

研究報告

德交所集团业务全景透视

李怡芳

资本市场研究所

内容摘要

党的十九大报告明确提出，“要以‘一带一路’建设为重点，坚持引进来和走出去并重，遵循共商共建共享原则，加强创新能力开放合作，形成陆海内外联动、东西双向互济的开放格局”，提出“形成面向全球的贸易、投融资、生产、服务网络”的发展目标，为我国资本市场对外开放提出了更高的要求。

2015年11月18日，我所联合中金所与德交所合资成立中欧国际交易所，打造西方离岸人民币金融资产交易中心，标志着我所推进中欧“一带一路”经济金融合作迈出实质性一步。未来，随着我们进一步加强与“一带一路”沿线资本市场的创新合作，我所与德交所的金融合作将进入深水区，合作交流模式也将更为多样化。2016年以来，为了应对金融市场发展以及欧盟金融监管改革的最新趋势，德交所集团的业务架构发生了重大变化。对此，为了及时掌握合作伙伴的最新发展动态，本文主要从现货和衍生品市场两个维度研究当前德交所集团的证券交易、清算、结算、登记与托管等整个业务链条，并总结其发展历程及经验，以便我们寻求与德交所的其他合作机会，同时也对我国打造世界领先交易所提供启示和借鉴。

德意志交易所集团走过了四百多年的悠久历史，现已发展成为集交易、清算、交收、存管、市场数据和信息技术服务、初创企业风险投资与培育于一体的集团化运营机构。旗下设有欧洲最先进的证券交易平台 Xetra 交易系统、欧洲最大的衍生品交易所——欧洲期货交易所 (Eurex)、欧洲能源类大宗商品和碳排放权的主要交易场所——欧洲能源交易所

(EEX)、欧洲最大的 CCP 机构——欧洲期货交易所清算公司 (Eurex Clearing AG) 以及欧洲最重要的交易后端服务机构——明讯国际结算托管银行 (Clearstream International)。

目前,德交所已经成为全球最大的交易所集团之一,在协助欧洲央行改善金融资本市场效率、流动性、安全和诚信等方面起到了关键性的作用,是欧洲金融市场的重要支柱。根据 WFE 的最新数据统计,截至 2017 年 11 月底,德交所集团共有 502 家上市公司,股票市值为 2.25 万亿美元,排名欧洲第 3 位、全球第 10 位;1-11 月股票成交金额为 1.44 万亿美元,排名欧洲第 3 位、全球第 12 位;相比之下,股票融资规模较小,1-11 月 IPO 融资总额仅 14.6 亿美元,远小于同期 WFE 统计的全部 65 家证券交易所的平均水平;旗下欧洲期货交易所衍生品交易颇为活跃,1-11 月股票期货和期权的成交合约数为 2.5 亿张,排名欧洲首位、全球第 6 位;1-11 月股票指数期货和期权成交合约数为 7.3 亿张,排名全球第 2 位,仅次于印度国家证券交易所 (12.9 亿张);1-11 月利率期货和期权成交合约数为 5.3 亿张,排名全球第 2 位,仅次于芝加哥交易所集团 (19.2 亿张)。

现货市场业务流程方面,德交所集团采用直通式交易程序 (Straight-through processing, 简称 STP),提供一体化的交易、清算与结算服务。在法兰克福证券交易所、Tradegate 交易所、中欧国际交易所、欧洲期货交易所债券公司进行多种现货证券的挂牌与交易,统一由欧洲期货交易所清算公司进行清算,由明讯国际进行结算、登记与托管。

衍生品市场业务流程方面,产品种类包含股票类、股指类、利率类

等多种衍生品，天然气、电力、碳排放权等多种大宗商品以及外汇、回购、证券借贷等其他类型产品和业务。其中，欧洲期货交易所主要提供金融衍生品和外汇衍生品的交易，欧洲能源交易所及其下属的七家交易所提供大宗商品和碳排放权的交易，欧洲期货交易所回购公司主要开展回购业务，360T 场外电子平台提供外汇类衍生品和短期货币市场工具的交易。至于清算模式，除了设立在新加坡的 CLTX 交易所由三家清算机构进行水平清算以外，其他多数交易所发生的衍生品交易，均由德交所集团提供直通式的垂直清算。

近三年来，德交所集团的经营业绩一直较为稳健，呈现良好发展态势。收入水平缓和增长，盈利规模超预期大幅增长。2017 年 1-9 月，德交所集团的净收入额为 18.2 亿欧元，同比增长 3%；净利润 6.6 亿欧元，同比大增 20%；每股盈利为 3.53 欧元，同比增长 19%。其中，衍生品交易、后端结算托管服务以及数据技术服务是三大收入来源，收入占比分别为 40%、36%和 16%。同时，维持稳定的股利支付规模。2016 年，每股股利为 2.35 欧元，ROE 为 19%，集团股票 2001-2016 年期间的年均回报率为 13%。

总结德交所集团四百三十多年的发展经验，结合我国新时代多层次资本市场的发展要求，建议从以下五个方面打造世界领先的交易所。

一是简化上市条件，支持优质新经济企业上市。现行发行上市条件存在与新经济企业的业务模式和治理结构不相适应的问题，阻碍了我国新经济企业的上市融资步伐。而境外交易所多数兼顾了不同类型企业的发展特点，提出了灵活化、多元化的上市要求。比如德交所集团于

2017年3月新推出中小企业板，仅提出了营业记录满两年、初始市值不低于3000万欧元、自由流通比例不低于20%或是自由流通股票不少于100万股等硬性指标；财务指标的设置则较为宽松，企业只需满足雇员人数不少于20人、净资产不为负、上市前净资产不低于500万欧元、净利润不为负、营业收入不少于1000万欧元等5项指标中的任意3项即可。基本上，大多数中小企业都容易满足前3项指标。其中，德交所对于中小企业板的初始市值要求比主板市场更为严格，从而将拟上市中小企业锁定在那些已具备一定市场认可度和投资价值的优质企业。

因此，为了解决新经济企业上市融资的难题，结合德交所集团中小企业板的上市制度设计特点，建议国内交易所新设一个新经济板块，专门面向新经济企业，设置不同于主板的差异化上市制度，上市条件适度宽松。主要关注主营业务范围、自由流通比例和初始上市市值，要求主营业务属于国家发布的战略新兴产业类型，研发投入费用占比达到一定比例，且初始股份发行数量和市值达到一定规模；盈利要求方面，可以设置多套财务指标，以供拟上市新经济企业灵活选择，其中“最近一年度净利润不为负”只是可选指标，而非必须满足的财务指标，从而尽可能保证优质的新经济企业不存在明显的上市制度障碍。

二是强化信息披露，严格对高风险企业的监管。从德交所集团的上市公司监管制度来看，其坚持“宽进严出”的监管理念，上市条件较为宽松，但上市后持续监管加强，对于中小企业等风险相对较高的上市公司设置了比一般主板市场更为严格的信息披露要求，要求中小企业板的上市公司每年召开一次分析师和投资者的发布会，定期披露外部研究

机构出具的研究报告，并及时更新公司日程。考虑到目前我国中小板和创业板上市公司风险事件频发，参考德交所集团的实践，建议国内交易所制定差异化的信息披露要求，对高风险企业采取更为彻底的“刨根问底式”监管，要求其及时披露影响其日常经营和股价走势的全部重大信息，并及时处置高风险公司，确保资本市场的长治久安。

三是优化技术服务，开发多元化数据信息产品。无论是纳斯达克交易所从一个小型的场外电子交易平台快速发展成为美国市场首屈一指的大型交易所集团，还是德交所从一个地方性股票交易所发展成为跨国交易所集团，境外多数交易所的崛起经验都充分证明了信息技术是一个交易所赖以生存与发展的核心本领。数据与技术服务已成为德交所集团第三大主营业务，收入占比接近二成。对于我国交易所而言，为了提升国际竞争力和影响力，必须加快信息技术的投入，开发多层次、多类型的行情数据产品和低延时、高效率的技术系统，将数据行情和主机接入服务作为建设世界领先交易所的关键突破口。同时，加大金融科技的投入，积极推行科技监管实践，依托于大数据、人工智能等先进技术探索建立资本市场信息与资金流向监测平台，实现一线监管的智能化、实时化、全景化。

四是加快产品创新，探索推出 ETC、ETN 等证券。虽然我国交易所已迈入衍生品开发的第一步，初步实现了跨期现市场的产品覆盖，但相对于德交所等境外交易所而言，产品创新仍有较大空间。从德交所的发展经验来看，旗下法兰克福证券交易所在推出 ETF 产品的同时，还积极开发了 ETC、ETN 等多类交易所交易产品，实现了现货证券与大

宗商品的全面布局。目前，ETF、ETC、ETN 等交易所交易型产品是德交所集团现货市场仅次于股票的第二大证券品种，年成交金额为 1467 亿欧元，占现货成交总额的 10%。考虑到交易所交易产品具有成本低廉、交易便捷、风险可控等优点，建议国内交易所在继续深化推进 ETF 市场建设的同时，加快 ETC、ETN 等产品的研发，进一步丰富产品种类和投资工具，实现建设“全球领先财富管理中心”的目标。

五是完善产业布局，探索参股清算与结算机构。在国内现行制度框架下，交易所只能开展证券交易等前端业务，后端结算服务统一由中国结算负责。而从德交所等境外成熟交易所的竞争经验来看，采用直通式交易程序（Straight-through processing，简称 STP），同时提供证券交易的前端和后端服务，打通整个产业链条，可以大大提升市场参与主体的信心以及交易所的国际竞争力。因此，借助于“一带一路”倡议带来的绝佳资本市场开放契机，探索购买“一带一路”沿线清算机构的股权，尤其是与我国建立良好合作关系的交易所下设的清算机构，既是我国交易所完善产业布局的积极尝试，也是打造世界领先交易所的现实需求，更是支持“一带一路”金融创新合作的具体举措。

目 录

一、发展历程	1
(一) 初步建设地方性股票交易所 (1585-1992 年)	1
(二) 快速建设综合性交易所集团 (1992-2000 年)	2
(三) 全面打造全球性交易所集团 (2001 年以来)	4
二、股权结构	7
(一) 集团股东结构	7
(二) 组织结构	8
三、现货市场业务全链条分析.....	10
(一) 上市	10
(二) 交易	17
1、法兰克福证券交易所.....	17
2、Tradegate 交易所	20
3、中欧国际交易所.....	20
4、欧洲期货交易所债券公司.....	22
(二) 清算	23
(三) 结算、登记与托管	25
四、衍生品市场业务全链条分析.....	28
(一) 交易	29
1、欧洲期货交易所.....	29
2、欧洲能源交易所集团.....	32
3、欧洲期货交易所回购公司.....	38
4、360T 场外外汇交易平台.....	39
(二) 清算	39

1、欧洲期货交易所清算公司.....	40
2、欧洲商品清算公司.....	41
五、财务状况	43
（一）收入水平缓和增长，盈利规模超预期大幅增长.....	43
（二）衍生品交易与后端服务仍是最重要的收入来源.....	44
（三）股东回报维持稳定，上市至今年均回报率 13%.....	45
六、对我国建设世界领先交易所的启示与建议.....	46
（一）简化上市条件，支持优质新经济企业上市	46
（二）强化信息披露，严格对高风险企业的监管	47
（三）优化技术服务，开发多元化数据信息产品	48
（四）加快产品创新，探索推出 ETC、ETN 等证券	49
（五）完善产业布局，探索参股清算与结算机构	49

德交所集团业务全景透视^①

2015年11月18日，我所联合中金所与德交所合资成立中欧国际交易所，打造西方离岸人民币金融资产交易中心，标志着我所推进中欧“一带一路”经济金融合作迈出实质性一步。未来，随着我们进一步加强与“一带一路”沿线资本市场的创新合作，我所与德交所的金融合作将进入深水区，合作交流模式也将更为多样化。2016年以来，为了应对金融市场发展以及欧盟金融监管改革的最新趋势，德交所集团的业务架构发生了重大变化。对此，为了及时掌握合作伙伴的最新发展动态，本文主要从现货和衍生品市场两个维度研究当前德交所集团的证券交易、清算、结算、登记与托管等整个业务链条，并总结其发展历程及经验，以便我们寻求与德交所的其他合作机会，同时也对我国打造世界领先交易所提供启示和借鉴。

一、发展历程

德意志交易所集团走过了四百多年的悠久历史，在改革中发展，在曲折中前进，由小到大、由弱变强、由粗放式人工操作到精细化交易系统，由一家地方性小型交易所逐步发展成为一个全球性的跨国交易所集团，走出了一条不平凡的道路。根据集团战略定位的演变，其发展历程可以分为如下三个阶段：

（一）初步建设地方性股票交易所（1585-1992年）

1585年，为了抵御货币贬值，法兰克福的货币经纪商协商制定

^① 本文仅代表研究人员个人观点，与所在机构无关。

统一的外汇汇率，法兰克福证券交易所由此诞生，是世界上最古老的交易所之一。1820年，法兰克福证券交易所上市了第一只股票——奥地利国家银行。1990年8月，法兰克福交易所公司正式进行商业注册，运营管理法法兰克福交易所，并加入了法兰克福商会。

在发展初期，法兰克福证券交易所致力于提升其交易系统与数据服务。一是优化行情系统。1987年，法兰克福证券交易所上线基于计算机的价格揭示系统 KISS，正式取代了自1964年以来一直广为交易大厅所用的价格揭示板。二是编制股票指数。1988年7月，代表德国蓝筹股的 DAX 指数开始正式对外发布。三是组建数据处理中心。1988年10月，法兰克福交易所的数据中心 BDZ 与杜塞尔多夫的 BDW 合并成立 DWZ 数据处理系统研发中心。四是完善交易系统。1991年4月，法兰克福交易所引入综合的现货交易与信息系统 IBIS，采用选择成交模式，订单并不是自动匹配成交，而是由交易商在可用的订单中选择合意者与之成交。

（二）快速建设综合性交易所集团（1992-2000年）

1992年11月，法兰克福交易所首次采用电子化订单路由系统 BOSS。在此以前，订单传递只能通过大厅公开喊价。这一技术革新开启了法兰克福证券交易所电子化交易的新纪元。同年12月，法兰克福证券交易所股份有限公司更名为德意志交易所股份有限公司，开始将其市场定位由传统股票交易场所转变为全产业链的交易所集团。

一是打造跨期现市场的综合性交易所。1992年12月，新更名的德意志交易所集团收购了德国衍生品交易所 DTB，开始进军衍生品

市场。1998年6月，德交所旗下的德国衍生品交易所DTB与瑞士交易所旗下的Soffex衍生品交易所合并，成立欧洲期货交易所(Eurex)。

二是构建涵盖前端和后端服务的全能型交易所。1992年12月，德意志交易所集团收购了德国证券结算存管股份有限公司(DKV)的全部股份。DKV是于1989年10月由柏林、杜塞多夫、法兰克福、汉堡、汉诺威、慕尼黑、斯图加特等地的证券清算银行及存管中心合并成立的，随后于1991年1月引入了德国证券交易的中央处理平台CASCADE。1997年10月，DKV与境外结算存管股份有限公司(Auslandskassenverein，简称AKV)合并成立德交所清算公司(Deutsche Börse Clearing AG)。2000年1月，德交所清算公司与世达国际(Cedel International S.A.)合并，成立明讯国际，德交所持有该合资公司50%的股份。2002年6月，德交所通过一项增资计划购买了明讯国际全部的股份，成为其全资子公司。

三是建设跨市场的电子化交易平台。1996年，德交所集团建立了公司网站，公开展示产品和服务信息。1997年11月，德交所现货市场引入了全自动化电子交易系统Xetra，取代了之前IBIS系统，并在伦敦和芝加哥首次开设了境外代表处。1998年，德交所联合巴黎证券交易所、瑞士交易所和道琼斯公司发布了欧洲STOXX股票指数。1999年，维也纳证券交易所开始使用德交所的Xetra交易系统。2000年4月，德意志交易所集团旗下的法兰克福证券交易所推出新的交易板块，专门交易指数ETF产品；随后于10月推出新的全球债券交易平台，采用全电子化交易。

（三）全面打造全球性交易所集团（2001 年以来）

2001 年 2 月，德交所集团上市，发行价格为 335 欧元，随后以 1:10 的比例进行了分拆；其股票于 2001 年 6 月纳入 MDAX 指数，于 2002 年 12 月加入 DAX 指数，并于 2007 年 10 月纳入欧元斯托克 50 指数（直至 2012 年 6 月）。2010 年 11 月，自成立 425 年后，德交所集团将其总部由法兰克福搬迁至埃施波恩。自上市以来，德交所集团开始全方位打造全球性交易所集团。

一是不断通过收购与新设拓展其交易品种范围。2001 年，欧洲期货交易所回购公司成立，专门进行场外回购的自动交易。2006 年 11 月，Xetra 交易系统开放交易 ETC 产品。2007 年 1 月，德交所集团与瑞士交易所集团签订合作协议，合并旗下的权证和存托凭证交易业务，成立专门的合资公司 Scoach。起初，该合资公司的交易在大厅叫价完成；随后于 2008 年 4 月，转为采用 Xetra 交易系统。2013 年 7 月，该项合作计划取消，各自市场开始回归相应的母公司。但自 2014 年 11 月起，法兰克福交易所再次推出了结构化产品交易业务。2007 年 11 月，德交所联合德国商业银行、德意志银行等 7 家机构成立合资公司——德意志交易所商品有限公司（Deutsche Borse Commodities GmbH），创新性地基于大宗商品开发资产支持证券产品。2010 年，德交所收购了 Tradegate 交易所 75% 的股份，进一步拓宽其在欧洲权益、债券、基金和 ETF 零售市场的份额。2011 年 3 月，欧洲期货交易所收购欧洲能源交易所 75% 的股份。2011 年 8 月，德交所购买欧洲期货交易所苏黎世公司剩余的股份，使其成为欧洲期货交易所唯一

的股东。2014年1月，德交所收购了 Impendium 系统公司，该公司是英国的云处理软件解决方案公司，帮助客户应对欧洲、北美和亚太地区的监管要求。欧洲能源交易所收购了新加坡受监管的期货交易所——Cleartrade Exchange（简称为 CLTX）。2014年4月，欧洲期货交易所清算公司根据 EMIR 的法规被授予清算牌照。2014年5月，德交所的受监管市场上市了首只人民币债券。2015年1月，德交所收购了 Powernext 交易所部分股权，该交易所与欧洲能源交易所联合运营着欧洲的天然气中央交易平台 PEGAX，覆盖欧洲绝大多数的天然气现货和衍生品。2015年6月，德交所成立风投公司，专门为年轻的成长企业提供资金支持、培训与社交服务。2015年，德交所收购了外汇交易平台——360T，这是一家总部位于法兰克福的金融科技公司。此项收购行为使得集团的日成交金额超过5万亿美元。2015年11月18日，德交所与上交所、中金所联合成立中欧国际交易所，致力于为全球投资者提供投资中国资产的渠道。2016年4月，德交所建立了金融科技中心，为初创企业提供专门的研讨会议室，同时德交所风投网络平台为其提供融资、团队建设和客户培育方面的支持。2016年6月，德交所成立 DBI 风投公司，作为风险投资的运作平台，主要对初创和成长期的金融科技企业进行战略投资。2016年6月，德交所将其 2007 年购买的美国国际证券交易所控股公司（International Securities Exchange，简称 ISE）及其控股股东美国交易所控股公司出售给纳斯达克交易所。

此外，德交所还多次尝试与其它大型国际交易所探索业务合并。

德交所先后于 2000 年、2005 年、2016 年与伦交所协议合并，均以失败告终。2011 年 2 月，德交所与纽约泛欧交易所宣布达成合并协议，但最终于 2012 年 2 月被欧盟委员会所禁止。

二是进一步巩固其技术与数据服务在全球市场的领先地位。其一，丰富数据服务内容。2001 年 5 月，德交所集团推出了 CEF 集中数据服务。2002 年，德交所购买西班牙 BME 公司旗下领先的实时金融信息提供商 Infobolsa 公司 50% 的股份，随后于 2016 年 2 月被 BME 再次购回。2015 年，德交所收购 STOXX 指数的全部股权。其二，构建多元化的指数体系。2003 年 3 月，德交所集团根据 DAX 指数中前 30 大科技股，编制了 TecDAX 指数。2006 年，德交所发布首只综合指数——DAX 全球指数。其三，提供差异化的交易模式。2011 年 5 月，法兰克福交易所的大厅交易转至 Xetra 法兰克福专家交易平台，兼具了 Xetra 交易系统的高效订单传递、跨欧洲市场交易与高流动性以及大厅交易的高透明度的优势。而且，对于部分证券，这一新型交易模型将交易时间延长至 12 个小时，从早上 8 点至晚上 8 点。

三是优化市场层次建设。2003 年 1 月，法兰克福交易所调整了其市场分层，将市场板块重新划分为一般市场（General Standard）和高级市场（Prime Standard）两大板块。1997 年 3 月，德交所设立了创业板市场（Neuer Markt），为高科技创新企业提供了股票融资服务；但由于市场低迷以及集团整体战略调整，该板块于 2003 年 6 月 5 日被正式关闭，所剩的企业都被纳入德国证券交易所的主板。2005 年 10 月，德交所推出了新的市场板块——初级市场（Entry Standard），

随后被 2017 年 3 月新建的新兴中小企业板（Scale segment）取代。

四是持续提升后端清算与结算服务。在结算与托管方面，明讯在新加坡成立了分支机构，为台湾证券市场提供结算服务，并收购了 Citco 全球证券服务的对冲基金托管平台。欧洲期货交易所首次引入了日本和中国的交易会员。2010 年 9 月，明讯银行与西班牙交易所联合推出 REGIS-TR 公司，致力于为场外交易提供交易报告和登记服务。该公司于 2013 年 11 月从 ESMA 处获得交易报告授权，其机构间能源产品交易报告服务于 2015 年 8 月被认可为注册的报告机制（Registered Reporting Mechanism，简称 RRM）。在证券清算方面，欧洲期货交易所引入了日本和中国的交易会员，并于 2011 年 8 月推出了“个人清算模式”，在清算会员违约时，担保品和相关证券头寸将立即进行转移。2015 年 7 月，德交所在新加坡设立的清算公司——欧洲期货交易所亚洲清算公司，从新加坡金融管理局处获得了清算业务的全牌照，该公司主要为亚洲投资者提供证券清算服务。

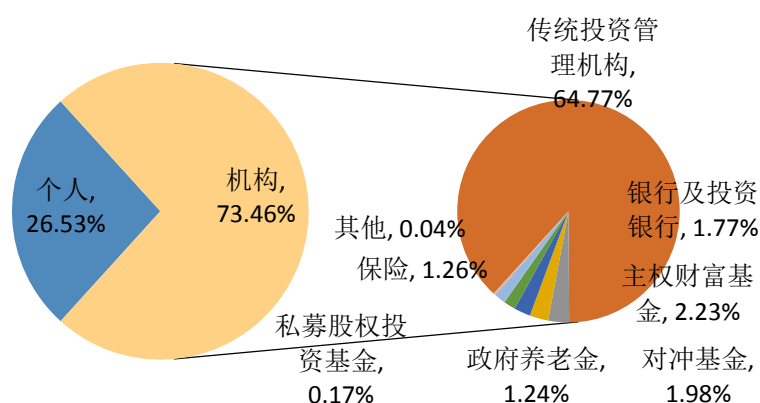
二、股权结构

（一）集团股东结构

德交所集团的股票实现了完全自由流通，其中半数以上由基金公司等传统投资管理机构所持有。根据 Capital IQ 的数据统计，截至 2017 年底，德交所集团发行在外的股票中，个人与机构的持股比例约为 1:3。各类机构投资者合计持股占比高达 74.5%。其中，传统投资管理机构持股比例为 64.8%，远高于其他类型的机构投资者；紧随其后的是主权财富基金和对冲基金，持股占比分别为 2.23% 和 1.98%。从投

投资者的地域分布来看，来自美国和英国的投资者是德交所的主要股东，持股市值占比高达 30%和 29%；德国本土投资者仅持有德交所 17% 的股份。

图 1 德交所集团股东结构



注：数据统计截至 2017 年 12 月 31 日。

资料来源：Capital IQ

（二）组织结构

自 1992 年变更名称以来，德意志交易所集团快速发展成为集交易、清算、交收、存管、市场数据和信息技术服务、初创企业风险投资与培育于一体的集团化运营机构。旗下设有欧洲最先进的证券交易平台 Xetra 交易系统、欧洲最大的衍生品交易所——欧洲期货交易所（Eurex）、欧洲能源类大宗商品和碳排放权的主要交易场所——欧洲能源交易所（EEX）、欧洲最大的 CCP 机构——欧洲期货交易所清算公司（Eurex Clearing AG）以及欧洲最重要的交易后端服务机构——明讯国际结算托管银行（Clearstream International）。

目前，德交所已经成为全球最大的交易所集团之一，在协助欧洲央行改善金融资本市场效率、流动性、安全和诚信等方面起到了关键性的作用，是欧洲金融市场的重要支柱。根据 WFE 的最新数据统计，

截至 2017 年 11 月底，德交所集团共有 502 家上市公司，股票市值为 2.25 万亿美元，排名欧洲第 3 位、全球第 10 位；1-11 月股票成交金额为 1.44 万亿美元，排名欧洲第 3 位、全球第 12 位；相比之下，股票融资规模较小，1-11 月 IPO 融资总额仅 14.6 亿美元，远小于同期 WFE 统计的全部 65 家证券交易所的平均水平；旗下欧洲期货交易所衍生品交易颇为活跃，1-11 月股票期货和期权的成交合约数为 2.5 亿张，排名欧洲首位、全球第 6 位；1-11 月股票指数期货和期权成交合约数为 7.3 亿张，排名全球第 2 位，仅次于印度国家证券交易所（12.9 亿张）；1-11 月利率期货和期权成交合约数为 5.3 亿张，排名全球第 2 位，仅次于芝加哥交易所集团（19.2 亿张）。

图 2 德交所集团组织结构

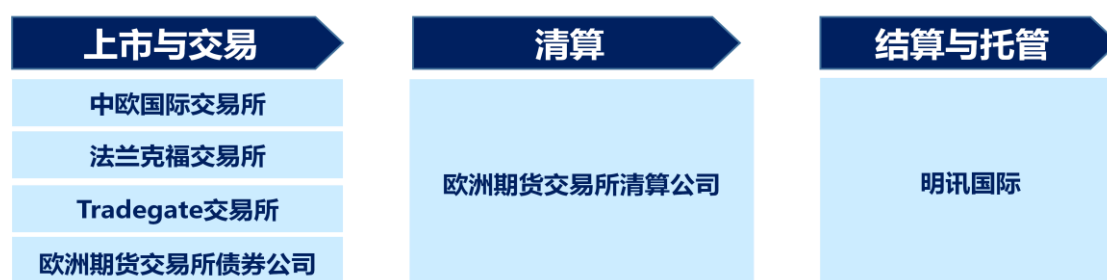


数据来源：德交所集团 2016 年年度报告

三、现货市场业务全链条分析

德交所集团采用直通式交易程序（Straight-through processing，简称 STP），提供一体化的交易、清算与结算服务。图 3 描述了其现货市场的整个业务链条。在法兰克福证券交易所、Tradegate 交易所、中欧国际交易所、欧洲期货交易所债券公司进行多种现货证券的挂牌与交易，统一由欧洲期货交易所清算公司进行清算，由明讯国际进行结算、登记与托管。

图 3 德交所现货市场业务全链条



（一）上市

德交所集团的法兰克福证券交易所（Frankfurter Wertpapierbörse，简称 FWB）设有三个市场板块：高级市场（Prime Standard）、一般市场（General Standard）和新兴中小企业板（Scale）。其中，新兴中小企业板于 2017 年 3 月推出，取代之前的自由市场（Entry Standard），主要为中小企业提供融资服务，属于交易所监管的市场。除了股票上市融资以外，新兴中小企业板与高级市场均提供公司债券发行服务。

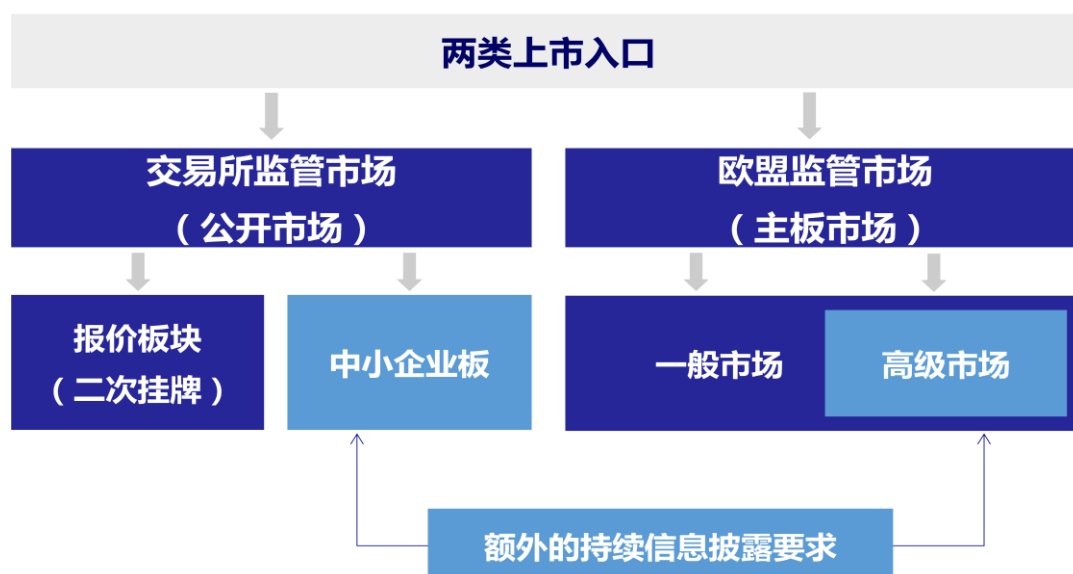
根据欧盟规定，在欧盟境内的证券市场主要分为两类：一是受欧盟监管的官方市场（EU-Regulated Market），另一类是受交易所监管的非官方市场（Regulated Unofficial Market），又称公开市场（Open Market）。前者是直接遵循欧盟的法规，后者则由境内各交易所自行

规范。自 2007 年起，德国证券市场层次结构已和欧盟规定一致。目前，德交所旗下的法兰克福交易所资本市场包括四个市场层次，以信息透明度区分，由低到高分别为：报价交易板块（**Quotation Board**）、新兴中小企业板（**Scale**）、一般市场（**General Standard**）和高级市场（**Prime Standard**）。

报价交易板块和新兴中小企业板属于交易所监管的公开市场，提供快捷、低成本的上市通道。其中，报价交易板块提供证券的非上市交易，主要为已在其他市场上市的证券提供一个交易平台，以实现其第二上市。由具有专家（即做市商）资格的会员经纪商向德交所提交证券挂牌交易申请，并负责提供证券原上市地、市值计算等证券相关信息。除此之外，德交所对于报价交易板块的证券挂牌与持续监管，没有明确规定。因此，报价交易板块可以非常便捷地实现证券的二次挂牌。新兴中小企业板成立于 2017 年 3 月，替代原先的初级市场（**Entry Standard**）。对于初级市场原上市的企业，符合中小企业板上上市条件的，直接转至中小企业板；不符合中小企业板上上市条件的，则转至基础板块（**Basic Board**），并定期发布年度报告以维持其上市地位。基础板块并不是一个独立的市场板块，只是不符合中小企业板上上市要求的原初级市场上市企业的“收容所”。中小企业板主要面向中小企业，为其提供上市融资、市场推介、研究报告覆盖以及特定投资者群体导向服务。德交所集团推出的投资者定向服务（**DirectPlace**），为中小企业提供了接触个人投资者、家族企业以及专业资产管理机构的机会。

至于一般市场和高级市场，则属于受欧盟监管的主板市场，上市条件、持续信息披露等相关监管要求较为严格。其中，一般市场对发行人设定最低程度的欧盟监管市场准入要求，尤其适合以本土投资者为目标并有意节省融资成本的公司；高级市场的上市条件与一般市场完全相同，但是持续信息披露要求更为严格，符合全球透明度标准，主要面向成熟企业以及国际型企业。需要特别说明的是，高级市场不是法定的独立板块，而是交易所在一般市场中内设的特殊板块。只要符合一般市场上市标准的企业提出申请，就可以直接进入高级市场板块。高级市场与一般市场之间的转板机制非常灵活。无论是从高级市场转到一般市场，还是从一般市场转到高级市场，申请人只需要提交一份申请就可以了，非常简捷方便。目前，高级市场聚集了全市场最优质的蓝筹股票；截至 2017 年 9 月底，高级市场市值占法兰克福证券交易所全部上市公司股票总市值的比重高达 91%，较 2013 年末水平大幅提高了 10 个百分点。

图 4 法兰克福交易所多层次市场体系



比较与总结德交所集团各市场层次的发行和持续监管要求，可以发现其多层次市场体系的制度设计具有如下几方面特点：

一是上市条件较为简易，主要关注初始市值和自由流通比例。除了报价板块没有明确规定以外，德交所集团对主板和中小企业板的拟上市企业提出了市值和流通规模方面的硬性要求。主板市场要求股份发行规模不小于 1 万股，初始市值不低于 125 万欧元，在欧洲经济区内的自由流通比例不低于 25%；中小企业板则要求初始市值不低于 3000 万欧元，自由流通比例不低于 20%或是自由流通股票不少于 100 万股。从这个角度来看，中小企业板的初始市值要求比主板市场更为严格，因此，德交所中小企业板主要是面向已具有一定市场认可度和投资价值的中小企业。

二是财务指标的要求较为宽松，对一般企业不会构成明显的上市阻碍。德交所仅对中小企业板的拟上市企业提出了财务要求，但指标设置较为宽松。企业只需满足雇员人数不少于 20 人、净资产不为负、上市前净资产不低于 500 万欧元、净利润不为负、营业收入不少于 1000 万欧元等 5 项指标中的任意 3 项即可。显而易见，大多数企业都容易满足前 3 项指标。

三是会计准则编制要求较为灵活，便于境外企业的上市。主板上市企业可用 IFRS 准则或欧盟认可的本国会计准则编制财务报表；而中小企业板上市企业只要在欧盟境内成立了营业场所，即可用本国会计准则编制财务报表，省去了翻译和会计调整工作，操作十分便捷。

四是重视持续信息披露监管，中小企业板的持续监管要求甚至比

一般市场严格。德交所集团对于中小企业采取的是“宽进严出”管理制度，上市条件宽松，但上市后持续监管要求严格。相较于一般市场，中小企业板上市企业除了定期发布年度报告和半年度报告以外，还需及时更新公司日程，定期披露研究机构出具的相关研究报告信息，并且每年召开一次分析师和投资者的发布会。整体上，除了无须披露季度报告以及可用德语或英语进行披露以外，中小企业板的上市后信息披露要求与高级市场相当。

五是根据上市和持续监管的复杂程度，设置差异化的上市费用。中小企业板的上市费用远高于主板，上市初始费用介于2万-6.9万欧元，上市年费为2万欧元。而报价板块没有明确的上市和持续监管要求，仅提供已上市证券的交易平台，由做市商承担相关信息披露义务，上市费用最为低廉，介于50-750欧元。

表1 法兰克福证券交易所的上市与持续监管制度

	主板		中小企业板	报价板块
	高级市场	一般市场		
一、上市条件				
营业记录	至少3年		至少2年	没有相关规定
最低股本发行规模	1万股		没有相关规定	没有相关规定
估计的上市之初最低市值	125万欧元		3000万欧元	没有相关规定
最小股份面值	没有相关规定		1欧元	
公众持股比例	欧盟或欧洲经济区内自由流通比例不低于25%		自由流通比例不低于20%，或至少100万股自由流通股	没有相关规定
财务指标要求	没有相关规定		至少满足以下指标的其中三项： 1、营业收入不	没有相关规定

		低于 1000 万欧元； 2、年度净利润不为负； 3、所有者权益大于 0； 4、上市前累计所有者权益不低于 500 万欧元； 5、雇员人数不少于 20 人	
会计准则	按照 IFRS 准则或欧盟认可的本国会计准则编制财务报表	1、若发行人在欧盟有注册的办公场所，可按本国会计准则编制财务报表。 2、其余发行人需按照 IFRS 准则编制财报。	没有明确规定
需提交的文件清单	1、经监管机构批准的招股说明书 4、工商注册证明文件 5、公司章程 6、关于证券发行的法律基础文件（如公司董事会或监事会决议） 7、若为全球存托凭证，须提供其存管文件 8、经审计的近 3 年年度财务报表	1、经监管机构批准的招股说明书 2、发行人与德意志交易所上市合作伙伴的书面合约 3、由德交所选择的研究机构出具的关于该证券发行人的研究报告 2、最近 2 年的财务报表，其中最近 1 年的财务报表须经审计 4、工商注册证明文件 5、公司章程 7、公司简介 8、公司日程	关于挂牌证券的准确描述，包括其第一上市的交易所、拟发行证券的 ISIN 代码

二、持续监管要求				
年报要求	报告期结束后4个月内提交年度财务报告	报告期结束后4个月内发布年度财务报告	报告期结束后6个月内提交年度报告和管理层报告	没有相关规定
半年报要求	报告期结束后3个月内提交半年度财务报告	报告期结束后3个月内发布半年度财务报告	报告期结束后4个月内提交半年度报告和管理层中期报告	没有相关规定
季度报告要求	报告期结束后2个月内提交季度财务报告	没有相关规定	没有相关规定	没有相关规定
研究报告	没有相关规定	没有相关规定	提交研究机构出具研究报告依据的相关信息	没有相关规定
分析师和投资者会议	每年至少召开一次分析师会议	没有相关规定	每年至少召开一次分析师和投资者的会议	没有相关规定
公司日程 (包括股东会、记者会及分析师会议等日期)	及时提交更新的公司日程	没有相关规定	及时提交更新的公司日程	没有相关规定
重大信息披露要求	需及时披露董事交易、内部关联人名单、有表决权的股份数量等重大信息	需及时披露董事交易、内部关联人名单、有表决权的股份数量等重大信息	需及时披露董事交易、内部关联人名单、发行人或证券的重大变更信息	需及时通知法兰克福交易所关于证券交易、清算及评估的重大事项
信息披露使用语言	同时提供德语和英语两个版本	德语或英语	德语或英语	德语或英语
三、上市费用				
	1、上市初始费用: 3000 欧元 2、介绍费用: 2500 欧元 3、上市年费: 12700 欧元+取决于市值的可变金额(每百万欧元的市值缴纳 0.1 欧元)	1、上市初始费用: 3000 欧元 2、介绍费用: 2500 欧元 3、上市年费: 11700 欧元+取决于市值的可变金额(每百万欧元的市值缴纳 0.1 欧元)	1、上市初始费用: 20000 欧元+取决于市值的可变金额(不超过 69000 欧元) 2、上市年费: 20000 欧元	上市初始费用: 1) 股票和 DR: 750 欧元 2) 基金: 50 欧元 3) 债券及其他: 50-500 欧元

（二）交易

现货交易方面，德交所集团拥有三大交易平台。

1、法兰克福证券交易所

德交所集团全资持有的法兰克福证券交易所采用两种证券交易模式。

一是全电子化的 **Xetra** 交易系统，是全球范围内最高效且最灵活的交易基础设施之一，交易时段为上午 9:00 至下午 5:30。目前，Xetra 交易系统是德国本土股票和 ETF 的主要交易场所，占据着德国本土市场股票成交金额的 90% 以及整个欧洲市场 ETF 成交总额的 30%。高流动性、持续创新和高安全性是德交所证券交易平台 Xetra 的决定性优势。无论交易者在哪，都能以低成本参与交易所的电子系统交易。在 Xetra 上，被许可的交易者的买卖订单会被收集并集中在完全电子化的定单账簿上。在连续竞价交易中，Xetra 会对每笔买卖订单自动进行合理性检查。一旦有与之相匹配的订单，交易就会被立刻执行。

二是专家参与做市的大厅交易模式 (**floor trading**)，是对全电子交易平台的补充，其优势在于可更好的服务交易流动性低的股票和绝大多数债券，交易大厅的专家参与这些证券的交易以确保订单立即以最优价格成交；而且交易时段也更长，投资者可以从上午 8:00 至晚上 8:00 连续进行交易。个人投资者可以买卖来自全球 130 多个国家的机构发行的 160 万只证券，现货证券数量居欧洲首位；证券种类也是欧洲所有交易所中最为丰富的，涵盖 ETF、ETC、ETN、投资基金、固定收益证券、凭证和权证等产品。

目前，法兰克福证券交易所的现货证券数量居欧洲之首。投资者可以买卖来自全球 130 多个国家的机构发行的 140 万只证券，证券种类也是欧洲所有交易所中最为丰富的，涵盖股票、债券、ETF、ETC、ETN、投资基金、凭证和权证等产品。其中，法兰克福证券交易所的债券种类是欧洲最为丰富的，包括所有主要的外国债券种类和大规模的德国抵押贷款债券。

凭借其先进的指数编制与数据服务能力，ETF 产品也是法兰克福证券交易所的一大明星产品。2013 年以来，德交所集团持续强化其数据与技术服务，指数产品创新层出不穷，编制的指数数量持续增长，可持续概念指数进一步深化推进，旗下 ETF 资产管理规模也整体维持增长的趋势。截至 2017 年 9 月底，德交所集团编制的指数数量达 12111 只，其中可持续概念指数为 115 只。截至 2017 年底，德交所集团已挂牌的 ETF 产品资产管理规模达到 1132 亿欧元，同比增长 24%。

图 5 德交所集团指数编制情况

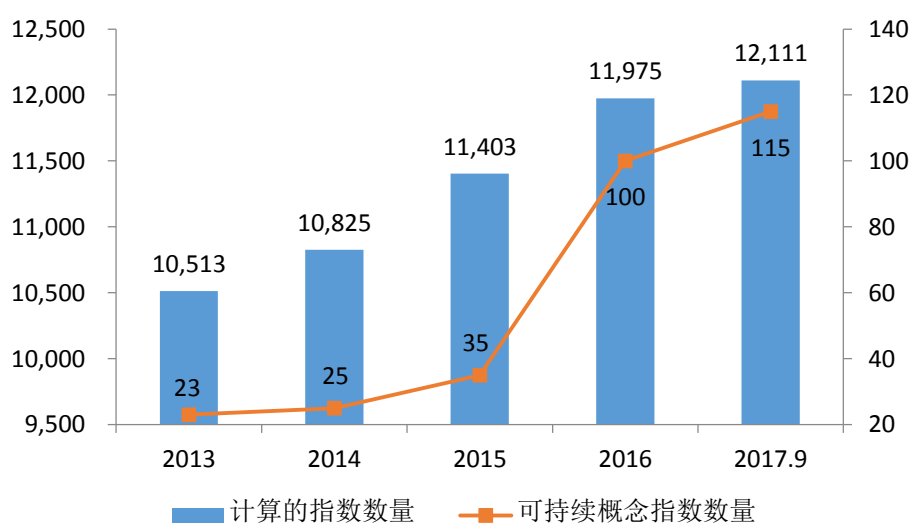
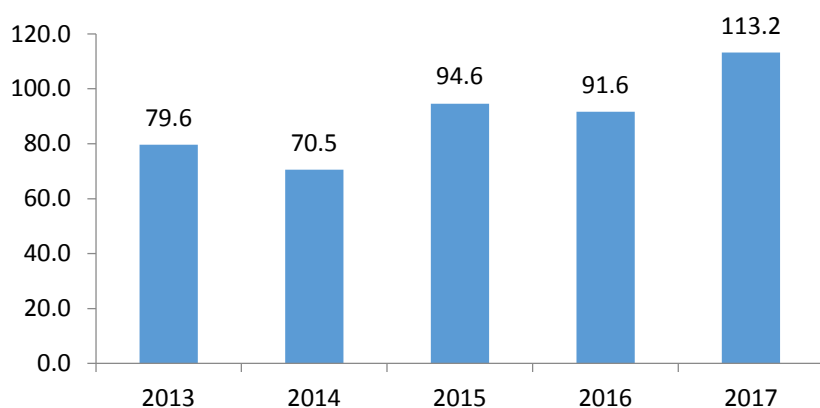


图 6 德交所集团 ETF 资产管理规模（单位：十亿欧元）



此外，Xetra 系统是欧元区最大的 ETC 交易场所，交易着 218 种 ETC 产品。其中，最为成功的是 Xetra 黄金券（Xetra-Gold®），它是由德意志交易所商品有限公司（Deutsche Borse Commodities GmbH）发行的一种以实物黄金为抵押的无记名债券。2016 年底，Xetra 黄金券的资产管理规模达到 42 亿欧元。同时，法兰克福证券交易所还设立了房地产投资信托基金的独立交易板块，即“德意志交易所房地产投资信托基金”（Deutsche Börse REITs）板块。

特别值得一提的是，法兰克福证券交易所旗下设立了权证交易所（Frankfurt WarrantsExchange），专门交易 140 万只结构化产品。2017 年，结构化产品成交 250 万笔订单，同比增加 17%；成交总额为 145 亿欧元，与上年持平，占德国结构化产品成交总额的 36%。其中，杠杆产品仍是成交最为活跃的结构化产品，成交订单数占比高达 88%，成交金额也由 2016 年的 76 亿欧元上升至 2017 年的 81 亿欧元。相比之下，投资性产品的成交额下降 10.7% 至 65 亿欧元。此外，投资者结构发生了显著变化。外资交易占比大幅提升了 41%，近三分之一的订单来自海外投资者。

2、Tradegate 交易所

Tradegate 交易所于 2010 年在柏林成立，主要面向欧洲个人投资者，为来自德国、奥地利和英国的 41 家交易会员提供经纪业务的订单执行服务。投资者可以从上午 8:00 至晚上 10:00 连续 14 小时交易，无需缴纳任何交易手续费，并可使用智能订单控制工具和免费的实时数据。证券品种包括约 4100 只股票、1700 只 ETP、2200 只债券和 2000 只投资基金。2017 年，Tradegate 交易所证券成交金额达到 910 亿欧元，创历史峰值，同比增加 28%。目前，德交所持有 Tradegate 交易所 75.01% 的股份，Tradegate 交易所股份有限公司持有剩余的 24.99% 的股份。

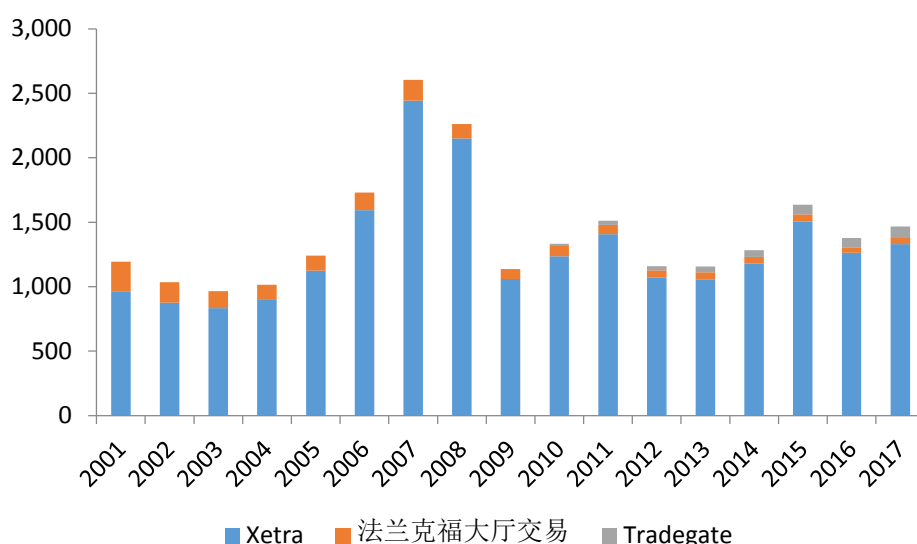
3、中欧国际交易所

2015 年 11 月 18 日，德交所与上交所、中金所在法兰克福成立合资交易所，致力于打造西方离岸人民币资产交易平台。该平台完全沿用法兰克福证券交易所的上市与持续监管制度及其交易和后端结算设施。因此，不单独对中欧国际交易所进行数据统计，而是将其与法兰克福证券交易所旗下的 Xetra 交易系统和大厅交易模式合并统计。

2008 年金融危机爆发后，德交所现货市场场内成交规模大幅萎缩，随后维持震荡上行的态势。2009 年，场内现货市场成交金额跌至历史低谷，仅 1.1 万亿欧元，较 2007 年的历史峰值(2.6 万亿欧元)，大幅减少 56%。2010 年以后，现货成交金额开始阶段性小幅上行。2017 年，德交所旗下 Xetra 交易系统、法兰克福证券交易所大厅交易模式以及 Tradegate 交易所现货证券成交金额合计 1.5 万亿欧元，较

上一年度小幅增加 6.6%。分交易场所来看，毫无疑问，Xetra 交易系统是德交所现货市场最主要的交易平台，证券成交总额为 1.3 万亿欧元，占比高达 91%。

图 7 德交所集团场内现货市场成交金额（单位：十亿欧元）



数据来源：德交所现货市场统计资料

总体来看，德交所现货市场以股票和交易所交易型产品为主。2017 年，三大交易平台股票成交金额合计 1.3 万亿欧元，占比 88%，是成交最为活跃的现货品种；其次是 ETF、ETC、ETN 等交易所交易型产品，成交额为 0.1 万亿欧元，占比 10%；结构化产品则成交了 0.02 万亿欧元，占比约 1%；债券和投资基金的流动性相对较低，合计成交总额仅 77 亿欧元。目前，Xetra 交易系统是股票和 ETF、ETC、ETN 两类产品的主要交易场所，成交占比分别为 92% 和 95%。结构化产品则主要在法兰克福证券交易所旗下的权证交易所大厅交易模式成交，成交金额占比达 91%。

表 2 德交所集团场内现货市场 2017 年成交金额（单位：百万欧元）

证券种类	法兰克福证券交易所		Tradegate 交易所
	Xetra 系统	大厅交易	
股票	1,189,750	24,781	82,619
ETF、ETC、ETN	138,901	1,450	6,321
债券		4,593	1,008
投资基金	0.028	1,225	827
结构化产品及其他	1,020	14,685	398
合计	1,329,671	46,734	91,173

数据来源：德交所现货市场月度统计资料

4、欧洲期货交易所债券公司

除了上述三类受欧盟监管的场内现货市场以外，德交所集团旗下还有一类受 BaFin 监管的场外多边交易设施。2000 年 10 月，欧洲期货交易所法兰克福公司联合巴克莱银行、法国巴黎银行、德意志银行、德国商业银行、瑞士信贷银行、苏格兰皇家银行、联合信贷银行、摩根士丹利固定收益投资公司、Portigon 公司等 9 家金融机构合资成立 ECN 平台——欧洲期货交易所债券公司（Eurex Bonds GmbH），其中欧洲期货交易所持有 79% 的股份。该合资公司主要为德国、奥地利、丹麦、芬兰和荷兰的交易商提供交易商间的场外债券交易平台。交易品种以国债为主，同时还包括市政债券、资产担保债券、公司债券等类型债券以及基差（Basis instruments）、收支相抵（Break Even instruments）等特殊金融工具。投资者买入基差，相当于买入了一定数量的现货证券，同时卖出了相同数量的期货合约。相较于一般的基差工具，收支相抵工具则实现了现货证券端和期货端双边交易的自动执行。2017 年 1-11 月，欧洲期货交易所债券公司的证券成交金额为 437 亿欧元，同比大幅下降 35%。

（二）清算

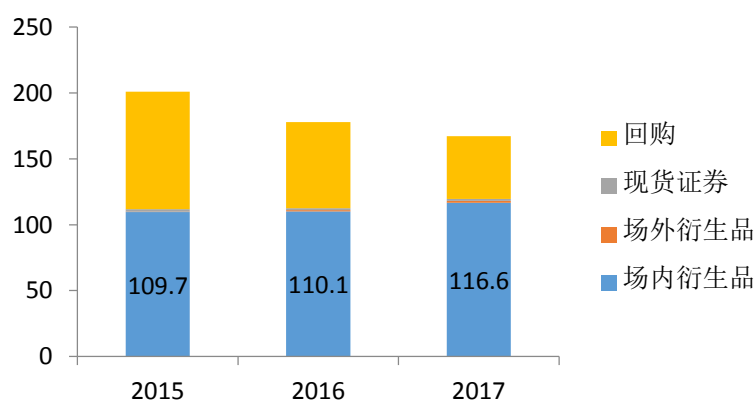
德交所集团现货市场的清算机构是欧洲期货交易所清算股份公司（Eurex Clearing AG）。它成立于1998年，是欧洲期货交易所法兰克福股份公司的全资子公司。2003年以前，欧洲期货交易所清算股份公司主要为欧洲期货交易所的衍生品交易提供清算服务。2003年，由于德国现货市场改为采用中央对手方的清算机制，清算业务由明讯国际转移到欧洲期货交易所清算股份公司。此后，欧洲期货交易所清算股份公司负责为场内外现货和衍生品交易提供集中清算服务。目前，欧洲期货交易所清算股份公司服务的证券交易平台包括：欧洲期货交易所、欧洲期货交易所回购公司、欧洲期货交易所债券公司、法兰克福证券交易所以及爱尔兰证券交易所。

相较于其他 CCP 清算机构，欧洲期货交易所清算股份公司拥有全球领先的风控技术。一方面，实现交易和清算的无缝结合，为市场提供了独特的连续性风险管理机制。清算公司与欧洲期货交易所共用一个电子交易平台——Xetra 证券期货交易系统，实现了交易与清算系统主干架构的统一；而且，清算公司是全球唯一一家能在交易时段内通过实时计算风险来进行风控的清算行，提高了实时风险控制能力。另一方面，建立多层次抵押品体系，最大程度保障交易参与者的资金安全。清算公司为所有清算会员计算全部风险（即保证金），并通过收取以现金或证券的形式提交的抵押品而作出担保。这一体系不仅可覆盖根据目前市场价格计算得出的潜在损失，同时也能覆盖未来可能发生的价格变化而带来的潜在风险。为防止某些仓位缺乏担保，每一

个清算会员至少每天都要根据情况提供一次抵押品。此外，它们还要支付清算基金份额。这样即使一个清算会员破产了，清算公司也有足够的资产作为担保。

欧洲期货交易所清算股份公司已发展成为欧洲最大的 CCP 机构，2017 年证券清算总额为 167 万亿欧元。其中，对场内衍生品交易的清算本金金额为 116.6 万亿欧元，对场外利率互换的清算本金金额为 1.4 万亿欧元，对现货证券的清算金额为 1.6 万亿欧元，对回购交易的清算金额为 47.5 万亿欧元。在四大类证券品种中，场内衍生品是最主要的清算品种，清算金额占比达到 70%；场外衍生品清算规模虽然不大，但其增速惊人，2015-2017 年累积增长了 6 倍，当前清算总额与现货证券相当；受累于欧洲现货市场整体成交规模的萎缩，欧洲期货交易所清算股份公司的现货证券清算规模呈现小幅下滑趋势；而回购交易的清算规模遭遇显著下降，由 2015 年的 89 万亿欧元逐年下滑至 2017 年的 47.5 万亿欧元，减少了 47%。

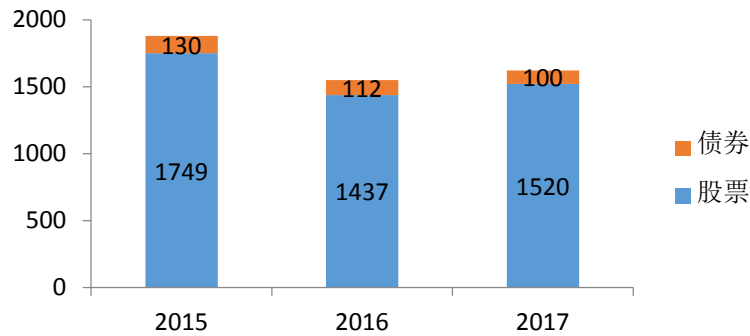
图 8 欧洲期货交易所清算股份公司证券清算规模（单位：万亿欧元）



具体到现货证券的清算，股票与债券的清算金额比例约为 9:1。近 3 年来，股票和债券的清算金额均呈现下滑趋势，而且债券清算额

的下降速度明显快于股票。2017 年，股票清算金额为 1.5 万亿欧元，较 2015 年减少了 13%；债券清算金额为 0.1 万亿欧元，较 2015 年减少了 23%。

图 9 欧洲期货交易所清算股份公司现货证券清算规模（单位：十亿欧元）



资料来源：Eurex Clearing

（三）结算、登记与托管

明讯国际是德交所现货和衍生品市场唯一的证券结算与存托机构，于 2000 年 1 月由德交所清算公司与世达国际合并而成，随后于 2002 年 7 月成为德交所集团的全资子公司。明讯国际依托于灵活的证券借贷机制以及高效的担保品管理服务，业务范围综合全面，为全球 110 个国家的 2500 家客户提供固定收益证券、股票和基金的结算、存托与借贷服务，托管的证券数量达 30 多万只，日均结算的证券交易超过 25 万笔。

组织结构方面，如上述图 2 所示，明讯控股公司持有明讯国际所有的股份，明讯国际则作为旗下多数关联企业的直接股东。目前，明讯国际设有两类 CSD。一类是跨国型 CSD（简称 ICSD），即明讯银行卢森堡公司（CBL）；另一类是单一国家 CSD，包括全资持有的德国市场 CSD——明讯银行法兰克福公司（CBF）以及通过明讯银行卢

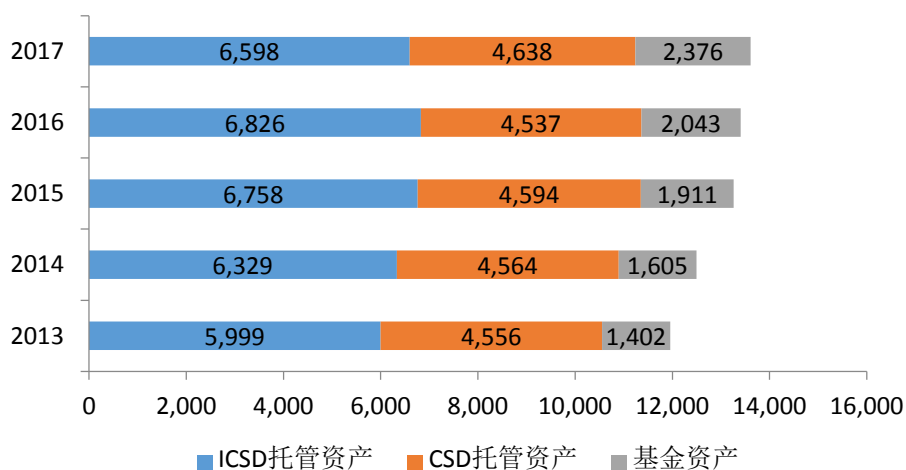
森堡公司持股 50%的卢森堡市场 CSD——卢森堡 CSD (LuxCSD)。这 3 家 CSD 机构共用统一的证券后端处理连接系统——ClearstreamXact。用户通过单一的系统界面 (Xact Web Portal) 即可享受明讯国际提供的一体化后端服务。

除了 CSD 机构以外, 明讯国际还成立了多家子公司, 提供担保品管理、证券借贷、公司行动相关资产服务以及技术连接等各项相关业务。明讯国际下设有 3 家全资子公司, 即明讯全球证券服务公司、卢森堡明讯服务公司以及布拉格明讯操作公司。此外, 为了便于为全球客户提供高效服务, 明讯银行卢森堡公司在全球多地开设了营业场所, 在日本东京成立了全资子公司, 并在伦敦和新加坡设有分支机构, 在迪拜、香港、东京、纽约和苏黎世设有代表处; 同时与西班牙证券交易所 (BME) 合资成立了 REGIS-TR 公司, 各持股 50%, 专门为场外衍生品交易提供交易报告服务, 以便监管机构及时获得场外交易数据。

2017 年, 欧洲证券后端结算设施发生了重大变革, 欧洲央行完成欧洲统一证券结算平台——TARGET2-Securities (简称 T2S) 的建设, 并出台中央证券存托机构监管法案 CSDR, 欧洲市场多家 CSD 机构纷纷按照新的法规调整业务以申请新的 CSD 牌照; 同时多家 CSD 和 CCP 机构纷纷改造其系统已实现与 T2S 平台的连接。目前, 明讯国际已成功将旗下明讯银行卢森堡公司 (CBL) 和明讯银行法兰克福公司 (CBF) 连入了 T2S 平台, 德国本土证券的交易目前完全由 T2S 平台进行结算。

2017 年，受益于投资基金业务的蓬勃发展，明讯国际实现了稳定的业绩增长，托管的资产规模继续扩大。截至 2017 年底，明讯国际的证券托管总额为 13.6 万亿欧元，同比增加 2%。其中，ICSD 托管的资产规模最大，为 6.6 万亿欧元，占比为 48%；两家 CSD 机构托管的资产规模为 4.6 万亿欧元，占比为 34%；基金资产规模虽然只有 2.4 万亿欧元，占比仅 17%，但其增幅最大，同比增长了 16%。证券交易的结算方面，2017 年 1-11 月，明讯国际参与了 4090 万笔国际证券交易、8450 万笔本土证券交易和 2080 万笔投资基金交易的结算，结算的证券交易笔数分别较上年增加了 25%、19%和 23%。2017 年第三季度报显示，2017 年 1-9 月，明讯国际实现了 6.5 亿欧元的营业收入，同比增长 13%。

图 10 明讯国际资产托管规模（单位：十亿欧元）

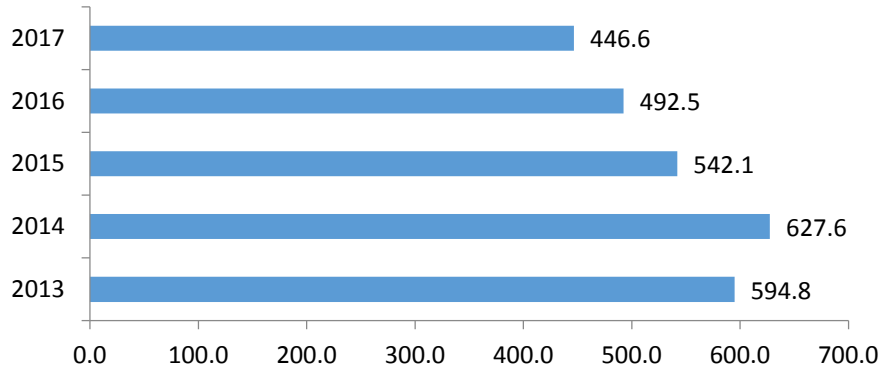


数据来源：明讯国际统计资料，下同

与资产托管业务的持续繁荣形成鲜明对比的是，在欧洲央行低息政策的影响下，2014 年以来明讯国际的证券借贷业务规模持续萎缩。截至 2017 年底，明讯国际的融券业务余额为 4466 亿欧元，较上一年

下降 9%。

图 11 明讯国际证券借贷业务余额（单位：十亿欧元）



四、衍生品市场业务全链条分析

德交所集团的衍生品种类非常齐全，包含股票类、股指类、利率类等多种衍生品，天然气、电力、碳排放权等多种大宗商品以及外汇、回购、证券借贷等其他类型产品和业务。总体来看，除了设立在新加坡的 CLTX 交易所以外，其他多数交易所发生的衍生品交易，均由德交所集团提供直通式的后端清算。

图 12 德交所集团衍生品市场业务架构

		股指类	股票类	利率类	股利类	ETF/ETC类	波动率指数类	外汇类	农产品类	航运类	贵金属类	能源类	碳排放权	回购与证券借贷
欧洲期货交易所清算公司清算	欧洲期货交易所	√	√	√	√	√	√	√	√		√	√		
	欧洲期货交易所回购公司													√
	360T			√				√						
欧洲商品清算公司清算	欧洲能源交易所											√	√	
	欧洲电力交易所											√		
	中欧电力交易所											√		
	Powernext交易所											√		
	Gaspoint Nordic交易所											√		
LCH Ltd、纳斯达克清算公司或新交所衍生品清算公司清算	CLTX交易所								√	√	√	√		
Nodal清算公司清算	Nodal交易所											√		

（一）交易

德交所集团旗下衍生品交易平台丰富多样，主要包括综合经营各类衍生品和商品交易的欧洲期货交易所、以能源类产品为主的欧洲能源交易所集团、以回购和证券借贷为主的欧洲期货交易所回购公司以及以外汇产品交易为主的 360T 场外交易平台。

1、欧洲期货交易所

自 1998 年由德国衍生品交易所和瑞士衍生品交易所合并成立以来，欧洲期货交易所不断地拓展其业务版图，现已成为德交所集团旗下最大的子交易所集团。旗下设有多家交易所（欧洲期货交易所法兰克福公司、欧洲期货交易所苏黎世公司、欧洲期货交易所亚洲公司、欧洲能源交易所）、两家清算机构（欧洲期货交易所清算公司、欧洲期货交易所清算公司亚洲分部）、两大 ECN 电子交易平台（欧洲期货交易所回购公司、欧洲期货交易所债券公司）。除了欧洲能源交易所和欧洲期货交易所债券公司只是欧洲期货交易所的控股企业（持股比例分别为 75% 和 79%）以外，其他机构都是德交所集团的全资子公司。具体股权结构参见上述图 2。

作为全球最大的受监管的衍生品交易市场之一，欧洲期货交易所为来自 36 个国家的 400 多家交易会员和 7500 个交易商提供 2000 多只场内衍生品的交易，采用先进的 T7 交易系统。旗下运营着全球流动性最高的固定收益市场，旗下 Euro-Bund、Euro-Bobl 和 Euro-Schatz 三个固定收益类衍生品交易平台，已成为欧元债券的交易基准。此外，其股票指数类衍生品的交易非常活跃，排名全球第二位，这些衍生品

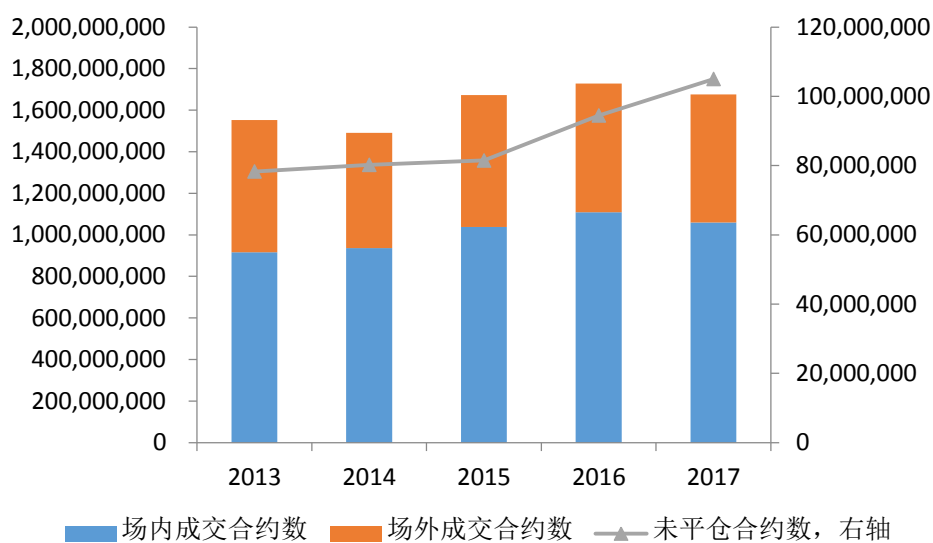
跟踪者全球流动性最高的指数，比如 DAX 指数、SMI 指数、STOXX 指数、道琼斯指数以及 MSCI 指数；此外，也交易当日到期的韩国 KOSPI200 指数期权的期货。此外，欧洲期货交易所还提供基于单只股票、ETF、股利、波动率、天气、不动产、各类大宗商品的衍生品的交易。欧洲期货交易所采用 T7 全电子化交易系统进行衍生品的交易，订单处理速度达毫秒级。

从市场成交来看，近年来欧洲期货交易所的衍生品合约成交规模整体维持小幅上行的趋势。2017 年，衍生品合约共成交 16.8 亿份，日均成交 66.3 万份合约，较 2016 年小幅下降 3%。截至 2017 年底，未平仓合约数为 1.1 亿份，较上年增长 11%。分证券品种来看，股票指数类衍生品是欧洲期货交易所最主要的交易品种，2017 年成交 7.9 亿份合约，占据市场半壁江山；紧随其后的是利率类衍生品，成交 5.8 亿份合约，市场占比为 35%；排名第三的是个股类衍生品，成交占比为 16%；至于其他类型产品，除了基于波动率指数和股利开发的衍生品具备一定的交易规模以外，其他类型衍生品成交数量微乎其微。分交易场所来看，由于场外衍生品市场的监管趋严，场外流动性开始内移，场内成交的占比呈现小幅上升趋势，由 2013 年的 59% 上升至 2017 年的 63%。分投资者类型来看，代理客户交易仍是衍生品市场主要的交易账户类型，占比为 42%；其次是做市商业务，交易占比为 32.5%；余下的 25.5% 则是交易商的自营交易。

从基础资产的上市地来看，欧洲期货交易所市场的投资者明显偏爱跟踪德国、瑞士等欧洲大陆股票的衍生品。以个股期权为例，2017

年，欧洲期货交易所共成交 1.7 亿份个股期权。其中，43%的合约是以德国股票为标的资产，25%是针对瑞士的上市公司，13%以法国股票为基准资产。此外，还有 15%的合约挂钩荷兰、芬兰、西班牙和意大利的股票。

图 13 欧洲期货交易所衍生品成交统计



数据来源：欧洲期货交易所 2017 年 12 月数据统计，下同

图 14 欧洲期货交易所 2017 年各类衍生品的成交合约数占比

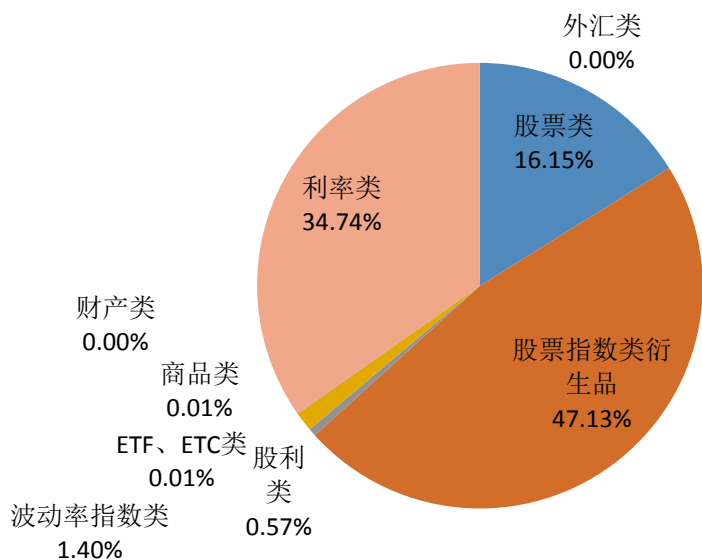


图 15 欧洲期货交易所 2017 年各类投资者的成交合约数占比

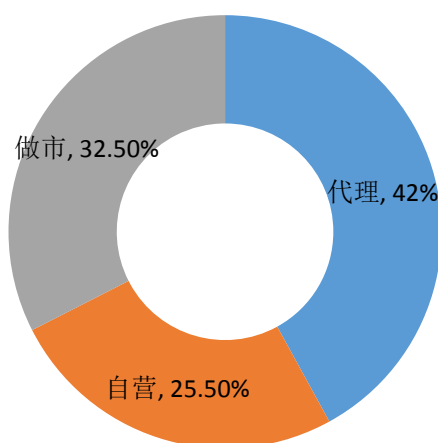
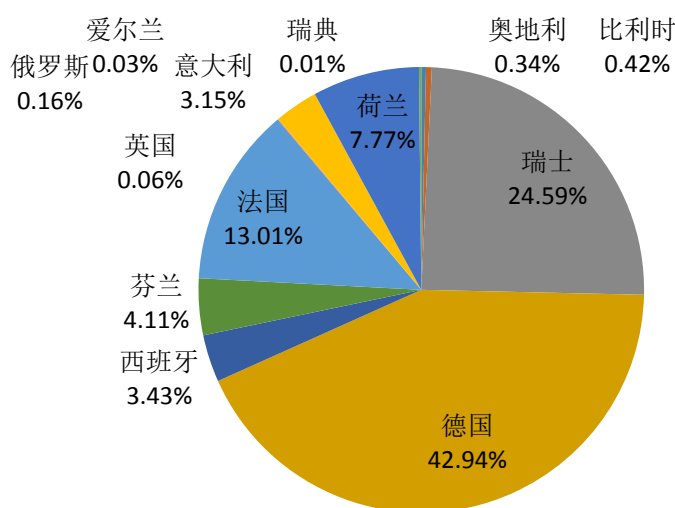


图 16 欧洲期货交易所 2017 年挂钩各国基础资产的个股期权成交合约数占比



2、欧洲能源交易所集团

欧洲能源交易所(EEX)在德国莱比锡成立,是欧洲电力衍生品、天然气和二氧化碳排放权配额的主要交易场所。此外,欧洲能源交易所还参股了其他大宗商品和衍生品交易所,包括欧洲电力交易所(European Power Exchange, 简称 EPEX SPOT)、中欧电力交易所(Power Exchange Central Europe, 简称 PXE)、Cleartrade 交易所(简称 CLTX)、Powernext 交易所、Gaspoin Nordic 天然气交易所、Nodal 交易所等七家交易所;以及欧洲商品清算公司和 Nodal 清算公司两家

清算机构。

图 17 欧洲能源交易所组织结构



注：数据统计截至 2016 年底。

数据来源：欧洲能源交易所网站

2017 年，欧洲能源交易所集团的市场成交规模整体维持上升态势。受欧洲监管法规的变化，电力交易量出现小幅下降；其中，即期产品交易 543 TWh，小幅增加 1.7%；衍生品交易 3217 TWh，同比减少 18%。除了电力产品以外，其他类型产品的成交均实现一定增长。2017 年，集团天然气成交总量为 1982TWh，其中即期产品 828 TWh，衍生品 1154 TWh。碳排放交易量也小幅增长至 11.7 亿吨，其中一级市场拍卖成交 6.4 亿吨，二级市场交易 5.3 亿吨。此外，农产品合约成交 6.5 张，同比增长 17%；航运合约成交 47.3 万张，同比增长 8%。

目前是德交所集团的全资子公司。在 KB 科技公司的技术支持下，CLTX 商品交易所推出了新一代精细化电子交易平台——CLTX Portal™，提供安全高效的系统接入，允许订单簿撮合交易和请求报价交易两种交易模式，确保订单的最佳执行，并与伦敦清算所-清算网有限公司（LCH Ltd）、纳斯达克清算公司（NASDAQ OMX Clearing AB）以及新加坡交易所衍生品清算公司（Singapore Exchange Derivatives Clearing Limited）等多家清算公司实现直连。

（2）法国 Powernext 交易所

Powernext 交易所于 2001 年在法国巴黎成立，主要进行电力类现货和衍生品的交易，接受法国金融市场监管局（AMF）、审慎监管局（ACPR）以及法国能源监管局（CRE）的监管，必须同时满足欧洲和法国的金融市场监管法规以及法国能源和环保行业的相关法律制度。

Powernext 交易所成立之初是由泛欧交易所、法国兴业银行、巴黎银行等 7 家机构共同所有；目前欧洲期货交易所已成为其控股股东。此外，Powernext 交易所参股了 3 家交易所，一是购买了 Gaspoint Nordic 交易所 100% 的股权，与其合作开发丹麦天然气交易产品；二是与中欧天然气公司（CEGH）成立合资公司（PEGAS CEGH），依托于 PEGAS 平台为中东欧地区提供天然气交易，Powernext 交易所持有该合资企业 51% 的股份；三是直接持有欧洲电力交易所 40.3% 的股份。

目前，Powernext 交易所的业务范围主要包括三大板块。

一是进行天然气产品的交易。Powernext 交易所主要为 GRTgaz、TIGF 以及 storengy 三个天然气传输系统运营商 (Transmission System Operators, 以下简称 TSOs) 提供撮合交易服务。具体分为两种交易模式。一种是集中竞价撮合。2007 年 4 月, Powernext 交易所与 GRTgaz 联合成立了撮合交易平台, 为 GRTgaz 买卖天然气提供一日两次的集中竞价撮合。另一种是全天候的算法交易。2013 年 5 月, 欧洲能源交易所和 Powernext 交易所整合旗下的天然气交易平台, 成立 PEGAS, 由 Powernext 交易所负责运营。该平台的交易商数量达到 154 家。根据天然气传输系统运营商设置买卖参数之后, PEGAS 平台提供 7*24 小时的全天候天然气算法交易。

二是运营着法国电力传输系统运营商 RTE 的产能保证凭证 (capacity guarantee) 的电子化登记系统。为了鼓励发电企业的投资以及适度调节高峰时段用电群体的行为, 法国创造性地引入了产能凭证机制。根据发电企业在用电高峰时段能向电网输送的电量, 政府授予其产能保证凭证, 每一张凭证代表 0.1MW 电。供电商需要根据客户在用电高峰时段的实际用电量购买产能凭证。法国电力传输系统 RTE 负责产能保证凭证的登记, Powernext 交易所则为其提供技术系统服务。

三是负责法国节能凭证 (Energy Savings Certificate) 的登记。根据法国当局 2005 年推出的节能计划, 针对每一个电力供应商单独提出节能要求, 要求电力供应商向其客户推广节能项目已履行节能义务, 否则将面临罚款。根据规定, 保温项目、冷凝水锅炉等符合节能要求

的项目，将被政府授予节能凭证。除了电力供应商以外的其他机构，不需承担强制节能义务，但可将其获得的节能凭证卖给电力供应商，以满足后者的监管要求。自 2018 年 1 月起，法国节能凭证的注册登记将由 Powernext 交易所负责，期限为 5 年。

(3) 欧洲电力交易所

2008 年，欧洲能源交易所与 Powernext 交易所将旗下各自的电力现货市场合并，成立欧洲电力交易所（European Power Exchange，简称 EPEX SPOT），总部设在巴黎，并在阿姆斯特丹、伯尔尼、布鲁塞尔、伦敦、维也纳等地设有分支机构。2015 年，欧洲电力交易所收购了 APX 电力交易所集团，从而打造跨越中东欧和英国市场的统一电力交易所。欧洲电力交易所主要提供日间和隔日电力现货产品的交易，覆盖德国、法国、英国、荷兰、比利时、奥地利、瑞士和卢森堡 8 个国家，市场规模占欧洲总用电量的一半。

目前，欧洲能源交易所直接持有欧洲电力交易所 10.7% 的股份，并通过 Powernext 交易所间接持有 40.3% 的股份；另外 49% 的股份由 Amprion、APG、Elia、RTE、Swissgrid 和 Tennet 等 6 家电网运营商联合组建的控股公司 HGRT 所持有。

2017 年，欧洲电力交易所的电力现货成交量为 535TWh，较 2016 年小幅增加了 1%。其中，隔日成交仍是市场的主要交易模式，成交量为 463TWh，虽有小幅下降，但被日间成交的大幅上升所抵消掉了。2017 年，日间成交电力产品 71TWh，较上一年度大幅增加了 15%。分市场来看，德国、奥地利和卢森堡三地是主要的电力交易市场，市

场占比过半。

(4) 中欧电力交易所

中欧电力交易所 (Power Exchange Central Europe, 简称 PXE) 成立于 2007 年 1 月, 2016 年 5 月成为欧洲能源交易所集团的控股企业, 2017 年 6 月, 将旗下衍生品交易迁移至欧洲能源交易所的 T7 交易平台。中欧电力交易所总部位于布拉格, 主要服务捷克、斯洛伐克、波兰、匈牙利和罗马尼亚等中欧地区市场, 进行电力现货产品的交易; 同时运营着中欧捷克天然气交易所, 进行捷克天然气衍生品的交易。目前, 欧洲能源交易所持有中欧电力交易所三分之二的股权, 布拉格证券交易所持有另外三分之一的股权。

(5) Nodal 交易所

Nodal 交易所是一家北美能源衍生品交易所, 现有 1000 多只电力期货和期权产品。Nodal 交易所的母公司是 Nodal 控股公司, 旗下设有 Nodal 交易所和 Nodal 清算所两家子公司。Nodal 交易所发生的所有衍生品合约交易均由 Nodal 清算所进行清算。Nodal 清算所通过组合保证金制度来管理清算参与人所面临的资金风险。

3、欧洲期货交易所回购公司

欧洲期货交易所回购公司是全球领先的从事回购交易与有担保的证券借贷的服务机构, 采用全电子化交易、高效安全的清算机制以及标准化的担保品管理和证券借贷交易的结算。其市场规模在持续扩大。平台设有两个交易板块。一是一般担保品市场 (General Collateral, 简称 GC)。二是特殊回购市场 (Special Repo)。其中, 一般担保品板

块的集合市场已成为欧洲有中央清算支持的标准化证券借贷市场的基准。

4、360T 场外外汇交易平台

360T 是一家全球领先的基于网页的场外金融工具电子交易平台（ECN）。总部设在德国法兰克福，接受德国联邦金融监管局 BaFin 的监管，并在纽约、新加坡、印度和迪拜等地成立了子公司。证券品种包括外汇及其衍生品、短期货币市场工具以及利率衍生品，客户群体涵盖 75 个国家的 1800 多家集团财务公司、资产管理机构以及银行等机构，在欧洲、美国、亚太地区、印度和中东设有营业场所。2016 年，该平台的日均成交额为 576 亿欧元，同比增长 4%。

（二）清算

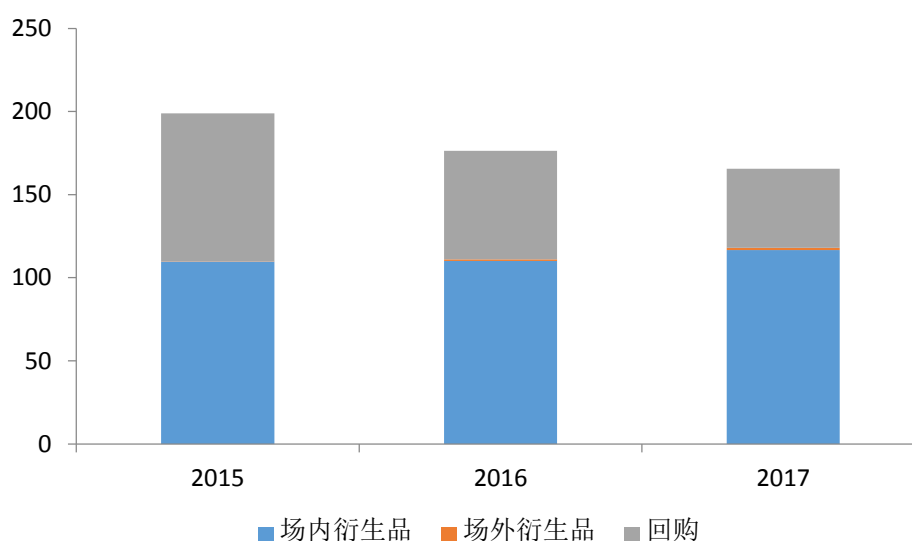
不同于现货市场的完全垂直清算模式，德交所衍生品市场兼具垂直清算和水平清算，但以垂直清算为主。水平清算模式仅适用于新加坡 CLTX 交易所，其衍生品交易可由伦敦清算所-清算网有限公司（LCH Ltd）、纳斯达克清算公司（NASDAQ OMX Clearing AB）以及新加坡交易所衍生品清算公司（Singapore Exchange Derivatives Clearing Limited）等多家清算机构灵活清算。垂直清算模式下的清算机构取决于交易场所。欧洲期货交易所、欧洲期货交易所回购公司的证券交易，以及 360T 场外电子交易平台的即期外汇、远期外汇和外汇互换的交易，由欧洲期货交易所清算公司进行清算。Nodal 交易所的电力产品交易由 Nodal 清算公司进行清算；除了上述的新加坡 CLTX 交易所以及 Nodal 交易所以外，欧洲能源交易所集团旗下其他

交易场所的大宗商品和衍生品交易均由欧洲商品清算公司（European Commodity Clearing AG，简称 ECC）进行清算。下文着重介绍德交所集团旗下两家衍生品清算机构。

1、欧洲期货交易所清算公司

欧洲期货交易所清算公司作为 CCP 机构，主要为德交所集团旗下金融类衍生品和外汇产品的交易提供集中清算。近 3 年以来，由于回购业务规模大幅萎缩，对应的清算规模持续下滑，导致总体清算规模出现下降。2017 年，欧洲期货交易所清算公司参与衍生品和回购业务的清算总额为 165.5 万亿欧元，同比减少 6%。其中，场内衍生品清算规模为 116.6 万亿欧元，同比增加 6%，占公司清算总额的 70%；场外衍生品清算规模为 1.4 万亿欧元，同比大幅上升 56%；回购业务清算规模为 47.5 万亿欧元，同比下降 27%，规模占比也由 2016 年的 37% 下降至 2017 年的 29%。截至 2018 年 1 月 23 日，欧洲期货交易所清算股份公司的未平仓合约本金金额为 2.5 万亿欧元。

图 18 欧洲期货交易所清算公司衍生品清算规模（单位：万亿欧元）



2、欧洲商品清算公司

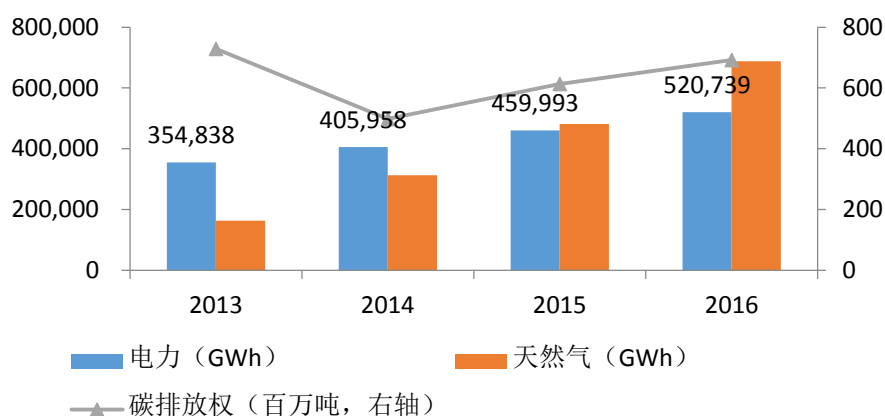
欧洲商品清算公司 (European Commodity Clearing AG, 简称 ECC) 是欧洲能源和相关产品的中央清算公司。目前, 欧洲商品清算公司为欧洲能源交易所 (EEX)、匈牙利能源衍生品交易所 (HUDEX)、匈牙利电力交易所 (HUPX)、Norexeco 交易所、Powernext 交易所、欧洲电力交易所 (EPEX SPOT)、中东电力交易所 (PXE) 和南东欧电力交易所 (SEEPEX) 等伙伴交易所提供清算服务。同时, 欧洲商品清算公司也是欧洲多数国家天然气传输系统的合作伙伴, 接入了相关能源凭证登记系统。此外, 欧洲商品清算公司提供电力、天然气和碳排放权的实物结算。

2014 年以来, 欧洲商品清算公司的清算规模持续扩大。2016 年, 欧洲商品清算公司共清算电力产品 4463TWh, 天然气产品 1786TWh, 碳排放权 950 吨, 同比增幅分别为 47%、67% 和 40%。其中, 电力和天然气交易集中于衍生品合约, 衍生品成交量占总成交量的比重分别为 88% 和 62%; 碳排放权交易则以现货合约为主, 交易占比为 73%。2017 年, 欧洲商品清算公司累计清算合约数 1081 亿张, 累计清算交易 4.4 亿笔。截至 2018 年 2 月 2 日, 未平仓合约数为 209 万张。

虽然清算规模仍在继续增长, 但收入规模出现一定萎缩。2016 年, 欧洲商品清算公司营业收入明显下降, 但由于良好的费用控制, 仍维持较高的利润增长速度。2016 年, 公司实现营业收入 5235 万欧元, 同比减少 29%; 同期营业费用大幅减少 90%, 最终净利润为 4820 万欧元, 同比增长 49%。具体到收入构成, 主营业务收入占比高达

90%以上。2016年，来自清算业务的净佣金收入为5024万欧元，占收入总额的96%。

图 19 欧洲商品清算公司现货产品清算规模



数据来源：欧洲商品清算公司网站，下同

图 20 欧洲商品清算公司衍生品清算规模

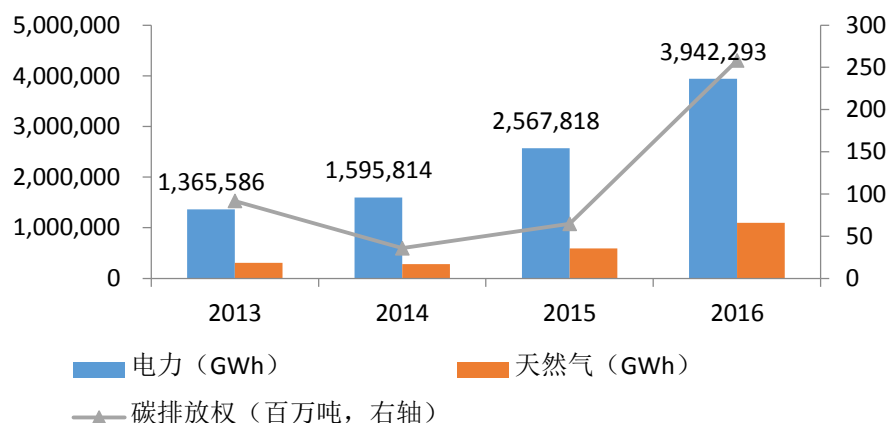


图 21 欧洲商品清算公司盈利状况

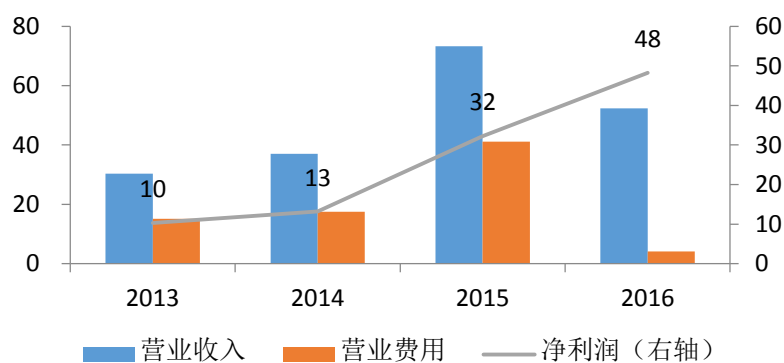
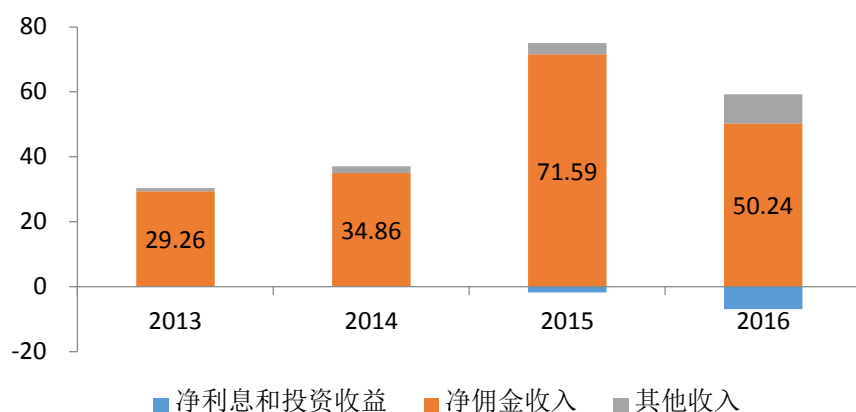


图 22 欧洲商品清算公司营业收入结构（单位：百万欧元）



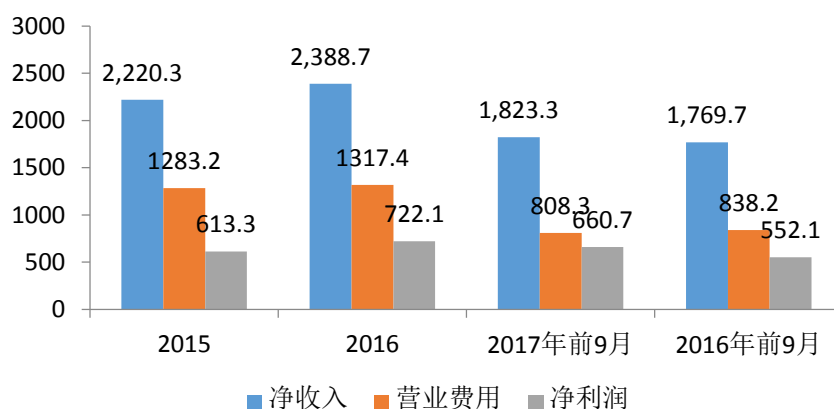
五、财务状况

近三年来，德交所集团的经营业绩一直较为稳健，收入实现稳定增长，未来发展态势良好。

（一）收入水平缓和增长，盈利规模超预期大幅增长

受益于全方位的业务布局，德交所集团的营收规模持续增长。2017年1-9月，德交所集团的净收入额为18.2亿欧元，同比增长3%；营业费用继续控制在合理范围内，同比减少4%；最终实现净利润6.6亿欧元，同比大增20%；每股盈利为3.53欧元，同比增长19%，增幅高于欧洲另外两大交易所集团。

图 23 德交所集团营收情况（单位：百万欧元）



注：由于2016年6月，集团卖出了美国国际证券交易所控股公司，相关收入不再计入

2016年以后年报，为了财报跨年数据可比分析，对2015年财务数据进行了调整，剔除了由美国国际证券交易所带来的美国期权交易相关收入、费用和盈利。调整前，2015年实际实现净收入23.7亿欧元；调整后，2015年可比净收入为22.2亿欧元。

数据来源：德交所集团近年财务报表，下同

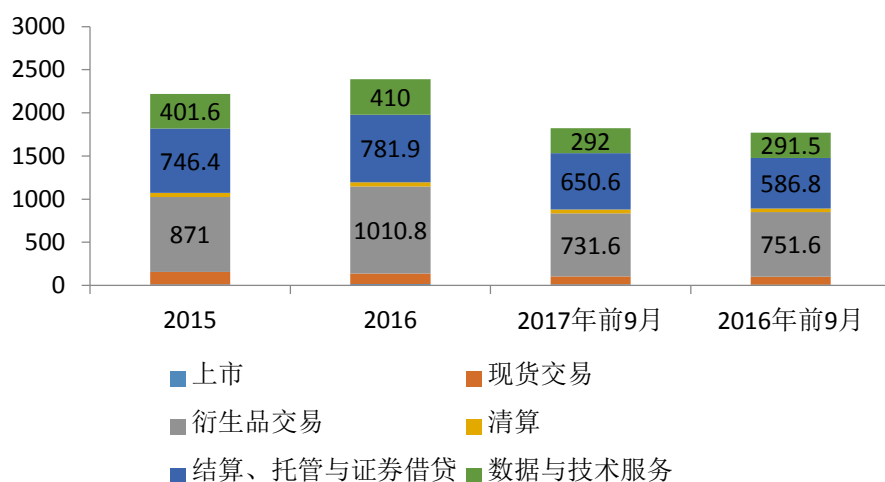
（二）衍生品交易与后端服务仍是最重要的收入来源

长期以来，德交所是以衍生品交易为主的交易所市场。旗下欧洲期货交易所衍生品合约成交数量在欧洲市场独占鳌头，尤其是其股票类和利率类衍生品交易规模位居全球第二。相比之下，其现货市场成交规模相对逊色于泛欧交易所与伦敦交易所。因此，从收入贡献来看，衍生品交易费用的收入占比远高于上市与现货交易费用的收入占比。2017年1-9月，德交所集团衍生品交易实现净收入7.3亿欧元，虽然同比小幅下降3%，但占集团收入总额的比重仍高居40%，同比减少2个百分点；现货交易的收入规模仅0.9亿欧元，占比为5%；上市服务获得的净收入仅0.1亿欧元，占比1%。

此外，后端结算、托管与证券借贷的收入规模仍在继续扩大，逐步接近衍生品交易贡献的收入。2017年1-9月，明讯国际贡献的收入为6.5亿欧元，占集团总收入的比重为36%，同比上升3个百分点。同时，德交所集团旗下清算所作为权益类证券交易清算的CCP机构获得的净佣金收入以及将清算对手方缴纳的现金保证金进行投资运营获得的净利息收入合计为0.5亿欧元，占比3%。

排名第三的收入来源是数据与技术服务，贡献收入2.9亿欧元，占比为16%。信息技术早已植根德交所集团的血液，成为其在全球交易所行业竞争的关键优势，也是推动其不断创新发展的引擎，近3年来的收入占比维持在15%以上。

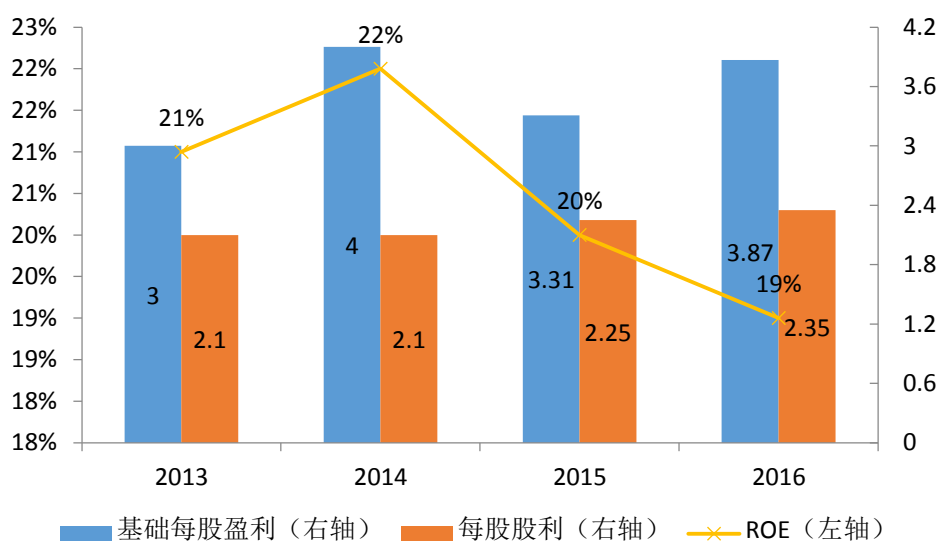
图 24 德交所集团收入构成 (单位: 百万欧元)



(三) 股东回报维持稳定, 上市至今年均回报率 13%

德交所集团是自由流通比例达到 100%的完全市场化上市公司, 保持稳定的股利支付规模是其一贯作风。2013 年-2016 年, 集团的每股股利水平保持相对稳定的水平, 介于 2.1-2.4 欧元之间。2016 年, 每股股利为 2.35 欧元, 较上一年小幅增加 0.1 欧元。同时, 集团整体的股东回报水平维持在 20%左右。自 2001 年上市至 2016 年, 德交所集团股票的年均回报率为 13.2%。

图 26 德交所分红与股东回报情况



六、对我国建设世界领先交易所的启示与建议

纵观德交所集团经过四百三十多年的长远发展，德交所集团现已发展成为全球范围内业务功能最为齐全的综合性交易所集团，涵盖现货证券和衍生品的交易、清算、结算、托管、担保品管理、市场数据发布、指数编制与技术服务等全业务流程，市场规模也十分壮大，是欧洲最大的衍生品交易市场、全球第二大的利率和股指类衍生品的交易市场以及欧洲第三大现货交易市场，同时拥有欧洲最大的 CCP 清算机构、欧洲重要的结算与托管机构以及全球领先的信息技术。总结德交所集团四百三十多年的发展经验，结合我国新时代多层次资本市场的发展要求，建议从如下五个方面打造世界领先的交易所。

（一）简化上市条件，支持优质新经济企业上市

党的“十九大”报告明确指出，“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期”；“创新是引领发展的第一动力，是建设现代化经济体系的重要支撑”。可以预见，未来几年新经济、高技术企业，将成为实体经济中最具创造力、最具发展活力的群体，是资本市场服务实体经济的主要方向。然而，现行发行上市条件存在与新经济企业的业务模式和治理结构不相适应的问题，阻碍了我国新经济企业的上市融资步伐。

而境外交易所多数兼顾了不同类型企业的发展特点，提出了灵活化、多元化的上市要求。比如德交所集团于 2017 年 3 月新推出中小企业板，仅提出了营业记录满两年、初始市值不低于 3000 万欧元、

自由流通比例不低于 20%或是自由流通股票不少于 100 万股等硬性指标；财务指标的设置则较为宽松，企业只需满足雇员人数不少于 20 人、净资产不为负、上市前净资产不低于 500 万欧元、净利润不为负、营业收入不少于 1000 万欧元等 5 项指标中的任意 3 项即可。基本上，大多数中小企业都容易满足前 3 项指标。其中，德交所对于中小企业板的初始市值要求比主板市场更为严格，从而将拟上市中小企业锁定在那些已具备一定市场认可度和投资价值的优质企业。

因此，为了解决新经济企业上市融资的难题，结合德交所集团中小企业板的上市制度设计特点，建议国内交易所新设一个新经济板块，专门面向新经济企业，设置不同于主板的差异化上市制度，上市条件适度宽松。主要关注主营业务范围、自由流通比例和初始上市市值，要求主营业务属于国家发布的战略新兴产业类型，研发投入费用占比达到一定比例，且初始股份发行数量和市值达到一定规模；盈利要求方面，可以设置多套财务指标，以供拟上市新经济企业灵活选择，其中“最近一年度净利润不为负”只是可选指标，而非必须满足的财务指标，从而尽可能保证优质的新经济企业不存在明显的上市制度障碍。

（二）强化信息披露，严格对高风险企业的监管

2017 年中央经济工作会议指出，“打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险，要服务于供给侧结构性改革这条主线，促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环，做好重点领域风险防范和处置，坚决打击违法违规金融活动，加强薄弱环节监管制度建设。”针对资本市场的监管与风险防范，最新修订的《证

券交易所管理办法》明确赋予了交易所更大的一线监管职责，要求“证券交易所对证券上市公司的信息披露、停复牌等履行自律管理职责”。

从德交所集团的上市公司监管制度来看，其坚持“宽进严出”的监管理念，上市条件较为宽松，但上市后持续监管加强，对于中小企业等风险相对较高的上市公司设置了比一般主板市场更为严格的信息披露要求，要求中小企业板的上市公司每年召开一次分析师和投资者的发布会，定期披露外部研究机构出具的研究报告，并及时更新公司日程。考虑到目前我国中小板和创业板上市公司风险事件频发，参考德交所集团的实践，建议国内交易所制定差异化的信息披露要求，对高风险企业采取更为彻底的“刨根问底式”监管，要求其及时披露影响其日常经营和股价走势的全部重大信息，并及时处置高风险公司，确保资本市场的长治久安。

（三）优化技术服务，开发多元化数据信息产品

无论是纳斯达克交易所从一个小型的场外电子交易平台快速发展成为美国市场首屈一指的大型交易所集团，还是德交所从一个地方性股票交易所发展成为跨国交易所集团，境外多数交易所的崛起经验都充分证明了信息技术是一个交易所赖以生存与发展的核心本领。数据与技术服务已成为德交所集团第三大主营业务，收入占比接近二成。因此，对于我国交易所而言，必须加快信息技术的投入，开发多层次、多类型的行情数据产品和低延时、高效率的技术系统，将数据行情和主机接入服务作为建设世界领先交易所的关键突破口。同时，加大金融科技的投入，积极推行科技监管实践，依托于大数据、人工智能等

先进技术探索建立资本市场信息与资金流向监测平台，实现一线监管的智能化、实时化、全景化。

（四）加快产品创新，探索推出 ETC、ETN 等证券

虽然我国交易所已迈入衍生品开发的第一步，初步实现了跨期现货市场的产品覆盖，但相对于德交所等境外交易所而言，产品创新仍有较大空间。从德交所的发展经验来看，旗下法兰克福证券交易所在推出 ETF 产品的同时，还积极开发了 ETC、ETN 等多类交易所交易产品，实现了现货证券与大宗商品的全面布局。目前，ETF、ETC、ETN 等交易所交易型产品是德交所集团现货市场仅次于股票的第二大证券品种，年成交金额为 1467 亿欧元，占现货成交总额的 10%。考虑到交易所交易产品具有成本低廉、交易便捷、风险可控等优点，建议国内交易所在继续深化推进 ETF 市场建设的同时，加快 ETC、ETN 等产品的研发，进一步丰富产品种类和投资工具，实现建设“全球领先财富管理中心”的目标。

（五）完善产业布局，探索参股清算与结算机构

在国内现行制度框架下，交易所只能开展证券交易等前端业务，后端结算服务统一由中国结算负责。而从德交所等境外成熟交易所的竞争经验来看，采用直通式交易程序（Straight-through processing，简称 STP），同时提供证券交易的前端和后端服务，打通整个产业链条，可以大大提升市场参与主体的信心以及交易所的国际竞争力。因此，借助于“一带一路”倡议带来的绝佳资本市场开放契机，探索购买“一带一路”沿线清算机构的股权，尤其是与我国建立良好合作关系的交

交易所下设的清算机构，既是我国交易所完善产业布局的积极尝试，也是打造世界领先交易所的现实需求，更是支持“一带一路”金融创新合作的具体举措。

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

单 位：上海证券交易所资本市场研究所

微 信：上交所资本市场研究所

微信号：sse_yjs

联系人：浦老师

传 真：021-6880 5057

地 址：上海市浦东南路 528 号南塔 12 楼

二维码：



邮 箱：rypu@sse.com.cn

网 址：www.sse.com.cn

邮 编：200120
