

降低流动性成本的分析与建议

□深圳证券交易所金融创新实验室

表 1 2005 至 2006 年度全球 42 个国家或地区股票市场交易成本

国家或地区	平均股价(美元)	平均佣金(基点)	平均交易费(基点)	冲击成本(基点)	交易总成本 07/2005-06/2006(基点)	交易总成本 07/2004-06/2005(基点)
Argentina	\$4.24	35.00	0.42	27.68	63.10	67.99
Australia	8.43	20.75	0.90	8.31	29.96	29.28
Austria	54.42	16.70	0.66	10.55	27.91	33.21
Belgium	61.61	17.17	0.54	10.22	27.93	29.59
Brazil	6.47	25.61	1.35	14.49	41.45	49.04
Canada	30.71	13.35	0.40	10.23	23.98	35.93
Chile	8.57	38.76	1.89	15.26	55.91	69.59
Colombia	9.25	50.50	2.93	18.73	72.16	99.75
Czech Republic	114.18	39.02	2.11	15.04	56.17	61.41
Denmark	50.34	17.71	0.65	15.82	34.18	36.46
Finland	18.58	16.59	0.69	20.18	37.46	43.59
France	50.61	16.02	0.47	6.58	23.07	27.37
Germany	55.08	16.24	0.38	5.51	22.17	22.38
Greece	25.01	25.44	11.63	12.11	49.18	62.56
Hong Kong	2.26	20.53	11.53	6.55	38.61	40.94
Hungary	47.30	34.79	5.94	12.35	53.08	55.07
India	16.34	39.96	8.29	14.65	62.90	65.80
Indonesia	0.40	39.96	11.01	14.86	65.83	71.64
Ireland — Buys	15.46	18.51	100.00	13.60	132.11	137.53
Ireland — Sells	15.23	16.43	0.38	12.95	29.76	33.69
Italy	10.25	16.62	0.51	10.65	27.78	32.36
Japan	21.80	14.08	0.32	5.90	20.30	19.55
Korea	74.72	26.38	14.76	11.17	52.31	58.49
Luxembourg	31.32	20.02	0.16	16.56	36.74	49.73
Malaysia	2.06	30.04	6.13	9.55	45.82	59.92
Mexico	4.73	25.66	0.01	11.22	36.89	40.71
Netherlands	26.16	16.54	0.40	8.56	25.50	27.38
New Zealand	3.11	21.97	0.30	12.35	34.62	40.60
Norway	21.84	17.34	0.05	13.13	30.52	34.31
Peru	6.29	40.03	16.01	17.61	73.65	86.42
Philippines	6.80	41.75	30.85	12.20	84.80	99.41
Portugal	6.53	17.07	0.09	11.79	28.95	38.92
Singapore	3.45	24.11	2.74	12.19	39.04	40.23
South Africa	14.31	23.13	12.72	12.10	47.95	51.26
Spain	20.23	16.66	0.39	10.28	27.33	32.02
Sweden	14.37	17.33	0.67	10.24	28.24	35.22
Switzerland	88.86	16.31	0.68	10.38	27.37	31.85
Taiwan	2.00	26.99	11.56	8.52	47.06	53.99
Thailand	1.69	36.06	1.75	16.37	54.18	65.69
Turkey	5.57	33.85	2.68	20.14	56.67	66.11
U.K. — Buys	8.23	15.18	49.91	7.45	72.54	76.14
U.K. — Sells	8.77	15.10	0.52	8.80	24.42	28.80
U.S. NYSE	33.68	12.05	0.46	5.00	17.51	23.26
U.S. — Nasdaq	27.06	13.17	0.42	7.07	20.66	30.32
Venezuela	9.01	47.19	9.79	35.10	92.08	99.30
Overall	23.27	24.53	7.25	12.67	44.44	51.00

资料来源: Elkins/McSherry.

在国外, 全球股票的交易成本在过去十年中经历了一个平稳下降的过程。Elkins/McSherry 对全球 42 个国家市场的统计数据表明, 全球证券交易的冲击成本已经从 1998 年的 18.55 个基点降至 2006 年 12.66 个基点, 降幅为 32%。美国纽交所和纳斯达克 2005 年 7 月至 2006 年 6 月期间的市场冲击成本则分别降低了 40% 和 48%。冲击成本的降低归功于许多因素, 除了市场参与者的分析能力和买方因素外, 降低流动性成本的原因有: (1) 丰富投资者群体, 形成差异性投资风格, 提高市场流动性, 起到降低隐性成本的作用; (2) 通过降低信息不对称提高市场流动性; (3) 建立合理的交易制度, 完善价格形成机制, 降低大宗交易的流动性成本; (4) 实施灵活交易机制以活跃交易, 对于流动性较差的证券采用做市商制度, 或者为不同投资者提供差异性委托方式。而从我国证券市场实际来看, 在论证可行的基础上, 可以逐步从以下几方面进行改进采取提高市场流动性、降低市场交易成本:

1. 提高交易信息深度和即时性
《绩效报告》显示, 虽然目前市场订单执行质量良好, 但仍有 29% 的订单被撤销, 表明市场交易信息深度和即时性有待提高, 交易所需要一方面丰富即时行情数据信息, 如即时揭示所有买卖盘信息、逐笔成交行情等, 另一方面, 可逐步缩短行情刷新时间, 以提高交易信息的即时性。同时《绩效报告》显示市价限价订单占了全市场订单的 36.19%, 而成交效率较高的市价订单仅占 0.03%, 说明投资者对市价订单不熟悉, 对使用市价委托存在顾虑, 交易所应当继续加大市价订单的市场宣传和推广力度, 以提高市场成交效率。

2. 加强上市公司信息披露监管
信息不对称是导致低市场绩效的重要原因之一。《绩效报告》表明大规公司与机构持股比例高公司的流动性和收益波动率都要优于小规公司和低机构持股比例公司, 也优于深市 A 股平均水平, 主要原因之一就是此类公司性受到机构投资者的较高关注, 其信息对称程度要高于其它公司。因此, 交易所应继续努力提高上市公司信息披露的透明度, 加强对上市公司信息披露的监管。

3. 建立基于股价区间的最小报价单位制度
《绩效报告》表明, 中价股的深度 (93 万) 比低价股 (125 万) 的深度低, 可能原因之一就是随着公司股价上升, 由于最小报价单位固定, 披露报价上堆积的订单减少, 深度降低、市场冲击成本上升。因此, 可以考虑根据股价绝对值区间建立差异化的最小报价单位制度。

4. 培育差别化的机构投资者队伍
《绩效报告》表明以基金为代表的机构投资者交易活跃程度远低于个人投资者, 以深市市场为例, 2006 年 12 月机构投资者持有市值已经接近 40%, 但是同期机构投资者成交金额只占 16% 左右, 据此可以大致推断如果所有都是机构投资者, 成交金额将降低到目前交易量的 40% (16% + 16% × 85%)。这将极大影响市场流动性, 降低市场效率, 因此, 应该进一步培育投资风格差异、风险偏好不同和投资期限有差别的机构投资者群体, 建立合理的投资者结构。

5. 发展金融衍生产品市场, 尽快建立市场做空机制
通过建立融资融券制度和推出金融衍生产品等措施, 丰富证券金融投资工具, 满足交易方式的多样性需求, 优化完善市场价格发现和形成机制, 提高市场流动性。

6. 加强中小板制度的建设, 积极扩大中小企业板
《绩效报告》的结果显示中小企业板流动性良好, 其冲击成本指数仅为 21 个基点, 优于深市 A 股平均水平, 表明了中小企业板的制度建设取得成效, 已经打下良好基础, 深交所可以在进一步加强相关制度建设的基础上, 积极扩大中小企业板。

7. 优化大宗交易制度, 建立盘后定价交易制度, 丰富订单类型
《绩效报告》显示机构投资者持有股票市值逐步增加, 截至 2006 年底机构投资者总体持股比例已接近 40%。为适应机构投资者日益壮大的趋势, 交易所有必要进一步完善大宗交易制度, 建立盘后定价交易制度, 并推出一揽子订单、止损订单等方式, 满足机构投资者交易方式多样化的市场需要, 减少机构投资者大额交易对市场的冲击成本。

附录: 交易成本的跨国分析
Elkins/McSherry 为道富集团 (State Street Corp.) 从事分析业务的子公司, 成立于 1999 年 3 月, 提供领先的世界上最大的养老金、投资经理和证券经纪商的交易执行情况分析。Elkins/McSherry 的定期报告被美国劳工部 (DOL, Department of Labor) 引用 86-1 推荐给养老金、美国证监会 (SEC) 根据 2003 公正与费用透明法案 (Integrity and Fee Transparency Act of 2003) 推荐给投资

经理, 以及美国证监会根据 SEC 规则 11AC1-5 & 6 推荐给证券经纪商作为投资参考。

Elkins/McSherry 在 13 个国家拥有 225 个客户, 包括全球最大的养老金、投资经理、银行、交易所和证券经纪商。Elkins/McSherry 的交易执行报告提供了全球 42 个国家综合的投资组合的交易成本分析, 包括佣金、交易费和市场冲击成本。组合的执行成本被 Elkins/McSherry 的数据库定期维护和持续更新。Elkins/McSherry 的客户可以以 Elkins/McSherry 的报告为基准进行独立的监测和作为管理工具对投资经理和证券经纪商的交易成本进行分析。Elkins/McSherry 的客户还可以将报告作为信息指引历史参考资料有效降低成本。

Elkins/McSherry 调查了 235 个全球机构 1,400 个投资经理和 2,000 个证券经纪商 (Brokers) 的 4000 亿股股票的交易得出各国交易成本统计数据”。根据 Elkins/McSherry 的统计, 2006 年全球 42 个国家的交易成本平均值为 44.44 个基点, 比 2005 年降低 13%, 其中交易成本最低的国家是日本、德国和法国。

据 Elkins/McSherry 统计, 全球所有的机构投资者在 2005 年 7 月至 2006 年 6 月期间的平均交易费比之前的一年期间降

低了 9%, 大约是 2453 个基点。其中美国市场降幅更大, 交易费 NYSE 降低了 19%, Nasdaq 为 21%, 而市场冲击成本则分别降低了 40% 和 48%。

全球股票的交易成本在过去十年中经历了一个平稳下降的过程。Elkins/McSherry 的数据表明, 从 1998 年以来, 全球的证券交易成本已经降低了 25%。交易成本的降低归功于许多因素, 但是最引人之一的进步是在分析和买方的议价能力。如今, 投资者对历史和最近的交易数据进行持续的分析为未来决策服务。证券经纪商正在按股票、国家、速度、交易类型等逐月、逐季和逐年的统计数据。这些数据使买方的交易者成为老练的投资者和阿尔法创造者 (Alpha Creators)。

尽管新兴市场发展较快, 但其交易成本却远高于发达国家市场。首先, 新兴市场的市场冲击成本要远远高于发达国家市场的市场冲击成本。2006 年第一季度, 纽交所的交易成本平均为 10.5 个基点, 而为 59.05 个基点, 流动性和信息密集是新兴市场市场冲击成本的主要原因。其次, 新兴市场的交易佣金高于发达市场的交易佣金, 匈牙利、印度和非律宾的交易佣金高于日本、英国和美国两倍, 2006 年哥伦比亚的交易佣金高达 50.50 个基点。

表 2 1998 至 2006 年度全球股票市场交易成本

年份	交易佣金	交易费	冲击成本	总交易费用
1998	32.93	8.13	18.55	59.61
1999	31.1	7.27	21.03	59.4
2000	31.18	7.2	22.8	61.18
2001	30.41	6.6	17.69	54.7
2002	27.24	6.85	20.16	54.25
2003	25.46	7.13	14.76	47.35
2004	25.84	7.42	13.69	46.95
2005	25.15	7.35	13.64	46.14
2006第一季度	24.53	7.25	12.67	44.44
1998对2006	-26%	-11%	-32%	-25%

值得说明的是, 由于各国交易制度的不同, Elkins/McSherry 对隐性成本 (冲击成本) 的度量采用交易量加权均价法。

目前就市场影响成本的衡量方法尚没有统一的方法。一种方法是交易量加权均价法, 计算方法为投资者实际执行价格与加权平均价格之间的差距。另一种方法是到达价格法 (arrival price, 也称为实施价差法, implementation shortfall), 计算方法为大宗交易的平均成交价格与订单提交时的交易价格的差异。这种方法能够更加精确的度量买方交易者与证券经纪商的绩效。因为对于证券经纪商而言, 不可能将在交易日当中接受的订单正在收盘前执行。使用 VWAP 方法, 并不能衡量证券经纪商 (或者交易系统) 是否为客户很好的进行了交易。Elkins/McSherry 在 2006 年度也提供了以到达价格法计算的证券经纪商排名。

四、流动性的周期特征

本报告考察了 2006 年深圳 A 股主板股票流动性指标的月、周和日内变化情况。从图 27、28、29 中可以看出, 流动性存在日内特征, 没有出现月度 and 周特征。流动性存在显著的日内特征: 开盘阶段流动性相对较低, 随着时间推移, 流动性逐步增强; 下午交易时段流动性高于上午交易时段的流动性。流动性指数和累计披露深度呈现倒“U”型, 冲击成本指数、相对买卖价差和相对有效价差则呈现“U”型模式。各月度和周内流动性的弹性、宽度和深度指标接近, 没有显著的变化。

五、报告结论

深交所股票市场 (A 股和 B 股) 绩效指标显示目前深交所市场绩效总体处于较好的水平: 流动性良好、波动性在合理区间、订单执行质量较高。深交所市场绩效指标正在逐年提高: 流动性、市场效率、订单执行质量等核心指标逐年改善, 订单执行速度明显提高。从各板块的市场绩效指标来看, 深成成份股、机构重仓股和中小创业板等板块运行良好。报告还表明 2006 年机构投资者持有深市股票市值逐步增加, 但其所占交易金额比重远低于个人投资者; 2006 年机构投资者逐步增持中小企业板股票。

本市场绩效报告指标设计重点考虑了两点, 一是指标体系的完整性, 二是研究样本的全面性。在目前理论界和实务界尚没有形成统一市场绩效衡量指标的情况下, 市场绩效指标需要持续跟踪研究, 后续的市场绩效报告将围绕指标的客观性和准确性继续改进, 力求使绩效报告能够更全面真实地反映市场运行质量。

(上接 A8 版)

表 3 各类市价订单执行时间统计 单位: 秒

订单类型	深市 A 股	深市 B 股
最优五档即时成交剩余撤销订单	0.17	0.12
本方最优限价订单	386.42	980.53
对手方最优价格	15.82	47.94

数据来源: 深交所数据中心数据库

表 4 2006 年机构投资者成交金额占市场全部成交金额比例 单位: %

基金	券商	QFII	一般机构	其他机构	合计	
A 股主板	7.97	0.78	0.71	3.00	1.21	13.67
A 股中小板	7.16	0.79	0.31	3.35	1.11	12.72

数据来源: 深交所信息统计部

表 5 2006 年机构投资者各行业成交金额占该行业总成交金额比例 单位: %

比例	基金	券商	QFII	一般机构	其他机构	合计
农林牧渔	5.61	0.90	0.17	2.51	0.60	9.79
采掘业	5.59	1.04	0.26	3.42	1.24	11.54
制造业	7.14	0.71	0.64	2.92	1.15	12.55
水电煤气	4.70	0.72	0.41	3.73	0.79	10.36
建筑业	6.86	1.90	0.35	2.70	1.14	11.96
运输仓储	7.65	0.71	0.69	2.94	1.13	13.13
信息技术	11.58	1.10	0.72	3.54	2.01	18.94
批发零售	11.24	0.72	0.81	2.98	0.99	16.70
金融服务	7.23	1.11	1.23	4.04	0.72	14.46
房地产业	15.92	1.33	1.66	3.40	2.16	24.47
社会服务	10.83	0.98	0.45	2.80	1.53	16.58
传播文化	7.66	1.13	0.12	2.03	1.25	11.19
综合类	1.85	0.33	0.08	2.85	0.15	5.26

数据来源: 深交所信息统计部

表 6 2006 年机构投资者持有市值占市场总市值统计 单位: %

时间	板块	基金	QFII	券商	一般机构	其他机构	合计比例
1月底	A 股主板	15.11	2.18	1.52	3.65	3.45	25.91
	A 股中小板	16.85	0.4	1.13	6.45	1.81	26.64
2月底	A 股主板	14.09	2.42	1.16	4.15	3.65	25.67
	A 股中小板	16.61	0.67	1.05	6.11	1.62	26.25
3月底	A 股主板	15.12	2.69	1.59	4.13	3.71	27.24
	A 股中小板	19.8	0.85	1.16	5.9	1.95	29.66
4月底	A 股主板	14.69	2.62	1.08	7.26	4	29.65
	A 股中小板	22.66	1.21	0.81	5.98	2.14	32.8
5月底	A 股主板	13.9	2.3	1.03	7.07	4.3	28.6
	A 股中小板	24.17	1.22	0.56	5.49	2.93	34.37
6月底	A 股主板	13.78	2.28	1.11	7.26	4.2	28.65
	A 股中小板	24.98	1.32	0.52	5.04	2.43	34.29
7月底	A 股主板	13.61	2.35	1.06	7.53	4.02	28.57
	A 股中小板	26.6	1.46	0.52	4.43	2.69	35.7
8月底	A 股主板	14.33	2.55	0.97	7.6	4.01	29.46
	A 股中小板	23.86	1.3	0.46	2.46	2.21	30.29
9月底	A 股主板	14.92	2.62	0.98	7.78	3.97	30.27
	A 股中小板	27.12	1.4	0.49	3.43	2.44	34.88
10月底	A 股主板	15.75	2.96	1.02	7.73	4.09	31.55
	A 股中小板	27.1	1.27	0.51	4.44	3.33	36.65
11月底	A 股主板	18.29	3.18	1	8.06	4.38	34.91
	A 股中小板	24.78	1.02	1.08	9.43	3.57	39.88
12月底	A 股主板	21.53	3.25	0.76	9.01	4.34	38.89
	A 股中小板	27.29	1.44	1.01	8.55	3.38	41.67

数据来源: 深交所信息统计部

表 7 2006 年机构投资者成交金额占市场总成交金额比例 单位: %

时间	板块	基金	QFII	券商	一般机构	其他机构	合计比例
1月底	A 股主板	11.54	1.16	0.6	3.11	1.51	17.91
	A 股中小板	6.36	0.5	0.18	1.44	0.91	9.39
2月底	A 股主板	9.29	1.69	0.76	3.21	1.73	16.78
	A 股中小板	7.45	0.46	0.26	1.88	0.95	11
3月底	A 股主板	9.13	1.05	0.96	3.68	1.9	16.73
	A 股中小板	8.09	0.75	0.22	1.5	0.76	11.34
4月底	A 股主板	8.69	0.96	0.61	2.91	1.74	14.92
	A 股中小板	6.75	0.89	0.28	2.23	0.81	10.95
5月底	A 股主板	6.29	0.83	0.44	2.7	1.46	11.72
	A 股中小板	5.14	0.37	0.26	2.42	1.1	9.29
6月底	A 股主板	5.94	0.6	0.63	2.51	0.94	10.61
	A 股中小板	6	0.57	0.36	2.64	0.85	10.43
7月底	A 股主板	5.41	0.47	0.62	2.33	1.08	