

研究報告

全球证券交易所系列研究之 印度证券交易所

陆佳仪

资本市场研究所

2020年8月

内容摘要

印度证券交易所市场由全国性证券交易所、地方性区域交易所（RSE-Regional Stock Exchange）和场外交易市场（OTC-Over the Counter）三个层级的 23 家交易所组成，其中全国性交易所 2 家，地方区域性交易所 21 家。两大全国性证券交易所——孟买证券交易所（Bombay Stock Exchange, 简称 BSE）（以下简称孟买交易所）和印度国家证券交易所（National Stock Exchange of India, 简称 NSE）（以下简称国家交易所），交易品种丰富，涵盖股票、债券和各类金融衍生品等，如今在印度经济中心孟买形成了双足鼎立之势，也在全球交易所行业中占据一席之地。截至 2019 年末，孟买交易所与国家交易所总市值分别为 2.18 万亿美元与 2.16 万亿美元，分列全球交易所第十一位与第十二位。年轻的国家交易所凭借其更大的 IPO 筹资规模与现货交易金额分列全球交易所的第十位与第十五位。

在 1992 年注册制改革前，印度仅有孟买交易所一家全国性会员制证券交易所，因循守旧地使用着古老的经纪商交易制度，透明度低，存在黑箱机制。1992 年，第一家公司制交易所——国家交易所诞生，为资本市场带来了摧枯拉朽的革新力量，印度证券业的微观结构、市场实践发生了翻天覆地的变化。随着两大交易所的竞争加剧、信息技术提升以及多元化产品的推出，尤其是开展衍生品交易后，国家交易所便大幅赶超孟买交易所，成为交易量最大也最受大型上市公司青睐的证券交易所。

印度证券交易所研究对我国证券市场与交易所行业发展有重要的借鉴意义。**其一，有助于把握我国资本市场改革的方向。**印度作为全球新兴国家之一，近三十年来资本市场改革开放成效瞩目，其多层次市场格局、完善的市场监管及投资者保护体系给我们提供了样板。**其二，有助于提高上交所在注册制改革进程中的竞争力。**国家交易所与孟买交易所的竞争格局形成于注册制改革后，也是国际上少有的以两大全国性交易所构成竞争格局的市场，与我国的现状有相似之处，他们的经验与教训值得吸收。

纵览印度证券交易所的发展历程，国家交易所能在竞争中脱颖而出，有以下成功之处：

第一、改革创新取得先行优势，持之以恒扩大领先。国家交易所作为印度注册制改革的排头兵和试验田，其改革创新方向始终沿着“治理—系统—整合—产品”层层递进。**在治理结构方面**，国家交易所自成立之初便颠覆了印度传统的交易所非营利性法人制度，成为了公司法人，为国家交易所市场化竞争奠定了基础。**在系统方面**，国家交易所率先应用网络化、数字化技术对交易、结算系统进行全面升级。**在整合方面**，国家交易所在运行后的两年内完成了交易、清算与结算业务的整合，推动无纸化证券交易。**在产品创新方面**，2000年衍生品交易实施后加快推出多元化产品，以满足不同投资者的投资需求。

第二、强化投资者导向，面向全国进行市场推广。印度网上交易起步较晚，线上交易占比较小。国家交易所一改传统做法，允许

普通投资者在经纪人处开户后直接参与股票交易，并率先对竞价机制等进行革新，适应了散户化的新兴市场。此外，国家交易所还在全国各地增设网点，利用卫星技术推进系统同步，扩大了交易者群体，使投资者群体更为广泛多元，为后续衍生品市场发展打下基础。

第三、推出低费率的收费机制，降低短线交易成本。在 2018 年交易费改革之前，孟买交易所的交易费用是每笔交易均向买方与卖方收取固定金额为 1.5 卢比的经手费；而国家交易所则按照每笔交易额度的一定比例收取，费率为 0.00325%。从投资者的角度来看，国家交易所的收费机制被认为更利于做短线交易、衍生品相关风险交易，符合主流投资者的风险偏好。

通过总结借鉴印度两大全国性交易所的发展经验，得到如下启示：

第一、完善证券法规，创新体制机制。印度交易所的发展历程表明，公司制变革是资本市场快速发展的重要推手。要学习欧美国家的先进经验，加快资本市场监管体制创新，允许交易所在适当时机转制为股份制公司，组建横跨期现、证券和信息技术的综合性交易所集团。

第二、重视衍生品的开发，布局衍生品市场。从印度的经验来看，在产品标的资产差异不大的情况下，衍生品的不断创新、交易量的扩大，将成为拉开交易所差距的重要分水岭。上交所不仅需要保持良好的基础资产流动性，还需要为衍生品时代的到来进行技术储备与产品布局，提前触达潜在投资者，并不断扩大潜在投资群体。

第三，加强战略合作，打造技术优势。上交所要加强与外部标杆交易所、优秀技术公司的战略合作，研发新技术、新产品，提升内部技术水平，增强核心竞争力。

第四，争取优质上市资源，提升基础资产的质量。中国证券交易所目前仍未共享上市交易资源，这意味着争取上市资源仍然是未来交易所竞争力的主线之一。吸引优质的上市公司将有助于吸引更多大的订单流，进而吸引更多优质上市公司，形成品牌效应与良性循环。

目录

| | |
|----------------------------------|-----------|
| 一、总体介绍 | 9 |
| (一) 经济背景 | 10 |
| (二) 发展历程 | 15 |
| (三) 战略布局 | 20 |
| (四) 组织管理 | 21 |
| (五) 股权结构 | 25 |
| (六) 产品体系 | 29 |
| 二、业务分析 | 30 |
| (一) 上市业务 | 31 |
| (二) 交易业务 | 41 |
| (三) 交易后业务 | 52 |
| (四) 信息技术业务 | 53 |
| 三、经营业绩 | 54 |
| (一) 盈利规模 | 54 |
| (二) 资产规模 | 57 |
| (三) 现金流规模 | 59 |
| 四、结论与启示 | 60 |
| (一) 结论 | 60 |
| (二) 启示 | 62 |
| 附录 1 印度国家证券交易所的发展历程 | 64 |

| | |
|---------------------------------|----|
| 附录 2 孟买证券交易所的发展历程 | 66 |
| 附录 2 印度证券交易所的上市标准 | 68 |
| 附录 3 印度证券交易所的衍生产品推出时间表 | 70 |
| 附录 4 印度国家证券交易所的衍生品纳入与维持标准 | 71 |

印度证券交易所研究

印度证券交易所市场由全国性证券交易所、地方性区域交易所（RSE-Regional Stock Exchange）和场外交易市场（OTC-Over the Counter）三个层级的 23 家交易所组成，其中全国性交易所 2 家，地方区域性交易所 21 家。两大全国性证券交易所——孟买证券交易所（Bombay Stock Exchange, 简称 BSE）（以下简称孟买交易所）和印度国家证券交易所（National Stock Exchange of India, 简称 NSE）（以下简称国家交易所），交易品种丰富，涵盖股票、债券和各类金融衍生品等，如今在印度经济中心孟买形成了双足鼎立之势，也在全球交易所行业中占据一席之地。截至 2019 年末，孟买交易所与国家交易所总市值分别为 2.18 万亿美元与 2.16 万亿美元，分列全球交易所第十一位与第十二位。年轻的国家交易所凭借其更大的 IPO 筹资规模与现货交易金额分列全球交易所的第十位与第十五位。

在 1992 年注册制改革前，印度仅有孟买交易所一家全国性会员制证券交易所，因循守旧地使用着古老的经纪商交易制度，透明度低，存在黑箱机制。1992 年，第一家公司制交易所——国家交易所诞生，为资本市场带来了摧枯拉朽的革新力量，印度证券业的微观结构、市场实践发生了翻天覆地的变化。随着两大交易所的竞争加剧、信息技术提升以及多元化产品的推出，尤其是开展衍生品交易后，国家交易所便大幅赶超孟买交易所，成为交易量最大也最受大型上市公司青睐的证券交易所。

印度证券交易所研究对我国证券市场与交易所行业发展有重要

的借鉴意义。其一，有助于把握我国资本市场改革的方向。印度作为全球新兴国家之一，近三十年来资本市场改革开放成效瞩目，其多层次市场格局、完善的市场监管及投资者保护体系给我们提供了样板。其二，有助于提高上交所在注册制改革进程中的核心竞争力。国家交易所与孟买交易所的竞争格局形成于注册制改革后，也是国际上少有的以两大全国性交易所构成竞争格局的市场，与我国的现状有相似之处，他们的经验与教训值得吸收。

一、总体介绍

此章节介绍印度两大全国性交易所的发展历程、战略布局、组织管理、股权结构与产品体系，总结如下。

表 1 国家交易所与孟买交易所总体情况对比

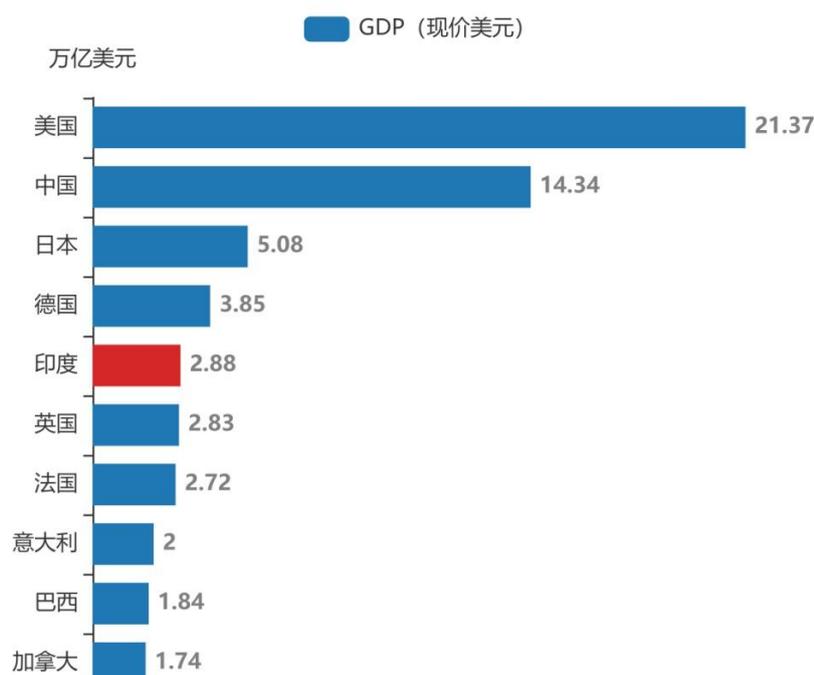
| | 国家交易所 | 孟买交易所 |
|------|--|---|
| 发展历程 | 1992 年注册制改革后成立的印度第一家公司制交易所。在交易机制、技术、产品、客户与市场领域都引领了印度交易所行业革新，改变了印度资本市场的微观结构、市场实践与交易体量。 | 1873 年成立的亚洲最古老的证券交易所，长期沿用传统交易模式。在国家交易所成立后被动开始追随式改革，曾一度试图阻止推出衍生品交易。2005 年改制为公司制交易所。 |
| 战略布局 | 持续成为领导者 | 建设印度一流交易所 |
| 组织管理 | 旗下设有全资子公司 NSE 清算公司、NSE 投资有限公司、NSE 信息技术服务有限公司、NSE 数据分析有限公司、NSE 指数公司、NSE 技术咨询与开发服务有限公司和 NSE 学院、NSE 国际交易所和 NSE 基金会（NSE Foundation）；参股国家证券存管有限公司（NSDL）（24%）。 | 旗下设有清算公司、信息技术公司、投资公司、培训与认证公司，以及控股子公司印度国际交易所（持股比例 92.29%）、印度国际清算有限公司（持股比例 90.1%）以及 BSE 基金会（持股比例 75%）；参股了中央存管服务（印度）有限公司（20%）与亚洲指数有限公司（50%）。 |
| 股权结构 | 尚未上市，机构投资者（尤其是外国机构投资者）主导 | 本土上市，非机构投资者（尤其是个人投资者）占比较高 |
| 产品体系 | 产品体系囊括股票、债券、资产衍 | 产品体系囊括股票、债券、资产衍 |

| | | |
|--|--|--|
| | <p>衍生品、货币衍生品、利率衍生品与商品衍生品等，其中资产衍生品的交易金额占9成以上。</p> | <p>衍生品、货币衍生品、利率衍生品与商品衍生品等，其中资产现货与资产衍生品的交易金额较低，货币衍生品与商品衍生品的交易金额合计占9成以上。</p> |
|--|--|--|

(一) 经济背景

印度是全球第二大人口大国。截至2019年年末，印度是第五大经济体，也是仅次于中国的第二大发展中经济体，现价GDP约为2.88万亿美元。1947年从英国独立时，印度是世界上最贫穷的经济体之一，工业基础薄弱，制造业仅占国民生产总值的十分之一。但同时，印度也拥有当时发展中世界最完善的正规金融市场，有四个正常运作的证券交易所和明确的上市、交易和结算规则体系。此外，印度的公司法的完备程度也在殖民地中首屈一指。这为后期印度资本市场的发展奠定了良好基础。

图1 印度GDP规模与全球排名



自独立后至 1991 年经济改革前，受社会主义计划经济体制的影响，印度银行体系基本由国家控制，政府通过银行财政化实现经济与社会功能。在资本市场方面，上市公司的股票发行与价格则由资本发行控制机构决定。1991 年，外汇储备枯竭、面临支付危机的印度不得不向 IMF 贷款求援，并在 IMF 的要求下开启了以“自由化、市场化、全球化、私有化”为方向的经济改革，其中也包括了金融制度改革。

1992 年至 1997 年，印度在金融领域采取以下措施：其一，在**银行部门**逐步取消指导性信贷计划，放松存贷款利率管制，降低法定现金储备率和流动性比率；其二，在**资本市场**放松股票发行市场管制，推行注册制改革，设立印度证券交易委员会为法定独立监管机构，建立印度国家股票交易所，并允许外国机构投资者投资股票市场；其三，在**外汇管理**方面，采取有管理的浮动汇率制度，实现汇率并轨。此后，2003 年印度又进一步开放其资本账户，吸引外国资本大规模进入。

事实上，印度经济自上世纪 80 年代起便开始以较高速增长，但 1992 年经济改革更是剧烈地改变了印度的经济结构与增长模式，进一步促进印度经济迈入高速增长期。自 1975 年至 1991 年印度的年均经济增速为 4.5%，自 1992 年经济改革后至 2018 年，年均经济增速约为 6.5%，约为改革前的 1.4 倍。尤其是在 1990-2005 年间的年均经济增速仅次于中国。

究其原因，**第一**，在银行作为主要资金来源渠道的发展中国家

印度，利率水平的下降大大降低了本土企业的融资成本，释放了印度企业活力，提升了印度企业在全局的竞争力。第二，以注册制为代表的资本市场改革和管理体系完善、退出机制完备的风险投资基金，帮助印度抓住了信息技术与互联网革命的产业升级浪潮，培育了以软件为核心的服务业和金融服务业，并以此为龙头拉动 GDP 连续多年高速增长。第三，大规模引入外国投资，鼓励外国直接投资，本国劳动力资源优势得到充分发挥，就业扩大，贫困问题有效缓解。

特殊的经济发展历史造就了印度特殊的产业格局——第三产业占比高、发展快，第二产业占比相对较小，发展速度整体不及第三产业。截至 2019 年年末，金融、保险、房地产及商业服务行业在印度国民经济中占比最高，达 19%；其次为贸易、旅馆、运输及通讯业与农林渔业，分别占 16%；制造业仅列第四，仅占 14%。

图 2 印度 GDP 不变价增速及三大产业增速

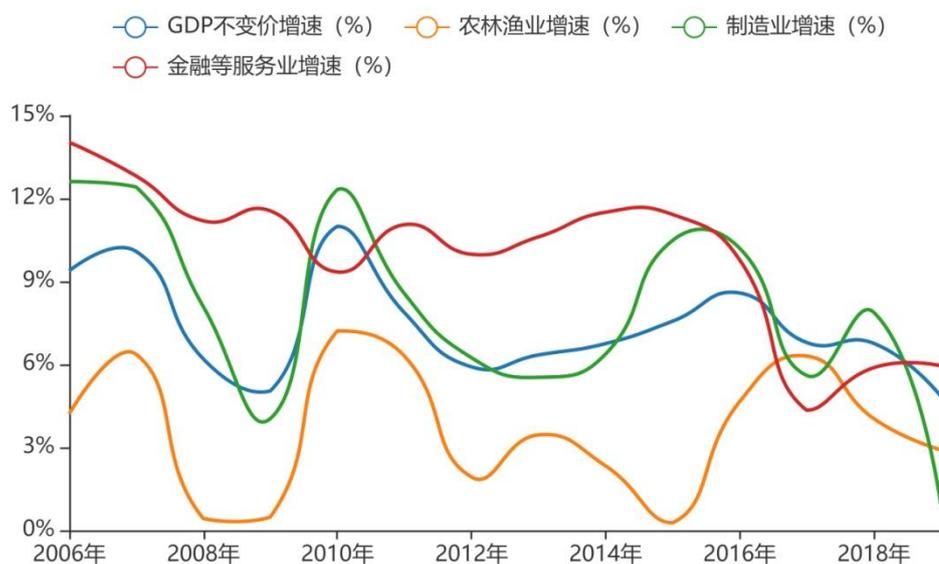
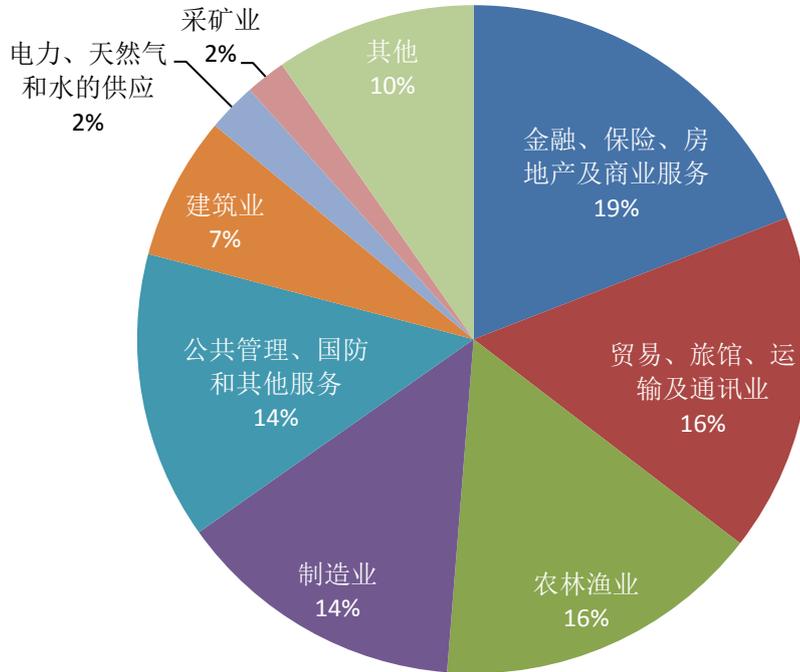


图 3 印度各行业 GDP 占比（2019）



在经济改革不断深化的近 30 年间，印度资本市场逐渐成为全球收益表现最好的资本市场之一。随着本国经济的腾飞、大量外国机构投资者资金的涌入以及本国基金业的快速发展，印度的股票指数涨势惊人。自 1992 至 2002 年，BSE-100 指数的增幅为 22.81%，年均增速为 2.07%。2003 年，印度成立了简化外国机构投资者相关程序的工作小组，并简化外国机构投资者 FII 在印度证券交易委员会的注册程序。2003-2018 年，BSE-100 指数增幅为 728.59%，年均增速高达 15.14%。

与此同时，印度的金融结构也逐渐发生着深刻的变化。三十年间资本市场的地位不断提升，证券化率从 1998 年的 7.81% 升至 2019

年的 75.8%，大幅赶超私人部门银行信贷 GDP 占比 50.4%，直接融资比重高于中国大陆市场。从全球范围来看，截至 2018 年年末，印度股票市值规模为 2.08 万亿美元，列全球第 7 位，在欠发达经济体中举足轻重。这些改变与两大印度证券交易所的发展、壮大与竞争息息相关。

图 4 印度金融结构

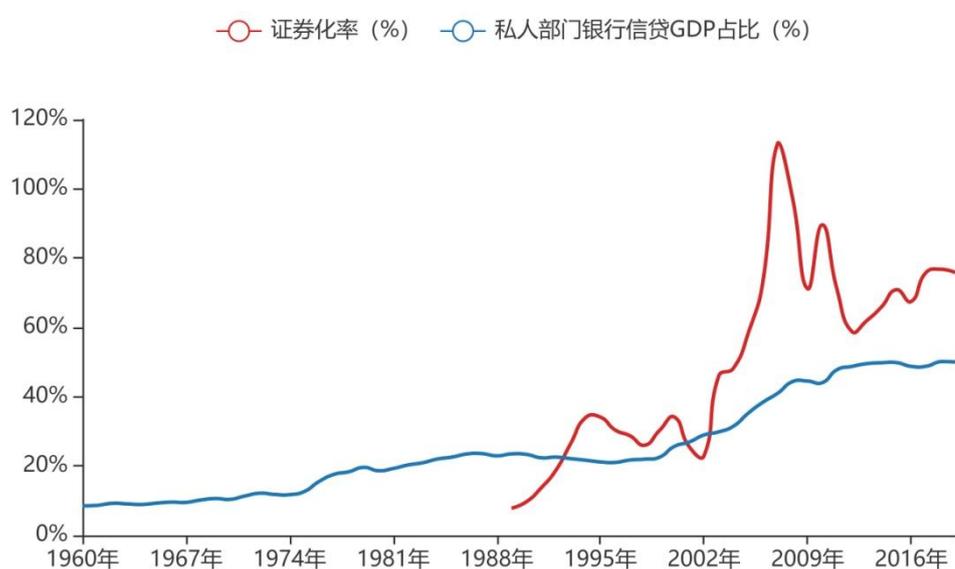
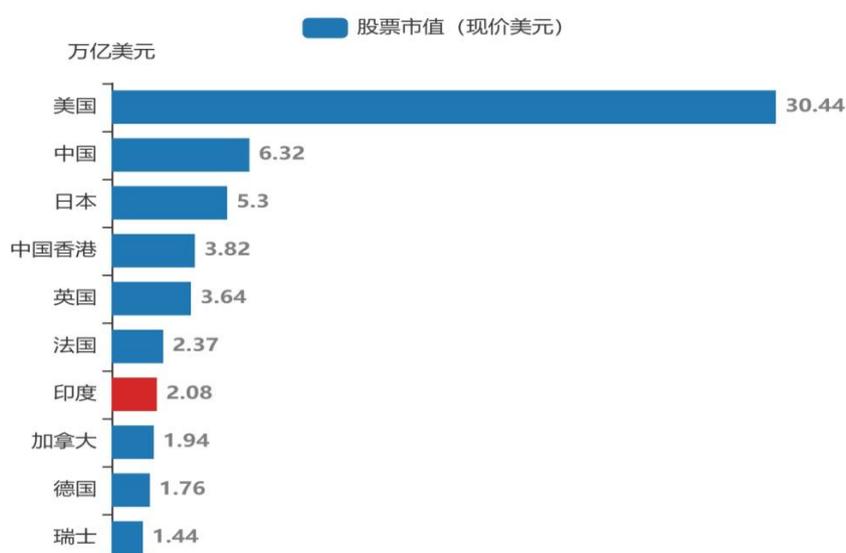


图 5 印度股票市值规模及全球排名



(二) 发展历程

1. 孟买证券交易所的诞生、发展与争议：1875-1992 年

印度股票市场是亚洲最古老的股票市场之一，最早可追溯到 18 世纪末东印度公司证券交易。孟买交易所的诞生与发展伴随着印度股票市场的萌芽与成长。19 世纪 30 年代至 50 年代中期，印度经济重镇孟买逐渐形成了股票交易市场，但彼时经纪商却寥寥无几。19 世纪 50 年代后期，一个由 22 名股票经纪人组成的非正式团体开始在孟买市政厅对面的一棵榕树下进行交易。1860 年，这一团体中经纪商增至 60 家。在美国内战爆发后欧洲对印度棉花的需求剧增，大大刺激了印度的证券市场，经纪商进一步增加到 250 家。这一组织，也就是本地股票经纪人协会（The Native Share and Stockbrokers Association），在 1875 年正式成立为孟买证券交易所。1956 年，印度政府根据《证券合同（监管）法》（Securities Contracts (Regulation) Act）承认孟买证券交易所是印度首家证券交易所。从 1875 年至 1992 年，孟买交易所长期沿用着传统的场内交易机制：经纪商在交易所内围成一圈，大声喊出股票价格；而投资者下达交易指令和获取股价信息都极为困难。此外，纸质的存托凭证和高昂的交易费用也成为投资者的障碍。由于黑箱交易系统的存在，经纪商拥有垄断地位，赚取了高额利润。

1992 年，在著名的哈沙德梅塔丑闻（Harshad Mehta Scam）曝光后，孟买交易所因其低效、不透明的经纪人制度以及消极的危机处理方式逐渐失去了投资者的信任。同时，孟买交易所对改革的消

极态度也促使印度政府痛下决心，进而推动交易所行业改革、成立国家交易所（NSE）。

2. 国家交易所的诞生与证券市场竞争格局的形成：1992-1999年

1992年，成立印度证券交易委员会（SEBI）、实施注册制改革后，证券市场发展进入快车道。国家交易所作为印度第一家公司制证券交易所于1992年11月注册成立，于次年获印度证券交易委员许可，并于1994年末正式开始在资本市场（Capital Market Segment）^①运营。随着国家交易所的诞生，印度证券市场的微观结构、市场实践和交易活跃程度都发生了翻天覆地的变化。

在微观结构方面，国家交易所一方面运用电子化、数字化技术全面提升了交易系统，整合了交易、清算结算和存托管流程，率先采用了透明高效的全自动屏幕交易系统 NEAT，并对竞价机制进行革新，使其更加适应散户化的新兴市场。另一方面不断拓展潜在投资者群体，不同于孟买交易所，国家交易所面向全国各个城市增设网点，利用卫星技术实行系统同步，扩大了潜在的交易者群体，使投资者群体更加广泛多元。1996年成立控股子公司印度国家证券托管有限公司（National Securities Depository Limited, 简称 NSDL），实现了从交易、清算到结算的全面整合^②，降低了交易风险，从而推动了印度证券业无纸化改革。交易机制的变化大大降低了投资者交易成本，提升了证券市场的定价效率、流动性与透明度。

^① 最初资本市场主要交易股票现货。

^② 此前，孟买交易所的结算由印度中央银行负责。

在市场实践方面，国家交易所自成立之初便颠覆了传统的证券交易所非营利性法人制度，成为公司法人，这项根本性的改革，为交易所市场化竞争奠定了基础。在产品与业务创新方面，国家交易所于 1996 年筹备推出 NIFTY 50 指数，并着手推动衍生品交易，但受到了孟买交易所阻挠，直至 2000 年才开始股指期货交易。

在交易活跃程度方面，电子交易系统的引入降低了交易成本，大幅提升了交易的透明度和便利度。尤其是印度证券交易委员会允许在孟买交易所挂牌上市的股票可同时在国家交易所进行交易后，国家交易所在运营的第二个财年，其交易金额便迅速超过了孟买交易所，占到了当年总交易金额的 57.34%，此后相对优势不断扩大，尤其是 2000 年衍生品交易推出后，其现货交易金额占比不断上升，到了 2018-2019 财年，占到交易总额的 91.13%。

这一时期，相比于野心勃勃、不断创新的后起之秀，孟买交易所虽紧紧追赶却始终落于人后。1995 年 3 月，孟买交易所启用全自动电子屏幕系统（BOLT）交易，比国家交易所迟了 4 个月，而直到 1997 年 BOLT 系统才推广到全国各网点。1999 年 3 月，孟买交易所成立结算子公司并推动证券去纸质化交易与结算，比国家交易所迟了整整 2 年零 11 个月。

此外，在国家交易所积极推动衍生品交易时，孟买交易所则是通过政治势力联合印度证券交易委员会主席 D. R. Mehta，旨在阻止股票衍生品交易，并成功将此项交易推迟了大约五年。直到孟买交易所时任主席 Anand Rathi 的丑闻曝光后，衍生品交易才正式启动。

表 2 印度证券交易所发展历程（1992-1999）

| 年份 | 国家交易所 | 孟买证券交易所 |
|------|--|--|
| 1999 | — | 成立清算公司、推动证券去纸质化交易与结算. |
| 1997 | — | BOLT 系统推广到全国 引入交易担保基金（TGF） 推出经纪人应急基金（BCF） |
| 1996 | 建立并管理结算基金 编制并推出 NIFTY 50 指数. 成立清算公司、推动证券去纸质化交易与结算. | 标普 BSE SENSEX 首次重大改版 |
| 1995 | 建立投资者保护基金信托基金 | 启动全自动电子屏幕系统（BOLT）交易. |
| 1994 | 股票和批发债券市场开始运营 启动全自动电子屏幕交易. | — |
| 1993 | 获印度证券交易委员许可 | — |

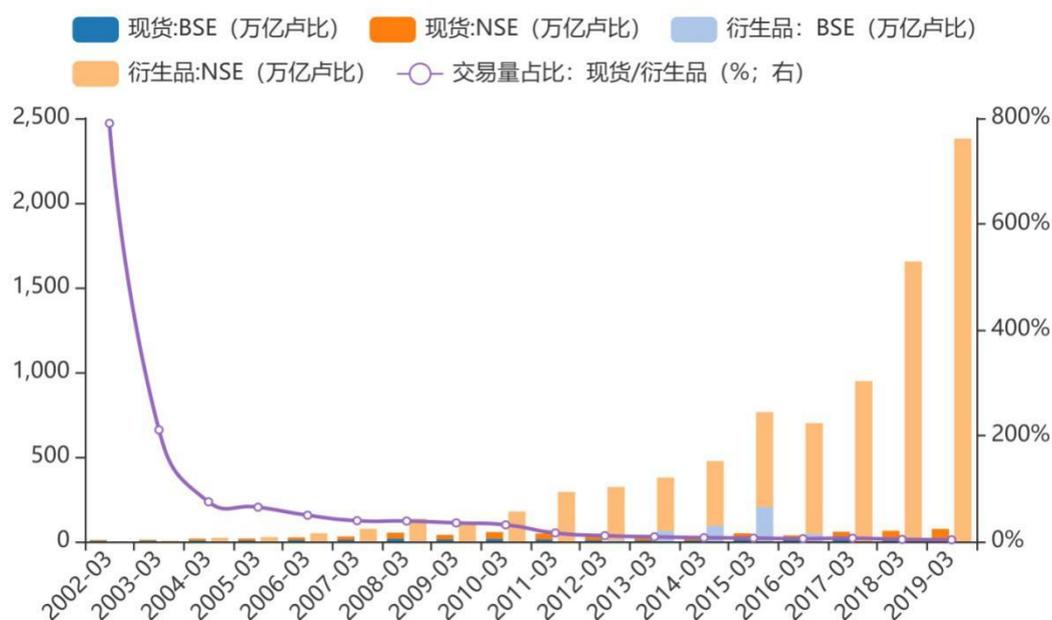
3. 衍生品时代：2000 年至今

在国家交易所（NSE）的大力推动下，衍生品交易在 2000 年 6 月于两大交易所正式上线。作为衍生品市场的后起之秀，印度金融衍生品市场的发展后劲十足，其增长速度远高于全球平均。2003-2004 财年，证券衍生产品的交易金额已经超越现货交易金额约 33.8%，此后继续扩大，衍生品交易逐渐成为印度证券市场交易量的主要贡献者。

最初的交易产品仅有股指期货，分别是孟买交易所的 SENNEX 指数期货和国家交易所的 S&P CNX NIFTY 指数期货，随后于 2001 年 6 月-7 月又分别上线了这两大指数的期权以及个股期权。在推出股票期货的时机上，国家交易所又领先了孟买交易所整整一年。随

着衍生品的不断扩容,国家交易所基础资产流动性强、技术水平高、产品储备的优势凸显,与孟买交易所的差距也不断扩大,这不仅体现在衍生品市场,也体现在现货市场。

图 6 印度现货与衍生品市场交易金额比较 (2001.4-2019.3)



数据来源: 印度储备银行 (Reserve Bank of India)

除了衍生品市场领域的竞争外,该时期的重大事件还包括 2005 年孟买交易所公司制改制、两大交易所分别推出线上交易平台以及移动端交易平台、融资融券业务、实施国际化战略、中小企业板上线与快速扩容等。整体来看,孟买交易所在改革创新上要落后于国家交易所。

表 3 BSE 与 NSE 改革时间表

| 重大事件 | NSE | BSE | 竞争类型 | 时间差 |
|----------|---------|---------|------|------------|
| 公司成立 | 1992-11 | 2005-08 | 治理 | 12 年零 9 个月 |
| ETF 产品上线 | 2002-01 | 2003-01 | 产品 | 1 年 |
| 融资融券业务上线 | 2008-04 | 2010-11 | 产品 | 2 年零 7 个月 |
| 市场波动指数上线 | 2008-04 | 2010-11 | 产品 | 2 年零 7 个月 |
| 直接市场进入 | 2008-04 | 2009-11 | 系统 | 1 年零 7 个月 |

| | | | | |
|-----------|---------|---------|----|-----------|
| 互联网线上交易启动 | 2008-07 | 2010-10 | 系统 | 2 年零 3 个月 |
| 货币衍生品上线 | 2008-08 | 2013-11 | 产品 | 5 年零 3 个月 |
| 利率期货上线 | 2009-08 | 2014-01 | 产品 | 4 年零 5 个月 |
| 共同基金服务系统 | 2009-11 | 2009-12 | 系统 | 1 个月 |

(三) 战略布局

国家交易所自成立之初，就担负着印度资本市场改革创新的重任。其发展愿景是“持续成为领导者，建立全球影响力，促进提升人民的金融福祉”，企业价值观为“诚信、以客户为中心、热情追求卓越、信任、尊重并关心个人”。在其成立后至今的 28 年间，国家交易所始终致力于：

- ◆ 在交易系统方面，不断升级电子交易系统，取代传统交易方式。
- ◆ 在交易机制方面，提高交易效率和透明度。
- ◆ 在投资者服务方面，为每一位投资者提供平等投资机会。
- ◆ 在全球连通方面，在向全球投资者提供多元化资产交易平台。
- ◆ 在技术战略方面，提供可靠技术，使运行系统始终与全球最高标准接轨。
- ◆ 在监督管理方面，提供有效的监管和风险管理，维护市场的完整性和安全性。

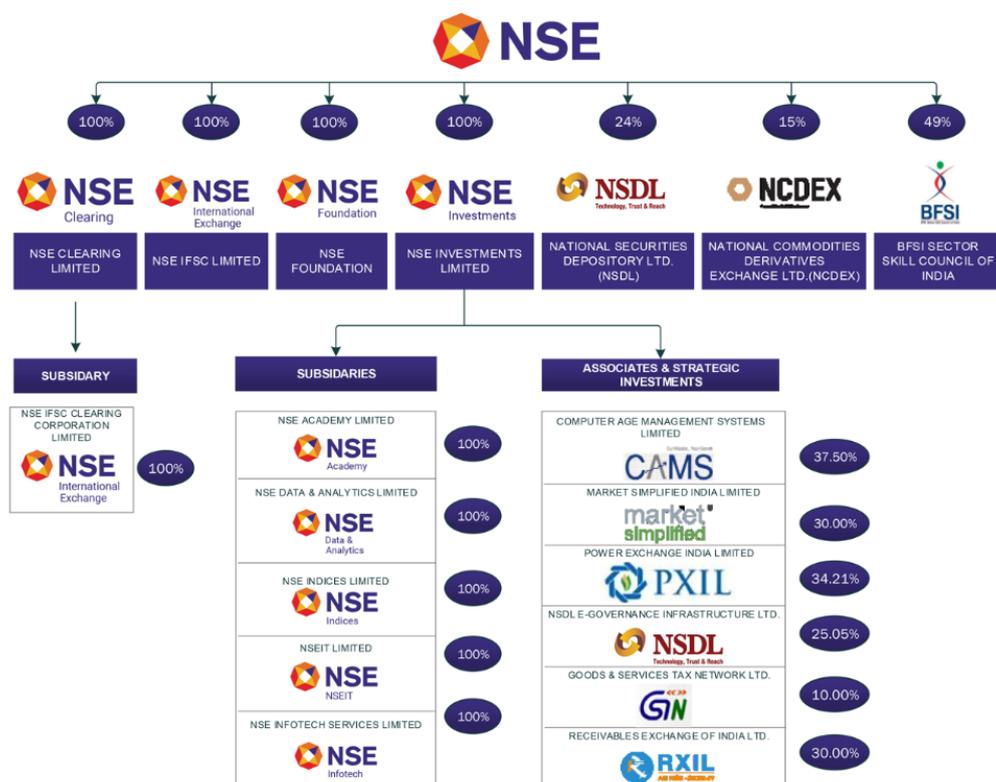
作为资本市场改革开放的跟随者，孟买交易所愿景则是“成为一流的印度证券交易所，在技术、产品创新和客户服务方面拥有一流的全球实践。”尽管并不像国家交易所那样野心勃勃，其对交易活跃程度与客户服务的重视程度不可小觑。

因为印度证券交易委员会（SEBI）规定上市公司可在两大全国性证券交易所双重上市、同时挂牌交易，两大交易所不约而同地将交易与投资者服务摆在至关重要的位置。上市资源的共享性和同质性加上平台的马太效应，决定了两大交易所的竞争模式——谁能抓住投资者，谁能吸引订单流，谁就能在竞争中掌握主动。

（四）组织管理

自 1992 年成立以来，国家交易所集团发展成为集交易、清算、结算、投资、市场数据和信息技术服务、咨询与培训等业务于一体的集团化运营机构，包括了资本现货市场（Capital Market Segment）、债券市场（Debt Market Segment）、资本衍生品部门（Equity Futures & Option Segment）、货币衍生品部门（Currency Derivative Segment）与商品衍生品部门（Commodity Derivative Segment）。此外，国家交易所还设立了多家子公司负责清算与结算、投资、市场数据与信息技术服务等职能。具体结构如图 7 所示。

图 7 国家交易所组织架构



资料来源：印度国家交易所官网

全资子公司 NSE 清算公司（NSE Clearing Limited，1996 年成立），负责 NSE 所有交易的清算和结算，以及存款和抵押品管理以及风险管理。NSE 投资有限公司（NSE Investments Limited），对 NSE 集团公司的股票和/或其他证券进行战略投资。NSE 投资公司还全资持有了 5 家孙公司的股份，分别为 NSE 信息技术服务有限公司（NSE Infotech）^③、NSE 数据分析有限公司（NSE Data & Analytics Limited）^④、NSE 指数公司（NSE Indices Limited）^⑤、NSE 技术咨

^③ NSE 信息技术公司定期升级其信息技术系统和基础设施，目标是实现更高的容量和更低的延迟，提高市场效率和透明度，增强用户访问能力，并为未来的业务增长和市场需求提供灵活性。

^④ NSE 数据分析公司负责数据和信息产品的研发销售。

^⑤ NSE 指数公司拥有并管理 NIFTY 品牌下的 67 个指数组合，其中包括 NIFTY 50 指数。

询与开发服务有限公司（NSEIT）^⑥和 NSE 学院（NSE Academy Limited）^⑦，向内部提供技术支持，向外部提供数据、指数、咨询以及培训服务。此外，国家交易所还控股了 NSE 国际交易所（NSE International Exchange）和 NSE 基金会（NSE Foundation），参股了国家证券存管有限公司（NSDL）和国家商品期货交易所。

孟买证券交易所的组织架构与国家交易所高度相似，包括了资本市场（Capital Market Segment）、债券市场（Debt Market Segment）、资产衍生品部门（Equity Futures & Option Segment）、货币衍生品部门（Currency Derivative Segment）与商品衍生品部门（Commodity Derivative Segment）。旗下有全资控股的清算公司（Indian Clearing Corporation Limited）、信息技术公司（Marketplace Technologies Private Limited）、投资公司（BSE Investments Limited）、培训与认证公司（BSE Institute Limited、BSE Sammaan CSR Limited），以及控股子公司印度国际交易所（India International Exchange，持股比例 92.29%）、印度国际清算有限公司（India International Clearing Corporation (IFSC) Limited，持股比例 90.1%）以及 BSE 基金会（持股比例 75%）。此外，孟买交易所还参股了中央存管服务（印度）有限公司（20%）与亚洲指数有限公司（50%）。

^⑥ NSE 技术咨询与开发服务有限公司主要为印度市场的金融服务业提供技术咨询和开发服务，提供的服务包括评估服务、应用服务、基础设施管理、综合安全响应中心（ISRC）、卓越测试中心和数据分析。

^⑦ NSE 学院旨在将金融知识作为必要的生活技能加以推广，并提供银行、保险和金融市场的培训和认证。

图 8 孟买交易所组织架构



资料来源：根据孟买交易所 2019-2020 年财报整理

从组织结构对比来看，孟买交易所在数据产品与服务、指数产品与服务研发销售、技术咨询服务以及指数编制方面的投入力度低于国家交易所，主要业务与产品仍集中在交易所传统领域（包括交易、清算、上市服务等）。在存托管机构方面，国家交易所与孟买交易所均采取了参股的方式分别投资了国家证券存管有限公司（NSDL）（24%）和中央存管服务（印度）有限公司（20%）。

表 4 两大交易所组织管理架构对比

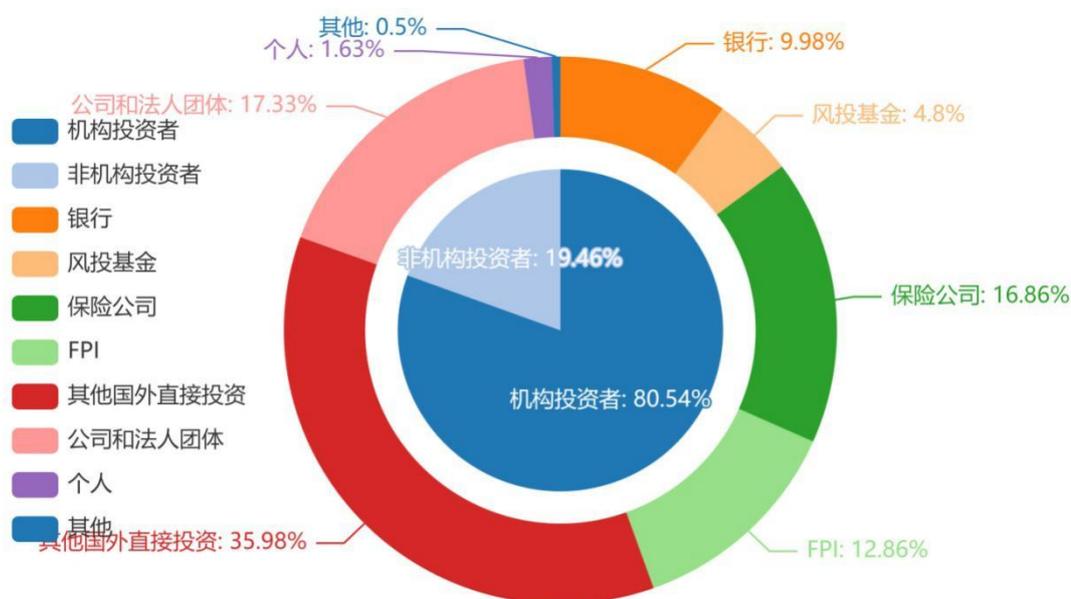
| | | 国家交易所 | | 孟买交易所 | |
|------|-------|-------|------|-------|------|
| | | 是否包括 | 股权占比 | 是否包括 | 股权占比 |
| 交易场所 | 资本市场 | ✓ | - | ✓ | - |
| | 债券市场 | ✓ | - | ✓ | - |
| | 资产衍生品 | ✓ | - | ✓ | - |
| | 货币衍生品 | ✓ | - | ✓ | - |
| | 利率衍生品 | ✓ | - | ✓ | - |

| | | | | | |
|------------|-----------|---|------|---|--------|
| | 商品衍生品 | ✓ | - | ✓ | - |
| 交易后业务与技术业务 | 清算结算公司 | ✓ | 100% | ✓ | 100% |
| | 存托管公司 | ✓ | 24% | ✓ | 20% |
| | 信息技术公司 | ✓ | 100% | ✓ | 100% |
| 投资业务 | 投资公司 | ✓ | 100% | ✓ | 100% |
| 附加值业务 | 数据公司 | ✓ | 100% | × | - |
| | 指数公司 | ✓ | 100% | ✓ | 50% |
| | 技术咨询公司 | ✓ | 100% | × | - |
| | 培训公司 | ✓ | 100% | ✓ | 100% |
| 国际业务 | 国际交易所 | ✓ | 100% | ✓ | 92.29% |
| | 国际交易所清算公司 | ✓ | 100% | ✓ | 90.01% |
| 其他业务 | 基金会 | ✓ | 100% | ✓ | 75% |

（五）股权结构

国家交易所自 1992 年成立之初便是公司法人，由印度几大主要金融机构持股，这一大机构主导的股权结构模式延续至今。随着印度资本账户的逐渐开放，外资机构 FII（FPI）也成为国家交易所的主要投资者之一。截至 2019 年 3 月 31 日，机构投资者持股占比 80.54%（其中国外机构投资者的证券投资（FPI）和直接投资占比总和为 48.84%，外资占比近半），非机构投资者持股仅占 19.46%（其中个人投资者占比 1.63%）。

图 9 国家交易所股权结构（截至 2019 年 3 月）



数据来源：印度国家交易所 2019 年年报

从前十大股东持股情况来看，国家交易所股权集中度较高，前十大股东占比达 59.97%，本国的金融机构和投资公司占据主导地位，第一、第三、第四和第五大股东均为印度的金融业的巨头，第二大股东为两家在毛里求斯注册的境外证券投资机构，其母公司均为印度本国机构。

表 5 国家交易所前十大股东（截至 2019 年 3 月）

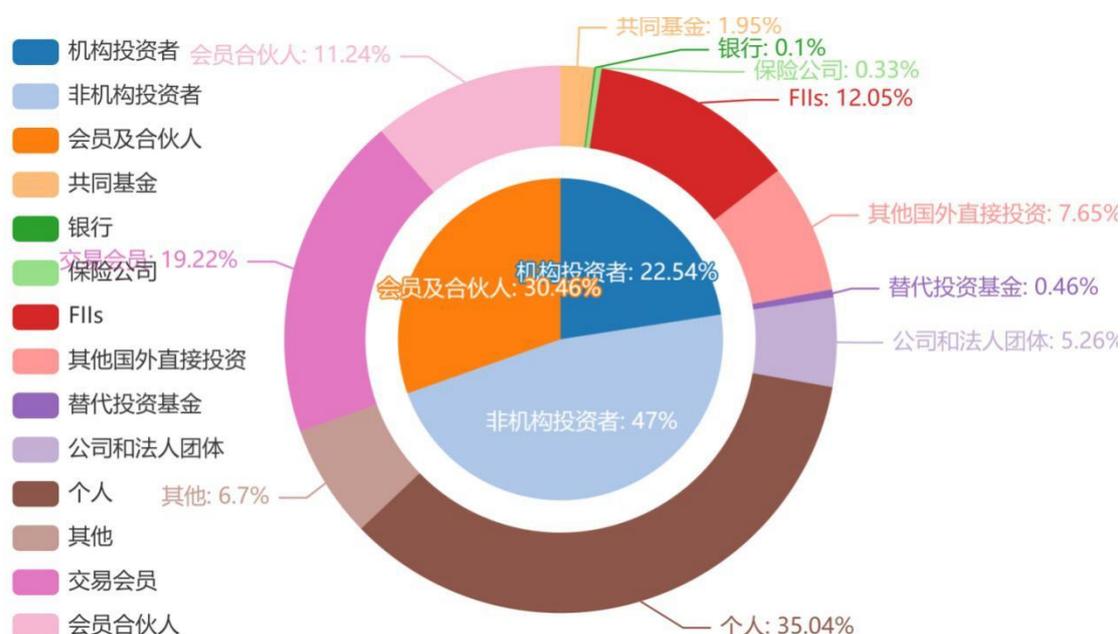
| 排名 | 股东名称 | 持有股份数量 | 持有股份占比 |
|-------|---|-------------|--------|
| 1 | 印度人寿保险公司 Life Insurance Corporation of India | 6,19,13,500 | 12.51% |
| 2(i) | Aranda Investments (Mauritius) PTE. Ltd. | 2,47,50,000 | 5% |
| 2(ii) | Veracity Investments Limited, Mauritius | 2,47,50,000 | 5% |
| 3 | 印度股份有限公司 Stock Holding Corporation of India Limited | 2,20,00,000 | 4.44% |
| 4 | 印度国家银行 | 2,18,59,160 | 4.42% |

| | | | |
|---------------|---|-------------|-------|
| | State Bank of India | | |
| 5 | SBI Capital Markets Ltd. | 2,14,50,000 | 4.33% |
| 6 | GAGIL FDI Limited | 1,87,52,382 | 3.78% |
| 7 | SAIF II SE Investments Mauritius Limited | 1,75,90,000 | 3.55% |
| 8(i) | GS Strategic Investments Limited, Mauritius | 1,48,50,000 | 3% |
| 8(ii) | MS Strategic (Mauritius) Limited | 1,48,50,000 | 3% |
| 8(iii) | PI Opportunity Fund | 1,48,50,000 | 3% |
| 8(iv) | Tiger Global Five Holdings | 1,48,50,000 | 3% |
| 9 | Acacia Banyan Partners | 1,23,75,000 | 2.5% |
| 10 | IFCI Limited | 1,20,66,871 | 2.44% |

数据来源：印度国家交易所 2019 年年报

孟买交易所的股权结构机构投资者占比较低，非机构投资者、尤其是个人投资者占比较高，另有相当比例归交易会员及会员合伙人非公开持有。截至 2020 年 3 月 31 日，机构投资者持股占比 22.54%（其中国外机构投资者的证券投资和直接投资占比总和为 19.7%），非机构投资者持股占 47%（其中个人投资者占比 35.04%），交易所交易主体与关联方持股 30.46%。

图 10 孟买证券交易所股权结构（截至 2020 年 3 月）



数据来源：孟买交易所 2020 年年报

表 6 孟买证券交易所前十大股东（截至 2020 年 3 月）

| 排名 | 股东名称 | 持有股份数量 | 持有股份占比 |
|----|---|-----------|--------|
| 1 | 印度人寿保险公司 Life Insurance Corporation of India | 25,25,500 | 5.61% |
| 2 | 德意志交易所 Deutsche Boerse AG | 19,86,933 | 4.41% |
| 3 | 印度国家银行 State Bank of India | 10,77,238 | 2.39% |
| 4 | Siddharth Balachandran | 8,96,609 | 1.99% |
| 6 | Acacia Banyan Partners Limited | 7,85,417 | 1.74% |
| 7 | National Westminster Bank PLC as Trustee of The Jupiter India Fund | 7,19,834 | 1.60% |
| 8 | Caldwell India Holdings INC | 6,72,832 | 1.49% |
| 9 | MSPL Limited | 5,99,378 | 1.33% |
| 10 | Akshay Vasantlal Mehta | 6,70,906 | 1.30% |

数据来源：孟买交易所 2020 年年报

两大交易所在股权结构上存在如此大的差异，原因有二点，一是孟买交易所受到会员制改制的影响，会员股份仍占相当比重；

二是孟买交易所已于 2017 年上市，而国家交易所目前尚未上市。

（六）产品体系

国家交易所的主要业务包括五大类：**现货市场业务、衍生品市场业务、债券市场业务、交易数据产品与服务以及指数服务**。其中，现货市场业务范围最广，横跨了一二级市场。在一级市场方面，现货市场不仅支持主板 IPO，也向市值低于 25 亿卢比的公司开放了中小企业平台和创新者成长平台。衍生品市场是国家交易所交易量最大的市场，其产品囊括了股票、股指、货币、利率和商品期货及期权。债券市场最初主要指债券批发市场（WDM），2013 年 5 月，其推出首家专用债券交易平台，2015 年 7 月债券批发市场关闭，与新的债务市场合并。除了这三大市场外，国家交易所的业务还包括了交易数据产品与服务，以及指数产品及服务，分别由 NSE 数据分析有限公司（NSE Data & Analytics Limited）、NSE 指数公司（NSE Indices Limited）进行运营。

表 7 国家交易所各业务条线产品与服务

| 业务条线 | 产品与服务 | 客户群体 |
|-------|---|------------------|
| 现货市场 | <p>一级市场： IPO、机构配售计划、主权黄金债券发行、公司债券发行、政府证券发行、REITs 发行</p> <p>二级市场： 共同基金、ETF、上市公司股票、OFS、证券借贷计划、基础设施投资信托基金（InvITs）、公司债券、政府证券、中小企业平台（市值低于 25 亿卢比）、IGP（创新者成长平台）、REITs</p> | 自营、零售和机构参与者（国内外） |
| 衍生品市场 | 产品： 股票、国内指数、货币、利率和商品期货与期权 | 自营、零售和机构参与者（国内外） |
| 债券市场 | 产品： 批发市场、公司债券、三方回购、 | 自营、零售和机构参与者 |

| | | |
|------|--|--|
| | 非竞价国债、电子竞价平台、CBRIC | (国内外) |
| 交易数据 | 产品: NSE 的在线实时数据馈送、15分钟延迟、5分钟、2分钟和1分钟快照、EOD数据、历史交易和订单以及公司数据 服务: 提供数据源 | 数据供应商、研究人员、电视频道、金融网站、软件和算法开发人员 |
| 指数服务 | 产品: 股票指数-NIFTY 50, NIFTY 100, NIFTY 银行指数和债务指数等。 服务: 指数 IP 许可和定制指数解决方案 | 资产管理公司、ETF 发行人、保险公司、NBFC、投资银行、证券交易所和 AIF |

资料来源: 印度国家交易所 2019 年年报

孟买交易所的主要业务按照一二级进行分类, 大部分业务与国家交易所重合, 但未将数据与指数服务作为其主要业务。

表 8 孟买证券交易所各业务条线产品与服务

| 业务条线 | 产品与服务 | 客户群体 |
|------|--|-------------------|
| 一级市场 | IPO、债券发行、BSE StAR 共同基金平台、市政债券和绿色债券发行、主权黄金债券发行等 | 自营、零售和机构参与者 (国内外) |
| 二级市场 | 资产现货、ETF、债券、资产衍生品、货币衍生品、利率期权 (IRO)、商品期权期货、中小企业平台 (市值低于 25 亿卢比)、创业公司平台、非竞争性招标 (“NCB GSec”)、要约出售 (OFS) 和要约购买 (OTB)、证券借贷 (SLB)、询价 (RFQ) 平台等 | 自营、零售和机构参与者 (国内外) |

资料来源: 孟买交易所 2020 年年报

二、业务分析

本文将印度两大交易所主要业务分为上市业务、交易业务、交易后业务与信息技术业务, 对比如下:

表 9 国家交易所与孟买交易所股票市场业务对比

| | | 国家交易所 | 孟买交易所 |
|------|-----------|----------------------------|---------------------------|
| 上市业务 | 上市公司数量与类型 | 上市公司数量稳步提升, 受大中型优质公司青睐, 建立 | 经历两次大规模退市, 上市公司数量稳定在一定水平, |

| | | | |
|--------|-----------|------------------|---|
| | | 中小板块后包容度提升 | 初创公司小公司数量占比较高 |
| | 上市费用 | 较高 | 较低 |
| | 持续监管与退市效率 | 持续监管较为严格，强制退市率较低 | 强制退市率较高，大量公司被停牌超过10年以上 |
| 交易业务 | 交易金额与换手率 | 占两市总交易金额的九成以上 | 占两市总交易金额不到一成 |
| | 交易费用 | 按交易金额比例收取 | 2018年前为每笔交易固定收费,2018年后改为按交易金额比例收取 |
| | 市场推广 | 线下网点较多，除孟买外向全国铺开 | 线下网点较少 |
| | 衍生品交易 | 流动性高、产品种类丰富 | 流动性较低、交易规模较小 |
| 交易后业务 | 清算结算 | NSE 清算公司 | BSE 清算公司 |
| | 存托管 | 国家证券托管有限公司 | 印度证券托管有限公司 |
| 信息技术业务 | 信息服务 | 下辖全资控股数据公司和指数公司 | 数据服务于德交所展开战略合作 指数产品与服务与标普道琼斯有限公司合资成立亚洲指数公司 |
| | 市场技术 | 下辖全资技术子公司 | 下辖全资技术子公司 |

(一) 上市业务

印度证券交易委员会允许公司在孟买交易所和国家交易所双重上市。许多印度大中型公司都选择在两大交易所同时挂牌交易，并选择其中一家交易所作为第一上市地（Primary Listing）。此外，孟买交易所与国家交易所均设有主板与中小企业板块（SME Exchange Platform），并为科创企业设置了特殊上市标准。2010年5月18日，印度证券交易委员会发布通知，由具有全国中小企业交易终端的证券交易所建立中小企业证券交易平台。2012年后，中小企业板块逐渐成为印度企业发行上市的主力军。

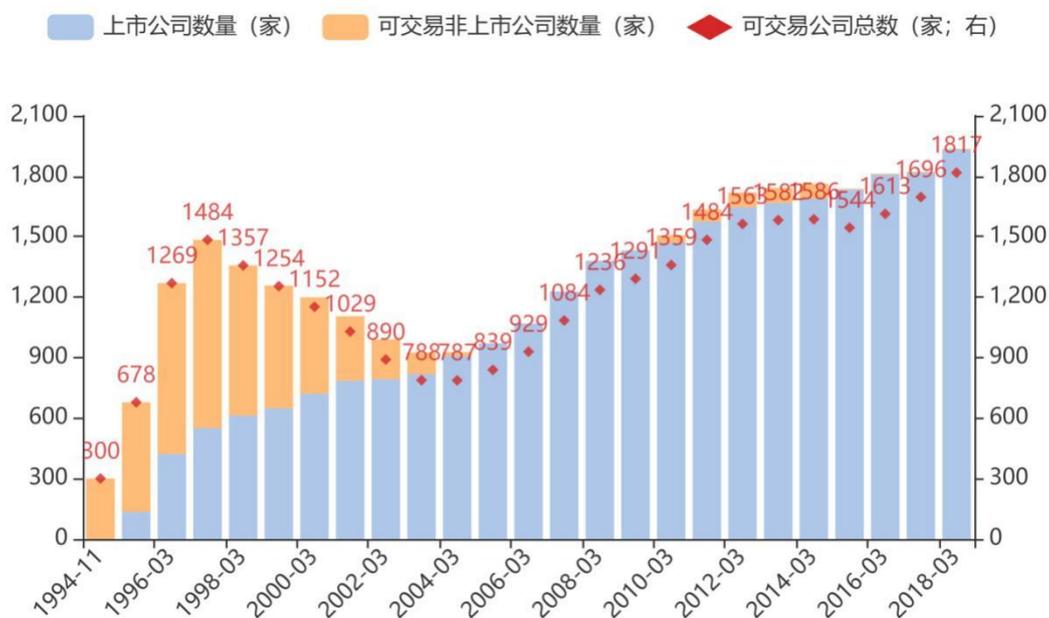
图 11 两大交易所板块构成



1. 上市公司

国家交易所作为 1992 年成立的后起之秀，1994 年最初交易的股票只有 300 只，随着交易量迅速攀升，不到一年半国家交易所非本所上市可交易股票数量已经到达了 847 只。同时越来越多的公司选择双重上市，上市公司数量增加至 422 家，可交易公司股票达到了 1269 家。巨大的资产流动性差异不断促使大量原先在孟买交易所上市的公司开始将主战场转向国家交易所，国家交易所上市公司数量也随之稳步提升。

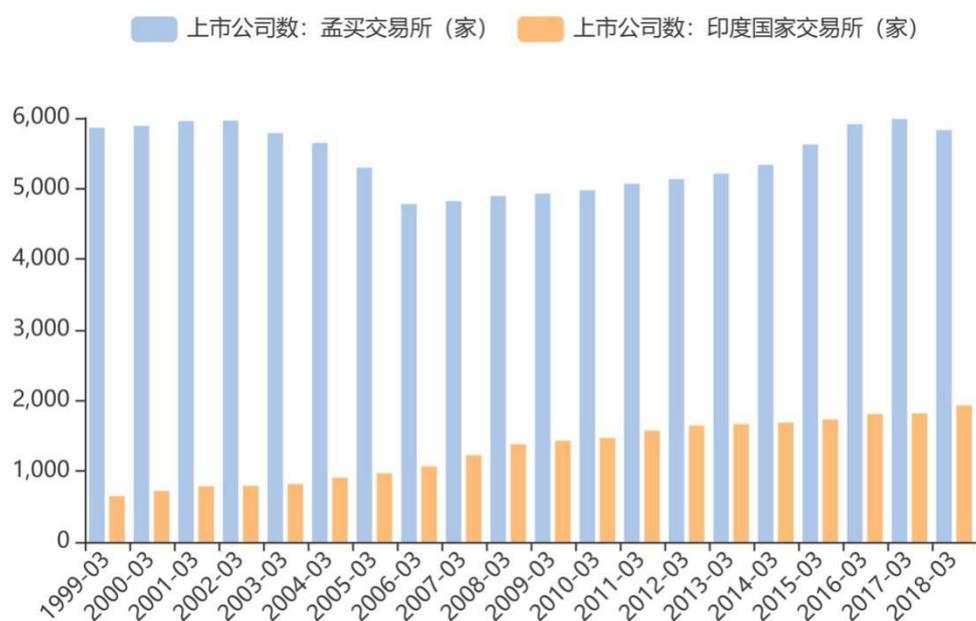
图 12 国家交易所上市及可交易公司数量



数据来源：印度国家交易所 2018 年 FactBook

孟买交易所经历了注册制改革初期的“上市潮”（1992-1996年）后迎来了“退市潮”。1998年至2006年间，上市公司数量降幅明显；此后的2006-2012年间，上市公司数量增速趋平。2012年中小企业板块推出后，由于上市门槛降低、费用便宜，其上市公司数量再次进入上升通道。相比之下，国家交易所上市公司数量始终稳步提升。

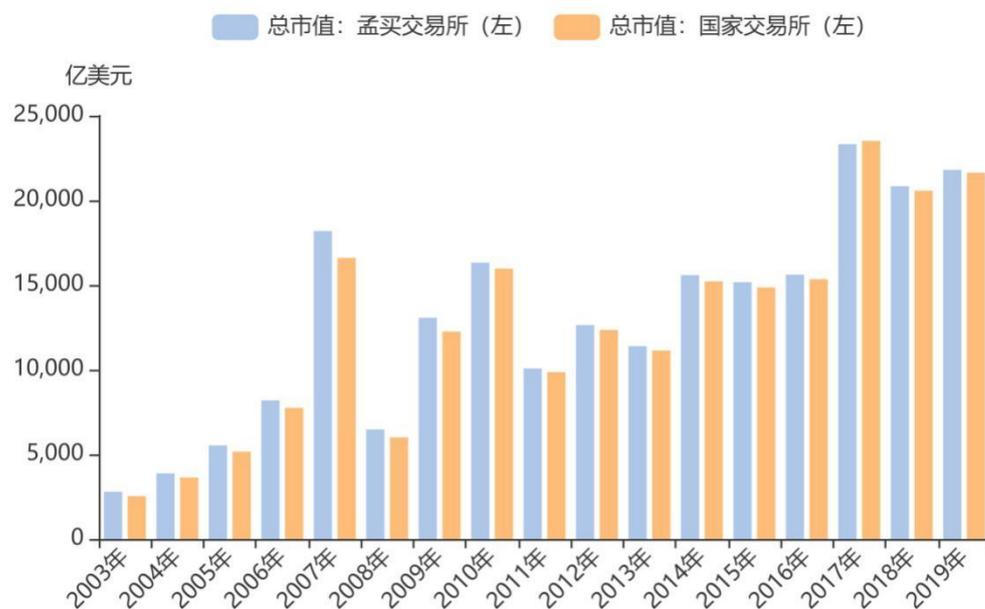
图 13 两大交易所上市公司数量变化趋势



数据来源：印度储备银行（Reserve Bank of India）

双重上市机制的存在使两大交易所的市值规模发展基本保持一致，孟买交易所略高于国家交易所。2019年，孟买交易所与国家交易所总市值分别为 2.18 万亿美元与 2.16 万亿美元，分列全球交易所第十一位与第十二位。

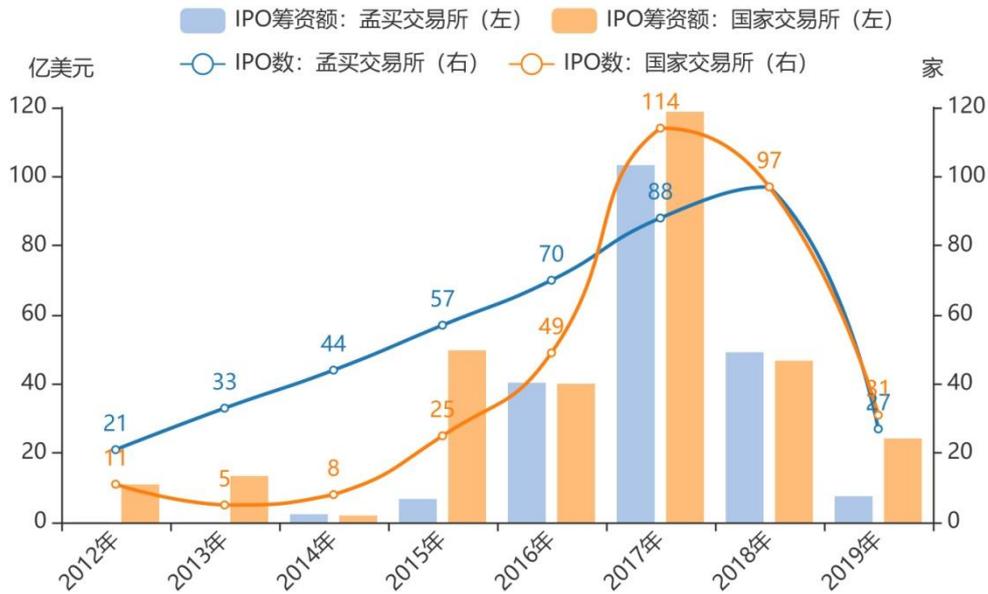
图 14 两大交易所市值规模



数据来源：WFE

从 IPO 筹资数量与规模来看，多数年份国家交易所 (NSE) 的筹资规模更大，但 IPO 公司数量较少，这意味着单笔平均筹资金额更高。2019 年，国家交易所 IPO 筹资额为 24.24 亿美元，位列全球第十；IPO 数为 31 家。孟买交易所 IPO 筹资额为 7.54 亿美元，IPO 数为 27 家。

图 15 两大交易所 IPO 规模与公司数量



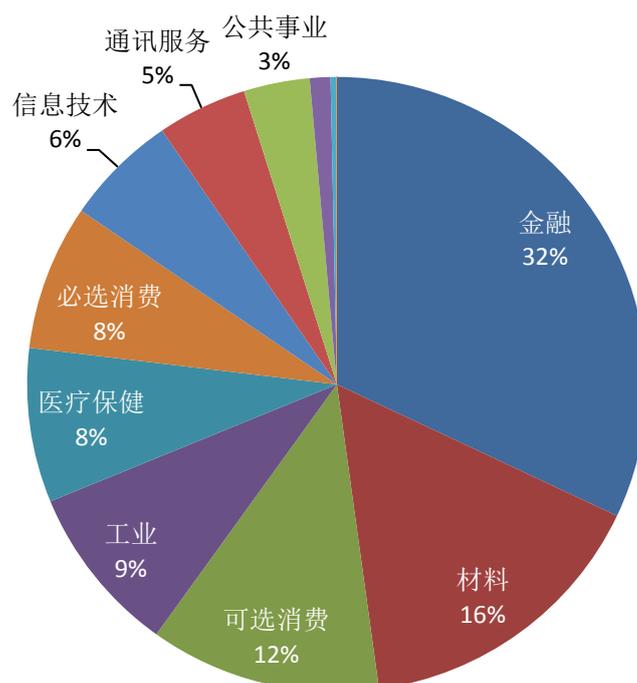
数据来源：WFE

此外，孟买交易所在上市公司结构与盈利能力上都与国家交易所有着显著差异。孟买交易所上市公司中传统行业占比更高，而国家交易所上市公司更集中在高科技产业、新兴产业，盈利能力也更强。根据 Capital IQ 数据库，截至 2020 年 11 月 10 日，孟买交易所和国家交易所分别有上市股票 4111 只和 1896 只，其中在孟买交易所第一上市的 3806 只，在国家交易所第一上市的 551 只。2019 年，孟买交易所第一上市的 4041 家公司的 ROE（整体法）为 4.03%，国家交易所第一上市的 575 家公司的 ROE（整体法）为 8.33%，而同期日交所全部上市公司的整体净资产收益率为 5.71%，全部 A 股上市公司为 8.48%，全部美股上市公司为 11.17%。

从孟买交易所与国家交易所第一上市企业的行业市值结构来看。

在孟买交易所占据三分之一市值的龙头行业是金融业，其次为材料（16%）和可选消费（12%），更偏向传统行业，其构成类似于我国的主板。医疗保健（8%）和信息技术（6%）行业占比较低。

图 16 孟买交易所上市公司行业市值结构

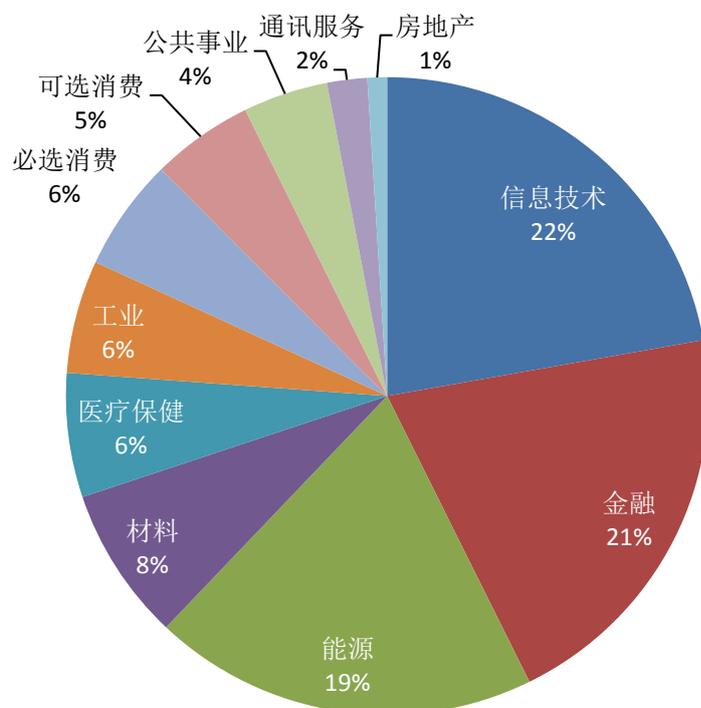


数据来源：Capital IQ

相比之下，在印度注册制改革后成立的国家交易所，其上市公司（第一上市）构成更能够反映印度在新经济改革后产业升级发展的新脉搏，其产业构成更类似于我国市场的科创板或创业板。新科技龙头企业对国家交易所更为青睐，更愿意将其作为第一上市地。国家交易所市值占比最高的是信息技术行业（22%），其中包括了印度著名集团塔塔公司控股子公司、印度最大的IT企业——塔塔咨询服务公司（Tata Consultancy Services Limited）、印度前三大软件

商印孚瑟斯技术有限公司、亚洲 100 强企业印度 HCL 科技公司等软件业巨头。其次为金融业（21%）与能源行业（19%）。

图 17 国家交易所上市公司市值结构



数据来源：Capital IQ

2. 上市标准

在两大交易所发行上市的所有发行人应遵守与上市相关的法律法规，包括：1.1956 年证券合同（规章）法；2. 2013 年公司法；3.1992 年印度证券交易委员会（SEBI）法案；4.依前三项法令所定之规章制度，以及主管机关依前项法令所发布之通告、说明、指南。除此之外，两大交易所还在实收资本、资产规模、历史财务记录、持股比例等方面对申请在不同板块上市的发行人提出不同要求。

首先，根据印度证券交易委员会的规定，主板与中小企业板以

发行后实收资本规模分界，不低于 25 亿卢比的登陆主板，低于 25 亿卢比的进入中小企业板。其次，相比于主板而言，中小企业板对发行人的规模和存续期的要求较低，但对有形资产规模、净值、营业利润等有所要求。最后，申请发行上市的科创型初创企业(Startups) 还需满足行业属性要求和特定类型投资人持股比例的要求。

3. 上市费用

国家交易所的上市费用普遍高于孟买交易所。首次上市费用，国家交易所为 50,000 卢比，而孟买交易所仅为 20,000 卢比。上市年费，随着公司规模增大，国家交易所的收费标准与孟买交易所的差距逐步扩大。因此，对于中小企业、初创企业而言，在孟买交易所的上市成本更低。

从结果来看，在孟买交易所上市的公司中包括了许多不在国家交易所双重上市的初创公司。因此，倾向于投资小规模、成长型公司的投资者会选择在孟买交易所持有并交易这部分公司的股票。

表 10 BSE 与 NSE 上市费用比较（截至 2018 年年末）

| | | 孟买交易所 | 国家交易所 |
|-----------|------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| 首次上市费（卢比） | | 20,000 | 50,000 |
| 上市年费 | 上市资本（千万卢比） | | |
| | 100 及以下 | 300,000 | 290,000 |
| | 100-200 | 325,000 | 380,000 |
| | 200-300 | 375,000 | 490,000 |
| | 300-400 | 450,000 | 595,000 |
| | 400-500 | 600,000 | 730,000 |
| | 500-1000 | 最小值 605,000 每增加 5 卢比增加 3530 | 最小值 735,000 每增加 5 卢比增加 4800 |
| | 1000-2000 | 最小值 990,000 | 最小值 1220000 |

| | | | |
|--|------------------|--------------------------------|-----------------|
| | | 每增加 5 卢比增加 3930 | 每增加 5 卢比增加 5125 |
| | 2000-3000 | 最小值 1000000 每增加 5 卢比增加 4270 | |
| | 3000 以上 | 最小值 1020000 每增加 5 卢比增加 3910 | |

资料来源：两大交易所官网

4. 持续监管与退市

在两大交易所上市公司需遵守印度证券交易委员会 (SEBI) (上市义务和披露要求) 条例 (2015) 以及与交易所签署的上市协议。其中包括对公司治理、重大事项、财务报告、持股结构、投票结果等的信息披露要求。

其中,《上市协议》明确规定: (1) 在规定期限内,上市公司应缴纳上市费和交易所规定/征收的其他费用/罚款; (2) 发行人的任何信息/细节发生变化时,应及时通知交易所; (3) 允许和继续允许证券在交易所交易,由交易所自行决定。当上市公司未遵守相关规则时,交易所可选择组织成立一个退市专门小组决定是否采取强制退市措施。

孟买交易所与国家交易所在退市率上存在显著差异。整体来看,孟买交易所上市公司的停牌率和退市率都要远远高于国家交易所。这一方面来源于注册制初期大量上市产生的历史遗留问题,另一方面也反映了两大交易所上市公司质量与监管效能的差异,国家交易所在持续监管中对规则执行更严。

印度股票市场史上共发生过两次强制“退市潮”,分别在

2003-2004 年和 2016-2018 年，在这两波强制退市潮中，孟买交易所的上市公司占到了绝大多数。在 2003-2004 年第一波上市公司退市潮中，从孟买交易所退市的公司共有 1010 家，约占 2002 年末其上市公司总数的 17.4%。2016 至 2018 年的第二波强制退市潮中，孟买交易所退市公司 861 家，占 2015 年末其上市公司总数的 14.6%。同一时期国家交易所退市公司为 138 家，占 2015 年末其上市公司总数的 7.7%，强制退市率为孟买交易所的 52.7%。

5. 业务创新

两大交易所都通过信息技术提升上市、监管和服务的效率。例如国家交易所在近年引入了机器人过程自动化（RPA）监管和 IPO 全周期电子化的技术手段，大大提升了申报和监管效率。国家交易所在首次公开募股过程中建立了电子申报平台，实现了无纸化申报，简化了发行程序。

（二）交易业务

1. 交易场所与交易规则

国家交易所的上市交易场所包括了资本市场（Capital Market Segment）、债券市场（Debt Market Segment）、资产衍生品部门（Equity Futures & Option Segment）与货币衍生品部门（Currency Derivative Segment）和 2018 年新设立的商品衍生品部门（Commodity Derivative Segment）。

资本市场（CM）部门于 1995 年 11 月 4 日开始运营，为各类证券现货（如股票、优先股、债券、认股权证、交易所交易基金以

及政府零售证券) 提供了一个高效、透明的交易平台。资本市场交易系统 NEAT-CM, 是一个基于屏幕的在线交易系统, 具有自动化、匿名交易和订单驱动的特点。

债券市场是指债券批发市场 (Wholesale Debt Market,WDM) 。2013 年 5 月, 国家交易所推出首家专用债券交易平台, 2015 年 7 月, 债券批发市场关闭, 并与新的债务市场合并为债券市场部门 (Debt Market Segment) 。

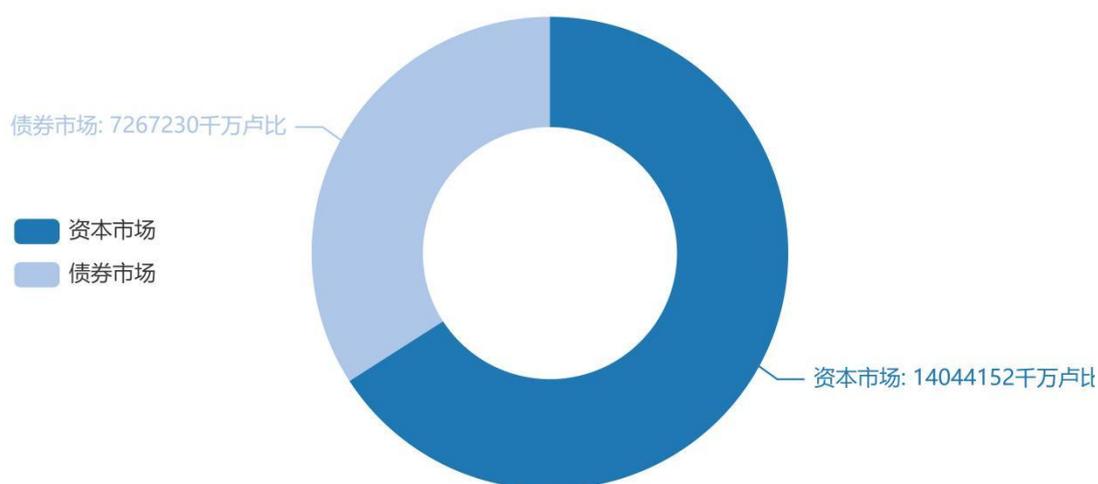
期货和期权 (F&O) 部门提供指数期货、指数期权、股票期权、股票期货等衍生工具的交易。可以交易标的包括标普 CNX 指数、CNX IT 指数、银行 Nifty 指数、Nifty Midcap 50 指数和单只股票。此外, 标普 CNX Nifty 还提供迷你期货期权和长期期权交易。其 NEAT-F&O 交易系统提供所有种类的衍生品全自动屏幕交易, 以匿名订单驱动市场, 并以严格的价格/时间优先级运行, 方便了用户。

货币衍生品 (Currency Derivative) 部门于 2008 年 8 月 29 日开始运营, 推出了美元印度卢比 (USD-INR) 的货币期货交易。2010 年 3 月, 欧元兑印度卢比、英镑兑印度卢比和日元卢比等其他货币对的交易进一步开放。在同一板块, 利率期货于 2009 年 8 月 31 日开始交易。NEAT-CDS 交易系统, 在全国范围内提供基于屏幕的全自动货币期货交易以及在线监控机制。

从市场结构来看, 国家交易所资本市场 (Capital Market) 与债券市场 (Debt Market) 的市值规模分别为 140.4 万亿卢比和 72.7 万

亿卢比[®]，约为 2: 1。从交易金额来看，资本市场（包括股票现货、ETF 等）、债券市场、资本衍生品市场、货币衍生品市场和利率期货的交易金额分别为 72.3 万亿卢比、5.2 万亿卢比、1649.8 万亿卢比、50.3 万亿卢比和 3.2 万亿卢比，资本衍生品交易金额约占 92.6%。

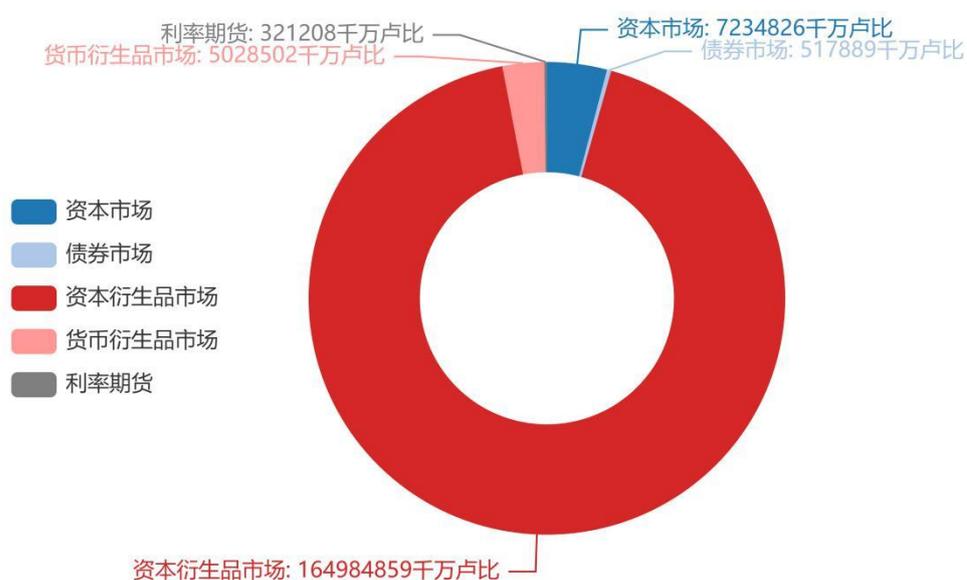
图 18 国家交易所市值结构



数据来源：印度国家交易所 2018 年 FactBook

[®] 截至 2018 年 3 月 31 日。

图 19 国家交易所交易金额结构



数据来源：印度国家交易所 2018 年 FactBook

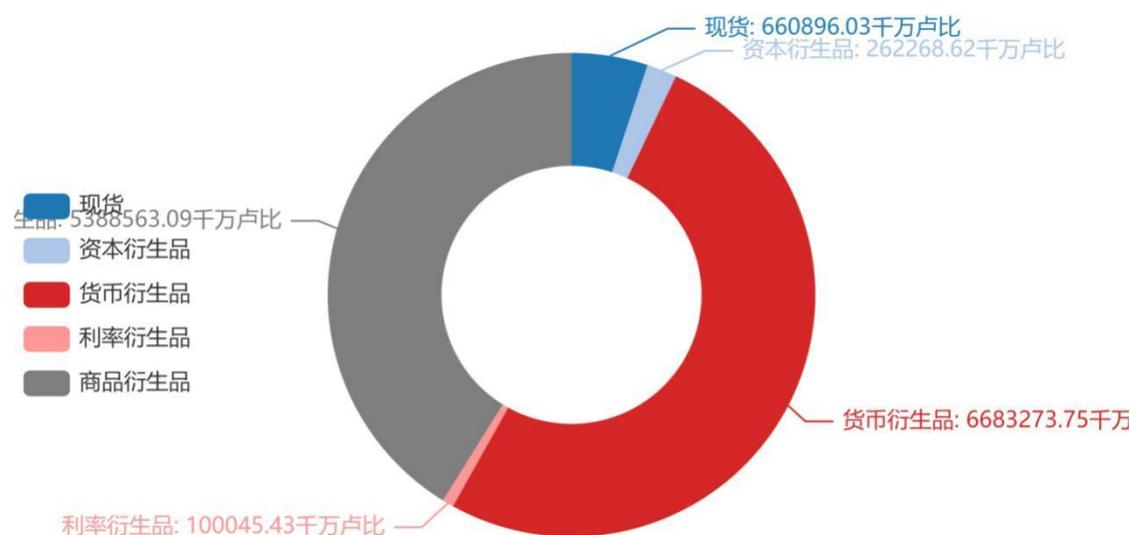
孟买交易所于 1995 年 3 月引入了全自动屏幕交易系统 BOLT，并在此后对其不断改进升级，目前 BOLT 系统处理速度达 4 微秒/次。这些努力依旧没有阻挡国家交易所在交易量上与孟买交易所拉开差距，并在衍生品市场推出后愈发明显——孟买交易所的交易金额份额相对于国家交易所不断下降，从 1999-2000 财年的 81.6% 不断下降至 2018-2019 财年的 11.67%。

孟买交易所的交易部门划分与国家交易所一致。2019-2020 年财年，孟买交易所现货（包括股票现货、债券现货、ETF 等）、资产衍生品、货币衍生品、利率衍生品、商品衍生品的交易金额分别为 6.6 万亿卢比、2.6 万亿卢比、66.8 万亿卢比、1 万亿卢比和 53.9 万亿卢比^⑨。其中，货币衍生品和商品衍生品的交易金额最大，远超

^⑨ 截至 2020 年 3 月 31 日

资产现货和资产衍生品，约占交易金额的 92.2%。从交易金额结构来看，近年来的最大增量来自于推出仅两年的商品期货交易。在资产现货与衍生品交易低迷情况下，利率衍生品与商品衍生品反而成为了孟买交易所交易金额的主要贡献者。

图 20 孟买交易所交易金额结构



数据来源：孟买交易所官网与 2020 年年报

2. 现货交易

(1) 交易金额与换手率

图 21 两大交易所股票市场交易金额比较

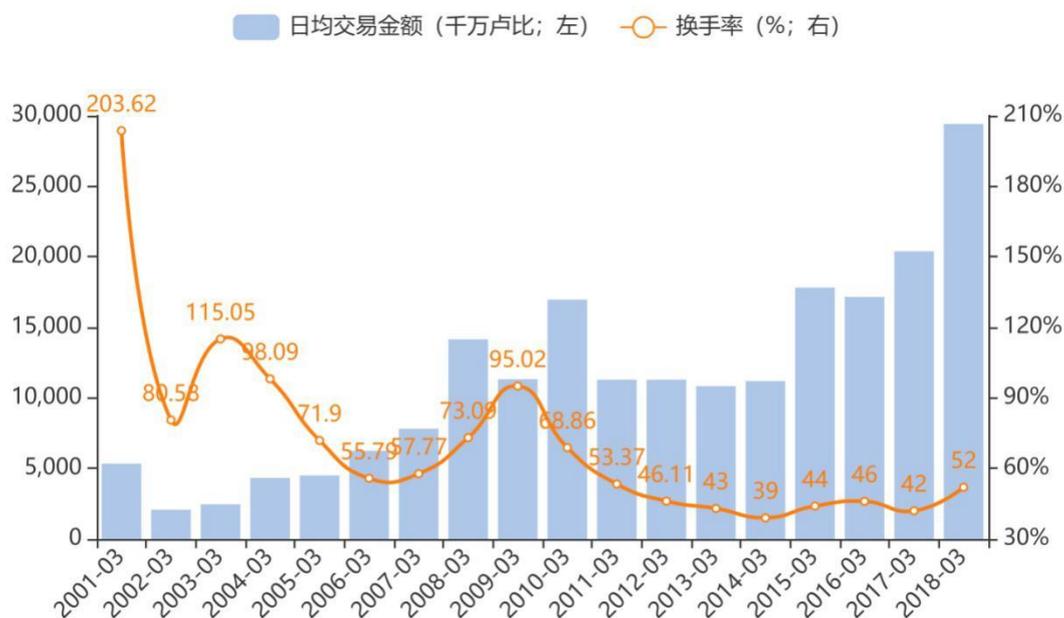


数据来源：印度储备银行（Reserve Bank of India）

以交易更为活跃的国家交易所为例。

自 2000-2001 财年以来，国家交易所呈现出交易金额逐步走高，而换手率波动中下滑的趋势。2000-2001 年，国家交易所的日均交易额为 5337 千万卢比；2016-2017 年，日均交易额升至 29410 千万卢比，年复合增长率为 10.56%。与此同时，换手率却从 203.62% 逐步下降至 52%。

图 22 国家交易所股票市场日均交易金额与换手率



数据来源：印度储备银行（Reserve Bank of India）

（2）交易费用

国家交易所按照每笔交易额比例收取交易费用，费率为 0.00325%。而在 2018 年交易费改革之前，孟买交易所的交易费用是每笔交易均向买方与卖方收取固定金额为 1.5 卢比的经手费，当交易额大、笔数少时，进行股票交易更为划算。这一费率设计的差异直接导致了两大证券交易所成交量的差异与资产流动性分化。

表 11 2018 年费率制度改革前费率比较

| 每月交易额 | 国家交易所 (每十万卢比交易) | 孟买交易所 |
|-------------------------|--------------------|---------------------------|
| 不高于 125 亿卢比 | 3.25 卢比 | 每笔交易均向买方与卖方收取固定金额为 1.5 卢比 |
| 高于 125 亿卢比且不高于 250 亿卢比 | 3.2 卢比 | |
| 高于 250 亿卢比且不高于 500 亿卢比 | 3.15 卢比 | |
| 高于 500 亿卢比且不高于 1000 亿卢比 | 3.1 卢比 | |

| | | |
|--------------------------|---------|--|
| 高于 1000 亿卢比且不高于 1500 亿卢比 | 3.05 卢比 | |
| 高于 1500 亿卢比 | 3.00 卢比 | |

资料来源：两大交易所官网

从投资者角度看，国家交易所适合做短线交易、衍生品相关风险交易，面向风险偏好的投资者；而孟买交易所更适合保守型或散户投资者做长线股票投资。更好的资产流动性使国家交易所获得优质大公司的青睐。

表 12 2018 年费率制度改革后费率比较

| 国家交易所 | | 孟买交易所 | |
|--------------------------|-----------|------------------------|-----------|
| 每月交易额 | 每十亿卢比交易费用 | 每月交易额 | 每十亿卢比交易费用 |
| 不高于 125 亿卢比 | 3.25 卢比 | 不高于 75 亿卢比 | 3 卢比 |
| 高于 125 亿卢比且不高于 250 亿卢比 | 3.2 卢比 | 高于 75 亿卢比且不高于 150 亿卢比 | 2.9 卢比 |
| 高于 250 亿卢比且不高于 500 亿卢比 | 3.15 卢比 | 高于 150 亿卢比且不高于 250 亿卢比 | 2.8 卢比 |
| 高于 500 亿卢比且不高于 1000 亿卢比 | 3.1 卢比 | 高于 250 亿卢比且不高于 500 亿卢比 | 2.7 卢比 |
| 高于 1000 亿卢比且不高于 1500 亿卢比 | 3.05 卢比 | 高于 500 亿卢比且不高于 750 亿卢比 | 2.6 卢比 |
| 高于 1500 亿卢比 | 3.00 卢比 | 高于 750 亿卢比 | 2.5 卢比 |

资料来源：两大交易所官网

但这一局面在 2018 年 8 月发生了改变，孟买交易所对其交易费用进行调整，不再采用每笔 1.5 卢比的固定费用，而是参考国家交易所的做法，根据交易者每月的交易金额采用分层次的差异费率，月度交易金额越大，则费率越低。调整后，孟买交易所的交易费用相比于国家交易所更便宜。

(3) 交易形式

印度证券市场的另一个特点是网上交易占比较低，因此线下推广十分关键。以国家交易所为例，2017-2018 财年，线上交易金额

为 21.25 万亿卢比，占股票市场总交易金额的 29.4%，达到了历年新高。这意味着有超过 70% 的交易均在线下系统进行，因此如何吸引线下投资者的订单流对两大交易所的资产流动性同样重要。

图 23 国家交易所网上交易金额及其占比



资料来源：印度国家交易所 FactBook2010-2018

为增强线下交易的活跃度，国家交易所向全国各个城市增设网点，利用卫星技术使系统同步，扩大了交易者群体，使投资者群体更为广泛多元。截至 2017 年 4 月，国家交易所的网点遍布了 2000 多个城市，是孟买交易所的 5 倍。

3. 衍生品交易

从开始引入金融衍生品到形成丰富的衍生品体系，印度金融衍生品市场从名不见经传的边缘市场发展成为具有一定国际影响力的重要市场。截至 2015 年年底，印度已经成为全球规模最大的衍生品市场之一。其中，股指期权占到了印度金融衍生品市场成交量的 75%，

成交最为活跃的由国家交易所推出的 NIFTY 50 期权又占到了股指期货期权成交量的 92.8%。

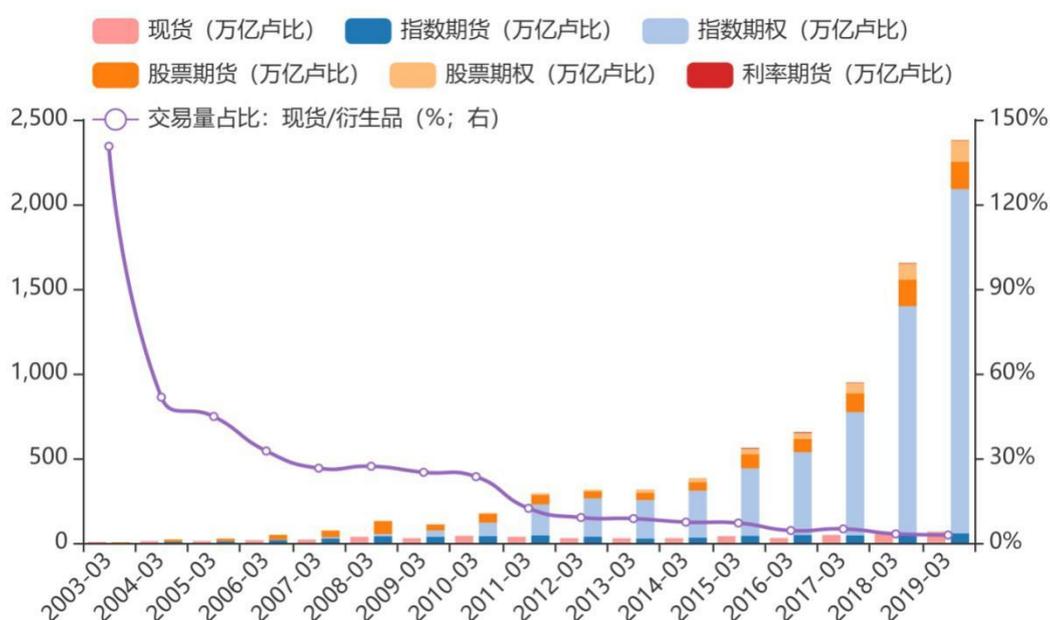
但令人意外的是，在国家交易所成交、持仓量快速增长的同时，与之拥有几乎相同现货基础、产品体系和组织架构的孟买交易所却难以望其项背。2001 年，孟买交易所与国家交易所股指期货总成交额为 16.7 万张，其中孟买交易所占比 46%，仍占据了半壁江山。但随着衍生品市场的不断发展和产品种类的不断丰富，国家交易所的衍生品业务不断增长，而孟买交易所在 2002-2011 年之间的大部分年份的成交占比不足 1%，即便孟买交易所后来推出了流动性刺激计划，也无力挽回败局。

两大交易所间产生巨大差异的主要原因有三点：一是先发优势，衍生品市场发展初期国家交易所快速赢得了金融衍生品市场的流动性争夺战，衍生品市场的流动性聚集特征，使得“赢者通吃”。二是产品创新，国家交易所不断推出股指期货、股指期权、个股期权、行业期货指数与期权、迷你期货与期权、利率期货、外汇期货等产品，产品种类较孟买交易所更为丰富。三是市场推广，孟买交易所的传统经纪商和投资者群体集中于孟买，而国家交易所则大力推广孟买之外的市场，投资者群体更为广泛而多元。

为扭转败局，孟买交易所于从 2010 至 2016 年共计实施了 23 期流动性刺激计划，对投资者和做市商交易、持仓给予差异化的优惠和奖励。虽然“撒钱式”的流动性刺激计划短期促进了衍生品的交易，但并未长期、显著改变衍生品市场的竞争格局。

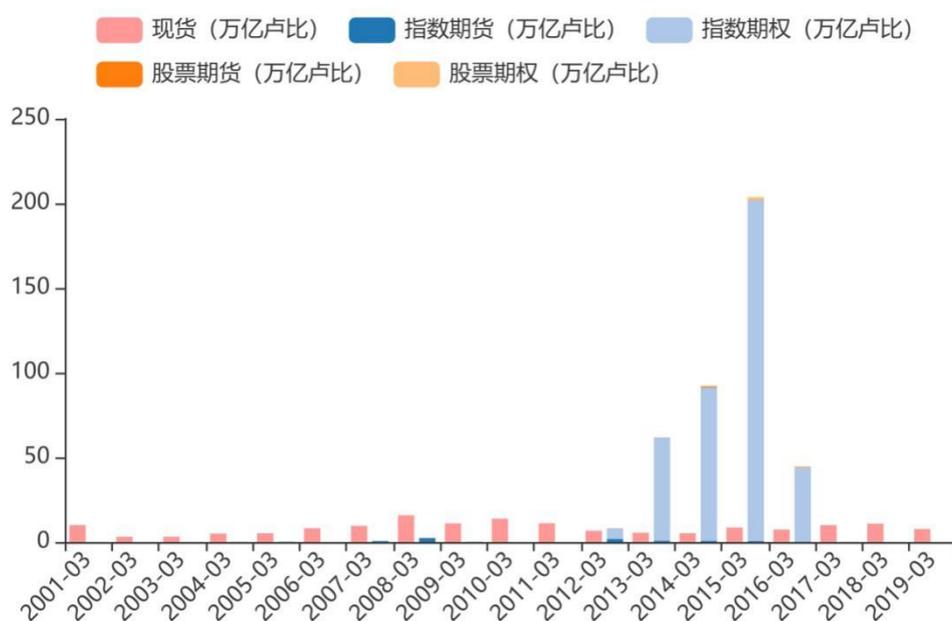
从交易金额来看，国家交易所近年来呈指数型增长，与现货交易金额不断拉开差距，且大量集中在指数期权产品上。据统计，2018-2019财年，印度国家衍生品交易金额达到了237.84万亿卢比，是现货交易金额的36倍。其中，指数期权交易金额占到了金融衍生品交易金额的85.5%。

图 24 国家交易所现货与衍生品交易金额



数据来源：印度储备银行（Reserve Bank of India）

图 25 孟买交易所现货与衍生品成交金额



数据来源：印度储备银行（Reserve Bank of India）

（三）交易后业务

两大交易所的清算、结算以及存托管体系相对独立。国家交易所的清算与结算机构为其全资控股子公司 NSE 清算公司（NSE Clearing Limited），存托管机构为国家证券存管有限公司（NSDL）（国家交易所持股 24%）。孟买交易所的清算与结算机构为子公司 BSE 清算公司，存托管机构为印度证券存管有限公司（孟买交易所持股 20%）。

自 2003-2004 财年开始，印度交易所内所有交易证券均按 T+2 滚动结算进行交易和结算。结算机构在交易日通知结算会员/托管人已完成的交易细节。托管人在 T+1 日前向结算机构确认交易。在确认的基础上，结算结构确定交易对手的头寸，以确定其义务。结算会员必须支付资金和/或证券。会员的付款/付款义务最迟在 T+1 天

确定，并在同一天传达，以便在 T+2 天结算债务。证券/资金于 T+2 日交收出清，自交易日结束后 2 日内完成结算。

(四) 信息技术业务

国家交易所强调创新和对技术的持续投资，在交易系统、信息服务上保持行业领先。其交易系统先进可靠，不仅拥有 99.999% 的正常运行时间记录，而且对用户订单的响应时间也仅为 5ms 左右，还在金奈建立了一个灾难备份站点。它将交易数据产品与服务、指数产品与服务作为主要业务之一，由 NSE 数据与分析公司 (NSE Data & Analytics Limited) 负责运营其交易数据业务，主要产品包括：在线实时数据传送、EOD 数据、历史交易和订单以及公司数据等，另提供数据源服务。2018-19 财年，NSE 数据在印度本土和国际市场上吸引了许多新客户，当年税后净利润达到 48.96 亿卢比，比 2017-18 财年增长 28%。由 NSE 指数公司负责它提供各种指数和与指数相关的服务和产品，主要包括推出指数 IP 许可和定制指数解决方案，为全球各地的证券交易所、资产管理公司、保险公司、投资银行和其他金融机构提供服务。截至 2019 年 3 月 31 日，印度与 NIFTY 指数相关的 ETF (包括股票和债券) 和指数基金的总资产管理规模 (AUM) 为 1.097 万亿卢比。2018-19 财年，NSE 指数的税后净利润为 5.536 亿卢比，比 2017-18 财年下降了 14.8%。

孟买交易所相比之下其信息技术服务略显单薄，缺少全资控股的数据与指数子公司，一般选择与外国机构战略合作或合资的方式进行运营。在数据产品与服务方面，孟买交易所在 2013 年与德意志

证券交易所达成合作。在指数产品与服务方面，亚洲指数有限公司（“AIPL”）是标准普尔道琼斯指数有限责任公司和孟买交易所的合资公司。其主要产品为 S&P BSE 指数系列，包括 S&P BSE SENSEX、S&P BSE SENSEX 50、S&P BSE SENSEX 50 TMC 指数、S&P BSE SENSEX 行业指数、S&P BSE SENSEX 策略指数等，还为客户定制指数以及指数授权服务。

三、经营业绩

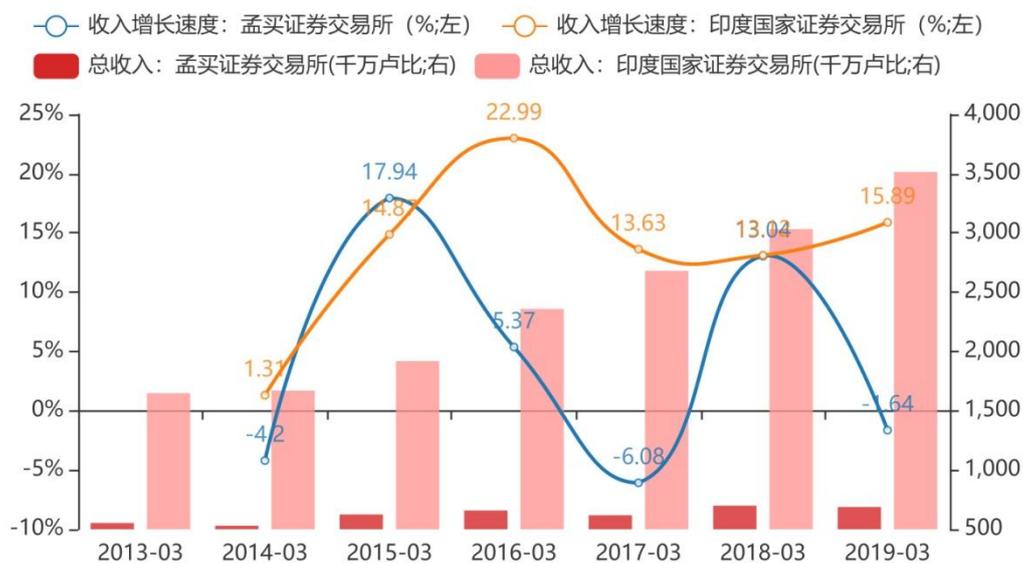
国家交易所与孟买交易所业务范围与体量的差距最终体现在了两大交易所的经营业绩上，国家交易所业绩表现远胜于孟买交易所。从收入与盈利规模来看，国家交易所是孟买交易所的 5.1 倍和 9.5 倍；从资产规模来看，国家交易所是孟买交易所的 4.4 倍；从现金与现金等价物规模来看，国家交易所是孟买交易所的 13.8 倍。

（一）盈利规模

1. 营收与利润

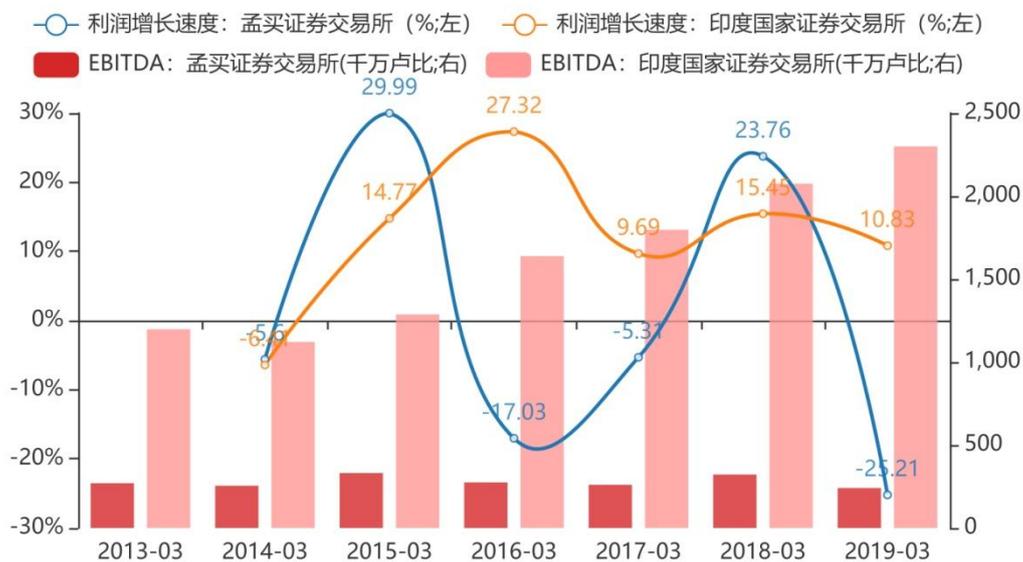
国家交易所在收入与利润总额和增速表现方面都远超孟买交易所。国家交易所收入约为孟买交易所的 5.1 倍，而利润约为孟买交易所的 9.5 倍，且增速持续为正。

图 26 NSE 与 BSE 收入总额与增速 (2013-2019)



数据来源：两大交易所年报 2013-2019

图 27 NSE 与 BSE 利润总额与增速(2013-2019)



数据来源：两大交易所年报 2013-2019

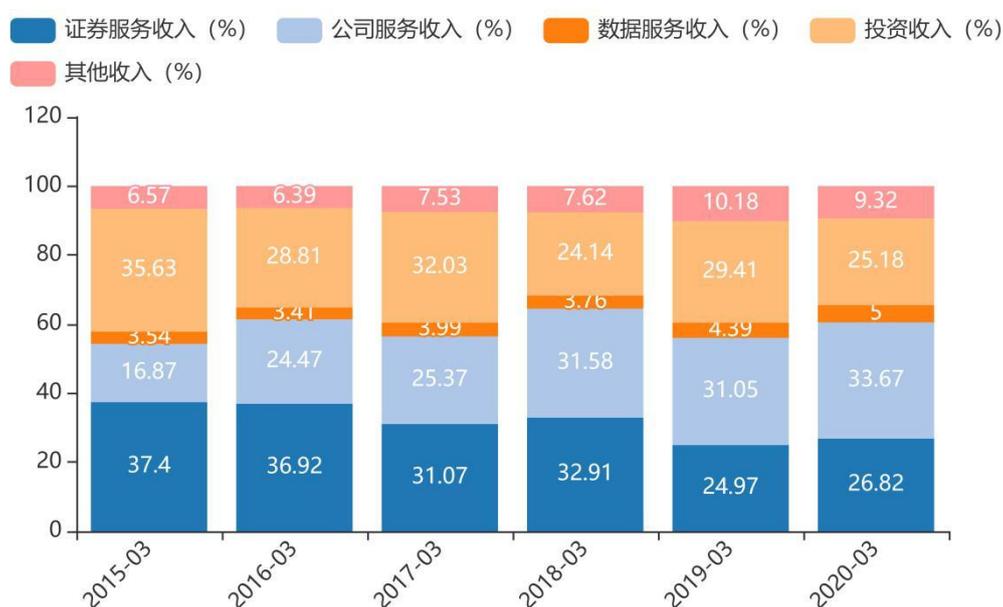
2. 收入结构

国家交易所近 70% 的收入来源于交易产生的费用，另有 10% 左

右的收入来源于清算。交易清算占据了营业收入的 80%，而数据、指数授权等增值服务分别仅占 2-3%左右，另有投资收入占 8.5%。

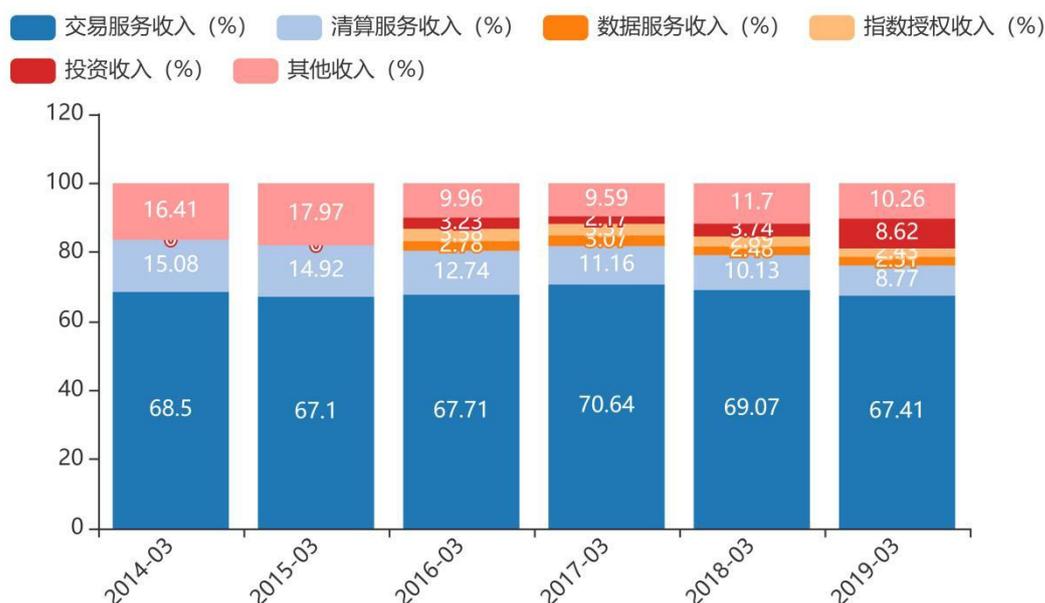
孟买交易所的收入结构中证券服务收入占比不断下降，仅占总收入 20%-40%；公司服务收入占比趋势性上升。此外，投资收入占比达到了 20-40%之间，与证券服务收入相近。

图 28 孟买交易所收入结构



数据来源：孟买交易所年报 2015-2020

图 29 国家交易所收入结构



数据来源：印度国家交易所年报 2014-2019

(二) 资产规模

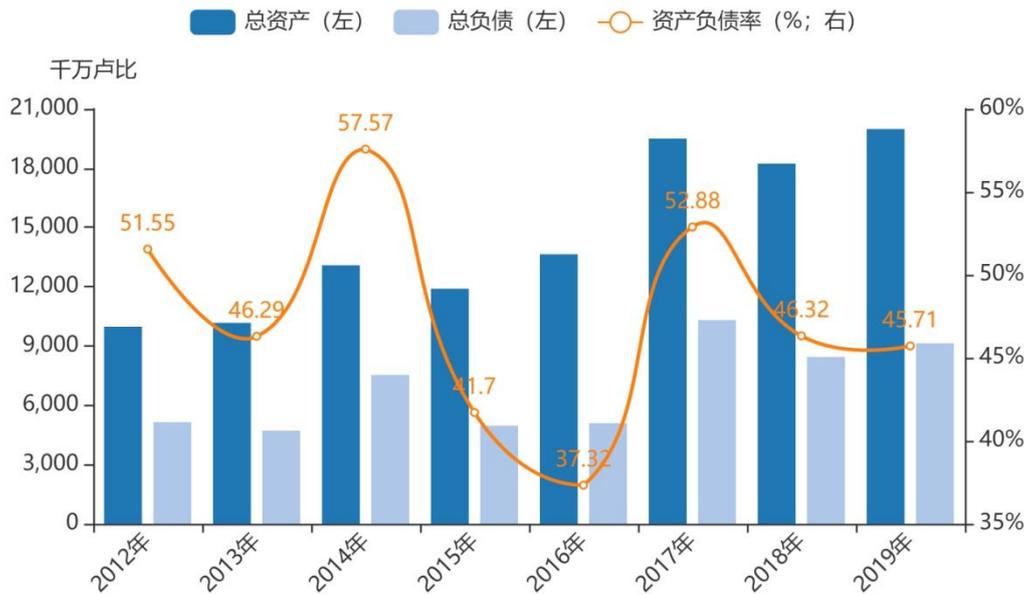
截至 2019 年 3 月，国家交易所的总资产规模为 1997.84 亿卢比，孟买交易所的总资产规模为 450.4 亿卢比，两者之比是 4.4: 1。得益于营收与利润的稳定增长，国家交易所的资产规模在过去的 8 年间呈现稳中有升的基本态势。相比之下，孟买交易所的总资产规模增长缓慢，尤其是在 2017 年后呈现出较为显著的下降趋势。在资产负债率方面，国家交易所的负债率高于孟买交易所，主要原因是孟买证券交易所已上市，股权融资占比较高；而国家交易所尚未上市，为满足日益增长的发展需求，需要更多的债务融资支持。

图 30 孟买交易所资产负债



数据来源：孟买交易所年报 2013-2020

图 31 国家交易所资产负债



数据来源：印度国家交易所年报 2012-2019

（三）现金流规模

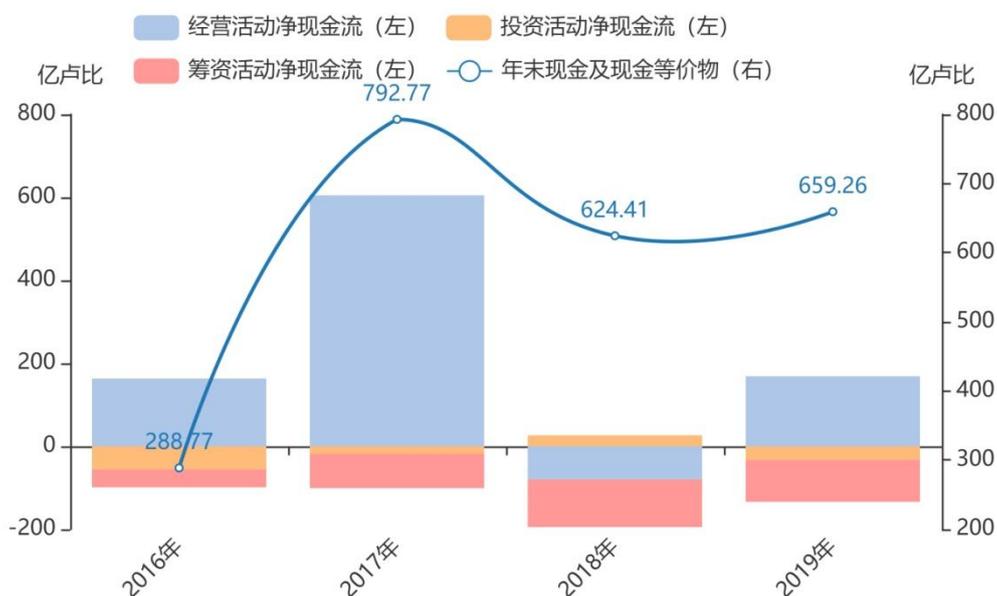
截至2019年3月，国家交易所的现金及现金等价物规模为659.3亿卢比，孟买交易所的现金及现金等价物为47.9亿卢比，两者之比是13.76:1。国家交易所的现金流增量主要来源于经营活动，投资活动与筹资活动的现金流一般为负；孟买交易所的现金流增量则来自经营活动与投资活动，尤其是2019年与2020年，投资活动贡献了主要的现金净流入。这与孟买交易所的收入结构也相符，侧面反映出孟买交易所主营业务的疲弱。

图 32 孟买交易所现金流



数据来源：孟买交易所年报 2017-2020

图 33 国家交易所现金流



数据来源：印度国家交易所年报 2016-2019

四、结论与启示

（一）结论

通过上述分析，国家交易所凭借其机制、技术、产品和市场等多方面综合优势，贡献了印度现货和衍生品市场九成以上的交易量，集聚了大量优质公司上市，相对于孟买交易所在各方面均取得了绝对的竞争优势。其成功主要建立在以下三点：

第一、改革创新取得先行优势，持之以恒扩大领先。国家交易所作为印度注册制改革的排头兵和试验田，其改革创新方向始终沿着“治理—系统—整合—产品”层层递进。在治理结构方面，国家交易所自成立之初便颠覆了印度传统的交易所非营利性法人制度，成为了公司法人，为国家交易所市场化竞争奠定了基础。在系统方

面，国家交易所率先应用网络化、数字化技术对交易、结算系统进行全面升级，并利用卫星传输功能向全国推广，拓展了孟买之外的广阔市场，吸引了更加广泛而多元的投资者群体。特别是在 2000 年成立了 NSE IT 全资技术子公司进行技术研发与应用。在整合方面，国家交易所在运行后的两年内完成了交易、清算与结算业务的整合，推动无纸化证券交易。在产品创新方面，1996 年起着手推动衍生品交易，2000 年衍生品交易实施后加快推出多元化产品，以满足不同投资者的投资需求。可以说，国家交易所的成功得益于在改革初期形成的先行优势（包括基础标的资产流动性、系统技术以及投资者市场推广方面的优势），并依靠马太效应形成良性循环。

表 15 交易所竞争的五个层面

| | |
|-----------|---|
| 环境 | 既包括了一国的市场环境要素、法律传统、金融自由化政策以及金融业整体发展水平等宏观环境，也包括公司治理、交易秩序、信息披露标准等微观环境因素 |
| 产品 | 交易所面向投资者多元化的需求，提供不同收益形态、不同投资期限，以及不同风险和收益组合的产品，吸引投资者的能力 |
| 整合 | 包括了国内结构整合与国际市场整合，例如合并现货与衍生市场、整合交易与结算系统、进行双边上市、互相接纳对方会员为远程会员、连接交易系统等 |
| 治理 | 包括公司制度由会员制向公司制进行转变 |
| 系统 | 包括交易、结算系统架构的改进 |

第二、强化投资者导向，面向全国进行市场推广。印度网上交易起步较晚，线上交易占比较小。国家交易所一改传统做法，允许普通投资者在经纪人处开户后直接参与股票交易，并率先对竞价机制等进行革新，适应了散户化的新兴市场。此外，国家交易所还在全国各地增设网点，利用卫星技术推进系统同步，扩大了交易者群

体,使投资者群体更为广泛多元,为后续衍生品市场发展打下基础。

第三、推出低费率的收费机制,降低短线交易成本。在 2018 年交易费改革之前,孟买交易所的交易费用是每笔交易均向买方与卖方收取固定金额为 1.5 卢比的经手费;而国家交易所则按照每笔交易额度的一定比例收取,费率为 0.00325%。从投资者的角度来看,国家交易所的收费机制被认为更利于做短线交易、衍生品相关风险交易,符合主流投资者的风险偏好。

(二) 启示

通过总结借鉴印度两大全国性交易所的发展经验,得到如下启示。

第一、完善证券法规,创新体制机制。印度交易所的发展历程表明,公司制变革是资本市场快速发展的重要推手。要学习欧美国家的先进经验,加快资本市场监管体制创新,允许交易所在适当时机转制为股份制公司,组建横跨期现、证券和信息技术的综合性交易所集团。

第二、重视衍生品的开发,布局衍生品市场。从印度的经验来看,在产品标的资产差异不大的情况下,衍生品的不断创新、交易量的扩大,将成为拉开交易所差距的重要分水岭。上交所不仅需要保持良好的基础资产流动性,还需要为衍生品时代的到来进行技术储备与产品布局,提前触达潜在投资者,并不断扩大潜在投资群体。

第三,加强战略合作,打造技术优势。上交所要加强与外部标杆交易所、优秀技术公司的战略合作,研发新技术、新产品,提升

内部技术水平，增强核心竞争力。

第四，争取优质上市资源，提升基础资产的质量。中国证券交易所目前仍未共享上市交易资源，这意味着争取上市资源仍然是未来交易所竞争力的主线之一。吸引优质的上市公司将有助于吸引更多大的订单流，进而吸引更多优质上市公司，形成品牌效应与良性循环。

附录 1 印度国家证券交易所的发展历程

| 年份 | 印度国家证券交易所大事记 |
|------|--|
| 1993 | <ul style="list-style-type: none"> ● 公认为证券交易所 |
| 1994 | <ul style="list-style-type: none"> ● 推出股票和批发债券市场。 ● 开始电子屏幕交易 |
| 1995 | <ul style="list-style-type: none"> ● 建立了投资者保护基金信托基金 |
| 1996 | <ul style="list-style-type: none"> ● 建立和管理结算基金。 ● 推出了 NIFTY 指数 ● 开始推动证券的无纸化交易和结算。 |
| 1998 | <ul style="list-style-type: none"> ● 开始在印度进行“金融市场认证计划”（NCFM）的 NSE 认证 |
| 2000 | <ul style="list-style-type: none"> ● 推出基于 NIFTY 50 指数（当时称为标准普尔 CNX NIFTY）的指数期货进行交易 ● 新加坡证券交易所上市指数期货 ● 开始网上交易 |
| 2001 | <ul style="list-style-type: none"> ● 推出基于 NIFTY 50 指数（当时称为标准普尔 CNX NIFTY）的指数期权 ● 推出上市证券的单只股票期货和期权。 |
| 2002 | <ul style="list-style-type: none"> ● 推出 ETF 上市服务 |
| 2005 | <ul style="list-style-type: none"> ● 推出 NIFTY 银行指数衍生品 |
| 2008 | <ul style="list-style-type: none"> ● 印度首家推出货币期货交易。 ● 建立证券借贷计划。 ● 现已推出基于网络的交易平台。 |
| 2009 | <ul style="list-style-type: none"> ● 推出共同基金服务系统。 |
| 2010 | <ul style="list-style-type: none"> ● 为移动端推出 NOW 平台。 ● 货币期权交易 |
| 2011 | <ul style="list-style-type: none"> ● 开始全球指数（即标准普尔 500 指数和道琼斯工业平均指数）指数期货和期权交易。 |
| 2012 | <ul style="list-style-type: none"> ● 开始富时 100 指数（ftse100）指数期货和期权合约交易 ● 为中小企业证券上市交易推出中小企业特色新兴平台 |
| 2013 | <ul style="list-style-type: none"> ● 推出新债券市场 |
| 2014 | <ul style="list-style-type: none"> ● 推出共同基金的 NMF-II 平台 ● 推出利率期货的 NBF II 段 ● 启动印度 VIX 指数期货交易 ● 在大阪证交所的 NIFTY 50（当时称为 CNX NIFTY）开始交易 |
| 2015 | <ul style="list-style-type: none"> ● 为加强与伦敦证交所集团的合作达成谅解备忘录。 ● 将 CNX NIFTY 更名为 NIFTY 50 |

| 年份 | 印度国家证券交易所大事记 |
|------|---|
| 2016 | <ul style="list-style-type: none"> ● 在台湾证交所推出 NIFTY50 指数期货交易 ● 推出主权黄金债券发行平台 ● 推出债券私募电子图书建设平台 |
| 2017 | <ul style="list-style-type: none"> ● 启动主权黄金债券 (SGB) 交易 ● 在古吉拉特邦国际金融科技城启动国际交易所-国际金融服务中心 |
| 2018 | <ul style="list-style-type: none"> ● 与纳斯达克签署交易后技术和战略合作协议 ● 宣布启动公司债券证券三方回购 ● 成为第一家被商品期货交易委员会 (CFTC) 豁免的第 30 部分的印度证券交易所, 允许美国客户进入 ● 推出 e-Gsec 零售平台 ● 引入欧元兑美元、英镑兑美元和美元兑日元的交叉货币衍生品合约 |

资料来源: 印度国家交易所官网

附录 2 孟买证券交易所的发展历程

| 年份 | 孟买证券交易所大事记 |
|------|--|
| 1875 | ● 前身本土股票经纪人协会成立 |
| 1957 | ● 公认为证券交易所 |
| 1986 | ● 印度首个股票指数标准普尔 BSE SENSEX 推出 |
| 1995 | ● 引进 BSE 在线交易系统 BOLT |
| 1997 | ● 引入交易担保基金 (TGF)。 ● 推出经纪人应急基金 (BCF) |
| 1999 | ● 允许利率互换 (IRS) / 远期利率协议 (FRA) ● 中央存款服务有限公司 (CDSL) 与其他金融机构成立 |
| 2000 | ● 资产衍生品市场开始交易 |
| 2001 | ● 股票期货推出 ● 标普 BSE Dollex 30 上市 ● BSE Teck 推出了印度首个自由浮动指数 ● 债券批发市场开始运营 ● 标普 BSE PSU 指数推出 |
| 2005 | ● 公司化改制 |
| 2007 | ● 启动公司债券平台: 印度公司债券市场 (ICDM) |
| 2008 | ● 推出货币衍生品 |
| 2009 | ● 通过印度清算有限公司启动公司债券清算和结算 ● 推出 BSE StAR MF - 共同基金交易平台 ● 货币衍生品交易费用结构改革 ● 为投资者推出交易明细工具 ● 标普 BSE IPO 指数发布 |
| 2010 | ● 标准普尔 BSE Shariah 指数推出 ● 启动 SIP ● 推出证券借贷计划 SLB ● 标普 BSE 波动指数推出 ● 推出 Fastrade on Web (FoW) -Exchange 托管平台 ● EUREX-标普 BSE SENSEX 期货推出 ● 推出移动端交易 |
| 2011 | ● 发布标准普尔 BSE 碳指数 |
| 2012 | ● 推出了 BRICSMART 指数衍生品交易 ● 启动中小企业交易平台 ● 推出标准普尔 BSE-GREENEX, 促进绿色印度投资 |

| 年份 | 孟买证券交易所大事记 |
|------|---|
| 2013 | <ul style="list-style-type: none"> ● 推出货币衍生品 (BSE CDX) ● 与标准普尔道琼斯指数建立战略合作关系 |
| 2014 | <ul style="list-style-type: none"> ● 与 YES BANK 建立战略合作关系 ● 与纽约梅隆签署谅解备忘录 ● 在 BOLT Plus 上推出股票板块, 平均响应时间为 200 (μs) ● 推出新债券市场 ● 中小企业机构交易平台上线 ● 推出利率期货 (BSE - IRF) |
| 2015 | <ul style="list-style-type: none"> ● 与 CII (印度工业联合会) 和 IICA (印度企业事务研究所) 合作, 推出了一个同类的 CSR 平台 Sammaan——CSR 交易所 ● 中小企业平台成功完成 100 家中小企业的上市 ● BSE 在其新的 Deutsche Börse T7 驱动的交易平台上的衍生品合约超过 10 亿份 ● BSE 推出隔夜投资产品 ● 亚洲指数私人有限公司推出标准普尔 BSE AllCap、标准普尔 BSE SENSEX 杠杆和反向指数 |
| 2016 | <ul style="list-style-type: none"> ● 获得 SEBI 批准, 推出 “BSE - BOND” - 私募发行债务证券的电子订单机制 ● 主权黄金债券开始交易 ● 算法交易测试环境迁移到云基础设施 ● 与韩国交易所 (KRX) 签署谅解备忘录, 在 KRX 推出基于标准普尔 BSE Sensex 的衍生品合约 ● BSE&CMIE 发布全球首个关于失业率和消费者情绪的高频数据 |
| 2017 | <ul style="list-style-type: none"> ● 和世界上最大的保险交易所 Ebix, Inc. 签署谅解备忘录, 成立合资公司, 在印度建立首创性的保险分销网络 ● 亚洲指数私人有限公司推出标准普尔 BSE 巴拉特 22 指数 ● 亚洲指数私人有限公司推出标普 BSE SENSEX Next 50 指数 ● 成为印度第一家上市证券交易所 ● 印度总理莫迪先生为印度第一家国际交易所——印度国际交易所 (IFSC) 有限公司揭牌 |
| 2018 | <ul style="list-style-type: none"> ● 推出其商品衍生品部门, 成为印度第一家综合性交易所 ● BSE Investments Limited 收购 CDSL Commodity Repository Limited (CCRL) 24% 的股份 ● 与孟买金属交易所签署谅解备忘录 ● 与 Brink' s India Pvt Ltd 签署谅解备忘录 ● 成为印度第一家被美国证交会认定为指定离岸证券市场的交易所 ● 与印度大豆加工者协会 (SOPA) 签署谅解备忘录 ● 推出交叉货币衍生品和交叉印度卢比期权 ● BSE StAR 共同基金引入电子委托贷款 |

资料来源: 孟买交易所官网

附录 2 印度证券交易所的上市标准

| | | 国家交易所 | 孟买交易所 |
|------|---------|--|---|
| 主板 | 实收资本 | 不低于 10 亿卢比 | 不低于 10 亿卢比 |
| | 发行后实收资本 | 不低于 25 亿卢比 | 不低于 25 亿卢比 |
| | 发行规模 | | 不低于 10 亿卢比 |
| | 记录追踪 | 申请人或发起公司须向证券交易所提交前三个财政年度的年度报告。 | 申请人或发起公司须向证券交易所提交前三个财政年度的年度报告。 |
| | 其他要求 | <ul style="list-style-type: none"> •公司尚未提交工业和金融重建委员会（BIFR）。 •公司的净值并未因累积亏损为负。 •公司未收到法院认可的任何清盘申请。 | |
| 中小企业 | 实收资本 | 发行后不高于 25 亿卢比 | 发行后不高于 25 亿卢比 |
| | 有形资产 | | 不低于 3000 万卢比 |
| | 追踪记录 | <ul style="list-style-type: none"> •对以下主体至少三年的跟踪记录：1、申请上市的申请人；或 2、发起人¹⁰/发起公司；或 3、专有/合伙企业并随后转换为公司（三年内未作为公司存在）并向交易所申请上市。 •公司/实体在申请前至少 2 个财政年度的经营活动应计现金为正（折旧和税前收益），其净值应为正。 | <ul style="list-style-type: none"> •应具有至少 3 年的综合业绩记录。或 •如果三年未完成经营，则应通过银行或金融机构、中央或州政府或其企业的贷款/股权融资，或者其集团公司应该在全国交易所主板或中小企业板上市至少两年。 •前三个财年中至少有二个可分配利润。（或）资产净值不低于 5 千万卢比。 |
| | 其他要求 | <ul style="list-style-type: none"> •申请公司尚未提交工业和金融重建委员会（BIFR）。 •有管辖权的法院不接受针对申请公司的清盘申请。 •过去三年内，证券交易所或监管机构未对申请公司采取重大监管或纪律处分。 | |
| 科创公司 | 实收资本 | 发行后不高于 25 亿卢比 | 发行后不高于 25 亿卢比 |
| | 追踪记录 | <ul style="list-style-type: none"> •对以下主体至少三年的跟踪记录：1、申请上市的申请人；或 2、发起人¹¹/发起公司；或 3、 | <ul style="list-style-type: none"> •公司的存续期至少为 2 年。 •净值为正。 |

¹⁰发起人是 指一人或多人，在同一业务领域至少有三年工作经验，并应持有发行后股本的 20%

¹¹发起人是 指一人或多人，在同一业务领域至少有三年工作经验，并应持有发行后股本的 20%

| | | | |
|--|--------------------|---|---|
| | | <p>专有/合伙企业并随后转换为公司（三年内未作为公司存在）并向交易所申请上市。</p> <ul style="list-style-type: none"> •公司年收入不少于 1 千万卢比，并且在过去一年中应至少实现 20%的年增长率。（年增长可能以用户数量/收入增长/客户群的形式表现）。净值为正。 | |
| | <p>其他要求</p> | <ul style="list-style-type: none"> •截至要约文件草案提交之日，合格机构买方（QIB）持有至少 10%的发行前资本。 •至少 10%的发行前资本应由天使投资人网络或私募股权公司的成员持有，且该等天使投资人网络或私募股权应在 25 家或以上的初创企业中投资创业生态系统，截至要约草案提交之日，其总投资超过 5 亿卢比。 | <ul style="list-style-type: none"> •公司应在 MSME/DIPP 注册为初创企业。如果公司未在 MSME/DIPP 注册为初创公司，则公司的发行前实收资本应至少为 1000 万卢比。 •在向交易所提交招股书草案时，最好由 QIB 投资者（根据 SEBI ICDR 法规，2009 年定义）/天使投资人/合格投资者投资至少 2 年。 |

资料来源：根据印度国家证券交易所与孟买证券交易所网站整理所得

附录 3 印度证券交易所的衍生产品推出时间表

| BSE | | | NSE | | |
|--------------|--------|-----------|-----------------|------------------|-----------|
| 衍生产品 | 标的 | 上市时间 | 衍生产品 | 标的 | 上市时间 |
| 股指期货 | SENSEX | 2000-6-9 | 股指期货 | S&P CNX NIFTY | 2000-6-12 |
| 股指期权 | SENSEX | 2001-6-1 | 股指期权 | S&P CNX NIFTY | 2001-6-4 |
| 股票期权 | 相关公司股票 | 2001-7-9 | 股票期权 | 相关公司股票 | 2000-7-2 |
| 股票期货 | 相关公司股票 | 2002-11-9 | 股票期货 | 相关公司股票 | 2001-11-9 |
| 周期权 | 4 只个股 | 2004-9-13 | 利率期货 | 十年期国债 | 2003-6-23 |
| Chhota(mini) | SENSEX | 2008-1-1 | IT 指数期货和期权 | CNX IT | 2003-8-29 |
| 外汇期货 | 美元兑卢比 | 2008-8-29 | NIFTY 期货和期权 | 银行 | 2005-6-13 |
| | | | NIFTY 初级期货和期权 | CNX | 2007-6-1 |
| | | | CNX100 期货和期权 | CNX 100 | 2007-6-1 |
| | | | Midcap 50 期货和期权 | NIFTY | 2007-10-5 |
| | | | 迷你指数期货和期权 | S&P CNX NIFTY | 2008-1-1 |
| | | | 长期期权 | S&P CNX NIFTY | 2008-3-3 |
| | | | 外汇期货 | 美元兑卢比 | 2008-9-29 |

资料来源：根据印度国家证券交易所与孟买证券交易所网站整理所得

附录 4 印度国家证券交易所的衍生品纳入与维持标准

| | 股票 | 指数 |
|------|---|--|
| 纳入标准 | <ul style="list-style-type: none"> •该股票需从前六个月平均日市值和平均日交易额的 500 强股票中选择。 •过去六个月内,股票的季度西格玛订单量中值不应低于 50 千万卢比。 •股票的全市场持仓限额 (MWPL) 不得低于 10 亿卢比。 | <ul style="list-style-type: none"> •如果占指数权重 80% 的股票单独具备衍生品交易资格,交易所可考虑在指数上引入衍生工具合约。然而,指数中任何一只不合格的股票在指数中的权重不应超过 5%。 |
| 持续标准 | <ul style="list-style-type: none"> •该股票的全市场持仓限额不应低于 6 千万卢比 •该股票在过去六个月的季度西格玛订单量中值不得低于 2 亿卢比。 •如果现有担保连续三个月未达到资格标准,则不会就该担保签发新的月合同。 •一旦该股票被排除在 F&O 清单之外,则在一年内不考虑重新纳入。 | <ul style="list-style-type: none"> •上述标准每月适用,如果指数连续三个月不符合资格标准,则不会就该指数签发新的月度合同。但是,现有的未到期合同允许交易至到期。 |

资料来源: 根据印度国家证券交易所与孟买证券交易所网站整理所得

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：上海市杨高南路 388 号东塔 26 楼

二维码：



邮 箱：rypu@sse.com.cn

网 址：www.sse.com.cn

邮 编：200127
