

提高市场流动性,促进价值发现——

做市商如何影响科创板

本报记者 马春阳

财金观察

日前,证监会公布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定(征求意见稿)》(以下简称《做市规定》)。这意味着,继新三板之后,科创板在竞价交易的基础上也将引入做市商制度。

引入做市商机制对市场有何影响?多位业内专家表示,做市商机制的引入有望提高科创板市场流动性,保持交易活跃度,同时还可以平抑市场波动,进一步促进市场的价值发现功能。

科创板建设的重要举措

所谓做市商制度,其实就是一种市场交易制度,由具备一定实力和信誉的独立证券经营法人作为特许交易商,不断向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格,并在该价位上接受公众投资者的买卖要求,以其自有资金、证券与投资者进行证券交易。

引入做市商制度一直是科创板关注的工作之一。早在2019年1月发布的《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》中已明确提出,科创板将在竞价交易基础上,待条件成熟时引入做市商机制。2021年7月发布的《中共中央国务院关于支持浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区的意见》也再次提出,在科创板引入做市商制度。

此次,证监会在发布的《做市规定》起草说明中指出,在条件成熟时引入做市商机制是推进科创板建设的重要举措之一。科创板设立以来市场运行平稳,各项改革措施成效明显。为落实《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》,深入推进设立科创板并试点注册制改革,拟在科创板引入做市商机制。

中航基金首席经济学家邓海清对记者表示,科创板作为资本市场改革的“试验田”,承担着探索优化A股各项制度的功能。目前全球有相当数量的交易所都存在做市商制度,此次做市商制度的引入是科创板的又一次创新和探索。

“科创板要引入做市商机制,主要原因是科创板市场流动性持续下降,制约了高科技企业的金融支持。”招商基金研究部首席经济学家李湛认为,一方面,科创板设置的投资者门槛较高,符合条件的投资者相对较少。另一方面,在科创板上市的公司大多为创新科技公司,业务模式新颖,市盈率较高,对投资者的分析定价能力要求明显提高。参与主体少、参与难度大使得科创板流动性持续下降。

从市场上看,Wind数据显示,截至1月7日,科创板共有379家上市公司,总市值为5.6万亿元,占A股总市值的比例为5.87%。而在科创板开板2年多的时间里,每日成交额在500亿元左右,占全部A股成交额的比重在4%左右,科创板成交额在A股中的占比与其市值占比并不匹配,此时引入做市商制度也是提升市场流动性的应有之举。

南开大学金融发展研究院院长田利辉也表示,科创板引入做市商制度,是科创板

基础制度的重大优化,注册制发行制度的重要补充。对于在有效监管之下的做市商制度加入,是市场流动性的强力保障,能够有效提高市场的宽度和深度,为市场带来更多类型的交易者。

提升交易活跃度

在科创板拟引进做市商制度之前,我国新三板市场已经实施做市商交易制度多年。2014年8月,新三板股票做市交易正式实施,成为境内资本市场在股票交易上引入做市商机制的首次实践。

2013年12月,《全国中小企业股份转让系统股票转让细则(试行)》发布,明确了做市交易规则,规范了做市商报价义务和交易行为的自律监管要求。2014年8月,做市交易正式实施。在2017年和2019年的交易规则修改过程中,全国中小企业股份转让系统有限责任公司根据市场情况对做市交易收盘价计算方式、做市商报价价差的规定进行了微调。

截至2021年12月末,共有69家做市商开展全国股转系统做市业务,平均每只做市股票有4.58家做市商。总的来看,相较于集合竞价方式,做市商方式在改善市场流动性和提升定价功能方面体现出明显的积极作用。

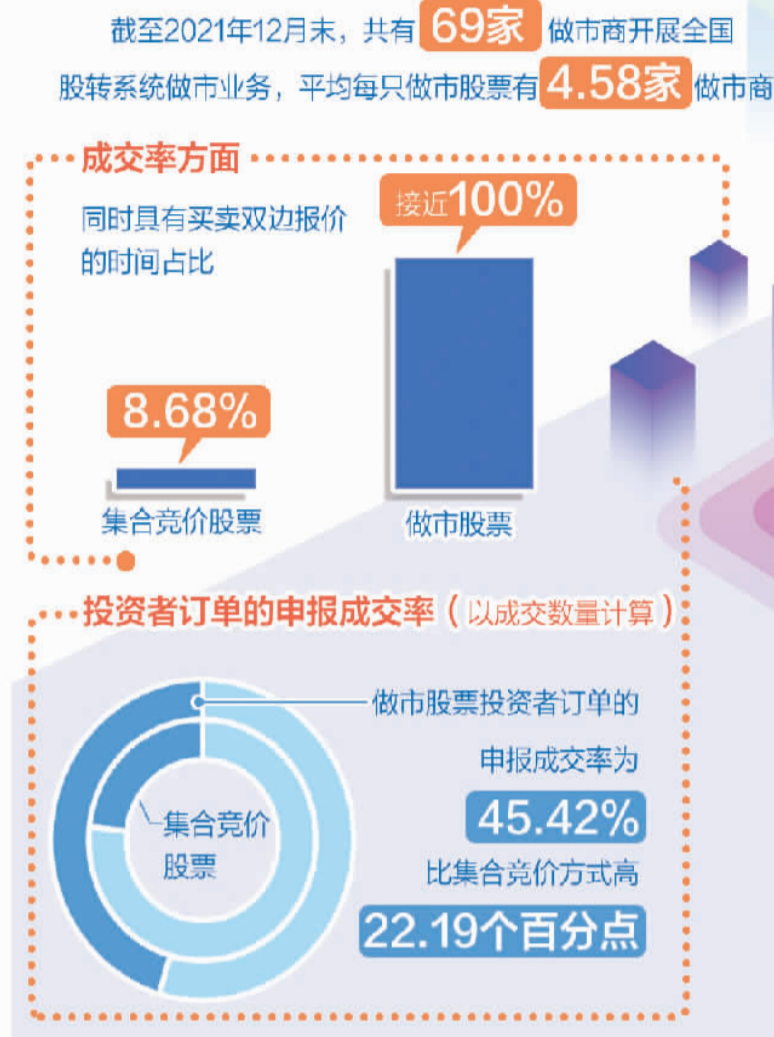
全国股转公司表示,做市商为市场提供了基础流动性。一是做市交易方式下交易效率显著提升。成交率方面,做市股票同时具有买卖双边报价的时间占比接近100%,而集合竞价股票这一比例为8.68%。做市股票投资者订单的申报成交率(以成交数量计算)为45.42%,比集合竞价方式高22.19个百分点,特别是做市商在消化投资者小额订单方面表现较好。

二是做市交易方式下交易活跃度有所改善。投资者参与度方面,做市股票的日均申报笔数和日均成交笔数,分别是集合竞价股票的4.02倍、7.32倍。做市股票年化换手率平均比集合竞价股票高5.77个百分点。成交量贡献度方面,创新层做市股票日均成交金额占市场层级总成交金额的65%。

“当年新三板引入了做市商制度,主要目的在于当时新三板的投资者准入门槛较高,挂牌企业多为初创期,经营风险也高,因此市场交易不活跃,引入做市商制度意在活跃市场,稳定报价,现在已初现成果。”邓海清表示,科创板对投资者也设置了一定的准入门槛,对市场的活跃度有一定影响,科创板可以在自身发行交易机制上充分借鉴新三板实施做市商制度的经验。

李湛认为,做市商制度能够给市场提供即时性买卖标的,可以提高交易成功率,降低市场出现“交易难”的频率。这不仅直接给市场带来了增量资金,还可以平滑股价、稳定预期,间接带动其他投资者一起提高市场活跃度。此外,做市商拥有更专业的知识,可以提高对科创板公司的定价效率,使得价格逐渐向公司内在价值收敛。

但做市商制度也存在一定缺陷。“一方面,做市商拥有较大信息优势,同时拥有定价的主导权,如果没有合理监管,投资者的利益可能会受到损害。另一方面,做市商会对提供的服务和承担的风险要求补



偿,买卖差价中的一部分归做市商所有,市场的交易成本可能会增加。”李湛坦言。

从严要求试点券商

一项新业务顺利开展,离不开完善的制度保障。证监会指出,与证券公司经纪、自营、承销与保荐等业务相比,证券公司做市交易对证券公司的内控、合规、风控要求较高。因此,在科创板引入做市商机制的初期,将采用试点方式,允许一些公司治理规范、内控机制健全、运营稳健、抗风险能力强的证券公司开展做市交易业务,以此稳妥推进相关工作,防控好各类风险。

具体来看,此次《做市规定》共列出17条,主要包括做市商准入条件、准入程序、做市券源安排、内部管控、风险监控、监管执法6个方面的内容。

在准入条件方面,初期参与试点的证券公司需具备完善的业务方案、专业人员与技术系统等条件,在最近12个月净资产持续不低于100亿元,并且最近三年分类评级都在A类A级(含)以上。

除了准入条件,做市商券源、内部管控要求,风险监控要求等同样值得关注。

在做市券源方面,证券公司可在二级市场买入股票作为做市券源,也可使用自有股票、从中国证券金融股份有限公司借入的股票或其他有价证券的股票。

此外,做市交易业务与经纪、自营、资产管理等业务可能会有利益冲突,也可能给做市商带来一定风险。为此,《做市规

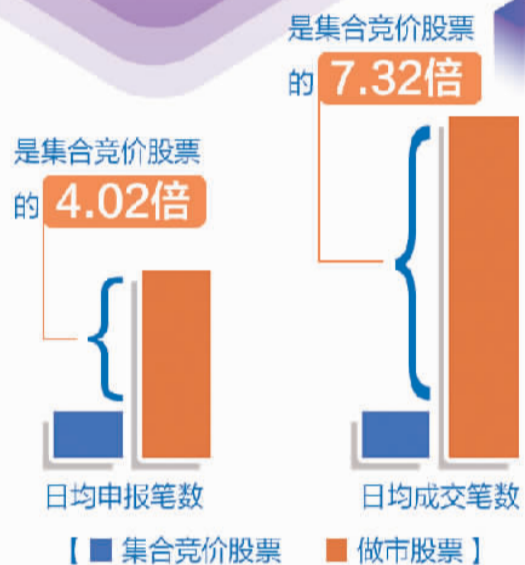
定》要求试点券商完善业务隔离制度,建立健全做市交易业务内部控制、决策流程、制衡机制,加强做市交易业务管理。

引入做市商交易机制有助于平抑市场波动,增加市场活跃度,但也可能会助涨助跌,加剧市场波动。为此,《做市规定》还从以下几个方面对试点证券公司从严要求:一是将做市交易业务纳入全面风险管理体系,完善风险监控指标,做好业务风险防控;二是建立健全异常交易监控机制,报备专用账户、接受上海证券交易所全方位监控,防止对市场稳定造成影响;三是参照自营持有股票标准计算和填报风控指标,原则上科创板做市持股不超过5%,由上海证券交易所具体业务规则中明确;四是处理好突发事件,履行信息报送义务。

“在设计引入做市商制度时,要特别注意保护投资者合法权益。”李湛在风险防控方面建议:一是必须严格规范做市商的行为并实施持续监管。在做市商制度下,可能会发生交易不透明、操纵价格、利益串联等情况。监管部门必须要求做市商完善内部业务的隔离,建立透明、合规的做市交易业务流程,健全内部风控体系。二是要设定合理的做市商持股比例上限和交易规则,避免做市商拥有过高的定价权力,并提高券源的丰富性,避免股票价格产生太大的波动。三是做市商机制运行前后要进行投资者教育,鼓励投资者加强对公司的基本面研究和风险认知等。



投资者参与度方面



陶然论金

近日,银保监会公布多条行政处罚措施,部分大型银行和城商行、农商行因违反相关规定被处罚,有的甚至连吃罚单,这一举动引发市场关注。

细看这些银行的违规案由,老毛病又犯让人不禁愕然。比如,一些银行强行要求企业对公账户开通属于收费项目的动账短信通知服务。短信服务费金额不高,但银行设置霸王条款,无视消费者自主选择权,明显侵害金融消费者合法权益。类似违规经营乱收费的行为,在近期公布的处罚案件中有增多趋势。比如,违规收取委托贷款手续费、转嫁应由银行承担的费用、强制捆绑销售保险等。

部分银行为何频频过线,个中原因值得反思。从罚款金额看,可能并没有触及银行痛处。尽管多数银行都明白依法合规办理业务的重要性,也会定期进行业务培训,但是仍有一些从业人员并未严格遵守规章制度。从处罚方式看,只处罚基层机构和工作人员可能远远不够,还应从总行层面追究责任。从深层次看,这也意味着监管政策、规章制度在银行内部执行过程中打了折扣、走了样,形同虚设甚至流于形式。

银行机构是金融业的主体,是服务实体经济的重要力量,在金融活动中起着桥梁和纽带作用。假如治疗这种乱收费的“慢性病”不能药到病除,依旧时有发作,不但会侵害消费者合法权益,还会影响金融服务实体经济的效果。因此,有必要对银行主要岗位、关键人员加强合规教育,包括加强对银行总行的追责和处罚,倒逼部分银行机构和从业人员,压实他们的责任,对那些不作为、乱作为的机构和个人不手软、严问责。

新冠肺炎疫情加重了不少企业的负担,对于监管部门而言,要继续督促银行严管收费行为,降低企业负担,规范市场秩序。近年来,任何一次成功推进整治金融乱象的行动都与监管部门的努力分不开,自银保监会发布《清理银行乱收费降低企业负担行动方案》以来,就整体行业情况来看,大部分银行是规范经营的,但仍有部分人心存侥幸,以身试法。随着新修订的行政处罚法的贯彻执行,监管部门执法依据又添利器。因此,金融监管部门要合理运用行政处罚这根指挥棒,提高金融违法违规成本,一旦不守规矩乱收费现象抬头,就要及时监管。

此外,构建良性的金融秩序,规范银行收费行为,还需要精准畅通消费者投诉举报渠道,压实监管部门执法责任,合力整治银行机构各种乱收费现象。

王宝会

整治

MLF和逆回购利率同时下降10个基点——

调降政策利率发力稳增长

本报记者 姚进

月,再进行降息继续引导LPR下降的情况并不多见,即使在2020年疫情之中,两次LPR下降之间也至少存在1个月的时间间隔。”中国民生银行首席研究员温彬表示,对于本次降息,一方面,由于我国经济下行压力仍然较大,政策需求较为急迫;另一方面,本次降息10个基点,与疫情初期第一次降息等幅,力度不算小,是加大逆周期调节的体现。

当下,我国经济面临三重冲击,稳增长的压力增大。招联金融首席研究员董希淼分析认为,在这种情况下,货币政策应增强前瞻性、精准性、自主性,更加主动作为。MLF和逆回购中标利率下降,有助于降低金融机构资金成本,引导金融机构降低对实体经济的信贷成本,更好地支持实体经济稳步恢复。

与此同时,2021年12月全面降准已经落地,会对2022年1月流动性紧张起到缓解作用,已相当于春节前降准。东方金诚首席宏观分析师王青表示,考虑到与去年春节前相比,今年央行增加了全面降准安排,因此我们预计今年春节前市场资金面

波动性将比2021年同期有显著回落(2021年春节前的1月29日,7天质押式回购加权平均利率最高达到7.5%,隔夜质押式回购加权平均利率更是曾冲高至13.0%)。这意味着今年春节前再现短期“钱荒”的可能性不大。

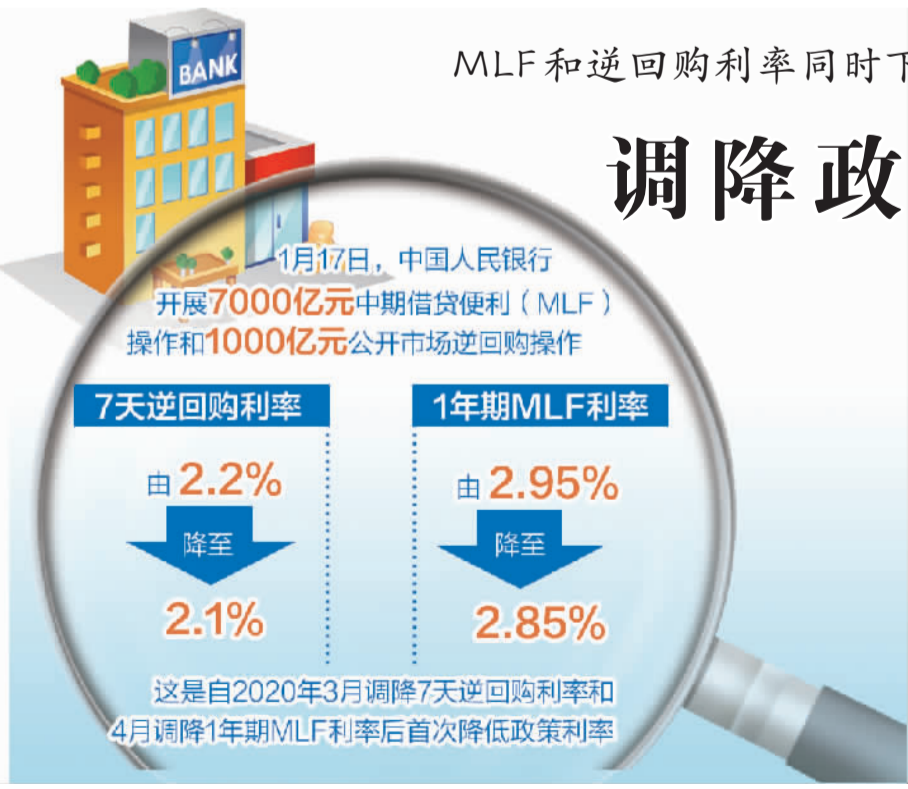
展望后市,业内人士认为,由于LPR是在一年期MLF的基础上加点报价,一年期MLF中标利率下降,本月LPR有望继续下行,进而推动实体经济融资成本继续下降。

“下一阶段,已经出台的政策有望持续发挥效果,预计央行将继续运用逆回购、MLF等常规性操作保持流动性合理充裕,同时更多以结构性政策为主,精准支持实体经济重要领域。”温彬说。

董希淼表示,从操作上看,总量工具和结构性工具相结合将是未来一段时间货币政策的主要特点。在推动MLF、逆回购、LPR等利率下降和存款准备金率下降的同时,应进一步发挥好结构性货币政策工具的作用,加大对部分领域和行业、企业的定向“输血”。

每周观市

本版编辑 于泳 美编 夏祎



1月17日,中国人民银行开展7000亿元中期借贷便利(MLF)操作和1000亿元公开市场逆回购操作。MLF和公开市场逆回购操作的中标利率均下降10个基点。调降后,7天逆回购利率由2.2%降至2.1%,1年期MLF利率由2.95%降至2.85%。这是自2020年3月调降7天逆回购利率和4月调降1年期MLF利率后首次降低政策利率。

业内人士认为,在去年12月1年期贷款市场报价利率(LPR)报价下降5个基点之后,虽然市场对降低政策利率的呼声仍然较高,但此次超预期调降MLF和逆回购,并降息10个基点超出市场预期。这一方面旨在平滑春节流动性,另一方面释放出货币政策逆周期调控靠前发力信号。

“从过去看,在1年期LPR下降后的次