

# 科创板引入做市商制度 头部券商有先发优势

## 券商迎来四大考验

中国基金报记者 莫琳

做市交易在科创板的试点,不仅能激活市场流动性和活跃度,更是对券商各项机制的一场大考。在多家有资质的券商看来,引入科创板做市制度,可以有效提升市场流动性,强化价格发现功能。但在资本实力、估值定价能力、组织交易能力、内控和风控能力等四大方面对券商提出一系列挑战。

中国银河证券党委委员、副总裁、财务负责人薛军坦称,科创板做市券商首先面临的一大挑战就是资本实力。做市商需要拥有深厚的资本实力,有足够的现金和券源库存,才能在市场波动较大的情况下,发挥价格稳定器的功能。

正基于此方面的考虑,在证监会的征求意见稿中明确,能够承接做市交易的券商需在最近12个月净资产持续不低于120亿元,最近三年分类评级在A类A级(含)以上。

第二大挑战则是估值定价的专业能力。对此,平安证券相关业务负责人直言,科创板企业多为战略新兴行业,部分企业处于行业导入期,尚未能实现盈利,定价方法有别于传统的盈利企业。目前科创板上市标准中仅标准一对企业净利润有要求,而目前已受理(含已上市)的659家企业中,有144家企业不是按照标准一来申报的,占比达22%,传统的市盈率估值法对此部分企业已不适用,需综合参考市净率、市销率等指标,且绝对估值法下对企业未来现金流的预测提出更高要求。另一方面,科创板对企业的科创属性提出了一定要求,但在科创板开板初期,对于企业的科创属性认定门槛偏低,导致目前科创板部分企业科创属性不强,因此对于此类企业的估值需更加谨慎。这对于做市商的研究能力提出了较高要求。

实际交易过程中,券商还面临券源管理和对冲能力的挑战。

征求意见稿中,对做市券源上提供了三种渠道,一是有自股票,二是从中国证券金融股份有限公司借入股票,三是其他有权处分的股票等,并明确做市持股不超过标的证

券市值的5%。大家普遍认为,这是一种扬长避短的规则安排,若做市商持有的股票占比过多,不仅无法活跃市场流动性,反而很容易变成“操纵市场”,造成市场的暴涨暴跌。

同时,由于需以自有资金和证券参与交易,做市商必须具备一定的专业选股能力,做好库存股风险对冲管理,才能更好地提供流动性。薛军担心,目前市场对冲工具不足,在个别极端情况下,市值小的股票做市可能面临极端单边下跌风险。

平安证券也认为,不同于新三板的做市商,作为科创板做市商,允许从中国证券金融公司借入相应股票,这也代表做市商既可以做多也可以做空,但这也对库存股风险控制能力提出了更高的要求。

不过,对于券商而言,最大的挑战,则是风险控制能力。

具体而言,做市业务与券商其他业务间如经纪、自营、资管等可能会存在利益冲突,需要完善信息隔离制度;此外,平安证券还认为,应该将做市业务纳入全面风险管理体系,要求完善风险监控指标及异常交易监控机制。

此次征求意见稿,也显示出监管层对这一方面的重视和谨慎。征求意见稿就内部管控提出了三大要求,即业务隔离制度、风险监控监控,以及建立健全异常交易监控机制。

但受访券商仍然希望能够在最后落地的规定中,能细化上述要求。毕竟,没有人知道在上交所这个万亿级的大市场里,做市交易面临的敞口风险和风险要素的精确概率分布。

虽然挑战和风险并存,但不少券商已经做好了迎接科创板做市交易的准备。以银河证券为例,内控合规方面,银河已建立了严格的业务隔离机制,在做市业务与可能形成利益冲突或利益密切相关的经纪、自营、投行等业务条线,实现了信息、账户、人员等方面的独立管理,有效隔离。

在风险管理方面,银河建立了以风险资本为核心的全面风险限额和风险容忍度管理体系。对业务进行事前、事中、事后的全流程风险量化管理和实时统一监控,所有交易均纳入统一风险监控系統,通过风险技术等手段全面掌握、监测做市交易行为,及时有效防范风险。



中国基金报记者 房佩燕

日前,证监会发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定(征求意见稿)》,拟在科创板引入做市商机制。

业内人士认为,引入做市商制度,有望改善科创板的流动性,同时增强稳定性,激发活力,其中头部券商具有先发优势。

### 做市制度将提高流动性

中国银河证券党委委员、副总裁、财务负责人薛军指出,科创板目前流动性不足,从科创板进行试点,推出做市商机制,有利于改善提高市场流动性、增强市场稳定性,激发市场活力,为全面注册制推出后相关制度推进积累经验。做市商加入,对于推动国内资本市场改革战略意义重大,通过提升市场流动性增强市场配置资源的能力,更好地发挥市场的融资功能和价格发现功能,有利于促进资本市场的健康发展。

据中银证券相关分析师认为,科创板试点做市商制度,有助于补充科创板流动性,促进交投活跃,并增强股票定价合理性,抑制价格剧烈波动、增加板块吸引力;同时发挥科创板先行先试的“改革试验田”作用,为推广至其他板块积累经验,完善资本市场流动性补充机制,也是为全面推行注册

制奠定基础。

平安证券也认为,当前科创板市场出现明显的流动性和估值分化现象。随着科创板上市企业的不断扩容以及北交所等市场对资金的分流,科创板股票交易可能出现类似于香港市场的交易两极分化较为严重的现象。引入做市商制度,有利于改善市场的流动性,促进低流动性个股的价格回归合理位置,为科创板的长远健康发展提供必要支持。在其看来,科创板做市商制度的推出具有重要标志性意义,是科创板一项重大制度创新,无论是参照国际成熟市场经验,还是从新三板做市制度的执行情况看,做市商制度将在研究定价、交易撮合、价值发现和流动性支持等方面具有较强的综合服务能力。

国金证券投行相关负责人也认为,市场流动性衰退将降低二级市场价格的公允性,故有必要引入做市商制度提升市场流动性。

### 头部券商具有先发优势

不过,征求意见稿明确规定做市商准入条件。据统计,同时满足其中“最近三年分类评级在A类A级或以上”和“最近12个月净资产持续不低于100亿元”的券商仅有26家券商,此外,还有近18个月风控指标持续符合标准、人员配备等多维度条件。

因此,薛军认为,资本实力雄厚、

信用级别高、风控合规能力很强的大型券商,具有先发优势,也更有利于为资本市场发挥“稳”字当头、稳中有进的市场引领作用,紧紧围绕资本市场要坚持服务国家战略,服务科技型创新企业做出证券行业的贡献,发挥“六稳六保”的国家战略需要。

中银证券相关分析师表示,鉴于做市商业务重资本、专业性强,在国内尚不成熟等特点,在满足基本准入条件的券商中,资本实力及券源库存充足、科创板上市公司资源丰富、询价定价能力强、风控内控体系健全、信息系统建设完备的券商更具优势。

平安证券认为,综合实力领先的大型券商优势明显。一是牌照优势,预计符合申请首批做市商资格的券商中,大型券商居多。二是资本和资金实力优势,做市商需要公司的资本实力支持,大型券商的资本和资金实力有助于市场的稳定性。三是客户优势,大型券商拥有广泛的客户基础,有助于交易的撮合与连续性。

国金证券投行相关负责人分析,结合《做市规定》其他指标,最终取得科创板首批做市资格的券商可能低于26家。不过他补充,已在新三板具有丰富做市经验的活跃做市商,在新三板做市业务上的投入较大,业务经验较为丰富,后续若成为科创板做市商,其业务基础和人才储备都有优势,可直接将相关业务开展经验应用到科创板做市业务中来。

# 做市商业收入成为券商新的增长点

中国基金报记者 章子林

日前发布的征求意见稿显示,科创板引入做市商初期采用试点方式,允许适格券商展业。在业内人士看来,科创板引入做市商制度,将有利于券商自营业务向做市交易业务转型,投行等主营业务将多方面受益,增量之下,增收也“板上钉钉”。

### 券商投行等多业务受益

“筹备科创板做市业务是国金证券在原有新三板做市业务基础上一次积极布局。通过价值研究和做市交易提升做市企业的二级市场交易活跃度,促使企业内在价值被市场所认可,将有助于催生企业后续再融资需求,从中衍生出投行业务机会,同时科创板做市服务将进一步完善公司的全链条服务能力,提升科创板做市客户的黏性。”国金证券投行相关负责人表示。

中银证券相关分析师表示,科创板做市新赛道不仅将带来增量收入,长期来看也有望降低交易业务的整体业绩波动性。此外,做市业务试点或带来新的协同效应,或能成为试点其他业务拓展新客户的渠道,通过为客户提供全方位交易服务提升客户粘性。

“做市商为市场提供流动性,有可能通过买卖差价实现收益,在做市过程中,通过跟投、借券等形式获取券源,提升资金使用效率,有利于带动公司财富管理、投行等业务条线的发展,促进业务协同效益和综合服务的提升”,中国银河证券党委委员、副

总裁、财务负责人薛军表示。

平安证券方面表示,引入做市商机制将利好头部综合投行券商,增加投行服务企业手段。做市交易作为一项新业务,增加了投行对优质客户的一项综合金融服务能力,且设置准入门槛,预计将成为投行承揽优质项目的一项重要利器。

在主营业务多方面受益的同时,券商收入水涨船高也板上钉钉。

“目前成熟市场做市商的收入主要来自日内价差收入、趋势性交易收入、红利收入、佣金返还四大部分。以新三板市场为例,由于新三板市场活跃度相对较低,做市商主要以趋势性交易收入为主,部分交投活跃的股票可实现较高比例的日内价差收入;参照成熟市场经验,我们预计未来科创板做市商的收入来源将主要是价差收入”,平安证券方面表示。与此同时,科创板做市制度中明确提出,允许通过借券方式参与做市,将为券商提供一项变相做空的机制,有利在企业价值明显偏离时发挥价值引导作用,从而创造增量收入。

国泰君安非银团队预计,中性假设引入做市商后科创板总交易量提高10%,做市价差为0.5%,做市交易占比为20%,预计科创板引入做市商机制带来的增量收入占券商行业总营收的2.25%。

### 券商积极推进科创板做市业务筹备工作

科创板保荐承销业务是券商投行业务的重点,在增量又增收成定局之下,券商也在加紧布局,抢占先机。

平安证券方面表示,目前公司已开展科创板投行、经纪、融资融券、股权质押、自营投资等业务,未来规划申请开展科创板做市业务。据了解,平安证券做市团队先后为新三板70余家企业开展做市服务,且为公募RE-ITs首批做市商,并获得2021年度深交所AA级做市商。

截至目前,国金证券主承销的科创板上市公司共10家。上述国金证券投行相关负责人表示,目前公司已就科创板做市业务筹备方案以及所涉资源调配正在进行前期论证,公司将在前期新三板做市业务经验的基础上,谋划科创板做市业务运作模式,升级做市交易系统,完善风险控制体系,积极推进筹备工作,争取成为首批科创板试点做市商之一。

兴业证券方面表示,为提升对科创属性的辨别能力及科创企业的服务能力,公司投行成立行业部门,对相关行业进行深入研究,同时持续加强投行与研究院合作,提升对科创企业的专业服务能力。此外,通过建立区域部门,贴近科创企业所在区域,因地制宜、就近服务。

银河证券自2021年初就对科创板做市业务进行了提前布局和投研准备,在组织架构、人员、系统、风控、授权和制度等方面进行全面准备。目前,公司设置了独立的、与自营隔离的一级业务部门,负责科创板做市业务。

中银证券投行业务相关负责人表示,公司积极服务科技创新企业,密切关注科创板业务机会,已完成中国通号、正元地信等科创板IPO项目。未来将以重点行业为基础,进一步扩大科创板的服务范围。

■ 东方红资产管理投资者教育专栏

## 为什么“固收+”基金适合作为资产配置中的基石?

对于普通基民而言,合理的资产配置特别重要。

一方面,资产配置是投资者根据个人情况做出的资金安排,也是重要的长期收益来源;另一方面,不同资产之间可以风险对冲,能让投资者保持良好的心态。

“固收+”基金是以债券类资产为基础,辅以股票、可转债等其他资产,打造风格稳健、波动相对较小的产品,成为投资者资产配置结构中的基石。

从投资目标上看,“固收+”基金的主要目标是追求经风险调整后的绝对收益,通过多种资产的合理配置,抵御和对冲不同市场的风险,争取把握较为确定性的收益。“固收+”基金的基金经理往往会更加关注风险波动性和收益的合理比例。

如何判断一只“固收+”基金的好坏?“激进”不是固收+的风格,投资者在选择固收+时,不能仅仅关注业绩一个指标,要注重多维度考察风险指标,关注它是否能提供较优的持基体验。

第一,能提升投资胜率。任何基金都有短期亏损的可能性,但在一定时间段上,“固收+”基金力争能够获得较高盈利概率。获得正收益的概率越大,投资体验感越好。

第二,能将回撤控制在较小的范围内。“固收+”基金的最大回撤要力争控制在较小范围内,如果最

大回撤过大,可能就不太符合“固收+”的目标。

第三,面对极端情况时能抗压。“固收+”基金努力通过资产配置方式,对不同资产、不同市场间的风险实现一定对冲,面对市场极端情况时,努力实现更平稳的波动。

据Wind数据,“固收+”阵营代表性的基金指数——偏债混合型基金指数、混合债券型二级基金指数,近10年的年化波动率、最大回撤,均大大低于权益类基金指数。与此同时,偏债混合型基金指数、混合债券型二级基金指数近10年年化收益率均超过7%，“固收+”基金创造了“控制波动+获取稳健收益”的整体效果。

投资者中长期稳健理财需求旺盛,近年来“固收+”基金成为理财市场上的主力,其中,锁定持有期形式的“固收+”基金占比有明显提升。以偏债混合型基金指数为测算对象,统计2005年1月1日至2021年12月31日,买入该指数并持有不同时间段的结果显示,持有时间越长,正回报概率越高、平均收益率越丰厚;持有时间满18个月,正回报概率高达89%,平均回报率则提升至19.20%。

基金产品设定一定锁定持有期,主要有两大优势:第一,帮助投资者减少追涨杀跌、频繁操作带来的收益损失,培养投资者长期投资习惯,提高投资胜率和收益率。第二,保证基金规模的相对稳定,有利于基金经理更从容地执行投资策略,提升潜在收益空间。(CIS)