

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

科创板引入做市商制度 创新股票混合交易方式

——证券行业点评报告

2021年7月21日

分析师:

王雯

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300898

邮箱: wangwen@gkzq.com.cn

研究助理:

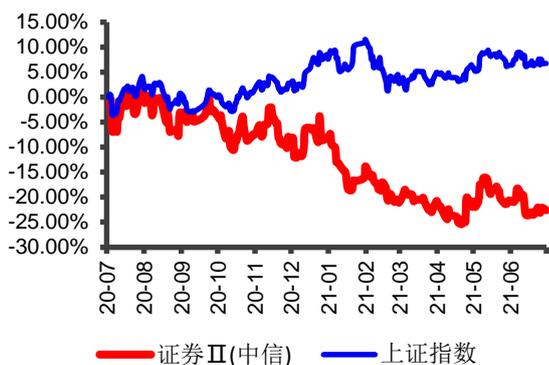
孟业雄

执业证书编号: S1380117080010

联系电话: 010-88300920

邮箱: mengyexiong@gkzq.com.cn

证券Ⅱ(中信)与上证综指走势图



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

行业评级

中性

相关报告

内容提要:

- 近日,在《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》中提出要“研究在全证券市场稳步实施以信息披露为核心的注册制,在科创板引入做市商制度。”
- 将做市商制度引入科创板,开创了场内市场股票混合交易方式新纪元。未来科创板或将呈现竞价和做市并存,以竞价为主、做市为有益补充的交易方式,以实现做市交易和竞价交易的优势互补。
- 做市交易可提高股票流动性。做市交易可平抑股票极端价格波动。做市交易导致信息透明度降低。
- 鉴于科创板的定位和规模,其做市商申请门槛或比新三板要高,但出于鼓励券商做市和激发市场流动性的目的,做市门槛或不会太高。预计各家券商均有入局做市业务的可能,但由于券商自身在资本实力、合规风控和交易能力方面的差异,券商间的做市规模等差距会在后期自然显现。
- 投资建议:做市业务对券商资本实力、风控能力和交易能力要求较高,头部券商和部分优质的中型券商将在做市业务上具备竞争优势。建议关注资本实力雄厚的头部券商和在新三板做市业务上积累了丰富经验、合规风控体系健全的中型券商。
- 风险提示:疫情影响超预期;行业监管政策进一步收紧;政策进展不及预期;中美贸易战持续升级;上市公司业绩增长低于预期;国内外经济形势持续恶化风险;国内外市场系统性风险。

近日，在《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》（下称“意见”）中提出要“研究在全证券市场稳步实施以信息披露为核心的注册制，在科创板引入做市商制度。”该项表述出现在《意见》第五部分“增强全球资源配置能力，服务构建新发展格局”中的第十五条“完善金融基础设施和制度”段落中，可见在科创板引入做市商制度是完善金融基础设施和制度的重大举措。

开创场内市场股票混合交易方式新纪元。金融市场存在两种最基本的交易方式：做市方式和以集中竞价为代表的拍卖方式。目前，做市交易方式在场外市场占据主要地位，而竞价方式则在场内市场占据主要地位。在我国，2019年，全国中小企业股份转让系统有限责任公司发布《全国中小企业股份转让系统股票交易规则》，规则明确规定，股票交易可以采取做市交易方式、集合竞价交易方式、连续竞价交易方式以及中国证监会批准的其他交易方式。至此，我国新三板市场成为做市和竞价交易方式并存的市场。而在场内市场，交易方式主要为竞价方式，此次将做市商制度引入科创板，开创了场内市场股票混合交易方式新纪元。根据目前表述（“在科创板引入做市商制度”）和国内新三板实践经验来看，我们认为未来科创板或将呈现竞价和做市并存，以竞价为主、做市为有益补充的交易方式，以实现做市交易和竞价交易的优势互补。

做市交易可提高股票流动性。流动性包含交易价格合理性和成交及时性两方面的含义，即意味着能在较短的时间内以合理价格成交。股票只有具备流动性，才能吸引二级市场投资者参与，否则二级市场投资者因为担心流动性不足而不敢或者少量买卖股票。由于在做市商制度下，交易是在投资者和做市商之间完成的，大大改善了在竞价方式下交易在投资者之间完成的时间不对称性，因而进一步提高了现有股票的流动性和二级市场活跃度。

做市交易可平抑股票极端价格波动。做市商制度可以平抑股票极端价格波动主要由于以下两点原因：一是做市商制度会大大降低投资者需求和供给方面的时间不对称性；二是交易量的巨大变化通常不会引起价格的巨大波动，因而科创板引入做市商会明显平抑股票极端价格波动。

做市交易导致信息透明度降低。在竞价方式下，投资者很容易观察到市场上其他投资者对该只股票的评价（通过量价等交易信息显示），但在

做市方式下，由于交易是在投资者和做市商之间完成，投资者无法观察到市场上的其他投资者对于该股票的评价，因此投资者感知市场环境的途径将减少，交易信息透明度下降，为投资者决策带来不便。

此次在《意见》中首次提出将在科创板引入做市商制度，体现出高层在金融领域改革创新强大魄力。从《全国中小企业股份转让系统做市商做市业务管理细则（试行）》和《全国中小企业股份转让系统做市商评价指引（试行）》中对于做市商的定位和要求来看，新三板做市商门槛并不高，券商申请新三板做市业务需要具备四项条件：（1）证券自营业务资格；（2）专门部门和必要人员；（3）做市业务管理制度；（4）做市业务专用技术系统，对券商的净资本、风控指标和分类评级等并无明确具体要求，鉴于科创板的定位和规模，其做市商申请门槛或比新三板要高，但出于鼓励券商做市和激发市场流动性的目的，做市门槛或不会太高。预计各家券商均有入局做市业务的可能（但如果将做市业务定位为创新业务，则只有“白名单”中的券商才可以申请做市资格），但由于券商自身在资本实力、合规风控和交易能力方面的差异，券商间的做市规模等差距会在后期自然显现。做市商制度将开辟券商又一重要业务领域，是券商业绩的又一助推器和分化器。

投资建议：做市业务对券商资本实力、风控能力和交易能力要求较高，头部券商和部分优质的中型券商将在做市业务上具备竞争优势。建议关注资本实力雄厚的头部券商和在新三板做市业务上积累了丰富经验、合规风控体系健全的中型券商。

风险提示：疫情影响超预期；行业监管政策进一步收紧；政策进展不及预期；中美贸易战持续升级；上市公司业绩增长低于预期；国内外经济形势持续恶化风险；国内外市场系统性风险。

分析师简介承诺

王雯，CFA、CPA，天津大学学士，对外经济贸易大学硕士研究生，曾任渤海证券行业分析师，8年行业研究经验。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

孟业雄，外交学院学士，北京大学硕士研究生，2017年入职国开证券，2021年加入国开证券研究与发展部。

本人保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层