



## 第三章 证券交易

---



# 证券交易市场

---



# 证券交易市场

---

- 场内交易市场
  - 会员制交易所
  - 公司制交易所
- 场外交易市场
  - 柜台市场
  - 第三市场
  - 第四市场



# 证券交易所的制度

---

## ■ 公司制证券交易所

- 是指以营利为目的，为证券商提供证券交易所需的交易场地、交易设备和服务人员，以便利证券商独立进行证券买卖的证券交易所形式。

## ■ 会员制证券交易所

- 是由证券公司依法自愿设立的、旨在提供证券集中交易服务的非营利法人。我国证券交易所都采取会员制组织形式。
- 国际上许多著名证券交易所，都曾采取会员制组织形式。
- 世纪之交，全球主要证券交易所纷纷从传统的会员制组织转向公司制企业。



# 会员制交易所

---

- 会员应当至少持有一个交易席位。拥有交易席位的公司可以在交易所**直接参加证券交易**
- 会员可转让席位
  - **2006年，NYSE转型成为公司制，共有1,366席位出售，换取80,177股与30万美元。每一席位估值约\$3.25million.**



## 证券交易所的收益来源

---

- 交易手续费 (**transaction fee**)
- 上市费用 (**listing fee**)
- 数据费 (**data fee: real-time & historical**)
- 技术服务费
- 会员费



## 证券交易所的收益来源

	Trading (cash and derivatives)	post trade	listing	market data	information technology	others
Deutsche Börse	48,21%	37,28%	0,65%	9,14%	4,72%	
Nyxe Euronext	70,69%		9,54%	8,43%	7,19%	4,16%
LS E Group	41,00%	15,49%	13,46%	27,24%		2,80%
Tokyo SE	39,06%	15,82%	12,03%	16,60%	11,21%	5,28%
TMX Canada	42%		26%	26%	6%	
Nasdaq Omx	85,92%		9,50%		4,25%	0,32%

Source: Stock exchanges 'annual reports (2009)



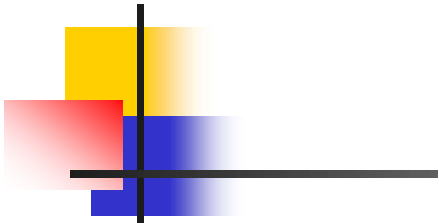
# 公司制交易所

---

- NYSE (纽约交易所)
  - 由Intercontinental Exchange (股票代码: ICE)持有
  - ICE是2000年由Goldman Sachs、Morgan Stanley、BP、Shell等公司成立
- NASDAQ
  - 由Nasdaq, Inc.(股票代码: NDAQ)持有。
  - Nasdaq, Inc.也是Armenian Stock Exchange, Copenhagen Stock Exchange, Helsinki Stock Exchange, Iceland Stock Exchange的母公司。
- Euronext
  - 2000–2007期间由Amsterdam Exchanges、Paris Bourse、LIFFE、等合并设立。
  - 2007年与NYSE合并。



# 前十大交易所



	Market Capitalization*	Total value of share trading*	Number of listed companies
NYSE Euronext (US)	13 394,1	17 795,6	2 238
NASDAQ OMX	3 889,4	12 659,2	2778
Tokyo SE Group	3 827,8	3 792,7	2293
London SE Group	3 613,1	2 749,5	2966
NYSE Euronext (Europe)	2 930,1	2 022,2	1135
Shanghai SE	2 716,5	4 486,5	894
Hong Kong Exchanges	2 711,3	1 496,2	1 413
TMX Group	2 170,4	1 366,3	3 741
Bombay SE	1 631,8	258,6	5 034
National Stock Exchange India	1 596,6	798,6	1 552
Total group/total WFE members (%)	67,72	75,18	52,83

\*-USD billion

Source: WFE (2010), author' calculations.

# 有证券交易所以来**300**多年—上世纪**90**年代：会员制。

## **20**世纪**90**年代起：公司制(公司化年份/上市日)

- 1、瑞典斯德哥尔摩交易所（1993年改公司制，130多年会员制）/1993.1.1
- 2、芬兰赫尔辛基交易所集团（1996年）/2000/7/28
- 3、丹麦哥本哈根证券交易所（1996年）
- 4、荷兰阿姆斯特丹证券交易所（1997年）
- 5、意大利证券交易所（1997年）
- 6、澳大利亚交易所（1998年）/1998/10/14
- 7、冰岛证券交易所（85年设立）（1999年）
- 8、奥地利维也纳证券交易所（1999年）
- 9、希腊雅典证券交易所（1999年）/2000/7/28
- 10、新加坡证券交易所（2000年）/2000/11/23
- 11、香港联交所（2000年）/2000/6/27
- 12、加拿大多伦多交易所（2000年）/2002/11/15
- 13、伦敦证券交易所（2000年）/2001/7/20
- 14、德国证券交易所（2000年）/2001/2/5
- 15、泛欧证券交易所（2000年）/2001/7/10
- 16、纳斯达克证券市场（2000年）/2002/7/1
- 17、墨西哥证券交易所（2000年）
- 18、加拿大蒙特利尔证券交易所（2000年）
- 19、日本东京证券交易所（2001年）/2009年底前
- 20、日本大阪证券交易所（2001年）/2004/4/1
- 21、挪威奥斯陆交易所（2001年）/2001/5/28
- 22、菲律宾证券交易所（2001年）/2003/12/15
- 23、匈牙利布达佩斯证券交易所（2002年）
- 24、瑞士交易所（2002年）
- 25、新西兰证券交易所（2002年）/2003/7/10
- 26、西班牙证券交易所（2002年）
- 27、马来西亚交易所集团（2004年）/2005/3/18



## 走向公司制交易所的优点

---

- 更快速的筹资
- 进行合并
- 跨国合作



## 柜台交易市场

---

- **柜台交易市场是指证券商在证交所以外的证券公司及其他证券经营机构专设证券柜台，通过柜台与顾客直接进行证券交易的市场。**
- **柜台交易的特点：分散性、直接性、协议性。**
- **目前许多外汇、利率、衍生商品相关证券是经过柜台交易。**



## 分散式市场(decentralized market)

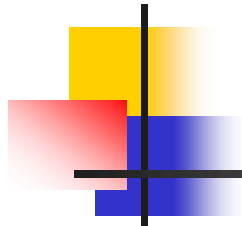
- 1971年, National Association of Securities Dealers Automated Quotations (全国证券交易商协会自动报价系统) 成立, 仅提供报价服务, 首家电子化的股票市场。
  - 证券公司通过电子系统交易, 与NYSE拥有一个交易大厅显然不同。
- 1990年, NASDAQ改名为NASDAQ Stock Market, NASD同时成立OTCBB。
- 1998年, NASDAQ与美国证券交易所 (AMEX)合并。
- 2006年, NASDAQ正式获SEC核准成为 “Exchange”



## 第三市场

---

- **第三市场是指已在证交所上市的证券，在证交所外进行交易的证券交易市场，即已上市证券的场外交易市场。**
  - **主要为机构投资者进行大宗交易**
  - **NYSE禁止交易所会员在第三市场交易（Rule 390），2000年后解除该法规。**



## 第四市场

---

- **第四市场是指不用通过任何证券中介机构，由买卖双方直接协商，并利用彼此间的电子计算机网络(ECN)进行大批量证券交易的场外交易市场。**
- **第四市场的特点**
  - **交易成本低；**
  - **成交迅速；**
  - **保守交易秘密；**
  - **不对证券市场产生冲击；**
  - **对证券市场的监管形成了挑战。**



# 美国股票交易市场种类

MARKET TYPE	EXAMPLES	DOLLAR VOLUME
Primary listing markets	New York Stock Exchange	11,060
	American Stock Exchange	945
	The Nasdaq National Market	20,274
	The Nasdaq SmallCap Market	122
	OTC Bulletin Board Service	101
	National Quotation Service Pink Sheets	20
Regional markets	Boston Stock Exchange	258
	Chicago Stock Exchange	1,190
	Cincinnati Stock Exchange	173
	Pacific Exchange	157
	Philadelphia Stock Exchange	80
Third market dealers	Madoff Investment Securities	1,000+
	Knight Trading Group	1,000+
Third market brokers	Jefferies Group	NA
	ITG	NA
Electronic communications networks (ECNs)	Archipelago	777
	BRUT ECN	NA
	Instinet	3,336
	Island	3,449
	REDIBook	NA
Other alternative trading systems	POSIT	335
	Global Instinet Crossing	NA
	Arizona Stock Exchange	0.2





# 证券交易的机制

---



## 报价驱动制度 (quote-driven)

---

- 报价驱动制度是指某些特定的**证券交易商(dealer)**或**做市商(market maker)**，不断向公众交易者报出某些特定证券的买卖价格，并在所报价格上接受公众买卖要求。
  - 一般为柜台交易场所采用。
  - 大部分创业板市场都采用了做市商制度。



## 报价驱动制度的基本特征

- 做市商给出某一证券的买入价和卖出价、**保证买入和卖出数量 (firm quote)**。
  - 做市商持有固定数量的库存。
  - **Soft quote**: 可修正报价或拒绝交易, 也称为indication of interest.
- 证券商则**通过买卖报价的适当差额来补偿所承担的风险**, 并实现一定的利润。
- 做市商从买卖报价的差额中获取收益, 买卖差价也是**衡量市场质量的重要指标**。



## 报价驱动制度的基本特征

---

- **Quote only by request**
  - 公司债券市场
- **Continuously quote (连续报价)**
  - NASDAQ



## 指令驱动制度 (order-driven)

---

- 指令驱动制度是指证券交易开市时由**竞价形成**，随后交易系统对不断进入的投资者的交易指令，**按价格与时间优先原则**排序，将买卖指令配对竞价成交的制度。
- 竞价方式主要有集合竞价与连续竞价



# 报价驱动制度与指令驱动制度的区别

## 1、价格形成方式不同。

- 报价驱动制度由做市商报出的，而指令驱动制度的交易价格是竞价形成的。
- 前者从交易系统外部输入价格，后者成交价格是在交易系统内部生成的。

## 2、信息传递的范围与速度不同。

- 采用做市商制度，投资者买卖指令首先报给做市商，做市商是唯一全面及时知晓买卖信息的交易商，而成交量与成交价随后才会传递给整个市场。
- 在指令驱动制度中，买卖指令、成交量与成交价几乎是同步传递给整个市场的。

## 3、交易量与价格维护机制不同。

- 在报价驱动制度中，做市商有义务维护交易量与交易价格。
- 指令驱动制度则不存在交易量与交易价格的维护机制。

## 4、处理大额买卖指令的能力不同。

# 上海证券交易所债券交易市场

	竞价交易机制	大宗交易机制	报价交易机制
准入方式	会员及拥有交易单位的机构直接交易 其他机构由具有经纪业务资格的会员代理参与		交易商直接参与 非交易商代理参与
交易时间	集合竞价 9:15-9:25	意向申报 9:30-11:30 13:00-15:30	9:30 -11:30 13:00 -15:00
	连续竞价 9:30-11:30 13:00-15:00	成交申报 15:00-15:30	
申报方式	订单种类：限价订单	交易单位：手（=10张）	交易单位：手（=10张）
	交易单位：手（=10张）	计价单位：百元面值价格	计价单位：百元面值价格
	计价单位：百元面值价格	变动单位：0.01元	变动单位：0.001；
	变动单位：0.01元	申报数量：国债每笔不低于1万手；其他债券每笔不低于1000手	申报数量：国债500万 公司债100万元
	申报数量：1手整数倍,不超过1万手		
交易方式	集合竞价、连续竞价 价格优先、时间优先	意向申报、成交申报	确定报价、询价、协议
			意向申报、成交申报等
价格控制	价格笼子、熔断机制	价格限制（30%）	价格限制（10%）



# 投行在证券交易中的作用

---

- **证券经纪业务 (brokerage services)**
- **证券自营业务 (proprietary trading)**
- **证券融资融券业务 (margin trading)**
- **证券做市商 (market making)**





# 证券经纪业务

---



## 证券经纪业务定义

---

- **证券经纪业务是指证券公司（投行）通过其设立的证券营业部，接受客户委托，按照客户的要求，代理客户买卖证券并收取一定佣金的业务。**



## 证券经纪商的作用

---

- 充当证券买卖的媒介
- 解决清算交割的问题
- 成为投资者与交易所或交易商的桥梁
- 提供咨询服务



## 证券买卖的媒介

---

- 接受投资者指令，并寻找买卖家。
- 成为散户投资人与交易商（dealers）的媒介
  - 一般机构投资人直接面对交易商进行交易
- 经纪商必须拥有专业交易技能



## 经纪商扮演清算交割的角色

---

- **解决交易员之间的信任问题**
  - **检查所有交易员与其他经纪商的信用评级**
- **当投资者无法履行交割责任时，经纪商必须解决该问题**



## 经纪商扮演清算交割的角色

---

- 面临投资者不履行交割责任时，一般有两种做法：
  - 经纪商保证清算，代替客户交割（Guarantee）
  - 经纪商不代替客户交割清算（Vouch），该做法会影响经纪商本身的信用
- 经纪商可清算客户的证券户，弥补所承担的损失。



## 经纪商提供客户交易平台

---

- 提供客户一个直接通道至交易所的交易平台
  - 交易平台一般为ECNs或Electronic order routing systems.
- 经纪商承担清算交割的责任



## 大量交易的管理

---

- **管理客户的下单指令，尤其是大量交易**
  - **如何有效的完成大量交易指令是经纪商的责任**
  - **经纪商也必须能判定市场是否有存在异常交易量，一般大客户不会只有和一家经纪商往来。**





## 提供咨询服务

---

- **经纪商可提供交易咨询服务，证券选择的推荐**
- **经纪商可通过咨询服务扩大客户群**
  - **更大的客户群就可以更有效率的完成大量交易**



# 经纪商公司的结构

---

- Front office
- Back office
  - 账户管理
  - 清算与交割
  - 提供市场数据
  - 信用管理
  - 法务相关管理
  - 风险管理



# 经纪商公司的结构

---

- Compliance officer
  - 针对法规的执行，如防洗钱等
- Risk manager
  - 金融风险管理、自营业务风险管理、信用风险管理
  - 监视是否有不合规的交易(unauthorized trading)
- 规模较小的公司，compliance office与risk management是同一个部门。



# 经纪商与交易商

## The Sell Side of the Trading Industry

TRADER TYPE	GENERIC EXAMPLES	WELL-KNOWN U.S. EXAMPLES	WHY THEY TRADE
Dealers	Market makers Specialists Floor traders Locals Day traders Scalpers	Spear Leads & Kellogg LaBranche & Co. Bernard L. Madoff Investment Securities Knight Trading Group TimberHill LLC	To earn trading profits by supplying liquidity
Brokers	Retail brokers Discount brokers Full-service brokers Institutional brokers Block brokers Futures commission merchants	Charles Schwab & Co. E*Trade Dreyfus Brokerage Services Abel/Noser Corp. XpressTrade Cargill Financial Markets Group	To earn commissions by arranging trades for clients
Broker-dealers	Wirehouses	Goldman Sachs Merrill Lynch Salomon Smith Barney Morgan Stanley Dean Witter Credit Suisse First Boston	To earn trading profits and trading commissions



# Broker-dealers

---

- 经纪商协助客户寻找最好的价格，交易商希望收取更高的价格（如果客户是买方）
  - **Internalization:** 当客户下令委托买卖时，不再寻找交易对象，直接成为客户的交易对手。
  - **Front-running:** 交易商选择先处理自己的订单，再完成客户的委托需求。



# 美股交易手续费归零的趋势

---

- 受到**Robinhood**的竞争，许多专业经纪商推出零交易手续费
- **2019年10月2日**，**Charles Schwab**公告所有美国加拿大股票、**ETF**交易手续费自**10月7日**起降至零。其他经纪商**Ameritrade**、**E\*Trade**跟进零交易手续费的政策。



# 美股交易手续费归零的趋势

---

- 网络经纪商的收入来源：
  - 押金的利息收
  - 融资券手续费
  - **Payment for order flow**, 出售客户的交易单给其他交易商如**Citadel**
- 其他业务：
  - 资产管理
  - **ETF**的交易管理



## 证券经纪业务的主要风险

---

- **交易风险: 主要指交易过程中发生的错误**
  - 审单不慎接受了客户约定不明的委托
  - 输入指令有误或延误申报时机
  - 清算交割发生错误
- **违规风险**
- **系统风险**
- **技术风险**





## 客户交易结算资金第三方存管

---

- **客户交易结算资金第三方存管——简称“第三方存管”，是以每个客户名义在存管银行单独立户管理为基础，通过引入银行监督机制以及封闭式、集中式银证转账与银行渠道查询等手段，保障客户资金安全。**



## 经纪人制度

---

- 经纪人的两个层次

- 法人机构——证券经纪商

- 自然人



## 证券经纪人含义

---

- **证券经纪人**，指目前在证券经营机构专门从事客户招揽、客户服务、产品销售业务，其薪金所得与其所招揽客户资产额、交易量或产品销售量挂钩的市场开发人员，特指**自然人**形态的证券经纪人。



## 中国证监会发布的《证券经纪人管理暂行规定》 2009年4月13日起施行。

- 证券经纪人应当通过所服务的证券公司向中国证券业协会办理执业注册登记，并领取由所服务的证券公司颁发的证券经纪人证书，之后方可执业。
- 证券公司与证券经纪人之间是委托代理关系
  - 经纪人是从证券公司取得报酬，并非客户
- 客户资源不属于证券经纪人
- 证券经纪人只能接受一家证券公司的委托



## 根据证券公司的授权，从事下列部分 或者全部活动

---

- 向客户介绍证券公司和证券市场的基本情况；
- 向客户介绍证券投资的基本知识及开户、交易、资金存取等业务流程；
- 向客户介绍与证券交易有关的法律、行政法规、证监会规定、自律规则和证券公司的有关规定；
- 向客户传递由证券公司统一提供的研究报告及与证券投资有关的信息；
- 向客户传递由证券公司统一提供的证券类金融产品宣传推介材料及有关信息



# 美国证券经纪人制度

---

- 证券经纪人在美国有不同的称谓，二十世纪初美林证券的创始人查理·美瑞尔称证券经纪人为“账户执行官”，目前“财务顾问 (Financial Consultant)”是最为流行的称呼。
- 美国在1934年证券交易法第三条第八款将证券经纪人定义为“任何代理他人从事证券交易业务的人”。
- 美国法院使用下列判断的标准：
  - (1) 该人代理他人买卖证券，从事了证券业务，代理活动不一定是全国的；
  - (2) 在从事证券买卖中，该人收取了佣金或其他形式的补偿；
  - (3) 该人向公众显示自己为经纪人；
  - (4) 该人代客户保管了资金或证券。



# 美国证券经纪人资格

- 必须在联邦证券交易委员会(**SEC**)注册, 领取执照, 需要满足的条件是:
  - 必须被一家在**联邦证券交易委员会注册**的经纪公司所雇佣;
  - 其次在进入经纪公司后, 要填写一系列表格, 详细说明自己过去十年的就业史、工作单位、离职原因、失业期间的活动、接受学校正规教育等等, 并接受表格真实程度的调查。
  - 在完成初选后, 按规定至少**接受4个月的专业培训**, 然后参加由纽约证券交易所和全国证券商公会主持的基础知识, 各种证券知识, 各种证券交易程序、手续和客户帐户管理, 各种证券分析方法及联邦政府和证券业对证券交易的所有规章条例等,
  - 考试通过后, 参与者只是**取得经纪人资格**, 要经所属会员公司将一些参考条件上报全国证券商协会批准才成为**持牌注册经纪人**。



# 美国证券经纪人的类别

---

## (1) 佣金经纪商

- 是指接受客户委托，在证券交易所内代理客户买卖证券，并收取佣金的证券经纪商。

## (2) 场上经纪商

- 是在交易所交易大厅内由佣金经纪商所雇佣，在佣金经纪商业务繁忙或其业务代理发生困难时，代其进行证券买卖并收取佣金的经纪人。

## (3) 专业经纪人

- 是指在交易所内固定从事特殊种类证券交易的经纪人，兼有经纪人和自营商的双重身份，也就是说，专业经纪人即接受一般经纪人的再委托，也在交易柜台中专营一种或数种证券的交易。

## (4) 零股经纪人

- 也称折扣经纪商，即为减少个人投资者佣金负担，只替客户完成交易，不提供交易其他服务的经纪商。



- ❖ 在香港，经纪人首先要参加香港证券专业学会注册考试，成为证监会注册人，取得牌照。考试分为基本课程考试和文凭课程考试；其次要参加每年5小时以上的持续教育，作为牌照年检的必要条件；第三，持有牌照者如有不良行为，立即会被证监会取消牌照；第四，由于香港银证混业经营，为给客户提供优良的金融套餐，证券经纪人特别是独立经纪人一般都要考证券、银行、保险三个牌照。
- ❖ 借鉴美国、香港的经验，在我国建立统一的证券经纪人资格考试及等级考核制度。规定要想成为证券经纪人，首先应通过国家统一组织的证券经纪人资格认定考试；建立证券经纪人注册管理制度和信用档案。由证券业协会建立证券经纪人职业档案、对证券经纪人参加的业务培训、执业经历、诚信记录进行跟踪管理，并对证券经纪人执业行为进行注册管理。



## 佣金制度的发展演变

---

### 1、世界证券市场佣金制度的发展趋势

- (1) 佣金自由化;
- (2) 佣金水平普遍降低;
- (3) 大宗交易和小额交易的佣金标准有区分。

### 2、我国证券市场佣金制度的变革 《关于调整证券交易佣金收取标准的通知》

2002年以后: 佣金是3‰向下浮动制。(不足5元的, 按5元收取)



## 美国主流经纪人模式

类别	分类标准	代表券商	经纪业务模式
第一类	以实体营业部为主	美林证券	基于财务顾问制度的模式
第二类	实体营业部与网上交易并重	嘉信理财	网上网下两条腿走路的嘉信模式
第三类	网上交易为主，实体营业部很少	E*trade	锻造网络金融超市的模式



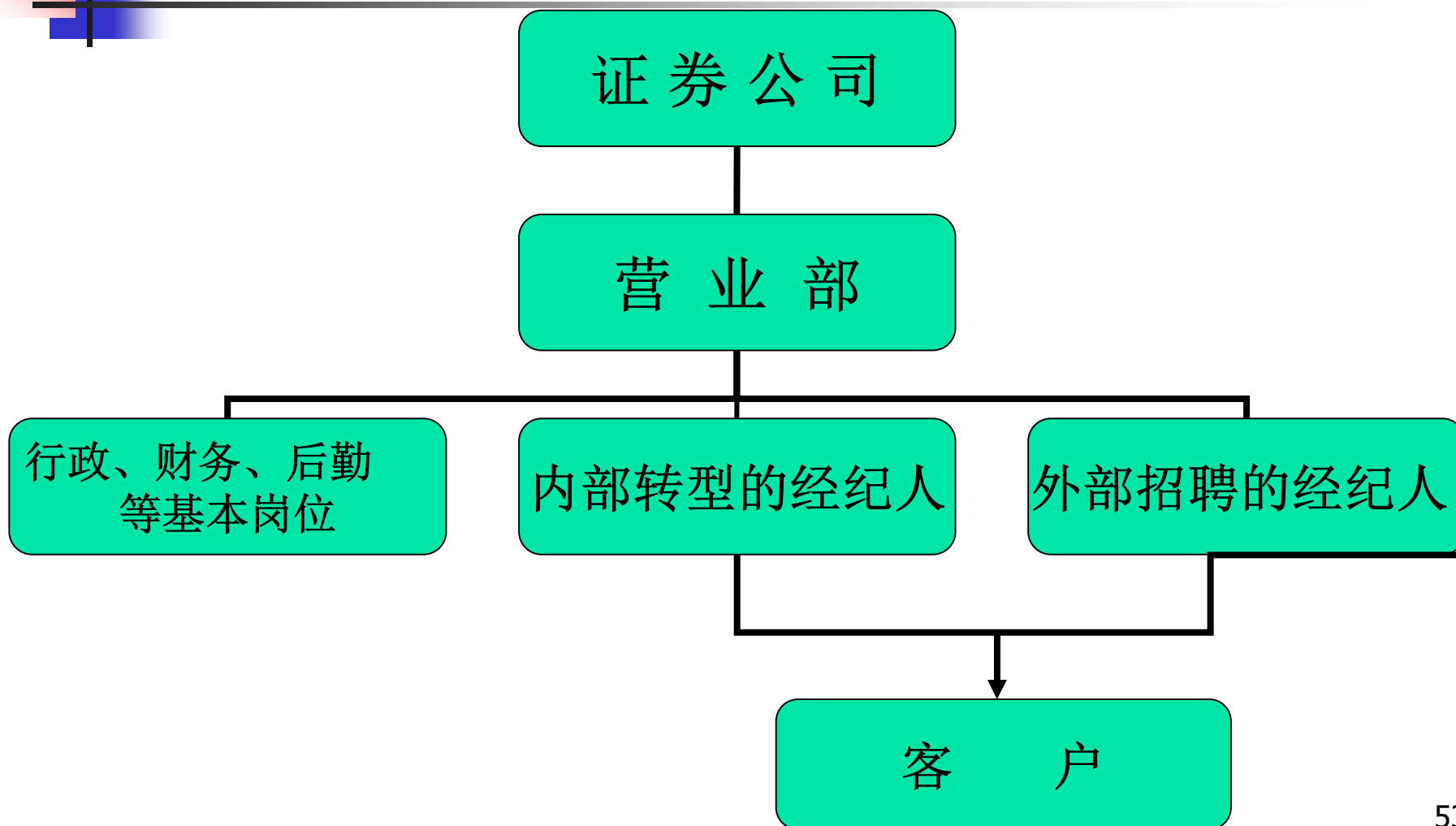
## 我国的证券经纪人模式

---

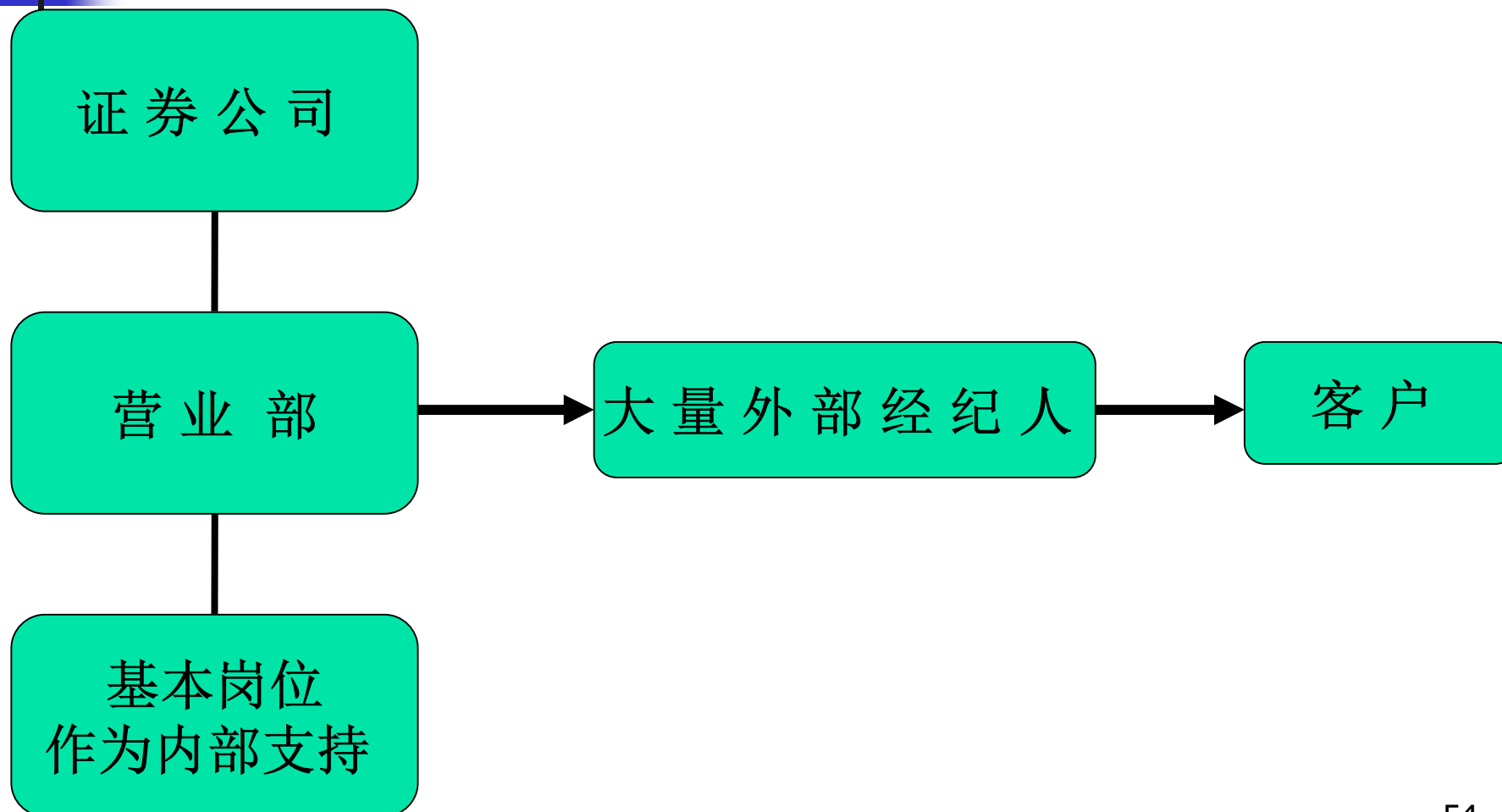
- **我国的全员市场模式**
  - 营业部除了后勤岗位外,其余员工都是一线证券经纪人
- **我国的完全外挂模式**
  - 除了基本岗位,其余员工都是外部经纪人
- **我国的稳健金字塔模式**
  - 借鉴保险代理人体系的做法,设置市场营销部.营销部下  
有若干业务团队.



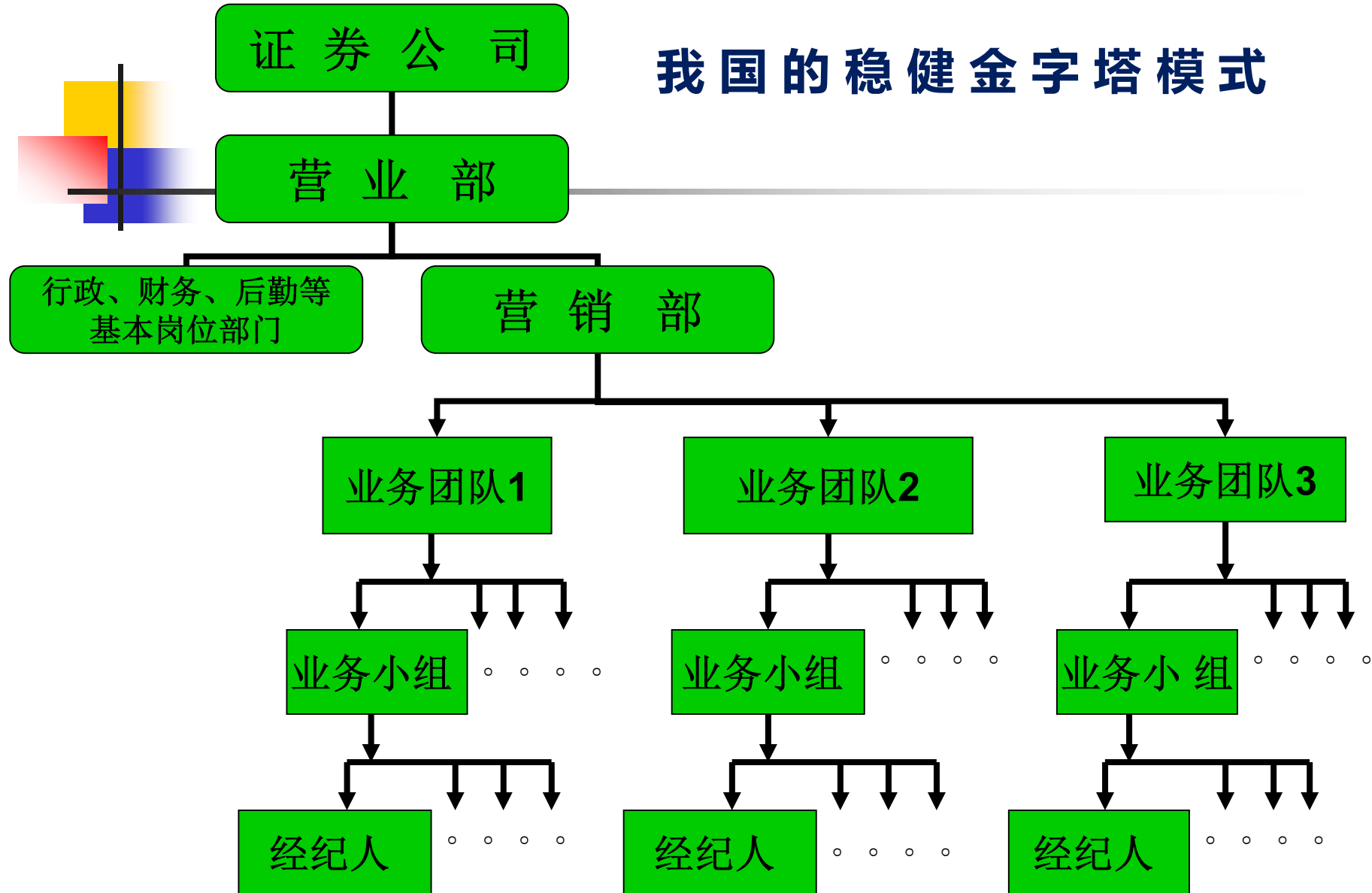
# 我国的全员市场模式



## 我国的完全外挂模式



## 我国的稳健金字塔模式





# 证券自营业务

---





## 一、证券自营定义

---

- 证券自营是指投行以盈利为目的，运用**自有资金和融资**进行证券买卖。
- 证券自营业务与证券经纪业务的比较：
  - 决策和操作上的自主性
  - 自营业务承担市场风险,**必须保持合理的流动性资产**



## 证券自营业务风险防范

---

- 我国券商**自营权益类证券**（股票、权证、股票型基金等）的合计额不得超过净资产的100%，**自营固定收益类证券**的合计额不得超过净资产的500%
- 持有一种**权益类证券**的成本不得超过净资产的30%
- 持有一种**权益类证券**的市值与其总市值的比例不得超过5%



# 新版《证券公司风险资本准备计算标准》

- 证券经纪业务
  - 按托管客户的交易结算资金总额的**3%**计算经纪业务风险资本准备。
- 证券自营业务
  - 分别按自营权益类证券规模、固定收益类证券规模的**20%、10%**计算自营业务风险资本准备。
- 证券承销业务
  - 分别按承担**包销义务**的股票、公司债券、政府债券承销金额的**15%、8%、4%**计算承销业务风险资本准备。
- 证券资产管理业务
  - 分别按专项、集合、定向资产管理业务规模的**8%、5%、5%**计算资产管理业务风险资本准备。
- 融资融券业务
  - 分别按对客户融资业务规模、融券业务规模的**10%**计算融资融券业务风险资本准备。



## 证券自营业务的类型

---

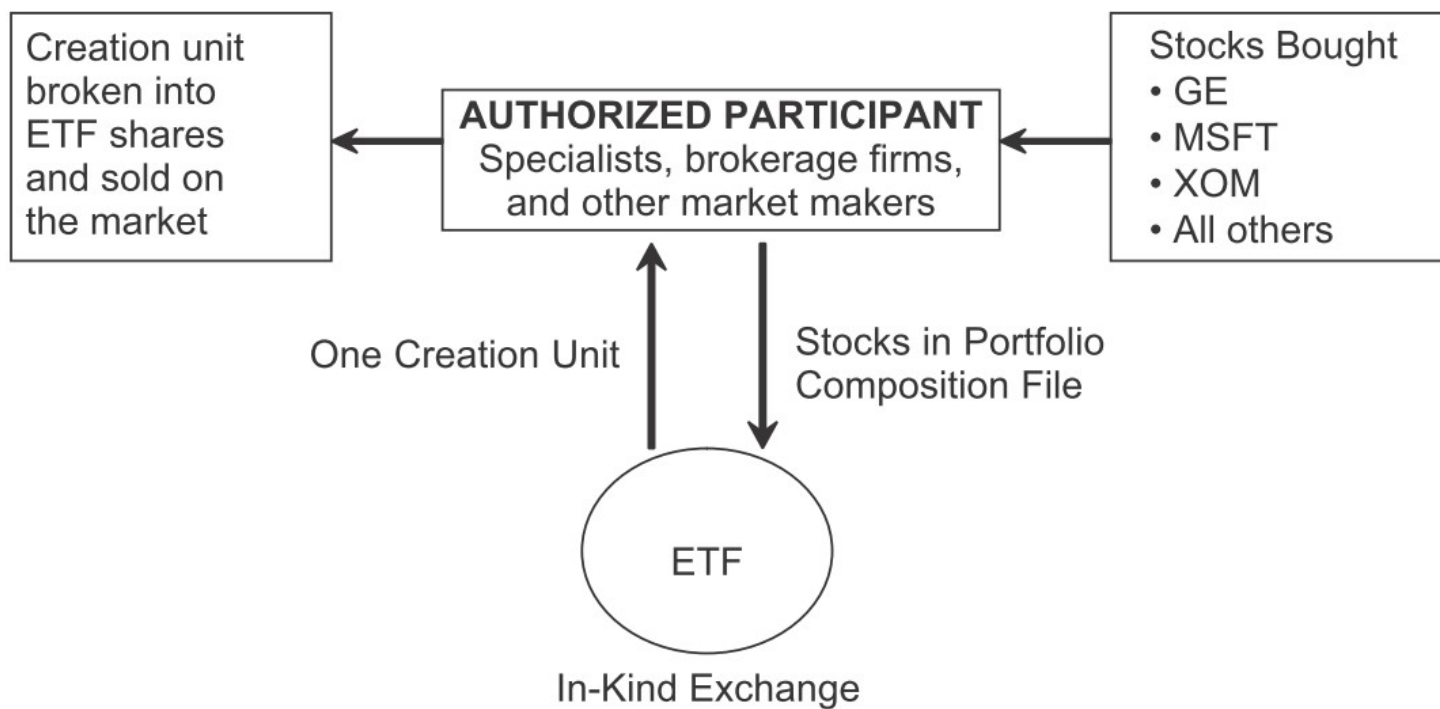
### ■ 投机交易

- 期望能够通过正确预测证券价格的变动方向来谋取利润，即采取低吸高抛的方式来谋取利润。

### ■ 套利交易

- 试图利用不同市场或不同形式的同类或相似金融产品的价格差异牟利。
- 包括无风险套利和风险套利。最理想的状态是无风险套利。

# ETF的一级自营商





# Leveraged ETF (正反杠杆ETF)

---

- 保证每一段时间的收益率是某指数变动率的特定倍数
- Example: Direxion **Daily** S&P 500 **Bull 2x** Shares
  - S&P 500 一天涨1%，该ETF涨2%
- 假设发行规模\$100，发行者使用现金投资\$100，融资\$100，共投资指数\$200。
  - 若收盘涨1%，投资组合升至\$202，投资人可得2%收益率。
  - ETF现在价值为\$102，发行者必须再融资\$2，共投资指数\$204。



# 短期的倍数 $\neq$ 长期的倍数

**Illustration for longer-term multiples on leveraged ETFs**

	SSO	SPY	SSO	SPY	SSO	SPY
Beginning Price (\$)	100	100	100	100	100	100
Day1 Returns (2x)	10%	5%	-10%	-5%	10%	5%
Price @ Day1 (\$)	110	105	90	95	110	105
Day2 Returns (2x)	10%	5%	-10%	-5%	-10%	-5%
Price @ Day 2 (\$)	121.00	110.25	81.00	90.25	99.00	99.75
Total Returns	21.00%	10.25%	-19.00%	-9.75%	-1.00%	-0.25%
Ending Multiple (x)	2.05		1.95		4.00	



## 光大证券乌龙指事件

- **2013年8月16日上午11点多**，光大证券策略投资部拟以每份约**1.64元**的价格购买**3000万份50ETF**，但下单时错录为**3000万手**，导致交易金额放大**100倍**，金额约**50亿元**，引发**ETF基金**自动购买成分蓝筹股以及其他程序化交易的资金迅速跟进场，银行石油石化等大蓝筹瞬时涨停，上证指数瞬间大涨**5%**。
- 中午停盘后，光大证券紧急应对危机。通过光大期货增仓股指期货空单**7000手**，动用资金约**7亿**，对冲股票市值约**50亿元**，以化解头寸风险。据判断光大证券只要在当天解决购买**50ETF的50亿**和股指期货的**7亿**资金问题，就可在技术层面化解这次危机，不会发生太大实际损失。





# 光大证券乌龙指事件

---

- 事后光大被**罚523,285,668.48**资金，被定性为**内幕交易**。因为在没有告之市场乌龙指事件时，就去紧急应对危机做期货增仓股指期货空单。也致使**2013**年前的光大**AA**评级因巨额度罚款业绩不佳下滑，**2013年—2016**年光大证券评级为**C**。
- **2013年11月14**日，中国证监会作出《行政处罚决定书》，其相关责任人徐浩明、杨赤忠、沈诗光、杨剑波被处以终身证券市场禁入；对时任董事会秘书梅键的信息误导行为，责令改正，并处以**20**万元罚款；对光大证券处以共计**523,285,668.48**元罚没款。



## 全球股市乌龙事件

---

- 股市中的“乌龙指”是指股票交易员、操盘手、股民等在交易的时候，不小心敲错了价格、数量、买卖方向等事件的统称。
- **2005年12月8日**上午，日本瑞穗证券在接受委托卖出日本嘉克姆公司股票的交易中，操盘手错误地将“以每股**61**万日元卖出**1**股”的指令输入成“以每股**1**日元的价格卖出**61**万股”。这一事件令瑞穗证券蒙受**407**万亿日元的巨额损失，被称为“世界最大乌龙指事件”。
- 中国股市的**5**例乌龙事件，除了光大证券的乌龙案，其余**4**例均为操作人员疏忽，下单时下错方向造成失误。



# 融资融券业务

---



## 一、融资融券业务定义

---

- 是指向客户出借资金供其买入证券或出具证券供其卖出证券并由客户交存相应担保物的经营活动。
- 由融资融券业务产生的证券交易称为融资融券交易。
  - 融资买入——就是投资者以保证金作抵押，融入一定的资金来买进证券，而后在规定的时间内偿还资金。投资者融资买入证券后，**可通过卖券还款或直接还款的方式向会员偿还融入资金。**
  - 融券卖出——就是做空。即投资者融入证券卖出，以保证金作为抵押，**在规定的时间内再以证券归还。**



## 证券公司申请融资融券业务资格条件

---

- 主要两大条件：
  - 证券公司分类评价为**B**类以上
  - 最近**6**个月净资本均在**30**亿元以上

# 上海证券交易所融资融券交易实施细则

第七条 证券公司申请融资融券业务资格，应当具备下列条件：

- （一）具有**证券经纪业务资格**；
- （二）公司治理健全，内部控制有效，能有效识别、控制和防范业务经营风险和内部管理风险；
- （三）公司最近 2 年内不存在因涉嫌违法违规正被证监会立案调查或者正处于整改期间的情形；
- （四）财务状况良好，**最近 2 年各项风险控制指标持续符合规定，注册资本和净资本符合增加融资融券业务后的规定**；
- （五）客户资产安全、完整，客户交易结算资金第三方存管有效实施，客户资料完整真实；
- （六）已建立完善的客户投诉处理机制，能够及时、妥善处理与客户之间的纠纷；
- （七）已建立符合监管规定和自律要求的客户适当性制度，实现客户与产品的适当性匹配管理；
- （八）信息系统安全稳定运行，最近 1 年未发生因公司管理问题导致的重大事件，融资融券业务技术系统已通过证券交易所、证券登记结算机构组织的测试；
- （九）有拟负责融资融券业务的高级管理人员和适当数量的专业人员；
- （十）证监会规定的其他条件。

# 深圳证券交易所融资融券交易实施细则

证券公司申请融资融券业务资格，应当具备下列条件：

- (一) **经营证券经纪业务已满3年；**
- (二) 公司治理健全，内部控制有效，能有效识别、控制和防范业务经营风险和内部管理风险；
- (三) 公司及其董事、监事、高级管理人员最近2年内未因违法违规经营受到行政处罚和刑事处罚，且不存在因涉嫌违法违规正被证监会立案调查或者正处于整改期间的情形；
- (四) 财务状况良好，**最近2年各项风险控制指标持续符合规定，注册资本和净资本符合增加融资融券业务后的规定；**
- (五) 客户资产安全、完整，客户交易结算资金第三方存管有效实施，客户资料完整真实；
- (六) 已建立完善的客户投诉处理机制，能够及时、妥善处理与客户之间的纠纷；
- (七) 信息系统安全稳定运行，最近1年未发生因公司管理问题导致的重大事故，融资融券业务技术系统已通过证券交易所、证券登记结算机构组织的测试；
- (八) 有拟负责融资融券业务的高级管理人员和适当数量的专业人员，**融资融券业务方案和内部管理制度已通过中国证券业协会组织的专业评价；**
- (九) 证监会规定的其他条件。



## 融资融券交易模式

---

- 在证券融资融券交易中，包括证券公司向客户的融资、融券和证券公司获得资金、证券的转融通两个环节。
- 这种转融通的授信有集中和分散之分。
  - 在集中授信模式下，其由专门的机构例如证券金融公司提供；
  - 在分散模式下，转融通由金融市场中有资金或证券的任何人提供。





# 中国证券金融股份有限公司

---

- 2011年10月19日成立，股东为沪深证券交易所与中证登公司，**主要提供转融通服务。**
- 除了提供转融通服务之外，肩负对**融资融券业务运行情况的监控、监督职能。**
- **证券金融公司融出的每种证券余额不得超过该证券可流通市值的5%。**
- 不以盈利为目的

## 全球主要融资融券业务模式比较

	美国	日本	中国台湾
业务模式	分散信用模式	集中信用模式—单轨制	集中信用模式—双轨制
主要融资来源	1.自有资金; 2.抵押贷款; 3.债券回购; 4.客户保证金余额	1.自有资金; 2.抵押贷款; 3.债券回购; 4.证券金融公司转融。	1.自有资金; 2.抵押贷款; 3.债券回购; 4.证券金融公司转融。
主要融券来源	1.融资业务取得的抵押券; 2.自有证券; 3.金融机构 (其他证券公司、养老金、保险公司) 借入证; 4.客户证券余额。	1.融资业务取得的抵押券; 2.自有证券; 3.从证券金融公司借入证券。	1.融资业务取得的抵押券; 2.自有证券; 3.从证券金融公司借入证券。



# 分散信用模式

---

- 投资者向证券公司申请融资融券，由证券公司直接对其提供信用。当证券公司的资金或股票不足时，向金融市场融通或通过借贷取得相应的资金和股票。
- 这种模式建立在发达的金融市场基础上，不存在专门从事信用交易融资的机构。
- 这种模式以美国为代表，香港市场也采用类似的模式。



## 集中信用模式——单轨制

---

- 券商对投资者提供融资融券，同时设立半官方性质的、带有一定垄断性质的**证券金融公司**为证券公司提供资金和证券的转融通，以此来**调控流入和流出证券市场的信用资金和证券量**，对证券市场信用交易活动进行机动灵活的管理。
- 这种模式以**日本、韩国**为代表。



## 集中信用模式——双轨制

---

- 在证券公司中，只有一部分拥有直接融资融券的许可证的公司可以为客户提供融资融券服务，然后再从证券金融公司转融通。而没有许可的证券公司只能接受客户的委托，代理客户的融资融券申请，由证券金融公司来完成直接融资融券的服务。这种模式以中国台湾地区为代表。
- 自办融资融券业务的券商必须针对关联账户的授信额度进行合并控管。



## 融资融券管理机制—证券资格认定

- 不同证券的质量和价格波动性差异很大，将直接影响到信用交易的风险水平。信用交易证券选择的主要标准是股价波动性较小、流动性较好，因此应选择主营业务稳定、行业波动性较小、法人治理结构完善、流通股本较大的股票。在实际操作上，我国上证**50**或沪深**300**指数的成份股作必要调整来确定信用交易股票，由交易所定期公布。（我国最早确定的可作为融资融券交易的股票集中于少数大盘蓝筹。）



## 融资融券管理机制—保证金比例

- 保证金比例是影响证券融资融券交易信用扩张程度最为重要的参数，包括**最低初始保证金比例**和**维持保证金比例**。
- 美国规定的初始保证金比例为**50%**，融资的维持保证金比例为**25%**，融券的维持保证金比例则根据融券的股价而有所不同。



## 融资融券管理机制—保证金比例

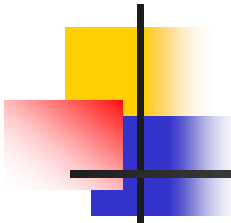
---

- 我国初始保证金比例确定为**50%**，融资与融券的维持保证金比例在**130%**左右。

融资保证金比例=保证金/(融资买入证券数量\*买入价格)\***100%**

融券保证金比例=保证金/(融券卖出证券数量\*卖出价格)\***100%**





## 融资融券管理机制—单只股票的信用额度管理制度。

---

对个股的信用额度管理是为了防止股票被过度融资融券而导致风险增加或被操纵。参照海外市场的经验，当一只股票的融资融券额达到其流通股本**25%**时，交易所应停止融资买进或融券卖出，当比率下降到**18%**以下时再恢复交易，当融券额超过融资额时，应停止融券交易，直到恢复平衡后再重新开始交易。



## 融资融券管理机制——对融资融券的限额管理

---

- 规定券商对投资者融资融券的总额不应该超过净资本的一定限度，
- 规定券商在单个证券上的融资和融券额度与其净资本的比率，
- 规定券商对单个客户的融资和融券额度与其净资本的比率。



## 融资融券管理机制—对融资融券的限额管理

---

- 如台湾地区规定，单个证券公司对单个证券的融资不应该超过**10%**，融券不应该超过**5%**，对客户的融资融券总额不能超过其资本金的**250%**。
- 我国的《证券公司风险控制指标管理办法》（征求意见稿）规定，对单个客户融资或融券业务规模分别不得超过净资本的**1%**，对所有客户融资或融券业务规模分别不得超过净资本的**10倍**。

## 维持担保比例

维持担保比例是指客户担保物价值与其融资融券债务之间的比例。其计算公式为：

**维持担保比例=（现金+信用证券账户内证券市值总和）/（融资买入金额+融券卖出证券数量×市价+利息及费用总和）**

比如客户有100万资产，通过融资融券总共借来200万的资产，这时担保比例 =  **$(100+200) / 200 = 150\%$**

若客户继续融资融券，总共借来的资产达到250万，那担保比例就是**140%**。

取保线	警戒线	平仓线
当客户信用账户维持担保比例高于取保线时，客户可以提取超出部分的担保物。但提取担保物后，客户账户维持担保比例应不低于 300% 。	当客户信用账户维持担保比例低于警戒线时，公司将通知客户及时追加保证金。	当客户信用账户维持担保比例低于平仓线时，公司将通知客户在合同约定的时间内追加保证金，若客户没有在合同约定时间内补足担保物，公司将按合同约定对客户信用账户资产进行强制平仓处理。

## 各证券公司维持担保比例

	中信 证券	华泰 证券	国泰 君安	海通 证券	申万 宏源	广发 证券	招商 证券	中国 银河	国信 证券	中信 建投
平仓线	130%	130%	110%	130%	130%	130%	130%	130%	130%	110%
追保解除线	140%						140%			
追加线		140%								130%
警戒线			130%			150%			140%	145%
关注线			140%							
预警线							150%		150%	
取保线	300%	300%	300%	300%	300%	300%	300%	300%	300%	300%
追保后最低维 持担保比例				130%	130%			140%		
补仓维持担保 比例				150%				150%		

## 各证券公司收取的相关费率

20150301金融机构1年贷款基准利率由5.6%降到5.35%后

	中信 证券	华泰 证券	国泰 君安	海通 证券	申万 宏源	广发 证券	招商 证券	中国 银河	国信 证券	中信 建投
融资利率	8.35%	8.35%	8.35%	8.35%	8.35%	8.35%	8.35%	8.35%	8.35%	8.35%
融券费率	8.35%	8.35%	8.35%	8.35%	8.35%	8.35%	10.35%	8.35%	8.35%	8.6%

# 各证券公司标的证券——中信证券标的证券

## 上海证券交易所

股票代码	股票简称	融资保证金比例	融券保证金比例
510050	<b>50ETF</b>	<b>100%</b>	<b>50%</b>
510160	小康ETF	100%	50%
510180	180ETF	100%	50%
510230	金融ETF	100%	50%
510300	300ETF	100%	50%
510310	HS300ETF	100%	50%
510330	华夏300	100%	50%
510390	平安300	100%	50%
.....	.....	.....	.....

## 深圳证券交易所

股票代码	股票简称	融资保证金比例	融券保证金比例
000001	<b>平安银行</b>	<b>100%</b>	<b>50%</b>
000002	万 科 A	100%	50%
000006	深振业 A	100%	50%
000008	神州高铁	100%	50%
000009	中国宝安	100%	50%
000012	南 玻 A	100%	50%
000022	深赤湾 A	100%	50%
000027	深圳能源	100%	50%
.....	.....	.....	.....

# 华泰证券标的证券

上海证券交易所

序号	证券代码	证券简称	融资保证金比例	融券保证金比例
1	510050	<b>50ETF</b>	<b>1</b>	<b>0.7</b>
2	510160	小康ETF	1	0.7
3	510180	180ETF	1	0.7
4	510230	金融ETF	1	0.7
5	510300	300ETF	1	0.7
6	510310	HS300ETF	1	0.7
7	510330	华夏300	1	0.7
8	510390	平安300	1	0.7
...	.....	.....	.....	.....
552	603858	步长制药	1	0.7
553	603993	洛阳钼业	1	0.7

深圳证券交易所

序号	证券代码	证券简称	融资保证金比例	融券保证金比例
1	000001	<b>平安银行</b>	<b>1</b>	<b>0.7</b>
2	000002	万 科 A	1	0.7
3	000006	深振业 A	1	0.7
4	000008	神州高铁	1	0.7
5	000009	中国宝安	1	0.7
6	000012	南 玻 A	1	0.7
7	000022	深赤湾 A	1	0.7
8	000027	深圳能源	1	0.7
...	.....	.....	.....	.....
436	300355	蒙草生态	1	0.7
437	300498	温氏股份	1	0.7



# 招商证券标的证券

## 上海证券交易所

股票代码	股票简称	融券保证金比例	融资保证金比例
512500	中证500	86%	100%
600000	浦发银行	90%	100%
600004	白云机场	95%	100%
600006	东风汽车	95%	100%
600007	中国国贸	95%	100%
600008	首创股份	90%	100%
600009	上海机场	90%	100%
600015	华夏银行	90%	100%
600016	民生银行	90%	100%

## 深圳证券交易所

股票代码	股票简称	融券保证金比例	融资保证金比例
000001	平安银行	90%	100%
000002	万科 A	90%	100%
000006	深振业 A	95%	100%
000008	神州高铁	95%	100%
000022	深赤湾 A	95%	100%
000028	国药一致	95%	100%
000030	富奥股份	95%	100%
000031	中粮地产	95%	100%
000036	华联控股	95%	100%
000040	东旭蓝天	95%	100%

# 各证券公司投资者融资融券业务准入条件

符合法律、法规以及中国证券登记结算有限责任公司有关业务规则之规定，能够开立证券账户

最近20个交易日日均证券类资产不低于50万元、从事证券交易连续计算满半年，开户资料规范，账户状态正常

专业机构投资者不受上条交易经历及资产要求

非持本公司5%以上上市流通股份的股东、关联人等

具有一定的风险承受能力

无重大违约记录

满足公司的其他相关规定



## 【融资模拟案例】

- 投资者小王信用证券中有现金**90**万元为保证金，打算融资买入金地集团(**600383**)。中信证券公布的金地集团折算率为**60%**，融资保证金比例为**90%**。
- 小王先用自有资金以**18**元/股价格买入**5**万股金地集团，这时其信用账户自有资金余额为零。然后小王用融资方式买入金地集团。此时，小王可融资买入的最大金额为**60**万元( $90 \times 60\% \div 90\% = 60$ 万元)，买入价格仍为**18**元/股，则小王可融资买入的最大数量为**3.33**万股。
- 这意味着通过融资，小王用**90**万元便可买到价值**150**万元的股票。

## 【融券模拟案例】

投资者小王以信用账户中自有现金90万元为保证金，选定金地集团进行融券卖出。金地集团融券保证金比例为90%。

则：小王**可融券卖出的最大金额**为： $90\text{万元} \div 90\% = 100\text{万元}$   
金地集团最近成交价为18元/股，小王以此价格发出融券交易委托，**可融券卖出的最大数量**为： $100\text{万元} \div 18\text{元/股} = 5.55\text{万股}$ 。

假设：小王融券5万股。

小王与证券公司建立债权债务关系，**负债金额以每日收盘价计算，资产为融券卖出冻结资金及信用账户内现金。**

小王的资产 =  $90\text{万元} + 18\text{元/股} \times 5\text{万股} = 180\text{万元}$

若金地集团收盘价涨到18.5元/股，则小王的负债金额 =  $18.5\text{元/股} \times 5\text{万股} = 92.5\text{万元}$ 。

维持担保比例**现** =  $\text{资产} 180\text{万元} \div \text{负债金额} 92.5\text{万元} = 195\%$

**维持担保比例 = (自己的资产 + 借来的资产原) / 借来的资产现**  
**= 总资产 / 负债总额**

# 融资融券练习题

例：刘强信用账户中有现金**50**万元作为保证金，经分析判断后，选定股票**A**进行融券卖出，股票**A**的市价为**10**元/股，融券保证金比例为**50%**。

**1**、刘强可融券卖出的最大金额为多少？可融券卖出的最大数量为多少股？

**2**、如果股票**A**的当日收盘价为**10.5**元/股，则刘强信用账户的资产为多少？维持担保比例为多少？

1、可融券卖出的最大金额：

$$50\text{万元} \div 50\% = 100\text{万元}$$

可融券卖出的最大数量：

$$100\text{万元} \div 10\text{元/股} = 10\text{万股}$$

2、信用账户的资产<sub>原</sub> = 50万元 + 100万元 = 150万元

$$\begin{aligned} \text{维持担保比例}_{\text{现}} &= 150\text{万元} / (10\text{万股} \times 10.5\text{元/股}) \\ &= 143\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{维持担保比例} &= (\text{自己的资产} + \text{借来的资产}_{\text{原}}) / \text{借来的资产}_{\text{现}} \\ &= \text{总资产} / \text{负债总额} \end{aligned}$$



# 偿还融资债务的方式

---

- **（1）卖券还款。**通过证券交易所卖出证券，以所得价款偿还融资款项和利息；
- **（2）直接还款。**投资者在向信用资金账户存入与融资金额加应计利息等额的现金后，通过证券公司交易系统申报融资还款指令，偿还融资款项与利息。





# 偿还融券债务的方式

- **（1）买券还券。**通过申报"买券还券"指令，买进与融券证券同品种的证券后，在结算时偿还融券证券。客户买券还券的申报数量不得高于融券余量+**100** 股。
- **（2）直接还券。**客户从普通证券账户向信用证券账户转入与融券同品种的证券或直接用信用证券账户买入与融券同品种的证券后，通过证券公司交易系统申报直接还券指令。证券登记结算机构根据指令将有关证券从客户信用交易担保证券账户划转到证券公司融券专用证券账户，并相应维护投资者信用证券账户的明细数据。



# 2015股灾原因分析

## 事件描述：

2015年6月15日至7月9日，中国资本市场发生有史以来最恶劣的一轮股灾。

- ❖ 上证指数从5174点跌至3373点，幅度34.8%
- ❖ 深证指数从18182点跌至10850点，幅度40.3%；
- ❖ 代表成长股的核心指数中证500从11589点跌至6444点，幅度44.4%；
- ❖ 截止7月8日收盘，跌幅超过30%和50%的分别有2139家和1390家，占比为77%和50%，另外还有高达1400家公司选择停牌躲避；

# 2015股灾原因分析

## 原因——小盘股估值泡沫

- ❖ 2015年以来，代表成长股的中证500指数上升幅度最高达到119%；
- ❖ 代表新兴成长板块的创业板指数上升幅度达到175%，**平均PE升至140倍以上！**
- ❖ 这个估值已经远远超过了国际上大部分市场的股市泡沫时期！市场给予新兴成长股太高的预期！而实际情况是，这类中小公司的抗风险能力较弱，转型前景不明朗，总体业绩增长不尽人意，对应的大股东炒高股价后疯狂的减持公司股票。
- ❖ **估值严重泡沫化，是危机产生的根源！**

# 2015股灾原因分析

## 直接原因——杠杆资金平仓导致踩踏

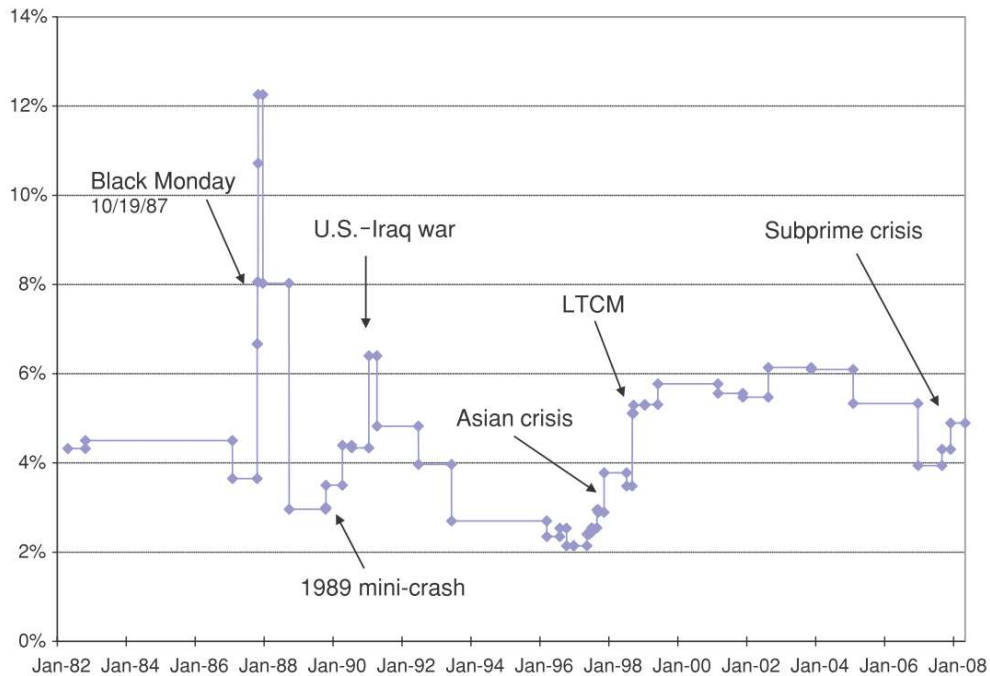
- ❖ 这一轮牛市的启动背景是：利率下行，估值上行。实体经济困难的背景下，央行通过多次降低准备金，多次降低利率，实行了事实上的宽松货币政策，资金成本降低导致了大量资金流入股市，抬高了市场整体估值。而另一方面，上市公司实际经营状况是糟糕的，业绩普遍不行，整体负债率高企，利润率极低。综上：股市上扬仅仅是估值的上扬，业绩则远远没有跟上股价的上扬。
- ❖ 与以往股市调整的另一个核心区别是：杠杆工具的参与。在这一轮牛市中，杠杆资金起到非常大的推动作用，据估算，高峰时杠杆资金规模约4万亿以上，主要包括：场内融资规模2.27万亿；场外配资规模约1.8万亿元。这是一个非常庞大的规模，几乎占据了A股流通市值的10%，对比国际上任何一个市场，杠杆资金超过流通市值5%都已经是非常危险的信号！这个问题衍生的另一个问题是杠杆率，场外配资的杠杆率相当高，普遍达到3-10倍杠杆。

# 2015股灾原因分析

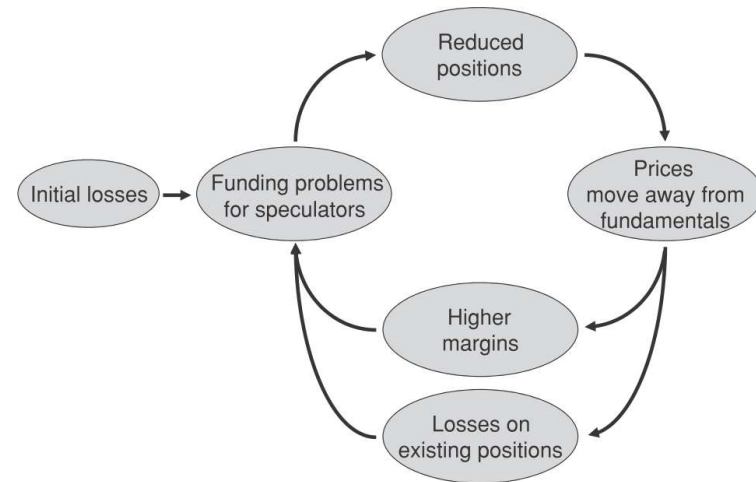
事实也正是如此，

- ❖ 当6月中旬股市开始调整后，场外配资陆陆续续被强行平仓，所以经常出现每到下午2点30平仓时间，市场就开始大幅度跳水的现象。场内融资的杠杆率较低，平均1倍左右，刚开始是相对安全的，平均平仓线在3800点以下，但随着恐慌的蔓延，当跌破4000点，场内融资也开始危在旦夕，
- ❖ 止损盘开始逐步涌出，市场的负面循环效应明显，券商开始建议融资客户清仓，抛售进一步加剧了恐慌，跌至3600位置时，市场已彻底崩溃，场内巨额融资盘开始排队被平仓，而平仓又导致了恶性踩踏，持有股票成了一种巨大的风险，全市场的参与者开始比赛出逃，危机甚至蔓延到港股市场，蔓延到美股的中国概念股，银行资金也面临巨大的坏账风险！

# 危急时刻的流动性循环 (liquidity spiral)



S&P500期货保证金比例







# Holders of Record

---

- 在册股东是谁？
- 投资人A通过券商1成功购买了股票XYZ
- 投资人B想融券做空股票XYZ，通过券商2下指令。因为券商2没有存货，向券商1借，最后尤投资人C买下。
- 股东大会时投票率会超过100%？

[http://www.sse.com.cn/services/tradingservice/margin/rules/c/c\\_20150912\\_3987303.shtml](http://www.sse.com.cn/services/tradingservice/margin/rules/c/c_20150912_3987303.shtml)



# 做市业务

---



## 做市商的定义

---

- **做市商是指运用自己的帐户从事证券买卖，通过不断的买卖报价维持证券价格的稳定性和市场的流动性，并从买卖报价的差额中获取利润的金融服务机构。**





# 证券市场设立做市商的主要原因

---

## ■ 维持证券的流动性以制造市场

- 由于做市商必须维持其做市证券的双向交易，所以投资者不用担心没有交易对手。做市商既是卖方的买方又是买方的卖方，即投资者随时都可以按照做市商的报价买入、卖出证券
- 不会因为买卖双方不均衡（如只有买方或卖方）而无法交易。当订单下到交易所时，如果在一定时间内没有可以匹配的反向订单，则做市商有义务接下这个订单。因而保持了市场的流动性。



# 证券市场设立做市商的主要原因

## ■ 保持市场价格的稳定性和连续性

- 指令驱动制度中，证券价格随投资者买卖指令而波动，过大的买盘会过度推高价格，过大的卖盘会过度推低价格，因而价格波动较大。证券期货市场在一定程度上是一个非理性的市场，存在大量的“噪音”和“杂讯”交易，对信息的过度反映会给市场带来较大影响。当前市场一般会采取一些特别措施以稳定价格，如对订单流量的限制、保证金的变动及实施短路措施等。这样做的结果会阻碍价格反映信息的效率，造成市场流动性的下降，做市商则具有缓和这种价格波动的作用。



## 证券市场设立做市商的主要原因

---

- **维持市场供求平衡以稳定市场**
  - 承接过多的买单或卖单，缓和买卖指令的不均衡



# 证券市场设立做市商的主要原因

## ■ 防止操纵市场证券价格

- 做市商对某种证券做市，一般具有较强的资本实力和后续融资能力，具有较高的价值分析和判断能力，并在此基础上进行报价和交易，从而使得操纵者有所顾忌，一方面操纵者不愿意"抬轿"，另一方面也担心做市商的行为会抑制市场价格。
- 值得说明的是，做市商制度可以抑制其他交易者的价格操纵行为，但由于其本身具有较强的实力，受利益驱使，能够通过自身行为或者做市商之间联手来获取不正当利润。纳斯达克市场就被发现存在这种现象，这就需要通过做市商行为的监督来防范。



# 证券市场设立做市商的主要原因

---

## ■ 价格发现功能

- 实行多元做市商制度，每个品种合约都有若干个做市商提供价格，价格会向真实标准靠拢。因为如果某一做市商报价距其他竞争对手差别太大，则交易量受到影响，那么就会被淘汰出局。由于**做市商在 market 交易中具有信息优势**，也为其他市场参与者提供更好的价格信息，从而促进了整个市场的价格发现机制。



## 做市商的类型

---

按照是否具备竞争性的特点

- **专营/特许做市商制度（垄断型的做市商制度）**

- 每个证券仅有一个做市商，这种制度的典型代表是纽约证券交易所。垄断的做市商（称为**Specialist**）是每只证券唯一的提供双边报价并享受相应权利的交易商，必须具有很强的信息综合能力，能对市场走向作出准确的预测，因其垄断性通常也可以获得高额利润。



## 做市商的类型

按照是否具备竞争性的特点

### ■ 多元做市商制度（竞争型的做市商制度）

- 以**NASDAQ**系统为代表，自**1980**年以来，该市场的平均单位证券的做市商数目不低于**7**个。平均每只证券有**10**家做市商，一些交易活跃的股要有**40**家或更多的做市商。
- 多元做市商制的优点是**通过做市商之间的竞争，减少买卖价差**，降低交易成本。在价格相对稳定的前提下，竞争也会使市场比较活跃，交易量增加。
- 但由于每只证券有几十个做市商，使各个做市商拥有的信息量相对分散，降低了市场预测的准确度（较无法达到价格发现的功能）。



## 多元做市商制度的主要规定

- 做市商必须双向报价，所报差价必须在允许范围内；
- 做市商的报价要和主流市场价格合理相关，否则必须重新报价；
- 做市商对于属于NASDAQ市场的股票一个月内所报的平均买卖差价不能超过其他所有做市商所报平均差价的150%；
- 正常营业时间内，一个做市商报出的买价不能等于或高于其他做市商对于同一股票输入的卖价，它的卖价也不能等于或低于其他做市商报出的买价。





## 多元做市商制度的特点

---

- 由于平抑一只股票的交易不平衡由多个做市商承担，他们提供的**充足的资金可保证其为**之做市的股票有足够的股票存量来维持股票流动性和价格稳定。
- 由于做市商之间的竞争，使**做市商报出的买卖差价得以减少和接近**，降低了交易成本，也使做市商的报价定位更加准确。



## 特许做市商制度的主要规定

---

- 一只股票只能由一个特许交易商做市。
- 客户委托可以不通过特许交易商而在代理商之间直接进行交易。特许交易商必须和代理商进行价格竞争。
- 特许交易商有责任保持市场公平有序
  - 保持价格连续性；
  - 保持市场活跃；
  - 保持价格稳定；
  - 其他职责（大额交易、卖空交易等）



## 特许做市商制度的特点

---

- 特许经纪商的做市资金要分配到它负责做市的多只股票上，使得**每只股票摊到的资金十分有限**，从而难以平抑一些股票的交易不平衡问题。
- 由于缺乏竞争，一个特许经纪商**报出的买价或卖价往往带有一定主观性**，而且由于特许经纪商垄断了做市价格，也给一些特许经纪商谋取暴利提供了条件。



## 做市商制度的优缺点

---

### ■ 优点

- 成交及时
- 价格稳定
- 矫正买卖指令不均衡的现象
- 抑制股价操纵

### ■ 缺点

- 缺乏透明度
- 增加投资者负担
- 增加监管成本
- 存在道德风险（做市商可能滥用特权）



## 做市商的成本

---

- 直接交易成本；
- 存货成本：
  - 存货的管理成本；
  - 存货的风险成本；
  - 存货的货币时间价值。
- 信息不对称成本：
  - 做市商与上市公司间的信息不对称；
  - 做市商与投资者以及其他做市商之间的信息不对称。

# 存货管理

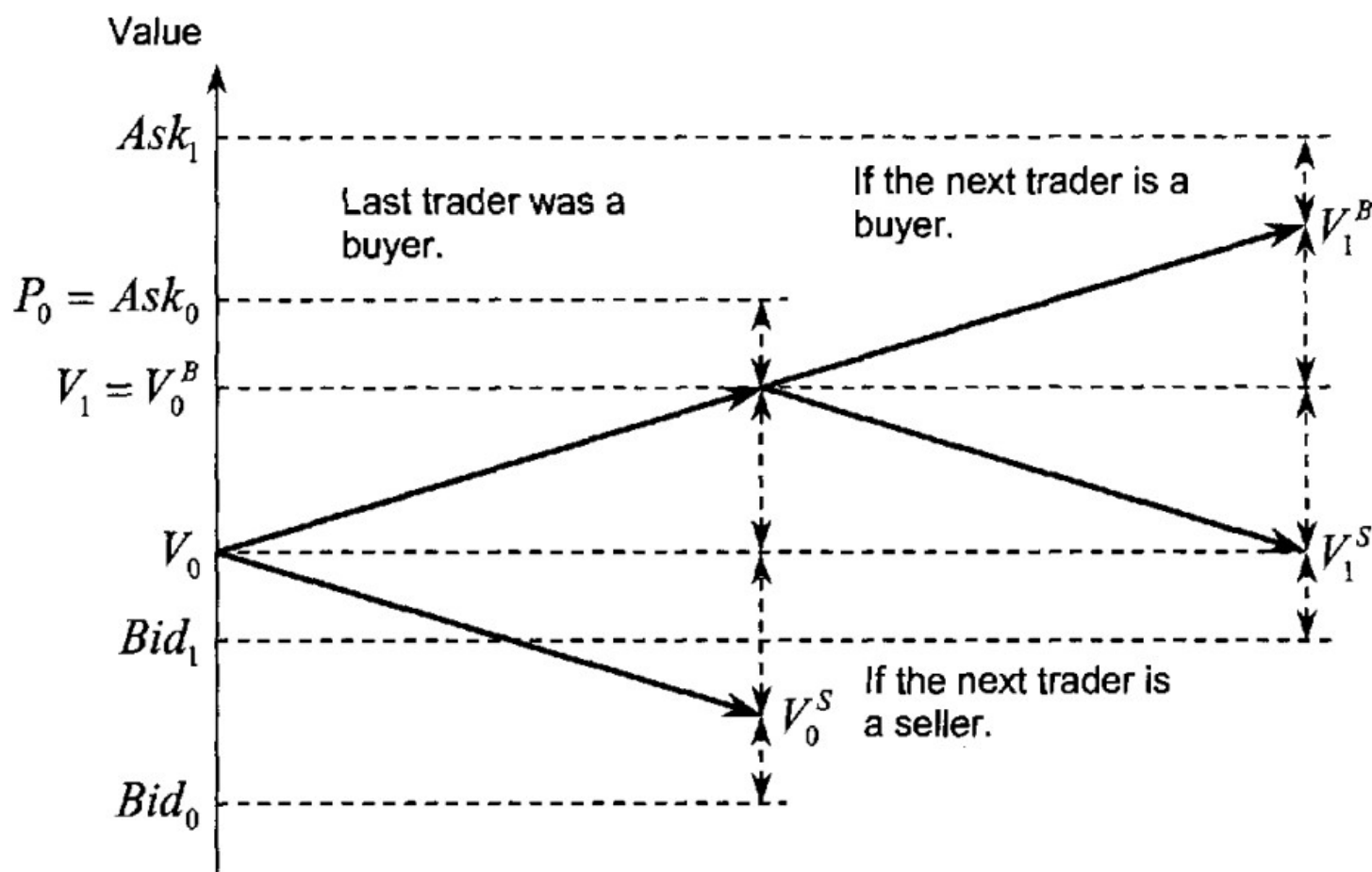
## Tactics Dealers Use to Manage Their Inventories and Order Flows

CONDITION	TACTIC	PURPOSE
Inventories are too low or clients are net buyers	Raise bid price	Encourage clients to sell
	Increase bid size	
	Raise ask price	Discourage clients from buying
	Decrease ask size	
Inventories are too high or clients are net sellers	Take another trader's offer (buy at another trader's ask price)	Immediately raise inventories
	Buy a correlated instrument	Hedge the inventory risk
	Lower ask price	Encourage clients to buy
	Increase ask size	
	Lower bid price	Discourage clients from selling
	Decrease bid size	
	Hit another trader's bid (sell at another trader's bid price)	Immediately lower inventories
	Sell a correlated instrument	Hedge the inventory risk

# 当面临信息优势者

SUSPECTED CONDITION	TACTIC	PURPOSE
Sold to a well-informed trader	Raise ask price	Discourage further sales to informed traders
	Lower ask size	
	Raise bid price	Encourage clients to buy quickly and thereby restore inventory position before prices rise
	Raise bid size	
	Buy from another traders at his/her ask price	Quickly restore target inventory; this strategy pays for liquidity, but the cost may be less than the loss that will result if prices rise while the dealer is short
	Buy a correlated instrument	Hedge inventory risk and speculate on information
Bought from a well-informed trader	Lower bid price	Discourage further purchases from informed traders
	Lower bid size	
	Lower bid price	Encourage clients to sell quickly and thereby restore inventory position before prices fall
	Raise bid size	
	Sell to another trader at his/her bid price	Quickly restore target inventory; this strategy pays for liquidity, but the cost may be less than the loss that will result if prices drop while the dealer is long
	Sell a correlated instrument	Hedge inventory risk and speculate on information

# 做市商报报价差额的分析







# 其他买卖报价差额的决定性因素

---

- 做市证券品种的交易量。
  - 从某种程度上讲，交易量大的证券的流动性也大，可以缩短做市商持有的时间，从而可以减小其库存风险；并能够使做市商在交易时容易实现一定的规模经济，也会由此减少成本，差额也就没有必要太大。
- 证券价格的波动性。
  - 因为在给定的持有期间内，波动率变动较大的证券对于做市商所产生的风险大于变动小的证券，作为对这种风险的补偿，其价格差额自然也就愈大。



# 其他买卖报价差额的决定性因素

---

## ■ 证券品种价格。

- 从价差的绝对额看，做市价格高的证券，其价差会大于价格低的证券；而从比例价差(报价价差相对于证券价格)看，证券价格越低，其比例价差越大。

## ■ 市场竞争压力。

- 做市商的数量越多，竞争性越强，各种约束力量就越是有有力地限制单个做市商报价差额的偏离程度，因而差额越小。做市商为了获得更多的做市价差收入，相互之间进行竞争。竞争促使做市商千方百计地降低成本和利润，最终结果是逐渐缩小报价价差。而且拥有做市商数量越多的证券的交易越活跃，流动性越大，其中做市商的风险也就越小，作为风险补偿的差额也就越小。



## 投行充当做市商的动机

---

- 获利动机;
- 一级市场业务的配套需要;
- 争取发行承销业务。



## 成为做市商的基本条件

---

- 做市商要求有**雄厚的资金实力**，以蓄存足够的证券来满足证券流动性和稳定市场价格的需要；
- 做市商要求有**较强的价格分析判断能力**，以便给其做市的证券提出合理的报价。



## 做市商与“庄家”的本质区别

---

### ■ 股票庄家

- 就是能在**较大程度上决定该个股的走势**的大户投资者。
- 庄家也是股东，通常持有大量流通股，坐庄某股票，可以影响甚至控制它在二级市场的股价。
- 庄家是比较中国特色的名词，散户如果能跟对股票庄家则可获得超常利润，但正确判断庄家意图相当困难，被套牢者数不胜数。
- 如果股票没有公开及未公开的利好利空消息，却忽然严重背离大市走势，则多半某是股票庄家在操作。



# 庄家操作方法介绍

---

## ■ 庄家

- 吃：庄家建仓一般要选择股价较低时，而且希望越低越好，恨不得砸两个板再买。所以，“拉高吃货”之类，以及股价已经创新高还说是吃货，等等，千万别信。
- 拉：吃货结束之后，一般会有一个急速的拉升过程。一旦一只股票开始大涨，它就脱离了安全区，随时都有出货的可能。所以中线推荐一律是在低位。
- 出：当庄家认为出货时机未到时，就需要在高位进行横盘整理，一般是打个差价，散户容易误认为出货。庄家出货一般要做头部，头部的特点是成交量大，振幅大，除非赶上大盘做头，一般个股的头部时间都在**1**个月以上。

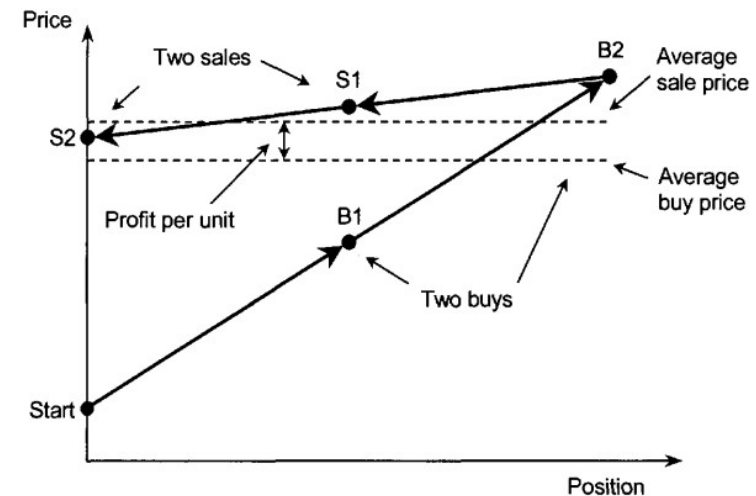
# Price Manipulation

## ■ 成功的例子

TRADES	SIDE	SHARES	AVERAGE PRICE	CASH FLOW
Days 1-40	Buy	200,000	6.0	-1,200,000
Day 41	Buy	50,000	8.5	-425,000
Day 41	Sell	-100,000	11.0	1,100,000
Day 42	Sell	-150,000	10.5	1,575,000
		0	Total Profit:	\$1,050,000

## ■ 失败的例子

TRADES	SIDE	SHARES	AVERAGE PRICE	CASH FLOW
Days 1-40	Buy	200,000	6.0	-1,200,000
Day 41	Buy	50,000	8.5	-425,000
Day 41	Buy	100,000	10.0	-1,000,000
Day 42 Open	Buy	50,000	9.5	-475,000
Day 42	Sell	-50,000	6.5	325,000
Days 43-60	Sell	-350,000	4.5	1,575,000
		0	Total losses:	-1,200,000



**FIGURE 12-1.**  
Bluffing When Buys Have More Price Impact per Unit Traded Than Sales



## 做市商与“庄家”的本质区别

---

### ■ 获利来源的不同

- 做市商：为了维持股票的流动性和价格稳定，差价利润只是其实现上述目的后市场给予的一种报酬，而不是做市商制造市场的主观目的。
- 庄家：纯粹是为了谋取差价利润。





## 做市商与“庄家”的本质区别

---

### ■ 制造市场的手段不同

- 做市商：双向连续报价，通过双向连续报价向公众投资者买卖股票来驱动股票流动。
- 庄家：通过打压吸货（买）、拉高出货（卖）的不道德投机手段，有的庄家甚至采用违法手段操纵市场。



## 做市商与“庄家”的本质区别

### ■ 制造市场行为的道德和法律属性不同

- 做市商制度是证券监管部门为活跃和稳定市场主动设立的一种市场制度，做市商是合法的证券商，要进行注册登记，要公布其做市股票名称，要接受监管部门监管和有关部门的资信评估，其做市完全是透明的，其获取的差价利润是公开、公平、公正的，符合道德准则的，不属于投机获利行为。
- 庄家“做庄”不是一种市场制度，而是一种暗中谋取投机暴利的不道德投机行为，它们是典型的投机商。尤其是有一些庄家，为谋取暴利暗中勾结，虚买虚卖，进行内幕交易和市场欺诈，联手操纵股票价格，损伤中小投资者利益，严重违反了市场法规，破坏了市场稳定，他们的行为已是一种违法行为，这类庄家是非法的投机商。



# 做市商与“庄家”的本质区别

## ■ 制造市场产生的作用不同

- 做市商：一是促进股票流动活跃了市场，二是维持了供求平衡稳定了市场，因此对证券市场起到了巨大的正面积极作用。
- 庄家：虽客观上一定程度活跃了买卖，带动了中小投资者入市，从而活跃了市场，产生一定正面积极作用。但打压吸货和拉高出货的手段也造成了证券市场价格巨大波动，影响了市场稳定，因此其对证券市场的负面消极作用远大于正面积极作用。至于一些庄家违法进行内幕交易，联手操纵市场，则对市场产生严重破坏作用。