【头条评论】

# 积极练好内功 实现做市业务双赢

李剑峰

近日,广发证券申请上市证券做市业务资格获证监会的反馈意见,预计将很快成为北交所做市商业务的第19家券商。

A股市场的做市制度虽起步较晚,但发展迅速。2014年8月,新三板市场正式引入做市制度,成为A股市场首次实践做市交易制度的场所。经历初期的增长到后来的调整和优化后,近年来新三板做市商数量稳定在65家。科创板做市制度自2022年7月15日正式启动,经过两年多的发展,目前共有17家做市商。北交所做市制度始自2023年2月20日,目前已有18家做市商。

从新三板做市商十年扩容到65家,到科创板做市商两年多扩容到17家,再到北交所做市商一年多扩容到18家,既显示出做市制度发展提速,做市制度依然是我国资本市场重要的交易制度,也表明券商对开展做市业务仍然具有较高积极性。

做市商制度是一种报价驱动制度,由做市商为投资者提供即时的买卖报价,通过更新报价来引导成交价格,保证交易的连续性和市场的流动性。在做市交易过程中,做市券商通过买卖报价的价差来获取利润。

根据信达证券的研究,2023年科创板和北交所上市公司的成交额分别为15.64万亿元和0.72万亿元,分别同比增长31.5%和271.5%;科创板做市标的的成交额为9.52万亿元,占比60.9%。假设2024年至2030年,科创板成交额增速介于15%至20%之间,北交所成交额增速介于20%至100%之间,科创板做市交易规模占做市标的成交规模的10%,北交所做市交易规模占做市标的成交规模的15%,做市点差分别为0.2%和0.4%,预计2024年科创板和北交所的做市收入分别为23.97亿元和8.70亿元,2030年科创板和北交所的做市业务收入将分别达到63.28亿元和48.68亿元。

由此可见,虽然交易所会定期进行做市商评价,通过对业绩突出的做市商予以交易经手费减免的方式对做市券商带来一定收入,但通过报价价差获取利润仍是促使券商积极开展做市业务的主要驱动力。

做市业务和自营业务容易被混淆,实际上券商的做市业务与自营业务具有显著区别。

一是市场角色不同。在做市业务中,券商持有大量标的证券,作为中间商通过报价吸引交易者,随时准备买入或卖出标的证券以提供流动性,促进交易完成,并承担市场风险。在自营业务中,券商以自有资金进行交易,获取投资收益,体现为券商的主动投资行为。

二是操作方式不同。在做市业务中,券商需要密切关注市场动态,及时调整报价以反映市场变化,并随时准备接受交易者的买卖指令。在自营业务中,券商没有报价义务,可以根据市场情况和风险管理情况灵活调整投资策略。

三是风险收益不同。在做市业务中,券商面临的主要风险是价格波动的市场风险、交易对手违约的信用风险和难以找到交易对手的流动性风险,收益主要来源于买卖报价差价和交易手续费。在自营业务中,券商面临的风险同样包括市场风险、信用风险和流动性风险,但在风险管理上更加灵活,可以根据市场情况及时调整投资策略以降低风险,收益主要来源于买卖价差的投资收益,收益水平取决于自身的投资能力和风险管理能力。

四是监管要求不同。在做市业务中,监管机构对券商在资本充足率、报价义务、风险控制等方面有严格的监管要求,券商需要定期向监管机构报告业务情况,并接受监管机构的检查和评估。在自营业务中,监管机构对券商虽也有相应的监管要求,但较做市业务的监管要求更加灵活和宽松,券商需要建立完善的内部控制和风险管理机制,确保自营业务的合规性和稳健性。

由于存在上述四方面的区别,券商需要平衡做市业务和自营业务之间的关系。一要明确定位与战略目标,避免两种业务间的冲突。二要建立风险隔离机制,避免做市业务和自营业务之间的风险传染。三要优化资源配置与激励机制,激励做市业务和自营业务团队积极履行职责,提高业务效率和盈利能力。四要完善监管与合规体系,确保两种业务合规运作。

为了既能实现通过做市提供市场流动性的目的,又能通过做市实现业务收入的结果,券商需要提升资本实力与风险管理能力,满足做市业务的重资产要求;需要具备完善的风险管理体系,包括风险监测、风险评估、风险控制等,以确保做市业务的安全运行;需要具备强大的投研能力和市场洞察力,以便为市场提供合理的买卖报价;需要深入研究科创板和北交所上市公司的业务模式、财务状况、行业前景等,以制定合理的估值模型和报价策略。此外,券商还应优化交易系统与技术支持,利用大数据、人工智能等先进技术,为做市业务提供更加精准的决策支持。

总之,券商要练好内功,才能通过积极开展做市业务实现市场效益和公司效益的双赢。

【海外听涛】

# 美国制造业回流面临诸多挑战

张锐

特朗普与哈里斯的总统角逐大戏即将落幕,但无论谁最终胜出,吸引制造业回流美国都将是重要的政策指向。对于哈里斯而言,重视制造业回归是萧规曹随,就特朗普来说,引制造业回流乃旧调重弹,只是受到多重因素的制约与扰动,美国制造业回归可能很难出现全面繁荣的趋势行情。

数据显示,2023年美国制造业建筑投资2007亿美元,为2010年的三倍,而在今年第一季度,投资额度继续升高至历史峰值的2255亿美元,同时制造业建筑投资占GDP的比例也升至0.8%的历史新高;另一方面,美国制造业就业人数从2010年的1160万人增加至2023年的1300万人,净增约140万人,其间回流制造企业公告的新增就业岗位近160万个,等于新增就业岗位完全由回流企业所创造。不仅如此,制造业成为了吸收美国FDI(外国直接投资)最强劲的行业。

不过,英国《金融时报》通过采访100多家企业、美国地方政府并查阅企业公告和财报后发现:在目前所公布的新投资中,约有40%、价值高达840亿美元的大型制造业投资项目已被延期或暂停,有些投资规模超过1亿美元的重大项目遭遇了两个月到数年不等的延期,甚至陷入了无限期暂停的困境,其中包括拜登出面站台的台积电在亚利桑那州高达400亿美元的晶圆厂建设推迟到了2028年。延期、暂停的背后,隐藏着的是美国制造业投资结构性失衡与接续能力不足的基本镜像。

系统性数据可以进一步佐证美国制造业回流在速度进展上的确远未达标。2008年金融危机时,制造业在美国GDP中的占比为12%,如今降至10.3%;15年前美国货物贸易逆差超过8300亿美元,去年的逆差规模升至1.06万亿美元,制造业投资规模的放大并没有拉动美国的商品出口和减少美国的贸易赤字;美国制造业PMI(经理人采购指数)在最新的9月份为47.2,除了今年3月份如"昙花一现"般站上50以上的扩张区间外,自2021年4月以来的其他所有月份均被牢牢摁在"荣枯线"之下,行业活跃度与未来增长预期不能不让人生疑。

制造业回流的计划与目标大打折扣,首先与政策的有效度不足直接相关。除了民主党与共和党在清洁制造与传统制造上各自偏爱有加,从而让企业难以适从并不得不秉持谨慎态度外,制造业回流企业要想拿到美国政府补贴,需要完成特定目标,企业由此很难形成稳定的投资收获预期。另外,美国政府的回流支持政策忽视了企业的异质性,部分跨国公司不会为要拿到补贴而改变自己已经铺垫好的全球化之路,以苹果公司为例,苹果的产品几乎超过半数以上由非美国的供应商提供,仅有不到一半的比例由美国本土生产,若轻易跟随制造业回流的脚步,等于苹果公司必须付出更大机会成本,于是人们看到,近几年苹果供应商中的美国企业出现了不增反减的状况。

缺乏完整的配套产业链是美国制造业回流的一个重大痛点。回过头去看,美国制造业主要回流到了南部与中西部地区,而这些地区又恰恰是相关产业链布局较为薄弱的方位;更为重要的是,美国的制造业供应链高度依赖全球市场,尤其是中国、韩国和日本的原材料和零部件供应,要实现供应链的本土化,重新构建自己的产业链条,既要庞大的额外投资不说,复杂的技术转移也是一个难以绕开的"卡脖子"问题,最终所费时日要超数年;同样,美国也可以在境外或者本土寻找新的供应商,时间周折况且不论,即便有所成功,但成本最终高出三到四成或是常态。

排除产业链置换成本,劳动力等要素成本以及环境与社会成本也是许多制造企业难以承重的硬伤。毕马威的全球制造业成本调查报告揭示,美国制造业"初级成本"(包括劳动力、地租、水电、税收和利率等)竞争力在17个被调查经济体中排名倒数第四。另外,美国的环境保护标准和劳工权益保护可能会增加制造业运营成本,初步测算,全美制造企业为遵守联邦法规需要支付的总成本在去年达到了3.1万亿美元。综合成本的高昂构成了对美国制造业回流政策的反噬,一定程度上也必然削弱美国制造业的竞争优势。

【理财宝典】

# ETF的春天正在到来

蒋光祥

"主动管理多头权益产品的时代结束了",我的一个在基金业打拼多年的朋友近日这样说道,"除非有行业生态级别的改变,否则,大家就不要再互相'欺骗'了,累了、也乏了"。乍一听惊世骇俗,细一想不无道理。这些年那么多明星投资经理追求的阿尔法,还不是最终归于行业的贝塔?再风光的明星基金经理,光环褪色也就不过数年间。

不过,主动权益产品遇冷,似乎也符合中外资本市场的发展规律,表现在指数基金的占比逐步提升(国内又以ETF在体验上完胜)。指数基金是"股神"巴菲特多年来一直极力推荐散户购买的投资工具,也是他在公开场合唯一推荐过的品种。买指数基金,既不需要专业的金融知识,也不需要克服人性,却能有望实现长期的财富增值,可谓是散户和投资小白的最佳投资选择,什么都不懂的业余投资者,往往可以凭之战胜专业投资者。沉舟侧畔,病树前头,便是ETF的春天。

只是没想到这个春天来得这么快。拿这个国庆节前后的大行情来说,参与者除了自己买卖股票,似乎较少想到要去买那些主动多头策略的基金。固然这次牛市来得急,大家最初都没有准备好,但过往类似产品持有体验不佳,才是最根本的原因,解套之后很可能一别两宽,不再有丝毫留恋,遑论加仓。"牛市买基金(主动管理)"曾经是很多投资者根深蒂固的理念,但这次开始不一样。越来越多的散户开始了解并参与到ETF中来,除了目前尚无ETF的北交所,其他围绕主板、创业板、科创板的宽基、窄基可谓环肥燕瘦,丰俭由人。与此同时,大家也希望北交所ETF可以加紧面世,补齐最后一块短板。

ETF之类的指数基金,对于机构投资者来说,除了费率低,还有可以T+0套利的妙处,选择沪深300、上证180、深证100、创业板50这种宽基ETF更是凸显大局上的稳妥。而对于普通投资者来说,加上证券ETF、芯片ETF、半导体ETF、酒ETF等产品,要宽有宽,要窄有窄,琳琅满目,是最低成本的前提下可以获得的"最不坏"的选择,收获平均收益。即便是亏损,也只是平均亏损,不会踩雷(比如退市股)。毕竟收益高于市场平均回报一方的盈利,是由低于市场平均回报的一方暂时支付的。要想获取超额收益,当然有可能,但需要付出时间与精力,挑选哪只基金(主动管理型)也是择股,何时买基金,也就是择时,这个除了"事后诸葛亮",对于一般人而言太难了。何况无论机构还是个人,不管是买股还是买基(主动管理型),都很有可能被外界的杂音所困扰,不停地进行交易。暂不论盈亏,申赎手续费用这块支出非常巨大。

2024年三季度,公募ETF市场总体规模再创新高,达3.50万亿元,非货币ETF规模达到3.35万亿元,其中大部分为权益ETF规模。人气爆棚的同时,赚钱效应不断显现,三季度利润排名前十的基金当中,大部分都是宽基ETF,利润普遍超过百亿元,反映了市场的活跃度和投资者对ETF产品的浓厚兴趣。对此,主动管理权益投资经理应该有所触动,想挣钱得凭真本事,走出管理费旱涝保收的舒适区,适应管理费率与投资业绩直接挂钩,方有一线生机。

## 多地发放新一轮消费券促进消费

诗曰:

多地发放消费券,助力内需日益暖。
挂券商品齐让利,消费群体乐下单。
提振措施频出台,撬动效应当点赞。
过好消费促进年,爬坡之后见春山。

赵乃育/漫画 孙勇/诗

【世相百态】

# 浅谈自律生意经

宋腾虎

"双十一"来临前,诺基亚功能手机又出新品,价格只要200多元。上半年,诺基亚手机也曾发布价格300多元的新品,一度出现卖断货的情况。在"诺基亚"情怀吸引消费者关注之外,自带的"学霸自律手机"特性也是此类产品的卖点,凸显了功能机依然有存在的价值。有观点指出,用这类手机的目的是为了逃离社交网络,更专注地享受生活和学习,达到高度"自律"。对此,品牌方在宣传中也表示,目标客户包含"戒网断网的学生党、逃离网络成瘾的年轻人"。

近年来,关于如何提升自律的议论常见于社交媒体,由此也催生了"自律经济",即通过线上或线下花钱督促自律。去年夏天,济南市某位考入北京大学的学霸接受媒体采访时强调自己没有手机,坦言玩起手机来难挡诱惑,请家长帮忙管理,当时引发热议。

在笔者看来,虽然不玩手机并不代表学习成绩一定会好,但这位济南学霸更多是在强调保持自律、聚精会神的重要性。成年人都难以抵挡手机诱惑,青少年更是有过之而无不及。现在很多孩子沉迷手机游戏或短视频,容易导致读书时无法集中精力,学习效率大打折扣,视力也受到严重影响。

正是意识到提升自律、集中注意力的重要性,不少家长也愿意为有助于提升自律能力的商品或服务买单,这方面比较常见的就是自习室、学生自律贴、儿童手表和课外辅导班。一些家长宁愿花高价让孩子去自习室或补习班,也不希望待在家中荒废时光,可谓"用心良苦"。有教育类上市公司财报指出,公司在国内布局全日制培训基地,致力于为学生群体提供无干扰、无顾虑、无隐患的学习环境。

有意思的是,为了帮助成年人获得一段静心的片刻,目前市面上出现了诸如"手机监狱"之类的工具。其实它就是一个手机收纳盒,通过置入计时电子锁,降低用户使用手机的频率,"不到时间绝不解锁"。在购物平台上,这样的产品甚至成为网红神器,诸多商家打出"戒断手机瘾"的名头,虽然效果存疑,但销量高者超万件。

作为一名文字工作者,笔者也觉得自己的注意力在下降。有时为读一本好书,笔者常常专门找个清净的地方,不带手机,专心研读,深感如此效果甚好。笔者所居住的深圳某小区附近有一家社区开办的24小时免费自习室,笔者未曾在此通宵达旦地学习,但短暂体验过几次后,能感受到众多自习者的专注。尤其是在当前就业压力仍然较大的背景下,不少在这座一线城市打拼的年轻人工作之余专心致志备考、"充电",主动屏蔽外界干扰。

值得一提的是,学习需要自律精神,投资同样如此。保持自律,是理性投资、价值投资的保证,也是树立风险思维、底线思维的要义。投资者对公司基本面、产业发展趋势等要有持续不断的专注学习,才能在变幻莫测的市场环境中进退自如。假如一家公司的商业模式发生重大变化,投资者却没有及时做出判断,那就将造成难以避免的损失。同时,如果被外界消息过度诱导,投资者也容易迷失方向。尤其在股票投资方面,部分投资者缺乏自律,盲目追逐市场热点,频繁进行追涨杀跌和高频交易,往往损失惨重。

【资本策论】

# 多方合力为并购重组营造好氛围

胡学文

在"并购六条"新政驱动下,并购市场升温。尤其是并购重组的交易双方,项目方想着怎么利用难得的时间窗口实现利益最优化,收购方想着怎么趁着宝贵的政策东风寻找到企业新的增长点。一时间,A股市场并购案例纷至沓来,市场激活效应明显。

究其因,笔者认为主要有三个"力":

一是政策给力。"并购六条"的推出为资本市场并购重组打开了难得的政策红利窗口期。9月24日证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》(即"并购六条")。其中,不仅明确支持跨界并购、允许并购未盈利资产,还表示将提高监管包容度、提高交易效率、提升中介服务水平,并加强监管。这一系列政策举措无疑为并购重组市场带来了前所未有的新机遇,特别是跨界并购与未盈利资产收购方面,更是引发了市场的广泛关注和热议。此外,为了更好地护航并购重组落地见效,"并购六条"在提高监管包容度方面做出了多项突破性安排,监管部门对重组估值、业绩承诺、同业竞争和关联交易等事项进一步提高包容度,支持交易双方以多元化的评估方法为基础协商确定交易作价。

二是引导用力。上述政策发布后,上至证监会、交易所,下至证券公司、行业中介,都在全力推进政策的落地见效。以深交所为例,可谓多管齐下,比如开展走访调研,推进解决各方关心问题。走访对象既有上市公司、拟上市公司,还有投资机构、企业集团,通过对市场各方走访调研,深交所一方面听取市场主体意见建议,另一方面也向市场解读并购重组政策,推进解决市场各方关心的问题,进一步提振市场主体信心,夯实并购重组市场健康发展的基础。此外,联合部委、地方政府高频次举办交流培训,编发专业权威的政策导刊等,围绕着并购重组推出有信息量、有指导性的活动。上交所层面也多次举行券商座谈会,现场宣讲并购重组最新政策精神,并就进一步活跃并购重组市场、打通政策落地"最后一公里"听取意见建议。

三是公司发力。当前A股市场并购重组持续升温,可以说是处于迸发状态,背后有资本市场内在的合理性。伴随资本市场的焦点从"增量市场"转向"存量市场",叠加中国经济转型升级需求,产业链的吸收合并正当时。政策提供了空间,监管加强了引导,企业自然乘势而上。应该说,近期一系列案例折射出并购重组市场活力持续释放,既是外部力量驱使,更是内在需求使然。

不可否认,用好用足并购重组工具对现阶段的市场意义重大、作用巨大,可以很好地激活市场,从而提振信心。对于产业而言,并购重组是企业产业整合和转型升级的重要手段,尤其在先进制造领域,并购重组将帮助企业快速扩大业务规模、避免陷入"内卷式"低效竞争,是企业快速突破"卡脖子"问题、实现高水平科技自立自强的有效手段,是实现产业整合和转型升级、优化资源配置、助力上市公司高质量发展的重要途径。

但与此同时,笔者认为,在讲清楚其价值作用的同时,也要讲透彻它的风险和难度。让市场各方对其心存敬畏,合理研判、科学设计、规范操作,合力为并购重组在资本市场发挥作用营造好的市场环境、市场氛围、市场风气。

并购重组是专业程度、复杂程度皆高的资本运作。前期"并购潮"中,就有上市公司实施重组后出现"并而不整""整而不合"的问题,甚至出现收购标的"失控"的情形。为避免这类情形再次发生,重组方案设计之初就要合理研判、科学设计,需对交易作价、对价支付安排、管理团队任用激励、业务团队协同融合等作出恰当安排,不要购而不并、购而不管,要真正并出高质量,持续关注并购标的业绩实现是否达到目标,与上市公司相关业务板块协同是否符合预期等。

并购重组还是内幕交易易发、高发、频发的敏感地带。交易对方方面,要重点关注定价公允性以及是否存在突击入股、股份代持、老鼠仓等违法违规情形。对于上市公司聚焦主业、提升投资价值的真并购要鼓励要支持;对于规范程度相对较差的"壳公司"盲目跨界并购交易则要从严监管,那些"借重组之名、行套利之实"的市场乱象更是要毫不手软,坚决不给可乘之机,不要让"一粒老鼠屎坏了一锅汤"。

本版专栏文章仅代表作者个人观点。