

上证所推出首份股市质量报告

十年来市场流动性不断上升,市场稳定性和定价效率得到提高

□本报记者 王璐

上海证券交易所创新实验室近日推出的我国证券市场第一份《市场质量报告》显示,上证所市场质量在十年来得到不断提高。

上证所总经理助理白硕在发布会上表示,市场质量是市场组织者和监管者改进市场质量、推动市场创新的指南,也是投资者支持投资决策的重要依据,对市场质量指标的关注程度是一个市场是否成熟的重要标志。他指出,要提升市场质量,要从三方面着手,包括实现产品多元化、扩大市场规模以及交易机制的创新等。上证所

此次推出首份《市场质量报告》,希望能对市场的所有参与者起到示范和带动作用。

《报告》指出,市场质量可从流动性、稳定性、透明性、有效性、公平性和可靠性六个方面进行衡量,其中流动性是最核心的指标,是间接交易成本的集中体现。《报告》以上证所全部上市股票作为考察对象,分别以1995年3月、2000年3月和2006年3月作为样本区间,以买卖价差、有效价差、价格冲击指数和流动性指数四项指标衡量相关证券的流动性,以日内价格波动率和超额波动率计算相关证券的波动性。

分析结果显示,近十多年

来,上证所的市场质量不断提高。从1995年到2006年,价格冲击成本改进幅度超过300%,流动性指数上升了83%,大宗交易成本、买卖价差和有效价差等指标均出现了大幅度的下降,说明市场流动性在不断上升,交易的间接成本不断下降,日内波动率和超额波动率也出现了不同程度的下降,说明市场稳定性和市场定价效率得到了提高。

在与国际主要证券市场比较时,《报告》指出,上海市场在价差类指标上处于较好的水平,说明小额订单的交易成本较低,但市场深度——订单簿中的买卖盘数量显著不足,对较大额(如10万元)订单而言,

上海市场的流动性成本与其他市场相比,还存在一定的差距。

造成流动性成本较高的原因是多方面的。一是交易机制不够完善,如未能对不同特征的板块设计差异化的交易机制,订单种类不够丰富,缺乏可提供额外流动性的做市商(一级交易商)制度等;二是国内上市公司数量和流通股本较少,特别是缺乏大量的大型公司,市场规模小;三是交易品种较单一,与现货市场对应的衍生品市场极不发达,从而影响了定价效率和流动性;四是散户交易盛行,机构投资者发展程度不够,导致市场深度不足;五是一些其他方面的原因,如上市公司偏好对股票不断

拆细,从而导致股价水平总体较低,在买卖报价金额单位(分或厘)固定的情况下,可能增加以价差等方法衡量的按百分比计算的流动性成本。

《报告》的推出得到了业内人士的普遍认可,专家指出,报告将为投资者特别是机构投资者等投资决策提供支持,为筹资者择时择地筹资提供决策参考,为市场组织者和改进市场质量提供指南,证券交易所得以审视自身的市场结构和交易机制设计,从而不断改进市场质量,提升市场竞争力。同时,也将为监管机构、市场监管和产品创新提供支持。

证券资格考试要考新法规

□本报记者 周卿

中国证券业协会日前公告称,本年度第二次证券从业资格考试将于6月举行。协会提请考生注意,此次考试大纲、教材仍使用2005年版,但大纲、教材中与现行法律法规不一致的,应以截至5月31日的现行法律法规为准。

据悉,本次考试涉及的、进行调整的主要法律法规有:《公司法》、《证券法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》、《上市公司证券发行管理办法》、《公开发行证券公司信息披露内容与格式准则第1号、第9号、第10号、第11号》、《中国证监会发行审核委员会办法》、《上市公司章程指引(2006年修订)》、《上市公司股东大会规则》、《外国投资者对上市公司战略投资管理暂行办法》、《上海证券交易所股票上市规则(2006年5月修订)》、《深圳证券交易所股票上市规则(2006年5月修订)》、《沪市股票上网发行资金申购实施办法》、《资金申购上网定价公开发行股票实施办法》、《股票上市公告书内容与格式指引》、《深圳证券交易所股票上市公告书内容与格式指引》、《上海证券交易股票交易规则(2006年5月修订)》、《深圳证券交易所股票交易规则(2006年5月修订)》。

15家券商上月股票成交总额过万亿

□本报记者 李剑锋

5月份证券市场行情的火爆令券商的经纪业务获益匪浅,据Wind资讯统计,按双向计算,当月排名前15位的券商股票成交总额达到10219.54亿元,占据了市场交易总额的半壁江山,如果按1%的佣金比例计算,这15家券商当月的股票经纪业务总收入超过了10亿元。

沪深证交所最新公布的会员交易数据显示,5月份,单向计算,沪深市场股票成交总额为10727亿元,较上月增长了49.88%。而上述15家券商的股票成交总额环比增长了52.75%,其中,有10家公司的增长率超过了市场平均水平,经纪

券商	5月交易量(亿元)	5月环比增长(%)	4月交易量(亿元)	4月环比增长(%)
银河证券	1346.46	56.93	858.00	72.88
国泰君安	1245.29	44.30	863.02	71.05
申银万国	1024.49	50.43	681.03	60.83
国信证券	829.16	46.43	566.26	83.23
广发证券	822.60	61.33	509.90	78.20
招商证券	738.79	54.59	477.90	74.58
中信建投	694.66	50.05	462.94	90.73
海通证券	689.59	56.20	441.47	56.72
光大证券	555.21	40.53	395.09	70.68
中信证券	544.28	48.98	365.33	58.93
中投证券	395.37	64.07	240.97	78.28
华泰证券	394.73	55.81	253.34	72.64
东方证券	317.85	50.71	210.90	92.56
联合证券	314.90	49.96	209.98	69.38
长江证券	306.17	97.84	154.76	120.66

数据来源:Wind资讯

业务向一些大券商集中的趋势比较明显。分公司看,中国银河证券、国泰君安、申银万国5月股票成交总额均超过千亿元,分别

三甲,其中,银河证券成交1346亿元,环比增长56.93%;国泰君安成交1245亿元,环比增长44.30%;申银万国成交1024亿

元,环比增长50.43。排名第四、五位的分别是国信证券和广发证券,成交额为829亿元和822亿元。仅这五家券商当月股票成交额就达到5268亿元,占到了总交易额的四分之一。

与此同时,券商权证交易也在5月出现爆发式增长,双向计算,前15强的券商实现交易总额2576亿元,环比增长了133%。国泰君安、海通证券、中国银河证券、国信证券、东方证券分列前五名,国信证券深圳红岭中路营业部、海通证券上海临汾路营业部、招商证券深圳振华路营业部、东方证券上海遵义路营业部、国泰君安上海商城路营业部等成为权证交易的热门网点。

高盛:全球加息无妨中国牛市

□本报记者 李剑锋

“尽管A股市场和香港股市近期都出现了调整,但我们认为,中国股市在未来几年持续走强的趋势并没有改变”。高盛(亚洲)执行董事兼中国股票策略分析师邓伟顺昨日对上海证券报表示。

邓伟顺认为,在大量资金的推动下,今年以来内地股市和香港股市的短期涨幅都比较大,超出了市场原先的预期,所

以出现一定的调整也是十分正常的,但与此同时,推动中国股市长期向好的几大因素并没有改变。首先,中国经济和中国企业的盈利能力仍保持强劲增长。其次,未来人民币仍面临较大的升值压力,从而将引起证券类资产价值的提升。

邓伟顺同时强调,近年来中国上市公司盈利稳定性的增强也将抬高海外机构对中国股市的估值预期。

对于全球性的加息预期会

否导致中国股市资金流动性风险的担心,邓伟顺称,尽管世界范围内存在着加息的预期,短期看也许对市场有一定影响,但这种预期并非建立在全球经济走弱的基础之上,目前,世界经济整体走势还是非常强劲,而中国经济仍会保持较高速度的增长,只要中国企业保持着较强的盈利能力,中国股市中长期走牛的趋势就很难改变。

从具体板块来说,高盛比较看好地产、银行等行业以及

拥有良好品牌的消费类公司和拥有自然资源的企业。“前段时间,确实有一些获利较多的海外投资者在减持A股,但同时也知道有一些投资人在增持A股。尽管短期市场出现了较大的波动,但海外还是有很多人在关注中国股市,想进入中国股市,事实上,他们考虑得更多的不是投资中国股市会有什么风险,而是不投资中国股市会有什么风险”。邓伟顺最后表示。

海通证券前5月实现利润3.88亿

□本报记者 李剑锋

海通证券近日透露,公司今年经营形势良好,截至2006年5月31日,已实现利润总额3.881亿元,而经纪业务前5月实现利润总额2.26亿元,已完成全年目标利润的116%。

与此同时,海通投行股改业务继续领跑市场。截至2006年6月5日,海通证券股权分置改革项目达到108家,市场占有率10.79%。过百家股权分置项目的完成使得海通证券培育了一批机构投资者,为今后业务的进一步拓展打下了坚实的基础。

2005年5月,海通证券成为创新试点券商,公司高度重视创新工作,加快创新步伐。经纪业务方面,2005年实现低成本扩张,托管了甘肃证券和兴安证券。托管营业部翻牌后,公司拥有营业部家数将达到124家,

证券服务部57家。资产管理方面,公司成功发行了一个集合理财产品。另外,公司还加快了组织机构创新和业务转型,完成了对海富期货公司的收购以及公司内部机构设置调整。目前,公司资产证券化、认股权证等新产品开发早已启动,年内计划再推出三个集合理财产品,使资产管理规模达到50亿元;开发和发行两到三个备选权证;完成三个资产证券化项目。

在业务发展的同时,海通证券也不断强化风险管理,健全了与《客户资金独立存管方案》相配套的规章制度和业务操作流程,强化了对自营和资产管理业务的动态监控和风险预警,实现对自营及资产管理业务风险的数量化度量。同时,公司的风险控制部门及时跟踪、制定各项创新金融产品的操作流程,不断完善对衍生金融产品的风险控制。

*ST昌源本周五起暂停上市

□本报记者 王丽娜

深交所昨日发布公告,*ST昌源由于连续三年出现亏损,将于本周五起暂停上市。

该公告称,*ST昌源2005年年度报告显示,该公司2003年、2004年、2005年连续三年亏损。根据《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》第五条及《深圳证券交易所股票上市规则》规定的上市公司义务,做好信息披露工作。

终止上市实施办法(修订)》第五条及《深圳证券交易所股票上市规则》14.1.1、14.1.5条的规定,深交所决定该公司股票自本周五起暂停上市。深交所同时要求,公司在股票暂停上市期间,应当继续履行有关法规及《深圳证券交易所股票上市规则》规定的上市公司义务,做好信息披露工作。

三家券商获代办系统业务资格

□本报记者 周卿

中国证券业协会昨日公告称,东海证券、东方证券和国元证券获得代办股份转让系统主办券商业务资格和报价转让业务资格。至此,获得上述资格的券商已达14家。

今年1月,中信证券、光大证

券、国信证券、招商证券、长江证券、国泰君安、华泰证券、海通证券、申银万国、银河证券、广发证券获得了报价转让业务资格。

由于代办股份转让系统可预计的前景应比较远大,因此上述券商中,有的已经设立专门的中小企业融资部,希望能够在该系统未来的发展中占得先机。

关于福建省昌源投资股份有限公司股票暂停上市的公告

福建省昌源投资股份有限公司2005年年度报告显示,该公司2003年、2004年、2005年连续三年亏损。根据《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》第五条及《深圳证券交易所股票上市规则》14.1.1、14.1.5条的规定,本所决定该公司股票自2006年6月16日起暂停上市。

公司在股票暂停上市期间,应当继续履行有关法规及《深圳证券交易所股票上市规则》规定的上市公司义务,做好信息披露工作。

深圳证券交易所
二〇〇六年六月十日

提升市场质量是交易所发展进入新阶段的新使命

——访上证所创新实验室负责人刘遯博士

□本报记者 王璐

今年三月,上海证券交易所成立了“创新实验室”,旨在通过实验和定量分析支持日益增加的产品和机制创新需求。日前,该实验室完成首份《市场质量报告》并于今日发布。就此,记者专门采访了实验室负责人刘遯博士,详细了解了实验室成立以来的运作情况以及研究课题。

创新研究是新阶段客观要求

记者:上证所成立创新实验室,发布第一份《市场质量报告》,请问该举措的背景是什么,对市场发展有何影响?

刘遯:上证所成立创新实验室,对市场质量和市场创新进行研究,一方面是对市场需求的积极回应,同时也是为了积极引导市场创新的方向和为创新提供坚实的决策支持。

首先,从市场整体发展趋势看,我国证券市场正步入以提升市场质量为重点的创新与发展阶段,创新与投资决策需要更科学、精确和量化的支持。在此背景下,上证所成立创新实验室,目的之一就在于能把市场创新与风险管理这两大任务结合起来,通过实验和定量分析,为我国市场的创新与发展探路。

第二,发布《市场质量报告》,加强创新实验研究,是为了

更好地适应我国证券市场对外开放、与国际接轨的迫切需要。随着外国合格机构投资者规模的扩大,我国在境外上市公司回国内上市交易,市场需要有符合国际惯例的新机制。此外,证券交易过程中的市场质量在全球竞争环境中的重要性日益凸现,注重分析并逐步提高市场质量,是我们未来参与全球竞争的基本前提。

第三,成立创新实验室,开展市场质量和市场创新研究,反映了上证所在市场创新上强调科学决策、定量分析的理念,体现了上证所对市场创新的积极追求。

《报告》为改进市场质量指明方向

记者:上证所发布《市场质量报告》,向市场各方客观展示了上证所市场质量发展情况,请问《市场质量报告》对市场参与者而言,具体有哪些重要价值?

刘遯:首先,从投资者角度看,市场质量指标可以使投资者更精确地估计交易成本,为其套利、风险对冲和程序交易等投资决策提供支持。比如我们对今年3月份ETF套利交易情况的分析表明,在不考虑流动性成本时,该月有近五次套利机会,但考虑价格冲击成本后,套利机会减少了77%。该月实际发生ETF套利交易492起,其中382起因未考虑价格冲击成本而出现亏损。从这

个例子可以看出,市场质量指标对机构投资者有重要意义。

从市场组织者角度看,《市场质量报告》可为交易所改进市场质量指明方向。比如,我们发现,不同板块的流动性等指标差别很大,因此有必要对不同板块的交易机制进行检讨,设计出差异化交易机制。再如,对流动性和波动性指标日内特征分析显示,市场在下午开盘时流动性最差,波动也较大,说明下午开盘时可引入集合竞价机制。

此外,市场质量指标还可供筹资者筹资决策、监管机构和市场监管部门参考,也可直接供市场创新之用。

提升市场质量的三种途径

记者:你刚才提到现阶段发展以提升市场质量为重点,请问如何衡量、评价市场质量,我国现阶段市场质量状况如何?

刘遯:市场质量是证券市场竞争力的综合体现。近十年来,全球证券市场步入一个竞争与改革的新阶段。这次改革的核心内容有三,除公司化和兼并联盟外,就是通过完善市场微观结构(交易机制)和技术系统来提升市场质量。

市场质量是包含多方面因素的综合体,国际上很多证券交易所都计算或定期发布市场质量报告或披露相关指标。衡量市场质

量的主要指标是流动性和稳定性指标,其中市场流动性是最重要的指标。

在我们的《市场质量报告》中,我对我市场质量进行了历史对比与横向国际比较。结果显示,近十多年来,我们的市场质量不断提高,很多指标都翻了几番。与国际主要证券市场相比,我们小额订单的流动性成本较低,但市场深度显著不足。对较大额(如10万元)订单而言,我们的流动性成本与德国、纽约、伦敦、纳斯达克等成熟市场和印度等新兴市场还存在一些差距。

记者:我国市场质量与国际市场相比还存在一些差距,你认为应如何提升?

刘遯:从国际经验看,提升市场质量主要有三种途径:一是交易机制创新,二是产品创新,三是扩大市场规模。从交易机制看,流动性成本、波动性、透明度等与交易机制是密切相关的。从产品创新看,如果与现货市场对应的衍生品市场非常发达,通过套利和风险对冲交易,就能大幅度提高现货市场的定价效率和流动性。从市场规模看,研究表明,公司市值越大,其流动性成本就越低,因此,吸引大量大型公司上市,壮大市场规模也是提升市场质量的重要途径。可喜的是,上证所在这三个方面均有所规划,作出了很大努力,并取得了进展。

不断完善交易机制是交易所的责任

记者:你刚才提到,提升市场质量有三条途径,交易所未来重点计划是什么?

刘遯:上证所对交易机制创新、产品创新和扩大市场规模这三方面工作都十分重视。但是,产品创新和扩大市场规模的不确定性要大于交易机制创新。产品创新需要市场各方(包括监管机构)的努力,扩大市场规模还取决于上市公司的意愿。交易所最能发挥作用之处就是交易机制的创新。

基于此,上证所开发了新一代交易系统,并将于明年年初上线。新系统是一个支持多交易市场的国际化系统,有可配置的交易模型(如竞价机制、报价机制、协商交易),多样化的订单形式(限价、市价、止损、多日有效、一揽子等)和完备的风险控制手段,是现货与衍生品一体化的交易平台。新系统所支持的多种创新交易机制,将为投资者和证券中介机构带来更多的交易便利和盈利机会,对提升上证所市场质量有极其重要的意义。

记者:据我了解,上证所对交易机制作过大量研究,取得了骄人成果,请问创新实验室在未来交易机制创新中将担当何种角色?

刘遯:上证所早在1998年就对交易机制展开了全面深入的研究,取得不小收获。新《交易规则》要求实施的开放式集合竞价等机制,就是我们最先提出的。创新实验室将在以往积累的基础上,结合我所新一代交易系统的推出,加大对交易机制创新的研究,我们希望能成为我国交易机制改革研究的一个重要阵地,成为我国交易机制创新研究的领头羊。

记者:创新实验室最近对哪些问题进行了研究,有何政策建议?

刘遯:近来,除市场质量报告外,创新实验室着重研究了三个问题:一是即将推出的融资融券标的、保证金范围与折算率等的研究,目前正会同有关部门制订细则;二是放宽涨跌幅限制问题;三是日内回转(T+0)交易问题。

日内回转交易制度是国际证券市场一项通行制度,有助于活跃市场,改善券商经营业绩,也有助于提高市场定价效率,并可为投资者提供更加灵活、便利的投资手段。但自权证推行日内回转交易后,投机气氛较浓,一些人士开始质疑该制度,认为日内回转交易加剧了价格波动、助长了市场操纵、增大了投资者风险。我们结合事件研究和分组比较方法,利用沪市高频交易数据,实证研

究了该制度对价格波动、流动性、投资者风险和操纵的影响,结果显示:推行日内回转交易对活跃交易、提高市场流动性有重要意义,日内回转交易制度并未加剧价格波动,也没有助长市场操纵行为,而且,在允许日内回转交易时,投资者和经纪商风险下降。

同样,我们对股票涨跌幅制度也进行了实证研究。我们首先区分了两种不同的价格波动:因证券基本价值发生变化导致的基本波动和因噪音交易等导致的临时波动。涨跌幅制度等价格稳定机制的核心目的是限制临时波动,而不是限制基本波动。我们的研究发现,涨跌幅限制加剧了涨跌幅发生后的价格波动,引发了助涨助跌效应,阻碍了相关交易的正常进行,形成了流动性干扰,降低了价格发现效率。其对价格波动、流动性和价格发现效率的不利影响,在因证券基本价值发生变化而导致涨跌幅事件占比较高的情况下,尤为显著。而且,从涨跌幅限制价格运动的实际情况看,涨跌幅更多地限制了股价上涨,而不是限制下跌。我们还发现,上证50指数成分股因证券基本价值发生变化而导致涨跌幅事件占比较高,且放宽其涨跌幅度到20%,涨跌幅现象将下降90%以上。据此,我们提出了相关政策建议。