

2026.4.16 星期四

●责编 秦宏 阎基旺 e-mail:szgjc@ssnews.com.cn ●美编 周恒

■迈向一流：全面提升证券公司服务效能(三)

强化交易业务功能导向 增强资本市场内生稳定性

□ 杨成长 龚芳 袁宇泽

“十五五”规划纲要强调，“健全投资和融资相协调的资本市场功能”“建立增强内在稳定性长效机制”。交易是健全资本市场投融资功能的重要基础，也是提升市场资源配置效率的关键。近年来，我国资本市场交易规模及交易活跃度已跃居全球前三，但从交易的功能定位看，在推动资本形成、加大流动性供给、促进价格发现、实现风险缓释以及维护市场稳定运行上，资本市场交易功能还存在较大的改善空间。“十五五”时期，为进一步健全资本市场功能，证券公司作为重要的资本市场交易主体及流动性提供者，应统筹兼顾交易业务的功能性定位与盈利性目标，通过交易业务的“五化”发展，增强市场内在稳定性，更高效地服务资本市场长期稳定发展。

一、强化交易功能定位是提升市场内生稳定性的重要基础

(一)交易是资本市场功能实现的重要基础。资本市场的运行本质是通过持续、有效的交易，实现信息、风险和资金的动态配置。具体来看，交易机制决定价格形成效率。完善的交易制度和多样化的交易工具，有助于不同投资者基于信息和预期充分博弈，使价格更快、更准确地反映基本面变化。交易活跃度决定市场流动性水平，充足的交易参与和连续的买卖行为是市场流动性的根本来源。流动性不仅影响投资者的交易成本，更是市场保持稳定运行的关键条件。交易结构决定风险分担方式，不同类型、不同期限、不同风险偏好的参与主体，通过现货、衍生品、融资融券等多层次交易结构，实现风险在市场内部的分散和转移。交易能力决定资源配置效率，高效的交易体系能引导更多社会中长期资金流向有竞争力的资产和企业，从而提高社会整体的资源配置效率。在此过程中，证券公司不仅是市场交易的参与者，更是维系市场稳定运行的重要中介力量。因此，提升大交易业务能力，已成为证券公司服务资本市场稳定健康发展的核心抓手。

(二)近年来证券公司大交易业务规模及贡献显著提升。从交易形式看，证券公司交易业务种类不断丰富。证券公司大交易业务涵盖的具体业务逐步从早期单一的通道交易发展成为覆盖中介、投资、做市的多元化、多层次服务体系。在证券行业发展初期，交易类业务主要表现为代理买卖证券，2012年以前，代理买卖证券业务收入占行业总营业收入之比基本保持在50%以上，部分年份甚至达到70%以上。自2012年证券公司创新发展研讨会提出11条创新举措之后，证券公司交易业务的内涵不断丰富，逐步扩大至信用交易、做市交易、衍生品交易、大宗交易等。交易标的资产也从单一股票交易向多资产、多市场、多策略扩展。

从业务贡献看，近年来大交易业务成为证券公司的支柱业务。在收入结构方面，2025年上半年证券投资收益(含公允价值变动)占证券行业总营业收入的45%，若计入代理交易，大交易业务的收入贡献超过一半。其中，场外衍生品、收益互换等创新业务凭借其高附加值特征，成为驱动收入增长的重要引擎。从资产结构看，做市和对冲交易业务的快速发展，推动证券公司形成了规模庞大的交易性金融资产。截至2025年6月末，上市证券公司的交易性金融资产占总资产的比例已达35%，大型券商占比普遍达到或接近40%，较2020年之前大幅提升。若进一步计入债权投资、其他债权投资及其他权益工具投资，则相关资产规模占比接近行业总资产的50%。近年来，大交易业务相关的资本使用效率以及ROE水平，成为影响证券公司整体竞争力的关键因素。

(三)从功能定位看证券公司大交易业务体系的构成。近年来，大交易业务成为证券公司发展最快，也是相对最复杂的业务形态。从服务对象看，证券公司交易业务分为自营交易和代客交易；从交易方式看，可分为经纪代理交易、做市交易、大宗交易、协议交易等；从资本占用看，可分为通道交易和资本占用型交易。为更好顺应大交易业务的多元化发展，近年来，大型证券公司加快组织变革，相继成立做市交易部、金融创新交易部、FICC交易部、场外交易部、融资融券部等部门。尽管目前证券公司交易业务的分类体系已经相对多元，但对交易业务的功能性关注还相对不足。基于此，从交易实现的各种功能看，可以将大交易业务重新梳理为以下五类：

一是承销配售交易，即以股权融资(ECM)和债权融资(DCM)为核心的二级市场交易业务，其核心功能在于资本形成。证券

- 资本市场交易能力决定资源配置效率，高效的交易体系能引导更多社会中长期资金流向有竞争力的资产和企业，从而提高社会整体的资源配置效率。在此过程中，证券公司不仅是市场交易的参与者，更是维系市场稳定运行的重要中介力量。因此，提升大交易业务能力，已成为证券公司服务资本市场稳定健康发展的核心抓手
- “十五五”时期资本市场交易品种的多元化、交易策略的丰富化、市场交易结构的非均衡化及境内外交易市场的互联互通，均对证券公司的大交易业务能力提出了更高要求。然而，从功能效应看，当前证券公司大交易业务在有效发挥各项市场功能方面，还面临诸多短板和挑战
- 证券公司作为资本市场重要的交易中介，必须主动破局，强化大交易业务的功能性，以“五化”为抓手推动资本市场平稳健康发展：一是提升战略配售自主化，增强资本形成效能；二是强化做市交易专业化，夯实流动性供给韧性；三是深化交易体系综合化，优化价格发现功能；四是推动结构性产品对冲化，增强风险缓释功能；五是实施自营交易逆周期化，增强市场内生稳定性

公司通过承销、簿记建档和配售机制，将社会资金引入实体经济，实现储蓄向投资的转化。在这一过程中，交易不以短期价格波动为目标，而是围绕发行定价、投资者结构优化和发行成功率展开，体现了证券公司在资源配置中的基础性功能。

二是做市交易，即证券公司通过持续双边报价、承担库存风险，为特定证券或衍生品提供即时成交可能性，降低市场交易摩擦成本，其核心功能是提供流动性。做市交易广泛存在于股票、债券、ETF以及期权、利率互换等市场，是提升市场深度和稳定性的关键机制。

三是二级市场及套利交易，包括集中竞价交易、大宗交易、协议交易、量化交易以及跨市场、跨品种套利等，其核心功能是价格发现。证券公司在此过程中通过撮合买卖双方、提高交易效率，使市场价格更充分地反映基本面变化。套利交易则在不同市场和不同产品之间修复价格偏差，是价格发现机制的重要补充。

四是衍生品及结构化交易，证券公司通过期货、期权、互换以及各类结构化产品，将利率、信用、汇率和权益等风险在不同主体之间重新分配，并通过交易价格对风险进行量化和定价，其核心功能是风险转移和风险定价。这类交易不仅服务于客户的套期保值和资产配置需求，也推动了金融市场风险管理体系的完善，是现代资本市场不可或缺的重要组成部分。

五是战略配置交易，其功能在于维护资本市场稳定和提供战略性力量储备。这类交易通常以证券公司自有资金为基础，强调长期性和逆周期性，包括长期战略配置、逆周期投资以及在市场波动时期发挥“压舱石”作用的投资行为。与短期自营交易不同，战略配置交易更强调政策导向和功能性，通过在关键时点和关键资产上的配置，增强资本市场的韧性与稳定性。

二、“十五五”时期证券公司大交易业务发展面临的挑战

“十五五”时期资本市场交易品种的多元化、交易策略的丰富化、市场交易结构的非均衡化及境内外交易市场的互联互通，均对证券公司的大交易业务能力提出了更高要求。然而，从功能效应看，当前证券公司大交易业务在有效发挥各项市场功能方面，还面临诸多短板和挑战。

(一)承销定价及战略配售能力不足，抑制投资资本形成

在承销配售交易方面，当前证券公司的定价配售自主性明显不足，导致长期资金和战略投资者在新股发行中的“定价锚”和“稳定器”的作用尚未充分发挥。

一方面，战略配售的组织能力相对薄弱，产业资本、保险、社保、养老金等长期资金引入力度不足。数据显示，2022年以来，科创板、创业板及主板的其他战略配售参与率分别为21%、9%和4%，平均获配份额分别为13%、11%和16%。这与规定最多可引入35名战略配售投资者，且获配比例上限可达20%、30%或50%的政策空间相比，仍有较大差距。

另一方面，一级市场承销与二级市场交易有效协同不足。证券公司在发行定价、基石投资、稳价机制及上市后流动性管理等方面缺乏闭环机制，容易出现新股上市后表现不稳定、二级市场承压、投资者体验下降等连锁反应，削弱投资者对市场的信心，不利于长期资本形成和耐心资本培育。

(二)做市交易深度不够，市场流动性不均

当前，证券公司做市交易深度不够，导致中小市值股票、债券、资管产品的流动性供给不

足，市场呈现流动性不均衡的特征。

我国市场交易结构呈现出“场内热、场外冷”的分化现象。2025年，场内股票市场成交金额创下421万亿元的历史新高，年换手率超过400%，流动性指标位居全球主要市场前列。相比之下，场外交易的活跃度明显不足：新三板全年做市转让成交总额仅651亿元，年换手率仅7.8%；区域股权市场常年交易冷清，大部分市场仅具备登记托管功能。

从交易标的来看，与股票等权益类产品相比，资产支持证券(ABS)、信贷资产支持证券(CLO)、定向工具(PPN)及各类非债权资产的流动性明显匮乏，部分产品在存续期内甚至出现零交易，形成了严重的流动性折价。此外，场外金融衍生品交易的活跃度也相对有限。据银行间市场交易商协会统计，2024年我国场外金融衍生品交易规模约为200万亿元，约为同期场内市场规模的1/3，而美国场外市场交易规模是场内的19倍。

(三)二级市场交易机制不完善，市场价格发现功能有待提升

当前，证券公司对机构投资者的综合服务业务能力尚显薄弱，专业投资机构持股市值占比偏低，导致市场交易呈现出明显的结构性失衡。

尽管近年来证券公司不断完善机构销售服务体系，但在大宗交易撮合、算法交易、程序化执行、订单拆分、交易成本控制等体系上仍不够完善，较难为不同类型的专业投资机构提供差异化、定制化的销售及风险管理协同服务。机构交易行为的趋同性，叠加个人投资者“追涨杀跌”的非理性特征，使A股市场呈现明显的结构性交易特征。从板块来看，以科创板、北交所为代表的新兴板块的交易活跃度明显高于主板市场。2025年，科创板换手率达到398%，北交所换手率更是达到922%。相比之下，上交所主板换手率仅为218%。从行业来看，以通信、计算机、电子为代表的新兴行业交易活跃度明显高于传统行业。2025年，上述新兴行业日均换手率均超过5%，而银行、煤炭、钢铁等传统行业的日均换手率不到2%。

过度追求短期交易，导致市场交易活跃度异化为影响股指上涨的前提性条件。近年来，资本市场对短期交易的过度追捧，使集中竞价交易方式及交易活跃度在一定程度上成为左右投资收益的关键因素。股票市场存在交易量推动股价的特征。2025年，A股市场日均成交金额已超过2万亿元，日换手率约为美股市场的2倍、港股市场的4倍。热点领域的量价齐升，容易让投资者产生投资收益来源于频繁交易的错觉。在新三板、信用债及资产管理产品市场，交易活跃度的相对不足导致资产价格被明显低估。

(四)衍生品及结构性产品交易能力不强，风险缓释作用不突出

目前，证券公司在衍生品及结构化产品领域的交易能力仍显不足，难以对市场提供足够的风险缓释服务。

一方面，尽管近年来证券公司场外衍生品交易规模快速增长，但总的来看，场外期权、收益互换及结构化金融衍生品的设计存在同质化现象，容易引发趋同的交易策略，导致市场出现同涨同跌的共振局面，在一定程度上放大了市场波动，难以真正发挥主动风险管理功能。

另一方面，证券公司跨境与跨市场衍生品交易能力尚显薄弱。在境内外市场日益联通的背景下，面对股市、债市、汇市及商品市场之间的复杂联动，由于基础金融工具匮乏及风险对冲能力不足，证券公司难以有效满足投资者在波动率管理、尾部风险对冲、久期信用管理以及跨境跨市场对冲等方面的需求，使资本市场的风险缓释及对冲功能难以得到充分发挥。

(五)逆周期交易布局不够，市场内生稳定机制不强

当前，证券公司自营投资中逆周期、长期性

资产配置不足，维护市场稳定运行的作用尚不显著。近年来，尽管证券公司自营交易业务正加速向非方向性、多元中介交易转型，但整体而言，自营业务的逆周期性布局仍显薄弱，尚未充分发挥其作为战略性储备力量的作用。这一现象主要与自营交易的方向性交易与长期战略性交易的边界不够清晰有关。部分券商的自营交易仍以方向性交易和短期盈利为主，对战略性交易的触发条件、授权机制、资金规模上限等缺乏明确要求。

三、以“五化”为抓手全面提升证券公司大交易业务的服务效能

“十五五”时期，稳定高效的资本市场是推动居民储蓄向投资、收入向消费转化的重要力量。证券公司作为资本市场重要的交易中介，必须主动破局，强化大交易业务的功能性，以“五化”为抓手推动资本市场平稳健康发展。

(一)提升战略配售自主化，增强资本形成效能

一是建立合格投资者考察机制，提升证券公司承销配售自主性。增强证券公司在新股战略配售环节的自主性，是其更好履行“看门人”职责、提升项目可投性的重要基础。一方面，证券公司要积极引入合格投资者考察机制，根据投资者资质逐步完善以长期价值投资机构 and 战略投资者为核心的机构网络。另一方面，在新股配售过程中，应加大对战略投资者的配售比重，提高发行配售环节的市场化程度。通过市场化的配售机制，倒逼证券公司从源头上筛选出优质且具备高投资价值的项目。同时，较高的长期投资机构配售比例，也有助于引导证券公司及发行人合理确定发行价格和发行节奏，从而更好地发挥市场自身的供需平衡调节机制。

二是强化一、二级市场联动效能，推动承销配售与自营投资、做市业务协同发展。证券公司一方面应合理安排跟投比例和参与方式，提升承销定价的谨慎性、配售结构的长期性，夯实新股上市后股价运行基础。另一方面，需持续优化稳定价格机制，转变过去以短期护盘为主的稳市安排，将承销配售环节与后续的做市、自营、机构销售交易深度衔接，为市场提供综合的流动性支持方案。在合规框架下，通过持续报价、库存管理及风险对冲安排，增强新股上市后股价运行的稳定性，引导市场交易从短期博弈转向长期价值投资，在吸引更多长期资金入市的同时，为二级市场交易提供定价锚。

(二)强化做市交易专业化，夯实流动性供给韧性

一是扩大做市交易的广度，以科创板、北交所、新三板做市为突破口，大力发展做市商交易业务，降低中小市值公司的流动性折价。一方面，证券公司应在现有做市业务的基础上，持续丰富做市交易标的品种，为信用债、资产证券化产品等金融品种提供更高品质的持续报价及流动性支持，着力破解公募REITs、ABS、S基金等品种流动性不足问题，为市场构建更加多元的交易渠道和退出机制。另一方面，做市需要充足的现金及证券库存以高效响应机构客户的交易需求，证券公司要拓宽资本补充渠道，稳步拓展券源，探索将投行保荐跟投、战略配售库存转化为做市底仓，并探索跨市场做市，构建跨层级的价差套利与库存调配机制，提升资本周转效率。

二是提升做市交易的深度，构建专业化的库存管理平台，提高做市效率。证券公司一方面应持续研发和丰富基于市场深度与波动率模型的综合策略，将股票、债券、ETF及衍生品头寸纳入统一风险管理框架，构建买卖价差、成交深度等数据化流动性监测指标，依托算法系统实现自动报价与动态对冲，推动报价行为

与市场流动性状况动态匹配，提高做市效率。另一方面，做市交易需要强大的研究能力，特别是量化分析能力。证券公司可运用基本量模型实时测算合理价差区间，通过算法交易在行情大幅波动时动态调整报价深度与宽度，平衡成交概率与库存成本；同时，借助个股期权等衍生品工具剥离方向性风险，锁定波动率收益。

(三)深化交易体系综合化，优化价格发现功能

一是通过技术、数据和业务的深度融合，构建多市场、跨场所、全链条的综合化交易体系，提升市场价格发现功能。当前二级市场中，现货、期货、期权、ETF以及场外衍生品之间仍然存在一定壁垒。证券公司一方面应统筹各市场交易行为，将现货市场的真实供需、衍生品市场预期和风险定价，以及场内场外市场差异化流动性特征统一纳入整体交易框架，通过推动期现联动、场内场外联动和多品种联动，实现价格在不同市场之间相互验证、相互修正，弱化单一市场情绪波动对价格的扭曲，增强整体价格发现功能。另一方面，要加快建设统一的交易与数据中台，夯实综合交易体系的数据底座。证券公司应打破业务条线和系统壁垒，对股票、债券、ETF、股指期货、期权等各类产品的成交数据、资金流向以及衍生品市场隐含波动率条件信息进行集中整合和实时分析，通过中台化建设赋能交易行为，提高对价格发现的正向作用。

二是完善供需两端交易工具，降低指数上行对成交量的过度依赖。在供给端，证券公司要加快指数化交易与指数产品体系建设。其一，持续优化宽基指数与行业主题ETF供给，大力发展低波、红利、价值及ESG等指数产品，为中长期资金提供更低换手率的配置型产品。其二，推动指数衍生品与ETF产品协同发展，实现现货ETF、股指期货期权及场外收益互换一体化布局，构建从现货交易、现金管理到风险对冲的完整工具链，在不显著放大现货成交量的情况下，满足资产配置需求。其三，支持多空对冲、市场中性的套利等多样化策略发展，丰富市场策略结构，避免因交易方向过度单一引发市场风险。

在需求端，证券公司要以机构交易服务升级为核心，在不显著放大成交量的情况下，维持市场交易的活跃度。一方面，要加快建立高性能交易系统与算法执行平台，为机构投资者提供低延迟、高稳定、智能化的交易环境，通过精细化管理价差、市场冲击与交易择时等要素，不断降低综合交易成本。同时，面向量化、指数增强、市场中性等策略提供一体化交易接口，降低机构运用多元交易策略的门槛，推动市场成交更多来源于策略再平衡与风险管理需求，而非情绪化频繁交易。另一方面，可通过大宗交易、场外协议交易等方式为机构投资者的大额订单提供更优的执行方案，减少二级市场集中竞价交易带来的价格剧烈波动，逐步降低股指运行对成交量的过度依赖。

(四)推动结构性产品对冲化，增强风险缓释功能

证券公司要为专业投资者提供更多对冲交易方案和风险管理工具。一是构建多元化的衍生品服务体系，在股指期货、期权、收益互换等工具的基础上，研发更多模块化、标准化的对冲策略，降低投资者风险管理策略的构建成本。二是加大结构化产品的创设力度，丰富POF、REITs及大类资产配置产品体系，降低不同类型产品之间的风险关联度，避免因机构投资策略趋同加剧市场波动。三是针对当前金融市场的新型风险，探索相对应的交易类业务模式：例如，运用科创50ETF期权等工具来管理科技板块风险；依托碳排放权交易、绿色金融衍生品等管理绿色金融相关风险；发展“期货+保险”等创新模式管理大宗商品风险，全面提升市场主动风险管理及风险缓释功能。

(五)实施自营交易逆周期化，增强市场内生稳定性

证券公司应加大自营业务逆周期布局力度，将战略配置交易与常规自营交易相分离。一方面，要积极探索战略配置交易模式，以专户形式明确战略配置的投资资产范围、杠杆限制、规模上限、触发机制、流动性头寸等核心安排，助力市场形成稳定的中长期战略储备力量。另一方面，要加强与同业机构、交易所及行业协会的协作，在合规框架下建立常态化的沟通机制，平衡好战略配置交易功能性与盈利性的关系，确保战略配置交易的合规性和可审计性，持续增强资本市场运行的内生稳定性。

(杨成长系全国政协委员、申万宏源证券研究所首席经济学家；龚芳系申万宏源证券研究所政策研究室主任、首席研究员；袁宇泽系申万宏源证券研究所资深高级研究员)