

2020 年度上交所基金做市商发展报告

目录

2020 年上交所基金做市商年度报告	3
附件一：广发证券沪市基金做市业务 2020 年度报告	12
附件二：华泰证券沪市基金做市业务 2020 年度报告	17
附件三：方正证券沪市基金做市业务 2020 年度报告	20
附件四：招商证券沪市基金做市业务 2020 年度报告	24
附件五：中国国际金融股份有限公司沪市基金做市业务 2020 年度报告	27
附件六：中信建投证券沪市基金做市业务 2020 年度报告	30
附件七：中信证券沪市基金做市业务 2020 年度报告	33
附件八：ETF 市场流动性分析及做市商作用（中信证券研究部）	35

2020 年上交所基金做市商年度报告

2020 年是境内 ETF 市场成立 16 周年，也是新中国资本市场诞生 30 周年。上海证券交易所基金市场于 2012 年推出基金流动性服务，并于 2018 年底实施了新的做市商遴选机制和评价体系，运行两年多来，整体平稳有序。2020 年上交所基金做市业务管理系统上线、做市流量费减免、业务规则完善、流程简化等一系列工作陆续落地，基金做市商的做市积极性明显提高，基金产品流动性显著改善，市场定价效率明显提升，为基金市场注入了新的活力。

上交所对 2020 年度（2019 年 12 月 21 日至 2020 年 12 月 20 日）沪市基金做市商交易行为和作用等情况进行了分析，主要结论如下。

一、做市商参与度进一步提升

（一）做市商数量增加

截至期末，上交所共有基金做市商 29 家，其中主做市商 15 家，一般做市商 14 家，较 2019 年新增做市商 1 家。

表 1 上交所基金主做市商和一般做市商名单
(按做市商名称首字母排序)

主做市商		一般做市商	
1	东方证券	1	东莞证券
2	方正证券	2	东海证券
3	广发证券	3	东兴证券
4	国盛证券	4	光大证券
5	国泰君安	5	国信证券
6	海通证券	6	华安证券
7	华泰证券	7	华融证券
8	申万宏源	8	平安证券
9	粤开证券	9	太平洋证券
10	招商证券	10	西部证券
11	中国银河	11	兴业证券
12	中金公司	12	野村东方
13	中泰证券	13	长城证券
14	中信建投	14	长江证券
15	中信证券		

(二) 覆盖的产品更多

1、ETF 做市商覆盖率达到 80%

具有做市商的基金产品共 214 只，较 2019 年增加 74 只。其中 ETF 为 208 只，占全部 ETF 的 80%，较 2019 年增长约 8%，覆盖股票 ETF（单市场、跨市场、跨境）、债券 ETF、货币 ETF、商品 ETF 等各种类型。

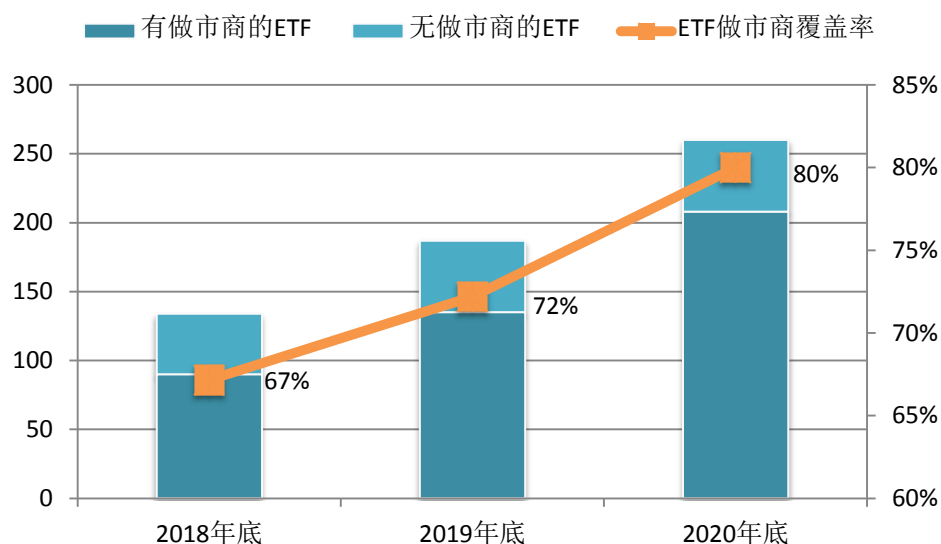


图 1 ETF 做市商覆盖率

2、近 70%基金产品做市商数量为 2 至 5 家

从基金产品看，做市商数量最多的基金是华夏 300，有 18 家做市商，HS300ETF、中证 500 和科创 50 做市商数量较多，均有 13 家做市商，近 70%基金产品的做市商数量介于 2 至 5 家不等。

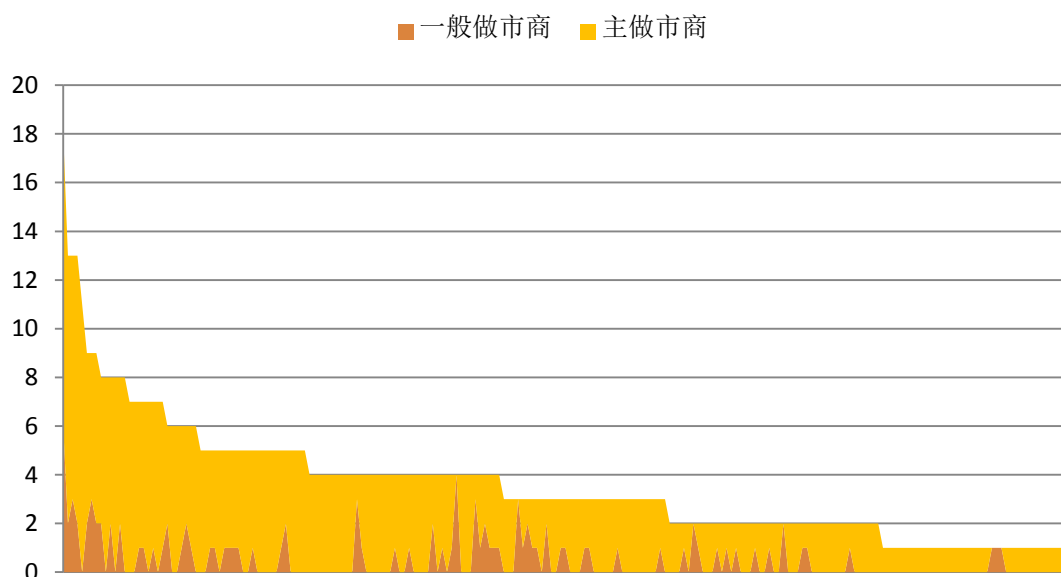


图 2 上交所各基金产品的做市商数量分布

3、做市商以提供主流动性服务为主

从做市商看，做市产品数量位列前3的是中信证券、方正证券和招商证券，分别为123只、108只和87只，且均以提供主流动性服务为主。

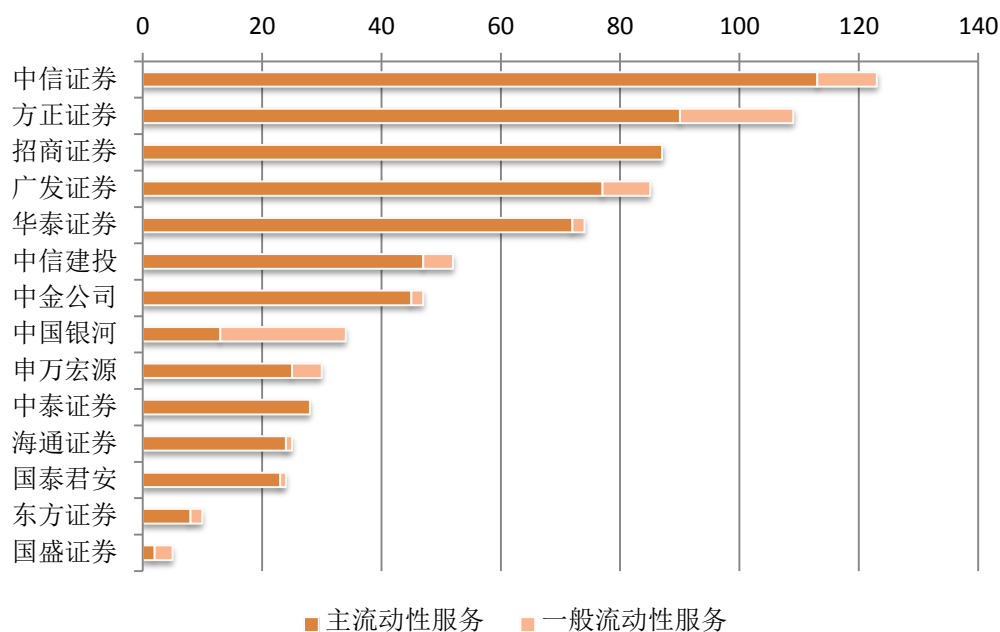


图3 上交所基金主做市商做市产品数量

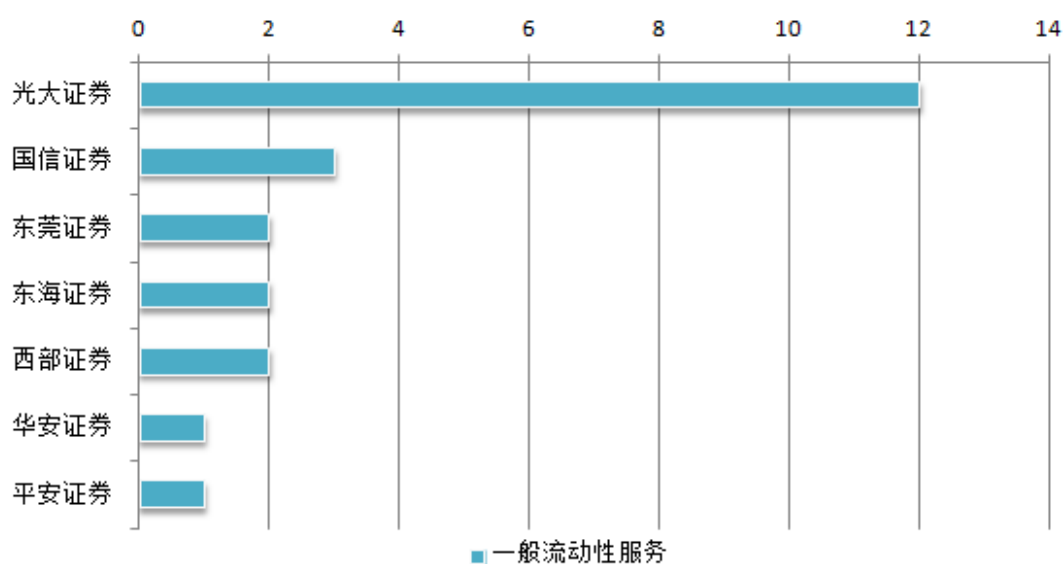


图4 上交所基金一般做市商做市产品数量

（三）竞价参与率提高

从参与率来看，期间主做市商的平均集合竞价参与率为 98.35%，平均连续竞价有效参与率为 90.68%。与 2019 年相比，平均集合竞价参与率提高 5.17%，平均连续竞价参与率提高 7.45%。

一般做市商的平均集合竞价参与率为 82.63%，平均连续竞价有效参与率为 63.71%。与 2019 年相比，平均集合竞价参与率提高 34.52%，平均连续竞价有效参与率提高 14.42%。

（四）基金做市商成交占比提升

从成交金额来看，期间做市商成交金额占全部做市产品总成交金额的 11%，与 2019 年相比，成交金额占比增长约 3%。

二、基金做市商功能发挥显著

通过研究对比 2020 年 1 季度无做市商，4 季度引入做市商的 9 只 ETF，我们发现做市商显著提升了产品流动性，体现在以下三方面：

一是市场活跃度明显提升。上述 ETF 的 1 季度总成交金额为 39.06 亿元；引入做市商后 4 季度总成交金额达 142.04 亿元，增长超过 3.6 倍，交易活跃度明显提升。

二是价差收窄，提高成交可能性。引入做市商后，上述 ETF 平均相对买卖价差降低 0.34%，做市商的参与缩小了基金相对买卖价差，提高了市场成交的可能性。

三是减小价格冲击，平滑市场波动。引入做市商后，上述ETF 平均买入价格冲击成本降低 0.89%，平均卖出价格冲击成本降低 1.01%，说明有做市商的基金，大资金进出的冲击成本较低，做市商平滑了市场波动，促进市场稳定。

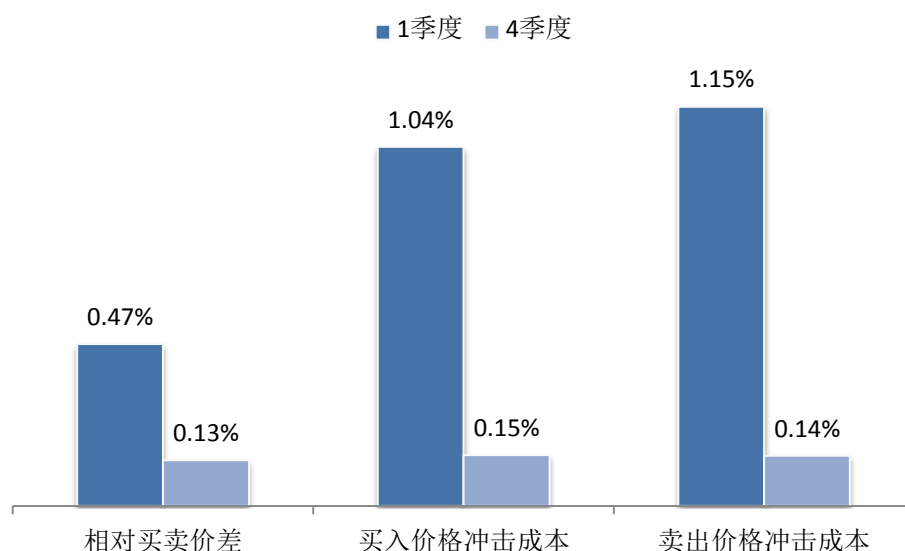


图 5 流动性指标改善情况

三、做市商评价与获奖情况

（一）年度综合评价

7 家为 AA（方正证券、广发证券、华泰证券、招商证券、中金公司、中信建投、中信证券），2 家为 A（申万宏源、中泰证券），5 家为 B（东方证券、国盛证券、国泰君安、海通证券、中国银河）。

一般做市商：3 家为 A（东莞证券、华安证券、西部证券），2 家为 B（光大证券、国信证券），2 家为 C（东兴证券、平安证券）。

（二）季度评价

主流动性服务季度评价 1876 项，AA 占 10%，A 占 79%，B 占 10%，C 和 D 占 1%。一般流动性服务季度评价 596 项，A 占 87%，B 占 3%，C 和 D 占 10%。

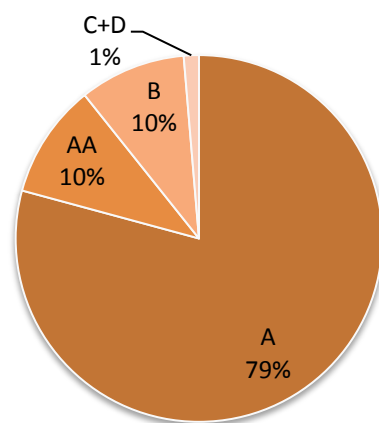


图 6 主流动性服务季度评价分布

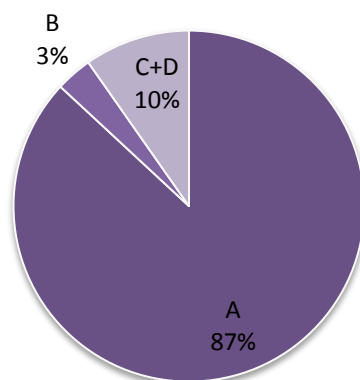


图 7 一般流动性服务季度评价分布

（三）优秀做市商评选

1、授予 6 家做市商“优秀基金做市商”荣誉

获奖做市商为：方正证券、华泰证券、招商证券、中金公司、中信建投、中信证券（按首字母排序）。

2、授予做市商 4 个单项奖荣誉

“最佳股票 ETF 做市商” 为招商证券

“最佳跨境 ETF 做市商” 为招商证券

“最佳债券 ETF 做市商” 为中信证券

“最佳货币 ETF 做市商” 为申万宏源

四、2020 年度上交所基金做市业务主要工作

第一，提高业务办理效率。基金做市业务管理系统上线，全面实现业务电子化，大幅提升业务办理效率。

第二，加大做市商激励。暂免收取基金做市商流动性服务相关流量费，新增不同基金类型优秀做市商单项奖，进一步降低做市商成本、激发市场活力。

第三，提升信息获取便利度。在上交所官网、上证基金网同步上线“基金做市商栏目”，便利市场主体和投资者对做市商相关信息的获取。

五、2021 年展望

2021 年，我们将牢记“服务实体经济、服务投资者”的双重使命，携手基金做市商、基金管理人等各市场机构，围绕“一所连百业，一市跨全球”的战略定位，把上交所基金市场建设为具有较大规模、标的资产覆盖股票、债券、商品、外汇及衍生品，生态环境友好，连接场内和场外，跨越境内外的枢纽市场。

第一，持续完善业务规则，推进基金做市业务规范、有序发

展。

第二、充分利用科技手段，进一步优化相关机制，提升服务市场能力。

第三，多措并举，加强行业交流，构建基金做市行业良好生态。

附件一

广发证券沪市基金做市业务 2020 年度报告

一、业务概况

广发证券自 2008 年即开始了 ETF 相关业务领域的研究和准备工作。上交所推出 ETF 做市商制度以来，广发证券作为首批获得上交所上市基金主做市商业务资格的证券公司，做市业务规模增长连续多年超过 50%，并逐渐形成了汇集 A 股宽基指数、行业指数、风格指数、香港及境外市场股票指数、债券指数、货币及商品的多品种、多资产、多市场 ETF 做市业务体系。广发证券已为 20 多家基金管理公司的超 80 只沪市 ETF 提供做市服务，较 2019 年的 40 余只增长超 100%。

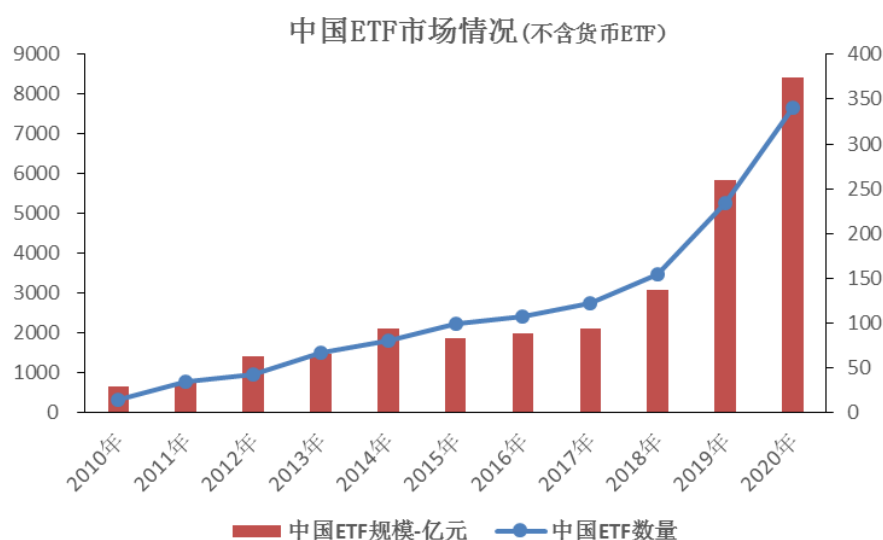
广发证券上市基金流动性服务效果显著，上交所基金做市、业务在 2020 年获得 AA 级年度最高评级，得到了投资者和基金管理人的广泛认可。

二、交易所基金市场回顾与展望

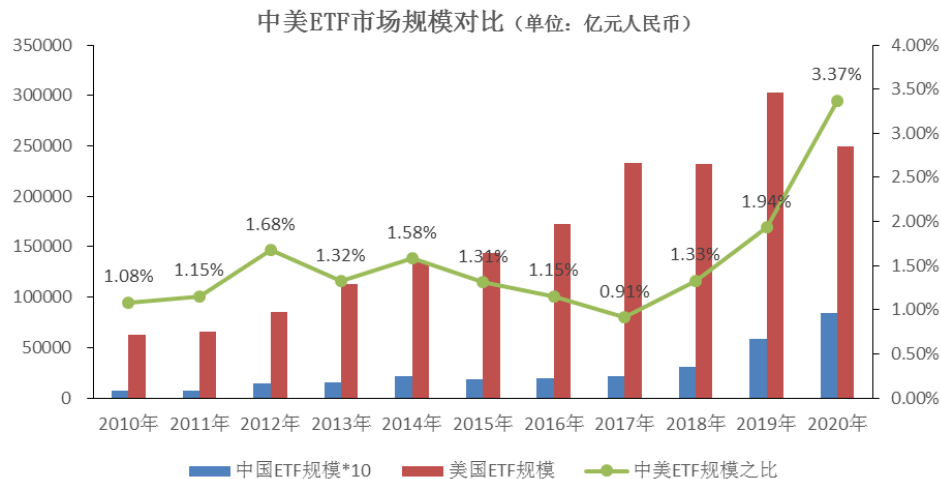
回首 2020 年，随着 ETF 品种逐渐丰富、流动性渐强，ETF 作为指数投资工具越来越受到机构资金的青睐，同时逐渐被普通投资者接受成为资产配置、分享中国经济发展收益的重要工具。

近几年随着被动指数工具发展、ETF 做市商制度的推出及不

断改善，中国市场 ETF 的种类、数量、总成交金额、总份额与总市值都有了显著的提高，创新产品不断推出，产品体系日益丰富，逐步与国际市场接轨。据 Wind 数据显示，截至 2020 年末，国内上市 ETF 只数达到 341 只，市值总规模达 8404 亿元，分别较 2019 年的 234 只和 5855 亿元增长了 46%和 44%(不含货币 ETF,下同)。其中，从 2008 年以来国内 ETF 快速发展，上市只数和市值总规模平均每年分别增长约 40%和 60%。



从产品结构来看，我国公募基金数量 7373 只，规模合计 18.6 万亿元，ETF 数量和规模占比分别仅为 4.6%和 4.5%。从 ETF 与基础资产比较来看，同期全部 A 股市值 64.4 万亿，ETF 规模占比仅 1.2%；美国 ETF 规模占美国股市市值的比例则超过 7%。从中美 ETF 市场规模来看，我国 ETF 市场规模仅为美国 ETF 的 3.37%。由此可见，中国的 ETF 市场仍然具有较大的发展空间。



展望未来，国内 ETF 市场有望保持强劲的发展态势，品种覆盖更加齐全、数量稳定增长、规模逐步提升。预计随着市场不断成熟，中国 ETF 市场将更加受到投资者的青睐，总规模将较快突破万亿大关。

三、做市业务回顾与展望

随着我国 ETF 市场的快速发展，维护 ETF 市场稳定和提高 ETF 市场效率对资本市场的发展与完善意义重大，而 ETF 做市商的引入和发展是 ETF 市场发展的重要保障，做市商的重要性愈发凸显。

目前上交所 ETF 做市商已逐步发展至 29 家，其中主做市商 15 家，一般做市商 14 家，涵盖了头部与中小证券公司。2020 年广发证券为 84 只 ETF 提供流动性服务，占沪市有做市商 ETF 数量的 40%。

表：2020 年股票型 ETF 流动性和价格偏离度比较

	只数	日均换手率	年度成交额/产品规模	价格偏离度
上交所股票 ETF	202	3.32%	7.94	0.26%
无做市商股票 ETF	21	1.31%	3.63	0.73%
有做市商股票 ETF	181	3.55%	8.44	0.20%

2020 年做市商做市效果显著，提升了 ETF 流动性并降低了交易价格的异常波动，回归合理定价。以上交所股票型 ETF 为例（下同），2020 年上交所股票型 ETF 的日均换手率均值为 3.32%，无做市商的仅为 1.31%，有做市商的为 3.55%，比市场平均水平和无做市商的 ETF 产品分别高出 0.2、2.2 个百分点，另外，通过股票性 ETF 年度成交额与日均规模的比例衡量交易活跃度，上交所股票型 ETF 平均单只 ETF 年度成交额是产品规模的 7.94 倍，无做市商的仅为 3.63 倍，有做市商的为 8.44 倍。可以看出，有做市商的品种交易活跃度明显高于无做市商的品种。另一方面，通过日均折溢价率的绝对值衡量交易价格偏离程度，上交所股票型 ETF 交易价格偏离 IOPV 平均为 0.26%，而无做市商的高达 0.73%，有做市商的为 0.20%。由此可见，ETF 引入做市商有助于 ETF 交易价格回归 IOPV，提升定价效率，降低投资者交易成本。

参考国外经验，ETF 市场的稳定发展离不开做市商的支持，

随着做市业务长期、持续的业务积累与技术投入，ETF 市场流动性将不断提升，交易价格也将更加合理。

四、做市商的作用分析

在 ETF 市场发展过程中，做市商起着重要作用，主要体现在：

1、做市商有效提供市场流动性。市场流动性不足，价差过大时，会导致投资者降低投资意愿，做市商通过提供做市服务，向双边报价，活跃市场，承担对手方责任，使交易可以进行，从而增强交易者信心，促进场内交易正向循环的形成。

2、做市商有助于维护价格平稳。做市商有义务在标的暴涨暴跌时参与交易，并通过自身仓位的变化进行市场缓冲，从而有助于遏制过度投机，促进价格偏离回归其市场价值，起到市场“稳定器”的作用。

3、做市商有利于价格发现。做市商通过专业的综合分析并衡量自身风险形成报价，投资者在报价基础上进行决策，并反过来影响做市商的报价，从而促使做市标的价格逐步向其实际价值靠拢。

附件二

华泰证券沪市基金做市业务 2020 年度报告

一、业务概况

华泰证券自 2019 年成为上交所基金主做市商，其后在基金做市领域取得了较快的进展。随着系统与业务的不断推进，做市产品涵盖宽基、窄基、商品、跨境等多个品类，至 2020 年末共为上交所 74 只产品提供流动性服务，其中主流动性服务产品 72 只，较 2019 年末接近翻番，同时 2020 年上交所主做市商年度评价获得 AA 评级，并于 2019 与 2020 连续两年获得上交所优秀基金做市商奖项。

二、交易所基金市场回顾与展望

交易所基金市场在最近两年有了快速的发展，同时产品规模与成交的集中度极高。

从产品上市时间看，国内 ETF 基本是近 10 年以来发行的产品，尤其是 2018 年以来，随着被动投资的兴起，进入加速发展时期。

ETF 产品规模和流动性差距悬殊，沪深两所 322 只 ETF 产品中(剔除货币 ETF 和债券 ETF 后)，规模 10 亿元以上产品 110 只，总规模占比 93.5%；日成交金额 1000 万以上产品 176 只，总规

模占比 95.4%。18 只百亿级别产品占据 ETF 规模的半壁江山，22 只日成交金额超过 3 亿元的 ETF 产品(剔除黄金 ETF 和跨境 ETF) 占据基金规模的 53%。相应的，基金公司在 ETF 市场的规模差距也极大，年末 ETF 规模在百亿元以上的 17 家基金公司管理的 ETF 规模占据了 ETF 总规模的 96%。

三、做市业务回顾与展望

场内上市基金产品的活跃离不开做市商的支持。当前市场上的基金主做市商数量由 2019 年初的 4 家增加到了 15 家，而 ETF 做市标的在有显著增长的同时，平均每个产品对应做市主做市商数量也有明显增加，全市场累计报备次数接近 2019 年的 2 倍。做市商覆盖产品的增加、以及做市商间竞争的加剧，对做市商的策略与系统提出了更高的要求。

考虑到未来一段时间市场上上市基金产品仍将迎来一段时间的爆发性增长，我们预计做市商的产品覆盖和竞争压力将进一步提升。做市商间的竞争将导致买卖价差的进一步压缩，从而降低买卖冲击，惠及市场参与者。

四、做市商的作用分析

一般而言，一个上市基金产品的成功，除了产品设计之外，初期需要做市商配合提供较为充足的流动性支持，以逐渐吸引机构投资者进入，部分产品短期做市商合计市场份额可以达到 90%

以上。其后，随着市场投资者逐渐增多，做市商成交占比呈现逐渐下降态势，整体占比走势为一个倒 U 形。此时，产品自身规模一般也会随着流动性增长而获得提升。

以往 ETF 产品通常主要由配置型客户持仓，大部分标的交易相对清淡，2020 年以来由于做市商的不断加入，ETF 产品市场整体体现了最佳的流动性，部分高波动产品正在吸引大量交易型客户加入，进一步丰富了产品的持仓客户群、提升了市场流动性。

附件三

方正证券沪市基金做市业务 2020 年度报告

一、业务概况

方正证券基金流动性服务团队（以下简称“方正证券”）自 2014 年起开展基金做市业务，是市场上最早开展该业务的券商之一。

目前，方正证券为超过 30 家大中型基金公司旗下的上市基金提供做市服务，基金品种涵盖股票 ETF、货币 ETF、商品 ETF、债券 ETF 等，对应成分板块涉猎广泛而全面，包括宽基指数 ETF 及各种行业 ETF 等。

近年来，方正证券沪市 ETF 做市数量稳步提升，占沪市 ETF 总数量的比重始终保持在 40%以上；成交金额（货币除外）亦逐年稳步提升，全年累计沪市 ETF 做市成交金额（货币除外）由 2017 年的 265 亿元快速增至 2020 的 2423 亿元，4 年增长 9 倍。

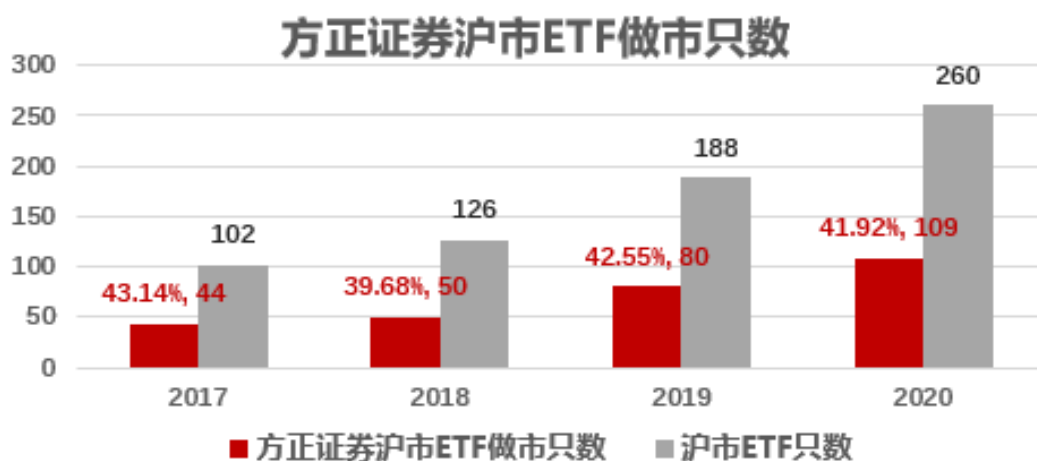


图 1：2017-2020 年方正证券沪市 ETF 做市数量

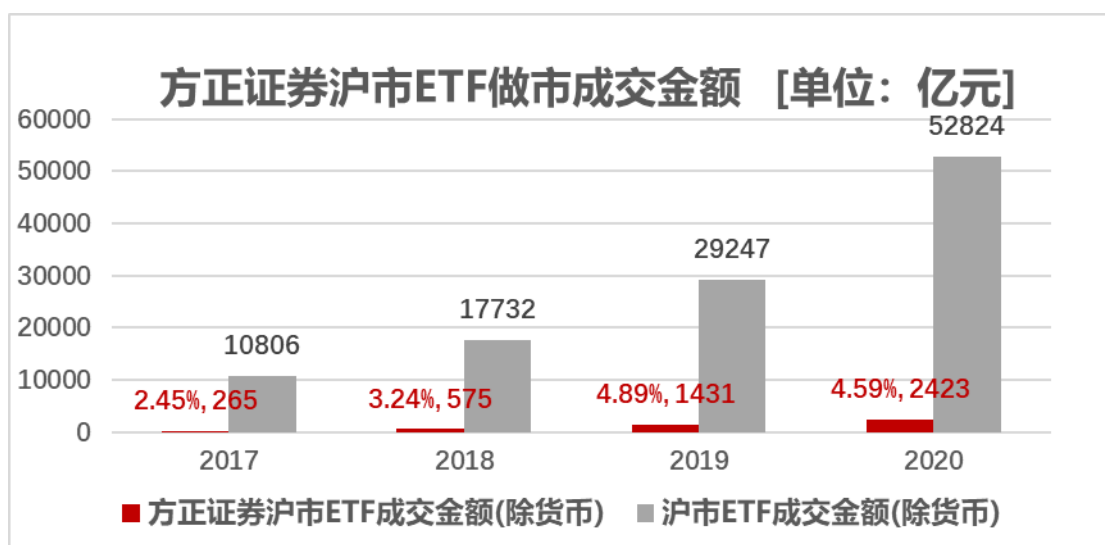


图 2：2017-2020 年方正证券沪市 ETF 二级市场交易金额

2020 年，方正证券基金做市业务规模再创新高，做市服务质量保持在行业前列。截至 2020 年末，方正证券为 109 只沪市上市基金提供流动性服务，较 2019 年同比增长 36.3%；全年为沪市 ETF 二级市场输送的交易额共计 2423 亿元，同比增长 69.3%。除此之外，方正证券蝉联上交所“优秀基金做市商”的殊荣。

二、做市商的作用分析

（一）做市商通过向市场提供流动性，促进 ETF 的交易属性的发挥。

ETF 特殊的申赎机制使做市商成为 ETF 和成分股之间流动性的传导者。做市商买入一篮子股票申购 ETF 份额可于当日报价卖出，而买入的 ETF 份额可经赎回并于当日卖出一篮子股票获得资金释放，如此循环往复向市场提供流动性。

（二）做市商提供投资者买卖的对手盘，帮助市场各类投资者成交 ETF。

市场上主要的三类交易者是投资者、做市商、套利者。投资者根据对市场的价值判断买卖份额，是基金份额的最大持有方。但如果对市场预期一致时，交易方向也趋于一致，无对手盘，投资者需要对手盘提供流动性。套利者利用投资者买卖价格与 IOPV 的偏离盈利，基本无隔夜仓，也需要对手盘提供流动性。做市商根据 IOPV+合理交易成本双边报价，满足投资者的交易需求，保证了买卖价格的合理性，可以作为所有交易者的对手盘，提供买卖双边流动性。

（三）优化 ETF 流动性指标，提升 ETF 市场活跃度。

做市商为 ETF 提供流动性服务，可从直观上改善 ETF 的挂单价差、挂单深度等流动性指标，方便投资者交易，提升 ETF 活跃度。

在 ETF 产品同质化程度较高时，流动性显得尤为重要，更好

流动性指标往往能够更加吸引投资者，利于促进 ETF 规模增长。

（四）做市商维护 ETF 价格的合理性，保护中小投资者利益。

部分没有做市商的 ETF，市场自发的成交金额很小，成交价格偏离 IOPV 较大，导致投资者无法在二级市场正常交易，而中小投资者资金量难以满足申赎下限，需要在二级市场上大幅溢价（折价）买入（卖出）该 ETF，导致利益受损。

做市商根据 IOPV+合理交易成本（交易成本、冲击成本）进行双边报价，维护 ETF 价格与组合净值基本一致，使 ETF 的实时价格始终贴近 IOPV、不被打穿或打偏，保证买卖价格的合理性，使投资者可根据市场行情以约等于实时净值的价格及时进入或退出 ETF，从而保护中小投资者利益。

展望 2021 年，中国 ETF 市场的黄金时代忽焉已至、波澜壮阔，蓬勃发展需要各方共襄盛举。方正证券将继续取长补短，精益求精，为 ETF 市场的繁荣、稳健发展贡献绵薄之力。

附件四

招商证券沪市基金做市业务 2020 年度报告

一、业务概况

招商证券于 2019 年 2 月 28 日获得上海证券交易所上市基金主做市商业务资格。2020 年，招商证券累计为 101 只沪市基金提供主流动性服务，包括 84 只股票 ETF、9 只跨境 ETF、4 只商品 ETF、2 只货币 ETF 和 2 只债券 ETF，较 2019 年新增 47 只。业务开展以来，招商证券连续两年获得上交所上市基金主做市商年度 AA 评级和优秀基金做市商称号，并荣获 2020 年最佳股票 ETF 做市商和最佳跨境 ETF 做市商称号。

二、交易所基金市场回顾与展望

2020 年，沪市基金市场蓬勃发展，产品数量和市值规模均创新高。截止 2020 年末，沪市共上市 260 只 ETF，市值规模达 9004 亿元，全年成交总额达 10.68 万亿元，沪市基金市场居主导地位。

2020 年，沪市基金市场持续推动产品创新。首批四只上海金 ETF 在上交所成功挂牌上市，进一步扩大了上海金基准价的应用范围，提高了中国在国际黄金市场的定价权；首批四只科创板 ETF 上市交易激发了科创板的活力，为普通投资者投资科创板提供了可能；首只可转债 ETF 丰富了投资者大类资产配置的可选工

具。

2021 年，沪市基金市场产品将不断丰富、布局将不断完善。新技术、新经济、新能源主题 ETF 品种会不断增加；银行间债券 ETF 将丰富债券 ETF 种类；投资者通过衍生品组合、杠杆等创新型 ETF 进行风险管理的市场需求会不断增强；ETF 申赎效率的提高将利好跨市场、跨境 ETF 的交易。

三、做市业务回顾与展望

2020 年，招商证券根据《上海证券交易所上市基金流动性服务业务指南（2019 年修订）》等相关规定，持续合规稳健开展沪市基金做市业务，为沪市基金市场注入活力。

2020 年，招商证券继续加大对沪市基金做市业务的投入力度。截至 2020 年末，基金做市业务累计新增和培养 3 名做市交易员，能够独立负责数十只沪市基金的做市交易；自研基金做市系统完成数次优化和升级，策略的丰富性和交易的稳定性均得到显著加强；新增主做市沪市基金 47 只，新增合作基金公司 7 家，沪市基金做市业务对公司销售和托管等核心机构业务产生了显著的协同效应。

2021 年，招商证券将努力保持股票 ETF 和跨境 ETF 做市优势，扩大股票、跨境和债券 ETF 的做市规模，探索实践各类创新型 ETF 做市。持续加大对人才、技术和研究方面的投入，一是继续引进和培养交易人才，扩充人才储备；二是持续优化基金做市交

易系统，支持同时为数百只沪市基金提供流动性服务，以适应高速发展的基金市场；三是形成系统的做市研究体系，理论与实践相结合，从而适应复杂多变的市场情况。未来，招商证券将继续充分发挥自身优势，为支持沪市基金市场长足发展、服务实体经济贡献力量。

四、做市商的作用分析

做市商作为流动性服务提供方，可以充分利用证券公司投资研究、信息系统等方面的专业优势，专业地服务市场、服务投资者，回顾 2020 年数据，做市商的主要作用有：

一是为沪市基金市场提供充足流动性，满足市场交易需求。2020 年，招商证券基金做市业务沪市基金累计为市场提供 3896.99 亿元成交额，有效的提升了中低流动性产品的市场活跃度。

二是保持市场价格合理，有效降低沪市基金投资者交易成本。2020 年招商证券基金做市报价价差平均约 0.24%，保证了市场价格在净值区间内稳定运行，大大降低了投资者交易成本。

总的来说，做市商作为专业机构投资者能够充分发挥自身优势，为基金产品提供合理定价，为基金市场注入活力，从而更好地服务投资者、服务实体经济。

附件五

中国国际金融股份有限公司沪市基金做市业务 2020 年度报告

一、 业务概况

中国国际金融股份有限公司（以下简称中金公司）从 2018 年三季度开始在上海证券交易所开展基金做市业务，虽起步相对较晚，但业务规模发展较快。截至 2020 年底，中金公司在上交所为 47 只基金提供流动性服务，较 2019 年底增长 88%，标的覆盖宽基、行业、主题、跨境等多种类别。中金公司已获得上市基金主做市商业务资格，2019 和 2020 年度的综合评价结果分别为 A、AA，并获得 2020 年度优秀基金做市商等荣誉称号。

二、 交易所基金市场回顾与展望

2020 年国内 ETF 市场延续了 2019 年的高增长态势，截至年底，全市场共有 371 只 ETF 产品，市场规模已经突破万亿元。随着规模数量的快速增加，ETF 产品整体的流动性也实现了飞跃，日均成交额超过 1 亿元的产品占比在 2018 年为 6.43%，而 2020 年已提升至 14.97%。

2020 年市场的亮点是行业主题类 ETF 的快速扩张，其数量和规模爆发式增长，出现了多家基金公司布局同一细分行业的白

热化竞争态势。若想在同类产品中脱颖而出，ETF 的流动性是否充足成为了吸引投资者入场的重要考量标准，由此产生了对场内流动性服务的较大需求。

ETF 市场的活跃离不开配套的制度流程的建立健全。2019 年上海证券交易所颁布的流动性服务新规，明确了做市商的考核激励标准，上市基金的流动性服务业务的发展由此走上快车道；此外 ETF 申赎的清算交收机制也进一步得到优化，进行申赎套利的资金效率得到极大提升，这也使得做市商能够更有效地将基金折溢价维持在合理范围内，降低极端折溢价出现的可能。另外上交所还进一步加大了信息服务方面的投入，上线了业务管理系统平台，极大提高了基金公司和做市商办理基金流动性服务相关业务的效率，这对于 ETF 市场的进一步繁荣活跃起到了非常重要的作用。

毫无疑问，国内 ETF 市场的广度和深度都在拓展，而做市商作为市场的重要参与者，其重要性也愈发凸显。

三、 做市商的作用分析

我们认为做市商的核心作用是为市场提供真实的流动性，平衡竞价交易市场中供求的不均衡，增加市场深度；利用专业的优势，发挥价格发现的作用，使基金价格维持在合理范围内，提高市场的公平性和有效性。当投资者需要在场内进行交易时，做市商能够提供连续的买卖双边报单，使得投资者能够以相对公允的

价格成交，满足投资者的需求，保持市场的稳定性和连续性。

四、 做市业务回顾与展望

得益于市场整体的高增长，2020 年中金公司做市业务的规模实现了快速扩张。团队克服了由于疫情等客观因素带来的不利影响，对自研做市系统进行了持续的迭代升级，辅以多元化策略开发，提供流动性服务的能力不断提升，较好地应对了大幅增加的规模给业务带来的挑战。

展望未来，我们认为国内 ETF 市场仍然处于蓬勃发展的阶段，以发达国家成熟市场的标准来衡量仍有巨大的发展空间。我们愿与交易所、基金公司以及其它市场参与者一起继续密切合作，推动 ETF 市场相关制度流程的不断完善；同时继续加大在技术、人员等方面的投入，不断提升自身的实力，为整个 ETF 市场的健康有序发展发挥自身应有的作用。

附件六

中信建投证券沪市基金做市业务 2020 年度报告

一、业务概况

中信建投证券自 2013 年开始开展基金做市业务，目前提供流动性服务的产品类型涵盖了市场中所有的主流品种：包括宽基指数、行业指数、区域指数、跨境指数、债券指数、商品指数、货币基金等等。截至到 2020 年底，共为 54 只沪市基金产品提供流动性服务，相比 2019 年产品服务数量增长比例近 157%。公司于 2019 年 1 月成为首批获得上海证券交易所上市基金主做市商业资格的券商之一。在上交所年度做市商综合评级中，中信建投证券连续 2 年获得了优秀基金做市商荣誉。

二、交易所基金市场回顾与展望

近年来交易所基金市场一直保持高速发展，产品数量和资产规模均达到历史新高。基金产品类型从最初仅有的单市场股票 ETF 发展到目前涉及股票、债券、商品、货币、跨境的多层次市场，投资者可以高效透明的通过 ETF 基金实现对各种类型底层资产的长期投资。市场中规模超过百亿的旗舰产品也不断增多，除去货币 ETF，境内市场已有 18 只 ETF 产品的市值规模超过 100 亿元。与此同时，ETF 二级市场交投活跃，形成了以机构、个人、

做市商、套利者为主体，多方共同参与的良性环境。另外，广大投资者和社会各界对 ETF 基金的关注认可度越来越高，今年大量发行的行业主题类 ETF 受到资金热捧，甚至多个产品出现了比例配售的现象。这些都反映出目前境内基金市场的蓬勃发展。相信未来随着我国资本市场改革开放成效不断凸显，相关监管政策持续推进，ETF 市场的创新步伐也会不断加快。丰富的产品类型可为投资者提供多样化的交易工具。高效透明的申赎机制会使得越来越多的投资者更加积极的参与到 ETF 的日常交易中。我国的基金市场也必将迎来持续的飞速健康发展。

三、做市商的作用分析

今年随着行业类、主题类、跨境类等基金产品大量发行，我司积极参与到相关产品的流动性服务工作中。作为基金做市商，我司长期持有各类产品份额，通过专业化的做市交易系统，及时准确跟踪做市产品净值，为市场上广大投资者提供连续稳定的买卖报价，有效降低二级市场投资者日常买卖的冲击成本。当大型机构有集中建仓和退出需求时，我们通过成熟高效的申赎交易为机构投资者提供大量的隐含流动性，有效建立基金市场和股票市场的互联互通，最大限度的满足基金投资者的各种需求。

四、做市业务回顾与展望

我司在开展基金做市业务初期，市场上仅有少量的宽基指数

类产品。近年来随着被动管理类基金规模逐步扩大，上市基金的流动性也越来越受到投资者关注。上交所于 2018 年底推出了基金流动性服务业务的相关制度，使原有的基金做市业务进一步规范，为基金做市商、基金管理人以及广大投资者提供了良好的投资环境。我司从刚参与基金做市业务时的个位数产品发展至今已初具规模。我国公募基金市场方兴未艾，国家大力支持科技企业发展，引导资本市场开放，推进新股持续发行，相信今后基金市场产品种类会更加丰富，申赎机制更加高效透明，为广大投资者提供更多更优质的投资品种。我们作为基金做市商，深感责任重大，今后会更加积极为各种类型产品提供优质的流动性服务，扩大做市产品种类和规模，为基金市场的蓬勃健康发展做出应有的贡献。

附件七

中信证券沪市基金做市业务 2020 年度报告

一、业务概况

中信证券自 2012 年即成为交易所流动性服务商。2020 年，累计为 33 家基金公司的 138 只上市基金提供流动性服务，较 2019 年增加了 170%。我司的做市标的在交易量前 100 的 ETF 中覆盖率达到近 70%，囊括了规模指数、行业指数、策略指数、风格和主题指数等股票型 ETF，以及债券型 ETF（包括国债 ETF，地方债 ETF 以及可转债 ETF）、商品型 ETF、货币型 ETF 和跨境 ETF 等所有上市基金类型。2020 年度，我司获得上交所“优秀基金做市商”、“最佳债券 ETF 做市商”等奖项。

二、交易所基金市场回顾与展望

2020 年全年沪深两市 ETF 规模增长 2192 亿元至 1.12 万亿元，其中 1125 亿元资金净申购行业 ETF。截至 2020 年 12 月 31 日，全市场 48 家机构管理 368 只不同资产类别的 ETF 基金，其中非货币型 ETF 有 341 只，规模增加 1026 亿元至 8389 亿元。分资产类型看，股票型 ETF（增加 969 亿元，约 15%），QDII 型 ETF（增加 103 亿元，约 48%），商品型 ETF（增加 56 亿元，约 30%）和货币型 ETF（增加 1166 亿元，约 71%）规模增加，债券

型 ETF (减少 103 亿元, 约-35%) 规模缩减。A 股 ETF 共增加 969 亿元至 7632 亿元, 其中行业 ETF 贡献 1286 亿元增量规模, 宽基 ETF 贡献 61 亿元增量规模, 其中净值平均上涨 29.35%, 但是资金净赎回 805 亿元。

2020 年末, 48 家 ETF 管理人中, 管理规模前五名的管理人合计管理 ETF 规模 4846.89 亿元 (剔除货币型 ETF), 规模占比 57.77%, 较 2019 年末增长 3.09%。然而前十大 ETF 管理人的 ETF 规模集中度反而下降了 1.91%, 说明 ETF 管理人规模进一步向前五大管理人集中, 马太效应进一步增强。

三、做市业务回顾与展望

我司 ETF 做市业务可以追溯至 2012 年华泰柏瑞沪深 300 的上市。做市标的数量、服务基金公司数量和做市规模从 2019 年开始高速发展, 连续两年均增长 50% 以上。交易范围也迅速扩大, 从 A 股宽基 ETF 拓展到跨境 ETF、行业与主题 ETF, 商品 ETF、货币型 ETF、科创板 ETF 和债券型 ETF。

相信未来随着中国资本市场的进一步开放, 市场参与者的机构化水平继续提高, ETF 和相关品种将会越发地丰富。在这个过程中, 我们也将竭尽所能, 继续为基金市场的健康发展贡献高质量的服务。

中信证券研究部

张依文
量化策略分析师
S1010517080004

赵文荣
首席配置分析师
S1010512070002

王兆宇
首席量化分析师
S1010514080008

核心观点

作为上市交易型工具，ETF 的流动性是直接影响 ETF 交易功能与投资者参与意愿的重要指标。一方面，投资者要准确认识和合理度量 ETF 流动性，选择恰当的工具；另一方面，交易所和基金公司也分别通过出台相关业务指引和引入做市商等举措积极改善 ETF 市场流动性质量，提升 ETF 持有人的使用体验。

国内 ETF 市场流动性“画像”

2019 年以来 ETF 规模发展迅速，作为上市交易的产品，ETF 的流动性直接影响到投资者的参与意愿。除了二级市场直接买卖外，还可以在一级市场申购赎回基金份额；但与一般的开放式基金采用现金申购赎回的方式不同，ETF 基金采用了一篮子指数成分股申购赎回的方式，其申购赎回的资金要求更高。很多投资者对 ETF 流动性的衡量存在或多或少的偏差，因此正确理解并衡量 ETF 产品的流动性至关重要。

ETF 市场流动性的几个衡量角度

不同于传统的指数基金，ETF 是一种结合了共同基金与交易所上市证券两者特色的投资工具，既可以在一级市场申购赎回，也可以在二级市场买卖交易。基于 ETF 的交易机制和投资组合构成，我们将其流动性划分为三个层次：显性流动性、隐性流动性和潜在流动性。

具体而言，显性流动性是 ETF 最直观的流动性测算方法，即指二级市场买卖交易已实现的流动性，可以用 ETF 的成交额、成交量等指标衡量；隐性流动性是指正常状态中市场尚未显现出来的流动性，即在显性流动性不足以支持当前市场投资交易时，做市商可以利用一级市场申购赎回和二级市场买卖联动潜在可提供的场内流动性，这部分流动性受做市政策、做市商资金规模、市场基础流动性、市场波动率等多种因素约束，较难测算；潜在流动性主要是指其标的指数成份股对应的基础流动性，是合理市场冲击范围内 ETF 流动性的“天花板”，可以作为一个上限参考指标。

图 1：ETF 流动性的不同衡量角度



资料来源：中信证券研究部

根据流动性的定义，我们测算了 2020 年以来各类 ETF 的流动性情况。用区间累计成交额来度量 ETF 的显性流动性，用标的指数成份股区间日均成交额之和*10%来表示 ETF 参考潜在流动性，再分类别加总。结果显示，宽基型 ETF 和行业型 ETF 流动性显著高于其他类别 ETF，宽基 ETF 中跟踪沪深 300 指数的 ETF 数量和跟踪中证 500 指数的 ETF 相同，但其显性流动性却高于后者。

表 1：2020 年以来各类 ETF 流动性概览

A 股 ETF 分类	ETF 数量	ETF 净资产规模 (亿元)	ETF 区间累计成交 额 (亿元)	成分股区间成交额*10% (亿元)
宽基型 ETF	119	3799.28	28260	1033546
上证 50	8	573.04	4671	19019
沪深 300	19	1442.11	10246	69041
中证 500	19	520.32	5312	40989
科创板 50	4	281.99	837	7144
创业板指	14	268.53	2771	49726
行业型 ETF	69	2299.70	23568	441719
主题型 ETF	80	1501.21	11287	895102
策略型 ETF	30	277.07	1488	303820
风格型 ETF	4	4.39	30	39459

资料来源：Wind，中信证券研究部注：统计区间为 2020/1/1-2021/1/22

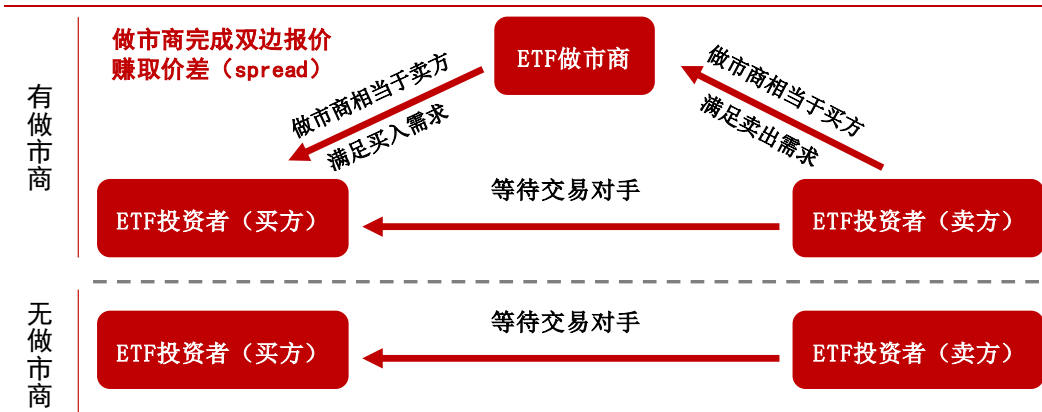
ETF 做市商的基本功能和特性

ETF 作为一种高效的投资工具，流动性是其发挥工具属性的最大制约。做市制度是 ETF 市场流动性的重要保证，做市商提供了基本的流动性供给，保障了 ETF 工具属性的正常发挥。我们首先对 ETF 做市商的基本功能和特性进行了探讨。

ETF 做市机制

做市商（Market Maker）是指在证券市场上的一些独立交易机构，不断向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格（即双向报价），并在该价位上接受投资者的买卖要求，以其自有资金和证券与投资者进行证券交易。在有做市商机制的市场中，买卖双方不需等待交易对手出现，只要有做市商出面承担交易对手方即可达成交易。ETF 做市商通过这种不断买卖来维持市场深度，控制价差在一定范围内，从而为二级市场提供即时性和流动性，提高市场质量，为价格改善带来机会，满足投资者的投资需求。而做市商通过买卖报价的适当差额来补偿所提供服务的成本费用，并实现一定的利润。

图 2：ETF 做市机制示意图（有做市商情形与无做市商情形对比）



资料来源：中信证券研究部

按照市场中每只 ETF 做市商的数量，分为垄断型做市商制度和竞争型做市商制度。顾名思义，垄断型做市商市场中，每只 ETF 有且仅有一个提供双边连续报价并享受相应权利的做市商，其余参与者可以为市场提供流动性并获得一定的奖励，这种制度的典型代表是纽约证券交易所；竞争型做市商市场中，每只 ETF 会邀请几个做市商在交易时间内维持双边报价来形成竞争机制做市，可以自由进出，并享受相应优惠条件，这种制度的典型代表是纳斯达克股票交易所和香港证券交易所。

ETF 做市商的义务和功能

做市商首要的任务是维护市场的稳定和繁荣，所以做市商必须履行“做市”的义务，即在尽可能避免市场价格大幅度波动的条件下，随时承担所做市 ETF 的双向报价任务。

- ◆ **增强市场的流动性。**流动性是衡量证券市场是否有效和稳定的一个重要标准，也衡量了一个证券市场的交易成本。在做市商存在的情况下，做市商以投资者交易对手的身份存在，并通过不断进行的双向报价时刻准备接受交易，降低交易价差，使得证券的流动性得以维持。
- ◆ **校正供给关系不平衡现象。**在竞价交易的市场上，常常发生卖盘买盘不平衡的情况（如买盘远远大于卖盘），做市商可以并且有义务承接卖单或买单（如卖出自己的 ETF），迅速改变市场供求状况，缓和因此造成的价格波动。此外，在多个做市商市场中，做市商之间的竞争会使得各家做市商报出的价格趋同，进而保证了市场的稳定。
- ◆ **抑制价格操纵。**做市商的报价一般都以价值估算为基础，而其通常具有较强的资本实力和后续融资能力，以及较高的价值分析和判断能力，这使得价格操纵者面临较大的阻碍，严重偏离其内在价值的行为会被抑制。同时，监管部门会对做市商的报价进行监管，一旦发现其存在获取不正当利润的行为，会予以制止和惩罚。
- ◆ **增强市场有效性。**做市商在对应 ETF 价值方面具有专业优势和信息优势，所报的价格是在综合分析市场所有参与者的信息以衡量自身风险和收益的基础上形成的，促使 ETF 价格逐步向实际价值靠拢，为市场交易直接提供市场价格的参考。

ETF 做市商的盈利机制

做市商的盈利有多方面来源，价差收益和做市商激励是做市商盈利的主要来源。

价差收益：做市商报价的买入价格与卖出价格之间存在价差（Bid-Ask Spread），反映了做市商提供服务的成本或者利润，即做市商提供服务的价格。提供做市服务的成本越高，买卖报价价差就会越大。从某种程度上讲，做市 ETF 的交易量越大，流动性越高，可以缩短做市商的持有时间，减少库存风险，同时实现一定的经济规模，降低成本。做市商数量越多，竞争性越大，做市商为了提高做市交易成交量，获得更多价差收入，会不断尽可能降低成本，从而减小报价价差。

做市商激励：对做市商的激励主要体现在交易经手费的减免和做市商获得返还的 ETF

二级市场交易费。通常情况下，交易所用平均成交量来衡量做市商对市场提供的流动性高低，并返还相应的费用。上海证券交易所根据特定基金主流流动性服务评价结果，对主做市商予以适当费用减免和激励。

ETF 做市商风险

做市商的风险主要来源于存货风险、流动性风险和操作风险。

存货风险：在做市商履行义务完成双边报价的过程中，理想的情况是双边成交量正好相等，稳定获取价差收益，然而这种情景在实际交易中很难出现，通常情况下，做市商手中的存货会发生变化，使得头寸暴露。一方面，做市商会通过报价来调整自己的存货数量，另一方面，做市商会在存货持有期间卖出对应相关性较高的相似品种，例如标的股票、对应衍生产品，来降低存货风险。

流动性风险：是指头寸中包括基金、股票、期货等交易对象由于市场流动性严重不足或头寸持有集中度过大导致未在合理价位成交而造成变现损失或者不能在合理价格建立足够头寸的风险。

操作风险：指由内部流程、人员及系统或外部事件所造成上市基金流动性服务业务损失的风险，主要包括信息系统风险、人员风险以及模型风险等。在业务开展中，业务人员操作过程中可能出现差错或疏漏，交易系统可能出现中断、故障或差错。这些因素都可能给业务带来额外风险。

■ 海外 ETP 做市商制度对比

ETP 做市商制度的具体形式多种多样，我们选取了港交所、东京交易所和纽交所这三个代表性市场，对典型的海外 ETP 做市商制度进行了对比。

港交所：竞争性做市制度，按基金分类确定做市义务

港交所 ETP 主要采用竞争性做市制度，并通过将基金分为 A 到 E 五组来设定做市义务。在 ETP 上市前，港交所将问询 ETP 发行人和做市商，协商确定该 ETP 的分组。尤其是对杠杆或反向 ETP，港交所要求至少有一个做市商。

要成为港交所 ETP 做市商，首先需要是港交所市场参与者，且必须符合一定的资质要求，涉及财务状况、风险管理、交易记录、电脑设备及内部保安程序等。申请做市商的机构一般需要符合以下至少一项标准：

- ◆ 首先是被交易所、结算所等监管的机构，并取得港交所的认可；
- ◆ 其次，信用评级至少为标配 A-或穆迪 A3；
- ◆ 申请做市机构的实缴资本需要不低于 5000 万港元，其股东出资不低于 1 亿港元。
- ◆ 对于极少部分特殊情况，可以向港交所申请豁免。

港交所对 ETF 做市商的核心要求围绕“宽价差”情形展开，主要是希望通过做市商在 ETF 流动性极度缺失时及时介入市场。对不同组别的 ETP，“宽价差”的定义不同，A/B/C/D/E 组价差分别需要达到 4/15/20/25/32 个报价单位，且持续时间不少于 3 分钟。在这种情形发生后，做市商需要在 90 秒内做出反应，对五种组别的 ETP，双边下单的价差分别不得超过 3/10/15/20/30，最小下单量要求分别是 30/5/5/5/5。订单发出后，做市商需至少维持挂单 3 分钟。目前港交所的 215 只 ETP 中，211 只为 B 类做市义务要求，A、C、D、E 类做市义务要求的各 1 只。

对做市商表现的衡量，港交所主要的参考其对“宽价差”情形的参与率，当一个月内“宽价差”发生次数不少于 50 次时，做市商的响应比率不低于 50%。对于杠杆或反向产品，若连续两月未能履行做市义务，港交所可能撤销该做市商资格，并可能禁止其在一年内申请其他杠杆或反向产品的做市资格。

表 2：港交所 ETF 做市商义务核心要求

基金分组		A	B	C	D	E
“宽价差”定义	买卖盘价差阈值（报价单位）	4	15	20	25	32
	超阈值情形最小持续时间	3 分钟				
做市商响应要求	“宽价差”情形下做市商响应时间阈值	90 秒				
做市商报单要求	双边报价最大价差	3	10	15	20	30
	最小报单量	30	5	5	5	5
	报单后最短挂单时间	3 分钟				
做市商业绩要求	每月“宽价差”情形响应比率	50%				
	上述比率生效的最低“宽价差”情形出现次数	50 次				

资料来源：港交所，中信证券研究部

港交所对 ETP 做市商的激励主要是 0.005% 的交易费减免和 0.0027% 的税收豁免，此外还可以按折扣价向交易所申请做市专用交易通道。目前，港交所 ETP 做市商共有 33 家，其中 32 家参与 ETF 做市，14 家参与杠杆或反向产品做市。

表 3：港交所 ETP 做市商列表（截至 2018 年 12 月）

做市商	ETF	杠杆或反向	做市商	ETF	杠杆或反向
雅柏资本管理(香港)有限公司	√	√	汇丰金融证券（香港）有限公司	√	
Bluefin HK Ltd	√	√	汇丰证券经纪（亚洲）有限公司	√	
法国巴黎证券（亚洲）有限公司	√	√	IMC Asia Pacific Ltd	√	√
中银国际证券有限公司	√		盈透证券香港有限公司	√	
招商证券（香港）有限公司	√		凯基证券亚洲有限公司	√	√
Citadel Securities (Hong Kong) Limited	√		利通证券有限公司	√	
中信里昂证券有限公司	√	√	美林远东有限公司	√	
Commerz Securities Hong Kong Ltd	√	√	未来资产证券（香港）有限公司		√
Credit Suisse Securities (Hong Kong) Ltd	√		Morgan Stanley Hong Kong Securities Ltd	√	
德意志证券亚洲有限公司	√	√	Optiver Trading Hong Kong Ltd	√	√
Eclipse Options (HK) Limited	√		辉立证券（香港）有限公司	√	
Flow Traders Hong Kong Limited	√	√	法国兴业证券（香港）有限公司	√	
Goldman Sachs (Asia) Securities Limited	√	√	汇泽证券有限公司	√	
国泰君安证券（香港）有限公司	√		Tibra Trading Hong Kong Ltd	√	

做市商	ETF	杠杆或反向	做市商	ETF	杠杆或反向
海通国际证券有限公司	✓	✓	UBS Securities Hong Kong Ltd	✓	
恒生证券有限公司	✓		跃鲲研发有限公司	✓	✓
联合证券有限公司	✓				

资料来源：港交所，中信证券研究部

东京交易所：竞争性做市制度，引入赞助式激励机制

东京交易所的 ETF 做市商制度引入较晚，采用的是竞争性做市制度，直到 2018 年 7 月 2 日才正式推出，截至目前仅五家做市机构，分别是野村证券、Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities、Flow Traders Asia、Optiver Australia 和 Vivienne Court Trading。与港交所不同，东京交易所 ETF 做市商制度覆盖的品种未包括 ETN 和杠杆或反向 ETF。此外，在信息公开上，东京交易所仅公布做市商名单，但不会公布其具体覆盖的 ETF 品种。

申请东京交易所的 ETF 做市商资格，需要是东京交易所会员机构的交易台，或通过交易所会员申请注册为低延迟交易商的代理机构，且必须使用 ETF 做市专用虚拟服务器。

东京交易所对 ETF 做市商的要求分为三个层次：

- ◆ 提供连续报价的 ETF 数量要求，需满足以下三者之一：至少 30 种 ETF，其中至少 20 种是流动性较低的（平均交易量低于 1 亿日元）；至少 15 种外国指数 ETF；至少 10 种低流动性的本土 ETF，和 10 种外国指数 ETF。
- ◆ 报价时间要求，在连续交易时段，做市商需要在至少 80% 的时间提供报价，交易暂停或其他特殊情况例外。
- ◆ 报单价差和最低报单数量要求，根据不同的 ETF 有所不同，规模较大的 ETF 在价差和数量上要求更严格。

表 4：东京交易所对 ETF 做市商报价要求的典型示例

类型	示例	最大报单买卖盘价差	最小单边报单金额（万日元）
A	跟踪日经 225 指数的 ETF	20bps 或 2 报价单位	3000
B	跟踪房地产股票的 ETF	50bps 或 3 报价单位	1000
C	外国指数 ETF	50bps 或 3 报价单位	500
D	特定的外国指数 ETF	80bps 或 4 报价单位	500

资料来源：东京交易所，中信证券研究部

东京交易所对未达到做市要求的 ETF 做市商，通常根据其持续的程度给予警告、暂停做市，直至取消做市资格等处罚。对达到做市要求的，东京交易所提供了较完善的激励机制。

- ◆ 首先是根据 ETF 交易额，对做市商给予费率优惠。ETF 平均成交额越低则激励越高，以鼓励做市商更多地参与到低流动性基金的做市中，其中平均成交额低于 1 亿日元或新发 ETF 的激励最高。

表 5：东京交易所按平均成交额对基金划分等级，并按等级给予做市商费率激励

等级	平均成交额（亿日元）	多元化投资激励	其他激励	大宗交易或做市商间交易
一	<1（或新发 ETF）	0.9bps	0.7bps	0.2bps
二	1~5	0.5bps	0.3bps	0.2bps
三	5~10	0.2bps	0.2bps	0.2bps
四	10~50	0.1bps	0.1bps	0.1bps
五	≥50		无激励	

资料来源：东京交易所，中信证券研究部

- ◆ 其次是，符合条件的情况下，部分免除交易接入费。目前，东京交易所根据一定比例按报单的数量收取交易接入费。主要是考虑到在流动性不足的品种中，基于交易额的激励措施是不够的。因此，对所有在做市激励计划以内的 ETF（不含 ETF 成分证券），在做市商完成做市要求后，做市商每天每基金每报单可得到 0.1 日元，上限 10 万次报单。
- ◆ 第三是，做市商为越多的 ETF 提供做市服务，能享受越多的免费虚拟服务器，当做市 ETF 数量分别达到 40、60、80、100 时，免费虚拟服务器数量为 2、4、6、10，之后每多为 20 只 ETF 做市，可多获得 2 台虚拟服务器。此外，从注册开始的六个月为适应期，此期间对报价 ETF 数量要求较宽松，并免费提供两台虚拟服务器。

在以上三类常规激励措施之外，东京交易所还推出了颇具特色的两大激励措施：

- ◆ 其一是针对多样化投资的激励，对追踪如下外国指数的 ETF 的做市商会提供相对更高的激励。

表 6：东京交易所给予 ETF 做市商额外奖励的标的指数范围

	Japan	World	Developed	Emerging
权益	——	-MSCI ACWI -FTSE Global All Cap	-FTSE Developed -FTSE Developed All Cap -S&P 500 -CRSP U.S. Total Market -MSCI World -MSCI World IMI -MSCI Europe -FTSE Developed Europe All Cap -STOXX Europe 600 -MSCI Pacific	-MSCI Emerging Markets -FTSE Emerging -FTSE RAFI Emerging -MSCI AC Asia Pacific
债券	-NOMURA-BPI Total -DBI total -NOMURA-BPI JGB -Barclays Japan Government Float Adjusted Bond	-Citi-group WorldGovernment Bond -Barclays Capital Global Treasury	-Bloomberg-Barclays Global Aggregate -Barclays U.S. Government Float Adjusted Bond -Barclays Euro Government Float Adjusted Bond	-JP Morgan GBI EM Global Diversified -JP Morgan Emerging Market Bond Plus
REIT	-TSE REIT Index	——	-S&P Developed REIT -S&P US REIT -S&P European REIT -FTSE NAREIT Equity REIT	——

资料来源：东京交易所，中信证券研究部

- ◆ 其二是，东京交易所还联合资管机构提供额外的赞助式激励机制，以使得做市商对资管机构关注的 ETF 能够提高报价标准和更多流动性。虽然无赞助机制的激励制度能够使做市商对每个 ETF 平等对待，但赞助机制使许多定制化的做市服务成为可能。

图 3：东京交易所赞助式 ETF 做市激励示意



资料来源：东京交易所，中信证券研究部

纽交所：主做市商制度，叠加流动性提供商项目

纽交所采用的是“主做市商（LMM）+流动性提供商（ELP）”的 ETP 做市制度。ETP 发行人在产品上市前，需要通过招标等方式确定唯一主做市商；同时纽交所设立 ETP 流动性提供商项目，允许满足一定条件的机构为 ETP 提供流动性，参与这一项目的机构不要求是美国金融业监管局（FINRA）注册的做市商。

ETP 主做市商需要先注册为纽交所的做市商，且应该为该 ETP 持有人，并取得做市交易许可或主做市交易许可。此外，往往还需要满足以下一些条件：有股票或相关标的市场的做市经验；有充足的资本；愿意促进 NYSE 的市场发展；发行者偏好；有操作能力和支持人员。对 ETP 主做市商，纽交所的基本要求是：连续双边报价；满足最大宽度和最小深度要求的内部报价；满足最佳买卖盘要求，即报出内部价的时间至少占交易时间的 15%，或在 25%的时间在最佳买卖盘上有报价。主做市商的报价必须显示，以吸引更多的流动性。此外，所有主做市商必须以限价单参与纽交所开盘和收盘的集合竞价。其中，内部报价的要求取决于对应股票的每月日均成交份额和价格，对于价格低于\$1.00 的 ETP，其主做市商不用遵守下面的内部报价要求。

表 7：纽交所对主做市商的内部报价要求

	每月日均成交份额	指标	ETP 价格（\$）			
			1~4.99	5~14.99	15~49.99	≥50
可赎回 ETP	0~4,999	最大价差（%）	15	6	5	4
		最小深度（份）	700	400	300	200
	5,000~24,999	最大价差（%）	7	3	2	1.5
		最小深度（份）	700	400	300	200
	25,000~74,999	最大价差（%）	5	1.5	1	0.7
		最小深度（份）	700	400	300	200
	75,000~199,999	最大价差（%）	3	1	0.5	0.3
		最小深度（份）	700	400	300	200

每月日均成交份额	指标	ETP 价格 (\$)			
200,000~499,999	最小深度 (份)	700	400	300	200
	最大价差 (%)	2	0.6	0.3	0.2
	最小深度 (份)	700	400	300	200
	最大价差 (%)	1	0.3	0.2	0.1
≥500,000	最小深度 (份)	2000	1000	500	300
	指标要求				
不可赎回凭证和认股权证	最大价差 (%)	15			
	最小深度 (份)	100			

资料来源：纽交所，中信证券研究部

主做市商在完成相应的做市义务后，可以得到一定费率优惠，费用折扣返还为梯度返还。对于消耗流动性的主做市商份额，每份额收取费用\$0.0029。若主做市商对应的 ETP 上个月合并日均成交量小于 100,000 份，他将收到因增加 Tape B¹证券的显示流动性的附加奖励：

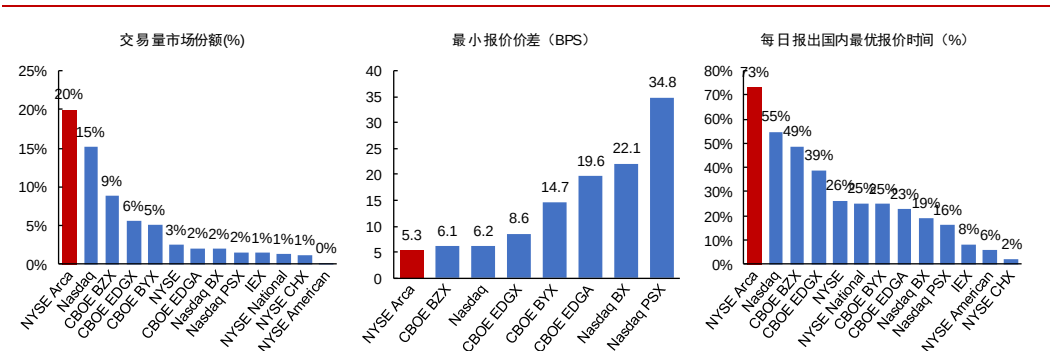
表 8：纽交所 ETP 主做市商奖励机制

合并日均成交量	小于 100 万	100 万-300 万	大于 300 万
每份额返还金额 (\$)	0.0045	0.0040	0.00033
合并日均成交量小于 100,000 份或 Tape B 证券日均成交量小于 0.007% 的产品数量		额外奖励 (所有的 Tape B 证券)	
至少 75 只 ETF		\$0.0001	
至少 100 只 ETF		\$0.0002	
至少 200 只 ETP		\$0.0003	
至少 300 只 ETP		\$0.0004	

资料来源：纽交所，中信证券研究部

主做市商在市场中的核心功能是提供公开显示的限价报单，促进市场价格发现功能的发挥，提高市场有效性。主做市商必须具有很强的分析综合信息的能力，同时能较为准确地预测市场走向。我们可以发现，在全美国交易所中，具有 ETF 主做市商制度的纽约交易所的市场份额、买卖价差、全国最优报价比例等指标均好于其他交易所市场情况。

图 4：美国各交易所 ETF 市场表现



资料来源：纽交所，中信证券研究部注：截至 2018 年 12 月 31 日

¹TapeB 指在 NYSEMKT 和 NYSEArca 上市的证券，Tape A 指在 NYSE 上市的证券，TapeC 指在 NASDAQ 上市的证券

目前，纽交所 ETF 主做市商共有 23 家，其中有 6 家为超过 100 只 ETF 基金提供做市服务，有 11 家主做市基金数不足 10 只。

表 9：纽交所主做市商及其提供做市服务的 ETF 数量

主做市商名称 (LMM)	ETF 数量	主做市商名称 (LMM)	ETF 数量
Jane Street	330	Deutsche Bank	8
Virtu Americas	258	Cantor Fitzgerald	7
Susquehanna Securities	161	Virtu	7
IMC Chicago	134	Wolverine	7
Virtu Financial	120	Societe Generale	6
Cantor	106	Susquehanna	5
Credit Suisse	54	RBC	2
Latour Trading	54	RBC Capital Markets	2
Pundion	26	SG Americas	2
RBC Capital Markets, LLC	22	Jane Street Capital	1
Citadel	20	LaTour	1
Flow Traders	15		

资料来源：纽交所，中信证券研究部

对 ETP 流动性提供商，其资格是在 ETP 上市后申请，不要求是纽交所的做市商，但需要至少持有 50 只不活跃的 ETP（指日均成交量小于 25 万份的 ETP）。纽交所要求 ETP 流动性提供商在至少 50 个不活跃的 ETPs 中达到以下目标：报出国内最优报价（NBBO）时间至少占到交易时间 15%；在至少 90% 的交易时间中有 2500 可显示报单在国内最优报价（NBBO）的 2% 以内。在完成上述义务后，增加 Tape B 证券流动性还将每份返还 \$0.0001。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。