

融资融券业务正式试点对证券市场的影响

创新动态

2010 年 1 月 10 日

投资要点:

1、2010 年 1 月 8 日，国务院同意融资融券业务正式试点，筹备了多年的融资融券业务终于出台。证券融资的实质是抵押贷款，融券业务是一种卖空交易，属于市场交易机制的重大创新举措，无疑具有划时代意义，A 股的“单边市”可能从此结束。融资融券的实质就是在股票市场引入做空机制，进一步活跃了市场交易，提高了市场效率，发挥价格稳定器的作用，打通了货币市场和资本市场，增加证券市场的流动性。

2、融资融券业务的推出能够完善证券市场运行机制，有利于股票价格趋于合理，降低股市的波动性，增强证券市场的流动性和连续性，为投资者提供新的盈利模式，拓宽证券公司业务范围。

3、融资融券业务启动短期内对 A 股市场是利好，市场有望震荡上涨，估计短期内股指有可能重心上移。估计未来融资融券业务完成试点后的大范围展开需要相当长一段时间。预计试点初期，证券公司将以自有资金开展融资业务为主，而融券业务相对有限，融券规模可能会小于融资规模，大规模卖空现象出现的可能性也比较小。

4、融券业务有利于发挥股票定价功能，促使蓝筹股价格理性回归，蓝筹指标股交易活跃，市场价值投资理念将得到更进一步的深化，从而强化了蓝筹股的市场地位。同时融资业务会拓宽市场资金供给渠道，会给 A 股市场带来增量资金。融资融券增加了股指期货期现套利操作的可能机会，有助于期现套利的成功运作，进而保证了套期保值功能的实现。

5、融资融券业务推出后，证券公司为直接受益者，为券商带来新的盈利模式，有利于券商收入结构的多元化。估计在试点初期，融资融券给证券公司带来的盈利增长来自利息收入、交易量上升和试点券商市场份额提升，客户资源可能向试点券商集中，在一定程度上改善试点证券公司的盈利水平。融资融券创新业务对证券行业的影响是一个长期的过程，试点证券公司有望获得发展先机，证券行业有可能重新洗牌，进而改变证券业竞争格局。

6、融资融券的做空机制主要针对单只股票，而股指期货具有的做空机制主要是针对大盘指数。可见，股指期货交易要比融资融券效率更高。缺乏融资融券的股指期货是不完整的。融券机制的缺位，将使反向套利几乎不能进行。融资融券和股指期货的同时推出和有效结合有助于资本市场的更加完善，同时也是中国证券市场走向成熟的标志。

分析师:赵旭

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhouli@dbzq.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

邮编 200002

融资融券业务正式试点对证券市场的影响

一、融资融券业务试点即将启动

2010年1月8日，国务院同意融资融券业务正式试点，筹备了多年的融资融券业务终于出台。融资融券业务的筹备经历了艰难的历程，2006年6月30日，证监会发布《证券公司融资融券试点管理办法》（2006年8月1日起施行），2006年8月21日，沪深交易所发布《融资融券交易试点实施细则》，2006年8月29日，中证登发布《中国证券登记结算有限责任公司融资融券试点登记结算业务实施细则》，2006年9月5日，证券业协会制定并公布《融资融券合同必备条款》和《融资融券交易风险揭示书必备条款》。2008年4月8日，证监会就《证券公司风险控制指标管理办法》、《关于进一步规范证券营业网点若干问题的通知》（征求意见稿）、《证券公司分公司监管规定（试行）》公开征求意见。2008年4月23日，国务院审议通过公布了《证券公司监督管理条例》，第四十八条至第五十六条对证券公司融资融券业务进行了具体规定，2008年10月5日，证监会宣布正式启动融资融券试点。2008年10月，证监会启动融资融券业务试点工作，11家证券公司10月25日启动试点工作全网测试。2008年11月25日，证监会分别对备选券商的融资融券方案及申报材料进行了窗口指导。

融资融券业务，是指证券公司向客户出借资金（融资交易）供其买入证券或出借证券（融券交易）供其卖出的交易活动。融资业务是指借钱买证券，融券业务是指借证券卖出，到期后按合同规定归还所借资金或证券，并支付一定利息费用。证券融资的实质是抵押贷款，融券业务是一种卖空交易，属于市场交易机制的重大创新举措。

融资融券能够发挥价格稳定器的作用，有效缓解市场的资金压力，改善券商生存环境，能够为建立多层次证券市场打下良好的基础。当投资者认为股票价格过高和过低时，可以通过融资的买入和融券的卖出促使股票价格趋于合理，有助于市场内在价格稳定机制的形成。另外，融资融券交易可以在一定程度上放大资金和证券供求，增加市场的交易量，从而活跃证券市场，增加证券市场的流动性。

融资融券的准备工作已基本就绪，相应制度建设已经成熟。规定了融资融券交易的初始保证金比例不得低于50%，并要求投资者以保证金、融资买入的全部证券和融券债务之间的比例不得低于130%。融券卖出的申报价格不得低于该股票的最新成交价，单只股票融资融券的交易额不得超过该股票上市可流通量25%。在融资融券模式的选择上，可能会选择类似于中国台湾的集中信用双轨制，即证券金融公司对证券公司和一般投资者同时进行融资融券。在证券金融公司设立前，有资格开展融资融券的证券公司必须以自有资本开展融资融券业务，并逐步向整个证券行业推广；在证券金融公司设立后，证券公司转融通环节将被打通，实现融资融券的运作机制。

融资融券的推出，无疑是具有划时代意义，引入“做空机制”后，A股的“单边市”可能从此结束。对于券商而言，融资融券通过活跃市场，使得市场交易量水平提升，增加证券公司佣金收入。另一方面，券商通过开展融资融券，获取利差收入，拓宽了其业务范围，在一定程度上增加其自有资金和自有证券的运用渠道和途径。券商属于中介商而非做市商，自有资金相对有限制约了融资规模；另一方面由于券商手里证券较少，长期持有的就更少，因此制约了融券业务的开展。2010年上半年融资融券有可能在部分券商得以试点，试点证券公司有望获得发展先机，有可能对证券行业重新进行洗牌。

海外证券市场融资融券交易制度已经有很长的历史，美国的证券融资融券信用交易制度是自然形成的，后又政府加以规范，而东亚模式具有政府主导性，是通过政府规范解决市场上融资融券存在的一些问题。融资融券交易的核心问题之一是信用的来源，根据是否存在专门的信用融通机构，可分为分散授信模式（以美国为代表）和集中授信模式（以日本、韩国为代表）。估计我国证券融资融券交易模式的选择，不大可能采用完全市场化的信用交易模式，有可能采取证券金融公司主导的集中信用模式，专门向券商提供融资融券服务，或双轨制信用交易模式。也就是说，第一步，以证券融资为主，实施券商对客户的证券融资，同时拓展券商的融资渠道，以自有资金为主。第二步，拓展证券融资融券交易的范围，允许证券融券交易，

即卖空交易，实现交易机制的重大创新，建立完整的证券融资融券交易制度，最后逐步推广加以完善。

二、融资融券交易完善了证券市场运行机制，有利于证券市场的持续发展和活跃

融资融券交易能起到完善证券市场运行机制、提高有效性的积极作用，是促使资本市场持续发展的一项重要举措，完善了市场的定价机制。

一是有利于股票价格趋于合理，降低股市的波动性，融资业务的实质是抵押贷款，融券业务实质是一种卖空交易。融资融券将杠杆交易和做空机制结合起来，可以调整现款现券供需所产生的不平衡，完善股价的形成机制，平抑市场的波动性，从而有助于市场内在的价格稳定机制的形成。

二是增强证券市场的流动性和连续性，增加市场的资金供给。信用交易可以增加证券市场的总供给和总需求，扩大证券交易的深度，活跃市场，放大存量资金的运用，提高市场交易量，使投资者迅速可以完成证券交易。融资融券打通了货币市场和证券市场之间的通道，拓宽了证券市场资金供给，缓解市场所面临的扩容压力。如果未来证券金融公司成立，融资融券可以将市场的资金来源不断引入股市，改善市场流动性供给。

三是为投资者提供新的盈利模式，规避投资风险。投资者通过向证券公司融资，扩大交易量，利用较少资本来获取较大的利润，发挥财务杠杆效应。更为主要的是，做空机制的引入使得投资者在“熊市”环境下也有盈利机会，为投资者创造新的投资途径，可以更好的规避系统风险。

四是拓宽证券公司业务范围，优化了证券公司业务结构。融资融券可以使证券公司获得借贷的利差收入，通过融资，券商的自有资金可以获得几倍于银行利息的收入。由于市场规模的扩大，券商还可以获得巨大的融资及融券的代理手续费收入，从而提高券商的佣金收入。

三、融资融券业务推出对 A 股市场影响分析

1、融资融券业务推出短期内对 A 股市场有积极影响，市场有望震荡上涨

融资融券业务启动短期内对 A 股市场是利好，对 A 股短期走势有积极影响，估计短期内股指有可能重心上移。实证研究表明，融资融券交易对股市的成交量有正的作用，对增加股市流通性、活跃交易作用更为明显。融资融券的出台将形成证券市场的双边交易制度，完善市场机制。估计未来融资融券业务完成试点后的大范围展开需要相当长一段时间。融资融券是把双刃剑，预计试点初期，证券公司将以自有资金开展融资业务为主，而融券业务由于开展起来困难较多，估计现阶段融券规模会远小于融资规模，也不会出现大规模卖空现象。

2、融券业务有利于发挥股票定价功能，促进部分蓝筹股回归理性价格，蓝筹股交易有望活跃

在融资融券推出初期，标的证券将被限制在基本面好、市值较大、流动性较强的权重蓝筹品种中。这些优质股票不仅具有交易价值，还可抵押出去，进行融资，使得这些个股的波动幅度会相对小些，有利于促进蓝筹指标股估值水平的合理，纠正波动的偏差。预计试点初期阶段，标的股票集中在上证 50 样本股或沪深 300 权重本股的可能性较大，融资融券业务试点的启动将明显促进蓝筹指标股交易的活跃，市场价值投资理念将得到更进一步的深化，从而强化了蓝筹股的市场地位，预计未来蓝筹公司将继续成为市场主流资金流向的方向，从而进行价值重估。

3、融资业务会拓宽市场资金供给渠道

融资业务会给 A 股市场带来增量资金，投资者通过向证券公司交纳一定的保证金借入资金来买入股票，有放大的杠杆效应，可以增加股市资金流入，进而对市场产生利好作用。尽管试点中融资业务的资金来源仅局限于证券公司的自有资金，但为未来银行资金合规入市奠定了基础。

4、融资融券的试点为股指期货的推出创造了条件

融资融券具有投机、套保和套利三大功能，融资融券的推出为股指期货的出台创造了条件。融资融券业务的推出可能使得股指期货期现无套利区间上下限可以确定且区间范围扩大，投资者可以更加自如地实现反向套利，通过股指期货定价模型来确定无套利区间从而获得利润。融资融券增加了股指期货期现套利

操作的可能机会，在正向套利过程中，如果股票现货组合的资金不足，可以通过融资解决；如果可以融券卖空，当股指期货价格低估的时候，可以反向套利，买入股指期货合约，融券做空股票现货可以达到套利的目的。融资融券的推出，有助于期现套利的成功运作，进而保证了套期保值功能的实现，促进了中国资本市场的持续发展。

四、融资融券的推出对证券行业的影响：有可能重新洗牌

融资融券业务推出后，证券公司为直接受益者，不仅能增加交易量，提高佣金收入，还能吸引更多的客户群体，为券商带来新的盈利模式，有利于券商收入结构的多元化。更为重要的是，这对证券公司盈利模式、竞争格局的影响将更为深远。

从国际经验看，融资融券业务不仅让券商获得利息收入，还能增加市场交易量，推动经纪业务的增长。根据统计，在美国投行的收入结构中，融资融券带来的净利息收入作为相对低风险的业务，在收入结构的总占比基本保持在 14%~30%之间。在香港市场融资融券业务带来的净利息收入大致也占营业收入的 18% 左右。

估计在试点初期，融资融券给证券公司带来的盈利增长来自利息收入、交易量上升和试点券商市场份额提升，客户资源可能向试点券商集中。证监会将根据证券公司净资本规模、合规状况、净资本风险控制指标和试点方案准备情况，择优批准首批符合条件的试点证券公司。估计中信证券、海通证券、申银万国、国信证券等可能先行试点。融资融券推出，在一定程度上改善试点证券公司的盈利水平，但初期证券公司只能以自有资金开展融资融券业务，这使得其盈利增加就不如想象的大。融资融券创新业务推出是循序渐进的，其对行业的影响将是一个长期的过程，短期内证券行业难有爆发式盈利增长。但长期看对证券公司的成长影响不容忽视，试点证券公司有望获得发展先机。

五、股指期货和融资融券业务影响的比较

融资融券业务与股指期货两种交易工具具有一定的相似点，主要表现在做空机制上。

股指期货与融资融券业务的交易对象不同。股指期货的交易对象为沪深 300 指数期货合约，而融资融券业务的交易对象为满足交易所实施细则规定的证券投资基金、股票与债券，因此融资融券业务的交易对象更加广泛。

股指期货与融资融券业务的参与主体不同。由于股指期货的合约标价较高，所以保证金较高，股指期货的参与主体为机构投资者，只有资金规模较大、风险承受能力较强的个人投资者才有可能参与。融资融券业务的投资者构成会更加多元化，一般的普通投资者也可以参与融资融券业务。

融资融券与股指期货业务的风险控制不同。上证所在融资融券交易细则中规定，单只标的证券的融资或融券余量达到该证券上市可流通市值或流通量的 25% 时，交易所可以在次一交易日暂停其融券卖出，并向市场进行公布。中金所也采取保证金制度、强行平仓制度、价格限制制度、限仓制度、大户报告制度、强制减仓制度、结算担保金制度与风险警示制度等控制股指期货风险。

融资融券的做空机制主要针对单只股票，而股指期货具有的做空机制主要是针对大盘指数。股指期货交易要比融资融券效率更高。融资融券的实质就是在股票市场引入做空机制，进一步活跃了市场交易，提高了市场效率，打通了货币市场和资本市场。

股指期货具有套期保值和价格发现的功能，股指期货的推出，不仅能够进一步完善市场机制，规避系统风险，活跃股市，还能为投资者提供有效投资工具。而融资融券能够完善股价形成机制，增强证券市场的流动性和连续性，为投资者提供新的盈利模式，增强其规避风险能力。

从融资融券、股指期货市场的影响来看，融资融券对股指期货市场波动性的影响主要通过影响股票现货市场进行传递。融资融券机制的引入，能够解决股票市场只能做多、不能做空而导致的市场不对称问题。缺乏融资融券的股指期货是不完整的。融券机制的缺位，将使反向套利几乎不能进行。融资融券和股指期货的同时推出和有效结合有助于资本市场的更加完善，同时也是中国证券市场走向成熟的标志。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。