

湘财证券研究所

张银旗

Tel: 021-68634510-8067

E-Mail: zyq0100@xcsc.com

倪金晶

Tel: 021-68634510-8227

E-Mail: njj2878@xcsc.com

董晖（实习生）

Tel:

Email: dhxcsc@gmail.com

研究结论

本文通过融资融券业务开展以来市场运作主体和成交状况分析研究后得出如下结论：

1、继首批和第二批共计十一家券商后，对第三批十五家试点券商的遴选工作已经开始；

2、证监会正在抓紧研究转融通业务方案。转融通公司的成立，一方面可以给市场带来充裕的券源和资金，促进市场流动性的提高，另外一方面，可以给保险公司、基金和银行开辟一个新的利润来源，使其营业收入进一步多元化。

3、融券业务在整个融资融券业务中所占比重极低，融资业务交易量占了融资融券业务总量的绝大部分。

4、融资融券业务的进一步创新能够增强现货市场和股指期货定价效率。

1、融资融券当前的基本概况

1.1 券商参与融资融券的基本概况

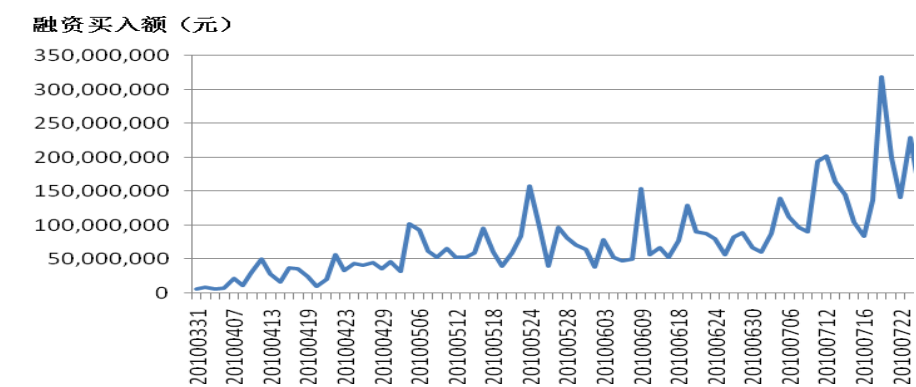
到目前为止，已有两批共 11 家券商获得融资融券业务资格，首批 6 家试点券商包括国信证券、光大证券、广发证券、海通证券、中信证券和国泰君安证券。第二批 5 家试点券商包括申银万国证券、东方证券、招商证券、华泰证券以及银河证券。目前证监会正在加紧准备第三批券商资格的申请，第三批将有 15 家券商申请。有望获得第三批试点的 15 家券商分别是：国元证券、长江证券、齐鲁证券、安信证券、中信建投、方正证券、国都证券、长城证券、中投证券、宏源证券、中金公司、兴业证券、平安证券、西南证券以及红塔证券。按照首批及第二批试点券商的情况，如果授信额度占净资本的比例保持不变，第三批试点券商有望获得共计 400 亿~500 亿的授信额度。第三批融资融券试点一旦获批，融资融券授信额度突破千亿应无悬念。

相关监管部门出于审慎监管的考虑，对融资融券业务提出了“先试点、后推广，稳步发展”的要求。在对试点券商的遴选过程中，将风控能力作为一项重要的指标，欲获得试点资格的券商纷纷提高开户门槛以强化风险控制能力。事实上，监管部门只是要求申请进入融资融券交易的投资者，需要满足在该券商开户时间不少于 18 个月、账户资产总额不低于 50 万元的条件，但试点券商基本上都将资金要求设定为 100 万以上。这种针对客户开户时间、客户财产认定、客户风险控制能力的高门槛，直接制约了客户参与的广度和深度，减弱了客户的参与热情。再者，目前融资融券业务的赚钱效应并不明显，客户参与融资融券业务的情况没有预期的乐观。为促进融资融券业务的开展，个别融资融券试点券商为了适应市场，近日已主动降低了实际开户门槛，这种做法并不违背监管部门的要求，只需向证监会报备即可执行。

1.2 市场成交状况

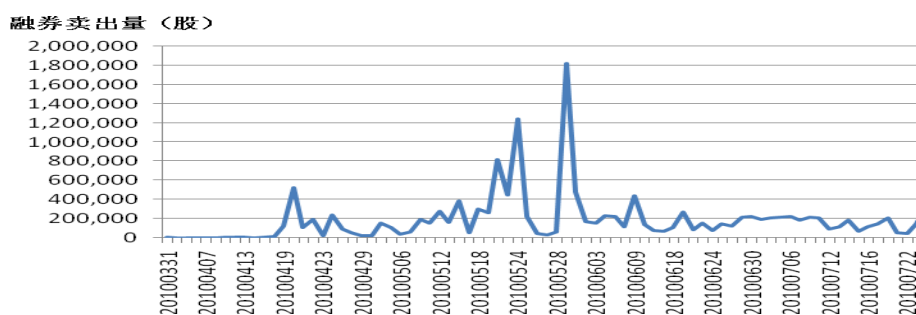
自今年 3 月底融资融券业务开展以来，该业务目前进展顺利，截止 2010 年 7 月 29 日融资买入额已达到 1.4 亿以上（图 1），最高日买入额超过 3 亿；融券卖出股数达到 16 万股以上（图 2），最高日卖出超过 180 万股；融资融券余额达到 24 亿以上（图 3），最高日余额超过 24.6 亿元。其它指标，如融资余额变化、融券余量和余额变化分别如图 4、图 5 和图 6 表示。

图 1 融资买入金额变化



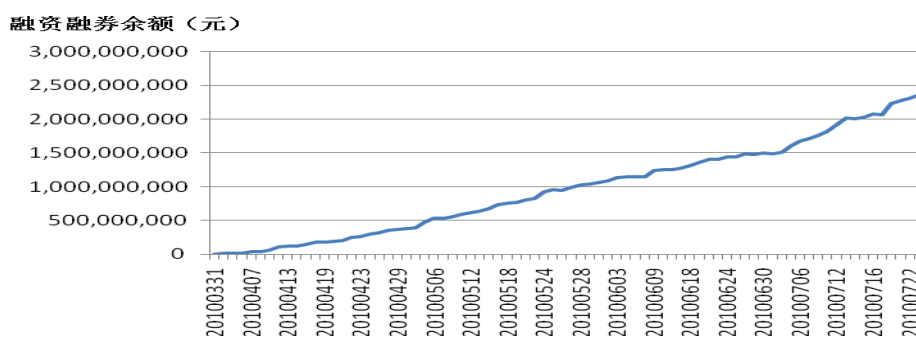
资料来源：湘财证券

图 2 融券卖出股份变化



资料来源：湘财证券

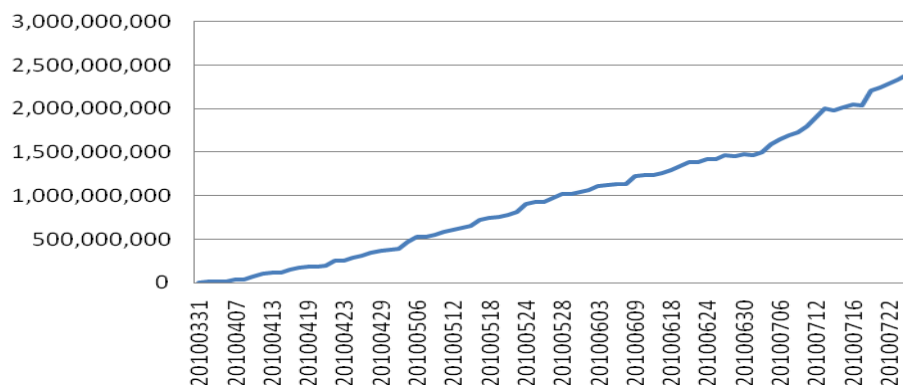
图 3 融资融券余额变化



资料来源：湘财证券

图 4 融资余额变化

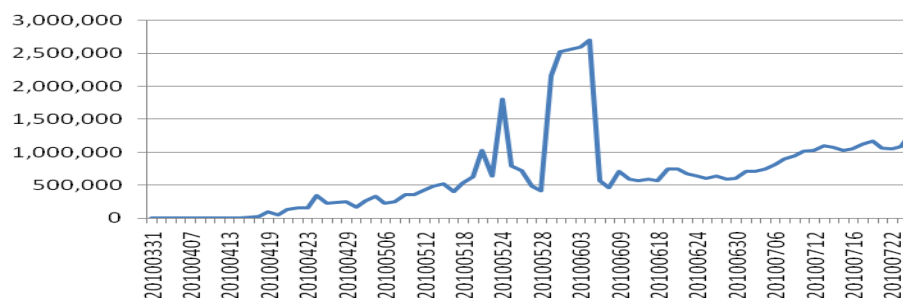
融资余额（元）



资料来源：湘财证券

图 5 融券余量变化

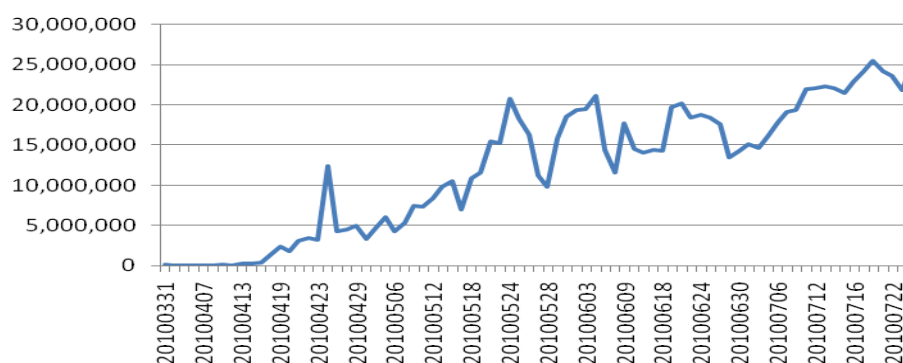
融券余量（股）



资料来源：湘财证券

图 6 融券余额变化

融券余额（元）



资料来源：湘财证券

注：

- (1) 市场融资融券余额=本日融资余额+本日融券余量金额
- (2) 本日融资余额=前日融资余额+本日融资买入额-本日融资偿还额；
- (3) 本日融资偿还额=本日直接还款额+本日卖券还款额+本日融资强制平仓额+本日融资正权益调整-本日融资负权益调整；
- (4) 本日融券余量=前日融券余量+本日融券卖出数量-本日融券偿还量；
- (5) 本日融券偿还量=本日买券还券量+本日直接还券量+本日融券强制平仓量+本日融券正权益调整-本日融券负权益调整-本日融券应划转量；
- (6) 融券单位：股（标的证券为股票）/份（标的证券为基金）/手（标的证券为债券）。

2、转融通公司的基本特点

目前的融资融券试点中，证券公司只能以自有资金和证券向投资者提供融资融券服务，不得动用投资者的资金和证券，不同投资者的担保品不能混用，这在很大程度上制约了融资融券业务的发展。因此，有必要加快组建转融通公司的步伐。所谓转融通公司，是指一个由国家信用担保的国有公司，承担融资融券业务中的转融通职能，它一方面从银行和保险公司融来充裕资金和标的证券，一方面通过券商渠道向投资者提供资金和券源。通过这种集中授信的专业融资公司模式，融资融券业务的规模将得到迅速扩大，实现质的飞跃。

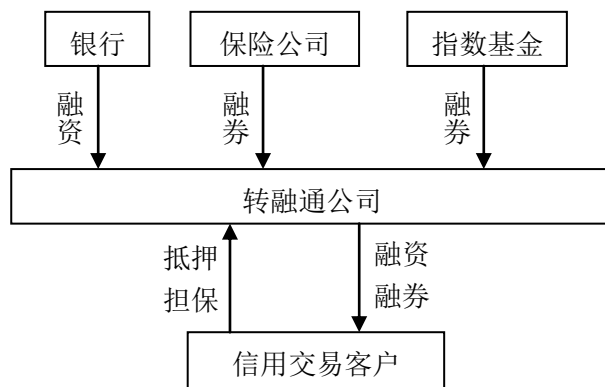


图7 转融通公司运作模式

3、未来对市场的影响分析

尽管融资融券业务目前发展良好，但该业务额相对于庞大的证券市场市值仍微不足道。目前，券商提供的融券标的只能从公司自营部门的长线投资品种中选择，而经历了2008年大熊市之后，各家券商的自营盘规模明显缩小。而且，这些自营股票

中相当一部分是波段交易的短线品种，长期投资的品种并不多，券源稀少。通过转融通的机制，一方面解决了标的证券的来源，彻底解决了券商在融券方面与客户对赌的问题；另外一方面，对于银行尤其是保险公司来说，又多了一条稳定的固定收益渠道。最后，通过转融通可以打通银行资金间接进入证券市场的通道，为市场注入流动性。目前监管层已经认识到市场的流动性不足，并着手解决这方面的问题，组建转融通公司是可选的重要手段之一，这对市场会有所支撑。近期市场的转暖反映出机构投资者对市场流动性增强的预期。

融资融券业务的突破性发展能够进一步增强股票市场和股指期货定价效率，促进机构投资者稳健和理性化投资。目前国内融资融券业务规模整体偏小，同时融资业务远远超过融券业务。融券业务开展的不顺畅直接导致股指期货套利以正向套利为主，反向套利无法运用。现货和股指期货的价格机制作用受到很大限制，影响了期货定价的效率。融资融券业务的双向顺利流转将会扭转这一局面。

我们认为融资融券业务的进一步发展，将对机构有以下方面的影响：

第一、增加对场内基金的需求。根据融资融券相关细则，封闭式基金、ETF 基金和 LOF 基金等场内基金在融资融券业务中拥有较高的折算率，ETF 基金最高折算率是 90%，封闭式基金和 LOF 基金的最高折算率是 80%，均要高于股票 65%-70% 的最高折算率，较高的折算率增加了具有融资需求的投资者对这些场内基金的需求。

第二、扩大机构的盈利途径。一旦转融通机制推出，基金就可以通过提供券源，获得新的赢利来源。融资融券利息收入将给基金公司提供一种新的盈利途径。结合美国证券行业的数据来看，自 2001 年至 2007 年，美国证券行业信用交易利差收入占营业收入比重在 3%-7% 左右。未来我国如果设立转融通机制，基金持有的证券将成为融券的重要来源，这有望为基金公司增加一部分财务收入，改善基金公司的收入结构。对于指数型基金而言，其持有的证券组合只有在指数调整成分股期间，才进行相应的调整，证券大部分时间内处于闲置状态，而参与证券借贷将可以增加基金投资者的收入，并且风险较低。另外指数型基金管理费要明显低于主动型基金，参与证券借贷，不仅可以为市场注入更多的流动性，同时也能提高基金的运作效率，增加投资者和管理者获得的收益。因此实行转融通后，指数基金等长线持有股票的机构将获益匪浅。此外，这些长期投资者在转融通成为可能后，还能以参股的形式投资金融证券公司，享受证券金融公司从事转融通所带来的收益。

第三、丰富基金产品设计。融资融券推出将直接影响基金产品的设计和策略，使基金产品的丰富程度大大提升。例如，设计一些类似 130/30 策略产品等。对于公募基金而言，当前只能通过单边作多来获利，其业绩只能以相对收益为基准。随着股指期货的推出和融资融券的试点深入，基金等机构可以设计更多的绝对收

益产品，在套利产品和高杠杆产品上发挥创新性和灵活性，充分发挥基金管理人的选股技能。同时，融券业务与股指期货结合下凸显的套利机会，也为相应的策略产品的开发提供了足够的空间。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。