

2011.06.03

日本融资融券业务经验及中国启示

——融资融券系列报告之四

	蒋璞琨	何苗
	021-38676710	010-59312710
	jiangyingkun@gtjas.com	hemiao@gtjas.com
编号	S0880511010023	S0880511010049

本报告导读：

本报告回顾国内融资融券业务一年来发展，详细介绍日本融资融券业务制度框架、不同参与方作用，以及融资融券业务在日本发展和对国内业务未来发展启示和展望。

摘要：

- 国内融资融券业务试点一年来的发展保持了平稳快速发展的良好势头，但也存在美中不足；市场规模沪多深少，融券业务比例明显偏低，业务总量相对于 A 股市场占比比较小。目前业务中亟待突破的瓶颈：（1）融资融券交易标的的种类及数量均偏少；（2）融资融券交易的资金和证券来源受限；（3）融资融券业务杠杆比例相对较低；（4）融资融券业务对参与投资者和参与券商要求均较高。
- 日本融资融券业务模式起始于 1951 年，其标志性事件是 1951 年大藏省证券交易委员会于 1951 年 6 月废止之前的借贷交易，开始采用信用交易制度，并于 1954 年通过了《证券交易法》。其制度使得证券金融公司在转融通业务中居垄断地位。虽然投资者也向证券公司申请融资融券，但证券公司却不是业务的核心，具有以下特点：（1）证券金融公司的成立是集中授信交易制度最直接体现，证券金融公司具有极小比例的自有资本。（2）证券金融公司具有排它的垄断性。（3）投资者不能绕过证券公司直接向证券金融公司融通资金和证券。这种模式最大好处在于，监管层只需要控制证券金融公司融资融券的规模即可控制全市场融资融券的规模，有效防止信用交易过度泛滥而引发市场剧烈波动。
- 在日本一共有三家证券金融公司，分别为日本证券金融公司、大阪证券金融公司、中部证券金融公司。不论是成立时间、注册资本金、经营收益，还是在融资融券业务中的市场份额，日本证券金融公司都占据绝对的先发优势和榜首地位。日本证券金融公司的经营范围除其主要职能——转融通外，还包括证券借贷、债券业务（回购、借贷、国债投资）、债券融资、一般流动性贷款、证券抵押贷款等。尽管如此，日本证券金融公司的主要经营性收益还是主要来自于转融通的相关业务
- 日本的融资融券交易分为“标准信用交易”和“协议信用交易”，两类信用交易在交易借贷期限的规定有显著差别。对于“标准信用交易”的融资融券借贷期限由交易所规定，期限为 6 个月，证券公司可以向证券金融公司申请转融通。而“协议信用交易”的融资融券期限则由证券公司和客户自主决定，但该交易无法获得证券金融公司的转融通服务。
- 从 2000 年以来，融资融券交易的成交金额相对于现货市场约为 15%；仅在个别年份显著偏少，如 2007 年和 2008 年。值得引起注意的是东京证券交易统计的个人投资者参与融资融券交易的占比近十年来稳步提高，目前已稳稳占据半壁江山。

蒋璞琨	021-38676710
	jiangyingkun@gtjas.com
吴天宇	021-38676788
	wutianyu@gtjas.com
何苗	010-59312710
	hemiao@gtjas.com
杨喆	021-38676442
	yangzhe@gtjas.com
刘富兵	021-38676673
	liufubing008481@gtjas.com
唐军	021-38674763
	tangjun008739@gtjas.com
耿帅军	
	gengshuaijun010354@gtjas.com

相关报告

股票配对交易 I：基于银行股的实证	2011.01.12
对冲基金交易策略	2008.12.03

目 录

1. 研究日本融资融券制度的初衷	3
1.1. 国内融资融券业务亟待突破瓶颈	3
1.2. 为什么选择日本市场作为研究标的	5
2. 多角度详解日本融资融券制度	6
2.1. 日本融资融券业务制度总框架	6
2.2. 融资融券业务参与方——投资者	6
2.2.1. 投资者的准入标准	7
2.2.2. 可充抵保证金证券以及交易标的证券范围	7
2.2.3. 融资融券交易的借贷期限	10
2.2.4. 融资融券交易的保证金比例	10
2.2.5. 融资融券交易的相关利率和费率	11
2.2.6. 融资融券交易的委托买卖	12
2.2.7. 融资融券交易的了结方式	12
2.3. 融资融券业务参与方——证券公司	12
2.3.1. 证券公司的准入标准	12
2.3.2. 证券公司开展业务的资金和证券来源	13
2.3.3. 证券公司提供的融资融券业务交易类型	13
2.3.4. 证券公司可对充抵保证金证券相关权利的处置	14
2.4. 融资融券业务参与方——证券金融公司	15
2.4.1. 日本三大证券金融公司的基本资料	15
2.4.2. 证券金融公司资金和证券来源	16
2.4.3. 证券金融公司对于证券公司转融通业务受理	17
2.4.4. 证券金融公司关于充抵保证金证券及相关权利管理	17
2.4.5. 证券金融公司对相关业务的风险控制	18
2.4.6. 证券交易所与证券金融公司关系	20
2.4.7. 日本三大证券金融公司业务结构——以日本证券金融公司为例	21
2.5. 融资融券业务其他相关机构	23
2.5.1. 证券经纪协会	23
2.5.2. 清算机构	24
2.5.3. 监管机构	24
2.6. 融资融券交易市场	24
2.6.1. 融资融券交易与现货交易的比较分析	24
2.6.2. 融券交易中对于卖空的限制	25
2.6.3. 卖空交易的比较分析	25
2.6.4. 转融通相对于融资融券交易占比分析	26
2.6.5. 标准信用交易和协议信用交易成交占比	27
2.6.6. 融资融券相关信息披露	28
3. 我国融资融券业务发展前景展望	29

1. 研究日本融资融券制度的初衷

1.1. 国内融资融券业务亟待突破瓶颈

融资融券业务在海外市场已是历经几十年发展的成熟常规业务，但其作为创新业务试点在 A 股市场才满“周岁”。回顾融资融券业务试点一年来的发展，我们认为融资融券业务的试点保持了平稳快速发展的良好势头，但也存在美中不足：市场规模沪多深少，融券业务比例明显偏低，业务总量相对于 A 股市场规模占比较小。

截止最新（2011 年 5 月 19 日），沪深两市融资融券余额为 252.1 亿元，相对于业务试点之初的 0.07 亿元，实现了数千倍的增长，其中沪市为 161.7 亿元，占比为 64.1%，深市为 90.4 亿元，占比为 35.9%。然而，两市融资业务和融券业务发展比例失调，融资余额高达 99.3%，而融券余额仅为 0.7%；其中，融资余额中沪市占据大部分，为 64.2%，深市则为 35.8%。融券余额在沪深两市分布较均衡。相对于全部 A 股高达 20.4 万亿的流通市值，沪深两市融资融券业务市值占比仅略超千分之一。

根据海外成熟市场经验，尽管融资业务的总体规模一般要高于融券业务，但两者的规模亦不如目前 A 股市场如此失调。就融资融券业务规模占该市场证券总市值而言，美国市场约为 1.5%，日本市场约为 0.9%，而国内目前融资融券业务规模占流通市值规模也仅略超千分之一，相对于总市值的占比将更少。虽然，海外成熟市场如今的规模和业务机构是经历了几十年的发展，但我们不得不正视融资融券业务中存在的亟待突破的瓶颈。

第一，融资融券交易标的的种类及数量均偏少。目前 A 股市场上市交易的品种包括：股票、ETF、LOF、封闭式基金、债券等，其中仅上市交易的股票就高达 2170 只。然而，目前交易所规定的交易证券仅包含上证 50 和深证成指的共 90 只成分股，与海外市场相比，交易标的占比严重偏低。

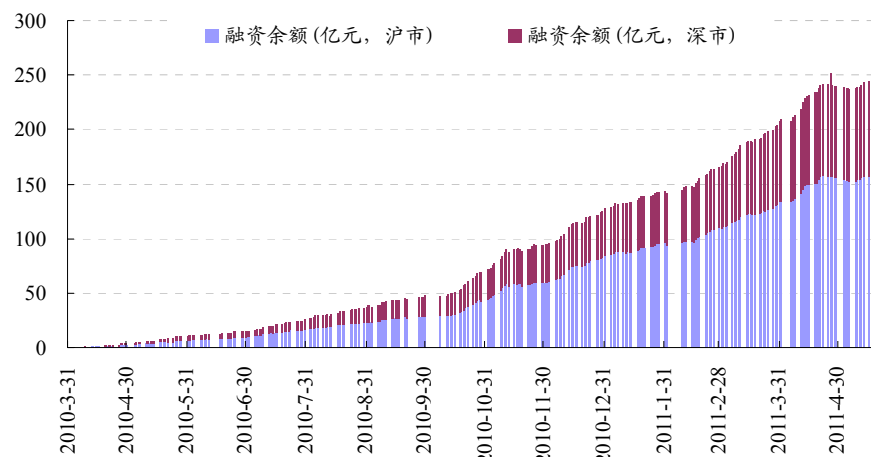
第二，融资融券交易的资金和证券来源受限。由于试点期间各获批的试点券商仅能以自由资金和证券作为客户融资融券的来源，因此业务发展受到极大制约，特别是融券业务面临着投资者可融证券种类偏少、可融数量不足的现状。借鉴海外成熟市场经验，“转融通”制度的推行势在必行。

第三，融资融券业务杠杆比例相对较低。融资融券业务吸引投资者的一个重要方面就是杠杆，可以以小博大。目前国内融资业务杠杆比例仅最高不超过 2，而部分融券业务杠杆比例低于 1，对投资者的积极性存在一定影响。效仿海外市场的发展历程，可以在业务发展到一定规模，投资者熟悉该业务后，结合市场情况适当放大杠杆比例。

第四，融资融券业务对参与投资者和参与券商要求均较高。在业务试点期间，对于新业务采取“高标准、严要求”，有利于相关业务风险控制，益于平稳发展。但不能忽视的是目前该业务的参与度偏低，在国内证券市场仍是一个小众市场，相对于国外广泛的参与度明显偏低，当业务逐

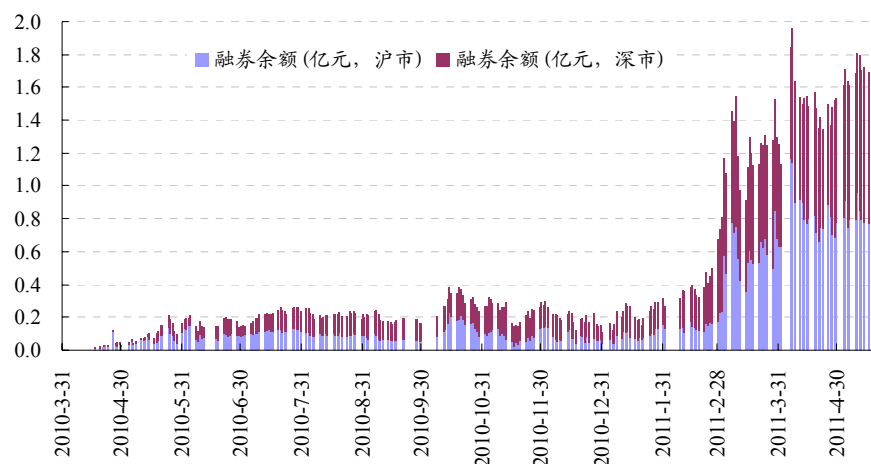
渐发展成熟，可适量放宽准入门槛。

图 1 沪深两市融资余额变化趋势（2010.3.31-2011.5.19）



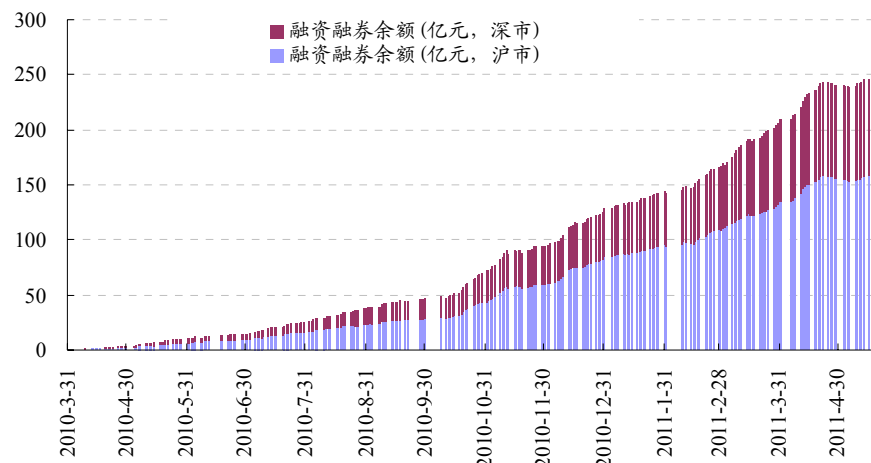
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

图 2 沪深两市融券余额变化趋势（2010.3.31-2011.5.19）



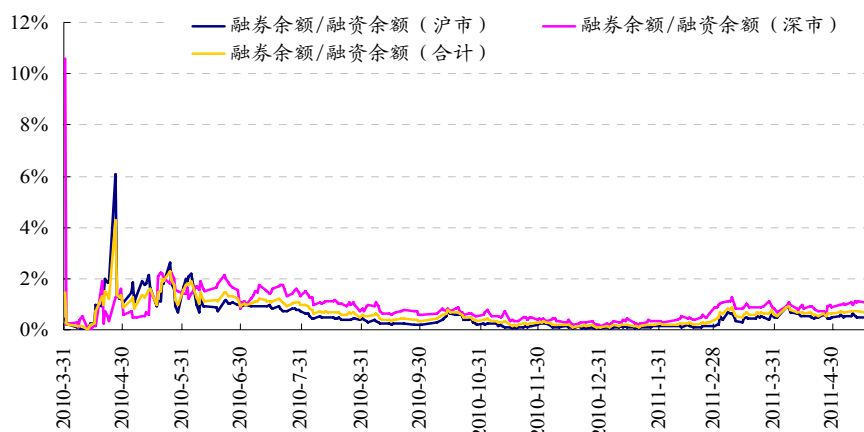
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

图 3 沪深两市融资融券余额变化趋势（2010.3.31-2011.5.19）



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

图 4 沪深两市融券余额与融资余额比值变化趋势（2010.3.31-2011.5.19）



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

图 5 沪深两市融资融券余额占全部 A 股流通市值比值的变化趋势（2010.3.31-2011.5.19）



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

1.2. 为什么选择日本市场作为研究标的

各国融资融券业务的发展与证券市场的发展相生相伴，可以说有证券市场之初即有融资融券业务的开展，然而，我们更为关注的是经监管机构规范的融资融券业务。由于不同国家或地区的金融体系、投资者交易习惯等方面存在差别，各国融资融券业务的不同模式，对证券市场的影响程度也不相同。我们在众多海外市场中选择了日本市场作为研究对象，主要是基于以下三点考虑：

第一，融资融券的授信模式更符合国内融资融券业务的发展方向。目前，海外市场融资融券业务的授信模式主要分为三种：（1）分散授信模式，以美国市场为代表；（2）集中授信模式，以日本、韩国市场为代表；（3）双轨制，即有集中授信也有分散授信，以台湾市场为代表。

第二，日本与中国同为亚洲国家，投资者的交易偏好和交易习惯更为接近。

第三，日本融资融券业务发展规模处于中等水平；既不像台湾市场那样

过度火爆(有 40%左右交易量由信用交易贡献), 也不像韩国市场通过证券金融公司的信用交易占比稀少。

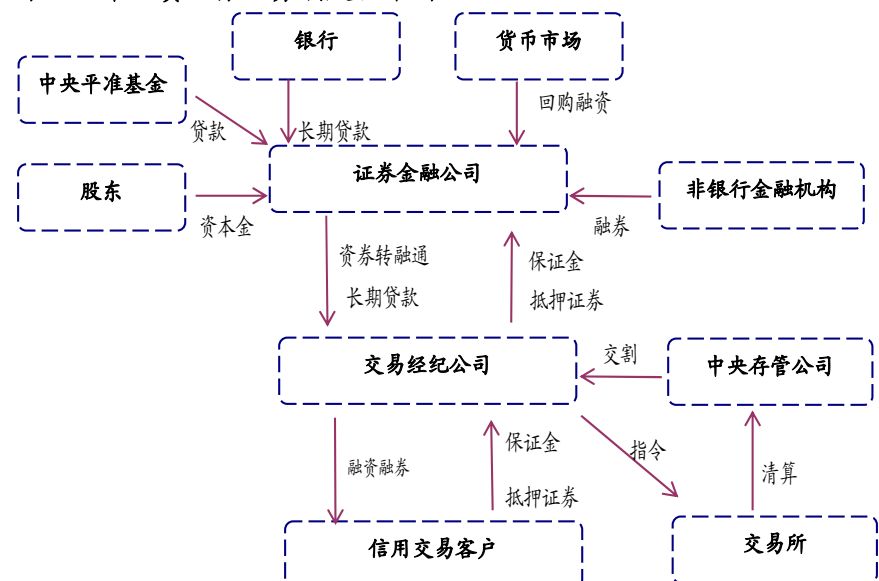
2. 多角度详解日本融资融券制度

2.1. 日本融资融券业务制度总框架

与其他海外市场如出一辙, 日本的融资融券业务发展经历了从自发的非规范的交易到被监管当局严格管理的规范交易过程。目前, 日本融资融券业务模式起始于 1951 年, 其标志性事件是 1951 年大藏省证券交易委员会于 1951 年 6 月废止之前的借贷交易, 开始采用信用交易制度, 并于 1954 年通过了《证券交易法》。1955 年新修改的证券交易法规中明确规定了大藏省对于新成立证券金融公司的审批权力, 以及信用交易活动监管的范围, 从基本上奠定了日本融资融券交易的监管体系。

日本的融资融券业务制度使得证券金融公司在转融通业务中居垄断地位。虽然投资者也向证券公司申请融资融券, 但证券公司却不是业务的核心, 具有以下特点: (1) 证券金融公司的成立是集中授信交易制度最直接体现, 证券金融公司具有极小比例的自有资本, 主要通过向资金和证券的所有者(如银行、货币市场、保险等)融借资金和证券, 来维持运作。(2) 证券金融公司具有排它的垄断性。从事融资融券业务时, 证券公司不能直接从银行、保险等机构获得融资融券的资金和券种, 必须通过证券金融公司; (3) 投资者不能绕过证券公司直接向证券金融公司融通资金和证券。这种模式最大好处在于, 监管层只需要控制证券金融公司融资融券的规模即可控制全市场融资融券的规模, 有效防止信用交易过度泛滥而引发市场剧烈波动。

图 6 日本融资融券业务制度框架图



数据来源: 国泰君安证券研究, 深圳证券交易所综合研究所相关报告

2.2. 融资融券业务参与方——投资者

2.2.1. 投资者的准入标准

在日本，依照《东京证券交易所信用交易及借贷交易管理规定》第四条规定，证券公司不得对自己的董事、监察人、经理人及所属从业人员开办信用交易，日本公民凡办妥信用交易账户开户手续并能够交纳保证金者，都可以进行信用交易。

对初次参与融资融券交易的客户，证券公司要向其交付记载信用交易制度概要的说明书，向客户详细说明其内容，以便客户充分理解。客户开立信用交易账户时，营业部经理要与客户面谈，确认客户是否全部满足以下开户条件：

- (1) 职业、年龄、知识、投资经验、资金以及资金的性质等正当符合要求；
- (2) 必须在该公司设有安全信托账户；
- (3) 在安全信托有价证券之中，作为代用有价证券，该公司指定的有价证券的时价换算金额、存款以及货币市场基金的合计金额符合另行确定的标准；
- (4) 能够时常保持联络；
- (5) 在该公司或同行其它公司进行过的交易中，没有不当行为历史记录，且目前的各项事项的进展都很顺利；
- (6) 没有财产性危机状况；
- (7) 不属于成年被监管人或其他法律规定的无行为能力者；
- (8) 原则上在该公司的其它营业部没有开设账户。

另外，顾客年龄在 80 岁以上，或职业栏中等级为无业或情况不明，而且其年收入或金融资产不能满足一定金额的顾客，原则上不能进行融资融券交易。营业部经理面谈后，认为其符合条件的，从客户手中接过签名盖章的融资融券交易调查表、信用交易账户开立承诺书，为客户开立信用交易账户。

在日本，客户可以在多家证券公司从事融资融券交易，但不可在同一证券公司的不同分支机构做。融资融券交易证券账户与现金交易证券账户并非彼此独立的证券账户，客户实际上无须为融资融券交易专门开设证券账户，只须在其已经开立的证券账户中增设信用交易功能则可。

2.2.2. 可充抵保证金证券以及交易标的证券范围

日本证券交易所（在本报告中无特殊说明，一般指代东京证券交易所，下同）中关于融资融券业务中可充抵保证金证券以及交易标的证券的相关规定，主要针对标准信用交易（关于日本信用交易类型将在以后章节详细介绍）。由于相关内容涉及两个规章制度，我们仅简要介绍，详细内容请参见《Margin/Loan Trading Regulations (Updated July 1,2009)》和《Rules Concerning Selection of Stocks Eligible for Standardized Margin Trading and Loan Trading (as of April 1,2011)》。

在《Margin/Loan Trading Regulations (Updated July 1,2009)》指出可作为标准信用交易的标的的证券种类包括：（1）股票（包括优先股、外国证

券的存托凭证); (2) REITs; (3) 信托收益联接证券 (Indication-linked investment trust beneficiary certificates); (4) 国外的信托收益证券 (Foreign investment trust beneficiary certificates); (5) 国外股票 (Foreign investment securities) 等。

在《Rules Concerning Selection of Stocks Eligible for Standardized Margin Trading and Loan Trading (as of April 1, 2011)》中分别对上市的股票、REITs、ETF 和国外证券收益跟踪证券等各类证券作为融资融券标的证券的标准分别有详细规定。简单来说, 相关规定涉及方面有上市时间、可投资数量、持有数量、交易量、收益情况等。

表 1 日本证券金融公司可冲抵保证金的证券数量(按月度划分)

Number of Substitute Stock Issues for Margin Requirements			
End of Month	Exchange		
	Tokyo	Sapporo	Fukuoka
2009-4	2,867	・札幌市場の貸借銘柄および 貸借融資銘柄 ・左記（東京）の貸借担保金 代用銘柄	・福岡市場の貸借銘柄および 貸借融資銘柄 ・左記（東京）の貸借担保金 代用銘柄
2009-5	2,865		
2009-6	2,859		
2009-7	2,852		
2009-8	2,853		
2009-9	2,853		
2009-10	2,857		
2009-11	2,852		
2009-12	2,850		
2010-1	2,842		
2010-2	2,837		
2010-3	2,835		
2010-4	2,839		
2010-5	2,841		
2010-6	2,839		
2010-7	2,840		
2010-8	2,835		
2010-9	2,829		
2010-10	3,048		
2010-11	3,045		
2010-12	3,049		
2011-1	3,051		
2011-2	3,049		
2011-3	3,048		

注: Tokyo-The Number of Issues until September 2010 includes that of Margin Loans for JASDAQ Market .

数据来源: 国泰君安证券研究, JSF

表 2 日本证券金融公司可进行融资融券交易的证券数量(按月度划分)

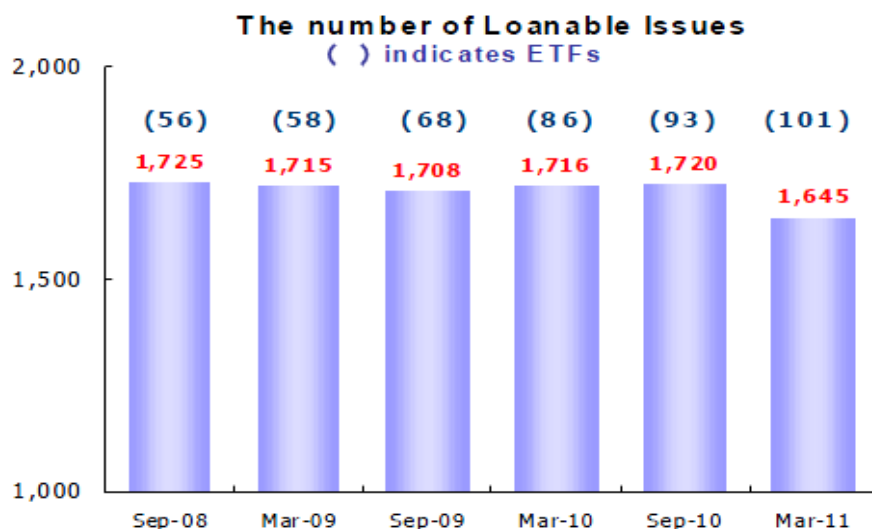
Number of Loanable Issues for Loans for Margin Transactions			
End of Month	Exchange		
	Tokyo	Sapporo	Fukuoka
2009-4	1,718 [1,122]	62 [19]	103 [34]
2009-5	1,716 [1,123]	60 ["]	101 ["]
2009-6	1,715 [1,117]	" ["]	" ["]
2009-7	1,711 [1,116]	" ["]	" ["]
2009-8	1,713 [1,113]	59 ["]	" ["]
2009-9	1,708 [1,119]	57 ["]	100 ["]
2009-10	1,712 [1,118]	58 ["]	101 ["]
2009-11	1,713 [1,113]	" ["]	" ["]
2009-12	1,715 [1,107]	56 ["]	99 ["]
2010-1	1,711 [1,105]	55 ["]	98 ["]
2010-2	1,713 [1,098]	" [20]	97 ["]
2010-3	1,716 [1,092]	" ["]	" ["]
2010-4	1,718 [1,094]	" ["]	96 ["]
2010-5	1,719 [1,094]	" ["]	" ["]
2010-6	1,721 [1,090]	" ["]	95 [35]
2010-7	1,725 [1,088]	" ["]	" ["]
2010-8	1,728 [1,080]	" [18]	" ["]
2010-9	1,721 [1,082]	54 ["]	" [34]
2010-10	1,630 [684]	" ["]	" [35]
2010-11	1,632 [677]	" [19]	" [34]
2010-12	1,635 [674]	" [20]	" ["]
2011-1	1,637 [671]	" ["]	" ["]
2011-2	1,640 [665]	55 [18]	" ["]
2011-3	1,645 [666]	" ["]	" [33]

注：(1) [] indicates the number of issues eligible only for loans of funds

(2) The number of Issues (Tokyo) until September 2010 includes that of JASDAQ Market

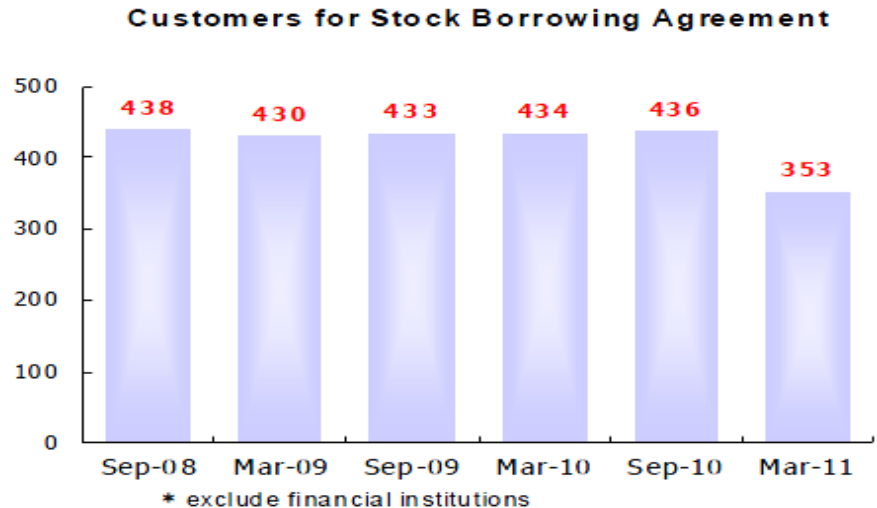
数据来源：国泰君安证券研究，JSF

图 7 日本证券金融公司可进行融资交易的证券数量（按照半年度划分）



数据来源：国泰君安证券研究，JSF

图 8 日本证券金融公司可进行融券交易的证券数量（按照半年度划分）



数据来源：国泰君安证券研究，JSF

2.2.3. 融资融券交易的借贷期限

日本的融资融券交易分为“标准信用交易”和“协议信用交易”，两类信用交易在交易借贷期限的规定有显著差别。对于“标准信用交易”的融资融券借贷期限由交易所规定，期限为 6 个月。而“协议信用交易”的融资融券期限则由证券公司和客户自主决定，但该交易无法获得证券金融公司的转融通服务。结算时，证券公司将贷款和借贷股票的申请的数据发送到日本证券结算机构（JSCC）。这些贷款和借贷股票将与其他同一名称下的证券交易一起进行净结算。日本证券交易的交收期为 T+3。

2.2.4. 融资融券交易的保证金比例

日本《证券交易法》规定，融券与融资的保证金比例均为 30%，借贷期限均为 6 个月（在 1975 至 1988 年间，日本初始交易保证金率在 30% - 70% 的区间调整次数高达 47 次，从 1990 年将初始保证金率调整并固定为 30%）。投资者接受的融资融券初始保证金比例须经过财务省（原大藏省）、东京证交所与证券公司等三个层面的监管。

第一层为日本财务省：日本《证券交易法》规定，以信用交易方式购入股票须缴纳 30% 的委托保证金比例，最低委托保证金不得少于三十万日元，借贷期限为 6 个月（1999 年 5 月 26 日的比例及规定）。同时授权日本财务省（原大藏省）制定具体比例标准，但最低不得少于 30%。

第二层为东京证券交易所：除财务省具有法定调整权外，东京证券交易所依章程及《受托买卖有价证券之管制措施》规定，在财务省所定比例之上，可视市况调整全部或个别股票保证金比例，报经财务省核准后发布实施，1987 年 2 月，委托保证金比例曾经达到 70%。

第三层次为各证券公司：各证券公司亦具备自主权，证券公司为确保债权，亦可在财务省及东京证券交易所确定比例之上，自行斟酌就全部或个别股票确定较高的保证金比例。

在日本，维持保证金比例一般为 20%，证券公司根据客户类型进行调整。客户维持保证金率低于规定值，必须在三个交易日内追缴保证金，否则证券公司将强制平仓。

日本对于初始保证金比例和维持保证金比例的计算公式分别为：

融资（融券）初始保证金比例= $\frac{\text{保证金}}{\text{融资买入（融券卖出）证券金额}} \times 100\%$

维持保证金比例= $\frac{\text{现金及可充抵保证金证券折算后保证金总和（扣除亏损及费用）}}{\text{（融资买入证券金额 + 融券卖出证券当前的市值）}} \times 100\%$

2.2.5. 融资融券交易的相关利率和费率

在日本，融资融券交易主要负担手续费、融资利息、账户管理费、融券费、过户手续费。

1) **手续费**，在了结融资融券交易时向客户收取。但在融资融券交易尚未了结期间，计算保证金时应扣除该手续费。

2) **融资利息**，在了结融资融券交易时向客户收取。但在融资融券交易尚未了结期间，计算保证金时应扣除该手续费。融资利息从融资交易交割日起到结算交割日，按日征收。因此，在融资融券交易尚未了结期间，利息每日增加。

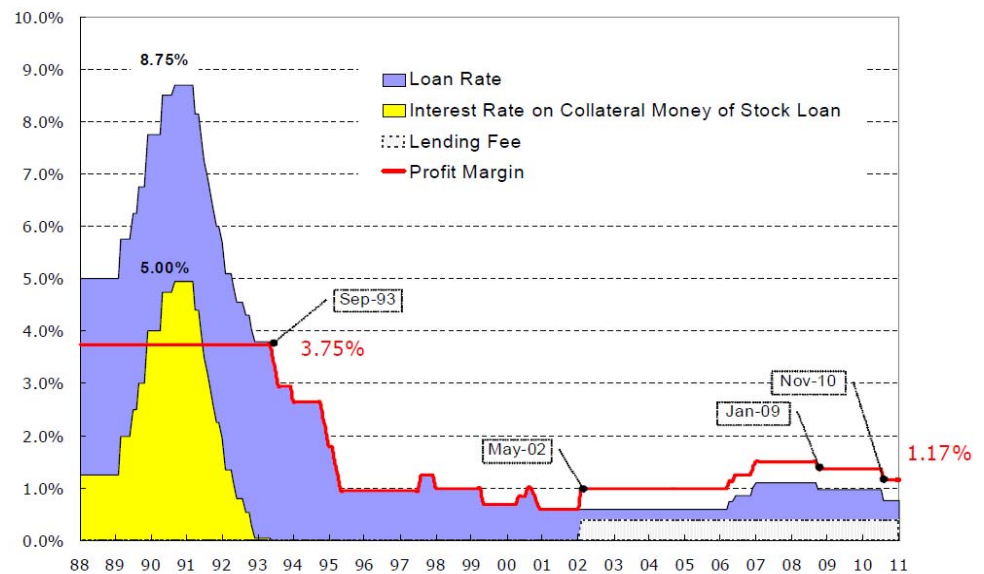
3) **账户管理费**，从交割日起，每手股票每月 105 日元（含消费税，但以 1050 日元为上限）。计算保证金时应扣除该账户管理费。

4) **融券费**，按日计算。但在融资融券交易尚未了结期间，计算保证金时应扣除该融券费。

5) **过户手续费**，融资买入交易中，结算期跨年度时，每手股票收取 52.2 日元（含消费税）的过户手续费。计算保证金时应扣除该过户手续费。

如果证券公司向证券金融公司提出转融资的需求，证券公司应向证券金融公司支付资金利息，目前其适用的年利率水平约为 0.77%。而证券公司对投资者提供融资时，其融资利率一般是在此基础上加成，目前日本证券公司对投资者的融资年利率多为 2%至 3%。证券公司向证券金融公司支付转融券的融券费用，每日融券费用是按所融出证券的市值乘以当日适用的融券费率计算而得，目前其适用的年费率水平约为 0.4%。若发生证券超贷，则该证券的所有融券方还须在该费率基础上增加支付费用溢价，证券金融公司再将该费用溢价支付给所有的券源提供方，包括因申请转融资而提交融资融券交易买入证券的证券公司和公开标借中出借证券的相关机构客户和证券公司。而证券公司对客户提供融券时，其融券费率一般是在此基础上加成，目前日本证券公司对客户的融券年费率多为 1%至 2%。证券公司在转融券过程中向证券金融公司提交担保资金，证券金融公司须按适用的短期利率支付资金利息。

图 9 日本证券金融公司对转融通业务收取相关费用（1988-2011）



数据来源：国泰君安证券研究，JSF

2.2.6. 融资融券交易的委托买卖

在日本，开立信用交易账户而且提供保证金存款后，客户可开始进行融资融券交易。证券公司在确定客户在下单的时点上具有足够的保证金存款后下单，每天收市后计算所需的保证金存款并要求客户补充所不足部分。客户在提交买卖委托时必须指明该笔交易是否为融资融券交易、以及其它相关事项。

关于融资融券交易委托，首先，客户必须指明该笔交易是否为融资融券交易，以及明确是“标准信用交易”还是“协议信用交易”。其次，客户未明确表示该交易是否为融资融券交易时，原则上不作融资融券交易处理。无法确定是现货交易还是融资融券交易时，必须向客户确认后，再接受买卖委托。此外，客户还须明确其它确认事项，如交易委托人是否为账户名义人、融资融券交易类型、股票名称及数量、买卖方式等。在明确上述事项后，填委托买卖指令单，发出买卖指令，指令的订正，取消，确认成交，与客户联系等。

2.2.7. 融资融券交易的了结方式

在日本，融资融券交易的了结，主要采用以下方式：第一，卖券还款/买券还券。即在了结融券交易时，买入同股数的该股票；在了结融资交易时，卖出同股数的该股票。这是了结融资融券交易的常见方式。第二，直接还款/直接还券。亦即，在了结融资交易时，不实施“卖券还款”，直接以现金还款；在了结融券交易时，不实施“买券还券”，直接以所持同数量的该公司股票还券。第三，在期限日以“卖券还款/买券还券”方式平仓了结的。

2.3. 融资融券业务参与方——证券公司

2.3.1. 证券公司的准入标准

日本《证券交易法》规定从事信用交易的证券公司必须为股份有限公司，自有资本比率大于 120%以上的可以承办融资融券业务，为交易所会员或证券业协会会员，并取得内阁总理大臣签发的营业执照。自有资本比率的计算公式：自有资本/风险资产 $\geq$ 120%。一些证券公司还要受“贷借取引基准额度算定基准”的限制，并根据这一基准计算其可融资的额度，从而避免信用过度膨胀。

2.3.2. 证券公司开展业务的资金和证券来源

在日本，融资融券交易分为标准信用交易和协议信用交易，对于标准信用交易所需的资金和证券，证券公司可以向证券金融公司申请转融通。而协议信用交易的利率、偿还期限等条款由证券公司和客户自主商定，对于协议信用交易所需的资金和证券，证券公司一般不能向证券金融公司申请转融通。

个人客户不能为了融资融券交易直接向银行申请融资或融券，只能通过证券公司或证券金融公司进行，这是因为银行在融资融券业务经营上没有具备法定资格。如果个别客户具备信用资格和担保资格，则可以从银行借入投资资金。但是，银行没有具备用于证券投资目的的特种信贷产品。

2.3.3. 证券公司提供的融资融券业务交易类型

日本现行的信用交易可分为两类：标准信用交易（Standardized Margin Transaction）和协议信用交易（Negotiable Margin Transaction）。标准信用交易的利率、偿还期限等条款由交易所确定，对于标准信用交易所需的资金和证券，证券公司可以向证券金融公司申请转融通（Loans for Margin Transaction）。而协议信用交易的利率、偿还期限等条款由证券公司和客户自主商定，对于协议信用交易所需的资金和证券，证券公司一般不能向证券金融公司申请转融通。

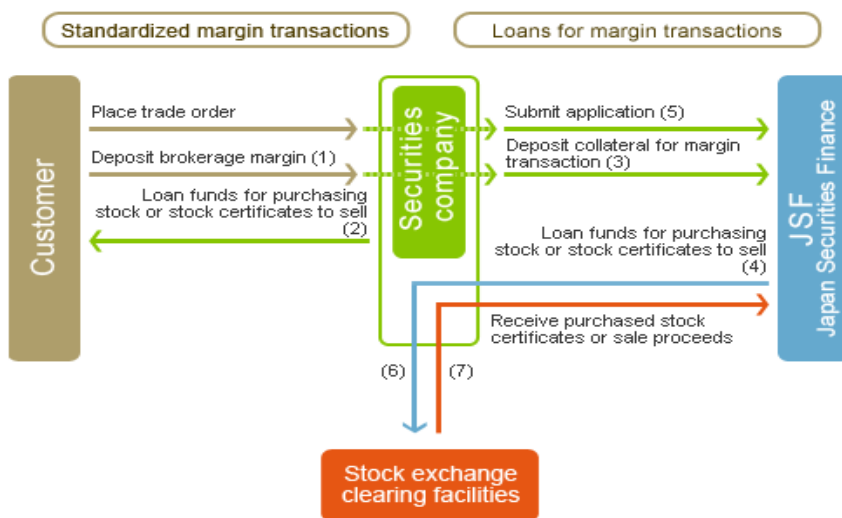
对于标准信用交易，证券金融公司为买方参与人提供转融资，由证券金融公司替代该买方参与人完成相应的交收。在资金交收方面，结算银行将把相关交收资金直接从证券金融公司的资金账户划入证券清算公司的资金交收账户，最终划入卖方参与人的资金账户。而在证券交收方面，日本证券存管公司将把相关证券从卖方参与人的证券账户划入证券清算公司的证券交收账户，最终划入证券金融公司的证券账户。若证券金融公司为卖方参与人提供转融券，则相当于由证券金融公司替代该卖方参与人完成相应的交收。在证券交收方面，日本证券存管公司将把相关证券直接从证券金融公司的证券账户划入证券清算公司的证券交收账户，最终划入买方参与人的证券账户。而在资金交收方面，结算银行将把相关交收资金从买方参与人的资金账户划入证券清算公司的资金交收账户，最终划入证券金融公司的资金账户以充当转融券的担保资金。

对于协议信用交易，虽然证券公司并不能向证券公司申请转融通，但证券公司可以通过证券抵押等方式向证券金融公司借入股票或资金；其与

转融通的区别在于清算公司对于资金和证券的划转和清算上差异。

图 10 标准信用交易流程图

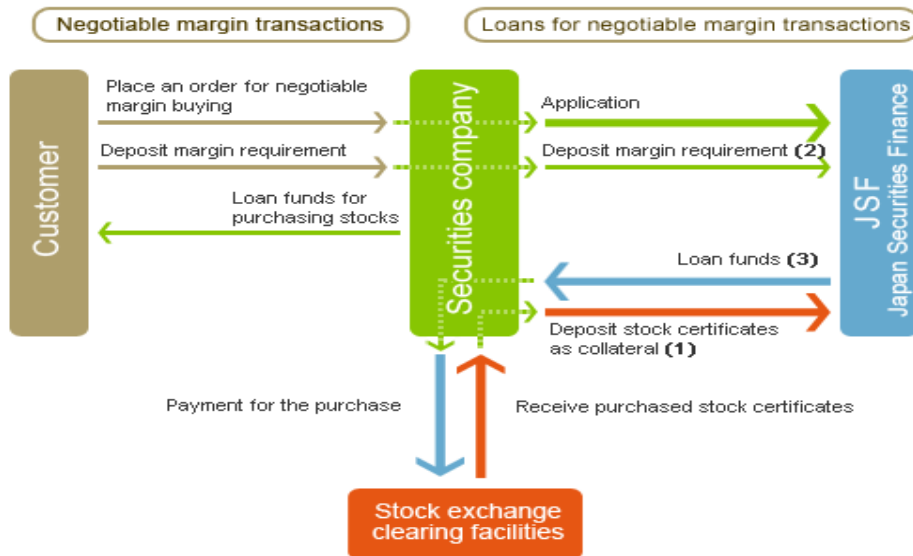
— Standardized margin transactions and Loans for margin transactions —



数据来源：国泰君安证券研究，JSF

图 11 协议信用交易流程图

Negotiable margin transactions and
Loans for negotiable margin transactions



数据来源：国泰君安证券研究，JSF

2.3.4. 证券公司对可充抵保证金证券相关权利的处置

日本在证券公司对客户提供的融资融券担保品的管理方面，采取了让与担保制度。日本《证券交易法》规定，证券公司对其客户提供信用从事有价证券买卖，应向该客户收取保证金。东京证券交易所规定，证券公司对于客户所缴有关信用交易的委托保证金，在清偿债务前，不得提取或转移充当其它委托保证金；如果客户未按时缴付或偿还信用交易应缴的委托保证金或应偿还的资券，证券公司可为该客户计算并任意做相反

买卖，以结清该信用交易。同时，日本信用交易相关规定表明，客户因信用交易存入证券公司的资金，证券公司可任意借贷给他人、提供担保或供作其他客户信用交易使用。客户未依所定时限履行因信用交易对证券公司所负债务时，证券公司可不经通知催告，就客户存入供作担保的有价证券，以任何方法、时间、场所、价格为任意处分，以抵充债务。

2.4. 融资融券业务参与方——证券金融公司

2.4.1. 日本三大证券金融公司的基本资料

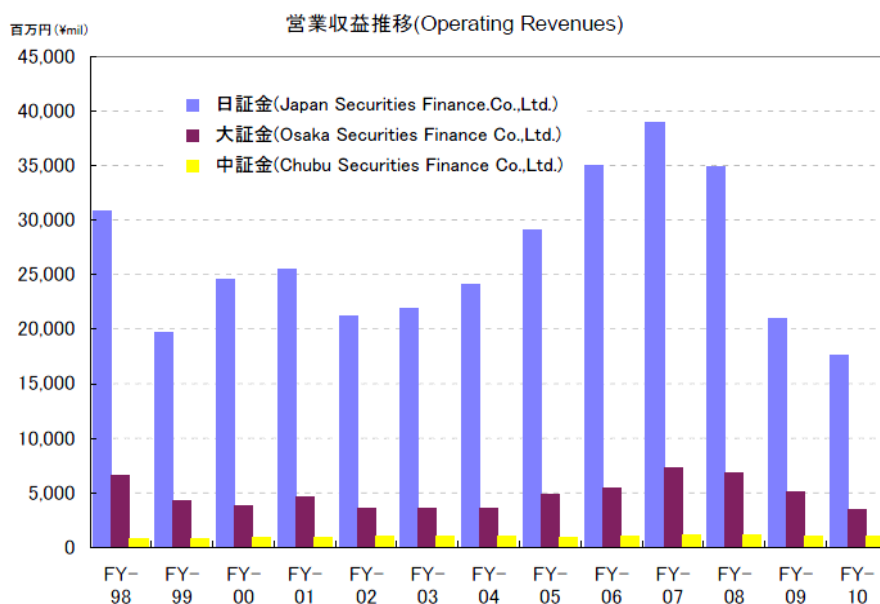
在日本一共有三家证券金融公司，分别为日本证券金融公司、大阪证券金融公司、中部证券金融公司。不论是成立时间、注册资本金、经营收益，还是在融资融券业务中的市场份额，日本证券金融公司都占据绝对的先发优势和榜首地位。

表 3 日本三大证券金融公司基本资料

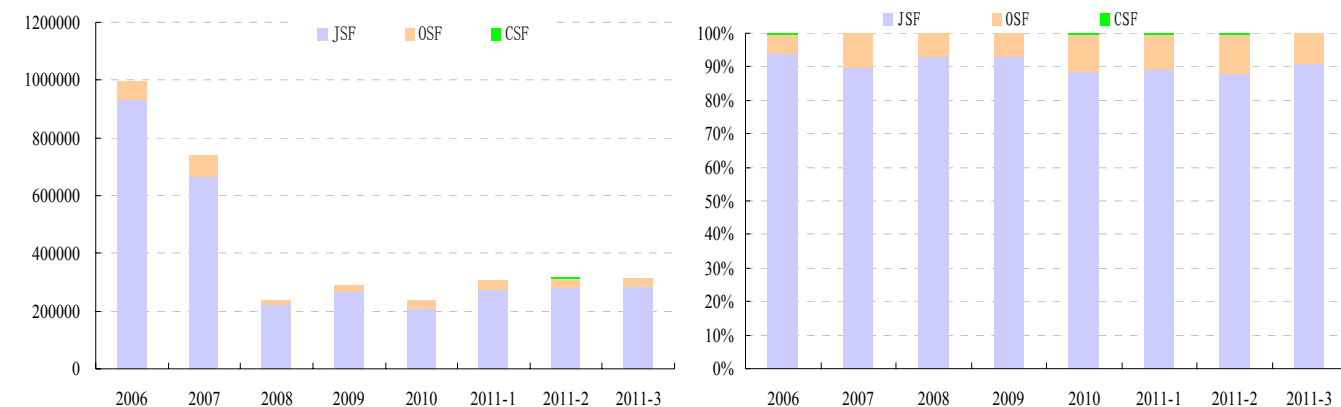
	日本证券金融公司（JSF）	大阪证券金融公司（OSF）	中部证券金融公司（CSF）
公司成立时间	1927 年 7 月	1933 年 9 月 18 日	1943 年
注册资本金	100 亿日元	50 亿日元	2 亿日元
总部所在地	东京	大阪	名古屋
组织形式	上市公司	上市公司	上市公司

数据来源：国泰君安证券研究，JSF、OSF、CSF

图 12 日本三大证券金融公司经营性收益（未合并报表，1998-2010 年）



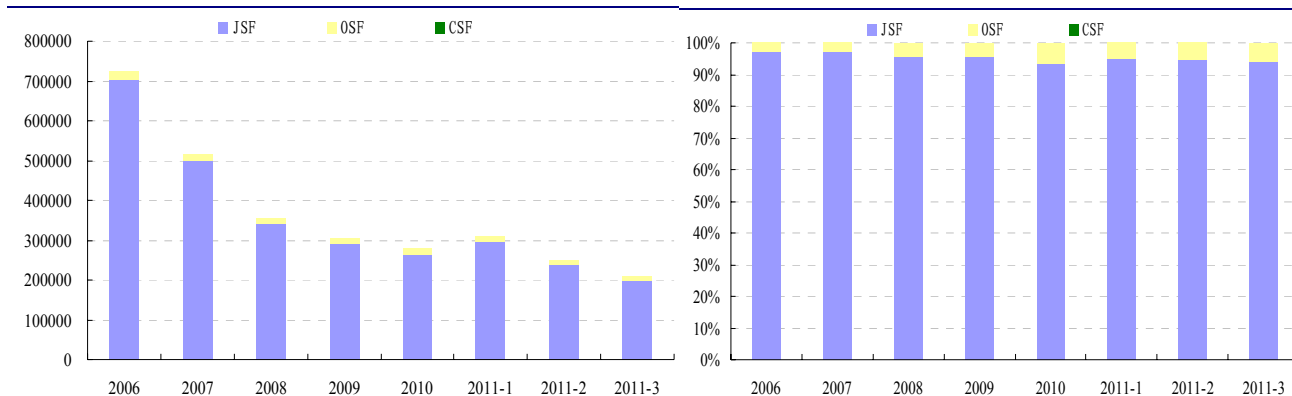
数据来源：国泰君安证券研究，JSF



数据来源：国泰君安证券研究，JSF

数据来源：国泰君安证券研究，JSF

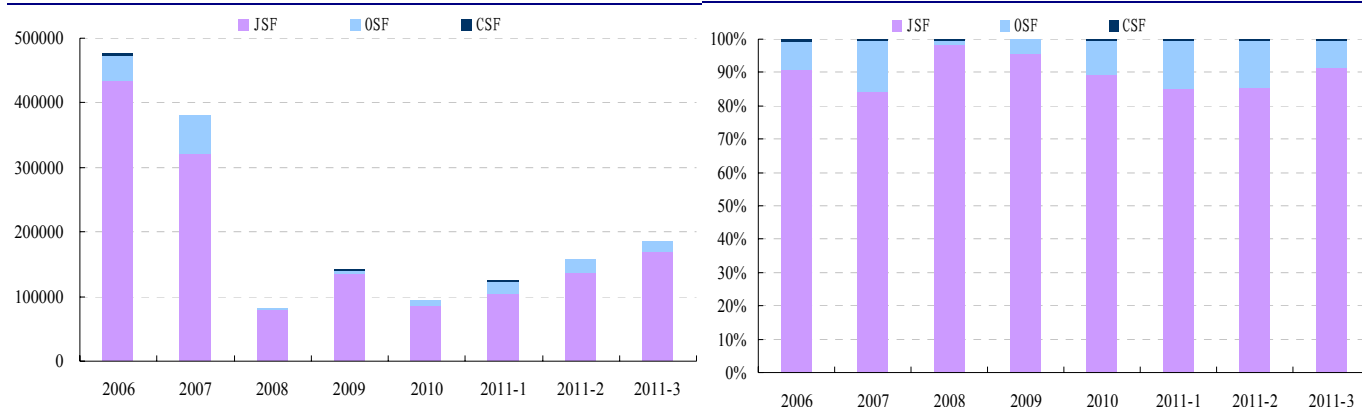
图 15 三大证券金融公司信用交易融券余额（百万日元） 图 16 三大证券金融公司信用交易融券余额占比



数据来源：国泰君安证券研究，JSF

数据来源：国泰君安证券研究，JSF

图 15 三大证券金融公司信用交易净融资余额（百万日元） 图 16 三大证券金融公司信用交易净融资余额占比



数据来源：国泰君安证券研究，JSF

数据来源：国泰君安证券研究，JSF

2.4.2. 证券金融公司资金和证券来源

证券金融公司具有相当广泛的资金来源，包括：证券公司提交的转融券担保资金（包括融券卖出资金和现金形态的保证金）、从银行取得的贷款、发行商业票据所获资金、国债回购资金以及担保品转担保取得的资金等。而证券来源则相对较为有限，一般包括证券公司提交的转融资产担

保证券以及向相关机构投资者筹借的证券。

2.4.3. 证券金融公司对于证券公司转融通业务受理

在日本，证券金融公司可以方便地将转融通业务中收取的融资买入证券和融券卖出资金继续用于融出。在每日闭市后，在接到证券公司提交的转融通申请后，证券金融公司将结合最新的转融资余额和转融券余额情况，对同一证券品种的转融资和转融券余额实施内部轧差处理，以确定该证券品种的净融出资金额或净融出证券额。当某一证券的转融资余额高于转融券余额时，则证券金融公司在实施内部轧差后只需提供净融出资金额。由于证券金融公司易于筹措到资金，故相关转融通申请易于获得受理，且适用正常的费率水平。当某一证券的转融券余额高于转融资余额，则证券金融公司在实施内部轧差后需净融出证券额。在这种情况下，证券金融公司将在 T+1 日通过公开标借或其他方式借入所需证券，以满足证券公司提出的转融券申请。经过证券公司和证券金融公司两次轧差后，证券金融公司需要从外部融入的证券和资金数量就大大减少了。这种制度对于标准信用交易，特别是融券交易意义重大。

在确定受理转融通申请之后，证券金融公司一般于 T+1 日 14:30 将转融通业务信息和筹借证券业务信息（在证券超贷情况下向相关机构投资者和证券公司筹借）发送给日本证券清算公司，自 T+1 日发送上述信息始，证券金融公司就确认承担与此相关的资金和证券交收责任。由于融资融券交易涉及融券业务的证券品种繁多，而且证券发行量有限，所以解决证券超贷问题是日本证券金融公司业务运作的关键性问题之一。证券金融公司通常利用公开标借机制筹集券源。

2.4.4. 证券金融公司关于充抵保证金证券及相关权利管理

依据日本《证券交易法》和日本证券金融公司《转融通交易贷出规程》中的相关规定，获得转融通的相关证券公司须向证券金融公司提交相应的担保品。证券金融公司向证券公司收取的转融通担保品主要包括以下三类：一是转融资业务所收取的融资融券交易买入证券，二是转融券业务所收取的融资融券交易卖出资金，三是保证金。保证金可用证券作为替代，但证券须按一定的折扣比率计算担保品价值。

其中，证券类担保品包括融资融券交易买入证券和充抵保证金的证券两种。这两种证券类担保品的提交均采用过户的方式，存管于证券金融公司在日本证券存管公司开立的证券账户。但由于两者适用的法律关系不同，故证券金融公司对这两类证券实施相对独立的管理：对于充抵保证金的证券，适用一般证券质押的法律关系，证券金融公司可将该证券用于向银行或其他金融机构转质押，但不可继续用于融出，留存在账户中的相关证券权益由原出质人直接行使。而对于融资融券交易买入的证券，虽未明确其适用一般证券质押方式还是让与担保方式，但就其日本市场实际运作情况看，法律关系更接近于让与担保方式。此类证券在交收过程中直接从证券清算公司的证券交收账户过户至证券金融公司的证券账户，证券金融公司可将该证券继续用于融出，留存在账户中的相关证券权益亦由证券金融公司直接行使。

具体而言，标准信用交易标的证券涉及权益分派时，已融出证券无须提前召回。对于证券金融公司证券账户中仍存留的相关担保证券（证券公司利用转融资买入证券），依照日本证券存管和过户制度的规定，证券金融公司将直接作为受益人获取相关权益；但由于部分证券此前已融出，故需解决权益补偿问题。证券金融公司将向转融券的证券公司收取相关权益，并转移给转融资的证券公司。（1）若为派发现金股利，则证券金融公司将按扣除预扣税之后的金额向转融券的证券公司收取，并支付给转融资的证券公司。（2）若为新股认购权利或认购权证，则先将该权利换算为现金，以办现金结算的方式处理权益补偿。如果在接受转融资的证券公司提交的新股认购申请后，相关认购权利或权证仍有剩余的，则通过竞标方式拍卖以确定认购权利或权证的价格。而如果相关认购权利或权证全部被用于新股认购申请，并无剩余认购权利或权证可供拍卖，则以最后含权交易日的收盘价为基础，按照约定的公式计算认购权利或权证的价值。（3）若涉及投票权及其他股东权益的行使，则对于证券金融公司证券账户中仍存留的相关担保证券（证券公司利用转融资买入证券），证券金融公司将直接行使投票权。根据日本目前的信用交易制度安排，投资者在从事融资融券交易前须与证券公司签署相关合同，允许证券公司行使投资者融资买入证券的投票权；而证券公司从事转融通之前亦须与证券金融公司签署相关合同，允许证券金融公司行使证券公司转融资买入证券的投票权。

2.4.5. 证券金融公司对相关业务的风险控制

在日本，证券金融公司通过授信额度管理、担保品管理、强制平仓、超贷标借机制和限制转融通规模等手段，有效地管理转融通业务的信用风险和券源不足的风险。

（1）授信额度管理。目前，日本的证券金融公司对转融资业务实行授信额度管理，一般是根据自己的业务判断来确定融资总额，主要考虑的因素包括融资融券交易的利用情况、转融通利用情况、公司自身筹措资金的能力、金融市场趋势和市场动向等等。在确定融资总额后，证券金融公司再结合各家证券公司的财务状况、信用等级等信息定期确定对每家证券公司的授信额度。尽管证券金融公司对证券公司采用授信额度管理，但这种额度管理并非刚性的约束。如果证券公司超过该授信额度，证券金融公司并非马上停止向该证券公司提供转融资，而只是要求证券公司就超额融通部分追加保证金（即提高超额融资部分适用的保证金率），通过市场化的调节措施来控制证券公司的融资需求。

（2）担保品管理。依据日本《证券交易法》和日本证券金融公司的《借贷交易贷出规程》的相关规定，获得转融通的相关证券公司须向证券金融公司提交相应的担保品。证券金融公司向证券公司收取的转融通担保品主要包括以下三类：一是转融资业务所收取的信用交易买入证券，二是转融券业务所收取的信用交易卖出资金，三是保证金（可用证券作为替代，但证券须按一定的折扣比率计算担保品价值）。并且，证券金融公司会对证券公司提交的担保品实施盯市管理，在担保品不足时要求证券公司追加担保品。

(3) 强制平仓。从一般意义上讲，当证券公司出现违约行为，譬如，到期未履行偿还责任，或在债务存续期内未及时补足担保品，证券金融公司有权对证券公司提交的担保品实施强制平仓。在强制平仓之前，一般允许违约证券公司自行平仓，之后方由证券金融公司委托其他证券公司代为平仓。但从实际运作的情况看，证券金融公司以往从未发生过此类强制平仓事件。

(4) 证券超贷风险管理。对于证券金融公司而言，资金来源一般不成问题，而证券来源则相对较为有限。由于日本市场涉及融券业务的证券品种繁多，而且证券发行量有限，所以，解决证券超贷问题是证券金融公司业务运作的关键性问题之一。为了尽可能规避证券超贷所带来的业务运作风险，证券金融公司采取了事前、事中和事后等多种防范措施，保证标准信用交易转融通的顺利进行：

1) 合理确定融券品种。在确定融券品种时，证券金融公司将结合相关历史数据和经验分析特定证券是否具有足够的融券券源，必要时还会与大量持有该证券的机构投资者事先签署相关合同，以确保需要时可筹借到证券；如果没有足够的把握确保券源充足，则一般倾向于将其排除在融券品种之外，只列为融资品种；譬如，目前 JASDAQ 市场的证券品种便大多为融资品种而非融券品种。

2) 通过公开标借机制，利用市场价格调节融券需求。发生证券超贷后，金融公司的公开标借有助于拓宽融券券源，其费用溢价一方面有助于降低融券需求，另一方面也可以吸引证券公司或机构投资者提供券源，从而平衡相关证券的供需。由于标借溢价也适用于证券金融公司占用的证券公司转融资的担保证券，反过来又发挥了吸引证券公司通过证券金融公司进行转融资的积极性。同时，在采取各种措施后仍无法筹借到足额证券的情况下，相关交收违约责任的合理确定有助于增加证券公司的风险防范意识，也有助于证券金融公司合理规避风险。

3) 发布预警信息。如果出现融券被过度运用，或者由于证券收购等原因而导致券源紧张，或者证券金融公司认为转融通业务运作的公平性和流畅性受到重大干扰的情况，证券金融公司将会就转融券业务发布预警信息，以预先告知证券公司及其投资者相关证券的转融券业务可能会受限。

证券金融公司一般会就预警信息的发布设定基本判断标准，以日本证券金融公司所设定的判断标准为例，一般而言，符合以下三项标准中的两项或两项以上便须发布预警信息：

标准一：标准信用卖出（融券卖出）余额占上市股份总量的 10%以上（含），或者该余额达到 10000 个交易单位以上（含）。

标准二：标准信用卖出（融券卖出）余额与标准信用买入（融券买入）余额的比值达到 60%以上（含）。

标准三：转融券余额占上市股份总量的 3%以上（含）或者转融券余额达到 3000 个交易单位以上（含），且转融券余额与转融资余额的比值达到 120%以上（含）。

在特定情况下，由于受到证券收购、股价波动巨大、成交量暴增、借券受限（如股票拆细的股权登记日）等多种原因的影响，证券金融公司预期相关证券将难以筹借，则即便未符合上述标准，亦可发布预警信息。

4) 限制或暂停转融券业务。在发布预警信息后，若情况未能得到改善或进一步恶化，则证券金融公司将限制或暂停转融券业务。当然，在特别紧急的情况下，证券金融公司可以在没有发布预警信息的情况下限制或暂停转融券业务。

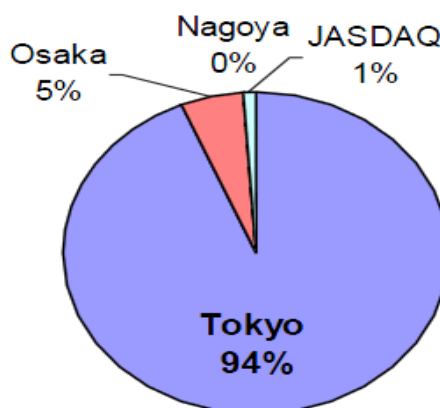
2.4.6. 证券交易所与证券金融公司关系

证券交易所是对融资融券交易进行管理和运营，证券金融公司是配合信用交易对借贷交易进行管理和运营。日本证券金融公司是交易所的股东，但不是交易参与者，不具备交易所的会员资格。由于融资融券交易与借贷交易是内外一体的，所以，在管理和运营方面，交易所与证券金融公司之间需要密切地合作。

在日本，转融通业务是首相特许证券金融公司从事的业务，每家交易所所有权选择一家证券金融公司办理其上市证券的转融通业务，但无权对证券金融公司进行监督和检查。证券交易法规定，受内阁总理大臣委任的证券交易监管委员会（SEC）有权对内阁总理大臣特许的证券金融公司进行监督。目前，日本现有日本、大阪、中部三家证券金融公司，东京、大阪、福冈等7家交易所，每家交易所可以自主选定一家证券金融公司提供该市场证券交易的转融通服务，而指定哪家证券金融公司由交易所的内部规定。从2010年各交易所标准信用交易的占比而言，东京证券交易所占比超九成，具有绝对优势；其次为大阪证券交易所和JASDAQ（2010年4月，大阪证券交易所和JASDAQ市场合并）。

图 17 各交易所在标准信用交易中融资交易占比（2010 年）

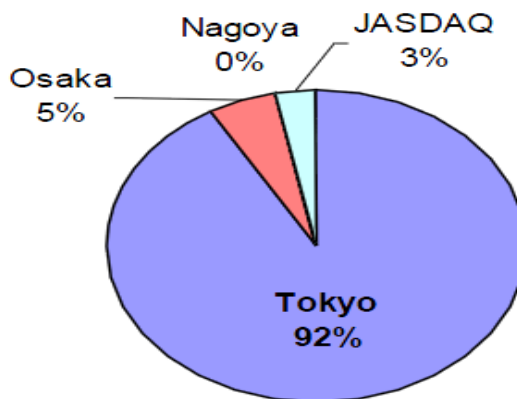
Share of Standardized Margin Selling Transaction



数据来源：国泰君安证券研究，JSF

图 18 各交易所在标准信用交易中融券交易占比（2010 年）

Share of Standardized Margin Buying Transaction



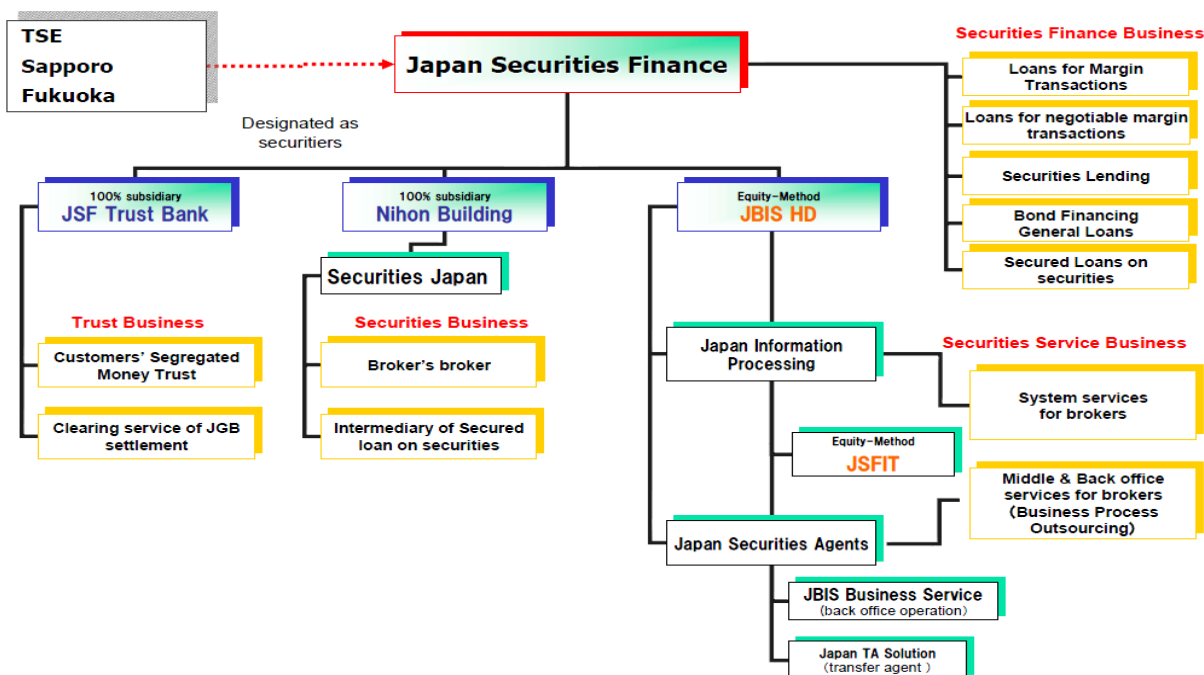
数据来源：国泰君安证券研究，JSF

2.4.7. 日本三大证券金融公司业务结构——以日本证券金融公司为例

考虑到日本证券金融公司不论在经营性收益、市场份额上均具有绝对优势，因此对于日本三大证券金融公司业务结构的探讨，我们以日本证券金融公司为例说明。

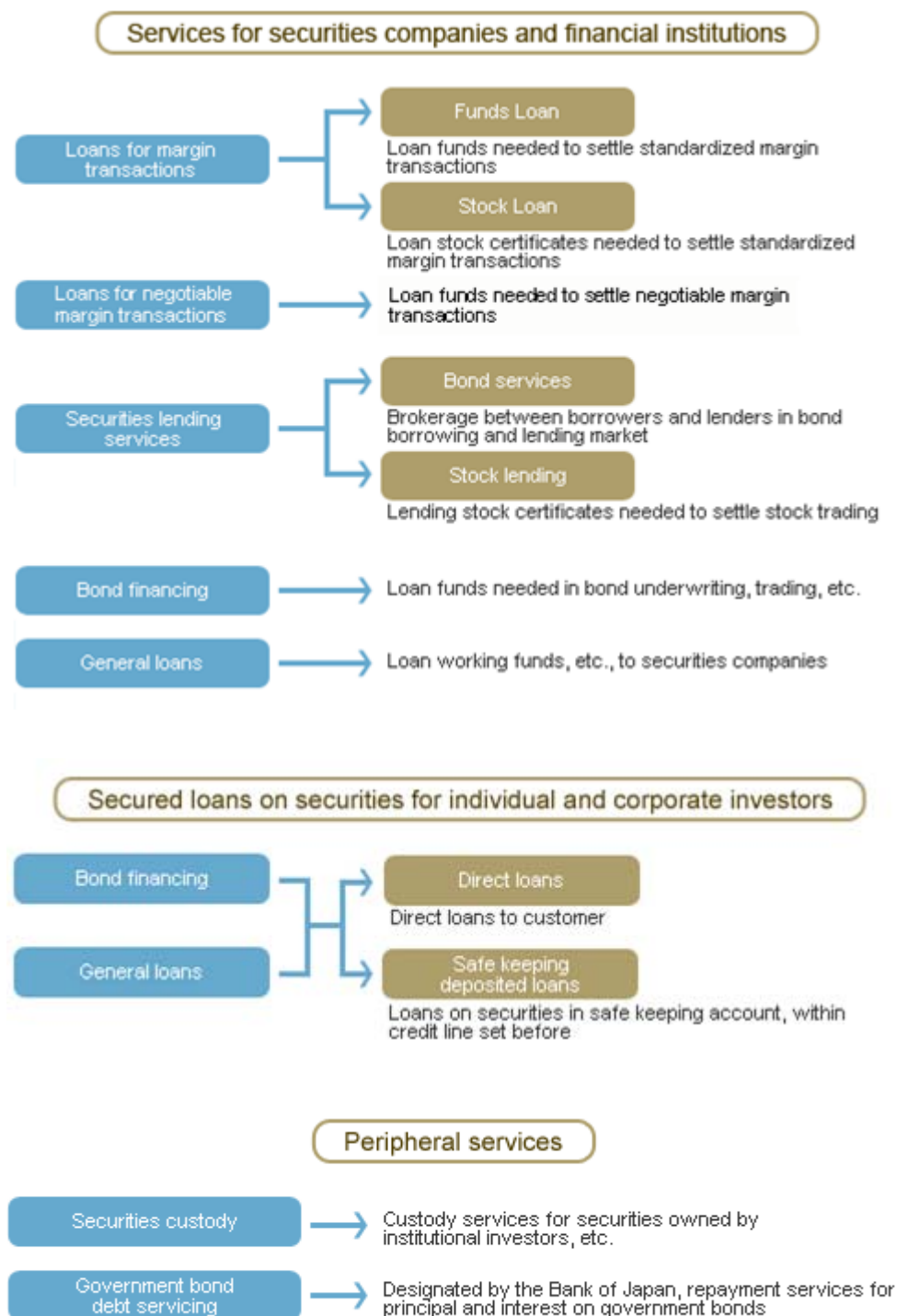
日本证券金融公司的经营范围除其主要职能——转融通外，还包括证券借贷、债券业务（回购、借贷、国债投资）、债券融资、一般流动性贷款、证券抵押贷款等。尽管如此，日本证券金融公司的主要经营性收益还是主要来自于转融通的相关业务；当然，值得引起注意的是近年来转融通业务在经营性收益占比不断下降，由 2006 年 3 月的 61.8%下降为 2011 年 3 月的 39%；结合我们之前对三大证券金融公司市场占比分析，我们认为导致此现象的原因不是日本证券金融公司的市场份额被明显蚕食所致，而是转融通整体的业务量下降引起。

图 19 日本证券金融公司及旗下子公司经营相关业务



数据来源：国泰君安证券研究，JSF

图 20 日本证券金融公司对不同类型投资者提供的服务



数据来源：国泰君安证券研究，JSF

表 4 日本证券金融公司经营各项业务分年度平均及期末余额（百万日元）

		¥ mil					
		FY2005	FY2006	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010
Margin Loans	avg.	1,637,698	1,444,347	917,219	336,324	324,205	293,429
	term-end	2,328,082	1,634,700	508,587	244,306	328,755	305,083
Bond Financing & General Loans	avg.	46,436	79,425	76,941	51,887	46,863	45,850
	term-end	97,298	79,859	68,594	53,141	51,448	39,782
Loans for negotiable margin transactions	avg.	2,559	33,770	34,374	14,282	17,173	18,405
	term-end	25,340	40,309	25,154	18,714	20,944	18,143
Sales under repurchase agreement	avg.	53,865	8,923	48,390	88	302	0
	term-end	12,000	-	0	0	0	0
Trust Bank Loans	avg.	1,016,474	711,937	448,938	410,822	215,308	303,778
	term-end	751,967	306,572	546,702	191,122	260,862	211,527
Others	avg.	5,578	7,300	7,500	7,749	14,500	14,423
	term-end	5,578	7,500	7,500	14,500	14,500	12,500
Total	avg.	2,760,053	2,251,934	1,498,990	806,872	601,180	657,481
	term-end	3,194,928	2,028,633	1,131,385	503,070	655,567	568,893
Stock Loans	avg.	651,097	723,840	591,023	396,181	361,388	228,050
	term-end	686,971	702,702	419,503	459,098	306,394	196,442

数据来源：国泰君安证券研究，JSF

表 5 日本证券金融公司经营各项业务分年度经营性收入（百万日元）

		¥ mil					
		Mar-06	Mar-07	Mar-08	Mar-09	Mar-10 ※	Mar-11
Securities Finance Business		29,075	34,917	38,619	34,427	20,817	17,558
Margin Loan Business		22,993	23,186	23,156	19,638	12,954	8,922
		(61.8%)	(53.3%)	(45.8%)	(44.3%)	(46.5%)	(39.0%)
Interest on Loans		10,158	10,954	10,581	3,899	3,324	2,809
Interest on collateral money of securities procured		892	1,345	1,683	1,992	1,774	826
Fees on Lending Securities		11,226	10,224	10,383	13,278	7,337	4,807
Premium Charges		8,468	7,168	7,862	11,568	5,773	3,811
Lending Fees		2,757	3,056	2,520	1,710	1,563	996
Bond Financing and General Loans Business		864	1,254	1,428	1,275	1,234	1,047
		(2.3%)	(2.9%)	(2.8%)	(2.9%)	(4.4%)	(4.6%)
Bond financing & General Loans		842	938	1,016	951	767	659
Loans for Negotiable Margin Transactions		22	315	412	191	204	200
Securities Lending Business		2,699	5,093	6,297	4,848	1,454	1,754
		(7.3%)	(11.7%)	(12.5%)	(10.9%)	(5.2%)	(7.7%)
General Stock Lending		1,465	1,441	848	462	308	331
Bond Lending		1,234	3,651	5,448	4,386	1,146	1,422
Others		2,517	5,993	7,736	8,664	5,174	5,834
		(6.8%)	(13.8%)	(15.3%)	(19.6%)	(18.6%)	(25.5%)
Bond Trading (Parent only)		2,328	5,038	6,767	8,129	5,077	5,754
Trust Business		4,286	6,981	10,844	8,780	6,016	4,360
		(11.5%)	(16.0%)	(21.4%)	(19.8%)	(21.6%)	(19.1%)
Interest on Loans		1,382	2,964	3,833	3,348	1,330	1,079
Trust Charges		161	177	198	209	249	308
Bond Trading		2,210	3,095	5,317	4,935	4,342	2,657
Real Estate Management Business		871	1,014	1,118	1,091	1,034	930
		(2.3%)	(2.3%)	(2.2%)	(2.5%)	(3.7%)	(4.1%)
Operating Revenues		37,226	43,523	50,582	44,299	27,868	22,848
(excluded Premium Charges)		28,757	36,355	42,719	32,731	22,095	19,037

※With the introduction of disclosure of Operating Revenues by segment, figures above were recalculated for each segment.

数据来源：国泰君安证券研究，JSF

2.5. 融资融券业务其他相关机构

2.5.1. 证券经纪协会

请务必阅读正文之后的免责条款部分

在日本，日本证券经纪协会制订保证金交易的自律规则--《关于协会会员招揽投资和客户管理等规定》，侧重于证券公司的投资招揽。日本证券公司和客户签订的融资融券交易协议基本条款都由证券业协会制定。

2.5.2. 清算机构

日本证券金融公司是日本清算机构的结算参与者，还是日本证券存管公司的参与者。证券金融公司是清算存管机构的参与者，不是法律强制规定，但如证券金融公司不是清算存管机构的参与者，业务运作不便。证券金融公司是清算存管机构的参与者，通过结算环节实现对证券公司的转融资和转融券的控制。

2.5.3. 监管机构

在日本，内阁总理大臣对融资融券相关业务实行监管。此外，证券交易法中规定，受内阁总理大臣委任的证券交易等监控委员会（SEC）有权对内阁总理大臣特许的证券金融公司进行监督。证券交易所的会员等或证券业协会的会员利用该证券交易所开设的交易所有价证券市场或该证券业协会开设的有价证券市场的结算机构，对证券公司向客户提供保证金的有价证券交易或其他交易及其他政府规定的交易中结算所需的金钱或有价证券提供借贷业务时，应得到内阁总理大臣的批准。进行申请上述许可的株式会社应在申请书上填写以下事项后，提交给内阁总理大臣。在保证金交易及其他内阁府令中规定的交易中，证券公司接受客户的托管金，按内阁府令的规定应不低于该交易相关的有价证券的时价乘以内阁总理大臣为确保有价证券交易及其他交易的公正性而规定比率所得的金额。

2.6. 融资融券交易市场

2.6.1. 融资融券交易与现货交易的比较分析

由于日本市场融资融券业务开展较早，我们分析的相关数据仅起始于2000年，因此仅从现有数据来看，日本的融资融券业务已进入一个平稳发展阶段。从2000年以来，融资融券交易的成交金额相对于现货市场约为15%；仅在个别年份显著偏少，如2007年和2008年。值得引起注意的是东京证券交易统计的个人投资者参与融资融券交易的占比近十年来稳步提高，目前已稳稳占据半壁江山。

表 6 东京证券交易所融资融券交易相对现货交易比较分析

Year	Regular Transactions		Margin Transactions		C/A.	D/B.	Rate of Utilization by Individual Investors .
	Trading Volume (A) (100 mil. shares)	Trading Value (B) (¥ bil.)	Trading Volume (C) (100 mil. shares)	Trading Value (D) (¥ bil.)			
2000	3,170	438,515	553	69,635	17.4	15.9	36.9
2001	3,729	363,621	731	58,183	19.6	16	34.6
2002	3,778	333,471	764	54,818	20.2	16.4	36.5
2003	5,751	435,437	1,195	68,542	20.8	15.7	46.8
2004	7,015	627,643	1,462	102,411	20.8	16.3	47.1
2005	10,483	901,025	2,345	153,780	22.4	17.1	47.5
2006	9,381	1,252,528	1,783	183,365	19	14.6	51.3
2007	10,585	1,410,306	1,824	182,777	17.2	13	54.9
2008	10,422	1,080,943	1,711	136,518	16.4	12.6	59.3
2009	10,538	693,916	2,153	116,689	20.4	16.8	56.8
2010	9,586	660,733	1,748	94,930	18.2	14.4	58

Notes: 1、Trading Volume and Trading Value are the combined totals of all sales and purchases made in the 1st Section, 2nd Section, and Mothers, and include exercise of rights for individual options.

2、The Rate of Utilization by individual investors is the percentage of the total amount of margin transactions made by individual investors.

数据来源：国泰君安证券研究，TSE

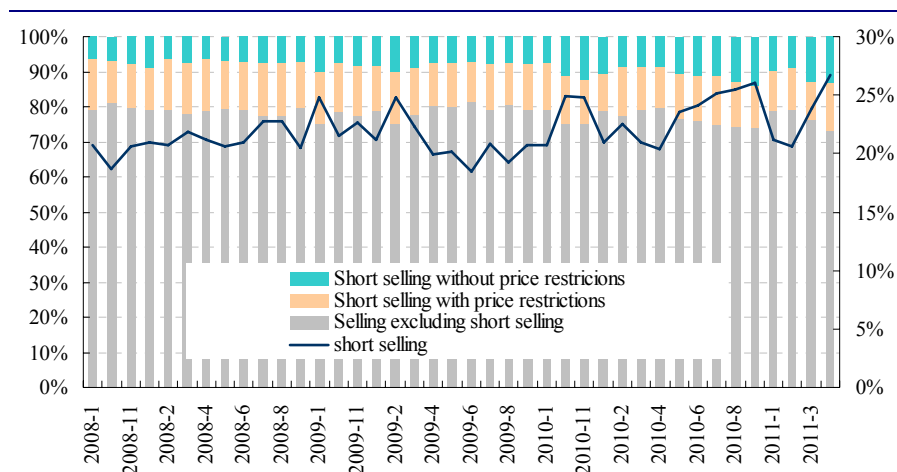
2.6.2. 融券交易中对于卖空的限制

在日本融资融券交易市场上，对卖空做出了规定，不同于部分海外市场简单的“up-tick rule”，而是对投资者不同卖空目的区别对待。当投资者为了用借入的证券结算的目的出售，或接受委托人的委托而以出售借入的证券结算为目的出售时，不得低于上一个交易价格报价。在出价接受系统上，当出售的报价违反 up-tick rule(报价不得低于前一交易价格的限制)时，将拒绝接受并通报给证券公司电算系统。但是当投资者为了指数套利交易出售时，如果是连接基础股票和期权交易项目的套利交易，则可以低于上一个交易价格报价。

2.6.3. 卖空交易的比较分析

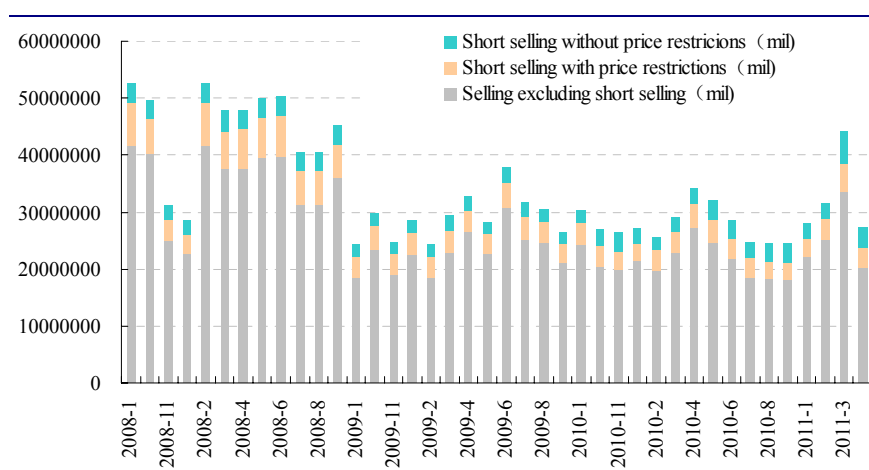
从相关统计数据看，东京证券交易所的卖出交易中有约 25%为卖空交易。其中，有约 13%以单纯出售为目的的卖空交易受到“up-tick-rule”的限制；而有约 9%借入卖出的股票则是与 ETF 套利、股指期货套利、股票期权套利等相关的交易则不受“up-tick-rule”的限制。自 2008 年的数据表明，卖空交易占比较为稳定，在 20%-25%的区间震荡，2011 年以来卖空的占比呈现稳步上升之势。

图 21 受限卖空交易和非受限卖空交易占比分析 (2008.1-2011.4)



数据来源：国泰君安证券研究，TSE

图 22 卖出交易中的受限卖空交易和非受限卖空交易 (2008.1-2011.4)



数据来源：国泰君安证券研究，TSE

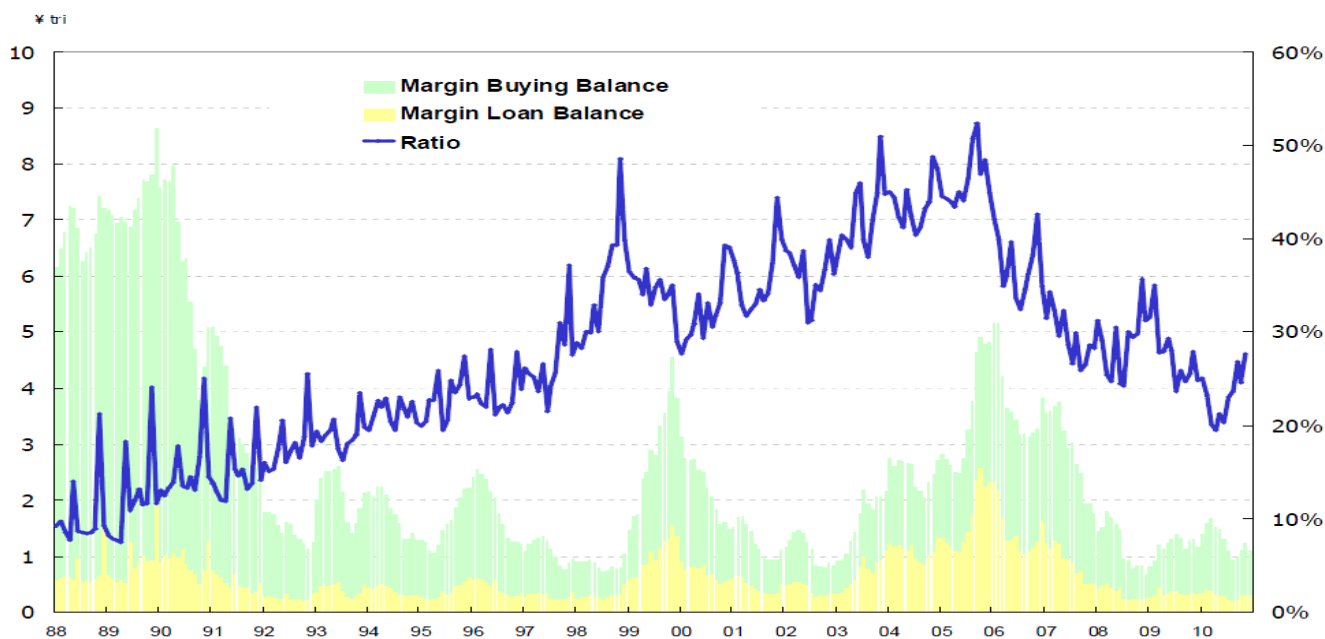
2.6.4. 转融通相对于融资融券交易占比分析

尽管我们的统计数据仅给出了通过日本证券金融公司（JSF）转融通交易分别在全部融资买入和融券卖出的占比，但由于我们在前面的分析中已指出，在日本三大证券金融公司中，日本证券金融公司的市场份额约 90%，我们可以近似将日本证券金融公司相对全部融资融券的占比，认为是通过证券金融公司的转融通交易相对于融资融券交易的比值。

统计数据表明：（1）1988 年以来，融资买入交易在经历了上世纪 80 年代末九十年代的极度繁荣后，进入九十年代中后期以来难再恢复当初鼎盛；然而通过转融通的买入交易确实在 2000 年左右和 2006 年左右出现两个小高潮，因此融资买入的转融通比例在 1999 年和 2006 年达到巅峰——超过 50%，而目前转融通的融资买入比例为接近 30%。（2）1988 年以来的融券卖空交易波动远小于融资买入交易；而通过转融通的融券卖空交易在 2000 年-2009 年整体保持了较高的活跃度；在 2002 年时通过转融通的融券卖出交易占全部融券卖出交易的约 90%；2011 年以来由于融券卖出交易活跃度显著下降，转融通的占比也降至约 50%。（3）从

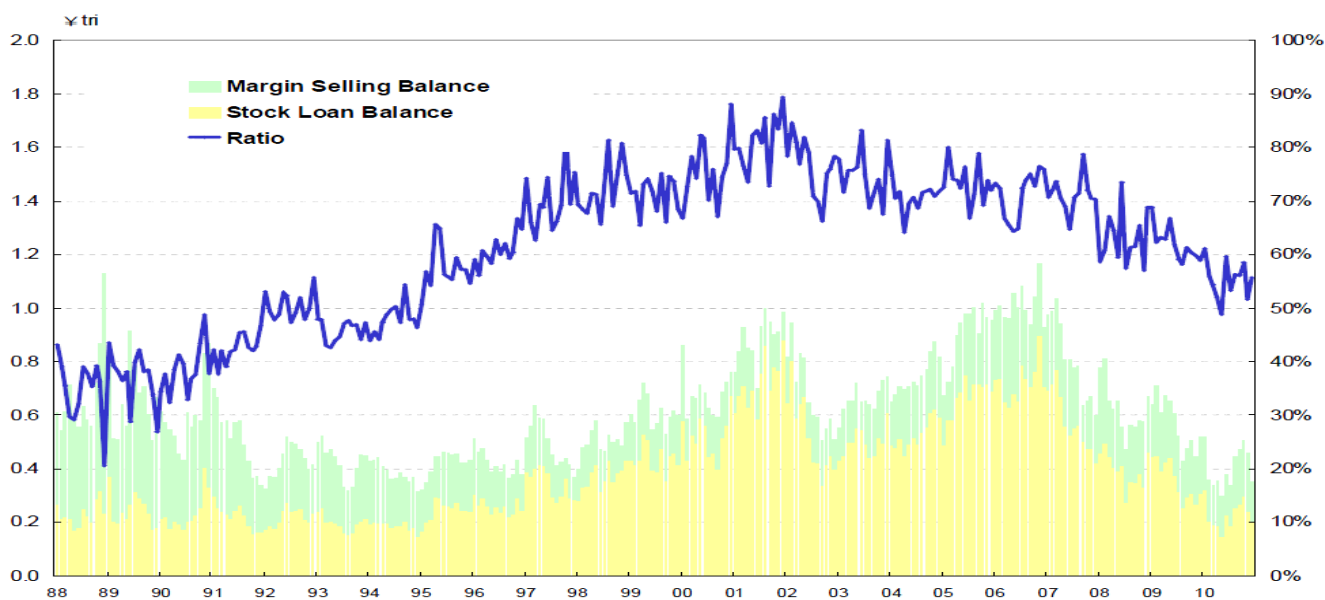
融券卖出和融资买入交易的比值看，1988 年由于融资买入的极度火爆，该比值高达 1:10，经历了 20 多年的发展，该比值约为 2:5。

图 23 融资买入交易以及日本证券金融公司转融通的融资交易比较（1988-2010）



数据来源：国泰君安证券研究，JSF

图 24 融券卖出以及日本证券金融公司转融通的融券交易比较（1988-2010）



数据来源：国泰君安证券研究，JSF

2.6.5. 标准信用交易和协议信用交易成交占比

虽然关于标准信用交易和协议信用交易我们给出了东京证券交易所以及东京、大阪和名古屋证券三个交易所的合计两个统计口径，但由于东京证券交易所在日本信用交易市场的垄断地位，使得两个统计口径分析结论基本一致。

不论是融资买入交易还是融券卖出交易，标准信用交易均占据了绝对优势。其中，融券卖出交易中标准信用交易占比约为 65%，协议信用交易占比约 35%；而融资买入交易中标准信用交易占比更高，约 80%，而协议信用交易仅占约 20%。

表 7 东京证券交易所的标准信用交易及协议信用交易（2010.12-2011.3）

申込日基準 Base: application date

月日 Month or Day	合計 Total				売残高 Shares Sold Short				買残高 Shares Bought on Margin			
	売残高 Shares Sold Short		買残高 Shares Bought on Margin		一般信用取引 Negotiable Margin Transactions		制度信用取引 Standardized Margin Transactions		一般信用取引 Negotiable Margin Transactions		制度信用取引 Standardized Margin Transactions	
	株数 Shares	金額 Value	株数 Shares	金額 Value	株数 Shares	金額 Value	株数 Shares	金額 Value	株数 Shares	金額 Value	株数 Shares	金額 Value
	千株 thousand.shs.	百万円 ¥mil.	千株 thousand.shs.	百万円 ¥mil.	千株 thousand.shs.	百万円 ¥mil.	千株 thousand.shs.	百万円 ¥mil.	千株 thousand.shs.	百万円 ¥mil.	千株 thousand.shs.	百万円 ¥mil.
[東京 Tokyo]												
22 (2010)												
12. 3	1,100,010	727,758	2,732,193	1,186,925	361,022	254,631	738,988	473,127	526,292	262,742	2,205,901	924,183
10	1,124,398	754,789	2,671,273	1,179,761	356,394	255,746	768,004	499,043	531,446	265,292	2,139,827	914,469
17	1,172,713	760,655	2,658,828	1,195,584	348,413	255,050	824,300	505,605	534,132	272,176	2,124,696	923,408
24	1,131,959	739,448	2,719,847	1,228,441	346,642	254,630	785,317	484,818	535,000	273,482	2,184,847	954,959
30	1,104,930	723,273	2,750,577	1,250,138	343,940	253,920	760,990	469,353	541,401	274,722	2,209,176	975,416
23 (2011)												
1. 7	1,200,492	787,095	2,754,232	1,239,469	338,273	254,375	862,219	532,720	538,461	272,130	2,215,771	967,339
14	1,219,721	816,295	2,893,832	1,296,359	340,888	256,235	878,833	560,060	555,469	277,357	2,338,363	1,019,002
21	1,170,510	756,581	3,059,539	1,392,850	339,625	254,666	830,885	501,915	572,390	288,519	2,487,149	1,104,331
28	1,144,134	754,861	3,093,395	1,401,354	337,727	251,886	806,407	502,975	575,129	286,915	2,518,266	1,114,439
2. 4	1,167,705	757,533	3,085,382	1,388,565	340,204	250,706	827,501	506,827	575,898	286,092	2,509,484	1,102,473
10	1,118,493	749,858	3,116,192	1,403,346	336,458	250,517	782,035	499,341	571,137	284,861	2,545,055	1,118,485
18	1,115,158	771,709	3,080,059	1,387,047	335,669	250,761	779,489	520,948	561,229	277,640	2,518,830	1,109,407
25	1,045,885	704,820	3,298,731	1,515,095	333,249	247,226	712,636	457,594	579,135	288,088	2,719,596	1,227,007
3. 4	1,113,052	731,168	3,385,079	1,541,564	335,083	248,236	777,969	482,932	580,477	292,144	2,804,602	1,249,420
11	1,067,019	685,977	3,580,423	1,675,859	330,716	242,764	736,303	443,213	601,305	304,298	2,979,118	1,371,561
18	841,308	545,425	2,753,313	1,257,332	317,608	234,258	523,700	311,167	463,366	235,521	2,289,947	1,021,811
25	960,136	589,547	3,019,322	1,348,222	321,084	237,195	639,052	352,352	503,108	246,378	2,516,214	1,101,844

数据来源：国泰君安证券研究，TSE

表 8 东京、大阪和名古屋证券交易所的标准信用交易及协议信用交易（2010.12-2011.3）

申込日基準 Base: application date

月日 Month or Day	合計 Total				売残高 Shares Sold Short				買残高 Shares Bought on Margin			
	売残高 Shares Sold Short		買残高 Shares Bought on Margin		一般信用取引 Negotiable Margin Transactions		制度信用取引 Standardized Margin Transactions		一般信用取引 Negotiable Margin Transactions		制度信用取引 Standardized Margin Transactions	
	株数 Shares	金額 Value	株数 Shares	金額 Value	株数 Shares	金額 Value	株数 Shares	金額 Value	株数 Shares	金額 Value	株数 Shares	金額 Value
	千株 thousand.shs.	百万円 ¥mil.	千株 thousand.shs.	百万円 ¥mil.	千株 thousand.shs.	百万円 ¥mil.	千株 thousand.shs.	百万円 ¥mil.	千株 thousand.shs.	百万円 ¥mil.	千株 thousand.shs.	百万円 ¥mil.
[東京・大阪・名古屋 Tokyo, Osaka & Nagoya]												
22 (2010)												
12. 3	1,115,934	766,120	2,923,581	1,307,212	363,370	259,571	752,564	506,549	590,499	298,307	2,333,082	1,008,905
10	1,140,498	795,140	2,867,473	1,304,042	358,729	260,668	781,769	534,472	596,362	301,062	2,271,111	1,002,980
17	1,190,389	801,338	2,862,701	1,326,127	351,516	260,779	838,873	540,559	600,286	308,471	2,262,415	1,017,656
24	1,149,145	780,281	2,933,937	1,367,915	350,358	261,382	798,787	518,899	602,187	310,594	2,331,750	1,057,321
30	1,120,963	759,537	2,967,637	1,393,273	346,741	258,684	774,222	500,853	606,939	312,655	2,360,698	1,080,618
23 (2011)												
1. 7	1,217,260	827,306	2,976,640	1,388,410	341,406	259,117	875,854	568,189	604,667	310,811	2,371,973	1,077,599
14	1,236,124	856,564	3,131,418	1,454,802	344,256	261,414	891,868	595,150	621,784	316,953	2,509,634	1,137,849
21	1,185,034	793,617	3,308,933	1,565,929	343,001	260,542	842,033	533,075	638,749	329,451	2,670,184	1,236,478
28	1,158,578	792,679	3,338,018	1,581,040	341,110	257,668	817,468	535,011	640,291	328,153	2,697,727	1,252,887
2. 4	1,183,641	796,793	3,337,054	1,577,448	343,558	256,626	840,083	540,167	641,160	327,629	2,695,894	1,249,819
10	1,135,109	791,302	3,366,653	1,589,651	339,714	256,042	795,395	535,260	636,812	326,172	2,729,841	1,263,479
18	1,130,649	811,321	3,334,938	1,573,975	338,785	256,674	791,864	554,647	626,359	319,337	2,708,579	1,254,638
25	1,063,181	739,366	3,558,183	1,713,071	336,403	253,697	726,778	485,669	642,080	330,471	2,916,103	1,382,600
3. 4	1,131,380	767,521	3,651,107	1,747,216	338,103	254,268	793,277	513,253	643,640	335,886	3,007,467	1,411,330
11	1,083,986	718,685	3,842,362	1,885,549	333,859	248,692	750,127	469,993	664,795	347,831	3,177,567	1,537,718
18	853,154	574,830	2,947,139	1,401,003	320,802	240,257	532,352	334,573	506,516	266,428	2,440,623	1,134,575
25	973,350	618,496	3,219,665	1,493,750	324,436	243,119	648,914	375,377	548,206	278,248	2,671,459	1,215,502

数据来源：国泰君安证券研究，TSE

2.6.6. 融资融券相关信息披露

东京证交所关于融资融券交易余额日常定期公开以下三类资料（这里的信息披露不包括在季度报告、半年报或者年报中的相关披露）：

（1）融资融券交易的当前金额（每周公布一次，股票数量/金额）：就东京交易所、大阪交易所、名古屋交易所 3 个市场的市场整体融资融券交

易余额进行公布。周末时的融资融券交易余额将在下一周的第二个交易日公布。

(2) 各股融资融券交易周末余额 (每周公布一次, 股票数量): 所有股票周末为止的融资融券交易余额将在下一周的第二个交易日公布。

(3) 个别股票融资融券交易余额 (每天公布, 股票数量): 通常股票的融资融券交易余额的公布为每周一次, 但是被指定为每日公布股票的股票, 被限制融资融券交易的股票, 日本证券金融公司采取措施 (融券注意, 融券申请停止) 的股票, 从督促注意的观点出发, 将在第二个交易日公布每天的融资融券交易余额。

这些资料公布的渠道, 包括证券公司 (东京交易所 WAN, 证券公司店头的 STV 行情汇报系统)、报道机关 (向记者俱乐部发函) 以及直接向客户发布。

3. 我国融资融券业务发展前景展望

我们研究日本市场的融资融券业务是因为国内现行的部分融资融券制度和未来的发展方向与日本市场有众多的相似之处, 当然, 国内融资融券业务的发展不仅仅是对日本历史的重复; 但是我们依旧相信从日本市场的今天, 我们可以展望未来国内融资融券业务发展前景。

首先, 融资融券的标的证券必将经历一个从证券种类和证券数量大扩容的阶段。目前国内融资融券交易标的仅为上证 50 和深证成指 90 只股票, 种类和数量均偏好; 但 1950 年日本开始融资融券交易之初, 东京证券交易所只有 5 只上市的股票可以进行信用交易, 1951 年扩大到 50 只, 目前的交易标的有将近 2000 只。

其次, 融资融券的保证金水平有下降空间。相对于日本初始保证金水平 30%, 维持保证金水平 20%, 目前国内融资融券业务制定的 50% 的初始保证金水平, 130% 的维持担保比例 (日本和国内关系维持担保比例算法存在差异) 明显偏高; 但作为业务发展初期, 相对较高的保证金水平有利于控制风险。

再次, 融资融券的相关费率长期将处于下降通道。从 1988 年以来日本证券金融公司相关业务的费率结构图, 我们可以看出长期来看融资融券业务的息差空间是压缩的; 虽然日本市场较低的息差空间与其长期低利率政策不无关系; 但目前国内 3% 的融资融券业务息差仍偏高; 降低投资者交易成本, 增加交易活跃度也是获得更高业务收入的一个途径。

最后, 融资融券业务仅在国内试点一年时间, 其总体交易总量与现货市场相比的占比偏低。相对于日本市场融资融券交易占全部现货交易 15% 的比重, 国内市场还有较大的发展空间。特别是, 目前国内融券交易的比重极低, 而目前日本市场融券交易和融资交易比重大约为 2:5, 相对而言, 融券交易的提升空间更大。

作者简介:

蒋瑛琨:

执业资格证书编号: S0880511010023

电话: 021-38676710

邮箱: jiangyingkun@gtjas.com

何苗:

执业资格证书编号: S0880511010049

电话: 010-59312710

邮箱: hemiao@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		