

300ETF融资余额“虚胖”有玄机

融资融券暗藏漏洞 对冲操作“大变活钱”

□本报记者 曹乘瑜

不到5个月，华泰柏瑞沪深300ETF的融资余额比例再次“冲顶”。

截至10月18日，该ETF的融资余额占其上市可流通市值的比例已达74.07%，这意味着一旦突破75%的上限，针对该ETF的融资买入将被暂停。不少投资者把这一现象解读为市场看多气氛浓厚，但中国证券报记者调查发现，投资者通过同时融资、融券沪深300ETF，可使其信用账户里“变出”一笔可用资金，可以继续投资非两融标的股，甚至可以“提现”。受访券商人士表示，这种利用规则漏洞的对冲变现操作，才是导致ETF融资余额“虚胖”的主要原因。而这种变相放大杠杆的操作虽然并不违反现有规定，但意味着一旦参与者投资失误，损失也将随之放大。

信用账户：钱生钱的“桥梁”

上周一，证监会发布的一份风险提示称，华泰柏瑞沪深300ETF已经达到上市可流通市值的71.48%，已接近上交所75%的上限。看到这则风险提示时，在某券商融资融券部门工作的李雅（化名）正在给私募客户老王开通融资融券业务。她知道，正是自己手中的业务间接推动了该风险提示的诞生。

李雅的客户老王手中有价值2亿市值的股票，由于计划长期持有，他打算用来做融资融券。在签订了风险揭示书、存管协议等各种合同后，李雅帮老王开立了信用账户。而上述所谓的这个套现“桥梁”，就跟这个信用账户相关。

李雅告诉老王，虽然目前账户只有市值2亿的股票，也可以“无中生有”地变出一笔资金来。

“大变现金”的过程非常简单。首先，老王利用信用账户同时融券卖出和融资买入5000万元的华泰柏瑞沪深300ETF。然后，立刻利用融资买入的300ETF还券，了结融券合约。这时，融券卖出300ETF得来的5000万元现金也就相当于自有资金了，可以用来做其他非两融标的股投资，不过要直接在信用账户里投资。

原来，融资融券的信用账户，不仅可以融资融券，还有普通买入卖出功能，和普通证券账户一样，允许投资者买入普通股票。至于融资买入沪深300ETF借来的5000万元，也就相当于负债。不过，李雅介绍，如果老王能担负起日利息的融资成本，就不需要急着还钱。据悉，目前融资的年化利息为8.6%。也就是说，只要老王拿着多撬动的5000万元去投资股票，年化收益能超过8.6%，那么他就赚了。根据Wind数据，今年以来至10月18日，全部A股中已有六成股票涨幅超过8.6%。

不过，反正成本都是年化8.6%，为什么不直接通过信用账户融资5000万去买股票呢？客户也问了这个问题，但是证券公司提供的融资，只能用来买那些证券公司公布的融资融券标的证券。”李雅说，“了结融券合约后，卖券所得就算自有资金，就可以买非标的股票了。”

根据沪深交易所的公告，截至9月16日，融资融券的标的股份仅有700余只，只占全部A股的1/3。

而相比于股权质押方式来融资，比如约定式回购，这一方法也更加便捷。因为约定式回购的周期较长，从提出申请到拿到资金，要经过一周左右的时间。我们还要对质押股票或基金债券等的市场价格与波动情况进行综合考虑，可能还要去上市公司进行调研。”李雅说。相比之下，利用融资融券沪深300ETF资金到手更快，另一家券商人士表示，一般当天还券，就能获得资金，可能有的券商系统不同，最晚第2天就能获得资金。

而更重要的是，这样“拐弯抹角”的方式，还可以“抹掉风险”。李雅介绍，如果仅仅是融券卖出，还要承担股票价格上升风险，但以这种方式立刻还券之后，风险就锁定了。

总的来说，按照老王目前拥有的2亿市值的股票，如果他的征信授信额度较高，再按60%的股票折算率和6折的融资保证金比例，他最多可以融资2亿元。

更夸张的是，投资者甚至可以直接“无中生有”地从信用账户中“提现”。原来在融资融券业务中，有一个“维持担保比例”，即担保物价值与其融资融券债务之间的比例。其计算公式为：维持担保比例 = (现金 + 信用证券账户内证券市值总和) / (融资买入金额 + 融券卖出证券数量 × 当前市价 + 利息及费用总和)。更通俗地说，维持担保比例 = (自己的资产 + 借来的资产) / 借来的资产。

根据规定，一旦维持担保比例超过300%，客户可以提取保证金可用余额中的现金或充抵保证金的有价证券，但提取后，这一比例不得低于300%。这意味着，在老王的案例中，不算上利息以及费用，他的维持担保比例，维持担保比例是 [2亿（证券市值）+ 5000万（融券卖出所得）] / 5000万（融资债务）= 500%。可以提现超过300%以上的部分，即1亿元现金出来。

“一般客户都不会提现，大部分客户都是用这种方法，套到资金后从信用账户里直接买卖股票。”李雅说，因为要超过300%比例，要求原有的担保物价值远超过他的融资融券债务，而且要保证比例不低于300%，提出来的钱反而少一些。”



IC图片

虚胖的沪深300ETF融资余额

然而，无论提现与否，投资者利用融资融券撬动资金来“套现买股”的目的达到了。

据了解，投资者之所以选择沪深300ETF，一方面是因为其规模大，流动性好，另一方面是因为其交易费用低。据了解，ETF在交易时免收印花税，交易佣金不高于0.3%，还可以实现T+0。相比下来，想要融股票，流动性就差很多。上海琪润投资董事长洪涛表示，目前融券还得看券商手中是否有券，如果没有券商也得去“借券”，这一过程不仅麻烦、需要支付利息，而且还款时间也被限定，有时在限定期内找不到好时

机卖券。

在所有的300ETF中，华泰柏瑞300ETF规模最大，流动性最好。根据媒体报道，自从2012年华泰柏瑞沪深300ETF被纳入融资融券标的，一直是市场上两融资金追逐的龙头品种，曾占领ETF市场70%的融资融券余额，截至2013年年中规模为159.37亿元。相比于50ETF、180ETF，300ETF更方便。因为其价格高，在融资融券委托报价时（小数点后两位），每变动一个价格单位，其承担的风险也低。

假设这一规模不变，按照证监会的风险提示，8月14日，意味着其融资

余额达到113亿。有多少是有这种对冲行为所致，券商们讳莫如深。“你不要再问了，这涉及到打制度的擦边球。”当中国证券报记者向一家券商的金融产品研究员打听目前其所在券商在这块业务上的规模时，这位研究员谨慎地拒绝了。

不过，记者采访了四家券商的金融产品研究员或融资融券部门人士，均被告知融资余额“触顶”，主要原因是由于投资者“对冲行为”导致，跟看不看好后市没有关系。这意味着，沪深300ETF融资余额已经难以成为一个A股“风向标”，而更多的是作为一个融资工具。

合理利用制度漏洞？

中担保物主要是证券的客户。”

据了解，目前几乎所有的券商都允许客户通过这种方式“套现”。毫无疑问，随着参与者越来越多，今后沪深300ETF融资余额将不断突破其占市值规模比例的上限。由于证监会规定，一旦突破上限，在次一交易日暂停其融资买入，这也挤占了普通投资者做多做空的空间。

业内人士认为，这一做法并不算是钻漏洞，而是一种对规则巧妙的利用方式，目前的规则是不允许融资融券的资金用来投资非标的股票，但是这一做法却绕了一个弯，突破了这一限制。当然，这种变相放大杠杆的操作并非毫无风险，如果投资失误，参与者的风险也将随之放大。

未来趋势肯定是所有的股票都要被作为两融标的，现在的做法

不过巧妙地提前实现了它。”李雅说，证监会之前把上限从25%提高到75%，说明他们并不是很反对这种做法。”

新时代证券金融产品研究员谷正兵认为，这种做法对投资者、券商、沪深300ETF来说，是“三赢”，券商获得了利息和交易佣金，而投资者快捷地获取了资金，沪深300ETF的交易也更加活跃。

由于融券被及时还券，但是融资合约不会马上被平仓，所以融券余额在不断积累。谷正兵认为，当资金成本上升时，这种行为更加明显，沪深300ETF融资余额“虚胖”也更严重，未来或许需要再次提高上限。