

# 证券借贷的历史与市场作用

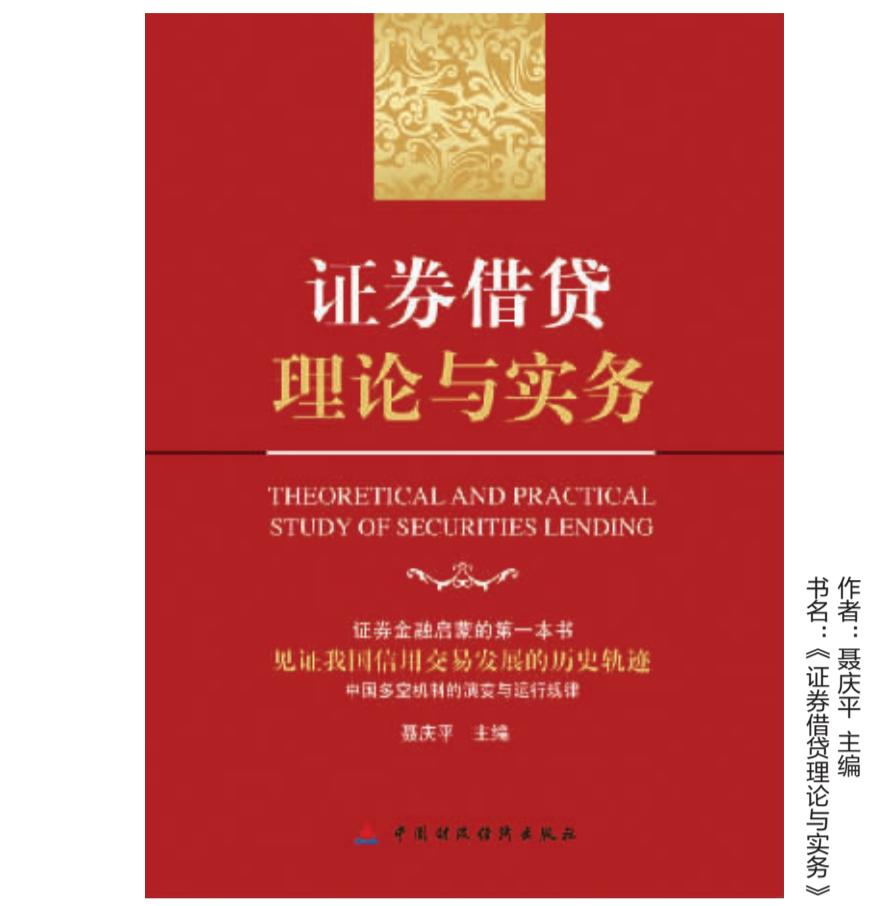
□聂庆平

融资融券即证券信用交易,在全球已有四百余年历史。最早起源于17世纪的荷兰,融资者通过融资买入标的资产推高资产价值,卖空者则在资产价值走高时,通过卖空交易挤压资产泡沫。1637年荷兰“郁金香泡沫”事件中,卖空交易发挥了抑制泡沫膨胀的作用,但因其未受到及时管制,导致泡沫破裂后股市仍继续大幅动荡,因此卖空行为一度被认为是打压股价的元凶。

融资与融券这对孪生兄弟,从其登上历史舞台后就表现出截然不同的命运。融资由于其短时间内能够活跃市场交易、增加市场流动性,备受投资者和监管层推崇和青睐;而融券在历史上却屡遭禁止,备受争议。直至今日,一些习惯做多的投资者,仍然认为卖空是打压股价的罪魁祸首,是投机分子攫取财富的工具。然而历史的经验告诉我们,全球几乎所有的卖空禁令都在随后若干年后被废止,卖空机制都无一例外得到了恢复和规范。

卖空机制的生命力如此顽强,从根本上讲,还是因为卖空交易对证券市场有着积极的作用。首先,卖空交易并非股市下跌的元凶。一项针对纽交所交易指令的研究发现,股价下跌超过2%后,常规卖出指令占所有指令流的比重从47.48%上升到57.87%,而融券卖空指令的比重从5.62%下降到3.43%,股市下跌时卖空指令反而减少;对2015年以来我国A股市场的研究表明,股市下跌超过2%时,融券卖出额占A股成交额的比重降至2%以下,平均为1.9%,股市上涨超过2%时,融券卖出额的比重升至2%以上,平均为2.2%,即股市下跌时融券交易较为清淡,股市上涨时融券交易较为活跃。第二,卖空交易能抑制股市波动,稳定市场。一项对全球111个证券市场的研究发现,允许卖空股票的市场中,股票的总体波动性要比限制卖空的市场低,出现负收益率极端值的频率也要小得多。第三,卖空机制具有价格发现功能。中国香港地区恒生指数实证结果显示,限制卖空行为会造成指数合约发生错误定价的概率增加,放松对卖空行为的限制会加快股价恢复正常的速度。第四,卖空也会为证券市场提供流动性。对全球多数国家股市的研究表明,允许股票卖空的市场,换手率要明显高于限制卖空的市场;我国部分证券品种的融券卖空比较活跃,其中沪深300ETF的单日融资买入额经常超过该ETF单日成交额的30%,为二级市场交易提供大量流动性。

进入21世纪以来,境外监管层也逐渐认识到融券卖空的积极作用,认为失去了卖空机制的资本市场,流动性会受到巨大影响,市场定价效率明显下降。特别是2008年金融危机后,发展有监管的融券卖空机制和证券借贷市场已经成为全球资本市场的共识。2008年之后,欧美监管层进一步强化证券借贷市场的中央化和集中化发展趋势,要求通过中央对手方清算和集中性信息披露方式,控制场外交易的风险。欧美市场自发形成的一些



集中化电子证券借贷平台,其市场份额已上升到三成多;中央对手方清算模式也在证券借贷市场得到广泛应用,通过美国清算公司、明讯银行、欧洲清算集团等中央对手方清算的交易量近些年增长明显;欧美市场出现了整合证券借贷前、中、后台服务为一体的担保品管理机构,各类证券经纪商、中央清算、担保品管理等专业机构,开始承担提供集中化证券借贷服务的职责。

得益于上述监管政策的落实,2009年以来,伴随证券借贷监管改革的深化与风险管控的强化,全球证券借贷市场稳步发展,全球可供出借的证券总市值从8万亿美元增长到2014年底的15万亿美元,证券借贷余额增长到1.8万亿美元,保持年均10%的增长速度。

越来越多的专业机构投资者参与证券借贷业务,主权财富基金、共同基金、保险公司、退休基金、中央银行等机构投资者参与程度进一步加深,这些长线证券持有机构,提供的证券占全球可借证券总量的78%,极大地丰富了融券业务的券源,为对冲等策略交易提供了充足的券源支持,其中共同基金提供的证券占比超过40%,即便在个人出借证券相对较多的巴西,共同基金提供的证券占比也达到30%。

证券借贷市场的持续繁荣,也让市场参与者和各类专业机构从中获益。2014年以来,全球对冲基金多空策略应用活跃,新股发行上市、公司并购活跃、股息套利持续等多重利好因素的叠加,刺激了全球证券借贷业务需求持续旺盛,带动了全球证券借贷费率的提升,特

别在北美地区和东亚地区,股票借贷费率大幅上升约三成,全球证券借贷净收益至2014年末达到133亿美元,较2013年增长12%,其中七成以上收益来自于股票借贷,股票借贷的发展已成为推动境外成熟市场证券借贷业务发展的主要动力。

相对于欧美等成熟市场,我国融券业务起步较晚,证券借贷市场尚在培育,未来有巨大的发展空间和潜力。我国融资融券业务经过五年多发展,总体上顺应了市场变化趋势,满足了投资者日益增长的信用交易需求,为证券市场增加了流动性,推动了证券公司经营格局调整和业务转型升级。特别是2014年下半年以来,融资业务规模扩张加快,目前已突破1.9万亿元。同时我们注意到,目前融券业务余额不足100亿元,不到融资融券余额的1%;2015年以来,客户累计融券卖出1.5万亿元,仅为融资买入额的8.9%,制约了融券业务发挥平抑股市波动、抑制股价泡沫的作用。

融券规模较小、融券业务发展滞后于融资业务的原因是多方面的。标的证券范围较小、专业机构投资者还不能全面出借证券、可融券源不足、融券费率较高等因素,都有一定影响。同时,融券和转融券业务链条比较长、环节比较多、市场化程度还不够等问题,也是一项重要因素。目前转融券业务试点实践中,借贷双方还不能直接见面,也不能采用实时竞价等市场化方式成交,只能接受固定期限和费率,借券成本仍然较高,需要逐步予以妥善解决。

当前阶段,充分吸收借鉴境外成熟市场的

发展经验,结合我国证券市场发展的实际需要,大力推动证券借贷市场发展,是进一步优化融券卖空机制,推动融资与融券业务均衡发展的有效途径,同时也是完善我国资本市场基础功能机制的重要举措。做好这项工作,首先要要在现有融资融券业务框架内,进一步完善体制机制建设,逐步发挥融券机制对证券市场的净化作用。要逐步扩大融券标的证券范围,增加做空空间较大、符合市场融券需要的证券品种;持续推动机构投资者和个人投资者参与证券出借,丰富可供出借的证券品种和数量;完善推出市场化的转融通约定申报机制,简化转融券交易程序,提高转融券业务的市场化程度;逐步降低转融券成本,有序推动证券公司降低融券费率。

在此基础上,逐步推动建立统一的证券借贷交易系统,稳步推进证券借贷市场发展。要充分吸收借鉴境外经验,立足我国资本市场证券交易、证券结算、证券融通功能相对独立、互为补充的发展实际,推动系统建设,制定发布证券借贷业务规则,使证券出借人和借入人在同一平台上直接见面,自主协商需要借贷的证券品种、期限和费率,帮助他们完成证券的划转和归还,提供权益处理和担保品管理等服务,通过市场化的举措,灵活地满足投资者多样化的证券借贷需求,同时对证券借贷行为进行统计监测,妥善制定证券借贷服务的风险防控体系,确保证券借贷业务安全平稳运行。

发展证券借贷市场是一项系统工程,需要大量深入细致的研究积累和实践探索,循序渐进地做好理论和实务准备工作。近些年,我们很注重证券借贷理论研究与实务探索,在境内外多空交易机制的演变、证券借贷市场的运行机制等方面积累了较为丰富的研究素材。为此,我们编写了《证券借贷理论与实务》一书,已由中国财政经济出版社编辑出版。本书记录了我国信用交易发展的历史轨迹,介绍了我国多空机制的运行规律,对境内外证券借贷市场进行了较为系统的分析和阐述,主要内容包括:欧美证券借贷市场的发展与影响因素,欧美证券借贷发展的集中趋势与中央对手方机制;东亚地区信用交易集中模式的现状与未来趋势,日本和韩国证券金融创新的发展经验和现实教训;境外卖空机制和卖空监管的发展演变与市场影响,浑水做空模式和境外“揭黑与卖空”相结合方式的运转机制与监管原则;我国融资融券业务发展的历史进程与市场影响,“十三五”时期我国融资融券业务发展规划的思考与展望,在我国建立集中证券借贷系统的必要性、可行性与实施路径等。希望通过这本书,能够为广大读者和投资者了解境外证券借贷市场的发展状况,把握我国多空机制的演变和运行规律提供一份参考资料,为完善我国信用交易机制体系、构建我国证券借贷制度安排提供一些理论和实践素材,为推进我国多层次资本市场建设与改革发展贡献绵薄之力。(作者为中国证券金融公司董事长,本文仅代表作者个人观点,不代表所在单位意见。)

## ■新书快递

### 支付战争

作者:埃里克·杰克逊

出版社:中信出版社

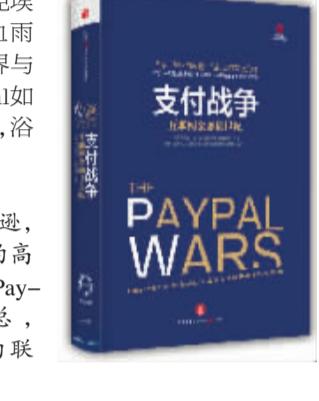
#### 内容简介:

这是一个野心勃勃的创业计划,在线支付鼻祖PayPal试图创造一个“统治世界”的金融操作系统,并在全球成功推广一款颠覆性的互联网产品。《支付战争》的作者是“PayPal黑帮”成员之一,他真实还原了这个伟大产品是如何诞生的,以及在后来的发展壮大之路上,如何应对融资紧张、突破增长瓶颈,在竞争者凶猛围剿与平台商霸王条款的夹击下,逆境求生,改变业务模式,最终完成IPO,并成功出售给竞争对手eBay的全过程。

PayPal充满韧性的年轻创业家们,在后来的商业之路上开创了硅谷投资界的新格局,打造了多家新创公司,其中有7家市值超过10亿美元,如领英(LinkedIn)、特斯拉(Tesla)、YouTube等。《支付战争》带领我们回到“PayPal黑帮”最初的战场:山寨产品不断涌现,赤字危机节节逼近,公司几经易主,重组后文化冲突尖锐,网络诈骗汹涌来袭,客服危机迫在眉睫,媒体质疑层出不穷,罢免埃隆·马斯克掀起血雨腥风……当全世界与它为敌,看PayPal如何接受残酷洗礼,浴火重生。

#### 作者简介:

埃里克·杰克逊,PayPal成立初期的高管之一,曾担任PayPal产品营销总监,CapLinked公司的联合创始人兼CEO。



### 货币革命

作者:(美)爱德华·卡斯特罗罗瓦

出版社:中信出版集团

#### 内容简介:

虚拟货币已经渗透到了世界的各个角落。从《暗黑破坏神3》里的金币、Facebook积分到飞行常客里程数,都是虚拟货币的多种形式。虚拟金融世界与真实世界比以往更交融。人们开始猜测未来是否存在这样一种可能:虚拟货币最终取代由政府发行的美元、欧元等实际货币。

身为虚拟经济领域的前瞻者,爱德华·卡斯特罗罗瓦认为虚拟货币为经济、社交和商业活动提供了简便的解决方案,并创造性地提出下一代支付系统将是数字价值转移系统。

为了让读者更深入地理解虚拟货币对未来的影响,他在这本书中对货币的本质、通货的定义、货币发行方资格等都进行了深入的剖析,更对虚拟货币的现状及其对未来将产生的经济、法律、政治影响进行了探索。其中包括政府如何管理虚拟货币、大众如何应对货币变革、如何监管虚拟货币等与实际紧密联系的前沿话题。对于关注虚拟货币、虚拟经济体、关注实体经济变化的读者来说,这本书将回答你的一切疑问。

#### 作者简介:

爱德华·卡斯特罗罗瓦:著名经济学家、美国印第安纳大学教授,因对虚拟世界经济的研究而知名。



### 因缘际会

作者:(美)迈克尔·科达

出版社:机械工业出版社

#### 内容简介:

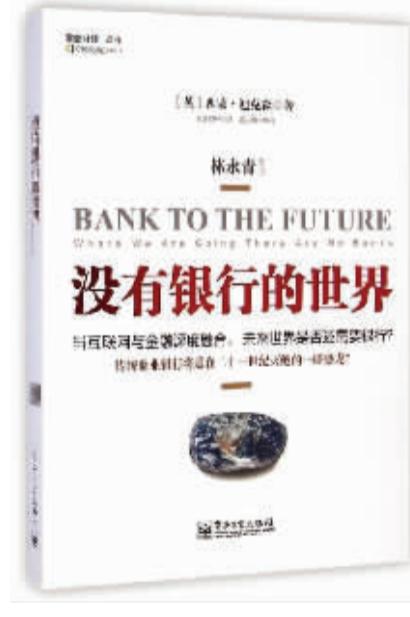
20世纪的美国经历了一个传奇的出版百年,新媒介(电视、电影)一次次将出版从死角中解救出来。美国总统、好莱坞影星巨星、黑帮老大和世界上最难搞定的作家,都不约而同地选择了西蒙·舒斯特的前主编迈克尔·科达做自己的出版人。本书将为你呈现:一位半路出家的编辑,如何不依靠任何背景,坐上出版圈最有名的西蒙·舒斯特总编的位置;一位编辑的金手指,如何成就《总统班底》《教父》《人性的弱点》传世之作;一位编辑,如何从全球最知名的领导人、记者、成功商人、经纪人、影视明星身上挖掘最有价值的出版素材。

#### 作者简介:

迈克尔·科达自1958年加入了西蒙·舒斯特出版公司,从一名助理编辑做起,一直做到西蒙·舒斯特的总编,在其出版生涯中,接触了美国众多的政界要人、金牌经纪人、知名作家,以及好莱坞导演、演员等。他耳闻目睹很多出版大事件,将自己身处的西蒙·舒斯特最辉煌的40年经历整理成这本书,将出版人的故事向读者娓娓道来。



## 未来的银行会是什么样的



作者:西蒙·迪克森  
出版社:电子工业出版社

以可持续的方式允许真正的创新和人类发展;社交网络则使货币创新成为可能,让人们有机会从自由信息的交流中获得世界范围的金钱和资金。社交网络还诞生出了众筹、P2P借贷、微金融平台。众筹的出现让每个有利可图的行业都可以进行融资;P2P借贷让人们具备了所有通向可持续金融的未来的工具;微金融平台与智能手机的移动支付,可满足人们对可持续性的所有要求,使得人们能够在世界各地运用这些颠覆性技术和网络连接就转账给广大的非银行个人或机构。迪克森认为,传统的信用评分机制将逐渐被社会资本评分所取代,在传统银行体系崩溃或政府破产之后会进行银行体系改革,人们也将有机会一劳永逸地选择可持续发展。

随着互联网的融入,传统金融的生态和权力结构正在被瓦解和重构,这已是不争的事实。当下,顺应互联网金融发展的需要,秉承互联网的精神、理念和技术,传统银行业的产品与服务正在朝着以开放、分享、创新、个性、普惠为特征的方向发展,在获客、产品、创新等方面与传统银行模式形成嫁接互补,更大程度地发挥互联网低成本、高效率、开放式、无边界、平等普惠的优势,并将互联网作为主要的营销和客户服务渠道。在具体业务模式上,已然涌现出诸如自金融、微金融、普惠金融、草根金融、远程银行等创新业务模式。这些变化所指向的,都是经济的更加自由。

怀抱经济自由、金融创新的理想追求,近几年来,迪克森创建的一个与“未来银行”同名的众筹网站BankToTheFuture.Com,在业界可谓风生水起。网站致力于打造一个让人们把企业股权或业务卖给别人,以及让投资者参与各种等级投资的在线众筹平台,目前已经成为世界上最高效的融资平台之一。“众筹”平台的出现,对传统的贷款业务模型构成了粉碎性的冲击,传统的金融机构势必将其视作是一个威胁性很大的障碍。但是,正如迪克森在书中所论述的,新兴金融领域一定会沿着“众筹”的模式发展,传统金融机构也一定会面对“众筹”平台。而且,无论融资是来自金融机构

网就可以进行大众融资。他在最近出版的《没有银行的世界》一书中,反思了现代货币金融体系,对金融业的未来作了大胆畅想,为人们“擘画”了一个不受银行约束的开放而自由的经济社会。

迪克森是一位积极的银行业改革者,一贯倡导新技术与新金融的结合。他以英国金融体系为例,列举了银行本身所存在的致命缺陷,阐述了人们对银行的过度依赖,而这种依赖,在互联网时代与日渐发达的“免费经济”产生了严重的错配。他认为,我们正生活在“免费”的债务陷阱中,颠覆性技术的诞生,让我们处于一个史无前例的免费的时代。而以互联网、数字货币、社交网络、众筹、P2P借贷、微型金融平台、智能手机为代表的这七项创新,将会改变人类史上最辉煌的时期。

互联网作为七项创新中最具革命性的技术,它带给人们建立社会资本的能力,让每一个人都可以通过互联网进行投资和融资,同时它也催生了数字货币和社交网络的兴起。数字货币使得全球的货币和金融服务趋于民主化,并

□毛志辉

两年前,埃森哲发布的《2016年的银行业》报告中,对未来银行做过场景化的描述:当你走进银行营业厅时,大堂的显示屏就会出现专门针对你个人的欢迎语;同一时间,你的客户经理早已拿着移动Pad等候你的到来,不仅对你的金融状况了如指掌,而且还准备好了多种可能的投资方案功能参考;甚至你在走动过程中经过大厅内广告牌时,屏幕上便会出现与你极具关联性的个性化广告内容……以拥有一张银行卡为起点,从客户迈入营业厅开始,未来的银行将能够通过智能系统来识别客户、提供差异化的个性服务。

然而,仅仅依靠这些个性化的服务,就能满足人们的需求了吗?未来人们还需要拥有银行卡吗?人们还会在经济生活中那么多地依赖银行?或者说,人们还需要银行吗?

在英国青年创业家西蒙·迪克森看来,传统意义上的银行会在未来遭到颠覆,代之而起的是将是一个“众筹”的时代,人们通过互联

还是银行,“众筹”原则都会运用到去中介化当中。

互联网拥有巨大的变革力量,尤其在推动银行销售和服务渠道,以及银行和客户之间交互方式改变方面,其意义是革命性的。迪克森在考察七项创新技术的基础上,对未来金融行业所作的展望,在一些观点上或许显得过于前卫和激进,但的确值得传统银行业的从业者们深思和警惕。互联网所带来的是一个真正瞬息万变的社会,就像鲍勃·迪伦的歌词描述的那样,“现在缓慢的,瞬间就变快;现在存在的,瞬间就消失;现在的秩序,正飞快瓦解;最前面的,转眼就落后;时代正在改变……”互联网技术脱媒以及去中介化的功能,的确已经将传统的银行业推向了一个尴尬的境地,谁又能知道,银行的明天会变成什么样?

不论银行的明天会怎样,有一点是确定无疑的,那就是人们将在经济上拥有更多选择、在金融支配方式上更加自由。尽管迪克森对传统银行业的未来是悲观的,但他对金融业的未来却充满了乐观的期望。也因此,他在书中极力地主张进行银行业的改革和创新。他希望通过改革创新,来维护一个金融和货币系统稳定的经济环境,减少那些足以造成世界性悲剧的内在隐患;同时,通过参与教育、向政治家宣传、呼吁企业家的支持等途径,进行新的无银行革命。银行业的改革是可预见的,也是不可避免的,“而技术意味着我们可以生活在同一个总有解决办法的丰富世界中”。

“银行到底会不会消失”的话题,已经在公共场合被专家和业内人士反复讨论过,至今仍众说纷纭。作为国内出版的首部系统阐述颠覆性信息技术对传统金融解构与重建的著作,迪克森在书中对银行未来所作的畅想,为我们开拓了新思路和新视野。毫无疑问,决定银行业变革的终极力量,是社会、经济、科技的发展,是客户需求和行为方式的深刻变迁。而金融的本质就是让资源得到有效配置,只要有更好的技术、方法,能够让资源配置更为合理、有效、可持续,那么,无论银行会变成什么样,都值得我们去期待、憧憬和畅想。