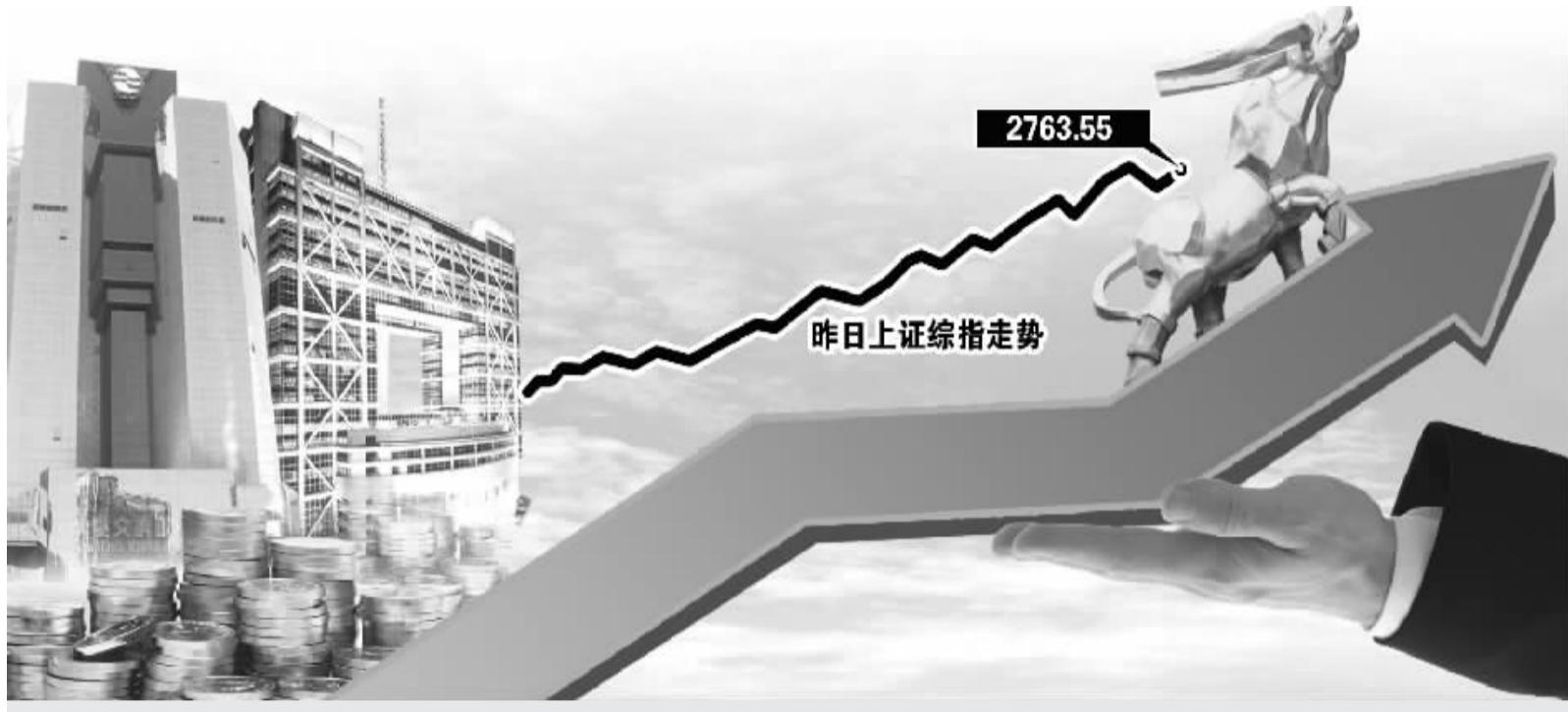


# 杠杆凶猛 两融撬起券商疯牛行情

□本报记者 杜雅文



CFP图片 制图/尹建

即便是最乐观的卖方分析师,一年前恐怕也未预料到当下如此凶猛的杠杆热情。

12月2日,上证指数盘中一度冲高到2777.37点,创近40个月以来新高。融资融券余额一路高歌猛进,从7000亿升级到8000亿仅用了19个交易日。伴随央行降息,一些激进的投资者通过在银行抵押房产套取资金再开通两融业务,采用杠杆叠加的方式入市,券商做多两融业务的热情也持续高涨,并带动券商股疯牛行情。

一些分析师预测,今年年底两融规模突破万亿元是大概率事件,明年则有望达到1.2万亿—1.5万亿元左右。然而,构建在杠杆之上的市场风险显而易见,一旦风向转变融资资金蜂拥而出可能带来断崖式行情,叠加杠杆的投资者可能会面临很大损失。

## 银行套钱再加杠杆入市

“身边的朋友几乎都加了杠杆,其中不乏把房屋抵押给银行套取资金的。”某投资大户对中国证券报记者表示,他出于谨慎考虑一直没有开通两融业务,使得这轮投资业绩被其他激进的朋友甩在了身后。华南地区某上市银行从业人员透露,伴随央行降息,近期到银行抵押房产做贷款的客户明显增多,的确有一些资金曲线进入股市。目前,该行的消费贷款按照房屋评估价值的7折来发放,在基准利率基础上一般上浮40%,按照一年期以下贷款计算,则贷款年利率为7.84%,比两融业务的成本要低。

“目前两融业务的利率一般在8.6%”,有券商营业部的工作人员告诉中国证券报记者,

从银行套取资金的确成本较低,但杠杆倍数受限,于是一些激进的客户会采取杠杆叠加方式,把贷款资金转移到股市后再开通两融业务。另一家券商营业部投顾表示,为了推动客户做两融业务,他们不仅将业务门槛降低至5万元,还对APP进行了升级,客户不再需要到营业部现场办理开通,通过手机即可操作完成。此外,公司还加强考核让他们积极推动客户开通包括两融在内的各项新业务。

在加杠杆的狂热下,两融规模突飞猛进。Wind数据显示,今年4月10日融资融券余额首度突破4000亿元,4月29日又回落到3900多亿元,直到6月17日再度突破4000亿元。过了46个交易日,融资融券余额突破5000亿元关口,

从5000亿元到6000亿元、6000亿元到7000亿元都只用了22个交易日。从7000亿元到8000亿元则缩短到19个交易日。

翻阅各大券商此前的一些证券行业投资策略报告,就会发现即便是明星分析师,对于券商两融业务的发展速度预估也过于保守。据中国证券报记者不完全统计,多家券商分析师给出的2014年度两融业务规模在5000亿元左右。甚至有大券商在2013年上半年认为要达到5000亿元需要三到五年时间。如某明星分析师自称是“最乐观的卖方”,去年做出的预计是2014年融资融券余额有望达到约4600亿元,预计2015年规模可突破6000亿元。

## 两融余额年内或破万亿

从理论上说,两融规模到底可以做到多大?

一些分析师告诉中国证券报记者,这是近期他们调研过程中反复测算过的,方法有很多种,但市场上并不统一。华南一家证券公司两融业务负责人告诉中国证券报记者,市场上多按照市值占比来测算。按国际市场两融余额占总市值2%到4%测算,假设未来5年我国证券总市值以12%的速度增长(过去10年18%),则3%对应1.6万亿元,4%对应2.1万亿元。另外从券商角度来测算,如果按照截至9月末行业净资产8500亿元、杠杆5倍计算,在其他业务都不做的情况下,则极限值是4.25万亿元,不过这种测算只是理论层面上的。

“资金都用于两融业务是不可能的。”某上市券商非银分析师对中国证券报记者

表示,目前证券公司的杠杆率平均不到3倍,虽然一些券商在向两融业务大幅度倾斜,但自营、资管、直投等业务都需要钱。此外,证券行业的杠杆提升到5倍至少需要两到三年时间,乐观来看未来三年左右两融规模将达到2—3万亿元问题不大,明年则预计能达到1.5万亿元。

“预计今年年底到1万亿元问题不大”,另一家上市券商研究所副所长对中国证券报记者表示,业内通常按照市值占比来进行测算,所以两融规模的前提出取决于A股市值情况。他认为难以测算未来两到三年的两融规模,目前的一些测算建立在A股市场持续走牛的前提下。

即便市值占比,也有不同参照体系。有分析师认为,从国际市场看,业务发展到成熟阶段时,融资融券业务余额规模占总市值

的2%—3%左右,如美国两融规模稳定在市值水平的2%,但国内的投资者结构是以散户为主,台湾地区的经验表明,牛市时期两融业务可以达到市场规模的3%至5.5%。因此预计在该业务发展的高速增长期,两融规模占市值比可达5%。

不管测算结果如何,业内都对两融业务未来的发展空间一致看好。首先,参与这一业务的投资者数量会越来越多;其次,券商的融资渠道将有望进一步拓宽,杠杆上限会进一步提升;再次,融资融券标的有望继续向中小板、创业板扩容。此外,随着降息周期开启将降低券商提升杠杆的成本,短期内券商资本中介业务的利差有望扩大。正是在这种逻辑下,券商迎来行情大爆发。证券板块自11月以来出现连续上攻,12月2日均涨幅更是高达9.13%名列第一。

## 杠杆潮涌 风险凶猛

在经纪业务受到互联网证券、“一网通”等不断冲击的情况下,融资融券业务被视为拯救传统经纪业务的“神器”。经纪业务排名靠前的国信证券数据显示,该公司客户信用交易的平均佣金费率高于非信用交易,信用交易如融资融券和约定购回式证券交易等的发展,使公司平均佣金费率水平基本保持稳定。2011年、2012年、2013年和2014年1至6月,信用账户的股票基金交易金额分别占公司股票基金总交易金额的1.56%、5.01%、14.48%和20.28%。

中证协公布的数据也显示,2013年和2014年1至6月融资融券业务利息收入占营业收入比例分别为11.59%和17.56%,已成为证

券公司重要收入来源之一,贡献度在2013年已超过投行等传统业务。从券商披露的2014年半年报、2014年三季报数据来看,融资融券等资本中介业务的快速增长,成为上市券商业绩爆发的助推神器。

这种格局下,两融业务竞争日益激烈,为解决资金瓶颈问题,一些券商抓住时机在资本市场上大规模圈钱,通过IPO、定向增发、H股上市等多种方式补充资本。如华泰证券近期抛出的方案表明公司拟通过港股IPO,短期公司债、次级债、受益凭证以及融出资金资产证券化等五种途径进行融资。有分析人士指出,该公司若全部按上限完成,则至少将为公司提供千亿元级别新增资金。截至10月末,华泰证券

两融余额已达393亿元,在19家上市券商中增速排名第一。

“总体而言,两融业务券商所面临的风险相对较低”,前述上市券商分析师表示,这一业务对投资者来说要求较高。她认为一旦市场风向转变,可能出现融资资金的大规模杀跌,对投资者的风险承担能力提出了较高要求。对一些在银行抵押房产套取贷款资金再转入股市开通两融业务的投资者而言,风险无疑将放大数倍,如果操作不慎将损失惨重。还有业内人士认为,两融业务对券商的内控管理、IT系统都提出了要求,如果盲目扩大规模,有可能导致券商的流动性风险及业务操作风险。

## 资金涌入撑起A股“艳阳天”

□本报实习记者 叶涛

11月下旬以来,A股掀起第四轮逼空上行攻势,不断刷新阶段新高,至昨日收盘,指数更录得2763.55点,距离2800点咫尺之遥。短线指数飙涨背后,是资金面的躁动难安,以央行非对称降息为起点,沪深两市每日成交额出现了平均日增2000亿元的“天量”增幅;具备加杠杆特征的两融资金,也直接从单日四五百亿买入额一步迈入千亿大关。

预计在流动性预期上升、市场风险偏好高涨的背景下,增量资金将成为A股维持强势格局的重要支撑,调整风险虽然不容忽视,但获益机会同样丰富多彩。

### 两融资金跑步进场

增量资金积极入市是近期A股市场主要看点之一,特别是11月27日两市成交额突破6000亿元之后,连续3个交易日该指标分别录得6994.78亿元、6793.72亿元和6624.40亿元,显示本已高烧的资金情绪进一步白热化。

尤其在两融市场上,由于具备加杠杆的特殊属性,亦成为资金博取超额收益的“名利场”。以11月24日为分界点,市场每日融资买入额陡升台阶,日均维持在千亿元规模,较此前500亿元水平大幅翻番。据Wind数据,除11月25日融资买入额录得915.68亿元,低于1000亿元水平外,11月24日至今的交易日,融资买入额分别为1048.90亿元、1004.34亿元、1010.44亿元、1152.48亿元和1133.13亿元;由此,两市融资融券余额也一举突破8000亿元大关,开始朝着9000亿元目标加速前进。

从融资净买入额来看,11月24日以来的绝大多数时间,该指标都维持在百亿元以上,24日当日融资净买入额更达到202.06亿元,表明不仅进场速度加快,资金沉淀在A股市场意愿也十分突出。

相关数据显示,11月20日—12月1日,申万非银金融板块累计获得1301.99亿元融资买入,银行板块次之,累计买入金额为626.40亿元;房地产和医药生物板块紧随其后,各自获得464.54亿元。总量统计,11月20日大盘第四轮上涨以来,市场融资买入额总计达到7113.99亿元,其中融资净买入额为804.66亿元。

## 蓝筹料分化

□本报实习记者 徐文擎

自上周中至今,以行业分级为代表的杠杆指基B份额一马当先,多只分级B数度涨停。业内人士提醒,面对如此盛宴,更要注重防范杠杆指基的套利风险,应区别对待不同行业标的对应的B类份额,后市可关注防御性及低估值品种。

多家券商分析师认为,12月在各路资金积极入市的背景下,大盘仍有进一步冲高动力,可重点配置金融、公用事业、房地产、汽车等受益利率下降的蓝筹板块。

### 结构性行情火爆

10月28日至12月2日,杠杆指基申万菱信申万证券行业B、鹏华非银行B、招商沪深300高贝塔B涨幅均超过100%,华安沪深300B、鹏华地产B、800金融B等8只杠杆指基涨幅均超过50%,同时16只杠杆基金近一周日均成交量超1亿份,呈现量价齐升格局。

济安金信副总经理、基金评价中心主任王群航称,杠杆指基集体暴涨的逻辑非常清晰,业绩表现与所跟踪的标的指数,即特定股票集合及其行业板块直接密切相关,券商、银行、资源、转债、军工等板块近期的轮动行情,让相关杠杆基金的净值、参考净值随着基础市场行情与结构性行情的火爆而不断走高,并形成核心支撑。

金牛理财网基金研究员何法杰表示,对于交易量较小但涨幅居前的分级B要注意其母基金的整体溢价率,对于母基金溢价过高的分级B份额,投资者需防范套利盘涌出,自身来不及出清而可能遭遇跌停的情况,尽量回避整体溢价率水平较高及标的所在行业估值较高的品种,可选择防御性和低估值的品种,例如食品、医药分级B份额。

由于完整套利操作需要3个交易日,11月28日被吸引进场的套利盘有可能会在近日涌出。金牛理财网数据显示,资源B、300高贝B、800有色B、泰信400B的母基金整体

### 金融股成市场“金矿”

随着巨量增量资金进场,不仅指数大幅上扬,行业板块也纷纷获得不错行情。11月20日—12月1日期间,28个申万一级行业悉数上涨,其中非银金融、银行和房地产板块占据涨幅榜前三,具体上涨幅度分别为28.64%、14.02%和11.01%,而且皆跑赢沪指9.35%的区间上涨,与两融资金做多重点不谋而合,显示此轮A股行情中,两融资金已经成为行情的重要驱动力。

尤其12月1日,申万非银金融和银行板块融资买入额即分别达到220.92亿元和134.90亿元,与之对应,昨日A股市场上涨幅最大的板块就是非银金融和银行板块,全天涨幅分别为7.60%和6.77%,涨幅居第三的家用电器板块上涨幅度则只有2.49%。

从金融股持续受捧的格局看,分析人士认为,后市大盘有望大概率维持强势。一方面,作为对指数影响最大的权重板块,金融股受到资金抬升有利于维持指数继续上行;另一方面,股指新高之旅也进一步强化投资者做多逻辑,吸引更多资金流入A股。以周为单位统计,上周市场出现融资净流入的行业,以及融资净流入额超过1亿元的行业均有所增长,尤其是医药和建筑装饰增幅明显,表明在做多金融股的同时,两融资金亦没有放弃其他获益机会,伴随着资金拉动金融股上涨边际效应的显现,医药和建筑装饰板块对资金的吸引力有望提升,相应地,这两块市场的表现也值得期待。

个股角度而言,上周融资净流入的个股有713只,高于前期的516只;上周融资净流出的个股则有182只,低于前期的378只。净偿还与净买入股票数量的此增彼减恰恰体现的是部分投资者多空态度转换。

以涨幅来看,除金融股外,昨日市场上涨幅靠前的两融标的还有不少来自计算机、医药生物、公用事业等领域,这些个股的单日融资买入额增幅也普遍较大,这意味着除行业布局上有所侧重之外,部分行业的重点股票也获得资金关注,在市场风险偏好升温的背景下,不排除这些标的后市延续升势。而且从流动性上看,随着新一轮打新资金的解冻回流,市场资金面充裕格局还将延续,这也为A股赚钱效应的扩散奠定基础。

## 题材将轮动

溢价率均已超过10%,需警惕上折风险,而800金融B、800医药B、商品B、环保B整体溢价率并不高,套利空间小。

王群航认为,在牛市背景下,杠杆指基B份额原本设计的杠杆倍率与参考净值负相关等天然缺陷,由于基础行情的上涨速度快,尽管低杠杆区间的长度依旧,但度过的时间已大幅度缩短,不定期上方折算由此可以很快到来,原始杠杆倍率可以很快恢复,“抢杠杆”的行情特征凸显。

### 后市或现蓝筹分化题材轮动

杠杆指基B份额大涨得益于其背后股票集合的飘红行情。

对于股市大涨,南方基金首席策略分析师杨德龙认为,尽管当前经济依然偏弱,但决策层降低实体经济融资成本决心坚决,市场无风险利率和风险溢价将保持下降态势,利好A股投资价值,其中蓝筹股受益程度更大。

当前,强烈的赚钱效应已经驱动场外资金加速流入A股,单看融资融券方式下,11月单月融资余额增长达到1200亿;再鉴于其他实体投资渠道前景不明,大客户资金异常积极。12月,在各路资金积极入市的背景下,大盘仍有进一步冲高的动力,可以重点配置金融、公用事业、房地产、汽车、家电等受益利率下降的蓝筹板块。

星石投资首席策略师杨玲表示,本次上涨并非昙花一现式的暴动,而是一轮以低估值蓝筹股为主线的大牛行情的全面展开。

也有机构认为,对于前期涨幅过高的权重蓝筹股,如银行、券商、保险等可以适当进行分批获利平仓,逐渐开始关注受益政策主导的小盘股补涨机会,12月历来是高送转概念集中爆发期,部分资金集中炒作相关股票的可能性较大,权重股有望开启分化行情,而题材股将展开轮动,个股赚钱时机有望再次集中体现。