



# 聂庆平：A股新常态 融资融券顺应行情走势

## 深刻认识融资融券“双刃剑”性质

### 两融业务表现与股市大势吻合

中国证券报:有人把去年下半年以来的这波行情评价为“杠杆上的牛市”,而两融是撬动行情的重要力量,您是否认同这一说法?从数据来看,两融杠杆到底给此轮行情带来了多大的影响?

聂庆平:随着实体经济的转型升级和资本市场改革的深化,目前A股市场也已经进入新常态,只不过这一轮的行情和以前相比,多了一个利用融资来投资的功能。

融资融券不论在国内还是国外,都只是资本市场一项基础业务,在成熟市场,其规模随着市场行情的上涨而增加是一种普遍现象,关键在于这种规模变化是否与市场发展相适应。事实上,从2010年开展试点以来,融资融券业务已经平稳运行了四年多时间,在这四年多时间里这一项业务都没有受到市场本身的回暖和走强。

种种迹象来看,我个人认为,此轮行情主要表现为“结构性牛市”:以金融股等大盘蓝筹股为代表的结构性上涨,出现这样的局面主要是因为银行股价值低估、资本市场深化改革使得上市证券公司基本面发生根本改变,加上经济基本面总体平稳,以及“沪港通”试点启动等因素共同作用推动了此轮大盘上涨。

首先,从融资融券业务数据来看,近万亿的融资融券资金主要流向以金融股为代表的权重股,与市场表现契合,体现了以价值投资为主的特征。2014年7月以来,融资买入资金流向大盘蓝筹股的现象比较突出,据统计,融资融券客户累计融资买入926只标的证券,融资买入金额为8.6万亿元,其中证券类主板股票17只,金额9970亿元,占11.54%;银行类主板股票15只,金额6617亿元,占7.66%;保险类主板股票4只,金额2496亿元,占2.89%,三者合计融资买入1.9万亿元,占全部融资买入金额的22.1%。目前三者融资融券余额合计2514亿元,占全部融资融券余额的22.7%。如果再放大标的证券范围统计,从2014年7月至2015年1月19日,融资融券客户累计融资买入沪深市场主板股票677只,累计金额7.2万亿元,占比高达83%,说明融资融券资金主要流向估值较低的蓝筹金融股。(详见右侧表格)

其次,上证指数从2000点涨到目前的3300点左右,大盘蓝筹金融股上涨是主要的推动因素。据统计,上证指数从2014年7月1日2050点持续上涨到2015年1月22日3343点,涨幅63%。期间A股流通市值从20.25万亿元增至33.15万亿元,增加12.9万亿元。其中,沪深300成份股票流通市值增加8.8万亿元,占A股流通市值总增加额的68.2%;金融类股票流通市值增加4.1万亿元,占A股流通市值总增加额的31.8%。由此可见,此轮行情的结构性上涨特征比较突出,大盘蓝筹股股价上涨对大盘指数上涨的贡献度近七成,金融类股票股价上涨贡献度超过三成,这与我国大型银行股估值偏低不无关系。从中美银行股估值比较看,股市上涨前,我国银行股的市净率只有0.6倍左右,市盈率8倍左右,股本收益率(ROE)却高达17%,而美国银行股的股本收益率(ROE)只有5%,但市净率却为2倍左右,市盈率15倍左右。即使是目前我国大盘蓝筹银行股上涨了30%左右,其市盈率、市净率仍处在合理区间。

第三,行情是决定融资融券业务规模增长的主要原因。融资融券业务规模增长与股市行情有直接关系,境外市场融资融券交易量占市场交易量比例约为20%左右,目前日本为15%,美国为18%,我国台湾地区为20%。我国自融资融券业务开展以来,证券公司融资融券余额一直增长缓慢,2014年初,融资融券交易额占市场交易额的比例为7%左右,只是在此轮股市行情启动后呈爆发式增长,目前尽管融资融券余额达到1万亿元,但该比例为19%,与境外市场平均比例接近。

所以总体来看,我认为融资融券业务的表现还是与股票市场大势吻合的,说明投资者看好金融类蓝筹股。是先有牛市,后有融资余额增加,而不是相反。实际上,这些数据也恰恰反映了在大盘蓝筹股估值回升的过程中,市场化的融资买入机制发挥了作用,满足了投资者价值投资的需要。

自2010年3月31日开展融资融券试点业务以来,这一项“新”业务已经在A股市场运行了四年多的时间,但从未像过去几个月那样,获得投资者和舆论密集的关注和讨论:认同者认为,正是融资融券的助力才使得此轮行情牛气冲天;质疑者指出,“杠杆上的牛市”容易过热,不可取。

为了深入了解融资融券业务情况,中国证券报日前专访了中国证券金融公司董事长聂庆平,他认为,此轮行情具有“结构性牛市”特征,融资融券业务只是顺应了行情的走势:去年7月以来,沪深300指数成份股融资买入金额占全市场融资买入金额的比例超过70%,买入资金主要流向以金融股为代表的权重股。

尽管如此,聂庆平坦言,借钱买股本身就是有风险的投资,尤其是行情出现大起大落和标的股票发生“黑天鹅”事件,往往会导致融资客户股票爆仓,出现被强制平仓风险。融资融券是“双刃剑”,投资者一定要审慎利用融资融券的信用放大功能进行股票投资。此外,目前市场上还出现了一些配资公司借钱给投资者炒股,投资者最高可获得5到10倍杠杆的配资,此类社会配资游离于监管之外,门槛低、杠杆高、风险大,建议广大投资者掌握融资融券知识,深刻认识融资融券“双刃剑”性质。

对于下一步融资融券业务的发展方向,他透露,将稳步扩大融资融券标的证券种类和范围,逐步增加融资融券业务的覆盖面,探索建立“负面清单”管理制度,完善融资融券交易机制。证券公司要采取逆周期调节措施加强融资融券业务风险管理,提高融资融券业务的各项风险控制比例,做好投资者适当性管理。逐步完善融券交易机制,积极推动社保基金、公募基金、信托、保险、资管等专业机构投资者和个人参与证券出借业务,扩大券源,促进融资业务和融券业务平衡发展。

2014年7月以来客户融资买入标的证券情况

证券品种			只数	融资买入额 (亿元)	融资买入额占全 市场比重	A股普通交 易额(亿元)	融资买入额占A股普通 交易额比重	融资融券 余额(亿元)	期间平均 涨跌幅
股票	金融	证券	17	9970.01	11.54%	46717.74	21.34%	1113.98	158.41%
		银行	15	6617.03	7.66%	34185.27	19.36%	979.34	60.15%
		保险	4	2496.48	2.89%	12117.93	20.60%	421.02	112.22%
	主板	房地产	61	4381.36	5.07%	21574.87	20.31%	495.91	57.79%
		有色金属	46	3851.93	4.46%	19934.29	19.32%	396.38	32.50%
		医药生物	51	3156.18	3.65%	15554.86	20.29%	431.41	24.05%
		机械设备	38	3380	3.91%	18024.64	18.75%	399.85	69.44%
		国防军工	14	2883.67	3.34%	13766.39	20.95%	280.02	52.46%
		其他行业	431	34964.52	40.48%	173166.8	20.19%	4182.16	—
	主板合计		677	71701.18	83.02%	355042.79	20.20%	8700.05	48.20%
	中小板		176	9436.33	10.93%	50139.98	18.82%	1113.74	22.39%
	创业板		58	3337.82	3.86%	16890.49	19.76%	406.91	19.84%
	股票合计		911	84475.33	97.81%	422073.26	20.01%	10220.7	—
ETF	华泰柏瑞沪深300ETF		1	952.79	1.10%	3546.04	26.87%	465.36	51.26%
	华夏上证50ETF		1	515.3	0.60%	1866.62	27.61%	201.19	60.47%
	嘉实沪深300ETF		1	203.36	0.24%	936.51	21.71%	92.12	52.15%
	其他ETF品种		12	219.72	0.25%	1927.58	11.40%	85.76	48.72%
	全市场合计		926	86366.51	100.00%	430350.01	20.07%	11065.13	—

统计区间:2014年7月1日至2015年1月19日

中国证券报:自从2010年推出融资融券业务以来,已经运行了四年多的时间,您如何总结和评价四年来这个市场的表现?

聂庆平:融资融券业务开展四年多来,总体业务发展平稳,风险控制措施基本到位,对完善资本市场功能起到积极作用。一是融资融券成为资本市场一项重要的基础性制度。改变了我国证券市场一直以来的单边市格局,为资本市场提供了一条制度化、规范化和有监管的资金融通渠道。二是融资融券交易成为一种重要的交易方式。四年多来,客户融资交易日趋活跃,融资买入金额占同期A股总成交额的比重,2012年底为4%,2013年底增至9%,2014年该比重平均为12.9%,至2014年末达到19%左右。客户融资融券活跃度也在增加,2014年,共有896只标的证券发生过融券交易,融券卖出金额达到1.1万亿元,较去年同期增长90%,融券余额为81.8亿元,较去年同期增长169%。三是融资融券客户群体成为一支重要的投资力量。2014年末,融资融券投资者达303万名,较年初增长121%,占A股投资者总数的4%;信用证券账户持仓市值为2.57万亿元,占A股流通总市值的8.2%。四是融资融券业务成为证券公司一项重要的创新业务。2014年,证券公司融资融券业务利息收入大幅增长至446.24亿元,已经成为证券公司的主营业务之一,也为证券公司业务创新提供了工具环境。五是转融通成为融资融券一项重要的配套制度。推出两年多来,试点范围有序扩大,业务规模稳步增长,市场反应积极正面,已经成为融资融券业务的重要资券来源,促进融资融券业务发展、增强市场流动性的作用逐渐显现。下一步,在融资融券业务的完善方面,还是有很多工作需要继续开展。

首先,继续推进完善融资融券交易机制。适应市场发展需要,继续推进融资融券、转融通业务规则的修订完善,稳步扩大融资融券标的证券种类和范围,逐步建立“负面清单”管理制度。推动优化融券和转融券业务模式,丰富券源渠道,拓展融券用途。探索推进证券借贷平台建设,建立健全业务规则体系,简化证券借贷流程环节,推出竞价、议价等交易方式,建立第三方担保品管理制度,提高证券借贷的灵活性和市场化程度。

其次,进一步加强融资融券风险防控工作

中国证券报:目前有不少投资者担心融资融券给市场带来大幅震荡的风险,也担心在类似成飞集成这样的“黑天鹅”事件里,融资融券的投资者会遭遇强行平仓和大幅亏损的风险,从当前情况看,应当如何做好风险防范工作?

聂庆平:截至2015年1月19日,融资融券担保品市值达到2.7万亿元,其中沪深主板股票1.98万亿元,约占73%;中小板和创业板股票5815亿元,约占21%;担保资金1339亿元,约占5%。2014年以来担保证券市值增加约1.6万亿元,其中超过70%来自于沪深主板股票担保市值的增加。融资融券客户平均维持担保比例为232%,自业务启动以来该比例一直高于200%,低于150%的客户数量只占0.5%,业务及客户投资风险总体平稳。

无论怎样讲,借钱买股票都是一件有风险的事情,尤其是行情出现大起大落和标的股票发生“黑天鹅”事件,往往会导致融资客户股票爆仓,出现被强制平仓风险。融资融券是“双刃剑”,投资者一定要审慎利用融资融券的信用放大功能进行股票投资。

客观上,随着标的证券范围的持续扩大,标的证券结构将更加均衡,既会有业绩好的股票,也会有业绩差的股票。从昌九生化、獐子岛、成飞集成等部分股价波动较大的标的股票来看,部分维持担保比例过低、担保证券集中度过高的投资者确实受到了损失。总结海内外市场经验来看,投资者和证券公司都应深刻认识融资融券业务的风险特征,密切关注融资融券业务快速增长带来的风险。

如1929年美国股市大崩盘爆发前,证券经纪商放松了融资保证金比例要求,杠杆比例接近10倍,大量商业银行也开始提供贷款买股票,1929年8月,客户融资余额达到85亿美元,超过了美国当时的流通中货币供应量(M0)。10月股市崩盘后,大量融资客户被证券经纪商追缴保证金,很多投资者根本没有能力补仓,只能抛售止损,进一步压低了股价,造成恶性循环和恐慌性抛售,道琼斯指数由高峰时的381点持续跌到1932年7月8日的41点,市值损失近九成。大量普通投资者欠下巨额贷款,证券经纪商坏账大量增加,有4000家银行倒闭,几乎是当时美国全部银行总数的40%。

美国政府随后出台《证券法》和《证券交易法》,特别对融资融券做出两项规定,把融资融券账户保证金比例提高到25%,1974年1月调整为50%并持续至今;再就是明确卖空提价规则,防止“裸卖空”。借鉴西方金融危机教训,我想在当前形势下平稳开展融资融券

### 融资融券是把“双刃剑”

券业务,证券公司必须高度重视和加强融资融券业务的风险管理,要采取逆周期调节措施,提高融资融券业务的各项风险控制指标,控制好风险:

一是要规范和合理发展融资融券业务。融资融券是把双刃剑,如果制度设计合理、杠杆比例适度、风险控制有效,就能够充分发挥完善交易机制、活跃证券交易、平滑市场波动、促进价格发现,为市场注入流动性等积极作用。但如果肆意放大杠杆,只考虑发展规模,失去对融资融券业务的风险控制,就可能给资本市场的发展带来危害,破坏证券行业的发展秩序,同时损害投资者利益。证券公司要根据自身资本实力和风险管理水平,适当控制经营杠杆,审慎扩大业务规模,确保与公司资本实力和风险管理能力相适应。

二是要遵循业务发展逆周期调节的原则。根据市场具体状况和审慎原则,及时通过调高保证金比例和维持担保比例、调低可充抵保证金证券折算率等市场化手段,合理调节融资融券杠杆率,防范客户业务风险。坚持证券公司总部统一管理授信、合同文本制定、标的证券和担保证券风险盯市、风险控制指标体系跟踪、强行平仓等工作,统一进行流动性风险、信用风险、市场风险、技术系统风险等压力测试,采取相应的风险控制措施。

三是全面强化标的证券和担保证券管理。要建立健全标的证券、担保证券的筛选和调整机制,及时根据市场状况、上市公司变化等情况进行主动管理,调整标的证券、担保证券的范围。强化担保证券集中度管理,对集中度风险比较高的担保证券,及时采取调低折算率、调出担保证券范围等手段,切实防范潜在风险。

四是进一步健全客户风险分析和管理机制。要定期、不定期地对客户资产结构、负债结构、交易习惯、行为特征、信用状况等方面情况进行分析,对集中度较高、担保品风险较大、风险承受能力较低的客户,要审慎控制其融资融券业务规模,与其风险承受能力相匹配。要健全强制平仓的业务规则和程序,通过业务合同对强制平仓条件、固定期限了结以及其他特殊事件处理等事项做出细化约定。进一步加强投资者适当性管理与风险教育,严格执行投资者适当性管理规定,大力宣传融资融券合同契约性和“买者自负”原则,提高投资者风险防控意识,引导投资者理性审慎参与融资融券交易。要特别建议广大投资者认真掌握融资融券知识,了解融资融券风险特性,切实增强融资融券风险意识和防范能力。

此外,目前市场上出现了一些配资公司借钱给投资者炒股,投资者通过缴纳数额不等的保证金,存入配资公司的指定账户中,最高可获得5到10倍杠杆的配资,据媒体报导此类配资规模可能超过1000亿元。正如前面提及的美国市场案例所揭示的,我们认为,此类社会配资游离于监管之外,门槛低、杠杆高、风险大,无标的证券范围管理,容易产生融资爆仓风险。自我国股市设立以来,一旦出现牛市行情,场外股票融资活动通常比较活跃,历史上曾经出现过证券公司违规透支、股票账户三方监管透支、民间金融机构配资、委托理财和国债回购融资等违规融资炒股的情况,由于缺乏公开透明的监管,给证券行业和客户带来了较大的风险。因此,加强对场外融资的监管,合理控制和管理规范的场内融资融券业务发展,对我国资本市场平稳健康发展将具有积极意义。