



系列专题之融资融券专题

证监会宣布启动融资融券试点.....	- 3 -
时隔 12 年 融资融券归来	- 4 -
融资融券的起源和发展.....	- 4 -
融资融券操作攻略	- 5 -
融资融券上马 单边市宣告终结.....	- 6 -
融资融券：稳定市场新举措	- 8 -
融资融券可以充当市场稳定器	- 9 -
融资融券：市场建设迈出一大步.....	- 10 -
融资融券作用在于完善机制.....	- 12 -
融资融券将进一步提升券商经纪业务集中度.....	- 13 -
融资融券对股市影响有多大	- 15 -
融资融券试点可带来 800 亿增量资金	- 16 -
券商将成融资融券业务最大受益者.....	- 17 -
融资融券正反观.....	- 18 -
融券交易不等于“卖空交易”	- 19 -
警惕融资融券业务的“双刃剑效应”	- 21 -
融资融券：这个“游戏”不好玩.....	- 23 -
海外市场融资融券规制扫描	- 25 -
哪些股票有望成为标的证券	- 26 -
封基寄望成融资融券标的物	- 27 -
按不同风险等级确定融资融券费率	- 28 -
融资融券须有交易制度配合.....	- 30 -
如何应对融资融券时代.....	- 32 -
大力开发客户资源 券商积极备战融资融券.....	- 35 -
融资可先行 融券宜暂缓.....	- 36 -



融资融券与投资	- 37 -
融资融券投资细节扫描.....	- 38 -
门槛不会太低 保证金比例会适当提高.....	- 39 -
投资者参与融资融券 ABC	- 41 -
投资者试水融资融券全解析.....	- 43 -
融资融券新事物欲尝鲜先摸清门道	- 45 -
融资融券两次联测时间敲定	- 47 -
融资融券试点将从严从稳 成熟一家推一家.....	- 49 -
券商调查：融资需求远大于融券.....	- 52 -
券商融资融券门槛大多设定 100 万.....	- 53 -
融资融券或“触发”看空 A 股理财产品.....	- 54 -
融资融券推出意味着市场呼唤限售令	- 55 -
券商融资融券试点方案严控风险.....	- 56 -
融资融券：股指期货上市重要推力	- 57 -
11 家券商参加融资融券首次全网测试	- 58 -
融资融券需提升券商风控质量.....	- 59 -

证监会宣布启动融资融券试点

2008年10月06日 来源：上海证券报 本报记者：周翀 商文 马婧好

- 券商须用自有资金和自有证券从事融资融券
- 交易所将公布标的证券, 大盘蓝筹股肯定入围

经国务院同意, 中国证监会将于近期正式启动证券公司融资融券业务试点工作, 以进一步加强我国资本市场基础性制度建设, 不断完善证券交易方式, 继续夯实市场稳定运行的内在基础, 促进资本市场稳定健康发展。

中国证监会有关部门负责人表示, 近期证监会将发布证券公司融资融券业务试点有关问题的通知, 进一步明确试点证券公司的资质条件和标准, 并按照行政许可法的要求, 公示证券公司融资融券业务试点审批内容、标准和程序, 建立公开透明的受理、审核和专家评价制度。上海、深圳证券交易所将适时公布融资融券业务试点标的证券范围和名称。大盘蓝筹股“肯定在融资融券标的证券范围之内”。

试点期间, 证监会对申请试点的证券公司实施窗口指导。试点证券公司将根据自身的实际情况, 通过适当提高融资融券客户的资质条件、资产“门槛”和在本公司从事证券交易的期限, 以及适度提高保证金比例和担保比例等审慎措施, 防范业务风险, 维护行业有序竞争的局面。就投资者而言, 要充分认识到从事融资融券交易, 既可能放大盈利, 也可能加大亏损, 应当在具备一定的证券投资经验和相应的风险承担能力, 并了解熟悉相关业务规则后审慎考虑是否参与此项业务。

据介绍, 证券公司融资融券业务将按照“试点先行、逐步推开”的原则进行, 根据证券公司净资本规模、合规状况、净资本风险控制指标和试点方案准备情况, 择优批准首批符合条件的试点证券公司。之后, 将根据试点情况, 在总结经验, 完善办法的基础上, 逐步扩大试点范围。为适应我国证券市场多样化、差异化的实际情况, 试点单位的范围兼顾不同类型和不同地区的证券公司。试点期间, 只允许证券公司利用自有资金和自有证券从事融资融券业务。同时, 抓紧进行转融通业务的设计和准备。试点工作取得成效后, 融资融券业务将成为我国证券公司的常规业务。

证监会将在启动融资融券试点的同时, 将加强对违规融资活动的打击力度, 禁止任何机构和个人未经批准开展融资融券业务, 严肃查处各种非法的融资融券活动, 保护投资者合法权益, 保障融资融券业务的规范有序发展。

时隔12年 融资融券归来

发布时间：2008-10-06 来源：东方早报

早在1993年，即我国证券市场初创时期，证券公司就已开始为客户提供“透支”服务了。由于当时证券公司自我约束力严重不足，金融监管能力又不高，因此融资融券业务的开展不仅没有发挥其利于完善股价形成机制、活跃市场的目的，反而导致了证券市场泡沫和资金“黑洞”的盛行，导致许多投资者血本无归。到了1996年，证监会考虑到当时的实际情况，明令禁止了该项业务，此后制定的《证券法》采纳了禁绝政策。

2005年10月27日，十届全国人大常委会十八次常委会议审定通过新修订的《证券法》，规定证券公司可以为客户融资融券服务，融资融券得以“重见天日”。

此后的2006年06月30日，证监会发布《证券公司融资融券试点管理办法》(2006年8月1日起施行)。是年，相应准备工作如火如荼，但随着股市一骑绝尘而去，融资融券试点随即搁置。

2008年4月，股市牛头终于低下。当月23日，经国务院常务会议审议通过公布的《证券公司监督管理条例》48条至56条对证券公司的融资融券业务进行了具体的规定。融资融券归去来兮！

融资融券的起源和发展

发布时间：2008-10-08 来源：成都晚报 作者：谢泳涵

融资融券最早起源于美国，是发达国家通行的交易制度。

亚洲市场，日本融资融券发展历史也较为悠久，日本于1951年推出保证金交易制度，保证金率及相关的管理由大藏省进行。1954年日本通过了《证券交易法》，在规范了之前的买空交易的同时，又推出融券卖空制度。

中国台湾市场，1962年就出现了融资融券交易。

中国香港市场，1994年1月融资融券机制正式出台。

A股市场上融资融券业务则开展得更为谨慎。

2006年6月 证监会发布《证券公司融资融券试点管理办法》。

2006年8月 沪深交易所发布《融资融券交易试点实施细则》。

2006年8月 中证登发布《中国证券登记结算有限责任公司融资融券试点登记结算业务实施细则》。

2006年9月 证券业协会制定并公布《融资融券合同必备条款》和《融资融券交易风险揭示书必备条款》。

2008年4月 国务院正式出台《证券公司监督管理条例》(2008年6月1日起实施)、《证券公司风险处置条例》，为金融创新铺路。。

2008年10月 经国务院同意，证监会宣布将启动融资融券试点。

融资融券操作攻略

发布时间：2008-10-06 来源：东方早报

何谓融资融券？

“证券融资融券交易”，又称“证券信用交易”：包括券商对投资者的融资、融券和金融机构对券商的融资、融券四种。市场通常说的“融资融券”，是指券商为投资者提供融资和融券交易。简而言之，融资是借钱买证券；而融券是借证券来卖，然后以证券归还，俗称“卖空”。

融资：即投资者可以凭借自己已经买的股票到券商那去借钱，到期偿还本息。

融券：即投资者向券商借证券（股票）来卖，然后以证券归还，券商出借证券给投资者出售，投资者到期返还相同种类和数量的证券并支付利息。

具体如何操作？

投资者需要事先以资金或证券自有资产向券商交纳一定比例的保证金，将融资买入的证券和融券卖出的资金交给券商。例如在我国香港，初始保证金比例为10%，融资可购买股票为初始保证金的10倍。

与普通证券交易不同，融资融券交易中投资者若不能按时足额偿还资金和证券，券商可以强制平仓。

融资比较容易理解，而所谓融券，也就是说，投资者觉得某只股票要跌，就以自己账户资产为抵押，去券商那借来一定数额该股票，在二级市场上抛出去，等到股价真下跌了，再买回来还给券商，从中赚差价。

对投资者而言，融资融券提供了两种新的交易机制，即交易杠杆和做空机制，交易杠杆将放大投资者的风险和收益。因此对投资者的时机选择能力和价值判断能力都提出了更高的要求，而做空机制则提供了一种新的盈利模式，在做多做空都可以获利的机制中，投资者对市场趋势判断的重要性也将增加。

仿效台湾“双轨制”？

目前国际上流行四种基本的融资融券模式：证券融资公司模式、投资者直接授信模式、证券公司授信的模式以及登记结算公司授信的模式。

国务院4月25日出台的《证券公司监督管理条例》规定，证券公司从事融资融券业务，自有资金或证券不足的，可以向证券金融公司借入，证券金融公司的设立和解散由国务院决定。业内由此推断，即将推出的融资融券最可能借鉴台湾地区的“双轨制”模式，即除试点阶段由券商提供融资融券业务外，未来可能还将成立证券金融公司，对券商和一般投资者同时融资融券。

融资融券上马 单边市宣告终结

发布时间：2008-10-06 来源：证券日报 作者：侯捷宁

融资融券不需 T+0；如果试点良好，保险公司、社保基金都可以作为证券融出方

中国证监会有关部门负责人 5 日表示，经国务院批准，中国证监会将于近期启动证券公司融资融券业务试点工作。试点单位的范围兼顾不同类型和不同地区的证券公司，试点期间只允许证券公司利用自有资金和自有证券从事融资融券业务。他同时强调，如果试点情况良好，那么将启动转融通制度设计，就会成立专门的证券金融公司，不只券商自有证券可以融出，保险公司、社保基金等持有的证券都可以作为证券融出方。

该负责人介绍，近期中国证监会将发布证券公司融资融券业务试点有关问题的通知，进一步明确试点证券公司的资质条件和标准，并按照行政许可法的要求，公示证券公司融资融券业务试点，审批内容、格式、标准和程序，建立公开透明的受理、审核和专家评价制度。“通知发布后，符合条件的券商就可以递交申请材料。”他指出。

此外，针对业内流传的“T+0 试点”可能配合融资融券一齐推出的说法，证监会有关负责人表示，不一定推出融资融券要推出 T+0，融资融券交易方式和现有的交易方式一样。

上海、深圳证券交易所将适时公布融资融券试点的标的证券的范围和名称，试点期间中国证监会也对申请试点的证券公司实施窗口指导，由试点证券公司根据自身的实际情况，通过适当提高融资融券客户的资质条件，资产的门槛，和在本公司从事证券交易的期限，以及适度提高保证金比例和担保比例等审慎措施，防范业务风险，维护行业有序竞争的局面。

试点先行 逐步推开

据该负责人表示，证券公司融资融券将按照试点先行逐步推开的原则进行。目前试点证券公司的家数还没有确定，将根据证券公司的净资本规模，合规状况，净资本风险控制指标和试点方案的准备情况择优批准首批符合条件的试点证券公司，之后将根据试点的情况，在总结经验完善办法的基础上逐步扩大试点范围。

他同时指出，目前试点期间只允许证券公司利用自有资金和自有证券从事融资融券业务，同时抓紧进行转融通业务的设计和准备。试点工作取得成效后融资融券业务将会成为我国证券公司的常规业务。

“在试点初期会重点考虑证券公司风险分类的级别，选择优质的证券公司，主要体现在风险分类处在风险最低，资产质量最好的这一类证券公司。”上述负责人表示，但试点过渡到常规业务以后，会适当放松这方面的限制。

投资者参与有门槛

对于即将推出的融资融券业务，投资者该如何参与也成为了业内关注的热点，对此，上述负责人表示，不是所有投资者都可以参与融资融券活动。证券公司会设定一个门槛，选择客户，将根据客户的资质条件以及信用度等来选择。

据了解，因为在试点阶段，证券公司只能用自有资金和证券进行融资融券，资金和证券都非常有限，但客户比较多，因此证券公司会对资质做一些规定。

此外，由于只有在试点券商开户才能做融资融券业务，所以，为了避免其它非试点券商客户的大量流失，上述负责人透露，将在制度上做一些规定。例如，在试点证券公司开户 18 个月或是两年的客户才能做融资融券业务，尽量保持对原有客户提供融资融券业务。

券商可适度提高保证金比例

根据沪深证券交易所之前发布的《融资融券交易试点实施细则》规定，投资者融资买入证券或融券卖出时，融资或融券保证金比例均不得低于 50%；客户维持担保比例不得低于 130%，所谓客户担保比例，就是证券公司可以实行强行平仓的警戒线。根据这条规定，客户在账户里的资产与负债之比不得低于 130%，否则证券公司可以强行平仓。

对此比例，上述负责人表示，在试点中，证券公司可以对上述比例适当提高。例如，对于保证金比例均不得低于 50%的规定，可以提高到 60%甚至 70%，维持担保比例也可以适当提高，为了把风险控制到最小，提高到 150%也有可能，这样两方面把杠杆对冲，可以有效的控制市场的风险。

加大力度打击违规融资活动

此外，该负责人还表示，中国证监会启动融资融券试点的同时，将加强对违规融资活动的打击力度，禁止任何机构和个人未经批准开展融资融券业务，严肃查处各种非法的融资融券活动，保护投资人利益，保障融资融券业务的规范有序发展。

他强调，现在只允许试点证券公司可以提供融资融券业务，非法的提供融资融券就属于违背了融资融券试点规定。证监会将通过定期检查等方式查处非法的融资融券。

融资融券：稳定市场新举措

发布时间：2008-10-06 来源：中国证券报 作者：申屠青南

证券公司融资融券业务试点即将启动，业内人士认为，这是我国资本市场基础制度建设的又一重要举措，将进一步推动资本市场稳定健康发展。

对资本市场而言，开展融资融券业务，有利于增强市场的内在稳定机制。在完善的市场体系下，融资融券制度能发挥价格稳定器的作用，当某一股票价值低估时，投资者可通过融资买进方式购入该股票，从而促使股价上涨；反之，当市场过度投机，某一股票价格暴涨偏离其实际价值时，投资者可通过融券卖出方式沽出该股票，从而促使其股价下跌。

融资融券交易还可以放大资金和证券供求，增加市场交易量，从而活跃证券市场，增加市场的流动性。统计显示，在欧美市场上，融资交易者的成交额占股市成交的18%—20%左右，台湾地区市场的这一比例甚至有时占到40%。

对投资者而言，融资融券业务的引入为投资者提供了新的盈利模式。融资业务使投资者可以在投资中借助杠杆效应，放大投资收益，而融券业务使投资者在市场下跌的时候也能实现盈利，从而改变了“单边市”状况，提供了规避市场风险的工具。

对证券公司而言，开展融资融券业务，不仅能在一定程度上增加自有资金和自有证券的应用渠道，带来数量不菲的利差收益，还会带来可观的佣金收入。这不仅拓宽了业务范围，还能吸引更多客户群体。

对于有些人士担心的融券“做空”功能，业内人士预计，融资融券试点推出后，现阶段融资规模将远大于融券规模。这是因为在试点阶段，融资融券业务资金和证券的来源为证券公司的自有资金和自有证券，而目前在证券公司的资产结构当中，货币资产比例比较高，证券资产比例相对较少，可用作融券交易标的的证券资产更少。这就意味着，市场出现大量卖空是不可能的，现阶段融资规模会远大于融券规模。而在成熟市场上，也是融资规模明显大于融券规模。更何况，融资融券业务在带来增量资金的同时，并没有带来增量股票，融券交易只是证券公司把手里现有的股票借给了投资者。此外，交易规则中明确规定，“融券卖出的申报价格不得低于该证券的最新成交价；当天没有产生成交的，申报价格不得低于其前收盘价”。这能在一定程度上防止部分参与者利用融券卖空来操纵股票价格。

不过，业内人士也提醒投资者，从事融资融券交易既可以放大盈利，也可能加大亏损，所以投资者应在具备一定证券投资经验和相应风险承受能力，并充分了解熟悉相关业务规则后，审慎考虑是否参与此项业务。

融资融券可以充当市场稳定器

发布时间：2008-10-07 来源：证券时报 作者：陈梦根

证券公司融资融券业务试点即将启动，对于中国证券市场而言，这是制度建设方面的又一重大举措。

融资融券业务是指证券的信用交易模式，常常被认为是证券市场的一种内在稳定机制。作为一种制度安排，在完善的市场体系下，融资融券有助于更好地实现证券的价值发现功能，从而优化资源的配置。

融资融券制度可以充当证券价格的稳定器。对于某只证券，如果市场价格过度偏离其内在价值，意味着资源的配置是低效的。当证券价格低于其内在价值达一定程度时，那些对证券价值有正确认知的投资者可以通过融资以扩大自己的交易能力，购入该种证券，从而推动证券价格更快地向内在价值回归，实现市场均衡。相反，当证券价格高于其内在价值达一定程度时，那些对证券价值有正确认知而未持有该证券的投资者可以通过融券（即卖空机制），卖出该种证券，从而推动证券价格向内在价值回归，实现市场均衡。

理论上，融资融券业务推出后，中国证券市场将增加一种新的信用交易模式，可以扩大投资者的交易能力。借助融资融券制度的价格稳定器作用，可以逐步改变市场单边运行格局，平抑市场的过度波动，打通货币市场和资本市场资金融通渠道，提高市场交易的活跃程度。

然而，笔者认为，必须冷静看待融资融券对市场的影响：

第一，融资融券给股市的直接效应不会太明显。融资融券的实行能够给市场带来一定的新增资金，特别是对券商而言，融资融券业务能够增加其利差收入、提高佣金收入、吸引更多的客户群体。当前沪深股价指数与前期高点相比下跌了约 2/3，股指进入相对低位，市场基础已经比较牢靠，现在推出融资融券业务条件比较成熟，可以避免股指的大起大落。但是，全球经济目前仍然面临较大的不确定性，次贷危机的影响尚难预料，而中国经济正处于周期下行阶段。两相权衡，投资者做空做多的意愿均不会太强烈。

第二，融资融券机制也存在一些负面作用。例如，投资者融资买进的股票在下跌行情中容易出现类似期货交易的“逼仓”现象；融资融券使投机交易变得更加容易，可能加剧市场动荡；保证金杠杆交易既放大收益，也放大损失，加大了投资风险。从国外经验看，在某些极端行情下，融资融券可能加大市场的波动。正因如此，在本轮美国金融危机爆发后，美国、英国、德国、法国、荷兰、瑞士等欧美股票市场相继发布限制沽空令，而亚太地区的澳大利亚、新加坡、巴基斯坦、中国台湾也都紧随其后，先后推出禁空令。

第三，融资融券机制可能加大市场投机。在像中国这样的市场体系不太完善的证券市场中，融资融券可能助长市场投机，从而加大市场的价格波动。

第四，融资融券制度将推动投资者结构的重新调整。对中小散户而言，由于资金实力、信息占有、借贷能力等方面的限制，不太容易参与该业务，很明显，融资融券业务的推出对机构、大户更为有利。

融资融券：市场建设迈出一大步

发布时间：2008-10-07 来源：证券时报 作者：徐炜 陈东

中国证监会日前宣布，将于近期正式启动证券公司融资融券业务试点工作。此次证监会透露出时间表，表明融资融券的推出已是蓄势待发。一方面随着 A 股市场的大幅回落，风险已经得到了有效的释放；另一方面在目前国际市场动荡的格局下，融资融券的出台有进一步呵护市场的意味。

短期内规模有限

我们认为，在试点期间，融资融券的规模有限。

我们简单地通过中信证券和海通证券的中报测算，公司可动用的自有资金的规模在 350 至 400 亿之间，我们假设将以闲置资金的 80% 参与融资业务，那么试点期间这两家券商可能提供的融资规模为 550 亿左右。考虑到风险准备金的提取，实际参与的规模应该少于我们的假设。如果试点范围扩大得更广一点，那么预期在试点期间融资业务可能给市场带来的增量资金在 1000 亿以内。

相较于自有资金，自有证券的规模要更小，由于只有“可供出售金融资产”科目下的标的证券才可用于融券业务，我们统计发现中信证券和海通证券的合计可供出售金融资产仅为 230 亿，还不到自有资金规模的一半。

所以从我们的粗略测算的结果来看，试点期间融资融券业务规模将比较有限，不会给市场带来明显的冲击。但同时由于融券的规模要远小于融资的规模，因此，融资融券业务的推出对市场而言正面的意义更突出。

中长期意义更加显著

关于融资融券在中长期对于证券市场的影响，已经多有论述。其正面的作用主要有以下方面，其中对于市场流动性和成交活跃性的帮助已经被很多实证研究所证明：

完善股价形成机制，增强股票交易的公平性。改变我国股市长久以来的单边市场环境。有效地发现合理价格，避免出现剧烈的波动。

增强证券市场的流动性和连续性。融资融券业务不仅可以增加供需，同时还可以活跃市场上相对沉淀的一些资金。增加成交量。

为投资者提供新的盈利模式，增强其规避投资风险的能力。证券信用交易为投资者提供了进行多样化投资的机会和风险回避的手段，可以满足不同市场主体的投资需求和风险偏好。

我国证券市场不断进行创新，引进股指期货期权、股票期货期权，以及开发 ETF 等新产品，都需要以做空机制为前提。



但是，事物都具有两面性，金融创新同样也可能带来风险，其可能的不利因素在于，近期全球主要证券市场纷纷暂停卖空行为，即很好地表明了特定环境下金融创新也有其风险性和危害性：扩张银行的信用规模，增加金融风险。当宏观经济或市场环境出现波动，可能会出现失控甚至诱发金融危机。具有助涨助跌效应，加大股市波动幅度。投资者往往会有追涨杀跌的行为，从而造成股价大幅的波动；另外回补等行为也会造成短期波动。助长股市投机气氛，滋生操纵股价行为，扰乱市场秩序。近期海外市场散步谣言以便做空牟利的行为就值得警惕。

我国融资融券业务的推出，必然会采取比较谨慎的态度，稳步地推进，有近期海外市场剧烈波动的前车之鉴和前期金融创新所积累的经验，我们认为融资融券的推出不会对市场产生大的冲击，其影响应在可控范围。

政策组合拳持续呵护市场

中国证监会继前期出台“三大救市政策”之后，现在又即将启动投资者所期待的融资融券试点业务，从政策安排来看，融资的规模要明显大于融券的规模，对市场将起到正面的作用。尽管由于其初始的规模有限，对市场的实质性效用不强，但积极的信号仍然是我们不能忽视的。我们认为，管理层在对市场信心重建方面，正在持续地释放出积极的信号。

融资融券业务的出台，直接利好的将是券商行业。同时，作为标的证券的股票，将会获得流动性溢价，也是受益的方向，由于证监会对于标的证券股票的限定要求仍然比较宽泛，符合要求的上市公司有一半多。我们认为从稳健的角度，一开始推出的标的证券股票应该是流通市值靠前的蓝筹股。这些蓝筹股大部分都是央企或国有股东旗下的上市公司，属于近期机构增持密集的板块，在大股东增持期间大股东将不得减持其持有的上市公司股份，这从另外一个方面也增加了市场融资买入这些标的股票的信心。我们认为，围绕着大盘股、央企或国有股东增持的市场热点仍将会在近期得到延续。（作者单位：国金证券研究所）

融资融券作用在于完善机制

2008 年 10 月 07 日 来源：上海证券报 作者：姚炯

中国证监会 5 日在京表示，经国务院同意，将于近期启动证券公司融资融券业务试点工作。

国泰君安：

近期管理层对融资融券试点业务的推进，除完善市场机制的市场内在要求外，在相当程度上也是政府“救市”行动的重要一步。适时推出融资融券业务对市场本身是好事，但如果寄希望于借此挽救股市，可能就是夸大了融资融券业务的作用。但无论如何，在当前的 A 股市场，创新业务的推进给投资者带来信心，这可能比创新业务本身的实际作用更为重要。当然，在挽救低迷股市的救市初衷下，融资先于融券的举措或可在一定程度上起到救市作用，但仍受到信用交易规模的限制。我们认为，在该业务推出初期，受融资融券标的池、参与主体等方面的限制，其业务规模不会太大。

当然，无论说是“救市”，还是“完善市场机制”，我们确实看到了管理层推进创新的切实行动。融资融券业务的推出提供了做空机制，为股指期货等创新业务的推出奠定了基础。作为下一步创新的股指期货，近期市场有消息称，管理层有可能在 2008 年 12 月推出时间表、2009 年 3 月正式推出，当然这种说法的准确性尚未可知。我们的观点是，不要对由权证衍生的期指交易风险过分恐惧，从市场发展与投资者避险等中长期角度看，股指期货还是越早推出越好。

长江证券：

融资融券业务是一把双刃剑，虽说有助于完善股价内在机制，但也可以使市场放大双向波动幅度，美国等金融市场在次贷危机中对金融股做空就是一例，因此，融资融券业务在市场不同阶段扮演着不同角色。在如今市场持续低迷情况下，融资融券将有助于恢复市场信心，增加市场货币资金供给。但是在初期试点情况下，证券公司融资金额将被严格限制，总体融资规模有限。不过出于对心理层面的考虑，融资融券仍是对 A 股市场的重大利好。

在融资融券业务初期，市场规模还比较小，对市场的影响心理作用大于实际作用。并且在开始阶段，由于融券业务必须以自有证券作为融券对象，融券未来价格下跌带来的损失将全部由证券公司自己来承担，因此，证券公司对融券业务的积极性会明显弱于融资业务，融资融券业务的主要角色将由融资业务来扮演。一些质地较好的上市公司，尤其是行业龙头将很可能成为首批融资标的。在融资融券业务双向作用下，将有助于超跌反弹，使股价迅速回归合理。对流动性较好的金融股来说将首当其冲，而受益于新业务的证券类股也将会受到市场追捧。

海通证券：

长假结束之际传闻中的融资融券利好得以兑现，一方面可以理解为近期继印花税政策之后管理层对市场的重视和关注，表明市场前期呼声得到政策认可，这给予投资者一个政策可能连续出台的积极预期。另一方面体现出管理层担忧长假期间美国因 7000 亿美元救市计划颇费周折的获批前后产生的市场大幅波动



可能对A股形成冲击波，从而以融资融券政策来保证A股市场稳定的想法。从以上两个方面来看，管理层维护市场稳定的决心是显而易见的，这种决心和预期对市场的积极作用不可否认。

这是问题的一个方面，而另一方面应该关注该措施本身究竟会给市场带来什么样的影响。从相关人士的表述可以看出，融资融券初期可能带来的是融资规模大于融券规模的格局，或者由于试点范围有限而实际铺开范围不大、影响也有限，对投资者投资行为的影响更多将是心理层面的影响。

从长期来看，融资融券应该是具有双面性的政策，它给市场引入做空机制、平衡了单边市的泡沫压力，使得市场估值趋于合理，但同时也在活跃市场交易的同时也给投资者带来风险。交易杠杆放大和监管难度提高都是未来的新问题，而且对投资者对未来趋势的判断以及对风险的承受能力都提出了更高的要求，不应该简单理解成是利好。

融资融券将进一步提升券商经纪业务集中度

2008年10月07日 来源：上海证券报 作者：国元证券研究中心 副总经理 刘勘

国庆长假期间，随着美国七千亿救市方案的通过，我国央行表示已与有关监管部门制定应对预案，以减少金融危机的影响并维护资本市场秩序。融资融券获批消息也已得到证实，简而言之，融资是借钱买证券，而融券是借证券来卖，然后以证券归还。启动融资融券再现管理层救市的决心。

当前显然是推出融资融券业务较好的时机，由于股市经过大幅调整，市场试点风险可控且较低，试点融资融券客户保证金比例较高，试点证券公司会根据自身情况提高风险控制比例，所以，融资融券业务的财务杠杆效应在如此低迷格局中并不是很大。由于是试点，融资融券业务资金和证券的来源为证券公司的自有资金和自有证券，在证券公司的资产结构中，货币资产比例较高，证券资产比例相对较少，现阶段融资规模会大于融券的规模。现有证券公司的实际情况是融资规模大于融券规模，即便从成熟市场来看，也是融资规模明显大于融券规模。证券公司融资融券业务试点的推出是我国资本市场改革发展的一项重要措施，为证券市场注入新的活力，对促进我国资本市场稳定发展与改革创新具有积极的影响。

证券公司向客户融资、融券，应当向客户收取一定比例的保证金（保证金可以证券充抵）。证券公司应当将收取的保证金以及客户融资买入的全部证券和融券卖出所得全部价款，分别存放在客户信用交易担保证券账户和客户信用交易担保资金账户，作为对该客户融资融券所生债权的担保物。证券公司应当逐日计算客户交存的担保物价值与其所欠债务的比例，当该比例低于最低维持担保比例时，应通知客户在一定的期限内补交差额。客户未能按期交足差额或者到期未偿还债务的，证券公司应立即按照约定处分其担保物。客户交存的担保物价值与其债务的比例超过证券交易所规定水平的，客户可以按照证券交易所的规定和融资融券合同的约定，提取担保物。



按照规定客户融资买入、融券卖出的证券，不得超出证券交易所规定的范围。证券交易所可以对每一证券的市场融资买入量和融券卖出量占其市场流通量的比例、融券卖出的价格作出限制性规定。客户应在与证券公司签订融资融券合同时，向证券公司申报其本人及关联人持有的全部证券账户。客户融券期间，其本人或关联人卖出与所融入证券相同的证券的，客户应当自该事实发生之日起3个交易日内向证券公司申报。

融资融券将直接利好哪些板块与股票？融资融券业务推出后，沪深300成分股中的部分大蓝筹股有望受益。由于融资融券标的证券可能只在一定范围内，试点证券很有可能是部分业绩稳定、市值较大且不容易出现较大振幅的大蓝筹股。随着市场逐步下行到合理的估值区间，大蓝筹股有望成为投资者关注的焦点。券商股由于受到证券市场交易量回落以及融资融券目前只是试点推行规模相对较小的影响，可能会出现一波炒作，后市如何表现仍需相应的业绩支撑。沪深300指数、上证50指数中的样板股今后有望成为融资融券标的物，成为率先受益板块，这对券商股是重大的利好。由于投资者可以融券先行卖出，将来必须购入以偿还，所以该项业务大大提高了“标的物”证券的流动性，从而提高其估值水平。可能成为“标的物”证券的股票必然是大盘蓝筹股，如银行、保险、地产股等。

从国际经验看，融资融券推出后券商业务规模会得到明显增长，信用交易将在一定程度上刺激换手率上升，融资融券业务也将为券商带来稳定的利息收入。此外，随着股票交易量的增加，券商佣金收入也将随之增加。融资融券业务将进一步提升经纪业务集中度，以30%折算系数为例，预计2009年股票交易额将增加32118亿元，新增佣金收入为51亿元，佣金收入增加额占总佣金比例为4.46%。市场活跃度提高将增加券商上市公司的收入，能分享融资融券业务蛋糕的创新类券商将具有更高安全性和更强的业绩增长潜力，建议关注试点创新业务较多、经纪业务市场占有率较高的券商龙头股。

无论是融资买入证券还是融券卖出都给券商现有的资金和证券提供了更多的使用途径，融资等于增加了市场存量资金，融券等于增加了证券流动性，这些都会提高市场成交活跃度，对券商佣金收入提高起到积极的作用，对券商板块的长期利好是毋庸置疑的。

融资融券对股市影响有多大

发布时间：2008-10-06 来源：人民日报 作者：许志峰

证监会宣布，为加强我国资本市场基础性制度建设，不断完善证券交易方式，促进资本市场稳定健康发展，将于近期正式启动证券公司融资融券业务试点工作。

有利于改变“单边市”状况

融资融券交易是世界上大多数证券市场普遍常见的交易方式。融资融券交易可以为投资者提供新的交易方式，有利于改变证券市场“单边市”的状况，为投资者提供了一种规避市场风险的工具。

此外，融资融券交易可以将更多信息融入证券的价格，为市场提供方向相反的证券交易活动，当投资者认为股票价格过高或过低时，可以通过融券卖出或融资买入，这有利于股票价格趋于合理。融资融券交易还可以在在一定程度上放大资金和证券供求，增加市场交易量，从而活跃证券交易，增强证券市场的流动性；拓宽证券公司业务范围，在一定程度上增加证券公司自有资金和自有证券的运用渠道。

将对参与的投资者设“门槛”

融资融券业务中，投资者需要事先以现金或证券等自有资产向证券公司交付一定比例的保证金，并将融资买入的证券或融券卖出所得资金交付证券公司，作为担保物。与普通证券交易不同，融资融券交易中投资者如不能按时、足额偿还资金或证券，证券公司有权进行强制平仓。

证监会有关部门负责人介绍，证券公司融资融券业务将按照“试点先行、逐步推开”的原则进行，根据证券公司净资本规模、合规状况、净资本风险控制指标和试点方案准备情况，择优批准首批符合条件的试点证券公司。之后，将根据试点情况，逐步扩大试点范围。试点期间，只允许证券公司利用自有资金和自有证券从事融资融券业务。

试点期间，试点证券公司将根据自身的实际情况，通过适当提高融资融券客户的资质条件、资产“门槛”和在本公司从事证券交易的期限，以及适度提高保证金比例和担保比例等审慎措施，防范业务风险，维护行业有序竞争的局面。据介绍，试点券商将尽量为现有客户提供融资融券业务，客户在试点券商开户时间的要求，可能是 18 个月或者两年甚至更长。这位负责人提醒，就投资者而言，要充分认识到从事融资融券交易既可能放大盈利，也可能加大亏损，应当在具备一定的证券投资经验和相应的风险承担能力，并了解熟悉相关业务规则后审慎考虑是否参与此项业务。

不会出现大规模卖空

有市场人士认为，目前是推出融资融券业务的较好时机，试点的风险也是可控的。融资融券业务客户保证金比例和维持担保比例比较高，试点证券公司还会根据自身情况提高风险控制比例，融资融券业务的财务杠杆效应实际上并不大。

此外，试点阶段融资融券业务的资金和证券来源为证券公司的自有资金和自有证券，由于目前证券公司资产项下货币资产比例较高，证券资产数量较少，而其中又只有“可供出售金融资产”科目下的标的证券才可用于融券业务，所以现阶段融资规模会远远大于融券规模，市场上不可能出现大量卖空的现象。即便从成熟市场看，普遍情况也都是融资规模明显大于融券规模。因此，推出融资融券业务，将有利于证券市场的稳定。

融资融券试点可带来 800 亿增量资金

发布时间：2008-10-09 来源：中国证券报 作者：朱茵

融资融券业务会给市场带来多少新增资金？多家券商测算认为，试点期间资金供给量有限，但未来这一政策会逐步推动市场交易量放大，成熟市场的融资融券规模大约占市场总量的 15%左右。

申银万国证券研究所认为，在现行融资成本和 40%的融资比例条件下，资金供给增量在 800 亿元左右。有分析员表示，根据《融资融券业务（试点）管理办法》对券商条件的要求，现有 20 家创新类券商 2008 半年报净资产规模 2133 亿元，其货币资产（扣除客户存款）占净资产比例平均 70%左右，未来一年分别按 20%、30%、40%的净资产比例估算融资规模，并以一年期贷款基准利率（7.2%）的融资成本来测算试点期间的股市资金供给[净资产*融资比例/(1+融资利率)]，同时参考历次调息幅度考虑未来降息周期的利率下调空间。测算结果表明，在现行融资成本和 40%融资比例条件下，资金供给增量将在 800 亿元左右，仅占 9 月末流通 A 股市值的 1.62%；如果考虑券商自有资金紧张和做多需求偏弱状况，以 20%比例估计，新增资金额将为 400 亿元。也就是说，试点期间的资金供给增量仅相当于一只大盘股的融资额。

业内人士表示，融资融券业务转为券商常规业务后，将双向放大股市资金供求进而提高流动性。当然这有赖于转融通机制的确立，包括证券金融公司的注册成立以及转融通相关制度的制订。从股市资金的长期供求考虑，这无疑是实质性利好。

一些证券公司融资融券部负责人认为，这一政策的实施有助于证券经纪业务交易量的扩大。

国泰君安表示，日本当年信用交易额是常规交易额的 15%左右。而据长江证券研究部统计，美国经验表明融资融券平均规模是证券公司净资产的 2.27 倍。从台湾地区的情况来看，1993 年以后，融资融券交易每年均占总成交量的 40%以上，1998 年 8 月甚至高达 45%以上，显示出投资人以融资融券交易操作股票的使用率颇高。

东方证券指出，从台湾情况来看，尽管融资交易占信用交易的绝大部分，但在股市运行的不同趋势下，二者也会发生变化。在上世纪 90 年代中后期的上涨过程中，融资额迅速放大且增速明显大于融券规模增速；在 2000 年至 2004 年的股市低迷阶段，融券余额则大幅度增长而融资余额呈现出明显下降。

长江证券研究部表示，可考虑美国和日本市场融资融券业务初期的情况，并考虑到业务的推广程度和客户熟悉度，预计我国未来三年融资融券的规模在股票成交量的 0.5%-1%之间，是证券公司净资产的 0.7 倍-1 倍，因此预计融资融券实际规模（并非融资融券业务规模）约为 2430 亿-4166 亿元。以 4-5 倍的资金周转率计算，证券公司所需动用的资本金在 800 亿元以内。

券商将成融资融券业务最大受益者

2008年10月07日 来源：上海证券报 本报记者：张雪

融资融券业务，对今后券商业绩的影响，成为目前市场关注的话题。部分业内人士认为，券商是融资融券的最大受益者，将有利于公司的长期发展，不过风险与机遇并存，短期内业务收入贡献有限。

将推动券商业绩增长

证券公司在融资融券究竟将扮演何种角色？国泰君安研究所梁静表示，证券公司既是市场的主要中介、又是重要的机构投资者，因而融资融券推出后，证券公司特别是优质的大型上市证券公司将是最大的受益者。他指出，作为融资融券的主体，证券公司可以利用自有资券，为投资者提供融资或融券服务，获取利息收入和佣金收入；作为机构投资者，证券公司利用融资融券进行套利和避险，从而改变自营业务高风险的属性；此外，证券公司还可以作为资券的供给方，参与对证券金融公司的转融通。亦可以股东的身份发起设立证券金融公司，分享证券金融公司的垄断利润；而上市券商，作为融资融券的标的证券，其流动性和价值也将得到提升。

融资融券业务带来的稳定佣金收入及利息收入，将最直接地推动券商业绩的增长。梁静从日本等地的经验分析，融资融券利息收入可占到券商总收入的5%-10%，或经纪业务佣金收入的30%以上；而融资交易额可占到市场总交易额10%-20%。照此估算，融资融券带来的交易额增量，将达到一年4万亿-8万亿元，带来的增量佣金年收入约为120亿-240亿元。

短期收入贡献有限

业内人士还指出，从长远的角度来看，融资融券业务对券商业的影响将是全方位的。梁静指出，除了可以推动市场交易活跃，带来增量经纪佣金收入，对试点证券公司而言，更具意义的是能够增强对优质客户的吸引力，快速提升经纪业务市场份额。他预计，该业务的开展，将加速经纪业务市场份额向试点券商集中，从而改变经纪业务竞争格局。长江证券研究所刘俊也认为，融资融券业务，对优化证券公司收入结构、提高整体资金投资收益、以及扩大资本运作规模等多方面，将产生深远的影响。

虽然业内均认同融资融券业务将有利于券商的长期发展，但也有分析人士估计，此项业务初期发展缓慢，短期内对业务收入贡献有限。

梁静预计，未来3年，券商实现的融资融券相关收入分别为64亿元、134亿元和219亿元，对净收入的贡献度分别为3%、6%和8%，影响还十分有限。长江证券研究所刘俊还指出，融资融券对证券公司而言，并非无风险利差业务。由于缺乏股指期货等对冲交易工具，也缺乏资金和证券的拆借渠道，即风险转移机制，目前证券公司开展融资融券业务，带有与客户“对赌”的性质，存在本金损失和机会成本增加的风险。他认为，证券公司对待融资融券业务也持谨慎态度，短期内业务收入贡献有限。

融资融券正反观

发布时间：2008-10-06 来源：证券时报 作者：元一

中国证监会有关部门负责人5日在京表示，经国务院同意，中国证监会将于近期启动证券公司融资融券业务试点工作。如何看待融资融券对目前A股的影响，是投资者关心的焦点。

从理论上讲，融资融券具有四大作用：一是融资融券交易可以将更多信息融入证券价格，可以为市场提供方向相反的交易活动，当投资者认为股票价格过高和过低，可以通过融资的买入和融券的卖出促使股票价格趋于合理，有助于市场内在价格稳定机制的形成。二是融资融券交易可以在一定程度上放大资金和证券供求，增加市场的交易量，从而活跃证券市场，增加证券市场的流动性。三是融资融券交易可以为投资者提供新的交易方式，可以改变证券市场单边式局面，为投资者提供规避市场风险的工具。四是融资融券可以拓宽证券公司业务范围，在一定程度上增加证券公司自有资金和自有证券的应用渠道，在实施转融通后可以增加其他资金和证券融通配置方式，提高金融资产运用效率。

因此，一些市场人士认为，目前是推出融资融券业务较好时机，试点风险可控，试点规定的融资融券客户保证金比例比较高，试点证券公司还会根据自身情况提高风险控制比例，所以融资融券业务的财务杠杆效益并不是很大。由于试点阶段，融资融券业务资金和证券的来源为证券公司的自有资金和自有证券，而目前在证券公司的资产结构当中，货币资产比例比较高，证券资产比例相对较少，其中只有可供出售的金融资产科目下的标的证券才用于融券业务，现阶段融资规模会大于融券的规模。市场出现大量卖空是不可能的。根据现有证券公司的实际情况，也是融资规模大于融券规模，即便从成熟市场来看，也是融资规模明显大于融券规模。证券公司融资融券业务试点的推出是我国资本市场改革发展的一项重要措施，也为当前的证券市场注入新的活力，对促进我国资本市场稳定发展与改革创新具有积极的意义。

不过，也有市场人士认为，作为一项试行的金融政策，融资融券初推出时步子不可能迈得很大，融资额度、融资条件和融券额度、融券条件都应该有较严格的限制，其对市场供求关系的影响将会很小，因此制度本身带来的实质性影响将远远小于其作为利好对投资人的心理影响。这样看来，融资融券政策只会产生短期刺激效应，推出前夕和推出之时可能刺激市场反弹，却不能改变市场中长期趋势。受该政策影响最大的券商板块在政策朦胧利好时有了走强契机，甚至可能产生一波力度不错的反弹。但是，由于融资融券初推出时业务规模有限，对券商的业绩贡献实际上不会太大，因此券商股也不会因此而具备中长期走好的基础。

融券交易不等于“卖空交易”

发布时间：2008-10-17 来源：上海证券报 作者：邵刚

证券公司融资融券业务试点渐近。针对市场上出现的“融券交易=卖空交易”的理解，熟悉此项制度设计的有关权威人士表示，融资融券交易与卖空交易是有区别的，“融券交易”并不等于“卖空交易”，我国尚未建立一些境外市场上存在的卖空交易机制。现阶段，我国市场上的融券规模将远远小于融资规模，融资融券业务试点推出后，市场料将主要表现为资金量增加。

不可简单理解融券为卖空

有关人士介绍说，一些国外市场上存在的“卖空”机制，含义是指投资者如预期未来证券价格将会下跌，则在手中没有证券的情况下，先进行卖出交易，而后再借入相关证券。而我国即将推出的业务试点中的融券交易，则要求投资者先借入股票再卖出，卖出的前提条件是投资者证券账户中要有真实股票，不得先卖空，再借入。

同时，一般意义上的卖空行为，必须得到交易机制的允许。目前我国尚未建立卖空交易机制，即使在融资融券试点推出后，暂时也不会建立这种交易机制。“例如，按照上海证券交易所的规定，投资者从事证券卖出交易时，其账户中一定要有真实的股票。在没有真实股票的情况下，不能进行卖出交易。”“我国的融券交易，要求投资者在有抵押、交纳一定数额保证金的基础上，按一定比例向证券公司借券卖出。”有关人士指出，这种交易虽然存在一定的卖空特征，但因抵押担保机制的存在，事实上类似于信贷行为，与一般意义的“卖空”决不可同日而语，也不意味着我国建立起卖空交易机制。

制度设计显著区别于卖空

我国融资融券业务的制度设计，从标的证券范围、担保品范围到交易规则，均显著区别于一般理解的卖空制度。有关人士表示，在现阶段融券业务对市场的影响不大，不会出现大规模做空，融券规模将远远小于融资规模。如果将融券业务理解为看跌因素，将融资业务理解为看涨因素的话，那么融资融券业务试点推出后，融资将远远多于融券，看涨因素远远大于看跌因素。

具体来说，我国融资融券业务制度设计中，对担保品、标的证券范围和交易杠杆比例均有严格规定。其中，担保品包括一部分可流通证券以及一定级别以上的债券等资产，计算担保品价值时，需参照一定的折算率。就融券业务而言，可进行融券交易的标的证券范围非常小，基本上限制在指数成分股之内。在交易杠杆比例方面，相关业务规则已经确立了50%的初始保证金比例要求，同时，随着股票价格的波动，投资者还要满足维持保证金比例130%的要求，在一定时期需追加保证金。另外，投资者向证券公司融券还要承担利息，对融券者形成了一定的成本约束。上述制度设计，均对交易杠杆比例形成了直接和间接控制，融券做空交易的杠杆比例“很可能不到一倍”。

同时，在对试点券商资质进行评估时，监管部门重点关注了券商的净资本指标，这意味着试点券商的资金较为充裕，很大程度上可以满足融资需求；同时，由于在转融通制度建立之前，只允许券商用自有证



券开展融券业务，不允许券商相互借券，也不允许券商挪用客户证券，因此，可用于融券的证券数量很少，客观上也限制了融券业务的规模。

融券做空报价须高于前日价格

有关人士介绍说，为避免融资融券交易过程中出现市场操纵行为，监管部门设定了比较严格的监管规则，包括：融券做空的报价必须要高于前一交易日价格，交易所会对融券做空交易行为进行前端控制；单只股票融资融券的交易金额超过股票成交量 25%时，要暂停该股票的融资融券交易，以限制投资者利用杠杆操纵股票价格；交易所可以在有明显的市场操纵和卖空迹象的时候，自主调整保证金比例和担保品折算率；监管部门还可以通过对证券公司进行窗口指导发挥导向作用；单个投资者买卖股票超过 5%，要举牌并遵守信息披露等方面的相关规定。

警惕融资融券业务的“双刃剑效应”

发布时间：2008-10-06 来源：东方早报 作者：陆志明

继印花税改为单边征收、央企回购依次展开之后，证监会在完善证券市场交易制度方面再出重拳——此前酝酿已久的融资融券业务终于开始试点。中国证监会有关部门负责人10月5日宣布：经国务院同意，中国证监会将于近期发布证券公司融资融券业务试点工作有关问题的通知，进一步明确相关试点证券公司的实施细则。

融资融券是指以抵押保证金的形式从相关中介机构借取资金或证券进行市场交易。如在证券价格低位时缴纳保证金从中介机构借入资金买入证券，以期在证券价格走高之后卖出，在归还中介机构借入资金的同时赚取差价；在证券价格高位时缴纳保证金从中介机构借入证券卖出，以期在证券价格走低之后低价买回同种证券，在归还中介机构借入证券的同时赚取差价。

融资融券从本质上来说应归属于保证金杠杆放大交易模式，与具体的买卖多空行为并无必然联系。也就是说融资融券既可从事做多交易，也可从事做空交易。其多空方向取决于交易者具体的行为模式和对市场未来前景的判断。只不过在此项试点正式施行之前，我们沪深两市尚未出现符合一般市场做空模式的交易机制，因而对于广大投资者而言才会产生融资融券与市场做空等同的感觉。当然，融券业务的推广也可视为我国证券市场做空交易机制逐步完善的重要标志。除了融资融券以外，T+0交易、股指期货应属市场下一步需要不断完善的制度类型。

作为一项金融市场交易制度，就其本身而言，融资融券业务或许不带任何正面或负面价值。但是当这项业务由具体的市场交易者来执行时，市场各方，包括监管层在内就必须清楚这一保证金交易业务背后所隐藏的扩张风险与收益的“双刃剑效应”，并据此进行客观的分析和判断。

首先，从融资融券业务实施的微观层面来看，虽然目前尚未出台具体实施细则，但从已有的释放信息来看，试点工作将会在“风险可控”的范围内实施。比如规定的融资融券客户保证金比例比较高，试点证券公司还会根据自身情况提高风险控制比例，以此来控制相应的杠杆风险。但是需要看到的是即便是保持较高的保证金比例，也同样是杠杆交易，其风险依然不可小视。同时，如果保证金比例过高也会给交易者带来不必要的风险。因为交易者可能因为市场短期的剧烈波动而面临不得不平仓的窘境，从而无法实现其中期看涨或看跌的预设目标。

此外，目前对融资融券业务的官方解释中提及：从成熟市场来看，融资规模明显大于融券规模，我国不会出现大规模的卖空交易。实际上对于融资融券的实证研究都是基于较长样本长度，通常数年数十年不等。从长周期的角度来看，证券市场始终是伴随着经济增长而不断上行的，这不难解释从长期来看，融资规模明显会大于融券规模。

但是这不太适用于短期证券市场的随机波动性，事实上，在证券市场处于谷底，并开始上行时期，融资规模将大于融券规模；而当证券市场从高位回落时，融券规模将大于融资规模。至于何时进行融资、何时进行融券则主要取决于市场交易者对于波谷与波峰的判断。如果交易者认为市场谷底仍未到达，那么最为有利的选择依然是融券做空。



其次，从目前融资融券业务展开的宏观背景来看，美国国会虽然于近期通过 7000 亿美元的救市计划，但市场各方对该计划尚存争议，具体实施效果仍有待时间来检验。甚至考虑到经济政策的滞后效应，即使该方案立即实行并产生正面效应，也必须在数月乃至一年的时间后才能产生实质性的效果。

从以往美联储与布什政府对金融市场的拯救来看，大型金融机构的国有化并未能够有效的提振市场信心，大型金融机构的财务问题依然不断曝光。而美联储固执地认为目前经济不景气是由于信贷市场紧缩也有失周全，目前金融经济的损坏早已对实体经济造成了损坏。一旦实体经济损坏，必然会对金融经济产生更深层的负面冲击，甚至形成相互恶化的“负反馈”机制，这也不是仅仅依靠扩张信贷在短期内能够解决的问题，必须将货币政策与其他经济促进政策搭配使用才能治本。

正是由于国际经济环境的不确定性，与其对中国实体、金融经济的潜在冲击，中国证券市场依然存在低位徘徊的可能。如果加入融资融券扩大市场收益与风险的效应，那么证券市场的风险可能会被放大。

融资融券：这个“游戏”不好玩

发布时间：2008-10-12 来源：中国证券报 作者：贺辉红

上周日，证监会宣布将于近期推出融资融券业务。国内资本市场将因此向前迈出一大步。但对于普通的投资者而言，融资融券是否就是一条财富之路呢？私募人士认为，融资融券说起来容易，但做起来并没有想象的那么简单，它可能只是少数人的游戏。

一招失误满盘皆输

“九月份做空雷曼兄弟赚了不少。”作为本轮金融危机的赢家，上海鑫狮投资执行总裁、海归私募迈克吴说起话来有些飘飘然。A股推出融资融券在即，记者带着一些新奇采访了他。

据迈克吴介绍，融资最大的优势就是在牛市上升期间，只要涨势依然保持，那么融资交易可以用杠杆放大交易者的仓位，例如：本来有100元，如果融资范围是1:1，那么交易者等于可以买入价值200元的股票仓位，这在牛市中是可以放大1倍的成交量，放大1倍的利润。但是，如果融资者对大盘和个股的分析判断错误，而在牛市头部或者是V字形下跌途中左侧来运用融资买股，那么融资就是一把双刃剑。同样是1:1的融资仓位，如果本金是100元，融资100元，200元的总仓位，一旦仓位市值下跌45-48%，券商就会强行平仓，这也意味着投资者的本金将损失殆尽。这个过程，在过去几天的华尔街上演得淋漓尽致。

迈克吴说，融券对于中小投资者来说更难。融券就是沽空。没有经验的投资者会认为股价从10元涨到100元就很高了，而且会一厢情愿地认为股价要下跌，于是去融券沽空，但牛市中沽空十分困难，因为无法猜到什么时候是股价的终极头部。99%的老手沽空股票都会失败，因为无法把握好正确的时间。

迈克吴表示，沽空的成功与否取决于一些因素。首先，股票是不是有3-4轮的大幅度上涨，并出现回调无法创新高的现象。其次，股票所在板块是否存在整体走弱迹象。第三，也是沽空的关键，就是能否正确判断大盘行情已经进入了空头。第四，就是一定要在股价几次反弹失败无法创新高后入场开始做空，做空一定要依附于“机构开始大幅度减持”的时候开始，时间是第一要素，而不应计较做空对象股价是高是低。因为股价在熊市中可能越来越低，所以一定要在“墙倒众人推的时间”开始入场融券沽空。

迈克吴表示，融资融券只是少数人的游戏，普通投资者最好不要玩，巴菲特也说不要负债炒股，而融资融券实际上就是一种负债炒股的形式。

不是牛熊转换的关键

迈克吴表示，融资融券本身不会导致牛熊转换。融资融券如果是在错误的时间使用，非但不会有价值发现和理性，相反会使市场更加动荡，因为股票的价值发现只有两个标准：即公司的盈利能力和大盘是否走牛。通过融资融券发现价值那是假话，如果人家都把仓位建好了，能叫价值发现吗？那只是价值实现而已。



来自朝阳永续平台的一位私募经理则表示，融资必然给证券市场带来增量资金，这对市场将产生积极的推动作用。此外，融资融券有促进交易活跃以及完善市场价格发现的作用。欧美市场融资交易者的成交额占股市成交的 18%-20%，台湾市场甚至有时占到 40%，而卖空机制则将改变原来单边市的局面，为投资者提供了新的盈利模式。

但他也表示，融资融券可能助涨助跌，增大市场的波动，而且可能放大金融体系的系统性风险。在 1996 年的大牛市中，有些证券公司允许大户透支，在当年 12 月股票集体跌停时，若干大户被强行平仓，教训非常惨痛。美国本次爆发金融危机，在一定程度上也是部分投资银行没有控制风险，贷出资金超出法定比例引起的。

融资融券本身是一种金融衍生品，它的特性并不能改变经济运行趋势，而是顺着这个趋势有一个放大效应。当前全球都在竭力救市，美、英等国更是多次采用限空令。在这一背景下，如果把融资融券当做一项救市政策，着实难以理解。

私募异常理性

证监会公布融资融券消息后，私募界的人士也有不少讨论。不少私募人士认为，至少从目前看，不能把融资融券理解成一个救市措施，更应该把它理解成一个治市措施。

浙江海源投资副总经理陈巍强在接受采访时反问记者：“在经济增速明显放缓，整体性制度仍不完善的情况下，就靠这么点小打小闹，你觉得机会大吗？现在的情况是人心散了，队伍不好带了。”

北京安保资产管理投资总监陈铭表示，即使融资融券推出，短期也看不到什么特别好的机会，中长期来看，如果配合 T+0 等措施，会使市场的流动性有所好转。他认为，融资融券反而可能会助涨助跌。目前实施细则还未出台，也许融券可能会要等到一个合适的点位再推出，而且可能会很慎重。

上海知名私募基金经理陈晓阳表示，目前融资融券还只是试点，机会不会太大。后期推广开来，按照成熟市场的融资融券规模大约占市场总量的 15%左右估计，会存在不少参与机会。

一位出自“德隆系”的私募基金经理一语中的。他说：“现在世道不好，券商手中能够用于融券的股票总市值更低。另外，一开始只有几个券商试点，真正能够对市场形成影响力的并不会太多。我估计一年之内不会有很大的市场影响。因此，不妨把这个举措理解为一次制度建设。”

从本周的市场表现来看，融资融券并未给市场带来多大惊喜。反而券商股在利好消息兑现之后，多数连续两个交易日封死涨停板。融资融券本身又是否能够扭转这种“见光死”的行情呢？分析人士认为，如果经济基本面不能根本好转，在“大小非”的推波助澜下，融资融券在某种程度上更可能放大恐慌。投身股市不能只盯着政策，更多地应将眼光投向全球经济面。

海外市场融资融券規制扫描

发布时间：2008-10-06 来源：证券时报 作者：张媛媛

据了解，各国(地区)在融资融券业务的管理、具体操作方面有着不同的规定和体制。

首先，从选券标准来看，美国对于通过融资购买的证券有严格规定。在美国使用贷款购买的证券必须符合两个条件：其一，是在全国性的证券交易所上市交易的证券，或者是在场外柜台市场交易很活跃的证券；其二，必须是在证券交易委员会开列名单上的证券。日本对信用交易证券的限制就更为严格。

其次，从证券公司的资、券来源来看，海外证券公司资金来源主要包括自有资金、符合条件的货币市场资金、客户账户贷方余额、各类保证金及担保款项、向证券公司转融通等，其证券来源主要包括证券公司自有证券、客户融资担保证券、抵缴证券、同业拆借、委托人托管证券、向证券金融公司转融通、向证券持有方公开标借议借和标购等。

再次，从保证金比例来看，有的市场只对初始保证金比率作出规定，有的市场则对两者均作规定。

第四，从信用客户选取标准来看，由于证券公司在融资融券的信用交易活动中面临一定程度的客户信用风险，因此各个市场都对信用交易客户作出了一定的选取标准，以我国台湾地区信用交易为例，客户开户条件为：一是年满 20 岁有民事行为能力的居民或法人；二是开立受托买卖账户满六个月；三是最近一年内委托买卖成交十笔以上，累计成交金额达所申请融资额度的 50%；四是最近一年所得及各种财产计达所申请融资额度的 30%。

另外，从账户管理来看，世界各国(地区)有关信用交易的账户设置机制有着明显的差别。总的来看包括信用交易账户、现金账户、备忘账户、证券公司或经纪人信贷账户以及为非权益类证券(如债券)提供信用交易的账户等。

最后，从信用期限来看，美国融资融券的信用交易并没有明确的期限要求，但纽约证券交易所却规定信用交易户违反常规保证金维持率的要求之后补交现金的期限为 15 个工作日。

哪些股票有望成为标的证券

发布时间：2008-10-06 来源：中国证券报 作者：吴铭

哪些上市公司股票能够成为融资融券标的证券，是市场投资者比较关注的问题。根据 2006 年 4 月公布的沪深证券交易所融资融券交易试点实施细则规定，作为融资买入标的证券和融券卖出标的证券，须经交易所许可并由交易所向市场公布，标的证券为股票的，要满足上市时间、流通股本或市值、股东人数及交易流动性、波动性等方面的一定条件。

沪深交易所实施细则规定，融资融券标的股票应当在交易所上市交易满三个月。融资买入标的股票的流通股本不少于 1 亿股或流通市值不低于 5 亿元，融券卖出标的股票的流通股本不少于 2 亿股或流通市值不低于 8 亿元。从股票集中度看，细则规定其股东人数不少于 4000 人。

就交易流动性、波动性指标而言，实施细则要求标的股票在过去 3 个月内日均换手率不低于基准指数日均换手率的 20%；日均涨跌幅平均值与基准指数涨跌幅平均值的偏离值不超过 4%；波动幅度不超过基准指数波动幅度的 5 倍以上。

此外，股票发行公司被要求已完成股权分置改革，股票交易未被交易所实行特别处理，以及交易所规定的其他条件。

初步统计，两市已完成股改、股票交易未被特别处理，且流通股本不少于 1 亿股的股票多达近 1100 只，不少于 2 亿股的股票有 680 多只。如果考虑到股东人数、交易流动性、波动性等指标，融资融券标的股票的可选范围将进一步缩减。

实际上，融资融券标的证券并不仅限于符合实施细则规定的股票，还包括了证券投资基金、债券及其他证券。

目前沪深证券交易所均表示，将按照“从严到宽、从少到多、逐步扩大”的原则，从满足实施细则规定的证券范围内，审核、选取并确定试点初期可作为标的证券的名单，并向市场公布。

根据相关解读，证券公司可以根据自身业务经营情况、市场状况以及客户资信等因素，自行确定标的证券名单，但向其客户公布的标的证券名单，不得超出交易所公布的标的证券范围。因此，投资者融资买入、融券卖出的标的证券必须在交易所公布的标的证券范围内，同时也必须在证券公司自行确定的标的证券名单上。

值得投资者注意的是，当证券出现被调出标的证券范围情况时，在调整实施前未了结的融资融券关系仍然有效，投资者可以选择在到期日了结相关融资融券关系，也可以根据其与服务公司的约定选择提前了结融资融券关系。标的证券暂停交易，未确定恢复交易日或恢复交易日在融资融券债务到期日之后的，投资者可以选择延长融资融券关系期限，也可以根据其与服务公司的约定选择提前了结融资融券关系。

封基寄望成融资融券标的物

发布时间：2008-10-08 来源：证券时报 作者：程满清

封基平均折价率超过 20%，投资机会优于 ETF 和 LOF 基金

证监会宣布将于近期正式启动融资融券业务试点工作，虽然业内人士认为基金公司直接参与融资融券业务面临多道关口，但场内可交易基金尤其是封闭式基金寄望成为融资融券标的物，将可能因此迎来价值发现的新机遇。

“按照 2006 年 8 月份上交所和深交所所公布的融资融券相关细则，包括封闭式基金、LOF 以及 ETF 的场内基金，均满足融资融券标的物的条件且具有多种优势，股票相对而言则限制条件较多。”银河证券基金研究中心负责人胡立峰表示。

场内基金可作优质标的物

据介绍，作为融资买入标的证券和融券卖出标的证券一般包括股票、证券投资基金、债券及其他证券。相比较而言，股票要满足上市交易时间、流通市值、股东人数、交易换手率等一系列条件；目前的 65 只场内可交易型基金全部满足标的证券的条件，且具有“T+1”甚至是“T+0”交易的较高效率、交易手续费低、免征印花税等多种优势。

在此基础上，按照上交所和深交所两年前所公布的相关细则，场内可交易基金的保证金折算比例也高于股票。一般来说，冲抵保证金的证券，在计算保证金金额时应当以证券市值或净值按一定折算率进行折算：上证 180 指数成份股股票或深证 100 指数成份股股票的折算率最高不超过 70%，非主要指数成份股股票的折算率最高不超过 65%；ETF 基金折算率最高不超过 90%；国债折算率最高不超过 95%；封闭式基金、LOF 基金和债券折算率最高不超过 80%。

胡立峰表示，上述一系列因素决定了场内可交易基金可以作为融资融券的良好标的物。

封基面临机遇最“抢眼”

国金证券基金分析师张剑辉认为，如果此次试点具体办法正式确定场内基金可以作为融资融券的标的物，那么封闭式基金由于具有高折价率优势，其受到青睐的程度将大于 ETF 和 LOF 基金。“受到跨市场套利等因素的影响，ETF 和 LOF 不可能出现较大的折价，但封基目前的平均折价率超过 20%，蕴含着非常可观的折价收益，投资者可充分挖掘其中的交易性价值。”

张剑辉进一步分析，从稳健的角度来看，剩余存续期较短、折价率将逐步回归的封基将更具吸引力；但如果从短期投机的角度来看，折价率较高的封基将更具吸引力，因为其价值回归的空间要更大。“无论如何，一旦此次融资融券试点确定封闭式基金可以作为标的物，将极大改善目前封基的流动性并促进其价值发现。”

胡立峰还建议，由于融资标的物强调其内在价值，投资者应适当回避溢价幅度较高的基金。

按不同风险等级确定融资融券费率

发布时间：2008-10-07 来源：中国证券报 作者：朱茵

证监会宣布融资融券业务试点近期将启动后，昨日几家大券商的信用交易部门或融资融券部门的有关人士表示，正在积极准备融资融券工作，但现在还不能确定能否进入首批试点行列。业内人士称，对于试点券商来说，融资融券的利率、回报以及收取的费用等关键问题，目前尚无明确答案。建议按照不同的风险级别来确定费率。

预计先推融资再启动融券

业内人士分析，融资融券业务推出的路径可能是“先试点、后铺开；先融资、后融券；先自有资券、后转融通”。

国泰君安的分析师表示，尽管对融资和融券推出的先后顺序没有相关的政策说明，但根据目前的市场状况，预计融资先行、融券后启。即便是融资和融券同时推出，考虑到主要券商持有的股票仓位都较轻，持有标的证券的规模就更少，在这一背景下，融资业务的规模和影响都要远远大于融券。

对于哪些券商可能会首批“吃螃蟹”，一家券商老总昨日表示：“预计首批试点券商最多有 3-5 家，我们公司内部都准备好了，也征询过一些客户意向，但是否能成为首批券商有待管理层决定。”

有券商分析师认为，根据证监会 2006 年发布的《证券公司融资融券业务试点管理办法》，证券公司申请融资融券业务应当具备经纪业务经营满 3 年且为创新试点类券商；最近 6 个月净资产在 12 亿元以上；第三方存管获得监管机构认可；已完成交易、清算、客户账户和风险监控的集中管理等 7 大条件。据此筛选，中信、海通等有望成为首批试点券商，国泰君安、光大证券、广发证券、国信证券和华泰证券等也有竞争实力。

费率和标的证券待定

对于试点券商来说，融资融券的利率、回报以及收取的费用等该定多少合适，现在仍是未知数。

一家券商融资融券部有关人士表示，这些问题在管理办法出台的时候也曾讨论过，但没有定论。对于券商来说，具体融资多长时间、多少利率都需要考虑风险可控并有一定收益。他说，“预计会有上限规定，但我们期望有一个利率区间，以给券商和客户商谈的余地，可按照不同的风险级别来确定。”

对于标的证券，东方证券研究所认为，融资融券试点标的证券数量会在 50-150 只之间，融资股票数量将大于融券股票数量。香港证券交易所也只有 300 余只股票被纳入可卖空名单。试点至一定阶段后有望再逐步扩大范围、规模。此外，由于试点期间融券品种只能来源于券商自有股票，预计试点初期有可能选择 ETF 作为融券标的券。

东方证券研究所分析，根据 2006 年 8 月颁布的沪深证券交易所《融资融券交易试点实施细则》，在沪深证券交易所上市交易的符合条件的股票、证券投资基金、债券和其他证券，经交易所认可，都可以作为融资买入、融券卖出的标的证券。目前的规定是一个相对较为宽松的基本框架，可以看作是融资融券标



的券种的最低要求。从市值规模来看，在两市总共 1602 只股票中，有 1295 只满足融资买入标的股票标准，占 80.84%；有 974 只股票符合融券卖出标的股票标准，占 60.80%；对于股东人数、换手率、涨跌幅偏离值、波动幅度范围四个条件，A 股不满足的股票不足 80 只；至于未完成股改和 ST 类个股总数为 164 只。综合这些条件来看，符合上述标准的融资买入标的股票约有 1100 只，符合融券卖出股票标准的约为 800 只。

短期内难以成为常规业务

业内人士认为，融资融券成为券商的常规业务还有待时日，但试点推出将对市场投资行为和盈利模式产生渐进性影响。

东方证券认为，在融资融券试点初期，融资规模将远大于融券规模，加之初期试点证券将控制在一定数量之内体现出其稀缺性，因此纳入试点范围的标的证券会更多地体现出利好作用的影响，可能在初期会呈现普涨格局，但普涨之后的分化难以避免。融券业务虽然在试点初期会受到限制，但这毕竟提供了做空获利的途径，因此将加速高估及景气下降品种的长期价值回归。因此，融资融券会对个股形成正反馈和负反馈两种作用，投资者应结合个股估值和行业景气度进行综合考虑。

融资融券须有交易制度配合

2008 年 10 月 09 日 来源：上海证券报 作者：桂浩明

经过了长时间的准备，证券公司开展融资融券业务试点，现在已经提到了日程上，沪深股市有望结束没有信用交易，也没有卖空机制的历史，在市场建设方面迈出重要的一步。

不过，人们也应该看到，现行股票交易制度是基于“银货两迄”的模式而设计的，而融资融券的推出，必然在很大程度上改变当前的市场格局，这样也就不可避免地要与原来的交易制度发生冲突。显然，从确保融资融券业务平稳开展的角度出发，恐怕要对某些交易制度作出相应修改。

首先是长期停牌制度。由于上市公司在发生重大资产整合时，为了避免信息不对称对市场造成干扰，现在普遍实行长期停牌制度。譬如长江电力，自今年 5 月初开始，就一直处于停牌状态。从交易的角度上说，停牌意味着流动性的暂时丧失，这对于以自有资金购买股票的投资者来说，虽然也会带来机会成本改变的问题，但毕竟还是可控的。但是对于借助融资手段购买股票的投资者来说，就会带来一系列的问题，假如融资期限结束时股票还没有复牌，那么如何来平仓？还有，要是在停牌期间股市出现大幅度下跌，而投资者却因为股票停牌而不能及时止损，那么由此产生的风险又该由谁来承担？问题还在于，上市公司长期停牌的现象并不少，并且是难以预测的，这样也就使得有关方面无法在设计可融资购买的股票池时提前加以防范。当然，通过要求融资的客户买入多个股票，可以在概率现象上解决这个问题，但这终究缺乏可靠性。

前一时期，有关方面因为其他原因，已经对长期停牌制度作了某些调整，制定了强制复牌的制度。但是，这与满足开展融资融券对流动性的要求，还存在一定距离。如何合理而完整地解决这个问题，需要有关方面拿出足够的智慧。

其次是 T+1 的问题。严格说来，这也是一个流动性问题。当初实行 T+1，初衷是为了抑制过度投机，倡导中长期投资。应该说，现在的投资者也基本适应了这种交易制度。但问题是，由于 T+1 降低了股票的流动性，因此对于风险比较大的投资来说，是不那么有利的。也因为这样，现在的权证交易就实行 T+0。融资融券操作区别于银货两迄操作的一个很大的特点就是利用资金杠杆，放大了操作效果。无疑，这本身就是一种风险较大的投资行为。在这种情况下，继续实行 T+1 交易规则，就难以在市场发生较大震荡时为客户提供足够的流动性，从而降低了其控制风险的能力。过去，在市场比较清淡的时候，也经常会有人出来提出恢复 T+0 交易制度，但这主要是从活跃市场的角度出发的，不搞不会带来大的问题。但是有了融资融券，情况就变了，T+1 有可能成为一个风险源。既然如此，那么是否应该考虑改变现行的 T+1 交易制度呢？或者，至少对于作为允许融资融券的股票实行 T+0 呢？当然，在同一股票市场中，有的品种 T+0，有的品种 T+1，而且融资融券的标的物本身也是动态的，需要不断调整，难免带来混乱。但是，从实际情况考虑，又确实很需要这样做。在这方面该作怎样的调整，有关部门确实需要花点功夫来权衡一下。

还有一个涨跌限制的问题，当初设计涨跌限制，目的是为了以防股市的大起大落，避免激烈波动。十多年来，它也的确起到了一定的作用。但不容忽视的是，涨跌限制本身并不能熨平市场波动，而只是把这种波动拉长了，实际上也是以牺牲流动性为代价的。这样做的一个极端结果是导致股票出现连续跌停或者涨停。而万一遇到这种状况，客观上也就使得相关的股票无法足量变现，此时如果该股是融资融券的标的



物，那显然会产生极大的风险。新近上市的两个新股(川润股份、水晶光电)，从挂牌次日起就连续跌停，到现在股价已经折损大半，如果说投资者是以自有资金购买的，那么也就无奈地忍了，风险由个人独自承担。但是如果是拿融资得来的资金购买的呢？那就很可怕了。这未必是市场常态，但是既然存在出现的可能，那么就有必要防范。看来，适度地放大涨跌幅限制，也是很有必要的。因为这能够让相关的股票具有更大的流动性，从而在最为不利的情况下也能够实现变现。

现在，市场各界对于开展融资融券寄予了很高的期望，表明人们对股市仍然怀有希望，这是好事情。但是，仔细想想，现在开展融资融券，也确实存在包括交易制度方面的不少障碍，这需要认真予以解决。否则，在条件并不完全具备的情况下就匆忙开展融资融券操作，会产生非常大的风险。（作者系申银万国证券首席分析师）

如何应对融资融券时代

发布时间：2008-10-12 来源：中国证券报

嘉宾：东吴优信稳健债券基金 基金经理徐嵩

主持人：李良

作为一项市场制度建设的完善之举，又恰逢股指低位反弹之际，融资融券即将推出的消息瞬间沸腾了市场。虽然由于国际市场暴跌的影响，宣布该消息的当天股指依然下挫，但这并不影响人们对融资融券的热切盼望和种种复杂的预期。为此，我们请到了东吴优信稳健债券基金的基金经理徐嵩先生，让我们共享他对融资融券时代应对之道的研究成果。

融资融券影响深远

主持人：融资融券的推出，是中国证券市场的一件大事。但对于大多数普通投资者来说，融资融券仍然是只闻其名，不得其髓。请先介绍一下融资融券的内容。

徐嵩：证券融资融券，又称信用交易，可分为融资和融券两类。融资是指，委托人向证券公司申请一定期限的资金，用于买入证券。证券公司以自有或向外部筹措的资金，为委托人垫付其余资金以完成交易。融资期间以委托人的部分保证金和买入证券为担保，到期后委托人卖出证券，返还融资本金和融资利息。融券则是指，证券公司向委托人提供一定期限的证券，并向委托人收取融券手续费，支付委托人融券卖出价款与融券保证金利息。到期后收回相同种类、数量的证券。

主持人：融资融券的推出，对中国证券市场的长远发展，具有怎样的意义和作用？

徐嵩：从近期来讲，由于市场信心受到严重的打击，近期密集出台的诸多政策有助于市场形成良好的政策预期，而融资融券作为其中的一个重要政策，有利于增强市场信心。

从长期来看，融资融券的推出，将从三方面深刻影响中国证券市场的未来。第一、完善交易制度。融资融券业务试点工作的出台填补了我国证券市场“做空”机制的空白。融资融券实施后，在股市上涨时，可以通过向证券公司融资来扩大操作规模，以放大盈利空间。而在股市下跌时，可以先向证券公司借入股票，然后将其卖出，等股价下跌后，再来买入还给证券公司，这样就可以在下跌中获利。此外，无论是融资还是融券，都要进行先买入后卖出或者先卖出后买入两步操作，增加了股市存量资金的流通性，这对提升成交量有所帮助。

第二、价格发现功能。融资融券者往往是市场上最活跃的群体，对信息的快速反应，对市场机会的把握能让价格更快地反映其内在的信息，成为价格发现功能实现的重要推动力。另外，在融资融券制度下，市场本身具有价格稳定的作用，当股票暴涨暴跌导致价格严重偏离基本面时，融资融券者可通过融券或融资来引导股价趋于合理，从而起到稳定器的作用，总体上有助于市场内在的价格稳定机制的形成。



第三、融资融券有利于稳定市场。证监会的公开信息显示：“融资融券试点期间，只允许证券公司利用自有资金和自有证券从事融资融券业务”；“由于试点阶段融资融券业务的资金和证券来源为证券公司的自有资金和自有证券，由于目前证券公司资产项下货币资产比例较高，证券资产数量较少，而其中又只有‘可供出售金融资产’科目下的标的证券才可用于融券业务，所以现阶段融资规模会远远大于融券规模。”因此，在融资融券政策细则还未出台的情况下，在目前较低的估值水平下，融资融券所起到的稳定市场（助涨）的效果要超过其可能导致的市场进一步寻求下方支撑（助跌）的效果。

短期对市场影响有限

主持人：目前市场上普遍将融资融券作为一项救市政策来看，据您的研究，融资融券在试点阶段和全面铺开阶段究竟会给市场带来多少增量资金，这能否起到救市作用？

徐嵩：试点初期，将只有少数净资本居于前列的证券公司才可能获得试点资格、这些证券公司能够投入的资本规模也有限，这样，短期来看融资融券直接的收入贡献并不大，尤其是，2008年由于推出的时间较晚，增量资金影响可以忽略不计。

我们假设2008年末能够正式开始试点，首批试点为净资本居前5位的券商、他们可以50%的净资本投入；2010年开始逐步扩大试点范围；2011年完全放开。则2009-2010年券商可投入的资本规模分别为600亿元、1350亿元和3000亿元。影响还十分有限。需要指出的是，50%的净资本假设应该属于比较乐观的情况，很可能仅能有30%的净资本投入。

主持人：从您刚才的分析来看，融资融券自身提供的入市增量资金有限，但融资融券政策的推出本身对场外资金会有一个聚集效应。您认为这种影响力会有多大？

徐嵩：融资融券对证券市场交易额有一定的放大效应。融资融券交易对日本交易额的放大比例在10%~20%之间；而对台湾交易额的放大比例在20%~50%之间，证券金融公司的市场化程度和投资者融资方式丰富程度不同是导致放大的比例不同的主要原因。融资融券利息收入对证券行业的重要性高度取决于融资融券模式。融资融券利息收入在日本证券行业收入中的占比在0.5%~2.5%之间；而美国的融资融券利息收入在证券行业收入中的占比在3%~11%之间，不同的融资融券模式是导致融资融券利息收入占比差别较大的主要原因。

事实上，融资融券不能仅仅看到融资给市场带来增量资金的效应，同时也要看到融券做空给市场带来的负面效应。总的来说，融资融券的推出，最终会使市场博弈力量增多，市场将会更加理性。

风险需引起高度关注

主持人：融资融券推出后，对投资者的具体操作而言，需要作出怎样的改变呢？

徐嵩：融资融券在组合管理中有下列应用：(1) 摊薄股票成本市场；(2) 市场中性策略；(3) 调整组合行业配置；(4) 杠杆趋势投机；(5) 对冲风险；(6) 套取封闭式基金折价率；(7) 与权证配合使用套利。这里简单介绍一下前两种：1、摊薄股票成本。假设某投资者买入已具有投资价值的股票 A，在上涨的过程中，股票 A 难免会有一些波动，投资者可通过在股票下跌的时候，融券卖出股票 A，不断摊薄持股成本。2、市场中性策略。假设有两只股票 A 和 B，股票 A 的波动个要小于股票 B，那我们可通过对两只股票进行方向相反的操作来获取和市场波动无关的收益。在市场下跌时，卖空股票 B，买入股票 A，由于股票 B 的跌幅要大于股票 A，因此此次操作可获取与市场涨跌幅无关的正收益，当市场上涨时做相反操作即可。此种操作，获取的收益为两只股票 Alpha 收益的差值。

主持人：融资融券由于放大了杠杆效应，也会增加投资风险，这方面你认为投资者需要注意哪些方面的风险？

徐嵩：风险主要包括三个方面：第一、市场风险。融资融券是杠杆式的投资工具，投资者在将股票作为担保品进行融资时，既需要承担原有的股票变化带来的风险，又得承担新投资股票带来的风险，还得支付相应的利息。另外，融资融券交易的复杂程度较高，如果投资者判断正确，可获得较大的利润，如判断失误或操作不当，则投资者的亏损可能比在现金交易方式下更为严重。对融资者而言，如果股价深跌，投资者所投入的资金便可能会全部化为乌有。第二、保证金追加风险。融资融券类似于期货交易模式，投资者在交易过程中需要全程监控担保比率水平，以保证其不低于所要求的维持保证金比例，因此，融资融券所具有的逐日盯市和保证金可能持续支付的特点，就使得投资者融资买进的股票在下跌行情中出现类似期货交易的“逼仓”现象。根据维持担保比例的计算公式：维持担保比例 = (现金 + 信用证券账户内证券市值) / (融资买入金额 + 融券卖出证券数量 × 市价 + 利息及费用)，在市场下跌时，融资比融券流动性恶化的速度要迅速。因此，融资融券交易将使得投资者的行为更加短期化，市场博弈也更加激烈，对投资者的流动性管理要求也更高。所以，投资者应加强下跌行情时的流动性管理，尽量选择基本面和流动性好的蓝筹股作为融资融券标的。如果保证金选择股票作质押物，则应选择股性稳定或抗跌性能好的股票，也可选择国债或现金作质押物。第三、流动性风险。融资融券针对的是个股，而个股时常会发生涨跌停或停牌，此种情形下，融资购券或卖券还款、融券卖出或买券还券可能都会因此受阻，产生较大的流动性风险。

大力开发客户资源 券商积极备战融资融券

2008 年 10 月 07 日 来源：上海证券报 本报记者：张雪 杨晶 潘圣韬

随着监管层宣布正式启动融资融券业务试点工作，各大券商纷纷行动起来，积极备战融资融券业务。在争取成为首批融资融券业务试点的同时，各大券商早早动起手来，大力开发客户资源。多家券商的融资融券部人士在接受记者采访时表示，公司根据交易数据等材料，已经圈定了一批适合参与融资融券业务的潜在客户。

更新上报材料

“启动融资融券业务后，首要的工作就是再次准备申请试点的上报材料。”上海一家创新类券商融资融券部负责人向记者介绍说，已有 10 多家大型券商自 2006 年起，先后递交了开展融资融券试点业务的申请，但不少公司的净资本规模、风险控制等指标发生了不少变化。“现在看来，以前的材料可能已经作废了，估计监管层会在近期通知我们报送更新后的材料。”他预计，监管层对本次上报的材料，会有更加严格的要求，尤其是在合规状况方面。

此外，部分业内人士估计，在重新上报材料后，真正开始试点还将有一段时间。国泰君安研究所梁静表示，虽然融资融券已经经过国务院原则同意，主要法律法规都已出齐，但考虑到试点办法、技术准备、以及行政审批，真正开始试点最早要到 11 月以后，甚至是年底。从时间跨度来看，基于风险控制的考虑，试点阶段至少需要半年左右的时间。

大力开发客户

大量客户的积极参与，恐怕是一项新业务顺利推行的关键因素。在争取成为首批融资融券业务试点的同时，各大券商早早动起手来，大力开发客户资源。多家券商的融资融券部人士在接受记者采访时表示，公司根据交易数据等材料，已经圈定了一批适合参与融资融券业务的潜在客户。“资产在百万元以上，平时的投资偏好以优质的大盘蓝筹股为主，这样的客户资质比较理想。”一位融资融券部负责人介绍，细则出台后，还将提高融资融券客户的资质条件，此外，也要加大对投资者的教育工作，让他们充分认识到参与此项业务的风险。

准备联网测试

“虽然营业部的测试工作早已完成，但在融资融券业务进入实质运行阶段前，所有试点单位与交易所等相关单位，应该会进行一次全面联网测试。”上海某创新型券商的信用交易部负责人表示，公司的技术部门正在为这“最后一试”进行积极准备。除了系统测试及维护方面的准备，不少券商的融资融券部门，还就如何利用好融资融券业务进行套利、保值，研发新业务等方面，与自营业务部和衍生产品部积极探讨。据了解，证券公司的各个部门对这项新业务的兴趣颇高。



融资可先行 融券宜暂缓

2008 年 10 月 07 日 来源：上海证券报 作者：皮海洲

中国证监会宣布将于近期正式启动证券公司融资融券业务试点。此举意味着曾经一次次受到市场关注的融资融券将正式向 A 股市场走来。

融资融券其实只是券商的一项日常业务而已。不过，由于该项业务具有放大投资风险与投资收益的功能，因此，对于该项业务的推出，管理层一直比较慎重。这一次推出融资融券，明显具有救市的含义。而且尽管出于救市的需要，但从证监会发布的消息来看，管理层对融资融券的推出还是持慎重态度的。其主要表现就是，融资融券的推出，将按照“试点先行、逐步推开”的原则进行，择优批准首批符合条件的试点证券公司，并对申请试点的证券公司实施窗口指导；而且试点期间，只允许证券公司利用自有资金和自有证券从事融资融券业务。

正是基于慎重的原则，同时也是为了救市的需要，笔者以为，鉴于融资与融券各自不同的特点，不妨将融资与融券分拆开来。

融资融券业务的开展，确实可以给投资者带来一定的便利。只要投资者操作正确，融资融券可以给投资者带来更多的收益。但融资融券毕竟存在不小的风险。股市变化莫测，投资者在实际的操作过程中难免会出现操作失误。比如，在股票上升的过程中，借入股票做空；在股票下跌的过程中，借入资金做多，不仅不能从融资融券业务中获取收益，相反，还会扩大投资损失。特别是在投资者不能及时追加保证金或抵押证券的情况下，券商还可以对投资者的股票强制平仓，投资者因此而亏空是完全可能的。所以，必须对融资融券的风险性有足够的估计和认识。

从融资融券对市场的影响来看，融资可以视为是“做多”，而融券则可以视为是“做空”，对于一个成熟的股市来说，这种“做多”与“做空”都是必要的。正是在这种“做多”与“做空”的转换过程中，股市投资才变得相对理性，这也使得融资融券在一定程度上可以起到维护股市稳定的作用。

但从沪深股市目前的实情看，尤其是从救市的角度来看，融资显然更符合市场利益，符合救市的精神。因为在目前的内外环境下，沪深股市并不缺乏“做空”的动力。因此，笔者认定，要提振市场的信心，维护股市的稳定，融资才是正确的选择。而融券显然是不利于当前股市维稳，不符合当前股市的根本利益，其对股市的影响以负面为主。高位抛空，低位回补，固然可以让相关的投资者获得收益，但却加大了股市的抛压，加大了市场做空的力量；其次，假如投资者操作失误，即低位做空，高位回补，只能增加投资者的损失。此外，由于中小投资者大都无缘参与融资融券业务，股市做空客观上只会加大中小投资者的损失。

有鉴于此，融资融券业务的推出不妨分两步走。先推出融资业务，以维护股市的稳定。其次，在中国股市基本成熟的情况下，特别是在大小非减持的压力得以缓解的情况下，再推出融券业务。而在现阶段，融券业务则应缓行。

融资融券与投资

2008年10月14日 来源：上海证券报 作者：潘伟君

融资融券制度即将推出，自然吸引了无数的眼球，更有不少投资者摩拳擦掌准备大干一场。不过在憧憬收益的同时千万不要忘了风险也在被同时放大。

融资交易在十多年前的市场上流行过，不过制度并不完善，所以后来被停止了。从本质上来说融资交易就是向券商借钱买股票。这样投资者就可以在认为股价要上涨的前提下买进更多的股票，以期获取更多的收益，有点“空手套白狼”的味道。当然我们很不愿意提到风险，然而在收益有可能被放大的情况下风险确实也在被同时等比例放大，只要股价下跌。我们很不愿意承认我们很少能够准确预测股价的短期波动。换句话说，如果自己没有这金刚钻，那么瓷器活就尽量少碰。

融券交易在我们的市场上是一个新生事物，但在海外的成熟市场已经比较常见。它的特点就是向股票拥有方（我们现在暂定为券商）借入股票卖出，等股价下跌后再买回来还给出借方，其中当然还要支付一定的费用。这样当我们对于某个股票看空时即使手中没有股票也可以通过借入股票进行卖出，然后等股价下跌再买回来，其中的差价除去成本后就是我们的利润。通过这一交易机制我们突然发现找到要下跌的股票也可以赚钱。不过这样做风险同样不小，如果把借来的股票卖出以后股价不跌反涨，那么就必须在高位买回来，因为借的股票是有期限的。也就是说，除了借贷成本和交易成本外我们可能还要承受股价上涨所带来的亏损。

股价的短期涨跌是很难预测的，所以投资是一项长期行为，上市公司的发展前景更为重要。只要上市公司的业绩不断得到提升，那么即使股价短期下跌也不会改变长期上涨的趋势。我们的获利是建立在对于上市公司及其所处行业的把握上，这远比预测股价的短期走势更有保证。而一旦进行了融资融券交易，那么我们其实是把自己的利益完全放置于一个完全由不可测因素所主宰的短期市场波动中，显然这不是投资。

当然，对于一些职业的短线投资者来说融资融券确实提供了更多的投机工具，一些机构也会在“锁定风险”或“锁定收益”的想法下采用这类工具。不过对于普通的投资来说，股票投资可能只是一个让自己的闲散资金长期增值的渠道，所以我们经常被告知“不可借钱做股票”。中国经济正处于良好的发展时期，今年大盘的大幅度快速下跌是历史原因造成的，在真正全流通以后市场会趋于稳定，并为我们提供长期投资的良好环境。

融资融券投资细节扫描

2008年10月08日 来源：上海证券报 本报记者：金苹苹

了解了融资融券的进入门槛、大致操作和投资风险外，投资者还有一些其他的投资细节需要了解。本报记者整理后，主要有以下几个部分：

第一、投资者进行融资融券交易前的准备工作。投资者向证券公司融资、融券前，应当按照有关规定与证券公司签订融资融券合同以及融资融券交易风险揭示书，并委托证券公司为其开立信用证券账户和信用资金账户。根据《证券公司融资融券试点管理办法》的规定，投资者只能选定一家证券公司签订融资融券合同，在一个证券市场只能委托证券公司为其开立一个信用证券账户。

第二、融资融券交易申报具体内容。融资融券交易申报分为融资买入申报和融券卖出申报两种。融资买入申报内容应当包括①投资者信用证券账号、②融资融券交易专用席位代码、③标的证券代码、④买入数量、⑤买入价格（市价申报除外）、⑥“融资”标识；融券卖出申报内容应当包括①投资者信用证券账号、②融资融券交易专用席位代码、③标的证券代码、④卖出数量、⑤卖出价格（市价申报除外）、⑥“融券”标识。其中，上述融资买入、融券卖出的申报数量应当为100股（份）或其整数倍。

第三、融券卖出申报价格的具体限制。为了防范市场操纵风险，投资者融券卖出的申报价格不得低于该证券的最近成交价；如该证券当天还没有产生成交的，融券卖出申报价格不得低于前收盘价。融券卖出申报价格低于上述价格的，交易主机视其为无效申报，自动撤销。

此外，投资者在融券期间卖出通过其所有或控制的证券账户所持有与其融入证券相同证券的，其卖出该证券的价格也应当满足不低于最近成交价的要求，但超出融券数量的部分除外。



业内人士详析投资者如何参与融资融券

门槛不会太低 保证金比例会适当提高

发布时间：2008-10-07 来源：证券时报 作者：申屠青南

证监会宣布近期将启动融资融券业务试点后，投资者都很关注自己是否能参与融资融券、有哪些注意事项等问题。对此，业内人士进行了详解。

参与门槛不会低

证监会有关部门负责人表示，“肯定会有门槛。不管是融资还是融券，都相当于证券公司借钱给客户，为了控制风险，证券公司通常会选择客户，根据客户的资质条件决定给不给予融资融券业务。”

尤其是在试点阶段，证券公司只能用自有资金和自有证券进行融资融券，它的资金规模有限，而客户比较多，因此会挑选客户，比如先对客户进行征信调查等。

此外，融资融券开闸后，新入市的投资者将暂时无法分享。为了避免其他证券公司的客户大量转到试点券商开户，监管部门将要求证券公司对融资融券的客户有开户时间要求，比如18个月或2年甚至更长，尽量只对现有客户提供融资融券业务。

杠杆作用不会太大

由于从事融资融券交易，既可能放大盈利，也可能加大亏损，为了做到风险可控，在试点阶段保证金比例会适度提高，融资融券的杠杆作用不会很明显。

根据2006年沪深交易所发布的实施细则，投资者融资买入证券时，融资保证金比例不得低于50%；同样，投资者融券卖出时，融券保证金比例不得低于50%。如果按50%计算，假设投资者向证券公司融资100万元，就需要提供50万元的保证金，50万元可以做100万元的交易，资金放大1倍，杠杆作用为2。

而在试点阶段，保证金比例会适度提高。在监管部门的窗口指导下，各试点证券公司根据各自情况，有可能把最低保证金比例从50%提高到60%甚至70%。如果按60%计算，同样是向证券公司融资100万元，就需要60万元保证金，60万元可以做100万元的交易，资金放大2/3倍，杠杆作用是1.67。

由于股价时刻在变动，除了最低保证金要求，实施细则还规定，客户维持担保比例不得低于130%。维持担保比例=(现金+信用证券账户内证券市值)/(融资买入金额+融券卖出证券数量×市价+利息及费用)。

保证金可以是现金，也可以用投资者已经持有的证券充抵，但充抵保证金的有价证券，需要先进行一定程度的打折后才能折算为保证金。比如，上证180指数成分股股票折算率最高不超过70%，其他股票折算率最高不超过65%；交易所交易型开放式指数基金折算率最高不超过90%；国债折算率最高不超过95%；其他上市证券投资基金和债券折算率最高不超过80%。



需要提醒的是，投资者参与融资融券应量力而行，不应一次性把全部“家底”都拿去充当保证金。如果投资者维持担保比例低于130%时，必须在2个交易日内追加担保物，使担保比例达到150%以上，否则将会被证券公司强行平仓，这就需要投资者预留相当资金用以追加保证金。

交易受到相关限定

相比普通的证券买卖，除了保证金外，融资融券交易还有几个不同点——投资标的不同、需要开设专用帐户、融券卖出价格有限制等。

投资标的不同。可作为融资融券标的股票有严格限定，投资者只能在交易所公布的股票范围内买卖，这些股票将主要是蓝筹股。

帐户不同。投资者在进行融资融券交易前，应按照规定与证券公司签订融资融券合同及风险揭示书，并开立信用证券账户和信用资金账户。

融券卖出价格有限制。根据规定，融券卖出的申报价格不得低于该证券的最新成交价；当天没有产生成交的，申报价格不得低于其前收盘价。低于上述价格的申报为无效申报。这是为了避免部分融券投资者通过大量卖空操纵股价短期走势。

持股时间。根据交易所的规定，投资者融资融券期限不得超过6个月。也就是说，到了约定期限，投资者必须卖券还款或者买券还券，除非是用自有资金直接还款或用自有证券直接还券。

另外，融资融券暂不采用大宗交易方式。

融资将是主流

业内人士预计，融资融券试点推出后，融资将是主流。这是因为，当市场运行到高位时，投资者想通过融券卖空，很可能没法向证券公司融到证券——“精明”的证券公司会选择自己卖出股票而不是借出股票。假设一只股票当前股价是8元，未来几个月可能跌到6元，证券公司借出1万股几个月后收回时市值就只值6万元了，而自己及时卖出就能落袋8万元。

证券公司的资产结构，也决定了融资规模会远大于融券规模。在试点阶段，融资融券业务资金和证券的来源为证券公司的自有资金和自有证券，而目前在证券公司的资产结构当中，货币资产比例比较高，证券资产比例相对较少，可用作融券交易标的物的证券资产更少。在成熟市场上，也是融资规模明显大于融券规模。

投资者参与融资融券 ABC

发布时间：2008-10-06 来源：证券时报 作者：凌峰

融资融券呼之欲出，投资者如何才能参与其中？记者请有关专家就中国证监会出台的《证券公司融资融券业务试点管理办法》进行了解读。不过，实际操作流程将以近期即将发布的细则为准。

征信要合格

专家指出，并不是每个投资者都有资格进行融资融券。

由于融资融券业务是证券公司向客户出借资金供其买入上市证券或者出借上市证券供其卖出、并收取担保物的经营活动，只有通过了券商征信调查的投资者才能参与融资融券。客户只能与一家证券公司签订融资融券合同，向一家证券公司融入资金和证券。

按照试点管理办法的规定，证券公司在向客户融资、融券前，必须办理客户征信，了解客户的身份、财产与收入状况、证券投资经验和风险偏好，并以书面和电子方式予以记载、保存。

对未按照要求提供有关情况、在该券商从事证券交易不足半年、交易结算资金未纳入第三方存管、证券投资经验不足、缺乏风险承担能力或者有重大违约记录的客户，以及该券商的股东、关联人，证券公司不得向其融资、融券。

账户必须实名制

证券公司在向客户融资、融券前，应当与其签订载入中国证券业协会规定的必备条款的融资融券合同，明确约定融资、融券的额度、期限、利率（费率）、利息（费用）的计算方式；保证金比例、维持担保比例、可充抵保证金的证券的种类及折算率、担保债权范围；追加保证金的通知方式、追加保证金的期限；客户清偿债务的方式及证券公司对担保物的处分权利；融资买入证券和融券卖出证券的权益处理等内容。

证券公司与客户签订融资融券合同后，应当根据客户的申请，按照证券登记结算机构的规定，为其开立实名信用证券账户，并通知商业银行根据客户的申请，为其开立实名信用资金账户。

按照规定，客户用于一家证券交易所上市证券交易的信用证券账户只能有一个，也只能开立一个信用资金账户。

逾期未偿债 券商可平仓

证券公司向客户融资、融券，应当向客户收取一定比例的保证金（保证金可以证券充抵）。证券公司应当将收取的保证金以及客户融资买入的全部证券和融券卖出所得全部价款，分别存放在客户信用交易担保证券账户和客户信用交易担保资金账户，作为对该客户融资融券所生债权的担保物。



证券公司应当逐日计算客户交存的担保物价值与其所欠债务的比例。当该比例低于最低维持担保比例时，应当通知客户在一定的期限内补交差额。客户未能按期交足差额或者到期未偿还债务的，证券公司应当立即按照约定处分其担保物。

客户交存的担保物价值与其债务的比例，超过证券交易所规定水平的，客户可以按照证券交易所的规定和融资融券合同的约定，提取担保物。

融资融券对象有规定

专家指出，并非所有的证券都可以成为融资融券交易的对象，上海、深圳证券交易所将适时公布融资融券试点的标底证券的范围和名称。按照规定，客户融资买入、融券卖出的证券，不得超出证券交易所规定的范围。证券交易所可以对每一证券的市场融资买入量和融券卖出量占其市场流通量的比例、融券卖出的价格作出限制性规定。

客户应当在与证券公司签订融资融券合同时，向证券公司申报其本人及关联人持有的全部证券账户。客户融券期间，其本人或关联人卖出与所融入证券相同的证券的，客户应当自该事实发生之日起3个交易日内向证券公司申报。

专家提醒广大投资者，融资融券既可放大获利，也会放大风险，投资者须充分了解该项业务的风险，并根据自己的风险承受能力谨慎操作。尤其是中小投资者，在当前整个国际金融环境动荡的背景下，不可轻举妄动。

投资者试水融资融券全解析

2008 年 10 月 08 日 来源：上海证券报 本报记者：金莘莘



10 月 5 日，证监会宣布将在近期发布融资融券业务的相关通知。由此，酝酿已久的融资融券业务即将开始试点。这一消息，让市场上众多的投资者跃跃欲试。自己能否参与、如何操作以及需要关注的重点等问题，也成为大众关注的焦点。对此，业内人士从各个方面给投资者提出了相关建议和分析。

概念解析

属保证金杠杆交易模式

融资融券是指证券公司向客户出借资金供其买入证券或者出借证券供其卖出的业务。具体而言，就是指以抵押保证金的形式从证券公司借取资金或证券进行市场交易。如在证券价格低位时缴纳保证金从证券公司借入资金买入证券，以便在证券价格走高之后卖出，在归还证券公司借入资金的同时赚取差价；在证券价格高位时缴纳保证金从证券公司借入证券卖出，以便在证券价格走低之后低价买回同种证券，在归还证券公司借入证券的同时赚取差价。因此，融资融券从本质上来说，应该属于保证金杠杆交易模式，投资者在既可以从事做多交易，也可以进行做空交易。

门槛解析

对参与者要求不低

根据证监会发布的《证券公司融资融券试点管理办法》的规定，并非所有投资者都可以参与融资融券的交易。在投资人具体参与前，证券公司应当了解该投资者的身份、财产与收入状况、证券投资经验和风险偏好等内容。对于不满足证券公司征信要求、在该公司从事证券交易不足半年、交易结算资金未纳入第三方存管、证券投资经验不足、缺乏风险承受能力或者有重大违约记录的投资者，以及证券公司的股东、关联人，证券公司不得向其融资、融券。

除此以外，证监会的有关负责人也透露，从风险控制的角度出发，在融资融券业务的试点阶段，由于证券公司只能用自有资金和自有证券进行融资融券，因此也会特别重视对参与客户的征信调查。在证券投资交易的时间上，要求或许也会比此前公布的管理办法更高。“比如在开户时间上有 18 个月甚至更长的要求。”

操作解析

杠杆作用放大收益和亏损

从事融资融券交易的一大特色，就是其“放大”属性。既可以放大盈利，也可能放大亏损。

根据2006年沪深交易所发布的实施细则，投资者融资买入证券时，融资保证金比例不得低于50%；同样，投资者融券卖出时，融券保证金比例不得低于50%。在试点阶段，初始保证金的比例会适度提高。在监管部门的窗口指导下，各试点证券公司根据各自情况，有可能把最低保证金比例从50%进行适度提高到。至于具体比例，相关业内人士分析表示，60%、70%甚至100%都有可能。提高该比例后，融资融券的杠杆作用就不会很明显。

需要提醒的是，除了初始的保证金以外，融资融券业务的交易中还有一定的保证金维持比例。实施细则规定，客户维持的担保比例不得低于130%。业内人士介绍，该比例是证券公司控制风险的重要手段，因此投资者应该随时关注。否则，一旦没有及时追加保证金，券商将会强行平仓。以前文提及的投资者为例，其融资融券后的总市值为15万元，按照130%的客户维持担保比例，如果其总市值减少到13万元以下，该投资者就需要追加保证金，否则就会被强制平仓。当然，试点期间不同的证券公司也会根据自身情况提高追加的保证金比例，140%或者150%的比例，都在业内人士的预测范围内。

风险解析

高手游戏还是大众投资

业内专家提醒，由于其杠杆作用，融资融券的投资风险不可小觑。证监会提醒投资者融资融券一旦遇到大的市场波动，操作上较难把握，因此一旦亏损也将很大。“比如保证金比例的提高，就可能给投资者带来不必要的风险。因为在交易过程中，投资者完全可能因为市场短期的剧烈波动而面临不得不平仓的窘境，从而无法实现预期看涨或者看跌的投资目标。”一位业内分析人士如此表示。

也因此，投资者应该充分意识到融资融券放大盈利的同时也在放大风险的特征，并且要对自己的风险偏好及承受能力、投资经验和投资能力做好评估，然后审慎决定是否参与该项业务。

此外，融资融券的利息代价也值得投资者关注。国都证券研究员高卫民指出，在进行融资操作时，投资者需要付出的利息代价要比银行贷款利息高，“相关规定的下限是利息的下限不能低于银行一年期定期存款的利率。但是证券公司规定的利息肯定要比这个下限高。”

而且，融资融券业务还有一定的期限性要求。按照相关规定，为了控制信用风险，证券公司与投资者约定的融资融券期限最长不得超过6个月。该项规定也与普通的股票投资有着明显区别，并对投资者的趋势判断能力有较高要求。

融资融券新事物欲尝鲜先摸清门道

发布时间：2008-10-17 来源：证券时报 作者：游芸芸

众多投资者对即将开闸的融资融券业务已摩拳擦掌。然而，记者从多家券商获悉，投资者参与融资融券需跨越多道门槛，且风险相对较大。投资者应谨慎对待，切勿让融资融券成为部分投资者继权证和黄金期货后的又一“杀手”。

了解券商是否取得资格

券业人士强调，投资者在从事融资融券交易前，首先必须了解自己开户所在的证券公司是否具有开展融资融券业务试点的资格。据消息人士透露，首批获得试点资格的券商在3—5家左右，其中中信证券、国信证券和海通证券的呼声较高。而首批试点名单可能在11月出炉。

其次，投资者需迈过“户龄”门槛——需在获得试点证券公司开户一年半（18个月）以上，也就是说当前转户到新证券公司的投资者将在短期内无缘该业务。

“做空+杠杆”提出高要求

相比欧美投资者，国内投资者能接触的证券交易模式较少。调查显示，相当部分投资者除了购买过国债和股票、权证交易外，没有从事过期货交易和其他衍生品交易，也就是说，很多人是第一次接触做空机制。

招商证券等券商相关人士认为，融资融券的业务规则与普通证券交易有很大差别。融资融券提供的交易杠杆和做空机制，对投资者的时机选择能力、价值判断能力提出了更高要求。交易不仅具有普通证券交易所具有的一切风险，而且具有投资风险放大、被强制平仓、交易提前了结等特有的风险。譬如对交易标的证券有限定、信用账户维持担保比例低于一定水平时会被强制平仓等。

投资经历较早的投资者相信还记得，上世纪90年代初期行业内盛行的融资炒股。事实证明，融资融券这把双刃剑在形势判断正确时可以放大盈利，然而判断错误时，不仅损失本金，极端情况可能出现本金俱失还无法偿债的情况。

并非够条件都能获授信

在满足基础条件后，证券公司会对客户的资产规模、投资状况、交易特征、风险偏好、开户年限、投资经验等进行规定，制定比监管机构、交易所规定更为严格的准入标准，但并不意味着每个符合相关条件的投资者都能获得授信。

上海一家券商人士表示，试点期间，只允许证券公司利用自有资金和自有证券从事融资融券业务，而证券公司自有资金和自有证券较少，可用于开展融资融券业务的资金、证券规模相对而言更加有限，尤其当前的市场环境下，融券业务可能因自营规模限制和自营部门利益冲突难以解决券源，因此融券业务在部分公司可能无法开展。

另一方面，即便是融资业务，证券公司总额度也有限定。如在其他投资者已将券商总额度全部使用完时，即使投资者达到所有条件，也可能无法获得授信额度。

同时，对单一客户、单一证券的额度也有限定。譬如，交易所会在单只标的证券融资余额或融券余量超出一定比例时，暂停其融资或融券交易，避免对证券市场的过度冲击。此时投资者申请的涉及该证券的融资或融券交易就无法实现。

可充抵保证金证券有学问

北京某大型券商融资融券业务负责人指出，大多数投资者只对现金担保物有较直接的认识，但对其他保证金证券担保具体情况确不太了解。据其介绍，按照经验，在交易所公布可充抵保证金证券的范围后，证券公司据此调整公布该证券公司的范围。在融资融券交易过程中，如某一只可充抵保证金证券被调整出可充抵保证金证券的范围，将直接减少投资者保证金可用余额，降低担保比例，甚至可能引发平仓的风险。通常而言，退市证券、“ST”证券、“*ST”证券不可充抵保证金。

同时，在担保证券的折算率上也有大学问。一般情况下，证券公司会在交易所公布标准的基础上，对不同的担保物规定不同折算率，只有现金折算率为100%，其他证券折算率依据其流动性和市场风险存在相应差异。这会直接影响投资者实际可用额度。如因折算率不同，投资者用1万元现金担保可获2万元授信额度，而用1万元市值证券仅能获得1万元授信额度。

合同需要认真学习

国内某大型券商负责人对记者表示，融资融券规则实际上非常细致，不管对高端客户和低端客户来说都很复杂。目前他们内部制定的融资融券相关合同涉及大量相关法规和法律关系，多达数页。

例如，根据相关规定，投资者卖出信用证券账户内证券所得价款，须先偿还其融资负债；未了结相关融券交易前，投资者融券卖出所得价款除买券还券外不得另作他用，也就是说，在未了结该笔融券负债前该笔价款将以现金形式留存在信用账户之内，不能转入转出，不能买入其他担保证券，只能用于买券还券。

上述负责人指出，合同中所有条款均可能涉及到权益归属问题，但有投资者为尽快参与业务，在签订合同前或过程中对相关条款了解不够，日后在发生问题时可能认为当初被证券公司误导。“我们将组织法律顾问专门就合同条款进行讲解，并提醒投资者在签订的时候仔细阅读和理解，以避免日后不必要的纠纷。”

融资融券两次联测时间敲定

发布时间：2008-10-09 来源：21 世纪经济报道 作者：黄玲雨

10 月 5 日宣布融资融券试点即将开闸后，监管层又有新动作。

知情人士透露，10 月 8 日，有关部门针对融资融券试点的相关问题召集中信等约 10 家券商总裁、中国证券登记结算有限责任公司（下称“中登公司”）有关领导及沪深交易所领导召开了一个内部会议。

据一参会人士透露，本次会议有三大议题：各券商汇报其融资融券业务的准备情况；券商独立的融资融券交易系统、中登公司及交易所交易系统的对接联合测试；融资融券业务开展中的行业自律问题。

首批试点资格或 7-8 家

自证监会宣布即将启动融资融券试点以来，对首批试点券商的规模的猜测一直没有停歇。

试点的规模上，此前业界曾传出首批试点可能只会有 2-3 家，即类似于直投业务试点资格的发放模式——先由中信证券（600030）、中金公司试点，再推出试点审批政策，随后向主要优质券商批量发行。

但在证监会发布的《中国证监会近期正式启动证券公司融资融券业务试点工作》（其中明确提出将确定试点证券公司的资质条件和标准，建立公开透明的受理、审核和专家评价制度）后，业界普遍估计首批试点的规模会扩大。

从本次参会的券商数量来看，首批试点规模会大大超过 2-3 家。

“在此前的一波直投业务试点资格发放高潮之前，证监会召集了十来家券商召开了会议，随后在 7 月和 8 月内连续有 6 家券商拿到直投资格，而中信、中金已先期拿到。”上述参会券商表示，“借鉴这个经验，本次参会的券商可能会有 7-8 家率先拿到试点资格。”

据了解，中信、海通、国泰君安、申银万国、光大、国信、华泰、招商、平安等券商参与了本次会议，而首批试点将在他们中间产生。

一券商融资融券部负责人向记者透露了其作为总裁准备的汇报材料的主要内容：“独立的交易系统的开发和完善是汇报的最重要的部分，包括系统的风险点以及处理办法；其次是制度建设，包括内部操作流程的规范、职位权限的设计和制衡；融资融券业务部门的人员规模、构成及主要领导的背景等。”

“各家汇报的准备情况和内容有所不同，但主要都是三个方面：独立的融资融券交易系统的准备和运行情况、制度安排、人员的配备。”上述参会人士透露。

而之所以特别强调这三方面，该参会人员表示，“除了净资本等硬性指标外，证明自己有能力和在拿到试点资格后可以保证业务的正常运转，对是否能入选首批试点至关重要。”



确定两次联测时间

为保证融资融券业务开展时交易系统的正常运转，券商、中登公司和沪深交易所就联合测试问题在会上达成共识：定于10月25日和11月8日，三方的交易结算系统将进行两次联合测试。

“融资融券业务的交易系统是一个全新的系统，且相较于现存的交易系统更加复杂，其中包括对投资者的征信、对担保品计价和授信以及强制平仓处理等功能，这对三方系统的对接和正常运转提出了很高的要求。”上述券商融资融券部负责人表示，“如果券商的系统出了较大问题，就会对其试点资格的取得造成影响。”

这就意味着试点券商的公布和融资融券业务的开展最快也要到11月中下旬才能出来。

另外，为避免恶性竞争，行业自律问题也成为本次会议的重要议题。

“就行业自律问题，参会各方主要在收费标准、客户准入、服务模式三方面进行了讨论。”上述参会人士透露。

在业务开展中，客户对收费标准(即融资融券业务的利率水平)最为敏感，如果处理不当可能引起价格战而伤害业务的发展。“会上主要是征求我们的意见，没有就利率问题形成决议。”

融资融券试点将从严从稳 成熟一家推一家

2008 年 10 月 10 日 来源：上海证券报 本报记者：邵刚

□首批试点券商将在 11 家券商中产生

□标的证券范围控制在 70 至 80 个之间

□联网测试初定本月 25 日和下月 1 日进行

继本月 5 日宣布融资融券试点工作即将启动以来，试点工作便在紧锣密鼓中平稳有序推进。在“从严从稳，平稳推出试点”的基调下，首批试点券商范围、数量、标的池、推出时间表等一些细节问题的答案正逐渐清晰起来。

首批试点券商数量有限

来自全国各地的 11 家券商相关部门负责人日前齐聚北京，参加由监管部门举办的“融资融券业务座谈会”。据悉，首批融资融券的试点券商将全部从此次参会的 11 家券商中产生。

这 11 家券商分别是：中信证券、国信证券、光大证券、国泰君安证券、银河证券、东方证券、广发证券、海通证券、申银万国证券、招商证券以及华泰证券。

“参会的 11 家券商占据了 2007 年证券公司净资本排名的前 11 位，净资本规模均达到了 60 亿元以上。”某参会券商相关负责人告诉记者，除了净资本实力强大外，11 家券商中有不少很早就开始了融资融券业务的准备工作，目前在内部风控、组织结构、IT 系统建设、人员配备、客户选择等方面做好了充分的准备。

“尽管此次共有 11 家券商参会，但预计首批试点的公司数量应该不会很多。”上述人士推测。他向记者透露，监管部门在会上明确表示，融资融券试点工作“一切以从严从稳，把试点做平稳的工作大局出发来要求”。

“在一定程度上，首批试点公司的数量越多，推出初期的风险就可能越大。严格控制数量和质量，是控制风险，保证试点平稳推出的有效手段之一。因此，从这个意义上来说，首批试点公司的数量应该不会很多。”该人士猜测。

此前，监管层曾明确表示融资融券试点业务将按照“试点先行，逐步推开”的原则，根据证券公司净资本规模、合规状况、净资本风险控制指标和试点方案的准备情况，择优批准首批试点券商，之后逐步扩大试点范围。试点范围将兼顾不同类型和不同地区券商。

在首批试点与后续试点公司推出时间的间隔上，有参会券商人士建议，应尽量缩短两者之间的时间差距。“我的理解是，两者的间隔时间应该不会很长。”



上述参会券商人士向记者表示，“在这个问题上，管理层的态度是试点公司成熟一家推出一家。”标的证券范围初定 70 至 80 个之间

“‘担保品最宽、融资次之、融券最小’将成为设定标的证券范围时的基本原则，”参会的券商人士透露。

在日前举行的融资融券新闻通气会上，证监会有关部门负责人表示，融资融券试点工作启动后，上海、深圳证券交易所将在 2006 年公布的业务实施细则相关条款的基础上进行调整，并适时公布融资融券试点的标的证券范围和名称。

业内人士在接受记者采访时表示，按照已有“实施细则”的标准来看，标的证券的门槛其实并不高，但是初期为了控制风险，预计“划线”可能比较严格，标的证券的范围应该会比较小。而随后出台的细则很可能分别对抵押品证券和融资买入、卖出证券做出规定。

“会上传递出的信息与此前市场的猜测基本一致。”与会人士表示，“标的证券的范围大概会控制在 70 至 80 个之间，而担保证券的范围将几乎涵盖全市场，券商可以在这个范围内再自主做出一定的选择。”

但也有参会券商人士建议，应适当扩大标的证券的范围，缩小标的证券与担保证券的范围，同时，进一步扩大融资标的证券的范围，适当缩小融券标的证券的范围。

联测提上日程表 本月底下月初分两次进行

作为融资融券试点启动的重要环节之一，联网测试的目的在于取保交易系统的正常运转。参会人士向记者透露，联网测试的时间已经初步确定，于本月 25 日和下月 1 日分别进行。

据了解，不少希望能够争取到首批试点资格的券商之前就已经开始了自测工作。“从测试的结果来看，交易系统运行正常，没有出现什么问题。”某大型券商运营部门的有关人士向记者表示。尽管不同于之前的自测，但对于即将开始的联网测试，多数券商也表示出满满信心。

实际上，早在 2006 年，多家券商的融资融券业务管理系统和交易系统就已经进行过调试和上线，并与交易所完成了对接测试，能够实现在试点营业部集中上线。

“但此次即将进行的联网测试与 2006 年时有所不同，”业内人士指出，“2006 年时的测试是在券商和交易所之间完成，而这次的测试将涉及券商、交易所、中登公司和银行多方。特别是由于第三方存管制度的实施，保证与银行系统的顺利对接成为测试要解决的重要问题。”

参会人士表示，是否能够顺利通过联网测试，也将成为能否取得首批试点资格的必要条件之一，此举也将预示着融资融券业务启动的时间已经近在眼前。

券商一致认为 试点业务推出时机已成熟



在此次座谈会上，参会券商人士一致认为，监管部门对融资融券业务试点的推出做了大量细致而周详的准备工作，目前各项工作已基本就绪，推出时间已经成熟。

自2006年以来为了准备融资融券的试点，各有关方面进行了认真细致的准备工作。中国证监会已经发布了证券公司融资融券业务试点办法，上海、深圳证券交易所，中国证券登记结算公司和中国证券协会分别公布了相关实施细则和规范等等，确立了我国融资融券交易制度的基本模式，交易结算规则和风险控制制度。拟申请试点的证券公司进行了相应业务准备，配备了业务部门，配备人员起草了相关业务制度开展了市场调研和分析，制订了具体的试点实施方案。

在今年年初和年中召开的证券期货行业监管工作会议上，推出融资融券业务被明确列入工作日程。本月5日，证监会宣布将于近期启动融资融券试点工作。

业内人士表示，融资融券的推出将为当前的证券市场注入新的活力，通过融资的买入和融券的卖出有助于股票价格的合理，有助于市场内在价格稳定机制的形成。同时，融资融券交易可以在一定程度上放大资金和证券供求，增加证券市场的流动性，改变证券市场单边式的结构，成为投资者规避市场风险的工具。“在目前的市场环境下推出融资融券业务，无疑将有利于市场的稳定发展。”

券商调查：融资需求远大于融券

2008年10月14日 来源：上海证券报 本报记者：邵刚

逾八成重点客户希望参与融资融券

投资者对融资融券的热情没有因市场的低迷而消失。来自东方证券的一项调查显示，在被其列为跟踪对象的重点客户中，八成以上客户明确希望参与融资融券。在有参与融资融券意愿的重点客户中，对融资的需求达到了100%，而对融券的需求则只有30%，融资需求远大于融券需求。

这并非个别现象。记者从正在积极准备试点的券商和一些营业部了解到，不少目标客户对融资融券业务试点都表示出了不同程度的兴趣，并希望能够“试水”这项新业务。

日前，东方证券对其客户进行了调查，在有拟参与融资融券业务意愿的重点客户中，对融资的需求达到了100%，而对融券的需求则只有30%。

“融资、融券行为，是在投资者对证券标的物未来走势预判的基础上做出的。”一业内人士对记者解释说，“融资行为是建立在投资者对未来股票价格看涨的基础上的，而融券行为则刚好相反，是预期未来股票的价格会下跌。在一定意义上，融资、融券意愿或行为的对比关系，可以反映出市场中多空双方的力量对比。”

这位人士认为，融资需求远大于融券需求的格局，可以在一定程度上说明投资者对于未来市场进一步下跌的预期正在减小，一些价值被严重低估的股票将受到更多的关注。

北京某大型券商营业部负责人也告诉记者，市场环境的变化确实“吓退”了原本有参与融资融券业务意愿的很多投资者。但另一方面，却也起到了通过市场自动筛选、淘汰投资者的功能，投资行为也将回归理性。

据了解，除个人大客户外，一些机构投资者也对融资融券业务表示了兴趣。近日，不少公募基金就在积极向有关部门询问能否参与到这项业务中来，以及如何参与等问题。而参与这项业务不存在法律障碍的私募基金，则表现得更为主动，已经在积极部署包括投资策略研究等各项参与前的准备工作。

券商融资融券门槛大多设定 100 万

2008 年 10 月 15 日 来源：上海证券报 本报记者：邵刚

一些方案还排除权证过度交易者、设推荐人制度、建客户池

在上周召开的证券公司融资融券业务试点座谈会上，与会券商向监管层汇报的方案“各有高招”，充分体现出监管部门从严、从稳推出融资融券试点的工作要求，也为有意从事该业务的券商设计方案提供了鲜活“模板”。总体看来，多数券商的客户准入门槛都在资产 100 万元、开户时间 1 年半以上。

招商证券设推荐人制度

招商证券有关人士透露，公司试点方案中，拟规定参与融资融券业务的客户应在招商证券开户 2 年以上，资产 200 万元以上，同时，排除权证过度交易的客户。

招商证券拟对融资融券客户实行“推荐人制度”，客户参与应有推荐人，推荐人要对客户从事业务承担相应责任。

据悉，招商证券融资融券业务 IT 系统已经全部上线，模拟交易效果总体较好。同时，公司还针对融资融券业务设计了风险模型，对爆仓几率等进行了深入研究，以便为后续操作提供指导。

中信证券实施证书管理

中信证券有关人士透露，中信证券试点初期拟投入的融资授信额度为“十几个亿”。客户能够获得的授信额度要依据三个要素来确定，即：“专家打分+数量化评分+融资融券费率”。

在客户准入方面，中信证券拟对客户实施资质证书管理。符合要求的客户，还需通过公司提供的网络、现场培训，获得客户资质证书之后，方可从事交易。同时，公司内部实行“保荐人制度”。

在融资费率方面，中信证券方案的特色在于“随借随还”模式。假设客户与中信证券签订的融资合同期限为 6 个月，如果客户在 6 个月内未动用资金，“一分钱的利息都不用背”。

融资融券或“触发”看空A股理财产品

2008年10月15日 来源：上海证券报 本报记者：金莘莘

日前进行试点的融资融券，一直被市场人士认为是大机构大客户的游戏，并不适合中小投资者的参与。但有业内人士认为，融资融券业务对资本市场的影响广泛，不仅涉及到券商和直接参与市场的投资者，也将直接波及国内的理财产品市场，促使未来市场上出现看空A股的理财产品。

“利用融资融券业务，相关机构可以设计出各类创新产品，丰富理财产品的品种，并满足投资者看空市场的投资需求。”渤海证券研究所房振明表示，“比如在不久的将来，投资者就可以看到各类针对A股市场和个股的挂钩期权的理财产品。”

房振明分析，由于此前国内的A股市场只能提供做多机会，因此券商、银行或者信托等机构只能设计看多方向的产品。但是这类产品只适用于单边上涨的市场。而在市场疲弱的时刻，投资者则缺乏卖空性质的产品来满足自己的看空投资需求。不过，融资融券业务的出现，则让这类产品创新有了可能——其不仅提供了双边交易机制，也为理财产品设计者进一步创造针对个股和市场的金融期权提供了可能。至于投资的具体标的，“凡是涉及股市的市场趋势、个股、指数都可以。”

“此前，在单边市场上，当市场普涨或普跌时创造看跌或看涨期权极其危险，而融资融券业务建立了双边的交易机制，市场具有了双向的投资意义，这为创造个股或市场期权创造了条件。”比如，银行可与券商合作，在对资本市场未来一段时间内的走势有所研判后，设计相关看涨或看空性质的产品，然后银行用理财产品的资金作为保证金向券商融资或融券，未来一旦市场走势符合当初的判断，投资人即可获得预期收益；相反，一旦市场走势与设计之时相反，则投资者将会损失。

然而，尽管理论上这种可以进行双向交易的创新理财产品将给投资人带来更多机会。但是业内也有不同声音，表示相关投资的风险较大，未来市场上能否大量推出类似产品亦未可知。

“相关看空产品的风险很大。”光大银行上海分行零售业务部总经理助理徐欣分析道。徐欣认为，设计看空型产品，最难把握的是时间期限和相关的定价区间。“一般设计挂钩股市的理财产品，投资期限最起码在1年以上，但是在这段时间后市场是否一定会如期下跌，则很难说。”因此，虽然设计看空产品的期权成本较低，银行也可以将其设计成保本型的理财产品。但是一旦在理财期满后，市场走势与预期不符，投资收益为零或负的可能性较大。而目前市场上的“投资人都倾向于稳健型的固定收益类产品。”因此在市场上推出看空型产品，并非朝夕之事。

而国外市场的相关产品趋向，也说明看空型产品并非适合普通大众投资。“在国外，机构也很少发行卖空型的理财产品。此类产品大多数是定制型的，卖给那些投资意识强、对市场未来走势有独立判断的成熟投资者。”



融资融券推出意味着市场呼唤限空令

发布时间：2008-10-15 来源：证券时报 作者：黄湘源

在全球股市纷纷出台措施限制做空的情况下，近日我国股市却推出了具有做空机制性质的融资融券。这意味着任何有利于股市单边上扬的利好都将成为做空势力的赚钱渠道。

诚然，对于一个目前还是“单边市”的市场来说，人们在既不能光靠单边做多而赚钱，又不能借做空机制来避险的情况下，产生对做空机制的海市蜃楼般的憧憬，也是不奇怪的。不过，在当前市场对大小非解禁减持的巨大压力尚且不堪承受，同时又面临美国发生的金融危机所造成的全世界股市连续暴跌压力的情况下，当务之急是为市场注入挽狂澜于既倒的做多动能和信心，而不是引入足以令市场雪上加霜的做空机制。

融资融券虽然具有为市场资金松绑的作用，但如果需要考虑到控制风险，显然远不足以满足市场改善资金供求关系的需要，而如果不加任何的限制，其资金杠杆作用无疑将严重放大市场的整体风险。

撇开融资的杠杆风险不谈，在当前的市场环境下，融券的冲动不仅可能会超越融资的冲动，而且融券的风险势必更大。融券非但意味着券商手头那些承销包销所吃下来的股票有了泄洪的渠道，更重要的是大小非也不难通过委托市值管理而避开现行制度的规制进入这条泄洪渠道。在大小非解禁压力尚没有找到正确的减压办法之前，融资融券的推出如果方便了大小非泄洪，那么，对市场的健康发展是不利的。

在我国股市尚不具备做空机制的条件下，以基金为代表的机构投资者不顾一切地抛出股票，其动机非常可疑。QFII 的做空或许不无保值避险或撤回自救的理由，但基金呢？只能说不是自己的钱往水里扔也不心疼。目前基金所拥有的资金规模加起来比中央汇金还多，可是，如果政策扶植起来的基金不配合救市政策，中央汇金投入的有限的增持资金很快就会淹没在基金做空的冰水之中。这充分说明，救市不限空，救了也白救。既然想救市，那么，对偏爱做空的基金就不仅要讲政治，还必须动真格。如果不从行动上“限空”，那是无济于事的。

在笔者看来，根据当前的情况，需要“限空”的对象非止于基金，也应当适用于融券。融资先行固然无妨，至于融券么，对大小非一律应该“限空”。

券商融资融券试点方案严控风险

2008年10月16日 来源：上海证券报 本报记者：邵刚

一些券商拟设专职经理全程“陪护”交易或通过银行征信记录筛选客户

记者近日获悉的华泰证券和东方证券融资融券业务试点方案，显示出严控试点风险的周到考虑，其中建设客户池、专职经理全程“陪护”、抵押券逐日盯盘、与银行共享客户征信记录等细节，无不体现出保证试点平稳推出、平稳运行的特点。

建立合格客户池

华泰证券在两年前即建立了评估体系，对其客户进行筛选，并建立起合格客户池制度。客户如从事融资融券，需要通过相关培训。合格的客户进行融资融券，将有专职理财经理全程“陪护”。

在内部准入方面，华泰证券建立了动态调整的内部评分机制，选择具备较高风险控制水平的营业部开展试点业务。

关于抵押券，华泰证券将对交易所确定的抵押券进行再研究，实施逐日盯盘和实时监控，依据抵押券市场表现确定相应的风险熔断机制，以保证信用额度始终在控制之中。

此外，为加强客户信用账户管理，华泰证券在技术系统中设置了强制措施，实现普通交易账户档案与信用交易账户档案的一一对应，以避免潜在纠纷。

与银行共享征信记录

东方证券客户从事融资融券业务的准入门槛是资产100万元以上，开户时间应在2年以上，有权证过度交易记录的客户可能受限。与其他券商相比，东方证券在客户征信调查方面的独到之处，在于可以进入与其有第三方存管合作关系的商业银行查询客户征信记录。

同时，经过对客户风险承受能力的深入分析，东方证券确定初始保证金比例在现规定50%的基础上提高到100%。

另外，为了规避市场波动对抵押品造成的风险，东方证券拟在交易所确定的抵押品折算率基础上，对过于集中的个股抵押品折算再打6折。

在融资融券业务决策上，东方证券实行“大集中”，客户筛选、评判、授信等方面，目前营业部尚无决策权。东方证券还推行了类似审贷分离的机制，以保证利益分段隔离，授信公平，风险可控。

融资融券：股指期货上市重要推力

发布时间：2008-10-17 来源：证券时报 作者：方正期货 王飞

证监会宣布近期将正式启动融资融券业务试点工作，这一举措对中国资本市场的发展具有里程碑的意义。融资融券，是指客户向券商借款购买证券或先借入证券再进行出售的一种交易行为。在我国股市创立初期，券商就开始为客户提供这种服务，但在当时监管和体制均不成熟的情况下，融资融券并未取得很好的效果，反而引发了很多不正当的投机事件和风险事故，致使融资融券业务被监管部门明令禁止。而今重新推出融资融券业务说明监管部门已下决心着手解决股票市场缺乏双边交易机制问题，也是推出股指期货前的关键步骤。

融资业务对缓解股票市场流动性紧张局面有所帮助，从而能够帮助现阶段股票市场摆脱持续低迷境地，稳定市场发展。融券业务为市场提供了卖空证券的方式，这将改变我国股票市场长期的单边市格局，有利于完善证券交易制度和规避过度投机的风险，是改变我国股票市场现有状况的重要金融创新手段。融资融券业务推出最直接的作用是为股指期货的上市铺平道路，因为股指期货才是从根本上对冲市场系统风险、提高市场定价效率的关键。

两年的时间监管层对股指期货在制度、技术等方面做足了准备之后，仍面临两个问题：一个是市场做空机制的问题，另一个是投资者风险教育问题。监管层在投资者风险教育方面已经做了很多工作，包括拟推出合格投资者认证制度来保护广大投资者利益等。投资者教育工作不是一朝一夕的事情，将贯穿于整个证券市场运行的过程中。同时在缺乏做空机制的市场下推行股指期货，不能通过反向套利修正价格的定价偏差，则股指期货的定价效率、规避风险的功能不能有效的发挥，因此建立双边的交易机制成为了推出股指期货的基础。面临全球次级债危机恶化而引起的市场连锁反应，直接推出 T+0 交易制度会增加市场的波动性，有悖于稳定压倒一切的原则，所以融资融券业务的推出便成为了股指期货上市前的敲门砖，提前为市场适应做空机制和股指期货做准备。

虽然融资融券同股指期货一样具有规避风险的能力，能够提升蓝筹股的估值水平，增进市场的价值投资理念，但融资融券不能从根本上代替股指期货的作用。首先，融资融券的标的股票有严格要求，试行期间融资的功能要远远大于融券的功能，其只会局限有利于对个别标的股票的定价效率，而不能规避整体市场的风险。其次，对于基金等机构投资者而言，要对每个股票进行融券才能达到对冲投资组合风险的目的，过程复杂便很难实施，又增加了交易成本和冲击成本，使得无风险套利或套保策略变的有风险，而股指期货以单个股指合约为标的，便利了市场对冲风险的要求。再次，股指期货基于期货本身的属性，又具有价格发现功能，这是融资融券所不具备的。在定价效率较好的市场下，结合到期日期价回归现价的理论，股指期货的价格能够有效反映出股票市场未来的价格走向和心理预期。

总体而言，融资融券业务的推出有利于市场交易机制的健全，更有利于扫清股指期货上市前的障碍，使股指期货的功能发挥更为充分，为股指期货上市奠定了基础。虽然融资融券具备一定的双边交易和规避风险的特性，但不能从根本上代替股指期货的作用。目前融资融券已经一触即发，融资融券业务的成功开展将成为推出股指期货的重要推动力。

11家券商参加融资融券首次全网测试

2008年10月17日 来源：上海证券报 本报记者：张雪

沪市标的证券测试清单亮相

据记者了解到，首次融资融券业务试点的全网测试，将有中信证券、光大证券、海通证券、东方证券等11家券商参与。10月25日将模拟两天的交易及结算，测试时间长达12小时，同时，沪市标的证券测试清单也首度亮相。

11家券商参与

记者从多家券商处获悉，共有11家证券公司将参加于10月25日进行的首次融资融券业务试点全网测试。这11家公司，为出席本月初监管层在北京西郊召开融资融券座谈会的所有券商，分别为中信证券、海通证券、东方证券、光大证券、华泰证券、国泰君安、申银万国、银河证券、国信证券、广发证券、招商证券。据悉，参测单位除了上述券商外，还包括沪深交易所、中登公司和参测券商客户资金第三方存管银行。



12小时测试

据记者了解，上述券商于10月15日晚收到了交易所“关于做好10月25日融资融券业务试点第一次全网测试的通知”。通知指出，测试时间为下周六的9时至21时，将模拟2个完整交易日的交易和结算。具体时间为8时30分至14时30分，模拟T日交易及结算（即10月25日）；14时45分至21时，模拟T+1日交易及结算（即10月26日）。

6大测试内容

通知明确了首次全网测试的主要内容，分别为各类融资融券交易和证券划转、客户信用证券账户配号和销号、融资融券相关权益处理、融资融券交易的清算交收、行情和闭市后数据接口测试、证券融资融券权限实时调整功能测试等。其中，各类融资融券业务的限价和市价交易的测试，包括担保品买入卖出、融资买入、卖券还款、融券卖出、买券还券、融资平仓和融券平仓等具体内容。

100只标的证券

此外，融资融券标的证券的测试清单也首度亮相。其中，沪市为浦发银行、邯郸钢铁、武钢股份、上海机场等100只非ST股票；此外，还包括上证50ETF、上证180ETF和上证红利ETF等3只指数基金。据记者观察，沪市的100只标的证券均为市值较大，流通性较好的品种。不过，多家券商的融资融券部门负责人指出，以上只是用于测试的标的证券，并不代表就是最终确定的品种。



通知还明确了担保品及折算率：担保物为上证 180 指数成分股股票时，折算率不超过 70%；其他 A 股及 B 股（不含 S T 股）的折算率不超过 65%；S T 股票和权证的折算率均为 0%；E T F 的折算率不超过 90%；国债的折算率不超过 95%；其他债券（非国债）和其他上市证券投资基金（非 E T F）的折算率均不超过 80%。

不少参与测试的券商表示，此次融资融券业务试点的全网测试，目的在于全面地检验市场和技术就绪情况，不但涉及内容多，而且测试时间长，各家券商都在紧张地进行技术文档和人员等各方面准备工作。为了达到预期效果，证券公司将尽可能测试到融资融券业务试点的各种情况。“发现问题，解决问题，是这次全网测试的最主要目的”，一位券商融资融券部负责人表示，11月初还将进行第二次全网测试。

融资融券需提升券商风控质量

2008年10月17日 来源：上海证券报 本报记者：杨晶

针对融资融券业务的备战工作早在券商中全面铺开，业内专业人士认为，除了监管部门必须加强监管外，内地券商还要在备战中进一步提升自身风险控制质量。即便周边市场业务体制不尽相同，但在客户资格的审核体系、防火墙制度等方面较成熟的经验值得内地券商借鉴。

客户资格需要严格甄别

“将来融资融券业务开闸，客户的甄别一定要有一套强硬、严格的制度。”某创新类券商研究部门主任表示。如果没有明晰的市场准入原则，无疑将给这项业务未来的发展埋下风险隐患。自 2006 年部分券商在准备融资融券时，便初拟了一些信用账户开立的条件，比如，最近一年内委托买卖成交达到一定次数等。

据一位曾探访过周边市场的券商研究员透露，现在券商还没有细化客户资格的体系并达成一致。

台证证券人士以自身为例介绍了台湾市场的做法。“通过秉持‘认人、认章、认档’精神及‘见签、亲签’原则，确实审核相关文件，落实征信授信工作，逐级签核，以确保安全。具体来看，开立信用账户必须满足基本、财力、文件三方面条件。基本条件中必须满足：在开立受托买卖账户满 3 个月，且最近一年内委托买卖成交 10 笔以上，累积成交金额达申请额度的 1/2，最近一年之所得及各种财产合计达所申请额度的 30%等。财力条件方面还必须备齐不动产所有权复印件或缴税税单、最近一个月在金融机构的存款证明、持有三个月以上有价证券的证明。文件条件方面，比如申请人提供的财产证明为其配偶、父母、子女，后者还必须为连带保证人，要亲自在契约书上签章，另外还有单据、其他证明文件。只有在征信无误后，才可以受理信用交易委托。另外在开立信用账户后，台湾同业还会根据按不同的融资、融券限额设立等级体系，在券商内部设立相应的核决权限体系。”



新华财经副总裁陈松兴博士曾担任过“台湾证券暨期货管理委员会”（现为金融监督管理委员会）法务室主任，他认为，最为关键的是券商需要建立有效的 KYC（了解你的客户）系统。一位内地券商人士预计，客户资格的审核工作很可能由券商的信用交易部承担，而经纪业务部只承担客户开发工作，两部门就此相互产生制衡力。而且，对信用交易部的业绩考核要求最重要的应该是“不能赔”，而不是“赚多少”。

防火墙要深入构建

上述人士一致认为，在融资融券业务具体进展中，券商与客户之间、券商自身各部门之间防火墙的有效构建是风险控制中最重要的一环。一方面是对信用账户的实时监控，防范和控管违约风险；另一方面，券商自身各部门间构筑信息隔离墙，杜绝信息不对称。

陈松兴认为，毫无疑问，对客户账户的实时监控、管制需要严格的流程和 IT 系统进行，但需要券商保持坚决的执行力。比如，对于按规则该平仓的客户，就不能因为顾及客户关系而手软，而必须要切实执行。

台证证券相关人士介绍了“违约警讯”和防范违约风险的一些方法。首先特别关注以下客户：没有介绍人的客户、初次交易和不常交易的客户、常常汇款延迟或借款的客户、与主力挂钩的客户、委托买卖交易突爆大量的客户。其次随时注意客户情况，比如，落实成交回报、平时保持联系、加强认识客户；在交易日、交割日、扣账日都密切注意交易和交割的进行；随时掌握客户状况，注意客户盈亏、开户、征信等资料；对于资券相抵且亏损较大的客户随时加强注意等；对于违约客户一年内不得再开户。

陈松兴还提到，券商自身各部门之间的信息隔离、保密工作也尤为重要，对于刚起步的内地券商，这一点还颇有难度。尤其是内地券商只能用自有资金和证券从事融资融券业务，如何在客户、信用交易部以及券商自营、衍生产品、资产管理等部门之间构筑信息隔离墙，对杜绝信息不对称的现象也尤为重要。他同时指出，鉴于融资融券制度的实施尚需要一段时间的磨合和调试，券商有必要在这一过程中不断学习。