



2012 年 12 月 31 日

融资融券蓝海启航

——立体交易策略系列之一

相关研究

《“新 36 条”细则催生投资新热点——制度改革研究系列》
20120727

《千呼万唤始出来——新三板将再迎投资窗口》
20120618

《淘金新股改革投资机会》
20120614

《深圳前海在金融改革号角中前行——制度改革研究系列》
20120503

《中小城镇化望加速，引三类投资机会——户籍制度改革点评》
20120227

策略高级分析师

荀玉根

SAC 执业证书编号:

S0850511040006

电话: (021) 23219658

Email: xyg6052@htsec.com

联系人

王旭

电话: (021) 23219396

Email: wx5937@htsec.com

基本制度比较: A股与日本台湾接近。欧美市场融资融券采用分散授信制度,在交易制度上限制少,融资融券市场发展程度高,融券业务开展非常活跃。日韩和台湾,集中授信的制度选择加上严格的交易制度规定,使得融资融券市场整体的发展水平相对较低,融券交易活跃度相对低。A股的融资融券基本制度与日本最接近,但经济结构有较大的差异,在交易制度设定和投资者属性上和台湾更为接近。预计A股融资融券市场发展空间大,市场格局与台湾市场将会更为接近。

交易制度比较: A股更审慎,成本更高。保证金制度整体而言,我国A股和台湾市场要求严,美国和日本均较宽松。我国要求初始保证金为50%,维持担保率为130%,转融通现金比率为15%。标的券各国要求均较宽松,市场占比均超过50%,我国选择标准最严,个券数量及占比均少,未来拓展空间大。美国和日本融资融券交易成本低,我国交易成本高。风险控制制度,日本规定最为严苛,我国强调从参与者角度进行的监控,在不限制市场发展的前提下保证了风险控制能力。市场参与结构中,欧美机构参与力度大,日、韩、台个人参与比率高,我国从2013年起机构投资者参与力度有望加强。

融资融券对价格负面影响不显著。从历史经验来看,过往研究总体倾向于信用体系并不会造成指数和个券的负面效应。我们从融资融券推出初期的市场影响和成熟市场融资融券交易与估值关系两个方面验证也得到同样结论。从个券的角度来看,个股的交易数据也表明融资融券交易没有对股价造成负面冲击。

融资融券交易活跃市场、增加流动性。融资融券市场一方面通过券商、证券公司两个层次融资为市场提供增量资金,另一方面,信用交易的高换手率为个券提供更好的流动性。日本、台湾和美国的信用交易分别为市场提供超过2万亿日元、2000亿新台币和3000亿美元的增量资金。从融资融券交易活跃市场的角度,各成熟市场不超过3%的余额市值占比为市场提供了超过15%的交易量。

融资融券有助降低波动率。从卖空股数与指数之间运行的关系来看,多个市场都呈现出卖出股份与指数运行之间较强的正相关关系:在市场上行阶段,卖空股数逐步累加,而在股指低位时,卖空力量也处于相对低位。从个券来看,卖空交易功能使得个券的不利消息能够迅速得到释放,有助于个券股价和交易双方面的稳定性。

参考成熟市场经验,我们未来对融资融券市场分析,应关注以下方面信息:从市场整体的角度,关注市场融资余额、融券余额及其变动情况。这些指标能够反映融资融券市场的热度、对后市的看法。从行业角度,关注行业的卖空比率及卖空比率变动,卖空力量在流通市值中的占比及其变动,这些都可以作为行业热度的评判和参考指标。从个券的角度,关注个券交易信息、卖空余额及信用风险警示信息。

目录

1. 基本体制比较：A股类似日本	5
1.1 融资融券基本制度	5
1.2 成熟市场基本信用制度特征及A股市场选择	5
2. 交易制度比较：A股更审慎、成本高	8
2.1 保证金制度：A股审慎，杠杆水平不高	8
2.2 标的券选择\担保券及折算比例	9
2.3 交易成本：我国交易成本偏高	10
2.4 风险控制：我国注重从参与者交易控制风险	11
2.5 参与者结构：日、韩、台个人参与比率高	12
2.6 其他重要规则	13
3. 融资融券对市场影响	14
3.1 融资融券对价格影响：负面影响不显著	14
3.2 融资融券交易活跃市场、增加流动性	16
3.3 融资融券有助降低波动率	18
4. 成熟市场经验对A股启示	19
4.1 基本制度和交易制度共同决定融资融券市场发展	19
4.2 成熟市场对融资融券的关注	20

图目录

图 1 融资融券交易对市场行情产生深刻影响.....	4
图 2 张裕 A 股价异动与融资融券交易.....	4
图 3 美国融资融券交易结构.....	6
图 4 日本融资融券交易结构.....	7
图 5 台湾融资融券交易结构.....	7
图 6 香港引入信用制度后股指表现好.....	15
图 7 上证指数引入信用制度后短期波动.....	15
图 8 日经指数与融券卖空股数.....	15
图 9 台湾股指与融券交易金额.....	15
图 10 美国个股股价与做空力量.....	16
图 11 日本个股股价与做空力量.....	16
图 12 第一批融资融券指数表现.....	16
图 13 第二批融资融券指数表现.....	16
图 14 日本融资交易为市场提供超过 2 万亿日元的资金.....	17
图 15 台湾融资交易为市场提供超过 2000 亿新台币的资金.....	17
图 16 美国信用账户提供超过 3000 亿美元的资金.....	17
图 17 我国 A 股融资余额仍在攀升过程中.....	17
图 18 台湾市场下跌时换手率保持平稳.....	18
图 19 我国 A 股股指下行时换手率迅速下降.....	18
图 20 台湾标的券交易超过 30%是信用交易.....	18
图 21 日本信用交易占比高峰达到 20%.....	18
图 22 香港推出融资融券交易时波动率下降.....	19
图 23 我国 A 股推出融资融券时波动率下行.....	19
图 24 美国禁空指数波动率高于标普 500 波动率.....	19
图 25 美国各行业卖空比率情况.....	21

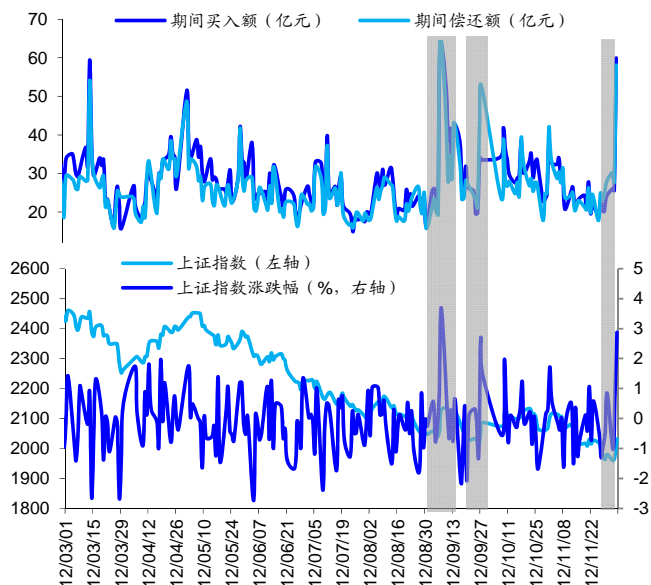
图 26 台湾各行业区间卖空情况 21

表目录

表 1 融资融券基本制度比较.....	5
表 2 各国初始保证金、维持保证金及现金要求比率.....	9
表 3 标的券家数及融资融券余额占比状况.....	10
表 4 各国保证金制度.....	11
表 5 各国融资融券发展格局比较.....	20
表 6 美国纽交所市值前十位卖空个券情况（2012-10-30）.....	20

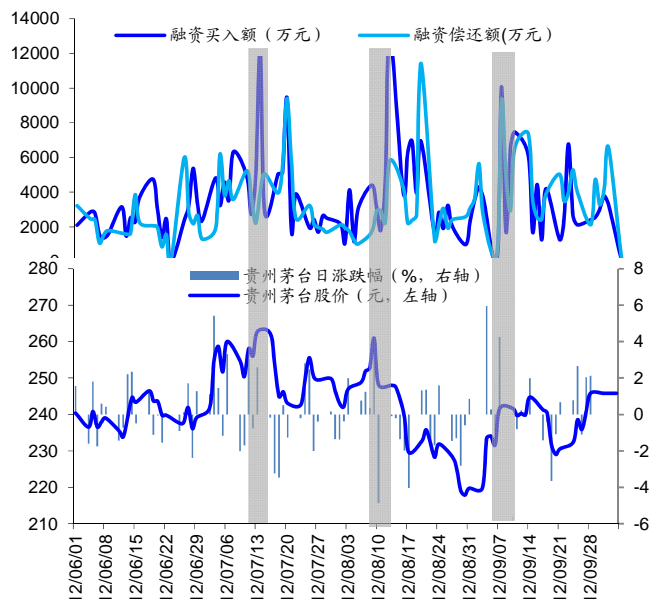
融资融券交易体制的建立和完善将对证券市场交易带来深刻变化。上证指数 2012 年 9 月 7 日大涨 3.69%，融资融券市场当日买入额和偿还额均超过 60 亿元，接近平时 3 倍，对行情推动起到了显著作用。2012 年 8 月 10 日，张裕 A、贵州茅台股价大跌，融资融券市场融资买入张裕 A 超过 2500 万元，融资买入贵州茅台超过 1.2 亿元。融资融券市场已经成为证券市场交易必须关注的一个重要部分，融资融券已经成为市场交易的一个重要工具。

图 1 融资融券交易对市场行情产生深刻影响



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 2 张裕 A 股价异动与融资融券交易



资料来源：WIND，海通证券研究所

融资融券交易体系的建立正如今夜春风，带来证券市场的重大变化，有望催生股市的万树梨花。身处这样的变革之中，市场参与者要应对市场的这一重大变化，一方面，必须了解融资融券交易对市场会产生哪些影响，密切关注这融资融券交易传递出的信息；另一方面，必须了解融资融券交易提供的新的交易方式和获利机会，合理利用这些工具能够获得新的利润增长点。也是为了应对这一变化，我们就融资融券交易将推出一系列的深度报告，从交易制度剖析开始，帮助投资者了解市场的基本制度与未来可能的发展格局。之后对市场运行及分析方法进行探讨，以准确跟踪市场信息，辅助预判市场行情的演进。与此同时，对融资融券交易工具的运用方法进行探讨，以期能够更好的适应市场的变革，参与到市场变革之中。

融资融券系列报告之一比较分析各成熟证券市场融资融券制度及对 A 股市场的借鉴，从融资融券基本制度选择、重要交易制度规定等方面，分析 A 股融资融券制度特点及未来可能的发展格局；从融资融券对市场交易的影响角度，分析融资融券建立对原有证券交易体系的影响；借鉴成熟市场对融资融券信息的关注，结合 A 股市场特点，提出投资者在未来市场运行中应关注的信息。

1. 基本体制比较：A股类似日本

1.1 融资融券基本制度

融资融券交易，也称证券信用交易，是指投资者向具有融资融券业务资格的券商提供担保物，借入资金买入证券（融资交易）或借入证券并卖出（融券交易）的行为。按照融资融券交易体系的核心枢纽不同，可以分为集中授信模式、分散授信模式和双轨授信模式三种。

分散授信模式，也被称为直接授信模式，是一种高度市场化的信用交易模式，在这种模式下，券商是信用交易模式的中心，投资者向券商申请融资融券，由证券公司直接对其提供信用。券商自身资金不足时，直接向银行、货币市场融资或向股东募资扩大资本金；券源不足时，直接向非银金融机构融券来满足投资者的融资融券需求。分散授信模式一般是在金融发展程度高、金融市场结合紧密、金融机构之间合作密切的发达国家的金融市场采用，如美国、英国等美欧国家。按照这种模式建立的信用交易体制充分享受到高度市场化带来的高效率、低成本的优势，但同时，由于缺乏宏观调控力，一旦受到突然的冲击，可能导致信用交易体系的急剧扩张或萎缩，不利于金融体系的稳定。

集中授信模式，也称专业化授信模式，在这种模式下，半官方的证券金融公司是交易体系的核心。当投资者申请融资融券，券商自身资金或券源不足时，通过向专门的证券金融公司进行转融通，来满足客户的需求。集中授信模式便于管理当局通过证券金融公司调控证券市场的资金和证券流量，但由于市场化程度相对低，也牺牲了相当一部分的灵活性和资源配置效率。这种模式的典型是日本和韩国。

双轨授信模式，是上面两种模式的结合体，一方面，存在证券金融公司，为券商提供转融通服务，另一方面，证券金融公司通过没有自营融资融券业务的券商作为代理，向投资者提供融资融券服务。证券金融公司和券商之间是既合作又竞争的关系。目前主要是我国台湾地区在采用这种模式。

表 1 融资融券基本制度比较

	代表性国家	体系核心	参与层级	证金公司与投资者有无直接联系	券商券源不足补充来源	券商资金不足补充来源	证金公司券源来源	证金公司资金来源
分散授信制	美国、香港	券商	3	-	其他券商、基金等非银金融机构	银行、货币市场、股东	-	-
集中授信制	日本、韩国	证金公司	4	无	证金公司	银行、货币市场、股东、证金公司	券商、基金、保险等非银金融机构	银行、货币市场、平准基金、股东
双轨授信制	台湾	证金公司	4	有	证金公司	银行、货币市场、股东、证金公司	券商、基金、保险等非银金融机构	银行、货币市场、股东

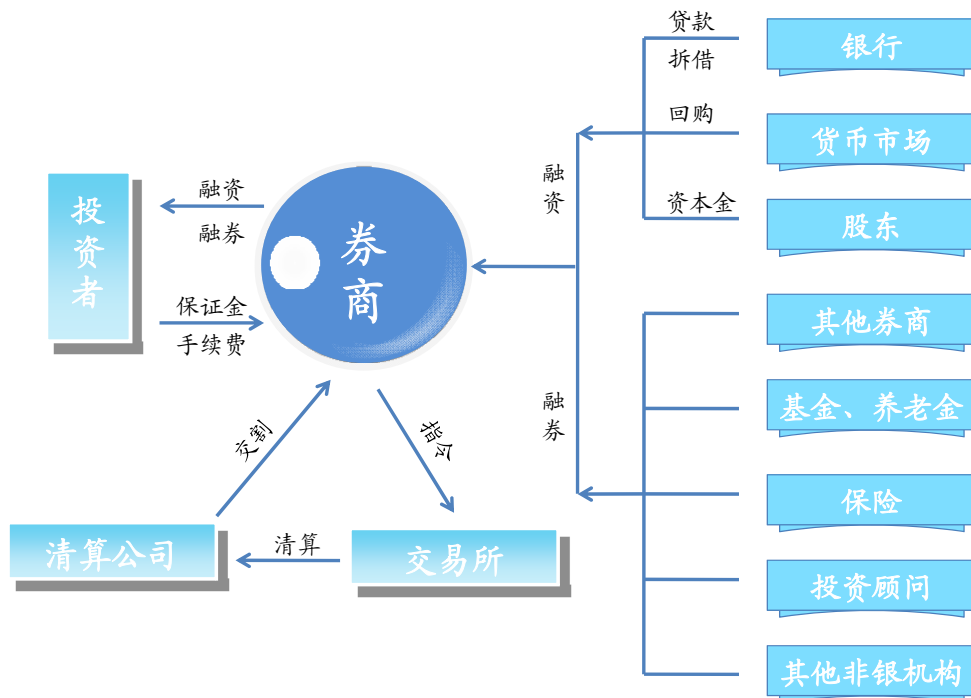
资料来源：海通证券研究所

1.2 成熟市场基本信用制度特征及A股市场选择

美国选择分散授信制，源于其发达的金融体系、完备的信用体系、货币市场和资本市场的良好沟通。在这种前提下，券商能便利地从银行、货币市场获取资金；从基金、保险、券商等非银投资机构调剂证券头寸，并迅速地将融入资金或借入的证券配置给需要的投资者。这种制度下，银行资金完全渗透到证券的市场交易中，各非银机构之间的借贷关系也是纵横交错，在提供效率的同时，也带来了控制方面的诸多问题，在金融危机发生时，此类国家往往通过禁空令来限制融资融券制度对市场的负面影响。在美国，机构对融资融

券市场的参与力度较强，融资融券是对冲基金交易的常用工具之一。

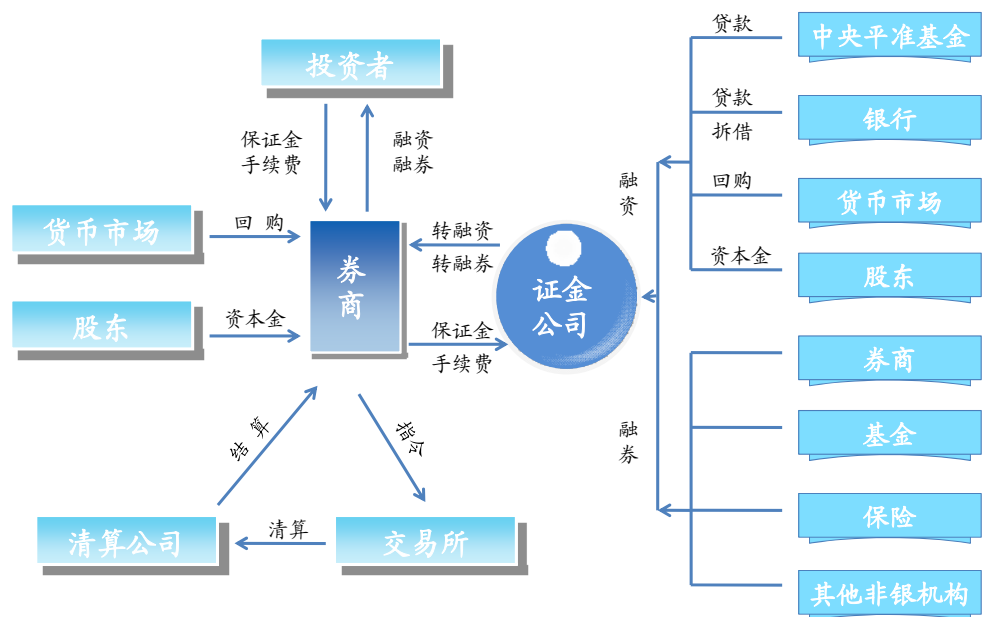
图3 美国融资融券交易结构



资料来源：海通证券研究所

日本的融资融券交易体系选择了建立垄断的证券金融公司来管控整个融资融券体系，这种制度安排是与日本金融体系上的主银行制度有直接关系的。在这种制度下，防止银行资金在证券市场渗透带来的系统性风险被提到空前的高度。集中授信模式能够将由融资融券业务产生的风险在证金公司层面得到全局性的监控，有利于风险的防范和管理。在日本，融资需求可以通过券商自身融资、向证金公司融资两个角度获得补充；但券源不足，券商只能向证金公司借入。

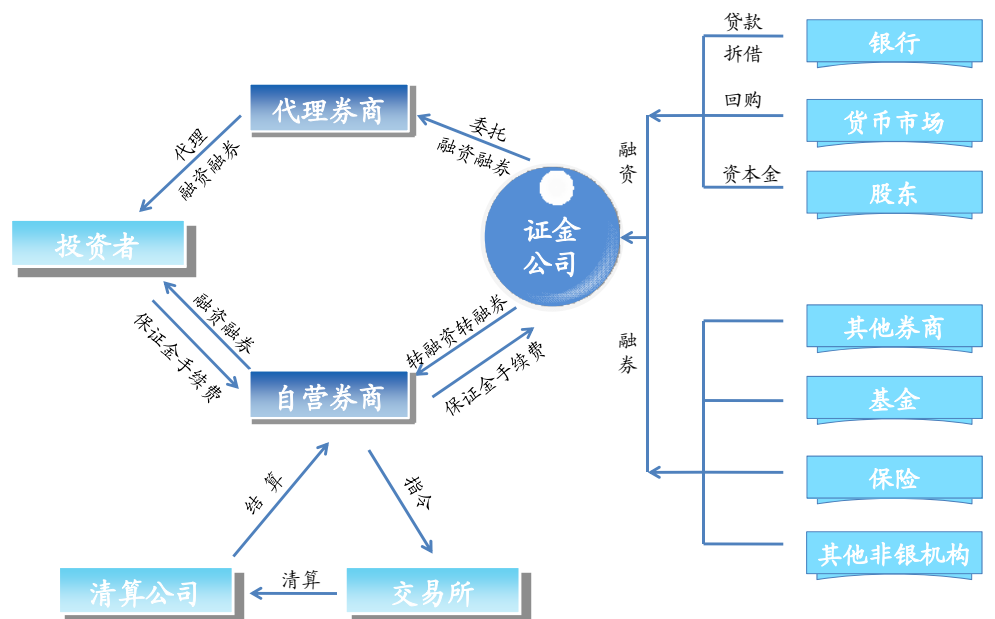
图 4 日本融资融券交易结构



资料来源：海通证券研究所

台湾的双轨制有一个发展过程，原本台湾采取的是证券公司直接向投资者提供资金和证券的模式，随着经济的发展，这种制度的效率低下弊端越来越显现，借鉴日本和韩国的经验，增加了部分券商直接对投资者进行融资融券服务，才形成了今天的双轨制。这种制度和日本的融资融券结构基本相同，最大的区别在于证金公司在向券商转融通的同时，可以通过代理商直接与投资者进行交易。

图 5 台湾融资融券交易结构



资料来源：海通证券研究所

A 股市场转融通业务全部正式运行后，信用体系将与日本的集中授信模式类似。这种

授信方式符合我国 A 股金融体制背景：1) A 股发展程度不高，多层次的资本市场尚未完全建立；2) 市场投资炒作风气较盛，需要有力的监管力度，有证监会的集中管控，系统性风险相对较小；3) 银行体系在经济中的主导性地位突出，选择由证券公司集中解决体系的资金需求，有助于防止银行资金通过融资方式进入证券市场。

2. 交易制度比较：A 股更审慎、成本高

除了融资融券基本制度选择外，交易制度的设定在很大程度上决定了市场发展的速度、格局及交易特征。我们对市场影响大的交易制度进行分析，参考海外成熟市场的运行情况，预判 A 股融资融券体系完全形成后可能形成的市场格局及交易特征。

2.1 保证金制度：A 股审慎，杠杆水平不高

保证金制度决定融资融券的杠杆水平，是信用体制中最重要的制度之一，保证金制度主要包括三个方面，一是初始保证金比率要求，二是维持保证金比率要求，三是现金比率要求。

初始保证金比率决定融资融券市场能够提供的杠杆水平，一般情况下，初始保证金要求高，提供的杠杆小，不利于市场的活跃；初始保证金要求低，市场活跃度高，但交易风险也会相应增加。Gikas A.HardouVelis & Stavrosperistianis (1992) 研究发现，在牛市与熊市，调整保证金比例对证券市场波动的影响是不同的。牛市时，提高保证金比率可以平抑股市的波动性；熊市时，降低保证金比率可以平抑股市的波动性。

历史上各成熟市场均有调整存款保证金比例以期达到调控市场的经历。美国自 1934 年来，美联储共对保证金比例做过 22 次调整，大多数时间在 50%-75% 之间变化，1974 年 1 月是最后一次对初始保证金进行调整，定为 50% 并一直保持到现在。日本也曾将调整保证金比率作为调控证券市场的重要手段，在 1970 年至 1980 年十年间共调整 37 次，1987 年股灾时初始保证金比率曾调高至 70%，1990 年 9 月降到 30%，一直保持至今。台湾的保证金比率也经历了多次调整，1962-1988 年之间调整 29 次，目前确定在 50%。我国目前将初始保证金定在 50% 的较高水平，有利于控制高杠杆带来的投资风险。

除了初始保证金比率，维持保证金比率也是重要的关注点。美国的维持保证金比率是由各证券交易所和证券商自行规定。纽约交易所规定信用交易中融资的维持保证金比率为总市值的 25%；融券的维持保证金比率为总市值的 30%，一般券商按照交易所规定的比率执行或者根据风险度测评略做提高。日本的维持保证金比率要求相对较低，融资和融券的维持保证金比率要求不低于 20%。台湾的维持保证金比率也在 20%-30% 水平。我国 A 股的维持担保比率与成熟市场通俗所说的维持保证金计算方法略有不同，要求维持担保比率不低于 130%，按照通俗的计算方法，大致相当于成熟市场要求的 30%。现金比率方面，在转融通业务中，明确要求有 15% 的现金比率。

现金比率指的是融资融券业务中用作担保的抵押品中现金占比水平。设置这一条款主要是考虑到用做担保抵押的证券价值浮动较大，价值稳定性不如现金，强制性地要求保持相当比例的现金，有助于提高担保品的质量和稳定性。这种制度主要在日本、台湾和韩国存在，美国没有这一比率要求。我国在转融通业务中，明确要求券商转融通的抵押品保持 15% 的现金比率。

保证金制度是杠杆力的重要衡量指标，但不是唯一的衡量指标。虽然从初始保证金数据上来看，日本的初始保证金比率和维持保证金比率都较低，但由于日本制定了非常细致的风险监控制度，在很大程度上限制了市场的活跃与发展，因此，日本的融资融券市场的活跃度并不高。

表 2 各股市初始保证金、维持保证金及现金比率要求

	初始保证金比率	维持保证金比率		现金比率
		融资维持保证金比率	融券维持保证金比率	
美国	50%	25%	30%	无
日本	30%	20%	20%	有
台湾	50%	20%-30%	20%-30%	有
A 股	50%	折算约为 30%	折算约为 30%	15% (转融通)

资料来源: Bloomberg, CEIC, 海通证券研究所

2.2 标的券选择 \ 担保券及折算比例

标的券是指可以进行融资融券交易的证券，并不仅限于股票，权证、基金、债券都可以成为标的券。美国标的券分为权益证券和债券证券两类，前者包括普通股、优先股、认购权证和共同基金；后者包括豁免证券、公司债、抵押权证券、无息债券和非权益证券。美国对于股票成为标的券要求不高，只要是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，同时是在证券交易委员会开列名单上的证券，都能作为融券标的。

在日本，证券交易所交易品种，大多数能成为融资融券交易标的，但柜台交易的证券有较为严格的发行股数、股东人数、成交活跃度、获利水平等方面的要求。日本目前融资融券交易标的约有 2000 余只，但融资融券标的增加也有一个过程：日本 1950 年开始保证金融资交易之初，只有 5 只东京证券交易所上市的股票可以进行信用交易，1951 年扩大到 50 只，目前东京证券交易所上市的 3000 多个证券品种中绝大多数都可从事转融通交易，占比超过 50%。

台湾对适用信用交易的证券作了较为严格的限定。台湾《有价证券得为融资融券标准》规定：1) 普通股股票上市满六个月，每股净值在票面以上，由证券交易所公告得为融资融券交易股票；2) 非属柜台买卖管理股票、第二类股票及兴柜股票普通股股票上市满六个月，每股净值在票面以上，且该发行公司符合下列各款规定者，由证券柜台买卖中心公告得为融资融券交易股票：a) 设立登记结满五年以；b) 实收资本达新台币三亿元以上；c) 最近一个会计年度决算无累积亏损，且营业利益及税前纯益占年度决算实收资本额比率达 3% 以上。上述两类股票有股价波动过度剧烈、股权过度集中、成交量过度异常等情况之一的，不得作为融资融券交易股票。3) 受益凭证上市满六个月，由证券交易所公告得为融资融券交易，但指数股票型证券投资信托基金受益凭证除外。

A 股对融资融券标的的选择更为审慎，目前仅限于证券交易所的优质、流动性好的个股，要求：1) 在交易所上市交易满三个月；2) 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；3) 股东人数不少于 4000 人；4) 近三个月内日均换手率不低于基准指数日均换手率的 20%，日均涨跌幅的平均值与基准指数涨跌幅的平均值的偏离值不超过 4 个百分点，且波动幅度不超过基准指数波动幅度的 500% 以上；5) 股票发行公司已完成股权分置改革；6) 股票交易未被本所实行特别处理。

比较各市场的融券标的标准及交易现状，我国 A 股的标的券数量显著偏低，大力扩展标的券数量是近期融资融券业务发展的一个重点。

另外，从各市场的融资融券交易余额占比情况来看，我国 A 股的融资交易余额基本与日本水平相当，但卖空交易余额显然仍有较大的发展空间。

表 3 标的券家数及融资融券余额占比状况

	交易所证券数	标的券数量	标的券占比 (%)	融资余额市值占比 (%)	卖空流通市值占比 (%)
美国	14377	8000	55.64	1.00	2.23
日本	3710	2000	53.91	0.45	0.11
台湾	832	700	84.13	-	0.72
A 股	2492	278	11.16	0.46	0.02

来源: Bloomberg, CEIC, 海通证券研究所

担保券是用作信用交易抵押的证券，一般要求有较好的流动性及稳定的市场价值。担保券规定折算比例则是为了控制担保物价值波动带来的信用交易风险，一般对用于担保的证券都会给出一定的折算比例。各市场均对不同的抵押券种给予了不同的比例。

美国的担保券折算比率整体较高：政府债券按 95% 计算，政府担保债券按 90% 计算，其他债券按 85% 计算，可转换债券按 80% 计算，股票折扣率随时间和市场状况的不同而不同。

日本的信用体制强调个券的风险控制，将保证金率、现金比率和担保证券的折算率共同作为风险控制的手段。折算率由大藏省制定，当市场价格波动幅度加大时，信用交易额增加影响到信用帐户的偿还能力时，大藏省就可以通过降低折算率来减少系统性的信用风险，反之则提高比率。日本 1983-1999 年间担保券折算比率的变动了 13 次，变动幅度在 50% - 80% 之间。

A 股出于风险监管的考虑，也实施了较为严格、细致的担保标准，并由证金公司每日公布折扣水平：1) 上证 180 指数成分股股票及深证 100 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%；2) 交易所交易型开放式指数基金折算率最高不超过 90%；3) 国债折算率最高不超过 95%；4) 其他上市证券投资基金和债券折算率最高不超过 80%。

2.3 交易成本：我国交易成本偏高

融资融券有别于一般交易的最主要的成本就是融资利率和融券利率。美国和日本的融资融券利率都相对较低。以日本为例，证券金融公司向券商提供的转融资利率约为 0.77%，券商在此基础上加成提供给投资者，年率约在 2% 至 3%；证券金融公司向券商提供的转融券，如果是在证券金融公司内部能够轧平的，收取的年率约为 0.4%，如果是超贷的证券，则需要另行支付溢价，溢价由证金公司支付给券源提供方。券商在转融券的费率基础上加成，提供给投资者，目前对客户的融券年费率多为 1% 至 2%。美国的融资融券利率市场化程度高，利率的基准是 fed 每日向市场发布的证券公司拆借利率，称为 broker call rate，证券公司在此基础上制定自己的融资融券业务利率。根据券商的实力和经营策略的不同，美国券商的融资融券利率差异很大，为了吸引客户，中小券商的会给出较低的融资融券利率。

A 股的情况与日本类似，证金公司每日公布转融资和转融券利率，券商在此基础上制定自己对投资者提供的利率。A 股目前的融资融券利率水平显著高于海外，主要因为目前的融资融券是用证金公司的自有资金及证券予以融出，成本较高，预计随着转融券的推出，券商将采用在证金公司转融资和转融券费率基础上适当加成的方法，融资成本和融券成本有望下降。

表 4 各市场融资融券利率

	融资利率	融券利率
日本	2%至 3%	1%至 2%
台湾	6%左右 (5.97%-6.35%)	0.2%左右
美国	基准在 2%左右	基准在 2%左右
中国	8.60%	8.6-10.6%

资料来源：海通证券研究所

2.4 风险控制：我国注重从参与者交易控制风险

融资融券市场最大的特点一是提供交易杠杆，二是实现对个券的卖空。这两者都会带来对市场和个券的较大影响，因此，风险控制是体系的重要关注点之一。通过风险控制制度的设定，不同国家的信用体制发展速度和格局也将受到较大程度的影响。风险控制分为对证券的风险控制和对参与者的风险控制两个方面：

个券的风险控制：日本控制最严

在各市场中，日本是对个券风险控制较为严格的国家。日本从证金公司层面，对个券交易情况及余额进行了非常严密的监控，当个股的信用交易余额及普通交易达下述标准时，则将之指定为“管制股票”：1) 融券余额占融资余额的 60%；2) 标准信用卖出（融券卖出）余额占上市股份总量的 10%以上（含），或者该余额达到 10000 个交易单位以上（含）；3) 融资余额股数占上市股数 20%；4) 转融券余额占上市股份总量的 3%以上（含）或者转融券余额达到 3000 个交易单位以上（含），且转融券余额与转融资余额的比值达到 120%以上（含）。

日本的个券风险控制对信用体系格局形成产生重大影响：融资融券余额市值占比、转融券余额市值占比上限水平低，很大程度上制约了日本融资融券交易的发展，融券在体系中占比低，余额保持水平低等市场格局的形成都与这一风险控制设定有关。

台湾也对个券风险制定了相应规则：上市单一个股融资限额为新台币 1500 万元，融券限额为新台币 1000 万元。每只股票融资余额不得超过其上市（柜台）总股数的 25%；每只股票融券余额不得超过其上市（柜台）总股数的 25%。

A 股的融资融券个券限制相对于日本和台湾更为宽松，但分两级分别监控的方式又能较为有效的控制风险：

1) 单只标的证券的融资（或融券）余额达到该证券上市可流通市值的 25%时，交易所可以在次一交易日暂停其融资买入，并向市场公布。该标的证券的融资（或融券）余额降低至 20%以下时，交易所可以在次一交易日恢复其融资买入，并向市场公布；

2) 单只转融通标的证券转融券余额达到该证券上市可流通市值的 10%时，证金公司暂停该证券的转融券业务，并向市场公布。该比例降至 8%以下时，证金公司可在次一交易日恢复该证券的转融券业务，并向市场公布。证金公司接受单只充抵保证金证券的市值达到该证券总市值的 15%时，暂停接受该证券作为担保证券，并向市场公布。该比例降至 12%以下时，证金公司可在次一交易日恢复接受该证券作为担保证券，并向市场公布。

对参与人的风险控制：

台湾法律针对不同信用等级的个人规定了不同标准的融资融券限额，《有价证券信用交易之融资融券限额》规定：每一个客户最高融资额为新台币 3000 万元，最高融券额为新台币 2000 万元。《证券商办理有价证券买卖融资融券管理办法》规定：证券商对客户

的融资、融券的总金额，分别不得超过其净值的 250%，同时对每种证券的融资总金额、融券总金额，分别不得超过其净值的 10%和 5%。

A 股从参与者角度进行的风险控制更为严格。

证监会规定，对单一证券公司转融通的余额，不得超过证券金融公司净资本的 50%，否则暂停向其出借资金或者证券。该比例降至 40%以下时，证监会可在次一交易日恢复向其出借资金或者证券。另外，从证券公司风险控制的角度，融资融券的金额还受到公司的净资本、净资产、流动资产的限制。

A 股也对从券商的角度，对投资者的风险进行了较为严格的控制：证券公司对单一客户融券业务规模不得超过净资本的 5%。对单一客户融券业务规模不得超过净资本的 5%；接受单一担保股票的市值不得超过该股票总市值的 20%。

从融资融券风险控制角度可以看出，A 股的管理主要从参与者角度做了较严密的监控，而对证券本身交易、余额的监控相对宽松。这样避免了融券交易余额限制的刚性上限，予以信用体系更大的发展空间。

2.5 参与者结构：日、韩、台个人参与比率高

在融资融券体系中重要的参与者包括：投资者、券商、转融通证券出借人。

欧美市场机构投资者占比高，日韩和台湾个人投资者活跃

在成熟信用体制国家，非银金融机构包括基金、保险、券商等基本都是融资融券市场参与者。在欧美，非银投资机构是市场的主要参与者，将融资融券交易作为重要的交易工具，构造不同的交易策略，贡献市场的大部分交易。而欧美个人投资者很少直接参与融资融券交易。日本、台湾市场则个人参与融资融券交易热情高，日本信用交易中个人交易占比超过 50%，台湾的个人投资者基本都开有融资融券账户，参与比例高。韩国则只允许个人参与融资融券交易。这些与日韩台集中制的制度选择及较为严格的风险控制标准有直接关系。

目前国内的融资融券业务主要是个人和一般机构投资者，券商的理财业务刚刚获得了参与融资融券的资格，保监会于今年 6 月发布《保险机构融资融券暂行管理办法》，有望对保险机构的融资融券交易进行规范。国内公募基金目前没有明确的细则规定可以参与，产品设计以及契约规定中都没有对融资融券做出说明。基金参与的障碍在于：1.基金资产属于托管资产，用于担保存在法律障碍，而在融资融券交易中存在让与担保的法律关系；2.基金公司的资金托管在银行，如果参与融资融券，就要在券商开设信用账户，这意味着基金公司要将资金转移到券商托管。2013 年，A 股市场机构投资者参与比例有望提高。

对于个人投资者，各市场要求各不相同。美国只要求最低融资融券交易开户资金为 2000 美元，从事日交易的融资融券交易的最低开户资金为 2500 美元。台湾要求相对较为严格：1) 年满 20 岁有民事行为能力的台湾人或法人；2) 开立受托买卖账户满六个月；3) 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%；4) 最近一年所得及各种财产计达所申请融资额度的 30%。日本的个人信用交易的开户也比较严格，但定性的成分较高，主要排除女性、财务风险高及高龄投资者，一般由总公司或分公司经理亲自与客户面谈或做家庭访问审查无误，并在开户申请书上详细记载面谈情形后，才可以开户。我国 A 股对个人投资者的选择由券商自行制定，报监管部门审批，一般的要求是：投资者开立普通资金账户满 18 个月并交易 6 个月以上；且最近半年累计交易次数超过 10 次，投资者普通资金账户内资产总值（人民币）在 50 万（含）以上。

券商资格要求：普遍较为宽松

在美国，只要持有客户有价证券的券商符合 1934 年证券交易法 Rule15c3-1 条有关净资本的规定，则具有办理信用交易的资格。在日本，只要券商的自有资本比率大于 120%，就可以做信用交易。台湾的券商资格分两种，一种是有融资融券自营资格的券商，一种是仅做转融资融券代理的券商。根据相关规定，只有具备以下条件的证券公司才能直接办理融资融券服务：公司净值新台币 2 亿元，经营有价证券经纪业务届满两年以上；最近两年度结算有营业利润及税前纯益；最近三年未受台湾证管会停业或撤销分支机构的处分；最近三年未曾受证交所停止或限制买卖的处分；已订立业务章程，并设置专卖单位，指派专任人员不得少于 5 人，增提营业保证金至新台币 1.5 亿元。

A 股在 2011 年修改了融资融券试行管理办法，新的融资融券管理办法取消了对资本金等的要求，需要具备如下条件：1) 经营证券经纪业务已满 3 年；2) 公司治理健全，内部控制有效，能有效识别、控制和防范业务经营风险和内部管理风险；3) 公司及其董事、监事、高级管理人员最近 2 年内未因违法违规经营受到行政处罚和刑事处罚，且不存在因涉嫌违法违规正被证监会立案调查或者正处于整改期间的情形；4) 财务状况良好，最近 2 年各项风险控制指标持续符合规定，注册资本和净资本符合增加融资融券业务后的规定；5) 客户资产安全、完整，客户交易结算资金第三方存管有效实施，客户资料完整真实；6) 已建立完善的客户投诉处理机制，能够及时、妥善处理与客户之间的纠纷；7) 信息系统安全稳定运行，最近 1 年未发生因公司管理问题导致的重大事故，融资融券业务技术系统已通过证券交易所、证券登记结算机构组织的测试；8) 有拟负责融资融券业务的高级管理人员和适当数量的专业人员，融资融券业务方案和内部管理制度已通过中国证券业协会组织的专业评价。

转融通证券出借人：A 股市场基金、产业资本有望大力参与

证券出借人主要是券商、保险、基金、投资公司等非银金融机构以及产业资本。在成熟市场，被动型基金、上市公司的大股东是重要的证券出借人。被动型基金要保持与指数的一致，权重股长期持有，将之出借能够获得额外的利息收入，是增收的重要来源。上市公司的股东（产业资本），利用股权质押借款已经是较为普遍的操作，而对于持有较大份额的大股东，也可以将准备长期持有的证券借出以获取融券利息。

在日本，家族企业制度盛行，产业资本借出证券意愿不强也是融券市场发展相对迟缓的一方面原因。台湾的融券交易则相对活跃。我国 A 股目前股权质押贷款的市场发展已经比较活跃，成为转融通证券出借人为产业资本提供另一条融资的渠道，相信也会有较为活跃的市场前景。

A 股转融券制度还未正式推行，券商中已经有一部分试点确定成为转融通证券出借人。按照制度设定，基金，特别是被动指数型基金未来也将是市场的重要参与者。

2.6 其他重要规则

除了上述交易指数，还有一些重要的对市场交易有影响的规则值得关注：

1) 报升规则：融资融券市场较为通用的规则，是指卖空的价格必须高于最新的成交价，该规则起源于美国，起初是为了防止金融危机中的空头打压导致暴跌。我国 A 股融资融券法规也对报升规则进行了详细规定：融券卖出的申报价格不得低于该证券的最近成交价；当天还没有产生成交的，其申报价格不得低于前收盘价。低于上述价格的申报为无效申报。

2) 融资期限：美国对信用交易没有做清算期限的规定，日本和台湾都是规定信用期限不超过 6 个月，韩国则规定信用期限不超过 150 天。我国 A 股也是规定融资融券交易

的期限不能超过 6 个月。

3) 唯一券商规则：我国 A 股法律规定，投资者只能与一家券商签订融资融券合同，向一家证券公司融入资金和证券。日本则是可以与多家公司订立合同。

3. 融资融券对市场影响

融资融券交易是证券市场的基础交易制度之一，建立这一信用交易体系将带来证券市场的重大改变。主要的影响包括对市场、金融机构、投资者三个方面。其中，对市场交易的影响是最基本的影响。对金融机构的影响主要是对券商等中介机构、证券出借人等可以利用体制获利的参与者的影响。投资者在基本交易制度基础变化后，一方面要适应新的市场格局的变化，另一方面，利用新的交易工具，可以获得新的利润增长点。本文主要考虑信用体系对市场交易的影响，对金融机构及投资者交易的影响将在以后的融资融券系列中逐步予以讨论。

3.1 融资融券对价格影响：负面影响不显著

对于融资融券市场建立后提供的卖空功能，市场一直担心会对指数和个股形成负面冲击。过往的研究总体倾向于信用体系并不会造成指数和个股的负面效应。

(1) 融资融券交易对市场整体并未出现明显负面影响

Charoenrook & Daouk (2003) 对 111 个国家证券市场的研究表明当市场从严禁证券信用交易到允许信用交易的制度转变，能够使市场指数上升。造成这种状况的主要原因在于：其一，在从禁空到允许卖空的过程中，投资者对预期收益率的要求降低，从而推升指数上行。其二，股价高估效应。在禁止做空的市场中，只有看多的市场投资人能够通过现货交易来做多，从而影响股价，而看空的投资人无法做空来影响股价，从而带来市场价格的高估。在转化的准备过程中，这种高估会回归正常，从而制度真正实施时，面临的是一个相对合理的估值，从而有利于市场的上行。

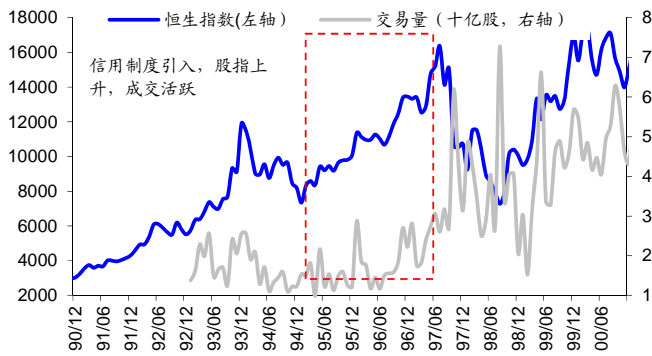
James J. Angel (1997) 以纽约股票交易所 (NYSE) 股票为研究对象，研究股价下跌是否与卖空交易相关，发现常规性买卖指令形成的“助涨杀跌”（越涨越买、越跌越卖）效应是加剧市场波动的一个重要原因。这一点在日韩、台湾等以证金公司为核心的集中信用体制中更容易解释。在集中制体系下，管理层可以通过初始保证金、维持保证金、担保品折算比例等多种方式调控信用体系的杠杆力度，在需要提高市场活跃度的时候提高杠杆力，在需要稳定性时降低杠杆力，从而减轻交易可能形成的助涨杀跌功能。此外，融资融券的报升规则是减少市场负面冲击的重要原因。

我们下面从融资融券推出初期和已经推出的成熟市场两个角度对这个问题进行考察：

大多数成熟市场，融资融券推出历史悠久，很难考证政策推出初期对市场的影响。可以做参考的是推出时间较晚的香港市场。1994 年 1 月，香港正式出台融资融券机制。推出后，股指小幅回落之后，一路上扬，指数涨幅超过 100%，与此同时，成交量也是持续放大，交易非常活跃。

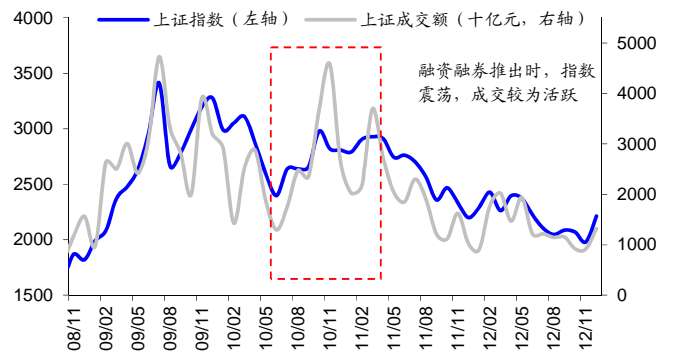
A 股在 2010 年 3 月 31 日推出融资融券政策后，指数也是小幅回落，再度回升到之前的位置，说明融资融券制度的推出对指数负面影响有限。在转融通推出后，我们预计这种负面影响会更小。

图 6 香港引入信用制度后股指表现好



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

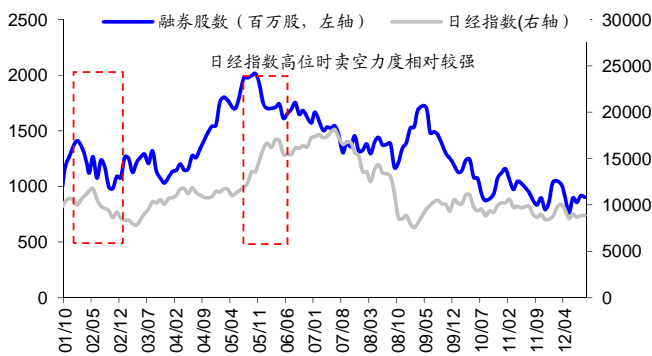
图 7 上证指数引入信用制度后短期波动



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

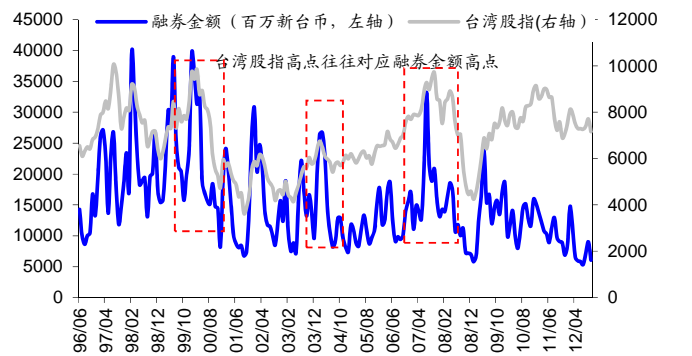
我们再看看成熟市场融券业务于指数表动的关系。从日经指数和台湾证交所加权股价指数来看：指数在低位时，融券卖出的股数往往也相对较少，这也说明，融券市场并不是股指下行的主要力量。美国研究机构对美国的信用市场的研究也有类同的结论：在 1990 年 1 月至 1999 年 12 月期间，纽约股票交易所中的卖空份额与 NYSE 综合指数间呈现出较为相似的变动趋势，表明卖空交易量同股价指数间存在着极为显著的正向变动关系，指数高涨时卖空量大、指数低迷时卖空量小，反映卖空交易能起到平缓股价指数剧烈波动的作用。

图 8 日经指数与融券卖空股数



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 9 台湾股指与融券交易金额



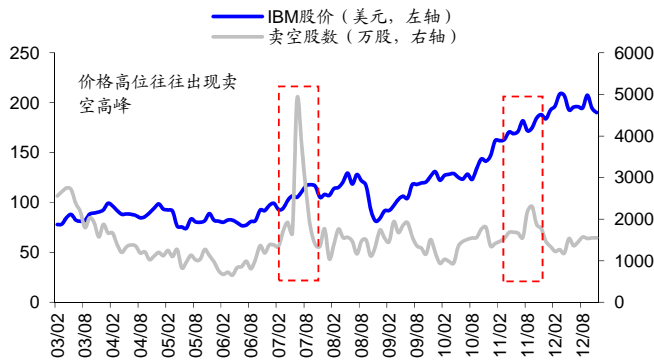
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

（2）对融资融券标的个券价格未出现负面影响

如果信用制度本身并不会对指数形成负面影响，那么卖空对个券的影响是不是会更大些呢？融券交易有利于个股利空信息的迅速释放，但并不影响个股估值的基本准则，决定股价的仍是个股的基本面情况。这里我们用各主要市场的代表性个股来做说明。

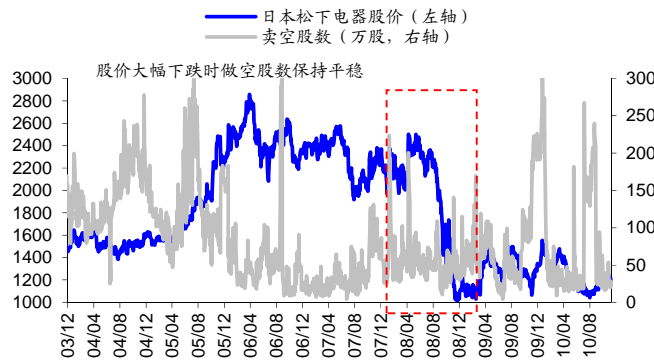
美国市场选取 IBM 作为范本来，卖空力量出现峰值往往出现在股价攀升过程中，日本松下电器的交易数据也说明，在股价大幅下跌时，卖空股数保持了相对的平稳，而在股价攀升过程汇总，卖空股数出现上涨。

图 10 美国个股股价与做空力量



资料来源: Bloomberg, CEIC, 海通证券研究所

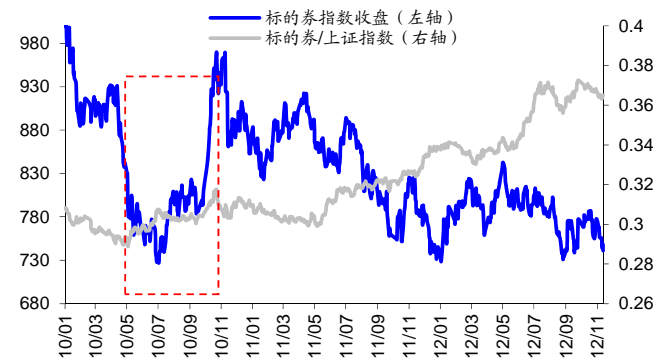
图 11 日本个股股价与做空力量



资料来源: Bloomberg, CEIC, 海通证券研究所

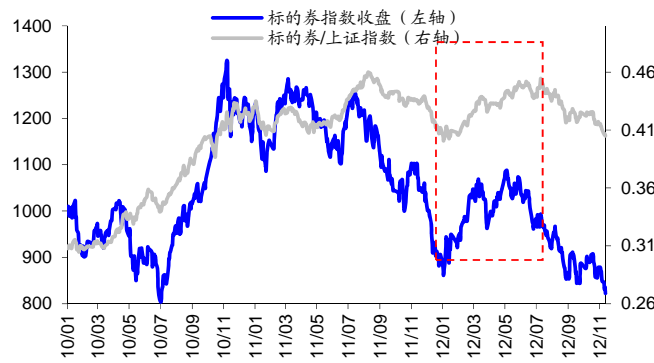
在 A 股为期不长的融资融券交易时间中，我们也同样可以看到，成为做空标的的个股，并没有因为融资融券做空制度的诞生，而使得个股出现大幅的下跌。我们将标的个券按照流通市值加权编制成指数，可以看到，在融资融券交易开闸后，标的券指数相对于大盘没有出现明显下行。

图 12 第一批融资融券指数表现



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 13 第二批融资融券指数表现



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

3.2 融资融券交易活跃市场、增加流动性

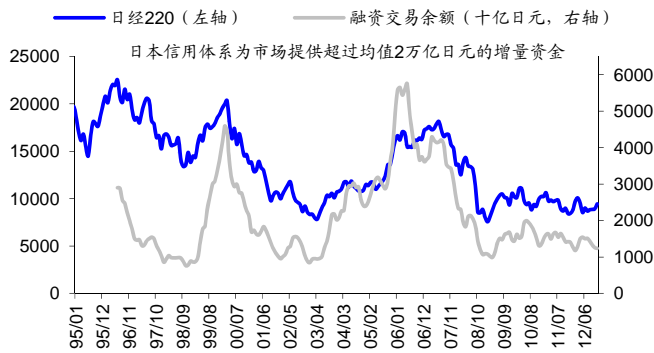
Woolridge 和 Dickinson 在 1994 年的研究表明卖空交易者通过在上漲的市場中增加賣空交易量而在下跌的市場中減少賣空交易量來向整個市場提供流動性。王麗容等 (2001) 的研究發現, 1991 年至 2000 年期間, 台灣股市買空交易量與市場成交量的相關系數高達 97%, 當日沖銷成交量與大盤成交量的相關系數高達 84%, 而賣空交易量與大盤成交量的相關系數僅為 57%。AnchadaCharoenrook 和 Hazem Daouk (2003) 利用換手率作為衡量流動性的指標, 通過對 111 個國家證券市場的研究發現, 在附有較為嚴厲賣空約束條件的新興市場國家中, 股票市場的流動性要明顯低於沒有賣空約束條件的發達市場國家。

我們認為融資融券市場通過兩個途徑為市場提供流動性: 一方面, 融資功能通過券商、證金公司兩個層次融資為整體體系補充流動性, 同時保證金提供的杠桿增強流動性的力度; 另一方面, 融資、融券交易換手率顯著高於一般交易, 為個券提供更多的流動性, 使得交易更為活躍。

從增量資金角度, 日本市場的融資交易從 96 年以來, 為市場提供超過 2 萬億日元的流動性, 與市場表現呈現直接的正相關性。台灣市場的融資交易較為穩定, 也為市場提供

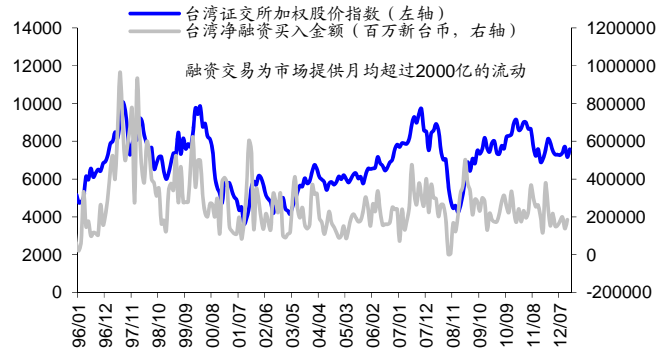
日均超过 2000 亿新台币的增量资金。美国信用账户余额 07 年来均值也在 3000 亿美元以上，为市场交易的活跃提供重要的流动性支撑。我国 A 股目前融资余额只有 800 亿元，仍在持续上升过程中，未来的发展空间仍大。

图 14 日本融资交易为市场提供超过 2 万亿日元的资金



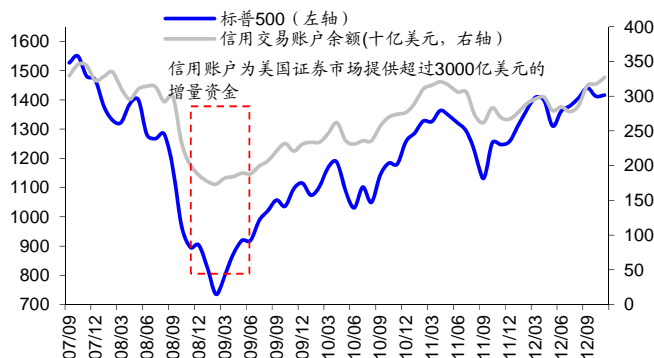
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 15 台湾融资交易为市场提供超过 2000 亿新台币的资金



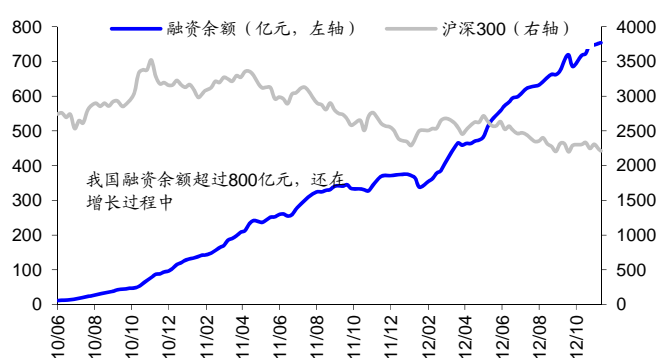
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 16 美国信用账户提供超过 3000 亿美元的资金



资料来源：CEIC，海通证券研究所

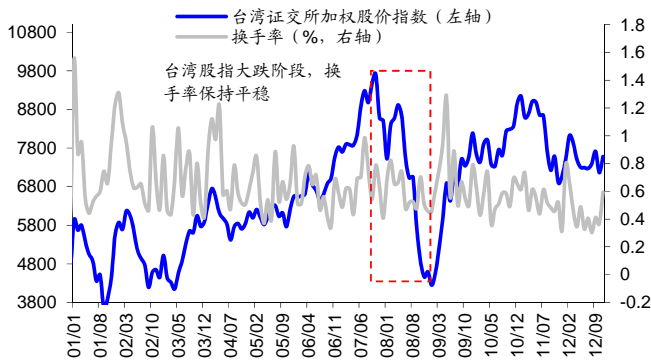
图 17 我国 A 股融资余额仍在攀升过程中



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

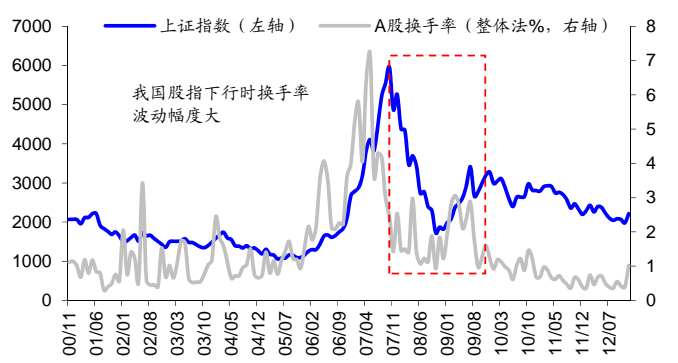
从融资融券交易活跃市场的角度，信用交易的活跃度显著高于一般证券交易。将台湾的情况和我国 A 股尚未进行融资融券是的情况相对照，在我国 A 股估值下行阶段或熊市持续低位震荡阶段，换手率持续维持低位。而台湾即使在股指大幅下跌阶段，市场也保持了非常稳定的换手率水平。说明在市场低迷时，融资融券交易是保持市场交易顺畅的重要工具。

图 18 台湾市场下跌时换手率保持平稳



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

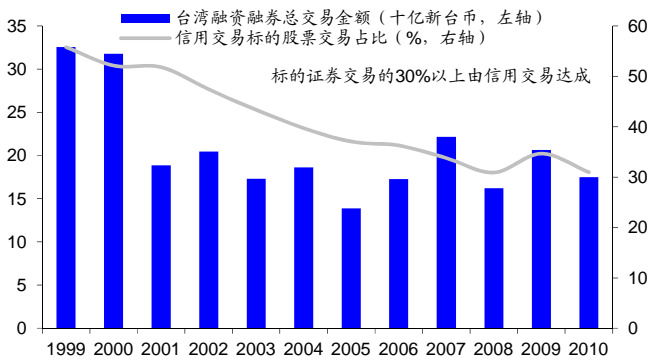
图 19 我国 A 股股指下行时换手率迅速下降



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

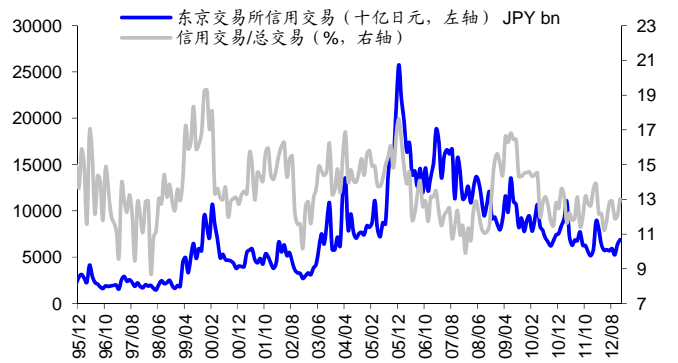
另外，从融券余额与流通市值占比情况来看，美国不足 3%，台湾和日本不足 1%，加上融资余额，市值占比也不高。但三个市场的融资融券交易量却均超过总交易量的 15%，台湾的信用交易占比在高峰时超过 30%，充分说明融资融券交易的活跃度是显著超过一般证券买卖交易的。

图 20 台湾标的券交易超过 30% 是信用交易



资料来源：台湾证券交易所，海通证券研究所

图 21 日本信用交易占比高峰达到 20%



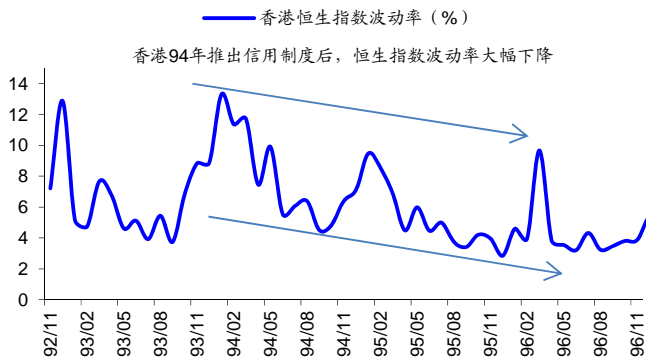
资料来源：CEIC，海通证券研究所

3.3 融资融券有助降低波动率

融资融券交易并不是造成市场剧烈波动的主要原因基本已经得到市场的共识。从卖空股数与指数之间运行的关系来看，多个市场都显示出卖出股份与指数运行之间有较强的正向的关系，也就是说，在市场上行阶段，卖空股数逐步累加，而在股指低位时，卖空力量也处于相对低位。由此看，卖空交易反而起到了平缓价格剧烈波动、稳定市场运行的功效。而融资买入也有同样的平抑指数波动的作用。在股指下行过程中，融资买入逐步累加，阻止股价的过度下行，股指上行过程中，则融资买入逐步减少。本文图 8、9 中融券卖空与指数的相关关系充分反映了这样一个冲销过程。

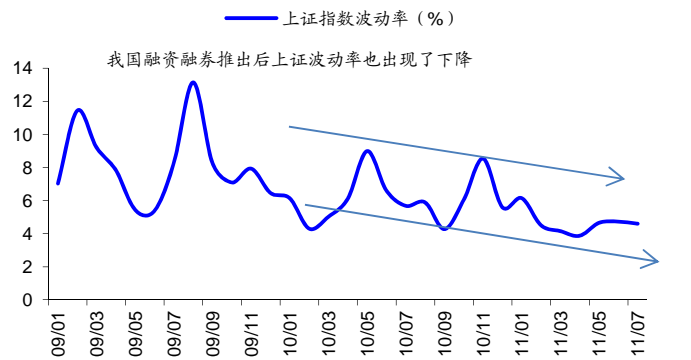
Bris 等（2004）对全球 47 个市场的研究以及 Charoenrook 和 Daouk（2005）对全球 111 个市场的研究也都发现卖空交易可以显著降低市场的波动性，起到稳定市场的作用。廖士光等（2005，2007）分别对台湾和香港市场的实证结果也得到类同的结果。我们对 94 年香港推出融资融券前后的恒生指数波动率进行考察，在融资融券交易推出后，估值的波动率出现了较为显著的下行。A 股在 2010 年 3 月底推出融资融券交易，将第一批融资融券交易的个券做成指数，可以看到，指数的波动率也是呈现逐步下跌的过程。

图 22 香港推出融资融券交易时波动率下降



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

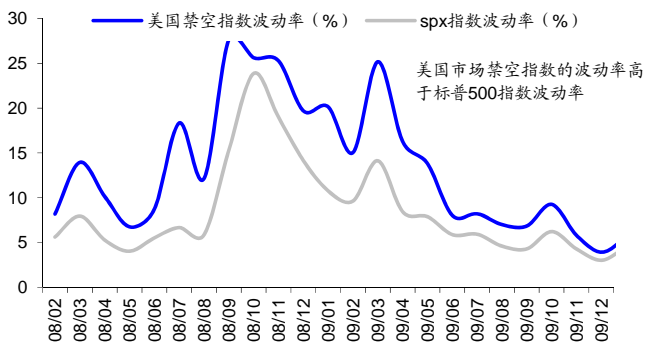
图 23 我国 A 股推出融资融券时波动率下行



资料来源：WIND，海通证券研究所

从个券来看，卖空交易功能使得个券的不利消息能够迅速得到释放，不至于累积造成暴跌，有助于个券股价和交易双方面的稳定性。将 08 年美国禁空的个股指数与标普 500 指数的波动性相比较，可以看到，禁空指数波动率始终都是大于标普 500 指数波动率的，也从侧面印证了卖空功能对个券价格的稳定作用。

图 24 美国禁空指数波动率高于标普 500 波动率



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

4. 成熟市场经验对 A 股启示

4.1 基本制度和交易制度共同决定融资融券市场发展

各市场的融资融券基本制度和交易制度的不同，决定了各市场的融资融券市场发展程度不同，形成的交易格局也各不相同。欧美市场融资融券市场基本制度选择的是市场程度高的分散授信制度，在交易制度上限制少：没有严格的融资融券余额限制、没有信用交易期限限制、没有现金比率要求、对投资者的资格要求少、券商进入难度小。从而融资融券市场发展程度高，信用交易占比高，融资融券余额市值占比高，融券业务开展非常活跃。

而在日韩和台湾，集中授信制的制度选择已经失去了部分信用体系的效率，另外在交易制度上出于风险控制的考虑，制定了严格的各项制度：对参与者资格进行量化考评、对个券、市场整体的融资融券余额进行限制、对信用交易期限进行规定，从而市场整体的发展水平相对较低。特别是日本，对融券交易的种种限制导致了融券业务的发展更为落后。

表 5 各市场股市融资融券发展格局比较

	融券余额（股数）/流通市值（股）占比	融资融券交易/总交易量	融资交易/融券交易	融券余额/融券余额
美国	2.5%	30%以上	-	-
日本	0.12%	10%-20%	5:2	5:2
台湾	0.18%	18%-30%	1:1	-
A 股	0.02%	8%	4:1	25:1

资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

A 股的融资融券基本制度与日本最接近，但经济发展结构有较大的差异。日本融券业务发展存在两个较大禁锢：1) 产业资本融出动力弱；2) 对融券余额、比例进行较为严格限制。这两个因素在我国 A 股并不存在。我国 A 股在交易制度设定和投资者属性上和台湾更为相似。因此，预计我国 A 股的融资融券市场发展不仅空间仍较大，而且融券发展会相较于日本更好，融券交易有望达到与融资交易同样的活跃度。

4.2 成熟市场对融资融券的关注

(1) 个券：关注交易信息、卖空余额及信用风险警示信息

融资融券提供信用交易，最重要的是对个券的卖空功能，因此，融资融券交易推出后，同一行业属性带来的普涨行情将弱化，对个券研究精深要求比以前进一步提高。

从融资融券交易信息角度，成熟市场一般关注融资买入的余额、融券买入余额、卖空比率（卖空股数/流通股数）；区间的融资融券交易额及分别在交易量占比情况；融资使用率、融券使用率情况。对于触碰风险警示条件的个券，更应予以密切关注，如日本每日都会对收到限制的个券进行提示。提示内容包括：信用交易暂停、增加抵押、再卖空等内容。

分市场来看，欧美市场更为关注个券卖空的余额，对于交易情况相对忽略，融资交易也关注较少。日本更关注个券余额的情况及风险提示带来的交易限制情况。台湾则更关注个券的交易信息。

表 6 美国纽交所市值前十位卖空个券情况（2012-10-30）

	股价	交易量	卖空股数	卖空比率 (%)
EXXON MOBIL CORP	91.17	14848929	39285795	3.24
WAL-MART STORES	75.02	6551202	21037951	3.55
BERKSHIRE HATH-A	129505	1009	1343	2.14
IBM	194.53	6052235	15495448	2.58
GENERAL ELECTRIC	21.06	39182875	68189681	1.29
CHEVRON CORP	110.24	5958738	16582360	2.92
JOHNSON&JOHNSON	70.82	9950511	140699216	9.11
AT&T INC	34.59	20591368	48329544	1.95
PROCTER & GAMBLE	69.24	9095341	20743077	1.93
PFIZER INC	24.87	38287415	71036631	2.54

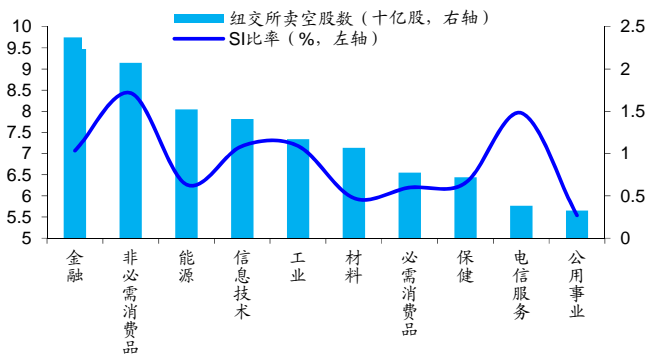
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

我国 A 股市场因为有较为严密的个券监控制度设定，以后在市场中，除了关注融资融券市场的交易信息、余额信息、市场交易活跃度外，还需要密切关注与风险信用相关的个券警示性信息。

(2) 行业和市场：关注融资融券余额、交易额、行业卖空比率

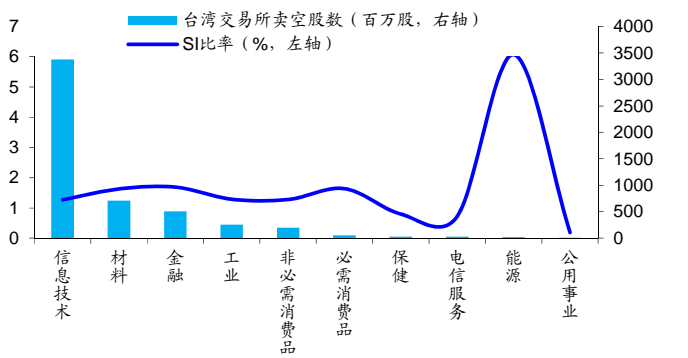
融资融券融资融券从市场整体的角度，关注市场整体的融资余额、融券余额及其变动情况。这些指标能够反映融资融券市场的热度、对后市的看法。而从行业角度，关注行业的卖空比率及卖空比率变动，卖空力量在流通市值中的占比及其变动，这些都可以作为行业热度的评判和参考指标。

图 25 美国各行业卖空比率情况



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 26 台湾各行业区间卖空情况



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

海通策略研究团队 荀玉根

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

李迅雷 副总裁/首席经济学家/所长 (021) 23219300 lxl@htsec.com	高道德 副所长 (021)63411586 gaodd@htsec.com	路颖 副所长 (021)23219403 luying@htsec.com	江孔亮 所长助理 (021)23219422 kljiang@htsec.com
宏观经济研究团队 陈勇(021)23219800 曹阳(021)23219981 高远(021)23219669 李宁(021)23219431 联系人 周霞(021)23219807	cy8296@htsec.com cy8666@htsec.com gaoy@htsec.com lin@htsec.com zx6701@htsec.com	策略研究团队 荀玉根(021)23219658 陈瑞明(021)23219197 吴一萍(021)23219387 汤慧(021)23219733 联系人 王旭(021)23219396 李珂(021)23219821	金融产品研究团队 娄静(021)23219450 单开佳(021)23219448 倪韵婷(021)23219419 罗震(021)23219326 唐洋运(021)23219004 王广国(021)23219819 孙志远(021)23219443 陈亮(021)23219914 陈瑶(021)23219645 伍彦妮(021)23219774 联系人 桑柳玉(021)23219686 曾逸名(021)23219773 陈韵骋(021)23219444
金融工程研究团队 吴先兴(021)23219449 丁鲁明(021)23219068 郑雅斌(021)23219395 冯佳睿(021)23219732 朱剑涛(021)23219745 联系人 张欣慰(021)23219370 周雨舟(021)23219760 杨勇(021)23219945	wuxx@htsec.com dinglm@htsec.com zhengyb@htsec.com fengjr@htsec.com zhujt@htsec.com zxw6607@htsec.com zyh6106@htsec.com yy8314@htsec.com	固定收益研究团队 姜金香(021)23219445 徐莹莹(021)23219885 联系人 倪玉娟(021)23219820	政策研究团队 李明亮(021)23219434 陈久红(021)23219393 陈峥嵘(021)23219433 联系人 朱蕾(021)23219946
计算机行业 陈美凤(021)23219409 蒋科(021)23219474 联系人 安永平(021)23219950	chenmf@htsec.com jiangk@htsec.com ayp8320@htsec.com	煤炭行业 朱洪波(021)23219438 刘惠莹(021)23219441	批发和零售贸易行业 路颖(021)23219403 潘鹤(021)23219423 汪立亭(021)23219399 联系人 李宏科(021)23219671
建筑工程行业 赵健(021)23219472 联系人 张显宁(021)23219813	zhaoj@htsec.com zxn6700@htsec.com	石油化工行业 邓勇(021)23219404 联系人 王晓林(021)23219812	机械行业 龙华(021)23219411 何继红(021)23219674 联系人 熊哲颖(021)23219407 胡宇飞(021)23219810 黄威(021)23219963
农林牧渔行业 丁频(021)23219405 夏木(021)23219748	dingpin@htsec.com xiam@htsec.com	纺织服装行业 联系人 杨艺娟(021)23219811	非银行金融行业 丁文韬(021)23219944 联系人 黄媚(021)23219638 吴绪越(021)23219947
电子元器件行业 邱春城(021)23219413 张孝达(021)23219697 联系人 郑震湘(021)23219816	qiucc@htsec.com zhangxd@htsec.com zzx6787@htsec.com	互联网及传媒行业 刘佳宁(0755)82764281 白洋(021)23219646 联系人 薛婷婷(021)23219775	交通运输行业 钮宇鸣(021)23219420 钱列飞(021)23219104 虞楠(021)23219382 联系人 李晨(021)23219817
汽车行业 赵晨曦(021)23219473 冯梓钦(021)23219402 联系人 陈鹏辉(021)23219814	zhaocx@htsec.com fengzq@htsec.com cph6819@htsec.com	食品饮料行业 赵勇(0755)82775282 联系人 马浩博(021)23219822	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 联系人 任玲燕(021)23219406
医药行业 刘宇(021)23219608 联系人 刘杰(021)23219269 冯皓琪(021)23219709 郑琴(021)23219808	liuy4986@htsec.com liuj5068@htsec.com fhq5945@htsec.com zq6670@htsec.com	有色金属行业 施毅(021)23219480 刘博(021)23219401 联系人 钟奇(021)23219962	基础化工行业 曹小飞(021)23219267 联系人 张瑞(021)23219634 朱睿(021)23219957

家电行业 陈子仪(021)23219244 孔维娜(021)23219223 chenzy@htsec.com kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 张光鑫(021)23219818 zgx7065@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩(021)23219383 牛品(021)23219390 房青(021)23219692 联系人 徐柏乔(021)23219171 zhangh@htsec.com np6307@htsec.com fangq@htsec.com x bq6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣(021)23219415 联系人 汤砚卿(021)23219768 lufm@htsec.com tyq6066@htsec.com	银行业 戴志锋 (0755)23617160 刘瑞 (021)23219635 dzf8134@htsec.com lr6185@htsec.com	社会服务业 林周勇(021)23219389 lzy6050@htsec.com
房地产业 涂力磊(021)23219747 谢盐(021)23219436 联系人 贾亚童(021)23219421 tll5535@htsec.com xiey@htsec.com jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳 (021)23219767 xl6048@htsec.com	通信行业 联系人 侯云哲(021)23219815 宋伟(021)23219949 hyz6671@htsec.com s w8317@htsec.com



海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
 (021)63609993
 chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
 (021)23219381
 hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清 (0755)82775962 刘晶晶 (0755)83255933 辜丽娟 (0755)83253022 高艳娟 (0755)83254133 伏财勇 (0755)23607963 邓欣 (0755)23607962 ctq5979@htsec.com liujj4900@htsec.com gulj@htsec.com gyj6435@htsec.com fcy7498@htsec.com dx7453@htsec.com	上海地区销售团队 高溱 (021)23219386 孙俊 (021)23219902 姜洋 (021)23219442 季唯佳 (021)23219384 胡雪梅 (021)23219385 黄毓 (021)23219410 张亮 (021)23219397 朱健 (021)23219592 王丛丛 (021)23219454 卢倩 (021)23219373 孙明(021)23219990 gaoqin@htsec.com sunj@htsec.com jy7911@htsec.com jiwj@htsec.com huxm@htsec.com huangyu@htsec.com zl7842@htsec.com zhuj@htsec.com wcc6132@htsec.com lq7843@htsec.com sm8476@htsec.com	北京地区销售团队 赵春 (010)58067977 郭文君 (010)58067996 隋巍 (010)58067944 张广宇 (010)58067931 王秦豫 (010)58067930 江虹 (010)58067988 张楠 (010)58067935 zc8614@htsec.com gwj8014@htsec.com sw7437@htsec.com zgy5863@htsec.com wqy6308@htsec.com jh8662@htsec.com zn7461@htsec.com
---	--	--

海通证券股份有限公司研究所
 地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
 电话: (021)23219000
 传真: (021)23219392
 网址: www.htsec.com