

# 揭秘杠杆资金：融资追涨杀跌明显 融券利空影响有限

证券时报记者 陈见南 张智博

融资融券是我国资本市场的一项基础性交易制度,一定程度上提升了市场交易活跃度,且有一定的价值发现功能,但其固有的杠杆属性也为A股带来了诸多不确定性。本文对融资融券历史发展以及其与二级市场的相互作用进行梳理,探究其对于市场波动的影响。

## 融资融券业务在动态中发展

融资融券交易,又称两融交易,是指投资者向证券公司提供担保物,借入资金买入上市证券或借入上市证券并卖出的行为。由于两融资金具备促进价格发现、提供流动性等市场功能,能够更好地满足投资者交易需求,长期以来,监管层积极引导两融市场发展,促使其发挥正面作用。

我国资本市场融资融券业务于2010年3月试点启动,2011年转入常规。试点期间,两融业务发展较为缓慢。但在2012年至2015年,两融规模急剧扩张,余额在一年内翻了4倍有余,并于2015年6月18日达到历史峰值2.27万亿元。2015年下半年,监管层为遏制过热的融资行情,出台多项限制措施,两融余额飞速跌至1万亿元左右。

2016年至2019年,两融余额和交易额常年处于低位,主要系A股回落,市场整体震荡;同时也有来自于投资者对于保证金制度不确定性的担忧。2020年至今,随着市场交易开始活跃以及相关政策制度的不断健全,两融业务也趋于平稳。截至4月24日,两融余额约1.53万亿元,占流通A股市值2.25%。

投资标的方面,融资融券标的先后经历过七次扩容,最新一次是在2022年10月。截至目前,上交所主板的共计1000只,深交所注册制股票以外的标的共计1200只,实现了对沪深300指数和创业板指数成份股的全覆盖。

监管层对于融资融券保证金比例也不断进行调整。2015年11月,沪深交易所修订《融资融券交易实施细则》,融资保证金最低比例由50%提高到100%,以限制融资杠杆水平,防范系统性风险;2023年9月,沪深北交所再次修订《融资融券交易实施细则》,融资保证金最低比例由100%降低至80%,以增加市场流动性,提振交易情绪。

2023年10月,证监会调整优化融券相关制度,将融券保证金比例由不得低于50%上调至80%,对私募的这一比例上调至100%,以限制融券交易,对市场进行逆周期调节(图1)。

## 客观看待两融数据参考意义

作为资本市场中的敏感资金,两融数据被认为是市场情绪快速变化的特征之一,同样是投资者分析后续市场走势的重要参考变量。

市场规模方面。截至4月24日,A股融资余额14859.35亿元,占流通A股市值比例为2.19%;A股融券余额398.42亿元,占流通A股市值比例为0.0588%。A股两融余额合计15257.77亿元,占流通A股市值2.25%。

虽然整体规模不大,但两融资金在市场交投方面的作用却不可小觑。在2014年至2015年的大牛市中,两融成交额占A股成交额比例长期保持在15%左右的高位水平波动,最高曾跃至20%以上;在这一时期,两融余额占流通A股市值比例也曾短暂地达到过3%,甚至4%。

长期来看,在非极端行情下,两融余额占流通A股市值比例约为2%至3%;两融成交额占A股成交额则通常处于6%至12%之间。在这个区间范围内,可以认为市场交投总体上处于相对温和的水平。

2024年以来,A股两融交易额累计55273.59亿元,日均融资买入额746.94亿元,占A股日均成交额的8.36%。当前A股市场交投仍处于温和区间。

复盘融资融券交易发展与A股市场近年来走势。在业务试点初期,由于交易规模体量不大,两融余额、交易额占比均较小,因而未能对市场造成显著影响。但当时间进入2014年后,情况开始变得不一样。

2014年5月,中国证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》和《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》,放宽创业板首发条件并建立创业板再融资制度。彼时,杠杆资金环境宽松,资金大量涌入A股催生牛市。

在这波牛市中,虽然各路资金通过伞形信托、股票质押回购、股票收益互换等杠杆工具先后入市,但融资融券显然是其中的“佼佼者”。在2014年6月至2015年6月的一年时间内,两融余额差值由4000亿元升至2万亿元,两融成交额占A股成交额比例也由10%一路飙升至20%上下(图2)。

2016年以来,两融余额差值占流通A股市值比例始终稳定在2%至2.5%之间(图3)。

由于其杠杆属性,在短期行情中,两融数据变动稍落后于市场;但从长期来看,两融数据对于市场投资者仍具有参考意义。当成交额占比高,融资买入力度强、市场处于高位的时候,往往预示着市场过热,此时应降低杠杆;而当上述数据处于相对低位的时候,则是预示着底部反转的信号,此时入市有望获得超额收益。

## 融资资金追涨杀跌态势较为明显

通常来说,融资买入表明场外资金看好后市,市场多头力量较强,股票价格上涨的可能性较大;反之,融券卖出表明场外资金看空后市,市场空头力量较强,股票价格下跌的可能性较大。

从整体上来看,融资变化占成交的比例远大于融券变化占比。数据显示,以月度融资净买入、净偿还占成交额比例来看,截至今年3月底,月度融资净买入和净偿还力度在1%以上的记录占整个记录的比例超过91%;而月度融券净卖出和净偿还力度在1%以上的记录占比不足6%。这一方面是因为融资更为便利,另一方面则表明融券对个股影响力更为轻微(图4)。

另外,融资买入和融券卖出可以在一定程度上反映市场情绪,但并不代表股价未来就一定会上涨或者下跌。据证券时报·数据宝统计,融资净买入个股当月涨幅中位数为1.84%,跑赢沪深

(图1)



300指数0.64个百分点;次月则为跌幅中位数1.03%,跑输沪深300指数1.22个百分点。由此可大致判断,融资净买入对于当月表现影响为正面,但获利出逃的概率较低,这较大程度表现为杠杆资金的追涨杀跌行为(图5)。

投资者也难以根据融资净买入的力度来判断后市。将融资净买入占当月成交额比例分为4档,净买入力度在2%以上的当月表现最优,涨幅中位数高达3.6%;净买入力度在1%至2%的当月表现次优,涨幅中位数2.99%;净买入力度在0.5%至1%的当月表现再下一层,涨幅中位数1.74%;而净买入力度在0.5%以内的当月表现最差,涨幅中位数仅有0.34%,且普遍跑输沪深300指数(图6)。

融资净买入对于个股后市行情并无预判价值。相较而言,融资净偿还或可一定程度预判个股后市表现。数据显示,融资净偿还个股当月股价跌幅中位数为2.11%,跑输沪深300指数1.65个百分点;次月跌幅中位数为0.07%,跑输沪深300指数0.46个百分点。也就是说,融资净偿还个股后市更大概率下跌且跑输大盘,投资者提前卖出偿还有望规避后市回调风险。

不过,从分档指标来看,融资净偿还比例越大的个股,次月表现可能会更好。数据显示,融资净偿还金额占比越高的个股,当月表现越差。其中,净偿还2%以上的个股,当月跌幅中位数为4.22%;但从次月表现来看,净偿还占比2%以上的个股次月涨幅中位数为0.56%,表现最优且普遍跑赢沪深300指数。

由此可见,融资资金追涨杀跌的态势较为明显,在活跃市场的同时一定程度上放大了市场波动。融资资金净买入的过程往往伴随着标的股价的上涨,但短期的超买和上涨带来了股价回调的风险;融资资金净偿还的过程往往伴随着标的股价的下跌,而短期的超卖和下跌则孕育了反弹的机会。

## 融券交易利空影响有限

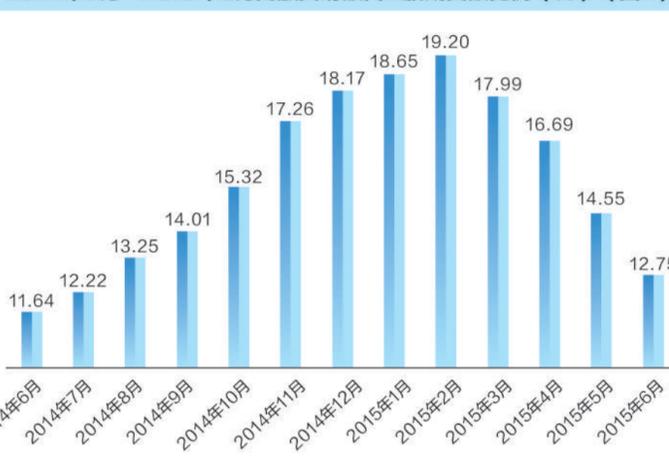
当前,A股融券交易总体规模较小,对市场走势影响有限,但对个股的影响值得关注。整体来看,融券净卖出个股当月涨幅中位数为0.51%,略跑赢大盘;次月跌幅中位数为0.63%,且多数跑输大盘。

同样分4档来观察融券交易对个股的影响。数据显示,不论是哪一档的融券净卖出,次月均表现为多数个股股价下跌且跑输沪深300指数。单从数据来看,融券交易似乎对个股股价产生了负面影响。

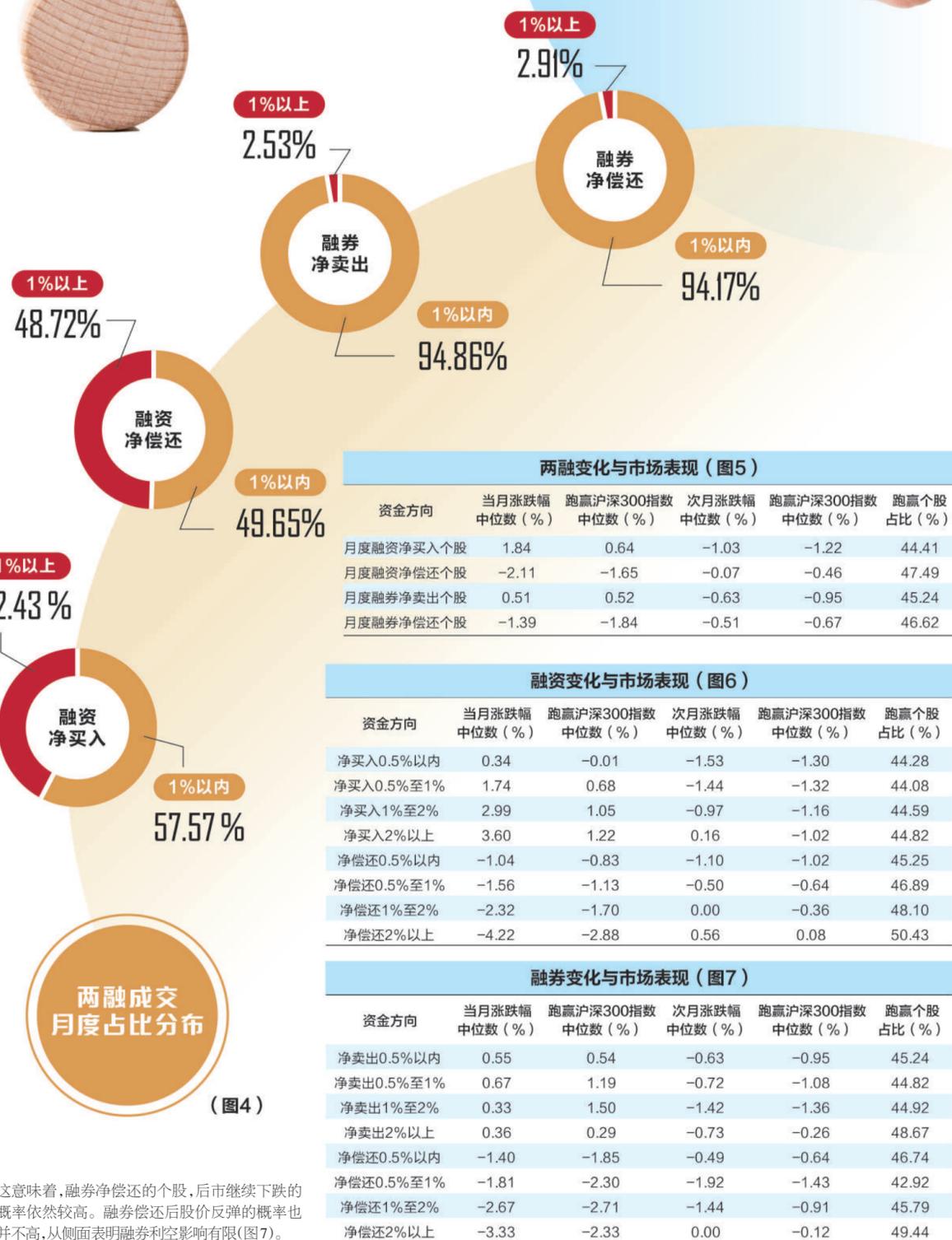
但同时要注意的是,融券净卖出力度在0.5%以下的个股在整个融券记录中占比高达92%,实质影响微乎其微。

另外从融券偿还对股价的影响也可以看出端倪。一般而言,融券偿还还需要从二级市场上买入股票平仓,如果融券对股票利空较大,则买入偿还力度也将促使股价上涨。数据显示,融券净偿还0.5%以内的个股当月跌幅中位数为1.4%,跑输沪深300指数1.85个百分点,表现为空头账面浮盈;次月跌幅中位数为0.49%,整体跑输市场。

2014年6月—2015年6月两融交易额占A股成交额比例(%) (图2)



平均两融余额差值占流通A股市值比例(图3)



(本版专题数据由证券时报中心数据库提供)