

编者按:自3月31日至今,融资融券交易开展已近3周。对广大中小投资者来说,虽不能参与融资融券交易,但仍可从中得到有用的信息。

中信建投证券分析师吴启权认为,大幅变化的融资或融券交易可为短期交易策略提供一个可供参考的指标。如果融资余额和融资交易额越来越大,意味着越来越多的投资者看好后市;反之则看淡后市。不过,鉴于目前A股市场的融资融券交易只有十余个交易日,其交易量和融资融券余额也不过区区之数,还不足以根据此判断后市。但随着该业务的进一步开展,其终将会成为市场和个股走势的先行指标。对于一般投资者而言,他建议可密切关注个股融资融券交易量和余额的变化,制定灵活的交易策略,“免费乘车”也许不失为良策。

从融资融券交易中捕捉投资机会

中信建投证券 吴启权

融资业务是指券商向投资者出借资金供其买入证券,投资者到期偿还本息的一种制度安排;融券业务是指投资者并未拥有证券,但可以借入券商的证券卖出,并在规定期限内买入同样种类和数量的证券归还,并支付一定的佣金和利息的制度。

融资融券首次在股市投资中引入卖空交易,即投资者可以向证券公司借入并卖出自己不持有的股票,并可以用有价证券作为抵押物。这样一来,交易机制一方面可以实现杠杆交易,另一方面为投资者提供股价下跌情况下也能获利的机会。但作为试点,目前融资融券只有少数券商才能开展,且对投资者的准入设置比较高的门槛。对广大中小投资者来说,虽不能参与融资融券交易,但仍可以从融资融券的分析中得到有用的信息。

融资为主 融券余额近日显著增加

自3月31日开始至4月22日,融资融券交易已逾3周。从投资者开始试水融资融券至今已初具规模。从交易情况看,投资者更倾向融资交易,这与融券交易的局限性以及目前市场股指水平密切相关。与融资交易相比,目前的融券交易几可以忽略。

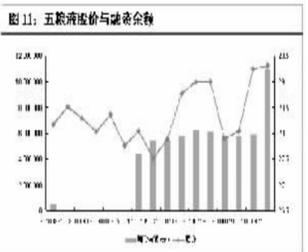
4月12日,两市融资余额开始超过1亿元。截至4月22日,融资余额已达到2.55亿元,日均融资交易额超过2000万元。其中4月12日和22日融资买入均超过5000万元。这一交易量与两市成交量相比虽然不大,但融资余额保持上升趋势,表明越来越多投资者看多后市。

无论是投资者,还是证券公司,都对融券交易保持谨慎态度。融资融券交易前10个交易日内,融券交易及融

券余额均只有区区之数,余额最高时也只有37万元。然而,4月16日融券余额上升至130万元,19日余额增加至242万元。恰逢这两交易日市场回调。21日虽然反弹,但融券余额不但没有减少,反而进一步增加至308万元。22日市场因利空政策继续调整,融券交易者在近期的卖空交易中已经有所斩获。4月22日,卖空余额略有增加至345万元。可以看出,在股指期货推出后近一周来,融券交易者掌握的节奏较好。

从最新的融资融券数据来看,多空双方力量对比悬殊,融资余额绝对值的增加远远超过融券余额的增加额。但与推出初期出现一边倒的情况相比,融券交易量在逐渐增加,说明投资者对市场的走势已经有所分歧。

“免费乘车”不失为交易良策



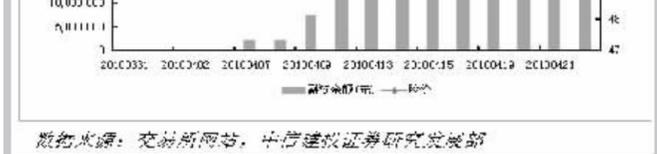
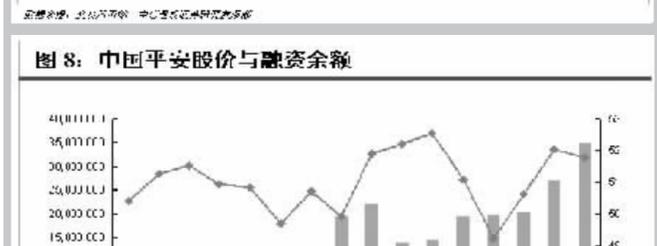
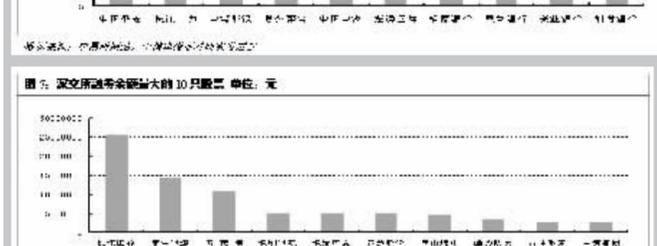
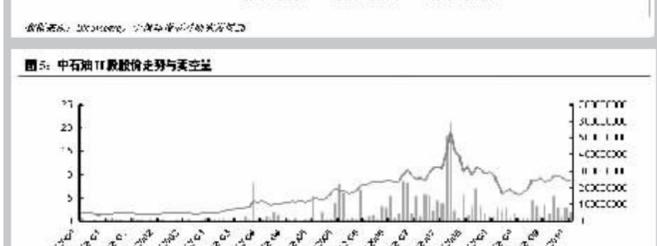
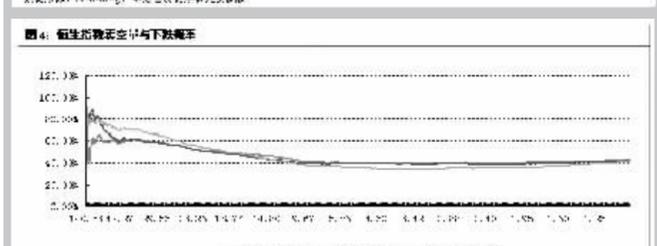
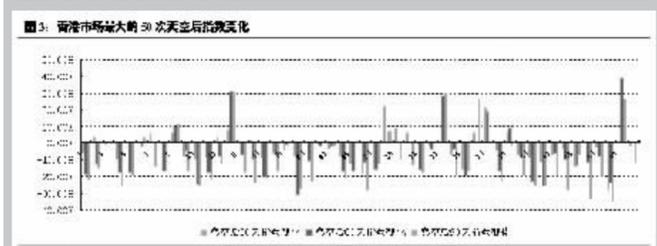
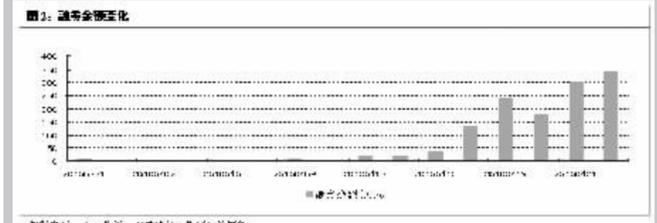
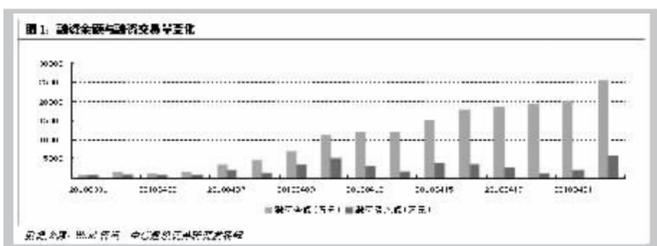
正如我们前述所分析的结论,大幅变化的融资或融券交易为短期交易策略提供一个可供参考的指标。如果融资余额和融资交易额越来越大,意味着越来越多的投资者看好后市;如果融券卖空余额原来越大,则意味着越来越多的投资者看空后市。但A股市场的融资融券交易只有短短的十余个交易日,目前的交易量和融资融券余额也只有区区之数,还不足以根据这些数据判断后市。但随着融资融券业务的进一步开展,融资融券交易终将会成为市场和个股走势的先行指标。

那么,目前A股市场的融资融券对一般投资者有什么参考意义呢?从市场微观结构的角度来看,市场参与者可划分为噪声交易者与信息交易者或知情交易者。前者主要指纯粹的投机交易者。在交易成本较高的情况下,投机者融资融券冲动受到一定的限制。因此,我们认为,参与融资融券交易者可定义为“知情交易者”类型。这些投资者通过分析公开的信息,掌握着普通投资者无法获得的信息。因此,一般投资者可密切关注个股融资融券交易量和余额的变化,制定灵活的交易策略,“免费乘车”也不失为有效的策略。

截至4月22日,上交所融资余额最大的10只股票分别为:中国平安(6513万元)、长江电力(4238万元)、中煤能源(808万元)、贵州茅台(765万元)、中国中铁(703万元)、海通证券(626万元)、招商银行(618万元)、民生银行(593万元)、兴业银行(622万元)以及浦发银行(498万元)。其中,中国平安和长江电力融资余额超过1000万元;而两市融资余额超过1000万的股票有长江证券(2570万元)、冀中能源(420万元)和五粮液(4097万元)3只。

我们看看融资余额最大的中国平安、长江电力、长江证券以及五粮液的融资余额与股价的关系:中国平安在4月12日有近2000万元的融资买入,而随后三个交易日上涨5.23%,在上涨过程中余额有所减少。而在4月19日大跌之后,21日和22日两个交易日融资买入高达1500万元,目前其为两市融资余额最大的股票。长江电力是在首日就出现276万元的融资买入,其后在4月7日和22日出现较大规模买入,融资余额保持较大规模。从3月31日至今,股价涨幅已高达9.35%,表现尤为抢眼。五粮液的融资余额在4月9日以后出现较大的增加,4月22日单日增加500万元的融资买入。长江证券近期表现虽然不好,但仍然受投资者追捧,其融资余额已经高达2570万元,仅次于中国平安的3513万元。

单一股票融资余额最大的是中国神华,22日其融资余额约83万元。此外,招商银行、保利地产、招商地产、中国联通以及泸州老窖也是融资余额较大的股票。除了招商地产遭遇纯卖空外,其余股票的卖空余额均小于对应的融资余额。



融券卖空=股市下跌?

随着近几个交易日,融券卖空交易量和融券余额显著增加,投资者可能会对市场有所担心。但是,另一方面融资买入余额也在不断增加。两方面博弈的力量对比看,融券卖空远不如融资买入。从风险的角度来看,投资者更关注的是市场下跌的风险。由于A股市场融资融券交易只有短短半个多月,我们仍不能根据有限的来分析融券卖空与市场风险之间的联系。但我们可以通过分析海外市场,尤其是香港市场的情况作为借鉴。

1994年1月,香港的融资融券机制正式出台。联交所推出受监管的股票卖空计划,选择了17家总市值不少于100亿港元、流通量不少于50亿港元的股票进行卖空试验,并采取类似美国的报升规则,规定其只能以不低于当前最优价的价格卖空。1996年3月,联交所增加可卖空股票的数目至113只,并取消卖空的报升规则限制。1998年9月,限制卖空规则又被恢复,同时规定豁免此规则限制的情况。此后,指定卖空的股票每季度进行一次调整,可卖空股票和融券利率由各融资融券的机构自由决定。

大额卖空量印证后市下跌

为了研究卖空对市场的影响,我们把历史上香港市场所有日卖空数据进行排序,观察最大的50次卖空对后期指数的影响。50次最大的卖空之后,股市在随后3个月内都有所反应,大部分情形伴随着10%-30%的下跌。这表明了卖空对市场走势的影响是比较显著的。卖空量越大,后市下跌的风险也就越大:一方面,大量卖空导致股市抛压增大,下跌势头猛烈,卖空本身导致了市场的下跌;另一方面,大量卖空代表投资者对市场下跌预期强烈,很可能发生宏观经济或市场基本面预期明显走弱,并可能进一步影响了市场的投资情绪,后市的大幅下跌也验证了投资者的预期正确和市场的有效性。

根据从2000年到目前恒生指数和

其卖空量的数据,我们给出对应每个卖空量的下跌概率。30天下跌概率表示,历史上所有超过该卖空量时,30个交易日后下跌的次数占超过该卖空量的时点总数。相应地,可定义60天下跌概率和90天下跌概率。

在图4中,可以看到下跌概率与卖空量的同向变化的关系很稳定,尤其是60天下跌概率和90天下跌概率。随着卖空量的降低,从接近100%处逐渐下降到最低值40%左右,也说明了较低的卖空量对判断指数后市走势没有任何意义。40%则是历史上平均每天的下跌概率,这与恒生指数从2000年的16000点左右到现在的21000点左右,相对涨多跌少的情况是吻合的。

经计算卖空量与下跌概率相关性很高,与30天下跌概率相关性系数为0.846,与90天下跌概率相关性系数为0.928,而与60天下跌概率相关性系数达到了0.969,几乎完全相关!也就是说,卖空量越大,后市下跌的概率也就越大。

计算各等级卖空量对应的下跌概率,可以看到:当卖空量在80亿以上时,60天和90天后下跌概率都超过了80%。当卖空量在40亿以上时,60天和90天后下跌概率超过70%。而且在卖空量超过10亿时,30天、60天和90天下跌概率都超过了50%。低于10亿的卖空量对判断后市已经没有参考价值了。可见,投资者密切关注市场卖空量的变化,对掌握市场走势是有益的。

卖空对应个股弱势

那么,个股卖空量与股价走势有什么相关性呢?为了说明卖空量与股价走势,以中石油H股为例,2007年10月,股价达到历史新高。与此同时,卖空量也达到历史新高,卖空量占成交量的5.5%。此后,中石油股价不断下跌。从图8还发现,卖空量较大时,股票后市往往表现较弱。因此,如果在每一次出现较大规模卖空量后,说明市场对该股票未来走势并不看好。

·资料链接·

自2006年6月30日和8月21日,中国证监会相继发布了《证券公司融资融券试点管理办法》和《融资融券交易试点实施细则》以来,融资融券业务几经波折,2010年3月31日,酝酿了近4年之久的融资融券终于开始试点交易。

目前,进行试点交易的融资融券标的股票包括上证成分指数的50只成分股和深证成分指数的40只成分股。90只标的股票中,金融股最多,为19只,占到了21.1%。其它股票也基本都来自有色、能源、运输、建筑等的权重股。选择大市值、高流通性的权重股作为标

的,不易被操纵,有助于市场在融资融券交易中保持稳定。无论对交易者,还是对试点券商来说,风险相对较小。

融资融券的担保品包括:债券、基金与股票(不包括ST股票、暂停上市股票、权证)等,保证金比例不低于50%,维持担保比例不得低于130%,融资融券利率为各券商自行规定。目前,首批6家融资融券试点券商采取统一固定融资融券利率7.86%,以及9.86%的融券费率。在试点初期,部分券商将融资融券保证金比例定为不低于60%,融券保证金比例不低于70%,融资融券交易的杠杆率有所降低。

表1: 卖空量与下跌概率关系。该表列出了不同卖空量等级（如10亿、20亿、30亿等）对应的30天、60天和90天下跌概率。随着卖空量的增加，下跌概率也相应提高。

