

ETF成为两融标的有助于市场运行稳定

上海申银万国证券研究所 杨国平

1、试点期间 融资融券运行概况

融资融券是指客户向证券公司借入资金买入证券、借入证券卖出的交易活动。投资者向证券公司借入资金买入证券，为融资交易；投资者向证券公司借入证券卖出，为融券交易。完整的融资交易是先融资买入证券，再卖出证券偿还融资款的过程；完整的融券交易过程是先融券卖出证券，再买入证券偿还融券款的过程。融资交易和融券交易没有本质不同，只是买卖顺序不同而已。融资融券业务实行保证金制度，因此融资融券交易又被称为信用交易。

从2010年3月31日起，融资融券试点正式启动，目前共有3批25家证券公司获得试点资格。试点期间，融资融券业务运行平稳。统计表明，2010年3月31日~2011年10月14日，融资融券余额从0.07亿元稳步上升到336.44亿元，其中融资余额占98.7%。

从日融资买入额占A股市场成交额比例来看，2010年3月31日~2011年10月14日，最高比例仅1.31%，相对于整个A股市场，融资融券交易对市场影响还相当小，这种局面在融资融券转常规和转融通开放之前很难改变。

目前融资融券转常规和转融通试点管理办法征求意见稿已经发布，预计年内出台的可能性较大。一旦转融通试点开放，融资融券业务的格局及股市运行将发生深刻变革，其对市场的影响也才能真正体现出来。

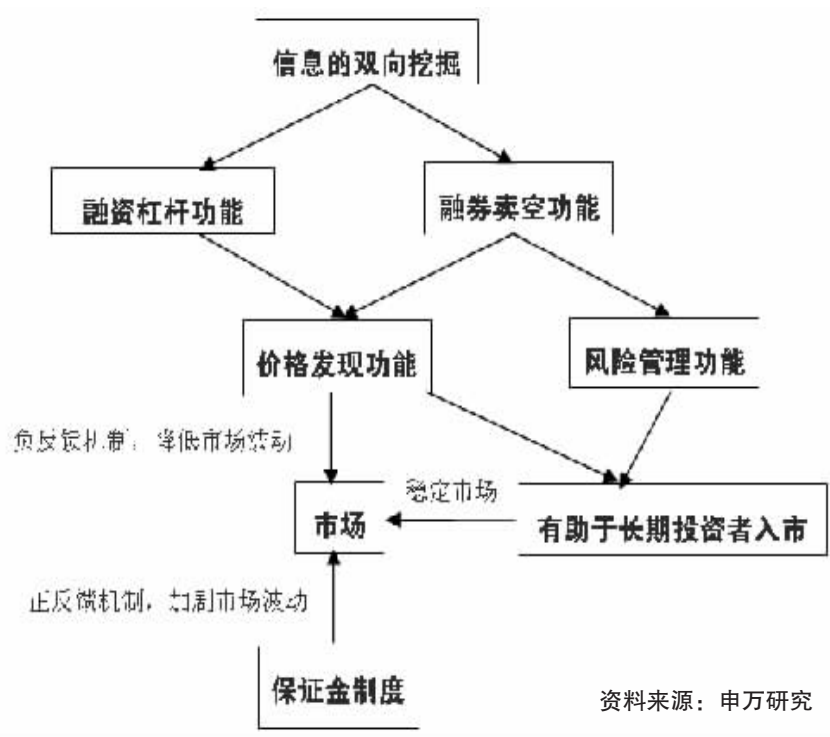
2、融资融券交易 对市场的影响分析

2.1、融资融券交易影响市场的传导机制

融资融券交易对市场的影响是通过融资杠杆功能和融券卖空功能来实现的，融资杠杆功能和融券卖空功能两者会带来价格发现功能，融券卖空功能则还能带来风险管理功能。

价格发现功能对股市是一种负反馈机制，所谓负反馈机制是指能引导证券价格回归合理价值、减少市场波动、提升市场定价的有效性。在证券价格过度低估的情况下，理性投资者预期证券价格将在未来上涨至合理价位，融资买入低估证券，促使被低估的证券价格回归到合理水平。而在证券价格回归至合理水平时，理性投资者会选择平仓结束交易，这种平仓行为会增加上涨证券的供给量，从而抑制证券价格过分上涨。

反之，在证券价格过度高估情况下，理性投资者预期证券价格将在未来下跌至合理水平，融券卖空高估证券，使不拥有证券的投资者也有机会通过卖空表达自己对这些证券价值的看法，促使被高估的证券价格回归到

图1：融资融券交易影响市场的传导机制


资料来源：申万研究

合理水平；当泡沫破灭价格下跌至合理水平时，理性投资者会选择平仓结束交易，这种平仓行为会增加市场对下跌证券的需求量，从而抑制证券价格过分下跌。

以上分析表明，融资融券交易的价格发现机制，一方面抑制了股票价格过度上涨或过度下跌，减少了市场过度波动，另一方面投资者的信用交易行为又会向其他投资者传递股价被低估或高估的信号，进一步发挥其稳定市场的作用。

从风险管理功能来看，随着证券市场的不断发展，面对股市的波动，投资者迫切需要风险管理工具来管理证券资产。在卖空机制缺失的市场，投资者由于无法有效对持有的证券进行套期保值，基于风险考量，很多投资者会选择短期投资。当大量投资者选择短期投资时，追涨杀跌现象就容易出现，最终加剧市场波动。反之，如果市场存在卖空机制，由于投资者可利用卖空工具进行风险管理，将有助于投资者平抑风险，促使其进行长期的投资。如果大量投资者进行长期投资，那么追涨杀

跌和暴涨暴跌现象就会减少，最终平滑市场波动。

需要指出的是，由于融资融券交易是一种信用交易，实行保证金制度，而保证金制度对股市是一种正反馈机制，正反馈机制会对股市起到助涨助跌的作用，在市场监管较为薄弱或市场出现极端走势的情况下，也可能助长投机，放大市场波动。例如在股价出现大幅上涨的情况下，融券投资者如无法补足保证金，将被迫在股价上涨时买入股票。在股价出现大幅下跌的情况下，融资投资者如无法补足保证金，又将被迫在股价下跌时卖出股票，从而加剧股市波动。一旦市场投机力量过于强大，如果看错股票走势，卖空的理性投资者也将不得不加入到多头之中，买入股票进行平仓。从这个意义上讲，如果不了解市场，仅以基本面对评估股票是否高估进行做空相当危险。

2.2、融资融券交易与市场波动性的实证检验

自从信用交易引入证券市场后，关于融资融券交易是降低了市场波动还是加剧了市场波动，学者们进行了大量的

研究，目前还没有形成统一结论。但大部分学者研究后认为，在有效监管的前提下，信用交易机制并不会打压市场，反而能够起到稳定市场作用，有利于平抑不理性的暴涨暴跌现象，不会加剧整个市场波动。

研究机构 Charoenkoek 和 Daouk (2005) 通过对 111 个证券市场 (包括 23 个发达市场和 88 个新兴市场) 的研究发现，当允许卖空时，市场的波动性会显著下降，而且市场发生崩溃的可能性并不会因此而增加。

目前认为融资融券机制会对证券市场产生负面影响的学者并不多，且大多认为，这种负面影响仅限于短期影响。长期来看，影响市场涨跌的主要因素是宏观经济运行、行业发展和上市公司的经营状况，融资融券机制作为交易制度本身并不构成影响市场长期走势的因素。以香港和台湾为例，香港市场在 1994 年 1 月推出融资融券业务，在推出前后的两个月里市场波动急剧增加，并在推出当月波动达到顶峰，随后逐渐回落至平稳区间，仅略高于推出之前的波动水平。台湾市场的波动水平在融资融券推出前后则没有明显改变。

2.3、ETF 融资融券交易有助于市场运行的稳定

ETF 是交易所可交易开放式指数基金 (Exchange Traded Funds)，通常又被称为交易所交易基金。可被看作跟踪指数的一篮子现货股票组合。与股票相比，ETF 更适合作为融资融券标的：其具有走势相对容易判断、波动性相对较低、市场流动性相对较好 (ETF 由于其一、二级市场打通的特点，流动性具有很大弹性)、抗操纵性强等特点。

需要指出的是，在 ETF 成为融资融券标的之前，ETF 事实上已经具有一定卖空功能。这是因为，投资者在申购 ETF 份额时允许对不超过规定比例的成分股作现金替代，从而使 ETF 在成为融资融券标的之前便可通过现金替代实现部分做空交易，但该做法存在较大局限性，如最小申赎单位的限制等等。

截至 2011 年 10 月 14 日，沪深两市上市交易 ETF 共有 31 只，其中上海 21 只，深圳 10 只，市场总规模为 710

亿元。当然，与股票一样，不是所有的 ETF 都可能成为融资融券标的。一般来说，规模越大的 ETF 越可能成为融资融券标的。据有关媒体报道，在沪市上市的 4 只 ETF 和在深市上市的 3 只 ETF 有望成为 ETF 融资融券标的。

ETF 成为融资融券标的，将不仅能活跃市场，而且更有助于发挥其稳定市场的积极作用。

1) 有助于降低中小盘市场估值水平、减缓中小盘市场大幅波动

目前我国股市仅有沪深 300 指数期货可以作为大盘股的风险管理工具。大量的中小盘股到目前仍没有相对对应的风险管理工具。中小盘股市场由于缺乏卖空机制，导致市场投机气氛浓厚，暴涨暴跌现象频繁出现，估值虚高情况严重。从这个角度来看，在中小盘股市场引入卖空机制非常必要。但由于中小盘股规模较小，易受到操纵，不适合作为融资融券标的，而中小盘 ETF 目前规模在 43 亿元，非常适合做融资融券标的。

2) 有利于投资者降低投资风险，有利于培育长期投资者队伍

一旦 ETF 成为融资融券标的，将极大改善指数型风险管理工具短缺的局面，有助于投资者降低投资风险，从而有利于培育长期投资者，平抑市场过度的供求波动，激活市场交易，提高市场流动性。同时，诸如开放式基金等的投资者，在预期市场下跌时，完全可以选择利用相对应 ETF 卖空交易进行套期保值，从而有利于缓解竞相赎回造成的不利局面。

3) 赢利模式的多样化，有利于多样性投资者队伍的进一步壮大

ETF 一旦成为融资融券标的，投资者可利用融券卖空进行风险管理，对冲掉没有把握的风险，实现赢利模式多样化。投资策略分布光谱范围也将更广，从原有单一的股票投资策略向低风险和高风险策略两端延伸。由于拥有了更多的风险管理工具，在不同市况下投资者都有机会获取绝对收益，有助于吸引更多的低风险投资者入市。ETF 融资融券策略是非常丰富的，比如套期保值策略、对冲策略、套利交易策略等等。多样化的投资策略必将导致投资者格局和类型的日益多样化，投资者类型的多样化则能减缓暴涨暴跌现象发生，有助于

市场的稳定。

4) 有助于股指期货市场定价效率的进一步提升

股指期货定价建立在无风险套利基础之上，ETF 一旦成为融资融券标的，沪深 300 期指反向期现套利成为可能，从而真正建立起期指双向套利机制，使股指期货定价更为合理。

当然，需要指出的是，由于我国融券卖空应遵守申报规则 (即融券卖出申报价格不得低于证券最近成交价)，因此，期指能否进行反向套利，关键在于，在融券申报规则限制下，投资者能否顺利卖空 ETF。为了促使 ETF 卖空机制充分发挥稳定市场的功能，使其作为便利的风险管理工具让机构投资者广泛使用，在 ETF 套利方面往往是没有融券卖空申报规则限制的。比如，根据美国证券交易委员会的 SHO 规则，ETF 融券卖空并不需要遵守“卖空报价提升规则”。

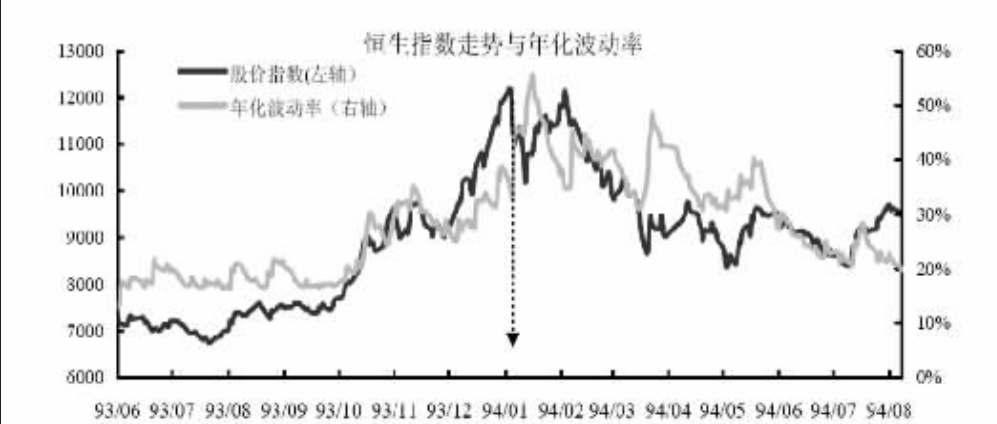
5) ETF 市场规模有望明显增大，有助于市场的进一步稳定

与股票不同，ETF 规模是随时可能发生变化的。投资者对 ETF 需求提升，最终有利于 ETF 自身规模的壮大，其背后的逻辑是这样的：ETF 需求提升，导致 ETF 溢价，ETF 溢价会导致套利者入场套利，套利行为将导致 ETF 规模上升。事实上，股指期货推出后，在股指期货套利交易中，投资者对 ETF 的需求出现了急剧增加，最终也导致了相关 ETF 规模的上升。这种现象在分级基金中也存在，套利行为导致了母基金规模上升。

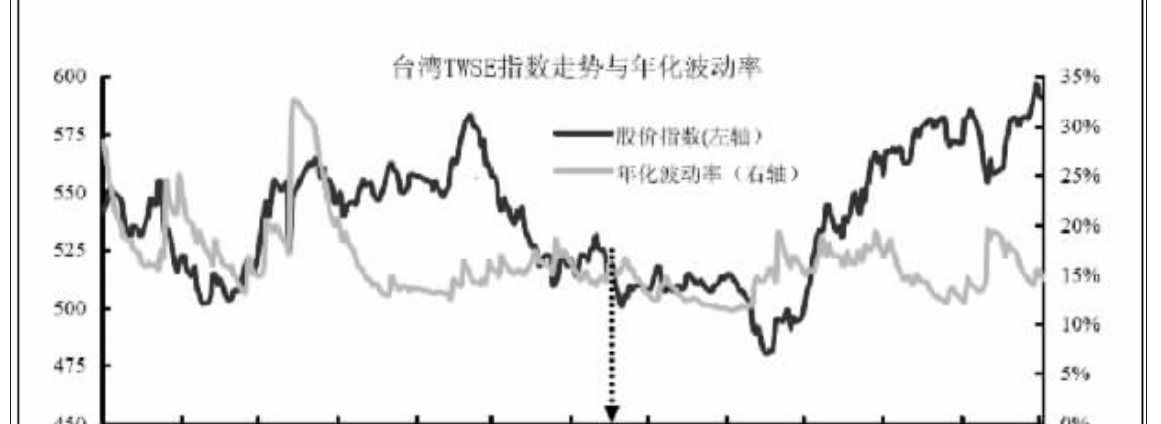
以上分析表明，ETF 一旦成为融资融券标的，ETF 市场规模有望明显增大，这将有助于市场的进一步稳定。

6) 建议豁免 ETF 融资余额及融券余额限制条款

与股票不同，ETF 规模是可变的，所以 ETF 如果成为融资融券标的，那么融资融券管理办法中“单只标的证券的融资余额或融券余额达到该证券上市可流通市值的 25% 时，本所 (注：指沪深交易所) 可以在次一交易日暂停其融券买入，并向市场公布”的规定如何把握，应该有个补充性说明。针对 ETF 规模可变的特性，如果 ETF 成为融资融券标的，建议上述条款以豁免为好。

图2：融资融券推出后香港市场走势及波动率变动


资料来源：申万研究

图3：融资融券推出后台湾市场走势及波动率变动


资料来源：申万研究

股票简称：海马汽车 股票代码：000572 编号：2011-20

海马汽车集团股份有限公司 董事会更正公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

因工作失误，公司《非公开发行限售股份上市流通公告》(载于2011年10月20日《证券时报》、巨潮资讯网 www.cninfo.com.cn) 部分内容出现错误，更正如下：
在本次非公开发行限售股份上市流通详细情况表中：
更正前：武汉万利置业有限公司持股数为 45,000,000 股，华宝信托有限责任公司的持股数为 76,500,000 股。
更正后：武汉万利置业有限公司的持股数为 76,500,000 股，华宝信托有限责任公司的持股数为 45,000,000 股。
对此给投资者带来的不便，公司深表歉意。

海马汽车集团股份有限公司 董事会
2011年10月20日

股票简称：海马汽车 证券代码：000572 编号：2011-19

海马汽车集团股份有限公司 非公开发行限售股份上市流通公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

特别提示：
1、本次限售股份实际可上市流通数量为 598,802,395 股，占总股本 36.41%。
2、本次限售股份上市流通日为 2011 年 10 月 24 日。

一、非公开发行股票的相关情况
2010 年 8 月 23 日，公司非公开发行新股获中国证监会《关于核准海马投资集团股份有限公司非公开发行股票批复》(证监许可[2010]1132 号)核准发行。2010 年 9 月，公司以每股 5.01 元的价格向郑州投资控股有限公司等 8 名特定投资者发行了 598,802,395 股人民币普通股 (A 股)。本次非公开发行股票完成后，公司股份总额由 1,045,834,031 增至 1,644,636,426 股。
2010 年 10 月 11 日，公司在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完毕登记托管手续。2010 年 10 月 22 日，新增股份在深圳证券交易所上市交易。
具体情况详见公司于 2010 年 10 月 21 日刊登在《中国证券报》及巨潮资讯网 (www.cninfo.com.cn) 的相关公告。

二、关于有限售条件的流通股上市流通承诺
根据《上市公司证券发行管理办法》的有关规定，本次发行对象认购的股份自发行结束之日起 12 个月内不得转让，锁定期满后将安排在深圳证券交易所上市流通。

八名特定投资者均严格履行了承诺事项。

三、本次有限售条件的流通股情况
1、本次非公开发行限售股份上市流通数量为 598,802,395 股；
2、本次非公开发行限售股份上市流通日为 2011 年 10 月 24 日；
3、本次非公开发行限售股份上市流通详细情况如下：

序号	限售股份持有人名称	持有限售股份数量(股)	本次解除限售股份数量(股)	本次可上市流通股数占无限售股份总数的比例(%)	本次可上市流通股数占总股本的比例(%)
1	郑州投资控股有限公司	99,800,000	99,800,000	9.572%	6.068%
2	郑州市财务开发公司	99,800,000	99,800,000	9.572%	6.068%
3	上海晨晟投资有限公司	78,000,000	78,000,000	7.558%	4.791%
4	海南家美太阳能有限公司	78,000,000	78,000,000	7.481%	4.743%
5	武汉万利置业有限公司	76,500,000	76,500,000	7.337%	4.651%
6	海泓证券股份有限公司	61,000,000	61,000,000	5.850%	3.709%
7	江苏瑞华投资发展有限公司	59,902,395	59,902,395	5.745%	3.642%
8	华宝信托有限责任公司	45,000,000	45,000,000	4.316%	2.736%

四、本次解除限售后公司的股本结构

股份类型	本次限售股份上市流通前	本次变动数	本次限售股份上市流通后		
	股数	比例	股数	比例	
一、有限售条件的流通股					
1、国家持股					
2、国有法人持股					
3、境内一般法人持股	601,968,500	36.60%	-598,802,395	3,166,105	0.19%
4、境内自然人持股					
有限售条件的流通股合计	601,968,500	36.60%	-598,802,395	3,166,105	0.19%
二、无限售条件的流通股					
1、人民币普通股	1,042,667,926	63.40%	598,802,395	1,641,470,321	99.81%
2、其他					
无限售条件的流通股合计	1,042,667,926	63.40%	598,802,395	1,641,470,321	99.81%
三、股份总数	1,644,636,426	100%	0	1,644,636,426	100%

五、其他事项
本次申请限售股份上市流通的限售股份持有人不存在对公司的非经营性资金占用情况，公司也不存在公司对该股东的违规担保情况。

海马汽车集团股份有限公司董事会
2011年10月19日

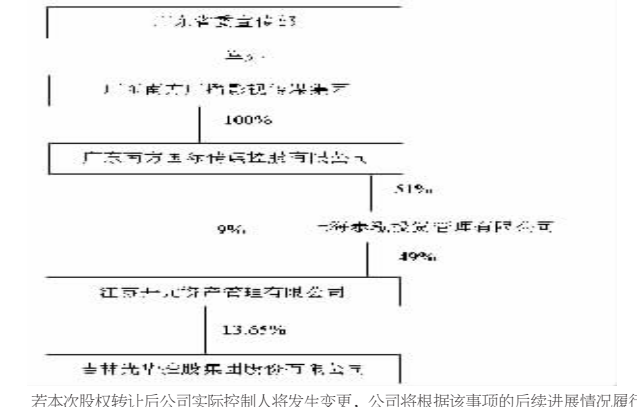
证券代码：000546 证券简称：光华控股 公告编号：2011-20号

吉林光华控股集团股份有限公司 关于广东南方影视传媒控股有限公司 拟公开挂牌转让上海泰泓投资管理有限公司 51%股权的公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

2011年10月19日，吉林光华控股集团股份有限公司(以下简称“公司”)收到广东南方影视传媒控股有限公司(以下简称“南方控股”)《关于我司拟公开挂牌转让上海泰泓投资管理有限公司51%股权的函》(粤广视股函[2011]7号)。南方控股预计将于近日在广东省南方文化产权交易所进行公开挂牌转让其所持上海泰泓投资管理有限公司51%股权，该事项已经取得广东省国有经营性文化资产监督管理办公室原则性同意。

公司与实际控制人广东南方广播影视传媒集团之间的产权及控制关系如下：



若本次股权转让后公司实际控制人将发生变更，公司将根据该事项的后续进展情况履行持续信息披露义务，敬请广大投资者理性投资，注意风险。

吉林光华控股集团股份有限公司 董事会
2011年10月20日

证券代码：600433 证券简称：冠豪高新 公告编号：2011-临 42

广东冠豪高新技术股份有限公司 重大事项进展暨复牌公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

2011年10月12日召开的公司第五届董事会第一次会议审议通过了《关于授权经营管理层推进茂名油页岩、高岭土项目的议案》，同意公司参与购买广东省茂名市茂名油页岩矿田金塘区的采矿权，并开展油页岩、高岭土的开采、加工业务。董事会同意授权公司经营管理层积极开展各项前期工作以推进该项目，如项目进展须由董事会或股东大会决策时，应当将项目提交公司董事会或股东大会进行审议。本公司于2011年10月14日披露了《重大事项进展公告》，公司股票停牌不超过5个交易日。

公司及公司控股股东中国纸业投资总公司的主要领导人于2011年10月9日与茂名市委、市政府主要领导人就茂名油页岩、高岭土项目事宜进行会谈；10月17日，公司高管带队与茂名市发展和改革委员会、国土资源局、环境保护局、经济和信息化局、市政府投资服务管理中心等各有关部门就该项目进行座谈。期间茂名市政府表示欢迎公司前来投资，但项目尚需研究。截止本公告发布之日，本次重大事项的各项前期准备工作正在积极推进中，目前双方尚未签署协议，因收购矿权尚须办理的手续较多，审批程序复杂，本重大事项仍存在不确定性，公司将根据项目实际进度及时进行信息披露，公司股票于本公告披露之日起复牌。

公司所有公开披露的信息均以指定媒体《中国证券报》、《证券时报》、《上海证券报》、《证券日报》和上海证券交易所网站(网址：www.sse.com.cn)巨潮资讯网(网址：www.cninfo.com.cn)披露为准。敬请广大投资者注意投资风险。

特此公告。

广东冠豪高新技术股份有限公司 董事会
2011年10月21日