

# 穿越牛熊看融资交易与股价表现相关性

中国上市公司研究院

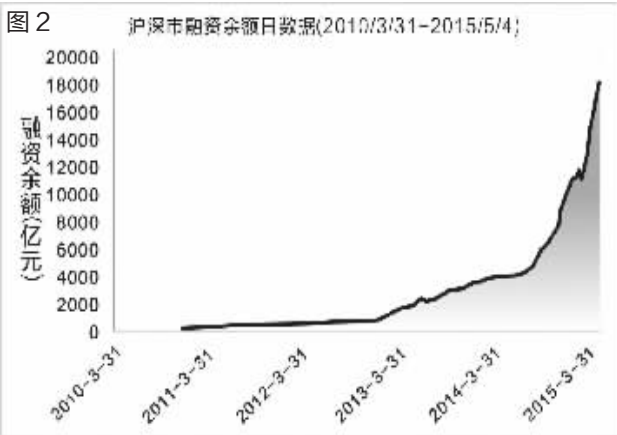
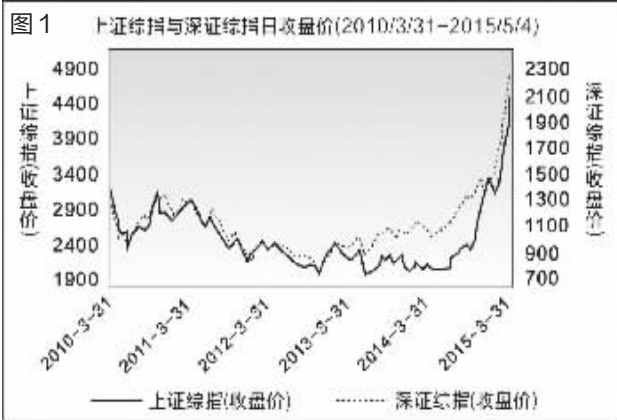
2010 年 3 月 31 日,我国融资融券正式开始上市交易,当日市场融资融券余额为 659.1 万元,其中融资余额为 649.6 万元,占融资融券余额 98.6%。随后融资余额增速迅猛。2012 年 12 月 31 日,融资融券余额达到 895.2 亿元,融资余额达到 856.9 亿元。而到 2015 年 5 月 19 日,两市融资融券余额已达 1.98 万亿元。

随着融资融券交易额快速增长,融资融券交易对我国股票市场的影响备受关注。由于在融资融券交易中,融资交易占主导地位(融资余额占融资融券余额比重在 95%以上),因此本文对融资与股票价格之间的相关性进行研究。

## 一、融资交易熊小牛大 明显受制于行情

本文采用融资余额、融资买入额、融资偿还额日数据衡量融资交易情况,采用上证综指日收盘价、深证综指日收盘价衡量市场股票价格波动,采用日收盘价衡量个股价格波动。

2014 年 7 月开始,我国股市行情迅速上升,市场融资余额增长迅速。从 2010 年 3 月 31 日~2015 年 5 月 4 日期间股票价格及融资余额走势图(见图 1、图 2)可看出,在 2014 年 7 月 1 日前,股市整体呈下降趋势,市场融资余额上升缓慢;在 2014 年 7 月 1 日后,股市和融资余额均呈现快速上升趋势。



因此,本文对融资与股票价格之间的关系进行分阶段研究。第一阶段是指 2010 年 3 月 31 日~2014 年 6 月 30 日期间,共计 1029 个交易日;第二阶段是指 2014 年 7 月 1 日~2015 年 5 月 4 日期间,共计 205 个交易日。

表 1 列出了沪深市场总体、沪市、深市分别在第一阶段和第二阶段融资净买入额(融资买入额-融资偿还额)小于 0 的天数。

	融资净买入额小于0的天数及占比			
	2010.3.31-2014.6.30		2014.7.1-2015.5.4	
市场	天数	占比(%)	天数	占比(%)
沪深市	245	23.8	23	11.2
沪市	249	24.2	26	12.7
深市	279	27.1	27	13.2

从表 1 中可知,在第一阶段,市场融资净买入额小于 0 的天数占比较多,说明在熊市,融资买入额小于融资偿还额的可能性较大。

对沪深市场总体、沪市、深市融资交易情况分析如下:

(1)在第一阶段  
第一阶段,市场融资交易情况整体是上升的。在 2012 年 12 月之前市场融资交易上涨缓慢;在 2012 年 12 月之后,市场融资交易迅速上升,融资余额巨幅上涨。

(2)在第二阶段  
第二阶段,市场融资交易情况整体上是上升的。其中,市场融资买入额与融资偿还额在 2014 年 12 月至 2015 年 2 月出现下降现象,这可能是由于股市行情进入震荡整理状态所致。

## 二、熊市中深市融资交易与股票价格负相关程度低于沪市

通过沪深市场总体、沪市、深市融资日交易额与上证综指日收盘价、深证综指日收盘价之间的相关系数,分析在第一阶段融资交易与沪市、深市收盘价之间的相关关系,相关系数值见表 2。

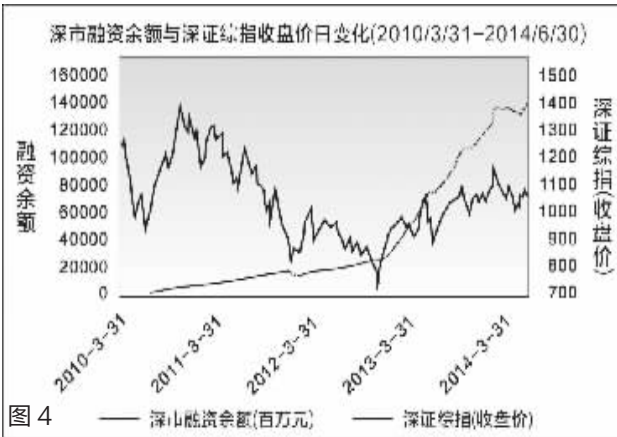
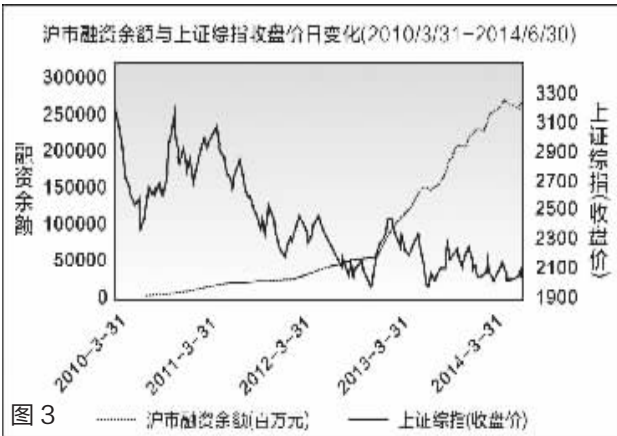
沪深市、沪市、深市融资交易与沪市、深市收盘价相关系数(2010.3.31-2014.6.30)							
融资余额	上证综指(收盘价)	深证综指(收盘价)	融资余额	上证综指(收盘价)	融资余额	上证综指(收盘价)	深证综指(收盘价)
融资余额	-0.573	-0.141	融资余额	-0.080	融资余额	-0.222	-0.000
融资买入额	-0.509	-0.120	融资买入额	-0.595	融资买入额	-0.000	-0.000
融资偿还额	-0.616	-0.133	融资偿还额	-0.614	融资偿还额	-0.001	-0.001

总的来看:在熊市中,沪深市、沪市、深市的融资交易与股票价格的相关性较小,且呈反向关系。

对比融资余额、融资买入额、融资偿还额与股票价格之间的相关程度发现,收盘价与融资余额之间的相关程度

高于收盘价与融资买入额、融资偿还额的相关程度。进一步分析沪市、深市融资余额与市场收盘价在第一阶段的变化关系可知:

在熊市期间,沪市和深市的融资余额均是逐步上升的,但是其市场收盘价整体是下降的,融资并没有带来市场的利好(见图 3、图 4)。



其中,上证综指收盘价与融资交易的负相关程度要高于深证综指收盘价与融资交易的负相关程度,该结果是由于从 2012 年 12 月开始深证综指收盘价出现上升趋势(见图 4),使得在 2010 年 3 月 31 日~2014 年 6 月 30 日期间深证综指收盘价与融资交易之间整体的负相关程度减弱。

## 三、牛市中融资交易与股票价格呈显著正相关

通过沪深市场总体、沪市、深市融资日交易额与上证综指日收盘价、深证综指日收盘价之间的相关系数数据,分析在第二阶段融资交易与沪市、深市收盘价之间的相关关系,相关系数值见表 3。

沪深市、沪市、深市融资交易与沪市、深市收盘价相关系数(2014.7.1-2015.5.4)							
融资余额	上证综指(收盘价)	深证综指(收盘价)	融资余额	上证综指(收盘价)	融资余额	上证综指(收盘价)	深证综指(收盘价)
融资余额	0.988	0.969	融资余额	0.891	融资余额	0.892	0.892
融资买入额	0.995	0.972	融资买入额	0.876	融资买入额	0.876	0.876
融资偿还额	0.920	0.914	融资偿还额	0.927	融资偿还额	0.931	0.931

总的来看:在牛市,融资交易与股票价格之间存在显著的正向关系,相关程度均在 0.9 以上。

进一步分析沪市、深市融资余额与市场收盘价在第二阶段的变化关系可知:在牛市期间,沪市、深市融资余额与市场收盘价整体趋势一致,均呈上升趋势,融资对股市的利好起着显著正向作用(见图 5、图 6)。



## 四、融资标的个股的融资与股价相关性

在上述分析中,我们知道,不同阶段市场融资交易与股票价格之间的相关性存在差异。本文选取了融资起始生效日在 2010 年 3 月 31 日,且起始生效日当天至 2015 年 5 月 4 日期间有融资交易数据的 33 只股票作为分析对象。在这 33 只股票中,属于金融业的 13 只,制造业的 12 只,采矿业 3 只,建筑业、房地产业各 2 只,电力、热力、燃气及水生产和供应业各 1 只。

选取的 33 只股票在不同阶段融资交易与股票收盘价之间的相关系数值见表 4。

## 八点结论

(1)在熊市期间,融资交易与股票价格之间整体上是反向变化的关系,且相关程度较小。

(2)在熊市期间,深市融资交易与股票价格之间的负相关程度低于沪市。

(3)自 2012 年 12 月开始,深市股票价格与融资交易之间呈现同向上涨趋势,减弱了熊市期间融资交易与股票价格之间的负相关程度。

以上说明融资交易本身并不能改变市场趋势,即融资本身不能催生牛市,融资增加一定以市场转牛为前提,加杠杆只是投资者在可靠性提高的前提下博取高收益的方式,而在熊市中,加杠杆往往会事与愿违。

(4)2012 年 12 月,深市融资规模出现爆发式增长,与深市股票价格上涨趋势开始时间基本一致,说明深市股票价格的上涨对融资的巨幅交易更加敏感。

(5)在熊市期间,深市的中兴通讯、电广传媒和华谊兄弟在 2012 年 12 月之后融资买入偿还频繁、交易额高,股票价格出现显著上涨。

(6)在牛市期间,融资给股票市场带来了积极的影响,市场融资与股价之间是显著的正向关系。

(7)在牛市期间,融资余额超过 100 亿元的股票中,融资余额较高,融资余额与收盘价之间的正相关程度较高;融资余额较小,融资余额与收盘价之间的正相关程度较低。

(8)民生银行和格力电器在熊市和牛市期间,融资交易与股票收盘价之间都存在显著正向关系。其中,民生银行股票价格对熊市中 2012 年 12 月开始的融资巨幅上升较为敏感,格力电器股票价格整体上受熊市影响较小。

表 4 个股融资交易与股票收盘价的相关系数

证券名称	2010.3.31-2014.6.30			2014.7.1-2015.5.4		
	融资余额	融资买入额	融资偿还额	融资余额	融资买入额	融资偿还额
中国平安	-0.694	-0.773	-0.356	0.983	0.852	0.876
招商银行	-0.790	-0.115	-0.150	0.984	0.817	0.842
工商银行	-0.650	-0.205	-0.290	0.979	0.802	0.854
建设银行	0.288	0.441	0.424	0.976	0.798	0.843
浦发银行	-0.370	-0.132	-0.103	0.973	0.735	0.775
中信银行	-0.450	-0.105	-0.182	0.972	0.800	0.874
民生银行	-0.796	-0.337	-0.351	0.971	0.850	0.873
华夏银行	-0.494	-0.314	-0.372	0.970	0.892	0.869
兴业银行	0.691	0.289	0.323	0.967	0.822	0.888
交通银行	-0.371	-0.044	-0.100	0.956	0.742	0.758
光大银行	0.638	0.163	0.206	0.955	0.851	0.869
中信证券	-0.672	-0.269	-0.330	0.954	0.899	0.925
山西证券	-0.155	0.160	0.077	0.951	0.795	0.782
国元证券	-0.010	0.065	0.032	0.948	0.850	0.840
国泰君安	-0.770	-0.270	-0.343	0.948	0.892	0.876
华泰证券	0.685	0.045	0.113	0.936	0.888	0.878
招商证券	-0.020	-0.221	-0.293	0.930	0.893	0.753
中信银行	-0.773	-0.304	0.452	0.927	0.883	0.840
中信证券	-0.349	0.991	0.058	0.925	0.721	0.775
民生证券	-0.132	0.103	0.041	0.917	0.777	0.843
民生银行	0.828	0.729	0.717	0.911	0.650	0.729
交通银行	-0.754	-0.407	-0.450	0.903	0.838	0.853
万科A	0.017	0.404	0.342	0.905	0.852	0.842
中信银行	-0.608	-0.210	-0.251	0.903	0.770	0.747
建设银行	-0.65	-0.355	-0.390	0.894	0.844	0.878
光大银行	-0.859	-0.373	-0.723	0.886	0.811	0.843
招商银行	-0.536	-0.177	-0.244	0.881	0.771	0.770
招商证券	0.042	0.240	0.236	0.872	0.432	0.338
一汽轿车	-0.110	0.007	0.002	0.870	0.820	0.828
格力电器	0.745	0.584	0.647	0.852	0.798	0.794
中信银行	-0.849	-0.475	-0.629	0.844	0.895	0.904
建设银行	-0.251	-0.119	-0.15	0.810	0.594	0.700
光大银行	-0.853	-0.374	-0.357	0.756	0.770	0.774

总的来看,在 2010 年 3 月 31 日~2014 年 6 月 30 日期间,股票融资交易与股票收盘价呈负相关;在 2014 年 7 月 1 日~2015 年 5 月 4 日期间,股票融资交易与股票收盘价呈显著正相关。该结论同市场融资交易与股票价格之间不同阶段相关性的结论一致。

其中,海通证券、民生银行、招商地产和格力电器在 2010 年 3 月 31 日~2014 年 6 月 30 日期间,股票融资交易与股票收盘价是正相关的,特别是民生银行和格力电器,在两个阶段融资交易与股票收盘价之间都存在显著的正向关系。对第一阶段民生银行与格力电器股票价格与融资正相关的具体说明如下:

民生银行在第一阶段的 2011 年 3 月~2013 年 2 月期间股票收盘价整体是上升的,与融资趋势基本一致。特别是在 2012 年 12 月~2013 年 2 月股票收盘价上涨迅速(从 2012 年 12 月 3 日的 6.19 元上涨至 2013 年 2 月 4 日的 11.53 元),这与 2012 年 12 月融资的巨幅上升趋势一致。

格力电器在第一阶段的 2010 年 10 月~2013 年 12 月整体上股票收盘价呈上升趋势,与融资余额上升趋势基本一致,说明格力电器在熊市期间股票价格整体上仍处于利好状态。

从表 4 可以看出,股票融资余额与收盘价的相关程度整体上高于融资买入额、融资偿还额与收盘价的相关程度。因此,本文在上述 33 只股票中选取了 2015 年 5 月 4 日融资余额在 100 亿元以上的 7 只股票,对其融资余额与收盘价的相关性进行分析,分析结果见表 5。

表 5 融资余额与收盘价相关系数(融资余额在 100 亿元以上的 7 只股票)

证券名称	融资余额与收盘价相关系数			融资余额(亿元)
	2010.3.31-2014.6.30	2014.7.1-2015.5.4	(2015.5.4)	
中国平安	-0.494	0.870	463.16	
招商银行	0.286	0.976	226.89	
浦发银行	-0.370	0.973	178.27	
中信银行	-0.559	0.955	153.00	
中信证券	0.872	0.854	144.02	
民生银行	-0.879	0.830	110.77	
中国石化	-0.045	0.844	105.81	

从表 5 中融资余额在 100 亿元以上 7 只股票的相关系数数据整体情况可知:

融资余额较小的股票,在第一阶段,融资余额与收盘价之间的负相关程度较高;在第二阶段,融资余额与收盘价之间的正相关程度较低。

融资余额较高的股票,在第一阶段,融资余额与收盘价之间的负相关程度较低;在第二阶段,融资余额与收盘价之间的正相关程度较高。

## 五、熊市后期深市融资交易敏感性强于沪市

在上述分析中我们发现,熊市期间,深市股票价格与融资的负相关程度较低,其原因主要是在 2012 年 12 月开始,深市的融资与股票价格整体上均呈上升趋势,使得熊市期间两者的负相关程度较低。因此,本文对熊市期间自 2012 年开始深市融资与股票价格均上涨的现象进行了深入研究,主要以上述 33 只股票中的深市股票,以及 2015 年 5 月 4 日深市中融资余额排名前 20 的股票作为研究对象,找出在 2012 年之后,股票收盘价出现显著上涨的股票有:中兴通讯、电广传媒和华谊兄弟。这三只股票的具体数据见表 6。

2012年12月1日-2014年6月30日期间股价显著上涨的股票融资相关数据													
证券名称	上证指数	融资余额(亿元)	融资买入额(亿元)	融资偿还额(亿元)	净买入额(亿元)	净买入率(%)	净买入率(%)	净买入率(%)	净买入率(%)	净买入率(%)	净买入率(%)	净买入率(%)	净买入率(%)
中兴通讯	2012.12.20-2014.6.30	7.54	10.09	172	21.90	206	34.47	12.44	16.12	2010.3.31			
电广传媒	2012.12.20-2014.6.30	6.47	20.00	185	25.87	106	33.68	0.79	14.36	2011.12.31			
华谊兄弟	2012.12.20-2013.10.15	15.11	79.30	86	18.56	30	40.46	21.90	20.20	2013.1.31			

从表 6 中我们看出,中兴通讯、电广传媒、华谊兄弟这三只股票在股价显著上涨期间融资净买入额小于 0 的天数与大于 0 的天数相当,且融资净买入额小于 0 的融资合计与融资净买入额大于 0 的融资合计都远高于上涨期间的融资余额增量,说明这些股票融资买入偿还频繁、交易额高。

(实习研究员 罗小青 本版制图:张常春)

免责声明:

- 1、我们的研究均建立在公开信息基础上;
- 2、我们目的是为投资者研究上市公司提供一个视角或思路,不构成对股票买卖的推荐,投资者据此买卖股票自负风险;
- 3、由于认知能力的局限,我们的研究难免偏颇,对我们的研究成果请投资者及相关方谨慎使用;
- 4、出于对知识产权的保护,在引用本研究成果时请注明出处。