

转融资利率下调细则放松，利好两融影响有限

——非银金融行业专题报告

强于大市（维持）

日期：2019年08月19日

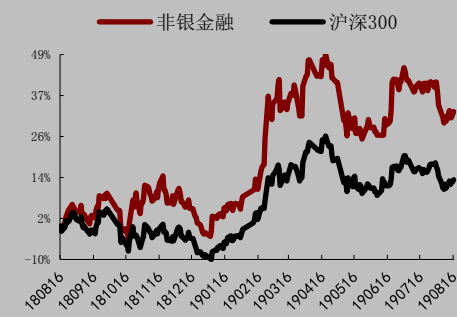
行业核心观点：

近日证监会下调转融资利率，交易所修订《融资融券交易实施细则》

投资要点：

- **交易所修订两融交易实施细则，有助于激发市场活力：**主要内容包括取消了最低维保比例不得低于130%的限制、将其他证券等资产纳入维保比例计算公式，两融标的由950只扩容至1600只。此次修订有利于提升两融业务市场化程度，引导资金入市，激发市场活力。
- **我国两融市场不断发展和规范，主要受市场和政策影响：**经历了十几年的发展，我国两融余额从2010年底的100余亿元，增长到2015年中旬的超两万亿，目前维持在万亿的水平，占沪深流通市值比例由不到0.3%提升到超过4%，目前维持在2%左右；整体风险可控，市场平均担保比例在215%-347%之间波动；在担保物中股票占比在90%以上。近十年虽然相关政策在提升客户门槛、保证金折算率下调、融券交易T+1、提升初始保证金比例等方面有所收紧，总体上看两融市场规则不断放松、两融标的持续扩容、市场化程度逐渐加深。市场表现是影响两融余额最为重要的因素，同时两融标的扩容和相关政策的放松长期看也对两融市场有提振作用，但在市场较弱的情况下对两融规模的提升效应较为有限。
- **转融资利率下调，有利于降低两融成本但影响有限：**近日证监会整体下调转融资费率80BP。转融资余额的影响因素较多，既与两融市场有关，也受到转融资利率与券商两融资金成本对比的影响。自2012年转融资业务开展以来，在2013年9月占融资比例达到高峰为20.83%，之后呈现持续下降的趋势，2019年7月占比仅为2.92%。我们认为主要原因是券商融资渠道拓宽、转融资利率较高、两融市场收缩资金宽裕等。此次转融资利率下调后，对于部分资金成本较高的中小券商而言，有利于降低两融业务的资金成本。
- **投资建议：**我们预计两融细则的调整有望带来市场回暖和两融占比提升，基于两融规模提升20%，两融利差增加0.80pct的假设下，不考虑其他因素，预计增厚行业净利润的幅度仅为1.09%，增厚上市券商的净利润幅度在0.48%-2.11%之间，主要是由于两融利息净收入在券商营收中占比较小。因此我们更加关注两融细则修订和转融通资金利率下调带来市场的回暖程度，进而带来的经纪、自营等业务的增长幅度。在近期诸多利好政策下，我们看好市场未来的表现，且考虑2018年下半年低基数影响，在中性假设下，我们预计全年证券行业将依旧保持较高业绩增速，目前券商板块PB在1.6X，配置价值有所提升，且长期看有望享受资本市场的改革红利，我们维持证券行业“强于大市”投资评级，考虑目前政策扶优限劣趋势依旧，仍推荐大型龙头券商。
- **风险提示：**外围摩擦超预期、市场震荡超预期、海外投资风险

非银金融行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年08月16日

相关研究

万联证券研究所 20190815_公司半年报点评

_AAA_中国平安 2019 年中报点评

万联证券研究所 20190812_非银金融行业周报

观点(8.05-8.09)_风控计算标准和两融政策放

松，关注后续市场改善

万联证券研究所 20190812_行业动态跟踪_AAA_

风控计算标准修订，利好高评级券商资本释放

分析师： 张译从

执业证书编号：S0270518090001

电话：010-66060126

邮箱：zhangyc1@wlzq.com

研究助理： 孔文彬

电话：021-60883489

邮箱：kongwb@wlzq.com

目录

1、两融交易细则修订，有助于提高两融市场化程度和活力	3
2、两融交易细则经历多次调整，促进两融市场不断规范	3
1.1 试点阶段：2010 年正式开始试点，年底两融余额破百亿	3
1.2 正式推出：2011 年两融交易细则颁布，两融业务正式启航	3
1.3 多次修订和完善：2013-2015 年历经多次修订，形成较为完善的版本	4
1.1.1 2013 年 3 月发布关于限售股份的补充通知	4
1.1.2 2014 年 2 月完善了两融规模限制的监控指标	4
1.1.3 2015 年 5 月大幅修订，包括允许展期、拓宽融券资金的用途等	5
1.1.4 2015 年 8 月将融券变为“T+1”，提高融资保证金比例	8
1.1.5 2016 年 12 月将超高风险股票折算率调至 0，要求券商每日动态调整折算率	8
3、两融规模持续增长，受市场和政策等因素影响	8
3.1 我国两融市场不断扩容，平均担保比例维持高位	8
3.2 两融规模主要与市场相关，也受到政策变化影响	9
3.2.1 近十年两融政策部分收紧但整体上放松，市场化程度不断加深	9
3.2.2 两融规模主要与市场相关，也受到政策变化影响	10
4、转融资利率下调，有利于降低两融成本但影响有限	10
5、两融细则修订和转融通资金利率下调的影响测算	11
5.1 对证券行业业绩影响的粗略测算	11
5.2 对上市券商业绩影响的粗略测算	12
6、投资建议	13
7、风险提示	14
图表 1：沪深交易所《融资融券交易实施细则》2019 年版主要修订内容	3
图表 2：沪深交易所《上市公司限售股份、解除限售存量股份参与融资融券交易相关问题通知》主要规定	4
图表 3：沪深交易所《融资融券交易实施细则》2014 年版修订内容	4
图表 4：深交所《融资融券交易实施细则》2015 年版主要修订内容	5
图表 5：两融交易额及市场股基交易额占比	8
图表 6：两融余额及流通总市值占比	8
图表 7：市场平均担保比例和投资者最低担保比例	9
图表 8：担保物价值结构	9
图表 9：2010 年以来两融市场的主要政策变化	9
图表 10：市场和政策变化对两融规模的影响	10
图表 11：转融资余额和融资余额变化	11
图表 12：转融资占融资余额比例变化	11
图表 13：转融资利率调整情况	11
图表 14：两融政策变化对证券行业业绩影响的粗略测算	12
图表 15：两融政策变化对上市券商业绩影响的粗略测算	12

1、两融交易细则修订，有助于提高两融市场化程度和活力

近日，沪深交易所修订《融资融券交易实施细则》，主要修改内容有：

- (1) 取消了最低维持担保比例不得低于130%的统一限制，由券商与客户自主约定；
 - (2) 完善维持担保比例计算公式，除了现金、股票、债券外，券商可以选择其他其他证券等资产作为补充担保物；
 - (3) 将两融标的股票数量由950只扩大至1600只，标的券市值占总市值比重由约70%达到80%以上，中小板、创业板股票市值占比大幅提升。
- 此次修订，有利于提升两融业务市场化程度，引导券商发挥专业优势，疏导投资者合理的投资需要，正向引导资金规范入市，激发市场活力。

图表1：沪深交易所《融资融券交易实施细则》2019年版主要修订内容

主要变化	修订前	修订后
	第六章 风险控制	
取消持担保比例最低130%的要求	客户维持担保比例不得低于130%。 当客户维持担保比例低于130%时，会员应当通知客户在约定的期限内追加担保物，客户经会员认可后，可以提交除可充抵保证金证券外的其他证券、不动产、股权等资产。	取消130%要求 会员应当根据市场情况、客户资信和公司风险管理能力等因素， 审慎评估并与客户约定最低维持担保比例要求。
完善维持担保比例计算公式	维持担保比例计算公式为： 维持担保比例=（现金+信用证券账户内证券市值总和）/（融资买入金额+融券卖出证券数量×当前市价+利息及费用总和）。	维持担保比例计算公式为： 维持担保比例=（现金+信用证券账户内证券市值总和+ 其他担保物价值 ）/（融资买入金额+融券卖出证券数量×当前市价+利息及费用总和）。

资料来源：交易所、万联证券研究所

2、两融交易细则经历多次调整，促进两融市场不断规范

1.1 试点阶段：2010年正式开始试点，年底两融余额破百亿

- 1、首批试点券商：两融业务实际从2006年起就开始筹备，在2010年3月31日正式启动两融业务试点，第一批试点券商6家（国泰君安、国信证券、中信证券、光大证券、海通证券和广发证券），首日两融余额为600余万；
- 2、第二批试点券商：2010年7月，第二批5家试点券商（申银万国、东方证券、招商证券、华泰证券、银河证券）开始交易，当日两融余额突破15亿元；
- 3、第三批试点券商：2010年12月，第三批14家试点券商（安信证券、长城证券、长江证券、方正证券、国都证券、国元证券、宏源证券、平安证券、齐鲁证券、西南证券、兴业证券、中金公司、中投证券、中信建投）进场，两融业务试点券商审批在分类评级、净资本等准入门槛方面有所降低，2010年底两融余额超过100亿元。

1.2 正式推出：2011年两融交易细则颁布，两融业务正式启航

2011年11月沪深交易所发布《融资融券交易实施细则》，主要包括“总则、业务流程、标的证券、保证金和担保物、信息披露和报告、风险控制、其他事项和附则”八个章节，沪深交易所主要在标的券和担保物折算率方面存在差异，上交所规定“上证180指数成份股股票折算率最高不超过70%，其他A股股票折算率最高不超过65%”、深交所规定“深证100指数成份股票的折算率最高不超过70%，非深证100指数成份股票的折算率最高不超过65%”。

1.3 多次修订和完善：2013-2015年历经多次修订，形成较为完善的版本

1.1.1 2013年3月发布关于限售股份的补充通知

2013年3月18日，沪深交易所发布《关于上市公司限售股份、解除限售存量股份参与融资融券交易相关问题的通知》，补充了个人和机构持有上市公司限售股份的相关规定，加强对限售股和董监高的两融交易的风险控制。

图表2：沪深交易所《上市公司限售股份、解除限售存量股份参与融资融券交易相关问题的通知》主要规定

	普通流通股	限售股份	解除限售股份
普通个人投资者			
普通账户			
竞价卖出	√	×	√
信用账户			
竞价卖出	√	×	×（因不允许担保物转入）
担保品转入	√	×	×
直接还券	√	×	×（因不允许担保物转入）
融券卖出	√	×	√
董监高和持股5%以上股东			
两融交易	×	×	×
机构投资者			
普通账户			
竞价卖出	√	×	√（三项并计算*，符合减持转让规定）
信用账户			
竞价卖出	√	×	√（仅包含担保品卖出、卖券还款卖出和强制平仓卖出，三项并计算*，符合减持转让规定）
担保品转入	√	×	√
直接还券	√	×	√（三项并计算*，符合减持转让规定）
融券卖出	√	×	√
会员在向投资者提供融资融券服务时，应当要求投资者向会员申报其持有限售股份、解除限售存量股份情况，以及是否为上市公司董事、监事和高级管理人员等相关信息。会员应当对投资者的申报情况进行核实，并进行相应的前端控制。			

注：*信用账户卖出+普通账户卖出+直接还券

资料来源：交易所、万联证券研究所

1.1.2 2014年2月完善了两融规模限制的监控指标

2014年2月21日，沪深交易所对《融资融券交易实施细则》进行修订，主要是关于两融规模限制条款，完善了融资监控指标。具体来看，上交所将“融资余额”改为“‘会员上报的标的证券融资余额’和‘信用账户持有的标的证券市值’较小值/证券流通市值”，同时增加了“交易所交易基金”的监控指标；深交所将“融资余额”改为“融资余额、信用账户持有市值”。

图表3：沪深交易所《融资融券交易实施细则》2014年版修订内容

版本	上交所		深交所
	第六章 风险控制		第六章 风险控制
	第四十九条	第五十条	第6.1条
2011版	单只标的证券的 融资余额 达到该证券上市可流通市值的25%时，本所可以在次一交易日暂停其融资买入，并向市场公布；降低至20%以下时，本所可以在次一交易日恢复其融资买入，并向市场公布。	单只标的证券的 融券余量 达到该证券上市可流通量的25%时，本所可以在次一交易日暂停其融券卖出，并向市场公布；降低至20%以下时，本所可以在次一交易日恢复其融券卖出，并向市场公布。	单只标的证券的 融资余额 达到该证券上市可流通市值的25%时，本所可以在次一交易日暂停其融资买入，并向市场公布；降低至20%以下时，本所可以在次一交易日恢复其融资买入，并向市场公布。
2014版	单只股票的 融资监控指标 达到25%时，本所可以在次一交易日暂停其融资买入，并向市场公布；降低至20%以下时，本所可以在次一交易日恢复其融资买入，并向市场公布。 单只 交易所交易基金 的融资监控指标达到75%时，本所可以在次一交易日暂停其融资买入，并向市场公布；降低至70%以下时，本所可以在次一交易日恢复其融资买入，并向市场公布。 上述融资监控指标为‘会员上报的标的证券融资余额’和‘信用账户持有的标的证券市值’取较小者与标的证券流通市值的比值。”	单只股票的 融券余量 达到该股票上市可流通量的25%时，本所可以在次一交易日暂停其融券卖出，并向市场公布；降低至20%以下时，本所可以在次一交易日恢复其融券卖出，并向市场公布。 单只 交易所交易基金 的融券余量达到其上市可流通量的75%时，本所可以在次一交易日暂停其融券卖出，并向市场公布；降至70%以下时，本所可以在次一交易日恢复其融券卖出，并向市场公布。	只标的证券的 融资余额、信用账户持有市值 占该证券上市可流通市值的比例均达到25%时，本所可以在次一交易日暂停其融资买入，并向市场公布；降低至20%以下时，本所可以在次一交易日恢复其融资买入，并向市场公布。”

资料来源：交易所、万联证券研究所

1.1.3 2015年5月大幅修订，包括允许展期、拓宽融券资金的用途等

2015年5月7日，沪深交易所对《两融交易细则》进行大幅修订，主要内容包括：

- 1、增加客户适当性管理的内容，明确需要近20个交易日日均证券类资产不低于50万元、从事证券交易的时间不少于半年等；
- 2、细化基金和债券的相关规定，主要包括：（1）股基和债券的申报数量分开规定，（2）新增交易型开放式基金的申报规则，（3）细化ETF和债券选取标准、新增LOF的选取标准等；
- 3、优化交易机制，适当放松相关规定，主要包括（1）允许两融合约展期，每次展期期限不得超过六个月，（2）拓宽融券卖出价款的用途，除了买券还券外，还可以支付两融利息和费用、购买高流动性证券；（3）放宽可冲抵保证金范围，增加其他证券、不动产、股权，取消追加担保物的2日期限等；
- 4、加强担保物的管理，增加单一证券市值集中度监控指标等。

图表4：深交所《融资融券交易实施细则》2015年版主要修订内容

主要变化	修订前	修订后
	第二章 业务流程	
增加客户适当性管理内容	无	第七条 2.4 会员应当加强客户适当性管理，明确客户参与融资融券交易应具备的资产、交易经验等条件，引导客户在充分了解融资融券业务特点的基础上合法合规参与交易。

		<p>对未按照要求提供有关情况、从事证券交易时间不足半年、缺乏风险承担能力、最近二十个交易日日均证券类资产低于50万元或者有重大违约记录的客户，以及本会员股东、关联人，会员不得为其开立信用账户。</p> <p>专业机构投资者参与融资、融券，可不受前款从事证券交易时间、证券类资产条件限制。</p> <p>本条第二款所称股东，不包括仅持有上市会员5%以下上市流通股份的股东。</p>
明确竞价交易方式	无	<p>第十条</p> <p>2.7 融资融券交易采用竞价交易方式</p>
细化股基和债券的申报数量	<p>第十条</p> <p>2.7 融资买入、融券卖出的申报数量应当为100股（份）或其整数倍</p>	<p>第十二条</p> <p>2.9 融资买入、融券卖出股票或基金的，申报数量应当为100股（份）或其整数倍。融资买入、融券卖出债券的，申报数量应当为10张或其整数倍。</p>
新增交易型开放式基金的申报规则	<p>第十一条</p> <p>2.8 无交易型开放式基金规定</p>	<p>第十三条</p> <p>2.10 第三款 交易型开放式基金或经本所认可的其他证券，其融券卖出不受本条前两款规定的限制。</p>
增加现金等方式还券	<p>第十三条</p> <p>2.10 无相关规定</p>	<p>第十六条</p> <p>2.13 第三款 投资者融券卖出的证券暂停交易的，可以按照约定以现金等方式向会员偿还融入证券。</p>
拓宽融券所得价款的用途	<p>第十六条</p> <p>2.13 未了结相关融券交易前，投资者融券卖出所得价款除买券还券外不得另作他用。</p>	<p>第十八条</p> <p>2.15 未了结相关融券交易前，投资者融券卖出所得价款除以下用途外，不得另作他用：</p> <p>（一）买券还券；（二）偿还融资融券交易相关利息、费用或融券交易相关权益现金补偿；（三）买入或申购证券公司现金管理产品、货币市场基金以及本所认可的其他高流动性证券；（四）证监会及本所规定的其他用途。</p>
允许合约展期	<p>第十七条</p> <p>2.14 会员与客户约定的融资、融券期限自客户实际使用资金或证券之日起开始计算，最长不得超过六个月。</p>	<p>第十九条</p> <p>2.16 会员与客户约定的融资、融券合约期限自客户实际使用资金或证券之日起开始计算，最长不超过六个月。合约到期前，会员可以根据客户的申请为客户办理展期，每次展期的期限最长不得超过六个月。</p> <p>会员在为客户办理合约展期前，应当对客户的信用状况、负债情况、维持担保比例水平等进行评估。</p>
细化证券投资基金的范围	<p>第十九条</p> <p>2.16 投资者信用证券账户不得用于买入或转入除可充抵保证金证券范围以外的证券，也不得用于参与定向增发、证券投资基金申购及赎回、债券回购等。</p>	<p>第二十一条</p> <p>2.18 投资者信用证券账户不得用于买入或转入除可充抵保证金证券范围以外的证券，也不得用于参与定向增发、股票交易型开放式基金和债券交易型开放式基金申购及赎回、债券回购等。</p>
第三章 标的证券		
放开可作为标的的券的ETF的相关条件	<p>第二十五条</p> <p>3.3 标的证券为交易型开放式指数基金（ETF）的，应当符合下列条件：</p> <p>（一）上市交易超过三个月；（二）近三</p>	<p>第二十六条</p> <p>3.3 标的证券为交易型开放式基金的，应当符合下列条件：</p> <p>（一）上市交易超过五个交易日；（二）最近五个交易日内的日平均资产规模不低于5亿元；（三）基金持有人数不少于2000</p>

	个月内的日平均资产规模不低于20亿元；(三) 基金持有户数不少于4000户。本所另有规定的除外。	户；(四) 本所规定的其他条件。
新增可作为标的的券的LOF的条件	无	第二十七条 3.4 标的证券为上市开放式基金的，应当符合下列条件： (一) 上市交易超过五个交易日；(二) 最近五个交易日内的日平均资产规模不低于5亿元；(三) 基金持有户数不少于2000户；(四) 基金份额不存在分拆、合并等分级转换情形；(五) 本所规定的其他条件。
新增可作为标的的券的债券的条件	无	第二十八条 3.5 标的证券为债券的，应当符合下列条件： (一) 债券托管面值在1亿元以上；(二) 债券剩余期限在一年以上；(三) 债券信用评级达到AA级(含)以上；(四) 本所规定的其他条件。
新增创业板股票的相关规定	第二十九条 3.7 标的股票交易被实行特别处理的，本所自该股票被实行特别处理当日起将其调整出标的证券范围。	第三十二条 3.9 标的股票交易被实行风险警示的，本所自该股票被实行风险警示当日起将其调整出标的证券范围。 标的证券为创业板股票的，本所自该公司首次发布暂停上市或终止上市风险提示公告当日起将其调整出标的证券范围。
第四章 保证金和担保物		
增加和细化可冲抵保证金范围	第三十二条 4.1 保证金可以标的证券及本所认可的其他证券充抵。	第三十五条 4.1 保证金可以本所上市交易股票、证券投资基金、债券，货币市场基金、证券公司现金管理产品及本所认可其他证券充抵。
增加可冲抵保证金的折算率标准	第三十三条 4.2 可充抵保证金的证券，在计算保证金金额时应当以证券市值或净值按下列折算率进行折算：(三) 国债折算率最高不超过95%；(四) 其他上市证券投资基金和债券折算率最高不超过80%；(五) 权证的折算率为0%。	第三十六条 4.2 可充抵保证金的证券，在计算保证金金额时应当以证券市值或净值按下列折算率进行折算： (三) 证券公司现金管理产品、货币市场基金、国债的折算率最高不超过95%；(四) 被实行风险警示、暂停上市或进入退市整理期的证券、权证的折算率为0%；(五) 其他上市证券投资基金和债券折算率最高不超过80%。
增加单一市值集中度监控指标	无	第四十四条 4.10 会员应当加强对客户担保物的管理，对客户提交的担保物中单一证券市值占其担保物市值的比例进行监控。
取消追加担保物的期限规定	第四十一条 4.10 客户维持担保比例不得低于130%。当客户维持担保比例低于130%时，会员应当通知客户在约定的期限内追加担保物。 前述期限不得超过二个交易日。 客户追加担保物后的维保比例不得低于150%。	第四十五条 4.11 客户维持担保比例不得低于130%。当客户维持担保比例低于130%时，会员应当通知客户在约定的期限内追加担保物，客户经会员认可后， 可以提交除可充抵保证金证券外的其他证券、不动产、股权等资产。 会员可以与其客户自行约定追加担保物后的维保比例要求。
第五章 信息披露和报告		
取消具体报告限制	第四十七条 5.2 会员应当于每个交易日 22:00 前向本所报送当日各标的证券融资买入额、融资	第五十一条 5.2 会员应当按照本所要求每个交易日向本所报送当日各标的证券融资买入额、融资还款额、融资余额、融券卖出量、融券

	还款额、融资余额、融券卖出量、融券偿还量以及融券余量等数据。	偿还量以及融券余量等数据。
取消每月两融业务报告	第四十八条 5.3 会员应当在每月结束后七个交易日内向本所报告当月融资融券业务开展情况。	无

资料来源：交易所、万联证券研究所

1.1.4 2015年8月将融券变为“T+1”，提高融资保证金比例

2015年8月3日，沪深交易所对《两融交易细则》进行再次修订，这次修订了重要的两个内容，包括：1、融券操作由“T+0”变为“T+1”，规定“投资者融券卖出后，自次一交易日起可以通过直接还券或买券还券的方式向会员偿还融入证券”；2、提高融资保证金比例由50%至100%。

1.1.5 2016年12月将超高风险股票折算率调至0，要求券商每日动态调整折算率

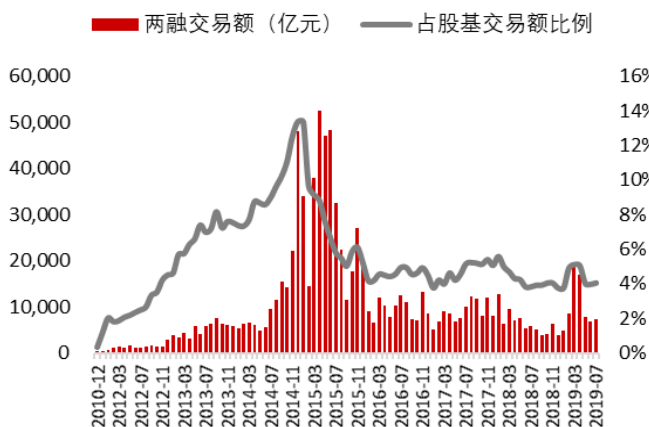
2016.12.02，沪深交易所对《两融交易细则》进行修订，主要是：1、调整可充抵保证金证券折算率要求，将静态市盈率在300倍以上或者为负数的股票折算率下调为0%；2、要求证券公司于每周最后一个交易日收市后根据股票静态市盈率，按规定对其可充抵保证金证券折算率进行调整。

3、两融规模持续增长，受市场和政策等因素影响

3.1 我国两融市场不断扩容，平均担保比例维持高位

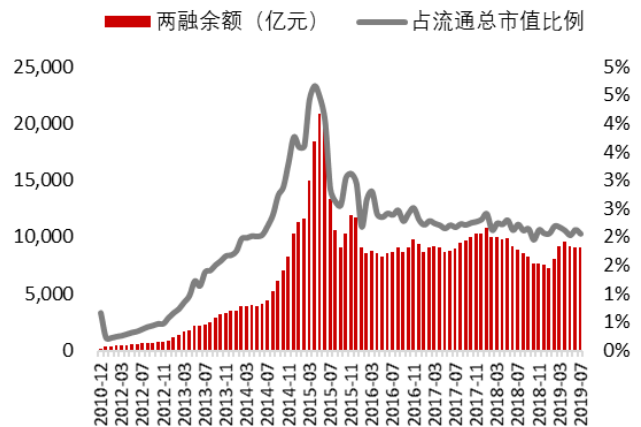
经历了十几年的发展，我国两融业务不断成熟和发展。两融市场不断扩容，两融余额从2010年底的100余亿元，增长到2015年中旬的超20000亿元，占沪深流通市值比例也由不到0.3%提升到超过4%，目前两融余额占沪深流通市值比例在2%左右。两融交易活跃度不断提升，两融交易额从2010年底不及300亿元/月，增长到2015年中旬的约50000亿元/月，占市场股基交易额的比例从不到1%提升到7%，目前两融交易额占市场股基交易额的比例约为4%。整体风险可控，2010年以来市场平均担保比例在215%-347%之间波动，平均担保比例维持高位，两融业务风险得到有效控制。担保物以股票为主，在担保物结构中，大多都是股票，最高占比为97.25%，虽然放开补充冲抵保证金范围后占比有所下降，但目前仍维持在90%以上。

图表5：两融交易额及市场股基交易额占比



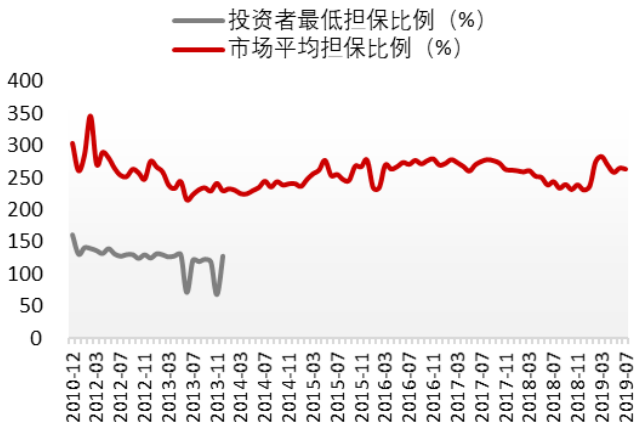
资料来源：证金公司、万联证券研究所

图表6：两融余额及流通总市值占比



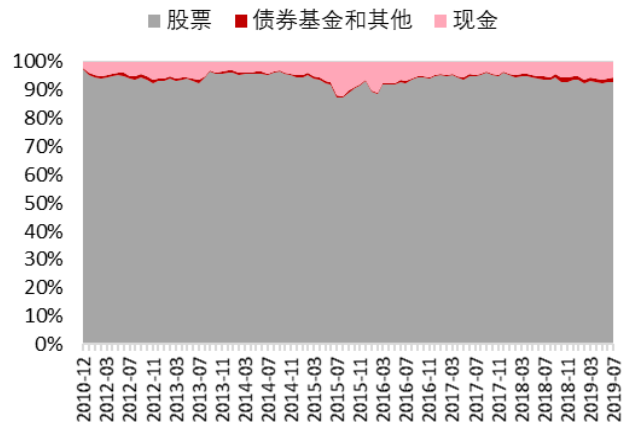
资料来源：证金公司、万联证券研究所

图表7：市场平均担保比例和投资者最低担保比例



资料来源：证金公司、万联证券研究所

图表8：担保物价值结构



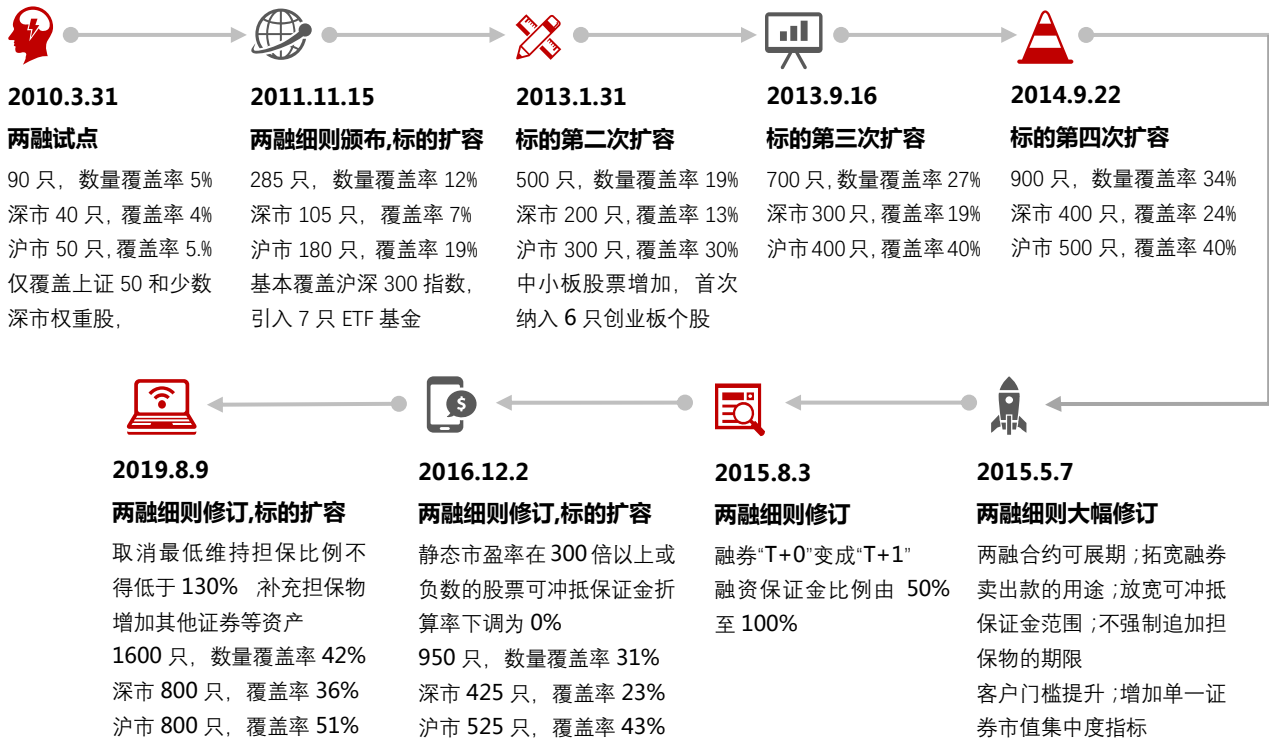
资料来源：证金公司、万联证券研究所

3.2 两融规模主要与市场相关，也受到政策变化影响

3.2.1 近十年两融政策部分收紧但整体上放松，市场化程度不断加深

从近十年两融业务的发展看，虽然相关政策在提升客户门槛、增加单一证券市值集中度指标、保证金折算率下调、融券交易T+1、提升初始保证金比例等方面，出于防风险考虑有所收紧，总体上看两融市场规则不断放松、两融标的持续扩容、券商自主性有所提升、市场化程度逐渐加深。

图表9：2010年以来两融市场的主要政策变化



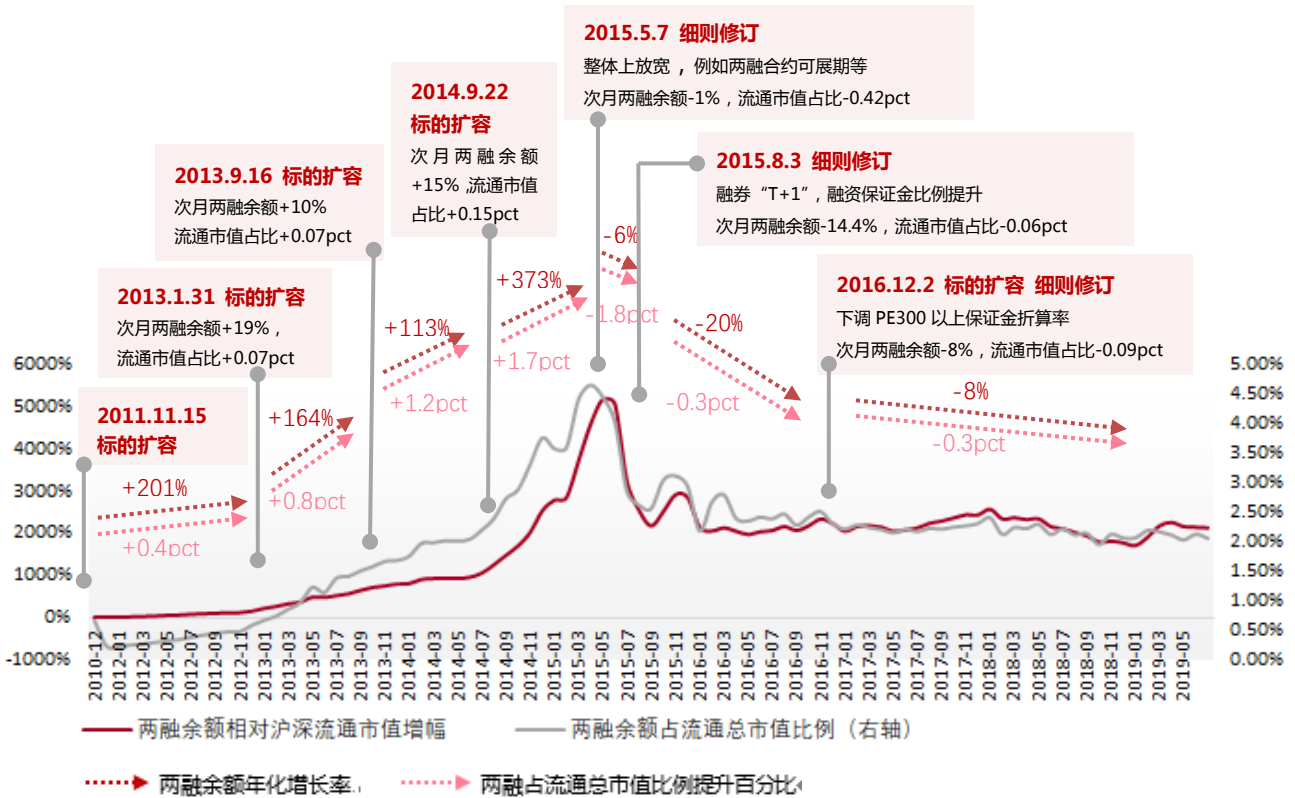
资料来源：交易所、万联证券研究所

3.2.2 两融规模主要与市场相关，也受到政策变化影响

从近十年两融余额的变化看，沪深交易量和流通市值是影响两融最为重要和基础的因素，两融规模和市场行情有很强的相关性，且波动幅度更大。

同时，两融标的扩容和相关政策（例如两融标的扩容、交易规则调整、初始保证金比例、客户维持担保比例、可冲抵保证金的范围和折算率、强制平仓等相关规定的调整等）的放松长期看也对两融市场有提振作用，但在市场较弱的情况下对两融规模的提升效应较为有限。

图表10：市场和政策变化对两融规模的影响



资料来源：wind、证金公司、万联证券研究所

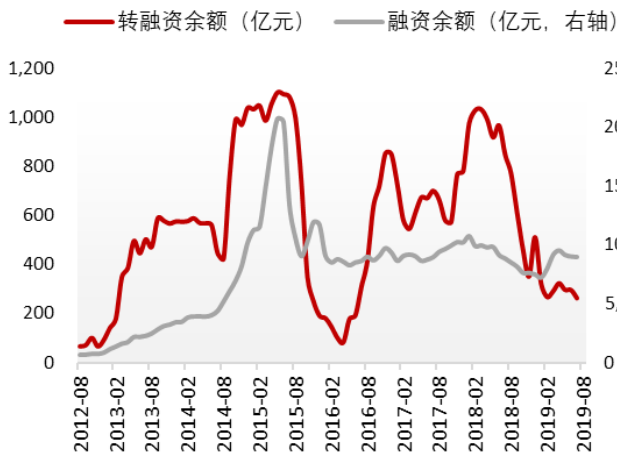
4、转融资利率下调，有利于降低两融成本但影响有限

2019年8月7日，证金公司整体下调转融资费率80BP，其中：182天期费率由4.3%下调至3.5%，91天期费率由4.6%下调至3.8%，28天期费率由4.7%下调至3.9%，14天期和7天期费率由4.8%下调至4%。此次转融资利率下调，是2017年初以来第二次下调，上一次是在2018年12月7日，整体下调转融资费率80BP。

转融资余额的影响因素较多，既与两融市场有关，也受到转融资利率与券商两融资本成本对比影响，单纯从转融资利率调整对转融资余额的影响看，并没有十分紧密的相关性。

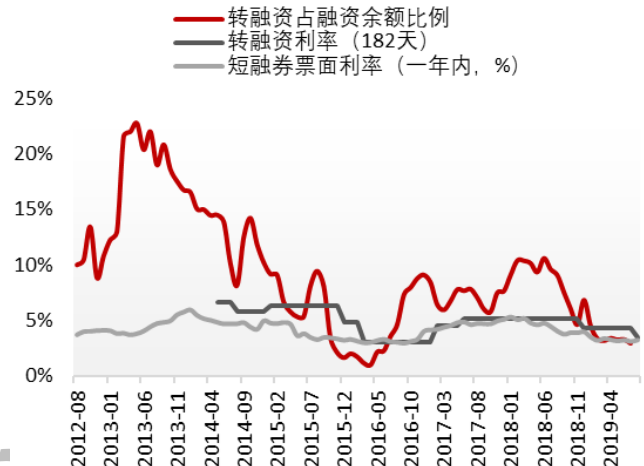
自2012年转融资业务开展以来，在2013年9月占融资比例达到高峰为20.83%，之后呈现持续下降的趋势，2019年7月占比仅为2.92%。我们认为主要原因是券商融资渠道拓宽、转融资利率较高、两融市场收缩资金宽裕等。此次转融资利率下调后，对于部分资金成本较高的中小券商而言，通过转融通方式融资有利于降低两融业务的资金成本。

图表11: 转融资余额和融资余额变化



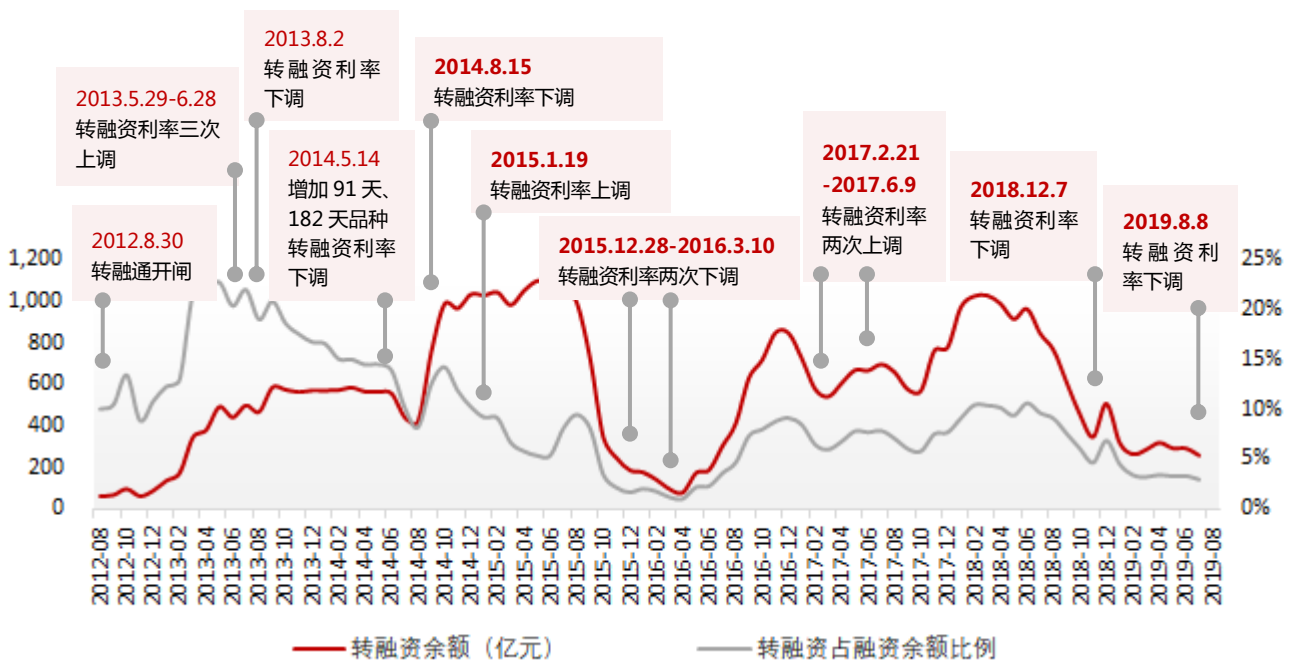
资料来源: wind、证金公司、万联证券研究所

图表12: 转融资占融资余额比例变化



资料来源: wind、证金公司、万联证券研究所

图表13: 转融资利率调整情况



资料来源: wind、中证协、万联证券研究所

5、两融细则修订和转融通资金利率下调的影响测算

5.1对证券行业业绩影响的粗略测算

在仅考虑转融通资金利率下调的情况下,我们预计证券行业两融利息成本有望降低0.80pct。同时,在两融业务资金端方面,从目前的情况看并没有行业普遍下调两融利率的情况,主要是由于目前行业两融利率水平已经较低,而且对于大客户本身就有利率优惠,在成本限制下,下调空间有限。因此我们预计在两融利率短期将维持稳定,两融利差(年化)有望提升0.80pct。

两融细则的调整有望带来市场回暖和两融占比提升,但由于两融利息净收入在券商

营收中占比较小，预计不到5%，因此根据我们测算，若两融规模提升20%，增厚行业净利润的幅度为1.09%，即使两融规模提升50%，增厚行业净利润的幅度也仅为1.23%。因此我们更加关注两融细则修订和转融通资金利率下调带来市场的回暖程度，进而带来的经纪、自营等业务的增长。

图表14：两融政策变化对证券行业业绩影响的粗略测算

项目	2019E				
	两融余额变化*				
	0%	10%	20%	30%	50%
两融余额 (亿元)	8946.68	9841.35	10736.02	11630.68	13420.02
两融利差变动 (年化)	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
两融净收入变动 (亿元)**	28.63	30.06	31.49	32.92	35.79
预计增厚营业收入 (亿元)	28.63	30.06	31.49	32.92	35.79
净利润率 (1H2019)	37.25%	37.25%	37.25%	37.25%	37.25%
预计增厚净利润 (亿元)***	10.67	11.20	11.73	12.27	13.33
预计提升 2019 年净利润幅度	0.99%	1.04%	1.09%	1.14%	1.23%

注：(1) *两融余额变化，基准为2019-8-15日数据 (8946.68亿元)；(2) **两融净收入变动 (亿元) = (2019-8-15日两融余额+2019E两融余额)/2*两融利差变动 (年化) *146/365；(3) ***预计增厚净利润=预计增厚营业收入*净利润率
资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

5.2对上市券商业绩影响的粗略测算

在融出资金增长20%，两融利差增加0.80pct的假设下，不考虑其他因素，我们粗略测算上市券商的业绩增幅在0.48%-2.11%之间，仅考虑两融业务的变化对业绩增长贡献有限，需要关注市场量价提升程度，以及对经纪和自营业务的影响。

同时，考虑到评级高、近期股权融资较多的券商融资成本较低，转融资金利率下调对这些券商没有影响，两融息差不会扩大，在融资利率稳定的情况下，资金成本较高的中小券商可能更为受益。

图表15：两融政策变化对上市券商业绩影响的粗略测算

证券代码	券商简称	融出资金* (2019E, 亿元)	两融利差 变动 (年 化)	两融净收 入变动** (亿元)	预计增厚 营业收入 (亿元)	净利润率 (1Q2019)	预计增厚 净利润 (亿元)	净利润*** (2019E, 亿元)	预计提升 2019 年净 利润幅度
601375.SH	中原证券	68.33	0.80%	0.20	0.20	27.65%	0.06	2.63	2.11%
000728.SZ	国元证券	156.71	0.80%	0.46	0.46	42.84%	0.20	10.04	1.96%
601881.SH	中国银河	612.72	0.80%	1.80	1.80	41.42%	0.74	38.73	1.92%
601788.SH	光大证券	415.80	0.80%	1.22	1.22	38.50%	0.47	25.68	1.83%
600369.SH	西南证券	131.43	0.80%	0.39	0.39	36.27%	0.14	8.14	1.72%
600909.SH	华安证券	70.17	0.80%	0.21	0.21	48.39%	0.10	6.23	1.60%
601990.SH	南京证券	56.45	0.80%	0.17	0.17	41.62%	0.07	4.38	1.57%
601901.SH	方正证券	230.33	0.80%	0.68	0.68	31.85%	0.22	15.16	1.42%
600999.SH	招商证券	589.98	0.80%	1.73	1.73	45.78%	0.79	64.49	1.23%
601211.SH	国泰君安	836.76	0.80%	2.45	2.45	44.90%	1.10	90.53	1.22%
601688.SH	华泰证券	695.20	0.80%	2.04	2.04	44.49%	0.91	79.68	1.14%
002736.SZ	国信证券	433.96	0.80%	1.27	1.27	50.35%	0.64	57.36	1.12%
002797.SZ	第一创业	39.53	0.80%	0.12	0.12	35.25%	0.04	3.76	1.09%

601066.SH	中信建投	350.02	0.80%	1.03	1.03	47.88%	0.49	45.29	1.09%
000783.SZ	长江证券	226.04	0.80%	0.66	0.66	31.63%	0.21	19.66	1.07%
000776.SZ	广发证券	611.51	0.80%	1.79	1.79	42.68%	0.77	72.07	1.06%
601198.SH	东兴证券	120.03	0.80%	0.35	0.35	53.99%	0.19	17.97	1.06%
000166.SZ	申万宏源	615.58	0.80%	1.81	1.81	34.13%	0.62	59.17	1.04%
600837.SH	海通证券	658.44	0.80%	1.93	1.93	37.88%	0.73	71.47	1.02%
601377.SH	兴业证券	245.51	0.80%	0.72	0.72	26.04%	0.19	19.57	0.96%
002945.SZ	华林证券	24.13	0.80%	0.07	0.07	43.12%	0.03	3.79	0.81%
600109.SH	国金证券	95.75	0.80%	0.28	0.28	37.18%	0.10	13.60	0.77%
601555.SH	东吴证券	114.81	0.80%	0.34	0.34	41.06%	0.14	18.88	0.73%
600030.SH	中信证券	768.37	0.80%	2.25	2.25	40.46%	0.91	125.03	0.73%
000686.SZ	东北证券	95.18	0.80%	0.28	0.28	24.95%	0.07	13.56	0.51%
600958.SH	东方证券	145.26	0.80%	0.43	0.43	31.21%	0.13	27.45	0.48%
002926.SZ	华西证券	125.23	0.80%	0.37	0.37	45.34%	0.17	-	-
002939.SZ	长城证券	112.39	0.80%	0.33	0.33	28.64%	0.09	-	-
601108.SH	财通证券	99.08	0.80%	0.29	0.29	32.70%	0.10	-	-
601878.SH	浙商证券	96.02	0.80%	0.28	0.28	21.92%	0.06	-	-
000750.SZ	国海证券	59.95	0.80%	0.18	0.18	25.90%	0.05	-	-
601162.SH	天风证券	47.89	0.80%	0.14	0.14	12.46%	0.02	-	-
002500.SZ	山西证券	64.78	0.80%	0.19	0.19	17.90%	0.03	-	-
002673.SZ	西部证券	54.22	0.80%	0.16	0.16	43.69%	0.07	-	-
601099.SH	太平洋	28.22	0.80%	0.08	0.08	50.01%	0.04	-	-

注：(1) *2019E融出资金，基数为1Q2019数值，增速为20%；(2) **两融净收入变动=(1Q2019融出资金+2019E融出资金)/2*两融利差变动(年化)*147/365，2018-8-19各券商融出资金数据难以获得，因此用最接近的1Q2019融出资金来代替；(3) ***已覆盖的中信证券、华泰证券、海通证券和国泰君安2019E净利润数据来源万联证券研究所，其余未覆盖券商数据来源为wind一致预测

资料来源：wind、公司公告、万联证券研究所

6、投资建议

近日交易所修订《融资融券交易实施细则》，主要内容包括取消了最低维保比例不得低于130%的限制、将其他证券等资产纳入维保比例计算公式，两融标的由950只扩容至1600只。在两融余额的影响因素中，市场行情是最为重要的因素，两融标的扩容和相关政策的放松长期看也对两融市场有提振作用，此次修订有利于提升两融业务市场化程度，正向引导资金规范入市，激发市场活力。

同时证监会下调转融通资金利率80BP，是2017年初以来第二次下调，上一次在2018年12月7日曾整体下调了转融资费率80BP。目前转融资余额占融资比例从2013年9月20.83%的高峰下降到仅为2.92%，我们认为主要是受到券商融资渠道拓宽、转融资利率较高、两融市场收缩资金宽裕等因素影响，此次下调转融资利率，对于部分资金成本较高的中小券商而言，通过转融通方式融资有利于降低两融业务的资金成本，同时由于成本限制以及优质客户已经享受了利率优惠，目前没有行业普调两融利率的情况出现，我们预计短期两融利率将维持稳定，这些券商的两融利差有望扩大。

我们预计两融细则的调整有望带来市场回暖和两融占比提升，基于两融规模提升

20%，两融利差增加0.80pct的假设下，不考虑其他因素，预计增厚行业净利润的幅度为1.09%，增厚上市券商的净利润幅度在0.48%-2.11%之间，对业绩应先高有限，主要是由于两融利息净收入在券商营收中占比较小。因此，我们更加关注两融细则修订和转融通资金利率下调带来市场的回暖程度，进而带来的经纪、自营等业务的增长幅度。在近期诸多利好政策下，我们看好市场未来的表现，且考虑2018年下半年低基数影响，在中性假设下，我们预计全年证券行业将依旧保持较高业绩增长，目前券商板块PB在1.6X，配置价值有所提升，且长期看有望享受资本市场改革红利，我们维持证券行业“强于大市”投资评级，考虑目前政策扶优限劣趋势依旧，仍推荐大型龙头券商。

7、风险提示

宏观经济下行超预期、外围摩擦超预期、市场震荡超预期、海外投资风险超预期

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场