

## 证券 II 行业

### 鉴往知来：从海外经验模式看两融发展

#### 核心观点：

##### ● 国内融资融券发展的三阶段与业务模式

从 2010 年试点融资融券业务以来，我国融资融券业务从无到有，大致经历了三个阶段：1) 2010-2015.06，初创发展，四次标的扩容、转融通制度设立，业务规模不断壮大，2014 年到 2015 年受牛市驱动呈爆发式增长；2) 2015.07-2016.02，政策调整，权益市场行情出现危机，严监管下两融规模下滑；3) 2016.03 至今，监管规范细化，政策放宽，两融业务稳中向好。我国采取的是集中授信模式，行业的融资利率在 7.5%-8.6% 之间，融券年费率在 8.35—10.60% 之间，融资融券合约期限最长不超过 6 个月。

##### ● 美国、日本两大交易模式的国际经验

海外资本市场中，融资融券业务已经相当成熟。主要的融资融券业务模式有两类：一是以美国为代表的分散授信模式，有着市场化程度高、交易主体与融资融券渠道多样化、货币市场同证券市场联系紧密、杠杆效应强等特点；二是以日本为代表的集中授信模式，有着专业化集中授信、受政府监管程度高等特点。观察美日两国的融资融券业务发展历程，助推业务增长的关键要素在于：对冲基金等机构投资者的兴起，抵押物再流通，针对性的重点监管，资本市场信用体系的逐步建立。美国两融余额占股票总市值的 2%-3%，日本虽低，但两者业务结构中，融券占比均 25%-30%。

##### ● 国内两融业务前景：规模壮大与调结构并举

国内两融业务存在短板：1) 机构投资者规模尚有提升空间，据 wind 数据，对比美国 2017 年末 63% 的机构持仓比，2018 年我国机构持股比例仅为 37.94%；2) 两融业务结构发展不均衡，参与主体做空意愿与能力均不强；3) 抵押物流动性差，券商可融出资券规模受限，杠杆作用有待提升。

目前两融占两市总市值比仅 1.5%-2%，且结构畸形，未来有望规模与结构同步发展。**政策方面，融资融券渠道拓宽。**两融细则修订，短期融资券与金融债政策松绑，可容纳资券规模上升；科创板融券制度创新有望推广；公募基金参与转融通出借业务，券源进一步扩容。**资本市场方面，投资者结构优化。**国内长期资金参与资本市场的来源多样化；资本市场高水平对外开放，吸引更多境外长期资金。**机构投资者扩容趋势下，因对冲、套利等多样化投资需求将进一步提升，融资融券业务将得到提振。**

##### ● 投资建议：两融业务创造盈利机会，龙头券商充分受益

当下，两融业务的推进将为证券行业，尤其是头部券商，创造更多盈利机会，提供加杠杆的契机。我们长期看好监管放宽、政策利好所带来的证券板块的投资性机会。证券行业有望通过两融业务促进券商杠杆提升、实现战略发展。个股方面建议重点关注资本规模大、风控能力强的龙头公司：中信证券(600030.SH)/(06030.HK)、华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK)、中金公司(03908.HK)，及低估值龙头海通证券(600837.SH)/(06837.HK)等。

##### ● 风险提示

市场风险事件包括经济增速放缓、利率波动影响、行业竞争加剧等；公司经营业绩不达预期，爆发重大风险及违约事件等。

#### 行业评级

买入

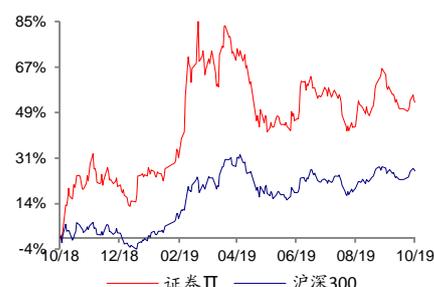
前次评级

买入

报告日期

2019-10-17

#### 相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

陈卉



SAC 执证号：S0260519040001



0755-82535901



gfchenh@gf.com.cn

请注意，陈卉并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究：

证券 II 行业:9 月归母利润平 2019-10-16

稳增长，合并报表料有更多亮点——证券行业 9 月经营数据点评

证券 II 行业:业绩大幅增长，逆 2019-09-06

周期调节与创新业务推进共同加码——证券行业 8 月经营数据点评

证券 II 行业:自营贡献利润增 2019-09-04

量，改革打开行业空间

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	CNY	15.08	20190901	买入	17.30	0.75	0.92	20.11	16.39	1.37	1.26	7.1%	8.6%
华泰证券	601688.SH	CNY	18.59	20190830	买入	24.00	0.82	1.09	22.67	17.06	1.13	1.07	7.4%	8.5%
中信证券	600030.SH	CNY	22.69	20190823	买入	28.90	1.34	1.61	16.93	14.09	1.10	1.00	9.9%	11.2%
海通证券	06837.HK	HKD	8.45	20190901	买入	9.50	0.75	0.92	10.29	8.39	0.70	0.64	7.1%	8.6%
HTSC	06886.HK	HKD	12.44	20190830	买入	14.30	0.82	1.09	13.86	10.43	0.86	0.80	7.4%	8.5%
中信证券	06030.HK	HKD	15.30	20190823	买入	20.90	1.34	1.61	10.43	8.68	1.02	0.93	9.9%	11.2%
中金公司	03908.HK	HKD	15.42	20190826	买入	18.68	1.01	1.13	13.89	12.42	1.32	1.20	12.0%	12.0%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: A+H 股上市公司的业绩预测一致, 且货币单位均为人民币; 对应的 H 股 PE 和 PB 估值, 为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得; 收盘价及表中估值指标按照 10 月 16 日收盘价计算

## 目录索引

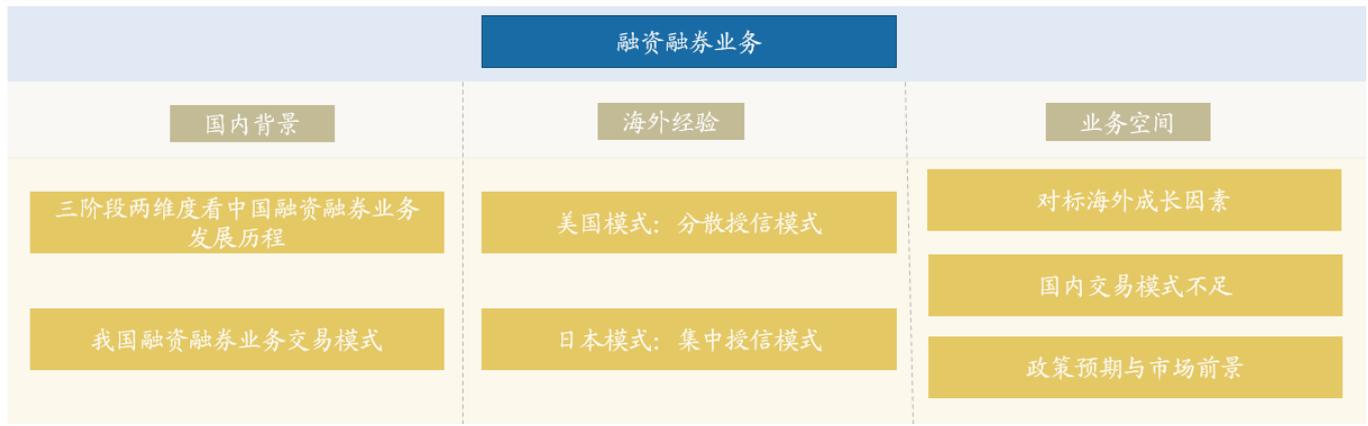
国内融资融券背景介绍 .....	6
三阶段两维度看中国融资融券业务发展历程 .....	6
我国融资融券业务交易模式 .....	11
海外融资融券业务经验 .....	12
美国模式：分散信用模式 .....	12
日本模式：集中信用模式 .....	19
对标海外，国内融资融券业务空间广阔 .....	22
对标海外关键成长因素，国内市场需再进一步 .....	22
借鉴海外交易模式经验，补足国内短板 .....	24
我国证券行业两融业务发展可期 .....	27
全面深化资本市场改革，机构投资者不断成长 .....	27
政策改革利好融资融券，两融业务有望蓬勃发展 .....	27
短期融资券与金融债政策将打开杠杆提升空间，券商资金规模增长可期 .....	29
投资建议：两融业务创造盈利机会，龙头券商充分受益 .....	30
风险提示 .....	30

## 图表索引

图 1: 分析框架 .....	6
图 2: 2010 年-2015 年 6 月融资融券业务历程.....	6
图 3: 2010 年-2015 年 6 月融资融券余额 (左轴, 亿元) 及环比增长 (右轴, %) .....	7
图 4: 2010 年-2015 年 6 月两融余额占 A 股流通市值 (%) .....	7
图 5: 第一阶段融资余额 (左轴, 亿元) 及占比 (右轴, %) .....	8
图 6: 第一阶段融券余额 (左轴, 亿元) 及占比 (右轴, %) .....	8
图 7: 2015-2016 年两融余额 (左轴, 亿元) 及环比增长 (右轴, %) .....	9
图 8: 2016 年以来两融余额 (左轴, 亿元), 环比增长 (右轴, %) .....	10
图 9: 2016 年以来融券余额 (左轴, 亿元), 占比 (右轴, %) .....	10
图 10: 各券商融资利率 (%) 及分布 .....	11
图 11: 各券商融券费率 (%) 及分布 .....	11
图 12: 主经纪商业务结构.....	14
图 13: 对冲基金管理规模 (万亿美元) .....	14
图 14: 以大型投行为核心的影子银行体系 .....	15
图 15: 1959 年-1989 年美国融资与融券余额 (百万美元) .....	16
图 16: 1990 年-2019 年美国融资与融券余额 (百万美元) .....	16
图 17: 分散授信模式示意图 .....	17
图 18: 回购协议市场主要为证券经纪交易商和银行融资 .....	18
图 19: 政府、基金、养老金、境外投资者、非金融企业等多种结构持有回购协议资产 .....	18
图 20: 美联储融资融券初始保证金要求(占需要购买总价值的百分比) .....	18
图 21: 2002 年-2019 年日本主要交易所两融余额 (亿日元) .....	20
图 22: 2002 年-2019 年日本主要交易所两融余额来源.....	20
图 23: 日本主要证券交易所来自证券金融公司转融通的两融余额 (亿日元) ....	21
图 24: 日本主要证券交易所来自证券公司自有的两融余额 (亿日元) .....	21
图 25: 集中授信模式示意图 .....	21
图 26: A 股机构持股比例 (%) .....	24
图 27: 我国融资融券业务集中度.....	25
图 28: 两融余额占沪深两市总市值的比重 .....	25
图 29: 融资融券业务收入及占比 (亿元) .....	25
图 30: 美国两融余额占总市值比重 .....	25
图 31: 日本两融余额占总市值比重 .....	25
图 32: 美国两融业务结构.....	26
图 33: 日本两融业务结构.....	26
图 34: 沪深市场融券余额及占比.....	26

表 1: 转融通期限费率 (%) .....	12
表 2: T、U、G、X 规则具体内容 .....	13
表 3: 近年来资本市场对外开放政策 .....	23
表 4: 多项利好政策相继出台 .....	29
表 5: 头部券商待偿还短期融资券余额上限调整情况 .....	29
表 6: 2018 年证券公司债券发行情况统计 .....	30

图1: 分析框架



数据来源: 广发证券发展研究中心

## 国内融资融券背景介绍

### 三阶段两维度看中国融资融券业务发展历程

#### 2010年-2015年6月: 从无到有—融资融券业务迅速发展

2010年到2015年6月为融资融券业务的初创发展阶段。我国融资融券业务从无到有, 经历了一个迅速发展的时期。2010年融资融券业务试点, 融资融券业务诞生, 2010年到2013年两融业务规模稳步增长, 逐渐达到千亿规模, 2014年到2015年受市场因素驱动呈爆发式增长, 期间鼓励发展的政策不断出台, 市场规模持续扩大。

图2: 2010年-2015年6月融资融券业务历程



数据来源: 广发证券发展研究中心

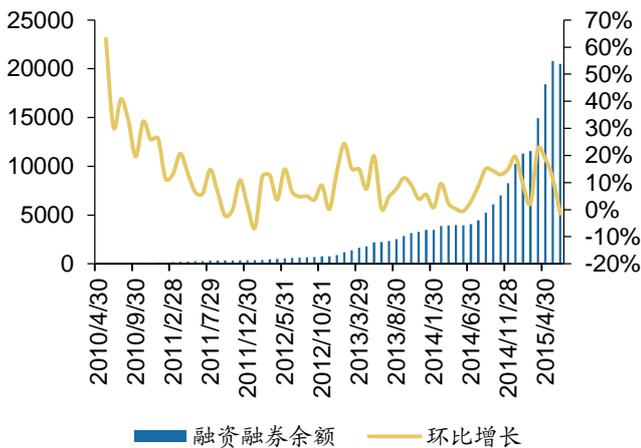
**政策面:** 为推进我国资本市场建设, 融资融券政策不断放开。两融业务从1998年《中华人民共和国证券法》颁布就有涉及, 在2010年之前已酝酿许久, 多项政策一步步孵化了两融业务。试点以来, 政策上不断放宽限制。两融标的证券数量保持增长, 从业务开始到2015年之间共实施过四次规模较大的扩容, 2011年11月25日标的股票

由90只扩充至278只，并纳入7只ETF（交易所交易型开放式指数基金），2013年1月11日扩充至500只股票，2013年9月6日扩充至700只股票，2014年9月12日增加了200只股票作为新增标的股票，沪深两市标的共900只股票和15只ETF。**业务链条逐渐完善，转融通业务起步。**2012年8月开通转融资业务，2013年2月开通转融券业务，扩大了券商两融业务的可融资券规模。

**融资渠道放宽，资金来源多元化。**2012年以前证券公司主要融资渠道包括发行次级债或权益融资，融资成本较高，难满足业务经营发展需求。2012年监管层批准证券公司重启短期融资券工具。同年12月，证监会发布《证券公司次级债管理规定》，降低发行次级债监管要求。2013年3月证监会发布了《证券公司债务融资工具管理暂行规定（征求意见稿）》，允许证券公司发行收益凭证，进一步拓宽券商融资渠道，降低融资成本。

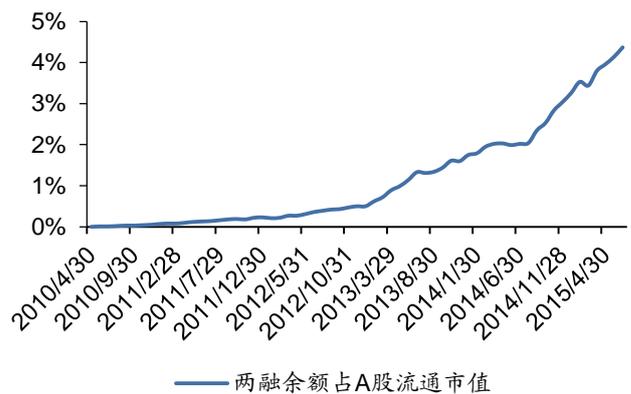
**市场面：两融市场规模不断壮大。**2010年4月至2011年8月期间两融余额规模为十亿左右，因基数小而保持着较快的发展速度。2012年后增速有所放缓，但进入2013年时已经达到了千亿规模，2014年到2015年爆发式发展，达到历史最高点20795亿，2015年6月，两融余额占A股流通市值的比例达到4.37%。

图3：2010年-2015年6月融资融券余额（左轴，亿元）及环比增长（右轴，%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

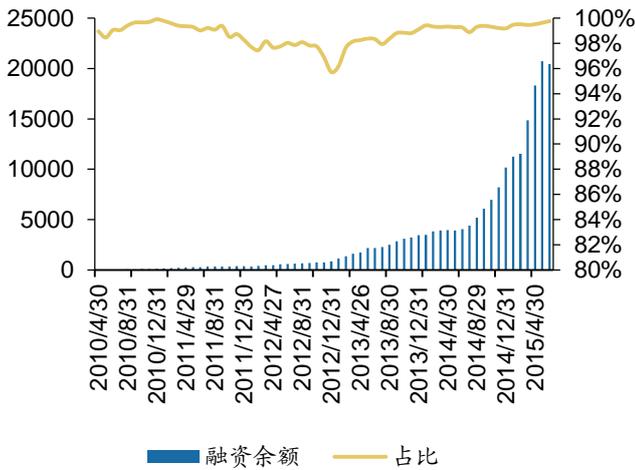
图4：2010年-2015年6月两融余额占A股流通市值（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

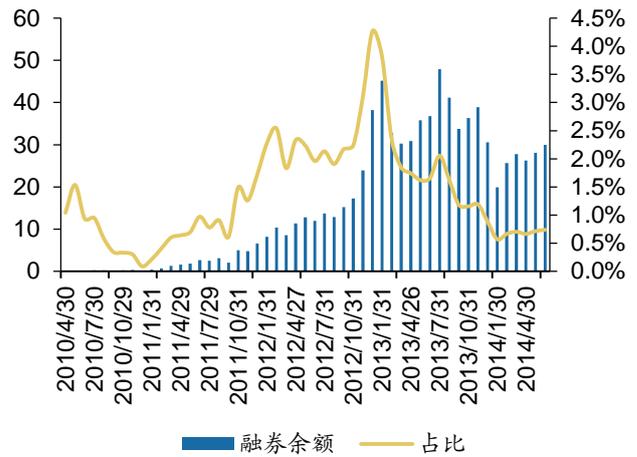
**两融业务发展不平衡。**市场过度追求融资，导致融资规模膨胀，占比居高不下，一直位于95%以上。相比之下融券规模则占比过小，长期在0%-3%之间，且发展缓慢，2014年至2015年融券规模才逐渐扩大到50亿以上，之后又有回落的迹象。主要原因归于可融出证券不足：许多公司持股集中度高，现有的融券借出方则多是指数型基金与部分换手率低、长期持有的主动型基金，对它们而言，融券卖空能够增加盈利机会，且长期参与的风险较低，而这些收益对大部分主动型基金利润增厚作用不大。融券业务式微的情形下卖空机制难发挥作用，也放大了市场的潜在风险。

图5：第一阶段融资余额（左轴，亿元）及占比（右轴，%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图6：第一阶段融券余额（左轴，亿元）及占比（右轴，%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

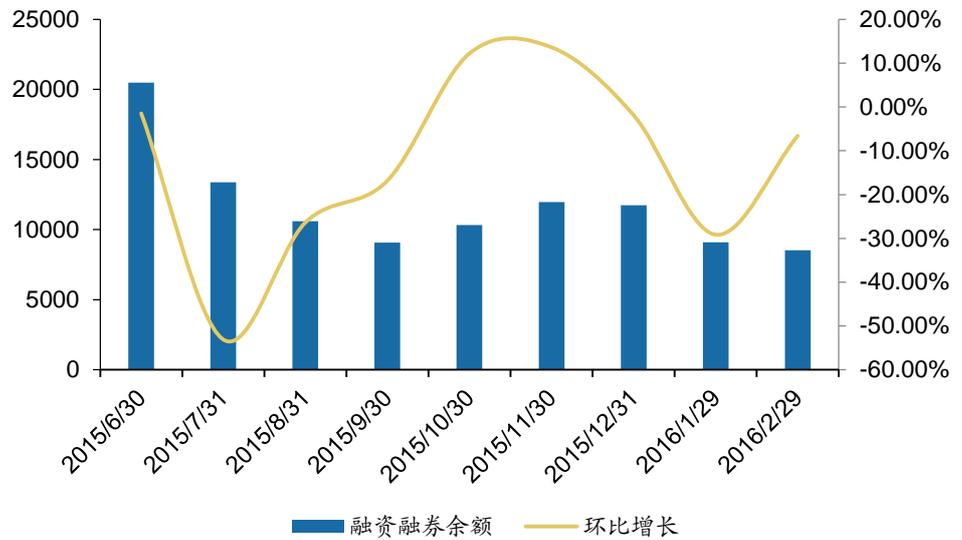
### 2015年7月-2016年初：政策调整期—严监管下市场规模下滑

2015年中，股市大幅波动，融资融券业务受到影响。2015年7月至2016年初，券商融资融券业务严监管化，融资融券规模大幅收缩。

**政策面：两融业务严监管。**为防范风险，规范场内融资融券行为，监管部门采取一系列措施强化券商两融业务监管。2015年7月，证监会发布《证券公司融资融券业务管理办法》（2015年修订），要求证券公司融资融券的金额不得超过其净资本的4倍。同月，上交所发布《关于发布〈上海证券交易所融资融券交易实施细则（2015年修订）〉的通知》，加强对融资融券业务的风险管理，并对市场融资融券交易进行监控。随后一年时间内，上交所和深交所多次修订融资融券交易实施细则，进一步强化市场融券交易行为监管。

**市场面：权益市场行情危机，融券规模大幅收缩。**在融资融券和场外高杠杆配资助推下，2015上半年股市大幅上涨。为了缓解杠杆资金涌入带来的市场风险，证监会实施场外配资清理、场内融资去杠杆化等措施。权益市场不断调整，杠杆业务需求量减少，两融规模迅速下滑。2016年2月沪深两市两融余额8529.68亿元，较2015年6月高点下滑58.38%。

图7：2015-2016年两融余额（左轴，亿元）及环比增长（右轴，%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

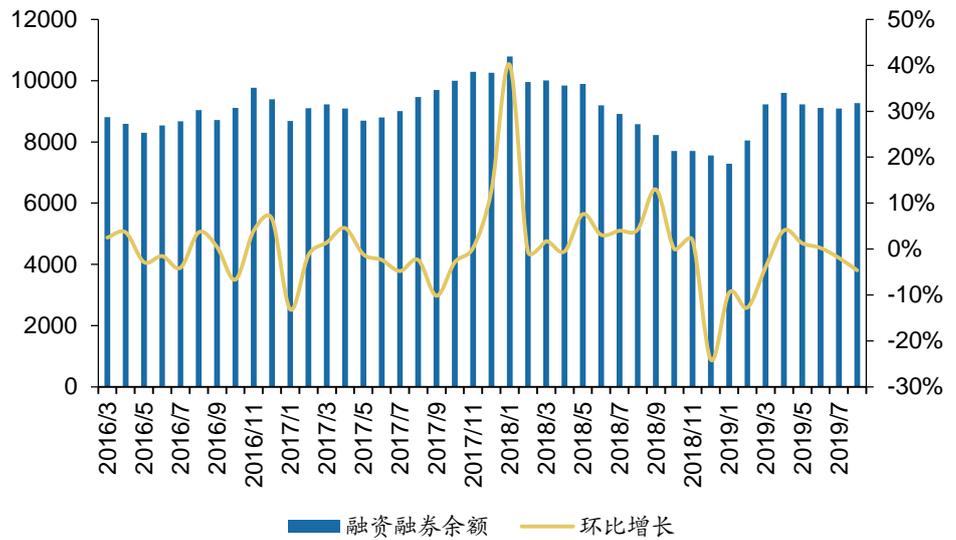
### 2016年至今：规范发展期—监管更加规范，两融业务稳中向好

**政策面：政策有所放宽，监管更加细化。**2016年12月、2017年7月深交所和上交所分别扩大了在本所交易的融券业务的标的股票数量，共计950只，标的ETF扩大到14只。2019年8月，沪深证券交易所修订《融资融券交易实施细则》，对担保比例、担保物范围、融资融券标的股票数量再次做出调整，标的股票增加到1600只。这意味着融券业务的供应能力的增强和可容纳资金规模上升，市场流动性得到促进。

**政策不断规范，促进市场健康发展。**2015年股灾后，上交所、深交所根据市场风险判断，对本所的交易实施细则进行修改，包括细化标的证券资格范围等，有助融资融券市场健康发展。

**市场面：融资融券业务规模波动下相对稳定。**2016年以来，受宏观经济影响，市场的波动性充分显现。两融余额在各个年度均有下跌表现，2018年下半年受市场行情向下的影响尤为明显，但之后均再度回升。自2016年初到8809.3亿元到2019年8月的9263.5亿元，近三年间两融余额增长了5.15%，两融市场规模相对稳定，且有波动上升的趋势。

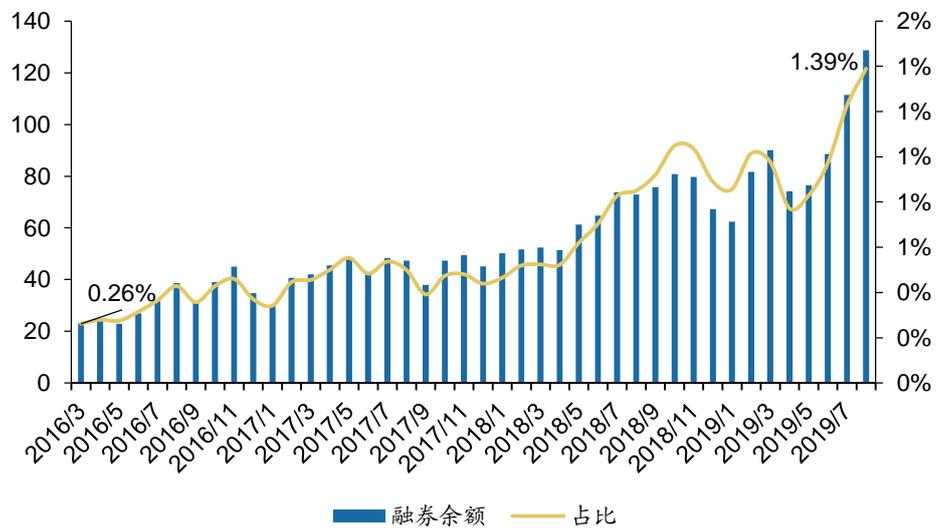
图8：2016年以来两融余额（左轴，亿元），环比增长（右轴，%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

沪深两市的融券余额从2016年初的23.07亿元，扩大到2019年8月底的128.68亿元，虽然增幅较大，但整体占比仍然偏低，由0.26%提升至1.39%。

图9：2016年以来融券余额（左轴，亿元），占比（右轴，%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

## 我国融资融券业务交易模式

### 交易流程

融资融券业务，是指证券公司向客户出借资金供其买入上市证券或者出借上市证券供其卖出，并收取相关费用的经营活动。证券公司通过融资融券专用交易单元进行相关业务，并按照有关规定开立融券专用证券账户、客户信用交易担保证券账户、融资专用资金账户及客户信用交易担保资金账户，投资者也在相应的信用证券账户中交易。

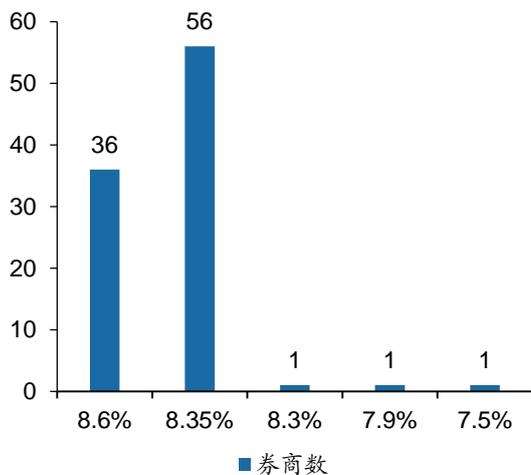
我国采取的是集中授信模式，由证券金融公司将自有或者依法筹集的资金和证券出借给证券公司，用以办理融资融券业务的经营活动，扩大证券公司可借出资金与证券规模。投资者在缴纳规定的保证金或担保物后，投资者便可借入资金或证券，根据自身对市场的判断，从中赚取差价，但所交易的证券需为标的证券。融券卖出后，投资者可直接还券或买券还券，且其中有报升机制，即卖出的申报价格不得低于该证券的最近成交价。融资买入证券后，可直接还款或卖券还款来偿还融入资金。

### 盈利模式与资金成本

证券公司在借出资金与证券后获取利息收入，并在业务过程中收取佣金以及中间业务费用。同时，融资融券业务衍生出的回购协议等其他业务，能够拓展证券公司业务范围，增加盈利机会。

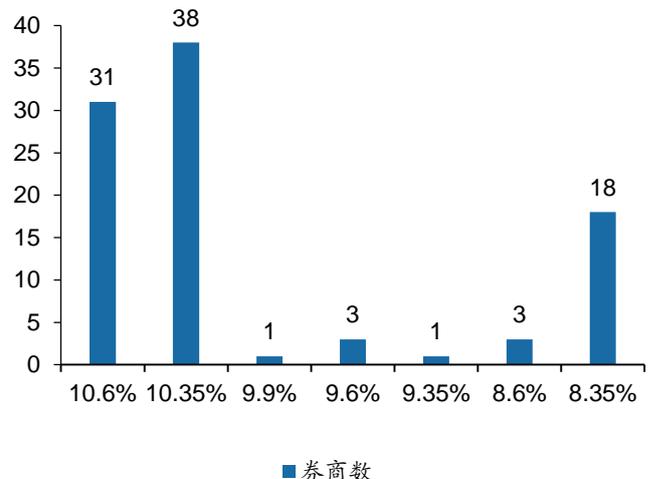
根据2015年7月中国证监会发布的《证券公司融资融券业务管理办法》第十四条，融资利率、融券费率由证券公司与客户自主商定，但融资利率不得低于中国人民银行规定的同期金融机构贷款基准利率。融资融券费率，实际上由市场竞争的结果决定。根据wind统计，全国目前共有106家证券公司正在经营融资融券业务，行业的融资利率在7.5%-8.6%之间，融券年费率在8.35—10.60%之间，其中92家券商融资利率为8.6%与8.35%，69家券商融券费率为10.6%与10.35%。

图10: 各券商融资利率 (%) 及分布



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图11: 各券商融券费率 (%) 及分布



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

转融通收费较高，证券公司融资融券成本高。尽管近年来费率有所下调。但转融资

与转融券融出费率仍在3%-4%之间，证券融入方只能得到1.5%-2%的年化利率。但是转融通对于券商而言又是必要的，它是券商在自有资金与证券不足的情况下，所能选择的为数不多的渠道。

表1: 转融通期限费率 (%)

期限	转融资费率	转融券融入费率	转融券融出费率
3 天		1.50	4.00
7 天	4.00	1.60	3.90
14 天	4.00	1.70	3.80
28 天	3.90	1.80	3.70
91 天	3.80		
182 天	3.50	2.00	3.50

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

### 期限结构

《证券公司融资融券业务管理办法》第十四条规定，证券公司与客户约定的融资、融券期限不得超过证券交易所规定的期限；合约到期前，证券公司可以根据客户的申请为客户办理展期，每次展期期限不得超过证券交易所规定的期限。2015年7月、11月，上交所、深交所相继修订融资融券交易实施细则，要求融资融券合约期限最长不超过6个月，每次展期的期限不得超过六个月。目前，交易所尚未对展期的次数做出明确规定。另外，交易所规定对于标的证券暂停交易，且恢复交易日在融资融券债务到期日之后的，融资融券的期限可以顺延。

## 海外融资融券业务经验

海外资本市场中，融资融券业务已经相当成熟，是投行的基础性业务和营收的重要来源。发展过程中，因社会经济环境差异、市场信用程度不一，融资融券业务发展出多种模式，主要有以美国为代表的分散信用模式和以日本为代表的集中信用模式，以及结合以上二者的混合模式。

### 美国模式：分散信用模式

#### 美国融资融券业务历程

大萧条之后，早期业务规则逐步形成。由于金融市场的迅速发展，信用交易的需求催生了融资融券业务。早在19世纪，美国的融资融券交易便已出现，但缺乏正式有效的交易管理制度。1929-1933年经济大萧条之下股市暴跌，美国政府开始反思融资融券业务的放任问题以及信用交易的规范问题。之后过多卖空的出现，更是令美国联邦政府一度禁止信用交易，但出于金融业的发展不得不重新放开，同时建立了保证金式的信用交易制度。

为规范股票市场，确立基本的市场框架，美国国会接连在1933年、1934年制定并通过了《证券法案》、《证券交易法》，并设立联邦证券委员会作为证券市场的执行

与监督机构。《证券交易法》中专门对融资融券业务做出规定，如10a-1要求卖空证券价格必须高于最近一次的成交价格，10a-2要求卖空证券必须是借来的。

美国联邦储备委员会的地位与作用得到确认，其作为融资融券的监管机构，有权制定实施细则、根据融资融券规模调整保证金比例，以防止过度投机或股价过度波动。之后委员会又根据《证券交易法》第七章先后制定了T、U、G、X四条规则。

表2: T、U、G、X规则具体内容

规则	适用对象	内容
T	证券公司	证券经纪商对顾客信用交易的贷款不得超过供抵押证券的最大贷款价值。
U	银行	它规定商业银行以直接或间接的证券担保方式提供的、用于购买或持有政府的债券，其数额不得超过证券的最大贷款价值；出借和借款双方都负有信息披露的义务。
G	除证券公司及银行外的其他贷款人	凡直接或间接以上市证券为担保，提供的用于购买或持有证券的贷款都要受法定保证金比率的限制。
X	投资者	规定借贷双方的权利与义务，当贷款方违反上述规则时，借款人向其借款也属违法；向国外借款同样受保证金比例约束

数据来源：SEC、广发证券发展研究中心

**20世纪80年代，第三方抵押品管理出现，市场信用体系进一步完善。**1985年以后，为应对交易商破产后客户质押资产归属问题，所罗门兄弟证券开发了三方回购模式。交易商和客户通过托管银行交易，客户将质押品存托在交易商的托管银行中，同时交易商通过托管银行向客户交割资金。三方回购解决了客户和交易商间的信任问题，也给交易商带来了实在的好处，三方交易只需指定一类合格的抵押品，交易商可以根据自身需求向托管银行要求在合格抵押品类别中任意更换抵押品，增强了抵押品的流动性。

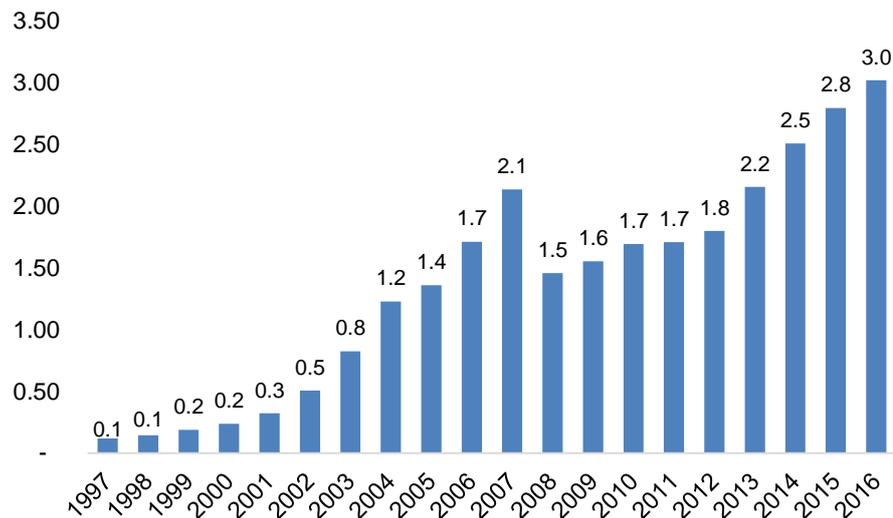
**20世纪90年代，对冲基金发展带动融资融券业务。**对冲基金是大型投行主经纪商业的服务对象，该业务中包含融资融券、证券融通、清算结算等服务。1995年以后对冲基金管理规模开始爆发，管理规模由1997年0.1万亿美元增至2007年2.1万亿美元，十年复合增长率62.0%。受益于对冲基金管理规模的高速增长，投行主经纪商业业务增速迅猛，融资融券业务由此得到促进。

图12: 主经纪商业务结构



数据来源: 广发证券发展研究中心

图13: 对冲基金管理规模 (万亿美元)



数据来源: Barclay Hedge、广发证券发展研究中心

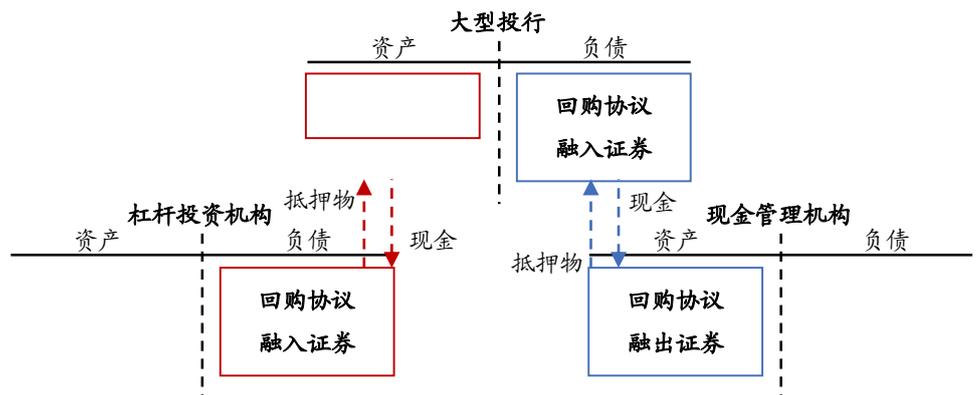
**监管规则与框架不断完善。**完善监管体系的需要,促使证券交易委员会于1998年修改T、U、G、X规则,G规则被废除后纳入U规则中。2004年8月美国证券交易委员会修改卖空管理规则,正式发布《证券卖空规则》(规则SHO),替代原有的规则10a-1、规则10a-2和规则3b-3,规定主要集中在价格、借券和交付方面。确立了统一的“locate”与“close-out”规定,对长期未能交付的证券设立了更严格的限制,以打击裸卖空行为,避免其对市场的冲击。

**抵押物流通性增强,投行融资融券渠道多样化。**美国投行可在T规则(Regulation T)和美国证券交易委员会的15c3规则(Rule 15c3)的监管下,使用客户的证券抵押物进行再抵押,为投行融入资金,提升杠杆并创造流动性。中国人民银行调查统计司曾于2012年报告《影子银行体系的内涵及外延》中把影子银行定义为“从事金融中介活动,具有与传统银行类似的信用、期限或流动性转换功能,但未受巴塞尔III或同等监管程度的实体或准实体”。影子银行以来自对冲基金、养老金、保险公司、中央

银行等机构的抵押品进行信贷活动，向杠杆投资机构融出资金获取抵押物，并再抵押给现金管理机构融资。

杠杆投资机构主要有对冲基金、养老基金、保险公司等机构，他们的融资抵押物是市场抵押品池的主要来源，养老基金和保险公司主要通过托管银行（如纽约梅隆银行和摩根大通银行）参与证券回购市场，出借持有的高等级证券库存以提升组合收益率。这些长期资金的注入与抵押物的再抵押，为投行带来了更多的融券渠道，进一步扩大了两融规模。

图14：以大型投行为核心的影子银行体系

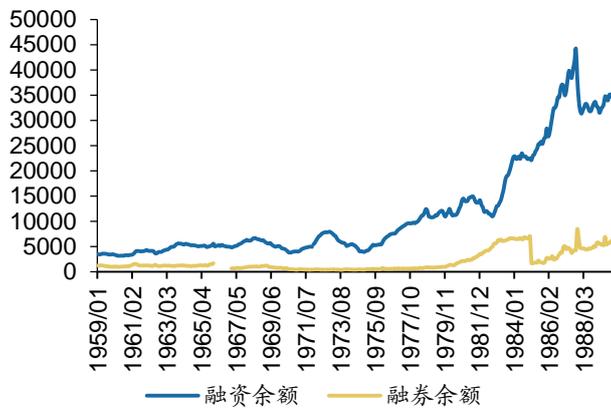


数据来源：广发证券发展研究中心

### 几大关键因素助力两融业务发展

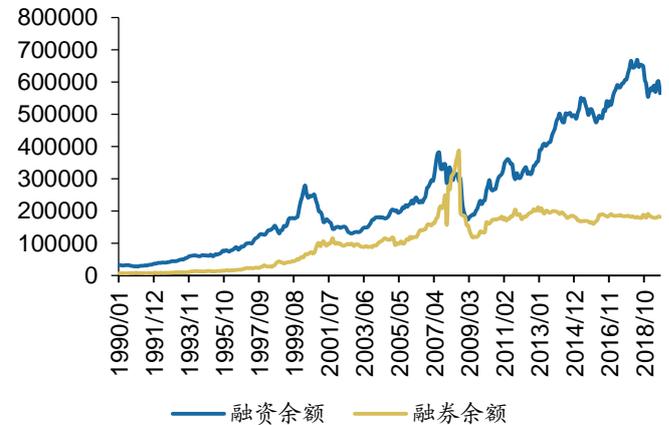
回顾美国融资融券业务发展的历史，1975年前，两融业务发展缓慢，一直在80亿美元下波动而难有突破，之后两融业务开启了增长阀门，每隔一段时期便有较为明显的增长。期间多次在遭遇金融危机后，两融余额下滑，但是总体趋势仍是向上发展的。其中有几个明显的增长点，它们分别对应着该时期的重要变化。第三方抵押品管理的出现、对冲基金等机构投资者的兴起、抵押物再流通等均有力助推了两融业务规模的扩大，同时针对性的重点监管所营造的市场环境也不可或缺。

图15: 1959年-1989年美国融资与融券余额 (百万美元)



数据来源: 美国金融监管局、广发证券发展研究中心

图16: 1990年-2019年美国融资与融券余额 (百万美元)



数据来源: 美国金融监管局、广发证券发展研究中心

### 美国融券卖空的发展逻辑。

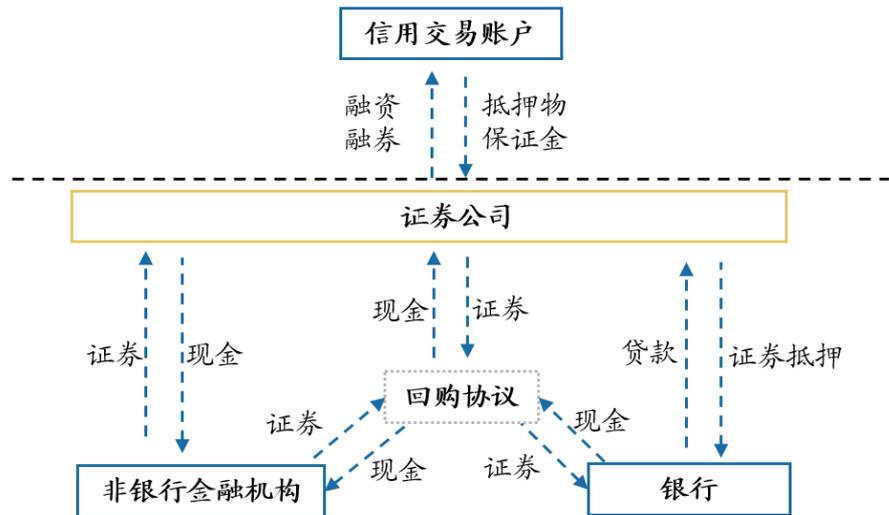
成熟资本市场中存在大量机构投资者,从而形成了不同的投资策略,融券卖空便是其中之一。供给端来看,利率水平上升的情况下,保险基金、养老基金和指数型基金等偏保守的取向导致大量证券闲置,而借出后能提高回报率;需求端来看,对冲基金等机构占市场份额大,专业能力强,还有着浑水、香橼等专业做空机构,它们能够从私募基金等主要持股组织中融券,公开上市公司的可能问题与风险,以不同方式施压,淘汰真正存在问题的公司。

融券实际相当于看空个股,其实际作用是有利的。一是价格发现作用能消解股市潜在风险,纠正部分股票的过高估值,保证市场整体的稳定运行;二是实体化潜在供需,令多空双方都能做出交易选择,进而放大交易量,并促进市场活跃。市场化授信模式下,证券公司有着广泛的融券渠道,所赚取的主要是利息与经纪费用,投资者融券卖空仅对特定股票产生消极影响。融券规模扩大所带来的交易量上升,也将提升证券公司的营收水平。

### 交易模式特征

美国融资融券业务模式为分散信用模式,不安排专门机构对融券规模进行控制,由市场中分散的证券金融机构通过借贷、互换等方式完成,在成熟的市场信用体系下,信用的授予多边化、多主体化,并非由单一的机构进行操作,而是交由市场判断,它主要有以下三个特点。

图17：分散授信模式示意图



数据来源：广发证券发展研究中心

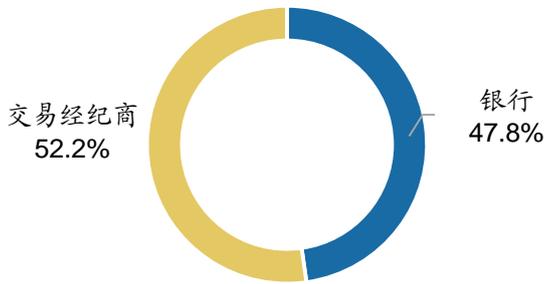
一是市场化程度高，交易主体与融资融券渠道多样化。美国的证券信用交易中，除了交易指令需要专门的证券公司来委托进行外，其他行为皆由市场中的参与者完成，信用交易风险由市场主体自担。监管机构仅对市场基本规则做出统一安排并监督其执行，并不负责具体业务安排。

信用授予的主体多边化明显，交易主体和融资融券渠道多样化。融资来源为自有资金、客户保证金、债券回购及银行借贷资金等，融券来源为自有证券、抵押证券、客户证券余额和非银行金融机构提供的证券。市场主体中不仅有证券公司、基金、个人投资者，还有银行、保险公司、企业财务公司等，且准入门槛低，如个人投资者仅要求少量资金、法律手续合规，便可参与融资融券交易。不同的市场主体之间，均可按照融资融券需求自由交易。

二是货币市场同证券市场联系紧密。在分散信用模式中，由于透明化的市场环境与完善的信用体系，证券信用交易主体的融资融券需求能够相互补足，投行通过回购协议抵押被抵押物，以融入更多资金。回购协议业务指的是投行向交易对手卖出金融资产，并根据协议在未来约定的日期回购资产，回购价格与卖出价格之间的差价作为融资的成本，由回购利率决定。从回购资金来源上看，1990年政府机构、基金、养老金账户、境外投资者、非金融企业分别持有回购协议资产的23.9%、9.1%、4.3%、2.4%、0.3%，机构大量投资回购协议。

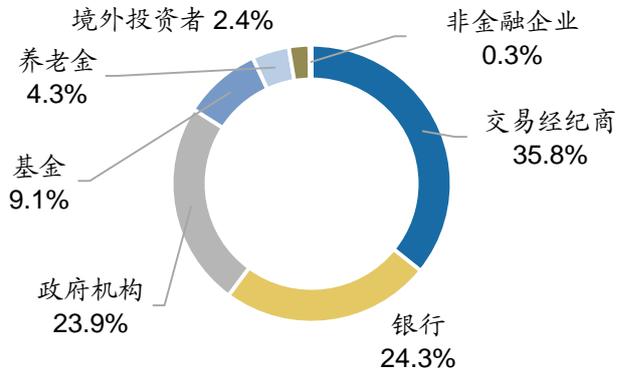
从负债端来看，回购协议主要为美国交易经纪商和存款性银行融资，占比分别为52.2%、47.8%。1988年以前，投行回购协议业务主要采用撮合模式，正回购和逆回购规模相当，1988年以后，回购协议负债增长快于资产增长，回购协议业务开始为投行提供净融资，支持投行证券交易持仓。回购协议中所使用的抵押物的来源是两融业务，抵押物与资金的二次转换增强流动性的同时，也沟通了货币市场与证券市场，令二者关系更为紧密。

图18: 回购协议市场主要为证券经纪交易商和银行融资



数据来源: 美联储、广发证券发展研究中心

图19: 政府、基金、养老金、境外投资者、非金融企业等多种结构持有回购协议资产

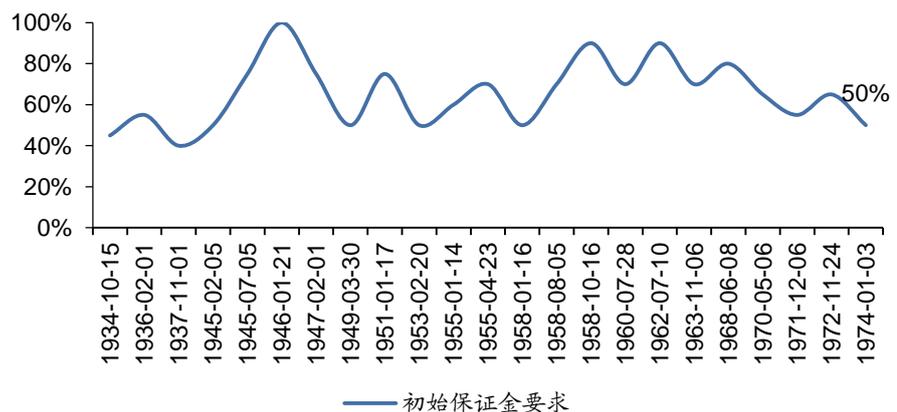


数据来源: 美联储、广发证券发展研究中心

三是杠杆效应强，融资融券规模大。保证金比例较低，能够撬动更多资金。1934年-1974年间，美联储设定的融资融券初始保证金要求不断变化，在45%-100%间浮动，1974年后稳定在50%。维持保证金比例的具体设置，则归于证券公司与资金融出方。纽交所与全美证券公司协会制定的行业自律规则要求为，融资交易的维持保证金比例不低于市价的25%，融券交易维持保证金比例不低于市价的30%。

美国采取让与担保制度，承认证券公司对担保物的所有权和部分处置权，证券公司可将抵押证券、客户证券余额和客户资金再次融出，用于扩大业务规模，从而强化杠杆效应。

图20: 美联储融资融券初始保证金要求(占需要购买总价值的百分比)



数据来源: 美联储、广发证券发展研究中心

### 对照香港，分散授信模式中加入集中授信。

香港的融资融券机制于1994年建立，基本沿用了美国分散授信模式，但出于资本市场成熟程度的考虑，主要有如下两点改动，一是融资融券业务区别授信模式，二是严格限制卖空交易。

**一是融资融券业务区别授信模式。**香港的融资融券业务相对独立，融资方式以市场化为主，融券则是集中授信。融资方面，具有保证金金融资格的券商可受投资者的委托，利用自有资金或向银行抵押贷款的方式向客户提供资金融通服务。融券方面则是通过中央结算公司，相对比较单一集中。中央结算公司负责建立股票借贷机制，通过建立可借贷的股票组合，向证券经纪公司提供服务，再由证券经纪公司向投资者提供借券服务，整个过程由自动对盘系统撮合完成。

**二是严格限制卖空交易，导致卖空机制的缺失。**1994年推出的受监管卖空试验计划中，确定了卖空交易的证券范围与报升规则。之后报升规则还一度取消，但在1998年亚洲金融危机后再次实施。此外，融券保证金比例要求高，抵押品的价值在任何时候均不得少于所借证券当时市值的100%。当证券借入为作卖空目的，则借入人须在任何时候提供不得少于有关未平仓证券借入持仓的当时市值的105%的抵押品。

### 日本模式：集中信用模式

#### 日本融资融券业务历程

**二战后金融市场起步，以国家把控为主。**20世纪50年代，日本处于战后经济重建时期，实业经济需要大笔资金的支持，资本因此从资本市场大量流出。同时，日本国民收入水平低，资本市场处在刚刚起步的阶段，市场主体并不具备足够强的实力来操作融资融券业务。

1951年日本证券交易委员会推出保证金交易制度，由大藏省管理，以促进市场流动性。1954年日本通过《证券交易法》，规范了卖空交易并引入卖空机制，明确了融资融券业务的基本框架，将证券金融公司作为垄断性的机构平台，向证券公司提供资金与证券的借贷。1955年通过修改案，进一步规范证券金融公司的行为，由大藏省负责审批新成立的证券金融公司。1956年为强化金融市场，原有的9家证券金融公司被整合为3家，分别为日本证券金融公司、大阪证券金融公司和中部证券金融公司。这一阶段的融资融券业务由国家主导，为资金与证券提供流转平台。

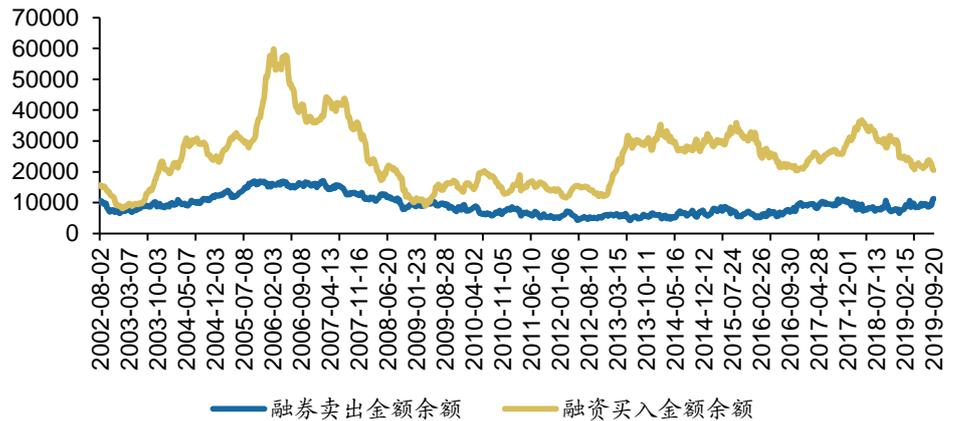
**20世纪60年代后债券交易融资发展。**1960年，日本允许证券金融公司提供债券交易融资。日本证券金融公司在转融通之外，还经营证券借贷、债券业务(回购、借贷、国债投资)、债券融资、一般流动性贷款、证券抵押贷款等业务。1980年日本中期政府债券基金的发展及发售开始，大量国债发行，促进资本市场发展。证券金融公司的债券融资规模也因此不断扩大。

**20世纪90年代至今，资本市场规则日渐完善，部分放开集中授信。**上世纪90年代起，为适应不断成熟的资本市场，与国际市场接轨，日本推行金融体系大改革，“金融体系改革一揽子法”面世(《证券交易法》《投资信托法》《银行法》《保险法》)，放开对证券业的诸多限制。如1997年修改保证金比例规则：日本内阁府命令及东京证券交易所规定，初始保证金比例最低不得少于30%，但最低不得少于三十万日元，各证券公司在维持担保金比例上享有一定自主权。

**融资渠道得到拓宽，证券金融公司作用弱化。**2005年以前，证券公司两融业务依赖于证券金融公司，借助转融通获得开展业务所需的资金与证券，但过程中证券公司自有的两融余额比重逐渐上升，在2009年后证券公司自有的两融余额比重保持在40%以上，证券金融公司所提供的两融余额比重则下滑至20%左右。这主要归于证券公

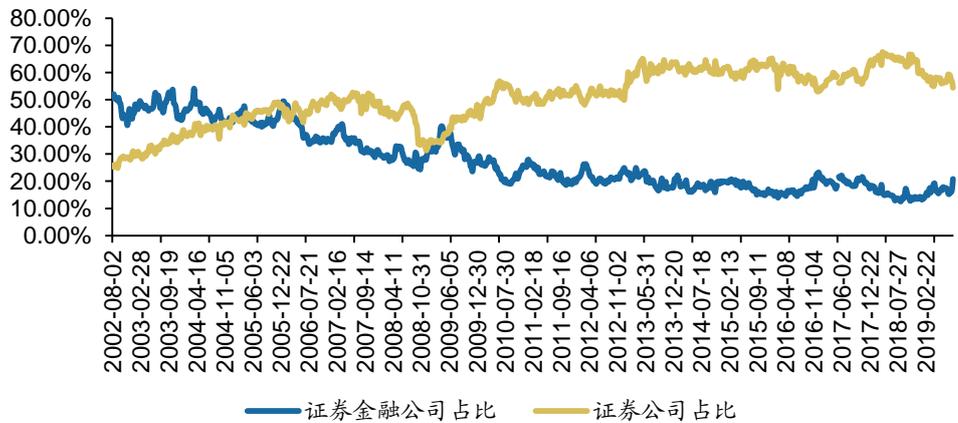
司融资渠道不再局限于证券金融公司：一是外资银行主导的场外证券借贷业务兴起，境外基金与大型资产管理机构直接与证券公司达成交易，绕开了证券金融公司；二是担保品的再利用，扩大了证券公司的自有资金与证券规模，客户参与融资融券交易前，需签订《信用交易账户设定承诺书》，其中明确了让与担保制度，允许证券公司出借、抵押担保物，或用于向其他客户融资融券。

图21: 2002年-2019年日本主要交易所两融余额 (亿日元)



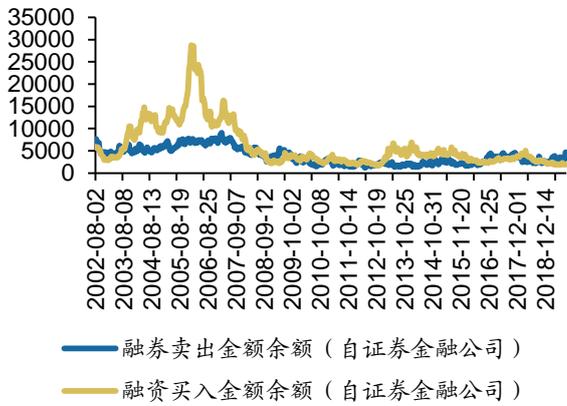
数据来源: 东京证券交易所、广发证券发展研究中心

图22: 2002年-2019年日本主要交易所两融余额来源



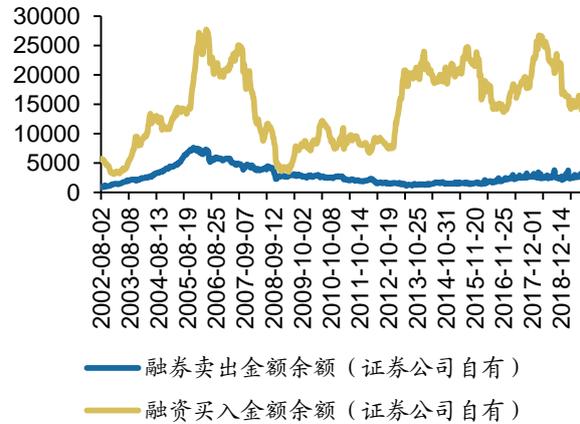
数据来源: 东京证券交易所、广发证券发展研究中心

图23: 日本主要证券交易所来自证券金融公司转融通的两融余额 (亿日元)



数据来源: 东京证券交易所、广发证券发展研究中心

图24: 日本主要证券交易所来自证券公司自有的两融余额 (亿日元)



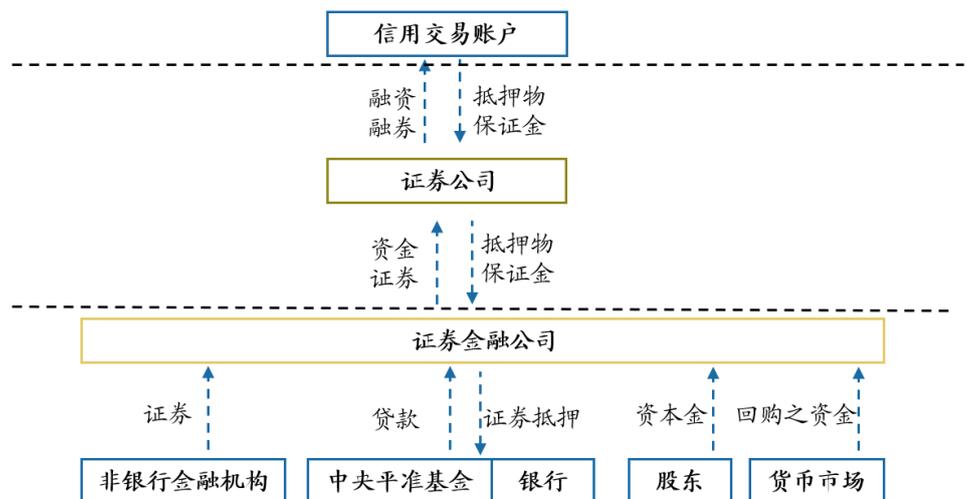
数据来源: 东京证券交易所、广发证券发展研究中心

**关键因素: 控制风险, 逐步放开, 培育资本市场信用体系。**

日本金融市场早期处于未成熟状态下, 信用体系还未建立, 且市场内资金缺乏、流动性不足。由国家牵头建立的证券金融公司拥有稳定的制度保障, 能够为市场注入资金, 促进市场活跃; 而且专业化机构运作效率高, 风险承担能力强, 可以严格把控市场杠杆, 避免金融风险。

同时不完全垄断两融业务, 适度放开融资渠道, 促进证券公司综合实力的发展。待足够完善的资本市场体系与规则形成后, 再对外开放金融市场, 对接国际体系, 进而吸引大量境外资本, 为国内市场带来活力和发展前景。

图25: 集中授信模式示意图



数据来源: 广发证券发展研究中心

### 交易模式特征

**专业化集中授信。**证券金融公司具有较明显的排他性和专业性，在它的准垄断地位下，市场信用链条方向单一集中。2005年前，证券金融公司是证券公司的主要的融资融券渠道，当证券公司需要扩大可融出证券规模时，只能向证券金融公司借入证券。欠发达的资本市场环境下，证券金融公司的专业化优势明显，融资融券余额有短期波动大、风险高的特点，一般商业银行和基金在没有信用保障的情况下，承接此类业务需要较高的风控水平和研究能力。

**受政府监管程度高。**信用交易参与者层级明确，投资者、证券公司、证券金融公司再到大藏省，信用授予一层层向上集中。早期证券公司所起的仅是中介作用，从证券金融公司融入证券与资金后，再融出给市场中的各类投资者。证券金融公司也需要从资金市场融资融券，但有多少资金被放入市场中是可控的，大藏省只要通过控制证券金融公司，就可以控制信用交易的杠杆倍数。且日本监管机构会直接介入具体业务环节，在资格审批、股票风险和两融额度上，都有相关规定。

## 对标海外，国内融资融券业务空间广阔

### 对标海外关键成长因素，国内市场需再进一步 资本市场信用体系不断完善，逐步与国际市场接轨。

日本融资融券业务的发展是资本市场阶段性的成长，早期以证券金融公司作为桥梁，沟通货币市场与证券市场，提高市场流动性，并在严监管的前提下适度放开证券公司的融资业务，令市场主体成长以能够面对国际市场的竞争。

随着国内资本市场规模的壮大，国内融资融券业务各方面的限制也在逐渐放开。标的证券不断扩充，以容纳更多市场主体；担保金比例有所下降，以促进更多资金流入。外部监管上，法律法规趋于完备，市场环境得到净化。证监会表示将争取在年内通过《证券法》修订，争取最晚于明年2月份推出修订后的《证券法》。证券法修订草案三审稿中对大多数违法行为大幅提高了罚款金额的上限，并试图在行政处罚之外配合《刑法》，真正发挥法律的强制性作用。

较为成熟资本市场环境形成后，逐步对接国际市场，借助境外资金发展两融业务。近两年，我国金融市场开放程度逐渐加深，放宽外资控股合资证券公司持股比例限制、允许外资开展信用评级业务、取消合格境外投资者投资额度限制等，进一步鼓励外资进入国内市场参与投资。

**表3: 近年来资本市场对外开放政策**

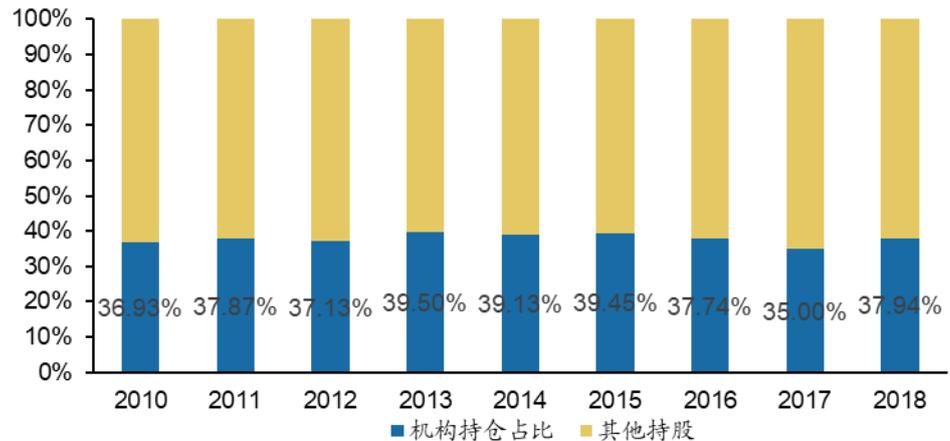
分类	日期	部门	文件	内容
对外开放	2018.05.01	央行	《外商投资证券公司管理办法》	放宽外资控股合资证券公司比例至 51%；外商投资证券公司经营业务范围扩大；统一外资持有上市和非上市两类证券公司股权的比例；境外股东资质进一步完善
对外开放	2018.06.01	央行	《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》	取消 QFII 每月资金汇出不超过上年末境内总资产 20% 的限制；取消 QFII、RQFII 本金锁定期要求
对外开放	2019.01.14	外管局	QFII 额度增加	合格境外投资者（QFII）总额度由 1500 亿美元增加至 3000 亿
对外开放	2019.03.29	证监会	外资入场	野村证券、摩根大通获批在华设立控股子公司
对外开放	2019.06.13	证监会	进一步扩大资本市场对外开放的 9 项政策措施	1) 推动修订 QFII/RQFII 制度规则；2) 允许合资证券和基金管理公司的境外股东实现“一参一控”；4) 放宽外资银行在华从事证券投资基金托管业务的准入限制；5) 全面推开 H 股“全流通”改革；6) 加大期货市场开放力度，扩大特定品种的范围；7) 放开外资私募证券投资基金管理人管理的私募产品参与“港股通”交易的限制；8) 研究扩大交易所债券市场对外开放；9) 研究制定交易所熊猫债管理办法，进一步便利境外机构发债融资。
对外开放	2019.07.20	金融委	《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》：11 条	1) 允许外资开展信用评级业务；2) 允许外资设立入股商业银行理财子公司；3) 允许外资控股控股银行保险理财子公司；4) 允许外资参股养老金管理公司；5) 支持外资全资设立或参股货币经纪公司；6) 人身险外资股比限制从 51% 提高至 100% 的过渡期提前至 2020（原 2021）；7) 允许外资持有保险资管超过 25%；8) 放宽外资保险准入取消 30 年经营年限；9) 取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点至 2020（原 2021）；10) 允许外资机构获得银行间债券市场 A 类主承销牌照。
对外开放	2019.09.10	外管局	取消 QFII 和 RQFII 限额	取消 QFII 和 RQFII 投资额度限制，提升外资购买债券的权限

数据来源：各部门官网、广发证券发展研究中心

### 投资者结构有待优化，对冲基金等机构投资者规模尚有提升空间。

根据wind统计数据，2010年-2018年我国A股机构持股比例基本在40%以下，2015年以来机构持股占比呈现下降趋势，2018年我国机构持股比例仅为37.94%。相对美国成熟的资本市场而言，国内以个人投资者群体为主，其专业能力欠缺与资金规模过小导致市场缺乏稳定性，难以带动融资融券业务长足发展。对比美国2017年末63%的机构持仓占比，国内机构投资者比例尚有提升空间。

图26: A股机构持股比例 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

### 监管趋严，杠杆作用有待提升

对比国外市场，国内保证金比例偏高，抵押物流动性不足。最新的两融细则中规定，上交所融资买入与融券卖出初始保证金比例都不得低于50%，深交所融资买入保证金比例不得低于100%，融券卖出初始保证金比例不得低于50%。日本规定初始保证金比例最低不得少于30%，但最低不得少于三十万日元。美国的最初保证金比例稳定在50%，纽交所规定融资交易的维持保证金比例不低于市价的25%，融券交易维持保证金比例不低于市价的30%。

监管趋严，风险管理全覆盖。2015年7月证监会发布《证券公司融资融券业务管理办法》（2015年修订），要求证券公司融资融券的金额不得超过其净资本的4倍，券商两融业务规模受限。2016年8月证监会发布《关于修改〈证券公司风险控制指标管理办法〉的决定》，调整四项核心指标监管要求，即风险覆盖率、流动性覆盖率、净稳定资金率不低于100%，资本杠杆率不低于8%。建立以资本杠杆率为核心的风控指标体系，更真实的反映证券公司经营活动风险状况。总体来看，股灾后监管趋严，要求证券公司加强风险管理，券商加杠杆受限。

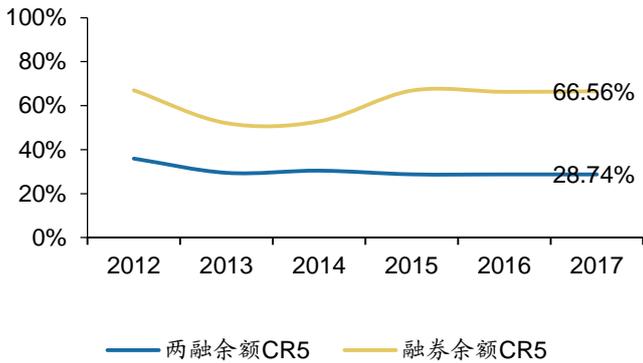
### 借鉴海外交易模式经验，补足国内短板

采取集中信用模式，以控制风险为主。

由于资本市场尚不成熟，我国所采取的是集中信用模式，由国务院设立证券金融公司，为券商提供资金和证券的借贷与补充。

两融业务的规模较低，收入贡献波动较大。券商及标的证券的资质审核严格，且融资融券业务本身对券商能力要求高，这导致业务集中度较高，截至2017年底券商两融余额前五的占比在28.74%，融券余额前五占比达66.56%。两融业务整体占A股总市值比重低，2015年牛市下上升到3.27%的高点后回落，在1.5%-2%之间波动，而美国近十年维持在2%-3%之间。券商融资融券业务主动能力较弱，净收入受市场影响，波动起伏较大，占总营收比重在6%-14%之间。

图27: 我国融资融券业务集中度



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

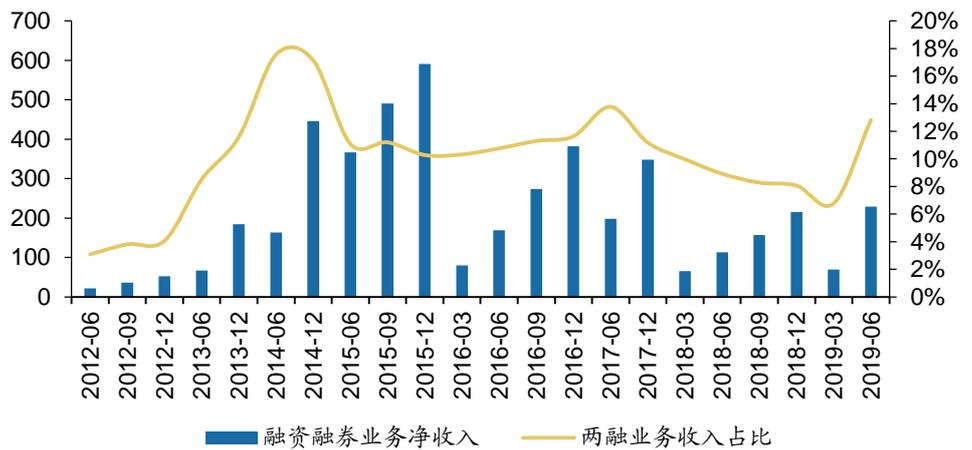
注: 上交所、深交所分别于2018年4月、6月停止披露该数据

图28: 两融余额占沪深两市总市值的比重



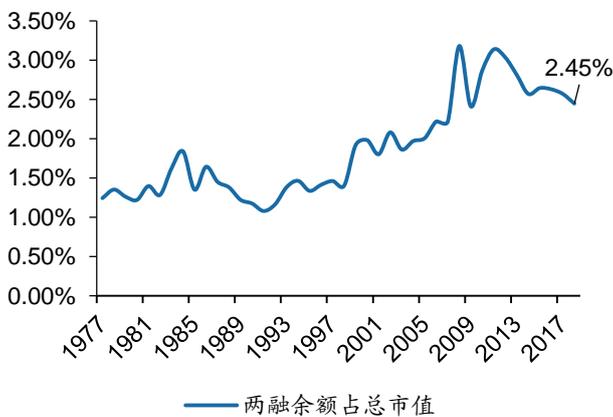
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图29: 融资融券业务收入及占比 (亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图30: 美国两融余额占总市值比重



数据来源: 美国金融监管局、广发证券发展研究中心

图31: 日本两融余额占总市值比重



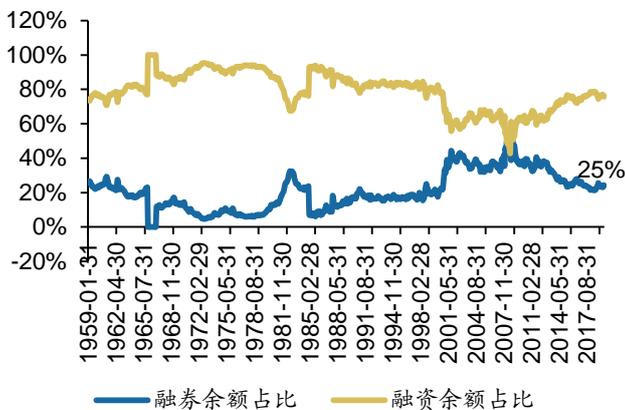
数据来源: 东京证券交易所、广发证券发展研究中心

**两融业务结构发展不均衡。**

目前来看，两融业务结构发展存在问题。市场整体两融业务中融券业务规模过小。从最新的数据中可以看到，沪深两市两融余额中融券余额占比仅1.4%，且近年来长期处于1%以下。从海外经验来看，融券占两融20%-30%才较为合理，2018年年底美国、日本融券余额占比分别为25%和29.6%。

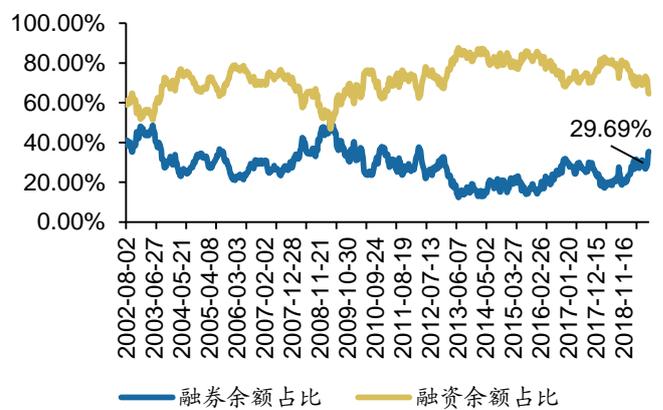
国内两融业务的畸形发展，这主要归于：1) 券源较少，制度上的一些不合理安排，使得券源供给较少；2) A股仍停留在靠做多赚钱的交易习惯下，融券做空的交易风格尚未形成。

图32: 美国两融业务结构



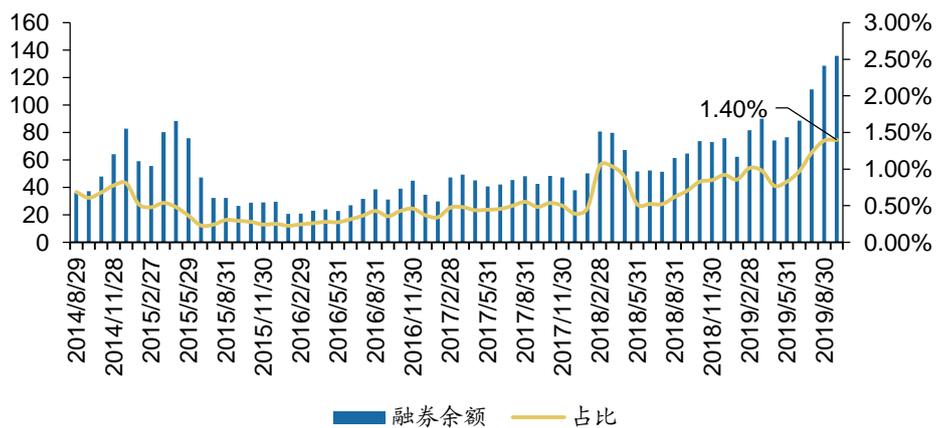
数据来源：美国金融监管局、美联储、广发证券发展研究中心

图33: 日本两融业务结构



数据来源：东京证券交易所、广发证券发展研究中心

图34: 沪深市场融券余额及占比



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

**第三方抵押物品管理起步，抵押物流动性差。**

2015年新颁布的《融资融券业务管理办法》明确第三方抵押物品存管政策，信用交易账户设立机构由证券登记结算机构变更为商业银行。以证券公司的名义，在商业

银行分别开立融资专用资金账户和客户信用交易担保资金账户。融资专用资金账户用于存放证券公司拟向客户融出的资金及客户归还的资金；客户信用交易担保资金账户用于存放客户交存的、担保证券公司因向客户融资融券所生债权的资金。

就抵押物品管理而言，中美监管政策有较大差异。美国投行可在T规则和美国证券交易委员会的15c3规则的监管下，使用客户的证券抵押物进行再抵押，为投行融入资金，而我国的《证券公司融资融券业务管理办法》则明确规定，证券公司经营融资融券业务不得违规挪用客户担保物。而且，我国做市业务也仍处于初步发展阶段，资本消耗规模也比较有限。因此，国内券商两融业务抵押物流动性差，既有政策约束，又有业务规模约束，这一结果也限制了两融业务规模的扩大。

## 我国证券行业两融业务发展可期

### 全面深化资本市场改革，机构投资者不断成长

**国内长期资金参与资本市场的来源多样化。**一是银行理财子公司快速推出，借助原本的渠道优势吸纳更多的闲置资金，以独立法人的形式参与资本市场，为国内投资者的权益投资提供有效渠道。二是国规划拨10%股权至社保，确定了一部分资金的长期投入。三是提升保险权益资金比重在即，银保监会今年多次表态鼓励保险资金入市。

**资本市场高水平对外开放，吸引更多境外长期资金。**一是A股纳入MSCI指数程度加深，8月8日MSCI宣布将现有A股的纳入因子从10%提高到15%，预计11月份增加至20%。从此前几次提升纳入因子的情况来看，境外资本或再随A股纳入MSCI指数程度加深而被动增持，且相对国际市场而言，A股整体估值偏低，配置价值高，可能吸引更多长期资金进入。二是QFII、RQFII的规模逐渐上升，随着各项限制逐步放开，9月10日国家外汇管理局宣布取消投资额度限制，配合A股纳入MSCI指数程度加深，进一步放大了境外长期资金投资的积极预期。

以上机构资金与长期资金入场的同时，作为这些资金的所有者主体，机构投资者的比例亦将随之上升。机构投资者扩容趋势下，对应对冲、套利等多样化投资需求将进一步提升，融资融券业务将得到提振。

### 政策改革利好融资融券，两融业务有望蓬勃发展

**一方面，两融担保物扩充以及担保线比例限制取消，可容纳资金规模上升。**主要归于两融细则修订，市场流动性增强。8月9日，沪深证券交易所修订《融资融券交易实施细则》，一是取消了最低维持担保比例不得低于130%的统一限制，交由证券公司与客户自主约定最低维持担保比例。二是完善维持担保比例计算公式，除了现金、股票、债券外，客户还可以证券公司认可的其他证券等资产作为补充担保物，增强补充担保的灵活性。三是将融资融券标的股票数量由950只扩大至1600只，市场融资融券标的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。

我们认为，上述政策均是长远影响证券行业的制度性安排，从各方面均对融资融券业务有积极影响，1)从投资者看：可选择的投资品种会更多，担保物选择和担保比

例更加灵活，有利于释放更多流动性资金入市。2) 从市场看：有利于提升融资融券交易市场化程度；市场活跃度增强；3) 从券商看：有利于券商做大两融业务规模，同时自身能动性增加。

**另一方面，政策重点发力融券业务，未来有望快速发展。**科创板融券业务获重大政策利好，上交所、中证金融、中国结算4月30日联合发布了《科创板转融通证券出借和转融券业务实施细则》，其中对券源范围、证券出借规则做出更为宽松的规定，并在9家券商试行融券约定申报制度。以约定申报方式达成交易的，能够在盘中根据行情实时调整业务；通过出借与借入双方协商的方式确定费率，从而降低了业务成本。作为多项制度试验田的科创板，未来经验可能推广，主板转融通制度有望继科创板后调整，促进融券业务发展。

**公募基金参与转融通出借业务，券源进一步扩大。**2015年4月中证协发布《关于促进融券业务发展有关事项的通知》，明确支持专业机构投资者参与融券交易，扩大融券券源。在风险可控、保护持有人权益的基础上，公募基金、证券公司资产管理计划等专业机构投资者设立的产品自产品成立之日起可从事融券交易和转融券证券出借。

受2015年股灾影响，该计划一直未能落地。2019年6月，证监会出台《公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业务指引(试行)》，允许股票型基金、ETF、战略配售基金和中国证监会认可的其他基金产品参与出借业务，以一定的费率通过证券交易所综合业务平台向中国证券金融公司出借证券。这拓宽了融券渠道，也预示着可能会有更多机构投资者不仅仅是作为借出方参与进来，如私募基金中的对冲型产品，它们将以第三方合理做空来补充市场监管的缺失，

**表4: 多项利好政策相继出台**

时间	部门	会议/文件	内容
2019.04.17	中证协	《关于促进融券业务发展有关事项的通知》	支持专业机构投资者参与融券交易, 扩大融券券源。公募基金、证券公司资产管理计划等专业机构投资者设立的产品, 在风险可控的前提下, 可参与融券交易和转融券证券出借, 增加市场券源的供给和需求。
2019.04.05	上海证券交易所	科创板转融通市场化利率试点	中信证券、中信建投证券、银河证券、海通证券、申万宏源证券、国泰君安证券、华泰证券、国信证券和招商证券等 9 家券商已开通科创板转融通业务权限
2019.06.14	证监会	《公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业务指引(试行)》	允许股基、ETF、战略配售基金和中国证监会认可的其他基金产品参与出借业务, 并规范了基金参与出借业务的基本原则、主体责任、投资指标、业务性质、风险管理、信息披露等内容。
2019.08.08	证金公司	下调转融资费率 80 个基点	182 天期费率由 4.3% 降至 3.5%, 91 天期费率从 4.6% 下降至 3.8%, 28 天期费率由 4.8% 下降至 4%。
2019.08.09	沪深交易所	《融资融券交易实施细则》	1) 取消了最低维持担保比例不得低于 130% 的统一限制; 2) 客户还可以证券公司认可的其他证券等资产作为补充担保物, 增强补充担保的灵活性; 3) 是将融资融券标的股票数量由 950 只扩大至 1600 只
2019.08.09	证监会	修订《证券公司风险控制指标计算标准》	全面下调风险资本准备, 对连续三年分类评价为 A 类 AA 级及以上的证券公司, 风险资本准备调整系数下调为 0.5; 龙头证券公司全面释放资本金

数据来源: 各部门官网、广发证券发展研究中心

**短期融资券与金融债政策将打开杠杆提升空间, 券商资金规模增长可期**

一是短融规模扩大。2019年6月22日以来, 中信证券、国泰君安、华泰证券、海通证券等多家头部券商接到央行通知提高短期融资券余额上限, 合计约3000亿元。我们认为, 提高短融规模, 意味着头部券商扩大短融发行额度, 不仅能降低融资成本, 也拓宽了杠杆资金来源, 可能带来杠杆提升的效应。

**表5: 头部券商待偿还短期融资券余额上限调整情况**

券商	调整时间	待偿还短期融资券余额上限 (亿元)	
		调整前	调整后
中信证券	2019/6/22	159	469
国泰君安	2019/6/22	130	508
海通证券	2019/6/22	200	397
华泰证券	2019/6/22	216	300
中信建投	2019/6/25	163	209
中国银河	2019/6/25		368
招商证券	2019/6/25	70	316
申万宏源	2019/6/25	191	298

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

二是证券公司金融债松绑。长期以来，政策性银行和商业银行是金融债券的主要发行主体。与证券公司债相比，金融债具有融资成本较低、发行期限长，且融资规模大的优势。2019年6月25日，中信证券、中信建投等多家头部券商收到证监会监管意见书，同意其申请发行金融债，意味着证券公司金融债发行再次开闸。值得注意的是，金融债除了有利于降低券商融资成本外，还有助于扩大杠杆资金来源，提升券商杠杆倍数，按监管要求，金融债发行余额不受须低于净资产40%的限制。

表6: 2018年证券公司债券发行情况统计

债券融资类型	发行量(只)	发行规模(亿元)	平均发行规模(亿元/只)	平均发行利率
证券公司债(AAA级)	68	1726.8	25.4	4.84%
次级债(AAA级)	5	45.1	9.0	5.25%
短期融资券	57	1425	25	3.70%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## 投资建议: 两融业务创造盈利机会, 龙头券商充分受益

当下, 两融业务的推进将为证券行业, 尤其是头部券商, 创造更多盈利机会, 提供加杠杆的契机。我们长期看好监管放宽、政策利好所带来的证券板块的投资性机会。证券行业有望通过两融业务促进券商杠杆提升、实现战略发展。个股方面建议重点关注资本规模大、风控能力强的龙头公司: 中信证券(600030.SH)/(06030.HK)、华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK)、中金公司(03908.HK), 及低估值龙头海通证券(600837.SH)/(06837.HK)等。

## 风险提示

市场风险事件包括经济增速放缓、利率波动影响、行业竞争加剧等; 公司经营业绩不达预期, 爆发重大风险及违约事件等。

### 附表

美股重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)	
				2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
摩根士丹利	MS.N	USD	42.53	4.87	5.51	8.73	7.72	0.88	0.91
高盛	GS.N	USD	206.46	23.11	25.08	8.93	8.23	0.93	0.86

数据来源: 广发证券发展研究中心数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 收盘价及表中估值指标按照 10 月 16 日收盘价计算

## 广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦 18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期 16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心 14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券在过去12个月内与国信证券(002736)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。