分报告之四：
2014年中国证券公司融资类业务发展回顾与展望

第一章
2014年中国证券公司融资融券业务发展回顾与2015年前景展望

第一节　2014年中国证券市场融资融券业务发展现状

一、融资融券市场余额情况

据Wind数据统计，截至2014年12月31日，融资融券市场余额为10 256.56亿元，相比于2013年末增长196%，2013年底融资融券市场余额为3 465.27亿元，增长幅度接近两倍（见图1－1）。

2014年证券公司融资融券余额分布如图1－2所示，其中，前10名证券公司合计占比接近50%，前30名证券公司合计占比超80%。

二、融资融券市场交易情况

2014年1月，沪、深两市融资买入金额为3 063.50亿元，占A股成交金额比重不到

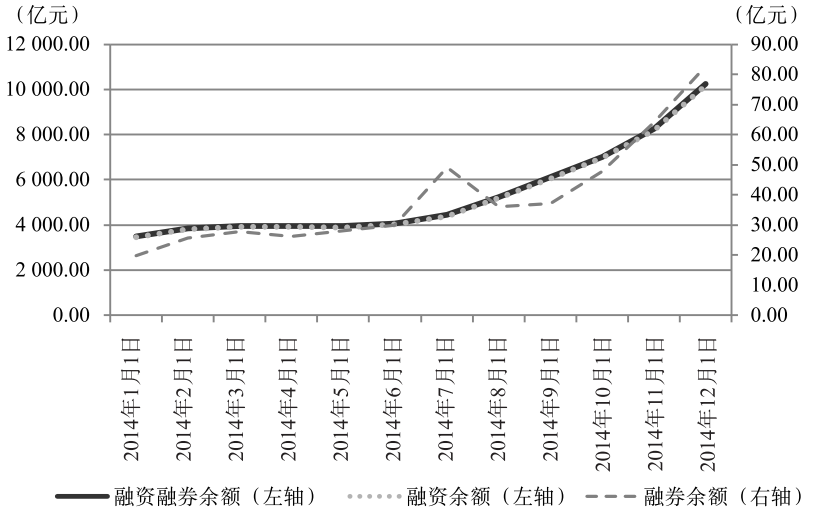

图 1－1　2014 年融资融券市场余额变化情况

资料来源：Wind 资讯。

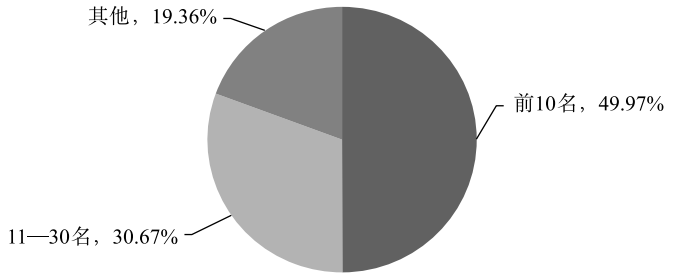

图 1－2　融资融券余额集中度分布

资料来源：Wind 资讯。

10%；沪、深两市融券卖出金额为 432.15 亿元，占 A 股成交金额比重在 1% 左右。2014 年 12 月，沪、深两市融资买入金额上升至 29 652.41 亿元，占 A 股成交金额的比重为 16% 左右，最高到达 18.26%；沪、深两市融券卖出金额为 3 802.80 亿元，占 A 股成交金额比重上升至 2% 左右（见图 1－3）。

三、融资融券业务开户情况

从融资融券业务的开户情况来看，2014 年，沪、深两市月均新开信用账户 26.26 万户。截至 2014 年底，信用账户总开户数为 586.7 万户，是 2013 年末 267.17 万户的 2.19 倍（见图 1－4）。

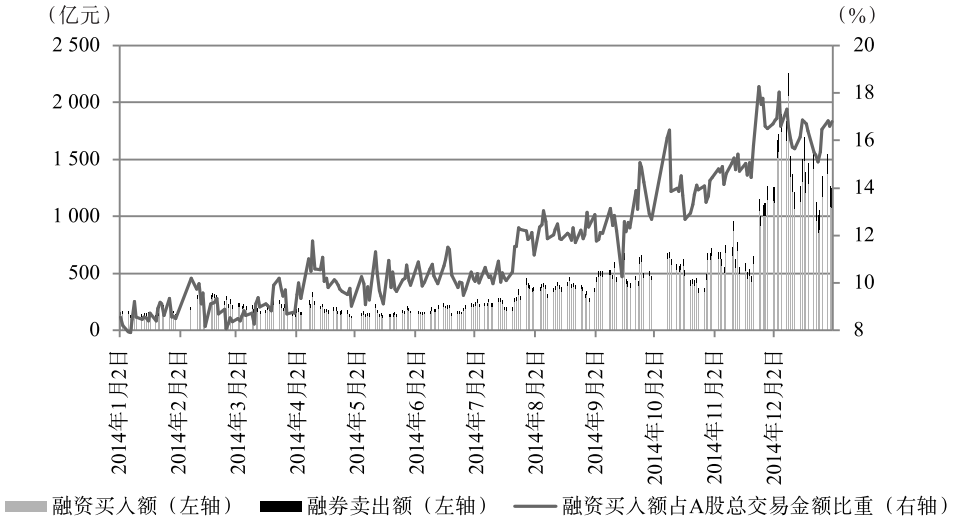

图 1－3　2014 年沪、深两市融资买入额与融券卖出额占 A 股成交额比例

资料来源：Wind 资讯。

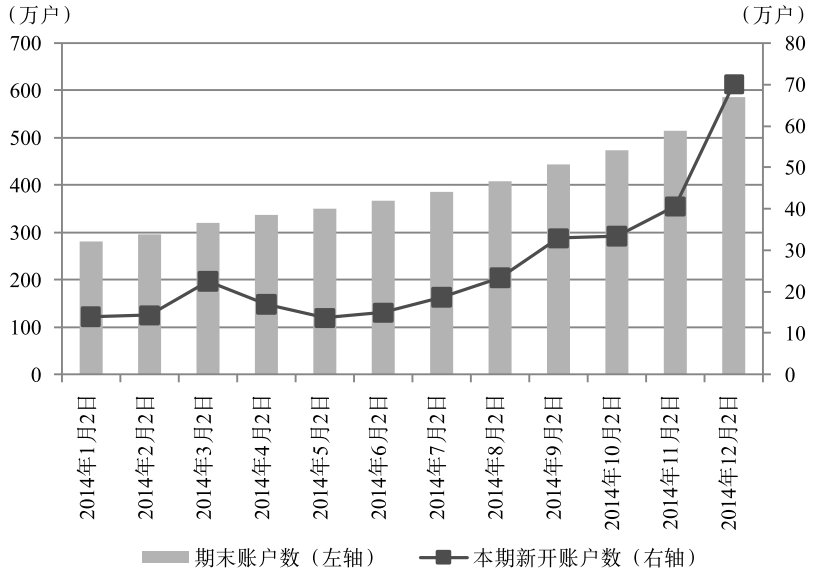

图 1－4　2014 年融资融券账户存量及新开账户数量

资料来源：Wind 资讯。

从融资融券账户结构来看，截至 2014 年末，机构投资者融资融券账户数量约 1 万户，占普通证券账户数量的比例为 1.44%，较年初增长了 0.43%；个人投资者融资融券账户数量为 586 万户，占其普通证券账户的比例为 3.24%，较年初增长了 1.62%（见图 1－5）。

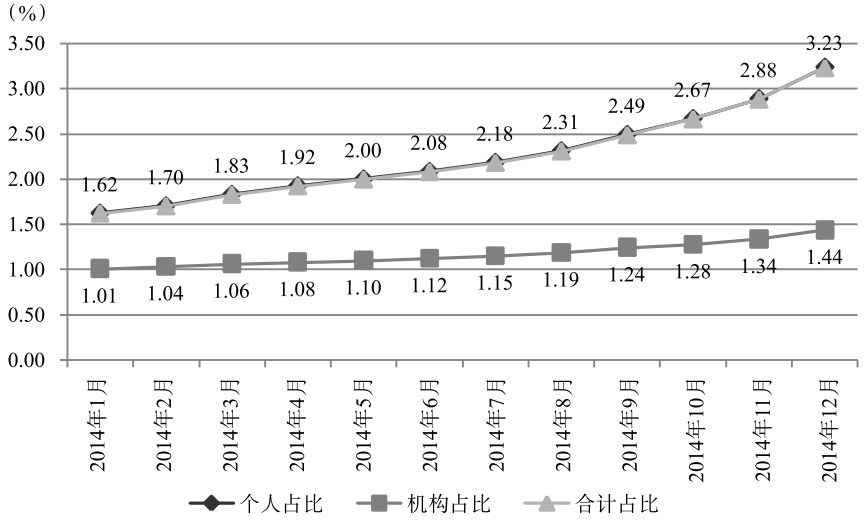

图 1－5　2014 年机构和个人投资者融资融券账户占普通证券账户比例

资料来源：Wind 资讯。

从融资融券业务的参与者来看，参与融资融券业务的投资者数量快速增长。截至 2014 年末，参与融资融券业务客户数量约为 303 万名，较上年末增长了 1.21 倍，占 A 股市场参与者的比重为 4.20%。

四、融资融券业务对证券公司收入贡献情况

经过 2012—2014 年的快速发展，融资融券业务收入已经成为我国证券公司收入的重要来源。据中国证券业协会统计数据显示，全行业 120 家证券公司在 2014 年实现营业收入 2 602.84 亿元，其中融资融券业务利息收入为 446.24 亿元，占营业收入的 17.14%，较上年提高 5.55%。融资融券业务已经成为我国证券公司的主营业务之一，拓宽了证券公司的收入来源（见表1－1）。

表 1－1　　我国证券公司收入数据

年份	营业收入（亿元）	融资融券业务利息收入（亿元）	占比（%）
2012	1 294.71	52.60	4.06
2013	1 592.41	184.62	11.59
2014	2 602.84	446.24	17.14

资料来源：中国证券业协会。

第二节　2014 年中国融资融券业务发展的重大进展

经过几年的准备，2010 年 3 月 31 日，融资融券交易正式进入市场操作阶段，并自此经历了快速发展。2011 年 10 月 26 日，中国证监会正式公布《转融通业务监督管理试行办法》、《关于修改〈证券公司融资融券业务试点管理办法〉的决定》和《关于修改〈证券公司融资融券业务试点内部控制指引〉的决定》。2012 年 8 月底推出转融资业务试点；2013 年 2 月底转融券业务试点正式开展，融资融券业务由试点转为常规。

2014 年，经过“两融”标的券扩容、转融通业务持续创新等举措后，融资融券业务迎来进一步快速发展。

一、沪、深证券交易所融资融券标的再度扩容

上海证券交易所与深圳证券交易所于 2014 年 9 月 12 日同时宣布，从 9 月 22 日起扩大融资融券标的股票范围。扩容后，沪、深两市“两融”标的共有 900 只，比之前的 695 只增加了 205 只。其中，上海证券交易所全部保留了之前的标的，再新增了 104 只标的；而深圳证券交易所调出了 13 只股票，同时调入了 114 只。扩容后，沪市“两融”标的市值占比达 88%，深市达 54%。

此次扩容所包含的中小板和创业板标的股增幅最大。扩容前，具备融资融券条件的中小板股票和创业板股票分别仅有 123 只、34 只，而扩容后中小板、创业板股票数量将分别达到 172 只和 57 只，幅度分别为 39.84% 和 67.65%，远高于此次扩容幅度的 28.57%。

从行业角度来看，“两融”标的数量最多的行业是医药生物、房地产、有色金属和化工，数量最少的是休闲服务、钢铁、纺织服装和综合。本次调入股票数量最多的行业是电子、计算机、机械设备、医药生物。

目前，融资融券标的主要是股票，证券投资基金仅有 15 只交易型开放式指数基金，未来上市开放式基金、债券等交易所交易证券品种都有可能成为融资融券标的；其次，当前符合《融资融券交易实施细则》中规定的成为融资融券标的标准的股票有近 1 300 只，由于细则中规定的融资标的流通股本和流通市值标准低于融券标的，若未来融资和融券标的分别扩容，纳入到融资标的的个股将更多。

二、转融通业务持续发展

截至 2014 年 12 月 31 日，转融通余额为 1 037.09 亿元，相比 2013 年底的 574.71 亿元，

有了大幅增长。

2014 年 6 月 23 日，中国证券金融股份有限公司进一步扩大转融券业务试点范围，试点证券公司由原来的 30 家增加至 73 家，转融券标的证券数量由原来的 287 只股票增加至 628 只股票。转融券业务试点范围的扩大，有利于改善转融券业务成交总体比较清淡的局面，盘活市场闲置证券，进一步发挥融资融券双向交易机制的作用，实现活跃市场交易、增加投资者做空收益及推动融资融券业务均衡发展的目标。

2014 年 8 月 20 日，中国证券金融公司向各证券公司发布了《关于有偿使用转融通担保资金有关事项的通知》，并与各家证券公司签订了《转融通业务合同之补充合同》，正式启动提高担保资金收益业务。

2014 年 12 月 1 日，中国证券金融公司正式推出转融券约定申报方式及其展期业务，并进一步扩大转融资业务试点证券公司范围，试点证券公司由原来的 74 家增加至 81 家。

三、融资余额快速增加

从 2014 年初至 8 月，“两融”余额总体来说维持平稳增长的态势，其中融资交易余额一直维持在 99% 以上。8 月 25 日，沪、深两市融资余额首次突破 5 000 亿元大关，达到 5 024 亿元。9 月 22 日起，融资融券标的股票数量由 695 只扩大至 900 只，使得标的股票流通市值占比上升至 A 股流通总市值的 80%。此后“两融”余额快速增长，至 12 月 19 日达到 10 001 亿元，突破 1 万亿关口，较 8 月 25 日之前接近翻倍。

从成交量来看，融资融券在 A 股总成交额中占比也越来越高。根据统计数据，2014 年 1 月 2 日，两市融资融券交易占 A 股成交额比重为 9.70%；3 月 28 日以后，该比重从未低于 10%；10 月 30 日以后这一数据上升为 15%；11 月 20 日之后一直稳定在 20% 左右。

第三节　2014 年中国融资融券业务面临的问题

一、融资融券业务发展不平衡

据市场统计数据，目前融资融券业务发展不平衡，主要表现在融券业务比重过低。2014 年 A 股市场融券交易规模为融资融券交易规模的 8.56%；2014 年末，A 股市场融券余额仅为融资融券余额的 0.80%。市场融券功能不足，未能充分体现融资融券价格发现和对冲风险的功能。

从成熟市场融资融券的实践经验来看，尽管融资交易量会高于融券交易量，但融券业务的占比仍会占据一席之地。例如，在日本和我国台湾地区的证券市场中，融券交易一般会占

融资和融券交易总额的20%左右。相比之下，我国大陆的融券交易量仍然有待提升。这主要是因为：一方面，可交易的融券标的数量相对较少，范围有待进一步扩大。截至2014年末，融资融券标的证券的数量已经从2013年末的713只增加到914只，覆盖约34%的A股股票及ETF。由于融资融券标的券多集中于大盘蓝筹股，融资融券标的券的总市值已经占到A股总市值的约80%。融资融券标的券目前的结构在一定程度上限制了投资者的选择范围。另一方面，由于融券卖空交易对我国投资者来说属于较新的投资方式，市场大部分投资者还未熟练掌握卖空投资。

二、融券渠道进一步拓宽，但作用仍然有限

自2013年2月28日转融券业务试点工作开展以来，已经有73家证券公司获得了转融券试点资格，628只股票成为转融券标的券，约占A股流通市值的70%左右。2014年，转融券交易规模占市场融券交易规模的比例仅为2.29%。可见，转融券对于融券券源的拓宽作用仍有巨大提升空间。

转融券的出借人主要是上市公司股东，以及保险公司、基金公司和投资公司等机构投资者。出借人面临着一定的流动性风险和市场风险，而目前转融券的转融入利率比较低，28天的转融入年利率仅为1.8%。出借人的风险收益率偏低，这在一定程度上影响了出借人的出借意愿（见表1-2）。

表1-2　　转融券期限费率（2014年12月31日）　　（单位：%）

期限	3天	7天	14天	28天	182天
转融入年利率	1.5	1.6	1.7	1.8	2.0
转融出年利率	4.0	3.9	3.8	3.7	3.5

资料来源：中国证券金融股份有限公司网站。

三、市场化定价机制有待形成

目前，证券公司的融资利率和融券费率基本是一致且固定的，各家证券公司的融资年利率基本上都是8.6%，融券费率为8.6%、9.6%或10.6%不等，而融资利率和融券费率的调整周期基本在1年以上。截至2014年末，转融资利率仅调整过7次，最近的一次调整发生在2014年5月15日；转融券费率尚未调整过（见表1-3）。

表1-3　　转融资期限费率（2014年5月15日）　　（单位：%）

期限	7天	14天	28天	91天	182天
转融出年利率	6.2	6.3	6.4	6.5	6.6

资料来源：中国证券金融股份有限公司网站。

融资利率和转融资利率的调整频率过低，不能够及时地反映证券公司及中国证券金融公司的融资成本，影响其净收入的稳定性。另外，由于证券存在异质性，每只券的流动性风险、期限错配风险和市场风险均不相同，而每只券的融券费率和转融券费率却是相同的，不能够有效反映出证券出借价值，也难以鼓励稀缺券的持有人出借证券。

在境外发达证券市场中，美国市场的融资融券利率市场化程度最高。美国证券公司设定的融资利率和融券费率按日调整，一般以美联储当天向市场公布的证券公司拆借利率为基准，设定当天的融资利率和融券费率报价。由于美国市场的资金成本较低，并且证券公司面临的市场竞争激烈，融资利率和融券费率低于我国，一般均在 2% 左右。

四、风险控制管理制度有待进一步优化

本着试点先行、稳妥起步的原则，为了保证融资融券业务平稳运行，在业务推出初期，监管部门制定了多项风险控制措施，包括投资者的准入制度、交易规模控制、融券卖出价格控制、保证金比率控制、担保品折算率及市值管理制度等，保证了制度建设和风险控制的审慎推进。严格的风险控制流程确保了业务的稳步开展，经过近五年的实际运行，相关业务环节可进一步优化，降低投资者参与融资融券的各种隐性成本，提高客户交易效率。

五、投资者的认知程度有待进一步加强

我国证券市场已经有 25 年的历史，投资者一直通过做多交易，寻找股票上涨的机会获得收益。这种单边市场的投资习惯使得投资者不能很快转换做空思维，对融券交易的推出还需要一个适应过程。相关研究表明，在已开立信用交易账户的投资者中，仅有大约 50% 的账户申请参与过融资融券交易，说明市场中投资者对信用交易的认知和接受程度还有待提高。

六、机构投资者参与度有待进一步提高

2012 年 10 月 18 日，中国证监会公布了修订后的《证券公司客户资产管理业务管理办法》及配套实施细则，允许证券公司集合资产管理计划和定向资产管理参与融资融券交易。截至 2014 年末，能参与融资融券业务的机构投资者主要包括一般机构、证券公司集合资产管理计划和定向资产管理计划，证券投资基金专户理财产品、公募证券投资基金、合伙制私募基金。而证券公司自营、社保基金、企业年金、QFII、RQFII、保险等特殊机构投资者均不能参与融资融券交易。

数据显示，2014 年底我国 A 股市场融资融券机构客户的账户数量为 10 057 户，仅占所有参与融资融券客户账户数量的 0.17%。而在欧美成熟市场，参与信用交易的机构客户占比均在 75% 以上（见图 1－6）。

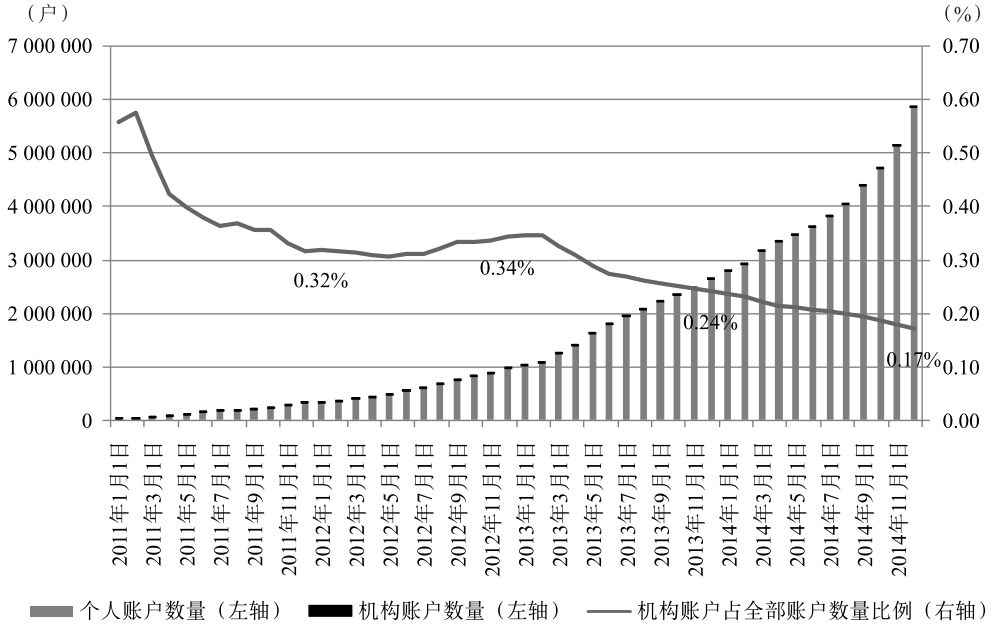

图 1－6　A 股融资融券个人及机构账户总数

资料来源：Wind 资讯。

第四节　2015 年中国融资融券业务的发展前景

一、融资融券已成常态化业务、市场规模增长趋缓

自 2010 年 3 月 31 日融资融券业务正式推出以来的 4 年里，融资融券业务经历了试点阶段、规范发展和稳步推动的阶段，逐步走向常规和规范。截至 2014 年 12 月 31 日，获得融资融券业务资格的证券公司达 91 家，占证券公司总数的 79.82%；融资融券业务为证券公司带来的利息收入达 446.24 亿元，占证券公司 2014 年总收入的 17.14%。

2014 年末的上涨行情使得“两融”余额迅速增长，突破万亿元大关。“两融”余额占 A 股市场总市值的 2.75%，占流通股总市值的 3.25%。2014 年“两融”交易额占 A 股交易额的 21%。根据国外信用交易发展的经验，中国未来市场投资者逐步机构化、理性化，“两融”的余额增长可能会逐步放缓。

二、融券规模逐步扩大

目前“两融”发展不平衡，2014 年底，融券余额占“两融”余额的比例仅为 0.8%，

第二章

2014 年中国证券公司其他融资类业务发展回顾与 2015 年前景展望

第一节　2014 年证券公司其他融资类业务发展状况

一、约定购回式证券交易的发展情况

约定购回式证券交易（以下简称“约定购回”），是指符合条件的客户以约定价格向证券公司（沪市为客户指定交易的证券公司，深市为托管客户证券的证券公司）卖出标的证券，并约定在未来某一日期客户按照另一约定价格从证券公司购回标的证券的交易行为。

沪、深两市对购回期间标的证券所产生的相关权益的处理方式有所不同。沪市，除指定情形外，待购回期间标的证券所产生的相关权益于权益登记日划转给客户；深市，待购回期间标的证券所产生的相关权益先留存在证券公司相应账户上，在购回交易时，证券公司根据与客户签署的协议将待购回期间标的证券产生的相关孳息返还给客户。

约定购回业务最早于 2011 年 10 月 31 日在上海证券交易所正式推出，深圳证券交易所也于 2013 年 1 月 14 日正式上线该业务。截至 2014 年 12 月 31 日，共 81 家证券公司开展约定购回业务。

2014 年，约定购回业务的市场规模逐步下降。根据沪、深证券交易所统计的数据，截至 2014 年 12 月 31 日，两市存续金额约 109 亿元，相比于 2013 年底的 260 亿元左右存续金额，降幅达 58%。其中，沪市由 133.51 亿元降至 59.80 亿元，降幅 55.21%；深市由 126.40 亿元降至 48.70 亿元，降幅 61.47%。

截至 2014 年 12 月 31 日，沪、深两市累计初始交易金额 709.45 亿元，沪市占 57.91%，深市占 42.09%；累计购回初始交易金额 600.95 亿元，沪市占 58.42%，深市占 41.58%；待购回初始交易金额 108.50 亿元，沪市占 55.12%，深市占 44.88%。履约保障比例沪、深两市合并统计为 240.66%，其中，沪市为 241.34%，深市为 239.84%（见图 2－1 和表 2－1）。

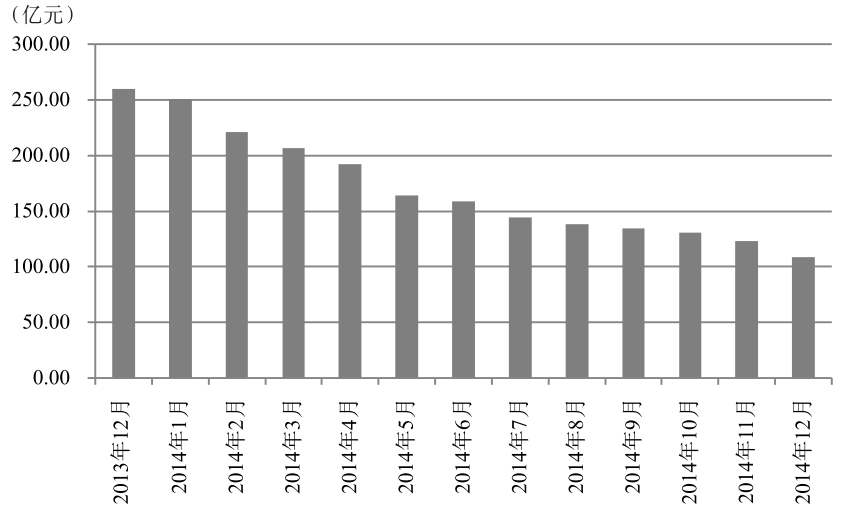

图 2－1　约定购回待购回金额

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所。

表 2－1　　沪、深证券交易所约定购回交易规模

	上海证券交易所		深圳证券交易所		沪、深两市（亿元）
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	
累计初始交易金额	410.85	57.91	298.60	42.09	709.45
累计购回初始交易金额	351.05	58.42	249.90	41.58	600.95
待购回初始交易金额	59.80	55.12	48.70	44.88	108.50
标的证券市值	144.32	55.27	116.80	44.73	261.12
履约保障比例	241.34%		239.84%		240.66%

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所，截至 2014 年 12 月 31 日。

因约定购回交易规则及占用权益类自营持仓指标、净资本扣减指标等限制，在 2013 年 6 月推出股票质押回购业务后，约定购回的存量逐渐向股票质押回购转移，约定购回业务规模逐步下降在所难免。针对这一情况，沪、深证券交易所正在积极推动约定购回业务的规则创新，以发挥买断式回购的特性，将约定购回业务从单一融资类工具向交易型工具转型，以和股票质押式回购业务区别化发展。

二、股票质押式回购交易业务的发展情况

股票质押式回购交易（以下简称“股票质押回购”）是指符合条件的资金融入方以所持有的股票或其他证券质押，向符合条件的资金融出方融入资金，并约定在未来返还资金、解除质押的交易。

股票质押回购的主要交易类型包括：初始交易、购回交易、补充质押、部分解除质押。

其中，初始交易是指融入方按约定将所持标的证券质押，向融出方融入资金；购回交易是指融入方按约定返还资金、并解除标的证券及相应孳息的质押；补充质押是指融入方按约定补充提交标的证券进行质押；部分解除质押是指融出方解除部分标的证券或其孳息的质押。

2013 年 6 月 24 日，股票质押回购业务正式上线。根据沪、深证券交易所的统计数据，2013 年末，两市存续规模达约 846 亿元；到 2014 年末，两市存续规模已突破 3 000 亿元大关，达到约 3 375 亿元，增幅高达 300%（见图 2－2）。

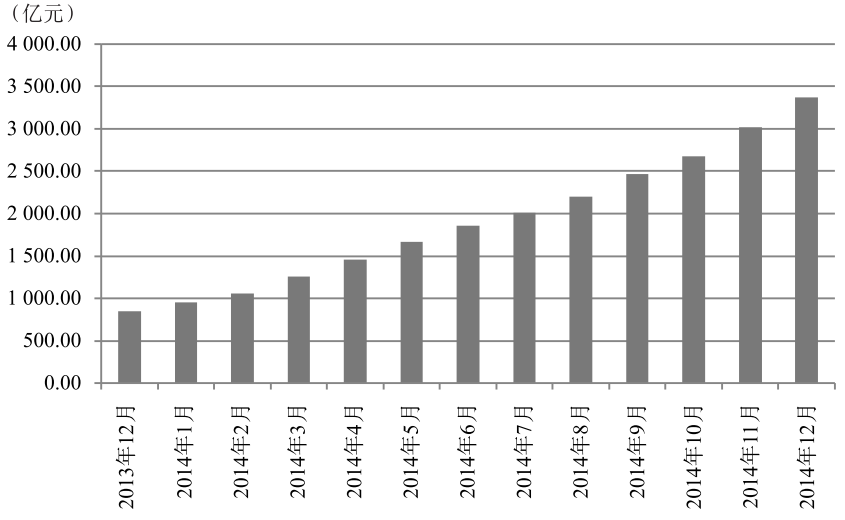

图 2－2　股票质押回购待购回金额

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所。

截至 2014 年 12 月 31 日，共 90 家证券公司开展了股票质押回购业务。沪、深两市累计初始交易金额 4 854.81 亿元，沪市占 30.30%，深市占 69.70%；累计购回初始交易金额 1 480.20亿元，沪市占 37.16%，深市占 62.84%；待购回初始交易金额 3 374.61 亿元，沪市占 27.29%，深市占 72.71%；履约保障比例沪、深两市合并统计为 298.57%，其中沪市为 293.89%，深市为 300.33%（见表 2－2）。

表 2－2　　沪、深证券交易所股票质押回购交易情况

交易金额 / 项目	上海证券交易所		深圳证券交易所		沪、深两市（亿元）
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	
累计初始交易金额	1 470.91	30.30	3 383.90	69.70	4 854.81
累计购回初始交易金额	550.10	37.16	930.10	62.84	1 480.20
待购回初始交易金额	920.81	27.29	2 453.80	72.71	3 374.61
标的证券市值	2 706.17	26.86	7 369.50	73.14	10 075.67
履约保障比例	293.89%		300.33%		298.57%

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所（截至 2014 年 12 月 31 日）。

待购回标的证券股份性质方面，沪、深两市流通股待购回初始交易金额 1 819.81 亿元，沪市占 33.52%，深市占 66.48%；沪、深两市限售股待购回初始交易金额 1 554.80 亿元，沪市占 19.98%，深市占 80.02%。对沪市，待购回初始交易金额 920.81 亿元，其中流通股占 66.26%，限售股占 33.74%。对深市，待购回初始交易金额 2 453.80 亿元，其中流通股占 49.30%，限售股占 50.70%。对沪、深两市，流通股待购回初始交易金额占比 53.93%，限售股占比 46.07%（见表 2－3）。

表 2－3　　沪、深证券交易所不同类型股份待购回初始交易金额情况

交易金额 / 项目	上海证券交易所		深圳证券交易所		沪、深两市（亿元）
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	
流通股	610.08	33.52	1 209.72	66.48	1 819.81
限售股 *	310.72	19.98	1 244.08	80.02	1 554.80
合计	920.81	27.29	2 453.80	72.71	3 374.61

* 本文关于“限售股”的统计，如未特殊说明，均包含高管锁定股。

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所（截至 2014 年 12 月 31 日）。

资金融出方情况方面，沪、深两市证券公司待购回初始交易金额 1 945.33 亿元，其中沪市占 22.05%，深市占 77.95%；沪、深两市资产管理产品待购回金额 1 429.28 亿元，其中沪市占 34.42%，深市占 65.58%。对沪市，证券公司待购回初始交易金额占比 46.58%，资产管理产品占比 53.42%。对深市，证券公司待购回初始交易金额占比 61.80%，资产管理产品占比 38.20%。对沪、深两市，证券公司待购回初始交易金额占比 57.65%，资产管理产品占比 42.35%（见表 2－4）。

表 2－4　　沪、深证券交易所待购回初始交易金额的融出方分布

交易金额 / 项目	上海证券交易所		深圳证券交易所		沪、深两市（亿元）
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	
证券公司	428.88	22.05	1 516.45	77.95	1 945.33
资产管理产品	491.93	34.42	937.35	65.58	1 429.28
合计	920.81	27.29	2 453.80	72.71	3 374.61

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所（截至 2014 年 12 月 31 日）。

在证券公司的股票质押回购业务开展以前，股权质押融资需求主要通过银行、信托等完成。股票质押回购业务的推出，极大地满足了上市公司“大小非”、“董事、监事、高级管理人员”股东的融资需求，以盘活股权资产。股票质押回购业务为交易所标准化业务，具有成交效率高，操作透明，流程简单，违约处置便利等优势。这些特点都使得越来越多的上市公司股权持有者用股票质押回购取代之前的银行、信托质押融资。根据 Wind 资讯统计，从 2013 年 6 月 24 日股票质押回购业务上线以来，至 2014 年 12 月 31 日，全市场累计质押标的证券的市值约18 219亿元（不包含未公告的数据），其中，向证券公司质押的证券市值达

9 010 亿元，占比近 50%，而向银行、信托公司质押的证券市值占比分别为 24%、16%（见图 2－3）。

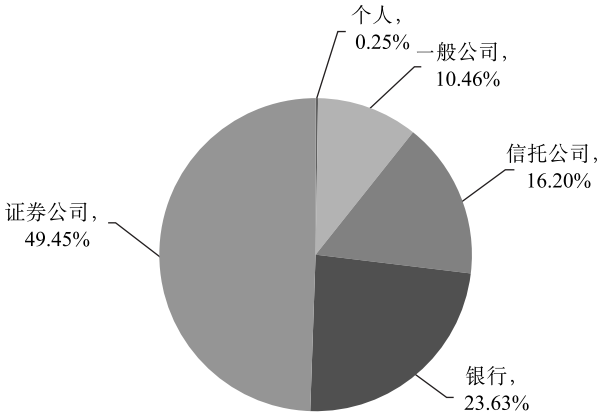

图 2－3　不同质押方的质押市值占比

注：统计区间：2013 年 6 月 24 日—2014 年 12 月 31 日。

资料来源：Wind 资讯。

股票质押回购业务上线初期，融资方多为上市公司的大股东、实际控制人及董事、监事、高级管理人员等客户。这类客户资金需求一般较大，期限一般较长，业务上线初期，多为大额长期融资。2014 年，随着 IPO 的开闸，市场上出现了融资申购新股的需求。部分证券公司以股票质押回购业务为背后逻辑，推出了“融资打新”工具，客户通过股票质押回购交易，将融得资金用于申购新股，同时系统也对客户的融得资金进行相应控制，只能申购新股，不可他用。

继“融资打新”工具后，不少证券公司陆续推出了“小额融资”工具。其背后逻辑仍然为股票质押回购，这些“小额融资”工具多具有融资门槛低、期限灵活、资金用途不限、网上自助操作等优势，受到了广大中小投资者的青睐。沪、深证券交易所也因此调低了质押交易经手费，以使广大中小投资者受惠。

随着新股不断上市以及目前数千亿元的存量市场，预计今后，证券公司股票质押回购业务的规模还将继续提升。

三、收益互换/跨境收益互换

收益互换/跨境收益互换是指证券公司与符合条件的客户约定在未来一定期限内，根据约定数量的名义本金和收益率定期交换收益的行为。其中，交易一方或双方支付的金额将与境内外特定的股票、指数、基金、可转债等标的证券的表现挂钩。原则上，双方按照收益轧差后的净额进行支付，不发生本金交换。

对于客户而言，投资者参与收益互换交易可以分为三类：第一类是投资者将固定收益交

换为与标的证券表现挂钩的浮动收益，第二类是投资者将标的证券收益交换为固定收益，第三类是投资者将与一种标的证券挂钩的浮动收益交换为与另一种标的证券挂钩的浮动收益。

证券公司从 2012 年底开始开展收益互换/跨境收益互换业务。截至 2014 年底，开展该项业务的证券公司已达到 21 家，交易笔数达到 5 822 笔，较 2013 年底增加了 962%，合约累计名义本金已达到 4 120.67 亿元，较 2013 年底增加了 2 377%（见表 2－5）。

表 2－5　　证券公司开展收益互换/跨境收益互换情况统计

统计时间	证券公司数（家）	初始交易笔数（笔）	初始名义本金额（亿元）
2013 年末	12	548	166.39
2014 年末	21	5 822	4 120.67

开展收益互换/跨境收益互换业务，对于投资者、证券公司而言，都具有重要的现实意义。对于投资者而言，收益互换和跨境收益互换为投资者提供了杠杆投资、风险对冲、股权管理、跨境投资的工具，能够有效满足投资者进行投资组合管理、股权管理和风险管理的不同需求，满足了投资者进行全球资产配置的个性化需求；对于证券公司而言，开展收益互换和跨境收益互换业务，有助于证券公司从传统卖方业务向资本中介型业务的转型，增强证券公司在国际市场的竞争力，增加证券公司的业务收入。

第二节　2014 年证券公司其他融资类业务发展中面临的问题

一、约定购回式证券交易业务面临的主要问题

在股票质押回购业务推出后，由于两项业务具有一定的替代性，并且股票质押回购的交易规则较约定购回业务有一定优势，约定购回业务的规模逐步下降。在业务发展中，面临的问题主要有交易规则、交易成本与监管因素三大类。

（一）交易规则

1. 交收效率

目前，约定购回业务 T 日交易，T＋1 日交收，T＋2 日资金（或证券）可用。而股票质押回购业务 T 日交易，T 日交收，T＋1 日资金（或证券）即可用。使得对交收效率敏感的客户向股票质押回购业务倾斜，限制了业务的发展。

2. 交易期限

目前，约定购回业务的交易期限最长不超过 1 年，而股票质押回购业务为 3 年。1 年的

期限不能满足生产经营客户的融资需求，也一定程度上限制了业务的发展。

3. 购回类型

目前，约定购回业务只允许全部购回，而不能部分购回，交易到期时，若客户无法一笔全部购回，将导致客户违约。若能够支持部分购回（部分还款），这种情况导致的客户违约概率将大幅度降低。

4. 标的证券用途

目前，待购回期间的标的证券存放在证券公司的专用证券账户内，但证券公司不能动用标的证券。因此，标的证券过户带来的优势并不明显，实现功能类似于质押，但却产生了包括信息披露、反向交易限制等诸多法律和合规性问题，无法有效发挥买断式交易的优势。

5. 出资方

目前，约定购回业务的出资方只能为证券公司自有资金。若集合资管计划、定向资管计划也能参与该业务，在一定程度上将促进业务规模的提升。

6. 违约处置

按目前规则，证券公司进行违约处置的，需向交易所提交相应材料，交易所审核材料并核准后通知登记公司进行证券划转，此后证券公司才能处置标的证券。因此，从证券公司着手违约处置到开始进行违约处置，需要较长的时间，使得违约处置结果不确定性加大，客户与证券公司的利益均受到影响。

（二）交易成本

目前，约定购回业务的交易成本较高。对初始交易，融入方需要支付佣金、印花税、过户费（沪市标的），证券公司需要支付经手费、证管费、过户费；对购回交易，融入方需要支付佣金、过户费（沪市标的），证券公司需要支付印花税、经手费、证管费、过户费。一般的，证券公司会把其所支付的交易费用以“固定费用”的形式转嫁给融入方。按 1 年期融资期限计算，客户通过约定购回业务进行融资，所支付的实际融资成本要比融资利率高约 0.25%（印花税及经手费、证管费、过户费，不考虑佣金）。由于上述交易费用与期限无关，若客户进行短期融资，实际融资成本将更高。以 1 个月融资期限为例，实际融资成本要比融资利率高约 3%。

（三）监管因素

持股比例 5% 以上的股东，以及上市公司的董事、监事、高级管理人员股东，受限于各种股票买卖的交易限制，较难参与约定购回业务。

约定购回业务占用证券公司权益类自营持仓指标。证券公司通过约定购回业务持有的证券与通过其他自营持有的该证券合计不得超过该证券总股本的 5%，既限制了约定购回业务的规模，也影响了证券公司的其他自营业务。

二、股票质押式回购交易面临的主要问题

2014 年，股票质押回购业务快速发展，至 2014 年末市场存量达约 3 375 亿元，增幅高达 300%。在业务规模迅速扩张的同时，也面临着较多问题。

（一）交易类型有待完善

目前股票质押回购交易的交易类型有初始交易、购回交易、补充质押以及部分解除质押。由于股票质押回购业务一般期限较长，金额较大，在实际业务开展过程中，经常有期间付息与部分提前还款的情况发生。由于没有相应的交易类型，期间付息与部分提前还款一般通过场外资金划付的方式进行，一定程度影响了场内交易的标准化与效率。此外，交易到期，若客户无法备足购回资金，由于不能“卖券还款”，将造成客户违约，影响客户的利益。

（二）业务错向风险较大

股票质押回购业务的风险主要在于融资方的信用资质恶化而无法及时购回。虽然有标的证券作为质押物，由于融资方多为大股东、实际控制人，其资质与标的证券价值相关性较大，若其资质恶化，则标的证券价值也将下降，造成业务的错向风险较大。

（三）业务贷款资金管理有待进一步完善

目前，中国证监会尚未颁布相关的管理办法，业务规则体系不完备、层级较低，且缺乏对融出资金使用方面的制度性规范。当客户融资资金从证券公司的资金账户转出至关联的三方存管银行账户后，证券公司将无法监控客户融资资金的实际投向。

（四）同业缺乏自律规范

目前，股票质押回购业务同质化程度较高，由于缺乏行业自律规范，一些证券公司通过压低融资利率，调高质押率来吸引客户，影响了证券行业的业务收入，加大了业务风险隐患。

（五）违约处置不确定性较大

在股票质押回购业务的实践中，由于处置手段单一，有时会遇到质押证券无法变现的情况，面临较大的流动性风险。比如质押证券遭遇连续跌停、质押证券被司法冻结等。

（六）证券公司自营出资资金瓶颈

目前，业务的资金融出方可以是证券公司自营，也可以是证券公司资产管理计划。资产

管理计划一般从银行引进资金，由于其业务模式容易通道化，对行业的收入贡献有限。而证券公司自营出资方式越来越受限，相比于银行，证券公司的融资成本偏高且不稳定，造成了证券公司资金供给上的瓶颈。证券公司亟须丰富资金来源，以满足业务的增长需求。

三、收益互换/跨境收益互换面临的主要问题

目前，证券公司开展收益互换/跨境收益互换业务，在交易对手、风险管理、监管制度等方面面临着诸多的问题。

（一）交易对手方面的问题

主要问题在于专业金融机构参与程度不足，主要原因是业务合规性的相关政策尚不明确。从境外市场发展经验看，场外衍生品交易参与主体以专业机构投资者为主，尤其是金融机构。专业金融机构的参与有利于提高市场组织和定价效率。但从国内市场看，以保险公司、共同基金、信托公司、财务公司等为代表的专业金融机构参与程度还有待进一步提高。具体而言，存在以下几方面问题：

一是共同基金产品参与场外衍生品交易缺乏明确的业务合规说明，导致市场主体多处于观望阶段，业务需求无法有效满足。共同基金由专业的基金经理进行产品管理，通过参与收益互换/跨境收益互换，实现基金产品的特定投资目标，丰富共同基金进行投资管理和风险管理的工具。

二是保险公司参与场外衍生品交易缺乏监管部门明确的业务操作指引，导致保险公司业务参与程度不足。但从需求而言，保险公司利用场外衍生工具可以实现灵活的组合管理、风险对冲、收益增强等需求，提高投资组合管理的效率。

三是信托公司存在大量参与收益互换/跨境收益互换的需求，但是目前信托公司要求获得中国银监会的场外衍生品的业务资格批复后，方可开展收益互换/跨境收益互换业务。信托公司管理的信托产品与基金子公司管理的资产管理计划参与收益互换/跨境收益互换的业务模式类似，中国证监会针对基金子公司的资产管理计划参与收益互换/跨境收益互换等相关衍生品交易已经出台了明确的业务指导细则，但是中国银监会对于信托产品参与收益互换/跨境收益互换的指导意见尚不明确，使得信托公司对信托产品开展收益互换/跨境收益互换业务尚处于观望状态。

（二）受限于证券公司融资渠道有限，证券公司存在资金瓶颈

由于收益互换业务是一项资本中介业务，证券公司与客户达成互换合约之后，出于对冲需要往往要买入与合约挂钩数量相当的标的资产进行风险对冲，对于资本金的消耗与合约名义基本规模相当。由于证券公司目前的融资渠道有限，融资成本偏高，融资规模不稳定，造成证券公司资金供给上的瓶颈。证券公司亟须丰富资金来源，提高自身的杠杆率，以满足日

益增长的业务需求。

（三）监管制度方面的问题

1. 对于持股比例超过 5% 的股东，缺乏规范其参与互换交易业务的相关操作规范

互换合约具有收益杠杆且结构灵活，对于上市公司控股股东增持股票、减持股票、对冲风险提供了灵活的解决方案。目前，国内缺乏对于持股比例超过 5% 的股东通过收益互换方式增持、减持上市公司股票应该履行信息披露义务的相关规定，对这种增持行为本身也未明确监管规定，既不能满足客户的合理需求，也制约了证券公司的产品供给能力。

2. 收益互换可能被内幕知情者作为内幕交易工具利用，证券公司可能被客户利用配合完成内幕交易，甚至在不知情的情况下承担监管合规的风险

收益互换合约收益与标的证券价格紧密相关，且具有收益杠杆特征，可能成为内幕知情者利用的交易工具。尽管证券公司在业务开展前会对客户做尽职调查，对标的证券进行限制，对交易集中度、持仓规模进行管控，但仍然不能有效预防客户利用收益互换从事内幕交易，一旦客户进行内幕交易，证券公司甚至在不知情的情况下承担了监管合规风险。

3. 收益互换可能被投资者作为交易分仓工具利用，变相规避信息披露义务，且增加了行业持股集中度风险

目前监管规则暂无对场外衍生品合约头寸与持股头寸合并管理的规定，如何履行信息披露义务尚无明确的操作规则。

收益互换合约一般采用现金结算方式，投资者作为交易一方获得合约挂钩标的证券相关的经济利益，但并不持有标的证券本身。尽管互换合约与直接持股并无必然联系，但证券公司与客户达成合约交易后，出于风险对冲需要通常会买入并持有相应数量标的证券，且该部分持股是为了对冲互换合约风险，金融机构对标的证券的交易与客户对互换合约的交易存在较强联系。因此，业务实际开展过程中，可能存在投资者与多家金融机构订立衍生品合约（每家金融机构持股均未突破信息披露要求水平），其通过互换合约间接“持有”的股份数量已达到或超过法定信息披露要求水平，但按目前监管规则并未明确投资者的信息披露义务。

第三节　2015 年证券公司其他融资类业务发展前景展望

一、约定购回式交易业务

目前，沪、深证券交易所正在积极推动约定购回业务的规则创新。“新版”约定购回的推出，将使约定购回业务从单一融资类工具向交易型工具转型，将能使业务规模逐步下降的