分报告之四：
2015 年中国证券公司融资类业务发展回顾与展望

第一章
2015 年中国证券公司融资融券业务发展回顾与 2016 年前景展望

第一节　2015 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 2015 年 12 月 31 日，融资融券市场余额为 11 742.67 亿元，相比于 2014 年末的市场余额 10 256.56 亿元增长 14.49%（见图 1－1）。

2015 年融资融券余额波动较大。融资余额在 2015 年 6 月 18 日达到全年最高，为22 666.35 亿元；在 2015 年 9 月 30 日达到全年最低，为 9 040.51 亿元（见图 1－2）。而融券余额在 2015 年 4 月 9 日达到全年最高，为 103.11 亿元；在 2015 年 7 月 8 日最低，为 25.05 亿元。

2015 年，融资余额与沪深 300 指数高度相关，相关系数达到 0.94，显示出股市异常波动期间，杠杆资金存在极大的羊群效应；同时，融券余额与沪深 300 指数相关性较低，为

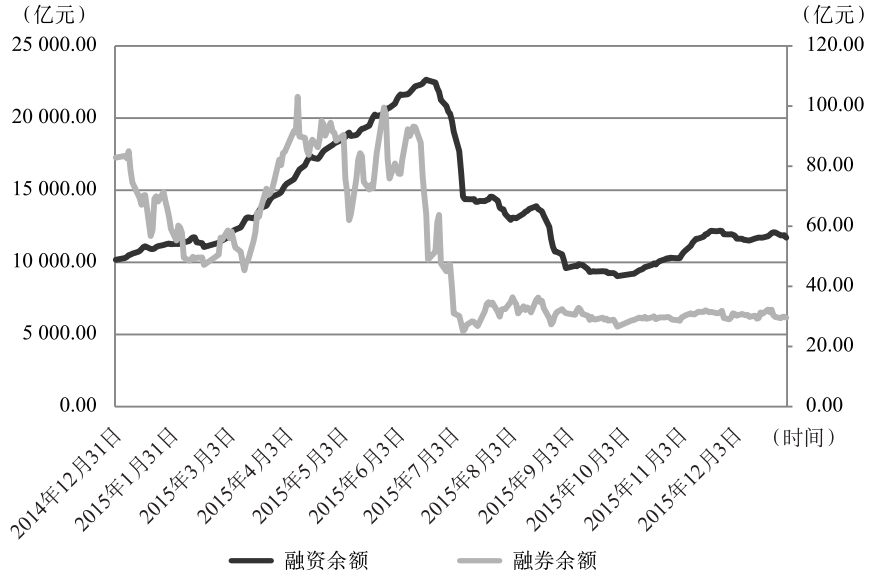

图 1－1　2015 年融资融券市场余额变化情况

0.66，主要原因是下半年大部分大型证券公司暂停融券业务以支持市场稳定而导致下半年融券余额波动较小。

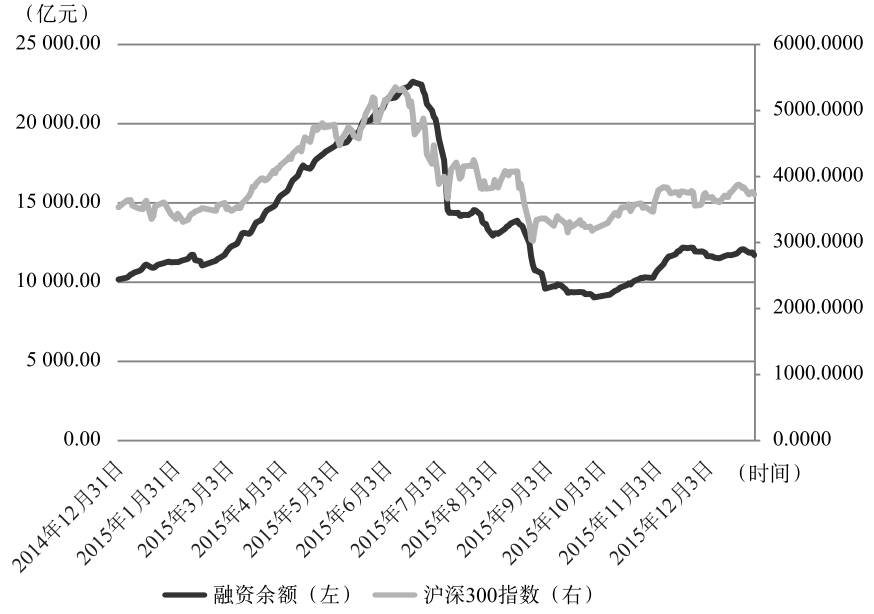

图 1－2　融资余额和沪深 300 指数走势比较

二、融资融券市场交易情况

2015 年 1 月，沪、深两市融资买入金额为 20 863.91 亿元，占 A 股成交额比例为

16.41%，融券卖出金额为 2 846.23 亿元，占 A 股成交金额比重为 2.24%。2015 年末，沪、深两市融资买入金额为 18 565.85 亿元，占 A 股成交额比例为 10.28%，融券卖出金额为 51.88 亿元，占 A 股成交金额比重为 0.03%（见图 1－3）。

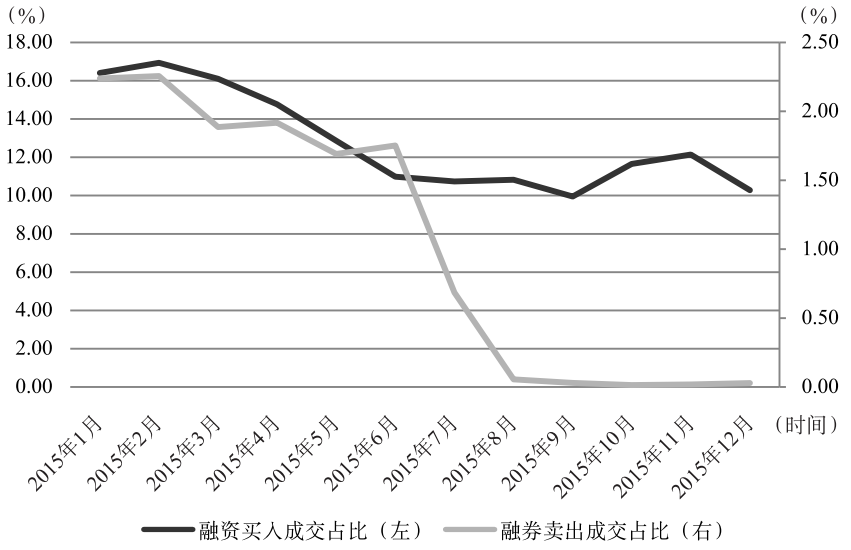

图 1－3　两市融资买入额和融券卖出额占 A 股成交额比例

从 2015 年 2 月以来，融资买入额占市场比重持续下降，可能的原因有两点：一是大部分证券公司受到净资本限制，融资业务发展到了瓶颈，筹措资本金需要一段时间，导致融资买入额增长赶不上市场成交增长；二是民间配资增长过快。

三、融资融券市场开户规模

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。2015 年底信用证券账户总开户数约为 794.01 万户，较 2014 年底 590.15 万户增长 34.54%。

2015 年下半年“两融”账户开户数明显放缓，8—11 月增长率均低于 1%；其中最低为 10 月，仅为 0.31%；12 月略有反弹，但也仅为 1.08%。显示出“两融”开户有所降温（见图1－4）。

四、融资融券市场担保物及担保比例

融资融券客户的担保物总价值从 2015 年 1 月的 29 606.75 亿元上升至 5 月的 64 288.37 亿元，其后随“两融”余额的下降而回落至 9 月的 28 611.15 亿元，第四季度担保物的总价值逐步回升至年末的 38 384.9 亿元。

2015 年前三个季度，融资融券客户的平均担保比例与融资融券担保物价值的走势基本

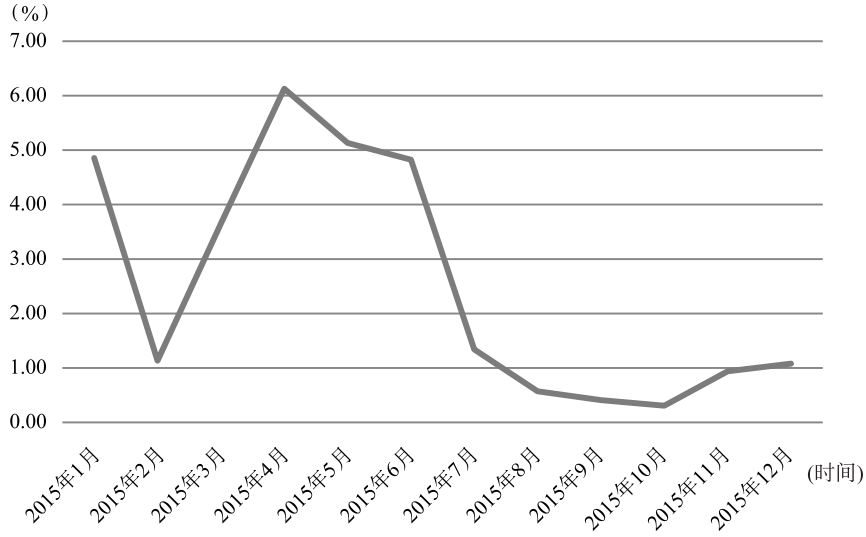

图 1－4　2015 年融资融券新增开户增长率

一致，从年初的 236.16% 上升至 5 月的 277.04%，随后下降至 9 月的 245.61%。第四季度，融资融券担保比例快速上升，在 12 月达到全年最高值 277.30%，且其升高的比例明显大于融资融券担保物价值上升的比例。可以看出，进入第四季度以后，融资融券市场的风险有所下降（见图 1－5）。

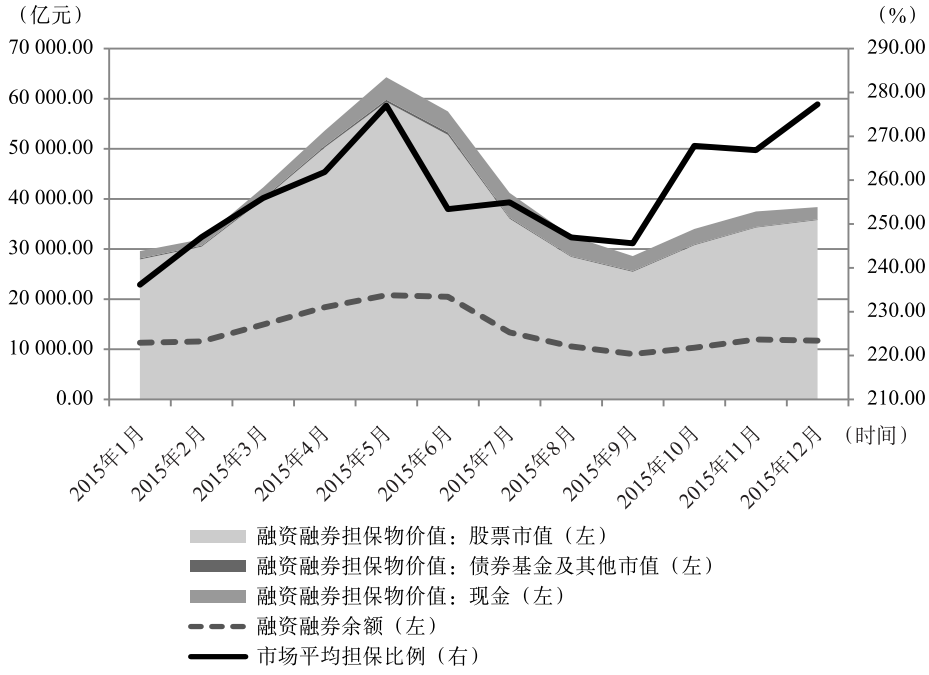

图 1－5　2015 年融资融券担保物价值、余额及担保比例

第二节　2015 年中国融资融券业务发展的重大进展

2015 年，市场波动较大，相关机构出台的政策也较多。为促进融资融券业务均衡发展，相关自律组织联合发文促进融券业务发展。中国证券金融股份有限公司（简称《证金公司》）扩大转融券标的范围，促进转融通业务发展。同时，为进一步规范融资融券业务发展，中国证监会修订了融资融券业务管理办法，沪、深证券交易所也修订了相关实施细则。

一、自律组织联合发文促进融券业务发展

2015 年 4 月 17 日，中国证券业协会、中国证券投资基金业协会、上海证券交易所、深圳证券交易所根据中国证监会《证券公司融资融券业务管理办法》，联合制定并发布《关于促进融券业务发展有关事项的通知》，促进融券业务健康发展。

该通知包含五个方面：一是支持专业机构投资者参与融券交易，扩大融券券源。二是推出市场化的转融券约定申报方式，便利证券公司根据客户需求开展融券业务，实现借贷双方自主商定费率、期限等事项。三是优化融券卖出交易机制，提高交易效率，允许融券卖出 ETF 的申报价格可以低于最新成交价，融券卖出价款可以用于买入或申购交易所认可的高流动性证券。四是充分发挥融券业务的市场调节作用扩大融券交易和转融券交易的标的证券至 1 100 只。五是加强融券业务风险控制，切实防范业务风险。由于 2015 年 7 月股票市场发生异常波动，为稳定市场，通知的部分措施尚未完全落实。

二、转融通标的扩容

为满足转融通业务发展需要，中国证券金融股份有限公司决定自 2015 年 5 月 6 日起将转融通标的证券范围由 625 只股票扩大为 893 只股票。此次转融通标的证券范围扩大后，标的股票数量将达 893 只，与现有融资融券标的证券范围基本一致。

三、融资融券相关法律法规修订

中国证监会于 2015 年 7 月 1 日发布《证券公司融资融券业务管理办法》（以下简称《管理办法》），并自发布之日起实施。上海、深圳证券交易所同步发布《融资融券交易实施细则》。修订的内容主要体现在四个方面：

一是建立融资融券逆周期调节机制。在《证券公司融资融券业务管理办法》中明确，

中国证监会建立健全融资融券业务的逆周期调节机制，对融资融券业务实施宏观审慎管理。证券交易所根据市场情况对保证金比例、标的证券范围等相关风险控制指标进行动态调整，实施逆周期调节。同时要求证券公司根据市场情况等因素对各项风险控制措施进行动态调整和差异化控制。2015 年 11 月 13 日，沪、深证券交易所根据修订后的法规，将融资保证金提高至 100%，以防止融资业务过快发展。

二是合理控制融资融券规模。将融资融券业务规模与证券公司净资本规模相匹配，要求业务规模不得超过证券公司净资本的 4 倍。对于不符合上述规定的证券公司，可维持现有业务规模，但不得再新增融资融券合约。

三是融资融券合约展期。在维持现有融资融券合约期限最长不超过 6 个月的基础上，新增规定，允许证券公司根据客户信用状况等因素与客户自主商定展期次数。

四是优化融资融券客户担保物违约处置标准和方式。取消“投资者维持担保比例低于 130% 应当在 2 个交易日内追加担保物且追保后维持担保比例应不低于 150%”的规定，允许证券公司与客户自行商定补充担保物的期限与比例的具体要求，同时不再将强制平仓作为证券公司处置客户担保物的唯一方式，增加风险控制灵活性和弹性。

五是增加业务集中度管理的相关风控指标。要求证券公司业务集中度风控指标应包括单一客户提交单只担保证券市值占该客户总担保市值的比例。该指标可有效防范市价大幅下跌引致的强制平仓风险。

交易所随后根据新修订的管理办法对融资融券业务进行调节：

一是 2015 年 8 月 3 日，沪、深证券交易所修订《融资融券交易实施细则》，将融券交易当日融券卖出后可还券改为次一交易日可还券，防止部分投资者利用融资融券业务，变相进行日内回转交易加大股票价格异常波动，影响市场稳定运行，有利于进一步规范融券业务，有助于维护市场稳定以及融资融券业务的平稳健康发展。

二是 2015 年 11 月 13 日，沪、深证券交易所再次修订《融资融券交易实施细则》，实施逆周期调节，适当调整融资保证金比例，将融资保证金比例由不得低于 50% 提高至 100%，降低融资杠杆水平，进一步加强融资融券业务的风险管理，促进市场持续健康发展。

第三节　2015 年中国融资融券业务面临的问题

一、风险控制需进一步加强

2015 年融资融券余额大幅波动，一定程度上是因为证券公司在风险控制方面存在不足。在市场加速上涨时期，仅有少部分证券公司根据情况降低了高估值股票充抵为保证金的折算率，提高了集中度过高的客户融资保证金比例。大部分证券公司忽视了市场上涨过快时加速

累积的风险，没有及时对融资总规模进行控制，使得市场异常波动期间，融资融券业务规模产生了较大幅度的波动。最新《证券公司融资融券业务管理办法》规定，证券公司应当在符合监管要求的前提下，根据市场情况、客户和自身风险承受能力，对融资融券业务保证金比例、标的证券范围、可充抵保证金的证券种类及折算率、最低维持担保比例和业务集中度等进行动态调整和差异化控制。证券公司应该按照上述规定要求，制定详细的风险指标调整机制，加强业务风险控制。

二、投资者适当性管理需进一步加强，优化投资者结构

2015 年，中国证监会多次就融资融券违规问题对证券公司进行处罚，其中违规原因较多的一些证券公司是向不符合条件的客户融资融券。上述现象说明一些证券公司在利益面前，未坚守底线，向散户过度营销，为不合规定的投资者开立信用账户提供便利，违反了相关法规规定。

证券公司应当进一步加强融资融券客户适当性管理，不得为不符合规定的投资者开立信用账户，对风险承受能力较低、持股集中度过高的客户通过适当调整其授信额度、可充抵保证金证券折算率和保证金比例等指标控制其风险，做好风险提示等客户服务工作，保护投资者权益，完善融资融券业务风险防控机制。

三、融资融券业务发展仍然不均衡

融券业务仍然发展缓慢，甚至进一步萎缩。融券余额占融资余额比重由年初的 0.53% 下降到年底的 0.25%，融券卖出额占融资买入额比重由年初的 13.64% 下降到年底的 0.28%。融资融券业务发展仍然不够均衡（见图 1－6）。

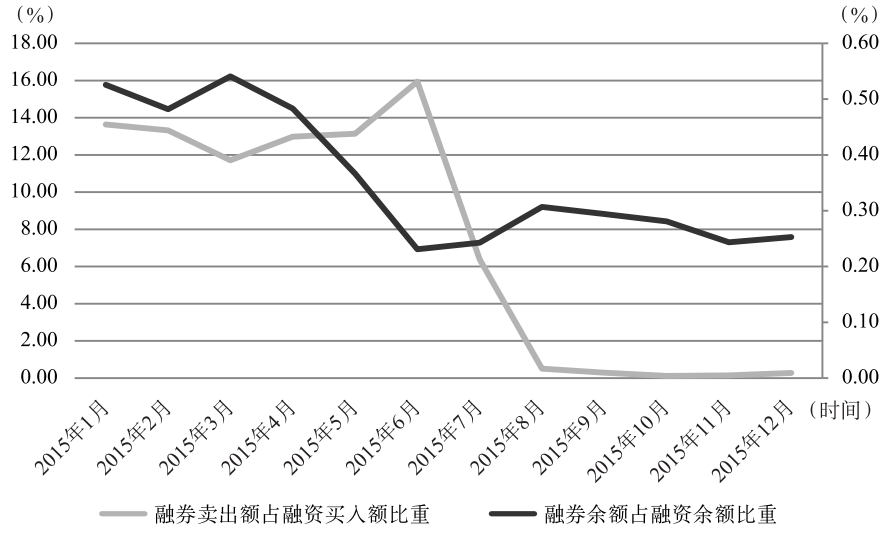

图 1－6　融资业务和融券业务比较

第四节　2016 年中国融资融券业务的发展前景

一、融资融券稳步发展

2015 年融资融券余额大起大落，投资者对待杠杆工具有了更加理性的认识，而监管机构也建立了较为合理的逆周期调节措施。预计 2016 年市场将逐步回归理性，融资余额波动也会相应降低。

二、业务风险控制逐步增强

通过 2015 年的经验教训，证券公司将进一步加强融资融券业务风险控制的能力，通过折算率、保证金比例、集中度控制等多方式科学合理地管理业务风险。预计 2016 年整个行业的风险控制水平会得到极大提升，融资融券业务风险事件发生概率将逐步降低。

三、投资者结构进一步优化

新《证券公司融资融券业务管理办法》规定符合条件的机构投资者将不受融资融券开户 6 个月的限制，而随着私募基金、公募基金的发展壮大，未来参与到融资融券业务交易的机构投资者会越来越多，融资融券业务投资者的结构将进一步优化。特别是随着私募基金相关法律法规及自律规则的完善，私募基金的运作日趋规范。监管部门及证券公司如何正确引导私募基金参与融资融券业务以及如何有效防范基金产品参与融资融券业务的相关风险，是优化融资融券客户结构的重要课题之一。

四、融券业务逐步发展

《关于促进融券业务发展有关事项的通知》在扩大融券券源、扩大融券业务参与主体、优化交易结构等方面做了相关规定。随着未来相关规定进一步落实，融券业务有望逐步健康发展，改变当前“两融”业务发展不均衡的局面。

第二章

2015 年中国证券公司其他融资类业务发展回顾与 2016 年前景展望

第一节　2015 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

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其指定交易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。证券公司按照交易所规定及与客户的协议约定向交易所交易系统进行申报，由交易系统予以确认；中国结算依据交易所确认的成交结果为约定购回式证券交易提供证券登记和资金划付服务。约定购回业务于 2011 年 10 月 31 日由上海证券交易所正式推出，之后深圳证券交易所于 2013 年 1 月 14 日上线该业务。截至 2015 年 12 月 31 日，共 82 家证券公司开通了约定购回业务权限。

2015 年约定购回业务规模延续之前两年的下降趋势。根据沪、深证券交易所统计的数据，截至 2015 年 12 月 31 日，两市待购回初始交易金额约 56 亿元，相比于 2014 年底约 109 亿元待回购金额，降幅达 48.62%。其中，沪市由 59.8 亿元降至 24.9 亿元，降幅 58.36%；深市由 48.7 亿元降至 31.1 亿元，降幅 36.14%。

截至 2015 年 12 月 31 日，沪、深两市累计初始交易金额 925.29 亿元，其中沪市占 60.35%，深市占 39.65%；累计购回初始交易金额 869.29 亿元，沪市占 61.37%，深市占 38.63%；待购回初始交易金额 56 亿元，沪市占 44.46%，深市占 55.54%；履约保障比例[①]沪、深两市合并统计为 246.84%，其中沪市为 210.16%，深市为 276.21%（见表 2－1）。

① 履约保障比例 = 标的证券市值/待购回初始交易金额。

表 2－1　　沪、深两市约定购回交易规模

	沪市		深市		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	558.39	60.35	366.9	39.65	925.29
累计购回初始交易金额	533.49	61.37	335.8	38.63	869.29
待购回初始交易金额	24.90	44.46	31.1	55.54	56
标的证券市值	52.33	37.86	85.9	62.14	138.23
履约保障比例（%）	210.16		276.21		246.84

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所（截至 2015 年 12 月 31 日）。

2013 年 6 月沪、深证券交易所推出股票质押回购业务后，对约定购回式证券交易业务产生较大的冲击。同时，因约定购回业务在交易规则及占用权益类自营持仓指标等方面的限制，约定购回的待购回交易规模逐年降低。对于业务的发展情况，沪、深证券交易所积极推动约定购回的业务创新，利用约定购回买断式回购的交易特点，力求使该业务从单纯融资性产品向交易类产品的转变，增强该产品竞争力与活力。

二、股票质押式回购交易

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、部分购回交易（仅深圳证券交易所）、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；部分购回交易是指融入方按约定返还部分资金、并解除部分标的证券或其孳息的质押；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、深证券交易所统计的数据，2014 年末，两市存续规模约 3 375 亿元；2015 年末，两市存续规模突破 7 000 亿元大关，达到约 7 087 亿元，增幅的 110%（见图 2－1）。

截至 2015 年 12 月 31 日，共 92 家证券公司开通了股票质押回购业务权限。沪、深两市累计初始交易金额 17 402.38 亿元，沪市占 38.44%，深市占 61.56%；累计购回初始交易金额 10 315.69 亿元，沪市占 44.77%，深市占 55.23%；待购回初始交易金额 7 086.69 亿元，沪市占 29.23%，深市占 70.77%；履约保障比例沪、深两市合并统计为 367.50%，沪市为 294.45%，深市为 397.67%。

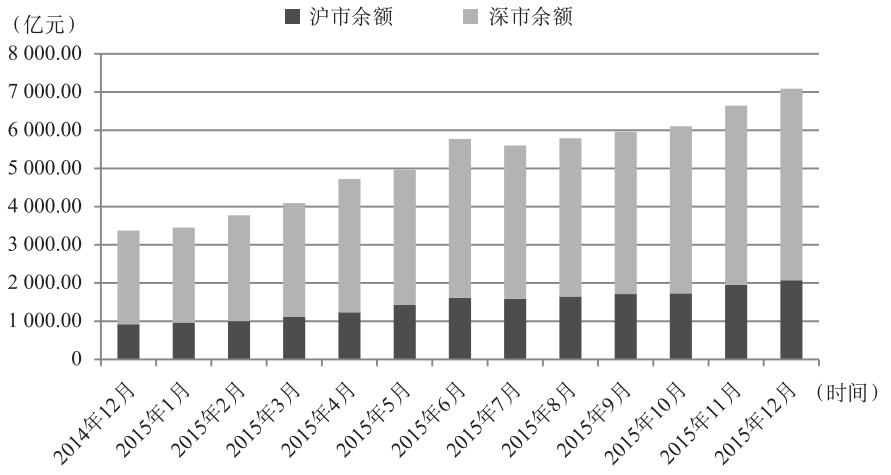

图 2－1　股票质押回购待购回金额

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所。

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 4 376.00 亿元，沪市占 31.58%，深市占 68.42%；沪、深两市限售股待购回初始交易金额 2 710.69 亿元，沪市占 25.44%，深市占 74.56%。对沪市，待购回初始交易金额 2 071.29 亿元，其中流通股占 66.71%，限售股占 33.29%。对深市，待购回初始交易金额 5 015.40 亿元，其中流通股占 59.70%，限售股占 40.30%。对沪、深两市，流通股待购回初始交易金额占比 61.75%，限售股占比 38.25%。

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 3 715.22 亿元，沪市占 17.11%，深市占 82.89%；沪、深两市资产管理产品待购回金额 3 371.47 亿元，沪市占 42.58%，深市占 57.42%。对沪市，证券公司待购回初始交易金额占比 30.69%，资产管理产品占比 69.31%。对深市，证券公司待购回初始交易金额占比 61.40%，资产管理产品占比 38.60%。对沪、深两市，证券公司待购回初始交易金额占比 52.43%，资产管理产品占比 47.57%。相关资料见表 2－2、表 2－3、表 2－4。

表 2－2　　沪、深两市股票质押回购交易情况

	沪市		深市		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	6 689.98	38.44	10 712.40	61.56	17 402.38
累计购回初始交易金额	4 618.69	44.77	5 697.00	55.23	10 315.69
待购回初始交易金额	2 071.29	29.23	5 015.40	70.77	7 086.69
标的证券市值	6 098.91	23.42	19 944.60	76.58	26 043.51
履约保障比例（%）	294.45		397.67		367.50

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所（截至 2015 年 12 月 31 日）。

表 2－3　　沪、深两市不同类型股份待购回初始交易金额情况

	沪市		深市		沪、深两市（亿元）
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	
流通股	1 381. 81	31. 58	2 994. 19	68. 42	4 376. 00
限售股 *	689. 48	25. 44	2 021. 21	74. 56	2 710. 69
合计	2 071. 29	29. 23	5 015. 40	70. 77	7 086. 69

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所（截至 2015 年 12 月 31 日）。

表 2－4　　沪、深两市待购回初始交易金额的融出方分布

	沪市		深市		沪、深两市（亿元）
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	
证券公司	635. 76	17. 11	3 079. 46	82. 89	3 715. 22
资产管理产品	1 435. 53	42. 58	1 935. 94	57. 42	3 371. 47
合计	2 071. 29	29. 23	5 015. 40	70. 77	7 086. 69

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所（截至 2015 年 12 月 31 日）。

2015 年上半年，市场快速上涨，上证指数从 2014 年末的 3234. 68 点快速上涨至 2015 年 5 月末的 4611. 74 点，涨幅 42. 57%；同期，股票质押回购的存续规模从 3 374. 61 亿元增至 4 970. 64 亿元，增幅 47. 30%。此阶段，存续规模与市场行情呈现出较大的相关性。

2015 年 6 月 12 日之后，市场快速下跌，股票质押回购业务表现出较好的稳定性。2015 年 7 月，上证指数由 6 月末的 4277. 22 点跌至 3663. 73 点，跌幅 14. 34%；同期，股票质押回购的存续规模从 5 772. 48 亿元降至 5 597. 81 亿元，降幅仅 3. 03%。8 月至 9 月，市场继续下跌，9 月底上证指数 3052. 78 点，较 6 月末下跌 28. 63%；而股票质押回购的存续规模 9 月末为 5 962. 57 亿元，较 6 月末增加 3. 29%（见图 2－2）。

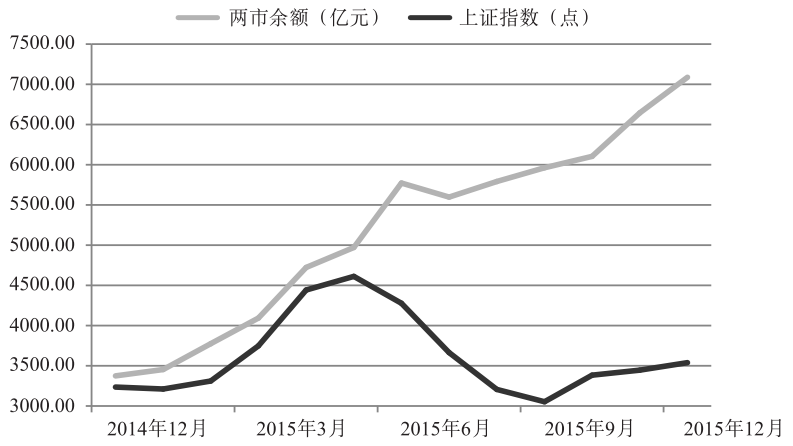

图 2－2　股票质押回购待购回金额与上证指数走势比较

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所。

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、结构性资产组合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结算，不发生本金交换。

对于客户投资者而言，参与收益互换交易的方式可以分为三类。第一类是投资者将名义本金的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对应名义本金的固定收益；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业务。截至 2015 年底，开展该项业务的证券公司已达到 48 家，交易笔数达到 44 069 笔，较 2014 年底增加了 657%；合约初始名义本金已达到 9 576.47 亿元，较 2014 年底增加了 132%（见表 2－5）。

表 2－5　　证券公司开展收益互换情况统计

统计时间	证券公司数量（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
2015 年末	48	44 069	9 576.47

资料来源：中证机构间报价系统股份有限公司。

开展收益互换/跨境收益互换业务，对投资者、证券公司、证券行业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股权管理、资产配置、投资组合优化和风险管理的不同需求，提高了资产配置和风险管理的效率，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，丰富证券公司可提供的金融服务工具，拉近证券公司与国际一流投资银行的距离，增加证券公司的业务收入。对于证券行业而言，推行收益互换和跨境收益互换业务，有助于我国本土证券公司与世界一流投行业务接轨，拓展交易型业务与产品设计领域的创新，提升我国证券行业的服务水准与国际竞争力，推动金融行业发展对实体经济乃至国家宏观经济层面的贡献。

中国证监会在 2015 年 11 月 27 日的新闻发布会上表示，出于对市场整体风险的考虑，为规范证券公司场外衍生品业务，中国证券业协会根据有关自律管理规则，要求证券公司不得通过场外衍生品业务向客户融出资金，供客户进行证券交易。其他满足客户风险管理等合理需求的场外衍生品业务仍可正常开展。

第二节　2015 年证券公司其他融资类业务发展中面临的问题

一、约定购回式证券公司

股票质押回购业务推出后，由于两个产品存在一定替代性，而股票质押回购在产品要素、交易时效、交易成本、监管政策等方面具有一定优势，约定购回式证券交易规模逐年降低。目前约定购回业务主要面临的限制因素有：

监管政策：约定购回的风险管理方式为标的证券过户；而股票质押式回购为标的证券的质押登记，不需要标的证券的过户。对于持股 5% 以上股东以及上市公司董、监、高，受限于交易所股票买卖的交易限制，较难参与约定购回式证券交易。同时，约定购回业务过户的标的证券占用证券公司权益类自营持仓指标，规定要求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%，此使得证券公司在约定购回与其他自营业务之间面临取舍，一定程度限制了约定购回业务的发展。

交易期限：约定购回的交易期限最长不超过 1 年，而股票质押回购业务为不超过 3 年。1 年内的融资一般只能满足交易对手的流动资金需求，对于中长期的资金配置则无法满足。

交易规则：交收方面，约定购回业务为 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为 T 日交易，T 日交收，T + 1 日资金（或证券）可用。对于关注时效性的客户，股票质押式回购有一定优势。同时，在购回交易方面，约定购回仅允许一次性全部购回，不可以部分购回，交易设置不够灵活。

资金来源：目前约定购回业务融出资金仅允许证券公司自有资金，后期若证券公司管理的集合资产管理计划、定向资产管理计划可以参与该产品，将带动产品规模的一定提升。

违约处置：目前的交易规则规定，证券公司如需进行违约处置，需向交易所提交相应资料，经交易所对相应资料审核后通知登记公司进行标的证券的划转，然后证券公司才可以进行标的证券的处置。因此，从需处置标的证券到可以处置流程时间比较久，使违约处置的不确定性增大。而股票质押式回购已经实现违约处置的电子化申报，相比约定购回违约处置效率高。

交易成本：因约定购回需经过两次过户，交易成本较高。初始交易，融入方需要支付包括佣金、印花税、过户费（沪市标的证券）；证券公司需要支付经手费、证管费、过户费。购回交易，融入方需要支付佣金、过户费（沪市标的证券）；证券公司需要支付印花税、经手费、证管费、过户费。通常情况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。同时，由于以上费用均为绝对比例金额，如果融入方为短期融资，支付相关交易费用经年化后，其会较大幅度提高客户资金成本。

权利方面：对于约定购回，待购回期间证券公司可以根据客户的申请，行使基于股东或持有人身份而享有的出席股东大会、提案、表决等权利。而对于股票质押回购，融入方可以以股东身份自行行使相关权利，如享有出席股东大会、提案、表决等权利。

二、股票质押回购

2015 年，市场经历了快速上涨、急速下跌的行情，股票质押回购业务表现出较好的稳定性，至 2015 年末市场存量达约 7 087 亿元，增幅 110%。在业务发展中，仍面临以下问题：

首先，交易类型仍需进一步完善。2015 年，深圳证券交易所增加了部分购回交易指令，该指令能够支持融入方在待购回期间进行场内部分还款；而上海证券交易所尚未推出该指令。此外，目前尚未推出“卖券还款”交易指令，对有“卖券还款”需求的融入方需准备一部分资金，先部分还款并解除部分标的证券质押后，再在二级市场卖出解除质押的标的证券，然后重复此步骤，多次之后才能实现“卖券还款”的效果。如此操作，一方面融入方需准备相应资金，增加了融入方的流动性压力；另一方面不仅效率低，而且难以在市场有利时点及时卖出标的证券，影响了融入方的利益。若有“卖券还款”指令，将能有效解决这些问题。

其次，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。

同时，对于融入方为控股股东及国有股股东，如其发生违约后的质押标的券处置面临两难。其一，为减少对二级市场的冲击，监管机构规定大股东减持需事先公告。而当证券公司为违约处置而要求上市公司公告时，上市公司往往不予配合，使得证券公司的质权无法实现。其二，按相关规定，国有股减持需事先获得国有资产管理部门的批复，当证券公司为违约处置而要求国有股股东取得相关批复时，国有股股东往往也不予配合，使得证券公司的质权无法实现。

最后，证券公司在与银行的竞争中处于不利地位。目前，银行可通过证券公司的定向资产管理计划参与股票质押回购业务。相比于证券公司，银行有天然的资金成本优势，利率报价通常较证券公司低，使得证券公司在与银行的竞争中处于不利地位。证券公司亟须丰富资金来源，降低融资成本。

三、收益互换/跨境收益互换

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、监管制度、风险管理、业务成熟程度等方面面临诸多问题。

（一）专业金融机构参与程度不足

从境外金融市场发展经验看，场外衍生品交易参与主体以金融机构为代表的专业机构投

资者为主，而专业金融机构的参与有利于提高市场组织和定价效率。从国内市场现状看，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的金融衍生品市场参与程度较低，业务合规性的相关政策不明确是造成此问题的主要原因。具体而言，存在以下几方面问题：

共同基金通过参与收益互换/跨境收益互换可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。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。

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。中国保监会曾印发《保险资金参与金融衍生产品交易暂行办法》对保险集团（控股）公司、保险公司、保险资产管理公司参与金融衍生产品交易进行约束要求，但未出具保险资金参与衍生品交易的实施细则，以至鲜见保险公司成功进行收益互换/跨境收益互换业务。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。

信托公司存在大量参与收益互换/跨境收益互换的需求，但是目前信托公司须获得中国银监会场外衍生品业务资格批复后，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）监管制度有待进一步完善

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

互换合约具有收益杠杆且结构灵活，收益权的互换功能可回避名义持股事实，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%的大股东及其一致行动人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，既可能限制客户的合理需求，也制约了证券公司的产品供给能力和服务空间。

2. 收益互换可能被投资者利用作为交易分仓工具，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，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。

3. 收益互换可能被内幕知情者利用作为内幕交易工具，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。

（三）证券公司融资渠道有限，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，需要买入与合约挂钩数量相当的标的资产进行风险对冲，对于资本金的消耗规模与合约名义本金规模基本相当。证券公司目前面临融资渠道有限、融资成本偏高、融资规模不稳定的现状，造成其资金供给上的瓶颈。证券公司亟须丰富资金来源，降低资金成本，提高自身的杠杆率，以满足日益增长的资本中介类业务需求。

（四）行业对互换工具运用方式较单一，互换业务过于集中于杠杆投资功能，多样化创新不足

在业务模式方面，以杠杆交易为主要目的的互换业务规模不断增长，且交易笔数占比最高。而运用互换进行风险管理、套期保值、多样化交易结构设计和其他非杠杆型金融交易目的的交易量较小，有待进一步发展，实现互换业务模式的多样化。

第三节　2016 年证券公司其他融资类业务发展前景展望

一、约定购回

约定购回业务若提升产品市场竞争力，则需要发挥其业务特点，如利用交易过户的产品特征，将约定购回从单一融资模式转型为融资与交易结合的产品模式。如对于交易过户的标的证券，证券公司可以将其应用于融券、转融通或其他方面，提升过户标的证券的使用效率，从而提升该产品的竞争力，同时通过标的证券的使用也可以降低融入方资金成本，实现整体产品效率的提高，增强产品的竞争力。