# 分报告之四：
# 2016 年中国证券公司融资类业务发展回顾与展望

## 第一章
## 2016 年中国证券公司融资融券业务发展回顾与 2017 年前景展望

### 第一节　2016 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 2016 年 12 月 30 日，融资融券全市场余额为 9 392.49 亿元，相比于 2015 年末的市场余额 11 742.67 亿元下降了 20.01%。

2016 年融资融券余额波动较小，整体趋势是稳中有降。融资余额在 2016 年 1 月两次熔断期间从 11 713.07 亿元降至 9 071.08 亿元，之后，整年基本上在 9 000 亿元上下震荡，在 2016 年 5 月 30 日达到全年最低，为 8 186.34 亿元。而融券余额在 2016 年稳步回升，在 2016 年 2 月 5 日达到全年最低，为 18.10 亿元；在 2016 年 11 月 28 日最高，为 47.87 亿元（见图分 4－1）。

**图分 4－1　2016 年融资融券市场余额变化情况**

资料来源：Wind。

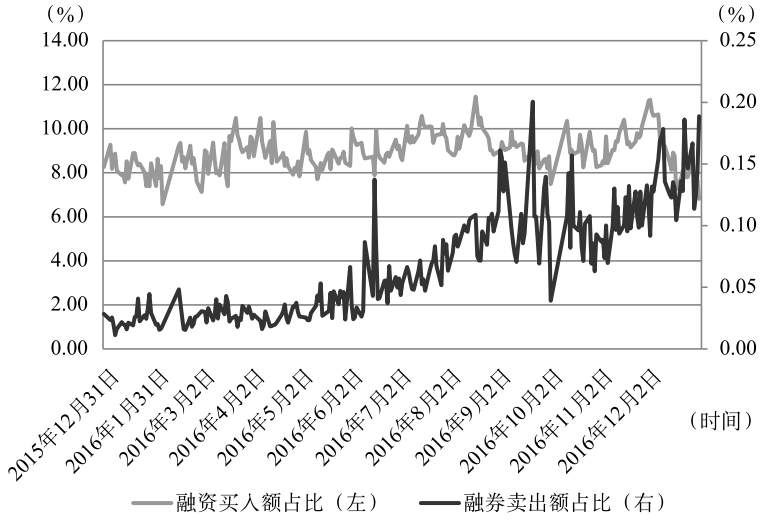
## 二、融资融券市场交易情况

2016 年 1 月期间，沪、深两市融资买入金额累计为 8 877.45 亿元，占 A 股成交金额比例为 8.24%，融券卖出金额累计为 26.20 亿元，占 A 股成交金额比例为 0.02%。2016 年 12 月期间，沪、深两市融资买入累计金额为 8 497.15 亿元，占 A 股成交金额比例为 8.74%，融券卖出金额累计为 139.47 亿元，占 A 股成交金额比例为 0.14%。2016 年每日融资买入金额占 A 股成交额比例相对稳定，融券交易在 2016 年 1—5 月交易额较低，到了 2016 年 5、6 月才开始逐步恢复，2016 年每日融券卖出金额占 A 股成交额比例波动相对较大，最低不足 0.01%、最高达 0.20%（见图分 4－2）。

## 三、融资融券业务开户情况[①]

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稳步增长。根据中国结

① 有关融资融券信用账户的开户情况，中国结算公布的数据为“开立信用证券账户的投资者数”，开立信用证券账户的投资者数以信用证券账户对应的一码通账户数统计；中证金融公司公布的开户数是根据证券公司汇总数，一个投资者的沪、深普通账户可对应开立一个沪、深信用账户。一般而言，当前投资者开立信用账户时，会同时开立沪、深信用证券账户，大体而言，中证金融公司公布的信用账户数应是中国结算按照一码通统计的“开立信用证券账户的投资者数”的两倍。基于上述情况，对于客户开立融资融券信用账户的变化情况，中国结算和中证金融公司的数据显示的趋势和结果是大体一致的。此外，在融资融券业务开展实践中，证券公司对于客户信用账户中的资产、负债、维持担保比例等参数的计算是不区分沪、深市场，统一计算，并作为一个账户，一并处理盯市、追保、平仓等业务。

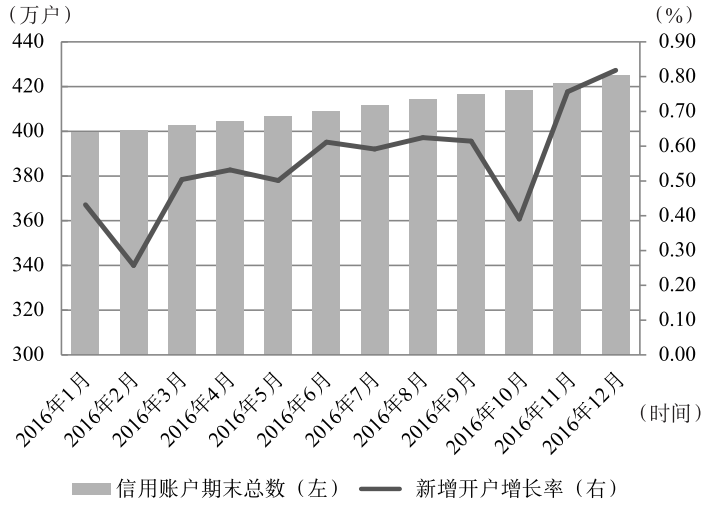



**图分 4－2　两市融资买入额和融券卖出额占 A 股成交额比例**

资料来源：Wind。

算数据统计，2016 年末开立信用证券账户的投资者数约为 424.89 万户，较 2015 年末开立信用证券账户的投资者数 397.69 万户增长了 6.84%。

相对于 2015 年，2016 年“两融”账户开户数明显平稳放缓，每月新增投资者数均不足 4 万户、每月增长率均不高于 1%，其中最低为 2 月，新增投资者数仅为 1.23 万户、增长率仅为 0.26%；12 月略有反弹，但也仅为 0.82%，显示出融资融券开户数趋于稳定（见图分 4－3）。



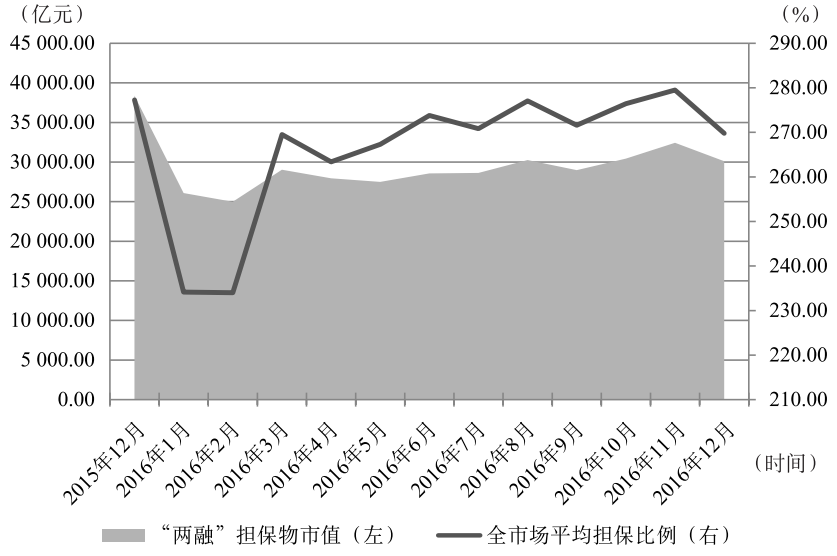

**图分 4－3　2016 年融资融券新增开户增长率**

资料来源：中国证券登记结算有限责任公司、Wind。

### 四、融资融券市场担保物及担保比例

中证金融公司数据显示，融资融券客户的担保物总价值伴随着2016年初的两次熔断，从2015年底的38 384.90亿元降至2016年2月的24 986.40亿元，其后随市场的逐步企稳一直在3万亿元附近上下震荡，2016年11月期末担保物的总价值逐步回升至2016年最高32 434.57亿元。

2016年，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一致，从年初的277.30%降至2月的234.02%，随后下降，一直稳定在270%附近（见图分4－4）。




**图分4－4　融资融券市场担保物及担保比例**

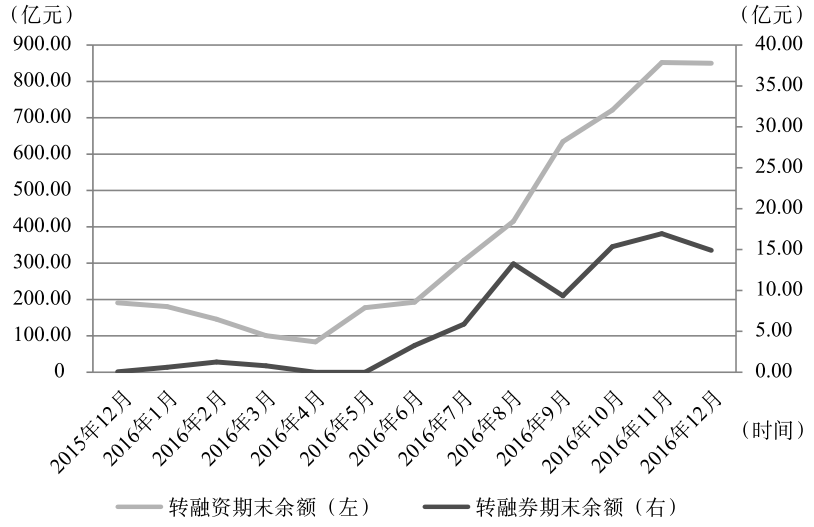
资料来源：中国证券金融股份有限公司。

## 第二节　2016年中国融资融券业务发展的重大进展

市场经历了2015年异常波动，监管部门和自律组织出台了一系列政策以维护市场稳定，融资融券等杠杆交易得到了进一步规范。随着这些政策措施的稳步落实，2016年融资融券业务自年初两次熔断之后平稳发展，转融通业务稳步恢复，沪、深证券交易所再次修订了融资融券交易细则，“两融”标的再次扩容，投资者适当性管理进一步加强，证券公司风险管理水平得到进一步提升。

## 一、转融通业务稳步恢复

2015 年下半年至 2016 年初，转融通业务逐渐收缩，2016 年 4 月底，转融资余额降至 100 亿元以下，转融券余额降至 0。2016 年 5 月以来，随着市场逐步趋稳，转融通业务规模逐渐回升，截至 2016 年底，转融资余额为 849.93 亿元，转融券余额为 14.90 亿元（见图分 4 - 5）。




**图分 4 - 5　2016 年转融资、转融券余额变化**

资料来源：Wind。

## 二、融资融券相关规则修订、标的再度扩容

自 2015 年 7 月中国证监会修订发布《证券公司融资融券管理办法》，沪、深证券交易所在股市波动期间也多次对《融资融券交易实施细则》进行修订。2016 年市场在逐步落实 2015 年先后发布的新规则。2016 年 12 月 2 日，沪、深证券交易所联合发布公告——《上交所、深交所调整融资融券可充抵保证金证券要求，同步扩大标的股票范围》，对《融资融券交易实施细则》进行了修订，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。同时，沪、深证券交易所还同步扩大了融资融券标的股票范围，将标的股票数量由现有的 873 只扩大到 950 只，其中，上海证券交易所的标的股票由 485 只增加至 525 只，深圳证券交易所的标的股票由 388 只增加至 425 只。此次折算率调整，可提高融资融券担保物质量，进一步降低融资融券业务风险，有利于引导投资者理性投资、价值投资，进一步促进融资融券业务和资本市场健康稳定发展。

此前，证券交易所已对标的股票 4 次扩大范围，本次扩大范围增加标的股票 77 只，新

增的标的股票主要为市盈率较低、流通市值较大、交易较为活跃和市场表现较为稳定的股票。此次标的股票范围的扩大，将进一步拓宽标的股票的覆盖面，满足投资者多样化投资需求。

同时，上海、深圳证券交易所将建立标的证券定期评估调整机制，每季度末对标的证券进行一次双向调整，及时剔除不符合条件的标的证券，并调入符合条件的优质证券，维持标的证券数量的稳定性，同时有效优化标的证券结构，便于投资者控制风险。

### 三、投资者适当性管理有所增强、风险进一步控制

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就是向不符合条件的客户融资融券。在经历了 2015 年的股市异常波动和 2016 年初的两次熔断后，在监管部门的严格政策规范下，2016 年证券公司进一步加强融资融券客户适当性管理，鲜有为不符合规定的投资者开立信用账户，各家证券公司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、调整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。

此外，2016 年各证券公司陆续强化了融资融券风险控制措施，通过对持仓集中度控制、规范化担保证券调整、差异化担保证券折算率，融资融券业务风险得到进一步控制。

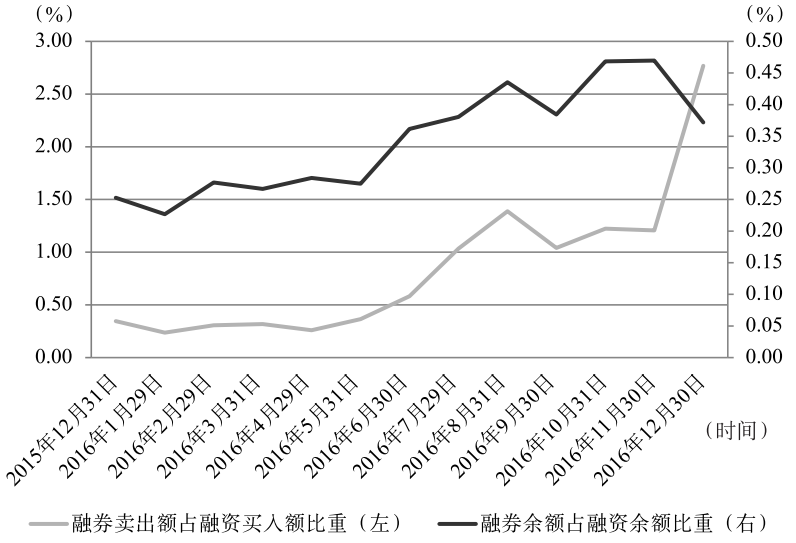
## 第三节　2016 年中国融资融券业务面临的问题

### 一、融资融券业务发展不平衡

2016 年融券业务逐步恢复，仍然发展缓慢。融券余额占融资余额比重由 2015 年末的 0.25% 上升到 2016 年底的 0.37%，融券卖出额占融资买入额比重由 2015 年末的 0.35% 上升到 2016 年底的 2.77%。但整体而言，融资融券业务发展仍然不够均衡（见图分 4－6）。

### 二、投资者结构有待进一步优化

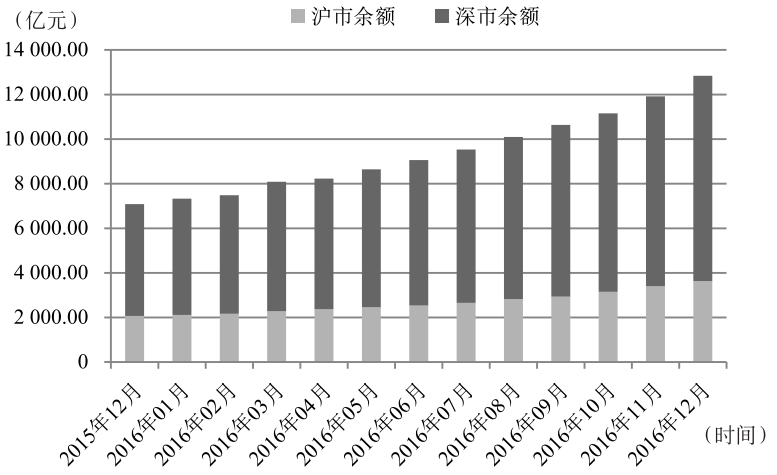
2016 年随着市场的逐步稳定以及整体交易量的下降，融资融券信用账户增加率相对于 2015 年大幅降低，相比而言，机构客户开立信用账户的投资者数量有了较大增长（2015 年末的信用账户中机构客户数量为 7 683 万户，2016 年末该数据为 10 243 万户，增加了 33.32%），而且开立信用账户的投资者中机构占比也从 2016 年初的 0.19% 增长到 2016 年末




**图分 4－6　融资业务和融券业务比较**

资料来源：Wind。

的 0.24%（见图分 4－7）。然而，对比普通账户中机构客户的占比而言[①]，信用账户中机构占比仍然不高，融资融券作为一种较为专业的交易方式，机构的参与度仍然有待提高，融资融券投资者的结构还有待进一步优化。




**图分 4－7　2016 年机构信用账户及占比**

资料来源：中国证券登记结算有限责任公司。

① 根据中国结算数据显示，2015 年 12 月期末全市场普通账户中机构（非自然人）占比为 0.2872%，2016 年 12 月期末该数据为 0.2769%。

### 三、融券业务发展缓慢，场外变相融券频现

虽然 2015 年 4 月 17 日中国证券业协会、中国证券投资基金业协会与沪、深证券交易所联合发出《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作了相关规定，但是，由于监管、交易成本以及券源等问题，融券业务仍然发展缓慢，公募基金、证券公司资产管理计划等专业机构投资者参与出借的比例仍然很低。目前融券券源主要以自有券源为主、转融券借入为辅。证券公司为了发展融券业务，一般需持有大量未对冲融券券源，与融券资本中介业务的定位相背离，无法满足融券客户在券源种类数量以及期限方面的多样化要求。另一方面，在 2016 年期间，有关非信用账户内的“融券”方式——“T+0”地下工厂的报道却屡次曝光，这种场外民间“融券”业务的野蛮增长说明融券供需两旺，而受限制下的正规渠道无法满足。

### 四、融资融券业务纠纷增多

市场经历 2015 年大起大落以及 2016 年初的两次熔断，在 2015 年和 2016 年期间有大量客户被要求追加保证金和强制平仓，客户对追保、平仓的处理过程和结果产生一些争议和纠纷，2016 年证券公司由于融资融券业务被客户起诉或投诉的事件也有所增加。

## 第四节　2017 年中国融资融券业务的发展前景

### 一、融资融券稳步发展

市场经历了 2015 年的大起大落以及 2016 年的两次熔断，投资者对待杠杆工具有了更加理性的认识，运用起来会更加谨慎，而融资融券法律法规逐步完善和落实，证券公司的风险管理水平也得到不断提高。预计 2017 年市场将逐步回归理性，融资融券余额将稳步增加，余额波动也会相应降低。

### 二、业务风险控制逐步增强

经过 2015 年和 2016 年的经验和教训，证券公司将在融资融券业务风险控制能力上更进一步，通过折算率、保证金比例、集中度控制等多种方式科学合理地管理业务风险。预计 2017 年整个行业的风险控制水平会得到极大的提升，融资融券业务风险事件发生概率将逐

# 第二章

# 2016 年中国证券公司其他融资类业务发展回顾与 2017 年前景展望

## 第一节　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”）业务于 2011 年 10 月 31 日由上交所正式推出，之后深交所于 2013 年 1 月 14 日上线该业务。截至 2016 年 12 月 31 日，共 79 家证券公司开通了约定购回业务权限并发生交易。

2016 年约定购回业务市场规模基本维持在 50 亿元左右水平。根据沪、深证券交易所专项统计数据，截至 2016 年 12 月 31 日，两市待购回初始交易金额 50.18 亿元，同比减少 10.39%。2016 年全年初始交易合计 3 643 笔，同比减少 72.13%；初始交易金额合计 68.95 亿元，同比减少 44.32%。2016 年全年购回交易合计 4 263 笔，同比减少 71.82%；购回交易金额合计 78.50 亿元，同比减少 54.95%。

自业务上线至 2016 年 12 月 31 日，沪、深两市初始交易金额累计 902.26 亿元，其中沪市占 55.27%，深市占 44.73%；发生购回的初始交易金额累计 852.08 亿元，沪市占 55.72%，深市占 44.28%；待购回初始交易金额 50.18 亿元，沪市占 47.59%，深市占 52.41%；履约保障比例沪、深两市合并统计为 225.51%，其中沪市为 212.98%，深市为 236.88%（履约保障比例 = 标的证券市值 ÷ 待购回初始交易金额）（见表分 4 – 1）。

自 2013 年 6 月股票质押回购业务推出后，约定购回业务规模持续下降，2016 年延续之前三年的下降趋势，但存续规模逐渐企稳，2016 年市场规模始终维持在 50 亿元左右水平。

### 二、股票质押式回购交易

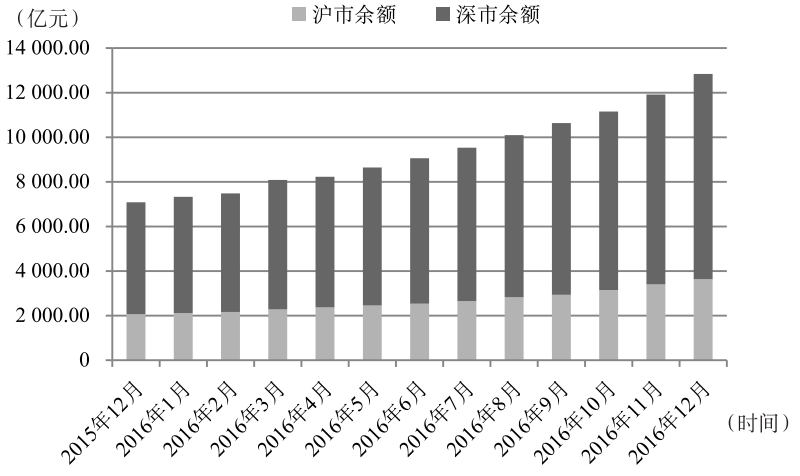
2013 年 6 月 24 日，股票质押式回购交易（以下简称“股票质押回购”）业务同时在沪、

表分 4－1　　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（%） | |
| 初始交易金额累计值 | 498.66 | 55.27 | 403.60 | 44.73 | 902.26 |
| 发生购回的初始交易金额累计值 | 474.78 | 55.72 | 377.30 | 44.28 | 852.08 |
| 待购回初始交易金额 | 23.88 | 47.59 | 26.30 | 52.41 | 50.18 |
| 标的证券市值 | 50.86 | 44.95 | 62.30 | 55.05 | 113.16 |
| 履约保障比例（%） | 212.98 | | 236.88 | | 225.51 |

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所（截至 2016 年 12 月 31 日）。

深证券交易所正式上线。根据沪、深证券交易所专项统计数据，2015 年末，两市存续规模约 7 086.69 亿元；2016 年末，两市存续规模约 12 840.01 亿元，增幅 81.18%。2016 年全年初始交易金额合计 13 658.02 亿元，同比增长 8.85%。2016 年全年购回交易金额 7 904.70 亿元，同比减少 10.53%（见图分 4－8）。




**图分 4－8　股票质押回购业务逐月月末待购回金额**

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所。

截至 2016 年 12 月 31 日，共 95 家证券公司开通了股票质押回购业务权限并发生交易。沪、深两市初始交易金额累计 31 060.40 亿元，其中沪市占 33.56%，深市占 66.44%；发生购回的初始交易金额累计 18 220.39 亿元，沪市占 37.27%，深市占 62.73%；待购回初始交易金额 12 840.01 亿元，沪市占 28.30%，深市占 71.70%；履约保障比例沪、深两市合并统计为 239.38%，其中沪市为 220.84%，深市为 246.69%（见表分 4－2）。

标的证券股份性质方面，质押标的证券为流通股的待购回初始交易金额为 6 917.63 亿元，占比 53.88%；质押标的证券为限售股的待购回初始交易金额为 5 922.38 亿元，占比

表分 4－2　　沪、深两市股票质押回购交易规模

| | 沪市 | | 深市 | | 沪、深两市（亿元） |
|---|---|---|---|---|---|
| | 金额（亿元） | 占比（%） | 金额（亿元） | 占比（%） | |
| 初始交易金额累计值 | 10 423.60 | 33.56 | 20 636.80 | 66.44 | 31 060.40 |
| 发生购回的初始交易金额累计值 | 6 789.89 | 37.27 | 11 430.50 | 62.73 | 18 220.39 |
| 待购回初始交易金额 | 3 633.71 | 28.30 | 9 206.30 | 71.70 | 12 840.01 |
| 标的证券市值 | 8 024.67 | 26.11 | 22 711.20 | 73.89 | 30 735.87 |
| 履约保障比例（%） | 220.84 | | 246.69 | | 239.38 |

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所（截至 2016 年 12 月 31 日）。

46.12%。沪、深两市流通股待购回初始交易金额 6 917.63 亿元中，沪市占 30.26%，深市占 69.74%；沪、深两市限售股待购回初始交易金额 5 922.38 亿元中，沪市占 26.01%，深市占 73.99%。沪市待购回初始交易金额 3 633.71 亿元中，流通股占 57.61%，限售股占 42.39%；深市待购回初始交易金额 9 206.30 亿元中，流通股占 52.40%，限售股占 47.60%（见表分 4－3）。

表分 4－3　　沪、深两市不同类型股份待购回初始交易金额

| | 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 | 2 093.53 | 30.26 | 4 824.10 | 69.74 | 6 917.63 |
| 限售股* | 1 540.18 | 26.01 | 4 382.20 | 73.99 | 5 922.38 |
| 合计 | 3 633.71 | 28.30 | 9 206.30 | 71.70 | 12 840.01 |

* 本文关于“限售股”的统计，如未作特殊说明，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 2016 年 12 月 31 日）。

资金融出方类别方面，证券公司自有资金出资的待购回初始交易金额为 5 950.30 亿元，占比 46.34%；证券公司资产管理计划出资的待购回初始交易金额为 6 889.71 亿元，占比 53.66%。沪、深两市证券公司自有资金待购回初始交易金额 5 950.30 亿元中，沪市占 19.86%，深市占 80.14%；沪、深两市证券公司资产管理计划待购回金额 6 889.71 亿元中，沪市占 35.59%，深市占 64.41%。沪市待购回初始交易金额，证券公司自有资金占比 32.51%，证券公司资产管理计划占比 67.49%；深市待购回初始交易金额，证券公司自有资金占比 51.80%，资产管理计划占比 48.20%（见表分 4－4）。

表分 4－4　　沪、深两市不同出资方的待购回初始交易金额

| | 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 | 1 181.43 | 19.86 | 4 768.86 | 80.14 | 5 950.30 |
| 资产管理产品 | 2 452.28 | 35.59 | 4 437.44 | 64.41 | 6 889.71 |
| 合计 | 3 633.71 | 28.30 | 9 206.30 | 71.70 | 12 840.01 |

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所（截至 2016 年 12 月 31 日）。

### 三、收益互换/跨境收益互换

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 2016 年底，开展该项业务的试点公司 28 家，在中证报价系统开展业务的公司 39 家，历史累计交易笔数达到 59 203 笔，较 2015 年底增加 34%；历史累计合约初始名义本金已达到 11 574.18 亿元，较 2015 年底增加 21%。2016 年全年累计新增初始名义本金 1 997.71 亿元，较 2015 年全年 5 455.80 亿元降低 63%（见表分 4－5）。

**表分 4－5　　证券公司开展收益互换/跨境收益互换情况统计**

| 统计时间 | 初始交易笔数（笔） | 初始名义本金额（亿元） |
|---|---|---|
| 2013 年末 | 548 | 166.39 |
| 2014 年末 | 5 822 | 4 120.67 |
| 2015 年末 | 44 069 | 9 576.47 |
| 2016 年末 | 59 203 | 11 574.18 |

资料来源：中证机构间报价系统股份有限公司（截至 2016 年 12 月 31 日）。

2015 年末，中国证监会要求证券公司不得通过场外衍生品业务向客户融出资金，供其进行沪、深证券交易所上市股票及新三板挂牌股票交易。受此影响，2016 年融资类收益互换业务在不得新增和不得展期等具体要求下，存续规模快速下降。收益互换和跨境收益互换业务整体规模的增长，主要源于收益互换业务的转型以及非融资型收益互换业务的增长。收益互换和跨境收益互换，已成为证券公司场外衍生品业务的重要组成部分。

## 第二节　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

随着 2013 年 6 月股票质押回购业务的推出，约定购回业务存续规模逐步下降，从 2013 年下半年 280 亿元左右的存续余额，降至 2014 年末的 109 亿元，2015 年进一步下降至 60 亿元以下，2016 年全年稳定在 50 亿元左右水平，仅占同期股票质押回购业务的 0.4%。在业务发展中，面临的问题主要有监管政策与交易规则两大类。

#### （一）监管政策

因标的证券过户的交易规则，上市公司持股比例 5% 以上股东及董、监、高受限于其股东身份在买卖股票时的交易限制，较难参与约定购回业务。同时，约定购回业务过户的标的

证券，需纳入证券公司权益类证券进行规模和集中度指标控制，相关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%，此要求使得证券公司在约定购回与其他自营业务之间面临取舍，在一定程度上限制了约定购回业务的发展。

### （二）交易规则

相对于股票质押回购业务T+0交收、最长融资期限为3年、允许部分购回、违约处置支持电子化申报的便利特点，约定购回业务存在T+1日交收效率不足、融资期限最长为1年、不支持对一笔交易的分次部分购回、违约处置不支持电子化申报的特征，业务规则有待进一步改善。此外，约定购回交易的标的证券占用了证券公司权益类持仓的规模和集中度，但却不能被证券公司使用，如何修订业务规则、有效利用交易存续期间证券公司约定购回专用账户中持有的标的证券，将对该项业务未来的发展有很大影响。

## 二、股票质押式回购交易

2016年，股票质押回购业务规模继续保持快速增长，2016年底市场存续余额达到12 840.01亿元，较2015年末增长81.18%。在业务发展过程中，仍面临以下问题。

### （一）交易类型不够完善

2015年，深圳证券交易所推出“部分购回”交易指令，支持融入方在待购回期间进行场内部分还款；而上海证券交易所一直未推出该指令。此外，目前沪、深证券交易所都未推出“卖券还款”交易指令，对于有意通过减持股份来还款的融入方，无法灵活操作，同时增加融入方资金占用，即需要融入方自行备资完成质押交易购回解质押后再自行卖出股份。“卖券还款”需与违约处置区别对待，避免影响融入方征信记录。

### （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，但由于融资方多为控股股东、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）业务竞争程度高，市场整体风险偏好有所提升，给交易的安全性带来潜在压力

2016年以来，随着市场竞争的加剧，业务整体履约保障比例呈下降趋势。2016年3月末上证指数3003.92点，业务履约整体保障比例295%。2016年12月末上证指数收于3103.64点，较3月末上涨3.32%，而业务整体履约保障比例降至239%，同期降幅达

19%。在未来发生极端不利情况的市场行情下，整体业务将面临更大的补仓压力和平仓风险。对于超过万亿元融资余额的市场规模，如今已发生股东违约、股份被司法冻结的个案。如何在业务竞争的同时兼顾控制业务风险的各项措施，证券公司需要提前做好处置预案。在股份司法冻结和处置过程中，各市场主体应从中吸取经验，在未来开展业务时采取更妥善的风险管理措施（见图分 4 -9）。

**图分 4 -9　股票质押回购市场整体保障比例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。

## （四）业务存在潜在的通道化趋势

相较于银行而言，证券公司在股份存管和处置方面有天然优势，更擅长识别和管理股票质押回购业务的风险。而银行资金具有成本优势，伴随着自 2015 年第 4 季度开始的“资产荒”，银行资金 2016 年大举进入股票质押回购市场，通过证券公司资产管理计划满足融资方资金需求，同时业务竞争使得股票质押回购融入方资金利率水平有较大幅度下降，证券公司自有资金在股票质押回购业务的“利差收入”有所下降。2016 年末全市场股票质押回购存续余额中，证券公司自有资金占比 46.34%，较上年末下降 6.09 个百分点；证券公司作为通道为银行等其他机构资金进入股票质押回购市场的业务占比已升至 53.66%。此外，证券公司通过自有资金开展股票质押回购业务，其规模还将受到公司净资本规模及各类风险管理指标的约束。按现有业务模式，未来证券公司股票质押回购业务存在收益下降并倾向于通道化的趋势。

## 三、收益互换/跨境收益互换

目前，融资类收益互换和跨境收益互换的存续规模较小，收益互换和跨境收益互换业务

已发生转型。按监管环境和未来趋势来看，证券公司开展收益互换/跨境收益互换业务，在交易对手、监管制度等方面面临问题。

### （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。但从国内市场现状看，以保险公司、公募基金、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，专业金融机构的衍生品市场参与程度有待进一步提高。具体而言，存在以下几方面问题。

1. 公募基金产品参与场外衍生品交易缺乏明确的业务规范，导致市场主体多处于观望阶段，业务需求无法有效满足。公募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，可实现基金产品的特定投资目标，丰富公募基金进行投资管理和风险管理的工具。

2. 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。

3. 信托公司存在大量参与收益互换/跨境收益互换的需求，但是目前信托公司在获得中国银监会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）监管制度仍不够完善

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了监管合规的风险。由于衍生品交易涉及交易定价与执行、交易系统、履约、信用管理等，具备一定人员团队、技术系统、公司业务流程制度、风险管理能力的证券公司才能够开展场外衍生品业务。如能区分交易商（做市商）和一般客户，则收益互换将较难被利用为制度套利的工具。