两融风险可控

2021 年 03 月 15 日

——策略联合非银专题

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

证券分析师 胡翔
执业证号：S0600516110001
021-60199793
hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽
执业证号：S0600520090004
zhujieyu@dwzq.com.cn

报告要点：

■ ①两融规模已达近 5 年高点，主要分布于金融、消费、科技行业。②上证综指 3200-3400 区间两融风险缓解，质押风险相对可控。③行业来看，综合金融、有色、农林牧渔等融资规模占比较高；基础化工、传媒、医药高股票质押风险公司相对较多。④两融余额中枢逐步抬升，整体风险保持可控。

正文摘要

■ **融资余额变动与上证综指走势高度相关，目前分布在非银、医药、电子行业的融资规模最大。**融资余额自 2019 年 2 月以来逐步回升，截止 3 月 9 日，A 股融资余额 1.52 万亿左右，为近 5 年来的高点，但距离上轮牛市巅峰 2015 年 6 月 2.2 万亿的规模仍有一段差距。融资余额变动和上证指数表现出较为明显的正相关关系，2019 年以来伴随融资余额的增加，上证指数也持续上行；2020 年 7 月市场大涨期间，周度新增融资规模达到近年来的绝对高点。分行业看，融资业务主要分布在消费、科技、金融行业，其中非银行金融、医药和电子目前融资余额规模最大，达到 1200 亿以上，纺织服装、消费者服务、煤炭融资余额相对较低。

■ **上证 3200-3400 区间两融风险缓解，质押风险相对可控。**两融角度，上证综指位于 3300-3400 区间内的融资买入规模总计超过 3 万亿，相对而言交易筹码最为集中；但此区间内的融资买入金额/A 股整体成交额占比均值 8.79%，较近期急跌的 3450-3600 区间 9.39%的比例有较为明显的下行，市场整体的两融风险有所缓解。股票质押角度，以近期上证指数的低点，即 3 月 9 日收盘价 3358 点为基准测算下跌幅度，若市场下跌 10%，股票质押强行平仓资金冲击处于 230-460 亿元之间，占近 30 个交易日 A 股自由流通市值的比例约 2.5%-4.8%，对市场整体冲击有限。

■ **两融角度，目前综合金融、有色、农林牧渔、通信、计算机等行业融资规模占比较高。**非银金融、有色金属、电子、计算机、电力设备及新能源的融资规模绝对值最高，而综合金融、有色金属、农林牧渔、通信、计算机的两融余额占自由流通市值的比相对更高，分别为 9.08%、6.29%、6.22%、6.02%、5.91%。个股方面，濮阳惠成、东方创业和北方稀土融资余额自由流通市值占比最高，分别为 33.78%、22.71%和 21.71%。

■ **股票质押角度，整体规模持续压降，风险相对可控，基础化工、传媒、医药高股票质押风险公司相对较多。**2021 年 3 月 5 日 A 股质押总比例，总股数，质押公司数量较去年同期同比下降 31.25%、16%、16.16%，呈现明显下降趋势；质押总市值较去年同期同比下降 14.58%，也呈现波动下降趋势。个股层面关注控股股东高比例质押的公司，其中基础化工、传媒等行业需重点关注。据中证登数据，全市场第一大股东质押比例超过 80%的公司共有 344 家，其中基础化工、传媒、医药分别占比 9.0%、8.7%、7.3%，平均市盈率约为 19 倍。

■ **随两融标的扩容及权益市场景气，两融余额中枢逐步抬升，整体风险保持可控。**1）在经过高速发展与回落，我们两融业务已进入稳定发展期。2）两融新规落地，业务发展进入新台阶。3）政策+市场推动两融规模中枢抬升，风险整体可控，券商纷纷发力。

■ **风险提示：**宏观经济不及预期；历史经验不代表未来；预测与实际存在偏差。

相关研究

1、《东吴策略·行业风火轮——IPO 排队序列中的绩优生-次新股系列（2）》2021-03-12
2、《东吴策略·资金分化明显，市场无一致风格——市场温度计》2021-03-09
3、《东吴碳中和系列报告（三）：碳中和的机遇与风险》2021-03-08
4、《策略专题 20210305：美国财政泄洪，哪几点影响全球市场？》2021-03-05
5、《东吴策略·节后外资买了什么、卖了什么？——行业风火轮》2021-03-05

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 两融规模已处于近年来高点，主要分布于消费、科技、金融业 4
2. 市场回撤下，两融负反馈影响相对可控 5
2.1. 总量层面：上证 3200-3400 区间两融风险缓解，质押风险相对可控 5
2.2. 行业层面：综合金融、有色两融占比高，化工、传媒质押比例较高 8
3. 两融余额中枢抬升，整体风险可控 11
4. 风险提示 13

图表目录

图 1：非银、医药、电子、计算机融资余额规模较高 4
图 2：目前融资余额已经处于相对高位 5
图 3：融资余额 2019 年 2 月以来持续提升 5
图 4：2010 年以来两融及交易额走势图 5
图 5：2010 年以来两融余额与指数走势图 6
图 6：2010 年以来两融、指数与交易额回撤率走势图 6
图 7：上证综指 3300-3400 范围内两融交易筹码相对集中 7
图 8：上证综指 3300-3400 范围内融资买入/A 股整体成交额的比例较前期明显降低 7
图 9：融资规模占比较高的行业 2015-2016 大跌期间跌幅更大 8
图 10：融资规模占比较高的行业 2018 年市场大跌期间跌幅更大 9
图 11：各行业目前融资余额占自由流通市值比例 9
图 12：A 股融资余额绝对值 TOP10 10
图 13：A 股融资余额占比 TOP10 10
图 14：A 股个股总质押比例的区间分布 10
图 15：第一大股东质押率超过 80%的公司行业分布 11
图 16：第一大股东质押率 100%公司中质押占比 TOP20 11

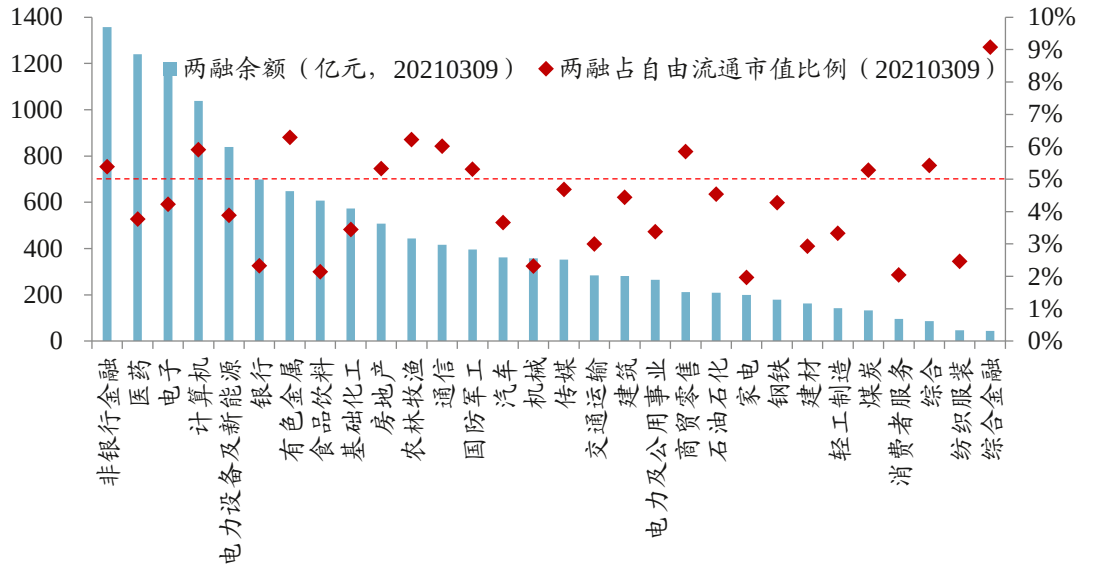
表 1：市场下跌情况下，平仓资金预测 8
表 2：国内融资融券调整政策 12
表 3：信用持仓担保比例要求 13

目前 A 股市场整体融资余额达到 1.5 万亿左右，为近 5 年来的高点。A 股市场节后以来持续调整，引发市场对于两融业务风险进一步发酵的担忧。我们对市场回撤下，两融业务可能带来的负反馈效应，以及 2019 年新规后两融业务的发展趋势进行分析。

1. 两融规模已处于近年来高点，主要分布于消费、科技、金融业

融资余额变动与上证综指走势高度相关，目前分布在非银、医药、电子行业的融资规模最大。融资余额自 2019 年 2 月以来逐步回升，截止 3 月 9 日，A 股融资余额 1.52 万亿左右，为近 5 年来的高点，但距离上轮牛市巅峰 2015 年 6 月 2.2 万亿的规模仍有一段差距。融资余额变动和上证指数表现出较为明显的正相关关系，2019 年以来伴随融资余额的增加，上证指数也持续上行；2020 年 7 月市场大涨期间，周度新增融资规模达到近年来的绝对高点。分行业看，融资业务主要分布在消费、科技、金融行业，其中非银行金融、医药和电子目前融资余额规模最大，达到 1200 亿以上；综合金融、有色金属、农林牧渔两融余额占自由流通市值的比相对更高，分别为 9.08%、6.29%、6.22%。

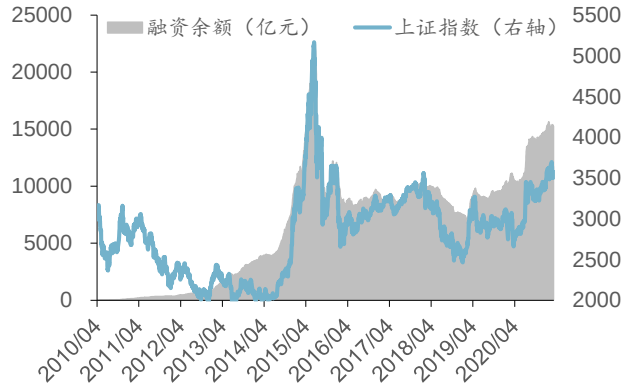
图 1：非银、医药、电子、计算机融资余额规模较高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

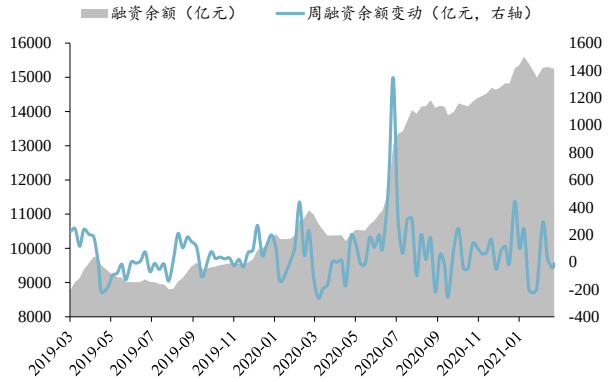
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 2：目前融资余额已经处于相对高位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：融资余额 2019 年 2 月以来持续提升



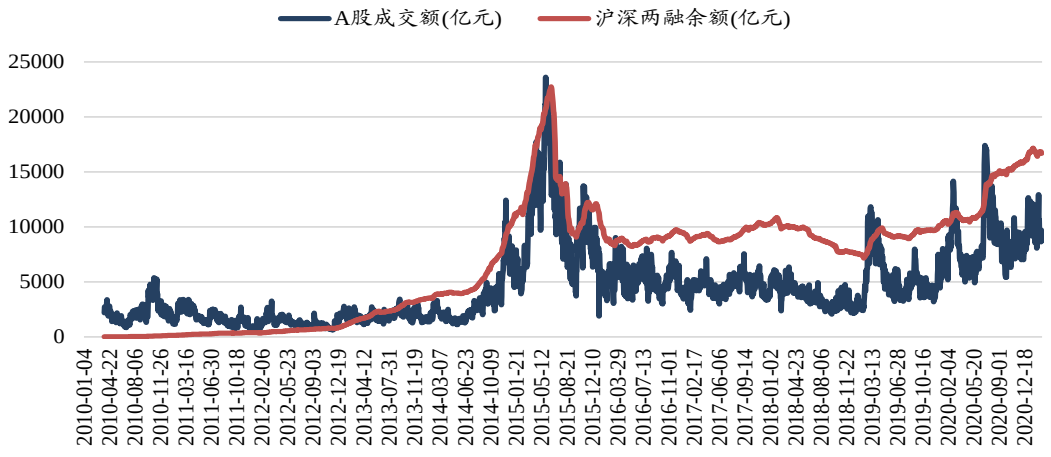
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 市场回撤下，两融负反馈影响相对可控

2.1. 总量层面：上证 3200-3400 区间两融风险缓解，质押风险相对可控

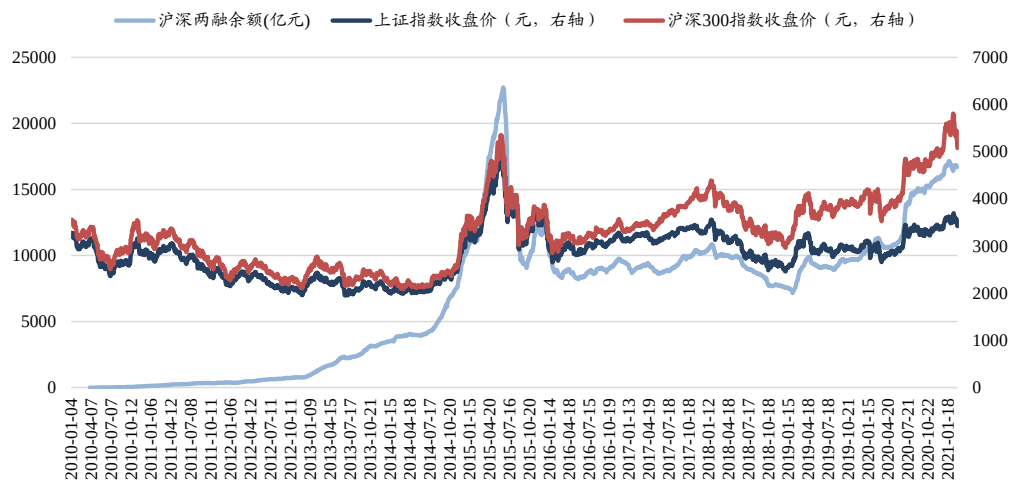
两融余额与 A 股成交额、指数走势呈现相似趋势，2021 年以来市场回撤时，成交额回落弹性明显高于两融。2015 年 7 月前，两融回撤率（指某一时点值占最高点值的比例）小于指数回撤率，即两融规模的上涨速度快于指数；2015 年 7 月后，两融回撤率则长时间高于指数回撤率，此时两融下跌速度要高于指数，上涨速率相对较慢；2021 年以来，两融回撤率逐渐降低至指数以下，趋势开始反转。A 股成交额回撤率长时间在指数与两融之上，即下跌趋势中，成交额的回落弹性较两融余额更大。

图 4：2010 年以来两融及交易额走势图



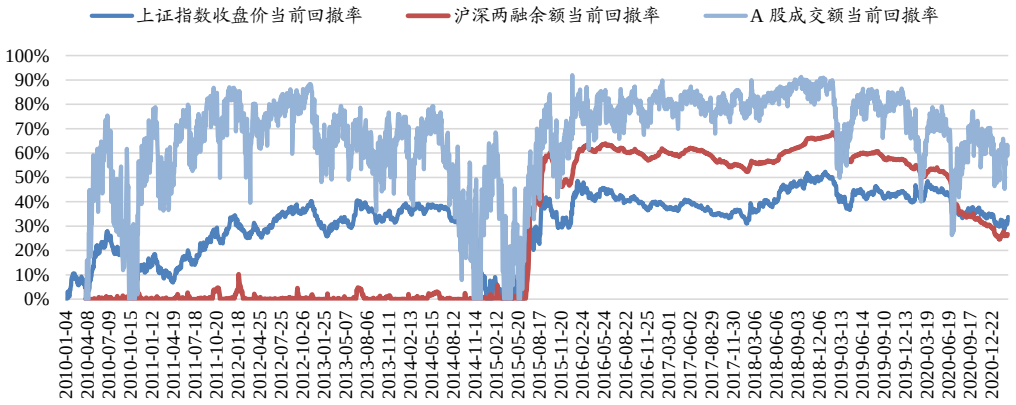
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：2010 年以来两融余额与指数走势图



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2010 年以来两融、指数与交易额回撤率走势图

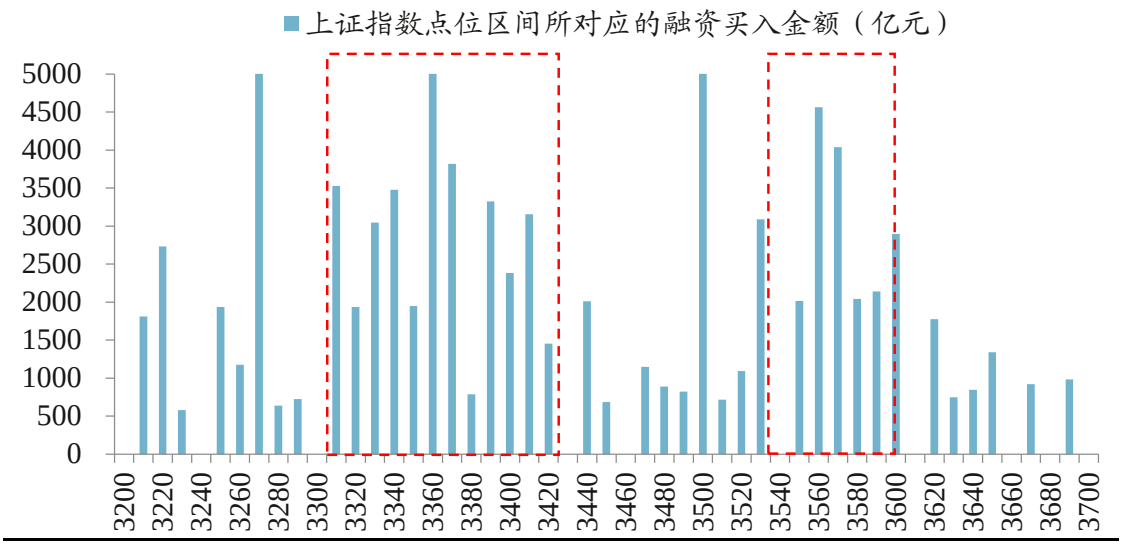


数据来源：Wind，东吴证券研究所（回撤率：指某一时点值占最高点值的比例）

上证综指位于 3200-3400 区间内的融资买入/A 股成交额较 3450-3600 区间明显下行，融资风险有所缓解。一般而言，券商的两融期限为 180 天。我们统计 2020/9/8 以来的融资买入额的日度数据，以当天上证综指收盘价近似作为当天融资交易所对应的点位，从而观察在哪些点位区间中的成交筹码最为密集。从统计结果来看，上证综指位于 3300-3400 区间内的融资买入规模总计超过 3 万亿，相对而言交易筹码最为集中；但此区间内的融资买入金额/A 股整体成交额占比均值 8.79%，较近期急跌的 3450-3600 区间 9.39%的比例有较为明显的下行，市场整体的两融风险有所缓解。

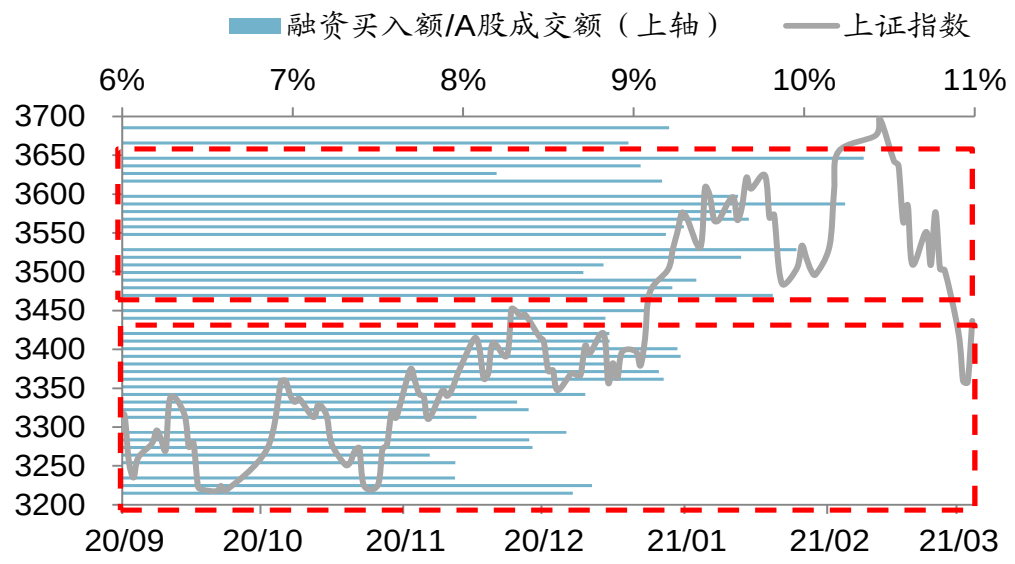
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 7：上证综指 3300-3400 范围内两融交易筹码相对集中



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：上证综指 3300-3400 范围内融资买入/A 股整体成交额的比例较前期明显降低



数据来源：Wind，东吴证券研究所

若市场下跌 10%，股票质押强行平仓资金占近 30 个交易日 A 股自由流通市值的比例约 2.5%-4.8%，对市场整体冲击有限。我们按证券统计未解押质押数据为样本（Wind 统计），假设：1）全市场质押比率 40%；2）质押整体平仓线为 120~140%；3）所有股东均无法补充质押导致强行平仓；4）市场进一步整体调整（以近期上证指数的低点，即 3 月 9 日收盘价 3358 点为基准测算下跌幅度）。测算结果：**市场继续下跌 10%&整体平仓线 120%情形下，预计强行平仓资金冲击约 235.14 亿元，占 A 股自由流通市值的 2.46%；悲观情况下冲击近 462.44 亿元，占自由流通市值比例 4.84%，对市场冲击风险**

可控。

表 1：市场下跌情况下，平仓资金预测

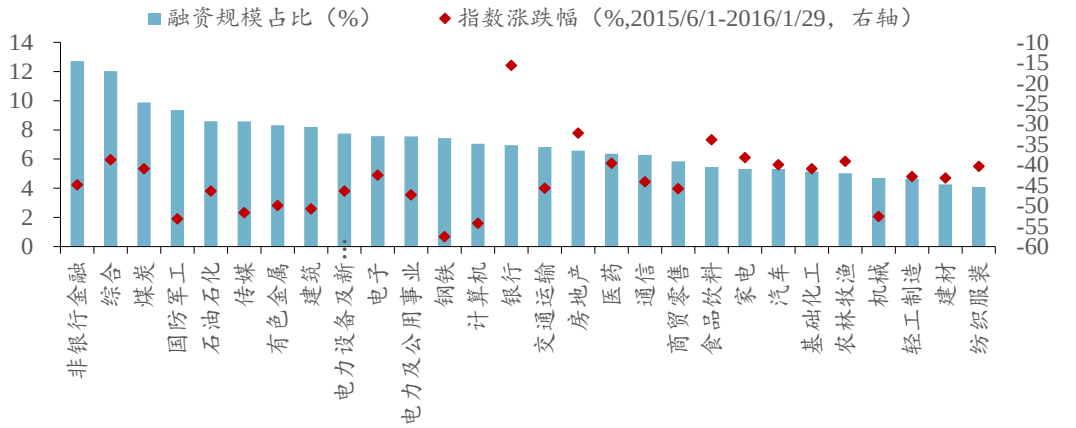
假设市场下跌	假设平仓线					
	120%		130%		140%	
	强行平仓资金（亿元）	强平资金/近 30 个交易日自由流通市值	强行平仓资金（亿元）	强平资金/近 30 个交易日自由流通市值	强行平仓资金（亿元）	强平资金/近 30 个交易日自由流通市值
10%	235.14	2.46%	242.72	2.54%	462.44	4.84%
20%	312.32	3.27%	312.32	3.27%	585.21	6.12%
30%	776.33	8.12%	1208.05	12.64%	1880.47	19.68%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

2.2. 行业层面：综合金融、有色两融占比高，化工、传媒质押比例较高

融资余额来看，目前综合金融、有色、农林牧渔、通信、计算机等行业融资规模占比较高。市场大幅回撤期间，融资规模占自由流通市值比例较高的行业相对而言跌幅更大。以 2015-2016 年和 2018 年两轮较长的熊市行情来看，融资规模占比排名前十的行业指数平均跌幅分别为 46%/33%，排名后十的行业指数平均跌幅则分别为 40%/27%。前十行业较后十行业跌幅基本高出 6 个百分点。目前来看，综合金融、有色金属、农林牧渔、通信、计算机的两融余额占自由流通市值的比相对更高，分别为 9.08%、6.29%、6.22%、6.02%、5.91%。个股方面，绿城水务、*ST 交昂、跃岭股份融资余额最高，分别为 264.50 亿、219.82 亿和 172.27 亿。濮阳惠成、东方创业和北方稀土融资余额自由流通市值占比最高，分别为 33.78%、22.71%和 21.71%。

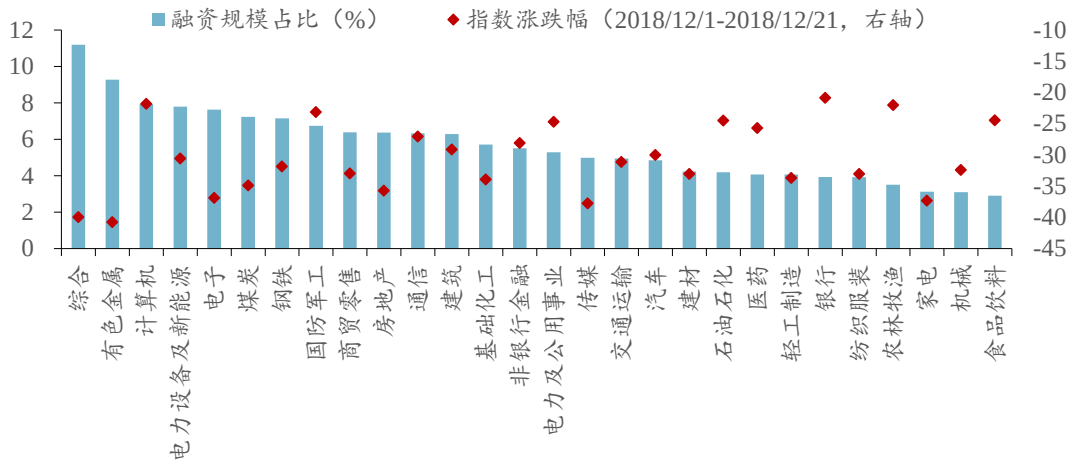
图 9：融资规模占比较高的行业 2015-2016 大跌期间跌幅更大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

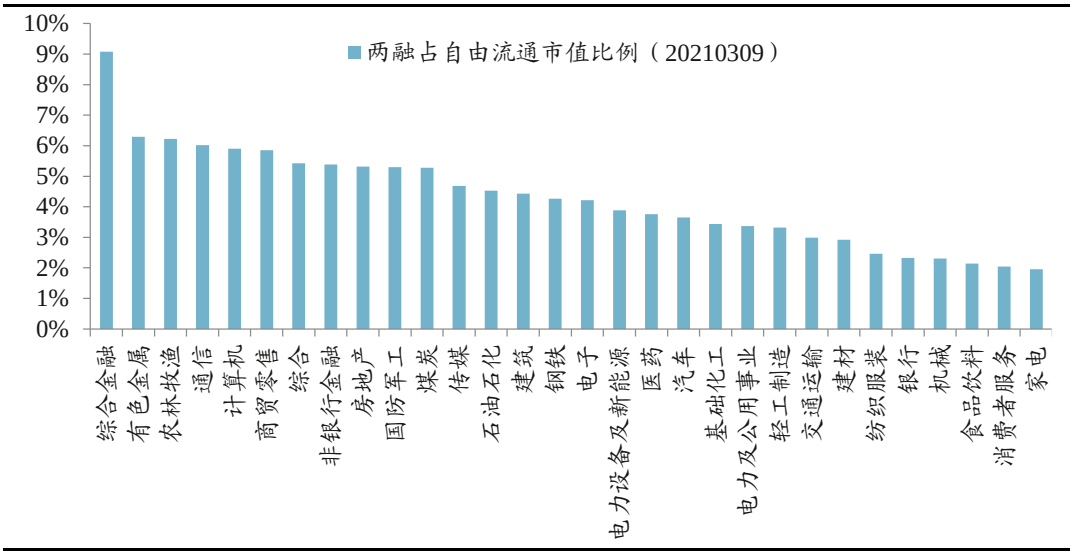
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 10：融资规模占比较高的行业 2018 年市场大跌期间跌幅更大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

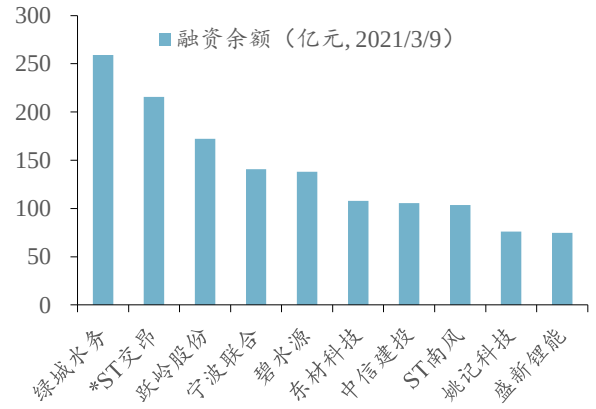
图 11：各行业目前融资余额占自由流通市值比例



数据来源：Wind，东吴证券研究所

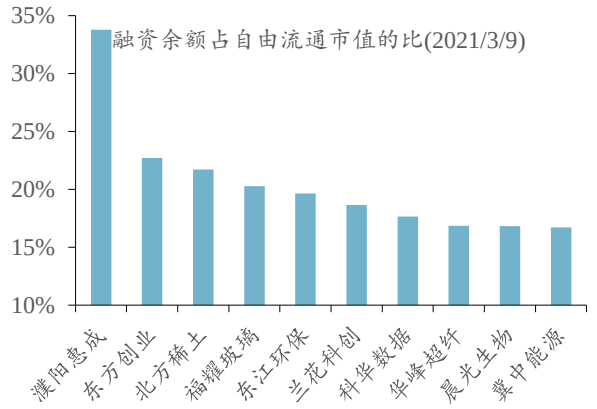
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 12：A 股融资余额绝对值 TOP10



数据来源：Wind，东吴证券研究所

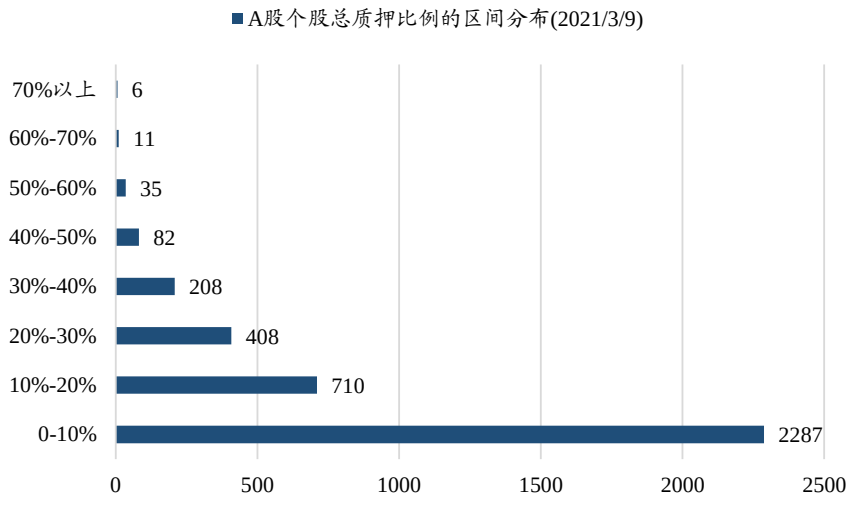
图 13：A 股融资余额占比 TOP10



数据来源：Wind，东吴证券研究所

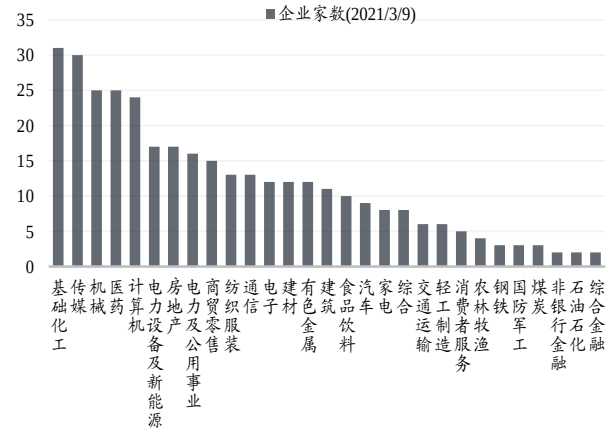
股票质押情况来看，整体规模持续压降，大部分公司的总质押比例低于 10%，整体风险可控。据 Wind 数据，截至 2021 年 3 月 9 日，市场质押股数 4762 亿股（较年初下降 2%），市值质押股数占总股本 6.66%（年初占比为 6.83%），市场质押市值为 42158 亿元（较年初下降 2%），大股东质押股数 5524 亿股（较年初下降 0.6%），大股东质押股数占总股本比 18.73%（年初占比 18.91%）。2021 年 3 月 5 日 A 股质押总比例，总股数，质押公司数量同比下降 31.25%、16%、16.16%，呈现明显下降趋势；质押总市值同比下降 14.58%，也呈现波动下降趋势。据中证登数据，截至 3 月 9 日，A 股 3749 只股票存在质押，其中总质押比例超过 50%的个股 52 只。个股层面关注控股股东高比例质押的公司，其中基础化工、传媒等行业需重点关注。据中证登数据，全市场第一大股东质押比例超过 80%的公司共有 344 家，其中基础化工、传媒、医药分别占比 9.0%、8.7%、7.3%，平均市盈率约为 19 倍。

图 14：A 股个股总质押比例的区间分布



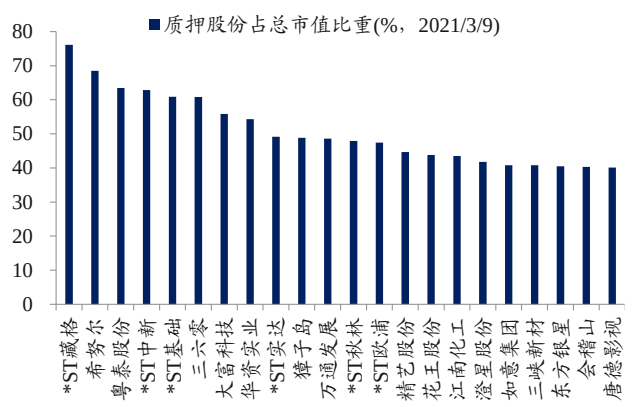
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15：第一大股东质押率超过 80%的公司行业分布



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：第一大股东质押率 100%公司中质押占比 TOP20



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 两融余额中枢抬升，整体风险可控

随两融标的扩容及权益市场景气，两融余额中枢逐步抬升，整体风险保持可控。1）在经过高速发展与回落，我们两融业务已进入稳定发展期。我国融资融券业务于 2010 年 3 月开始，2014 年~2015 年两融业务进入高速发展期，在市场行情带动下，融资融券市场关注度提升，2015 年 6 月 18 日两融余额快速攀升创下历史高点达到 22730 亿。随后 2015 年 7 月受市场行情波动影响，两融余额从高点大幅回落，信用账户增速放缓，融资融券相关制度法规进行针对性修订完善。随着法规的不断完善，目前两融业务已进入发展成熟期，经过多年发展已成为证券市场不可缺少的重要投资工具。2）两融新规落地，业务发展进入新台阶。2019 年 8 月两融新规正式实施，取消了两融交易最低维持担保比例统一限制（不得低于 130%），扩大担保物范围，标的扩容（950 只增加至 1600 只市场两融标的市值占总市值比重由约 70%涨至 80%以上，交易机制大幅度优化，激发市场活力。3）政策+市场推动两融规模中枢抬升，风险整体可控，券商纷纷发力。融资融券交易是指投资者向具有融资融券业务资格的证券公司提供担保物，借入资金买入证券（融资交易）或借入证券并卖出（融券交易）的行为。非专业机构投资者的证券账户及资金账户内的资产在申请权限开通前 20 个交易日日均不低于人民币 50 万元，从事证券交易经验满半年,信用额度需审批。证券公司可根据投资者信用账户的维持担保比例，设置相对应的持仓集中度上限值，限制信用账户内融资买入+担保品买入某只证券或某个板块证券的总规模，以此维持两融风险可控。当前多家券商纷纷发力发展两融业务，东方财富拟于近期发行 158 亿元可转债，用于补充东方财富证券的营运资金，其中不超过 140 亿元将用于扩大两融业务规模，以融资融券作为代表的信用交易业务整体发展向好，具有风险可控、收益稳定的特征，对于提高证券公司盈利水平、改善收入结构、丰富综合

请务必阅读正文之后的免责声明部分

金融服务品种、增加客户粘性具有重要意义。

表 2：国内融资融券调整政策

时间	标的调整	保证金	担保物	融资费率
2011.11.25	两融标的股增至 278 只	保证金不得低于 50%　融资/融券保证金比例 = 保证金/（融资买入（或卖出）证券数量×买入（或卖出）价格）×100%	客户维持担保比例不得低于 130%。	
2015.07.01		1.上证 180 指数成份股股票的折算率最高不超过 70%，其他 A 股股票折算率最高不超过 65%；2.交易型开放式指数基金折算率最高不超过 90%；3.证券公司现金管理产品、货币市场基金、国债折算率最高不超过 95%；4.被实施风险警示、暂停上市或进入退市整理期的 A 股股票、权证折算率为 0%；5.其他上市证券投资基金和债券折算率最高不超过 80%。	客户维持担保比例不得低于 130%。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）	
2015.11.13		投资者融资买入证券时，融资保证金比例不得低于 100%。		
2016.12.12	两融标的股增至 950 只	被实行风险警示、暂停上市或进入退市整理期的证券，静态市盈率在 300 倍以上或为负数的 A 股股票，以及权证的折算率为 0%		
2019.08.09	两融标的增至 1600 只		取消了最低维持担保比例不得低于 130%的统一限制，交由证券公司根据客户资信、担保品质量和公司风险承受能力，与客户自主约定最低维持担保比例。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。	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%。

数据来源：证监会、上交所，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 3：信用持仓担保比例要求

维持担保比例	单一证券持仓集中度要求	信用账户限制
维持担保比例≥240%	集中度≤100%	单票持仓集中度无限制，信用账户内可以做到满仓持有单一证券
180%≤维持担保比例＜240%	集中度≤70%	信用账户内买入单一证券市值占其信用账户的总资产的比例不得高于 70%
维持担保比例＜180%	集中度≤50%	信用账户内买入单一证券市值占其信用账户的总资产的比例不得高于 50%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

宏观经济不及预期；历史经验不代表未来；预测与实际存在偏差。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

