东兴证券 DONGXING SECURITIES

证券公司业绩增长点专题之一：政策推动多角度打开融券业务空间

2020 年 10 月 14 日

看好/维持

非银行金融 行业报告

分析师 刘嘉玮 电话：010-66554043 邮箱：liujw_yjs@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480519050001

投资摘要：

融券业务是证券公司信用业务的重要组成部分，融券业务通过融出证券盘活存量资金增强市场流动性，亦有效推动价格过高的证券回归合理估值区间，起到了市场“润滑剂”和“稳定器”的作用，借鉴海外经验，其发展亦是我国资本市场走向完善的必经之路。

政策松绑推动融券业务从供给端、需求端、交易机制三个角度得到改善。供给端，两融标的范围的扩大直接打开融券业务空间，同时新增公募基金等四类合格出借人，并通过分红持有期改善增加出借人的参与积极性，极大缓解供给不足的问题；需求端，优化担保机制刺激投资者需求提升；交易机制层面，科创板、创业板均采取 T+0 制度，大幅提升交易效率。近两年来，融券业务规模高速增长，特别是科创板两融结构已经接近成熟资本市场。

对标美国等成熟资本市场，我国融券市场规模、标的数量、投资者结构和定价机制上仍待扩充和完善。我国融券业务经历政策松绑后，机制上已经有所改善，但标的少、借出机构受限仍使得券源不足。同时，包括对冲基金在内的投资机构是美股重要的融券交易客户，但其在国内却鲜少参与融券交易。此外，主板融券业务的定价机制也有很大的调整空间。

科创板融券业务机制全方位超越主板，我们预期，当市场化约定申报的融券新机制逐步推广到主板等存量板块，势必将带来更大业务增量。在金融供给侧改革大趋势下，行业内竞争料将加剧，业务集中度或将会先下降后上升，中长期看头部券商仍更具优势。对标美国市场，**假设融券余额在 A 股流通市值中的比重提升至 0.5%，预计行业融券业务净收入将增长约 54.02 亿元。**

风险提示：宏观经济下行风险、市场风险、流动性风险、监管风险

目 录

1. 融券业务的发展是我国资本市场走向成熟的必经之路 4
1.1 受市场影响，两融业务发展几经波折 4
1.2 融券业务是资本市场体系中的“润滑剂”和“稳定器”，亟待发展 5
2. 政策松绑、机制优化，推动融券业务高速增长 6
2.1 融券政策解绑推动机制改革，大力拓宽融券供给 6
2.2 担保机制优化，刺激融券需求上升 8
2.3 市场与交易机制全面改善，多方受益下业务高歌猛进 8
3. 对标美国资本市场，我国融券业务有巨大发展空间 10
3.1 供给端：标的有待扩容，券源广度和美股市场仍有较大差距 11
3.2 需求端：个人投资者数量占比偏高，机构入场积极性不高 11
3.3 机制端：国内融券机制不断优化，但与美国市场相比仍有差距 12
4. 融券业务业绩预测：存量板块空间广阔，融券业务将迎来爆发性增长 13
5. 风险提示 ..... 错误!未定义书签。
相关报告汇总 15

插图目录

图 1： 我国融资融券业务发展史 4
图 2： 融券业务模式 5
图 3： 转融券业务模式 5
图 4： 2015-2020/9/21 市场融券规模及增速 7
图 5： 标的扩容以来市场融券余额分布情况（单位：亿元） 7
图 6： 我国开放式公募基金与封闭式公募基金净值 7
图 7： 2019 年 1 月-2020 年 8 月转融通出借占比 7
图 8： 2020/10/12 主板转融通交易费率及规模（万股） 8
图 9： 2020/10/12 科创板及创业板交易费率及规模（万股） 8
图 10： 2019 年以来融券规模迅速增长 9
图 11： 2011 年至今我国信用账户数量及结构 9
图 12： 开板至今科创板两融结构 9
图 13： 我国融资融券结构 10
图 14： 美国融资融券结构 10
图 15： 我国融券占流通市值比例 10
图 16： 美国融券占流通市值比例 10
图 17： 2010 年至今我国融券标的数量 11
图 18： 美国融券占市值比例 ..... 错误!未定义书签。
图 19： 我国融资融券市场平均担保比例 12
图 20： 科创板融券余额在科创板流通市值中的占比 13
图 21： 2019-2020H 融券业务规模排名前十券商 14

图 22： 2019-2020H 融券业务 CR10 情况 14

表格目录

表 1： 2019 年以来融券重要政策不完全统计 6
表 2： 转融通期限费率（2020/9/21） 8
表 3： 中美融券机制对比 10
表 4： 融券业务预测（单位：亿元） 14

1. 融券业务的发展是我国资本市场走向成熟的必经之路

1.1 受市场影响，两融业务发展几经波折

当前我国证券信用交易体系主要由两类业务模式组成：融资融券和股票质押，其中融资融券业务又被称为两融业务，对投资者而言是保证金业务，存在杠杆效应；而对证券公司而言既可以赚到稳定息差，风险又相对可控，故受到市场各类参与主体的认可，已成为我国资本市场的重要组成部分。国内两融业务经历近 15 年的发展，大致可分为五个阶段：

准备阶段（2006-2011）：2006 年 6 月 30 日，证监会发布《证券公司融资融券业务试点管理办法》；同年 8 月，《融资融券交易试点实施细则》《中国证券登记结算有限责任公司融资融券试点登记结算业务实施细则》相继发布。2010 年 3 月 19 日，中信、国泰君安、国信、光大、海通和广发 6 家证券公司获得融资融券首批试点资格；沪深证券交易所于当年 3 月 31 日起接受证券公司融资融券交易申报。

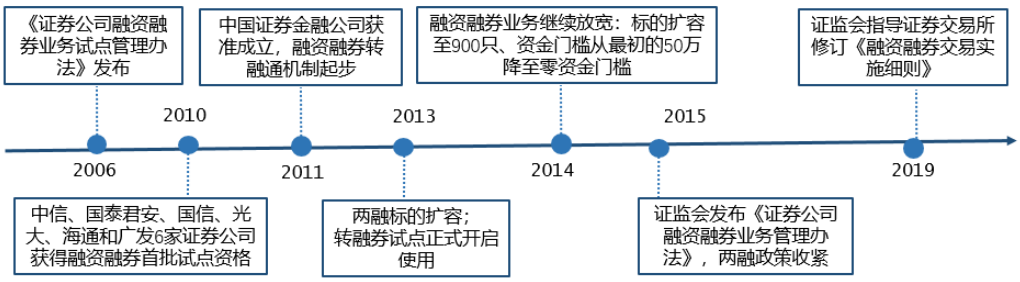
发展起步阶段（2011-2014.06）：2011 年 10 月 19 日，中国证券金融股份有限公司成立，融资融券转融通机制起步。2013 年 1 月，两融标的扩容。同年 2 月，转融券试点正式开启。

快速发展阶段（2014.06-2015.06）： 2014 年，融资融券标的扩容至 900 只，两融资金门槛从最初的 50 万降至零。借牛市之力，两融余额于 2015 年 6 月 18 日到达历史高点 2.27 万亿。

调整收紧阶段（2015.06-2016.01）：2015 年 7 月，证监会发布《证券公司融资融券业务管理办法》，融资业务政策收紧。伴随市场调整，两融余额也迅速回落。

恢复发展阶段（2016.01-）：2016 年至 2019 年上半年，两融严监管环境仍未发生根本变化，受此影响，伴随权益市场的深度调整，两融市场环境未有起色，直至 2019 年市场行情缓慢恢复。同年 8 月，证监会指导交易所修订《融资融券交易实施细则》，标的股票扩容至 1600 支，维持担保比例和担保物要求也有所放开，两融业务收获发展新机遇。

图1：我国融资融券业务发展史



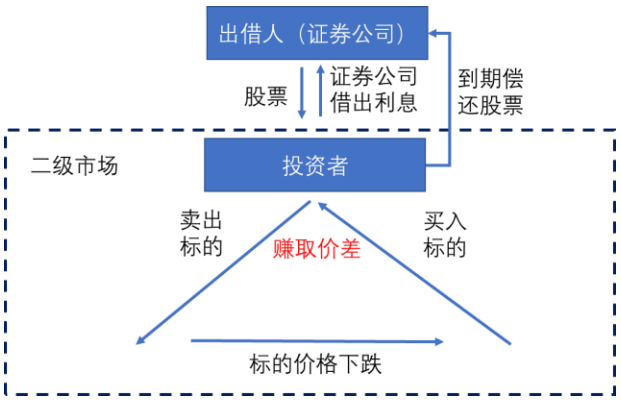
资料来源：中国证监会，东兴证券研究所

融资融券可分为融资业务和融券业务，顾名思义，融资业务指投资者在缴纳一定保证金的基础上，融入资金来买进证券，然后在规定时间之内偿还资金和利息；融券业务则是从证券公司借入证券并卖出，在规定时间内买入同等数量证券，将证券和相应利息归还证券公司的业务形式。

我国的融券业务模式与国外的做空交易略有差异，部分国外市场上存在的“卖空”机制，是指投资者若预期未来证券价格将会下跌，在手中没有证券的情况下先行做卖出交易，然后再借入相关证券。我国的融券交易则要求投资者在交纳一定数额保证金的基础上，按照一定比例向证券公司借券卖出。这种交易存在一定的卖空特征，但因抵押机制的存在，更类似于信贷行为。

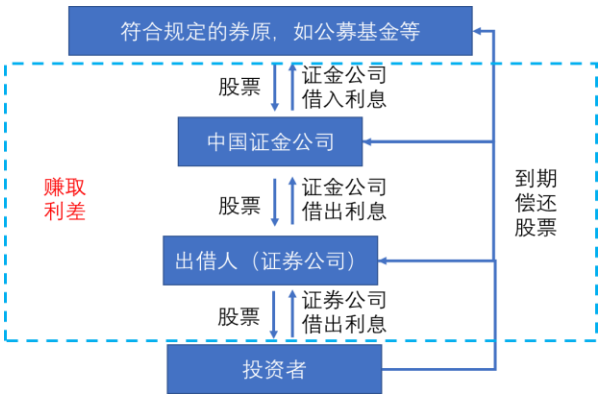
转融券业务是由融券业务派生的业务模式，特指证券公司通过证金平台向基金、社保基金等机构投资者融券，再将证券借给两融客户的业务模式。转融券扩大了融券标的券源，进而推动了融券业务规模的扩张。

图2：融券业务模式



资料来源：上海证券交易所，东兴证券研究所

图3：转融券业务模式



资料来源：证金公司，东兴证券研究所

1.2 融券业务是资本市场体系中的“润滑剂”和“稳定器”，亟待发展

融券交易推动两融业务价格发现功能完善，并有助于稳定市场。高资金成本压力使得信用交易投资者需要更精确地把握时机、掌握市场信息，并对信息做出更快速的反应，因此融资融券交易者往往是市场中较为活跃的参与者，频繁的信用交易将更多的市场信息融入证券价格，发挥价格发现功能。同时，在频繁交易中间融资融券双向交易模式的价格稳定器作用逐步体现，当股价上涨至大幅高于合理估值时，投资者可以选择通过融券卖出的方式降低证券需求从而推动价格下降；同样，当股价下降至大幅低于合理估值时，投资者可以通过融资买入的方式推动证券价格上涨。然而在多种因素影响下我国信用市场长期以融资交易为主，“自断一臂”必然导致交易模式发展不均衡，故发展融券业务将改变两融结构失衡的现状，进一步完善我国资本市场价格发现机制，平抑证券价格波动。

完善融券机制盘活存量资金，增加市场流动性。融资融券为市场带来更多投资选择，拓宽资金流入证券市场的通道，通过融券出借增加证券流动频率，激活市场活力，提升流动性。同时，融资融券业务的杠杆属性具有放大市场内资金存量的作用，扩大资金与证券的供需。

金融对外开放力度持续加强，推动融券制度向成熟市场靠拢。从市场角度看，受疫情影响全球经济增速超预期放缓，进一步凸显国内资产吸引力。伴随着国际三大指数逐步纳入 A 股，国内沪股通、深股通、QFII、RQFII 等渠道的完善，外资持续涌入 A 股市场，为市场注入流动性。从政策角度看，2018 年以来一系列对外开放政策相继落地，境外机构投资者投资限额持续放开，外资券商持股比例限制和准入门槛进一步放宽，我国资本市场对外开放步伐明显提速。然而受制于国内融券市场的相对落后，以及与国外成熟市场的制度差异，国外投资者难以有效发挥多空交易的经验与能力。外资的持续涌入将带来先进的技术与理念，加快国内融券机制改革，驱动融券机制向海外成熟资本市场靠拢。

2. 政策松绑、机制优化，推动融券业务高速增长

2019 年 6 月以来，资本市场供给侧改革的步伐不断迈进，证券市场主基调从控风险向推动制度逐步完善和鼓励创新业务做大做强转变。在这样的大背景下，融券政策持续松绑，科创板融券机制改革、公募基金参与转融券借出、《两融交易实施细则》、持有期计算变动、创业板融券机制改革等一系列政策相继落地，为融券市场注入活力。

表1：2019 年以来融券重要政策不完全统计

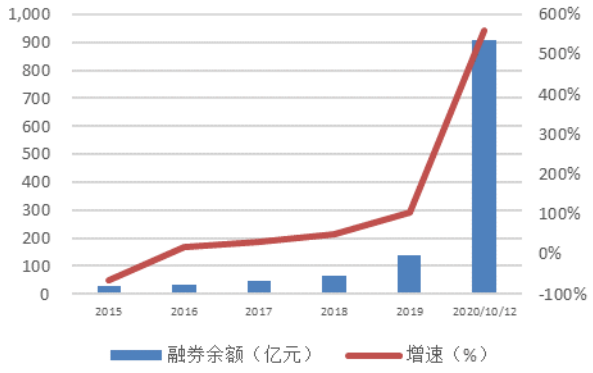
日期	政策文件	主要内容
2019 年 4 月 30 日	《上海证券交易所 中国证券金融股份有限公司 中国证券登记结算有限责任公司科创板转融通证券出借和转融券业务实施细则》	（1）科创板证券出借的标的证券范围与上交所公布的可融券卖出的科创板标的证券范围一致；（2）符合条件的公募基金、社保基金、保险资金等机构投资者以及战略投资者，可以作为出借人，战略投资者配售获得的在承诺的持有期限内的股票可参与科创板证券出借；（3）出借人通过约定申报和非约定申报方式参与科创板证券出借。（4）通过约定申报方式参与科创板证券出借的，证券出借期限可在 1 天至 182 天的区间内协商确定，借入人申报的费率不得低于或等于科创板转融券费率差（5）上交所对科创板证券出借约定申报进行实时撮合成交，生成成交数据，并对中国证券金融公司和出借人的账户可交易余额进行实时调整。
2019 年 6 月 21 日	《公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业务指引》	处于封闭期的股票型基金和偏股混合型基金、开放式股票指数基金及相关联接基金、战略配售基金、中国证监会认可的其他基金产品可参与出借业务。
2019 年 8 月 9 日	《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，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。（2）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。（3）将融资融券标的股票数量由 950 只扩大至 1600 只。标的扩容后，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。
2020 年 4 月 17 日	《关于转融通证券出借涉及证券持有期计算有关事项的通知》	明确证券出借人参与转融通证券出借业务的，其持有证券的持有期计算不因出借而受影响。
2020 年 6 月 12 日	《创业板转融通证券出借和转融券业务特别规定》	（1）符合条件的公募基金、社保基金、保险资金等机构投资者，以及战略投资者可以作为出借人参与证券出借；（2）可以出借的证券类型包括无限售流通股、战略投资者配售获得的在承诺持有期限内的股票；（3） 证券出借人和转融券借入人可以通过约定申报和非约定申报方式参与证券出借以及转融券业务。通过约定申报方式参与的，由出借人、借入人协商确定数量、期限、费率等要素；（4）约定申报方式由现行证券公司借入股票当日可供客户融券卖出；（5）转融通单笔最低申报数量为 1000 股，单笔最大申报数量为 1000 万股。
2020 年 9 月 25 日	《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》	今年 11 月起，QFII（合格境外机构投资者）、RQFII（人民币合格境外机构投资者）将可依规投资新三板挂牌股票、私募投资基金、金融期货、商品期货、期权，还可参与债券回购、证券交易所融资融券、转融通证券出借交易。

资料来源：证监会，上交所，深交所，东兴证券研究所

2.1 融券政策解绑推动机制改革，大力拓宽融券供给

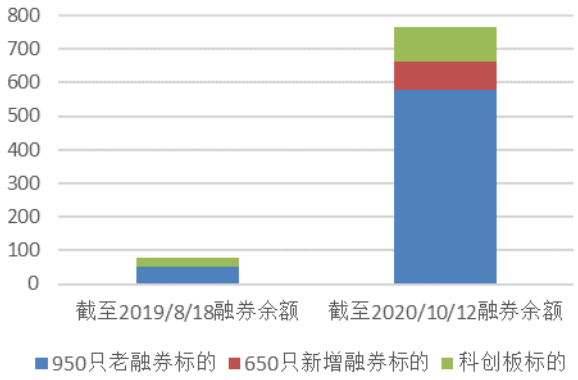
标的股范围扩大直接带来融券规模增长。2019 年 8 月两融标的增加 650 只（除科创板），中小板、创业板股票占比提升，同时科创板股票自上市首日起即可成为两融标的，也成为标的扩容的重要组成部分。标的股扩容直接带来融券规模的增长，截至 2020 年 10 月 12 日，沪深两市融券规模比 2019 年年末增加了 560.44%。

图4：2015-2020/9/21 市场融券规模及增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

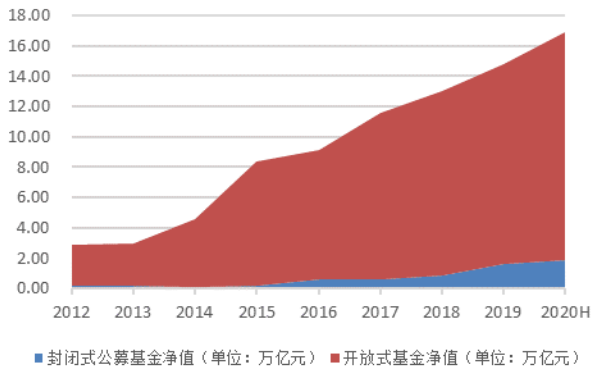
图5：标的扩容以来市场融券余额分布情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

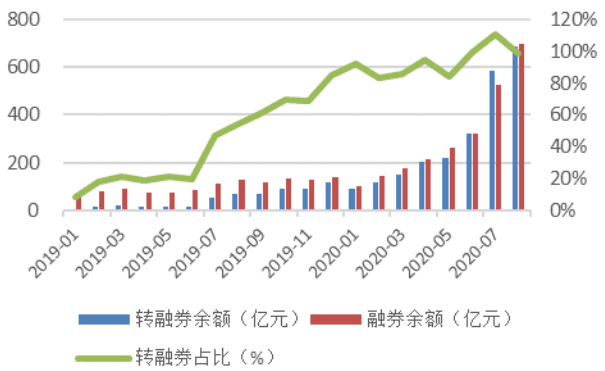
新增四类公募基金可参与出借，券源进一步打开。2019 年 6 月中国证监会公布《公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业务指引》，允许规模较为稳定的四类公募基金参与转融券出借，同时科创板、创业板新增公募基金、社保基金、保险基金、战略投资者四类出借人。近年来，我国公募基金规模持续稳定增长，带动新资金涌入融券市场，带来更为丰富的券源供给，正逐步完善资本市场双向交易机制。同时，参与转融通出借会为出借者带来额外收益，提高基金收益率，有效提高出借人参与积极性，从一定程度上缓解券源不足的问题。

图6：我国开放式公募基金与封闭式公募基金净值



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图7：2019 年 1 月-2020 年 8 月转融通出借占比



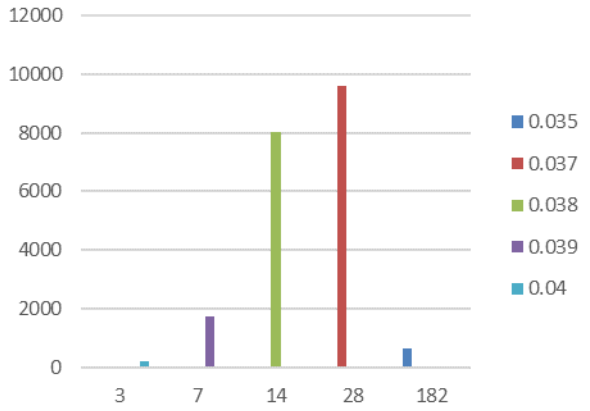
资料来源：Wind，东兴证券研究所

分红持有期计算方式调整，出借人参与积极性提高。当前融券业务的券源主要来自证券公司的自有股票和上市公司股东出借给证金公司的持股，其中证金公司转融通余额占比接近 99%，转融通券源成为证券出借的绝对主力。新规下出借人持有证券的持有期计算不因出借而受影响，意味着其需要缴纳的股息红利税占潜在收益的比例下降，对提升股东的出借意愿有重要作用。

2.2 担保机制优化，刺激融券需求上升

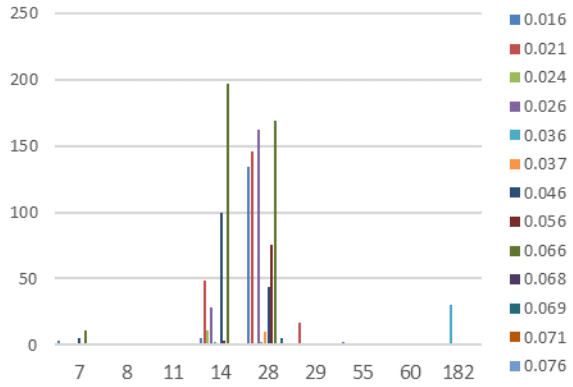
自 2019 年 8 月 9 日《融资融券交易实施细则》发布后，融券担保比例取消“130%”的一刀切限制，证券公司可以与借入者自主商定担保比例及担保品，资信较好或者担保品流动性高的借入者可以以较低的担保比例融入证券。对于担保物，除了货币、债券、股票以外，借入人还可以使用证券公司认可的其他资产充当担保物。在此机制优化之下，一方面证券公司拥有更大管理业务风险的空间，驱动证券公司完善内控，提高管理能力；另一方面，高资质参与者拥有更多融券机会，进而刺激融券业务需求量增长，引导资金进入融券市场。

图8：2020/10/12 主板转融通交易费率及规模（万股）



资料来源：证金公司，东兴证券研究所

图9：2020/10/12 科创板及创业板交易费率及规模（万股）



资料来源：证金公司，东兴证券研究所

2.3 市场与交易机制全面改善，多方受益下业务高歌猛进

试点市场化定价，融券费率显著上升。根据 2020 年 9 月 21 日中证金的公开数据，科创板、创业板转融券平均费率高于主板市场。其中主板市场 3 天期转融券固定费率为 4%、7 天期为 3.9%、14 天期为 3.8%、28 天为 3.7%、182 天为 3.6%，中证金收取费率差分别为 2.5%、2.3%、2.1%、1.9%和 1.5%，而科创板及创业板市场 14 天期转融券费率在 1.6%~7.6%不等，平均费率为 5.5%，明显高于主板的固定期限费率，中证金收取费率差下降至 0.6%。出借人收益率明显上升，大幅推升其出借意愿，中长期看势必扩大融券供给，缓解融券供需不平衡现状。

表2：转融通期限费率（2020/9/21）

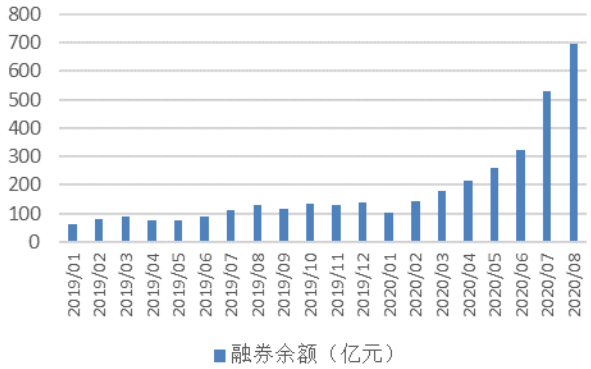
固定期限费率					
期限	3 天	7 天	14 天	28 天	182 天
转融入年费率	0.015	0.016	0.017	0.018	0.020
转融出年费率	0.040	0.039	0.038	0.037	0.035
市场化期限费率					
	下限			上限	
转融入年费率上、下限	0			-	
转融出年费率上、下限	0.006			-	

费率差	0.006

资料来源：证金公司，东兴证券研究所

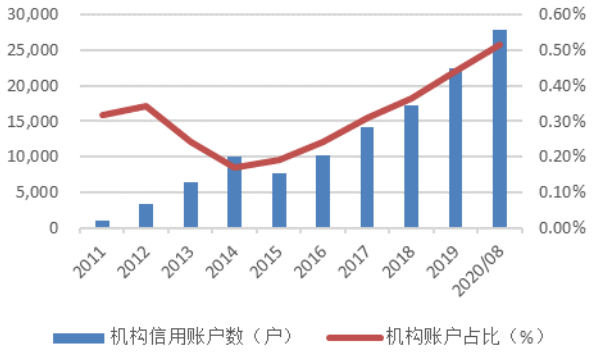
科创板、创业板对约定申报施行实时交易制度，显著提高交易效率。对于转融券非约定申报交易，出借方、借入方采用盘中申报、盘后一次性撮合成交的方式交易，中国证券金融公司在结算日按照成交数据进行证券划转。相反，约定申报机制下，借入人实时借入，上交所实时调整融券参与者余额。实时交易制度的试行加快了交易效率，证券公司可以更快地将证券出借给证券需求方，融券交易更加快捷高效。

图10：2019 年以来融券规模迅速增长



资料来源：Wind，东兴证券研究所

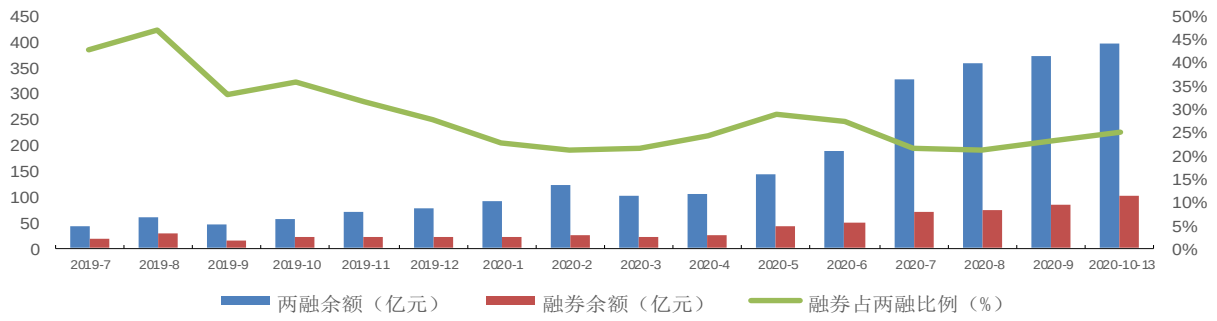
图11：2011 年至今我国信用账户数量及结构



资料来源：Wind，东兴证券研究所

在规模迅速扩张的同时，参与者结构更趋合理。随着科创板融券新规、融资融券交易细则修订等政策的落地，融券余额、融券交易额都有明显上升。截至 2020 年 10 月 12 日，市场融券余额达 910.11 亿元，较 2018 年末增长了 842.88 亿元，融券规模爆发式增长了 1253.73%。此外，2019 年以来信用账户中机构投资者数量也实现快速增长，截至 2020 年 8 月底，机构投资者信用账户数量达到 27,846 户，增幅达 62.17%，相较于个人投资者信用账户 14.40%的增长率，机构投资者参与度提升更快。机构投资者以其资金、信息、技术等优势在信用市场占据重要地位，是成熟市场中信用交易的核心参与者，故机构投资者参与度上升是我国信用市场走向成熟的重要标志。

图12：开板至今科创板两融结构



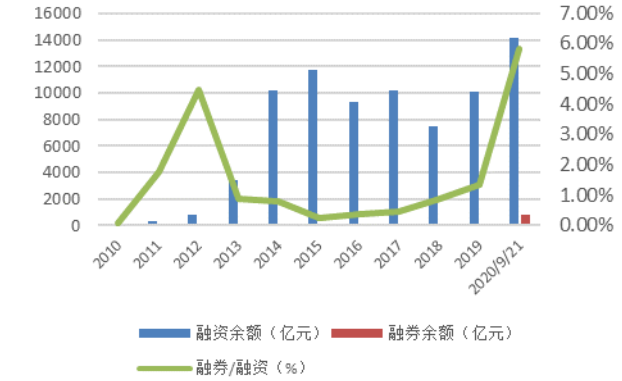
资料来源：Wind，东兴证券研究所

科创板融资融券结构接近成熟资本市场。科创板融券余额占两融比重约为 25%，更接近于发达资本市场。科创板作为新型融券制度的试验田，对全面推行制度改革具有指导意义。我们认为在可以预见的未来，新型融券制度有望随着注册制改革一道推广到主板，融券市场规模将得到进一步提升，两融业务结构将更加成熟。券商作为融券市场中的重要中介力量，相关业务发展空间广阔。

3. 对标美国资本市场，我国融券业务有巨大发展空间

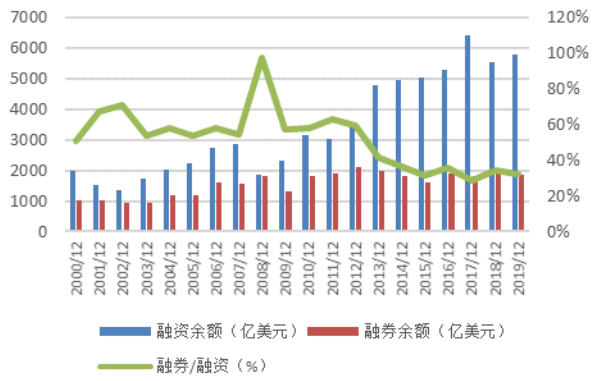
随着政策开放和市场交易需求的扩大，近年来我国融券业务规模呈现持续增长态势，但从体量和占比看与美国较为成熟的资本市场相比仍有较大差距，融券业务发展空间巨大。截至 2020 年 10 月 12 日，我国市场融券余额占两融总规模的 6.06%，而该数字在美国基本维持在 30%上下，远高于国内；我国融券余额占流通市值比重约为 0.30%，美国则维持在 0.45%左右。

图13：我国融资融券结构



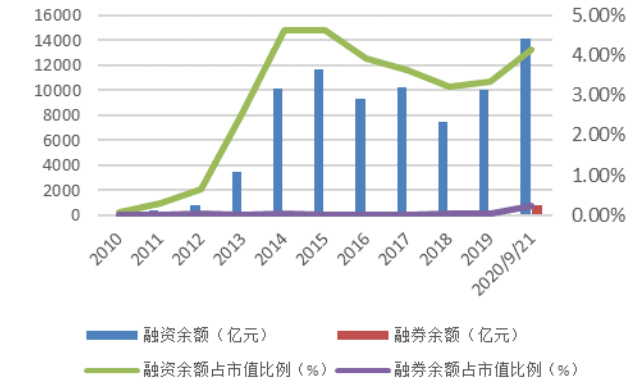
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图14：美国融资融券结构



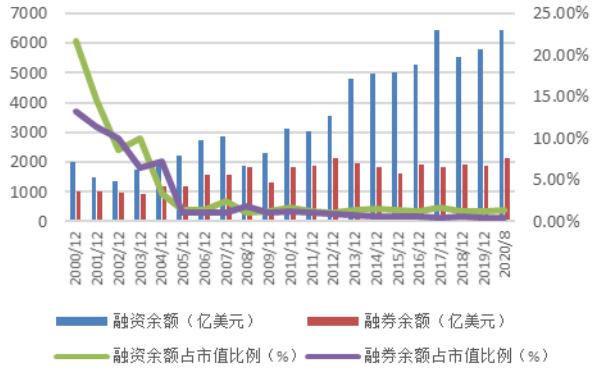
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图15：我国融券占流通市值比例



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图16：美国融券占流通市值比例



资料来源：Wind，东兴证券研究所

表3：中美融券机制对比

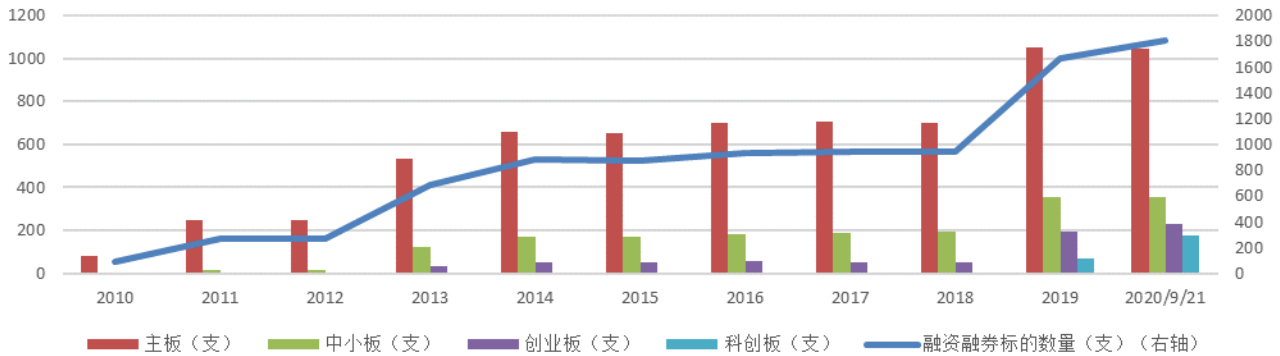
		美国	中国
供给端	业务标的	几乎所有全国性交易所上市股票、场外市场股票、可转债、ETF 和共同基金	共有融券标的股票 1847 支，占沪深两股市场约 46%
	出借方	多为机构投资者，养老基金、共同基金、中央银行、政府机构、保险公司和多国组织等	社保基金、证券公司、新规后允许四类公募基金出借
需求端	借入方	通常为机构投资者，包括证券交易商、一级证券经纪商、对冲基金、套利交易团队等	多为个人投资者
机制端	担保机制	担保品比例：初始保证金不能低于当时市场价格的 25%，且不得高于现在市场价格的 75%；担保品种类：权利：具有部分担保品处置权	担保品比例：2019 年 8 月前，担保比例限制在 130%以上，后取消，平均担保比例为 257.89%；权利：无处置权
	定价机制	约定定价，费率主要由市场供需决定	主要为非约定定价，科创板非约定定价与约定定价并行

资料来源：证监会，WIND，东兴证券研究所

3.1 供给端：标的有待扩容，券源广度和美股市场仍有较大差距

在 2019 年 8 月扩容前，融券标的仅有 950 只。扩容后，融券标的品种有所丰富，截止至 2020 年 10 月 12 日，国内市场共有融券标的股票 1814 只，占沪深两市总标的数的 44.87%，但仍与美国市场近 100%的标的覆盖率存在较大差距，美国几乎将所有全国性交易所上市股票、场外市场股票、可转债、ETF 和共同基金等纳入融券标的之中。从券源来看，国内出借人主要包括社保基金、证券公司等，融券券源局限于券商自有证券，以及大公司出借给证金公司的证券，而券商闲置证券、机构投资者持有的大量流通证券都无法流入融券市场，融券供给相对有限，供需难以平衡。相比之下，美国融券市场的出借方主要为拥有大体量证券投资组合的机构投资者，包括养老基金、共同基金、中央银行、政府机构、保险公司和多国组织等，融券券源丰富且规模较大。

图17：2010 年至今我国融券标的数量



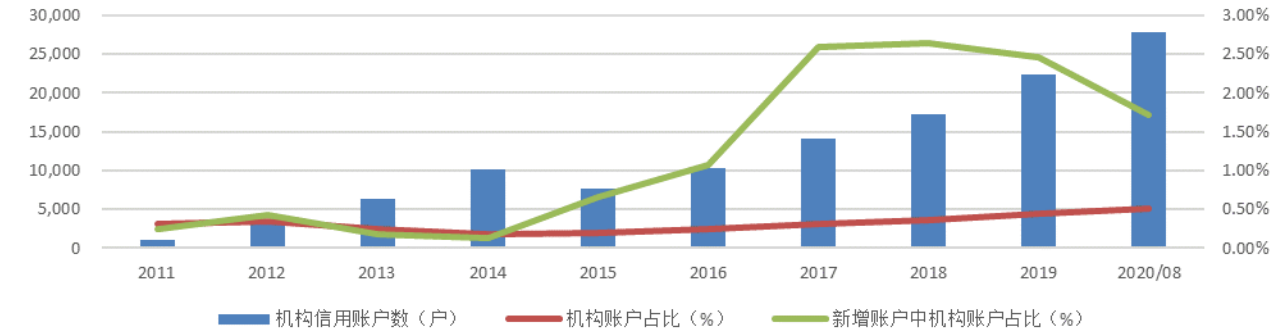
资料来源：Wind，东兴证券研究所

3.2 需求端：个人投资者数量占比偏高，机构入场积极性不高

从借入方来看，国内融券需求方多为个人，机构投资者进场受阻。截至 2019 年 12 月底，我国共有 509.90 万信用账户，其中个人信用账户为 507.65 万户，机构信用账户仅 2.25 万户，机构信用账户仅占总信用账户的 0.44%。新增信用账户中，机构信用账户也仅占总新增信用账户的 2.46%。主要原因是在国内制度的限制

下，公募基金、券商自营投资等机构投资者无法借入证券。除此之外，由于国内融券市场长期低速发展，对冲基金难以利用融券业务进行双向交易策略，进一步压低融券需求。相比之下，美国融券需求方多为机构投资者，包括证券交易商、一级证券经纪商、对冲基金、套利交易团队等。融券市场的最终借入人主要是对冲基金和做市商，其中对冲基金是策略交易最重要的实施者。参与者结构的高度机构化和丰富的投资策略令融券业务需求长期保持在较高水平。

图18：我国信用账户结构

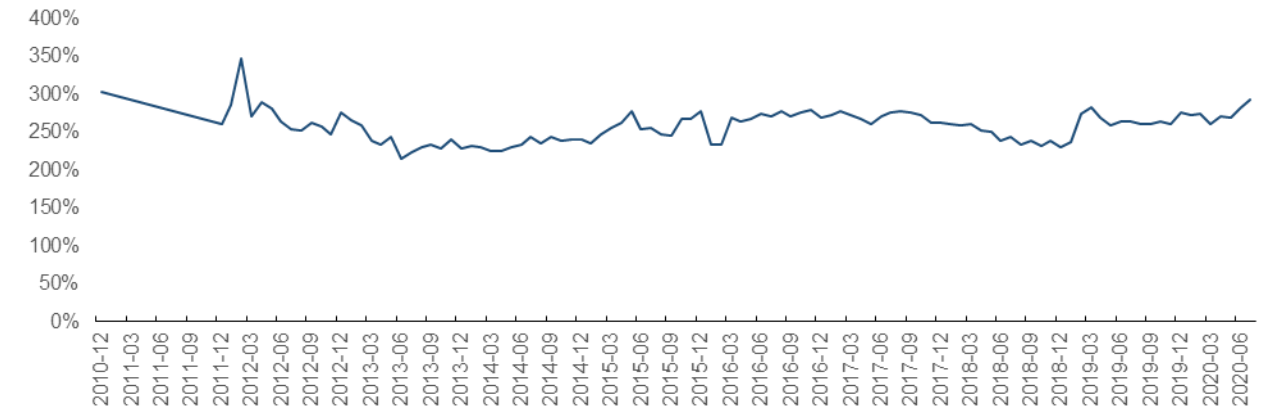


资料来源：Wind，东兴证券研究所

3.3 机制端：国内融券机制不断优化，但与美国市场相比仍有差距

从担保机制来看，国内融券需求方准入门槛高，担保账户内资产无法再投资。国内融资融券市场担保比例一直相对较高，平均担保比例约为 257.89%。此外，证券公司对担保品缺乏处置权，无法盘活担保账户内资产，从一定程度上降低相应资产的流动性，进而产生一系列问题。相比之下，美国融券业务担保要求较低，《1934 年证券交易法》规定美国融资融券担保的初始保证金不能低于当时市场价格的 25%，且不得高于现在市场价格的 75%，借入方需维持融资融券交易的担保比例。同时，美国券商对担保品具有所有权和部分处置权，券商可以利用担保账户中的部分资产进行再投资，增强市场流动性。

图19：我国融资融券市场平均担保比例



资料来源：Wind，东兴证券研究所

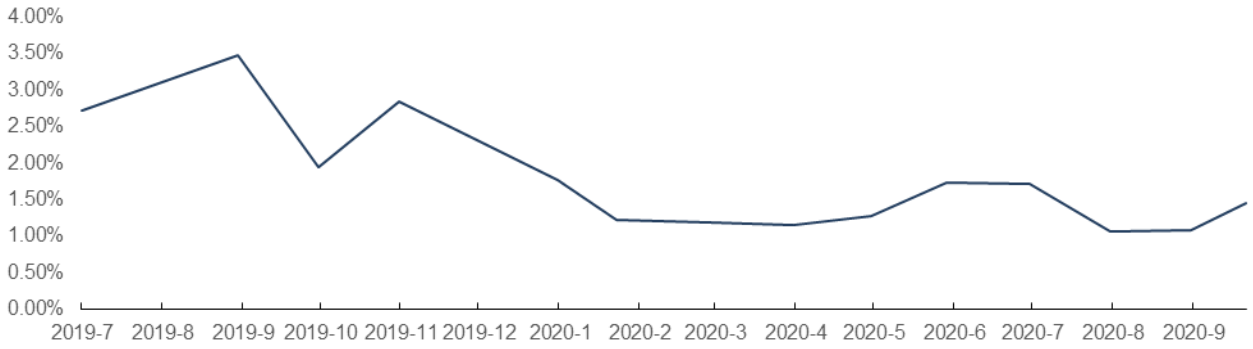
从定价机制来看，固定费率制度下市场供需难以平衡，出借方参与意愿不足。国内主板市场主要采用非约定

定价机制，证金公司付给出借人的转融券融入费率根据期限不同设定在 1.5%-2.5%之间，出借方收益固定且远低于科创板出借费率，降低证券出借方参与积极性。相比之下，美国融券费率主要由市场供需决定，因此不同种类的证券会有不同的融券费率，比如热门券种会收取相对较高的融券费率，而供应量较大的证券的融券费率相对较低。融券的供给、需求、费率、期限等因素受经济形势、市场热度的影响，并能根据实时情况实现有效调节，有利于降低市场价格的波动性。除此之外，出借方因持有证券组合的不同，在交易中存在较大的议价空间，市场化定价机制之下，当交易价格具备较强吸引力时出借方常表现出更强烈的出借意愿，交易达成的可能性更高。

4. 融券业务业绩预测：存量板块空间广阔，融券业务将迎来爆发性增长

自市场化定价的约定申报融券制度在科创板试点后，科创板融券规模快速增长。自 2019 年 7 月 22 日起，科创板融券余额在科创板流通市值中所占比例在 1%至 3.5%之间，截至 2020 年 10 月 12 日，科创板融券余额约占流通市值的 1.43%，而创业板约为 0.10%，主板约为 0.24%。未来当市场化约定申报的融券新机制逐步推广到 A 股市场各存量板块，势必将带来更大业务增量。

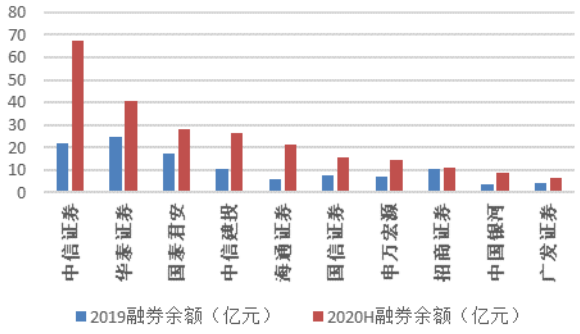
图20：科创板融券余额在科创板流通市值中的占比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

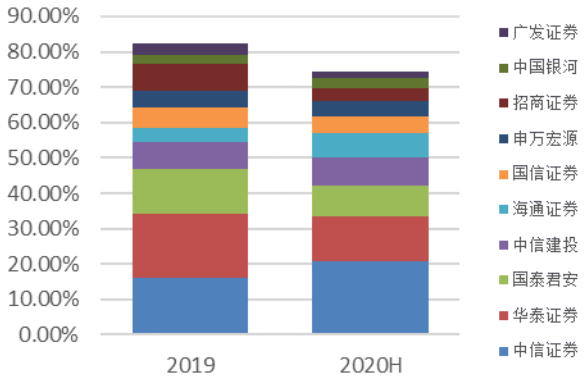
从证券公司角度来看，由于科创板两融试点率先在中信证券、中信建投证券、银河证券、海通证券、申万宏源证券、国泰君安证券、华泰证券、国信证券和招商证券等 9 家券商开展试点，因此上述 9 家券商在拓展融券业务方面将占得先机。2020 年中报数据显示，上述 9 家券商业务规模位列行业前九，业务机会被有效挖掘。同时，由于融券业务需要占用较多的资本金，因此资本实力较强、风控体系更为完善的头部券商拥有更大的业务拓展空间。随着科创板红利向全市场延伸，今年上半年融券业务市场竞争更加激烈，越来越多的持牌券商想从业务发展的浪潮中分一杯羹，CR10 相比去年略有下降，但长期看业务门槛仍高，且有进一步抬高的趋势，故我们预计随着融券业务更趋市场化，集中度将会先下降再回升。

图21：2019-2020H 融券业务规模排名前十券商



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图22：2019-2020H 融券业务 CR10 情况（单位：%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

融券业务是两融双向交易的重要一环，从数据上看，随着 2019 年科创板试点、融资融券交易细则等一系列政策落地，融券交易机制进一步完善，余额迎来爆发性增长，两融结构有所改善。**当前科创板融券余额占流通市值的 1.45%，在科创板试点取得明显成效后，我们认为融券业务在存量板块空间广阔，美股融券余额占流通市值的 0.45%，通过类比假设融券余额在 A 股流通市值中的比重提升至 0.5%，**2020 年 10 月 12 日 A 股流通市值约 32.59 万亿元，假设未来 A 股流通市值规模将以过去三年 6.9%的复合增长率继续稳步增长，预计融券规模有望在三年增长至 1990.54 亿元，相较当前融券规模，约有 1080.43 亿元的增长空间。目前 95 家具有融券资格的券商的融券业务平均费率为 9.96%，以当日平均转融券融出利率 3.70%计算，利差约为 6.26%。**假设未来市场化定价带来的竞争使得利差下降至 5%，行业融券业务净收入亦有 54.02 亿元的增长空间。**

表4：融券业务预测（单位：亿元）

当前融券余额在 A 股流通市值中所占比例	融券余额			当前利差	
0.30%	910.11			6.26%	
假设融券余额在 A 股流通市值中所占比例	A 股流通市值	融券余额	融券余额增长	假设利差	融券业务收入增长
0.50%	348374.56	1741.87	831.76	5%	41.59
0.50%	372412.41	1862.06	951.95	5%	47.60
0.50%	398108.86	1990.54	1080.43	5%	54.02

资料来源：Wind，东兴证券研究所

5. 风险提示

宏观经济下行风险、市场风险、流动性风险、监管风险

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	非银行金融行业报告：农险深度解析——“后车险时代”的产险新风向	2020-02-13
行业深度报告	非银行金融行业报告:“资本化”和“创新力”大考在即	2019-12-31
行业深度报告	非银行金融行业报告：市场回暖带动业绩增长，结构转型扩展估值空间	2019-11-11
行业深度报告	非银行金融行业报告：以华泰证券为鉴，GDR 发行全流程投资机会剖析	2019-11-04
行业深度报告	非银行金融行业报告:科创板注册制专题报告之一——科创板助力证券行业“再起跳”	2019-10-14

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，五年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526