融券扩容对公募基金的影响——
上海证券资本市场政策解读系列之二
融券扩容解读系列之二

上海证券基金评价研究中心

刘亦千

执业证书编号：**S0870511040001**

邮箱：Liuyiqian@shzq.com

电话：021-53686101

姚慧

执业证书编号：**S0870518100002**

邮箱：yaohui@shzq.com

电话：021-53686107

报告日期：2020 年 6 月 8 日

相关报告：

- 融券及转融通在我国的发展历程—上海证券资本市场政策解读系列报告之二/融券扩容解读系列之一

主要观点

- 2020 年 4 月 27 日，伴随着万众瞩目的创业板注册制相关制度征求意见稿出炉，深交所同步推出《创业板转融通证券出借和转融券业务特别规定（征求意见稿）》，相关规则基本看齐科创板。
- 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、战略配售基金可以参与证券出借业务，并因此增厚年化收益率 0.5%或更高。
- 我们认为随着券源的逐步丰富，通过融券构建空头头寸在交易量和响应时间上的桎梏得到解决，将有更多公募基金使用融券工具为投资者带来更好的风险收益体验。
- 融券业务的扩容将将优化我国资本市场定价功能，被动投资优势扩大，提高指数基金的配置价值，其中 ETF 产品又会因此受益更大。

2020 年 4 月 27 日，伴随着万众瞩目的创业板注册制相关制度征求意见稿出炉，深交所同步推出《创业板转融通证券出借和转融券业务特别规定（征求意见稿）》，相关规则基本看齐科创板。

种种迹象表明，扩大融券交易规模，由此进一步增加我国股票市场交易活跃度，提供更多做空机制引导更理性的市场定价，是我国金融市场基础制度建设的重要组成部分，是近期内的大势所趋。

我们的系列报告之一简要阐述了扩大融券规模对我国资本市场的积极意义：融券交易有助于引导更理性的市场定价，提高股票市场的资金配置效率。一方面，成为资本市场助力实体经济发展的重要环节，为国民经济和产业结构转型升级保驾护航；另一方面，为投资者提供优秀的投资标的，降低选择风险，分享国家经济发展的红利。

本文为系列报告之二，将着重阐述其对我国公募基金的影响。

一、基金参与转融通证券出借业务——增厚收益

根据 2019 年 6 月 14 日公布的《公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业务指引（试行）》（下称《业务指引》），处于封闭期的股票型基金和偏股混合型基金（其中偏股混合型基金是指基金合同明确约定股票投资比例 60%以上的混合型基金）、开放式股票指数基金及相关联接基金、战略配售基金可以参与证券出借业务。

截至 2020 年 3 月 31 日，定开或封闭运作、合同明确约定股票投资比例 60%以上的股票型和偏股混合型基金，以及战略配售基金共 20 只。

表 1、截至 2020/3/30 可参与转融券证券出借业务的封闭运作及定开基金

证券代码	证券简称	基金成立日	投资类型	资产净值（亿）
005379.OF	汇添富价值创造	2018/1/19	偏股混合型	55.61
006111.OF	泰康弘实 3 个月定开	2018/8/23	偏股混合型	35.21
006205.OF	汇添富沪港深优势精选	2018/9/21	偏股混合型	0.56
501065.OF	汇添富经典成长	2018/12/5	偏股混合型	10.34
006642.OF	华泰保兴吉年利	2018/12/25	偏股混合型	2.92
501063.OF	汇添富悦享定期开放	2019/1/31	偏股混合型	9.77
161912.OF	万家社会责任定开 A	2019/3/21	偏股混合型	7.09
007586.OF	华泰保兴多策略三个月	2019/7/5	普通股票型	1.39
161837.OF	银华大盘精选两年定开	2019/12/16	偏股混合型	18.40
007944.OF	永赢乾元三年定开	2020/1/19	偏股混合型	8.13
169107.OF	东方红恒阳五年定开	2020/2/13	偏股混合型	
008716.OF	鹏华优质回报两年定开	2020/2/28	偏股混合型	
501093.OF	华夏翔阳两年定开	2020/3/6	偏股混合型	
007353.OF	工银科技创新 3 年	2019-05-06	偏股混合型	12.40
160142.OF	南方 3 年战略配售	2018/7/5	灵活配置型	197.85

161131.OF	易方达 3 年战略配售	2018/7/5	灵活配置型	262.12
161728.OF	招商 3 年战略配售	2018/7/5	灵活配置型	268.09
501186.OF	华夏 3 年战略配售	2018/7/5	灵活配置型	124.67
501188.OF	汇添富 3 年战略配售	2018/7/5	灵活配置型	156.17

数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心

根据：1、《业务指引》规定“处于封闭期的基金出借证券资产不得超过基金资产净值的 50%”；2、中国证券金融股份有限公司披露的转融券融入固定期限年费率 1.5%-2%不等。曾有新闻报道 9 家头部券商可以向科创板股票出借人提供 8%-10%的市场化费率。因为 2020 年 4 月 27 日公布的《创业板转融通证券出借和转融券业务特别规定（征求意见稿）》，科创板证券出借业务将看齐科创板；3、《基金参与融资融券及转融通证券出借业务指引》要求“基金管理人运用基金财产参与转融通证券出借交易所获得的财产和收益，归入基金财产”。

通过测算我们认为充分出借手中券源的封闭型基金可以增厚年化收益率 0.75%或更高。

同样的，根据《业务指引》规定“开放式股票指数基金及相关联接基金参与出借业务……出借证券资产不得超过基金资产净值的 30%”，通过测算我们认为充分出借手中券源的开放式股票指数基金及相关联接基金可以增厚年化收益率 0.5%或更高。

且根据《基金参与融资融券及转融通证券出借业务指引》要求“基金评价机构在基金评价中应当对参与融资融券及转融通证券出借业务的基金单独分类，不得混合评价”，因参与转融通证券出借业务从而对基金收益的贡献将成为重要的单独评价项目。

二、基金参与融券交易——对冲风险

根据《基金参与融资融券及转融通证券出借业务指引》，采用绝对收益、对冲策略的基金可以参与融券交易；基金参与融券交易，融券资产净值不得高于基金资产净值的 33%；拟参与融资融券和转融通证券出借交易的，应当在基金合同、招募说明书、产品方案等募集申报材料中列明融资融券和转融通证券出借交易方案等相关内容。基金应当在季度报告、半年度报告、年度报告等定期报告和招募说明书（更新）等文件中披露参与融资融券和转融通证券出借交易情况，包括投资策略、业务开展情况、损益情况、风险及其管理情况等。

截至 2020 年 4 月 30 日，共有 21 只股票多空型基金可以参与融券业务，根据已出 2020 年一季报的 18 只基金季报及 2020 年一季度末股指期货和股票投资市值测算，我们认为目前公募股票多空基金并没有使用融券交易构建空头头寸。

鉴于 1、所有多空基金都使用了股指期货对冲市场风险；2、我国目前还没有个股期货和个股期权产品可以使用；3、很多私募基金使用了融券工具构

建空头组合。我们认为随着券源的逐步丰富，通过融券构建空头头寸在交易量和响应时间上的桎梏得到解决，融券这种针对个股的精准做空工具，也将在公募基金中焕发出巨大的生命力，为投资者带来更好的风险收益体验。

且融券需求的增加、也会进一步刺激供给的上升，形成良性循环。

三、指数基金迎来新风口

1971 年，美国出现了世界上第一只指数基金，它是威弗银行向机构投资者推出的以标普 500 为追踪标的的基金产品。

“指数基金教父”约翰•伯格（John C. Bogle）在 1975 年建立美国先锋基金（Vanguard），1976 年，年轻的先锋基金发行了世界上第一只指数型共同基金——以标普 500 为跟踪标的的先锋 500 指数基金（Vanguard 500 Index Fund），后来也成为世界上规模最大的共同基金之一。基金发行初期仅募集到 1100 万美元，远远低于 1.5 亿美元的募集目标，当时的华尔街都等着看“伯格的笑话“，最后，市场给出了答案，标普 500 指数在四十多年间增长了近 30 倍，伯格为他的基金投资者赚回了丰厚的收益。

指数化投资的发展得益于 1952 年以后现代金融理论的发展，其中最重要的理论是马柯维茨投资组合理论、资本资产定价模型和证券市场有效理论构成的资本市场理论。指数基金可以说是“市场有效理论”的实践产物。

“市场有效理论”假设市场参与者分享着大致相同的信息渠道，能迅速、快捷的整合资产的有关信息，分析模型广为人知且被广泛采用，参与者都客观、聪明且勤奋的工作。由于参与者的合力，信息能完全并且迅速的在资产的市场价格上反映出来，资产的绝对价格和彼此之间的相对价格是公平的。任何参与者都不能连续识别市场的错误并从中连续套利，因此，风险更高的资产必须提供更好的收益来吸引购买者。

“市场有效理论”最重要的结论就是“市场无法战胜”。既然市场无法战胜，就没有必要为此付出成本（交易费和管理费），只需要拟合指数就能享受到市场的收益，这就是指数基金。

显然，不同市场的有效性程度存在较大差异，一般认为市场的有效性程度与市场的成熟程度有关。例如美股，其信息披露制度完善，做空机制完善，投资者能充分、快捷的获取有关信息，参与者以机构投资者为主，资产的信息被充分的分析和运用。因此，美股市场里出现错误定价的几率较小，这似乎也完美解释了为什么长期以来美股主动管理型基金很难跑赢指数基金。反观 A 股市场，由于发展时间较短，基础制度仍在不断优化过程中，目前而言价格波动较大，资产被错误定价的机会较多。因此，A 股的主动管理型基金有较大的操作空间，其跑赢指数的概率比美股要大的多。

然而，作为市场做空机制重要组成部分的融券交易规模的扩大，将增加我国股票市场交易活跃度，将更多的信息融入资产价格里，引导更理性的市场定价，增加市场有效性程度。因此，主动管理型基金获取超额业绩的最重要手段

之一——发现并买入被错误定价的资产，等待市场纠正错误，并从中获利的可能性降低。指数基金的吸引力增加。

ETF 是指数基金中一个重要的类别，同时可以在一级市场申购赎回和二级市场交易的特点，赋予了投资者在两个市场进行套利的机会，因此 ETF 相对于其他指数基金具有更高的流动性和更小的跟踪误差。

同时，目前只有 ETF 可作为融券标的基金，截至 2020 年 4 月 30 日，共有 79 只 ETF 成为融券标的基金（被动指数型基金 70 只，QDII 股票型基金 5 只，黄金 ETF4 只）。虽然在《业务指引》出台之前，券源大部分依靠证券公司间及和证金公司之间相互调剂而严重不足，导致 ETF 融券规模较小，但是根据我们的测算， ETF 的净资产规模和融券规模仍然呈现出了一定的相辅相成特征，融券规模较大的 ETF 具有更好的流动性，更好的折溢价水平，成为跟踪市场更好的工具。

表 2、2020/3/30 沪深 300ETF 基金净值及融券余额（万）

	证券代码	证券简称	是否融券标的券	资产净值	融券余额	2020/1/1-3/31 折溢价率	基金成立日
1	510300.OF	华泰柏瑞沪深 300ETF	是	4084669.72	27702.04	-0.05%	2012/5/4
2	510330.OF	华夏沪深 300ETF	是	2723632.92	13075.60	-0.08%	2012/12/25
3	159919.OF	嘉实沪深 300ETF	是	2602050.19	1882.62	-0.13%	2012/5/7
4	510310.OF	易方达沪深 300ETF	是	837454.32	10394.59	-0.10%	2013/3/6
5	515380.OF	泰康沪深 300ETF		656383.28		-	2019/12/27
6	515330.OF	天弘沪深 300ETF		588645.36		-0.01%	2019/12/5
7	510380.OF	国寿安保沪深 300ETF		448627.15		0.63%	2018/1/19
8	510350.OF	工银沪深 300ETF	是	333851.19		-0.15%	2019/5/20
9	510360.OF	广发沪深 300ETF		307679.11		-0.12%	2015/8/20
10	510390.OF	平安沪深 300ETF	是	284316.94	5522.88	-0.15%	2017/12/25
11	515660.OF	国联安沪深 300ETF		183263.21		0.30%	2019/11/25
12	159925.OF	南方沪深 300ETF	是	131486.77		-0.21%	2013/2/18
13	515350.OF	民生加银沪深 300ETF		31249.50		-	2019/12/24
14	515390.OF	华安沪深 300ETF		18013.24		-	2019/12/13
15	515360.OF	方正富邦沪深 300ETF		9047.51		-0.24%	2019/9/24
16	515310.OF	汇添富沪深 300ETF		5122.94		-0.32%	2019/12/4

数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心

并且，我们在上文也提到，根据《业务指引》，ETF 可以参与证券出借业务，充分出借手中券源的 ETF 可以增厚年化收益率 0.5%或更高。

因此，我们认为融券业务的扩容将优化我国资本市场定价功能，被动投资优势扩大，提高指数基金的配置价值，在指数基金品种中 ETF 产品又会因此受益更大。

四、小结

融券交易作为金融市场做空机制的一种最基本形态在我国推出已经超过10 年，虽然规模不断增长，但是相对于整个 A 股市场、甚至是融资规模仍然非常弱小，我国 A 股仍然是一个做多思维主导的市场，然而，随着近年来监管层提速我国资本市场改革开放的意志和决心不断地展现，我们认为扩大融券交易规模，进一步增加我国股票市场交易活跃度，提供更多做空机制引导更理性的市场定价，助力实体经济发展是大势所趋。

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、战略配售基金可以参与证券出借业务，并因此增厚 0.5%或更高的年化收益率。

我们认为随着券源的逐步丰富，通过融券构建空头头寸在交易量和响应时间上的桎梏得到解决，融券这种针对个股的精准做空工具，也将在公募基金中焕发出巨大的生命力，对投资者带来更好的风险收益体验。

特别值得一提的是，我们认为融券业务的扩容将优化我国资本市场定价功能，被动投资优势扩大，提高指数基金的配置价值，在指数基金品种中 ETF 产品又会因此受益更大。

分析师承诺

分析师　刘亦千 姚慧

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料与第三方数据，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。报告中通过样本整理、计算或推导得出的结论，不保证代表统计全量，对样本数据的抽样方法本公司保有最终解释权。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。投资收益和本金将随市场波动，当出售证券资产时可能发生损益。当前的表现可能会高于或低于那时引用的数据。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。