

融资融券标的扩容的结构演变与市场影响

李湛¹ 刘波²

(1.东莞理工学院, 广东 东莞 523808; 2.中山证券有限责任公司, 广东 深圳 518057)

摘要: 基于融资融券标的扩容视角, 本文深度挖掘了历次两融标的扩容的结构演变及对A股市场整体影响。结果表明, 两融扩容标的由侧重主板蓝筹标的向稳主板蓝筹标的、倾向中小板与创业板高成长标的过渡, 历次扩容短期内对两融业务发展具有促进作用, 但并非促进市场行情持续或反转的有效工具。结构演变方面, 通信、食品饮料、医药生物、电子、计算机与传媒等行业在近三次两融标的扩容中, 呈“J”形反弹; 银行、钢铁和非银金融的两融标的占比超85%, 后续扩容有限; 相对交通运输、采掘、有色金属与房地产等行业而言, 在新一轮科技革命的驱动与政策支持下, 通信、医药生物、电子、计算机与传媒等行业标的扩容具有更强的政策与环境基础。

关键词: 融资融券; 证券标的; 标的扩容; 高成长标的

Abstract: This paper is based on the expansion of the latest detailed rules for securities margin trading(SMT), and digging the structural changes in each expansion of the underlying assets of SMT and the impact on the A-share stock market. The results show that the underlying stocks of SMT are dominated by large capitalization stocks and blue chips on main board in the beginning, and then gradually tended to high growth stocks in SME board and GEM board during the expansions. Each expansion boosted the development of SMT, but is not an effective tool for enhancing or causing reversals in the stocks market. In terms of the industry changes of the underlying stocks in each expansion, the amount of industry in telecommunication, food and beverage, medical biology, electronic, computer, and media showed rebounding in the latest three expansions. The proportion of SMT in the industry of banking, steel and nonbanking financial exceeded 85%, which caused the capacity of SMT in these industries to be limited in the future expansions. Compared to the industries in transportation, mining, nonferrous metal and real estate, under the new round of scientific and technical revolution and the support of policy, the industries in telecommunication, medical biology, electronic, computer and media showed a stronger capacity in the future expansion.

Key words: securities margin trading, underlying assets, market expansion, high growth stocks

作者简介: 李湛, 经济学博士后, 东莞理工学院经济与管理学院教授, 研究方向: 债券市场。刘波, 中山证券金融工程研究员, 研究方向: 量化择时。

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A

自2010年3月31日正式开通融资融券(以下简称两融)以来, 截至2019年8月19日, 两融标的先后经历六次扩容, 标的股票从最初始的90只, 扩容至当前的1600只(除科创板与ETF标的外), 标的数量增幅近17倍; 两融规模由初始的零规模, 升至2019年11月22日的8339亿元, 两融标的数量与规模均创历史新高。尤其是2019年8月19日第六次扩容后, 两融标的与新增标的均创新高。两融标的由之前的950只扩大至1600只, 标的总体增幅达

68.42%。其中, 深沪两市两融标的增幅分别为88.23%和52.38%, 扩容后, 两融标的市值占总市值比重由约70%升至80%以上, 创业板与中小板标的市值占总市值的比重有显著提高。在外部进出口问题不断升级、内部经济增长步入高质量发展的环境下, 标的扩容将有利于提升两融的市场需求(谢黎旭等, 2018)^[2](姚磊等, 2016)^[3]。

那么, 两融标的历次扩容的结构演变、两融规模变化及市场影响如何? 本文基于市场统计视角, 通过考察

两融标的扩容的结构演变律，阐释上述问题。

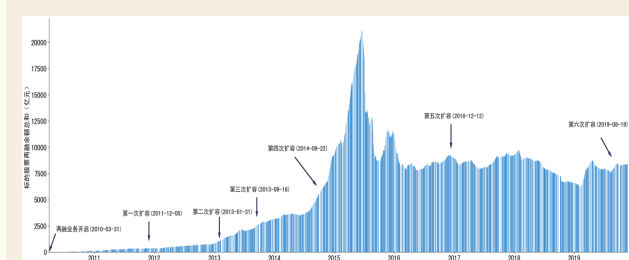
两融标的扩容前后规模及板块演变

一、两融标的扩容前后规模比较

自2010年3月31日两融业务开展以来，两融标的先后经历6次扩容，从初始的零规模与零标的，扩展到目前的约8339亿规模以及沪深两市共计1600只标的。其中，规模占两市流通市值比例不及2%，标的约占沪深两市个股的43.5%。考虑到融资余额长期占绝对主导地位，占比超98%(融券余额占两融余额的比重仅约1.35%)，本部分侧重考察扩容前后，融资规模的变化以及板块结构的演变。

统计表明，历次扩容中，除2016年12月12日扩容标的数量从900只扩大至950只，增幅仅5.56%外，其余各次扩容标的数量与增幅都相对较大，标的最低扩容200只，增幅最低约28.57%(见表1)。两融规模方面，在扩容政策颁布1个月的时间内，两融规模除2016年12月12日轻微缩减外，其他各次都呈现不同程度的涨幅；但在流通市值占比方面，除2019年8月19日扩容规模出现弱化现象外，两融规模占流通市值的比例均出现不同程度的上升。两融标的扩容大概率提升A股市场两融规模以及其与流通市

图1 扩容时间点与两融余额整体走势



数据来源：Wind资讯。

表1 历次扩容后一个月两融规模变化及其占A股流通市值之比变化

扩容日期	规模变化	沪市标的	深市标的	标的总数	标的增幅	占比变化
2010-03-31	—	50	40	90	—	—
2011-12-05	0.05%	180	98	278	208.89%	1.73%
2013-01-31	18.23%	300	200	500	79.85%	11.28%
2013-09-16	4.12%	400	300	700	40.00%	7.72%
2014-09-22	10.54%	500	400	900	28.57%	16.95%
2016-12-12	-2.80%	525	425	950	5.56%	1.05%
2019-08-19	5.75%	800	800	1600	98.42%	-2.47%

数据来源：Wind资讯。

值的占比，对两融业务发展在短期内有正向刺激作用。

原因大致如下：其一，标的扩容，拓展了两融业务空间，有利于两融规模扩张；其二，两融扩容时A股整体处于上行时期，受益于标的增加与需求端对资金的需求，融资规模出现显著增加；其三，两融余额是个滞后指标(李湛和阳建辉，2018)^[1]，扩容政策颁布时，A股往往处于震荡市或震荡下行市，流通市值占比提升主要是分子端膨胀与分母端相对缩减共同作用的结果，但分子端的影响力起主导作用。

二、两融标的扩容板块结构变化

两融标的板块结构方面，自两融业务开展以来，沪市一直在标的数量方面处于领先地位，直到2019年8月19日第六轮扩容后，沪深两市标的数量持平，即各有800只，深市的增幅88.23%远超沪市的52.38%，两融标的数量明显出现由沪市领先向沪深两市趋于平衡的转变。

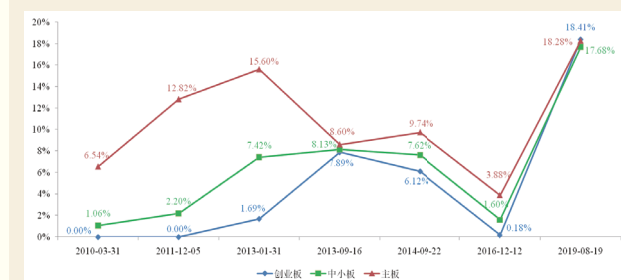
板块结构方面，第六轮扩容后，创业板新增标的141只，是之前扩容标的总和的2.39倍；中小板新增标的165只，是前期扩容标的总和0.84倍；主板扩容354只，不及前期扩容总和的一半。创业板与中小板标的数量虽不及主板，但其标的增幅远高于主板，板块结构正由扩主板

表2 历次扩容各板块股票数及两融新增标的数

扩容日期	创业板		中小板		主板		总计	
	股票数	新增标的	股票数	新增标的	股票数	新增标的	股票数	新增标的
2010-03-31	65	0	379	4	1315	86	1759	90
2011-12-05	276	0	635	14	1365	175	2276	189
2013-01-31	355	6	701	52	1397	218	2453	276
2013-09-16	355	28	701	57	1407	121	2463	206
2014-09-22	392	24	722	55	1427	139	2541	218
2016-12-12	561	1	814	13	1623	63	2998	77
2019-08-19	766	141	933	165	1937	354	3636	660

数据来源：Wind 资讯，标的与股票数量不包括科创板、ETF等相关数据。

图2 各板块历次扩容新增标的占所属板块股票数量比



数据来源：根据Wind资讯、沪深交易所官网信息整理。

向稳主板、扩创业板与中小板转换。

标的增量方面，中小板和创业板两融标的增量占其板块股票数量的比例逐次增加，中小板从最初的1.06%到第六轮扩容的17.68%，创业板从1.69%上升到18.41%；中小板和创业板标的数量占板块股票数量的比例逐渐上升至27.75%与26.10%，最新扩容数据显示，创业板与中小板新增标的占总新增标的比例达46.36%，创业板与中小板的两融标的虽小于主板，但其增幅显著高于主板，扩容有明显向创业板与中小板扩容的迹象(见表2与图2)。

两融标的市值占比方面，两融业务开展之初，两融标的仅90只，且主要集中在大盘股和白马蓝筹股，两融标的市值占A股总市值的比例为55.42%，目前该比例已上升至85.34%，上升29.92%。

结构方面，主板、创业板与中小板的两融标的市值占比由初期的59.61%、9.73%与5.55%上升至目前的91.02%、72.02%与59.85%(见图3)。经六轮扩容后，主板两融标的数量虽仅占54.21%，其标的市值占比却达91.02%，显示主板两融标的趋近饱和；创业板与中小板无论在标的数量还是标的市值占比方面都存在上升空间。因此，两融标的后续扩容路径大概率将是主板基本稳定、创业板与中小板有序扩容。

两融扩容标的的所属行业演变

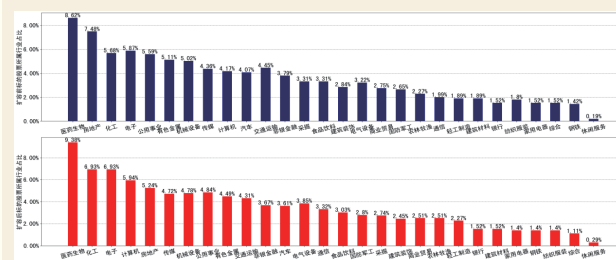
上述内容侧重从宏观方面阐释两融标的的扩容路径正从以主板为主向稳主板、扩容创业板与中小板过渡。本部分侧重分析历次两融标的的行业结构，从中观视角阐释两融标的的行业结构演变趋势。

横向比较方面，若以2019年8月19日扩容前后各行业标的的数占申万28个行业股票总数之比为研究对象，扩容前后，行业结构变化具有如下特点：其一，纺织服务、家用电器、钢铁与休闲服务的两融标的数相对较少，依

然位居末5位，仅在排名结构有细微变化；其二，扩容后，医药生物、化工、电子、计算机与房地产的标的占比位列前5，其中，计算机标的占比由扩容前的4.17%上升至5.94%，增幅明显；公用事业标的占比出现回落至4.84%。其三，医药生物、化工与电子标的占比有显著提升，分别由扩容前的8.62%、5.68%与5.87%上升至扩容后的9.38%、6.93%与6.93%；房地产两融标的占比出现明显回落，减幅达29.95%。由此可见，除计算机标的占比跃升至前5，挤出公用事业外，2019年8月19日扩容前后的前5与末5的排位未出现显著变化，但医药生物、电子与计算机在标的占比有显著增加(如图4所示)。

纵向比较方面，以历次扩容后各行业两融标的的数量与申万该行业股票总数之比及其趋势作为纵向比较的参考指标，可以发现两融标的的扩容的纵向行业演变规律。结合图4与表3的数据，发现两融标的的存量与增量具有如下特征：其一，经六轮扩容后，银行、钢铁和非银金融三个行业两融标的的数占比超过85%，后续可扩容空间极其有限；其二，扩容过程中，交通运输、采掘、有色金属

图4 2019年8月19日扩容前后各行业标的占各行业股票总数之比的变化



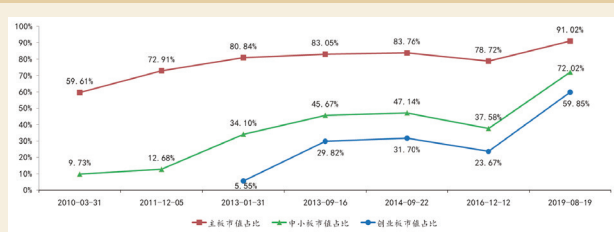
数据来源：根据Wind资讯、沪深交易所官网信息整理。

表3 历次扩容标的的占申万行业股票总数之比及其趋势

扩容日期	2010-03-31	2011-12-05	2013-01-31	2013-09-16	2014-09-22	2016-12-12	2019-08-19	占比走势
银行	85.71%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	75.00%	96.97%	
钢铁	17.86%	20.00%	26.67%	26.67%	40.00%	38.71%	87.50%	
非银金融	13.64%	34.69%	48.21%	38.93%	48.29%	60.8%	83.01%	
国防军工	2.56%	10.64%	20.83%	31.25%	53.06%	40.06%	68.15%	
交通运输	6.58%	10.71%	17.05%	20.45%	37.50%	42.86%	61.21%	
采掘	10.42%	44.44%	37.41%	33.70%	40.00%	45.90%	60.61%	
有色金属	16.44%	30.86%	47.13%	47.73%	35.43%	45.45%	50.29%	
房地产	4.07%	25.98%	46.88%	40.63%	46.09%	40.61%	57.25%	
通信	5.13%	5.66%	10.53%	26.32%	34.48%	28.00%	34.46%	
食品饮料	10.87%	19.64%	44.26%	49.18%	48.48%	41.03%	31.61%	
医药生物	2.88%	9.24%	19.39%	35.03%	42.93%	35.22%	31.00%	
电子	0.00%	7.38%	16.06%	26.81%	39.58%	33.33%	49.37%	
公用事业	3.06%	7.63%	23.20%	27.78%	34.88%	38.69%	48.43%	
计算机	0.00%	1.85%	6.35%	23.02%	32.35%	25.29%	48.31%	
传媒	0.00%	4.00%	12.50%	27.77%	33.60%	29.73%	47.31%	
农林牧渔	2.04%	10.94%	26.47%	26.47%	28.57%	24.68%	47.06%	
商业贸易	1.37%	7.32%	16.47%	18.82%	30.59%	28.41%	43.75%	
综合	6.67%	20.69%	34.48%	35.48%	41.94%	40.63%	41.18%	
家用电器	4.55%	5.56%	14.63%	24.39%	31.82%	28.85%	40.35%	
建筑材料	0.00%	8.33%	28.85%	30.19%	31.48%	33.90%	37.31%	
化工	1.43%	5.05%	13.40%	20.95%	24.41%	20.99%	35.22%	
汽车	4.48%	14.44%	21.88%	25.25%	33.33%	33.87%	34.88%	
建筑装饰	6.12%	10.94%	33.82%	39.13%	40.28%	31.96%	32.54%	
电气设备	5.33%	8.55%	9.52%	11.90%	20.61%	17.72%	31.77%	
轻工制造	0.00%	0.00%	7.25%	8.70%	21.43%	21.51%	30.71%	
纺织服装	0.00%	4.35%	17.31%	15.38%	20.75%	24.24%	24.10%	
机械设备	4.30%	7.84%	16.57%	18.80%	24.32%	18.08%	20.85%	
休闲服务	0.00%	3.57%	3.57%	7.14%	6.67%	6.45%	18.18%	

数据来源：根据Wind资讯、沪深交易所官网信息整理。

图3 各板块两融标的的市值占比结构变化趋势图



数据来源：根据Wind资讯、沪深交易所官网信息整理。

表 4 两融标的扩容前后沪深关键指数短中期涨跌幅

扩容日期	上证综指			中小板			创业板		
	前 10 日	后 10 日	后 20 日	前 10 日	后 10 日	后 20 日	前 10 日	后 10 日	后 20 日
2010-03-31	4.53%	1.21%	-7.29%	6.01%	5.20%	1.81%	-	-	-
2011-12-05	-2.31%	-5.75%	-6.83%	-3.52%	-8.14%	-12.46%	-4.60%	-6.08%	-12.02%
2013-01-31	4.40%	0.62%	-1.48%	-0.91%	3.87%	6.01%	1.19%	8.57%	15.21%
2013-09-16	3.16%	-1.70%	-1.14%	3.49%	5.74%	5.96%	5.76%	10.71%	7.74%
2014-09-22	0.98%	1.94%	-1.17%	0.23%	3.69%	-0.54%	0.24%	3.68%	-1.44%
2016-12-12	-0.89%	-3.80%	-1.91%	-1.30%	-4.89%	-4.17%	-3.12%	-6.45%	-6.58%
2019-08-19	-1.53%	2.21%	7.33%	0.06%	3.70%	10.27%	0.72%	2.74%	9.34%

数据来源：Wind 资讯。

属与房地产等行业的标的占比趋势性上扬，目前占比超 57%，在“房住不炒”“去产能”“绿色发展”的基调下，后续这些行业标的扩容缺乏相关政策基础；其三，通信、食品饮料、医药生物、电子、计算机与传媒等行业在近三次标的扩容中，呈“J”形反弹，在第六轮标的扩容中，医药生物、计算机、电子、通信与传媒等行业的标的增幅显著高于其他，标的扩容有逐渐往高科技类企业倾斜的迹象。

在促消费稳增长、关键技术国产替代、以及以智能

制造、新一代信息技术、生物医药等领域为代表的新一轮科技革命的驱动下，通信、食品饮料、医药生物、电子、计算机与传媒等行业标的扩容具备相关的政策基础与空间，这大概率是未来两融标的扩容的主要方向。

两融标的扩容对A股市场的影响

为进一步剖析两融标的扩容时点与市场在中短期内的反应，本部分基于上证综指、创业板与中小板指等沪深两市代表性指数，以历次扩容日期为基准日，归纳总

(上接第59页)

参考文献：

- [1] Antoniou, A., and P. Holmes. Futures Trading, Information and Spot Price Volatility: Evidence for the FTSE-100 Stock Index Futures Contract Using GARCH[J]. Journal of Banking and Finance, 1995, 19(1): 117~129.
- [2] Booth, G. Geoffrey, T. H. Lee, and Y. Tse. International Linkages in Nikkei Stock Index Futures Markets[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 1996, 4(1): 59~76.
- [3] Cagan, P.. Financial Futures Markets: Is More Regulation Needed?[J]. Journal of Futures Markets, 1981, 1(2): 169~190.
- [4] Chen, SY., Lin CC., Chou, PH. and Hwang, DY.. A Comparison of Hedge Effectiveness and Price Discovery between TAIEX TAIEX Index Futures and SGX MSCI Taiwan Index Futures[J]. Review of Pacific Financial Markets and Policies, 2002, 5: 277~300.
- [5] Damodaran, A.. Index Futures and Stock Market Volatility[J]. Review of Futures Markets, 1990, 9(2): 442~457.
- [6] Ederington, L H..The hedging performance of the new futures markets[J]. Journal of Finance, 1979, 34(1): 157~170.
- [7] Edwards, F. R., “Does Futures Trading Increase Stock Market Volatility?[J]. Financial Analysts Journal, 1988, 44(1): 63~69.
- [8] Hasbrouck, J.. One Security, Many Markets: Determining the contributions to Price Discovery[J]. Journal of Finance, 1995, 50(4): 1175~1199.
- [9] Kawaller, I. G., Koch, P. D., and Koch, T. W.. The Temporal Price Relationship between S&P 500 Futures and the S&P 500 Index[J]. Journal of Finance, 1987, 42(5): 1309~1329.
- [10] Stoll, H. R., and Whaley, R. E.. The Dynamics of Stock Index and Stock Index Futures Returns[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1990, 25(4): 441~468.
- [11] Stein, J. C.. Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources[J]. Journal of Finance, 1997, 52(1): 111~133.
- [12] 范泰奇. 境内外A股股指期货市场功能差异性研究[D]. 中央财经大学, 2015.
- [13] 高苗苗, 杨耀武, 谢玮. 新交所A50股指期货对我国股票市场的影响[J]. 金融评论, 2016, 8(06): 105~113+124.
- [14] 韩鹏举. 股指期货异地上市对我国股票及股指期货市场发展的影响研究[D]. 上海财经大学, 2006.
- [15] 沙石. 金融衍生品与全球资本竞争[J]. 证券市场导报, 2019, (02): 4~7+24.
- [16] 汤珂. 我国股指的期货和期权在境外上市值得警惕[N]. 中国证券报, 2014-11-06(A15).
- [17] 熊熊, 张维, 李帅, 刘文财. 台湾股票指数期货的日内价格发现机制研究[J]. 管理科学学报, 2008, 11(02): 91~99.
- [18] 杨阳, 万迪昉. 股指期货真的能稳定市场吗?[J]. 金融研究, 2010(12): 146~158.
- [19] 余书炜. 股指期货异地上市对本地市场的影响[R]. 复旦大学博士后研究报告, 2006.
- [20] 袁锦湘. 股指期货异地上市对“定价权”的影响研究[D]. 湖南大学, 2008.

结历次扩容前后沪深两市指数前10个交易日、后10个交易日与后20个交易日指数的涨跌情况,阐释两融标的扩容对沪深两市指数的具体影响。

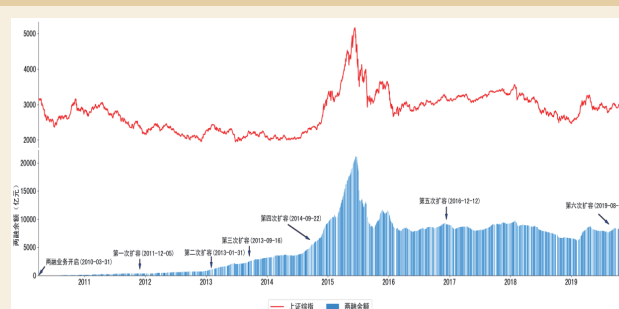
经统计两融标的扩容前后沪深两市关键指数的涨跌情况(见表4),发现如下主要规律:其一,历次扩容前10个交易日,上证综指与中小板指3次下跌、4次上涨,创业板指下跌2次、上涨4次,沪深两市指短期下跌,并非必然催生出两融标的扩容;其二,两融标的扩容后10个交易日内,上证综指3次下跌、4次上涨;中小板指2次下跌、5次上涨;创业板指下跌2次、上涨4次;扩容后20个交易日内,上证综指、中小板指与创业板指的跌幅与次数都有不同程度上升,显示两融标的扩容在短期内也并非促进市场上涨的有效工具;其三,上证综指、中小板指与创业板指在两融标的扩容后的指数跌幅都存在不同程度的惯性,即扩容后20日的指数涨跌方向与扩容后10日的指数涨跌方向一致且幅度更大,如2011年12月5日、2016年12月12日等,而且中小板指与创业板指在扩容后的惯性强于上证综指^{[5][6]}。

整体而言,扩容后,在两融标的数量与两融规模明显上升的情形下,沪深两市主要指数并未出现明显的上涨或下跌(见图5),基于当前数据的统计结果很难说明两融标的扩容在中短期内对指数涨跌有显著的正向或负向影响^[4]。可能原因是:其一,两融标的扩容对市场的影响本身存在时滞;其二,相对市场指数涨跌而言,两融余额是个滞后指标,两融余额的反应旨在验证市场趋势,而非触发市场的趋势或反转行情;其三,两融余额占流通市值的比例较低,单纯的两融标的扩容带来的增量很难扭转市场大势。

结论与讨论

本文从统计角度考察了自两融业务推出以来历次两

图5 两融标的扩容时点与上证综指走势图



数据来源:Wind资讯。

融标的扩容的演变路径,剖析了两融扩容可能带来的市场影响。具体而言:

其一,两融标的由起初的90只,扩容至目前的1600只,占沪深两市个股总数的比例约为43.39%,两融余额增至8339亿元,扩容标的由侧重扩主板向稳主板、偏向扩创业板与中小板过渡。两融标的扩容在短期内促进两融余额上升,在中短期内对两融业务发展具有正向刺激作用。但经分析两融标的扩容时点与主要指数变化的关系发现,两融标的扩容在短期内并非是促进市场上涨的有效工具,也非触发市场趋势或反转行情的有效手段。

其二,受益于产品国产替代、智能制造、新一代信息技术革命、生物医药创新等因素的综合驱动,通信、食品饮料、医药生物、电子、计算机与传媒等行业在近三次两融标的扩容中,呈“J”形反弹,增幅显著高于其他行业;缘于“房住不炒”、“绿色发展”等政策环境,交通运输、采掘、有色金属与房地产等行业后续标的扩容缺乏相关政策基础;银行、钢铁和非银金融的两融标的占比超85%,后续扩容有限。■

[基金项目:广东省自然科学基金重点项目“我国企业发债需求、融资契约选择和机制设计”(2016A030311027)、广东省自然科学基金“金融去杠杆背景下地方政府债券创新与风险管理研究”(2018A030313039)、广东省哲学社会科学“十二五”规划2015年度一般项目“我国地方政府债务融资困境和解决路径”(GD15CYJ01)]

参考文献:

- [1] 李湛,阳建辉.两融规模震荡下行,短期回暖乏力[EB/OL]. (2018-09-29)[2019-11-22].http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/5156.
- [2] 谢黎旭,张信东,张燕,王东.融资融券扩容和流动性[J].管理科学,2018,31(6):46-57.
- [3] 姚磊,姚王信.融资融券渐进式扩容的政策效应研究——基于多期DID模型与Hausman的检验[J].国际金融研究,2016,(05):

- 85-96.
- [4] 徐晓光,陈焕彬,张荣波.融资融券能否减小我国股市波动?[]].深圳大学学报(人文社会科学版),2013,(05):81-86.
- [5] 卢骏,杨季超.融资融券交易对市场价格发现的影响——基于中国创业板与中小板的研究[J].财经论丛,2015,(11):43-51.
- [6] 谢世清.加权股指收益率对融资融券交易的影响[J].北京工商大学学报(社会科学版),2017,(04):87-96.