

第2章 输不起的是时间 融资融券

融资融券从字面上看不难理解。所谓融资就是指证券公司借给股民钱，让其买股票；所谓融券就是证券公司将股票借给股民，供其卖出。当然，无论钱与股票，都要在规定期限内归还。

“不道德”的盈利模式

与融资相比，融券理解起来稍困难一些。比如说，如果你认为一只股票将下跌，但你手上并没有该只股票，你可以从券商那里借来一些股票卖出，然后待该股票下跌后再买入，并将这些股票归还给券商。卖出与买入之间的差价，就是你所赚的钱。

没有融券之前，证券市场中盈利的模式只有一种——低买高卖，有了融券业务后，投资者的盈利模式又多了一种——高卖低买。

如果没有融券业务，股市处在一种“共盈共赔”的状态，也就是平常所称“单边市”。股价上升时，没有人会赔钱（有人会失去赚钱的机会，但不会赔钱），股价下跌时，没有人会赚钱（有人会将损失降低为零，但不会赚钱）。而有了融券业务之后，股价下跌时，投资者也能赚钱。这就如同将以前的单行道，改造成可以双向行驶的道路。

更关键的在于，融券者每赚一分钱，都意味着别人多亏一分钱，也就是说，高卖低买是一种零和交易，它只改变财富的分配方式，但不会增加财富的总额。这一点，与低买高卖不同，低买高卖不会损害其他人的利益，低买高卖者赚钱的同时，并不意味着其他人就赔钱。

因此，在允许融券的股市中，那些在市场下跌趋势中，大肆融券卖出的投资者，往往被舆论所围剿，认为他们的盈利模式不道德，认为这些人“落井

下石”，在很多人财富大幅缩水的时候，还要进来分一杯羹。

► 健康的力量

将融券者视为“异端”，显然是错怪了他们。一方面，融券者如果看错了行情，股价上升了，他们也会赔钱。由于是零和交易，融券者赔钱的同时，肯定有人多赚了钱。

另一方面，在没有融券业务时，市场中会有看空者，但除了卖掉自己手上的股票，看空者所能做的，只能是空仓。而一旦有了融券，看空者就可以凭着卖掉借来的股票，成为真正意义上的空头。

这样一来，当股价暴涨时，由于融券者的存在，卖方力量增加了，这就可以在一定程度上避免过度暴涨。而当股市持续低迷、成交量极具萎缩时，由于融券卖出者必须要在6个月内，再买进股票还给借出者。因此，融券在一定程度上还会增加市场交易量、保持市场流通性。

► 蓝筹股用来融券

有投资者会想，从券商角度看，如果股民融资买股票（借钱），无论是赔是赚，券商都有的赚（手续费、融资利息），但融券则未必了，借出去的股票若真下跌，券商岂不是要亏钱了，亏钱的买卖会干吗？

的确，试想你是券商，会将什么样的股票拿出来供投资者融券呢？当然是那些业绩持续稳定，打算长期持有的股票。比如说，券商买进了某只股票，预期持有三年，这只股票在持有期间，处于资产闲置状态，在卖出之前，它没有任何作用。与其如此，借出去还能生息赚手续费，岂不是件好事？

因此，对大多数股票，券商不会提供融券服务，只有被长期看好的股票才会拿出来。从某种意义上讲，融券业务是投资者与券商对赌，对同一只股票，券商是长期看好，而投资者可能短期看跌。

当然，股指期货推出后，券商可以利用股指期货，锁定股票市场的风险，这样一来，就扩大了融券股票的范围与供应量（详细解释见本书第3章）。

14 金融创新篇

▶ 诸多限制

除了融券范围被约束外，市场中对融券行为还有一些限制。

首先，融券者申报的卖出价，不得低于该证券的最近成交价。如该证券当天还没有被卖出，那么第二天开盘时申报的卖出价也不得低于前一天的收盘价。这样规定，是为了避免融券者恶意砸盘。

其次，券商会为单个投资者的融券规模做出限定，而交易所会对单只股票融券卖出量占交易量的比例做出限定，一旦超出比例，将不允许卖空，

再者，大盘快速下跌时，禁止卖空。禁止卖空，是很多国家在股市快速下跌时采取的临时措施。其范围，有时是部分股票，极端的时候会是绝大部分股票。其目的就是控制市场中抛盘量，而这样一来，就使得投资者失去了融券的最大盈利空间。

从国外证券市场的经验来看，绝大多数投资大师，都是从股票上涨中赚钱，真正能依靠卖空持续盈利的非常少。这当然与卖空盈利的上限有关（如果不考虑信用杠杆，融券的最大盈利空间就是100%，而看多的最大盈利空间则没有上限），但另一个重要原因，就是禁止卖空。

▶ 融资

融资并非新鲜事物，很多年以来，不少券商在私下里一直在为一些大户甚至中户提供资金，这已经是半公开的秘密，也是各券商之间竞争的一个重要手段。当然，这些操作都是私下的、不规范的，与即将推出的融资服务还有一定的区别。

从海外各证券市场的规律看，融资的规模都要超过融券的规模，对个人投资者来说，使用融资服务的频率，要大大超过使用融券服务的频率。

▶ 时间风险

无论融资还是融券，最大的风险，不是来自于对股价走势判断的失误，而是来自于还钱、还股票的时间限制。

比如说，如果你看涨某一只股票，然后从券商那里借了一笔钱，按规定6个月内归还（目前融资融券的归还期限就是6个月）。但这只股票在6个月内并

没有上涨，而是在7个月后才开始上涨。但是按照规定，你必须在6个月过后还钱，那么这个时候，在不考虑追加保证金的前提下，你也只能割肉离场了。相反，如果你买股票的钱不是借来的，没有归还期限的要求，股票即使暂时下跌，你尽可以选择等待，等到股价回升。

事实上，由于融资融券所带来的归还时间的限制，使参与其中的投资者，都在很大程度上成为了技术派。因为，即使你的基本面分析能力再强，也不能保证市场在6个月内，肯定会按照你所预期的趋势演进。

心理风险

大多数投资者都没有借钱炒股的经验，而借钱（融券相当于借钱）炒股，对投资者心理素质的考验，是用自己的钱炒股所不能比拟的。

资金放大的背后，就是心理缺陷的放大，归还时限的约束，对股票走势预测水平提出了更高的要求。如果你之前就有患得患失、愿赌不服输，等等“痼疾”，那么融资融券后，操作中的心态失衡很可能会更严重，进而导致“技术动作严重变形”。

这就对投资者风险控制、资金安排、技术分析、心理建设等方面，提出了更高的要求，投资者对此要有充分的思想准备。

渤海证券

2008年10月8日研究报告

解除卖空限制后我国股票市场投资问题思考

作者 房振明 徐莉莉

在融资融券的买空卖空时代，全部股票被分为了两个阵营，允许卖空的股票和不允许卖空的股票，这两种股票依然受到自身基本面信息和宏观经济信息的共同影响，但是由于看空和看多投资者的博弈目的、方式和激烈程度截然不同，这两种股票的投资策略也存在了显著的差异。

第一，对于允许卖空的股票，交易

策略将必须进行较大调整。允许卖空的股票，日内和日间波动性都将加大，也即股票的风险加大，散户和不具有很强研究能力的投资者不适宜对其采取短期交易策略。在股票进入融券标的榜单生效开始，根据海外的经验，股票的价格将出现短期的下降，能否逐步恢复则取决于基本面信息和宏观信息的均衡状态。在进入榜单的短期时间内，是做空股票的良好时机，若

16 金融创新篇

希望长期持有，该阶段也是降低买入成本的良好时机。正常交易时期，多、空双方对决定股票价格的信息挖掘更加深刻和充分，利空信息将发挥能获得收益的威力。经过了股票进入卖空榜单的初期阶段，欲参与卖空股票投资的投资者必须以对个股的充分研究为基础，同时增加对交易双方博弈力量的评估，建立头寸。

第二，当股票被剔除融券榜单时，对该个股而言短期内是一个利好消息。香港市场个股被剔除榜单后10日内的累计超额收益平均达到了5%以上。此利好消息是针对所有类型投资者的短期投资机会。

第三，对于不允许卖空的股票，其交易策略并无变化。散户和不具有信息优势的交易者更适合参与此类股票，以免与信息优势交易者（券商、各种金融机构）进行不公平博弈。

第四，对于具有融资融券资格并同时开始试点的股票，这类股票的投资取决于两个方面：其一，投资双方的博弈力量，其二，投资者对个股信息挖掘的准确性。通常情况下，融资程序简单，对投资者的研究实力要求有限，所需信用额度较小，普通散户即可参与，而机构即使需要融资也会因为融资业务所需成本高于其通过其他渠道的融资成本，因而不会在券商处融资。这种由中等以上散户构成的融资群体对个股的影响更多体现在羊群行为。融券业务实际上相当于与借券券商的对赌，借券者需要比券商更强的研究实力和信息收集能力，因此在资金、信用额度和研究能力等方面所需门槛较高，普通散户很难参与。

第五，对于只有融资而没有融券资格的股票，融资业务绝对是一项利好。

点评



对侧重于短线技术派的投资者来说，融资融券不仅仅是新的投资工具，它也在改变着以往的投资策略。因此，有必要对融资融券条件下，新的操作手法、交易策略、股票短期波动规律进行深入研究和学习。