

# 融资融券对中国证券市场运行绩效的影响研究

——基于沪深股市的经验证据

顾海峰,孙赞赞

(东华大学 旭日工商管理学院,上海 200051)

**[摘要]**融资融券对证券市场的运行绩效具有重要影响。以沪深股市的经验数据作为样本,通过 OLS 模型和 Granger 因果检验,对融资融券与沪深股市波动性和流动性的长期关系和因果关系进行实证分析,结果显示,股市处于不同行情时,融资融券与沪深股市波动性和流动性的长期关系呈现出不同特点。为提升证券市场运行绩效,当证券市场处于上升通道时,监管当局应适当增加融券规模及减小融资规模;当证券市场处于下降通道时,监管当局应适当减小融券规模及增加融资规模;当证券市场处于震荡态势时,监管当局应保持融资交易和融券交易的规模匹配,以达到平抑波动性与增加流动性的目标。

**[关键词]**融资融券;证券市场;运行绩效;股市流动性;股市波动性

**[中图分类号]**F830.9 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2013)01-0022-09

## 一、问题的提出

我国证券市场自 20 世纪 90 年代初期成立以来,适应社会经济发展的要求,短短 20 年已发展成为国内优秀企业获得直接融资的重要场所。纵观我国证券市场的发展历程,我国证券市场的市值容量已跻身世界前列,已成为全球瞩目的资本市场。同时,经过多年的发展,我国证券市场已逐步形成包括主板、中小企业板、创业板等在内的多层次资本市场体系。多层次资本市场体系的建设与完善,很大程度上拓展了国内企业的融资渠道,有力地提升了资本市场对国内企业的服务效能。但是,在肯定我国证券市场发展业绩的同时,我们也不应忽视这 20 年来证券市场发展的种种弊端。这些弊端主要表现在两个方面:一是受政策影响大。我国证券市场容易受到政策的影响,往往政策的利好和利空能直接决定证券市场的走向,这使得我国证券市场的价格发现功能十分有限。二是缺乏做空机制。我国证券市场由于一开始只有现货市场,缺乏做空机制,因此只能通过单边做多才能赢利,而市场信息存在着严重不对称,资本的逐利本性使股票价格出现严重扭曲,一些股票的价格远远偏离其内在价值,股价剧烈波动,市场投机氛围浓重。为了有效解决我国证券市场的一些弊端,融资融券试点的推出势在必行。融资融券又叫证券信用交易,是指投资者向证券公司提供担保物,借入资金买入证券或借入证券并卖出证券的行为,包括金融机构对券商的融资和融券、券商对投资者的融资和融券。在海外市场,融资融券业务是一项普遍实施的成熟交易制度,它不仅有助于形成稳定的市场内在价格机

**[收稿日期]**2012-09-15

**[基金项目]**国家社会科学基金项目(09BJY109);教育部人文社会科学基金项目(11YJC790051)。

**[作者简介]**顾海峰(1972—),男,江苏苏州人,东华大学旭日工商管理学院研究员,博士生导师,博士,主要研究方向为金融理论与政策;孙赞赞(1987—),男,浙江慈溪人,东华大学旭日工商管理学院硕士生,主要研究方向为金融理论与政策。

制,提升市场活跃度,拓宽券商业务范围,还能提供新的交易方式供投资者选择,改变证券市场“单边市”的行情,为投资者提供有效规避市场风险的工具。

2006年6月30日,证监会发布了《证券公司融资融券试点管理办法》,此举标志着融资融券有机会在我国证券市场一展身手。2008年4月24日,证监会再次发布《证券公司监督管理条例》,融资融券业务被正式列入券商业务中。2010年3月31日,融资融券交易正式在中信证券等6家试点券商启动,此举标志着经过多年精心筹备的融资融券交易正式步入实质性市场操作阶段。经过两年多的发展,融资融券标的股从原来的90只增加到现在的278只,截至2012年3月30日,沪市累计融资融券余额达313.53亿,深市累计融资融券余额达153.97亿,融资融券发展规模越来越大,进一步推动了资本市场的繁荣发展。自2011年5月以来,我国证券市场进入单边下行通道,市场整体萎靡,交易量也受到一定程度的冲击。证券市场的疲软严重影响了宏观经济的快速健康发展。社会财富明显缩水导致居民可支配收入减少,居民消费意愿降低,消费需求不足,国民经济增长速度放缓。鉴于此,根据沪深证券交易所关于调整融资融券标的证券名单的公告,2011年12月5日,融资融券标的证券从原来的90只正式扩充到现在的278只。在标的证券增加后,证券市场止住了单边下行的趋势,进入了上下震荡调整期。事实上,以往融资融券标的股过少,导致融资融券对证券市场运行绩效的影响不明显,但是,融资融券标的股的扩容为研究融资融券影响证券市场的运行绩效问题提供了重要契机。笔者认为,高效的证券市场应呈现出较高的流动性和较低的波动性,一方面要满足证券市场的交易流动性功能,另一方面要保障证券市场的稳定运行目标,因此,流动性与波动性是衡量证券市场运行绩效的两大核心指标。正是在这样的背景下,笔者试图对“融资融券对中国证券市场运行绩效的影响”问题展开深入探讨。

## 二、国内外研究述评

西方国家对融资融券的研究几乎与证券市场的建立同步,但在融资融券对证券市场波动性影响的研究上学者们一直没有达成一致意见。综观研究国外学者的研究成果,笔者发现主要有三种观点:一是融资融券会加剧证券市场波动,起助涨助跌作用;二是融资融券与证券市场波动没有关系;三是融资融券会减小证券市场波动,发挥价格稳定器的作用。Bogen和Krooss认为,在股价上升时,投资者的融资买空行为增加了股票需求,促使股价进一步上升;在股价下跌时,投资者的融券卖空行为增加了股票需求市场供给,促使股价进一步下跌<sup>[1]</sup>。Angel通过研究也认为融资融券业务的推出会加剧股价的波动<sup>[2]</sup>。Woolridge和Dickinson通过研究发现,卖空机制与股价正相关关系并不明显,也就是说,融资融券对证券市场波动性的影响并不明显<sup>[3]</sup>。Bris发现,相比于缺乏卖空机制的市场,允许卖空交易市场的股票收益率的波动率要明显小很多,这意味着融资融券可以减小证券市场的波动性,起稳定市场的作用<sup>[4]</sup>。Diether认为融券不但不会加速股价的下跌,反而会降低股价的波动<sup>[5]</sup>。Charoenrook和Daouk发现融资融券不仅会降低证券市场的波动性,还能提高证券市场流动性<sup>[6]</sup>。

国内学者对融资融券的研究起步较晚,发展历程较短。崔媛媛等分析了我国融资融券的运行现状,发现了我国融资融券发展规模过小、融资业务和融券业务发展不平衡等问题<sup>[7]</sup>。在波动性方面,较早的文献通过数理模型和实证研究证明了卖空交易的可能性,并探索中国证券市场建立卖空机制的必要性、可行性、风险控制、交易模式、监督机制等。李岳恒和詹孟书指出,长期而言,融资融券对证券市场波动性的影响不大<sup>[8-9]</sup>。李谦认为,融资融券对证券市场有助涨助跌效应,加大了证券市场的波动性<sup>[10]</sup>。周蓓蓓认为,融资融券会加大市场的短期波动<sup>[11]</sup>。开昌平对香港恒生指数的波动率的研究认为,融资融券交易可以减小证券市场波动率,起稳定市场的作用<sup>[12]</sup>。肖欣荣分析了我国融资融券相关政策法规设计和股票市场可能出现的问题和风险,认为融资融券推出初期会加大市场波动性,但长期而言将有利于证券市场的稳定发展<sup>[13]</sup>。陈国进、张贻军发现异质信念程度越大,市场暴跌可能性越大,推出融资融券有利于降低证券市场发生暴跌的概率<sup>[14]</sup>。李竞利用Granger因果检验分析

了融资融券对沪市的影响,发现市场波动性单向影响融券交易<sup>[15]</sup>。廖士光、杨朝军用协整检验和 Granger 因果检验分析中国香港市场数据,发现卖空交易并未加剧市场的波动<sup>[16]</sup>。杨德勇、吴琼利用经验数据研究法和事件研究法进行研究,发现融资融券对证券市场波动性具有平抑作用<sup>[17]</sup>。夏丹、邓梅通过 OLS 模型和 Granger 因果检验分析融资融券与沪深 300 指数波动性和流动性的长期关系,认为市场流动性单向影响融资变动,但与融券互不影响<sup>[18]</sup>。在流动性方面,骆玉鼎、廖士光发现融资买空可以增加市场流动性<sup>[19]</sup>。古文林、孔祥忠运用单因素方差分析方法,从资本流动性的角度研究了融资融券的冲击效应,结果表明融资融券并未对证券市场短期流动性产生显著影响<sup>[20]</sup>。

综上所述,现有研究文献主要集中于融资融券对流动性或波动性的单一指标影响方面的探讨,所采用的样本数据主要来源于沪、深、港等单一市场,也有部分文献将数据样本定位于证券市场沪深 300 指数的标的股,因此,难以准确反映融资融券对证券市场整体运行绩效的影响。对此,本文试图突破以往单一指标、单一市场的研究视角,以沪深股市的经验数据作为样本,以流动性与波动性双重指标来测度证券市场的整体运行绩效,探讨融资融券对证券市场运行绩效的影响问题,力图为提升证券市场运行绩效提供重要的理论指导与决策参考。

### 三、数据样本与研究方法

根据我国融资融券试点安排,可以选取标的股的范围确定为 278 只,包括上证 180 指数全部 180 只成分股及深证 100 指数成分股中除深圳能源和粤电力 A 的 98 只股票和 7 只交易型开放式指数基金(ETF)。这 7 只基金分别是华夏上证 50ETF、华安上证 180ETF、华泰柏瑞上证红利 ETF、交银上证 180 治理 ETF、易方达深 100ETF、华夏中小板 ETF 及南方深成 ETF。本文主要选取 2011 年 8 月 1 日至 2012 年 3 月 31 日共 162 个交易日的数据,融资融券数据由上交所和深交所网站上的融资融券板块经整理而得,上证综合指数和深证成指指数由新浪网上的财经板块经整理而得,换手率数据来源于 WIND 金融数据库并经整理而得。建模分析软件为 EViews5.1。

根据此前文献研究,由于上证综合指数和深证成指指数的基数过大,可能造成较大误差从而不便比较。为了减小误差,本文对指数的估计进行自然对数处理,从而使结果更加可信。本文用指数的日对数收益率来代表市场波动性(VOL),用日换手率来反映市场流动性(LIQ),即  $VOL = \ln P_t - \ln P_{t-1}$ ,  $LIQ = TM/TMV$ ,其中  $P_t$  为 t 时段指数的收盘价, TM 是指数成交量, TMV 是指数所有成份的流通股之和。

### 四、实证研究过程

#### (一) 统计分析

图 1 至图 8 给出了我国沪深两市 2011 年 8 月 1 日至 2012 年 3 月 31 日融资和融券交易的情况。图 1 至图 8 中,横坐标上的 0 代表 2011 年 8 月 1 日,50 代表 2011 年 10 月 18 日,100 代表 2011 年 12 月 27 日,150 代表 2012 年 3 月 15 日。

从图 1 至图 4 中可以看出,标的股的增多对沪深股市融资融券交易量有着明显的影响,融资买入额和融券卖出量均明显增长。此外,沪深两市融资融券交易变动趋势基本一致,融资买入额的变动保持增长,但反复较大,而融券卖出量基本保持单边上扬趋势。这表明市场对融资融券的交易持肯定态度,随着标的股的进一步增加,融资融券交易也一定会越来越活

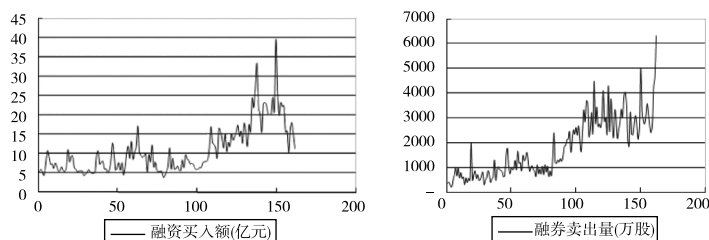


图 1 沪市融资买入额变动趋势 图 2 沪市融券卖出量变动趋势

跃。从图5和图6中的波动性指标可以得出,随着标的股的增加,沪深两市指数波动率随着时间的变化有趋缓的趋势,其中沪市比深市更加明显。从图7和图8中的换手率指标可以发现,随着标的股的增加,融资融券提高了股市的流动性水平。

(二) ADF 检验

传统的计量经济检验均需要满足时间序列平稳的条件,但现实中,大多数金融时间序列都具有非平稳性,因此在进行其他检验之前,需要验证序列的平稳性。本文用检验平稳性最常用方法——单位根(即 ADF)检验,结果见表1。表1中,SH代表沪市、SZ代表深市,RZ代表融资,RQ代表融券。由表1可知,在1%或5%的显著性水平下,SHVOL、SZVOL、SHLIQ、SZLIQ和SZRZ均拒绝原假设,都是平稳序列,但SHRZ、SHRQ和SZRQ均接受原假设,都是非平稳序列。

因为序列SHRZ、SHRQ和SZRQ是非平稳序列,所以本文对SHRZ、SHRQ、SZRQ、SZRZ这四个解释变量进行一阶差分处理。在5%的显著性水平下,各序列均是拒绝原假设,虽然SHRZ和SZRZ没有通过1%显著性水平的检验,但各序列仍是平稳序列,可直接用于建模分析。

表1 序列平稳性检验

序列	(C,T,K)	DW 值	ADF 值	5% 临界值	1% 临界值	结论
SHVOL	(0,0,1)	2.000784	-9.057295	-1.942938	-2.580264	平稳
SZVOL	(0,0,1)	1.985233	-9.053528	-1.942938	-2.580264	平稳
SHLIQ	(C,0,1)	2.041104	-4.171117	-2.880463	-3.473672	平稳
SZLIQ	(C,T,1)	2.046822	-4.948941	-3.439658	-4.019561	平稳
SHRZ	(C,0,1)	2.081414	-2.465425	-2.880463	-3.473672	不平稳,I(1)
SHRQ	(0,0,2)	1.975885	0.242258	-1.943012	-2.580788	不平稳,I(1)
SZRZ	(C,T,1)	2.079417	-3.815872	-3.439658	-4.019561	平稳
SZRQ	(0,0,2)	1.982562	0.114511	-1.943012	-2.580788	不平稳,I(1)
LNSHRZ	(C,T,1)	2.015434	-3.703223	-3.439658	-4.019561	平稳
LNSHRQ	(C,T,1)	2.045190	-5.161363	-3.439658	-4.019561	平稳
LNSZRZ	(C,T,1)	2.062106	-3.801065	-3.439658	-4.019561	平稳
LNSZRQ	(C,T,1)	2.074139	-5.830857	-3.439658	-4.019561	平稳

(三) 回归分析

本文通过构建回归模型对融资融券与沪深两市波动性、流动性的关系进行分析。

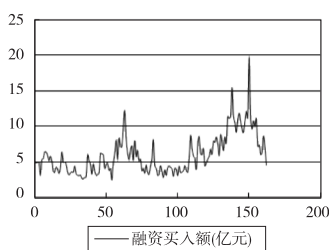


图3 深市融资买入额变动趋势

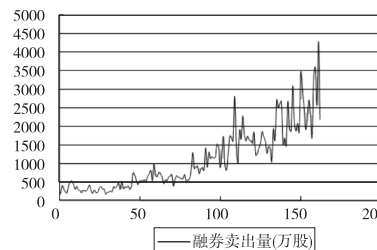


图4 深市融券卖出量变动趋势

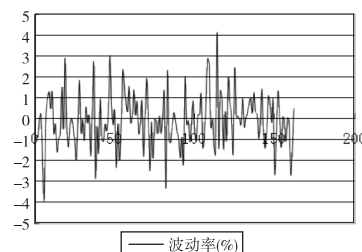


图5 上证指数波动率变动趋势

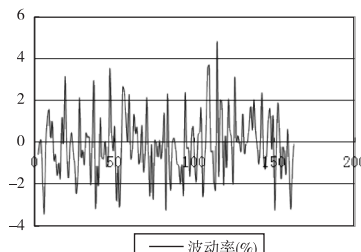


图6 深证成指波动率变动趋势

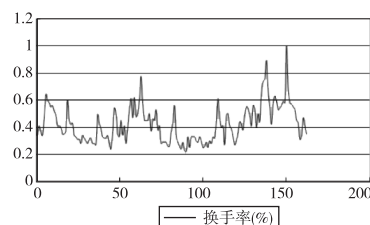


图7 沪市换手率变动趋势

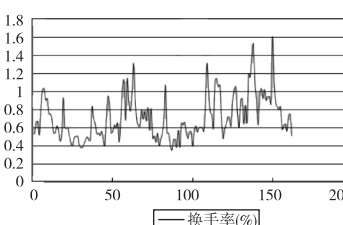


图8 深市换手率变动趋势

## 1. 融资融券对股市波动性的影响

根据模型分析,在标的股增加前,上交所融资融券和上证指数波动性的关系式为

$$SHVOL = 0.128547 + 0.00228LNSHRZ + 0.010939LNSHRQ + \mu \quad (1)$$

$$SE = 0.08771 \quad 0.005438 \quad 0.00372$$

$$t = 1.465584 \quad 0.419225 \quad 2.940886$$

在标的股增加后,上交所融资融券和上证指数波动性的关系式为

$$SHVOL = 0.146542 + 0.002053LNSHRZ + 0.011067LNSHRQ + \mu \quad (2)$$

$$SE = 0.074393 \quad 0.003508 \quad 0.00514$$

$$t = 1.969845 \quad 0.585426 \quad 2.153244$$

在标的股增加前,深交所融资融券和深证成指波动性的关系式为

$$SZVOL = 0.273692 + 0.011179LNSZRZ + 0.003154LNSZRQ + \mu \quad (3)$$

$$SE = 0.095817 \quad 0.005888 \quad 0.004247$$

$$t = 2.856409 \quad 1.898734 \quad 0.742663$$

在标的股增加后,深交所融资融券和深证成指波动性的关系式为

$$SZVOL = 0.120497 + 0.004853LNSZRZ + 0.001296LNSZRQ + \mu \quad (4)$$

$$SE = 0.085511 \quad 0.005539 \quad 0.006341$$

$$t = 1.409141 \quad 0.876142 \quad 0.204417$$

由式(1)至(4)可得出,沪深两市的融资交易和融券交易均显著影响股市波动性,但影响方向并不一致:沪市的融资交易倾向于减小市场波动性,融券交易倾向于提升市场波动性;深市的融资交易和融券交易均倾向于提升市场波动性。在标的股增加后,沪市的融资交易和融券交易对市场波动性的影响与标的股增加前相比并不明显;深市的融资交易和融券交易对市场波动性的影响与标的股增加前相比显著减小。上述结果与预计有所不同。上述模型的拟合优度均很低,因为影响市场波动性的因素很多,仅仅依靠融资融券并不足以解释受复杂因素影响的的市场波动性,但模型系数均显著,因此本文认为上述模型拟合优度仍可接受。

## 2. 融资融券对股市流动性的影响

根据模型分析,在标的股增加前,上交所融资融券和上证指数流动性的关系式为

$$SHLIQ = 5.658525 + 0.32679LNSHRZ + 0.036935LNSHRQ + \mu \quad (5)$$

$$SE = 0.398915 \quad 0.024735 \quad 0.016917$$

$$t = 14.18478 \quad 13.21173 \quad 2.183261$$

在标的股增加后,上交所融资融券和上证指数流动性的关系式为

$$SHLIQ = 5.823167 + 0.290586LNSHRZ + 0.009621LNSHRQ + \mu \quad (6)$$

$$SE = 0.404035 \quad 0.01905 \quad 0.027915$$

$$t = 14.41254 \quad 15.25407 \quad 0.344647$$

在标的股增加前,深交所融资融券和深证成指流动性的关系式为

$$SZLIQ = 10.11873 + 0.516737LNSZRZ + 0.02961LNSZRQ + \mu \quad (7)$$

$$SE = 0.649236 \quad 0.039894 \quad 0.028778$$

$$t = 15.58559 \quad 12.95267 \quad 1.028892$$

在标的股增加后,深交所融资融券和深证成指流动性的关系式为

$$SZLIQ = 9.389053 + 0.454618LNSZRZ + 0.056705LNSZRQ + \mu \quad (8)$$

$$SE = 0.801558 \quad 0.05192 \quad 0.059437$$

$$t = 11.71351 \quad 8.7562 \quad 0.954045$$

由式(5)至(8)可得出,沪深两市的融资交易和融券交易均显著影响股市流动性,但影响方向并不一致:在标的股增加前,沪市的融资交易倾向于提升市场流动性,融券交易倾向于减小市场流动性;在标的股增加后,融资交易和融券交易均倾向于提升市场流动性。在标的股增加前后,深市的融资交易和融券交易均倾向于提升市场流动性。在标的股增加后,沪市的融券交易对市场流动性的影响与标的股增加前相比显著提升,由原先的减小市场流动性演变成提升流动性;沪市融资交易对市场流动性的影响与标的股增加前相比并不明显。深市的融券交易对市场流动性的影响与标的股增加前相比显著提升,融资交易并不明显。上述结果与预计基本一致。上述模型的拟合优度也很低,但其结果仍具有可靠性。

(四) Granger 因果关系检验

上述模型说明了融资融券与市场波动性、流动性之间存在的线性关系,本文进一步分析其因果关系。

在滞后阶数为1、显著性水平为10%的条件下,融资融券交易与市场波动性、流动性的 Granger 因果检验结果如表2和表3所示。沪市的融资和融券均不是引起波动性、流动性的 Granger 原因,但波动性和流动性均是引起融资、融券的 Granger 原因;深市的融资和融券均不是引起波动性的 Granger 原因,却均是引起流动性的 Granger 原因,波动性是引起融资、融券的 Granger 原因,流动性是引起融券的 Granger 原因,但不是引起融资的 Granger 原因。因此沪市中波动性和流动性单向影响融资融券交易,而深市中波动性单向影响融资融券交易,融资交易单向影响流动性,融券交易与流动性互相影响。

表2 融资与市场波动性、流动性的 Granger 因果检验

原假设	F 值	P 值	检验结果
SHRZ 不是 SHVOL 的 Granger 原因	0.43694	0.50959	接受原假设
SHVOL 不是 SHRZ 的 Granger 原因	3.24485	0.07360	拒绝原假设
SHRZ 不是 SHLIQ 的 Granger 原因	1.69598	0.19476	接受原假设
SHLIQ 不是 SHRZ 的 Granger 原因	4.50347	0.03543	拒绝原假设
SZRZ 不是 SZVOL 的 Granger 原因	0.20985	0.64753	接受原假设
SZVOL 不是 SZRZ 的 Granger 原因	3.96402	0.04825	拒绝原假设
SZRZ 不是 SZLIQ 的 Granger 原因	4.69004	0.03188	拒绝原假设
SZLIQ 不是 SZRZ 的 Granger 原因	2.00243	0.15907	接受原假设

表3 融券与市场波动性、流动性的 Granger 因果检验

原假设	F 值	P 值	检验结果
SHRQ 不是 SHVOL 的 Granger 原因	2.72212	0.10100	接受原假设
SHVOL 不是 SHRQ 的 Granger 原因	19.3003	0.00002	拒绝原假设
SHRQ 不是 SHLIQ 的 Granger 原因	0.21807	0.64118	接受原假设
SHLIQ 不是 SHRQ 的 Granger 原因	5.86431	0.01661	拒绝原假设
SZRQ 不是 SZVOL 的 Granger 原因	2.69089	0.10296	接受原假设
SZVOL 不是 SZRQ 的 Granger 原因	13.8285	0.00028	拒绝原假设
SZRQ 不是 SZLIQ 的 Granger 原因	2.84088	0.09392	拒绝原假设
SZLIQ 不是 SZRQ 的 Granger 原因	8.81047	0.00347	拒绝原假设

五、实证结果分析

由模型分析结果可以看出,沪市的融资交易减小了市场波动性,融券交易提升了市场波动性;深市的融资交易和融券交易均倾向于提升市场波动性。在标的股增加前,沪市的融资交易提升市场流动性,融券交易减小市场流动性,在标的股增加后,沪市融资交易和融券交易均提升市场流动性;在标的股增加前后,深市的融资交易和融券交易均提升市场流动性。这与传统理论认为的融资交易提升市场波动性、融券交易减小市场波动性、融资融券均提升市场流动性的思维并不符合。

究竟是何种原因导致了这些差异,本文在分析了各种可能的影响因素后认为,融资融券对市场绩效的影响程度随股市行情的变化而变化。本文实证数据的时间跨度为2011年8月1日至2012年3月30日,在2011年12月5日即融资融券标的股增加之前,沪深两市走势处于明显的下降通道中,在2011年12月5日之后,沪深两市走势处于上下震荡中。

### (一) 融资融券对波动性影响的实证结果分析

在市场下降通道中,由于标的股大多是大盘蓝筹股,标的股走势下滑,投资者用标的股质押进行融资交易,这些融资主要投资于赚钱效应较大的中小盘股票。而沪市主要由大盘蓝筹股组成,深市大多是中小盘股票,也就是说,融资交易的资本会大多流向赚钱效应较大的深市,从而提升了深市的波动性,减小了沪市的波动性,所以融资负相关于沪市波动性,正相关于深市波动性。融券交易则不同,市场的下行导致了投资者的恐慌,在恐慌情绪下,投资者的做空意愿强烈,融券交易进一步加速市场下行,导致市场波动性加剧,所以融券对沪深两市的波动性均是正相关的。结合一些学者此前的研究成果,本文认为,在市场上升通道中,融资融券交易对沪深两市的影响关系将改变。在上升通道中,由于市场整体上扬,沪深两市的赚钱效应都比较明显,融资交易的资金按各自喜好分别流入沪深股市,从而提升了两市的波动性,所以融资正相关于两市波动性。同样,市场的上扬导致了投资者投资意愿强烈,融券交易减缓了市场的上升,从而导致了市场波动性降低,所以融券对沪深两市的波动性均是负相关的。在市场上下震荡的情况下,除了融资正相关于深市波动性外,其他相关关系均可能因市场的上下震荡而发生改变。

### (二) 融资融券对流动性影响的实证结果分析

影响市场流动性的因素有两个,分别是可交易筹码和主观交易意愿。融资交易和融券交易分别从资金和股票两个不同角度增加了市场的可交易筹码,从而提升了市场流动性。但主观交易意愿却随着市场行情的变化而变化。在市场下降通道中,由于市场的赚钱效应降低,投资者的主观交易意愿也随之减弱;在市场上升通道中,由于市场的赚钱效应升高,投资者的主观交易意愿也随之增强;在市场上下震荡时,投资者的主观交易意愿同样也上下起伏。由于市场流动性是以上两个效应的组合,融资交易能增强主观交易意愿,所以融资均正相关于两市流动性。而融券则不然,在市场下降通道中,主观交易意愿会极大地降低,这个负效应甚至会超过融券交易增加可交易筹码带来的正效应,从而使融券负相关于市场流动性。在市场上升通道和上下震荡情况下,主观交易意愿和可交易筹码效应的叠加为正,所以融券对市场流动性是正相关的。由于深市大多是中小盘股,主观交易意愿效应一般为正,沪市大多是大盘蓝筹股,在市场下降通道中,主观交易意愿效应为负,其效果可能大于可交易筹码带来的正效应。因此,在市场下降通道中,融券与沪市流动性的相关性不确定,与深市流动性是正相关的,在市场上下震荡时,融券均正相关于沪深两市流动性。

## 六、政策建议

本文以沪深股市的经验数据作为样本,通过 OLS 模型和 Granger 因果检验,实证分析了融资融券与沪深股市波动性和流动性的长期关系和因果关系,发现股市处于不同行情时,融资融券与沪深股市波动性和流动性的长期关系发生相应的改变。我国推出融资融券交易制度的目的之一是减小市场波动性,提升市场流动性,以此来提升证券市场的运行绩效。为提高政策建议的准确性、针对性与可操作性,本文将证券市场运行态势分为下行、上升、震荡三种运行态势,并依据上述实证结论,分别给出不同市场运行态势下的政策建议。

### (一) 证券市场下行态势下的政策建议

当市场处于下降通道时,深市波动性可能加剧,同时沪市流动性也可能降低。增加融资交易既能减小沪市波动性,又能提升两市流动性,因此在股市处于下行通道时,适当增加融资交易和减小融券规模就成了行之有效的手段。具体的政策建议如下:

1. 适当降低融资保证金比例。当前融资融券交易实施细则规定,客户融资缴纳的保证金比例不得低于 50%,如果适当降低这一比例,同时配合提高可冲抵保证金的证券的折算率,融资交易将得到进一步发展。

2. 适当减低融资交易的利率费率。关于融资融券利率费率的现行规定是不低于人民银行规定的同期金融机构贷款基准利率,实际上通常为半年期基准利率(现行为 5.85%)的基础上加 3%,这显然不是由市场机制决定的,过高的利率费率虽然在一定程度上提高了金融机构对融资业务的热情,但同时也影响了投资者融资的积极性,压抑了市场对融资业务的现实需求和潜在需求。因此,适当降低利率费率,可使金融机构与投资者对融资交易的需求得到合理满足,促进融资交易的发展。

3. 适当降低维持担保比例。根据现行规定,客户维持担保比例不得低于 130%,适当地降低维持担保比例也可在一定程度上促进融资交易的发展。

#### (二) 证券市场上升态势下的政策建议

当市场处于上升通道时,两市波动性可能加剧。增加融券交易既能减小两市波动性,又能提升两市流动性,所以当股市处于上升通道时,适当增加融券交易和减小融资规模是可行的。具体的政策建议如下:

1. 尽快推出集中授信模式的转融通机制。转融通的推出将为市场提供充足的券源,有效缓解市场券源严重不足的境况,从而增加融券交易,改变融资交易和融券交易发展严重不对等的情况。由于我国信用体系和资本市场发展不够完善,故建议采用集中授信模式。

2. 增加标的股票。增加标的股数量,把以蓝筹股为指标的券源拓展到中小企业板中业绩优良的上市公司股票,可以增加券源的数量和提高券源的质量。

3. 培养做空意识。改变投资者的投资理念,培养投资者做空意识,也是增加融券交易的有效措施。

#### (三) 证券市场震荡态势下的政策建议

当市场上下震荡时,融资融券提升了沪深股市流动性,但对波动性的影响不可确定。股市健康有序的发展需要保持融资交易和融券交易的规模匹配,即令融资交易量和融券交易量都能满足股市发展的需要,从而达到平抑波动性、增加流动性的目的。具体的政策建议如下:

1. 在推出融券标的品种方面,应适当倾向于大盘蓝筹股。因为在震荡态势的证券市场中,市场资金规模有限,中小盘股票容易受到市场资金的“追捧”而出现较大的赚钱效应,导致市场做多意愿加大,对此,应通过提高大盘蓝筹股标的券源,通过抛售大盘蓝筹股来做空市场,以对冲中小盘股过度做多的负面影响。

2. 在融资规模方面,应适当降低融资规模。因为震荡态势的证券市场为投资者带来了较为可观的赚钱效应,此时,应适当降低融资规模,以平抑证券市场的做多意愿,防范证券市场因过度投资而出现的“高泡沫性”。

3. 加强投资者理性教育,降低证券市场的“羊群效应”。因为证券市场的高赚钱效将引发投资者的“羊群效应”,过度“追涨”将引发投资者的高投资风险,不利于证券市场的健康、稳定及可持续发展,所以要加强对投资者的理性投资提醒。

#### 参考文献:

- [1] Bogen J T, Krooss H E. Security credit and its economic role and regulation[M]. New York: Englewood Cliffs, Inc, 1960: 118 - 120.
- [2] Angel J J. Short selling on the NYSE[R]. Working paper, Georgetown University, 1997.
- [3] Woolridge J, Dickinson A. Short-selling and common stock price[J]. Financial Analysts Journal, 1994, 50: 20 - 28.
- [4] Bris A, Goetzmann W N, Zhu Ning. Efficiency and the bear: short sales and market around the world[R]. Working paper, Yale University, 2003.
- [5] Diether K B, Lee K H, Werner I M. It is SHO time! Short-sale price tests and market quality[J]. The Journal of Fi-



- nance, 2009, 64: 37 - 73.
- [6] Charoenrook A, Daouk H. A study of market-wide short-selling restrictions[R]. Working paper, Vanderbilt University, 2005.
- [7] 崔媛媛, 王建琼, 卢涛, 等. 融资融券运行现状分析及问题剖析[J]. 证券市场导报, 2010(10): 19 - 23.
- [8] 李岳恒. 融资融券余额、成交量对股价报酬影响之研究[D]. 台北大学, 2000.
- [9] 詹孟书. 开放资券相抵与平盘下限制融券对股市之影响[D]. 铭传大学, 2001.
- [10] 李谦. 融资融券业务对资本市场的影响[J]. 中国金融, 2009(5): 72 - 73.
- [11] 周蓓蓓. 我国证券市场推出融资融券的影响及风险控制[J]. 财会月刊, 2009(7): 22 - 23.
- [12] 开昌平. 融资融券业务对我国证券市场的影响[J]. 中国金融, 2010(4): 56 - 58.
- [13] 肖欣荣. 融资融券和股指期货对中国股市的影响: 国别经验和初步评估[J]. 广东金融学院学报, 2010(5): 52 - 61.
- [14] 陈国进, 张贻军. 异质信念、卖空限制与我国股市的暴跌现象研究[J]. 金融研究, 2009(4): 80 - 91.
- [15] 李竞. 我国 A 股融资融券交易与市场表现关系研究——以我国融资融券试点股为例[J]. 现代商业, 2010(9): 27 - 29.
- [16] 廖士光, 杨朝军. 卖空交易机制、波动性和流动性——一个基于香港股市的经验研究[J]. 管理世界, 2005(12): 6 - 13.
- [17] 杨德勇, 吴琼. 融资融券对上海证券市场影响的实证分析——基于流动性和波动性的视角[J]. 中央财经大学学报, 2011(5): 28 - 34.
- [18] 夏丹, 邓梅. 融资融券对沪深股市影响的实证分析[J]. 商业时代, 2011(22): 60 - 61.
- [19] 骆玉鼎, 廖士光. 融资买空交易流动性效应研究——台湾证券市场经验证据[J]. 金融研究, 2007(5): 118 - 132.
- [20] 谷文林, 孔祥忠. 融资融券业务对市场资本流动性的短期影响[J]. 证券市场导报, 2010(7): 50 - 52.

[责任编辑: 杨凤春]

## Study on Impact on the Operation Performance of Chinese Securities Market: Based on the Empirical Evidence of Shanghai and Shenzhen Stock Markets

GU Hai-feng, SUN Zan-zan

**Abstract:** Margin transaction has great impact on the operation performance of securities market. This paper analyzes the long-term relationship and causality between margin transaction and the Shanghai and Shenzhen stock markets, volatility and liquidity by the OLS model and the Granger causality test. When the stock market is in a different market, the long-term relationship between margin transaction and the Shanghai and Shenzhen stock markets, volatility and liquidity will have corresponding changes. To enhance operation performance, supervision authorities should enlarge securities lending size and reduce financing size when securities market is up; reduce securities lending size and enlarge financing size when securities market is down; keep the match of the scale of the financing transactions and margin trading when the securities market is in a volatile situation, so as to achieve the goal of stabilizing the volatility and increasing liquidity.

**Key Words:** margin transaction; securities market; operation performance; liquidity of the stock market; volatility of the stock market