

证券信用

交易制度研究

沈沛 许均华 著
高翔 李苗子

 中国金融出版社

Zheng Quan Xin Yong Jiao Yi Zhi Du Yan Jiu

证券信用交易制度研究

沈 沛 许均华 著
高 翔 李苗子

 中国金融出版社

责任编辑：张哲强

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

证券信用交易制度研究/沈沛等著. —北京：中国金融出版社，
2002.3

ISBN 7 - 5049 - 2723 - 6

I. 证… II. 沈… III. 证券交易 - 信用制度 - 研究

IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 014066 号

出版

中国金融出版社

发行

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

发行部：66081679 读者服务部：66070833 82672183

http: //www. chinafph. com

邮码 100055

经销 新华书店

印刷 长阳印刷厂

尺寸 140 毫米 × 203 毫米

印张 7

字数 182 千

版次 2002 年 5 月第 1 版

印次 2002 年 5 月第 1 次印刷

印数 1 - 3000

定价 20.00 元

如出现印装错误请与出版部调换



沈沛，祖籍安徽，研究生学历，高级经济师，硕士生导师。曾任南方证券有限公司总裁、董事长，现任南方证券股份有限公司党委书记。作为南方证券的创始人之一和主要负责人，对南方证券发展战略、工作方针的制定及业务经营的开拓作出了突出的贡献。研究领域涉及宏观经济、货币银行、资本市场等方面，在国内外公开刊物上发表论文约三十篇。



许均华，湖南岳阳人，1964年出生。经济学博士，湖南大学博士生导师。分别于湖南财经学院、中国人民银行总行、中国社会科学院获经济学学士、硕士和博士学位。曾任职于中国农业银行总行，1992年8月参与组建南方证券有限公司。现任南方证券股份有限公司副总裁。撰写或参与撰写著作近10部，在《经济研究》、《金融研究》、《经济日报》等报刊杂志发表论文30余篇，多项研究成果获中国证监会、中国证券业协会、深圳证券交易所等单位评选的优秀研究成果。



高翔，湖北安陆人，经济学博士。分别于湖北大学、南开大学获法学学士、经济学硕士、博士学位。现任南方证券研究所策略部副经理，主要从事宏观经济分析及证券市场制度、政策研究。出版(或即将出版)有《虚拟就是财富》、《证券市场国际化研究》等著作五部。在《经济研究》、《世界经济》等刊发表论文数十篇。有六项研究成果获中国证监会、中国证券业协会、深圳证券交易所等单位的奖励。



李苗子，美国西弗吉尼亚州马歇尔大学硕士毕业。现为南方证券股份有限公司研究所研究员，主要从事海外证券研究和证券国际化研究，在各经济报刊发表多篇研究文章。与他人合作的《证券分析师：国际经验及其启示》获证券分析师协会征文一等奖；《加入WTO与中国证券市场国际化问题研究》获2000年证券市场金融创新课题三等奖。

目 录

第一章 信用交易及其在我国的发展探讨	(1)
一、信用交易概述	(1)
二、我国开展证券信用交易的探讨	(7)
第二章 信用交易发展历史和现状	(15)
一、信用交易的历史渊源	(15)
二、信用交易在美国的发展	(16)
三、日本信用交易发展	(22)
四、台湾的信用交易发展	(29)
第三章 信用交易的模式比较与模式设计	(36)
一、信用交易模式的分类	(36)
二、美、日、台信用交易模式比较	(38)
三、我国的信用交易模式选择	(47)
附：各国和地区信用交易制度比较	(50)
第四章 信用交易的资格条件	(54)
一、客户资格条件	(54)
二、证券商的资格要求	(58)
三、证券资格：可作融资融券的证券标准	(61)

第五章 信用交易的运作机制	(68)
一、信用交易的账户设置	(68)
二、委托保证金	(71)
三、融资流程与额度控制	(75)
四、融券流程与额度控制	(79)
五、融资融券的除权处理	(81)
六、信用交易的有关费用	(83)
第六章 证券商的转融通业务	(85)
一、证券商对客户融资的资金来源	(85)
二、证券商对客户融券的借券来源	(87)
三、证券金融公司的地位和作用	(89)
四、转融通的工具	(95)
五、转融通的操作流程	(97)
六、资券转融通连环交易方式	(100)
七、抵押和融券的限额	(101)
八、融券差额证券的取得	(102)
九、转融通的结构规模	(107)
第七章 信用交易监管	(111)
一、监管部门及其职能	(111)
二、信用交易的法律监管	(113)
三、信用交易余额的统计与公布	(116)
四、特殊股票问题	(117)
五、信用交易监管的主要工具	(118)
六、对个人融资融券额度的限制	(124)
附 1: 证券信用的风险放大机制	(127)
附 2: 中国台湾信用交易各项政策调整历年统计	(128)

附 3: 中国台湾融资融券保证金综合管理实例	(134)
第八章 信用交易的影响	(138)
一、调整保证金比率的影响	(139)
二、融资融券量变动的影响	(146)
三、股票抵押对股市的影响	(149)
四、卖空交易及其市场效果	(150)
附 录	(155)
附录一 美国证券公司协会有关信用账户的标准开户 合同	(155)
附录二 美国证券公司借券合同示例	(162)
附录三 中国台湾复华公司融资融券契约书	(173)
附录四 中国台湾复华公司转融通契约书	(178)
附录五 中国台湾证券金融事业管理规则	(182)
附录六 中国台湾证券商办理有价证券买卖融资融 券管理办法	(189)
附录七 中国台湾证券交易所股份有限公司证券商办理 有价证券买卖融资融券业务操作办法	(196)
附录八 中华人民共和国现行法律法规中有关信用 交易的条款	(209)
主要参考文献	(215)
后记	(217)

第一章

信用交易及其在我国的发展探讨

一、信用交易概述

1. 什么是信用交易

证券信用交易通常简称为信用交易。信用交易(margin trading)在各国的定义略有不同。日本《证券交易法》对信用交易的定义是:证券商对客户授予信用而为有价证券买卖及其他之交易;中国台湾《证券法》将信用交易称为“有价证券买卖的融资或融券”。

尽管有这些差别,但是,这些不同的定义中包含的意思是基本一致的。总起来说,证券信用交易,是与证券现货交易相对而言的一种交易形式,指交易客户在买卖股票等有价证券时,向经纪人支付一定比例的现金或者证券,其差额部分由经纪人或者银行通过借贷而补足的一种交易形式。所以信用交易有时又被称为保证金交易或垫头交易。它的基本作用在于通过信用的授予,满足投资者利用财务杠杆追求更大利润的动机,并进而活跃证券市场。它实际上是银行信用模式在有价证券领域的具体运用。

在证券市场上,某种证券行情看涨,投资者想购买这种证券时,可能会遇到手中没有足够的现金的问题;当某种股票行情看跌,投资者看空这种股票,可能手中又不持有这种证券。利用信用

交易就可以达到买卖的目的。投资者只需要按照证券价格的高低,向证券公司支付交易总量一定比例的现款或证券作为保证金,其余部分由证券公司垫款(券),或由其再向银行、证券金融公司等机构贷款而满足其余款项。

2. 信用交易与证券融资

从世界各国证券市场的实践看,投资者在进行证券交易时,既可以采取现金交易,即在证券买卖过程中,投资者必须支付全部证券或价款;也可以采取保证金交易(信用交易),当然,投资者也可以使用借贷资金(如向银行、亲友等的借款)进行证券买卖,但这种形式的买卖只要采取现金交易方式,仍属于现金交易。

这种在证券交易过程中,采取非现金交易,或由有关机构给予授信的证券交易行为,就是证券融资(security financing)。证券融资制度又称证券信用(security credit)制度,包括广义和狭义两个方面的内涵。

从广义看,证券融资涉及证券的发行、分销、交易等在内的所有金融活动。广义上的证券融资活动,可分为三种主要类型,即一级市场融资、二级市场融资和证券抵押贷款。

(1)一级市场融资。一级市场的证券融资主要涉及证券市场的新股发行与分销。可分为三大块:新股承销贷款、新股做市贷款和新股认购贷款。

新股承销贷款指给承销商提供的用于在公开发行人中承销股票或债券的信用。

新股做市贷款指给承销商提供的在某股票上市后的特定时间内、用于稳定新股股价的信用,接受该贷款的承销商应在新股价跌破公开发行人价时买入股票,以稳定新股股价。

新股认购贷款指通过承销商间接提供给个人投资者认购新股的信用贷款。

(2)二级市场融资。二级市场融资指有关的证券融资机构给

投资者提供的在二级市场进行交易的融资便利。二级市场融资的主要形式就是保证金信用交易。

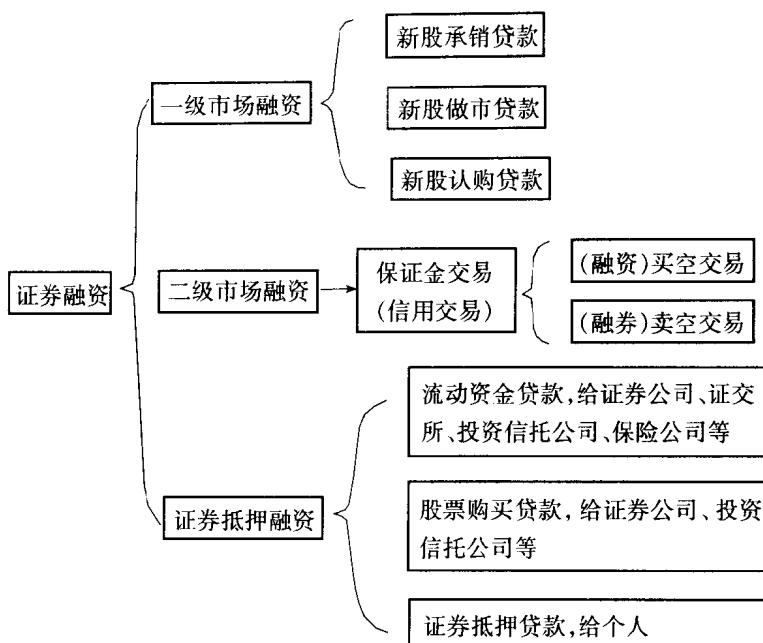
保证金交易,也称垫头交易(margin transaction),主要有两种形式:保证金融资买空交易(简称买空)和保证金融券卖空交易(简称卖空)。

保证金买空交易,又称保证金多头交易,指投资者出于对市场价格将上扬的预期,支付一定比例的保证金,同时由经纪人垫付其余款项而购进股票的一种信用交易形式。买空者所购入的股票,按规定存入证券商或相关机构,以此作为垫头贷款的抵押。

保证金卖空交易,又称保证金空头交易,指投资者出于对市场价格将下跌的预期,支付一定比例的保证金,同时向经纪人借取股票或其他证券按现行市场价格卖出的信用交易形式。卖空者卖出股票等的款项,必须存在证券商或相关机构处,以此作为股票贷款(又称融券)的抵押。

(3)证券抵押贷款。证券抵押贷款是由金融机构向个人提供的以股票或债券做抵押的贷款。证券抵押贷款主要有三大类:向证券公司、证交所、投资信托公司、保险公司等提供的流动资金贷款,向证券公司和投资信托公司等提供的股票购买贷款和向个人提供的证券抵押贷款。与一级市场和二级市场融资不同,证券抵押贷款通常对贷款资金的使用没有限制。

上面的关系可以从下图中方便地看出,从中我们也可以看出证券融资与信用交易的关系:



从上面可以看出,信用交易只是证券融资的一种,主要发生在证券二级市场的融资上。

3. 信用交易的类型

按照分类方法的不同,信用交易可以有多种不同的分类:

信用交易的进行有赖于投资银行向客户融通资金或者证券,因而也就分为融资和融券两种类型。所谓融资,是指在客户买入证券时,投资银行以自有或向外部筹措的资金来源,为客户垫付部分资金以完成交易,以后再由客户归还这笔资金,并支付相应的利息。而融券则是指在客户卖出证券时,投资银行以自有、客户抵押或者向外部借入的证券,为客户代垫部分或全部证券以完成交易,日后再由客户归还这些证券。

按保证金种类,信用交易可以分为三种类型:

现金保证金交易,即以金额表示的保证金,它以支付一定比例的现钞为交易的前提。

权益保证金交易,即以权益表示的保证金,这种表示权益的质押品一般是证券。这种保证金反映了质押品的市场价格与客户在其账面所占权益的关系。例如,若规定质押品的贷款价值应为其市场价值的 40%,则客户应向证券公司缴纳 60%的保证金。

法定保证金,指法律所要求支付的保证金,又分为原始法定保证金与往来法定保证金。前者指有关法规要求客户在证券公司开户时应交纳的保证金份额,后者指法规要求客户在开始交易后应缴纳的保证金份额。

4. 信用交易的基本方式

(1)信用“买空”交易

从事信用买空交易的投资者,是在对某种股票价格运动作出分析预测,判断该股票行市将会大幅上涨,向证券公司发出“买入”指令,并依照规定存入一定比例的保证金,不足的价款由证券公司运用自有资金,或再转向银行或证券金融公司贷款来解决,所购入证券存放该证券公司或贷款银行,以作为借款的抵押。

以信用交易的方式购买证券,首先需要在证券公司开设保证金账户,每次购买都需要按规定的保证金比率交纳保证金,证券公司则向客户收取垫付款的利息和经纪业务的佣金。收取利息的比率,主要取决于当时银行的利率,一般比银行利率高出 0.5 - 1 个百分点。同样,客户存入的保证金也视同存款处理,由经纪人支付一定比例的存款利息。

用保证金购入证券的动机是以较少的资本投入获取较多的收益,即产生杠杆效应。例如,某客户有本金 2 万元,他要买的证券价格为 40 元,采用现货交易,可以买入 500 单位;当证券价格上涨至 60 元时,该顾客盈利 1 万元。在同样的情况下,若该顾客采用保

证金方式买入该种证券,假设保证金比率为 50%,则该顾客可以买入 1000 单位,价格涨至 60 元时可盈利 2 万元,比现货交易的盈利多一倍。

用信用交易的方式购入的证券如果价格不涨反跌,那么投资者就要蒙受比现货交易加倍的损失,而且其保证金也在发生变化。例如,在前述情况下,投资者在 50%的保证金比率下购进 1000 单位的证券后,如果价格跌至 30 元,这时他的证券总市值为 3 万元,去掉证券公司代垫的 2 万元,还剩 1 万元,这时保证金比率变为 33.3%,如某证券价格继续下跌,这一比率还将不断下降。一般各个证券公司都有最低的实际保证金比率标准,低于这一标准,就会要求客户追加保证金或者强行斩仓以收回欠款,客户必须在二者中选其一,要是顾客无力增加保证金,则投资损失立即兑现。

(2)信用“卖空”交易

当投资者预测某种证券价格不久将下跌时进行“卖空”交易,证券公司按照客户的要求卖出客户并未拥有的股票,所需的股票由证券公司从自己的账户或其他证券公司处融通解决。“卖空”所得价款,必须存于证券公司处。当证券价格下跌时,投资者再买入证券归还证券公司。客户在借入证券时,也需要向证券公司支付一定比例的保证金。例如,某顾客有本金 2 万元,保证金比率为 50%,当某证券价格为 40 元时,按规定客户可借到 1000 单位该种证券卖出,价款总额 4 万元。当证券价格下跌到 30 元时,顾客再用 3 万元买入 1000 单位该种证券归还证券公司,便可立即盈利 1 万元。

当卖空的证券价格不跌反涨时,投资者同样要蒙受加倍的损失,这与买空交易的情形相似。

信用交易的期限一般为 6 个月,在此期间内,只要保证金比率没有突破证券公司规定的标准,投资者可随时将买空的证券卖出,或将卖空的证券买回,进行对冲结算。如果超过期限未能进行对

冲结算,证券公司有权将客户的账户强行对冲结算。

二、我国开展证券信用交易的探讨

1. 信用交易:收益分析

开展证券信用交易,无论是对投资者、券商、监管者、银行,还是证券市场发展本身,都能带来许多好处。

(1) 投资者

证券信用交易首先为投资者提供了进行多样化投资的机会和风险回避的手段。在没有证券信用交易制度的情况下,投资者只有做多才能赚钱,不能做空。若遇熊市,投资者除了暂时退出市场外,没有任何风险回避的手段。证券信用交易使投资者既能作多,也能做空,不但多了一个投资选择以赢利的机会,而且在遭遇熊市时,投资者可以做空以回避风险。

其次,证券信用交易具有杠杆作用,可以提高投资者的资金利用率。信用交易的最显著特点是信用扩张,发挥杠杆效应,使投资者可以获得超过自有资金一定额度的资金或股票从事交易,人为地扩大投资者的交易能力,以少搏多,获得额外的利润。

从技术分析角度看,信用交易的发展将为投资者提供明确的投机人气指标。我国股市虽投机气浓,但要用技术指标来表示或度量投机的方向或程度却不是十分方便、可靠的。而信用交易中产生的融资余额(每天融资买进股票额与偿还融资额间的差额)和融券余额(每天融券卖出股票额与偿还融券间的差额)提供了一个测度投机程度及方向的重要指标:融资余额大,股市将上涨;融券余额大,股票将下跌。融资融券额越大,这种变动趋势的可信度越大。

(2) 券商

没有信用交易时,券商经纪业务(营业部)收入的主要来源

是交易手续费。开辟信用交易，券商为客户提供信用，可以赚取利息，这无疑为券商提供了一个重要的收入来源。

并且，在没有信用交易时，证券市场只有在牛市时才能赚钱，一到熊市，证券公司营业部门可罗雀，交易量急剧减少，靠手续费维生的证券营业部生存就会发生困难。有了信用交易，投资者不但可以作多，而且可以作空。那么，即使是在熊市，证券营业部的交易量也不会少到哪儿去，证券营业部的生存状态将大大改观。

信用交易还可以培养一批优秀的证券商。对单个券商来说，缺乏竞争乃至没有竞争时，它可以凭借其垄断地位，获取超额利润，这样的环境当然对它最为有利。但是，对证券市场来说，只有竞争性的环境才能造就优秀的券商。只有经历了激烈的市场竞争，存活下来的券商，才有竞争力。

信用交易给券商提供了一个竞争的砝码。券商信用交易作得好，可以获取利润，作得不好，则会带来风险。风险与收益状况完全取决于券商的实力与能力。这会促进券商的分化，汰弱留强，改善证券市场上证券商的素质。

(3) 银行

从近年来商业银行的经营状况看，银行资金来源增长较快，但贷款规模增长相对较慢，出现了所谓“惜贷”的局面，造成资产流动性下降，营运质量和运作效益下滑。开展证券信用交易，将给商业银行的相对充裕的资金找到新的运用渠道，大大增强银行资金的流动性。这既有利于改善和优化银行的资产结构，提高资金运作效率，又有利地培育了银行新的利润增长点，提高信贷资产的营运质量。这可使银行在一定程度上摆脱由于企业经营状况普遍不佳而惜贷的窘境。

另外，我国金融业现在实行的是分业经营，银行不能从事证券业务，享受不到证券市场高速增长带来的高收益。实行证券信用

交易,无疑为银行间接介入证券业务提供了一条渠道。

(4)监管者

在现在的证券市场上,监管者可用的有效调控工具实在不多,以致有关方面经常通过对新股上市节奏的控制来调节证券市场。应该说,监管者有对有效的调控工具需求的迫切性。

证券信用交易为证券管理机构提供了针对过度投机行为而进行市场间接调控的有效工具——融资融券比例,管理部门可以利用对这种比例关系的调控来调节证券市场的供需平衡,促进证券交易的顺利进行和价格稳定。在存在信用交易情况下,融资者看好后市,期望股价上扬卖出融资购买的股票获取差价;融券者则看淡后市,期望股价下跌以获取差价。显然,融资有抬升股价的作用,而融券则有平抑股价的功能。当股市暴涨时,股价往往过高,于是投资者预测后市将下跌,融券抛出,使该券供给增加,形成卖压,缓解股市猛涨的势头;反之,股市暴跌时融资买进,则可达维持股价稳定的目的。所以,证券主管部门就可根据股市运转状况,在股价过高时逐步紧缩融资,放松融券;而在股价过低时逐步紧缩融券,放松融资。管理部门就可通过对融资融券比例的运用,根据股市牛熊状况,进行反向操作,来促进股市的正常运转。

(5)证券市场

证券市场最吸引人的地方在于它的流通性,而流通性的最重要表现是股市成交量的大小。系统化、规范化的信用交易的实施,能大大增强股票市场的流动性。融资买入的股票或融券抛空必在一定期限内平仓,买入卖出具有时间间隔的双向性,对活跃股市极为有利。投资者利用信用交易,不仅可以增加股票市场的供需量,而且可以活跃证券市场上相对沉淀的那一部分资金证券,使众多投资者的资金、证券有机地组合、统一起来。它可促使产生适度的投机行为,增大股市成交量,保持股市的活跃性。

信用交易有助于完善股价形成机制,对市场波动起着市场缓