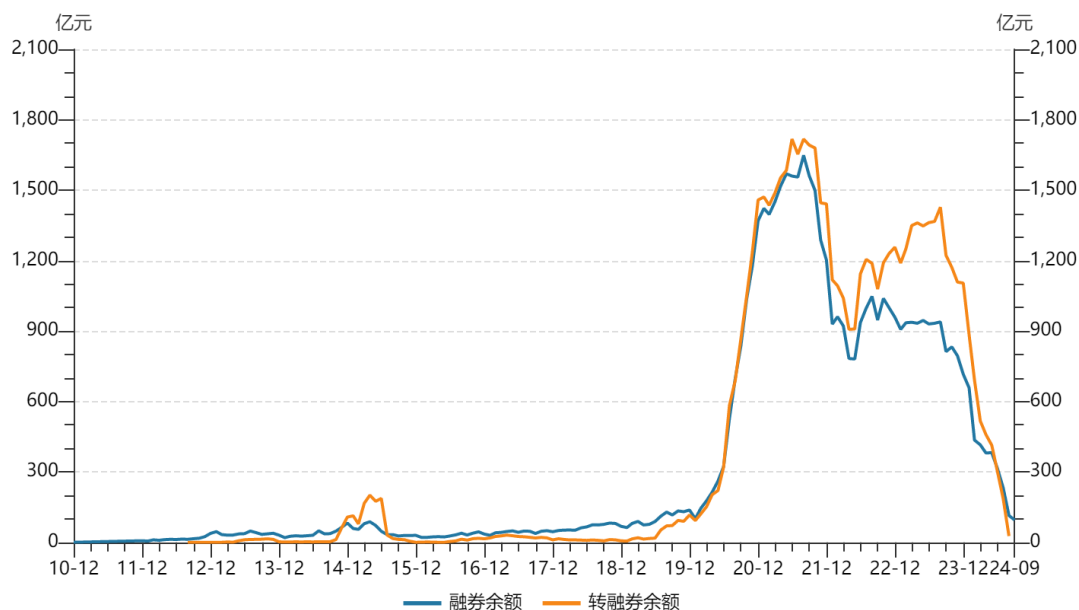


论“转融券”的暂停



数据来源：Wind

“融券”是股票市场的主要做空机制。空头从证券公司借入股票并卖出，称为“融券卖出”。如果股票价格下跌，空头可以在低位买回股票并归还给证券公司（买券还券），从中获得利润。

融券交易的风险很大。一方面，理论上股价的上涨空间远大于下跌空间。另一方面，融券空头要付利息，所以维持成本较高。所以融券交易一般是短线交易。空头寸建好，就开始寻找买券还券的时机。

最佳的买券还券时机是股价下跌、恐慌蔓延、流动性枯竭时。所以空头往往会在市场最缺流动性的时候给市场提供流动性。

对证券公司来说，出借股票可以收入利息，而且风险容易控制，是很好的买卖。唯一问题是自己持有的股票种类和数量很有限，买卖规模因此受限。“转融券”制度于是诞生：证券公司可以从其他机构（如大股东、养老基金、保险公司等）借入股票，然后转借给空头。

当然，证券公司也可以出借资金，这就是融资。自己资金不够，还可以从证金公司融资，然后借给融资多头，这就是“转融资”。转融资和转融券合称为“转融通”，为融资融券业务打开了发展空间。

A股在2010年3月推出融资融券，第二年又推出转融通，先落实转融资，后落实转融通。但融券和转融券业务发展并不顺利。融券余额到2019年7月才突破100亿元，在2021年8月达到顶峰，约1648亿元。转融通余额也在差不多时候达到顶峰。

跟融资业务相比，融券的量不值一提。比如在 2021 年 8 月，融资余额达 17067 亿元，超过融券余额的 10 倍。所以融资融券业务的发展其实增强了 A 股多头的力量。

但在 A 股的漫漫熊市中，融券和转融券制度注定要成为替罪羊。2024 年 1 月，证监会“优化”融券制度，一方面全面暂停限售股出借，另一方面规定融券后 T+1 才能卖出。2024 年 7 月，干脆暂停转融券业务，存量合约不得晚于 9 月 30 日了结。

随着转融券的暂停，融券业务迅速萎缩。2024 年 9 月融券余额不到 95 亿元，又回到百亿以下，可谓“一夜回到解放前”。

也是从 9 月底开始，也许是因为市场整体回暖，也许是因为解除了空头威胁，哪怕只是心理上的，新股炒作更加肆无忌惮。无论公司业务有多平庸（比如某某新材，毛利率和净利率分别为 12%和 6%），前两个交易日都可以涨 10 倍以上。然后沉重地摔下来。

当然，不只是新股的炒作得到提振。比如著名的某某纪，虽然持续亏损，营收也持续下滑，但股价也在最近创了历史新高，市值达到 1794 亿元，而去年营收仅 7 个亿。这种估值不可能维持，未来即使掉到 70 亿也仍然很贵。而且即便不参与炒作，很多投资者也会躺着中枪，因为它已经光荣成为沪深 300、科创 50 等指数成份股，相应的指数基金会被动买入。

监管层对市场的认识，应该要比普通股民高明。至少要懂得，空头能帮助市场正确估值，于是帮助保护股民利益。如果平庸公司卖的是地板价，它们的平庸就不会伤害到股民。让上市公司卖天价，哪怕是优质的公司，也会伤害股民。

所以说，为保护散户利益，应该让融券和转融券业务运行得更好，而不是反过来。可惜 A 股没有这样的“严父”，注定还会是“割韭菜”的理想地盘。可悲，可叹。

2024. 10. 19