

转融券余额340亿元年内最低 证监会强化逆周期调节

本报记者 郭婧婷 北京报道

近期，有自媒体发了一篇“转融券疯狂报复，转融通（6月12日）一天新增近1.7亿股”的文章，引发市场热议。6月16日晚，证监会及时“用数据说话”，回应市场关切。

去年四季度以来，市场对转融券问题非常关切。今年2月份，证监会发布新规，采取了禁止限售股出借、降低转融券效率、严禁利用融券实施变相“T+0”交易等一系列措施。新规发布后转融券的规模一路下降，根据6月16日晚上证监会回应的数据，全市场转融券余额340亿元，较2月6日政策发布时下降536亿元，降幅61%，为今年以来最低水平。

围绕转融通的争议由来已久，遇到市场下跌，转融通的一举一动成为市场关注的话题，融券做空机构会成为众矢之的，市场也会出现“叫停转融通”的声音。

受访人士表示，市场下跌时不能简单地将责任归咎于融券做空的机构。融券做空只是市场中的一种交易策略，其影响取决于多种因素的综合作用。

对此，清华大学国家金融研究院院长、五道口金融学院副院长田轩在接受《中国经营报》记者采访时表示，禁止转融券，短期内将给市场带来较大波动，大量参与转融券的标的会由券商、机构加速处理，市场涉及转融券业务的交易以及由此引发的其他套利交易均被迫停止，造成市场流动性下降，并会引发市场波动。对于转融通的限制，需要从制度、业务规则端开展，同步加强市场监管，引导市场对相关业务进行逐步收缩，严格控制相关风险。

田轩建议，完善融券与转融券规则需在严禁“T+0”等交易制度改革基础上，进一步优化市场化交易机制，如通过做市商制度进行配套优化，降低融券、转融券业务交易频率，加强对头部机构利用券源优势和信息差优势进行垄断做空的限制，同时规避负面影响，维护市场稳定。

出借骤增实为成分股调整

从数据来看，6月11日、6月12日两天转融券余量实际累计净减少4.6亿股，当周转融券余额下降54亿元，降幅14%。

证监会方面表示，6月12日转融券出借数量有所增加，主要是由于指数成分股半年度调整导致转融券“还旧借新”，即收回被调出成分股等存量出借股份，同时出借新纳入的成分股。自媒体引用个别交易日新增出借数据，忽略了存量收回、余额减少的情况。

从数据来看，6月11日（周二）、6月12日（周三）新增出借2.8亿股、1.7亿股，同时收回8.6亿股、

0.5亿股，两天转融券余量实际累计净减少4.6亿股，当周转融券余额下降54亿元，降幅14%。

据了解，转融券业务实施的方式是银行、基金和保险公司等机构提供资金和证券，由证券公司作为中介，出借给投资者进行融券操作，其中机构持仓和投资者融券涉及大量指数成分股。

南开大学金融发展研究院院长田利辉向记者解析“还旧借新”的操作，“还旧借新”是指在指数

成分股发生调整时，一些原本被借出的股票可能因为不再属于指数成分股而被收回，同时，新纳入指数的股票则被借出。这个过程是正常的市场操作，因为指数基金需要根据指数的调整来调整其持仓，以确保基金的表现与指数保持一致。

这一操作是否是正常的市场行为？

据田轩观察，我国指数成分股每半年做一次调整，今年6月12

日和14日，深证成指、中证指数成分股进行正常调整，成分股的调整带动机构持仓、投资者投资策略的变化，机构需收回原有成分股，并纳入新成分股，会催生一波集中的还旧券、借新券的市场交易。从今年6月11日、12日回收、新借股份情况来看，转融券余额在下降，基于前期政策因素，成分股调整带来的这种变化是市场正常表现。

“属于指数调整时期的正常

市场操作，一些股票调进来，一些股票可能因不符合新的筛选标准要调出指数，不要过度解读。”前海开源基金首席经济学家、基金经理杨德龙在接受记者采访时表示。

“这样的变化是市场正常行为的一部分，因为指数的调整反映了市场和公司价值的变化。投资者和市场参与者需要适应这种变化，而转融券市场提供了这种适应性的一种机制。”田利辉指出。

对冲风险，增加流动性

转融券做空确实一定程度上增加了市场下跌的力量，但不能直接把股市的下跌，归咎于转融券做空的机构，市场的做多做空属于投资者自主选择。

转融通存在的合理性是什么？市场也有声音说“叫停转融通”，若禁止转融券，市场会出现何种景象？

田轩指出，转融通通过推动市场融资融券业务，满足了投资者不同交易策略需求，有利于充分发挥市场价格发现功能，提高市场定价效率，促进市场多空平衡，同时提高市场流动性，推动资本市场发展。

田利辉持有同样的看法。他

认为，转融通存在的合理性在于它丰富了证券公司的交易种类，向市场提供了更多的融资方式，并有助于市场的活跃和稳定。转融通有助于更准确地反映证券的市场价格，为投资提供了一种对冲风险的工具，并且增加了市场的流动性。

在田利辉看来，若禁止转融券，市场的融资方式和交易策略将受到限制，降低市场的活跃度和流动性；部分机构将无法对冲，

失去其交易策略的基础，可能导致市场失去一种重要的价格发现机制，容易形成价格泡沫和单边市场；市场可能面临更大的波动性风险，因为缺乏融券做空机构的平衡作用。”

受访人士表示，转融券是市场机制的一部分，有助于提高市场的效率和稳定性。然而，它也需要适当的监管和规则来确保其健康运作，防止滥用和市场操纵。

田轩坦言，在实施过程中，由

于存在制度缺陷，给机构、大股东等提供了变相套利、恶意做空、操纵市场的空间，对市场公平性、上市公司长期健康发展产生了较多负面影响。

今年5月24日，证监会发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》，规定禁止大股东融券卖出或者参与以本公司股票为标的物的衍生品交易；禁止限售股转融通出借、限售股股东融券卖出等。

“转融通是一个正常的业务，投资者将闲置的券借给希望通过融券做空来盈利的人。转融券做空确实一定程度上增加了市场下跌的力量，但不能直接把股市的下跌，归咎于转融券做空的机构，市场的做多做空属于投资者自主选择。美国市场也有多种做空工具，美国衍生品市场品种更多，但美股依然不断创新高。影响市场涨跌的因素很多，特别是经济基本面和政策面。”杨德龙表示。

完善融券与转融券规则

逆周期调节是指，在行情不好特别是下跌的时候，减少转融券的量，减少做空的量，稳定市场。反之，市场出现较大的泡沫的时候，可以适当放开给市场降温。

今年2月6日，证监会要求以当日转融券余额为上限，暂停新增证券公司转融券规模，这一政策到目前为止仍在严格执行，未发生变化。

证监会披露的数据显示，截至6月14日（周五），全市场转融券余额340亿元，较2月6日政策发布时下降536亿元，降幅61%，为今年以来最低水平。转融券余额占A股流通市值0.05%。

未来，监管对转融通机制会有一些调整？

证监会透露，将充分评估并

完善融券与转融券规则，加强融券与转融券逆周期调节。同时，持续加大行为监管和穿透式监管力度，对大股东、相关机构通过多层嵌套、融券“绕道”减持限售股等违法违规行为，依法严查查处。

那么，下一步还需如何完善融券与转融券规则，未来加强融券与转融券逆周期调节，可以采取哪些举措？对此，田轩建议，加强逆周期调节，除业务规则外，还需加强监管，进一步加强对限售股的管控，严禁限售股在限定期内转让，严禁企业高管、核心员

工、其他战略投资者等所持限售股出借，降低市场波动风险，保障市场公平。

“加强信息披露要求，加强对融券标的的信息披露的监管尤其是加强对转融券涉及的上市公司信息披露管控，维护上市公司股东利益，对信息披露不足、故意操纵市场、违规套利等行为，加大打击和处罚力度，维护市场秩序，保障中小投资者合法权益。”田轩进一步表示。

田利辉同时提到，进一步完善这些规则，可以考虑加强对融

券和转融券业务的监管，确保市场参与者的行为合规；建立健全风险评估机制，对融券和转融券业务的风险进行及时预警和应对；加强对投资者的教育和引导，提高他们对融券和转融券业务的认识 and 风险意识。

谈及监管提到的“加强融券与转融券逆周期调节”，田利辉表示，加强逆周期调节可以在市场交易过热时，适当收紧融券和转融券业务的条件，降低市场杠杆水平；在市场交易低迷时，适当放宽融券和转融券业务的条件，为

市场提供流动性支持。

杨德龙指出，逆周期调节是指，在行情不好特别是下跌的时候，减少转融券的量，减少做空的量，这样能够起到提升、稳定市场的作用。反之，市场出现较大的泡沫的时候，可以适当放开给市场降温。在规则上，要堵住漏洞，防止出现一些违规融券做空的现象。

在田利辉看来，逆周期调节的意义在于，通过调整融券和转融券业务的条件，可以平衡市场供求关系，稳定市场情绪，防止市场出现过度波动。

金价震荡利空落地 贵金属中长期上行？

本报记者 廖梦轩 夏欣 广州 北京报道

近期，一直占据风口的黄金资产开启了震荡模式。截至6月19日，一直“涨涨涨”的黄金指数6月以来已经下跌1.22%，有色金属指数下跌5.6%。

美元指数走高金价承压

端午节前后，国际黄金价格出现明显下跌。Wind数据显示，6月7日，黄金价格出现明显下跌，从6月6日的2360.6美元/盎司下跌至2310.8美元/盎司，端午假期最后一天，黄金价格跳水跌至2304.4美元/盎司，随后黄金价格开启震荡模式，近期小幅回升至2324.35美元/盎司。

从经济数据来看，美国5月非农就业人口变动（万人）公布值27.2，高于预期值18及前值16.5；美国5月ISM（美国供应管理协会）非制造业指数公布值53.8，预期值51，前值49.4。美国5月非农就业新增人数、ISM服务业PMI（采购经理指数）大超预期，均为经济坚韧论提供支持。加上此前美国4月核心PCE（个人消费支出平减指数）

同比公布值2.8%，符合预期，部分美联储官员发言论调偏鹰，整体市场对美联储降息的预期有所降温，美元指数走高、金价承压走低。

同时，中国央行最新数据显示，5月末我国黄金储备与4月末持平，这意味着中国央行结束了连续18个月的购金行为。当日晚间美国5月非农新增就业报27.2万人，大幅超出市场18.5万的预期值，令一度受欧洲央行与加拿大央行降息激起的美联储宽松遐想再度落空，国际金价快速跌破2300美元/盎司。

博时黄金ETF基金经理王祥指出，欧洲议会选举的初步结果显示了极右翼政党的支持率上升，欧洲经济蒙上了新的不确定性，美元或将再次呈现阶段性强势，对包括

业数据大超预期，导致市场预期降息时间进一步推迟；第三，美联储6月议息会议议被市场解读为偏鹰，最新“点阵图”显示美联储官员下调年内降息次数的预测至一次。

针对其他有色金属的近期

表现，刘庭宇表示，美联储降息预期从金融属性的角度对其他有色金属形成压制，而国内电解铜和铝加工行业开工率环比下行预示需求端阶段性走弱，供需缺口收窄导致工业金属出现回调。

黄金在内的大宗商品造成拖累。

王祥认为，美国5月超预期强劲的非农就业数据，显著压制了美联储近端的降息预期，同时中国央行暂停购买黄金的消息或许也令投资者的情绪受到一定影响。此外，“此前金价短期内迅速上涨，在交易层面上，部分获利盘

对其他有色金属的表现产生影响。由于黄金通常被视为避险资产，当市场不确定性增加时，投资者可能会将资金转向黄金，从而减少对黄金、有色金属等风险资产的投资。此外，黄金价格的波动也可能影响投资者对其他金属市场的情绪和预期，进而对其他有色金属价格产生影响。

中长期价格上升有潜力

对于黄金资产的未来表现，国泰基金认为，长期来看，全球央行的购金步伐仍在持续，黄金定价中枢有所上行。全球经济衰退的总体趋势、全球央行加购黄金的需求上升，以及全球“去美元化”的趋势使得黄金有望成为新一轮定价锚，这三个因素使得贵金属中长期有望具备上行动能。

刘庭宇认为，随着黄金的潜在利空事件逐步落地，回调后的黄金和黄金股投资性价比进一步提升。

首先，历史上央行购金的节奏会随着金价灵活变动，并非等比例增加。当前中国央行的黄金储备占比距离国际平均水平还有较大的提升空间，而在优化外汇储备结构和增强主权货币信用的双重需求未变的背景下，全球主要购金国央行的购金趋势或并未结束。

其次，美国非农就业人数超预期的同时，失业率却从3.9%升至4.0%，打破了此前连续27个月维持在4%下方的纪录。另外前瞻指标预示通胀的方向仍会向下，若后续通胀降温或失业率继续上升，则美联储仍有可能启动降息来进行应对，黄金则将迎来新一轮上涨行情。

最后，黄金ETF持仓量历史分位数偏低或暗示金价尚未见顶，而全球大选年地缘扰动或带来避险情绪阶段性升温，而且主要国家债务水平上行则对金价形成长期支撑。

除黄金外，刘庭宇对铜的中长期走势也保持乐观。他认为，除了金融属性外，铜此轮涨价主要是因为面临非常严重的市场供需失衡。全球最大铜矿供应商3月份产量下降10.1%，而且全球铜矿品位下降，矿山老化、储量枯竭严

重，气候变化导致全球一半铜矿面临干旱风险，由于新铜矿的投产周期非常长，这些因素后续会对铜的产量形成长期制约。“同时，受能源转型、电动汽车普及和海外基础设施建设等因素的推动，供需的缺口又被拉大，当前铜价长期看或仅是新起点。”刘庭宇说。

毕梦娟分析，央行购金往往基于避险、稳汇率两大诉求，从当前环境来看，这两大诉求并未出现根本性改变。另外，央行购金往往出现在金价底部，更多是中枢性支撑，央行购金停止并不意味着金价上涨行情的结束。

毕梦娟认为，中长期，黄金价格仍有上升潜力。首先，在全球经济与地缘政治不确定性等因素影响下，黄金作为大类资产配置中的重要品种，与其他金融产品的相关性弱，有很好的分散性作用。避险情绪也将提升投资者配置黄金的意愿。其次，美联储降息步伐虽有放缓，但仍在路上。虽然短期由于经济数据和通胀数据因素，降息步伐被放缓，但考虑到持续加息后高利率对经济的抑制，及财政巨大的付息压力，后期通胀与就业压力缓解后，走向宽松的方向未变。“近期来看，黄金仍然处于较高的位置上，大概率已经包含了降息的预期，短期投资的收益可能不会非常明显，不过对于中长期投资者而言，黄金价格或仍处于上行通道。”毕梦娟说。

有色金属里面，国泰基金建议可以适当关注黄金和铜。“近期铜的期货价格波动较大，主要可能是前期涨幅积累较多、拥挤度较高，部分获利盘了结引发板块回调，短期价格冲高、波动较大时，可能需要谨慎，但基本上，可适当关注。”国泰基金有关人士说。