

学校编码: 10384

分类号____密级

学号: 15620121151956

UDC

厦门大学

硕士学位论文

我国融资融券交易机制与股票波动性
关系研究

A Research On The Relationship Between Margin Trading
And Stock Volatility In China

陈 聪

指导教师(校内): 喻海燕 副教授

指导教师(校外): 郑学军 博士

专业学位名称: 金融硕士

论文提交日期: 2014年10月

论文答辩时间:

学位授予日期:

答辩委员会主席:

评 阅 人:

2014年10月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

2010年3月,经过多年酝酿和准备,我国正式推出融资融券交易机制,成为了我国资本市场发展史上一座里程碑。此后四年多的时间里,融资融券业务得到了迅猛发展,截至2014年9月,A股市场融资融券试点券商共79家,标的股票达900只,信用账户数突破400万户,融资融券余额超过了6000亿元^①。

我国推出融资融券的一个很重要的目的,就是希望利用融资融券双向交易机制的特点,在稳定市场和价格发现等方面发挥积极作用,减少股票的暴涨暴跌现象,促进股市的健康稳定发展。那么,在现实中,我国的融资融券交易机制是否真正起到了平抑市场波动的效果?如果是,这种影响的程度又如何呢?本文就是从上述问题出发,研究融资融券交易机制与股票波动性的关系。

本文首先介绍了融资融券和股票波动性的相关概念,阐述了融资融券影响股票波动性的机理,并通过对比融资融券试点前后代表性标的股票波动性的变化,得到了融资融券能减少股票价格波动的假设。

随后,本文以浦发银行(600000,SH)作为研究对象,基于样本数据建立了VAR模型,并在此基础上采用了Granger因果检验、脉冲响应分析和方差分解等方法开展实证研究,从实证的角度探究融资融券与股票波动性的关系。研究表明:从短期来看,融资融券交易机制对股票波动性有一定的影响,其中融资交易的影响程度较大,融券交易的影响程度较小;从长期来看,融资融券交易机制对股票的波动性没有持久影响,股票的波动性主要还是来源于自身。主要原因是目前融资融券总体规模较小,融资交易和融券交易发展极不平衡。

最后,基于研究结论,本文针对如何更好的发挥融资融券交易机制的作用,促进我国资本市场健康稳定发展,提出了十六个字的对策建议:积极引导,完善规则,理性投资,加强监管。

关键词:融资融券;波动性;VAR模型

^①数据来源:维赛特资讯。

ABSTRACT

In March, 2010, after years of deliberation and preparation, Margin Trading mechanism was formally launched in China, which has become a milestone in the history of A-share market. Over the past four years, Margin Trading had achieved rapid development. As of September, 2014, there are a total of 79 pilot securities companies, 900 underlying stocks, over to 4 million margin accounts in A-share market. Moreover, the margin balance had exceeded 600 billion.

An important purpose for launching Margin Trading in China is to make it play a positive role in market stabilization and price discovery, avoid sharp fluctuations of stocks and promote the development of stock market healthy and steadily with the mechanism of two-way trade of Margin Trading. However, had Margin Trading mechanism really played a role in reducing sharp stock volatility in A-share market in practice? If had, what about the degree of it?

This paper firstly introduce some related concepts of margin trading and stock volatility, elaborate the mechanism of the influence of Margin Trading to the fluctuation of the stock and compared the changes of stock volatility before and after the pilot margin representative. We get a preliminary assumption that margin trading can reduce the fluctuation of stock prices.

Then, this paper takes Shanghai Pudong Development Bank (600000, SH) as the research object, and establish VAR Model by a series of sample data. On the basis of VAR Model, we using the Granger causality test, impulse response analysis and variance decomposition method to carry out the empirical research. Research shows that in the short term, Margin Trading has a certain impact on stock volatility. More specifically, the financing transaction has a larger effect on stock volatility, while the short-selling transaction has a smaller effect on stock volatility. In the long run,

Margin Trading mechanism has no lasting impact on stock volatility, which is mainly from itself. The reason is the current scale of Margin Trading is small, and the financing transaction and the short-selling transactions developed uneven in A-share market.

Based on the research conclusions, in order to make Margin Trading to play an active role in reducing sharp stock volatility and establish a healthy and stable market in China ,this paper presents a series of policy recommendations as followed: positive guidance, perfecting rules, rational investment, and strengthen supervision.

Key words: Margin Trading; Volatility; VAR Model.

目 录

导论	1
一、研究背景与意义	1
二、研究现状与文献综述	3
三、研究思路与方法	8
四、框架结构与主要内容	9
五、本文创新与不足	10
第一章 融资融券和股票波动性概述	12
第一节 融资融券概述	12
一、融资融券的基本概念	12
二、融资融券的特点	12
三、融资融券的功能	14
四、我国融资融券发展历程与现状	15
第二节 股票波动性概述	18
一、股票波动性的基本概念	18
二、股票波动性的影响因素	19
三、股票波动性的度量	21
第二章 融资融券与股票波动性关系的理论探讨	23
第一节 融资融券对股票波动性的影响机制	23
一、正向机制	23
二、负向机制	24
第二节 融资融券影响股票波动性的制约因素	25
一、保证金比例	25
二、投资者结构	26
三、客户选择标准	26
四、市场监管体系	27
第三节 融资融券试点前后代表性证券波动率的表现	27
一、深证成指（399001, SZ）	28
二、浦发银行（600000, SH）	29
三、长安汽车（000625, SZ）	30
四、国民技术（300077, SZ）	31
第四节 本章小结	32

第三章 融资融券与股票波动性关系的实证分析——以浦发银行 (600000, SH) 为例	33
第一节 样本选择与数据来源	33
一、关于样本的选择	33
二、数据的来源	35
第二节 模型介绍	36
一、单位根检验	36
二、向量自回归模型	37
三、Granger 因果关系检验	38
四、脉冲响应分析	38
五、方差分解	39
第三节 实证分析	39
一、平稳性检验	39
二、建立 VAR 模型	41
三、Granger 因果关系检验	44
四、脉冲响应分析	45
五、方差分解	46
第四节 本章小结	48
第四章 结论与建议	51
第一节 本文结论	51
第二节 对策建议	51
参考文献	54
致谢	58

CONTENTS

Introduction	1
1. Background and Significance.....	1
2. Research Status and Literature Reviews.....	3
3. Research Ideas and Methods.....	8
4. Structure and Content.....	9
5. Innovations and Deficiencies.....	10
Chapter 1 Summary of Margin Trading and Stock Volatility	12
1.1 Summary of Margin	12
1.1.1 Concept of Margin Trading.....	12
1.1.2 Features of Margin Trading.....	12
1.1.3 Functions of Margin Trading	14
1.1.4 Development Course and Present Situation of Margin Trading in China.....	15
1.2 Summary of Stock Volatility	18
1.2.1 Concept of Stock Volatility.....	18
1.2.2 Influence Factors of Stock Volatility.....	19
1.2.3 Measurement of Stock Volatility.....	21
Chapter 2 Discussion on the Relationship between Margin and Stock Volatility	23
2.1 Effect Mechanism of Margin on Stock Volatility	23
2.1.1 Positive Mechanism.....	23
2.1.2 Negative Mechanism.....	24
2.2 Restricting Factors of Influence of Margin on Stock Volatility	25
2.2.1 Ratio of Margin Trading.....	25
2.2.2 Structure of Investors.....	26
2.2.3 Customer Selection Criteria.....	26
2.2.4 Market Supervision System.....	27

2.3 Comparison of Typical Stocks.....	27
2.3.1 Shenzhen Stock Index (399001, SZ)	28
2.3.2 PFYH (600000, SH)	29
2.3.3 CAQC (000625, SZ)	30
2.3.4 GMJS (300077, SZ)	31
2.4 Brief Summary of Chapter 2.....	32
Chapter 3 Empirical Analysis—Take PFYH As An Example	33
3.1 Sample Selection and Data Sources.....	33
3.1.1 About the Selection of the Sample.....	33
3.1.2 Data Sources.....	35
3.2 Introduction of Models.....	36
3.2.1 ADF Unit Root Test.....	36
3.2.2 VAR Mode.....	37
3.2.3 Granger Causality Test.....	38
3.2.4 Impulse Response Analysis.....	38
3.2.5 Variance Decomposition.....	39
3.3 Empirical Analysis.....	39
3.3.1 Stationarity Test.....	39
3.3.1 Establish VAR Model.....	41
3.3.3 Granger Causality Test.....	44
3.3.4 Impulse Response Analysis.....	45
3.3.5 Variance Decomposition.....	46
3.4 Brief Summary of Chapter 3.....	48
Chapter 4 Conclusions and Suggestions.....	51
4.1 Main Conclusions.....	51
4.2 Policy Suggestions.....	51
Reference	54
Acknowledgements	58

导论

一、研究背景与意义

我国资本市场的发展开始于 20 世纪 90 年代。A 股市场相比于欧美等成熟资本市场，起步较晚，在市场环境、管理思维、发展理念、参与主体等方面有诸多的不成熟和不完善的方面，因此 A 股市场在发展的过程中存在诸多问题。其中一个典型的问题就是，自成立之初起，A 股市场一直是单边市场，也就是说，A 股市场只能做多，不能做空，投资者要想获利，就只有买股票做多，才能把股价拉上去。在投资者失去理性的情况下，市场的风险在这个过程中被系统性的放大，容易出现股指的暴涨暴跌现象。以进入 21 世纪的第一个十年为例，2001 年 6 月，上证指数出现了第一个高点 2245 点，随后在 2005 年 6 月下探至历史最低点 998 点，4 年的时间跌幅超过了 55%；2007 年 10 月，上证指数上涨至历史最高点 6124 点，2 年的时间涨幅超过了 500%；1 年后，上证指数在 2008 年 10 月快速下跌至 1664 点，跌幅超过了 70%^②。

这样的背景下，很多学者呼吁 A 股引入双边交易机制，例如融资融券交易机制，一方面能抑制股市的暴涨暴跌现象，加强证券市场的稳定性；另一方面，只要投资者能判断对方向，无论是上涨还是下跌都能获利。融资融券交易是境外证券市场普遍实施的一项制度，美国、欧洲、韩国、日本，以及中国香港、台湾等许多发达资本市场都有开展融资融券业务，且相对成熟，规模较大，是证券市场基本职能发挥作用的重要基础。

经过多年的准备、酝酿，融资融券交易机制终于在 2010 年 3 月 31 日正式引入中国证券市场，开启了 A 股市场的双边交易的时代。4 年多以来，我国融资融券业务得到了快速发展，交易规模迅速扩大。截止到 2014 年 9 月，A 股

^② 数据来源：国泰君安锐智版行情软件。

融资融券试点券商已由最初的 6 家增加到 79 家，涵盖了全国约 90% 的证券营业部^③，标的股票由最初的 90 只扩展到 900 只，涵盖了沪深两市约 35% 的股票，融资融券余额突破了 6000 亿元，约占 A 股流通市值的 2.5%^④。

A 股市场推出融资融券业务的初衷，是试图引入做多和做空双向交易机制，调节股票的供给和需求，来平抑股票价格的波动，减少暴涨暴跌现象的发生，规避证券市场的系统性风险。但相比于在欧美等成熟资本市场已经推出了几十年的历史，融资融券作为一项在我国开展时间还不算长的交易机制，对金融市场特别是股票市场必然会产生一定的影响。那么，融资融券究竟会给 A 股市场带来怎样的冲击？到底是会提高股市的波动性，还是会减少股市的波动性？融资融券是否真正发挥了其具有的平抑股票价格剧烈波动的功能？

对于这些问题，仅凭理论而没有实践，仅靠规范研究而缺少实证研究，是不能完全解决的。融资融券试点以来，国内理论界关于这些问题的研究还比较少，部分研究也仅仅是通过分析融资融券对台湾、香港等资本市场波动性的影响，给 A 股市场一定的借鉴和启示，而缺乏对融资融券交易与证券市场波动性，特别是与具体标的股票波动性关系的严谨、深入而系统的研究。

鉴于此，我们有必要就以上问题进行系统的分析和探讨。本文在前人研究的基础上，结合融资融券交易机制试点的 4 年多来标的股票的相关交易数据，从融资融券交易和股票波动性两者关系的角度进一步研究融资融券对证券市场的影响，从而为我国的融资融券交易制度的不断完善和证券市场的不断发展提出相应的政策建议。

由于浦发银行（600000，SH）的总股本、流通市值较大，自融资融券试点以来，该标的股票的融资融券余额一直排在两市前列，具有很好的稳定性和市场代表性。本文主要以我国开展融资融券交易机制后，浦发银行（600000，SH）股票价格波动率的与融资融券余额的数据为切入点，通过实证分析，研究融资

^③数据来源：维赛特资讯。

^④数据来源：上海证券交易所网站；深圳证券交易所网站。

融券和股票波动性之间的关系并得出结论。在此基础上，分析原因，为我国融资融券业务的良性发展提出切实可行的政策建议，并且为后续的研究提供独创性的视角和方法。

二、研究现状与文献综述

融资融券交易机制最早是在欧美等发达资本市场诞生的。早在 1933 年，美国的《证券法案》就对融资融券业务进行了规范，标志着现代融资融券业务的开始。随后，欧洲、日本、台湾等境外资本市场也相继引入融资融券交易机制。相比之下，我国推出融资融券交易机制的时间较晚，2010 年 3 月才正式开始试点。

关于融资融券与股市、股票波动性的关系，国内外理论界的观点大致可以分为三种：第一种观点认为融资融券会平抑股票价格的波动，有助于维护证券市场的稳定；第二种观点认为融资融券会加剧股票价格的波动，对股市起到助涨助跌的作用；第三种观点认为融资融券不会对股市或股票价格的波动造成影响。

（一）国外研究现状与文献综述

西方资本市场发展较早，有着成功的发展经验和完善的监管制度。自融资融券交易机制在资本市场上诞生以来，关于融资融券和证券市场波动的关系，西方学者便展开了一系列的研究，得到了许多的观点和结论，也产生了较多争论。目前，国外的学者对这一问题的研究多数是围绕在融券交易是加剧还是平抑金融市场的波动上面，主要的观点总结如下。

1. 融资融券会平抑股票价格的波动

Figlewski (1981)^[1]研究了资本市场中机构投资者和个人投资者的行为，指出卖空机制会对掌握正面信息和负面信息的投资者产生不同的影响，并从实证角度指出：如果限制卖空机制，股价会相对较高，也就是说卖空机制会抑制股票价格的波动。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫