

门槛放宽更利于“大宗交易-融券卖出”的套利模式

——上交所发布《关于征求优化大宗交易机制有关措施意见的函》点评

胡海涛 分析师

电话: 8406

eMail: hht@gf.com.cn

执业编号: S0260511020010

上交所发布《关于征求优化大宗交易机制有关措施意见的函》

日前,上交所发布了《关于征求优化大宗交易机制有关措施意见的函》。相比于目前的《上海证券交易所大宗交易实施细则》,征求意见函中提出了四项优化大宗交易机制的具体措施,主要体现在交易时间、交易门槛、涨跌幅限制范围、申报类型等。这四项优化措施的目的是希望能够增加大宗交易的成交量。

交易时段的增加对大宗交易的影响难以判断

征求意见稿中,增加了4个小时的交易时段。我们认为,由于大宗交易的成交主要由买卖双方事先商议确定,在具体交易前基本上已经明确了意向,因此增加交易时段不一定能够对成交量产生重要影响。从港交所两次延长交易时段的效果来看,交易量并未有明显放大。

交易门槛放宽将提升大宗交易的成交量

征求意见稿中将原来的交易门槛限额进行了放宽,成交额及成交量的下限缩减至原来的1/5。我们认为,门槛的放宽将吸引更多的投资者参与大宗交易。结合去年底融资融券标的券的扩容,我们预期未来将会有更多的套利者会加入到“大宗交易-融券卖空”的行列中,这种套利模式将会更加普及。我们统计了今年以来的大宗交易成交信息,上海市场的A股大宗交易日均成交额为1.86亿元,占两市大宗交易日均成交额的39.8%。由于目前两个交易所的大宗交易门槛基本相同,如果上交所单独放宽交易门槛,很可能会出现上交所大宗交易显著增加,最终份额占比超越深交所的情况。

涨跌幅限制范围的放宽更利于价值投资者

在征求意见稿中,交易所增加了两档的涨跌幅范围。如果是在 $\pm 30\%$ 范围内的成交价,需要锁定期为半年;而如果是在 $\pm 50\%$ 范围内,则需要锁定期为一年。根据统计,目前大宗交易的平均折价率为5.98%,绝大部分的大宗交易都是折价成交。大宗交易的买方包含不少看好标的证券未来走势的价值投资者。如果放宽成交的涨跌幅,我们预期未来折价率将会扩大,对于价值投资者而言,半年或一年的锁定期换来30%甚至50%的折价是极为划算的。

申报类型的增加使得价格申报更为灵活

对于多日有效的“全部成交否则撤销的固定价格申报”,我们认为增加了报单方式,对于交易者而言将有更为灵活的申报选择,但具体影响较难评估。

一、上交所发布《关于征求优化大宗交易机制有关措施意见的函》

日前，上交所发布了《关于征求优化大宗交易机制有关措施意见的函》（下称“征求意见函”）。相比于目前的《上海证券交易所大宗交易实施细则》（下称“实施细则”），征求意见函中提出了四项优化大宗交易机制的具体措施，主要体现在交易时间、交易门槛、涨跌幅限制范围、申报类型等。这四项优化措施的目的是希望能够增加大宗交易的成交量，具体提议如下表所示：

表 1：征求意见函的四项提议

	《实施细则》	《征求意见函》
交易时间	15：00—15：30	增加一个交易时段：16:00-20:00
交易门槛	A 股：50 万股或 300 万元人民币； B 股：50 万股或 30 万美元； 基金：300 万份或 300 万元人民币； 国债及债券回购：1 万手或 1000 万元人民币； 其他债券：1000 手或 100 万元人民币	A 股：10 万股或 60 万元人民币； B 股：10 万股或 6 万元美元； 基金：60 万份或 60 万元人民币； 国债及债券回购：100 手或 10 万元人民币； 其他债券：50 手或 5 万元人民币
涨跌幅限制范围	90%-110%	放宽涨跌幅限制范围。提供带锁定期大宗交易机制：锁定期大宗交易分为两档：涨跌幅限制范围为前收盘价格的 70% - 130% 的，锁定期至少为 6 个月；涨跌幅限制范围为前收盘价格的 50% - 150% 的，锁定期至少为 1 年。
申报类型	意向申报和成交申报	推出多日有效的“全部成交否则撤销的固定价格申报”

数据来源：上交所网站，广发证券发展研究中心

二、优化提议的影响简析

（一）交易时段的增加对大宗交易的影响难以判断

征求意见稿中，增加了4个小时的交易时段。我们认为，由于大宗交易的成交主要由买卖双方事先商议确定，在具体交易前基本上已经明确了意向，因此增加交易时段不一定能够对成交量产生重要影响。从港交所两次延长交易时段的效果来看，交易量并未有明显放大。

（二）交易门槛放宽将提升大宗交易的成交量

征求意见稿中将原来的交易门槛限额进行了放宽，成交额及成交量的下限缩减至原来的1/5。我们认为，门槛的放宽将吸引更多的投资者参与大宗交易。结合去年底融资融券券标的券的扩容，我们预期未来将会有更多的套利者会加入到“大宗交易-融券卖空”的行列中，这种套利模式将会更加普及。我们统计了今年以来的大宗交易成交信息，上海市场的A股大宗交易日均成交额为1.86亿元，占两市大宗交易日均成交额的39.8%。

由于目前两个交易所的大宗交易门槛基本相同，如果上交所单独放宽交易门槛，很可能出现上交所大宗交易显著增加，最终份额占比超越深交所的情况。

（三）涨跌幅限制范围的放宽更利于价值投资者

在征求意见稿中，交易所增加了两档的涨跌幅范围。如果是在 $\pm 30\%$ 范围内的成交价，需要锁定期为半年；而如果是在 $\pm 50\%$ 范围内，则需要锁定期为一年。根据统计，目前大宗交易的平均折价率为5.98%，绝大部分的大宗交易都是折价成交。大宗交易的买方包含不少看好标的证券未来走势的价值投资者。如果放宽成交的涨跌幅，我们预期未来折价率将会扩大，对于价值投资者而言，半年或一年的锁定期换来30%甚至50%的折价是极为划算的。

（四）申报类型的增加使得价格申报更为灵活

对于多日有效的“全部成交否则撤销的固定价格申报”，我们认为增加了报单方式，对于交易者而言将有更为灵活的申报选择，但具体影响较难评估。

广发金融工程研究小组

罗军，首席分析师，华南理工大学理学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。

俞文冰，首席分析师，上海财经大学统计学硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心。

叶涛，CFA，资深分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心。

安宁宁，资深分析师，暨南大学数量经济学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

胡海涛，分析师，华南理工大学理学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。

夏满阳，研究助理，上海交通大学金融工程硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心。

蓝昭钦，研究助理，中山大学理学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。

李明，研究助理，伦敦城市大学卡斯商学院计量金融硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。

史庆盛，研究助理，华南理工大学金融工程硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

汪鑫，研究助理，中国科学技术大学金融工程硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心。

谢琳，研究助理，上海交通大学金融学博士研究生，2011 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。