《提高融资保证金比例简评——慢牛中的适度降温》

郁泓佳 期货投资咨询证号：Z0017641

王伟钰 期货从业资格证号：F03142688

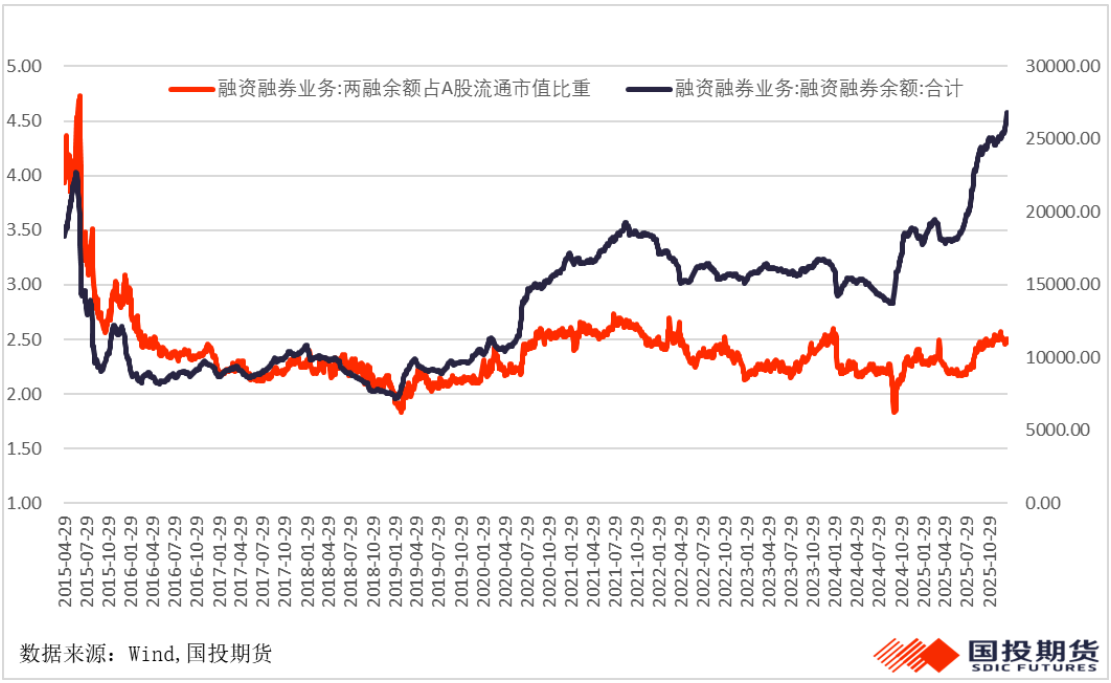
一、事件概述：融资保证金从 80% 上调至 100%

1 月 14 日，沪深北三家交易所同步发布通知，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例，由不低于 80%上调至不低于 100%，并自 1 月 20 日起施行，存量合约在合约展期、合约变更等情形下按新比例执行。通知同时强调，此举意在“维护市场稳健运行、促进融资融券业务规范健康发展”。这一调整意味着：单只证券的“两成自有资金 + 八成融资”将回到“对等 1:1 融资”的中性水平，有助于放缓近期融资加杠杆速度，但并未收紧现有业务框架，也未触及融券、股指期货等其他制度安排，整体属于结构性、节奏性管理而非趋势性收紧。

二、背景：两融杠杆快速抬升，慢牛行情中的“适度刹车”

两融余额加速抬升，引发监管关注。进入 2024 年四季度以来，两融余额明显回升，至 2025 年初已逼近近几年高位，两融余额占 A 股流通市值比重也同步上行，但距离 2015 年高位仍有距离。杠杆交易对指数弹性贡献加大。

图：融资融券余额走势与占 A 股流通市值比重走势



与历次保证金调整相比，本轮属于“牛市中的温和降温”。

2015 年 11 月：在两融余额和股指都处于高位、监管重点在“去杠杆”的背景下，融资保证金从 50% 提至 100%，随后一段时间沪深 300 高位震荡、波动加大。

图：沪深 300 收盘价走势图



2023 年 9 月：在市场情绪低迷期，融资保证金从 100% 降至 80% 以激活风险偏好，指数整体仍偏弱下行，反映保证金下调并非扭转趋势的充分条件。

图：沪深 300 收盘价走势图



2024 年 7 月：监管多次上调融券保证金比例，强调发挥融券逆周期调节功能，但随后 7-8 月沪深 300 仍以震荡回落为主，说明市场中期走势仍更多取决于基本面与流动性总量。

图：沪深 300 收盘价走势图



图：沪深 300 收盘价走势图



对比历史，本次上调发生在两融余额上行、指数经历一轮“春季行情”后，监管目标更偏向于：在慢牛格局中给杠杆交易“踩一脚刹车”，防范情绪和杠杆共振过热，而非扭转趋势。

宏观与资金环境仍偏友好。近期外部环境上，美联储虽然对短期降息保持谨慎，但市场普遍预期 2025 年仍将处于缓慢降息通道，美元指数震荡偏弱；国内方面，稳增长政策持续推进，央行多次强调保持流动性合理充裕，人民币汇率保持相对强势，均为权益市场提供了中期支撑。

三、历史经验：保证金调整与沪深 300 走势的启示

单次保证金调整往往只改变“斜率”，难以改变“方向”。2015 年 11 月上调融资保证

金后，沪深 300 在此前大幅反弹基础上进入高位震荡，波动加剧但并未出现系统性下跌；2023 年 9 月下调保证金后，指数并未立刻企稳回升，反而延续存量下行趋势。这说明保证金比例更多影响短期节奏（波动率、换手率），而非决定中期方向。“政策信号+基础面”的组合，才是行情的关键变量。2015 年两融政策收紧叠加经济与盈利下修，放大了市场回调压力；2023 年的宽松举措，却与盈利下行、地产拖累等负面基本面共同作用，导致政策效果有限。当前阶段，两融管理虽偏审慎，但宏观政策仍稳增长取向未变，盈利周期处于探底修复阶段，与 2015、2023 年环境存在明显差异。

本轮不同于 2015 年“去杠杆式”调整。从两融余额占流通市值的比例看，目前虽处于近年相对高位，但仍明显低于 2015 年高点；同时，本轮并未配套提高维持担保比例、限制标的范围等“组合拳”，更像是在风险可控区间内的小幅“降温”，而非强制去杠杆。

四、影响与展望：慢牛中的适度降温，不改中期多头格局

对指数层面：短期波动上升，中期趋势影响有限。上调融资保证金将抬高新增融资的资金成本，对高杠杆短线交易形成约束，短期可能带来部分多头减仓、波动放大，尤其是此前涨幅较大的题材股和小盘股。但在两融余额尚未出现系统性风险、且政策意图明确为“稳健运行”的前提下，本次调整更像是对市场情绪过热的前瞻性管理，并不构成对指数的强压制。对风格与结构：高杠杆高 Beta 受压，蓝筹与慢牛逻辑受益。融资交易更偏好高弹性、题材驱动标的，因此本次上调对中小盘概念股、高估值赛道股的边际影响更大；权重蓝筹、红利价值板块，一方面融资占比本身不高，另一方面在“慢牛 +去杠杆”的环境中，反而有望作为风险偏好再平衡的“蓄水池”；股指期货与期权的套保需求可能阶段性增加，基差与

期限结构的波动值得关注。

五、风险提示

海外宏观环境超预期收紧：若美联储因通胀反复而推迟或弱化降息节奏，可能对全球风险偏好与估值中枢形成压制；国内经济修复不及预期：内需、地产和地方财政压力若再度放大，可能削弱盈利改善与政策宽松的效果；杠杆交易行为调整不充分：若部分资金通过场外杠杆、衍生品等方式绕行，监管或进一步升级，带来新增政策不确定性。

免责声明

国投期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。**在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。**

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。