

股灾再现不仅与金融去杠杆政策有关

尹中立 时间：2018-02-09 来源：凤凰财经

2月6日我国股市主要股指均大跌4%左右，香港股票指数也大跌5%。从表面看，导致今日股价大跌的元凶是前一天美国股市的大幅度下跌所致，但必须说明的是，美国股市是从2月5日开始暴跌的，而国内股市的暴跌在一周之前就已经开启。

最近8个交易日（2018年1月26日至2月6日），我国国内股市出现了异常波动，所谓异常波动是指下跌幅度之大、涉及股票数量之多均超出了正常范围。2018年1月31日、2月1日、2日、5日和6日股市连续五天出现上百只股票同时跌停板的情况。

根据笔者的统计，从元旦至今，有1000多只股票下跌超过20%，有500余只股票下跌超过30%，有几十只股票跌幅超过40%（有260多只股票停牌，否则下跌幅度大的股票数量更多）。股市的异常波动对市场投资者信心造成严重打击。

股市异常波动的首要因素是金融去杠杆政策的出台和实施。最近一个多月的时间里，金融降杠杆的政策纷纷出台，有以下三个政策与股票二级市场相关。

其一是信托资金降杠杆的政策。这其中包括暂停新增有中间级的配资业务、暂停新增单票配资业务。总体要求是将融资杠杆从1:2调整到1:1，这导致部分信托资金需要出售股票套现。在缺乏市场流动性的背景下，集中卖出股票就意味着价格大幅度下跌。相当部分的股票出现“闪崩”与此有关。

目前信托是仅次于基金的股市第二大持仓机构。从上市公司 2017 年三季度公开信息看，信托持有 A 股上市公司有 1121 家，约三分之一的上市公司有信托机构股东。因此，信托去杠杆政策对股市产生较大影响。

其二是资管计划降杠杆，拥有资管计划股东的公司股票面临减持压力。在众多的跌停板股票中，和佳股份(---, 诊股)是其中典型的代表。2 月 1 日，该公司发布公告称，公司实控人、控股股东郝镇熙持有公司股票的资管计划即将到期且无法续期，因此将被动减持公司 1466 万股 (1.86%股份)。减持原因是，根据证监会及中国证券投资基金业协会的相关要求，该资产管理计划到期不得展期，必须终止，属于被动减持。受此消息影响，该股股价在 2 月 1 日盘中出现断崖式下跌，很快封死跌停板。需要关注的是，该公司的股价在 2015 年至 2016 年一直在 15 至 20 元左右波动，当前的股价相当于一年前的一半左右，在股价下跌幅度十分巨大的情况下出现加速下跌，投资者损失十分惨重。目前，该股票已经被迫停牌。

统计发现，在两市 3484 只个股中，有 1384 只股票的大股东名单中含有“信托计划”或“资产管理计划”，占比高达 39.72%。

其三是股权质押融资需要按照新的规定重新进行规范。2018 年 1 月 12 日，沪深交易所联合中国结算发布了《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(2018 年修订)》，这一新规将于 2018 年 3 月 12 日起正式实施。该新规对股票质押设置了一系列风险控制指标，对于超过风险控制指标的业务要在限定的时间里进行整改。例如，单只股票

的质押比例不得超过 50%，而目前有 129 家上市公司的股票超过该比例要求。

如果仅仅把股市下跌归结为金融政策的变动是不够的，还必须看到政府资金对股市的不当干预也是罪魁祸首。政府资金对股市的长期不当干预，导致大多数中小市值股票出现流动性枯竭为了平抑市场异常波动，以证金公司为代表的政府资金在 2015 年 7 月开始介入股票二级市场，这部分资金数量巨大（没有公开数据，根据估计约 1.5 万亿人民币），成为左右市场的重要力量，虽然对市场的稳定起到了一定作用，但其行为严重扭曲了股价形成机制。

自去年以来，我们可以观察到的现象是，每当市场出现较大幅度下跌，总有神奇的力量将权重指标股拉起来，2017 年度类似的现象发生了 10 余起。而且护盘资金总是从下午 2 点多开始将蓝筹指标股推高，将上证 50 指数神奇地拉起来，人为干预的迹象十分明显。可以推测，上述干预行为应该是以证金公司为代表的政府资金所为。

该行为和现象不断重复虽然可以平抑市场波动，但它降低了蓝筹股的风险溢价，扭曲了正常的股价形成机制。2017 年以银行、保险等为代表的蓝筹股平均上涨 30%，在蓝筹股的持续上涨的吸引下，投资者纷纷抛售中小市值的股票，导致这些股票持续下跌，统计数据显示，2017 年有 2000 多只股票是下跌的，其中有 1000 余只股票下跌超过 10%。

当这些中小市值的股票股价持续下跌，并且成交量大幅度萎缩，流动性枯竭，就很容易导致质押融资的股东出现爆仓。

根据中登公司披露的最新的股票质押信息数据，截至 2018 年 1 月底，A 股市场被质押股份市值合计达 6.17 万亿元。有 771 笔质押达到预警线，有 1066 笔质押达到平仓线，共涉及 608 家上市公司，资金规模达 4399.79 亿元。

虽然大股东可以通过追加质押来防止平仓，但一旦大股东可追加的股份不足，而股价又跌至平仓线，其控股地位将有可能丧失，如果质权方将质押股份抛售，股价将进一步大跌，引起市场的连锁反应。

近日很多股票的连续大幅度杀跌，其动力正是来自对这些质押股票爆仓的担忧，与 2015 年的股灾发生的成因其本质上是一样的。

笔者提出以下两点对策建议：

1、为了降低金融去杠杆政策对股市的冲击，最好设置较长的政策执行缓冲期，不能一刀切。在去杠杆的同时，可以通过增加合规资金进入股市的方式对冲，减少市场的波动。不同的部门出台政策时，应该统筹考虑，防止合成谬误。

2、为了减少政府资金对股价形成机制的影响，需要考虑这部分资金的退出问题，需要让这批资金在一个公开透明的规则下运行。在政府资金仍然干预股市的前提下，建议应该统筹资金配置，不仅要配置蓝筹股，还要配置中小市值的股票，做到平衡配置，不能厚此薄彼，扭曲正常的股价形成机制。