

论文 NO. 2018 年 2

发表时间：2018 年 2 月 13 日

股市出现暴跌的原因分析

尹中立

摘要：最近，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、涉及股票只数之多均超出了正常范围。每天均有上百只股票同时跌停的情况出现。股市的异常波动对市场投资者信心造成严重打击。

股市出现大幅度下跌，一方面与美国股市有关，2 月 6 日和 8 日美国道琼斯指数均出现超过 1000 点的跌幅，受此影响全球股市满目疮痍；另外一方面与我国股市自身存在的问题有关。在此，笔者主要分析国内股市自身存在的问题和潜在风险。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

一、股市异常波动的首要因素是金融去杠杆

最近一个多月的时间里，有关金融降杠杆的政策纷纷出台，以下三个政策与股票二级市场相关。

一是信托资金降杠杆的政策。这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前提下，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。

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。在众多跌停股票中，和佳股份（300273）是典型的代表。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 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 元之间波动，当前股价相当于一年前 50%左右，在股价下跌幅度已经

很大的情况下加速下跌，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%。

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证券登记结算有限公司发布了《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，对于相关指标超过风险控制指标的业务要在限定时间里进行整改。例如，单只股票的质押比例不得超过 50%，而目前有 129 家上市公司的股票的质押比例超过该要求。

二、上市公司业绩“地雷”集中引爆，打击投资者信心

近期上市公司集中公布 2017 年度的经营业绩，有少数公司公布了超过市场预期的成绩单，出现巨额亏损。有些公司涉嫌财务欺诈，对投资者的信心影响较大。

典型的案例是“乐视网”，该公司上市之后一直是备受市场关注的互联网行业龙头，2015 年 5 月该公司的市值曾达到 1500 亿元，但其实际控制人贾跃亭 2017 年一直滞留在美国，并出现大量债务违约。该公司近日公告预计 2017 年度亏损 116 亿元，而自上市以来该公司没有亏损纪录，如此巨大的亏损挑战

了市场的承受力。从 2017 年 4 月初开始该公司停牌，直到今年 1 月 24 日公布年报后复牌，复牌后出现连续 12 个跌停板，2 月 8 日打开跌停板，但 9 日再次以跌停板报收。

除了“乐视网”的民营控股上市公司爆出负面的财务信息外，国有控股的上市公司也有一批严重亏损，如：石化油服亏损 106 亿元，湖北宜化亏损 48 亿元，等等。

有些公司的亏损原因令人啼笑皆非，如：上市公司“獐子岛”披露养殖的扇贝大量死亡，因此出现库存减少，预计 2017 年亏损 6 亿多元。“抚顺特钢”和“皇台酒业”也公告因公司库存大量减少而导致 2017 年度经营业绩出现大幅度亏损。

上述公司的行为，不仅影响到投资者对涉事公司披露信息产生严重怀疑，而且让投资者对所有上市公司的诚信产生怀疑，严重打击了投资者的信心。当市场价格下跌时，又会加剧投资者对上市公司披露信息的怀疑程度，二者产生共振。

需要指出的是，上述上市公司的财报出现超过预期的现象，绝非偶然。在股票高估值的诱惑下，很多公司的上市过程中都有做假账的动机。对于欺诈上市公司来说，一旦内部公司治理出现裂痕或外部中介机构不再配合，就会爆出各种超预期的信息。

三、政府资金对股市的扰动，扭曲了股价形成机制

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，是导致大多数中小市值股票出现流动性枯竭的重要原因。

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，这部分资金数额巨大（没有公开数据，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，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，这与 2015 年的股灾发生的成因其本质上是一样的。

四、政策建议

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。尤其是信托去杠杆政策和资产管理的新规，对股市影响很大，不能一刀切让所有的产品都在规定的时间内清理。

2、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。股市最怕出现预期一致，如果简单地执行一项政策就会导致预期一致，出现“踩踏”就难以避免。

3、不同的部门出台政策时，应该统筹考虑，防止合成谬误。金融去杠杆政策不仅需要国内不同部门的协调，还需要国际间

的协调。在美国股市出现大幅度下跌的背景下，国内金融去杠杆宜缓行。

4、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，并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。