

# 金融去杠杆对股市的影响及应对之策

尹中立 时间：2018-05-19 来源：《清华金融评论》2018年3月刊

2018年1月下旬以来，中国国内股市出现了异常波动，股价下跌幅度之大、涉及股票数量之多均超出了正常范围。几乎每个交易日都有上百只股票同时跌停板的现象出现。股市的异常波动不仅对市场投资者信心造成严重打击，而且处理不当可能会导致系统性金融风险，需要引起高度关注。股市出现大幅度下跌，一方面与美国股市在2月初出现大幅度下跌有关，但主要还是因为中国股市自身存在的问题。在此，本文主要分析国内股市自身存在的问题和潜在风险。

## 中国股市里的杠杆资金规模过大是潜在隐患

导致2015年股灾的直接原因是二级市场投资者的资金杠杆加得过快、规模过大所致，根据笔者初步统计，2015年6月初的股市二级市场里有5万亿元的杠杆资金，但经过股灾之后，二级市场的杠杆资金规模大大减少，场外配资基本消失，场内的融资融券规模从2万万亿降至1万亿人民币左右。但另外三种形式的资金杠杆在2015年后快速发展：

一是股票质押融资。上市公司的股东拿股票抵押融资在股灾之后成为证券公司的新的盈利增长点。因为该融资方式简单快捷，深受市场欢迎，发展相当迅速。2015年沪深两市股票质押式回购业务待回购

金额为 0.71 万亿元，2016 年为 1.28 万亿元，2017 年达到 1.62 万亿元。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。随着股票质押式回购新规、银行投非标资产受限及风险事件频发等多重因素影响，质押率有持续下调趋势。如果股价跌到警戒线，这些潜在的杠杆都是最不安定的基因，极有可能引发踩踏效应。

二是上市公司 PE 杠杆。主要形式是上市公司组建并购基金和产业基金，但该基金存在资金杠杆。通常的做法是由上市公司做中间或劣后级，银行理财资金通过嵌套资管计划认购优先级份额进入基金，赚取相对稳定的收益。通过该结构化产品的设计上市公司实现了加杠杆的目的，而银行获得了相对稳定的高收益，双方各取所需，让这种业务模式迅速流行。据统计，2015 年 5 月至 2017 年 6 月共有 410 家上市公司设立 473 只并购基金，规模超过 7600 亿元；2017 年合计 311 家上市公司参与投资产业基金，数量达 365 只，较 2016 年的 176 只增长了 107.39%。但随着资管新规出台，银行的理财将逐步回归本源，多层嵌套和通道业务受限，这种变相的杠杆也将难以为继。

三是 PE 投资者通过杠杆资金投资拟上市公司。一些股权投资结构也通过结构化的资金设计来投资拟上市公司，使得 IPO 公司股东中

存在大量杠杆资金，一旦股权锁定期解禁，这些资金就立即减持套现。2016 年第四季度开始新股常态化发行，至 2017 年底这些带杠杆的股权投资资金开始减持套现，对股价产生持续下行压力，这是次新股下跌巨大的主要原因。

### **股市异常波动的触发因素是金融去杠杆**

因为股市里存在大量的杠杆资金，这些资金均受到金融去杠杆政策的影响。2018 年 1 月以来一个多月的时间里，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（300273）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。

### **上市公司业绩“地雷”集中引爆打击投资者信心**

上市公司公布的 2017 年度经营业绩中，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

是市场关注的互联网行业的龙头，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在2017年就一直滞留在美国，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，而该公司自上市以来没有亏损记录，如此巨大的亏损挑战了市场的心理承受力。该公司从2017年4月初开始停牌，直到2018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。

除了诸如“乐视网”的民营控股的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的，如石化油服亏损106亿元，湖北宜化亏损48亿元等。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，上述上市公司财报出现超过预期的现象不是偶然现象。在股票高估值的诱惑下，很多上市公司在上市过程中都有做假账的动机。对于欺诈上市公司的公司来说，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。

### **政府资金扰动股市扭曲了股价形成机制**

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 2017 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。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。春节前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。

### 结论与政策建议

当前股市下跌已经形成多米诺骨牌效应：“股价下跌—投资者爆仓—信心丧失—股价加速下跌”，需要外力干预才能打破这个恶性循环。有鉴于此，笔者认为有必要进行以下政策协调：

首先，为了降低金融去杠杆政策对股市的冲击，可设置较长的政策执行缓冲期。尤其是信托去杠杆政策和资产管理的新规对股市影响大，不能一刀切让所有的产品都在规定的时间内清理。各地金融监管部门应该充分调查摸底，搞清杠杆资金的规模和风险，进行有针对性的风险排查和控制。对于已经触及平仓线的案例，应该由专门的人员，在协调债权和债务人的基础上，找到对市场冲击最小的处理办法。

其次，在去杠杆的同时可通过增加合规资金进入股市的方式对冲，减少市场波动。股市最怕预期一致，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。

再次，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。

最后，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。