当前股市的主要矛盾

尹中立

今年前8个月，我国股市持续下跌，主要股票指数下跌幅度均在20%左右。下跌的速度和幅度虽不是我国股市历史上最大的，但投资者损失却是最大的，股价持续下跌引发的连锁反应已经让很多上市公司大股东及机构投资者血本无归。

当前股市的内在矛盾是杠杆资金规模过大，股市里的杠杆资金规模与三年前，也就是2015年股市剧烈震荡前大致相当，但股市所处的外部环境更加不容乐观，处置不当将导致股市的系统性风险，尤其值得警惕。

“问题不在于过度投资，也不在于过度投机，而在于过度负债”，这是流传于金融市场的经典名言。几乎所有的金融市场危机都源于过度负债。发生在2015年6月底的我国股市剧烈振荡，其最主要原因就是股市里的杠杆资金规模膨胀过快，而过高的资金杠杆容易导致股市的“多米诺骨牌效应”。

从2018年来看，当前股市里的杠杆资金大约有三类。

第一类杠杠资金是交易所的融资融券（简称“两融”）。2018年上半年，“两融”一直稳定在800亿～10000亿元。股市剧烈振荡之后，“两融”已经有一整套完善的风险控制制度，规模相对比较稳定。

第二类杠杆资金是上市公司股东质押融资。2014年以来，股票质押式回购交易快速发展，成为证券公司的重要盈利来源。股票的质押率一般在50%左右（主板质押率高，创业板的质押率低），在股价波动不大的情况下，券商此项业务风险较小而收益可观。2014年质押式回购交易余额大约为2万亿元，2015年快速增长到5万亿元，2017年末余额约6万亿元（这是被抵押的股票市值）。

目前，股票质押式回购交易的风险已经开始暴露，而且数量逐渐增加。截至2018年6月末，A股中有3447只股票仍有未解押的股票质押，占A股数量的86.2%。从规模来看，以2018年6月8日的价格计算，A股中未解押股票质押市值达5.95万亿元，占A股总市值的9.9%。其中场内通过券商质押市值3.08万亿元(占比51.8%)，场外质押市值2.87万亿元(占比48.2%)。其中有5528亿元触及平仓线，4189亿元触及预警线，涉险的股权质押超过9000亿元。

股票质押式回购交易的风险开始暴露与股价下跌直接相关。从2017年初至2018年8月底，尽管期间主要指数并没有出现大幅度下跌，但中小市值的股票下跌相当惨烈，股价下跌幅度超过40%的上市公司有1678家，期末总市值为7.9万亿元。假设这些股票在2017年初按照50%的质押率办理了股票质押式回购交易，那么，目前已经到了补仓警戒线；如果不能补仓，这些股票将存在被强制平仓的风险。

值得关注的是，2018年6月之后股价有加速下跌的迹象，创业板指数6月下跌7.9%，7月下跌2.8%，8月下跌8.1%，三个月内下跌了20%。6月初统计的下跌幅度超过40%的股票有734家（基期为2017年初），这些股票的期末总市值为3.5万亿元，仅两个多月时间里下跌幅度超过40%的股票数量增加了近千家。这说明，各类杠杆资金在最近两个月里加速爆仓，而爆仓又引起市场价格进一步下跌，形成恶性循环。监管部门对券商进行窗口指导，尽量减少质押股的强制平仓，一定程度上减缓了由强平而造成的市场冲击，但有关股价下

?1994-2018 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

跌的风险显然转移到了券商，市场的风险并没有减少。

第三类杠杆资金是上市公司股东里存在的信托或理财账户。这些杠杆资金很多通过上市公司定增进入股市，也有些通过私募基金由信托作通道进入股市二级市场。

从2014年开始，投资者开始利用信托产品的分级设计进行场外配资，银行等提供优先级资金，这些资金享受固定回报，股市投资者提供劣后资金。如果优先和劣后资金比例为1：1，则意味着投资者的资金杠杆放大了1倍，如果优先与劣后是2：1的话，则意味着投资者的资金杠杆放大了2倍。在市场上，参与定向增发的资金杠杆一般都在1倍以上，有些将资金杠杆放大到3倍以上。

这些场外配资一般以信托产品的名义出现在股东名单中，统计上市公司股东名单中的信托数量就可以大致计算出该类股东的数量。从上市公司2017年公开信息看，截至2017年度末，有1172家上市公司的股东名单里出现信托账户，占所有上市公司总数的35%。

股价的连续大幅度下跌使得参与定增的杠杆资金出现大规模爆仓。2015～2017年，上市公司再融资规模合计为4.18万亿元，其中有较大比例的资金是通过信托加杠杆的方式参与定增的，保守估计，其中杠杆资金规模应该超过2万亿元。

假设这些资金的杠杆比例为1：1，那么，股价下跌超过40%，则这些资金将面临爆仓风险。从2017年初至2018年8月底，下跌超过40%的股票有1678只，在2014年至2017年参与过定增的股票占比约50%。该数据显示，在下跌幅度较大的股票中，有近一半曾经做过定增，这意味着股价出现大幅度下跌与定增行为有密切的关系。随着股价的大幅度下跌，这些参与定增的资金已经面临爆仓的风险，如果股价不能回升，资金一旦爆仓，将进一步加剧股价的下跌。

由上述分析可见，当前股市里的各类杠杆资金规模合计约6万亿元，与2015年股市剧烈振荡之前的杠杆资金规模基本相当。也可以说，股市剧烈振荡之后的杠杆资金并没有汲取教训，而是换了一个“马甲”卷土重来，其原因与金融监管的宽松环境有一定关系。但当前的股市环境与三年前有天壤之别，甚至比2016年更加恶劣。金融去杠杆已经成为我国重要的政策方向，为此，金融监管部门出台了一系列政策，这些政策的出台，加速了杠杆资金风险的暴露和外溢。

一是信托资金降杠杆的政策。《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(下称《资管新规》)于2018年4月27日正式发布，《资管新规》第二十条规定，有四种产品不得进行份额分级，分别为：公募产品，开放式私募产品，投资于单一投资标的的私募产品（投资比例超过50%即视为单一），投资债券、股票等标准化资产比例超过50%的私募产品。根据该规定，股票市场曾经一度盛行的场外配资将难以为继。没有了新的资金补给，不符合《资管新规》的存量资金必须逐渐撤出股市，这类杠杆资金数以万亿元计，其退出对股价形成较大压力。

二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)》，这一新规已于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求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140家上市公司的股票超过该比例要求，其中超过70%的有34家公司。在《资管新规》的压力下，这些资金到期必须套现，将面临爆仓风险的资金总量还会增加。

针对当前股市主要矛盾是杠杆资金风险暴露的情况，化解股市危机就必须对症下药。

首先，金融监管部门要统一认识，对股市中的杠杆资金规模要有清醒的估计。根据笔者上述分析，目前的股市杠杆资金规模与2015年股市剧烈振荡之前基本相当，这是一个危险的信号，处理不当不仅极易引发股市崩盘，出现第二次股市剧烈振荡，而且易引发信托、券商及银行的风险。8月24日，金融稳定委员会召开了第三次会议，会议研究的重点之一就是股票质押融资的风险问题。可见，该问题已经引起决策层的高度重视，这为化解股市存在的杠杆资金风险创造了良好的条件。

其次，从操作层面看，既要防止股市里的杠杆资金继续增加，也要防止用简单粗暴的方式清除股市里的资金杠杆。笔者建议，在执行《资管新规》过程中，对涉及股市的资管产品应该按照产品到期清算为止，尽量不要提前清算。

再次，按照《资管新规》的规定，未来三年里至少有2万亿元以上的资金要从股市撤出（这些资金主要以分级信托产品形式存在），如果没有新的资金补充，这是难以完成的任务。可以借鉴2015年“拯救”股市的办法，由政府出资建立大型平准基金入市。该平准基金可以在已经入市的政府资金基础上进行适当的规范与改造而形成，并由金融稳定委员会管理。

最后，为了确保股市资金的基本平衡和稳定，适当降低新股发行的速度并减少规模。新股发行募集的资金很少，但新股上市需要二级市场大量的资金承接，尤其是大型公司的上市需要消耗巨量资金。■

作者系中国社会科学院金融所研究员、荣盛发展研究院院长兼首席经济学家

（责任编辑　张艳花）

?1994-2018 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net