

# 研究报告

2016年第06期

2016.11.19

执笔人：杨荥

邮箱：yangxing@icbc.com.cn

## A股熔断机制暂停反映了什么？

——近期中国金融市场大幅波动评述

### 要点

- 2016年开年，A股市场经历了罕见的大幅下挫，并因触发熔断两度提前休市，进而宣布暂停执行，引发市场广泛关注。
- A股熔断机制暂停，表面原因在于其制度设计存在缺陷；背后深层次原因则是中国金融市场当前面临着汇率贬值、资本外流和流动性波动叠加三重风险。
- 针对当前外界流行的“流动性陷阱”以及“资产荒”言论，笔者认为，从定义上来辨析，中国陷入“流动性陷阱”表述并不准确；金融资产荒的本质并非缺资产，而是缺风险—收益合适的资产；未来一段时期中国仍然面临流动性紧缺风险；在此大背景下，根据“三元悖论”理论，我国货币政策应该更专注于国内的金融稳定和内部经济平衡。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

## A 股熔断机制暂停反映了什么？

### ——近期中国金融市场大幅波动评述

2016 年开年，A 股市场经历了罕见的大幅下挫，并因触发熔断两度提前休市，引发市场广泛关注。客观来看，这是人民币对美元汇率持续大幅下降等多项因素共振引发的大幅下挫，熔断机制在此期间起到了助跌的作用。监管部门本意是为市场提供“冷静期”，但市场对新规则不适应，产生较大的“磁吸效应”<sup>1</sup>。在这样的背景下，证监会宣布暂停实施指数熔断机制。那么，A 股熔断暂停的背后，究竟隐藏了中国金融市场当前面临的哪些突出问题？为什么这一机制孕育半年，却仅执行四天即暂停？外界流行的“流动性陷阱”以及“资产荒”言论是否准确？本文拟对此进行解析。

#### 一、当前面临汇率贬值、资本外流和流动性波动叠加三重风险

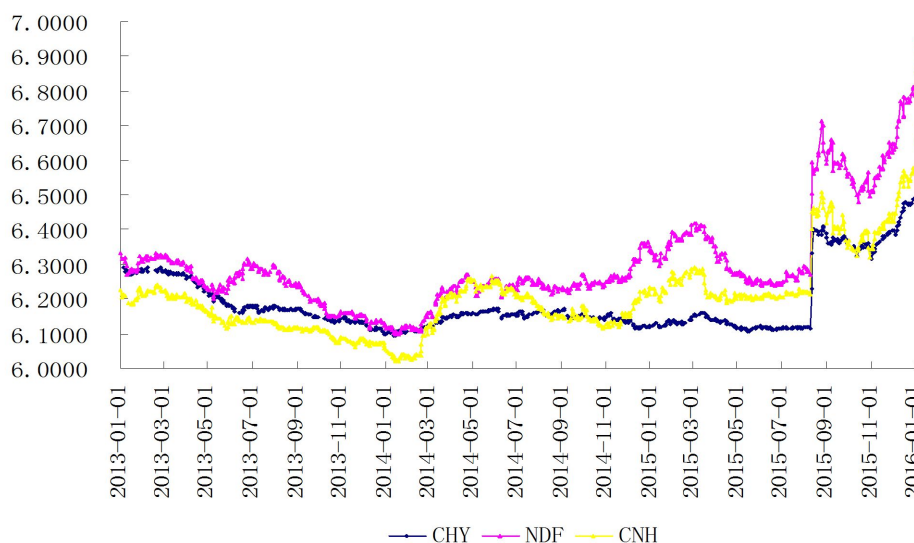
##### （一）人民币对美元汇率面临较大的贬值压力

2014 年人民币对美元在岸即期汇率（CNY）贬值 2.42%，2015 年人民币对美元汇率全年贬值 4.64%，2016 年人民币对美元汇率贬值压力上升，贬值幅度加大。1 月 7 日，人民币对美元汇率报收 6.5646，开年即连续 4 连跌，较年初贬值 710 个基点；而离岸人民币对美元即期汇率（CNH）跌至 6.6829，较年初贬值 1100 个基点，两岸差价扩大至 1183 基点；离岸一年期 NDF 则报收 6.9310，已快触及 7 的界线，显示出强烈的贬值预期（见图 1）。

图 1 人民币对美元汇率在岸中间价和离岸即期价、远期价走势对比

（2013.01.01-2016.01.11）

<sup>1</sup> 所谓“磁吸效应”，即在接近熔断阈值时部分投资者提前交易，导致股指加速触碰熔断阈值。其表现特点有三：一是在接近涨跌停或熔断价格水平时，价格上涨或下跌的速度会越来越快。二是发生涨停或熔断的概率会显著地高于价格在涨跌停或熔断价格水平但不触发的概率。三是磁吸效应发生的过程中往往伴随着成交量的剧烈变化和价格波动加剧。



数据来源：WIND 数据库，中国工商银行城市金融研究所整理（下同）

自 2015 年 8 月 11 日汇改以来，受美元进入加息周期，企业提前偿还美元外债，以及投机性资本撤离等因素影响，促使人民币贬值预期日益强烈。而从央行的操作手段来看，对于人民币贬值的容忍度也在上升，2016 年开年人民币中间价连续 3 天下调 100 个基点，并“主动”偏离市场价，同时强调观察人民币汇率不应仅以美元为参考，也要参考一揽子货币，人民币汇率指数（CFETS）基本保持稳定，表明央行政策意图更多偏重于顺应市场供求力量的变化，增强人民币汇率形成的弹性机制，在此基础上一定程度波动均处于容忍区间。

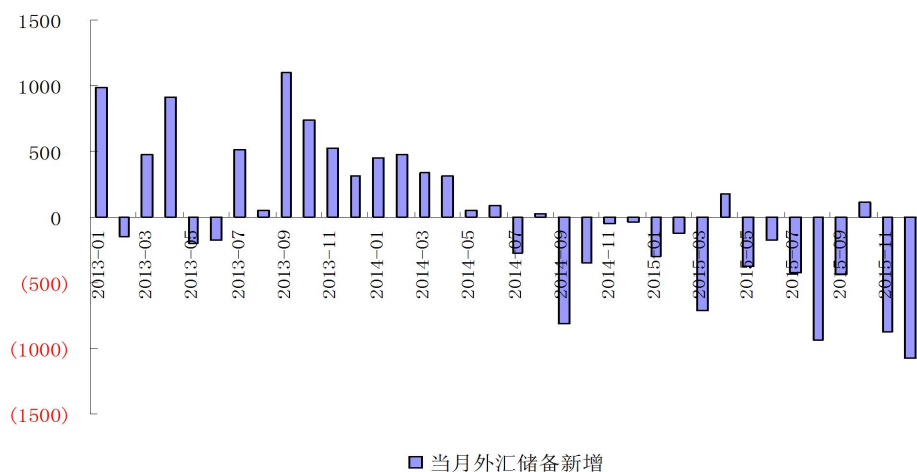
## （二）资本外流如影随形，更令人民币承压

1 月 7 日，央行公布数据显示，2015 年 12 月份中国外汇储备下降至 3.33 万亿美元，较上月减少 1083 亿美元，创史上最大降幅。事实上，2015 年全年，中国外汇储备累计减少 5126.6 亿美元，平均每月下降 427 亿美元，外储下降呈现逐月加剧之趋势（见图 2）。与之相应，外汇占款也处于下行状况。2015 年以来，除 10 月份环比上升外，外汇占款连续 8 个月下行，其中 11 月减少 3158 亿元人民币，创历史第二大单月降幅。究其原因：一是资本外流加剧。美联储进入加息周期，人民币成功加入 SDR，以及央行对外汇干预的减少，使得投资者对人民币贬值的预期强烈。二是居民购汇意愿强烈。居民从投资、旅游、移民等角度考虑，购汇、留汇意愿增加，年初 5 万美元换汇额度大量使用。三是在岸与离岸汇差增大也引发了部分投机套利行为，而央行打击投机行为消耗

了部分外汇储备。1 月 11 日，央行出手干预离岸汇价，离岸人民币汇率收盘于 6.5842，较上日升值 990 个基点，出现强势反弹。与之相应，1 月 12 日在岸人民币汇率中间价为 6.5628，自 1 月 8 日起连续第 3 个交易日出现小幅升值。两岸汇差升窄至 200 基点左右。

图 2 单月人民币外汇储备新增

(2013.01-2015.12)



### (三) 股市熔断机制此时推出，加剧市场恐慌

2016 年开年，A 股市场推出熔断机制第一周，即因触发熔断两度提前休市，上证综指周跌 9.97%，深证成指周跌 14.02%，创业板跌 17.14%（见图 3）。熔断机制暂停执行，表面原因在于其制度设计存在缺陷：一是 5%、7%两档指数熔断阈值间隔过小。据历史数据估算，我国的熔断机制平均不到 30 个交易日就要触发一次，而美国从 1998 年至今仅触发 1 次，韩国从 2000 年至今只触发过 3 次。二是首次触发的 15 分钟“静默期”时间过于短促，交易所和监管机制在此期间很难作为。三是 A 股市场在 T+1 交易机制<sup>2</sup>基础上再实行熔断，使投机者做空变得更加容易，只需将沪深 300 指数打压下跌，就会引起市场大量恐慌资金出逃，甚至轻易触碰熔断阈值，从而满足做空者套利需要。

图 3 上证综合指数和深圳成分指数走势

<sup>2</sup> T+1 交易制度，意味着买股票第二天才能卖出，对买方而言面临非常大的不确定性，而对卖方而言则随时可以抛手中的股票，买卖双方地位不对等决定了熔断机制会在市场下跌时导致股市继续向下修正，放大市场的悲观情绪。



(2015.06.01-2016.01.11)



事实上，熔断机制引入的本意是为了“弥补监管漏洞，完善市场管理制度，抑制股指期货过度投机，规范股票融资业务”。而在国外，熔断机制也是存在成功经验的。抛开我国熔断制度本身设计的缺陷不讲，在2015年6月股市大跌之后，提议实施熔断机制的呼声不小，监管层也是经过多轮征求意见之后才决定实施的。而在熔断机制暂停之后，1月11日，股市再度大跌，上证综指收盘下跌169点，跌幅5.33%，报3016.7点；深证成指收盘下跌676点，跌幅6.21%，报10212点。这表明，开年来的股市调整，根本原因还在于流动性紧缺，在人民币加速贬值、外汇占款持续减少、IPO及转债重启压力增大等因素影响下，投资者对市场预期不够乐观。加之此时熔断机制作为新生事物被导入市场，在散户为主的环境下，短期内难以达成监管层最初的政策意图，甚至会在情绪推动下放大市场波动。

## 二、中国陷入“流动性陷阱”和“资产荒”了吗？

2015年，央行5次降息，4次普降法定存款准备金率，5次对支持“三农”和“小微”达标的银行定向降准。但宽松的货币政策并未像2009年那样转化为快速的信用扩张，银行的放贷意愿始终不振，而经济下行期产生的不良上升、利润下降、资本约束等因素，使金融市场又出现了银行“资产配置荒”与中小企业融资难并存这一貌似矛盾的现象。货币投放的边际效用开始递减，金融资产回报率出现下降，以及资本对外投资需

求上升，进而从利率平价和供求角度支持人民币贬值。因此，去年以来，市场上累次传出中国陷入“流动性陷阱”和“资产荒”的言论。而 2016 年开年以来股市、汇率的大幅波动，进一步反映了流动性紧缺压力和不确定性预期相互叠加因素，已经极大的影响到了金融市场的稳定性。那么，中国是否已经陷入了“流动性陷阱”呢？上述现象的根本原因究竟是什么？笔者认为：

**其一，从定义上来辨析，中国陷入“流动性陷阱”表述并不准确。**流动性陷阱是凯恩斯提出的一个概念，是指当一定时期的利率水平降低到不能再低时（接近零利率），无论货币数量如何增加，人们宁愿持有流动性最好的货币，也不愿投资和消费，致使扩张性货币政策无法刺激银行放贷、企业投资和居民消费，货币政策失效。就当前中国的实际来看，市场利率水平仍然不低。从短端利率看，上海银行间同业拆放隔夜利率（Shibor）开年来维持在 1.95% 左右，较 2015 年末明显回升；而金融机构一般贷款加权平均利率（季）仍在 6.01% 左右高位，说明继续降低利率的空间和必要性都存在，降息、降准等货币政策操作的作用仍可发挥，货币政策尚未落入失效的悲观境地。因此，认为中国已经陷入“流动性陷阱”的结论并不准确。

**其二，金融资产荒的本质并非缺资产，而是缺风险—收益合适的资产。**过去在我国高度依赖投资拉动的经济高速增长时期，符合商业银行风险偏好的项目供给充足，银行要克服的主要是如何通过金融创新实现资产盈利，自然不会感觉到资产荒。而随着近年来经济进入新常态和对地方政府财政纪律约束的加强，以政府融资平台为代表的隐性政府负债增量减少，大型国企中存在大量产能过剩企业，同业业务监管加强减少了同业信用供给，股市泡沫破灭减少了金融市场业务供给等，符合商业银行风险偏好的项目增量骤然减少，银行一下子觉得资产“荒”起来。然而另一方面，中小企业融资需求，以及产业重组、新兴行业的大量并购和股权融资需求，传统银行由于缺乏风险识别和管理能力又难以满足。因此，所谓资产配置荒反映的仍然是在经济新常态过程中社会对债务融资需求下降的背景下，银行传统经营模式的单一和对于表内外利差收窄的不适。

**其三，未来一段时期中国仍然面临流动性紧缺风险。**从货币投放总量而言，2015 年 1-11 月，中国 M2 新增 14.46 万亿，同比多增 4.4 万亿。前三季度，M2 增速比名义 GDP 增速高约 6 个百分点，远高于近 5 年约 2.1 的平均差幅。从 M2 和 GDP 的比重来看，



在2014年末即达到193%，在国际上名列前茅。而从广义信贷<sup>3</sup>和GDP的比重来看，截至2015年二季度末，我国广义信贷/GDP比重为182%，也处于国际上较高水平。因此，单纯仅就货币总量的绝对值而言，中国流动性并不紧缺。

但是，由于内外部环境和货币投放渠道的变化，未来一段时期，中国仍然面临流动性的结构性压力。从国际流动性环境来看，2008年以来伴随着主要发达国家大规模QE，全球流动性溢出效应加强，宽松程度不断积累。但2015年12月美联储宣布加息意味着这场长达7年的流动性格局将要发生改变，全球最大的央行开启加息周期，对每个国家的流动性都是存在紧缩影响的。2015年以来有117种货币对美元贬值，平均贬值幅度达8.91%。从长期流动性格局来看，当我国从以往国际收支持续双顺差的环境进入衰退性顺差后，外汇占款这个持续供给流动性的因素变弱了，外部的持续的流动性供给减少了，只能依靠内部的央行政策创造的结构性的流动性供给，前后两个格局不同，必然会导致流动性的总体环境发生变化。从短期流动性格局来看，当前我国实体经济负债程度较高，经济运行较为依赖金融部门提供的信贷支持。随着企业经营困难加大，还本付息能力减弱，贷款“借新还旧”现象增多，部分信贷资金被“套牢”，资金使用效率下降，而这又进一步影响投资者信心。上述变化导致了债务风险、股市下跌等常常伴随着流动性危机而产生。

**其四，在此大背景下，我国货币政策应该更专注于国内的金融稳定和内部经济平衡。**按照克鲁格曼的“三元悖论”理论，一国不可能同时实现货币政策独立性、汇率稳定以及资本自由流动三大金融目标，只能同时选择其中的两个。对于中国央行而言，当前要同时稳定股市、汇率、楼市乃至整个宏观经济，并兼顾对外开放和政策独立性，所带来的难度和挑战不言而喻。调控当局面临的困境包括，即使可以在金融开放与货币政策独立性两者之间“走钢丝”，但也很难照顾到实体经济的内部平衡。这样就有一个轨迹：人民币汇率贬值---资本撤离、央行动用外储干预---外汇储备下降---外汇占款减少---市场流动性紧缺。对于央行而言，一个两难的选择是，针对人民币汇率贬值，如果放任不管，可能出现失控大贬甚至波及股市楼市风险；如果利用外储买入人民币强力

<sup>3</sup> 广义信贷/GDP 及其与长期趋势的偏离度是巴塞尔委员会提出的衡量实体经济杠杆程度、判断信贷过快增长与系统性风险累积的重要指标。参考国际可比口径，广义信贷包括银行贷款、委托贷款、信托贷款、企业债券（非金融企业发行的各类债券，包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券、可转债等）、资产证券化余额等。

干预，那将耗费大量外汇储备。这样的话，股市大涨大落、汇率市场的波动可能很难找到一个合适的解决途径。

笔者认为，人民银行副行长易纲，在“三元悖论”的基础上提出了扩展三角理论框架，并提出简明的  $X+Y+M=2$  公式。其中  $X$  为汇率， $Y$  代表货币政策， $M$  代表资本流动状态。三个变量变动范围均在 0 和 1 之间。观察过去十年中国宏观调控政策，正是在资本项目的有限开放、人民币汇率的渐进式升值以及货币政策通过发行央票冲销外汇占款以兼顾内外之间寻求平衡。因此，央行 2016 年货币政策目标应优先考虑国内金融稳定和内部经济平衡，兼顾人民币国际化的长期战略。第一，加强对全球资本流动的监测，在保持基础货币稳定的前提下，灵活运用利率、汇率和法定准备金率等货币政策工具，稳定金融市场。2016 年第一周，央行公开市场资金净投放规模达到 1900 亿元，创下近 11 个月新高。不过，仅靠公开市场操作仅能平滑短期的市场流动性波动，长期补充流动性必须依靠降准降息的方式。预计 2016 年下调存款准备金将成为一个常规性操作，至少还会下调 3-4 次。第二，从控制人民币贬值幅度改为控制人民币贬值节奏，减少维持汇率成本。同时扩大货币互换范围和规模，拓宽国际资金进入中国金融市场的渠道。预计 2016 年底人民币对美元汇率将贬值至 7 左右，但期间央行将会适时干预以实现有序应对。第三，加强资本项目流出监管，提高资本流出的交易成本。第四，提高外汇远期交易保证金，防止资本流出过快和人民币大幅贬值造成巨大冲击。

### 三、主要结论和建议

综上，中国金融市场当前面临着汇率贬值、资本外流和流动性波动叠加三重风险。A 股熔断机制在背景下推出，加之制度设计存在不足，注定了其孕育半年，却仅执行四天即暂停的命运。但这不表明中国已经陷入“流动性陷阱”，中国降低利率的空间和必要性都存在，降息、降准等货币政策操作的作用仍可发挥，货币政策尚未落入失效的悲观境地；金融资产荒的本质并非缺资产，而是缺风险—收益合适的资产；未来一段时期中国仍然面临流动性结构性压力，债务风险、股市下跌等常常伴随着流动性危机而产生。

主要建议：根据“三元悖论”理论，一国不可能同时实现货币政策独立性、汇率稳定以及资本自由流动三大金融目标，只能同时选择其中的两个。对于中国央行而言，



当前要同时稳定股市、汇率、楼市乃至整个宏观经济，并兼顾对外开放和政策独立性，所带来的难度和挑战不言而喻。在此大背景下，我国货币政策应该更专注于国内的金融稳定和内部经济平衡。一方面控制资本流动来缓解汇率贬值压力，另一方面严格控制汇率波动节奏、做好预期管理，并在国内适当释放流动性。