

研究报告

2015年第73期

2015.07.17

执笔人：杨苒

Yangxing_bj@icbc.com.cn

关于近期股市深跌原因探析 以及对商业银行的影响

要点

- 近一年来，A股市场快速上涨，主要受改革预期、流动性充沛和融资杠杆快速推动，形成中国第一轮杠杆牛市。在杠杆市快速发展的过程中，由监管层严令清理场外配资引发，股市从高杠杆资金向低杠杆资金逐级蔓延和扩大风险，使得监管层、股民、第三方监督机构应对失调，直接造成多空博弈的失控，连续三周持续深跌。
- 本轮股市深跌的表面原因在于杠杆交易机制的反向收缩使市场流动性突然缺失，而相互强化的多米诺骨牌效应又带来了投资者信心丧失和恐慌行为；根本原因还在于资本市场快速发展过程中，产品创新、交易制度设计、风险监管等机制的不完善、不配套，才让套利行为推动了股市的大涨大跌。在政府出台一系列救市政策的大背景下，股市最终走向平稳。
- 对商业银行而言，目前股市深跌影响主要集中在理财产品收益和存贷款业务。但假若股市继续下调，将有可能使商业银行资金受到损失，形成不良资产乃至出现系统性金融风险。

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。

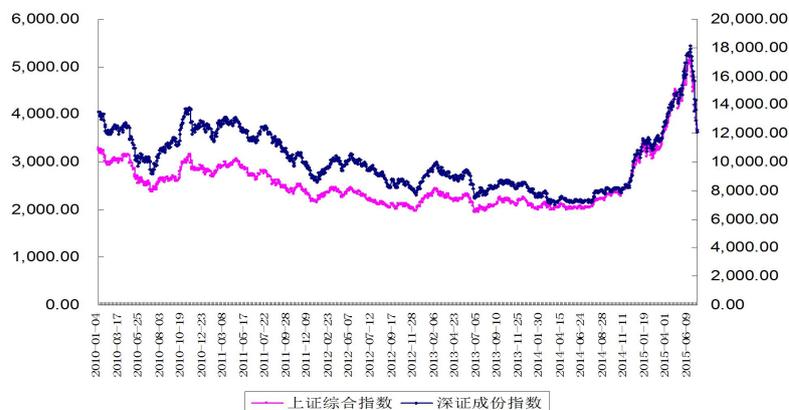
关于近期股市深跌原因探析 以及对商业银行的影响

6月中旬以来，A股市场突然出现了断崖似的下滑，政府随之出台一系列救市政策“组合拳”。如果市场风险继续加剧，将严重影响市场投融资功能的发挥，影响社会财富管理和企业直接融资，甚至诱发金融市场风险传递，酿成更大的危机。本文旨在探讨引发本轮A股深跌的杠杆动因及制度缺陷，以及对商业银行业务的主要影响。

一、近一年来A股大涨大跌，融资杠杆放大波动空间

本轮A股行情启动于2014年7月下旬，最初，沪港通和改革预期是推动大盘上涨的重要动因，但是，随着央行降息通道的打开，充沛的流动性和巨大的融资杠杆成为大盘上涨的主要推手。2014年A股上证综指上涨1118点，突破3000点关口，当年涨幅达53%，初步奠定牛市基础。2015年上半年，A股上证综指连续突破4000点、5000点，在6月12日达到5166点的高位（见图1）。2015年5月末，沪深两市A股市值总规模达62.75万亿，创历史最高纪录。

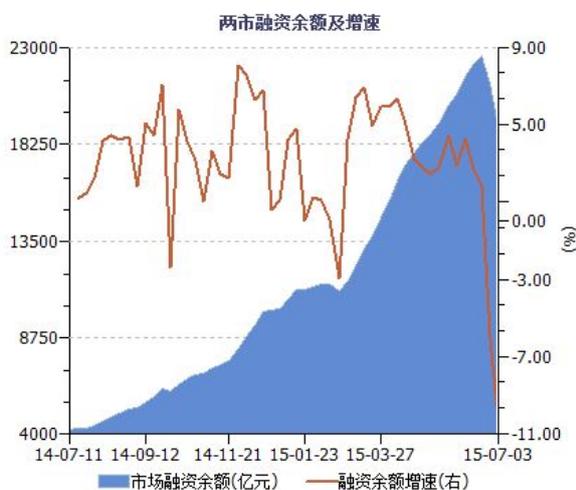
图1 上证综指和深证成指走势图
(2010.1-2015.7)





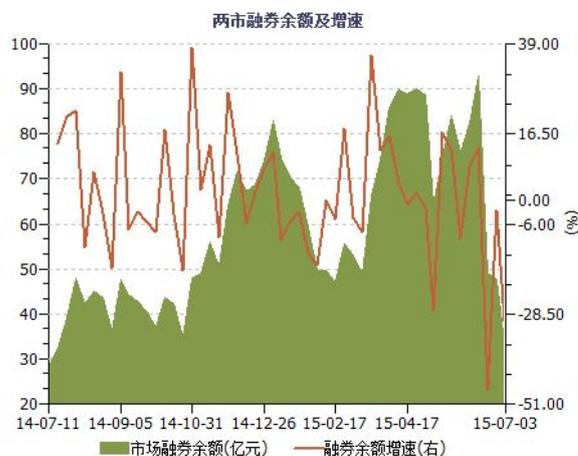
与之相应的，是场外配资¹、伞形信托²、融资融券³等高杠杆工具的快速发展。融资余额和流通总市值的比例能大致反映市场的杠杆化水平。2015年5月，A股市场融资余额占流动市值比例达到了4%，从海外市场横向对比来看，美国纽交所2007-2008年时，这个指标也就2.5%略多，台湾在1%左右，日本则更小，不超过0.5%。另一个指标“两融交易额占市场总交易金额比例”也能提供一些参考意见。目前A股市场融资融券交易额占A股交易额比例达到17%左右，而国际市场融资融券交易额占总交易额的常态化比例大致在15%至25%之间，美国的这一比例为20%。从绝对值来看，2013年底融资融券余额仅为3465亿元，而到2015年6月18日达到历史最高值22728亿元，一年半时间增长了5.6倍（见图2、图3）。同期，融资融券客户数由136.9万户增长到381.1万户，增长了1.78倍，新增融资融券客户中，A股个人帐户市值10万以下的客户占比近83.7%，表明本轮两融余额迅速增长主要由散户所驱动。

图2 两市融资余额和增速
(2014. 7-2015. 7)



数据来源: Wind

图3 两市融券余额和增速
(2014. 7-2015. 7)



数据来源: Wind资讯

¹ 客户与客户之间、客户与机构之间（信托公司、典当行、私募基金、基金公司与子公司、资产管理公司与子公司、投资公司、银行、证券公司自营等）、机构与机构之间的配资行为或产品。

² 由证券公司、信托公司、银行等金融机构共同合作，结合各自优势，为证券二级市场的投资者提供投、融资服务的结构化证券投资产品。具体来说，就是用银行理财资金借道信托产品，通过配资、融资等方式，增加杠杆后投资于股市。这种投资结构是在一个信托通道下设立很多小的交易子单元，通常一个母账户可以拆分为20个左右的虚拟账户，按照约定的分成比例，由银行发行理财产品认购信托计划优先级受益权，其他潜在客户认购劣后受益权，根据证券投资信托的投资表现，剔除各项支出后，由劣后级投资者获取剩余收益。

³ 投资者向具有融资融券业务资格的证券公司提供担保物，借入资金买入证券（融资交易）或借入证券并卖出（融券交易）的行为。包括券商对投资者的融资、融券和金融机构对券商的融资、融券。2010年3月融资融券业务正式启动。

高杠杆工具的快速发展引发监管机构的关注。2015年4月17日，证监会通报融资融券业务开展情况并提出七点要求，强调“适当控制经营杠杆”、“合理确定融资比例”，以及“不得开展场地外股票配资、伞形信托等业务”内容；6月12日，证监会发布《禁止证券公司为场外配资活动提供便利》的通知，要求券商对外部证券接口进行自查，各地证监局对自查情况进行核实。随着场外高倍率配资业务被清查，配资公司的高杠杆资金开始退出，导致某些股票高场抛盘集聚，股价下跌；股价下跌效应又引发了其他融资盘进入“警戒线”甚至“强平线”，引起次级杠杆类资金的清仓强平；股价和抛盘形成了相互强化的多米诺骨牌效应，风险形成由高杠杆资金向低杠杆资金逐级蔓延，风险程度和影响不断扩大。6月15日之后，A股持续大幅深跌，截至7月8日，上证综指已跌至3507点，较本轮高点（5166点）下跌1659点，17个交易日内跌幅为32%，其中，跌幅超过50%的个股超过37.33%，超过40%的个股超过77.21%，超过30%的个股则近87%。沪深两市共有1349只股票停牌，占全部上市公司比例超过45%，两市市值减少近20万亿，总跌幅近35%。

二、主要的风险传导机制和教训

本轮A股行情具有三个新的特征：一是居民的闲散投资资金从传统的不动产领域向金融领域快速转移，形成喷涌效应；二是场内融资和场外融资空前活跃，杠杆效应持续放大，为中国股市第一轮杠杆市；三是多层次的资本市场正在构建，各类资金的渗透和关联性大大增强。在上述三个特征叠加之下，当股市开始大跌，使得监管层、股民、第三方监督机构应对失调，直接造成多空博弈的失控。

（一）市场风险形成由高杠杆资金向低杠杆资金逐级蔓延和扩大的传导过程

总的来看，杠杆资金入市主要有三大通道：券商渠道的融资融券及股票质押业务、银行信托渠道的伞形信托等结构化配资业务和民间场外配资，呈现出



杠杆水平由低到高、资金规模由大至小的结构特征。其传导方向为：

首先，场外配资爆仓清盘。其杠杆倍率为4倍至10倍，极端的个案甚至达到15倍。在超高杠杆的状态下，股价下跌5%-20%即可导致爆仓清盘。民间配资公司和P2P互联网配资平台，主要通过恒生电子HOMS（客户订单管理系统）等交易系统接入，平均所能承受的股价跌幅为25%。据证监会统计数据，到6月29日场外配资规模约为4400亿元。

其次，伞形信托成为重灾区。据统计，伞形信托的规模大约在7000亿左右，其杠杆率在1: 3左右，进入门槛在500万左右，主要参与主体是信托、银行、机构投资者等高净值客户。一般来讲，伞形信托设有平仓线，当面临强制平仓时，这部分损失由劣后级投资者承担⁴。虽然今年4月，证监会发布禁令叫停了伞形信托在证券公司开户，但存量业务仍然存在。本轮A股急跌，被迫平仓的伞形信托规模迅速放大。

第三，两融业务大规模减持。6月，两融规模约2万亿，股票质押业务规模约5000亿，在所有杠杆入市资金中规模最大。两融业务的杠杆基本在1: 1左右。在本轮A股大跌中，沪深两市融资融券余额在7月中旬下跌至13000亿元左右，从高点回落近9000亿元。

（二）本轮股市调整清楚地显示出杠杆交易对市场流动性具有正向扩张和反向收缩的放大效应

从传导路径来看，市场的上涨提升了抵押品的价值，促使投资者可以获得更多的流动性，这反过来又进一步刺激了市场的上涨。以行为金融学理论分析，融资杠杆可能创造出虚拟的证券供求，投资者通过向证券公司融资，扩大交易筹码，产生信用交易的财务杠杆效应，放大信用规模，再加上开展转融通，则所带来的虚拟资本增长比一般信贷引起信用扩张的乘数效应更为复杂。

在市场下跌的过程中，这一过程开始反向作用，形成了流动性的自动收缩，流动性的丧失使市场恐慌情绪蔓延，同时导致公募和私募基金面临严峻的赎回甚至清盘压力（类似于银行的恐慌挤提）。由于创业板和中小盘股无法及时平仓，

⁴ 伞形信托有两种形式：一是优先级，即在产品到期后投资者获得固定收益，虽然收益较低但本息则优先保障；一个则是劣后级，相当于配资客的本金部分。如果获得盈利，刨除优先级的固定收益，剩余的所有收益均归属劣后级投资者，但也就意味着其承担的风险也就越大。

基金公司只能被迫抛售流动性较好的大盘蓝筹股，并最终加剧股市指数的整体下挫。而在宏观上又缺乏银行体系下的中央银行最后贷款人和紧急流动性便利等安排，从而很难阻断，导致股市的螺旋式下跌。

在这个过程中，股指期货成为重要风向标和推手⁵。在中小创业板股票不断跌停的情况下，现货难以卖出，导致大量投资者只有通过股指期货空单去对冲现货头寸；加之少数机构借机做空，利用期现货、远近合约价差寻求巨额投机收益，导致以中证 500 股指期货（IC1507）为首的合约大幅贴水，形成“买股票，卖期货”的状态。而这又导致中证 500 对应的成分股跌停，引发场内场外的融资盘被平仓，公募基金和私募基金难以赎回。6 月 15 日到 7 月 2 日，股指期货持仓规模大幅减少，从 31.96 万手下降到 23.70 万手，降幅达 25.84%，体现出投资者市场预期的不确定性增强。其中，中证 500 期指 IC1507，曾在 7 月 1 日出现幅度 12% 的深度贴水。

（三）政府救市政策集中于遏制股市中业已形成的流动性危机和信心危机，防止风险向金融系统和实体经济传递

A 股持续下跌引发政府一系列救市政策（详见附表 1），集中围绕三个方面进行：一是稳定大盘指数，集中资金买入低估值蓝筹股，逐步稳定市场信心，并防范巨额蓝筹融资盘引发的更大平仓风险；二是分流资金买入优质成长股和 ETF 指数基金⁶，以此激活中小创业板块活跃度，及时恢复市场活力；三是由央行背书提供无限资金，充分承接融资盘抛售压力并阻击期指做空力量，扭转此前市场“下跌--平仓--下跌”的负反馈循环怪圈，继而全面稳定市场预期，提振市场信心。

在一系列政府救市行为之后，A 股市场初步企稳。7 月 9 日，上证综指在盘初跌至 3373 点后探底回升，参加交易的 1300 余只个股涨停。其中，创业板当天交易的 194 只个股全部封涨停板。截至收盘，沪指涨 5.76% 报 3709 点，深成指涨 4.25% 报 11510 点。7 月 10 日，上证综指再涨 168 点，盘中一度升至 3900 点，最终以 3877 点报收，中证 500、创业板指、中小板指均全线上涨，全线市场悲观情绪缓解，大盘开始强势反弹。

⁵ 股指期货的全称是股票价格指数期货，它是期货的一种，是以股价指数为标的物的标准化期货合约。双方约定在未来的某个特定日期，可以按照事先确定的股价指数的大小，进行标的指数的买卖，到期后通过现金结算差价来进行交割。“升水”：股指期货市场上的即时期货报价高于 A 股市场上的现货报价。“贴水”：期货价格低于现货价格。

⁶ 交易型开放式指数基金，是一种在交易所上市交易、基金份额可变的开放式基金。它结合了封闭式基金和开放式基金的运作特点，投资者既可以向基金管理公司申购或赎回基金份额，又可以像封闭式基金一样在二级市场上按市场价格买卖 ETF 股份。



（四）需要反思的机制设计和制度缺陷

第一，融资杠杆监管体制需完善。相较于成熟的海外资本市场，我国缺少完善的衍生品设置，而在场内融资无法满足需求的情况下，场外融资开始野蛮生长。在目前国内分业监管的制度框架下，证监会仅凭一己之力，完全无法对场外配资总体规模的动态精准把握，而采取简单斩断的行政手段，则直接推动了市场风险的放大升级。因此，下一步要及时汲取教训，将场外融资纳入管理范围，严查场外配资通道和服务工具。同时，严控两融和伞形信托的标的及融资比例，加强跨部门监督的基础性制度建设。

第二，股市交易制度需要与时俱进。在本轮 A 股调整中，投资者受到 T+1 交易制度的束缚，既不能及时止损，也担心大盘继续下跌而不敢入场抄底，市场活跃度和交易灵活性都受到限制。除了 T+1 交易制度本身的即时纠错功能缺失外，与股指期货 T+0、港股市场 T+0 制度的不对称也让投机者有隙可乘。一般散户只能进行股票 T+1 的现货交易，而机构大户则可以凭借股指期货 T+0 的优势及时买进卖出对冲保值，既可能拉高诱多套牢散户，又可以砸盘抛出及时出逃，进而形成套利空间，加剧了股市的波动。

第三，投资者非理性行为需引导。在熊市里，股票更多地表现为企业内在价值的一部分，股票价格由内在价值支撑，价格的涨跌来自于内在价值的波动。而在牛市里，股票又更多地表现出筹码的特性，此时它的价格涨跌与内在价值波动没有那么紧密的联系，更多地表现为一种交易和博弈行为。中国股市以散户为主的投资结构，使其在股市的操作行为主要是追求短期投机回报，而杠杆效用进一步将价格与价值的偏离度放大，结果就是套利行为推动了股市的泡沫化。因此，要强化对股市投资者的专业化引导。

最后，金融创新必须要激发市场的自身定价功能。融资融券、股指期货等金融衍生工具的推出，对于完善我国证券市场、强化价格发现功能、市场稳定功能、增强流动性功能和风险管理功能具有重要的意义。因此，不能因为此轮 A 股深跌就对上述金融工具横加指责。而是要在当前制度框架下解决暴露出来的问题，比如大力发展融券业务使市场摆脱单一做多的盈利机制（理论上讲，融资融券业务是相互制衡的，在美国两者余额的比值在 3: 1 左右，而我国目前两者余额比值在 200: 1 以上），通过市场供需平衡的自身力量来实现二级市场的价格发现功能。

三、对商业银行产生的影响

第一，股市大幅波动将直接影响银行理财业务，即影响银行通过信托、基金等间接投资于资本市场的理财产品收益。2015年6月，银行理财产品的平均预期年化收益率为5.06%，较5月份大幅下降0.14个百分点。这一方面受央行年初以来连续降准降息所释放出的流动性已传导到货币市场的影响，另一方面，更主要的原因还在于挂钩股票的结构性理财产品平均收益率大幅下降，低于预期收益率近3个百分点。

第二，将对银行存贷款业务带来影响。2014年以来我国股市总体走牛，居民和企业流向股市的资金增多，部分以消费贷款等名义借贷后流入“融资融券”和场外配资。银行作为我国金融融通的关键力量，股市大幅波动将在一定程度上影响银行的资金配置，即投资股市而发生较大亏损的居民和企业的存款减少，相关银行信贷客户的还贷意愿和还贷能力减弱。

第三，股市大幅波动将有可能引发系统性金融风险。金融危机与银行危机往往相伴相生，国际经验表明，股市大幅波动如果演变为金融危机，银行的经营发展将受到严重冲击，并有爆发银行危机的可能，进而引发系统性风险，危及一国金融稳定，最终对一国经济社会发展产生较大负面影响。据了解，在去年以来，部分银行尤其是股份制商业银行的资金通过以下渠道入市：一是给两融配资，购买两融收益权；二是给伞形信托配资，资金流向信托、私募等投资者；三是股权质押贷款，资金流向上市公司股东；四是银行理财资金通过参与上市公司定向增发流入股市。

在此轮A股深调中，由于政府一系列救市政策的出台，尤其是银监会公布的四项稳定措施⁷，允许股票质押贷款展期，以及支持银行与理财和信托客户协商调整风险控制条件等等，这些措施大幅缓解了银行入市资金的平仓压力，促进市场走向平稳，有效控制了金融体系的系统性风险。但随着股市的逐步复苏，

⁷ 一是允许银行业金融机构对已到期的股票质押贷环与客户重新合理确定期限。二是支持银行业金融机构主动与委托理财和信托投资客户协商，合理调整证券投资的风险预警性和平仓线；三是鼓励银行业金融机构与中国证金公司开展同业合作，提供同业融资；四是支持银行业金融机构对回购本企业股票的融资提供质押融资。



商业银行要从中汲取教训，严防银行资金再次曲线流入股市。否则，一旦股市强行平仓集中爆发，当投资者跌过平仓线又遇到连续跌停无法及时卖出时，不排除会损害到银行的优先级资金，这些都可能会成为银行的不良资产。

附表 1 6 月以来政府主要救市政策

时间	政策
6 月 27 日	央行宣布降息 0.25 个百分点，定向降准 0.5 个百分点
6 月 29 日	《基本养老保险基金投资管理办法》征求意见，投资股票比例不超过 30%
6 月 30 日	中国基金业协会发表倡议书，呼吁不要非理性恐慌、盲目“踩踏”市场
7 月 1 日	证监会发布《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》，允许证券公司开展融资融券收益权资产证券化业务，进一步拓宽证券公司融资渠道。
7 月 1 日	证监会发布《证券公司融资融券业务管理办法（修订）》，两融业务将在维持现有合约期限不超过 6 个月的基础上允许展期，同时客户担保物违约处置标准和方式更加灵活，允许券商与客户自行商定补充担保物的期限、比例等具体要求。
7 月 1 日	沪深交易所调降交易结算费用三成
7 月 2 日	证监会对涉嫌市场操纵行为进行专项核查
7 月 3 日	汇金确认入场申购 ETF，其中以 6 月 29 日、7 月 2 日规模最大，申购比例占其在基金公司管理的 ETF 规模增长 30% 左右
7 月 3 日	证监会表态将相应减少 IPO 发行家数和筹资金额
7 月 3 日	中国证券金融公司将大幅增资扩股，注册资本由 240 亿元增至 1000 亿元，用于扩大业务规模，维护资本市场稳定
7 月 3 日	证监会表态 QFII 额度将从 800 亿美元增加到 1500 亿美元
7 月 3 日	中国金融期货交易所研究决定，对沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货合约按报单委托量差异化收取交易费用，严打蓄意做空
7 月 4 日	21 家证券公司出资不低于 1200 亿元，用于投资蓝筹股 ETF
7 月 4 日	25 家公募基金救市方案出台，积极申购本公司偏股型基金
7 月 4 日	IPO 暂停，7 月 3 日申购新股全部退款
7 月 4 日	50 家首批在中小板上市的公司联合发布“市场维稳倡议书”，对中小板全体上市公司及控股股东发出维稳倡议
7 月 4 日	多家券商提高股指期货保证金比例，暂停融资券供给；同时上调股票折算率比例，降低融资利率。
7 月 5 日	人民银行将协助通过多种形式，给予中国证券金融股份有限公司提供流动性支持
7 月 7 日	全体央企做出三大承诺：不减持+积极增持+提高投资者回报

关于近期股市深跌原因探析以及对商业银行的影响

7月7日	证金公司通过股票质押的方式，向21家证券公司提供2600亿元的信用额度，用于证券公司自营增持股票
7月7日	证监会紧急“松绑”，支持上市公司持股股东、持股5%以上股东及高级人员增持上市公司股份稳定股价
7月8日	保监会发布通知放宽保险资金投资蓝筹股票监管比例至10%增1倍
7月8日	中金所调整中证500股指期货交易保证金
7月8日	央行称对证金公司提供多渠道无限流动性支持
7月8日	证金公司宣布已经启动新一轮融资融券工作
7月8日	国资委要求在股市异常波动期间，央企不得减持所控股上市公司股票
7月8日	证监会表示证金公司已通过股权质押方式向21家券商提供了2600亿元信用额度，用于证券公司自营增持股票
7月8日	证监会发布举措支持大股东、董监高增持本公司股份，稳定股价
7月9日	央行向证金公司提供充足再贷款；证监会决定由证金公司提供充裕资金用于申购公募基金；银监会允许银行业对已到期股票质押贷款与客户重新确定期限；保监会宣布保险资管可与券商商定两融债权还款期限；公安部会同证监会排查近期恶意卖空股票与股指线索；国资委要求今起每天报送国企二级市场增持情况等。

注：城市金融研究所整理汇总