

股灾带给我们的反思

尹中立^①

【摘要】本文分析了2015年股市疯涨的原因，认为：首要的原因应该是政策的大力推动；其次是资金杠杆的野蛮生长；最后是主流媒体的不当引导，扭曲了市场预期。杠杆比例过高，带来如下风险：容易导致股市大幅度波动，越来越多的互联网金融公司涉及配资业务，使越来越多的社会公众与高风险的股票市场联系在一起。强制平仓引发股市暴跌，股灾暴发。研究认为，有两点教训值得总结：一是要正确处理政府与股市的关系，如果监管者经常性地给股市设定一个发展目标或出台政策干预股市，股价的形成机制就会被扭曲；二是处理好银行与股市的关系，银行资金与股市之间需要建立“防火墙”。

【关键词】股灾 原因 教训

Reflect on the Stock market Crash

Yin Zhongli

Abstract: This paper analyzes the causes of skyrocketing stock market in 2015. The first reason should be a strong promoting by policy; the second is the brutal growth of capital leverage; the third is the improper guidance of the mainstream media has distorted the market expectations. The high leverage ratio can bring the following risks: lead to large fluctuations in the stock market, more and more Internet companies involved in the financial services business, the public are associated with high risk of the stock market. The compulsory liquidation triggered the collapse of the stock market, and stock market crash happened. The author believes that there are two lessons worth summing up. One is to deal

^① **【作者简介】**尹中立（1967—），男，安徽庐江人，中国社会科学院金融所研究员。

with the relationship between the government and the stock market correctly. If regulators often set a development goal for the stock market or design policy to intervene the stock market, the stock price formation mechanism will be distorted. The other one is to deal with the relationship between banks and the stock market correctly. A firewall between bank funds and the stock market is needed to build.

Keywords: Stock Market Crash Causes Lessons

按照国际金融市场通行的标准，短期内股价下跌超过 20% 则称为股灾。在 2015 年 6 月至 2016 年 1 月的短短的半年时间里，我国股市出现了三次股灾，尤其是 2015 年 6 月 15 日至 7 月 9 日的 17 个交易日的时间内，股价平均下跌超过 30%（其中，上证指数跌幅高达 32%、中小板指数下跌 39%、创业板指数下跌 42%），并出现上千只股票连续数日跌停板的现象。政府被迫采取救市行动，投入巨资才使得股市暂时停止下跌。

为什么股市会如此暴跌？股市暴跌暴露了我们金融监管及股市监管中的哪些缺陷？

一、股市为什么会疯涨

暴跌最重要的原因就是之前的疯涨。我们只要弄清了股市疯涨的原因，也就基本清楚了股市暴跌的真相。

从 2014 年 6 月至 2015 年 6 月，我国股市平均涨幅近 2 倍。其中，上海综合指数从 2000 点上涨到 5178 点，最大涨幅达 159%；中小板从 4560 点上涨到 12084 点，涨幅达 165%；创业板指数从 1330 点上涨到 4037 点，涨幅达 203%。之所以出现如此快速的股价上涨，并产生严重的股价泡沫，至少有以下几个主要原因。

（一）政策的大力推动

客观地说，2013 年之后政府的确有很强的动机刺激股市上涨。十八届三中全会关于资本市场是这样论述的“完善多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重”。这几句话里，“提高直接融资比重”是资本市场改革的目标，“推进股票发行注册制改革”和“多渠道推动股权融资”是实现增加股权融资比重的手段和方法。

十八届三中全会之所以对资本市场确定了这样的发展战略,是基于一个非常特殊的背景:一方面是大量的居民储蓄,另一方面是企业的高负债率。2008年之后,我国为了应对全球金融危机,采取了宽松的货币政策和积极的财政政策,随着银行贷款的快速增长,企业的债务负担大幅度上升。2013年12月公布的“中国国家资产负债表研究”课题研究成果《中国国家资产负债表2013》显示,2012年中国全社会的债务规模达到111.6万亿元,占当年GDP的215%。而且,2012年以后这种趋势不仅没有改变,还在继续恶化。

从逻辑推理看,提高股权融资比重可以有效解决企业的高负债风险。在债务总量不减少的情况下,通过补充资本金的方法无疑是降低企业负债率的最好的途径。

提高股权融资的数量需要活跃的股市二级市场。但2013年底至2014年上半年,股市一直在2000点上下徘徊,由于二级市场相当低迷,新股发行处于暂停状态,通过股市融资来降低企业的负债率只是奢望。只有让股市活跃起来,才能增加新股发行的数量。

(二) 资金杠杆的野蛮生长

为了刺激股市活跃,有关部门采取了一系列措施,其中降低融资融券客户资金门槛的措施受到了很好的效果。按照融资融券的规定,只有达到或超过50万元的客户才有资格进行融资融券业务,而符合该规定的账户数量占沪深两市的股票账户的比例很低(不到1%),2013年4月,中国证监会取消了融资融券业务窗口指导意见,证券公司可以按照自己的投资者适当性制度设定业务门槛。从2014年6月开始,随着股价逐渐回升,融资的数量迅速攀升,2014年的下半年融资余额从4000

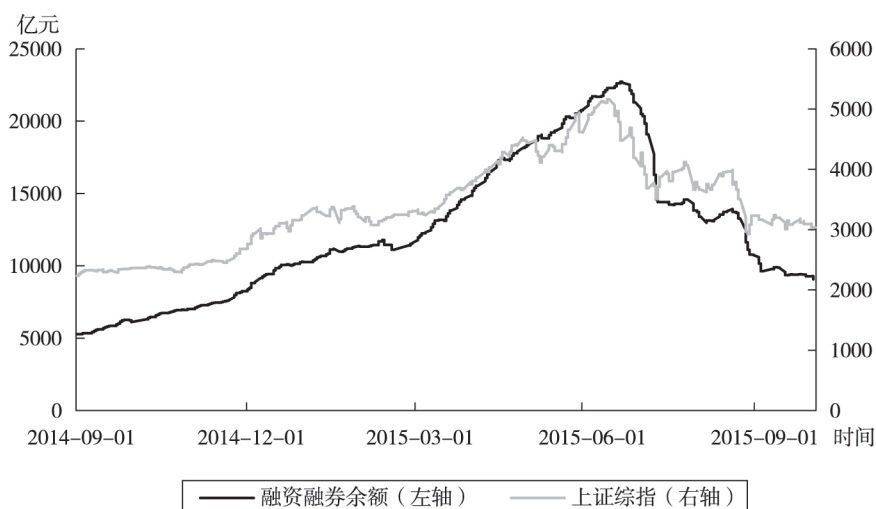


图1 股市价格与融资数量

亿元增长到 10000 亿元，2015 年上半年该余额从 10000 亿元增加到 22000 亿元。仅仅通过融资融券一个渠道股票二级市场增加了近 2 万多亿元的资金，推动了股价快速上涨。除了融资融券之外，场外配资是增加资金杠杆的另外一种渠道，场外配资的规模估计不小于融资融券的数量。按此推断，至少有 4 万多亿元的资金通过加杠杆的方式进入股市二级市场。

所谓股票配资业务，是指一些机构或个人给股票投资者提供融资服务的行为。自 2014 年 6 月以后，股票市场逐渐活跃，股票配资活动迅速增加，根据笔者的走访调查，各券商的证券营业部几乎都普遍存在此类行为，不少银行资金正是通过该途径进入股票市场。该行为透明度低，缺少监管，处于灰色地带，蕴含较大风险。

配资业务与合法的股票融资交易业务存在以下几点差异：

其一，合法的股票融资交易有规定的股票标的，不在融资融券范围内的股票不能进行融资交易，而配资业务没有这个限制。

其二，合法的融资交易规定了融资比例，这是为风险控制的需要，而配资业务往往有较高的融资杠杆。

其三，融资业务的资金来源一般为证券公司的自有资金或发行债券获得的资金，而且对证券公司有明确的资本充足率的要求，而配资业务的资金来源很多，从事配资业务的机构或个人并没有任何要求。

配资业务在短期内刺激了市场的繁荣，但从长期看，存在潜在的系统性风险。主要体现在以下几个方面：

风险之一：杠杆比例过高，容易导致股市大幅度波动。从事股票配资业务的公司，大多打着投资咨询、资产管理的幌子。与其合法的股票融资交易方式不同，股票配资的杠杆较大，比例一般在 1:3 左右，有些甚至达到 1:5 甚至 1:10，即客户有 100 万元的市值股票可以配资 300 万元甚至 1000 万元，资金杠杆放大 3~10 倍。

提供资金的一方也采取了相应的方式控制风险，例如，融资方资金必须打到配资公司提供的银行卡账户上，炒股账户的密码也要告诉公司。前者防止借钱者卷钱不还，后者防止股票账户过度亏损，当保证金亏损达到设定的警戒线后将强行平仓。恒生电子公司开发的 homs 系统就是专门为配资活动提供风险管理的软件，在有该风险管理系统之前，配资行为只能零星存在，无法得到迅速扩张，有了类似的 homs 系统之后，配资行为迅速在市场中得到推广和普及。

在股市维持持续上涨或股价波动不大的状态下，这些风险控制手段是有效的，但如果股价波动幅度较大，这些风险控制手段就会失效。如果采取配资的股票连续跌幅达到一定的幅度（如 15% 左右），则将引发大规模的强制平仓，导致股价雪崩。如果整个市场配资比例过高，就容易形成系统性风险。

风险之二: 越来越多的互联网金融公司涉及配资业务, 使越来越多的社会公众与高风险的股票市场联系在一起。在互联网金融兴起之前, 从事股票配资业务的主要是地下钱庄与民间贷款公司, 较为低调, 以线下交易为主。如今, 越来越多的P2P互联网金融公司开始进军股票配资业务, 在互联网上大肆宣传, 很多年轻人在高收益率的诱惑下成为配资业务的资金提供者。如果股市波动加大, 配资业务出现风险, 这些资金提供者将血本无归。

风险之三: 主流媒体的不当引导, 扭曲了市场预期。股市本身的基本规则是“风险与收益对称”, 高收益一定对应高风险。当投资者认知政府希望股市上涨的意图之后, 加之主流媒体的极力渲染所谓的“国家牛市”、“中国股市迎来长期慢牛”、“改革牛”等, 实际上等于政府给股市背书, 股市的收益与风险不再匹配, 似乎可以获得高收益而不需要承担高风险。政府信用的介入扭曲了投资者的行为, 每周数百万新开户数量及场外疯狂的配资行为是投资者扭曲行为的具体表现形式。

从时间上看, 投资者大规模入市是从2015年4月初开始的。2015年4月以前每周股票新开户数量都没有超过100万户, 而4月之后迅速增加, 刷新了历史纪录, 达到了400多万户。可见, 市场的疯狂是从2015年4月达到高潮的。我们看看当时究竟发生了什么? 当时的上证指数点位刚突破3500点, 这是一个非常重要的位置, 因为上证3478点是2009年的最高点。如果不突破此点位, 则市场依然是2007年之后熊市的一个反弹而已, 突破这个位置意味着新一轮牛市, 这是市场的一致看法。此时某官方媒体推出了八篇有关股市的评论, 认为A股本身就是“中国梦”的载体, 并明确告诉投资者, 其蕴藏的投资机会是巨大的。当股市突破4000点时, 某主流媒体甚至发表评论《4000点才是牛市的开端》, 于是乎, 一时间在校大学生、家庭主妇、小区保安, 乃至乡野村夫都纷纷杀入股市。

二、由强制平仓引发的股市暴跌

股价暴涨必有暴跌。投机泡沫达到了一个极限, 接下来下跌也就成为了一种必然。2015年5月笔者在《中国金融》杂志(2015年第9期)上发表了《增强对股票风险的认知》里已经对股市将出现雪崩式下跌作出了预判。

导致股市出现下跌的直接触发点是股市二级市场的“去杠杆”行为。关于这一点可追溯到2015年6月6日的一则题为《证监会叫停场外配资端口接入》的新闻, 新闻说“中国证监会向券商发布通知要求自查场外配资业务, 全面叫停场外配资数据端口服务, 其中也包括恒生电子的HOMS系统配资。中国证监会强调, 未经批准, 任何证券公司不得向客户融资、融券, 也不得为客户与客户、客户与他人的融

资融券活动提供任何便利和服务。既然股市上涨的原因是投资者大量入市及加杠杆，那么，让投资者减少资金杠杆的政策出台意味着股价继续上升的理由已经不存在了。2015年6月15日，股市便正式进入下跌周期了。

也正如行为经济学家们所认为的，在投机泡沫中，一旦价格下跌，必然是急剧的下跌，这种下跌同样也是非理性的。正如可以使价格剧烈上升一样，反馈机制也可以使价格剧烈下跌，且价格的下跌同样超乎想象。更重要的是，因为杠杆的缘故，其风险性在短时间内又被快速地放大了。

正如前面的分析，4000点以后越来越多的个人和机构通过加杠杆的方式入市，有些杠杆比例甚至超过10倍，3~4倍的杠杆相当普遍。当2015年6月15日股价开始下跌后，第一周的跌幅就超过了10%，使得10倍及10倍以上高杠杆的资金账户在这一周进入了强制平仓程序，然后是8倍资金杠杆的资金账户进入强制平仓程序，进入6月底，股价已经下跌了20%，超过1倍资金杠杆的账户全部进入强制平仓程序。因为2~4倍资金杠杆的账户数额巨大（笔者估计应该有1万亿元以上），如此数量巨大的股票同时进入强制平仓程序时，市场必然出现流动性枯竭。因此，我们看到了每天超过1000只股票跌停板的现象。很多上市公司由于各种原因将股票停牌在一定程度上加剧了市场流动性恐慌，很多基金为了应付客户赎回而卖出蓝筹股，导致所有股票大幅度下跌。

这个过程就是所谓的“去杠杆化”。对于“去杠杆化”，素有债券之王之称的比尔·格罗斯（Bill Gross）有非常清醒的认识。这位世界最著名的投资公司之一PIMCO的创始人和首席投资官说：一旦进入去杠杆化进程，包括风险利差、流动性利差、市场波动水平乃至期限溢价都会上升，资产价格将因此受到冲击。而且这个进程不是单向的，是互相影响、彼此加强的。比如，当投资者意识到次贷风险并解除在次级债券上的投资杠杆时，和这些债券有套利关系的其他债券、持有这些债券的其他投资者以及他们持有的其他品种，都会遭受影响。这个过程可能从有瑕疵的债券蔓延到无瑕疵的债券，并最终影响市场的流动性。2015年7月8日和9日，当股票市场出现流动性危机之后，已经波及债券市场，香港市场和海外中国概念股均出现大幅度下跌，甚至开始明显影响到商品期货和外汇期货市场。

三、如何让股灾悲剧不再重演

对于刚刚发生的股灾，我们需要进行深刻的反思。在笔者看来，至少有两个教训值得我们总结：一是要正确处理政府与股市的关系，二是处理好银行与股市的关系。

(一) 应该正确定位政府与市场的关系

从直接因素来看,场外配资及场内融资数量增长过快是导致股灾的主要原因,但为什么会存在场外配资?场外配资的高速扩张为什么没有得到及时制止?显然,背后还有体制和机制方面的原因。

在我国的行政管理体制下,当政府希望通过股市来解决企业高负债率的问题的战略目标一旦确定,股市监管者的工作重心必然围绕着该目标。为了实现该目标,就必然采取各种手段刺激股市,甚至放松对上市公司及二级市场的各种违规或违法行为的监管。

当监管的目标逐渐偏离“三公原则”,市场上的其他参与主体必然偏离自身的正确定位。上市公司开始通过讲故事的方式进行所谓的“市值管理”,把股价炒高后从市场高价圈钱;机构投资者或个人大户通过各种方式操纵股价;媒体为了自身的利益会炮制各种利好的观点或报道,对市场起到推波助澜的作用。

从我国股市的历史看,政府试图利用股市来实现一定的经济目标一共有两次,第一次是在1999—2001年,当时的股市目标是“为国有企业摆脱困境服务”。当时的经济状况不好,股市处在熊市,为了股市的活跃,有关部门出台了一系列政策刺激股市,史称“5·19行情”。在此期间,监管者纵容证券公司大量挪用客户保证金,对基金管理公司操纵股票价格操纵放任态度,市场普遍盛行坐庄炒作的风潮,最后导致“基金黑幕”、“银广夏财务造假事件”、新疆德隆破产及南方证券破产清算等一系列恶性事件。

十八届三中全会文件关于资本市场改革的论述,是政府第二次对股市提出明确的战略目标,“提高直接融资比重”成为股市发展的新目标,该目标提出仅仅过了不到两年时间,股灾就不期而至。

股市是一个非常特殊的市场,不同于一般商品市场,一般商品市场的价格主要由供求关系决定,存在一个均衡价格。而股市不存在均衡价格,股价是由预期决定的。如果监管者经常性地给股市设定一个发展目标或出台政策干预股市,股价的形成机制就会被扭曲。

我们必须正确处理政府与股市的关系,政府应该把监管放在首位,监管者的职责就是制定规则并严格执行规则,维护市场的“三公原则”,不要让股市监管者承担经济发展任务或目标。假如“十三五”经济发展规划中再次提出类似“提高直接融资比重”的目标,让股市监管者承担与之角色不匹配的任务,则未来的股市还要重复发生类似的股灾。

（二）银行资金与股市之间需要建立“防火墙”

1929年股市崩盘之前，美国没有证监会，股市处在没有监管的状态，大量银行进入股市导致了股市泡沫，而股市泡沫的崩溃又导致银行大量破产。1929年由股市导致的大危机给了监管者若干教训，其中最根本的一条就是股市的融资信用必须同其他金融信贷隔离，否则股市波动带来的信贷违约会危及整个金融系统。从1933年《格拉斯—斯蒂格尔法案》颁布之后，在银行与股市之间就建立了一个“防火墙”，银行的资本和借贷能力就不允许随股市的涨跌而变化。

我国这次股灾的罪魁祸首就是股市的杠杆融资比例过高，而且没有透明度，监管制度上的最大漏洞就是没有建立银行与股市之间的“防火墙”。虽然《证券法》明确规定“银行资金不得违规进入股市”，但对“什么是违规进入股市”没有明确的规定。当银行理财资金通过伞形信托或配资公司大量流入股市后，并没有监管层出面阻止。

在美国，交易所不允许像“伞形信托”和“配资”这样的融资存在还有一个原因，那就是风险披露。不透明的组合产品最终总是将最大的风险配置给最没有能力承担风险的人。中小投资者在把握杠杆交易风险方面往往没有足够经验。美国有两种证券账户：现金账户和保证金账户。融资交易的资金在保证金账户中，经纪商进行专门风险管理。对客户在场外的配资，经纪商是无法管理风险的。

股市中的杠杆资金还表现在大股东的质押融资上。2015年7月8日前后，有1400多只股票停牌，相当部分的股票停牌原因是大股东将股票质押给银行进行贷款融资，当股价跌到需要补充保证金的价位时，则采取股票停牌的方式应对。该行为暴露了股市与银行之间的另外一条联通管道，涉及资金规模应该比伞形信托和场外配资规模更大。

在国家对入市救市的同时，中国证监会于2015年7月14日出台政策清理场外配资，这是防范再次出现场外加杠杆的重要措施。但仅此还不够，必须在制度上建立银行与股市之间的“防火墙”，这需要多个金融监管部门联合行动，光靠中国证监会一家难以真正建立金融“防火墙”的任务，至少还需要中国银监会的协调配合。

（中国社会科学院金融所，北京，100028）

参考文献

- [1] 尹中立. 警惕 A 股市场指数被“操纵”[J]. 金融博览: 财富, 2015 (6): 20-21.

- [2] 尹中立. 通过股市给企业去杠杆可行吗? [J]. 卓越理财, 2015 (Z2) .
- [3] 尹中立. 股灾的成因及教训 [J]. 群言, 2015 (10): 27 - 30.
- [4] 尹中立. 纠正扭曲的定价机制是注册制改革的关键 [J]. 银行家, 2015 (10) .
- [5] 尹中立. 股市缘何暴涨暴跌 [J]. 中国金融, 2015 (16): 77 - 79.
- [6] 尹中立. 美国次级债危机影响中国楼市和股市 [J]. 西部论丛, 2007 (10): 53 - 55.

责任编辑: 刘 坤

助理编辑: 黄欣颖