

研究报告

(2015 年第 13 期 总第 13 期)

2015 年 11 月 19 日

完善制度设计 提升市场信心
建设长期健康稳定发展的资本市场

清华大学国家金融研究院课题组

课题牵头人：吴晓灵 李剑阁 王忠民

报告摘要

2015年6月-8月份的中国股市经历了“异常波动”，经过政府的有效应对，股市的风险已基本释放，逐步进入恢复调整期。

本次股市异常波动集中表现为“暴涨”和“急跌”，**深层次原因分析**：从宏观上看，这次股市异常波动反映了人们对转型、改革的过高预期与短期经济表现未达预期的矛盾。从微观上看，有资本市场自身的制度建设和专业认知等技术原因，包括但不限于：第一、杠杆的过度、无序应用和金融产品监管不完善导致监管层难以实时监测、量化股票市场的风险状况，是本次异常波动的最重要原因；第二、市场机制多空不协调导致积累了大量风险，同时对金融衍生品和套利对冲等金融工具运用不力，阻碍了股票市场自身功能的正常发挥；第三、交易机制方面的设计缺陷加剧了本次股票市场异动的幅度；第四、投资者结构

散户化问题突出，投资理念偏短视，价值投资理念弱化，羊群效应明显；第五、新股发行制度、上市公司行为规范等方面存在一些漏洞。另外，媒体言论成为牛市思维助推器，未在舆论监督和市场净化中发挥应有的作用。

政策建议：建立市场健康发展的长效机制，提升市场信心。

（1）加快修订《证券法》，根据产品的本质扩展证券范围，将各类集合投资计划份额和份额化的 P2P 网贷、股权众筹等纳入证券范围，实行统一功能监管。（2）建立国家金融危机应对机制，并在法律中予以明确。（3）正确运用衍生产品等创新金融工具，完善市场定价和风险管理建设。（4）积极推进股票发行注册制度改革，恢复新股发行。（5）建立舆情分析监测反馈机制，正确引导舆论导向。

主报告目录

一、本次股市异常波动集中表现为“暴涨”和“急跌”	1
(一) 2014 下半年-2015/6: 杠杆资金跑步入场推升泡沫	1
(二) 2015/06-2015/07/08: 杠杆集中平仓引发急速下跌	2
(三) 2015 年 8 月中旬后: 全球金融风险导致第二轮下跌	3
二、本次股市“暴涨+急跌”深层次原因分析	3
(一) 转型和改革推动了市场一致预期的快速变化	5
(二) 国内外金融市场多重因素的冲击诱发了异动	6
(三) 资本市场本身制度缺陷(杠杆不当、多空不协调、交易机制等)是本次股市异动的直接原因	8
(四) 媒体言论助推牛市思维, 媒体未在舆论监督和市场净化中发挥应有的作用	16
三、政策建议	17
(一) 拓展证券范围, 实行统一功能监管	17
(二) 建立和完善资本市场系统性风险监测和危机应对机制	19
(三) 正确运用创新金融工具, 完善市场定价和风险管理建设	20
(四) 不断完善证券市场长效机制, 提升市场信心	22
(五) 建立舆情分析监测反馈机制, 正确引导舆论, 发挥媒体监督和净化市场的作用	24

子报告目录

子报告 1：A 股配资发展现状、影响及政策建议	29
子报告 2：股市资金杠杆的规模、配资系统及压力测试.....	52
子报告 3：2015 年股市异常波动成因分析与股指期货所起的作用.....	85
子报告 4：A 股衍生品的作用及其在股市异常波动中的表现特征.....	106
子报告 5：市场策略一致性问题研究.....	131
子报告 6：量化投资与高频交易对市场影响.....	147
子报告 7：关于我国交易机制设计的制度建议.....	168
子报告 8：A 股市场投资者结构影响分析.....	205
子报告 9：股票发行制度对市场的影响.....	217
子报告 10：关于规范董监高行为的制度建议.....	234
子报告 11：舆论导向在本轮股灾中的作用影响.....	274
子报告 12：股市资金监控体系构建.....	290

附表.....	课 题 成 员 列	303
课 题 组 工 作 人 员.....		304

完善制度设计 提升市场信心 建设长期健康稳定发展的资本市场

2015年6月-8月份的中国股市经历了“异常波动”，经过政府的有效应对，股市的风险已基本释放，逐步进入恢复调整期。认真总结本次股市波动的原因，完善制度设计，对资本市场的长远健康发展，对完善企业的融资环境，从而支持经济转型和结构调整，维护经济平稳健康发展都是非常重要的。

一、本次股市异常波动集中表现为“暴涨”和“急跌”

2014年7月开始启动的本轮股票市场异常波动集中表现为“暴涨”和“急跌”。

（一）2014下半年-2015/6：杠杆资金跑步入场推升泡沫

2014年底股市出现了第一轮的上漲，11月24日到12月31日，短短28个交易日，上证综指上漲30.07%。经过两个月的调整，改革红利、“互联网+”的预期经过部分媒体不断放大，推动大量资金涌入继续推高股指，预期获得“自我实现”，又

带动更多资金跟进，“一致性”的牛市预期持续强化。2015年3月13日至6月12日，股指再次急速上攻，上证综指、中小板指数、创业板指数分别上涨54%、75%、93%，银行、石油石化除外的上市公司平均市盈率51倍，创业板142倍，价格大幅偏离价值中枢。

（二）2015/06-2015/07/08：杠杆资金集中平仓引发股价急速下跌

6月15日至7月8日，市场进入第一个急跌阶段，上证综指跌去32%。多项因素使得6月份市场流动性趋紧，市场投资者情绪紧张，而证监会严查场外配资成为引发急速下跌的导火索。

1. 银行资金供给紧张。银行资金面历来在6月末由于年中结算、上缴财政存款、上缴存款准备金和进行年终分红的影响会趋于紧张，今年迭加地方债发行放量的因素使得市场资金供给更加趋紧；

2. IPO 申购大量冻结资金。其中中国核电、国泰君安的两轮巨量 IPO 连续到来，冻结资金约 11 万亿，且新一轮 IPO 被核准信息公布，预计冻结资金规模达 4 万亿；

3. 央行不续作 MFL、重启逆回购，导致市场产生货币政策转向质疑；

4. 大股东减持增加市场股票抛压。随着行情泡沫化程度节节攀升，上市公司重要股东减持力度加大，5月、6月净减持规模为1307亿、1034亿，比4月份减持规模分别增加69%和34%；

5. 在上述背景下，证监会严查场外配资，使得股票市场资金面压力进一步加大。

6月15日，股票市场开始连续急速暴跌，短期因素造成资金抽离带来短期暴跌。由于本轮上涨过程中有大量信用交易，一旦触发一部分信用交易的警戒线或平仓线，由此引发的下跌会使得接下来另一批信用交易投资者面临被平仓的压力，如果保证金得不到补足，那么这部分账户就会紧接着被平仓。于是市场陷入“暴跌→高杠杆账户被平仓→卖出压力增大→股价进一步下跌→次高杠杆账户被平仓→卖出压力进一步增大→股价进一步下跌→……”的恶性循环当中，而市场很快认识这一机制，一些没有平仓压力的资金也紧急撤离，造成市场中流动性逐渐消失，形成流动性螺旋。

（三）2015年8月中旬后：全球金融风险导致第二轮下跌

第二轮暴跌发生于2015年8月18日至8月26日，上涨综指由4006点下跌至2850点，跌幅29%，创业板指由2721点下跌至1843点，跌幅32%。本轮下跌伴随着美国加息预期渐行渐近、人民币贬值和全球资本市场大幅下挫，与中国资本市场本身问题相关度不高，不在本报告中重点讨论。

二、本次股市“暴涨+急跌”深层次原因分析

本次股市波动是资金推动了牛市，也是资金导致了急跌，但更重要的是分析是什么因素驱动了资金。深入分析本次股市“暴涨+急跌”的深层次原因，主要包含以下几个方面：一方面，从宏观看有股票市场的“加杠杆”与地方政府、房地产等部门“去杠杆”等宏观背景原因。当实体经济需求偏弱，房地产、地方政府融资平台等巨额资金需求部门“去杠杆”的时候，市场对国家有通过引导股市走牛来解决社会杠杆过高等深层次问题的预期被媒体不断放大。同时，新一轮改革、转型、一带一路等政策赋予中国经济长期增长的内在动力，这给予了投资者美好预期，成为股票市场“加杠杆”的动力。改革开放以来，居民财富急剧增加，而居民可配置的资产较少，在房地产投资受限和实体经济投资吸引力下降的时候，大量资金涌向资本市场。从2015年年初到2015年6月15日高点当周，证券市场交易结算资金银证转账变动净额累计达到3.1万亿，银行理财产品中股票权益类占比从2014年年末的6%上涨到15%左右，增量高达近2万亿，推升了股票市场的“暴涨”。

但随后情况发生了逆转。经济下行压力加大，传统吸纳资金的部门在一定程度上从“去杠杆”恢复到“加杠杆”的状态。金融市场担心美联储9月加息可能导致新兴市场货币贬值和资金流出。与此同时，监管部门为了防范过度和无序杠杆带来的后患，加大了场外配资的清理力度，在一定程度上造成了股票市场的“去杠杆”，资金加速从股票市场流出，导致出现了股票市场的“急跌”。股市波动反映了对经济转型、改革红利的过高预期与短期经济表现未达预期的矛盾。

另一方面，从市场看有资本市场自身的制度建设和专业认知等技术原因，包括但不限于：第一、杠杆的过度、无序应用和金融产品监管不完善导致监管层难以实时监测、量化股票市场的风险状况，是本次股市异常波动的最重要原因；第二、市场机制多空不协调导致积累了大量风险，同时金融衍生品和套利对冲等金融工具运用不力，阻碍了股票市场自身功能的正常发挥；第三、交易机制方面的设计缺陷加剧了本次股票市场异动的幅度；第四、投资者结构散户化问题突出，投资理念偏短视，价值投资理念弱化，羊群效应明显。第五、在新股发行制度、上市公司行为规范等方面存在一些漏洞。

另外，社会舆论环境加速资金入场，部分媒体言论助推牛市思维。媒体未在舆论监督和市场净化中发挥应有作用，在散户主导的股票市场中，媒体对股票市场的方向产生了顺周期的推动作用。

（一）转型和改革推动了市场一致预期的快速变化

转型和改革为中国经济注入了新的长周期活力。中国当前正处在经济结构转型的过渡期，第三产业占 GDP 比重日益增加，并从 2013 年开始超过第二产业。从 A 股的市场结构来看，2014 年中小板企业净利润增速 20%，创业板净利润增速 16%，远高于主板（剔除金融石油石化）的 4.01%。因此从 2012 年末开始，我们观察到了以“互联网+”为特征、以创业板为代表的新兴产业板块的崛起。十八届三中全会以来，各个领域的市场化改革

给企业注入了新的活力，尤其以国企改革和一带一路战略为代表，让市场产生了一个美好的预期。

经济下行压力较大。2015 年上半年“投资、消费和出口”三大需求均出现回落，经济下行压力犹存，GDP 增速依旧在 7% 左右徘徊，二季度固定资产投资同比名义增长 11.4%（扣除价格因素实际增长 12.5%），增速比一季度回落 2.1 个百分点，社会消费品零售总额同比名义增长 10.4%（扣除价格因素实际增长 10.5%），增速比一季度回落 0.2 个百分点，进出口总额同比下降 6.9%，其中，出口增长 0.9%；进口下降 15.5%。工业企业处境依旧艰难，2015 年一季度，上市公司总体净利润增速为 3.96%，剔除石化金融后增速为 5.97%，环比下降 6.91%。上半年，全国规模以上工业增加值同比增长 6.3%。实体经济的状况并没有发生明显改善，经济仍存在较大的下行压力。

市场的波动反映了对转型、改革过高预期与短期经济表现未达预期的矛盾。2014 年以来多层次资本市场建设取得了阶段性成果，一些市场化改革也逐步推进。市场认为，在利用资本市场振兴实体经济这件事情上政府是有意愿的，同时部分媒体助推牛市的舆论氛围，逐步引导市场形成了一种强烈的牛市一致性预期。资本市场以“一步到位”的方式把一个长周期利好的因素在很短的时间里表现出来，过高预期就是“疯牛”、“快牛”，造成阶段性泡沫。然而，转型和改革都一定会遇到不可避免的阻力，难以一蹴而就，是一个长周期的慢过程。加上当前实体经济的增长依然堪忧，下行压力增大，很容易造成

市场对改革和转型短期过高预期的失落，改变牛市一致预期，股市泡沫破裂。

表 1：关于“国家牛市”的媒体舆论

类别	时间	内容
牛市导向	2014/7/25	人民日报：外资机构齐声唱多 A 股市场
	2015/1/5	新华网：华尔街专家称中国 A 股今年将继续走牛
	2015/4/9	新华社：A 股中长期仍有上涨空间和动力
	2015/4/10	人民网：A 股 4000 点上升的基本动力不变
	2015/4/21	人民网：4000 点才是 A 股牛市的开端
	2015/5/8	人民日报管理层治理旨在慢牛 长牛势头未变
	2015/5/28	新华社：6 月股市将走慢牛行情
风险提示	2014/12/19	人民日报：多重因素驱动 A 股牛市 短期仍存调整风险
	2015/4/9	新华社：潮来潮往终褪去，且行且珍惜
	2015/5/4	人民日报：牛市也别忘了风险

资料来源：根据公开资料整理

（二）国内外金融市场多重因素的冲击诱发了异动

经济下行压力带来金融需求不足，金融体系流动性过剩。

2013 年以来，宏观经济增速放缓和利率市场化进程共同导致了整个社会融资成本一直处于高位难以有效下行，2014 年 11 月开启了货币政策宽松的周期。但实体经济需求并没有在相对宽松的货币政策环境下得到有效提振，信贷增速下降，尤其是房地产行业 and 地方政府融资平台对资金的吸纳大幅度下降，从而带来了金融体系流动性过剩。从国内外历史来看，流动性泛滥通常会导致股票市场上涨，往往容易形成资产泡沫。

表 2：流动性泛滥通常会导致股票市场上涨

“各国 QE	开始时间	结束时间	总规模	QE 期间股票市场表现
--------	------	------	-----	-------------

美国 QE1	2008/11/25	2010/3/30	1.725 万亿美元	标普 500: 37% 纳斯达克: 65%
美国 QE2	2010/11/3	2011/6/30	0.6 万亿美元	标普 500: 10% 纳斯达克: 9%
美国 QE3	2012/9/13	2014/10/29	1.66 万亿美元	标普 500: 36% 纳斯达克: 44%
日本 QE1	2001/3/19	2006/3/9	25 万亿日元 (按各银行在日本央行的经常性账户余额增量统计)	日经 225: 31%
日本 QQE	2013/4/4	至今	350 万亿日元(约合 3 万亿美元)(截止至 2015 年)	日经 225: 50%
欧盟 QE	2015/3/9	2016/9/30	1.14 万亿欧元	德国 DAX: 4%(年初以来: 27%) 法国 CAC40: 7%(年初以来: 28%)

资料来源：申万宏源研究

在货币宽松的环境下，居民大类资产配置向权益类快速转移在一定程度上加剧了市场波动。美国居民房地产资产占比为 24%，日本有形非资产类（房屋、土地）占比约为 25%，而我国居民整个大类资产配置中，房地产占比高达 48%。另外，我国居民股票投资占所有资产的比重为 3%，美国为 32%，日本为 6%。因此，中国居民大类资产配置向权益类方向转移是大势所趋。2014 年以来，股票市场，尤其是主板市场在经历了长达 7 年的调整后开始逐步回升，居民对于权益类资产配置需求的提升推动了市场的快速上涨。但从 2015 年 6 月下旬开始，固定收益类产品的市场需求开始上升，债券发行和理财产品吸纳资金的速度上升，股票市场出现急速下跌后，投资者恐慌情绪蔓延，短期抛售需求带来资金压力增大，推动形成了市场流动性的危机。

（三）资本市场本身制度缺陷（杠杆不当、多空不协调、交易机制等）是本次股市异动的直接原因

1. 杠杆交易的过度、无序以及监管不完善

根据渤海证券的详细测算研究，2014 年 10 月以来的股市上涨，一直到 2015 年 6 月，股市新增资金峰值范围区间在 5 万亿到 6 万亿，场外配资区间在 3 万亿到 4 万亿，经过此轮异常波动之后，场外流动性配资规模在 1 万亿左右，基本上属于合同到期即将停做类型。本轮股市暴涨的时候个股连续涨停的现象比比皆是，其中杠杆交易，特别是“场外配资”以各种所谓理财产品的方式把资金聚集起来，极大便利了炒作。下跌的时候则连续多日千股跌停，主要是大面积的杠杆资金盘在股票价格下跌后，必须强制平仓，继续加速股票价格下跌，形成恶性循环所致。

场外配资杠杆比例非常灵活，从伞形和单一信托的 2-3 倍到民间配资的 5-10 倍不等，所持有股票种类和集中度也更加灵活，风险控制方面较正规两融差很多。

A 股配资有五大渠道，分别是证券公司融资融券、证券公司股票收益互换、单账户结构化配资、伞形结构化信托、互联网及民间配资。在本轮股市行情中，各配资渠道分别面向不同配资客户开展差异化竞争是各配资渠道均快速发展的内在原因。银行资金利用理财和非理财资金两种模式，通过认购资管产品优先级、受让两融收益权、间接参与民间配资、同业贷款等渠道参与股市配资。社会资金通过伞形结构化信托、互联网及民

间配资参与股市配资。由于这些渠道门槛低、杠杆倍数高、灵活度大、投资范围广，放大作用极强，而券商出于扩展业务追逐利润的考虑放宽了资金接入的风险控制，没有坚持证券账户实名制的原则和投资者适当性原则，导致配资规模无序扩张。另外，分级基金作为一种杠杆式理财产品，对股市的影响机制与传统配资业务不同，但是在股票大幅下跌行情中的“下折”也可能对股市产生间接打压作用。

这种多渠道的无序市场配资主要存在以下问题：

（1）市场中各类集合投资计划和场外证券活动缺乏统一行为监管。数据的不统一、不透明导致上涨阶段大部分市场主体和监管层并不清楚杠杆交易的疯狂程度，而监管的割裂则导致证监会在处理场外配资的过程中力不从心，不可能有效遏制泡沫化的苗头，同时，在处置风险时由于底数不清也难以有准确的判断和有针对性的措施；

（2）强制平仓机制强化市场一致性预期，集中抛售导致市场暴跌，加上其他交易机制的漏洞，在下跌的过程中也容易造成集中的群体恐慌，加快下跌速度，引发短期阶段性的流动性风险；

（3）P2P 等新金融平台违规构建资金池对接配资渠道，民间配资的高杠杆与投资者风险承受能力不匹配；

（4）大量民间配资和部分对接具有违规分仓交易功能系统的伞形信托未遵守账户实名制规则和投资者适当性原则都会扰

乱股票市场秩序。（子报告 1：《A 股配资发展现状、影响及政策建议》；子报告 2：《股市资金杠杆的规模、配资软件系统及压力测试》）

2. 多空力量不均衡积累大量风险

我国实行集中的融资融券制度，尤其是融券，只能通过中国证券金融公司转融通，融券成本高，融券规模占融资融券余额的比例不足 1%。数据显示，在美国股市中，融资与融券的比率约在 3:1。“跛足”的融券制度在市场加杠杆的时期，无法成为抑制市场非理性上涨的有效力量。

图 1：国内融资余额/融券余额上升至 560 倍，远远高于成熟市场

资料来源：wind

一个市场健康与否最重要的标准不是“牛熊涨跌”，而是体现在两个方面：1) 是否有较强的发现价格功能；2) 是否有

较高的资产配置效率。对于这个问题的认知不足，导致 A 股市场的机制设计中天然的鼓励做多，而忽视多空平衡。例如，在融资融券的制度设计中，融资买入没有太多障碍，但融券卖出就存在各种障碍，交易成本非常高；再比如，能够有多空功能的衍生品非常匮乏，且市场较小，从而导致了一旦形成错误定价，难以及时纠偏的“巨大风险”，这是本次股市异常波动的深层次制度原因。杠杆对股市行情有推波助澜的作用：股票上涨，盈利放大，继续加仓，股票续涨；股票下跌，损失放大，被迫斩仓，股票续跌，杠杆有“助涨助跌”的作用。但由于制度层面上的障碍，融券等做空机制发展不足，在本次股市异常波动中并没有发挥出相应的稳定市场的效用，既没有在过度疯长的时候及时的纠偏，也不足以平衡市场下跌过程中杠杆的巨大动能。同时，又因为大多数人对于“做空”机制的误解，导致在救市过程中采取了一些限制期货市场做空等行为，本质上又进一步加剧了现货多头的抛压。

6 月 15 日大幅调整以来，股指期货市场本身风险可控，同时风险管理功能有所发挥，有一定的分流股票市场抛压作用，在一定程度上成为现货市场的泄洪渠，为投资者提供了宝贵的流动性。市场机构普遍反映，在个股大量停牌和跌停、股票市场流动性严重不足的情况下，股指期货提供了极端行情下的避险手段。以 7 月 1 日为例，机构投资者持有空单面值约 1900 亿元，按两倍左右套保比例计算，相当于减轻了股票市场约 3600-4000 亿元的抛压。

期货市场套保套利空头对应着现货市场多头，是稳定市场的重要力量。机构投资者持有大量股票现货，为降低持股风险，在期货市场上主要采取套保、套利策略，持仓以空头为主。本次股市异常波动期间，主要机构投资者持有卖单规模低于股票持仓，总体仍以多头为主，是稳定市场的重要力量。根据中证登及中金所数据，以6月15日为例，参与股指期货的证券公司合计空头名义金额不到1500亿元，而这些公司合计持成分股市值超过2500亿元，整体为净多头1000多亿元。参与股指期货的QFII和RQFII合计空头名义金额不到400亿元，持有A股市值则接近5000亿元，整体为净多头近4500亿元。

与成熟市场相比，无论是交易占比还是交易速度、投资策略，我国的程序化交易都还处于初级阶段，对6-8月份的股市波动影响非常有限。大部分量化投资和高频交易策略不会加剧股市下跌，只有个别高频交易策略（例如频繁报单撤单、趋势交易等）可能对市场形成一定的扰动。

随着资本市场双向开放程度提高，境内股指期货市场的健康发展有利于维护本国金融稳定。此次股市异常波动，监管层对境内股指期货市场出台了一系列临时性处置措施来抑制过度投机。由于在岸市场无法完全对冲风险，一些投资者就会转向境外A股衍生品市场，客观上助推了离岸股指期货市场的发展。没有强大的在岸市场，离岸股指期货远离监管，有可能导致我国A股定价权旁落，境外市场对境内市场造成不利影响。2014年7月至2015年7月底，新加坡富时中国A50日均成交量为

31.5 万手，在股市异常波动期间，富时 A50 日均成交量急剧放大到 67.5 万手。持仓方面，2014 年 7 月至 2015 年 7 月底，富时 A50 股指期货日均持仓量为 50.8 万手，但在股市异常波动期间，持仓量也迅速增长到 63.3 万手。上世纪 90 年代，日本由于限制股指期货，股市风险管理功能一直被新加坡交易所上市的日经指数期货压制，带来较大的风险隐患。一直到 2000 年后，日本大力发展境内股指期货市场，才逐渐摆脱新加坡市场的影响。近年来，以富时 A50 股指期货为代表的离岸股指期货市场发展迅速。个别情况下，境外股指期货波动剧烈，会影响境内股市的稳定。未来随着资本市场双向开放程度提高，更应注重发展境内金融衍生品市场，防范离岸市场影响力过大对本土市场的不利影响。（子报告 3：《2015 年股市异常波动成因分析与股指期货所起的作用》；子报告 4：《A 股衍生品的作用及其在本次股市异常波动中的表现特征》；子报告 5：《市场策略一致性问题研究》；子报告 6：《量化投资与高频交易对市场的影响》）

3. A 股市场的交易制度设计缺陷在此轮暴跌中展现

（1）涨跌停板制度，在一定程度上影响了市场机制的发挥，市场不能及时出清，在大幅波动期间，可能导致流动性缺乏。相比起来，同样是市场冷静机制的“熔断机制”，则在一小段时间的暂停交易后恢复交易，对市场的扰动较小。（2）股票现货不能进行日内回转交易，即实行 T+1，日内买入的投资者无法当日卖出，有的只好以股指期货对冲风险，又形成期货的下

行压力。（3）在对冲工具有限的情况下，上市公司出于自身利益的考虑选择停牌，而未停牌的股票又封死在跌停板上，流动性尽失。

T+1 与涨跌停板交易制度原本是为了抑制市场波动，但从此次股灾实践来看，市场波动并未有着丝毫的降低，只不过将原本应有的下跌人为延续到了后续交易日。我国证券市场投资者结构与发达国家的重要区别在于国内以散户投资者居多，绝大多数的交易由散户完成。因而一旦市场恐慌情绪蔓延，踩踏效应发生后，趋势性暴跌难以避免。更加糟糕的是，国内 A 股并没有“熔断机制”这一“冷却剂”，因此造成投资者蜂拥而上的做空或者出售股票。

另一个值得注意的问题是，本轮牛市以来两融与场外杠杆配资兴起，当市场暴跌时巨额资金面临着被平仓的危险。二者合一造成了如同死水一般的局面，市场流动性极度匮乏。一边投资者急于出售持有的标的证券，一边却流动性不足，若无人干预，市场可能会形成负反馈恶性循环，最终可能引发系统性风险。（子报告 7：《关于我国交易机制设计的制度建议》）

4. 投资者结构散户化问题突出，投资理念偏短视

与境外成熟市场相比，我国机构投资者占比偏低，是以个人投资者为主的市场。根据上交所 2014 年统计年鉴披露：（1）从持股市值占比来看，专业机构投资者（包括公募基金、全国社保基金、QFII & RQFII、保险公司、企业年金、证券公司）

持股市值占比为 14.58%，而自然人投资者占比 21.78%，产业资本持股市值占比高达 63.64%。（2）从交易金额占比来看，散户的成交明显更为活跃。自然人投资者占比 82.24%，占据绝对领先地位，而专业机构占比仅为 15.30%，其中投资基金占比 6.18%，其他机构合计占比 9.12%。

图 2：A 股各类投资者买卖净额情况

图 3：A 股各类投资者持股情况

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

市场排名机制和机构业绩考核期限过短，加剧了机构投资者的投资理念的短视，机构散户化问题也比较严重。受新闻舆论、非基本面信息等因素的干扰影响明显，容易导致市场助涨助跌与偏离合理定价功能，从而客观上共同导致资本市场更易倾向于呈现追涨杀跌的集体不理性。而上述因素，也对此轮资

本市场单边非理性上涨，以及 6 月以来的异常波动产生一定影响。（子报告 8：《A 股市场投资者结构影响分析》）

5. 新股发行和上市公司行为规范等相关问题

根据华夏基金的研究，目前的新股发行制度在本次股市异动中暴露出的最大问题在于全额冻结资金制度。由于打新收益率稳定，理财等资金对打新基金需求旺盛，同时受到入围后全额冻结资金的规定影响，打新前后对交易所、银行间和证券市场的资金面产生扰动，也增加市场波动性。此次资本市场异常波动，也与国泰君安巨额 IPO 资金申购冻结时间点相重合。经民生证券测算，中国核电、国泰君安的两轮巨量 IPO 连续到来，冻结资金约 11 万亿，且新一轮 IPO 被核准信息公布，预计冻结资金规模达 4 万亿，对二级市场的短期冲击巨大。

上市公司行为规范不足明显。以董监高减持制度为例，经过与海外成熟市场法律法规和管理制度的详细对比我们发现，发达国家地区的董监高减持机制更加成熟。大陆董监高减持机制的欠缺集中表现为处罚机制不够完备、处罚力度过轻，对通过二级市场出售股份减持的方式尚未形成长久稳定的规范。上市公司的董监高减持行为之所以多为人诟病，主要因其容易受不纯动机操纵，如董监高为套现、牟利而进行减持，从而带来“合法不合理”的制度套利空间。2015 年上半年董、监、高大幅减持股票约 700 亿股，参考市值约 9000 亿元（数据来源：Wind 数据、中信证券），对投资者信心也产生了一定影响。

当然，我们也要认识到上市公司的董监高减持行为也有其积极的一面。当董监高出于扩大生产经营规模、产业整合与并购、丰富股权结构等公司长远发展战略需求，为筹集资金而采取减持措施，无疑有利于提升公司业绩、避免遭遇经营危机、提高内部管理效率、增加股份流动性等。应当加强制度和法律约束上市公司行为，对上市公司的违法违规行为要加大惩罚力度和执法力度，预披露董监高的减持增持行为稳定市场预期。

（子报告 9：《股票发行制度对市场的影响》；子报告 10：《关于规范董监高行为的制度建议》）

（四）媒体言论助推牛市思维，媒体未在舆论监督和市场净化中发挥应有的作用

在本轮股市波动中，市场认为政府有借牛市解决实体经济融资问题的意图，媒体直接引导股票市场上涨预期，舆论导向对集体牛市思维产生助推。由于中国股市的投资者结构中散户占比较高，所以媒体的影响力很大，在本轮“疯牛”中的确有顺周期的推动作用。

尽管媒体（以人民日报、新华社等官方媒体为代表）颇受质疑，认为其代表政府意志，在股指上涨过程中宣扬“4000 点是牛市的开始”等观点，起到了推波助澜的作用。但实证表明，传统意义上的官方媒体并未接受任何指令对股指涨跌进行评论，主管部门的态度是“不添乱”。新媒体、社交媒体的勃兴则意味着言论管道和导向的多样性，这些言论存在被误读或有意误导的倾向，对集体牛市思维产生了助推。

在此过程中，由于缺乏有效的舆情分析监测和反馈机制，未能及时矫正和澄清有关言论，从而正确地引导舆论，也使得牛市思维有了进一步放大的可能。市场化财经媒体在报道上宽松度更大一些，但在大的舆论环境和氛围下，存在偏于唱多、提示风险少的倾向，无论是官方媒体或者市场化媒体，都没有更好地发挥监督职能。比如对于市场中存在的虚假披露、内幕交易等行为，媒体在此轮股市上涨和下跌的过程中均未及时地揭示。社交媒体对舆论的放大和扭曲效果更为强烈，一些投资者通过朋友圈和社交群获知信息和把握投资方向，更进一步放大了市场的非理性反应。（子报告 11：《舆论导向在本轮股灾中的作用影响》）

三、政策建议

针对报告分析的问题，我们提出以下建议：

（一）拓展证券范围，实行统一功能监管

杠杆融资是本次股市波动急涨急跌的原因之一。过去一年各类集合投资计划大举进入资本市场，成为股市增量资金的重要来源。这些集合投资计划包括公募基金、私募基金、信托以及通过信托、券商、基金子公司发行的产品绕道进入股市的非机构性银行理财产品。除各类集合投资计划导入股市资金外，各类民间配资行为和违规的 P2P 平台构建资金池对接配资也是重要的渠道。而这些通过正规金融机构募集的资金由于分属不同的监管部门，导致市场出现异动时无完整的信息作决策判断，

也无法在波动前做风险预判。集合投资计划份额、份额化的 P2P 网贷、股权众筹以及一些互联网理财产品都是等份额可交易或可转让的投资合同，其本质都是证券。由于证券法中证券定义的狭窄，难以形成集中统一监管。

总结本次股市波动的教训，建议：

1. 修改《证券法》，将集合投资计划份额和份额化的 P2P 纳入证券范围，由证监会实行统一的功能监管。

2. 加强证券公司监管，优化股市杠杆结构

要加强对股市杠杆的规模、增速、结构和风险的监控，降低杠杆水平要循序渐进、以金融稳定为底线。加强对证券公司的监管和进一步规范监管视野内的各类配资业务，包括加强证券账户实名制管理，完善合格投资者管理制度，规范证券公司第三方信息系统接入，明确交易记录保存期限以备追溯查询；禁止伞形信托下挂“拖拉机”账户，提高伞形信托劣后级认购门槛，限制最高配资杠杆比例等。此外，按照“堵疏结合”的原则，严禁各类未在监管视野内的互联网及民间配资，并尝试通过公募基金渠道、开发更多种类分级基金等方式满足非合格投资者的配资需求。

（二）建立和完善资本市场系统性风险监测和危机应对机制

1. 建立资本市场系统性风险监控体系

建立完善的系统性风险监测指标体系，建立一行三会等部门的信息共享和沟通机制，完善监管，及时监测、防范和化解可能的系统性风险；加强对系统重要性机构和市场基础设施的监管；建立部门间的危机会商和处置机制，制定金融危机的防范和应急预案，提高危机处理的效率和跨部门的监管合作能力。第一，人民银行与各金融监管部门建立信息共享的工作沟通机制，及时掌握不同金融机构的监管情况和经营风险状况；第二，利用云计算、大数据等提高对系统性风险的实时监控能力，建立科学合理的仿真模型，对监管对象、市场和社会反应进行预测，就可能出现的风险建立充分的应急预案；第三，完善信息平台的数据报送机制，全盘掌控、实时跟踪市场整体配资规模及分布，合理控制市场平均杠杆率，在定性分析的基础上综合运用集中度控制、压力测试等手段预判市场风险点，将事后治理转变为事前防范。（见子报告 12：《股市资金监控体系构建》）

2. 建立国家金融稳定危机应对机制

在法律中明确，在紧急情况下，国家可以宣布资本市场进入紧急状态，证监会可以依法采取行动发布“改变、补充、暂停或强制要求”等命令，并明确实施命令的时限。紧急状态包括但不限于某种市场扰动从而导致证券价格的突然和过度波动从而威胁到市场交易的公平、有序进行；国家系统的安全或有效运作安全遭到实质性破坏。

3. 完善金融机构在危机状态中的流动性补充机制

明确危机应急时流动性紧急注入的触发条件、提供主体，在稳定市场预期的同时提高决策效率。

（三）正确运用创新金融工具，完善市场定价和风险管理建设

金融创新是资本市场发展的动力和源泉，是提高市场效率的必要途径，但金融创新应当与实体经济、投资者的风险承受能力、风控和监管水平相适应。对于金融衍生品市场，应该坚持自信、坚持发展，从以下四方面加以完善与规范：

1. 健全证券期货法律体系，对市场上的新情况和新问题及时调整和完善

我国现行《证券法》、《期货交易管理条例》、《期货交易所管理办法》及相关法律文件，虽然对证券期货市场操纵等违法违规行为及其法律责任做出了规定，但这些规定过于宽泛和原则，适用性不强。特别是近年来出现了一些新型交易行为，相关法规已不能满足对其监管和处罚的要求。为此，需要积极推进《证券法》修订和《期货法》立法工作，完善证券市场法律体系，提升期货市场法律规范层级，进一步夯实证券期货市场监管和投资者保护的法制基础。

2. 多措并举优化市场投资者结构，丰富市场参与主体，壮大机构投资者队伍

股指期货市场作为专业的风险管理市场，其主要参与主体是各类机构投资者。目前券商、基金等机构比重较高，相比成熟市场，私募、保险、信托等各类资产管理机构参与较少，客观上不利于平衡持仓结构，培育机构投资者队伍。此外，机构参与政策指引过严，不利于机构灵活运用股指期货产品，丰富市场交易策略与模式。下一步，应当协调推动完善各类机构入市政策，鼓励各类资产管理机构更加广泛地运用股指期货进行资产配置和风险管理，积极拓宽各类金融产品利用股指期货避险的通道，加快壮大我国机构投资者队伍；要在坚持投资者适当性制度基本原则基础上，让更多中小散户投资者通过购买机构理财等方式间接分享避险市场的制度红利。

3. 加快健全股指期货产品体系，满足投资者避险以及市场策略多样化需求

A 股市场呈现单边市的特征相对明显，市场主体策略趋于一致。股指期货等风险管理工具的缺乏，是市场策略趋同的原因之一。提供更多的风险对冲工具，可以丰富不同的策略种类，改变目前股市交易策略一致性的现状，为投资者提供多样化的财富管理工具，满足大型机构投资者的长期稳定的收益目标。一是充分发挥期货、期权等金融产品功能，正确认识套利、对冲、量化策略等交易策略对市场的影响，规范程序化交易。市场产品和投资策略的多元化，既有利于引导机构投资者入市，也有利于发挥市场自身功能、维护市场稳定和健康发展。二是尽快推出中小板和创业板指数期货，匹配中小创现货市场风险

管理需求，缓解中证 500 股指期货单一工具过度使用压力。三是创新避险机制，尽快推出股指期权产品。国外市场发展经验表明，期货期权品种的丰富完善，可以尽可能地规避各种波动风险，给长线资金入市提供更合适的风险管理手段，更可以改善市场效率、改变频繁买卖短期投机的投资生态。四是基于股指期权可以编制股指期权隐含波动率指数（即 VIX 指数），包括美联储在内各国中央银行都将其作为金融风险的前瞻指标，被称为金融市场的“温度计”，对于增强金融系统风险的预研预判能力，很有意义。

4. 积极应对离岸市场挑战，以我为主，优先发展境内金融衍生品市场

境内股指期货、期权等金融衍生品市场是我国多层次资本市场的有机组成部分，是维护国家金融稳定的重要平台。此次股市异常波动，监管层对境内股指期货市场出台了一系列限制措施来抑制过度投机，一些投资者转向离岸 A 股衍生品市场，客观上助推了离岸股指期货市场的发展。离岸股指期货远离监管，有可能导致我国 A 股定价权旁落。我国未来需要在完善市场监管的同时，更应注重发展境内金融衍生品市场，增强境内市场影响力，防范离岸市场对本土市场的不利影响。

（四）不断完善资本市场长效机制，提升市场信心

本轮股灾暴露了国内资本市场在发行、定价和交易机制上的许多不合理之处。为了维护金融稳定，要不断完善资本市场基本制度，提升市场信心，促进资本市场健康发展。

1. 进一步完善新股发行制度改革，尽快推出注册制，尽快恢复新股发行

股票发行注册制改革是我国目前资本市场改革的重点，能推进资本市场市场化改革进程。从满足中小创企业融资需求、减少资本市场资源配置效率低现象、实现股票发行市场化定价方面看，股票发行注册制改革具有必要性。尽快实现注册制的转变，有助于将自主权归还于市场主体，也是我国资本市场真正走向市场化的关键制度设计之一。恢复新股发行能为企业提供发展与转型的资金来源。

2. 采用市场化定价设计，同时考虑取消全额冻结资金的制度设计

目前的发行定价机制对市场短期有利，但长期会影响资本市场的成熟发展。建议恢复资本市场直接融资功能，在定价问题上采取更为市场化的定价设计，同时取消对机构投资人全额冻结资金，减少其对资金市场的波动冲击。现行的按申购来冻结资金的制度会在每次申购前后带来大量的资金的波动，加剧银行间、交易所市场的波动。在现有市场结构下，考虑活跃二级市场与保护中小投资者的利益的要求，监管层采用预缴款制度一定程度上符合我国现有市场结构与成功发行的诉求。

3. 建立股票交易的“熔断”机制

尽管 A 股市场存在涨跌停板制度作为一定意义上的熔断机制，但是在市场波动性出现极端状况时，设置完全暂停交易的熔断机制十分必要。在时机成熟时，逐步放开涨跌停限制，实行“大盘熔断”与“个股熔断”相结合的“熔断”制度。

4. 规范董监高行为，完善董监高减持机制，坚决打击市场操纵行为

首先，改革董监高信息披露制度，增设重大事项公告前董监高持股禁售期，要求上市公司董监高减持前披露减持计划；其次，改进董监高违规减持惩处条例，加大执法力度，针对违规情形加快推进调查并最终处以有效裁决；再次，考虑减持方式间替代性，避免董监高通过场外大宗交易和协议转让“绕道过河”；最后，鼓励以发行可交换债券的方式实现大股东减持。

5. 提高机构投资者比例，优化投资者结构，引导理性的价值投资习惯

首先，积极培育机构投资者，鼓励养老金入市，为证券市场提供长周期、低成本资金，推动中长期投资品种的丰富，同时能够获得稳定收益，满足养老金增值需求；其次，规范机构投资者行为，加大对公募、私募机构投资者参与内幕交易等违法行为的查处力度，对于是否过度参与市值管理、操纵股价等政策模糊地带的行为予以规范，树立市场信心；最后，进一

步推动资本项下证券投资开放，提高海外投资者比例，增加 QFII、QDII 投资额度直至放开限制。

6. 完善其它证券市场基本机制，促进证券市场健康发展

首先，尽快将新型市场操纵行为纳入法律监管框架中，明确新型市场操纵行为的法律界定、监管主体、处罚措施和犯罪量刑等具体细则；其次，建立完善的退市制度，并严格执行落实，增强市场竞争力和活力，保护投资者权益；再次，引入做市商机制，增加市场流动性；最后，建立证券投资领域的公益诉讼制度，拓展投资者受侵害权益的救济追索渠道。

（五）建立舆情分析监测反馈机制，正确引导舆论，发挥媒体监督和净化市场的作用

在中国股市过去 20 多年中，每逢政策变局或重大事件，媒体都承担了重要的宣传任务，对引导市场预期和投资行为产生了广泛而持久的影响。在今天的市场中，进一步推进国内资本市场的市场化改革，需要加强舆情分析监测和反馈，正确引导舆论，鼓励媒体发挥市场监督和沟通作用，构建主管部门和媒体的良好沟通和互动关系，促进资本市场的良好发展。

1. 建立舆情分析监测引导和反馈机制，正确地引导舆论

国内资本市场自创立以来一直受到政府政策影响，投资者对政府声音高度关注，舆情对资本市场和投资者的预期有非常重要的引导作用，有时会直接影响投资者的投资行为。

随着互联网发展，投资主体网站、股吧、即时通信软件、APP 等通过网络传播的社会化媒体在资本市场波动中引发的羊群效应也越来越明显。

有鉴于此，建议由监管部门与媒体合作，建立资本市场舆情分析监测和反馈机制，对舆情产生、形成和传播路径、反馈机制进行深入研究，及时研判和准确把握不同阶段和市场环境下的舆情，结合资本市场实际情况，在恰当的时点做出积极有效地反馈，以正确引导舆论导向。

同时，建议监管部门协同网信办等相关部门依法加强对虚假信息的清理，加大对制造、传播各类虚假信息等误导投资者、损害投资者利益行为的查处力度。

2. 充分发挥媒体的监督和净化作用，鼓励财经媒体在专业和负责的基础上充分表达

本轮股市异常波动中，尤其在前期暴涨过程中出现的大量内幕交易、虚假信息陈述等为市场所诟病，很大一个原因即是媒体在舆论监督和市场净化层面的“失语”。

正在推进的注册制改革对舆论监督提出了更高的要求，股市需要优质的上市公司，这就需要信息真实准确及时的披露，打击违法操纵和内幕交易等行为，这些仅仅依靠监管机构是不够的，还需要充分发挥媒体的监督作用，让他们在其中扮演更积极的角色。要创造环境和条件，充分发挥媒体尤其是财经媒

体的监督作用，鼓励其对市场操纵、内幕交易和虚假信息披露等行为进行监督，从而帮助净化市场、塑造良好的市场环境。

在证券市场改革进一步市场化的进程中，还需要通过媒体传播理性的投资观念，应鼓励媒体在专业和负责的基础上，充分地表达对宏观经济、市场风险的理解和判断，帮助投资者更理性地看待市场。

3. 主管部门和媒体应建立更为透明有效的沟通机制

目前主管部门通过发布会等形式，与媒体就其工作安排和市场关注的热点问题进行常规沟通，这是一个很好的方式，也的确有效传递了官方信息。不过就这次股市异常波动中表现出的问题来看，很多时候主管部门对媒体的管理思维多于沟通思维，因而还需要通过各种方式，鼓励双向的对话与沟通，使得沟通更为有效和透明，尤其是在危机管理和应对阶段，更要提高市场公开透明程度，减少信息不对称。

4. 鼓励媒体进行投资者教育，强化风险意识

努力推动专业媒体和大众媒体更好地帮助投资者强化风险意识。随着两融、股指期货、个股期权的发展，投资者面临的是一个更为复杂的杠杆化的市场。国外市场杠杆化之后每次出现股灾都会导致诸如个人破产等一系列社会问题，这些客观上都需要媒体配合政府主管部门，做好对金融衍生品、杠杆产品相应的普及教育，从而帮助减少和避免类似的悲剧在国内发生。

(本页无正文)

附录：

子报告 1 A 股配资发展现状、影响及政策建议

报告摘要

过去几年来，我国股市配资渠道日渐丰富，目前主要有**证券公司融资融券、通过各类资产管理计划的单账户结构化配资、伞形结构化信托、证券公司股票收益互换、互联网及民间配资等五大配资渠道**。此外，分级基金作为一种杠杆式理财产品，其运行机制与传统配资业务也存在相似之处。每一配资渠道的配资门槛、杠杆比例、融资成本等要素均有所差别，可以满足不同投资者的需求。

在本轮股市行情中，各类配资渠道的业务规模均增长显著，如两融业务最高达 2.27 万亿元，信托渠道的配资规模也超过 1 万亿元。配资业务快速增长的一个重要原因是银行资金从 2014 年起大规模对接配资业务，从而打开了配资机构的资金瓶颈。银行的理财资金通过认购资管产品优先级、受让两融收益权、通过分仓系统流向民间配资平台等方式参与股市配资；银行的非理财资金则主要通过为证券公司提供同业贷款，使证券公司扩大配资业务规模的方式间接参与股市配资。

场内、场外配资是导致本轮股市异常波动的原因之一。在市场缺乏有效做空机制的前提下，配资业务的快速增长导致市场出现单边极端走势，增加股市不稳定性；而配资业务的强制平仓机制则在股市下行时强化市场一致预期，引发集中抛售导致股指暴跌。此外，部分配资业务开展还存在不规范之处，如互联网及民间配资未遵守账户实名制规则，其较高的配资杠杆与投资者风险承受能力不匹配，以及互联网平台违规构建资金池对接配资等等。

配资业务的规范开展有利于资本市场稳定运行和健康发展。首先，需要完善配资业务市场数据的监测及分析，使监管机构能够对配资业务可能引发的

市场风险做出预判。其次，进一步规范监管视野内的各类配资业务，包括加强证券账户实名制管理，明确交易记录保存期限以备追溯查询，完善合格投资者管理制度，禁止伞形信托下挂“拖拉机”账户，提高伞形信托劣后级认购门槛，限制最高配资杠杆比例等等。此外，按照“堵疏结合”的原则，严禁各类未在监管视野内的互联网及民间配资，并尝试通过公募基金渠道、开发更多种类分级基金等方式满足非合格投资者的配资需求。

关键词：配资渠道 银行理财 规范

目 录

<u>一、场内、场外配资是导致本轮股市异常波动的原因之一.....</u>	<u>32</u>
<u> (一)配资规模快速膨胀，渠道日渐丰富.....</u>	<u>32</u>
<u> (二)配资导致股市异常波动.....</u>	<u>33</u>
<u>二、股市配资渠道及作用机制.....</u>	<u>34</u>
<u> (一)主要配资渠道.....</u>	<u>34</u>
<u> (二)各配资渠道发展的原因.....</u>	<u>38</u>
<u> (三)银行资金如何对接各类配资.....</u>	<u>39</u>
<u> (四)分级基金特点及对股市的影响机制.....</u>	<u>40</u>
<u> (五)配资业务风险控制.....</u>	<u>42</u>
<u>三、股市配资存在的问题及影响.....</u>	<u>45</u>

<u>(一) 配资资金跨体系流动，分业监管无法掌控全局.....</u>	<u>45</u>
<u>(二) 缺乏做空机制前提下，配资导致市场出现单边极端走势.....</u>	<u>46</u>
<u>(三) 强制平仓强化市场一致预期，集中抛售导致市场暴跌.....</u>	<u>47</u>
<u>(四) 部分配资未遵守账户实名制规定扰乱股票市场秩序.....</u>	<u>47</u>
<u>(五) 高杠杆与投资者风险承受能力不匹配.....</u>	<u>48</u>
<u>(六) 新金融平台构建资金池对接配资渠道存隐患.....</u>	<u>48</u>
<u>四、规范配资业务的政策建议.....</u>	<u>48</u>
<u>(一) 完善配资业务市场数据监测.....</u>	<u>49</u>
<u>(二) 加强证券账户实名制管理.....</u>	<u>49</u>
<u>(三) 完善合格投资者管理制度.....</u>	<u>49</u>
<u>(四) 限制最高配资杠杆比例.....</u>	<u>50</u>
<u>(五) 通过公募基金渠道满足非合格投资者配资需求.....</u>	<u>50</u>

A 股配资发展现状、影响及政策建议

一、场内、场外配资是导致本轮股市异常波动的原因之一

过去几年来我国股市配资渠道日渐丰富，股市长期向好的一致预期下配资业务规模快速发展，成为本次股市异常波动的重要原因之一。

(一) 配资规模快速膨胀，渠道日渐丰富

针对 A 股的场内外配资市场一直存在，随着资本市场长期向好一致预期的形成，场内外配资开始进入加速发展阶段，配资渠道和方式日渐多元，配资规模迅速膨胀。

一方面，配资渠道日渐丰富。2009 年出现的伞形信托、集合资金信托计划是最早的配资渠道，2010 年以后随着证券公司、基金公司、保险公司、期货公司等资管业务放开，单账户结构化配资业务渠道迅速铺开。随后，2010 年 3 月开启的券商两融业务，2013 年启动券商收益互换业务，将配资渠道进一步丰富化。其间，分仓技术进一步降低配资业务门槛，2014 年起随着股市持续上涨，互联网和民间配资全面渗透股市配资领域。在此过程中，配资渠道呈现出门槛不断降低、灵活性不断提高、信息透明性不断降低等特点，使得机构投资者、大户、个人投资者、外资、产业资本、上市公司董监高等各种力量都可以方便的借助多种方式配资加大杠杆，进行 A 股的投资或投机，而监管机构难以掌握全部情况。

另一方面，配资规模快速膨胀。截止本轮股市异常波动之前，各家机构^[1]作出的估计认为，A 股杠杆规模在高峰时期大约有 5 万亿元，其中包括两融业务 2.27 万亿，收益互换业务规模 4121.99 亿元，伞形信托等结构化产品规模约

1.8 万亿元，民间配资规模接近 1 万亿规模，占到股市异常波动之前 A 股总市值和自由流通市值的 7.2% 和 19.6%。更为重要的是，上述杠杆资金规模大部分是随着 14 年下半年股市快速上涨时期发生累积的，如两融余额 14 年 11 月-15 年 6 月从 7500 亿元暴增至 2.27 万亿，增长 3 倍，同期上证综指上涨 2 倍。

数据来源：wind

图 1 2010 年 3 月-2015 年 8 月融资融券余额变化（单位：亿元）

如此大的杠杆资金规模，在股市发生短期回调或者一致预期发生逆转时，其去杠杆的趋势一旦形成，将会对市场构成巨大冲击。

（二）配资导致股市异常波动

我国资本市场处在发展初期，基础制度、监管手段、交易规则、投资者心理、舆论导向等各个方面存在不足或缺失的地方，其中有很多问题在本次股市异常波动中暴露的较为充分、显著和彻底，如缺乏做空机制致使股市成单边做多市场、上市公司分红欠缺致赚取差价为目的的投机盛行、投资者散户化和羊群效应明显、涨跌幅限制和 T+0 交易致止损时易引发流动性不足等等。

2015 年 6 月 12 日之前，沪指持续上涨，站上本轮牛市高点 5166.35，日均成交量超万亿元，一片向好，这中间股市配资加杠杆筹集海量资金助推作用明显，股指创新高的同时，以创业板为代表的部分股票估值开始泡沫化；2015 年 6 月 15 日，在严查场外配资、两融持续收紧、新股发行冻结资金等情况下，叠加投资者陆续发酵的对股指和个股估值偏高的担心，A 启动连续快速下跌过程，其间，由于下跌过快、幅度过大，引发高杠杆融资盘平仓止损，卖盘剧增，导致指数进一步下跌，此时，我国资本市场的顽疾开始发作，散户化的投资者预期发生改变，并迅速逆转至看空，卖盘进一步增加，多空力量严重失衡，股指

持续大幅下挫；下跌过程一直延续到 7 月 9 日国家救市行为启动之时，期间各种杠杆比例的融资盘陆续到达止损平仓点，配资机构纷纷进行平仓止损操作，但在跌幅限制下，出现大面积个股跌停，机构无法止损，股市流动性出现不足，引致众多股票连续数天跌停，指数连续剧烈下跌，直至 7 月 8 日收于 3507 点。

数据来源：wind

图 2 2014 年 6 月 1 日-2015 年 8 月 26 日上证综指变化

总结来看，A 股的配资加杠杆行为，前期结合 A 股单边做多市场的特点推动股指一路上扬，后期在诱发因素导致股指下跌情况下又推波助澜，导致股市大面积跌停、股指连续大幅下跌，改变一致预期，将市场推向下滑的深渊。

二、股市配资渠道及作用机制

股市配资有五大渠道，每类配资业务面对不同的客户群体，因此在本次股市行情中都有快速发展。本轮行情中，银行理财及非理财资金通过认购资管产品优先级、受让两融收益权、间接参与民间配资、同业贷款等渠道参与股市配资。分级基金作为一种杠杆式理财产品，对股市的影响机制与传统配资业务不同，但是在股票大幅下跌行情中的“下折”也可能对股市产生间接打压作用。各配资渠道的风险控制措施相似，但投资二级市场和投资有限售期股票的风控措施有所区别。

（一）主要配资渠道

总体来说，A 股配资主要有以下五个渠道：证券公司融资融券、证券公司股票收益互换、单账户结构化配资、伞形结构化信托、互联网及民间配资。其中关于单账户结构化配资业务，理论上包括证券公司、基金公司、信托公司、

保险公司、期货公司、私募机构都可以开展配资业务，但实际操作中主要由信托公司、证券公司开展。

6 月底以来股市调整使配资规模显著下降。根据渤海证券测算，2014 年 10 月至 2015 年 6 月股市上涨期间，峰值阶段进入股票市场的杠杆资金规模总量约在 5.4 万亿至 6 万亿，其中场外配资（两融以外的配资）规模在 3 万亿到 4 万亿之间，而到 8 月底场外配资规模在 1 万亿左右。另据华泰证券测算，截至 8 月底 A 股融资整体余额已处于安全位置，上证综指在 2250 点以上融资盘不会有大规模强平风险。

1. 证券公司融资融券

证券公司融资融券业务是指合格投资者在证券公司营业部开立专门用于融资融券的信用证券账户和信用资金账户。投资者在向信用账户存入保证金或将其所持有的证券按照一定比率质押给证券公司后，证券公司向其提供配资，随即投资者可开展买卖股票操作。融资期间股票大跌，证券公司系统可随时自动平仓。

证券公司开展融资融券业务的资金来源非常广泛。除证券公司自有资金以外，还包括证金公司贷款；银行同业贷款；证券公司发行各类债券（短期融资券、短期债、金融债、次级债等）；银行理财、保险资金、证券公司发行资产管理计划对接两融收益权等等。截止 7 月 29 日，融资融券余额为 1.37 万亿。

2. 证券公司股票收益互换

股票收益互换是一种金融衍生工具，可以实现配资效果。融资机构与证券公司签订股票收益互换协议，约定在未来某一期限内针对特定股票的收益表现与固定利率进行现金流交换。为了对冲风险，融资方须向证券公司支付交易保证金，证券公司按照约定提供配资资金后，以自营盘实际购入股票来完全对冲风险。融资期间标的股票大跌，证券公司通过卖出股票实现止损。

证券公司股票收益互换配资业务主要有两类应用：一是为私募机构二级市场投资提供配资；另一类是为上市公司员工持股计划、股东及高管增持提供配

资。证券公司为股票收益互换业务提供配资的资金主要来源于证券公司自有资金、同业贷款以及发行债券。

3. 单账户结构化配资

单账户结构化配资主要是由融资方认购信托公司集合资金信托计划，证券公司、基金公司、基金子公司、保险公司、期货公司资产管理计划，以及私募机构契约型基金等产品劣后级，而银行理财资金认购相关产品优先级的方式开展配资业务。配资渠道根据融资方的指令买卖股票，实时监控产品净值，必要时可平仓实现止损。

单账户结构化配资最早由信托公司、证券公司开展。由于配资业务需要完备的证券管理系统支持，并配以相应团队执行盯盘、止损、估值、清算等工作，有一定的进入门槛，因此现阶段其他金融机构开展此类配资业务很少。据渤海证券测算，截至7月底信托公司渠道的杠杆资金（含伞形结构化信托）规模约1万亿，证券公司渠道的杠杆资金规模约7600亿元。

4. 伞形结构化信托

伞形结构化信托和单账户信托计划配资相似又有区别。两者都是成立结构化集合资金信托计划，优先级资金主要来自银行理财资金。但是区别是：单账户的结构化配资业务中，集合信托计划开立的证券账户仅供投资顾问（即融资方）一人操作；伞形结构化信托配资业务则将信托计划开立的一个证券账户通过专门资产管理系统分成众多子单元，每个子单元由各自投资顾问（融资者）操作的配资方式。相比单账户结构化配资，伞形结构化信托配资无需为每一融资者一一开立证券开户，操作较为便利。

5. 互联网及民间配资

互联网及民间配资是门槛最低，同时也是杠杆及融资成本最高的配资方式。互联网配资是股民在线提出配资申请，配资平台通过分仓系统对证券账户进行分仓，并利用该系统实现自动化平仓操作。线下配资部分采用分仓系统接入证券账户的方式，也有采用开立多个证券账户后出借给融资者的方式操作。

互联网及民间配资的资金来源除了配资平台自有资金以外，其他来源还有：有的配资平台利用分仓系统接入伞形信托子单元后获得银行理财资金；有的在P2P等新金融平台上向公众发行资金池产品募集资金。根据渤海证券测算，截至7月底互联网及民间配资杠杆资金约在2000-3000亿元左右。

表 1 主要配资渠道一览

配资场所	场内	场外						
配资渠道	融资融券	股票收益互换		单账户结构化		伞形信托	民间配资	
产品运用	二级市场投资	二级市场投资	员工持股计划、股东及高管增持	二级市场投资、打新	定向增发	二级市场投资	二级市场投资	二级市场投资
配资渠道	证券公司	证券公司	证券公司	-信托公司、证券公司 和基金子公司	信托公司、证券公司 和基金子公司	信托公司	-利用分仓系统的 配资公司	-不利用分仓系统的 配资公司
融资方	个人为主	私募机构	-员工、 高管 -股东 与关联方	-私募机构 -资产管理机构	-资产管理机构 -私募机构	-私募机构 -炒股大户	个人	个人
期限	最长6个月,可展期	1年	12+6 或 36+6 月	1年	12+6 或 36+6 月	1年左右	多为1个月,不超过3个月	多为1个月,不超过3个月
投资股票有无锁定期	无	无	有	无	有	无	无	无
融资成本	8.5%左右	8%~9%	8%~9%	8%~9%	7%~8%	9%~10%	15%~18%,甚至超	15%~18%,甚至超

配资场所	场内	场外						
配资渠道	融资融券	股票收益互换		单账户结构化		伞形信托	民间配资	
							过 20%	甚至超过 20%
配资资金来源	-券商自营资金-债务资金（银行同业贷款、中证公司贷款、发债）	-券商自营资金-债务资金（银行同业贷款、中证公司贷款、发债）	-券商自营资金-债务资金（银行同业贷款、中证公司贷款、发债）	-银行理财资金 -向高净值客户 发行信托计划/ 资产管理计划 募集	-银行理财资金 -向高净值客户 发行信托计划/ 资产管理计划 募集	-银行理财资金 -信托高净值客户	-银行理财资金（间接） -P2P 产品 募集资金 -发行私募基金募集	-配资公司 股东 -发行 私募基金 募集
账户实名	√	√	√	√	√	×	×	×

来源：中融信托

(二) 各配资渠道发展的原因

股市持续上涨预期催生配资需求，银行理财资金的专项则为配资业务提供足够的资金供给，信息技术创新及互联网快速发展则降低了配资业务的准入门槛和管理成本。而差异化竞争，满足不同融资者需求则是本轮行情中各配资渠道均取得快速发展的内在原因。

1. 股市持续上涨预期催生配资需求

2014 年下半年以来，股票市场投资者对股市具有一致上涨预期。产生这种一致上涨预期的因素主要有：第一，经济增速下行，投资增速下滑情况下，市场资金亟需转向寻找新的投资热点和风口。与此同时，政府有打造牛市以解决产能过剩、推行国企改革、拉动实体经济发展的预期。此外，各研究机构、新闻媒体、社交网络等一致宣传更加强化了牛市预期。关于牛市的一致预期最终形成了一个单边向上的股票市场，股市的赚钱效应极大地催生了配资需求快速发展。

2. 银行资金转向提供充足资金供给

即便配资需求快速发展，但是由于各配资渠道自有资金或者募资能力有限，难以形成爆炸式发展。而 2014 年起大量银行理财资金转向对接配资业务的优先级，极大地解决了配资业务扩张的瓶颈。对于银行来说，随着我国经济增速下行，实体经济风险加剧，银行传统信贷业务的不良资产规模大幅增加，导致银行整体资产收益率下行。而股票配资由于存在预警、止损机制，在不发生系统性风险和操作风险的情况下，风险很低而收益可观。因此，大量银行理财资金通过认购信托计划或资产管理计划优先级的方式开展配资业务，为市场提供了大量的资金支持。而对于配资方来说，由于银行资金量大，进一步降低了配资成本，更加激发了融资方的配资需求。

3. 分仓技术降低配资行业门槛

对于互联网和民间配资来说，在原先，由于股票投资存在一人一账户的规定，配资公司往往采用利用亲朋好友的名义开户，再交由融资方进行操作的方式。这种方法的主要缺点一是账户数量有限，二是无法及时止损，因此一直以来配资规模并不大。但是随着分仓技术的出现，配资公司通过与其对接，可以将一个证券账户拆分成众多独立子账户进行证券操作，且在母账户层面对某一子账户具有自动平仓功能，这就使得配资业务能实现规模化、标准化风控的操作，极大地降低了开设配资公司的行业门槛，因此各种配资公司也如雨后春笋般建立。

4. 互联网发展充分发掘低净值股民配资需求

建立在分仓技术的基础上，互联网配资平台迅速兴起，大大拓宽了配资客户来源和资金来源。首先，互联网配资平台突破了传统民间配资的时间空间限制，能够在线上获得更加广泛的融资客户群体，其较低的融资门槛充分发掘了低净值股民的配资需求。且互联网配资平台注重用户体验，融资申请、审核等手续非常便利，因此配资客户数量大幅增长。

其次，多数配资机构本身即运营 P2P 平台，或者通过与 P2P 平台进行合作的方式，向公众发售资金池产品对接配资资金。此类资金池产品投资门槛低，

期限短，但具有较高的固定利率，因此性价比远远高于银行理财产品，吸引了大量投资者购买，从而为配资机构提供了充足的资金来源。

5. 差异化竞争是不同配资渠道均实现快速发展的内在原因

虽然各配资渠道出现时间不同，民间配资和伞形信托存在时间较长，股票收益互换则是 2013 年才出现的新业务。但在本轮股市行情中，由于各配资渠道开展差异化的竞争，满足不同配资机构和个人的需求，因此每个配资渠道都获得了较快发展。

融资融券业务作为场内配资业务，虽然融资成本较低（8.5%左右），但是杠杆低（不超过 1 倍），可投标的范围较窄（可投股票数量仅占 A 股三分之一），合格投资者门槛为 50 万元，不能满足所有融资者的需求。

互联网和场外配资则具有门槛低（如互联网配资门槛仅 1 万元）、杠杆高（3-5 倍杠杆）、可投标的几乎无限制、配资手续简单（无需单独开立证券账户）的特点，能够满足多数非合格投资者的配资需求。

伞形结构化信托须满足信托合格投资者规定，主要优势是杠杆高于两融，投资标的限制少、无需单独开立证券账户。此外，由于配资资金对接银行理财资金，因此配资成本也较有优势。

而证券公司股票收益互换从 2013 年试点以来发展速度非常惊人。该类配资业务主要面对资产规模在 3000 万以上的机构投资者，相对于单账户结构化配资的最大优势是无需单独开立证券账户，因此配资手续简单，资金到账快。且配资资金来源于证券公司同业借款、发债等，资金成本也很低。

(三) 银行资金如何对接各类配资

在所有配资业务中，银行资金均是重要的资金来源；对于伞形信托等部分配资业务，银行资金可能是主要的资金来源。银行资金对接各类配资业务主要有以下四种途径。

1. 理财资金认购集合理财计划优先级

银行理财资金以认购集合资金信托计划优先级或基金子公司专项资产管理计划优先级的方式参与配资，这是银行理财资金参与配资的主要方式。理财资金通过信托配资又分两类，一是认购单账户结构化集合资金信托的优先级，二是认购伞形结构化集合资金信托优先级。

2. 理财资金对接两融收益权

银行理财资金受让证券公司持有的两融债权收益权，产品到期后由券商对标的资产进行溢价回购。也有部分银行不直接以理财资金对接券商两融债权收益权，而是通过信托、基金子公司等金融机构将标的资产先包装成资管产品，再以理财资金进行认购。

3. 理财资金通过分仓系统进入民间配资

银行理财资金通过认购信托公司发行的伞形结构化集合资金信托计划的优先级，互联网/民间配资公司认购伞形信托某一子单元的劣后级，从信托公司处获得银行理财资金。同时，信托公司开通连接场外配资分仓系统的接口，允许互联网/民间配资公司配资分仓系统接入，配资公司将从信托公司获得的银行理财资金再进一步拆分配资给下一级融资人。

4. 非理财资金通过同业贷款间接参与配资

银行非理财资金主要间接参与配资，主要方式是：银行通过同业贷款的方式为证券公司开展融资融券、股票收益互换等配资业务提供配资资金。此外，银行还通过认购证券公司发行的短融、金融债券等方式，也间接为证券公司上述两类配资业务提供配资资金。

来源：中融信托

图 3 银行资金对接各类配资方式

(四) 分级基金特点及对股市的影响机制

分级基金作为一种杠杆式理财产品，对股市的影响机制与传统配资业务不同，但是在股票大幅下跌行情中的“下折”也可能对股市产生间接打压作用。

1. 分级基金特点

分级基金是指通过事先约定基金的风险收益分配，将母基金份额分为预期风险收益不同的子份额，并可将其部分或全部类别份额上市交易的结构化证券投资基金。其中，分级基金的基础份额称为母基金份额；预期风险、收益较低的子份额称为 A 类份额；预期风险、收益较高的子份额称为 B 类份额。分级基金实质上是有 B 类份额持有人向 A 类份额持有人融资，获得投资杠杆，A 类份额持有人获得相应的融资利息。

由于 B 类份额存在上述杠杆行为，因此当股市持续下跌时，存在 B 类净值小于零的可能。为保护 A 类份额持有人的利益，同时并且避免 B 类份额净值下降过多导致杠杆太高（证监会规定不得超过 6 倍），分级基金设计了下折机制。也即，当 B 类份额跌至某一阈值（常见为 0.25 元）时，减少 B 类份额，保持分级 A 份额与分级 B 份额比例保持不变，多余部分分级 A 份额折算成母基金，分配给 A 份额投资者。据测算，截至 7 月 29 日，分级基金 A 类的规模已经降至 1156 亿元。

表 2 分级基金分类及 2015 年 7 月各类基金占比

来源：Wind，中融信托

2. 分级基金对股市的影响机制

分级基金的下折机制与配资业务中的平仓机制相似，均是在股市下跌过程中触及某一阈值时进行的操作，操作结果直接导致融资方（B类或劣后级）持有份额减少或消灭。

但是分级基金作用于股市的方式与传统配资业务又有所不同。在传统配资业务中，当股市持续下跌触及强制平仓时，证券公司、信托公司等配资渠道直接在二级市场卖出股票，直接打压股票交易价格。但是在分级基金下折操作中，基金公司只是将基金份额在A类、B类投资者间重新分配，基金公司并不直接卖出股票。因此分级基金下折本身并不直接导致基金所持股票价格下跌。

不过，在下折过程中分级基金可能会间接打压股市。分级基金下折时份额在A、B类投资者按比例重新分配后的剩余部分折算成为母基金，并分配给A类投资者。由于A类投资者本身是希望获取固定收益的投资者，在对股票仍有进一步下跌预期的情况下，很可能会选择赎回母基金份额，从而触发基金公司卖出股票应对赎回，对股票现货价格形成打压。

(五) 配资业务风险控制

根据配资资金投向的不同，配资机构的风控措施也不尽相同，大致可分为两类：直接参与二级市场投资的配资账户可以及时止损；而参与上市公司定向增发的配资业务由于锁定期的存在，股票解禁之前即使产品净值大幅下跌也无法平仓止损，因此风控重点在于优选标的，以及差额补足、保证担保等条款的设置。

1. 为二级市场投资配资业务

(1) 证券公司券商融资融券。券商融资融券业务的风险控制主要是通过将保证金比例、担保证券折算率、客户持仓集中度等指标控制在合理的范围内来实现的，投资标的（个股）的调入与调出以沪深交易所的公告为准，具体风控措施包括：

- 1) 严格审核开通融资融券业务客户自身资质，做好客户适当性管理工作，确认客户满足从事证券交易时间超过半年，有一定风险承受能力且最近 20 个交易日的日均证券类资产超过 50 万元等要求。
- 2) 保证金比例和可充抵保证金的证券种类、折算率、最低维持担保比例、客户补交担保物期限等关键风控指标均由证券交易所统一下达，证券公司根据自身业务开展的实际情况对可充抵保证金证券折算率进行动态管理与差异化控制。
- 3) 维持担保比例触及止损线将被强制平仓。目前两融业务统一止损线设定为 130%，当客户保证金比例低于 130%时，证券公司通过系统启动追加保证金流程，T+1 日若资金未到账，则启动强制平仓程序。
- 4) 信用账户持仓集中度标准与维持担保比例挂钩，实行动态管理，维持担保比例越低则允许的持仓集中度越低，目的在于重点关注存在较大风险隐患的信用账户。

(2) 单账户及多账户结构化配资。单账户及多账户配资主要包括单账户结构化信托、证券公司、基金子公司结构化集合资产管理计划、以及伞形信托等。此类配资渠道的杠杆比率原则上不超过 1: 3，具体风控措施包括：

- 1) 严格审核次级资质，通常要求次级投资者具备 3 年以上投资经验、能较好的识别投资风险、自身资产实力较强、未受过监管部门处罚等，要求次级投资者以自有资金出资至少达到 1000 万。
- 2) 预先设定止损线及止损的具体条件，止损线的设置以止损后产品净值能够涵盖优先级投资者本息以及相关费用为原则。
- 3) 结构化产品持有上市公司公开发行的股票不得超过该上市公司总股本的 5%；投资于一家上市公司发行的股票，依买入成本计算，不得超过前一交易日产品总值的 20%；投资于创业板股票，依买入成本计算，原则上不得超过前一交易日产品总值的 10%等。

4) 当产品净值初次跌破止损线时，证券公司、信托公司相关人员将通过资管系统启动追加资金流程，T+1 日若客户资金未到账则于 T+2 日进行强制平仓。

(3) 证券公司股票收益互换。券商收益互换业务的次级委托人主要为机构客户，在资质上须满足净资产超过 3000 万，券商对该客户此前的操作业绩也会有相应的衡量标准，如参考该客户其他类似产品的历史回撤等。收益互换对于机构客户所投资的标的没有具体要求，只是设定合理的预警和止损线，当止损条件触发时，进行手动平仓。

(4) 民间配资。民间配资公司业务可大致分为两类，通过分仓系统操作的配资和民间借贷。通过分仓系统配资的风险控制措施与证券公司、信托公司的结构化配资产品大致相同，也从融资方资质、可投资标的数量及金额比例、预警止损线设置（通常预警线为 113%，平仓线为 110%）等方面着手，各家公司具体的比例设定不尽相同。民间借贷风控环节较为薄弱，首先，其对于配资方资质审核力度不够，无法准确评估投资者的风险承受能力；其次，渠道杠杆比率较高（5-10 倍杠杆），一旦市场暴跌，投资者将面临重大损失；第三，盯盘及平仓人员的专业性也可能增加资金的操作风险。

2. 投资有锁定期的配资业务的风控及平仓

与直接购买二级市场股票不同，结构化产品参与上市公司定向增发所购买的股票在锁定期内不得上市交易，因此，无法通过平仓的方法进行止损。结构化定增产品在风控上相对简单，关键在于优选标的及减持方案设计。参考目前市场上结构化定增产品信息，此类产品主要风控手段包括：

1) 项目成立前优选个股。确定合理价位，尽量获取较低折扣率，控制增发认购数量及比例以缓解解禁压力，提前设计好减持方案，优先选择绑定上市公司大股东利益的定增项目等。

2) 补仓设计。当产品价值（以当天收盘价计算，包括全部增发股票、配股股票、货币资金）低于补仓线，次级委托人必须在规定的时间内补仓至补仓线水平，各配资机构对于补仓线的确定标准不同，通常在优先级资

金及其预期收益率之和的基础上上浮 30%左右。如果次级未如期如数追加资金，则视为违约，一般会设定处罚措施，如调整次级利益的分配方案，扣减其出资并在配资机构和优先级之间进行二次分配。

- 3) 差额补足。产品到期时，次级对优先级的本金和预期收益承担差额补足义务，即产品到期变现时若不足以偿付优先级本息之和，则由次级持有人予以补足。
- 4) 保证担保。次级关联方或第三方为其补仓义务或差额补足义务提供担保。对于以回购方式退出的项目（区别于股票变现方式），则由融资人控股股东或其他关联方为其回购义务提供连带责任保证担保。
- 5) 预留足够退出期。结构化定增产品在期限设计上往往预留出股票处置空间，1 年期定增项目对应的产品期限通常为 1.5 年。

表 2 股票配资业务风控措施

配资场所	场内	场外				
配资渠道	融资融券	股票收益互换	单账户结构化	伞形信托	民间配资	
投资门槛	50 万	3000 万起	1000 万起	300 万起	线上 5 千~1 万 线下较高	上百万级别
杠杆倍数	1:1	2: 1 ~ 3: 1	2: 1 ~ 3: 1 打新可到 5: 1	2: 1 ~ 3: 1	平均 3 倍，最高 10 倍	也较高，最高 10 倍
客户适当性管理	从事证券交易时间超过半年，有一定风险承受能力且最近 20 个交易日的日均证券类资产超过 50 万元	主要为机构客户，净资产须超过 3000 万，同时考查业绩、历史回撤等指	3 年以上投资经验，具备风险识别能力，无违规记录，以自有资金出资达到	3 年以上投资经验，具备风险识别能力，无违规记录，以自有资	客户资质审核不严格	

		标	1000 万	金出资达到 1000 万	
预警线、止损线	维持担保比例分别达到 150%、130%	无固定	杠杆为 1: 3 时产品净值分别为 0.95 和 0.9	杠杆为 1: 3 时产品净值分别为 0.95 和 0.9	各公司设置不同
持仓集中度	有（与客户维持担保比例挂钩动态管理）	无	有	有	无
平仓操作	低于止损线启动追加保证金流程；T+1 资金未到账则 T+2 自动平仓	手动平仓	低于止损线启动追加保证金流程；T+1 资金未到账则 T+2 自动平仓	低于止损线启动追加保证金流程；T+1 资金未到账则 T+2 自动平仓	低于止损线启动追加保证金流程；T+1 资金未到账则 T+2 自动平仓

来源：中融信托

三、股市配资存在的问题及影响

股市配资存在一系列问题。宏观方面的问题有：由于各类配资没有做到数据检测，分业监管格局下更是无法掌握配资市场全局；缺乏做空机制下的配资业务容易产生单边极端走势；配资业务强制平仓风控措施在股市下跌时容易强化市场一致预期引发持续暴跌。微观方面的问题包括存在未遵守证券账户实名制规定扰乱股票市场秩序、部分投资者采用高杠杆与自身风险承受能力不匹配，以及部分 P2P 等新金融平台构建资金池对接配资渠道等。

(一) 配资资金跨体系流动，分业监管无法掌控全局

股市配资行为涉及机构众多，商业银行和保险公司资金以同业贷款、认购债券或资管产品等形式通过信托公司、证券公司、场外配资公司等多种渠道流入股市，形成资金跨部门、跨体系流动的新格局。处于配资链条上的各金融机构、以及包括民间配资公司等在内的非金融机构深入参与其中，在相互配合与渗透的同时却分属银、证、保、地方金融监管局等不同部门管理，部分场外配资机构甚至处于监管缺位状态，现行分业监管体制无法适应金融机构之间业务交叉的混业经营局面。一方面，分业监管下决策者难以获得全局性配资数据。市场数据是监管部门决策的重要依据，而银、证、保分割监管的情况下，由于缺乏信息共享机制，各部门只能管中窥豹，无法掌握总体配资规模、增速等关键指标，对所面临的市场风险也只能进行定性分析而无法准确量化。相比之下，成熟市场国家则对融资盘相对增速及相对规模进行严格监控，如美国股票市场融资余额增速基本维持在标普 500 指数的两倍左右（我国大约在 5 倍左右），融资余额占纽交所市值比例基本维持在 2.5%左右（我国仅券商融资余额占两市市值比重就为 2.5%）等。另一方面，股市异常波动发生后缺乏统一决策机制及时止跌救市。分业监管体制下，全局性数据及信息获取不畅导致配资风险无法预见；各监管部门各自为政、分头决策，无法进行全盘考虑，没有合理把握场外配资清理力度及步骤，开启股市下跌窗口；市场出现暴跌行情后，监管部门因缺乏统一行动规划，没有及时制定有效且针对要害的救市政策，错过救市良机，导致恐慌情绪泛滥，资金踩踏出逃。

(二) 缺乏做空机制前提下，配资导致市场出现单边极端走势

理性市场中股票价格围绕价值上下波动，一旦发生偏离就会出现套利机会，市场会自发做多或者做空，使股价回归价值。我国股票市场融资与融券发展极不平衡，以券商场内两融业务为例，截至 8 月 19 日，沪深交易所两融业务余额约为 13653.6 亿元，其中融资余额 13618.83 亿，占两融余额的比重高达 99%以上，融券余额仅为 34.77 亿元，占比不到 1%。而包括伞形信托、单账户结构化产品、民间配资等在内的广大场外配资渠道则均为满足投资者融资做多需求，整个配资市场多空严重失衡。与此相比，美国股票市场融资与融券的比例为 3:1，台湾为 8:1。在市场缺乏做空机制并且出现牛市行情的情况下，投资者，尤其是投资经验不足、投资行为不理性的广大个人投资者因存在获取高资本利

得的预期，杠杆操作的需求会大幅增加，而资本利得预期与杠杆率之间存在正相关性，预期越高，杠杆需求越大，配资资金大量涌入股市，造成股市虚涨，带来更大的资本利得预期，如此循环对市场的影响产生乘数效应。因此，配资加杠杆虽然不会改变市场方向，但是在多空力量严重失衡的情况下会造成股票价格大幅高于价值，放大市场波动，造成股市在没有实体经济和企业经营业绩的情况下暴涨，泡沫破灭风险不断累积，是本轮股市异常波动形成的重要推手之一。

(三) 强制平仓强化市场一致预期，集中抛售导致市场暴跌

配资机构一般都设有专门的资产管理部门负责盯市、预警及平仓。各配资渠道止损机制差别不大，一般均会事先与融资客户按杠杆比例高低设定不同的平仓线，当客户的维持担保比例接近或触及平仓线时，配资机构会通知客户及时追加保证金，若在规定时间内（通常为 1 个交易日）保证金无法到位则立即启动强制平仓程序。配资公司在平仓时通常会按照最快成交原则自行选择平仓品种、数量、价格、顺序和时间等。融资融券、互联网配资一些配资业务等可由系统自动平仓。

在前期配资做多所形成的泡沫破裂，市场步入下行通道后，部分高杠杆场外配资盘触及止损线而面临强制平仓，市场普遍预期此举将形成大量卖盘，带动指数下行，由此引发市场恐慌，导致集中抛售潮形成。而部分配资机构为保证优先级资金安全，在具体止损平仓的操作过程中直接以跌停价出货的惯例则进一步放大了市场跌幅。融资盘按杠杆高低顺序依次触及平仓线而面临强制平仓，市场预期高度一致，在多米诺效应作用下市场出现暴跌行情。

(四) 部分配资未遵守账户实名制规定扰乱股票市场秩序

在各类配资渠道中，互联网配资、民间配资、以及部分对接具有违规分仓交易功能系统的伞形信托未遵守账户实名制规则。其中，互联网配资平台利用分仓技术将配资公司或个人开立的证券账户拆分成多个独立的操作单元。部分伞形结构化信托违规接入民间配资分仓系统。而民间配资公司则是由配资公司出借本人证券账户由投资者进行操作。也即，在上述三个配资渠道中，投资

者并不是用自己已经实名验证的证券账户买卖股票，未遵守了证券账户实名制规定。

不遵守账户实名制可严重扰乱股票市场秩序。对于使用分仓技术的伞形信托和互联网配资来说，融资期限结束后子账户随即关闭，并不会在系统中留下交易痕迹。同时，由于互联网配资平台和民间配资基本不受监管，在利益驱动下往往不会对融资方真实身份进行严格实名审查及备案。如果配资平台在审查环节不对融资方进行严格的实名认证及交易留痕，不仅容易出现内幕交易、老鼠仓、利益输送等行为扰乱股票市场秩序，也为监管机构打击上述行为的取证增加了很大难度，不利于建立规范、公平的资本市场环境。

(五)高杠杆与投资者风险承受能力不匹配

互联网配资平台的主要融资者主要有以下两种：一是未达证券公司融资融券合格投资者门槛（金融资产 50 万元以上）但希望杠杆操作的；二是虽然达到证券公司两融合格投资者门槛，但是希望获得比两融业务更高杠杆、投资范围不受限的投资者。从实际操作来看，上半年活跃的互联网配资平台上的配资门槛低至一万元起，而配资杠杆在 3 至 5 倍的也比较常见。从 6 月 29 日晚上证监会新闻发言人张晓军在答记者问中称“通过 HOMS 系统接入证券公司的平均杠杆倍数约为 3 倍”也可印证互联网配资平台高杠杆。

事实上，为了投资者风险承受能力与其资产相匹配，受监管的配资机构一般对杠杆比例进行严格控制。如证券公司融资融券的门槛是 50 万元，杠杆比例不能超过 1；信托公司伞形结构化面向风险承受能力稍高一些的投资者，投资门槛 300 万元，杠杆比例可适当提高（实践中以 2-3 倍居多）；而单账户配资以及证券公司股票收益互换面向风险承受能力最高的机构投资者的，配资的门槛高达 3000 万元，但杠杆比例也一般不超过 3 倍。

高杠杆配资仅能抵御股市极小幅度的回撤，如 5 倍配资杠杆的止损线一般在 105%左右，如果没有后续资金补仓，正常的市场波动即能触发强制平仓。由于这些投资者往往并非合格投资者，财富积累较少，同时风险意识薄弱，对追

加保证金所需资金估计不足；同时平仓结果往往大大超出了投资者的承受能力，对投资者的正常生活造成重大影响，也容易滋生其他社会问题。

(六)新金融平台构建资金池对接配资渠道存隐患

在不少互联网及场外配资平台上，部分配资资金来源于平台自身或者合作的 P2P 平台向公众发行资金池产品募集的资金。P2P 平台资金池模式存在较大隐患，不仅存在流动性风险，更主要的问题是资金投向不透明，难以实现有效监管。若融资平台以股票配资为明，但是实际投向高风险项目甚至发布假标的的进行自融，投资者很可能血本无归。

四、规范配资业务的政策建议

规范配资业务首先需要完善配资业务市场数据监测，建立业务数据定期报送机制。其次，对现有配资业务，加强证券账户实名制管理，完善合格投资者管理制度，并限制最高配资杠杆比例。此外，按照堵疏结合的原则，严格禁止各类未在监管视野内的互联网、民间配资的同时，尝试通过公募基金渠道、开发多种类分级基金等方式满足非合格投资者的配资需求。

(一)完善配资业务市场数据监测

目前，除证券公司融资融券业务以外，其他配资业务并未建立业务数据报送机制，这使得监管机构无法实时掌握配资业务开展情况，不利于对市场潜在风险做出预判。因此，各监管机构需要加强配资业务市场数据监测。

首先，要求各类配资机构向各自监管机构定期（如每月）报送配资业务统计报表，报告内容包括但不限于配资业务规模、业务类型、期限结构、杠杆比例结构、投资股票集中度等。对于同时使用 2 个及以上不同通道的配资业务，制定相应的报送主体确定规则（如由配资交易的主要发起方进行报送），防止数据统计真空和重复报告。在这基础上，监管机构在对数据进行定量分析的基础上，综合运用集中度测试、压力测试等手段预判市场风险，将事后治理转变为事前防范。

(二)加强证券账户实名制管理

部分配资业务（主要包括伞形结构化信托、互联网及民间配资）利用分仓技术在证券账户下开设虚拟子账户的方式开展业务，由于没有实行账户实名制，也未实现交易记录留痕，为监管机构打击内幕交易、利益输送等行为带来较大难度。

各类配资业务均不应扰乱资本市场秩序，首先要求各配资渠道加强证券账户实名制管理，严格禁止机构或个人借助信息系统为客户开立虚拟证券账户、借用他人证券账户、代理买卖证券等行为。对于伞形结构化信托的每个伞形子单元，视为新增证券账户，由信托公司按照证监会证券账户的相关规定进行管理。配资机构应按照反洗钱相关规定的要求对投资者的姓名、身份进行审查。

其次，配资机构应完善交易数据留痕。各配资渠道需搭建完备的资管系统硬件与软件，拥有系统完整的使用权，自主独立保存数据。交易记录保存期限可以参照证券法规定，不得少于 20 年，做到交易记录可追溯查询。

(三)完善合格投资者管理制度

目前监管视野内的配资业务都实行合格投资者制度，如融资融券的合格投资者门槛是 50 万元，伞形信托合格投资者门槛 300 万元，单账户结构化和股票收益互换门槛一般为 1000 万元。但是实际操作中存在变相突破合格投资者规定的情形，因此需要进一步落实和完善配资业务的合格投资者制度。

首先，严禁信托公司以各种形式再次拆分信托伞形单元的方式为非合格投资者提供配资，包括不得为次级投资者提供场外配资分仓系统接口，不得通过任何方式为次级投资开立“拖拉机”账户提供便利。

其次，要求配资机构严格审查配资资金来源，要求融资方以自有资金认购结构化配资的劣后级或者支付保证金。

此外，适当提高伞形结构化配资门槛。伞形结构化信托配资业务的杠杆比例、可投资标的与单账户结构化相似，因此，可将伞形结构化信托劣后级认购

门槛提高至与单账户结构化配资门槛相同，即从目前的 300 万元提高至 1000 万元以上。

(四) 限制最高配资杠杆比例

目前融资融券是唯一具有杠杆约束的配资方式，杠杆比例不超过 1:1。而股票收益互换、单账户结构化配资和伞形结构化配资都没有最高配资杠杆限制。实际操作中，各配资渠道根据实际情况自主决定配资杠杆。上述配资业务杠杆比例普遍不超过 3:1，但是也有少数配资渠道执行更高的配资杠杆。

高杠杆配资增添了股票市场波动性，有必要进行限制。可将股票收益互换、单账户结构化配资、伞形信托等三类配资业务杠杆比例限制在 3:1 或者 2:1 以下，以防范极端行情对产品净值的冲击，进而引发对股票市场形成较大冲击。

(五) 通过公募基金渠道满足非合格投资者配资需求

目前，所有受监管的配资业务中，门槛最低的是证券公司融资融券，合格投资者门槛是金融资产规模 50 万元。但是，现实中，众多金融资产规模未达 50 万元的投资者也有旺盛的配资需求，这也是导致主要面向这类投资者的互联网和民间配资业务快速发展的最基本原因。因此，治理场外配资应按照“有堵有疏”的原则，在严格禁止各类未在监管视野内的互联网、民间配资的同时，也要为非合格投资者配资放开必要渠道。可以通过公募基金渠道满足非合格投资者的配资需求。其次，由于分级基金也具有配资的特征，应鼓励基金公司开发更多不同类型和投向的分级基金满足散户的配资需求。

参考文献

- [1] 华泰证券, 《市场融资规模及银行理财配资入市估算》, 2015年6月。
- [2] 国泰君安证券, 《杠杆上的股市——新特征与新影响》, 2015年6月。
- [3] 华泰证券, 《关于融资盘是否会引发系统性风险的测试》, 2015年8月。

子报告 2 股市资金杠杆的规模、配资软件系统及压力测试

报告摘要

近年随着股市的发展，入市的杠杆资金规模出现了快速增长。本文从股市杠杆资金总体规模测算，场外配资软件系统，以及杠杆资金的压力测试三个方面对股市资金杠杆和场外配资问题进行评估和论述，并有针对性的提出了一些监管建议。

首先，为了得到 A 股市场新增资金和场外资金的规模情况，我们分别从宏观、微观和计量三个角度进行了测算。在宏观上，我们从 A 股市场新增资金的来源角度进行了分析。在微观上，我们将配资资金分为两融渠道杠杆资金、信托渠道杠杆资金、分级基金杠杆资金、场外配资资金和券商资管集合产品杠杆资金五类，分别测算了各自的规模，汇总后得到全部配资规模。在计量分析上，一方面我们采用时间序列的方法，将 2015 年 6 月的真实数据和我们回归的样本预测值做差，估算潜在新增的市场资金。另一方面，我们又从交易量的视角，将增量资金划分为可视化杠杆的融资增加额、居民因财富增长导致的入市资金增加额、场外配资和伞形信托资金量三部分，分别测算总量和前两个增量后，得出场外配资和伞形信托资金量。综合以上的分析，我们判断，2014 年 10 月到 2015 年 6 月的股市上涨期间，股市新增资金峰值范围区间在 5 万亿到 6 万亿，场外配资区间在 3 万亿到 4 万亿，经过此轮股灾，场外流动性配资规模在 1 万亿左右。

其次，本文简要介绍了民间配资公司使用软件系统的概况和方式，并对恒生 HOMS、铭创软件、同花顺等不同配资软件系统的特点进行了说明和比较。

随后我们又对上述结果进行了压力测试。首先，我们从量价关系的角度，对价格下滑到 3000 点时场外配资的总规模进行预测，并对市场下跌到何种程

度会引发系统性金融危机做测算。结果显示，当上证综指下跌到 3000 点左右时，场外融资的规模均值为 10220.02 亿元；下跌到 1600 点时，将引发严重的金融危机。之后我们又从场内资金的角度，分别论述了股权质押和两融业务市场的危机情况。我们分别对 A 股市场的总样本、主板、中小板、创业板在面临股价下跌的乐观、中性、悲观情况下，触及平仓线的股票数量、市值及补仓缺口进行了估计。结果显示，中小板的补仓压力最大，有 1016.5 亿总市值的股票质押比例高于 50%，是全部 A 股平仓风险的主要源头。并且在经历连续暴跌后，越来越多的个股跌破质押和两融警戒线，银行不良贷款率将大幅度增加，两融市场极易发生系统性一致平仓状态，引发流动性危机。

最后，我们在上述分析的基础上提出了对场外配资的监管建议，主要包括：建立技术服务商的备案机制；筹划建设中国金融市场大数据中心，服务于金融稳定；A 股市场微观结构优化等。

关键词： 场外配资 软件系统 资金规模 压力测试

目 录

<u>一、股市资金杠杆规模测算.....</u>	<u>55 -</u>
<u>（一）宏观视野下 A 股市场新增资金分析.....</u>	<u>55 -</u>
<u>（二）微观上：杠杆资金分类估算.....</u>	<u>57 -</u>
<u>（三）市场新入资金的实证分析.....</u>	<u>60 -</u>
<u>（四）场外资金规模测算.....</u>	<u>68 -</u>
<u>二、场外配资软件系统的特点、机制.....</u>	<u>68 -</u>
<u>（一）配资公司使用软件系统概况和方式.....</u>	<u>68 -</u>

(二) 配资软件系统的特点.....	- 69 -
三、压力测试.....	- 72 -
(一) 从量价关系进行压力测试.....	- 72 -
(二) 从场内资金角度进行压力测试.....	- 75 -
四、监管建议.....	- 83 -
(一) 建立技术服务商的备案机制.....	- 83 -
(二) 筹划建设中国金融市场大数据中心，服务于金融稳定.....	- 83 -
(三) A股市场微观结构优化建议.....	- 84 -

一、股市资金杠杆规模测算

（一）宏观视野下 A 股市场新增资金分析

1. 资金来源分析

2014 年底以来 A 股市场的持续走高主要源自投资者在改革牛预期下将资金不断投入 A 股市场所带来的估值提升，其中资金来源主要包括存款搬家多途径进入 A 股市场以及金融机构资金配置的调整。

图 4：A 股市场资金来源示意图

（1）存款搬家：尽管受制于理财产品的大幅发展，2012 年以来住户存款同比持续回落，但是进入 2014 年，随着 A 股市场的持续上行，该同比数值再度出现快速回落。数据显示，2015 年 6 月，住户存款同比增速仅为 6.22%，较 2014 年同期和 2015 年 5 月分别回落 4.45 和 2.06 个百分点；与此同时，2015 年 6 月非金融企业存款同比增速较去年同期和上月也分别回落 1.76 和 1.30 个百分点。与之对应的是，银证转账累计变动额在 2015 年 3 月份后持续快速增加，存款资金跑步入市的情况可见一斑。相较于 2007 年存款搬家后的入市途径不同，2015 年存款搬家不仅包括投资者直接入市参与股票交易和通过购买传统金融产品（如非分级类投资基金和非机构化信托等）间接入市这两种主动方式，而且还有相当规模的资金是通过购买结构化金融产品优先级（主要包括分级基金、伞形信托和互联网金融产品等）而被动入市的。

图 5：2014 年底以来住户存款同比显著回落

图 6：2015 年 3 月份以来银证转账净额持续增长

(2) 金融机构资金配置变动：除了居民和非金融企业通过存款搬家的方式助推了 A 股市场的资金供给，金融机构资金配置的调整也成为 A 股市场增量资金的重要来源，除非银行金融机构加大自有资金和原有金融产品对 A 股市场的投资比例外，银行资金则通过直接为券商提供贷款和购买券商收益权凭证等方式为券商两融业务提供资金支持。

2. 资金规模测算

尽管资金来源千差万别，但无论是存款搬家还是银行给予的资金支持，最终都将体现为非银行金融机构存款的增长，仅有非银行金融机构资金配置调节因素难以在这一数据的变动中得到有效体现。因此，从宏观层面，我们有理由将 2015 年以来非银行金融机构存款的增长趋势视为 A 股市场增量资金变动趋势，数据显示 2015 年 1 月份非银行金融机构存款额为 88693 亿元，而同年 6 月份该数值则大幅提升至 128377 亿元，增幅达到近 4 万亿元。

此外，数据显示，自 2015 年 2 月 1 至 2015 年 7 月 3 日，银证转账变动净额累计近 4 万亿元，鉴于该部分资金是指“证券市场交易结算资金监控系统”获取的有经纪业务的证券公司全部经纪业务客户（含部分采取证券公司结算模式的资产管理计划）从事证券交易等的人民币交易结算资金，而不包括投资者从事 B 股交易、融资融券业务等的资金，也不包括证券公司自营、QFII 以及采用托管人结算模式的证券公司资产管理计划和公开募集证券投资基金等从事证券交易的资金，于是有理由相信 A 股市场新增资金供给至少在 4 万亿以上，而且正是因为大部分机构资金和两融资金不在此统计口径内，所以有理由相信通过伞形信托和互联网配资等方式优先级进入 A 股市场的资金大多包含于此，但是如何有效厘清资金是主动参与到 A 股市场的交易当中，还是通过购买结构化产品优先级而被动进入 A 股市场成为困难所在。

（二）微观上：杠杆资金分类估算

1. 两融渠道杠杆资金规模

融资资金作为 A 股信用交易的主要方式，目前也是 A 股市场杠杆资金的主要来源。从此轮牛市初期开始，融资买入规模便经历了持续的增长，融资余额从 2014 年 6 月末的 4 千亿，攀升至 2015 年 6 月末的 2.04 万亿，期间峰值到过 2.26 万亿。不过年中的这轮市场快速下跌，令融资规模出现了快速回落。截止 7 月 29 日，融资余额已缩水至 1.37 万亿。

图 7：两市融资余额

2. 信托渠道杠杆资金规模

信托渠道的入市途径主要包括伞形信托和结构化信托，其主要形式为伞形信托、结构化信托、基金专项计划、券商分级资管、期货分级资管、券商收益互换等。

从**券商股灾前信托规模来看，伞形信托产品峰值 24 亿元；结构化信托峰值 88 亿元，信托渠道的场外配资总规模峰值超过 100 亿。考虑到该证券公司峰值时市场份额约 5.1%-6.2%，由此测算的信托渠道投向二级市场的配资峰值为 1.8 万亿至 2.2 万亿，其中约有 75%至 85%来自银行。

而经历股灾后，**证券公司目前伞形和结构化信托规模存量只有 40 多亿，超过 50 亿被爆仓。参考这一存量情况，我们估计截至 7 月 27 日，信托渠道的配资存量约为 1 万亿规模。

3. 分级基金杠杆资金规模

分级基金也是目前市场通过加杠杆参与 A 股交易的渠道之一。分级基金早期雏形源于 2007 年设立的“老瑞福分级”，是一种有杠杆的封闭式基金，直到 2009 年才出现第一支开放式分级基金。此后，分级基金这种通过有杠杆

的创新基金产品经历了快速增长期，仅 2015 年上半年便有 58 只被动指数型分级基金成立，占到了已有被动指数型分级基金产品数量的一半。而通过分级基金 A 份额，进入市场的杠杆资金也有相当的规模。投资于股票的分级基金主要包括主动股票型分级基金、被动指数型分级基金与混合债券型分级基金。我们统计的 2015 年 6 月份末，其用于杠杆的 A 类份额规模为 1752 亿元，较之去年末显著增长了 218%。而股灾后，由于大量分级基金遭遇下折和赎回，截至 7 月 29 日，分级基金 A 类的规模已经降至 1156 亿元，较 6 月末缩水 34%。

图 8：分级基金中用于杠杆部分的 A 类份额规模

4. 场外配资资金规模

场外配资是指民间配资公司以信托产品、基金子公司产品和民间借贷等方式筹集优先级资金为投资者增加入市杠杆的方式，主要的管理方式包括系统分仓模式（HOMS、铭创及同花顺）、人工分仓模式（人工盯盘）、互联网平台模式（P2P、中介）及其它模式。总体规模难以精确测算。从证券业协会公开公布的情况来看，HOMOS、铭创及同花顺三大系统的客户资金规模约在 5000 亿。申万宏源估算民间配资的规模峰值约为 4000 至 6000 亿元。而国泰君安则对整体场外配资的规模进行估计，结果为 10000 亿。总体来看，目前还没有行之有效的估算场外配资的方法。

图 9：不同机构估算的场外配资规模

5. 券商资管集合产品杠杆资金规模测算

目前券商资管集合产品普遍采用结构化的交易方式，来提升产品的收益率。经过前期的快速扩张，截至 2015 年 6 月底，券商资管集合产品规模已达 1.22 万亿。银行作为券商资管优先级的重要来源，普遍参与到资管产品中来。参考**证券资管产品的资金结构，银行资金占集合产品规模的比例为 62.75%。我们据此简单推算，国内券商资管集合产品中银行配资的规模约在 7600 亿。

综合多条配资途径峰值和现状，我们估算峰值阶段进入股票市场的杠杆资金规模总量约在 5.4 万亿至 6 万亿，而股灾后，目前市场的存量已回落至 3.5 万亿左右。

表 3：各杠杆资金渠道峰值与现值估算 3. 市场新入资金的实证分析

资金类型	全市场峰值（亿元）	全市场 7 月中旬（亿元）
信托渠道杠杆资金规模	18000-22000	10000
民间配资	4000-6000	2000-3000
融资余额	22666	13692
分级基金 A 类规模	1752	1156
资管配资规模	7655	7600
全部配资规模合计	54073-60073	34448-35448
场外配资规模合计	31407-37407	20756-21756

注：资管配资主要是参与上市公司定向增发的资金，期限一般在 1-3 年，受股市波动影响较小，还有很小一部分是量化策略的配资，受二级市场影响较大，所以到 7 月中旬减少的部分主要是受二级市场影响的部分。资料来源：渤海证券

（三）市场新入资金的实证分析

1. 时间序列分析

除了宏观和微观层面的方法，我还采用时间序列的方法，对证券市场交易结算资金进行分析，据此估算潜在新增的市场资金。

证券市场交易结算资金数据是周数据，选取自 Wind 数据库，数据范围是从 2012 年 4 月 6 日到 2015 年 7 月 17 日，共 169 个数据。期间的走势图为图 1。

图 10：证券市场交易结算资金数据走势图

市场上有部分专用资金通过参与 IPO 来获得一些相对低风险的收益，根据新股申购制度的要求，申购人在申购新股时需要在二级市场持有一定份额的股票，所以打新资金为配合新股申购会在申购前买入部分股票，在申购结束后卖出。这种行为会因为 IPO 的暂停或开启对交易结算资金造成影响，从而影响我们的预测结果。同时，还需考虑到有些专门投资在股票市场的资金，会在有 IPO 时将部分股票变现，参与新股申购。这些资金将股票变现的行为可以抵消部分专门参与打新资金的配合新股申购而买入股票的行为对市场造成的影响。

为抵消上述冲击，我们需要从原始的证券市场交易结算资金数据中减去打新资金为配合申购而买入的股票。这部分数据无法直接得到，为估计这一数据，我们假设为配合新股申购而持有的老股票市值为 IPO 资金冻结量的一定比例。为增加完备性，分别以 0.2、0.1 为比例系数做了预测。扣除每周 IPO 资金冻结量后的证券市场交易结算资金走势图如下：

图 11：以 0.2 为系数扣除后的交易结算资金数据走势图

图 12: 以 0.1 为系数扣除后的交易结算资金数据走势图

从图中可以看到在 2014 年上半年以前走势较平稳, 在 2014 年 9 月份和 2 月份有明显的趋势变化。本文以下部分通过时间序列模型来判断, 证券市场交易结算资金在延续以前趋势的情况下在 2015 年 6 月高峰时预计为多少, 并与实际数据进行对比。

从图中可以发现证券市场交易结算资金分别在 2014 年 9 月和 2014 年 12 月有两次趋势变化情况, 所以把 2014 年 8 月 29 日作为起点一, 把 2014 年 11 月 28 号作为起点二, 分别在以 0.2 为系数和 0.1 为系数的数据上进行时间序列预测。得到的样本数据的特点为:

表 4: 样本分类

样本 1	以 0.2 为比率系数, 截至到 2014 年 9 月
样本 2	以 0.2 为比率系数, 截至到 2014 年 12 月
样本 3	以 0.1 为比率系数, 截至到 2014 年 9 月
样本 4	以 0.1 为比率系数, 截至到 2014 年 12 月

资料来源: 渤海证券

对样本数据 1 进行 ADF 单位根检验, 发现不满足平稳性, 需要用均值模型进行过滤。观察样本 1 的 ACF 和 PACF 图, 发现 ACF 快速下降, PACF 在滞后两阶后在 95% 的置信区间内, 说明可以使用滞后两阶的 AR 模型进行拟合。

图 13: 样本 1 的 ACF 和 PACF

图 14: 样本 2 的 ACF 和 PACF

图 15: 样本 3 的 ACF 和 PACF

图 16: 样本 4 的 ACF 和 PACF

观察样本 1 和样本 3 的 ACF 和 PACF 图, 发现 ACF 快速下降, PACF 在滞后两阶后在 95% 的置信区间内, 说明可以使用滞后两阶的 AR 模型进行拟合。样本 2 和样本 4 的 ACF 和 PACF 图, ACF 快速下降, PACF 在滞后四阶后在 95% 的置信区间内, 说明可以使用滞后四阶的 AR 模型进行拟合。

拟合得到的 ARMA 系数分别可见表 3-表 6。

表 5: 样本 1 的 ARMA 系数估计结果

变量	系数	标准差	t 统计量
C	1.72	59.65	0.03
AR(1)	-0.48	0.08	-9.89
AR(2)	-0.37	0.09	-4.27
Variance	292472	15753	18.57

资料来源：渤海证券

表 6：样本 2 的 ARMA 系数估计结果

变量	系数	标准差	t 统计量
C	60.96	63.95	0.95
AR(1)	-0.52	0.05	-10.88
AR(2)	-0.36	0.09	-4.05
AR(3)	-0.17	0.08	-2.31
AR(4)	-0.36	0.05	-6.95
Variance	529343	30875.9	17.1442

资料来源：渤海证券

表 7：样本 3 的 ARMA 系数估计结果

变量	系数	标准差	t 统计量
C	4.15	49.56	0.08
AR(1)	-0.35	0.05	-6.79
AR(2)	-0.31	0.10	-3.14
Variance	241359	15284.6	15.79

资料来源：渤海证券

表 8：样本 4 的 ARMA 系数估计结果

变量	系数	标准差	t 统计量
C	56.78	57.15	0.99
AR(1)	-0.41	0.06	-7.11
AR(2)	-0.25	0.10	-2.56
AR(3)	-0.09	0.07	-1.23
AR(4)	-0.40	0.05	-7.90
Variance	427206	29887.5	14.2938

资料来源：渤海证券

对拟合后的残差部分进行 ADF 检验，四个残差均满足平稳性条件。利用拟合结果对原始序列中剩余部分进行一步滚动预测可得到截至 2015 年 7 月份的预测数据，预测数据与原始数据的对比走势图如下，其中灰色线为原走势图，黑色线为预测值的走势，红色线为预测值的 95%的置信区间。

图 17：样本 1 对比走势图

图 18：样本 2 对比走势图

图 19：样本 3 对比走势图

图 20：样本 4 对比走势图

表 6 中把 2015 年 6 月的真实数据和通过四个样本进行预测得到该时期的预测数据进行了对比。证券市场交易结算资金在 2015 年 6 月第一周达到了最高点，为 3.85 万亿元，以该时刻的结算资金数据与四个样本数据做差可得到预测的场外融资的规模，预测的结果见表 7。

表 9： 数据对比（单位：亿元）

时间	真实数据	样本 1 预测数据	样本 2 预测数据	样本 3 预测数据	样本 4 预测数据
2015-06-05	38,531.00	7,294.38	11,389.34	7,582.44	11,580.30
2015-06-12	29,988.00	7,295.31	11,419.94	7,584.93	11,617.59
2015-06-19	22,513.00	7,296.24	11,443.88	7,587.42	11,643.58
2015-06-26	29,947.00	7,297.17	11,466.58	7,589.92	11,662.64

资料来源：渤海证券

表 10： 场外融资规模预测（单位：亿元）

预测结果	以 0.2 为比率系数，从 2014 年 9 月作为起始	以 0.2 为比率系数，从 2014 年 12 月作为起始	以 0.1 为比率系数，从 2014 年 9 月作为起始	以 0.1 为比率系数，从 2014 年 12 月作为起始
	31,236.62	27,141.66	30,948.56	26,950.70

资料来源：渤海证券

根据表 8 的测算结果，结构型信托、伞形信托和场外融资规模最大值为 3.12 万亿，最小为 2.69 万亿，预测的均值为 2.91 万亿。

2.以交易量为视角的实证分析

从 2014 年 10 月份到 2015 年 5 月底，八个月内上证综指累计涨幅 95%，深证综指涨幅 109%。测算这段时间场外配资及伞形信托的量有重要意义。假设增量资金由三部分组成，一部分为可视化杠杆的融资增加额，一部分为居

民因财富增长引起导致的入市资金增加，最后一部分为场外配资和伞形信托资金量。分别测算总量和前两个增量后，可得出场外配资和伞形信托资金量。

总资金增量可用每月净资金增量的和除以相应期间的换手率得到。我们以 2014 年 9 月、10 月和 11 月作为起点分别测算，终点设在 2015 年 5 月。从 Wind 数据库可得出几个月成交额每个月的净增量，再除相应月数的换手率，可得到总资金增量。经过计算，从 2014 年 9 月份开始时总资金增量为 6.17 万亿，从 2014 年 10 月份开始测算时总资金增量为 6.51 万亿，从 2014 年 11 月份开始测算时总资金增量为 7.80 万亿。

融资增加额取 2015 年 6 月的日融资余额均值，为 2.18 万亿。2015 年 6 月形成了前期高点，且此时融资余额累创新高。

为测算居民财富增长导致的入市资金增量，我们取 2006 年 6 月底的两市成交额为基期，因 06 年 6 月后有一轮牛熊转换，以 2006 年 6 月底为基准可以较好的估计居民因财富增长导致的两市资金增加额。根据瑞银数据显示，过去 5 年，散户投资者占到 A 股成交量 80%，而今年这一比例达到 90%。我们假设居民投资者占 A 股成交量为 80%。为估计居民因财富增长导致入市资金增加，我们分别以 GDP 累计增长和社会消费品总额为代理变量做测试，假设其能代表居民财富的增长情况。结果如下：

表 11：2014 年 9 月开始测算

	以 GDP 增量为代理变量	以社会消费品零售总额增量为代理变量
总增加资金	61,739.35	61,739.35
融资增加额	21,814.58	21,814.58
居民财富增长导致的入市资金增量	14,979.21	20750.77
场外配资	24,945.57	19,174.01

资料来源：渤海证券

表 12：2014 年 10 月开始测算

	以 GDP 增量为代理 变量	以社会消费品零售总额增量为代 理变量
总增加资金	65,162.41	65,162.41
融资增加额	21,814.58	21,814.58
居民财富增长导致的入 市资金增量	14,979.21	20750.77
场外配资	28,368.63	22,597.07

资料来源：渤海证券

表 13：2014 年 11 月开始测算

	以 GDP 增量为代理 变量	以社会消费品零售总额增量为代 理变量
总增加资金	78,003.13	78,003.13
融资增加额：	21,814.58	21,814.58
居民财富增长导致的入 市资金增量	14,979.21	20750.77
场外配资	41,209.35	35,437.79

资料来源：渤海证券

在所得出的测算中，最大的为以 2014 年 11 月为起点、以 GDP 增量为居民财富的代理变量得出的测算值，为 4.12 万亿。最小的为以 2014 年 9 为起点、以社会消费品零售总额增量为代理变量得出的测算值，为 1.91 万亿。

（四）场外资金规模测算

综合以上我们的分析判断，2014 年 10 月以来的股市上涨，一直到 2015 年 6 月，股市新增资金峰值范围区间在 5 万亿到 6 万亿，场外配资区间在 3 万亿到 4 万亿，经过此轮股灾，场外流动性配资规模在 1 万亿左右，基本上属于合同到期即将停做类型。目前风险点是股权质押类银行参与的资金数量，如果市场继续下跌，1-3 年期定增品种面临大股东补缴保证金情况，提请注意风险。

二、场外配资软件系统的特点、机制

（一）配资公司使用软件系统概况和方式

场外配资^{2[2]}由来已久，自证券投资市场发展之初便有相应雏形，起先基本上以民间借贷方式进行，借资人以账户股票市值、不动产、现金作为抵押，配资公司或个人以一定借贷比例提供给借资人独立证券账户用于证券交易。其参与主体基本以小额贷款公司、典当行、担保行业从业人员转型为主。

1. 场外配资的优先级资金募集

配资公司通过信托产品、P2P 网站、熟人募资等方式募集优先级资金。其中信托产品尤其是伞形信托，因为其资金成本相对较低，设立相对方便，已成为配资资金的重要来源，此类业务需要在信托公司开立账户，通过信托通道再连接券商。民间通过熟人募资是传统的方式，近期通过 P2P 网站的方式亦有所发展，这两种方式通常直连券商通道，资金规模相对较小。

配资公司在市场上通过线下和线上的方式招揽投资人，要求投资人将保证金打入配资公司账户，配资公司根据不同的杠杆比例为其提供优先级资金，将账户操作权交给投资人进行操作。

2. 配资公司使用软件系统的主要方式

早期配资公司对投资人的账户管理和风险控制以手工方式为主，近年来随着规模扩大逐步开始使用软件工具进行账户管理和风险控制，主要的做法步骤如下：

(1) 配资公司先在信托公司或券商处开设主账户，打入资金；

(2) 配资公司在其使用的软件系统中开立对应的主账户，与信托或券商账户进行同步，相当于一个镜像账户；

(3) 配资公司为投资人开立二级账户，根据投资人的保证金规模和杠杆比例转入相应的资金，将账户操作权交给投资人；

(4) 配资公司在系统中设置二级账户的预警线和平仓线，当股票下跌到预警线时，系统会提示，配资公司会要求操盘手追加保证金；股票下跌到平仓线时，系统会提示，配资公司可以进行平仓操作。

(二) 配资软件系统的特点

1. 不同配资软件系统特点分析

配资公司使用的软件早期以铭创公司为配资公司开发的 FPRC 系统、同花顺为证券公司开发的资产辅助管理系统为主。目前使用比较多的软件系统包括恒生 HOMS、铭创软件、同花顺软件等。具体情况如下：

(1) HOMS

开发商：HOMS 由杭州恒生网络公司开发运营，恒生网络是上市公司恒生电子的子公司。恒生电子（600570.SH）成立于 1995 年，目前员工 6000 余人，是中国金融行业最大的技术服务提供商，其开发的投资管理系统 032 被广泛应用于基金、证券、保险等各行业的资产管理业务。HOMS 是恒生网络在 032 系统的基础上，根据私募基金投资管理和风险控制需要量身定做的软件系统，2012 年 5 月上线。主要客户对象是主动投资型阳光私募公司，其账户管理和风控系统也为配资业务使用。

运营模式：HOMS 运营模式为云服务模式，所有业务数据统一存储在 HOMS 后台服务器，服务器托管在第三方机房；现接入渠道线路为专线模式，经信托公司同意后接入信托后台系统，再由信托公司接入券商，亦有部分业务直接经证券公司同意后接入证券公司。

规模估计：股市调整前配资业务规模 1641 亿（信托 1310 亿，证券 331 亿），股市调整后总规模为 1460 亿左右（信托 1300 亿，证券 159 亿）。3[3]

(2) 铭创

开发商：铭创创业团队主要来自于深圳金证公司，2001 年起在深圳创立，目前公司上海铭创软件技术有限公司成立于 2003 年，位于张江高科技园区内，员工 200 余人。早期典当行使用的 FPRC 即由铭创公司开发，是最早服务于配资业务的软件系统，随着配资市场的活跃，铭创公司开发了专门系统。

运营模式：铭创公司主要将系统安装在有需要的信托公司，与信托公司合作运营，相关数据分散储存于各信托公司，再由信托公司接入券商渠道。铭创公司亦运营维护一套系统，以自运营方式开展业务。

规模估计：铭创系统与信托公司合作运营的部分因其系统散布于不同信托公司，其总体规模比较难以统计；自运营部分亦没有相关的规模数据。根据有关部门调查其规模约为几百亿。

(3) 同花顺

开发商：浙江核新