

# 加强股票质押回购监管，防范系统性金融风险

庄太量 何青 李冉冉

研究专论第五十五号

二零一七年四月

香港中文大学刘佐德全球经济及金融研究所  
香港新界沙田泽祥街十二号郑裕彤楼十三楼

# 鸣谢

刘佐德全球经济及金融研究所衷心感谢以下捐助人及机构的慷慨捐赠  
及对我们的支持 (以英文字母顺序):

## 捐助人及机构

查懋德	雅居乐集团控股有限公司
郑海泉	亚洲金融集团有限公司
胡祖六	中国银行(香港)有限公司
刘佐德及刘陈素霞	银联金融有限公司
刘遵义	中国概念(咨询顾问)有限公司
利乾	第一东方投资集团
梁锦松	恒隆地产有限公司
李伟波	恒基兆业地产有限公司
吕耀东	香港交易及结算所有限公司
黄志祥	中国工商银行(亚洲)有限公司
孙少文	丽新发展有限公司
盛智文	刘佐德基金有限公司
	星岛新闻集团有限公司
	新鸿基地产发展有限公司
	大生银行有限公司
	东亚银行有限公司
	香港上海汇丰银行有限公司
	<b>The Lanson Foundation</b>
	永隆银行有限公司

## 活动赞助人及机构

周松岗	盘谷银行
蔡清福	中国银行(香港)有限公司
方方	中国银行金边分行
方正	北山堂基金
冯国经	国家开发银行
李伟波	金陵华软
黄桂林	厚朴投资管理公司
	中国工商银行金边分行
	金陵控股有限公司
	新华集团
	<b>The Santander-K Foundation</b>
	银联国际

# 加强股票质押回购监管，防范系统性金融风险<sup>§</sup>

庄太量 何青 李冉冉<sup>\*</sup>

2017年4月

基于中国股票质押式回购交易（以下简称“股票质押回购”）的现状，本文在分析其风险控制要素的基础上发掘其中的系统性风险隐患，认为股票质押回购将加剧股票市场的价格波动和金融市场的风险传染性，因此提出健全股票价格形成机制，采取逆周期风险防范措施等加强股票质押回购监管，防范系统性金融风险的政策建议。

## 1. 中国股票质押回购概况

股票质押式回购交易，是指符合条件的资金融入方以其持有的股票或其他证券质押，向符合条件的资金融出方融入资金，并约定在未来返还资金，解除质押的交易。其中，符合条件的资金融出方包括证券公司、证券公司及其资产管理子公司管理的资产管理计划<sup>1</sup>（以下简称“合格融出方”）。资产管理计划作为资金融出方，实际出资方为认购资产管理计划份额的投资者；由于资金规模和资金成本的优势，商业银行是目前此方式下主要的实际出资方。股票质押回购的质押目标为沪深交易所上市交易的A股股票或其他经交易所和中国证券登记结算有限责任公司（以下简称“中证登”）认可的证券，目前实务中质押目标以A股股票为主。

---

<sup>§</sup> © 2017 香港中文大学刘佐德全球经济及金融研究所

<sup>\*</sup> 庄太量是香港中文大学刘佐德全球经济及金融研究所常务所长，何青是中国人民大学财政金融学院教授，李冉冉是中国人民大学货币研究所研究员。本文仅代表作者个人意见，并不代表本所的观点。

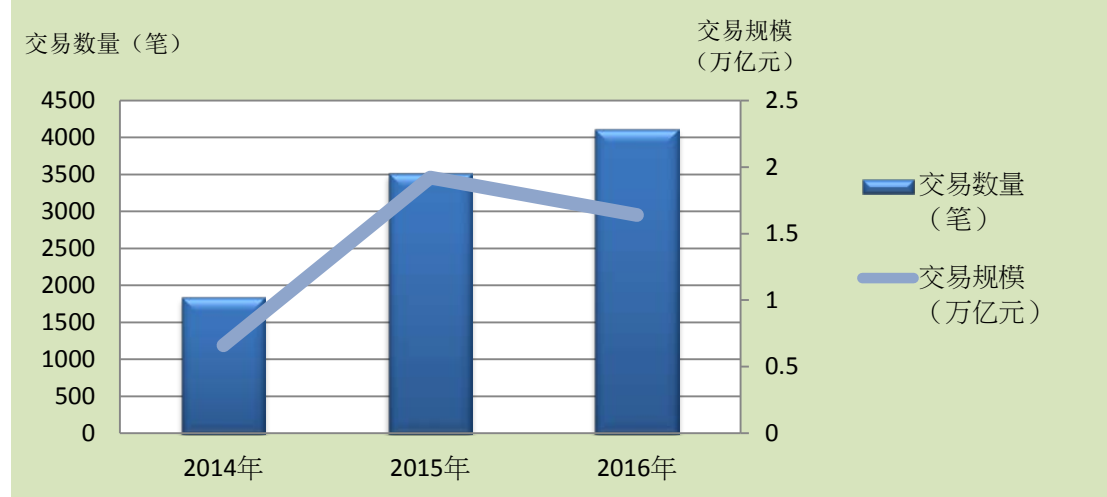
<sup>1</sup> 上海证券交易所，股票质押回购一问一答[EB/OL]。

[http://www.csrc.gov.cn/pub/ningxia/xxfw/tzzsyd/201312/t20131206\\_239403.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/ningxia/xxfw/tzzsyd/201312/t20131206_239403.htm)

自 2013 年由沪深证券交易所推出以来，该项业务快速发展，目前已成为上市公司股东利用股权进行融资的重要方式，也是国家宏观层面丰富股票投资者融资渠道和优化融资结构的重要举措，是银证市场支持实体经济发展的的重要途径。根据 Wind 统计数据，截至 2017 年 3 月 22 日，A 股市场已有 1,340 只股票进行过股票质押回购，占全部 A 股上市公司数量的 42.54%。其中交易次数最多的上市公司为良信电器 (002706.SZ)，共计 80 笔；累积质押参考市值最高的为华夏幸福 (600340.SH)，全部 39 笔股票质押回购交易的累积参考市值达 603.62 亿元；万科 A 未解押交易的参考市值居于首位，为 374.46 亿元。

就市场整体而言，2015 年是沪深两市股票质押回购爆发式增长的一年，实现数量和规模双双大幅攀升；2016 年 A 股上市公司累计发生 4,117 笔股票质押回购，交易数量上延续了 2015 年的增势，但是在质押参考市值上则有所下降，由 2015 年的 1.92 万亿元下降至 1.64 万亿元，即单笔股票质押的规模出现了明显下降，由 2015 年平均每笔交易 5.46 亿元下降为 2016 年平均每笔 3.98 亿元，下降幅度为 26.99%。

**图 1：2014–2016 年股票质押式回购数量与规模变化趋势**



数据来源：Wind 数据库

2017 年以来，股票质押回购出现了更大程度的冷却：2017 年 1–2 月，沪深 A 股上市公司累计发生 485 笔股票质押式回购交易，参考市值为 1,710.39 亿

元，分别同比下降 13.55% 和 17%。本文认为，这一现象的出现，部分是由于近期中国资本市场资金端紧张，资金配置倾向于更高收益的资产，同时一定程度上反映了资产端在经历 2015 年下半年股市暴跌和 2016 年股市的低迷后对股票质押回购业务风险的重新审视和思考。

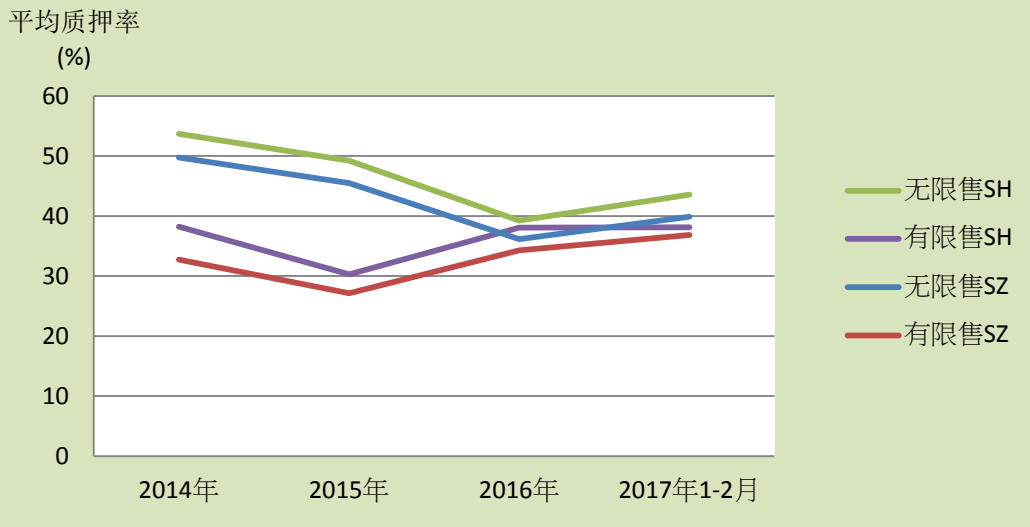
## 2. 股票质押回购的风险分析

### 1) 股票质押回购的风险控制

股票质押回购作为中国资本市场的重要业务类型，经过三年左右的发展，国家监管机构和商业银行、证券公司等参与方都对此形成了较为完整的交易要求或标准。其中，关于风险控制要素主要包括质押率、质押参考价、警戒线和平仓线。

质押率，即融出资金与所质押股票市值的比率。由于目标证券在上市板块（主板、中小板、创业板等）、股票性质（流通股、限售股等）和股票质量等方面存在诸多差异，资金融出方会据此形成的风险判断设定不同的质押率标准，风险越高，质押率越低。根据中国人民银行（以下简称“人行”）、中国银行业监督管理委员会（以下简称“银监会”）、中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）联合印发的《证券公司股票质押贷款管理办法》（以下简称《管理办法》），股票质押率最高不超过 60%。根据沪深证券交易所统计数据，两市股票质押回购的平均质押率呈现高度一致的波动走势。2014 年至 2016 年，两市无限售股的平均质押率均连年下降，与限售股的平均质押率逐渐趋近。就无限售股而言，沪市主板和以中小板、创业板为主的深市始终呈现大约 4% 的平均质押率差异。两市限售股的平均质押率差异则呈缩小趋势，目前在 2% 左右。

图2：沪深两市平均质押率比较



数据来源：沪深交易所网站

注：2014年平均质押率自2014年3月17日起

质押参考价，即计算股票市值所用的每股价格。商业银行和证券公司一般使用交易日前收盘价与20/30日均价孰低作为质押参考价，这主要是基于股价波动而作出调整的考虑。《管理办法》采取的质押参考价为前七个交易日股票平均收盘价。

警戒线和平仓线的设立是为控制股价波动带来的风险，这也是股票质押后最主要的风险监测指标。当业务触及警戒线，融资人（上市公司股票持有人）需要及时履行补仓义务；当业务触及平仓线，融资人将面临所质押股份被强制处分的风险。《管理办法》要求警戒线比例（质押股票市值/贷款本金×100%）最低为135%，平仓线比例（质押股票市值/贷款本金×100%）最低为120%。但各银行在实际业务操作中自我设定的标准一般都高于这一底线。

从以上要素来看，目前市场对股票质押回购业务的整体风险把控均满足《管理办法》对此业务的底线要求。

## 2) 股票质押回购的风险隐患

### 1. 结构化股票质押回购

目前部分上市公司为了追求更高的质押率，采取结构化的股票质押回购方式，即合格融出方按照业务标准融出优先级资金，第三方融出劣后级资金，不论是融资人还款还是目标股票被强制平仓，均优先偿还合格融出方的本息收益。表面上，此种交易结构并未明显加剧合格融出方的业务风险，但其实不然。结构化股票质押回购中，劣后方单方质押率很高，甚至可能超过 60% 的底线要求，却缺乏有效的保障资产，因而劣后方在此交易中承担了极大的风险。同时，此种交易结构会使融资人资产负债率更大幅的上升，劣后方更为昂贵的资金成本还会加重融资人的还款压力。因而整体上加剧了金融市场的系统性风险。

### 2. 高比例股票质押

随着股票质押回购成为日益普遍化的融资方式，上市公司总股本中被质押的股份比例逐渐提高，单个股东所持股份的质押比例也不断提高。根据 Wind 数据库统计，截至 2017 年 3 月 22 日，有 10 家上市公司被质押的股份（不限于用于股票质押回购）占到公司总股本的 70% 以上，其中\*ST 金源的质押比例高达 80%。单就融资人而言，更是不乏将所持股份全部质押的上市公司股东。

表 1: A股上市公司质押比例前十<sup>2</sup>

截至 2017 年 3 月 22 日

证券代码	证券简称	质押比例 (%)	质押股份数量合计 (股)
000408.SZ	*ST 金源	80.22	1,662,447,700
000981.SZ	银亿股份	75.25	2,301,436,800
000723.SZ	美锦能源	74.25	1,693,656,300
000038.SZ	深大通	73.44	239,942,700
600053.SH	九鼎投资	72.56	314,596,700
002143.SZ	印纪传媒	71.86	794,911,900
002505.SZ	大康农业	71.33	3,912,450,800
000662.SZ	天夏智慧	71.29	599,445,200
002356.SZ	赫美集团	71.04	220,570,900
002372.SZ	伟星新材	70.13	543,996,800

数据来源: Wind 数据库

表 2: A 股部分上市公司控股股东质押比例

截至 2017 年 3 月 22 日

证券代码	证券简称	控股股东名称	已质押股份占上市公司总股本的比例 (%)	已质押股份占所持股份的比例 (%)
000408.SZ	*ST 金源	东四川省永鸿实业有限公司	19.69%	100%
002021.SZ	中捷资源	浙江中捷环洲供应链集团股份有限公司	17.45%	100%
002122.SZ	天马股份	喀什星河创业投资有限公司	8.29%	100%
600318.SH	新力金融	安徽新力投资集团有限公司	20%	100%
002098.SZ	浔兴股份	天津汇泽丰企业管理有限责任公司	25%	100%
600053.SH	九鼎投资	江西中江集团有限责任公司	71.98%	99.46%
600496.SH	精工钢构	精工控股集团有限公司	24%	99.29%
600681.SH	百川能源	廊坊百川资产管理有限公司	31.89%	79.84%
002280.SZ	联络互动	何志涛	17.22%	76.82%
600828.SH	茂业商业	深圳茂业商厦有限公司	63.86%	74.66%

数据来源: 上市公司公告

<sup>2</sup> 此处统计的“质押比例”和“质押股份数量合计”不限于股票质押式回购交易, 包括股票质押融资、股票质押担保等。



由于上市公司股东所持有的未质押股票是重要的补仓工具，因此高质押比例至少意味着两点：一是融资人利用所持股份进行了更多的融资，当股价下跌时面临更大的经济压力，用于质押回购的股票需要补仓，用于融资担保质押的股票可能需要追加担保资金等；二是融资人的补仓能力大大下降，因为股票质押回购的补仓一般需要于 T+1 日完成，如果选择现金补仓，控股股东较难在短时间内筹措资金，但追加股票进行补仓的能力也由于高质押比例而几乎消失殆尽。

### 3. 股票质押回购的风险公众化

在股票质押回购的发展过程中，证券公司和商业银行为了减少资金占用，加速资金周转，使得股票质押回购的涉及范围更为广泛。当合格融出方为证券公司及其资产管理子公司管理的集合资产管理计划（以下简称“资管计划”）时，则可能涉及众多通过商业银行代销购买资管计划份额的机构或个人投资者。当商业银行将股票质押回购进行资产证券化打包出售时，同样造成风险公众化的效果。

## 3. 系统性金融风险分析

随着数量和规模的增长，股票质押回购已成为整个股票市场，乃至金融市场的重要交易内容，加之助涨助跌、风险链长等特征，使得股票质押回购具备诱发，助推系统性金融风险的可能。

### 1) 加剧股票市场的价格波动

2015 年上半年，A 股市场出现了股票质押回购的爆发式增长：2015 年 1 至 6 月，股票质押回购的数量是 2014 年全年的 84%，规模（质押参考市值）是 2014 年全年的 1.52 倍。出现这一现象的主要原因即股市大涨。

由于中国的证券市场发展还不够成熟，散户在投资者中的比例较高，因而市场整体对政策信息、异常事件等的反应更为剧烈，而股票质押式回购很可能加剧这种振动。

当股票市场处于上涨行情，由于一定数量的股票可以融得更多资金且质押后维持股价的压力较小，股东更乐于进行股票质押回购；银证资本也由于股价的持续上涨而盲目乐观，错误判断风险。由于股票质押回购，大量资金流入股市助推股价的进一步上涨；特别是在股市火热的背景下，部分流入的资金并没有被投入实体经济，而是受逐利的驱使再次投入证券市场，过度循环，以钱炒钱，推动资产泡沫的膨胀。这一过程恰似当年房地产泡沫的放大历程。

反之，当股票市场下行，会使股票质押回购的风险逐渐显现；若出现系统性的股价大幅下跌，众多质押股票将面临被强制平仓的风险，强制平仓必将引发更为严重的系统性金融风险。以 2015 年下半年股票市场的急速下跌为例，除了股市投资者的直接投资损失，股票质押回购成为受此直接影响的大型风险炸弹。2015 年 7 月 9 日，银监会新闻发言人首次发表对银行业金融机构的维稳提议，第一点即关于股票质押贷款期限和质押率的调整<sup>3</sup>。股价大幅下跌加上高比例股票质押，使得融资方欠缺补仓能力。当时超过 30% 的股票宣布长期停牌，绝大部分即为应对股票质押回购和股票配资的平仓风险。如果当时严格按照初始交易协议，对所有触及平仓线且未及时补仓的股票进行强制处置，将造成大批股票处于待售状态，将有上百家上市公司面临控制权变更风险，从而进一步压低股价，大大加剧金融市场的恐慌和实体经济的混乱。

## 2) 加剧金融风险的传染性

股票质押回购的参与方不仅涉及上市公司和证券公司，还可能涉及商业银行、证券公司的资产管理子公司、通过结构化股票质押回购参与进来的劣后投资方以及通过资产证券化参与进来的其他机构或个人投资者。

一方面，金融机构的广泛参与，使得股票质押回购成为跨市场金融业务：证监会监管证券公司及其资产管理子公司对质押目标的审核和管理，以及上市

---

<sup>3</sup> 2015 年 7 月 9 日，银监会发言人指出，为促进资本市场持续稳健发展，银监会向银行业金融机构提出：允许银行业金融机构对已到期的股票质押贷款与客户重新合理确定期限，质押率低于合同约定的，允许双方自行商定押品调整。

公司作为合格融资人的业务资质；银监会主要对商业银行的业务标准、资金融出方式等进行监管；中证登负责质押登记和质押比例等的监管。由于中国分业监管体制下还未实现不同金融分区的无缝监管和多方监管政策的高度协调，因而对股票质押回购也存在监管的灰色区域甚至留白区域。特别是资产管理计划模式成为股票质押回购常见的交易结构之后，阻断了对业务整体监管的连续性，大大增加了无缝监管的难度。而且该模式下，金融机构可以通过多层嵌套规避资本指标、资金投向等的监管，为大型金融风险提供了滋生及蔓延的空间。

另一方面，多类金融机构的业务交织、资本市场与实体经济的紧密连接，再加上社会资本的参与，使得股票质押回购的风险传导链条较长，风险涉及面较广。在经历爆发式增长之后，股票质押回购的融资规模已经远超融资融券。因而一旦出现风险，将加剧金融系统不同市场间的风险传染性，还可能波及社会公众的投资利益。在个人投资者还处于投机性较强、风险自担意识较弱的阶段，金融风险的外溢容易引发负反馈的社会效应，进而放大股票质押回购的风险冲击性。

#### **4. 防范系统性金融风险的政策建议**

2016年年末的债市风波、2017年年初监管机构对上市公司再融资的收紧，使得A股企业的融资成本上升成为必然趋势；而目前资本市场流动性紧张，中国经济依然承受下行压力，因而更应加强股票质押回购监管，防范系统性金融风险。这需要交易参与方的风险自控和规则自律，也需要监管方的积极引导和强化监督。

##### **1) 强化事前审查，做好事后监督**

商业银行和证券公司作为资金端的主要参与方，必须强化风险意识，严格做好事前审查，警惕高价位和高比例股票质押风险，切不可因为股票质押回购的资产证券化将转移风险而放松审查标准。事后不仅要关注股价变动，还要确保融资方按约定使用资金，避免催生或助长股市泡沫，切实发挥银证资本对实

体经济的支持作用。

## 2) 健全股票价格形成机制，促进实体经济健康发展

股票质押回购的初始交易完成后，直接关系业务风险的因素就是股价。在去杠杆化等国家政策的引导下，中国 A 股市场的价值回归和资本市场的去虚向实也达到了一定效果。本文建议继续将实体经济的质量优化和转型升级作为金融市场发展的本源和支撑，积极稳妥地推进股票二级交易市场发展，健全股票价格形成机制，推动股票价格真实反映实体经济发展，避免出现严重背离企业价值的系统性股价偏离。

## 3) 采取逆周期风险防范措施

基于股票质押回购助涨助跌的风险加剧特征，本文建议监管机构设立逆周期性的交易要求，如当股票价格指数上涨达一定幅度，则新发生的股票质押回购的质押率就下降一定幅度等，从而避免股市上涨与股票质押回购增长的相互催化和促进，抬高泡沫背景下的安全垫。同时要求金融机构做好逆周期的风险管理，通过提高资本充足率等监管方式提高金融机构应对系统性风险的能力。

## 4) 促进跨市场业务的协调监管

目前中国金融市场属分业经营、分业监管，但是对于股票质押回购等跨市场的资本行为，可能存在监管的灰色区域，从而更有利于滋生系统性金融风险。本文建议通过强化信息披露，控制总体规模，规范金融创新等多种途径，对重要的跨市场金融业务加强风险控制，力求全面、协调的监管效果，防范系统性金融风险。