

加強股票質押回購監管，防範系統性金融風險

莊太量 何青 李冉冉

研究專論第五十五號

二零一七年四月

香港中文大學劉佐德全球經濟及金融研究所
香港新界沙田澤祥街十二號鄭裕彤樓十三樓

鳴謝

劉佐德全球經濟及金融研究所衷心感謝以下捐助人及機構的慷慨捐贈
及對我們的支持（以英文字母順序）：

捐助人及機構

查懋德	雅居樂集團控股有限公司
鄭海泉	亞洲金融集團有限公司
胡祖六	中國銀行(香港)有限公司
劉佐德及劉陳素霞	銀聯金融有限公司
劉遵義	中國概念(諮詢顧問)有限公司
利乾	第一東方投資集團
梁錦松	恒隆地產有限公司
李偉波	恒基兆業地產有限公司
呂耀東	香港交易及結算所有限公司
黃志祥	中國工商銀行(亞洲)有限公司
孫少文	麗新發展有限公司
盛智文	劉佐德基金有限公司
	星島新聞集團有限公司
	新鴻基地產發展有限公司
	大生銀行有限公司
	東亞銀行有限公司
	香港上海滙豐銀行有限公司
	The Lanson Foundation
	永隆銀行有限公司

活動贊助人及機構

周松崗	盤谷銀行
蔡清福	中國銀行(香港)有限公司
方方	中國銀行金邊分行
方正	北山堂基金
馮國經	國家開發銀行
李偉波	金陵華軟
黃桂林	厚樸投資管理公司
	中國工商銀行金邊分行
	金陵控股有限公司
	新華集團
	The Santander-K Foundation
	銀聯國際

加強股票質押回購監管，防範系統性金融風險[§]

莊太量 何青 李冉冉^{*}

2017年4月

基於中國股票質押式回購交易（以下簡稱“股票質押回購”）的現狀，本文在分析其風險控制要素的基礎上發掘其中的系統性風險隱患，認為股票質押回購將加劇股票市場的價格波動和金融市場的風險傳染性，因此提出健全股票價格形成機制，採取逆周期風險防範措施等加強股票質押回購監管，防範系統性金融風險的政策建議。

1. 中國股票質押回購概況

股票質押式回購交易，是指符合條件的資金融入方以其持有的股票或其他證券質押，向符合條件的資金融出方融入資金，並約定在未來返還資金，解除質押的交易。其中，符合條件的資金融出方包括證券公司、證券公司及其資產管理子公司管理的資產管理計劃¹（以下簡稱“合格融出方”）。資產管理計劃作為資金融出方，實際出資方為認購資產管理計劃份額的投資者；由於資金規模和資金成本的優勢，商業銀行是目前此方式下主要的實際出資方。股票質押回購的質押目標為滬深交易所上市交易的A股股票或其他經交易所和中國證券登記結算有限責任公司（以下簡稱“中證登”）認可的證券，目前實務中質押目標以A股股票為主。

[§] © 2017 香港中文大學劉佐德全球經濟及金融研究所

^{*} 莊太量是香港中文大學劉佐德全球經濟及金融研究所常務所長，何青是中國人民大學財政金融學院教授，李冉冉是中國人民大學貨幣研究所研究員。本文僅代表作者個人意見，並不代表本所的觀點。

¹ 上海證券交易所，股票質押回購一問一答[EB/OL]。

http://www.csrc.gov.cn/pub/ningxia/xxfw/tzzsyd/201312/t20131206_239403.htm

自 2013 年由滬深證券交易所推出以來，該項業務快速發展，目前已成為上市公司股東利用股權進行融資的重要方式，也是國家宏觀層面豐富股票投資者融資渠道和優化融資結構的重要舉措，是銀證市場支持實體經濟發展的重要途徑。根據 Wind 統計數據，截至 2017 年 3 月 22 日，A 股市場已有 1,340 隻股票進行過股票質押回購，占全部 A 股上市公司數量的 42.54%。其中交易次數最多的上市公司為良信電器 (002706.SZ)，共計 80 筆；累積質押參考市值最高的為華夏幸福 (600340.SH)，全部 39 筆股票質押回購交易的累積參考市值達 603.62 億元；萬科 A 未解押交易的參考市值居於首位，為 374.46 億元。

就市場整體而言，2015 年是滬深兩市股票質押回購爆發式增長的一年，實現數量和規模雙雙大幅攀升；2016 年 A 股上市公司累計發生 4,117 筆股票質押回購，交易數量上延續了 2015 年的增勢，但是在質押參考市值上則有所下降，由 2015 年的 1.92 萬億元下降至 1.64 萬億元，即單筆股票質押的規模出現了明顯下降，由 2015 年平均每筆交易 5.46 億元下降為 2016 年平均每筆 3.98 億元，下降幅度為 26.99%。



數據來源：Wind 數據庫

2017 年以來，股票質押回購出現了更大程度的冷卻：2017 年 1-2 月，滬深 A 股上市公司累計發生 485 筆股票質押式回購交易，參考市值為 1,710.39 億

元，分別同比下降 13.55% 和 17%。本文認為，這一現象的出現，部分是由於近期中國資本市場資金端緊張，資金配置傾向於更高收益的資產，同時一定程度上反映了資產端在經歷 2015 年下半年股市暴跌和 2016 年股市的低迷後對股票質押回購業務風險的重新審視和思考。

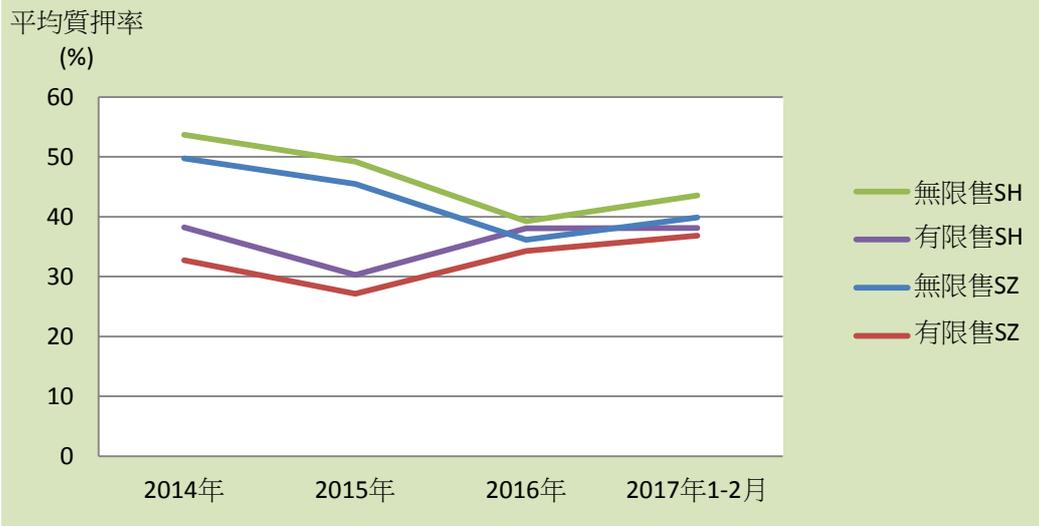
2. 股票質押回購的風險分析

1) 股票質押回購的風險控制

股票質押回購作為中國資本市場的重要業務類型，經過三年左右的發展，國家監管機構和商業銀行、證券公司等參與方都對此形成了較為完整的交易要求或標準。其中，關於風險控制的要素主要包括質押率、質押參考價、警戒綫和平倉綫。

質押率，即融出資金與所質押股票市值的比率。由於目標證券在上市板塊（主板、中小板、創業板等）、股票性質（流通股、限售股等）和股票質量等方面存在諸多差異，資金融出方會據此形成的風險判斷設定不同的質押率標準，風險越高，質押率越低。根據中國人民銀行（以下簡稱“人行”）、中國銀行業監督管理委員會（以下簡稱“銀監會”）、中國證券監督管理委員會（以下簡稱“證監會”）聯合印發的《證券公司股票質押貸款管理辦法》（以下簡稱《管理辦法》），股票質押率最高不超過 60%。根據滬深證券交易所統計數據，兩市股票質押回購的平均質押率呈現高度一致的波動走勢。2014 年至 2016 年，兩市無限售股的平均質押率均連年下降，與限售股的平均質押率逐漸趨近。就無限售股而言，滬市主板和以中小板、創業板為主的深市始終呈現大約 4% 的平均質押率差異。兩市限售股的平均質押率差異則呈縮小趨勢，目前在 2% 左右。

圖 2: 滬深兩市平均質押率比較



數據來源：滬深交易所網站

注: 2014年平均質押率自2014年3月17日起

質押參考價，即計算股票市值所用的每股價格。商業銀行和證券公司一般使用交易日前收盤價與 20/30 日均價孰低作為質押參考價，這主要是基於股價波動而作出調整的考慮。《管理辦法》採取的質押參考價為前七個交易日股票平均收盤價。

警戒綫和平倉綫的設立是為控制股價波動帶來的風險，這也是股票質押後最主要的風險監測指標。當業務觸及警戒綫，融資人（上市公司股票持有人）需要及時履行補倉義務；當業務觸及平倉綫，融資人將面臨所質押股份被強制處分的風險。《管理辦法》要求警戒綫比例（質押股票市值/貸款本金×100%）最低為 135%，平倉綫比例（質押股票市值/貸款本金×100%）最低為 120%。但各銀行在實際業務操作中自我設定的標準一般都高於這一底綫。

從以上要素來看，目前市場對股票質押回購業務的整體風險把控均滿足《管理辦法》對此業務的底綫要求。

2) 股票質押回購的風險隱患

1. 結構化股票質押回購

目前部分上市公司為了追求更高的質押率，採取結構化的股票質押回購方式，即合格融出方按照業務標準融出優先級資金，第三方融出劣後級資金，不論是融資人還款還是目標股票被強制平倉，均優先償還合格融出方的本息收益。表面上，此種交易結構並未明顯加劇合格融出方的業務風險，但其實不然。結構化股票質押回購中，劣後方單方質押率很高，甚至可能超過 60% 的底綫要求，卻缺乏有效的保障資產，因而劣後方在此交易中承擔了極大的風險。同時，此種交易結構會使融資人資產負債率更大幅的上升，劣後方更為昂貴的資金成本還會加重融資人的還款壓力。因而整體上加劇了金融市場的系統性風險。

2. 高比例股票質押

隨著股票質押回購成為日益普遍化的融資方式，上市公司總股本中被質押的股份比例逐漸提高，單個股東所持股份的質押比例也不斷提高。根據 Wind 數據庫統計，截至 2017 年 3 月 22 日，有 10 家上市公司被質押的股份（不限於用於股票質押回購）占到公司總股本的 70% 以上，其中*ST 金源的質押比例高達 80%。單就融資人而言，更是不乏將所持股份全部質押的上市公司股東。

表 1：A股上市公司質押比例前十²

截至 2017 年 3 月 22 日

證券代碼	證券簡稱	質押比例（%）	質押股份數量合計（股）
000408.SZ	*ST 金源	80.22	1,662,447,700
000981.SZ	銀億股份	75.25	2,301,436,800
000723.SZ	美錦能源	74.25	1,693,656,300
000038.SZ	深大通	73.44	239,942,700
600053.SH	九鼎投資	72.56	314,596,700
002143.SZ	印紀傳媒	71.86	794,911,900
002505.SZ	大康農業	71.33	3,912,450,800
000662.SZ	天夏智慧	71.29	599,445,200
002356.SZ	赫美集團	71.04	220,570,900
002372.SZ	偉星新材	70.13	543,996,800

數據來源：Wind 數據庫

表 2：A 股部分上市公司控股股東質押比例

截至 2017 年 3 月 22 日

證券代碼	證券簡稱	控股股東名稱	已質押股份占上市公司總股本的比例（%）	已質押股份占所持股份的比例（%）
000408.SZ	*ST 金源	東四川省永鴻實業有限公司	19.69%	100%
002021.SZ	中捷資源	浙江中捷環洲供應鏈集團股份有限公司	17.45%	100%
002122.SZ	天馬股份	喀什星河創業投資有限公司	8.29%	100%
600318.SH	新力金融	安徽新力投資集團有限公司	20%	100%
002098.SZ	潯興股份	天津匯澤豐企業管理有限責任公司	25%	100%
600053.SH	九鼎投資	江西中江集團有限責任公司	71.98%	99.46%
600496.SH	精工鋼構	精工控股集團有限公司	24%	99.29%
600681.SH	百川能源	廊坊百川資產管理有限責任公司	31.89%	79.84%
002280.SZ	聯絡互動	何志濤	17.22%	76.82%
600828.SH	茂業商業	深圳茂業商廈有限公司	63.86%	74.66%

數據來源：上市公司公告

² 此處統計的“質押比例”和“質押股份數量合計”不限於股票質押式回購交易，包括股票質押融資、股票質押擔保等。

由於上市公司股東所持有的未質押股票是重要的補倉工具，因此高質押比例至少意味著兩點：一是融資人利用所持股份進行了更多的融資，當股價下跌時面臨更大的經濟壓力，用於質押回購的股票需要補倉，用於融資擔保質押的股票可能需要追加擔保資金等；二是融資人的補倉能力大大下降，因為股票質押回購的補倉一般需要於 T+1 日完成，如果選擇現金補倉，控股股東較難在短時間內籌措資金，但追加股票進行補倉的能力也由於高質押比例而幾乎消失殆盡。

3. 股票質押回購的風險公衆化

在股票質押回購的發展過程中，證券公司和商業銀行為了減少資金佔用，加速資金周轉，使得股票質押回購的涉及範圍更為廣泛。當合格融出方為證券公司及其資產管理子公司管理的集合資產管理計劃（以下簡稱“資管計劃”）時，則可能涉及衆多通過商業銀行代銷購買資管計劃份額的機構或個人投資者。當商業銀行將股票質押回購進行資產證券化打包出售時，同樣造成風險公衆化的效果。

3. 系統性金融風險分析

隨著數量和規模的增長，股票質押回購已成為整個股票市場，乃至金融市場的重要交易內容，加之助漲助跌、風險鏈長等特徵，使得股票質押回購具備誘發，助推系統性金融風險的可能。

1) 加劇股票市場的價格波動

2015 年上半年，A 股市場出現了股票質押回購的爆發式增長：2015 年 1 至 6 月，股票質押回購的數量是 2014 年全年的 84%，規模（質押參考市值）是 2014 年全年的 1.52 倍。出現這一現象的主要原因即股市大漲。

由於中國的證券市場發展還不夠成熟，散戶在投資者中的比例較高，因而市場整體對政策信息、異常事件等的反應更為劇烈，而股票質押式回購很可能加劇這種振動。

當股票市場處於上漲行情，由於一定數量的股票可以融得更多資金且質押後維持股價的壓力較小，股東更樂於進行股票質押回購；銀證資本也由於股價的持續上漲而盲目樂觀，錯誤判斷風險。由於股票質押回購，大量資金流入股市助推股價的進一步上漲；特別是在股市火熱的背景下，部分流入的資金並沒有被投入實體經濟，而是受逐利的驅使再次投入證券市場，過度循環，以錢炒錢，推動資產泡沫的膨脹。這一過程恰似當年房地產泡沫的放大歷程。

反之，當股票市場下行，會使股票質押回購的風險逐漸顯現；若出現系統性的股價大幅下跌，眾多質押股票將面臨被強制平倉的風險，強制平倉必將引發更為嚴重的系統性金融風險。以 2015 年下半年股票市場的急速下跌為例，除了股市投資者的直接投資損失，股票質押回購成為受此直接影響的大型風險炸彈。2015 年 7 月 9 日，銀監會新聞發言人首次發表對銀行業金融機構的維穩提議，第一點即關於股票質押貸款期限和質押率的調整³。股價大幅下跌加上高比例股票質押，使得融資方欠缺補倉能力。當時超過 30% 的股票宣布長期停牌，絕大部分即為應對股票質押回購和股票配資的平倉風險。如果當時嚴格按照初始交易協議，對所有觸及平倉綫且未及時補倉的股票進行強制處置，將造成大批股票處於待售狀態，將有上百家上市公司面臨控制權變更風險，從而進一步壓低股價，大大加劇金融市場的恐慌和實體經濟的混亂。

2) 加劇金融風險的傳染性

股票質押回購的參與方不僅涉及上市公司和證券公司，還可能涉及商業銀行、證券公司的資產管理子公司、通過結構化股票質押回購參與進來的劣後投資方以及通過資產證券化參與進來的其他機構或個人投資者。

一方面，金融機構的廣泛參與，使得股票質押回購成為跨市場金融業務；證監會監管證券公司及其資產管理子公司對質押目標的審核和管理，以及上市

³ 2015 年 7 月 9 日，銀監會發言人指出，為促進資本市場持續穩健發展，銀監會向銀行業金融機構提出：允許銀行業金融機構對已到期的股票質押貸款與客戶重新合理確定期限，質押率低於合約規定的，允許雙方自行商定押品調整。

公司作為合格融資人的業務資質；銀監會主要對商業銀行的業務標準、資金融出方式等進行監管；中證登負責質押登記和質押比例等的監管。由於中國分業監管體制下還未實現不同金融分區的無縫監管和多方監管政策的高度協調，因而對股票質押回購也存在監管的灰色區域甚至留白區域。特別是資產管理計劃模式成為股票質押回購常見的交易結構之後，阻斷了對業務整體監管的連續性，大大增加了無縫監管的難度。而且該模式下，金融機構可以通過多層嵌套規避資本指標、資金投向等的監管，為大型金融風險提供了滋生及蔓延的空間。

另一方面，多類金融機構的業務交織、資本市場與實體經濟的緊密連接，再加上社會資本的參與，使得股票質押回購的風險傳導鏈條較長，風險涉及面較廣。在經歷爆發式增長之後，股票質押回購的融資規模已經遠超融資融券。因而一旦出現風險，將加劇金融系統不同市場間的風險傳染性，還可能波及社會公眾的投資利益。在個人投資者還處於投機性較強、風險自擔意識較弱的階段，金融風險的外溢容易引發負反饋的社會效應，進而放大股票質押回購的風險衝擊性。

4. 防範系統性金融風險的政策建議

2016 年年末的債市風波、2017 年年初監管機構對上市公司再融資的收緊，使得 A 股企業的融資成本上升成為必然趨勢；而目前資本市場流動性緊張，中國經濟依然承受下行壓力，因而更應加強股票質押回購監管，防範系統性金融風險。這需要交易參與方的風險自控和規則自律，也需要監管方的積極引導和強化監督。

1) 強化事前審查，做好事後監督

商業銀行和證券公司作為資金端的主要參與方，必須強化風險意識，嚴格做好事前審查，警惕高價位和高比例股票質押風險，切不可因為股票質押回購的資產證券化將轉移風險而放鬆審查標準。事後不僅要關注股價變動，還要確保融資方按約定使用資金，避免催生或助長股市泡沫，切實發揮銀證資本對實

體經濟的支持作用。

2) 健全股票價格形成機制，促進實體經濟健康發展

股票質押回購的初始交易完成後，直接關係業務風險的因素就是股價。在去杠杆化等國家政策的引導下，中國 A 股市場的價值回歸和資本市場的去虛向實也達到了一定效果。本文建議繼續將實體經濟的質量優化和轉型升級作為金融市場發展的本源和支撐，積極穩妥地推進股票二級交易市場發展，健全股票價格形成機制，推動股票價格真實反映實體經濟發展，避免出現嚴重背離企業價值的系統性股價偏離。

3) 採取逆周期風險防範措施

基於股票質押回購助漲助跌的風險加劇特徵，本文建議監管機構設立逆周期性的交易要求，如當股票價格指數上漲達一定幅度，則新發生的股票質押回購的質押率就下降一定幅度等，從而避免股市上漲與股票質押回購增長的相互催化和促進，抬高泡沫背景下的安全墊。同時要求金融機構做好逆周期的風險管理，通過提高資本充足率等監管方式提高金融機構應對系統性風險的能力。

4) 促進跨市場業務的協調監管

目前中國金融市場屬分業經營、分業監管，但是對於股票質押回購等跨市場的資本行為，可能存在監管的灰色區域，從而更有利於滋生系統性金融風險。本文建議通過強化信息披露，控制總體規模，規範金融創新等多種途徑，對重要的跨市場金融業務加強風險控制，力求全面、協調的監管效果，防範系統性金融風險。