



中国资本市场场外杠杆资金风险研究

方净植

摘要：在资本市场的发展进程中，伴随着股市异常波动的幕后推手，往往是监管“盲区”的场外杠杆资金。场外杠杆资金的“粉墨登场”，助推了股市的疯涨；场外杠杆资金的“金蝉脱壳”，则引发了股市的崩塌，可见，与场外杠杆资金形影相随的是高风险。2023年10月召开的中央金融工作会议强调，要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险；要依法将所有金融活动全部纳入监管，严厉打击非法金融活动。因此，如何控制资本市场的风险源头，更高效、精准地掌握“场外杠杆资金规模”“操纵市场源头”等风险线索，从而防范资本市场出现系统性风险，确保资本市场有序运行、健康发展，就具有极为重要的现实意义。

关键词：资本市场 杠杆资金 风险

一、引言

回顾资本市场的发展进程，我们不难发现，与股市异常波动如影随形的往往是场外杠杆资金的癫狂。目前，由于监管措施的局限性，这些场外杠杆资金也因“灯下黑”效应而处于监管“盲区”，进而时常“走火入魔”，引发股市频频“爆雷”，极易导致资本市场出现系统性风险。2023年10月召开的中央金融工作会议强调，要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险；要依法将所有金融活动全部纳入监管，严厉打击非法金融活动。因此，为了防范场外杠杆资金的“蝴蝶效应”，有效控制风险源头和规模，确保资本市场健康发展，深入研究场外杠杆资金的运行及其风险，就具有极为重要的现实意义。

二、场外杠杆资金的基本概念、发展历程和运作模式

（一）互联网时代场外杠杆资金的概念

场外杠杆资金有广义和狭义之分。广义的场外杠杆资金包括各种非正规渠道的加杠杆行为，投资标的主要涉及房地产、股票和期货等领域；狭义的场外杠杆资金一般特指场外股票杠杆资金。本文的研究对象为狭义的场外杠杆资金，即场外股票杠杆资金。目前，关于场外杠杆资金尚无统一的概念界定，但可以从剖析场外杠杆资金的业务实质出发，对场外杠杆资金作一个较为明晰的定义。

场外杠杆资金相较于证券公司融资融券及股票质押等标准化场内业务，其虽有加杠杆融资交易的相似之处，但又具有其

方净植，清华大学经济管理学院。



表 1 场外杠杆资金与证券公司融资融券及股票质押业务对照

特征	场外杠杆资金	融资融券	股票质押业务
业务合法性	非法定特许经营	法定特许经营	法定特许经营
融出方	任何自然人、法人或其他组织等杠杆资金方，部分为专业杠杆资金中介	证券公司	证券公司
融入方	任何投资者	特定投资者	特定投资者
融资用途	交易证券	交易证券	为股东提供流动性，除特殊情形外，通常不得用于交易证券
账户性质	违反账户实名制，融资方通过他人账户或虚拟账户实施交易	实名账户	实名账户
担保物	现金、有价证券	现金、有价证券	有价证券
杠杆比例	集中在 5~10 倍	不高于 1 : 1	低于 1 : 1
标准化程度	低	高	高

特定的高风险非标准化特征之差异，我们将三者进行对比，剖析场外杠杆资金的业务实质，就可以进一步明确场外杠杆资金的概念（表 1）。融资融券及股票质押业务均是经由金融监督管理部门批准后方可开展的法定特许经营业务，其资金存放及证券交易必须严格落实账户实名制要求，资金融出方为证券公司，融入方为符合特定资格的投资者，杠杆比例通常不高于 1 : 1，其中，股票质押的杠杆则通常低至 0.3~0.5。又因股票质押原为上市公司股东提供流动性，原则上股东融入的资金不得从事证券交易，故无论是形式上还是业务实质上，场外杠杆资金业务模式更接近融资融券业务模式。但从业务的合法性来看，场外股票杠杆资金未经监管部门许可，类似于无证经营的“游医”，故而长期游离在监管的灰色地带；从资金流向和市场影响

看，场外杠杆资金的资金融出方来源混杂，除直接融出方外，还大量存在杠杆资金机构等中介方，而融入方的用途除了一般的证券交易目的外，还从事一些危害性较大的，如操纵市场、内幕交易等各类违法勾当；从风险程度来看，因场外杠杆资金的杠杆比例有的甚至能高达 1 : 10，而往往又缺少相应的风险控制措施，因此危害极大，一旦大规模发展极易引发证券市场系统性风险，甚至波及金融及经济稳定。可见，互联网时代使用场外杠杆资金的行为主要是指未经金融监管部门许可，资金融出方利用互联网信息技术，搭建起游离于监管体系之外的融资业务平台，将资金融出方、资金融入方和中介机构三方连接起来，在资金融入方交存相应担保物的情况下，由资金融出方利用计算机软件系统的二级分仓功能将其自有资金或者以较低成



本融入的资金出借给资金融入方，赚取利息收入的行为^①。

（二）场外杠杆资金的发展历程

在国内，场外杠杆资金几乎是伴随着我国证券交易市场的出现而产生和发展的，其主要经历了以下四个发展阶段。

1. 线下杠杆资金公司阶段

场外杠杆资金早在 20 世纪 90 年代就出现了，但在 2014 年以前一直没有大规模发展。场外杠杆资金产生之初，资金来源以民间资金为主，杠杆资金杠杆在 1~10 倍不等。这一阶段，场外杠杆资金发展十分低调，有较强的地域性特征，其中，江浙地区及之后的福建、广东等地的杠杆资金行业起步较早，是国内场外杠杆资金活动较为集中的地区。

2. 在线杠杆资金平台阶段

2014 年以后，随着互联网金融的发展，以 HOMS 系统为代表的专业化交易系统^②出现，线下杠杆资金开始转向线上操作，在线杠杆资金平台一度盛行，尤其是在 2014 年下半年至 2015 年上半年股市大幅上涨期间，场外杠杆资金之风几乎蔓延全国各地。在线杠杆资金平台提供按日、按月杠杆资金服务，申请便捷，杠杆倍数更加灵活，其在客户资料审核、资金划转、账户风险监控等方面更加便利，成为“高收益、低风险”的好买卖。除民间资金外，

大量银行理财、信托、私募产品、互联网理财资金等资金也开始介入，促成了股市罕见的“杠杆牛”。

3. 清理整顿阶段

2015 年 7 月，为维护市场稳定和防范金融风险，监管部门开始对场外杠杆资金进行清理。监管部门以非法从事证券业务为由对在线杠杆资金平台及使用这些平台开展场外杠杆资金业务的机构和个人进行了行政处罚。此后，以 HOMS 系统等专业化交易系统为技术依托的大规模场外杠杆资金逐渐销声匿迹。

4. 线下为主线并存阶段

目前，场外杠杆资金在全国范围内仍然普遍存在，部分杠杆资金机构将杠杆资金业务重新转回线下，业务向高净值客户集中；部分杠杆资金机构仍寻求通过其他技术手段实现在线交易功能，如“点买点卖”；网络上也充斥着大量的杠杆资金机构广告，宣称提供炒股咨询、协议签署、资金借贷、账户开立、交易结算等服务。

（三）场外杠杆资金的运作模式

市场上场外杠杆资金分为“实盘”和“虚拟盘”两种模式。所谓的“虚拟盘”是资金融出方在借鉴非法外汇、大宗商品平台的做市商模式基础上，开发出虚拟撮合的杠杆资金系统进行场外交易。由于“虚拟盘”并未入场交易，没有交易真实证券，

① 根据 2019 年最高人民法院发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称《九民纪要》）的规定，场外杠杆资金是将资金融出方、资金融入方即用资人和券商营业部三方连接起来，杠杆资金公司利用计算机软件系统的二级分仓功能将其自有资金或者以较低成本融入的资金出借给用资人，赚取利息收入的行为。
② 专业化交易系统，指区别于普通证券交易系统，满足专业投资者更多交易和管理需求的证券交易系统。



对资本市场稳定几乎没有影响，本质上属于资金融入方和资金融出方对赌，涉嫌诈骗或非法经营。而“实盘”则是真实入场交易，一旦爆发系统性风险，便会对资本市场产生较大冲击。根据杠杆资金交易账户的不同，场外杠杆资金的运作模式主要可分为“实名账户出借杠杆资金”和“分拆账户杠杆资金”。

1. 实名账户出借杠杆资金

在“实名账户出借杠杆资金”模式下，杠杆资金机构借助“1人多户”政策，通过自有资金或融入他人资金的方式作为融出资金来源，将实际控制的自有或者租借的账户出借给杠杆资金客户使用，采用人工方式下单、风控和平仓。该模式是目前最主要的杠杆资金模式之一。线下杠杆资金公司基本是采用这种模式，存在“单账户多次使用”“注资、交易、清仓、改密码交替循环”“总市值呈阶梯状变化”“设备地址变化明显”等特征。目前，监管部门虽认为其严重违反《证券法》关于账户实名制的规定，但仍无法事前控制，只能通过事后账户异常度分析进行筛查。

根据资金和账户来源的不同，“实名账户出借杠杆资金”又可以进一步区分为直接将自有或自筹资金和自有账户转借给杠杆资金客户使用，赚取固定收益的“自有

资金+账户出借杠杆资金”模式；假借他人名义开户，资金为杠杆资金机构自有或自筹的“假借他人名义开户杠杆资金”模式；以及先向他人融入资金和账户，再将资金和账户转借给杠杆资金客户，从中赚取利息差价的“中介型杠杆资金”模式（图1）。

2. 分拆账户杠杆资金

2015年监管部门清理场外杠杆资金时，众多杠杆资金机构借助专业化交易系统开展杠杆资金业务，其中又以HOMS系统等外部接入系统为主流。专业化交易系统分账户管理、风险控制^①等功能客观上满足了杠杆资金交易的需求，杠杆资金机构可以利用此类系统轻松地在证券公司开设的实名账户下分拆出多个虚拟子账户，交由不同的杠杆资金客户匿名进行操作（图2）。与实名账户杠杆资金相比，此类杠杆资金行为形式更为隐蔽、单账户规模更大。

外部接入系统被全面清理整顿之后，以专业化交易系统为技术依托的大规模场外杠杆资金逐渐停止，但并未完全消失。一方面，小部分外部接入专业化交易系统得到保留^②，主要系监管允许的为满足信托、私募基金等机构客户分仓和风控需求，如券商PB系统^③，目前已逐渐发展成为专业化交易系统的主要形式。若部分券商对PB系统管理不严，则可能为场外杠杆资

① 与普通证券交易软件相比，专业化交易系统主要具有以下功能。一是投资管理功能，投资者可以对同一证券账户进行拆分，以分账户形式管理，并可以设置投资经理、交易员、风控员等角色进行账户管理。二是风控管理功能，专业化交易系统可以设置投资标的、投资比例等各种风控指标，便于投资者管理投资风险。三是交易执行功能，除交易速度比普通交易软件更快之外，专业化交易系统支持交易策略等程序编写，可满足量化交易需求。

② 保留的主要为各类资产管理机构用于交易管理的系统。

③ PB系统是证券公司给机构客户提供的交易工具。

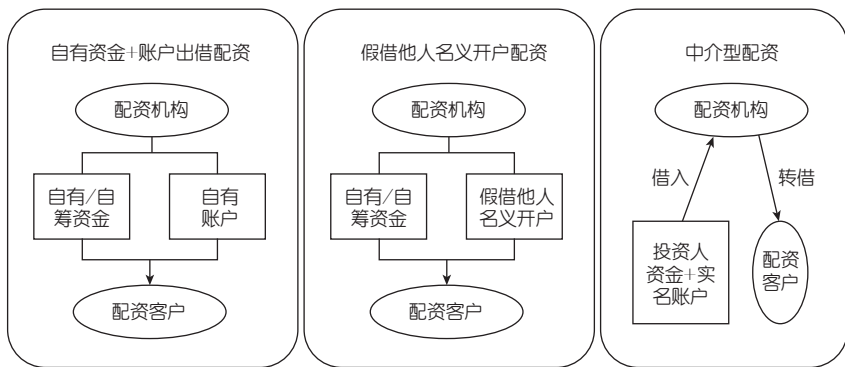


图1 “实名账户出借杠杆资金”的三种模式

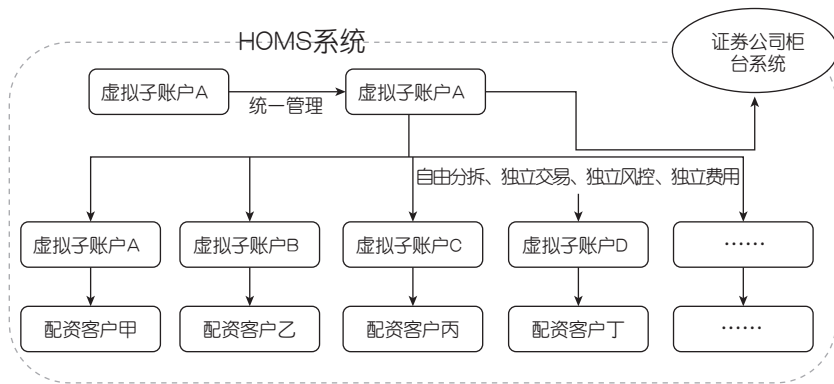


图2 利用 HOMS 系统开展杠杆资金交易原理

金提供新渠道。另一方面，随着近几年监管部门对外部接入系统排查力度的相对弱化，通过私下分拆账户或对接第三方系统等方式从事场外杠杆资金的模式也有所抬头。在巨大的利益诱惑下，以 HOMS 系统

为参照开发的股票杠杆资金系统、名为跟投实为杠杆资金的“点买点卖”^①系统等第三方杠杆资金系统一度兴起，其主要通过“人工下单”“模拟外挂”“交易外挂”等方式实现接入（表2）。

① “点买点卖”的双方分别为点买人和投资人。点买人支付“交易综合费用”，并按照一定的比例提交履约保证金后，可向投资人下发交易指令；投资人负责按照点买人的交易指令，利用自有资金和账户进行交易；由“点买点卖”系统对点买人、投资人进行自动撮合。若盈利，盈利将全部归点买人所有，或由投资人按固定比例（一般为10%~20%）进行抽成；若亏损，由点买人自行承担。



表 2 第三方杠杆资金系统接入方式

类型	实现方式
人工下单	杠杆资金机构利用第三方杠杆资金系统接收客户交易指令后，通过雇用下单员，将客户的交易指令手工输入正常交易系统客户端
模拟外挂	通过键盘精灵等抓取方式模拟“人工下单”行为，通过程序将客户交易指令自动输入正常交易系统客户端
交易外挂	通过破解券商网上交易系统的协议或者破解供应商第三方“公版”交易软件实现接入

上述三种接入方式中，“人工下单”和“模拟外挂”多为技术能力较弱的杠杆资金机构采用，效率低，难以规模化发展，主要面向小额用户；“交易外挂”实质为非法接入，虽然系统供应商认为，接入“公版”交易软件对技术要求较高，而且获取交易回报数据较为困难，因此实际大规模用于杠杆资金的概率较低，但现实中，存在系统供应商离职员工泄露券商交易接口协议，非法接入券商柜台系统开展杠杆资金业务的情形（图 3）。

三、场外杠杆资金的主要风险

一是脱离监管限制，容易滋生违法违规。股市行情好时，场外杠杆资金极具煽动性和诱惑性，一些不法分子利用投资者投机暴富的心理采用“虚拟盘杠杆资金”实施诈骗，所谓的“交易”并不真实存在，给投资者造成巨额损失。同时场外杠杆资金可能与内幕交易与操纵证券市场行为相配合以规避查处，萌发违法违规的隐患。区别于融资融券等场内正规融资渠道，场外杠杆资金游离于金融监管体系之外，往

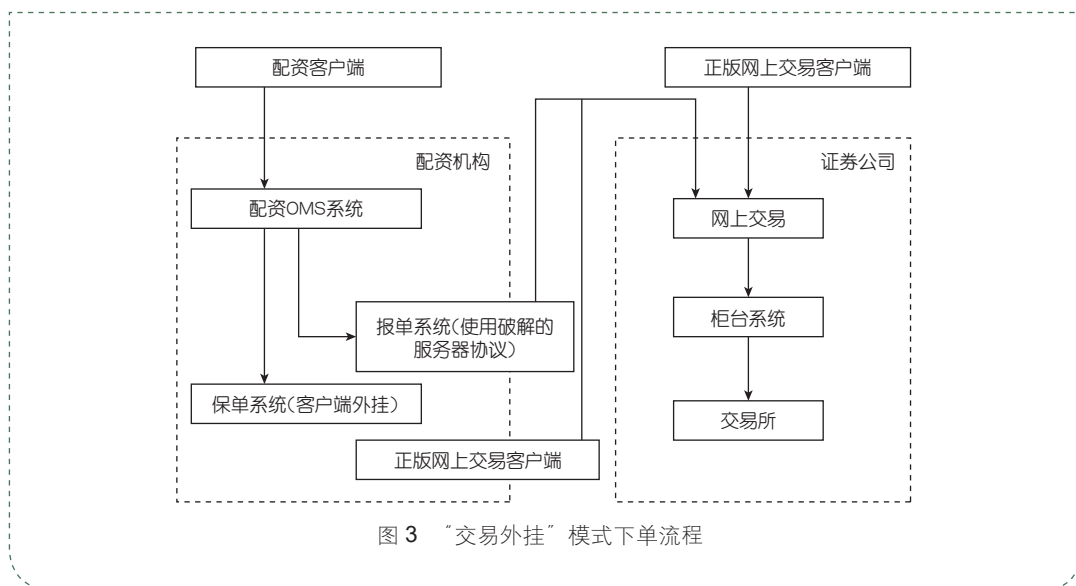


图 3 “交易外挂”模式下单流程



往作为市场操纵行为的主要杠杆工具，为操纵者提供大量证券交易账户和巨额交易资金。在诸多市场操纵案中，涉案人员动辄利用几十甚至上百个杠杆资金账户以规避监管，达到市场操纵之目的。场外杠杆资金多为“实名账户出借杠杆资金”中的“中介型杠杆资金”模式，出借人主要是向杠杆资金机构出借账户和资金。这些出借人一般只与杠杆资金机构产生交集，对于杠杆资金客户则知之甚少。他们多认为在中国人情社会中借用他人身份证、银行卡、驾驶证等情形无处不在，且认为该模式资金可控、收益可观；有部分出借人觉得“自己的钱在自己的账户里，又有一定比例的保证金在手，本金安全，每个月拿点固定的利息收益，比做实业、买理财等方式稳定多了”；很少有人会去考虑背后隐含的道德风险、法律风险等问题。

二是杠杆比例高，风险外溢性强。目前正规的融资融券业务的杠杆比例最高为1:1，而场外杠杆资金杠杆比例则高达5~10倍。若杠杆资金账户为信用账户，在此基础上同时叠加融资融券杠杆，则伴随着杠杆比例的成倍放大，风险的外溢性呈现出超速裂变的态势。面对股市的异常波动，场外杠杆资金无法抵御股价剧烈下跌时的市值回撤，一旦触及预警线且投资者无法及时补充保证金，将不可避免地引发强行平仓。若平仓能够顺利进行，场外杠杆资金将以杠杆资金客户的单方面亏损而告终；若涉及强行平仓的股票无人接盘，则很可能导致该股票持续无量跌停，杠杆资金机构的资本金也将面临损失；而其中

牵扯的理财资金若因此引发兑付困难，众多以获取固定收益为目的的中小投资者将面临损失；若信用账户融资融券出现穿仓，信用账户持有人还可能被证券公司索赔；若大量平仓股票持续无量跌停，市场预期很可能转向悲观，进而引发资金踩踏离场、全市场暴跌。

三是法律关系模糊，投资者权益难以得到有效保护。尽管2019年11月8日最高人民法院发布的《九民纪要》指出，将证券市场的信用交易纳入国家统一监管的范围，是维护金融市场透明度和金融稳定的重要内容。而不受监管的场外杠杆资金业务，不仅盲目扩张了资本市场信用交易的规模，也容易冲击资本市场的交易秩序。杠杆资金业务一直处于法律法规的模糊地带，相关责、权、利不够清晰，一旦出现问题，很容易导致纠纷。这是因为，一旦大量场外股票杠杆资金合同因为股价暴跌出现无法平仓、无法收回本息、拖欠保证金等情况，杠杆资金平台纷纷跑路，就会导致大量的场外杠杆资金诉讼纠纷。而在实践中，全国各地的法院对场外杠杆资金行为性质的认定并不一致，这无疑就增加了投资者维权的难度。

四、场外杠杆资金监管所面临的困境

（一）金融协同监管不足

杠杆交易本是金融的属性之一，投资者对资本市场杠杆交易的需求本是中性的行为，但场外杠杆资金屡屡卷土重来影响市场稳定，暴露出我国金融监管存在监管协同差而监管套利多、正规金融投融资产



品创新监管多而民间金融监管弱等监管问题。2015年证券监管部门清理第三方外部信息系统接入后，为满足信托、私募基金等规范账户的分仓和风控需求，券商PB业务产生并快速发展，但是看似合规的PB业务却可能隐藏了较大风险，主要理由如下。一是虽然证监会明令禁止证券公司将杠杆资金账户接入PB系统，但现实中，证券公司对PB账户实际使用人的监控手段较为有限，无法杜绝杠杆资金户通过PB账户入场交易。二是PB账户普遍规模较大，尤其是信托产品，不仅规模大，还不受监管部门关于场外杠杆资金相关制度的限制，一旦大量场外资金披着PB业务外套开展杠杆资金交易，或将对证券市场产生较大冲击，甚至引发系统性风险。可见，随着互联网金融创新和金融科技发展的日益深入，各类金融业务不断融合，分业监管开始暴露出监管协同性差、监管套利多等问题。场外杠杆资金监管亦是如此，由于缺乏上位法依据，相关部门对于场外杠杆资金的监管莫衷一是、各执一词，政策步调难以统一；融资融券等场内融资业务在严格的政策限制下，难以满足不同层次投资者的差异化需求，为场外杠杆资金业务提供了野蛮生长的土壤。

（二）交易监控系统不足

目前对于场外杠杆资金的监控，主要通过中国证券登记结算有限公司的定期排查和证券公司自主进行的异常交易监控来筛选疑似账户，在此基础上，由证券公司对疑似杠杆资金账户持有人进行核实、处理。上述方式的总体监控结果不尽人意，

往往以证券公司的加强风险提示、加强投资者教育等为终结。究其原因：一是排查范围和手段有限，主要通过证券账户的交易特征进行疑似账户识别，很容易被规避；二是证券公司无权管、不敢管，也不想管、不愿管。一方面，由于缺少针对相关证券交易行为管理的具体依据，证券公司对疑似非实名账户、杠杆资金账户，客观上无权，也不敢采取相应限制措施；另一方面，杠杆资金账户往往交易活跃，是证券公司的优质客户，出于利益考虑，证券公司在其风险可承受范围内，也不愿对账户采取限制措施，不具备上报异常情况的充足动力。此外，上述监控手段仅能通过账户异常度分析来粗略匡算可能涉嫌场外杠杆资金的账户规模，无法掌握杠杆资金机构在全国范围内的分布情况，资金流向更是难以准确判断，导致无法实时掌握场外杠杆资金规模及其对全市场的影响，难以进行风险预判和防控。

（三）客户交易的法治性不足

推行账户实名制是证券市场规范发展的重要基石，是防范和打击证券市场违法违规行为的重要措施。《证券法》《证券公司监督管理条例》等法律法规对账户实名制均有所规定，但偏重于原则要求，在实际应用上无具体细则。一是关于违规的认定不明确，如夫妻间、父母子女间的账户共用情形，是否构成违规；二是对非实名使用账户的法律责任规定不明确，当前内幕交易、操纵市场等行为的涉案账户出借人近乎无须承担任何法律责任，违规成本极低。



（四）对第三方系统供应商监管不足

2015 年开始外部信息系统接入逐渐成为监管重点，但相关法规仍未明确外部信息系统接入的适用范围，因此对于第三方系统供应商的监管始终缺乏强有力的法规依据。虽然供应商认为，接入“公版”交易软件对技术要求较高，而且获取交易回报数据较为困难，因此实际大规模用于杠杆资金的概率较低，但证券经营机构普遍反映，就技术而言，部分供应商提供的“公版”交易软件可能被第三方公司破解后接入券商交易系统。因为同一家供应商的系统支持多家证券公司，只要有一家公司保管不善，就可能影响到其他家，所以当前第三方系统供应商通常对于通信协议严格保密、不对外开放，甚至对于证券公司也不开放，但是在杠杆资金高额利益的诱惑下，仍存在铤而走险破解通信协议者。

五、强化场外杠杆资金风险防控的思考

（一）建立和完善全市场大数据监控体系

构建场外杠杆资金大数据监控体系的基础是高质量、全流程的大数据，而这些大数据不仅是场外杠杆资金监控的基础，也是金融行业大数据监控的基础。因此，建议将场外杠杆资金监控体系作为金融大数据监控系统的一部分，组建金融大数据监控中心，对系统进行统一维护和规范管理，既有利于解决前述数据获取、数据质量、数据应用和数据安全问题，也有利于解决分业监管导致的监管协调性差、监管套利多的问题。系统建设上，可以考虑分

步走战略，先设定系统建设总体思路和框架，再视数据获取情况和技术实现难度陆续进行开发和完善（图 4）。

一是完善资金流监测体系。集中各方力量，积极借鉴反洗钱核查经验，系统监测场外杠杆资金整体情况，提高对资金、账户、产品的监管穿透力度。建议联系人民银行、金融监管总局，搭建全市场资金流查询平台，改善目前日常监管和稽查办案调取资金流水依靠人力跑银行现场的状况，通过数据共享，建立系统实现非现场查询，提高资金监测效率，实时掌握资金规模、杠杆、对市场的影响。

二是完善异常交易监测体系。由监管部门充分发挥掌握全市场交易信息的优势，在大数据基础上，通过分析杠杆资金业务特征，建立统一数据筛查模型，并根据市场发展情况及时进行调整；进一步完善交易设备地址（IP/Mac 地址、硬盘序列号、手机号码等）、身份信息、委托和交易流水、资金流水等基础数据，并进行集中管理、统一认定、分配使用。

三是建立涉案账户数据库体系。由稽查局统筹协调将各类案件涉及的账户情况分为违法违规账户、可疑账户等类别，将其相关设备地址、通信信息、身份信息等相关数据录入诚信数据库，一方面方便案件调查使用，另一方面供日常监管重点关注使用。

四是建立和完善风控指标体系。发挥协同监管的力量，动态合理调整监控阈值，防范系统性风险。

（二）建立杠杆资金账户监测机制

构建场外杠杆资金大数据监控系统的

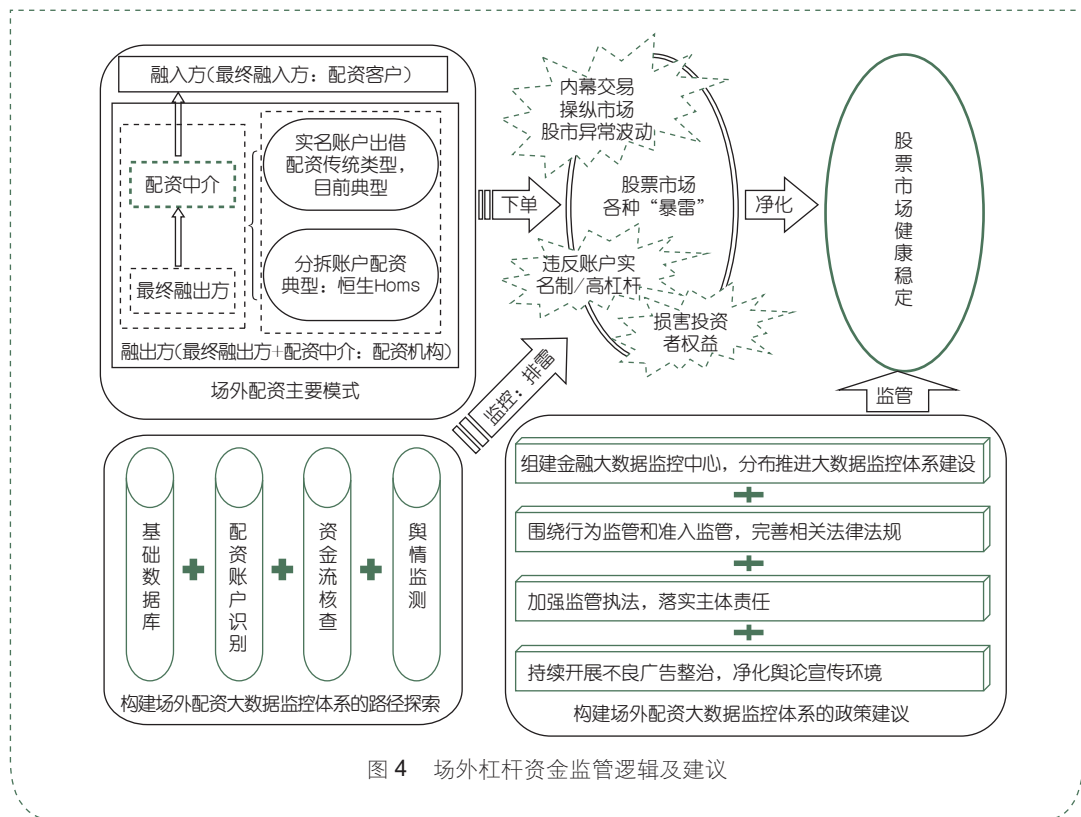


图4 场外杠杆资金监管逻辑及建议

总体目标是最大限度地估测杠杆资金行业规模和动向，进行风险度量，从而为相关政策制定提供参考。实现路径上，可以考虑从杠杆资金账户着手进行数据挖掘和分析，在识别杠杆资金账户的基础上穿透核查账户最终资金来源、最终投资者和杠杆比例，并辅之以日常的舆情监测。主要模块设计如下。

1. 基础数据库

基础数据库主要用于采集、保存、整理场外杠杆资金相关的海量数据。数据来源包括但不限于以下渠道。①互联网数据。主要是基于关键字搜索等技术自动抓取的互联网公开信息。②服务提供商后台数据。

云服务方面，主要是MAC地址、IP地址、硬盘序列号等设备接入数据；通信服务和社交软件方面，主要是通话记录、短信记录，包括网络上的虚拟通话和短信记录。③监管数据。如已确认的杠杆资金机构和杠杆资金账户信息，司法判决、行政处罚、行政监管措施等违法违规处置中涉及的可疑资金监测信息。

2. 杠杆资金账户识别

杠杆资金账户识别主要可分为显性特征账户识别和隐性关联账户查找。

(1) 显性特征账户识别

显性特征账户是指存在典型杠杆资金特征的账户。结合监管实践和调研结果，



我们将“实名账户出借杠杆资金”和“分拆账户杠杆资金”对应的实名账户具体特征及识别方式归结如下。

①“实名账户出借杠杆资金”账户具体特征及识别方式。

一是账户循环使用。在“实名账户出借杠杆资金”模式下，账户通常循环利用，如 A 客户使用完，再交给 B 客户，以此类推。杠杆资金机构在将账户转交给下一个客户时，账户一定是空仓，并且账户剩余资金一般是整数；在账户出借给下一客户使用时，为了防止上一客户继续登录账户，必须修改密码。因此，杠杆资金账户一般会出现“清仓-修改密码、银证转账-交易”的次第操作。另外，为了在账户中留下整数资金，杠杆资金机构在做银证转出时，需要将一些金额中的零头转出；而正常用户在取款时，一般是整数取出。此类行为可以结合银证转账流水、密码修改、交易日志等进行分析识别。

二是频繁银证转账。正常用户并不会进行频繁转账，但在“实名账户出借杠杆资金”模式下，如新客户进来，要把劣后资金打入到杠杆资金账户（杠杆资金机构并不会将劣后资金闲置），客户清仓后，又要把剩余劣后资金转出。另外，部分账户以定期小额银证转账的方式收取固定利息。因此，对于频繁银证转账的，可列为疑似杠杆资金账户予以关注。此类行为可通过银证转账流水进行筛选和识别。

三是同一账户在多个设备同时登录。“实名账户出借杠杆资金”一般采用人工盯市的方式进行风控，在交易时段，会出现

杠杆资金客户和风控员同时登录的现象，并且一般风控员只进行查询操作；若进行交易，则具备强平特征。此类行为可结合交易日志、交易终端信息等进行筛选和识别。

四是同一设备操作多个账户。在“实名账户出借杠杆资金”模式下，一般一个风控员会同时监控多个账户，此外，银证转账、修改密码等操作一般也会统一由专门人员进行。因此，会出现同一设备操作多个账户的现象，可结合银证转账流水、密码修改、交易终端信息等进行筛选和识别。

五是转账用途异常。杠杆资金机构和客户之间的资金往来，一般通过第三方支付或者银行转账进行，办理转账时，有可能会备注杠杆资金，甚至是杠杆资金杠杆比，可以通过调取银行资金流水进行筛选和识别。

六是操作风格变化。在“实名账户出借杠杆资金”模式下，由于账户在不同时段由不同杠杆资金客户使用，其操作风格一般会有较为显著的差异，可通过机器学习算法进行识别。

②“分拆账户杠杆资金”账户具体特征及识别方式。

一是频繁小额交易。在“分拆账户杠杆资金”模式下，对于拆分成多个子账户的主账户，账户的单次买入金额相较其账户资产而言通常较小，比如其单次买入的金额可能仅占账户资产的 1/20 以下，明显不符合正常用户的行为，且该账户实际持仓的股票数量、交易频次一般也超过正常



水平。此类行为可结合账户持仓、交易日志等进行筛选和识别。

二是云主机异常。普通用户不会远程连接到云主机上进行下单，但对于“模拟外挂”或“交易外挂”模式，一般都会将系统部署在云主机上，可以通过比对云主机IP和交易日志中的IP来源进行筛选和识别。

鉴于杠杆资金账户的典型特征可能随着市场发展和创新而不断变化，在根据上述特征进行筛选和识别的基础上，可以考虑采用机器学习算法来进行更广泛的账户识别。在实践中，监管部门的“智查”杠杆资金监测系统取得了令人兴奋的成果。利用杠杆资金账户相关成案数据，通过多种机器学习算法对计算机进行训练，计算机可以从已明确杠资金属性的证券账户交易流水中自动总结提炼出识别参数，再运用于更为广泛的未知账户杠资金属性的识别。该软件可以仅靠证券账户交易流水实现对账户属性的判断，具有独立、抗干扰、自学习和可以大规模复制的显著优点。据了解，该软件每秒可以处理一万多个账户，召回率接近80%，准确率达97%。

(2) 隐性关联账户查找

隐性关联账户是指与显性特征账户、已查实杠资金账户及杠资金机构等已有线索存在关联关系的账户。在实践中，杠资金机构可以通过各种方式来掩盖显性特征账户的典型杠资金特征，导致显性特征账户的筛选和识别难度日益增加，而隐性关联账户的隐匿难度较高，因此，

利用数据挖掘和分析技术对隐性关联账户进行查找、识别和监控就显得尤为重要。隐性关联账户可以通过关联关系进行查找：①通信关联，即通过对通信记录的分析比对来查找关联账户。②资金关联，即通过对银行账户、第三方支付账户资金流水的分析比对来查找关联账户。③证券账户关联，即通过证券账户的基本信息、交易终端信息等来查找关联账户。④人员信息关联，即通过对身份信息分析比对来查找关联账户。⑤单位信息关联，即通过对工商登记信息、股东名单、注册地址等有关信息的分析比对来查找关联账户。

3. 资金流穿透核查

资金流穿透核查主要有三个目的：其一是通过追溯资金来源，找到最终出资人；其二是通过探寻最终投资人，确定最终风险和最终收益的承担者；其三是通过明晰资金规模，掌握入市交易的杠资金规模并识别其对市场的整体影响。目前，资金流穿透核查面临着以下几个难点问题。

①数据获取。传统的金融监管数据是在特定制度框架下，由分行业金融监管部门内部获取并掌握的。而构建监控系统需要的大数据除了内部监管数据、互联网公开数据外，还涉及监管机构间的数据共享、非监管对象如各类服务提供商的内部数据获取等问题，还需要在此基础上，不断改进算法，在数据规模和数据质量之间寻求平衡。这在客观上就要求更高层面的顶层设计和统筹协调。

②数据应用。拥有海量数据后，如何更好地搭建系统模块，深入挖掘有价值的



数据并投入实际应用中，需要在实践中反复尝试和改进。在实际应用过程中，需要科学设置数据查询权限，在防止数据查询权限过高造成泄密、隐私等问题的同时，兼顾使用者的实际需求，保证数据的可得性和可用性。

③ 数据安全。在数据采集、传输、加工和存储过程中，会涉及较多隐私信息、敏感信息甚至是涉密信息，如何防止黑客攻击、避免数据外泄，是系统建设和维护过程中需要考虑的问题。

资金流穿透核查将简化为银证转账流水、银行账户及第三方支付账户资金流水和资产管理产品信息有效获取、智能分析和匹配问题，最终解决资金流穿透核查的一个最大难点问题——资产管理产品的多层嵌套。

（三）围绕行为监管和准入监管，完善相关法律法规

首先要尽快完善法律法规和相关细则，明确账户实名制具体要求，划分家庭共用账户与违法出借账户的法律界限，明确投资者在账户管理中的法定义务及相应罚则，督促投资者做好账户实名管理，适当降低准入门槛，吸引更多有融资需求的投资者进入规范的场内融资市场，加强账户的动态监控以防范风险。在此基础上，尽快明确证券公司落实账户实名制和监测场外杠杆资金等异常交易行为的责任；尽快出台相关法规和规则，将第三方系统供应商纳入监管，落实系统安全相关责任，联手打破大资管行业监管分割、监管重叠、监管空白并存的局面，控制资管产品杠杆

水平。考虑对杠杆基金公司择机实行备案或者持牌管理。参照银行、证券、保险、小额贷款公司的设立，对杠杆资金公司的注册资本、发起人的资质、经营决策机制、风险控制机制、融资方式、杠杆比例、规模等予以限定。未经备案擅自开展配资业务的行为，按照非法经营处理。

（四）保持监管高压，落实主体责任

第一，强化资产管理业务监管。严肃查处“为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务”等违法违规行为。第二，强化证券公司客户交易行为管理。要求证券公司严格落实账户实名制要求，强化信用账户管理，加强交易系统管理防止外部系统违规接入；建立模型筛查机制、充分了解客户并持续排查、及时清理违规账户；严厉查处证券公司及其从业人员参与、配合任何杠杆资金活动。第三，加大对证券公司 PB 业务的监管。通过强化证券公司信托计划等 PB 账户尽职调查、交易监控、账户排查、交易系统优化等方式，及时防范、清理杠杆资金账户通过 PB 业务的“后门”进场交易。第四，加强第三方系统供应商监管。督促供应商加强内部管理，避免因管理不善、员工离职泄露券商交易接口协议信息；对因信息系统供应商原因造成券商交易接口协议泄露、第三方信息系统非法接入等不良影响的，坚决依法查处。第五，协调地方政府，加大打非力度。一方面，对嫁接外部系统接入、虚拟分仓、网上 P2P 配资广告、资金池等行为，应坚决予以打击和规范。同时，联系工商总局，



持续打击网络宣传杠杆资金的广告行为。另一方面，虚拟盘虽未入场，但市场影响不容忽视。根据国务院办公厅《关于严厉打击非法发行股票和非法经营证券业务有关问题的通知》（国办发〔2006〕99号），其主要监管职责在地方政府，但实际上地方政府往往认为“股票交易”归证监会监

管，对监管职责归于松懈、怠慢。因此，要积极推动落实上述99号文精神，联合多方力量防范打击非法证券活动，研究虚拟盘的查处工作，解决监管责任模糊、查处难的问题。^[N]

学术编辑：曾一已

参考文献

- [1] 邓雄.高杠杆下股市剧烈波动的影响与应对[J].国际金融,2015,12:18-21.
- [2] 黄益平.如何理解中国的金融现象?[J].金融市场研究,2021(01):1-22.
- [3] 黄运成,漆琴.中国股市波动中的杠杆作用[J].中国金融,2017,1:6-10.
- [4] 马沛瑶,张鹏.美国股市的下调风险和溢出效应[J].金融市场研究,2021(07):114-119.
- [5] 罗东原.证券公司场外衍生品业务发展现状及展望[J].金融市场研究,2022(09):54-61.
- [6] 马天平.杠杆资金性质呼唤股市交易规则改变[J].公司金融研究,2016,6:9-11.
- [7] 马遥,乔国荣,毛婧宁.金融风险的诱因及传导路径:基于分析框架的视角[J].金融市场研究,2022(09):115-126.
- [8] 钱康宁,陆媛媛,罗彦洋.杠杆融资问题研究[C].创新与发展:中国证券业2015年论文集,2015(09):90-95.
- [9] 钱理红.新发展格局下的融资供给[J].金融市场研究,2021(01):36-42.
- [10] 周颖刚,唐诚蔚.深化股市交易制度改革,防范金融风险[J].金融市场研究,2022(12):11-16.

Research on Risks of Off-Exchange Leverage Funds in China's Capital Market

FANG Jingzhi

(School of Economics and Management, Tsinghua University)

Abstract In the capital market, off-exchange leverage funds are often the unseen driver of abnormal fluctuations in the stock market. The inflow and outflow of these funds occurs within a regulatory blind spot and aggravates stock market volatility. The Central Financial Work Conference held in October 2023 emphasized the need to comprehensively strengthen financial supervision and effectively prevent and resolve financial risks. The work conference concluded that it was necessary to bring all financial activities under supervision according to law and called for a crackdown on illegal financial activities. Therefore, effectively controlling the sources of risk in the capital market is of great practical significance. In order to achieve this objective, it is essential that regulators are able to accurately assess clues from the scale of off-exchange leverage funds and can identify the sources of market manipulation to prevent systemic risks and ensure the orderly operation and healthy development of the capital market.

Keywords Capital Market, Leveraged Funds, Risk

JEL Classification B41 G32 E22