

产业链抗风险能力。

杠杆、信息与流动性： 融资融券对股票流动性的非对称影响

王永钦 李卓楚 夏梦嘉

金融市场由持有不同观点的投资者构成，杠杆不仅决定哪类投资者能成为边际定价者，使其观点主导价格形成，还显著影响资产流动性。流动性是衡量金融市场运行质量的核心维度，也是实现有效价格发现的必要条件，其本质在于促成多空双方观点的充分表达并推动有效交易，以实现价格的高效形成。然而，现实中的融资融券市场常因券源稀缺、借券成本高企等因素，呈现出结构性失衡的“单边市”特征。杠杆的运用进一步增强了乐观投资者的定价影响力，使市场在上行周期更易形成单边定价格局。由杠杆驱动的资产流动性同样具有内在的非对称性，不仅加剧价格波动，还可通过抵押品渠道形成负反馈循环，显著加剧金融体系的脆弱性。

现有文献中，研究往往沿两条平行线展开：一是聚焦于差异性观点在价格形成中的作用（Hong and Stein, 2003），二是探讨杠杆与抵押品约束对资产定价和金融市场波动的影响（Geanakoplos, 2010）。然而，这两条线索尚未得到充分融合，尤其缺乏对以下关键机制的识别：杠杆如何通过筛选差异性观点在价格中的反映，进而内生地对股票流动性产生非对称影响。

本文进一步将股市的信息效率与内生的信息生产纳入分析框架，这一思路与 Dang et al. (2015) 关于信息敏感度的文献紧密相关。理论上，在乐观情绪主导的市场中，有效的卖空机制可以通过释放负面信息来平衡多空力量，从而提高信息效率与流动性深度。然而，现有文献尚未有效揭示杠杆与抵押品约束如何在不同市场阶段中筛选并放大乐观或悲观信息，从而非对称地塑造流动性。Hong and Stein (2007) 针对投资者意见分歧及其市场现象进行了综述，

但并未涉及有关杠杆周期与市场周期的讨论。

在理想的多空平衡环境中，融资融券构成一个较为平衡的观点表达机制，融资为乐观者提供加杠杆做多的通道，融券则为悲观者创造表达负面观点的空间。在这一机制下，差异性观点得以充分融入价格，最终提升市场的定价效率与资产流动性。然而，现实中的两融市场往往呈现出显著的“单边杠杆市”格局，融资规模远超融券。这一结构性失衡普遍存在，背后原因主要包括两方面：第一，风险—收益结构具有明显不对称性。做多资产时，投资者的潜在亏损是有限的（价格最低跌为零），而收益在理论上是无限的；但做空资产却面临理论上的无限损失风险。因此，相比风险敞口更大的做空行为，融资加杠杆做多在均衡中更具吸引力并占据主导地位。第二，券源供给受限导致融券成本显著高于融资成本（Dang et al., 2015）。融券依赖可借入证券的数量，其供给天然有限；相较之下，融资所依赖的资金供给普遍更为充足。受券源约束、借券费用及操作难度等因素影响，卖空在实际运行中远不如做多来得便捷和普遍。尽管多国市场均存在一定程度的单边特征，但中国的问题尤为突出。除上述共性原因外，中国融券业务还面临更为严格的制度性约束与机制不完善问题，包括监管限制更强、证券借贷机制不成熟等。这些因素共同导致融资力量在市场中占据主导，放大乐观情绪。在这类“单边市”环境中，乐观观点有可能被过度放大，而悲观观点则难以及时得到反映，并在市场上行阶段放大流动性压力，从而对市场整体的信息效率与流动性深度构成潜在挑战。

本文构建了融合“杠杆—信息—流动性”的理论框架，将投资者观点差异性与信息生产机制统一纳入分析，揭示了杠杆如何通过筛选不同观点的价格表达，内生地产生对资产流动性的非对称影响。中国自 2010 年起分阶段、分批次推进融资融券试点，不同股票在不同时点被纳入标的范围，这一政策冲击为揭开资产流动性的“黑匣子”提供了理想的自然实验框架。为系统回答上述问题，本文利用 2009 年至 2015 年沪深 A 股日度数据，采用双重差分（DID）

的实证方法，识别融资融券交易对个股流动性的影响及其非对称效应。研究发现，融资融券制度在长期整体降低个股流动性，且融资与融券对个股流动性的作用存在明显分化，即融资交易持续恶化流动性，融券交易有助于改善流动性；但由于融资规模占绝对主导，其负面影响成为整体效应的主要来源。进一步分析表明，这种影响具有周期性非线性特征。市场上行阶段以融资主导的流动性收缩和信息抑制为主；市场下行阶段则呈现融资恶化与融券改善并存的格局。而违约概率较高的企业，信息生产动机更强，更依赖并生产私有信息以应对潜在损失。中国融资融券市场呈现融资业务规模显著高于融券业务的结构特征，进一步放大了其影响的非对称效应。这印证了抵押品驱动型市场的信息生产理论，揭示了杠杆周期与资产流动性风险之间的动态关联。

基于以上研究结论，为促进多空平衡、提升市场质量、服务金融强国战略，本文提出如下政策建议。

第一，优化微观机制设计，促进多空力量平衡。针对当前两融市场的“单边市”特征，建议实施差异化的政策组合。鉴于融券交易有助于改善资产流动性并提升信息效率，应着力降低融券成本、拓宽市场参与渠道。具体而言，可通过下调转融券费率、适度放宽机构与合格投资者准入门槛，并探索做市商融券补贴机制，完善市场做空功能。同时，建议在融资业务中引入逆周期调节工具，如建立融资保证金比例动态调整机制。通过“促融券、稳融资”的制度设计，从源头上缓解“单边市”引发的流动性风险。更为一般地，本文也为理解其他高杠杆金融市场中的流动性演化与风险传导提供了参考，包括债券市场、外汇市场以及衍生品市场等。

第二，完善宏观审慎监管框架，应对跨周期非对称风险。鉴于融资融券对资产流动性的影响存在周期性差异，建议一是建立覆盖全市场的两融风险监测体系，实时跟踪融资集中度、多空比例及标的资产流动性等关键指标，设定差异化风险预警阈值。二是在市场不同阶段实施有针对性的监管策略，如上行期侧重防范融资过热与

杠杆积聚，下行期保障融券渠道畅通，防止悲观信息无法有效入价。三是通过强化逆周期监管协调，增强市场在周期波动中的韧性与稳定性。

强制客户企业社会责任信息披露的供应链溢出效应 ——基于供应商视角

谢 锐 王 豪 易靖韬

企业社会责任信息披露是提升企业行为透明度、推动企业履行社会责任和展现企业长期价值创造潜力的有效途径。近年来，供应链层面的信息披露与社会责任的重要性日益凸显。从政策导向看，信息披露法规所要求的披露范围开始逐步拓展到供应链维度。美国和欧盟均强调企业对供应链开展尽职调查，要求披露供应链上的环境和社会风险，并关注供应链上的环境保护和劳工权益等社会责任问题。从企业实践需求看，良好的社会责任表现已然成为客户企业评估、选择供应商伙伴的重要标准，供应商的社会责任表现是供应链可持续发展的关键。然而，目前国内强制企业社会责任信息披露政策暂未直接对供应链信息披露作出要求，现有研究亦多集中于政策对企业自身的效应。因此，进一步评估现有披露政策的供应链溢出效应，剖析强制客户企业社会责任信息披露对于供应商企业社会责任表现的影响机制，对于理解并推动可持续供应链建设具有重要的现实意义。

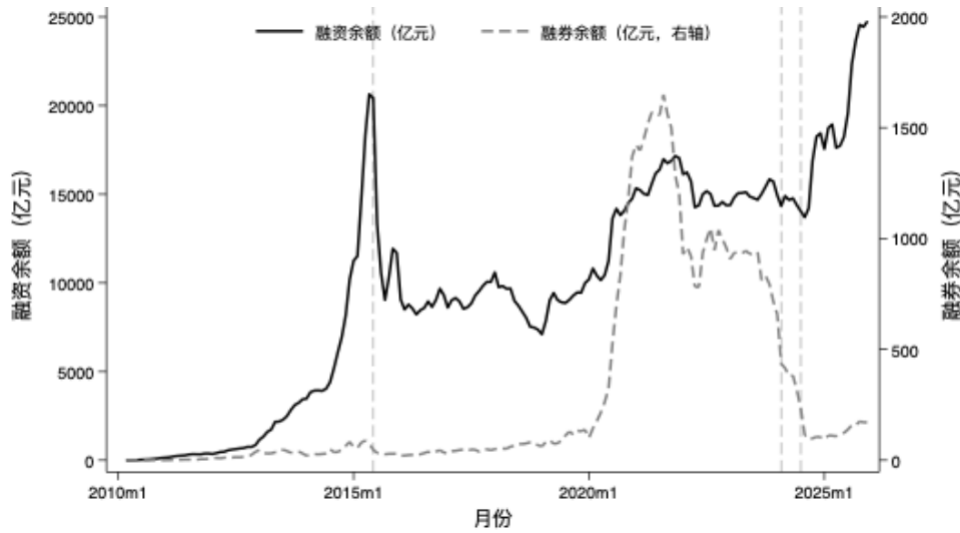
已有大量文献分别研究了强制企业社会责任信息披露政策作用效果、供应链溢出影响效应和企业社会责任的微观传导机制，但鲜有研究探讨强制企业社会责任信息披露政策的供应链溢出效应。同时，国内生产网络中企业社会责任供应链溢出的微观作用机制尚未清晰。因此，本文建立三支文献之间的关联，为企业社会责任表现跨企业组织边界溢出提供新的研究视角和经验证据。

《杠杆、信息与流动性：融资融券对股票流动性的非对称影响》

附录

附录 1 2010 至 2025 年沪深两市融资融券整体演变

附图 1 展示了自 2010 年 3 月至 2025 年 11 月，沪深两市融资与融券余额的整体演变。图中左侧虚竖线对应 2015 年 6 月，右侧两条虚竖线分别对应 2024 年 2 月与 2024 年 7 月的重要政策调整节点。整体来看，融资与融券余额在规模水平与动态演进路径上呈现出显著的不对称性特征。



附图 1 两市融资融券余额

附录 2 变量定义与描述性统计

附表 1 展示了本文核心变量具体说明。附表 2 报告了研究样本中各主要变量的描述性统计结果。通过比较关键特征可观察到以下差异：在风险与交易特征方面，融资融券标的股票的市场波动性相对较低，交易活跃度更高，显示其具有更高的市场关注度和流动性水平。在公司基本面特征方面，实验组的杠杆水平 (Lev) 为 0.4888，高于对照组的 0.4417，表明融资融券标的公司更倾向于使用债务融资。总资产收益率 (ROA) 方面，实验组为 0.0287，对照组为 0.0169，说明标的公司整体盈利能力更强。账面市值比 (BtM) 方面，实验组均值为 1.9989，低于对照组的 2.2326，表明市场对融资融券标的公司给予更高的估值溢价。

附表 1 变量说明

变量类型	变量名	说明
被解释变量	$Amihud$	Amihud 指标，以考虑现金红利再投资的日个股收益率绝

			对值与日个股交易金额（亿元）的比值衡量，去除 1%及 99%分位样本
控制变量	个股层面变量	<i>Volatility</i>	波动性%，计算方法为（日最高价-日最低价）/日最高价*100
		<i>Logvolume</i>	日个股交易金额，对数形式
		<i>Logmcap</i>	日个股流通市值（个股的流通股数与日收盘价的乘积），对数形式
	企业层面变量	<i>Size</i>	企业规模，总资产的对数值
		<i>Lev</i>	资产负债率，总负债除以总资产
		<i>Liq</i>	流动资产比率，流动资产除以总资产
		<i>ROA</i>	资产收益率，净利润除以总资产
		<i>Cf</i>	经营性现金流比率，经营活动现金净流量除以总资产
		<i>BtM</i>	账面市值比，账面价值除以市值
		<i>Share</i>	前十大股东持股比例%
		<i>Institution</i>	机构持股比例%
		<i>SOE</i>	产权性质，国有企业取值为 1，否则为 0
		<i>CurRatio</i>	流动比率，流动资产和流动负债的比率
		<i>QuiRatio</i>	速动比率，速动资产和流动负债的比率
		<i>CrashRisk</i>	股价崩盘风险指标，采用负收益偏态系数 NCSKEW 衡量

附表 2 描述性统计量

变量	组别	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Volatility</i>	对照组	3.7947	2.0830	0.0000	3.2609	35.4000
	实验组	3.7522	2.0470	0.0000	3.2468	54.0323
	总样本	3.7675	2.0601	0.0000	3.2520	54.0323
<i>Logvolume</i>	对照组	17.3170	1.1137	9.9847	17.3117	22.2250
	实验组	18.1111	1.2590	10.3279	18.0834	24.3881
	总样本	17.8256	1.2674	9.9847	17.7911	24.3881
<i>Logmcap</i>	对照组	14.4131	0.6801	12.0634	14.4474	17.2917
	实验组	15.4684	1.1226	12.1728	15.3703	21.5871
	总样本	15.0890	1.1090	12.0634	14.9644	21.5871
<i>Size</i>	对照组	21.3312	0.8543	14.1126	21.2884	24.5327
	实验组	22.5354	1.5302	17.5711	22.2867	30.7409
	总样本	22.1026	1.4478	14.1126	21.8629	30.7409
<i>Lev</i>	对照组	0.4417	0.2189	-0.0809	0.4394	4.0260
	实验组	0.4888	0.2135	-0.0119	0.4967	1.3517
	总样本	0.4719	0.2167	-0.0809	0.4778	4.0260
<i>Liq</i>	对照组	0.5790	0.2082	0.0073	0.5981	1.0000
	实验组	0.5506	0.2328	0.0000	0.5692	1.0000
	总样本	0.5609	0.2246	0.0000	0.5804	1.0000
<i>ROA</i>	对照组	0.0169	0.0586	-3.9944	0.0142	0.3145
	实验组	0.0287	0.0420	-0.7541	0.0197	0.9737
	总样本	0.0245	0.0489	-3.9944	0.0175	0.9737

<i>Cf</i>	对照组	0.0144	0.0764	-1.9377	0.0126	1.5367
	实验组	0.0237	0.0773	-1.9318	0.0206	0.9039
	总样本	0.0204	0.0771	-1.9377	0.0177	1.5367
<i>BtM</i>	对照组	2.2326	10.0347	0.7063	1.6004	1057.0825
	实验组	1.9989	1.4450	0.6264	1.5608	33.6485
	总样本	2.0828	6.1227	0.6264	1.5766	1057.0825
<i>Share</i>	对照组	30.6137	20.7948	0.1727	28.9361	91.2166
	实验组	37.2477	23.2543	0.1312	36.9080	98.1981
	总样本	34.8637	22.6265	0.1312	33.6952	98.1981
<i>Institution</i>	对照组	38.4635	23.5936	0.0003	40.2800	100.0000
	实验组	48.8067	25.3379	0.0000	51.5993	100.0000
	总样本	45.1019	25.2196	0.0000	46.9700	100.0000
<i>SOE</i>	对照组	0.4268	0.4946	0.0000	0.0000	1.0000
	实验组	0.5535	0.4971	0.0000	1.0000	1.0000
	总样本	0.5079	0.4999	0.0000	1.0000	1.0000
<i>CurRatio</i>	对照组	2.6711	4.7444	-11.7770	1.5715	204.7421
	实验组	2.3433	11.0274	-60.9569	1.4533	1883.3483
	总样本	2.4634	9.2368	-60.9569	1.4937	1883.3483
<i>QuiRatio</i>	对照组	2.0408	4.1982	-9.9130	1.0477	158.2450
	实验组	1.7612	6.0262	-20.0804	0.9658	666.2356
	总样本	1.8636	5.4300	-20.0804	0.9943	666.2356
<i>NCSKEW</i>	对照组	-0.4910	0.7163	-4.0601	-0.4341	3.4842
	实验组	-0.4789	0.7266	-4.8191	-0.4138	3.5965
	总样本	-0.4833	0.7229	-4.8191	-0.4214	3.5965

附录3 市场上行与下行阶段中信息的非对称性影响

基于信息市场运行机制，市场上行阶段投资者的行为模式呈现系统性变化，导致信息生产活动显著减弱。该现象可从需求侧与供给侧两个维度进行解释。在需求侧，当市场形成较强的一致性预期时，信息收集的边际收益下降，投资者更倾向于依据市场整体趋势而非个股基本面进行决策。情绪驱动理论指出，在市场上行阶段，乐观情绪主导投资行为，投资者普遍表现出惯性交易与“趋势跟随”特征，对信息的实际需求随之下降（Hong and Stein, 1999）。与此同时，随着抵押品价格上升，悲观投资者的潜在损失风险降低，其信息获取动机亦随之减弱。在供给侧，市场上行阶段的资产价格持续上涨并形成自我强化的正向反馈（Self-Confirming），使乐观投资者对分析师与研究报告的依赖程度下降。Asriyan et al. (2022) 进一步指出，在由抵押品价值推动的信贷繁荣期，既有投资项目的有效信息存量会逐渐枯竭；而当繁荣消退时，抵押品价值下跌与信息不足将共同削弱资源配置效率。由此，市场上行阶段往往出现系统性的信息生产不足，并在市场反转时因信息匮乏而放大效率损失。

实证结果显示，融资融券交易对股价信息效率与信息生产的影响均呈现显著的状态依存性。从信息效率角度来看（见第（1）至（3）列），融资融券交易在市场上行与下行阶段的总体影响差异不显著。而从信息生产角度来看（见第（4）至（9）列），融资融券交易（*ms_dt*）在市场上行阶段对信息生产表现出更强的负向效应。具体而言，这一现象主要通过融券交易（*short_sell*）体现：在市场上行阶段，融券交易显著抑制信息生产活动。该结果表明，信息

生产行为不仅与融资融券机制密切相关，也受到市场情绪的显著影响。总体而言，融资融券交易对信息生产的影响具有明显的周期性非对称特征，而融券交易在市场下行阶段则表现出一定的稳定市场信息效率的功能。

信息渠道在不同市场状态下的差异支持了抵押品驱动型信贷繁荣理论（Asriyan et al., 2022），而非传统的生产率驱动型解释。若市场繁荣主要由抵押品价值上升推动，而非生产率提升所支撑，则信息生产活动往往呈现逆周期特征。相反，若繁荣源于实际生产率提高，投资机会增多会促使投资者强化信息收集，从而形成顺周期的信息生产。然而，在抵押品驱动型繁荣中，债权人可通过收回抵押品弥补损失，因而缺乏为信息生产付费的激励，导致信息与抵押品之间形成替代关系，导致信息生产呈现逆周期特征。综上，这些实证结果表明，中国股票市场中的信息生产活动主要受抵押品价值驱动。这一发现进一步验证了抵押品驱动型信贷周期理论在中国资本市场的适用性。

附表 3 市场上行与下行时期的信息效率与信息生产

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	<i>Nonsynchronicity</i>			<i>Anaattention</i>			<i>Reportattention</i>		
	Baker-Wurgler 投资者情绪	月度投资者信心指数	月度市场乐观指数	Baker-Wurgler 投资者情绪	月度投资者信心指数	月度市场乐观指数	Baker-Wurgler 投资者情绪	月度投资者信心指数	月度市场乐观指数
Panel A 融资融券交易 (DID)									
$ms_dt \times UpState$	0.2022***	0.0239	0.0246	-1.9197***	-0.9642***	-0.9322***	-4.0043***	-1.1395**	-1.0476**
	(6.7531)	(1.0027)	(1.0554)	(-7.3792)	(-4.8661)	(-4.8346)	(-6.0813)	(-2.3314)	(-2.2219)
样本量	2482383	2482383	2482383	1941191	1941191	1941191	1999289	1999289	1999289
Adj. R ²	0.5509	0.5502	0.5502	0.8020	0.8016	0.8016	0.8027	0.8023	0.8023
Panel B 融资融券余额相对比例									
$msratio_dt \times UpState$	0.0011	0.0008	0.0009	-0.0105**	0.0033	0.0033	-0.0134	0.0015	0.0015
	(1.2392)	(1.1995)	(1.2160)	(-1.9870)	(0.8357)	(0.8410)	(-0.9793)	(0.1290)	(0.1274)
样本量	2448171	2448171	2448171	1910788	1910788	1910788	1968886	1968886	1968886
Adj. R ²	0.5449	0.5449	0.5449	0.7963	0.7962	0.7962	0.7962	0.7962	0.7962
Panel C 融资与融券交易规模									
$margin_buy \times UpState$	0.0188***	0.0044	0.0044	0.0679	0.0596	0.0594	0.1494	0.0437	0.0442
	(3.6691)	(0.9445)	(0.9415)	(1.2147)	(1.4062)	(1.4029)	(1.1817)	(0.4679)	(0.4727)
$short_sell \times UpState$	0.0296***	-0.0024	-0.0024	-0.6098***	-0.2735***	-0.2731***	-1.1351***	-0.0226	-0.0214
	(2.9006)	(-0.3468)	(-0.3455)	(-3.8545)	(-4.0111)	(-4.0044)	(-3.4652)	(-0.1435)	(-0.1358)
样本量	2482383	2482383	2482383	1941191	1941191	1941191	1999289	1999289	1999289
Adj. R ²	0.5490	0.5485	0.5485	0.8017	0.8016	0.8016	0.8029	0.8027	0.8027
Panel D 融资融券余额变动率									
$dmargin \times UpState$	0.1920**	0.0719	0.0708	-4.7387***	-0.5386	-0.5344	-8.2006***	0.1342	0.1620
	(1.9767)	(1.0414)	(1.0333)	(-4.4003)	(-1.0951)	(-1.0972)	(-3.8831)	(0.1115)	(0.1354)

$dshort^{\times}$	0.0009	0.0010	0.0009	0.0068	-0.0016	-0.0018	0.0121	-0.0088	-0.0112
$UpState$	(0.8407)	(1.2113)	(1.0676)	(0.8050)	(-0.2268)	(-0.2567)	(0.5981)	(-0.5071)	(-0.6618)
样本量	2481535	2481535	2481535	1940436	1940436	1940436	1998534	1998534	1998534
$Adj. R^2$	0.5485	0.5485	0.5485	0.8010	0.8010	0.8010	0.8021	0.8021	0.8021

参考文献

- [1] Asriyan, V., L. Laeven and A. Martin, 2022, "Collateral Booms and Information Depletion", *Review of Economic Studies*, 89(2), pp. 517~555.
- [2] Hong, H. and J. C. Stein, 1999, "A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets", *Journal of Finance*, 54(6), pp. 2143~2184.