

加强金融监管 及时化解流动性漩涡

□芝加哥期权交易所董事总经理 郑学勤

市场流动性危机同资金流动性危机都会压低股价,两者交织会生成互补互助的向下吸力,这就是流动性漩涡。流动性漩涡将股价拉到远离基本面价值的价位,同时在交易者之间造成心理恐慌,推动交易者抛售各种资产。流动性漩涡是比杠杆踩踏严重得多的事件,对金融体系危害远远大于触发它的诱因所能造成的损害。美联储在1987年股市崩盘后第一次使用流动性来阻止金融危机。今天,流动性监管已经成为国际金融监管的一个主要项目。

流动性漩涡不容轻视

2015年股市大幅动荡是流动性危机。所谓流动性危机,是指市场流动性和资金流动性突然枯竭,流动性断裂导致资产价格暴跌,市场恐慌情绪波及各类资产,投资者不计价格抛售难于脱手的低流动资产,追逐易于兑现的高流动性资产。资产价格严重脱离基本面价值,市场出现双重价格均衡点。金融机构为了避险大幅度压缩或停止信贷。无论诱因是什么,流动性危机一旦形成,自身会成为一种市场力量,形成自生自毁的恶性循环,导致流动性漩涡。流动性漩涡是比杠杆踩踏严重得多的事件,它对金融体系危害远大于触发它的诱因所能造成的损害。

美国1987年股市崩盘是流动性危机。在1987年10月13日到19日的4个交易日里,实际转手的股票只占股市流通市值的3%,而股市的损失高过1万亿美元。1998年俄罗斯债务危机是流动性危机,当时俄罗斯政府债务即使全部违约,亏损也只有135亿美元,结果它却摧毁了整个俄经济。美国2010年股市闪电崩盘是流动性危机,股市半小时内损失1万亿美元市值。美国2008年金融危机也是流动性危机。当时所有次贷合约的总价值大约7000亿美元,违约亏损可能在2500亿美元,还不及美国股市2%的波动,结果这场危机摧毁了全球34万亿美元资产、美国12万亿美元财富,美国股市损失了8万亿美元。

流动性危机不是传统经济学和市场有效论解释得了的。如果市场完全有效,就不会有泡沫,也不会有非理性抛售。因为没有现成的理论,经济学家就用“摩擦”(friction)这个词来形容因为市场的失效而出现的一些金融梗塞现象。同样,因为没有可以依靠的理论做指导,每当出现流动性危机,政府在制定应对政策时,总是在“道德风险”的顾虑与社会福利和安定之间左右摇摆。

美国2008年出现金融危机后,美国国会先是否决了政府救市提案,最后不得不通过了7000亿美元的救援法案。不但如此,美联储还对银行体系注入了7.77万亿美元资金。这两笔钱在市场中停留了2年左右。此外,美联储还通过扩大资产负债表向社会注入4.5万亿美元流动性,这笔钱恐怕要长期停留在市场里。按照野村证券研究所的计算,日本政府如果当年在资产泡沫破裂之后不救市的话,日本的财富将多损失2250万亿美元。

流动性危机的特征是相对小的事件产生绝对大的后果,其间起放

大作用的是流动性自身的机制。这就像爬山时被石头绊了一下滚下山去。按照有效市场论,你应当自己爬起来,但在滚下去的过程中,滚动加上重力形成了强大的惯性。政府在危机中向市场注入流动性,等于在你滚下去的中途扶你一把,然后你可以站起来继续爬。纯市场理论则主张让你滚到底,如果没摔倒,再从山脚重新开始爬。

纯市场理论是有缺陷的,出现流动性危机正是由于这些缺陷。政府为了弥补这些缺陷而采取措施,如果用纯市场理论反过来批评政府用来纠正这种理论的措施,在逻辑上是一种悖论。今天国内股市里存在着经济学家所说的“双重均衡点”。在股市中形成的价格更接近基本面因素决定的均衡价格,在股指期货市场形成的价格是机构为套保而愿意接受的较低的价格,是反映市场恐慌情绪的均衡价格。期货市场对现货市场的深度贴水,说明市场中恐慌心理仍然严重,在这种情况下抽走政府提供的流动性,会迫使较高的均衡价格朝较低的均衡价格靠拢。

有效市场论忽视的金融“摩擦”主要表现在两个方面:一是市场参与者拥有的信息不对称,二是市场的供需不平衡。有效市场论假设所有相关信息都会出现在市场里,市场里所有人都能同时得到同样的信息,所有的交易都有交易对手,所有的交易者都有用不完的资金。这些显然不是现实市场的现实状况。另外,市场有效论也没有考虑价格波动和市场不确定对交易者产生的心理压力。

在过去银行占主导的传统金融体系里,这些“摩擦”没有那么重要。在这样的体系中,金融中介主要是银行,资产估价有固定标准。银行可以使用内部资金来缓解“摩擦”造成的流动性不足。在利率和汇率市场化之后,金融体系发生了深刻变化。金融变成证券化的金融,金融中介活动主要表现为市场上的交易行为。银行和机构的头寸价值随市场价格的波动而逐日定价。银行体系和市场体系都可能出现“挤兑”和流动性枯竭。不过,在市场体系里,挤兑的形式不是到银行门口排队,而是在市场上抛售,因此,恐慌情绪传播得更快。资产变现更容易,拒绝信贷也更方便。由于市场变成了金融的主导体系,市场中的“摩擦”就从不为注意的疵瑕变成了可能导致危机的隐患。美联储在1987年股市崩盘后第一次有使用流动性来阻止金融危机。今天,流动性监管已经成为国际金融监管的一个主要项目。

中国的资本市场目前还是一个很有效的市场。国内许多私募基金宣称能取得高于无风险利率数倍甚至数十倍的收益,在一个有效的市场里,这是不可想象的。市场中各种失效现象或者说“摩擦”叠加起来,在股灾期间促成了流动性危机。在股灾中,抛售价值几百万的股票就能把数百亿市值的公司砸到跌停板,这不是公司的基本面能解释得了的。有人说这次股灾是泡沫破裂。A股市场在6月中旬的高位上无疑是有泡沫的,但泡沫也有可能通过市场正常运作而被消化掉。股市的泡沫破裂通常有两个原因:或者是泡沫已经膨胀到无法可赚,或者是央行紧缩银根。这两者同当时股市的情况都不符。

流动性包括多层含义,第一层是市场流动性,它指的是买卖股票的难易程度。简单地说,它是指在市场上能以多快的速度按照你想要的价格卖出或买进你想要数量的股票,以及股票一旦偏离合理价值后反弹回来的潜力。国内的股市是订单驱动的限价订单簿交易的市场,在这样的市场里,下限价指令扩大订价簿,创造新价格,是提供流动性的;下市价单扩大买卖价差,是提走流动性的。股市的流动性

可以通过买价同卖价之间的价差宽窄来衡量。市场流动性风险是指交易者只有在承担亏损的条件下才能将股票换为现金。换句话说,市场流动性风险是你想卖但卖不掉。

流动性的第二层含义是资金流动性,也就是能否为交易头寸筹到足够的资金。出现资金流动性风险,可能是因为在头寸亏损时无法满足追加保证金的要求,可能是中介机构因为市场不确定性增加而紧缩信贷。无论是哪种情况,交易者必须卖掉头寸以满足筹资要求。换句话说,资金流动性风险是你不想卖也必须卖。

流动性还有一层含义是指货币流动性,它是指央行货币政策产生的流动性。货币流动性要通过市场流动性和货币流动性才能进入股市。否则就会有“到处是水,就是没有可喝的水”这种状况。在这次股市动荡中,央行降准减息后股市仍然下跌,就是一个例证。

市场流动性危机同资金流动性危机都会压低股价,两者交织会生成互补互助的向下吸力,这就是流动性漩涡。流动性漩涡将股价拉到远离基本面价值的价位。同时,它也在交易者之间造成心理恐慌,推动交易者抛售各

股市动荡是流动性危机

种资产。因此,流动性危机具有对资产资质不加区别的共性。在通常情况下,资产的价格变化是由基本面驱动的,但是在流动性漩涡里,价格变化是由强制抛售驱动的。

配资是将股市调整演变为流动性危机的始作俑者。配资不是创新,它是对金融运作规律的曲解。股权质押融资是资本市场运作的通例,它不但可以提高资金的流动效益,而且可以提高质押股票的价格。但是,股权质押不但没有杠杆,而且要打折扣,况且一般只有优质高流动股票才会被接受为质押。最重要的是,在质押运作中,风险应当由放贷的机构承担和控制,因为贷方是收取利润的一方。在配资中,不但有杠杆,而且风险全部转嫁给借方,贷方只收取利润,不承担风险。在金融借贷中,借方会管理自己资产的风险,但不会管理借来款项的风险。于是,配资风险通过借款人的交易转嫁给股市中其他交易者盲目承担。

配资的交易者都是看多的,在配资账户里,股市的下跌因为杠杆作用对客户自己的资金造成加倍的亏损,配资的交易者因此比其他交易者有加倍的抛售压力。股价跌到配资公司设立的止损

线,整个头寸会被强平。市场因此被迫对非市场因素做出反应。这些抛售压力是形成流动性漩涡的契机。它们放大了股市下跌对市场的影响,使得其他交易者被迫承担配资交易者带来的杠杆风险。流动性漩涡比杠杆踩踏要严重。杠杆踩踏事件是多米诺骨牌式的连锁反应,需要时间来传导。配资引发的平仓是流动性事件。在流动性事件里,市场下跌对所有配资的人施加抛售的压力,速度比杠杆踩踏快,范围比杠杆踩踏广。被迫平仓进一步拉低股价,进一步散布恐慌情绪。每一轮循环都会带进一些本来不必平仓的交易者和头寸。

国内股市中信息不对称的情况比较严重。小投资者明白自己的劣势,他们不但模仿专业投资者的操作策略,而且对认为有内幕信息的交易行为非常敏感。一则大股东减持的消息会在市场中掀起巨浪,这并不只是因为这些出售和减持会抽走市场的资金,而是因为投资者认为持有大量股票的机构或个人之所以这么做,是因为得到了其他人不知道的内幕消息。这种心态,再加上股权分置改革之后大企业流通股比例本来就偏低,这些都为流动性风险做了铺垫。

缺乏管理流动性风险的中枢力量

快。同样,流动性恢复越快的股票,价格反弹得也越快。

从卖方机构(券商、投行、上市公司和商业银行)的角度来看,在成熟市场里,卖方机构向市场提供产品以提供流动性。有人打比方说,金融机构同卖汉堡的没有实质区别。他们只是根据客户的需要,使用各种金融资产和金融元素组合成产品提供给买方市场。同时,在市场流动性不足时使用自己的资本,持有流动性较差的股票,从中获得报酬。提供流动性实际是帮助其他投资者成为自己的交易对手。在国内,许多卖方机构在股市中同买方机构争夺小投资者提供的流动性,整个市场缺乏管理流动性风险的中枢力量。

中国股市的根本问题是缺乏长期投资者。用巴菲特的话来说,长期投资者到资本市场中是来找好公司而不是好价钱。股市资金的最终来源是家庭储蓄,这些家庭依靠股票收入为各种生活开销提供资金来源。如果没有足够的长期投资者,市场就容易出现供需失衡。在供需失衡的市场里,流动性的来源要靠现金。带着现金进入市场的投机者倾向把股票看作是博弈筹码,偏好持极端头寸,同时大批机构靠市场波动而不是股票增值来获得收益,本来应当是流动

提供者的现在成了波动性制造者。而波动性又是流动性的天敌。在这样的市场结构中,一旦出现流动性风险,交易者不是根据股票的内在价值而是根据自己头寸的输赢来决定是否要逃出市场。

如果没有适当监管,程序交易也可能对流动性危机推波助澜。流动性有一个量化指标,那就是买价同卖价的价差。程序交易有可能起做市的作用,为市场提供流动性,缩小买卖价差,但也有可能在电子世界里囤居奇货或挖沟建壑,扩大买卖价差。在市场价格高度波动时,高交易量未必是市场流动性的可靠标志。在市场高度承压时,自动执行和程序交易的互动有可能导致流动性迅速消失。在金融危机中,全球股市的平均买卖价差在雷曼破产前后6个月内增加了1倍。在1987年股市崩盘时,纽约股市中买卖价差增加一倍,股市价格就下跌11%。在考察一个具体的交易程序时,看一看它的市场运作设计旨在缩小价差还是扩大价差,这或许是个合理的参照。

流动性危机的特点是抛售集中,避险压力无处释放。股指期货市场在帮助股市化解流动性漩涡方面起到了股市本身起不到的作用。美联储主席格林斯潘在1987年股市崩盘后指出,期货市场是个零和的合约市场,就其本质而言,它对经济的压力是零。与此相对,股市则是一个资产市场,它本身就是一个看多头寸。如果把看空抛售压力的全部留在股市,当市场出现恐慌时,资产价格会受到非理性的压力,期货市场则可以转移股市中非理性压力,帮助股市价格更接近于它的基本面价值。诺奖得主芝加哥大学的米勒教授经过研究指出,在1987年股市崩盘中,美国的股指期货市场帮助股市吸收了相当于8500万股股票的抛空压力。与此相似,在国内股市动荡中大量股票停牌时,如果不是股指期货的交易分担了股市中抛空的压力,那么,股市中依然交易的股票会承受重得多的压力,股价会跌得更深,反弹会更困难。

中国金融正在逐步从银行为主的体系走向市场为主的体系。这次股灾为金融体系的建设敲了一次警钟。中国股市在经济中所占比重还不大,金融机构还在分业经营,股灾的影响相对孤立,股市的反弹也会比较快。不过,随着金融改革的深化,流动性危机也会出现在其他领域。流动性漩涡是一种在市场中确实存在,但在正常交易中难以辨别的崩盘风险。这次股灾为如何预防和处理今后可能出现的流动性危机提供了演示和教训。

证券代码:000688 证券简称:建新矿业 公告编号:2015-045号

建新矿业股份有限公司

重大资产重组进展公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确和完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大

遗漏。本公司因筹划重大资产重组事项,于2015年7月23日公司发布了《建新矿业股份有限公司关于筹划重大资产重组停牌公告》,进入重大资产重组停牌状态;2015年8月20日,公司发布了《董事会关于筹划重大资产重组停牌的进展公告》。

上述事项尚在不确定阶段,公司将根据进展情况及时履行信息披露义务,并按照相关法律法规、《上市公司信息披露管理办法》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《上市公司重大资产重组管理办法》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号-上市公司重大资产重组》、《公开发行证券的公司信息披露编报规则第13号-重大资产重组特别规定》、《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第3号-重大资产重组特别规定》等有关规定,在重大资产重组的各阶段履行信息披露义务。

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确和完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大

遗漏。本公司因筹划重大资产重组事项,于2015年7月23日公司发布了《建新矿业股份有限公司关于筹划重大资产重组停牌公告》,进入重大资产重组停牌状态;2015年8月20日,公司发布了《董事会关于筹划重大资产重组停牌的进展公告》。

上述事项尚在不确定阶段,公司将根据进展情况及时履行信息披露义务,并按照相关法律法规、《上市公司信息披露管理办法》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《上市公司重大资产重组管理办法》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号-上市公司重大资产重组》、《公开发行证券的公司信息披露编报规则第13号-重大资产重组特别规定》等有关规定,在重大资产重组的各阶段履行信息披露义务。

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确和完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大

遗漏。本公司因筹划重大资产重组事项