

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。金融机构为了避除大幅度压缩或停止信贷。无论因是什么，流动性危机一旦形成，自身会成为一种市场力量，形成自生自馈的恶性循环，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国经济。美国2010年股市闪电崩盘是流动性危机，股市半个小时内损失1万亿美元市值。美国2008年金融危机也是流动性危机。当时所有信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，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辜朝明的计算，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2250万亿日元。

流动性危机的特征是相对小的事件产生绝对大的后果，其间起伏

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，如果没摔死，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情况下的措施，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，说明市场对恐慌心理仍然严重，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性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”就不为人注意的瑕疵变成了能导致危机的隐患。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不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钱可赚，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制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

在有效市场中，股票的流动性越强价格就越高。美国有人指出，限售流通股与相等的流通股之间平均价格的差异一般是33.75%。在成熟市场里，买方机构同卖方机构的分工相当明确。共同基金、对冲基金、退休基金、信托和保险公司等是买方机构，他们持有股票就像到银行存款。他们到股市中来，或者是为了调整头寸（同时发现价格），或者是为了变现资产（同时决定价格）。流动性越强的股票转手就越容易，因而价格也越高。流动性差的股票因为有携带风险，投资者需要额外回报作为补偿。得到回报的方式是压低股价。按照哈佛管理公司的CEO简妮·曼蒂罗的说法，持有流动性较差资产的管理人一般会要求有年率3%的收入来弥补流动性风险。股市的回报通常高于债券市场，原因之一就是债券的流动性比股票好，股票携带的流动性风险比债券高。流动性越差的股票，价格理应更便宜。国内的情况则不是这样。在股灾中，不少股票的市盈率很高，无法脱手，但价格还是被越炒越高。这些股票的泡沫是双重的——它们既有价格泡沫，也有流动性的泡沫。在市场上跌中，这样的股票自然就成为暴跌的推手。在1987年股市崩盘中，跌得越深的股票，流动性消失得越

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资金流动性才能进入股市。否则会有“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

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。用巴非特的话来说，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，同时大批机构举着市场波动而不是股票增值来获得收益，本来应当是流动

性种资产。因此，流动性危机具有对资产资质不加区别的共性。在通常情况里，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。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，而且对他们认为有内线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。

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都留在股市，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空仓的压力，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、完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

建新矿业股份有限公司(以下简称“公司”)因筹划重大资产重组,于2015年7月23日公司发布《建新矿业股份有限公司董事会关于重大资产重组停牌公告》,进入重大资产重组程序。停牌期间,公司每个交易日发布了重大资产重组进展情况;2015年8月24日,公司发布《董事会关于筹划重组停牌期间申请继续停牌公告》。

截至本公告日,经与相关各方协商,初步确定本次资产重组的收购标的资产为乌拉特后旗德峰铝业集团有限公司、巴彦淖尔华鑫氧化铝业有限公司、乌拉特后旗德布拉克铜矿有限责任公司和甘肃德微实业集团有限公司。目前公司、交易各方会同独立财务顾问、法律顾问、审计机构、评估机构等各中介机构正积极开展本次重大资产重组涉及的尽职调查、审计评估、专项审核等各项工。

因上述事项存在不确定性,为保证公平信息披露,维护投资者利益,避免造成公司股价异常波动,停牌期间,公司将按照《上市公司重大资产重组管理办法》及其他有关规定,根据重大资产重组的进展情况,及时履行信息披露义务,每五个交易日至少发布一次有关事项的进展报告。待相关工作完成后,公司将召开董事会审议上述重组的相关事项并公告。

公司指定信息披露媒体为《中国证券报》、《证券时报》、《上海证券报》及巨潮资讯网(http://www.cninfo.com.cn),敬请投资者关注相关公告并注意投资风险。

特此公告。

建新矿业股份有限公司董事会

二〇一五年八月三十一日

公告编号:2015-046号

证券代码:000688

证券简称:建新矿业

公告编号:2015-046号

建新矿业股份有限公司

关于召开2015年第二次临时股东大会的提示性公告

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。

建新矿业股份有限公司(以下简称“公司”)第九届董事会第十九次会议决定在2015年9月7日召开2015年第二次临时股东大会,公司于2015年8月15日在《中国证券报》、《证券时报》、《上海证券报》和巨潮资讯网(http://www.cninfo.com.cn)上刊登了《关于召开2015年第二次临时股东大会的通知》,根据有关规定,公司现就召开2015年第二次临时股东大会的有关事项再次作如下提示性公告:

一、召开会议的基本情况

(一)股权登记日:2015年8月28日(星期一)下午14:30

网络投票时间:2015年9月6日—2015年9月7日

其中,通过深圳证券交易所交易系统进行网络投票的具体时间为:2015年9月7日9:30至11:30、13:00至15:00;通过深圳证券交易所互联网投票的具体时间为:2015年9月6日15:00至2015年9月7日15:00期间的任意时间。

(二)现场会议召开地点:2015年8月28日(星期一)

1.现场会议召开地点:北京市丰台区西四环西路188号16区19号楼3层

(四)召集人:公司董事会

(五)会议召开的法律合规性情况:本次会议的召集程序符合有关法律、法规、部门规章、规范性文件和公司章程的规定。

(六)召开方式:采用现场投票及网络投票相结合的方式。

(七)投票方式:公司股票只能通过现场投票、深圳证券交易所交易系统投票、深圳证券交易所互联网网络系统投票中的一种投票方式,公司将通过深圳证券交易所交易系统和互联网投票系统向公司股东提供网络形式的投票平台,公司股东可以在网络投票时间内通过上述系统行使表决权。如同一表决权通过现场、交易所系统或互联网投票系统重复进行表决的,以第一次投票表决结果为准。

(八)出席对象:

1.截至2015年8月28日(星期五)15:00交易结束后在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司登记在册的本公司全体股东或其委托代理人(授权委托书附后);

2.本公司董事、监事及高级管理人员;

3.公司聘请的律师和董事会邀请的嘉宾。

(二)会议审议事项

(一)议案名称

1.关于公司符合发行公司债券条件的议案

2.关于发行公司债券的议案

2.01发行规模

2.02发行方式

2.03债券品种及期限

2.04募集资金用途

2.05票面金额及发行价格

2.06债券利率及其确定方式

2.07还本付息期限和方式

2.08发行对象与配售规则

2.09担保安排

2.10赎回条款或回售条款

2.11上市安排

2.12偿债保障措施

2.13决议的有效期

3.关于提请股东大会授权董事会办理本次发行公司债券相关事项的议案

(二)披露情况:

关于召开2015年第二次临时股东大会的提案内容详见公司于2015年8月15日刊登在《中国证券报》、《证券时报》、《上海证券报》和巨潮资讯网http://www.cninfo.com.cn上的《建新矿业股份有限公司第九届董事会第十九次会议决议公告》等相关公告。

(三)特别强调事项:

1.全体股东既可采用现场投票,也可通过互联网参加网络投票;

2.议案《关于发行公司债券的议案》需逐项进行表决;

3.根据《上市公司股东大会规则(2014年修订)》要求,公司将2015年第二次临时股东大会各会议案投票表决后,对中小投资者的表决结果,单独计票,并公开披露。

(三)现场股东大会会议登记方式

(一)登记方式

1.法人股东应持有营业执照复印件、法定代表人证明书或法定代表人依法出具的授权委托书、股东账户卡、有效身份证件;法定代表人或代理人本人身份证件进行登记;

2.个人股东应持有本人身份证、股东账户卡、有效身份证件进行登记,委托出席者持有授权委托书、委托人和代理人身份证明、委托人股东账户卡、委托人有效身份证件进行登记;

3.异地股东可以在登记截止前用信函或传真方式进行登记,不接受电话登记。

(二)登记时间:2015年9月1日至2015年9月2日上午9:00—12:00,下午13:00—17:00;

(三)登记地点:公司董事会办公室

信函登记地址:公司董事会办公室,信函上请注明“股东大会”字样;

通讯地址:重庆市北部新区新南路164号水陆国际808室

邮编:401147传真:023-63067268

四、参与网络投票的股东的身份认证与投票程序

(一)采用交易系统投票的投票程序

1.本次临时股东大会通过深圳证券交易所交易系统进行网络投票的时间为2015年9月7日9:30至11:30、13:00至15:00期间的任意时间,投票程序比照深圳证券交易所新股申购业务操作。

2.股票代码:300688,投票简称:建新股票

3.投票股票的具体程序为:

(1)买卖方向为买入股票;

(2)在“委托价格”项下填报本次临时股东大会的申报价格,具体如下:

注:1.00元议案一、2.00元议案二、议案二中有多个需要表决的议案,其中2.00元代表对议案二下全部子议案进行表决;3.00元代表议案三。

(3)在“委托股数”项下填报表决意见,1股代表“同意”,2股代表“反对”,3股代表“弃权”,如下表:

表决意见种类

对应的申报股数

同意

1股

反对

2股

弃权

3股

(4)对同一表决事项的投票只能申报一次,不能重复,多次申报的,以第一次申报为准;

(5)不符合上述规定的申报无效,深圳证券交易所交易系统作自动撤单处理。

4.计票规则

《关于发行公司债券的议案》2.00元进行投票表决,再对子议案投票表决,再对子议案投票表决,则以《关于发行公司债券的议案》2.00元的表决意见为准;如股东先对子议案投票表决,再对《关于发行公司债券的议案》2.00元进行投票表决,则以已投票表决的子议案的表决意见为准,其他未表决的议案以《关于发行公司债券的议案》2.00元表决意见为准。

(二)采用互联网投票的身份认证与投票程序

1.股东获取身份认证的具体流程按照《深圳证券交易所投资者网络服务身份认证业务实施细则》的规定,股东可以采用服务密码或数字证书的方式进行身份认证。

(1)申请服务密码的流程

登陆网址: http://wltip.cninfo.com.cn 的密码服务专区注册;填写“姓名”、“证券账户号”等相关信息并设置服务密码,如申请成功,系统会返回一个4位数字的激活校验码。

(2)激活服务密码

如股东通过深交所交易系统比照买入股票的方式,凭借“激活校验码”激活服务密码。

如股东首次激活指令上午11:30前发出的,当日下午13:00即可使用;如服务密码激活指令上午11:30后发出的,次日方可使用。

如服务密码激活后长期有效,在参加其他网络投票时不必重新激活。密码激活后如遗失可通过交易系统挂失,挂失后可重新申请,挂失方法与激活方法类似。

申请数字证书的,可向深圳证券交易所信息公司或其授权的代理机构申请。

申请数字证书咨询电话:0755-83991880/25918485/25918486

申请数字证书咨询电话/邮件地址: xuningyan@p5w.net

网络投票客户咨询电话:0755-83991022/8399072/83991192

2. 股东根据获得的服

务密码或数字证书可登录网站http://wltip.cninfo.com.cn的互联网投票系统进行投票。

(A)登录http://wltip.cninfo.com.cn,在“上市公司股东大会列表”选择“建新矿业股份有限公司2015年第二次临时股东大会投票”,

B)进入后点击“投票登录”,选择“用户名密码登陆”,输入您的“证券账户号”和“服务密码”;已申领数字证书的投资者可选择CA证书登录;

C)进入后点击“投票表决”,根据网页提示进行相应操作;

D)输入并发送投票指令。

3.投资者进行投票的时间

通过深圳证券交易所互联网投票系统投票的具体时间为:2015年9月6日15:00至2015年9月7日15:00期间的任意时间。

五、投票注意事项

(一)同一股份只能选择现场投票、网络投票中的任意一种表决方式,不能重复投票;如出现重复投票的,以第一次投票结果为准。

(二)如需查询投票结果,请于投票当日下午18:00后登陆深圳证券交易所互联网投票系统(http://wltip.cninfo.com.cn),点击“投票查询”功能,可以查看个人网络投票结果,或在股票委托的证券公司营业场所查询。

六、其他事项

1.会议咨询:公司董事会办公室

联系人:王世刚、方晨

联系电话:023-63067268

2.与会股东或代理人交通、住宿等费用自理。

特此公告

建新矿业股份有限公司董事会

二〇一五年八月三十一日

附:授权委托书

建新矿业股份有限公司2015年第二次临时股东大会授权委托书

兹委托 (先生/女士)代表本人(本单位)出席建新矿业股份有限公司2015年第二次临时股东大会,并代本人对会议审议的各项议案按本授权委托书的指示行使投票,并代为签署本次会议需要签署的相关文件。

本公司本人对本次股东大会议案的表决意见如下:

会议审议议案

同意

反对

弃权

1.关于公司符合发行公司债券条件的议案

2.关于发行公司债券的议案

2.01发行规模

2.02发行方式

2.03债券品种及期限

2.04募集资金用途

2.05票面金额及发行价格

2.06债券利率及其确定方式

2.07还本付息的期限和方式

2.08发行对象与配售规则

2.09担保安排

2.10赎回条款或回售条款

2.11上市安排

2.12偿债保障措施

2.13决议的有效期

3.关于提请股东大会授权董事会办理本次发行公司债券相关事项的议案