

股灾之训 救市之思

马广奇(博士生导师), 王欢

(陕西科技大学管理学院, 西安 710021)

【摘要】 本文通过对近期中国资本市场的异常波动进行阶段性回顾,梳理了政府的重点救市策略。同时与国际救市惯例进行对比,总结了中国式救市的经验与教训,提出了严格规范各类杠杆融资、加强对场外配资的监管、坚定推动注册制发行改革等创造性建议,以期推进中国资本市场健康而稳定地发展。

【关键词】 股灾; 资本市场; 中国式救市

2015年9月9日,李克强总理在出席大连夏季达沃斯论坛时表示,中国资本市场在这个夏季发生了异常波动,但在政府采取一系列措施后,可以说已经防范住了系统性金融风险。2015年的这个夏天,中国动荡的资本市场、轻微修正的2014中国GDP增长率以及突然减少的外汇储备纷纷登上了世界各大媒体的头条。尤其是大跌大涨的中国股市引起了全世界的担忧,甚至出现了“中国面临巨大金融危机”的声音。目前,中国正处于经济转型、调结构促增长的关键时期,激烈的市场波动和艰难的政策决定是不可避免的。在这场跌宕起伏的资本市场灾难中,我国采取了一系列措施防止风险蔓延,但是这些措施在有效防范风险的同时也暴露出很多问题。本文以近期股灾为例,对比国内外股灾发生时的救市策略,对中国式救市策略进行反思,提出一系列创新性建议,以防止灾难重演,同时促进中国经济健康持续发展。

一、股灾发生与救市过程回顾

在刚刚过去的几个月里,中国股市经历了惊心动魄的急跌行情和前所未有的救市过程,可以称之为“中国式股灾”和“中国式救市”。如图1所示,这场股灾始于2015年6月12日,当日沪指登上了5 178点的七年来的高位。6月15日,当日沪指下跌2%,以5 063点收盘。第二个交易日,沪指直接跌破5 000点。由于前期大盘快速上涨,近两日的下跌并没有引起太多注意,被认为是市场自动回调的结果。但是,市场的变化出人意料,仅仅6月18日、19日两个交易日,沪指下跌接近10%,6月25日、26日沪指再次下跌近10%,终于引起了市场的恐慌。

6月26日,证监会例行新闻发布会对市场大跌作出回应,称“上周以来股市出现的较大幅度下跌,是市场前期上涨过快的自发调整,是市场自身运行规律的结果,同时也与年中季末流动性波动、投资去杠杆、投资者对市场分歧加大等因素叠加影响有关”。6月27日,中国人民银行(央

行)宣布降息降准,自6月28日起有针对性地对金融机构实施定向降准;同时下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。然而,央行的举措并没有阻止市场下跌的趋势。

7月1日,A股大跌5.23%,直逼4 000点。证监会第一轮救市三大举措接踵而来,首先促使沪深交易所调整降低交易结算费用,接着表示支持券商扩大融资渠道,最后发布《证券公司融资融券业务管理办法》(证监会令117号)。7月2日,沪指跌破4 000点,市场开始新一轮的下行趋势。7月3日,再跌5.77%,触及3 500点。第一轮的救市举措显然没有扭转下行的趋势,随着“爆仓”、“强平”的多米诺骨牌效应,尤其是涉及场外配资领域的,高杠杆配资率首先遭遇强平,进一步造成股指下跌,最终引发低杠杆配资强平。然而随着第二轮救市措施的实施,大量真金白银流入市场,终于在7月10日,千股涨停,此次股灾暂时告一段落。

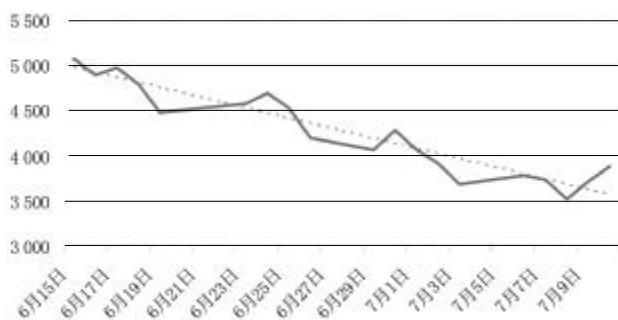


图1 近期上证指数变化趋势

注:指数以每日收盘价为基准,数据来源于东方财富网。

本次股灾能在短时间内暂时止住,没有引起更大面积金融危机,是由于中国政府的紧急救市。从6月27日央行罕见地宣布“双降”之后,政府各部门先后出手,采取了一系列的救市策略,都是帮助市场恢复平稳的有力举措。图2罗列出了本次救市的重点策略。

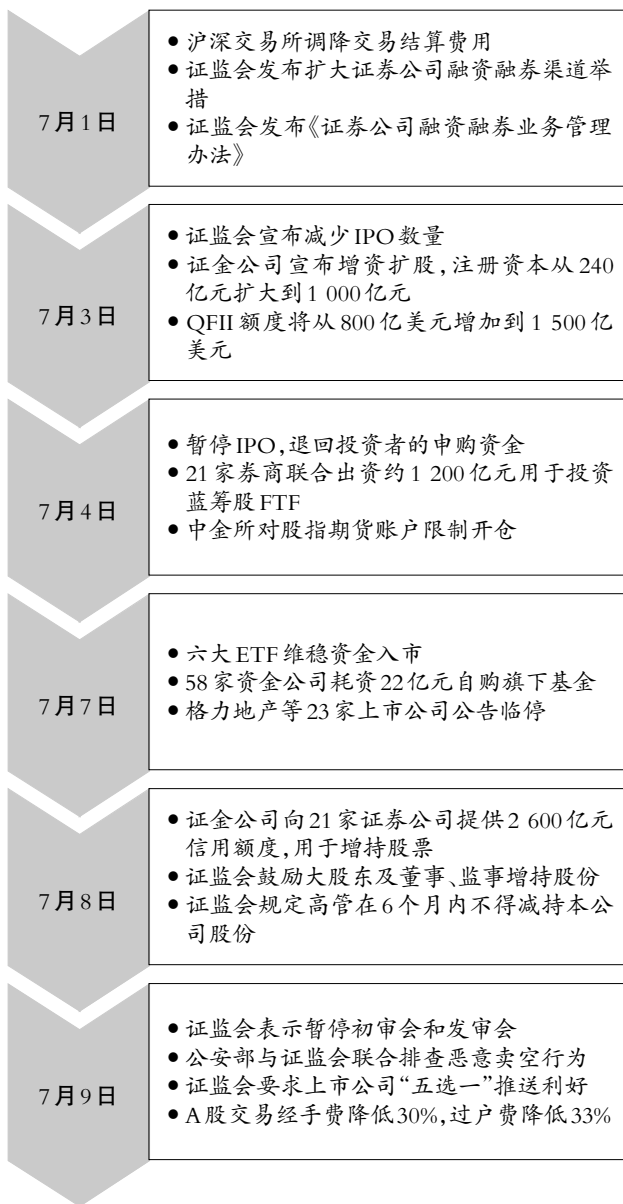


图2 救市政策梳理

对此次救市的主要策略进行梳理,可以分为以下三个阶段:

1. 第一阶段。第一阶段是从6月27日央行宣布双降开始到7月1日。这期间政府所采取的举措,主要目标是维持市场主体对市场的信心,使其理性对待市场波动。这期间政府一再强调,股市的下跌是由于前期增长过快所致,是市场自动调节的结果,并未采取强有力的救市策略,政府对资本市场主要还是采取观望态度。这种观望的态度导致了后期持续不断的市场下跌,在一定程度上也可以说错过了救市的最佳时机。

2. 第二阶段。第二阶段是从7月2日到7月5日的全面救市阶段。第一阶段的救市没有起到效果,股价持续下跌,民众失去信心,“羊群效应”明显,民众开始大规模抛售股票。场外配资市场更是一片狼藉,高杠杆领域遭遇强

平之后,低杠杆领域也难逃浩劫,进一步导致了股市的下跌。这期间政府在“行政干预”的批评声中,依然采取暂停IPO、对股指期货账户限制开仓等行政手段。同时政府开始向市场注入资金以增加市场流动性。21家证券公司以2015年6月底净资产的15%出资,合计不低于1200亿元,用于投资蓝筹股ETF。QFII额度也从原来的800亿美元扩大到1500亿美元。

3. 第三阶段。第三阶段是从7月7日到7月10日的强力救市阶段,这是此次救市的高潮阶段。随着央行、各大证券公司、证监会联合救市,民众对股市的信心逐渐开始恢复。相关资料显示,仅在7月9日当天,投资者通过工商银行、农业银行、中国银行、建设银行总共净申购公募基金7.2亿元。连日救市的高潮后,股市也开始全线止跌,甚至出现千股涨停,此次救市告一段落。

二、中国式救市的经验与教训

回顾此次救市的过程,可谓准备不足、仓促上阵,虽然取得了阶段性成效,但是股市能否长期稳定发展依然令人担忧。对于一直徘徊在3000点左右的中国股市来讲,此次的低点似乎还在可接受范围之内,然而“中国式救市”一直被人诟病,那么政府如此大规模的救市是否表现得过于夸张?笔者认为,面对此次短期内断崖式的市场下跌,救市对于稳定市场、避免引起大规模的金融危机还是很有必要的。与其他国家的各种救市政策相比,本次中国式救市主要有以下特点:

1. 推出措施的速度不同。中国式救市在面对危机前期,大多是采取观望态度。中国式救市一般都是在危机前期,通过官方的言论行动稳定市场,并未采取实质有效的政策。2008年金融危机时期,副总理在关键时刻视察证监会曾一度让股市从2900点连续暴涨8天达到3786点,但是短短几个月中国股市便熊冠全球。此次股灾前夕,证监会也一再表示此次下跌是前期增长过快引发的市场正常调整,对外宣布强制平仓的规模很小。这种观望态度导致的结果就是,短暂的市场回升之后迎来更剧烈的市场下行趋势。救市措施的推出一定要迅速,观望的态度会延误救市的时机,也可能引起更大的危机。相比于国际惯用救市措施,美国在2007年9月推出的无论是金融缓和政策还是缩减税收的财政政策,在2008年金融危机彻底来临之前都显得迅速而果断。

2. 推出措施的方式不同。中国式救市喜欢采用“行政救市”的方式,调整印花税、直接暂停IPO、QFII额度扩容等都是“行政救市”手段。行政手段也是中国式救市被诟病的关键点。怀疑者认为,面对股票暴跌,政府的救市行为注定不会成功。西方国家奉行自由主义,他们相信在恰当的时候市场力量会自动调节,而行政干预从长期来看是无济于事的。其实西方国家在特别时刻也会采取各种行政举措来救市,例如,美国在次贷危机时也采取了禁止

金融公司卖空股票等一系列政策来救市。所不同的是,中国式救市没有考虑长期目标,一系列措施基本都是为了消除眼前的危机,并没有注意市场的自发性、长期性、连续性。最明显的表现是,中国为了救市直接购买上市公司的股票,这在其他国家是罕见的。直接购买在短期内可以缓解危机,但是在危机过后,国家的退出无疑又会引起资本市场的变化,而这个变化无论是有利的还是有害的都严重违反了市场自由调节的规律。

国际上惯用的救市手法是直接向社会注资或将银行等重要金融机构国有化。救市对于市场这个患者来讲就像止痛片,“金融危机”病情的好转最终要依靠市场自身的免疫系统——市场规律来调节,而不是靠止痛片。但是止痛又是必要的,在缓解危机的时候,应当尽量减少救市带来的副作用,在实施救市政策时,一定要以市场的自由化为基础,考虑政策的长期稳定性。

3. 推出措施的范围不同。世界各国救市的范围不仅涉及金融机构,而且涉及危机中的中小企业。再以次贷危机为例,当年美国政府就对汽车行业直接融资,法国政府为小企业提供了高额的贷款。然而,中国救市明显偏重于部分机构和行业,这一点通过此次救市就能反映出来。政府只是单纯地给予证金公司大量的流动性支持,而忽略了其他金融机构,如券商、公募基金、社保基金、中投公司、各大保险公司等等。

现阶段我们的目的是稳定市场,任何一方的波动都容易引起系统性的危机。在股票市场,政府尤其偏好银行板块和石油板块,7月7日,中信总部就带头买入中石油的股票。这样做对于稳定市场没有好处,会让大家觉得政府是在抛弃个股以求得指数的平稳。近期有关数据显示:中小板、创业板才是下跌的重灾区,并非主板。那么我们衡量系统性风险也不能单靠指数点位,应该更多地考虑流动性以及金融机构的兑付能力。从这方面来看,中国救市的范围势必应该扩大。

三、中国股市稳定发展的建议

回顾此次股灾过程并梳理救市策略,同时与国际救市惯例进行对比,我们总结出以下三点建议,以避免未来灾难重演。

1. 多用市场化措施。政府救市应当注意其适度性。首先,在救市目标的确定上应该更明晰,救市的目的是:通过有效干预,使得市场从失灵状态回到正常状态。任何时候都要承认市场调节在资源配置中的基础性作用。其次,在救市的方式上,一定要本着市场化手段第一的原则,尽量不使用行政手段进行干预。严格遵循市场规律,通过改变利率、税收等经济手段进行救市。最后,救市的范围也应当明确,什么时候需要救,什么时候不需要救,救的时候避免有所偏颇。一旦市场情况好转,就应当适时取消救市政策,让市场自由调整。

2. 加强日常监管。大多数人认为此次股灾的起因是证监会暂停场外配资新端口的介入。近一年来,由于大量的银行系统资金通过这种渠道流入股市,导致了股市的泡沫化,也使得风险从股市又反向传递给银行系统。证监会早就意识到场外配资的风险,也不止一次叫停这种行为。但是处于互联网金融创新的关键时期,许多渠道被隐蔽地开创出来。因为这些渠道并未被纳入监管中,这就势必导致监管不到位。而且创新在进行,但是监管方式还没有跟上,也会产生许多监管的盲区。场外配资一定要严格纳入监管范围,银行系统的资金通过什么渠道流入股市,流入股市的比例应该是多少,流入后的风险如何控制,这些都应该被严格地纳入监管范围。金融领域不断地创新,很大程度上已经属于混业经营,监管部门之间也应当加强内部协调,做到百无一疏。

3. 加大制度改革力度。除短暂的危机时刻救市外,最重要的应该是加大制度改革的力度。改革可以从以下两方面进行:

第一,坚定推动注册制改革。“虽然在救市的过程中,证监会为了维护市场稳定而采取减少或者暂缓新股发行的措施,但是市场化改革的发展方向没有变,也不会变。”归根到底,所有的股价炒作导致的金融危机,都是由于供需不平衡,供给短缺。无论这个供给短缺是自然形成的,还是人为造成的,注册制度的改革都是有必要的。如果股票的供应是无量化的,那很少会有泡沫形成,也能防止恶意做空,从而避免灾难。

第二,实施涨跌停板制度改革。引入涨跌停板制度,是为了防止暴涨暴跌,提高市场稳定性。但是在股票市场,由于广泛地采用杠杆,要求市场有较强的流动性,但是涨跌停板制度显然制约了市场的流动性。就此次股灾来看,涨跌停板制度不仅没有阻止市场的下跌,反而在跌停板的时候导致大量的股票无法卖出,进一步推动了下跌。

综上所述,此次股灾来势凶猛,惊心动魄,是中国股市全流通和初步国际化背景下第一次发生。股灾给管理当局和中国股民上了生动的一课,引发的教训也值得我们深思。我们要充分认识资本市场的虚拟本性,从中总结经验。此次股灾也告诉我们,推动中国股市稳定健康发展是一项长期而艰巨的任务。

主要参考文献

马广奇.资本市场博弈论[M].上海:上海财经大学出版社,2006.

王兆寰.流动性危机暂缓救市首战告捷[N].华夏时报,2015-07-13.

董彦岭,王菲菲.金融危机背景下各国政府救市政策的比较分析[J].山东经济,2010(2).

毛萁.各地救市措施集锦[J].财会通讯,2008(12).