

总而言之,在目前的情况下,我认为救市最高效的手段是补贴买方,包括提供资金和直接补贴购买,允许甚至鼓励券商利用“债转股”的方式私下收购融资盘的股票,一定程度上限制交易,以及将资金交给专业管理机构投资股市。救市的目的是在稳定市场的同时尊重市场机制,发现合理的价格,帮助股市回归理性,从而彻底化解危机。



■ 黄春燕 长江商学院金融学教授

7月6日—10日是值得载入中国资本市场史册的一周。在经历了连续三个交易日前所未有的暴跌、逾千只股票主动停牌之后,周四,市场终于出现强势逆转,个股普涨,千余只股票涨停,而这种态势也延续至周五早市。救市成功的欢呼声不绝于耳。如果仅凭一两个反弹就可以断定救市成功,恐怕这也将是全球资本市场最高效的一次救市了。但是事实上,救市没那么简单。

救市自然需要砸钱,中外概莫如此。2008年金融危机爆发后,美国政府在国会的授权下启动了总额为7000亿美元的金融救援计划,以防止金融危机加剧。这个行动成为自上世纪30年代大萧条以来,美国政府制定的最大规模金融救援计划。

中国政府过去几天的做法也是砸钱救市——通过强拉权重股护盘,如此大力度救市却效果甚微,场外资金不敢冒进,其主要原因是现在的股价偏贵。7月8日上证综指以3507点收盘,平均市盈率是16倍。如果去掉银行股,平均市盈率24倍,而美国苹果公司的市盈率才不过15倍。

在估值偏高情形下,政府出手救市,暂且不论这样做到底对不对,至少政策当局应该意识到的是,救市不能靠一腔热血,还有一个怎么砸钱效率最高的问题。救市的工具箱不外乎三种工具:补贴(包括补贴买方或者补贴卖方),限制交易(包括限制卖出或者强制买入),以及直接到资本市场购买资产。第三种方法是目前中国主要的救市政策,第一和第二种也稍有涉及。通过后面的分析我们会看到,直接购买是最为低效的策略,其他两种手段还有待充分挖掘。

### 补贴买方

补贴买方的目的在于鼓励资金进场。补贴可以分成两种:一是给买方提供低成本融资,二是直接补贴购买。

救市说到底还是要让市场自身去发挥作用,补贴的作用在于让市场尽快恢复元气,回

归正轨。政府砸1000元只能买价值1000元的股票,但是1000元的补贴可以撬动的资金可能是1万元。如果政府给投资者,比如券商或其他机构投资者提供一点点补贴,钱不用太多但会起到一个杠杆撬动的作用。而投资者则根据自己的判断来决定什么该做什么不该做,加不加杠杆等等。这种手段可以在不伤害市场机制的前提下,尽快稳定市场。

当然,这种方法的一个大前提是场外尚有余钱入市。有舆论说,“市场里所有的资金都已套牢,国家队入市是唯一出路”,这种说法根本不成立。本轮牛市从2000点起,一路飙升到5100点,再回落到3500点,虽然高位入市的投资者损失惨重,我们必须记住每一次交易必须有买方入仓和卖方出仓,高位出仓的投资者一定有盈利。股票总市值从2014年6月的25万亿元人民币到现在的47万亿元,整体还有20万亿元的增长。简单的算术告诉我们:场外一定有资金,而且比一年前更多。近日市场的强劲走势也印证了这一点。

虽然近日股市表现强劲,但还是有必要回顾一下6月中下旬、7月初A股市场前所未有的暴跌。通过这些数据我们可以看清楚,市场内在的实质和人们看到的表象并不一致。我们来看看2万亿融资盘的融资买入额和融资偿还额。6月19日是转折点,之前的几个月都是融资买入高于偿还额,融资余额不断增加。6月19日之前一个月内,平均每天大约有2100亿元的买入额,2000亿元的卖出额,但是6月19日,这个局面出现反转。当天,沪指重挫6.42%,跌破4500点整数关口。两市近千只个股跌停,沪指周跌幅达13%,创7年来最大单周跌幅。

从6月19日到7月3日(政府大力救市之前的那个周末)的十个交易日里,平均每天融资买入额为1474亿元,融资偿还额为1814亿元,分别占总交易额额的10%和13%。融资余额从2万亿元下降到1.8万亿元。也就是说,即便是在恐慌气氛蔓延的那两周,仍然有将近1.5万亿元的资金采用融资杠杆买入。

从个股来看也是如此。在有融资的800多只股票中,每天有100到200只股票的融资买入额超过融资偿还额。即在7月5日政府出重拳救市之前,融资市场并不只是单边的卖出甚至平仓,整个市场还是在自我运转,并不是所有人都在一片恐慌中离场,有些投资者还是在寻找可以投资的目标。

7月5日救市以后,情况反而急剧恶化。融资偿还额在7月6日剧增到2580亿元,而买入只有1300亿元,基本可以推断是投资者借国家队入市之际清仓离场。到8日融资偿还额保持在2200亿元,而融资买入额锐减至500亿元。更为令人担忧的是个股层面,到7月8日,融资买入额超过卖出额的只有三只股票。而有65只股票融资偿还额超过当日股票交易总量(而这个数字在7月3号之前每天最多一两只股票)。这代表了三种可能性:强制平仓、投资者增资,或是卖出其他股票来避免强制平仓。更有甚者,在这三天之内,近千只个股主动选择以各种离奇理由停牌,以避免继续受踩踏影响。这种情况,可以用“恐怖”两字来形容。

# 中国版救市需要技巧

从7月9日盘面来看,场外有资金入场,但仍在观望的大有人在。这部分投资者之所以没有进场,是在犹豫目前的风险是不是值得买入。在这个心态摇摆的时刻,如果政府稍微补贴买方一点点钱,就会起到四两拨千金的作用。比如,投资者在犹豫投资100元赚5块钱是不是划算,如果补贴之后变成赚6块钱,投资者可能就会觉得值得买入。

一种补贴方法是给买方提供低成本融资。7月8日证监会通过股票质押的方式,向21家证券公司提供了2600亿元的信用额度,用于证券公司自营增持股票。央行将持续通过多渠道向证券公司提供足额资金。这些都是补贴买方的例子。虽然政府用意是好的,手段也是对的,但补贴的对象弄错了。试想,如果市场继续下行,融资盘爆仓,首当其冲连累的就是券商。鼓励券商用发年终奖金的自营盘做杠杆无异于是饮鸩止渴。在这个节点有勇气继续做杠杆的券商,如果不是爱国主义情结爆发,就是妥妥地知道出事之后国家必然接盘,此举的道德风险非常明显。在我看来,该补贴的是场外观望的投资者,但是绝对不能鼓励他们做杠杆。

所以更好的补贴方法是直接补贴购买,比如每次交易时直接补贴买方交易额的千分之一,相当于负的印花税,但将来卖出时要收回,甚至加倍。这样政府不用最终买单,而长期持有的投资者可以长时间享有这项补贴。以每天1万亿元的交易额计算,这样的补贴只需每天10亿元。需要的时候当然也可以增加补贴力度,尤其是将来卖出股票时国家可以收回补贴,所以净成本不大。当然这种补贴只适合比较长期持有的投资者。这种方法的最大好处是不增加杠杆。

需要强调的是,补贴买方并不意味着投资者所冒的风险一定会有政府兜底,而是说投资者自己去判断什么时候进去什么时候出来,亏钱还是赚钱政府不负责。

### 补贴卖方

补贴的另一种做法是补贴卖方。好处是,补贴之后,股票持有者就不着急卖,价格也就不会跌得太凶,就不会有所谓的踩踏效应。补贴卖方最大的问题是道德风险。

很多深度套牢的投资者不负责地冒了很多险,赌赢了他们赚钱,现在赌输了却要大众掏腰包去救助。政府补贴卖方的行为会极大地鼓励更多的投资者将来冒更多无谓的险。如果暂时把道德风险搁置一边,我们也可以讨论一下如何高效地补贴卖方。补贴卖方也有两种办法。

第一种补贴办法是为即将平仓的投资者提供流动性,允许其推迟平仓。这种补贴的本质是将风险从投资者转移到融资提供方,即券商和银行。我们可以想象一下推迟平仓以后的情况。如果市场反弹,这些杠杆投资者获利。如果市场持续低迷,那么由融资提供方兜底。对融资提供方来说,他们在市场上行时没有获得任何额外收益,因此对他们来说最好的选择一定是尽早平仓。

当市场流动性太过缺乏的时候,即使平仓也不一定会收回所有本金。从自己利益出发,券商也许会同意推迟平仓。但这时,如果

其他券商和投资人没有推迟平仓,踩踏还是会发生,所有风险则由延期的券商来承担。这时候,政府可以起到一定的协调作用,避免踩踏。但市场还需有序地出清,最好的办法还是由券商来决定要不要推迟平仓。

还有一个比较好的办法是让券商选择性地“债转股”。也就是在即将平仓之际,给投资者一个选择的机会,将一部分股票以双方同意的价格转让给券商,抵消融资额。这其实是企业破产重组时常用的方法。这个办法的好处是沽出的压力不会进入市场,不至于引起恐慌和踩踏。更重要的是,由券商自己去判断哪些股票可以接手哪些价格再低也不买,以达价格发现的目的。券商的资金可以来自上述的证监会2600亿元信用额度。

这个办法同补贴买方时券商买新股的不同之处在于,这些风险是券商本来就面临的风险。这个提议意在让券商在承担下行风险的同时还可以享受一些上行的回报,更避免了这部分沽空的需求入市,造成踩踏,给投资者也提供了多个选择。这种办法的一个可能问题是如果券商有太大的议价能力,可能会提出太低的收购价,逼迫投资者无奈之下大大让利出仓。所以,这个方案的关键是一定要给投资者选择的余地。如果他们认为收购价太低,应该有权利拒绝收购,以原方案平仓。选择的节点也可以提前到平仓风险还没那么高的时候。这个办法的重点是你情我愿,让双方和市场自己决定,而不是通过行政干预强制任何一方执行。

### 限制交易

和涨停跌停一样,近日陆续出台的增持或者不许减持,都是一种限制交易。更有趣的现象是主动停牌的1000多只股票,公司大股东主动要求被限制交易。这就好像是火灾现场,大家都挤着逃生,结果谁都出不去。限制交易就相当于强制规定一部分人先离场,另一部分人后离场。从公平的角度看,这种做法肯定存在不公平的地方,但是这样做,逃生的肯定比没有限制的要多。

那为什么有公司主动要求被限制呢?股市跟火灾稍有不同的是,股市其实有前后两扇门,不限制的那扇门是前门,任凭大家杀出一条血路,看最后有多少人逃生,用术语来说就是市场定价。但有些人知道乖乖排队可以从后门出去,所以他们主动选择了被限制。实际上,选择被限制的这些人,也不是所有人都可以从后门逃生,因为后门是有宽度的。而后门的宽度取决于从前门中逃生的人有多少比例成功出逃。用术语来说,后门的宽度就是取消限制时的股价,一般由当时市场中交易的类似股票定价。

一个健康的市场应该是大家都知道规则,然后大家选择多少人从前门多少人从后门逃生。选择前门还是后门其实就是大家自主选择什么时候上市什么时候退市什么时候交易什么时候锁定。如果人为地限制只有两三个人从前门逃生,虽然成功率是100%,却不代表后门离场时能有同样的成功率。

回到股市的例子,这就好比如果市场中90%的股票都通过被限制交易以后,剩余的

流通市值很小,政府用很少的资金就可以拉动股价,把市场托起来。但这并不表示当被限制的股票入市的时候可以以同样的高价出清。因为现在市场定出来的价格是虚高的,很多卖盘压力被限制住了而接盘的能力被放大了。

所以限制交易虽然对避免踩踏有一定功效,也能够短期抬高股价,这个办法有可能会限制价格发现。执行时的两个重要原则是第一,要由市场决定谁受限制,限制多少。第二,限制以后流通的股票更需要由市场来定价。

### 购买资产

现在中国政府做得最多的就是直接购买资产。这是一个相对低效的手段。政府自己去买,到底是买蓝筹ETF还是拼命护住“两桶油”?还是为了公平或者为了托市效率,像今天那样加大对中小市值股票的购买力度?为了达成一个政治目标而去拉动指数,是拉不动的,即使拉动了,也很难持久,因为很难有人接盘。7月6日—8日,连续三日大跌,逾千只股票主动停牌以后,政府又出了更重的组合拳,终于7月9日的股市有逾千只股票涨停,甚至没有一只股票下跌。在振臂高呼救市成功的同时,我们应该更冷静地考虑市场如何才能恢复理性。

投资者,不管是政府还是个人,都面临的最重要的问题就是该买什么不该买什么,但是政府并不是评判这个问题的专家,他们救市的目的也决定了他们并不特别在乎哪个股票涨停哪个跌停,更不在乎有没有基本面支撑,他们只要整体市场上行就好。

所以,直接购买资产的事情应该交给专业的人去做,让有能力的事情选择买什么股票,让他们来判断哪些股票是相对低估的,更要让他们的利益跟他们判断的正确性挂钩。如果政府一定要直接入市,我认为更有效的办法是与专业投资者合作(Public Private Partnership, PPP)的方式进行。最新出台的证监会直接申购公募基金不失为一个好的办法。

总而言之,在目前的情况下,我认为救市最高效的手段是补贴买方,包括提供资金和直接补贴购买,允许甚至鼓励券商利用“债转股”的方式私下收购融资盘的股票,一定程度上限制交易,以及将资金交给专业管理机构投资股市。救市的目的是在稳定市场的同时尊重市场机制,发现合理的价格,帮助股市回归理性,从而彻底化解危机。所以,不管哪种救市,都要尽量多的利用市场机制,由投资者自己判断什么时候该进入市场,并且政府应允许其退出。

半个世纪前,享有“华尔街教父”称誉的本杰明·格雷厄姆在接受美国国会质询“到底是什么力量能使价格最终回归价值”时,格雷厄姆回答说:“这是我们行业的一个神秘之处,对我也一样神奇。但根据经验看,这终究会发生。”

这个神秘的力量就是我们坚信的市场机制。救市,不管是监管者还是投资者,都要在黑暗中对这个力量始终保持坚信。救市应该这么救。(完)

# 大数据时代背景下重新审视主流新古典经济学的学科定位

■ 莫志宏 程兰芳 谢永琴 北京工业大学

(上接03版)

具体地讲,主流新古典经济学一直都认为自己所做的事情是对个体行为进行刻画和预测,并且基于该个体行为模型来理解更为复杂的宏观层次的经济现象。主流经济学的个体行为模型是传统上的逻辑模型,即便后来行为经济学力图为其注入更多的经验因素,但依然是在“如果……,那么……”的演绎逻辑的框架下基于“为什么”对个体行为进行推断。虽然一直以来沿着这条道路来理解个体行为存在着诸多方法论上的争议,但由于也确实看不出其他的替代模型,所以大致上经济学也就还是在这个轨道上建模和推导。但是,大数据时代的到来确实给我们提供了如何刻画、推断人的行为的另外的非常现实的图景——现在我们至少发现,传统的基于因果关系的逻辑模型对于经验世界中的人们对于人的行为的把握的需要来讲,真的是既没有必要也是无力的。实际上,主流经济学中大量的形式上严谨的逻辑模型——不管是萨缪尔森的显示性偏好模型,还是不确定性条件下的决策模型,或者各种学术论文写作时常常利用的效用最大化模型——它们除了作为逻辑推导的工具有用之外(克鲁格曼,1998),根本无法用于指涉经验现实。

当然了,主流新古典经济学不止是利用逻辑模型来推断个体行为。他们中从事计量经济学的也大量地是基于数据在进行统计推断。不过,这个事实只能表明,对于统计和计

量方法有研究的人,比基于逻辑模型来做研究的人对于大数据时代的分析技术更容易有所把握,乃至作出自己的微小贡献,仅此而已。这丝毫不能改变主流经济学对于自身定位的错误在大数据时代不可避免地遭遇到的尴尬,那就是要么无用,要么无力。像范里安(Varian H. R.),虽然被谷歌聘为首席经济学家,但是,如果他对于谷歌的数据分析技术有任何贡献的话,也绝不是源自于他的主流经济学的那些训练,而是来自于他作为资深的统计学家的训练。

主流经济学自身定位于对个体行为的把握来刻画和预测整体经济的运作的,这个事实和主流经济学的“方法驱动”是分不开的。主流经济学家基本上都是二十世纪一度流行的科学实证主义的自觉或不自觉的信奉者。在理论建构上,他们把逻辑演绎、公理化方法本身当成是科学的标志,在经验问题上,他们把科学统计方法当成是科学的标志。两者分别在理论经济学和经济学的经验应用方向施展拳脚。前者造就出来了大量形式上科学的经济学的理论模型,后者则被认为是在用科学的方法处理经验数据。两者共同携手,就构成了我们今天的主流新古典经济学自我标榜的科学模样。也正是因为它的这种科学模样,使得各国的政府都把这样训练出来的科学家奉为座上宾,指望他们凭借他们科学的理论和方法能够解决一国所面对的各种经济问题。

不过,随着大数据时代的到来,政府在通过掌握大量的其他主体所不同掌握的数据来把控经济的功能,虽然不至于完全失去了

意义,至少也不会再成为其独享的。在这种背景下,过去为政府此项功能提供帮助的经济学家也会很大程度上失去其存在的价值。可以说,数据工程师的训练而不是主流经济学自认为科学的各种方法的训练,对于大数据时代的经验问题的解决更有帮助。这意味着,如果主流经济学仍然坚持自己的学科定位,把自己当成是一门基于对个体把握来进行解释和预测的学科,那么,它最终只有两个结局:要么无用,要么无能。

### 六、经济学需要恢复其传统上的学科定位

上述容易给人造成印象,似乎仅仅是因为大数据时代到来了,主流经济学这样的定位才需要调整。非也!我们这里强调的只是:大数据时代更加凸显了经济学这样的学科定位的尴尬。冯·诺伊曼(von Neuman)曾经讲过,任何一门学科,甚至是数学,如果长期地脱离其经验基础,都必因自我内部繁殖而堕落。主流经济学的方法驱动导致它的无用和无能也在情理之中。只不过是大数据时代,这个局面暴露得更为充分而已。如果承认此,也意味着,长期以来被主流经济学家回避的经济学到底自身的学科定位应该是怎样的问题必须直面。更明确地讲,如果主流经济学家所认为的经济学任务在今天已经很明显不再属于经济学的训练更能够处理的范围,那么他们必须反问自己:经济学到底应该做什么、解决什么问题呢?

实际上,在20世纪新古典经济学裹挟

了科学实证主义的势力成为事实上的主流的整个过程中,关于经济学的学科定位的争论从来没有停止过。哈耶克(Hayek)、布坎南(Buchanan)、奈特(Knight)、弗里德曼(Friedman)、科斯(Coase)、森(Sen)等等,都对此发表过意见。可以说,没有任何一位重量级的经济学家可以完全不触及此问题,无非是,有些经济学家专门对此问题有明确的表述,而有些采取了相对回避态度而以一种武断的态度直接做自己认为“科学的”经济学。

经济学的学科定位的争论主要围绕经济学到底是一门预测与控制的学科还是一门致力于明智的公共政策、立法和展开的学科。在亚当斯密的时代,经济学不是和决策科学或者对个体行为进行预测的学科联系在一起,而是和法学、伦理学等密切联系的,经济学的使命也不是要对整体经济进行预测和控制,而是致力于明智的经济政策、立法提供咨询。但是,到了二十世纪,经济学整个地发生了转向:它变得更像是一门针对社会的工程学。在主流的经济学家观念中,经济学就是要科学地对社会经济进行预测,而“科学地”直接就意味着基于逻辑演绎模型进行推导、在社会范围内进行数据统计等等。逐渐地,经济学的方法驱动和经济学的学科定位的改变也就成为一体的了:一方面,主流经济学致力于“科学地”做事情,另一方面,它致力于把社会经济当成是它所采用的“科学的”方法来处理的对象。

经济学的“方法驱动”以及学科定位的迷失,和经济学对于自己本应该解决的问题的不自觉,这两者是一个硬币的两面。如果正

确地理解了经济学地任务在于通过明智的立法和社会经济政策使社会经济的运作达到有序、协调的状态的话,那么,经济学家的专长就不再是数据处理或者建模,而是对于“看不见的手”的运作机理的洞察、对市场运行所基于的规则及其社会后果之间的关联性的深刻把握等。(Hayek, 1994)后者是在任何市场经济条件下在任何经济发展阶段都需要的、只有经济学的专门训练才能提供的专业能力。像今天,大数据时代背景下人们的行为方式发生了极大的改变,这种改变波及到社会经济运作的方方面面,大量的我们习以为常的,对人们的行动加以协调规范的法律、法规都变得难以适用。在这种背景下,其实是非常需要经济学家们深入地通过对微观层面的个体行为、企业行为的把握,再结合其他的学科知识领域的专家(如法学家),来对过去方方面面的法律规则加以审视的。这种性质的任务,其目的不是要教企业怎样做生意、怎样利用数据、怎样判断经济形势,而是通过为在公共政策层面制定明智的协调规则提供咨询,使经济中无数个自主决策的运营主体能够在变化了的生活世界中依然能够相互很好地协调、行动。

显然,对于那些马云们来说,这种性质的问题的解决,绝非无用或多余。大数据时代导致的系统性的新的做事方式的出现,可以说无处不涉及到对旧的法律规范的冲击以及对新的法律规范出台的要求。这样巨大的时代任务,经济学的训练如果不能对其提供提供帮助,那么这门学科确实就背叛了其存在的初衷。(完)