

反思金融危机与救市



■ 左小蕾 中国银河证券首席总裁顾问

为什么要救市？

首先,要不要干预?这个有很多讨论,要不要救市?实际上从理论上来说,经济学理论说得清楚,市场如果失灵,就需第三方干预。第三方干预是谁干预?就是政府干预,它还是比较超脱的。在正常情况下政府当然不应该干预,这个很清楚。所以要不要救市呢?出现了危机才存在救市的问题,如果不存在危机,就不存在救市的问题。

什么叫做资本市场失灵?或者什么叫做危机呢?其实定义得很清楚,只是大家过去从来没有很好把这个事情想清楚。因为金融领域是高风险领域,它的高风险就是它会出现系统风险。什么叫系统风险?什么叫触发系统风险底线?实际上美国这次危机离我们很近,看得很清楚,所谓金融市场系统风险底线就是出现大规模金融机构破产,而这些金融机构的破产会导致整个金融体系的瘫痪,最后让整个经济崩溃,这就是系统风险的底线。

这次如果不救市,会不会触发中国金融系统性风险底线呢?我们稍微回顾一下这次市场的情况,市场到5100点的时候掉下来了。这里顺便说一下为什么2008年掉了百分之七十几不用救,也没有出现系统风险底线,不管那时候经济怎么样,没有出现大规模破产,没有直接影响经济增长的方方面面。

所以,这次为什么要救市呢?最重要的就是跟2008年有几个非常不一样的东西,我们回顾一下是不是会引发系统性风险底线?首先和2008年比较有什么不同的东西呢?第一,股指期货。第二,融资融券,这是原来没有的,场外配资我不说,场外配资某种意义上是违法的,因为它是违规的,没有让它做。融资融券还是让它做的事情。这两个东西为什么带来和2008年完全不同的情况呢?因为我们的股指期货,做空机制有三个东西,第一个是融券,第二是裸卖空,第三就是股指期货。在我们市场上融资融券规模很小,因为有着七八八很怪的限制,所以融券规模非常小,忽略不计,我们也没有裸卖空。所以唯一做空机制就是股指期货,股指期货在这里扮演什么角色呢?我们的市场好像做多就没罪,做空就有罪,这个说法在这次也不对。要说这次市场出现这样的情况,做多机制也有问题。融券是什么?融资是什么?融资是借钱给你贷款给你,给你炒股票——它是做多机制。你说只是卖空有问题,做多就没犯罪。其实两个人要说有问题的话,都是问题——它们两个结合起来导致了这次的问题。所以这个和过去不一样,而且它们确实在这里是有互动的。

首先在5100点的时候就是卖空,有人要套利了。因为我们在推股指期货的时候,我拜访过好多次跃跃欲试来做股指期货的投资者,我问他们,因为宣传的股指期货本来也是这样,最原始的做空机制本来就是为了对冲的,只是后来华尔街把它做成了跟货币一样的,硬把它变成了投机工具。而我们推出来的时候宣传的也是我们要对冲,但是实际上我去拜访很多人,没有一个人告诉我他们是准备对冲的,他说我为什么对冲?我就是要套利,对冲不赚钱的。所以当时大家记得有一个很高调的观点,就是说我们这个市场上只有在做多的时候,市场上涨才能赚钱,市场下降的时候不能赚钱,所以我们要推出做空机制,让市场下跌的时候也能赚钱,这是当时很高调的一个观点。

到5100点的时候大家都有担心了,卖空套利的行为就出来了。这里头有没有所谓的恶意做空?当时美联社一个记者访问我,他说什么叫做恶意做空?我想大概可能是这样,当时在1998年的时候中国跟索罗斯在香港打了一架,当时为什么要跟他干一仗?捍卫港元,港元保卫战,就是因为索罗斯做了一个动作,他在这边打压你,逼着你利率上升,抛港元,因为他联系汇率,抛港元,利率就会上升,那边做空他的指数。利率上去以后,隔夜拆借之间利率就上去,拆不到资金,他们都是银行间的动作,拆不到资金股指就会掉下来。他就做了这么一个声东击西的动作。这个动作算不算恶意呢?

这次什么是恶意做空呢?你在这边打压股票,他想卖空,就打压指数,那边进行卖空,如果他刻意做这个动作可以定义为恶意做空。所谓套利是市场正常运行出现这个差价,你跨市场套利,如果没有,你硬做出来,我觉得就应该定义为恶意做空。这不是市场行为,是你操纵价格的行为。所以这里面很多概念是要非常严格的区分,而不是似是而非地说这些东西就是改革、就是创新,我觉得这个东

西会很混淆的。当然我说这些话会被那些人给我一个帽子扣在头上,但是我觉得要还原它。

这个做空机制,就使得股指从5100点掉下来了。这时候如果没有别的事情,也不会有太大问题,但是那个时候就有一个场外配资的强行平仓线,场外配资1:10都有,很容易就达到平仓线。这是一般很野蛮的资金,不是省油的灯,你到这里就平仓,平仓了它就继续掉,然后1:10,1:8都来了,然后散户恐慌性地觉得这么掉,他就会抛售。没有人接盘的话,千古跌停——这种情况出现了。如果这时候你不救它,它会一跌到底。因为证券公司融资融券也超过了过去规定的风险线,原来是百分之多少配资,后来都配到1:2,1:3的情况。还有基金公司,基金公司都要赎回的,基金公司要到股票市场把股票卖掉才有资金,它卖不掉,也完蛋了。还有我们银行上市公司股权质押几万亿,还不说它信贷变相地流进市场;大量的资金,要不然那么快推高到那么高。两融余额最高的时候是2.7万亿,达到总市值8.3%,美国股票市场上最高的融资比例,最高的时候占到流通市值3.5%。我们迅速就已经超过美国一倍以上。在这种情况下,如果你不救它,它就一跌到底,最后就是系统性风险出现,基金公司、银行、证券公司都会出问题。所以,这次跟2008年最大的不同,就是既有做多的机制,也有做空机制的联动,带来了我们这次不得不救的经济危机,就是这么一个情况。

怎么救？

我觉得这个是把救不救的东西说清楚了,我的观点说清楚了。那么,怎么救?如何救?我们需要对这种情况金融行为和金融活动、资本市场在正常情况下,在危机情况下流动性需要把握。我刚才说了有一点病急乱投医,对这个问题的认识是不够的,就像他们在决定推出这些衍生工具的时候——融资融券、卖空都是属于衍生工具,在推出来的时候缺乏对这个双刃剑的判断。

所以这个救市也是一样的,证监会宣布提供无限流动性,最后21个券商又干什么,调动券商的操盘手。我当时说对各个证券公司操盘手要严格进行道德风险控制,如果它泄露这个操控信息,全部都要作为内幕交易处理。结果被我不幸言中,说明我对这个行为很了解,对这些人道德底线——真是没有底线的行为,这是有充分估计的,就是这样一些决定,其实它没有公布得那么详细,据说外面的媒体基本上是会把上整个东西都公布了,释放出来一个最重要的信息就是4500点,要维持4500点这个点数——这个真的是很糟糕的一个信息。要托市,托市的结果是什么呢?不幸又被我言中,市场一跟你博弈,你要托市,你要到4500点,4300点我就卖,我就套利。7月份和8月份大跌就是博弈的结果,根本不是恐慌性跌的延续,根本就是到4000点左右卖了,卖了以后他放一个信息出来,为什么会大跌呢?因为市场恐慌证券公司资金要退市。我觉得放这样的信号,他实际上是赌你,但是我们证监会的人居然出来解释说我们不是退市,你说这个有什么作用呢?再次给他无风险套利的背书,我们还要托市,你只管进去抄底。他第二次又抄,抄到3900点,8月份又来一次。到那次以后我真是跟有关人士说了不能再这样弄了,再这样弄,所有的资金全被他套走了,而且全市场都要效仿,最后散户都会跟着操作,就不可收拾。所以这个信号放出来是非常糟糕的,所以后来我们救市以后还经历两次这样子没有必要的大跌。我觉得他应该做的是在紧急情况下把导致这次股市大幅度下跌,而且可能继续在恐慌情绪下打压市场两大工具,应该停下来。

刚才说股市下跌是跟查处场外资金有关,好像不应该查处了?因为你查了,它就掉下来了,那就不应该查?这是很糟糕的一个事情。我还看到一个文章说不应该怪股指期货,不要因为先股指期货操作以后导致下跌,因为它有先行动作,然后就怪罪股指期货。我说它怪谁?它明明做了,还不能怪,你给它开脱什么?所以我觉得这个中间一些利益导向不能不清楚,要不然你没有是非可言的。在资本市场上就是有很多行为本来都是违法、违规、犯罪行为,他可能就认为是像英雄一样待遇,被顶礼膜拜的情况也很多。

所以应该首先把这些东西停下来,然后这个流动性,为了防止恐慌性的情绪,带来千古跌停,进一步下跌的风险,应该做什么呢?应该让想卖股票的人能够卖出去,哪怕价格低一点,这就是美国人在救市的时候,他为什么QE去买那些证券公司的衍生工具,包括两房,他就是制造流动性,因为雷曼破产最大原因就是没有人跟他做对手,他价格为零,整个都没有了,资产负债表严重失衡。高盛和摩根斯坦利资产负债表和他是一样的,所以他最后是救流动性,让一些对冲基金去买,他们不买,那就政府买。所以他几轮QE是做这个事情。我们不应该让所有公司主动回购,应该是什么?如果谁卖股票,你就接下来,这样就制造了流动性,结果他让大家一起去买。那些国有企业,在危机的时候要尽显本色。结果它们操作变成什么?我问了一下,慢慢地操作也托不起来,干脆一下子打到涨停,一下子打到10%,肯定有人买,结果千只股票涨停,等到掉下来又去托。国有企业的资产是严重的损失。我就是说他不应该这样做,应该有人卖你再去接,这样可能就不会出现非常不正常的过程,或者中间的一些道德风险。

还有一个东西就是证金公司最后去买股票。其实后来很多问题都出现在证金公司操作层面上,你为什么买这只股票不买那只股票?最直接的道德风险就在这里——创业板那些公司乱七八糟,为什么买这个?结果它成为一些公司大股东,其他公司你为什么不去做大股东?这里面有严重的道德风险,是存在一些问题,这也是为什么后来公安局进去,估计它觉得这是犯罪行为了,直接进行干预了。这里面就存在很多确实很不成熟的在危机处理上的一些问题。

未来所谓的应急机制,你不可能事先预计到是由于什么东西引起来,最多就是像我刚才说的,出现这种系统性风险的时候,你还得介入。所以我觉得这个确实是有问题的。救市的过程我就跟大家回顾了一下,包括对救市中间各种各样的一些问题。

救市后的反思

最后我还想说一点,政府去救市,应该去救市,但并不等于说这次危机出现的前面那些问题就不是错的,不是说你导致了这个危机,然后政府救市就是合理的,但是不等于说你说你前面制造危机的东西是对的。政府不得不救市,是因为会带来未来的严重后果。等救完了以后,非常重要的东西就是要反思,要不然就不会有未来的危机。我觉得这个反思是非常重要的。

资本市场改革是未来发展方向,未来资本市场肯定是不改革没有出路。但是什么是资本市场的发展,你的改革冲着什么东西改?这个东西是没有考虑清楚的。什么是资本市场的发展,资本市场和我们通常说的在我们经济学领域上最初探讨的那个商品的市场还是很不一致的,它不是简单的一个概念。

金融机构的存在,包括资本市场最基本的一些理论、一些观点,我觉得现在大家都把它抛到九霄云外,资本市场就变成了资本运作的、虚拟经济制造的概念。我觉得它的原始

不是这样的,是投资和融资的一个市场。金融机构是干什么?它是一个中介,对称信息,然后进行资源优化配置。它配置到什么地方去呢?配置到对经济增长带动企业,能够进一步发展,能够成长,带来经济的发展。通过企业发展带动经济发展,同时通过企业发展带动投资人回报。这是资本市场最重要的定位和原始定义。今天我们所说的资本强国和金融强国,是不是跟这个东西联系在一起呢?我们前期所谓资本市场的改革,是不是冲着这个目标去做的呢?

我们可以看到我们在近一段时间以来推出了所有的所谓创新,所谓改革,大多数都是二级市场的。这个二级市场对于企业的成长和发展,从资源配置角度来说,资本市场如果要优化资源配置,去为企业服务,为企业发展服务,为经济发展服务,一级市场是最重要的。因为只有一级市场的融资、IPO才让这些企业真正拿到了钱,才是真正给企业发展了资金。二级市场的交易资金,主要是你把股票卖给我了,把钱给我了,这个钱是他的个人资产,个人收益,跟企业基本上没有太大的关系。包括我们三板市场现在也做得乱七八糟,拼命地换手,原来的自然人,你把他换掉以后,这个钱就变成他自己的自有资产——他不是拿回去做企业发展,你管不着了,特别是对于自然人来说。所以我们资本市场未来发展一定要搞清楚,你是冲着企业的发展,冲着经济的发展,冲着通过企业发展给我们投资人回报,这是资本市场发展,这个发展在一级市场。

另外,这个资本市场发展是一个现代人类文明进步的产物。所以它制度性的建设应该越来越冲着公开、公平、公正的市场秩序发展,绝对不在那里鼓励投机、鼓励资本运作、鼓励对投资者特别是中小投资者的一些乱七八糟的行为。决不能鼓励那些没有道德底线的资本运作的所谓原始的、野蛮的、丛林原则的东西——其实都不是资本市场应该固化的、推动的东西。

我们经常带一句话,资本是逐利的;好像你不择手段的、野蛮发展的、贪婪的东西都是天经地义,这是非常误导人的。资本市场充斥了这样的东西,而且是主流,像我这样说的都是很另类的。如果你固化这样东西的话,人类文明进步了吗?

包括我们的创新,什么叫创新呢?我们要带来技术的进步、市场的进步、人类文明的进步,这样一些新的东西,我们才能说是创新,你不能就一个新的东西拿出来就是创新。比如说高频交易,高频交易从IT技术来说是很快,是一个进步,但是拿到资本市场是推动资本市场进步的一个东西吗?他干什么?就是设置一些参数,一些模型,通过计算机抓取瞬间股票市场某只股票中间的小差价,如果一旦出现小差价,我就一秒钟之内下150个单,把这个小小的获利拿过来。这是什么东西?这是投机行为。我们应该鼓励这个东西吗?而且出现很多很荒谬的情况。美国前两年出现一秒钟之内道琼斯指数掉1000点,为什么?因为所有交易员都开启了那个指数,在那一瞬间把里面主要成分股,都在抓那个小东西。结果大家一起动手,一下子就是1000点。还有我们光大出的事情也是这样子。这个东西究竟是进步还是倒退?要搞清楚,人类进步是从非理性向理性进步,不能固化野蛮的、非理性行为。

我们现在金融行为学也是非常误导的,包括席勒就很误导,他在固化市场非理性行为,说金融市场就是这样的,就是贪婪的,就是心理因素影响,就是羊群效应。你不能这样,你所谓的金融理论要推动这个东西的转变,我们的创新也是要推动它的转变、它的进步,特别是人类文明的进步。你不能固化这个东西,而且把它变成天经地义,理所当然,这个非常误导。

还有很多东西,(比如)我们说金融资本,最近对资本市场所谓改革提了很多东西,一个就是买空,一个就是融资金,都是二级市场,二级一级市场没有什么关系,高频交易也是二级市场。但是和一级市场相关的东西通通都被用来作为调控市场的工具,比如IPO,一到什么时候IPO停了,你这是为金融市场发展吗?是为经济服务吗?你在为二级市场服务,所有改革都在为二级市场投机服务。

他说那些衍生工具,提了几个东西,说我们需要投资工具,这个投资工具是需要有价值的,是投资的价值,而不是投资它的价格。我们的衍生工具,通常衍生多少次,标的是什么东西都不知道,有价值吗?所以他是交易的公允价值,公允价值跟实际企业的价值根本就不靠边的,不搭界的。他说他发现价格,你发现什么价格?你发现的不是企业的价值和价格的关系,你发现的是交易价格,就是换手的价格,所以这都是很阴险而非法。

所以如果我们经济改革首先要把握资本市场发展,究竟什么叫做资本市场发展搞清楚,所以你知道你改革的红利、资源向什么地方配置,所以你一弄就把IPO停下来,这是发展吗?你一弄只搞二级市场的东西,有利于企业发展吗?就算它推了几个东西,比如注册制,还有比如说说创新创业的企业开放,这个也是另外一个很错误的观点,创新创业公司都是不赚钱的公司,八到十年都可以不赚钱,你能

让它上市吗?不就变成圈钱吗?而且《证券法》还要把持续盈利改成持续可经营,这么搞下去是不得了的,就变成一大堆垃圾公司。“持续可经营”,你怎么知道它持续可经营?我们的创业板,批批都是,第一年是做出来的利润,第二年持平,第三年亏损。有几个可以持续经营的?

就像阿里巴巴——阿里巴巴15年前谁知道它可以持续经营?马云还很纠结呢,还生生死死呢!跟阿里巴巴同期的电商有多少死掉了?他怎么知道15年以后80后、90后,把线下消费搬到了线上?他怎么知道这个情况,因为15年前80后、90后都不是消费主体,15年后也不知道有一个第三方消费规则在这个时候出现,助推了电商消费模式,也就给了马云一次机会。

马云是在千千万万个已经死掉的公司里出现的,九死一生出来的。你怎么可以这么简单说不要盈利了,我们就上市。全部是垃圾股,劣币驱逐良币,这个市场永远都发展不起来,永远都不是晴雨表,永远不可能给投资者带来回报,然后就助长投机氛围,所有人都是打新股,因为我长期投资有什么劲?根本没有任何希望有长期回报,就是炒一把,完全没有风险意识。所以这个市场秩序乱七八糟,所以你怎么样发展?

水至清则无鱼,监管的理念都这样说;我水至清则无鱼,你就是给大家浑水摸鱼,就是为了给那些浑水摸鱼(的提供便利)。他说水清了,都给人抓走了;我水清了就看本事,大家都看得清清楚楚,都很透明,(就)看谁手快。他(又)说一下子就抓完了,我说那就放水养鱼,他说不行,他就浑水摸鱼不了了。所以天经地义的资本市场就是浑水摸鱼,这个很误导(人)。

还有,资本市场都是有投机的,对,没错,过去一直有投机,可是要知道包括刚才说的好多事情,我觉得一定要注意市场的变化,包括货币。货币本来是是有投机职能,现在它不是一个简单的职能,因为以前货币也好,金融市场也好,它是有个东西在约束,有一个理论在约束,就是市场上两个东西一样的,价格一定一样,如果不一样了,就不均衡了。投机行为是买来卖去,一个市场价格就均衡的,均衡了投机就停止了。可是我们现在不是这样,我们现在是投机行为在定价了,大家一定要小心。

我们看石油价格,高盛根本不是一个实体公司,它为什么建储油罐?它就是为了操纵市场,就是要定价。我说石油价格要涨,我这里就开始怎么样怎么样,我就开始买石油,价格就要涨,它发信号了。然后,我说价格要跌,它就会卖。当然它还有很多故事。但是它如果说几次确实导致市场这样反应的话,市场就一定跟着它了。这个故事太多了,我就不说了。

所以现在是投机资本在定价,完全破坏了过去所谓市场价格形成机制,要根据风险,商品市场上供求决定,实际上大家忽略了另外一个很重要的约束条件,就是效率最大化。因为效率最大化得到满足以后,调整供给和需求,供给和需求才发生变化,然后才形成网状价格。在资本市场上,不是说IPO或者是什么,最重要的是这个供求关系的变化是因为风险意识,但是我们现在的市场秩序完全弄得没有风险意识,所以这个市场从头到尾都在失灵,还不是这一次失灵。

市场的荒谬

最近我们还提了一个东西叫做市值管理,这个很荒谬,你企业不好好要它经营,去做它的业务,你要它管理市值干什么?那实际上就是操纵价格合法化。你鼓励这样一些无法行为。

所以我觉得很多很荒谬的东西,如果我们不把这些事情讨论清楚,就笼统地说你顺应这个世界,存在就是合理的,按照这个思路去修改我们的《证券法》,去修改我们的市场规则,我就不知道了。

华尔街也是很荒谬的,我觉得有些东西不能跟着华尔街学。我记得华尔街在1987年的时候——我们当时很震惊——突然电视新闻里面出现这样的画面,警察开进了华尔街,下来一大批警察,上去过一会儿带下来一队西装革履的人——内幕交易,触犯《证券法》,一个月以后最高判17年。可是这次这么大危机以后,它判了谁?抓了谁?除了麦道夫。这是很糟糕的现象。民主党候选人最近在辩论的时候,他说什么?他说我们现在是华尔街控制华盛顿。这么大的事情都没有人负责,没有犯罪行为吗?他弄了一个雷曼兄弟去听证,雷曼兄弟CEO很厉害的,为什么是我?他的意思是你把高盛、美林、摩根斯坦利都救了,为什么让我破产,他振振有辞质问政府,没有说他自己做错了什么?所以这个事情不了了之。除了一个麦道夫之外,庞氏骗局,都没有抓人。

巴克莱是前几年——伦敦银行间利率——本来是基准利率,结果他在报价的时候,他就搞鬼,有利于他们的衍生工具收益率的成长,查到以后罚钱就完了——罚了6个亿,这是九牛一毛,没有人被捕。操纵市场,操纵价格是严重犯罪,结果不了了之。

(下转 03 版)