

金融安全视角下的股市平准基金探析

□ 谢海东

(南昌大学 经济与管理学院,江西 南昌 330031)

摘要:通过平准基金的方式来平抑股价波动理论界历来存有争议。然而,宏观环境的变化、资本市场自身的体制机制性缺陷,将进一步增加我国金融体系的不确定性,强化金融内在的脆弱性,从资本市场的渠道对我国金融安全构成潜在的威胁和挑战。作为现代市场经济的核心,金融的稳定与安全高于一切,金融安全比市场化规则更重要。因此,规划设立股市平准基金,建立资本市场危机干预机制符合国家金融安全这一战略利益。当然,对于平准基金的管理、运作、风险控制和信息披露等方面应该制订一系列严格的制度规范,以控制基金自身的风险,保证基金的运行效率。

关键词:金融安全;证券市场;平准基金

Abstract:There have long been disputes about the set-up and role of the stock stabilization fund not only among the financial practitioners but also in academia. However, the changes in macroeconomic environment and the flaw of capital market itself enhance the uncertainty and frangibility of China's financial system, which will pose potential threat on the financial security. Based on the view of financial security, this paper analyzes the reasonableness of the stock stabilization fund in China, and introduces some proposals for the administration of the fund in order to reduce its potential operational risks.

Keywords:Financial security;Financial Frangibility;Stock Stabilization Fund

为了抑制股票市场交易价格的异常波动,更好地控制市场风险,回路中断机制、涨跌停板制度等临时性技术限制措施在发达国家证券市场得到广泛应用。然而,从证券市场的历史经验看,这些技术措施并没有在1987年的股灾中展现其应有的效用。经历了市场崩溃之痛后,各国金融证券的政策制订者、专家和证券界人士一直致力于寻求减轻股价波动的新机制。上世纪90年代,亚洲一些国家和地区以法定的方式建立平准基金(Stabilization Fund)^①,试图通过对证券市场的逆向操作,熨平非理性的证券价格的剧烈波动,以达到稳定证券市场的目的。近年来,随着我国证券市场波动幅度的进一步加大,设立股市平准基金的呼声日益高涨,但是理论上的争议也不绝于耳。

一、金融安全与资本市场稳定

金融安全是在国际金融动荡日趋常态化的背景下,作为应对金融全球化的一个重要战略而提出的,因此,国内外学者通

常将金融安全放在国家安全战略和国家经济安全的系统中加以探讨。遗憾的是,目前学术界对于金融安全内涵的具体解释并未形成统一的共识。东南亚金融危机爆发以后,金融安全问题日益激发起国内学者的研究兴趣,人们对于金融安全的认识和理解也经历了一个从单一走向多元、从静态走向动态、从对外安全到内外安全的逐步深化过程。

从现有的研究文献看,无论从金融主权、货币资金融通,还是从金融风险、金融危机角度理解金融安全,其中都直接或间接地蕴含着金融稳定的思想。金融稳定意味着金融中介、金融市场以及市场基础设施均处于良好状态,能有效分配经济资源,并承受各种冲击。毫无疑问,金融稳定理所当然应包括资本市场在内的整个金融体系和金融运行的安全稳定。正如国际清算银行总裁Crockett A. (1996)所指出的,金融稳定:一方面,金融体系中关键性的金融机构保持稳定;另一方面,还需要关键性的金融市场保持稳定,经济主体能以反映市场基本因素的价格进行交易,并且该价格在基本面没有变化时短期内不会大幅波动。事实上,金融安全是特定意义上的金融稳定。如果说金融安全是一种动态均衡状态的话,那么这种状态往往表现为金融的稳定和发展。从上面的分析讨论中可以得出一个基本结论,即资本市场的稳定是衡量国家金融安全的重要指标,稳定运行的资本市场是金融安全的本质要求和重要体现,如果资本市场不稳定,金融市场运行不正常,表明一国的金融安全面临着潜在的冲击和威胁。在中国,资本市场已成为经济、金融运行的核心,许多大型国有控股企业和金融机构既是资本市场的交易对象,又是重要的参与主体,维护资本市场的安全与稳定,实质上就是维护金融安全这一国家战略利益。

二、股市平准基金:理论争议和海外实践

通过干预股价波动的方式来实现资本市场的稳定,理论界历来存有争议。Schwartz (1988)曾提出一个减轻股价短期波动的机制,即当股价下跌或上涨到某个预先设定的水平时,由上市公司购买或卖出预先设定数量的股份。但是,这一由上市公司充当做市商的做法是否明智,Seguin (1989)表示了质疑。至于平准基金,贬褒纷争更是一直持续不断。一些学者认为,股票市场最重要的功能就是合理配置资源,帕累托准则是衡量资源配置效率的重要原则,如果股票市场能够通过价格和供需状况的自由竞争来实现帕累托最优,那么就应任凭市场这一看不见的手自由推动股市发展。在Rhee and Chang (1992)看来,平准基金可能有助于市场流

动性的提高和强化机构投资者的地位。然而,相关公司的潜在损失也有可能大大超过基金运作所带来的好处。

近年来,随着中国股市的大幅震荡,关于平准基金的讨论也成了热门话题。

尽管争议不断,从海外成熟股市的运作来看,当局政府在股市出现非理性暴跌时,往往以平准基金的方式进行干预,主要目标是减缓市场价格的快速下跌。韩国股市在1990年下跌23%,韩国政府先后成立股市稳定基金(Korean Stock Market Stabilization Fund)和保证股价基金(Guaranteed Stock Fund),基金总规模达6.6兆亿韩元。二战时期,日本政府为了防止战争对股市造成重大影响,于1941年设立了日本协同证券公司来从事股票价格的稳定作业。1964年,日本成立了“共同证券基金”以期拯救由于美国加重对加拿大以外的先进国家在美国国内募集资金的税额而重挫的股市。1995年上半年,日经指数由19000点跌至14000点,日本政府再度成立了主要资金来自银行业的“股市安定基金”。

那么,海外平准基金的实际效果如何呢?总体上看,海外平准基金在短期内不同程度地发挥了稳定市场的功效,维护了金融安全,有的还获得了一定的收益。最为成功的是香港的案例,特区政府通过平准基金不仅抵御了金融冲击,捍卫了联系汇率制度,还在全部收回外汇基金的基础上实现了1100多亿港元的盈利。

三、从金融安全看中国股市平准基金的设立

1. 国际、国内宏观经济运行波动加剧

由美国次贷危机引发的金融危机迅速蔓延到全球各个国家和地区,使全球经济陷入衰退的困境。全球经济的动荡不安这使我国资本市场的发展失去了稳定的国际环境,也为我国宏观经济的健康运行带来巨大压力。目前我国处于经济的转型时期,经济运行中还存在一些深层次的矛盾与问题,具体表现为自然资源的低效使用和过度消耗、紧缩和膨胀交替出现的经济活动、经济结构不合理、城乡差距拉大、地区经济发展不平衡等等。这种不稳定的宏观经济难以提供金融安全所需的宽松的宏观经济环境,反映在作为市场经济核心的金融业内,其表现就是资本市场不稳定因素增加、金融资源的配置不当、银行不良资产增加、金融运行的高成本低效率、金融体系不稳定,这极易形成系统性风险,直接危及到我国的金融安全。

2. 资本市场在对外开放中承受着外部冲击

根据加入世界贸易组织的有关法律文件,中国正逐步取消对外国资本进入金融市场的规模限制和业务限制。从合格境外机构投资者(QFII)和合格境内机构投资者(QDII)制度,到中外合资证券公司、保险公司和基金管理公司,中国资本市场已在市场参与者和金融中介等多个层面建立起与国际金融市场的联系通道。中资企业在国际金融市场上以较低成本进行融资活动,加强了人民币与外币的融通。外资、中资金融机构从国际金融市场向中国输入大量外币和外债,加大了对中国货币市场、外汇市场和股票市场的压力。融入全球市场体系后,跨国金融活动规模扩大,频率增多,金融创新工具普遍使用,使“季风效应”、“传染效应”等国际

金融风险传递机制的作用更明显。需要指出的是,国际短期资本的大规模流入、流出,将对我国金融市场的稳定造成严重干扰。特别是具有热钱性质、以资本市场为投资目标的境外短期资本无孔不入,进入我国的方式除合法途径外,还有虚假贸易、地下钱庄等非正规途径,数额巨大。一旦出现大规模的资本抽逃,势必造成巨大的市场冲击。可以预见,随着资本市场对外开放的深入,我国的金融安全必将面临更加严峻的挑战。

3. 资本市场基础设施建设滞后,存在诸多制度性缺陷

众所周知,中国资本市场存在上市公司质量不高、品种单一、缺乏风险对冲机制、新股发行制度扭曲、信息透明度不高、投资者结构不完善、监管与调控乏力等一系列制度性“硬伤”。这些缺陷降低了市场的运行效率,增加了市场的不确定性。股权分置改革使我国资本市场实现了一项制度性突破,但是,作为股改后遗症的限售股集中解禁,却对市场的稳定运行构成巨大威胁。据统计,2008~2010年,A股市场合计解禁规模将达到9031.9亿股。其中2008年为1181.27亿股,2009年为6637.42亿股,2010年为1213.21亿股。按照目前流通市值计算,2009年解禁超7万亿,2010年超过8万亿。如果按目前沪深两市总流通市值5万亿计算,相当于今后两每年将再造1个A股市场!不仅如此,市场还要面对未来两年内因新老划断后新股发行出现的新增近1.1万亿股“大小非”,即便上市公司保持51%控股,理论上还有近7954亿股新增“大小非”等待减持,股改存量“大小非”加新老划断后新增“大小非”相当于目前流通股规模的2.5倍。“大小非”是因股改而产生的一种流动性危机,它们的集中减持会给市场带来冲击。如此巨量待解禁或减持的“大小非”,不仅将冲垮个股的安全底线,也将摧毁大盘的安全底线。这不仅是资本市场单一系统蕴含风险,还会将整个金融系统拖入更加困难的境地,最终危及到我国金融安全。

国内关于平准基金的争论,实质上是自由市场理论和政府干预理论的交锋。如果说金融体系的内在脆弱性是引发金融风险、危及金融安全的根本原因,那么,政府干预与监管制度的建立就可以有效降低这种内在的脆弱性,实现金融的稳定发展。瑞典央行副行长Kristina Persson(2004)曾提出确保金融体系稳定的三根支柱:由规章和法令组成的确立金融机构活动范围的监管框架;对个别机构风险评估和合规行为检查以及央行对系统风险评估的即时监察;危机管理措施。在这次金融危机中,美联储的危机救助行动意味着美国政府摒弃了所谓的自由经济规律,放弃了政府不干预市场的信条,目的在于稳定美国金融市场,保障金融安全。可见,作为现代市场经济的核心,金融的稳定与安全高于一切,金融安全比市场化规则更重要。因此,应该从国家金融安全的战略高度,针对资本市场的安全性、流动性,及时规划和推出股市平准基金,建立证券市场突发事件应急干预机制,进一步完善科学的监管体系,以此来提高防范和化解金融风险的快速反应能力。

四、关于中国股市平准基金几个具体问题的探讨

1. 模式选择

平准基金有香港、台湾两种典型模式,香港模式的特点是基金作为处理突发事件设立的临时性机构,危机消除后基金即撤销。而台湾模式的特点则是基金为长期设立的机构,对市场不断出现的非正常波动多次进行对冲,以达到长期稳定市场的目的。由于我国资本市场制度变革与结构调整是一个长期的过程,对市场非正常波动进行干预也将是一个长期过程,因此台湾模式更加符合中国的国情。建议由证监会、财政部、中央银行、银监会、国资委等调控部门,以及交易所、资深经济学家、市场人士代表组成专门的平准基金委员会,负责入市时机、交易规模、基金发展战略等重大事项的决策;委员会下设理事会,负责执行委员会的决策和指令,制定实施计划,从事具体的股票买卖操作;同时,基金的运作过程接受证监会的监控,形成专家管理与行政监督相结合,决策、操作、监控既相互分立又相互牵制的科学运行系统。

2. 入市时机

平准基金作为政策性干预基金,目的是维护市场稳定与金融安全。因此应把市场的非理性暴涨暴跌和突发性事件作为入市干预的触发条件。本文认为可以从定量和定性两个角度定义和设置触发条件。当市场出现急跌急涨的现象,比如连续两周涨跌超过20%,或者单月涨跌超过30%,最近3个月涨跌超过40%,最近6个月涨跌超过50%,最近1年超过80%等等,这是定量触发条件;发生战争、恐怖袭击和自然灾害等严重影响证券市场稳定的情形,以及委员会认为需要进行市场干预的其他情形,定性条件触发。一旦触发条件满足,平准基金委员会应及时召开会议,以投票表决方式确定是否进行市场干预,以及干预的规模和频率。

3. 投资标的与操作程序

考虑到股价指数的设计方法和我国上市公司的良莠不齐,建议平准基金的投资标的严格控制在沪深300指数样本股中的优质上市公司,这样:一方面,容易达到指数调控的目的;另一方面,可大大降低基金面临的潜在财务风险。当市场出现严重危机时,基金入市后还应作出最短持股锁定期限的承诺,以稳定市场信心。在具体操作上,建议为平准基金开设独立的席位,独立运作。同时,遵从公平、公开、公正的“三公原则”,公开披露其操作流程,及时公告入市干预和退出市场的操作,定期公布基金的总额变化和持仓结构,公布对股市及行业的研究报告,并根据股市发展和我国经济发展的不同阶段和不同需要调整基金的干预标准等。另外要建立严格的内部控制制度,防范因道德风险而滋生出贪污腐化、内幕交易、损公肥私等行为。

经济学理论告诉我们,在一个完全竞争的效率市场中,政府干预可能阻止或延迟价格的调整,破坏市场机制和价格发现功能。从这个角度看,平准基金不是资本市场监管的理想工具。然而,市场本身不能始终确保资产价格发现机制的正常运行。如果投资者对于一些信息过度反应,或者由于外部冲击从而导致价格的过度调整,基于金融安全的考虑,通过平准基金的方式进行价格干预就是正当的、必需的。目前中国资本市场主体仍不完善,市场机制、秩序仍不成熟,应该尽早规划股市平准基金,以便在市场

出现危机时平衡投资者的非理性情绪波动,达到稳定证券市场,保障金融安全的目的。当然,对于平准基金的管理、运作、风险控制 and 信息披露等方面应该制订一系列严格的制度规范,以控制基金自身的风险,保证基金的运行效率。 □

注释:

①又称干预基金(Intervention Fund)。

关于海外平准基金的资料来源于新浪网和凤凰网的财经专题。

保守估计是,至2008年年底,境内热钱将达6500亿美元,超过亚洲金融危机前流入东南亚的热钱规模。见《热钱暗流汹涌宜疏堵双管齐下》,http://www.shihua.com.cn/news_showdetail.jsp?newsid=1512535。

《金融时报》,2008年11月13日。

参考文献:

- [1]陈满堂.‘入世’与中国的金融安全[J].武汉交通科技大学学报(社会科学版),2000,(03).
- [2]郝晓彤.政府调控强化与股市平准基金的设立[J].山西财经大学学报,2005,(06).
- [3]刘清江,张晓田.金融安全区问题研究[J].当代财经,2001,(02).
- [4]任海舰.我国股市引入平准基金的可行性分析[J].新金融,2008,(10).
- [5]王元龙.关于金融安全的若干理论问题[J].国际金融研究,2004,(05).
- [6]严江.设立证券平准基金构建市场保障机制[J].西南金融,2005,(05).
- [7]Crockett A. 1996.The theory and practice of financial Stability[J].Economist,(4): 531-568.
- [8]Gregg A. J. and P. J. Seguin.1990. A Proposal to Stabilize Stock Prices Comment [J]. The Journal of Portfolio Management, (9):79-81.
- [9]Rhee,S Ghon and Rosita P. Chang.1993.The Microstructure of Asian Equity Markets [J].Journal of Financial Services Research,(6):437-454.
- [10]Schwartz, R. A.1988.A Proposal to Stabilize Stock Prices[J].The Journal of Portfolio Management,(12): 4-11.
- [11]Yu-Jane Liu,Chih-Hsien Yu. 2002.On the Effect of Stock Stabilization Fund: A Case of Taiwan[J].Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies,(1):93-109.

作者简介:谢海东,男,1972年生,汉族,江西瑞金人,毕业于上海财经大学,获经济学博士学位,现任职于南昌大学经济与管理学院,主要研究方向:金融与投资。