

【声音】第21期：股市的负反馈机制

【摘要】本文通过分析杠杆在股市波动中的作用，提出“杠杆是市场的正反馈机制”，并将平衡杠杆“助涨助跌”力量、促进市场稳定运行的机制称为“负反馈”机制。文中具体分析了市场中已经存在的两种“负反馈”机制：融券、股指期货和套利。融券是通过“做空”股票来获利，是针对杠杆最直接的平衡力量。股指期货和套利则是通过给股市提供流动性，引导价格发现来提高成分股价格的稳定性。同时，本文通过数据和实例指出，这两种“负反馈”机制存在不完善的地方，如融券相较于融资而言发展严重滞后，股指期货和套利也由于融券限制无法完整地发挥正常功能。正如政府的宏观调控政策通常要“逆周期”而行一样，本文最后呼吁，监管层应针对资本市场中存在的“正反馈”现象，重视“负反馈”机制，完善“做空”工具、丰富股票衍生品市场和开展积极有效的监管，借以平衡双方的力量，防止市场被单边力量主导。

一、杠杆是股市的正反馈机制

股市近期的剧烈波动，把杠杆交易推倒了风口浪尖上。杠杆交易在场内表现为券商融资，在场外则主要是股票配资。杠杆对股市行情有推波助澜的作用：股票上涨，盈利放大，继续加仓，股票续涨；股票下跌，损失放大，被迫斩仓，股票续跌。

杠杆“助涨助跌”的作用，就是所谓的“正反馈”：正反馈是反馈的一种，指的是一系统的输出影响到输入，使得输出变动后会影响到输入，造成输出变动持续加大的情形。具体来说，如果a可以产生b，而b反过来又可以产生a，这个过程反复循环，就是“正反馈”。杠杆在投资收益和股价涨跌之间建立起了互相强化的正反馈机制。在最近的这次调整中，面对股价下跌，借出资金的一方为了保证本金的安全，投资者被迫强行平仓，引发股价继续下跌；而当股价处于跌停状态时，投资者只能抛售其他股票来变现，从而引发市场全面下挫。更重要的是，在救市之前，由于市场连续跌停，资金无法出逃，市场的杠杆率实际上是不降反升的。杠杆的正反馈机制，不仅造成了投资损失和股价下跌二者的恶性循环，而且还实现了自我强化，市场的力量真是何其强大！

二、股市的负反馈机制

（一）负反馈机制的定义

毫无疑问，救市的成功之处正是在于暂时打破了这一正反馈机制：在向小市值股票提供流动性后，股市开始了剧烈的“去杠杆”过程，并一举扭转了下跌态势。然而

风波过后，我们应该反思，有没有办法在股市中建立一种机制，来平衡杠杆这种“助涨助跌”的力量呢？如果杠杆是正反馈机制，那么我们所要追求的这种机制应当被称为“负反馈”机制。

负反馈，指的是一系统的输出影响到输入，使得输出变动后会影响到输入，造成输出变动持续减小的情形。具体来说，如果a可以产生b，而b反过来却会减少a，这个过程反复循环，就是“负反馈”。股市中的负反馈机制，就是要在投资收益和股价涨跌之间建立起互相制衡、此消彼长的联系，防止市场被单边力量主导，避免出现暴涨暴跌。更一般地，股市中的负反馈是指能促进市场稳定运行的机制。

（二）股市的两种负反馈机制

我们认为，市场实际上已经存在如下两种重要的负反馈机制：融券，股指期货和套利交易。但由于种种原因，这些机制在本次股市“牛市”和波动中并没有得到应有的重视，因而在很大程度上没有发挥出相应的效用，不足以平衡市场中杠杆的正反馈力量，导致市场的稳定运行遭到破坏。

1、负反馈机制之一：融券

融券与融资，是一枚硬币的两面。融券就是直接针对杠杆（融资）的正反馈机制设计的：融资是通过股票上涨获利，与之相对，融券则是通过股票下跌获利：从券商那里借来股票，在股价高时卖掉换成钱，在股价低时再以更少的钱把股票买回来并还给券商，扣掉一定的费用后，多出来的钱即为获利。一个完整的融券交易过程是：股价上涨，卖出股票，股价下跌，买入股票平仓，股价上涨。与正反馈机制相比，股价不会无限制上涨，更不会无限制下跌。融券交易是典型的负反馈，即使没有融资，它在合理的范围内也能促进市场的稳定，避免暴涨暴跌。

如果融资者是所谓的“多头”，融券者就是“空头”。缺少“空头”作为对手，“多头”往往陷入股价将会永远上涨的幻想，只看重眼前的收益，而忽视了后市的风险。一个健康的市场，应该“两条腿走路”，“融资”和“融券”不可偏废。但可惜的是，本轮牛市快速发展以来，融资规模扩张速度远超融券规模，两者的比例从年初的100多倍上升至危机时期的接近1000倍。如果再考虑到场外配资的庞大体量，可以说市场一直是被单边追涨的力量主宰的。这一比例是极为惊人的，有数据显示，在美国股市中，融资与融券的比例约在3左右。

出现这样的“一条腿走路”现象，根本原因是投资观念的落后，这一点在本次调整中众口一词对“做空”的指责中表露无遗。上面的实际数据显示，目前市场的“做空”力量相当薄弱。正如本文开篇指出的那样，真正在本次调整背后起作用的是融资的正反馈机制，只不过这次股市是掉头向下。之前买入股票此刻却想极力卖出的

“多头”，反而戏剧性地成了“空头”。

另外需要指出的一点是，相对于融资市场来讲，融券市场天生是有局限性的。融资需要的金钱理论上无限的，但融券需要的券源最多也就是股票本身的数量。用有限的券来对抗无限的钱，“做多”和“做空”谁能最终胜出难道还用去争论吗？华尔街有句名言：不要和美联储作对。正是考虑到这点，美国股市上允许符合一定监管条件下的“裸卖空”（在2008年金融危机中一度被禁止，但不少研究指出，这种禁令并没有起到预想中的稳定市场的效果，反而有可能恶化了市场的流动性），也就是自己凭空创造券源，没有股票也可以卖空，从而在一定条件下，做空和做多才可以达到平衡。

2、负反馈机制之二：股指期货和套利交易

股指期货作为金融衍生品，最基本的功能是充当股市风险管理的工具。随着股票市场的发展和投资者专业化程度的提高，股指期货可以方便地满足部分投资者“套期保值”的需求：股市投资者按照市值匹配的原则，做空一定量的股指期货，来对冲股市波动对持有股票的影响，即把股市波动的风险转嫁给了期货市场投资者。因此不难理解，当股市剧烈调整时，对于有做空头寸对冲的股票仓位，投资者不必急于清仓，从而减轻股市的抛压，改善股市的流动性。事实上经过本次救市，股指期货能补充股市流动性这一观点，已经被大多数人所接受。

那什么是套利交易？套利交易是交易基差的策略，而基差通常是指股指期货交易点位与对应股指点位的差^[1]。按照股指期货的交割规则，基差在交割时必然等于0。因此，当基差大于0时，通过买入股指ETF或一揽子股票同时卖出等市值的股指期货（形象地理解成“做空基差”），而在基差小于0时，通过卖出股指ETF或一揽子股票同时买入等市值的股指期货（“做多基差”），就可以赚取锁定的无风险的基差利润。由于基差是实时变动的，而股票市场和期货市场对于股票后市走势往往会有分歧，当这种分歧比较大时，就存在套利交易的空间，从而给股市（和期货市场）带来直接流动性。

股指期货和套利交易作为股市的负反馈机制，主要就是通过提供流动性来起作用的，因为市场的一个基本规律是，股票流动性越好，价格发现越充分，股价波动率也越小。往大的方面说，股指期货和套利交易通过提高股指成分股价格的稳定性，增强了股指在市场中的地位，优化了市场的交易和投资结构，也有利于提升专业投资者的影响力并推动市场对更多股指产品的需求。

然而由于融券市场的不足，这个负反馈机制也是在“一条腿走路”：当基差小于0时，也就是期货市场相对于股票市场而言明显更看空后市时，由于没有足够的融券券源，市场力量无法调和这两个市场之间的分歧，因而往往在临近交割日时，其中

至少一个市场会出现剧烈波动，对市场的稳定运行造成冲击。这一点在中证500股指期货上体现得尤为强烈。在截止6月15日本次调整前的两个月中，中证500期货的基差波动极为剧烈，但由于大部分时间处于深幅贴水，由于无法融券做空中证500ETF或其成分股，这意味着这些板块的风险只能持续累积。而且因为股市迟迟无法调整，在五月底沪深300一度被看空时，中证500的基差却迅速冲高，并带动板块进一步上行。这似乎表明，如果负反馈机制遭到破坏，反而会对市场稳定造成破坏。

三、重视市场的负反馈机制

救市毕竟不是常态。股市本身自有波动，这也是股市的魅力所在。本次股市大幅波动提供了一个促使我们深入思考防范市场系统性风险的机会。杠杆作为正反馈机制，由于平衡力量弱小，即使没有任何行政干预，市场这种单边上涨也必将难以为继，并且在出现调整时，杠杆也必将反过来推动市场连续下跌。这次调整引发的种种争论，尤其是对“做空”的指责，反映出投资者对问题认识不清，甚至连不少业内资深人士都裹挟其中。这类观点的回潮，对于股市的长远发展，对于衍生品市场的继续探索，对于资本市场的深化改革，无疑都是不利的。监管层应当正本清源，从维护市场稳定发展的大局出发，对已有的负反馈机制重新予以正名和重视。用市场力量来平衡市场力量，应当是比行政干预更为有效的做法。我们就前文提到的两个负反馈机制，谨慎地提出相应的政策建议。

首先，在对场外融资进行有效监管的同时，也要重视发展融券市场，以及推出更多的“做空”工具。一是要以加强投资者教育为前提，建立理性看待“做空”的投资环境，此举“任重道远”，不可轻忽。二是积极鼓励券商开展融券业务，扩大融券券源。融券的券源可以考虑纳入银行股票质押标的和一些长期投资者（比如保险、社保和证金公司）持有的股票。由于对券源的监控，相比资金来源的监控，更为容易和准确，因此可以根据市场的情况，控制融券市场的发展程度。三是增加“做空”工具，除了目前的股指期货、ETF期权外，应当拓展到更多的指数或ETF及个股上，尤其是目前股市中交投活跃但没有相应股指期货的板块。另外，还可以考虑推出“反向ETF等”。

其次，丰富股票衍生品市场及场内指数投资工具，并为套利交易提供便利。一是要从股票市场自身发展的需求出发，合理安排产品推出的优先次序。比如，大力发展ETF和ETF融券，可能比发展个股融券市场更为重要；推出股指期货，可能比推出个股期权更有意义。二是优化市场的交易机制，为套利交易提供便利，强化股票市场与衍生品市场的联系。对于新推出的衍生品市场，应当借鉴成熟市场较为先进的交易制度，待专业投资者的地位得到增强后，可以考虑对股市目前的交易制度（比如T+1、涨跌停板、停牌等）进行改进。

最后，市场监管应该充分利用市场的“负反馈”机制，如同政府和管理宏观经济时往往采取“逆周期”政策，目的是为了维护市场的稳定。正反馈现象在经济中比比皆是，从古典经济学的角度来看，这是经济周期之所以存在的根源之一，而政府的宏观调控政策则是要“逆周期”而行，以此来减缓经济的大幅波动，稳定经济的运行环境。股市也是如此，监管层要防止市场暴涨暴跌，应当认识到市场中存在的“正反馈”现象，然后针对性地引入“负反馈”机制，借以平衡双方的力量，防止市场被单边力量主导，避免给市场自然波动本身增加不可预知的风险。尽管对于监管是否意味着人为干预市场存在争议，但对风险的提示、对投资者的教育、对违法违规行为的打击正是监管的职责所在。事实上，市场的任何过快涨跌，都应当引起监管者的警觉，不仅要严查恶意做空，也要通过监测资金流动，严查急涨中利用非公开信息交易的“炒股”行为。监管不是以股市的涨跌为依据，而是要看市场有没有发挥它正常的功能：即价格发现、资源配置和公司治理。面对居民财富向金融资产配置转移的大趋势，监管层尽快恢复市场的融资功能和稳定发展，才能优化社会资源配置，为经济转型提供支持。另外，监管层应提高上市公司信息披露的要求，加大对造假违法行为的打击力度，让一些股价“高高在上”的公司，在投资者的压力下，必须改善公司治理以维持市场信心。

我们应当看到，相对于成熟市场而言，监管层对市场的影响力要大很多，这意味着监管层采取“负反馈”行动的效果也会好很多。在市场的“负反馈”力量较为薄弱时，我们希望，监管的“负反馈”可以积极作为。

[1]注释：按照标准定义，股指基差是股指期货标的指数价格与股指期货价格之间的差值，即：基差=现货价格-期货价格。此处，作者为便于描述后文“做多基差”和“做空基差”，同时为了读者方便理解，采用了市场上较为通俗的说法，即令基差=期货价格-现货价格，特此说明。