

被中国知网 (CNKI) 收录集刊
股灾研究专辑

Journal of Corporate Finance 公司金融研究

孙国茂 主编

2016卷第1、2辑 总第11、12期

经济杠杆、庞氏融资与明斯基时刻

股市危机：逻辑结构与多因素分析

本轮股市大震荡的透视与反思

融资融券对中国A股流动性、波动性影响的实证研究
——基于股灾带给我们的反思

中国股市的脆弱性与监管升级

境外股票市场监管改革与启示
——基于股灾后的改革实践

 中国金融出版社

股灾研究专辑

公司金融研究

(2016 卷第 1、2 辑 总第 11、12 期)

孙国茂 主编

责任编辑：肖丽敏

责任校对：刘 明

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

公司金融研究 (Gongsi Jinrong Yanjiu) . 2016 卷第 1、2 辑. 总第 11、12 期/
孙国茂主编. —北京：中国金融出版社，2016. 6

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8706 - 8

I. ①公… II. ①孙… III. ①公司—金融—文集 IV. ①F276. 6 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 224266 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 185 毫米 × 260 毫米

印张 14. 75

字数 320 千

版次 2016 年 6 月第 1 版

印次 2016 年 6 月第 1 次印刷

定价 55.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8706 - 8/F. 8266

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

编 委 会

主 编：孙国茂

副 主 编：董新兴

学术委员会主席：夏 斌

学术委员会委员(以汉语拼音为序)：

·管 涛：中国金融四十人论坛
郭田勇：中央财经大学
贺 强：中央财经大学
胡金焱：山东大学
胡汝银：上海证券交易所
施光耀：中国上市公司市值管理研究中心
韦 森：复旦大学
王国刚：中国社会科学院金融研究所
王培志：山东财经大学
吴晓求：中国人民大学
夏 斌：国务院研究中心
易宪容：青岛大学
张卫国：山东省社会科学院
朱武祥：清华大学

编 委 会 主 任：范跃进

编 委 会 委 员(以汉语拼音为序)：

蔡先金 陈月辉 董新兴 范跃进
葛金田 贾 岩 李光红 路士勋
卢欣笙 孙国茂 邢乐成 岳云龙

封面题字：王天义

目录

孙国茂

经济杠杆、庞氏融资与明斯基时刻

● 1

吴晓求

股市危机：逻辑结构与多因素分析

● 10

贾 康 苏京春

本轮股市大震荡的透视与反思

● 55

韩复龄 王碧澄

融资融券对中国 A 股流动性、波动性影响的实证研究
——基于 2015 年股市异常波动的研究报告

● 68

尹中立

股灾带给我们的反思

● 102

管 涛 邓海清

中国股市的脆弱性与监管升级

● 111

马天平

杠杆资金性质呼唤股市交易规则改变

● 123

史婧祎 缪斯斯 王洋子

境外股票市场监管改革与启示
——基于股灾后的改革实践

● 129

缪斯斯

境外救市基金的经验与启示

● 139

荀玉根 刘 瑞 张华恩

慎对杠杆——2015 年股灾反思

● 152

孙彧鑫 张文强

中国股灾之谜：来自市场流动性的冲击

● 175

黄方亮 陈 静 韩 旭 黄京秋

我国股灾与 IPO 市场供给研究

● 196

王 帆

2015 年中国股灾成因及影响分析

● 211

经济杠杆、庞氏融资与明斯基时刻

孙国茂^①

【摘要】2015年股灾的根本原因是经济高杠杆。由于金融结构不合理和存在过度负债，当实体经济或企业部门利润减少、收益率下降时，债权性资产必定会通过各种途径进入股票二级市场，从事以短期获利为目的的、高风险的投机性交易。来自银行的债权性资产为股票投资者进行配资，必然导致“风险错配”和“期限错配”问题。根据金融不稳定理论，政府部门、家庭部门和非金融企业部门任何一个部门的债务都可能导致金融危机，因此，要防止明斯基时刻的到来，就必须防止每一种债务中出现庞氏融资。由于债务是难以消除的，因此降低杠杆率的唯一途径就是恢复股票市场的融资功能，增加全社会的股权融资规模。

【关键词】股灾 经济杠杆 庞氏融资

Economic Leverage, Ponzi Financing and Minsky Moment ——the Anniversary of 2015 Stock Market Crash

Sun Guomao

Abstract: The fundamental reason of the 2015 stock market crash is the high leverage. Due to the unreasonable financial structure and the presence of excessive debt, when the profits of the real economy or business sector decline and yields fall, debt assets must enter the secondary stock market through a variety of ways to engage in the high risk speculative trading whose purpose is short term gains. With the debt assets of bank allocated to the stock investors, the problem of “risk mismatch” and “maturity mismatch”

^① 【作者简介】孙国茂，济南大学商学院教授，博士生导师，山东省资本市场创新发展协同创新中心首席专家，《公司金融研究》主编，长期从事公司金融、资本市场和制度经济学研究。

will appear. According to the financial instability theory, the debt of any department of the government, the family or the non-financial enterprises may cause the financial crisis. Therefore, in order to prevent the Minsky moment, we must prevent the emergence of Ponzi financing debt from appearing in the three departments. Because the debt is difficult to eliminate, so the only way to reduce the leverage ratio is to restore the stock market financing function and increase the size of the equity financing of the whole society.

Keywords: Stock Market Crash Economic Leverage Ponzi Financing

2015年股灾已经过去一年了,如今,只要想起这次股灾,人们仍心有余悸。由于这次股灾在极短时间里给中国股市造成20多万亿元的市值损失,给中国股民造成数万亿元的财富毁灭,所以它完全可以和人类历史上任何一场股灾相比。一年来,对于导致股灾的原因人们进行了很多反思,期望寻找能够避免股灾再次发生的方法。目前,尽管已经没有人怀疑,经济的高杠杆是这次股灾的根本原因,但是,人们对股灾的分析大多着眼于股票市场自身,而不是从宏观经济的角度,所以,对经济高杠杆的恐惧远不及对股灾本身。

2015年5月,也就是在股灾发生之前,曾经参与处置2008年金融危机的英国金融局原主席阿代尔·特纳勋爵(Adair Turner)来到中国,针对中国近年来债务水平大幅上升,他告诫说:杠杆可以促进经济发展,但一旦杠杆率过高,当我们想去杠杆的时候经济就会放缓,危机就会出现。此后,特纳勋爵又在他的《债务和魔鬼:货币、信贷和全球金融体系重建》(*Between debt and the devil: money, credit, and fixing global finance*)一书中反复强调,“过度负债”是人类历史上所有金融危机的共同原因。持相同观点的远非特纳勋爵一人。2008年金融危机后,美国国会组成了一个由10名专家组成的“美国金融危机调查委员会”,在经历了长达2年多的独立调查后,委员会给出的结论是,过度借贷、风险投资和透明度不足等因素的结合导致了金融危机爆发。一生以经济危机为研究方向的本·伯南克(Ben S. Bernanke)回忆自己2006年担任美联储主席时的情形是,监管不足、贪婪无度和缺乏道德的银行已经造成数十万笔不良抵押贷款,这些贷款最终导致金融体系的脆弱性暴露无遗。

其实,早在2015年股灾发生两年多前,中国经济学家刘鹤就已经在《两次全球大危机的比较研究》中提出,过度举债刺激需求将导致金融危机。刘鹤说,私人过度举债、金融部门杠杆率提高、企业过度投资、货币政策过于宽松在两次危机发生前都有表现。通过短期债务扩张和债务转移的办法来扩张消费和投资需求,最终会

以危机的方式被迫收缩。遗憾的是，由于长期金融结构扭曲的原因，以及改革开放30多年以来依靠投资驱动经济增长和预算软约束形成的“路径依赖”效应，人们已经习惯于过度信贷和经济高杠杆，大多数人对经济高杠杆可能带来的结果认识非常肤浅，一些专家学者甚至政策制定者也对经济高杠杆缺乏应有的警觉。

一、令人疑惑的“去杠杆悖论”

2015年7月，经济学家李扬和他的研究团队完成了《中国国家资产负债表2015》。该研究显示，2007—2013年，我国的国家总负债从118.9万亿元增加到339.1万亿元，增长了220.2万亿元，年均增长36.7万亿元。最近，国泰君安研究员任泽平分别采用了李扬研究方法和麦肯锡计算方法对2015年我国的债务规模进行计算和比较。采用李扬计算方法，截至2015年末，中国经济整体债务规模为176.5万亿元，全社会总杠杆率（债务规模/GDP）为260.8%。按麦肯锡方法计算，中国经济总债务规模为211.4万亿元，全社会总杠杆率为312.4%。2008年金融危机后，我国总杠杆率大幅上升。若采用李扬计算方法，2008—2015年我国总杠杆率增长了90.8%；而采用麦肯锡方法计算，2008—2015年我国总杠杆率上升了127.8%。与此同时，来自中国人民银行的统计数据显示：2008—2015年我国人民币贷款总额从30.34万亿元增加到93.95万亿元，贷款总额增加了209.66%。

党的十八大以来，新一届政府甫政之际即把去杠杆、降负债作为主要工作之一，李克强总理在国务院常务会议上一次又一次提出“去杠杆”。一些国外研究机构也因此把经济去杠杆列为“克强经济学”的核心内容。令人瞠目和不解的是，近年来我国债务规模和杠杆率水平却以惊人的速度不断攀升，形成典型的“去杠杆悖论”。2015年12月，中央经济工作会议把“去产能、去库存、去负债、降成本和补短板”确定为工作重点。李克强总理在2016年两会答记者问时也表示，通过市场化债转股的方式降低企业的杠杆率。但正如特纳勋爵所说，金融不稳定的核心在于银行创造新信贷、货币和购买力的无限能力与不可再生的城市土地供给短缺之间的相互作用。对于我国而言，如果不能从根本上改变现行的名不副实的货币政策和以信贷为主的金融结构，“去杠杆悖论”则很难消除。前不久，《人民日报》发表的权威人士关于供给侧结构性改革访谈强调，稳健的货币政策要灵活适度，主要体现在为结构性改革营造适宜的货币金融环境，降低融资成本，既要防止顺周期紧缩，也绝不要随便放水，而是针对金融市场的变化进行预调、微调，保持流动性合理充裕和社会融资总量适度增长。

改革开放以来，我国一直靠投资驱动经济增长，利用高储蓄的天然优势，通过

不断扩大信贷规模,增加固定资产投资、增加产能。然后通过出口导向型经济战略和加快实施城镇化来消化新产能,达到维持经济高速增长的目的。然而,经过近40年高速增长后,人均GDP与发达国家差距不断缩小,这意味着,我国已不再具有早期的后发优势。尤其是2008年金融危机之后,发达国家的进口需求大幅萎缩,加之中国人口红利拐点和房地产长周期拐点的先后到来,标志着中国城镇化接近完成,导致2008年4万亿元刺激下形成的新增产能无法找到新需求支撑,传统行业普遍出现产能过剩。早期,政府仅仅把产能过剩看做是经济周期性问题,并未意识到中国经济进入新常态,对低效的国有企业进行隐性担保、行政补贴、政策扶持等,致使大量产能过剩企业僵而不死,过剩产能无法出清,国有企业杠杆率不断攀升,大量资金流入低效率企业部门,导致企业利润持续恶化,经济增速不断下滑。2008年以来,我国名义上实行稳健的货币政策,但是 M_2 增速远远大于GDP增速。统计显示,2008—2015年,我国 M_2 从47.52万亿元增加到139.23万亿元, M_2/GDP 从1.50增加到2.06;由于历史和制度性原因,我国长期以来通过银行体系配置金融资源,而排斥银行以外金融机构参与金融资源配置,金融体系属典型的银行主导型结构。因此,金融资产最终只能以信贷和债权的形式存在,包括贷款、理财、信托等各种形式的债权性资产。这些债权性资产又以各种方式在商业银行、影子银行以及其他各种金融或类金融机构之间进行交易。这种特有的金融结构决定了在经济周期上行阶段,银行信贷和企业债务必然产生无限扩张的冲动。当实体经济或企业部门利润减少、收益率下降时,这些债权性资产必定要通过各种迂回曲折的途径进入股票二级市场,从事以短期获利为目的的、高风险的投机性交易。

理论上讲,来自银行体系的债权性资产进入股票二级市场,为股票投资者进行配资,本来就属于“风险错配”和“期限错配”,它给自身带来风险的同时也必然给股票市场带来风险。因此,不难理解,“去杠杆悖论”的更深层原因是企业部门报酬率下降和预算软约束。

二、庞氏融资与明斯基定理

近年来,围绕中国经济杠杆问题一直存在争论,但是对这一问题的研究却始终并没有形成能够影响决策和令人信服的成果。一些学者认为中国经济杠杆并不高,即使是在2015年股灾发生之后,党中央、国务院已经把去杠杆作为当前全国经济工作的重点,仍有学者无视股灾给国家带来巨大损失的事实,宣称中国经济的杠杆水平处在可控范围。认为中国经济杠杆并不高或者说仍然可控的观点,其依据有二:一是与美欧等国相比,我国的经济杠杆并不是最高的,尤其是政府债务远低于欧美

等发达国家；二是目前我国仍保持将近 7% 的 GDP 增长速度，只要经济增速适当，危机就不会发生。

令人遗憾的是，历史的经验已经反复证明，系统性金融危机往往是由于非系统性风险导致，换句话说，金融危机的发生与经济杠杆的绝对值以及经济增长速度并无直接关系。根据美国经济学家海曼·明斯基（Hyman Minsky）的金融不稳定理论（Financial Instability Hypothesis），导致金融危机发生或是说是明斯基时刻（Minsky Moment）到来的直接原因是全社会的经济活动中存在大量的庞氏融资行为。明斯基的金融不稳定理论是建立在商业周期理论基础上的，他把金融脆弱性（Financial Fragility）作为造成金融不稳定内生的和不可克服的原因。明斯基对金融脆弱性的解释是，私人信用创造机构特别是商业银行和其他相关的贷款人的内在特性使得它们不得不经历周期性危机和破产浪潮，银行部门的困境又被传递到经济体的各个组成部分，最终导致危机发生。今天，如果仅仅是从理论上，我们也会很容易理解金融脆弱性和金融不稳定理论，因为在一轮商业周期中，随着经济的进一步繁荣，市场显现出一派乐观气氛，企业预期收益上升，纷纷增加借贷，任何打断信贷资金流入生产部门的事件都将引起违约和破产，这就是金融的脆弱性。当局部的和非系统的风险发生并进一步反馈影响金融体系时，金融机构的破产迅速扩散，金融资产价格的泡沫也迅速破灭，金融危机必然爆发。

金融不稳定理论是明斯基在 20 世纪 80 年代提出的。当时，欧美等国在经历了两次石油危机之后正在进入强劲复苏阶段，美元升值和经济全球化势不可当。在这样的背景下，作为非主流经济学观点，明斯基的理论当然不会引起应有的重视。在谈到明斯基时，特纳勋爵不无感慨地说，这位 20 世纪后期的经济学家在很大程度上被主流学派边缘化了。但是半个世纪后，当我们再次审视历次金融危机、重温明斯基的思想时不免感到惊诧：他简直就是一个预言家，在半个多世纪前已经为我们今天的难题准备了答案。著名经济学家吴晓灵多年前曾经说过：明斯基的敏锐观察和深刻洞见对于我们了解纷繁复杂的现实经济很有帮助。在研究宏观经济的经济学家中，没有一个人像明斯基一样对微观经济的刻画无微不至，他的理论几近完美。明斯基把研究的视角放在企业和金融机构的资产负债表上，从微观经济层面描述金融与投资的关系，认为经济的扩张必然伴随着金融活动——货币的跨期交易。现在的货币可以用来投资和生产，而未来的货币就是可以增加资本资产的利润。对投资项目的融资所产生的负债是在确定日期支付货币的承诺，商业银行在支付承诺中处于核心地位。对未来收入的预期决定着融资的数量和价格，而这种预期的正确程度则决定着能否偿还债务。基于这样的分析，明斯基提出，为投资而进行融资活动是经济运行中不稳定性的重要来源。明斯基根据不同债务人类别结构和收入—债务关系，

将融资行为分为三种类型：一是对冲性融资 (Hedge Finance)，即债务人预期从融资合同中所获得的现金流能够覆盖利息和本金，这是最安全的融资行为；二是投机性融资 (Speculative Finance)，即债务人预期从融资合同中获得的现金流只能覆盖利息，这是一种利用短期资金为长期头寸进行融资的行为；三是庞氏融资 (Ponzi Finance)，即债务人的现金流既不能覆盖本金，也不能覆盖利息，债务人只能靠出售资产或者再进行新的融资来履行支付承诺。在对冲性融资行为中，债务人稳健保守，因为负担少量债务，所以由融资所产生的现金流足够偿还债务本金和利息；在投机性融资行为中，债务人的不确定性开始增强，由融资所产生的现金流仅仅能够偿还债务利息，而债务的本金还要继续滚动下去；在庞氏融资行为中，债务人只能靠融资所形成的资产升值变现后带来财富的增加来维持自己对银行的承诺，如果资产不能升值，那么只能增加债务才能维持下去，这势必呈现出很高的财务风险，一旦资金链断裂，不仅债务无法偿还，而且融资所形成的资产价格也会出现暴跌。当相同的风险积累到一定程度时，明斯基时刻就到来了。

值得说明的是，按照明斯基的定义，现实中只要债务人的现金流量既无法覆盖本金也无法覆盖利息，那么这种融资行为就是庞氏融资。说得再明白一些，融资行为本质上是否属于庞氏融资，并不完全取决于债务人的融资目的和主观愿望。主观上，如果债务人明知现金流既不能覆盖本金也不能覆盖利息还要融资的话，那么，这种融资行为更应该称做庞氏骗局（也叫“金字塔骗局”，Pyramid Scheme）。随着商业周期的变化，一旦宏观经济环境发生持续的和不可逆转的恶化，对冲性融资和投机性融资也完全有可能变成庞氏融资。明斯基的金融不稳定理论隐含着一个定理，那就是一个经济体无法同时实现经济高杠杆、金融稳定和经济持续增长，这听起来很像是诺贝尔奖得主罗伯特·蒙代尔 (Robert A. Mundell) 提出的“不可能三角” (the Impossible Trinity)，在这里，我们叫它“明斯基定理”。

根据李扬等人对国家总负债的划分，在政府部门债务、金融部门债务、家庭部门债务和非金融企业部门债务四类债务中，只要有一类债务出现庞氏融资，就足以导致系统性金融危机发生。2007—2008年，美国次贷危机源于家庭部门和银行部门的过度负债；2009—2010年，欧洲债务危机源于希腊的主权债务问题，尔后又进一步蔓延到葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊和西班牙“欧洲五国”。所谓的主权债务，说白了就是政府部门债务。由于金融机构仅仅是提供中介服务的机构，并非最终借款人，因而在计算全社会杠杆率时，如果将金融部门加入则会导致重复计算问题。所以，我们在对全国总债务进行分析时可以忽略金融部门的债务。换句话说，我们只需要研究政府部门、居民部门和企业部门的负债或杠杆率即可。

任泽平等人的研究表明，截至2015年末，我国政府部门债务已达38.2万亿元，

其中，中央政府债务余额为 118224.47 亿元，地方政府债务规模为 26.4 万亿元。政府部门债务占 GDP 的比重为 56.5%。2008 年金融危机后，政府部门的杠杆率出现了较快上升，2008—2015 年增加了 16.5%。居民部门负债 27.0 万亿元，占 2015 年 GDP 的比重为 39.9%。2008 年金融危机后，居民部门的杠杆率也出现了快速上升，2008—2015 年上涨了 21.5%，居民债务增长主要来自住房按揭贷款的增长，其次来源于汽车贷款和信用卡贷款。非金融企业债务总额为 105.6 万亿元，占 GDP 的比重为 156.1%。2008 年金融危机后，非金融企业的杠杆率出现大幅上升，2008—2015 年增加了 58.1%。

在以上三类债务中，不论是从债务总额看还是从杠杆率看，非金融企业债务都是增加最快的。事实上，中国社科院李扬团队的研究结果远高于任泽平的数据。而从可统计的数据看，目前我国非金融企业的经营状况十分令人担忧。根据国家国资委公布的数据，我们计算出我国全部国有企业的销售利润率（ROS）从 2014 年的 5.16% 下降到 2015 年的 5.06%；资产收益率（ROA）从 2014 年的 2.43% 下降到 2015 年的 1.93%。根据 Wind 数据，我们计算出我国全部上市公司的销售利润率从 2014 年的 6.13% 下降到 2015 年的 5.83%；资产收益率从 2014 年的 3.21% 下降到 2015 年的 2.52%。企业的销售利润率反映的是企业现金流量的充足程度，如果销售利润率高于债务利息，我们可以认为企业的现金流量能够覆盖债务利息。企业的资产收益率是企业作出是否维持债务和增加债务的依据，理论上，只有当资产收益率大于债务利息时才应当维持债务；只有当资产收益率大于加权平均资本成本（WACC）时才可以增加债务。但现实是，目前我国企业的平均销售利润率和平均资产收益率均无法覆盖企业的债务利息，这意味着，在全部企业部门债务中，已经有相当比例的债务属于庞氏融资。

三、股灾给我们留下了什么

2015 年股灾发生时，上证综指为 5178 点，在短短十几个交易日中，上证综指累计下跌了约 1700 点，跌幅超过 30%，若按 6 月末沪深两市总市值 62.74 万亿元计算，两市损失市值超过 20 万亿元，这一数字相当于 2014 年全国 GDP 的 30%。为了防止发生系统性金融风险，政府采取了救市措施，但是，政府的救市措施并未取得人们所期待的效果——股市只是放慢了下跌的速度，从 3500 点进一步下跌到 3000 点以下。

也许是由于政府救市措施没能阻止股指下跌的缘故，学界、业界和监管部门对于政府是否应该救市产生了巨大分歧，一些坚持自由市场理念的学者反对政府救市，

理由是股市自身具有止跌的能力,政府的救市措施其实是一种干预,反而会加大市场波动,特别是在股市各项制度还不完善的情况下。但是,来自社会各界更多的观点则认为政府应当救市。其实,20世纪80年代后,面对股市异常波动,大多数市场经济国家都倾向于对股市进行干预,只是不同国家采用了不同的方式和干预程度。历史地看,政府救市的目的是为了止跌,而是为了防止系统性金融危机的发生。从2007年美国应对次贷危机和对金融机构的救助和处置看,防范系统性金融危机无疑是首要目标。因为现代金融是密切联系在一起的,特别是在混业经营的情况下,局部的和非系统性危机通过传导机制,极易引发系统性金融危机。这意味着救市不是救指数,而是救市场和救金融机构,在金融机构缺乏流动性时为其提供流动性,甚至在金融机构濒临倒闭时入股接管金融机构。更重要的是,在救市过程中,通过发现可能出现“管涌”的地方,弥补市场缺陷,防止更大的危机发生。如果真的能通过救市弥补市场缺陷和制度缺陷,那么,股灾过后,市场一定会恢复正常的功能和投资者信心,重新进入健康发展阶段。看看美国股市就不难理解,成功的救市究竟意味着什么。次贷危机后,道指从8000点左右一直持续上涨到接近20000点。

问题的关键在于,究竟应该如何看待这次股灾?股灾到底是股市自身的问题还是整个金融系统的问题?如果把股灾看成是整个金融系统的问题,就不会再去争论是否应该救市。需要认真思考并付诸行动的是更有效的救市措施。如果把股灾看做金融危机前的“管涌”现象,甚至看做是中国经济的明斯基时刻前兆,我们就不会把股市的恢复寄希望于清理场外配资限额、暂停注册制改革、改变交易制度以及抓紧监管部门的腐败分子等举措了,因为,行政性措施根本不能触及造成股灾的根本原因,政府救市后股市的进一步下跌恰恰说明了这一点。特纳勋爵在《债务和魔鬼:货币、信贷和全球金融体系重建》中不厌其烦地强调说,过度债务一旦形成便很难清除,它只会在不同机构和不同主体之间流动和转移,从私人部门转移到公共部门,从发达国家转移到新兴国家。这就是说,绝不要指望用消除债务的办法达到去杠杆的目的,那样只会欲速则不达。要降低杠杆率就必须全面恢复股市的基本功能,通过多层次资本市场,增加全社会的股权融资。这不仅关系到我国最终能否实现优化金融结构的目的,更关系到经济发展能否成功跨越债务陷阱的问题。在著名的《稳定不稳定的经济:一种金融不稳定视角》(*Stabilizing an Unstable Economy*)一书中,明斯基为防止金融危机开的药方也是鼓励股权融资而不是债权融资。从这个意义上说,政府对股灾的救助还远没有结束,更谈不上成功。

(济南大学商学院, 山东济南, 250002)

参考文献

- [1] 阿代尔·特纳. 债务、货币和魔鬼: 货币、信贷和全球金融体系重建 [M]. 中信出版社, 2016.
- [2] 伍戈, 李斌. 货币数量、利率调控与政策转型 [M]. 中国金融出版社, 2016.
- [3] 阿蒂夫·迈恩, 阿米尔·苏菲. 房贷 [M]. 中信出版社, 2015.
- [4] 查尔斯·凯罗米里斯, 史蒂芬·哈伯. 人为制造的脆弱性: 银行业危机和信贷稀缺的政治根源 [M]. 中信出版社, 2015.
- [5] 李扬. 中国国家资产负债表 2015 [M]. 中国社会科学出版社, 2015.
- [6] 伍戈, 李斌. 成本冲击、通胀容忍度与宏观政策 [M]. 中国金融出版社, 2013.
- [7] 詹姆斯·托宾, 斯蒂芬·S. 戈卢布. 货币、信贷与资本 [M]. 中国人民大学出版社, 2015.
- [8] 本·伯南克. 金融的本质 [M]. 中信出版社, 2014.
- [9] 刘鹤. 两次全球大危机的比较研究 [M]. 中国经济出版社, 2013.
- [10] 兰德·克罗茨纳, 罗伯特·希勒. 美国金融市场改革 (当代财经理名著译库) [M]. 东北财经大学出版社, 2013.
- [11] Stijn Claessens, Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman, Laura E. Kodres. 宏观审慎监管政策 [M]. 电子工业出版社, 2013.
- [12] 吴润生. 中国宏观金融结构分析与政策思考 [M]. 中国社会科学出版社, 2013.
- [13] 孙国茂. 中国式庞氏融资的成因及治理研究 [J]. 山东社会科学, 2012 (2): 134-139.
- [14] 孙国茂, 雷鹏. 中国非正规金融的庞氏融资特征 [C]. 中国公司金融论坛, 2012.
- [15] 孙国茂. 中国股市与经济运行背离的原因分析 [J]. 理论导刊, 2012 (2): 49-53.
- [16] 周小川. 国际金融危机: 观察、分析与应对 [M]. 中国金融出版社, 2012.
- [17] 吕江林. 美国次贷危机 [M]. 北京大学出版社, 2011.
- [18] 海曼·明斯基. 稳定不稳定的经济: 一种金融不稳定视角 [M]. 清华大学出版社, 2010.
- [19] 卡门·莱因哈特, 肯尼斯·罗格夫. 这次不一样: 800 年金融荒唐史 [M]. 机械工业出版社, 2010.
- [20] 默里·罗斯巴德. 美国大萧条 [M]. 上海人民出版社, 2009.
- [21] 帕德玛·德赛. 金融危机, 蔓延与遏制 [M]. 中国人民大学出版社, 2006.
- [22] 埃斯里·德米尔古克-肯特, 罗斯·莱文. 金融结构和经济增长: 银行、市场和发展的跨国比较 [M]. 中国人民大学出版社, 2006.
- [23] 殷剑峰. 金融结构与经济增长 [M]. 人民出版社, 2006.

责任编辑: 董新兴

助理编辑: 黄欣颖

股市危机：逻辑结构与多因素分析^①

吴晓求^②

【摘要】金融危机有多种形态，其中股市危机似乎成为金融危机的一种常态。近30年来，股市危机乃至金融危机在全球频发并表现出某些周期性、递延性和关联性特征，其背后是否具有共同的理论逻辑？在金融危机的诸多形态（货币危机、债务危机、股市危机和银行流动性危机）之间，是如何相互转化、相互传染的？不同类型的国家金融危机的形态组合和逻辑过程为什么会有重大差异？是否存在金融危机的跨期和跨区域的国际传递？这些都是本文研究的重要内容。在构建上述股市危机的理论逻辑基础上，本文以中国2015年中期发生的股市危机为研究样本，深入分析了引发这次股市危机的主要原因，剖析了中国股市的结构性缺陷，在此基础上，试图厘清关于股市危机的若干重要理论认识，并提出了相应的改革措施和政策建议。

【关键词】金融危机 逻辑结构 因素

The Stock Market Crisis: Logical Structure and an Analysis of Various Factors

Wu Xiaoqi

Abstract: Financial crisis has many forms, and stock market crisis seems to be a normal form in financial crisis. In the past 30 years, with the characteristics of periodicity, infectivity and correlation, stock market crisis and even financial crisis occurred frequently in the world. Does this phenomenon have a common theoretical logic? In the financial crisis, how the currency crisis, debt crisis, stock market crisis and liquidity crisis transform

① 此文曾分别在《财贸经济》（2016年第1期）、《财贸智库》（2016年5月）第1卷第3期刊出，未作为全文整体刊出。

② 【作者简介】吴晓求（1959—），男，江西余江人，中国人民大学副校长，金融与证券研究所所长，金融系教授，博士生导师。

and infect to each other? In different types of national financial crisis, why are there significant differences in pattern and logical processes? Is there an intertemporal and cross - regional international transfer of the financial crisis? These are the important contents of this paper. In this paper, based on the theoretical logic of the stock market crisis, and with the sample of the stock market crisis occurred in China in the middle of 2015, we deeply analyze the main causes of the stock market crisis and the structural defects of China's stock market. On this basis, we try to clarify some important theoretical understanding of the stock market crisis, and put forward corresponding reform measures and policy recommendations.

Keywords: Financial Crisis Logical Structure Factor

金融危机有多种形态，其中股票市场危机似乎成为各国金融危机的一种常态。从全球市场看，股市动荡乃至危机伴随着其他金融危机形态，如货币危机、债务危机等的频繁出现，这种频繁似乎是以 8 ~ 10 年为一个周期。股市危机是现代金融结构下一种重要的金融危机形态，它在整个金融危机形态和链条中究竟处在何种地位，起着什么样的作用，有待于进一步研究。

中国是一个正在开放的国家，市场化和国际化是中国金融改革和发展的基本着力点。发展资本市场使其成为 21 世纪新的国际金融中心是中国金融改革和发展的重中之重。与其他大国一样，中国在金融体系市场化改革和资本市场发展过程中也会出现重大的市场风险乃至市场危机。2015 年 6 月中旬至 8 月下旬，中国股票市场出现了自 1990 年以来第一次真正意义上的市场危机。以上证指数为例，有两个时间段在 10 个交易日（2015 年 6 月 15 日至 29 日和 2015 年 8 月 18 日至 26 日）连续下跌超过 20%，即分别从 5170 点附近跌至 4000 点左右和从 4000 点左右跌至 2800 点，根据学术界公认的标准，一个市场如果在 10 个交易日股票价格指数下跌超过 20%，就可认定为这个市场已经出现了危机。按照这个标准，中国在 2015 年 6 月中旬以后出现的市场大幅度下跌可以认为是一场真正意义上的市场危机。目前中国股票市场仍处在后危机时期的震荡期。2015 年 6 月中旬至 8 月底的市场危机带给我们的教训是深刻的。认真分析这次股市危机形成的内在逻辑和外部原因，还原其清晰的演变过程，在全球股市危机的历史中寻求规律和启迪，对正在走向更加开放的中国资本市场来说，其意义不言而喻。前车之鉴，后事之师。