



夏春：每一次股市大跌，最
深层的逻辑都是一样的



文/意见领袖专栏作者 夏春



虎年春节中，大家互祝投资“虎虎生风，如虎添翼”言犹在耳，但无人预料到虎年以来的五周交易会让港股恒生指数、恒生科技指数、中概互联网 KWEB ETF 分别跌去 21%、32%和 38%。

作为对比，2015 年 6 月 A 股见顶回落，2008 年 9 月雷曼倒闭，金融危机爆发，2020 年 2 月疫情在美国出现，上证指数、标普指数在五周也分别跌了 23%、25%和 24%。

这一次港股与中概股的大跌，细心的观察家和分析师可以列举出精确到每天，甚至每时市场的坏消息，但三大主要导火线分别是俄乌军事冲突衍生出的通胀高企，经济衰退与中美关系紧张；疫情升温令中国最具活力

的珠三角，长三角经济活动部分停摆；中美严监管协调失灵令投资者担惊受怕，无所适从。

每一次股市大跌，都伴随着各式各样的原因，各有各的不幸，但最深层的逻辑都是一样的，市场发生了“流动性危机”。我更愿意分析的是“流动性危机”下投资者无可奈何的选择。

经济学家清晰地区分了三种流动性。第一是宏观流动性，也就是通常说了经济体中货币供应量，可以用对应的利率高低或信贷宽松来衡量；第二是市场流动性，也就是经济中的实物或者证券可以变现的容易程度；第三是融资流动性，就是投资者向贷款者借钱的容易程度。

这一次市场大跌，固然有宏观流动性收紧的外部因素，但更多是由于三种形式的“流动性危机”：市场流动性和融资流动性的互相反馈作用造成的恶性循环、股票流动性差异带来的螺旋反馈、以及市场充满模糊信息时，市场流动性的突然消失。

2015年7月，我在FT中文网发表了《救市：多维流动性与掠夺性交易》一文，略微去掉当时的背景，基本保持文章原样，相信可以帮助大家理解近期市场大跌最深层的逻辑。

市场流动性与融资流动性

过去，人们把流动性危机简单描述为“多米诺骨牌效应”，仿佛只有一种力量在推垮市场，但实际上至少有两种力量的同步发力。这个过程可

以被简化成三步：

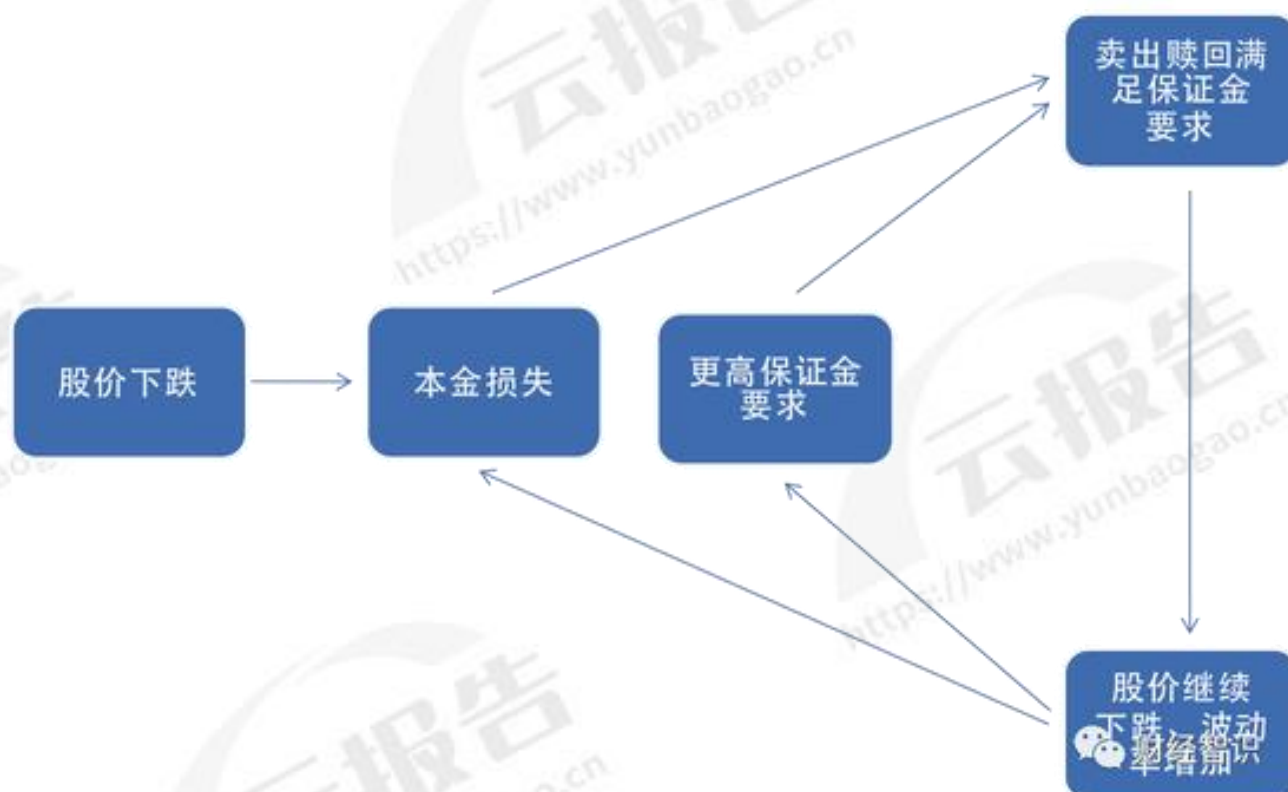
(1) 融资进场的投资者经历最初的损失；(2) 贷款者催促还款，投资者需要追加保证金或者卖出持有的股票；(3) 如果卖出市场流动性差的小盘股，则股价大幅下滑，损失加大，回到第(1)步；如果卖出市场流动性高的蓝筹或者大盘股，则损失略小，但是同样回到第(1)步。

如果投资者都同时选择卖出过去高流动性的蓝筹或者大盘股，那么这些股票的市场流动性也会急剧下降，和卖出小盘股的效果分别不大。在这个过程中，贷款者不仅仅是催促还款那么简单，通常会提高保证金的比例。

假如投资者一开始可以借到4倍的本金，在股市下跌时，可以借到的本金会减少到3倍甚至更少。假设投资者最初持有100元股票，如果融资比例一开始是4倍（本金20元，借入80元），那么当股票下跌5%时，投资者的本金变成15，可以借入的资金为60元，必须卖掉股票收回20元还给贷款者。

如果贷款者出于风险管理的目的降低融资比例到3倍，那么投资者还需要再卖出股票收回15元还给贷款者（见图1）。

图 1. 股票市场流动性和融资流动性的在危机中的相互作用



在以上的描述中，假定市场流动性不变，因此投资者还可以按最初下跌 5%后的股价交易，如果市场流动性因为投资者的同步行动而明显降低，则在他卖出的时候股价会继续下跌，他也必须卖出更多的股票才能收回足够的钱还给贷款者。

在前述过程中，我还假定了贷款者仅仅出于风险管理的需要降低融资比例，但是贷款者很可能在股价下跌的时候成为恶意掠夺者。

流动性危机中的掠夺性交易

所谓的掠夺性交易就是指，贷款者（既可以是场内的券商经纪也可以是场外的配资机构）由于掌握的信息优势，在预计到股市将会下跌前抢先于向他们借款的投资者卖出，再利用前面描述的市场流动性和融资流动性

的螺旋式下降进一步推低价格，造成投资者更大的损失，而进行掠夺性交易的贷款者则可以从获利。

这种掠夺性交易在过去的金融危机中都有发生，包括 1987 年的黑色星期一，1988 年长期资本管理对冲基金倒闭等，学者通过对数据的深度挖掘验证了“掠夺交易”的想法。我们可以大胆猜想，最近的市场大跌也包含了“掠夺交易”的成分。

值得一提的就是上述市场流动性和融资流动性的相互影响不仅仅发生在股票市场，也可以发生在其他资本市场。比如 2008 年金融危机这样的螺旋式反馈作用是先发生在银行间的债券回购市场，然后再传播到股票市场。青山控股在镍交易上遭遇的“逼空大战”就包含了前面描述的各种细节。

掠夺性交易配合融资流动性和市场流动性的互动，直接的后果就是损失在投资者之间进行传播和扩散，即使那些没有进行借钱的投资者也面临损失，他们止损的行动会进一步推低价格。让这个循环持续。最差的情况会对整个经济金融系统产生系统性风险。

是否提供足够的宏观流动性和融资流动性就可以避免价格螺旋式下跌？应该说这样做会有正面效果，但是我们还必须认识到另外一种纯粹由市场流动性不同的股票互相反馈作用引起的流动性危机。

股票流动性差异导致的螺旋反馈

第二种“流动性危机”的发生有几个前提：第一是不同股票的价格受到共同的经济因素和不同的流动性因素的影响，例如港股市场的流动性要小于美股；第二是理性的投资者为了获利，需要更好的信息，因此有动力去掌握影响价格的共同经济因素。

为了做到这点，除了自己掌握的经济信息外，投资者往往还通过观察其他股票价格的变化去分析经济因素的变化，但这个学习过程是不完美的，因为价格还受到其他不那么理性投资者（所谓“噪声交易者”）买和卖的影响。

这样就有可能产生下面这样一个螺旋反应：

（1）股票 A 的流动性受到一个外部冲击，因此流动性下降，表现在买卖差价增大，因此股票 A 的价格可以传递给市场的信息减少；

（2）股票 B 的理性投资者从股票 A 的价格变化去推测经济因素的变化，由于价格包含的信息减少，该理性投资者感觉面对的经济风险增加，他愿意提供给股票 B 的流动性也会下降，表现在他的买价和卖价之间的差

人增加。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39468

