

三友会计论丛第8辑

中国资本市场 风险与收益研究

周宏 著

RESEARCH ON THE RELATIONSHIP
BETWEEN RISK AND RETURN
IN CHINESE CAPITAL MARKET

SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

三友会计论丛第8辑

中国资本市场 风险与收益研究

周宏 著

RESEARCH ON THE RELATIONSHIP
BETWEEN RISK AND RETURN
IN CHINESE CAPITAL MARKET

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

© 周 宏 2007

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场风险与收益研究 / 周宏著. —大连: 东北财经大学出版社, 2007.9

(三友会计论丛·第8辑)

ISBN 978-7-81122-106-0

I. 中... II. 周... III. 资本市场-风险管理-研究-中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 100251 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总编室: (0411) 84710523

营销部: (0411) 84710711

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

东北财经大学印刷厂印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 148mm×210mm

字数: 141 千字

印张: 6 1/8

印数: 1—3 000 册

2007 年 9 月第 1 版

2007 年 9 月第 1 次印刷

责任编辑: 高 鹏

责任校对: 赵 楠

封面设计: 冀贵收

版式设计: 刘瑞东

ISBN 978-7-81122-106-0

定价: 20.00 元

作者简介

周宏，中央财经大学会计学院教授，主要从事资本市场、财务管理方面的研究。

出版者的话

随着我国以社会主义市场经济体制为取向的会计改革与发展的不断深入，会计基础理论研究的薄弱和滞后已经产生了越来越明显的“瓶颈”效应。这对于广大会计研究人员而言，既是严峻的挑战，又是难得的机遇。说它是“挑战”，主要是强调相关理论研究的紧迫性和艰巨性，因为许多实践问题急需相应的理论指导，而这些实践和理论在我国又都是新生的，没有现成的经验和理论可资借鉴；说它是“机遇”，主要是强调在经济体制转轨的特定时期，往往最有可能出现“百花齐放，百家争鸣”的昌明景象，步入“名家辈出，名作纷呈”的理论研究繁荣期和活跃期。

迎接“挑战”，抓住“机遇”，是每一个中国会计改革与发展的参与者和支持者义不容辞的责任。为此，我们与中国中青年财务成本研究会、东北财经大学会计学院联合创办了一个非营利的学术研究机构——三友会计研究所，力求实现学术团体、教学单位、出版机构三方的优势互补，密切联系老、中、青三代会计工作者，发挥理论界、实务界、教育界三方面的积极性，致力于会计、财务、审计三个领域的科学研究和专业服务，以期为我国的会计改革与发展作出应有的贡献。

三友会计研究所的重大行动之一就是设立了“三友会计著作基金”，用于资助出版“三友会计论丛”。它旨在

荟萃名人力作及新人佳作，传播会计、财务、审计研究与实践的最新成果与动态。自 1997 年起，本论丛定期遴选并分辑推出。

采取这种多方联合、协同运作的方法，如此大规模地遴选、出版会计著作，在国内尚属首次，其艰难程度不言而喻。为此，我们殷切地希望广大会计界同仁给予热情支持和扶助，无论作为作者、读者，还是作为评论者、建议者，您的付出都将激励我们把“三友会计论丛”的出版工作坚持下去，越做越好！

东北财经大学出版社

三友会计论丛编审委员会

顾问:

谷 祺 欧阳清 冯淑萍 李志文

委员(以姓氏笔画为序):

马君梅	王立彦	王光远	王化成
方红星	刘永泽	刘志远	刘明辉
刘 峰	孙 铮	宋献中	李 爽
张为国	张龙平	张先治	张俊瑞
何顺文	杨雄胜	陆正飞	陈毓圭
陈国辉	陈建明	陈信元	陈 敏
周守华	罗 飞	孟 焰	郑振兴
赵德武	夏冬林	秦荣生	徐林倩丽
黄世忠	谢志华	蔡 春	薛云奎
魏明海	戴德明		

序 一

资本市场是市场经济体系的重要组成部分，在社会资源配置中发挥着极其重要的作用。一个发达完善的资本市场，是市场经济体制成熟健全的主要标志之一。目前我国正处在建设社会主义市场经济体制的进程中，发展和完善资本市场是经济体制改革和建设的重要任务。

从我国资本市场发展的轨迹和现状看，以股票市场为主体的资本市场发展不成熟，市场承受能力有限，市场风险比较高，效率有待提高。作为全球最大的新兴市场，当前我国股票市场正处于从数量扩张到质量提高的阶段，需要通过继续深化改革来不断完善，使之朝着规范化、理性化、成熟化的方向发展。要达到这一目标，就必须深入研究我国股票市场的波动特征，以及因波动带来的风险与收益之间的关系。

年轻学者周宏同志的专著《中国资本市场风险与收益研究》，以中国股票市场作为研究对象，为我们提供了分析评价中国资本市场的一个框架，也就是在风险和收益的框架下来研究中国资本市场的发展问题。该著作以随时间变化的风险和收益之间关系为研究中心，按照从理论研究到风险收益模型的构建，再到结论分析的研究逻辑，对我国股票收益率条件均值和条件方差的典型事实，包括股票市场收益率的统计特征以及动态行为、条件均值和条件方差之间的关系进行了一定的理论和实证研究。在研究中，找出了中国股票市场发展中存在的问题，验证了当前股票市场风险和收益之间的关系。

党的十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，对资本市场发展做出了部署，为资本

市场改革开放和稳定发展指明了方向。国务院颁布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，首次就发展资本市场的作用、指导思想和任务进行了全面、明确的阐述，对发展资本市场的政策措施进行整体部署。今后一段时期，我国将致力于完善社会主义市场经济体制，资本市场机制的发展完善程度不仅直接关系到社会主义市场经济体制的完善程度，而且关乎金融体系改革的成败，影响经济体制建设全局。

在发展完善资本市场机制时，如果能够紧紧抓住降低和分散资本市场风险这一中心，使各项政策措施围绕这一中心展开，资本市场的发展就会有的放矢，与时俱进。周宏同志在其博士后研究报告基础上完成的这部著作，以金融计量经济学方法为基本研究方法，并将理论研究和实证研究相结合，提出了一些富有新意的观点。该著作对于深入系统地研究资本市场风险和收益之间的关系，以及中国资本市场的实践问题，都是十分有益的。

庄子健

2007年6月

序 二

风险与收益的关系是资产估价领域的关键研究主题，也是财务学科的前沿课题。以往的多数文献集中于研究在某一特定时期内不同证券之间的风险与收益关系，近年来，时变状况下风险与收益之间的关系开始受到学术界的青睐。

作为世界上排名前列的新兴股票市场，中国股票市场经过若干年发展，取得了骄人的成绩。股票市场的高成长性和高波动性成为新兴市场的基本特征，似乎形成某种特有的模式。周宏同志为考察新兴市场上风险与收益的时变关系，选择中国股票市场作为研究对象，经过两年多的潜心钻研，著成《中国资本市场风险与收益研究》。有幸先读这部著作，谈些个人体会。

针对国内的相关研究集中于截面的风险与收益关系的事实，该专著在对风险与收益关系进行理论解析的基础上，考虑到中国经济转型下的上市公司和投资者行为特征，利用西方先进的金融计量经济学方法，以时变状况下风险与收益之间的关系为研究中心，从分析总结中国股票市场收益率行为特征入手，采用 GARCH 类模型，检验分析上海股票市场超额收益率和风险之间的关系。

总的看来，这部专著的研究方法规范，资料翔实，逻辑严密，脉络清晰，理论紧密联系实际。难能可贵的是，该专著取得了一系列有价值的结论。譬如，对上海股票市场时变的风险收益关系的实证研究结果表明：无论是否修正模型，考虑正向和负向非预期收益率对条件方差存在的不同影响时，在股票超额收益率条件均值和条件方差之间都存在一种正向关系；当条件方差考虑某些决定性日历季节因素以及条件方差取决于名义无风险利率时，这种正向关系就会减弱，但并没有改变统计上的显著性质。这就表明，日历因素和

无风险利率可以部分解释高风险所要求的高超额收益率这一内在关系。在对中国股票收益率的实证研究中,给出了非对称波动模型的非对称反应曲线,研究了我国股票市场收益率的日历效应,得出我国股票市场收益率的日历效应无序可循的结论。这些基于资本市场现实情况的分析结论具有重要的现实意义。

纵观全书,有以下特点:

首先,该专著对风险与收益之间的关系进行了较为系统、充分的研究,在理论上给出风险与收益关系的现实解释。对风险与收益之间关系的理论研究显示出作者较深的学术研究素养。

其次,对风险与收益之间关系的理论研究并非该专著的唯一研究焦点,作者还从统计检验和经济理论视角,采用金融计量经济学方法对沪市股票市场超额收益率与风险之间的关系进行了实证检验。在实证研究中严格遵循规范的经济计量方法论,以提升实证检验结果的可信度。相关理论和统计建模方法的同时应用,使得对中国股票市场风险行为的分析更为全面客观。这是该著作的又一个特点。

最后,该专著研究设计结构紧凑,研究逻辑框架清晰,这是第三个特点。对于各项研究议题,作者严格遵循理论研究、模型构建和结论分析这样的研究框架和研究路线。如此构建的研究框架结构使得研究脉络一目了然,体现了严谨、规范的研究方式。

2007年1月,温家宝总理在全国金融工作会议上指出,必须将金融改革和发展推向一个新的阶段,促进金融业持续、健康和安全地全面发展。由此而言,这种改革和发展的动力无疑来自于资本市场,资本市场的发展引起高度重视,《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》成为指导资本市场发展的纲领性文件,国家发展资本市场的一系列政策正在逐步落实,推进中国资本市场的改革创新和持续、健康、安全地全面发展已成为当务之急。

周宏同志一直关注中国金融改革，尤其关注资本市场的发展，现在研究成果以专著的形式付梓，是一项颇为有益、值得赞赏的贡献。希望作者在学术研究的同时，继续关注金融改革和金融发展，关注资本市场发展，持续推出高质量的研究成果。

荆新

2007年6月

目录

1 导论	1
1.1 中国股票市场发展历程	1
1.2 研究对象界定	4
1.3 国内外研究现状	6
1.4 总体研究思路和研究方法	10
1.5 本书基本结构和主要结论	12
2 风险和有效市场理论	16
2.1 风险及风险管理辨析	16
2.2 有效市场理论简述	33
2.3 风险和有效市场理论之间的关系	53
3 中国股票市场收益率的特征研究	55
3.1 中国股票市场收益率的统计特征	55
3.2 自相关分析	74
3.3 协整分析	80
4 股票市场资本资产定价模型分析	87
4.1 资本资产定价模型理论以及经验检验含义	87
4.2 相关文献述评	90
4.3 数据选取与方法说明	92
4.4 实证分析过程与结果	94
4.5 结论及含义	98
5 年报公布对股票收益率的影响分析	99
5.1 国内外相关研究	99

5.2	分析模型和估计方法	100
5.3	样本选择标准	103
5.4	实证分析结果	105
5.5	研究结果分析和总结	108
6	证券交易印花税调整对股票收益率的 影响分析	110
6.1	我国股票印花税概况及国外研究概述	110
6.2	研究的理论假设以及数据选取	112
6.3	深市股票指数与印花税调整的关系	114
6.4	深市股票个股与印花税调整之间的关系	119
6.5	结论	122
7	风险的度量——波动性及其特征	123
7.1	风险的度量指标：波动性	123
7.2	收益率波动的经验特征	125
7.3	波动性聚集的实证检验	128
7.4	均值回归	131
7.5	波动非对称性的实证检验	131
8	收益率波动的模型评述	135
8.1	收益率波动的基本 ARCH 模型	136
8.2	GARCH 模型的变形	140
8.3	ARCH 类模型设定及估计注意事项	144
9	条件风险收益关系的 GARCH 类 模型研究	147
9.1	ARCH 类模型应用以及实证研究回顾	147
9.2	理论假说、相关研究和样本选取	149
9.3	GARCH 类模型的设定	151

9.4 模型估计方法和估计结果	154
9.5 模型的进一步分析	159
9.6 研究结论	163
主要参考文献	165
致 谢	175

1 导 论

1.1 中国股票市场发展历程

股票金融作为人类社会走向富裕的三个相继而生的大机遇之一，它是商品经济和社会化大生产发展的必然产物。新中国的股票市场起步于改革开放之后，短短二十年左右，中国股票市场从无到有，从小到大，走过了发达国家几十年甚至几百年的发展历程，特别是在硬件建设方面，某些地方的先进程度甚至胜过美国。迄今为止，中国股票市场的发展经历了一个由萌芽、产生、发展到向规范化推进的历史过程。这一历史过程可以分为以下几个阶段：

(1) 起步阶段(1984—1991)。这一阶段主要是股票市场平台的搭建和企业的股份制改革。上海证券交易所、深圳证券交易所、证券业协会相继成立；飞乐音响、延中实业发行 A 股，深南玻发行 B 股；认购证走上街头。正如 1992 年 1 月，邓小平视察深圳时所说的：“有人说股票是资本主义的，我们在上海、深圳先试验了一下，结果证明是成功的，看来资本主义有些东西，社会主义制度也可以拿过来用，即使错了也不要紧嘛！错了关闭就是，以后再开，哪有百分之百正确的事情。”中国股票市场就是这样在摸索中起步的。

(2) 逐步完善阶段(1992—1998)。这一阶段以 1992 年 1 月兴业房产在上海证券交易所上市交易为开端，以 1998 年 12 月全国

人民代表大会审议通过《证券法》为终点。这一时期的股票市场的交易平台逐渐成熟，交易所网络化高速发展，实现了无形席位和无纸化交易；证券交易品种也从单一的股票，扩展到期货、可转换债券、企业债、国债期货、基金等众多交易品种。与此同时，相应的证券法律、法规逐步完善，交易税费不断调整趋向合理化，《期货经纪公司登记管理暂行办法》、《证券交易所管理暂行办法》、《中华人民共和国商业银行法》和《中华人民共和国票据法》等股票市场的重要法规相继出台。这一时期的政策对股票市场给予了巨大的关注，但在对股票市场的不断调整中也引发了市场的巨大波动，既有 1995 年的“5·18”脉冲行情，也有 1996 年《人民日报》社论引发的股市暴跌。这反映出中国股票市场的成熟，受政策面影响较大。

(3) 高速发展阶段(1999—2001)。1999 年伴随着商业银行降息、国有企业可以投资股票市场、券商自营证券可进行质押贷款这三大利好政策的出台，中国股票市场开始步入一个高速发展阶段。这一阶段，政策面利好相对稳定，上市公司和投资者的数量同步增加，市场扩容加速，股市持续牛市，1999 年，由科技网络股带领的“5·19”行情、2000 年大牛市使证券投资成为大家所广泛接受的投资方式。但是，在股票市场高速发展的同时，“庄家”操纵股价、虚假信息等市场阴暗面也逐步加大，股市的泡沫成分迅速增加。因此，从 2001 年国有股减持开始，股票市场步入了“挤泡沫”的调整阶段。

(4) 规范阶段(2001 年至今)。2001 年是中国股票市场的监管年，操纵股价、发布虚假信息等违法行为受到严厉打击，中科创、银广厦等一批“庄家”被绳之以法，传统的依靠资金优势抬升股价、牟取暴利的操作手法逐步退出历史舞台，投资者操作趋向理性化，上市公司的基本面和公司诚信备受重视。这一时期股市的表现差强人意，股价持续下跌，市值大量缩水，2001 年和 2002 年的下跌已