

■ 公共政策与社会治理论丛

房地产市场与 股票市场的关联性研究

——基于政府治理的视角

胡小芳/著



科学出版社

华中农业大学公共管理学院学科建设经费资助

公共政策与社会治理论丛

房地产市场与 股票市场的关联性研究 ——基于政府治理的视角

胡小芳/著

科学出版社

北京

内 容 简 介

本书从政府治理的视角,分析房地产市场和股票市场的关联性。结合政府治理理论和经济学理论,梳理房地产市场和股票市场的发展过程,分析房地产价格和股票价格的波动规律,探讨房地产市场与股票市场发展过程中政策工具的传导作用和传导机制;分析房地产市场与股票市场之间的关联性,并在此基础上提出政府治理的政策建议。本书系统地分析房地产市场与股票市场关联的理论基础和传导中介,提出将房地产市场与股票市场关联性分为间接关联、资金关联和价格关联的分析框架,并对房地产价格和股票价格的关联性进行实证分析,为政府治理提供理论参考。

本书可供经济学、投资学和政治学专业的本科生、研究生与教师使用及参考,也可作为相关行政管理人员和投资者的参考书。

图书在版编目(CIP)数据

房地产市场与股票市场的关联性研究:基于政府治理的视角/胡小芳著.
—北京:科学出版社,2019.2

(公共政策与社会治理理论丛)

ISBN 978-7-03-060530-6

I. ①房… II. ①胡… III. ①房地产市场-关系-股票市场-研究
IV. ①F293.35 ②F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2019)第 026359 号

责任编辑:邓 娴/责任校对:贾娜娜

责任印制:张 伟/封面设计:无极书装

科学出版社 出版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

北京虎彩文化传播有限公司 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2019 年 2 月第 一 版 开本:720×1000 B5

2019 年 2 月第一次印刷 印张:9 3/4

字数:200 000

定价:78.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

“公共政策与社会治理理论丛”总序

公共管理学科是管理学、经济学、政治学、法学和社会学等相关学科交叉而形成的一门应用型学科。自从 20 世纪 20 年代引进我国以后，特别是中华人民共和国成立、改革开放以来，公共管理理论与方法得到了长足的发展。国家治理体系，社会组织与社会治理能力，国家发展与国际竞争战略，能源、资源、环境与可持续发展战略，人口、卫生与社会保障，公共安全与危机管理，创新体系与公共政策成为国际公共管理学科普遍关注的重大课题。随着我国经济社会转型，政府法制化建设、政府职能转变、公共部门和非营利组织的发展，公共管理理论与方法研究已经在国家体制改革、政府和社会治理能力建设、改善民生中发挥着越来越重要的作用。

华中农业大学公共管理学科有近 60 年的历史。1961 年创办了全国第二个公共管理本科专业（土地资源管理）；1987 年获得全国第一个公共管理类硕士点（土地资源管理）；1996 年获得全国农业院校第一个教育经济与管理硕士点；2003 年获得全国第三批土地资源管理博士点；2005 年获得公共管理一级硕士点；2012 年获得公共管理博士后流动站；2015 年开始招收行政管理专业本科生。2018 年获得公共管理一级博士点。经过近 60 年，在几代华农公共管理人的不懈努力下，华中农业大学已经成为中国公共管理本科、硕士、博士和博士后教育体系齐全的人才培养重要基地。

华中农业大学 1960 年建立土地规划系；1996 年成立土地管理学院；2013 年土地管理学院从经济管理学院独立出来与高等教育研究所组成公共管理学院。经过近 60 年的研究积累，已经形成了行政管理与乡村治理、公共政策与社会服务、土地资源管理和教育经济管理等四个稳定的研究方向。近年来主持教育部哲学社会科学重大课题攻关项目 1 项，国家自然科学基金项目 36 项，国家社会科学基金项目 21 项，教育部人文社会科学基金、博士点基金项目 20 项，中国博士后科学基金项目 15 项。

华中农业大学公共管理学科在兄弟院校同行的大力支持下，经过学科前辈的艰苦奋斗，现在已经成为中国有影响力的、重要的人才培养、社会服务、科学研究基地。《县级政府基本公共服务质量管理体系研究》《新型城镇化进程中的县域合作治理研究》《典型治理——基于联系点制度运作的分析》《基于信任的网

络社区口碑信息传播模式及其演化研究》《农村综合信息服务：供求分析、模式设计与制度安排》《研究生全面收费的政策分析：目标、限度与改进》《城市垃圾治理中的公众参与研究》《房地产市场与股票市场的关联性研究——基于政府治理的视角》《城市弱势群体住房保障制度研究》等为华中农业大学公共管理学科教师承担的国家自然科学基金、国家社会科学基金和教育部人文社会科学基金项目的一部分研究成果，组成“公共政策与社会治理论丛”。

“公共政策与社会治理论丛”的出版，一来是对我们过去在四个研究方向所取得的研究成果的阶段性总结；二来是求教、答谢多年来关心、支持华中农业大学公共管理学科发展的领导、前辈、国内同行和广大读者。

张安录

2018年1月20日

前言

房地产市场和股票市场历来就是风险积聚的重要载体。国外历次经验表明，房地产市场和股票市场的剧烈震荡之间存在着关联性，并且这种关联达到一定程度时就会加速泡沫的破灭，给国民经济造成严重后果，甚至导致国民经济走向衰退。始于 20 世纪 90 年代的日本房地产市场泡沫破裂和股票市场崩盘，直接导致日本长达十多年的经济衰退，给日本经济带来的创伤至今难以恢复。1997 年爆发的亚洲金融危机，是投机性金融活动所引起的信用扩张和房地产泡沫共同导致股票市场下跌所引起的。2008 年，由美国次贷危机引发的金融危机波及全球，其罪魁祸首是房地产泡沫，并导致股票市场大幅下跌。这些事件对于认识我国股票市场和房地产市场之间的关系有着重要的借鉴意义。

我国自从 1998 年住房货币化改革以来，房地产消费需求获得巨大释放，房地产市场得到极大繁荣。1998 年 12 月 29 日第九届全国人民代表大会常务委员会第六次会议通过《中华人民共和国证券法》，标志着我国股票市场步入正轨。随着我国经济的发展，股票市场和房地产市场规模不断扩大，这两个市场的互动对国民经济的影响也越来越重要。目前我国正处于完善市场经济体制的关键时期，股票价格和房地产价格波动较大，研究二者之间的内在联系，无论是对政府实施宏观调控，还是对投资者配置资产组合，都有着非常重要的指导意义。

本书从政府治理的视角，分析房地产市场和股票市场的关联性。结合政府治理理论和经济学理论，梳理房地产市场和股票市场的发展过程，分析房地产价格和股票价格的波动规律，探讨房地产市场与股票市场发展过程中政策工具的传导作用和传导机制；从间接关联、资金关联和价格关联三方面出发，分析房地产市场与股票市场之间的关联性；并在此基础上提出政府治理的政策建议。本书的创新在于系统地分析房地产市场与股票市场关联的理论基础和传导中介，提出将房地产市场与股票市场关联性分为间接关联、资金关联和价格关联的分析框架，并对房地产价格和股票价格的关联性进行实证分析，为政府治理提供理论参考。

衷心感谢我的博士生导师——中国人民大学公共管理学院严金明教授。攻读博士期间，正值美国次贷危机爆发，我开始对房地产市场和股票市场的关联性产生浓厚的兴趣。这项研究涉及房地产市场和股票市场，具有一定的挑战性。严金明老师给予我极大的鼓励和帮助，并给予细心指导，每次和严老师讨论都带给我新的收获。在此衷心感谢严金明教授！

本书的出版得到华中农业大学公共管理学院出版基金的资助，在此感谢学校领导和公共管理学院程为民书记、张安录院长等领导的关怀。感谢华中农业大学公共管理学院的韩桐魁教授、陆红生教授、杨钢桥教授、胡银根教授等，他们在工作上的指导和帮助使我受益匪浅。在此深表感谢！

1998年以后，我国房地产市场和股票市场基本确立，其在国民经济中的作用日益显现，如何保证房地产市场和股票市场健康稳定地发展成为我国政府治理的重要内容。本书研究房地产市场与股票市场的关联性可作为我国政府治理的依据，这将有利于政府确定合适的调控手段、调控力度和调控方向。囿于研究者的能力和水平，书中难免有不足之处，敬请读者不吝赐教。

胡小芳

2018年8月于武汉狮子山

目 录

第 1 章	绪论	1
第 2 章	中国股票市场与房地产市场发展历程	3
2.1	中国股票市场发展进程及政策	3
2.2	中国房地产市场发展进程及政策	11
第 3 章	股票市场与房地产市场关联的理论基础	22
3.1	政府治理理论	22
3.2	经济周期理论	24
3.3	泡沫经济理论	31
3.4	投资组合理论	35
3.5	财富效应理论	39
第 4 章	股票市场与房地产市场关联的传导中介	45
4.1	宏观经济中介	45
4.2	宏观政策中介	53
4.3	资金流动中介	57
4.4	心理预期中介	59
第 5 章	房地产市场与股票市场的间接关联	62
5.1	房地产市场、股票市场与宏观经济之间的关系	62
5.2	房地产市场、股票市场与通货膨胀之间的关系	72
5.3	房地产市场、股票市场与货币供应量之间的关系	75
5.4	房地产市场、股票市场与利率之间的关系	78
5.5	房地产市场、股票市场与汇率之间的关系	80
5.6	宏观经济变量对房地产价格、股票价格影响的实证研究	85
第 6 章	房地产市场与股票市场的资金关联	90
6.1	房地产市场、股票市场与银行贷款	90
6.2	房地产价格与股票价格对消费的影响	104
6.3	房地产价格与股票价格对投资的影响	109
第 7 章	房地产市场与股票市场的价格关联	119
7.1	房地产价格与股票价格的互动机理	119

7.2	我国房地产价格与股票价格关联的实证分析	120
7.3	美国房地产价格与股票价格的关联性	127
第 8 章	房地产市场与股票市场关联下的政府治理	134
8.1	政府治理的作用	135
8.2	政府治理中存在的问题	136
8.3	政府治理的建议和对策	138
参考文献		140

第1章 绪 论

房地产市场和股票市场是国民经济中风险积聚的重要载体。国外的历次经验显示,房地产市场和股票市场的剧烈震荡之间存在着关联性,并且这种关联达到一定程度时就会加速泡沫的破灭,对国民经济造成严重影响,甚至导致国民经济走向衰退。开始于1990年的日本股票市场崩盘和开始于1991年的日本房地产市场泡沫破裂,直接导致日本长达十多年的经济衰退,给日本经济带来的重创至今难以恢复。1997年爆发的亚洲金融危机,是投机性金融活动引起的信用扩张和房地产泡沫共同导致股票市场下跌所引起的。2008年,由美国次贷危机引发的金融危机波及全球,其罪魁祸首是房地产泡沫,并导致股票市场大幅下跌。这些事件对于认识我国股票市场与房地产市场之间的关系有着重要的借鉴意义。

1998年,国务院发布了《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》,宣布停止住房实物分配,逐步实行住房分配货币化。这一制度明确了住房体制改革的市场化方向,极大地促进了房地产市场的发展。房地产业逐渐成为国民经济的支柱产业。房地产开发企业投资额由1998年的3614.20亿元增长到2016年的102 580.60亿元。在此期间出现了三次较快增长,即2004年房地产开发企业商品房平均销售价格同比上涨17.76%,2007年同比上涨15.38%,以及2009年同比上涨23.18%。其中,2007年下半年受美国金融危机的影响,我国房地产市场低迷,房地产价格回落。2008年,房地产开发企业商品房平均销售价格同比下降2.19%,到2009年下半年房地产市场才逐渐回暖。

与房地产业的启动几乎同步,1998年,我国颁布了《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》),股票市场逐渐步入正轨。2005年,经过股权分置改革后,上证综合指数从2005年的998.23点攀升到2007年10月的6124.04点的历史最高点,此后,受美国金融危机的影响,上证综合指数出现腰斩式暴跌。2008年,在国务院颁布扩大内需、促进经济增长的十项措施及确定应对金融危机的一揽子计划后,受市场良好预期的影响,上证综合指数逐渐回升。

我国房地产价格和股票价格的变化显现出一定的关联性。2001~2005年,我国股票价格不断下跌,而房地产价格却不断上涨,两者呈现跷跷板式的关系。这是因为资金从股票市场流向了房地产市场。2005年后,股票价格与房地产价格两者相互递进,呈现同向发展趋势。这是因为经济的良好预期导致了股票价格的上涨,股票价格的上涨为开发商提供源源不断的融资资金,同时股票价格上涨的财

富效应促进房地产市场的消费需求增加，从而推动房地产价格上涨，而房地产价格上涨的财富效应反过来又刺激股票价格不断上涨；当股票价格下跌之后，开发商融资困难，同时股票市场的财富效应严重弱化，房地产消费需求减少，并且股票市场的投资者基本被套牢，资金无法进入房地产市场，使房地产投资减少。

近年来，随着我国经济的发展，股票市场和房地产市场规模不断扩大，两个市场之间的联系越来越密切，两者之间的关联性对国民经济的影响越来越重要，因此，股票市场与房地产市场成为我国政府治理的焦点。中共十八届三中全会提出全面深化改革的总目标，即完善和发展中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化的总目标。改革开放以来，我国的市场经济体制基本确立，综合国力不断加强。政府治理国家的理念、方式及制度如何与时俱进的问题成为我国经济和社会可持续发展的关键问题。1998年以后，中国房地产市场和股票市场基本确立，其在国民经济中的作用日益显现，保证房地产市场和股票市场健康稳定发展成为我国政府治理的重要内容。本书研究的房地产市场与股票市场的关联性将成为我国政府治理的依据，有利于政府确定合适的调控手段、调控力度和调控方向。

第2章 中国股票市场与房地产市场发展历程

2.1 中国股票市场发展进程及政策

2.1.1 中国股票市场的发展进程

19世纪中后期,李鸿章等倡导的“洋务运动”推动了中国股票市场及股份制度的发展。1872年,李鸿章在上海创办了轮船招商局,中国历史上出现真正意义上的股票凭证。到20世纪上半叶,随着民族资产阶级的兴起和发展,股份制企业数量不断增加,上海成为股票交易的中心。抗日战争时期,上海已有多家证券交易所。抗日战争胜利后,国民党于1946年5月发布命令,重建上海证券交易所,1946年9月上海证券交易所开业。1949年5月,上海解放,同年6月,上海证券交易所关闭。自此,在中国长达几十年的计划经济时期,从国家的经济到基本生活必需品全都纳入“计划”管理,依靠自由交易的股票失去了生存空间。

中华人民共和国的股票市场始于20世纪80年代初期。1983年,中华人民共和国第一家股份制企业“深圳宝安县联合投资公司”成立。1984年,上海飞乐音响股份有限公司公开发行股票,拉开了中华人民共和国股票公开发行的序幕。1988年,我国建立国债流通市场及80年代中后期开始柜台交易,标志着中华人民共和国证券流通市场开始形成。1987年9月,深圳经济特区证券公司成立,并成为中华人民共和国第一家证券公司。1990年底,经国务院同意,成立了上海证券交易所和深圳证券交易所,极大地推动了中华人民共和国股票市场的发展。

中华人民共和国股票市场的发展历史可以大致分为起步阶段、初始阶段、探索发展阶段、逐步规范发展阶段和逐渐成熟发展阶段。1983~1989年是起步阶段,中华人民共和国股票市场刚刚开始发展,规模小、品种少、范围窄;1990~1992年是初始阶段,在经济体制转轨和股份制改造实践的基础上引入了证券市场;1993~1998年是探索发展阶段,以邓小平南方谈话中大胆实践的思想为指导,抛开意识形态争论,动员各方积极建设股票市场,推动中国股票市场快速发展;1999~2004年是逐步规范发展阶段,以《证券法》为核心的证券法律、法规体系初步形成,股票市场由早期的粗放型扩张向规范型发展转变,各种深层次矛盾和问题亦随着股票市场改革的不断深化而逐渐显现出来(李至斌和刘健,2004)。2005年至今是逐渐成熟发展阶段。中国股票市场2000年以后的发展概况如表2-1所示。

表 2-1 中国股票市场发展概况

年份	股票市价总值/亿元	股票流通市值/亿元	境内上市公司数/家	股票筹资额合计/亿元	股票成交额/亿元
2000	48 091	16 088	1 088	2 103	60 827
2001	43 522	14 463	1 160	1 252	38 305
2002	38 329	12 485	1 224	962	27 990
2003	42 458	13 179	1 287	1 358	32 115
2004	37 056	11 689	1 377	1 511	42 334
2005	32 430	10 631	1 381	1 883	31 665
2006	89 404	25 004	1 434	5 594	90 469
2007	327 140	93 064	1 550	8 680	460 556
2008	121 366	45 214	1 625	3 852	267 113
2009	243 939	151 259	1 718	6 125	535 987
2010	265 423	193 110	2 063	11 972	545 634
2011	214 758	164 921	2 342	5 814	421 645
2012	230 358	181 658	2 494	4 134	314 667
2013	239 077	199 580	2 489	3 869	468 729
2014	372 547	315 624	2 613	7 087	742 385
2015	531 463	417 881	2 827	10 975	2 550 541
2016	507 686	393 402	3 052	20 484	1 273 845

资料来源：中经网统计数据库

1. 起步阶段（1983～1989 年）

1983～1989 年，中华人民共和国股票市场刚刚起步，规模小、品种少、范围窄，但标志着中华人民共和国股票市场迈出了第一步。

（1）发行股票。1983 年，深圳宝安县联合投资公司在深圳首次公开发行股票；1984 年 7 月，北京市天桥百货商场改制为北京天桥百货股份有限公司，并发行 3 年期股票。1984 年 11 月，上海飞乐电声总厂创办上海飞乐音响股份有限公司，并部分公开发行不偿还本金股票；1985 年 1 月，上海延中实业股份有限公司股票全部向社会公开发行。同时，全国其他城市（如沈阳、武汉等）也出现了一些较规范的公开招股的股份制企业。这一时期发行的股票具有债券的特点，其中大部分股票回报率高于银行利率，有固定期限，能到期还款。这表明股票作为金融工具进入传统的计划经济体系时，其作用主要是作为一种筹资手段，而不具备其他功能。据有关统计资料估计，这一时期全国企业通过发行债

券募集资金达 100 亿元。

(2) 柜台交易。1986 年 9 月, 中国工商银行上海市分行信托投资公司静安分公司成立证券营业部, 办理股票等证券交易业务, 至 1986 年底证券成交额约 68.5 亿元。随后, 沈阳、广州、重庆、丹东、宁波等地也相继出现了证券转让市场。柜台交易的出现解决了股票的流动性问题, 有利于培养公众的金融意识, 也为中国股票市场发展奠定了基础。

(3) 市场中介。20 世纪 80 年代初, 金融系统恢复办理信托业务并逐步发展。截止到 1986 年, 全国约有 100 家信托投资公司。1986 年《中华人民共和国银行管理暂行条例》规定, 信托投资公司可以代理企业发行证券, 一些银行和信托投资公司开始从事证券发行与转让业务, 从事这些业务的专营柜台网点这时也开始出现。(郝继伦, 2000)

2. 初始阶段 (1990~1992 年)

20 世纪 80 年代, 随着中国经济体制改革的深入, 资金成为企业发展的瓶颈, 如何开辟新的筹资渠道及转换企业经营机制成为改革重点。发展证券市场成为一种新思路, 受到政府的关注。1990 年 11 月 26 日, 中国人民银行批准上海证券交易所成立, 这是中华人民共和国成立的第一家证券交易所, 并于同年 12 月 19 日正式开业。1990 年 12 月 1 日, 深圳证券交易所试营业, 1991 年 7 月 3 日正式开业。

在股票市场建立之初, 上市挂牌的股票数量和市场规模非常有限。截至 1992 年底, 上海证券交易所上市证券数量仅为 73 种, 其中, 38 种上市股票, 4 种国债, 11 种金融债券, 20 种企业债券, 上市总额为 130.51 亿元, 市价总值为 646.75 亿元, 登记在册的投资者约为 130 万人。

在 1992 年 10 月国务院证券委员会和中国证券监督管理委员会 (以下简称证监会) 成立之前, 主要以国家经济体制改革委员会和中国人民银行为主监管证券市场, 并没有集中统一的监管机构; 国务院各部委发布的部门规章组成证券市场的规范性文件, 这些部门规章集中规范股份制试点企业的运行和国有资产的管理。

1992 年 8 月, 当深圳发售新股认购抽签表时, 由于投资者抢购抽签表而出现局面失控, 反映出证券市场管理权力分散、管理薄弱等诸多问题。1992 年 10 月, 国务院宣布成立国务院证券委员会, 其负责对证券市场的宏观管理, 制定证券市场发展的有关法规和政策; 成立证监会作为国务院证券委员会的执行机构, 负责建立和健全证券市场的监管工作制度。

这个阶段股票市场的特点是: ①讨论姓“资”、姓“社”的问题, 边争论边试点; ②股票市场只是区域性市场; ③股票市场规模小, 对经济运行影响较小; ④由于法制建设和监管体制落后, 市场出现多次大起大落。

3. 探索发展阶段（1993～1998 年）

1992 年，邓小平南方谈话消除了股票市场姓“资”、姓“社”的争论。此后，中国政府下定决心推进企业股份制改革，更加明确政策方向。1993 年 11 月，中国共产党第十四届三中全会通过《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，决定指出“规范股票的发行和上市，并逐步扩大规模”，不再将证券市场孤立起来，而是让其融入整个经济改革和开放的大潮中。上市公司不再仅是中小企业，国有大中型企业也可以利用新兴证券市场筹集资本，从而转变机制。1993 年 4 月，国务院发布了《股票发行与交易管理暂行条例》，1994 年 7 月，《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）实施，1998 年底，《证券法》通过并于 1999 年 7 月 1 日正式实施，这些条例和法律是事关证券市场发展大局的根本大法，是证券市场规范化的法律依据，为证券市场正常运行奠定了基础。

受政策法规规范化的积极影响，这一时期，中国股票市场的扩张十分迅速，股票发行规模和市场交易量都比前一阶段有了大幅增长。截至 1998 年底，国内上市公司已达 851 家，股票市价总值为 19 505.64 亿元，股票流通市值为 5745.59 亿元，投资者开户数为 3911.13 万户，1996～1998 年连续三年股票成交金额超过 2 万亿元。然而，在这期间股票指数的波动较大。以上海证券人民币普通股票（以下简称 A 股）指数为例，1993 年最高点为 1641 点，最低点为 765 点，相差近 900 点；1994 年最高点为 1093 点，最低点为 321 点，相差 700 多点；1996 年最高点为 1314 点，最低点为 527 点，相差近 800 点。股票价格的大幅波动反映出我国股票市场的发展还很不完善，股票市场的规模相对较小，投机行为较为普遍。

此阶段，股票市场监管体制也发生了巨大变化。1992 年，证监会成立，监管体制上分为两个层次，即中央和地方，但这一体制的弊端逐渐显露出来。1997 年 8 月，国务院首先决定将上海证券交易所和深圳证券交易所划归证监会统一管理；1998 年决定将原属于中国人民银行和国务院证券委员会的证券监管职责全部移交给证监会，取消国务院证券委员会；同时，将各地政府的证券管理办公室划归证监会，作为证监会地方派出机构。至此，集中统一的证券监管体制最终形成，解决了证券市场职能混乱的多头管理问题。

这个阶段的股票市场有以下特点：①股票市场的功能不断完善；②股票市场由区域性市场转变为统一的全国市场；③法制建设步伐加快。国家先后颁布实施了《股票发行与交易管理暂行条例》、《公司法》和《证券法》，证监会制定并实施有关上市公司信息披露规则、上市规则、交易规则与证券发行规则等证券市场运行规则及保护投资者合法权益等诸多方面的部门规章和规范性文件，证券市场的法律制度日渐完善。（李至斌和刘健，2004）

4. 逐步规范发展阶段（1999～2004 年）

《证券法》颁布实施后，监管层根据证券市场的发展趋势，提出“切实保护投资者合法利益”“完善上市公司治理，提高上市公司质量”“大力发展机构投资者”等一系列发展思路，为证券市场发展指明了方向，标志着证券市场进入了新一轮的发展阶段。这一阶段，股票市场在发展中的一些深层次矛盾和问题不断暴露出来，股票市场面临着更大的挑战。

在这期间，股票市场发生了许多新的变化：①股票发行体制经历了重大改革。《证券法》实施前，中国对股票发行的管理采取审批制，对股票发行规模实行额度分配制度。《证券法》规定，股票发行制度实行核准制，国务院证券监管机构设发行审核委员会，依法审核股票发行申请。②大力发展机构投资者，改善股票市场的投资者结构。投资者机构化是全球化趋势，而我国投资者中个人投资者占较大比例。在此阶段，证券投资基金取得突飞猛进的发展，社会保障基金和保险基金投资证券市场的比例也逐步提高，机构投资者占市场总交易量的比例已经超过 10%。③证券市场和证券服务业开放取得重大突破。④设计和实施一些涉及股票市场的基础建设。完善信息披露制度，引进独立董事，改善上市公司治理结构；建立多层次市场体系，积极准备推出创业板市场（中小企业板市场），以满足不同规模企业的融资需要；设计合理的股份全流通方案，促进国有经济布局的战略性调整；等等。⑤保护投资者合法权益。监管部门多次强调要保护投资者，特别是大多数中小投资者的合法权益，并对违规行为进行调查处理。（李至斌和刘健，2004）

5. 逐渐成熟发展阶段（2005 年至今）

2005 年 4 月 29 日，经国务院批准，证监会颁布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，从此拉开中国证券市场解决上市公司“同股不同权，同股不同价”制度性缺陷的大幕。上证综合指数从 2005 年 1000 点左右的低谷攀升到历史新高，达到 6124.04 点，但在之后又出现暴跌。2008 年 10 月底，上证综合指数最低达到 1664.93 点。2008 年 11 月初，国务院决定进一步实施扩大内需、促进经济增长的十项措施及确定应对金融危机的一揽子计划，受市场良好预期的影响，上证综合指数有所上升。这一轮股票市场的发展，将引导中国股票市场逐渐完善并走向成熟。从表 2-2 中可以看出，2005～2007 年沪深股票总市值迅速增长。

表 2-2 沪深股票总市值

时间	沪深股票总市值增长
2005 年 7 月 28 日	沪深股票总市值触底反弹，突破 3 万亿元
2006 年 10 月 27 日	沪深股票总市值突破 6 万亿元

续表

时间	沪深股票总市值增长
2007 年 1 月 10 日	沪深股票总市值突破了 10 万亿元大关, 约占国内生产总值 (gross domestic product, GDP) 的 50%
2007 年 4 月 24 日	沪深股票总市值突破 15 万亿元
2007 年 8 月 3 日	沪深股票总市值超过 20 万亿元, 达到 20.36 万亿元
2007 年 8 月 9 日	沪深股票总市值突破 21 万亿元大关, 首次超越国内生产总值
2007 年 12 月 28 日	沪深股票总市值达 32.71 万亿元

2.1.2 中国股票市场的波动状况

宏观上, 股票市场是国民经济的晴雨表, 其走势可以反映国民经济形势, 其股票价格波动是国民经济波动的缩影; 微观上, 股票价格走势反映公司的经营状况、经营效益及治理结构。随着股票市场的产生和发展, 人们从未停止对股票价格波动的研究, 投资者试图通过分析股票价格波动规律而控制股票市场, 政府试图了解股票价格波动而制定合理的政策(彭露森, 2006)。表 2-3 中显示了 2000~2015 年上证综合指数和深证综合指数的数据。图 2-1 显示了上证综合指数和深证综合指数的变化趋势图。

表 2-3 2000~2015 年上证综合指数和深证综合指数

年份	上证最高 综合指数	上证最低 综合指数	上证综合指数	深证最高 综合指数	深证最低 综合指数	深证综合指数
2000	2125.72	1361.21	2073.48	654.37	414.69	635.73
2001	2245.44	1514.86	1645.97	664.85	439.36	475.94
2002	1748.89	1339.20	1357.65	512.38	371.79	388.76
2003	1649.60	1307.40	1497.04	449.42	350.74	378.63
2004	1783.01	1259.43	1266.50	470.55	315.17	315.81
2005	1328.53	998.23	1161.06	333.28	237.18	278.75
2006	2698.90	1161.91	2675.47	552.93	278.99	550.59
2007	6124.04	2541.52	5261.56	1567.74	547.89	1447.02
2008	5522.78	1664.93	1820.81	1584.40	452.33	553.30
2009	3478.01	1844.09	3277.14	1240.64	557.69	1201.34
2010	3306.75	2319.74	2808.08	1412.64	890.24	1290.86
2011	3067.46	2134.02	2199.42	1316.19	828.83	866.65
2012	2478.38	1949.46	2269.13	1020.29	724.97	881.17
2013	2444.80	1849.65	2115.98	1106.27	815.89	1057.67