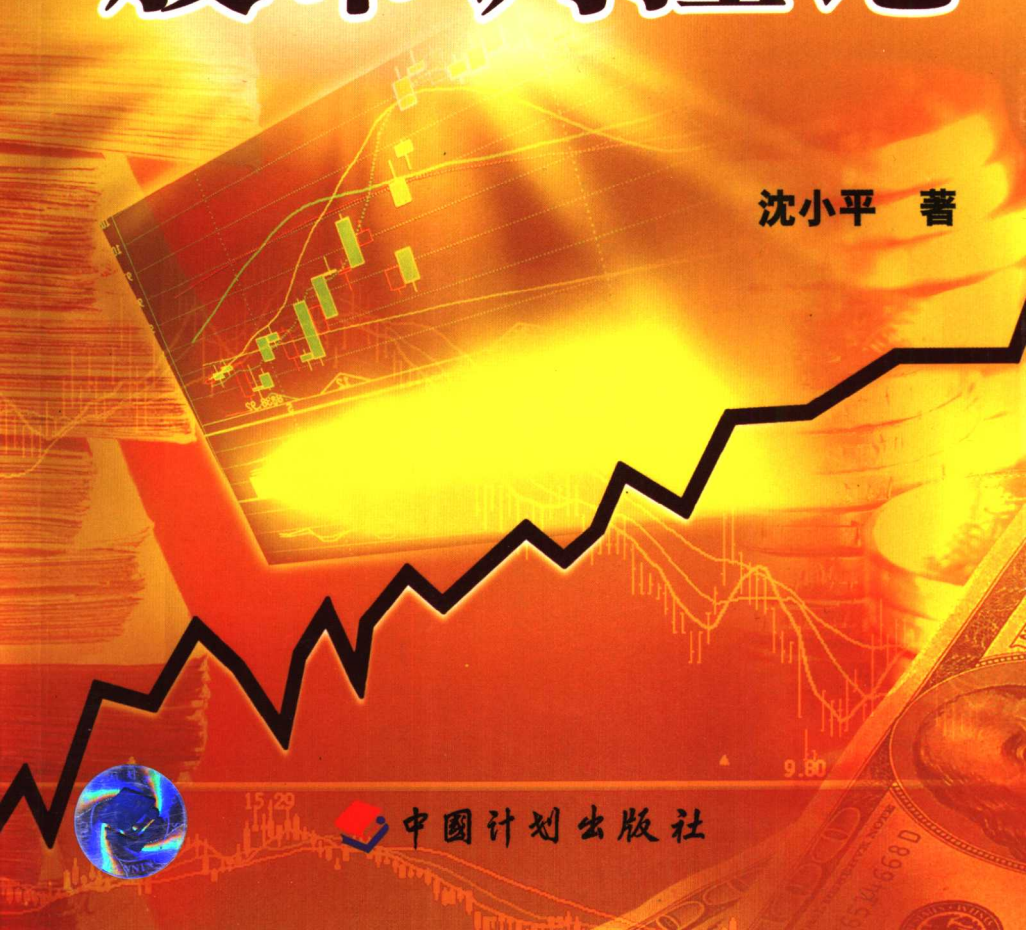


GUSHI
TIAO KONG LUN

股市调控论

沈小平 著



15.29

9.80



中国计划出版社

GUSHI

TIYONGGULUN

股市调控论

张宇平 著



中国财政经济出版社

股市调控论



沈小平 著

中国计划出版社

图书在版编目 (C I P) 数据

股市调控论 / 沈小平著. — 北京: 中国计划出版社,
2006. 8

ISBN 7-80177-543-0

I. 股... II. 沈... III. 股票-资本市场-管理-
研究-中国 IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 075940 号

股 市 调 控 论

沈小平 著

☆

中国计划出版社出版

(地址: 北京市西城区木樨地北里甲 11 号国宏大厦 C 座 4 层)

(邮政编码: 100038 电话: 63906433 63906381)

新华书店北京发行所发行

廊坊市博远印务有限公司印刷

850 × 1168 毫米 1/32 7.625 印张 196 千字

2006 年 8 月第一版 2006 年 8 月第一次印刷

印数 1—2000 册

☆

ISBN 7-80177-543-0/F·128

定价: 15.00 元



沈小平，1962年7月生于湖南。现任职招商证券股份有限公司。经济学博士、高级经济师、注册会计师、注册证券分析师。分别在湖南财经学院（现湖南大学）、财政部财政科学研究所和中央财经大学获得经济学学士、硕士和博士学位。曾先后担任株洲冶金学院教师，北京市财政局预算处副处长，北京市财政局所属境外财政投融资公司董事总经理，北京证券有限责任公司总裁办公室主任、董事长办公室主任、研发中心副总经理。现已在《经济学动态》、《财政研究》、《宏观经济管理》、《人民日报》、《中国经济时报》、《中国证券报》等核心期刊发表论文40多篇，参加编写专著8本。

内 容 提 要

十多年来,中国股市在走向市场化、国际化、规范化路径的认识上,无论是理论界还是实际工作部门都存在较大分歧,特别是2001年以来争论更加激烈,至今未息。中国股市未来发展路径选择是从国际规则出发,加快推行国际化、市场化和规范化,以西方一些成熟国家股市运行规则规范中国股市,还是坚持渐进式的发展策略,从国情出发、建立既符合国际规则,又有中国特色的股市运行机制和调控模式,是关系到中国股市稳定、健康发展的重大问题。本书以中国政府与股市的关系为研究对象,对中国股市失灵迷团进行解析,并提出了完善中国股市宏观调控的政策构想。

全书共分6章。主要研究解决什么是股市宏观调控?为什么要对股市进行宏观调控?国际上有关国家(地区)怎样进行股市宏观调控?股市宏观调控模式有哪些?政府和股市之间的最优边界究竟在哪里?中国股市宏观调控的效应如何?如何优化股市政策、提高中国股市政策的有效性,实现中国股市稳定、健康发展等问题。

第一章对国内外有关股市宏观调控的理论进行了系统、全面的文献回顾和评论。由于股市及其所交易产品的虚拟性、独立性、敏感性、复杂性和特殊性,因此不能沿袭对实体经济宏观调控的研究思路。本书借鉴前人研究成果和研究方法,并着眼于从政府和股市的关系这一特殊领域进行专门研究,力图在完善中国

股市宏观调控理论体系方面取得新的研究进展。

第二章研究分析了股市宏观调控理论。提出了股市宏观调控的基本概念及为什么要进行股市宏观调控的理论依据,回顾了股票资产定价的理论模型和研究进展,分析了股票资产价格形成的特殊性 & 政府调控股市的切入点,从理论上探索了政府和股市的最优边界,以及中国新兴加转轨阶段政府和股市的特殊边界。

第三章对国际股市宏观调控模式进行了比较研究。本书将其归纳为三种模式:市场自由调控模式、政府适度干预模式和政府垄断管制模式。运用均衡分析方法对每种模式下的股市运行轨迹进行了理论分析,搜集了国际上一些国家和地区政府调控股市的主要案例并进行了归纳整理和提炼。

第四章提出了中国股市双向替代失灵谜团问题,并分析了这种谜团产生的根本原因在于对中国股市理论认识上的偏差和股市双轨制导致的股市政策失灵。

第五章对中国股市宏观调控效应进行了实证分析。重点运用事件分析方法对中国股市政策效应进行了实证分析,实证分析结果表明,2001年以来,中国股市政策效应表现为股市对利好政策反应不足,对利空政策反映过度。这反映出中国股市运行基础和环境发生了重大变化。

第六章为完善中国股市宏观调控的政策构想。主要针对中国股市宏观调控中的现实问题提出了实行积极的股市政策、优化股市政策资源配置、运用第四层次的股市宏观调控推动股权分置改革、加快证券监管创新、加快股市政策转型、完善股市宏观调控的微观基础、优化股市宏观调控的市场结构、积极稳妥地推进资本市场对外开放等方面的政策建议。

全书以完善中国股市宏观调控为主线,从多方面、多视角对股市宏观调控进行了理论探索和实证分析,初步形成了中国股市宏观调控的理论和政策框架。

本书的创新点在于:

1. 对股市宏观调控有关理论概念进行了探讨

(1) 对行政化的政策市和市场化的政策市进行了理论区分。行政化的政策市和市场化的政策市是两种不同的市场。必须将行政化的政策市转向市场化的政策市。市场化的政策市不但不违背市场经济规律,而且更好地遵循了市场经济规律。

(2) 对股市宏观调控层次进行了新的界定。本书提出了股市宏观调控分为市场机制自我调控,政府通过货币政策、财政政策和股市政策对股市的直接调控,政府通过调控股市形成财富效应、托宾 Q 值效应从而调控宏观经济,政府通过必要的干预以确保股价总水平稳定在一定的水平上,从而实现国家经济体制改革和股市制度创新目标四个层次。提出当前政府有必要重点实施第四层次的股市宏观调控,有效解决 A 股流通股股东持股成本过高的问题。

(3) 对股市宏观调控机制和模式进行了对比分析。本书将目前国际上股市宏观调控模式区分为市场自由调控模式、政府适度干预模式和封闭垄断管制模式,提出了在市场自由调控模式下货币政策和财政政策基本覆盖了股市政策,重点是建立股市危机处理机制;在政府适度干预模式下则是综合利用货币政策、财政政策和股市政策,重点是建立股市监管机制;而在封闭垄断管制模式下则在利用货币政策和财政政策间接干预股市的同时,注重利用股市政策直接干预股市,重点是建立股市稳定机制等观点并进行了论证。

2. 对政府和股市的最优边界进行了理论界定

政府与股市是市场经济中必不可少的要素,关键是要把握好两者之间的合理边界。根据边际分析方法,本书提出了政府替代成本最小和替代效益最大时,即边际替代成本等于边际替代效益时,政府和市场的边界为最佳边界的理论观点,并对中国新兴加

转轨阶段下政府与股市的特殊边界进行了分析。

3. 对中国股市重大政策事件效应进行了实证分析并得出了独到的结论

本书采用事件研究的实证分析方法系统研究了中国股市十多年来的政策效应。还对中国股市 2001 年以后利好政策效应减弱的原因进行了深入分析。

4. 提出了中国股市双向替代失灵和股市双轨制的概念并进行了理论解析

本书首次提出了中国股市双向失灵谜团的概念和股市双轨制的理论概念，并论证了中国股市失灵的根源，提出了实行积极的股市政策、加快证券监管创新、优化股市政策资源配置、实现股市政策的“五个统一”、实现中国股市政策转型等方面的政策构想。

序 言

政府与市场的关系问题是我国股市运行中一个十分关键的问题，对于这个问题的认识目前无论是业界还是学界仁者见仁，智者见智。特别是对我国股市要不要调控，如何调控等，争议更大，争论的焦点在于在一个新兴加转轨的市场条件下，政府和市场的最优边界究竟在哪里？《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》（下称“国九条”）发布后，人们对大力发展我国资本市场的重要性的认识产生了一个新的飞跃。近年来有的舆论反复强调政府对股市的引导、推动和促进作用，但也有一些舆论认为股市在中国经济发展中起不了多大作用，强调“股市只能监管，不能调控”，并认为国务院发布“国九条”促进资本市场发展本身就是搞“政策市”。因此，深入研究新兴加转轨阶段我国政府和股市的关系，澄清当前对于政府和股市关系的一些模糊认识，认清政府在我国股市发展过程中的定位和作用，找准政府作用和市场机制的结合点，对于认真贯彻落实“国九条”，推进我国股市改革开放和稳定发展也具有重要的现实意义。

（一）

目前，关于我国实体经济宏观调控的研究成果很多，形成了较为系统的理论，但由于股市及其所交易产品的虚拟性、独立性、敏感性、复杂性和特殊性，使得股市失灵的原因及其调控方

法和手段都有别于普通的商品市场，因此，对股市宏观调控的研究应有别于对实体经济宏观调控的研究。但目前对于股市宏观调控的研究大多仍沿袭实体经济调控的研究思路，很多研究也都局限于政府应不应该救市、托市的争论上面，有的甚至简单认为股市宏观调控就是政府对股市涨跌和波动的干预和控制，没有针对中国股市的特殊性，把股市宏观调控置于国民经济调控的整体框架中，形成较为系统的股市宏观调控的理论研究成果，以对股市宏观调控进行全面系统论述的专著更为少见。

近几年来，沈小平同志结合自己的研究方向和证券工作实践，借鉴前人研究成果和研究方法，并着眼于从政府和股市的有效边界这一特殊领域进行专门探讨，围绕股市宏观调控问题进行了多方面的研究，并在国内重要报刊上发表了20多篇有见地的论文。在此基础上，写成了《股市调控论》这部专著。我感觉本书有以下几个突出特点：

一是选题具有前沿性和开创性。本书提出了股市宏观调控分为市场机制自我调控；政府通过“看得见的手”对股市的异常波动和非理性行为进行政策调控；政府通过调控股市形成财富效应、托宾Q值效应等从而调控宏观经济；政府通过必要的干预以确保股价总指数稳定在一定的水平上，从而促动国家经济体制改革和股市制度创新四个层次。提出股市宏观调控的第一层次是基础性的调控，第二层次是政府对股市最直接的调控，第三层次是国家宏观调控传导机制的重要组成部分，第四层次则是由我国股市的特殊性所决定的，是一种更高层次的调控，在当前我国股权分置改革的关键时期，也是最具重要意义的宏观调控这一理论观点。

本书还将目前国际上股市宏观调控模式区分为市场自由调控模式、政府适度干预模式和封闭垄断管制模式，提出了在市场自由调控模式下货币政策和财政政策基本覆盖了股市政策，重点是

建立股市危机处理机制；在政府适度干预模式下则是综合利用货币政策、财政政策和股市政策，重点是建立股市监管机制；而在封闭垄断管制模式下则在利用货币政策和财政政策间接干预股市的同时，注重利用股市政策直接干预股市，重点是建立股市稳定机制等观点并进行了论证。

本书对股市监督管理和股市宏观调控、股市政策和货币财政政策、股市宏观调控机制和股市宏观调控层次等一些理论概念进行了科学的区分，书中提出的“市场化的政策市”、“股市双轨制”、“股市双向替代失灵论”、“股市宏观调控模式论”、“股市宏观调控层次论”、“股改纳什均衡论”等理论观点尽管有进一步商榷的余地，但具有创新性。特别是本书将理论分析和解决我国股市的热点、焦点问题密切结合起来，比较全面系统地论述了政府和股市的最优边界以及我国股市新兴加转轨阶段的特殊边界。这对于开阔我国股市宏观调控的视野，建立我国股市宏观调控体系提供了一个新的理论思路。

二是本书较好地做到了理论和实际的有机结合，西方股市宏观调控模式和我国具体国情的有机结合，规范分析和实证研究的有机结合，学术研究和政策研究的有机结合，吸收前人研究成果和提出本人独立见解的有机结合，在一定程度上切中了我国股市的现实问题。政府与股市是现代市场经济中必不可少的要素，关键是要把握好两者之间的合理边界。本书提出了政府替代成本最小和替代效益最大时，即边际替代成本等于边际替代效益时，政府和市场的边界为最佳边界的理论观点，提出了我国政府与股市的最优边界点与成熟国家相比具有较大的差异，我国除了要充分利西方国家常用的货币政策和财政政策外，在新兴加转轨这一特殊阶段更要注意充分发挥股市政策对于经济体制改革和经济结构调整的独特作用，这为管理部门决策提供了有益的参考。

三是本书主题突出，资料翔实，论据充分，具有较强的逻辑

性和思辨性。全书以完善我国股市宏观调控为主线，综合了国内外关于股市宏观调控的不同观点以及相关领域的最新研究成果，通过例举有关国家和地区政府干预股市的典型事例和建立理论模型，对比分析了国际上不同的股市宏观调控模式，选取了大量市场最新数据和第一手材料，运用均衡分析方法和“事件分析法”等现代研究方法进行分析检验，较为系统地论证了“股市双轨制”、“股市双向替代失灵谜团”、“2001年以后股市政策效应减弱”等实证分析观点，提出了在股权分置改革的关键时期，政府必须重点实施第四层次的股市宏观调控，有效解决A股流通股股东持股成本过高的问题，确保股市稳中有升，为股权分置改革保驾护航，从而实现我国资本市场根本转折的观点。这些分析论证具有较强的说服力。

(二)

沈小平同志在《股市调控论》中通过对各种学派观点的总结归纳和分析比较，从理论上对股市宏观调控的必要性进行了充分的论证。这里需要特别强调的是，在我国资本市场新兴加转轨阶段，加强和完善股市宏观调控具有更为重要的意义：

1. 大力发展我国资本市场需要加强和完善股市宏观调控

大力发展资本市场是党中央、国务院做出的一项重大战略决策。党的十六大提出，要“推动资本市场的改革开放和稳定发展”；十六届三中全会进一步要求“大力发展资本和其他要素市场”；“国九条”全面、系统地阐述了发展资本市场的指导思想、主要任务和政策措施；十六届五中全会在《关于制定国民经济和社会发展的第十一个五年规划的建议》中又明确指出，要“积极发展股票、债券等资本市场，加强基础性制度建设，建立多层次市场体系，完善市场功能，提高直接融资比重”。为什么中央

多次强调“大力”、“积极”发展资本市场？笔者理解，这主要出于以下考虑：

首先，这是深化企业改革、加快经济转型的需要。资本市场不仅带来的是资本本身，同时，还将引起一场产权变革。通过发展资本市场，一方面可以利用市场增量资金，充实企业资本金，另一方面，通过收购、兼并等资产重组方式进行资本运营，可以调整国有资产存量，完善国有企业的产权结构，促进企业转换经营机制，从而深化企业改革，提高经营效率。中央提出的转变经济增长方式，实施科教兴国的战略方针，为我国企业改革和经济转型指明了方向。从经济发达国家经济发展和融资结构变迁的历史来看，产业结构的调整与融资结构的变迁是同步进行的，不同类型的产业需要不同类型的融资模式与之相适应。对于劳动密集型和资源密集型产业，可以通过银行来为其提供资金，对于资本密集型和知识、技术密集型产业，由于其更多地需要股权性和长期性资金，银行的短期性和债务性信贷资金就无法满足其需要。实施经济转型战略，就必须对劳动密集型和资源密集型产业加快进行改革，大力发展资本密集和知识、技术密集型产业。为适应这种需要，就必须加快发展我国资本市场，并使其功能进一步拓展与深化，如大力发展风险投资市场和创业板市场等。

其次，这是深化金融改革的需要。当前，我国金融领域存在一系列亟待解决的问题：一是间接融资比重过大，直接融资比重过小，风险过于集中在银行；二是一方面银行存差过大，另一方面中小企业资金短缺；三是金融产品短缺，投资渠道过少，储蓄存款非正常增长；四是货币市场资金积压，资本市场资金短缺；五是国内股市欠发达，大量优质企业海外上市；六是分业经营捆住了金融机构的手脚，货币市场与资本市场难以沟通，不利于与外资金金融机构的竞争。这些问题充分说明，我国金融服务不适应经济发展的需要，金融改革已经大大滞后于经济改革，拖了经济

改革的后腿。这些问题的实质在于资本市场欠发达，因此，大力发展资本市场已成为我国金融改革的突破口。

再次，这是实现我国和平崛起发展战略的需要。目前，我国 GDP 和进出口贸易总额已分别跃居世界第四和第三位，预计再过几年，这两项排名还会提升。然而，与经济地位相比，我国金融业，尤其是资本市场的发展水平却比世界强国相差甚远。经济强国必定是金融强国，自 20 世纪 80 年代以来，各国经济呈现出进一步金融化的发展趋势，经济的发展越来越依赖于金融的发展。金融已经成为一种社会性的战略资源，被提升到全面性、宏观性和战略性的地位。而在金融业的发展中，以资本市场为核心的虚拟经济日益壮大，功能不断拓展，已经在相当程度上动摇了银行在金融体系中的主导地位，2000 年，马来西亚和美国直接融资占总融资的比重分别达到 80.8% 和 78%。积极发展资本市场，在世界各国已经成为一种必然趋势。加入 WTO 以后，随着我国经济的进一步国际化和全球化，国内资本与国际资本之间的较量，即国内外金融领域的竞争将越来越激烈。可以说，提升我国金融业的竞争力，已经关系到我国国民经济的前途，关系到我国和平崛起战略的实施。因此，大力发展金融业，尤其是大力发展以资本市场为主体的金融市场体系不仅具有必要性，而且具有紧迫性。

如果我们认可这种必要性和紧迫性，那么，对于问题和矛盾众多的“新兴加转轨”的资本市场而言，政府保持一个积极的导向就尤其重要了。如果没有政府及时出台有利于资本市场发展的各项政策，扶持资本市场的健康稳定发展，要使我国资本市场在较短的时间内走完西方发达国家上百年的发展道路，从而加快与国际接轨几乎是不可能的。历史证明，当政府发挥其有效作用的时候，我国资本市场的发展就较快较好。1999 年出台的“改革股票发行体制、保险资金入市、逐步解决证券公司合法融资渠

道”等政策，2004年出台的“国九条”，2005年出台的股改政策，都使我国资本市场得到了稳定和健康发展。反之，当片面强调“由市场说了算”时，市场却走了弯路。那种认为政府不应当干预资本市场，只能依靠“看不见的手”自我调控的观点是不能成立的。

2. 消除资本市场本身的缺陷需要加强和完善股市宏观调控

在一个完全成熟的股票市场，由于其供求机制、价格机制和竞争机制的完全自发作用，当其运行处于均衡状态时，它将充分地体现实体经济的发展速度和规模，并且促进经济的良性发展。如美国20世纪90年代长达十年的牛市，一方面反映了美国高科技所带来的新经济的繁荣，另一方面，股市的繁荣又促进了美国实体经济的不断发展，形成了虚拟经济与实体经济增长的良性互动。但当股市的这种自发作用突破社会所能承受的非均衡状态时，其自身的缺陷就显露出来。例如，股市投机过热，导致股价超常膨胀，股市泡沫过多，不能反映实体经济运行的真实状况，或由于市场过度恐慌，导致非理性下跌，引发股市崩盘，这势必造成股市危机，危害实体经济，这一问题，不是仅仅依靠市场这只“看不见的手”就能解决的。如果没有政府的干预，将无法解决它自身所存在的各种矛盾。在西方国家，20世纪30年代前，市场经济处于一种无政府的自发、盲目和自由竞争的状态，直到30年代大危机爆发之后，自由资本主义时代那种市场调节“万能论”的观点及政策主张受到强烈冲击，有关宏观经济调控的各种理论和政策便应运而生，资本主义国家中普遍出现了政府对经济和市场的干预日渐强化的趋向，宏观经济调控成为市场经济正常运行的一个必不可少的有机组成部分。这从9·11事件后美国、日本和西欧一些国家股市的危机中得到了验证。9·11事件后，美国政府面对股市的暴跌表现得尤为急不可待，布什总统亲临华尔街视察讲话，试图恢复投资者的信心，并采用暂停股市

交易、支持商业银行向上市公司提供资金回购本公司股票、多次降息以及实施上千亿美元的财政刺激方案等多种手段调控股市。自从2002年9月初日本股市跌至19年来最低点后，日本政府也采取措施，包括动用邮政储蓄资金、养老金基金购买证券市场投资信托（ETF）的计划。日本央行当年还提供3万多亿日元成立护盘公共基金，以收购银行股票，避免发生金融危机。香港股票市场被世界公认为最自由的市场，但在1997年遭遇金融风暴时，香港政府果断成立上千亿港元的调控基金入市干预，坚决地狙击了世界金融大鳄对香港股票市场的洗劫，从而有效地化解了危机。因此，即使在一个成熟的股票市场除了受供求机制、价格机制和竞争机制的调节外，也离不开政府的调节和控制。

3. 解决我国资本市场特殊矛盾需要加强和完善股市宏观调控

我国资本市场目前正处在新兴加转轨阶段，除了成熟市场所固有的市场缺陷外，还存在新兴的不成熟市场所特有的体制和结构缺陷，突出表现在我国资本市场还是“半流通市、单边市和单一市”。首先，我国资本市场制度不够健全，特别是股市基础制度不够健全。如，上市公司股权分置，市场层次单一，股票市场分割，各类股票相互隔离，同股不同权。我国资本市场的内在结构也存在着明显的制度缺陷。只有现货市场，缺乏期货期权及其他金融衍生品市场，使我国资本市场上只有做多机制而不具备做空机制，不具备期货期权市场中特有的价格发现功能、套期保值功能和风险规避功能，这就大大抵消了资本市场本身所固有的优势。资本市场的基本功能除了筹资功能外，还有资源配置和价值发现功能，三者是相辅相成的。失去了价值发现和资源优化配置的功能，片面强调它的筹资功能，就会把股市变成“圈钱”的场所。其次，政府一度通过行政机制和行政手段，对股票发行、上市和流通进行过多过细的行政干预，股票市场的基本功能从一开始就被定位于为国企筹资。这种“功能错位”造成的直