

微观金融理论前沿丛书 
WEIGUAN JINRONG LILUN QIANYAN CONGSHU

中国股票市场的政策不平衡性效应研究

陆 蓉/著

 中国金融出版社

微观金融理论前沿丛书

中国股票市场的政策 不平衡性效应研究

陆 蓉 著



中国金融出版社

责任编辑：古炳鸿 任黎鸿

责任校对：潘 洁

责任印制：程建国

图书在版编目 (CIP) 数据

中国股票市场的政策不平衡性效应研究 (Zhongguo Gupiao Shichang de Zhengce Bupinghengxing Xiaoying Yanjiu) / 陆蓉著. —北京: 中国金融出版社, 2006. 5

(微观金融理论前沿丛书)

ISBN 7 - 5049 - 3989 - 7

I. 中… II. 陆… III. 股票—资本市场—研究—中国 IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 025463 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京华正印刷有限公司

尺寸 148 毫米×210 毫米

印张 4

字数 86 千

版次 2006 年 5 月第 1 版

印次 2006 年 5 月第 1 次印刷

印数 1—3000

定价 15.00 元

如出现印装错误本社负责调换

作者简介: [REDACTED]

陆蓉, 女, 上海财经大学副教授。先后于1997年、2000年和2002年获得上海财经大学经济学学士、硕士和博士学位, 2004年8月从中山大学博士后流动站和广发证券博士后工作站出站。主要研究方向为金融市场和宏观经济定量研究。在《经济研究》、《经济学动态》、《经济学(季刊)》、《金融研究》等国家级重点刊物上发表学术论文十多篇, 主持国家级、省部级科研项目多项, 出版专著《资本市场的货币政策效应》。

摘 要

中国股票市场具有新兴股票市场的共同特点：股票市场发展状况在很大程度上依赖国家政策的干预。行政性手段对股票市场的作用比企业或市场内在因素的改变对市场的影响更大，政策的变动成为投资者关注、追逐的敏感信息，人们形象地称之为“政策市”。本书详细剖析中国“政策市”产生的根源；研究政策效应的度量方法，对中国股票市场对“好消息”与“坏消息”的不平衡性反应进行实证研究；考察政策对股票市场影响方式的变化，探讨在股票市场发展的新时期，如何看待政策的作用及如何指导投资等问题。本书结构：

第1章，研究产生“政策市”的根源。中国股票市场成长的初始推动力不是来自于企业和投资者的市场自发力量，而是来自于政府的行政力量。作为国家制度安排的结果，股票市场在功能、结构、交易规则以及市场运行的信用基础方面与市场内在规则有着本质的冲突。我国股票市场的“政策市”与上市公司的股权结构有很大关系，政府是上市公司的最大股东，因此政策对股票市场具有非常大的影响力。政府在股票市场中所扮演的监管者和上市公司最大的股东代表的双重角色，使其调控政策变化不定。

第2~5章，对中国股票市场的政策不平衡性效应进行了实证研究。具体是：

第2章,研究政策效应的度量方法。已有的政策效应实证研究中存在一些问题,“异常波动点”法、T检验法等使用的前提都是收益服从正态分布且相互独立;事件研究法中常用的市场模型、常数模型并不能刻画残差的异方差性。本书基于对股票收益分布特性的研究,指出股票收益服从具有四个参数 $[\alpha, \beta, \delta, \gamma]$ 的稳态分布;在此基础上提出体现厚尾分布和时变方差特性的ARCH(自回归条件异方差)及GARCH(广义自回归条件异方差)模型可以用来刻画股票市场的政策效应。

影响股票市场的政策信息又区分为“利好”和“利空”信息,它们对股票市场具有不平衡性的影响,研究这一现象对资产定价、投资组合构造及风险头寸确定都有重要作用。第3章,运用EGARCH模型实证研究中国股票市场对于“好消息”与“坏消息”的不平衡性反应,指出“好消息”对我国股票市场的影响大于“坏消息”的影响,这与国外股票市场的情况正好相反。根据这一结果,本书创建了“信息效应曲线”,具体分析我国股票市场对于“好消息”与“坏消息”不平衡性反应的特征,提出现有交易机制下的股价波动模式;然后从我国“政策市”产生的根源、市场微观结构、投资者构成、投资者心理等角度解释造成我国这种特殊的不平衡性效应的原因,指出进一步研究的方向。

第3章,还揭示了中国股票市场不平衡性信息的表现与国外不同,进一步指出新信息的出现对股票市场的影响应该区分股市所处的位置,这一点正是已有的波动性研究忽视的地方。

第4章,将股票市场波动划分为“牛市”和“熊市”

两个阶段，实证研究我国股票市场在“牛市”和“熊市”阶段对“利好”与“利空”的不平衡性反应的特征。然后，从投资者预期、结构、心理和交易机制等方面解释产生“强市恒强、弱市恒弱”现象的原因。

政策对股票市场影响巨大，特别是在股票市场的高峰和低谷时期，政策的影响是极其重要的，因为它可能改变价格的运行方向，从而使价格产生较大的波动。第5章，采用EGARCH模型，用事件研究的方法度量了股票市场在转折点时期的政策效应。首先对股市的峰值、谷值窗口进行划分，对没有政策影响时的转折点时期的股指收益进行预测，然后将总样本根据研究范围的不同划分为9个子样本，将“牛市”、“熊市”分开，对股市转折点时期的政策效应进行度量和显著性检验。研究发现，政策加强了股指在转折点的波动（使峰值、谷值更加陡峭），并有使峰值提前和谷值推后的作用。

第6章，讨论在股票市场发展的新时期，政策影响力的变化及对投资的指导意义。我国股票市场由于定位、股权结构、投资者结构等诸多不合理而需要政策干预和引导。在经历了多年的发展后，上市公司质量、投资者结构、投资手段等方面都发生了很大的转变，政策对股票市场的影响力和影响方式也发生了很大的变化。政策对股票市场的影响是长期存在的，在新的历史时期，政策调控的手段越来越市场化，投资者素质也有了很大提高。新的盈利模式重在对信息进行深度挖掘，关注政策在不同阶段的效应，结合经济发展的阶段和宏观调控环境采取灵活的投资策略，对投资热点的转换保持高度敏感。

Abstract

In China and other emerging countries, the stock markets are affected greatly by government policy. Administrative measures would have greater influence on markets than factors from industries and companies. News about policy changing will arouse general concern by investors. Such markets are called “policy markets”, which is the phenomenon this paper detects. In this paper, we analyse the reason why China’s stock markets become “policy markets”. Then we empirically study the asymmetry policy effect on stock markets. We also point out the way policy affects stock markets. Finally we discuss how we make investment in the new age in the policy and economic environment.

Part 1 focuses on the reason of “policy markets”. The driving force of China’s stock markets was not the spontaneous trend of the markets or the investors, but the administrative arrangement. So there has always being conflicts between the market rules and the function of the policy markets. “policy markets” have close relation with the property construction of list companies. Government, the biggest holder of list companies surely has great impact on the companies. policy made by the government always conflict with each other, which is caused by the

conflict role the government plays both as an inspector and also as a holder.

Part 2 to part 5 empirically researches the asymmetry policy effects on China's stock markets. Part 2 discusses the method. Present method used in analyzing the policy effect such as "the abnormal fluctuation point" and "T test" etc. are based on the normal and independent distribution of the return; "Market model" and "Constant return model" used in event study can not reflect the "Heterskedasticity" of the residuals. We first study the stable distribution character of stock return. Then we recommend the ARCH and GARCH model to detect the policy effect on stock markets for they reflect the "Time - varying" variance of stock return.

"Good news" and "bad news" have asymmetry effects on stock markets, which is important in asset pricing, portfolio and risk control. In Part 3, we divide policy information into "good news" and "bad news" and investigate the asymmetry effects of them on China's stock markets using Exponential ARCH (EGARCH) models. We find that the effects of good news on China's stock markets are greater than those of bad news, which is different from what behaves in many foreign stock markets. According to the empirical results, we create a "news - return curve" to analyse the characteristics of the asymmetry effects. We then discuss the reason of the special impact from the point of the resources inducing "policy markets", the market micro-structure and the investors' psychology. Finally, we point out

several problems for further research.

Part 3 states that policy may have different effects on stock markets in different stages, which is always neglected in present studies. In part 4, we divide China's stock markets into "bull" and "bear" markets and detect the information effect in different stages. We then discuss the reason of the special impact from the point of investor's expectation and so on.

There is great policy effect on China's stock markets, especially around apex and vale. Policy will change the moving direction of stock market and cause large volatility. Part 5 studies the policy effect within the apex and vale window by event study. We first forecast the stock index return without the policy effect, then divide the sample into 9 subsamples and evaluate the policy effect with significant test. We find that policy may strengthen the fluctuation of stock index at turnovers. Policy may advance the apexes and postpones the vales.

Part 6 discusses the way in which policy affects capital markets has changed in the new age of stock markets. China's stock markets need government intervention and inducement because of their improper orientation and structure of holder and investment. After years of developing, the quality of the listed companies, the investor's structure and the investment technique have being improved. Meanwhile policy effects have also being changed. We should pay close attention to the economic growth and macro temper and change investment strategy accordingly based on careful information mining.

目 录

摘要	1
1 “政策市”的根源	1
1.1 中国股票市场“政策市”的表现	2
1.2 中国股票市场“政策市”产生的原因	5
2 政策效应度量的方法研究	12
2.1 政策效应实证研究中的问题	12
2.2 股票收益分布特性研究	15
2.3 股票收益稳态分布的实证研究结果	18
2.4 股票收益的 ARCH 和 GARCH 模型	20
3 政策信息的不平衡性反应研究	24
3.1 度量不平衡性效应的理论依据	26
3.2 实证研究	30
3.3 中国股票市场对信息的不平衡性反应特征 及解释	35
3.4 进一步研究的方向	43
4 “牛市”和“熊市”对信息的不平衡性反应研究	46
4.1 样本的选取	47
4.2 实证研究	50
4.3 结论及原因分析	52

5 股票市场转折点时期政策效应的度量	56
5.1 股票市场转折点时期的政策回顾	57
5.2 没有政策影响时股指收益的预测	59
5.3 政策效应的度量	64
5.4 结论	74
6 政策在股票市场中的作用	76
6.1 股票市场不成熟需要政策的干预	76
6.2 政策对股票市场的影响正在发生变化	81
6.3 正确认识政策对股票市场的影响,把握 投资机会	93
参考文献	107
后记	116

1

“政策市”的根源

股票市场是一个庞大、复杂、交易主体众多的市场，影响其价格的因素也是多种多样的：既有股票市场外部影响证券价格的经济、政治等宏观因素；也有公司外部经营环境以及内部经营管理变化而造成公司盈利状况的变动，进而引起证券价格变动的微观因素；还有技术、消息、供求、心理等诸方面的因素。

中国股票市场具有新兴股票市场的共同特点：股票市场发展状况在很大程度上依赖国家政策的干预。行政性手段对股票市场的作用比企业或市场内在因素的改变对市场的影响更大，因为它可能打破股票市场资金与外围资金的正常流通渠道和原来相对稳定的规模，使外围资金大规模流入或流出股票市场。中国股票市场规模相对于国民经济的规模较低，股票市场外围资金数十倍于股票市场存量资金，这就决定了政策调控的巨大效能。这种能量是成熟股票市场上难以见到的。于是，政策的变动成为投资者关注、追逐的敏感信息，人们形象地称之为“政策市”。

1.1 中国股票市场“政策市”的表现

实践表明，政策是中国股票市场异常波动的首要因素。当股票市场行情低迷时，为促进股市升温，政策当局便出台一系列利好措施；但行情的发展又往往引起股市的过度投机，于是监管当局又采取各种措施加强监管，结果又引发股市暴跌；暴跌之后，政府又面临活跃股市的艰巨任务。这就形成了“一松就乱，一紧就死”的现象。

1992年5月，股票市场初建，上市公司数量较少，沪市综合指数由1991年底的292.35点暴涨至1234.43点。为了防止过度投机，监管当局采取了扩大上市规模、加强监管等措施，股价随即一路暴跌，11月竟跌至386.56点。迫不得已，政府又出台了一系列“利好”措施，股市遂连续暴涨，仅4个月就涨了1200多点。针对股市过热，国家又采取一系列金融措施进行抑制，1993年2月15日上证综合指数从1536点的顶峰开始一路下滑，到1994年7月29日，沪市跌至333.91点，深市也创下96.56点的新低。1994年7月30日，政府通过各大媒体发表《中国证监会与国务院有关部门就稳定和发展股市作出决策》的新华社通稿，推出暂停新股发行与上市、严格控制上市公司配股规模、采取措施扩大入市资金范围的“三大政策”，结果带来了沪深股市的大涨，并创下股价放开后的涨幅之最。仅第一周，深证指数涨幅就达68%，上证综合指数涨幅达105%。

股市的巨幅振荡是股市“政策市”、“消息市”的特征。在这种情况下，某些政策措施，甚至一些传闻和谣言均会

对股市产生很大影响。1994年9月29日，股市上开始传言管理层将严格规范上市公司配股和取消T+0交易方式，由于转配概念股在此之前非常火爆，此类传言很可能会使这类股票深幅下跌。10月7日，中国股市出现了巨幅振荡：上海股市以638.32点开盘，在剧跌至546.79点后，又巨幅反弹至761.38点，后以738.03报收，振幅高达30%；深圳股市以155.9点开盘，在跌至140.21点后，又掉头反弹至174.64点，当日以170.43点收盘，振幅也超过20%。1996年，伴随着储蓄保值贴补率取消和利率不断下调，以及管理层对股票市场“稳步发展，适当加快”的指示，中国股市连续走高，至1997年5月最高涨至1509.89点。在投机气氛高涨的情况下，监管当局连续出台了多项措施以遏制投机，股市再次开始下跌，最低跌至1025点。1999年5月，一个大牛市行情的发动也是在《人民日报》社论的明确支持和监管当局的相关配套措施下进行的，而这一轮行情的结束和随后的暴跌也是2001年以来监管措施不断加强和国有股减持方案出台与实施共同作用的结果。

2001年6月12日，国务院正式发布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，把高价减持和首发、增发“捆绑”起来。消息入市的第二天即2001年6月14日，上证综合指数见顶2245点，随即以急跌方式，开始了1994年以来最大规模的一次下调。截至2001年10月22日，上证综合指数下探到1514点，调整幅度达32%，股票市值缩水近6000亿元。

2001年10月22日，中国证监会宣布暂停国有股减持方案。2001年10月23日，沪深股市个股几乎全线涨停，

上证综合指数涨幅 9.85%，深证成分指数大涨 9.99%。这是实施涨跌幅限制以来单日涨幅最大的一次。

2002 年 6 月 23 日，国务院决定，除企业海外发行上市外，对国内上市公司停止执行《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》中关于利用证券市场减持国有股的规定，并不再出台具体实施办法。当日沪深两市全线飙升，成交量骤然放大数倍，人气也迅速凝聚。上证综合指数收于 1 707.31 点，上涨 144.59 点，升幅达 9.25%；深证成指收于 3 478.12 点，上涨 297.18 点，升幅达 9.34%；沪市以 531.98 亿元的成交量创出天量，两市合计成交金额为 898.54 亿元，有近 900 只股票达到涨幅限制。

在我国，政府经常根据政策目的或需要干预股票市场的运行。例如，1996 年，降息及全国金融工作会议后，股市走强，市场狂热，沪市平均市盈率达 44 倍，深市达 55 倍。从 10 月起，证券管理部门连续发布了后来被称为“十二道金牌”的规定。12 月 16 日，《人民日报》发表特约评论员文章《正确认识当前股票市场》，指出中国股市市盈率过高，存在过度投机，并指出股票市场“暴涨是不正常的和非理性的”。股市同样的大幅上涨行情在 1999 年 5 月 19 日重演。从市盈率看，1999 年 6 月，上海股市高达 45.37 倍，深圳股市高达 48.12 倍。然而，这一次政府的态度则截然相反。为配合实现扩大内需、刺激经济增长的宏观经济政策目标，政府在 6 月 15 日通过《人民日报》发表特约评论员文章《坚定信心，规范发展》，指出股市上涨属于“正常的恢复性上升”，是“理性投资”，不是“过度投机”。在 1996 年的暴涨行情和 1999 年的“5·19”行情中，同是

过度投机，同是过高的市盈率，出于不同的政策目的，政府却做出截然相反的市场评价。因此，股票市场是否投机过度似乎没有客观标准，而完全取决于政府的政策意愿。这必然给股票市场造成一种暗示，即股票市场的运行并不决定于市场本身，而决定于政府的政策偏好。于是，在我国股票市场上，形成了一种特殊的市场与政府之间的博弈关系和依赖关系。一方面，市场始终保持着对政策的警惕性，揣摩着政策意图；另一方面，市场又对政府存在着政策依赖，特别是当股票市场出现低迷时，市场就会期待政府托市和救市，甚至通过各种渠道向政府施加压力，呼吁和催促政府采取政策措施拯救市场，而一旦“利好”政策出台，市场就又演绎出一轮暴涨行情。

由以上的实例可以看出，我国的股票市场存在着过度投机、缺乏透明度、市场主体行为不规范等问题，集中表现为股价波动大、风险高，每一次较大波动几乎都伴随着一些政策措施的出台，政策在我国股票市场中具有举足轻重的影响。追溯我国股票市场“政策市”的根源，要从我国股票市场诞生的背景开始分析。

1.2 中国股票市场“政策市”产生的原因

1.2.1 股票市场的产生是国家制度安排的结果

在传统经济体制下，政府积累和集中国有资本，开办国有企业，并依靠财政注资国有企业。20 世纪 80 年代后，随着“利改税”和财政“分灶吃饭”改革的推行，财政收