

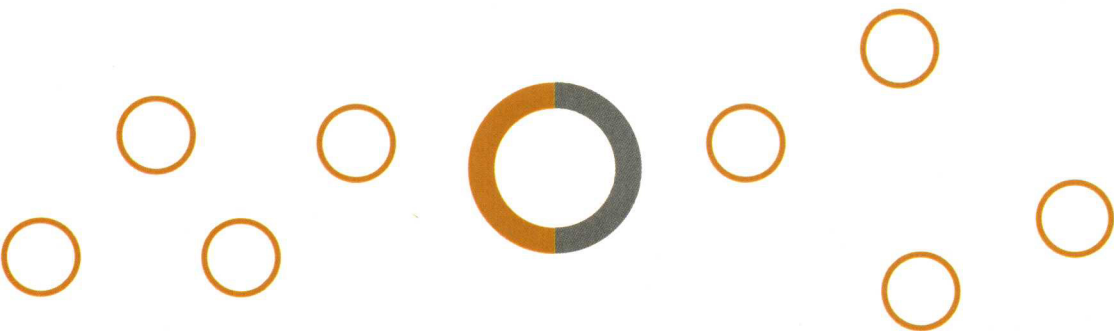


中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

泡沫的终结

透视中国股市异动

管 涛 邓海清 韩会师 ◎ 著



中信出版集团 · CHINACITICPRESS

泡沫的终结

透视中国股市异动

管涛 邓海清 韩会师 ◎ 著

THE END OF
BUBBLE

图书在版编目 (CIP) 数据

泡沫的终结：透视中国股市异动/管涛等著. --

北京：中信出版社，2016.8

ISBN 978-7-5086-6274-9

I. ①泡… II. ①管… III. ①股票市场－研究－中国

IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 162082 号

泡沫的终结：透视中国股市异动

著 者：管 涛 邓海清 韩会师

策划推广：中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行：中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者：北京画中画印刷有限公司

开 本：787mm × 1092mm 1/16

印 张：20.75 字 数：285千字

版 次：2016年8月第1版

印 次：2016年8月第1次印刷

广告经营许可证：京朝工商广字第8087号

书 号：ISBN 978-7-5086-6274-9

定 价：59.00元

版权所有 · 侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由销售部门负责退换。

服务热线：400-600-8099

投稿邮箱：author@citicpub.com



中国金融四十人论坛书系

CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

“中国金融四十人论坛书系”专注于宏观经济和金融领域，着力金融政策研究，力图引领金融理念突破与创新，打造高端、权威、兼具学术品质与政策价值的智库书系品牌。

中国金融四十人论坛是一家非官方、非营利性的专业智库，专注于经济金融领域的政策研究。论坛由40位40岁上下的金融精锐组成，即“40×40俱乐部”。本智库的宗旨是：以前瞻视野和探索精神，致力于夯实中国金融学术基础，研究金融领域前沿课题，推动中国金融业改革与发展。

自2009年以来，“中国金融四十人论坛书系”已出版40余本专著、文集。凭借深入、严谨、前沿的研究成果，该书系已经在金融业内积累了良好口碑，并形成了广泛的影响力。

序 言

不要浪费这次股市异动

2015年，中国股市发生了从牛市到熊市快速切换的异常波动（以下简称股市异动），举世震惊，这引起了从政府到民间的深刻反思。然而，辩证地看，中国资本市场发展历史还很短暂，股市快涨快跌的不成熟，都是成长中的“烦恼”。有些问题早些暴露，也不一定是坏事，可以为后人师、为来者戒。所以，大多数人的看法是，不能浪费了这次股市异动，而应该从中认真总结和吸取教训，避免将来重蹈覆辙。

有鉴于此，2015年7月中旬，股市开始暴跌不久，中国金融四十人论坛（CF40）学术委员会即讨论决定成立课题组，委托我牵头，组织专人对此问题开展全面、专业和独立的研究。课题组成立不久，即陆续提交了一系列研究成果。其间，根据股市的动态发展变化，课题组积极为政府应对股市异动建言献策。随着股市异动逐渐平息，课题组及时转入系统、深入的研究，终于有了这份研究报告。

本报告从原因分析、救市总结、影响评估和启示建议四个方面对这次股市异动进行了研究，是现有相关研究成果中最全面、最系统的了。然而，正如前美联储主席伯南克在其成名作《大萧条》一书中所言，解释20世纪30年代的大萧条是宏观经济学的“圣杯”，大萧条不仅使宏观经济学成为一个独立的研究领域，而且还持续影响着宏观经济学家们的信条、政

策建议和研究进程（这一点常常没有被充分认识到）。通俗地讲，对大萧条经济学的研究，迄今为止依然是常做常新，没有止境。

相信这次对中国股市异动的研究，也只是刚刚开始。甚至因为发生的时间并不久远，有些认识可能还远远没有到位，或者因为种种忌讳而没有说透。因此，我们这份研究报告只能算是一个初步的、阶段性的成果，还有待不断完善和深入。这份报告的内容涵盖非常广泛，我不想一一“剧透”，而是留给大家去读、去想、去评。但在研究过程中有两点最突出的感受，在此愿意同大家分享。

官方总结这次股市异动，既反映了我国股市的不成熟，包括不成熟的交易者、不完备的交易制度、不完善的市场体系、不适应的监管制度等，也充分暴露了证监会监管有漏洞、监管适应能力弱、监管不得力等问题。对于上述观点，本课题组高度认同。同时，本次股市异动的更深层次原因是，没有逃脱暴涨之后必然有暴跌的市场定律。正如跨境资本流动冲击都是从资本流入开始一样，没有前期的大规模对外举债，就不会有后期的资本集中流出可能诱发的货币危机和债务危机。股市的快涨之后大都以快跌收场。据传，克林顿政府时期，曾试图把美国的股指上涨归为政府的经济成绩，但有人规劝克林顿说，现在股市上涨是政府的成绩，那将来股市下跌是不是又将成为政府的失败呢？克林顿因此作罢。而贯穿本报告始终的中心思想也是如此，是课题组强烈呼吁的，也即中国发展资本市场不应以股指涨跌论英雄，既要防跌也要防涨，尤其要高度警惕股市的异常上涨。也正是从这个意义上讲，我们将中国这次股市异动分成了四个阶段，第一个阶段就是从股市异常上涨开始的。

促进股市健康发展仍是中国政府既定的改革方向。说到底，中国股市周而复始地大涨大跌，都是青春期的躁动。然而，正如权威人士所指出的，股市、汇市、楼市要回归到各自的功能定位，尊重各自的发展规律，不能简单地作为保增长的手段。其中，股市要立足于恢复市场融资功能、

充分保护投资者权益，充分发挥市场机制的调节作用；加强发行、退市、交易等基础性制度建设，切实加强市场监管，提高信息披露质量，严厉打击内幕交易、股价操纵等行为。对此，课题组在报告中也一再强调，坚持发展多层次资本市场的方向不动摇，同时不要赋予股市过多的功能——尤其是社会功能，当作政策工具，要杜绝监管的“父爱主义”，坚持发展“市场化”的股票市场。

2015年9月，吴晓灵、李剑阁、王忠民等业界前辈，牵头完成了《完善制度设计、提升市场信心，建设长期健康稳定发展的资本市场》的课题报告。我们在本报告的写作过程中，学习借鉴了不少有益的内容，同时也用这份报告向前辈们学习和致敬。

本课题组的成立，是郑京平先生率先倡议，并得到了钱颖一、阎庆民、潘功胜、袁力、黄益平、黄海洲、钟伟等中国金融四十人论坛学术委员和王海明秘书长的大力支持。在报告写作过程中，论坛先后组织了三次内部研讨会，谢平、余永定、朱云来、缪建民、高善文、徐高、林采宜、许宪春、纪志宏、廖岷、魏加宁、李文红、温信祥、王春英、王允贵、张健华、刘晓春、李麟、鲁政委、刘宏海、孙明春、瞿强、任若恩、张斌、程漫江、高占军、张忆东、王涵、刘燕、刘冬、郭宇航等领导和业界专家给报告提出了非常专业的意见和建议，令我们受益匪浅。2016年4月论坛成立8周年年会期间，课题组专门发放了调查问卷，收回67份有效问卷，为报告夯实结论增色不少，在此表示由衷的感谢。论坛的廉薇、马冬冬、陈蓓为课题研究提供了许多帮助，在此一并表示感谢。最后，还要感谢中信出版社的副总编辑乔卫兵先生，为本书的出版付出的诸多努力。

本课题组成员来自券商、银行、交易平台和智库。在整个研究过程中，始终秉承专业和独立的精神。报告由我负责统筹，第一章由韩会师（中国建设银行）负责撰写，第二章和第三章由邓海清（九州证券）、陈曦（九州证券）和方岑（九州证券）负责撰写，第四章由管涛（中国金融四

十人论坛)、邓海清(九州证券)和陈曦(九州证券)负责撰写,附录由中国金融四十人论坛的廉薇和胡冰负责整理。马天平(中国工商银行)、魏贞珍(全国中小企业股份转让系统)参加了报告初期的讨论,并提交了相关研究成果。报告所呈现的内容均代表个人学术观点,不代表其所在机构和单位的意见。

从我个人专业背景来讲,涉足资本市场问题有班门弄斧之嫌,更多的是学习而非研究,尤其是向课题组其他成员学习,向业界其他领导和专家学习。驾驭这样一个宏大的课题,个人学识和能力有限,疏漏在所难免,欢迎大家指正。

做股民难,做中国股民尤其难。有人做过测算,从1992年开始入市,中国股民的一元钱投入到现在只有几角收益。其结论是,买A股是件不赚钱的事儿。我们衷心希望,历经波折后,中国股市的明天会更好。中国股市能摆脱暴涨暴跌、牛短熊长的魔咒,从此走上健康发展的道路。股市回归其投融资功能的定位,最终成为国家、公司、股民三方均受益的市场!

管 涛

2016年6月8日

目 录

序言 不要浪费这次股市异动	/001
---------------	------

第一章 会诊中国股市异动的成因

第一节 回首 2015 年中国股市异常波动	/003
第二节 股市异动的经济因素	/010
第三节 股市异动的市场因素	/040
第四节 股市异动的监管因素	/063
第五节 结语	/085

第二章 检讨股市救市措施之得失

第一节 股市救市的海外经验	/089
第二节 中国此次股市异动中救市的时间及政策安排	/103
第三节 本次救市的教训及政策建议	/110
第四节 结语	/137

第三章 评估股市异常波动的影响

第一节 股灾影响的国际经验	/141
第二节 中国股市异动对金融体系的影响	/152

第三节 中国股市异动对实体经济的影响 /171

第四节 中国股市异动的其他影响 /190

第五节 结语 /194

第四章 期待中国股市浴火重生

第一节 本次股市异常波动的启示 /197

第二节 本次股市异动引发的深层次思考 /212

第三节 中国股市发展存在的主要问题 /224

第四节 发展中国股票市场的对策与建议 /232

第五节 结语 /246

附录一 中国金融四十人论坛内部三次圆桌讨论 /249

附录二 中国股市异动大事记 /317



中国金融四十人论坛
CHINA FINANCE 40 FORUM

第一章

会诊中国股市异动的成因

Chen Yuan
Wu Jinglian
Wu Xiaoping
Qian Qun
Xie Ping Yi Gang
Jiang Chaoliang
Zhu Min
Li Ruogu Lin Yifu
Huang Qian Hu Xuefeng
Yu Yongding
Pan Gongsheng
Hu Xiaolan Fan Wenzhong
Li Jiange Fang Xinghai
Jiang Jiang Lu Wei Tang Shuangning
Shuang Long Guoqiang Pei Changhong
Shuang Li Fuan Liu Chunhang
Li Wei Jianing Bai Chongren
Min Chen Wennui Zhang
Jin Lu Lei Zhang Xian Li Wang
Jian Zhang Jianhua
Jian Wang Qi
Jian Wang Qi

www.ortongbook.com

2014年7月，中国股市出现了一轮凌厉的上涨，截至2015年6月12日，上证综指收报5166点，累计上涨152%。但2015年6月15日至2016年1月28日，经历了三波较大的下跌之后，上证综指报收2656点，累计下跌48.6%。痛定思痛，虽然中国股市暴涨暴跌的异常波动（以下简称股市异动）爆发与不断恶化的原因不一而足，但总体上可归类于三大类，即经济因素、市场因素与监管因素。

第一节 回首2015年中国股市异常波动

就像跨境资本流动冲击总是从资本流入开始一样，股市异动的发生也是从上涨开始的，没有之前的暴涨也就不会有以后的暴跌。

一、股市异动1.0：股市快牛不期而至

自2007年10月上证综指在6124点的历史峰值掉头走低之后，A股就

在漫漫熊途中渐行渐远。虽然 2008 年 11 月至 2009 年 8 月出现一波强劲反弹，但考虑到彼时国际上美联储全面展开量化宽松，国内全面推进高投资、高信贷的经济刺激计划等内外客观因素，那一波反弹主要拜流动性的爆发性宽松所赐，和实体经济并无多少联系。因此，随着全球经济形势的不断恶化，以及市场在流动性盛宴初期的亢奋逐渐消退之后，从 2009 年 8 月开始，A 股不可避免地再次掉头向下，这一跌就是漫长的 5 年，截至 2014 年 6 月底，上证综指已经跌至 2050 点附近，较 2009 年 8 月的反弹高位下跌约 41%，较 2007 年 10 月的历史峰值下跌约 67%。

2014 年第一、二季度，我国 GDP（国内生产总值）同比增速分别为 7.3% 和 7.4%，增速下滑丝毫未见扭转迹象，2014 年全年增速低于 2013 年 7.7% 的水平逐渐成为共识。但匪夷所思的是，就在经济增长悲观情绪弥漫市场的时候，A 股毫无征兆地从 2014 年 7 月开始稳步反弹，直到 2015 年 1 月初，上证综指突破 3300 点之后才进入阶段性的横盘整理，6 个月的时间上证综指月均上涨约 200 点（见图 1.1）。面对 2014 年全年 GDP 增速 7.3%，较 2013 年下滑 0.4 个百分点的经济数据，市场的做多热情并未受到明显影响，仅仅过去 2 个月，从 2015 年 3 月开始，A 股继续上扬，而且这一波上扬的速度更快，2015 年 4 月 27 日上证综指首次突破 4500 点，不到两个月的时间，涨幅约 1200 点。与此同时，2015 年第一季度的 GDP 同比增速已经下滑至 7.0%，社会各界对 2015 年经济增速能否“保 7”已经出现较大分歧，但经济增长前景的恶化并未拦住 A 股上行的步伐，5 月 21 日，上证综指在徘徊了不到 1 个月之后再次突破 4500 点，并在短短 11 个交易日之后，于 6 月 5 日突破 5000 点大关。

没有人能从经济基本面给 A 股的持续飙升找到足以服众的理由，甚至随着 A 股的强势上扬，“经济越差，股市越会上涨”的逻辑逐渐成为主流思维，A 股市场已经完全与理性和逻辑脱钩。在上证综指突破 5000 点之后，资本市场的主流舆论鲜见理性的反思与风险提示，6000 点近在眼前、

7000 点并不遥远、10000 点才是终点等极度非理性的市场预测横行无忌，“病态”“疯狂”都不足以形容弥漫 A 股市场的狂躁氛围。

然而，疯狂的结局几乎一定是悲伤。



图 1.1 股市泡沫迅速积累

数据来源：Wind

二、股市异动 2.0：股市牛熊快速切换

2015 年 6 月 15 日，星期一，在经历了一个人心惶惶的周末之后，上证综指开盘即下挫，并迅速击穿 5100 点，全天下跌 103 点，跌幅 2.0%，也正式拉开了 A 股新一轮股市异动的帷幕。然而，就在上一周，上证综指已经连续 5 个交易日收盘在 5100 点上方，市场对 6000 点，乃至 10000 点的期盼如烈火烹油。6 月 12 日，沪深两市券商融资余额达 2.22 万亿元，当周净流入 599 亿元，资金跑步入市的步伐清晰可见。

在风光似乎一片大好的情景下，投资者之所以在周末忐忑不安，6月15日的下跌之所以在意料之中，是因为6月12日，中国证券业协会发布了《证券公司外部接入信息系统评估认证规范》，明确规定“证券公司不得直接或间接支持信息技术服务机构等相关方利用外部接入信息系统开展证券经纪业务”。由于规模庞大的场外配资和伞形信托均须借助证券公司提供的系统接入端口才能进入股市进行证券交易，所以这一规定实际上是斩断了多数场外杠杆资金的入市通道，这无疑将导致形成巨大的市场抛售压力。就在市场为此项新规能否得到坚决执行而满腹狐疑之际，6月13日监管部门发布《关于加强证券公司信息系统外部接入管理的通知》，明确要求中国证券业协会制定证券公司信息系统外部接入的规范标准，对证券公司是否符合有关规范标准进行评估认证，并将认证结果报告监管部门。上述表态沉重打击了市场的侥幸心理，监管层严格杠杆资金监管，股市可能面对的巨额抛售风险瞬间从山雨欲来转变为近在眼前。

6月15日A股收跌之后，6月16日，上证综指跳空低开，5000点整数关键点位很快失守，收报4887点，全天下跌3.5%，两日内累计跌幅达到5.4%。2015年6月15日至7月8日收盘，A股始终未能出现明显的反弹，上证综指由5166.35点快速下跌至3507.19点，短短17个交易日跌幅高达32%（见图1.1）。在此期间，监管当局利好频出，其中较为突出的有：6月27日，央行宣布自28日起降息0.25个百分点，并有针对性地对金融机构实施定向降准；6月29日，《基本养老保险基金投资管理办法》向社会公开征求意见；7月4日，中国证券业协会宣布，21家证券公司共同出资1200亿元投资蓝筹股ETF（交易型开放式基金）。但市场面对诸多利好反应冷淡，直到7月9日公安部门进驻，会同监管部门排查恶意卖空股票与股指的线索，A股跌势才暂时中止。与此同时，监管部门要求上市公司从“大股东增持、回购股票、董监高增持、股权激励、员工持股计划”五项措施中选择一个送利好。

三、股市异动 3.0：第一次股汇双杀

2015 年 7 月 9 日至 8 月 17 日，在公安部门和监管部门排查恶意做空的同时，证金公司同时筹集巨额资金托市，A 股自 7 月 9 日开始反弹，整体呈横盘整理行情，最高于 7 月 24 日触及 4184 点，但此阶段市场情绪依旧紧张。8 月 11 日央行改革汇率中间价报价机制，同时人民币剧烈波动，银行结售汇逆差急剧扩大，市场开始担忧人民币贬值将加剧资本外流，进而对股市产生负面影响。事后数据也证明，市场的担忧并非空穴来风，8 月银行代客结售汇逆差高达 1280 亿美元，环比增长 349%。

被人民币贬值掀起的悲观情绪尚未消退，“救市国家队”退出的消息又给了 A 股一记重拳。8 月 14 日星期五，监管部门公告，宣布证金公司将部分股份转让给中央汇金公司，证金公司在今后若干年内不会退出市场，但一般不入市操作。此前市场曾有传闻，监管部门召集券商开会商讨救市资金如何退出，后虽被辟谣，但市场已如惊弓之鸟。市场自动忽略了公告中关于“证金公司在今后若干年内不会退出市场”的承诺，而是将关注重点集中于“一般不入市操作”的表述。本已因人民币突然贬值而紧张的市场情绪再次急剧恶化。经历了 8 月 17 日一天的横盘震荡之后，A 股自 8 月 18 日再次大幅下跌，至 8 月 26 日上证综指最低触及 2851 点，收报 2927 点，相比 8 月 17 日收盘价，7 个交易日跌幅高达 28.6%，下跌速度超过 6 月 15 日至 7 月 8 日的第一波下跌（见图 1.1）。

四、股市异动 4.0：第二次股汇双杀

经历了两轮暴跌，A 股自 8 月 27 日起开始反弹，上证综指在 11 月初重新突破 3500 点，此后直至 12 月 25 日，维持在 3450 ~ 3650 点的狭窄区