

2014—2016 年



中国股市 大波动研究

俞乔
：
编著

中国社会科学出版社

2014—2016 年



中国股市 大波动研究

俞乔
：
编著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

2014—2016 年中国股市大波动研究/俞乔编著. —北京:
中国社会科学出版社, 2017. 1
ISBN 978 - 7 - 5161 - 9917 - 6

I. ①2… II. ①俞… 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 (2017) 第 042090 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 车文娇
责任校对 周文东
责任印制 王 超

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 <http://www.csspw.cn>
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京明恒达印务有限公司
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2017 年 1 月第 1 版
印 次 2017 年 1 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 26
插 页 2
字 数 408 千字
定 价 98.00 元



凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话: 010 - 84083683
版权所有 侵权必究

2014—2016 年中国股市大波动研究 课 题 组

课题组组长：

俞 乔

课题组清华大学公共经济、金融与治理研究中心成员：

许 涛 王 宇 范 为 王宇哲

孙 静 赵 静 向 辉 索朗多布吉

课题组中国银河证券研究部成员：

潘向东 张 宸 文思佶 武平平 王亚星

吴俊鹏 刘娟秀

序 言

在 2014 年第三季度至 2016 年年初的 18 个月内，中国股市价格与成交量迅速上升后又急剧下降，最终导致了系统性风险的爆发与资本市场的大波动。与世界金融史上曾经发生过的股市大震荡极为相似的是，这一次中国股市大波动也经历了高涨、疯狂、恐慌与崩溃的阶段。

从 2014 年 6 月 30 日至 2015 年 6 月 12 日，上证综合指数急剧攀升，在 11 个半月的时间里自 2048 点飙升至 5166 点，涨幅达 152%。在上市公司业绩无明显改善的情况下，以大盘蓝筹股为代表的沪深 300 指数市盈率达到 23 倍，上涨 150%；中小板指数市盈率达到 65 倍，上涨 128%；创业板指数市盈率达到 135 倍，上涨 141%。上市公司市盈率普遍高于 15—20 倍的正常估值区间，大盘蓝筹股市盈率超过 100 倍。而国际市场上，道琼斯指数、标准普尔 500 指数和纳斯达克指数在 2015 年 6 月的市盈率分别约为 17 倍、20 倍和 30 倍，相比之下 A 股估值明显过高。与此同时，A 股成交金额也急剧膨胀：2015 年 4 月、5 月、6 月的日均成交金额分别达到 1.43 万亿元、1.56 万亿元和 1.75 万亿元，5 月 28 日的单日成交金额更是高达 2.36 万亿元，创下全球股市单日成交金额的最高纪录。交易者的情绪达到空前狂热的地步，掀起了全民炒股的热潮。至此，中国股市总市值达 78 万亿元，跃居全球第二大股票市场，仅次于美国。

在此期间，中国股市的系统性风险也不断加速积累。当有关部门清理杠杆融资的措施引发股市骤然下跌后，系统性风险全面爆发。从 2015 年 6 月 15 日至 7 月 8 日，短短的 17 个交易日，上证综指由 5166 点跌至 3507 点，跌幅高达 32%，中国股票市场市值蒸发近 26 万亿元。股市参与者中弥漫着极度悲观情绪，纷纷抛售股票，形成了巨大的市场雪崩效应。与过去应对中国股市波动不同，中央政府采取了一系列史无前例的稳定性政策与拯救性措施，直接干预资本市场，才使股市逐步趋

于稳定，恐慌情绪逐渐平静。但是，由于8月上旬汇率形成机制调整、人民币兑美元的名义汇率近十年来首次贬值，8月下旬股市又经历了第二波震荡下跌；而当2015年12月监管当局宣布执行旨在降低市场恐慌的熔断机制后，2016年1月初，股市一开盘又发生了第三波暴跌。至此，中国股市在短短的一年半内，爆发了波动幅度和损失程度均居世界金融危机史前茅的市场大震荡。

虽然许多研究者从不同层面对此次股市大波动进行了分析，但尚缺乏全面与深入的研究。我们的第一个目的，就是要弄清楚为什么在极短的时间内中国股市出现了以暴涨剧跌为特点的大波动？这场中国资本市场危机的深层次原因又是什么？因为只有全面、系统地了解产生危机的根源，才能在未来避免类似情况的发生。我们试图在自己的知识范围内，分析导致此次股市危机的基本因素，而不是简单地解读市场现象。

这一次股市大波动给社会财富造成了很大损失，中央政府为了稳定市场也花费了巨额资金。在公众与政府付出很大成本之后，我们能够从中学习到什么经验并总结出哪些教训？这是本书的第二个目的。过去三十多年来，我国政府积累了化解由金融机构不良资产导致的系统性风险的经验，但缺乏对金融市场剧烈波动引发的系统性风险及市场危机管理的经验。根据国家“十三五”规划，我国将双向开放资本市场。而开放的金融市场必将要面对各种复杂情况，包括巨额短期资金流动、资产价格与货币汇率急剧波动、内外投机的冲击，等等。2015年股市大波动就是一次对我国金融体制、监管体系、危机管理机制的实际检验，集中暴露了一系列体制、机制、治理及监管的问题。这次股市大波动是对今后金融市场开放可能出现的系统性风险及发生金融危机的一次预演，必须从这一次股市震荡及政府危机管理中汲取有益的教训。

与英美资本市场通过长期自然演进而发展起来的路径不同，中国股票市场是由政府创建并在政府推动和主导下快速发展起来的。因此，它不可避免地被政府作为实现短期政策目标的重要工具。这次危机的爆发集中反映了此类市场建设的重大缺陷，为学界研究政府作用、市场发展、金融监管提供了重要的案例与样本。由此出发，本书的第三个目的是尽可能搜集这一轮股市大波动过程的材料、有关的详细记录，并梳理事实，特别是分析相关公共政策及市场主体的各种行为，为深入研究如何完善我国的资本市场积累文献。

本书将围绕以上三个目的，力求从整体上说明我国初级而活跃、新兴且投机、简单又复杂的金融市场的运行机制与内在逻辑。我们特别关注市场内外不同利益攸关方之间如何通过互动导致了不以良好意愿为转移的实际结果。本书按照以下顺序展开。第一部分描述资本市场动荡，讨论股市大波动中高涨与暴跌的全过程，以及股市危机的发生与政府的拯救措施；第二部分从国际与国内经济环境及流动性过剩的角度，概括此次股市大波动的宏观经济背景；第三部分则对金融模式缺陷、政策过程效用以及监管体制弊端进行制度分析；第四部分集中研究股市的微观主体结构、金融杠杆效应、金融工具效应以及不同市场间的关联性；第五部分讨论全球股市危机管理经验，分析此次股市大波动的成本与收益，最后对本研究加以总结。

本书由清华大学公共管理学院公共金融与治理研究中心和银河证券公司合作，自主完成，与任何官方机构无涉，也未接受任何商业机构的资金资助。本书建立在权威机构发布的统计数据、政府公布的官方文件、报纸杂志发表的文章与报道，即社会公众能够获得的公开信息的基础上，不涉及任何未公开发表、发布的数据、文件、文章、谈话及报告。此外，研究组还在北京、上海等地召开了若干座谈会进行专题调研，并和许多证券公司、公募基金、期货公司的专家以及私募基金管理人和投资顾问等资本市场的一线专业人员就这次股市大波动进行了个别访谈。

受客观条件的限制，我们难以了解与使用非公开信息。因此，本书存在较大的局限性，特别是对决策过程、资金流动、政策套利、内部人交易等重要内容的描述不完整。我们希望读者能够理解这一点。

目 录

第一部分 市场动荡与危机管理

第一章 股市高涨与暴跌	3
第一节 股市波动不同阶段	3
第二节 股市大波动的主要特点	7
第三节 上市公司绩效与股价	17
小结	23
附录 1-1 美国市场成交金额急剧上升与股市波动	24
第二章 股市危机与政府拯救	26
第一节 第一波股市暴跌与政府拯救	26
第二节 第二波股市下跌与稳定措施	34
第三节 第三波股市震荡与对策	36
小结	41
附录 2-1 政府拯救股市的主要措施摘要	42
附录 2-2 汇率变化对金融市场的影响	46
附录 2-3 各国熔断机制比较	49

第二部分 宏观经济与货币供给

第三章 国际经济环境	53
第一节 北美地区经济状况及风险	53
第二节 欧洲经济状况及风险	55
第三节 东亚地区经济状况及风险	57
第四节 新兴经济体（除中国外）经济状况及风险	59
第五节 主要经济组织发展前景及风险	61
小结	63
第四章 中国经济环境	64
第一节 中国经济的“新常态”与人口老龄化	64
第二节 宏观经济的主要问题	67
第三节 企业盈利下滑，新的增长点尚待培育	75
小结	79
第五章 流动性过剩	80
第一节 后危机时期国际货币环境	80
第二节 后危机时期的中国货币环境	87
第三节 全社会流动性与金融产业	90
第四节 全社会流动性与股市波动	95
小结	98

第三部分 金融系统与监管体制

第六章 金融系统特征	101
第一节 国有资本控制金融业	101

第二节 政策倾向国有金融机构	109
第三节 政府直接干预市场	112
小结	118
附录 6-1 国有控股上市公司及控股类型	120
第七章 监管体制缺陷	129
第一节 金融监管的决策机制	129
第二节 我国的分业监管体制	131
第三节 分割的信息系统	135
第四节 监管体制的缺陷	141
小结	147
第八章 资本市场政策过程	148
第一节 政策制定过程	148
第二节 政策执行过程	153
第三节 政策传播过程	164
第四节 政策过程分析	170
小结	173
附录 8-1 《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的 若干意见》(国发〔2014〕17号)	174
附录 8-2 2014—2015 年国务院文件与相关政府部门领导 关于股市的讲话与表态	182
附录 8-3 2014—2015 年官方媒体关于股市的 文章与评论	201

第四部分 资本市场与金融工具

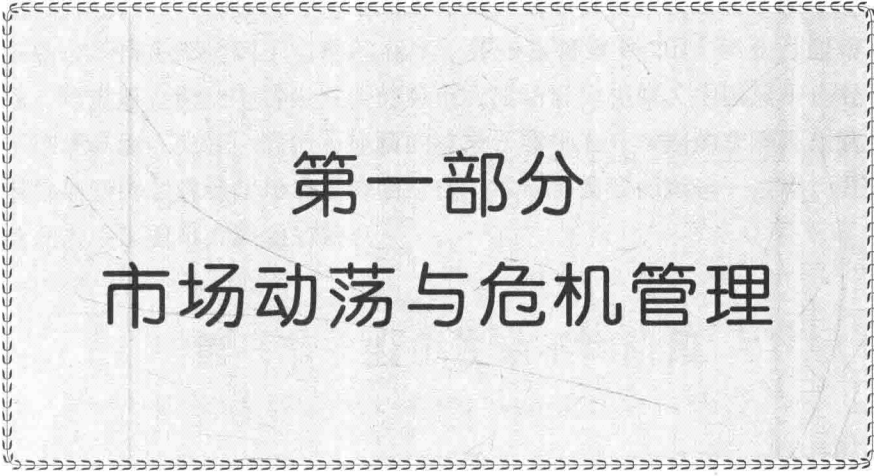
第九章 市场微观主体	211
第一节 机构主体	211
第二节 个人交易者	228

第三节 特殊主体行为与市场波动	234
小结	238
第十章 金融杠杆效应	239
第一节 融资融券效应	239
第二节 场外配资业务	251
小结	258
第十一章 金融技术效应	259
第一节 程序化交易	259
第二节 股指期货	267
小结	278
第十二章 市场联动效应	279
第一节 证券市场与银行体系的联动	279
第二节 股市与债市、股市内部的联动	283
第三节 现货与期货市场之间的联动	293
第四节 股票市场与外汇市场的关系	297
第五节 境内股市与境外股市的关系	299
小结	303

第五部分 归纳与总结

第十三章 股市危机与政府拯救的国际经验	307
第一节 美国重要股市暴跌及政府救市	307
第二节 欧洲爆发的市场危机及政府救市	316
第三节 日本股市暴跌及政府救市	318
第四节 东南亚金融危机及政府救市	320
第五节 各国政府救市措施的异同	324
第六节 系统性风险管理	326

小结	330
附录 13-1 历次股市暴跌情景、原因及政府 拯救对比	331
第十四章 成本与收益分析	335
第一节 经济成本与经济收益	335
第二节 社会成本与社会收益	357
小结	362
第十五章 总结	363
第一节 股市大波动	363
第二节 原因与教训	366
第三节 系统性风险的控制与危机管理	382
参考文献	387



第一部分

市场动荡与危机管理

第一章 股市高涨与暴跌

从2014年第三季度开始，中国股市开始了新一轮快速上涨。在短短数月之内，市场参与者情绪高度亢奋，股票价格、交易量、换手率等各项市场指标都达到了空前的高度，并一直持续到2015年6月股市暴跌。与世界金融史上曾经发生的股市大波动极为相似，中国股市也经历了市场高涨、疯狂、恐慌与崩溃的阶段，股价上升时期的非理性乐观与股价崩溃的悲观绝望形成了鲜明对比。本章将简要回顾这一过程，并讨论此次中国股市大波动的特点。

第一节 股市波动不同阶段

在上一轮股市波动中，上证综指曾于2007年10月达到6124高点，随后A股遭遇了长达数年的大熊市，上证综指曾数次下探至2000点以下。从2012年年底开始，创业板的上涨行情先期启动，从最低点585点上升至2014年7月底的1345点，不到两年涨幅高达130%。在此之后，A股市场开始整体性回暖，开启了一场声势浩大的上涨浪潮，并很快演化成非理性的疯狂。2015年6月股市暴跌，市场交易者情绪急转直下，由非理性疯狂直接陷入绝望式恐慌。根据市场整体量价指标的变化，大体上可以划分为四个阶段。

一 市场趋暖阶段（2014年7月下旬至11月中旬）

从2014年7月下旬开始，A股市场逐渐走出熊市阴霾，成交金额开始回暖。2014年前6个月，A股日均成交金额仅有1811亿元；而进入下半年后，7月、8月、9月的日均成交金额节节攀升，分别达到2322亿元、2900亿元和3652亿元，11月更是达到4456亿元，超过上半年平均水平两倍有余。其间，上证综合指数由2054点升至2487点，

涨幅达 21%；深证成分指数、中小板指数、创业板指数分别上涨 14.5%、15.8%、15.1%（见图 1-1）。这一阶段，A 股市场呈现出温和的量价齐升现象，场外资金开始逐渐流入，但市场参与者仍相对谨慎，股价涨势也较为平缓。

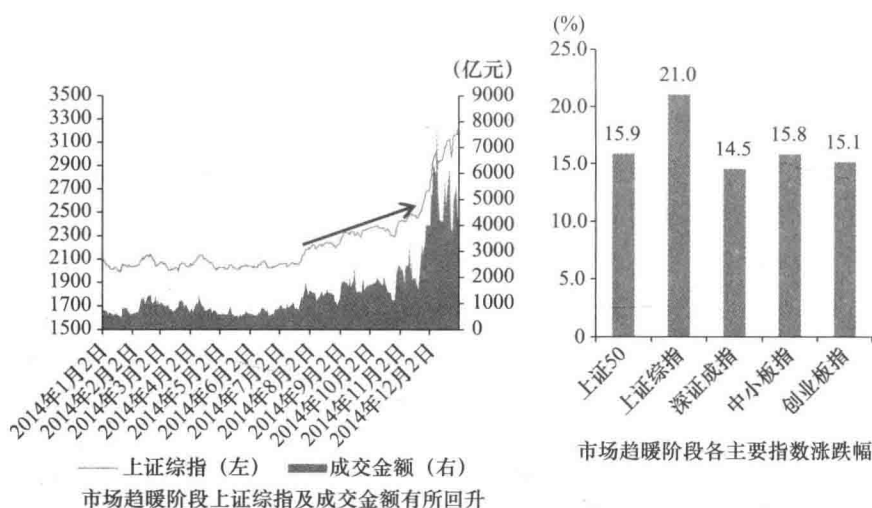


图 1-1 市场趋暖阶段（2014 年 7 月下旬至 11 月中旬）

资料来源：Wind。

二 估值回升阶段（2014 年 11 月下旬至 2015 年 3 月上旬）

从 2014 年 11 月下旬开始，A 股成交金额陡增，并于 12 月 5 日历史性地突破 1 万亿元，12 月的日均成交金额也增至 7885 亿元。由于受短期调整和春节等因素的影响，A 股日均成交金额在 2015 年 1 月、2 月略有回落，随后在 3 月又进一步攀升至 9478 亿元。上证综指由 2487 点升至 3373 点，涨幅达 35.6%；深证成分指数、中小板指数、创业板指数分别上涨 40.6%、27.8%、37.5%（见图 1-2）。从股指的相对估值角度看，上证综指的市盈率由 2014 年 11 月 21 日的 10.6 倍回升至 2015 年 3 月 13 日的 14.8 倍，市净率由 1.4 倍回升至 2.0 倍。

在此期间，蓝筹板块（PE）估值迅速回升。以金融、建筑、房地产为代表的大盘蓝筹股表现优异，迅速摆脱历史底部，向历史均值回升。以银行业为例，2014 年 11 月 21 日，行业平均市盈率仅为 4.8 倍，

而到2015年3月13日,已快速回归至6.6倍(见图1-3)。这一阶段,市场参与者情绪继续升温,交易活跃度大增,场外资金加速流入,投资者相对更看好估值低于历史均值的蓝筹股。此阶段,尽管股价上升速度较快,但还未脱离基本面的约束。

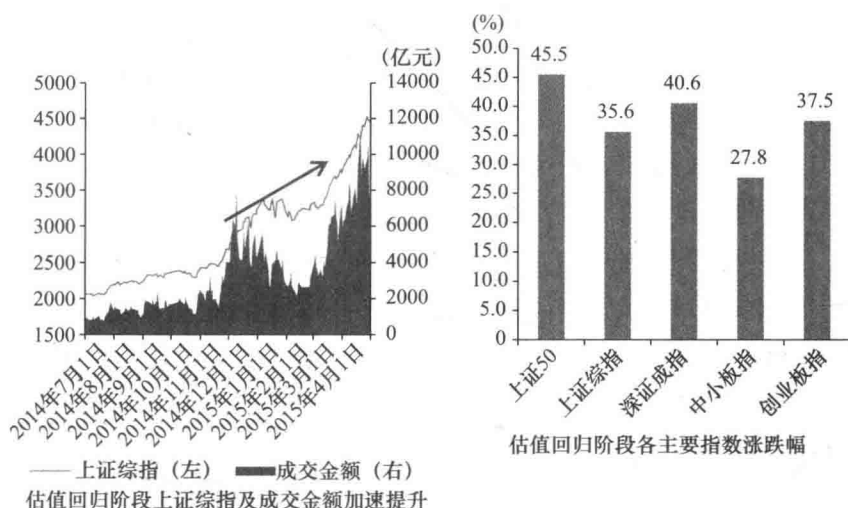


图1-2 蓝筹股估值回升阶段(2014年11月下旬至2015年3月上旬)

资料来源: Wind。

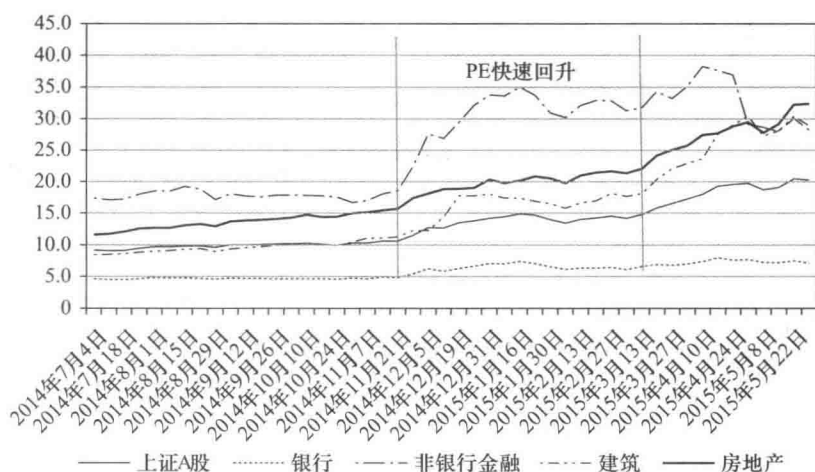


图1-3 蓝筹板块市盈率变化

资料来源: Wind。