



您的位置：首页 - 文章选登

我国股市运行机制存在安全隐患(上；波涛；11月5日)

文章作者：波涛

在我国股市的发展历史中，我国股市为了保证自身的运转，曾自下而上地自发地产生出了市场流动力的提供机制。但是由于这种机制主要是在政府部门的规划之外自发产生的，因此不可避免地带有某种“违规”的色彩，例如“庄家”曾为市场提供的流动力支持，券商等机构通过信用交易曾为市场提供的流动力支持，私募基金通过追求绝对收益曾为市场提供的流动力支持，市场上的各类投机势力通过各类套利活动曾为市场提供的流动力支持等等。但近年来随着市场监管力度的加强，这些市场流动力的提供机制也正随相关“违规”活动的被逐步禁绝而日趋瓦解。一个值得注意的严重问题是，我国股市中公认的“规范化”的证券投资力量，例如证券投资基金、保险资金、地方社保及企业年金等等，迄今却不能为我国股市提供流动力支持。这些被公认的“规范化”的投资机构，在市场流动力的提供机制方面，尚不能成为前述非规范的市场力量的替代机制。这两种发展趋势的合力所造成的结果就是：我国股市的市场流动力机制正被日益削弱和瓦解，我国股市的运行安全正受到严重威胁。

目前，我国股市的运行安全主要受到来自两个方面的严重威胁：一是粗放式掠夺式股市发展模式造成股市生态环境的全面恶化，正严重威胁我国股市的运行安全。二是我国股市的流动力提供机制正遭致不断破坏与削弱，已严重威胁我国股市的运行安全

我国股市安全正呈现“局部改善、全局恶化”的特征

我国股市刚刚从濒于崩盘的边缘被“拉”了回来，获得了宝贵的休整之机。我们应当珍惜这一宝贵的休整之机，深刻检讨我国股市发展中存在的严重缺陷，抓紧我国股市的制度性改革，力争我国股市尽快走上健康发展之路。目前最应警惕的是防止把我国股市拖回到粗放式掠夺式开发的漠视公众股东利益的发展模式的老路上去。

我们不应由于我国股市获得宝贵的休整之机而产生虚幻的“安全感”。如果我国股市现在的发展模式不加以根本性的改革，如果我国股市的运行机制不加以根本性的改革，我国股市濒于崩盘的危机还会再次发生，而且这种危机到来的速度和力度将超乎人们的想象，这将对我国金融体系的安全和国民经济改革发展的前景造成严重威胁。

这些年来，我国股市在粗放式掠夺式开发模式的指导之下，在单纯强调“监管”而忽略“改革发展”的市场管理模式之下，我国股市的生态环境正呈现“局部改善、全局恶化”的特点。如果不解决发展道路、发展模式这一根本性问题，只是把股市的市场生态看做是暂时性的、局部性的、技术性的问题，则我国股市的生态环境不可能得到根本性的改善，我国股市将面临严重的生存危机与发展危机。此次股市濒于崩盘的事实说明：再不从根本上扭转股市发展的掠夺式发展模式的前提下单纯抓“监管”，虽然部分上市公司和证券经营机构的规范化运作有了不同程度的提高，但我国股市运行的安全程度从全局而言不但没有得到提高，反而呈现显著削弱之势。

目前，我国股市的运行安全主要受到来自两个方面的严重威胁：

一是粗放式掠夺式股市发展模式造成股市生态环境的全面恶化，正严重威胁我国股市的运行安全。

二是我国股市的流动力提供机制正遭致不断破坏与削弱，已严重威胁我国股市的运行安全。

对于粗放式掠夺式股市发展政策对我国股市所造成的危害，由于我们以前已做过较为详尽的分析，因此将不作为本次分析的重点。这里将重点分析我国股市的流动力提供机制正遭到破坏对我国股市运行安全所造成的严重危害。

我国股市运行机制存在重大安全隐患：股市流动力提供机制正遭到不断破坏

我国股市运行机制存在重大安全隐患。这一安全隐患主要是指我国股市的运行安全正受到我国股市中不断遭到破坏的市场流动力提供机制的严重威胁。

我国股市的制度建设迄今为止一直存在一个重大失误。这一失误就是我国股市在制度建设中一直没有主动地着力建设股市的规范化的流动力提供机制。多年来，我国股市在缺乏规范化的流动力提供机制的条件下，市场为维持正常运行，市场流动力的提供功能一直是由各类非规范化的交易机制作为替代。但近年来，随着市场监管部门一味单方面强调对市场的持续性的高强度监管，同时片面地单方面强调突出发展证券投资基金，导致各类非规范化的交易机制不断削弱甚至正趋全盘瓦解。我国股市的流动力提供机制不但未得到不断加强，反而遭到不断破坏。

目前，我国股市的流动力提供机制已相当脆弱，并仍处于一个被继续不断削弱的破坏过程当中。这一状况已严重威胁到我国股市的运行安全。此次（2004年）股市濒于崩盘便是又一例证明。

问题的严重性在于，我国股市的各有关方面，特别是市场管理部门，至今尚未认识到这一问题的严重性，尚未着力采取针对性的校正措施。而这一问题如不尽快加以纠正，我国股市仍将处于严重的带病运行状态，更严重的股市危机仍可能再次爆发。如果我国股市的运行安全程度得不到显著提高，我国股市不但将难以成为国民经济的改革发展提供主动、优质、高效的服务，而且还可能成为冲击我国金融体制安全及影响社会安定的主要风险来源之一。

(一)什么是股市的流动力提供机制？

一个国家的股市要达到正常运行的目标，必须具有完善的市场流动力提供机制。在市场经济条件下，这一股市流动力提供机制，既是市场不断自我完善的结果，也是政府部门适当介入的结果。而在我国，由于我国股市是在行政力量主导的机制下建设并发展的，由于政府部

门的认识偏差及操作不当，导致在我国股市制度建设过程中，市场流动性提供机制就基本没被纳入市场制度建设的视野。

在一个发育基本成熟的股市中，不同的市场流动性提供者构成一个完整的市场流动性提供网络，形成一套完整的市场运行机制。市场流动性提供机制为市场价格运行提供有效的“刹车”机制，由此保障市场的日常运行安全。任何一个股市危机之所以能够发生，其最直接的原因都必然是市场流动性提供机制停止工作的结果。古今中外、历史、现在、将来都概莫能外。以美国市场为例，美国股市的流动性提供者主要由以下组成（按时间由短至长顺序）：

股票专营商（Specialists）。美国股票专营商是最短期的流动性提供者。按照交易规则，股票专营商必须在市场交易指令中的买卖双方不能完全匹配时自动充当对手一方，即为市场提供流动性支持。股票专营商主要为市场提供从即时（以秒计）至一个交易日之内的流动性支持。

美国市场的股票专营商是股价的第一刹车装置，不但在股市日常运作中，而且在1987年的股灾中，发挥了至关重要的安全阀门的作用。

自营、做市商及信用交易。做市商（在欠流动性股票中，外汇、债券等）及信用交易，是次短期的流动性提供者。这类交易的特点是在自营盘中通过信用放大进行杠杆操作。由于杠杆操作的性质，交易方的投资目标期限较短，在市场中提供的是次短期的流动性支持。这类机构在市场发生几天一级的波动时，常常起到主要对手方的作用。

对冲基金。对冲基金的特点是利用杠杆及不同交易对象间进行套利操作。由于对冲基金的规则在于套利，迫使它们要寻求在市场中尽力站在少数人一边，从而客观上起到为市场提供流动性的作用。

期货与现货之间的套利操作。期货与现货之间的套利操作，经常具有逆势操作的特点，因此可为市场提供流动性支持。在发达市场中，期货与现货市场之间的套利操作经常是市场中的中短期流动性的主要提供者之一。

另外，其他金融衍生品与其对应现货品种之间的套利操作，也可为市场提供流动性支持。

私募基金。私募基金在发达市场中由于注重绝对收益，并且由于管理人与投资人之间形成共同的利益关系，因此很多注重逆势操作，从而可以为市场提供流动性支持。

养老基金。养老基金是美国证券市场上最重要的长期性投资资金，由于养老基金的投资目光通常都在3-5年以上，因此通常具有在市场极度低迷时进场的特点。养老基金是为市场提供中长期流动性支持的主要力量。

政府作为“最后防线”（Last Resort）。政府相关部门的财力支持，是市场最后一道也是最关键的流动性支持，在市场生死存亡的关键时刻，政府的“最后防线”如何操作可能决定股市的前途和命运。

例如1929年股市危机时，美国中央银行没有出面干预，而是任由民间资金自行组织自救，结果美国股市危机发展成经济危机，拖累美国经济发展达二十余年之久。

再例如1987年美国股灾时，美国联邦储备断然出手相救，为市场提供“无限度”的信贷资金，挽救了股市危机，使1929年的悲剧没有重演，保护了美国股市的组织体系，为上个世纪90年代的美国大牛市的发展奠定了基础。

发达国家证券市场的发展历史表明，一个完整的市场流动性提供机制，包括极短期、短期、中短期、中长期以至作为“最后防线”的流动性提供体系，是一个市场能否安全运行的制度保障。任何一个股市危机的发生，都直接表现为市场流动性提供机制出现严重故障。因此我们应当重视市场流动性提供机制的组织建设，而不能片面理解证券市场，把证券市场能否安全运行，单纯归结为市场是否“规范”，不能把工作重点单纯放在“监管”之上。

在研究发达市场运作的历史经验中，我们还必须注意一个历史事实，那就是证券投资基金（这里专指“公募”基金）不是对证券市场的流动性提供者。大量实证研究表明，公募型证券投资基金，作为整体而言在市场中主要表现为顺势操作，即在市场低迷时主要表现为卖出，在市场狂热时主要表现为买入。因此他们不能对市场提供流动性支持。

对我国证券市场投资基金的实证研究也支持这一判断。在我国股市2000年以来所发生的迄今为止的四个1300点位中，其中在两个附近我国证券投资基金总体表现为净卖出，在另外两个附近总体表现为买卖基本平衡。因此我国的证券投资基金从总体而言和发达市场的公募型基金一样，不表现出强烈的逆势操作特征，因此不能为市场提供显著的流动性支持。

## （二）我国股市的流动性提供机制的演变趋势

我国股市的流动性提供机制的演变趋势可概括为以下几个特点：

其一，我国股市管理机构从未对规范化的市场流动性机制进行有计划、有组织的建设工作。

其二，我国股市原有的市场流动性提供机制是市场自下而上自发形成的。

其三，我国股市原有的自发形成的市场流动性提供机制主要是以违规操作的方式存在的。

其四，我国股市这一自发形成的市场流动性提供机制正被不正确的股市发展政策所严重破坏和瓦解，已无力支持股市的正常安全运转。

其五，由于我国股市流动性提供机制已支离破碎，我国股市的运行安全已受到严重威胁。

其六，我国股市很容易再次发生股市危机。

我国股市的早期发展特点是以行政干预为主，以确保政治目标为主的方式组织发展起来的。由于在我国股市发展的早期阶段，我国股市的发展目标是以保障国企改革，保障国企融资脱困为主，因此我国股市的组织体系建设一直以“融资”机制的建设为重心，并将这一发展模式不断强化，不断固化。这一发展模式的后果是我国股市形成了一种高度片面的市场机制，而不是一种各类利益关系相互制约、协调平衡发展的市场机制。我国股市这种发展模式带来的最大负面结果是：在“官”与“民”的利益冲突中，过度强调保护“官”的利益，而严重漠视“民”的利益，从而严重挫伤广大公众投资者的投资积极性；在“融资方”与“投资方”的利益冲突中，过度强调保护“融资方”的利益，而严重漠视“投资方”的利益，从而使我国股市严重脱离了主流储蓄资金的理财需求；在“监管”与“改革发展”的关系中，过度强调“监管”的重要性，而忽略“改革发展”的各项艰巨任务，使“改革发展”成为“监管”的附属品，扭曲了“监管”与“改革发展”的正确关系，使我国股市的发展越来越失去活力；在“行政”与“市场”的冲突中，过度依赖“行政”的指导力量，而严重忽略“市场”的自下而上的创造力，使我国股市一直保持早期股市的强

烈的“行政”指导色彩，也使我国股市越来越脱离国民经济改革发展的主流需求。

由于我国股市发展一直只以满足国企“融资”需求为目标，使我国股市的管理机制一直不能把注意力放在市场应有的组织建设之上，像股市流动力提供机制这样重要的市场运行机制，就始终未能纳入市场管理部门的视野。

在我国股市管理机构完全忽略市场流动力提供机制建设的情况下，我国股市为保障自身的运行，必然会自下而上地自生出最低限度的市场流动力提供机制，以满足市场的运转需求。

那么，在我国股市发展历史上，曾有哪些市场流动力提供机制自发地产生出来？历史上主要有以下几类：

庄家。庄家是我国股市中最不规范的一支“违规”经营的市场力量，但同时又曾是我国股市中比较主要的市场流动力提供者。这是我国股市独有的一种矛盾现象。

庄家在操作股票的过程中，在运作初期的“吸货”阶段，是对市场起着提供流动力支持的作用。但在运作的中期及后期，即“拉升”阶段及“出货”阶段，则主要起着操纵股价的违规作用。

庄家之所以能在运作的早期阶段对市场起到提供流动力支持的作用，主要在于庄家操作具有较强烈的逆势操作的特点。

在我国股市上，由于始终没有建立起规范化的市场流动力提供机制，因此由庄家这种违规操作所产生的流动力提供机制，便成为市场运转所需要的功能。这也是为什么在我国股市的发展史上，庄家现象虽屡遭批判，但始终没在舆论上成为“十恶不赦”的市场违规行为，始终屡禁不止。正是因为我国股市始终未建立起可替代庄家的规范化的市场流动力提供机制，我国股市的“庄家”现象便始终是一种“四六开”或“三七开”的市场违规现象，即“庄家”行为对市场运行还有“四分”或“三分”正面的贡献。

这几年来，在对“庄家”现象不断加以限制的市场监管环境下，“庄家”的市场影响已日趋衰落，连带而来的市场后果是由此产生的市场流动力提供机制也已被大大削弱。

我们可以回想在2000年以前的股市中，在股价整体严重下挫的情况下，“庄家”常常是一支逆势进场的重要力量。但在这几年的市场下跌过程中，我们则越来越少看到逆势进场的市场力量了。

我们这里做如此分析，并不是在为“庄家”平反，而是指出我们在围剿不规范的市场现象时，由于没有注意建立相应的可替代的规范化的市场运行机制，同样会给市场带来较为严重的消极影响。

信用交易。信用交易在我国股市发展的早期（2000年之前）是一种活跃的交易形式。通过信用交易，股票操作可获得杠杆效应。由于通过信用交易获得杠杆效应，信用交易者通常都只有不太长的投资时间目标，并且有在市场低迷时进场的倾向。当然，信用交易者也会表现出“追涨杀跌”的顺势操作的倾向，这时的信用交易对市场的影响就以消极影响为主了。

比较“庄家”而言，信用交易者的逆势操作特点不如“庄家”明显，因此信用交易对市场流动力的支持也不如“庄家”明显。但在我国股市中，信用交易仍一直是市场流动力的重要来源之一。

近几年来，通过持续围剿“违规”资金入市，我国股市中的信用交易已基本被禁绝，但与此同时，“合规”的信用交易机制又一直没有建立起来，这就进一步瓦解了我国股市的流动力提供机制。

在发达市场中，机构投资者通过合规途径获得信用杠杆，可以在市场需要时逆势而为，进而客观上成为市场流动力的重要来源。实际上，发达市场股市危机的重大转折，往往主要靠信用交易来推动跌势的逆转。

而在我国，我们只看到了信用交易所带来的投资风险的消极因素，却同时忽略了信用交易的能够提供市场流动力支持的积极因素。因此我国股市的发展任务，不应只是单纯压制市场消极因素的作用，而且应当同时促进市场积极因素的发展。

私募基金。私募基金（即“地下基金”）曾经是我国股市中一直相当活跃的力量。我国股市中私募基金的运作一直以不规范操作为主要特征。特别是我国早期私募基金的运作往往又与“庄家”现象及违规“信用交易”现象相互结合，更突出了私募基金对我国股市的消极影响。

但是，在我国股市的早期发展中，私募基金也曾经是市场流动力的重要来源之一，在我国股市早期的几个主要低点，私募基金都曾是主要的进场力量。

私募基金之所以客观上能对我国股市形成流动力支持，主要原因在于私募基金的运作机制和组织原理的特征。我国私募基金主要的盈利目标是以实现绝对收益为主，这是它和公募基金在盈利模式上最主要的区别。由实现绝对收益的盈利目标推动，私募基金在市场低迷时常常必须逆势而动，从而客观上可以为市场提供流动力支持。而公募基金一方面追求相对收益，另一方面又有固定收费可以保证收益，因此常常选择顺势而动。再加上基金持有人情绪变化的牵制，使公募基金难以成为市场流动力的提供者。

这几年来，由于我国监管与发展政策对原有私募基金一直持全盘否定态度，致使其经营空间遭致不断压缩，我国股市中的原有私募基金群体也基本呈现瓦解之势，这就又削弱了我国股市流动力的一个重要来源。

最近，市场管理部门正筹备推出券商“集合理财”业务。券商“集合理财”业务本质上是一种规范化的“私募基金”运作形式，因此，此举可谓向推出规范化的私募基金产业迈出了第一步。但是，从我国股市运行的全局看，我们需要一个蓬勃发展的私募基金产业，而且私募基金产业的参与者也不能只局限于券商一种类型。因此可以说，我们目前所准备推出的市场发展步骤，还远远不能适应目前股市运行的需要。

不同市场间的套利操作。我国股市从本质上具有很强的自下而上的创造力。在我国股市运作的早期，曾有多种多样的套利操作的雏形产生。例如期货与现货之间的套利，不同地方市场之间的套利，非流通股与流通股之间的套利，境内与境外市场之间的套利等等。

我国股市中种种套利活动的基本特点是：它们大多是在没有相应规则的情况下自发产生的，因此大多带有违规的色彩。近年来随着市场监管措施的加强，随着一些多样化交易形式的被禁止，我国股市中种种套利活动基本上呈现衰减之势。

我们应当认识到的是，我国股市中种种套利活动的产生，一方面有强烈的违规经营的特征，但同时它们又是市场流动力的重要来源之一。如果我们的市场管理的惟一目标只是不断压抑市场违规行为，而看不到这类市场违规行为所提示的市场运行的正当需求，看不到建立相应的市场合规的交易机制的紧迫性，则我们的市场监管活动只能使市场越来越丧失活力。我们的目标决不是建立一个“规范”的但“死气沉沉”的证券市场。

长期性投资资金。我国股市中目前严重缺乏长期性投资资金的参与，因此严重缺乏长期投资资金所提供的市场流动力支持。

首先，我国股市中的散户投资者中有相当一批是长期性投资者。这一点并非如同一些媒体所说，好像散户投资者是股市中的非稳定性

力量。一个恰好相反的现象是，一批散户投资者被组织成基金投资者之后，反而失去了长期性投资的特征。因为我国基金的资金年平均周转率近年来也仍高达400%以上，前几年更是高达600%—700%。在我国股市近年的这几次低点中（1300点附近时）比较明显的进场者其实是散户投资者。特别是在第三个1300点时最为明显。因此，我们不应盲目地片面地贬低散户投资者对稳定市场的作用。在我国股市今后的发展政策中，不宜采取压抑散户投资者的抑制性政策。相反，我们应当采取鼓励散户投资者的股市发展政策。特别是鼓励把散户投资者与个人养老账户的发展结合起来的股市发展政策。

全国社保资金目前虽然对股市投资的金额很小，但从其运作模式看，有可能逐步成为市场流动力的来源之一。这主要是因为，全国社保资金已经形成比较规范的运作规程，有较为清晰的投资战略，因此有一定的抗市场波动干扰的能力，有一定的逆势进场的能力。

但是，地方社保资金和企业年金还难以成为我国股市的流动力提供者。这是因为，目前我国地方社保资金和企业年金由于运作机制的局限，重点侧重于短期运作，基本上采用一年内结算的模式。因此其实际运作，带有较明显的投机性色彩。此外，由于我国地方社保资金和企业年金的风险承担能力非常低，也往往使他们没有勇气逆势进场操作，因此也使他们难以对市场提供流动力支持。

保险资金目前是我国基金产品的主要投资者。但迄今为止，保险资金并不是我国股市的主要市场流动力提供者。这主要是因为，一方面保险机构由于其运作机制的局限，虽然其掌握的资金性质是长期性投资资金，但其运作体制却迫使其关注短期经营目标，因此保险资金的资产管理业务表现出较强烈的短期性和投机性特征，另一方面，由于目前保险资金还只能通过基金产品间接入市，而我国基金运营又表现出强烈的短期性和投机性特征，因此也造成我国保险资金从总体而言的短期性、投机性特征。从总体上看，在近年来的主要市场低点附近，我国保险资金都未曾对我国股市提供过明显的流动力支持。

证券投资基金。证券投资基金到目前为止已发展成为我国股市中最重要的机构投资者之一，但并不是我国股市的主要流动力提供者。

长期的跟踪统计研究表明，在我国股市的主要下跌行情的中后段，证券投资基金一般基本表现为净卖出。而在我国股市的主要上涨行情的中后段，证券投资基金一般基本表现为净买入。这说明，对证券投资基金的存量资金而言，基本上不对我国股市提供流动力支持。

但是，证券投资基金的增量资金有可能对我国股市提供流动力支持。这主要取决于增量资金介入股市的时机。例如在股市低点之前增发的基金，便有可能形成对股市的流动力支持。只是这部分增量资金份额相对较小，对整个股市的影响甚微。

QFII。QFII到目前为止运作时间很短，因此还很难说出其运作特征。但到目前为止，可以初步看出QFII的运作较有个性，有某些逆势而为的色彩，具有为市场提供流动力支持的可能性。

政府作为最后的防线。我国政府作为股市的最后防线的作用，迄今为止走过了一个比较曲折的演变过程。总体来说，在我国股市发展的早期阶段，政府曾有较强的在股市危机时介入股市的意愿。但近年来，这一意愿已大大减弱。

即使在我国股市发展的早期阶段，在政府于股市危机时介入意愿较强的时期，政府的介入形式也是单纯以行政手段的方式，而不是通过向市场提供流动力支持的市场化形式。例如1994年上证跌至300点的时候，1999年“5·19行情”之时，2001—2002年第一次国有股减持之时，2002年“6·24”行情之时，2004年的1300点之时等等，都是政府通过某种政策效应手段达到强烈影响股市的效果。

政府以行政手段而非以提供流动力支持的手段介入股市，给我国股市带来的负面影响是股市对政策的依赖性加强，削弱了证券经营机构的风险意识和风险控制机制，强化了我国股市的行政干预色彩。

但是另一方面，我国股市本身的运转体制中的安全隐患越来越凸显，又要求政府行使证券市场作为“最后防线”的功能，以在最后危机关头能保证股市不至彻底崩溃。

小结：

从以上分析中可以看出，在我国股市的发展历史中，我国股市为了保证自身的运转，在市场管理部门没有进行主动规划、没有进行主动发展的历史背景下，曾自下而上地自发地产生出了市场流动力的提供机制。但是由于这种机制主要是在政府部门的规划之外自发产生的，因此不可避免地带有某种“违规”的色彩，例如“庄家”曾为市场提供的流动力支持，券商等机构通过信用交易曾为市场提供的流动力支持，私募基金通过追求绝对收益曾为市场提供的流动力支持，市场上的各类投机势力通过各类套利活动曾为市场提供的流动力支持等等。但是，近年来随着市场监管力度的加强，这些市场流动力的提供机制也正随相关“违规”活动的被逐步禁绝而日趋瓦解。

一个值得注意的严重问题是，我国股市中公认的“规范化”的证券投资力量，例如证券投资基金、保险资金、地方社保及企业年金等等，迄今却不能为我国股市提供流动力支持。也就是说，这些被公认的“规范化”的投资机构，在市场流动力的提供机制方面，尚不能成为前述非规范的市场力量的替代机制。

这两种发展趋势的合力所造成的结果就是：我国股市的市场流动力机制正被日益削弱和瓦解，我国股市的运行安全正受到严重威胁。

（三）随着我国股市流动力提供机制的日趋瓦解，我国股市正变得越来越不安全，而不是越来越安全。

近年来，随着对我国股市单方面监管的不断强化，以及与此同时相应的股市改革发展措施的滞后甚至弱化，使我国股市的发展格局出现了一种新的形态特征，即从微观从局部层面看，我国股市的运行安全程度似乎有所提高，但从宏观从全局层面看，我国股市的运行安全程度却呈现显著下降之势。这种局部改善，全局恶化的股市生态环境的发展局面，恰似我国前些年和近年来自然生态环境的演变过程。造成这一矛盾现象的根本原因，还是来源于不正确的股市发展观所带来的危害。

我们可以回想我国股市十几年来的发展历史。

在2000年以前，我国股市真正处于生存危机的时刻只发生过一次，即1994年夏上证指数跌至300余点之时，当时我国新生的股市发生了严重的信用危机和信任危机，已处于生与死的选择时刻。当时的市场管理部门主要依靠强力的行政手段，而不是市场手段，挽救了市场危局，但同时也开启了以行政手段干预市场危机的先例。

在2000年以前，我国股市还发生过两次较“紧张”的时刻，但决不是“危机”时刻。也就是说，在这两次较“紧张”的时刻，市场实际完全有能力依靠自身的力量实现走势的反转。这两次“紧张”时刻，即1996年上证跌近500点和1999年上证跌近1000点时，这两次市场管理部门的出手干预，特别是以行政方式的干预，虽然立即扭转了股市形势，也同时大大强化了我国股市的“政策市”色彩。但在2000年以后，在短短的三四年之间，我国股市处于生死危机的时刻就至少发生过两次，其中一次是伴随第一次国有股减持试点，股市由上证2200点急转直下，直逼1300点。如果当时不是由市场管理部门紧急出面叫停国有股减持进程，从根本上扭转了股市的政策预期，股市已直接面临“崩盘”的现实可能性。



另一次就是2004年的上证第四次逼近1300点。当时如果股市进一步下跌，将全面引发券商委托理财资金的抛盘风潮，继而引发基金的抛售风潮，导致股市的全面崩溃。这一次股市危机是靠了国务院领导的出面讲话，才暂时稳住了市场。

在2000年以后，我国股市还有过另外两次逼近上证1300点的“紧张”时刻，即2003年初和2003年冬的两次市场恐慌时刻。这两次市场的恐慌时刻，股市虽然相当危险，但还未到生与死的临界点，市场还有一定的自救空间，市场管理者还不必立即出手相救。

总结我国股市十几年的危机发生发展的历史，我们可以看出以下现象：

一是我国股市运行安全程度可以按2000年为界，划为两个时期。

我国股市在2000年以前的十年间，发生过一次“危机”时刻和两次“紧张”时刻。但我国股市在2000年以后的3—4年间，已发生过两次“危机”时刻和两次“紧张”时刻。比较而言，我国股市危机的发生频率有了明显提高，股市危机的发生烈度也有了明显提高。股市危机对国民经济整体所可能发生的负面冲击越来越严重。

二是我国股市在危机及“紧张”时刻，依靠自身能力扭转局势的能力呈大幅削弱之势。

随着近年来单方面突出监管，随着一方面打击不规范行为的力度不断加大，另一方面相应的合规性经营机制的建设严重滞后，我国股市自发形成的流动力提供体制已遭到严重破坏，已基本遭到整体上的瓦解。

我国股市流动力提供体制近于全面崩解的最直接后果，就是：

第一，在我国股市的“危机”或“紧张”时刻，例如从2000年以后的上证四次逼近1300点时，我们越来越少看到活跃而积极的市场“抄底”资金的进入。而在2000年之前，这一“抄底”资金特别明显地集中于“庄家”资金、“私募”资金、“信用”资金以及部分个人投资者之中。

第二，我国股市大幅波动频率的显著提高，直接说明我国股市的不稳定性显著提高，我国股市的安全性显著下降。

在2000年以前，我国股市主要低点之间的间隔通常至少都在1年以上，大部分时间可在2年以上。而在2000年以后，我国股市主要低点之间的时间间隔已缩短至8—9个月，我国股市的安全性已显著下降，我国股市越来越缺乏依靠自身力量实现景气循环的能力。

三是我国股市的可投资程度与可投机程度都在显著下降。

在2000年以前，我国股市的下跌幅度与上涨幅度之比，大体处于30%—60%之间，平均处于40%—50%之间。

而到2000年之后，我国股市的下跌幅度与上涨幅度之比，已平均超过100%，即平均跌幅大于涨幅。

这说明，从2000年以后至今，我国股市的可投资程度与可投机程度都在显著下降。我国股市无论对投资者还是对投机者都正丧失吸引力。

文章来源：《中国证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307

版权所有：中国社会科学院金融研究所