

# 中国股票市场价格波动的实证分析

潘昌凤

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

**内容摘要:** 本文以实证的方法证明: 迄今为止, 中国股票市场的价格波动经历了 1990 年 12 月——1995 年 12 月和 1996 年 1 月——2005 年 6 月共两个完整的波动周期。在此基础上, 从沪、深综合指数年算术平均值变化趋势分别与 GDP 值变化趋势的比较, 沪、深股市总市值与 GDP 值, 历年 IPO 融资总额与 GDP 值变化趋势的比较, 实证股价波动与宏观经济波动的背离; 从上市公司每股平均利润变化与股价指数波动情况比较, 实证股价波动与企业盈利状况的背离。

**关键词:** 股票市场, 价格波动, 实证分析

实证股价波动, 面临的首要问题是如何选择描述价格波动的指标或指标体系? 本文在实证股价波动时, 主要以上海证券交易所编制的综合股价指数(上证指数)作为衡量价格波动的指标。原因在于: (1) 中国股票市场由从功能定位、组织形式、到管理体制都基本相同的上海证券交易所和深圳证券交易所组成。由证券交易所编制的综合股价指数能够准确、全面地反映股票的价格波动情况, 最具权威性。(2) 2005 年, 中央正式确立深圳证券交易所为中小企业上市公司股票交易市场。在此之前的 2002 年, 深圳证券交易所即已停止发行新股。因此, 在实证股价波动时, 选择上海证券交易所编制的上证综合指数(俗称“上证指数”), 在所代表的行业广泛性、宏观经济发展变化的持续性、指数自身的延续性等方面, 都比选择深圳证券交易所编制的深圳综合股价指数(俗称“深圳综指”)更具有科学性和合理性。(3) 上证指数以 1990 年 12 月 19 日为基准日, 截止到 2005 年底, 其组成成份包括了上海证券交易所上市交易的全部 874 家 A 股和 B 股, 总股本数为 5084.85 亿股, 具有广泛的代表性。

## 一、中国股票市场价格波动周期实证

中国股票市场经过 1990——2005 年共 15 年的发展, 取得了巨大的成绩和进步。股票市场价格波动 15 年来经历了两个运行周期, 无论是股价波动与宏观经济波动的相关性, 还是股价波动与发行股票的上市公司盈利状况的相关性方面, 都表现出中国股票市场特有约束条件下的独特性。

### (一) 中国股市的价格波动周期

经济学意义上的周期, 也叫商业周期(Business Cycle), 属于宏观经济学概念, 是指总体经济活动的扩张和收缩交替反复出现的过程。古典的经济周期定义, 是建立在实际 GDP 或总产量绝对量的变动基础上的, 认为经济周期就是指 GDP 上升和下降的交替过程。现代关于经济周期的定义, 是建立在经济增长率变化的基础上的, 认为经济周期是指经济增长率上升和下降的交替过程。

股票市场上的股票交易价格, 受上市公司经营业绩的增长和下降以及投资者心理波动等因素的影响, 会出现上涨和下跌的周期性交替反复。股票价格的这种上涨与下跌的交替波动过程, 称之为股市运行周期。一般而言, 一个完整的股市运行周期, 包括一个长期的上涨趋势和一个长期的下跌趋势, 即通常所说的一个“牛市”和“熊市”的完整交替过程。

考察中国股票市场的股价波动实际运行情况, 1990——2005 年股价波动的历史轨迹清晰表明, 中国股市已经经历了两个完整的运行周期。从时间上大致划分为: 第一个周期为 1990 年 12 月——1995 年 12 月; 第二个周期为: 1996 年 1 月——2005 年 6 月。目前, 中国股市正运行在第三个股价波动周期之中。

#### 1、从综合股价指数运行轨迹观察股价波动周期

参照中国股票市场各阶段的市场发展情况, 实际考察 1990 年至 2005 年期间上证指数(图 1.1)和深证综合指数(图 1.2)的波动趋势, 中国股票市场在 1990——2005 年期间, 上证指

数和深圳综指的走势都经历了两轮完整的“牛市”和“熊市”的周期交替过程。

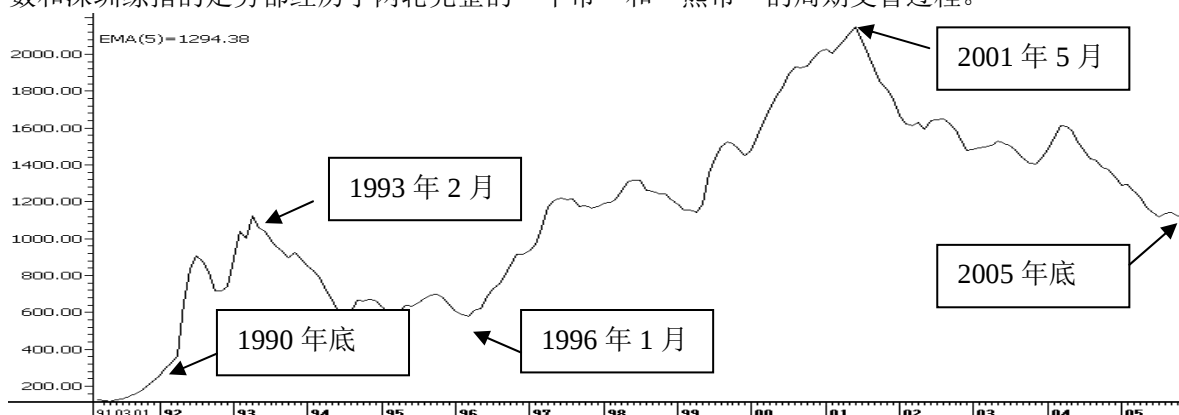


图 1.1 1990——2005 年上证指数月度移动平均线走势图

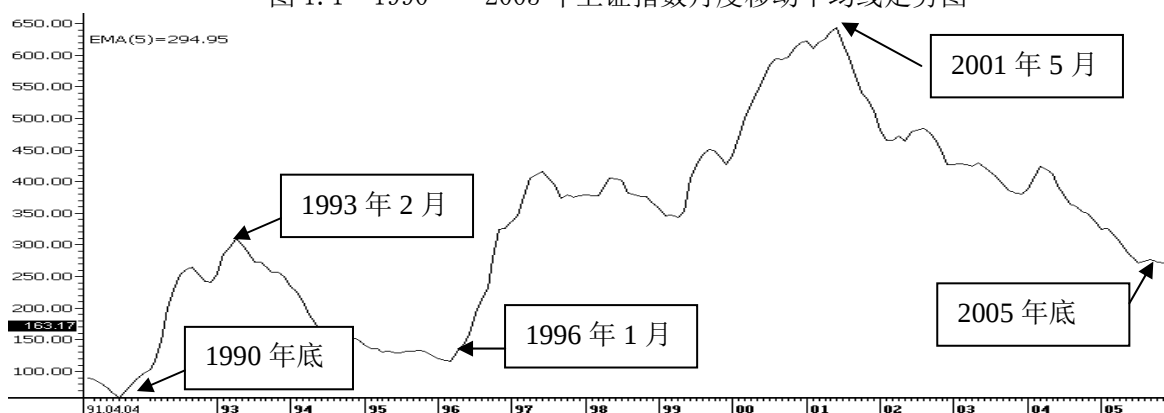


图 1.2 深证综合指数月度移动平均线走势图

## 2、从价格指数时点数据观察波动周期

观察图 1.3 所示的上证综合指数 1990—2005 年的月 K 线历史走势图，可以看出中国股票市场前后共经历了两个较为完整的价格波动周期。第一个周期：时间跨度为 1990 年 12 月 19 日至 1996 年 1 月 20 日；运行空间为上证综合指数从 95.79 点到 512.93 点，共上涨 416.21 点（其间，周期顶部在 1993 年 2 月 16 日达到 1558.95 点，底部至顶部的最大上涨空间 1463.16 点），上涨幅度为 434.5%（底部至顶部的最大上涨幅度为本 1527.47%）。第二个周期：时间跨度为 1996 年 1 月 20 日至 2005 年 6 月 6 日；运行空间为上证综合指数从 512 点到 998.23 点，共上涨 486 点（其间，周期顶部出现在 2001 年 5 月的 2245.42 点，周期底部至顶部的最大上涨空间为 1733 点），上涨幅度为 94.93%（底部至顶部最大上涨幅度为 338.47%）。

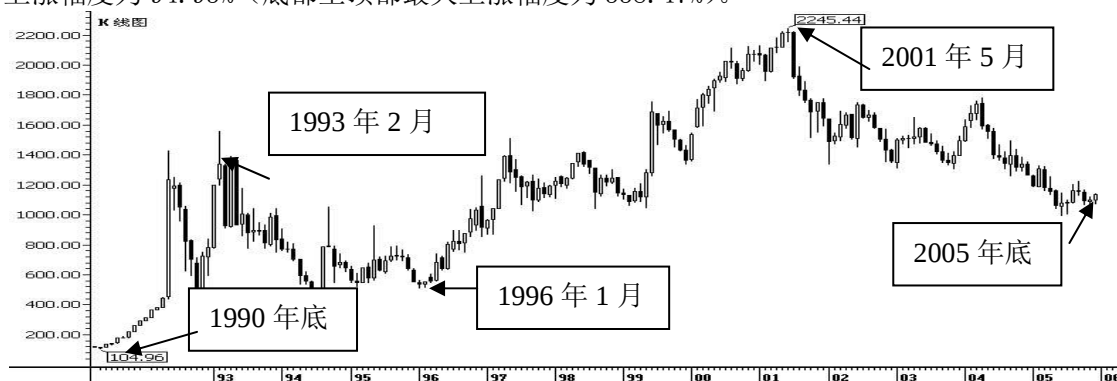


图 1.3 上证指数 1990—2005 年月 K 线走势图

实际观察图 1.4 所示的上证综合指数月成交均价线，也呈现出十分明显的两个波动周期。

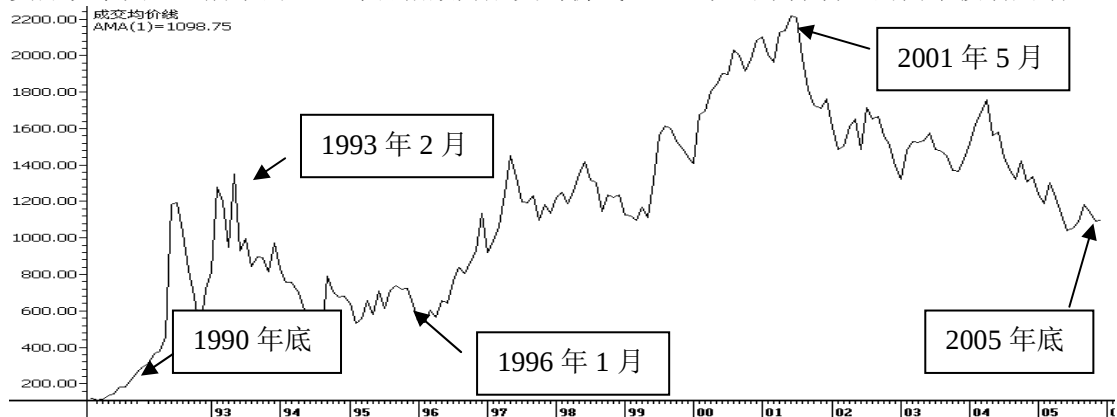


图 1.4 上证综指 1990—2005 年月成交均价线

## (二) 周期性股价波动的特征

中国证券市场 15 年，股价波动运行两周期。在不同的运行周期内，因为市场制度和市场结构的不同，股票价格波动表现出不同的特征，股价指数的底部和顶部的形成方式与原因也各不相同。依旧从上证指数实际运行轨迹考察中国股票价格波动特征。

### 1、价格波动的基本情况

1990——1995 年的第一个股价波动周期：由三个不同的股价涨跌交替过程组成，时间跨度 5 年。图 1.3 和表 1.1 清晰反映了波动周期的基本情况：(1) 股价指数自 95.79 点（1990 年 12 月）启动，经过 18 个月的上涨，到达 1429.01 点（1992 年 5 月）；然后，经过 6 个月时间回调到 386.85 点（1992 年 11 月），至此，完成波动周期内的第一个上涨和下跌的交替过程。其上涨幅度为 1391.7%，下跌幅度为 72.93%。(2) 自 386.85 点（1992 年 11 月）上涨，4 个月时间升至 1559.01 点（1993 年 2 月）；然后经过 17 个月的下跌，回调至 325.8 点（1994 年 7 月），至此完成股价波动周期内第二个、也是最主要的上涨与下跌的交替过程。其上涨幅度为 302.9%，下跌幅度为 79.10%。(3) 自 325.8 点（1994 年 7 月）上涨，经 3 个月时间到达 1052.9 点（1994 年 9 月）；然后经过 16 个月的缓慢下跌，回调至 512.8 点（1996 年 1 月），至此完成股价波动周期内的第三个上涨和下跌的交替过程。

表 1.1 1990.12——2006.06 上证指数出现重要底部的时间及其相关情况统计

| 时间   | 90\12   | 92\11  | 94\07  | 96\01  | 99\02  | 99\12  | 02\01  | 03\01  | 03\11  | 05\06  |
|------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 最低点  | 95.79   | 386.85 | 325.8  | 512.8  | 1064.2 | 1341.1 | 1339.2 | 1311.7 | 1307.4 | 998.23 |
| 对应高点 | 1429.0  | 1559.0 | 1052.9 | 1510.2 | 1756.2 | 2245.4 | 1748.9 | 1649.6 | 1783.0 | 1695.6 |
| 上涨点数 | 1333.1  | 1172.1 | 727.1  | 997.2  | 691.6  | 904.3  | 409.7  | 337.9  | 475.6  | 697.4  |
| 上涨幅度 | 1391.7% | 302.9% | 223.2% | 194.5% | 65%    | 67.4%  | 30.6%  | 25.8%  | 36.4%  | 69.9%  |
| 上涨时间 | 18 个月   | 4 个月   | 3 个月   | 17 个月  | 5 个月   | 19 个月  | 5 个月   | 5 个月   | 5 个月   | 12 个月  |

资料来源：作者根据上海证券交易所行情数据计算

1996——2005 年的第二个股价波动周期：时间跨度是第一个波动周期的两倍，长达 10 年。该波动周期主要由四个价格上涨与下跌的相互交替过程组成，其波动的基本情况同样在图 1.4 和表 1.1 得到了清晰的反映：(1) 股价指数自 512.8 点（1996 年 1 月）启动，经过 17 个月的上涨，达到高点 1510.2 点（1997 年 6 月）；之后经过 20 个月的反复（1997 年 11 月至 1998 年 7 月的上涨和 1998 年 8 月至 1999 年 2 月的下跌，其间波动振幅近 30%）调整，下跌到 691.6 点（1999 年 2 月），至此完成波动周期内第一个股价上涨和下跌的交替过程。其上涨幅度为 194.5%，下跌幅度为 54.2%。(2) 自 691.6 点上涨，经过 5 个月达到高点 1756.2 点（1999 年 6 月）；然后经过 6 个月的回调，下跌至 904.3 点（1999 年 12 月），至此完成波动周期内的第二

个价格上涨与下跌的交替过程。其上涨幅度为 65%，下跌幅度为 48.51%。(3) 自 904.3 启动，上涨至高点 2245.4 点(2001 年 5 月)；然后经过 30 个月的反复下跌(2002 年 1 月跌至 1339.2 点后反弹，2003 年 1 月跌至 1331.7 点后反弹)，跌至 1307.4(2003 年 11 月)，至此完成了波动周期内的第二个、也是最主要的股价涨跌交替过程。其上涨幅度为 148.3%，下跌幅度为 41.8%。

(4) 股价指数自 1307.4 点(2003 年 11 月)反弹，历时 5 个月上涨至 1783 点(2004 年 5 月)；之后股价指数持续向下运行，经过 13 个月，跌至 998.23 点(2005 年 6 月)，至此完成了波动周期内的第四个股价涨跌交替过程。

## 2、价格波动的特征

1990 年底——1995 年底这一时期的股票价格波动，乃是疯狂的 5 年。指数自 1990 年 12 月 19 日的 95 点出发，一路狂涨到 1439 点，用 17 个月时间，实现 1391%的涨幅；嗣后只用 6 个月时间就完成了指数自 1439 点到 386 点，跌幅为 73%的下跌过。叹为奇观的是，1992 年底至 1993 年 2 月，指数自 386 点起，如过山车般的急升至 1559 点，三个月时间，实现 304%的涨幅。由此得出股价波动的第一个特征：在第一个周期内，价格非理性波动，股价指数狂升急跌，投机盛行。

1996——2005 年的股价波动周期与 1990——1995 年的波动周期相比，最为直观的重要差别是时间跨度由 5 年延长到了 10 年。周期内，上涨过程出现了 1510.2 点(1997 年 6 月)、1756.2 点(1999 年 6 月)和 2245.4 点(2001 年 5 月)共三个趋势向上的价格波动顶部。由此得出价格波动的第二个特征：第二个波动周期比第一个波动周期的运行时间大大延长。

技术分析理论关于股票价格波动有一条公认的简单规律——价格上，涨有多高，跌有多深；时间上，涨有多久，跌有多长。造成中国股市周期运行时间延长现象的深层次原因，乃是因为市场制度以及市场制度决定的市场结构的变迁，具有长期性和艰巨性。本文将在后面的章节中作专门论述。

表 1.1 和图 1.3 的实证表明，两个周期内的 1990 年 12 月、1992 年 11 月、1996 年 1 月，1999 年 2 月，1999 年 12 月，2003 年 1 月和 2003 年 11 月，都是股价指数的重要底部出现时间。而且指数自 1990 年 12 月、1996 年 1 月、1999 年 12 月上涨的时间分别为 18 个月、17 个月、19 个月。由此得出股价波动的第三个特征：年底、年初是形成价格底部的重要时间区域；股价自低点开始，上涨时间在一年半以上的重要底部，基本上都有规律性的出现在年底或年初。

表 1.1、图 1.3 的实证表明，股指在 1994 年 7 月出现的 325.8 点和 2005 年 6 月出现的 998.23 点，都是十分重要的股价波动底部。第一个底部是管理层推出“三大救市政策”形成的；第二个底部是落实“国九条”、开始实施股权分置改革形成的。前者以调控股价指数为目标，乃短期政策；后者以解决根本性制度缺陷为目标，乃长期性制度建设。由此得出股价波动的第四个特征：政府在形成股价波动底部中的作用十分明显，但到了 2001 年以后，政府干预的目标和性质已由直接的股价指数调控转向制度缺陷治理。

## 3、政府政策对股价波动影响的变化过程

在成熟的股票市场，股票作为代表未来收益的权利证明，对于投资者的意义，在于能够为投资者带来高于银行利息收益的预期分红收益。决定股票价格的内生因素，是发行股票上市企业的盈利能力。影响企业盈利能力的因素有多少，影响股价波动的因素就有多少。当投资者买卖股票时，从股票投资中获得收益的途径，除了分红以外，还有股票溢价收益。溢价收益主要是持有股票所承受风险的补偿。风险溢价收益更容易受短期价格波动因素的影响。无论是企业盈利能力这一内生因素，还是影响股票价格的外生因素，最终都可以归结为影响市场制度和影响市场结构的因素。当中国股票市场的价格波动实际上缺少与企业盈利状况的密切关联时，在既有的市场体系和市场制度下，影响股价波动的因素更多的表现为政府政策的变化和市场投机气氛的强弱。

在市场制度不成熟，市场体系结构不完善，市场化程度低的情况下，中国股票市场价格波动极大地受政府政策的影响。政府监管部门迫于市场参与各方利益博弈的压力下，也有意识地在不同时期出台不同的、有时甚至是相反的政策，以达到调控股价指数的目的。受外界因素的干扰，市场难以形成自身的运行规律，股价波动脱离上市公司盈利能力这一内生因素的影响，随政府政策的变化起舞。根据表 1.1 和图 1.3 的实证，结合 1990——2005 年中每次重大政策出台对股价指数产生冲击的实际情况(图 1.5)进行分析，政府政策对股价波动的影响作用，是

一个逐步变化的过程：

(1) 2000 年以前，府政策直接对股指波动起着至关重要的、有时甚至是决定性的作用。之所以有股价波动的第三个特点——股票价格指数的重要底部点位都出现在年度交替时期的年底或年初。最重要的原因在于：每年的年底或年初，正是政府有关部门出台重要措施对股价指数进行调控的时期。唐利民（1999）的研究<sup>1</sup>表明，1992——1998 年，造成上海股市股价异常波动的因素中，政策性因素的影响占 44% 的比重。

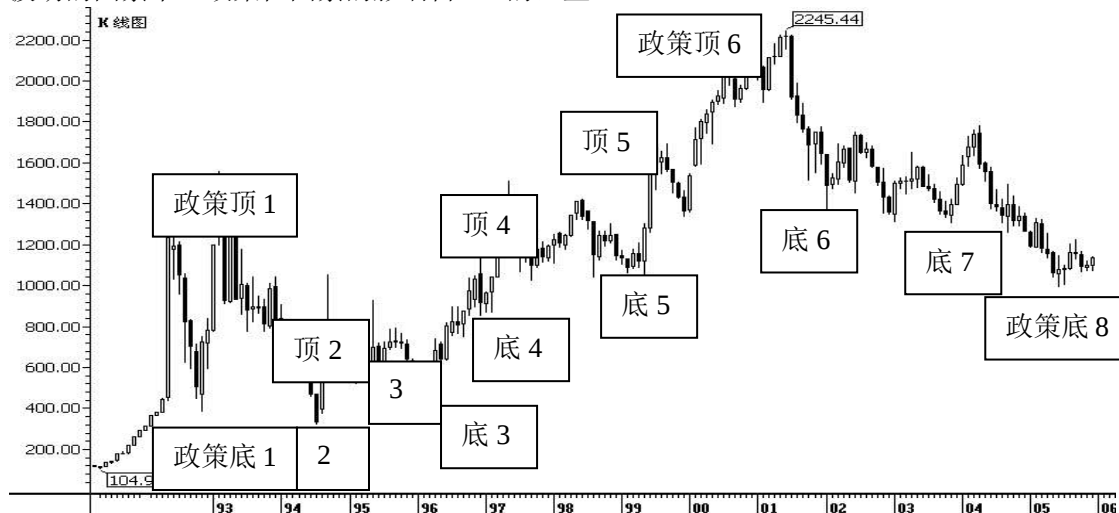


图 1.5 政策顶、政策底示意图

(2) 2001 年以后，政策对股价指数波动的影响逐步缩小。(1) 政策对于股价指数底部的产生和股价指数的向上波动力度的影响正在逐渐降低，政策决定重要底部形成的规律性特征也已经打破。1990——2000 年，政府政策对指数阶段性底部的形成影响大，对股价指数推动作用十分明显；2001 年以后，重大利好政策的出台直接催生了 5 次重要底部（见表 1.1）；5 次重要底部之后的股价指数都大幅度上涨，平均涨幅达 148.04%。2001——2005 年，政府政策能促成阶段性底部产生，但对股指上涨推动力度迅速减弱；2001 年之后，共出现 5 次政策引发的底部和阶段性反弹，但平均涨幅只有 16.2%。(2) 股价指数重要阶段性底部在年度交替时期产生的规律性特征被打破。从 2004 年开始政府相继推出一系列有利于股票市场长期稳定发展的重大改革和扶持措施，但无论是 2004 年底，还是 2005 年初，股市都没有像以前那出现样重要底部，而是一路持续向下波动，不断创出新高，直到 2005 年 6 月份才形成 998.00 的重要底部。

出现上述变化的根本原因，在于政策出发点由过去的侧重调控指数转变为侧重于市场制度化建设。而市场制度化建设的时滞较长，且它的影响也是长期的。

## 二、 股价波动趋势与宏观经济波动趋势关系的实证

准确把握中国股价波动与宏观经济周期的关系，应该考察中国股票市场股价波动和宏观经济运行的实际状况。对我国股价波动和宏观经济的相关性，股价波动与发行股票的上市公司盈利状况的相关性进行实证，既是本章的主要内容，也是为了确定本论文的研究内容和范围。下面将主要采用历史数据和股价波动的实际运行轨迹来进行实证。

### (一) 上证指数波动趋势与宏观经济波动趋势关系的实证

实证对比上证指数年平均值与同期 GDP 值（表 1.2、图 1.5）的变化趋势，结果表明，中国股市的股价波动趋势与宏观经济波动趋势的关系，在两个不同的运行周期内的表现是不同的：在 1990 年 12 月——1995 年 12 月的运行周期内，股价指数基本上是围绕 GDP 的平稳增长而上下波动的，而且在指数偏离宏观经济运行比较大时，迅速回落，时间上表现为第一个运行周期延续比第二个周期短。在 1996 年 1 月——2005 年 5 月的第二个运行周期内，一是周期运行时间明显延长，二是在周期的后半段出现了股价指数走势与宏观经济走势的明显背离。

<sup>1</sup> 唐利民、韩慧君、杨思远《政策与股票投资者的博弈分析》，《系统工程理论与方法应用》.1999.（2）.

表 1.2 1990—2005 年上证指数年平均值与 GDP 年值比较

| 年份     | 90    | 91    | 92    | 93    | 94    | 95    | 96    | 97    | 98    | 99    | 00    | 01     | 02     | 03     | 04     | 05     |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 指数年平均值 | 112   | 207   | 485   | 1051  | 636   | 592   | 727   | 1102  | 1215  | 1320  | 1804  | 1905   | 1519   | 1479   | 1463   | 1148   |
| GDP 值  | 25863 | 27674 | 30995 | 35334 | 48198 | 60794 | 71177 | 79873 | 84402 | 89677 | 99215 | 109655 | 120333 | 135823 | 159878 | 182321 |

资料来源：根据《证券时报》数据库资料和“宏汇证券分析系统”数据按四舍五入原则计算  
 注：指数年平均值=1 月份指数月平均值+12 月份指数月平均值+年度最高指数值月份的月平均值  
 +年度最低指数值月份的月平均值)/4

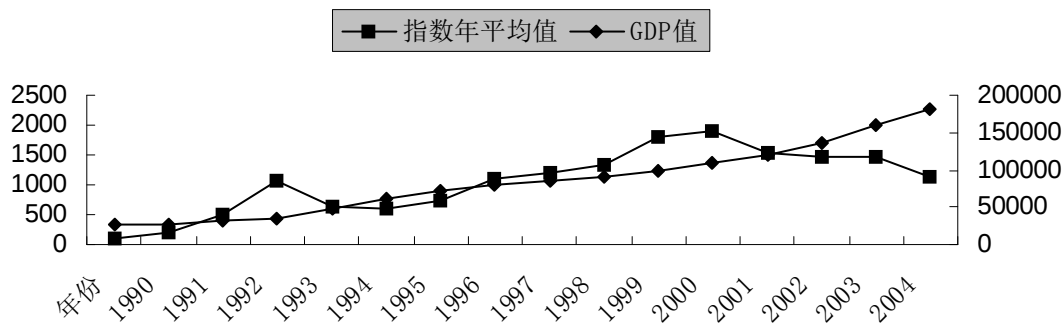


图 1.5 上证指数年平均值与 G D P 年值比较图

## (二) 深证综合指数波动趋势与宏观经济波动趋势关系的实证

表 1.3 和图 1.6 的实证结果与对上证综合指数和宏观经济相关关系的实证结果基本相同：1990——2000 年在剔除短期波动过度和过度波动后的价格回归因素后，中国股票市场价格波动基本上能够提前反映宏观经济发展状况，且基本上与宏观经济发展趋势一致；2001——2005 年出现了股价波动与宏观经济发展状况长期严重背离的现象。

表 1.3 1990—2005 年深证综指年平均值与 GDP 年值比较

资料来源：同表 1.2 注：同表 1.2

| 年份     | 90    | 91    | 92    | 93    | 94    | 95    | 96    | 97    | 98    | 99    | 00    | 01     | 02     | 03     | 04     | 05     |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 指数年平均值 |       |       |       |       |       | 115.8 | 241.3 | 379.0 | 376.9 | 393.6 | 553.5 | 561.8  | 430.2  | 398.8  | 365.3  | 289.5  |
| GDP 值  | 25863 | 27674 | 30995 | 35334 | 48198 | 60794 | 71177 | 79873 | 84402 | 89677 | 99215 | 109655 | 120333 | 135823 | 159878 | 182321 |

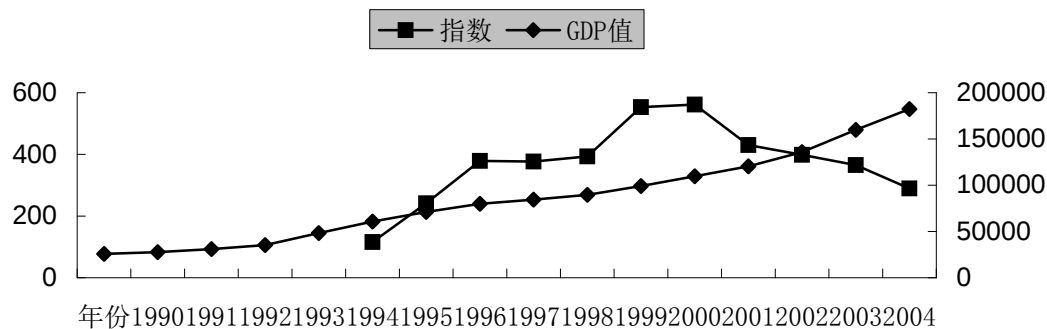


图 1.6 深证综合指数年平均值与 GDP 年值比较图

（三）股市发展总量指标变化趋势与宏观经济变化趋势关系的实证

衡量中国股票市场发展状况的总量指标有很多，本文主要从沪、深证券交易所股票总市值与 GDP 总量、历年 IPO 融资总额与 GDP 总量的比较来观察中国股市发展与宏观经济的关系。

根据表 1.4 数据绘出的实证图 1.7 和图 1.8，中国股市 15 年的发展历史中，前十年的发展与宏观经济的发展基本上是吻合的，2001——2005 年，股市发展与宏观经济发展出现了阶段性背离。这种背离既体现在衡量股票市场发展总体情况的股票总市值和 GDP 的背离，也体现在历年 IPO 融资总额未随着宏观经济的发展而同步增加，而是逐年下降，出现了严重背离。

表 1.4 股市发展总量指标与 GDP 总量 比较

| 年份                  | 1990  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  | 2001   | 2002   | 2003   | 2004   | 2005   |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| GDP<br>(亿元)         | 25863 | 27674 | 30995 | 35334 | 48198 | 60794 | 71177 | 79873 | 84402 | 89677 | 99215 | 109655 | 120333 | 135823 | 159878 | 182321 |
| IPO 融<br>资额<br>(亿元) | 2.68  | 13    | 98    | 272   | 93    | 53    | 273   | 733   | 426   | 500   | 876   | 566    | 525    | 453    | 353    | 58     |
| 股票总<br>市值<br>(亿元)   | 12    | 100   | 938   | 3275  | 3489  | 3337  | 9105  | 16785 | 18385 | 25294 | 46600 | 42851  | 37893  | 41887  | 36455  | 31737  |

资料来源：根据《证券时报》数据库有关数据计算（小数点后四舍五入）

三、股价波动趋势与企业盈利状况变化趋势关系的实证

理论上讲，企业盈利能力从根本上决定股票价值。股票价格波动取决于上市公司盈利这一内生因素的变化。但是中国股票市场的实际情况却是：股票市场价格波动脱离上市公司整体盈利状况，与上市企业盈利能力无关，甚至呈完全相反的运动。表 1.5 和图 1.9 的实证结果表明：1990——2000 年期间上市公司每股年平均利润逐年下降，同期的上证指数却逐年上涨；2001——2005 年上市公司每股年平均利润逐步增加，同期的上证指数却逐年下降。

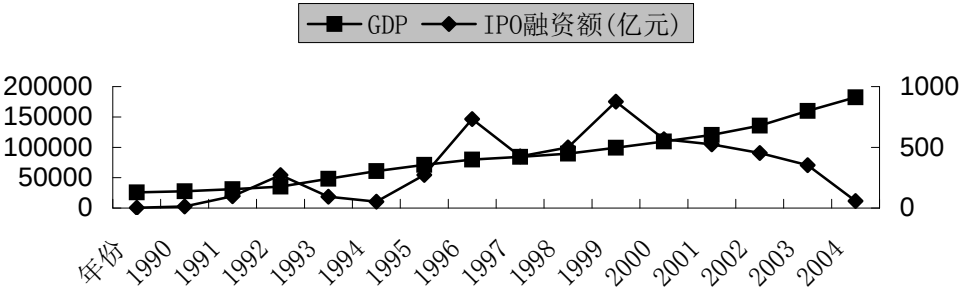


图 1.7 股市 IPO 融资总额与 GDP 总量对比图

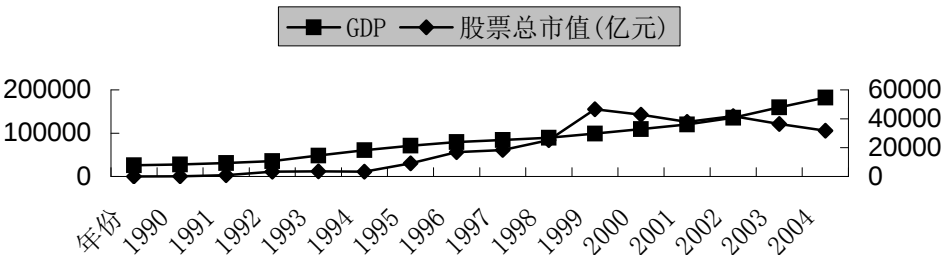


图 1.8 股票市值总额与 GDP 总量对比图

表 1.5 平均每股盈利与上证指数年平均值比较表

| 年份     | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 每股盈利   | 11.6 | 6.51 | 1.07 | 0.48 | 0.58 | 0.55 | 0.47 | 0.38 | 0.28 | 0.29 | 0.24 | 0.17 | 0.16 | 0.21 | 0.26 | 0.25 |
| 指数年平均值 |      | 210  | 537  | 807  | 741  | 602  | 736  | 1056 | 1170 | 1257 | 1720 | 1860 | 1502 | 1428 | 1381 | 1213 |

资料来源：作者根据《证券时报》数据库及“宏汇证券分析系统”有关数据计  
注：指数年平均值=（年初第一个交易日收盘指数值+年末最后交易日收盘指数值）/2

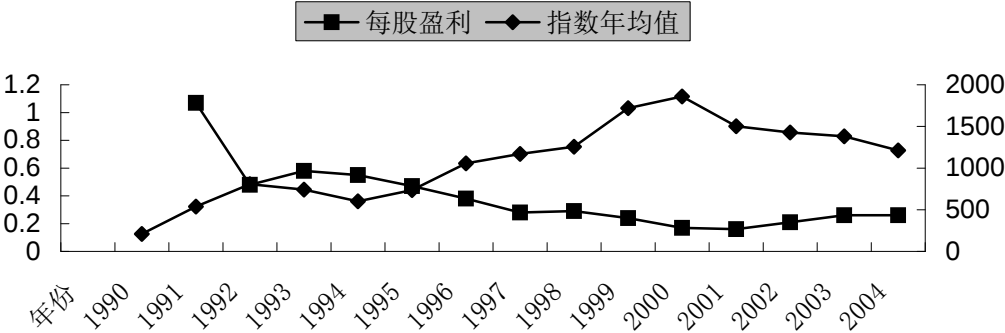


图 1.9 1990——2005 年上市企业平均盈利水平与上证指数对比

四、简要结论

- 1、中国股票市场价格波动在 1990——2005 年期间具有明显的周期性，股价波动经历了 1990 年 12 月——1995 年 12 月、1996 年 1 月——2005 年 6 月两个运行周期。且不同的周期具有各自的运行特征。
  - 2、从 2001 年至 2005 年期间，股票价格波动趋势与宏观经济发展趋势严重背离；股票价格波动趋势与发行股票上市公司的盈利状况变化趋势长期严重背离。
  - 3、股价波动趋势与宏观经济波动趋势的背离现象和股票价格波动趋势与上市公司盈利状况变化趋势的背离现象，典型地了中国股市价格波动的特殊性。
  - 4、为什么会出现股价波动趋势与宏观经济发展趋势的严重背离？为什么会出现股票价格波动趋势与上市公司盈利状况变化趋势的严重背离？从理论上对上述实证结论进行研究并回答以上两个问题，也就从理论上有效解释了中国股票价格波动的特殊性。
- 对中国股价波动特殊性的解释具有重要的理论与现实意义。这也是本论文的研究目的与主要创新点之所在。

## 参考文献

- [1] 约翰·墨菲：《金融市场技术分析——交易方法与应用大全》，上海人民出版社，陈鑫译，2002
- [2] 谈儒勇：《中国股票市场发展和经济增长关系的实证研究》，载《经济研究》1999年第10期
- [3] 郑江怀、袁国志、胡志乾：《中国转型期股票市场发展及经济增长关系的实证研究》，载《管理世界》第6期
- [4] 穆菁、彭强、张乃禄：《中国股票市场与经济增长关系的实证研究》，深交所第三届会员研究成果奖
- [5] 赵志君：《金融资产总量、结构与经济增长》，载《管理世界》2000年第3期
- [6] 吕江林：《我国的货币政策是否应对股价变动做出反应》，《经济研究》2005年第3期
- [7] 冯用富：《货币政策能对股价的过度波动做出反应吗？》，《经济研究》2003年第1期
- [8] 冯用富：《约束条件下理性与中国股市投资者行为》，载《金融研究》2004年第9期
- [9] 冯用富：“货币政策能干预股价的适度波动吗？”，《经济研究》，2003年第1期
- [10] 冯用富：“交易商制度与二板市场”，《经济研究》，2001年第7期
- [11] Eugene F.Fama: 《Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work》，Journal of Finance 1970.5.
- [12] Robin Greenwood, “Large Events and Limited Arbitrage: Evidence from a Japanese Stock Index Redefinition”, 2001; Working Paper.
- [13] Eli Ofek, Matthew Richardson, “The Rise and Fall of Internet Stock Prices”, 2002; Working Paper.
- [14] Charles M. Jones, Owen A. Lamont, “Short Sale Constraints and Stock returns”, 2002; Working Paper.
- [15] Gene D’Avolio, “The Market for Borrowing Stock”, 2000; Working Paper.
- [16] Alon Brav, Paul A. Gompers, “The Role of Lock-ups in Initial Public Offerings”, Review of Financial Studies, 2002.
- [17] Malcolm Baker, Jeremy C. Stein, Jeffrey Wurgler, “When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms”, 2001; Working Paper.
- [18] Malcolm Baker, Jeremy C. Stein, “Market Liquidity as a Sentiment Indicator”, 2002; Working Paper.
- [19] Stanley E. Zin, “Are behavioral asset-pricing models structural?”, Journal of Monetary Economics, 49, 2002, 215-228.
- [20] Barbara S. Poole, “On time: contributions from the social sciences”, Financial Services Review, 9, 2000, 375-387.
- [21] Odean, T. (1999) “Do investors trade too much?” American Economic Review, 89, 1279-1298

## The Empirical Study on the Price Fluctuation in Chinese Stock Market

Pan Changfeng

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

**Abstract:** This paper uses the method of positivism to prove that: so far, China's stock market price fluctuation has undertaken two complete fluctuation cycles (1990-1995 & 1996-2005). Compared the Shanghai & Shenzhen's composite index arithmetic average with the GDP, the total market price with the GDP, the IPO total amount with the tendency of GDP, we proved that the stock price fluctuation is deviated from the macroeconomics. Compared the change of average profit per share with stock price index fluctuation, we proved that the stock price fluctuation is deviated from the enterprise's balance of payment.

**Keywords:** stock market, price fluctuation, empirical study

收稿日期：2007-5-15

作者简介：潘昌凤，西南财经大学中国金融研究中心金融学博士，研究方向：证券市场理论与实践