

# 股票市场政府风险问题研究\*

宋玉臣

(吉林大学数量经济研究中心; 吉林大学商学院)

**摘要:** 风险是针对不同主体而言的,并不是说股票市场的所有风险都属于政府风险,只有它对整个宏观经济的稳定发展和社会整体利益构成威胁时才成为政府风险。本文专门针对股票市场的政府风险问题进行研究,认为政府风险主要有三个,包括短期剧烈波动的风险、破坏资源优化配置风险和印花税收入风险。提出了政府防范股票市场风险的对策,并建立了政府效用函数模型,分析了政府效用最大化的一般条件。

**关键词:** 股票市场; 政府风险; 短期波动; 市盈率; 印花税

**中图分类号:** F830

## The Research on Government Risk in the stock market

**Abstract:** The perception of risk is subjective, which means not every risk in the stock market can be called Government Risk. Only the one that poses threats to the stability of the Macro Economy or the interests of whole society is considered to be Government Risk. This article is focused on the three specific types of Government Risk, including short-term fierce fluctuation risk, resources disposition risk and stamp duty risk. On top of that, the author of this article has also provided the countermeasures that can be used by the government to prevent the stock market risk, establishing a government utility function model and generalizing the basic conditions to maximize government utility.

**Key words:** stock market, government risk, short-term fluctuation, P/E Ratio, stamp duty

### 引 言

2007 年美国次级债危机几乎波及到了世界所有发达国家和在经济上取得一定成绩的发展中国家,这次危机的显著特点是政府在解决危机中所扮演的角色比以往历史上任何一次危机都重要。以提高流动性为标志的救市行动使世界股票市场在 2009 年率先走出低谷,对于推动经济走出低谷或抑制经济衰退起的积极作用毋庸置疑。股票市场是直接融资的重要场所,其在整个国民经济发展中的作用具有不可替代性。金融危机实质上是金融市场的失灵,股票市场暴跌本身就是金融危机的重要表现形式之一,2008 年的世界股票市场都出现了历史上罕见的暴跌,它给世界经济带来了巨大的影响,也引起了各国政府的高度重视。本文专门就股票市场政府风险类型与防范问题进行研究与探讨。

风险是指未来收益结果的不确定性或波动性,使相应主体造成利益上损失的可能性,它是相对于不同的主体而言的。股票市场活动的主体主要包括投资者、上市公司、证券经纪商和政府等。一种风险对于不同主体而言具有不同的影响,对于一个主题而言是利益上的损失,对于另一个主体而言可能是利益上的增加。作为股票市场活动主体之一的政府主要有以下风险:第一,短期波动风险。就是在较短的时间内股票价格出现暴涨暴跌的现象,这种剧烈的波动就是政府风险,它可能引起金融波动甚至社会动荡。而这对于投资者、上市公司、证券经纪商来说可能不一定是风险,至少对于证券经纪商来说是收入的增加。因为,剧烈波动一般都伴随着成交量的放大,佣金收入会相应增加。第二,破坏资源优化配置风险。具体表现为股票价格脱离内在价值,有两种情况:一是股价过高,形成股价泡沫;二是股价过低。前者会使股票市场的系统性风险加大,极易引起股票暴跌和市场动荡,各国政府对股市泡沫都非常重视;后者会使股票市场降低甚至丧失筹资功能,这种风险对于投资者和上市公司也一样是风险。第三,印花税收入风险。这在股票市场的运行过程中直接体现为政府财政收入。不过,印花税有两个功能,一个是直接影响政府财政收入的多少;另一个是政府调控股票市场的重要工具,尤其在中国这一政策工具的调控作用表现得尤为突出。

防范股票市场政府风险就是要对股票市场进行调控与监管,保持股票市场的健康发展,避免股票市场失灵。近些年对股票市场政府行为的研究文献主要的不是从质上对政府行为的肯定与否定,而是从量上如何给股票市场的政府行为合理定位。世界股票市场近百年的发展历史证明,无论是发

\*本文得到 08 年吉林大学基本科研业务费资助项目(2008ZZ011)、吉林大学“985 工程”项目“中国宏观经济分析与预测”创新基地资助。

达国家还是发展中国家，股票市场的发展历史都留下了政府行为的深深印记，政府行为是决定股票市场存在与发展的重要因素之一。Yuli Su, Yewmun Yip, Rickie W. Wong 对 1998 年香港特区政府的干预行为进行实证研究认为，政府行为不仅改变了股票市场的下跌趋势，还减少了价格波动的幅度，政府在股票市场健康发展中扮演着重要的角色；国内学者邹昊平、唐利民、袁国良运用博弈分析法，构建了一个政府与投资者之间的不完全信息动态博弈模型，对中国股票市场政策的多次干预进行了实证研究，肯定了中国股票市场的几次重大政策的积极作用。

从各国金融危机发展历史看，政府应对金融危机的很多措施都直接针对股票市场，足见其在整个金融市场稳定中的重要性。近三十年来，爆发了墨西哥、阿根廷、巴西、东南亚、韩国、日本、英国、俄罗斯、美国等金融危机。从根本上说，股票市场是金融市场的重要组成部分，股票市场大幅下跌既是金融危机的表现，又会对金融危机起推波助澜的作用。不过在金融危机期间如果政府做到尽可能地使股票市场稳定的话，则至少会对金融危机的蔓延起有效的抑制作用。一般来说，股票市场下跌幅度不一定与经济恶化的基本面完全吻合，在很多时候都存在过度反应的问题，这种过度反应往往对金融危机起推波助澜的作用。一般认为股票市场走出低谷对于经济复苏具有重要的推动作用，它会推动投资需求和消费需求的增长。从刺激投资需求的角度看，繁荣的股票市场为公司直接融资创造了便利条件，促进投资需求的增长；从刺激消费需求的角度看，投资者资本利得收入的增加会刺激消费需求；反之，股票市场下跌也同样会抑制投资需求和消费需求，对经济增长起促退作用。政府对股票市场的理性调控行为对金融市场乃至对整个宏观经济的稳定具有绝对重要的作用。下面对股票市场政府风险进行进一步说明。

## 1 短期波动风险与防范

短期波动就是在一定时间周期内脱离宏观经济基本面过于严重的暴涨暴跌现象，其具体表现就是股市的过度投机。股票暴涨与暴跌往往相伴出现，也就是说暴涨容易引起暴跌，暴跌容易引起暴涨，两者互为因果，2008年跌幅世界第一的股票市场是俄罗斯，2009年涨幅世界第一的股票市场也是俄罗斯。政府应对股票市场投资价值进行监控，过度投机必须严厉打击，否则极可能成为金融危机由可能性转化为现实性的导火线，或对金融危机起推波助澜的作用。不管在危急时期还是没有发生危机的时期政府对股票市场的监控都显得十分重要，在危机由可能性转化为现实之前政府或许有机会通过疏导方式来避免一场危机的发生。政府对股票市场的监控与理性调节行为在很多时候会延缓甚至避免危机的发生。现在世界性的游资过剩问题十分突出，一旦有剧烈波动很可能在游资的推动下使危机发生甚至进一步加深。

世界股票市场的几次暴跌都对当时当地经济产生重要影响，使经济陷入衰退。1929 年美国股灾跌去 90%；1973 年香港股市跌去 90%；1989 年日本股市跌去 80.2%；2000 年美国纳斯达克跌去 79.1%。中国上海股票市场自 1990 年建立以来经历了四次快速的暴涨暴跌，与其发展不成熟有着必然的联系。第一次暴涨暴跌：100 点——1429 点——400 点，以 1990 年 12 月 19 日为基期，中国股市从 100 点起步。1992 年 5 月 26 日，上证指数就狂飙至 1429 点，在一年半的时间中，上证指数暴涨 1329%。随后股市便是迅猛而恐慌地回跌，暴跌 5 个月，1992 年 11 月 16 日，上证指数回落至 400 点下方；第二次暴涨暴跌：400 点——1536 点——333 点，上证指数从 1992 年底的 400 点低谷极速升至 1993 年 2 月 15 日的 1536.82 点，仅用了 3 个月的时间上证指数上涨了 1100 点，涨幅达 284%，1994 年 7 月 29 日，上证指数跌至这一轮行情的最低点 333.92 点收盘；第三次暴涨暴跌：333 点——1053 点——512 点，1994 年 8 月 1 日，仅用一个多月时间，上证指数就升至 1994 年 9 月 13 日的最高点 1053 点，涨幅为 215%，直至 1996 年 1 月 19 日，上证指数跌至 512.80 点的最低点；第四次轮暴涨暴跌：998 点——6124 点——1664.93 点，上证指数不到两年上涨六倍，又用一年左右时间跌去 72%。

与发达国家股票市场相比，中国股票市场的振幅偏大，1992至2009年间，上证综合指数最高时为6124点最低时为292点，振幅高达1997%。近几年随着中国股票市场越来越成熟，与世界股票市场的关联度在显著提高。2007年的美国次级债危机爆发，中国实体经济受到的影响远小于欧美发达国家，或者说仅仅是间接影响。然而，中国股票市场的振幅却非常大，2008年上证指数的下跌幅度远远超过欧美股票市场。2006年、2007年和2008年的振幅分别是130%、92%和-66%，都排在世界前几名。由此可见，中国股市的显著特征之一是波动过大。短期暴涨暴跌对股票市场健康发展的危害主要表现为：第一，财富重新分配的速度太快，对社会流动性构成较大威胁，严重了会引起金融危机。股票价格涨跌的过程就是财富从新分配的过程，这种从新分配的过程是股票市场对投资者的吸引力所在。但财富重新分配速度过快，会造成债务链的不健康甚至断裂，必然限制全社会的流动性并可能导致金融危机。同时，资金链的断裂会引起连锁反应，并使整个金融市场面临流动性风险。

很多时候股票市场对宏观基本面的变化反应过度，导致股市超经济基本面的剧烈波动，引起整个金融市场的动荡或金融危机，解决股票市场的剧烈波动问题是各国政府所面临的共同问题。第二，暴涨和暴跌会形成较强的社会心理预期。暴涨时可能会形成投资者对财富追求较强的心理预期，并可能掩盖很多经济问题，最终集中爆发会导致危机的发生；暴跌时会形成较差的心理预期，并威胁到实体经济的健康发展。同时，新闻媒体亦会起推波助澜的作用，导致心理预期的过度反应。证券市场信息对投资决策行为具有决定性作用，而有时信息传播速度的快捷对危机的爆发还会起推波助澜的作用，隔夜欧美股市下跌使中国股市低开就是一个很好的例证。

政府针对短期剧烈波动风险防范措施：首先，政府要做的是规范上市公司行为、证券公司行为和投资者行为，对过度炒作行为要给与坚决打击，以防止暴涨暴跌；其次，真对市场本身的措施，比如设立涨跌停板制度、建立市场平准基金，以保持市场的稳定；再次，培养市场健康的投资理念，利用媒体宣传各种有利于股票市场健康发展的言论以引导市场活动主题行为，建立政府监控系统使股票市场在理性的空间范围内运行。政府要根据股票市场的特点进行有针对性的调控，防止暴涨暴跌。

## 2 资源优化配置风险与防范

从根本上讲，股票价格应该反应其内在价值，才会引导和促进资源优化配置，这也是政府一再强调的股票市场健康发展的重要标志，股票市场发展的最终目标是为经济发展提供直接融资服务。股票价格偏离内在价值会导致股票市场失灵，一方面，股票价格高于其内在价值过多会产生股价泡沫，有泡沫的股票市场就至少存在泡沫破裂的可能性，而泡沫越大这种可能性转化为现实性的机率就会越高，泡沫破裂容易引起股市动荡。历史上几次较大的股市暴跌之前基本上都是在存在严重泡沫的情况下发生的，历次金融危机发生前都表现为股票市场的严重泡沫；另一方面，股票价格低于其内在价值过多会影响股票市场筹资功能。股票市场的筹资规模与市场的涨跌直接相关。在全球金融危机和经济衰退的背景下，2008年全球证券市场持续低迷，IPO金额跌至2003年以来的最低点。数据中华的统计资料显示，2008年全球股票下跌，IPO融资金额与2007年的2994亿美元相比锐减72%，萎缩至828亿美元。2008年中国企业境内外IPO数量仅有129家，较2007年下降42.4%，融资金额224.5亿美元，较2007年下降74.6%。而中国股票市场火爆的2009年，从8月份开始启动的IPO，到年末仅仅4个月融资金额就达到469亿美元（约3200亿人民币），与2009年中国股市上涨联系十分紧密。从中国股票市场的发展历程看，IPO额度基本上与这一年的平均股价指数变化保持同步，说明股票市场筹资额度与这一年的股市表现好坏直接相关，股市低迷时股票市场筹资功能的直接影响因素。

股票市场健康发展的标志是股票价格运行在理性范围内，衡量股票市场是否理性的标志主要是被广泛使用的市盈率指标。现代证券分析理论奠基人本杰明·格雷厄姆最早在《证券分析》一书中对市盈率作了正式的表述，他综合其数十年的股市投资经验认为，一般好的股票的市盈率在15倍左右，那些高成长股的市盈率可以高一些，大约在25—40倍之间。国内学者针对中国股票市场的市盈率研究很多，李红刚、付茜根据资产定价的基本模型以及中国的实际数据，估计出中国股市合理市盈率范围目前大约在8—24倍；何诚颖市盈率的相对底部区分别为33倍和23.47倍，中国股市市盈率的相对底部区在33倍以下，极限低点为23倍，相对顶部为55倍；宋玉臣、赵振全选取沪深股票市场1996年1月至2006年6月的月末市盈率指标进行统计分析，结果表明沪深股市的市盈率分布的区间基本为：24.53—49.71倍和27.82—49.86倍比较合理。

“合理市盈率”是一个可以量化的指标，根据资本资产定价理论，股票投资的平均收益率应该等于无风险利率加上市场总的风险报酬。对于成熟的证券市场而言，合理市盈率水平应是市场平均收益率水平的倒数，即理论市盈率。通常将三年期国债利率看作市场平均收益率水平。这一指标也是反映股票市场投资价值的一个重要指标，从发达国家的经验看，股票市场的实际市盈率都会小于理论市盈率，二者之间的差（即：实际市盈率减去理论市盈率）为风险溢价，为确切地反映风险溢价的程度，我们引入风险溢价率：

$$\text{风险溢价率} = \frac{\text{实际市盈率} - \text{理论市盈率}}{\text{理论市盈率}}$$

从1993年到2009年，沪深股市风险溢价率最高的依次是1996年、1993年和2007年，沪深股市分别是3.39和4.45、3.04和3.20、2.08和2.63。而最低的是2005年，沪深股市这一数值均为-0.45，这几年正是中国股票市场存在严重泡沫或非常低迷的年份。1994年到2001年，中国股票市场整体市盈率基本上呈上升趋势，到2001年6月升至57倍的高点，随后下降到2005年7月最低降到15倍左右，2007年10月升至69倍的历史最高点，2008年11月又降至16倍左右。看来市盈率过高往往伴随着后来的下

跌，市盈率过低往往伴随着后来的上涨。不管是在市场自身规律的作用下还是在政府的调控下，向内在价值回归都是股市的基本规律。

政府既要克服股票价格过高的泡沫，又要防止股价过低对筹资功能的破坏，这两种情况都破坏了股票市场优化资源配置的功能。在股票价格偏低的情况下，政府应选择出台利好政策使股票价格上涨；在股票价格偏高的情况下，政府应选择出台利空政策使股票价格下跌，以抑制过度投机行为。由于股票市场对政府利好或利空政策可能反应不足或过度反应，政府的调控行为应具有一定的弹性。在对信息反应不足的情况下，政府应连续出台或一次性出台力度较大的调控政策；在对信息存在过度反应的情况下，政府出台利好或利空政策后应有配套的力度较小的与之相对应的利空或利好作为准备，以避免股价出现暴涨暴跌的现象。政府的调控行为与理性市场的形成取决于两个方面：第一，从政府的角度讲。政策效果与理性市场的形成取决于政府行为是否会保持理性和理性的政府行为会不会在股票市场中得到准确的反应。宋玉臣、寇俊生的实证研究表明中国股票市场对宏观政策信息存在过度反应，理性的政府行为并不一定在市场上形成理性的投资者行为。第二，从投资者的角度讲。投资者行为与理性市场的形成取决于投资者获得信息是否充分和投资行为对信息的反应是否准确，同时具备这两个条件时才能保持理性投资。在股票市场均衡博弈的形成过程中实际上是一种行为理念的培育，经过长时间的磨合，政府和投资者行为才能从非理性向理性渐进，这既需要政府行为的引导又需要投资者理性投资行为的配合。

### 3 印花税收入风险与防范

随着我国证券交易量的增加印花税占财政收入的比重越来越大，股票市场最活跃的 2007 年证券交易印花税收入占整个财政收入的 3.9%，已成为我国财政收入的重要组成部分。证券交易印花税具有两个功能：一个是增加政府财政收入；另一个是调控证券市场，使之健康发展。

首先，增加政府财政收入。证券交易印花税于股票走势的关系十分密切，股价指数上涨的时间周期内往往必然伴随着交易量的放大，印花税收入大量增加。股市上升幅度比较大的有三次：分别是 1997 年、2001 年和 2007 年，印花税收入分别是 250.76 亿元、485.89 亿元和 2005 亿元。而股市表现最不好的年份是 2005 年，印花税收入仅为 67.31 亿元，而这时的股市规模比 1997 年还扩大了很多，虽然与印花税税率的调整也有一定关系，但交易量的下降是主要因素。

其次，调控股票市场。通过调整印花税率达到调控股票市场的目的，这要从两个方面来说明，一个方面是印花税的高低直接影响到投资者的交易成本，这种交易费用的改变将会对证券市场的微观主体行为产生重要影响；另一个方面是在心理上对投资行为产生的影响，印花税既可以在股市泡沫过高时通过提高税率打击过度投机，又可以在股市低迷时通过降低税率来增强股票投资者的信心。因此，证券交易印花税通常作为政府对证券市场进行调控的政策手段之一。当印花税率下调时，股票价格指数上升；当印花税率上调时，股票价格指数下降，印花税已成为中国政府调控股市的重要工具，多次抑制股市过度投机和刺激低迷的股市上涨时，印花税都是主要的调控工具之一。邵锡栋、黄性芳、殷炼乾的实证研究结果表明，中国印花税率的提高显著降低了股票市场的流动性水平，印花税率的降低显著提高了股票市场的流动性水平；范南、王礼平采用统计检验、事件研究和 GARCH 模型对该问题进行实证研究，实证结果表明，印花税调整对市场的综合收益波动性的影响和对 A 股市场收益波动性的影响大体一致。通过比较发现，印花税调整较佣金调整更灵活且利益更集中，研究印花税调整对我国证券市场的波动性影响就更有意义。

从 1991 年到 2009 年期间中国股票市场共进行了 9 次印花税调整。这些次调整都是在股票市场不太正常的情况下发生的，即股票市场泡沫严重时通过调高证券交易印花税来抑制过度投机，在股票市场低迷时通过调低证券交易印花税来刺激股市上扬。从中国历次印花税调整的历史看，政府很好地利用了印花税手段有效地调节了股票市场，使其成为调控股票市场稳定健康发展的重要手段之一。

### 4 政府效用函数及效用最大化的一般条件

构建股票市场政府效用模型是为更好地研究和规范政府行为，概括起来说政府利用股票市场的终极目标是促进经济发展。那么，政府效用最大化就由三个因素来决定：短期波动、资源实现优化配置、印花税。基于上述因素我们建立政府效用函数：

$$U_G = \beta^t \sum \lambda_t [T(P, Q, r) - f(I_t, \bar{I}) - g(B_t, B_t^*) + \varepsilon_t]$$

其中： $U_G$  表示政府效用， $T(P, Q, r) = P_t Q_t r_t$  表示股票市场印花税收入变量， $P_t$  表示第  $t$  期的

股票价格， $Q_t$ 表示第 $t$ 期的交易量， $r_t$ 表示第 $t$ 期的印花税率，该指标反映了政府从股票市场所获得的印花税收入，且 $\frac{\partial U_G}{\partial T} > 0$ ，表明印花税收入越多，政府的效用越大，印花税收入越少，政府的效用越小； $f(I_t, \bar{I}) = (\frac{I_t - \bar{I}}{\bar{I}})^2$ 表示股票市场短期波动幅度变量， $I_t$ 表示第 $t$ 期的股价指数， $\bar{I}$ 表示股价指数的短期均值，实际上该指标反应了股票价格短期的波动幅度，且 $\frac{\partial U_G}{\partial f} < 0$ ，表明股票价格的短期波动越大，政府的效用越低，股票价格短期波动越小，政府的效用越高； $g(B_t, B_t^*) = (\frac{B_t - B_t^*}{B_t^*})^2$ 表示股票市场市盈率均值偏离率变量， $B_t$ 表示第 $t$ 期的市场市盈率， $B_t^*$ 表示平均市盈率或合理的市盈率，实际上该指标反应了实际股票市盈率与市盈率均值之间的距离，也就是股票实际价格与真实价值的差，且 $\frac{\partial U_G}{\partial g} < 0$ ，表明股票价格长期脱离其内在价值越远，政府的效用越小，股票价格长期脱离其内在价值越近，政府的效用越大，股票市场的运行越健康； $\varepsilon \in (-\alpha, \alpha)$ 是政府容忍的股价指数波动区间，也是股票市场运行的理性空间范围，包括短期能够忍受的波动幅度和长期能够忍受的股价偏离程度，在此范围内政府不用实施调控措施，一旦超过这个范围就存在政府调控的可能性和必要性； $0 < \lambda_t < 1$ 反应政府对股票市场的关心程度，这一指标在政府行为理性的前提下为股市在整个宏观经济运行中的重要程度； $\beta^t$ 为第 $t$ 期的折现率，政府效用函数又可以写成： $U_G = \beta^t \sum \lambda_t [P_t Q_t r_t - (\frac{I_t - \bar{I}}{\bar{I}})^2 - (\frac{B_t - B_t^*}{B_t^*})^2 + \varepsilon_t]$ 。

总之，股票市场和政府行为的关系十分紧密，股票市场的健康发展对于整个社会经济稳定发展有重要影响，防范政府风险是股票市场健康的重要环节。

## 参考文献

- [1] Yuli Su, Yewmun Yip, Rickie W. Wong, The impact of government intervention on stock returns Evidence from Hong Kong[J]. International Review of Economics and Finance, 2002.(11):277-297.
- [2] 邹昊平、唐利民、袁国良：政策性因素对中国股市的影响：政府与股市投资者的博弈分析，世界经济 2000 年第 11 期。
- [3] 李红刚、付茜：《中国股票市盈率合理范围探析》，改革 2002 年第 2 期。
- [4] 何诚颖：中国股市市盈率分布特征及国际比较研究，经济研究 2003 年第 9 期。
- [5] 宋玉臣、赵振全：中国股票市场政府行为问题研究，经济问题探索 2006 年第 12 期。
- [6] 宋玉臣、寇俊生：沪深股市均值回归的实证检验，金融研究 2005 年第 12 期。
- [7] 邵锡栋、黄性芳、殷炼乾：印花税调整对中国股市流动性和波动性的影响，《统计与决策》2009 年第 5 期。
- [8] 范南、王礼平：我国印花税变动对证券市场波动性影响实证研究，《金融研究》2003 年第 6 期。