

虽然两次股票市场价格波动产生的具体原因有所不同，但是有些共同的因素同时影响了两次波动的发生和发展。

第一，资产价格的崩盘都是在泡沫异常高的情况下发生的。牛市顶点崩盘前，市场平均市盈率都远超平均水平。2015年深市A股的平均市盈率最高达到79倍，创业板的平均市盈率最高达到150倍。

第二，政策市的特点没有改变。股票市场是一个融资和投资并重的场所。但是，中国股票市场从成立那天起这两个功能就是严重失衡的：市场过于偏重融资功能，而对投资者权利的保护严重不足。中国股票市场长期以来都承担着协助政府解决重大经济问题的重要任务。例如，1997年，随着国有企业改革步入攻坚阶段，股榘市场担负起“为国企脱困服务”的重任。股票发行成为为国有企业提供资金的重要渠道。相应地，股票市场走出了一波牛市。2003年底至2004年，随着四大国有商业银行和一批央企提出实施股份制改造，中国股票市场又承担了为这些企业股份制改造提供资金的重任。而后在2005---2007年期间，中国股票市场走出了有史以来的大牛市。同样，2013年，为这实现经济结构的转型升级，为了国有企业混合所有制改革的顺利推进，在上市公司盈利未见好转的情况下，我们提出了股票市场走出“慢牛”的口号，这才有了2014---2015年的市场上涨。从以上20年的历程可出看出，中国股票市场的发展背后总带有一些政策色彩。

第三，市场中投资结构没有发生本质性变化，个人投资者依旧是市场交易的主体。国泰君安的研究报告指出，截至2016年，中国证券市场中个人投资者持有流通股的比例大约占市场总体的25%，机构投资者占比约为15%。但是，从交易规模上看，个体投资者的产易量占总交易量的80%。这一比例与2006年相比并没有本质性的变化。中国资本市场依然是一个散户主导的市场，依然是一个非理性情绪异常严重的市场，依然是一个充满了噪声的市场。虽然在不同的国家的证券市场，我们都可以认为资产价格是由资产价值和投资者情绪两个因素同时决定的，但是与成熟证券市场相比，沪深两市股票价格受情绪的影响显然更为严重。另外，当市场中存在大量非理性投资者的时候，理性投资者除了面临资产基本面风险之外，还在承担非理性投资者的非理性行为带来的噪声交易者风险。这就是中国证券市场上典型的机构投资散户化倾向，它导致市场失去了纠正个体投资者非理性投资行为的重要机制。所以，从短期来看，中国证券市场可以远远偏离价值水平，而这在成熟证券市场是很难看到的。

第四，上市发行的制度没有变化。中国股票市场自成立起，大体经历了行政审批制和核准制两种发行制度。在这两种发行制度下，上市融资这一正常的资本市场活动成为受到政府严格管控的事件，这种管控的后果有两个：第一，上市资格，或者说“壳资源”，成为一种稀缺资源，进而拥有了公司的价值就由两部分组成：一是公司盈利能力带来的价值，这是公司正常的价值；二是“壳资源的价值”。在这种情况下

下，无论是传统的现金流折现模型还是市盈率指标都无法完全反映公司的价值。这极大的扭曲了股票的市场估值。

投资者结构、政策干预和发行制度是影响中国股票市场的三个核心因素。中国资本市场很多现象的产生最终都可以归因于这三个因素。在这三个因素没有发生本质性变化的情况下，中国股票市场资产价格的波动特征很难出现本质性变化。