

联系电话: 15901486150; Email: jingzhao09@mail.tsinghua.edu.cn

收稿日期:2019-12-06

基金项目: 国家自然科学基金青年项目 (71804088)、

清华大学自主科研计划 (2017THZWYY13)

作者简介: 赵静 (1987-), 女, 清华大学, 博士, 清华大学公共管理学院副教授, 研究方向: 政策过程理论, Email: jingzhao09@mail.tsinghua.edu.cn; 薛澜 (1959-), 男, 卡内基梅隆大学, 博士, 清华大学苏世民书院院长, 清华大学公共管理学院教授, 研究方向: 科技政策, 政策过程理论。王宇哲 (1987-), 男, 清华大学, 博士, 清华大学公共金融、经济与治理中心研究员, 研究方向: 国际金融与公共政策。

旧瓶新酒: 对 “2015 年股灾” 成因的公共政策过程解释

赵静 薛澜 王宇哲

(清华大学, 公共管理学院)

摘要: 公共政策机制的合理设计和有效应用是现代国家治理能力的重要组成部分。随着中国深化改革的努力不断推进, 行政化政策机制的适用性局限更为突显, 而相应市场领域的政策机制也亟需调整, 以匹配政策环境的变化。通过对资本市场政策过程的案例分析, 本文对政策特征与政策机制的匹配问题进行了研究。本文指出 “2015 年股灾” 的重要原因之一是: 资本市场领域的政策特征没有在改革中得到足够关注, 改革进程也延续了传统行政领域政策机制的运行逻辑, 这导致政策执行偏差并诱发股灾。我们认为, 未来资本市场改革的积极推进和风险控制依赖于合理使用与之匹配的政策机制, 充分理解政策过程视角下的机制特征与过程特征是推动市场政策领域改革的重要前提。

关键词: 公共政策过程, 政策机制, 政策属性, 资本市场改革, 股灾

New Wine in Old Bottle: The policy process explanation for Chinese stock market shock in 2015

Zhao Jing, Xue Lan, Wang Yuzhe

School of Public Policy and Management, Tsinghua University, Beijing, 100084,
China

Abstract: The proper design and effective application of public policy mechanism is an important part of modern state governance capabilities. As China's efforts to deepen reforms continue to advance, the policies and mechanism in the administrative face more and more prominent limitation of applicability, and that in the market areas needs to be adjusted to match the changes of the policy environment. Using case study and process tracing method, this article points out that one of the important reasons for the “2015 stock market shock” is that the policy characteristics of the capital market had not got sufficient attention in the reform, which continued the operating logic of the traditional administrative policy mechanism, leading to the policy implementation deviations and inducing huge stock market fluctuation. We believe that the active promotion of future capital market reforms, risk prevention and control depend on the proper application of suitable policy mechanisms, and a full understanding of the mechanism and process characteristics from the perspective of the policy process is an important prerequisite for promoting market policy reforms.

Article Type: Research paper

Keyword(s): Public policy process, policy mechanism, the nature of policy, reform of capital market, stock market shock.

1 引言

公共政策机制的合理设计和有效应用是现代国家治理体系与治理能力的重要组成部分。党的十八大以来，中国经济体制改革中的市场取向进一步明确，推动国家治理体系与治理能力现代化成为全面深化改革的总目标之一^①。要想让市场在全面深化改革中发挥根本性作用，政策制定的思维模式与施政机制的相应变化显得尤为重要。在深化改革的关键时期，若政府在市场领域中的政策机制运行良好，在市场领域改革中的服务性和监管性职能容易充分发挥。否则，在高度市场化领域改革中不仅会出现无效率改革，也会产生一系列的政策失灵现象。2015年的资本市场动荡就是一个典型的案例。

金融对外开放是当前全面开放新格局的重中之重，构建与国际接轨的资本市场和形成相对完备的制度环境是转型期国家金融治理的重要内容之一^②。2014年4月，中央政府开启了多层次资本市场改革（俗称“新国九条”），各相关部委也陆续出台了配套措施。新一轮资本市场改革向市场主体释放出极大的利好消息，社会资金不断涌入股市。2014年11月至2015年6月间，股市暴涨被各大媒体和市场机构赋予了“国家牛市”的概念，引发了全民炒股热潮。然而，股市大涨行情随着监管部门严查配资风险戛然而止，之后更是出现了资本市场罕见的千股跌停、千股停牌、千股涨停交替的巨幅震荡。股灾风险出现后，在政府的强力救市下股票市场趋于稳定。但随后发生的人民币汇改、熔断机制仓促立废进一步引发股市的第二波和第三波震荡与下跌，甚至对国际金融市场产生了溢出影响。为何一个旨在对资本市场进行全面改革的政策在执行后会带来了“股市巨荡”？为何监管部门没有提前意识到股市暴涨的潜在风险，错过了预警和应对的最佳窗口期？为何在救市过程中会出现相关监管部门间的协调困难？

针对“2015年股灾”（后文简称“股灾”），政界官员、学界同仁以及各大券商、投行等机构投资者的研究者们进行了集中反思，并就中国金融管理体制、金融监管问题以及资本市场运行环境等相关议题展开了深入讨论，认为监管体系的无效、风险预警机制的匮乏、信息平台建设的滞后、金融交易机制的不健全、

^① 党的十八届三中全会将市场在资源配置中的“基础性作用”提升为“决定性作用”体现了我国经济体制改革中市场取向的进一步明确。十八届三中全会指出“经济体制改革是全面深化改革的重点，核心问题是处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”。党的十九届四中全会提出“推进国家治理体系与治理能力现代化”这一重大命题也充分展现了政府转变公共服务和政府职能思路的决心。

^② 党的十九大报告提出：“建设现代化经济体系，要推动形成全面开放新格局”。

资本市场的基本制度缺陷等等是导致股灾发生的主要原因^①。然而，单就股灾谈股灾，从金融监管、资本市场等具体政策领域内的问题来探讨本次股灾所应吸取的教训还远远不够。我们认为，股灾产生的更深层次原因与 2013 年开始的整个资本市场改革的政策过程息息相关。如果政策实践者们不能站在更加宏观的公共政策实施的视野上来探究本次股灾的原因所在，那今后类似的事件仍然难以避免，全面深化改革的很多政策目标难以最终实现。

资本市场相关的政策改革呈现出与其他传统政策领域不同的特征。一方面，在全球经济一体化和互联网金融兴起的时代，宏观经济金融政策具有高度的关联性、复杂性与不确定性^[3]。这一政策机制不仅面临着不同类型政策综合匹配与协调的问题，也需要考虑特定制度环境和发展阶段蕴含的适用性关系，这对处于制度逐渐形成和演化过程阶段的发展中国家尤为重要。另一方面，在市场化进程的推动下，宏观经济金融体系的公共政策过程呈现出扁平化、网络化的特征，多元化的市场主体成为政策过程主导力量。信息传播技术的发展使得市场主体对政策的反馈和行动异常迅捷，政策执行过程逐渐失去科层执行的可控性，政府作为制度供给者和行为监管者的主导和把控能力日趋减弱。因此，依然延续传统行政化政策机制的逻辑来推行资本市场改革有可能造成一系列政策困境。

本研究选取中国多层次资本市场改革过程中出现的股灾风险为案例，从政策过程的视角审视了股票市场巨幅震荡的缘由，详细分析了其中公共机构在不同时间节点的行为及其与市场主体的互动关系，展现了面对高度的政策领域不确定性和监管环境不适应性时，政府在改革过程中应对金融风险和管理危机的全过程。研究指出，充分理解这次股灾背后由政策机制与政策领域不匹配而引发的治理难题，有助于改善中国宏观经济与金融政策的实施效果，进而夯实全球经济一体化背景下的制度改革基础，推进国家治理体系和治理能力现代化。

^① 例如：中国央行研究局金融市场处处长卜永祥在《财新周刊》撰文《金融管理体制改革的的关键问题》，2016年第6期；清华大学五道口金融学院吴晓灵团队撰写的《完善制度设计提升市场信心建设长期健康稳定发展的资本市场》报告（参见文献[1],[2]）。

2 分析框架：政策领域与政策机制的匹配问题

重大政策的改革是一项复杂的社会工程^[4]，政府做出正确的问题诊断并提出合理的解决方案相对困难，对重大政策改革成败的理解与诠释需要从多方面、多维度进行。政策科学提供了一个综合分析视角，其运用各种知识和方法来研究政策机制和过程，探求公共政策的实质、原因和结果，研究政策实践或实际过程一般规律^{[5][6][7]}。本研究采用政策科学的过程范式来剖析资本市场改革，系统梳理该政策在决策实施时的机制特征与过程特征，构建解释股灾成因的分析框架。

2.1 政策体制与政策机制视角

近年来，学者们指出政策体制视角（Policy Regime Perspective）在政策研究中的重要性^{[8][9]}，并呼吁政策研究者要关注“政策”作为管理工具的重要意义。具有标签或可识别的政策体制被用来描绘哪些拥有特定的政策战略，不同的执行路径，异质化的政策设计逻辑等。依据学者们的定义，政策体制是一种管理安排（Governing Arrangements）用以解决和应对各类的政策问题。因而，政策体制视角超出了政策子系统（Policy Subsystems），为公共政策过程中各个环节的分析提供了一致的逻辑，也为各国公共政策过程结果提供了一致性的解释性框架。

如果说政策体制是一个宽泛的学术概念，那么政策机制则是一个可以将政策体制进一步操作化的中层概念。政策机制是公共政策运行的载体^[10]，其本质是政府作为主体，推行政策的具体方式，既包括使用与挑选政策工具的逻辑，也包括做出决策与执行政策的策略方式。政策机制在特定的政策体系、政策生态以及运行逻辑下运行，形成了现代国家治理体系与治理能力^[11]。有关中国的公共政策实施的政策机制，学界已识别和归纳出存在的多种共存的政策机制。例如，王诗宗、杨帆等人指出在基层政策执行中出现的行政控制和多元参与机制^[12]。薛澜、赵静基于产业政策改革提出政策过程的删简决策与执行协商（Truncated Decision Making and Deliberative Implementation）特征^[13]。Liu 等人根据中国环境治理的实践总结归纳出运动式治理机制（Campaign-style Enforcement）^[14]。周雪光将中国官僚体系表现归纳为渐进决策的行为模式（Muddling Through）^[15]等等。然而，政策机制是否与特定的政策领域有一定的关系？是否政策属性的特征决定了一类政策机制的形成？因此，本文希望从政策属性的角度重新审视不同类型领域的政策机制特征。

2.2 行政体制领域内运行的“行政化政策机制”

中国公共政策机制的运行长期采用“政策工程学”的思维方式，以固定的流程和程序分步骤进行，具有鲜明的自上而下控制式的特征。重大的政策改革一般先由中央政府召集各相关部门确定、设计和出台总体的政策目标或规划，按照具体的政策内容，分部门分任务在规定时间内出台或实施更细致的配套方案或相关文件，再由地方政府分层级进行执行^[16]。有学者将其总结为项目治国^[17]；有学者将这一政策过程称之为中国特有的“规划机制”，规划成为制定各种公共政策的主要手段，政府希望以此建立一个可预见的政策过程^{[18][19][20][21]}；也有学者将中国国家现代化之路称之为顶层设计与泥泞前行的结合，需要关注政策问题的识别、改革路径的曲折、现实和理论结合等治理现代化挑战，既要采取顶层设计与系统推进的战略，也要采取渐进调试和泥泞前行的推进方式^[22]。

在如上的政策工程中，政府（上级政府）具有完全的主动权，不仅主导政策规划的设计，还会推行相应“政策项目”的具体实施，政策执行运作方式采取政府间上下级谈判模式^[23]，由于“共谋”^[24]，“上有政策，下有对策”^[25]，“地方政府双重角色”^[26]，“变通”^[27]现象存在，政策执行效果会有折扣。但政策过程依然按照政策目标、政策决策、政策执行、政策评估与反馈等传统的流程与步骤进行。由于此类政策的制定和执行主要在行政体系内运行，也可称之为**行政化政策机制**。该类政策机制经常被用于行政体制内不同政策领域的改革实施，例如政府机构改革、节能减排、行政审批等。

行政化政策机制下运行良好的政策具有以下政策属性特征：政策具有清晰的涵盖范围，跨领域传导性低，政策不确定性低，各种政策选项所导致的结果比较清晰，由少数政策精英做出科学分析和理性判断即可推进。例如，一个典型的例子是朱镕基总理时期（1998年）推行的国务院机构改革，首先设计了总体的改革方案，各部门分别在规定时间内制定“三定方案”，在行政体系内从上至下进行大范围的机构精简。此类政策机制运转良好条件是：政策制定与执行主体都在行政体系内，政策执行主要依靠基于自上而下的科层从属关系，政策效果是可控的。同时，政策生态相对简单：政策执行主体由严格的科层官僚体系组成，秉承简单的委托代理关系——对上负责；政策对象受到行政体系的掌控。政策执行中的调试存在于各地的实施过程之中；分散的地区试验和实施并不影响总体的政策规划与进展，信息反馈被收集用于下一次的政策工程，政策协调过程是自上而下。

在行政化政策机制下，公共政策的“政策过程”表现为：政策目标以行政体系内自主设立的目标为主，在某一时期单一推进一个总体性目标，例如规制目标和发展目标经常交替进行；作为政府赖以推行政策的手段——政策工具一般采用强制性工具，例如行政命令、政策文件、指标约束等来引导政策对象的行动；政策执行则按照特定的行政过程和信息传导机制进行，自上而下并可受政府掌控，政策绩效与结果具有可预见性（如表 1 所示）。

值得注意的是，大部分行政体制内政策执行不力的原因是受同期委托代理监管的宽/严影响，执行结果与政策目标并不会产生重大的偏移。政府可在执行过程中采用例如巡视、督察等手段促进执行得力，纠正执行偏离。政府也可以对执行过程产生的可能问题提前或随即做出相应的预案，避免风险或危机的产生。

表 1 行政化政策机制与市场化政策机制的对比

| | 行政化政策机制 | 市场化政策机制 |
|-------------|--|---|
| 政策属性 | <ul style="list-style-type: none"> 政策议题范围确定，不确定性低 政策执行不确定性低，执行结果可预见性高，科学分析与理性选择成为可能。 | <ul style="list-style-type: none"> 政策具有跨议题传导性，不确定性高。 政策影响面广，涉及的价值、利益选择多元，决策需要进行价值选择、利益平衡、分配判断和调和矛盾。 |
| 机制特征 | | |
| 政策体系 | <ul style="list-style-type: none"> 政策制定和执行主体都在行政体系中；政策对象直接利益较少，政策目标一致性高。 执行没有互动，政策效果可控 | <ul style="list-style-type: none"> 政策制定和执行主体多元，且分布在行政体制内外；政策对象有直接利益，政策目标一致性低。 执行互动强，政策效果不可控、不可预见性高。 |
| 政策生态 | 科层化 可控的市场主体 (从属关系) | 科层/部门 多元的市场主体 (个体分散行动) |
| 运行逻辑 | 政策工程 | 政策系统 |
| 过程特征 | | |
| 政策目标 | 自主设立，单一交替（促进/规制，交替），某一时期推行单一目标 | 与市场互动设立，多元并行（促进和规制，并行），需要互相谨慎的交错推进 |
| 政策工具 | 强制型工具 行政命令、政策文件 | 导向型工具 适应性（与市场互动） |
| 政策执行 | 特定的行政过程和信息传导机制，自上而下，可控 | 不特定的传导机制 扁平化，不可控 |

2.3 市场领域属性及匹配的“市场化政策机制”

随着经济体制改革的推行，越来越多的涉及市场领域的改革提上政策议程，例如资本市场改革、医疗保险改革、房地产调控、新兴产业治理等等。在政策属

性上，市场领域具有非常典型的特征，并不断随着市场的成熟，科技的发展在时刻变化。具体表现如下：第一，涉及市场领域政策的利益、价值选择更加多元，政策的执行效果很大程度上取决于市场中多元化的各类主体的反应及其互动。尤其是在金融政策领域，市场行为主体具有理性预期，政府面临典型的时间不一致问题，金融活动的快速反应导致政府无法用渐进改革的方式来推行政策^[28]。第二，有些政策具有跨议题的传导属性，与其他议题领域关联性高。在政策执行过程中会溢出到其他政策领域，导致执行的不确定性程度高，公共决策难度更大。例如，房地产调控政策，与教育学区，公共基础设施等领域息息相关。第三，部分市场领域的发展在技术的驱动下面临极大的发展不确定性，给公共政策的制定带来了困难，需要探索适应性治理^[29]和敏捷治理^[30]的模式。例如，新兴产业领域，政府在促进发展和规制风险方面缺乏有效的信息。

由于政策属性与行政体制内的政策呈现明显的分化，导致采用传统行政化政策机制实施此类改革面临较大的挑战：一方面是面对高度系统性的、关联性和不确定的政策问题时，存在知识缺陷和能力不足；另一个是面对涉及较多政府与市场关系的政策领域，政府难以主导市场范围内的行为主体，而市场行动主体则具有个体的理性预期，其集合未见得与整体优化决策相符。

面对市场化政策领域改革时，对“政策机制”的转变应该是根本性的（如表1所示，这一新的政策机制本文称之为**市场化政策机制**）。首先，在体系结构上，政策制定与执行主体更加多元，很多分布在行政体制之外，对政策执行产生重要影响；这些行动者依从自身利益或价值选择做出决策，呈现典型的分散决策特征，难以与政策目标保持一致，政策执行效果不可控制，结果也不具有预见性。其次，政策机制运转中的政策生态复杂多元。政策实施主体有别于严格的科层结构，政府部门（部委）与科层结构混杂的形态更为常见，简单的委托代理关系被打乱；政策对象为不受政府控制、具有逐利性的市场行为主体。最后，在市场领域政策内实施改革，“政策系统”的思维必须得到政府足够的重视，充分认识政策领域属性，外界环境对系统的干扰，以及系统内部行为主体的复杂交互、演化行为非常必要。因此，公共政策从制定的开始就应该与市场主体进行充分沟通，了解多元价值取向与利益目标，以及政策领域的各种特征。

要想寻求更高质量的政策结果，与政策机制相对应的“政策过程”也需要相应发生转变。政策过程不再是按照事先规定的步骤顺序进行，而是不断的在每个

步骤间进行系统反馈与调整，并与外界环境保持交流。第一，政策目标需要在经与市场的互动而设立及调整，而不是由行政体系自主设立；如在本轮改革过程中，要兼顾发展与规制有机协同，避免在某一时期激进的推行发展目标，而又在随后时期采用运动式规制进行弥补，造成巨大的社会成本。如果能够在相互交错的过程中谨慎地进行，同步处理，就可以将相关社会成本大大降低。第二，政策工具亦亟待转变，以导向型政策工具为主，采取利益导向的机制，兼具高度的适应性，与市场的行为主体形成良性的互动，才能行之有效。第三，政策的执行过程尽可能扁平化、去官僚化。政府很难提前做出应对危机的政策预案，也无法轻易的找到合适的政策工具来促进执行或进行纠偏，一些临时性政策措施会加剧问题和漏洞产生。政府也要做好充分的思想准备以应对无法对政策过程、对象与节奏进行完全控制的情况下可能出现的各种局面。

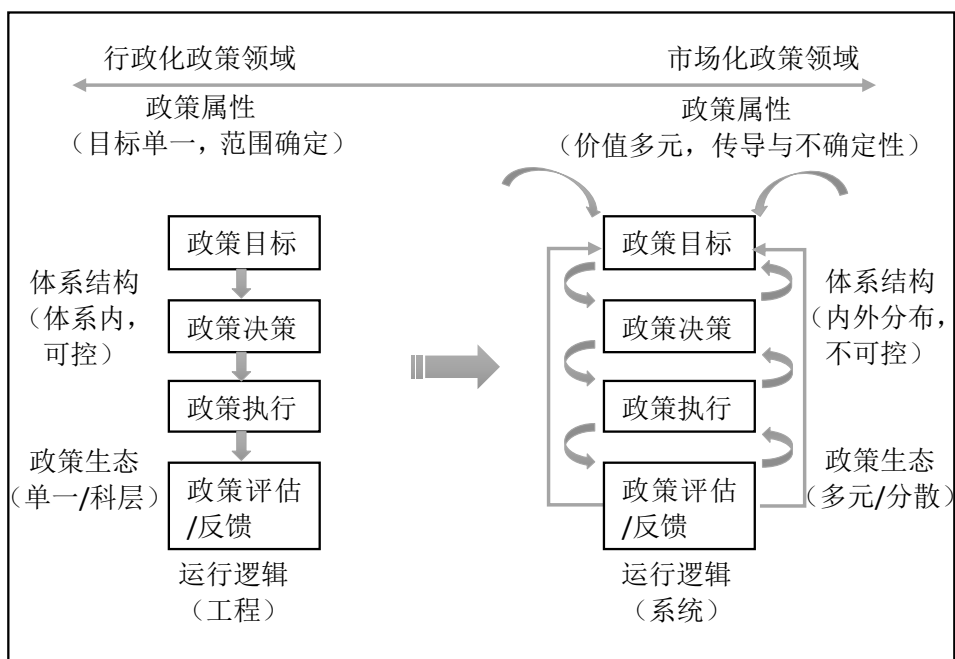


图1 两种不同类型政策机制的运行图

对于不同属性的政策领域改革，我们需要转变政策思维模式，采用与之相匹配的政策机制。行政体制领域与市场领域是所有政策领域频谱中的两个极端，大部分其它领域的政策改革则分布在两者之间。传统的行政化政策机制在涉及体制内部改革的过程中仍然十分有效，但在市场化和其它政策领域中的改革则需要考虑对政策机制本身进行改革和调整，否则，“旧瓶装新酒”就有可能导致政策改

改革的失败，造成不可挽回的损失。

3 深度案例：中国资本市场改革的政策过程

本部分以深度案例的方式来描述中国资本市场改革，股灾与救市的过程梗概，试图为读者重现这一重要的历史过程（如图 2 所示）。在第四部分案例剖析的过程中，本文将进一步说明行政化政策机制如何在资本市场改革的政策过程中体现。

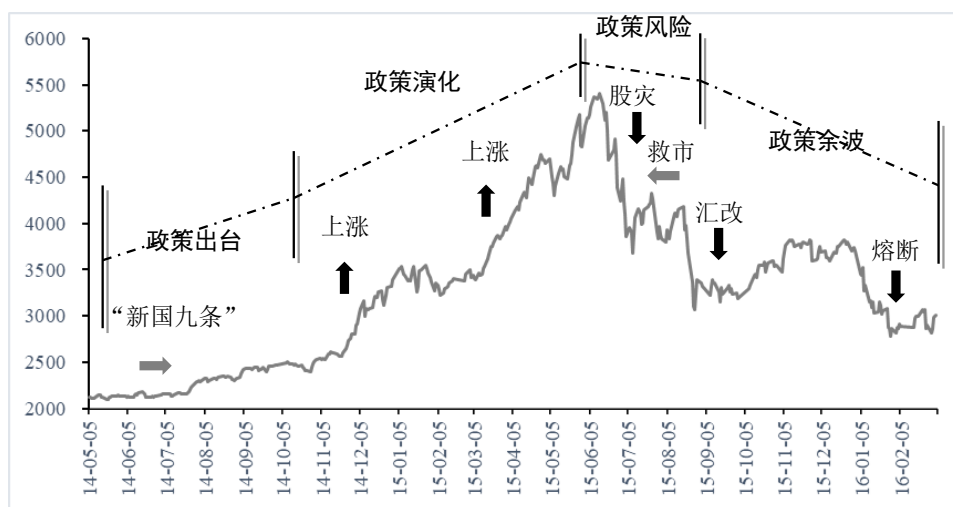


图 2 资本市场改革的演化过程

数据来源：Wind 资讯

3.1 政策出台：发展多层次资本市场

进入经济新常态后，政府希望通过资本市场的全方位改革来增强投资者信心，于 2014 年 5 月发布了《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（以下简称“新国九条”）。“新国九条”清楚表明决策层对于资本市场在体系结构、运行机制、基础设施和外部环境等方面的长期战略布局，提出了一系列重要的金融改革发展目标，同时股市为国企改革、大众创新融资，帮助企业去杠杆等其他目标也被蕴含在内。^①

配合“新国九条”的战略任务，国家各部门分别实施开启宽松货币政策周期、发展金融创新产品、降低股票市场交易成本等措施，期望为资本市场发展提供良

^① 具体的金融发展目标：提高直接融资比重、发展混合所有制经济、多层次股票市场、培育私募市场、规范债券市场、推进期货市场、扩大资本开放、提高证券期货服务业能力等。

批注 [w1]: 如有具体网址，请提供

批注 [ZJ2R1]: 没有相关网站。

Wind 资讯是金融数据库。此图数据来自于 wind 资讯。

网络资料是指图中标识的事件时间，为避免误解，已删去。

好的制度环境和政策红利。^①与此同时，与实施全方位资本市场改革相应的监管措施和工具尚处于构建与完善过程中。落实长期战略布局的配套政策（例如健全体制机制，完善金融消费者权益保护，以及构建全面的风险监测与防范体系等）更加需要时间。在上述措施并未落地之前，将发展资本市场作为推进短期改革目标工具的预期却已经开始在市场上发酵，巨大投资套利机会引起股票市场关注度的不断升温。

3.2 政策演化：股票市场的快速上扬

本轮资本市场改革启动后，股市于2014年冬与2015年春经历了两次快速上涨。^②这两次股指的快速拉升，不仅有来自流动性等宏观经济因素的影响，更主要源于杠杆率的快速攀升和官方默许对市场预期产生影响。

第一次上涨的主因是流动性的注入与推动。中央银行在2014年11月起连续降息、降准，在相关制造业和房地产行业萎靡不振的情况下，流动性大量涌入股市。伴随着普涨的股市格局，《人民日报》于2014年12月宣布“改革牛”^③行情到来，给予了市场股市利好的信号，同时证监会相关官员对“资本市场是实现中国梦的重要载体”的表态也放大了市场预期。^④

第二次上涨源自政府部门对杠杆率上升和媒体积极宣传的默许。2015年两会期间及之后，证监会与交易所相关发言人的表态体现了政府鼓励和支持资本市场全面发展的立场。利用资本市场解决国有企业改制，帮助企业去杠杆等目标被市场及相关媒体过度解读与演绎，“国家牛市”，“杠杆牛”等概念被提出。随着单边上涨、大小票普涨的市场动态与普遍乐观情绪的心理预期形成共振，股票市场上涨速度空前，杠杆泡沫和市场风险也不断积聚。

① 证监会分别于2014年5月14日与6月13日发布了《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》以及《沪港股票市场交易互联互通机制试点若干规定》，全面推动创业板市场及“沪港通”机制的发展。中金所连续发布《沪深300股指期货合约》、《中国金融期货交易所沪深300股指期货合约交易细则》、《关于调整沪深300股指期货交易保证金的通知》等政策文件促进了期货市场交易成本的降低和交易规模的扩大。中金所于2014年12月26日进一步发布《关于开展国债作为国债期货保证金业务试点的通知》及《关于有价证券业务手续费的通知》降低期货交易的保证金费率，并起到吸引持有国债现券的机构投资者，如银行、保险公司等主体的资金积极入市。

② 在2014年11月24日至12月31日的28个交易日中，上证指数上涨30.07%；在2015年3月13日至2015年6月12日期间，上证指数上涨54%，中小板指数上涨75%，创业板指数上涨93%。银行、石油石化除外的上市公司平均市盈率为51倍，创业板达142倍。数据来源：Wind资讯。

③ “改革牛”的概念由《证券日报》最先提出。

④ 时任证监会主席肖钢2014年11月17日在沪港通开通仪式上的致辞：“资本市场恰逢前所未有的机遇。以开放促发展促改革，健全多层次资本市场体系使之成为打造中国经济升级版强大支撑，成为大众创业万众创新的广阔平台，成为实现中国梦的重要载体”。

3.3 政策风险：暴涨暴跌与紧急救市

由于股市上涨过快，市场风险得到了监管部门关注。证监会开始严查配资，却成为股市大跌的触发器。三周之内（2015年6月12日至7月8日），上证综指跌幅32%，创业板跌幅42%，市值蒸发约20万亿。股灾风险的突然出现，让政府不得不组织大量资金进行紧急救市，多种行政干预手段被使用（如图3所示）。^①

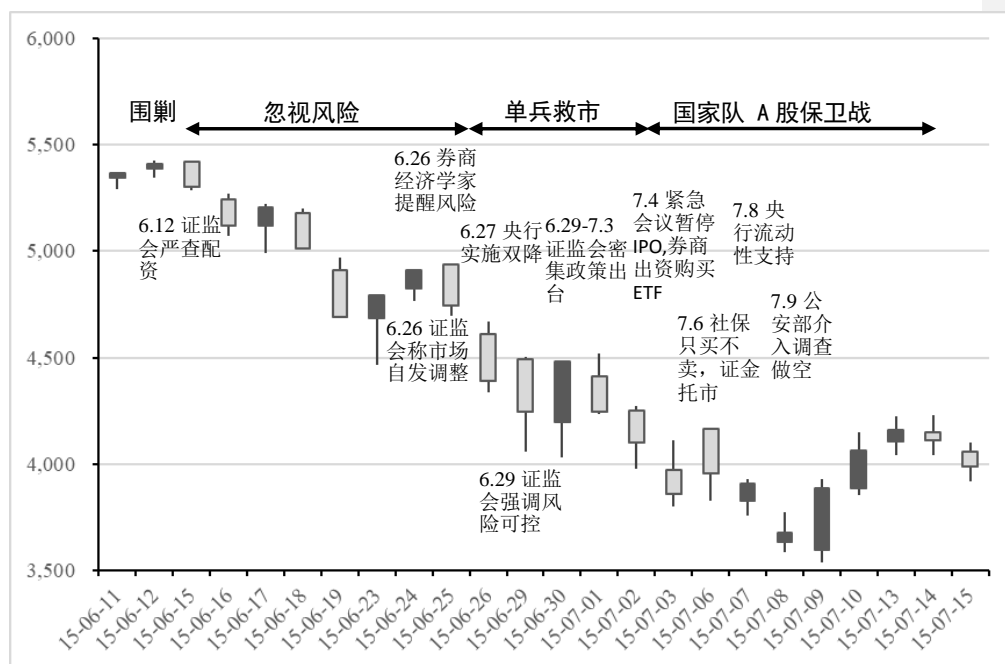


图3 股灾与救市过程

数据来源：Wind 资讯

注：深色代表上涨，浅色代表下跌。

（1）千股跌停、涨停与停牌

作为监管部门，证监会一直密切关注场外配资与融资融券带来的潜在市场风险，并从2014年12月就开始对两融业务（融资融券）进行检查和限制。^②但是基于对发展股市的政策定位，监管部门在股市上涨早期秉承了“先创新后监管”的逻辑。股市大涨出现后，不少券商开始放松对投资者门槛和杠杆率的限制，引

批注 [w3]: 如有具体网址, 请提供

批注 [ZJ4R3]: Wind 资讯是金融数据库。此图数据来自于 wind 资讯。网络资料是指图中标识的事件时间, 为避免误解, 已删去。

^① 从7月开始入市到9月底，证金公司、中央汇金共现身1365家上市公司前十大流通股股东名单，占据A股49%，股耗资超1.23万亿。数据来自：Wind 资讯。

^② 证监会一直以来就担忧杠杆背后的风险，在设计两融业务时就有相关的限制，例如挑选市值较大和流动性好的股票放开两融业务，对投资者使用两融业务进行了门槛限制，对投资者使用杠杆比例做了限制。

起证监会警惕。2015年4月，证监会首次要求“两融业务不得开展场外配资、伞形信托”，但在空前的“牛市氛围”下这一风险提示效应不明显。

直到证监会开始强行去杠杆时，杠杆率与股指已快速攀升。^①证监会于6月13日出台了《关于加强证券公司信息系统外部接入管理的通知》，按照传统管理股市的经验使用“去杠杆化、反融资融券、严查场外配资，一刀切Homs系统”等管制工具，直接加大对场外配资的清理力度。这直接导致了周一（15日）开盘后股市的一路大跌，当周创下7年最大单周跌幅，跌势一直持续到了26日。在此大跌期间，民间配资规模显著下降，但股价下跌引发了“保证金账户被强制平仓，股价下跌，配资账户被强制平仓，股价进一步下跌”恶性循环。大量未平仓的资金也开始急速撤离，造成流动性枯竭。

然而，证监会在此期间无任何反馈，甚至在24日还核发了28家企业的首发申请。26日，上证指数大跌7.4%，创8年最大跌幅记录。持续的下跌引起了市场投资机构的注意，相关市场券商经济学家于26日晚发文提示“不是自然调整而是股灾”。^②与此同时，在股市连续大跌后证监会发言人首次发言却强调“大跌是市场前期过快上涨的自发调整”。

（2）证监会、央行单兵救市

与缺乏信息的证监会相比，基于对金融市场变动相关数据的跟踪，央行首先意识到股市剧烈波动的风险。27日，央行实行降息、降准行动。^③但双降利好并未达到预期效果，29日股市再次大跌。^④证金公司于29日午后罕见盘中回应市场，指出“目前强制平仓规模很小”。^⑤证监会也于29日夜间发声，指出当前两融交易正常有序并澄清A股市场的杠杆风险，但也指出“回调过快不利于股市的平稳健康发展”，显然表述已与26日不同。^⑥虽然监管层密集表态，接下来几日股指持续下跌，千股跌停却演变为常态。此时，证监会才意识到事态的严重性，

^① 两个月内（4月至6月），上证综指已从4287点一路上涨至5178点，创业板更是从2463点上涨到4037点。仅2015年上半年，券商两融余额从1.04万亿快速增加到最高时的2.27万亿。数据来自中国登记结算公司，参见文献[31]。

^② 参见“<https://finance.qq.com/original/caijingzhiku/z0342.html>”

^③ 中国人民银行27日决定，自2015年6月28日起有针对性地对金融机构实施定向降准，同时下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.85%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2%。在所有的监管部门中，央行行长周小川第一个出面表态要严守“系统性区域性金融风险的底线”（7月2日）。

^④ 两市1800多只股票跌停，上证指数和创业板盘中暴跌7.58%、8.21%。数据来源：Wind资讯。

^⑤ 证金公司指出：“在目前市场情况下，融资融券业务整体维持担保比例仍然远高于预警线，沪深两市25至26日两个交易日因维持担保比例低于130%而强制平仓金额不到600万元，风险仍然可控。”

^⑥ 中国证监会新闻发言人张晓军表示：“前期股市上涨积累了大量的获利盘，近期股市下跌是过快上涨的调整，是市场自身运行规律结果，但回调过快也不利于股市的平稳健康发展”。

密集出台各类举措，但救市仍未奏效。^①

短短一周之内，监管部门的态度发生了重大变化，证监会从开始不重视问题到后来紧急出台各类举措。虽然央行最早发现问题并采取行动，但其与证监会之间行动的差异导致市场没有获得明确的风险提示信号。此外，在黄金救援时期，证监会单一部委的行动显得相对乏力。事实表明，由于持续下跌造成恐慌，非理性抛售的浪潮已经在市场上掀起，单一部门的政策表态很难逆转事态的持续恶化，需要有更高层级的统一部署来调节市场恐慌情绪，否则股市难以止跌。

(3) “国家队”出手，行政强力干预

直到股市下跌越演愈烈后，政府终于意识到证监会单一部门行动的无力。央行开始向市场注资，其它各部委也相继加入救市大军。7月4日，中央政府开始总体部署指挥，启动多部门的联合救市行动。证监会召集21家券商负责人紧急商讨救市措施，会议决定以由券商公司共同出资投资蓝筹股ETF，并获得券商公司自营股票盘不减持的承诺。紧接着，在中央统一部署下，一行三会及证券、银行、保险系统企事业单位出台了系列救市措施。^②除了组建国家队在市场上买入股票，投入流动性资金外，在救市过程中行政干预、道德规劝等手段也被大量使用。^③

(4) “A股”保卫战

中央统一部署救市措施后并未快速改变市场信心，在第一个交易日（6日），股市经历了“千股涨停”到“千股跌停”。国家队于7日首先采取“抓大放小”策略，大笔买入蓝筹股，例如中字头、保险和银行股等。这一策略收窄了股市跌幅，但没能阻止股市大面积的股票跌停和停牌的出现，受到了市场股评家的批评，甚至出现市场行为者对国家队概念股的投资套利现象。8日，两市1300只股票跌停，1400家公司停牌，超A股上市企业数一半，风险迅速传染至港股、中概股，并波及大宗商品。9日，国家队开始转变策略，加大对中小市值股票的购买力度，但依然无力接盘本已估值极高的创业板，上百家公司开始增持自救。随着

^① 这些举措包括：7月1日晚，沪、深交易所同时发布公告下调A股交易经手费和过户费，证监会发布《证券公司融资融券业务管理办法》。7月2日晚，证监会发声将专项打击恶意做空者。7月3日证监会决定对证金公司进行第三次增资扩股。

^② 这些救市措施包括：共同出资投资蓝筹股；暂停IPO；暂缓上市；限制开仓；央行多形式给予证金公司流动性支持；保监会指示险资每日维持净买入；25家公募基金发布倡议维护市场稳定；中央汇金在二级市场进行增持等等。

^③ 其他的救市措施有：不允许大股东减持；限制期货开空仓；强制上市公司公布“五选一”利好；公安部严查做空等等。

当天公安部宣布将会同证监会联合排查恶意卖空股票，央行确认向证金公司提供充足再贷款，国资委、保监会、银监会、中证结算、基金业协会都公布救市措施，A股才迎来股灾后第一个强力反弹日，上证综指涨幅6%，沪深两市近1300只个股涨停，市场信心才开始企稳。

政府主导的强力救市抑制了市场波动，保持了一线金融机构稳定，及时构筑防火墙避免了风险的传导。但在由于统一协调出现较晚，错过了最佳的救援时机，致使风险加大。救市过程中，固有的监管漏洞和制度缺陷给内幕信息掌握者进行违法交易提供了机会，甚至出现部分监管人员和机构勾结谋求不当利益的行为，导致巨大的成本损失，对资本市场造成危害。

3.4 政策余波：汇率改革与熔断机制

经过政府统一协调的密集政策干预后，中国股市进入区间震荡的行情。后续政府出台的政策却再次引发了股市的第二次和第三次动荡，甚至股灾风险传导至全球资本市场。

(1) 股灾 2.0：汇率改革再引股市风波

8月11日，酝酿已久的“人民币汇率形成机制改革”由人民银行宣布实施。这一改革不仅使得人民币外汇市场陷入动荡，也对尚且脆弱的股票市场造成极大的冲击。^①自8月中下旬（18日至26日）开始，A股市场以每天100点直线下跌，上证综指跌幅29%，创业板跌幅32%，市值蒸发约10亿万元。这次暴跌引起了高层领导人的注意并出面。8月28日，李克强总理主持召开国务院专题会，指出“要维护金融市场稳定运行，守住不发生区域性系统性风险底线”。受益于央行8月26日再次降准降息，股指得以稳定，恐慌逐渐缓解。但是，投资者信心和交易热情却急剧消减，A股市场新增开户数在7月和8月间大幅下降，继续参与市场交易的投资者数量骤减，10月份达到全年最低。^②

(2) 股灾 3.0：熔断机制影响政府公信力

股灾爆发后，各方专家关于是否借鉴与引入国外成熟股票市场的指数熔断制

^① 对不完全开放经济体而言，金融资产价格稳定和汇率稳定决定了金融体系的问题，其中汇率扮演者外部冲击吸收者和调节者的角色。随着全球资本市场逐渐活跃，汇率和国内股票价格连续也愈加紧密，汇率市场的波动会快速传导至国内资本市场。

^② 参见文献[31]。

度展开了激烈的讨论。2015年12月4日，相关部门决定实施指数熔断制度。^①该政策的初衷是保护中小投资者免受股市剧烈波动之害，但在股市大幅波动和人民币贬值预期加大的特定环境下推出，反而使得一个在多个成熟资本市场应用且相对中性的制度成为再一次股市大波动的诱因。

2015年12月1日，国际货币基金组织（IMF）宣布人民币加入特别提款权（SDR），国际市场对中国央行维持人民币稳定的预期开始动摇，人民币贬值预期加大，资金开始外逃。然而，熔断机制却恰好在2016年1月开始实行，并在实施的三个交易日中两次遭遇熔断。^②为维护市场稳定，1月7日晚，相关部门紧急宣布暂停实施熔断机制。随后，证监会官员做出表示“熔断机制不适合中国”，^③坦言在推出熔断机制时对资本市场结构研究欠佳，客观上造成了助跌。

熔断机制加剧市场恐慌和造成流动性终结。资本市场的外溢性也引发全球股市的剧烈下挫。^④国外媒体再次集中关注中国股市，并将中国视为全球系统性风险的传导源。此外，政府以“不符合中国国情”为由，很快取消熔断机制显现出政策叫停的随意性。事实上，股灾对政府公信力的后续影响较大。随着注册制被叫停，战略新版被推迟，政府本欲进行的相关制度建设也随之暂停，资本市场改革陷入一段时期的停滞。

4 旧瓶装新酒：资本市场“股灾”的成因

本部分以政策过程的分析视角来解读股灾成因。首先，我们阐述资本市场改革中哪些特定的市场化环境和监管制度被忽视。其次，我们分析股灾演化与救市过程中不同行为主体的行动逻辑，指出行政化政策机制在其中表现出的过程特征和运行特征。最后，我们揭示采用行政化政策机制来推行市场化政策改革这一“旧瓶装新酒”方式为何会在实施过程中诱发股灾风险（如图4所示）。

① 上交所、深交所、中金所正式发布的指数熔断相关规定指出：熔断基准指数为沪深300指数，采用5%和7%两档阈值。境内市场以沪深300指数作为指数熔断的基准指数。

② 两个交易日内，沪深股指累计跌幅分别高达11.96%和15.16%，创业板股指同期跌幅则接近17%，A股市值蒸发近8万亿，投资者人均损失4万元。数据来源：Wind资讯。

③ 在2015年1月21日举行的达沃斯论坛“中国经济走向何方”座谈会上，中国证监会副主席方星海公开表示：“尽管在世界其他地区行之有效，熔断机制并不是一项适合中国的政策”。

④ 熔断机制有一定“磁吸效应”，即在接近熔断阈值时部分投资者提前交易，导致股指加速触碰熔断阈值，起了助跌的作用。

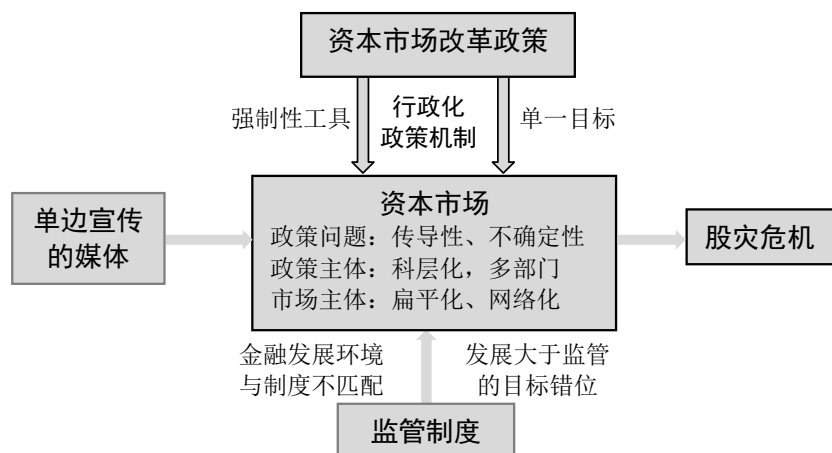


图4 基于政策过程的分析框架

4.1 资本市场的政策属性与制度特征

一直以来，对资本市场政策属性的认知和掌握是公共政策实施中未被特别关注的部分。虽然政府对资本市场的议题传导属性，不确定性，以及政策利益多元，牵扯范围大等特点知晓，却没有依据政策属性有针对性的调整政策实施方式和选择适宜的政策工具。例如，在本次资本市场改革过程中，政府希望使用通过发展资本市场来实现一些短期政策目标时，或许并未意识到在资本市场中政策投入与产出不一定存在必然的对应关系，甚至在某种极端情况下会出现结果远超预期的复杂局面。本节以资本市场政策为例，阐述市场化领域政策的一些属性特征。

(1) 政策属性特征

无论是发达国家成熟的资本市场还是发展中国家尚在形成期的资本市场，其政策的制定和推行都面临极大的困难和不确定性因素，这也是为何各国的宏观经济调控政策都是该国最重要、最核心的政策领域之一。作为市场化政策领域的典型代表，资本市场的政策问题具有高度传导性和不确定性，政策对象具有网络化、去科层化的特征，其政策传递机制复杂，政策效用高度不确定。在这样的政策属性下，公共政策无论决策还是实施，都很难做像土木工程建设一般事先规划、分层施工、上下协调和信息可控。

首先，资本市场的宏观政策是涉及多个问题领域的一类政策包，其决策实则

是一个复杂的系统工程。宏观政策不仅要涵盖发展与监管目标，其政策包内还涉及汇率、利率、财政、货币、银行、保险等各部门的政策问题，彼此之间具有跨部门的瞬时传导特性，需要政府在决策时统筹考虑各个方面。其次，资本市场作为开放性的交易平台，其中的行动主体是具有理性预期、反应迅捷的机构投资者与个人投资者。多元化投资者容易形成紧密的利益集团网络，对政策结果产生一致性的反馈。然而，监管机构并不能够左右其行为意志，在执行过程中科层执行的结构并不明显。同时，中国资本市场行为主体的风险意识和金融工具的专业化使用与国外成熟市场的行为主体仍有一定差距，因而不具备可预估性，很难事先理性预期其行动后果。最后，资本市场的政策效用由不同主体间互动与博弈的结果所决定。常规经济政策（如货币政策、财政政策等）由于作用对象相对固定和一致，政策短期效用方向尚可预期，传导机制在政府掌控范围内，政策的规模、节奏及结果均可测度。但是，资本市场政策涉及股市、汇市、债市、期货等多个子市场，在政策包中政策的传递机制复杂，具有极大的不确定性。

值得注意的是，资本市场政策最大的特点就是政策运行无法承受决策与执行过程中的“时间差”。由于行动主体反应迅捷，政府决策甚至仅是政策目标的释放都将有可能引起行为者的迅速反应。因此，资本市场运行若在政策决策与执行中存在时间差，则容易在传递机制上不可控，甚至产生完全超出预期的结果。例如，资本市场改革释放要发展资本市场的目标时市场行为主体就已有行动反馈，而这时政策改革的顶层设计刚刚出台，各部门尚未针对顶层设计的宏观方案分步实施，制定各自的监管举措。

（2）监管制度困境

随着资本市场的不断发展和新型金融工具与产品的出现，各国市场监管理念在分业监管和混业监管之间不断取舍，国际主流的监管模式也总在动态变化。近年来，各国虽然有着极为差异化的监管体制，但宏观审慎监管原则已逐步成为各国央行的主流监管理念。中国资本市场的监管体制在近年来取得了突出的进步，但是仍存在两个固有的顽疾：其一是混业经营模式和分业监管制度并不匹配；二是内部各监管主体的发展目标常大于监管目标。这两个问题影响到政策决策与执行的效果。

第一，金融发展环境与监管制度的不匹配，对科学决策产生系统性干扰。中

国金融监管体系采取“一行三会”的分业监管体制。^①近年来中国金融市场发展明显提速，不同市场之间、金融市场与实体经济之间的联动和传导效应增强，资本市场板块间联系更加紧密。但是，对单个金融系统安全监控和稳定监管并不能充分保障整个金融体系的稳定^{[32][33][34]}，亟需新的监管体系框架^{[3][31]}。然而，这一问题并未引起政府足够的重视，甚至由于金融系统体系的割裂，单一监管部门无法充分掌握相关金融风险活动的数据，进而无法对系统性风险的触发因素进行事前防范，在政策决策中统一协调，做出系统性论证。

其次，监管主体的政策目标选择错位，对政策执行的效果产生影响。长期以来，监管部门以行业发展为己任，“重发展、轻监管”的倾向明显，受中央政府政策目标影响，难以独立保持其“监管”职责。在分业监管格局下，监管机构间的竞争客观上助长高风险金融活动发展，进一步推升资产价格。此外，在某些金融风险活动暂未对本行业金融活动构成威胁，甚至还对本行业发展有短期助益的情形下，监管部门倾向于忽视这些行为，从而导致在联合行动时出现部门卸责，跨部门危机处理的失效。

4.2 资本市场政策过程的行为主体分析

资本市场政策过程的参与者众多，从政策决策者、政策执行者，到政策目标群体和公共媒体等。这些行为主体在资本市场政策领域中展现出特定的行为特点，共同塑造了资本市场政策过程的结果。我们试图从这些行为主体分析中呈现出市场化领域政策中特定的政策体系、政策生态和运行逻辑。

（1）发展导向的决策者

在成熟的市场经济体中，资本市场是跨期配置资源与风险资产定价的场所。资本市场的形成是由市场经济与自由交易诱发，政府很少参与到市场的创建和发展过程。在成熟资本市场中，政府大多只扮演监管者角色，鲜少出台鼓励或发展资本市场的相关政策。在中国，政府在资本市场的形成与发展过程中长期扮演总设计师的角色。政府为资本市场进行了长远规划与顶层设计，但在一定程度上，政府在市场中的政策行动也赋予了资本市场为企业解决融资负担的“资金池”功能和支持短期改革发展需求的“工具性”特征。

^① 分设监管机构的监管体制在我国传统金融发展模式下发挥了积极的历史作用。在金融活动存在比较鲜明的行业区别特征，资金几乎不存在金融行业之间自由流动的传统金融模式下，分业的监管机构可以专精于本行业的监管，形成有效而专业的监管。

在经济新常态下，企业债务占 GDP 的比重逐渐增高，而帮助企业去杠杆成为当前内外需求低迷下的经济解困措施。例如，在本次改革中，政府设立“金融支持实体经济”政策目标。启动改革后，中央政府连续推出了新三板、沪港通改革，开始研究战略新兴版、注册制、资产证券化、社保基金入市等系列改革，向市场展示出了前所未有的推动金融创新、发展虚拟经济的决心，快速推动了股市上涨。单一发展目标的导向使得股市上涨迅速，风险积聚，而相关部门不得不在事后采取运动式规制进行弥补，对资本市场的制度建设与整体改革产生不利影响。

（2）目标偏移的执行者

在资本市场中，政策执行主体（监管部门）有各自部门目标，并不总能够完整的实现中央政府意图。证监会作为中国证券期货相关的监管部门，却长期扮演着中央政府金融发展部门的角色。在改革开启之初，证监会大量审批发行新股，允许金融产品创新，为融资融券、股指期货等杠杠的发展提供了利好氛围，推动了股市上涨。银监会以监管银行业为主，以往监管中更注重资产负债表，不良贷款率等指标。^①当影子银行在资本市场上进行两融，采用高杠杆率时，银监会并没有将之认定为监管范围，也未向证监会及时提供相关的银行两融数据，放大了风险。中央银行负责把握经济宏观面与制定货币政策，汇率改革是其近期的工作重点。在加入 SDR 的部门利益推动下，汇改对资本市场的传导效应和对金融稳定的可能影响被低估。

（3）多元利益的市场主体

在成熟资本市场，尤其是股票市场中的行为者大多是机构投资者，其理性程度和专业知识的要远超过一般的个体投资者。在中国股票市场中，市场行为者的理性程度尚待加强。由于资本市场行为主体的心理与行为由恐惧与贪婪支配，导致其能在短期内迅速亢奋，也能迅速被悲观情绪笼罩，产生典型的群体羊群行为。资本市场行为者也并不在意国家最终的政策目标，当国家政策目标与其目标一致时，市场行为主体会积极响应，但当目标不一致时，政府采用传统政策工具引导市场行为主体的作用非常有限。

在这些数量巨大、目标不同、互相博弈的多元主体中，国有控股集团呈现出

^① 现实中，杠杠都是通过影子银行，表外业务，理财计划，信托公司之间的互换，既包括银行资金的违规入市，也包括场外高杠杠的配资资金的违规入市，还包括券商降低两融门槛后扩大的资金量。

超级金融机构特征，覆盖各类金融业务，且具有较强的政治影响力，往往面临监管软约束。地方政府是金融市场的重要参与主体，有很强的经济利益取向，通过控股机构、参与交易、进行担保、行政干预等主导了资金资源配置格局，与银行和企业形成了利益共同体。基金与证券公司发展迅速，并与各级地方政府形成紧密联系，对其监管效果也容易打折扣。公众或个体投资者个体理性不足，容易受到市场情绪和信息的影响。因此，在行政指令和强力干预的救市方式下效果不明显。操作方式的不透明造成了机构内部出现了内幕交易，产生道德风险，而市场主体对“国家队概念股”的认知，引起市场投资者追寻套利空间，影响救市效果。

（4）单边宣传的媒体

正确及时的政策传播对资本市场的政策效果而言异常重要。资本市场中的媒体信息传递具有明显的不对称效应，即在股市上涨时的风险提示效应要远小于鼓动效应，而在股市下跌时恰恰相反^[33]。但这一媒体传播特征却未被政府有效识别，互动和引导性的政策工具未得到充分的认知和使用。

在本次股灾中，媒体行为如同“大跃进”般，对部分官员讲话进行放大与解读，引起市场行动者的高度关注。在股市上涨的早期，政府通过官方媒体来进行相关动员和宣传，这一传统的动员式宣传促成了“牛市话语体系”的形成，而之后政府很难依靠行政手段控制与主导信息传播，结果表现为媒体在政府救市中的信息传递失效。没有证据表明官方媒体被政府授意对股市涨跌进行评论^①，但其表现出了信息传递偏移：一方面，包括新华社、人民日报等在内的官方媒体长期以来代表国家意志，但其下属分支机构的报道审查并不严格。对于不甚了解个中情况的个体投资者而言，主流媒体对股市大涨时的乐观报道就代表了国家意志。^②另一方面，股市大跌后官方媒体异常慎重，有关舆论倾向于不报或少报股市消息，引发市场猜测。此外，市场财经媒体在股市发展演化过程中信息传递也有失偏颇，对宏观经济基本面的报道均倾向于指出好的一面，较少提及风险。政府信息应对由于较为谨慎，常表现为“集体失语”，缺乏及时的舆情分析、监测、反馈、引导与矫正。^③

① “向两家媒体的采编部门核实，政府长期（除证监会）对证券市场报道采取不添乱，从去年五月以来，政府有关部门重视股市对报道口径进行把握之外，从未授权授意对股市进行相关报道”。参见文献[2]。

② “《4000点才是A股牛市的开端》一文新华网转载之后，舆论认定是《人民日报》发布的权威观点，代表政府有意推高股市”。参见文献[2]。

③ 例如，自2015年5月起，一些学者和专家对“国家牛市”的概念产生质疑，提示市场风险，但未在舆论传播中得到充分重视和广泛刊载。

4.3 行政化政策机制遇到市场化政策改革

资本市场改革的政策实施过程一直都面临着行政化政策机制与市场化政策属性之间的不匹配问题，包括议程设置，政策决策，政策执行和风险处置等环节。在这一过程中，我们揭示了市场化领域中政策目标、政策工具和政策执行等的政策过程特征，如何不适用于行政化领域中的政策机制。

在议程设置中，中央政府面临推动经济增长以缓解执政压力的客观需求。在经济增长速度下行的过程中，政治与经济的双重压力导致政府仓促界定政策问题，启动全方位的资本市场改革，却未对资本市场已出现的市场化环境特征和相关的监管制度缺陷进行充分了解。政策改革延续了行政化政策机制的“政策工程”逻辑。政策目标在行政体制内被直接设定，“金融支持实体经济发展”成为这一时期首要的政策目标，“金融监管”被暂时作为次要目标。

在政策决策中，政府按照政策工程的方式，先做统筹规划与设计，再做具体配套政策，相关预案和政策措施都采用了“干中做，干中学”的模式。具体表现在两个方面：第一，政府只在一开始抛出了总体改革纲领而非完整的政策包，相关配套措施和监管措施未同时出台，科学分析和应对机制没有及时完成。第二，政府提出激进的发展目标，在同一时期宣布进行资本市场各个环节的改革，快速放开融资融券和金融产品，为行为主体创新与活动提供了巨大的潜在空间。由于资本市场主体非常快速的接受到了来自中央政府的政策信号，并付诸行动，而同期相关配套措施跟进不足，无形中给市场短期内的巨大套利机会。

在政策执行中，政府采用强制型的政策工具企图主导改革过程，让资本市场按照预想的方向与速度变化，而政府却无法主导与控制多元政策行为主体，政策工具的使用导致了一系列漏洞与问题。具体表现在：监管部门在政策空间内分散行动，各自利益与目标被充分放大；市场行为主体追求短期利益，不具备成熟市场经济体系的理性，对政策的多方解读在网络化和扁平化的市场上被传导；宣传动员等政策工具过度强化了政策目标，对市场行为者预期产生影响。政策执行过程完全脱离政府掌控，政策改革产生了不可预期的股灾风险。

在风险处置中，由于总体改革规划中对政策风险和后果没有提前的预计，执行主体无法快速、有效的被组织起来应对早期风险，政府也难在短期制定有效解决方案来稳定市场。在风险来临时，政府对资本市场密切观察与实时数据监控速度有限，监管机构无法预测行情上涨的速度和规模，对危机做出敏锐的预判。在

风险扩大时，政府试图控制风险实施救助，却难界定问题根源以及找到适宜的政策工具。从而，政府强力主导下的救市措施收效甚微，甚至市场主体套利倾向明显的情况下，反而加剧了风险传导。

5 结论与建议

本文采用政策过程的视角分析了股灾演化的全过程，揭示出股灾的出现并非由单一部门、单一因素所致，监管部门的失灵和市场行为主体的疯狂逐利都只是股灾成因的部分解读。我们认为，资本市场改革的政策过程中忽略了资本市场领域的政策属性和制度特征，政府延续行政化政策过程中的“政策工程”运行逻辑，从而诱发政策机制与政策环境不匹配带来的系统风险，最终演化出股灾。本文进一步指出：对于具有高度复杂性、不确定性的市场化政策领域，采用行政化的政策机制来推行政策改变并不适用。未来资本市场，以及众多市场化领域的改革可考虑通过“政策系统”的政策思维逻辑来制定与实施政策，可有效避免和化解风险，提升公共政策的实施质量。

在具体的建议方面，我们认为：现阶段中国金融领域政策过程需要决策部门改变思维模式，避免明显单一目标的政策导向和强制型的政策工具的过度使用。政府在复杂的政策问题决策时需要具备足够的灵活应对和抗压能力，及时行动并保持政策一致性，以提升政府公信力。在涉及国际市场领域的政策实施过程中，更需要政府意识到政策机制与市场环境匹配的重要性。与国内市场相比，国际市场更加多元，目标群体的反馈行动很难掌握。倘若政府没有充分认知国际市场的属性特征和相关制度特征，及时拓展与调整相应的政策体制，一些与国际市场联系紧密的政策改革有可能引发国际性的风险与危机。

展望未来，中国政府在“一带一路”，亚投行、人民币加入 SDR，以及积极参与 G20 协调对话等方面的行为，都展现了中国对全球经济与金融治理结构调整与改革的影响。随着中国市场与全球市场双向风险传导和互溢的格局形成，也会给国内金融稳定带来前所未有的挑战。那么，中国若想在未来承担金融大国、货币大国和贸易大国的责任，势必要先健全国内金融监管，保持市场稳定性，增强宏观经济治理水平。本次股灾暴露了中国金融治理中公共部门在系统性风险识别能力、危机管理水平和资本市场制度供给等方面的不足。但股灾的启示不仅限于经济、金融领域或监管制度本身，也有国家在政策体制和机制方面的制度建设

所面临的问题。只有拓展与构建与政策领域特征相匹配的政策体制和机制，才能够获得良好的政策绩效，推进与市场化政策环境相关的各种改革，从而提升国家整体金融治理能力。

参考文献

- [1] 卜永祥. 金融管理体制改革的关键问题[J]. 财新周刊. 2016(6):67-71.
- [2] 吴晓灵. 完善制度设计提升市场信心建设长期健康稳定发展的资本市场[R]. 清华大学五道口金融学院研究报告.
- [3] 刘尚希. 宏观金融风险与政府财政责任[J]. 管理世界. 2006(6):16-23.
- [4] 范如国. 复杂性治理：工程学范型与多元化实现机制[J]. 中国社会科学. 2015(10):69-91.
- [5] 陈振明. 政策科学：公共政策分析导论[M]. 中国人民大学出版社, 2003.
- [6] 宁骚. 公共政策学[M]. 高等教育出版社, 2009.
- [7] 陈振明, 薛澜. 中国公共管理理论研究的重点领域与主题[J]. 中国社会科学. 2007(3): 140-152.
- [8] MAY, P J., ASHLEY E. J. Policy regime perspectives: Policies, politics, and governing[J]. Policy Studies Journal. 2013. (41)3: 426-452.
- [9] ASHLEY E. J., MAY, P J. Beyond subsystems: Policy regimes and governance[J]. Policy Studies Journal. 2010. (38)2: 303-327.
- [10] 保罗 萨巴蒂尔. 政策过程理论[M]. 三联书店, 2004.
- [11] 薛澜, 张帆, 武沐瑶. 国家治理体系与治理能力研究：回顾与前瞻[J]. 公共管理学报. 2015(12):1-12.
- [12] 王诗宗, 杨帆. 基层政策执行中的调适性社会动员：行政控制与多元参与[J]. 中国社会科学. 2018(11): 135-155.
- [13] 薛澜, 赵静. 转型期公共政策过程的适应性改革及局限[J]. 中国社会科学. 2017(9):45-67.
- [14] LIU, N. N., LO, C. W. H., ZHAN, X., WANG, W. Campaign-style enforcement and regulatory compliance[J]. Public Administration Review, 2015. 75(1): 85-95.
- [15] ZHOU, X., LIAN, H., ORTOLAN, L., & YE, Y. A behavioral model of “muddling through” in the Chinese bureaucracy: The case of environmental protection[J]. The China Journal. 2013. (70), 120-147.
- [16] 贺东航, 孔繁斌. 公共政策执行的中国经验[J]. 中国社会科学. 2011(5): 62-88.
- [17] 渠敬东. 项目制：一种新的国家治理体制[J]. 中国社会科学. 2012(5):113-130.
- [18] 韩博天, 奥利弗 麦尔敦. 规划：中国政策过程的核心机制[J]. 开放时代. 2013(6): 10-33.
- [19] HEILMANN S, MELTON O. The Reinvention of Development Planning in China, 1993–2012[J]. Modern China, 2013. 39(6): 580-628.
- [20] 巴里 诺顿, 杨帆. 经济发展计划体系在中国的回归：论韩博天、麦尔敦和胡鞍钢的研究[J]. 开放时代. 2013(6):40-47.
- [21] NAUGHTON B. The Return of Planning in China: Comment on Heilmann, Melton and Hu

- Angang[J]. *Modern China*, 2013. 39(6):640-652.
- [22] 薛澜. 顶层设计与泥泞前行:中国国家治理现代化之路[J]. *公共管理学报*. 2014(4):1-6.
- [23] 周雪光, 练宏. 政府内部上下级部门间谈判的一个分析模型[J]. *中国社会科学*. 2011(5):81-97.
- [24] 周雪光. 基层政府间的“共谋现象”——一个政府行为的制度逻辑[J]. *社会学研究*. 2008(6):1-21.
- [25] 丁煌, 定明捷. 上有政策, 下有对策”案例分析与博弈启示[J]. *武汉大学学报(哲学社会科学版)*. 2005(6): 804-809.
- [26] 赵静, 陈玲, 薛澜. 地方政府的角色原型, 利益选择和行为差异——一项基于政策过程研究的地方政府理论[J]. *管理世界*. 2013(2): 90-106.
- [27] 张翔, 基层政策执行的“共识式变通”: 一个组织学解释——基于市场监管系统上下级互动过程的观察[J]. *公共管理学报*. 2019(4):1-11.
- [28] BRUNNERMEIER M K, MICHAEL S, WEI X. China's gradualistic economic approach and financial markets[J]. *American Economic Review*. 2017. 107(5): 608-13.
- [29] 薛澜, 赵静. 走向敏捷治理: 新兴产业发展与监管模式探究[J]. *中国行政管理*. 2019(8): 28-34.
- [30] 薛澜, 赵静. 新兴产业发展与适应性监管[J]. *公共管理评论*, 2016(2): 3-6.
- [31] 俞乔, 编著. 2014-2016 中国股市大波动研究[M]. 中国社会科学出版社: 北京, 2017 年.
- [32] 谢平. 金融危机后有关金融监管改革的理论综述[J]. *金融研究*. 2010(2):1-17.
- [33] 潘林伟. 国际金融监管改革进展与我国的制度期待[J]. *管理世界*. 2012(6): 169-170.
- [34] BRUNNERMEIER M K, CROCKETT A, GOODHAR C. A, PERSAUD A, SHIN H S. The fundamental principles of financial regulation[M]. London: Centre for Economic Policy Research, 2009.
- [35] 路妍. 金融危机后的国际金融监管合作及中国的政策选择[J]. *管理世界*. 2011(4): 177-185.