

研究报告

RESEARCH REPORT

海外股灾若干问题研究

课题研究员 肖立见



深圳证券交易所综合研究所

2007. 05. 08 深证综字第 0153 号

内 容 提 要

为提高对股灾的认识，增强驾驭股市和防范、控制及化解股市风险的能力，促进股票市场健康、稳定地发展，尽可能避免股灾的发生或减少股灾发生所造成的损失，有必要对股灾进行全面、系统、深入的分析研究。为此，本课题将在真实反映世界历次重大股灾发生和演变的基础上，全面分析各种股灾形成的主要原因和严重后果，系统总结股灾发生后采取的补救措施及其效果，积极探讨防范、控制和化解股灾的有效对策。有关研究内容和观点如下：

1. 股灾是指股市风险积累到极大时受某个偶然因素的影响，突然爆发的股市暴跌及其引起社会经济巨大动荡并造成巨大损失的异常现象。它具有突发性、破坏性、联动性和不确定性的特点。按股灾波及的范围大小，股灾可分为世界性股灾、世界区域性股灾、国家或地区性股灾。

2. 从 1720 年世界第一次股灾发生算起，200 多年来，几乎每一个有股市的国家或地区都发生过股灾。1720 年法国密西西比股灾和英国南海股灾是世界上发生最早的股灾；1929 年和 1987 年都起源于美国的股灾，是波及范围最广的世界性股灾；日本、台湾和香港是世界上股灾发生最频繁的国家或地区之一；包含股灾在内的 1994 年墨西哥金融危机和 1997 年东南亚金融危机表现出汇市与股市轮番暴跌的特点。

3. 股灾之所以叫股灾，是因为它的破坏性极大，后果极其严重。它破坏股市自身发展，造成股市经济损失严重，引发或加剧金融危机，加剧经济衰退或经济危机，引起社会动荡不安。

4. 每次股灾发生都不是单一原因造成的，而是众多因素共同促成的结果。可以说，一切引起股市剧烈波动的因素都可能成为股灾形成的原因之一，但股灾发生的基本原因主要为：经济或经济共同预期状况变化，市场监管不力，欺诈、违规和操纵市场严重，过度投机和追逐泡沫造成股市暴涨、暴跌等。在开放的股市，金融市场混乱和国际游资兴风作浪也是股灾发生和演变的原因之一。

5. 几乎每一个发生股灾的国家或地区都采取了善后处理措施。应急措施主要有：启用“断路器”暂停股市交易，动用股市平准基金入市，回购本公司股票，

消除市场恐慌心理等。为了避免股灾再次发生，则加快了证券市场法规建设与完善，强化了市场有效监管和规范运作，促进经济复苏和经济发展以重塑投资者信心。

6. 通过对股灾的研究，不难得出以下重要启示：发展与监管应齐头并进，金融和资本市场对外开放应极其慎重，稳定市场应发展长期投资基金，在技术上、制度和运作机制上要做到有备无患，这些都是防范、控制和化解股市风险的基本举措；有效的经济运行机制、良好的经济发展态势、合理的经济结构，则是避免股灾的基本保证。

关键词：股灾 问题 研究

目 录

一、 导言	1
(一) 股灾的界定.....	1
(二) 股灾的特点.....	1
(三) 股灾的类型.....	2
二、 世界重大股灾的基本概况	3
(一) 股灾的起源.....	4
(二) 世界性股灾.....	5
(三) 世界区域性股灾.....	7
(四) 国家或地区性股灾.....	9
三、 股灾的社会经济后果分析	14
(一) 破坏股市自身的发展.....	14
(二) 股市经济损失严重.....	15
(三) 引发或加剧金融危机.....	15
(四) 加剧经济衰退或经济危机.....	16
(五) 引起社会动荡.....	17
四、 股灾的基本成因分析	18
(一) 市场违规：股灾的催化剂.....	18
(二) 过度投机：股灾的必然成因.....	20
(三) 经济衰退：股灾的根源.....	21
(四) 追逐泡沫：股灾的前奏.....	22
(五) 国际游资：股灾发生的助长剂.....	24
(六) 监管乏力：股灾的纵容剂.....	25
五、 股灾有善后措施综述	26
(一) 采取应急措施，防范或减少股灾风险.....	26
(二) 建立和健全证券法规，加强市场监管.....	26
(三) 实行银证分业，限制银行从事证券业务.....	27
(四) 抑制经济恶化，促进经济复苏.....	28
六、 股灾的若干启示	29
(一) 发展与监管应齐头并进.....	29
(二) 经济优化是避免股灾的基本保证.....	30
(三) 金融和资本市场对外开放应极其慎重.....	30
(四) 发展长期投资基金，有效调节市场需求.....	30
(五) 有备无患，防范、控制和化解股市风险.....	31

一、导 言

股灾就如同瘟疫和地震一样，谁都不愿意发生，谁都无法准确预测，但又防不胜防和不得不防。因此，为了提高对股灾的认识，增强驾驭股市和防范股市风险的能力，促进股票市场健康稳定地发展，尽可能避免股灾的发生或减少不可避免的股灾发生所造成的损失，有必要对股灾进行全面、系统、深入的分析研究。为此，本课题将在真实反映世界历次重大股灾发生和演变的基础上，全面分析各种股灾形成的主要原因和严重后果，系统总结股灾发生后采取的补救措施及其效果，积极探索防范股灾的有效对策。

（一）股灾的界定

股灾（The Stock Market Disaster），亦称股市灾害或股市灾难，是指股市大量日常风险没有得到及时有效释放并经过一定时期累积到极大的程度时，或股市日常风险累积到较大程度但股市运作的社会经济条件发生急剧变化时，在某个偶然因素的影响下突然爆发的股价暴跌及其引起社会经济巨大动荡并造成社会经济巨大损失的异常现象。股灾如同强烈地震一样，地应力的长期积累使地层受到巨大的外胀压力，这种压力膨胀到某些地层无法承受的程度就会使地层发生裂变，产生巨大震动并造成严重破坏。

（二）股灾的特点

股灾不同于一般的股市波动，也有别于一般的股市风险，它集现实的股市巨大波动和巨大风险于一体，并对正常的社会经济活动产生巨大破坏力。综合考察各次股灾发生、演变及其结果，可以看出股灾具有以下特点：

1. 突发性。并不是所有的股价大幅度下跌都是股灾，那些单日下跌幅度较少、但下跌时间较长而出现的股票价格累积跌幅较大的阴跌现象，通常不称为股灾。就如同绵绵细雨不会产生洪灾一样。只有突然爆发的股价巨幅下挫，才称得上股灾。从世界第一次股灾——密西西比股灾算起，世界各国出现的股灾多达几十起，几乎每次股灾都有一个突发性的暴跌阶段。

2. 破坏性。较小幅度的股价下跌的破坏性较小，因为这种股价下跌的风险在投资者的意料之中，且能被投资者所承受。较长时期的股价阴跌，尽管其累积跌幅可能较大，但破坏性也较小，因为这种阴跌的风险已被市场日常交易分散到各个投资者的身上而逐步消化掉了。而股灾则不同，其突发性的股价暴跌风险高度集中，破坏性极大，它毁灭的不是一个亿万富翁、一家证券公司和一家银行，而是一个国家乃至世界的经济，甚至使股市丧失所有的功能而变得毫无意义。一次股灾给人类造成的经济损失远超过火灾、洪灾或强烈地震的经济损失，甚至不亚于一次世界大战的经济损失。

3. 联动性。股灾的联动性主要表现在两个方面：一是经济链条上的联动性。股灾会引起金融危机和经济危机，金融危机和经济危机也是股灾发生的前提条件之一。例如，1929年的股灾就引发了世界性经济危机，1994年墨西哥金融危机导致了墨西哥股灾的发生。因此，股灾和社会经济活动具有联动性。二是区域上的联动性。在现代资本市场中，由于国际经济一体化和国际金融一体化，一些主要资本市场发生股灾，将会引起世界性或区域性股灾的发生。例如，1987年美国股灾发生后，世界许多国家和地区也跟着发生了股灾。1997年，泰国、韩国、印度尼西亚发生金融危机和股灾后，不仅波及了整个东南亚，而且世界其它国家和地区的股市也受影响。

4. 不确定性。每次股灾发生后，人们都能从中总结出一系列导致股灾发生的原因，以说明股灾发生的客观必然性。但是，在股灾发生之前，人们很难准确地预测或判断股灾会在什么时候发生，股价暴跌的幅度有多大和持续时间有多长，股价暴跌对金融和经济乃至人们的社会心理的负面影响有多大。因此，股灾不确定性因素很强，就如同地震难以准确预测一样。股灾之所以表现出这样的特征，是由股市是差异性市场的特征决定的。在任何时候和任何价位，不同的投资者都同时存在看多和看空的心理预期以及买进或卖出的交易行为。股灾常常发生在看空和抛盘占绝对优势的时候。然而，这种占绝对优势的投资预期和投资行为是难以及时、准确把握的。

（三）股灾的类型

股灾的类型可按股灾的波及范围大小划分，亦可按形成的原因划分。由于任何一次股灾都不是单一原因造成的，因此，按股灾波及的范围大小划分股灾的类

型较为合适。并且，股灾波及范围的大小，也是衡量股灾严重程度的主要指标。

1. 世界性股灾。是指世界主要股票市场先后或同时发生的股灾。例如，1929年和1987年的股灾就是世界性股灾，它几乎波及了世界所有的主要股票市场，对世界经济产生了广泛、深刻的负面影响。这两次世界性股灾的发源地都在美国，而美国又是世界上经济实力最强、股市规模最大的国家，并且是与世界各市场经济国家联系最为密切的国家。因此，美国的股灾甚至较大的股市波动，都会直接或间接影响世界其它与其紧密相连的国家或地区股市和经济运行，从而爆发世界性股灾和经济危机。

2. 世界区域性股灾。是指世界某一区域具有相同特点或相互联系的国家或地区先后或同时发生的股灾。1997年泰国、马来西亚、印度尼西亚、韩国等东南亚国家和地区发生的股灾，就是世界区域性股灾。世界区域性股灾一般发生在世界经济次中心地域，这些国家或地区的股票市场在世界股市中不占首要的主导地位。因此，世界区域性股灾发生后，对该区域以外的国家和地区的股市也会产生程度不同的影响，但该区域以外的国家和地区股市和经济受影响的程度远不及区域性股灾的国家和地区严重。例如，1997年世界其它国家和地区的股市和经济都受到了东南亚股灾的影响，并且这种影响已延续到了1998年，但受害最深的仍是东南亚国家和地区的重灾区，如泰国、印度尼西亚和韩国等。

3. 国家或地区性股灾。是指在某一个国家或地区发生的股灾但未引起周边区域性国家或地区发生股灾的现象。例如，1720年法国密西西比股灾和英国南海股灾，1994年墨西哥股灾等就属于这一类。只是在某一个国家或地区发生并较少波及其它国家和地区的股灾，要么发生在股票市场早期，当时国与国之间的经济联系还不密切，缺乏国与国之间股灾的链条联系；要么发生在当代世界非主要股市或股市国际化程度低的国家和地区，并由个别特殊的原因引起，因而对整个世界或某一区域的股市影响较小。

二、世界重大股灾的基本概况

从1720年世界第一次股灾发生算起，200多年来，几乎每一个拥有股市的国家和地区都发生过股灾，有的还不止一次。全面概述世界各个国家和地区发生的

每一次股灾，尽管有可能，但没有多大必要，因此，本报告择其中的重大股灾进行概述。

（一） 股灾的起源

1720 年法国密西西比股灾和英国南海股灾，是自世界股市建立以来发生的最早股灾。

1. 法国密西西比股灾

1720 年，法国爆发了世界股市史上第一次重大股灾。由于这次股灾是由市场过度投机爆炒密西西比公司股票并最终导致密西西比公司股票暴跌引起的，故称法国密西西比股灾，详见表 1：

表 1 法国密西西比股灾

1710 年，法国财政赤字接近 1 亿锂，国债已近 30 亿锂。到 1715 年，法国国债已有 1/3 到期，而连年的农业灾荒导致税收极度减少，当年财政收入只有 6900 万锂，开支则为 14700 万锂。财政入不敷出，法国政府和各部门几乎陷入瘫痪之中。为了摆脱国家财政危机，法国政府授权约翰·劳（John Law）创办一家资本约 600 万锂的私人银行。他采用一些优待措施吸引人们使用纸币。1717 年，法国政府准许以约翰·劳的私人银行发行的纸币纳税。1718 年，法国政府将约翰·劳的私人银行改为国家银行并授予它发行钞票的权力，且特许约翰·劳建立密西西比公司和包税总所。这样，法国的独家纸币发行权、北美贸易垄断权和代理间接税权以及与此相配合的三家垄断机构——国家银行、密西西比公司和包税所都控制在约翰·劳的手中。

1718 年，密西西比公司以筹措 1 亿锂资金开发路易斯安那金矿为由，计划发行 1 亿锂共 20 万股股票，每股发行价为 500 锂。约翰·劳采取各种促销方法和贿赂政府官员授予密西西比公司更多特权等手段，大肆营造社会购买该公司股票的热烈气氛，并允许持有政府债券的人用债券购买股票。由于债券在市场上的价格还不及面值的一半，绝大多数债券持有人都迫切想用手中的债券去购买该公司股票，于是出现了抢购股票的风潮。^①市场投机愈演愈烈，整个法国甚至欧洲热衷于投机、赌博的人们和资金如潮水般地涌入股市购买密西西比公司股票。1719 年，密西西比公司股票 500 锂一股在 7 月份达到 5000 锂，8 月份上升到 10000 锂，10 月份升至 21000 锂，最高涨至 31000 锂，^②涨幅为发行价的 62 倍，创造了世界股市当时及以后相当长一段时间内世界股市暴涨的最高纪录。

1720 年 7 月，投机狂潮终于接近尾声。密西西比公司为了替政府偿还债务，背上了沉重的包袱。同时，当被派出去的人回来报道，人们所期望的从路易斯安那滚滚涌向法国的财富也只不过是一个泡影。许多股民开始为过高的股价担忧，赚了钱的人都想把股票换成纸币，再将纸币拿到银行去兑换硬通货，以求万无一失。市场上开始出现大量抛售密西西比公司股票的现象，股价迅速下跌。为了支撑股价，约翰·劳不惜通过大批量发行纸币来吸收投资者卖出的股票，结果适得其反。人们由怀疑密西西比公司股价转到怀疑国家银行是否有能力兑换无数的纸币，抛售股票的狂潮迅速演变为挤兑狂潮。密西西比公司股价一泻千里，创造了至今仍保持的跌幅一次达 99% 的世界股市最高纪录。^③挤兑狂潮导致了法国银行的倒闭，无数纸币顷刻变成废纸。法国经济随之陷入长期大萧条。

^①徐吉贵：《世界近代中期经济史》第 57 页，中国国际广播出版社 1997 年出版。

^②洪晓斌：《世界股市风云鉴》第 29 页，经济管理出版社 1997 年出版。

^③洪晓斌：《世界股市风云鉴》第 32 页。经济管理出版社 1997 年出版。

2. 英国南海股灾事件

英国南海股灾，是继 1720 年法国密西西比股灾后世界股市史上爆发的重大股灾，其影响比法国密西西比股灾更为深远，详见表 2。

表 2 英国南海股灾

1711 年，英国南海公司成立。该公司为了显示其雄厚的经济实力，不惜以巨资认购了政府 1000 万英镑的债券，从而获得了政府和社会公众的信用。英国政府把它作为发行巨额债券的渠道。作为回报，英国政府保证对已转换债券支付 6% 的利息并免征间接税。此外，南海公司还获得了英国与美洲大陆东海岸之间的贸易特权和英国与美洲大陆西海岸的所有贸易权。

然而，南海公司的董事毫无商品贸易和经营管理方面的经验，经营极不理想，实际贸易利润极微。为了改变这种状况，南海公司大量向政府官员行贿以加速官商化进程，英国公众和投机商也希望南海公司成为阻止大批资金流入法国密西西比公司并与其抗衡的公司。1720 年，南海公司决定采取对高达 3100 万英镑的全部国债提供资金的方式以提高其声誉。此举不仅深受英国政府欢迎，也迎合了众多投机者。1720 年 1 月 1 日，南海股票指数为 128 点。之后，南海公司股价立即从每股 130 英镑上涨到 300 英镑。之后，南海公司采取欺诈的手段制造公司的虚假繁荣。1720 年 4 月 12 日，南海公司以每股 300 英镑的价格发行新股。1720 年 5 月，南海公司又发行了每股 400 英镑的新股。1720 年 6 月 15 日，南海公司更是以现付 10% 的方式再次发行新股。此时，南海公司股价已升至 800 英镑。1720 年 7 月 1 日，南海股票指数升至 950 点，并摸高 1050 点，较首次发行价 130 英镑上涨了 7.08 倍。南海公司股票暴涨产生了巨大的示范效应。一些企业的发起人也开始创办公司并向股市投放大量新股，以实现公司的“圈钱”企图，同时也满足市场投资的渴望。于是，大量新公司像“吹气泡”一样迅速出现。

1720 年 7 月，英国政府为了保护南海公司的利益，维护其垄断地位，颁布了“禁止气泡公司法案”，中止了一些“气泡公司”股票上市并解散了一部分公司。1720 年 8 月，南海公司一些董事和高级职员认识到南海公司股价暴涨和公司毫无起色的经营业绩完全脱钩，于是便大量抛售持有的股票。投资者识破南海公司真相后，更疯狂地抛出所持股票。南海公司股票一路狂泻，价格指数从 1720 年 9 月 1 日的 775 点跌至 10 月 14 日的 170 点，跌幅达 78.04%。英格兰银行股票从 9 月 1 日的 227 点跌至 10 月 14 日的 135 点，东印度公司股票在同期由 345 点跌至 145 点，非洲公司股票由 130 点跌至 40 点。^①整个英国股市完全崩溃，为数众多的银行倒闭，公司破产，无数家庭倾家荡产。从此，刚刚兴起的股份公司在社会上被视为金融欺诈团体而被宣布为非法。在以后长达一个多世纪的时间里，英国市场上的股票几乎销声匿迹。

(二) 世界性股灾

世界性重大股灾先后有两次，即 1929 年和 1987 年世界范围的股灾。这两次股灾是迄今为止波及范围最广、破坏性最大的股灾，详见表 3~4。

^①徐吉贵：《世界近代中期经济史》第 43 页，中国国际广播出版社 1997 年出版。

表 3 1929 年世界性股灾

1929 年世界性股灾起源于美国。1920~1921 年，美国发生了经济危机。之后，美国经济走出谷底，开始回升。1923 年，美国股市开始启动，稳步攀升到 1928 年。美国股票市值从 270 亿美元增至 480 亿美元，共增长 78%，年均增长 13%。这一期间，美国股市基本上处于慢牛走势之中，股市和美国经济持续增长大致吻合。

然而，1928 年和 1929 年，美国经济“持续繁荣”被过分渲染，新当选的美国总统赫伯特·胡佛 (Hebert Hoover) 甚至扬言：“美国今天比任何地方的历史上的以往时期更接近于取得消灭贫困的最后胜利。美国著名经济学家欧文·费雪 (Owen Fisher) 提出了一个著名的观点：“股市已经达到像永久性高原那样的平稳时期。”美国到处都充满着欢乐祥和的情绪，整个股市和投资者都沉浸在兴奋、狂热之中。这极大地激发了华尔街投机商的野心，他们将原先繁荣的股票交易演变成一种疯狂的投机活动。众多投资者在股市赚钱的示范效应下和股票推销商的煽动下，纷纷进入股市，美国出现了空前的全民股票热。大量资金从银行流入股市，证券机构也大量透支给投机商炒股。一些投机商和上市公司相互勾结，私下传播内幕信息，公开则渲染公司的虚假繁荣。在此情况下，美国股市一反过去的慢牛走势，股价扶摇直上。道·琼斯指数在 1929 年 9 月初摸高 452 点，比年初暴涨了 1 倍多，比 1921 年最低时上涨了 5.95 倍。美国股价被炒高到极不现实的地步，远远超过了其实际价值，股市风险日益增大到一触即发的地步。

在美国股市暴涨的同时，持续增长 7 年的美国经济在 1929 年的下半年开始显露疲态，工业产量出现萎缩。1929 年 9 月 5 日，美国金融家罗杰·巴布森 (Rodger Babson) 预言“一场市场崩溃迟早要来临”，然而却遭到股评人士和投机商的无情谴责。但当罗杰·巴布森的话在道·琼斯金融消息自动记录器上被引用的时候，市场真的发生了突然变化，昔日股票指数狂涨已被大幅下挫所代替，整个 9 月，美国股市价格时起时落，“永久性高原那样的平稳时期”已经过去。1929 年 10 月 21 日，人称“黑色星期一”，美国股市一开盘就像溃堤的洪流急剧下泄，人们纷纷抛出股票。纽约证券交易所当天共有 1600 万张以上的股票易手，是该有史以来最大成交额。10 月 24 日，尽管美国总统发布了“经济形势平稳”的新闻讲话，但纽约股市仍被 1300 万股抛单压得直线下泄；10 月 28 日，面临崩溃的纽约股市来不及喘息，再次以空前的幅度狂跌，当天跌幅高达 12.82%，股票持有者急于抛股已到了不计价格高低的地步。从此，美国股市步入长达 5 年的漫长熊市，到 1932 年 7 月，道·琼斯指数已跌至 58 点，^①较 1929 年 9 月最高点 452 点已跌去 89%；股票市值也从 1929 年 9 月的 897 亿美元跌至 1930 年的 156 亿美元，市值损失了 82.3% 共 741 亿美元。著名的美国通用电气公司股票价格从 396 美元跌到最低只剩下 8 美元，跌幅高达 91.9%。受 1929 年美国股市大崩溃的影响，不仅美国经济陷入瘫痪，而且引发了长达 4 年的世界性经济危机。直到 1954 年，在事过 25 年后，道·琼斯指数才重返 1929 年的峰位 452 点。

^①林文俏：《股市风险透视与防范》第 8 页，广东经济出版社 1997 年出版。

表4 1987年世界性股灾

1987年世界性股灾也起源于美国。1980年，罗纳德·里根(Ronald Reagan)当选美国总统。1982年美国出现经济复苏，通货膨胀率下降，美国以至整个西方经济进入了一个持续的增长期。在美国提高利率和美国经济持续增长的双重引导下，国际游资大量流入美国。据美国官方统计，1982~1986年外国资金流入美国高达3037亿美元。这些游资大量涌入市，促使股价大幅上升。道·琼斯指数从1982年的776.92点上升到1986年的1955.57点，1987年8月25日更是升至2722.40点，较1982年最低点上涨了2.5倍。在1982年8月至1986年底，意大利、西德和日本的股价指数也分别上涨了3.56倍、3.51倍和1.6倍。整个西方国家的股市进入了前所未有的全面牛市之中。

美国经济虽然持续增长，但也存在不少隐患。1986年，美国财政赤字高达2210亿美元，外贸赤字高达1562亿美元，外债达2636亿美元，美国已沦为世界最大债务国。为了吸引外来资金，以弥补国内资金的不足，美国保持着较高的利率水平。这些因素都不支持股价持续上涨，反而是股价下跌的动力。1987年10月15日和18日，美国财政部长公开对西德提高央行重购回贷款利率表示不满，并扬言重新调整当年西方七国财政部长已达成的稳定汇率的协议。受此影响，已经出现较大波动的纽约股市终于在1987年10月19日出现了狂跌。这一天，道·琼斯指数暴跌508.32点，跌幅达22.62%，^①超过了触发经济危机的1929年10月28日暴跌12.82%的记录。是日，纽约股票交易量达到6.043亿股，比10月16日创记录的3.385亿股又增加了78.52%。据统计，10月19日上市的所有股票，在一天之中就损失了5000亿美元，受害的股票持有者达4700万户。10月26日，美国道·琼斯指数再次下跌157点，跌幅为7.9%。

1987年10月19日美国股市暴跌，触发了世界性股灾的发生。10月19日，伦敦《金融时报》指数下跌183.70点，跌10.8%，创伦敦股市历史上日最大跌幅；日本日经指数10月19日跌620点，跌幅为2.35%，10月20日再跌3800点，跌幅14.76%；澳大利亚股价指数10月19日跌3.74%，10月20日又跌24.90%；香港恒生指数10月19日跌420点，跌幅为11.2%。停牌4天后，10月26日香港恒生指数再暴跌1121点，日跌幅高达33.33%，创世界股市历史上日最高跌幅纪录。此外，在10月19日或20日，法国、荷兰、比利时、新加坡股市分别跌9.7%、11.8%、10.5%和12.15%，巴西、墨西哥股市更是日跌20%以上。10月26日，美国股市再次暴跌，整个西方股市又一次陷入恐慌的跌幅之中。整个10月，股灾造成世界重要股市市值损失了17920亿美元，相当于第一次世界大战中直接和间接经济损失3380亿美元的5.30倍。^①

(三)世界区域性股灾

1997年发生在东南亚的金融危机和股灾，是世界区域性股灾的典型例子。1997年前，东南亚国家和地区是20年来世界经济增长最快的地区之一，先是韩国、新加坡、香港、台湾经济快速增长和持续发展，后是泰国、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾等东盟国家的迅速崛起。东南亚经济迅速发展是许多因素共同促成的结果，其中通过经济改革和金融创新，充分利用本地的优势，抓住世界经济结构和布局变化的机遇发展外向型经济，鼓励和吸引大量外国投资，并加入国际经济、金融一体化等，是这些国家和地区经济快速发展的重要原因。这些国家和地区在经济快速增长的同时或之后，也出现了银行放贷过于松动，不良资产日益膨胀、外债

^①李永杰：《国外股份经济100年》第111页，广州出版社1997年出版。

^①林文俏：《股市风险透视与防范》第66页，广东经济出版社1997年出版。

加重、金融过分自由化等问题。这都为这次东南亚金融危机和股灾埋下了祸根。一旦这些国家或地区竞争力下降，对外出口增长放慢，业已存在的问题就会日益显性化和扩大化，就会使外国投资者丧失应有的信心。东南亚金融危机和股灾就是在这种情况下爆发的。从东南亚金融危机和股灾的发生和演变的过程上看，可分为四个波段，详见表 5：

表 5 东南亚金融危机和股灾演变情况表

波段	具体情况
泰国泰铢暴贬触发	1997 年 2 月，由于泰国房地产市场呆滞，累积了太多未偿还的房地产债务，泰国金融机构出现了严重的现金周转问题，泰铢汇率发生波动；5 月，泰国出现投资者纷纷抛售泰铢买进美元的风波。泰国央行为了稳定汇率，抛出 40 亿美元买进泰铢，但无济于事。7 月 2 日，泰国政府被迫宣布泰铢与美元脱钩，实行浮动汇率制度。东南亚金融危机由此爆发，当天泰铢汇率下跌 20%。 ^① 和泰国具有相同经济问题的菲律宾、印度尼西亚和马来西亚等国迅速受到泰铢贬值的巨大冲击。7 月 11 日，菲律宾宣布允许比索在更大范围内与美元兑换，当天比索贬值 11.5%；同一天，马来西亚则通过提高银行利率阻止本币进一步贬值。7 月 14 日，印度尼西亚宣布放弃维持其货币与美元比价的努力，印尼盾 7 月 2 日至 14 日贬值了 14%。
台币贬值，股市下跌	1997 年，台湾外汇储备高达 900 亿美元，居当时世界第三位，且经济增长强劲，其经济背景与其它东南亚国家和地区的情况完全不同，所以第一波段的东南亚金融危机未对台湾形成冲击。但是，台湾当局为了构筑抵御危机冲击的堡垒，在 10 月 17 日采取了台币贬值的措施，台币贬值 0.98 元，创下了 1 美元兑换 29.5 台币元的近 10 年来的新低，当天台湾股市大幅下挫 165.66 点。10 月 22 日，台币贬至 30.45 元兑 1 美元，台湾加权指数跌至 7316.78 点收市，跌了 301.67 点。 ^② 东南亚金融危机的进一步扩散，不仅使东南亚金融危机原发地陷入进一步的动荡之中，而且引起包括美国股市在内的全球其他股市大幅下挫。10 月 27 日，美国道·琼斯指数暴跌 554.26 点，成为美国股市历史上最大的日跌点数，暴跌迫使纽约证券交易所 9 年来首次使用暂停交易制度。受此影响，东南亚股市再续跌势。10 月 28 日，日本日经指数跌 4.3%，新加坡海峡时报指数跌 7.6%，韩国汉城综合指数跌 6.6%，马来西亚吉隆坡综合指数跌 6.6%，泰国曼谷综合指数跌 6.3%。特别是香港恒生指数更是跌幅惊人，10 月 21 日跌 765.33 点，22 日又跌 1200 点，28 日再跌 1400 点，创香港股市历史上日最大下跌点数。这三次累计跌幅已超过 25%。
危机重点转到韩国和日本	1997 年 11 月，韩元汇价持续下挫，数家大企业资不抵债，陆续倒闭，与上半年比较，韩元兑美元汇价已下跌了 30%。其中 11 月 20 日韩国汇市开市半小时，韩元就狂跌 10%，创下了 1139 韩元兑 1 美元的新低。 ^③ 与此同时，日本金融危机进一步加深。11 月，日本先后有三洋证券公司、北海道拓殖银行、山一证券公司等破产或倒闭，日元兑美元跌破 130 元大关，较年初下跌 17.03%。受韩国和日本金融危机的影响，东南亚国家和地区的汇市和股市再次大幅波动。
印度尼西亚货币再次巨幅贬值	1998 年 1 月，东南亚金融危机的重心又转移到印度尼西亚。1 月 8 日，印尼盾对美元的汇价暴跌 26%。1 月 12 日，在印度尼西亚从事巨额投资业务的香港百富勤投资公司宣告清盘；同日，香港恒生指数暴跌 773.58 点，新加坡指数跌 102.88 点，台湾加权指数跌 362 点，日经指数跌 330.66 点。1 月 15 日香港恒生指数暴跌 647.57 点，跌幅为 7.71%， ^④ 周边市场的股市也应声下跌。直到 1 月底，东南亚金融危机和股灾恶化的势头才得以初步止住。

^①李罗力：《金融风暴：东南亚金融危机透视》第 14 页，贵州人民出版社 1997 年出版。

^②参见《证券时报》1997 年 10 月 20~23 日有关新闻和信息报道。

^③参见《证券时报》1997 年 11 月 21~24 日新闻报道。

^④参见香港《信报·财务新闻》1998 年 1 月 9 日至 21 日有关汇市、股市行情信息资料。

从 1997 年 7 月到 1998 年 1 月，东南亚金融危机和股灾经历了 8 个多月。货币贬值引起金融动荡是这次东南亚股灾爆发的直接导火线，股灾又加剧了货币进一步贬值，从而把东南亚金融危机推向深渊。这次东南亚危机除港元外，其它几乎所有的金融市场开放的国家地区的货币都程度不同地贬了值。印尼盾贬值 70% 以上，泰铢贬值 50% 以上，韩元、马来西亚林吉特、菲律宾比索贬值 30%~40%，日元较 1997 年初贬值 17%。这些东南亚国家和地区股市下跌的程度也不亚于货币贬值的幅度。到 1997 年 12 月 31 日止，几乎所有的东南亚国家和地区的股市都遭受了这次金融危机的重创，跌幅都在 20%~60% 左右，1998 年 1 月，香港恒生指数、新加坡海峡时报指数又较 1997 年分别下跌了 20% 以上，其股灾的严重程度并不比韩国、泰国、印度尼西亚等重灾区轻多少。

表 6 东南亚国家和地区 1997 年股灾情况表

	1996 年底	1997 年底	下跌点数	下跌幅度 (%)
香港恒生指数	13451.45	10722.76	-2728.69	-20.29
东京日经 225 指数	19361.35	15258.74	-4102.61	-21.19
新加坡海峡时报指数	2216.79	1529.84	-686.95	-30.99
雅加达 JSX 综合指数	637.43	401.71	-235.72	-36.98
马尼拉 PES 综合指数	3170.56	1869.23	-1301.33	-41.04
汉城综合指数	651.22	376.31	-274.91	-42.21
吉隆坡综合指数	1237.96	594.44	-643.52	-51.98
曼谷 SET 指数	831.57	372.69	-458.88	-55.18

注：参见 1997 年和 1998 年 1~2 月《证券时报》、《上海证券报》和香港《信报》世界股市行情资料。

(四) 国家或地区性股灾

世界性或世界区域性股灾本身就包括国家或地区性股灾，法国密西西比股灾和英国南海股灾也属于国家性股灾。这里所论述的是不包括上述股灾在内的国家性或地区性股灾。几乎每一个有股市的国家或地区都发生过股灾，有的还发生过多次股灾。我们很难论及每一个国家发生的每次股灾，本文只选择具有代表性或具有突出特点的国家或地区性股灾进行论述。

1. 日本股灾

日本是世界上股灾发生次数最多、最频繁的国家之一。日本股市建立于 1878 年，直到 1890 年之后，随着股份公司的创立和股市投资的兴起，日本股市才趋于活跃。但在整个二战之前，日本股市发展都不及美国、英国、法国等西方国家迅

速。二战后，日本创造了经济奇迹，经济增长率高居发达国家榜首，成为仅次于美国的超级经济大国，日本股市也成了世界最大的股票市场之一。但这丝毫不能掩盖日本经济发展脆弱的一面，日本股灾频繁发生就是最明显不过的例子。从二战后到1997年，在近50年时间里，日本先后发生了7次股灾，^①其中20世纪80年代以来就发生了3次股灾，最严重的要算1991~1992年的泡沫经济型股灾，详见表7。

表7 日本股灾情况表

日本人把1986年12月开始的不同寻常的经济繁荣称为“平成景气”。经过这次繁荣，日本当时的人均GNP超过了美国、德国、法国和英国，日本的GNP占世界的比例也由1970年的6.4%上升到1990年的13.7%，对外净资产额在1991年达到3830亿美元，居世界首位。在“经济繁荣”的支持下，1986~1987年，日本股市几乎呈单边上扬，日经指数从1985年12月的13113点上升到1987年9月的26000点，上涨了近1倍。1987年10月爆发世界性股灾，日本不仅未能从美国股市崩溃中吸取教训，反而立即恢复元气，股价探底回升。1988年日本股市继续上涨，年底时日经指数已突破30000点。1989年日本日经指数再创新高，并在1989年12月19日达到38915点，^②较1985年最低点上涨了3倍多。1989年日本股票市值高达630兆日元，为当年GNP的1.6倍，而1985年它仅占日本GNP的60%。面对日本经济繁荣和股市狂涨，日本国民如痴如醉，完全失去了应有的理智，纷纷投身股市。

然而，日本的经济繁荣却隐含着巨大的泡沫经济成分。20世纪80年代初日本推行金融自由化政策并实施宽松的超低利率政策。在经济景气、收入增加的情况下，日本较多人将银行存款转投股市和房地产，并毫不犹豫地银行借贷进行投机。银行为了扩大业务份额和市场占有率，积极推动人们进行土地、房产和股票投机，从而使土地、房产和股票价格大幅上扬到惊人的高度。20世纪80年代后期，日本国内所有的经济主体都不同程度地为泡沫经济的膨胀火上浇油。收入增加的人们在发现房地产和股票投机收益丰厚时也不甘落后纷纷加入。但是，泡沫经济是不可能持久的，一有风吹草动，泡沫就会破灭。1989年，日本政府先后5次提高官方利率，日本股市开始出现高位大幅波动。1990年，海湾战争爆发，完全依赖石油进口的日本陷入极度恐慌之中，股价大幅下挫。随着海湾战争结束，日本股市又强劲反弹，但已无法达到原来的高度。但是，人们对经济泡沫式繁荣还抱有幻想，希望利率提高、海湾战争对股价的影响会尽快消除，股价波动在短期内会趋向平稳。然而，几乎绝大多数的股票投资者和投机者的预期都落空了，日本股市从此一路狂泻，跌至1992年8月18日的14304点（2003年4月最低跌至7607点）。累计跌幅高达63.24%，创造了日本股市历史上最大的下跌幅度。从此，日本经济陷入深度的经济危机之中，10多年后仍无法复苏。

^①康焕军：《日本股份经济》第56~78页，东方出版社1995年出版。

^②洪晓斌：《世界股市风云鉴》第114~115页，经济管理出版社1997年出版。

2. 墨西哥股灾

20 世纪 80 年代以来，墨西哥先后出现两次重大股灾，详见表 8。

表 8 墨西哥股灾情况表

第一次发生在 20 世纪 80 年代初。国际市场石油价格下调，作为产油国的墨西哥比索贬值，造成资本外逃和经济衰退，股票价格随之大幅下挫。为了抑制比索贬值，墨西哥采取了外汇管制和银行国有化措施，使流入股市的资金大幅减少，股市再次下跌，交易额降到几乎为零。这次股灾把墨西哥股市推向崩溃的边缘。从 1983 年起，墨西哥经济出现转机。在之前，政府颁布了一系列刺激股市发展的措施，墨西哥股市连续几年猛涨，仅 1987 年 1~10 月，墨西哥股价指数就上涨了 6.29 倍，为世界股市所罕见。这次股价暴涨，既是股灾后的一次报复性上涨，也为第二次股灾埋下了祸根。

1988 年，墨西哥进一步推行了鼓励外资流入的政策，并成为拉美地区吸引外资最多的国家。正是以这些流入的外资为支撑，墨西哥经济实现了极大的繁荣，一度成为新兴工业化国家发展的“样板”和众多发展中国家仰慕的对象。但是，墨西哥经济繁荣的背后潜伏着一系列不稳定的因素。高利率吸引了大量的外资涌入并采取稳定汇率的政策，每年外资流入高达 250~350 亿美元，而外贸出口并未显著增长，造成国际收支经常项目的赤字每年增加 230 亿美元左右。这就使得整个墨西哥经济过分依赖外资。一旦外资流入减缓或外资外流，就会引发金融危机和股市危机。1994 年，墨西哥外贸出口赤字恶化，且农民发动起义，政局极不稳定。外国投资者对墨西哥经济前景的信心发生动摇，挟持大量资本外流。1994 年 12 月 19 日，墨西哥突然宣布本国货币贬值 15%，^①这一消息引起社会极大恐慌，人们纷纷抢购美元，比索汇率急剧下降，12 月 20 日狂跌 13%，从最初的 3.47 比索兑换 1 美元跌至 3.925 比索兑换 1 美元。21 日再跌 15.3%，跌至 5 比索兑换 1 美元。外汇储备大幅度减少。最后，墨西哥政府不得不宣布让新比索汇价自由浮动，但墨西哥货币跌势未变。到 1995 年 3 月 9 日，墨西哥货币新比索兑换美元已跌至 8.00:1，较危机前累跌下跌了 56.63%。^②墨西哥整个金融市场墨西哥吸引的外资 70% 左右是投机性的证券投资。例如，墨西哥证券投资吸收外资中的比重，1992 年为 71.6%，1993 年上升到 76.8%。因此，金融危机导致资本外流对于墨西哥股市如同釜底抽薪，墨西哥股市应声下跌。1994 年 12 月 30 日，墨西哥股市下跌 6.26%，1995 年 1 月 10 日大跌 11%，创 1987 年西方股市暴跌以来至当时最大日跌幅；2 月 16 日，墨西哥股市在 15 日跌了 6.4% 的基础上再跌 3.51%；2 月 23 日又跌去 5.89%。到 3 月 3 日，墨西哥股市 ZPC 指数已跌至 1519.52 点，比 1994 年危机前 2881.17 点已累计下跌了 47.94%。^③这次金融危机和股灾给墨西哥经济以沉重的打击。直到以美国为主的 500 亿美元的国际资本援助，才使墨西哥基本上摆脱这场危机。

3. 台湾股灾

台湾股市运作始于 1962 年，发展一直缓慢。1979 年，美国与台湾中止所谓的“外交关系”，导致了台湾第一次股灾。由于当时市场规模不大，尽管股市跌幅较大，但市值损失并不多。1985 年，台湾经济开始起飞，巨额游资在市场开放的前提下涌入台湾股市，台湾股价指数开始不断上升。1986 年 10 月，台湾加权股价指数突破 1000 点，台湾股市空前狂热。到 1987 年 10 月 1 日，台湾加权股价指数已升至 4673 点，较 1986 年底上涨了 3.39 倍。受 1987 年 10 月美国股市暴跌的影响，台湾股市在 1987 年底一度跌至 2298 点，跌幅高达 50.82%。这是台湾第二次股灾。

^① 《证券时报》1994 年 12 月 25 日新闻报道。

^② 《证券时报》1995 年 3 月 6 日新闻报道。

^③ 《证券时报》1995 年 3 月 13 日新闻报道。

台湾最严重的股灾，即第三次股灾发生在 1990 年。1988 年，台湾股市未能吸取 1987 年世界性股灾的教训，稍作调整再次以更加疯狂的速度向上攀升。1988 年 9 月 24 日涨至 8789 点。1988 年 9 月底，台湾当局宣布开征证券交易所得税，股市又暴跌至 5000 点以下。由于市场充裕的资金和民众投机热潮高涨，台湾股市在探底之后以更具爆炸性的速度飞涨，1989 年 6 月 19 日突破 10000 点，1990 年 2 月 12 日升至 12682.41 点的高位，比 1986 年已上涨了 11 倍。^①随着股价的成倍上涨，台湾股票市盈率也不断上升，从 1986 年的 15.3 倍升至 1989 年的 92 倍。然而，脱离内在价值的高昂股价是没有根基的。1990 年 2 月后，随着资金外流、外贸萎缩和政治斗争不断，台湾股市开始狂泻，仅仅 8 个月，台湾加权股价指数就从 1990 年 2 月份的 12000 多点跌至 10 月初的 2485 点，跌幅高达 81.41%，居 20 世纪 90 年代以来世界股市跌幅之首。这次股灾导致广大投资者损失极其惨重，工商业和金融业危机四伏，一片萧条。

3. 香港股灾

香港股票交易始于 1866 年。在 20 世纪 50 年代以前，由于战乱，香港股市同经济一样，发展极为缓慢。20 世纪 50 年代末以来，香港以劳动密集型的成衣业和纺织业为主导，开始了工业化进程。香港充分利用内地资源，积极向外拓展市场，并及时根据市场调整经济结构，取得了很大成就。20 世纪 60 年代，香港工业化进程非常迅速，对外贸易和海外运输也有了长足的发展，由此带动了海外投资的涌入和金融业的发展，香港已成为国际金融中心、贸易中心、信息中心。随着香港经济金融的迅速发展，香港股市发展也极为迅速。但是，香港股市自 20 世纪 60 年代以来发展并非一帆风顺，而是在大起大落中表现出整体向上的趋势。迄今为止，香港股市先后发生了三次严重的股灾，详见表 9。

^①洪晓斌：《世界股市风云鉴》第 279 页，经济管理出版社 1997 年出版。

表9 香港股灾情况表

类别	香港股灾情况
1973~1974 年股灾	<p>20世纪60年代末和70年初,香港经济迅速发展对股市提出了新的要求。1969~1971年,香港远东交易所、金融证券交易所和九龙证券交易所先后开业。在此期间,香港上市公司、股本规模和成交量迅速增加,股价指数大幅上涨。1970年底香港恒生指数为211.9点,1971年11月达到285点,1972年上涨到843.40点。连续三年的股价大幅上扬,大大滋生了人们的投机心理,助长了投资者非理性盲目乐观和入市炒作。香港恒生指数一路狂涨,1973年3月9日升至1774.96点,^①比1970年底上涨了7.4倍。这时,股票价格已严重偏离公司业绩,股市下跌已成必然。从1973年3月12日起到1974年10月12日止,受一些公司伪造股票被发现,香港税务局开征股票交易税和中东战争爆发引起世界性石油危机并导致全球经济衰退的多重影响,香港股市出现大崩溃,香港恒生指数一路狂跌,陆续跌至1973年3月的1301点、4月734.8点、12月300点,并在1974年10月12日下探150.11点,和前期高位1774.96点相比,跌幅高达91.54%。不仅投资者损失极为惨重,而且香港经济和香港股市在此后长达4年时间内一跌不起。</p>
1982年股灾	<p>1976年香港经济复苏。1978年,中国大陆改革开放为香港的发展注入了新的活力,香港股市在长期低迷后大幅回升,并持续了4年的上升行情。1981年7月,香港恒生指数升至1810.2点历史最高点,较1977年底上涨了3.5倍。1982年,香港经济受世界性经济衰退的影响,GNP年增长下降至1.1%;同时,中英关于香港问题谈判进展缓慢。这都影响了香港股市。结果,香港恒生指数再次大跌,1982年12月12日跌至676.30点,较1981年最高点下跌了62.64%。^②从此,香港股市又连续低迷了3年时间。</p>
1987年股灾	<p>1984年,随着中英香港谈判顺利进行并签署了中英关于香港问题的联合声明,香港前途问题逐步明朗化,香港经济再次步入快速发展阶段。1985年,香港股市结束调整,开始新一轮上升行情。11月香港恒生指数报收1763点,1986年10月28日创2355.93点新纪录,1987年10月1日再创3949.73点新高,比1983年底上涨了3.51倍,较1986年10月1日上涨了89%。面对香港恒生指数迭创新高,投资者群情振奋,参与股市炒作有增无减,成交量屡创天量。香港传媒和银行对股市过热相继发出了警告,指出股市国际化使市场更加复杂,走势节奏更难以捉摸,潜在风险令人忧虑。1987年10月16日,美国道·琼斯指数大跌108点,消息传到香港,香港股市随之大幅下跌420.8点,跌幅高达11.12%。10月19日,美国道·琼斯指数再次暴跌508点,跌幅高达22.6%,为香港上一日跌幅的2倍。这意味着香港股市还有补跌。10月20日,香港联交所和期货交易所决定停市4天。10月26日,香港股市恢复交易,积压数日的抛单如排山倒海之势汹涌而出,市场根本没有买盘,开盘仅15分钟,香港恒生指数已跌去650点,到下午收市时共跌去1120.7点,以2241.69点收市,日跌幅达33.33%,创造了世界股市日最大跌幅。^③10月29日,香港恒生指数继续下跌至2204.52点才止跌。和10月1日3949.73点相比,香港股市已累计跌去44.19%,市值损失300亿美元。由此,香港整个经济金融秩序极其混乱。</p>

^①胡坚:《欣欣向荣的国际金融中心:香港》第161页,北京大学出版社1997年出版。

^②胡坚:《欣欣向荣的国际金融中心:香港》第162页,北京大学出版社1997年出版。

^③陈共等:《海外证券市场》第288页,中国人民大学出版社1996年出版。

三、股灾的社会经济后果分析

股灾之所以叫股灾，是因为它的破坏性大，造成了社会经济巨大损失，引起了社会经济巨大震荡，因此，股灾的后果是极其严重的。考察世界各个国家和地区发生的股灾，不难发现，尽管各次股灾发生的时间、时机和地点不同，导致股灾的主要原因也不尽相同，但各次股灾的经济后果则存在惊人的相似。股灾的经济后果主要有以下几个方面：

(一)破坏股市自身的发展

一旦发生股灾，股市自身就遭受了严重的破坏，任何一个发生股灾的股市都没有例外。1720年法国密西西比股灾后，法国人视股票投资为畏途，导致了法国股市和股份公司长期发展缓慢。同年，英国南海股灾事件发生后，投资者的投资信心受到极大的打击。面对股灾的惨重教训，英国国会在1720年通过了著名的《取缔投机行为和诈骗团体法》，禁止公司自行发售股票，由此，刚刚兴起的股份公司在社会上被视为金融欺诈团体而被宣布为非法，陷入极其艰难的境地。在以后长达一个多世纪中，英国市场上的股票几乎销声匿迹，英国股份经济发展也因此停滞了100多年。1929年美国股灾对市场的破坏力也大得惊人，人们谈股色变，视股市如虎穴，人人畏而远之，宁愿把资金投向利息2.5厘的债券，也不碰利息可达7厘的工业股票。这次股灾对美国投资者信心的打击，用了20多年才得以恢复，道·琼斯指数也是在25年后才重返1929年的峰位。1992年日本股灾后，投资者入市信心严重受挫，外资纷纷撤离东京市场，股份公司新股发行也另寻它径。直到10多年后，日本股市还低迷不振。

股灾之所以会对股市造成如此大的破坏，这是由股市的本质特征和运行机制决定的。从本质上说，股市是一个信用市场。投资者的信心是支持股市发展的动力。股灾打击了投资者信心，导致股灾的欺诈、违规、内幕交易、操纵市场等过度投机行为使投资者有受骗上当的感觉而不敢入市。投资者不入市，市场就缺少需求，没有需求的股市不可能发展壮大，股市的筹资功能、资源配置功能就会受阻。因此，股灾是对股市积极意义的否定，是股市发展的大敌。

(二) 股市经济损失严重

股市经济损失多少，是衡量股灾破坏力大小的一个非常直观的指标。能称得上股灾的，首先表现为股市经济损失严重。股市经济损失可从两个方面来反映：一是股价指数跌幅大小。跌幅越大，经济损失越大。例如，1929年美国股灾，道·琼斯指数累计跌幅高达82.30%，这意味投资者在这次股灾中平均损失了82.30%的股票市值，或者说，股灾前100元的股票市值，在股灾后已跌至17.70元。二是股票市值损失多少。股票市值损失受股价指数跌幅和市场规模大小的共同影响。跌幅大，市场规模大，股市经济损失也大。由于现代股市规模普遍较大，因此，现代股灾远比过去股灾的市值损失大。例如，1929年美国道·琼斯指数跌幅为82.30%，纽约股票市值损失只有741亿美元。而1987年美国道·琼斯指数跌幅为33.7%，但纽约股票市值损失则达到8000亿美元，为1929年的10.79倍。此外，股灾导致的股市经济损失多少还与股灾波及的范围大小有关。世界性股灾或世界区域性股灾所造成的股市经济损失，远超过一个国家或地区股灾所造成的股市经济损失。例如，1987年10年世界性股灾的股票市值损失就高达17920亿美元。^①详见表10。

表10 1987年世界性股灾股市经济损失情况表

主要股市	股价指数跌幅(%)	股票市值损失(亿美元)
美国纽约	33.70	8000
日本东京	28.00	6000
英国伦敦	31.00	1400
澳大利亚悉尼	37.40	400
西德	24.00	750
新加坡	42.00	750
台湾	39.50	320
香港	50.00	300
合计	—	17920

(三) 引发或加剧金融危机

证券市场和金融市场存在着千丝万缕的联系，银证合一的国家如此，银证分离的国家也是这样。这不仅因为证券市场的资金来自社会进而减少了银行资金来源，而且因为证券市场的许多资金是直接或间接地来自银行。股灾导致股票市值

^①林文俏：《股市风险透视与防范》第64~66页，广东经济出版社1997年出版。

重大损失，必然使从银行流入股市的资金无法按原有数量流回银行；股灾导致经济衰退使工商企业倒闭破产也间接波及银行，使银行不良资产增加；在股市国际化的国家或地区，股灾导致股市投资机会减少，会促使资金外流，引发货币贬值，也冲击着银行和汇市。总之，股灾会引发金融危机。对于金融危机直接导致股灾的国家和地区，股灾的发生则会加剧金融危机。

1929年美国股灾首先遭受冲击的就是金融业。相当一部分银行长期贷款资金成为呆帐。与此同时，客户又大量从银行提取存款，挤兑现象到处可见，许多银行纷纷倒闭破产。^①美国倒闭、破产的银行，从1929年的659家增至1931年的2294家，最高比例达银行总数的10.6%。到1933年，美国破产和行业整顿、改组的银行高达4004家，占美国银行总数的28.2%。由于银行业推波助澜是日本20世纪80年代末和90年代初股市过度投机的主要原因，因此，1992年日本股灾直接导致了日本深度金融危机。日本银行呆帐、坏帐迅速增加，据日本大藏省公布的数据就高达50万亿日元。股灾后，日本银行普遍出现亏损甚至巨额亏损，一些银行破产或倒闭。1992年日本股灾对金融业的冲击多年后仍未完全消除，1997年就有阪和银行、京都共荣银行和北海道拓殖银行倒闭。由此，日本金融业在国际上信誉和声望大大降低。

1994年墨西哥金融危机和1997年东南亚金融危机分别引发了墨西哥股灾和东南亚股灾的发生，后者反过来又把前者推向深渊，从而形成了汇市与股市轮番下跌的悲惨局面。1997年7月至1998年1月，除港元外，其它几乎所有金融开放国家和地区货币都贬值，印尼盾贬值70%以上，泰铢、马来西亚林吉特和韩元贬值幅度也高达30%~50%，新加坡元、新台币和日元贬值10%~20%。整个金融业陷入极度混乱状态和剧烈动荡之中。仅为了缓和或阻止货币贬值一项，墨西哥和一些东南亚国家和地区就几乎耗尽了多年节余下来的外汇储备，结果仍然无济于事，留下来的是银行坏帐、呆帐和不良资产日益增多，银行信用降低，货币贬值，通胀加剧。

(四) 加剧经济衰退或经济危机

股市是国民经济的“晴雨表”，股市与经济共兴衰，这已成了人们的一种共识。不管股灾的起因如何，已有的经济衰退迹象或投资者对经济衰退预期的普遍认同

^①刘永生：《世界现代后期经济史》第3~9页。中国国际广播出版社1997年出版。

则是股灾发生的根本原因。由于股灾的发生是对经济衰退所作的一种过分夸大的反应，不仅破坏了股市自身正常的发展，而且引起或加剧金融危机，这都将对经济发展产生很大的消极影响，从而加剧经济衰退，严重时还会导致经济危机。

1992 年世界性股灾导致全球经济危机是一个典型的例子。股灾引起人们对经济前景的极度悲观，导致投资锐减。美国私人投资由 1929 年的 160 亿美元减至 1933 年的 3.4 亿美元，美国经济因此失去发展的动力。需求减少导致生产下降，美国工业生产 1933 年比 1929 年下降了 50%，农场总收入由 1929 年的 120 亿美元降至 53 亿美元，下降了 55.84%；国民收入由 1929 年的 878 亿美元降至 1933 年的 402 亿美元，下降了 54.22%。生产下降导致工人收入减少和失业增加。1929 年，美国人均收入为 681 美元，1933 年降至 495 美元，减少了 21.32%；失业率从 1929 年的 5% 上升到 1931 年的 25%。受美国经济危机的影响，又爆发了世界性经济危机，英国、法国、德国等经济发达国家无一不陷入严重的经济困境之中，整个西方世界经济倒退了几十年，直到 20 多年后才得以恢复。^①

1991~1992 年日本股灾对经济的消极影响也是触目惊心的。20 世纪 80 年代日本经济发展迅速，是整个西方国家经济增长率最高的国家，人均 GNP 先后超过了法国、英国、德国和美国。1991~1992 年日本股灾后，日本经济进入长期的衰退之中，资金外流严重，国内投资锐减，经济增速明显放慢，并从高于西方其它国家演变到低于西方其它国家。例如，1990、1991、1992 和 1993 年，日本 GNP 年增长率依次为 4.8%、4.3%、1.1% 和 -0.2%。^② 股灾前后经济增长反差极为明显。与此相反，同期以美国为首的西方国家经济却出现了明显的回升。1994 年墨西哥金融危机后，尽管有以美国为首的国际金融机构大力援助，但较长时期仍未摆脱经济困境。1997 年东南亚金融危机和股灾不仅对东南亚国家和地区的经济打击是空前沉重的，而且对整个世界经济增长都产生了一定的影响。

(五) 引起社会动荡

股灾及其所产生的严重经济后果最终都会转移到人们生活上来，这是社会动荡的根源之一。首先，每一次股灾都会加剧贫富分化。这是因为股灾的市值损失并不是平均分摊到每一个投资者身上的，只有在高位跟进且在股市暴跌中无法出

^①刘永生：《世界现代后期经济史》第 4~11 页，中国国际广播出版社 1997 年出版。

^②张塞：《国际经济统计年鉴》第 92 页，中国统计出版社 1996 年出版。

逃的才是最大的受害者。而在高位卖出反而因祸得福而成为股灾的受益者，在股市暴跌最初出逃的损失也较小。这就大大加剧了投资者收损的两极分化，有的成为百万、千万甚至亿万富翁，更多的则血本无归，倾家荡产。

其次，股灾加剧经济衰退的一个直接后果就是失业上升，收入减少，生活水平下降，这也会引起社会动荡。此外，股灾加剧金融危机，造成货币贬值，引发通货膨胀，都将直接或间接导致人们社会生活秩序混乱，社会动荡加剧。1997年至1998年1月印度尼西亚金融危机后，国内一些地区出现了商品抢购、游行甚至暴动的现象，亦能说明这一点。

四、股灾的基本成因分析

纵观世界各个国家和地区发生的历次股灾，可以看出，尽管每次股灾形成的主要原因不尽相同，但几乎每次股灾的爆发都不是单一因素造成的，而是众多因素共同作用的结果。在这众多因素中，既有市场因素，如市场违规和过度投机等造成股价暴涨暴跌；也有社会经济因素，如利率、汇率变化，经济周期运行，货币与财政政策调整，战争爆发，经济和政治体制变革等。可以说，一切引起股市波动的各种因素都可能成为股灾形成的原因之一。但是，股灾爆发的基本因素主要是指以下几个方面。

（一）市场违规：股灾的催化剂

市场违规，包括欺诈、内幕交易、操纵市场、提供和散布虚假信息、买空卖空、恶性透支等，不仅在世界早期股市屡见不鲜，而且在世界现代股市也时有发生，它导致了世界多次重大股灾的爆发和无数次个股股灾的发生。

1719~1720年，英国南海公司股票之所以从暴涨到暴跌，一个重要的原因是南海公司采取欺诈的手段制造公司虚假繁荣，以掩盖公司极不理想的经营状况，并骗取社会公众的信任。一旦人们发现南海公司股票暴涨与公司业绩和经营前景毫无关系时，就纷纷大量抛出股票，从而导致了股票大跌。1929年美国股灾后，美国国会进行了调查，发现引起股市失控的一个重要原因，是许多上市公司和券商在股市交易和信息披露中存在着欺诈和滥用职权行为。他们相互串通，从事内

幕交易或违规操作，控制市场。一个典型的例子就是利用“联合投资”的方式在成员之间买卖，造成交投活跃、股价上涨的表象，吸引不知内情的投资者盲目入市，为“联合投资”的成员在一定时期抛出股票并获利创造市场条件。这也为后来股灾的发生埋下了隐患。

在现代股市，特别是在新兴市场，市场违规导致股市暴涨并最终导致股市暴跌仍不绝于耳。详见表 11。

表 11 市场违规导致股灾案例情况表

市场	市场违规情况及后果
台湾	在 1990 年台湾发生最严重股灾之前的 1989 年，台湾各种形式的地下投资公司近 200 家，吸收的资金在 300 亿新台币以上。而给这些地下投资公司融资的是“金元”等地下金融机构及一些银行。这些地下投资公司在从金融机构获得巨额资金后，即成为主宰股市的中坚力量，他们和上市公司、券商相互勾结，违规炒作，操纵市场走势，造成股市暴涨。一旦股市暴涨到无法维持，他们就拚命地打压股市，造成股市暴跌。台湾未能从 1990 年的股灾中吸取教训，1994 年又发生了违约交割曝光的“洪福事件”，再次引起股市暴跌 1000 多点。该事件所涉及的华国饭店股票更是从 10 月 4 日的 338 元跌至 10 月 27 日的 156 元，跌幅达 53.85%。
俄罗斯	1994 年初，俄罗斯马夫罗季三兄弟宣布组建一个名为 MMM 的投资基金，他们利用电视、广播、报纸等新闻媒体大做广告，宣称并承诺只要向 MMM 公司投资 100 美元，就可在半年内收回 500 美元，此外还有高达 400% 的年终回报率。人们纷纷抢购 MMM 公司的股票，先后有 1500 万人购买，股票价格由最初的每股 1 美元狂涨到 54 美元。MMM 公司对投资者的欺诈被揭穿后，股价狂跌，仅 7 月 27 日就暴跌 50%。 ^①
香港	1973 年 8 月 20 日，香港股市发现伪造股票事件，投资者信心受到重大打击，股市大跌，从而触发了 1973~1974 年的香港股灾。
印度	1992 年，印度股票经纪人迈赫塔一手导致的伪造银行间交易借据和从事债券假交易骗取巨额资金并流入股市炒作股票一事披露后，印度孟买股价指数一路狂泻，从 4500 多点跌至 2500 点，跌幅达 44.45%，有的股票在两天之中就跌去 50% 以上。
加拿大	1997 年，加拿大莱克斯矿业公司欺诈投资者，宣称该公司在印度尼西亚发现并开采了世界第一大金矿——布桑金矿，造成股票狂涨。事实证明这是欺诈后，该公司股票从最高每股 28.6 加元跌至 5 月 6 日的 0.06 加元，跌幅达 99.79%。 ^①

市场违规之所以会造成股票暴跌引起股灾，是因为：首先，市场违规的当事人为了获取暴利，大肆炒作使股票暴涨。由于这种暴涨不是建立在价值发现的基础上，而是建立在价格严重偏离价值的基础上，因此，这种暴涨构成了日后暴跌的前提；其次，

市场违规从动机到目的都有违股市作为一个信用市场的本质特征，它愚弄了广大不知内情的投资者。一旦投资者识破市场违规的假象后，投资信心就会受到

^①洪晓斌：《世界股市风云鉴》第 233~237 页，经济管理出版社 1997 年出版。

^① 1997 年 5 月 8 日《香港经济报》。

无情的沉重打击。在投资者失去信心的情况下，股市就失去了赖以生存和发展的市场基础，作为信用市场的股市必跌无疑。

(二)过度投机：股灾的必然成因

股市，既是一个投资的市场，也是一个投机的市场。可以说，世界上没有一个不投机的股票市场，投机是股票市场的本质特征。投机有适度投机和过度投机之分。适度投机是建立在理性的、合法的和价值发现的基础之上的，是有利于股市发展的。一般说来，适度投机的股市，涨跌有序，是很难发生股灾的。在适度投机的情况下，即使支撑股市的社会经济条件发生突变，股票涨跌也是理性的，股票涨跌幅度与其社会经济条件变化也是相适应的。

过度投机则不同，容易导致股灾。首先，过度投机在行为上表现为盲目性和狂热性。1719年，在英国南海公司股票狂涨中，英国国王和半数以上的参议员、众议员都参与了投机狂潮，使股市风险急剧扩大，最终导致股灾的发生。1929年股灾前，美国出现了全民炒股的热潮。当时，美国从城市到农村，从街道巷尾到车站码头，无论是家庭团圆，还是朋友聚会，手中看的是股市行情，见面谈的是股市升跌，整个股市和投资者都沉浸在兴奋、狂热之中。中小投资者盲目入市跟风，从而激发了投机者的野心，他们凭借资金、信息优势，把正常的股票交易演变成疯狂的投机活动。在市场过度投机的狂热中，市场容易失去控制，股市风险越积越大，随时都有狂跌的可能。一有风吹草动，这种股市风险就会急剧地、强制性地喷发出来，股灾也就发生了。

其次，过度投机的目的在于追求投机暴利，这更容易导致股灾。因为股市投机暴利是通过市场炒作得到的，其暴利的多少取决于股价的涨幅或振幅，股价狂涨或市场震荡剧烈，是获取巨额炒作差价和投机暴利的基础。由于这种过度投机性的股价狂涨在很大程度上是对公司业绩、社会经济变化的一种极为夸大和超前的反应，公司业绩的少量提高，利率的小幅下调，国民经济增长稍有加快，都会成为过度投机者大幅炒高股价的借口。伴随着这种过度投机性的股价狂涨，市盈率也会急剧升高。例如，日本股灾前的1987年，东京股市平均市盈率已高达90多倍。1990年，印度尼西亚雅加达股市平均市盈率高达80倍。1990年9月，台湾股市市盈率最高升至92倍。这时的上述股市在总体上已无任何投资价值。一旦股价上升无力失去仅有的投机价值时，无法满足获取暴利的投机者就会采取大量

抛售股票、减少损失的炒作思路。如果此时支撑股市发展的公司业绩和社会经济条件发生逆转，那怕是小幅的，股市就会作出夸大的巨幅下跌，从而引发股灾。1929年的美国股灾、1992年的日本股灾、1990年的台湾股灾都是在过度投机导致股市狂涨后无法再涨出现暴跌时发生的。

(三)经济衰退：股灾的根源

经济运行具有周期性特点，复苏、高涨、衰退、萧条、复苏，周而复始。股市波动受众多因素的影响，但对股市波动影响最大、最持久、最深刻的则是经济周期变化。股市上涨或下跌总有其经济基础，只不过是股市对经济周期运行容易作出夸大的、超前的反应。当经济走出低谷复苏时，股市提前并夸大地作出了反应，股价上涨；当经济周期运行发生逆转从高涨走向衰退时，股市也会提前并夸大地下跌。

综合考察历次股灾发生的时机，除因欺诈引起股市狂涨并在欺诈披露后导致股市大跌而引起股灾外，世界各个国家和地区的大多数股灾都发生在经济周期从高涨到衰退转变的前后，股灾既是经济衰退的反应，更是加剧经济衰退的导火线。1929年美国股灾发生前，美国经济运行已显露疲态、工业生产出现萎缩，这意味着自1922年以来持续七年的经济增长的态势正在发生逆转，^①股市下跌已成必然，结果爆发了股灾。1987年美国股灾发生前，世界经济实力格局发生了一些变化，美国经济实力有下降的趋势，美国财政赤字和外贸逆差居高不下，并已成为世界头号债务国。在世界贸易中，西德已超过了美国成为世界第一出口大国，美国还面临着被日本赶上的危险。因此，美国的经济现状不支持美国股市继续上涨，反而是美国股市下跌的动力，于是美国股市在10月19日出现了狂跌。自1990年开始，日本经济开始衰退，经济动向指标逐月下降。到1991年，日本经济需求进一步萎缩，生产继续下降，固定资产投资几乎陷入停顿状态。日本经济增长率由1988年的6.2%降至1990年的4.8%，1991年的4.3%。于是，日本股市出现了大跌，并最终导致了一场股灾。

1997~1998年东南亚金融危机和股灾更是经济形势恶化的结果。这次东南亚金融危机和股灾的重灾区是泰国、韩国、印度尼西亚。这些国家都存在着严重的经济问题，详见表12：

^①刘永生：《世界现代后期经济史》第4页，中国国际广播出版社1997年出版。

表 12 东南亚金融危机前经济状况

类别	主要经济表现
市场竞争优势下降	以出口为导向的劳动密集型工业发展的优势随着劳动力成本的提高和市场竞争的加剧正在下降。上述东南亚国家经济增长方式和经济结构未作适时有效的调整,致使竞争力下降,对外出口增长缓慢,造成经常项目赤字居高不下。1996年,泰国国际收支经常项目赤字为230亿美元,韩国高达237亿美元。1996年,国际收支经常项目赤字占GDP的比重,泰国为8.2%,印度尼西亚为5%,均达到或超过国际警戒线5%的水平。
外债压力	经济增长过分依赖外资,大量引进外资并导致外债加重泰国外债1992年为200亿美元,1995年为659亿美元,1997年货币贬值前已达860亿美元。1997年,韩国外债更是超过1500亿美元。据统计,外债占GDP的比重,泰国为47%,印度尼西亚为48%。 ^①
汇率制度僵化	在1997年前美元对国际主要货币有较大升值的情况下,东南亚国家和地区的汇率未作调整从而出现高估的现象,加剧了产品价格上涨和出口锐减。因此,这些国家和地区货币贬值势在必行。而货币贬值又导致了偿还外债的能力进一步下降,通胀压力加剧,从而促使股市下跌。
银行不良资产日益膨胀	银行贷款过分松动,房地产投资偏大,商品房空量率上升,银行呆帐、坏帐等不良资产日益膨胀。泰国金融机构出现了严重的现金周转问题,韩国数家大型企业资不抵债宣告破产,日本几家金融机构倒闭,印度尼西亚更是信用危机加剧。以上这些经济因素从各个方面打击了股市,股市下跌反过来又促使货币进一步贬值和金融危机的加剧,股市再次大幅下跌。

(四)追逐泡沫：股灾的前奏

追逐泡沫是泡沫经济形成的前提,它是指人们在投资和投机过程中追逐价格严重背离和超越价值所形成的虚涨现象。追逐泡沫在人类的悠久历史可追溯到1636年的荷兰郁金香球茎的炒作狂潮。当时荷兰全国的正常行业都被唾弃,人人都投入郁金香球茎的投机活动,使小小的郁金香球茎达到一辆马车、两匹马和整套马具的地步。股市出现后,由于股票具有虚拟资本的本性和股市具有投机性的特点,股市经常成为追逐泡沫的一块沃土。1720年,法国密西西比公司股票较发行价上涨了62倍,其股票市值曾一度虚抬到法国金银储备值的80多倍。同年,英国受南海公司发行股票成功和股票价格狂涨的影响,掀起了一股“吹气泡”狂潮,一大批各种各样的股票公司发行股票并上市炒作,整个伦敦成了泡沫的海洋。20世纪80年代伊始到90年代初,追逐泡沫在日本愈演愈烈,不仅股市而且房地产都成了人们追逐泡沫的场所。人们把银行存款投入股市和房地产业,金融机构向各种皮包银行和房地产公司大量融资,后者则大肆参与股票和房地产炒作,从而推动股价、地价和房价一路狂涨。1989年,日本东京日经指数最高升至38957

^①李罗力:《金融风暴:东南亚金融危机透视》第81~93页,贵州人民出版社1997年出版。

点，比 1985 年上涨了近 2 倍，股票市值高达 630 兆日元，为当年日本 GNP 的 1.6 倍。^①这不仅使股价与其价值严重背离，产生了大量泡沫，而且使股价、房价与其它商品比价极不合理，从而带动其它商品价格上涨，使日本整个国民经济都产生了泡沫。

追逐泡沫导致的股市虚涨，是一种虚假的繁荣，这种虚涨不可能持久。首先，这种股价虚涨不是建立在公司业绩基础上，它已远离了股票的投资价值。股价越高，泡沫成分越多，风险越大。此时股市出现暴跌是股市强制性、突出性自我调整 and 股价向价值回归的需要，因而具有内在必然性。其次，随着股价虚涨，市场供求关系必定会发生急剧变化。股价涨得越多，对资金的需求量则越大。然而，股市资金供给量始终是有限的，当股市虚涨需要的资金量日益增加到接近或超过资金供给量时，股价上涨就会失去需求的源泉。此时，股价下跌是供求关系调整的需要。由于虚涨后的股价已远离公司价值，这种供求关系变化所引起的股价调整也可能是非理性的、大幅度的。再次，股价虚涨造成了股价与其它商品比价极不合理，从而引起资金过多流入股市，使其它各业的正常生产经营受到影响，这反过来必会影响公司业绩和降低股票的投资价值，从而促使股价下跌。因此，从各个方面看，追逐泡沫促使股票价格虚涨，最终都会出现股价暴跌，从而引发股灾。经验亦表明，追逐泡沫形成的股市繁荣，仅仅是股灾的前奏，股市虚涨得越高，泡沫成分越大，股市就会跌得越惨，股灾就会越严重。如表 13。

表 13 有关股市暴涨暴跌情况表

股灾名称	最大涨幅（倍）	最大跌幅（%）
1720 年法国密西西比股灾	62.00	99.00
1720 年英国南海股灾	7.08	78.04
1929 年美国股灾	5.95	89.00
1973~1974 年香港股灾	7.40	91.54
1987 年香港股灾	3.51	44.19
1990 年台湾股灾	11.00	81.41
1993~1994 墨西哥股灾	7.30	47.94

^①根据张塞主编的《国际统计年鉴》（1996 年版）有关资料计算而得。

(五) 国际游资：股灾发生的助长剂

游资，即短期资本，也叫热钱，包括现金、银行活期和短期存款、短期政府债券、商业票据、各种金融衍生品、共同基金等。由于现代通讯技术已把全球的金融市场通过电话、电传、电脑连成一起，金融市场尤其是证券市场运作的超高效率，使游资得以在各国之间迅速进出。无论何时何地，拨一个电话或按几个电脑键盘，就可以把巨额游资从一个国家转到另一个国家。因此，现代通讯技术为游资在国际上进出提供了极为便利的技术条件。此外，一些国家和地区金融、股市对外开放，实现了国际金融一体化和股市一体化，也为国际游资在世界各市场游荡打破了国与国之间的壁垒，股市和汇市成了国际游资的首选目标和兴风作浪的主要场所。

20 世纪 80 年代，由于石油价格下调使西方国家生产成本降低，西方各国金融市场利率也降至较低水平，国际金融市场上的闲置资本急剧膨胀。1987 年前后，仅石油美元和欧洲美元就多达 5000 亿，这些游资大量进入美国市场。据美国官方统计，1982~1986 年外国资本流入美国总额为 3037 亿美元，其中 1986 年就有 1174 亿美元。1987 年 1~9 月，仅日本购买美国股票的新增投资就超过 150 亿美元。由于大量的国际游资流入美国，助长了股市狂涨，美国出现了长达 60 多个月的持续牛市。然而，当 1987 年美国出现巨额财政赤字和外贸赤字不支持股市继续上涨时，这些游资纷纷撤资离场，越跌越抛，造成股市暴跌。可以说，没有大量的国际游资冲击美国股市，当时美国股市既不可能涨得那么高，后来也不可能跌得那么惨。因此，国际游资对 1987 年美国股灾的形成和发生起到了火上浇油的作用。

20 世纪 90 年代，国际游资有增无减。据国际货币基金组织统计，当时世界上至少有 7.2 万亿美元以银行短期存款或其它短期存放方式在全球资本市场流动。这个数额相当于全球每年生产总值的 20%。现在每天都有上万亿美元的游资在世界金融市场寻求归宿，发展中国家和新兴市场是国际游资进出的主要对象，其中流入拉美、亚洲和非洲等发展中国家新兴市场的游资每年都以数百亿美元的速度递增。据统计，流入发展中国家的资本，1990 年为 400 亿美元，1993 年为 1550 亿美元，1996 年流入新兴市场的私人资本就高达 3360 亿美元。1989~1994 年，墨西哥共吸收外资 500 多亿美元。在东南亚危机前，泰国吸纳的外国资本高达 860 亿美元，韩国外国资本更是高达 1500 亿美元。这些游资有很大一部分进入股票、

债券、外汇和黄金市场，追逐投机利润。以墨西哥为例，1992年，证券投资在当年吸收外资中的比重为71.64%，1993年上升到76.8%。这些游资流到哪里，哪里的股市就上涨。当大量游资流入墨西哥股市时，其股市在1990~1993年上涨了436%。1997年前几年，大量游资流入东南亚国家和地区，这些国家和地区的股市也迭创新高。一旦觉得该国和地区由于经济上的原因有可能出现股市下跌或货币贬值时，这些游资则会大量抽离外逃。例如，1994年墨西哥被抽走的外资达180亿美元；1997年在泰铢贬值后，外资撤离东南亚国家和地区高达400多亿美元。由于这些游资主要投资于墨西哥和东南亚的股市、汇市、债券，外资一旦撤离，无异于釜底抽薪，从而造成汇市、股市大幅下跌。包括索罗斯在内的国际投机者对此也不隐讳，承认参与了东南亚货币和股市的投机炒作。以美国避险基金为首的巨额国际游资在1997年10月动用巨资狙击香港港币，并减持港股，造成香港股市狂泻。因此，不管是1994年的墨西哥金融危机，还是1997年以来的东南亚金融危机，国际游资都有不可推卸的责任。

（六）监管乏力：股灾的纵容剂

世界各个国家和地区发生的股灾，都可以从市场监管上找到原因。1720年发生在法国的密西西比股灾和英国的南海股灾，是在缺乏市场监管的情况下发生的。当时既缺乏对股市的正确和全面的认识，也缺乏市场监管的措施和手段。人们对股市涨跌不得其解，不知所措，任凭市场失去控制。1929年美国发生股灾并诱发了世界性经济危机。当时，市场已经有了一些监管的措施，但面对股市出现的新情况和新问题，特别是面对全民炒股的热潮，已有的市场监管措施和手段显得苍白无力，既无法阻击股市狂涨，亦无法控制股市暴跌。

经历1929年世界性股灾之后，世界一些国家和地区开始认识到市场监管的重要性，纷纷通过立法和设立机构等建立市场监管制度、监管体系和监管手段，从此，在发达国家的股市基本上改变了市场监管无法可依的状况。但是，有法不依、执法不严的现象仍时有发生，这在很大程度上影响了股市监管的有效性。1987年世界性股灾发生之前，美国股市过度投机盛行，日本银行资金大量流入股市，为股市泡沫膨胀推波助浪，这都加大了股市风险，为股灾的发生积聚了破坏性能量。而后来发展起来的新兴市场，尽管借鉴了一些发达国家股市发展经验，吸取了发达国家股市发展的教训，高起点地建立市场监管制度体系，促进了股市的发展。

但这些新兴市场仍无法避免违规、欺诈、内幕交易、操纵市场等无法可依的现象，更不能遏制过度投机、追逐泡沫现象的发生。特别是当大量国际游资冲击市场时，市场监管更显得束手无策。1994年墨西哥股灾和1997年东南亚股灾的演变过程，也是国际游资投机炒作的过程。只有香港成功地打击了国际炒家动摇联系汇率的做法，其它国家纷纷发出了后悔莫及的感叹。

五、股灾的善后措施综述

股灾，后果是严重的，教训是深刻的。面对股灾，各个国家和地区并不是撒手不管，也不是无能为力，而是积极反思，寻找股灾的原因，检讨股市运作的问题，研究制订防范股灾再次发生和减少股灾损失的措施。

（一） 采取应急措施，防范或减少股灾风险

不管是政府还是投资者，都不希望股灾发生。防范股灾或减少股灾风险的应急措施也应运而生，主要应急措施详见表14：

表14 股灾采取应急措施情况表

应急措施	实施情况
实行“断路器”	1997年10月28日，美国道·琼斯指数一天狂泻700多点，纽约交易所启用了“断路器”，两次停止股票交易。第一次是在道·琼斯指数跌350点时，停市30分钟，第二次是在累积跌550点时，再次停市60分钟。这样以引起投资者的高度警戒。
回购本公司股票	1997年10月出现股市下跌后，美国IBM公司和香港的国泰航空、太古、信和、九仓、长实、中信泰富等上市公司或这些上市公司的主要股东发起了一场股票回购计划，以抑制股票价格进一步下跌，增强投资者的信心。
启动股市平准基金	启动股市平准基金，以平抑和调节股市巨幅震荡。当股市暴跌时，平准基金大量入市，以抑制股价继续下跌。
及时进行正面宣传	1997年10月世界性股市大跌时，美国、德国、法国等政府政要都及时出来发表讲话，强调本国经济状况不支持股市暴跌，希望投资者保持冷静、理智。这对于消除或减少投资者的恐慌心理具有积极意义。

（二） 建立和健全证券法规，加强市场监管

世界各个国家和地区发生的每次股灾，都可以从市场监管上找到原因。于是，许多国家在吸取股灾教训的同时，加强和加快了证券法规建设，以实施有效的市场监管详见表15。

表 15 股灾后证券法规制度建设情况表

国家或地区	证券法规制度建设
英国	早在 1720 年 7 月，面对一大批股份公司像气泡一样冒了出来，英国政府颁布了《禁止气泡公司法案》。1720 年南海股灾事件发生后，英国政府加强了股市监管，1734 年英国制定了《禁止进行股票投机买卖的可耻行为》、《禁止一切有关证券现货和期货价格的赌博、抛盘和优先权》等法规。1890 年，英国政府成立了证券市场协会，着手对英国证券交易市场进行全面整顿与监管。可以说，英国是世界上最早运用法律手段监管股市的国家之一。
美国	1929 年美国股灾后，美国国会成立了证券市场调查委员会。该调查委员会通过调查研究认为，证券法规不健全、市场监管不力是股市欺诈、内幕交易、操纵市场和过度投机的重要原因。于是，美国国会抓紧制订和实施了一整套证券法律法规：如 1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》、1935 年《公共事业持股公司法》、1939 年《信托契约法》、1940 年《投资公司法》等。这些证券法规后来又作了大量的修改、补充和完善，从而构成了一个完整的证券市场依法严格监管的体系，主要内容包括：确定证券市场的公开原则，实行分业制，禁止从事证券操纵和欺诈活动，严厉制裁违法的个人和组织等。这些证券法规体系对于美国证券市场的健康发展起到了极为重要的作用。时至今日，美国再也没有发生过 1929 年那样严重的股灾。
香港	1973 年香港发生了历史上第一次重大股灾，香港政府立即把证券市场法规建设放在发展证券市场的首位，相继制订和颁布了《证券条例》、《保障投资人士条例》、《收购和合并守则》、《印花税法》等重要法规，并成立了内幕交易制裁处，重点打击内幕交易。之后，又先后通过了《证券交易所上市规则》、《证券交易所合并条例》等重要法规。1987 年香港股灾后，香港政府专门成立了以戴维森为首的 6 人证券业检讨委员会，于 1988 年完成了《戴维森报告书》。该报告对香港证券业存在的诸多问题提出了严厉的批评，并提出了多项改革建设。根据该报告的建议，香港政府对证券市场监管体系进行了大刀阔斧的整顿与改革，并修改补充和健全了以往的证券法律法规体系。这对香港证券市场的发展意义重大。

可以说，每次股灾的发生，都促使了证券法规建设，加强了市场监管的力度，从而对预防未来股灾发生产生了积极的作用。

（三） 实行银证分业，限制银行从事证券业务

相对于银行业而言，证券业起步要晚得多。因此，在证券市场发展初期，证券业和银行业几乎合在一起。1720 年法国密西西比股灾发生前，约翰·劳就同时垄断着法国一家银行和一家股份公司。此时银行资金流入股市，则是极为正常的事情。实践证明，这种银证合业，不仅助长了股市过度投机，而且股市风险容易传导到银行业。从而不可避免地出现“经济状况恶化——投资者抛售股票——股市暴跌——银行危机——经济危机”这种经济上的恶性链条联系。1929 年美国股灾后，美国国会调查研究后也认为，这次经济危机的直接原因是大量银行倒闭破产，而银行倒闭破产的重要原因是银行大量从事高风险证券业务。因此，美国国会于

1933年通过了《格拉斯—斯提格尔法案》，把商业银行业务与投资银行业务隔离开来。1956年，美国通过了《银行持股公司法》，限制银行与非银行企业之间的联属关系。这对减少银行资金违规流入股市，限制商业银行直接从事证券业务，从而为实现银证分离奠定了基础。

但是，目前世界上又存在着银证融合的发展趋势，原先实现银证分离的日本和英国纷纷走上银证融合的道路，德国则长期实行综合银行制度，一些发展中国家和地区也允许银行有条件地参与证券业务。近年来，美国、法国、加拿大则出现了银证业务交叉的趋势。这是否意味着银证分离不可取呢？从防范金融风险 and 股市风险，加强市场监管来看，银证分离的积极意义是非常明显的。日本之所以是世界股灾频繁发生的国家，重要的原因之一就是银行直接或间接参与股市，大量银行资金流入股市。但是，银证分离对证券市场需求有抑制作用，在某种程度上影响了股市的发展。而在发展中国家，股市发展是主旋律。在发达国家，则存在大量闲置资金寻找投资出路，这都提出了银证融合的要求，加速了一些国家和地区银证融合的进程。在银证融合的新形势下怎样减少或避免银证融合对股市和银行可能带来的风险，是当前世界各国面临的一项艰巨任务。

（四） 抑制经济恶化，促进经济复苏

已经出现的经济恶化现象或经济恶化的共同预期，都是股灾发生的原因之一。股灾发生后，又会加剧经济恶化，从而进一步导致股灾更加严重化。因此，抑制经济恶化，促进经济复苏，是抑制股灾进一步恶化、减少股灾损失的根本举措。在全球经济一体化的今天，这种举措不仅是必要的，而且是可能的。1994~1995年墨西哥金融危机后，为了稳定墨西哥金融和证券市场，墨西哥政府经过多方协商，推出了紧急经济拯救计划。内容包括：尽快将经常项目赤字压缩到可以正常支付的水平，迅速恢复正常的经济活动和就业，将通货膨胀减少到尽可能小的程度，向国际金融机构申请紧急贷款援助等。为了帮助墨西哥政府渡过难关，同时也为了减少墨西哥金融危机对其它国家和地区的消极影响，美国和国际货币基金组织等国际金融机构决定提供500亿美元巨额援助贷款，以支持墨西哥经济拯救计划，接着，墨西哥金融危机也就基本上遏制住了。

1997年东南亚金融危机和股灾爆发后，遏制经济衰退和促进经济复苏的计划与行动更是史无前例。首先，东盟各国协调行动，提出摆脱危机的办法，内容包

括：从内部金融管理入手，采取一些金融改革措施，加强金融机构监管，控制回报率低的贷款，规定房地产贷款不得超过银行业务总量的 20%；限制商业银行与外国机构的外汇交易；扩大本国货币与美元的浮动范围；调整产业结构，放慢经济增长速度；与此同时，欢迎和接受国际金融机构贷款援助等。韩国政府则宣布调整经济发展指标，主动实行紧缩政策，压缩财政开支，降低发展速度等缓和金融危机的措施。其次，国际金融机构有条件地对东南亚一些国家和地区给予经济援助。东南亚金融危机后，国际货币基金组织、世界银行、亚洲开发银行等分别向韩国、泰国、印度尼西亚贷款 550 亿美元、172 亿美元和 230 亿美元，以支持这些国家摆脱困境。这种援助在实践中产生了一定的效果。

六、股灾的若干启示

防范股灾发生，减少股灾的破坏性，尽快摆脱股灾危机，走出股灾困境，是股市发展的永恒课题，研究股灾的目的也正在于此。

（一） 发展与监管应齐头并进

通过对各种股灾发生过程的考察和形成原因的分析，不难发现，在世界股市发展初期和现代的新兴市场，普遍存在着重发展、轻监管，先发展后监管，出了问题才监管的现象。一些股市过分注重市场规模发展壮大和市场筹资能力的提高，为此怂恿市场投机、刺激资金入市，甚至默认市场违规操作。从表面上看，这时股市规模扩张迅速，筹资能力明显提高，股价指数也迭创新高，似乎市场发展很快。实际上这种股市发展隐含着越来越大的风险，最终不得不通过暴跌甚至股灾的方式强制市场调整。取而代之的是投资者损失惨重被迫撤离股市，股市停滞、萎缩甚至崩溃。此时股市根本无发展可言，股市过去的发展成果也几乎全部丧失。如果在股市发展初期就注重股市监管，减少过度投机，保证规范运作，避免违规操纵，市场可能在单位时间内发展慢一点，但这种发展持久，较少风险。从长期来看，这种发展不是慢，而是快，并且更有效。因此，在股市运作过程中，始终要注重发展与监管齐头并进。在卓有成效地促进股市发展的同时，应重视和加强市场监管，做到有章可循，有法可依，执法必严，避免股市大起大落，暴涨暴跌，

保证市场平稳、健康、有序地发展。

（二） 经济优化是避免股灾的基本保证

任何一次股灾的发生，都可以从经济上找到原因。1929 年的美国经济衰退，1987 年美国债务沉重和外贸赤字增加，1990 年前后日本经济泡沫化；1997 年东南亚一些国家和地区银行不良资产日益增多，经济增长方式未能实现由粗放型向集约型转变，经济结构不合理等，都是股灾或金融危机发生或加剧的重要原因。这是因为经济是股市发展的基础，股市是经济发展的体现。股市涨跌有可能夸大或缩小、超前或滞后于经济发展，但不可能完全背离和长期脱离经济发展这个根基。有效的经济运行机制，良好的经济发展态势和合理的经济结构，是不可能构成股市暴跌和股灾发生的动因的。即使受其它因素影响，股市在某个时期出现了大跌，只要经济不出问题，股市会重新回到正常的运行态势上来的。因此，为了股市稳定发展，更为了经济本身的健康发展，任何一个国家和地区都应当建立有效的经济运行机制，保证良好的经济发展态势和建立合理的经济结构，以促进经济优化。

（三） 金融和资本市场对外开放应极其慎重

随着国家之间货币的自由兑换，国际资本的跨国流动和现代信息传输技术的广泛应用，金融和资本市场对外开放已成为世界发展不可逆转的趋势。但是，金融和资本市场对外开放并非有利无弊。实践证明，不顾条件和不加限制的金融和资本市场对外开放有可能产生严重的后果。1994 年墨西哥金融危机和 1997 年东南亚金融危机就足以说明：金融和资本市场对外开放搞得不好，会带来灾难。这是因为金融和资本市场对外开放在引进外资、增强资源配置功能和提高收益率的同时，其市场运作的不确定因素和风险也大大增加了。正是由于这种相辅相成的关系，每一个国家和地区对于金融和资本市场对外开放都要采取极其慎重的态度。金融和资本市场对外开放的进程要和一个国家市场经济发展水平、宏观调控经济的能力、驾驭市场与防范金融风险的能力相适应。

（四） 发展长期投资基金，有效调节市场需求

共同投资基金被誉为股市的“稳定器”。发达国家的成熟股市无不把发展共同投资基金作为抑制股市过度投机、调节市场需求、减少股市波动、促进股市平稳

发展的重大举措。以美国为例，目前投资基金有 5000 多家，资产总额达 6 万多亿美元。近几年发达国家成熟股市之所以比较稳定，共同投资基金发挥了中流砥柱的作用。反之，那些较少发展共同投资基金，主要依赖个人投资者入市或吸引外资入市的股市，波动幅度大，防范和化解风险能力差，1994 年墨西哥股市随着外资大量撤离而出现暴跌就是一个典型的例子。因此，新兴市场在追求市场规模扩张的同时，一定要立足国内，注重发展长期投资基金，以培养稳定的、长期的市场投资需求。

（五） 有备无患，防范、控制和化解股市风险

股市是高风险市场，股市在运作过程中始终存在着风险。因此，我们应当在发展股市的同时，始终把防范和化解股市风险当作日常工作来抓，在制度上、运作机制上建立健全防范和化解股市风险的措施和技术手段，做到有备无患。防范和化解股市风险的重要任务之一就是抑制市场过度投机，减少股市剧烈动荡，规范股市运作行为，促进市场稳定发展。万一发生了股灾，应及时采取行之有效的措施，遏制股灾进一步恶化和蔓延，以最大限度地减少股灾损失。

内部报告 仅供参考
版权所有 侵权必究

本报告仅代表个人意见，不代表所在单位观点。

地址：深圳市福田区红荔西路 203 栋

电话：0755-83203511

传真：0755-83203431

邮编：518028
