

第十五章 股疯与股灾

正常情况下，策略投资者都可以用分析工具来预判市场进行投资，但是总有不正常的情况，我认为主要是两种情况，一种是第十四章所谓的特殊事件，另外一种“股疯和股灾时代”。在股疯的时候，分析工具往往失灵，估值狂涨，某些板块或者整个市场呈现非理性的上涨，投资者情绪和正反馈主导一切，明明你觉得涨过了基本面支撑，但是涨幅就是超出理性承受的位置。在股灾的时候，分析工具也往往失灵，估值狂泻，某些板块或者整个市场呈现非理性的下跌，明明你觉得跌过了合理估值，实际下跌幅度要远远跌穿理性承受的位置。

不过也不得不承认，任何投资者必须把握住股疯的时代，股疯的疯狂收益任何投资者都会眼热，同样，任何投资者都希望逃离股灾的时代，股灾的损失几乎没有人能够承受。在一个投资者的生涯中，总会碰到不少大大小小的“疯”——这可不是黑天鹅时间，疯狂和灾难总是与投资者常相伴，因此如果能抓到一个这样的“疯”，投资收益率就能有“量变到质变”的变化。要真正想在炒股中赚到大钱，就必须有能力认识这种“疯”，投入其中，在假象被公众认识之前退出游戏。

从历史来看，每次的股疯和股灾都大同小异，所以读相关历史并总结规律是最好的研究方法。

第一节 股疯分析

关于股疯的研究 300 多年前就已经开始，1688 年，居住在荷兰的犹太商人约瑟夫出版了《困惑之感》一书，其中分析了 17 世纪中期阿姆斯特丹的股票交易以及当时出现的远期和期权交易，从投机的角度提出股疯出现的博傻理论。1841 年苏格兰学者查理斯在《惊人的幻觉和大众的疯狂》一书首次对 1636 年荷兰郁金香狂热，1719-1720 年法国密西西比泡沫，英国南海泡沫等进行了较为详尽的描述和分析，指出大众具有的过度投机心理必然会引起股票价格疯狂上涨和最后的崩溃。具有讽刺意义的是，如果把其第一章郁金香狂潮的郁金香一词替换为“互联网”“房地产”“漂亮 50”等等，你居然发现跨时空的可以用。1994 年美国学者加尔布雷兹在《泡沫的故事》一书中，以幽默和睿智的语言回顾了三个世纪中的股疯，包括 80 年代中期的垃圾债券疯狂，并提出著名的格言：金融天才总是出现在崩溃之前。1999 年英国学者爱德华在《投机狂潮》一书中指出，所有的投机狂潮都已最后一只老鼠成为牺牲者而告终。

这种疯狂的泡沫不仅历史出现，现在还出现，发达国家有，发展中国家也有。我们首先回顾历史上最初的三个泡沫事件。

1、荷兰郁金香狂热：1634~1637 年

据考证，郁金香在 16 世纪中叶从土耳其传入欧洲，1593 年传入荷兰。由于独特的气候和土壤条件，荷兰很快成为郁金香的主要栽培国之一。

郁金香有两种培育方式。一是通过种子繁殖，约需 7~12 年的时间方可得到较为理想的球茎；另一种方式是直接通过球茎繁殖。球茎每年 4、5 月间开花，花期仅为 10 天左右，到了 9 月长出新的球茎。因此，郁金香交易实际上是球茎的交易。1630 年前后，荷兰的部分郁金香感染了一种非致命的“马赛克”病毒，该病毒能使球茎爆裂并在花瓣上形成艳丽的花纹，一时成为王室贵族和富豪高价觅求对象。由于不能将马赛克病毒人工引入到未受感染的球茎中，培育出奇异的郁金香的惟一方法就是培育受感染球茎的下一代，这样就限制了球茎供应量，在巨大的需求压力下，球茎价格开始上涨。

从 1634 年起，由于价格步步攀升，郁金香开始成为一种很好的投资工具，交易中的投机色彩越来越浓。荷兰社会每一个阶层都投入到郁金香的买卖之中，除了出现变异的各名贵品种外，普通郁金香球茎也成为炒作的对象。商人们组成了一种行会，在小酒店里组织交易来年开花的球茎，并收取少量费用。新的交易方式推动交易规模急剧扩大，将郁金香狂热推向高潮。以最昂贵的变种 *Semper Augustus* 为例，在 1637 年 1 月前后的几个月里价格上涨了

20 倍，已超过同等重量黄金价格数倍。普通郁金香 Switsers 的价格也在 30 天内上涨了约 29 倍。

1637 年 2 月，郁金香球茎的交货时间即将到来，部分交易商开始抛售存货，引发了市场恐慌，球茎价格急剧下跌。如 *Semper Augustus* 的价格在 2 月跌落到其最高价格的 1%，*Switsers* 的价格在 4 天内跌落至最高价的 5%，郁金香的平均价格下跌了 90%。郁金香市场的恐慌和混乱迫使荷兰政府在 1637 年 4 月宣布中止所有合同，大量投机者倾家荡产。在泡沫存续期间，由于人们疯狂追捧郁金香，荷兰的实体经济也受到严重影响。

根据产品生命周期理论，“郁金香狂热”初期，其名贵品种出现高价并不属于泡沫，而是新产品刚出现时的典型市场特征。“郁金香狂热”破裂后的 100 年内，名贵品种的价格继续下跌，一方面是人们的消费偏好发生变化，另一方面也是由于培育方法出现创新、供给量上升所致。但普通郁金香球茎价格的疯狂上涨无法用资产的基本价值来解释。值得注意的是，期初名贵郁金香品种的高价是诱发泡沫的重要原因。

2、法国密西西比股票泡沫：1717~1720 年

法国密西西比股票泡沫有其特定的政治背景。18 世纪初，法国国王路易十四因连年征战造成巨额国债，法国经济陷入萧条和通货紧缩之中。1715 年路易十四去世后，法国王室的金融顾问 John Law 向摄政王奥尔良公爵建议，可采用纸币本位制，通过大量发行货币来刺激国内经济。在法国政府的扶持下，John Law 成立了一家私人银行——大众银行，该银行拥有货币发行权，其货币可用来兑换硬币和付税。之后，John Law 垄断了对路易斯安娜（北美）和非洲的对外贸易权，兼并了东印度公司和中国公司，更名为印度公司，从中获得了巨额财富。

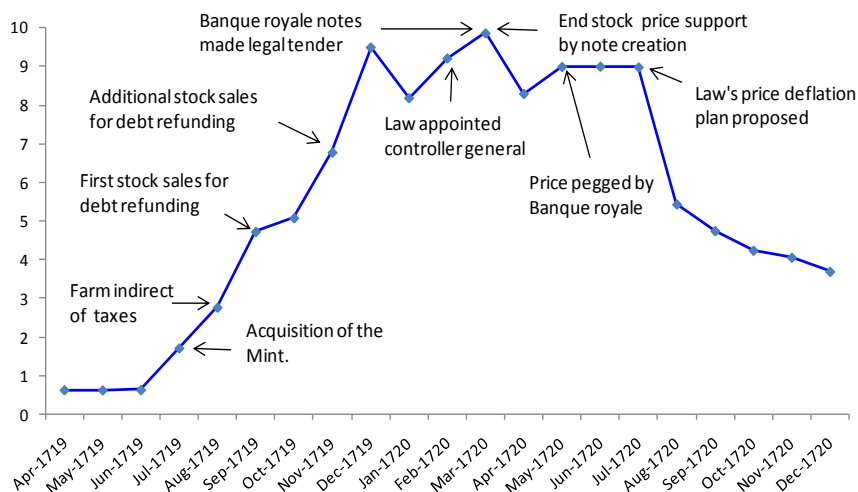
1719 年 1 月，大众银行被国有化，更名为皇家银行，仍由 John Law 担任主管。为了购得铸造新币的权利，印度公司发行股票进行融资。该公司以筹措 1 亿锂资金开发路易斯安那金矿为由，计划发行 1 亿锂共 20 万股股票，每股发行价为 500 锂。约翰·劳采取各种促销方法和贿赂政府官员授予该公司更多特权等手段，大肆营造社会购买该公司股票的热烈气氛，并允许持有政府债券的人用债券购买股票。由于债券在市场上的价格还不及面值的一半，绝大多数债券持有人都迫切想用手中的债券去购买该公司股票，于是出现了抢购股票的风潮。市场投机愈演愈烈，整个法国甚至欧洲热衷于投机、赌博的人们和资金潮水般地涌入股市购买密西西比公司股票。该公司股票从年初 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，涨幅为发行价的 62 倍。

1719 年下半年，John Law 决定用印度公司的股票来为法国国债融资，并在 1719 年 9 月 12 日、9 月 28 日和 10 月 2 日分别进行了三次增发，发行价格为 5000 锂，可在 10 个月内逐月等额付清，相当于为投资者提供了 90% 的信贷杠杆。为了抬高股票行情，John Law 宣布股票红利与公司的真实前景无关，这种神秘莫测的说法进一步鼓励了民间的投机。

为提供源源不断的资金，印度公司在发行股票的同时，皇家银行也不断发行纸币，终于招致了通货膨胀。1719 年法国通货膨胀率约为 4%，1720 年 1 月通胀率上升到 23%。随着投资者信心的动摇，印度公司股价开始下跌。John Law 一方面在未增发股票的同时继续发行纸币，另一方面又宣布将股价冻结在 9000 锂的价位上。这一举措持续了两个月之后终于无法继续，自 1720 年 5 月起，泡沫破裂，股价下跌，9 月时股价跌至 2000 锂，12 月初跌至 1000 锂，至 1721 年 9 月，股价跌落至 500 锂。

密西西比股市泡沫是历史上第一个有记载的金融市场泡沫，法国广大的中下阶层老百姓都卷入其中，为之后的法国大革命埋下了导火索。泡沫破裂后，法国被迫恢复到以硬币为基础的旧体制。

图 15.1：1719 年 4 月至 1720 年 10 月间印度公司股票价格的走势

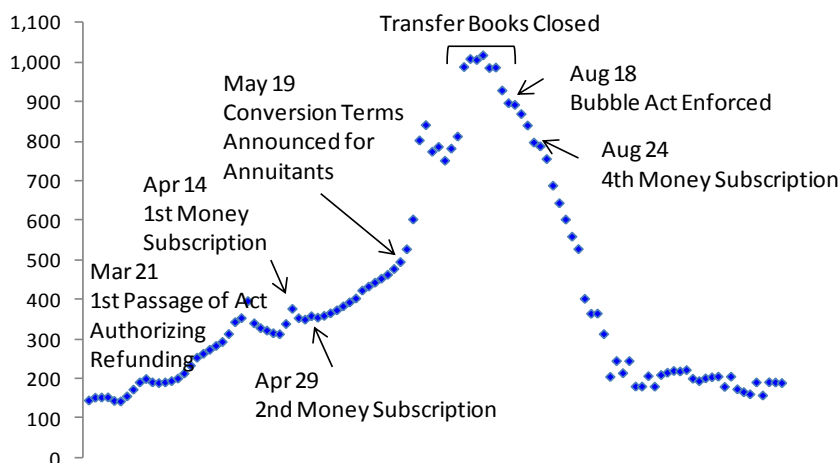


3、英国南海股票泡沫：1720年

英国南海股票泡沫与法国密西西比泡沫非常类似，但经济背景截然不同。17 世纪末到 18 世纪初，英国正处于经济发展的兴盛时期。长期的经济繁荣使得私人资本不断集聚，而投资机会相应不足，大量闲置资金有待寻找出路。当时股票发行量极少，拥有股票还是一种特权、在此情形下，一家名为南海公司的股份公司在 1711 年宣告成立。成立的最初几年里，公司以认购政府债券的方式从政府那里获得了对南美贸易的垄断权，并宣称目标是攫取蕴藏在南美东部海岸的巨大财富，使社会公众对公司发展前景充满了信心。

1720 年，英国国债总额为 5000 万英镑。南海公司模仿 John Law 的做法，向英国政府提出接收全部国债，并以发行股票的方式进行融资。1720 年 3 月，英国国会通过给予南海公司经营国债特权的法案，公司股价立即翻了一番，从每股 200 英镑上升到 400 英镑。公司于是在 4 月 14 日和 4 月 29 日两次向公众提供股票预约认购，第一次认购只需支付股价五分之一的现金，第二次只需支付十分之一的现金。由于有高杠杆，投资者踊跃认购，其中包括半数以上的众参议员，连国王也认购了价值 10 万英镑的股票，股票供不应求，股价急剧上扬。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。南海公司采取欺诈的手段制造公司的虚假繁荣。1720 年 4 月下旬，南海公司承诺所有持有国债的人可以把尚未兑现的国债年金转换为南海公司的股票，于是大约 52% 的短期年金和 64% 的长期年金实行了转换。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，南海股票升至 950 英镑，并摸高 1050 英镑，较首次发行价 130 英镑上涨了 7.08 倍。

图 15.2: 1719 年 4 月至 1720 年 10 月间印度公司股票价格的走势



目睹南海公司的暴利，英国出现了许多泡沫公司，纷纷通过发行股票进行投机。为禁止这类公司的蔓延，英国国会在 1720 年 6 月提出了“泡沫法案”。此时法国密西西比泡沫破裂的消息传来，加上“泡沫法案”在 8 月正式实施，各类泡沫公司的股东们纷纷抛售股票。股价的下跌严重挫伤了投资者对股市的信心，南海公司的股票也受到影响，在 8 月 24 日的第四次增发中，认购的人数首次低于抛出的人数。到了 9 月底，股价已跌至 175 英镑。英国议会强迫公司转让部分债权给英国银行，强令公司改组。到了 12 月，股价跌至 124 英镑，泡沫彻底破裂。其他股票也大幅下跌，英格兰银行股票从 9 月 1 日的 227 英镑跌至 10 月 14 日的 135 英镑，东印度公司股票在同期由 345 英镑跌至 145 英镑，非洲公司股票由 130 英镑跌至 40 英镑。

大量投资者损失惨重，包括科学家牛顿。尽管南海泡沫在规模和持续时间上均不及密西西比泡沫，但仍在世界金融史上留下了重要的一笔。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。这一事件之后，经济学家开始用“泡沫”一词来描绘资产市场由于过度投机引发的价格急剧上升和破灭现象，并在此基础上衍生出了“泡沫经济”等相关词汇。

除了我们熟知的很多股疯（比如互联网泡沫）外，还有很多值得阅读的案例。

4、科威特股疯：1980-1982

上世界 80 年代的科威特股疯是现代金融史上的大笑话。1976 年和 1977 年间，科威特的股票市场萎靡不振。政府使用售卖石油的巨额收入来维持股市，以政府的名义大量收购股票。卖石油的钞票来得容易，政府希望没有一个国民因为在股市亏钱而对政府心怀不满。真正的股疯开始于 1980 年。在民众看到政府如同保证股民炒股只赚不赔时，他们开始如苍蝇闻到臭肉一样涌进股市。由于官方的证券交易所只列有 90 只股票，投机活动大多集中在店头市——或称非官方交易所，它坐落在往日拍卖骆驼的旧房子内。科威特的一个金融旧俗使得股疯成为不可避免的现象。在科威特，股票投资者可以用远期兑现支票来购买股票。从法律上说，支票拥有者可以随时要求付款，但这样做违反了阿拉伯人的“诚信”，几乎没有人是这么干的。因此到 1980 年为止，科威特还未有破产的案例。

自然，投机者看到股票价格每个月以 10%、20%，甚至高达 50% 的速度上升，虽然银行账户上没有钱，他们还是开出无期兑现的支票购买股票，他们知道支票到期时能够把股票卖掉兑现，政府不会让他们亏钱的。这个凭空出现的购买力如同把汽油浇到火中，股市冲天而起。投资股票的投资公司一家家地开张，还有专门投资这些投资股票的投资公司的投资公司。他们都列到店头市场交易，每家投资公司的价格都升到远超其本身的资产价值。疯狂的最高

潮是 1981 年初，有些股票每月升幅超过 100%。科威特的股市总值从 50 亿美元膨胀到 1000 亿美元。

场外交易的店头市场中的很多股票甚至不是在科威特登记注册的。它们的注册地有些在巴林，有些在阿拉伯联合酋长国。这些公司不受科威特法律管辖，一半的公司甚至没有年度报告。从法律上讲，只有科威特的国民才能够买科威特的股票，附近巴勒斯坦、埃及、巴基斯坦等地的投机客就通过科威特的人头进入科威特股市。科威特是波斯湾各国的金融中心，股疯难免传染到附近区域。附近有个叫沙介的地方，当地发了石油财的财主们决定发展房地产。不幸沙漠边上的房子无人问津，空空的大楼让他们愁死了。科威特的股市给了他们灵感。他们把其中一家旅馆改建成医院，以“海湾医学中心”的响亮名字将这些房地产上市。这些新股立即得到 2600 倍的超额订购。整整一个星期，每天都有一两架飞机将订购单送到“海湾医学中心”的发股商——沙介银行。由于订购单太多，沙介银行聘请了 40 位埃及的学校教师帮忙登记。“海湾医学中心”的股票在科威特的店头市场升了 800%。对那些瞠目结舌的西方金融专家，科威特人会教导他们：“别用你们的眼光来看我们的股市，这里的情况和你们不一样，我们有自己的特色，政府不会让股市崩盘。”有八位自称为“轻骑兵”的年轻人共开了 550 亿美元的空头远期兑现支票。其中一位叫佳欣木太华的邮局职员，才二十几岁，一个人就开了 140 亿美元支票。他的弟弟拉吉木太华从不登记自己开出多少支票，最后发现他开出的空头数目达 34 亿美元。

气球终于在 1982 年胀到顶，刺穿气球的针头有三只：第一只是由于石油价格的下跌，科威特 1982 年的石油收入只有 1980 年的 1/4。第二是新的财政部长表明政府不可能继续支持这病态的股价。终于，1982 年 8 月 20 日，一位忐忑不安的佳欣木太华的支票持有人在支票兑现期之前要求付款。虽然这不合习俗，但完全合法。结果不难想像，佳欣根本就没有这个钱。气球即刻爆炸，九天之间，千百位投机客在空头支票面前举手投降，股市崩溃。上述“海湾医学中心”的股价跌了 98%，只剩发行价的 1/6。9 月，科威特财政部要求所有这类可疑支票全部清账，总数达 900 亿美元，远超科威特的全部外汇储备。

不仅股票会疯狂，其他资产也会，比如房地产。

5、美国佛罗里达房地产泡沫

发生在 1923~1926 年的美国佛罗里达房地产泡沫是最早有记载的房地产泡沫事件。

20 世纪初的美国经济状况良好，加上土地资源丰富，房地产业出现一片欣欣向荣的景象。传统上，来自纽约等酷寒地带的美国有钱人喜欢在冬季到佛罗里达的棕榈海滩等地避寒。一次世界大战后，这里已成为一般民众的冬天度假胜地。佛罗里达给人们一个轻松的环境，提供了在酷寒中劳作的东北部居民一个短暂逃避的场所。而且佛罗里达的土地均价较美国其它地方低得多，它自然成为美国人买个冬天度假屋或买块土地日后定居的理想场所。

1923 年起，房产泡沫向地产投机转移，佛罗里达土地价格短时间内急剧上升。一个纽约开发商在 1913 年左右以 24 万美元购置的一块土地，到 1922 年，价格为 80 万美元，但在 1923 年和 1924 年间，这块土地被分成几个小块，总价达 150 万美元。一位妇女在 1896 年以 25 美元买下的一小块土地，1925 年的价格是 12 万 5 千美元。在 1924~1925 年间投机最热的时期，几个星期地产价格就会上涨一倍。几乎每一个人都投身于地产买卖。1925 年，佛罗里达州的人口只有 7 万 5 千人，但有 2000 余家房地产公司，约有 2 万 5 千人专门从事房地产经纪工作。地产中介不需要垫付任何资金，土地一转手便可获得巨额利润。同时银行提供了大量信贷，助长了投机狂潮。当时由于大量人口涌向迈阿密，为了防止发生饥谨，美国政府不得不在铁路上禁运不易腐败的商品。当地报纸《迈阿密日报》更是充斥着房地产广告，最多一天竟达 504 版，创下了新闻出版业的世界纪录。

在 1926 年，有报道说一位地产炒手怎么在一个星期内将本金翻了两倍。赚钱的故事总是传得飞快。人们买土地不再是为用来居住、建厂房或其它实用的目的，买土地的惟一目的

就是怎样转手谋利。当时买土地的定金是 10%，土地价格每升 10%，炒手们的利润便是 100%。开往迈阿密的火车轮船上，挤满了做发财梦的美国人。随着迈阿密海滩附近的地价飞涨，附近沼泽地的水被抽干，一块块地投入市场。面对着似乎无穷尽的土地供应，发地产业疯的民众开始清醒。1926 年 9 月 18 日，一场灾难性的飓风席卷了佛罗里达南部，造成 400 人死亡，6300 人受伤，5000 多人无家可归。这一灾难使得已经开始下跌的房地产泡沫出现崩溃。至 1927 年，大部分房地产公司倒闭，1928 年和 1929 年，佛罗里达相继有 31 家和 57 家银行破产。1930 年，佛罗里达州有 30 个城市宣布市政债券违约。

但在疯狂的时刻，特别是某人如何一夜暴富的传言绘声绘色地广为流传的时候，人们很难保持清醒的头脑。炒股好手杰西利物莫也参加了这一游戏，他也认为佛罗里达的土地会继续升。别忘了，他当年在金融界的地位就如同今天的索罗斯。

5、海南 1992 年房地产泡沫

国内在海南也曾经出现过一次房地产泡沫。海南于 1988 年建省，1992 年邓小平南巡，国务院正式批准洋浦开发，海南房地产逐步升温，1993 年达到高峰，1994、1995 年发生破裂。

1991 年底至 1992 年初，海南的房地产开发公司大约只有 372 家，注册资金 13 亿多元，1992 年底迅速增加到 1000 多家，注册资金达到 40 亿元。1993 年 4 月，房地产开发公司的数量又猛增到 1500 余家。在投机最热的时期，海南 7000 多家公司中有近一半的公司直接或间接参与了房地产市场活动、上千亿元的房地产资金投向南方，其中海南 800 亿元，北海 300 亿元，惠州 150 亿元，这些资金大多是银行贷款。在大量建设活动的支持下，1992、1993 年海南 GDP 增长率分别高达 40.1%和 20.9%，位居全国前列。海南的房价自 1991 年下半年开始攀升，至 1992 年 12 月，平均涨幅为 20%。其中海口市 1991 年的房价在 1200~1700 元/平方米之间，1992 年 1 至 4 月平均涨幅在 40%左右，5 月份继续暴涨，6 月份达到顶峰。别墅每平方米最高售价达 8888 元，公寓 7200 元，写字楼最高达 10000 港元。在 1992 年上半年，炒房者手中的任何房屋都可出手，投资回报率可达 100%至 250%。

1994 年起，海南房地产开始降温，1995、1996 年的 GDP 增长率跌至 4.3%和 4.8%，连续两年在全国排名倒数第一，由此进入持续多年的经济低迷。截至 1998 年底，海南全省商品房开发建设规模达 3669 万平方米，停建缓建的总面积为 1611 万平方米，计 550 宗，积压了近 500 多万平方米的商品房，沉淀了近 300 多亿元的资金（其中 90%为国有银行资金）。其中，仅海口市的停缓建工程项目（俗称“烂尾楼”）就有 416 宗，用地面积 588.3 公顷，沉淀资金 177 亿元，直到 2006 年 8 月才将 416 宗停缓建工程项目处置完毕。

6、香港 1997 年房地产泡沫

香港人口众多而土地资源不足，房地产有天然的泡沫倾向。由于香港经济的基础是自由贸易，货物的进口及出口皆为零关税，房地产市场客观上为香港政府建立了一种“代理关税制度”，在香港宏观经济发展中的作用远远超出一个投资市场的作用。而从投资角度看，土地和物业一直发挥着不可替代的投资和保值工具作用，因此香港公司和私人投资者均习惯于将富余的资金购置物业以求保值。1984 年中英谈判结束后，三大政策对香港经济繁荣起到关键作用：“一国两制”政策确定了政治前景；香港政府限定每年售地 50 公顷，压缩土地供应；港元与美元挂钩，实行联系汇率制。自 1985 年起，银行普遍接受物业抵押贷款，香港房价开始稳步攀升。

进入 20 世纪 90 年代后，真实和虚假的需求推动着房地产价格迅猛上升。1993 年香港经济已过热，通胀率达到 7%~8%，但为了保持联系汇率制度，港英政府被迫下调利率，实际利率一度曾达到-10%。香港居民为保护财产不受通胀影响，全民参与炒楼，房地产投资演变成一种投机行为。其后，港英政府采用多项措施打击炒楼，但在 1996~1997 年，港英政府放宽控制，香港房地产市场开始进入疯狂泡沫期，房价直逼东京等城市。以港岛的私人

住宅为例，1984～1985 年间新楼均价为 500～600 元/平方尺，1997 年最高时达到 8000 元 / 平方尺，换言之，一幢 100 平方米左右的公寓价格在 100 万美元左右，而著名的中产阶级社区“太古城”的售价则高达 1.3 万港元 / 平方尺。大量购买者从银行贷款进行杠杆投资，香港金管局的数据表明，1997 年未偿还住宅按揭贷款竟高达当年 GDP 的 32%。

1997 年 10 月，东南亚金融危机爆发，香港房地产泡沫破裂。2003 年时，香港的平均房价仅为 1997 年的三分之一，与 1992 年的房价持平。1997 年 7 月香港长安地产公司设立了中原城市领先指数，当时的 100 点成为历史最高点，2003 年 8 月达到最低 31.77 点。

据统计，香港房地产泡沫破裂后，私人住宅楼宇市场消失的市值达 2.4 万亿港元。如加上香港 928 万平方米的存量写字楼、923 万平方米商业楼宇以及 48 家四星及五星酒店，总市值损失超过 4 万亿港元。由于杠杆使用过度，很多投资者的房产成为“负资产”，即房价尚不及银行贷款额。香港出现的一系列经济问题，如财政赤字、通缩、失业率等，无不与房地产市场泡沫破灭有关。

上述资产价格泡沫事件虽然出现在不同时期、不同市场以及不同国家及地区，其发展和破裂的过程却有惊人的相似性。总结上述事件，可得出以下几个共同点。股疯的开端几乎无一例外地都有央行或金融中介实行金融自由化或金融创新等利好消息，价格的最初上涨与基本面因素有关，之后在正反馈交易的作用下演化成泡沫。而正反馈交易的出现和时尚又很大关系，毕竟投资活动是社会活动的一种，投资者的行为也会受到社会活动的影响，引发金融市场上的时尚现象，这点经历过 2007 年中国股市股疯的投资者都深有体会。

首先，泡沫事件的起源均来自真实的利好消息，也就是刚开始来自可信的想法、概念或产品，能提供快速的生长，带来巨额的财富。如“郁金香狂热”中对珍奇品种的追求，美国 20 世纪初的经济繁荣等。这些消息影响了投资者对资产未来收益的预期，激发了大众的乐观情绪，引发资产价格上涨，成为投机的导火索。

其次，疯狂的想法必须具备即简单又复杂的特性。简单到普通民众能“觉”得是好主意，但必须复杂到很难用事实证明其对错。否则气球吹不起来。

再次，在每一个泡沫事件中的价格上升阶段，都有来自权威方面明显的或隐含的肯定，包括政府、王室以及专家的口头推荐或行为示范等。由于社会大众获得信息的途径有限，普通投资者将这些推荐或行为解释为内部信息并纷纷效仿，造成泡沫进一步膨胀。当市场前景不甚明朗或“投资”项目本身神秘莫测时，这种“名人效应”尤其有效。

然后，赚钱效应使得参与该疯狂成为必须的时尚。没有什么比轻松和快速来钱更能吸引普通民众，它传染的速度远超过瘟疫。时尚形成的第一个原因是群体压力，比如 2007 年春节，部分投资者于 2006 年获利，开始传播，导致其他的观众存在压力，也要参与这个游戏。时尚形成的第二个原因是有效的非正式传播渠道。心理学研究表明，大众媒体对人们理念的影响远不及人们在其日常群体中通过非正式交流受到的影响大，因此时尚往往通过消息在人们日常群体中的传播而引发。时尚的形成和消失类似传染病：一方面，新的感染者不断增加，其增长速度等于传染率、已感染人群数和易感染人群数的乘积；另一方面，已感染人群以一定的痊愈率恢复成健康人群并开始具有免疫力。其中，痊愈率除以易感人群数是一个重要的临界值：如果感染率低于该临界值，已感染人群的数量将单调递减；如果感染率高于该临界值，已感染人群的数量首先将上升，然后开始单调递减。在此过程中，任何社会变化都可能引起感染率和痊愈率的变化，如果感染率上升，时尚就会像雪球一样越滚越大，并持续很久。

另外，游资甚多，或通过某些方式“创造”出游资是造成“疯”的必要条件。一时间这些资金集中在某个领域，必定带来滚雪球效应。银行信贷大量扩张，或出现新的杠杆工具，如期货市场、股票保证金交易、房地产楼花交易等。信贷扩张为投资者提供了有力的支持，进入资产市场的资金规模不断扩大。

泡沫形成过程中有后续投资者不断加入，使得资产价格越来越高，最终完全偏离基本价值。这一过程中最早的投资者能有丰厚利润，而最后的投资者则损失惨重。不过，气球胀的时间比常人想像得更长。

最后，还可能存在庞氏骗局。庞氏骗局得名于一个叫 Charles Ponzi 的美国投机者。Ponzi 原籍为意大利，1919 年来到美国波士顿。出于一个偶然的的机会，他发现国际邮联发行的回信息票在西班牙的价格约折合为 1 美分，但在美国可以兑换成 6 张 1 美分的邮票，存在明显的套利机会。Ponzi 向一部分人宣称发现了一个很好的投资机会，并以 90 天 50% 的高收益率来筹集资金。因为 Ponzi 的套利方案很容易理解，而且看上去简便易行，很快吸纳了大量资金。然而，由于交易成本过高，Ponzi 的套利计划并未成功，他只能用后一轮投资者的资金支付前一轮投资者的本息，第一轮投资者的丰厚收益吸引了新的投资者，随着资金源源不断地流入，Ponzi 不断地用后继投资者的资金偿付原来的债务，起初的套利计划完全演变成了一个资金骗局。投资者争先恐后地向 Ponzi 投资，最高峰时一周资金流入量达到 100 万美元，Ponzi 及其助手甚至来不及清点钞票。这一骗局直到 1920 年 8 月波士顿警方宣布 Ponzi 的投机活动为非法时才结束。

庞氏骗局有几个重要的特征：

- 1、Ponzi 让一部分早期投资者相信确实存在一个很好的获利机会；
- 2、获利的原理非常容易理解，而事实上并没有人真正懂得应如何操作；
- 3、投资回报率很高，对具有投机心理的投资者有极大的诱惑力；
- 4、早期投资者拿回了本金及利息，为 Ponzi 赢得了公众信任，因此有后续投资者不断加入。

比较历史资产价格泡沫事件与庞氏骗局，不难发现，除了庞氏骗局中没有银行信贷的支持外，其他特征均完全相同。尽管理性投资者都可以预测庞氏骗局最终将会破灭，但以庞氏骗局为基本模式的资产价格泡沫事件仍频频发生。事实上，庞氏骗局的存在与投资者理性并无直接联系，而是与投机行为密不可分。对于了解 Ponzi 欺诈行为的理性投资者，即使他们预期骗局终将破裂，只要期望收益率能够补偿其承担的风险，他们仍会投入到这个骗局中。对于不知内情的非理性投资者，前续投资者已获得的高收益起到了关键作用，使他们误认为 Ponzi 的套利计划已获成功。在任何一个资产价格泡沫事件中，都可以找到这两类投资者。换言之，任何资产价格泡沫都是理性与非理性的混合。

一个纯粹的庞氏骗局是一个零和博弈，前续投资者的所有收益均来自最后一轮投资者的损失，且投资人数越多，最终投资者的亏损越大。

总结开来，尽管气球从吹胀到胀破的过程，时间可能是几个月，也可能是几年，但所有的气球几乎都一样：气球吹胀的初期，气球后面一定有一动人的故事，提供给人们无穷的想像。发财的希望，促使投资大众开始投入。如果是股票，表现就是成交量增加，股票价格升高。随着股价的升高，它吸引更多人的注意。有些人忍不住了，将升值的股票脱手获利，另一些股民乘反调入市。每一个更高的波浪都带动更多的贪婪心理，吸引更多的股民加入。股票将节节升高，这就形成了所谓的升势。在气球破碎之前，通常是疯狂到极点的时候，股票可能在几天内暴涨一倍或更多，投资者开始盲目入货，生怕明天的狂升失去自己的份。

资产价格泡沫形成的原因

从泡沫的形成过程看，资产自身的特征、市场机制的缺陷以及投资者的心理偏差等都是造成资产价格泡沫的重要原因。

1、资产的相对稀缺性

资产的相对稀缺性导致其短期供给弹性不足，容易诱发价格泡沫。当资产的市场需求量突然增大时，由于受到天然禀赋或供给时空上的制约，供给量无法相应增大，市场价格持续

攀升，成为泡沫生长的基础。

2、信息不完全

信息不完全易引导投资者产生对资产的错误投资需求。根据股利持续增长模型，资产的

当前价格可以表示为 $P_0 = \frac{D_1}{r-g}$ ，其中， D_1 表示下一期将发放的股息； r 表示折现率； g 表示股息增长率。在折现率 r 保持不变的前提下，当一项“新技术”、“新工具”或“新政策”出现时，人们对资产未来现金流的预期可能是：

(1) D 出现短暂增长，然后下降至目前水平， g 保持不变；

(2) D 出现永久性上涨， g 保持不变；

(3) D 不变， g 在短期内上涨，然后下降至当前水平；

(4) D 不变， g 出现永久性上涨。

在有效市场上，(2) 和 (4) 情形下的价格上升能够维持，(1) 和 (3) 情形下的价格将会在上升后出现下跌。但在现实的资产市场上，投资者无法对此做出准确的判断。如果投资者将股息或增长率的短期上涨误认为是长期上涨，将会高估资产价格，并可能在其他市场因素的作用下演变成为价格泡沫。当市场最终发现现金流受到的影响只是短暂的，资产价格就会发生暴跌。

3、投机需求

对资产的真实需求通常会引起价格上涨，而投机需求是价格泡沫形成的关键。真实需求是指为了消费、再生产或获得股息收入而形成的需求，投机需求则是单纯为赚取资产价差而形成的需求。实物资产有存储费用，且流动性较差，投机需求相对较低；金融市场上的投机需求较多，更易造成资产价格被高估。

当市场有源源不断的后续投资者，并形成长期持续的投机需求时，就会引发价格泡沫，这也是庞氏骗局的基本模式。如不考虑经济的自然增长，此过程是一个零和博弈，前面投资者的所有盈利都来自于后面投资者的亏损。

4、信息不对称

资产的提供方（如发行股票的公司）和资产买方之间通常存在信息不对称，易引发道德风险和逆向选择，从而引发价格泡沫。

典型的庞氏骗局中，资产供给方为获得更多利润，常会提供虚假的利好信息，或炒作资产价格，以诱发真实需求或投机需求。资产供给方既包括初始供给方（如房地产开发商或发行股票的企业），也包括二级市场供给方（如机构投资者）。此外，资产供给方还可以通过具有某种优势的相关者发出信号，以增强信息的可信度，这类相关者包括政策制定者、审计师、股评家、社会知名人士等。

5、信贷扩张

信贷扩张通常有以下几个途径：

(1) 正式的银行贷款，如个人住房抵押贷款；

(2) 隐含的或正式的保证金贷款，大多出现在股票市场和外汇市场；

(3) 杠杆收购，即收购公司通过银行贷款或发行垃圾债券获得收购目标公司的大部分现金。

其中 (1)、(2) 为资本市场主要的信贷形式。

信贷扩张为投机需求提供杠杆，意味着有成倍的资金流向资产市场，推动了价格泡沫的

出现。更重要的是，由于贷款方无法观察和控制资金的投资风险，借贷双方之间存在代理问题，投资风险越高，借方风险向贷方转移的情况越严重，投资者越倾向于冒险，投机性越强，资产价格泡沫也越大。然而，一旦价格开始下跌，由于杠杆的作用，价格泡沫的破裂也更加迅速。

6、市场心理

资产价格泡沫的持续需要后续需求的支持，而后续需求往往需要市场心理的依托。市场心理的形成非常复杂，在泡沫过程中，有时在大量利空消息下价格仍会继续上涨，有时只需很小的一个消息甚至并无任何消息；市场心理也会发生变化，造成资产价格急剧下跌和泡沫破裂。

目前心理学研究多将市场心理归结为投资者的认知偏差，如保守主义、代表性推理、轻信和盲从、过度自信、一厢情愿等。当大量投资者出现相同的认知偏差时，就会对市场产生影响。此外，在信息不充分或不完整的条件下，投资者常根据其他人的策略来决定自己的投资策略，形成“羊群效应”，引发持续不断的后续需求，使最初的资产价格上升演化为价格泡沫。

从上述分析可知，泡沫形成的关键在于投机需求引发价格上涨，价格上涨继续引发投机需求，二者之间存在正反馈关系。由于价格完全不依赖于资产的基本价值，泡沫本身非常脆弱，一旦市场心理发生变化，逆向的正反馈将导致价格快速下跌。如果资产价格在长期大幅上涨后出现逆转，市场将确认资产价格被高估，在没有任何调控措施或交易限制（如股市的涨跌停板）的情况下，价格将急剧下跌，泡沫迅速破裂。政府的救市措施往往只能缓解价格下跌的速度，并不能影响下跌的总趋势。在市场出现严重恐慌时，救市措施也将无效。

对比股票、外汇、房地产和艺术收藏品四种典型的资产，股票市场最易形成泡沫，其次为外汇市场和房地产市场，最后是艺术收藏品市场。

表 15.1：四种资产的泡沫倾向性

	股票	外汇	房地产	艺术收藏品
供给弹性	中等	中等	易	易
市场操纵	易	难	难	中等
杠杆与资金量要求	易	易	难	难
流动性	易	易	难	难
存储成本	易	易	中等	难
卖空限制	中等	难	易	难
信息不对称	易	难	易	难

（1）对于外汇市场，交易杠杆、资金需求、资产流动性和存储成本等都利于泡沫的出现。然而，外汇市场是一个全球性市场，市场操纵力量不易形成，各国宏观经济信息的披露较为透明和及时，加上外汇交易是两种货币的兑换，且期货和远期市场比较发达，有良好的卖空机制，这些因素都抑制了泡沫的出现。与股票市场相比，汇率虽然存在超常波动性，但并不容易演化为较长期的急剧上升的汇率泡沫。

（2）对于房地产市场，由于短期供给弹性小，也有可能引发泡沫，但其资金需求量和资产流动性在一定程度上抑制了投机。与股票市场相比，房地产市场泡沫的“动量”较大，即泡沫不容易形成，形成后的持续期也较长。因此在一个较长的时间段内，房地产泡沫具有频率较小、周期较长的特征。

（3）资金量、流动性和存储成本是抑制房地产和名贵收藏品泡沫的重要原因。如果在这两个市场证券化，那么泡沫将更容易出现。证券化是资产虚拟的一种方式，如股市和汇市分别是对企业和国家实体经济的虚拟。可见，资产虚拟的程度越高越容易出现泡沫。

尽管在疯涨阶段存在某些正面效应，但是到股灾出现的时候，负面效应往往很大。如果股疯把泡沫吹向经济，整个经济也泡沫化，后果会更为严重。一般来说，1、股疯扭曲了资源有效配置。资本市场机制正常的信息揭示功能受到阻碍，资源大量集中到经济的局部区域，引起资源的错配；2、误导企业投资，当股市疯狂的时候，企业的Q值被严重高估，如果企业增加投资直至 $Q=1$ ，其投资的实际收益远远低于资本成本，造成社会的整体生产效率下降，一旦转化为股灾，就会出现产能严重过剩，导致经济危机；3、增加金融风险；4、诱发泡沫经济。

第二节 股灾分析

一般来说，股疯过后一定是股灾，但是有部分股灾并不是股疯引起的。发达国家的股灾，比如1929年大萧条，2000年互联网泡沫破灭投资者都耳熟能详，这里举几个新兴市场的例子，新兴市场更容易发生股灾。

1、墨西哥 80 年代的频繁股灾

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。

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%，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%。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 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%。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。

2、香港市场的几次股灾

1973-1974 年股灾。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，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。

1982 年股灾。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%。从此，香港股市又连续低迷了 3 年时间。

1987 年股灾。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。10 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。

3、1990 年台湾股市大崩盘

中国台湾股市在 1990 年的大崩盘中大约跌掉了市值的 80%。中国台湾在 20 世纪 80 年代初期建立股市，至 1986 年底股价缓慢上涨，指数一直维持在 1000 点以下。1986 年 10 月起，由于中国台湾出现较大对外贸易顺差，同时货币当局增加了货币供给量，中国台湾综合股价指数开始急剧上升，1987 年 10 月 1 日的指数达到 4796 点。受全球股灾的影响，1987 年底的中国台湾指数股价综合为 2300 点左右。

自 1988 年起，在贸易顺差继续扩大的背景下，中国台湾股市出现了一轮强劲的反弹，至 1988 年 9 月下旬，股价指数已上升至 8831 点。为抑制股市投机气氛，中国台湾财政当局宣布恢复证券交易利得税，导致股价迅速下跌，1989 年 1 月跌落至 5716 点。为避免股市过度下跌，财政当局又采取了一系列托市措施，股价立即又呈上涨之势，并于 1989 年 6 月 19 日突破万点伏关。接着财政当局又出台了整治股市的措施，股价在 7 月下跌至 8000 点左右。新一轮行情涨势更加惊人，于 1990 年 2 月 10 日上涨到 12682 点，创下中国台湾股市的纪录。但接着在中国台湾地区内外均出现了一系列利空消息，如贸易逆差、政局不稳、海湾战争爆发等，股价出现直线式下跌，至 1990 年 10 月 1 日，共计跌落了 10200 点，股市 80% 的市值在 6 个月中蒸发得无影无踪。

中国台湾股市涨跌的背后是其经济情况的变化，但股市的巨幅波动并非基本面变动可解释。在股市狂飙中，投机者起到了关键作用。例如台湾出现了许多非法地下钱庄，以高额利

息吸纳普通老百姓存款，将这部分资金全部投入股市。80 年代新台币升值，吸引大量外资流入中国台湾股市，获取暴利后迅速离市，对中国台湾的股市和汇市都造成了极大的冲击。此外，财政当局多次干预汇市，尤其几次托市措施增强了普通股民的投机心理，造成股市泡沫越演越烈，最终酿成大崩溃。

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。股灾爆发的基本因素主要是指以下几个方面。

1、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。

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。

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。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，他们就拼命地打压股市，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%。

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%。

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。

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。

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%。

2、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，哪怕是小幅的，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，以及很多案例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。

3、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从而引起股灾外,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,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。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。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%。

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,商品房空置率上升,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。

4、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。比如,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 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。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、突出性自我调整和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。

5、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。

6、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、操纵市场等有法不依的现象，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。

本章总结：对于理性的策略投资者，正常模式下仍然是使用各类常规武器，但是脑子里面也要有根弦，常常审视非常规武器的开关。不过，很难事先判断出股疯的到来，就拿离我们最近的一次股票疯狂 2007 的 A 股市场来看，在 2007 年年初，从策略投资常规模式分析，只能得出未来几个月市场中性的判断，也只能寻找结构性机会，等到春节后，从散户开户数发现，股疯来了。等到 2007 年三四季度，常规武器均表明市场应该要回归正常，而市场参与者都知道“市场”是个泡沫，但是认为这个泡沫会越吹越大，那个时候属于模式纠结期，到了 2008 年第一季度，基本上常规武器已经显示较为负面的形势，那个时候如果熟悉股疯股灾的话，应该可以看到市场会有大幅度调整的。所以，除了运用常规武器外，尽量多读过去的关于股疯和股灾的研究书籍，为下一个股疯股灾做准备。

比较轻松的参考书有：《投机与骗局》，《炒股的智慧》，《投机狂潮》，《泡沫 膨胀 破裂——美国股票市场》，《台湾股市大泡沫》，《泡沫的秘密：全球最初的三个股市神话的形成与破灭》，《大熊市——危机市场生存与盈利法则》，《资本战争：金钱游戏和投机泡沫的历史》，《逃不掉的风险经济史上的 15 大泡沫》。实际上读案例对于不少读者来说，很难感受到其“情绪”的一面，最好结合过去 10 年的股灾和股疯的实际案例来体会，这样对股灾和股疯的形成也有一定的认识。

另外，带有总结性的较为理论的书籍，可以阅读：《非理性繁荣》、《疯狂、惊恐和崩溃：

金融危机史》、《股票市场、投机泡沫和经济增长》、《绝境与生机》。