

揭开全球股灾背后谜团 探寻资本市场生存法则

成功投资者多得益于理性，而善于总结过去是
理性的重要方面。不要忘记灼伤的历史！

股灾启示录

韩复龄
◎ 著



The Stock Market Disaster



机械工业出版社
China Machine Press

揭开全球股灾背后的谜团

探寻资本市场生存法则

成功投资者多得益于理性，而善于总结过去是理性的重要方面。不要忘记灼伤的历史！ -62

股灾启示录

韩复龄◎著

The Stock Market Disaster



机械工业出版社
China Machine Press

本书生动描述了世界历史上非常引人关注的几场股灾。作者用翔实的数据，结合2008年中国A股市场巨挫，实证探究了股灾的成因，深刻分析了股灾的危害。更为可贵的是，作者还着重介绍了股票市场上两大主力——机构投资者和个人投资者应对股灾的投资策略、工具和技术，这对于成长中的中国股市投资者有很大的参考价值和指导意义。

本书适合普通投资者、金融从业人员、研究人员及其他感兴趣的读者。

图书在版编目 (CIP) 数据

股灾启示录/韩复龄著. —北京: 机械工业出版社, 2009.10

(大众理财顾问丛书)

ISBN 978-7-111-28342-3

I. 股… II. 韩… III. 股票—证券投资—基本知识 IV. F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字 (2009) 第166710号

机械工业出版社 (北京市百万庄大街22号 邮政编码100037)

策划编辑 李 鸿

责任编辑 雷文英

装帧设计 郝子逸

责任印制 王书来

北京兴华昌盛印刷有限公司印刷

2009年10月第1版·第1次印刷

170mm×239mm·13印张

标准书号: ISBN 978-7-111-28342-3

定价: 29.00元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部负责调换

本社购书热线: (010) 68326294 88379072 88379130

投稿热线: (010) 88379832

封面无防伪标均为盗版

“如果你想知道什么是泡沫经济，看看现在的中国股市，你就知道了。”2007年的时候，美联储前任主席格林斯潘如是说。很快，2008年我们迎来了股指的巨幅下挫，我们经历了一次名副其实的股灾。

中国股市从2007年10月16日的6 124.04点降到2008年10月28日的1 664.93点只用了一年的时间，上证综指在一年之内狂泻72.8%。

也许你很想知道，原因何在？

也许你很想知道，那时的A股市场发生了怎样的变化？

也许你很想知道，股灾与金融危机之间有这样的联系？

也许你很想知道，股灾是如何传导到实体经济的？

.....

本书从1720年第一场股灾开始，生动地描述了全球历史上颇受关注的几场典型股灾；从资本市场化率、上市公司数量等具体指标入手，严谨地求证了股灾的成因与危害……

推 荐 序

股市有风险，这是每个投资者入市之前都会听到的告诫，而股灾则是股市风险的极端体现。

当股市内在矛盾积累到一定程度时，由于某些偶然因素的冲击，就可能出现股价的突然暴跌，引起社会经济的巨大动荡，并造成巨大损失，这就是股灾。2007年10月，当上证指数达到6124的历史高点时，众多投资者仍然沉浸在中国股市“黄金十年”的美好憧憬之中，然而，随之而来的股市狂跌迅速击碎了上亿股民的财富之梦，上证指数相对于高点的最大跌幅超过70%，短短一年时间整个股市市值蒸发超过20万亿元。无怪乎有人称股灾是尤甚于地震和洪灾的灾难。

从历史经验看，股灾会从多个方面导致金融市场动荡，甚至引发金融危机，使整个金融市场陷入混乱状态。同时，股灾的发生往往是经济衰退的开始，它会引发人们对经济前景的悲观情绪，导致投资和消费需求下降、生产停滞、经济陷入恶性循环。

股灾的成因一直是证券业界和理论界讨论的热点话题，投资者的非理性以及市场的非完备性无疑会催生股市泡沫，股市泡沫的破灭则会导致股市大跌。而非理性和非完备性是金融市场无法克服的缺陷，因此股灾内生于资本市场进化机制，是资本市场波动周期中不可避免的一环。

股灾与股票市场相伴而生，作为投资者，面对股灾这种系统性风险，最重要的是如何树立对待风险的正确态度，在可能出现的股灾中更好地生存。

首先，要学会风险控制。股市涨涨跌跌之间，鲜花与陷阱共生，机会与风险相伴！看得到风险才能谈规避风险，看得到机会才能把握机会！看不清陷阱就会落入陷阱，而股市处处陷阱，处处假象，看似鲜花灿烂，几近芳泽时却可能深陷泥淖。在投资之前一定要认真评估股市投资潜在的收益和损失。在以赢利为目的的投资活动中，风险控制的重要性较之于对赢利的预期，甚至更加重要。

其次，要学会独立思考，严守操作纪律。在此借用巴菲特的一句话：“在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。”股市是资本+智力的博弈场，参与者数以千万，有众多的基金、机构、私募、外资、大户、散户等。在股市偶尔赚点钱很容易，困难在于怎样不断地从股市赚到钱。要做到一直活在股票市场，除了尊重股市的规律，还要严守操作的纪律。尊重规律可以把握方向，只要方向正确，乌龟也能成为长跑冠军。纪律是刹车，投资的道路上总有转弯和障碍，必须有好的刹车系统。

第三，要把握股市的牛熊转换节奏。股市是宏观经济的晴雨表，其走势反映宏观经济的变化，而宏观经济的变化又决定股票市场的走势。但是，由于众多投资者的参与又使股市有着自身的运行规律，它总是呈现复苏、蓄势、启动、腾飞、泡沫、暴跌、低迷的循环过程。这个循环过程有时并非与宏观经济的变化绝对吻合，有时甚至相反。我国股市是新兴市场，投机气氛很强，股市的波动更大，市场内在的规律就更明显。

温故方可知新，研究历史是为了预测未来，历史虽然不会简单重复，但总会有很多相似之处，从中发现某些规律性，可对预测未来的走势起到启示作用，而回顾证券市场历史的目的就在于避免重蹈覆辙。中央财经大学金融学院应用金融系主任韩复龄教授是我多年的同事，我们共同讲授证券投资、投资银行课程，作为国内金融证券界的知名学者，他在证券投资、投资银行领域颇有造诣，著述甚丰。如何理清次贷危机引发的全球股灾背后的谜团、找到破解之策，是众多投资者翘首以盼的，韩复龄教授的新作《股灾启示录》的出版可说正当其时。书中回顾了世界资本市场历史上的著名股灾，对股灾的成因和投资者对策进行了探讨，我相信本书的出版能够给投资者提供理性的判断和有益的参考。



全国政协委员

中央财经大学教授、博士生导师、证券与期货研究所所长

序

人类步入文明社会已经几千年了，我们不敢妄言股票市场可称得上其间诞生的最伟大的发明之一，但却是最能反映人间百态的场所——在世界上你再也不可能找到其他可以如此实质化人类所有情绪的地方了，牛熊转换，悲喜无常。

市场总是狂热而又残酷的。从 1602 年荷兰人开始在阿姆斯特河桥上买卖荷兰东印度公司股票开始，股市就开始一次次地在投资者的身上划下伤口。从某种意义上讲，股票市场就是运行在涨涨跌跌、高高低低、真真假假、物极必反、否极泰来、时而狂追、时而狂抛之下，既是金钱与心智的较量，又是自我与本我的争斗，参入了人性与股性的角逐、主力与非主力的博弈，可称得上是“金钱换股票、股票换金钱”的大型游戏场。人们哭泣、逃离、自责，然后伤愈、回归，然后再次哭泣，周而复始，甘之若饴。经济的发展和人类的进步也一直不能够终结这个痛苦的循环。

这个悲剧或许从一开始就注定了，因为股市是人世间最为矛盾的地方，狂放而拘谨，自由而禁锢，开放而私密，天才而愚蠢，乐观且悲哀。理论上的完全理性和信息完备只能永远接近，系统性风险内生于市场自身，积累、释放，然后爆发，最终投资者只能无力地看着自己的财富在市场的浪涛中随波沉浮。

在股海搏击的每一位投资者，无论是散户、中户、大户，抑或是手握巨资的券商机构，都不能违背市场的规律，违抗市场的选择。

在表现股市涨跌时，不知源于何故，18 世纪的洋人选择了“牛”和“熊”这两个物种作为股市兴替的象征。因为在西方古代文明中，牛代表着力量、财富和希望，而熊代表着抑制狂热、消化自身、见机重生。人们渴望牛市永续，面对熊市只有无奈叹息，但熊市是投资者的治疗医生，教人们控制自己无止境的欲望，教人们怎样像熊一样，在必要的时候从喧嚣中归隐起来，耐心等待，冷静地思索并保持高度警惕，直到重生机会的来临。

自股市诞生以来，既没有不涨的股市，也没有不破的泡沫。证券市场的历史一直行进在大幅拉伸、泡沫形成、泡沫破裂、价值低估、价值回归、再泡沫的过程，这就是证券市场运行的规律。中国股市这一轮牛熊交替可谓波澜起伏，从2005年6月的998点攀至2007年10月6124点新高，又坠入2008年的最低谷1664点，中国股市经历了前所未有的速降过程，在不到一年的时间内，下跌幅度超过72%，市值缩水最多时达到22万亿元。全世界以及中国股市阴云密布、遍地淌血，亿万投资者的股票被严重套牢，有的投资者输了很多钱，有的甚至血本无归，无数股民的内心在哭泣……仿佛做了一场一夜暴富的黄粱美梦，而梦醒时分，却仍在2000多点的沼泽地里痛苦挣扎。经过这一轮大调整，A股市场的市盈率降至合理水平，新一轮行情也在悄然酝酿之中。这一次牛熊市我们经历了上半场，下半场的走势又将会如何呢？回望过去，尤其需要勇气，而展望未来，我们更希望能够找到股市的病根所在，给依然遨游在股海的投资者以前行的力量。在华尔街的“靴子”落地之前，谁都不知道金融危机将会何时结束，我们该如何应对这个凛冽的“冬季”？“牛市揽财，熊市添智”是最好的方法，当金融海啸袭来时，不妨让我们给自己进行一次金融知识的“充电”，整理总结反思自己过去的投资思路。当投资“春天”到来的时候，你就可以更从容地“播种”。

本书并不试图提供给读者一个如何在股灾中全身而退的方法，我们只力求把对股市的理解和省思呈现给读者，从对世界资本市场历史上著名股灾的回顾之中，希望能够给投资者提供理性判断的参考。

韩为红

二零零九年五月八日于紫竹轩



韩复龄

中央财经大学金融学院教授，应用金融系主任，金融证券研究所所长，全国人大财经委，中国人民银行研究局特邀专家，商业银行理财顾问及上市公司独立董事，政府决策顾问。

韩复龄教授实践经验丰富。曾在中国证券市场研究设计中心，证券公司等金融机构任职；担任中国工商银行，中国建设银行，交通银行，北京银行，新华保险公司等金融机构理财咨询顾问；兼任中国国际航空公司，海南航空公司，国家电力公司，鲁能集团，大庆石油管理局，北京福田汽车股份有限公司，北京首创等公司的融资顾问。

韩复龄教授著述颇丰。其主要代表作有：《投资银行业务》，《外汇交易工具与避险操作》，《一篮子货币——人民币汇率形成机制，影响与展望》，《中国投资前景报告》，《金融市场学》等著作20余部。此外，他还担任中央电视台，中央人民广播电台，北京电视台，湖北卫视，《经济》，《中国证券报》，《中国经济时报》，《中国经营报》，《证券日报》等媒体经济评论节目的特约撰稿人及评论员。

策划编辑：李 鸿
责任编辑：雷文英
装帧设计：郝子逸

目 录

推荐序

序

第 1 章 股灾是异常经济现象 1

- 1.1 界定股灾 2
- 1.2 股灾表现 3
- 1.3 股灾之后 6
- 1.4 谁都难以预测股灾的发生 9
- 1.5 最早的股灾 10

第 2 章 世界重大股灾回顾 13

- 2.1 世界性股灾 14
- 2.2 世界区域性股灾 29
- 2.3 国家或地区性股灾 37

第 3 章 股灾危害实证 45

- 3.1 股灾破坏股市良性循环 46
- 3.2 股灾诱发或加剧金融危机 55
- 3.3 股灾如何传导实体经济 62
- 3.4 股灾余波 引起社会动荡 70

第4章 股灾成因实证 77

- 4.1 市场违规 股灾的催化剂 78
- 4.2 过度投机 股灾的诱因 81
- 4.3 经济衰退 股灾的根源 85
- 4.4 追逐泡沫 股灾形成的前奏 89
- 4.5 国际游资 股灾发生的助推剂 93
- 4.6 监管乏力 股灾的纵容剂 98

第5章 机构投资者危机中的生存与赢利法则 101

- 5.1 国内外机构投资者的行为特征 102
- 5.2 巴林银行破产案 105
- 5.3 雷曼兄弟破产案 110
- 5.4 中国平安海外投资巨亏案 115
- 5.5 中信泰富澳元交易巨亏案 120
- 5.6 机构投资者危机中的赢利法则 126

第6章 个人投资者的股市生存与赢利法则 135

- 6.1 认清大势 牛熊何以转换 136
- 6.2 练好内功 投资者须心理完善 144
- 6.3 把握基本面主线 价值投资 159
- 6.4 提升技术分析功力 趋势投资 168
- 6.5 生存法则 正确止损 177
- 6.6 个人投资者的股市赢利法则 184

参考文献 197

后记 199

股灾是异常经济现象

人们畏惧股灾，可是却离不开股市。牛市转为熊市，也就是通常所说的股灾的发生。

如果我们从更广的角度来看股灾问题，可以发现股灾在世界范围之内由来已久。在1720年就爆发了世界股市建立以来最早的股灾：法国密西西比股灾和英国南海股灾。20世纪更是爆发了两次世界范围的大股灾：1929年股灾和1987年股灾。股灾的发生不但损害股票市场的健康发展，还影响了整个金融体系的稳定甚至带来极大的社会动荡。

股灾也一直困扰着中国的资本市场。由于历史的原因，中国股市向来又有“政策市”之称，政策的易变性加大了股市的波动，例如股权分置就是一个长期困扰我国资本市场的问题。中国最近一次发生的股灾在刚刚过去的2007年和2008年，中国股市从2007年10月16日的6 124.04点降到2008年10月28日的1 664.93点只用了一年的时间，上证综指在一年之内狂泻72.8%，其中股权分置遗留的“大小非”解禁问题在此次股灾中危害相当明显。

1.1 界定股灾

股灾 (The Stock Market Disaster) 是股市灾难或股市灾害的简称, 是指股票市场长时期非理性繁荣、股市风险长时间积累、内在矛盾累积到一定程度时, 由于受某个偶然突发因素的影响而引起股价暴跌, 从而引起经济社会巨大动荡, 并造成巨大损失的异常经济现象。股灾是世界各国证券市场发展过程中常见的经济现象。股灾的发生是由证券市场的不稳定性和高度风险性所决定的。

股灾不同于一般的股价波动, 也有别于一般的股市风险, 主要体现在两个方面: 一是两者危害程度不同。一般的股价波动和股市风险主要是由于个别或少数股票的市盈率变化、公司经营业绩下滑、投资者对趋势或个股走势判断错误、股票价格被人为操纵、政策信号影响、技术性波动等原因导致的个别股票价格的涨跌, 从而使投资者遭受损失的一种证券市场现象; 而股灾不是一种简单的证券市场现象, 它是一种综合的社会经济现象, 表现为对整个社会经济产生多方面消极不利的影响。二是两者表现形式不同。股灾的具体表现形式有五种: 股票市场中绝大部分股票价格下跌; 股票价格指数暴跌, 跌幅一般在 20% 以上; 股价下跌的时间较长, 一般至少在 3 个月以上; 股价下跌是突发性的; 股价下跌是非理性化的。一般的股价波动和股市风险是不具备这些典型特征的。

股灾引发的原因非常复杂, 最终不但影响金融系统的稳定, 往往还对实体经济造成实质性损害。

1.2 股灾表现

股价突然巨幅下挫

并不是所有的股价大幅度下跌都是股灾，那些单日常跌幅度较少、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。

投资者出现恐慌性心理

股灾的发生往往和投资者的心理变化有深刻的联系。股灾的联动性也是由心理因素造成的。每次股灾的发生几乎都伴随着恐慌性心理的蔓延，股灾必然是与恐慌性心理相伴随的。1987年10月19日爆发的股灾引起了世界范围内的大股灾，其主要原因就是投资者的恐慌性心理作用。

引发股灾的心理效应主要包括羊群效应和锚定效应。

(1) 羊群效应。

羊群效应（herding effect）是指由于信息的不充分、不完善，投资者很难对

市场未来的不确定性作出合理的预期，而是通过观察周围人群的行为而提取信息，在这种信息的不断传递中，许多人的信息将大致相同且彼此强化，从而产生的从众行为。羊群效应是由个人理性行为导致的集体的非理性行为的一种非线性机制。

有一个形象的比喻可以说明羊群效应：在一群羊前面横放一根木棍，第一只羊跳了过去，第二只、第三只也会跟着跳过去；这时，把那根棍子撤走，后面的羊走到这里，仍然像前面的羊一样向上跳一下，尽管拦路的棍子已经不在了，这就是所谓的羊群效应，也称从众心理。

凯恩斯早就指出：“从事股票投资好比参加选美竞赛，谁的选择结果与全体评选者平均爱好最接近，谁就能得奖；因此每个参加者都不选他自己认为最美者，而是运用智力，推测一般人认为最美者。”可见，羊群行为是出于归属感、安全感和信息成本的考虑，小投资者会采取追随大众和追随领导者的方针，直接模仿大众和领导者的交易决策。

“群众的眼睛是雪亮的”、“木秀于林，风必摧之”、“出头的椽子先烂”这些教条紧紧束缚了我们的行动。20世纪末期，网络经济一路飙升，“.com”公司遍地开花，所有的投资家都在跑马圈地卖概念，IT业的CEO们在比赛烧钱，烧多少，股票就能涨多少。于是，越来越多的人义无反顾地往前冲，越来越多的投资者出于从众心理投身于网络经济的热潮。2001年，一朝泡沫破灭，浮华尽散，大家这才发现在狂热的市场气氛下，获利的只是领头羊，其余跟风的都成了牺牲者，这就是典型的羊群效应。

传媒经常充当羊群效应的煽动者，一条传闻经过报纸就会成为公认的事实，一个观点借助电视就能变成民意。游行示威、大选造势、镇压异己等政治权术无不是在借助羊群效应。在目前投资股票积极性大增的情况下，个人投资者能量迅速积聚，极易形成趋同性的羊群效应，追涨时信心百倍蜂拥而至；大盘跳水时，恐慌心理也开始连锁反应，纷纷恐慌出逃，这样跳水时量能放大也属正常，只是在这时容易将股票杀在地板价上。

可见，羊群效应在追涨时使得股市风险长时间大量累积，使得股市内在矛盾越来越大。而在泡沫破灭的过程中，羊群效应也立下了“汗马功劳”。在杀跌时，一条细小的负面消息也许引起少部分人的抛售，这时投资者的从众心理导致大量

的抛售,使得价格急剧下跌、成交量急速放大,价格的配合加强了投资者的判断,羊群效应更为明显,于是股价的暴跌就不可避免了,损失严重的股灾就在羊群效应的作用下发生了。

(2) 锚定效应。

所谓锚定效应 (anchoring effect),是指当事人过于依赖旧信息,对新信息反应不足,从而常常确定一个特定的初始值进行估计和调整,并将其作为决策的依据。这种调整通常是不充分的,不同的初始点会产生不同的估计,这就易于偏离其初始价值。而且,不同的决策者依据各自的初始点会作出不同的锚定。

锚定效应说明市场经常无效,不能够实现资源的有效配置,往往使得股票市场中积累大量风险,以至于最后市场价格偏离均衡价格太大,造成股价暴跌,形成股灾。

中国股市的表现可以看作锚定效应的典型案例。2005年4月29日,中国资本市场开始了股权分置改革的试点,这是具有里程碑式意义的事件。2005年6月6日,上证综指在达到998.23的低点后,受惠于股权分置改革的长期利好影响一路上扬,特别是在2007年的大牛市中,全民炒股热潮“再现江湖”,上证综指于2007年10月16日飙升到6 124.04点,股票价格指数较2005年6月份的低点上涨5.13倍。在28个月的时间里,价格指数飙升5倍,其中的泡沫成分可见一斑。在2007年全民炒股的年代,锚定效应得到了充分的体现,在2 000点入市的股民锚定2 000点觉得3 000点是顶点,而在3 000点入市的股民锚定3 000点觉得4 000点才是顶点,到后来6 000点入市的人们已经认为股市有望破10 000点了。在后续入市的股民看来,股价都会在目前点位上继续上升。这个过程就很明显地体现了锚定效应。在股票市场泡沫被吹得越来越大的过程中,锚定效应“功不可没”。

而从2007年10月16日的6 124.04点到2008年10月28日的1 664.93点只用了一年的时间,上证综指在一年之内狂泻72.8%,不能不说中国证券市场发生了股灾。在股价开始下跌时,锚定效应也会发挥作用,使得股价回升困难,加大股价的下跌,加剧股灾的危害性。

可见,在股灾的发生因素里面,锚定效应是一个应该引起我们重视的因素。

1.3 股灾之后

股灾联动经济

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，二是区域上的联动性。

1. 经济链条联动性

经济链条上的联动性是交互的。一方面，股灾的发生与经济基本面的改变关系重大。每一次股灾都与微观经济的走弱和宏观经济的下滑有极大关系。早期的法国密西西比股灾和英国南海股灾的发生，都是由于具体微观的公司业绩没有投资者想象得那么高导致的股价暴跌，从而导致整个股票市场的崩溃。早期的股灾往往由于具体微观主体业绩不良表现引起股民恐慌情绪，导致集体抛售，从而酿成股灾；而近期的1929年和1987年世界范围股灾，主要与整个宏观经济基本面的走弱有关。总之，每次股灾发生的背后都有经济基本面的因素在起重大作用。另一方面，股灾的发生肯定会很大程度上导致经济衰退，甚至经济崩溃，可以说股灾猛于虎。这可以从以下三个角度来分析：

（1）收入效应。

股票市场上股价的大幅度下跌，会导致股民金融资产缩水、收入下降。同时，居民的劳动收入也会因为公司赢利能力下降而减少。收入下降必然会导致消费的减少，从而损毁拉动经济增长三驾马车中的消费马车，也就必然导致经济增