

吴晓求 等◎著

股市危机 ——历史与逻辑

STOCK MARKET CRISIS:
HISTORY AND LOGIC

■ 近 30 年来，股市危机乃至金融危机在全球频发，其背后是否有共同的理论逻辑？金融危机的诸多形态是如何相互转化、相互传染的？政府如何发挥其稳定市场预期中的作用？

 中国金融出版社

股市危机

——历史与逻辑

STOCK MARKET CRISIS:
HISTORY AND LOGIC

吴晓求 等◎著

责任编辑：王效端 王 君

责任校对：张志文

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

股市危机——历史与逻辑 (Gushi Weiji——Lishi yu Luoji) / 吴晓求等著. —北京：中国金融出版社，2016. 12

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8772 - 3

I. ①股… II. ①吴… III. ①股票市场—研究 IV. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 266056 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 27

字数 467 千

版次 2016 年 12 月第 1 版

印次 2016 年 12 月第 1 次印刷

定价 68.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8772 - 3/F. 8332

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

目 录

导论 股市危机重演的逻辑	1
--------------------	---

史论篇

第1章 黑色星期一与美国股市危机	49
1.1 引言	49
1.2 1987年10月的美国股市崩溃：历史回顾	52
1.2.1 崩溃前的美国股市：大牛市及其转身征兆的出现	52
1.2.2 5个黑色交易日：10月14—20日期间的美国股票市场	53
1.2.3 崩溃后的美国股票市场：平稳过渡之后重现牛市	63
1.3 1987年10月美国股市崩溃的经济成因	65
1.3.1 1987年10月股市崩溃的宏观经济金融背景	65
1.3.2 1987年10月股市崩溃的经济原因：三个不同视角的理论 解释	70
1.3.3 1987年10月加剧股价波动的具体因素分析	75
1.3.4 金融体系的结构性变化与金融风险：关于1987年10月股灾 成因的进一步思考	80
1.4 1987年美国股市崩溃中的政府救助	83
1.4.1 股市崩溃之前的政府政策取向：关注但放任市场自我 “修正”	83

1.4.2 股市波动的第二阶段：政府（尤其是美联储）强力介入救市	84
1.4.3 政府市场救助措施的经济效应	86
1.5 1987年10月的股市崩溃与美国证券监管发展	87
1.5.1 市场结构方面的证券监管变革	88
1.5.2 自动化程度提升方面的证券监管发展	91
1.5.3 支付清算方面的证券监管发展	92
1.5.4 资本充足率方面的证券监管发展	94
1.5.5 国际协调方面的证券监管发展	95
1.6 1987年美国股市崩溃的经验教训与启示	96
1.6.1 构建与机构投资者兴起相适应的证券市场结构	96
1.6.2 增强支付清算体系的服务能力	96
1.6.3 中小投资者保护	97
1.6.4 信息的集合与处理	97
1.6.5 证券监管	97
1.6.6 国际协调	98
第2章 日本泡沫经济与金融危机	100
2.1 引言	100
2.2 泡沫经济的形成、发展与崩溃	102
2.2.1 泡沫经济的形成：1983—1987年	102
2.2.2 泡沫经济的发展：过剩流动性的机理与后果	108
2.2.3 “泡沫”的崩溃与金融危机	114
2.3 日本与泡沫经济相关的政策	115
货币政策的被动性与“泡沫”的产生	115
2.4 扩张性财政政策与20世纪90年代的长期萧条	118
2.4.1 扩张性财政政策实施的背景	118
2.4.2 扩张性财政政策的过程与效应	119
第3章 亚洲金融危机与外部干预	124
3.1 历史的真相	124
市场波动的轨迹	125
3.2 危机的原因	128
3.2.1 东南亚四国	129
3.2.2 韩国	131

3.2.3 新加坡	132
3.2.4 中国香港	133
3.2.5 中国台湾	134
3.2.6 亚洲金融危机的普遍原因	135
3.3 金融危机四种状态的传导过程及演变	137
3.3.1 金融危机四种状态的逻辑关系	137
3.3.2 金融危机四种状态在亚洲各地区内部不同的传导过程和 演变	140
3.3.3 金融危机四种状态在亚洲各地区之间的传导过程和演变	141
3.3.4 结论	142
3.4 政府干预的机制和手段	142
3.4.1 各国（地区）采取的共性干预机制和措施	143
3.4.2 各国（地区）具有特色的重大干预机制和措施	146
3.4.3 政府干预普遍效果	147
3.4.4 各国（地区）具有特色的效果	148
3.4.5 各国（地区）干预的普遍教训和反思	149
3.5 危机带来的新变化与思考	152
3.5.1 新变化	152
3.5.2 对变化的一些评论	153
第4章 俄罗斯金融危机与政府干预	155
4.1 引言	155
4.2 俄罗斯金融危机的历史演进	157
4.2.1 第一阶段：1997年10—11月	157
4.2.2 第二阶段：1998年5—6月	159
4.2.3 第三阶段：1998年8月	160
4.2.4 第四阶段：普里马科夫执政时期	161
4.3 俄罗斯金融危机的成因与后果	162
4.3.1 俄罗斯金融危机成因与后果：文献综述	162
4.3.2 危机的成因分析	164
4.3.3 危机的主要后果	174
4.4 经验与启示	179
4.4.1 政治稳定是前提	179

4.4.2	经济持续健康发展是基础	179
4.4.3	平衡“看不见”与“看得见”两只手的关系	180
4.4.4	有序开放市场是关键	181
4.4.5	金融市场发展必须提升为国家战略	182
第5章	互联网泡沫与纳斯达克市场危机	185
5.1	市场波动的轨迹	185
5.1.1	股票上涨阶段的特点	185
5.1.2	股票下降阶段的特点	188
5.2	网络股暴涨的原因	189
5.2.1	美国经济金融环境的变化	189
5.2.2	持有网络股个人投资者占比较高	191
5.2.3	理性投资者做空受到限制	193
5.2.4	Metcalfe 估值模式与羊群效应	194
5.2.5	类似货币交易的便利收益机理	195
5.3	互联网泡沫破裂的原因	196
5.3.1	实行紧缩的货币政策	196
5.3.2	纳斯达克市场股票大量供给	196
5.3.3	互联网企业的发展模式还不成熟	196
5.3.4	互联网公司业绩远未达到市场预期	197
5.3.5	微软垄断案影响市场情绪	197
5.4	政府干预的机制、手段和市场效应	197
5.4.1	加强信息披露监管和违规处罚	197
5.4.2	进一步完善竞争性做市商制度	198
第6章	美国次贷危机与全球股市海啸	200
6.1	历史的真相：美国次贷危机的发生及演进	200
6.1.1	美国次贷危机的发生	200
6.1.2	次贷危机向金融市场的扩张	201
6.1.3	危机的全球蔓延	206
6.2	2008 年金融危机的形成原因与传导机制	208
6.2.1	美国次贷危机形成的原因：文献综述	208
6.2.2	货币政策：流动性带来的资产价格的上涨	212
6.2.3	次贷危机：金融危机的源头	214

6.2.4	资产证券化：金融危机的传导	214
6.2.5	信用评级：难以合理评估风险	217
6.2.6	高杠杆：风险的加速器	219
6.2.7	金融监管：难辞其咎	222
6.2.8	利率政策调整：难以让市场消化	226
6.3	政府对金融危机的干预机制和手段	229
6.3.1	政府对金融危机的干预政策	229
6.3.2	政府参与的去杠杆过程	236
6.4	新理论、新制度、新规则的产生及其评估	240
6.4.1	次贷危机后美国金融监管的改革进程	240
6.4.2	次贷危机后美国金融监管制度和规制的完善	242
6.4.3	次贷危机及政府干预的启示	244
第7章	多因素下的中国股市危机	249
7.1	2015 年中国股市危机的理论分析框架	250
7.1.1	2015 年中国股市危机符合一般的股市危机发生规律	250
7.1.2	中国股市危机的特殊机制探讨	253
7.2	2015 年中国股市危机过程描述	255
7.2.1	中国股市的基本走势描述	255
7.2.2	基差表现	260
7.3	杠杆融资——2015 年中国股市危机的直接推动机制	263
7.3.1	场内融资盘	263
7.3.2	场外配资	271
7.3.3	股东质押融资	274
7.3.4	分级基金	276
7.3.5	股指期货	277
7.4	高杠杆深层因素分析——非理性预期、媒体舆论与投资者情绪	280
7.4.1	非理性预期和媒体舆论偏误	280
7.4.2	我国股票市场中的投资者情绪	281
7.4.3	非理性预期、媒体舆论、投资者情绪与市场波动——基于 DSSW 模型的分析	282
7.4.4	2015 年中国股市危机过程中的媒体舆论、投资者情绪与股市 波动及监管缺失	286

7.5 中国股灾过程中推波助澜的交易行为与监管失灵分析	291
7.5.1 反馈交易	291
7.5.2 市场操纵行为	293
7.5.3 套期保值与指数套利	295
7.5.4 监管失灵	296
7.5.5 交易行为与监管失灵共同推动的流动性危机	297

专论篇

第8章 资产价格泡沫与信用扩张	303
8.1 引言	303
8.2 资产价格泡沫的案例分析与典型事实 (Stylized Facts)	304
8.2.1 早期的泡沫: 郁金香狂热与密西西比泡沫	304
8.2.2 美国20世纪20年代的资产价格泡沫	305
8.2.3 日本20世纪80年代末期的泡沫经济	306
8.2.4 瑞典案例	308
8.2.5 资产价格泡沫的“典型事实”	309
8.3 资产价格泡沫的理论模型	309
8.3.1 传统资产泡沫模型及其缺陷	309
8.3.2 信贷扩张与资产价格泡沫	311
8.4 结语	315
第9章 金融不稳定性: 原因、代价及对策	317
9.1 金融不稳定性的原因	317
9.1.1 金融杠杆	317
9.1.2 信息不对称	319
9.2 金融不稳定性的代价	320
9.2.1 股市危机	320
9.2.2 银行危机	321
9.2.3 货币危机	322
9.2.4 债务危机	324
9.3 基于完善市场信息的预防对策	325
9.3.1 对策选择: 披露持仓成本分布信息	325

9.3.2 核心技术：持仓成本分布的计算	326
9.3.3 意义及展望	330
9.4 基于监控市场信号的预警对策	331
9.4.1 基于融资融券（两融）余额的市场预警信号	331
9.4.2 基于分级基金的市场预警信号	334
9.4.3 基于股指期货的市场预警信号	339
9.5 基于监控市场异动的应急对策	343
9.5.1 完善利率传导机制	343
9.5.2 完善股票回购规则	344
9.5.3 建立市场平准基金	344
9.6 结论	346
第10章 政府干预与市场契约精神	349
10.1 政府干预的必要性与重要性	349
10.1.1 金融证券市场的不完善性与政府干预	350
10.1.2 世界各国（地区）对金融危机的政府干预	352
10.2 政府干预的顺序、时机与手段	355
10.2.1 政府干预的顺序及时机	355
10.2.2 政府干预的手段与工具	357
10.2.3 政府干预实施机构	360
10.2.4 我国2015年股市危机采取的措施	361
10.3 政府救市制度的完善	362
10.3.1 各国（地区）金融危机后的制度改革与规则完善	362
10.3.2 我国完善金融市场应建立的制度与规则	366
10.4 政府救市与市场契约精神的维护	368
10.4.1 市场经济与契约精神	368
10.4.2 法律规则对公权力的约束	369
10.4.3 政府应当遵循金融证券市场的信息披露规则	370
10.4.4 违反市场契约原则可能产生的恶果	370
10.5 平准机构与平准资金	371
10.5.1 公益资金与平准机构机制	372
10.5.2 降低政府救市成本的制度设计	373
10.6 监管者的责任	374

10.6.1	我国证券市场的监管机制	375
10.6.2	现行法律体制中的冲突与矛盾	376
10.6.3	市场监管是政府干预的基本前提	378
10.6.4	市场监管的重点与要点	380
第11章	交易制度、交易结构与股价波动	384
11.1	T+1 交易制度、市场“停摆”机制与股价波动	385
11.1.1	境内外股票交易制度、交易结构比较	385
11.1.2	T+1 交易制度与股市波动	387
11.1.3	市场“停摆”机制选择与股价波动	388
11.2	配资业务的交易制度、交易结构与股价波动	390
11.2.1	各类配资制度及其杠杆率	390
11.2.2	配资业务与股市波动的关系	393
11.2.3	现有配资交易制度及交易结构的不足	395
11.3	程序化交易、高频交易与股价波动	398
11.3.1	程序化交易、高频交易的特点及发展	398
11.3.2	程序化交易与股价异常波动	402
11.3.3	程序化交易、高频交易与此次我国股市波动	403
11.3.4	程序化交易国外监管借鉴	404
11.4	股指期货制度与股票市场异常波动	407
11.4.1	股指期货的推出及其市场功能	407
11.4.2	我国股指期货制度与股票市场波动的关系	412
11.4.3	股指期货交易制度的国际比较及反思	414
11.5	现代化的交易制度和交易结构是构建多层次资本市场的内在保障	417
11.5.1	加快注册制改革的推进，完善现货市场交易制度	418
11.5.2	合理发展融券业务，平衡多空市场，完善配资制度设计	418
11.5.3	增强衍生品市场的发展，丰富衍生品品种，充分发挥其套期保值的功能	418
11.5.4	加强程序化交易的市场监管，防范风险漏洞	419
后记		420

导论 股市危机重演的逻辑

摘 要

金融危机有多种形态，其中股市危机似乎成为金融危机的一种常态。近30年来，股市危机乃至金融危机在全球频发并表现出某些周期性、递延性和关联性等特征，其背后是否具有共同的理论逻辑？在金融危机的诸多形态（货币危机、债务危机、股市危机和银行流动性危机）之间，是如何相互转化、相互传染的？不同类型的国家金融危机的形态组合和逻辑过程为什么会有重大差异？是否存在金融危机的跨期和跨区域的国际传递？这些都是本文研究的重要内容。

在构建上述股市危机的理论逻辑基础上，本文以中国2015年中期发生的股市危机为研究样本，深入分析了引发这次股市危机的主要原因，剖析了中国股市的结构性缺陷，在此基础上，试图厘清关于股市危机的若干重要理论认识，并提出了相应的改革措施和政策建议。

金融危机有多种形态，其中股票市场危机似乎成为各国金融危机的一种常态。从全球市场看，股市动荡乃至危机伴随着其他金融危机形态，如货币危机、债务危机等的出现而频繁出现，这种频繁似乎是以8~10年为一个周期。股市危机是现代金融结构下一种重要的金融危机形态，它在整个金融危机形态和链条中，究竟处在何种地位，起着什么样的作用，有待于进一步研究。

中国是一个正在开放的国家，市场化和国际化是中国金融改革和发展的基本着力点。发展资本市场使其成为21世纪新的国际金融中心，是中国金融改革和发展的重中之重。与其他大国一样，中国在金融体系市场化改革和资本市场发展过程中，亦会出现重大的市场风险乃至市场危机。2015年6月中旬至8月下旬，中国股票市场出现了自1990年建立以来第一次真正意义上的市场危机。以上证指数为例，有两个时间段在10个交易日（2015年6月15日—6月29日和2015年8月18日—8月26日）连续下跌超过20%，即分别从5170点附近跌至4000点左右和从4000点左右跌至2800点，根据学术界公认的标准，一个市场如果在10个交易日股票价格指数下跌超过20%，就可认定为这个市场已经出

现了危机。按照这个标准，中国在2015年6月中旬以后出现的市场大幅度下跌可以认为是一场真正意义上的市场危机。目前中国股票市场仍处在后危机时期的震荡期。2015年6月中旬至8月底的市场危机，带给我们的教训是深刻的。认真分析这次股市危机形成的内在逻辑和外部原因，还其清晰的演变过程，在全球股市危机的历史中寻求规律和启迪，对正在走向更加开放的中国资本市场来说，其意义不言而喻。前车之鉴，后事之师。

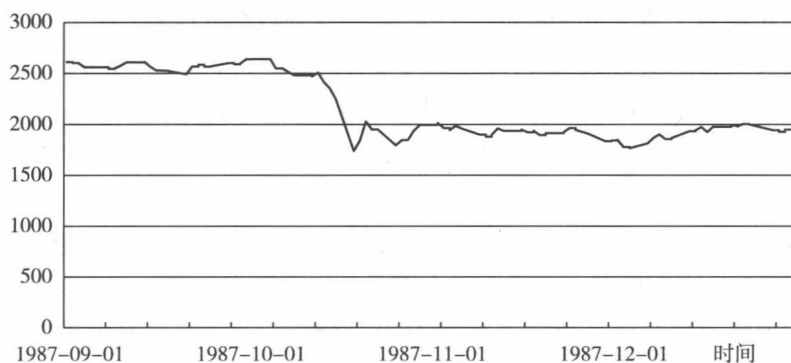
在剖析中国2015年股市危机之前，让我们先回顾大萧条以来全球股票市场那些可以载入史册的危机事件。

从研究股市危机的角度看，那些可以载入史册的股市危机主要有：美国1987年的“黑色星期一”，日本20世纪90年代前后的泡沫经济引发的股市危机，1997年前后的亚洲金融危机（1998年俄罗斯金融危机实质上是亚洲金融危机的延续），美国2000年前后的互联网泡沫所引发的股市危机（主要是纳斯达克市场危机）和2008年由美国次贷危机引发的全球金融危机等。这几次股市危机影响深远，对剖析金融危机形成的逻辑结构和在不同类型金融体系的演变过程具有典型意义。

（一）1987年10月19日“黑色星期一”

在1933年结束大萧条以来的50多年里，包括股票市场在内的全球金融市场波澜不惊。然而，正是在这平静的表象下，全球股票市场正在积蓄某种能量而进入一个剧烈动荡的时期。这个动荡时期的历史起点终于来了，那就是1987年10月19日，史称“黑色星期一”，这是一个普通但事后将载入史册的特殊日子。这天上午在9:30纽交所开市伊始，道·琼斯指数就下跌了67点，随后卖盘以排山倒海的气势涌出，开盘不到1小时，道·琼斯指数就下跌了100多点，到下午2点，指数已下跌了250点，市场开始出现崩溃式下跌，到下午4点收盘时，道·琼斯指数已由上一交易日收盘时的2246.72点下跌到1738.47点，下跌了508.25点，当日下跌幅度达到了创纪录的22.6%，当时在纽交所上市的1600多种股票中，95%左右的股票下跌，其中近1200种股票价格下跌到1年前的水平，通用、运通、波音、可口可乐等蓝筹股下跌超过30%，纽交所当天交易市值损失超过5000亿美元，约等于法国当年国民生产总值，这是1933年大萧条结束以

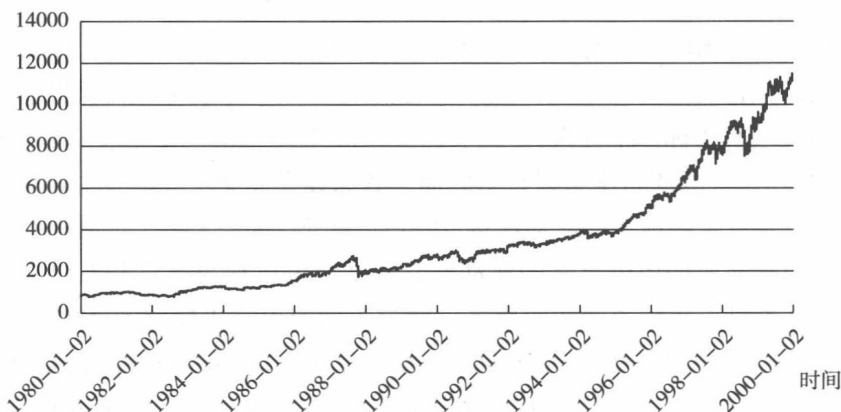
来全球最严重的股市危机，史称“黑色星期一”。面对市场雪崩式的下跌和空前的市场危机，美国政府和金融监管当局公开喊话，安抚市场情绪，稳定投资者信心。在“黑色星期一”发生的当天，时任美国总统里根随即发表讲话，认为美国经济“所有指标都很健康”，美联储主席格林斯潘第二天清晨发表了具有历史意义的讲话：“为履行中央银行的职能，联储体系为支持经济和金融体系的正常运行，将保证金融体系的流动性。”美联储和 SEC 随后采取了一系列稳定市场的措施，包括向市场提供足够的流动性，鼓励金融机构与客户共渡难关，保证贷款续贷，鼓励上市公司回购股票等。因为美国政府、美联储及 SEC 有力的短期救市措施，市场恐慌情绪得到缓解，股市危机并未演变成全面的金融危机，更没有引发经济衰退。一个月后，美国股市开始反弹，并逐渐进入正常状态，并在两年后回到 1987 年“黑色星期一”爆发前的水平。在“黑色星期一”股市危机爆发后，美国政府、美联储以及 SEC 等除了及时发表安抚市场情绪的讲话、声明和推出市场流动性救助、贷款续贷、股份回购等短期措施外，更为重要的是，社会各个阶层都在系统、全面、深入地分析“黑色星期一”产生的原因，寻找市场结构缺陷，以期推动在制度规则和机制方面的改革。“熔断”机制就是在对“程序化交易对市场持续下跌具有重要助推作用”的认识基础上所建立起来的一种新的交易制度安排。在短期政策的救助和安抚下，在市场制度和规则做了重新调整的基础上，在美国经济强劲增长的推动下，美国股市在 20 世纪 90 年代进入了黄金增长的 10 年。



数据来源：Wind 资讯。

图 1 1987.9—1987.12 “黑色星期一”前后道·琼斯指数变动趋势

在经历了 1987 年 10 月 19 日“黑色星期一”后，全球股票市场开始进入一个原因错综复杂，风险相互传递，市场繁荣与危机交织的梦幻时期。



数据来源：Wind 资讯。

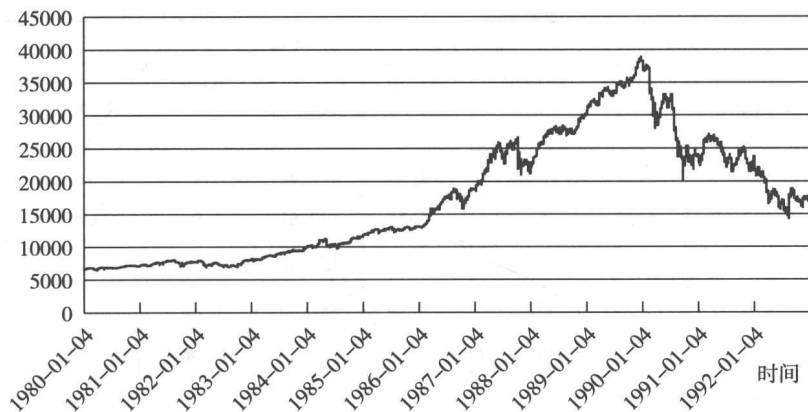
图2 1980—2000 年道·琼斯指数变动趋势

(二) 日本 20 世纪 90 年代前后泡沫经济引发的股市危机

与美国 1987 年 10 月 19 日的“黑色星期一”不同，日本在 1990 年前后由泡沫经济引发的股市危机并不是单一的市场危机，而是由信贷过度扩张引发房地产价格暴涨，进而引爆股市危机，最后导致银行危机和金融体系瘫痪的综合性金融危机。唯一不同的是，这种综合性金融危机并没有引发日元贬值危机。

从战后废墟中发展的日本经济，在 20 世纪 70 年代中后期进入高速发展时期，股价相对均衡上涨，到 1985 年日经 225 平均股价在 12000 日元上下浮动，处在正常成长状态。从 1986 年起日经平均股价持续上升，到 1989 年底已上涨至最高接近 39000 日元，4 年间日经平均股价上涨超过了 200%（见图 3）。在国民总资产的金融资产中，股票资产由 1985 年底的 242 万亿日元猛增到 1989 年底的 890 万亿日元，增长了近 270%。

在股价快速上涨之前或过程中，信贷过度投放引发了房地产价格的快速上涨。20 世纪 80 年代中后期，由于全国范围内的土地开发热潮，日本土地价格快速上涨。在国民总资产中土地资产额从 1985 年底的 1003 万亿日元增加到 1989 年底的 2137 万亿日元，增长了一倍多。在放松金融管制、房地产抵押贷款创新、银企相互持股的金融模式下，房地产价格的上涨带来了股票价格的快速上涨，房地产价格和股价的交互上涨，银行贷款随之循环增加，为市场不断地提供巨额流动性。这种基于投机、缺乏实体经济支持的资产价格泡沫化的内循环效应终会走到尽头，这个尽头就是 1989 年 12 月 29 日之后日经平均股价的暴跌，



数据来源：Wind 资讯。

图3 1980—1992 年日经 225 平均股价指数变动趋势

从1989年12月29日最高时的38915日元开始下跌，1990年日本股价下跌了30%，1991年又下跌了30%，虽然其间有一些反弹，但下跌是基本趋势，至1992年8月18日下跌到14309日元的低位，基本回到1985年的水平，此后一直处在漫漫熊市之中而不可拔。时至今日，市场趋势仍无明显改变。日本1990年前后泡沫经济引发的股市危机，给日本金融业特别是商业银行带来了深重灾难，严重影响了日本实体经济的增长，阻碍了产业的转型与竞争力的提升。时间已经过去了25年，但日本泡沫经济时期股市危机形成的逻辑，对中国而言仍然具有巨大的反省价值。

（三）1997年前后的亚洲金融危机

1997年前后爆发的亚洲金融危机既有其经济结构脆弱性的内生原因，也有外生性的热钱输入因素。一定意义上说，是日本1990年前后泡沫经济股市危机的跨期延伸。

从20世纪60年代开始，韩国、新加坡、中国台湾地区和中国香港先后推出出口导向型经济发展战略，创造了所谓的“亚洲四小龙”奇迹。这种出口导向型经济发展模式相继被泰国、马来西亚、印尼和菲律宾等东南亚国家所效仿，并取得明显成效。1997年之前，这些国家的经济已取得连续10年的高速增长（见表1）。

表 1 泰国、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾 1985—1997 年经济增长

单位：亿美元

国家 年份	泰国		马来西亚		印度尼西亚		菲律宾	
	GDP	增长率 (%)	GDP	增长率 (%)	GDP	增长率 (%)	GDP	增长率 (%)
1985	389.01	4.65	317.72	-1.12	873.39	3.48	307.34	-7.31
1986	430.97	5.53	282.43	1.15	800.61	5.96	298.68	3.42
1987	505.35	9.52	321.82	5.39	759.30	5.30	331.96	4.31
1988	616.67	13.29	352.72	9.94	887.88	6.36	378.85	6.75
1989	722.51	12.19	388.49	9.06	1014.55	9.08	425.75	6.21
1990	853.43	11.17	440.24	9.01	1144.26	9.00	443.12	3.04
1991	982.35	8.56	491.34	9.55	1281.68	8.93	454.18	-0.58
1992	1114.53	8.08	591.52	8.89	1391.16	7.22	529.76	0.34
1993	1250.11	8.25	668.94	9.89	1580.07	7.25	543.68	2.12
1994	1443.08	8.99	744.81	9.21	1768.92	7.54	640.85	4.39
1995	1680.19	9.24	888.32	9.83	2021.32	8.40	741.20	4.68
1996	1819.48	5.90	1008.51	10.00	2273.70	7.64	828.48	5.85
1997	1508.91	-1.37	1001.69	7.32	2157.49	4.70	823.44	5.19

数据来源：世界银行。

随着经济的高速增长，这些国家的银行信贷快速扩张，国际资本涌入，短期外债大幅增加，资产价格开始膨胀。20 世纪 90 年代前半期，泰国、马来西亚、印尼等国的股价增长了 3~5 倍，与此同时，房价上涨也十分惊人。其间，资产与债务结构出现严重不匹配。缺乏弹性的汇率制度和过分依赖国际资本的经济增长模式以及快速上涨的资产价格已为金融风险埋下了伏笔，危机一触即发。泰铢在 1997 年 7 月初的大幅度贬值以及泰国放弃固定汇率制度成为亚洲金融危机的导火索和突破口。泰国货币危机的爆发，迅速蔓延到东南亚各国及金融的各个层面，之后陆续扩散到中国台湾、中国香港和韩国。韩国随后爆发了更为严重的全面的金融危机。作为亚洲金融危机的延伸，1998 年俄罗斯金融危机全面爆发。

亚洲金融危机给危机国家和地区带来了严重危害，货币大幅度贬值，股市崩盘，财富严重缩水，经济衰退，银行倒闭，经济秩序混乱，社会动荡加剧。类似的现象在 1998 年俄罗斯金融危机中亦有出现。