

中国股市十年丛书

十年股市风云

袁方主编

经济科学出版社

序言

2000年是我国证券市场设立十周年。十年前，中国证券市场的开拓者们抱着对改革开放政策的坚定信念，以非凡的勇气，创立了沪深证券交易所。在一个没有多少市场经济经历、又长期实行计划经济的国度里，证券交易所乃至更早前的证券的出现，无疑像在平静的水面投下了一块石头，对社会经济的各方面带来巨大的冲击。

20世纪80年代初，我国刚刚开始实施改革开放政策，国家决定恢复发行国债。当时的人们将购买国库券看成是在为国家做贡献，因而赋予了这种行为某种程度的道德高尚的意味。积极者被视为思想上先进，消极者被视为思想上落后。而先进还是落后，这对当时的任何人都兹事体大。当时并没有证券市



场，国债的发行甚至很少依靠银行体系，大部分国库券都是通过行政组织体系被认购的，摊派也是一种非常普遍的做法。

20世纪80年代中后期，当股票在我国再次出现时，不论开拓者们当时是多么的大无畏，其情形都有如作贼一般，因为那个叫股票的东西实际上跟债券大同小异，不仅要还本，还要付息。在发行上，大多也是一筹莫展。以面值发行的深发展，发行时要发动广大干部带头。而上海延中实业发行时，还要搞有奖销售。在相当长的一段时间，人们对股票的印象还停留在茅盾先生的大作——《子夜》所描写的情形上。

在20世纪90年代初沪深两个交易所设立后，这种印象并没有烟消云散。上交所首任总经理尉文渊说，“回想90年代初，我们刚刚开始建立资本市场，在当时的经济管理体制和思想意识形态环境下，办市场是很不容易的。那时候我们面对的尽是一些大问题，‘对还是不对’，‘姓资还是姓社’，‘开还是关’等等”。首任中国证监会主席刘鸿儒也曾感触良多地说，在很多人眼里，股市是个好人不去的地方。

1992年，邓小平在南巡中谈到股市时讲道：“证券、股市，这些东西究竟好不好，有没有危险，是不是资本主义独有的东西，社会主义能不能用？允许看，但要坚决地试。看对了，搞一两年。对了，放开；错了，纠正，关了就是了。关，也可以快关，也可以慢关，也可以留一点尾巴”。到了这个时候，证券市场走中国的土地上才算办了“暂住证”。此后，党的十四届三中全会、党的十五大、党的十五届四中全会逐渐加大了对证券市场的肯定，证券市场才最终在我国生根开花。

可以说，十年股市的发展，构成了我国思想解放的一个侧面。十年来，股市由最初不被大多数人了解、接受，逐渐与整个社会经济生活融合，并成为我国改革开放、向现代化迈进的历史乐章的一个重要部分。目前，我国的证券投资者人数已超过5500万人，上市公司已超过1000家，总市值已超过4万亿元。无论从哪个角度来看，证券市场的规模都已雄居亚洲前列。这样的成就的取得，无疑是史无前例的。

另一方面，由于我国特有的国情，在十年的快速发展中，我国证券市场也经历过了



种种艰难曲折，令参与其中的所有人难以忘怀。

站在新世纪的门口，如何对证券市场过去的十年进行回顾和总结，这是许多人都在思考的问题。为此，我们从今年初起，就计划编辑一套《中国股市十年》丛书，希望能站在投资人的角度，从十年股市发展的历史中找到一些可兹未来借鉴的教益。受目前证券市场文化氛围以及其他方面因素的影响，这套丛书从策划到定稿，中间经过了变化，我们不得不依据现实条件，对当初的设想作出调整，这可能是我们编辑过程中的一点遗憾。目前呈现在读者面前的这套丛书包括三本，即《十年股市风云》、《十年牛股》和《股市投资趋势展望》。《十年股市风云》截取了十年中对股市影响最大、最受投资者关注的事件，基本上由亲历其中的资深市场人士进行讲述和分析。《十年牛股》则选取了十年中在理念上最具有开创性的个股，由资深市场人士进行总结、分析，这些个股曾经有的辉煌，也代表了十年中最主要的行情的耀眼的侧面。《股市投资趋势展望》主要着眼于对未来股市背景影响最大的新经济及



其相关的二板市场的介绍与分析。在网络经济、二板市场以及股市新概念炒作的许多方面，我国基本上处于模仿、追踪与赶超成熟市场尤其是美国股市的状态，大部分投资人对相关的情况并不了解，常常成为炒作风的牺牲品。当然，本套丛书无论是事件、个股还是新经济、二板市场，在素材的选取上，都不可避免地带有编者的眼光，可能会产生某种局限性。好在我们的目标是生动地反映这十年市场的某些侧面，如读者认为这一目标达到了，则幸矣。

本套丛书在出版过程中，曾得到许多人士的帮助和大力支持，我们在此一并表示感谢！特别要感谢责任编辑王长廷先生为丛书的出版所做的大量艰苦工作以及胜龙公司对本书插图所给予的支持！虽然编者、作者对本套丛书都非常尽心尽力，但挂一漏万，书中的错误恐难避免，恳请读者指正。另外，书中对事件的评判以及对股价走势的分析，系作者一家之言，仅供参考。

丛书编委会

2000年12月 北京



股市涨跌停板制度的演化历程 / 周到 (1)

总体看，早期的涨跌停板变化频繁，行政干预的痕迹是存在的。1992年5月21日起的全面放开股价，既有反映市场需要的积极作用，也有增大风险的因素。1996年12月16日以来的恢复涨跌停板，更使得市场能保持平稳发展，也满足了现阶段市场的需要。

深圳“8.10”新股申购风潮回放 / 阮华 (35)

1992年8月10日，问世才不过几年、还处于蹒跚学步阶段的深圳股市，爆发了一场不仅震撼全国、亦令举世瞩目的申购新股风潮，史称“8.10事件”。“8.10事件”的意义正在于它使我们看到建立一个完善的、有效率的全国性证券市场管理体系的必要，看到制定有关的法规以使证券市场走上健康发展的规范化道路的必要性。

1994年“三大救市政策”行情始末 / 桂浩明 (67)

客观而言，三大“救市”政策的推出，的确有点过于急功近利了，它最大的问题或者缺陷在于没有顾及宏观经济背景。人们或许也可以指责那时出台的政策没有落实，让股民吃了“空心汤圆”，但是没有三大“救市”政策，1994年的股市不堪设想。

四川长虹转配红股违规流通内幕 / 贺宛男 (94)

1995年8月21日，上海证券市场上发生了四川长虹转配红股违规流通事件。这一事件，不仅涉及到沪深股市最具影响力的上市公司



四川长虹，涉及到当时正声望日上的券商中国经济开发信托投资公司，而且还涉及到上海证券交易所……

聚焦“327”国债期货事件 / 魏道科 (129)

1995年2月23日，在上海证券交易所挂牌的国债期货品种327（对应1992年发行的3年期国库券现货），一开盘就出现异常，价位跳空1.29元高开，盘中曾冲至151.98元，临收市前约8分钟，风云突变，空方猛烈反击，16点21分，327品种上突然涌现近千万口的抛单，成交价由151.50元瞬间打到147.50元……

我在《人民日报》“12.16”评论员文章

发表的前前后后 / 安妮 (159)

我毫不在意地拎起手机，听了起来。对方是我公司的留守人员，他在电话里气喘吁吁地说：安老师，《人民日报》发表社论了！股市要下跌了！

风雨如晦“琼民源” / 袁方 (201)

1999年7月12日，停牌28个月之久的琼民源丧失上市资格，成为退出证券市场的第一股。代替它“复牌”上市的是以置换“琼民源”流通股取得上市资格的“中关村”。尽管10万股民所持有的18742.347万股流通股不但已等量置换成全新的“中关村”流通股，而且终于可以上市交易了，但“琼民源事件”毕竟在广大股民心头留下了长久的痛，这也是我国证券市场长久的痛。

红光实业等欺诈上市案揭密 / 黄湘源 (249)

上市公司欺诈事件中，红光实业上市不到1年就因其欺诈行为于1998年11月受到中国证监会的严肃处罚；1999年12月末，又被成都市检察院提起刑事诉讼，成为“中国股市第一案”。……后来的大庆联谊案更加令人触目惊心。



《证券法》的风雨历程 / 何晓晴 (292)

中国证券市场孕育 8 年之久的《证券法》于 1998 年 12 月 29 日由九届全国人大常委会第六次会议审议通过，并于 1998 年 7 月 1 日实施。证券市场作为风险最大、敏感性最强、投机比较活跃的市场，从它建立的那一天起，就呼唤《证券法》的诞生……

证券投资基金扬帆启航 / 刘传葵 (317)

1998 年 3 月 23 日，沪深交易所采用定价上网发行的方式，面向全国发行了各 20 亿规模的基金金泰、基金开元，正式拉开了我国证券投资基金发展的序幕。截止到 2000 年 9 月，我国证券投资基金已达 30 多只，发行总规模达 600 多亿元。

股市涨跌停板制度的演化历程

周 到

涨跌停板制度的实施，在沪深两市由来已久。不论是取消涨跌停板，还是有关涨跌停板交易制度幅度的变化，都会在投资者中产生较大的影响。舆论对此也十分关注。由于笔者手头缺乏深圳市场的早期资料，因此，有关早期的涨跌停板变化、取消，视点只能放在上海市场。1992年5月21日起，深圳市场的有关规定与上海市场一样。所不同的是，深圳证券交易所将来还要开设创业板。

一、早期的涨跌停板制度

涨跌停板的交易制度，伴随上海证券交易所的诞生而诞生。初期的涨跌停板幅度变化较为频繁。1990



年，证券类专业报刊均未创办。现在要收集当时的文献资料颇为不易。因此，通过对当时的成交记录进行“考证”，成了描述早期历史的捷径之一。好在当时挂牌股票品种少，成交记录又十分完整、准确，而“考证”过程也不复杂。因此，其结论当也很接近事实。

（一）最早的涨跌停板当为5%

最早实施的涨跌停板幅度，就当时的历史条件而言，应该是较宽的，但实施的时间也很短。上海证券交易所成立于1990年12月19日。当日起，挂牌交易的股票有延中实业（即今方正科技）、真空电子、飞乐音响、爱使股份、申华电工（后更名为申华实业，即今华晨集团）、飞乐股份、豫园商场（即今豫园商城）和凤凰化工（现股票简称为浙江凤凰）。它们后来被称之为“老八股”。

从现保存在上海证券交易所的交易记录看，“老八股”在上市之初，涨跌停板的幅度为5%。从表一可以看出，1990年12月19日开市第一天，有关涨跌幅的规定现在较难“考证”。但从1990年12月20日起，连续5个交易日上证综指的上扬幅度都略低于5%。估计这5个交易日的涨跌停板规定也就是5%。与之相印证的是：延中实业1990年12月20、21、24、25、26日的涨幅依次为



5.02%、4.98%、4.99%、4.99%和5.02%，已经撞上涨停板；其余“老八股”的上扬幅度也与之相仿。“老八股”是从柜台市场转入上海证券交易所交易的。柜台市场的交易价格，是由证券经纪商通过黑板，书写买入价和卖出价的。其价格的波动和产生，有些类似于国库券价格的变化。“老八股”进入上海证券交易所交易后，允许在5%的涨跌幅内进行交易，应该说，标志着股票交易的价格变化特征已经得到了体现。1990年12月27日起，有关涨跌停板幅度的规定显然出现了变化。这样，5%的涨跌停板制度也就实施了短短的几个交易日。

在实行5%涨跌停板制度的那段时间里，“老八股”

表一 1990 年上证综指走势

日 期	开盘指数	最高指数	最低指数	收盘指数	涨跌幅(%)
19901219	96.05	99.98	95.79	99.98	—
19901220	104.30	104.39	99.98	104.39	4.41
19901221	109.07	109.13	103.73	109.13	4.54
19901224	113.57	114.55	109.13	114.55	4.97
19901225	120.09	120.25	114.55	120.25	4.98
19901226	125.27	125.27	125.25	125.27	4.17
19901227	125.27	125.28	125.27	125.28	0.01
19901228	126.39	126.45	125.28	126.45	0.93
19901231	126.56	127.61	126.48	127.61	0.92



股价普遍上扬，并多以涨停价为收盘价。股票在证券交易所挂牌交易，其影响无疑要比在柜台市场交易大得多。供求关系的矛盾在实行5%涨跌幅限制的那段时间里，初步得到了体现。当时，证券交易所的推出，尚处于试点阶段。股价的持续上扬，无疑引起了管理层的关注。抑制股价的过快上扬的相应对策，则是缩小涨跌幅的限制。因此，不久，上海证券交易所即把涨跌停板的幅度改为1%。

（二）1%涨跌停板“梅开二度”，0.5%涨跌停板实施4个多月

从表一可以看出，1990年12月27日起，指数的升幅突然变小。这标志着上海证券交易所对涨跌停板的幅度规定也做了调整。与5%涨跌幅限制一样，第一次推出的1%涨跌停板制度，所实施的时间同样十分短暂。表二的延中实业股价表明，1991年1月7日起，其股价每个交易日只能上扬0.5%。其余“老八股”的股价走势也出现了相同情况。这表明，上海证券交易所已把涨跌停板幅度调减为0.5%。我们同样可以从上证综指的日涨幅中发现这种轨迹。1991年1月2、3、4、7、8、9、10、11日，上证综指的日升幅分别为0.96%、1.01%、1%、0.47%、0.47%、0.5%、0.47%、0.47%。



这样，第一次实施1%涨跌停板也就短短的6个交易日。0.5%涨跌停板制度一直实施到1991年4月26日。1991年4月29日，上证综指下挫0.7%，标志着1%涨跌停板又重新恢复。此后，上海证券交易所实施这一涨跌停板幅度一直到1992年。

表二 延中实业 1990 年末、1991 年初价格变化

日 期	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅(%)
19901228	238.90	238.90	238.90	238.90	1.01
19901231	241.30	241.30	241.30	241.30	1.00
19910102	243.70	243.70	243.70	243.70	0.99
19910103	246.10	246.10	246.10	246.10	0.98
19910104	248.60	248.60	248.60	248.60	1.02
19910107	249.80	249.80	249.80	249.80	0.48
19910108	251.00	251.00	251.00	251.00	0.48

在第一次实施1%涨跌停板后以及实施0.5%涨跌停板的初期，上证综指尚能惯性上冲。1991年1月中旬，上证综指曾上摸135.19点。但随即出现了较长时间的调整。最低的时候，曾跌至1991年5月份的104.96点，几乎接近基期日指数。从上海证券交易所1990年末、1991年初的频繁对涨跌幅度的规定进行调整，并以调减幅度为主的倾向看，主要是为了抑制股指的过快上扬。由于1991年1月中旬后，上证综指以下调为主，管理层在4月末又重新恢复了1%的涨跌停板制度。0.5%的涨



涨停板的规定，可能是世界股市中最小的涨跌幅规定之一。1991年5月，上证综指走出谷底。1991年7月，上证综指重新回到1月初的水平。1月中旬以来的走势，是市场对缩小涨跌停板幅度的第一次反映，即把缩小涨跌停板幅度视作“利空”。同样，随着恢复1%涨跌幅，市场不久就认为这是“利好”。此后，上证综指也以持续上扬为主。至1992年2月17日，上证综指已收于319.77点。

在实施1%和0.5%涨跌幅的那段时间里，沪市的成交量极小。有时，某股票甚至可以连续几天没有成交。造成这一局面的原因当然有多种。但有两点似乎不可忽视。其一是证券市场在当时仅属于试点性质，不少人仍采取观望的策略。其二是过小的涨跌幅限制，在抑制证券交易所成立之初上证综指上扬过快的势头的同时，同样也抑制了交投的活跃。而按当时的规定，伴之以涨跌幅限制的，还有3‰流量的条件约束。即：只有当流通股的换手率达到3‰的时候，才允许股价有1%或0.5%的涨跌。从3‰流量控制的规定看，如果股价在每个交易日有1%或0.5%的变化，那么，按1年250个交易日计，则必须有75%的换手率。

在这种相对严厉的交易制度下，股价要发生大的变化，是有一些难度的。当时的证券市场规模十分有限，可供选择的证券品种极少。持股者往往较为看好手中的



股票。如果某人期望手中的股票还能涨10%，那么，当股价仅上涨1%的时候，他是不会卖出该股票的。如果有这种想法的投资者众多，那么，就会造成买入者和卖出者都无法如愿以偿的尴尬局面。而在当时，恰恰是较多的持股者有惜售倾向。因此，“有行无市”成了当时股市中十分常见的字眼。为了打破这种尴尬局面，最早的股价操纵也伴随而生。其手法则十分简单：在开盘前挂入一笔买单，在收盘前卖出相应数量的股票。只要达到3‰流量的规定要求，该股就可以上涨1%。因此，股市中也出现过某股在大部分交易时间里并无成交，而临收盘前则有一笔大额成交的景观。从1991年下半年起，上证综指在多数交易日里，均以涨停板或接近涨停板报收。这当中，股价操纵所起的作用依然较大。多数投资者要买进股票仍不容易。

二、全面放开股价前的小步快走

1992年上半年有关规定的变化，比1991年上半年更为频繁。对市场影响较大的有关股价变化的规定，主要有这样几次：



（一）延中实业和飞乐股份股价的“揭盖”

“揭盖”两字是当时媒体对放开股价的比喻。1992年2月18日，延中实业和飞乐股份的交易价格不再受1%涨跌幅的限制。延中实业、飞乐股份1992年2月17日分别收于98.9元和1091.6元，其面值分别为10元和100元。放开股价的当日，延中实业和飞乐股份分别报收168.4元和1599.9元，各自上涨70.27%和46.56%。两股的成交量分别为5699手和826手，为1992年初以来的最大量。当日，上证综指也被带动上扬5.42%，为上海证券交易所成立以来该指数的最大单日涨幅。上证综指当日上扬幅度不太大，主要原因是，投资者弃尚未放开股价的个股，造成这些个股疲软。对于延中实业和飞乐股份的放开股价，当时的媒体有这样的评价：“束缚股民手足的股价涨（跌）停板和流量控制法终于被取消了”，上海股市显得“热火朝天”。就原先1%涨跌停板的规定看，确实不能反映当时的市场需求，人为控制的痕迹是较为明显的。现在看来，这种评价的具体提法或许值得进一步推敲，但也基本反映了当时投资者的心声。此外，真空B股在1992年2月21日上市。它的交易则完全放开价格。这也是上海市场第一只自上市当日起就直接放开股价的股票。