

本讲述国际股票市场运作奥秘的最新力作

HOW THE STOCK MARKETS WORK

1998年第三版

# 股市的奥秘

a guide to the international markets

国际股票市场指南

(英) 科林·查普曼 著  
*Colin Chapman*

上海证券交易发展研究中心 译  
胡汝银 校



● 悠久历史与最新发展

● 全球股市的运作机理

● 超级机构的叱咤风云

● 迅猛发展的网上交易

上海人民出版社

HOW THE STOCK MARKETS WORK

Copyright © 1998 by Colin Chapman

Chinese translation copyright © 1998 by

Shanghai People's Publishing House

Copyright licensed by

The Carol Smith Literary Agency

ALL RIGHTS RESERVED

版权所有, 不得翻印

---

## 译校者前言

自20世纪70年代布雷顿森林体系解体至今已有20多年。这20多年,既是包括股市在内的国际金融市场大发展的20年,也是国际金融市场大动荡的20年。

这20多年来,全球金融资产迅速增长,金融交易量激增,金融品种日益丰富多样,先后涌现出利率与货币互换、按揭证券、股指期货与期权、票据发行便利、货币及利率期权、远期利率协议等一系列新的金融产品,深化拓展了金融市场,推动了实质经济的成长。然而,水可载舟,亦可覆舟。金融投资领域的高流动性、高杠杆率、高波动性等高风险特点,如缺乏完善的风险控制机制和监管机制,则会带来灾难性的后果,小则导致单个金融机构的破产,大则加剧金融市场及整体经济的动荡。80年代末全球性股灾,90年代以来日本泡沫经济的破灭,近年来巴林银行的倒闭和东南亚金融危机的爆发,即是明证。

透过这20多年以来纷繁复杂的金融现象,我们可以从中梳理出以下几条主要发展路径或趋势:

## 一、金融市场交易电子化与网络化

由电子计算机、各种通信技术组成的电子技术革命给金融市场,尤其是证券市场带来了意义深远的变革。先进的通信与网络技术降低了金融交易的成本,拓展了交易的范围,证券交易越来越不需要场地、大厅等传统的硬件设施,投资者可通过越来越直接、开放的电子系统进行交易,证券交易所可借助远程终端直接发展跨国、跨地区的远程交易,或实现交易所的跨国界联网,使自己的交易网络覆盖全球,同时,互联网络使得24小时不间断交易成为现实。交易方式的变革促进了资金、信息的全球流动,同时也推动了各国市场与企业内部风险控制标准、监管机制和监管标准的趋同。

## 二、全球金融市场一体化

随着各国放松政府管制,推行自由化政策,随着跨国公司全球业务的发展,世界经济一体化的趋势更趋明显,资本流动代替传统的商品与服务流动,成为各国经济相互作用增强的主要推进器。金融市场本身的高流动性,通信技术的迅猛发展,层出不穷的金融工具和金融组织的创新,使得金融市场在一体化的程度与速度上远高于实质经济部门,并导致各国金融市场相互依赖程度加深,

联动性加强,市场竞争规律在更深层次和更广范围内发生作用,政府对资本流动的控制力则日益减弱。这种一体化趋势在股市中更为明显,交易方式的电子化与网络化加快了股市中资金、信息的全球流动,促进了交易方式、监管标准、企业内部风险控制标准的趋同,推进了证券交易市场的合并与联盟,先是美国纳斯达克证券市场与美国证券交易所合并,随即德国期货及期权交易所与瑞士交易所合并组成 Eurex,接着是伦敦交易所和德国法兰克福证券交易所结成战略联盟,组建各占 50% 股权的合资公司,共建交易平台,形成 300 种蓝筹股的泛欧股票市场,推进了欧洲证券市场的统一。可以预见的是,将来证券交易将越来越集中在几个主要的市场,或各国交易市场借助通信网连接成一个覆盖全球的交易网络。

### 三、直接融资比重上升

随着个人资产的增多,企业融资方式的转变,民营化在各国的发展,直接融资在一国经济中的地位日趋重要。传统上,英美企业融资主要靠发行股票与债券,德、日和北欧国家的企业融资则主要依靠银行贷款。随着金融市场的全球化,80 年代以来西方国家银行贷款利率高企,投资者对股市兴趣增加,德日等国家的企业融资方式也逐渐发生变化,更多地转向股票、债券市场融资,从而直接促进了股票市场快速发展,股市市值与 GDP 的比率逐

渐增大。与之相伴随的是家庭持有股票的绝对规模增大,机构投资者绝对和相对持股规模增加,这又与各国的民营化进程进一步相互推动。

#### 四、投资机构化

个人可支配收入不断增加,家庭金融资产规模越来越大,金融资产也越来越多样化,使得传统商业银行存款在家庭金融资产中的比重下降,商业银行业务在整个金融活动中所占比重下降,同时个人对保险公司、共同基金和养老金的服务需求上升,这些金融部门在整个金融行业中影响力不断增大。据统计,美国商业银行的总资产和存款 1997 年 6 月份分别为 4.60 万亿和 2.97 万亿美元,12 月份分别为 4.81 万亿和 3.11 万亿美元,1998 年 1 月份分别为 4.85 万亿和 3.11 万亿美元,而单是美国共同基金的净资产 1997 年 12 月份即为 4.43 万亿美元,1998 年 3 月份升至 4.99 万亿美元。传统商业银行间接融资作用的下降和直接融资作用的上升,由此可见一斑。在这一过程中,金融业内部相应地出现了三种变化趋势:一是投资机构化,养老金、共同基金和保险公司成为金融市场的中流砥柱;二是投资银行业、资产管理业和保险业蓬勃发展;三是金融行业的各种业务融合渗透,金融机构向“全能化”、“大型化”和“金融超市”发展,并顺应全球化趋势,在世界范围内配置资源,开展业务,

进行产业组织的重新整合。金融行业的重组构成 20 世纪 90 年代产业购并潮的一道亮丽的风景线。

## 五、放松管制与再管制

发达资本主义国家纷纷推行金融自由化政策,放松对金融市场的管制,内容包括:(1)进入壁垒的取消,包括消除行业经营范围限制,取消国外企业进入国内市场的壁垒,促进合业经营和金融市场国际化;(2)利率市场化和自由化;(3)金融中介收费自由化;(4)对外汇管制的放松;(5)让市场纪律在更大程度上发挥作用。

与放松管制并行不悖的是再管制(re-regulation),即政府制定更完善、更健全的法规,形成更完善的执法机制,以及建立独立运作的超级金融监管机构(如英国的金融服务局 FSA,日本的金融监督厅),对金融行业进行集中统一监管,同时加强对自律组织的规管,改进公司治理机制。除此之外,还设定一系列运作标准和运作规范,提高金融机构和金融市场的透明度,形成完善的法治秩序。

交易电子化与网络化、金融市场一体化、投资机构化、直接融资比重上升、放松管制与再管制,构成了国际金融市场运作的主旋律,并昭示着新兴金融市场的发展方向。本书作者是英国金融时报电视台总编,长期工作在金融新闻第一线,以丰富的经验,轻松的笔调,活泼的

语言,旁征博引,深入浅出地对上述重大趋势进行了分析、论述。相信本书的出版会有助于中国读者把握国际金融市场发展脉搏,并对中国金融市场尤其是股市的发展方向有一个更完整、更客观、更深入、更长远的认识。

本书由上海证券交易所发展研究中心组织翻译。参加翻译的人员为(按章节顺序):施东晖(第一、三、四、五章)、刘逊(第二章)、司徒大年(第六、十四、十六章)、王贤英(第七章)、廖志刚(第十一、十五章)、王伟(第八章)、谢联胜(第九、十二章)、张斌(第十、十三章及序言)。全书由胡汝银总校。

胡汝银

一九九八年八月



## 简介与鸣谢

本书从首次出版至今已有 12 年,其间历经多次修改、增删,加上本次再版共有 6 次。本书最早的出版是为了配合当时英国的金融大改革(Big Bang),这个改革计划曾经彻底改变了伦敦证券交易所的运作体系。现在我们再版本书,是为了见证第二次金融大改革(Big Bang II),尽管它并没有引起非常大的震动,但同样对股票交易方式产生了重大改变。

在这两次金融大改革之间发生过两次全球性的市场崩溃,发生无数次的金融丑闻和诈骗,以及进行一些试图建立保护普通投资者利益的监管体系的尝试。在英国,政府发生了一系列变化。工党势力控制了股票市场,戈登·布朗(Gordon Brown)热心于建立新的交易技术,很难让人相信这位前财政大臣曾经威胁过要把国家经济“挤得吱吱叫”<sup>①</sup>。

---

<sup>①</sup> Gordon Brown: 英国财政大臣。以严厉著称。他在经济政策方面的转变为世人所注目。他不增加收入税的政策很得民心并帮助工党在 1997 年 5 月的大选中获胜。——译注

在工党的托尼·布莱尔(Tony Blair<sup>①</sup>)当选的当天,股市的主要指数上涨,并创新高记录。

这个时期也是英国私有化进程完成的一段时期。在其他国家,政府放弃了对大企业的控制权,全世界成千上万的人成为公司股东。单单在英国,就有约 800 万到 900 万私人股东,即每个家庭有四分之一的人是某个公司的股东。这些股东所持有的股票在这段时期内均有了很大的增值,使得进行其他社会投资显得多余可笑。

伦敦证券交易所,这个世界上最古老的证券交易所,在这段时期却差点出了问题。在顺利度过金融大改革急风暴雨般的变革之后,伦敦证券交易所失去了它的发展方向 and 战略重点,曾经一度濒临倒退的边缘。但是近几年来,伦敦证券交易所重新恢复了信心,从寻寻觅觅的摸索之中又走了出来。伦敦保持了除纽约以外的世界最大金融中心的地位。科技发展使得股票买卖更为方便,投资方式的选择也从来没有像现在这样广泛。但是,正像我在本书第五版前言中所说的那样,更多的人感到离股票市场更远了。巨型机构仍然在左右着市场,它们离人们的普通生活非常遥远。对于普通家庭来说,股票并非日常生活的一部分,也不是人们经常谈论的话题。但股票应该成为日常生活的一部分,因为对于英国和其他国

---

<sup>①</sup> Tony Blair: 现任英国首相。1988 年成为影子内阁成员。1992 年当选为工党首脑。——译注

家成千上万的人来说，股票意味着我们孩子的未来。

本书里的大部分报告来自过去多年间我的观察和研究结果。我不断得到了我在金融时报社同事们的大力帮助。许多在证券公司的人，特别是在巴克莱德胜、美林、野村工作的朋友，给了我非常热情和有益的帮助。另外还得感谢伦敦证券交易所、纽约证券交易所和 NASDAQ 所提供的帮助。但是我最持久的支持者是苏珊·格莱斯。我在本书第一版完稿时就认识了她，而在第六版之后，她仍然在为本书作校对。

# 目 录

译校者前言	(1)
简介与鸣谢	(1)
1. 证券市场的全球化趋势	(1)
2. 历史	(5)
莫斯科福公司	(7)
证券交易所的市场行情表	(9)
南海泡沫	(10)
矿场、铁路、运河	(12)
政府债务	(14)
首家交易所	(15)
批发商席位	(19)
大爆炸	(21)
3. 股票市场是如何运作的	(34)
4. 华尔街	(50)
NASDAQ	(54)
5. 东京的狂风	(58)

6. 欧洲迷上股票	(69)
东欧	(77)
7. 股票购买者	(80)
查理·施瓦布	(86)
人寿保险公司	(90)
单位信托	(91)
投资信托	(94)
管理的基金	(96)
基金的基金	(98)
8. 高风险投资	(102)
期权	(104)
期货	(111)
新兴市场	(113)
9. 无纸化	(117)
欧洲清算	(124)
10. 筹资	(129)
公开发行	(131)
筹集更多的钱	(137)
另类投资市场	(143)
11. 出售传家宝	(148)
俄罗斯轮盘赌博游戏	(152)
民营化:工人的特权	(154)
非互助化	(156)
12. 收购之路	(159)

收购规则	(163)
展开收购	(165)
收购带来的增长	(170)
新的收购游戏	(175)
哪儿有垃圾债券,哪儿就有钱	(177)
毒丸	(179)
13. 钱贵神速	(185)
投资者关系经理	(191)
分析师	(193)
图表分析师	(197)
金融顾问	(198)
14. 监管	(201)
证券交易委员会	(208)
证券投资委员会	(212)
15. 普天寿, 斑斓小丑和万维网	(219)
万维网	(222)
“斑斓小丑”	(226)
网上交易	(228)
16. 一夜崩盘	(230)

## 1. 证券市场的全球化趋势

1997年10月13日,20多年来英国的第一个工党财政大臣——戈登·布朗走进位于伦敦城中心的伦敦证券交易所大厅,向人们宣布工党政府坚决支持这一世界资本中心采用新的交易系统。随后,他按动了按钮,一个完全电子化的股票交易系统开始启用。数秒钟后,布朗身后模仿交易屏幕设立的巨大显示器上充满了明快的红色。

颜色的变化并非表示伦敦城支持一个新的工党,这个党刚从教条主义中摆脱出来而接受了市场资本主义。这也意味着在财政大臣的早期谈话中,已暗示了工党政府并不准备让英国成为第一批加入欧洲货币联盟(EMU)的国家,许多机构投资者因而正在抛售英国股票。股价下跌使伦敦各经纪商交易室内的电脑屏幕被红色所笼罩,而价格上涨的股票则用蓝色表示。在10月13日这一天,交易商们普遍认为,如果英国不加入欧洲货币联盟,那么其国内利率将维持在高水平,从而抑制商

业活动的复苏。

在伦敦城东方几千英里之外的马来西亚首都吉隆坡，愤怒的人们正在焚烧乔治·索罗斯的画像。索罗斯认为马来西亚货币——林吉特被高估而曾经抛售过。他的行动促使马来西亚货币和股票市场发生崩溃，这使得马来西亚总理马哈蒂尔公开指责其为东南亚金融危机的元凶。

一周以后，几乎恰巧是1987年全球股灾10周年的日子，世界股票市场又处于一片混乱之中。在两个月以前刚举行隆重典礼庆祝回归中国的香港，恒生指数几乎下跌了20%。特别行政区长官像十年前的香港总督一样呼吁人们保持理智和镇静。

在约翰内斯堡，南非财政大臣和中央银行行长绞紧双手呆立着，因为约翰内斯堡股票交易所的股价指数在两个小时内经历了九年来的最大跌幅，股市的恐慌气氛还传染到了债券和货币市场。尽管曼德拉政府的英明经济政策使南非经济呈现低通胀、稳健增长的局面。

虽然新兴市场在1997年金融风暴中受到的打击比纽约、伦敦和东京等成熟市场来得大，但没有投资者能够从股价的突然下跌中幸免，敏锐的投资者也意识到，股价下跌仅仅是全球股票市场不断上扬的暂时回调，而不是长久地将经营良好的公司价值抹掉。

从这些事件中可以获得的一个重大教训是，随着我们迈向新的世纪，人类已生活在日益全球化的世界经济



中,没有一个政治家能够影响全球资金的流向,不管其多么强大或如何受到本国人民的拥戴。在今天的世界中,真正的驱动力来自于市场,这种力量能决定各国的命运。而市场又掌握在基金经理手中,因为我们将大量的储蓄委托给他们管理。如果他们不喜欢一国政府的政策,或者不满意公司管理层的表现,或者认为一国或公司并没有将投资者的最佳利益放在首位,他们可能在几秒钟之内将资金移往更有吸引力的地方。在全球化的条件下,资本将流向能提供最佳投资机会的任何一个国家。

当然,全球化和各国经济的一体化意味着同样的原则也适用于商品和服务领域。很多喜欢用酒佐餐的人享用着澳大利亚巴罗沙峡谷出产的恰德娜酒,或者享用和邻近的法国质量和价格相似的红葡萄酒。我们购买德国的汽车、法国的白兰地、意大利的皮鞋、美国的电脑。即使考虑了机票以后,在卡瓦汝拉马吉特度假,也要比在肯特郡的马吉特度假来得便宜。

商品和服务的全球化也影响了金融市场。与仅在一国范围内经营的公司相比,英国航空、通用电气、世界电讯、宝马汽车等全球化经营的公司,更不容易受到变化莫测的市场影响。

当然,全球化并不是一个新的现象。年纪稍大一点的读者可能会想起在本世纪初,欧洲各帝国就曾在全球大肆扩张。但这两种全球化是有差别的。在资本流动全球化建立起来的“新世界”中,人的流动伴随着资本的流