



分类号: \_\_\_\_\_

密 级: \_\_\_\_\_

UDC: \_\_\_\_\_

# 贵州财经学院

## 硕士学位论文

中国股市泡沫实证分析

周 军

专业名称: \_\_\_\_\_ 金 融 学

研究方向: \_\_\_\_\_ 金融投资

指导教师: \_\_\_\_\_ 毛 有 碧

年 级: \_\_\_\_\_ 2004 级

定稿时间: \_\_\_\_\_ 2007 年 5 月

# 贵州财经学院

## 硕士学位论文

中国股市泡沫实证分析

周军

专业名称: 金融学

研究方向: 金融投资

指导教师: 毛有碧

年 级: 2004 级

定稿时间: 2007.5

**Guizhou College of Finance & Economics**  
**Thesis for Master Degree**

**The Positive Analyses of the Stock Market**

**Bubbles in China**

**Zhou Jun**

**Major:** Finance

**Research Field:** Financial Investment

**Supervisor:** Prof. Mao Youbi

**Grade:** 2004

**Date:** May, 2007

**Guiyang . China**

# 贵州财经学院学位论文原创性 及知识产权声明

本人郑重声明：所提交的学位论文，是本人在导师的指导下，独立进行研究工作所取得的成果。除文中注明引用的内容外，本论文不含任何其他个人或集体已经发表或撰写过的作品成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均在文中以明确的方式标明。因本学位论文引起的法律结果完全由本人承担。

本学位论文成果归贵州财经学院所有。

特此声明

学位论文作者签名：

周军

2007年5月26日

## 摘 要

股市泡沫是当代金融学研究的前沿领域。本文将现代金融学的实证方法与实验方法有机结合,对股市泡沫理论的基本内容进行了分析和研究。通过改进剩余价值模型,对中国股市泡沫进行了度量;通过蒙特卡罗模拟,对中国股市泡沫的性质作了区分。在实证中,得出了有创新的研究成果,提出了防范股市泡沫的有价值的对策建议。

该论文共五章,各章内容安排如下:

第一章,绪论。重点是对国内外股市泡沫研究进行了综述,如泡沫的测定方法、测定公式等,进而分析股市泡沫研究前沿,确定本文研究内容、难点与方法。

第二章简要回顾历史上著名的股票市场泡沫事件,包括早期的法国密西西比泡沫和英国南海泡沫,近期的日本股市泡沫和美国网络股泡沫等。这些事件均反映出股市泡沫由金融投机所致,并使价格上涨严重偏离其内在价值并突然破灭的过程。

第三章首先对股票内在价值模型做了综述;然后改进了剩余收益模型,改进后的模型具有很强的解释力,它体现了公司股利分配策略和信息的有限性对公司股票内在价值的影响;最后用改进后的剩余价值模型测算了中国股市的内在价值和泡沫的规模。以沪市 A 股为例,2007 年四月股市存在泡沫,泡沫的规模很大,超过股市内在价值的 42.9%。

第四章采用 Monte-Carlo 模拟法,通过模拟得到股票价格对数的整体分布情况,在此基础上区分股市泡沫的性质。文章定量的把股市泡沫分为良性正泡沫、恶性正泡沫、死亡正泡沫、良性负泡沫、恶性负泡沫和死亡负泡沫六种不同性质的泡沫,同时通过对股票市场的历史实际价格变化状况的分析,发现在 1994 年到 2004 年这 11 年间共发生三次“大萧条”,而且均是由死亡泡沫破灭所引发,并发现死亡负泡沫同样能引发股市“大萧条”,这应是关于负泡沫对股市影响方面研究的新发现。

第五章从上市公司质量、投资者结构、股票市场功能定位和证券市场产品结构四方面对中国股票市场泡沫的成因进行了分析;同时对中国股市泡沫的防范提出了相关建议,主要包括建立科学合理的股市泡沫预控监督系统、明确股票市场的功能定位、提高上市公司质量、加快培育机构投资和完善证券品种结构。

总之,本文的研究成果为股市泡沫测量及性质区分提供了科学的定量分析方法,为投资者和政府股市泡沫问题的认识上进一步深入提供依据和参考。

**关键词: 股市泡沫; 股票内在价值; 性质区分**

## Abstract

Researching into the stock market bubbles is the forefront of present financial research. The thesis combines the positive method with experimental method to analyze the basic content of the stock market bubble theories. By improving the residual income model, it measures the stock market bubbles in China. And it also classifies the stock market bubbles by Monte-Carlo simulation. In authentic proof, a creative research result is achieved and valuable policy suggestions for preventing bubble economy are put forth.

The full thesis is divided into five chapters. The content arrangement is as follows:

The first chapter is introduction. It gives special emphasis to the general introduction to the study of domestic bubble economy, putting forth the testing method and formula of bubbles, and then analyzes the forward position of the research of bubble economy, determining the research contents, difficult points and research approaches of the thesis.

The second chapter of the thesis looks back on the most famous bubbles in the history, including France Mississippi bubbles, England south sea bubbles, Japan stock market bubbles and America net stock bubbles as well. All the cases reflect the stock bubbles are caused by the risky adventure. In the process, the stock price goes higher and is deviated the intrinsic value critically, and then the bubbles are suddenly burst.

In the third chapter, firstly, it surveys the model of the stock intrinsic value. Secondly, it modifies the residual income model. The improved model, reflecting that the company's strategy of dividend distribution and the limitation of the information influence on the intrinsic value of the company's stock, has a strong explanation. Thirdly, it measures the intrinsic value and bubble volume of China's stock market. For example, in April 2007, Shanghai's stock market has the bubble which is serious and is equal to 42.9% of the intrinsic value in stock market.

The fourth chapter classifies the stock market bubble based on the logarithm distribution of the stock price by Monte-Carlo simulation. It classifies the stock market bubbles in six categories. Firstly they are classified into positive bubbles and negative bubbles, and each category includes good, pernicious and died bubbles. By analyzing the changes of actual price in history of the stock market, there are three depressions that were all caused by died bubble from 1994 to 2004. Also, the died-negative bubble can bring stock market into depression and this is a new

discovery of negative bubble in stock market.

The fifth chapter analyses the cause of formation of the stock bubbles in China through qualities of the quoted company, the structures of investors, the fixed position of the stock market's function and the products' structure in the market. It also puts forth some suggestions for preventing bubble economy, including setting up a system which is scientific and reasonable to prevent and supervise the stock bubbles, clearing the fixed position of the stock market's function, raising qualities of the quoted company, accelerating to foster the institutional investors, and improving the products' structure in the securities market.

In conclusion, the creative research result of the thesis on the stock market bubbles is to measure and classify the stock market bubbles by quantitative analysis, which will make the investors and government acquire a better understanding of the stock bubble problem.

**Key Words:** Stock Bubbles; Stock Intrinsic Value; the Nature  
**Classification**

## 目 录

摘 要 .....	I
Abstract.....	II
1 绪 论 .....	1
1.1 研究背景与意义 .....	1
1.2 文献综述 .....	2
1.3 研究内容 .....	5
2 股市泡沫的历史回顾 .....	7
2.1 早期的股市泡沫事件 .....	7
2.2 二十世纪至本世纪初的股市泡沫事件 .....	8
2.2.1 1929 年纽约大股灾 .....	8
2.2.2 股市“黑色星期一” .....	8
2.2.3 日本股市泡沫的破灭 .....	9
2.2.4 本世纪初美国网络股泡沫 .....	9
3 股票内在价值与泡沫的度量 .....	11
3.1 股票内在价值模型评述 .....	11
3.1.1 股利贴现模型 .....	11
3.1.2 自由现金流模型 .....	11
3.1.3 剩余收益模型 .....	13
3.2 剩余价值模型的改进 .....	14
3.3 中国股市股票的平均内在价值及泡沫的测量 .....	16
3.3.1 数据说明 .....	16
3.3.2 中国股市股票的平均内在价值 .....	18
3.3.3 中国股市泡沫的度量 .....	18
3.4 本章小结 .....	19
4 中国股市的性质区分 .....	20
4.1 良性泡沫、恶性泡沫及死亡泡沫 .....	20
4.2 基于 Monte-Carlo 模拟方法的股市泡沫性质区分 .....	21
4.2.1 Monte Carlo 模拟方法的一般介绍 .....	21
4.2.2 中国股市泡沫的性质区分 .....	22
4.3 “大萧条”与“死亡泡沫” .....	26
4.4 本章小结 .....	27
5 中国股市泡沫的成因及政策建议 .....	29
5.1 中国股市泡沫形成的原因分析 .....	29



5.1.1 上市公司质量不高 .....	29
5.1.2 投资者构成不合理 .....	30
5.1.3 股票市场功能定位不明确 .....	31
5.1.4 证券市场产品结构单一 .....	31
5.2 防范股市泡沫的对策建议 .....	31
5.2.1 建立科学合理的股市泡沫预控监督系统 .....	31
5.2.2 明确股票市场的功能定位 .....	32
5.2.3 提高上市公司质量 .....	32
5.2.4 加快培育机构投资者 .....	32
5.2.5 完善证券品种结构 .....	33
参 考 文 献 .....	34
攻读硕士学位期间发表学术论文情况 .....	36
致    谢 .....	37
贵州财经学院学位论文版权使用授权书 .....	38

# 1 绪论

## 1.1 研究背景与意义

1929年美国纽约股市泡沫的破灭引发了世界性的经济危机；20世纪90年代初日本股市的崩溃是导致其经济长期衰退的重要原因；20世纪90年代末东南亚金融泡沫的挥发致使多个国家经济瘫痪，这些泡沫破灭事件充分体现了股市泡沫肆意膨胀、破灭对经济所带来的巨大灾难，同时也提醒我们，对于股市泡沫问题容不得半点放松。当然，这并不是说股市中容不得半点泡沫，相反适当的泡沫是可以的，也是必须的。适当的泡沫可以活跃市场，吸引更多的人进入股市。交投活跃的市场为企业提供了一个重要的融资渠道，为企业发展输送血液。比如美国的纳斯达克股票市场在促进美国新经济变革的产生与发展上发挥了巨大作用，尽管2000年美国网络泡沫破灭。可见，股市泡沫就像硬币，它既有促进经济发展的一面，也有危害经济发展的一面，关键在于弄清它的特征和规律，这样才能驾驭和控制它，为促进经济发展所用。

我国的股票市场经过十多年发展，已经初具规模并成为社会主义市场经济体系资本市场中的重要组成部分。作为一个新兴市场其高速的成长性和波动的不稳定性可能造成市场的巨大泡沫。虽然我国股票市场规模还不大，股市泡沫破灭并不会对经济发展造成较大影响，但是对于广大中小投资者来说无疑是一场灾难，影响社会的和谐发展。另外，随着股市的大幅扩容和资本市场的国际化，股票市场对经济的影响力会逐步加强。因此，如何防范股市泡沫风险、控制股市泡沫必将成为决策部门和科研工作者研究的焦点。

研究金融泡沫一直是当代经济学前沿课题，也是一个非常复杂而棘手的问题，许多问题尚无定论。金融泡沫研究尤其是股市泡沫研究吸引了很多学者为之花费大量精力与心血，但进展比较慢，还存在很多根本性的问题亟待进一步深入研究。我国这方面的研究起步比较晚，而且很多学者进入不久便退出该领域，显然，这不适应当前我国日益加快发展的股票市场。目前，研究股市泡沫出现、膨胀和破灭的成因，以及检验股市泡沫存在性等方面的成果比较多，也比较成熟。但是这些成果主要是定性的分析，只能给我们以方向性的把握。众所周知，在实践运用中，定量的分析才具有可操作性。因此，如何测量股市中的泡沫，如何界定泡沫的性质及对股市的影响，如何对泡沫进行预控等等，这些股市泡沫的定量研究问题需要我们尽快去解决，这就是本论文研究的任务。在此基础上，笔者将结合我国股市的实际，对股市进行实证分析，提出有效的股市泡沫防范对策。

上述分析表明，关于股市泡沫测量、性质区分与预控的实证研究，无论对于经济理论还是对于促进我国股市健康发展都具有重要意义。一方面，对于股市泡

沫测量、性质区分及预控的研究将进一步扩展和丰富当前的股市泡沫理论，填补当前对这一领域理论研究的一些空白，从而为股市泡沫理论研究的深入打下基础。另一方面，关于股市泡沫测量、性质区分及预控的研究可以为政府防范股市泡沫破灭提供操作性强的分析方法，同时也为投资者正确认识股市提供分析工具，减少损失。

## 1.2 文献综述

目前，国内外关于股市泡沫理论的研究主要集中在股市泡沫的存在性及测度两个问题上。

关于泡沫的存在性问题，国内外研究较早，成果也相对较多。这类研究的特点就是运用数理统计的方法，分析股票价格变化的特征，检验股市中的泡沫。Shiller (1981)<sup>[1]</sup>运用方差界检验 (variation test) 来判定股票价格是否反映了基本价值。Blanchard and Watson (1982)<sup>[2]</sup>以股票价格的理性预期模型为基础，用游程 (runs) 检验、肥尾 (fat tails) 检验和方差界检验的方法研究泡沫问题。West (1987)<sup>[3]</sup>讨论了传统泡沫检验中的不足，提出了 Euler 方程检验，该方法将无泡沫的零假设和无错误设定的零假设进行单独检验。Engle and Granger (1987)<sup>[4]</sup>的协整检验法，通过检验股票价格与股利之间是否存在协整性，来判断泡沫是否存在。Froot and Obstfeld (1991)<sup>[5]</sup>对美国股票市场的内在泡沫进行了直接检验，结果发现，与布兰查德理性泡沫相比，内在泡沫对美国股市的拟合程度更高，对美国股市变化的解释程度更高。George W. Evans (1991)<sup>[6]</sup>对迪基-弗勒的单位根检验法和迪拜和格劳斯曼的协整性检验法进行了重新研究，发现他们的泡沫研究方法存在问题，并将之命名为爆炸性泡沫检验的“陷阱”。McQueen and Thorley (1994)<sup>[7]</sup>创立了建立在持续期依赖 (duration dependence) 统计理论基础之上的泡沫检验，该法将观测到的正负超常收益转化为一组游程长度来检验持续期依赖。White (2000)<sup>[8]</sup>采用横截面数据回归出市盈率后与实际市盈率相比较，判断市场股价是否有偏差。周爱民 (1998)<sup>[9]</sup>用动态自回归法检验泡沫。潘国陵 (2000)<sup>[10]</sup>采用方差界等方法检验了股市泡沫的存在性。从以上文献综述看，根据实证统计检验方法的不同可以把这些成果分为两种：一是间接检验；二是直接检验。在股市泡沫的间接检验又包括五类检验方法。第一类，方差界检验法。该检验法绕开了股票内在价值与股票价格的直接比较，通过对事前、事后股票价格波动性大小的比较间接地推测股票中存在的泡沫。不足之处：1. 给定这种股利政策，价格遵从随机变动，那么，股利也将随机变动，检验中，应用样本方差所依赖的平稳性假定将不再得到满足。2. 方差界检验包含多个假设。假设包括三个主要部分。1) 风险中性的个人可以按不变实际利率借款进行套利；2) 个人有理性预期；3) 不存在理性泡沫。任何一个假设出

问题都会导致拒绝本来应该接受的零假设。实际上，第一个和第二部分假设基本上不符合现实。这样套利条件或理性预期条件不成立极有可能造成理性泡沫存在的结论，而不只是由于泡沫的存在。第二类，自相关检验法。自相关检验法基于股票价格序列来检验泡沫，既可检验瞬间泡沫也可以对长期泡沫进行检验。其基本原理是：在泡沫快速膨胀和破灭的地方，股票价格的自回归系数会出现异常波动。这种检验实际上是建立在“ $t-1$  期股票不存在泡沫”的假设之上的，使得没有检验出泡沫的地方，也不一定没有泡沫。对于长期泡沫的检验。股票指数的时间序列是非平稳的，如果这种非平稳性是由于股利的非平稳性而引起的，那么从长期来看，股票市场不存在泡沫。但是如果股市的泡沫与股票价值呈现相同的上升状态的话，那么股价和股利的时间序列呈现相同的平稳性特征，泡沫无法检验出。第三类，单位根检验法。如果股票价格的时间序列存在单位根，那么股票价格的时间序列就符合具有一阶单整性的随机游走运行模式，股票价格中就不存在泡沫。单位根检验法也存在缺陷。单位根检验法对中短期爆炸性泡沫存在性的检验也无能为力。第四类，协整检验法。如果股票价格与股利之间存在协整性说明股市中不存在爆炸性泡沫。与自相关检验法、单位根检验法一样，协整性检验法对瞬间泡沫、中短期爆炸性泡沫的检验也无能为力。第五类，状态转换检验法。在单位根检验法和协整检验法中如果运用长期数据进行检验，那么泡沫很难被检验出来。状态转换法弥补了这一不足，其对检验周期性爆炸型泡沫具有较强的功效，但是缺乏对股票价值因素的考虑。股市泡沫的直接检验，主要是运用反映股市泡沫过程的方程来直接检验泡沫解的显著性，一旦接受零假设，就可以确定存在特定形式理性泡沫的结论。由于泡沫解的复杂性，直接检验是较为困难的。

不难看出，这些研究几乎都是基于纯价格序列的统计检验，对经济系统的基本面考虑太少，因而检验的结果对股票资产泡沫没有一个清晰的判断，对股票价格的未来趋势提供不了重要的参考价值；同时，由于价格的偏离可能由风险、贴现率的变化等因素引起，所以即使在检验中拒绝了零假设也不能证明有泡沫存在。由于这种做法避开了股票价值基础确定，只采用股市泡沫的纯价格检验，导致这些研究方法及研究结果受到众多质疑，而且这些研究只是提供了判断泡沫有无的方法，并没有将其量化，操作性还不强。

关于股票泡沫的度量，研究者一般从确定股票的内在价值入手。总体而言，股票的估价有两类模型，一类是绝对价值模型；一类是相对价值模型。绝对价值模型确定的资产价值可以直接与股票市场价格相比较，直观地反映股价被高估还是被低估。股票的绝对价值模型是基于现金流贴现思想，股票内在价值等于预期未来现金流的现值。对于未来现金流的理解决目前并不统一，因而派生出几种主要的绝对价值模型。第一种是股利贴现模型。该模型认为未来现金流应该是股票未

来发放的股利，具体计算时把股利发放情况分为不变增长、可变增长和阶段增长三种方式。该模型比较简捷，可操作性强，但是不能用于不发放股利的公司，同时反映不出公司的发展前景。第二种是自由现金流模型。该模型把不影响公司资本投资时可以自由向债权人和股东提供的资金作为现金流，并以此来计算公司价值。相对于股利贴现模型更注重公司盈利情况等财务指标，分析的公司价值更接近真实值。其缺点就是没有考虑股权的成本，另外，不能计算现金流量是负值的公司价值。第三种是剩余价值模型。该模型所用的现金流是净利润减股权成本后的值，即剩余收益。具体计算时对剩余收益的预测有固定增长、可变增长和阶段增长几种形式。剩余价值模型既可用于公司不发股利的情況也可用于公司现金流量为负的情况，而且分析结果比前两种更为精确。另一类价值模型使用各种价格倍数的方法将某一公司与其他同类企业相比较，以确定股价是否合理。这些模型把股票价格同每股收益、每股净资产、每股销售收入等财务指标相比较，求出比值，用来估计同类公司股票的价值。这类模型都反映出相似的公司价格倍数也应相似的思想，被统称为相对价值模型。常见的相对价值模型主要有市盈率模型、市净率模型、销售倍数模型和现金流倍数模型等。这些模型的优点在于易于计算，并且能反映不同类公司的特殊特征。其缺点也比较突出，如模型考虑的因素比较单一、没有考虑上市公司成长性、适应范围窄等。在我们研究单个股票价值尤其是用于选择投资对象时，相对价值模型并不能作为独立的参考方法，通常要与绝对模型相结合，对股票进行多角度分析，才能找到比较合适的投资对象。如果我们是整个股市为研究对象，显然绝对价值模型更有用。因为相对价值模型反映的主要是某一类公司的价值估计，其参考对象是别的公司。而绝对价值模型反映的是事物本身的内在价值，其比较对象就是自身的市场价格。因此，相对价值模型主要适合分析个股，而绝对价值模型并无此限制，可以是个股也可是整个股票市场。

目前国内一些学者开始对股市泡沫大小度量的研究。潘国陵（2000）<sup>[10]</sup>用过去每股税后利润作为未来红利的基础，计算我国股票市场的内在价值，并以此与实际价格比较，测算股市泡沫。吴世农（2002）<sup>[11]</sup>在假设我国股市不派息的情况下，运用 CAMP 计算股票市场的内在价值，然后测算股市泡沫大小。葛新权（2005）<sup>[12]</sup>建立综合指数与宏观经济计量模型，用宏观经济变量模型估计出综合指数的内在值，再比较综合指数的实际值，便得到整个股市的泡沫大小。刘焯松（2005）<sup>[13]</sup>运用剩余价值的有限期限 F-0 模型测算了中国股市的内在价值，然后与实际价格作比较，测算出股市泡沫的大小。这些研究把研究重点放在确定股市内在价值上，从对股市泡沫定性的分析转变为定量的分析，为股市泡沫的测定、判断和调控奠定了基础。不过由于确定股票内在价值的难度很大，所以研究者在测算过程

中采用了不少变通方法近似估计股票内在价值,影响了测算的准确性,其研究结果常常受到质疑。相比泡沫的存在性研究和股市内在价值研究,股市泡沫性质区分方面的研究尚显不足,在作者接触的文献中,只有葛新权(2005)<sup>[12]</sup>在这方面进行了一定研究,他假定股价服从正态分布,根据综合指数与宏观经济模型得到的综合指数真实价值的估计值,并以该估计值为基准值,来构造置信区间确定临界值,按照发生概率的大小把股市泡沫分为:亚泡沫、股市泡沫、泡沫股市和泡沫破灭。其不足之处在于简单假定股价服从正态分布,较大地削弱了其泡沫测定与判断的准确性和有效性;另外,用宏观变量对股市作线性回归,预测股市的真实价值,存在较大的局限性:一方面我国股票市场比较年轻,规模比较小,股市还没发育成能反映宏观经济状况的晴雨表;另一方面影响股市基本价值的宏观因素很多,各类因素很难在一个回归模型中一一体现。

### 1.3 研究内容

本文的研究内容主要有以下几个方面:

一是国内外股市泡沫的文献综述。对已有研究成果进行归纳总结,从而发现对我们研究有参考价值的东西。

二是股市泡沫的历史回顾。通过对历史上几次比较著名的股市泡沫事件的追溯,以期从中发现引发股市泡沫发生的原因及其导致的严重后果,进而吸取经验教训。

三是股市泡沫的度量。包括对股票内在价值模型的评述,对剩余价值模型的改进及对中国股市泡沫的测量。

四是股市泡沫的性质区分。包括运用 Monte Carlo 模拟法对股票市场进行模拟,以及利用股市平均价格对数的分布情况区分股市泡沫的性质。

五是股市泡沫的成因及政策建议。

本文采用的主要研究方法:

一是数据的收集方法。中国股市每日平均价格相关数据主要从金融界网站收集,上市公司相关财务数据从 Wind 资讯获得,中国经济的宏观数据主要通过查阅统计年鉴采集。

二是股票内在价值的测量方法。股票内在价值模型是由对剩余收益模型的改造获得,使它体现了公司股利分配策略和信息的有限性对公司股票内在价值的影响。

三是股市泡沫的性质区分方法。采用 Monte Carlo 模拟法,通过模拟得到股票价格对数的整体分布情况,在此基础上区分股市泡沫的性质。

基于国内有关股市泡沫的理论研究量化分析比较少,本文把研究重点放在股市泡沫量化模型技术上,要突破的难点是:股市内在价值的度量模型;股市泡沫

性质的区分模型。这些也是本文的创新点。

## 2 股票泡沫的历史回顾

股票泡沫由来已久，历史上记载最早的与股票相关的泡沫事件是 18 世纪法国出现的“密西西比事件”和英国出现的“南海泡沫事件”。股票泡沫从它出现以后就没消失过，在最近的三百年间股票泡沫反复出现，有的泡沫引起局部的金融危机，有的却引发严重的经济危机。我们回顾历史上发生的重大股票泡沫事件，以期从中发现共性，找出事件的原因，进而获得些许启示。

### 2.1 早期的股市泡沫事件

1716 年，法国政府面临着日益枯竭的国库和巨额的内债，一名叫约翰·劳的人得到政府的信任，并推行他的金融改革计划。1716 年 5 月 5 日，法国政府特许约翰·劳在巴黎建立一家私人银行，并可发行纸币。政府承认该银行发行的纸币可以用来缴税，同时该纸币可以随意购买和兑换，然而国库券却由于政府的经常干预而变得充满风险。这就导致劳发行的纸币市场价格高于面值，而政府发行的国库券则低于面值，这种现象大大提升了劳的信誉。与此同时，劳成立了享有贸易特权的密西西比公司，并在巴黎公开发售公司股票。劳保证每份股票每年通过分红可获利 200%，高额的利润立即吸引了大量的投机者，接着劳取得了农田间接税的征收权，接管了法国直接税的征收事务，种种迹象都显示出公司的前景异常辉煌。这大大刺激了公众的投机欲望，公司的股票发行出现了前所未有的抢购风潮。从 1719 年 5 月开始，其股票价格连续上升 13 个月，从开始的每股 500 利弗尔（livers）涨到最高每股 31000 利弗尔，涨幅高达六十二倍。其实密西西比公司发行股票所筹集的资本，只是用来帮助政府偿还国债或认购政府债券，并不是开发路易斯安那的黄金。股票价格对其真实价值的严重背离，势必引发股价的高台跳水，从 1720 年 5 月开始，市场陷入恐慌性杀跌，到九月份股价就跌到了 2000 利弗尔，法国股市也从 1720 年 5 月开始崩溃，连续下跌 13 个月，市场缩水 99% 以上，几乎所有股票成为废纸。密西西比股票泡沫破灭，造成了法国长期的经济萧条，并激发了严重的社会矛盾，在之后的一个世纪中，法国人都谈之色变。

1720 年，英国的“南海泡沫”也愈演愈烈。和“密西西比”事件一样，官商之间的“交易”，是造成泡沫形成及破灭的重要原因。英国贵族创办的南海公司用发行股票获取的资金购买英国国债，减轻英国政府的国内债务压力。作为回报，该公司也获得了酒、醋、烟草等商品永久性退税优惠和南美贸易的垄断权。公众普遍认为南海公司的前途一片光明，使得该公司股票十分抢手，价格一路上涨。到 1720 年 3 月国会通过给予南海公司国债经营权的议案，给南海公司股票上涨再次打了一针强心剂。股票从每股三百英镑涨到最高 1000 英镑。这种股票



升值的示范作用，使得各界社会人士都疯狂参与，包括政府议员，商人，就连大科学家牛顿也被卷入投机热潮。然而，1720年8月31日南海公司的股票从每股775英镑开始大跌，到了10月1日跌至290英镑，一个月内跌幅为63%。到了12月份，南海公司的资产总值从1.64亿英镑跌到6100万英镑，“南海泡沫”破灭。那些高价购买南海公司股票的投资人遭受了巨大的损失，在此后的一百年里英国人谈股色变，对参与新兴股份公司难有兴趣，股票买卖几乎停止。

## 2.2 二十世纪至本世纪初的股市泡沫事件

### 2.2.1 1929年纽约大股灾

20世纪20年代整个资本主义工业都处于繁荣时期，人们的收入不断增长。股市作为反映经济的晴雨表，股票价格也随之攀升。人们普遍有着乐观的预期，认为经济的景气会永久的持续下去，同时股票的价值也会不断增长。股票价格的不断上涨刺激着人们的购买欲，越来越多的普通百姓跟着大投资商进入股市，股票交投异常活跃。1924年纽约道琼斯指数从88点开始上涨，到1929年9月达到最高319点。大经济学家费雪也乐观认为：股价已经上升达一个永远高耸的平原。巨大的股市泡沫需要同样巨大的新进资金才能得以维持，一旦资金开始萎缩，泡沫就会随之破灭。由于欧洲经济开始不景气，大量国际资金从美国撤离，诱发股市暴跌，人们在恐慌中抛售股票，虽然纽约各银行和券商迅速加入救市，但已于事无补。股票价格一挫再挫，到1933年2月，道琼斯指数只剩下50.16点，比1929年9月最高点指数缩水85%，高达5000亿美元被蒸发。此次股灾引发了美国经济的崩溃，国民生产总值急剧下降，失业率从1929年的3.3%上升到1933年的24.9%。由于美国在世界经济中的重要地位，其国内的经济危机进一步引起整个资本主义世界的大萧条。可以说这是有史以来影响最大、危害最严重的股市泡沫事件。但是它也促成了一个现代、科学和有效的金融体系的诞生，股市开始向透明、理性和公正化发展。

### 2.2.2 股市“黑色星期一”

20世纪80年代美国经济处于黄金发展期，从1982年到1987年6年中平均增长率为3.3%。人们对经济过于的乐观预期和股价节节攀升的引诱再一次把大量的投资者和投机者拉入股市，股价逐渐背离其内在价值，泡沫不断滋生。当股价被不断刷新的同时，支撑该股价的压力也在不断加大，股市变得脆弱。1987年10月14日，美国政府公布8月份商品贸易赤字为157亿美元，高出市场预期，股指迅速大跌，10月19日下跌最为严重，几乎所有的大企业股票均缩水30%，华尔街股市在狂泻的八天中使股票买卖双方损失财富达2万亿美元。受到美国股市的感染，包括日本、澳大利亚、香港和英国等世界其他主要股市也普遍暴跌。