

· 对金融狂热的理性思考 ·

MANIAS

PANICS AND
CRASHES



疯狂、 惊恐和崩溃

格(Charles P. Kindleberger) / 著
Robert Z. Aliber)

金融危机史 (第五版)

A History of Financial Crises

Fifth Edition

朱隽 叶翔 李伟杰 译

 中国金融出版社

疯狂、惊恐和崩溃

——金融危机史

(第五版)

MANIAS, PANICS AND CRASHES

A HISTORY OF FINANCIAL CRISES

(5th edition)



中国金融出版社

责任编辑：杨冠一

责任校对：刘明

责任印制：丁准宾

© This edition Charles P. Kindleberger and Robert Z. Aliber 2005

© Charles P. Kindleberger 1978, 1989, 1996, 2000

Forward © Robert M. Solow 2005

All rights reserved. No production, copy or transmission of this publication may be made without written permission.

First published in English by Palgrave Macmillan, a division of Macmillan Publishers Limited under the title Manias, Panics and Crashes, 5th edition by Charles P. Kindleberger and Robert Z. Aliber. This edition has been translated and published under licence from Palgrave Macmillan. The authors have asserted their right to be identified as the authors of this Work.

北京版权合同登记图字 01 - 2009 - 1549

《疯狂、惊恐和崩溃——金融危机史》（第五版）中文简体字版专有版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

图书在版编目 (CIP) 数据

疯狂、惊恐和崩溃——金融危机史 (Fengkuanɡ、Jingkong he Bengkui; Jinrong Weijishi) / (美) 查尔斯·P. 金德尔伯格, 罗伯特·Z. 阿利伯著; 朱隽, 叶翔, 李伟杰译. —5 版, —北京: 中国金融出版社, 2011. 4

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5816 - 7

I. ①疯… II. ①查…②罗…③朱…④叶…⑤李… III. ①金融危机—经济史—研究—世界 IV. ①F831.9②F831.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 019020 号

出版
发行 **中国金融出版社**

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 北京松源印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 160 毫米 × 230 毫米

印张 19.75

字数 290 千

版次 2011 年 4 月第 1 版

印次 2011 年 4 月第 1 次印刷

定价 48.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5816 - 7/F. 5376

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

审视历史，回忆你身边发生的事，凝神思考所有你读过、听过或记得的个人或公众生活中的巨大不幸，你会发现，其中绝大部分都是因当事人不知道自己何时才是幸运的，何时应该安安静静地坐下来，安于现状。

——亚当·斯密 (Adam Smith)

《道德情操论》(*The Theory of Moral Sentiments*)

有关惊恐与疯狂的著述如汗牛充栋，非我们的心智所能及。但有一点是可以肯定的，即在一些特定时期，总有许多愚蠢的人拥有愚蠢的钱……每隔一段时间，出于与当前目的不一致的原因，这些人的资本——我们称之为国家的盲目资本就会变得特别巨大而冲动。它在寻找某人吞食它时，就出现了“资金过剩”；当它找到吞食的人时，就出现了“投机”；而在它被吃掉后，就出现了“恐慌”。

——沃尔特·巴杰特 (Walter Bagehot)

《漫谈爱德华·吉本》(*Essays on Edward Gibbon*)

在这一点上，我记得一位共和国要员对我说过的一番话：“我深知我的国家，她能默默地容忍任何事情，但金融危机除外。”

——雷蒙特·菲利普 (Raymond Philippe)

(*Un Point d'histoire: Le drame financier de 1924—28*)

我能感觉到它的到来，不论有没有证券交易委员会，一轮新的灾难性投机正在降临，所有我们熟悉的情景将依次上演——先是蓝筹股的繁荣，接着是对二线热点的追捧，随后是场外交易的火暴，再后来是新股发行的又一个垃圾市场，最后是不可避免的崩盘。我无法知道它何时降临，但我能感到它的迫近。该死的是，我却束手无策。

——伯纳德 J. 拉斯克 (Bernard J. Lasker)

1970年纽约证券交易所主席

引自约翰·布鲁克斯1972年所著《沸腾的岁月》

(*The Go-Go Years*)

罗伯特·M. 索洛

为本书撰写的序

查尔斯·P. 金德尔伯格（以下简称金德尔伯格）教授是一位令人尊敬的同事。他思维缜密、反应敏捷，对现实问题有着积极的思考且个性鲜明，尤为重要的是，他的观点生动而鲜明。他的这些特质在《疯狂、惊恐和崩溃》一书中随处可见。

我认为，金德尔伯格教授撰写的初衷是写一本自然历史，就像当初达尔文（Darwin）写《小猎犬航行之旅》一样，金德尔伯格教授在收集、观察、区分其所感兴趣的社会标本。本书的研究对象——金融危机，远比啮齿类动物、鸟类、昆虫更有现实意义。本书观点鲜明生动，论述深入浅出，这正是金德尔伯格行文的特点。作为一位经济史学家（Economic Historian），他并没有墨守成规，而是在不断寻找新的兴趣点进行研究。

当然，金德尔伯格也是一位学术功底扎实、实践经验丰富的经济学家。在对金融危机的研究中，他很快发现了金融危机的模式、规律、起因和影响。尤为吸引他关注的是经济危机中的非理性因素。金德尔伯格对金融机构和金融行为的相互作用也有着浓厚的兴趣。投机疯狂、市场恐慌和崩溃的不期而遇及其最终的规模也有赖于当时的货币和资本市场机制。

起初，金德尔伯格并未意识到金融危机会变得如此顽固，难以根治。自本书第一版推出后的二十五年中，国家银行体系变动之剧烈、汇率水平波动之大、资产价格泡沫膨胀之程度，均远远超过历史其他时期。在随后推出的新版本中，也不断有新材料充实进来。我们一位德国朋友提出了所谓的“万有法则”（The Law of Deterioration of Everything），尽管金德尔伯格对此十分钟情，但历史绝不仅仅是人类的非理性行为不断叠加的结果。不断积累的财富、便捷

廉价的通信工具、国内国际金融体系的不断演进，同样也扮演了不可替代的角色。在本版中，罗伯特·阿利伯新增加了第十三章，对以上专题进行了专门研究。金德尔伯格所开创的从经济史角度对金融危机进行研究的方法，将会成为永不过时的话题，也为后来者的研究提供了很好的方向。

“新金融体制”的框架，国内、国际最后贷款人的作用，以及由谁来监管最后贷款人等都是金德尔伯格教授所思考的问题。使最后贷款人更好地履行变革（至少改变）现行金融体制的作用，本书所总结的历史经验将十分具有启发意义。

本书所总结的一个普遍性的、应用性最强的教训是：非理性（irrationality）可能会胜过精确的计算（sober calculation）。从本质上讲，金德尔伯格教授是一位怀疑论者，他反对教条主义，对看似天经地义的理论体系持怀疑态度，不论对方是自由市场经济主义者（free marketeer），还是江湖骗子（social engineer）。事实上，金德尔伯格教授一直认为，置基本事实于不顾，而盲目依附于刻板的信仰，正是非理性的一种更加危险的表现，如果当局这么做，会危险尤甚。如果金德尔伯格教授这种富于包容性的批判精神能够被更多权贵所接受，我们对经济也就高枕无忧了。我在思考，目前对所谓“华盛顿共识”（Washington consensus）的激烈争论到底孰是孰非？自由浮动汇率制的优劣何在？不受约束的资本市场是如何形成的，其未来又将走向何方？

每位读者在读完本书后都会惊叹于资本的数量之巨，如波涛汹涌的洪流在我们的星球上奔流不止，甚至可能导致溃坝、决堤，造成灾难性的后果。由于已经超越了本书的研究范围，本书并未提及另外一个重要问题：多种形式的自由资本流动，贸易产生的巨额收益，到底带来了怎样的社会收益？金德尔伯格教授的研究领域涵盖国际贸易、国际金融和经济发展，因此，他对风险和收益有着更具实际意义的观点。希望本书的不断更新、再版能够进一步开拓其对这一问题的思考。

阿利伯修订的第五版保持了金德尔伯格教授一贯的基本风格，但与金德尔伯格教授天马行空的研究思路不同，他的研究风格似乎

有些中规中矩。我们的生活中会涌现出更多的疯狂、惊恐和崩溃，希望读者能通过阅读本书对其有所防范。

罗伯特·M. 索洛 (Robert M. Solow)

目 录

第一章 金融危机：顽疾难医	1
投机狂热与信贷.....	8
政策启示	13
本书结构安排	16
第二章 危机典型剖析	24
历史学与经济学	24
模型	25
国际间传导机制	30
模型的有效性	33
模型的现实相关性	35
第三章 投机狂热	38
市场理性	38
个人理性和市场非理性	41
外部冲击	55
投机对象	61
投机本性的国别差异	63
第四章 火上浇油：信贷扩张	66
货币学派与银行学派	69
债务质量	74
汇票	77
短期拆借资金（Call Money）	80
金汇兑本位制（The Gold - Exchange Standard）	84
信贷不稳定性和大萧条	85

第五章 关键阶段	92
预期变化	92
警讯	93
财务困境	97
困境会持续多久?	101
危机的开始	107
崩溃与恐慌	113
第六章 经济繁荣与投机过热	117
郁金香投机狂热	119
股市与房地产市场	121
商品价格、资产价格与货币政策	126
第七章 危机的国际传播	128
谁应为危机负责?	128
传导机制	131
劣币危机 (The Kipper - und Wipperzeit)	132
南海泡沫和密西西比泡沫	133
1763 ~ 1819 年的危机	134
1825 ~ 1896 年的危机	137
1907 年的危机	144
1929 年危机的国际后果	145
亚洲金融危机的传播	147
第八章 资产价格泡沫的国际传播：从东京到曼谷到纽约	149
东京和大阪的资产价格泡沫	152
日本资产价格泡沫形成的时点	157
东京资产价格泡沫破裂的原因和时间	160
东亚经济奇迹和亚洲金融危机	163
理性繁荣和非理性繁荣	165
滚滚资金 (sloshing money) 和资产泡沫	170

第九章 欺诈、骗局和信贷周期	172
欺诈与狂热.....	195
泡沫与欺诈.....	197
贵族赌徒.....	200
腐败的媒体 (venal journalism)	201
可疑做法.....	203
20 世纪 20 年代与 90 年代	206
银行的诱惑.....	206
恶有恶报——在 20 世纪 20 年代和 90 年代	208
第十章 政策应对：任其发展，抑或另辟蹊径	211
任其发展.....	212
道义劝说 (Moral Suasion) 及其他措施	216
拖延和银行假日	217
关闭市场，暂停交易.....	218
清算所票据.....	220
银行合作.....	221
1828 年的阿尔萨斯危机	222
1857 年的汉堡危机	222
债务担保：巴林银行危机.....	224
存款保险.....	227
财政票据.....	229
银行监管.....	230
运气：一点补白.....	232
第十一章 国内最后贷款人	233
概念的起源.....	234
谁来担当最后贷款人.....	237
给谁，给什么？	244
何时，多少？	247

第十二章 国际最后贷款人	250
从历史角度看国际金融危机	255
伦敦与巴黎：国际金融中心	260
第一次世界大战后的最后贷款人	262
布雷顿森林体系与国际货币安排	268
条件（Conditionality）	275
墨西哥危机	275
东亚金融危机	276
美国与美元	278
第十三章 历史的教训及最为动荡的数十年	281
金融动荡的原因	286
货币冲击和信贷市场冲击事件的后果	291
国际最后贷款人能否带来改观？	295
附录	298

第一章

金融危机：顽疾难医

20 世纪 70 年代初至今，各种大宗商品（commodities）交易价格的波动、货币汇率波动、房价及股价等资产价格的波动超过了以往任何时期。金融危机出现的频率之高、影响程度之大，也超过了以往任何时期。20 世纪 80 年代中后期，日本的房地产和股票价格泡沫迅速膨胀。同一时期，芬兰、挪威、瑞典等北欧国家房地产价格涨幅甚至超过了日本。90 年代初期，泰国、马来西亚、印度尼西亚及其周边许多亚洲国家的房地产价格和股票价格飞涨，仅 1993 年，这些国家股价的涨幅均达到了 100%。90 年代中后期，美国股市也经历了一轮泡沫化增长，以信息技术和互联网技术为代表的新型产业公司的股价受到了狂热的追捧。

“泡沫”一词本身就寓意价格变动和现金流向是不可持续的，最终一定会破灭。日本资产价格泡沫的破灭使得大量银行及其他金融机构难逃破产厄运，日本经济增长也陷入长达十年以上的停滞。泰国资产价格泡沫的破灭很快蔓延至周边国家，使整个区域股价骤跌。2000 年美国股市泡沫的破灭是个例外，股价在连续下挫几年后又重新回归上升行情。

在这一阶段，汇率的波动也异常剧烈。20 世纪 70 年代初，主流市场观点认为，由于之前几年美国国内的通货膨胀率一直高于德国和日本，美元汇率会出现 10% ~ 12% 的贬值。1934 年，美国政府作出 35 美金兑换 1 盎司黄金的美元挂钩承诺，但在 1971 年却突然宣布放弃这一承诺。接下来的几年间，虽然美国财政部不再买卖黄金，美元黄金平价仍然出现两次小幅升值。为维持布雷顿森林体系（Bretton Woods），1972 年国际社会达成的史密森协定（Smithsonian Agreement）提出了以钉住汇率制（pegged exchange rates）代替之前的固定汇率制，但最终这一协定仍以失败告终。1973 年

初，浮动汇率制（floating exchange rates）开始大行其道。在20世纪70年代，美元兑德国马克和日元的汇率都贬值了50%以上。20世纪80年代初，墨西哥比索、巴西克鲁塞罗、阿根廷比索等许多发展中国家的货币都经历了汇率危机。1992年下半年，芬兰马克、瑞典克朗、英镑、意大利里拉和西班牙比塞塔等发达国家的货币也经历了大幅贬值，很多货币兑德国马克的汇率水平都贬值了30%以上。1994年末至1995年初，墨西哥进行了总统大选，在这一时期，墨西哥比索兑美元的汇率水平贬值了50%以上。在1997年夏季和秋季，亚洲金融危机使得包括泰铢、马来西亚林吉特、印尼卢比、韩元在内的多数亚洲国家货币大幅贬值。

各国之间的通货膨胀率差异会引起货币汇率的变化，但外汇市场上货币汇率的波动幅度往往远大于理论的波动幅度。20世纪70年代至今，某种货币汇率“超调”（overshooting）或“调整不到位”（undershooting）的影响程度之大、影响范围之广，超过了以往任何时期。

在这一阶段，国际市场上大宗商品交易价格的波动也十分剧烈。以黄金为例，20世纪70年代初，1盎司黄金的价格为40美元，而到了70年代末，1盎司黄金的价格飙升到1,000美元，80年代末，又回落到450美元，而到了90年代末，又下跌至283美元。石油价格的波动也很剧烈，70年代初，每桶石油的价格为2.50美元，70年代末飙升至40美元，到80年代中期又回落到了12美元，在伊拉克入侵科威特之后，油价在80年代末又涨回至每桶40美元。

在20世纪80年代和90年代，倒闭的银行数量也超过了以往任何时期。一些银行倒闭的影响仅限于一国范围内，如纽约富兰克林国民银行和前联邦德国科隆的赫斯塔特（Herstatt）银行，它们都是由于在70年代初期豪赌汇率变动造成巨额损失而不得不宣布破产的。里昂信贷银行曾是法国最大的国有银行，也曾因信贷投放过快导致的贷款损失浪费了法国纳税人300亿美元。在80年代的美国，共有3,000家储贷协会和储蓄机构破产，给美国纳税人带来了超过1,000亿美元的损失。90年代初，美国“垃圾债券”（junk bond）市场带来的损失也超过了1,000亿美元。

20世纪80年代和90年代，大多数银行破产带来的影响是系统性的，一国所有或大多数银行和金融机构都被卷入其中。当日本的房地产和股票价格泡沫破灭时，日本银行业遭受的损失额比其全行业总资本规模大几倍，所有银行都不得不接受政府的接管。同样，当80年代初墨西哥及其他发展中国家的货币大幅贬值时，墨西哥及被危机影响国家的大多数银行都因贷款损失和汇兑损失而破产。90年代初，芬兰、挪威、瑞典等北欧国家的房地产和股市泡沫破灭时，其国内的大部分银行也不得不面临破产的境地。这些国家的很多国有银行也遭受了巨额损失，但由于涉及很多公共领域的贷款而得以幸存。1994年末，随着墨西哥比索的大幅贬值，墨西哥国内的大多数银行也无法逃脱破产的命运。1997年中期以后，席卷亚洲的金融危机导致泰国、马来西亚、韩国等很多亚洲国家的银行破产，只有中国香港和新加坡的银行幸免于难。

资产价格泡沫的破灭和本币汇率在国际市场上的快速下跌是导致金融危机和银行倒闭的主要原因。有时由银行危机引发外汇危机，有时由外汇危机引发银行危机。银行危机带来的损失是巨大的，可以从以下三个指标进行分析——银行损失额占该国GDP的比例、银行损失额占该国政府支出总额的比例、银行损失额对经济增速的影响。在日本经济危机中，总部设在东京和大阪的商业银行遭受的损失最终由日本纳税人埋单，其损失总额占当时日本GDP的比例达到25%以上。阿根廷银行在危机中的损失总额占该国GDP的比例高达50%以上，远远超过美国的银行在20世纪30年代大萧条时的情形。

银行倒闭主要集中在三个时期——20世纪80年代初、90年代初和90年代中后期。银行倒闭、汇率巨幅波动和资产价格泡沫这三者之间是相互关联的，皆由经济环境的迅速变化所致。20世纪70年代，通货膨胀率持续高位运行，美国消费物价水平的上涨幅度之大、持续时间之久为和平时期所罕见。投资者普遍存在的通货膨胀预期促使他们不断寻找能够保值的投资工具。而很多人当时都秉持“黄金是最好的保值工具”的信条，这也带来了黄金价格的持续上涨，甚至比物价上涨幅度高几倍。到70年代末，很多投资者因

为黄金价格不断上涨而不断买入黄金，而黄金价格也在投资者不断的买入行为中持续上涨。来自得克萨斯州的亨特兄弟垄断了白银市场交易，最终，这种贵金属价格在 70 年代的涨幅远远超过黄金。

在 20 世纪 70 年代末期，人们一致认为美国和世界性的通货膨胀趋势将继续。有分析师预言金价将上涨至 2,500 美元/盎司的水平。石油行业分析师以及石油公司的大额贷款银行都认为，到 1990 年，石油价格将涨至 80~90 美元/桶的水平。当时还有一种说法，1 盎司黄金的价格大约相当于 20 桶石油。

在 20 世纪 70 年代，债券价格和股票价格的波动幅度超过了以往任何时期。在 70 年代，美元债券和美国股市的真实收益率都是负的。相反，在 90 年代，美元债券和美国股市的平均真实年收益率超过了 15%。

墨西哥、巴西、阿根廷及其他发展中国家的外债总额由 1972 年的 1,250 亿美元飙升到 1982 年的 8,000 亿美元的水平。总部设在纽约、芝加哥、洛杉矶、伦敦、东京的国际银行争相为这些发展中国家的政府和国有企业提供信贷支持，外资银行在这些国家的贷款余额连续十年保持 30% 以上的增长率。当时的信念认为政府永远不会破产，因而这些贷款是安全的。在当时，发展中国家的借款人由于可以不断获得新的贷款，并利用这些现金流偿还以前贷款的利息，因此，它们按时偿还贷款利息的记录很好。

1979 年秋，美联储推行紧缩的货币政策，美元债券的利率被迅速推高。通货膨胀预期转为通货紧缩预期，黄金价格于 1980 年 1 月见顶。一场严重的、世界性的经济萧条随之而至。

1982 年，墨西哥比索、巴西克鲁塞罗、阿根廷比索等许多发展中国家的货币急剧贬值，股价暴跌，受影响国家的大部分银行都因为巨额的贷款损失而破产。

日本经济的持续繁荣带来了 20 世纪 80 年代日本房地产价格和股价的大幅上涨，《日本第一：美国的教训》（*Japan as Number One: Lessons for America*）成为当时日本国内最畅销的书。总部设在东京和大阪的银行的存款总额、贷款总额及资产总额等指标的增长势头远远好过了它们在美国、德国及其他欧洲国家的同行。世界最

大的十家商业银行中有七八家被来自日本的银行所占据。而到了90年代初，日本的房地产泡沫和股票泡沫相继破灭。短短几年间，日本大量的银行和金融机构破产、倒闭，有的虽在苟延残喘，但仅仅是因为人们相信政府不会对银行倒闭袖手旁观，会保护储户的财产安全的预期才得以残存。这是一个关于狂热（mania）和崩溃（crash）的故事，故事中没有恐慌（panic），因为人们普遍相信，政府会为银行的信贷损失埋单。

同一时期，挪威、瑞典、芬兰三个北欧国家也重蹈了日本资产价格泡沫的覆辙。80年代中后期的金融自由化政策使得这些国家的房价和股价大幅上涨，但很快泡沫就破灭了，随之而来的是房地产价格和股票价格的大幅下跌以及大量银行的倒闭。

20世纪90年代初，在准备加入北美自由贸易协定时，墨西哥曾被看做经济增长的奇迹。墨西哥银行推行严格紧缩的货币政策，使通货膨胀率在四年间由140%回落至10%以下，在此期间，几百家国有企业实施了私有化改革，商业管制也突然放开。较高的政府债券真实回报率以及对投资未来盈利前景的看好，吸引了大量外国资本进入墨西哥。人们普遍认为，墨西哥会成为供应美国、加拿大市场的生产基地，墨西哥低工资、低成本的优势对汽车、洗衣机以及许多其他的制造行业很有吸引力。外国资本的不断涌入使得墨西哥本国货币比索不断升值，墨西哥贸易逆差占GDP的比例达到7%，外债总额占GDP的比例达到60%，只能依靠新投资的流入偿付以前贷款的利息。1994年，墨西哥举行了总统大选，政府也随之更迭，这一系列政治事件使得外资流入迅速减少。墨西哥政府无法挽救比索在外汇市场上的连续暴跌，在短短几个月的时间里，比索贬值超过50%。比索的贬值带来了大量的信贷损失，几年前刚刚被私有化的墨西哥银行也不得不宣告破产。

20世纪90年代中期，曼谷、吉隆坡和印尼的房地产价格和股票价格迅速上涨，被视为亚洲奇迹，一度被认为可以与之前被称为“亚洲经济四小龙”的中国台湾、韩国、中国香港和新加坡相媲美。低工资和低成本的优势吸引了大量来自日本、美国、欧洲的投资，就像墨西哥曾吸引了大量美国公司的投资而成为北美市场的生产基

地一样。来自欧洲和日本的银行在这些国家也投放了大量贷款。1996年秋季和冬季，泰国国内的商业银行发现由于其借款人无法按时足额偿还贷款本息，它们不得不承担大量的贷款损失。外国投资者大幅减少对泰国债券的购买。很快，泰国银行发现其无法稳定外汇市场的汇率水平，这一情形与30个月前墨西哥银行遭遇的情形几乎完全一样。泰铢汇价崩盘，大量资本逃离亚洲，使得其他亚洲国家的货币汇率也开始大幅下挫，幅度超过30%，只有港元和人民币保持了对美元汇率的稳定。印尼卢比的贬值幅度超过80%。如果按市值计价，亚洲的大多数银行（除了中国香港和新加坡的银行）在当时已经破产了。危机迅速由亚洲蔓延至俄罗斯，卢布开始大幅贬值，到1998年夏，俄罗斯的银行体系也面临崩溃的境地。投资者开始变得谨慎，他们抛出风险证券，买入相对安全的美元国债，这种避险行为使得风险证券和美元国债的收益率出现倒挂，这也直接导致了当时美国最大的对冲基金——长期资本管理公司的破产。

过去三十年各国发生的金融危机次数之多、数据资料之丰富远远超过以上述及的内容。我们无法对不同时期发生的危机进行比较，但有一条结论是确定无疑的，即在过去三十年间，金融危机发生的规模和程度超过以往任何时期。

20世纪90年代NASDAQ市场的泡沫

美国的证券交易有两条渠道：柜台市场（over-the-counter）和交易所市场。交易所市场主要由纽约证券交易所、美国证券交易所以及波士顿、芝加哥、洛杉矶等区域性交易所构成。一般而言，只有新设立公司的股票才会选择在柜台市场交易。大多数公司更愿意在纽约证券交易所挂牌交易，因为它们相信通过交易所交易会得到更大的交易空间和更高的交易价格，因此，即使承担一定的成本也心甘情愿。但90年代信息技术革命催生的以微软、思科、戴尔、英特尔等为代表的公司新贵却并不认同这种观点。它们并未选择在纽约证券交易所上市，因为它们认为柜台市场的电子化交易比纽约证交所的公开竞价交易更为先进便捷。