

孙骁骥 著

百年中国股史的
九个瞬间

股

Conceit
and
Crash

A History of
the Stock Market
in China

1872
—
1998

1910

1937

1973

1948

1987

1921

1997

1883

1872

惑

股市，到底带来了财富，还是带走了财富？

人民东方出版传媒
东方出版社


孙晓骥 著

股惑

百年中国股市的
九个瞬间

1872
—
1998



人民东方出版传媒
 东方出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股惑：百年中国股史的九个瞬间 1872—1998 / 孙骁骥 著. — 北京：东方出版社，
2020.5
ISBN 978-7-5207-1344-3

I. ①股… II. ①孙… III. ①股票市场—经济史—中国—1872—1998
IV. ①F832.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 290670 号

股惑：百年中国股史的九个瞬间 1872—1998

(GUHUO: BAINIAN ZHONGGUO GUSHI DE JIU GE SHUNJIAN 1872—1998)

作 者：孙骁骥

策 划：陈 卓

责任编辑：李 烨 于旻欣

责任审校：谷轶波

出 版：东方出版社

发 行：人民东方出版传媒有限公司

地 址：北京市朝阳区西坝河北里 51 号

邮 编：100028

印 刷：北京联兴盛业印刷股份有限公司

版 次：2020 年 5 月第 1 版

印 次：2020 年 5 月第 1 次印刷

开 本：880 毫米 × 1230 毫米 1/32

印 张：12

字 数：253 千字

书 号：ISBN 978-7-5207-1344-3

定 价：68.00 元

发行电话：(010) 85924663 85924644 85924641

版权所有，违者必究

如有印装质量问题，我社负责调换，请拨打电话：(010) 85924602 85924603

自序

在 2012 年出版了一部关于英国股市泡沫史的作品后，我便打算继续写作有关中国股票史的书稿，怎奈杂务缠身，这个想法并未立即付诸行动。孰料，此事搁置多年，以至我担心如再不动笔，恐怕要永远延期，成为创作上的遗憾。于是，在 2018 年夏秋之季，我强迫自己从繁忙的工作里抽出时间，设立严格的写作计划表，并专心整理资料、伏案写作，一鼓作气将书稿完成。

记得在香港求学之时，我曾埋首阅读中国近现代金融史的诸多历史档案与学术文章，对相关话题的兴趣由来已久。在学术界，有不少优秀的经济史学者对中国近现代的股票市场作过深入研究。然而，在大众阅读层面，关于这个话题似乎还缺少一本论述严谨，同时在阅读上兼具通俗性的金融史读物。这种缺失使我感到，以平民化的语言对 19—20 世纪中国股票史进行梳理并不是毫无意义的。

这些年来，我会不定期为“凤凰周刊”“腾讯·大家”“金融界”“雪球财经”等新闻媒体撰写数千字的专栏文章，以特定的历史事

件为由头，从晚清时代的轮船招商局为始，至1997年的亚洲金融风暴为终，记述百年来中国股票史的片段。这些流传在网络和手机移动端的文章可以被视为这部书稿在大众传播层面的某种“预演”。

然而，浅尝即止的媒体文章在内容上难免流于单薄，无法捕捉到更多的历史细节，也无法对股票市场的各种现象进行详细分析。中国百年股市中的各类人物与事件，以及由人物与事件编织而成的复杂关系网，需要更多的篇幅才足以完整呈现。

这种具有全景式、纵深感的文字呈现，在当下会投射出何种意义呢？我想，如果说1720年发生在英国、法国的巨型股市泡沫是人类金融史上“泡沫经济”的源头，那么在相距百余年后的19世纪末，发生在中国的股市风潮，则开启了此后一个世纪以来“中国式股市泡沫”的先河。它深刻地影响了其后中国的历史，尤其是金融史的发展。无论是晚清时期的股市泡沫、民国时代上海“孤岛”的股市泡沫，还是20世纪90年代以来在内地复苏的股票市场，我们都能从中窥探到根植于人类金融泡沫源头的某种历史基因。

马克·吐温说，历史不会重复，但会押韵。我视这句话为历史写作的一种标准。历史写作者的责任，就是要从那些散发着霉味的散乱的故纸堆中，梳理出历史这部伟大歌剧的“韵脚”。假如作者能够精准地找出这些“韵脚”和“音阶”，并用文字将这种韵律富有节奏地吟唱出来，那么，今天的读者自然也能真切地感受到这出多年前写就的歌剧所要传达的重要信息。

本书并非试图在历史与现实之间寻找某种对应关系。如今大众媒

体中流行的“借古喻今式”的写作其实并不高明，以历史上曾发生的某事而断言今天必将发生类似之事，在我看来，属于一种思维上的懒惰。单一的人物或事件本身什么也说明不了，能够在一定程度上说明问题的，乃是事件与事件之间隐秘的内在规律，以及这种规律所根植的社会文化土壤。

人类从古至今的金融史似乎都在诉说着相同的主题：无论时代如何变换，人性的贪婪与短视并未有多少不同。但仅用这几个简单的词语解释历史上发生的一切金融投机事件，似乎太过粗疏。近百年来的中国，处于新旧交替的历史变革期，传统的政治和商业规则受到了来自西方资本主义的猛烈冲击，中国的传统金融体系自然不能幸免于这种冲击。甚至可以说，受到现代资本主义影响最深远、改变最剧烈的领域之一，恰恰是中国的金融行业。

当传统与现代的龃龉磨合尚处于阵痛阶段，一种全新的商业组织形式——现代股份公司，以及一种全新的投资方式——股票，迫不及待地走进了国人的日常生活。股份公司和股票市场为清末以来中国的投资者带来了巨额财富。但是，随财富一同到来的，还包括非理性的投机心态。

投机横行的金融场所暴露的并非仅仅是看不见摸不着的所谓人性，它为我们展现出的更为重要的真相是：盲目乐观和非理性投机如何影响着这出真实的金融历史剧里每个角色的思考、选择与行为，从而众人合力缔造出巨大的金融泡沫，并亲手将其刺破。

近一个世纪中国股票市场发生的故事，将我们的视野引入历史深

处：所有国家的股票市场，似乎都不得不经历从不规范到规范、从疏漏百出到不断完善的历史进程。中国现代金融市场形成之初，制度与法规尚未完全建立，这使得缺乏必要监管的近代金融市场几乎可以为所欲为，俨然化身为一个吞噬财富的巨兽，处于财富食物链底端的普通投资者不幸成了它的“猎物”。

此种情景呼应了经济学大师熊彼特（Schumpeter）对资本主义制度提出的担忧：缺乏监管的资本主义将不可避免地伴随着会计欺诈、企业丑闻和监守自盗的行为，这让严重依赖“信托责任”的资本主义金融市场完全背离了资本主义的精髓，成为投机者和赌徒出没的理想场所，同时也成了让勤劳经营、稳步投资的人们血本无归的“财富熔炉”。

我们今天还有机会逃脱资本市场的“猎杀”吗？答案见仁见智。虽然“改进金融制度”的呼声时常在舆论空间响起，但说到底，呼吁终究是过于廉价的言辞，对于现实社会施加的作用极其有限。

制度与规则，说起来都是十分动听的名词，然而在现实中，要想建立一个良性的、公平的、保护大众投资者利益的游戏规则又是何其艰难。这个制度建设的过程必将受到习惯势力与既得利益的阻挠，绝非朝夕之功。在一个良性的金融市场成为现实之前，更值得做的事情是潜下心来研究与思考，从中国股票市场近百年来诸多历史细节中，尝试探寻金融泡沫的源流。这不仅意味着新知的开启，对于指导我们在现实中的投资策略，也不无裨益。

就在此书即将付梓之际，全球经济再次走入萧条。之前狂飙突进

的全球化浪潮，随着国际市场陷入暂时的低迷而退潮。投资者们纷纷开始反思：多年以来的全球化浪潮在让世界各地的经济更为紧密结合的同时，似乎也在无形中增大整体的风险。全球化的供应链布局让上市公司除了要面对本国经济的不确定性以外，还不得不需要面对国际环境的诸多风险。这种情况哪怕在二十年前也是不可想象的。

当然，这里所说的风险除了指自然环境等不可控的因素之外，更是指各种人为因素带来的系统性风险。假如上市公司、券商、评级机构都在一种扭曲的市场规则下同步运作，那么这种风险就会被成倍地放大。系统性风险归根到底是一种道德风险，而当这种集体的道德风险随着四通八达的金融网络突破国界、笼罩全球的时候，就意味着没有人能在下一次经济危机到来时独善其身。

过去的历史经验反复告诉我们，那种只管“经济利益”不管“制度建设”的全球化，最终并不能造福社会大众。事实上，我们每个人都对如下事实作了见证：依靠这种“不完整”的全球化推动的景气循环如今已经走到尾声，难以为继。全球股市出现的大幅回撤，本质上就是在为人们过去多年的短视和贪婪埋单。然而，从积极的一面来看，在经过彻底的反思之后，人类也将逐渐进入一个崭新的经济循环周期。能够安然度过这次经济周期的底部并从中有所领悟的人，才有资格参与到下一轮的市场博弈之中。

我的身份除了是一名财经研究者、通俗书籍写作者之外，也是一名投资者，与千千万万的普通投资者一样，常年在金融泡沫的起落之间辗转腾挪，为个人财富的保值增值操碎了心。其间的成败得失，如

人饮水，冷暖自知。立足于当下遍布陷阱与暗流的金融市场，回顾中国百余年来跌宕起伏的股史，今之览者，或将有感于斯文。

是为序。

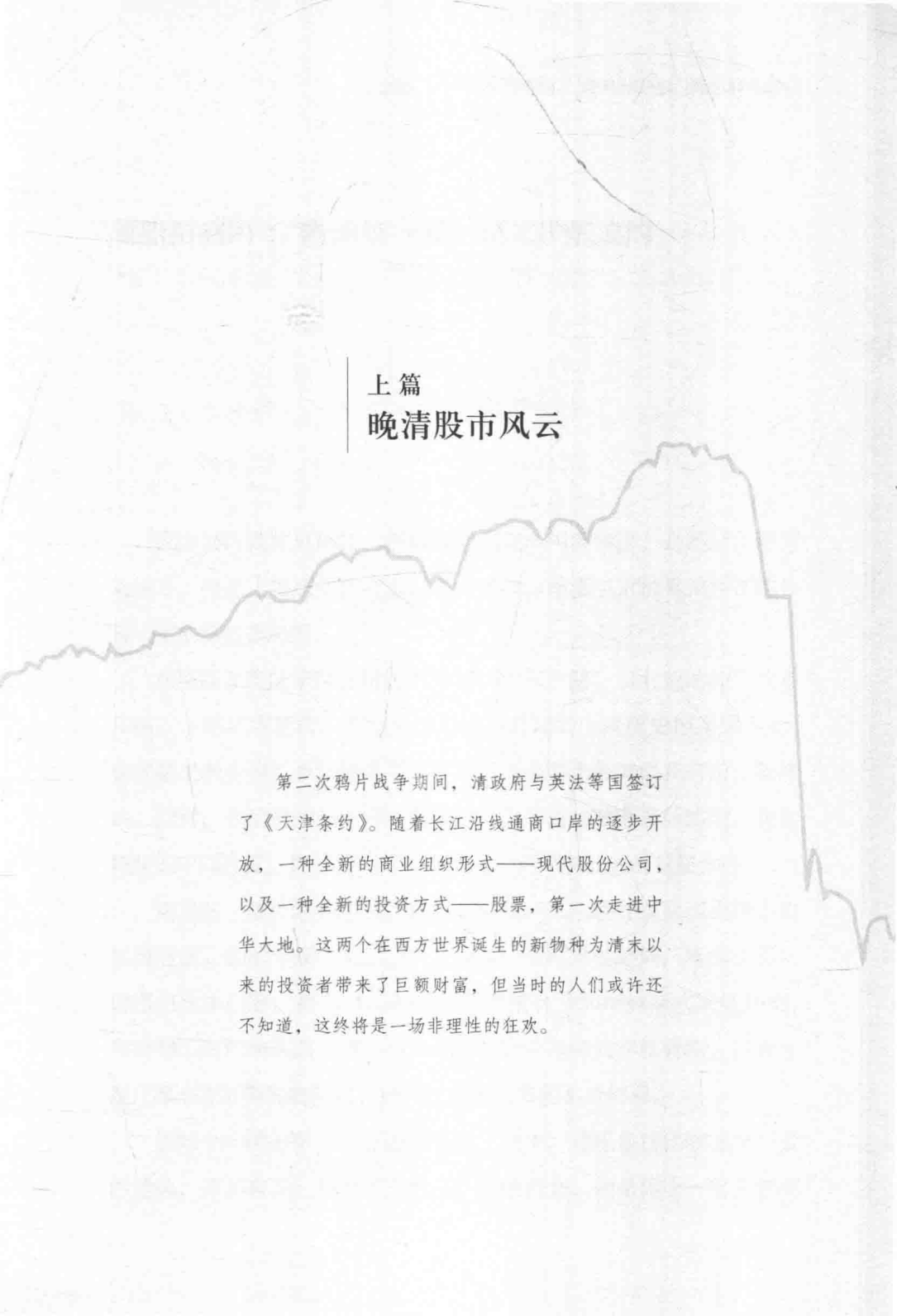
2020年3月29日

目录

自序	V
上篇 晚清股市风云	
轮船招商局：“晚清第一股”是怎样炼成的	003
1883年的启示：上海的房市、股市为何同时崩盘	043
橡胶股泡沫：清王朝的最后一场股灾	077
中篇 民国投机往事	
金陵投机梦：浮沉于投机市场的民国政要	119
民国十年：那场突如其来的金融风潮	148
孤岛繁荣：战乱年代的上海证券市场	163

下篇 现代股坛忧思录

香港 1973：股市迎来大时代	197
黑色星期一：黄金的八十年代戛然而止	231
亚洲金融风暴：一场承前启后的危机	287
结语：走向世界的中国股市	353
附录	363



上篇 晚清股市风云

第二次鸦片战争期间，清政府与英法等国签订了《天津条约》。随着长江沿线通商口岸的逐步开放，一种全新的商业组织形式——现代股份公司，以及一种全新的投资方式——股票，第一次走进中华大地。这两个在西方世界诞生的新物种为清末以来的投资者带来了巨额财富，但当时的人们或许还不知道，这终将是一场非理性的狂欢。

轮船招商局：“晚清第一股”是怎样炼成的

我因进行商业史研究，曾暂居上海查阅档案资料。必然经常拜访的地方，便是上海历史档案馆。往来多次，渐渐也对档案馆所在的外滩一带地形熟悉起来。

在隔江对望陆家嘴金融区的外滩中山东一路，自北段的和平饭店开始，一路往南前行，直到外滩轮渡口对面的上海历史档案馆为止，这段路上的沿途风景与建筑群落，我认为是整个外滩最具有历史韵味的。同时，这也是我在上海逗留的时日里行走次数最多的路段。在这段路的中间位置，即外滩9号，矗立着一座不甚起眼的三层洋房。

楼房的一楼外墙由青色大块砖石砌成，二三楼外立面则由细小的红砖所造。楼的外观仿文艺复兴式建筑，有明显的腰线。楼房各层均使用拱形木门窗，第二、三层原设计有塔什干和柯林斯式双柱外廊，充满着旧时代建筑的风韵。而转到这栋别具风味的洋楼背面，则会发现几家小型商铺和咖啡馆，颇具上海滩独有的小资情调。

在如今外滩的整个“万国建筑群”当中，这栋显得比较低调朴素的建筑，却具有不一般的历史意义。它的前身，便是距今一百多年前

成立的轮船招商局的总部所在地，而这个著名的近代企业，则与中国近代股票市场的发端和中国近代史上第一次股市危机，有着密不可分的联系。

当我们把时钟的指针拨回到 19 世纪下半叶，上海外滩的景色会彻底改写。今天矗立在浦东的那些高耸入云的摩天大楼尚不存在。百余年前，那片地区不过是一片尚未得到充分开发的土地，甚至在当时的人眼里还算不上真正的上海。

而在浦西这一侧，晚清时代的人们已经开始见到繁华的城市景象。外滩沿岸已经停靠着大小不一、样式各异的商船，街道上的商旅往来更是络绎不绝，“海舶辐辏，商贩积聚”的情形不是什么新鲜事。外滩的商贸繁荣，也带来了街道景观的新变化。19 世纪 60 年代开始，过去外滩的老旧建筑大多已被仿古的文艺复兴式、哥特式建筑所替代，以低层的券廊式砖木混合结构建筑为主。在这些早期的西式建筑之中，轮船招商局的这栋洋楼颇具代表性。

不过，我花了不少笔墨描述的这幢楼房，最开始并不属于轮船招商局，而是为 19 世纪远东最著名的美资企业旗昌洋行（Russell & Co.）所拥有。1846 年，旗昌洋行将总部迁往上海外滩 9 号，在此经历了这家公司的鼎盛时期，并且在 1862 年创办了一度统治长江航运业的旗昌轮船公司。

但在短短十几年之后的 1877 年，旗昌洋行便将旗昌轮船公司连同外滩 9 号的办公大楼，一起卖给了轮船招商局，足见当时航运业竞争之剧烈。1901 年，招商局重建外滩一侧的大楼，因此，我们今天得见

的这栋洋楼，实际上已是历经改造变迁后的样貌，要想了解其最初的风韵，则需要凭借早已褪色的黑白相片，并且发挥一点想象力了。

外资竞逐中国航运业

既然说到旗昌轮船公司，就不得不提及时代的大背景。

第二次鸦片战争期间，清政府与英法等国签订《天津条约》，进一步开放中国长江沿线的通商口岸，汉口、九江、南京、镇江等地对外商开放，并规定“长江一带，英商船只俱可通商”。条约的签署，令外国的商人们看到了长江沿岸航运业蕴藏的巨大商机。于是，在1861年2月，在华的英国商人率先组成了一个十艘舰船的考察团，从上海出发，溯江而上，沿途考察新开辟的港口城市。

然而，彼时踌躇满志的英国商人没有想到，此后迅速发展壮大的长江航运公司，并不是英资企业，而是由美商旗昌洋行创办的旗昌轮船公司。

旗昌洋行原是依靠贩卖鸦片起家的美资商行，清政府被迫与外国人开埠通商以后，旗昌洋行经营的业务从鸦片走私逐渐扩大到进出口贸易，并且开始搞官商勾结的那一套做法。当时的外国驻华领事几乎无一例外都是旗昌洋行的股东。得到政治扶持，同时又拥有雄厚的资本实力的旗昌洋行开启了“买买买”的模式，收购了数量不菲的码头、货柜等资产。不过，旗昌洋行依然缺乏一种最重要的工具，把整

条物流行业链串联在一起。这个工具，就是大型货运轮船。

旗昌洋行的资深经理金能亨（Edward Cunningham）敏锐地观察到这个问题，并从中嗅出了商机。当时想要通过长江航道进入中国经商的人很多，但是许多中小资本的贸易商都没有大型轮船，只有英商怡和洋行等机构有能力提供大型的航运和仓储设备。对于外资的中小贸易商来说，与实力雄厚的大机构合作成了唯一的选择，但与其合作也难免受到他人的限制。

与其受英商洋行的各种限制，还不如自立门户、参与市场竞争。抱着这样的想法，自主成立一家股份公司的计划便开始在金能亨的脑中酝酿，很快他就开始着手公司的创建。股份公司的组织形式有效地解决了公司创建初期的筹资问题。毕竟，蒸汽船公司用来购置轮船和各种设备的费用庞大，如果不集聚众人的财力，根本就不可能成功为公司筹资。

况且，旗昌洋行为船运公司准备的资金原本就不足，最初购买的三艘大型桨轮蒸汽船需要花费 48 万美元，此数额已经超过了公司自有的总资金。显然，旗昌洋行不可能靠着自有资金购买大型蒸汽船。

于是，金能亨决定利用自己广泛的人脉，把商业计划推广给他所认识的中国商人和外国商人，吸引他们入股。他对外宣传说，长江沿线的航运事业大为有利可图，如果集众人之财力创办一家轮船公司，则可以绕开英国的洋行，自立门户，其潜在的利益不言而喻。

金能亨起草的倡议书写道：“本公司建立至为稳健的原则，就是要维护中等资力商行的利益……如能集为一体，就是企业界的一股力量，