

# 台湾稳定股市政策对大陆股市的启示

## —兼论全球金融危机对两岸股市的影响

朱 磊\*

台湾稳定股市政策对大陆股市的启示—兼论全球金融危机对两岸股市的影响	现代台湾研究	2009年第1期总第81期第49页	独立完成
-----------------------------------	--------	-------------------	------

内容提要：本文对台湾稳定股市政策进行了评点，进而分析了全球金融危机对两岸股市的影响，以及台湾经验教训对大陆股市的启示。

关键词：台湾 股市政策 全球金融危机

台湾当局历来重视稳定股市，各种政策工具在台湾的实施效果值得大陆参考。尤其 2008 年以来的全球金融危机对两岸股市均产生明显影响，如何确保股市持续稳定健康发展是两岸面对的共同课题。

### 一、台湾稳定股市措施的有效性

自 1962 年台湾证券交易所成立以来，台湾股票市场出现过三次大起大落。第一次大幅波动产生于 20 世纪 80 年代末，股价指数 5 年暴涨 17 倍，而后在 8 个月内狂跌 80%，是台湾股票发展史上迄今最大的波动。台湾股市的第二次大幅波动产生于 1997 年前后，股价指数半年上涨 140%，而后在接下来的 3 个月内下跌 25%。台湾股市的第三次大幅波动产生于 2000 年前后，股价指数 1 年上涨 86%，而后在接下来的 10 个月内大跌 55%，并进入长达 7 年的低迷期。在这三次股市大幅波动期间及前后，台湾当局出台各项稳定股市措施，其效果值得研究和借鉴。由于台湾多达 1/3 的民众是股票投资人，台股波动不但影响经济运行，还涉及选票投向、台湾执政党的地位以及社会稳定，因此台湾当局历来高度重视股市波动，

---

\* 作者为中国社会科学院台湾研究所经济室副主任，副研究员。

基本采取了积极干预的态度。针对股票投资人的信心过度膨胀或过度不足，台湾当局大体遵循“逆势而为”的股市干预政策，以稳定投资人信心为首要目标，调控股指波动的方向和速度。以下对台湾当局 20 年来稳定股市工具的有效性进行述评：

（一）货币政策。通过提高存款准备金率、再贴现率和担保品放款融通利率，对抑制股市泡沫作用明显，但相反操作效果相对较弱。1989 年 3 月到 8 月，台“中央银行”连续将再贴现率由 4.5% 提高到 7.75%，同时提高存款准备金率，使货币供给增长率大幅下降，1989 年的  $M_{1b}$  的年增率由连续几年的 20% 以上骤降至 6.05%，1990 年第一季甚至再降至 -8.72%，直接促成股市泡沫破裂。

（二）财政政策。通过调节证券交易税和金融保险证券业营业税，对拉抬和抑制股市的作用均十分有效。例如 1985 年台湾当局停征证券交易所得税，股市成交量迅速放大；台湾当局意识到股市出现泡沫后，于 1988 年 9 月份宣布恢复征收证券交易所得税，顿时股价大挫，到 1989 年 1 月下跌了 55%；此后台湾当局怕财政政策对股市冲击过大，向股民进行“澄清”，转而促使股价大幅回升，6 月突破万点。

（三）行政政策。通过官方表态、调整涨跌幅或暂停交易等行政措施稳定投资人信心。1998 年台湾当局为避免股市不断下挫，在涨幅上限维持原有的 7% 的情况下，将跌幅上限由 7% 降为 3.5%，后在 1999 年 9 月 27 日到 10 月 8 日、及 2000 年 3 月 20 日至 3 月 25 日期间也曾经实行，短期内对抑制投资人恐慌情绪，限制抛压，稳定股市有一定作用。

（四）信用手段。信用手段主要是调节融资比例、融券保证金比例、资券担保品维持率，但实施效果并不显著<sup>1</sup>。1998 年 6 月 4 日将资券担保品维持率降为 120%，8 月 25 日将融券保证金成数由 7 成调高到 9 成，9 月 3 日将融资成数由 5 成调高为 6 成，然而台股跌势却一直未能有效遏制。

（五）政府基金。为有效稳定投资人信心，台湾当局特别设立“国家安定基金”（简称“国安基金”）及随时可用于护盘的“四大政府基金”，前者规模高达 5000 亿元新台币，后者最高投入额度为 3000 亿元新台币<sup>2</sup>。从台湾当局运用这些政府基金护盘的操作效果看，短期内虽有亏损，但长期内基金额度却都在增长，且在稳定投资人信心方面的作用较为明显。

（六）“库藏股”制度。台湾当局重视利用上市公司自身的力量稳定股市。2000年8月7日台湾开始实施“库藏股”制度，允许上市企业从股市购回自己公司股票，但数量比例不得超过该公司已发行股份总数的10%<sup>3</sup>。库藏股制度实施一年内，上柜上市公司申报买回本公司股份的多达672件，显示上市公司对该制度的实施热情很高。2007年末，台股2个月内下跌2000余点，有107家上市柜公司实施库藏股，占台全体上市柜公司的9%，对台股止跌回稳有一定效果。

（七）股市结构。台湾当局认为，虽然外资进出加剧台股波动，但外资投资人的理性程度相对较高，建立有外资参与的开放的市场结构对台股长期稳定更为重要；同时，降低散户比重，增加机构投资人比重，有利于形成稳定成熟的投资气氛。为此，台湾当局不断推进股票市场结构改革，1990年底开始允许合格境外机构投资者（QFII）赴台投资，比重逐渐放开，形成左右台股走势的“三大法人”，即外资、投资信托与证券自营商。2003年台湾当局取消QFII许可制度，改采“一次登记，永久有效”制度，完全开放外资机构投资人进入台股，使外资在台股市场中的比重大幅提升。截至2008年6月，外资的市场比重已升至26.2%，高于岛内法人的14.9%，而岛内自然人（散户）已大幅降至58.9%，对股市稳定有相当大的积极作用。

## 二、金融危机背景下的两岸股市形势

美国次贷危机引发的金融海啸规模大、范围广、程度深、影响久，是1929年以来最大的全球金融危机和经济危机。其原因既有美国高消费、零储蓄、高负债的经济增长模式本身具有不可持续性<sup>4</sup>，也有美国金融主管当局过度宽松的货币不当政策<sup>5</sup>，以及世界金融体系存在的问题<sup>6</sup>。当美国金融危机演变成全球经济危机后，冲击到欧、日等西方国家与众多新兴市场，两岸股市与经济也受到不同程度的影响。相对而言，全球金融危机对大陆股市影响较轻，一个重要原因是在全球金融危机肆虐前，大陆股市已经在“大小非”<sup>7</sup>的压力下持续下跌了11个月，近于“超跌”。

本世纪以来，台湾股市经历了民进党执政8年漫长的低迷期，直到临近2008年“大选”前才重新冲到接近万点的高度，旋即开始走跌。虽在马英九就职前一度回升，但此后跌幅迅速扩大，台股指数从5月20日的9295点急跌至10月20

日的 4931 点，5 个月跌幅高达 47%；上市柜总市值由 26 万亿元新台币掉到 12 万亿元新台币，缩水 14 万亿元新台币，减少 54%。大陆股市在全球金融危机面前也表现不佳。本世纪大陆股市经历了长达 5 年的低迷期后，于 2005 年开始出现井喷式上涨，股指在翻了 7 倍后却一泻千里，沪指从 2007 年 10 月 16 日的历史新高 6124 点一路跌至 2008 年 10 月 17 日的 1930 点，一年跌幅 68%；10 月 7 日大陆沪、深两市总市值为 14 万亿元，较上年同期的 26 万亿元减少了 46%。

全球金融危机对台股冲击甚于大陆。第一，9 月 15 日拥有 158 年历史的美国第 4 大投资银行雷曼兄弟公司破产，拉开全球金融危机序幕，台股在两个营业日内股指下跌 554 点，跌幅 9%；总市值跌掉 1.6 万亿元新台币，相当于台股中市值最大的上市公司台积电；此事件对大陆股市的影响，仅是沪指下跌 2.9%，深指下跌 2.8%，跌幅均远小于台股。第二，9 月以后，台股受全球金融危机影响持续下跌，从 9 月 15 日的 6052 点一直跌到 11 月 20 日的 4090 点，跌幅 32%；同期大陆沪市由 1987 点震荡至 1984 点，几乎没有变动，看不出全球金融危机对沪市有显著影响，期间虽有波动，下探幅度不超过 20%，甚至在美国政府推出 7000 亿美元的救市计划后，9 月 25 日沪市还能以 2298 的阶段高点做收。第三，比较两岸股指此轮下跌的形态，台湾股市是“快熊”，大陆股市则属“慢熊”<sup>8</sup>。台湾股市自 2008 年 5 月 20 日之后即持续下跌，但 9 月全球金融危机之后跌势急促，犹如跳水；大陆股市则早在 2007 年 10 月 16 日的最高点就开始逐渐下挫，跌势平稳，即使在全球金融危机之后，股指也未出现比前期跌速更快的波动。

全球金融危机爆发以来，台湾当局先后推出的稳定股市措施包括：调降利率、暂时全面禁止上市股票借券卖出以及放空交易、限制股市跌幅、协调股市稳定基金进场运作等<sup>9</sup>。大陆在此期间稳定股市的措施包括：完善上市公司分红政策、支持央企回购、汇金增持三只银行股、单边征收印花税、下调存款准备金率、下调基准利率、取消利息税、启动融资融券试点、出台扩大内需计划等<sup>10</sup>。从实施效果看，台股股指总体下跌的趋势并未改变；大陆股指往往对各项政策出台迅速做出反应，但每次反弹力度有限，很快又会跌回到措施推出前的水平。两岸密集的救市措施未能使股市止跌回升，是因为没有从根本上解决投资人的信心问题<sup>11</sup>。

虽然两岸股市的症结都在于投资人对股市的信心不足<sup>12</sup>，但影响两岸股市投

资人信心的因素并不相同。如前所述，本文认为如何解决大小非问题是左右大陆股市投资人信心的关键，因此需要针对股市制度面加大干预力度，才能从根本上扭转股市走势。主管部门也注意到这一问题，并试图解决。10月19日，中国证监会正式发布了《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》，符合条件的上市公司股东即日起可以用无限售条件的股票质押进行融资，以缓解“大小非”股东资金困境，减少其抛售股票的动力。但可交换公司债券的发行，只是给大非减持增加了一个减持的渠道选择而已，而并无强制性；不仅如此，发行可交换公司债券只是缓解了“大小非”股东的资金压力，而并没有减轻大小非减持带给股市的资金压力。发行可交换公司债券所融入的资金本身就来自股票市场，即使发行可交换公司债券可以推延大非减持的进程，也丝毫没有减缓股市的资金压力。

与大陆情况不同，台湾股市投资人的信心主要在于宏观经济走势的改善。台湾经济均高度依赖进出口，2007年外贸依存度高达132%，且产业结构单一，高度依赖IT、IC、LCD等电子类产业，对国际经济景气有很强的敏感性。此次金融危机对全球进口市场冲击很大，台湾经济很可能重现2001年全球高科技网络泡沫破灭后的经济衰退。台湾经济的景气循环，扩张期平均为40个月、收缩期有16个月。从2007年9月起，台湾经济景气好转，进入第12次景气循环上行周期，但自2008年4月起台湾经济就进入远离高峰的下行区间，据台湾中央大学台湾经济发展研究中心预测，至少到2009年7月才会是此次衰退的谷底<sup>13</sup>。因此，台湾当局不仅要有目前已出台的股市制度层面的稳定措施，更要加大提振经济景气，才能从根本上恢复投资人信心。

### 三、台湾经验教训对大陆股市的启示

股市稳定与否直接涉及到企业融资和国民经济运行的好坏，以及各项制度改革成果能否持续。股市崩盘会使建立现代金融结构的改革搁浅，整体上极大降低金融体系运作的效率。因此，大陆股市面临如何尽快企稳回升的问题。

大陆股市经过两年快速上行的行情之后，2007年开始出现大幅下跌，沪指自2007年10月16日的6124点的历史高点一路跌至2008年10月17日的1930点，一年暴跌68%，二战后的股市波动记录中只有香港、台湾和英国出现过这样大的跌幅<sup>14</sup>。学界对此次股市暴跌的原因展开了激烈讨论，大致有“金融危机论”、

“经济滞胀论”、“货币紧缩论”和“大小非解禁论”几种观点，并提出“市场说”、“救市说”、“治市说”及“救经济说”等对策方案。“市场说”主张避免政府干预，即使股市发生“泡沫”或“超跌”也应由市场自行调节，但该主张忽略了中国大陆股市的发展背景是处于转型期的发展中经济，某些波动是人为的制度改革的不完善造成的，事实上解铃仍需“系铃人”；“救经济说”主张政府通过改善经济基本面刺激股市止跌回稳，但该主张低估了股市供求失衡对投资人信心的杀伤力；“救市说”与“治市说”本质上并无不同，都是主张政府干预股市，只是前者更注重短期效果，后者着眼于长期治理，本文则主张“救治并举”，双管齐下，共同解决投资人信心缺失问题。

由于大陆股市当前迫切需要通过解决大小非问题恢复股市投资人信心，台湾稳定股市措施的方式和工具可以提供以下启示：

（一）以货币政策鼓励产业资本长期持有大小非。降低存款准备金率、再贴现率和担保品放款融通利率，不仅可以直接对资本市场产生影响，还会在更深层次上支持企业融资，改善经营状况，提高获利能力，促使产业资本看好经济发展前景，降低其急于抛出大小非的意愿。由于大小非的市值规模已经超过流通股的市值，产业资本对股市的定价权甚至超过金融资本，货币政策是鼓励产业资本稳定持有大小非的重要工具之一。

（二）以财政政策鼓励大小非延缓减持。运用税收手段，对大小非征收有差别的资本利得税。在原有契约的基础上制定新的契约，对大小非实行累退税率，对锁定时间越长的非征收税率越低的资本利得税，鼓励大小非长期持有，用税收手段延长大小非的减持速度。

（三）以行政政策对大小非减持价格锁定。运用行政手段限制大小非的减持。大陆股市 1500 多家上市公司中有 860 多家是国有控股上市公司，直属国资委；700 多家民营上市公司多受证券业协会管理。如果由国资委和证券业协会等官方和民间机构出面，要求上市公司大股东将大小非减持自我锁定在一定价位上，公开宣布不到这个价位不会减持大小非，将可达成双赢结局。否则，在股市暴跌的形势下上市公司大股东因恐慌而纷纷低价抛售大小非，对各方都是多输局面。

（四）以信用政策鼓励管理层制约大小非减持。考虑和研究期权激励计划，对上市公司管理层发行股票期权，大股东如果抛售大小非，管理层手中的期权就

变成废纸，管理层为避免这种损失，会竭力提高公司盈利能力，使公司股价上涨，大股东才不急于抛售大小非。此外，大陆融资融券业务试点工作已经正式启动，这可以改变大陆股市长期的单边市格局，有利于完善证券交易制度和规避过度投机的风险，是重要的金融创新手段。但融资融券不能从根本上代替股指期货的作用，因此有必要进一步推出股指期货，对冲市场系统风险，提高市场定价效率。

（五）以政府基金削弱大小非减持造成的冲击。设立政府基金利弊都很明显，但对于一个需要振兴投资人信心的发展中的新兴市场，没有比设立政府基金更直接有效的手段。借鉴台当局设立股市稳定基金的做法，合理运用外汇储备、社保基金、保险资金、企业年金等政府及民间资金，公开成立政府平准基金，可以起到投资人信心“稳定器”的作用。操作上该基金无须一步到位，宣示之后可分阶段、分层次筹集资金；基金规模设计上可以适当大一些，即使“备而不用”也对投资人信心有巨大激励作用，减弱大小非解禁期的冲击。运用政府基金时需谨慎选择时机与策略，并应事后资讯公开，提高基金使用透明度，获取各界支持。

（六）以股票回购鼓励企业稳定股市。公司回购自身股票后可以保有或转让，也可以注销，这两种方式在台湾都属于库藏股，但大陆目前只允许用于注销的回购，这在一定程度上限制了上市公司的维稳功能。大陆不少上市公司存在股价高估、资金吃紧、缺乏发展信心和责任意识等问题，实施库藏股的效果可能不及台湾，但该制度对鼓舞投资人信心的激励效果不容低估。建议丰富和完善上市公司回购制度，允许部分不立即注销的回购股票留于特定帐户，同时加强信息披露与交易限制等防弊措施，提升投资者对公司的信心，稳定公司股价，维护投资者利益，保证改革顺利推进。对于库藏股制度可能引发公司炒作与内幕交易等弊端，台湾当局的办法是制定针对性的防弊措施，主要是买回库藏股须依大股东申报转让持股办法，先向证监会申请，事后核备，以防止利益输送；如果公司明显进行短线炒作，证监会将不再批准其申请。

（七）巩固以机构投资者为主的股市结构，稳定机构投资者信心。由于机构投资者多由专业人士组成，长线投资比重较大，有利于股市稳定，因此有必要继续发展机构投资者的股市比重。台湾股市经过几十年努力才将股市结构中的机构投资者比重升至30%（2007年本地法人与侨外法人的比重分别为13%和17.6%），个人投资者持股比重降至约70%（本地自然人与外国自然人的比重分别为67.3%

和 2.1%)，而大陆 A 股流通市场上机构投资者比重已经高达 48%，个人投资者的持股份额在 2007 年底约为 52%。大陆机构投资者中<sup>15</sup>，证券投资基金是的主体，保险公司、社保基金、企业年金等其他类型机构投资者参与不足，私募基金近年来有长足发展，但其在运作模式、内部控制、资金托管等方面有待完善。此外，增强大陆股市投资人信心，关键是要提振机构投资人信心。在巨量低成本大小非面前，机构投资者很难从股市暴跌的惨重损失中恢复应有的信心，因此，主管机构只有从制度与技术层面同时着手，展现解决大小非问题的决心与途径，才能让机构投资者成为维护股市稳定的中坚力量。

---

#### 注释：

<sup>1</sup> 台湾当局运用信用手段稳定股市的频繁程度与信用交易繁荣程度密切相关。台湾证券市场早在 1974 年即开办融资业务，1981 年开始办理融券业务，但较长时期内并不活跃，直到 1990 年台湾融资融券交易仅占证券市场总交易量的 15%。此后发展迅猛，1993 年起融资融券交易每年均占总成交量的 40% 以上，1998 年 8 月甚至高达 66%。后随台股陷入长期较低迷状态比重不断下降，。2008 年上半年台湾证券集中市场信用交易占市场总交易值的 21%。

<sup>2</sup> “国安基金”成立于 2000 年“大选”前，用于稳定金融市场，不受“预算法”规范，但须在会计年度结束后办理决算及公告，基金来源主要是向金融机构及各大基金的借款。“四大政府基金”分别是劳保基金、劳退基金、退抚基金与邮政储蓄基金四种公益性基金，资产总规模约 3 万亿元新台币，主管机关分别是“劳委会”、“中央信托局”和“交通部”。

<sup>3</sup> 回购条件是：1、用于转让股份给本公司员工；2、用于股权转换；3、用于维护公司信用及股东权益，并办理注销。前两项须在 3 年内转让，后一项须在 6 个月内办理变更登记。

<sup>4</sup> 周其仁，利用经济困难加大体制改革力度，《中国财经报》，2008 年 11 月 17 日。

<sup>5</sup> 林毅夫，抄底华尔街中国没有优势，《中国评论》，2008 年 10 月 9 日。

<sup>6</sup> 吴敬琏，世界金融呼啸的由来和应付，北京国际金融论坛第五届全球年会，2008 年 11 月 17 日。

<sup>7</sup> “大小非”指股权分置改革后，法人股在限售期届满后可以上市流通的股份。“大非”和“小非”分别指占总股本 5% 上和以下的限制流通股，限售期分为 12 个月、24 个月和 36 个月。

<sup>8</sup> 熊市和牛市的说法最早源自美国西部的牛熊互斗，因熊在进攻时熊爪自上而下，故股市下滑时称为“熊市”，而牛在进攻时牛角自下而上，故股市上升时称为“牛市”。中国股市的发展过程中，有人提出“快牛”、“慢牛”的说法，本文用“快熊”、“慢熊”描述急剧下跌和缓慢下挫的熊市。

<sup>9</sup> 台湾当局稳定股市的措施包括：9 月 25 日台湾“中央银行”宣布降息半码，将再贴现率由目前的 3.625% 调降至 3.5%，担保放款融通利率及短期融通利率则分别调降至 3.875% 及 5.75%，这是台湾当局近 4 年来连续 16 度升息后的第一次降息。10 月 1 日台湾“金管会”宣布，从 10 月 1 日起到 10 月 14 日止，暂时全面禁止上市股票借券卖出，以及放空交易。同日台湾当局表示，在两岸经贸、金融市场方面已松绑 44 项法规，今年底前预计再松绑 97 项法规，希望开放经贸交流，促进经济发展。10 月 12 日台湾“金管会”又宣布了 3 项稳定股市措施：一是从 10 月 13 日至 17 日止，台北股市跌幅限制由现行的 7% 缩小为 3.5%，涨幅限制维持 7%；二是全面禁止借券及融券放空措施，由 2008 年 10 月 14 日延至 2008 年 12 月 31 日；三是协调股市稳定基金进场运作。10 月 15 日“国家金融安定基金管理委员会”做出决议，自 10 月 18 日起至 11 月 17 日止，视需要继续运用该基金进场，以稳定股市。

<sup>10</sup> 大陆稳定股市的措施包括：9 月 15 日中国人民银行宣布下调除工、农、中、建、交和邮政储蓄银行之外的存款类金融机构存款准备金率 1 个百分点。9 月 19 日起，财政部、国家税务总局调整证券交易印花税征收方式，将现行的对双方当事人征收证券交易印花税，调整为单边征税，即对买卖、继承、赠与所书立的 A 股、B 股股权转让书据的出让方按 1% 的税率征收证券交易印花税，对受让方不再征税。此前在 4 月 24 日已将证券易印花税税率由 3% 调整为 1%。9 月 23 日，中国最大的金融投资公司——中央汇金投资有限责任公司在二级市场分别增持工、中、建三银行各 200 万股。10 月 5 日证监会宣布，将于近期启动证券公司融资融券业务试点工作，融资融券业务将按照试点先行、逐步推开的原则进行，根据证券公司的净资本规模、合规状况、风险控制指标和试点方案的准备情况择优批准首批试点公司，之后根据试点情况，逐步



---

扩大范围。10月8日国务院决定对储蓄存款利息所得暂免征收个人所得税。同日，中国人民银行宣布下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，另从10月9日起下调1年期人民币存贷款基准利率各0.27个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。10月9日，证监会正式发布《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》，提高了上市公司申请再融资时的现金分红标准。同日，正式发布《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》，不再对回购期间的现金分红作出强制限制，同时增加了加强实时监测防范内幕交易的内容。

<sup>11</sup> 股票价格波动的直接原因有三种：一是可交易股票供给量，二是股市资金供给量，三是股市投资人信心。

<sup>12</sup> 台湾金融官员、专家、学者如陈树、赖士葆、刘忆如等人认为投资人信心不足是当前台湾股市的最大问题，见台湾《中时晚报》2008年10月20日、“中国网”2008年10月13日、台湾《中国时报》2008年10月9日。大陆知名专家学者及各界评论也多认为投资人信心问题是大陆股市的症结，参见“中国证券网”2008年4月1日、《中国经济时报》2008年4月30日、《瞭望东方周刊》2008年9月17日等评论文章。

<sup>13</sup> 台湾《工商时报》2008年10月18日。

<sup>14</sup> Anne.Vila,2000,Asset Price Crises and Banking Crises:Some Empirical Evidence, Bank of England。

<sup>15</sup> 大陆机构投资者目前主要包括证券投资基金、一般法人、QFII、保险公司、券商自营及券商集合理财、社保基金、信托公司、财务公司等。据2008年发布的《中国资本市场发展报告》，证券投资基金比重为25.68%，一般机构投资者为16.63%，保险公司为2.52%，QFII为1.65%，证券公司为1.4%，企业年金仅为0.01%。