

台湾资产价格泡沫的成因、影响及相关政策评析

台湾资产价格泡沫的成因 影响及相关政策评析	亚太经济	2007年第6 期总第143 期第94页
--------------------------	------	----------------------------

内容摘要：

本文对台湾资产价格泡沫的成因、影响及相关政策进行评析，并提出三点经验教训。

关键词：台湾 资产价格 泡沫

朱 磊*

资产价格，广义上指公众持有的股票、债券、房地产、外汇等资产的价格，狭义上通常指股票和房地产价格，本文主要探讨股票价格波动。资产价格泡沫，指资产的市场价格持续偏离基本价值。资产的市场价格等于基本价值与泡沫价格之和，因此泡沫可能是正向的，也可能是负向的，但通常人们更为关心正向泡沫。金德尔伯格（Kindleberger）将泡沫界定为产生、膨胀、破裂三个过程，认为“泡沫”和“繁荣”的两种标准：一是持续的时间长短；二是其最终结果是否引致金融危机；“泡沫”所形成的繁荣注定要结束，不是以迅速爆发危机的方式消失，就是以经济长期停滞的方式结束，其后果必然对实体经济和金融稳定造成负面影响。如何通过相关政策控制和应对资产价格泡沫的膨胀与破裂成为金融研究的热点问题。台湾股票市场曾经出现举世罕见的资产价格泡沫，为相关研究提供了很好的案例。

一、台湾股市发展史上的三次资产价格泡沫

充足的资本是形成泡沫经济的必要条件，国际资本流动往往为金融泡沫所产生与膨胀提供了充足的资本来源。20世纪80年代以来，发展中国家或地区的泡沫经济都遵循一条相似的形成及发展途径：经济高速发展→金融自由化→大量外资流入→货币升值→外资流入股市和房地产市场→资产价格泡沫→经济结构失衡。台湾也不例外。自1962年台湾证券交易所

* 中国社会科学院台湾研究所经济室副主任

成立以来，尤其是进入 80 年代以后，台湾股市出现三次明显的资产价格泡沫，期间虽然有波段调整，但每次都出现万点行情，而最终均以大跌数千点作收，尤其以第一次资产价格泡沫波动最大，成因也最典型。

（一）第一次泡沫：双盈余下新台币大幅升值

台湾股市的第一次大泡沫产生于 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%，波动幅度世所罕见。这次股市泡沫的成因主要是双盈余下的新台币大幅升值。由于经济高速增长，出口急剧增加，经常帐顺差猛增，同时外商对台投资使资本帐也出现大量顺差，导致国际收支出现“双盈余”的格局，新台币因此大幅升值。汇率缓升加剧外资流入，加之岛内货币供应量扩大，民众投资意愿增强，使大量资金涌入股市，形成台湾股票发展史上迄今为止最大的泡沫。

当时新台币升值的背景与目前人民币面临的处境极为相似。20 世纪 80 年代以前，台当局为实施出口导向经济战略，先后采取固定汇率制度与以美元为中心的机动汇率制度，将汇率控制在 1 美元兑 35-40 元新台币的水平。这种汇率制度维持了新台币的相对稳定，对台成功实施出口导向经济战略发挥了重要作用。但 80 年代中期开始，台汇率制度受到强烈冲击，被迫大幅升值，由 1985 年的 39.4 元猛升到 1987 年的 28.5 元。冲击主要来自以下三方面：

1、台巨额外贸顺差与外商投资使新台币升值压力剧增。台对外贸易自 1976 年后在出口高速扩张带动下，连续出现顺差，尤其 80 年代后顺差额迅速扩大，从 1981 年的 14 亿美元增长到 1985 年的 106 亿美元，1986 年更是激增到 157 亿美元。顺差额占台 GNP 比重也由 1981 年的 2.9% 增长到 1986 年的 20.3%。与此同时，外商对台投资迅速增加，由 1976 年的 1.4 亿美元大幅增加到 1987 年的 14.2 亿美元，增长逾 10 倍，造成国际收支顺差大幅增加。台当局为维持汇率稳定，只能大量买进美元，外汇储备在短期内急剧上升，由 1981 年的 72.4 亿美元增加到 1987 年的 767 亿美元。需求量剧增使新台币升值压力不断增大，市场对新台币升值的心理预期迅速上升。

2、美国采多种手段迫使新台币升值。80 年代中期美国是台外贸顺差的主要来源，占台顺差总额的 90% 以上，同时台湾也仅次于日本成为美贸易伙伴中第 2 大逆差来源。当时，美国为减少贸易逆差，采取让美元在国际市场上持续贬值的策略；但新台币紧盯美元，使美元贬值未起到预期效果，新台币反而借美元贬值之便对其它货币持续贬值，外贸顺差不断上升，引起美国强烈不满。美多次以台当局人为操纵汇率为由，威胁使用其“综合贸易法案第 301 条款”，逼迫台当局放宽汇率管制，让新台币升值，以减少对美贸易顺差。

3、台当局采取汇率“缓升”策略，加剧了市场对新台币升值的心理预期。为减缓新台币升值压力，并考虑出口企业的承受能力，台当局采取对新台币汇率缓幅升值的策略，1 美元兑新台币由 1985 年的 39.8 元小幅升值到 1986 年的 35.5 元。但是，这种“缓升”策略不仅没有减轻新台币的升值压力，反而刺激了市场更强的升值预期心理。不仅岛内民众纷纷抛售美元，国际热钱也大量涌入岛内。1985-1987 年，台国际收支帐户中短期资本净流入由 2.8 亿美元暴增至 40 亿美元，虽然台当局引导岛内利率不断下调，但仍无法阻止热钱涌入，新台币升值压力进一步加剧。

在诸多巨大压力下，台当局被迫于 1987 年 7 月宣布新台币不再盯住美元，新台币迅速升值到 1 美元兑 28.5 元新台币的价位。1989 年 4 月，台当局正式放弃以美元为中心的机动汇率制度，实行由外汇市场决定的浮动汇率制度。此后到 90 年代中期，美元兑新台币汇率基本稳定在 25-28 元水平。新台币升值过程中大量热钱流入及巨额外贸顺差，导致外汇储备骤增，岛内货币供应量随之扩大，1985 年至 1987 年三年间货币供应量增长率分别高达 51.42%、37.82% 和 24.44%。在当时外汇管制尚未取消和银行体系吸收存款能力有限的情况下，货币供应量过大造成社会资金泛滥，加上岛内投资机会有限，大量资金涌入股票和房地产市场，引起股、房市飙涨。1985 年台湾股价指数仅 746 点，但到 1990 年 2 月竟冲至 12600

点，五年上涨 17 倍。同时，台湾平均房价上涨 3-5 倍，地价飙涨 10 倍以上，形成严重的泡沫经济。

（二）第二次泡沫：亚洲金融危机中的热钱流动

台湾股市的第二次大泡沫产生于 1997 年前后，股价指数半年上涨 140%，而在接下来的 3 个月内下跌 25%，泡沫破裂。这次股市泡沫的成因主要是亚洲金融危机期间的热钱流动。亚洲金融危机爆发前台湾股市处于恢复上升期。1996 年因李登辉的分裂活动导致台海紧张，台湾股市由 7000 多点跌至 4000 多点，而后在台湾当局放宽外资进入股市等因素的激励下逐渐回升，到 1997 年亚洲金融危机爆发前已经站上 8000 点。7 月初泰国爆发金融危机，大量国际游资撤出泰国，其中相当数量的热钱移至台湾，致使台湾股市短期内迅速突破万点，形成岛内第二次股市大泡沫。促成这次股市泡沫的其它因素还包括：一是以电子业为龙头的台湾高科技产业迅速发展，以其高弹性、应变快、成本低的优势在世界代工市场牢牢占据一席之地，其出口旺盛带动的经济繁荣，促成了台湾股价指数的攀升；二是放宽外资法人投资股市的政策，使台股成为受到国际投资人关注的全球新兴股市之一，引发大量外资流入。

（三）第三次泡沫：政府资金的大力拉抬

台湾股市的第三次大泡沫产生于 2000 年前后，股价指数 1 年上涨 86%，而在接下来的 10 个月内大跌 55%，台湾股市开始长达 7 年的低迷期。这次股市泡沫的成因主要是台湾当局从选举考虑极力作多，大量政府基金纷纷入场拉抬股市，同时台湾资讯电子等高科技产业经营业绩优异，增长势头迅猛，致使台湾股市又一次突破万点，形成岛内第三次股市泡沫。

二、 资产价格泡沫破裂对台湾经济的影响

股票市场远比一般商品市场价格波动大，因为证券的增值特点使其影响因素远比一般商品复杂。当某种因素的作用被不理性地持续放大，股票价格就会大幅偏离其均衡状态（即市场价格等于基本价值时的状态），产生股市泡沫或泡沫破裂后的暴跌。在二战后的全球股市波动中，台湾股市泡沫破裂的震荡幅度之大，只有香港可与之比拟。

表 1：二战后世界各主要经济体股市泡沫破裂比较

国家或地区	起始时间	谷底时间	下降幅度 %
台湾	1990.2	1990.8	-80.41
	1997.8	1999.2	-47.13
	2000.2	2001.10	-66.22
美国	1972 . 12	1974 . 9	-48.39
	1980.11	1982.7	-23.26
	1987.8	1987 . 11	-30.04

英国	1972 . 8	1974 . 11	-68.71
	1976.1	1976.10	-28.78
	1987.9	1987.11	-33.79
德国	1972.7	1974.9	-34.4
	1982.4	1988.1	-47.77
	1990.3	1990.9	-33.47
法国	1973.4	1974.9	-54.67
	1976.2	1977.4	-36.07
	1987.4	1988.1	-43.5
意大利	1973.6	1975.9	-53.29
	1981.5	1982.6	-40.5
	1986.8	1988.5	-41.53
加拿大	1973.10	1974.10	-38.72
	1980.11	1982.6	-43.04
	1987.7	1987.11	-24.26
澳大利亚	1973.1	1974.9	-60.12
	1980.10	1982.3	-43.23
	1987.9	1988.2	-41.8
瑞典	1976.4	1977.11	-36.18
	1987.9	1987.11	-32.28
	1990.7	1990.11	-36.79
日本	1973.1	1974.10	-40.24

	1989.12	1990.9	-46.65
香港	1973.2	1974.11	-89.53
	1997.7	1998.8	-60.09

资料来源：Anne.Vila,2000,Asset Price Crises and Banking Crises:Some Empirical Evidence, Bank of England。台湾数据来自台湾证券交易所资料，其中，泡沫破裂起始时间的股价指数分别为：1990年2月12日12682点、1997年8月27日10256点、2000年2月17日10256点；泡沫破裂谷底时间的股价指数分别为：1990年10月1日2485点、1999年2月5日5422点、2001年10月3日3446点。

资产价格泡沫对国民经济的影响主要有两种渠道：庇古效应和托宾 q 效应。前者也被称作财富效应，即资产价格变动通过影响消费从而影响国民经济活动；后者指资产价格泡沫会使外部筹资成本发生变化从而影响投资，进而对国民经济产生影响。一般而言，资产价格下跌对国民经济的影响程度远超过资产价格上升。资产价格泡沫破裂，经济主体的抵押品价格、资产价格随之下跌，同时金融体系的不良债权增加，外部筹资成本上升，为此，债务人和债权人双方均采取谨慎态度，缩减借贷规模，导致总需求萎缩。长期看，泡沫破裂会导致资本形成减少，使总供给和潜在 GDP 水平下降。台湾较大的三次资产价格泡沫破裂原因各不相同，但对经济的负面影响基本一致，只是程度有所差异。

台湾第一次股市泡沫破裂的导火索是1990年海湾战争爆发使全球普遍预期油价上涨，国际股市低迷冲击台湾股市，尤其是日本股市崩盘感染台湾。从经济基本面的因素看，其一是台湾出口产品竞争力下降，贸易顺差减少，经贸环境恶化；其二是台湾金融当局改采紧缩性货币政策，大幅调高存款准备率与再帖现率，引发股市资金退潮；其三是社会运动蓬勃兴起与股市投资的流行大大降低工商界的投资意愿。从1990年2月到10月，股市由12600点狂泻到2485点，房地产业也一蹶不振，给台湾经济带来严重的后遗症。

一方面，台湾经济高速增长时代结束。90年代前的40年间，台湾经济一直保持年均9%的高速增长，股市泡沫破裂后则再未出现这样高的增长率。泡沫经济的发生使岛内劳动力和土地成本大幅攀升，1985-1995年间台湾工业劳动力总薪资增长3倍，增幅远高于香港、新加坡和日本；1988-1993年工业区土地价格增长2.74倍。加上岛内因“解严”引发的劳工运动、环保运动等社会运动高涨，使台湾传统产业在岛内生存环境急剧恶化，出现大量倒闭和大规模外移，对外投资激增。1986-1995年台对外直接投资额年均28亿美元，远超过1981-1985年间年均0.5亿美元的水平。岛内传统产业迅速衰退，台制造业占GDP的比重由1986年的39.4%迅速下滑到1995年的27.9%，引发“产业空洞化”隐忧。另一方面，岛内金融体系埋下长期隐患。股市泡沫期间，岛内掀起全民性金钱游戏，地下金融盛行，银行贷款浮滥。1988年台湾地下投资公司多达800家，吸引民间游资超过3000亿元新台币，成为影响金融和经济稳定的隐忧。银行体系也因存款增长率远高于贷款增长率而放松贷款条件。泡沫经济破裂后，地下金融遭到重创，银行体系呆坏帐比率迅速升高，导致后来弊案频发，

接连出现假票券、超贷弊案和挤兑事件，掀起一次次金融风暴。

台湾第二次股市泡沫破裂的导火索是本土型财务危机爆发。台湾虽在 1997 年亚洲金融危机中受伤较轻，但进入 1998 年经济表现还是逐季变差，出口缩减，经济增长放慢。自 1998 年 8 月起，不断有企业发生跳票事件，一时间企业财务危机盛行。发生财务危机的企业多是上市上柜公司，被视为“地雷股”，每逢曝光必然股价直落；而台湾企业间盛行交叉持股、策略联盟等经营方式，因此易产生“骨牌效应”，直接导致股市泡沫破裂。

这次股市泡沫破裂对企业财务、银行体质及政府财政均产生负面影响。先是岛内企业资金周转出现困难，接着台湾“中央票券公司”也发生退票事件，说明危机已开始波及到金融机构，演变成信用危机。台湾银行业利润率本就不高，加上台当局为减轻企业财务危机对银行进行干预，使其处境更加困难，占台湾股市市值近四分之一的银行股大跌进一步重挫了台湾股市，形成恶性循环。从 1997 年 6 月底到 1999 年 2 月 4 日，台湾股市跌幅高达 39%，较之韩国的 26%、新加坡的 31%、日本的 32%、泰国的 35% 都要严重。台湾当局为摆脱金融危机开出了三剂药方：一是降低银行业营业税；二是降低存款准备金率；三是对证券交易税采取弹性税率。这些措施短期内虽缓解了金融危机，但却加重了财政困难，使台湾当局财政收支由 1999 年的大体平衡转为 2000 年的赤字。

台湾第三次股市泡沫破裂的导火索是民进党上台。政治因素之所以能成为冲击股市的重要因素，在于政局与政策的稳定与否直接影响投资人的信心。2000 年民进党首次执政，经验不足，各部门缺乏横向协调，政出多门，政策粗糙，加之意识形态挂帅，朝野对立严重，成为打击投资人信心的乱源。经济基本面也出现压破泡沫的因素：其一是经济严重衰退，甚至出现战后未曾遇到过的负增长，失业率也攀升至战后最高；其二是金融业问题重重，因二次股市泡沫期间台湾当局迫使岛内金融机构支持遇到财务危机的企业，致使金融机构资产品质恶化，呆坏帐比率不断升高，全体金融机构的平均呆坏帐比率曾高达 8% 以上，信用紧缩日益明显，加剧经济萧条；其三是国际股市影响。时值国际间网络股泡沫破裂，美国纳斯达克股价从 5000 多点重挫至 1500 点以下，波及到与其联系密切的台湾股市，尤其是台股中比重较大的电子股出现大幅下挫，加剧股市泡沫破裂。

这次股市泡沫破裂对台湾经济造成长期的负面影响，台湾经济增长速度由中速转为低速。1989-1999 年，台湾经济基本保持年均 6.3% 的中速增长；2000-2004 年，台湾经济年均增长率大幅下降至 3.3%，2001 年甚至衰退 2.2%，为上世纪 50 年代以来首次出现。经济增长速度放慢，主要是资产价格泡沫破裂后岛内需求和投资力量减弱。民间消费与投资是上世纪 80 年代中期以后支撑岛内经济增长的两大支柱，其中民间消费年增长率基本维持在 5% 以上，但 2000-2004 年间，民间消费增长率平均仅 3% 左右。民间投资除 2000 年上半年及 2004 年表现较好外，其余年份基本处于衰退或停滞状态，2001-2004 年投资总量平均每年较 2000 年少投资约四分之一，相当于少了一年的投资量。

三、台湾当局应对资产价格泡沫的政策评析

资产价格与一般商品价格一样由供求曲线相交点决定，资产价格泡沫的形成在于需求曲线过度右移，而泡沫破裂时需求曲线大幅左移，供给曲线因恐慌性卖压而大幅右移。因此，政府干预就是对资产价格泡沫的膨胀或破裂进行反向操作，即在泡沫膨胀时使需求曲线左移，泡沫破裂时使需求曲线右移，或使供给曲线左移。

有价证券较一般商品具有更大的风险和波动是政府干预的主要理论依据。有价证券风险通常分为市场风险和非市场风险，前者指有价证券的市价变动由非公司本身因素引起，包括经济景气、金融危机等经济因素与政局动荡、自然灾害等非经济因素；后者指公司本身因素

引发的风险，如公司在经营、财务、劳资关系、股权结构等方面的变化造成公司股价波动。普遍认为，政府干预仅限于针对市场风险中的非经济因素，否则必将损害市场效率。从台湾的情况看，台湾当局对股市的干预并不仅限于市场风险中的非经济因素引起的波动。

事实上，台湾当局在应对资产价格泡沫时有一个由消极干预向积极干预转变的过程。这主要是由于在岛内股票市场发展初期，强调政府不应该干预市场的“自由资本主义”理念一直在台湾经济学界占主流，在这种舆论下，金融主管当局对各种金融市场只能不断放开，而不敢冒受各界批评的风险对股市进行强力干预，也因此第一次股市泡沫的波动幅度非常大。吸取教训之后，再考虑到台湾股市规模较小，投资者结构中散户比重较大，为限制股市泡沫的膨胀与破裂，台湾当局愈发重视以各种手段干预股市，以维持股市稳定，或为选举创造有利的经济环境。

台湾当局应对资产价格泡沫的政策主要有以下四种：

（一） 货币政策

货币政策中的工具主要是调节存款准备率、再贴现率和担保品放款融通利率。在第一次股市泡沫已经非常明显时，台湾当局曾运用货币政策限制泡沫过度膨胀，成效显著。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，此举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。第二次股市泡沫破裂后，台湾当局为避免企业财务危机进一步冲击股市，分别于1998年8月、9月和1999年2月三次调降存款准备金率，并于1998年9月到1999年2月期间4次调降再贴现率和担保品放款融通利率，对控制股市下跌幅度起到相当大作用。关于针对资产价格波动要不要采取货币政策进行遏制的问题，国际上无论是学术界还是金融界并无一致结论。美联储主席伯南克是当代宏观经济学领军人物，其二十多年之研究重心集中于解决此问题。他的基本观点是：货币政策不应该针对资产价格，而应针对真实经济的物价水平，即“控制通货膨胀之货币政策准则”。然而，许多学者对该准则深表怀疑，因为将真实经济的物价水平和资产价格综合起来的尝试至今还没有公认的结果。从台湾的情况看，货币政策对股市泡沫的影响是明显而迅速的，但考虑到其对股市以外的广泛影响，运用时需谨慎。

（二） 信用政策

信用政策中的工具主要是调节融资成数、融券保证金成数、资券担保品维持率等。台湾第二次股市泡沫破裂后台湾当局大量运用信用政策维持股市稳定：1998年6月4日将资券担保品维持率调为120%；1998年8月25日调整融券保证金成数，由7成调高到9成；1998年9月3日，将融资成数由5成调高为6成。第三次股市泡沫破裂后台湾当局仍然大量运用信用政策稳定股市：2000年10月20日，将融券保证金成数由90%提高到120%，并规定，“融资融券授信机构，得与特定条件下，与融资融券者协议售让标的证券或暂缓处分”。信用政策的实施，通常是政府借此强化买方的力量，削弱卖方的力量，用来缓和股价的暴跌。然而，政府调整股市信用交易制度能否达到预期目的，在文献上也没有一致性结论。施瓦特（Schwert,1989）指出，保证金成数的变动对股市波动不具有影响作用，反而因股市波动使当局被迫调整保证金成数；哈德威利斯（Hardouvelis,1990）结论相反，认为保证金成数调高会使未来股价的波动与报酬减少；而许（Hsu,1996）的分析是台湾股市保证金成数对股价波动的影响，有时有效，有时无效，结果是不确定的。尽管实证研究对信用政策稳定股市的作用是有争议的，但该手段却是台湾当局干预股市的重要工具。

（三） 财政政策

财政政策中的工具主要是调整金融保险证券业营业税、设置政府基金介入股市等。在台湾第一次股市泡沫中财政政策扮演了“成也萧何，败也萧何”的角色，对促成和抑制资产价

格泡沫均起到重要作用。20世纪80年代台湾正处于金融自由化迅速推进的时期，相关财政政策对股市泡沫起到推动作用。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；1988年通过“证券商设置标准”，将冻结20年的证券商许可证全面开放，使股票买卖迅速成为一种“全民运动”。从1987年到1988年，股价上涨6333点，涨幅283%。台湾当局意识到股市泡沫的严重后，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%。然而此后台湾当局对其政策予以“澄清”，股价又转趋回升，6月又一举突破万点大关。第二次股市泡沫破裂后，台当局为稳定股市于1999年2月19日将金融保险证券业营业税由5%降为2%。第三次股市泡沫破裂后分别于2000年10月和11月两次放宽外资投资金额与比例，并放宽保险业和商业银行投资股市限制，均起到一定程度的短期效果。

台湾当局设置“国家安全基金”是世界上较有特色的干预股市的财政政策。该基金的创立源自1996年2月为台湾地区领导人第一次直接民选进行股市作多的“股市稳定基金”，当时筹集了2000亿元新台币，参与机构包括退抚基金、劳退基金、邮政储金、简易寿险资金、寿险业、产险业、公民营银行等。为使干预股市的政府基金法制化，2000年3月15日台当局正式成立“国家安全基金”，可运用资金总额5000亿元新台币，来源有二：一是政府以公股股票为担保向金融机构借款，额度为2000亿元新台币；二是劳保、劳退、退辅与邮储四大基金，额度为3000亿元新台币。该基金成立后适逢台湾第三次股市泡沫破裂，台当局密集运用基金干预，几次较大的动作包括：2000年3月16日，台湾“大选”在即，股价波动频繁，该基金授权动用514亿元新台币托市；2000年9月26日，台湾当局为应付政局不安给股市带来的冲击，动用该基金406亿元新台币干预股市；2000年10月31日，是否废“核四”引发朝野争议，该基金又授权动用386亿元新台币护盘。政府基金干预股市的效果一直存在争议，短期内虽可能部分起到稳定投资人信心的功效，但进场资金多被套牢，如上述三次干预，分别迟至2003年第二季与第三季才得以解套。

（四） 行政政策

行政政策中的工具主要是进行“道德劝说”、“信心喊话”、调整涨跌幅或暂停交易等。政府主管官员约谈银行或投资信托机构主管是台湾当局了解和控制股市异常波动的常用手段。在第二次股市泡沫之后，调整跌幅限度也日益成为台湾当局干预股市的经常性措施。该措施是在涨幅维持原有的7%的情况下，将跌幅由7%降为3.5%，这在1999年9月27日到10月8日、及2000年3月20日至3月25日期间曾经实行。限制涨跌幅的目的，在于降低投资者不理性的过度反应，但若涨停或跌停是来自基本面因素，则未必有效。因此，在台湾学者对该措施对台湾股市有效性的实证研究中并无一致结论。胡秀琴（1990）认为涨跌幅限制可以稳定股价，涨跌幅越小股市波动也越低；但李志铭（2001）则得出涨跌幅限制措施无法抑制股价波动的结论。

四、 结论

任何经济在持续高速增长之后都会出现资产价格泡沫，而资产价格泡沫破裂对经济的冲击也大体相似，均会造成经济增长下降、金融体质恶化、消费投资衰退等不良后果。但共性之中有特性，资产价格泡沫的具体产生原因和应对措施各有不同。台湾股市的三次大泡沫中，第一次是大量外贸顺差和外资涌入下新台币升值刺激泡沫形成，第二次是大量国际热钱流入台湾助长泡沫形成，第三次是政府基金出于选举考虑干预股市促成股市泡沫。台湾当局面对股市泡沫有越来越强的政策干预倾向，这主要与台湾股市规模小、散户多的结构特点、台湾地区特殊的选举文化、以及两岸间敏感的政治关系等因素有关。台湾当局干预股市的政策工

具主要有货币政策、信用政策、财政政策和行政政策四种，在抑制股市泡沫膨胀和破裂时交替运用，通常短期内会起到一定效果。其经验教训主要有三点：1、政府在股市泡沫膨胀和破裂时不能袖手旁观，以防对经济的过大伤害；2、政府干预最好在股市形成泡沫之初，抑制资产价格泡沫的过度膨胀；3、政府干预股市的时机、策略和手段要灵活多变，让投资人无法预期，且以间接为主，因过强的干预手段往往存在难以控制的副作用。总之，现实中的股票市场投资人并不符合经济学中的理性人假设，如果完全将资产价格波动交给市场机制处理，可能会对经济产生严重的冲击和伤害，因此谨慎合理的政府干预对资本市场的健康发展是有利的。

参考文献：

- 1、《新帕尔格雷夫经济学大辞典》，[Z]经济科学出版社；
- 2、余明，2003，资产价格、金融稳定与货币政策，[M]中国金融出版社；
- 3、[台]张绍台等编，2005，台湾金融发展史话，[C]财团法人台湾金融研训院；
- 4、[台]叶银华，2005，蒸发的股王—领先发现地雷危机，[M]商智文化事业股份有限公司；
- 5、[台]于宗先、王金利等著，2004，两岸股市面面观，[C]喜马拉雅研究发展基金会；
- 6、[台]李纪珠主编，2004，台湾金融改革之路，[C]财团法人国家政策研究基金会；
- 7、[台]彭光治，2003，股戏—走过半世纪的台湾证券市场，[M]早安财经文化有限公司；
- 8、[台]赖英照，1997，台湾金融版图之回顾与前瞻，[M]联经出版事业公司；
- 9、[台]王喜义，1992，台湾股市及证券交易所，[M]中信出版社；
- 10、[台]许嘉栋等，1985，台湾金融体制之研究，[C]财团法人中华经济研究院经济专论；
- 11、[台]于宗先、王金利，2005，台湾金融体制之演变，[M]联经出版事业股份有限公司。