發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

壹、簡介

中國大陸剛在本年度六、七月份間，歷經驚心動魄的股災。在短短13個交易日中，上海證券交易

所加權平均指數暴跌近三成。之後，中國大陸政府全力護盤，砸下至少1兆人民幣才將股市維穩

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

。這次中國股災，又快又狠，對中國經濟，甚至兩岸經濟肯定會產生一定程度的影響。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

本文除了說明本次中國股災的前因後果以外，主要根據以往其他國家股災的經驗，說明這次中國股災的後續影響。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

本次中國股災的始末可整理說明如下。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

I

2015

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

年6月12日，中國大陸滬(上海)證券交易所加權平均指數(「滬指」)上漲0.87%，再創年內新高5178.19點。2015年7月3日早盤，滬指一度暴跌7%現本輪調整新低3629.56點。這段期間，僅僅13個交易日，滬指暴跌近30%。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

I

截止7月2日收盤，A股這波下跌跌幅超過50%的股票多達450只，除去停牌的股票，占比19.23%

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

；跌幅超過40%的股票1511只，占比64.60%；跌幅超過30%的股票1932只，占比82.60%；對比

歷史資料，堪稱不折不扣的股災。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

全球各國均曾發生過程度不等的股災，最著名的股災莫過於美國1929年股災所造成的經濟大恐慌

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

。台灣也曾經在民國89年，因證所稅事件，從1萬2千多點，直瀉2千點，提供台灣經濟反省的機

會。日本在1980年代末期，因經濟泡沫破滅，造成日本股災，進而導致日本經濟至少迷失20年的

結果。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

中國經濟在習李打貪反腐政策下，國內消費萎縮。此外，習李在接手執政後，一再公開表示：中

國大陸將不再使用類似「2009年4兆人民幣擴大內需方案」之龐大政府支出刺激經濟。第三，全

球(特別是歐美地區)在金融風暴襲擊下，通貨膨脹率依然不夠高，消費低迷，致以出口為主的中

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

國大陸，其出口大受影響。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

從上述三方面的評估可知，中國經濟深陷泥淖。本來中國大陸的領導冀望，中國可以透過「慢牛

」的股市支撐並刺激經濟。但這次中國大陸股災，可能會讓這個期望落空，未來中國大陸再祭出

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

其他經濟刺激措施，效果可能都會折扣。不但中國大陸境內的經濟可能有走空的可能性，甚至會

輸出經濟緊縮到國際其他國家。

貳、中國以外國家股災之經驗

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

本節主要根據相關文獻，選擇整理台灣、美國、日本過往曾發生過的股災事件，俾作為評估分析

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

本次中國大陸股災影響之基礎。

一、1990年的台灣股災

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

在1980年代之前，台灣經濟起飛期間採行台幣緩慢升值的策略，導致熱錢大量湧入台灣，在台灣

錢淹腳目下，民眾瘋狂搶進房市，股市，致股房飆漲。迄1990年2月10，台股加權指數達到歷史

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

最高點12495點，相對1987年底的低點已上漲351%，五年累計漲幅更是高達十多倍。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

1988

年9月24日，在當時財政部長郭婉容宣布課徵證所稅的政策下，股市隨即無量下跌，到了1989年1

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

月，累計跌幅已達45%。當時，政府由台灣證券交易所領銜護盤，股市反彈，並於1990年2月創

造歷史新高。之後，台股暴跌10000餘點，殺低至2000點左右。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

台灣的貿易餘額、外匯存底在1987年之前一路攀高。由於台灣這次股災事件，造成台灣經濟的轉

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

型。由於中國大陸開放、兩岸經貿的發展、電腦及其他加工產業的發展、歐美經濟進入多頭，讓

台灣經濟可躲避因股災所帶來的經濟衰退。

二、1989年的日本股災

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

自1986年開始的「平成景氣」期間，日本的GNP到1990年，升至佔全球的13.7%，持有的國外資

產達到3830億美元，也位居世界首位。這種經濟多頭帶動日本股市的飆漲，日經指數從1985年12

月的13113點，迄1989年12月19日飆至38915點。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

1989

年，日本政府5次提高利率，導致日本股市開始大幅波動。1990年的海灣戰爭，使得依賴石油進

口的日本陷入經濟恐慌，股價大幅下挫。海灣戰爭結束後，日本股市雖曾強勁反彈，之後就一路

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

狂瀉，跌至1992年8月18日的14304點。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

這次日本股災，讓日本的泡沫經濟破滅，眾多銀行和金融機構破產倒閉。隨後，雖日本政府祭出

擴張性貨幣政策，已無濟於事。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

1997

年以後，在亞洲金融風暴的侵襲下，日本金融系統崩盤。1998年6月，日本成立新的金融監督廳

，接管大藏省的監管職能。1998年10月並通過了以金融機構破產處理為核心的《金融再生法案》

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

和以事前防範金融危機為目的的《金融健全化法案》。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

由於日本政府的鴕鳥心態，不敢面對以金融機構為首的交叉持股，對官商勾結也投鼠忌器。加上

日本經濟在大多頭時間所培養的驕傲封閉心態，讓日本經濟進入至少20年的經濟衰退，或遺失的

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

20年日本經濟。

三、美國股災的經驗

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

茲美國1929年，華爾街股市崩盤為例，說明美國股災的經驗。美國股市在1929、1930年經濟大

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

恐慌之前，與目前中國大陸類似，金融相關詐欺盛行、因股票炒作融資數倍擴大信用家常便飯，

投資者無視風險與環境變化，終至經濟大蕭條的後果。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

美國在第一次世界大戰之後奉行自由主義政策，工業革命帶來大規模生產效應，刺激中產階級消

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

費汽車、收音機等曾經的奢侈品。基礎設施建設和城市化過程，等於無形中擴張了美國當時的經

濟。當時，道瓊工業平均指數從1921年6月的60餘點飆漲，至1929年9月曾高達376點，漲幅逾5

倍之多。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

在自由主義與放任環境下，內線交易、假帳行為更刺激股市飆漲。此外，當時美國盛行信用交易

，融資比例最高可達10倍。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

從1928年開始，實體經濟開始下滑，鋼鐵產量、汽車銷量、零售銷量等紛紛下調，可是當時，消

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

費者已債台高築。美聯準會在1929年3月警示股市過度投機的風險，並將貼現率從3.5%提升到5%

；賣出政府債券，收縮信貸和流動性，要求會員銀行減少對進入股市資金的信貸支持。此外，並

將證券經紀人的墊支比例從20%提升到50%。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

1929

年的9月份。因數宗金融欺詐而暴跌的倫敦證交所，讓投資者開始緊張。10月23日，道瓊指數大

跌6.3%，28日和29日更是分別暴跌13.5%和11.7%。到1929年年底股指已跌至248點。雖然1930

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

年前三月股指大幅反彈，1932年7月最低跌至42點。高槓桿的交易創造的斷頭效應、經濟循環緊

縮、金融詐欺，致產生惡性循環。

參、目前中國大陸經濟局勢與股市

一、全球經濟"新平庸化，且短期內風險加劇

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

國際貨幣基金組織提出，未來全球的經濟將步入新平庸時代，其中意指，美球經濟的特徵將是較

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

低的經濟成長率伴隨較高的失業率。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

IMF

預測：2015和2016年全球經濟將分別增長3.5%和3.7%，比2014年10月的上一次預測均下調了0.3

個百分點。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

前些日子，由於歐洲與亞洲擔心，是否經濟會步入通貨緊縮？從目前的角度來看，未來歐亞地區

的通貨緊縮可能性，看法持平，端視未來半年全球消費旺季的表現。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

美國地區的經濟復甦腳步是全球最穩定，表現最佳的國家，可望今年結束六年量化寬鬆政策，一

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

般咸信，美國今年九月將開始加息，加息前後，全球股匯市、大宗物質價格震盪，在所難免。日

本和歐元區目前正在推出一系列寬鬆貨幣政策，相對應匯率是呈現貶值現象。在新興國家經濟體中

，中國和印度也在採行貨幣寬鬆政策，但是巴西和俄羅斯等天然資源為主的國家，刻在被高通貨

膨脹率所困擾，因此必須選擇加息政策。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

這些不同國家，因貨幣政策不一致、外匯市場波動，導致國際資金在國際間到處流竄，讓全球經

Phoca PDF

濟帶來許多不可預測的新風險。例如：美國因加息，引導貨幣政策正常化，資金重回美國懷抱，

可能會對新興市場產生破壞性的結果。

二、中國本擬透過「慢牛」股市刺激經濟

中國本擬師法本次美國經濟復甦的初段作法，以刺激房地產、股市作為主要手段，利用投機誘導經濟動機。此外，中國股市自2007年上波段多頭跌落下來，已沉寂多年，只要適當點火，就可產生相當的刺激效應。所以，中國從去年以來，就開始一系列的點火措施。茲彙總整理如下：

1.中國在實驗「人民幣離岸交易中心」時，由於過往人民幣升值，或幣值中長低估的因素下，在開放的香港、台灣、新加坡之人民幣離岸交易中心嘗到甜頭。以台灣為例，台灣開放成為人民幣離岸中心之後，短期內就有逾3千億人民幣存款，且此存款僅能透過中國銀行台北分行，以銀行間同業拆放的方式進入中國。所以，中國銀行可以利用相當低之存款利率，取得逾3千億人民幣之龐大資金。

2.以RQFII作為初期準備工作。中國接著在歐洲的英國倫敦、德國法蘭克福、盧森堡、法國巴黎、韓國首爾...以人民幣國際化為名，在全球各地廣設人民幣離岸交易中心，藉以有效吸引低廉之人民幣資金，且成效卓著。在各人民幣離岸交易中心間，由於分別擁有龐大人民幣存款，若當地不甘低利率之同業拆放，中國便提供600億人民幣到1,200億人民幣不等之RQFII(以人民幣計價之合格外資機構投資者)額度，鼓勵外國資金透過RQFII方式，投資中國A股。

3.透過阿里巴巴在美國IPO的機會，聘請全球最佳、最大前六大投資銀行，包括高盛等，為阿里巴巴的IPO宣傳。實則係中國政府背後支持，以阿里巴巴作為案例，宣導中國內需經濟的成長潛力、網路商業、網路金融之發達等等正面消息。

4.在阿里巴巴成功IPO之後，旋即開放滬港通，宣示中國股市正式進入多頭，外國資金也可以透過香港股市管道，投資上海A股。

Phoca PDF

5.之後，凡是中國股市面臨轉折，則政府透過貨幣政策祭出降息、降存款準備率、實施以中央低利率公債置換地方高利率公債等類QE政策。這些適時宣布之貨幣政策，有效刺激多頭氣氛，所以，中國股市扶搖直上，毫無任何障礙。

原來，上證指數2千點往上的初升段，速度較慢，許多投資者仍存在疑慮，後來在上述這些利多消息的刺激下，一批批散戶跳入股市，幾達全民炒股的地步。此外，由於原來投資不動產信託基金的游資，在這些不動產信託基金因違約凸顯風險導致嚴重管制下，多數游資以股市場外配資方式進入股市。投資者在場外配資，除了正常的融資融券外，最高可達1比5，或5倍的配資額度。場外配資是這波中國股市往上的最重要推手之一。

中國股市存在不對稱的設計，股市存在指數期貨，但指數期貨的條件設計，主要提供機構投資者從事避險；個股投資，除了融資融券外，並無其他可供投機、避險的信用擴張產品。在這些條件下，投資者買賣個股等於現股現券買賣，致投資者在避險行為上，主要以售股為主。所以，中國股市在以售股為主的避險環境下，易產生高波動、高成交值之特性。

上述股市不對稱之設計，當法人機構以指數期貨超跌放空時，易造成以散戶投資者為主的中國股市進入「追漲殺跌」之追隨行為。投資者在殺跌過程中，由於5倍場外配資之投資者，首被斷頭，最後產生股市之「踐踏效果」的股市崩盤。本波股市崩盤的指數期貨放空行為，與中國政府打著「打貪反腐」，主管機關對於場外配資的風險忐忑不安所引導的效果。

這種類型的股市崩盤，只有龐大資金的介入支撐，才有機會止跌。最後，中國政府以近一兆人民幣的托市資金入市，穩住股市。但這種維穩只是短期性，市場信心仍然不足，甚至渙散，市場仍存在禿鷹，隨時伺機放空，賺取差價。此外，在政府托市的過程中，抄底投資者在股市上揚時，是股市無法有效上漲的一股負面力量。這段時間，中國股市只能載沉載浮，盤久會讓股市繼續往下發揚，最終逼迫中國政府放棄，以股市作為刺激經濟的主要工具。

易言之，中國政府尚無足夠能力，或股市的制度尚不夠健全，以致無法東施效顰美國的經濟政策。此外，中國房地產行情在此之前已到頂，難以透過房地產刺激經濟。在誘導投機氣氛的經濟誘因時，缺乏房地產的前導產業，無法讓資金流向較有深度的投資，也較不易成功。

據報載，中國證券金融公司目前尋求擁有總量高達5兆人民幣的資金儲備，以在必要時支持股市。本文對於這項消息持保留態度，恐只是在呼叫股民信的作法。股市是零和遊戲，中國政府若將5兆資金灑下股市，等於不好容易將中國民眾的存款從銀行體系引入股市，並且讓一批新貴得利。5兆人民幣灑進股市，只是讓原來這批散戶投資者解套，使得新貴的人數增加。除非中國能夠設計一套有效機制，讓灑入股市的5兆可以產生更多的貨幣供給，甚至進一步的深度投資，否則

Phoca PDF

對一個國的意義並不大。

肆、中國股災對兩岸經濟影響分析

從各國股災的經驗觀之，股災的主要效應是後續的經濟緊縮，除非往後會有強大的產業多頭與遠景(台灣的高科技產業)，否則就像美國經濟步入經濟大恐慌時代，或至少20年的日本經濟迷失。茲以這個基本原則來觀察，中國股災對中國經濟，甚至兩岸經濟之影響。

一、股災對中國經濟之影響

如前述，中國經濟現況大致可彙總如下：

1.中國在習李體制的打貪反腐政策下，內需消費難以提振。

2.中國除非提出，有效率之政府支出或公共工程，否則目前制定之年經濟成長率7%，難以維持。以往2009年的4兆人民幣擴大內需方案，在一年後就創造至少10兆人民幣規模的政府地方債，這些龐大地方債仍是中國目前經濟的最重要風險因素之一。未來政府支出如何規避地方債風險，或為房地產解套之投機性投資，亦是中國政府目前最棘手之問題之一。

3.目前，中國地方債的規模已達30兆人民幣，甚至更高。雖中央政府有足夠資金來支撐這項地方債，因規模過度龐大，過度支撐地方債問題，會有顧此失彼的問題。

4.中國已設計「亞洲基礎設施投資銀行」(Asian Infrastructure Investment Bank, AIIB，簡稱亞投行)來解除，中國在基礎建設產能過剩的問題，並據以強化亞洲新興經濟的成長動力。唯這項設計仍存在一些問題，例如：工程是第三世界國家政治人物的主要資金支援來源，中國如何與當地政治人物協商，仍是一個值得觀察問題。許多國家在中美間的博奕下，對中國公共工程力量的介入，仍心存芥蒂...

5.中國的出口受制於歐美的消費能力與意願，目前歐洲地區仍處在低消費水準中，美國今年消費水準亦受制於經濟復甦。目前中國的出口成長仍存在許多疑慮，加上中國存在龐大之「假出口、真套匯或真退稅」之現象，所以，許多出口數據仍存在真假難辨之結果，即便是專家也難以判斷。

Phoca PDF

6.中國在經濟緊縮的過程中，由於銀行體系100%國有，資金市場已有國進民退的現象，對私有經濟發展的挑戰大，遑論經濟創新。

如上述，本波股災，將民眾的儲蓄引蛇出洞，將資金貢獻於一批知情的新貴或國家企業。這種資金大移動，除非這批新貴願意配合國家政策，推出對國家社會有利之產業政策，否則對中國的內需消費肯定產生一定程度的殺傷力。

若本來內需消費本不振；出口可能持平盤整，且下半年的消費旺季效果有悲觀氣氛；中國的基礎建設本達一定水準，要再規劃新的龐大、有效率政府支出或公共工程，可能存在一定程度的難度。本次股災對中國經濟的影響，將是深遠。內需消費將更加縮水，政府支出能力也更加抓襟見肘。

二、兩岸經濟影響分析

目前兩岸經貿的依存度已相當高，甚至高於美國，尤其是兩岸都是以製造加工產業在全球見長。雖然以往，台灣的製造加工的報價高於中國大陸的10%到15%之間，代表台灣的製造品質。在高競爭、高同質化、低進入門檻下，除了台積電、大立光等具有高技術、生產品質門檻外，兩岸同質化產業的紅潮競爭將越來越嚴重。特別是，中國若經濟步入緊縮，為了產能、就業率，紅潮競爭對台灣經濟影響將會越來越深。

如上述的分析，若中國經濟會受股災的嚴重影響，則對於台灣經濟的影響可簡要說明如下：

1.本波中國股市大起大落，其實已吸引大量台灣資金，偷偷前往中國股市套利，本波股災也傷及不少台灣股市的資金，台灣經濟將受類似程度股災的負面影響。最近，台灣股市行情緊縮，部分與中國股災結果相關。

2.中國股災將削弱中國民眾的消費能力，原來台灣擬大力發展兩岸旅遊，中國來台旅遊遊客將大幅減少，對台灣內需消費將產生重大影響。

3.中國股災將強化紅潮的競爭，讓台灣以製造加工為主的產業將生重大壓力。

Phoca PDF

發佈：2015-08-25, 週二 10:03
點擊數：7051

所以，台灣政府應提早因應，中國股災所帶來的經濟緊縮效果，重新訂定相關政策發展旅遊，吸引不同型態的遊客；提升台灣產業的相對競爭力，其中透過國際併購讓台灣快速可以朝向創新產業發展，並延伸行銷管道，是可行方向之一，唯台灣應培養如何判辨與實現合併綜效的人材。

作者康榮寶(新加坡管理大學李光耀商學院客座教授)

Phoca PDF