

来源：国盛证券

自上世纪 60 年代台交所成立以来，台湾股市从无到有、几经沉浮，逐渐发展成为今天国际化的成熟市场。过去的半个多世纪中，台湾股市经历过初创期的“蛮荒时代”，也见证过“四小龙”时代的荣光。回首过往，80 年代“股疯”热潮的回忆还历历在目，90 年代以来对外开放带来的深刻影响也依旧耐人回味。本篇报告，我们拾级而上复盘台湾股市变迁的大历史，一方面探寻东亚股市的宿命与发展脉络，另一方面也为当前的 A 股市场提供参考。

一、19 世纪 50-70 年代：中国台湾股市初创期

1.1、诞生于“土地改革”，成长于“蛮荒时代”

上世纪 50

年代，“土地改革”催生台湾股票市场。

台湾股票最早诞生于台湾当局的土地政策改革，1948 年国民党退守台湾后，当局采取了一系列稳定社会、恢复经济的政策措施，其中最重要的就包括农村土地改革。土地改革中，政府对强制征收的土地采取三成配发股票、七成搭配实物土地债券的方式给予补偿，由此带动了最初的证券流通和交易需求。股票发行数量增加至 5 亿股以上，叠加彼时大量发行的公债，早期的“店头交易”模式在 50 年代萌生，成为台湾证券市场的雏形。

战后台湾“以农养工”，经济逐渐进入工业化准备阶段。50 年代初期，依靠美国的援助，台湾逐渐解决了岛内供需矛盾，经济基本恢复至二战前的水平。但产业结构依然是以农业为主，逆差严重、外汇短缺，这种背景下当局政府提出了“以农养工”的发展方针，继续深化土地改革，至 50 年代后期粮食问题基本解决，劳动生产率大幅提升，轻工业也逐渐培育成熟，生活必需品基本实现进口替代化。随后台湾经济进入工业化准备阶段，为后来的出口导向的经济发展模式打下基础。

台交所成立初期，股票市场发展缓慢，整个 60 年代基本处于“蛮荒时代”。截至 50 年代末，台湾证券数目和发行规模扩大，岛内证券交易亟待规范化。1954 年 1 月和 1957 年 7 月，台湾当局先后颁布和修订了《台湾省证券商管理办法》，随后在美国专家协助下，于 1960 年 9

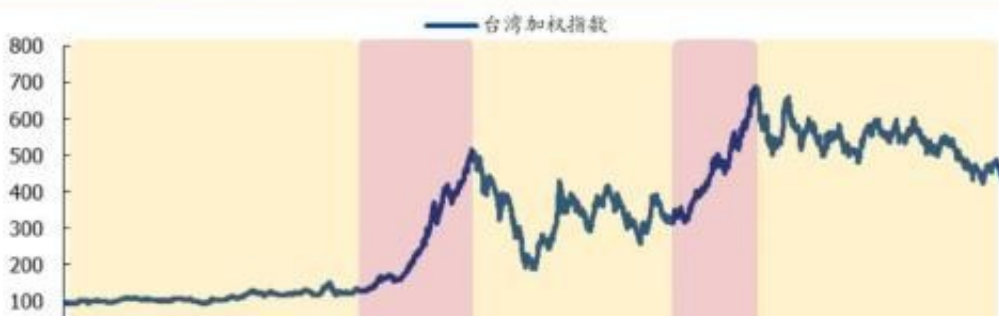
月成立了政权管理委员会，并于次年推出《证券商管理办法》。1962 年 2 月 9 日，伴随台湾股票交易所正式开业，台湾股市真正设立。然而，台湾股市设立初期，上市公司仅 18 家，总市值仅约 68

亿新台币，且流动性严重不足，全年换手率甚至不到百分之十。截至 1969 年底，上市公司也仅 42 家，发展速度非常缓慢，而且整个 60 年代，台湾股市大股东操控盛行，股价波动剧烈，因此常被戏谑为“蛮荒时代”。

1.2、70 年代实体经济腾飞，但股票市场发展相对滞后

60-70 年代台湾步入工业起飞阶段，实体经济跃居亚洲“四小龙”。进入 60 年代后，由于岛内市场总需求有限，前期不断积累的农产品和轻工业产能逐渐饱和，在这种背景下，台湾开始寻求模式转型，实施以出口导向为主的发展政策。而上个世纪 60 年代，恰逢全球经济战后共振繁荣期，一方面外部需求不断扩张，另一方面，西方发达经济体开始了全球性产业链配置，这使得台湾经济迅速融入世界发展大潮。凭借外部需求和加工贸易的繁荣，60-70 年代中国台湾步入工业起飞阶段，与中国香港、韩国和新加坡并称亚洲“四小龙”。

图表 2: 台湾股市在 60-70 年代整体呈现震荡调整走势



但受制于外围冲击和金融改革滞后，70 年代至 80 年代初台湾股市长期震荡调整。

1973 年，第一次石油危机爆发，外部需求转弱，近两年的短牛行情被迫暂停。为应对股市下挫，台湾监管部门曾出台《授信机构办理证券融资融券业务暂行办法》，即单向融资、禁止融券，也被称为“跛足信用交易制度”，但最终并未能挽救此次系统性冲击引发的股市下跌。经历了两年的震荡调整，1976 年台湾当局货币市场化开始运行，允许其交易利率不受央行管制，同时台湾经济同比增速短期内实现高速增长，这也推动了台湾股指在 1977

年迎来一段短期的修复行情，但之后又再度步入横盘震荡模式。纵观 70 年代后期至 80 年代初，虽然实体经济进入飞速发展期，但由于金融体系发展落后，资本市场效率低下，叠加全球经济萧条和外部冲击的影响，台湾股市呈长期震荡调整走势。

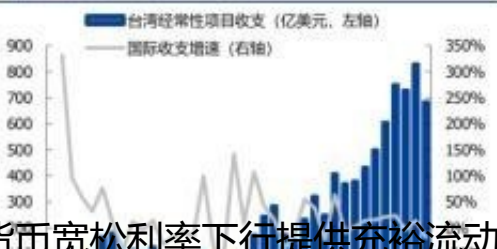
二、19 世纪 80 年代复盘：中国台湾股市快速成长期

2.1、牛市根基：工业起飞、汇率升值、居民财富累积

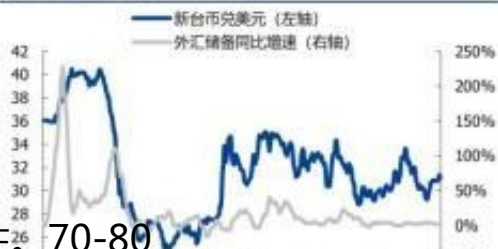
工业化进程迅速推进，实体经济腾飞助力“虚拟”市场繁荣。70 年代末至 80 年代初期，中国台湾经济迎来工业化转型的重要窗口，为应对石油危机爆发和外围需求的放缓，台湾当局出台了第 6 期四年经济建设计划，台湾地区经济发展模式由前期工业园加工贸易为主，转向重化工业，包括电力、交通、钢铁、船舶、石化等资本

及技术密集型产业。其中，最著名的即蒋经国提出的“十大建设计划”，包括中山高速公路、核能发电厂、高雄造船及石油化工等重化工建设。同时，台湾经济在 80 年代也拉开了自由化、国际化和制度化改革的序幕。1955-1984 年 30 年间，台湾 GDP 年均增速中枢基本保持在 15%左右，为之后的经济转型和“虚拟”市场繁荣都打牢了基础。

图表 5: 80 年代初台湾国际收支大幅好转

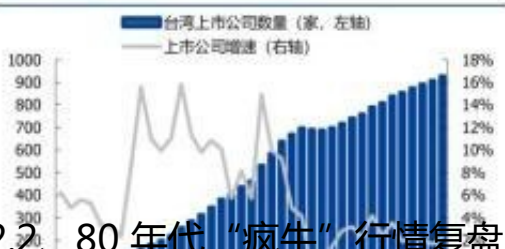


图表 6: 80 年代台湾外汇储备快速提升

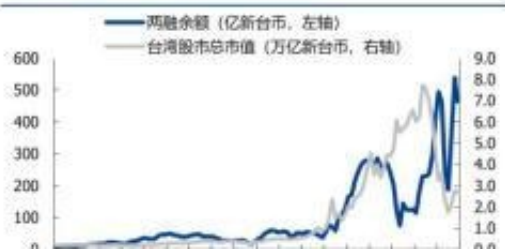


货币宽松利率下行提供充裕流动性。70-80 年代台湾基础货币大规模投放，除少数特殊年份外，台湾 M2 增速都在 20%以上。大规模的货币投放之下，台湾物价并没有大幅攀升，一定程度上得益于该阶段实体经济需求依旧处在高速增长区间，吸引了部分新增货币；同时伴随汇改，利率政策也朝着市场化方向迈进，高储蓄率叠加利率下行，银行体系流动性溢出，充裕的流动性环境也为此后的资产价格抬升埋下了伏笔，过剩的岛内流动性涌入地产和风险资产。

图表 9: 1985 年起台湾上市公司数量快速增加



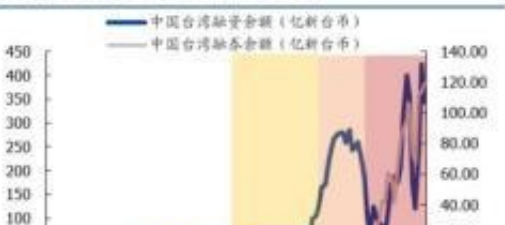
图表 10: 1987 年起两融余额推动市值快速抬升



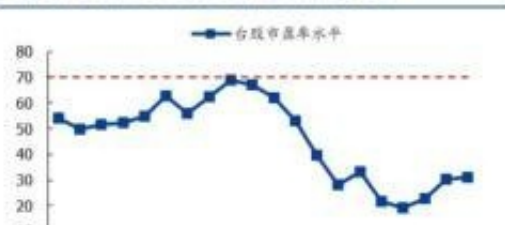
2.2、80 年代“疯牛”行情复盘

上世纪 80 年代中期到 90 年代初，台湾股市经历了为时 6 年的“疯牛”行情。从指数上涨节奏来看，大致可以分为以下三个阶段：

图表 13: 台湾股市融资融券持续高涨推动“疯牛”



图表 14: 台湾股市泡沫化现象显著，估值水平超过 70 倍

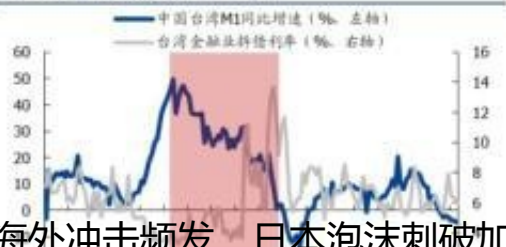


(二) 台湾本土经济增长乏力，货币紧缩加剧了股市调整压力。一方面，80 年代台湾工业化逐步迈向成熟期，经济增速出现内生性放缓，整个 80 年代台湾经济增长中枢由 70 年代的 11%降至 7.6%，80 年代中后期到 90 年代又进一步降至 5%；另一方面，80 年代末，台湾当局放弃盯住美元汇率制度，并向浮动汇率转变，1990

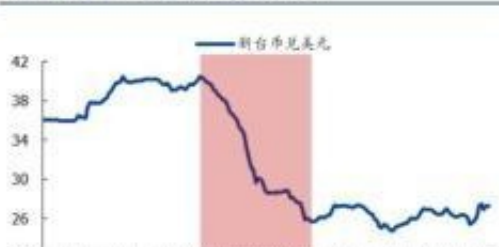
年新台币兑美元汇率已由 1985 年的 39.86 变为 27.16，相对美元升值 46.76%，汇率的大幅升值严重影响了岛内出口竞争力。

80 年代也是台湾货币制度改革的重要转型期，1980 年台湾当局引入货币市场利率，但官方为了降低资本成本、促进投资，持续人为压低利率。这种政府的干预行为不可避免的造成了资本配置的扭曲，由于利率过低，导致大量民间储蓄不情愿流入正规金融体系，也导致正规的信用体系无法满足过高的资金需求，只能将稀缺资本给予相对低效的国营企业（类似国企），造成资源配置扭曲。80 年代后期，台湾学界和官方都意识到利率管制的负面影响，并于 1989 年正式推行利率自由化改革，货币市场和政策利率随即攀升，台湾金融业拆借利率自 1987 年初的 3.78% 一路震荡上扬至 1990 年初的 10.68%，而利率水平走高对资产估值泡沫形成直接冲击，加剧了股市的调整压力。

图表 17: 货币供应在 80 年代末严重失衡



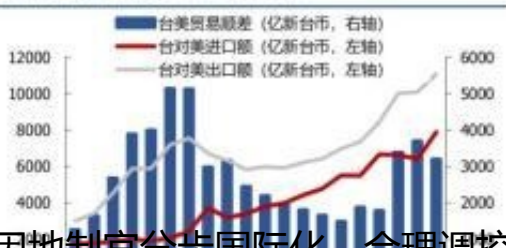
图表 18: 80 年代后期，台币相对美元持续贬值



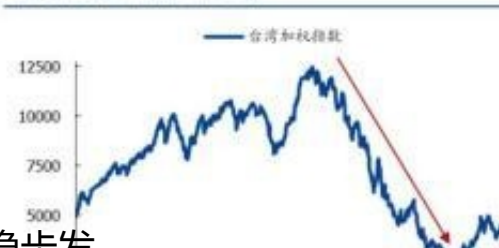
海外冲击频发，日本泡沫刺破加速台湾股市崩盘。

如果说岛内经济基本面为台湾股市的暴跌积聚了内因，那么海外的利空因素则是压垮台湾股市的“稻草”。1990 年初日本股市崩盘，拖累全球股市进入低迷阶段，随后美股也于当年 7 月出现大幅回撤，国际游资在赚取大量超额利润后撤离台湾，加剧了本土市场的调整压力。同年 8 月海湾战争爆发，原油价格在 1990 年达到近 5 年的历史高位，制造业成本抬升对低迷的股市雪上加霜。台湾股市从 1990 年 2 月至 10 月出现史无前例的大崩盘，大盘指数从 12495 点跌去 10000 余点。股市泡沫的大崩盘最终向整个金融市场扩散，房地产价格也应声跌落，很多被股票和土地套牢的企业营运也陷入困境。

图表 21: 1986 年台美贸易顺差破万亿新台币



图表 22: 1990 年台湾股市快速下跌

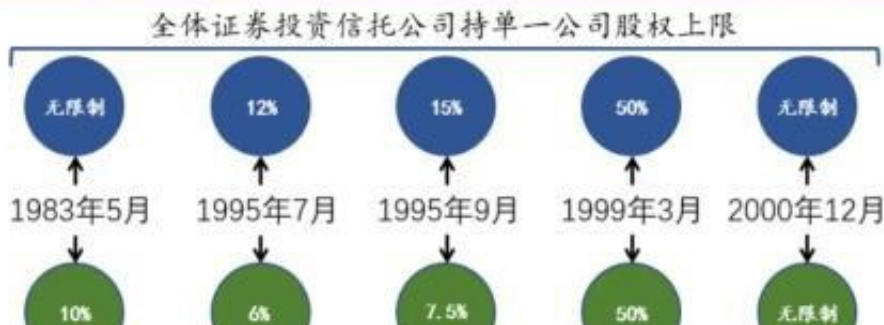


因地制宜分步国际化，合理调控稳步发

展。向前追溯来看，理论上台湾证券市场对外开放的探索进程应自 1983 年开启，整个历程历时约 20 年，始终秉承谨慎态度和因地制宜的原则。整体而言，台湾当局所采取的限制与鼓励并用的国际化政策起到了合理调控、稳步发展的作

用，有力地推动了台湾股市的成熟化进程。根据开放进程，台湾股市国际化大体可分为四个阶段：1) 雏形期：允许海外投资者通过购买台湾证券投资信托事业所发行的收益凭证方式间接投资台湾股市；2) QFII 时代：允许海外专业投资机构直接投资台湾股市；3) 国际指数纳入与扩容期：准许一般外资投资人直接投资台湾股市，MSCI纳入并逐步扩容；4) 全面开放时代：全面开放外资直接投资台湾股市。

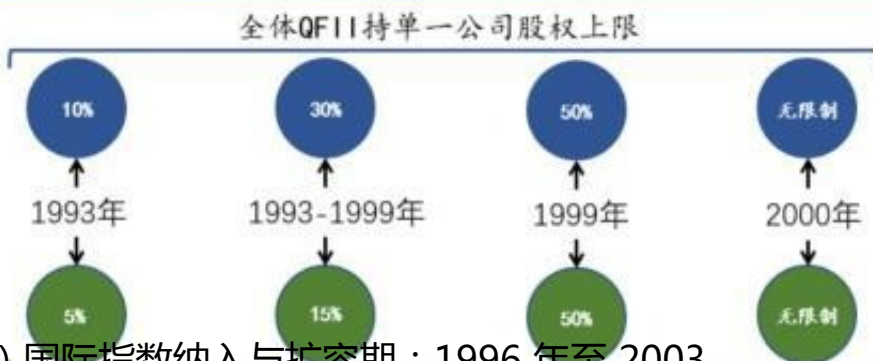
图表 24: 台湾证券投资信托公司持股限制调整历程



(二) QFII 时代：1991 年至 1996 年，逐步尝试有条件的外资直接投资。1990 年 2 月至 10 月受岛内外因素影响，台湾股市行情急剧下挫，加权指数由 12495 点高位降至 2485 点，跌幅超 80%，出于救市需要，台湾在 1990 年底修正了《华侨及外国人投资证券及其结汇办法》，并于次年首个股市交易日正式开放 QFII 制度，海外资金从此开启了有条件直接投资台湾股市的新征程。

外资对台有条件的直接投资进程谨慎有序推进。台湾在实施 QFII 制度的过程中，始终保持相对谨慎的态度，逐步放松合格境外机构投资者的资格条件、投资额度、投资范围、投资比例，以及资金汇出汇入等限制。开放初期，台湾在 1991 年仅允许满足条件的外资银行、保险公司和基金管理机构和基金管理机构对台直接投资，随后允许参与直接投资台股的机构投资者范围逐步扩展，直到 2003 年，合格境外投资者资格限制彻底放开。

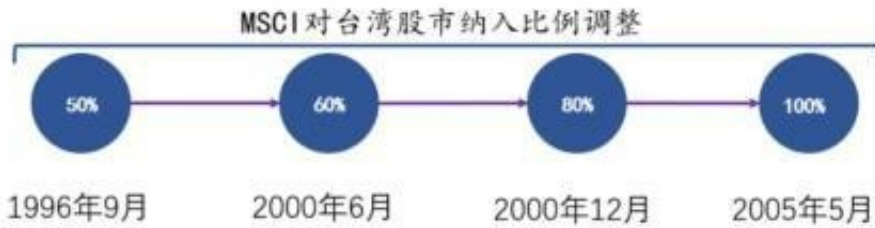
图表 26: 台湾 QFII 持股限制逐步放开



(三) 国际指数纳入与扩容期：1996 年至 2003 年，外资投资者资格限定基本结束，MSCI 纳入并逐步扩容。1996 年起，台湾彻底放开投资者资格限制，凡是满足条件的一般外资投资者均可直接投资台湾股市，但交易中的投资持股限制继续延续谨慎，逐级放宽。一般外国投资者对单一公司股

权整体持股上限在 1996 年 3 月仅为 20%，且这一限制直到 2000 年底才彻底放开，而对个人持股限制调整则相对波折，从最初的不设限到之后由严渐宽，直至 2000 年 12 月彻底放开，至此，外国投资者资格和持股限制的历史基本终结。

图表 28: 台湾股市纳入 MSCI 指数比例调整历程



(四) 全面对外开放时代：2003 年迄今，QFII

退出历史舞台，境外机构投资全面开放。

为了加速金融改革，扩大证券市场的规模，台湾在 2003 年 9 月 30

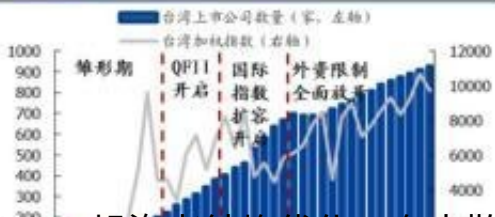
日修正公布《华侨及外国人投资证券管理办法》，取消 QFII

制度设置，将外资分为境外机构投资人（简称 FINI）和华侨与外国自然人（简称 FIDI）两大类，其中，境外机构投资人投资台湾证券市场，完全取消投资额度及汇入期间限制。伴随外资限制全面放开，台湾股市规模不断扩大，流动性水平提升，指数扩容进程也不断推进，截至 2005 年 5 月，台湾股市已完全纳入 MSCI 指数，此后外资成为台湾股市资金结构的重要组成部分，对台湾股市产生了深刻的影响。

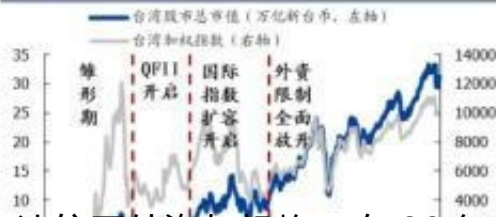
3.2、对外开放背景下，中国台湾经济和股市走向成熟

从上世纪 80 年代后期开始，伴随股市对外开放进程的推进，台湾经济也自上而下地开启了以国际化、自由化、制度化为核心的转型。在经历过 60-70 年代以出口为导向的工业化起飞后，岛内的重工业发展与基础设施建设基本成型；进入 80 年代后，外围经济危机对台湾经济造成了不小的冲击，虽然其很快从危机中修复，但随之而来的顽疾也开始逐渐暴露。如：随着岛内劳动力成本的提升，劳动密集型的出口工业优势逐渐丧失；城镇化步入中后期，亦难以成为继续推动经济成长的支柱。在此背景下，台湾当局基于全球化深入发展、新兴技术革命方兴未艾的大环境，走向了工业化升级转型的道路，80 年代到 90 年代，台湾计算机、半导体、数据存储等电子信息产业取得了长足的发展。

图表 30: 1990 年后台湾上市公司数量逐年提升



图表 31: 台湾上市公司总市值规模不断扩张



(一) 投资者结构优化，岛内散户让位于外资与机构。自 90 年代中期 MSCI 纳入台湾股市开始，外资入场的影响加速显化。从交易占比来看，90 年代之前台湾市场绝大部分成交量由散户所贡献；而从 1996 年开始，外资交易占比从 2% 快速提升，10 年后已经稳定在 20-30%。且值得关注的是，外资引入对投资者交易结构的影响主要体现在对岛内散户的挤压效应，岛内机构交易份额并未减少，始终稳定在 15% 左右。截至 2019 年 Q1 末，个人交易者在台湾股市交易占比仅为 59%，相较 1996 年下降了 30 个百分点，台湾市场的投资者结构显著优化。从持股市值占比来看，台湾外资持股占比由 1997 年 8% 提升至 2018 年底的 28%，边际增量最大份额来自于外资机构持股，而岛内个人投资者持股规模则逐年降低，其份额逐渐转移给外资与机构。

图表 34: 2003 年以前，MSCI 台湾指数与 P/E 走势强相关

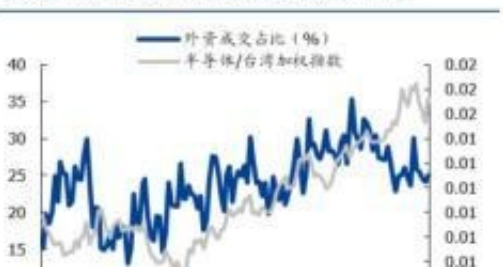


图表 35: 2003 年以前，MSCI 台湾指数与 EPS 走势强相关

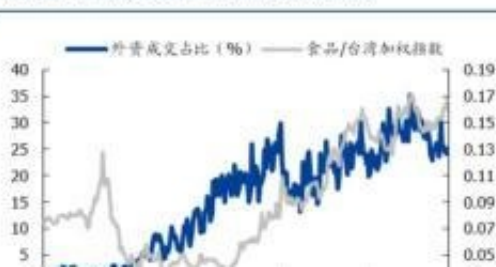


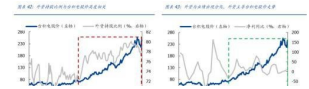
(三) 交易行为成熟化，换手率和估值中枢趋势下行。相对于机构投资者而言，资金规模小、长期持股意愿低以及非理性频繁交易，使得个人投资者常年保持数倍于机构的换手率，而随着国际化推进和投资者结构的改善，换手率也通常呈趋势性回落。2000 年之前台湾常年维持 20% 以上的月换手率，到 2005 年后基本降至 10% 以下，近年来又进一步回落至 5% 左右。另一方面，外资流入规模与本土市场估值水平通常呈反向关系，这就带来了整体波动的下降，随着国际化的推进，市场非理性涨跌逐渐减少，市场估值中枢呈趋势下行。

图表 38: 外资成交占比与半导体行业指数相对走势正相关



图表 39: 外资成交占比食品行业指数相对走势正相关



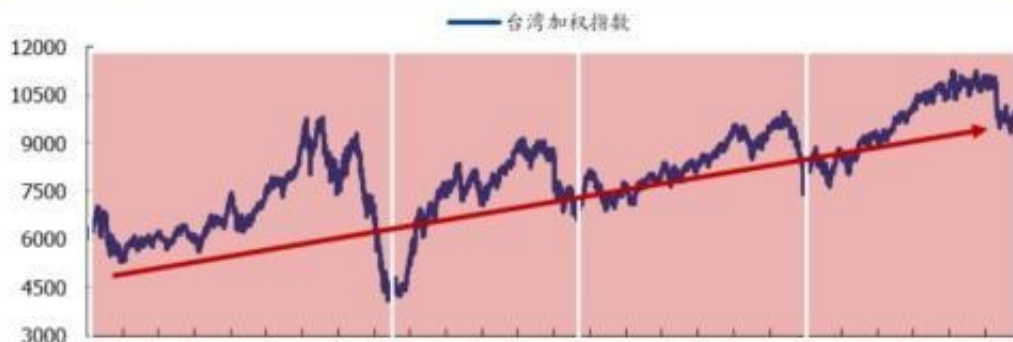


(五) 与海外市场联动关系

增强，指数走势牛长熊短。

外资的入场除了带来本土市场交易风格的转变外，还会推升台湾股市与外围市场的相关性。从台湾股指与美股的走势来看，随着国际化推进，岛内市场与美股的相关性逐渐增强。对于外资而言，其跨国资产布局与全球风险偏好高度相关，外围市场情绪向好时，新兴市场通常都会受益于“溢出效应”；而当外围波动加剧、汇率大幅贬值等风险事件出现时，外资通常会降低风险敞口从而引发资金撤离。2003年之后，台湾市场走势与西方发达经济体基本趋同，除2008年金融危机出现大幅回撤外，指数走势也逐渐体现出“牛长熊短”的特征。

图表 46: 外资限制彻底放开之后，台湾股市基本呈现长牛趋势



- 1、经济增速不及预期；
- 2、海外波动加剧；
- 3、指数扩容不及预期。