

股票市场 财富效应研究

The Wealth Effect of Stock Market

刘建江 徐长生 著



经济科学出版社
Economic Science Press

股票市场财富效应研究

刘建江 徐长生 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股票市场财富效应研究 / 刘建江, 徐长生著. —北京:
经济科学出版社, 2010. 11

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9932 - 2

I. ①股… II. ①刘…②徐… III. ①股票 - 资本市场 -
研究 IV. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 184739 号

责任编辑: 王柳松

责任校对: 韩 宇

版式设计: 代小卫

技术编辑: 董永亭

股票市场财富效应研究

刘建江 徐长生 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

汉德鼎印刷厂印装

880 × 1230 32 开 9.75 印张 270000 字

2010 年 11 月第 1 版 2011 年 11 月第 1 次印刷

印数: 0001—1000 册

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9932 - 2 定价: 30.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

本成果受如下项目资助

1. 国家自然科学基金：“新经济条件下股市财富效应的形成机理与监控方法研究”（70173001）
2. 教育部人文社科项目：“新经济条件下股市财富效应与经济周期波动的关系研究”（01JA790076）
3. 湖南省自然科学基金：“股市财富效应影响消费需求的机理及实证研究”（04JJ3028）
4. 湖南省社会科学基金：“房地产市场价格波动影响消费的机理及实证研究”（05CCJ037）
5. 湖南省现代服务业研究基地项目
6. 长沙理工大学学术著作出版基金

摘 要

20 世纪中后期，世界股票市场迅速发展，股市的波动及其对经济的影响成为重要课题。其中股价变动对实体经济增长的影响，即股市的财富效应（wealth effect），已成为宏观经济运行中不可忽视的重要因素。本书从消费、投资等角度研究了股市财富效应作用于经济增长的一般机理，试图为研究宏观经济运行提供一个新视角。

本书尝试用多种方法分析股市财富效应的作用机理、特征与影响，包括经验分析、数理分析、比较分析和行为科学分析等方法，探求股市财富效应的一般性规律，主要研究结论体现为以下六个方面：

（1）股市财富效应通过收入效应、信心效应、投资效应、替代效应、货币政策效应、股票期权价值效应、托宾 q 效应等渠道影响消费。从消费函数理论可知，股市繁荣对消费的影响表现为：一是直接增加股票持有者财富；二是增强消费者信心，影响短期边际消费倾向。而股市持续下跌则形成财富负效应。

（2）股市财富效应既直接表现为股票价格波动与居民消费之间的相互影响关系，也表现为股价波动与居民储蓄、房地产市场、银行存款之间的相互关系。消费者是在一生之内追求其效用最大化的，不同资产价格的相对变化，直接影响到其资产组合所产生的总财富和总效用，进而影响到其消费行为。这是股市财富效应的微观影响。

（3）关于股市财富效应的存在性及其影响程度，理论界存在较大争议。争议的原因除了与股市财富效应固有的不确定性、非对称

性、系统性与复杂性等特征有关之外，也与股市本身的不确定性、股市规模和效率以及股票财富集中度等因素有关，还与学者们所依赖的评价体系有关。本书设计了关于股市财富效应的因素指标体系与评价指标体系。因素指标体系说明股市财富效应的影响因素是多方面的，具有复杂性；评价指标体系则表明股市财富效应需要从多个角度来衡量，单一指标来评价财富效应，可能是非常不准确的。

(4) 股票市场与消费之间的联系，还包括与人的心理、情感紧密联系起来的位置消费。因此，投资者投资于股市，不仅是为了实实在在的消费，也是为了提升自身财富以带来社会地位的提升。正因为如此，企业的投资行为与股市之间的联系，不仅体现在托宾 q 效应和股价的信号效应等方面，还会受到经理人追求位置消费的影响。由此可以看出，股市财富效应与投资之间存在紧密的相关性。

(5) 股市财富效应对消费乃至一国经济的冲击还来自于股市过度波动所产生的财富幻觉。总体来看，股市财富效应作用于经济增长表现为三个层次：一是股价波动通过影响股票持有者财富、消费者信心等影响居民资产选择与消费行为；二是股价波动通过影响消费进而对企业投资、企业行为产生影响；三是股市过度波动所产生的财富幻觉，会导致消费与投资的过度波动，进而影响到一国的经济周期与经济增长。正是如此，一国必须对股市财富效应进行有效的监管。

(6) 对股市财富效应的监控与管理更多的是从股市的监管入手。基于财富效应视角的股市调控指标体系表明，对于股市的监控而言，货币政策是首要的工具，而财政政策次之，其中利率正成为股市的主要调控工具。通过对全球历史上一些主要的股市危机进行分析，其经验与教训至少显示：其一，人为制造“泡沫”刺激经济增长，或者解决财政困难的风险很大；其二，股市繁荣时期的过度融资会为股市的未来崩溃埋下阴影；其三，股市中的信用交易既会加大股市波动，也会加大股市波动对经济体系的冲击；其四，政府的非理性行为往往加大股市“泡沫”，助长股市崩溃对经济体系的

危害；其五，股市的宏观调控非常重要。

本书试图在以下方面有所创新：构建了财富效应作用于经济运行的一般模型，从资本市场与经济波动的联动性探讨了宏观经济波动的微观基础；构建了股票财富效应的因素指标体系与评价指标体系，为定量分析股市对消费的影响提供了研究方法思路；建立了股市财富效应与银行储蓄、房地产市场的联系；引入了位置消费理论对财富效应进行研究，并以此为基础，分析了股市财富效应对企业投资行为的影响；运用了“财富幻觉”原理，分析股市过度波动通过对消费、投资行为的影响，最终影响经济波动、经济增长的机理；构建了股市财富效应的监控指标，为政府调控股市提供决策参考，也为政府通过资本市场调控经济提供新思路。

当然，如果本书能进一步就股市财富效应提供更广泛而深入的案例研究，且对股市与居民消费行为、消费方式之间的关系进行实地调查和论证，则更有说服力。但由于研究条件和时间的约束，这一工作只能在后续的研究中进一步去完善。同时，本书也强调了资产价格与消费波动之间多层次的联动性，而股市财富效应仅是其中之一，其中的房地产市场财富效应、汇率波动的财富效应，都是后续研究的重要领域。对于我国而言，今后尤其应该重视房地产市场财富效应的研究。

目 录

1	导论	1
1.1	研究背景和意义	1
1.2	文献综述	7
1.3	研究方法 with 框架	16
2	财富与股票市场财富效应	21
2.1	财富的界定	21
2.2	股市功能演进与股市财富效应	29
2.3	股市财富效应的内涵与特征	37
2.4	房地产市场财富效应与汇率波动的财富效应	48
2.5	本章小结	54
3	股市财富效应：基于货币需求函数和消费函数的表述	56
3.1	货币需求函数中的财富与财富效应	56
3.2	消费函数概览与早期研究	62
3.3	持久收入、生命周期消费函数中的财富效应	65
3.4	不确定条件下消费函数中的财富效应	71
3.5	消费和风险资产：纳入股票资产的消费函数	78
3.6	回归传统：现代消费函数的综合分析	84
3.7	本章小结	87

4 股市财富效应的传导渠道、影响因素与评价指标	88
4.1 股市财富效应的传导渠道	88
4.2 影响股市财富效应的基础因素	95
4.3 影响股市财富效应的不确定性因素与外部因素	105
4.4 影响股市财富效应的货币政策因素及指标	112
4.5 股市财富效应的评价指标体系	115
4.6 本章小结	123
5 股市财富效应对居民资产选择与消费行为的影响	124
5.1 问题的提出与文献回顾	124
5.2 股市财富效应与居民储蓄行为	127
5.3 股市财富效应与居民住宅消费、投资行为	131
5.4 股市财富效应与消费信贷	137
5.5 股市财富、房产与存款影响消费的计量分析	148
5.6 本章小结	152
6 股市财富效应对企业投资行为的影响	154
6.1 问题的提出与文献回顾	154
6.2 股价波动如何影响投资：投资理论演进的逻辑	162
6.3 股市财富效应与企业投资行为	169
6.4 股市财富效应与企业行为：基于 ESO 的分析	177
6.5 本章小结	185
7 股市财富效应冲击与经济波动、经济增长	187
7.1 问题的提出与文献回顾	187
7.2 一般机理：资本市场、股价波动与经济波动	195
7.3 股市财富效应冲击与经济波动	203
7.4 股票市场财富效应冲击与长期增长	209

7.5 本章小结	222
8 股市财富效应的监控与管理	224
8.1 股市调控的必要性与争议	224
8.2 股票市场宏观调控的作用机理	230
8.3 股市监管的国际经验	235
8.4 股市间接调控手段与调控指标体系	246
8.5 股市直接调控手段与辅助手段	259
8.6 本章小结	268
9 总 结 论	270
9.1 主要结论	270
9.2 主要创新点	272
9.3 进一步研究的方向	273
参考文献	275

导 论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 背景与现实意义

我们正处于一个金融业大发展的时代，其中各国股票市场的快速发展成为这一时代的显著特征。尤其是 20 世纪的最后 10 年。根据世界银行的统计，1990 年世界股票市场总市值为 9.4 万亿美元，占各国 GDP 比例的 50.7%，到 2000 年已增至 36 万亿美元，10 年增长了近 4 倍，占各国 GDP 比例上升到 119%，上市公司总数则由 1990 年的 25424 家猛增至 2000 年的 49612 家，也增长了近一倍。2000~2002 年，以美国为代表的股市因网络股泡沫的破灭，全球股市出现了较大幅度的调整，但到 2003 年又出现了一定的复苏，其中道·琼斯指数在 2006 年已连创新高，到 2007 年 4 月底达到 13136.14 点。世界交易所联合会（WFE）公布的数字显示，截至 2006 年年底，全球股票市场上的股票总市值达到 50.6 万亿美元，比 2005 年同期增长 23%，约为世界 GDP 的 110%。从 2006 年逐步显现的“次贷危机”，到 2007 年 8 月开始席卷美国、欧盟和日本等世界主要金融市场，到 2008 年已演变为全球性金融危机。受此影响，各国股票市场经历了大幅度的波动，标准普尔指数服务公司（Standard & Poor's Index Services）月度全球股票市场评论（The

World By Numbers) 数据显示, 2008 年, 新兴市场年度收益下滑 54.72%, 发达市场年度收益下滑 42.72%, 因此, 构成标准普尔全球市场指数 (S&P Global Broad Market Index) 的全球 46 个股票市场共亏损 17.0 万亿美元。^① 正是在这一背景下, 股市与经济增长的相关性成为学者们和政策制定者关注的焦点问题。其中, 股市对消费、投资和经济增长的影响, 通常称之为股市的财富效应 (wealth effect), 日益成为宏观经济运行中不可忽视的重要因素。这次国际金融危机也表明, 房市、股市的财富效应很大, 至今仍在影响实体经济的复苏。

历史上, 股市的发展对世界经济增长做出了巨大贡献。例如 18 世纪下半叶, 英国工业革命成功, 股份公司制和股票市场功不可灭。19 世纪中叶, 股份制推动了美国铁路、运输、采矿、银行等行业的发展。到第一次世界大战结束时, 美国制造业产值的 90% 是由股份公司创造的。20 世纪 90 年代, 美国号称进入了所谓“新经济时代”, 而以纳斯达克 (NASDAQ) 为代表的股票市场则成为推动美国经济 10 余年持续高速增长的最重要的力量之一。当前, 在发达国家中, 股市已经不仅仅是反映经济状况的“晴雨表”, 而且已经成为推动经济发展并造成经济起伏动荡的重要因素。尤其是 20 世纪 90 年代以来, 美国经济与股市协同发展, 股市市值与 GDP 的比例一度达到 180%, 家庭直接或间接所持有的股票财富占家庭资产的比重 2000 年年底接近 40%, 股市被称之为美国经济增长的动力。詹姆士·M. 波特巴 (James M. Poterba, 2000) 认为, 股市财富效应是推动美国旺盛消费需求的关键因素。股市与消费的相关性, 尽管有一些经济学家持怀疑态度, 或者认为股市对消费的影响有限, 但显然, 不断发展的股市对消费的影响应受到更多的关注。

① 美通社 (亚洲): 《全球股票市场升势告别 08 年, 谨慎迈入 09 年》, <http://news.stockstar.com/info/darticle.aspx?id=JL,20090107,00000400>。

在世界经济发展过程中，来自于股市持续下跌的冲击曾是经济波动的源泉之一，最典型的如 20 世纪 30 年代的“大萧条”，20 世纪 90 年代日本“泡沫经济”的破灭等。在美国，股市历经 20 世纪 90 年代的繁荣之后，2000 年 4 月开始进入调整期，纳斯达克股价指数最大跌幅达到 80%，道·琼斯 30 种工业股票价格平均指数（以下简称道·琼斯指数）也一度下跌 30% 以上，股票市价总值最大跌幅达 6.5 万亿美元之巨。然而，此次美国股市的暴跌并没有产生导致其经济下滑的严重影响。虽然，2001 年美国步入调整期，其间还受到了“9·11”事件的意外冲击，美国经济只是经历短暂调整，又迅速恢复过来。同样的案例还有 1987 年的美国股市冲击，其对经济体系的影响也很小。这与当年的“大萧条”大相径庭，也与日本 20 世纪 90 年代“失落的 10 年”表现迥异，原因何在？2001 年以后，美联储为抑制股市萧条与经济衰退，采取了较为宽松的货币政策，频频实施降息政策，一度使利率水平达到近 50 年来的最低水平。这一方面阻止了股市的下跌，推动了股市和经济的复苏，另一方面制造了房地产市场的繁荣和巨大泡沫，最终导致了后来的“次贷危机”和全球金融大危机。美联储的宽松货币政策虽然阻止了网络股泡沫破灭的冲击，取得了暂时的成功，却导致了更严重和危害更大的房地产泡沫，教训深刻！

正如股市与经济增长之间是否存在相关性的争议一样，股市与消费需求是否存在正相关关系，或者说财富效应是否存在以及有多大，理论界的争议越来越大，经济学家们开始审慎思考股市财富效应对消费、投资和经济增长的正反两方面的影响。这种争议，也恰恰体现了理论界对股市与实体经济相关性的重视。

新中国成立之后，证券交易所曾被长期取消。1984 年 7 月 20 日，北京天桥股份有限公司成立并于 9 月首次发行股票，标志着我国试行股份制企业的开始。上海证券交易所、深圳证券交易所自 1990 年 12 月、1991 年 7 月正式营业以来，股票和股票市场就成为我国社会关注的焦点之一，对股市的评价与争论也逐步成为经济生

活中的一个热点。截至 2009 年 12 月 25 日,我国 A 股上市公司共有 1695 家,沪、深两市总市值由一年前的 121367 亿元上升至 243939 亿元,一年间翻了一番。^①

中国股市成立时间虽短,却是经历复杂,对股市消费功能的认识,也颇为曲折。1998 年,中国经济面临亚洲金融危机与特大洪灾的双重冲击,经济呈现持续低迷态势,国民经济出现通货紧缩迹象。为此,政府采取了一系列经济政策,以刺激经济增长。一些学者基于中国边际消费倾向 (marginal propensity to consume, MPC) 低、储蓄率高的背景,从宏观视角研究了股市扩大消费的可能性,并主张发展证券市场转化储蓄、扩大消费需求,如杨帆 (1999)、张小燕 (2000)、刘建江 (2002, 2007)、李学峰 (2003)、卢嘉瑞 (2007) 等。而“刺激股市,拉动内需”也确实是一时期政府经济政策操作的重要内容。1999 年所演绎的“5·19”行情,股市财富效应受到了广泛关注。2001 年 7 月以后,中国股市走出了与经济基本面截然相反的长达四年半的大熊市。股市与消费、投资乃至经济增长相关性的分析,在我国似乎失去了意义。这其中,认为股市对经济增长的影响不存在的最为典型的论据是:2001 年 7 月~2005 年 12 月,流通股总市值缩水 1 万多亿元,但经济持续高增长。

2005 年 5 月以来,以实现全流通为目标的股权分置改革大力推行,标志着中国股票市场全流通时代的正式开始。以此为契机,2006 年以来中国股票市场进入了一个新的发展轨迹,市场成熟程度、影响力也在不断提高。伴随着股市的上涨,深沪两市总市值跃升至 2007 年年底的超过 32 万亿元,一年间急剧膨胀 3 倍,投资者有效开户数达 9200 万户。但是,没有预期到的是,2008 年中国股票市场也出现了大幅度的下跌态势,上证指数跌幅达到 65.39%,股票市价总值由年初的 32.7 万亿元跌至年底的 12.13 万亿元,其

^① 黄风清:《2009 年 A 股总市值扩大 95%,日均换手率达 5%》,《投资者报》,2010 年 1 月 4 日。

中流通市场由年初的 9.3 万亿元跌至 4.5 万亿元^①。在这一背景下,研究股市能否以及在多大程度上影响消费和投资需求,或者分析经济政策能否以及能在多大程度上通过股市财富效应渠道影响消费和投资,对我们全面认识股市功能,以及健康、稳定发展股市都有着直接的现实意义。

同时,对我国而言,研究能否以及怎样利用股市调控经济,进而促进经济增长,研究如何减轻股市波动对经济的负面影响,避免陷入 20 世纪 90 年代日本股市低迷与经济萧条互动的恶性循环,对经济的可持续发展与全面建设小康社会亦有重要意义。而且,过去依赖证券市场历史数据所得出的结论难免打上了“政策市”的烙印,从而影响研究的准确性,需要更长时期的追踪研究。这也使得本书的后续研究将是持续的。

1.1.2 理论意义

20 世纪 80 年代以后,全球金融市场出现了惊人的增长,特别是在股市,投机泡沫似乎已经成为一种持续性现象,单一国家的金融市场已逐渐与全球市场相互交融、相互转移,呈现出全球金融一体化趋势。对于美国而言,股市回报率与实体经济间的关系,自 20 世纪 80 年代早期以来发生了重大的转折,出现了股市与经济增长的良性互动。这种变化,对传统经济理论构成了挑战。例如,新古典理论坚持“货币中性论”,撇开了货币与金融因素对经济增长的影响。另一方面,凯恩斯经济学却相对忽视当经济体系由于实物资本过度投资而变得动态无效时投机泡沫所具有的正面作用(M. 宾斯维杰, 2003)。因此,传统方法中撇开现代货币、金融和投机活动等所具有的特征,难以解释经济增长的新变化。于是,以金融发展理论为代表的现代金融理论得以迅速发展。

^① 引自中国证券监督管理委员会统计数据, <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjh-public/G00306204/zqscyb/200901/P020090702410857659326.xls>。

长期以来,金融发展理论在研究资本市场(也包括股票市场)与经济增长的关系时,基本上是从宏观资源配置效率、资本形成效率、风险分散与控制等角度进行研究的,这3个层次的研究,相对应的代表性理论分别是:金融深化理论、金融内生理论和金融约束理论等。在发达的市场经济体系之中,消费支出通常占GDP的2/3以上,美国则达到了近3/4,可以说消费支出是社会总需求中的最大组成部分,对总需求有重要的作用。在现实中,现有的金融发展理论未将资本市场与消费需求的关系作为明确的对象之一进行深入研究^①,即相对忽视股市财富效应的研究,这是一大不足。

在一个封闭的经济体系之中,根据凯恩斯的收入支出模型,即总供给=总需求($AS=AD$),或总收入=总支出,总收入或总产出(用 Y 表示)取决于消费 C 、投资 I 和政府支出 G ,有:

$$Y = C + I + G \quad (1.1)$$

即短期中总产出增长取决于消费支出、投资支出和政府支出的增长(有效需求)。而股市(资本市场)与经济增长的关系,也体现在股市对消费、投资与政府支出的影响三个方面。其中,股市对政府支出的影响是间接的,直接的体现是股市对政府税收 T 的影响,最典型的如股票市场印花税。而从整体上来讲,股票通过 C 、 I 、 G ,最终影响到 Y ,这也是本书的主要研究思路之一。

在虚拟经济发展速度越来越快的我国经济体系中,证券市场所产生的冲击广泛而深远,通过研究股市的消费功能,既可扩展对股市功能的研究,也可为研究虚拟经济提供新的范例与思路。把证券市场全面纳入消费函数分析框架,可以丰富消费理论。把行为科学、心理学的相关理论与股市和消费的相关性结合起来进行分析,可以拓展这一领域的研究。同时,纳入证券市场变量,也可为研究中国居民消费行为、消费结构及未来消费发展趋势提供新的视角。

^① 参见李学峰著:《资本市场、有效需求与经济增长》,北京:人民出版社,2005年版,第4页。

本书将以宏观经济学和金融经济学的理论为基础,结合行为科学、心理学的相关理论,通过中外股市比较,对股市影响消费及经济增长的机理进行详细分析,从收入效应、信心效应、投资效应、替代效应与货币机制的传导效应等方面来研究股市影响消费的途径,设计关于股市与消费之间关系的评价指标体系、因素指标体系,再结合以中国、美国为代表的股市相关数据,就股市对消费的影响进行计量研究。在此基础上,进一步设计股市影响消费需求的调控指标体系,分析股市财富效应与经济波动之间的关系,并提出完善股市消费传导机制的措施,为政府通过资本市场影响实体经济,进而调控消费需求、稳定金融体系、平抑经济周期波动提供理论指导和政策依据。

1.2 文献综述

1.2.1 股市与经济增长的关系:一般性分析

长期以来,许多学者肯定股市与经济增长的正相关性。如詹姆斯·M.波特巴(2000)认为,股价波动与实体经济活动有较强的正相关关系;奥尔沃德·安东尼和格伦·杰克(Anthony Aylward, Jack Glen, 2000)通过对1951~1993年期间23个国家的大量数据进行了计量研究,结果表明股市和宏观经济之间均存在着正向关系,这在不同国家的表现大致相似。诸如尤金·法玛(Eugene Fama, 1990)等的实证研究也支持股市与经济增长正相关的观点。

从定性分析的角度看,股市促进经济增长的研究角度和途径主要有:一是股市融资视角,如格利和肖(Gurley, Shaw, 1967),阿切和约凡诺维克(Atje, Jovanovic, 1993);二是股市分散风险视角,如肯特和列文(Kunt, Levine, 1996)等认为股市具有风险分散功能;三是资源配置视角,如尤金·法玛(1970);波顿·G.马克林(Burton G. Markiel, 1987);吉姆斯·道和加里·卡特