

大国的

Flow of funds in capital market

资金链

资本市场中的
资金流量和财富再分配

赵惠新/著

Da Guo de
Zi Jin Lian

中国物价出版社

大国的资金链

——资本市场中的资金流量和财富再分配

赵惠新 著

中国物价出版社

图书在版编目(CIP)数据

大国的资金链：资本市场中的资金流量和财富再分配/
赵惠新著. —北京：中国物价出版社，2003. 8

ISBN 7-80155-586-4

I. 大... II. 赵... III. 资本市场—资金循环—研究
IV. F830. 9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 058280 号

出版发行/中国物价出版社（邮政编码：100837

地址：北京市西城区月坛北小街 2 号院 3 号楼

电话：读者服务部 68022950 发行部 68033577)

经销/新华书店

印刷/河北省高碑店市鑫昊印刷有限责任公司

开本/850×1168 毫米 大 32 开 印张/7 字数/170 千字

版本/2003 年 8 月第 1 版 印次/2003 年 8 月第 1 次印刷

书号/ISBN 7-80155-586-4/F·423

定价/13.50 元

内 容 提 要

本书从货币资金流量的角度来研究资本市场的价格形成机制和财富再分配效应。

1998 年的 LTCM 事件使人们意识到以均值 - 方差最优化组合模型为基础的主流金融投资理论在面对资本市场大起大落现象时的脆弱性。以动态视角研究交易中供需双方, 作者发现, 资本市场中的货币资金受到多种因素的影响, 可用资金与所交易资产流量之比决定了资产价格走向。就证券市场来说, 货币资金的流动和冲击形成证券市场上一个又一个泡沫和崩溃, 而实业家针对托宾 q 值的套利是拐点出现的原因。

基于以上理论模型, 作者比较了世界 GDP 前六名的美、日、德、英、法、中的中央银行统计报表, 发现中国的部门间资金流动模式与国外存在较大差别; 通过分析世界银行的统计资料, 作者认为资金流动模式差异的原因在于中国名列世界前茅的国内储蓄率和投资率。

以上构成了中国证券市场的宏观资金背景。在此基础上, 作者研究了中美两国上市公司与投资者之间的资金流量、投资者与投资者之间的资金流量。作者认为, 过低的最终消费率是上市公司不能为股东创造

现金回报的重要原因，而过低最终消费率导致的过多热钱是二级市场炒作盛行的货币基础。另外，减少政府管制有利于证券市场发挥其资源配置的功能，也有利于投资者的利益。

作者研究了证券市场中货币的跨境流动及其对汇率的影响。作者认为，各国证券行情发展不同步，存在“五年周期”，这是跨境流动的起因。从美国财政部公告看，日本、中国和欧洲分别成为美国国债和股票的最大外来投资者，这与前面的分析结论是一致的。作者研究了房地产市场与证券市场的货币互动，分析了两者价格上涨的不同动力，预测了二者的长期前景。

作者研究了债券市场和银行信贷市场的货币流动，提出中国银行坏账和公司债券违约较多的原因是最终消费率太低，这是一个有重大政策意义的发现。显然，提高最终消费率对中国经济和中国证券市场都有着非常重要的意义。

过去 10 年，人们比较关注的是股票市场的财富效应 (Wealth Effect)。作者从资金流量的角度分析了资本市场的财富再分配效应，并指出对股票市场的财富效应应做进一步认识。作者认为，中国资本市场中过多的政府管制损害中小投资者利益，这对提高最终消费率是不利的，因而改革势在必行。

本书的主要创新点是首次从资金流量统计的角度对宏观经济尤其是资本市场中的资金流量做出了国际比较研究，并首次从资金流量统计的角度系统研究了资本市场中的财富再分配。

主题词：资金流量，资产价格，最终消费率，政府过度管制，财富再分配效应

Abstract

This dissertation intends to analyze the flow of funds in capital market and its wealth redistribution effect.

Financial markets often exhibit sharply rising prices or subsequent declines that cannot be justified by classic mean - variance optimization model. What is driving the prices? The answer is liquidity (the amount of cash available relative to value of the assets being traded). The flow of hot money brings about bubbles and crashes, while arbitrages carried out by the industrialists based on Tobin - Q signal the turning point.

Having made a comparative study of Flow of Funds Statements compiled by central banks of China, USA, Japan, Germany, UK and France, the author found that funds in China flow in a quite different way because of the extremely high saving rate and investment rate and

the extremely low ultimate consumption rate. The fact that household sector is the main fund provider constitutes the basic background of China's capital market.

The author also made a comparative study of flow of funds between listed companies and their shareholders, flow of funds between different shareholders, flow of funds between capital markets in different countries, flow of funds between real estate market and securities market, flow of funds in bonds and credit markets and the wealth redistribution effect of capital market. It was concluded that excessive government regulation in capital market is harmful for small investors and thus has a negative influence on social overall consumption.

Key words: flow of funds, asset prices, ultimate consumption rate, excessive government regulation, wealth redistribution effect

目 录

第一章 导论 // 1

- 1.1 亚洲第二大市值是怎样形成的——问题的提出 // 1
- 1.2 研究目标和思路 // 4
- 1.3 本书的结构 // 6

第二章 文献综述 // 8

- 2.1 现代证券组合投资理论 // 9
- 2.2 经济学家关于证券市场货币资金流动的经典论述 // 20
- 2.3 国外关于证券市场中货币资金流动的实证研究 // 26
- 2.4 关于中国证券市场中资金流动的实证分析 // 33
- 2.5 小结 // 46

第三章 货币资金流量与资产价格波动的理论模型 // 50

- 3.1 证券市场中货币数量模型 // 50
- 3.2 关于货币资金流量与资产价格形成的基本

- 数学模型// 51
- 3.3 交易行为有限理性与多均衡点模型// 53
- 3.4 关于拐点的货币资金流量解释// 57
- 3.5 小结// 62
- 第四章 大国宏观经济中资金循环模式对比// 63**
- 4.1 关于中外各国货币资金存量的比较分析// 63
- 4.2 关于中外各国货币流量的比较分析// 67
- 4.3 以上货币现象的深层次原因// 73
- 4.4 小结// 80
- 第五章 一级市场上市公司与投资者之间的
资金流量// 81**
- 5.1 上市公司一级市场融资——从投资者流向上市公司的
货币资金// 81
- 5.2 上市公司分红或回购——从上市公司流向
投资者的资金// 94
- 5.3 控制性股东与上市公司之间的货币流动// 97
- 5.4 资金不均衡流向的深层次原因// 99
- 5.5 依靠法治解决问题// 103
- 5.6 小结// 106
- 第六章 二级市场不同投资者之间的资金流量// 111**
- 6.1 二级市场货币资金的总量研究// 111

- 6.2 二级市场资金的结构和来源// 117
 - 6.3 二级市场价格操纵行为中的资金流量// 120
 - 6.4 政府的窗口指导政策对股市资金流动的影响// 127
 - 6.5 小结// 135
- 第七章 国际证券市场中货币资金的跨境流动// 140**
- 7.1 货币资金跨境流动的理论解释// 140
 - 7.2 技术进步对货币跨境流动的影响// 147
 - 7.3 证券市场中货币流动对汇率的影响// 154
 - 7.4 跨境流动对股价结构的影响// 157
 - 7.5 跨境流动对中国内地和香港股市的影响// 159
 - 7.6 小结// 161
- 第八章 房地产市场与证券市场的货币资金
互动// 163**
- 8.1 两个市场货币资金联动性的理论解释// 163
 - 8.2 借鉴股市经验定量测量中国房产市场中的
货币资金// 166
 - 8.3 从货币资金流动的角度研究房价收入比// 169
 - 8.4 股价与房价的长期走势// 174
 - 8.5 小结// 176
- 第九章 债券市场和银行信贷市场的资金流量// 177**
- 9.1 中国债券市场的发展历史和现状// 177

- 9.2 从资金流量的角度看企业债券违约问题// 180
- 9.3 从资金流量的角度看中日银行坏账问题// 181
- 9.4 小结// 186

第十章 从资金流量看资本市场中的财富再分配// 187

- 10.1 利益分配与权力格局// 188
- 10.2 关于分配、贫富分化和最终消费率问题的理论分析// 190
- 10.3 资本市场的财富再分配格局及其问题// 192
- 10.4 加强法治,减少不透明的管制// 196
- 10.5 小结// 197

第十一章 结束语// 198

- 11.1 研究发现及政策意义// 198
- 11.2 未来的变革方向// 201

参考文献// 203

后记// 212

第一章 导 论

1.1 亚洲第二大市值是怎样形成的——问题的提出

从纽约华尔街、伦敦宽街到东京中央区，从香港中环到上海陆家嘴，在世界各大金融中心昂贵的写字楼里，每天都有众多受过良好教育的青年人坐在电脑前，西服革履，神情紧张，伴随着“机关枪一样密集的键盘敲击声”^①，数以亿计甚至数以兆计的资金在证券市场里流动，由于其流速极快，财经媒体的记者们喜欢把这种资金叫做热钱（Hot Money）。2001年度诺贝尔奖金获得者、前世界银行副行长斯蒂格利茨^②注意到了这种情况，他在研究货币问题时提出，从反映出的美元价值看，多数交易的发生是出于交换金融资产的目的，而不是为了购买商品和劳务。

现在我们要问，这种交换金融资产的货币流动有什么规

^① 伯恩斯坦：《投资革命》（李繁康等译），第1页，上海远东出版社，2001年。

^② 斯蒂格利茨：《经济学》（下册），第226页，中国人民大学出版社，1997年。

律可循呢？国与国之间的流动规律有什么不同吗？其流动会对社会资源配置和利益分配造成什么样的影响？货币是中性的吗？

来看中国证券市场的情况。根据中国证监会网站^①披露的统计数字，截至2002年12月，境内A、B股上市公司数为1224个，市价总值（当期流通股价格与总股本之乘积）为38329.13亿元人民币，流通市值（当期流通股价格与流通股本之乘积）为12484.56亿元人民币。以总市值计，中国内地已经形成继日本之后的亚洲第二大股票市场^②。

这个庞大的市值是怎样形成的？在对市值形成做出贡献的各类群体间，货币是怎样流动和再分配的？换句话说，哪些人赚了钱，是怎样赚的？哪些人亏了钱，又是怎样亏的？赚钱亏钱的模式与国外有哪些异同？

根据中国证监会网站披露的证券市场筹资统计表，1991年至2002年末的12年间，中国证券市场的筹资总额为8772.36亿元人民币，其中A股新股发行筹资4609.36亿元人民币，B股新股发行筹资46.32亿美元，H股发行筹资204.25亿美元，A股配股筹资2097.41亿元人民币，B股配股筹资3.27亿美元，可转换债券筹资88.50亿元人民币。

这样可以计算出，A股市场总筹资额为6706.77亿元人民币，B股市场总筹资额为49.59亿美元，A、B股市场总筹

① www.csrc.gov.cn.

② 根据联交所市场统计月报，香港证券市场2002年底上市公司市值为35590.99亿港元，稍逊于内地。

资额为 7116.88 亿元人民币。

资本市场的功能主要是两个方面：为融资者提供资金，同时为投资者提供回报。从融资功能上看，无疑中国证券市场的发展成绩是巨大的。然而从投资回报上看，根据郎咸平的统计^①，截至 2001 年底，1000 多家上市公司中，能够连续四年派现金股息的只有 37 家。而全景网络^②的统计是，截至 1999 年底，近千家上市公司中，只有 16 家境内上市公司累计现金分红量超过累计从证券市场筹资量（我国迄今只有云天化、陆家嘴、申能、冰箱压缩、长春高新等少数几家上市公司实行过定向回购国有股，尚无上市公司回购注销流通股的案例，所以宏观来看回购量可以忽略不计）。可见我国上市公司从投资者手中的筹资量远远超过给投资者的现金分红量。与之相对应的是美国股市。在 1981~1997 年之间，美国非金融性上市公司由于收购和回购买入了 8130 亿美元的股票，超过同时期的新股发售量^③。

在中国 GDP 增长速度基本相当于美国 2~4 倍的时候，为什么上市公司不能给投资者提供现金回报呢？为什么中美两国资本市场上的货币流动方向存在如此大的差异甚至截然相反呢？

与此相关联的另一个问题是，为什么中国企业债券市场长期没有发展？2000 年的企业债券发行额只有 83 亿元，相当

① 郎咸平：《派现金》，《新财富》，2002 年 1 月。

② 《证券时报》，2001 年 11 月 9 日。

③ Henwood, D, Wall Street, How It Works And For Whom? Verso 1998.

于同年股票市场融资额的5%，年底余额只有861.63亿元，也只相当于同年底股票市场流通市值的5%^①。这两个5%背后代表了怎样的经济现象？

由于上市公司给予股东的现金回报与融资额和股票市值比起来微不足道，很多经济学家把我国的股市称为资金推动型股市。但是资金究竟是如何推动股市上涨的呢？在新增资金的流入与股市上涨之间存在线性关系吗？众所周知，价格说到底是一种货币现象，发达国家的股市也是由资金推动，它们的价格变动模式和中国有什么不同呢？

经济学理论认为，价格是社会分配的一种强有力的手段。那么，在证券市场价格变动的背后，社会的利益分配发生了怎样的变化？换句话说，在证券市场导致的货币流动发生之后，社会各群体之间持有的货币或货币等价物分别发生了怎样的变化？这对社会总需求将产生怎样的影响？如何评价股市的财富效应？中外证券市场的财富效应有何不同？

为了回答这些问题，我们迫切需要对围绕证券市场进行的货币资金流量及由此所导致的财富再分配做出深入细致的研究。

1.2 研究目标和思路

本书研究的目标是对围绕证券市场进行的资金流量及由

^① 《中国证券期货统计年鉴2001》，百家出版社，2001年。

此所导致的财富再分配进行实证分析，对中外证券市场进行比较，并研究形成中国现有格局的原因。在此基础上对证券市场发展中的—些重大问题提出政策建议。

在微观层面上，根据国际会计准则，每一个企业都应该编制资产负债表、损益表和现金流量表，而且在会计实践中现金流量表正在得到越来越多的重视。在宏观层面上，各个国家的统计人员除了着重于国内生产总值及其构成的统计（即NIPA）以外，也越来越重视国家资金流量（FOF）账目的编制和分析。以上情况给我们两点启发：（1）证券市场同样由货币资金流动所推动，因而描述、分析证券市场的资金流量表对解释和预测证券市场也同样有很大意义；（2）研究证券市场中的资金流动，应以国家和企业、宏观和微观两方面的资金流动情况为基础。

任何—国的证券市场都是以其国民经济整体情况为背景的，同时各国—个证券市场的参与者都主要包括上市公司或发债公司、投资者、券商、政府、银行、交易所等几方面。因此，围绕证券市场进行的货币流动可分三个层面来研究：（1）社会货币总量的流动特点；（2）—级证券市场的货币流动与再分配，其中上市公司与投资者之间的关系是重点；（3）二级证券市场的货币流动和再分配，包括货币流动对证券价格的影响机制。有比较才有鉴别，在进行以上分析中，对各国之间的情况进行比较分析是必要和有益的。

存量和流量之间的关系可能是经济学中最神秘的关系之一。存量是流量的累积，流量是存量的变化，二者互为依存。

在证券市场上，存在着以较小的流量（货币流动）导致存量（股票价格和市值）发生巨大变化的可能性。凯恩斯^①曾指出，虽然股票市场有较高流动性，从表面上看每个投资者都可以出售自己的股票，但若所有的投资者都要出售的话，股票价值就难以实现。在中国，由于证券市场上价格操纵行为的存在，货币流动与股票市值之间的关系也呈现出新的特点。因而，在认清流量与存量之间的区别基础上研究二者关系是本书的一个着重点。

中国的证券市场需要与国际惯例接轨，中国的证券市场研究也需要与国际接轨。经济研究应该紧密结合实际，而对实际经济情况的把握和分析如果离开统计数据就成了无源之水、无本之木。从中外证券市场的实际出发，从可靠的统计数据出发，尽量地使用相对规范化的推理方法，分析中外证券市场数据差异背后的经济社会背景，争取能够得出一些有根据的、与实际相符合、对实际工作有益的结论是本书的另一个着重点。

1.3 本书的结构

本书的第一章是导论，主要是对主题、研究方法、结构做简要说明；第二章文献综述，集中介绍中外经济学前辈和

^① Keynes, John Maynard, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Harcourt Brace Press, 1936.