



中青年经济学家文库
ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

从消费、投资和货币供求看 股票价格对物价水平的影响 ——基于中美两国的实证研究

王劲松 / 著

CONG XIAOFEI TOUZI HE HUOBIGONGQIU KAN
GUPIAO JIAGE DUI WUJIA SHUIPING DE YINGXIANG
YU ZHONGMEI LIANGGUO DE SHIZHENG YANJIU



经济科学出版社
Economic Science Press

中青年经济学家文库

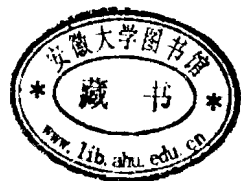
本书受到以下项目资助：

1. 山西省社科联社会科学“十一五”规划2009~2010年度重点课题（SSKLZDKT2009050）“股票价格对物价水平影响的理论与实证研究”
2. 山西省哲学社会科学“十二五”规划2012年度课题“从消费、投资和货币供求看股票价格对物价水平的影响——基于中美两国的实证研究”

从消费、投资和货币供求 看股票价格对物价 水平的影响

——基于中美两国的实证研究

王劲松 著



经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

从消费、投资和货币供求看股票价格对物价水平的影响：基于中美两国的实证研究 / 王劲松著. —北京：经济科学出版社，2013. 6

(中青年经济学家文库)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3320 - 2

I. ①从… II. ①王… III. ①股票价格 - 影响 - 物价水平 - 研究 IV. ①F830.91②F714.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 082702 号

责任编辑：王长廷 刘 莎

责任校对：靳玉环

版式设计：代小卫

责任印制：邱 天

从消费、投资和货币供求看股票价格对物价水平的影响

——基于中美两国的实证研究

王劲松 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：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs. tmall. com

北京密兴印刷厂印装

710 × 1000 16 开 14.75 印张 300000 字

2013 年 6 月第 1 版 2013 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3320 - 2 定价：48.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

在货币政策调控目标体系之中，物价稳定始终是各国央行或者货币当局制定和执行货币政策的首要调控目标。随着虚拟经济的发展，股票等金融市场获得了迅猛发展，金融产品作为各国居民越来越重要的投资品，其价格的变化会通过物价水平的影响因素，包括消费、投资和货币供求等，对物价水平产生重要影响。本书基于这样的经济金融发展背景，围绕股票价格对物价水平的影响，就股票价格通过消费、投资和货币供求对物价水平的影响进行理论与实证研究，并在总结研究结论的基础上，就各国政府如何加大股票价格对物价水平的影响提出政策建议。

本书关于股票价格通过消费、投资和货币供求对物价水平的影响研究涉及三个方面：第一，股票价格通过消费对物价水平的影响研究，包括股票价格对消费者的消费能力和消费信心以及通过消费能力和消费信心对消费需求，进而对总需求和物价水平的影响研究；第二，股票价格通过投资对物价水平的影响研究，包括股票价格对企业的预期投资收益和预期投资成本以及通过预期投资收益和预期投资成本对投资需求，进而对总需求和物价水平的影响研究；第三，股票价格通过货币供求对物价水平的影响研究，包括股票价格对货币供给和货币需求以及通过货币供求对总需求，进而对物价水平的影响研究。

除了导论、参考文献和后记外，本书共包括五部分内容。第一部分是股票价格通过消费对物价水平的影响；第二部分是股票价格通过投资对物价水平的影响；第三部分是股票价格通过货币供求对物价水平的影响；第四部分是股票价格对物价水平综合影响的实证研究；第五部分是结论与政策建议。

在股票价格通过消费对物价水平的影响研究中，本书首先就股票价格对消费的影响（包括股票价格对消费者的消费能力和消费信心的影响以及对消费的综合影响）进行了理论分析和数理分析；其次就股票价格通过消费对物价水平的综合影响进行了理论分析和数理分析；最后就中国和美国股票价格通过消费对物价水平的影响进行了实证研究。通过理论研究，本书得出以下结论：股票价格会通过

消费者的消费能力和消费信心对消费,进而对物价水平产生正向影响。通过实证研究,本书发现:中国和美国股票价格对消费均有显著的正向影响,而且美国股票价格对消费的正向影响要大于中国;在中国,消费对物价水平的影响不显著,而在美国,消费对物价水平有着显著的正向影响,或者说,中国股票价格通过消费对物价水平的影响不显著,美国股票价格通过消费对物价水平有着显著的正向影响。

在股票价格通过投资对物价水平的影响研究中,本书首先就股票价格对企业预期投资收益和预期投资成本的影响以及对投资的综合影响进行了理论分析和数理分析;其次就股票价格通过投资对物价水平的综合影响进行了理论分析和数理分析;最后就中国和美国股票价格通过投资对物价水平的影响进行了实证研究。通过理论研究,本书得出以下结论:股票价格会通过企业预期投资收益和预期投资成本对投资,进而对物价水平产生正向影响。通过实证研究,本书发现:中国股票价格对投资的影响不显著,美国股票价格对投资有着显著的、比较小的负向影响;在中国,投资对物价水平的影响不显著,而在美国,投资对物价水平有着显著的正向影响,或者说,中国股票价格通过投资对物价水平的影响不显著,美国股票价格通过投资对物价水平有着显著的、比较小的负向影响。

在股票价格通过货币供求对物价水平的影响研究中,本书首先就股票价格对货币供给和货币需求的影响进行了理论分析和数理分析;其次就股票价格通过货币供求对物价水平的综合影响进行了理论分析和数理分析;最后就中国和美国股票价格通过货币供给对物价水平的影响进行了实证研究。通过理论研究,本书得出以下结论:股票价格会通过货币供求对物价水平产生正向影响。通过实证研究,本书发现:中国股票价格对货币供给有着显著的、比较小或微弱的负向影响,美国股票价格对货币供给有着显著的、比较小的正向影响;中国货币供给对物价水平有着显著的、比较小的正向影响,美国货币供给对物价水平有着显著的、比较小的负向影响,或者说,中国和美国股票价格通过货币供给对物价水平的影响均是显著的、比较小的负向影响,但美国股票价格通过货币供给对物价水平的负向影响要大于中国。

在股票价格对物价水平综合影响的实证研究中,本书发现:中国股票价格对物价水平有着显著的、微弱的负向影响,美国股票价格对物价水平有着显著的、微弱的正向影响。

综上所述,从理论上讲,股票价格通过消费、投资和货币供求对物价水平有着重要的正向影响;从实证上看,虽然股票价格通过消费、投资和货币供求对物价水平的影响并没有理论分析的那么重要,但实证研究结果还是基本证实了理论研究结论的正确性。基于以上理论研究结论和实证研究结果,本书认为,股票价

格对物价水平的影响既有理论的必然性，也有现实的合理性，因此，各国政府应顺势而为，加大股票价格通过消费、投资和货币供求对物价水平的影响，然后以股票价格作为物价变化的先行指标，通过股票价格的变化来预测物价水平的变化，并通过维护股票价格相对稳定来实现物价稳定的宏观经济目标。

目 录

第一章 导论	1
一、研究的目的、意义及相关概念的界定	1
二、问题的提出	3
三、国内外相关研究	5
四、研究方法 with 结构安排	29
五、所做的探索与不足	31
第二章 股票价格通过消费对物价水平的影响	35
第一节 股票价格对消费能力的影响	37
一、股票价格对消费者的收入和财富的影响	38
二、股票价格对影响消费能力的其他因素的影响	56
三、股票价格对消费能力的综合影响	57
第二节 股票价格对消费信心的影响	60
第三节 股票价格对消费需求的综合影响	61
第四节 股票价格通过消费需求对物价水平的综合影响	62
第五节 股票价格通过消费需求对物价水平影响的实证研究	63
一、股票价格对消费需求影响的实证研究	64
二、消费需求对物价水平影响的实证研究	77
三、股票价格通过消费需求对物价水平影响的实证研究结论	86
第三章 股票价格通过投资对物价水平的影响	88
第一节 股票价格对企业预期投资收益的影响	89
一、股票价格对企业预期投资收益影响的理论分析	89
二、股票价格对企业预期投资收益影响的数理分析	89
第二节 股票价格对企业预期投资成本的影响	90
一、股票价格对企业预期投资成本影响的理论分析	90
二、股票价格对企业预期投资成本影响的数理分析	92

第三节 股票价格对投资需求的综合影响	97
第四节 股票价格通过投资需求对物价水平的综合影响	98
第五节 股票价格通过投资需求对物价水平影响的实证研究	99
一、股票价格对投资需求影响的实证研究	99
二、投资需求对物价水平影响的实证研究	109
三、股票价格通过投资需求对物价水平影响的实证研究结论	118
第四章 股票价格通过货币供求对物价水平的影响	119
第一节 股票价格通过货币供给对物价水平的影响	120
一、股票价格对货币供给影响的理论分析	120
二、股票价格对货币供给影响的数理分析	122
三、股票价格通过货币供给对物价水平的影响	128
第二节 股票价格通过货币需求对物价水平的影响	129
一、股票价格对货币需求影响的理论分析	129
二、股票价格对货币需求影响的数理分析	131
三、股票价格通过货币需求对物价水平的影响	134
第三节 股票价格通过货币供求对物价水平的综合影响	135
第四节 股票价格通过货币供给对物价水平影响的实证研究	137
一、股票价格对货币供给影响的实证研究	137
二、货币供给对物价水平影响的实证研究	159
三、股票价格通过货币供给对物价水平影响的实证研究结论	179
第五章 股票价格对物价水平综合影响的实证研究	181
第一节 中国股票价格对物价水平综合影响的实证研究	181
一、指标和样本区间的选取	181
二、数据处理和相关性分析	181
三、平稳性检验	182
四、VAR 模型的建立	182
五、协整检验	183
六、VAR 模型的估计	184
七、Granger 因果检验	185
八、脉冲响应函数	185
九、方差分解	186
第二节 美国股票价格对物价水平综合影响的实证研究	187

一、指标和样本区间的选取	187
二、数据处理与相关性分析	187
三、平稳性检验	187
四、VAR 模型的建立	187
五、协整检验	188
六、VAR 模型的估计	189
七、Granger 因果检验	190
八、脉冲响应函数	191
九、方差分解	192
第三节 股票价格对物价水平综合影响的实证研究结论	192
第六章 结论与政策建议	194
第一节 研究结论	195
一、股票价格通过消费对物价水平影响的研究结论	195
二、股票价格通过投资对物价水平影响的研究结论	197
三、股票价格通过货币供求对物价水平影响的研究结论	198
四、股票价格对物价水平综合影响的研究结论	200
第二节 政策建议	200
一、如何加大股票价格对消费的影响	201
二、如何加大股票价格对投资的影响	206
三、如何加大股票价格对货币供求的影响	208
四、如何加大总需求对物价水平的影响	210
参考文献	211
后记	222

第一章

导 论

一、研究的目的、意义及相关概念的界定

(一) 研究的目的

本书研究的目的有三：一是从理论上通过研究股票价格通过消费、投资和货币供求对物价水平影响的相对强弱和方向来论述股票价格对物价水平的影响，从而从理论上得出股票价格会通过消费、投资和货币供求对物价水平产生影响，股票价格可以作为物价水平的先行指标等结论；二是通过中国和美国股票价格通过消费、投资和货币供求对物价水平的实证研究来验证上述理论分析结论，从而为股票价格通过消费、投资和货币供求影响物价水平提供现实合理性；三是利用上述理论分析结论和实证研究结果探索稳定物价的新思路和新方法，即政府为了维护物价稳定，就应该顺势而为，加大股票价格通过消费、投资和货币供求对物价水平的影响，同时通过保持股票价格的相对稳定而实现物价稳定的宏观经济目标。

(二) 研究的理论意义和实践价值

1. 研究的理论意义

本书从理论分析和数理分析两个方面就股票价格通过消费、投资和货币供求对物价水平的影响进行理论研究，从中不仅发现许多股票价格影响物价水平的新渠道和新途径，而且还对传统的影响渠道和途径进行了深入研究，包括影响的相对强弱和影响方向等，从而得出股票价格通过消费、投资和货币供求影响物价水平的理论必然性，同时为后面的实证研究和政策建议奠定了理论基础。

2. 研究的实践价值

本书从消费、投资和货币供求等角度对股票价格影响物价水平的渠道和途

径、相对强弱和方向进行了理论和实证研究。通过研究,本书不仅从理论上找到了股票价格作为物价水平先行指标的依据,而且也从实证上找到了股票价格对物价水平影响的现实合理性,同时还为实践中如何将这一理论依据变为现实提供了具体、可行的政策建议;此外,本书还通过上述理论和实证研究明确指出,从长期看,股票价格不仅是物价水平变化的先行指标,而且保持股票价格相对稳定也是维护物价稳定的一个重要政策工具,从而为政府进行宏观调控的实践提供了新的理念、思路和方法。

(三) 相关概念的界定

本书所涉及的相关概念比较多,其中大部分都是学术界普遍认可的宏观经济学概念,比如消费(或称消费需求)、投资(或称投资需求)、货币供求(即货币供给和货币需求)等,但也有一些概念是特定的,其内涵或外延有一定的限制或扩展,比如股票价格和物价水平等,因此,有必要对这些概念加以说明和界定。

1. 股票价格

股票价格这一概念包括很多含义,有股票的票面价格、发行价格、账面价格、清算价格、理论价格和市场价格等。本书所涉及的股票价格是指股票的市场价格,这是因为,首先股票的市场价格是投资者最为关注的股票价格,它的变动会直接影响消费者和投资者的收入和财富,从而影响实体经济和虚拟经济的发展,而这又是本书研究的主要内容;另一方面,股票的市场价格也是中央银行关注股票市场的最有力的指标,中央银行在制定和执行货币政策时,如其考虑股票市场的波动,必然会关注股票价格指数的变化,而这些股票价格指数的编制基本上都是通过股票市场价格编制出来的。此外,本书相关的实证研究所涉及的股票价格变量是用中国上证收盘 A 股综合指数和美国全部股票价格指数衡量的。

2. 物价水平

本书所涉及的物价水平是一般物价水平,即整个社会所有商品和服务的平均价格水平。从币值的角度讲,物价水平反映了货币的对内价值,即物价水平与货币的对内价值负相关,这是因为商品和服务价格与货币数量正相关,即货币数量越多,物价水平就越高,单位货币的购买能力就越低,或者说,物价水平越高,货币的对内价值就越小,反之,则越大。物价水平的衡量指标很多,如消费者价格指数(CPI)、GDP 折算数(或称 GDP 消涨指数)、生产者价格指数等。本书在相关实证研究中,物价水平变量的衡量指标选用消费者价格指数(CPI),这是因为:首先,本书研究的目的之一是探索物价水平变化的先行指标,同时为各国央行或宏观调控部门实现物价稳定的宏观经济目标提供一个有力的调控工具,而

CPI 正是央行或宏观调控部门衡量物价水平时经常使用的价格指数；其次，CPI 与消费、投资和货币供求之间的关系均比较密切。

3. 消费、投资和货币供求

本书所涉及的消费，即消费需求（总需求的一部分），是指家庭或消费者在商品和服务市场上对最终商品和服务的购买需求，包括对耐用品、非耐用品以及各种服务的购买需求；在相关实证研究中，本书选用中国社会消费品零售总额和美国零售总额作为消费变量的衡量指标。投资，即投资需求（也是总需求的一部分），是指企业在商品和服务市场上对机器、厂房、设备以及原材料等的购买需求；在相关实证研究中，由于数据的可得性，本书选用中国固定资产投资完成额和美国制造业投资额（等于美国制造业在建工程项目价值和存货增加额之和）作为投资变量的衡量指标。

货币供求是货币供给和货币需求（是影响总需求，进而影响物价水平的重要因素）的简称。货币供给是活期存款经过由央行、商业银行等金融机构、普通工商企业和家庭等经济主体的经济行为共同决定的货币创造过程形成的，即货币供给是内生的；本书在相关实证研究中将货币供给分为三个层次，即 M0、M1 和 M2，M0 是指现金，M1 包括现金和活期存款，M2 等于 M1 加上定期存款和居民储蓄存款。货币需求是指人们愿意以货币形式持有其财富的愿望和动机，包括货币的交易需求、预防需求和投机需求；货币的交易需求与国内收入和金融交易额正相关，货币的预防需求与国内收入和经济主体对未来发生支付危机的预期正相关，货币的投机需求与持币的机会成本负相关，即与通货膨胀率和资本利得（即股票、债券、基金、外汇和房地产等的差价收益）负相关；由于在现实经济中，货币供给和货币需求是同一个量，即货币数量，而且货币需求从理论上讲应该是社会交易额与货币流通速度之比，但是由于货币流通速度又是通过货币数量（或货币供给）与 GDP 的比值计算的，因此，这种循环计算不可能获得真正的货币需求数据，鉴于货币需求数据的不可得性，本书未就股票价格通过货币需求对物价水平的影响进行实证研究。

二、问题的提出

在货币政策调控目标体系之中，物价稳定始终是各国央行或者货币当局制定和执行货币政策的首要调控目标。物价稳定就是要保持物价水平的基本稳定，它与币值稳定有着密切的联系。币值稳定包含币值的对内稳定和对外稳定两层含义，币值的对内稳定实质就是保持物价稳定，币值的对外稳定就是保持汇率稳定。由于汇率稳定与国际收支平衡之间关系密切，而且汇率稳定集中表现为国际

收支平衡，因此，各国货币政策理论和实践都将币值的对外稳定归入国际收支平衡目标之中。

那么如何实现物价稳定或币值的对内稳定呢？这就需要从造成物价不稳定的原因入手。造成物价不稳定的原因主要有以下三个方面：一是由于实体经济不均衡造成的，即商品和服务以及要素市场出现供求不均衡造成的，当供大于求时，物价下跌，供不应求时，物价上涨；二是由于虚拟经济不均衡造成的，即金融市场出现供求不均衡，比如超经济货币发行致使货币供给超过货币需求导致通货膨胀等；三是由于商品、服务和要素的需求者，即消费者和生产者对价格的预期造成的，如果消费者和生产者预期价格上涨，就会抢购这些商品、服务和生产要素，导致物价上涨，反之，就会导致物价下跌。

在上述造成物价不稳定的原因当中，股票价格起着重要的作用。首先，股票价格的波动会通过以下途径影响总需求：第一，股票价格的波动会通过影响消费者的实际财富和收入的增长以及对未来财富和收入增长的预期影响消费者的消费，从而引起总需求的变化，进而导致商品、服务和要素市场供求不均衡，造成物价不稳定；第二，股票价格的波动还会通过影响上市公司的融资成本和托宾 Q 值以及对经济前景的预期影响上市公司的投资，进而通过“工业链”或“商业链”^①的“连带效应”^{②③}影响相关企业的投资，从而带动整个国家或地区投资的变化，引起总需求的变化，造成物价不稳定；第三，股票价格的波动还会通过影响汇率和进出口上市公司的投资以及通过上述“连带效应”影响其他进出口公司的投资，引起该国或该地区净出口，进而总需求的变化，造成物价不稳定。

其次，股票价格的波动也会引起总供给的变化。在一个股票市场规模比较大和居民参与股票市场比较深的国家或地区，即股票市场具有较强的广度和深度的国家或地区，比如英国和美国等以市场为主导的国家或地区，股票价格的波动会直接影响居民的收入结构，从而引起其提供生产要素（包括通过提供劳动力而提供劳动要素和通过储蓄、金融投资等提供资本要素）的时间、精力和经济动力的变化，进而影响该国或该地区的生产能力和总供给。此外，股票价格的剧烈波动还会给一些投资于股票市场的企业带来额外的利润或亏损，从而影响其专注于生产和技术改造的能力和动力，进而引起总供给的变化。

① 所谓“工业链”和“商业链”是指工业企业之间、商业企业之间以及工商企业之间的产、供、销关系。

② “连带效应”就本书而言是指通过“工业链”或“商业链”，工商企业之间存在这样一种效应：处于需求方的企业投资的增加引起其进货量的增加，会导致供给方企业的销货量的增加，进而增加供给方企业的投资能力和投资需求，“连带效应”就是指这种连锁反应。

③ 参见王劲松、韩克勇：《股票价格与货币政策调控目标》，载于《经济评论》2008年第1期。

再次,股票价格的波动会导致虚拟经济的不均衡,而物价的不稳定,在很大程度上讲,就是虚拟经济不均衡的结果。随着虚拟经济的快速发展,虚拟经济对实体经济的影响也越来越大,其中一个重要的表现就是货币供求的变化对一般物价水平的影响。正如经济学大师弗里德曼所言,“通货膨胀归根结底是一种货币现象”^①,即通货膨胀就是货币供给大于货币需求的结果。股票价格作为虚拟经济的价格,它的波动会通过各种途径影响虚拟经济的重要方面——货币供给与货币需求的变化,导致虚拟经济的不稳定,进而引起实体经济的价格——一般物价水平的不稳定。

最后,股票价格的波动还会通过影响消费者和生产者对物价变动的预期引起或加大物价的不稳定。经济主体对经济利益的追逐本性决定了预期因素对经济主体的经济活动有着重要的影响。股票价格的波动会导致消费者和生产者等经济主体对经济前景预期的变化,进而改变其对价格水平变化的预期,逐利的本性促使消费者和生产者改变其原有的消费行为和生产行为,从而导致商品和服务市场供求的变化,进而引起物价的不稳定。

既然股票价格的波动对造成物价不稳定的因素有着如此重要的影响,而物价稳定又是货币政策的首要调控目标,因此有必要对股票价格影响物价水平的途径和效应进行全面、系统和深入的理论分析和实证研究。由于股票价格对净出口需求和总供给以及经济主体通货膨胀预期的影响比较小,因此,国内外学者很少就这些方面进行研究,而对于股票价格通过消费、投资和货币供求,尤其是通过消费和投资对总需求,进而对物价水平影响的研究比较多。但是即便是关于股票价格通过消费、投资和货币供求对物价水平的影响,国内外研究也是不够系统和全面的,有些研究还不够深入,甚至有的研究还未发现一些已有的、重要的影响途径。因此,本书针对这些研究的不足,就股票价格通过消费、投资和货币供求对物价水平的影响进行理论和实证研究。

三、国内外相关研究

国内外关于股票价格对物价水平影响的研究主要围绕股票价格的变动对消费需求 and 投资需求以及货币供求的影响展开,而就股票价格对净出口需求的影响研究很少或几乎没有,而且关于股票价格对总供给的研究也基本上是空白,另外,就股票价格的变动对通货膨胀预期的影响研究也不多,基本上是夹杂在对消费需

^① Milton Friedman. *Money Mischief: Episodes in Monetary History*. A Harvest Book Harcourt Brace & Company, 1994: 189.

求和投资需求的影响研究之中,很少分出来进行单独研究。也就是说,国内外的研究主要是研究股票价格的变动对总需求的影响,而不涉及对总供给的影响;对总需求的影响也基本局限在对消费需求 and 投资需求以及货币供求的影响上,而很少涉及对政府购买需求和净出口需求的影响;对通货膨胀预期的影响也未能进行单独研究。下面就分别从股票价格对消费需求的影响和对投资需求的影响以及对货币供求的影响三个方面阐述国内外关于股票价格对物价水平影响的相关研究。

(一) 股票价格通过消费需求对物价水平影响的相关研究

1. 关于财富效应内涵与外延的界定

目前,理论界普遍认为,股票价格影响消费需求的直接渠道是财富效应。根据《新帕尔格雷夫经济学大辞典》(1992)的定义,财富效应(wealth effect)是指“假定其他条件不变,货币余额的变化将引起总消费的变动,也称庇古效应或实际余额效应”。按照这一定义,财富效应接近于“广义的财富效应”,即“当资本市场工具的价格上涨时,投资于这些金融资产的投资者和利用这些金融工具融资的筹资者会感到(而且事实上也是如此)他们手中的财富已经或将要增加(对于筹资者而言,由于这些金融资产价格的上涨使得筹资者再次融资变得相对容易,通过这些融资,他们会拥有或掌握更多的财富),从而增加他们的即期消费和投资,消费和投资需求的增加使总需求增加,从而促进一般物价水平的上涨”,但要比“狭义的财富效应”的内涵和外延宽广得多。“广义的财富效应”,其主体不仅仅指股票市场和股票价格,而是囊括了包括股票市场、债券市场、基金市场等在内的资本市场以及这些市场工具的价格;此外,“财富效应”不仅涉及普通的中小投资者,而且还包括机构投资者,甚至包括上市公司等筹资者,而“狭义的财富效应”仅涉及股票市场和股票价格^①。《新帕尔格雷夫经济学大辞典》所定义的财富效应的内涵和外延介于“广义财富效应”和“狭义财富效应”之间,其主体也包含了所有的资本市场及其工具的价格,只是不涉及上市公司等筹资者,因而只会引起消费的变化,而不会影响投资。本章所指的财富效应不同于上述财富效应的概念,它只涉及股票市场和股票价格,类似于“狭义的财富效应”,但其主体不包括上市公司等筹资者,因此,财富效应只会影响消费而不会导致投资的变化。

2. 财富效应的提出

财富效应最早是由莫迪利安尼(Modigliani)提出来的。早在1954年莫迪利安尼[迈尔斯(Myers)、奈瑟(Neisser)及莫迪利安尼,1954]就提出生命周

^① 参见王劲松、韩克勇:《股票价格与货币政策调控目标》,载于《经济评论》2008年第1期。

期假说,他认为,消费不单单取决于当期的收入,而是取决于整个生命周期中的人力资本收入和净财富。用函数表示就是:

$$C = a + b \cdot HY + c \cdot NW \quad (1.1)$$

其中, C 表示消费额; HY 表示人力资本收入; NW 表示净财富; $a > 0$, 表示自主消费或基本消费,它是满足消费者基本生存需要而进行的消费,与收入和财富无关; b 和 c 都是大于 0、小于 1 的常数,分别表示人力资本收入和净财富的边际消费倾向。

当人力资本收入 HY 增加时,消费者由于收入增加而增强了消费的能力和信心,从而增加消费,但一般而言,消费者只会用增加人力资本收入中的一部分去消费,因而人力资本收入的边际消费倾向 b 小于 1;反之,当 HY 减少时,消费就会减少。消费者净财富 NW 的增加,比如获得一笔馈赠或遗产,同样会增加消费者的消费能力和信心,从而增加消费。

关于人力资本收入和净财富的边际消费倾向 b 和 c 的大小,莫迪利安尼利用美国第二次世界大战后的相关数据进行了实证研究,得出 b 接近于 0.7, c 接近于 0.06。这一实证研究一方面证实了美国财富效应的存在,另一方面也说明净财富的边际消费倾向要远远小于人力资本收入的边际消费倾向,这是因为,人力资本收入的增加不仅增强了消费者的消费能力,而且也给消费者以未来收入增长的预期,大大增强了消费者的消费信心,而净财富的增加只是暂时增加了消费者的消费能力和一定的消费信心。

莫迪利安尼(1972)在研究货币政策影响消费的“财富效应”时,进一步指出,消费取决于消费者整个生命周期中总财富 GW ,这个总财富包括实际资本 RC 和人力资本 HC 以及金融财富 FW ;股票是最主要的金融财富。用函数表示就是:

$$\begin{aligned} C &= C(GW) \\ &= a + b \cdot RC + c \cdot HC + d \cdot FW \end{aligned} \quad (1.2)$$

其中, a 表示自主消费或基本消费; b 、 c 、 d 分别表示实际资本、人力资本、金融财富的边际消费倾向。

当实际资本、人力资本或金融财富增加时,消费者就会因为消费能力和消费信心的增强而增加消费。如果中央银行或者货币当局实施扩张性的货币政策,比如增加货币供给,就会增加消费者的实际持有货币余额。当消费者的实际持有货币余额超过其意愿持有货币余额时,消费者就会用其持有的超额货币余额购买股票等金融资产,从而导致股票等金融资产价格的上升,消费者的金融财富就会增加,消费也会随之增长。

3. 财富效应的后续研究

后续的财富效应研究主要集中于财富效应是否存在、强弱如何、在不同的国

家或地区以及不同的消费群体之间有何差异以及财富效应的非对称性方面。理论界普遍认为,财富效应是存在的,只是在显著与否和强弱上有不同的观点。有些学者认为,财富效应显著与否主要看是否满足一定的条件。比如坎贝尔(Campbell)和麦金利(Mackinlay)(1997)针对美国股票市场的财富效应是否存在进行研究,发现只有持股期比较长的消费人群样本才具有较为显著的财富效应。林德维森(Ludvigson)和斯坦德尔(Steindel)(1999)对美国股票市场财富效应的分析得出股票价格的变动对消费的影响具有很强的不稳定性,而且这种不稳定性很难消除。莱托(Lettau)和林德维森(2001)针对美国第二次世界大战后家庭财富波动与消费波动之间的相关性进行分析,得出结论,消费波动与股票价格波动之间的相关性不大,消费波动主要是由家庭财富的永久性波动引起的。

此外,大部分学者认为房地产市场的财富效应要大于股票市场的财富效应。这是因为,首先,在家庭总财富中,房地产财富的比重要大于股票财富,包括英、美等以证券市场融资为主导的国家和地区[道勒(Dollar)、大卫(David)和沃尔夫(Wolff),1988;布瑞欧等(Borio et al.),2000;特雷西(Tracy)和施耐德(Schneider),2001];其次,股票市场财富效应的时滞要远远大于房地产市场财富效应,比如安德鲁(Andrew)和费雷多(Fiardo)(2000)估计股票市场财富效应的时滞为3~6个月,而房地产市场财富效应的时滞大约为12个月,即房地产价格的变动要提前于消费的变动大约1年时间,这意味着房地产市场包含的影响消费的信息要远远多于股票市场;最后,大量实证研究[如贝克尔(Becker)和穆里根(Mulligan),1997;希勒(Shiller)和奎格利(Quigley),2001;康丹·凯瑟沃(Kundan Kishor),2004]也证实房地产价格的边际消费倾向要远远大于股票价格。根据IMF的一项研究(IMF, World Economic Outlook, 2002),16个发达国家在1984~2000年期间,股票价格每上涨1美元,消费额增加2美分;而房地产价格每上涨1美元,消费额增加5.3美分。

许多国内外研究[布瑞姆(Bram)和林德维森,1998;格罗伍德(Girouard)和布朗德(Blondal),2001;路德维希(Ludwig)和斯劳克(Slok),2002]表明,在不同的国家和地区,股票市场的财富效应是不同的,尤其是在以市场为主导的国家和地区(比如英国和美国)与以银行为主导的国家和地区(比如日本和德国)之间存在很大差异。比如在上述IMF的研究中,在以市场为主导的国家,股票价格每上涨1美元,消费额增加4.3美分;而在以银行为主导的国家,股票价格每上涨1美元,消费额只增加0.9美分。也就是说,以市场为主导的国家和地区的财富效应要大于以银行为主导的国家和地区。这是因为,相对于以银行为主导的国家和地区,以市场为主导的国家和地区的股票等金融市场比较发达,家庭持有股票等金融财富的比重相对比较高,家庭对股票等金融资产