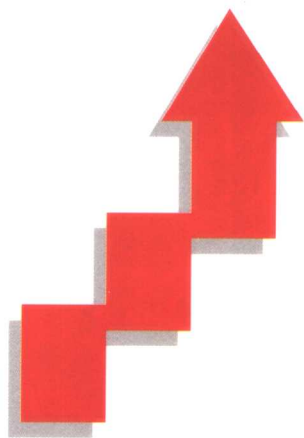


财富效应论

CAIFU XIAOYINGLUN

◎吕立新/著



中国工商出版社

财富效应论

吕立新 著

中国工商出版社

责任编辑 张文锐 穆瑞红

封面设计 欣然

图书在版编目(CIP)数据

财富效应论/吕立新著. —北京:中国工商出版社, 2005. 4

ISBN 7-80215-007-8

I. 财… II. 吕… III. 经济学-研究 IV. F0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 041176 号

书名/财富效应论

著者/吕立新

出版·发行/中国工商出版社

经销/新华书店

印刷/北京华正印刷厂

开本/850 毫米×1168 毫米 1/32 印张/13.25 字数/336 千字

版本/2005 年 5 月第 1 版 2005 年 5 月第 1 次印刷

社址/北京市丰台区花乡育芳园东里 23 号(100070)

电话/(010)63730074, 83670785 电子邮箱/zggschs@263.net

出版声明/版权所有, 侵权必究

书号: ISBN 7-80215-007-8/F·529

定价: 30.00 元

(如有缺页或倒装, 本社负责退换)

**本项目获得
北京市优秀人才培养
专项经费资助**

序 言

近两年我国经济发展势头良好,发展速度很快。但是发生了投资过热的结构性矛盾。而这种局部的过度投资(主要表现在固定资产投资)并没有带来下游需求的拉动,是一种经济发展过程中的结构性不平衡,带有很大泡沫成分的畸形发展,对于我国经济的长期稳定是没有益处的。在这样的背景下,国家实施宏观调控,毫无疑问对抑制局部经济过热和通货膨胀的发生起到重要作用,投资增长很快,但消费一直是薄弱环节。2004年12月3日召开的中央经济工作会议确定,从2005年开始,我国财政政策已经从积极转向稳健,这意味着实施多年的扩张性财政政策发生了变化。我国经济增长的模式选择,需要由投资和外贸拉动型向消费拉动型转变,需要由速度型向效益型转变。金融理论研究的前沿应当特别研究如何利用金融市场为扩大消费需求服务,研究股票市场与消费支出之间变动的关系。事实上我国股市政策方面也存在研究股市财富效应的需求。吕立新的这本《财富效应论》的书,正是基于这一主题而选定其研究方向的。

众所周知,我国股市尚处于初级阶段,这个市场还是一个新兴市场,规模小,不完整,经验不足,但是无论是对社会对投资者股市的财富效应还是有所显现。随着我国股市的不断发展,规模的进一步扩大,股市的财富效应必将进一步显现。因此,及时研究我国股

市财富效应,探讨如何创造有利条件,有效利用股市财富效应为经济发展服务具有重要的现实意义。

本书《财富效应论》是在作者博士论文《股票市场财富效应研究》的基础上补充修订而成的。在作者确定其博士论文题目时,我作为博士生导师,当时曾有两点顾虑:一是该题目选题较新,可以借鉴的研究成果和文献资料并不多;二是该题目属于“小题大作”,相关问题能否深入展开,没有把握。但还是就此开题,我阅读完该论文全文后,基本上消除了以上两点顾虑。可以认为,论文作者在探索中国股市财富效应理论和实践方面做了一些有益的工作,是很有成效的,其中对一些问题的研究具有一定的深度和独到的见解。

本书的最大特点是理论联系实际,历史与现实相结合。作者几年来一直从事证券理论和实务研究,熟悉我国股市发展的历程和现状,加之认真学习宏观经济理论和现代金融理论,并具有刻苦求实的科研精神,因而能够很好地运用西方股市财富效应理论密切结合我国股市的实际,全面系统地研究我国股市的财富效应问题。由于作者具有较丰富的股市实践经验,因而针对股市实际提出的一些政策建议具有一定的实用价值。

本书的理论框架可以归纳为“一条主线和三个重点”。“一条主线”是围绕“什么是财富——什么是财富效应——财富效应是如何发生作用的——财富效应存在的真实性如何——财富效应对经济增长是否有贡献——财富效应对股市政策有何启示”的顺序而展开讨论的;“三个重点”突出“财富效应的理论依据——实证分析和国际比较——与消费增长的互动关系”。从理论框架的构思看,作者力求使全文形成较为完整的理论体系,基本上达到了要求。

本书较大的创新之处有三个方面:其一是紧扣当前宏观经济热点问题,有一定参考价值。本书对我国当前宏观经济运行中的热点问题有所涉及,如消费不足、货币政策有效性、财政赤字和股市制度缺陷等问题,并从股市财富效应方面提出了相应的政策建议。其二是理论解释有利于消除一些关于股市财富效应的不正确认识。例如,股市财富效应在理论上有利于消除股市泡沫,但实际结果往往是产生挤出效应。当股市财富效应产生对消费的挤出效应时,才有可能加速形成股市泡沫。实际情况往往是挤出效应大于财富效应,导致产生股市泡沫。再如,股市财富效应并不一定导致通货膨胀。财富效应和通货膨胀是否存在因果关系,关键在于引起变动的因素的性质有所不同。产品劳务价格和金融资产价格的变化常常存在非一致性,有时甚至是背离的,所以要求相应政策工具具有针对性。其三是论文中运用了大量的案例分析和实证分析,说明作者在运用国外理论模型对我国股市财富效应的实证分析是符合实际的,具有说服力的。

目前,我国研究财富效应的科研成果不多,进行系统研究的更是少见。本书比较全面系统地研究了我国股市财富效应理论实践问题及与此相关的消费与投资、货币政策、财政政策和股市政策等问题,选题具有创新性,为国内研究财富效应问题提供了一部值得参考的经济文献和一种基本思路与框架。此外,该书资料翔实,文笔流畅,对一些问题的论述有一定的理论深度。从全书看,作者具有认真、刻苦、务实求真的科研态度。我相信,这本书对我国经济工作者和理论研究人员,都会有所裨益。但是财富效应问题比较复杂,涉及社会经济生活的方方面面,在市场比较长时期低迷的时候,人们对股市财富效应的期望值不高,作者的研究又难免有不到

之处。我倒是主张以此为辄，百花齐放，百家争鸣，以引起人们的兴趣，增强人们的信心，推动我国证券市场的健康发展。

以上是为序。

陈耀先

2005年5月于北京

前言

一、问题的提出

1. 财富效应的争论

美国新经济步入衰退后,当时赖以刺激经济增长的财富效应理论受到批评,批评者认为正是负面财富效应断送了美国经济繁荣,加剧了美国经济衰退。美联储为了抑制经济衰退和挽救股票市场,连续实施大幅降息,其频率为历史罕见,在此过程中,财富效应理论作为争论的焦点问题遭受了前所未有的质疑。财富效应在过去十年中对美国经济增长的贡献,与近两年来股市暴跌对美国经济衰退造成的消极影响形成鲜明的反差,经济学家开始审慎思考财富效应对消费需求和经济增长的双重性影响。

中国股市在 1999 年演绎了“519 行情”以后,财富效应在中国也开始引起广泛关注。当时国民经济出现通货紧缩迹象之后,政府采取了一系列经济政策,以刺激经济增长,其中“刺激股市,拉动内需”也成为政府经济政策工具的重要内容。在随后两年中,宏观经济出现了良好的复苏势头,可以认为是这种政策工具初见成效。2001 年下半年,股指连续下跌之后,经济增长速度也开始放缓,物价指数再度走低,通货紧缩迹象又重新抬头,负面财富效应显现,有人建议再度采用“刺激股市,拉动内需”的政策工具,为此理论界再一次展开了热烈讨论。关于中国股市是否存在财富效应的争论

几乎达到白热化程度,进而扩展到股指涨跌与经济增长之间关系的讨论,引起强烈反响和广泛关注,将财富效应讨论推向了一个新的高潮。

中国财富效应是否存在?财富效应到底有多大?股票市场财富效应与消费需求和经济增长之间存在什么关系?为了回答这些问题,笔者试图从理论和实证两方面进行分析。

2. 财富增长与经济政策密切相关

创造财富是当今世界经济主题之一,已经从发达国家迅速扩展到发展中国家。中国城乡居民家庭财富也得到较快发展。改革开放以来,城乡居民经历了以家庭耐用消费品向住房和汽车消费转化为主要特征的消费需求更新换代的过程,实物财富扩张速度十分迅猛。十年来,城乡居民储蓄存款余额也大幅度增长,至2004年末已突破10万亿元。股票流通市值已达到2004年末的1.2万亿元左右,被分散持有在7000万户股东帐户中,这些股东帐户以中小散户和自然人投资者为主,占有比例达90%。由此可见,城乡居民家庭金融资产增速远远高于实物财富增速,其中持有股票市值增速最快,十年年均增幅达20%以上。在财富分配过程中,极少数人财富总量急剧膨胀,这个扩张过程甚至可以与美国19世纪末的“黄金时代”相提并论。随着美国过去股市十年牛市和经济增长持续向好,美国家庭的实际财富净值增长幅度超过50%,其中有超过60%的部分是家庭持有股票价值上升的结果,股市财富的增长速度已经大大超过了所有其他类型财富的增长速度。

财富快速增长及其对消费的影响尤其受人关注。近年来有迹象表明,美联储已经开始注意到在制定货币政策时更多地考虑股票市场和资产价格的因素。此外,因为股价上升也是政府增加税收

的一个重要来源,而税收增加又可以降低政府财政赤字,所以财富效应与财政政策也有关系。

二、研究现状

财富效应在美国已不是什么新鲜的话题,特别是美国在 20 世纪 90 年代连续十年大牛市和消费增长带动经济增长之后,许多经济学家从理论研究和实证分析出发,探讨股市波动与消费增长之间的变化关系,这方面的研究积累了较多的成果,其中较有代表性的有: James M. Poterba(2000), Goodhart(1999), Ludvigson and C. Steindel(1999), Ralph Chami, Tomas Fcosimano, and Connel Fullenkamp(1999), Smets(1997), 等等。研究股市发展与经济增长的主要代表作有: Marco Pagano(1993), Ross Levine(1997), Ross Levine and Sara Zervos(1998), Kent, C., and P. Lowe(1997), 等等。这些成果的观点虽然存在较大的分歧,但都有各自不同的研究角度,既有对股市财富的产生原因、效果和问题的分析,也有对财富效应不同案例及其特点的分析,对股市上涨对股市泡沫和通货膨胀影响的分析,还有对股市与货币政策和经济增长关系的研究,等等。这些研究为我们全面认识发达国家的财富效应提供了大量的参考资料,对我们进一步从理论上归纳股市财富与消费之间的变化关系的一般规律大有裨益。

我国也有不少学者对财富效应问题进行了研究,但较为零散和不成体系,而且多以理论分析为主,实证分析不足,大多停留在回答我国财富效应是否存在的水平上,而关于股市财富与消费增长相互关系的一些重要理论问题的研究成果不多。由于在股市政策问题上存在一些分歧,对相关政策工具问题的探讨也就不多见了。在已有的一些成果中,未将股市财富、金融财富和实物财富进

行适当的区分,一些实证分析中对部分地区进行的小规模抽样调查,也不能保证样本的准确性、科学性和全面性。关于财富效应是否存在,也存在较大的分歧。《证券时报》曾在1999年针对当年“519”行情进行了一次投资者问卷调查,收回有效调查问卷1397份,还有近百封读者来信,大多数投资者比较赞同财富效应;臧旭恒(1997)研究发现我国城镇居民跨期消费的前提是,假设居民有一定的资产存量,根据持久消费理论将上期消费额和当期收入同时纳入到对当期消费的回归中,这为财富效应的研究提供了跨期消费的基础;梁宇峰、冯玉明(2000)在《中国股市财富效应实证研究》中利用对上海市股票投资者进行抽样调查所得数据的分析,认为投资者在股指上扬时会产生财富幻觉和收入预期,从而扩大生活消费,因此我国股市存在一定的财富效应,但市场收益分配格局不合理导致股市的“马太效应”,严重束缚了财富效应的充分发挥;李振明(2001)利用安多和莫迪利亚尼采用的扩展的生命周期模型验证我国数据,认为“由于中国股市流通市值较小,参与股市投资的居民数量有限,由于中国居民从股市获得的收益主要用于股市再投资或投机,很少用于大规模消费,因此股市的财富效应对刺激消费只具有很小的影响”;刘红忠(2001)和林琳(2002)认为我国股市资金占居民总财富的比重偏低,所以财富效应对消费的影响并不显著,同时由于机构投资者占绝对的主导地位,导致财富效应存在一定程度上的不对称性(或称“棘轮效应”),即股市上涨对居民消费的刺激作用不明显,股市下跌对居民消费的抑制作用反而明显。

关于股市财富对经济增长的影响,一些专家认为股市与经济增长之间有很强的正相关关系(Levine 和 Zervos, 1998; Jovanovic,

1993)。另一些人认为股市发展与经济增长之间的相关性不大,股市在风险分散或风险分担和提供流动性等方面的作用使人们的储蓄动机下降,从而股市的发展可能不利于储蓄率的提高,进而影响经济增长(Harris,1997)。对发达国家来讲,股市确实有助于解释人均实际 GDP 的增长率,但对欠发达国家来说,由于股市规模有限,对经济增长的刺激效应是非常弱的。Eugene Fama 和 Jack Clark Francis 等提出了有效率的资本市场说,将股市分为强式有效市场、半强式有效市场和弱式有效市场。认为在强式有效市场,投资者只需根据股票价格进行投资决策,资金资源便达到有效配置,且投资者信息成本趋于零(贝多广等,1995)。我国一些学者通过对 20 世纪 90 年代美国经济发展成因的分析,将财富效应称为经济增长的动力(谭雅玲,1999)。

三、理论基础、研究思路和逻辑结构

1. 理论基础和分析工具

本书的理论背景可能较为宽泛,涵盖了宏观经济理论和现代金融理论的不少分支领域,其目的在于力图使本书对财富效应的认识建立在一个尽可能宽广而深厚的理论基础之上,而构成这一理论基础的核心就是现代消费函数理论和股市微观结构理论,以及货币政策理论、有效资本市场理论、投资者行为理论和消费心理学的有机结合。现代消费函数理论认为,消费不仅是收入的函数,而且还是财富的函数,持久收入和财富存量都是构成消费水平变化的内生变量。股市微观结构理论主要研究股市价格形成和造市行为,以及市场微观结构的特性,还包括存货模型、信息基础模型和策略交易模型等等,是形成本书微观理论基础的重要内容。本书还涉及货币政策的有效性、有效资本市场理论、投资者行为理

论和消费心理学等理论的一些重要内容。

财富效应属于宏观经济范畴。从字面理解,财富效应是研究财富与消费之间的变化关系,从引申意义分析,因为消费需求是带动经济增长的三大因素之一,所以财富效应实际上是反映股市涨跌与经济增长之间的变化关系。财富效应理论认为,经济增长决定股市涨跌,股市涨跌对经济增长具有反作用,这在很大程度上是新经济思想,虽然美国步入经济衰退以后,许多经济学家对新经济提出质疑,但是新经济思想仍具有较顽强的生命力。

财富效应同时也属于虚拟经济范畴。财富效应所反映的财富与消费、股市与经济之间的关系,实际上表现为实体经济与虚拟经济关系的一个侧面,是实体经济与虚拟经济关系的重要组成部分。20世纪70年代以后,发达国家经济迅速虚拟化,目前许多发达国家证券化率已经达到150%~300%左右的平均水平,随着货币虚拟化和价值增值过程虚拟化,西方货币金融学说获得了新发展,货币层次划分标准越来越模糊,货币政策越来越多地倾向于控制广义货币,客观上开始要求对虚拟经济进行适当的控制,主要表现为更加重视制定虚拟经济的稳定政策。考虑到我国实际情况,应该考虑由管理层直接调控和干预股市,利用虚拟经济的影响调节实体经济,利用财富效应调节消费需求和经济增长。

2. 本书的主要思路和逻辑结构

本书研究的逻辑思路是:要研究股市的财富效应,首先就需要说明财富和财富效应的一般概念和理论,在此基础上强调股市财富和财富效应的特殊性,并对此进行理论分析,论述股市与消费和总需求之间的变化关系;然后对中国是否存在财富效应进行实证检验,分析其中一些重要影响因素;最后结合财富效应与经济政策

主要变量之间的互动关系,从经济增长高度讨论财富效应的反作用 and 积极影响,提出了借助财富效应配合主要经济政策,刺激经济增长的政策主张。

第一章对财富概念进行了一般性描述。主要讨论财富的定义及其分类特点,同时对与财富概念相关的几个问题分别进行了阐述。特别强调财富集中度不同时其增量变化对消费产生的不同影响,为后面研究财富效应的重要特点打下了伏笔。

第二章引入财富效应概念,并进行理论分析。对零和博弈和通货膨胀等相关问题进行了回答,长期稳定上涨的股市有可能形成正和博弈。财富效应的基本特征包括弱式效应、非对称性和时滞性。此外还讨论了财富效应的历史沿革,认为庇古效应、实际余额效应和替代效应是财富效应的起源。

第三章分析财富效应的传导机制。股市财富对收入和收入预期进行传导,对货币供应量和财政收入具有一定的反作用,因而通过虚拟经济对实体经济也产生反作用。财富效应并不是直接导致通货膨胀和形成股市泡沫的原因。从作用机理分析,财富效应反而有利于消除股市泡沫。当财富效应产生对消费的挤出效应时,才有可能加速形成股市泡沫。实际情况往往是挤出效应大于财富效应,导致产生股市泡沫。还讨论了一种典型的微观效应,即上市公司并购的财富效应。

第四章基于行为金融学对财富效应的心理性因素进行分析。财富效应的行为条件包括理性套利的有限性和市场有效性的约束条件等因素,同时讨论了消费者的行为本质和假设条件,财富幻觉和心理依托是形成财富效应的主要心理原因,财富效应是一种感觉效应。

第五章进行中国财富效应的实证分析和国际比较。分别对安多和莫迪利亚尼模型、格兰杰因果关系和股市变量模型等三种情况进行实证分析,只有第一种情况通过了统计检验,第二、第三种情况均未通过统计检验。本书仍倾向于认为中国财富效应是存在的,但是非常微弱。在财富效应的国际比较中,结合案例对暂时性收入转化为持久性收入、股市周期与经济周期相关关系等因素进行比较分析,并阐述了美国财富效应影响消费的不同特点。

第六章进行财富效应和经济增长的相关性分析。首先延伸关于对货币供应量和财政收入的反作用的讨论,结合我国当前经济领域中通货紧缩的现状和两大经济政策面临的主要困难,分析在有效需求不足条件下,利用财富效应促进经济增长的作用机理,对股市背离宏观经济走势的原因进行了分析。

第七章属于政策建议范畴,探讨财富效应作为股市政策工具的可行性。在我国当前两大经济政策执行情况出现一定困难的情况下,强调通货紧缩条件下积极的股市政策的作用,关键在于如何保持股市的长期稳定繁荣。对主要国家(地区)政府主动干预股市进行案例分析之后,分析了财富效应作为股市政策工具的必要性、问题和措施,提出了把股市价格作为宏观调控工具的政策主张。同时分析了建立股市调控基金的必要性和可行性。

四、理论创新的努力方向和实践意义

1. 理论创新的努力方向(可能的创新之处)

第一层次是试图建立一种新的理论体系。本书尝试创造性地建立了一个相对宽泛深厚的理论框架,运用现代消费函数理论和股市微观结构理论对财富效应问题进行深入系统的理论研究和实证分析,将该问题置于一个股市财富影响消费水平继而影响经济

增长的统一大背景中进行全方位多层次的考察。本书认为,财富效应是一个与相关因素交替发展的动态过程,在很大程度上存在着深厚的理论背景和现实表现形式,股市财富与消费水平和经济增长之间并不是单向的决定关系,而是双向的互动关系。从财富的一般概念,到财富效应的历史沿革和心理性因素,从经济学原理和主要特点,到实证分析和国际比较,再到与经济增长的相互关系和政策建议,本书都沿用了一条清晰的理论脉络进行论述。主要表现在三个方面:

一是选题比较新颖。由于我国学者基本是在1999年以后才开始研究财富效应的理论和实际问题,所以系统的研究成果不是很多,以此作为博士论文更为少见,显示出本书选题具有一定程度上的新颖性。此外,本书选题属于“小题大做”,从微观问题出发,除研究财富效应问题本身外,还研究财富效应的相关问题,如对消费和投资、货币政策、财政政策和经济增长等问题均有所涉及。

二是使用了大量篇幅进行定量分析。本书第五章利用三个模型分别对财富效应及其与经济增长的相互关系进行了实证检验,有两个模型的检验结果没有通过,虽然检验结果各不相同,但本书仍倾向于认为我国财富效应是存在的,只是效果不甚明显。这些定量分析的理论和方法在我国目前的研究成果中是不多见的,其中部分数据是最新的。

三是政策建议有新意。目前我国有关财富效应的政策建议是比较少见的。笔者提出,财富效应可以作为补充性的股市政策工具,作为货币政策工具必要的和有益的组成部分。货币政策不能将股市价格作为目标之一,因而不能盯住股市价格,但至少应当给予充分关注。虽然股市价格不可能存在一个绝对统一和合理的量化