

HONGGUAN GUSHITIAOKONG LUN

宏观

股市调控

论

郭辉 著



经济科学出版社

宏观股市调控论

Essay On Macroscopical Stock - market Adjustment

郭 辉 著

02.7414

1999 年 10 月

责任编辑：刘海燕

责任校对：杨晓莹

版式设计：周国强

技术编辑：姬建辉

宏观股市调控论

郭 辉 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

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

电子邮件：[esp@public2. east. net. cn](mailto:esp@public2.east.net.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址：北京海淀区万泉河路 66 号 邮编：100086

出版部电话：62630591 发行部电话：62568485

中国铁道出版社印刷厂印刷

河北省三河市丁桥装订厂装订

787×1092 32 开 4.25 印张 110000 字

1999 年 10 月第一版 1999 年 10 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 7-5058-1863-5/F·1329 定价 8.40 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

图书在版编目 (CIP) 数据

宏观股市调控论/郭辉著. — 北京: 经济科学出版社,
1999.10

ISBN 7-5058-1863-5

I. 宏… II. 郭… III. 资本市场-宏观管理-研究 IV.
F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 40099 号

代 序

越来越多的事实表明，政府应该对股市实施必要的调控。郭辉同志的《宏观股市调控论》正是基于这种观点应运而生。同时，这又是一本旨在揭示股票二级市场与宏观经济之间关系的理论书籍。该书通过对既有理论的深入分析，认为传统股票定价模型仅揭示了个股价值的内在基础，却无法解释大盘的运行趋势，但政府对股市的调控无疑是着眼于大盘，而不是某只个股，因此，传统理论成为政府调控股市的理论依据并没有充分理由。

该书大胆地将上市公司的业绩等内在因素搁置一边，从人们入市的偏好角度去考察资金的进出——股市涨跌的根本就在于入市资金的增减——并据此构建出宏观股市估价模型。通过对影响该模型的诸因素的分析，将财政、货币政策与股票二级市场的变动联系起来，不仅诠释了“股市是国民经济的晴雨表”的涵义，还得出了“股市是宏观经济加速器”等结论，进而

确立了股市在宏观经济中的重要地位。

囿于诸多因素，该书对影响股市变动的因素的论述也许还有些遗漏，其中某些观点尚存在着商榷的余地，但纵观股市发展史，尤其是1998年8月在香港上演的那场“金融保卫战”，我们不难得出这样的结论：维护股票市场的健康发展、充分发挥股市在宏观经济中的作用，已成为政府的重要任务之一。因此，多角度地探讨股市的运行规律，继而实施更加稳健有效的调控手段是现代股票理论的发展方向之一；同时，深入研究股市在宏观经济中的地位和作用也自然而然成为对现代宏观经济学的一个有益补充。

中国社会科学院研究生院副院长

陈东琪

1999年5月6日

从“乔纳森咖啡馆”、“梧桐树协定”到现在，世界股市已走过了 200 多个年头。200 多年来，股市对世界经济的影响与日俱增，从 1929 年的“经济危机”到 1997 年的“亚洲金融风波”，世界各国的股市不知历经了多少个“黑色星期一”、“黑色星期五”，但作为一项重要的投资工具，人们对股市的钟爱有增无减，并随着这个大熔炉的熏陶，投资者的价值观也发生了不小的变化，使这个原本简单的概念变得复杂无比，有时甚至能摧毁一个国家。

我国也在 90 年代初接生了这个桀骜不驯的婴儿，深圳的“8.10”风波预示着股市必将对中国经济造成巨大的冲击。统计资料表明，到 1998 年底深沪两个交易所上市公司的股本总市值已占当年 **GDP** 的 24.5%，诸多资料显示，股票已实实

在地走进了城市居民的家庭，可见，在我国，股市已走上了不归路。

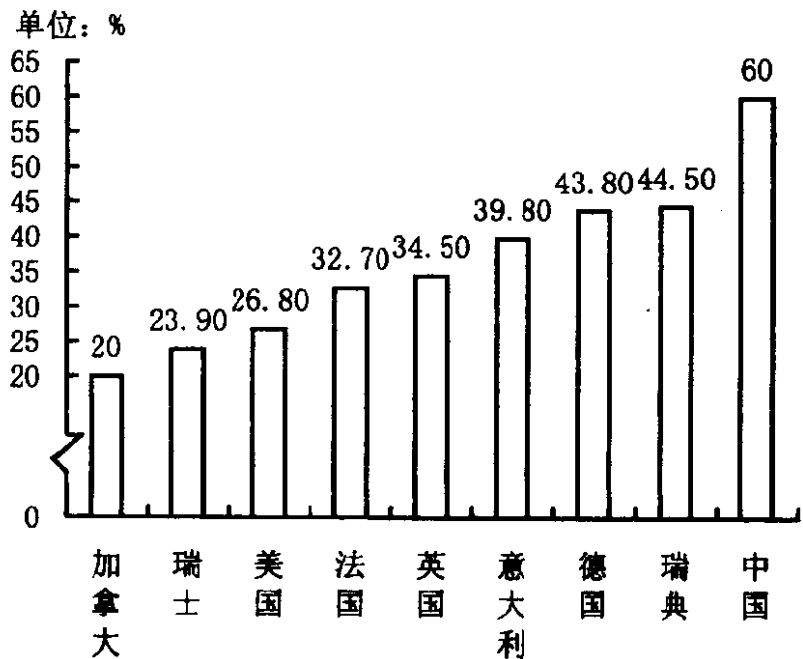
随着市场经济的发展，物换经济逐渐完成向货币经济的转变，而货币经济也正向虚拟经济过渡，以股票为代表的“证券化”浪潮正在中国风起云涌，这种逐渐摆脱需求对应和时空对应的经济形态发展之快、漏洞之多，完全超出人们的想像。股市沧桑，留下许多永远的激情与遗憾，许多人渐渐意识到处于多维结构的宏观经济中的股市是不可能独善其身的，所谓的“概念”与“题材”也仅只能带来短期的偶然利得——而基于这种偶然利得的思维势必使股市变成一个“合法”的“赌场”，更有人称之为“魔方”。

在华尔街被称为“梦幻组合”的长期资本管理公司于1998年9月不幸翻船，使得人们不再相信股市有理论；而从不投资高科技股票的巴菲特眼睁睁地看着比尔·盖茨成为世界首富，不知他的选股标准为他今后带来的是祸是福；一些著名的经济学家对股市的议论也仅限于“蜻蜓点水”；而“坏小子”索罗斯运用其娴熟的反射理论却一举成名……。这些都使人感到股市并没有规律可循，甚至有人潜心研究“星相”、“八卦”等所谓的“玄学”。这种治学态度无疑是消极的。作为唯物论者，我们认为，股票之所以称为“魔方”，是因为人类尚未揭开其面纱或曰人们太看重眼前得失，使理论在金钱面前变得一文不值。但规律却是客观存在的，在牛顿之前，万有引力已然在主宰着物质世界。

无论是1929年的“黑色星期一”，还是1998年在香港上演的“世纪大战”，尽管事件的发端有这样或那样的偶然因素，但都是以宏观经济存在隐患为背景。从马柯维茨的“投资组合”理论横空出世的那一天起，人们对股市的“个

别风险”已有应对之策，但（尤其在我国没有卖空机制的前提下）对股市的“系统风险”却无可奈何——更何况我国股市中系统风险占总风险的比例极高。因此深入研究宏观经济与股市变动规律对认识股市、驾驭股市都有着重要意义。

部分国家股市中系统风险占总风险的比例



资料来源：根据《证券市场导报》第 81 期有关资料整理

面对 1998 年 8 月 28 日在香港上演的“世纪大战”，不少人为之胆战心惊的同时也感到纳闷：股市是市场经济的产物，历来就是经济的晴雨表，这场“世纪大战”究竟意味着什么？相信远离时空的人们今后会为之做出正确的评价，但就目前而言，至少为我国的股市敲响了一个警钟，这就是股市也需要管理当局的引导与调控。

对我国投资者来说，1998 年的股市可谓极不寻常：政府不断推出利好，甚至连续降息，但股市仍不见好转，这是不是可以说明传统的股票理论从某种意义上讲已宣告失效？——毕竟股市只是宏观经济的一个子系统，而我国的经

济并非均衡，在建设有中国特色社会主义市场经济的今天，诚如厉以宁教授所言：市场调节是第一次调节，而政府调节是第二次调节或高层次调节。阿瑟·奥肯也在《平等与效率》中指出：“市场虽然很重要，但必须加以约束”。

正是从此意义出发，本书着力阐述了传统的股票定价模型及传统调控方式，在回顾股市分析理论的前提下，结合股市的运行机理，构建出宏观股市估价模型，将投资者的心理因素、政府的财政与货币政策等均纳入该模型中，据此分析财政与货币政策对股市的影响、股市与消费投资之间的关系，并从中提炼出调控股市的方法及层次。

遗憾的是，目前研究股市（指二级市场）与宏观经济之变动规律的书籍几为空白，本书也仅只是作了些浅显的探索，加之作者水平有限，难免有失偏颇之处，还请读者自辨分明。但毋须争议的是在股市日渐发达的今天，股市的投资理论确需不断创新——在投资者的惶恐与迷惑之间，让我们一起尽些绵薄之力吧。

目 录

导言	1
第一章 宏观经济与股市	1
第一节 宏观经济政策目标	1
第二节 股市在宏观经济中的地位	3
第三节 股市与宏观经济政策目标之间的关系	7
第四节 调控股市的必要性	9
第二章 传统调控方式评估	14
第一节 股市风险概述	14
第二节 传统估价模型及评估	22
第三节 对传统调控方式的评估	31
第三章 宏观股市估价模型的构建	37
第一节 股市分析理论的回顾	37
第二节 股市运行机理分析	49
第三节 宏观股市估价模型的构建	57
第四章 股市与财政政策	65
第一节 财政政策与宏观经济	65
第二节 居民可支配收入对股市的影响	70
第三节 股市的内在稳定器	78
第四节 财政支出对股市的作用	83

第五章 股市与货币政策	87
第一节 货币政策与宏观经济	87
第二节 利率与股市的关系	92
第三节 货币政策对股市影响的效果分析	95
第六章 消费、投资与股市	99
第一节 财富效应和 q 理论	99
第二节 对 q 理论的一种理论解释	102
第三节 消费与投资对股市的影响	106
第七章 股市的调控层次	110
第一节 股市中财政政策与货币政策的协调	110
第二节 股市调控层次	115
参考书目	119
后记	122

第一节 宏观经济政策目标

宏观经济政策指政府有意识有计划地运用一定的政策工具，调节控制宏观经济运行，以达到一定的政策目标。从世界各国包括我国的实践来看，国家宏观调控的政策目标一般包括充分就业、经济增长、物价稳定、国际收支平衡等四项。

现就这四项政策目标的演变过程作一简单的回顾：

一、充分就业

30年代初经济危机遍及所有发达国家，由于生产滑坡导致工人大量失业，但当时“维持预算平衡”被认为是政府应有的责任。因此，各国纷纷采取紧缩政策，德国总理布吕宁还因此获得了“饥饿总

理”的称号。二战结束后，鉴于 30 年代初世界经济大危机中严重的失业情况，英、美两大国先后以法律形式规定，谋求充分就业是政府的责任。美国国会于 1946 年通过的“就业法案”责成政府“采取一切符合国家政策要求……的实际手段……对一切能够愿意并正在寻找工作的人提供有效就业机会……”，这一规定，在 10 年前是很难想像的。

二、经济增长

50 年代，经济理论中出现了把凯恩斯短期静态均衡分析长期化、动态化的经济增长理论，加之冷战期间西方国家迫于前苏联社会主义国家高速增长的挑战，从 60 年代初肯尼迪政府开始，经济增长就成为国家宏观调控的一项重要目标。但后来的理论与实践表明，一个国家没有必要的经济增长就不可能保持充分就业，也就是说，经济增长与充分就业这两项目标是内在一致的。

三、物价稳定

1973~1975 年间西方发达国家出现了严重的所谓“滞胀”现象，通货膨胀又取代失业成为这些国家面临的头号经济问题，如何对付通货膨胀成为宏观调控的最现实的目标。

四、国际收支平衡

在日本 50~70 年代出现“滞胀”以前的高速增长期间，曾爆发了 5 次经济危机，其中 4 次是由于国际收支出现逆差，政府被迫采取紧缩措施酿成的。这说明，随着国际贸易和国际资本流动的发展，一国的国际收支对国内经济有着十分重要的影响，因此维持国际收支平衡成为宏观经济调控的

第四项目标。由于我国股市目前尚未对外资开放，加之本书主要分析对象是国内市场，故在下文不再就此目标与股市的关系作出分析。

事实上，上述政策目标在不同国家、不同历史时期会有不同的侧重点，尤其是各项目标不可得兼甚至相互矛盾、顾此失彼的时候更是如此，同时，通过上述演变过程，我们不难推断，随着市场经济的不断发展，宏观经济的政策目标还会有所改变。下文提及的股市目标也许是对其进行的有益补充。

第二节 股市在宏观经济中的地位

股市是股票市场的简称，是指股票发行和买卖的场所。股市是金融市场的重要组成部分。经济学中，衡量一国股票市场发达程度有一个重要指标——证券化率，即各类股票的市价总值占一国 GDP 的比例。

表 1-1 1981~1991 年部分国家（地区）
股票市值及与 GDP 的比率

国家或地区	1981 年		1986 年		1991 年	
	股票市值 (10 亿 美元)	占 GDP 百分比 (%)	股票市值 (10 亿 美元)	占 GDP 百分比 (%)	股票市值 (10 亿 美元)	占 GDP 百分比 (%)
美国	1333	44	2637	62	4180	74
日本	431	37	1842	93	3131	93
英国	181	35	440	8	1003	99
加拿大	106	36	166	46	267	45
德国	63	9	258	29	394	25
法国	38	7	150	20	374	31
意大利	24	6	140	23	154	13
七国集团	2176	33	5632	60	9503	65

续表

国家或地区	1981 年		1986 年		1991 年	
	股票市值 (10 亿 美元)	占 GDP 百分比 (%)	股票市值 (10 亿 美元)	占 GDP 百分比 (%)	股票市值 (10 亿 美元)	占 GDP 百分比 (%)
马来西亚	15	61	15	54	59	127
巴西	13	5	42	16	43	9
墨西哥	10	4	6	5	98	40
印度	7	4	14	6	48	16
智利	7	22	4	24	28	93
中国台湾	5	11	15	19	125	74
韩国	4	6	14	13	96	37
阿根廷	2	2	2	2	19	17
泰国	1	3	3	7	36	41
9 个新兴股市	64	6	115	12	551	32

资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计》、国际金融公司《新兴股市实情》。

总体来讲，一国股市规模受制于该国的 GDP 规模，一般成熟股市所在国的证券化率在 80 % 左右，而大部分新兴股市所在国的证券化率为 50 %。我国股票市场起步较晚，证券化率也相应较低，但其增长势头却不容小视：

表 1-2 1990~1998 年我国 GDP 增长率与
证券化率之比较

年 份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
GDP 增长率(%)	3.8	9.2	14.2	13.5	12.7	10.5	9.6	8.8	7.8
证券化率 (%)	0.067	0.505	3.94	10.2	7.92	5.96	15.4	23.4	24.5

随着经济与股市的发展，股票市场在宏观经济中的作用越来越重要。在我国，股票市场对调整产业结构、优化资源配置、促进经济增长等方面都发挥着独特的作用。尤其是在

引入股票市场以后，国民经济总量的结构、分配方式都发生了较大的变化。因本书主要是针对二级市场而言，而股市对经济增长等方面的基础作用主要通过一级市场表现出来，所以在此对一级市场在国民经济中的地位与作用不予分析。但我们知道，没有二级市场的繁荣与稳定，一级市场便不可能得以发展，所以尽管由于二级市场表现出大量诸如泡沫经济、金融风险等对国民经济良性运转有害、使政府感到头痛的因素，但由于它与一级市场唇齿相依的关系，我们就更应该研究它、调控它，在其规模（上市公司数量、市价总值、投资者队伍、经纪人队伍等）不断扩张的今天，因噎废食，只会酿成大乱，也正是从此意义上出发，作者才有了撰写此书的行动。

1998年在香港上演的那场“世纪大战”足以令人胆战心惊，这表明股票的二级市场不是一般的交易市场，其危害之大、影响之深、波及之广是不可言喻的。早在1927～1928年间，美国股市就由于投机因素激增而使国民经济深受其害。当时的美联储无法直接干预股市，因为通过贴现率和公开市场业务，联储只可能逐步削减可提供的贷款，从而限制用借款购买股票，但由于股价暴涨，它可能不得不大幅提高贴现率，以便有效地影响股票市场的借款，这样一来又将过分地影响正当经济活动的要求。可以说这些例子都是政府平时忽视二级市场功能、对二级市场研究不透、没有充分估计二级市场对整个宏观经济造成的危害，从而缺少预防措施造成的。因此，“市场虽然很重要，但必须加以约束”。

股市在宏观经济中的地位还表现在股市是国民经济的晴雨表。

下图显示的是我国上证指数与GDP如影相随、相互映