

股票价格与货币政策调控目标

王劲松 韩克勇

摘要: 随着资本市场,尤其是股票市场的迅猛发展,股票价格的变动对一国的物价、就业、国际收支乃至国民经济增长的影响越来越大。在经济一体化和金融全球化发展的趋势下,股价的变动还会通过国际间的各种传播途径对世界经济产生重要的影响。为了实现宏观经济目标,各国货币当局在制定货币政策调控目标时,应当而且也必须将股票价格的变动考虑在内。但是,由于在理论、技术、制度和作用机制上存在许多难题和障碍,股票价格暂时无法列入货币政策调控目标。在不久的将来,随着金融理论的不断深化、中央银行调控水平的不断提高、货币政策对股票价格作用机制的不断完善,股票价格必将融入到货币政策调控目标之中。

关键词: 股票价格 货币政策调控目标 作用机制

20 世纪 90 年代以来,稳定物价成为各国货币政策的首要调控目标。在现行的货币政策框架中,股票价格并没有被列入货币政策的调控目标。然而由于资本市场的迅猛发展,股票价格是否应作为一般价格水平的构成要素而加入到货币政策调控目标之中或作为货币政策的独立调控目标,成为自 1999 年 8 月 27 日格林斯潘提出“货币政策应重视股票市场价格”的观点以来理论界争论的焦点。在争论中,有些学者主张将股票价格融入物价水平之中,作为稳定币值这一货币政策调控目标的组成部分;另外有些学者主张干脆将股票市场价格直接列入货币政策调控目标之中。前一种主张强调了股票价格与普通商品和劳务价格之间的关系,而忽视了它与其他三个调控目标,即经济增长、充分就业和国际收支平衡之间的关系。后一种主张强调了控制股票价格对于实现宏观经济目标的重要性,通过对股票市场泡沫及其破裂对经济影响的分析,将股票价格提升到货币政策调控目标的高度,认为一国要想实现宏观经济目标,必须重视对股票价格的调控。上述两种主张各有侧重,但未免有些偏颇。事实上,股票价格不仅对稳定物价和经济增长有重要影响,而且与充分就业和国际收支平衡之间也保持着密切的联系。

一、股票价格与股票市场的功能

股票市场的功能很多,但概括起来无非是对投资和消费的促进作用以及由此对商品和劳务价格的影响作用。股票市场对投资的促进作用,即投资功能,是指股票市场能够集中社会公众消费后的剩余收入,通过上市公司的新发、增发以及配售股票将社会上的闲置资金投入生产、流通和服务领域。正

是由于股票市场具有投资功能,才使得股票市场能够促进经济的增长,缓解就业压力,增加物资供应,保持物价水平的稳定。股票市场对消费的影响作用是近几年来理论界争论的热点,争论的核心已不再是股票市场能否影响消费,而是影响的途径以及各种正、负效应综合作用的结果。本文认为,股票市场会通过“财富效应”、“替代效应”等途径影响人们的财富状况和消费预期,从而刺激或抑制消费,进而影响一般物价水平。股票市场的功能是依赖股票价格的变动来实现的。股票价格包括股票的发行价格和股票的市场价格。股票的发行价格与股票市场的投资功能直接相关,股票的发行价格高,说明股票的二级市场活跃,投资者投资欲望高,资金供应充足,因而股票的发行比较容易,上市公司通过新发、增发和配售股票所筹措的资金也比较多,股票市场的投资功能也就越显著;反之,股票的发行价格低,股票市场的投资功能就会下降。而股票的市场价格也会通过影响发行价格而影响股票市场投资功能的发挥。一般而言,股票的市场价格越高,其发行价格就越高,投资功能就越显著;反之,股票的市场价格越低,其发行价格就越低,投资功能就会下降。股票市场对消费的影响作用则是通过股票市场价格的变动来实现的,股票的市场价格上涨,居民手中的财富数量增加,消费需求随之增加;反之,股票价格下跌,居民手中的财富数量减少,消费需求就会下降。当然,股票市场通过股票的发行价格和 market 价格的变动影响投资和消费乃至物价水平的变动远非如此简单,因为各种作用的途径或效应纷繁复杂,其大小和方向在不断变化,而且在不同的国家,特别是在发达国家和发展中国家,其效应的大小、强弱相差很大。

二、“股票价格是否应列入货币政策调控目标”的争论

货币政策调控目标的出现由来已久。在 20 世纪 30 年代世界经济大萧条期间,各国就开始重视中央银行的货币政策对启动需求、刺激经济增长和增加就业的重要作用,由于当时就业问题非常突出,因此各国均把实现充分就业作为货币政策的主要调控目标。第二次世界大战以后,两大社会阵营的出现以及美、日、欧三大经济体之间在经济增长速度上的竞争,促使各国将实现经济快速增长作为货币政策的调控目标。20 世纪 70 年西方国家出现的“滞胀”造成的严重后果,又迫使各国将稳定物价或稳定币值作为首要的货币政策调控目标。同时,随着各国之间经济交往的日益频繁,汇率制度脱离了金本位和布雷顿森林体系而实现自由浮动,汇率的频繁波动导致各国实现国际收支平衡变得越来越困难,国际收支失衡成为各国实现国内经济目标的最大障碍,因此,平衡国际收支理所当然成为货币政策调控目标之一。

货币政策调控目标之间的矛盾迫使中央银行只能选择一项或两项调控目标作为其在一段时期的主要调控目标。通货膨胀的危害性之大、持续时间之长以及控制的难度之大使得各国中央银行越来越趋向于将稳定物价作为货币政策重要的、甚至是唯一的调控目标。从理论上讲,稳定币值包括稳定本国货币的对内价值和对外价值两个方面。稳定货币的对外价值就是稳定本国汇率,实现国际收支基本平衡,这在学术界已得到广泛的认同。而稳定货币的对内价值是否应包括稳定金融资产价格,尤其是股票价格,尚在争论之中,原因在于金融资产价格,特别是股票价格具有以下特点。

第一,股票价格与宏观经济变量之间的相关性已被许多国家的实证检验所证实,并在理论方面有所突破,如股票价格对经济增长、物价水平的作用机制——“财富效应”、“替代效应”——的研究成果以及对货币需求影响的实证分析等等。Ludvigson 和 Steindel(1999) 对美国股票市场财富效应的分析显示:股票财富与社会总消费之间具有显著的正相关关系,股票市场的不断扩张增加了其他市场消费的增长。Friedman(1998)、Mc-Cornac (1991) 分别就美国和日本股票价格与货币需求进行了分析,得出结论:股票价格对货币需求具有负向影响。虽然如此,但是这些相关性的分析研究并不具有普遍性,尤其是在发展中国家,如中国学者谈儒勇(1999) 利用季度数据对我国股市对经济增长的影响进行实证分析,发现中国股市对经济增长的促进作用非常不明显,甚至会产生负面影响,这与许多国外学者就发达国家所作的类似研究是迥然不同的。而且股票价格对经济增长、物价水平和货币需求等的影响具有不稳定性,即在不同时期是否影响以及影响的程度和

方向是不确定的,这对于进行此类相关性研究的学者而言是灾难性的打击。Ludvigson 和 Steindel (1999) 对美国股票市场财富效应的分析就得出这种不稳定的结果,而且这种不稳定性很难消除。

第二,即使股票价格与宏观经济变量的相关性确实存在,但这种相关程度的确定也是不容易做到的。数学计量模型似乎有助于解决此类问题,许多学者也正就此问题进行广泛深入的研究。但是更重要的是如何确定股票价格正常波动的幅度问题,也就是说,股票价格在何种幅度范围内波动是正常的,在这个范围内波动就会对经济增长、物价稳定起到积极的促进作用;超过这个波动幅度,就会对宏观经济产生不利影响。目前国内外对这类问题的研究比较少,原因在于这类型研究缺乏可信的理论基础,技术上存在许多难题,而实证分析只能限于在对历史数据统计分析的基础上找出一些规律性东西;而且不同国家或同一国家不同时期的规律是不同的,难以找到一个“放之四海皆准”的普遍规律。通过历史数据得出的结果不可能准确地给出股票价格波动的正常幅度。这是因为:第一,所选的股票价格指数不一定能全面准确地反映股票市场的整体状况;第二,股票价格正常波动的幅度随着时间的变化而变化,通过历史数据得出的结果只能是一种预测,预测本身就不一定准确;第三,在所谓的正常波动幅度内,虽然经济的良性增长与股市的正常发展似乎是一一对应的,但这里不乏存在非基本经济因素导致的股票价格的上涨,同样,在正常的波动幅度之外,股票价格的上涨也有可能是由于经济的正常增长所导致的;第四,经济良性增长的确定也因人而异,不同国家有着不同的评判标准;第五,股票价格正常波动的幅度在不同的国家是不同的,在同一个国家的不同时期也是不同的。

第三,中央银行不仅要能通过各种方法预测股票价格是否在其正常波动范围内,而且在当股票价格超过其正常波动幅度时能利用各种政策工具对其进行调控,使其能回到正常波动范围内,发挥其对经济增长、物价稳定的促进作用。关于这方面的研究,各国学者都提出了各自的货币政策作用于股票价格的机制,其共同之处在于他们都认为利率是目前影响股票价格的最有效、最直接的工具,但同时也对利率这种作用机制提出了许多批评。例如,中国学者苟文均在其所著的《资本市场与货币政策:国际经验》一文中对通过利率影响股票价格提出了自己的不同意见,同时创新地提出了中央银行作用于股票市场的两种独特机制(在后面的段落本文将对之详细评论)。此外,学者们普遍认为中央银行不能完全准确地控制股票价格,因为对于影响股票价格的主要因素——投资者的预期,中央银行很难驾驭。尽管如此,本文认为随着金融市场的发展,金融工具的创新以及中央银行宏观调控水平的不断提高,特别是随着货币政策作用于股票市场机制的不断完

善,这一问题终究会得到解决。

三、股票价格对货币政策调控目标的影响

如前所述,货币政策调控目标主要有四个:物价稳定、经济增长、充分就业和国际收支平衡。股票价格作为最重要的金融资产价格,在经济一体化、金融全球化的大趋势、大背景下,不仅是经济运行健康与否的指示器,而且有力地调节着整个经济运行状况;股票价格的稳定与否不仅影响着金融的稳定,而且对整个经济的稳定与安全起着至关重要的作用。股票价格通过“财富效应”、“替代效应”、“预期效应”、“新产品效应”和“工资效应”等影响着包括商品和劳务价格在内的一般价格水平、投资和储蓄等宏观经济变量;通过股市的繁荣与衰败直接或间接地影响着整个社会的就业状况;在金融市场全球化的趋势下,通过各种传播途径影响着一国的利率、汇率、对外贸易及资金的流动,从而对一国国际收支状况产生着重要的影响。由此可见,股票价格不仅与宏观经济、金融运行有着密切的联系,而且直接或间接地影响着货币政策的调控目标,从而促进或阻碍着宏观经济目标的实现。从这个意义上讲,股票价格无疑应列入到货币政策调控目标之中,即使由于种种原因,暂时无法实施,但本文相信,在不久的将来,货币政策调控目标吸收股票价格这一新成员将成为可能。

(一) 股票价格对物价稳定和经济增长的影响

在许多有关股票价格对宏观经济和物价水平影响的著作或论述中,都将“财富效应”作为最主要的、甚至是唯一的影响因素。本文不否认“财富效应”对物价水平乃至整个经济的巨大影响,但是除了“财富效应”以外,股票价格的迅速上升与下降还可能通过其他途径对物价乃至宏观经济产生重要影响,比如“替代效应”、“预期效应”、“新产品效应”、“工资效应”等。

1. 财富效应

“财富效应”是理论界和各国货币当局在研究股票市场或股票价格影响消费进而影响物价水平过程中最常用的作用途径或效应。事实上,“财富效应”是一个非常广的概念,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。因此,广义的“财富效应”是指: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。由于本文主要研究的是股票价格对消费和投资乃至物价水平的影响,因此,本文所指的“财富效应”仅涉及股票市场和股票价格,即狭义的“财富效应”。

从股票价格对消费乃至物价的作用来看,“财富效应”属于一种正向效应,即股价上升,消费、投资和物价水平上涨;反之,股价下跌,消费、投资和物价下降。“财富效应”的这种正向性无论从理论还是实践上看,在任何国家都是一样的,只是强弱有所差别,特别是在发达国家和发展中国家之间,其强弱差别很大。在发达国家,由于完善的资本市场、理性的投资理念和投资群体以及以市场为导向并对市场信息能作出灵敏反应的独立筹资经济体的存在,“财富效应”比较强。而在大多数发展中国家,这些条件尚不具备,“财富效应”就比较弱,甚至在有些时候根本不起作用。比如在中国,面临重大的体制转变,大批的下岗工人无法安置,居民的消费心理存在很大的扭曲,住房的商品化、教育的产业化等等,导致居民注重储蓄而轻视消费。此外,大部分发展中国家的股票市场规模较小,进入股市的居民数量不多,股市收入占个人收入的比重也比较小。这些都导致在发展中国家,“财富效应”对于整体消费水平,乃至一般物价水平的影响比较小。

关于股票市场对发展中国家的“财富效应”的分析,以及通过“财富效应”对货币政策和物价的影响方面,国家开发银行的经济学家高莉和中国社会科学院金融学博士樊卫东,在他们合著的《中国股票市场与货币政策新挑战》一文中给予了详尽的实证分析,证明在中国这样的发展中国家,股票市场通过“财富效应”、“替代效应”等对社会商品零售总额的影响,以及对物价乃至经济增长的促进作用是非常不明显的。但在此文中,二位学者将此结果完全归结于中国股票市场的不完善,即股票市场资源配置和资金使用效率低。本文认为这种看法不完全正确。事实上,“替代效应”有两种,一种就是高莉与樊卫东所述的证券资产和货币资产之间的“替代效应”,也就是凯恩思主义所说的“流动性效应”,它使股票价格对货币需求具有负面影响,对物价水平具有正面影响,即股价上升,货币需求下降,导致货币供大于求,物价上涨;另一种是股票市场与商品和劳务市场之间的“替代效应”,它对于物价水平的影响是负向的,即股价上升,流入股市的资金增多,商品和劳务市场的资金减少,商品和劳务价格下降。因此,在任何国家,尤其是发展中国家,第二种“替代效应”的存在在一定程度上使“财富效应”减弱,这也是导致“财富效应”在中国这样的发展中国家不很显著的重要原因之一。

2. 替代效应

股票作为一种金融产品,它与普通商品之间具有一定的替代性。从宏观角度看,货币供应量的增加除了会引起银行储蓄和投资(这里指生产性投资)

增加以外,还会引起消费支出(包括证券投资支出)的增长。消费支出的增长又分为对普通商品、劳务消费的增长与对股票、债券等证券投资的增长两部分。在消费支出增长一定的前提下,股票价格上涨引起投资者对股票投资的增长,必然会导致对普通商品和劳务消费的减少,从而会降低一般物价水平;反之,股价的下降会导致普通物价水平的上涨。同样对于微观经济主体来说,个人的可支配收入也会因为股价的上升而对引起普通商品和劳务消费的减少;反之,会引起对普通商品和劳务消费的增长。这就是所谓的“替代效应”。

从方向来看,与“财富效应”正好相反,这种“替代效应”是一种负向效应。正是由于这种负向性,使得大多数发展中国家和极少数发达国家出现了股价上升、物价和消费反而下降的怪现象。也就是说,由于资本市场的完善程度不同,投资者素质的差别以及其他一些制度方面的因素,“替代效应”在发展中国家比较强,在发达国家比较弱;“财富效应”在发展中国家比较弱,在发达国家比较强。“财富效应”和“替代效应”的作用方向恰恰相反,导致了在不同的国家,股票价格对消费和物价的作用结果有很大差异。当然,得出这样的结论必须有一个前提:在股票价格对消费和物价的整个作用过程中,“财富效应”和“替代效应”是两个主要的、起决定性作用的因素,而其他效应是次要的、辅助性的因素。

在理论界,还有一种“替代效应”,即当股票价格变动时,货币资产和金融资产之间的替代。这种“替代效应”的原理类似于凯恩思主义货币需求理论中的“流动性效应”。这种“替代效应”是指当股票价格上涨时,人们预期股价会继续上升,为了追求资本利得,将手中的货币购买成股票,导致货币需求下降,货币供给相对增多,货币供大于求,物价上涨;反之,当股价下降时,货币供不应求,物价下跌。为了与前述的“替代效应”有所区别,本文将这种“替代效应”称之为“流动效应”。

一般来讲,发达国家的货币当局调控的是利率,而不是货币供应量,因此发达国家在制定和实施货币政策时就很少重视“流动效应”,很少采取措施去避免或抵消“流动效应”,导致“流动效应”比较强。而发展中国家大多以货币供应量为货币政策的中间目标,因此,就抵消“流动效应”方面,发展中国家优于发达国家。也就是说,在发展中国家,“流动效应”要比发达国家弱,这也是为什么在发展中国家出现股价上升,消费和物价不升反降的另一重要原因。

3. 预期效应

股票价格的迅速上扬,使投资者对未来的经济走势看好,从而增强了其消费普通商品和劳务的信心,通过增加消费需求而增加总需求,从而推动一般物价水平的上涨。另一方面,股价的上扬也会使上市公司投资信心增强,上市公司投资的增加会通过“产业链”或“商业链”的“连带效应”使得相关的

工商企业进而促使其他的工商企业增加投资,投资需求的增加又会引起总需求的增加,从而促进物价水平的上涨;除此以外,我们还应该看到,上市公司投资的增加也会通过上述途径增加整个社会的总供给,从而促使物价水平下跌。因此,“预期效应”对物价水平的影响最终取决于股价上升引起的总需求与总供给的增加哪一个大。

从消费需求来看,发达国家的消费方式和消费理念以及政治、经济和社会状况与发展中国家存在很大区别。在发达国家,消费者超前的消费意识和借款消费的消费方式使得当他们的财富增加时,他们的消费会成倍地增加。另外,发达国家的经济发展状况良好,体制和制度的革新已基本完成,且政局稳定,因此,当股价上升时,“预期效应”所产生的消费的增加在发达国家比较明显。而在发展中国家,消费者的消费意识比较滞后,贷款消费的消费观念和消费方式比较少,而且不少国家正处于经济体制的转轨、制度革新或政局动荡时期,经济时起时落,消费者对未来的经济走势不看好,消费预期不佳,因此,单从消费需求来看,“预期效应”在这些国家的效果并不明显。

从“预期效应”对上市公司投资的影响看,由于产权和经营机制都比较完善,发达国家的上市公司上市的目的非常明确,即为了股东利益的最大化,而且发达国家对上市公司的上市条件规定和执行得非常严格,对上市公司在股市上筹集的资金用途和效益都有明确的规定,这些都大大限制了上市公司投资的非理性化,并有效地防止了上市公司利用在股市上筹集的资金去做一些与公司利益无关的事情。因此,当股票市场价格上涨时,发达国家的上市公司会不失时机地从股市上筹集尽可能多的资金,然后在对经济、行业形势做出冷静的分析判断之后,在众多的投资方案中选出最佳的方案并不遗余力地将这些资金投放出去,在严格的投资管理和风险管理下,这些投资大部分符合市场的需求,即在一连串的“工业链”和“商业链”的“连带效应”的作用下,整个社会的投资方向和投资效益是正确和有效的,从而有利于社会的总供给与总需求在总量和结构上的平衡,有利于一般物价水平的稳定。

而在大多数发展中国家,尤其是一些社会主义国家,国有企业的产权制度改革和经营机制的转换正在进行或尚未开始,而与生具有清晰产权和灵活完善的经营机制的民营企业和纯粹的股份制的中小企业,却由于国家政策的倾斜,通过直接融资,尤其是通过股票市场融资变得非常困难。再加上股票市场的不完善,上市规则制定和实施的不严格、不规范,对已上市的公司监督机制不健全,所有这些致使发展中国家的上市公司,或者以不具有现代企业制度的国有企业为主,或者以大量不符合上市条件的上市公司充斥股票市场。

进一步讲,国有企业产权的不明晰,会导致企业

经营目的不明确,在股市上以投资名义借股价上升之势所筹措的资金,不是为了投资、为了盈利,也不是为了国家、企业的利益,而是为了弥补企业因经营管理不善而造成的亏损,或者是用于补发工资等非赢利活动,甚至是为企业的某些高层管理人员谋取私利。违规上市公司因经营管理不善致使企业投资战略失误,尽管从股票市场上筹集到大量资金,但由于投资方向不正确、投资管理不严格,造成投资根本不能适应或者跟不上市场需求的变化。经过一连串扭曲的“工业链”和“商业链”的所谓“连带效应”,或许社会供给总量增加了,但结构却不平衡,社会总需求基本没有增加,即使有少许增加,结构也是不合理的。因此,“预期效应”对于发展中国家来说,要么作用不大,要么会造成社会总供给大于总需求和结构上的不平衡,确切地讲,会使总供给增加结构失衡、总需求不变或少许增加结构失衡。结果是:物价不会因为股价上升而上涨,反而会下降。

4. 新产品效应

股票价格的上涨使上市公司可以通过增发新股或配股等方式获得大量资金,用于新产品的开发。新产品上市以后,一般来讲,价格比较高。这一方面使同类型的旧产品被迫降价,另一方面又带动相关产品价格的上涨。由于旧产品属于淘汰产品,因此新产品的上市引起的旧产品价格的下降是微不足道的,不会对物价总水平产生重大影响。因此,从理论上讲,“新产品效应”对一般物价水平的影响是正向的,即股价的上升会引起一般物价水平的上涨。但从实践中看,“新产品效应”如前述效应一样,在不同的国家其强弱程度、甚至方向都是不同的。

在发达国家,上市公司从股市上筹措的资金主要用于投资,这部分投资除了用于扩大生产规模和开发其他投资项目外,还要进行新产品的开发。由于这些上市公司经营目的明确,经营管理水平比较高,资金雄厚且有一支素质较高的科技人员队伍,开发出来的产品往往适销对路,供不应求,价格自然定得比较高,在一连串的“工业链”和“商业链”的“连带效应”以及价格的“示范效应”作用下,会使其他相关产品的价格上涨。至于旧产品,则一部分用于国内低收入阶层的消费需求,另一部分通过跨国公司等国际销售途径销售到其他国家。因此,用于国内消费的旧产品数量很少,其价格的些许下降不会影响其他商品价格的上涨。

而在大多数发展中国家,由于产权不清晰、经营机制不灵活以及大量违规上市公司的存在,上市公司从股市上筹集的资金用于投资的很少,用于新产品开发的就更少,再加上这些公司的科研能力低,缺乏高素质的科技人员,即使进行了一些新产品开发,开发出来的产品大多不能满足市场的需要。另外,发展中国家还要从发达国家进口一些所谓的新产品,这些新产品实际上是发达国家淘汰的旧产品,但在性价比方面却优于发展中国家自行开发的新产

品。因此,发展中国家的上市公司开发的新产品的价格不可能定的很高,经过价格的“示范效应”和已经扭曲的“连带效应”的作用后,其对相关产品价格上涨的影响并不大。由于上市公司新产品开发能力比较弱,开发出来的新产品与旧产品在性能上区别不大,因此对旧产品价格的冲击不是很明显。总之,“新产品效应”在发达国家要比在发展中国家显著得多,这也是为什么在发展中国家出现股价上升,物价不升反降的又一重要原因。

5. 工资效应

股价的迅速上扬使上市公司获得资金的能力增强,效益增加,员工的收入也随之提高。工资的“示范效应”促使其他非上市公司员工的工资也会增加。员工收入的增加会导致消费需求增加,物价水平上涨;反之,则会引起物价下跌。这就是所谓的“工资效应”。

事实上,“工资效应”的强弱在不同的国家也是不同的。在发达国家,上市公司通过股票市场筹措的资金绝大部分用于投资,而这些投资在科学、严密的投资决策和投资管理下,投资效益能够接近、达到甚至超过预期收益,从而大大提高了上市公司的经济效益。而且在一系列内部原因(比如为提高职员的工作积极性,减少应缴所得税等)和外部原因(如社会压力、来自职工和工会增加工资的强烈要求以及政府提高居民收入的政策倾向等)的驱使下,上市公司会适时、适度地增加职员的工资,从而增加了职员的收入和财富。在发达国家,企业之间的竞争非常激烈,劳动力资源比较缺乏,尽管是资本主义国家,但有着强大的工会和比较完善的民主制度,因此,工资的“示范效应”是比较显著的。当上市公司职员的工资增加时,会迅速带动同行业的其他非上市公司、进而使全社会工薪阶层的工资收入的增加。如前所述,发达国家的“财富效应”是比较显著的,居民收入水平的提高会通过“财富效应”使一般物价水平上涨。

而在发展中国家,上市公司在股票市场上筹集的资金多数不用于投资,而且投资的效益也很差,因而经济效益比较低,甚至发生亏损。在这种情况下,上市公司提高员工工资的可能性很小。另外,发展中国家劳动力资源丰富,经济发展水平低,工资收入本来就很低。除此之外,在一些社会主义国家,由于改制尚未完成,国有企业大量存在收入分配“大锅饭”的问题,职工的积极性调动不起来,企业效益上不去,职工工资长期拖欠。即使这些企业从股市上“圈”了一些钱,除了弥补亏损外,再补发一些工资,那也只是杯水车薪,对于提高职工收入作用不大。发展中国家由于社会保障制度不健全,人们的就业观念仍停留在“终身一职”的旧传统上,以及法制建设滞后,人们对于社会上的分配不公现象有着超强的忍耐力,这无形中助长了某些企业、特别是国有企业长期拖欠工人工资的不正常现象。再加上一些国

家的确存在经济上的困难,政府被迫采取保护这些企业的非市场化措施,致使不同行业之间,甚至同行业之间的工资水平相差很大而无人问津。即便上市企业的工资能够因为股价上升而上涨,相关或不相关的企业也不会因此而增加其职工的工资或增长缓慢。这说明在发展中国家,工资的“示范效应”是很弱的。同时,由于种种主客观原因,发展中国家的“财富效应”是极不显著的(在本文前面已详细论述)。也就是说,即使职工因股价的上升获得更多的工资,从而增加其收入,也不会因此而明显地增加他们的消费支出。

综上所述,“工资效应”在发达国家是比较显著的,而在发展中国家则比较弱。由于“工资效应”是一种正效应,因此,发展中国家容易出现股价上升物价反而下降的“怪现象”。

6. 小结

从上面的分析可以看出,股票市场价格的变动会通过各种途径或效应影响到一国的投资和消费,进而影响该国的经济增长和物价水平。但是,由于在不同的国家,尤其是在发达国家和发展中国家之间,这些途径或效应的强弱和方向是不同的。因此,股价的变动对发达国家和发展中国家的投资、消费以及物价水平的影响也是不同的。

一般而言,股价的上升会促使发达国家投资和消费的增长,从而推动一般物价水平的上涨。进一步,如果股价的上升主要是由经济基本面的好转引起的,也就是说存在较少的泡沫成分,则这种股价的上升就会在一定程度上促进这些国家物价水平和经济的增长。反之,如果股票价格的上涨大部分是由投机因素等非基本面因素引起的,存在大量的股市泡沫,则会抑制真实经济的发展。当股价由于某种诱因导致股市崩盘时,会引发一系列的金融危机甚至经济危机。

在大多数发展中国家,股价的上升不会引起投资和消费的明显增加,甚至还会使投资和消费轻微地减少,并会使投资缺乏理性、消费结构失衡。而缺乏理性的投资又会导致大量盲目的重复建设,致使不适应需求的总供给增加,物价不升反降。在这种情况下,股价的变动与物价水平的正相关性就很弱,甚至还会出现轻微的负相关性。而且由于发展中国家的大部分上市公司的经营业绩不好,且与同行业的其他非上市公司,以及不同行业的上市或非上市公司缺乏必要的相关性,使得这些上市公司的市值或股价的变动与经济的基本面因素关系不大,基本上是由投机因素等非经济的基本面因素决定的。由于股价的变动主要是由经济的非基本面因素引起的,因此在大多数发展中国家普遍存在着股市泡沫。在经济、金融全球化的大背景下,发展中国家为了充分利用世界资源,不得不开放本国的金融市场,特别是外汇市场的开放,使得国外的投机基金很容易进入本国股票市场进行投机活动,而防范这些投机活

动是这些大量存在泡沫经济的发展中国家力所不能及的。再加上宏观调控能力的限制和一系列的错误的经济政策,诱发这些发展中国家爆发金融危机,进而发展为经济危机成为不可避免。

(二) 股票价格对充分就业的影响

在货币政策调控目标中,充分就业和经济增长之间大体上保持正相关关系。前述的股票价格通过“财富效应”、“替代效应”等对经济增长的影响,同样会间接地影响到就业状况,这也是国内外学者很少涉及此类研究的重要原因。事实上,股票价格的波动,确切地讲是股市的繁荣与衰败对充分就业有着直接的重要影响。股票市场的巨大发展已成为举世瞩目的事件。股票市场为投资者带来的丰厚利润吸引了大量的投资者,这些投资者大多是处于失业或暂时失业的居民。理论上讲,这些人应该纳入到就业人群当中,但是由于无法统计出进入股市的投资者中有多少是真正失业的,有多少是兼职的,所以在实际计算就业率时,这部分人群没有被计算在内。当股市处于牛市状态时,大量的投资者,包括失业人群,会涌入股市,从股市的繁荣中获取大量资本利得。这些失业人群事实上已经就业,即使无法计入就业率,也从客观上缓解了社会的就业压力。当股市处于熊市状态,股价的迅速下跌,投资者为避免更大的损失,纷纷抛售股票,退出股市,一些本来处于失业的人群又重新加入到失业队伍之中,给社会带来巨大的就业压力。总之,股票价格的变动,尤其是剧烈波动会直接或间接地影响充分就业的实现。

(三) 股票价格对国际收支平衡的影响

股票价格的变动对国际收支状况的影响似乎是不明显的,但如果仔细分析一下,股票价格会通过多种途径影响一国的国际收支状况。利率是影响国际收支状况的重要因素。利率提高,外国资金大量流入,一方面会使本国货币汇率由于外国货币供应量相对增加而增加,而本国货币汇率的上升会通过对外贸易等途径恶化本国的经常账户;另一方面又使资本金融账户产生顺差,从而全部或部分抵消经常账户逆差。由于我们所说的国际收支平衡一般是指经常账户保持平衡,因此,利率的上升恶化了国际收支状况;反之,利率下降会改善国际收支状况。汇率主要通过贸易账户影响经常账户,从而影响一国国际收支状况。资金的流动也会对国际收支状况产生重要影响,因为每一笔商品的进口或出口都与资金的流出或流入相对应。资金流入的增加意味着出口的增加,贸易账户和经常账户的改善;资金流出的扩大则与贸易账户和经常账户的恶化相对应。

股票价格主要通过两种途径影响利率,在利率市场化的国家里,股票价格上升,通过“替代效应”使资金由货币市场和长期信贷市场流入股市,从而相对减少货币市场与长期信贷市场的资金供应,使这些市场的利率上升;反之,股票价格下降会使利率也随之下降。股票价格影响利率的另一途径是:当股

价上升超出货币当局认可的范围,货币当局就会通过提高利率来抑制股价上升,而公定利率的上升又会通过货币政策传导机制影响市场利率,使其上升;反之,股价过度下降会招致货币当局下调利率,引导市场利率下降。

引起汇率变动的因素很多,但通常都不把股票价格的变动列入其中。然而,随着全球金融市场一体化进程的加快,特别是各国资本市场日益连为一体,各国股票市场的价格具有了联动性;同时,各国股票市场收益率的差异,吸引了大量的股市投资者,在竞相追逐股市丰厚利润的驱动下,导致本国货币与外国货币频繁互换,引起汇率的波动。当本国股票价格上升,本国股市的收益率提高,外国资金就会大量流入,并换成本国货币,致使本国货币汇率上升,本国国际收支状况恶化;反之,本国股票价格下跌引起本国货币汇率下降,本国国际收支状况得以改善。

四、货币政策如何影响股票价格

有些经济学家反对将股票价格列入货币政策的调控目标或将股票价格与商品和劳务价格一并计入一般物价水平。其原因有两个:一是主观上认为不应该这样做,他们认为中央银行制定和实施货币政策的主要目标是使商品和劳务价格稳定,如果将股票价格列入其中,必然会干扰中央银行的主要调控目标的实现;另一个原因是认为客观上难以做到,主要是技术上的障碍难以逾越。

中央银行控制股票价格存在一个前提,即中央银行必须能准确判断现行股票价格是否需要调整,也即是否在“合理区间”内波动。这个问题的解决存在极大的技术障碍,到目前为止,学术界还没有提出一个令人信服的解决办法。即使中央银行能准确判断股票价格是否在“合理区间”,但在调整时,对股票价格的控制,尤其是精确控制,也是很难做到的。因为引起股票价格变动的因素很多,而且很复杂,更主要的是股票价格的变动主要是受投资者心理预期的影响,而中央银行对这一因素的影响作用是很小的。虽然中央银行能通过各种机制(后面将提到)影响投资者的预期,但是否能影响以及影响到何种程度却是一个未知数,至于要对股票价格做到微调,那更是难上加难。此外,一国的股票市场要受到其他国家股票市场的影响,这对于该国中央银行来说,是难以预料的,也是难以控制的。

大多数经济学家和中央银行都认为利率是影响和控制股市的最重要的工具。但也有一些学者提出了反对意见。如中国社会科学院的博士后荀文均在其所著的《资本市场与货币政策:国际经验》一文中认为,利率作为中央银行刺破股市泡沫的工具具有高成本的缺点,表现在以下三个方面:第一,会引起股市的混乱,削弱公众对中央银行的支持;第二,对于非基本经济因素造成的股市泡沫,利率政策的实

施会导致经济大衰退;第三,利率的上升会引起对上市公司收益评估的下降,不能正确评估上市公司的业绩。除上述缺陷外,本文认为利率政策的一个最重要缺陷就是其具有“时滞性”。在大多数发展中国家尤为如此,因为在这些国家里,股票市场不健全,投资者非理性投资理念比较重,利率的市场化程度比较低(利率的变动不能充分代表,也不能迅速引起资金供求的变化)。当利率上升以后,投资者不能马上意识到中央银行抑制股市非正常膨胀的意图,仍然大量购进股票,特别是在“跟庄”和“羊群效应”的驱使下,非理性投资理念占据了上风,促使股价不降反升,泡沫不破反涨,起不到利率政策应有的作用。而当股价上升到一定程度后,由于某种诱因,或者是“高处不胜寒”的投资心理,使得股价一泻千里,而此时处于高位的利率又诱使大量资金从股市逃出,涌入银行等储蓄机构,加快了股市崩盘的速度。可见,利率的“时滞性”不仅使利率不能成为中央银行控制股市的有力工具,而且可能是造成股市泡沫更加膨胀和泡沫破裂以后危害更大的罪魁祸首。因此,利率政策作为中央银行干预股市的工具,其实施必须具备一定的条件,即股票市场的成熟完善、投资者健康理性的投资理念和心理以及完备的法律法规等,而且在实施中时机的把握也很重要。

荀文均在其论文中还提到货币政策作用于股票价格的第二个机制,即中央银行在预测到股票价格已出现泡沫成分,并对通货膨胀产生了一定压力时,先宣布中央银行将要提高利率,再在一定时机实施利率政策,从而避免对实体经济产生破坏。从理论上讲,这个机制是正确的,但是在实际操作中存在两个问题。第一,如果在中央银行宣布即将提高利率以后,投资者做出迅速反应,股市泡沫得到抑制,此时中央银行不再提高利率,即利率始终未变,投资者会有一种受骗的感觉,从而削弱了中央银行在公众心目中的信誉度,最终使中央银行在以后的货币政策实施中受阻,这对于中央银行的宏观调控而言是得不偿失的。第二,中央银行宣布即将提高利率以抑制股市泡沫,股市的庄家会利用这个时机,大量购进股票,待股票上升后再卖出股票,这样做的结果是在中央银行宣布将要提高利率后,股价不降反升,大多数小投资者跟庄的结果使得中央银行的政策意图不仅不能实现,反而起到了相反的作用。可见,中央银行这种存在可能欺骗公众的政策行为是不可取的。

五、结论

综上所述,股票价格,无论从理论分析,还是实践需要,都应列入货币政策调控目标。列入的方式有两种,一种是将股票价格与商品和劳务价格融合在一起作为一般物价水平,衡量物价或本国货币对内价值是否稳定;另一种是将股票价格直接作为货币政策调控目标,通过调控使其在正常范围内波动,依据其与其他货币政策调控目标之间的联系,协助

其他调控目标的实现,最终实现宏观经济目标。前一种方式显然是不合理的,而且,事实上也是不可能实现的。因为,商品和劳务的价格是相对稳定的,稳定这些价格就是要使它们基本稳定或者是保持与经济发展相适应的增长速度;而股票价格的变动是剧烈的,它不仅与经济增长等宏观经济变量有关,而且与投资者的投资心理和投资预期密切相关,此外,世界股票市场的联动性也使股票价格的变动非常剧烈,而且具有突发性。把基本稳定的商品和劳务价格与剧烈波动的股票价格融为一体,理论上不可能,实际操作中难度也很大,甚至是不可能的。股票市场是个投机性很强的市场,股票市场的丰厚利润就来源于股票价格的波动,波动越大,对投资者的吸引力也就越大,当然,股市的崩盘除外。基本稳定的股票价格使股票市场就像一潭死水,对投资者毫无吸引力,股票市场的功能,诸如直接融资、资源配置等,就无法发挥。因此,把股票价格融入一般物价水平的做法是不可取的。

将股票价格直接作为货币政策调控目标是合理的,也是必要的,但是,在实施过程中存在许多问题。例如,股票价格正常波动幅度的确定,中央银行调控股票价格的方法或途径(也称中央银行对股票价格的作用机制)等。到目前为止,这些问题还没有彻底解决,还存在许多争论。此外,在大多数发展中国家,将股票价格列入货币政策调控目标的条件尚不具备。这些国家的股票市场很不健全,各种内幕交易、欺诈行为大量存在;政府的政策意图对股票市场的影响也很大;投资者的投资心理不健康,非理性投资理念充斥着整个股票市场,对利率的变化不敏感,“跟庄”、“羊群效应”等投资心理和投资理念严重地阻碍着股票市场各种效应的发挥;规范股票市场的法律法规不健全,对违规资金和各种违规操作的惩罚力度不够;货币当局的宏观调控水平不高,不能准确把握宏观经济形势;利率的市场化程度低等等。因此,发展中国家应努力完善本国的股票市场,提高宏观调控能力,健全各种法律法规,争取早日具备上述条件,与发达国家一道为不久的将来把股票价格融入货币政策调控目标作好准备。

在如何确定股票价格正常波动幅度方面,有的经济学家主张从历史数据的统计资料中找到一些规律性的东西,这种主张无疑为解决这一难题寻觅到了一线曙光。尽管,就像本文前面所讲的,通过历史数据得出的结果不可能正确给出股票价格波动的正常幅度(其原因在前面已详细阐述),但是,股票价格的波动及其与宏观经济变量和货币政策调控目标的关系是有一定规律的,依此为依据,在对历史数据进行分析的基础上,找到适合本国特定经济发展时期的股票价格正常波动的幅度也不是不可能的。

如何完善中央银行对股票价格的作用机制,是学术界和各国中央银行一直探讨的重要问题,而关于利率这一作用机制优劣的争论是这一问题的焦点。本

文在对利率机制进行评述之后,想就此问题提出一些自己的看法。除了利率机制之外,中央银行欲对股票价格进行调控,还应在以下几方面进行努力。

第一,对于大多数发展中国家来说,必须加强法制建设,特别是要建立健全证券市场和宏观调控方面的法律法规,堵塞漏洞,防止违规资金进入股市;打击黑市交易、内幕交易和操纵股市等非法投机活动,增加股市交易的透明度;严把公司上市关,加强对上市公司信息披露制度的管理等等,防止过度投机。

第二,在必要时,可以通过行政手段干预股市,如停牌、停市等。在大多数发展中国家,虽然已经开始执行,但执行的力度远远不够,再加上腐败行为猖獗,使得有些已不符合上市条件的上市公司的股票仍在交易,甚至交易非常活跃,股价出现超常上涨,影响了股市大盘的正常波动。因此,这些国家必须加大这方面的执行力度,严厉打击腐败,整顿股票市场秩序。

第三,加强国际协调,通过各国货币当局互通信息,合作调控,保持世界股票市场的稳定,从而避免因国外不利因素而影响本国股票市场的正常发展。一国,尤其是大国股票价格的剧烈波动会通过多种途径传播给其他国家,引起它国股票价格的变动,而这一影响因素是任何一国的中央银行很难预料和无法控制的。因此,各国中央银行应该在调整利率、货币供应量和经济增长速度等方面进行通力合作,彼此协调,促进股票市场的稳定和发展。

第四,目前,各国政府和中央银行都未直接参与股票市场的交易,这使得股票市场缺乏一个理性的、不以赢利为目的的市场参与者,不利于股票市场的稳定。诚然,政府和中央银行参与股市交易有许多缺点,例如,它将为政府对股市进行过多的行政干预制造借口,不利于股票价格市场机制的确立;会对财政资金的安全性构成威胁,从而影响财政收支平衡的实现;会使其他投资者处于一个不利的竞争地位,影响股市交易公平原则的实现;在分业经营的体制下,中央银行直接参与股市,而禁止商业银行资金进入股市,这显然是不合情理的,也不利于这一规定的有效执行,等等。但是,从另一方面讲,政府和中央银行凭借其雄厚的资金实力和理性的、不为利益所驱使的投资理念以及稳定股票价格的投资目的去参与股票交易,对于稳定股票价格,维护股票市场的健康发展,保证货币政策和宏观经济目标的实现无疑是大有益处的。为此,本文建议各国政府或中央银行应设立“稳定股票价格基金”,专款专用,制定股票价格正常波动的幅度或指标体系,在股票价格超出规定的幅度或突破这些指标体系时,利用此基金参与股票交易,稳定股票价格。

第五,苟文均在其论文《资本市场与货币政策:国际经验》中提到的第三个作用机制是:通过对股票市场资金供应的调节来调控股票市场。这一点是正确的,但他没有指出如何调节股市的资金供应。其

实,西方发达国家早已有了调节股市资金的工具,如调节保证金比率。只是在发展中国家,由于股市发展尚处在发育阶段,投资者缺乏理性的投资理念、健康的投资心理和足够的经济承受能力,因而证券监管机构不允许实行信用交易方式。信用交易或保证金交易不仅可以促进股市的繁荣,而且还为货币当局提供了一个调控股票市场的有效工具。保证金交易使投资者能够以较小的资金从事数额较大的股票交易,从而吸引更多的投资者,有利于股市的繁荣;当股票市场出现泡沫时,货币当局可以提高保证金比率,以抑制投资者的投资热情,减少流向股市的资金;反之,股市低迷时,降低保证金比率,从而增加股市的资金供应,活跃股票市场。

总之,虽然目前股票价格列入货币政策调控目标的条件尚不具备,但是,随着股票市场的不断完善,中央银行调控水平的不断提高和对股票市场调控机制的不断完善,股票价格一定会成为货币政策的调控目标。

注释:

所谓“产业链”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。

“连带效应”就本文而言是指通过“产业链”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售量的增加,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。

“示范效应”是指由于工资成本或原材料成本的推动,相关产品的价格之间出现的一种互动效应,即一种产品价格的上涨会带动其他相关产品价格的上涨。

参考文献:

1. 荀文均:《资本市场与货币政策:国际经验》,见李扬、王国刚、何德旭编:《中国金融理论前沿》,北京,社会科学文献出版社,2001。
2. 谈儒勇:《中国金融发展和经济增长关系的实证研究》,载《经济研究》,1999(10)。
3. 高莉、樊卫东:《中国股票市场与货币政策新挑战》,载《金融研究》,2001(12)。
4. 吕江林:《我国的货币政策是否应对股价变动做出反应》,载《经济研究》,2005(3)。
5. 孙华妤、马跃:《中国货币政策与股票市场的关系》,载《经济研究》,2003(7)。
6. 瞿强:《资产价格与货币政策》,载《经济研究》,2001(7)。
7. 苑德军、陈铁军:《论我国货币政策的与时俱进》,载《税务与经济》,2004(3)。
8. 刘澜瑛:《中央银行货币政策对股票价格变动的反应原则》,载《经济学动态》,2001(12)。
9. 钱小安:《资产价格变化对货币政策的影响》,载《经济研究》,1998(1)。
10. 凯文·多德、默文·K·刘易斯:《金融与货币经济学前沿问题》,中文版,北京,中国税务出版社、北京腾图电子出版社,2000。
11. 乔治·考夫曼:《现代金融体系:货币、市场和金融机构》,中文版,北京,经济科学出版社,2001。
12. Peter Sellin: Monetary Policy and the Stock Market, 2002. "Theory and Empirical." Journal of Economic Surveys, Vol. 15, No. 4.
13. Denizer; Lyigam and Owen, 2000. "Finance and Macroeconomic Volatility." Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper, p. 670.
14. Neri, 2001. "Monetary Policy and Stock Prices, Theory and Evidence." Paper for Macro and Finance Research Group Annual Conference Held at Queen's University, Belfast in September.

(作者单位:中北大学经济与管理学院 太原 030051
山西省社会科学院 太原 030006)
(责任编辑:刘成奎)

(上接第87页)掌权者的扩权、创权、抽权、移权和护权行为,还使掌权者围绕公共权力配置与权力租金分配形成官僚同盟与竞争型官僚集团,互补型掌权者之间通过权力分工与合作形成官僚同盟,替代型掌权者之间的市场与非市场竞争形成竞争型官僚集团。

第三,当边际权力租金等于边际非权力产品生产利润时寻权者均衡实现,生产技术与监督惩罚技术变迁会诱致行贿行为调整与寻权者均衡变化。当行贿投入对掌权者的边际效用、权力租金对寻权者的边际效用都同时为零时,掌权者与寻权者之间的信息分布不影响权钱交易均衡。权力配置垄断、集中程度与权力租金正相关,风险成本与信息分布直接影响权钱交易均衡时的权钱交易规模与方式。

参考文献:

1. 王妍、宋昕:《制度性寻租行为分析》,载《辽宁行政学院学报》,2006(2),第47~48页。
2. 保建云:《转型经济中的政府行为与发展模式选择——中国经验及其理论解释》,北京,当代世界出版社,2005。

3. 杨灿明、赵福军:《行政腐败的宏观经济学分析》,载《经济研究》,2004(9),第101~109页。
4. 傅江景:《权力结构、集团规模与集体寻租》,载《经济科学》,2004(4),第18~26页。
5. 刘烈龙、张文龙:《论中国寻租社会成本的量度》,载《武汉经济管理干部学院学报》,2001(1),第14~18页。
6. 郑利平:《腐败的经济学分析》,北京,中共中央党校出版社,2000。
7. 盛宇明:《腐败的经济学分析》,载《经济研究》,2000(5),第52~59页。
8. 李怀:《公共权力腐败行为的经济学分析及其政策导向》,载《经济研究》,1996(9),第75~80页。
9. 张曙光:《腐败与贿赂的经济分析》,见北京天则经济研究所:《中国经济学1995》,上海,上海人民出版社,1995。
10. Buchanan, J.M., 1980. "Rent Seeking and Profit Seeking." in J.M. Buchanan; R.D. Tollison and G. Tullock, eds., Toward a Theory of the Rent-seeking Society. U.S.A., Texas A&M University Press.
11. Kruger, A.O., 1974. "The Political Economy of the Rent-seeking Society." American Economic Review, 64, pp. 291-303.
12. Tullock, G., 1967. "The Welfare Cost of Tariffs, Monopolies, and Theft." West Economic Journal (Now Economic Inquiry), 5, pp. 224-232.

(作者单位:中国人民大学国际关系学院 北京 100872)
(责任编辑:彭爽)