

股市财富效应及其传导机制

卢嘉瑞 朱亚杰

摘要: 由于股票价格上涨导致股票持有人财富增加,进而产生消费增加的效应就是股票市场的财富效应。美国股市和中国股市运行过程中的经验证明,财富效应是一个客观存在。由于我国股市规模较小,流通市值较少,投资者结构和收益分配结构不合理,股市波动频率过快、波幅过大以及股市噪声等诸多不利因素的影响,导致财富效应还不显著。我们应借鉴美国等发达国家的经验,实行积极稳健的股市政策,不断完善我国股票市场运作机制,做强做大股市,促进股市充分发挥财富效应。

关键词: 股市 财富效应 传导机制

一、股市财富效应研究的现状及理论阐释

哈伯勒、庇古和帕廷金是最早研究财富效应问题的几位经济学家。哈伯勒(Ha,1939)、庇古(Pigou, A.C.,1943)和帕廷金(Patinkin,D.,1956)研究了在总消费之内的财富效应问题。他们倡导这样一种思想:货币余额的变化,假如其他条件相同,将会在总消费者开支方面引起变动。这样的财富效应常被称作“庇古效应”或“实际余额效应”。庇古并且认为,如果人们手中所持有的货币及公债等资产的实际价值增加(当一国物价水平下降时),将导致财富增加,人们更加富裕,就会增加消费支出,因而将进一步增加消费品的生产和增加就业,促使经济体系重新恢复均衡。“庇古效应”是当今国内外经济理论界研究股市财富效应的理论起点。

20世纪90年代,美国股市气势如虹,吸引越来越多的美国人将个人储蓄投向股市。根据美联储(FRB)的统计资料,美国家庭直接持有的股票数量以年均13%的速度增长,而同期通过养老金账户和共同基金持有的股票分别以年均18%和25%的速度增长。与此同时,股票投资者的群体覆盖面也急剧扩大,1990年只有32%的美国家庭拥有股票或共同基金,而到2002年拥有股票的美国家庭据估计达50%以上。中国也在1999年5月19日爆发了令人兴奋的“井喷”式行情。当时股指暴涨,成交量巨额放大,长期低迷的楼市开始复苏,娱乐业、旅游业也热了起来。这些类似的现象引起中外经济学者的关注,股市“财富效应”的概念应运而生。自1997年以来,美国、澳大利亚、中国等国学者研究股市“财富效应”

的成果陆续面世。这些成果虽然还不多,但一些基于实证分析的理性思考对于深入研究我国如何促进股市健康发展,进一步扩大消费需求,具有重要意义。

Sydney Ludvigson和 Charles Steindel (1999)利用美国1953-1997年的数据建立了传统生命周期假说的估计模型: $C_t = \sum_{i=0}^3 \beta^i Y_{t-i} + \sum_{i=0}^3 \beta^i SW_{t-i} + \sum_{i=0}^3 \beta^i \mu_i NW_{t-i} + e_t$,对劳动收入、股市财富、非股市财富进行回归分析。他们认为,传统的生命周期消费函数的估计结果具有相当的不稳定性。为了更准确地估计消费中财富和收入的作用,他们又利用更现代的数学方法建立了财富和收入对边际消费倾向的动态普通最小二乘估计模型: $C_t = \alpha + \beta_1 W_t + \beta_2 Y_t + \sum_{i=3}^3 \beta_{i-1} W_{t+i} + \sum_{i=3}^3 \beta_{i-1} Y_t + \mu_{1,t}$,最终的结论与上面的大致相同。战后几十年来,财富效应刺激消费的作用虽然不够稳定,但总体上看,这一效应是存在的,财富每增加1美元大约导致消费增加3~4美分。据此他们认为股票市场的利润回报确实为消费者的支出提供了支持,然而他们没有发现能够证明两者之间存在稳定关系的证据。

Martha Starr-McCluer (1998)利用美国密歇根SRC消费者调查数据发现,接近85%的被调查者认为最近股市的走势对他们的储蓄或消费没有影响。只有3.4%的股票持有者因为股市价格上涨增加了消费或降低了储蓄,例如买房、买车或比往常更多地去度假、旅游。另有11.6%的股票持有者反而增加了储蓄。他们认为出现这种情况的原因是由于大约有55%的股票持有者是通过退休金账户持有股票,相比其他股

票持有者受股票价格上涨影响消费的可能性较小,他们的行为是与其长期储蓄目标一致的。

澳大利亚学者 AlvinTan 和 GrahamVoss (2000) 利用微观数据分析了澳大利亚居民的消费行为。他们认为在 1988-1999 年间,澳大利亚居民的非耐用消费品消费、劳动收入、家庭整体财富之间存在稳定的联系,并且计算出资本财富每增加 1 美元几乎必然增加约 4 美分居民对非耐用消费品的支出。他们还指出,无论是金融资产还是非金融资产都会对居民的消费行为产生深刻的影响。

KarenE.Dynan 和 DeanM. (2001) 认为,财富效应的传导机制可分为直接渠道和间接渠道。所谓直接渠道是指股市财富增加可以很快地导致居民消费增加;间接渠道是指股市财富增加并没有立刻伴随着消费增加,而是居民的预期收入会增加,经过一个较长的时滞后消费也会得以增加。他们认为通过直接渠道产生的财富效应对消费增长的作用相对更快、更持久一些。而通过间接渠道产生的财富效应对消费增长则是一个非决定性因素。他们估计股市财富每增加 1 美元将导致消费增加 5~15 美分。

Otoo(1999) 分析美国密歇根州居民的调查数据发现,资产价值上升和居民消费支出增加之间有很强的同步关系。但他认为这种情况的产生,并不是因为股票价格上涨使得居民的即期财富增加,而是因为居民通常把股票价格升高看作是未来经济活动和潜在的劳动收入增长的指示器。

此外,Mankiw等(1991)和 Poterba等(1995)的研究也表明股票持有者的消费行为与股市的关系比非股票持有者更为密切。在此之前, Friend 和 Lieberman (1975) 曾利用 1962-1963 年的消费者金融特征调查的数据研究发现,股市价格变化和居民储蓄之间也存在负相关关系。

总之,国外学者的研究表明,股票价格的涨跌与股票持有者的消费行为是密切相关的。大多数学者认为,无论是从传统的生命周期假说的角度出发,估计消费中财富的作用,还是通过亲自调查的数据显示,股市财富效应是确实存在的,股市利润的回报为消费者的支出提供了支持。他们之间的分歧也只是在于财富效应的稳定性及财富效应的大小。

与国外的研究成果相比,国内关于股市财富效应的研究虽然还不多,但多数学者也认为,中国股市确实存在财富效应。

李惠和陈茂申(2002)肯定了股市的财富效应对经济的拉动作用。^①他们认为我国股市上扬拉动内需的财富效应已经具备了基本条件:(1)证券投资已开始成为居民的重要投资渠道,证券投资收益成为居民重要的收益来源之一。(2)我国介入股市的群体主要是城镇居民,这是我国股市财富效应发挥作用的基础之一。

梁宇峰和冯玉明(2000)通过市场调研表明,1999年的“5.19”上涨行情带来的财富效应在一定程度上刺激了即期消费需求,并增强了投资者的信心、改善了投资者的预期。^②他们在上海地区共随机发放了800份调查问卷,对股民在“5.19”行情中的切身感受进行调查。他们调查的结果是:(1)大约有50%以上的投资者感觉到股市启动之后他们花钱比以前更加大方些,也就是说他们的即期消费倾向比以前有所增加。(2)受股市火爆行情的影响,投资者对今后股市以及宏观经济走势的看法发生了积极的变化。有80%以上的投资者认为,政府搞好股市的举措是一项长期性的政策,90%以上的投资者对政府搞好股市的能力和决心持乐观态度,70%以上的投资者认为股市上涨将有助于宏观经济转暖。(3)投资者对自己未来的信心有所增强,有70%以上的投资者认为自己未来的收入状况会比现在更好。

胡关金(2003)就中国证券业对国内生产总值(GDP)的贡献做了实证研究。^③他认为,股票市场在国民经济中的地位迅速提高,股票市场的发展对促进经济增长起到了较大作用。他的计算结果见表1、表2、表3、表4。

表1 已备案证券公司的总产出、增加值和税收贡献

单位:亿元

	总产出	增加值	税收贡献度		印花税	含印花税的增加值
			营业税及附加	所得税		
1997	341.72	128.86	21.73	28.14	251	379.86
1998	308.41	117.27	20.83	25.58	226	343.27
1999	291.77	137.15	20.96	24.31	245	382.15
2000	535.31	299.00	40.46	64.88	486	685.00

表2 证券业对国内生产总值的总贡献

单位:亿元,%

	总产出	印花税	总贡献额 (总产出+印花税)	总贡献占 GDP比重	新增总贡献额 占新增 GDP比重	乘数效应所 创造的 GDP	总贡献加乘数 效应占 GDP比重	新增总贡献加乘数 效应占新增 GDP比重
1997	413.54	251	664.54	0.90	-	37.33	0.96	-
1998	369.27	226	595.27	0.75	-1.21	38.48	0.80	-1.19
1999	523.19	245	768.19	0.94	6.02	71.47	1.02	7.17
2000	1283.82	486	1769.82	1.98	13.63	169.00	2.17	14.95

表 3 证券业对国内生产总值的直接贡献度

	增加值	印花税	直接贡献总额	占 GDP 的比重	新增增加值 / 新增 GDP
1997	163.34	251	414.34	0.56	-
1998	142.88	226	368.88	0.47	-0.79
1999	272.49	245	517.49	0.63	5.17
2000	755.48	486	1241.48	1.39	9.85

表 4 证券业的税收贡献度

	证券中介	印花税	税收贡献额	占税收收入的比重	对国家税收增长额的贡献度
1997	55.51	251	306.51	3.72	-
1998	48.38	226	274.38	2.96	-3.12
1999	48.88	245	293.88	2.75	1.37
2000	110.98	486	596.98	4.74	15.96

王开国(2000)认为,在当前有效需求不足的情况下,积极有序地发展证券市场特别是股票市场,利用证券市场刺激社会总需求,对加强政府的宏观调控手段、促进经济持续稳定发展,具有十分积极的意义。^⑭

综上所述,可以认为国内外研究者大多都确认股市财富效应是一个客观存在。尽管如此,这个判断仍需要进一步通过对基于现实的实证分析去验证。但这并不排斥我们在“庇古效应”的基础上,联系当代股市变动对国民经济影响的轨迹,对股市财富效应赋予一个人们基本认同的含义。所谓股市财富效应(下文所涉及的财富效应均指股市财富效应)是指由于股票价格的变动导致股票持有者财富的变动进而影响其消费支出的作用。财富效应反映的是这样一种现象:在一定条件下,股票价格上涨(或下跌),导致股票持有者财富的增加(或减少),进而影响其消费支出的增加(或减少)。我们认为股市不是一种“零和博弈”,它能够增加社会财富总量。股价上涨,上市公司的有形资产和无形资产都能够增加;由于投资者人数和入市资金的增加以及交易的活跃,将使国家征收更多的印花税、证券公司收取更多的佣金并产生其他派生性收入和持股者财富增加。诚然,对于刚刚度过幼稚期的中国股市而言,要产生较好的财富效应,除国民经济需保持长期稳定增长的态势外,还需要得到中央政府的政策支持和法规保护,以及相关各方面的协调配合。

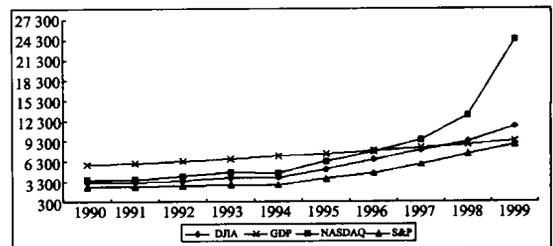
二、美中两国案例的实证分析

(一) 美国案例

20世纪90年代,美国经济持续增长。1991-2000年,美国GDP已持续增长达107个月,超过了美国二战后6次经济复苏每次平均50个月的期限。另外,在增长、通货膨胀和就业这三者之间,美国人

也创造了调和的“神话”。根据美国劳工部发布的统计数据,在此期间,美国国内失业率从1992年的7.4%逐步下降到4%左右,达到历史最低水平;而通货膨胀率自1992年以来也一直控制在3%以内。美国的经济现实向传统的经济增长理论和宏观经济政策提出了挑战。

美国经济的良好表现固然与其信息技术优势及产业结构高技术化有关,但股票市场的持续上涨也对美国“新经济”起到了极其重要的推动作用。20世纪90年代,美国GDP在此期间强劲增长,从1990年的58032亿美元,增长到1999年的92743亿美元。与此相应,美国股市也一路飙升,道·琼斯指数(DJIA)1990年初仅为2700多点,到1999年3月19日突破10000点大关,达到10107.78点,12月29日更是达到了11528.4点的90年代最高点,9年时间飙涨了4倍以上。纳斯达克(NASDAQ)指数上涨更快,1990年初为450点左右,1995年7月17日突破1000点大关,到2000年3月10日更是达到了5060.34点的顶峰,10年间上涨了10倍。此外,标准普尔指数(S&P)也是一路上扬,在1990年1月2日仅为353.4点,1998年2月3日突破1000点,达到1001.27点,1999年12月31日更是达到1464.47点的90年代最高点。1990-1999年美国股市与GDP增长情况见图1。



注:为了更清楚看清图示,纳斯达克指数与标准普尔指数均放大6倍。

资料来源:(1)道·琼斯指数见美国道·琼斯公司网站, <http://www.djiindex.com>; (2)美国GDP见美国商务部经济分析局, <http://www.bea.doc.gov>; (3)纳斯达克指数(NASDAQ)见 <http://www.nasdaq.com>; (4)标准普尔指数(S&P)见 <http://www.standardandpoor.com>。

图 1 1990-1999 年美国股市与国内生产总值增长情况

由于美国股市大幅上涨,使投资者家庭资产迅速膨胀,因而对美国居民扩大消费提供了有力支持;又由于美国居民消费占GDP近3/4的份额,因而消费需求的扩大有力地推动了美国90年代经济的繁荣。这就是股市财富效应的一个有力证明。在此期间,由于股市持续繁荣产生的高收益刺激了投资者的投资欲望,因而美国家庭金融资产结构发生了两个显著变化:一是私人投资不断增加,个人储蓄则不断减少(1995年除外,见表5);二是持有的股票价值

迅速膨胀,增长了381%,1998年底达到10.77万亿美元,占美国家庭全部资产的28%,首次超过房地产价值(9.22万亿美元)而成为家庭资产的最大组成部分(见表6)。

表5 美国国民储蓄与投资

单位:10亿美元,%

	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年
总储蓄	935.1	905.2	938.4	1 055.9	1 141.6	1 274.5	1 406.3	1 468.0
私人储蓄*	931.9	971.9	964.5	1 006.0	1 062.5	1 114.5	1 141.6	1 090.4
个人储蓄	264.4	272.6	216.4	192.4	240.8	158.8	121.0	27.7
总储蓄占GDP百分比	15.8	14.5	14.3	15.3	15.8	16.6	17.4	17.3
总投资	944.0	949.1	993.5	1 087.2	1 146.1	1 242.3	1 350.5	1 391.5
国内私人总投资	N.a.	790.4	871.1	1 014.4	1 065.3	1 116.5	1 256.0	1 367.1
政府投资	200.5	209.4	210.6	212.3	221.9	229.7	235.4	237.0
统计误差	8.8	43.7	55.1	31.3	4.5	-32.2	-55.8	-76.5
国外净投资	7.3	-50.5	-88.2	-139.6	-141.0	-119.2	-140.9	-212.6

说明: *包括了企业和个人储蓄。

资料来源: Bea, U.S. Department of Commerce, Survey of Current Business, Aug. 1996, Feb. 1991 & Feb. 1999.

表6 美国家庭部门资产结构情况(1998)

	金额(10亿美元)	占资产总额的比重(%)
资产总额	35 060	100.0
有形资产	11 733	34.5
不动产	92 200	27.0
耐用消费品	2 513	7.5
金融资产	23 327	65.5
储蓄	3 853	11.5
信贷市场工具	1 520	4.5
股票	10 770	28.0
其他	7 184	21.5

资料来源: 美国联邦储备委员会资金流量表(2000)。

弗里德曼(1957)认为,消费者在某一时期的收入等于暂时性收入加持久性收入,在某一时期的消费等于暂时性消费加持久性消费。其中,暂时消费与持久消费之间不存在固定的比率,暂时消费与暂时收入也不一定存在固定比例,只有持久收入与持久消费之间存在着固定比率。如果说股票收入过去一直被认为是暂时性收入,如今这个认识却发生了变化。20世纪90年代美国股市的财富效应极大地调动了大众投资股市和持股的积极性,48%的家庭或直接持股,或通过购买基金间接参与股市,才使得家庭财富中股票所占比重越来越大。受此影响,消费者心理上产生一种将股票收入由暂时性收入转为持久性收入的预期,并由此产生一系列令人寻味的结果,分析如下:

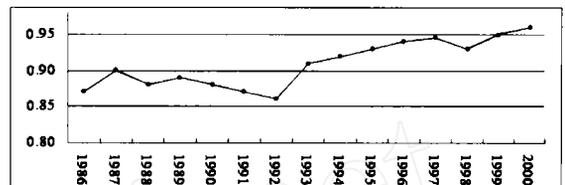
一是平均消费倾向一路上扬,即使是在略微下降的1998年也高达0.9以上(见图2)。

二是消费者信心指数不断攀升,9.11事件之后才逐渐下降(见图3)。

三是消费支出增加,边际消费倾向(Marginal Propensity to Consume, MPC)呈提高趋势。有关资料

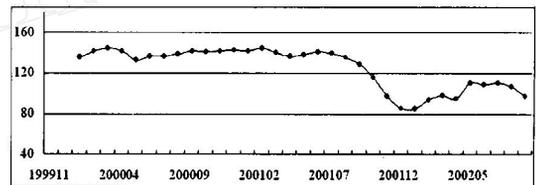
显示,受股市景气的影响,90年代末的MPC在0.97~0.98之间。以此计算经济增长中的乘数,用简单的凯恩斯乘数 $1/(1-MPC)$ 来衡量,约为30~50之间。当然,受税率、进出口变化、政治等因素的影响,乘数会略小些。

四是消费信贷增加。股市不断攀升给居民造成“持久性收入”增加的心理预期,因而他们积极利用消费信贷购买住宅、汽车等,使消费信贷规模急剧膨胀,到1998年底,消费信贷增加到12992亿美元,约占个人收入的18.2%。^⑮



资料来源:引自尉高师、雷明国:《求解中国消费之谜——熊彼特可能是对的》,载《管理世界》,2003(3)。

图2 1986-2000年美国居民平均消费倾向



资料来源: www.cemc.drc.gov.cn.

图3 1999年11月至2002年5月美国消费者信心指数

上述美国股市的财富效应给了我们以下启示:

- (1) 股市增长要有长期性。股票市场的短期急剧上升并不能明显地影响消费者的消费行为,消费对预期收入的剧烈变动的反应不会很强烈。美国股票市场能够较好地刺激消费的主要原因在于股票市场的发展较为稳定,增长具有长期性。美国长达近十年的“牛”市使消费者在心理上产生一种将股票收入由暂时性收入转为持久性收入的心理预期,对未来经济发展确定性预期增加,财富效应的效果也就明显。
- (2) 股市回报要有稳定性。根据霍尔的有关模型,消费者预测后一期消费的最佳根据是即期消费,当新的财富变动的冲击出现时,新的收入信息会引起消费者对未来收入的重新估计,如果冲击是暂时性的,即只涉及到暂时的收入,消费的反应可能较小;但如果收入的变动在可以预见的未来将持续下去,消费的变动将与收入变动的数量几乎相同。20世纪90年代美国股票市场在短期内虽有波动但并未大起大落,在较长时期中的稳定增长,使回报较为稳定,因而使居民预期具有长期性,这就使得即期消费大大增加。
- (3) 居民股票及其他证券等金融产品的持有量要不断增长。据统计,美国全国证券持有总量在

1990-1998 年间增长率为 94.79%。从年度数据来看,1991-1992 年间增长了 12.88%,1992-1993 年间增长了 8.79%,1993-1994 年间增长了 2.73%,1994-1995 年间增长了 4.89%,1996-1997 年间增长了 12.8%,1997-1998 年间增长了 14.3%。居民股票及其他证券持有量的不断增长为投资人财富的增加和充分发挥财富效应创造了条件。

(二) 中国案例

1. 实地调查的基本情况分析

为了深入研究我国股票市场的财富效应,我们于 2003 年 5 月至 6 月和 2004 年 1 月至 4 月,分别在上海、深圳、北京、石家庄、沧州五市的部分证券营业部及其他 5 家单位进行了调查。这次调查的形式为问卷调查,共设计了 21 个问题,发放对象为大(投资 50 万元以上)、中(投资 20 万元~50 万元之间)、小(投资 20 万元以下)投资者,请这些投资者匿名回答。在海通证券股份有限公司等 8 家证券公司的 25 家营业部和中国农业银行深圳分行南头支行等 5 家单位的大力支持和配合下,共发放问卷 2250 份,收回 1879 份,回收率为 83.5%,其中有效问卷 1357 份,有效率为 93.8%。样本提供的基本情况如下:

(1) 股票投资者的基本情况。股票投资者的基本情况见图 4、图 5。

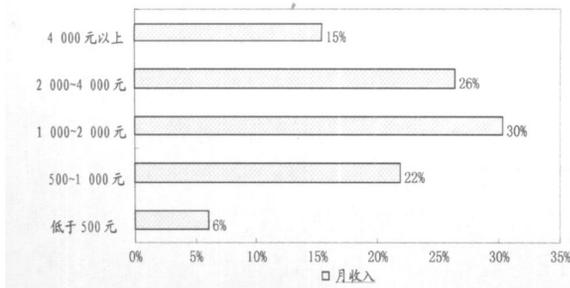


图 4 股票投资者年龄、学历结构情况

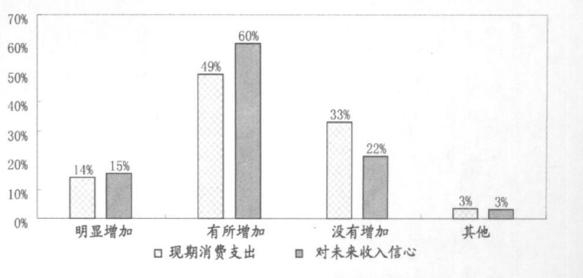


图 5 股票投资者月收入情况

从图 4、图 5 中可以看出,股票投资者中中青年居多,年龄大多处在 30~50 岁之间,占 59%;学历比较高,以本科为最多,占 36%,大专学历占 29%;月收入在 1000~2000 元之间的人群为最多,占 30%;2000~4000 元位居第二,占 26%。

(2) 股票投资者的资金收益率及分配情况。股

票投资者的资金收益率及分配情况对财富效应的发挥着至关重要的作用。因此,对股票投资者的投资收益及收益分配的调查成为本次调研的重点。本次调查主要针对被调查者在 1999 年 5 月 19 日“井喷”行情中的资金收益及分配情况(结果见图 6)。

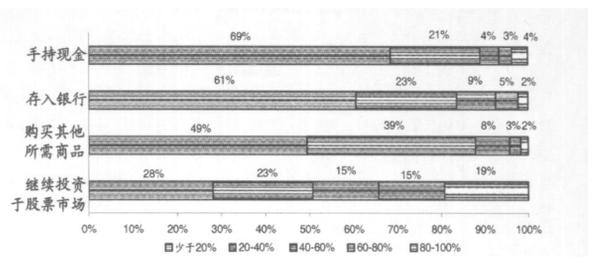


图 6 股票投资者收益分配比例

图 6 显示,34% 的被调查者把股票投资收益的 60%~100% 继续投资于股市,52% 的被调查者把 20% 以上的投资收益用来购买商品,61% 和 69% 的被调查者存在银行中和手持的钱少于投资收益的 20%。可见,五成以上的被调查者把投资收益的 20% 以上用来购买所需商品。

(3) 股票价格上涨对股票投资者预期收入的信心和即期消费行为的影响。调查结果显示(见图 7),75% 的消费者认为自己的预期收入的信心得到不同程度的增加。其中,15% 的被调查者认为信心增加的幅度很大;63% 的被调查者认为,在股票价格上涨并有所收获时,即期消费行为有不同程度的增加,甚至还有 15% 的被调查者认为增加的幅度明显。

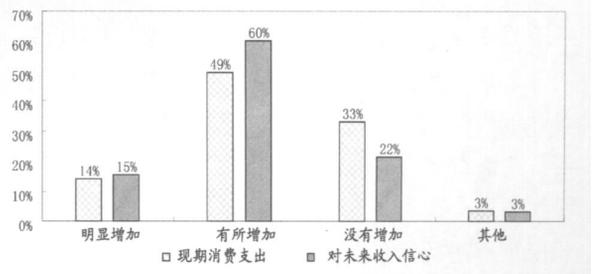


图 7 股票价格上涨对投资者预期收入的信心和即期消费的影响

(4) 股票价格上涨对股票投资者实现消费愿望的影响。从图 8 中我们可以看出,当股票价格上涨时,80% 的被调查者认为股票价格上涨对他们实现自己的消费愿望有帮助,其中 20% 的被调查者认为有很大帮助。只有 18% 的被调查者认为没有帮助,3% 的被调查者认为会起到负面作用。

从我们这次调查的结果看,股市存在财富效应,股市的“牛”、“熊”与城镇居民消费有直接关系。股市上涨产生的财富效应在一定程度上刺激了投资者的即期消费,并增强了投资者的信心,改善了投资者的预期。广东中诚信公司的研究报告和深圳华鼎市

场调查公司的调查也支持我们这一结论。据广东中诚信公司的一份研究报告,在宏观经济政策、形势没有发生大变化的前提下,1996年8月后,我国东部地区市场社会消费品零售总额出现大幅上升,与当年3月启动的大牛市有直接关系;在股票投资者比例最高的上海市,1996年1月至1999年5月,全社会消费品零售总额与深沪股市指数的正相关系数分别达0.717和0.638。^⑩这一现象与美国股市的财富效应是相同的。而股市下跌则会产生负财富效应,表现为居民捂紧钱袋,缩减消费。2001年深圳华鼎市场调查公司对全国省会城市及经济发达城市的3720名投资者进行的实地调查显示:近五成投资者因亏损对消费产生消极影响,因股市亏损影响到购房、家电产品等与生活消费直接相关的投资者占被调查总人数的34.06%,影响到与休闲、旅游、健身、买车等享受消费相关的占34.06%,与其他方面消费相关的占31.88%。^⑪这些事实表明,财富效应是一个客观存在。

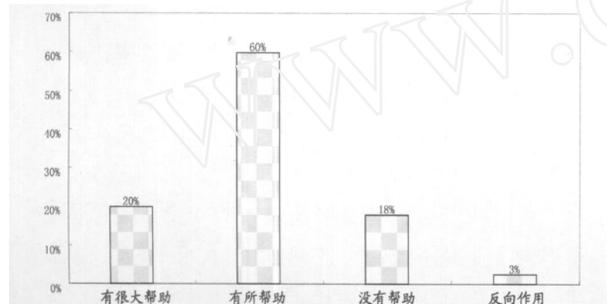


图8 股票价格上涨对投资者实现消费欲望的影响

2. 模型的实证检验:以中国为例

在上述调查的基础上,我们进一步对财富效应进行了实证分析。我们首先运用回归模型分析居民金融资产和居民消费的关系,模型如下:

$$C_t = \alpha + \beta W_t + \gamma Y_t + \epsilon_t$$

其中, C 为消费变化, W 为金融资产变化, Y 为收入变化, α 为常数项, β 、 γ 为回归系数, ϵ_t 为误差项, t 为时间。

我们搜集、整理了1980-2001年我国居民实物资产、金融资产等数据作为模型分析数据,详见表7。

回归结果如下:

$$C_t = 17.755 + 0.0486 W_t + 0.798 Y_t$$

$$R^2 = 0.961 \quad D.W. = 1.694 \quad F = 223.245$$

从上面的结果我们不难看出,影响居民消费的主要因素还是收入,金融资产存量与居民消费有一定的相关度,金融资产每增加1元,能带动相应的消费支出增加0.0486元。

此外,我们又对股票市场的财富效应建立了回

归模型并进行了分析,模型如下:

$$\ln C = \alpha + \beta \ln Y + \gamma \ln SW$$

其中, C 表示社会消费品零售总额, Y 代表城镇居民可支配收入, SW 表示居民持有的股票资产。具体数据见表8。

表7 居民资产、收入、消费情况表

单位:亿元

	实物资产	金融资产(W)	总资产	消费(C)	收入(Y)
1981	366.25	163.30	529.55	287.00	340.99
1982	307.72	204.84	512.56	263.80	519.44
1983	354.26	308.69	662.95	314.60	460.76
1984	441.62	548.96	990.57	492.00	661.07
1985	911.94	705.87	1617.82	914.50	647.13
1986	1 000.14	899.90	1 900.04	586.00	745.05
1987	992.43	1 305.47	2 297.89	786.20	738.87
1988	1 501.47	1 740.49	3 241.97	1 671.90	1 324.57
1989	1 281.30	1 829.76	3 111.06	8 90.40	1 192.05
1990	639.46	2 494.10	3 133.56	589.70	1 267.98
1991	593.07	3 011.37	3 604.44	1 202.70	902.97
1992	713.53	4 641.31	5 354.84	2 143.90	1 971.67
1993	1 265.99	5 285.42	6 551.41	3 222.60	3 236.03
1994	1 931.40	9 352.58	11 283.98	5 127.40	5 993.06
1995	2 493.48	8 916.88	11 410.36	6 134.70	6 187.03
1996	2 984.18	13 978.91	16 963.09	5 207.80	5 419.98
1997	3 382.19	11 486.63	14 868.82	2 702.30	3 150.57
1998	3 912.60	11 557.50	15 470.10	2 066.50	2 169.34
1999	1 820.65	5 513.11	7 333.76	2 413.30	2 636.05
2000	2 043.59	4 749.02	6 792.61	3 577.50	4 982.94
2001	2 272.82	4 290.82	6 230.46	3 856.32	5 014.04

说明:(1)根据龙志和:《经济体制改革以来的居民储蓄与居民资产实证研究》,载《经济体制改革》,2001(1)中表1-4的有关数据整理计算。(2)收入一栏为城镇居民可支配收入与农民纯收入之和。

表8 社会消费品零售总额、城镇居民可支配收入及居民持有的股票资产情况表

	C	Y	SW	lnC	lnY	lnSW
1992	10 993.7	2 027	174.8	9.31	7.61	5.16
1993	17 462	2 577.4	198.04	9.77	7.85	5.29
1994	16 264.7	3 496.2	41.69	9.69	8.16	3.73
1995	20 620	4 283	22.68	9.93	8.36	3.12
1996	24 774.1	4 838.9	305.68	10.12	8.49	5.72
1997	27 298.9	5 160.3	858.23	10.21	8.55	6.75
1998	29 152.5	5 425.1	765.54	10.28	8.59	6.64
1999	31 135	5 854	875.37	10.35	8.67	6.77
2000	34 153	6 280	1 024.36	10.44	8.75	6.93

资料来源:历年《中国统计年鉴》、《2000中国金融展望》中资金流量表的数据, <http://www.cei.gov.cn>。

考虑到股票资产变化对居民消费变化的影响不是立竿见影,而是有一定的滞后作用,所以我们采用滞后一期消费数据,考虑到一阶自相关,进行回归,结果如下:

$$\ln C = 3.308 + 0.782 \ln Y + 0.037 \ln SW$$

$$R^2 = 0.887 \quad D.W. = 2.261 \quad F = 19.529$$

结果显示,1992-2000年期间,我国股票市场存

在“财富效应”，对社会消费品零售总额的贡献作用为 0.037，贡献虽不突出，但也能说明问题。

国内也有学者对此做了类似的研究。如张纯威和石巧荣(2000)利用 1993-1999 年滞后 7 个月的沪市月度收盘股指 (ISSE) 与相应的社会消费品零售额 (RSCG) 对股市财富效应进行了实证分析。在考虑一阶自相关后进行回归分析的结果是：

$$RSCG = 2123.0771 + 0.0175402ISSE(-7) + (6.788134) + (0.0946175)$$

$$R^2 = 0.8428 \quad F = 182.2948 \quad D.W. = 2.32$$

结果显示，股指每上升 1 个点位，7 个月后能带动社会消费品零售额增加 0.0175 亿元，也就是说，股指上升 1000 点，能带动消费增加 17.5 亿元。

从上述分析可见，我国的股票市场也确实存在财富效应，只不过对刺激消费增长的作用还不十分显著。这是由于我国证券市场规模偏小、居民金融资产结构中股票比例过小使然。

三、财富效应的传导机制和制约因素

(一) 财富效应传导机制分析

股市财富效应的发挥进而拉动经济增长的作用是通过一系列传导机制来实现的，从美国等发达国家的经验来看，主要有以下三种传导方式：

1. 通过影响投资者可支配收入来扩大消费

居民的消费支出主要取决于消费倾向和可支配收入两个因素。在一定时期内，居民(投资者，下同)的消费倾向可视为常量，则居民的可支配收入便成为消费支出大小的决定性因素：可支配收入增加，消费支出总量相应增加。股市持续上涨使投资者获得的收益构成其可支配收入的一部分；可支配收入提高，即使 MPC 不变，消费需求也会增长。美国经济学家 Mark M. Zandi 的研究成果也印证了这一判断，他得出的结论是，股市中的财富每增加 1 美元，其消费就增加 4 美分。截至 1998 年底，美国家庭的股票财富达 10.77 万亿美元，1999 年底增至 13.5 万亿美元，因股市攀升净增加的财富分别约为 1.8 万亿美元和 2.7 万亿美元，从中派生出的额外净消费支出分别为 720 亿美元和 1100 亿美元。而消费的增加通过乘数作用，对经济增长又会产生明显的拉动作用。^⑮

2. 通过影响居民的收入预期和提高 MPC 来扩大消费

一般认为，一国长期边际消费倾向为常数，而短期内 MPC 受可支配收入、利率、经济景气及股市景气等因素的影响可能产生明显的变化。但事实上，长期 MPC 也是变化的，如美国 20 世纪 40 年代末 50

年代初 MPC 处于 0.8 ~ 0.9 之间，90 年代以来受经济景气的影响已扩大至 0.9 ~ 0.97 之间。^⑯居民收入预期的变化会改变消费倾向，即使在可支配收入不变的情况下，收入预期的看好也会促使居民扩大消费支出。证券市场的状况被认为是一国经济长期发展状况的晴雨表，持续的“牛”市状态配合良好的宏观经济形势必然增强居民、企业的信心，扩大投资和消费的支出，从而促进经济的进一步增长，形成宏观经济和证券市场的良性互动效应。例如，20 世纪 90 年代美国股市的持续繁荣，不仅使投资者因财富不断增加，从中派生出额外消费支出，而且使投资者形成了良好的收入预期(如在心理上形成将股票收入由暂时性收入转为持久性收入的预期)，从而使消费支出进一步扩大。同时，由于居民形成了持久性收入增加的心理预期，他们便会为增加即期消费而动用积蓄甚至扩大信贷消费。例如，截至 2000 年底，全美消费信贷增加至 1.59 万亿美元，约占个人收入的 19.2%。美国家庭储蓄率也在持续下降(1995 年除外)，1998 年 9 月，首次出现负数，为 -0.2%，是 1959 年以来的最低点。1999 年以来，储蓄率进一步下降，当年 7 月已降到 -1.4%。^⑰

3. 通过改变供给方即企业的经营状况来扩大消费

目前我国居民消费增长乏力的一个重要原因在于不少企业经济效益不佳，员工收入水平较低，从而抑制了消费支出。而居民消费需求不旺，又反过来导致企业产品滞销，企业效益难以提高，由此形成一种恶性循环。显然，扩大消费需求绝不能忽视改善企业的经营状况。股票市场的发展能给企业带来两方面的好处：一是拓宽企业融资渠道，降低企业融资成本，促进社会资源和社会资本向利润率高的部门和行业集中，提高企业的投资能力和投资效果；二是有助于上市公司优化资本结构和治理结构，实现财产组织制度创新和管理制度创新，从而改善企业的经营绩效。

鉴于上述，从消费角度考察，股市财富效应的传导机制可用图 9 表示。

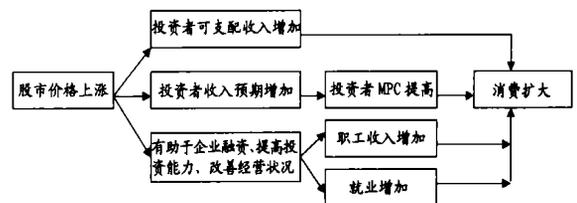


图 9 股市传导机制示意

(二) 我国财富效应尚不显著的制约因素分析

1. 股票市场发育尚未成熟、规模较小

股市规模的大小是股市财富效应发挥的基础。

一方面,一国证券化率不高,股市规模小、市值低,则股市带来的财富必定受到限制;另一方面,如果股市参与者少,或者参与者过于集中,则股市财富效应对居民消费力的影响也不可能大。与西方发达国家成熟股市相比,我国的股市起步较晚,规模过小。截至2004年3月,深沪两市上市公司1300余家,总市值50417.42亿元,流通市值15855.94亿元,两市开户数为7104.03万户。证券流通市值占GDP的比重(即国民经济证券化率)仅为13.6%(以2003年GDP总量为基数)。这一比例不仅远低于美国的139%、英国的163%、我国香港地区的240%,也低于印度的93%、泰国的114%。由此可见,由于股市规模过小,即使中国股市出现同美国一样的繁荣时代,所能带来的财富增量占GDP的比重也远远低于美国,由此派生的额外消费支出也将受到一定限制。

2. 股市投资者结构及收益分配结构不合理

股市投资者结构及与此相对应的投资收益分配格局在一定程度上限制了财富效应的发挥。股市的投资者通常包括机构投资者和个人投资者,而个人投资者则是决定财富效应大小的主要力量,因为股市财富效应发挥的关键在于使居民个人财富增加,从而刺激消费的增长。美国证券市场的投资者主要是证券公司和各种基金组织,由于这些基金组织主要由居民个人投资,居民个人可以在很大程度上分享股市繁荣的成果,因而其股市的财富效应比较明显。而在我国股市,居民投资者虽然人数不少,但由于投资水平不高、获取信息的能力有限,导致整体投资收益不高,甚至有相当一部分个人投资者发生亏损和严重亏损;而拥有资金、信息优势的机构投资者却是最大的赢家。但由于这些机构投资者通常由少数人或经济主体投资,因而广大中小投资者不可能分享其“胜利成果”,从而形成了投资收益严重向机构投资者与个人大户倾斜的再分配格局。根据我们的调查,大部分开户资金少、收益率低的投资者往往是低收入者,而根据一般的经济学原理,低收入者的MPC要远高于高收入者。因此,在一次行情中小股民财富增加较少,有相当一部分的个人投资者只能是“解套”,有的甚至仍然被套其中,财富效应自然有限。

3. 股市持续变动趋势不稳定

一般来说,在股市趋势不太明朗的情形下,股市中的收入最多只能是暂时性收入,它不与持久性消费发生固定比率,对消费的影响也仅是暂时的。而持续繁荣的股市在增加投资者持久性收入预期的同时,也会增强投资者对宏观经济形势的信心,从而有利于扩大消费。如果股市波动幅度过大,就只能影

响财富在各投资者之间的分配,而不会增加财富的总量。从历史上看,中国股市持续走强的时间段都不长,但股价波动幅度却往往过大,使人们难以形成持久性收入预期。股市的持续繁荣是股市发挥财富效应的前提,只有在这种情况下,投资者才能够寄希望于股市,将从股市获得的暂时性收入转化为持久性收入,从而扩大消费需求。十多年来,中国股市虽然整体上有一定涨幅,但“牛”短“熊”长的特征相当明显,加之股指波动幅度很大,换手率过高,相当一部分投资者不仅没有从股市上获利,而且损失惨重,可想而知,股市财富效应也就难以充分发挥。

4. 股市噪声的存在抑制财富效应的发挥

关于噪声与噪声交易者概念的界定最早是布莱克(Black)于1986年提出的。他认为,噪声是与信息相对的概念。信息是交易者据以正确预测与基础资产价值变动有关的信息,噪声则是与基础价值无关但可能影响资产价格使之非理性变动的错误信息,这一错误信息可以使资产价格偏离资产均衡价值,而噪声交易者就是把噪声视为真正信息的人。^①噪声本质上是一种股市污染,它的大量存在,会扰乱投资者的视听使之作出错误判断,破坏股市财富效应的正常发挥。

嘈杂的股市噪声中,最为严重的是会计噪声。会计噪声几乎是我国股票市场的一大公害,且不说已被查处的蓝田股份、黎明股份等惊爆证券市场的会计造假事件,一些没有被查处的上市公司披露的会计信息的真实性也令人怀疑。陈小悦等通过实证研究发现,我国的上市公司在配股过程中的会计数据普遍存在不正常波动。上市公司的净资产收益率大多呈“10%现象”^②(注:依我国现有法律规定,我国的上市公司获得配股资格的条件之一是其净资产收益率必须在10%以上)。如果由于信息不对称的原因,投资者在不了解事实真相的情况下作出错误的投资决策,投资于这些股票,势必造成损失,其收入和消费也将受到影响。

机构投资者噪声也不容忽视。在信息不对称的市场环境里,中小投资者无论从信息上或是资金上看,都是弱势群体。而拥有大量资金和信息优势的机构投资者却可以利用其优势,对市场中的个股价格进行操纵,以获取暴利。在股市中这种行为叫“做庄”,这种机构投资者俗称“庄家”。在存在不轨行为的股票市场里,机构投资者会制造形态各异的噪声,常见的有洗售、合谋、扎空、连续交易、操纵、联合操纵、恶意制造散布虚假信息等等。从1993年的原野股份违规到轰动一时的“琼民源案件”,再到2001年的亿安科技,我国股市机构投资者的庄家行为令人

触目惊心。近几年来,中国政府为净化股市,维护股市正义,作出了巨大努力,一个健康、繁荣的股票市场正在形成。

四、研究结论与政策思路

股市财富效应的充分发挥是20世纪90年代创造美国经济繁荣的主要因素之一。正如《亚洲华尔街日报》评论所指出的那样,美国股市对个人财富的影响越来越大,美国经济自1990年代初以来的超常规持续增长,主要得益于美国股市的持续上涨。^⑬

商品过剩在我国将是一个长期存在的现象。基于发展立足于国内的战略思考,扩大内需特别是扩大消费需求,应视为我国的一项长期战略方针。收入是消费的函数。经验证明,充分发挥股市的财富效应是使消费者孕育成“持久性收入”预期的一个现实途径,是刺激消费需求扩大的不可或缺的重要举措。

同美国股市的财富效应一样,中国股市财富效应也是一个客观存在。只不过由于我国股市规模较小,流通市值较少,投资者结构及收益分配结构不合理,股市波动频率过快且波幅过大以及股市噪声等诸多因素的影响,致使财富效应还不显著。我们应借鉴美国等发达国家的经验,实行积极稳健的股市政策,做强做大股市确保股市持续健康发展。股市健康发展是股市财富效应的前提。

应重视股票市场的投资回报。要采取切实可行的措施,杜绝某些上市公司重上市、轻转制,重筹资、轻回报的现象,不断提高上市公司的整体质量,为广大投资者提供分享经济增长成果、增加财富的机会。投资者能够分享经济增长的成果,是股市财富效应的首要条件。

2004年2月中央下发的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(以下简称《意见》),是党中央、国务院从全局和战略出发,为大力发展资本市场作出的重要决策。《意见》认为,大力发展资本市场是一项重要的战略任务,对我国实现21世纪头20年国民经济翻两番的战略目标具有重要意义。深刻理解大力发展资本市场的深远意义,在思想和行动上同《意见》的精神和要求保持一致,才有利于相关各方面的协调配合和市场的各个参与主体尽职、尽责,从而形成合力推进股票市场的持续稳定健康发展,使之不断迈上新台阶。

注释:

《新帕尔格雷夫经济学大辞典》,中文版,第4卷,955页,北京,经济科学出版社,1996。

Pigou,A.C.,1943. “The Classical Stationary State.”

Economic Journal,83,December,pp.343-351.

Ludvigson,Sydney and Steindel,Charles,1999. “How Important is the Stock Market Effect on Consumption?” Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review,5, No.2 (July), pp.29-52.

Starr-McCluer,Martha,1998. “Stock Market Wealth and Consumer Spending.” Board of Governors of the Federal Reserve System. Finance and Economics Discussion Series, No. 1998/20.

Tan,Alvin and Voss,Graham,2000. “Consumption and Wealth.” Research Discussion Paper,December,Economic Research Department Reserve Bank of Australia.

Dynan,Karen E. and Dean,Maki M.,2001. “Does Stock Market Wealth Matter for Consumption?” Federal Reserve Board Putnam Investments Stop 93 Washington D. C. 20551.

Otoo,M. W.,1999. “Consumer Sentiment and the Stock Market.” Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C. Mimeo.

Mankiw, Gregory N. and Zeldes, Stephen P.,1991. “The Consumption of Stockholders and Nonstockholders.” Journal of Financial Economics,29, No.1, pp.97-112.

Poterba,James M. and Samwick,Andrew A.,1995. “Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations and Consumption.” Brookings Papers on Economic Activity, No.2, pp.295-357.

Friend,Irwin and Lieberman,Charles,1975. “Short-Run Asset Effects on Household Saving and Consumption: The Cross-Section Evidence.” American Economic Review, Vol.65, No.4 (September), pp.624-633.

⑬李惠、陈茂申:《论发展证券市场与拉动内需的相关性》,见逐富网,2002-04-22。

⑭梁宇峰、冯玉明:《股票市场财富效应实证研究》,载《证券市场导报》,2000(6)。

⑮胡关金:《中国证券业及上市公司对GDP贡献的实证研究》,载《财贸经济》,2003(3)。

⑯王开国:《利用证券市场促进经济发展》,载《投资与证券》,2000(11)。

⑰刘建江等:《股市对经济增长的贡献:美国案例》,载《世界经济》,2000(6)。

⑱资料来源: <http://www.gtja.com>,2002-12-04。

⑲资料来源: <http://www.fayhoo.com>,2003-03-05。

⑳转引自孙伯银:《中国股市的财富效应只是幻觉》,载《中国经济时报》,1999-12-08。

㉑王益民:《证券市场与刺激内需》,载《财经科学》,2000(3)。

㉒资料来源: www.allchinadata.com.cn,2002-10-22。

㉓Black,F.,1986. “Noise” Journal of Finance, Vol.41, No.3, pp.529-543.

㉔陈小悦、肖星、过晓燕:《配股权与上市公司利润操纵》,载《经济研究》,2001(1)。

㉕资料来源: <http://finance.china.com/>,2002-11-20。

(作者单位:河北经贸大学经济研究所 石家庄 050091)

(责任编辑:N、K)