

# 资本市场创新影响消费增长的实证研究

马保明, 刘华

(西安交通大学 经济与金融学院, 西安 710061)

**摘要:**我国资本市场的发展过程是一个不断创新的过程。从股票发行制度的演变、市场产品的多样化发展、市场主体的构成到市场监管体系的完善等方面都在持续发生变化。通过理论分析资本市场创新对居民消费的作用机制及效果,并对此做了相关实证检验,结论为社会化融资提高了企业运营效率,引致职工收入增加,提升城镇家庭购买力。但是居民会减少消费支出增加对资本市场的投入。此外股指价格上涨对居民即期消费具有显著影响。因而,应正确认识资本市场创新与实质消费的关系,改革收入分配政策,有序推出证券期货等新品种,完善社会保障体系,以有效促进消费增长。

**关键词:** 资本市场; 市场创新; 实质消费; 收入分配政策; 实证研究

中图分类号: F830.9

文献标识码: A

文章编号: 1009-3370(2010)04-0023-05

## 一、引言

我国资本市场体系经过 20 余年的发展和完善,不仅为企业融通资金提供了重要的场所,而且对企业改制、国家的宏观调控等发挥了巨大的作用。我国资本市场的发展过程是一个不断吸收、引进、衍化创新的过程。随着我国资本市场的发展壮大,市场广度和深度的日益提高,创新做为我国资本市场发展的“发动机”,每一次创新不仅影响资本市场的运行效率,同时也改变市场参与主体的行为,影响到整个社会财富的再分配,从而影响到居民的消费水平和消费结构。

### (一)我国资本市场的发展历程是一个创新过程

我国资本市场的发展史是一部不断创新的历史。资本市场的每项重大突破都离不开创新,创新是我国资本市场发展的动力源泉。在某种程度上,发展意味着创新,创新等同于发展,创新是我国资本市场的主旋律。

资本市场创新是资本市场的参与者利用新的观念、新的技术、新的管理方法或组织形式对资本市场中的基本要素进行重新组合,推出新的工具、新的机构、新的市场,提高金融资产的流动效率,规避风险和追逐盈利。资本市场创新包括产品(业务)创新、制度创新、管理创新、市场创新。其中产品(业务)创新占据核心地位。

### (二)推出创业板对于培植高新企业、推动就业、扩大消费具有重大意义

创业板的推出,标志着我国多层次市场体系初步形成。我国内地主板是蓝筹股市场,中小板是中小企

业“隐形冠军”的摇篮,创业板则是创业创新的“助推器”。建立创业板市场可以有效运用其资源配置功能,引导社会资源向具有竞争力的新兴行业、高成长性的企业积聚,促进一批代表经济未来发展方向的高科技创新型企业成长。据统计,我国约有 66%的发明专利、74%的技术创新、82%的新产品开发是由中小企业完成的。其企业总产值、利税总额和出口总额分别占全国企业的 60%、40%和 60%,创造了 75%的城镇就业机会。但是长期以来,商业银行为中小企业提供融资服务存在很大缺陷,融资难已经成为制约我国中小企业发展的瓶颈。推动直接融资,不仅有利于提振民间资本投资信心、增进中小企业经营活力,对于推进技术进步、提升内需、转变我国经济增长方式具有重要意义。从美国的经验来看,纳斯达克市场(nasdaq)为代表的股票市场曾是推动美国经济 10 余年持续稳定增长的最重要的力量之一,股市财富效应则被认为是推动美国旺盛消费需求的关键<sup>[1]</sup>。

### (三)股权分置改革为资本市场进一步发展铺平了道路

我国资本市场是一种外生的制度安排。市场发展的信用基础、认识基础、法律基础和外部环境尚待完善,政府主导的制度创新在我国资本市场发展中占据主导地位。

股权分置改革是我国资本市场的根本性变革。股权分置是我国资本市场的特有现象,上市公司约 1/3 的股份可上市流通,即流通股,其余 2/3 的股份暂不上市流通,即非流通股(国有股或法人股)。这虽然有利于保持国有股东的控制权,在我国资本市场发展初期起

收稿日期: 2010-02-23

基金项目: 中国证券业协会科研课题项目“资本市场创新促进消费研究”(SAC2009KT-ZF14)

作者简介: 马保明(1968—),男,高级经济师,博士研究生。E-mail: tybmb@sina.com

到了一定的作用。然而随着市场经济的发展,股权分置成为资本市场和上市公司健康成长的桎梏。

2005年4月,国家启动了股权分置改革,允许部分流通股上市流通,我国资本市场实现了一个历史性跨越。随着股权分置问题的解决,企业价值逐步和市值统一,公司治理水平得到很大的改善,所有权和经营权日渐清晰。股价将真实反映上市公司的内在价值,资本市场的定价功能得到恢复。

## 二、资本市场创新推进消费增长的理论分析

### (一)文献综述

#### 1.股票等金融资产对消费的影响研究综述

资本市场的财富效应也称实际余额效应。《新帕尔格雷夫经济学大辞典》将其定义为“货币余额的变化,假如其他条件相同,将会在总消费开支方面引起变动”。资本市场的财富效应,是指资产价格的上升使资产持有者财富增加,并导致消费支出增长的现象。主要体现在金融资产增加影响居民实际可支配收入和未收入的预期来刺激消费需求的增长。国内外关于资本市场财富效应研究主要围绕股票等金融资产对消费的影响。

Mehra(2001)研究认为当消费支出主要取决于未来生命期收入的现值时,资产价格的上升必然提高消费的支出。因此股票等证券资产作为整个生命财富的重要组成部分,股票价格的上涨必然带动消费的增加<sup>[1]</sup>。Otoo(1999)发现消费者信心的增加与股票价格上涨存在显著的当期相关,股票价格影响消费者信心<sup>[2]</sup>。Bram and Ludvigson(1998)发现美国消费者信心提高在短期内将刺激消费增加<sup>[3]</sup>;Gronewold(2003)则从理论上总结了股票价格影响消费的几个途径:改变居民的收入、改变未来预期收入从而影响到消费支出。

Labhard, Sterne and Young(2005)运用SVAR模型估计了金融资产对消费的影响,结果显示,欧洲大陆大多数国家的资产接份额上涨对消费存在正向的影响,其中德国最高,而葡萄牙为负值;英国、美国、加拿大和日本等国的资产价格上升带来消费增加的影响比欧洲国家要高一倍<sup>[4]</sup>。

其他学者认为股票等金融资产对消费产生的财富效应不存在或影响很弱。Ludvigson and Steindl(1999)对财富和消费之间的长期关系进行了研究,认为消费、收入和财富之间关系不稳定,任何财富效应都是暂时的<sup>[5]</sup>。

国内研究股票财富效应的结果主要分为存在财富效应或不存在财富效应两大类。李学峰、徐晖(2003)对1999~2002年的股价指数波动和居民消费支出变动进行难过了分析,发现我国股票市场的财富效应极

其微弱<sup>[6]</sup>。郭峰(2005)通过对于1995~2003年股票价格指数与消费支出的季度数据的实证分析发现,我国股票价格指数与消费支出均呈较弱的正相关性,说明我国股票市场在其发展过程中存在一定的财富效应,并提出应实行积极的股市政策,做强做大股市,促进股市财富效应的充分发挥<sup>[7]</sup>。高炜宇(2008)通过研究认为2007年上海股市价格上扬所带来的财富效应就是推动2007年消费加快增长的主要原因<sup>[8]</sup>。

李振明(2001)通过对我国股市1999年5.19行情所带来的财富效应进行分析后认为,居民从股市获得收益主要用于股市再投资或投机,对消费只具有很小的影响<sup>[9]</sup>。杨新松(2006)认为“股票市值与消费支出微弱负相关”<sup>[10]</sup>。

#### 2.相关评价

国内外诸多学者对资本市场影响消费的研究结果都在很大程度上肯定资本市场对消费水平的影响,得出的结论都是要进一步深化资本市场改革,促进资本市场产品的多样化,建立和完善相关制度。通过资本市场的财富效应来刺激消费的增长,从而促进实体经济的增长。

但是,研究资本市场的财富效应主要是分析股票市场消费支出水平的影响,没有考虑过债券市场等其他资本市场对消费的影响,也没有分析创新活动对消费的影响,采用的相关指标都存在着期限短、绝对化等代表性不足的缺陷。

### (二)资本市场创新促进消费增长的路径选择

#### 1.通过影响上市公司经营绩效增进居民消费

融资功能是我国资本市场最重要功能,可以说是为国企脱危解困催生了资本市场。我国证券发行体制从额度管理、指标管理,发展到核准制、保荐制,再到2009年新股发行制度改革,既坚持了市场化导向,又有效提高了发行效率,极大地规范和推动融资活动的开展。特别是2004年10月以后我国实行保荐代表人制度,规定了投资银行对上市公司后续表现的监督职能及连带担保责任。投资银行的工作重心转变为培育、遴选和推荐优质企业,投资银行在持续辅导期间内,要对保荐的上市公司实行全方位的监督,促使其规范运作,实现其经营的规范化和制度化,提高其经营质量和运作效率。的确,保荐制度在减轻“IPO效应”和消除投资者与发行人的信息不对称起到了相当的作用<sup>[11]</sup>。

#### 2.通过影响城镇家庭持久收入预期推动消费增长

据统计,每个城镇家庭都在炒股。资本利得、股票红利和现金红利已经成为城镇家庭可支配收入当中有机组成部分,股市涨跌与城镇家庭的财富休戚相关。

居民的短期消费支出主要取决于边际消费倾向和可支配收入。在一定时期内,居民的消费倾向可视

为常量,可支配收入成为居民消费支出大小的决定性因素。股市上涨使投资者的收益增加,可支配收入“水涨船高”,消费需求就会增长。

长期来看,持续的“牛”市将增强居民、企业的消费信心,居民财富性收入不断提高,使居民实际购买力增强,如果资本市场的收入增加常态化,就可能改变家庭持久收入预期,引致长期边际消费倾向发生变化,消费水平上升,从而对实体经济产生重要影响。

### 三、资本市场创新发展促进消费增长的定量分析

#### (一)资本市场影响上市公司经营效率促进消费的实证分析

##### 1.模型的构建

为了分析资本市场通过改变供给方即企业的经营绩效带动扩大居民消费情况,本文以融资额为解释变量,其中包含股权融资(AEF<sub>t</sub>)和债务融资(ABF<sub>t</sub>)。以劳动力报酬(ULR<sub>t</sub>)为被解释变量,观察值均取季度数据,单位为亿元,观察区间为2002年1月至2009年9月。构建模型为

$$ULR_t = \alpha + \beta_1 AEF_t + \beta_2 ABF_t$$

2.城镇劳动力报酬(ULR)与股权融资(AEF)和债务融资(ABF)的平稳性检验

表1 单位根的 ADF 检验表

变量	ADF 值	检验类型(c,t,n)	1%临界值	5%临界值	是否平稳
ULR	-1.884 1	(c,0,2)	-3.711 4	-2.981 0	否
AEF	-2.095 2	(c,0,0)	-3.689 1	-2.971 8	否
ABF	-1.142 3	(c,0,0)	-3.689 1	-2.971 8	否
ΔULR	-7.362 0	(c,0,0)	-3.699 8	-2.976 2	是
ΔAEF	-4.361 7	(c,0,0)	-3.699 8	-2.976 2	是
ΔABF	-6.521 2	(c,0,0)	-3.699 8	-2.976 2	是

注:检验类型(C,T,K)分别表示单位根检验方程中包含常数项、趋势项和滞后阶数,Δ表示一阶差分

##### 3.长期协整关系检验

为确定城镇劳动力报酬(ULR)与股权融资(AEF)和债务融资(ABF)的是否具有长期稳定的关系,本文做 Johansen 极大似然估计检验,根据 SIC 准则,AIC 准则确定最佳滞后阶数的方程形式,最终选取滞后阶数 1 到 2,检验结果如下:

表2 城镇劳动力报酬与股权融资和债务融资的 Johanson 检验

特征根	似然比	5%临界值	Prob.**	协整关系个数
0.628 2	25.726 6	21.131 6	0.010 5	无*
0.219 8	6.456 5	14.264 6	0.555 3	至多一个

\*\*表示在 5%显著性水平拒绝零假设

从以上协整检验的结果可知:股权融资、债务融资与城镇劳动力报酬之间存在长期平稳关系。协整方

程为:

$$ULR = 1.643 9 * AEF + 3.218 2 * ABF$$

(0.817 5)      (0.858 4)

#### 4.格兰杰因果关系检验

在判别一个变量的变化是否是引起另一个变量变化的原因时,通常采用 Granger 因果关系检验。

表3 Granger 因果关系检验

原假设	滞后阶数			
	2 阶	3 阶	4 阶	5 阶
AEF 不是 ULR 的 Granger 原因	0.783 6	0.651 1	0.904 9	0.969 8
ULR 不是 AEF 的 Granger 原因	0.782 9	0.373 3	0.018 0	0.038 9
ABF 不是 ULR 的 Granger 原因	0.009 9	0.018 1	0.973 0	0.993 2
ULR 不是 ABF 的 Granger 原因	0.421 3	0.298 2	0.065 4	0.141 0
ABF 不是 ABF 的 Granger 原因	0.121 0	0.207 2	0.041 3	0.126 9
AEF 不是 ABF 的 Granger 原因	0.791 0	0.243 6	0.005 4	0.008 0

检验结果显示,在滞后 2~3 阶的情况下,债务融资是劳动力报酬的 Granger 原因。这是由于债务融资期限一般较短,主要补充流动资金,甚或直接就成为职工薪资。在滞后 4~5 阶的情况下,股权融资变化引导债务融资的变化。这是因为股权融资成本虽高,但可长期无偿占有,不存在还本付息的压力。所谓“圈钱”现象就是指这种情况。因而只有股票市场走坏,股权融资困难,或者管理层为稳定市场对股权融资施加干预时,债务融资才会变多。比如,2005 年股改进行当中,股权融资停滞,债务融资明显增加。反之亦然。社会化融资提高了企业运营效率,职工收入增加,城镇家庭有能力进行消费和投资,这是收入效应;另外就是资本市场迅速发展吸引居民为了获取更多的收益,减少当期的消费支出增加对资本市场的投入,这是资本市场财富增加的替代效应。替代效应大于收入效应的结果,就导致劳动力报酬成为股权融资的 Granger 原因。

#### (二)资本市场创新对实质消费的影响

##### 1.模型的构建

国内相关文献对资本市场发展与消费增长的实证研究主要通过社会消费品零售总额与上证指数收盘价及其他经济变量进行计量检验,时间跨度很长。但是,如此选择经济变量和数据范围实在值得商榷。首先这样做没有注意到上证指数收盘价(绝对值)并不是影响消费的主要原因,指数上涨只能带来“财富幻觉”;而是上证指数收益率(相对值)才可能使投资者获得实际

收益,亦即预期可支配收入增加。其次社会消费品零售总额是绝对数字,没有反映消费者信心变化。事实上消费物价指数(CPI)既可代表实质消费,更能反映消费者信心。还有就是样本选取上没有认识到我国股市初创阶段的不合理性,时间跨度过长反而导致检验结果不准确。本文以消费物价指数(CPI)和上证指数收益率(SZR)的关系来刻画资本市场的财富效应对消费的影响。时间为1997年7月—2009年9月。

2.消费物价指数(CPI)和上证指数收益率(SZR)的平稳性检验

首先进行ADF检验,检验结果表明,CPI和SZR的水平项都不平稳,SZR、CPI的ADF值-1.863 9、-1.489 3大于5%临界值-2.881 3,一阶差分后两个变量序列均为平稳序列, $\Delta$ SZR、 $\Delta$ CPI的ADF值为-9.493 3、-10.271 6,小于5%临界值,说明CPI和SZR服从I(1)过程。

3.协整检验

首先对SZR和CPI进行OLS回归,确定回归方程

$$\text{CPI}=0.004 * \text{SZR} + 0.970 2 * \text{CPI}(-1) - 0.049 2 * \text{CPI}(-12)$$

(0.001) (0.000 1) (0.016 4)

$R^2=0.948 3$  DW=1.96

接着对回归方程的残差进行单位根(ADF)检验,检验类型为(0,0,1),得到ADF检验统计量的值是-11.302 3,小于5%的临界值。该检验结果表明,消费物价指数与上证指数收益率之间存在长期稳定的关系。

特别需要指出的是,股权分置改革对股票市场发展产生重大影响,在2005年6月—2007年10月区间内,上证指数每上涨10%,推动CPI上涨0.046个百分点。而在该区间内,上证指数股指最高涨幅为500%。

4.消费物价指数和上证指数收益率的Granger因果关系检验

Granger检验结果显示,在滞后2—4期的情况下,仅存在上证指数收益率与消费物价指数的单向Granger因果关系。也就是说,股价指数上涨对居民即期消费具有显著推动作用,而反方向并不存在。如果股指能够保持上行趋势,投资收益渐趋稳定,势必改变家庭持久收入预期,推动居民消费水平上升。

## 四、资本市场创新促进消费增长的建议及对策

(一)正确认识资本市场创新与实质消费的关系

我们不能因为美国资本市场创新带来的问题,而停止我国资本市场创新的步伐。我国资本市场要想获得新的发展动力,创新是唯一的道路。我国资本市场必须坚持为实体经济发展服务的创新方向,才能使我国资本市场发展具有坚实的基础和真实的动力。现今

我国居民消费率持续下降,已经成为我国经济长远发展的瓶颈,政府实施扩大基础设施建设等措施只是应对经济冲击的临时办法,而如何拉动居民消费则是推动经济发展的基本路径。中小企业板、创业板是推动企业开展融资活动的有效平台,是扩大就业面、提高职工劳动收入的重要手段,加上股市繁荣造成的财富效应有助于解决长期以来消费低迷问题。

(二)推进资本市场的整体健康发展

资本市场主要包括股票市场和债券市场,公众持有股票可以增加其即时性财富收入。也就是现期收入增加,人们趋向于增加消费。但是,股市的变化莫测常使股票价值发生剧烈波动,而人们的消费习惯是相对稳定的,债券的低风险属性正好弥补这个缺口。在理性的消费者眼中,购买债券可看作“财富储备”,有助于熨平收入波动。随着债券市场的不断创新发展,社会接受程度提升,将会影响投资者的长期消费水平。因此,我们在肯定股市对消费的促进作用的同时,又不能对之估计过高。在目前消费低迷的情况下,应当“两手抓”——推进股票市场和债券市场的均衡发展。

债券市场市场分割问题严重影响债券市场的可持续发展。交易主体同质性、缺乏权威的市场收益率基准曲线,制约着债券市场功能的充分发挥,因此,亟需解决政府部门权限划分的问题,审慎减并监管机构和收缩监管权利,继续放宽市场交易主体的准入范围。建立集中统一的债券托管体系,为多个交易前台提供便捷的后台清算存管,推进直至实现交易所债券市场与银行间债券市场的统一。

(三)改革收入分配政策,拓展渠道增加居民可支配收入

改革开放以来,劳动收入的比重不断下降,资本收入的比重持续上升。国家、企业、居民三者关系是国家、企业收入比重在上升,居民收入比重在下降。城镇居民收入的增长没能够随着经济的增长同步得到提高。要扩大最终消费需求,就必须增大居民收入在国民收入分配中的比重,缩小贫富差距,提高中低收入者的收入,扩大政府提供公共服务的消费支出。因此,改进分配政策,提高财税转移支付力度,已经成为国家经济生活中的大事。

监管者应当积极把握资本市场内在发展规律,创新监管手段,加强基础性制度建设,切实保护投资者的合法权益,维护市场平稳运行。拓展渠道增加居民可支配收入,如发展多种形式的员工持股、股权激励制度,以及划拨国有股做实个人养老金账户等方式提高居民参与资本分配的程度,使社会各阶层能够享受到企业利润增长的收益和经济发展的成果。

(四)有序推出证券期货等新品种

资本市场发展为社保基金等机构提供了资产保值增值的渠道,为社会保障体系的完善提供了有力支持。保险公司、全国社保基金、企业年金不断加大对资本市场的投资比例。但是,面对通货膨胀预期加剧,利率市场化进程加速的情况下,我国几万亿元的国债产品缺乏利率风险对冲工具。银行、保险等金融机构作为国债的主要持有者面对利率波动几乎是风险敞口。因此,金融市场迫切需要建立国债期货为基础的对利率风险进行动态、主动管理的风险管理模式,以缓解我国目前债券市场价格发现功能比较落后的局面。

事实上,股票市场波动性更强,上证指数从2006年8月的1500点,几乎没有多少停顿就上涨到2007年10月破纪录的6124点。随着美国金融危机影响不断扩大,市场风险不断加大,上证指数在创出历史高点后开始大幅下跌,到2008年10月,短短8个月跌幅超过70%,是我国资本市场自设立以来最

为剧烈的调整过程。因而,面对波动性更强的股市,亟需推出股指期货等对冲工具,使社保机构等能有效实现保值增值。这也间接解决了居民的后顾之忧,有利于促进消费扩张。

### (五)加强社会保障体系建设

从前述实证分析中看到,尽管股权融资提高了企业运营效率,职工收入增加,城镇家庭有能力进行虚拟投资。但居民出于预防性考虑,比如养老、医疗、教育费用很高。汽车、房子都是长期积累、一次性投入,工薪阶层收入增长速度滞后于大宗消费品的上涨速度。这就造就了城镇家庭“有钱不敢花”、“全民炒股”热潮。

因此,需要政府统筹兼顾,进一步推动社保、医疗、住房、教育等领域的改革,改善住房条件特别是要满足中低收入者的住房需求,逐步降低居民在这些领域的支出负担,为中长期居民消费增长提供持续动力。

### 参考文献:

- [1] 刘建江.股票市场财富效应研究[D].武汉:华中科技大学,2006.
- [2] Mehra, Yash P. The wealth effect in empirical life-cycle aggregate consumption equations[J]. *Economic Quarterly*, 2001, 87(2):45-67.
- [3] Otoo, Maria Ward. Consumer sentiment and the stock market[R]. FEDS Working Paper No.99-60, 1999.
- [4] Jason Bram, Sydney Ludvigson. Does consumer confidence forecast household expenditure? a sentiment index horse race. [J]. *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, 1998, 4(2):59-78.
- [5] Labhard, Vincent, Sterne, Gabriel and Young Chris. Wealth and consumption: An assessment of the international evidence [R]. Bank of England Working Paper No. 275, 2005.
- [6] Ludvigson, Sydney, Charles Steinde. How important is the stock market effect on consumption? [J]. *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, 1999, 85(7):29-51.
- [7] 李学峰, 徐辉. 中国股票市场财富效应微弱研究[J]. *南开经济研究*, 2003(3):67-71.
- [8] 郭峰, 冉茂盛, 胡媛媛. 中国股市财富效应的协整分析与误差修正模型[J]. *金融与经济*, 2005(2):29-31.
- [9] 高炜宇. 财富效应与上海消费的快速增长[J]. *上海经济研究*, 2008(1):66-71.
- [10] 李振明. 中国股市财富效应的实证分析[J]. *经济科学*, 2001(3):58-61.
- [11] 杨新松. 中国货币政策的股票市场传导机制研究[D]. 上海: 复旦大学, 2004.
- [12] 杨健. 我国证券发行保荐制度的宏观绩效检验[J]. *中央财经大学学报*, 2009(4):19-23.

## Empirical Study on How China's Capital Market Innovation Affects Consumption Growth

MA Bao-ming, LIU Hua

(School of Economics and Finance, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710061)

**Abstract:** China's capital market development is a continuous innovation process. Distribution system of the stock market, as well as the diversification of stock products, the composition of market players and the market supervision system, etc. has been continuing to change. The article, first, theoretically analyzes capital market innovation's effects on consumption mechanism. At the same time, it carries out the relevant and empirical tests, reaching the conclusion that for the community-based financing increases enterprise operation efficiency, workers' income and the purchasing power of urban households. But the residents will reduce consumer spending to increase investment in capital markets. In addition, stock price index rise has a significant impact on residents' current consumption. Therefore, it is important to have a correct understanding of the relationship between capital markets and real consumption. Also, we should reform income distribution policy and orderly introduce new securities and futures to improve social security system to effectively promote consumption growth.

**Key words:** capital market; market innovation; real consumption; income distribution policy; empirical study

[责任编辑:箫姚]