

# 流动性波动与股票市场波动分析

齐中英, 余秀娟

(哈尔滨工业大学 经济管理学院, 哈尔滨 150001)

**摘要:** 总结国内外关于流动性和流动性波动的定义的基础上, 提出了对股票市场流动性及流动性波动的更进一步解释。针对 2005 年至 2008 年中国股票市场从上涨到下降的周期性表现, 运用定性分析与定量分析相结合的方法分析了流动性波动与股票市场价格波动之间的因果关系, 认为流动性波动引起了股票市场的价格变化, 并提出了“财富增长的示范效应”的概念, 认为股票市场价格变化引起的财富增长的示范效应反过来加剧了流动性波动。

**关键词:** 流动性; 流动性过剩; 股票市场波动; 财富增长的示范效应

**中图分类号:** F832 **文献标志码:** A **文章编号:** 1009-1971(2009)04-0096-07

## 一、文献综述

要研究流动性波动与股票市场价格波动的作用关系, 首先要了解流动性和流动性过剩是如何定义的。对于流动性的定义, 目前的已有文献存在多种不同的表述, 总结起来共有以下四大类: 第一, 将流动性定义为将资产转换为现金的速度和难易程度。在《现代经济辞典》中, 流动性体现了资产的变现能力<sup>[1]</sup>。由于现金不用转换为别的资产就可以直接用于支付或清偿, 因此现金被认为是流动性最强的资产。第二, 流动性是指商业银行资产在无损的状态下迅速变现的能力<sup>[2]</sup>。第三, 流动性包含流动性资产和流动性能力两层含义。流动性资产通常是指可用来支付的现金或现金类资产; 流动性能力是指可获得高流动性资产的能力<sup>[3]</sup>。衡量资产流动性的标准有两个: 一是资产变现的成本; 二是资产变现的速度<sup>[4]</sup>。第四, 将流动性理解为不同统计口径的货币信贷总量, 即通常所说的流通中的现金 ( $M_0$ )、狭义货币供应量 ( $M_1$ )、广义货币供应量 ( $M_2$ ) 等。但是, 由于多数金融工具也是市场流动性的重要组成部分, 因此流动性还不能完全

等同于货币<sup>[5]</sup>。

目前的文献对于流动性过剩的定义表述, 根据研究对象与问题范围的不同有各种不同的理解, 总结起来主要有以下七大类。第一, 把流动性过剩定义为流通中的基础货币过多。所谓基础货币是指流动当中的现金, 还有商业银行在中央银行的存款, 也就是存款准备金, 这两个数额若比较高、比较大的话, 则意味着流动性过剩问题比较突出<sup>[6]</sup>。第二, 把流动性过剩定义为金融机构存贷差的持续扩大和贷存比的持续走低<sup>[7]</sup>。第三, 把流动性过剩定义为货币的供应量超过了实体经济对货币的需求量, 也就是我们通常说的超额流动性过剩。换种说法, 流动性过剩就是广义货币 ( $M_2$ ) 的增长率超过 GDP 的增长率, 或者将基础货币发行过多、金融机构存贷差持续扩大和广义货币增长率超过 GDP 的增长率同时定义为流动性过剩。第四, 把流动性过剩定义为企业取得资金的环境过于宽松; 或者定义为银行间市场资金面的宽松; 或者定义为各种金融衍生品的爆炸性增长<sup>[8]</sup>。第五, 把流动性过剩定义为流动性资产过剩。流动性过剩并不意味着“钱”或“财富”多了, 只是表明高流动性资产 (财富) 多了<sup>[9]</sup>。第六, 流动性过剩主要表现为各种金融衍生品的爆炸性增长。这种定

收稿日期: 2009-05-18

基金项目: 国家自然科学基金 (70673015)

作者简介: 齐中英 (1957-), 男, 辽宁新民人, 教授, 博士生导师, 从事金融风险研究; 余秀娟 (1984-), 女, 黑龙江哈尔滨人, 硕士研究生, 从事金融风险研究。

义认为所有金融衍生品都应被纳入流动性范畴<sup>[10]</sup>。第七,将流动性过剩定义为一国的居民、企业和政府的收入,在扣除即期消费之后余下并且不断地积累的流动性较强的资产,超过了一国经济发展对流动性较强资产的需要现象<sup>[11]</sup>。

上面总结出了目前对于流动性过剩的各种定义,这些定义大多数都是针对宏观经济流动性或金融、银行体系流动性所下的定义,都从一些侧面论述了流动性过剩,但是没有人系统地对股票市场下的流动性过剩进行专门的定义。因此我们需要为股票市场范畴下的流动性确定一个科学、合理的定义,从而了解流动性波动与股票市场价格波动之间的关系。

## 二、股票市场中的流动性及流动性波动

综合诸多学者们的研究成果,结合股票市场的实际特征,我们将股票市场范畴下的流动性概念进行以下定义:在股票市场中,流动性是指整个市场参与交易的资金相对于股票供给的多少。这里的资金包括场内资金以及场外资金。场内资金是指已购买了股票的资金,也就是总流通市值;场外资金是指还在股票账户中随时准备入场的资金。

由此可以定义出股票市场范畴下的流动性波动的含义,即在股票供给不变的情况下,交易资金增长速度快于或者慢于股票供给的增长速度,从而影响股价的上涨或下跌。需要注意的是,在这种定义下,股票价格波动主要不是源于公司的业绩,而是由股票市场的交易资金量与股票供给量的相对值决定的。

本文定义的股票市场下的流动性波动的概念与已有的银行业的流动性波动的概念有着很大的区别,以流动性过剩为例,股票市场中的流动性过剩是指:在股票供给不变的情况下,交易资金增长速度快于股票供给的增长速度,从而造成的股价上涨。影响股票市场流动性过剩的因素有很多,单就银行存款这一变化因素来说,将股票市场和银行体系的流动性过剩进行对比。对于股票市场的流动性过剩,投资者将银行中的存款转换为交易资金而投入股市,造成个人的银行存款减少。因此可以认为,股票市场下的流动

性过剩的标志之一是银行存款的减少。而银行系统流动性过剩的标志则是银行存款的增加、存贷差的持续扩大等。由此可见,银行体系的流动性过剩与股票市场的流动性过剩的含义完全不同,银行系统的流动性过剩会通过银行存款的变化而向股票市场分流和释放,从而影响股票市场的流动性。本文着重结合近年我国股票市场的变动情况对流动性及流动性波动进行分析。

## 三、流动性波动与股票市场的价格波动

### 1. 流动性波动对股票市场的影响

从 2006 年至今,我国货币市场上流动性波动现象的表现:2006 年初货币市场出现流动性过剩现象,到了 2008 年中期,货币市场由流动性过剩开始转变为流动性不足,并对我国的股票市场,尤其是股票市场产生了很大的冲击。

我国居民金融资产的绝大部分是银行储蓄,证券投资尤其是股票投资占金融资产的比例相当小。过剩的货币流动性聚集在银行中,使得银行存款不断增加。从传统货币理论中的传导机理来看,货币市场的供过于求会导致利率下降,这种利率的下降将会形成较低的收益率预期,这就增加了股票投资的内在价值。如果手持货币或者继续将钱存入银行会带来现金的价值损失,为了规避这样的风险,人们改变投资行为,将银行储蓄转向收益率更高的股票市场也是理性的选择。对股票需求的增加,而股票数量并没有足够的增加,结果大量的资金追逐有限的股票,银行体系的流动性过剩转变为股票市场的流动性过剩,从而导致股市价格上涨。

从中国人民银行的统计数据中可以看出,长期以来,我国居民储蓄存款一直呈现出高速增长的态势。但是从 2007 年开始,居民储蓄存款开始持续大幅下降,其中仅 4 月份一个月就下降了 1 674 亿元。一般说来,引起居民储蓄存款下降或同比少增的情形有三种:一是收入的下降,二是消费的攀升,三是将储蓄转为投资。从收入水平看,2003 年以来,城镇居民人均可支配收入呈平稳增长态势,2006—2008 年城镇居民人均可支配收入分别增长了 10.4%、12.2% 和 14.5%,

因此可以排除由于收入下降而引起的。从消费情况看,虽然消费品市场呈现出增长态势,但是从表 1 中可以看出,在城镇居民人均可支配收入大幅增长的情况下,社会消费品零售总额增加值却远远小于居民储蓄存款减少值,说明减少的储

蓄存款并非用于了消费支出,因此居民储蓄存款的下降也不可能是由于消费攀升而引起的。由此可以断定居民储蓄存款的下降是由于将储蓄转为了投资而引起的。由于现在我国公开的投资渠道相对有限,居民多数储蓄只能投向股市。

表 1 2007年居民储蓄存款减少及社会消费品零售总额增加数值对比

月 份	居民储蓄存款减少值 (亿元)	社会消费品零售总额增加值 (亿元)
2007. 04	1 674. 16	- 12. 80
2007. 05	2 858. 77	484. 50
2007. 06	- 1 669. 96	- 131. 50
2007. 07	82. 01	- 28. 00
2007. 08	383. 95	118. 60
2007. 09	100. 63	551. 50
2007. 10	5 089. 84	594. 90

资料来源:中国统计局网站。

为了全面地反映货币流动性波动对股票市场价格波动的影响,本文选择了股市从萧条走向繁荣又从繁荣走向萧条的一个完整的股市波动周期,对该样本进行分段研究。图 1 中显示了从

2005 年 1 月到 2008 年 11 月期间居民储蓄存款及登记存管证券总市值的变化曲线,图 2 是 2005 年 1 月到 2008 年 11 月期间新增开户数的变化曲线。

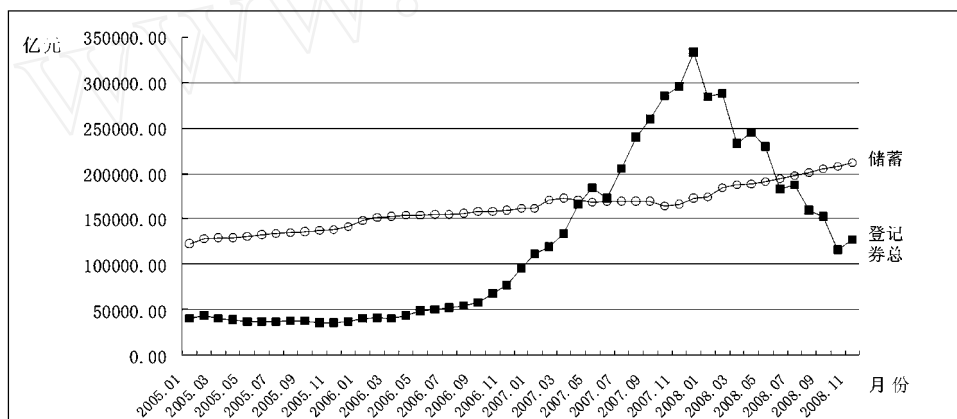


图 1 2005—2008年居民储蓄存款及登记存管证券总市值变化曲线

资料来源:中国人民银行网站、中国证券登记结算公司网站。

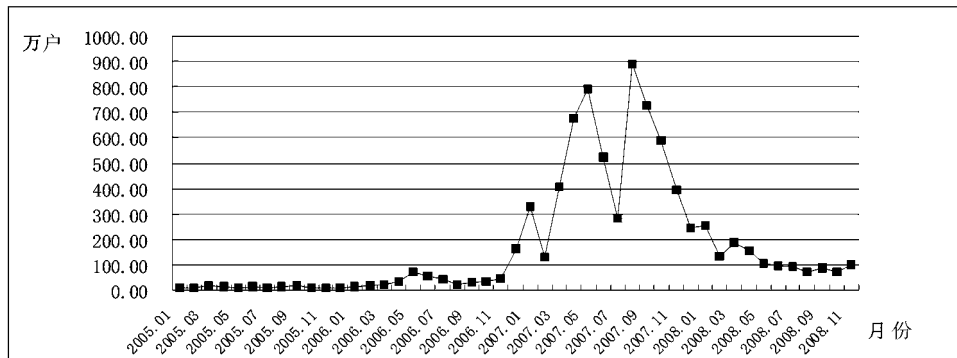


图 2 2005—2008年新增开户数变化曲线

资料来源:根据中国证券登记结算公司数据整理。

从图 1 中可以看出,我国居民储蓄存款一直稳步增长,但是到了 2007 年初,开始出现了下降,这种储蓄存款的下降一直持续到了 2007 年底,到了 2008 年才开始逐渐回升。而在这段时间内,登记存管证券总市值飞速上涨,在 2007 年底更是达到了 333 235.5 亿元的峰值。从图 2 新增开户数的数据中也可以看出,在 2006 年底到 2007 年底这段时间内,股票市场新增开户数大幅度上涨,在 2007 年的 5 月和 8 月分别达到了 791.69 万户和 892.42 万户的峰值,是 2006 年月平均开户数的十多倍。虽然在 2007 年 7 月新增开户数回落至 282.03 万户,但该值仍是 2006 年平均开户数的 5 倍多。从以上的分析中可以看出,2007 年居民储蓄存款下降,登记存管证券总市值及新增开户数快速上涨,说明了 2007 年居民储蓄存款流入了股票市场,银行体系的流动性过剩冲击了股票市场,引起了股票市场的流动性过剩,从而引起了股票市场的价格上涨。

从图 1 中可见,到了 2008 年初,居民储蓄存款开始快速回升,2 月份增幅甚至达到了 5.5%。与此同时,登记存管证券总市值快速下降,由 2007 年 12 月的 333 235.5 亿元降至 2008 年 11 月的 126 593.91 亿元。图 2 中的新增开户数也迅速回落至 2006 年水平。银行体系的流动性波动冲击了股票市场,居民储蓄存款的回升引起了股票市场的流动性不足,从而导致了股票市场价格快速下降。

## 2 股票市场财富增长的示范效应对流动性波动的影响

从各种数据中可以看出,银行体系的流动性波动确实会导致股票市场的流动性波动,从而引起股市价格的波动。但是这种作用关系并不是单向的。从中投证券数据库上证综指的数据中可以看出,中国股市从 2005 年末开始回升,到了 2006 年 12 月,上证综指达到了 2 675.47,是 2005 年 12 月的两倍多。然而从图 2 新增开户数的数据中可以看出,从 2005 年底到 2006 年底,这一年的开户数却没有明显的增加,直到 2007 年股价达到高峰时新增开户数才开始成倍的增长。由此可得,股市价格的波动也会对宏观经济产生很大的影响,它会反作用于银行体系,进而影响银行体系的流动性。

对于股市价格波动给宏观经济带来的影响,

有学者进行了相关的研究,提出了股票市场“财富效应”的概念<sup>[12]</sup>。从定义上来看,股票市场的财富效应是指由于股价上涨(或下跌),导致股票持有人财富的增长(或减少),进而产生扩大(或减少)消费,影响短期边际消费倾向变动,促进(或抑制)经济增长的效应<sup>[13]</sup>。具体说来,当股市持续上涨时,投资者获得的资本利得增加,导致证券持有人的财富增加,从而增加其消费需求,扩大消费<sup>[14]</sup>。

然而在中国股票市场中,当股票价格上涨时,当期消费非但没有增加,反而下降了。因此仅用“财富效应”来解释中国股票市场价格波动带来的影响是不准确的。我们认为,在股票市场上除了存在“财富效应”以外,还存在一种“财富增长的示范效应”,这种“财富增长的示范效应”使得股市价格与居民消费成负相关关系。

以流动性过剩为例,当股票市场价格上升时,财富增长的示范效应使得居民当期消费减少,同时促使金融市场的流动性过剩加剧。具体来说,主要包括以下两点:

首先,我国股市的投机性很重,股市长期不分红或分红极小,股民的收益大部分来源于资本利得。股市持续上涨时,投资者“财富增长的示范效应”会加大股票市场对他人的吸引,引诱资金来源不断的进入,一些原来不参与股市投资的消费者在股票高额回报的诱惑下参与到股市中来,而原有的投资者为了获得更多的盈利,不但不会把股票市场上取得的财富用于现期消费,反而可能会把更多的资金转投到股市。投资者认为持有股票,或者投入资金买入股票所预期的赚钱效应要比即期消费所得到的效用大,会推迟消费,并使原本用于即期消费的资金转化为股票投资。也就是说,股民并不会因为财富的增加而增加消费,相反可能会投入更多的资金购买股票以博取资本利得。

股票市场的这种财富增长的示范效应也是有其数值依据的。图 3 是 2005 年 1 月到 2008 年 11 月上证综指和新增开户数的趋势变化图,图 4 是 2005 年 1 月到 2008 年 11 月上证综指和居民储蓄存款的趋势变化图,图 5 是 2005 年 1 月到 2008 年 11 月上证综指和社会消费品零售总额比上年同月增长率的变化曲线。

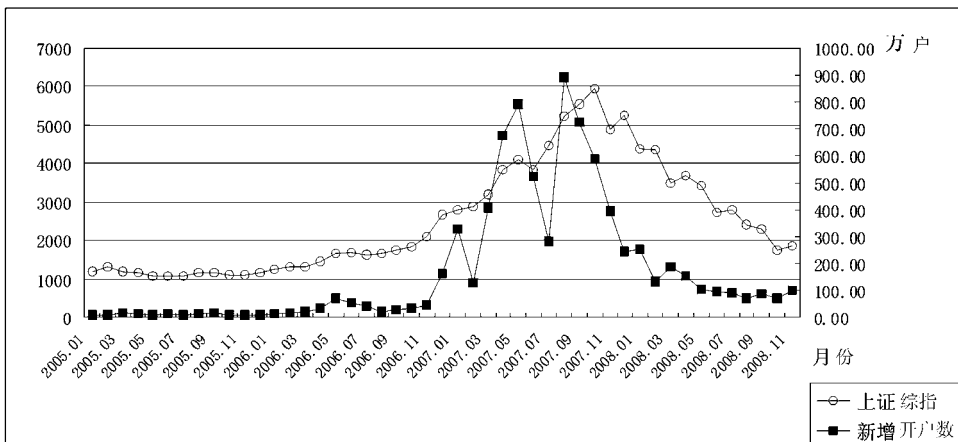


图 3 2005—2008年上证综指及新增开户数变化曲线

资料来源:根据中投证券数据库、中国证券登记结算公司数据整理。

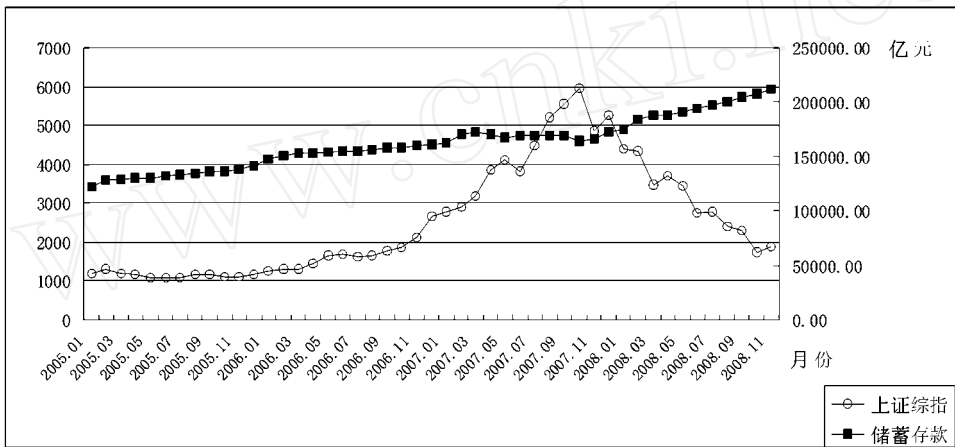


图 4 2005—2008年上证综指及居民储蓄存款变化曲线

资料来源:根据中投证券数据库、中国人民银行网站数据整理。

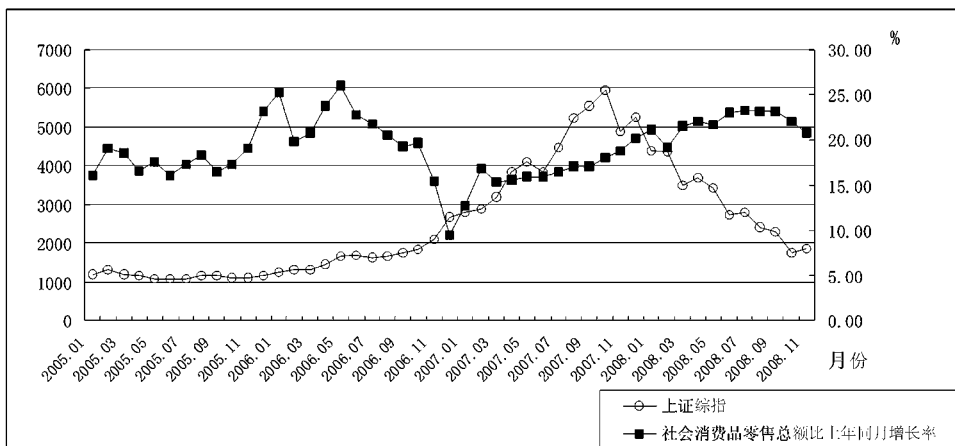


图 5 2005—2008年上证综指及社会消费品零售总额比上年同月增长率变化曲线

资料来源:根据中投证券数据库、中国统计局网站数据整理。

由图 3 中可以看出,在 2005 年 12 月到 2006 年 11 月的这段时间内,上证综指开始持续快速上涨,由 2005 年 11 月的 1099 点上升到 2006 年 11 月的 2099 点,上涨了 1 000 多点,而反观这段时间内的新增开户数,不但增长不大,反而在 2006 年的 6 月至 9 月间出现了下降。而到了 2007 年以后,由于 2006 年全年股市财富增长的示范效应,驱使更多的投资者参与到股市中,2007 年全年股市新增开户数快速大幅增加。从图 4 中也可以看到,在 2007 年 4 月以前,尽管上证综指快速上涨,但居民储蓄存款同期增长率仍然保持着从前的上升趋势,并没有出现明显的储蓄搬家现象。然而从 2007 年 5 月开始,居民储蓄存款开始出现了下降,受股市财富增长的示范效应影响,众多投资者将存款转移到了股票市场,以期获得更大的盈利。从图 5 中我们可以得出,在 2006 年 6 月以前,尽管上证综指在持续上升,但是社会消费品零售总额的增长率仍然在波动中不断上升。而 2006 年 6 月以后,社会消费品零售总额的增长率开始大幅下降,这说明在股市财富增长的示范效应的吸引下,众多投资者放弃了当期消费,而将本应用于消费的资金投入到了股市中来,以期获得更大的资本利得,大量的资金追逐有限的股票,股票市场流动性开始出现过剩。由于股价持续上涨而导致了大量投资者和投资资金进入股市,因此股票市场体现出了由于股价上涨而令消费下降的“财富增长的示范效应”。这种“财富增长的示范效应”改变了社会资金的流动方向,使得消费资金转为投资资金,从而加剧了股票市场的流动性过剩。

此外,股票市场价格波动影响国外资金的投入。当股票市场价格上涨时,其财富增长的示范效应吸引了大量的投资资金,而这部分资金不仅仅来自国内投资者,更有来自国外投资者的资金。受财富增长的吸引,国外的大量资金纷纷流入中国股市,国内的外汇存量上升,导致央行不得不发行货币进行对冲,从而加剧了国内货币市场的流动性过剩。

## 四、结 论

流动性波动与股票市场价格波动之间的关

系成为近年来人们十分关注的问题。本文给出了股票市场中流动性波动的含义,即在股票供给不变的情况下,交易资金增长速度快于或者慢于股票供给的增长速度,从而造成股价的上涨或下跌。

通过收集 2005 年到 2008 年间各项统计数据,对其进行分析发现:一方面,货币市场的流动性过剩会冲击股票市场,引起股票市场的流动性过剩,导致股票市场的价格变化;另一方面,提出了“财富增长的示范效应”这一概念,认为当股票市场的价格发生变化时,其财富增长的示范效应会改变社会资金的流动方向,股票市场的波动程度。

## 参考文献:

- [1] 刘树成. 现代经济辞典 [K]. 南京: 凤凰出版社, 2005: 668 - 668.
- [2] 殷孟波. 货币金融学 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2004: 165 - 165.
- [3] 何自云, 周世锋, 连玮. 流动性过剩的根源 [J]. 农村金融研究, 2005, (12): 6 - 8.
- [4] 戴国强. 商业银行经营学 [M]. 北京: 高等教育出版社, 1999: 24 - 28.
- [5] 朱庆. 解读当前市场流动性过剩 [J]. 上海经济研究, 2006, (10): 13 - 16.
- [6] SAXEGAARD M. Excess Liquidity and Effectiveness of Monetary Policy: Evidence from Sub - saharan Africa [Z]. MFWorking Paper 115, 2006: 1 - 52.
- [7] 任兆璋, 于孝建. 我国流动性过剩的实证分析 [J]. 南方金融, 2007, (2): 9 - 11.
- [8] 詹政委. 重新审视流动性过剩的含义 [N]. 中国证券报, 2006 - 11 - 24.
- [9] 王溥, 刘继兵. 流动性过剩的成因和影响 [N]. 湖北日报, 2007 - 08 - 02.
- [10] 刘明康. 促进我国金融衍生产品市场健康发展 [J]. 中国金融, 2006, (22): 8 - 8.
- [11] 罗运贵. 论流动性过剩的定义 [J]. 经济与社会发展, 2008, (2): 34 - 36.
- [12] CASE K, QUIGLEY J, SHILLER R. Comparing Wealth Effects: the Stock Market Versus the Housing Market [J]. Advances in Macroeconomics, 2005, 5 (1): 1 - 35.
- [13] 王亚鸽, 张举钢, 李从欣. 中国股市财富效应的协整

分析 [J]. 石家庄经济学院学报, 2008, (2) : 15 - 18

Consumer Spending [R]. Washington, D. C : Federal Reserve Board of Governors, 1998: 1 - 21.

[14] STARR - MCCLUER M. Stock Market Wealth and

## Analysis of Liquidity Fluctuation and Stock Market Fluctuation

Q I Zhong-ying, YU Xiu-juan

(School of Management, Harbin Institute of Technology, Harbin 150001, China)

**Abstract:** In order to understand the interaction relationship between finance and stock market better, the paper analyzes the relationship between liquidity fluctuation and price fluctuation of stock market. It summarizes the definitions of liquidity and liquidity fluctuation, and proposes the research of liquidity and liquidity fluctuation in stock market. It deals with the periodicity performance from rising to descending in stock market during 2005 to 2008. It combines qualitative and quantitative methods to analyze the causal relationship between liquidity fluctuation and price fluctuation of stock market. On the one hand, the liquidity fluctuation arouses the changes of price in stock market. On the other hand, it puts forward the concept of "demonstrating effect of wealth growth". It maintains that the changes of price in stock market bring the demonstrating effect of wealth growth. This kind of effect strengthens the liquidity fluctuation.

**Key words:** liquidity; excess liquidity; stock market fluctuation; demonstrating effect of wealth growth

[责任编辑 张大勇]