



您的位置：首页 - 文章选登

启动内需关键：房市而非股市(杨英杰；3月20日)

文章作者：杨英杰

股市改革之急迫牵动国人神经，之所以如此，据说是股市低迷拖累了消费，而启动内需是当务之急。传统理论认为，股市具有财富效应。所谓财富效应是指，在金融市场上，金融资产持有人的财富与金融资产价格成正比。财富随着资产价格的上涨或下跌而同步上升或下降，进而对消费产生刺激或抑制的影响。

在传统经济学理论中，股票市场价格变化对消费需求的影响主要通过两个方面来传导。一是通过影响居民的资产财富直接刺激消费。股票价格的持续上扬使投资者拥有的虚拟财富增加，从而使投资者增加消费支出，这就是所谓直接财富效应。二是通过影响消费者的预期间接刺激消费。股票价格的上涨给投资者带来良好的预期，人们判断未来宏观经济可能走强，对未来就业机会的提高和劳动收入的增长均有乐观的预期，从而增加消费支出，这是所谓间接财富效应。

我国股市的现状是，截至2005年12月底，中国股票市场的总市值约为4000亿美元，就世界标准来看，这一数值并不高，仅排名世界第19位；如果再扣除约2/3的非流通股有股，市值将减少到不足1300亿美元。自2001年6月以来，中国市场已经下跌了43.5%，仅去年就下跌近10%。于是就有论者根据股票市场的财富效应认为，股市的长期下行导致股民财富大幅缩水，进而在很大程度上抑制了股民的消费，也就是说，股票市场的萎靡应对内需的疲软负有不可推卸的责任。果真如此吗？

从国内来看，大量实证研究表明，中国股票市场不具有直接财富效应和间接财富效应。有学者认为这是由中国股市特殊现状造成的。主要原因有股市规模狭小、市场运行不稳定、上市公司质量低下以及过度投机、券商道德风险居高不下等。那么，以股票市场发达、监管体系完善的美国为首的发达国家情况又是如何呢？

美国经济学家卡尔·凯斯等人对14个发达国家1975-1999年的年度数据，以及对美国1982-1999年的季度数据进行了检验，这两组数据的检验结果都表明，消费的变化与股市财富无关。特别值得关注的是美国，道琼斯工业指数在1982年1月4日是882.52点，而到1992年12月31日则飙升至迄今为止排名第8的单日收盘最高点11497.12点，指数上涨了13倍多，而同期消费却与之并不相关，实在是令人惊讶。检验结果还表明，消费与同期房屋财富的变化正相关，这一点，对美国当前的“储蓄之谜”做出了很好的解释。

美国个人储蓄率自1990年代后期直线下降，2000年降至零，到2005年美国个人储蓄率则降到自上世纪30年代经济大萧条以来的最低点，为负0.5%。这一储蓄率表明美国人去年不仅花光了所有的税后收入，甚至还得从此前的储蓄中支取，或者通过借贷消费。在此之前，美国仅有两个年份的全年储蓄率降到负数，而这两年，也就是1932年和1933年，美国正处于商业倒闭和失业率激增的大萧条时期。但是，在过去一年里，美国经济增长强劲，就业率也在回升。在这样的经济背景下出现储蓄率大幅度下降让经济学家多少有些难以理解。但是，美国经济学家盖尔和萨贝尔豪斯将以房屋形式表现出的未实现的资本收益纳入到家庭收入之中时，个人储蓄率则有极大的上升。10多年来，美国主要地区的房屋价格一直没有出现过持续下跌，过去5年里，美国平均房价上涨了50%以上，许多城市的房屋价值都增长了一倍以上。可以说，规模高达2万亿美元的房地产市场一直是近年来美国消费者支出的主要推动力。

以上分析表明，股票市场对消费者的影响可有可无，而房地产市场的变化则直接影响着居民的当期消费。行为金融学的研究也表明，有些资产可以用作当期的支出，而有些资产只能作为长期的储蓄。这些研究对我国当前的经济发展很有启示。

我国股票市场长期扭曲的根源在于国有企业改革的滞后，在于金融体系改革的滞后，股市的改革必须以国有企业和金融体系的改革为前提。就目前改革的进度而言，股票市场短期内健全起来的想法是不现实的。更何况，即使这一问题短期内得以改善，股票市场对于解决当前我国面临的消费约束也不会有明显的作为，股票市场最大的功能在于合理地配置资源，而非刺激消费。那么，我们为什么不很好地发展房地产市场呢？

不动产财富的积累可以看作是对生活中不确定性的对冲，国外的研究也表明，那些房租率越是不确定的地区，住房个人拥有率就越高。我国房地产市场之所以处于不断高涨的“泡沫”舆论之中，原因就在于需求者甚众。购房者中有相当一部分是将房子作为一种投资工具，这一方面说明了其它合适的投资工具的欠缺，一方面也说明了房屋作为保值增值工具具有令投资者首选的优势。今年的“两会”上，也有专家提出了“以房养老”的建议，尽管具体的操作上需慎重考虑，但这一思路也是考虑了房屋作为个人或家庭对冲生活中不确定性的优点。当然，我们并不是说，当家庭的住房问题得以很好的解决，国内消费不足的问题会迎刃而解；但至少是，房屋不仅仅可以作为一种有价值的生活保障工具，还可以用来作为抵押物品满足居民更高层次的需求。

现在的关键问题就在于如何更好地发展房地产市场。影响房地产市场健康发展的问题多多，但致命之处在于房屋的产权归属。住房作为一种商品，同其它商品一样都有一个产权属性，产权归属不清，房地产市场的发展如沙上筑屋，迟早有坍塌的那一天。若有此前景预期，如何发展对于提高消费者信心至关重要的房地产市场？房地产市场具有事实上推动国内消费大发展的潜力，如何将此潜力真正变为现实中的动力，就需要认真地解决如国外学者所说“中国没有房东，只有租客”的问题。《物权法》已定于2007年提交人大审议，能否在此问题上有所突破，我们期待着。

文章出处：《上海证券报》

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所