

□ 黄文灼

## 试析通货膨胀对股市的影响

关于通胀对股市的影响,人们有不同的看法。一种看法认为,在通货膨胀的情况下,股票价格上扬,股票具有保值功能,因此,通货膨胀促使人们购买股票意愿加强,对股市发展有利。另一种看法认为,通胀恶化了供求之间的关系,使国民经济资源配置失调,因此,对股市发展不利。两种看法似乎都可以找到一些资料作为佐证。

其实,通胀对股市的影响应分为两个层面。对股市价格的影响是其表层运动,对股市发展的影响则涉及到内在机制。与之相应,考察通胀对股市的影响也应从这两个方面来分析。

### 一、通货膨胀对股市价格的影响

通胀归根到底是一种货币现象。虽然,引起通胀的原因不同,有需求拉上,成本推动,结构或体制导致等各种说法。但到最后,总避免不了货币供应量这个“总水龙头”放开,以致货币量超出经济正常增长的必需量。

在通胀发轫之初,货币供应量超常增长。货币供应量超常增长隐含着推动股价上升的因素。个人、企业和社会团体因银根放松而掌握较多的货币资金。在股市有利可图或对股市盈利预期较为乐观的情况下,这部分资金可能进入股市,增大对股票的需求力量,形成股票价格上扬的动力。另一方面,货币供应量的超常增长又迟早会导致产品市场价格的全面上涨,在价格全面上涨的运动序列中,投资品价格起领先作用,一般要早3个月到半年时间。

这样,以生产投资品为主的上市公司(如钢铁、石化、建材、机械等),其帐面盈利会因产出品价格上涨而增加。这种盈利的增加,使股市看好这些上市公司的前景,从另一个方面促其股票价格上升,并带动大盘指数上升。

然而,通胀的持续又蕴含了股价下落的契机。当通胀趋于高峰时,因通胀加剧了各种社会、经济矛盾,并超出社会的忍受能力范围。经济秩序的混乱、消费者的抱怨、各阶层的不满,经各种渠道传导到政策决策者那儿,迫使他们下决心,采取严厉措施,使通胀刹车。在银根紧缩情况下,个人、社会团体和企业手中货币资金减少,这会导致资金流出股市,减少对股票的需求,形成股票价格下降的压力。另一方面,价格持续的上涨,使实际生产领域投入成本大幅度上升,物资供应紧张,导致一些上市公司帐面盈利减少。股市相应地对其前景不看好。面对汹涌的通胀势头,投资者信心下挫,市场发展前景风险增大,造成股价下落的势能。

总之,如果排除其他因素,分阶段地看,在通胀发动与通胀初期,会出现推动股市价格上升的力量。而在通胀趋于高潮及因通胀引发的金融紧缩下,则会出现股市价格下压的力量。在这个过程中,要注意时间因素的作用。实际上,在货币供给偏多到物价全面、明显上涨之间,有一段时滞。而对股市价格上升的推动力,则出现于这段时滞之内。因此,股市价格上升可能领先于物价全面上涨之前,而通胀趋于高潮时,股市投资者面对汹涌的通胀,心存不安和疑虑,股价上升势头受挫。若再继以金融紧

缩的迹象,就可能引出股价下降的契机。在银根收紧与价格上升速度全面下降之间,同样存在一段时滞,此时,股价下降又会走在通胀率下降之前。就这个意义上讲,可以把股价看作宏观经济形势的某种晴雨表。

## 二、股市的发展与股市效率

股市的发展意味着股市效率的提高,通胀对股市发展的影响也就是对股市效率的影响。股市效率包括两种涵义,股市的金融效率与经济效率。两种意义上的效率既有联系又有区别。

股市有较高的金融效率是指股票市场竞争较为充分,市场信息畅通与完整,价格能较充分反映股票的价值,单个成交量不会造成股价的剧烈起伏。在这种市场,投资者的行为较少盲目性,更具有理性。股市的经济效率则意味着,股市的运作与发展,对金融资源以及对实际生产部门的资源配置有良好的促进推动作用。对中国经济而言,股市的经济效率还意味着,股市的发展应能促进国有企业的改革并形成相互呼应、互相推动的良性循环。

股市要发挥其经济效率,除了自身的建设与完善,还取决于一些外部因素。其中间接金融市场的发展和企业的活力尤其是国有企业的活力尤为关键。在现实中我们看到,由于国有银行向商业银行转制的步履蹒跚,利率尚没有成为调节金融市场的有力杠杆,间接金融的有效竞争还没充分展开。这使得证券市场的建设受到约束,难以大幅度展开。另一方面,国有企业的改革迄今仍不如人意。国有企业与政府还存在种种行政依附关系,没有成为真正独立自主的商品生产者。企业的盈亏不仅取决于自身的努力,还取决于政府是否给以某种保护或“垄断”地位的特许。这种情况使得股市难以迅速发展。

一个有经济效率的股市,首先必须是一个有金融效率的市场。不能设想,一个股价严重背离价值,不能反映上市公司经营业绩与发展

潜力,竞争不充分完整的股市能够对资源配置起到良好与有效的引导作用。另一方面,在外部条件还不完备的情况下,即使股市本身具有高的金融效率,它的运行也许会导致经济效率的损失。因为,这时企业盈亏不能反映真实的社会收益与成本,通过股市而调动的资源会误导到错误的方向。此外,在国有企业改革没有重大进展情况下,为刺激股市而盲目扩容,容易使一些企业挤到股市上筹集资金,而放松对自身经营体制改革的努力。而且,间接金融竞争被压抑,直接金融的金融效率可能会引起金融资源非正常地被抽离间接金融体系,引起间接金融的震荡甚至萎缩。这种不利可能使政策制定层在条件不具备时,不得不对股市发展加以制衡。因此,股市的金融效率提高必须建立在经济效率的基础上,才有积极意义。股市如不能较好发挥其经济效率,其自身发展必然受到限制。

## 三、通货膨胀对股市发展的影响

通胀对股市的金融效率有不利的影。首先,起伏不定的通胀率对股市是一种外部冲击,导致股市价格波动起伏较为剧烈。其次,在通胀下,企业可能经营效率不变,但因产出价格上升而增加帐面盈利,也会因物价上升而引起投入产品价格上升而形成帐面盈利减少。而且,如果会计方法上没作相应调整,在通胀情况下也可能因低估折旧而导致虚盈增加。这使得股市分析所必需的信息被扭曲。要知道,股市价格与价值的接近,是广大股民理性行为的合力结果。这需要许多专业的与业余的证券分析人员的努力,也要求有足够数量与质量的市场信息。而通胀却会给市场分析增加困难,影响到股市价格与价值的接近。最后,还要注意,广大股市投资者对通胀,以及对政府将采取何种对策会有某种预期,并以此预期来规划自己的行动。这种预期和对策会进一步加剧股市的不确定性。有时,还会加剧股市的震荡,从而影响股市的金融效率。

通胀对股市的经济效率更为不利。在通胀压力下,与持续上涨的物价相比,实际利率趋于下降,甚至为负利率,这就远离了市场均衡点。扭曲的利率加剧了企业贷款的需求与供给之间的不平衡,隐含着需求更猛烈扩张的危机,它会迫使决策层采用严厉的金融管制手段去控制货币市场。然而,许多发展中国家的经验表明,这种管制容易导致金融市场被抑制,使银行企业化的步子放慢。

通胀对国有企业改革也有威胁。经验告诉我们,改革需要一个相对宽松的宏观经济环境。但通胀迫使决策层更多地把注意力放在“救火式”的宏观经济应急措施上,这将影响到改革的进度。现代企业制度的实行是涉及面很广的系统工程,它要求在产权关系、企业管理体制、破产制度、商业信用制度、失业及社会保障体系等各方面作大动作变革。然而,在高通胀情况下,社会收入再分配失衡,上述改革会冒较大风险,人们不能不“投鼠忌器”而有所顾虑。这就使改革进程放慢。因此,通胀不仅不利于股市金融效率的提高和自身的建设,而且不利于发挥股市经济效率,对股市持久、稳定的发展是大患。

#### 四、推论

从总体上看,无论对股市的价格还是对股市的发展,通胀都起着消极的影响。

虽然如前所分析那样,通胀的不同阶段对股价有不同影响,但从通胀的全过程或长时期来考察,通胀与股价在总体上仍呈负相关关系,即通胀发动初期对股价的推动并不足以弥补通胀高峰及后期股价的下跌。通胀率越高,对股市价格的这种负面影响越明显。考虑到实际股票收益应是对物价水平的扣除,则更是这样。因此,多数投资专家认为,从总体上讲股票

并不能作为抗衡通胀风险的适当投资工具。国际经验亦可证实这一点。据美国经济学家对美国经济增长时期中通胀与股价相关关系的研究(1875—1970年),以及对26个主要市场经济国的考察,都证实了通胀与股市价格存在明显的负相关关系。

股市投资者不可能也没义务去改变通胀的运动趋势,但这不等于他们只能忍受其消极后果。机敏的股市投资者可以顺势而为,通过了解股价与通胀不同阶段的关系,把握其时间差,在适当时机入市与出市,可以减少通胀带给股市投资的风险,以及提高股市投资的收益。不过,要做到这些,需要投资者具备判断的准确性与行动的及时性。

国民经济整体的发展是股市持续健康发展的基础,世界各国及中国的发展经验一再表明,通胀是经济持续稳定增长,是金融改革深化和股市发展的大患。为此,当前对通胀采取适当地紧缩对策是很有必要的。它虽然在目前会对股市价格有一定的向下压力,但只要抓住通胀率下降所提供的机会,搞好经济体制改革,搞好证券市场的规范化建设,提高股市的金融效率和经济效率,再加上中国经济的强劲增长势头,中长期的股市发展前景显然是明朗的。而这种以实际经济持续稳定发展为基础的股市发展,则能使多数投资者获利。

宏观经济学告诉我们,通胀有很大的惯性。在经济不出现严重衰退的情况下,要把两位数的通胀率下降到安全区,必然需要一个较长的过程。因此,决不能通胀率稍有下降,便屈从于各种压力,放松与通胀作战的努力,让其卷土重来。这样,经济就会处于热冷交替的巨幅震荡之中,这对中国经济,对股市的长远发展极为不利。为政者不可不戒。