

是沒錢買股票？還是股價使人窮？ －台灣地區股市與國民儲蓄的因果關係初探

鄭 家 興

摘要

本文試圖以總體經濟及財務管理之觀點，來澄清坊間對於股價波動對國民「財富」影響的兩種股市與國民儲蓄的因果關係論述。實證結果對該兩種論述的正確性都無法充分支持：假說一「由於經濟不景氣影響企業經營績效，造成國人所得失衡，所以沒錢投資股市，造成股價下跌。」的實證中國民儲蓄與股價波動並無直接相關，其中尚有景氣波動的因素在內。假說二「由於經濟不景氣影響企業經營績效，造成股價狂跌，使投資人財富縮水，沒有餘錢買股票。」在實證推論裏影響股價波動的因素尚包含國民對經濟環境的預期。故上述兩項論述中均需加入「景氣波動」與「國民預期」的因素討論尚能具有部分程度的正確性。

關鍵詞：股價波動、景氣循環、國民儲蓄

**Poor People Can't Buy Stocks ?
Or Low Stock Prices Make People Poor ?
*The Causal Analysis between Stock Prices
and Public Saving in Taiwan***

Chis-Hsin Cheng

Abstract

The purpose of this article is to make clear about two wealthy theses from the Taiwanese public. I try to analysis them from macroeconomic and from financial views. The result, in fact, can support neither of the two theses. However, it infers that there is another reason affecting both of the public wealth and stock prices. The thesis I- the downfall of the stock prices is caused by the income unbalance, from bad achievements of companies- is irrelevant to the public saving. The thesis II- the downfall of the stock prices is caused by the public wealthy decreasing, from economic declining- lacks of the economic expectation. Thus, it might be better to put another two factors- “the economic circulation” and “the economic expectation” in the discussion of these two theses.

Keywords : price fluctuation, public saving, economic circulation.

壹、前 言

由於經濟不景氣與股價低迷的現象持續存在，坊間會出現兩種解釋股價的說法：

假說一：「由於經濟不景氣影響企業經營績效，造成國人所得失衡，所以沒錢投資股市，造成股價下跌。」

假說二：「由於經濟不景氣影響企業經營績效，造成股價狂跌，使投資人財富縮水，沒有餘錢買股票。」

經濟不景氣，影響企業經營績效現象明顯，但是國人沒錢買股票，還是投資的股票價格下跌，是造成沒有股市「買氣」的原因，則需要實證觀察。

在此兩種說法的背後，隱含的是兩項不同來源的變數：「現金」與「股價」。假說一係假設國人投資股票的資金，是來自就業所得減去當期消費之剩餘，亦即經濟學上的投資。由於企業經營績效受到影響，國人就業所得減少（這或許是來自失業率高昇現象所獲得的支持），扣除必要的生活開支後，所能存下的儲蓄不足以投入股市，如同以往在經濟較為景氣時一般，這是較「經濟」面的推理。而假說二則強調不景氣使企業的財務預測打折，投資人可能因「看空」企業未來獲利能力，抽出資金而使股價下跌。但股市長期低迷的結果，使仍持有股票的投資人財富縮水（這亦可由許多投資人持有「水餃股」的不滿現象獲得支持），從而喪失繼續投資股市的興趣與能力，這是較「財務管理」面的推理。

不論上述假說何者較為真確，皆需要藉由有效的歷史印證支持。惟過去歷史並不能充分反映未來，且在景氣高峰或低迷時期亦可能有不一的解釋。

貳、文獻探討

文獻中直接探討國民儲蓄投資與景氣循環關係並不直接明確。若假設「國民儲蓄投資」有部分到銀行存款裡，則探討的相關主題可擴展到銀行經營項目的成長變化將與股價或總體經濟的變動。但以 1963 至 1997 年的實證分析中，台灣地區銀行放款成長率與景氣循環「有相關，但此相關卻不穩定」，而代表銀行投資的證券投資成長率與景氣循環「似乎就較無相關」，可能是因為銀行投資亦是一殘差的觀念（沈中華，2000）。另楊晴華認為引起國內股市波動的主要因素來自於資金籌碼面，總體經濟的資訊對於股市投資人的決策反倒不具有顯著的效果。（楊晴華，2000）

財務理論中則有關於投資人對企業股利政策的幾項看法，這些看法可能攸關投資人對股票（財富）是否縮水的定義：因為經營績效佳的公司，其配發的股利金額確實高於經營績效差的公司所配發的股利金額（謝祁凌，2001），則投資人可能在意現金股利（一鳥在手理論）者現金股利會減少，亦有可能有在意資本利得（租稅偏好理論）者財富會「縮水」。王鐘模以實證分析結果來看，台灣地區的一般股票投資者（散戶）仍受非理性因素所擾，而且對股票投資的認識度不足，因而推論國內散戶投資人的投資行為是一種短期性的操作。投資者的這種投資模式不但是「一鳥在手論」，而且是極端的一鳥在手論，因為偏好不僅僅是獲得股利，而是獲得實際的金錢貨幣（王鐘模，2000）。

因此就文獻的探討結果推論，如果經濟不景氣影響企業經營績效，從而影響企業股利政策，由於股利配發金額減少及對未來企業經營的預期，可能是造成股價下跌的原因。但股利金額縮水是否使的投資人「沒有餘錢買股票」，可能須加實證。

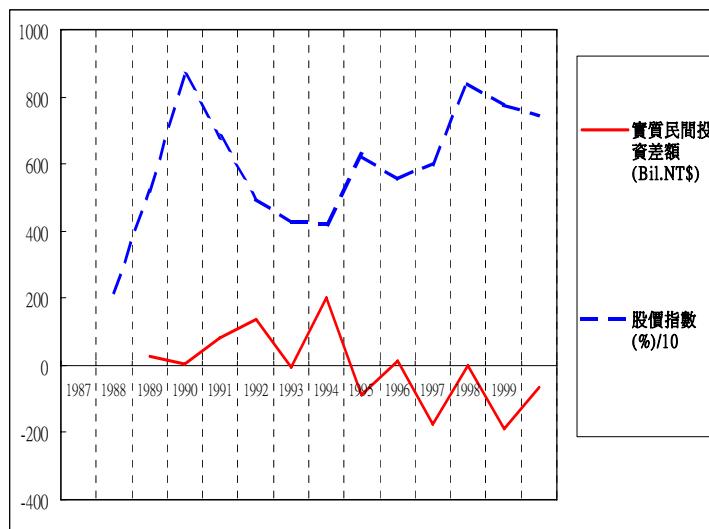
參、研究內容及方法

本文係先針對兩項不同分析過程的變數：「現金」與「股價」進行歷史資料的驗證，首先就代表「現金」的國人投資儲蓄成長與股價波動做歷年（1987-1999）的對照，以了解兩者間是否相關。其次加入其它變數曲線配合觀察，以推論各變數間的特性。

按照國民經濟的推理，可以由數學式表示國民在所得、消費與儲蓄投資之邏輯關係如下： $In = Cn + Sn$ (1)

其中 In 表第 n 年的國人所得，在計算上以當年之可支配所得表示， Cn 是第 n 年的民間實質消費，可以民間消費佔該年 GDP 百分比倒推算， Sn 表第 n 年的國民儲蓄投資，當假設「國人各項投資及儲蓄，是來自該期所得減去當期消費之剩餘」時， Sn 成為 In 與 Cn 的殘差項。

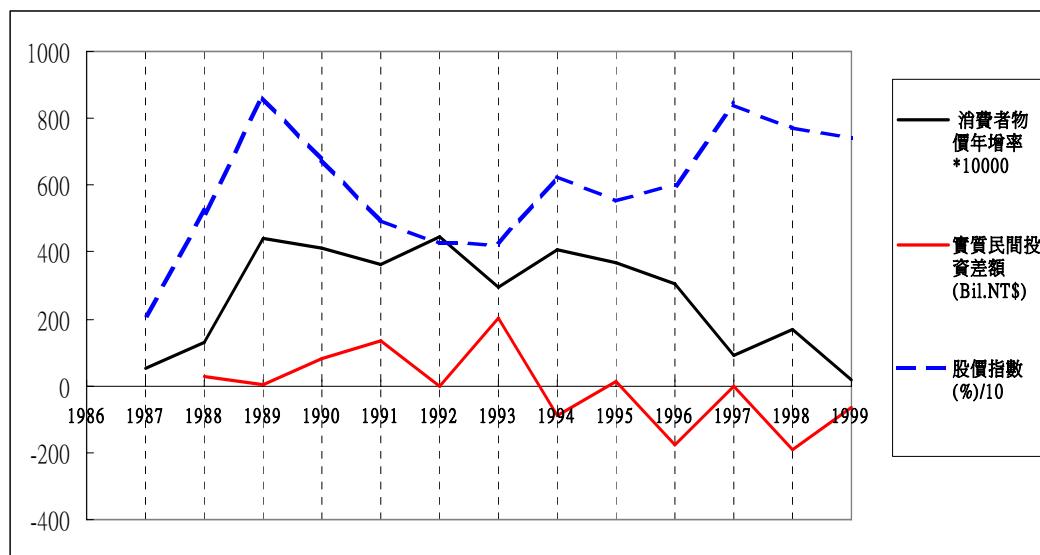
本文所採取之樣本為 1987 至 1999 年年度上述三項變數之相關數據，且均經通膨調整後之金額表示之。有關各年「國民儲蓄投資差額」與「股價」波動之結果如〈圖一〉：



圖一 台灣地區歷年「實質民間投資差額」(ΔSn) 與「股價指數」波動關係

「國民儲蓄投資差額」代表歷年國人在儲蓄投資上的變化，但與圖中歷年股價指數的走勢關係並不明顯。因此，假說一中關於「沒錢投資股市，造成股價下跌」的說法並不成立。

但經濟不景氣與股市低迷卻是事實，故如考量景氣循環與現金、股價間的關係時，可得到<圖二>如下：



圖二 台灣地區歷年「實質民間投資差額」(ΔS_n)、「景氣循環」與「股價指數」波動之關係

<圖二>用歷年之通貨膨脹(以消費者物價年增率)表示景氣循環，再與「國民儲蓄投資差額」與「股價」波動配合觀察，可見以下現象：

- 1、1994年(含)以前，景氣循環與國民儲蓄投資差額間成反向波動，代表當景氣較佳時，國民每年「額外的」儲蓄投資較少；反之當景氣較差時，國民每年額外的儲蓄投資較多。
- 2、1995至1999年間，景氣逐步下滑，國民在各年額外增加的儲蓄投資，除1996

年與上述趨勢不符外，倒還出現儲蓄投資成長下滑的情形，這可由 1995 年起各年「實質民間投資差額」皆跌到零以下之水準得知。

3、1995 年（含）以前，景氣循環與股價波動大致呈同向變動（1992 年例外），但在 1996 至 1998 年成反向變動，1999 年則又呈同向變動。

肆、結果討論

上述現象可能的推論是：景氣循環是因，「國民儲蓄投資」與「股價」的變化是果。但如此的關係卻又「有相關，但此相關卻不穩定」，大抵說，1994 年以前景氣循環與國民儲蓄和股價三者間的關係較為清楚，1994 年以後則有些例外及變數模式上的變化。由於影響股價波動的因素較為模糊，但均有投資人決策因素在內，故本文粗淺歸類這些尚未掌握的因素為「投資人預期」，而對「景氣循環」的預期顯然會影響國民消費、儲蓄投資、企業經營與股價等活動相關。是以若將「國民預期」（以 E_n 作代表）因素列入式（1）中，並加入景氣循環因子（ Y_n ），則可得下式：（ n 代表年度）

$$I_n = C_n(Y_n, E_n) + S_n(Y_n, E_n) \quad (2)$$

又以式（3）建構股價（ $S P_n$ ）與景氣、國民預期間的關係：

$$S P_n = S P_n(Y_n, E_n) \quad (3)$$

變數間關係可由下表推知：

表一 景氣、預期與國民消費、投資、股價變數間因果關係

果/因	Y_n	E_n	綜合影響
C_n	+	+	+
S_n	—	—	—
$S P_n$?	+	?

〈表一〉內容與分析結果的邏輯推論如下：

1、國民對經濟環境前景的預期，影響其消費與儲蓄模式，亦影響股價波動。

當景氣擴張時，人民在企業獲利良好之時，對前景的預期「看多」，因而傾向多消費及減少手中的儲蓄，並進而看好股市，使的股價上揚。反之當景氣衰退，且人民對前景的預期較為一致「看空」時，會傾向少消費及增加手中的儲蓄（以確保不時的需要），並進而看壞股市，使的股價下跌。

在實證分析中，1994 年以前景氣波動與國民儲蓄的變化即是如此。

2、當景氣波動與國民預期不同時，股價波動可能會與景氣波動不同。這亦可能產生國民儲蓄的變化。以實證分析觀察，1995 至 1998 年景氣波動與國民儲蓄、股價波動有明顯之差異，其中又以 1996 年差異最大。該年景氣與國民儲蓄及股價波動成反比。如前所述，此段期間國民預期的變化與其他可能因素的交互影響，需做更進一步的分析。

伍、結論與建議

本文試圖以總體經濟及財務管理之觀點，來澄清坊間對於股價波動對國民「財富」影響的兩種論述。實證結果對兩種論述的正確性都無法充分支持：假說一「由於經濟不景氣影響企業經營績效，造成國人所得失衡，所以沒錢投資股市，造成股價下跌。」的實證中國民儲蓄與股價波動並無直接相關，其中尚有景氣波動的因素在內。假說二「由於經濟不景氣影響企業經營績效，造成股價狂跌，使投資人財富縮水，沒有餘錢買股票。」在實證推論裏影響股價波動的因素尚包含國民對經濟環境的預期。另本文建議以下實證方向尚待後續研究進一步探索：

- 1、企業經營績效下降，現金股利縮水而「無餘錢買股票」之說法是否誇大？
- 2、國民預期與景氣波動對股價影響及彼此交互影響程度如何？

參考文獻

- 【1】毛慶生等（1999）：經濟學，台北：華泰文化事業股份有限公司。
- 【2】沈中華（2000）：貨幣銀行學原理-全球的觀點，台北：新陸書局。
- 【3】巫和懋、霍德明、熊秉元、胡春田（2000）：經濟學 2000：跨世紀新趨勢（二版），台北市：雙葉書廊。
- 【4】李順成（1999）：總體經濟學，台北：華泰文化事業股份有限公司。
- 【5】林炯垚，企業評價－投資銀行實務（2000），台北市：智勝文化事業有限公司。
- 【6】吳啓銘（2001）：企業評價-個案實證分析，台北市：智勝文化事業有限公司。
- 【7】洪茂蔚、蘇永成、陳明賢、胡星陽，財務管理（1999），台北市：雙葉書廊。
- 【8】陳明郎（1999）：經濟成長，台北：華泰文化事業股份有限公司。
- 【9】葉日武（1999）：財務管理，台北：前程企業管理有限公司。
- 【10】謝登隆、徐繼達（2001）：總體經濟理論與政策（八版），台北市：智勝文化事業有限公司。
- 【11】謝祁凌（2001）：從代理理論觀點探索公司股利政策與經營績效關聯性之研究。東吳大學會計學系研究所碩士論文。
- 【12】王鐘模（2000）：金融、電子、紡織三產業之股利政策與股價變動之研究。大葉大學事業經營研究所碩士論文。
- 【13】楊晴華（2000）：影響股市波動因素之研究—以台灣股市為例。國立中正大學企業管理研究所碩士論文。
- 【14】鍾惠民、吳壽山、周賓凰、范懷文：財金計量，台北市：雙葉書廊。
- 【15】John E. Hanke & Arthur G. Reitsch (1998) : Business Forecasting, America, NJ, A Simon & Schuster Company.

- 【16】David B. Sicilia 等著(2000)：The Greenspan Effect: words that move the world's markets (葛林斯班效應，薛迪安譯)，台北市：美商麥格羅・希爾國際股份有限公司台灣分公司。
- 【17】E.F. Brigham & L.C. Gapenski, *Financial Management—Theory and Practice*(8th edition), 1996, The Dryden Press, the U.S.A..
- 【18】Z. Bodie, A. Kane & A.J. Marcus, *Essentials of Investments*(3rd edition), 1998, Irwin McGraw-Hill, the U.S.A.
- 【19】Tom Copeland, Tim Koller & Jack Murrin, *Valuation—Measuring and Managing the Companies*(2nd edition), 1994, John Wiley & Sons, Inc., the U.S.A..