

股票市场与经济增长关系实证研究

本文运用莱文和泽尔沃斯(1998)提出的方法对 1993—1999 年期间我国股票市场发展和经济增长关系进行实证研究,以检验我国股票市场的发展对经济增长是否起到了促进作用。

本文选取了四个反映股市的发展水平:资本化率(Capitalization)、交易率(Value)、换手率(Turnover)、股票市场收益率波动(Volatility)。使用了三个指标衡量经济发展水平:实际 GDP 季度环比增长率(GY)、国有单位固定资产投资季度环比增长率、居民的银行储蓄率。

对我国股票市场发展状况和经济增长进行实证分析,结果如下:一、Capitalization、Value 和 Capitalization(-2)和 Capitalization(-4)、Value(-4)都显著地进入回归模型(相应的 t 检验值都大于 1.71)。由此,在理论分析的基础上,我们大胆地引申出如下结论:这些年我国股票市场的发展对我国经济的增长在总体上起到了有力的促进作用。二、在股票市场的规模指标和流动性指标都进入模型的三个回归方程中,Value、Value(-2)和 Value(-4)都不再显著地进入回归模型(相应的 t 检验值都较小)。这说明在我国股市发展处于初级阶段的这几年里,股票市场规模的扩大,也就是我们所说的“扩容”,对经济增长的促进作用远远大于提高股票市场的流动性对经济增长的影响。三、换手率指标 Turnover、Turnover(-2)、Turnover(-4)都不显著地进入回归模型。而且换手率的偏相关系数相当小,与经济增长之间的关联度很低。这表明我国股票市场的投机性非常强。四、Volatility 和 Volatility(-4)都不显著地进入回归模型,Volatility(-2)显著地进入回归模型,而且 Volatility(-2)的偏向关系数是 -1.09。这说明我国股票市场收益率的波动在一定程度上影响了国民经济的稳定发展。

一国的经济增长率由人均资本存量和全要素劳动生产率决定,股票市场对经济增长的推动作用也是通过影响人均资本存量和全要素劳动生产率来实现的。为了进一步考察了中国股票市场发展对经济增长的作用,同时考虑到数据的可得性,本文还考察了股票市场发展与国有单位固定资产投资增长、居民储蓄的相关性。

以实证研究证实了莱文和泽尔沃斯的假设:股票市场发展和经济增长之间有很强的正相关性,主要结论是:一、股票市场规模的扩大、交易率的提高促进了我国经济的增长,股市规模的扩大对经济增长的推动作用尤为显著。二、股票市场收益率的波动抑制了储蓄资金投向高效率的项目,在一定程度上影响了我国经济的稳定增长。三、股票市场规模的扩大、交易率的提高增加了国有单位固定资产的投资数量,加快了企业的技术进步。四、股票市场规模的扩大、交易率的提高导致我国居民银行储蓄率的下降,却提高了直接融资的比重。五、股票市场通过改善投资效率、优化资源配置而提高了全社会的劳动生产率,进而提高了我国经济的增长质量。

原作者:殷醒民 谢洁

西南财经大学中国金融研究中心 刘梅 摘自《复旦学报》2001 年第 4 期

中国股票市场发展和经济增长关系的实证研究

本文采用 1993—1998 年有关中国股市发展和经济增长的季度数据，并运用普通最小二乘法（OLS）来对中国股市发展和经济增长的关系进行线性回归。选取的经济增长指标为每季度的 GDP 环比增长率；选取的股票市场发展指标共有三个：第一个指标是 CAPITALIZATION，即每季的平均市价总值与季度 GDP 的比率，它用来反映股票市场的规模。另外两个指标为 VALUE（每季的总成交金额与季度 GDP 的比率）和 TURNOVER（某季度的股票总成交金额除以该季度的股票平均市价总值）。

回归分析的结果显示：反映我国股票市场发展状况的三个指标 CAPITALIZATION、VALUE 和 TURNOVER 都不显著地进入增长回归模型（相应的 t-检验值相当低），不仅如此，这些指标的滞后变量 CAPITALIZATION（-4）、VALUE（-4）和 TURNOVER（-4）也都不显著地进入增长回归模型中（相应的 t-检验值也相当低）。这说明，在过去几年间，我国股票市场发展对经济增长的作用是极其有限的。此外，除了 VALUE 和 TURNOVER 这两个变量的估计系数为正外，其余 4 个变量的估计系数全为负，这表明我国股票市场发展对经济增长的作用不仅极其有限，而且即使存在那么一点点，这种作用也是不利的。以上分析表明，国外学者在股票市场发展 and 经济增长关系上的主流看法——股票市场发展和经济增长相互促进——是不适用于我国的（至少在过去的几年间是如此）。我们的上述结果似乎与哈里斯（Harris, 1997）的实证结果——欠发达国家的股票市场发展对经济增长的效应至多是非常弱的——相吻合。

我国股票市场发展 and 经济增长关系的这种特殊性是有其深刻原因的。首先，股市成立时间不长，许多地方有待完善；其次，股票交易行为和股票价格还受其他非经济因素的影响，国内政治因素、股民心理因素以及国际气候等很可能在股票价格变动中起着决定性作用；再次，股票政策时松时紧、缺乏连贯性和透明度；最后，有些上市的公司筹措的资金不是用于生产性项目或指定项目，而是转用它途。

原作者：谈儒勇

西南财经大学中国金融研究中心 刘梅 摘自《经济研究》1999 年第 10 期

中国转型期股票市场发展与经济增长关系的实证研究

检验股票市场与经济增长的关系，可以从宏观和微观两个角度来进行。在宏观上，可以通过股票市场与储蓄的关系判断其对经济增长的作用；在微观上，可以通过股票市场是否促进了企业治理结构的改善和经营效率的提高来判断。

股票市场一旦产生，就会改变资本配置结构与配置效率，引发对经济增长的作用机制。因此，我们可以提出以下关于股票市场与经济增长关系的假说：一、由于资本的边际产出进入递减阶段和国有出资者的相对状态证实成本上升，国有出资者的资金收益率出现下降趋势。在居民储蓄者是理性的情况下，随着股票市场产生与发展，居民的储蓄意愿有所下降，表现为居民将从原先全部用于银行储蓄的非消费性资产中分离出一部分投入股票市场。如果

股票市场发展使居民资产组合变化后资产收益率提高,那么财富的替代效应将大于收入效应,居民将提高非消费性资产规模,其中流入股票市场的份额与和用于银行储蓄的份额都有可能增加。因此,股票市场的发展既有可能通过提高储蓄率推动经济增长,也有可能吸引更多的居民资产流入股市,使股票市场规模进一步扩大,增加投资和改善资本配置效率,对经济增长产生积极影响。二、国有股股东因特殊代理问题不仅不能有效地检查监督经营者行为,而且通过行政方式干预公司治理,会对企业绩效产生负面影响。但在预算软约束没有根本消除的前提下,国有股股东仍能通过行政关系或其他特殊关系获得更多的债务融资和其他形式的股权融资,在短期内对企业绩效产生正面影响,因此国有股对企业绩效的影响是不确定的。法人股与流通股的股东有激励去收集企业真实信息,有动力检查监督经营者行为,会对企业绩效产生正面影响。

为了验证假说1,对股票市场发展与居民储蓄变动的回归分析显示:居民储蓄环比增长率和储蓄率分别与市价总值/GDP有显著性正向关系,这意味着我国股票市场将储蓄转化为投资的功能提高了居民资产组合的收益率,财富替代效应强于收入效应,使居民提高储蓄率;或者说我国股票市场规模的扩大得到了居民储蓄的支持。而与市价总值/成交金额、成交金额/GDP关系不显著,这反映了股票市场的流动性与居民储蓄变动关系不明显。

为了验证假说2,对上市公司股权结构对公司绩效(股市供给效率的体现)影响的回归分析表明:只有法人股和流通股在极其有限的范围内能够与公司利益相容,并通过一定的方式检查监督公司经营活动。但是这部分股东的检查监督能否通过股票价格反映出来,为更多的出资者提供决策依据是值得怀疑的。也就是说,受目前股权结构的影响,利用股票市场为国有企业筹集资金存在着障碍。

从以上分析我们可以得到几个简单的结论:一、虽然我国股票市场目前的规模对经济增长的作用效果不明确,但是股票市场的发展与储蓄之间显著的正相关关系表明存在股票市场对经济增长的作用机制。而且进一步改善上市公司股权结构和治理结构的效率,能够创造出对股票市场进一步发展的需求。随着股票市场规模的逐步扩大,股票市场吸引的储蓄越来越多,其对经济增长的作用效果将不断显现,贡献程度逐步提高。二、就股票市场的发展和规范来说,调整上市公司股权结构,适当降低国有股比重,提高法人股比重,逐步扩大流通股规模,发挥法人股与流通股对上市公司的检查监督的功能。提高所收集和检查的企业信息的真实程度,可以使股票市场变得有效率。三、股票市场的发展不仅与经济增长存在相关关系,而且更关键的是与经济体制的持续转型有关。经济转型的表现之一,就是金融市场结构中股票市场的规模不断扩大,企业预算约束逐步硬化。同时上市公司融资结构中外源融资,尤其是股权融资的比例越来越高,股票市场的发展越来越依赖于上市公司结构性调整 and 经营质量的改善。在经济总量增长的同时,这种转型是保证股票市场高效率的前提,也是股票市场能够对经济增长发挥正面作用的前提。

原作者:郑江淮 袁国良 胡志乾

西南财经大学中国金融研究中心

刘梅 摘自《管理世界》2000年第6期

证券市场促进经济增长的作用机制

证券市场可以在通过三个机制对经济增长产生作用：一是通过改变储蓄被转化为投资的比例 ϕ ，二是改变资本的边际社会生产率 A ，三是改变私人储蓄率 s 。

一、证券市场促进储蓄转化为投资。证券市场的第一种重要功能是把储蓄转化为投资，在把储蓄转化为投资的过程中，金融体系需要吸收一部分资源以维持自身的运转，从而 1 美元的储蓄只能带来少于 1 美元的投资(式 1.3 中的 ϕ)。中间的差额 $(1-\phi)$ 以存贷利率差的形式流向银行，以佣金、手续费等形式流向证券经纪人和交易商。如果证券市场的发展能够使金融部门所吸收的资源减少，那么证券市场的发展就使经济增长率 g 提高。

二、证券市场使资本配置效率提高。证券市场主要通过三种方式来完成这一过程：一是收集信息以便对各种可供选择的投资项目进行评估；二是促进创新活动；三是通过提供风险分担来促使个人投资于风险较高但更具生产性的技术，从而提高生产效率。其作用机制是：在存在证券市场的条件下，投资者既可以通过在股票市场上出售股份而不是从银行贷款来缓解流动性要求，又可以通过证券组合来降低收益率不确定带来的风险。股票市场的这种双重保险功能促使人们更加愿意投资于专业化程度更高、也更具生产性的技术，从而提高生产率。

三、证券市场的发展通过改变国民储蓄率影响经济增长。只不过在这种情况下证券市场发展和经济增长之间的关系是不确定的。因为证券市场的发展既可能提高储蓄率也可能降低储蓄率，导致对经济增长的不确定性。其作用过程包括三个方面：1、证券市场的发展使保险市场随之建立起来，而保险市场的建立会降低居民预防性储蓄的动机。在储蓄率与经济增长率之间存在确定正相关的条件下，储蓄率的下降使经济增长率下降。2、消费信贷和抵押贷款等其他融资方式减少了融资者的约束，扩大了他们的融资能力，居民的储蓄倾向因此降低，不利于经济增长。3、利率效应对储蓄的影响是不确定的。传统的金融发展理论认为，低利率会导致低储蓄。但是最新的金融发展理论表明，实际利率对储蓄率的影响在先验上是不明确的，有关的实证研究还远远没有确认实际利率与储蓄率之间的关系。

在证券市场对经济增长的三种作用机制中，只有一种不明确，其他两种具有明显的正面作用，所以总体来看证券市场对经济增长具有积极作用。

原作者：王开国 原文名称：《证券市场与经济发展的理论分析和政策建议》

西南财经大学中国金融研究中心 刘梅摘自《证券市场导报》2000 年 5 月 10 日

股票市场对经济增长的影响渠道

一般而言，股票市场与金融中介相似，通过对物质资本的积累规模(以储蓄率表示)和投资效率影响经济远行。但莱文和泽尔沃斯(1996)认为，与银行体系相比，发育良好的股票市场能够提供不问类型的金融服务，其对经济增长的影响渠道具体体现在四方面：

第一，流动性创造。莱文(1991)、本奇文加、史密斯和斯塔尔指出，股票市场可通过流动性来影响经济增长。高收益投资形成对资本的长期需求，而资本所有者不愿失去对其储蓄的控制权，两者之间存在矛盾。股票市场能够使投资者获得一种资产(即股权)，并且在需要

时能迅速调整其资产组合，使投资者承担的风险变小，公司则通过发行股权获得永久的资本融资，同时，股票市场也可降低转移储蓄的成本。因此，股票市场发展能够便利期限更长、收益更高的投资，扩大储蓄和投资规模，改善资本配置，推进长期经济增长。

第二，风险多元化。股票市场的发展，特别是股票市场的国际一体化，能够实现风险的多样化(奥布斯特菲尔德, Obstfeld, 1994)。若股票市场不完善，则企业家资产组合多元化面临更大的成本。要实现多元化，企业不得不进入本身不具有比较优势的产业，其投资规模也小于股份被广泛持有时的数量。为减少长期风险，公司只能选择资本密集程度相对较低的技术，从而使经济的整体效率受到损害。由于高回报项目往往相对具有风险性，股票市场风险的多元化会使储蓄向高收益项目转移，提高投资效率。

第三，信息搜寻。股票市场能激励投资者获取公司的信息。凯勒(Kyle, 1984)指出，在一个大的、更具流动性的市场上，股份转让按牌价进行交易，那些已获取公司信息的投资者，能够在信息广泛传递及价格发生变化之前，按现行价格交易赚得收益，这将鼓励投资者加大对公司经营的研究和监督。股市发展会改善公司信息，利于资源优化配置，加速经济增长。

第四，公司控制。股票市场能够对公司控制产生激励。戴蒙德(Diamond, 1982)、简森和默菲(Jensen 和 Murphy, 1990)认为，有效的股票市场有助于消除“委托——代理”问题。它使管理者的收益与股票的表现联系起来，若股价上升，管理者和所有者均获益，管理者和所有者的利益结为一体，管理者具有使公司利润最大化的冲动。同时，拉芳特(Laffont, 1988)指出，股票市场使公司间的收购更为便捷，接管的威胁将促使管理者实现公司股权价格的最大化。故股票市场能改进公司业绩，推进经济增长。

原作者：张旭 原文名称：《股票市场与经济发展：金融发展理论的新进展》

西南财经大学中国金融研究中心 刘梅 摘自《经济评论》2001年第5期