

经济增长与资本市场发展的关联性研究

王志扬¹, 马理²

(1.厦门大学 经济学院,福建 厦门 361005; 2.武汉大学 商学院,湖北 武汉 430072)

摘要: 本文质疑当前股票市场发展对经济增长存在强促进作用的观点,从观察图形、计算相关系数和数据回归检验等方面论证了当前股票市场发展与经济增长并不存在强关联,主张对货币资源进行正确疏导并大力发展实体经济。

关键词: 股票市场; 经济增长; 关联性

中图分类号: F224.0

文献标识码: A

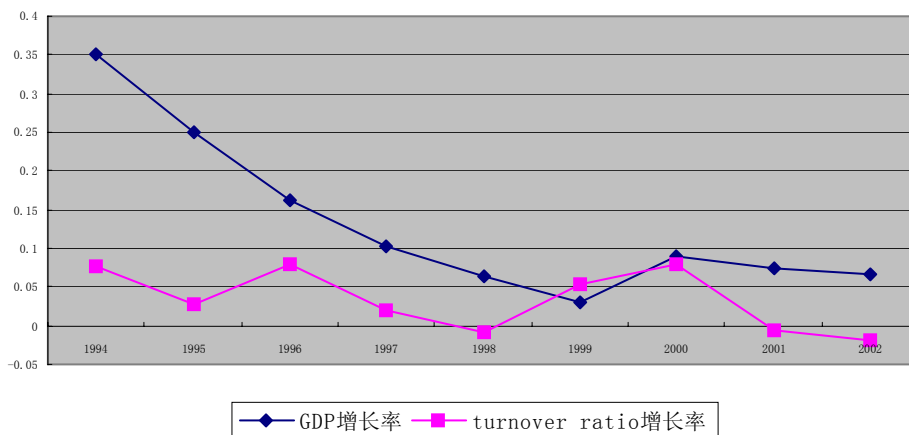
当前股票市场的发展对经济增长存在强促进作用吗?它与GDP的增长是否存在显著的正相关?大多数人认为这是理所当然的,但也有人心存疑意。研究这个问题的现实意义在于摆正股票市场发展乃至整个资本市场发展在整个经济发展体系中的地位,澄清认识,恰当引导货币资源的有效配置。

1

1 一些描述性的指标

股票市场的发展与经济增长之间的互动关系一直都是经济研究的热点之一,且长期以来观点各异莫衷一是,本文尝试在此方面给出一些实证性的证据。下面首先从股票市场流动性与GDP增长、股票市场开放度与GDP增长、股市指数增长率与GDP增长等几个方面²,来描述性地考察我国股票市场发展与经济增长之间的相关关系。

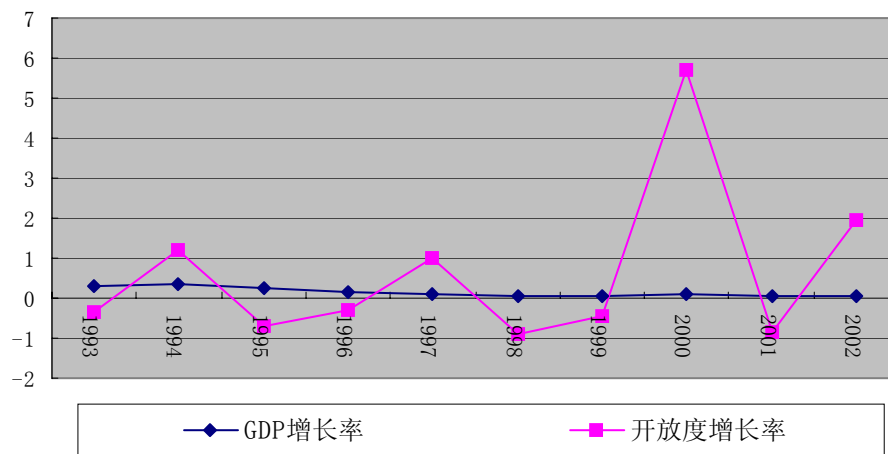
图1: GDP增长率与股票市场流动性比较



首先,股票市场流动性增长率与GDP增长率之间具有较为吻合的发展趋势。如图1所示,除了1995—1996和1998—1999两年间,股票市场流动性增长率与GDP增长率变动方向相反以外,在其它年份里二者保持着基本的一致,特别是从1996以后。³

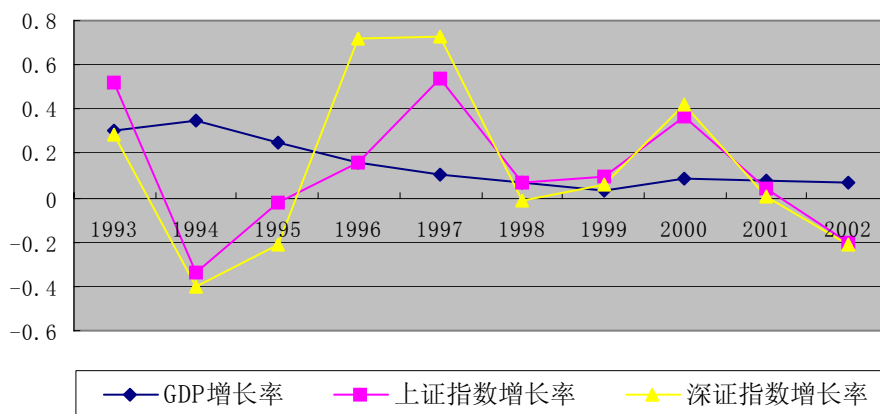
其次，图 2 表明，我国股票市场开放度与 GDP 增长率之间的联系程度较小。我们用境外筹资/市价总值来衡量股票市场的开放程度。如果股票市场越开放，则说明它和世界其它资本市场的联系程度越高，国内企业的境外筹资额度也应该越大。同时我们用境外筹资额度除以市价总值，目的在于消除由于市场规模大而导致的高境外筹资额度，即在企业境外筹资额度的变动中，把市场开放提高、融资障碍减小所带来的效应分离出来。观察计算出的股票市场开放度增长率，发现其变动幅度较大，最高为 2000 年的 5.724，较 1999 年增长了 572.4%，最低为 2001 年的 -86.6%。10 年间，股票市场开放度的增长率平均值为 63.6%，方差为 8.30，这说明我国股票市场的开放程度发展较快，但是各年变动也比较激烈。与此相对应的是，从 1993—2002 年，我国 GDP 的增长率平均为 14.9%，而方差只有 0.025，远远小于开放度增长率的变动幅度。

图2:GDP增长率与股票市场开放度比较



再次，我国股市指数增长率变动趋势与 GDP 增长率变动趋势在 1997 年之前吻合度较小，而在 1997 年之后则较为吻合，这反应了我国股票市场正在走向规范化。在 1997 年之前有两个年份，股市指数增长率与 GDP 的增长率之间存在着明显的背离。从 1993 到 1994 年，我国 GDP 增长率从 30% 上升到 35%，经济呈现蓬勃发展状态，而上证指数和深证指数却同时下跌，其增长率分别从 51.6% 和 28.6% 下跌到 -33.5% 和 -40.2%。从 1995 年 1996 年，我国 GDP 增长率处于下降趋势中，从 25.1% 下降到 16.1%。与此相反，股市指数增长率却大幅度上涨，上证指数和深证指数分别从 -2.4% 和 -21% 上升到 16.2% 和 71.5%。该趋势可见如图 3 所示。

图3:GDP增长与股市指数增长比较



当然，还有一些其他关于股票市场发展的指标，亦可将其与 GDP 的变动放在同一图中比较，不一一赘述。从中我们发现有些指标与 GDP 的增率同增，但在很多情况下，相关指标的变动趋势的吻合程度并不好。

2 相关性分析

“股票市场的发展”是一个很宽泛的概念，一般来说它包括“开放度”“股票发行量的增长”“境内上市公司的增加”“流动性的增加”“股市指数的增加”等一系列的参数。我们把这些指标分别与 GDP 的增长率配对，计算其相关系数。

表 1: 股票市场发展与 GDP 增长的相关系数

	流动性	开放度	股票发行量	境内上市公司数	上证指数	深证指数
GDP	0.456	-0.042	-0.204	0.585	-0.482	-0.361

结果很让人失望，没有出现如大多数人认为的股市发展与经济增长存在强相关的有力证据。除股票市场流动性增长率、境内上市公司数增长率与 GDP 增长率之间存在着正相关关系，其相关系数分别为 0.456 和 0.585 以外；其他指标与 GDP 增长率的相关系数都是负数，如股票市场开放度增长率与 GDP 增长的相关系数为 -0.042；股票发行量增长率、上证指数增长率、以及深证指数增长率与 GDP 的增长率的相关系数分别为 -0.204、-0.482、和 -0.361。

这表明在建立股票市场，有数据以来的十余年间，象征着股票市场发展的若干参数如“开放度”“股票发行量的增长”“境内上市公司的增加”“流动性的增加”“股市指数的增加”与我国 GDP 的发展的关联度非常低。

3 回归检验

既然单个指标与 GDP 增长关联不大，那么是否所有这些指标组成的体系会与 GDP 的增长体现出强相关呢？构造回归模型如下：

$$\Delta GDP = a_0 + a_1 K + a_2 F + a_3 Q + a_4 L + a_5 SHANGN + a_6 SHENN + \varepsilon$$

其中 ΔGDP 为我国 GDP 的年均增长率，K 为开放度增长率、F 为股票发行量增长率、Q 为境内上市公司数增长率、L 为流动性增长率、SHANGN 为上证指数增长率、SHENN 为深证指数增长率。 ε 为不相关因素。

回归中采用的数据取自《中国统计年鉴 2000》。回归采用了 OLS 过程，表 2 给出回归结果。

表 2 回归分析结果

	a_0	a_1	a_2	a_3	a_4	a_5	a_6
系数	3.030E-02	4.983E-03	-8.156E-03	0.429	0.426	0.232	-0.309
统计量	(0.474)	(0.076)	(-0.061)	(1.658)	(0.342)	(0.545)	(-0.663)

回归结果并不令人满意。拟合系数偏小，变量参数估计值的 t 统计量偏小，DW 值和 F 统计量也未能通过统计检验，因此这是一次失败的回归，其结果不具有解释性。

究其原因，可能主要有三点：

1、可能样本容量有问题。由于中国股票市场建立并拥有完备的数据，迄今不过十余年时间，相关数据尚不能体现出规律性。

2、可能存在来自政府的强干扰，扰乱了股票市场发展与经济增长之间可能存在的某些联系。

3、可能当前股票市场发展与 GDP 的增长根本就不存在相关性，因此纯粹的数字游戏也难以找出两者之间存在关联的有力证据。

多年来，人们一直在争论股票市场发展与经济增长两者之间的关系。本文抛砖引玉，从三个方面表达了个人的一些看法。不管是从图形上观察、或者是计算相关系数、甚至是进行数据回归，笔者都找不出股票市场发展与经济增长两者之间存在强关联的有力证据。也许有一天，中国股市真能强大到促进国民经济发展的地步（这当然也是笔者一直最希望看到的），但现阶段还是顺其自然，把更多的精力与资源投入到实体经济的运作中去吧，这种做法可能更妥当。

参考文献

[1]文中各数据来源：《中国统计年鉴》《中国证券期货统计年鉴》《中国金融年鉴》《中国财政年鉴》历年

[2]回归软件：Eviews 3.1.

Research on the Relationship Between the Stock Market and the Economy Growth

WANG Zhi-yang¹, MA Li²

(1.Economy School, Xiamen University, Xiamen, 361005; 2.Business School, Wuhan University, Wuhan 430072)

Abstract: This paper suspects the ideal that the development of the capital market would strongly promote the growth of the economy, and argues that they were not strongly associable from observing the graph, calculating the correlation, regressing data, insists on leading the resource and developing the material economy.

Key words: stock market; economy growth; relationship

收稿日期：2005-02-15

基金项目：

作者简介：王志扬（1975-），男，福建福州人，厦门大学经济学院财政系博士；马理（1972-），男，湖南长沙人，武汉大学商学院金融系博士、博士后。

1 无论从市场份额还是社会影响等方面来看，股票市场都是资本市场最重要的组成部分，人们在习惯上也大多把两者等同起来对待。因此尽管本文的主要考察对象是股票市场，但其主要结论却都能进一步外延，顺利拓展到资本市场中去。

2 本文把GDP的增长率作为经济增长的衡量指标。

3 1995—1996年，GDP增长率从25.1%下降到16.1%，而股票市场流动性增长率则从2.9%上升到7.9%；1998—1999年，GDP增长率从6.4%下降到3.1%，而股票市场流动性增长率则从-0.8%上升到5.3%。