

# 中国股票市场财富效应的实证研究

夏新平 汪宜霞 余明桂

(华中科技大学管理学院,湖北 武汉 430074)

**摘要** 分别以1992~2001年的年度数据和2000年4月至2002年5月的月度数据检验了我国股票市场的财富效应。研究表明,我国股票价格指数与消费支出呈较弱的正相关性,这说明我国股票市场在其发展的过程中也带来一定的财富效应,但股票市场的完善制约了财富效应的发挥。

**关键词** 财富效应 消费 股票价格指数

中图分类号 F832.51

文献标识码 A

文章编号 1001-7348(2003)05-126-02

## 0 引言

在证券化程度较高的国家,股市与消费、投资乃至整个经济的关联性日益增强,股市不仅是经济发展的“晴雨表”,而且已经成为经济增长的一个引擎。股票市场与消费的正相关性正引起越来越多经济学家的关注。理论界将股市扩大消费的效应称之为“财富效应”。

随着中国股市的不断发展,股市的财富效应逐渐体现出来。中国股票市场有没有财富效应是中国股市发展中一个主要争论的问题。据广东中诚信公司的1份研究报告,在宏观经济政策、形势没有发生大变化的前提下,1996年8月后,我国东部地区及市场社会消费品零售总额出现大幅上升,与当年3月启动的大牛市有直接关系;在股票投资者最为集中的上海市,自1996年1月至1999年5月,全社会消费品零售总额与沪深两市指数的正相关系数分别为0.717和0.638。1998年下半年以来,面对消费需求不旺、经济增长趋缓的现实,国内不少学者借鉴国外的成功经验,提出了借用股市繁荣的财富效应来刺激消费需求、进而推动经济增长的政策主张。那么中国股市是否具有财富效应,中国股市能否以及怎样刺激消费、进而推动经济增长呢?本文拟对我国股票市场

的财富效应进行实证研究。

## 1 股票市场财富渠道的理论描述

所谓“财富效应”(Wealth Effect)是指由于金融资产(主要是证券)价格上涨导致资产持有人财富拥有量增长,进而产生刺激消费需求和推动经济增长的效应。在西方经济学中,财富是指经济主体所持有未来收入的现在价值。在莫迪格里尼(Modigliani, 1971)的生命周期理论中,消费者的消费支出决定于消费者一生的资源,包括人力资本、真实资本和金融财富,其中金融财富的主要内容是普通股票。在金融市场非常发达的国家,居民的个人财富很大一部分表现为股票形式。中央银行通过调节货币供应量,会相应改变经济主体的实际财富数量,从而使经济主体改变自己的意愿支出,影响到国民收入水平的波动,这一传导过程就是财富效应渠道传导。

### 1.1 股票价格影响消费支出的机制

股票市场价格变化对于消费需求和经济增长的影响主要有以下两个方面:

(1)通过影响居民的资产财富来直接刺激消费。股票价格的持续上涨使得投资者手中拥有的虚拟财富增加,从而使投资者增加消费支出,其理论基础是消费和储蓄的生命周期理论。

假设整个人在生命周期内的消费支出

的收入来源包括两部分,分别是其劳动收入和拥有的资产或财富,可以推导出如下形式的消费函数: $C=aW+cY$ 。其中, $W$ 表示实际的财富水平, $a$ 为财富的边际消费倾向, $Y$ 为劳动收入, $c$ 为劳动收入的边际消费倾向。公众持有的股票构成了个人总财富的一部分,当股票价格上涨使个人的股票资产增值时,居民的财富增加从而增加消费支出。

(2)通过影响消费者预期来间接刺激消费。在证券市场发达而且稳定的国家,股票市场可以视为宏观经济的领先指标,能够提前预测宏观经济的未来趋势,不论是股票持有者或没有持有股票的家庭,都可以从股票价格的变动中获取有关未来宏观经济走向的信息。股票价格的上涨能够给投资者带来良好的预期,人们判断未来宏观经济走强,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,即预期其未来终身劳动收入 $Y$ 将增长,从而增加消费支出。

以上分析表明,不论是通过影响消费者财富或是影响消费者预期,股票价格与消费支出均应是正相关关系。

### 1.2 相关的实证研究结果

大量研究文章都证明财富效应无所不在。至于其效应的大小,各人所持观点不尽相同。Zandi(1999)、Gale和Sabelhaus(1999)、Parker(1999)等人在这方面进行了大量的研

作者简介:夏新平(1965~),华中科技大学管理学院博士生导师,研究方向为财务与金融;汪宜霞(1977~),华中科技大学管理学院硕士研究生,研究方向为财务与金融;余明桂(1974~),华中科技大学管理学院博士研究生,研究方向为财务与金融。

收稿日期:2002-09-26

究,虽然他们对财富效应影响经济的程度没能达成一致意见,但都肯定了财富效应对经济影响的重要性。Ludvigson 和 Steindel (1999)利用 1953~1997 年间的季度数据,对美国股票市场财富效应进行实证分析后得出,股票财富与社会总消费之间具有显著的正向关系,股票市场的不断扩展确实增加了市场中的消费增长;但计量结果同时也显示,股票市场中的财富效应相当不稳定,而且很难消除这种不稳定性。Dyan and Maki (2001)以 1983~1999 年间的季度数据为样本研究了美国股票市场的价格对于消费的影响,结果发现,直接的财富增长会使消费迅速增长而且会持续几个季度,但是通过影响预期而影响消费支出的间接渠道并不是消费支出的决定性因素,持有中等股票财富的家庭,其资产每上升 1 美元,其消费支出会增加 5~15 美分。

## 2 我国股票市场财富效应的实证研究

### 2.1 模型构建

为了检验我国股票市场是否存在财富效应,笔者构建了以下模式:

$$\ln C_t = \beta_0 + \beta_1 \ln SP_t + \beta_2 \ln DI_t + \mu_t \quad (1)$$

式中,  $C_t$  为表示第  $t$  期的社会消费品零售总额(万元);  $SP_t$  为表示第  $t$  期内上海证券交易所综合指数的平均收盘价格;  $DI_t$  为表示第  $t$  期内的居民可支配收入(元);  $\mu_t$  为随机扰动项。

我们以股票价格指数的涨跌来代表一段时期内投资者持有的金融资产财富,如果财富效应存在,则消费支出和股票价格指数正相关。居民可支配收入是影响消费支出的另一个重要因素,并且和消费支出正相关;居民可支配收入越高,其消费支出会越高。

### 2.2 实证结果

考虑到数据的可得性和样本的大小对于回归分析的影响,我们分别以 1992~2001 的年度数据和 2000 年 4 月至 2002 年 5 月的月度数据为样本,检验我国股票市场的财富效应。

对所选取的年度数据,初始模型的回归结果表明存在着自相关,在采用广义最小二乘法(GLS)时,自相关变量不显著。考虑到居民消费具有连续性,我们进一步在模型中引入消费的滞后一期值作为解释变量,改进后模型的回归结果表1所示。

表1 财富效应年度数据的实证结果  
(1992~2001, N=10)

Variable	coefficient	t-value	Prob
$B_0$	0.7172	9.1935	0.0001
$\ln(SP)$	0.0122	0.8417	0.4322
$\ln(DI)$	0.6895	13.6795	0.0000
$\ln(C(-1))$	0.3476	7.8000	0.0002
$R^2 = 0.9997; A - R^2 = 0.9996; F = 6690;$			
Durbin'sh = -1.851*			

注:① $\ln(C(-1))$ 表示应变量的滞后一期项;②\*表示以5%的显著性水平通过自相关检验;③可支配收入、社会消费品零售总额年度数据(1991~2000)来源于《中国统计年鉴》(1992~2001),2001年数据来自国家统计局网站: <http://www.stats.gov.cn>;④上海证券交易所综合指数(年度平均收盘指数)来自分析家软件历史数据。

此外,我们以2000年4月至2002年5月的月度数据为样本,对模型进行检验。之所以选择这一时期的数据,一是考虑到数据的可得性;二是在2000年,我国股票市场进入长达一年半的牛市,市场行情看好,并且在这一时期,我国的股票市场已经初具规模;截至2002年5月,我国股票总市值为41 761.81亿元,流通股总市值为13 703.02亿元,投资者开户数达到了6 785.35万户。

初始模型的回归结果表明存在自相关,因此采用广义最小二乘法(GLS),结果两个变量都不显著,我们进一步将因变量滞后一期引入自变量,却影响了模型的效果。最终,我们考虑单独检验股票价格指数对于消费的影响,结果如表2所示

表2 财富效应月度数据的实证结果  
(2000.04~2002.05, N=25)

Variable	coefficient	t-value	Prob
$B_0$	9.9365	5.4791	0.0000
$\ln(SP)$	-0.2513	-1.0391	0.3100
$AR(1)^a$	0.7068	5.0171	0.0001
$R^2 = 0.6488; A - R^2 = 0.6168; F = 20.3176;$			
Durbin'sh = -1.723*			

注:① $AR(1)$ 为采用GIS而引入的自回归变量;②\*表示以5%的水平通过自相关检验;③上证综合指数的月度数据来源于分析家软件的历史数据;④社会消费品零售总额的月度数据来源于WWW.exin.net

### 2.3 结果分析

从上述实证分析的结果可以看到,采用年度数据和月度数据的回归效果均较好, $R^2$

分别为0.9997和0.6488, $F$ 值也高度显著,方程的整体拟合优度较好。

(1)年度数据的结果表明,股票价格指数和消费支出有正相关关系,但是结果很不显著,而且回归系数较小,仅为0.0122。这表明在我国股票市场中存在着较弱的财富效应,只是效果不很显著。说明在现阶段,财富效应发挥的作用依然很小。但是并不能就此否认财富效应的作用,应当看到,目前影响我国财富效应发挥作用的因素还有很多,主要包括:股市的规模过小(截至2000年底,我国股票总市值占GDP的比重为53.79%,而流通股总市值占GDP的比重为17.99%)影响了由于股票上涨而带来的财富扩张,因而减少了对于消费支出的影响;中国股市的投资者结构影响了中小投资者分享股市繁荣成果的程度,制约了财富效应的发挥;此外,我国股市的投资收益分配格局也在一定程度上限制了财富效应的发挥,《中国证券报》组织的一项调查表明,投资者的收益与其收入水平正相关,收入水平越高,股票价格上涨所带来财富扩张对其消费支出的刺激也就越小。

而当采用月度数据作为样本时,我们看到,股票指数与消费支出负相关,回归系数为-0.2513,虽然结果并不显著,但是表明了这一段时期内股价波动和消费支出的大致趋势。我们认为,出现这种负相关的一个可能解释是,在样本选取的这一时期内,股票市场的波动影响了人们的预期。在这一期间,股票市场会因为国有股减持、增发新股等政策的出台而出现大的起落,由“政策市”引起的股票市场价格的波动具有暂时性和不稳定性。居民从股票价格上涨所得到的收益只是一种暂时性收入,因此,对即期消费不会产生较大影响。此外,我国股票市值的增加在相当程度上是由于股价上扬造成的,市值增加也就意味着投资股票的盈利水平提高,其对居民投资欲望的刺激程度比较强烈,由此而产生的居民特别是城镇居民股市投资对即期消费的替代效应大于股票增值对居民消费支出的财富效应。

(2)可支配收入与消费支出显著正相关,回归系数为0.6895,结果高度显著。这说明在我国现阶段,居民可支配收入依然是影响消费支出的决定性因素。这是由于我国的金融资产财富在居民家庭财富中所占的比

# 制约我国风险投资发展的因素及对策

万君康 涂家云

(武汉理工大学管理学院,湖北 武汉 430070)

**摘要** 风险投资是促进高新技术产业化的重要手段,发展风险投资是一项复杂的系统工程,要涉及到各方面的因素。分析了制约我国风险投资发展的因素,提出了发展我国风险投资的对策。

**关键词** 风险投资 发展 对策

**中图分类号** F832.4

**文献标识码** A

**文章编号** 1001-7348(2003)05-128-02

## 0 引言

对风险投资的理解一直存在多种角度。根据全美风险投资协会的定义,风险投资是由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业(特别是中小型企业)中的一种股权资本;相比之下,经济合作和发展组织(OECD)的定义则更广泛,即凡是以高科技与知识为基础,生产与经营技术密集的创新产品或服务的投资,都可视为风险投资。

重依然较小,可支配收入依然是家庭决定其消费支出所考虑的首要因素。

(3)以消费支出的滞后一期作为自变量,其回归系数为0.3476,其高度显著。这表明在我国,居民当期的消费支出受其前一期消费的影响较大,我们将此解释为消费惯性。消费对于财富的反应更多的是一种消费习惯。而习惯性的反应是缓慢变化的,即便居民手中持有的财富或可支配收入增加,消费习惯也会对即期消费有较大影响。对于我国居民而言,这种消费习惯的影响会更大。实证结果也表明确实如此。

## 3 结论

由以上分析可以看到,从长期来看,我国股票价格指数与消费支出呈较弱的正向相关性,这说明我国股票市场在其发展过程

目前我国风险投资的规模有了相当大的发展。据中国科技金融协会1999年7月统计,我国约有92家风险投资公司,拥有74亿元的风险投资能力。但是我国风险投资发展的速度并不快,效果也不是很理想。发展风险投资是一项复杂的系统工程,会涉及到多方面的问题和因素,各种问题相互交错,各种因素相互影响。无庸讳言,在我国发展风险投资还面临着许多问题,存在着各种约束和障碍。要加快风险投资发展速度,必须对这些问题和障碍因素进行系统的研究,有一

中也带来了一定的财富效应,但由于我国股票市场的规模较小、投资者结构不合理、投资者收益分配格局不对称以及我国股市的“政策性”波动以及股票市场投资的不确定性等因素,制约了财富效应的发挥。在我国目前阶段,虽然股票市场的价格波动对于货币政策的变化有所反应,但是由于股票市场的财富效应不能发挥充分的作用,货币政策在由股票市场传导至消费领域进而传导至实体经济的这一途径中存在着阻塞。如何消除这些阻塞的因素是股票市场财富效应发挥的关键,也是货币政策通过股票市场影响实体经济的关键。因此在现阶段,用股市繁荣的财富效应来刺激消费需求、进而推动经济增长的政策主张也受到了一定的限制。但是,随着我国股票市场的不断发展与完善,股票市场在刺激消费、进而促进经济增长方

个全面的认识,并努力排除或减少这些障碍因素对发展我国风险投资的影响。

## 1 制约我国风险投资发展的因素

### 1.1 缺乏合理的激励约束机制

风险投资家在对风险企业投资之初,风险企业家(风险企业的创建者)作为风险企业的CEO(风险企业的首席执行官),自然成为风险投资家的首要激励对象。但由于风险企业家往往并不擅长企业经营,所以在经历一段时间之后,风险投资家常常会寻找经营

面的作用将会逐步显现出来。

### 参考文献

- 高莉,樊卫东,中国股票市场与货币政策新挑战[J].金融研究,2001(12)
- 李振明.中国股市财富效应的实证分析[J].经济科学,2001(3)
- 刘剑,张筱峰.中国股市有财富效应吗[J].审计与经济研究2001(2)
- Franco Modigliani,1971, Monetary Policy and Consumption, in Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages, Boston: Federal Reserve Bank of Boston
- Ludvigson, S. and C. Steindel, 1999, How Important Is the stock market Effect on Consumption? Economic Policy Review, Vol.5, No.2, July.

(责任编辑 曙光)

作者简介:万君康(1934~),武汉理工大学管理学院教授,博士生导师,研究方向为技术经济及管理;涂家云(1978~),武汉理工大学管理学院硕士研究生,研究方向为风险投资。

收稿日期:2002-10-18