

第一篇

资本市场制度研究

双重体制 中国股票市场的基本特点

王国刚

中国股票市场是经济体制改革的产物。按理说，作为建立市场经济的一项重要工程，本不应再有计划经济机制的问题，但事实上，十多年来中国股市的成长始终未能摆脱计划经济的制约和影响，在一些方面、一些时候，计划经济机制甚至占据主导地位。因此，与发达国家的股市相比较，计划经济机制的严重存在是中国股市的独有现象。这从根本上决定了中国股市的基本特征是双重体制并存，而诸如运用政策调控股市、国有股不可流通、恶庄操纵股价、上市公司财务作假等等均是这一基本特点的具体表现，所以，对中国股市各种具体现象的理解或分析都应以双重体制并存为基点。

一、股市规范化与政府行为的规范化

中国股市作为一个新兴的股市，规范化建设是其发展的一项重要内容。从经济学角度说，“发展”既包括数量的增加和规模的扩大，也包括制度的完善、结构的调整和质量提高。因此，讲到“发展”就不能不包含“规范化”。但是，在中国股市中，何谓“规范化”却是一个难以界定

就此而言，一些人将国有股不可流通、上市公司“圈钱”和财务作假、恶庄操纵股价等列为中国资本市场的基本特点是不确切的。

的范畴。基本原因是 在双重体制并存的条件下，“规范化”有着两个内涵截然不同的标准——计划经济标准和市场经济标准。由于计划经济的规范已为人们熟悉并形成行为习惯，而市场经济的规范尚在探索和建立中 并常常遇到各种各样的阻力 所以在强调“规范化”过程中很容易发生运用计划经济标准来规范资本市场的现象，而这一行为的后果难免使股市运行更加远离市场经济的标准。由此，从市场经济要求来看就更加不规范。

多年来 在强调“规范化”的过程中较多发生的情形是 有关政府部门和证券监管部门以各种方式要求上市公司、证券经营机构、股市投资者等的行为符合现行的法律法规、政策要求和政府部门的意图，很少涉及政府部门和监管部门自身的行为规范化问题。由此，形成了这样一种格局：似乎股市规范化是一个上层行政机关对下层运作主体的要求，而上层行政机关的行为没有“规范化”问题。这种格局的存在是符合计划经济规则的。其内在机理是，在计划经济中，上级政府部门的决策和行为永远是自觉的、正确的，不存在失误或错误可言，即便实践中发生了问题，也是下级运作机构未能有效理解或贯彻上级意图的结果，所以上级行为没有“不合规范”之说。但是 如果从市场经济规则来看，则情形正好相反。受信息、权益、能力等各方面因素制约，市场的各类参与者（包括政府行政部门）行为都可能发生这样或那样的不符合市场规则之处 从而 表现为“不合规范”。事实上 中国股市中的种种不规范现象的发生，虽然由各种复杂因素所引致，但就主要方面而言，与上层行政机关的行为直接或间接相关，其中一些重要现象直接就是上层行政机关的行为后果，因此，要实现中国股市的规范化运行，首先需要解决的应是上层行政机关行为如何按照市场规则来完善（即行为的规范化）的问题。

不必赘述往事 仅以 2001 年出台的几项重大政策为例，就足以表现出上层行政机关的有关行为是否“规范”。

（一）B 股对内开放

2001 年 2 月 19 日 证券主管部门出台了 B 股对境内居民个人开放的政策 从而迈开了 B 股市场由离岸市场向在岸市场转变的第一步。B 股市场长期与 A 股市场相分立 无论监管制度、运作规则、信

息披露还是市场格局、交投状况、股价走势都有着明显的差别，而在一国范围内形成 A 股和 B 股这样两个不同的股市，实属不正常之事，因此，B 股对境内开放以及 B 股与 A 股合并是早晚的事。从这个意义上说，B 股对境内居民开放是一个市场化政策。问题在于，这一政策出台过于突然，以至于不仅证券经营机构、商业银行、证券交易所、市场投资者等毫无准备，而且中央银行、外汇管理部门也措手不及，甚至证券监管部门对可能发生的相关事件也缺乏充分预计，因此，在一段时间内，各方面仓促上阵、穷于应付。由此提出了一个问题：在各方面关系尚未有效协调、相关条件尚未准备妥当的情况下突然出台 B 股开放政策，符合市场规则吗？是证券监管部门的一种规范化行为吗？

一些人强调说，B 股开放政策的突然出台是为了保密，以防止一些人事先得到信息而造成市场的不公平。这一认识似是而非。实际上，即便对 B 股开放问题进行公开讨论并进行充分准备，既不能直接确定这一政策出台的具体时点，也不会根本改变 B 股开放后的总走势，但它有利于协调各个政府部门的行为，为证券经营机构、商业银行、证券交易所、各类投资者进行各方面准备留有充分的时间。

（二）取消股票发行审批制

2001 年 4 月 1 日起，中国证监会取消了股票发行的审批制，与此同时也取消了已实行 9 年之久的股票发行“指标制”，从而迈开了股票发行制度向市场规则靠近的重要一步。但取代“审批制”的并非“登记制”，而是“核准制”。就具体细节而言，“核准制”与“审批制”有着诸多不同，但就实质关系而言，二者同出一辙，即不过是“审核批准”前两个字组合与后两个字组合的差别。从具体运作程序来看，申请发股的公司同样需要将申报材料上报中国证监会，并经过一审、二审和终审，在这个过程中，虽然否决权交给了发审会，中国证监会不再直接作出否决意见，但上送发审会的材料采用红签、黄签和绿签“标注”，则向发审委员表示了中国证监会发行部在一审二审后的倾向性意见。

与“核准制”相对应，股票发行的“指标制”为“通道制”所取代，即用给各家综合类证券公司下达发行家数指标的方法来取代原先给各地方政府下达发行家数指标的方法。“通道制”克服了“指标制”条件下发行

指标在行政渠道中运行、发股公司通过行政过程推荐所引致的各种弊端 但同时又引致了多方面问题的发生 :

1. 攻关格局的变化。在“指标制”条件下 由于发股指标在地方政府手中 所以 攻关格局表现为发股公司、券商等“攻”政府部门的“关”和券商等中介机构“攻”指标公司(即以获得发行指标的公司)的“关”。但在“通道制”条件下 由于发股指标在券商手中 所以 攻关格局表现为发股公司(甚至包括地方政府)“攻”券商的“关”。

2. 中国证监会支配证券公司的力度进一步强化。在“通道制”下,一家券商拥有多少个“通道”指标直接由中国证监会决定 同时“通道”指标使用的快慢在很大程度上也受制于中国证监会对申请发股公司的材料审核速度,因此,中国证监会对券商有了更强的支配力。

3. 券商在发行市场中的竞争进一步减弱。在“通道制”下 券商拥有发股指标 众多拟发股公司围绕券商“争通道”而券商也不可能通过竞争来获得更多的“通道”指标 由此 各家券商之间的竞争也就难以展开。

显然,“核准制”和“通道制”依然有着比较浓厚的计划机制色彩。一些人认为 现在不能实行“登记制”的原因有三 即券商素质不够高、拟发股公司质量不高、投资者尚未成熟。但值得注意的是 要在“核准制”和“通道制”中解决 these 问题是极为困难的。内在机理是 用非市场的方法不可能培育出市场经济,市场规则只能在市场经济中形成。因此 如果说非得通过“洗牌”才能形成符合股市规则的发行市场 那么,直面“登记制”就是不可避免的选择 这有利于减少历史成本。

(三) 国有股减持

2001 年 6 月,政府决策部门推出了国有股减持政策,后因股市难以承受及其他方面原因而暂停实施。减持国有股,对实现国企上市公司运行机制转换、改变由三分之二不可流通股引致的股市走势不规范状况、促进监管体系的完善等都有重要意义 因此 可以说“减持国有股”是一个推进股市建设的市场化政策。但由于政府部门既是国有股的股东又是国家的行政机关 由此 国有股减持从哪个角度出发就成为一个

参见王国刚:“竞争性遴选 完善股票发行核准制的重要机制”,《银行家》,2002 年第 3 期

值得重视的问题。由于十多年来从国企清产核资、资产评估到发股指标分配的一系列环节中，政府部门运用行政机制强制性地将政策向国企倾斜，使国有股的净资产数量巨额增加；由于国企上市公司发股募集的资金在使用中大量浪费，未能实现预期业绩，给投资者带来严重损失。所以，如果从股东立场出发，就首先需要确认由前期非市场行为所引致的国有股资产增加这一事实，然后按照股权平等的原则研讨国有股减持原则，最后再研讨国有股减持的操作方案。但在国有股减持政策出台过程中，这些问题并没有得到充分认真的研讨，也未充分重视维护其他股东的平等权益，这一政策出台与其说是从股东角度出发不如说是从行政机关角度出发。由此，股市投资者通过“用脚投票”所表达的意见，与其说是对减持国有股“投”了不赞成票，不如说是对运用行政机制来强硬贯彻政府部门意图的行为“投”了反对票。显然，国有股从最初的不准流通到减持政策出台都印透着计划机制的内在要求，而从市场规则来看，则始终是一种不规范现象。

中国有一句老话“上梁不正下梁歪”，因此，要解决中国股市的不规范问题，首先需要从上层行政机关做起。

二、股市“晴雨表”与“政策市”

在发达国家中，股市有着经济走势“晴雨表”之称。一些西方学者经统计分析认为，股市行情的变动大致早于经济走势变动 6—8 个月。其理论解释是，股市投资者总是根据预期收益来选择投资的，如果大多数投资者都认为未来一段时间内经济走势将上升，通过投资购股，就将使股市走势上扬，反之亦反。在中国股市中，虽然一些股评人士也屡屡用这种“晴雨表”来讨论股市走势，但其情形正好相反，即不是用股市走势来预期经济走势，而是用经济走势来说明股市走势。1999 年笔者经研究得出的结论是，中国股市走势与经济走势基本不相关^①。这种情形所以发生，基本原因在于，十多年来政府部门总是不时地运用政策来影响股市走势，以使股市在其认可的范畴内运行，因此，中国股市有着“政策市”一说。

王国刚：“中国股市与经济走势的异动分析”，《经济参考报》，1999 年 8 月 14 日。

所谓“政策市”是指政府部门运用政策机制直接影响股市走势所形成的股市运行格局。众所周知，政策是影响股市走势的一个重要因素，因此政府部门运用政策机制来影响股市运行本来无可厚非。值得注意的是，人们所讲的“政策”通常不是直接针对股市的，而是针对宏观经济或其他方面的，这些政策对股市走势的影响大多是间接的，但在中国股市中，政府部门运用的相当多政策是直接针对股市的，因此二者不可相混。另一方面，在发达国家中即便有时也实施直接干预股市走势的政策，但这种政策的选择是针对特殊事件的，所以是极为有限的，而在中国股市中，政府部门运用政策机制干预股市运行是经常的、连续不断的，表现为一种常态现象，所以二者大相径庭。

股市调控论是支持“政策市”的主要理论依据，但这一认识似是而非。毫无疑问，经济运行需要宏观调控，其中流通中的货币量需要由货币政策进行调控，但有人依此而进行演绎，一方面通过将货币归入金融范畴，将货币政策改为金融政策；另一方面强调股市属于金融范畴，自然就属于金融政策调控的对象，由此得出政府部门应当运用金融政策调控股市的结论。然而，这一简单推理“失之毫厘，谬以千里”。在市场经济中，货币调控是指中央银行运用货币政策调控流通中的货币量以实现预期目标（如币值稳定等）的过程。其中，货币政策目标既包括中间目标、最终目标，也有着明确的可计量的指标。同时，货币政策的落实有着一整套传导机制和调控工具（例如利率、准备金率、公开市场业务等），这样一个系统是极难简单套用到股市的。例如，要形成调控股市的政策，首先必须明确其调控目标（包括可计量的指标体系），那么，这一调控目标是什么，恐怕无人可做出回答。其次，调控股市的政策通过哪些机制予以传导，运用哪些工具（包括微调工具）来校正或调整股市走势与政策目标的不一致性？恐怕也无人能够确定。鉴此，迄今世界其他国家或地区均没有提出有关股市调控的理论，也无这方面的实践。

股市运作存在着较大的风险，这些风险通常由投资者自己承担。投资者根据股市动态，在合理预期的基础上进行自主投资。一旦政府部门运用政策机制随意“调控”股市，就不仅可能导致股市走势偏离应有的“轨迹”，而且可能引致不公平现象发生，给投资者带来损失。因此，

投资者自然要求政府部门承担后果，难免使政府部门处于尴尬境地；同时，政府部门不断出台政策来调控股市，必然干扰股市的正常运行，助长各种非规范市场行为的蔓延，给股市运行带来更大的风险。事实上，股市不可调控，只能监管。

十多年来，政府部门运用政策来调控股市运行，方法多样：

1. 以政府部门文件或决定正式出台的政策，如 1994 年 7 月 29 日的救市政策，1997 年 5 月以后提高印花税、禁令三类企业入市和对一批金融机构的处罚等等。

2. 以非正式途径传达政府部门政策意向的方式，如 1996 年 12 月 16 日的《人民日报》评论员文章，1999 年“5·19”行情后的中国证监会负责人发言及《人民日报》社论等等。

3. 通过非公开渠道“组织”一些机构投资者贯彻政策意图，如通过开会组织有关机构投资者做市、向有关机构投资者打招呼来透露政策要求等等。

无论运用政策来调控股市的初衷如何，这一行为至少引致了四个方面问题的发生：

1. 股市运行的扭曲。由于任一政策对股市运行的影响力度都是有限的（甚至是短暂的），为了能够使股市运行格局符合政府部门意向，就只能不断地出台政策来不断地调控股市，由此，自然使股市运行长期处于扭曲态势中。

2. 股市中各种不规范现象更加严重。以庄家为例，在 1996 年以前，庄家操纵股价的现象是比较少见的，此后，这一现象愈演愈烈的一个重要原因就在于从 1996 年 4 月起沪深两地政府部门竞相组织机构投资者入市抬价，不仅启动了长达 1 年之久的大牛市，而且给机构投资者转变为庄家提供了政府部门的“保护伞”；1999 年“5·19”行情实际上是在有关部门组织一些机构投资者做市的条件下拉动的，这再次给机构投资者“坐庄”留下了口实。显然，中国股市中的“庄家”现象与政策调控股市不无关系。

3. 给投资者以错误导向。1994 年 7 月 29 日，鉴于上证指数下落到 333 点，中国证监会出台救市政策。这一举措给股市投资者一个错误导向——政府部门不会对股市下落袖手旁观。此后，每当股指下落

到一定程度 股市投资者就疾声呼吁出台利好政策。殊不知 股市不可能永远上扬 救市政策出台直接结果是 在使一部分投资者解套的同时 将另一部分投资者套入更高价位。

4. “政策市”变为“消息市”。由于政策出台通常有一段内部研究的时间，由此，打探内部信息就成为一些机构投资者投资获利的首选路径。为了能够获取政府部门的内部信息 这些机构投资者用尽方法 从而又引致了其他一系列问题的发生。对中小投资者来说，要直接获得政府部门的内部信息通常比较困难 只能通过股市传闻来揣摩 这使股市谣言有了市场。特别具有戏剧性的现象是，政府部门对股市传闻也风声鹤唳。2002年5月，股市传闻有关政府部门重新研究国有股减持问题 为此 财政部官员立即做出反应 声称绝无重新研究国有股减持一事^① 股市传闻说股指期货不久可能推出 为此 中国证监会官员随即强调 股指期货的推出尚待《证券法》的修改 不是近期之事^②。

政府部门运用政策机制不断调控股市，这突出反映了中国股市运行长期处于计划机制影响 甚至支配 之下 也说明了不论中国股市发展到多大规模，始终不是一个真正符合市场规则的股市。

三、上市公司“诚信”与退市重组

进入 2001 年以后，中国股市有两个话题为人们所熟知：一是强调上市公司应重视诚信，二是三年持续亏损的上市公司退市。这两个话题似乎没有多少关联，但实际上有着深刻的内在关系。

“诚信”的全称应是“诚实、信用”从市场关系来说 最终落脚于“信用”。现代经济是信用经济 离开了信用便没有贸易、投资及其他经济活动 因此 信用至关重要。所谓信用 对授信方来说 是指在相互信任的基础上有条件地将财产 或其他资源 让渡给对方使用的行为 对受信方来说，则是指在遵守合约条件的前提下如期将财产（或其他资源）归还给对方的行为。从目前中国发生的种种现象来看，不守信用的主

^① 参见“项怀诚否认制定减持新计划”，《中国证券报》，2002年5月27日。

^② 参见“中国证监会表示 股指期货目前不具备推出条件”，《中国证券报》，2002年5月30日。

要不是授信方而是受信方，因此，强调信用主要是强调受信方应遵守信用合约。对上市公司而言，就是要遵守发股募资时对投资者的各项承诺，保障投资者的合法权益。

然而，仅仅强调要“诚信”、“守信”是不够的。从历史的角度说，维护经济活动中的信用关系主要有五个机制：道德、暴力、行政、法律和财产。其大致情形是：最初的信用关系靠道德机制维护。例如，甲、乙两人是好朋友，乙向甲借 1 万元并答应 30 日后归还，甲相信乙在 30 日后能够归还，就将 1 万元借给乙；30 日后，乙果然将 1 万元归还给了甲。在这个过程中，甲、乙双方的信用关系由道德机制维护，甚至可以没有任何文字合约。然而，如果 30 日后乙因没钱无法归还借款而甲多次索要又不能取回这 1 万元时，在历史上就发生了甲借助暴力行为，强制从乙方收取借款的事件，如殴打乙方及其家人、强取乙方家庭财物、强迫乙方家人以工抵债等等。在这个过程中，甲方试图通过暴力机制来维护信用关系。但是，暴力机制容易引起社会不稳，同时，引致人员伤亡而未能有效维护信用关系的事件也屡见不鲜。鉴此，政府部门从维护社会稳定和债权人权益出发，运用行政机制来解决，在中国历史上典型的现象就是由当地衙门（如知县、知府等）进行裁决。在 1980 年代以来的典型现象就是由当地政府官员出面协调，在这类场合，信用关系主要靠行政机制维护，如果债务人不遵守政府部门的裁决，政府部门可动用行政机制予以制裁或惩处。但是，行政机制有三个缺陷：一是缺乏统一的规则；二是在作出裁决时容易受到主办官员个人知识水平、好恶取向和处事能力等因素的限制，三是在相当一些场合容易发生贪赃枉法、贪污腐败。因此，为了避免这些问题发生，法律机制应运而生。运用法律机制的典型现象是，甲方通过向法院提出诉讼，通过法庭裁决，强制乙方还款。然而，多年来在中国发生的情形是，甲方在法庭胜诉以后，却长期无法获得回款，为此，一些地方为了打击逃债行为和提高法治的严肃性，动用法院、公安等部门“抓捕”债务人，甚至跨省区“抓捕”，强制债务人还款。这一措施虽然有一定收效，但不良后果也相当严重，更何况，如果普遍实施，恐怕大多数企业的法人代表都将在“牢”中就坐，全国的经济社会秩序将受到严重影响。那么，究竟应当如何有效保障债权人的权益，从而有效维护信用关系？

经济学上有一句名言 财产只能用财产来偿还。几百年来 西方国家在推进市场经济发展中用以维护信用关系的基本机制就是财产机制 其典型表现是 当债务人不能清偿到期债务且经法庭调解无效就实行破产处理。由于在大多数情形下，债务人的资产总是大于最近需要清偿的债务 而实行破产处理 对债务人来说损失太大 因此 在破产机制的强制之下，债务人从借款伊始就需要认真考虑如何防范到期无力偿还债务的财务危机 由此 提高了债务人履约的程度 另一方面 由于破产是债务人最终清偿债务的方式，而在破产中资产通过拍卖通常低于其账面价值 因此 债权人在向债务人发放借款时 就必须充分考虑到到期通过破产处理能否收回本金 这样 债权人的信用行为以债务人的财产为基础，也就谨慎得多。中国所以发生债务人大量拖欠债务而债权人、法院、政府部门均感到无能为力 基本原因就在于 未能有效地对这些债务人实施破产处理。因此 要真正落实“诚信” 仅仅强调道德机制是远远不够的，最重要的还在于确立财产机制。

与市场经济相比 计划经济不重视经济活动中的信用关系 更不主张运用财产机制（破产机制）来处理经济活动中的违约行为 以免由此引发其他社会问题。因此 在计划机制依然在发挥作用的场合 维护信用关系就成为一件极为困难的事。

PT 公司退市，是规范中国股市运行的重要举措。无论这些上市公司的亏损是由哪些原因引致的，一个基本问题都是，它们未能履行在 IPO 及以后各次发股募资中对投资者做出的业绩承诺 因此 都表现为不守信用。但令人不解的是，一些退市公司在经过资产重组后只要有了盈利业绩就可重新挂牌上市 而在此以前的不守信记录“一笔勾销”。一些人认为，这是为了维护这些退市公司的投资者权益所做出的选择，同时也有利于维护社会稳定。但是，这种理解也许过于简单。如若这些经重组就可重新上市的公司不改“旧习”（因为迄今没有任何证据可以证明这些公司已痛改前非的表现）其结果将可能是使更多的投资者在新的违约中蒙受“上当”及损失 而这些再次进入 PT 的公司也早晚再次退市。另一方面，如若退市公司可以通过不断重组不断重新上市，那么 退市就是一个给这些公司一个重组的机会 缺乏实际意义 也缺乏对投资者的警世意义。从维护社会稳定来看，虽然退市公司重组上

市暂时安息了由公司退市而引致的一部分投资者不满情绪，但如若这些公司可以屡屡通过重组而重新上市，公司在遵守承诺方面没有实质性改善，那么，实际上不过是将由公司退市引发的各种矛盾暂时推迟，并使这些矛盾处于累积状态 而一旦较多 PT 公司一次性集中退市，就将形成对社会生活秩序稳定的严重冲击。

要真正实现上市公司“诚信”、“守信”就必须对退市公司的重组上市严加控制 对那些的确已无法再清偿债务的退市公司 不应再留给操作重组的时间和空间，而应坚决实行破产处理，以警世上市公司和投资者。

(作者工作单位 中国社科院金融研究中心)

我国股票市场与经济增长之间关系的研究

罗 真 张宗成

引 言

经过十余年发展,我国证券市场的制度框架已初步形成,其基本功能逐渐显现。境内上市公司从 1991 年的 14 家增加到 2002 年(截至 2 月底)的 1 167 家,沪深股市市价总值达 40 283 亿元。股票市场的规模和流动性指标与发展中国家以及发达国家相比,已达到较高水平。我国 1993—1999 年间 A 股平均交易率(股票成交金额与 GDP 的比率)为 0.275,1976—1993 年间美国股市的平均交易率为 0.29,英国为 0.253,泰国为 0.144,韩国为 0.183。显然,我国股票市场的发展与国民经济之间的关系越来越紧密了。

1990 年代中期尤其是自 1997 年亚洲金融危机爆发以来,中国经济受到较大冲击,有效需求明显减弱。虽然从 1998 年开始,国家就采取强有力的积极财政、货币政策扩大内需,但物价水平仍不断趋于下降,实体经济的增长速度依然十分低迷,经济增长回升的基础并不牢固。与实体经济的这种衰退和脆弱相比较,金融领域主要是证券市场却显得异常活跃。从 1996 年到 2000 年,上证指数由 550 点涨到 2 000 点左右,上涨 2 倍多,市值和成交量也增长迅猛,实体经济与虚拟经济明显显得冷热不均(国家计委宏观经济研究院课题组,2001)。本文试图从

包括商品市场和货币市场的一般均衡方法来分析我国股市与经济增长之间的关系，从而对上述与主流经济学理论不一致的现象进行解释。

二、国内、外相关研究综述

1990年代中期以来，美国股市飙升所产生的财富效应在短期内极大地拉动了其国内需求，推动了经济的增长，使得股市与经济增长的关系备受关注。新增长理论和许多国家的实证经验得出的结论表明，股市对经济增长具有促进作用，股价具有很强的预测产出增长的能力 (Levine and Zervos, 1998); Gavin (1989) 研究了股票市场对宏观经济政策的传导作用，认为股市通过财富效应和托宾的投资 q 理论两种渠道影响总需求从而影响经济增长；而 Harris (1997) 根据实证分析得出股票市场与经济增长之间仅有较弱的正相关关系，并进一步指出，在欠发达国家，股市发展对经济增长的效应是非常弱的；Andrei Sheifer and Robert (1986)、Amar Bhide (1993) 等人强调股市流动性的提高促进了交易成本降低和风险分散，但也增加了二级市场活动水平，从而将投资者的新增资本吸引到既有资产的购买，而不是促进新资本的形成，同时流动性的提高减小了股东对公司经营者监督的积极性，这反过来也阻碍了资源的有效配置 降低了生产率 从而不利于经济增长率的提高。

谈儒真 (2000) 利用季度数据对我国股票市场发展与经济增长间关系进行的研究显示，我国股票市场发展状况对经济增长的作用是极其有限的，同时发现股票市场中一些指标的系数显著为负值，说明我国股票市场对经济增长不仅不具有促进作用，而且还有部分反作用。徐涛 (2001) 运用经验分析方法分析股票指数与我国物价水平的关系发现，我国股市指数的变动对物价水平的影响不大，股市的财富效应并不显著。王德劲，王宏伟，陈训波 (2001) 研究发现货币供应量、汇率与股市存在负相关关系，长期利率与股市负相关，而短期利率与股市正相关。

上述研究的一个基本共同点是：在研究方法上几乎都未重视货币市场对股票市场与经济增长之间关系的影响，因而，在分析方法上存在一定的局限性。

三、股市与经济增长关系的理论分析

随着我国股市的日益发展壮大，股票市场对经济增长的影响是多方面的，其直接影响主要体现在证券业创造的增加值对经济增长的贡献上，而间接影响主要表现在加快经济结构调整、推动国企改革、优化资源配置、降低信贷风险等方面。谈到股票市场与实际总量经济从而对经济增长的作用，从宏观经济理论出发，往往得出股票价格上涨将刺激需求推动经济增长的结论。

就商品市场而言，股票市值扩大、股价上涨，将使居民名义财富拥有量增加，导致人们消费需求上升，从而产生所谓的财富效应。另一方面，股票市值和股价上涨，企业资产市场价值和重置成本的比率（即 q 比率）升高，企业就会扩大实际投资，从而刺激经济中的投资支出。消费需求和投资支出上涨，将驱动总量经济增长加速，供给扩张，直至达到新的均衡。

由于证券资产也是一种具有资金需求的行业，因此股票市场的发展也具有货币需求。从货币市场角度来看，股票市场市值膨胀和交易量扩张，将通过财富效应、交易效应等途径增加对货币的需求。这时如果货币当局相应增加货币供给，那么股市带来的货币需求上升基本上不会对实体经济产生影响，股市与实体经济的良性互动均衡得以继续下去。否则，股市持续扩张所产生的货币需求将从实体经济中“挤出”部分货币，从而导致实体经济的流动性降低，经济增长放慢，投资者信心不足，迟早使得股市的扩张得到遏制，从而强制性地达到新一轮均衡。

Choudhry(1996)运用协整方法对美国 and 加拿大进行的分析表明，股票价格在实际 M_1 和实际 M_2 的需求函数中具有显著的影响作用。Field(1984)通过多元回归分析发现，由于货币当局对当时美国股市交易量急剧扩大而产生的较大货币需求，不仅未及时投放货币，相反却认为股市过度投机而紧缩货币，使得实体经济领域的货币流动性大幅减小，导致工业生产从 1928 年开始出现下滑，最终引起投资者信心下降，从而引发 1929 年 10 月股市暴跌，股市暴跌与当时的银行体系倒闭浪潮结合在一起，形成一种全局性恶性循环，进而演变为经济大萧条。

股票市场构成了货币政策的传导渠道，具体的传导方式有两种：

(1) 通过改变货币市场和证券市场上各种金融工具的相对价格水平来影响资金供求的结果。

(2) 作为一种政策信号改变投资者对经济的未来预期而反映在股票的即期价格中。

货币政策不仅对货币市场和金融中介产生直接影响，而且通过改变资本市场参与者预期、影响企业和居民投资、消费行为对资本市场、企业、居民产生间接影响。由于这种影响是互动和可逆的，所以资产价格是一种重要的宏观经济指标，它对于宏观经济具有预测性，因而进行货币政策决策需要关注资产价格变化（钱小安，2001）。谢平（2000）则认为影响货币传导机制的重要因素是四家国有商业银行的垄断格局及其无利润约束行为，由于它们的行为与中央银行货币政策方向的不一致，阻塞了货币政策的信贷渠道，货币政策过多地顾及证券市场不仅丧失了货币政策的独立性，而且会影响正常市场秩序的建立，央行绝不能以股票价格指数作为决策的参照指标，货币政策对股票市场的作用应该是中性的。

市场经济环境中，社会经济都不可避免地呈现周期性运动，原因在于市场经济的发展始终遵循其内在的价值规律，每个企业、各个部门都在市场价格波动这只“看不见的手”的引导下，历经萌芽期、成长期、成熟期，尔后必然由于该市场趋于饱和而进入衰退期。在此影响下，股市的运动也呈现出一定的规律性。从历史经验看来，股市循环周期一般比宏观经济循环快半拍，即各行业有望兴旺，股市更是抢先一步，先行复苏。整体经济出现滑坡的迹象后，股市必然先行拉出多个跌停板，这就是股价波动与经济周期相互关联的一个总体轮廓。

四、股市与经济成长的实证分析

（一）分析的基本方法

作为一个系统，经济变量之间互动性很强，某一个经济变量不仅会直接或间接地影响其他经济变量，同时也会不可避免地受到其他经济变量的影响。在分析股票市场对宏观经济的影响时，要综合考虑所有