

# 股市“晴雨表”功能显现 与宏观经济互动性增强

□主持人:邹民生 乐嘉春

## ■人物志



袁秀明:中国社会科学院经济研究所经济学博士,澳大利亚南澳大利亚大学商学院市场中心博士后

## 我国宏观经济运行与股票市场周期变化的关系



(资料来源:转引自许小年 2006)

## 股市与宏观经济运行已具备一定的对比研究条件

主持人:上证综指上2000点,有人叫好,有人郁闷。因为二八现象特别明显,不少投资人赚了指数、不赚钱,自然乐不起来。对现在的2000点,业内有不同解读。我们今天不谈市场,而是来议一议中国股市与宏观经济的互动关系,这是最基本的关系。理解这一点,就有可能把握大势,不至于迷失在短期的涨跌中。

袁秀明:把我们本次对话,定位在讨论中国股市与宏观经济的互动关系,很有意思。因为现在的中国股市,与几年前相比,特别是与刚刚开办时那些年相比,无论从规模、市场、制度、参与者,以及社会环境等方面都有了非常大的变化,已初步具备可以将股市与宏观经济运行进行对比研究的条件了。

先不讲机构投资者急速增加,也不说具有举足轻重意义的大蓝筹公司的鱼贯加盟,更不谈充沛资金的滚滚涌入,这些都是判断股市与宏观经济关系的重要指标。这里,我们只举公司业绩方面的例子,据最近中国上市公司发布的业绩报告显示,上市公司的经营状况有很大改善,截至今年10月25日,已公告的638家公司前三季度净利润总额达到450.8亿元,增长率超过22%。与此相对应的是,中国经济前三季度的增长率达到了10.7%。还有一个值得一提的数据是,目前中国沪深股市总市值已超过6.5万亿元,占GDP近三成。由此观察,中国股市的经济晴雨表作用已初步显现。

如果这样讲还是一种直观的表述,那么经济理论研究报告告诉我们,股票市场与宏观经济之间存在一种长期稳定、协调一致的动态关系。经济周期决定着股市的周期波动,股票市场的变化可以反映经济周期的变动。而股市作为一个相对独立的市

场,受众多因素影响,也有其自身的运动规律。因此,股市的周期性变化与经济周期也常表现出不完全同步性。对于投资界来说,观察这两个周期的互动与对应关系,是进行战略决策的重要功课。

有证据显示,股票市场波动是经济周期一个重要的指示器,股票价格常常领先于经济运行。研究美国1956年至1983年股票价格与经济走势的关系发现,股票价格通常在经济衰退前2到4个季度开始下跌,从经济扩张中期到衰退来临时,股价大多数是上涨的。因此,在市场化程度很高的美国等国家,股市大致可以作为经济增长的“晴雨表”。如今,随着我国证券市场改革的推进,我国股市也开始逐步具备这种功能。

## 中国股市走势与宏观经济运行态势之间有什么关系

主持人:你提了一个很有意思的看法,就是中国股市也开始逐步具备“晴雨表”的功能了。那么,对已经走过来的这段路,该怎么看呢?

袁秀明:长期以来,我国股市没有表现出与宏观经济的紧密联系。经济的高成长没有反映到股市上,关于股票市场与宏观经济变量之间的关系,国内一些学者作了比较好的研究。这里,我们有必要对以往股市与宏观经济关系的轨迹做适度反思。

自上世纪90年代初我国股市建立以来,伴随着经济从计划经济体制向社会主义市场经济体制转轨,我国证券市场的建立与发展也有着其特殊性。这表现为,在我国特殊国情下诞生,成长的股票市场存在着市场化程度不高等一系列问题。随着经济的发展,股票市场中产权不明确、国有股与法人股以及流通问题等重大制度性障碍难以得到很快突破,严重抑制了股票市场的发展,使股市惯常的宏观经济“晴雨表”功能不能得到充分体现。

将GDP增长波动曲线和上证综指运行图叠加,可以发现我国宏观经济运行与股票市场周期变化的关系(见图)。我国经济呈周期性变化,多数情况下是在政府宏观调控政策下总供给与总需求平衡的结果。而我国股票市场在发展过程中亦有其自身的轨迹,其间并没有完全反映宏观经济变化的状况,有时甚至与宏观经济运行相背离。

1991年至2001年,是我国新兴股票市场诞生后的第一轮经济周期,其间实际GDP平均增长10.4%,1991年经济增长率上升到9.2%,进入了新一轮经济周期的上升阶段。1992年初,在投资冲动下,经济增长很快冲出10%,达到14.2%的高峰,经济出现过热。1993年上半年,过热态势继续延续。同年6月,开始了以整顿金融秩序为重点、治理通货膨胀为首要任务的宏观调控。1993年,经济增长率开始回落,每年回落1个百分点,到1996年,经济增长率回落至9.6%,经济成功实现“软着陆”。股市方面,1991年至1996年间,我国股市表现良好的发展态势,股市周期波动和经济运行总体上保持了一致性,即股市的牛市阶段对应经济扩张期,熊市阶段对应经济收缩期。

1997年,我国经济刚刚实现“软着陆”,却逢亚洲金融危机,出口受阻,国内有效需求不足,以致1997、1998和1999这三年经济持续下滑,经济增长率分别在8.8%、7.8%和7.1%。对于宏观经济出现的这种调整状况,股市的表现却令人费解。1996年以后,中国股市的运行与宏观经济走势出现了明显的背离,股市走势背离了宏观经济基本面,出现较大幅度的上涨。

再从另一个层面看,1995年至1997年,我国需求结构的变化引发了股市上涨行情,当时整个社会家电需求大幅增加,各种家用电器全面进入家庭,经济结构变化导致股票市场上

家电类股票成为龙头,在当时市场功能不很健全的情况下,股市仍然对推动一些大型家电企业如海尔、长虹等迅速成为国际性大企业发挥了巨大作用。而1999年至2001年,计算机等信息技术快速发展、互联网革命,使股票市场迅速将资源配置到信息技术、计算机制造和网络服务类企业,推动这类企业快速增长,引发了持续三年的牛市行情,并创造了中国股票指数的新高。

2000年,在宏观调控之下,经济从1999年增长率7.1%的低谷回升到8%水平。2001年受美国经济调整的影响,我国经济增长率降到7.3%。之后实体经济仍然保持稳定快速增长态势,经济增长率在8%左右,甚至达到更高水平。但是,在股市方面,受美国股市泡沫崩溃影响,以及基金黑幕等事件频频曝光,严重打击了投资者的信心,沪深股指开始双双大幅下跌,且逐年下降,与宏观经济走向再次背离。

2002年我国经济增长率回升到8.3%,2003年至2005年,经济增长率平均达到9.5%,宏观经济持续向好,一直保持在高位运行。在此期间,由于投资需求过旺,国家采取了一系列调控措施,在政策调控下,经济趋于持续与稳定,经济周期呈现波长大、波幅小的特点。然而,2003年10月,就在宏观面不断向好,基金法出台、上市公司业绩不断增长的情况下,二级市场的重心却逐步下移,个股暴跌不断,显示出与宏观经济走势严重背离的状态。

2004年我国经济增长率高达9.5%,进出口总额增长35.7%,贸易顺差320亿美元;外汇储备大幅增加,但上证综合指数却下跌了15.15%,沪、深两市的流通市值缩水高达近1500亿元。2005年伊始,在宏观经济继续走好的形势下,股市却继续暴跌不断。1月31日,“黑色星期一”,上证指数大跌,跌幅超过5%以上的个股近400家。股市连续大幅下挫重创了投资者的信心,其间虽有印花税下调等政策利好导致市场短暂回调,但是,股市整体走势乏力。2005年下半年之后,在体制改革的推动下,股市出现了新起色,但是总体还在低位运行。

经典的经济理论表明,股市是宏观经济的“晴雨表”,但中国证券市场的历史却没有充分展现这一点。数据表明,中国股市与宏观经济运行之间的关系较弱,很多情况下竟几乎表现为负相关关系,即经济高速增长而上证指数反而下跌,经济低增长而上证指数反而上升。中国经济过去十几年中始终处于高速增长成长,股市在波浪形运动中总体呈现上升趋势,但是股市的上涨幅度从未对经济的高增长给予充分的体现,尽管2000年时,股市曾有上佳表现,但是泡沫成分居多,最后以泡沫崩溃结束。中国股市的滞后没有真实反映出国民经济的骄人成就。

总之,中国宏观经济波动和股票市场波动出现各自不同的轨迹,而宏观经济波动比股票市场波动有更强的持续性和稳定性,股票市场没有表现为国民经济的“晴雨表”。

## 中国股市建设与走势关系

主持人:显然,中国股市的“晴雨表”功能才刚刚显现,但这个“晴雨表”准不准还是个问题。未来应该还有哪些值得特别关注的问题呢?

袁秀明:我国股市与生俱来的不规范,决定了股市在相当长时间内还会受到政策的影响。证券市场的建设对我国经济发展意义重大,因此建立一个功能完善的证券市场,是我国当前乃至今后相当长时期内市场建设的一个大问题。

要健全与完善证券市场,发挥股市的“晴雨表”功能,制度性变革是必要和根本的。股权分置改革顺利完成,必将对我国证券市场的发展产生深远影响。同时,为强化市场参与者的自律,政府不应再扮演最终风险承担人的角色,充分的市场竞争是必要的,在激烈竞争的市场上,任何违法违规活动都可能遭受重大的财务与声誉损失,公司也会因此丧失大量客户与业务,因而受到市场的惩罚。而政策出台时,兼顾对宏观经济与证券市场的双重影响也很重要。

国内市场的开放以及司法与监管改革也有助于证券市场的完善。在WTO框架下,2006年底我国证券市场全面对外开放,必将促进市场竞争,完善投资机制。独立和有效的司法与监管,使投资者相信违规行为能够得到有效控制,相信主导价格走向的一定是公司的基本面,在这种信念支配下,投资者将会集中精力研究中国的经济增长,研究增长对公司盈利的推动作用,以及盈利和股价之间的关联。这必将增强投资者对市场坚定信心。

要实现股票市场发展与经济基本面、股市波动与宏观经济运行状况相关联,更好的办法是提供更多更大的投资机会。适时推出优质新股IPO在A股上市发行,是从基本上提升市场的整体价值,从而积极引导资源的优化配置。如今,一些反映我国经济增长基本面的大型公司上市,在提供投资机会的同时,也大大提升了市场的人气,股市优化资源配置功能得到充分发挥的同时,股市“晴雨表”的功能也会渐趋显现。

随着估值水平与国际接轨,股权分置改革的完成,积极股市政策的实行,市场监管到位,金融创新力度加大,公司治理结构趋于完善,市场信息披露透明度提高,股权激励政策落实,上市公司业绩提升,大型国企整体上市和境内海外上市发行A股成为现实,沪深两股市的有效性将会大幅度提高,中国股市走势与中国经济运行态势必将趋于一致,股市的表现将会极大地反映宏观经济预期。

正如央行副行长吴晓灵今年8月回答记者提问时所言:中国股市经过2004年至今的股权分置改革,以及对股市的综合治理,股市上所谓遗留的一些大的制度风险和障碍已经有所改观。现在对中国股市的信心已经恢复。“中国股市不缺钱,缺的是信心。”“中国资本市场大有前景。”她同时提醒:“即使这样,股市也是会出现波动的,也是有风险的。”

## ■看点

●随着我国证券市场改革的推进,与几年前相比,特别是与刚刚开办那些年相比,无论从规模、市场、制度、参与者,以及社会环境等方面都有了非常大的变化,现在的我国股市已初步具备可以将股市与宏观经济运行进行对比研究的条件了,也开始逐步具备反映经济增长“晴雨表”的这种功能。

●长期以来,中国股市与宏观经济运行之间的关系较弱,很多情况下竟几乎表现为负相关关系,即经济高速增长而上证指数反而下跌,经济低增长而上证指数反而上升。中国经济过去十几年中始终处于高速增长成长,股市在波浪形运动中总体呈现上升趋势,但是股市的上涨幅度从未对经济的高增长给予充分的体现。中国股市的滞后没有真实反映出国民经济的骄人成就。

●我国股市与生俱来的不规范,决定了股市在相当长时间内还会受到政策的影响。证券市场的建设对我国经济发展意义重大,因此建立一个功能完善的证券市场,是我国当前乃至今后相当长时期内市场建设的一个大问题。要健全与完善证券市场,发挥股市的“晴雨表”功能,制度性变革是必要和根本的。国内市场的开放以及司法与监管改革也有助于证券市场的完善。要实现股票市场发展与经济基本面、股市波动与宏观经济运行状况相关联,更好的办法是提供更多更大的投资机会。

●中国股市在总体上没有反映宏观经济运行状况,甚至呈现出相反的表现,导致这种状况的深层次原因有五大方面:一是股市尚未成为融资主渠道;二是先天制度性缺陷与体制改革滞后;三是上市公司的经济代表性不足;四是股票价格受政策影响大;五是非理性行为影响股市波动。

## ■编余

前些日子,与刚从澳洲回来的袁秀明博士通电话,谈起中国股市与宏观经济波动的关系,引起她很大兴趣。因为她的研究方向,有一部分就讨论这些问题。正好这阵子股市很火,我们便在电话里聊了一通。初步感觉是,我国股市正在发生深刻变化,其中一个变化便是股市的经济影响力和代表性正在迅速增强。

这个预判如果正确的话,那将对以后参照宏观经济运行特征,来做中长期投资策略,会有实际意义。之后,我请她做了一个量化研究,结果基本上与我们的预估相近。而此时上证综指刚刚再次跃上2000点大关,大部分投资者在并没有赢利的困惑中面对这一事实。难道投资者还能像以前那样看待已经发生变化的股市了吗?不那么看,又该怎么看呢?为此,有了我们这次对话。

根据袁博士的判断,我国股市与宏观经济运行之间曾经有比较弱的相关性,但多数情况下表现为负相关关系,股市的表现没有真实反映出我国经济的成长情况。其中的原因很多,大家也能够理解。而股市这一轮上涨,可能是对滞后反应的弥补。不过,如果涨过了头,还会回下来。因为,股市既然与宏观经济的互动关系增强,那也会受到经济实际增长的制约。她的提醒有没有道理,投资者不妨走着瞧。

——亚夫

# 五大因素导致股市长期偏离宏观经济主线

□袁秀明

中国新兴股票市场是在经济转轨过程中发展起来的,由于先天制度缺陷,至今尚有不健全之处。从盈利预期与财富效应看,我国股市远不如成熟股市那样能将居民消费、企业投资和宏观经济扭在一起。因此,很长一段时间来,股指没有总体上反映宏观经济运行状况,甚至呈现出相反的表现。这种状况背后有着其深层次的原因。

一是股市尚未成为融资主渠道。股票市值与GDP的比率是观察股市与宏观经济关系的一个重要指标,成熟的股市以及发展势头较好的新兴股市,这一比率通常要超过50%。只有这个比率达到一定程度,股市才有可能发挥其作为国民经济“晴雨表”的作用。因此,从融资规模上看,前些年我国股市也就自然难以反映整个

宏观经济的走势。

从经济增长方式上看,我国大部分企业把银行贷款作为资金来源的主渠道,银行贷款占整个融资比重90%以上,股市并没有成为融资主渠道。这种状况导致股市走势与宏观经济不一致甚至负相关是有一定逻辑性的:当宏观经济向好时,资金从股市上撤出进入房地产或实业投资领域获取稳健的回报,导致股市缺乏资金上涨乏力;反之,当宏观经济表现一般时,资金又开始从房地产和实业领域回流股市,促使股票价格指数不跌反涨。

二是先天制度性缺陷与体制改革滞后。我国证券市场功能一开始就定位于主要为国企改革服务。这在当时是有其合理性的。但是,这种定位在强调股市筹资功能的同时,却忽略

了资源优化配置和价值再发现的功能,不可避免给后续发展造成诸多问题。另外,原来上市公司股权结构一度被分割成国有股、法人股和流通股,导致非流通股和流通股的利益严重分割。即使目前股权分置问题解决了这个市场仍不能确定会真实反映经济基本面。

三是上市公司的经济代表性不足。目前,在1300多家上市公司中,近90%是国有及国有控股企业,其中已上市的相当部分国有企业又不是国有企业的优秀代表。因此,上市公司结构与实体经济成员的贡献率极不对称。我国股市与其说是整体经济的“晴雨表”,还不如说是国有及国有控股企业的“晴雨表”。另外,许多上市公司质量不高,难以反映行业景气,更不可能反映宏观经济取得的优

良业绩。

四是股票价格受政策影响大。我国股市曾被称为“政策市”。政府政策在相当程度上决定了股票价格的短期走势。因此,对政策的猜测而不是对公司盈利的研究左右了投资决策,这种决策导致的交易价格当然不可能反映经济和公司的基本面,而只反映市场对政府政策的预期。

历史上六次“政策井喷”,显示政策引导对市场变化具有非常重要的影响。多变的政策成为导致中国股票市场偏离经济基本面的重要因素之一。因此,政府政策对股市影响很大,政府的干预使股市变化与现实经济关系越来越不密切,使股市波动不能很好地反映真实经济状况。若要股市成为国民经济的“晴雨表”,停止政府

对市场的过多干预很重要。

五是非理性行为影响股市波动。我国股市的投资主体分为机构和散户两部分,前者对股市影响较大。机构投资者操控股票的非理性行为,常常导致股票市场呈周期性波动。因此,我国股市的波动周期实际上与机构投资者操纵股市的行为密切相关。在特定情形下,股市可以说是投资者情绪与情绪的晴雨表。

此外,由于我国投资渠道狭小,尽管股市发展不很成熟,但是也成为人们期望投资的地方,如果资金流入过量,而新的投资机会又不是很多,股价很容易出现泡沫。一旦人们对股市失去信心,泡沫也很容易破灭,非理性行为的作用放大了股市的波动。因此,在这种机制作用下,股市很难反映宏观经济的总体形势。