

“股经背离”的存在性之争及其实证检验

伍志文¹, 周建军²

(1. 南开大学 经济研究所, 天津 300071; 2. 湘潭大学 商学院, 湖南 湘潭 411105)

摘要:文章就“股经背离”现象的存在性问题从国际和国内层面进行了考证。我们在宾斯维杰等研究基础上通过跨国比较发现,近年来,美、日、德、加、英五国股市发展与经济增长呈现一种剪刀差现象,并且越来越严重,西方“股经背离”的存在性得到了较好的实证支持。然后,我们重点对中国“股经背离”存在性进行了研究,我们发现从2001年第一季度以来,中国股票市场和宏观经济出现了全面的而非局部的背离,股票市场既不是国有经济的晴雨表,也不是非国有经济的晴雨表。总的说来,“股经背离”的客观存在是不容质疑的。

关键词:股票市场; 经济增长; “股经背离”

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2005)03-0037-11

一、西方式“股经背离”:一些经验证据

根据传统的金融发展理论和标准的资产定价理论,股票市场发展与经济增长呈现一种大致平行的关系,虽然在某种意义上“帕特里奇之谜”仍然困扰着学术界,但是股市发展对经济增长的促进作用获得了广泛的认同,股市发展与经济增长的因果关系得到了一定的实证支持。几个较早的研究都发现(Barro, 1990; Fama, 1990; Lee, 1992; Schwert, 1990)在美国股票回报率的季度和年度变动中确实有相当一部分可以由整体实物经济活动的度量值来解释。佩罗(Peiro, 1996)对其他几个工业国家的研究进一步证实了这一结论,在他的研究中使用股票价格变动代表股票回报率的变动。Domian 和 Loutan (1997)发现股票回报率对工业生产增长率的预测性是不对称的,萧条时期预测能力强,繁荣时期预测能力差。这一结论得到了 Estrella 和 Mishkin (1996)的支持。早先的研究几乎都发现 GDP, 工业生产和股票价格之间在两年以上的时间区域内存在着传统的密切关系。他们使用的样本范围包括几十

收稿日期: 2004-12-25

基金项目: 湖南省社科规划项目(04YB054)

作者简介: 伍志文(1976—), 男, 湖南浏阳人, 南开大学经济学院博士生;

周建军(1975—), 男, 湖南湘潭人, 湘潭大学商学院讲师, 南开大学经济研究所博士生。

年的时间(Chen, 1954~1986; Fama, 1953~1987; Lee, 1947~1987; Schwert, 1889~1988)。大量的实证研究发现,过去在很长的一段时期内,股市发展与经济增长是正相关的,甚至呈现出一种大致平行的关系,股票市场是宏观经济的晴雨表,股票价格收益率的变动可以预测经济生产率变化。虽然,二者在特定时期内也会出现短暂的背离,但正如莱文(1996)所指出的,“只有理解了金融体系的演变和功能,才能对经济的长期增长有充分的认识。有关金融发展与长期经济增长的上述结论有一个必然的推论:虽然金融恐慌与衰退是一个重要的学术焦点,但是金融与增长的(内在)关系超出了金融与短期的经济波动所揭示的特征。”对于股市和经济增长的关系同样如此。根据标准资产定价模型,股票价格应该引导实物经济活动度量,因为股票价格的基础就是这些活动的期望。股市发展通过多种渠道促进经济的增长,这一论断已经在几十年的学术纷争中成为一个不争的事实,对于股市发展与经济增长的平行关系,人们更是深信不疑。

宾斯维杰在法玛的基础上将数据进行拓展,对1953~1995年的数据进行了重新检验,发现1984年之后股票市场和实物经济活动的传统关系断裂了。股票市场不是实物经济活动的晴雨表。M·宾斯维杰对美国经济增长和股票市场发展背离的现象进行了深入分析,并提出了金融窖藏假说来解释这种反常现象。他用股票回报率对美国实物经济活动度量指标在1953~1995年间进行回归,似乎进一步论证了法玛(Fama, 1990)和其他人所得出的结果:股票回报的很大部分可以由实物经济活动度量指标的将来值解释。然而对20世纪80年代以来的数据的回归得出了相反的结论。无论是使用月度、季度和年度真实股票回报率,也无论实物经济活动由生产率还是GDP增长率来代表,发现股票回报率和实物经济活动之间的相关关系断裂,两者不存在相关性甚至出现负相关,这是与传统理论相悖的。

受宾斯维杰研究的启发,我们对西方“股经背离”的存在性做了进一步的研究。通过对日本1951~2002年的数据分析,发现无论是从绝对数指标还是从相对数指标来看,日本股票市场和经济增长的背离十分明显。由图3,可以发现日本进入20世纪80年代中后期股票价格一路走低,出现了“股经背离”的格局。进一步观察日本股指收益率和经济增长指标的变化情况,由图2和图4(10年移动平均值)可以清楚发现,日本股指变化率和经济增长率在日本的高速成长期出现了背离,存在一个“发散型股经背离”和“收敛型股经背离”,然后进入一个向下的平行变化轨道,在日本的高速经济成长期,经济波动和股市波动幅度都相当大,而且呈现相反的态势。这可以通过过滤后的趋势变化图1(经过HP过滤)得到清楚的反映。日本模式的股经背离对中国极具借鉴意义。

同样,我们对美国1880~2002年之间数据的分析发现,美国120多年来的经济波动和股市波动具有明显的周期性特征。从图5(10年移动平均)可

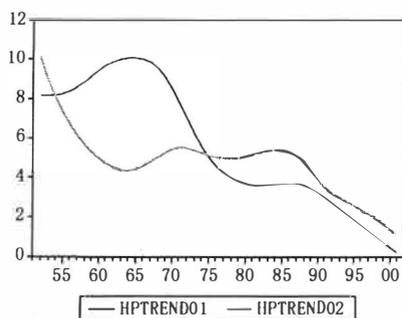


图 1 日本经济增长率和日经变化率趋势

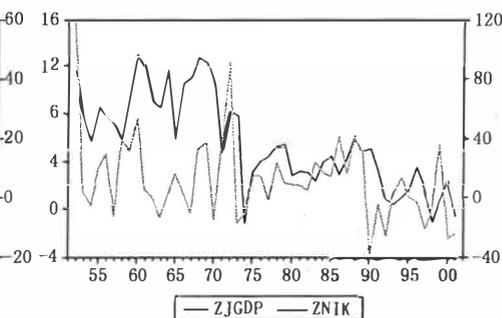


图 2 日本经济增长率和日经变化率趋势

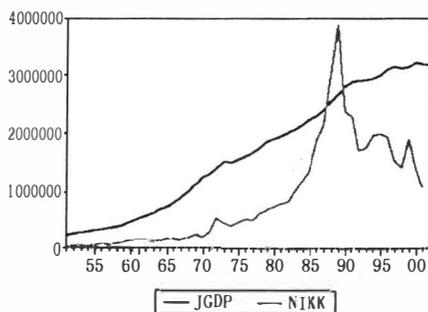


图 3 日本国内生产总值和日经指数变化

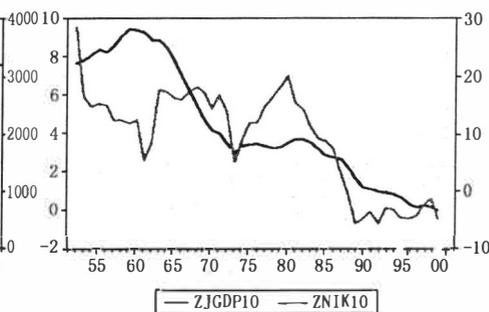


图 4 日本经济增长率和日经指数变化率^②

知,美国经济波动幅度越来越小,但是股市波动幅度越来越大,股市幅大大超过经济波动幅度。美国股市近年来出现明显的下跌趋势,股指收益率降到历史最低水平。股经背离并不是新近才出现的事情,而是早已有之,具有相当长的历史,只是由于新近股市波动的幅度加大,股经背离的趋势越来越明显,背离的持续时间越来越长,股经背离越来越严重才引起了广泛的关注。

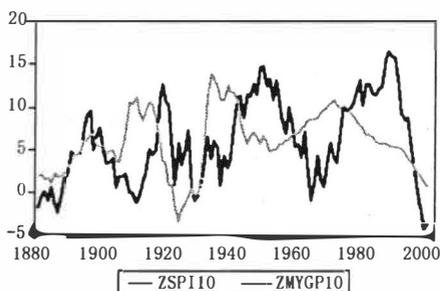


图 5 美国名义经济增长率和标普变化率

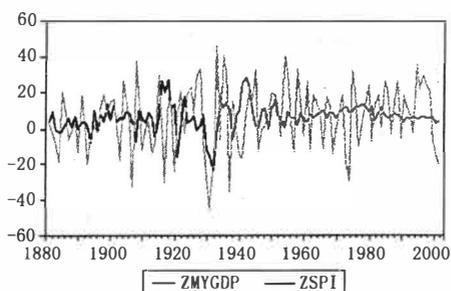


图 6 美国名义 GDP 增长率和股指变化率

为进一步考察 20 世纪 80 年代以来“股经背离”的国际变化,我们选取了美、日、德、加、英 1978~2002 年的 GDP 和股票价格指数作为研究对象。由图 7~12 可以发现,近年来,美国、加拿大、德国、英国、日本都出现了“剪刀差”迹

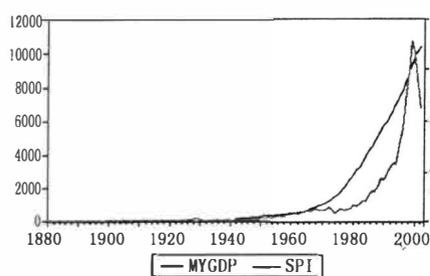


图 7 美国名义 GDP 和标普 500 综合股指变化

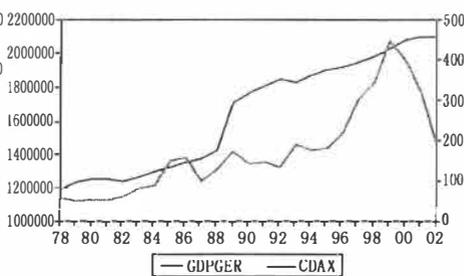


图 8 德国 GDP 和股票价格指数变化趋势

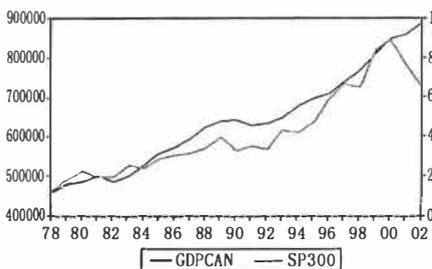


图 9 加拿大 GDP 和股票价格指数变化趋势

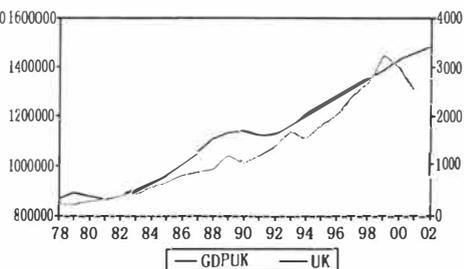


图 10 英国 GDP 和股票价格指数变化趋势

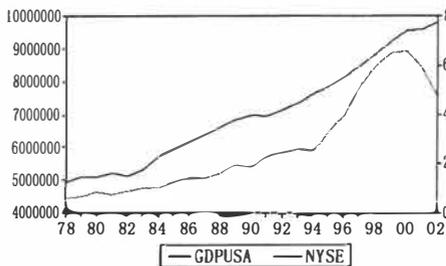


图 11 美国 GDP 和纽约股票价格指数变化趋势

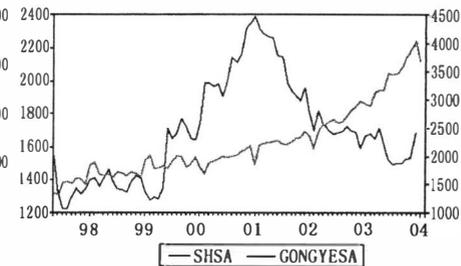


图 12 上海综合股指和工业增加值变化趋势

象,并呈逐渐扩大的趋势。在这 5 个国家中,日本经济增长和股市发展背离出现的时间最早,背离的趋势最为严重,持续的时间也最长。近年来,股市发展与经济增长的轨迹逐渐出现了明显的背离,而且这种背离已经成为经济运行中的常态,不再是短期的反常现象。宾斯维杰曾经运用美国数据证明了股经背离在美国是客观存在的,股经背离的断点发生在 1984 年的二季度左右。我们在宾斯维杰的基础上继续拓展原有数据(1953~2002)并通过跨国比较发现,直到最近这种反常关系依然存在,并且越来越严重和明显,股经背离呈现国际化和普遍化趋势。股经背离的客观存在得到了越来越多的国际证据的支持,在西方很多国家已经引起广泛的关注和讨论^①。Gerard Caprio 和 Patrick Honohan(2001)在世界银行的研究报告中指出,“金融深化的提高未能防止

全球经济增长率长期的下降趋势，这在一定程度上似乎与我们‘金融制度深化有利于刺激增长’的命题相悖”。股票市场发展和股市深化进程的加速并没有如人们预期的那样促进经济增长，反而出现了股经背离的局面。这种业已出现并逐步扩大的“剪刀差”现象得到了学术界和国际社会的广泛关注。

二、“中国股经背离”存在性之争及其证明

作为一个新兴的股市，中国是否也出现了西方式的“股经背离”现象，至今存在不同的争论。根据标准的资产定价理论，股票市场是宏观经济的晴雨表，股市收益率能够预测生产率的变化，股票价格能够传导经济基本面的信号，珙玛的有效市场理论假说为很多人坚信不疑。随着股市异常现象的不断出现，股经背离的明显化，越来越多的人对股市是宏观经济晴雨表的经典判断提出了疑义，并对有效市场理论假说进行实证检验。早期对股市和宏观经济关系的研究主要在于讨论股市是否是一个有效的市场，是弱型有效还是强型有效，研究结论各种各样，大多数不支持珙玛的有效市场假说。后来研究逐步细化，研究者围绕股市财富效应和股票市场实体经济传导和作用机制问题展开了讨论，对于中国股市是否存在财富效应，研究者得出了不同的结论，一些研究成果大都对此持否定态度。对于股市和实体经济关系的全面考察尤其是背离关系的研究是近年来的事情。吴晓求(2003)较早注意到了股市发展和经济增长的剪刀差现象，并提出了“成长性剪刀差假说”来解释中国股票市场发展和经济增长的背离现象。于泳(2003)的研究发现，上证综合指数仅在1992、1993年同国民生产总值有趋同的趋势外，其他年份与国民生产总值的趋势完全背离，反映国民经济总量指标的国民生产总值与上证综指的年相关系数为0.08，月相关系数为-0.245，以季度动态数据测算的相关系数竟然也为-0.245，我国股市出现了和宏观经济背离的态势。刘俊民、伍超明(2004)对股票市场和实体经济背离现象作了初步证明，并提出了一个源于实体经济结构和股市结构不对称的假说来解释“股经背离”。

中国股市是不是宏观经济晴雨表，由于中国股市发展时间较短，人们对股经背离的存在性存在不同看法。中国式“股经背离”是否存在？要回答这个问题并不是一个简单的事情。首先在于如何界定和判断背离，是坚持“股经背离”的单一标准还是多标准，对此存在不同的看法。有人以相关关系作为惟一标准，把负相关看作“股经背离”的证据，进而得出“股经背离”的结论(于泳，2003)。刘俊民、伍超明(2004)将“股经背离”定义为股市收益率和经济增长率负相关，而没有考虑因果关系等。有人对此提出了疑义，认为背离不仅要考虑相关性还要考虑因果关系，因为相关关系并不意味着因果关系的存在，如果两个变量不存在因果关系，那么考虑相关性的意义也不大，主张坚持“股经背离”判断的多标准原则。其次在于如何选择合适的股市发展和经济增长的代表指标，如何衡量股市

发展,避免单纯的规模指标的局限性,依然是一个值得研究的问题。第三个问题是“转折点”判断及其检验问题。如果股市和实体经济关系断裂或者背离,那么转折点出现在什么时间,如何判断?对于背离的断点或者拐点的寻找和证明一直是一个难点,并存在不同看法。有人认为转折点是2000年1月,还有人认为是2001年6月,有人甚至认为存在多个转折点,他们的判断方法大多停留在直观分析的阶段。有人对这种判断方法提出了看法,并建议采取Chow检验乃至Hanson检验等更为严格的方法。第四个问题是“背离的持续时间长短之争”,是长期性还是短期性背离,阶段性还是经常性背离?鉴于国内关于股经背离的存在性,大多数研究都停留在相关分析层面,缺乏对股经背离存在性的较为严格证明。我们在宾斯维杰等的研究基础上,从相关分析、因果检验、回归分析等多个角度进行考察,拟对中国“股经背离”的存在性问题作进一步的证明。

转折点的确定对于判定“股经背离”具有重要意义,我们首先来判断转折点。趋势分析和观察法无疑是一个最直接和简便的方法,但是由于股市波动频繁,震荡明显,直接观察法的局限也十分明显,为此引入邹检验,将趋势观察法和邹检验方法结合起来进行分析,这样将大大提高断点检验的科学性^②。邹检验需要事先判断断点的存在,由于股市波动幅度较大,导致断点的事先判断存在困难,经过不断试验选择,发现2001年3月、4月、5月、6月、7月和8月,都通过了10%置信水平的显著性检验。邹检验显示存在多个断点,其中2001年7月最为明显,接近在5%置信水平通过检验,2001年7月作为断点的可能性最大,而2001年3月是最先出现的一个转折点。这与我们通过趋势图观察法的判断几乎一致,进一步证明了我们的初步判断(这里的指标是上证股指收益率和工业总产值变化率)。有人认为2000年1月我国“股经背离”开始出现,并将2000年1月判定为拐点。通过对转折点的进一步检验分析,我们发现“股经背离”不是从2000年1月开始出现,而是2001年第二季度前后,大约在2001年3月左右股票市场和实体经济的关系出现了背离,转折点的存在初步支持了股经背离的存在性。为避免单一标准的局限性,接下来进行相关分析,这是第二层次的分析。由表1可以发现,我国上证股指和工业增加值相关系数在子样本2001年3月~2004年1月之间为-0.64,而整个样本期间为0.13,进入2001年后半年以来我国股市出现了和实体经济明显的背离,相关分析进一步支持了我们的判断。此外,我们还选择了股指收益率和工业增长率指标作为研究对象,从表1可以发现两者的相关系数在整个样本期间仅为0.04,在1997年5月~2001年7月子样本期间则为-0.11,同样支持了我国股经背离的判断。然后进入第三层次的因果关系检验。对子样本1997年5月~2001年7月之间的上证股指和工业总产值(原始数据)的因果检验发现,滞后1~4期两者都通过了5%的置信水平的显著性检验,股市与经济存在因果关系。对子样本2001年8月~2004年2月之间上证股指和工业总

产值(原始数据)的因果检验发现,除了滞后 8 期的通过之外,其余的都不存在因果关系,这说明近年来我国股市和实体经济因果关系已经断裂。为严谨起见,我们进一步考察变化率指标,对 1997 年 5 月~2004 年 2 月整个样本期间的月度数据的因果检验发现,滞后 1~9 期的 ZSH 与 ZGONGYE、ZGUOY、ZFGY 都没有通过置信水平 5% 的显著性检验,对子样本 2001 年 3 月~2004 年 2 月月度数据进行因果检验,发现滞后 1~10 期的 ZSH 和 ZGONGYE、ZGUOY、ZFGY 都没有通过显著性检验,不存在因果关系。对子样本 1997 年 5 月~2001 年 7 月的 ZSH 与 ZGONGYE、ZGUOY、ZFGY 进行因果关系检验,同样没有通过显著性检验。对整个样本期间和 2 个子样本的因果关系检验都没有通过显著性检验,发现股市收益率不是工业生产率的原因,两者不存在因果关系,股市不具有晴雨表功能,因果关系进一步支持了我们的判断。

最后进行第四层次的回归分析。借鉴珐玛的检验方法,对股票回报率和月度生产增长率之间的关系进行检验,估计方程如下:
$$zgy_{t+1} = \alpha + \sum_{k=0}^{11} zsh_{t-k} + \epsilon_{t+1}$$
其中 zgy_{t+1} 表示从 t 到 $t+1$ 的月度生产增长率, R_{t-k} 表示从 $t-k-1$ 到 $t-k$ 的月度股指回报率。由表 2 的回归方程 1 我们发现,就 1997 年 5 月~2004 年 2 月整个样本期间而言,滞后 9 阶以上的月度回报率对解释将来生产增长率是显著的,这与珐玛 1953~1987 年和宾斯维杰 1953~1995 年的月度数据检验结果十分接近,但是对 2001 年 7 月~2004 年 2 月之间的子样本的回归,结果很不一致。由表 3 可以发现,使用月度生产率对过去股票回报率作回归,股票回报率都不具有解释力,回归方程 1 中经过调整的可决系数为 -0.03 ,小于 0,回归方程 2 的可决系数仅仅为 0.05 ,回归方程 1 和回归方程 2 在 1% 显著性水平上都没有通过检验。通过回归分析发现,在 2001 年 3 月~2004 年 2 月期间,实体经济活动和股票回报率之间不存在必然的联系,股票市场不是宏观经济的晴雨表。对 2001 年 3 月~2004 年 2 月子样本,使用月度生产增长率对过去的股票回报率进行回归,股票回报率都不具有解释力。在 2001 年 3 月~2004 年 2 月子样本中,股票市场回报率与生产增长率之间缺乏任何相关性也可由月度回报率对过去生产增长率的回归得到进一步的说明。由表 4 可以发现,从 2001 年以来,生产增长率对股市回报率的变动不具有显著性,这与宾斯维杰的研究结论类似。进一步的回归分析说明我国股市收益率指标不具有预测未来实体经济增长率的能力,无论是采用工业增加值增长率,还是国有工业增长率,以及非国有工业增长率都不具有预测能力,两者的因果关系不存在。同样运用深圳股指收益率指标与工业总产值增长率,国有和非国有工业总产值增长率指标及其滞后变量进行回归,几乎都通不过检验。这说明我国股市对经济增长率的预测能力很差,股市不是宏观经济晴雨表。因此不能利用非国有经济成分,同样也不能利用国有经济成分来解释股

票市场和实体经济的背离,我们必须从实体经济总量和实体经济结构之外的其他因素来解释实体经济和股票市场的背离。从经济基本面来解释股票市场不是宏观经济的晴雨表是行不通的,股票市场既不是国有经济的晴雨表,也不是民间经济的晴雨表。股票市场和实体经济的背离是全面的阶段性背离,而不是一种局部性的背离。我们的研究结论与刘俊民、伍超明的结论相左(2004)。

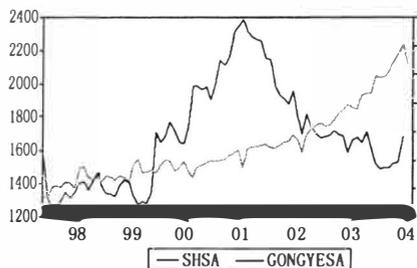


图 13 上海综合股指和工业增加值变化趋势

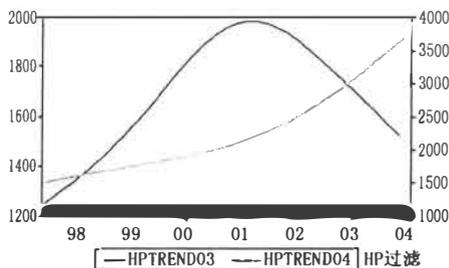


图 14 上海综合股指和工业增加值变化趋势

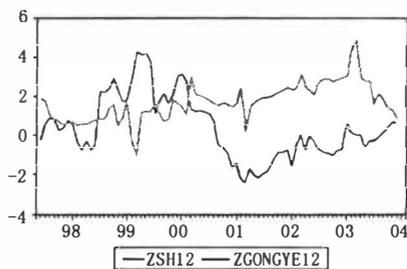


图 15 上证股指收益率和工业生产率

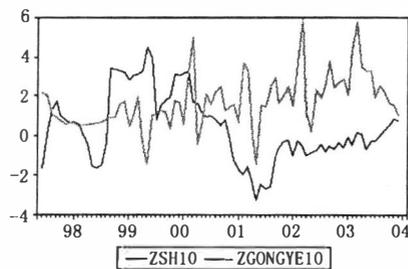


图 16 上证股指收益率和工业生产率

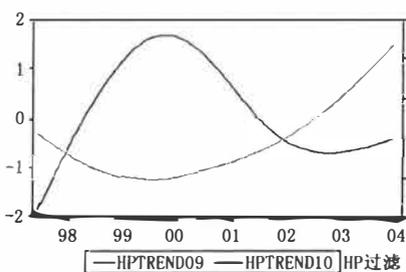


图 17 上证股指收益率和工业生产率

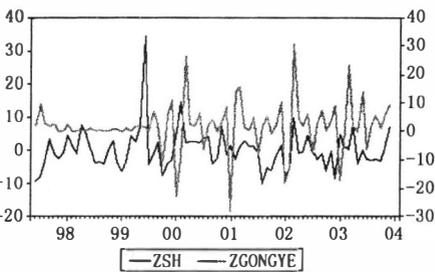


图 18 上证股指收益率和工业生产率

表 1 相关系数

	SH		ZSH
GONGYE 1997.5~2001.7	0.7389	ZGONGYE 1997.5~2001.7	-0.111
GONGYE 2001.8~2004.2	-0.6380	ZGONGYE 2001.8~2004.2	0.3803
GONGYE 1997.5~2004.2	0.1291	ZGONGYE 1997.5~2004.2	0.0390

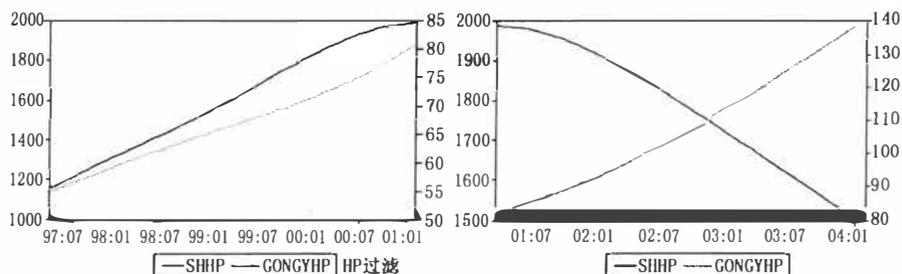


图 19 上证股指和工业总产值指数 图 20 上证股指和工业总产值指数

表 2 月度生产增长率对上证股指收益率及其滞后的回归(1997.5~2004.2)

解释变量	被解释变量		ZGY		ZGUOY		ZFGY	
	参数		相关系数	概率	相关系数	概率	相关系数	概率
ZSH	0.123750	0.5101	0.118171	0.4380	0.120079	0.6221		
ZSH(-1)	-0.031724	0.8675	0.023722	0.8777	-0.099600	0.6867		
ZSH(-2)	-0.019001	0.9197	0.024823	0.8709	-0.079883	0.7442		
ZSH(-3)	0.095328	0.6167	0.032552	0.8328	0.184107	0.4570		
ZSH(-4)	-0.114535	0.5575	-0.080183	0.6122	-0.151908	0.5489		
ZSH(-5)	0.007113	0.9706	0.048818	0.7548	-0.064588	0.7964		
ZSH(-6)	0.140634	0.4600	0.149401	0.3336	0.138806	0.5739		
ZSH(-7)	-0.358000	0.0603	-0.307124	0.0471	-0.417788	0.0903		
ZSH(-8)	-0.325905	0.0815	-0.264727	0.0808	-0.393997	0.1041		
ZSH(-9)	0.435134	0.0191	0.419712	0.0057	0.451292	0.0590		
C	1.800308	0.1030	1.203136	0.1773	2.564875	0.0742		
R ²			0.212288		0.245069		0.178772	
\bar{R}^2			0.081002		0.119247		0.041901	
D. W			2.347554		2.347175		2.405	

表 3 经济增长率对上证股指收益率及其滞后的回归(2001.3~2004.2)

解释变量	被解释变量		zgongye		zguoyou	
	参数		方程 1		方程 2	
	相关系数	概率	相关系数	概率	相关系数	概率
ZSH	1.110285	0.0705	0.974068	0.0422		
ZSH(-1)	-0.010047	0.9878	-0.085953	0.8645		
ZSH(-2)	-0.094562	0.8838	-0.301549	0.5467		
ZSH(-3)	-0.174174	0.7736	-0.397005	0.3990		
ZSH(-4)	0.298116	0.5784	0.336007	0.4180		
ZSH(-5)	0.695413	0.2109	0.484567	0.2542		
ZSH(-6)	0.209660	0.6929	0.346525	0.4003		
ZSH(-7)	-0.577689	0.3089	-0.558554	0.2052		
ZSH(-8)	-0.353226	0.5219	-0.293118	0.4897		
ZSH(-9)	0.767237	0.2192	0.409297	0.3869		
C	4.681608	0.2139	2.569067	0.3681		
R ²			0.393457		0.446384	
\bar{R}^2			-0.039787		0.050944	
D. W			2.435403		2.569603	

表4 上证股指收益率 zsh 对工业生产率滞后的回归

变量	1997.5~2001.7		2001.8~2004.2	
	相关系数	概率	相关系数	概率
ZGONGYE(-1)	-0.059508	0.7242	-0.094934	0.5523
ZGONGYE(-2)	-0.025391	0.8880	-0.244114	0.0902
ZGONGYE(-3)	-0.129901	0.5412	-0.192665	0.3264
ZGONGYE(-4)	-0.177361	0.4234	-0.219459	0.1720
ZGONGYE(-5)	-0.140221	0.5343	-0.260561	0.1828
ZGONGYE(-6)	-0.142364	0.4855	-0.163195	0.2461
ZGONGYE(-7)	-0.052910	0.7994	-0.162639	0.2626
C	2.423636	0.1238	3.395026	0.1342
R ²	0.030797		0.271250	
R ²	-0.163044		-0.093124	
D.W	1.749827		2.342199	

三、小 结

越来越多的研究和事实都发现,过去很长一段时间内,股市发展与实体经济增长大致平行的正相关关系,近年来已经发生了新的变化,出现了股市发展与经济增长背道而驰的现象,引发了人们对股市和经济传统关系的反思。在日本等西方国家,对“股经背离”现象的研究与泡沫经济的出现及其崩溃密切相关,资产的泡沫化与金融脆弱性的不断累积,对一些国家实体经济的运行造成了强烈的冲击,导致经济的衰退甚至社会的动荡。总的说来,“股经背离”现象的存在是不容置疑的,我们发现进入2001年第一季度以来,中国股票市场和宏观经济呈现一种全面而非局部背离的态势,股票市场既不是国有经济的晴雨表,也不是非国有经济的晴雨表。因而,分析股市发展和经济增长背离的成因,探索实体经济与股票市场运行的新规律,已经成为学界的一项重要工作。对于中国而言,要谨防出现日本衰退性“股经背离”的现象,避免陷入股市发展与经济增长背离的陷阱之中。

注释:

- ①参见 Alexander,1986;Brockway,1993;Crotty 和 Goldstein,1993;Friedman,1986;Guttman,1994;Minsky,1986;Pollin,1996;Rousseau,1994;Tobin,1984;Zinn,1993。
②汉森检验是较邹检验更为科学的一种检验方法,由于条件限制,我们没有采用。

参考文献:

- [1]M·宾斯维杰. 股票市场、投机泡沫与经济增长[M]. 上海:三联书店,2003.
[2]赵纯均. 破解中国经济之谜[M]. 北京:工人日报出版社,2003.
[3]吴晓求. 关于股票价格变动与实体经济增长“剪刀差”态势的一种说明[EB/OL]. <http://www.xnjj.org.cn/>.
[4]刘俊民,伍超明. 虚拟经济和实体经济关系模型[J]. 经济研究,2004,(4).
[5]柳欣主. 中国宏观经济运行与经济波动(1990—2002)[M]. 北京:人民出版社,2003.

- [6] Hyman P Minsky. Stabilizing an unstable economy[M]. Yale University Press, 1986.
- [7] Peter L Rousseau. Historical perspectives on financial development and economic growth[R]. NBER Working Paper NO. 9333, November 2002.
- [8] Wynne Godley. Money, finance and national income determination: An integrated approach[R]. NBER Working Paper NO. 167, June, 1996.
- [9] Ross Levine. Financial development and economic growth views and agenda, the world bank policy research department; finance and private sector development division[R]. Policy Research Working Paper 1678, October 1996.

A Paradox concerning Stock Market and Economic Growth and Positive Analyses

WU Zhi-wen¹, ZHOU Jian-jun²

(1. *Research Institute of Economics, Nankai University, Tianjin 300071, China;*

2. *Business School, XiangTan University, Hunan 411105, China*)

Abstract: This paper first analyzes the existence of the abnormal relation between stock market and economic growth with extensive international and internal empirical evidence. Based on the research of Binswenger et . al and by comparative studies in recent years, we find that there has been a negative correlation between stock market and economic growth in America, Japan, Germany, Canada and United Kingdom. Moreover, this abnormal relation is becoming more and more evident and is supported by a lot of evidence in western countries. Then we take a positive analysis on the problem whether there is an abnormal relation between stock market and economic growth in China or not. Our findings show that there is a general and obvious abnormal relation between stock market and economic growth from the first quarter of 2001. Stock market is neither the leading indicator of state-owned economy nor the leading indicator of private economy in China. In summary, we can draw a conclusion that there indeed exists a paradox between stock market and economic growth.

Key words: stock market; economic growth; the abnormal relation between stock market and economic growth

(责任编辑 喜雯)