

# An Empirical Study of the Stock Market Wealth Effect of the Influence of the Urban Residents Consumption Level in China

Xianyong Zhou

School of Statistics, Jiangxi University of Finance and Economics, Nanchang Jiangxi  
Email: 1346858409@qq.com

Received: Feb. 6<sup>th</sup>, 2017; accepted: Feb. 20<sup>th</sup>, 2017; published: Feb. 23<sup>rd</sup>, 2017

---

## Abstract

This article established an empirical model, based on the life cycle theory of Modigliani, which combined the stock market volatility and the effect of consumption through the analysis of related theory knowledge. The part of empirical chose the historical data of urban per capita disposable income, per capita consumption expenditure in our country, the consumer price index, and the historical data of Shanghai stock index. The empirical result shows that the wealth effect of the stock market is positive but relatively weak. This article makes a simple analysis of the reason of the weak but positive wealth effect, and gives three suggestions for the improvement of China's stock market wealth effect.

## Keywords

Stock Market, Wealth Effect, Consumption Level

---

# 股市财富效应对我国城镇居民消费水平的影响的实证研究

周贤勇

江西财经大学统计学院, 江西 南昌  
Email: 1346858409@qq.com

收稿日期: 2017年2月6日; 录用日期: 2017年2月20日; 发布日期: 2017年2月23日

## 摘要

本文通过对相关理论知识的梳理和分析, 建立了一个基于莫迪利亚尼的生命周期理论的将股市波动与居民消费之间相关联的实证模型。实证数据选用了我国城镇居民人均可支配收入、人均消费支出、消费者价格指数和上证指数的历史数据, 实证结果表明我国股票市场存在正的财富效应, 但是较微弱。本文对可能的原因进行了简单分析, 并给出三点提高我国股市财富效应的建议。

## 关键词

股票市场, 财富效应, 消费水平

Copyright © 2017 by author and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

改革开放以来, 我国资本市场随着我国经济的高速发展而不断扩大发展。而作为资本市场的重要组成部分——股票市场, 是一个国家经济的“晴雨表”, 反映着宏观经济的运行状况。在进入 21 世纪以后, 信息化程度的不断加深在无形中推进了股票市场的发展, 股票逐渐走进了人们的生活。股票财富作为家庭财富的一部分, 其比重也在不断上升。股市的波动与人们的消费需求之间的相关性也日益增强。在股票市场繁荣的国家, 股票价格的上涨能够拉动国民消费的需求, 进而带动整个经济的繁荣[1]。因而研究股市财富效应与居民消费之间的联系是很有必要的。

本文认为研究股市财富效应有以下三点意义。一是能够增强财政货币政策的效果。如果实证分析表明股票市场的财富效应较为明显, 那么政府在制定货币政策时就需要考虑股票市场的走势, 因为股市的走势将会影响消费。股票市场将不仅仅是政府调控经济的反应器, 也将成为政府宏观政策的放大器。二是能够指导政府对股票市场的定位和调控。股市财富的实质是虚拟财富, 其规模和变动未必与实际财富相适应。股市财富效应表明, 虚拟财富的增加会带来一定需求增量, 但实际财富的增加未必会与虚拟财富相一致, 这样就未必会产生同样的供给增量, 这就导致社会供求关系的变化。如果股票市场财富效应比较显著, 那么股票市场也将是政府调控消费甚至经济增长的手段之一。三是帮助拉动国民经济增长。随着股市规模的不断扩大, 越来越多的居民开始把资产投入到股市。股市波动对消费者的股市资产产生影响, 从而影响其消费需求, 而消费需求增长是拉动国民经济增长的重要因素。所以研究股市对居民消费的影响, 并试图通过股市财富效应来促进居民消费需求对国民经济增长有一定的意义。

## 2. 相关理论介绍

### 1) 股市财富效应的内涵

财富效应的定义如下: 财富效应是指资产价格的上涨(或下跌), 使得持有人的资产名义价值增加(或减少)或对其未来收入预期增加(或减少), 引起资产持有人增加(或减少)对产品和劳务的消费, 导致消费支出变动[2]。

那么股市的财富效应就可以这样理解: 由于股价上涨(或下跌), 导致股票持有人的财富增长(或下跌),

进而产生扩大(或减少)消费的结果,同时影响短期边际消费倾向,促进(或抑制)经济增长的效应。

### 2) 绝对收入假说

凯恩斯首次在《就业、利息与货币通论》中指出收入与消费之间存在联系。其思想主要是绝对收入假说。他认为消费者的可支配收入由消费和储蓄两部分构成,消费者当期的消费主要是依赖于当前的收入状况[3]。消费与支出之间存在线性关系,其表达式为:

$$C_t = \alpha + \beta Y_t + \varepsilon_t \quad (\alpha > 0, 0 < \beta < 1) \quad (1)$$

其中  $C_t$  为  $t$  期消费,  $\alpha$  为不可缺少的消费,  $\beta$  为边际消费倾向,  $Y_t$  为  $t$  期可支配收入。

在对财富效应的研究中,绝对收入假说为后续的研究提供了思路,贡献极大。人们针对其理论缺乏微观经济基础的缺陷,又相继提出来若干不同的理论,这也为之后的股市财富效应研究提供了新的思考方式。

### 3) 持久收入假说

从绝对收入假说中可以知道,凯恩斯认为消费支出是被当前收入决定的。而弗里德曼提出的持久收入假说的主要思想是,消费者在某一时期的收入由暂时性收入和持久性收入构成,同时,消费者在某一时期的消费也由暂时性消费和持久性消费构成。弗里德曼认为,家庭消费很大程度上是取决于消费者对其持久收入的预期。假设消费者是理性的,为了使自身效用最大化,消费者在当期的消费水平并不会因为暂时性收入而做出及时的改变,而会根据其对持久收入的预期来调整消费水平[4]。

股票市场的稳定繁荣与否,会影响股票投资者(简称“投资者”,下同)对未来股市财富的预期,从而影响投资者的消费支出。如果股市繁荣,那么投资者在内心会将股市带来的暂时性收入看作其持久性收入的一部分,增强其消费者信心,从而增加其消费支出,使经济能够持续繁荣;如果股市不景气,投资者对所持有的股市财富预期悲观,也会影响其消费支出。由此,股市财富与消费之间存在某种联系,有影响消费的作用。

### 4) 生命周期理论

生命周期假说是根据莫迪利亚尼和布伦贝尔在《效用分析与消费函数——对横断面资料的一个解释》一文中提出来的。其假设条件是:消费者实现一生效用最大化,且消费者是理性的。消费者考虑影响其消费的因素包括:当期收入和未来一生的收入,和当期所拥有的总财富。消费函数[5]的表达式为:

$$C_t = \alpha_1 W_t + \alpha_2 Y_t^e + \alpha_3 Y_t \quad (2)$$

其中,  $W_t$  为消费者在  $t$  时期的总财富,  $Y_t^e$  为预期未来的总收入,  $Y_t$  为  $t$  时期的收入。从(2)式显然可以看出,未来收入在生命周期假说中处在一个很重要的地位,因而为了使该式具有实证的应用价值,就要能够对未来收入预期进行估计。莫迪利亚尼在 1963 年提出来如下假设:  $Y_t^e = \beta Y_t$ , 其中  $\beta \approx 1$ 。将  $Y_t^e = \beta Y_t$  代入(2)式,整理可得:

$$C_t = \alpha_1 W_t + (\alpha_2 \beta + \alpha_3) Y_t = \alpha_1' W_t + \alpha_2' Y_t \quad (3)$$

其中,  $\alpha_1' = \alpha_1$ ,  $\alpha_2' = \alpha_2 \beta + \alpha_3 \approx \alpha_2 + \alpha_3$ 。(3)式就是该假说的一个简化形式[6]。

## 3. 股市财富效应对城镇居民消费水平的影响的实证分析

我国股市从上世纪 90 年代发展至今,虽然已具备一定规模,但是其发展时间还不够长。我国绝大部分的股民都是城镇居民,因而本文主要研究股市财富效应对城镇居民消费水平的影响。

### 3.1. 实证模型

本文第二部分介绍了相关理论知识,我们知道居民的消费主要是与其一生的财富和收入有关的。根

据莫迪利亚尼的生命周期理论，消费者在考虑其消费支出时会考虑其生命周期里的总财富，而这也决定其消费支出。我们知道，消费者的总财富主要是由实际资本、金融财富和人力资本构成的，其中金融财富主要是指居民的股票财富。据此本文构建了将股市波动与居民消费相关联的实证模型。如下所示。

$$LXF = C + \alpha_1 LSZ + \alpha_2 LCI + \alpha_3 LSR + u$$

在该实证模型中，LXF 为取对数后当期的居民消费支出，LSZ 为取对数后当期的上证指数，LCI 为取对数后当期的消费者价格指数，LSR 为取对数后当期的居民可支配收入， $u$  为误差项。

### 3.2. 实证数据选取与来源

实证分析所采用的数据是我国 2005 年至 2015 年各季度的季度数据，采用的数据是我国城镇居民人均可支配收入、我国城镇居民人均消费支出、上证指数、消费者价格指数的季度数据。其中上证数据与消费者价格指数进行了相关处理并转化为季度数据，以便实证分析的需要。上述模型中，LXF (居民的人均消费支出) 表示的是城镇居民的实际消费水平，LSR (居民的人均可支配收入) 表示的是城镇居民的实际收入水平，LSZ (上证指数) 表示的是股票市场的波动，LCI (消费者价格指数) 反映了在通货膨胀下城镇居民实际的消费水平和实际工资的变动。所有实证分析所使用的数据均来自《中国统计年鉴》、国家统计局网站和中经网统计数据库。实证分析使用统计软件 Eviews 7.2 进行分析。

根据各变量数据，本文首先做出了各变量的变化趋势图，发现未经调整的 XF、SZ 和 SR 表现出很强的季节性变化趋势(如图 1)。因而，在进行实证分析前需要将各变量的数据进行季节因素调整，本文采用的是移动平均比率法对数据进行处理。

调整后的各变量趋势图如图 2 所示，我们可以看出季节因素被较好地消除了。

从图 2 可以看出，城镇居民的人均可支配收入与人均消费支出之间存在着较强的关系，并且它们之间是呈正相关的。同时，我们也从变化趋势图中清楚地看到，我国城镇居民的人均消费支出与股市的波动之间似乎不存在很明显的关系。接下来本文将运用各变量的数据来做实证分析。

### 3.3. 实证分析

实证分析部分所考虑的变量属于经济变量，它们属于时间序列数据。在现实生活中，我们知道实际的时间序列数据一般情况下都是非平稳的。本文将采取 ADF 单位根检验、协整分析、误差修正模型以及格兰杰检验来考察分析所研究的变量之间的联系。

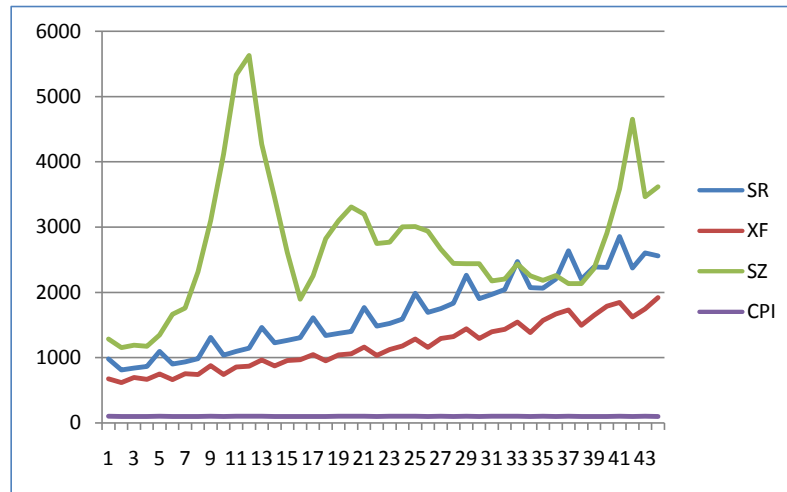
本文中检验样本数据的时间序列特征是采用 ADF 单位根的检验方法。相关的结果如表 1 所示。

从表 1 中看出，在 5% 的显著水平下，LXF、LSZ、LCI、LSR 这四个时间序列的 ADF 统计量均大于临界值，说明这四个时间序列存在单位根，都为非平稳时间序列。接下来就需要对这些变量的一阶差分序列进行单位根 ADF 检验。检验结果显示，在 5% 的显著水平下，DLXF、DLSZ、DLCI、DLSR 的 ADF 统计量均小于临界值，这也就意味着 DLXF、DLSZ、DLCI、DLSR 都不存在单位根，它们是平稳的一阶单整时间序列。下一步我们将检验这些变量之间的协整关系。

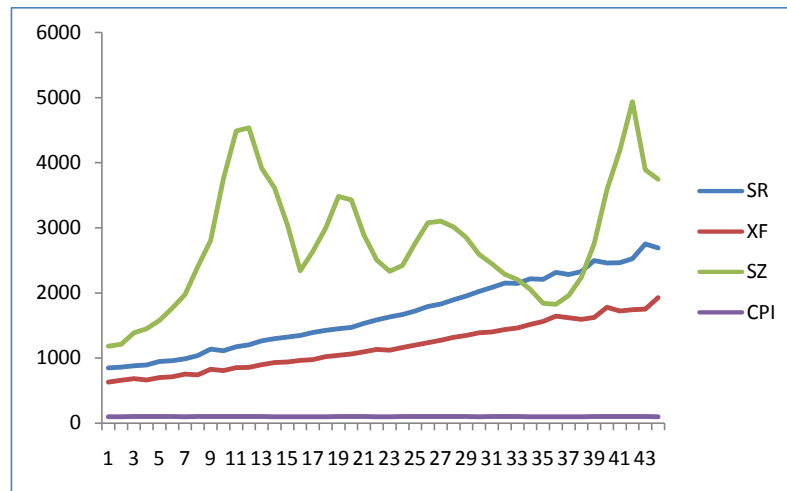
本文采用 Johansen 的极大似然检验法来检验变量之间的协整关系。得到的协整检验结果如表 2 所示。从表 2 中我们可知，四个变量在 5% 的置信水平下存在协整关系。用 Eviews 求出协整方程的系数，得到结果如表 3 所示。

表 3 的协整结果表明，居民的人均可支配收入、上证指数、消费者价格指数和居民的人均消费支出之间有协整关系，四个变量可以构成协整方程，从表 3 中可以看出  $R^2$  为 0.957756，这说明方程的拟合程度高，其标准化后的协整方程形式为：

$$LXF = -0.47065 + 0.05131LSZ + 0.278975LCI + 0.82422LSR$$



**Figure 1.** The change trend chat of XF, SZ, SR, CI  
**图 1.** XF、SZ、SR、CI 变化趋势图



**Figure 2.** The seasonally adjusted change trend chat of XF, SZ, SR, CIs  
**图 2.** 季节调整后的 XF、SZ、SR、CI 变化趋势图

**Table 1.** The ADF unit root test  
**表 1.** ADF 单位根检验

检验变量	ADF 值	p-values	5%水平结论
LXF	-2.481259	0.2254	不平稳
LSZ	-2.900364	0.1823	不平稳
LCI	-2.006372	0.0631	不平稳
LSR	-1.44002	0.5223	不平稳
d(LXF)	-8.245432	0	平稳
d(LSZ)	-3.8445	0.0058	平稳
d(LCI)	-6.299934	0	平稳
d(LSR)	-4.372482	0	平稳

**Table 2.** Johansen cointegration test results  
**表 2.** Johansen 协整检验结果

特征值	迹统计量	5%临界值	p-value	协整方程个数
0.409637	45.25285	47.85613	0.0061	None*
0.384263	25.22621	29.79707	0.1535	At most 1
0.149295	6.798667	15.49471	0.6012	At most 2
0.017075	0.654440	3.841466	0.4185	At most 3

**Table 3.** Cointegration regression results  
**表 3.** 协整回归结果

检验变量	系数	标准差	t-statistic	p-values
C	-0.47065	13.51352	-0.03483	0.9724
LSZ	0.05131	0.026666	1.924177	0.0623
LCI	0.278975	2.946128	0.094692	0.9251
LSR	0.82422	0.029118	28.30577	0
R-squared	0.961005	Mean dependent var		8.57629
Adjusted R-squared	0.957756	S.D. dependent var		0.265378
S.E. of regression	0.054544	Akaike info criterion		-2.88497
Sum squared resid	0.107103	Schwarz criterion		-2.71608
Log likelihood	61.69938	Hannan-Quinn criter.		-2.8239
F-statistic	295.7331	Durbin-Watson stat		2.025223
Prob (F-statistic)	0.000000			

从上述协整方程我们可以看出，上海市城镇居民的消费支出与可支配收入之间存在长期的均衡变动关系，可支配收入的系数为 0.82422，t 统计量显著，即居民可支配收入每变动一个百分点，消费需求会变动 0.82422 个百分点；上海市城镇居民的消费支出与上证指数之间存在着微弱的正向的变动关系，上证指数的系数为 0.05131，即股市每变动一个百分点，消费需求会变动 0.05131 个百分点，影响很微弱。上海市城镇居民的消费支出与居民消费者价格指数之间是正向变动关系，其实也可以理解。当 CPI 上涨，居民的消费支出增加。我们知道过去的一段时间，我国一线城市房价疯涨，但人们的购房意愿却没有降低。而当 CPI 下降时，消费支出也呈现出降低的趋势，可以理解为经济的不景气导致居民消费意愿下降。

为了验证协整关系的正确性，我们对残差的平稳性进行了检验。

从表 4 中我们发现，方程残差在 5% 的水平下通过了 ADF 检验，因而可以再次验证上述模型确实存在协整关系。

从 Johansen 检验结果可知，上述四个变量之间存在着协整方程，存在长期的协整关系。但我们要知道这种均衡关系是在短期动态调整下得到的，因此在研究长期的同时也需要对短期过程进行研究。本文定义协整方程的残差序列为  $u$ ，误差修正项  $res = u$ ，并建立以下误差修正模型。

$$D(LXF) = C + \alpha_1 D(LSZ) + \alpha_2 D(LCI) + \alpha_3 D(LSR) + \alpha_4 D(RES)$$

其中，误差修正模型中的  $D(LXF)$ ， $D(LSZ)$ ， $D(LCI)$ ， $D(LSR)$  分别是  $LXF$ ， $LSZ$ ， $LCI$ ， $LSR$  的一阶差分形式， $D(RES)$  是残差的滞后一期。

得到误差修正模型如表 5 所示，误差修正模型是：

**Table 4.** Cointegration equation residual stationarity test  
**表 4.** 协整方程残差的平稳性检验

检验变量	ADF 值	p-values	5%水平结论
resid	-6.276287	0.0000	平稳

**Table 5.** Error correction model  
**表 5.** 误差修正模型

检验变量	系数	标准差	t-statistic	p-values
C	0.023838	0.012385	1.924721	0.0627
D(LSZ)	-0.02313	0.048494	-0.477	0.6364
D(LCI)	1.453123	1.742796	0.833788	0.4102
D(LSR)	0.041138	0.3485	0.118044	0.9067
D(RES)	-1.083	0.164194	-6.59585	0
R-squared	0.564665	Mean dependent var		0.021607
Adjusted R-squared	0.513449	S.D. dependent var		0.072588
S.E. of regression	0.050632	Akaike info criterion		-3.00925
Sum squared resid	0.087163	Schwarz criterion		-2.79597
Log likelihood	63.6803	Hannan-Quinn criter.		-2.93272
F-statistic	11.0252	Durbin-Watson stat		1.978864
Prob (F-statistic)	0.000000			

$$D(LXF) = 0.023838 - 0.02313D(LSZ) + 1.453123D(LCI) + 0.041138D(LSR) - 1.083D(RES)$$

从表 5 中可以看出，F 值为 11.0252。R<sup>2</sup> 为 0.513449，拟合程度较高。从误差修正模型中我们可以看到，D(LSZ)的系数为-0.02313，系数不明显，这表明短期股票市场的波动对消费支出的影响不显著。在短期内，居民消费支出主要受消费者价格指数和误差修正项 RES 影响。误差修正项的系数为-1.083，这符合反向修正原则，说明短期非均衡状态收敛于长期均衡过程，一旦短期波动偏离，系统将以-1.083 的力度拉回均衡。

为了确定哪个变量是引起消费支出变动的主要原因，本文进行了 Granger 因果检验。本文研究了之后 1 至 6 期的格兰杰因果关系，滞后 1 期至滞后 3 期的结果没有明显变化，但是滞后 4 期之后开始有所改变，且滞后 4 期至滞后 6 期结果没有明显变化，因而只分析滞后 1 期和滞后 4 期的结果。实证分析结果表明，滞后 1 期的可支配收入是消费支出的格兰杰原因，但滞后 4 期时可支配收入不是消费支出的格兰杰原因，说明可支配收入对消费支出有短期影响，但不具有长期影响。本文中考察了上证指数和通货膨胀之间的关系，结果表明，滞后 1 期及之后的上证指数是消费者价格指数的格兰杰原因，说明只有上证指数对消费者价格指数的单方面影响。

#### 4. 结论与建议

本文在介绍相关理论的前提下，建立了股市波动与居民消费关联的计量模型，以我国城镇居民的可支配收入、消费支出、上证指数和消费者价格指数为变量，选取历史数据，定量分析股市波动对我国城镇居民消费的影响。通过分析得出的结论是股票市场的波动对我国城镇居民的消费是有影响的，但总体来说股市的财富效应较微弱。对该实证结果出现的原因，本文认为主要有两点：一是城镇居民分布在城

市的各个阶层，而各阶层之间的收入会存在一定的差异。由于各阶层的家庭金融财富构成有所差异，也会导致其消费习惯于消费行为有差异，然而在实证分析中我们采用的居民可支配收入和居民消费支出都是人均值，这就可能导致差异被忽视；二是随着我国经济的高速发展，我国城镇居民的消费支出呈现出整体上升的趋势，然而股市的波动却是不规律的。尤其在2008年金融危机时波动巨大，但有的年份却又波动较小，从而加大了实证分析的难度，也让我们更难准确了解居民消费水平的变化与股市波动之间的关系。

为了提高股市财富效应，本文给出以下几点建议。

一是继续扩大股市规模，扩大投资者队伍，改善收益分配格局。积极扩大股市容量，增强股市在国民经济中的作用。我们应该首先考虑扩大投资者规模，要特别重视拓展农民参股意识和积极性，使尽可能多的农村与城镇居民参与到股市中来。此外，考虑到股票市场的投资分配格局对股票市场财富效应的发挥有明显的影响，我们还要改善收益分配格局。

二是减少股市噪声，防止股市过度繁荣与持续萧条。从股权分置改革以来，由于制度本身的缺陷以及政策、外部环境等因素，再加上人为性质的机构炒作等因素，往往会给股票市场带来不可预测的预期，从而使股票市场财富效应的发挥受到一定限制。因此对于我国股票市场进行规范，加强相关监管，增强我国股票市场发展和经济发展的内在联系性，逐渐使理性投资者成为我国股票市场的发展主体，改善投资者的消费支出结构，充分发挥股票市场财富效应。

三是完善社会保障体系，扩大居民收入，转变居民消费观念。我们应该在社会保障方面进行更大力度的改善，并在居民消费支出占比较大的教育和医疗服务上，增加公共支出比重，以减少人们的谨慎性储蓄，能将更多的资金投入股市。同时，需注重提高居民可支配收入，使国民收入更多地流向居民部门，而非政府部门，建立工资的正常增长机制，提高劳动报酬在初次分配中的比重，使居民有更多的闲散资金流入股市。另外，政府需深化收入分配制度改革，积极改善收入不公平的现象，建立就业机会权利平等、获得劳动报酬权利平等的机制，鼓励就业内容和就业形式的创新，扩大中等收入人群，并引导农民从多渠道增加收入，鼓励富农参与资本市场，扩大市场参与率。同时还要积极引导消费，培育新的消费热点，转变人们的消费观念，以增加现期消费。这些都有利于财富效应的发挥。

## 参考文献 (References)

- [1] 宋劲松, 吕昌会, 李志兵. 股权分置改革以来我国股票市场财富效应对居民消费的影响分析[J]. 金融与经济, 2011(3): 47-51.
- [2] 杨雨清, 黄金波. 中国股市对居民消费影响的非参数估计[J]. 市场经济与价格, 2013(9): 33-38.
- [3] 胡永刚. 股票财富、信号传递与中国城镇居民消费[J]. 经济研究, 2012(3): 115-126.
- [4] 薛永刚. 我国股票市场财富效应对消费影响的实证分析[J]. 宏观经济研究, 2012(12): 49-59.
- [5] 唐绍祥, 蔡玉程, 解梁秋. 我国股市的财富效应——基于动态分布滞后模型和状态空间模型的实证检验[J]. 数量经济与技术经济研究, 2008(6): 79-89.
- [6] 胡玉龙. 基于SVAR模型的中国股票市场财富效应实证分析[J]. 对外经贸, 2015(5): 84-88.



**期刊投稿者将享受如下服务：**

1. 投稿前咨询服务 (QQ、微信、邮箱皆可)
2. 为您匹配最合适的期刊
3. 24 小时以内解答您的所有疑问
4. 友好的在线投稿界面
5. 专业的同行评审
6. 知网检索
7. 全网络覆盖式推广您的研究

投稿请点击：<http://www.hanspub.org/Submission.aspx>

期刊邮箱：[ass@hanspub.org](mailto:ass@hanspub.org)