

徐 涛 / 著

GUPIAO SHICHANG
YU HUOBI ZHENGCE

股票市场与货币政策

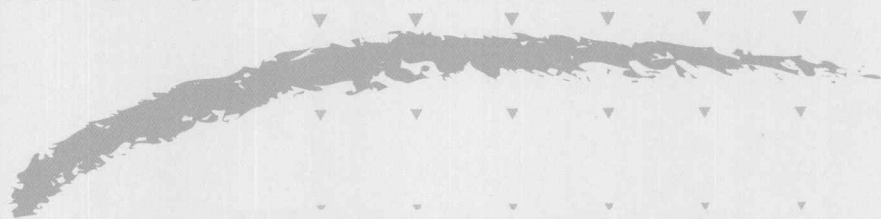


 复旦大学出版社

徐 涛 / 著

GUPIAO SHICHANG
YU HUOBI ZHENGCE

股票市场与货币政策



復旦大學 出版社

图书在版编目(CIP)数据

股票市场与货币政策 / 徐涛著. —上海:复旦大学出版社, 2008. 5

ISBN 978 - 7 - 309 - 05990 - 8

I. 股… II. 徐… III. ①股票—资本市场—研究②货币政策—研究 IV. F830. 91 F821. 0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 041682 号

股票市场与货币政策

徐 涛 著

出版发行 复旦大学出版社 上海市国权路 579 号 邮编: 200433
86-21-65642857(门市零售)
86-21-65100562(团体订购) 86-21-65109143(外埠邮购)
fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com

责任编辑 盛寿云

出品人 贺圣遂

印	刷	句容市排印厂
开	本	890×1240 1/32
印	张	9
字	数	233 千
版	次	2008 年 5 月第一版第一次印刷
印	数	1—2100

书	号	ISBN 978 - 7 - 309 - 05990 - 8 / F • 1364
定	价	20.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

序

本书是作者徐涛在其博士论文的基础上经修改完善而成的，它体现了作者在这一领域深入广泛的研究，研究所获结论对于货币政策效率问题的讨论有较大的推进。

我国的改革开放和市场经济体制的发展，对于我国经济运行机制的变革带来了深刻的影响，市场经济条件下所建立的宏观调控体系显现出越来越重要的作用，但也带来了新的相关问题，其中股票市场发展和货币政策效率是一个影响较大、专业性较强的问题。它的作用直接关系到我国新的调控体系下的货币政策的有效性和效率，对于理解股票市场的发展和货币政策调控的关系有非常直接的意义。

近年来，我国的宏观调控间接化改革有了重大的进步，货币政策和财政政策的作用影响力在市场正常变化情况下不断上升，宏观经济调控的效率在不断上升，而成本代价不断减少，这是经济管理体制的重大进步。但是，我们也看到，我国的宏观经济调控和政策的效率还受到各个方面的阻碍和影响，尤其是在市场发生较大波动时，货币政策和财政政策有可能完全失效。

那么，如何看待我国资本市场的发展及其影响呢，我们的注意力一般均集中在它的资源分配和产业结构调整，以及宏观经济晴雨表的功能上，而较少地注意到资本市场的发展和运行对于宏观经济的调控作用方面，资本市场及其证券化的作用在于提高资金的运行速度和效率，促进微观经济主体的市场效率，它是国民经济微观主体效率提升的助推器。但是，在另一方面，资本市场及其证

券化也改变了资本的流动配置方式,极大地改变了居民的资产结构,影响到企业的财务结构和居民的消费倾向,这些结构变化也同时深深地影响到宏观经济的调控方式,对于货币政策的作用方式及其效率带来了极大的影响。而资本市场的发展和完善对于一国的货币政策作用究竟会产生什么影响呢?以往的研究已经发现了什么呢?这是我们极其关心的问题。

从新古典时期的剑桥学派到凯恩斯学派,已经提出了影响货币持有偏好和货币乘数的金融变量,也就是我们所了解的马歇尔系数和凯恩斯主义的货币灵活偏好系数;人们已经注意到了金融活动及其规模方式会影响到货币的流量,影响货币需求函数;但分析这些金融变量的影响因素,主要是利率变量,它会改变人们持有金融资产和持有货币的收益率,从而引发货币持有量的变化,作为货币供应政策的依据也就发生了改变。

在1970年代以后,这一理论有了长足的发展。人们发现,除了市场的利息率会影响人们的资产收益率外,资产的流动性和收益率也会影响人们的配置结构,人们受市场信息不完善影响产生的收益预期也会影响到人们的投资和资产配置,使实际的货币流量发生改变。从托宾的 q 理论和理性预期的资产配置学说,都明确地反映了这一点。但从货币学派角度出发,利率变化本身对于资产收益率影响是极其有限的,因而对于人们货币需求量的影响也是十分有限的,甚至是可以忽略不计的,因此利率及其金融变量的作用影响是有限的,货币政策也不必要去考虑金融活动和资本市场的影响。这种对立的观点及其分析结论一直影响到今天。1980年代末期以后,西方国家金融自由化步伐加快,股票市场在经济中所发挥的作用也越来越大,因而股票市场对货币政策传导机制的影响受到了前所未有的关注和研究。

从1990年代初期以来,许多经济学家从信息不对称假设出发,研究了资本市场发展对货币政策传导渠道的影响。由于存在不完全信息,信贷市场资金供给者对资金需求者的监督成本很高,

从而减少了资金借贷。但是,这种市场状况却使得股票市场成为经济中的“金融加速器”,因为股票价格的上涨可以提高公司的市场价值,公司市场价值可以起到“担保品”的作用,降低信贷市场上信息不对称程度,提高公司在信贷市场上的地位,公司可以获得更多的贷款,提高产出。在传统的托宾 q 效应和财富效应渠道外,这是股票市场构成了传导货币政策的又一渠道。

股票价格在市场上具有不断波动的特征,这种波动既可能是经济因素,即基本面因素变化引起的,也可能是市场投机性因素,即货币流量、市场噪音等因素引起的。股票价格的波动会影响到人们的货币需求和资产结构,这势必影响到货币政策的作用效果。

事实上,股票市场和货币政策之间的关系是复杂的,股票市场的发展影响了货币政策,货币政策的实施也将引起股票价格的波动。究竟是股票市场影响了货币政策还是货币政策影响到了股票市场,关系十分复杂,通过对市场作用机制的分析和观察,人们发现股票市场变动和货币政策作用之间具有相互影响的关系;也就是说,股市的发展波动会影响到货币政策的作用效果,而货币政策的作用也会影响到股票市场的运行和稳定性。那么,如何来认识它们之间复杂的关系,找出两者作用的机制,这似乎是十分困难的事。在这众多的头绪中,人们发现,资本市场的发展和波动对于货币政策和宏观调控具有重要的影响,发现这种作用的机制可以使我们知道货币政策在今天的资本市场结构条件下的效率究竟是提高了还是降低了,股票市场的发展对于货币政策究竟是加速器,还是一种障碍物。这方面的研究具有开创性意义,它在近年来也获得了不断的进步,但是要确认这种关系,证明这种作用的存在,需要在中国资本市场获得发展的条件下,进行有科学依据的实证,才能获得有意义的结论,而这方面的研究既有困难,又充满了挑战。

我国的资本市场是随着经济的开放和市场化而发展起来的,同时经济的调控方式也发生了根本性的改变,货币政策和财政政

策称为基本的调节工具,作用和影响日益上升。1990年代中期以后,我国银行业开始了商业化的改革,企业的投资进一步市场化,资本市场的发展也迅速扩大,这使得我国的货币政策作用效果受到了严重的影响,人们发现,资产收益率的变动和不确定性,利率的市场化波动,资本市场的价格持续的波动,开始影响到我国货币政策的作用效率,货币当局的供给政策在作用对象上、传导机制上以及传导效率上都受到了影响,以至于人们提出了“我国的货币政策是否有效”的疑问。在面临东南亚金融危机以后的通货紧缩局面时,我国的货币政策调控出现了“十八般兵器样样试过”,但均不奏效的情况,货币政策已经走进了死胡同。

那么,货币政策在资本市场发展的条件下真的失效了吗?或者说,货币政策在现代市场为基础的金融体系下根本不起作用吗?我们要接受理性预期学说的断言吗?我觉得其中有太多的疑问,研究和回答这些问题将推进这个学说的进步。在以往的探索争论中,有一系列的命题都等待着去解答和证实。

本书作者在研究这一问题时,提出了股票市场发展对货币政策效率会产生影响,其研究的是货币当局根据实际经济情况制定的合理的货币政策所产生的效果,在货币政策作用的过程中,政策的微观基础变化决定着货币政策的实际效果,这一点金融学理论已经是广为认同。但是,微观经济主体的行为究竟是如何发挥作用的,其作用程度如何,这是需要进一步回答的问题。作者指出,在货币政策传导过程中,微观经济主体的反应起着举足轻重的作用,微观经济主体能否像货币当局预期的那样进行资产调整,直接关系到货币政策效果能否显现,或在多长时间以后显现。从货币政策微观基础出发,将股票市场因素加入微观经济主体的行为函数,分析股票市场的发展对微观经济主体的行为改变以及货币政策的效率,是本书的基本逻辑。它提出了股票市场的发展将直接影响人们的消费支出规模和结构;股票市场的发展和波动也会影响到人们的资产选择结构和货币偏好;股市同时会影响到物价水

平的变动;股市还会直接地影响到信息传递和货币政策的传递效率;这些假设构成了对货币政策效率实证分析的基础,具有十分重要的理论意义。

微观经济主体的结构和行为是决定货币政策能否生效的关键因素,要分析股票市场发展对货币政策效率的可能影响,必须从货币政策的微观基础即微观经济主体的行为入手。

在分析过程中,作者通过对股票市场与居民消费行为和支出结构变化关系、股票市场发展与居民资产结构的选择和变化、股票市场波动和居民的持币偏好行为变化关系进行实证,并通过相关和回归分析,得出了我国股票市场发展波动直接影响我国现实货币政策效果的结论,并进一步指出了资本市场发展越是完善,货币政策的传导越是有效,货币政策的效率也就更高。

货币政策的作用机制及其效率是一个备受争议的问题,分析的角度不同,假设的命题不同,一些变量和数据选取不同,都可能得出不同的结论,这也是为什么在货币金融领域各种学派林立的根本原因。

本书作者在学术上不畏艰难,敢于涉及这些复杂而艰难的实证问题,在理论上去攀登新的高点,其勇气和精神值得称赞。当然,作为青年学者,在学术探讨上也难免会有疏漏或激进,我们谨希望学界同仁以宽宏的态度来加以批评指正。

万解秋

2007年12月

目 录

1 引 言	1
1.1 问题的提出	1
1.2 研究方法	3
1.3 研究框架	4
1.4 创新与不足	8
2 理论综述	10
2.1 国外理论研究	10
2.2 国内理论研究	20
2.3 简要评价	23
3 股票市场发展、资产选择与货币政策微观基础	26
3.1 前提假设	27
3.2 股票市场发展与货币政策微观基础	34
3.3 股票市场对消费行为和货币需求行为的影响	38
3.4 股票市场对投资行为的影响	45
3.5 本章小结	50
4 不完全信息与货币政策博弈	51
4.1 不完全信息与货币政策博弈——协调博弈	51
4.2 股票市场发展与货币政策效果稳定性	65
4.3 本章小结	88

5 股票市场发展与货币政策博弈的均衡	89
5.1 完善的股票市场与货币政策博弈的均衡	89
5.2 不完善的股票市场与货币政策博弈的均衡	105
5.3 本章小结	113
6 股票市场影响中国货币政策传导的实证分析	114
6.1 方法与数据	114
6.2 股票市场发展与货币需求	118
6.3 股票市场与货币乘数	131
6.4 股票市场与货币政策传导渠道	147
6.5 本章小结	159
7 股票市场发展对货币政策效率影响的实证分析	160
7.1 中国货币政策效率边界的估计	160
7.2 中国股票市场发展对货币政策效率的影响	176
7.3 中国股票市场发展对货币政策信誉的影响	185
7.4 股票市场发展与中国货币政策的行业效应	200
7.5 股票市场与货币政策效率影响的国际比较分析	218
7.6 本章小结	234
8 对策分析	235
8.1 完善货币政策操作方式	235
8.2 健全股市资源配置功能	238
8.3 健全股市信息传递功能	242
9 结论	250
参考文献	253
后记	274

1 引言

1.1 问题的提出

近年来,股票市场在宏观经济中的重要性日益提高,股票市场的迅速发展对货币政策的影响越来越大,股票市场已经逐渐成为影响货币政策传导的重要因素。在政策操作过程中,各国货币当局在实施货币政策的过程中越来越重视股票市场的影响。例如,1999年8月27日,美联储主席格林斯潘在怀俄明举行的货币政策会议上强调美联储的货币政策将更多地考虑股票市场的因素,他还多次呼吁学术界深入研究股票市场发展对货币政策的影响。

从我国的现实情况看,研究股票市场发展对货币政策效率的影响也具有极其重要的意义。1990年代以来,货币政策逐渐成为我国进行宏观调控的重要手段。我国最早的货币政策中间指标是银行信贷数量,但是随着银行商业化改革的深入,信贷指标已经无法适应市场经济发展的要求,因而又以货币供应量(MS)为货币政策中间指标。但是,货币供应量指标在应对一系列经济问题时已经暴露出很大的缺陷,如何根据我国经济发展的现实状况完善我国货币政策的实施已经成为一个重要的课题。十多年来,我国股票市场在经济中的作用越来越大,股票市场在货币政策实施过程中的作用开始受到越来越多的关注。在经济市场化程度日益提高的情况下,如何避免股票市场对货币政策的不利影响,并进而利用股票市场提高货币政策效率,已经成为一个关系到经济能否稳定

发展的、亟待解决的现实问题。由此可见,研究股票市场发展对货币政策效率的影响,具有极其重要的现实意义。

自从凯恩斯提出货币政策问题之后,对货币政策效率问题的讨论不断深化。其中,弗里德曼较早注意到股票市场对微观经济主体货币需求的影响,认为货币需求与股票市场收益率成反比,但总的来说,微观经济主体的货币需求是稳定的。因此,应当维持货币供应量的固定增长率,实行“单一规则”的货币政策。理性预期学派认为,由于微观经济主体进行理性预期,他们能够区分名义变量和实际变量,名义货币量的变化不会影响他们的行为,因而货币政策无效,股票市场自然也不会改变货币政策的无效性。新凯恩斯主义学派在吸收了理性预期、不完全市场理论的基础上,认为市场的不完全性使得理性预期学派的结论不能成立,不完全信息、交易成本使经济主体无法灵活调整自己的行为,货币政策是必要而且有效的。同时,股票市场的变化将影响公司的 q 比率,改变公司的投资行为,因而在制定和实施货币政策过程中,必须充分注意股票市场的影响,才能提高货币政策的效率。进入 1990 年代,对货币政策的讨论主要集中在采用什么规则实施货币政策、货币政策的可信性和灵活性等问题上。随着股票市场的发展,越来越多的学者开始关注股票市场发展对货币政策效率的影响。但是,对这个问题至今仍存在很多争论。中国是一个发展中国家,研究中国股票市场发展对货币政策效率的影响不仅是对货币政策理论的丰富,也是对金融发展理论的推进。因此,本书的研究具有十分重要的理论意义。

本书将要研究的问题是,货币当局实施货币政策时,由于股票市场的影响,货币当局能否实现预定的货币政策目标。从货币政策作用过程看,货币政策效率受到微观经济主体行为的影响。为了提高自身的效用,众多微观经济主体将根据其他微观经济主体的决策做出自己的策略选择,从而进行着一个复杂的货币政策博弈。因此,本书将运用博弈论方法,从微观经济主体行为出发,研

究股票市场发展对货币政策效率的影响,并运用实证方法验证理论分析的结论。

1.2 研究方法

股票市场对货币政策影响的问题涉及了货币政策理论的很多方面。货币政策理论是现代经济学中最富有活力的一个分支,自从凯恩斯提出运用政策手段调节宏观经济以来,国内外学者运用了多种方法研究了货币政策效率问题。为了深入分析股票市场对货币政策效率的影响,本书采用了以下分析方法。

(1) 本书采用了从微观到宏观的分析方法。现代经济学的一个发展趋势就是构建宏观经济分析的微观基础,提高宏观分析结论的可信性。在理论分析中,本书先进行微观分析,再进行宏观研究。第三章运用跨期效用最大化原理,从股票市场对货币政策微观基础的影响入手,研究了货币政策实施过程中微观经济主体行为的相互作用以及股票市场对他们行为决策的影响,最后从货币政策渠道角度出发,在宏观层面上研究了股票市场发展对货币政策效率的影响。

(2) 本书运用了博弈论方法分析了股票市场发展对货币政策效率的影响。在货币政策实施过程中,微观经济主体并不是一个具有共同利益的整体,货币政策的改变会对不同微观经济主体的利益带来不同的影响。为了最大化自己的效用,他们之间将进行复杂的博弈。在货币政策制定之后,微观经济主体之间的博弈关系实际上决定了货币政策传导渠道的畅通程度,影响着货币政策的效率。他们在决定是否根据货币政策导向进行资产组合调整时,其信息是不完全的,他们采取单独的行动会极有可能降低自己的效用。为了实现效用最大化,微观经济主体必须根据其他人的行动决定自己的行为策略。如果这些微观经济主体的策略选择提

高了自己的效用,但不利于货币政策的顺利实施,就出现了协调失败,降低货币政策效率;如果他们的策略选择既提高了自己的效用,也有利于货币政策的顺利实施,则货币政策博弈就产生了有效率的均衡,提高货币政策效率。根据 Cooper 等人的研究,此时的博弈过程就是所谓的协调博弈(coordination games)。因此,本书建立了一个协调博弈模型,考察了股票市场的不同发展状况对货币政策效率的影响。

(3) 实证与规范相结合是本书的又一个分析方法。在揭示股票市场对货币政策影响规律的过程中,本书运用了实证分析方法,选择了大量的指标,运用计量经济学方法,研究了中国股票市场发展对货币政策效率的影响。实证研究证明了中国股票市场的发展对货币政策效率产生了微弱的正向影响,在一定程度上提高了货币政策效率,中国股票市场的长期稳定发展将有助于进一步提高货币政策效率。此外,本书还借鉴货币政策效率方面的最新研究方法,从不同角度分析了股票市场发展对货币政策效率的影响。在第八章,本书又利用实证分析的结果,运用规范方法分析了在股票市场发展的情况下提高货币政策效率的一些政策建议。为了提高货币政策效率,一方面要根据股票市场发展所造成的实际影响,不断完善货币政策的操作方式;另一方面,必须健全我国股票市场的资源配置功能和信息传递功能,利用股票市场提高货币政策效率。

1.3 研究框架

股票市场发展对货币政策效率的影响是指由于股票市场的发展,货币政策的传导机制受到影响。本书将从股票市场发展如何影响了货币政策微观基础,即货币政策对微观经济主体资产组合的影响这一问题入手,研究股票市场如何影响了货币

政策效率。

图 1.1 表示的是没有股票市场时一个封闭经济中货币政策实施的过程。此时,如果不考虑其他金融资产,微观经济主体将所有收入以消费、货币资产和实物投资形式持有。当货币当局实施货币政策时,货币供应量的变化将改变微观经济主体所持有的货币资产总量,而利率的调整又会改变他们持有货币资产的机会成本。这样,为了最大化自己的效用,微观经济主体将调整资产组合中货币资产、消费和实物投资的比重,而消费和实物投资的变化将引起总需求的变动,并最终影响货币政策目标。

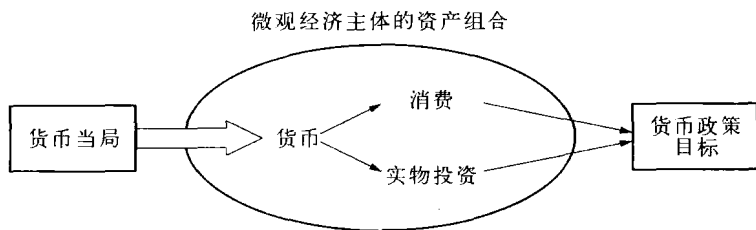


图 1.1 货币政策传导过程(没有股票市场)

当股票市场发展到一定程度时,股票资产将成为微观经济主体资产组合中一个重要部分。此时,由于股票已经成为微观经济主体的资产之一,股票市场的发展状况将直接影响微观经济主体的资产选择。这样,当货币当局实施货币政策时,股票市场的发展将改变微观经济主体资产组合中股票资产总量,而后者又会影响微观经济主体的货币需求、消费和实物投资,从而影响货币政策的实施效果,其影响过程见图 1.2。

在研究过程中,本书先运用理论方法分析了股票市场发展对货币政策效率的影响机制,再利用中国的数据进行了实证分析,最后在理论和实证分析的基础上提出了相关对策。

本书包括引言、理论综述、理论分析、实证分析(共两章)、对策分析以及结论。

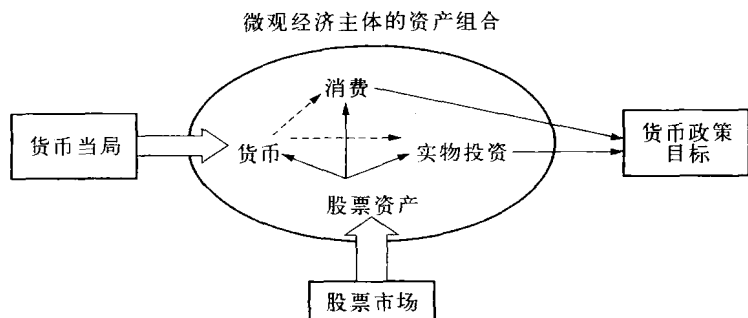


图 1.2 股票市场发展对货币政策传导过程的影响

第一章引言对选题的意义、研究方法、主要创新与不足做出简要的说明。

第二章理论综述首先对国外学者的相关研究进行简单的回顾,再对国内学者的研究进行了理论梳理。

第三章采用跨期效用最大化方法分析了股票市场发展对货币政策微观基础的影响。本章先阐述了理论分析的前提假设。由于微观经济主体的行为是货币政策传导的关键环节,本章从货币政策的微观基础入手,分析了股票市场对微观经济主体行为的影响,考察股票市场发展对消费、投资和货币需求的影响。

第四章从信息不对称假设出发构建了货币政策协调博弈模型。由于货币政策实施过程中微观经济主体将面临信息不完全的问题,不同微观经济主体行为的相互作用将影响他们的预期。为了考察信息和预期在货币政策中的作用,本章建立了一个协调博弈模型,考察股票市场发展如何通过改变微观经济主体的信息和预期影响货币政策效率。协调博弈分析的结果说明了股票市场发展将影响微观经济主体的预期,从而改变他们的最优资产组合。微观经济主体进行的资产组合调整将影响自己的总需求,并改变货币政策的作用效果。但是,协调博弈的结果表明,由于微观经济主体在货币政策实施过程中,总是希望避免“先走一步”的风险,倾

向于“后走一步”，仿效他人行为。在这种情况下，协调博弈将出现多重均衡。相比之下，完善的股票市场会减少均衡的数目，提高货币政策效果的稳定性。

第五章主要考察了股票市场不同发展状况下货币政策博弈均衡解的情况，研究了股票市场发展对货币政策效率的影响。为了判断宏观经济将实现何种均衡，本章运用收入占优均衡原理和“廉价谈判”等原理，证明了完善的股票市场将促使微观经济主体选择“行动”策略，使货币政策博弈实现有效率的均衡，从而提高货币政策效率。相反，不完善的股票市场将导致货币政策协调博弈出现低效率的均衡。

第六章就股票市场对中国货币政策传导机制进行了实证分析，考察了股票市场发展对货币需求、货币乘数的影响，并分析了股票市场的发展对货币政策传导渠道（信贷传导渠道、利率传导渠道、资产组合渠道（即财富效应和投资效应））的影响。分析结果说明，股票市场的发展已经显著影响了中国货币政策的传导过程，改变了货币政策传导的基础。

第七章就股票市场对货币政策效率的影响进行了实证分析。这一章主要采用动态最优化方法估算中国货币政策效率，再构建中国股票市场发展指数指标，考察中国股票市场对货币政策效率的影响。本章还估测了中国货币政策信誉指标，分析了股票市场发展对货币政策信誉的影响。为了消除中国特殊国情的影响，本章选择了股票市场发展水平不同的国家为样本，分析这些国家股票市场发展对货币政策效率的影响。实证分析的结果说明，中国股票市场的发展在一定程度上提高了货币政策效率，但是，由于股票市场自身还存在很多问题，其对货币政策效率的正向影响还是极其有限的。中国股票市场的长期发展有利于提高货币政策效率，但股票市场价格指数的短期上扬却会造成货币政策效果的不稳定。

在以上分析的基础上，第八章针对我国的具体情况提出了相