

货币供应环境 对股票价格的_的 影响机制

鲁万峰 著

货币供应如何影响股票价格？



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

货币供应环境 对股票价格的 影响机制

鲁万峰 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

货币供应环境对股票价格的影响机制 / 鲁万峰著

北京: 中国经济出版社, 2011. 8

ISBN 978 - 7 - 5136 - 0857 - 2

I. ①货… II. ①鲁… III. ①货币供应—影响—股票价格—研究 IV. ①F820②F830. 91
中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 134499 号

责任编辑 聂无逸

责任审读 霍宏涛

责任印制 常毅

封面设计 巢新强

出版发行 中国经济出版社

印刷者 三河市佳星印装有限公司

经销者 各地新华书店

开本 787mm × 1092mm 1/16

印张 14.5

字数 228 千字

版次 2011 年 8 月第 1 版

印次 2011 年 8 月第 1 次

书号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 0857 - 2/F. 8935

定价 39 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

序

钱多了股价就涨么？——本书写作的出发点。

我们大都熟知一句股市名言：股市是国民经济的“晴雨表”，意即股市一般能够提前反映国民经济走势。事实果真如此么？答案恐怕不那么简单，因为股市亲历者大都感受过“股经背离”的困惑，如果理论上更严谨一点的话，实证也表明我国股市在历史上表现出了较鲜明的资金推动型特点。基于此，证券分析师们便总结出来了一条规律：股价走势不仅取决于基本面，还取决于资金面，有人还加上了政策面等等，但前两者发挥着主要作用。对于基本面，其影响机制简单且好理解，即经济增长带动上市公司盈利增长继而影响股价。而对于资金面的理解就得费点周折了：一是“资金面”这个名词本身就缺乏一个严谨的定义，其背后的决定要素也纷繁复杂，但无疑货币供应因素在发挥着主导作用；二是其对股价的影响机制也不那么清晰易懂，远非“钱多了股价就涨（反则反之）”那么简单，因为你需要回答怎么就叫钱多了、钱多背后的驱动因素（即钱为什么多了）、钱多了为什么就得流向股市、钱怎么流向股市等等一系列问题。

还有一句股市名言：投资是科学，更是一门艺术。我想，只有对投资背后的科学机理有了深入了解，才能更有益于投资艺术的发挥。

笔者曾从事证券投资工作，正是因为投资过程中面临的前述种种困惑与感悟，使我萌发了对“货币供应因素如何影响股票价格”这一课题进行研究的想法，本书正是基于此写成的。

本书提出了“货币供应环境”作为“影响股票市场资金供求关系（即资金面）的货币供应因素”的概念表述，试图回答“货币供应环境会通过哪些机制影响股票价格”以及“在我国这些机制的实际影响又是如何”。

本书的研究思路是：首先，梳理了货币供应环境与股票价格之间关系的

理论基础和研究文献;其次,从价格供求理论出发分析了股票价格的决定机制,提出了自己的股票供求函数和股票价格形成机制,认为股票供求的决定因素主要有投资者财富水平、股票的预期收益率、其他替代资产的收益率、投资者偏好等,并以此作为本书的分析框架;最后,分别从实体经济、货币供应量、利率、通货膨胀、货币供应量偏差、信贷、储蓄、心理预期等不同角度就货币供应环境对股票价格的影响机制进行了理论分析,并针对我国国情进行了实证检验。

综合而言,本书认为货币供应环境可以通过以下机制影响股票价格:

实体经济机制:货币供应环境能够正向影响实体经济增长,后者又通过股票预期收益率、投资者财富水平和反作用于货币供应环境等机制正向影响股票价格。实证检验发现,我国存在“股经背离”现象,表明货币供应环境通过实体经济对股票价格的影响机制在我国运行并不顺畅。

货币供应量机制:货币供应量除自身变动可以影响股票价格外,可以通过引致利率和通货膨胀等中介变量的变化影响股票价格。货币供应量本身可以通过资产组合效应和预期效应对股票价格产生正向影响;利率变化可以通过预期收益率效应、替代效应、积累效应、融资成本效应和预期效应分别对股票产生不同方向的影响;通货膨胀可以通过预期收益率效应、替代效应和预期效应对股票产生不同方向的影响;货币供应偏差能够正向影响股票价格。实证检验发现,我国各层次的货币供应量以及货币供应偏差对股票价格均没有显著影响,但货币供应量的结构变化($M_2 - M_1$)对股票价格有负向影响,表明在我国货币供应量主要是通过资产组合效应对股票价格产生影响的。

银行信贷机制:作为货币创造的源泉之一,银行信贷对股票价格的影响是通过货币供应量来发挥作用的。实证检验发现,我国银行贷款能够对股票价格产生较强的正向影响,其中相较于中长期贷款,短期贷款对股票价格的影响更为显著。

居民储蓄机制:以实际利率等货币供应环境的变化为初始变量,居民储蓄受到冲击后,能够通过资产组合效应和积累效应对股票价格产生负向影响。实证检验发现,我国居民储蓄额对股票价格有反向影响,储蓄率对股票价格有正向影响。

心理预期机制:货币供应环境的变动可以通过锚定效应、故事效应和代

表性启发偏差等非理性认知影响投资者心理预期,导致噪声交易或从众行为,进而影响股票价格。

针对我国股市的实证检验发现:在我国货币供应量、通货膨胀、货币供应量偏差等对股票价格影响很小,而利率、银行信贷、居民储蓄、心理预期对股票价格影响显著,最突出的机制表现是资产组合效应。

以上是本书的主要研究方法和研究结论,囿于本人学识和时间,其难免有失偏颇或不足之处,比如本书的分析方法较多使用的是比较静态分析,抽象掉了变量所属的时间,全部变量没有时间先后的差别,如在分析各种影响机制的外生变量引发内生变量的变化过程中,该变量的调整时间被假设为零。但是,在现实中各变量的变化是有时间上的先后差别的,这就需要使用动态分析方法研究不同时点上变量之间的关系,以求更为精确地分析各影响机制的运作情况,而这就大大增加了研究难度。还有,外汇占款作为我国近年来货币供应量的重要来源之一,和汇率一起都是影响货币供应环境的重要变量,但碍于时间原因本书没有就此展开。以上是本人在写作过程中的自感遗憾之处,对于本书的其它不足和待商榷之处,敬请读者谅解,并欢迎批评指正。E-MAIL:lwf06@sina.com

鲁万峰
2011年6月

目 录

CONTENTS

第一章 导 论

第一节 研究背景、研究意义与研究方法	1
一、研究背景	1
二、研究意义	2
三、研究方法	2
第二节 相关概念与研究范畴界定	3
一、股票相关概念	3
二、货币供应与货币供应环境	6
第三节 研究思路、结构安排与主要内容	9
一、研究思路	9
二、结构安排与主要内容	10
第四节 本书写作的探索性	14
一、本书写作的探索性	14
二、本书的待研究之处	16

第二章 货币供应环境影响股票价格的 理论基础与文献综述

第一节 货币供应环境影响股票价格的基础理论	17
一、价格理论	17
二、西方股票投资理论介绍	18
三、货币供给理论	27
四、货币数量论	32

五、资产价格与货币政策的传导机制	39
第二节 国内外在货币供应环境影响股票价格研究领域的文献综述	40
一、认为货币供应环境能够对股票价格产生影响的文献	41
二、认为货币供应环境不能对股票价格产生影响的文献	45
三、也有文献从投资者行为机制角度对货币供应环境与股票价格的关系进行了分析	46
四、国内外研究文献的总结与评价	47

第三章 股票价格的形成机制 ——基于市场供求定价理论的虚拟资本定价视角

第一节 虚拟资本定价方式	50
一、虚拟资本与虚拟经济的产生、发展、内涵及特征	50
二、虚拟资本“价值”与“价格”的定价方式	52
三、关于股票的市场价格与内在价值之间关系的争论	53
四、可流通交易的虚拟资本“价值”与“价格”的定价方式	54
第二节 股票市场的需求与供给分析	55
一、股票市场的需求分析	56
二、股票市场的供给分析	58
三、股票市场的均衡和股票市场价格的决定	60
四、从个体投资者到股票市场总体	61
第三节 股票价格形成机制	62
第四节 本章结论	64

第四章 货币供应环境通过实体经济对 股票价格的影响机制

第一节 文献综述	65
-----------------------	-----------

第二节 货币供应环境对实体经济的影响机制	67
第三节 实体经济对股票市场价格的影响机制	69
第四节 股票市场的价值推动型特征及资金推动型特征	73
第五节 实体经济影响股票价格的实证检验	73
一、步骤一：宏观经济变量与股票价格的关系	74
二、步骤二：宏观经济变量、上市公司盈利指标和股票价格三者之间的 相关性检验	78
三、实证结论及原因分析	79
第六节 本章结论	81

第五章 货币供应量对股票价格的影响机制

第一节 文献综述	82
一、国内外有关文献的观点概括	82
二、现有实证文献观点各异的原因分析	83
第二节 货币供应量对股票价格的影响机制	84
一、资产组合效应	84
二、预期效应	92
第三节 利率对股票价格的影响机制	93
一、利率决定机制	93
二、利率对股票价格的影响机制	94
第四节 通货膨胀对股票价格的影响机制	98
一、货币供应量对通货膨胀的影响机制	98
二、通货膨胀对股票价格的影响机制	99
第五节 加入货币流通速度之后的影响	102
一、我国近年来的货币流通速度变化	102
二、加入货币流通速度后货币供应量对股票价格 的影响变化	104
三、加入货币流通速度后利率对股票价格的影响变化	105

四、加入货币流通速度后通货膨胀对股票价格的影响变化	106
五、货币流通速度变化与股票市场的互动影响	106
第六节 货币供应量偏差对股票价格的影响	107
一、货币供应量适度与货币供应量偏差	107
二、货币供应量偏差对股票价格的影响	112
三、小结	112
第七节 货币供应量对股票价格影响机制的实证检验	112
一、货币供应量影响股票价格的实证检验	113
二、资产组合效应的实证检验	125
三、货币供应量偏差影响股票价格的实证检验	137
四、本节实证结论	141
第八节 本章结论	141

第六章 银行信贷和居民储蓄对股票价格的影响机制

第一节 银行信贷对股票价格的影响机制	143
一、文献综述	144
二、银行信贷对股票价格的影响机制	148
三、银行信贷影响股票价格的实证检验	149
四、小结	157
第二节 居民储蓄对股票价格的影响机制	157
一、文献综述	158
二、居民储蓄对股票价格的影响机制	159
三、居民储蓄影响股票价格的实证检验	162
四、小结	173
第三节 本章结论	173

第七章 货币供应环境影响股票价格的 行为金融学解释:心理预期机制

第一节 本章所用的行为金融学理论	175
一、行为金融学关于决策行为的核心理论:前景理论	176
二、投资者的心理及其变化	177
三、行为决策偏差	178
四、投资者的非理性行为模式	180
第二节 文献综述	181
一、分析认知偏差方面的文献	181
二、分析从众行为方面的文献	181
三、运用行为金融理论解释货币供应环境对股票价格影响机制的文献	182
第三节 货币供应环境影响股票价格的心理预期机制	183
一、长期而言,货币供应环境通过改变股票内在价值影响投资者心理预 期	183
二、短期而言,货币供应环境通过非理性认知直接改变投资者心理预期	185
三、实体经济与虚拟经济的预期收益差异对 资金流向的影响	190
第四节 本章结论	191

第八章 货币供应环境对股票价格影响机制的综合检验

第一节 本章所用的计量方法	192
一、向量自回归模型介绍	192
二、VAR 模型优缺点	193
三、方差分解	194

第二节 分阶段实证检验	196
一、基础数据	196
二、1998 年 1 月到 2001 年 6 月的实证分析	197
三、2001 年 7 月到 2005 年 11 月的实证分析	200
四、2005 年 11 月到 2009 年 12 月的实证分析	202
第三节 实证结论及分析	205
参考文献	206
后 记	218

第一章 导论

第一节 研究背景、研究意义与研究方法

一、研究背景

金融市场的拓展和金融创新的深入,使得货币供应的可测性、可控性和与实体经济的相关性不断降低,货币供应不再简单地与物价和总产出水平等实体经济变量相关,而是与经济体系中包括股票交易在内的所有需货币媒介的交易紧密相关。各国中央银行虽然在控制商品与劳务的通货膨胀方面已经取得很大成效,但对于包括股票在内的资产价格膨胀却难有对策,传统的货币政策目标与操作范式面临着愈来愈多的挑战。1997年东南亚金融危机、2007年开始的美国金融危机等事例表明金融资产价格波动已经对货币政策的运行环境造成了严重影响。货币政策如何应对这一变化,比如央行是否应该将股票价格纳入货币政策目标体系,以及采取何种货币政策工具进行操作等,就成了理论界和货币当局面临的一项重要任务,完成这一任务的一个首要前提就是要厘清货币供应环境影响股票价格的机制和原理。

货币政策的传导机制历来是货币政策理论的重要研究领域,目前比较有代表性的有四种观点,利率渠道、货币渠道、信用渠道和资产价格渠道,其中资产价格渠道的重要代表是股票市场渠道。货币政策的股票市场传导机制包含有两个环节,即货币政策如何传导到股票市场,以及股票市场怎样影响实体经济,其中第一个环节的主要内涵就是货币供应环境如何影响股票价格。就我国国情来说,近年来随着股票市场规模的迅速壮大,其在国民经济中的地位日渐重要,货币政策通过股票市场渠道对实体经济的影响日渐增加,因此研究货币供应环境对股票价格的影响机制就成为了研究货币政策传导机制的一项重要内容。

我国股票市场的迅猛发展使得股票资产在居民资产结构中的比重迅速增加,因此股票价格波动日益得到了投资者的广泛关注,股票价格的决定因素以及股价波动的原因这一难题也越发成为了理论界和投资者的关注焦点。而且,实证表明我国股市在历史上表现出了较鲜明的资金推动型特点,由此投资者越发将注意力锚定在了能够影响股市资金供求关系的货币供应环境上,使得货币供应变动对股票价格的冲击越发明显,因此,进一步系统地研究货币供应环境对股票价格的影响机制就成为了我国投资者、理论界和金融监管当局的关注重点。

二、研究意义

在理论意义方面,本书研究有助于进一步揭示货币政策通过股票市场的传导机制;也有助于补充和完善股票市场投资理论,比如进一步探究股票市场的运行规律,包括股票价格的各种影响因素及其影响机制等。

在实践意义方面,首先,本书研究有助于货币当局正确处理货币政策与资产价格的关系,有助于货币当局更有效地制定和实施货币政策,有助于厘清货币当局面对股票价格波动时应否通过货币政策介入、是否有能力介入、如何介入?其次,本书研究有助于为金融监管当局了解股票市场运行规律,了解投资者预期,正确把握货币供应环境变动对股票市场造成的影响,为建立完善股票市场稳定机制奠定理论基础;最后,本书研究有助于投资者更有效地参与股票市场,正确判断货币供应环境变动对股票市场的冲击,并制定合理的股票投资策略予以应对。

三、研究方法

1. 理论分析和实证分析相结合

本书首先在界定“货币供应环境”概念的基础上利用逻辑推演方法分析了货币供应环境对股票价格的影响机制“应该有什么”以及各影响机制“应该如何发挥作用”;然后用计量经济学方法对中国股市的相关数据进行了实证研究,以验证我们的理论分析结论,回答了“是否存在该机制”以及“该机制实际影响如何”;最后对理论分析和实证分析之间的结果差异进行了分析。

理论分析方面,本书以价格理论和西方股票投资理论为理论基础分析了股票价格的决定机制,以货币供给理论和货币数量论为理论基础分析了

“货币供应环境”的运行机制,以货币数量论和货币政策传导机制为理论基础分析了货币供应环境与股票价格之间的关系。经过理论逻辑推演,本书认为理论上货币供应环境应该通过货币供应量、利率、通货膨胀、货币供应量偏差、银行信贷、居民储蓄以及心理预期等机制影响股票价格,并分析了各机制应该如何发挥作用。

实证分析方面,本书根据前面的理论分析结论分别构建了相应经济模型,然后用单位根检验、脉冲反应分析、误差修正模型、协整检验、方差分解、格兰杰因果检验等计量经济学方法对中国有关货币变量数据和股市数据进行了实证分析,验证了前面的理论分析结论,并对理论分析和实证分析之间的结果差异进行了分析。

2. 局部均衡分析与一般均衡分析相结合

由于股票价格的影响因素众多,货币供应环境只是其中之一,而且货币供应环境又涵盖了诸多的货币变量,因此,为厘清各货币变量对股票价格的影响机制,本书采取了从局部均衡到一般均衡的分析方法:先舍弃其它变量,单独就各变量分别进行局部均衡分析,以期发现该影响机制是否存在;然后再综合考虑各变量进行一般均衡分析,以期发现各影响机制对股票价格的相对影响力。

3. 横向研究与纵向研究相结合

本书在单独就各货币变量的影响机制进行局部均衡分析时,按照数据的时间序列纵向考察了各影响机制对股票价格的影响特点和影响程度;在综合各影响机制进行一般均衡分析时,分不同阶段横向比较了各影响机制对股票价格的相对影响力。

第二节 相关概念与研究范畴界定

一、股票相关概念

1. 本书中“股票价格”的概念

本书中的“股票价格”指的是股票的市场价格,它与其它的几个股票“价格”概念是有区别的。

股票是虚拟资本的一种形式,是股份有限公司发行的一种有价证券,它代

表股东拥有的对企业的股权或所有权。通常的股票“价格”概念有很多提法，他们在不同场合有不同含义，一般包括票面价格、帐面价格、清算价格、理论价格、市场价格，理论界和实务界最为关心的是后两者，即理论价格和市场价格如何决定及其两者关系。本书分析中的“股票价格”是指市场价格。

股票的票面价格又称股票面值，是股票作为实际资本的“纸制复本”在票面上所表明的金额，一般表示为一定的货币金额。

股票的帐面价格又称账面价值，是指在公司的每一股普通股票所代表的公司帐面净资产值。对普通股股东来讲，股票帐面价格反映了每一股份所拥有的公司财产总额，用公式表示为：

普通股每股帐面价格 = (公司资产总额 - 负债总额 - 优先股总值) / 普通股股份总数

股票的清算价格是指公司终止并清算后公司股票所具有的价值。由于资产处理和清算费用等原因，股票的清算价格通常与股票的帐面价格和市场价格有一定差距。

股票的理论价格又称内在价值或基本面价值，是指股票作为剩余索取权带来的收益的当前价值。为分析方便，本书中统一使用“内在价值”的概念。按照经济理论中一般资产的定价原则，股票的内在价值等于其所带来的未来预期收益的折现值。

股票的市场价格是指股票在股票市场上交易形成的实际价格，它由股票市场供求关系决定并受到众多因素的影响，主要有投资者财富水平、股票的预期收益率、其他替代资产的收益率、投资者偏好等，这些因素反应在股票供给和需求函数上是作为中间变量出现的，而实体经济运行、货币供应环境两个经济因素和政治、法律、军事、社会、自然等非经济因素又是导致上述中间变量变动的初始变量，它们通过各自的机制从不同角度和以不同力度对股票价格产生影响。

2. 股票价格指数

股票价格指数是表示某一组股票^①整体价格变动的指标，通常用于表现

^① 例如：标准普尔 500 家公司指数的样本包含 400 家工业公司、40 家公用事业公司、20 家运输公司和 40 家金融机构，并以上述各家公司股票 1941 — 1943 年间股价加权的平均数为基点 (= 10 点)。道·琼斯股票综合价格指数的样本包含 30 家大工业公司、20 家大运输公司和 15 家公用事业公司。

这一组股票的一般价格水平。股票价格指数通常设定某一时点为计算基期,因此其高低或者变化能够反映市场整体股价水平的波动。

股票价格指数的计算方法一般有算术股价指数法、算术平均法、加权平均法,目前世界上大多数股票价格指数的编制采用的是加权平均法,并在新股上市、增资扩股等情况发生时用除数修正法和基数修正法进行修正。

加权平均法的编制方法为:

$$\text{股价指数} = \frac{\sum_{i=1}^n w_i P_{ij}}{\sum_{i=1}^n w_i} P_{0j}$$

其中, w ^①为权数。

在本书实证过程中,为计量方便,会将股票价格指数作为股票价格的代表变量。

3. 股票价格和股票价格指数之间的关系

股票价格指数由个别股票价格加总编制而成。两者之间具有互动关系:一方面,个别股票的价格波动会依其权重影响股票价格指数;另一方面,股票价格指数的波动也会导致个别股票价格的波动。一般来讲,个别股票价格的波动会大于股票价格指数的波动,股票价格指数的变化会引致个股价格的波动加大^②。

股票价格和股票指数的波动差异性可能源于以下两个原因:

第一,股票指数结构变化。一方面,新股上市、增资扩股等因素变化会导致股票指数结构变化;另一方面股票价格指数的样本选择也会发生变化,从而导致股价指数和市场股票价格变动表现不一致^③。

第二,“板块”现象。产业结构的调整或者某行业兴起,往往会带动与该行业相关的公司股票价格上扬,而衰退行业往往会引起与之相关企业股价

① 权数可以是交易量、发行量,也可以是市值总额成其它;时期可以是基期权数,也可以采用计算期权数。

② 卡梅尔等人(compbell, Lettau, Malkieland Yexiao xu, 2000)通过研究美国股市1962年至1997年间的价格表现发现,行业水平和单个公司水平层面上的股价波动性与市场整体的股价表现相比,前两者波动性有增大的迹象;随着股票市场结构的变化、金融创新的发展以及信息技术的进步,个股价格与股价指数间的差异也越来越大,个股价格的波动相对与股价指数的波动大为增加。

③ 例如,股票拆细会使得股价指数经调整后维持不变,但个股价格的市场表现却是下降;再如,成分股因样本构成或容量而发生变动,此时的市场价格可能无甚变动,但股价指数却已作调整。