

我国股票市场与货币政策的相互影响研究

段进
著



湖南大学出版社
图书出版基金资助项目



湖南大学出版社
图书出版基金资助项目

我国股票市场与货币政策的相互影响研究

段进 著

湖南大学出版社

内 容 简 介

本书研究我国股票市场与货币政策的相互影响,提出现阶段我国货币政策应对股票价格波动的态度,以及将来应对股票价格波动的策略展望,并提出了相应的政策建议。

本书运用了计量经济学方法进行研究,如随机协整分析、短期与长期因果关系检验、外生性检验、结构稳定性分析等。本书适宜于大学生、硕士及博士研究生、高校教师、金融从业人员和相关领域的研究人员。

图书在版编目(CIP)数据

我国股票市场与货币政策的相互影响研究/段进著.

—长沙:湖南大学出版社,2011.6

ISBN 978-7-81113-809-2

I. ①我… II. ①段… III. ①股票市场—影响—货币政策—研究—中国
IV. ①F832.51 ②F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 120342 号

我国股票市场与货币政策的相互影响研究

Woguo Gupiao Shichang yu Huobi Zhengce de Xianghu Yingxiang Yanjiu

作 者:段 进 著

责任编辑:罗素蓉

责任校对:全 健

出版发行:湖南大学出版社

责任印制:陈 燕

社 址:湖南·长沙·岳麓山

邮 编:410082

电 话:0731-88822559(发行部),88821593(编辑室),88821006(出版部)

传 真:0731-88649312(发行部),88822264(总编室)

电子邮箱:pressluosr@hnu.cn

网 址: <http://www.hnupress.com>

印 装:长沙市雅捷印务有限公司

开本:880×1230 32开

印张:7

字数:202千

版次:2011年6月第1版

印次:2011年6月第1次印刷

书号:ISBN 978-7-81113-809-2/F·277

定价:20.00元

版权所有,盗版必究

湖南大学版图书凡有印装差错,请与发行部联系

摘 要

随着股票市场的发展,其对经济生活的影响越来越大,历史事件也多次印证了股票市场与货币政策的相互影响。近年来,关于股票市场与货币政策的相互影响问题正受到越来越多的关注,成为了一个较热的、前沿性的问题。因此,研究我国股票市场与货币政策的相互影响,研究我国货币政策应对股票价格波动的策略,具有重要的理论与现实意义。

本书主要是研究我国的股票市场与货币政策的相互影响,即股票市场对货币政策的影响以及货币政策对股票市场的影响;在分析股票市场与货币政策相互影响的基础上,提出了现阶段我国货币政策应对股票价格波动的策略,以及将来应对股票价格波动的策略展望,并从多个方面提出了相关的政策建议。

本书从逻辑结构上分为以下三个部分:

第一部分研究我国股票市场对货币政策的影响。主要包括:股票市场对货币政策最终目标(主要指经济增长和通货膨胀)的影响;股票市场对货币需求的影响;股票市场对货币供给的影响;股票市场对货币政策的传导。

第二部分研究我国货币政策对股票价格的影响。主要包括:货币供给量(M_0 、 M_1 、 M_2 三个层次)对股票价格的影响;利率对股票价格的即期影响、短期影响和长期影响。

第三部分研究货币政策应对股票价格波动的策略,并提出政策建议。主要包括:货币政策与股票市场泡沫的历史事件及经验教训;货币政策如何应对股票价格波动的理论分歧;对我国股票市场与货币政策相互影响研究结果的总结;现阶段我国货币政策应对股票价格波动的

策略;将来我国货币政策应对股票价格波动的策略展望。

本书在研究中采用理论分析和实证研究相结合的方法,并将计量经济学的相关新理论与新方法,如随机协整分析、短期与长期因果关系检验、外生性检验等引入到研究中。本文在理论与实证研究的基础上,得出了如下结论:

(1)现阶段我国货币政策应该密切关注股票价格波动,而不是进行直接调控。当股票市场价格上涨时,我们应该尽量地采取其他微观和宏观经济手段而不是货币政策手段,防止股票市场出现程度较重的非理性泡沫而对经济造成冲击。但也不是绝对地排除使用货币政策的相关工具和手段。现阶段,我们要注重培育“运用货币政策工具来影响股票价格”的能力,如合理运用证券市场信用控制;完善股票质押贷款管理办法;中央银行适当地运用窗口指导工具等。

(2)在将来,当股票市场发展到一定程度时,随着股票市场规模的扩大、结构的优化和运行机制的完善,股票市场对货币政策和宏观经济的影响也会越来越大。届时,应该将股价指数作为货币政策的辅助监测指标,并尝试对股票价格进行调控。

关键词:股票市场,货币政策,相互影响,协整理论,因果关系,应对策略

目 次

第 1 章 绪 论	1
1.1 选题背景及意义	1
1.2 国内外研究现状及文献综述	3
1.3 研究内容及方法	9
第 2 章 股票市场对货币政策最终目标的影响	17
2.1 货币政策最终目标的演变与抉择.....	17
2.2 股票市场对经济增长的影响.....	20
2.3 股票市场对通货膨胀的影响.....	35
2.4 股票价格能否作为货币政策中介目标的探讨.....	45
第 3 章 股票市场对货币需求与供给的影响	52
3.1 西方货币需求理论的发展.....	52
3.2 我国股票市场对货币需求影响的实证研究.....	58
3.3 股票市场对货币供给的影响.....	74
第 4 章 股票市场对货币政策的传导	84
4.1 西方货币政策传导机制理论述评.....	84
4.2 股票市场传导货币政策的机理.....	88
4.3 我国股票市场传导货币政策的实证研究.....	92
4.4 我国股票市场传导货币政策的效率分析	133

第 5 章 货币供给量对股票价格的影响	138
5.1 货币供给量影响股票价格的理论分析	138
5.2 货币供给量影响股票价格的实证研究	140
第 6 章 利率对股票价格的影响	159
6.1 利率影响股票价格的理论分析	159
6.2 利率影响股票价格的实证研究	163
第 7 章 货币政策应对股票价格波动的策略研究	190
7.1 历史事件的介绍	190
7.2 货币政策应对股票价格波动的策略分歧	195
7.3 我国货币政策如何应对股票价格波动	202
参考文献	206
本书已经发表的论文	217
后 记	218

第 1 章 绪 论

1.1 选题背景及意义

股票市场与货币政策的相互影响已被历史事件多次印证,其间有惨重的教训。如 1929 年美联储忽视了股票市场的影响,采取了紧缩的货币政策导致了经济大危机;20 世纪 80 年代后期,日本、北欧等国家的资产价格(主要指房地产价格与股票价格)极度膨胀引发了“泡沫经济”,造成了长期不利的影响。当然,采取货币政策来影响股票市场也有成功的经验。如 1987 年 10 月 19 日“黑色星期一”,美国股票价格大幅下跌,格林斯潘随即宣布“美联储准备金将作为经济和金融体系流动性的来源”,美联储的及时干预成功地避免了可能发生的金融危机;2000 年美国股票市场出现了大幅下跌(尤其是 NASDAQ 市场),美联储连续十多次下调了利率;自 2007 年美国次级债引发金融危机后,各国普遍采取了宽松的货币政策,如增加货币供应量、降低利率等,这些措施不仅有效地阻止了经济衰退,同时也维持了金融市场,特别是股票市场的稳定。尽管货币供应量的增加、利率的下调等并不完全是针对股票市场,但如果没有货币政策工具的及时调节,股票市场的波动幅度可能会更剧烈。

20 世纪 90 年代后期,以美国为代表的西方各国资产价格明显偏离实体经济发展趋势,引起了人们对资产价格与实体经济、货币政策之间关系的思索。1994 年,在庆祝英格兰银行成立 300 周年的会议上,格林斯潘提出了中央银行是否应当更多地关注资产价格泡沫的问题。1999 年 8 月 27 日,在怀俄明举行的货币政策会议上,格林斯潘又强调,美联储的货币政策今后将更多地考虑股票市场的因素,因为越来越多的美国人投资于股票市场,而且个人投资在美国家庭财富中所占

的比重越来越大。以此为契机,引发了学界和业界对“中央银行的货币政策是否应对资产价格波动作出反应以及如何反应”的讨论。

1990 年上交所和 1991 年深交所成立后,我国股票市场得到了长足发展。随着股票市值占 GDP 的比重以及居民资产结构中股票的持有份额持续增加,货币市场与资本市场的资金联系加强,人们已经认识到股票市场的发展对货币需求、货币供给、货币政策传导机制以及实体经济均产生了影响,同时,人们也认识到了货币政策对股票市场的影响。

我国货币政策当局已经在密切关注股票市场与货币政策的相互影响问题。中国人民银行早在 2006 年第二季度《中国货币政策执行报告》中就指出:“3 月下旬起,受市场利率上升预期增强、公开市场操作力度加大、金融机构贷款发放较多、国内股票市场融资功能恢复等因素影响,市场利率逐渐回升。”〔1〕“大力发展资本市场是完善货币政策传导机制的重要方面。”〔2〕表明我国央行已经在关注股票市场对货币政策的影响。2006 年第二季度《中国货币政策执行报告》还认为:“提高存款准备金率政策宣布后,金融市场运行平稳。银行间市场利率有所上升,债券价格略有下跌,但幅度有限。股票市场交投保持活跃,上证综指 6 月 14 日后曾连续 11 个交易日收阳。”〔3〕2009 年第三季度《中国货币政策执行报告》指出:“第三季度,我国金融市场保持平稳运行,市场流动性合理充裕。货币市场交易活跃,利率稳中有升且波动性加大;债券市场交易活跃,债券指数小幅波动;股票市场交易趋于活跃,股票指数震荡上行。”〔4〕表明我国央行一直在关注货币政策对股票市场的影响。

然而,股票市场对货币政策及社会经济影响的具体机理是怎样的。货币政策的工具与手段对股票价格的影响力有多大,货币政策的操作

〔1〕 参见《中国货币政策执行报告》(2006 年第二季度)(PDF 格式)第 17 页。

〔2〕 参见《中国货币政策执行报告》(2006 年第二季度)(PDF 格式)第 21 页。

〔3〕 参见《中国货币政策执行报告》(2006 年第二季度)(PDF 格式)第 8~9 页。

〔4〕 参见《中国货币政策执行报告》(2009 年第三季度)(PDF 格式)第 14 页。

是否具有调控股票价格的能力,在股票市场出现价格波动时中央银行是否应该干预等,这些问题都需要进行专门的研究才能回答。因此,研究我国股票市场与货币政策的相互影响具有重要的理论与实际意义。

1.2 国内外研究现状及文献综述

经济增长和物价稳定是货币政策的最终目标,股票市场对货币政策的影响也体现在股票市场对经济增长和通货膨胀的影响上。关于股票市场与经济增长的关系问题,国内外存在着许多不同的观点。Atje 与 Jovanovic(1993)认为股票市场的发展与一国的经济增长有明显的正相关关系^[1],Kunt 与 Levine(1996)^[2]、Levine 与 Zervos(1998)^[3]也得出了类似的结论。但 Mayer(1988)从公司融资角度出发,认为股票市场对企业成长的贡献不大,因而得出了股票市场对经济增长并不重要的结论。^[4]Harris(1997)认为发达国家的股票市场的功能高于发展中国家,即使是在发达国家,股票市场对经济增长的作用也是很小的,而在发展中国家,股票市场对投资及经济增长没有影响^[5]。我国也有不少学者对该问题进行了研究。谈儒勇(1999)通过实证研究发现,我国股票市场的发展与经济增长之间有不显著的负相关关系^[6]。王宗军、钟俐(2004)的研究结果认为我国股票市场的发展并没有对经济增长形成有力的支持^[7]。但是,殷醒民、谢洁(2001)的回归分析表明股票市场发展与经济增长之间有很强的正相关性^[8]。

20 世纪 70 年代以前,西方经济学家普遍认为股票市场收益率应该与通货膨胀正相关或非负相关。这种观点主要是基于 Fisher(1930)的名义收益率应该反映通胀预期的假设^[9]。70 年代后,西方学者对股票市场收益率与通胀关系进行了较多的实证研究,但令人困惑的是,美国和其他发达国家的实证研究普遍发现股票市场收益率与通货膨胀并不是简单的正相关,很多的研究表明它们之间具有负相关关系,最先发现股票市场收益率与通货膨胀负相关的是 Nelson(1976)^[10]、Bodie(1976)^[11]与 Mandelker(1976)^[12]。Fama(1981)利用货币需求和简单理性预期理论提出了代理效应假说,以此为基础推理出股票市场收

益率与通货膨胀呈负相关关系的结论^[13]。Barnes(1999)发现,在较低以及温和的通货膨胀经济体系中,通货膨胀与股票市场收益率表现出负相关关系或者没有相关关系。但在高通货膨胀的经济体系中,它们表现出很强的正相关关系^[14]。Stock、Watson(2001)对美国、加拿大、英国等七个发达工业国家进行了实证研究,发现一些资产价格在有些国家的某些时段对通货膨胀与产出具有良好的预测能力,但没有哪一种指标能适应于所有的国家及所有的时段^[15]。Sangbae Kim(2005)运用小波分析法对美国 1926 年至 2000 年的月度数据进行了研究,发现在短期内股票市场收益率与通货膨胀率呈现出正相关的关系,而从长期来看,股票市场收益率与通货膨胀率却呈现出负相关的关系^[16]。就我国在这方面的研究来看,靳云汇(1998)^[17]、赵兴球(1999)^[18]、刘仁和(2004)^[19]对我国股票价格和通货膨胀进行了实证检验,发现股票价格与通货膨胀呈反向关系。但黎春(2001)的研究结论认为长期通货膨胀与股票价格呈正向关系,但两者并非高度相关^[20]。

美国经济学家欧文·费雪在 1911 年提出了交易方程式,注重货币的交易媒介功能。英国剑桥大学的马歇尔、庇古等提出了剑桥方程式,重视微观主体的持币行为,强调货币的价值贮藏手段功能。20 世纪 30 年代凯恩斯提出了货币需求的三大动机,开始考虑资本市场对货币需求的影响,但当时只涉及债券而没有考虑股票。20 世纪 60 年代,以弗里德曼为代表的货币主义的货币需求函数中除了债券外,还包括了股票和实物。20 世纪 80 年代后,随着金融创新、金融自由化、国际化以及电子信息技术的发展,货币数量不再简单地与物价和收入成比例关系,而是与经济体系中所需货币媒介的交易(包括金融市场)有重要的相关性。

关于股票市场交易所产生的货币需求问题,Field(1984)^[21]认为 20 世纪 20 年代中期以来,美国股票市场交易量急剧放大,产生了较大的货币需求,但货币当局却反方向地紧缩了货币供给,引发了 1929 年 10 月的股票市场暴跌。Gramer(1986)^[22]也提出过类似的观点。Allen(1994)^[23]把证券市场交易量指标引入货币数量方程,发现货币需求与经济体系中所有交易的相关性均十分显著。Palley(1995)^[24]研

究发现 1976—1991 年美国的股票市场交易额与货币需求显著正相关,并且发现通过引入股票市场变量可以提高货币需求函数的预测能力。Choudhry(1996)^[25]运用协整方法对美国 and 加拿大进行分析得出:股票价格在实际 M_1 和实际 M_2 的需求函数中具有显著的影响。根据 Janes. P. Dwo(1998)^[26]的研究,90 年代美国股票市场对于货币需求的弹性系数达 9.34,而 1984—1998 年间为 1.23,证券价格上涨一个百分点,占货币需求增长一个百分点的三分之二。S. B. Carpenter, J. Lange(2002)^[27]利用协整分析与误差修正模型对美国 1995—2002 年的季度货币需求函数进行了估计,结果发现股票市场波动性的上升倾向于增加均衡时的 M_2 余额,短期动态模型的结果表明股票市场的发展将减缓 M_2 的增长率。

就我国的情况而言,胡继之、于华(1999)^[28]对 1993 年到 1996 年的季度数据进行回归分析的结果表明:存款量与股票市场交易总额之间存在负向关系,即交易总量的增长导致存款量的减少,资金从储蓄流向股票市场。石建民(2001)^[29]通过多元回归分析模型对我国股票市场与货币需求之间的关系进行了实证研究,发现我国股票市场与货币总需求之间呈正相关关系。吴晓求等(2001)^[30]估计:到 2000 年底,我国进入股票市场的银行信贷资金存量在 4 500 亿—6 000 亿元之间,占流通股票市场值的 28%~37%,其中有相当部分是违规进入的。赵明勋(2005)^[31]认为股票市场通过财富效应、风险分散效应、交易效应和替代效应等多种渠道影响货币需求,通过实证检验了我国股票市场对于货币需求的综合效应,结果表明股票市场的发展倾向于减少狭义和广义的货币需求,且对广义货币需求的影响小于对狭义货币需求的影响。因此提出货币政策既要注意货币需求总量的变化,更要关注货币需求的结构变化,利用选择性货币政策工具来防止股市泡沫膨胀。范晓清(2006)^[32]分析认为,股票市场对于货币需求的综合作用(财富效应、资产组合效应、交易效应的正作用与替代效应的负作用)无法判断是正是负,但随着资本市场的发展,正的作用必将大于替代效应的负作用,从而增加货币需求。张笑冰(2007)^[33]应用协整理论和误差修正模型估计出加入股市市值变量的货币需求函数。结论是我国股市市值、国内

生产总值、实际利率、预期通货膨胀率与货币需求之间具有长期稳定的协整关系,股市市值在长期内会增加货币需求,而在短期动态方程中,滞后两期的股市市值减少了货币需求增长。因此提出中央银行在制定货币供给政策时应该考虑到股票市场在长期内和短期内对货币需求的影响,使货币供给和货币需求相适应。李宇鹏等(2008)^[34]用 VECM 模型就股票市场对货币需求的影响进行实证分析表明, M_1 、股价指数、GDP、利率、CPI 之间存在协整关系,且 M_1 与股价指数不但正相关而且存在因果关系。申建文(2008)^[35]选用 2000 年第一季度至 2008 年第一季度数据对实际 M_1 需求和实际 M_2 需求与股票市场发展关系进行实证分析表明,上证指数对 M_1 、 M_2 的需求都有负作用。许荣(2008)^[36]认为股票市场的财富效应和交易需求对货币需求将产生正向影响,而股票市场的资产组合效应则使股票市场收益率负向影响货币需求,而股票市场风险正向影响货币需求。王晓芳(2009)^[37]基于 VEC 模型的实证研究表明,利率对货币需求、收入和物价等宏观经济变量的影响不具有显著性,预期通货膨胀率变动会对货币需求形成强烈冲击,股票市场在长期和短期对货币需求的影响机制不同, M_2 余额的调整相对 M_1 而言对经济运行具有更显著的影响。鉴于此,提出中央银行在制定货币政策时应以 M_2 作为主要的调控目标,重点防范物价异动对货币需求的冲击,加强股市对货币需求的影响机制研究,突出公开市场业务在货币政策工具中的作用。

货币政策传导机制是一个非常复杂的机制,学术界迄今仍缺乏共识。Mishkin (1995)认为主要有三种代表性观点:①传统的凯恩斯主义观点(Keynesian View),货币政策操作→短期利率→长期利率→投资→实体经济;②货币主义观点(Monetarism View),货币政策操作→资产相对收益调整→“财富效应”,“Tobin q ”等→实体经济;③20 世纪 80 年代以来出现的信贷观点(Credit View),货币政策→资产价格变化→企业和银行资产负债状况的变化→社会信用水平→实体经济^[1]。

[1] Mishkin F S. The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy[J]. NBER Working Paper, 2001(8617):1-20.

研究股票市场在货币政策传导中的作用,就是研究股票市场与实体经济的关系问题,主要是研究股票市场如何影响投资和消费。

一般认为,资产价格对投资的影响主要有三个途径:①Tobin的 q 效应。Tobin(1969)^[38]发展了一种有关股价与投资支出相互关联的理论即Tobin q 理论:把 q 定义为企业的市场价值与资产的重置成本之比,如果 $q>1$,企业的新增投资支出会扩大;当 $q<1$ 时,企业将减少新增投资支出。货币政策通过股价变化改变企业的 q 值从而影响企业投资支出,以此作用于实体经济。②资产价格的变化影响未来的GDP增长,从而影响当期的投资支出。③资产价格的变化影响企业的净值,从而影响外部资金的成本,通过“信贷渠道”(Credit Channel)影响投资。

国内外很多学者对股票市场与投资的关系进行了实证研究。Barro(1989)认为股票市场价格的变化对美国企业的总投资有很大的解释力^[39]。Edison与Slok(2001)发现美国新经济类股票价格的变化对投资的影响相当大,其市值每增加1美元,投资相应增加8.2美分^[40]。Gilchrist与Himmelberg(2005)研究发现企业能利用股票市场的泡沫以较高的价格发行新的股票,以此来降低资本成本和提高真实投资水平。他们用方差分析法进行了实证研究,并对Tobin q 值和真实投资进行了预测^[41]。就我国而言,巴曙松(2002)认为我国股票市场因为缺乏健康的评价机制和收购兼并机制,对投资效率的提高所发挥的作用十分有限^[42]。但余明桂(2003)对我国股票市场的投资效应的实证检验表明,股票价格变化对企业固定资产投资具有显著的正向影响,从而证明我国股票市场具有投资效应^[43]。

根据Modigliani的生命周期模型,居民的消费支出是家庭生命周期中总的金融资源的函数,当期消费受未来收入预期的影响,而资产价格变化影响未来收入水平的预期。当股价上升时,金融财富增加,在边际消费倾向一定的情况下,居民的消费支出将增加,从而对实体经济产生影响^[44]。Boone(1998)的研究表明,股票价格对消费的影响在美国表现突出,其消费支出对股票净市值的弹性大约在0.03~0.07之间^[45]。格林斯潘2000年2月17日在国会作证时估计一美元股票市值的增加大约能产生2~3美分的消费(瞿强,2001)^[46]。Poterba

(2000)估计股票市场收益带来的 MPC 约为 0.03,验证了股票市场的财富效应^[47]。Choudhry(2003)对美国股票市场波动与美国总消费、耐用品消费、非耐用品消费和服务消费的关系进行了实证研究,发现股票市场对各种消费均有长期影响,并且存在股票市场波动导致消费变动的因果关系^[48]。Funke(2004)对印度、韩国、马来西亚等 16 个新兴市场经济国家的财富效应进行了研究,结论是虽然有点小,但统计上显著的财富效应存在^[49]。就我国的相关研究而言,徐涛(2001)^[50]、李振明(2001)^[51]、高莉和樊卫东(2001)^[52]均认为股价指数的变动对物价水平的影响不大,股票市场的财富效应并不显著。

在股票市场与货币流通速度关系的研究方面,Boyle(1990)认为产出冲击使货币流通速度与股票价格同向变动^[53]。Xu Haiyang(1995)发现股票价格与货币流通速度呈负相关关系^[54]。Massimo(2001)认为股票价格与货币流通速度都是相关的,不过这种相关性的强弱依国家间金融资产构成状况的不同而不同^[55]。我国也有学者专门研究了股票市场对货币流通速度的影响。李扬(1998)认为股票市场对货币的吸纳作用较小,货币流通速度的下降很少归结于股票市场的影响^[56]。余明(2003)发现,我国股票市场总值对货币流通速度具有负向影响作用^[57]。

对于资产价格是否应成为货币政策调控目标的问题,存在两种截然不同的观点。一种观点以 Poole(1970)^[58],Kent 与 Lowe(1997)^[59],Cecchetti(2000)^[60],Goodhart 与 Hofmann(2001)^[61]为代表,认为货币政策要根据情况对资产价格的变化作出反应。Alchian 与 Klein(1973)提出了 ICLI 指数(即不同时点生活费用指数),把资产价格的变动包含在物价指数中^[62]。Bryan 等(2002)根据美国房地产价格、股票价格以及 CPI 的月度数据,将房地产、股票等资产价格纳入对通货膨胀指数的测算,计算了 DFI 动态因素指数^[63]。另一种观点以 Bernanke 与 Gertler(1999)为代表,认为中央银行不应将资产价格作为货币政策的直接目标。他们运用了一个小型经济 BGG 模型(BGG 模型是一个动态的新凯恩斯主义分析模型)来模拟资产价格泡沫对经济的影响,结论是如果中央银行的货币政策直接以资产价格为目标,将会引

起宏观经济更大的波动。同时实现物价稳定和金融稳定这两个目标最好的政策框架是实行有弹性的通货膨胀目标制^[64]。Filardo(2000)对以上模型进行了修正,模拟实验的结果也得出了类似的结论^[65]。Gruen等(2003)设计了两种对资产价格泡沫采取不同态度的政策制定者——消极者与积极者,并对两种方式的影响进行了分析^[66]。

我国学术界已经开始考虑货币政策是否应当对股票价格波动进行反应的问题。戴根有(2000)认为中国股票市场存在较高的投机成分,股价变动往往与实体经济呈现较大的不一致,因而我国货币政策操作不应追随资产价格^[67]。谢平(2000)认为我国央行绝不能以股票价格作为决策的参考指标,货币政策对股票市场的作用应该是中性的^[68]。易纲和王召(2002)认为,中央银行在考虑货币政策制定时应同时考虑股票市场价格和商品与服务的价格,但是中央银行也不应迁就股票市场,或者单纯通过刺激股票市场的方法拉动消费需求。中央银行的根本目标仍然在于维护币值的稳定^[69]。冯用富(2003)认为我国利率调节对股票市场上升中的高收益率和下跌中的深度套牢没有任何影响,货币政策干预股票市场过度波动是无效的^[70]。

1.3 研究内容及方法

本文的研究内容从逻辑上可以分为三个部分:第一部分(第2章至第4章)研究我国股票市场对货币政策的影响;第二部分(第5章至第6章)研究我国货币政策对股票价格的影响;第三部分(第7章)结合第一部分与第二部分的研究,就我国货币政策应对股票价格波动的策略提出政策建议。

1.3.1 概念界定

(1)本文中所指的“股票市场”主要包括两个方面:一方面是股票价格,另一方面是股票数量。在实证研究股票市场对货币政策的影响时,主要使用了股票价格与股票数量两者相结合的指标。原因是,在研究股票市场对货币政策的影响时,单一的股票价格指标并不能完全代表

股票市场。比如,在实证研究股票市场对经济增长的影响时,采用了股票价格与股票数量相结合的指标——股票市价总值和股票成交总额。原因是,股票市价总值和股票成交总额是与GDP相对应的量,而股票价格并不是与GDP直接相对应的量。又如,研究股票市场对于货币需求的影响时,只考虑股票价格而不考虑流通股票数量是不完善的,因为流通股票数量与股票价格的乘积为流通股的总市值,这才是与货币需求相对应的变量,等等。

但是,即便将股票价格与股票数量两者相结合,也有多个不同的指标可以用来反映股票市场的状况,或者说,作为股票市场的代表变量。由于每个实证研究本身的特点与特殊性,本文很难统一地只采用某一个或两个指标作为股票市场的代表变量。确切地讲,也没有哪一个或两个指标能适应本文所有实证研究的要求。因此,本文根据每个实证研究的特点和特殊性,参考国内外相关研究的经验,分别选择了适当的指标作为每个实证研究中股票市场的代表变量。

由于我国目前实施“实质管理原则制”的股票发行核准制度,使得股票的发行数量在相当程度上受政府(主要是证监会)控制,而中央银行并没有能力去调控股票数量。所以,在研究货币政策对股票市场的影响时,主要是研究货币政策对股票价格的影响,相应地选择股价指数作为股票市场的代表变量。

(2) 货币政策是中央银行为实现给定的经济目标,运用各种工具调节货币供给量和利率所采取的方针和措施的总和。货币政策包括三个方面的基本内容:①政策目标,②实现目标所运用的政策工具,③预期达到的政策效果。从确定目标、运用工具到实现预期的政策效果,这中间还存在着一些作用环节,其中主要有中介指标和政策传导机制等^[1]。本文第二部分在研究货币政策对股票价格的影响时,分析了货币供给量与利率对股票价格的影响。至于中央银行如何运用一般性政策工具、选择性政策工具、直接信用控制与间接信用控制来影响和调控货币供给量与利率,则是专门研究“货币政策传导机制”的领域和范畴,

[1] 黄达. 金融学. 中国人民大学出版社 2003 年第 1 版:623~624.