

广州大学·青年博士学术文库

The Impact of
Chinese Monetary Policy on Stock Price and
Its Transmission Mechanism

中国货币政策 对股票价格的影响 及其传导机制

邹文理◎著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

广州大学·青年博士学术文库

中国货币政策 对股票价格的影响 及其传导机制

邹文理◎著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

2) 数据

中国货币政策对股票价格的影响及其传导机制/邹文理著.
—北京: 社会科学文献出版社, 2014. 12

(广州大学·青年博士学术文库)

ISBN 978 - 7 - 5097 - 5544 - 0

I. ①中… II. ①邹… III. ①货币政策 - 影响 - 股票价格 -
研究 - 中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 002048 号

· 广州大学·青年博士学术文库
中国货币政策对股票价格的影响及其传导机制

著 者 / 邹文理

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 宋月华 袁清湘

责任编辑 / 孙以年

出 版 / 社会科学文献出版社·人文分社 (010) 59367215

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367090

读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 北京鹏润伟业印刷有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16


印 张: 13 字 数: 169 千字

版 次 / 2014 年 12 月第 1 版 2014 年 12 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 5544 - 0

定 价 / 59.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社读者服务中心联系更换

 版权所有 翻印必究

本书得到

国家社会科学基金（14CJY068）

教育部人文社会科学基金（13YJC790229） 资助

广东省自然科学基金（S2012040007167）

前 言

20 世纪 80 年代后期日本的资产泡沫以及 2008 年的世界金融危机表明：货币政策的不当会对股票市场造成巨大影响。2006 年后，中国也经历了股市和房市价格的巨幅波动。2008 年，为了“保八”和“维稳”，中国开始实行财政和货币“双松”的经济刺激政策。那么，在中国股票价格的动荡过程中，货币政策究竟起到了什么样的作用？怎样产生作用？中国当前的政策是否合适？是否有效？这些问题的研究无疑能够加深我们对中国股票市场和货币政策的理解。在本书中，我们希望能够全面深入地理解中国货币政策对股票价格的影响及其传导机制；为货币当局有效制定货币政策，促进经济平稳健康发展提供依据和指引；同时为股市参与者提供学术支持。

本书的基本写作思路是，立足国外研究前沿和中国货币政策操作的特定情况，沿着“中国货币政策度量→中国货币政策对股票价格的影响→中国货币政策影响股票价格的传导机制→对中国货币政策和股市反思”的路线，层层递进地展开研究，系统地分析中国货币政策对股票价格的影响问题。其中，货币政策对股票价格的影响研究包括：宏观经济信息、货币政策对股价的影响、预期的（anticipated）和未预期的（unanticipated）货币政策对股价的影响、

货币政策对股价影响的非对称性 (asymmetry); 货币政策影响股票价格的传导机制研究体现为在中国特定经济制度安排下, 分析货币政策通过何种传导机制影响股票价格。

按照上述写作思路, 本书共包含 9 章。

第 1 章为绪论, 主要介绍写作本书的基本现实背景和意义, 同时对本书写作内容和研究方法做一简单概述。

第 2 章对货币政策如何影响股票价格的相关研究做了一个详细的文献综述, 从中发掘现有研究的不足, 以及本研究可能做出的“边际贡献”。具体文献综述包含两方面的内容, 一是在理论和实证研究中, 应该采用何种指标度量货币政策当局政策意图, 二是货币政策对股票价格是否存在真实作用, 以及这种作用的影响机制如何。

第 3 章是对货币政策和股票价格两个关键概念的理论梳理, 以及将其置入中国的现实经济背景下进行理论化和模型化。一是对中国货币政策的改革过程和执行方式进行理论化。通过分析, 笔者发现, 中国中央银行经过 60 多年的发展, 已经取得了很大的进步, 中国中央银行这 60 多年的制度改革历史是一个“摸着石头过河”的过程。货币政策制定和执行的改革进程符合独立增量过程, 即货币政策改革的演进具有马尔科夫过程性质 (Markov property)。二是笔者发现, 相对于标准的股票定价模型, 中国有其特殊性, 股票市场才刚建立不久, 股票市场相当不规范, 过度投机行为猖獗。中国股市上的股票价格由实际经济行为、物价水平、市场利率和投机“热钱”等因素共同决定, 从而建立了一个符合中国经济背景的股票定价模型。

第 4 章是选择一个能度量中国货币政策的最优指标。在进行与货币政策相关问题研究时, 无论是理论还是实证分析, 首先需要解决的就是货币政策的代表指标问题。中国的货币政策改革有其特殊

背景，应该采用何种指标度量货币当局的政策意图不是一目了然的。目前有关货币政策度量方法较为随意，多数研究仅仅是从定性分析的角度选择货币政策的度量指标。通过严格的计量分析，笔者发现，相对于价格指数而言，数量指标是度量中国货币政策的最优指标。而且，在数量指标中，货币供应量要优于金融机构贷款规模，在研究货币政策对实体经济的作用时，M2 是最优的货币政策度量；在研究货币政策对物价水平的作用时，M1 是最优的货币政策度量。

第 5 章考察了宏观经济因素与货币政策对股票价格的影响问题。根据先前构建的股票定价模型，笔者分析了各个理论影响因素对中国股票价格的影响，发现中国股票市场目前仍然存在诸多问题，仍然很不成熟，其集中表现在两个方面：一是股票市场基本与宏观经济没有相关性，股票市场的运行完全脱离了经济基本面，根本没有起到国民经济“晴雨表”的作用。二是股票价格的变化与政策因素有密切的关系，政策对股票价格有着相当大的影响力，中国股票市场表现出一种强烈的“政策市”现象。

第 6 章分析了预期与未预期货币政策对股票价格的影响。在这一章中，笔者通过借助 ARIMA 模型，将货币政策分解为预期和未预期两部分，正如理性预期理论所言，由于股票市场是一个对信息异常敏感的市场，预期到的信息对股市影响很小，而未预期到的信息则会使投资者的行为产生跳跃性变化。股票收益率与未预期的货币政策存在非常显著的正向关系，而与预期的货币增长政策基本上没有相关性。同时各行业股票对货币政策的反应不同，笔者发现 CAPM 难以解释中国股票市场对于货币政策所表现出的差异反应，中国股票市场本身的结构和不完善性可能是行业差异产生的原因。

第 7 章研究了货币政策对股票价格的影响是否具有非对称性。非对称性包含两个方面，一是紧缩性和扩张性货币政策对股票价格

的影响是否相同，二是相同的货币政策在不同的市场环境（牛市和熊市）中其作用效果是否一致。通过利用 H-P 滤波和马尔科夫区制转换模型，笔者从这两个不同的角度分析了货币政策影响股票价格指数的非对称性问题。研究发现，难以拒绝货币政策对股票价格的影响具有对称性：一方面是当中国的货币政策处于不同状态时，同等强度的扩张性政策或紧缩性政策将对股票价格产生同等强度的影响；另一方面是当中国的股票市场处于不同的状态（牛市和熊市）时，相同的货币政策会对股票价格产生相同的影响。

第 8 章结合中国特定的经济背景，分析了中国货币政策影响股票价格的传导机制问题。通过构建一个“股票 - 货币 - 价格 - 产出”一般均衡系统，采用 SVAR 框架分析了货币政策对股票价格的传导机制，笔者研究发现：货币政策是通过“流动性效应”、“通货膨胀效应”和“产出效应”三种传导机制影响股票价格的。其中，在货币政策影响股价的三种传导机制中，“流动性效应”贡献最大，它对沪深指数的贡献率分别达到了 91% 和 70%；其次为“通货膨胀效应”，对沪深指数的贡献率分别为 10% 和 30%；“产出效应”的贡献最小，基本可以忽略。

第 9 章为总结部分，一是对本书做了一个简要总结，另一方面是结合笔者的分析结论对中国股市和货币政策进行了反思并指出未来的研究方向。

C o n t e n t s

目录

前 言	001
第 1 章 绪论	001
1.1 选题背景及意义	001
1.2 研究思路、内容及方法	004
1.3 研究特色与创新之处	011
第 2 章 文献综述	013
2.1 货币政策度量指标文献	013
2.2 货币政策对股票价格的影响研究	019
2.3 文献评述及小结	033
第 3 章 货币政策、股票价格概述及中国货币政策理论 表述与股票定价方式	035
3.1 货币政策与股票价格相关概述	035
3.2 货币政策与股票价格关系概述	042
3.3 中国经济转型时期的货币政策演进、 理论表述与股票定价模型	048
3.4 本章小结	055

第4章 中国货币政策的最优度量指标	056
4.1 引言	056
4.2 分析思路、方法以及指标数据	060
4.3 实证分析	064
4.4 本章小结	076
第5章 宏观经济因素与货币政策对股票价格的影响	078
5.1 引言	078
5.2 分析方法和数据说明	080
5.3 实证分析	086
5.4 本章小结	095
第6章 预期与未预期的货币政策对股票价格的影响	097
6.1 引言	097
6.2 理论框架与实证模型	099
6.3 货币供应增长预测和分解	101
6.4 货币政策对股票市场的影响	109
6.5 本章小结	117
第7章 货币政策对股票价格影响的非对称性	119
7.1 引言	119
7.2 货币政策具有非对称性的原因	122
7.3 扩张性和紧缩性货币政策对股票价格的影响	124
7.4 牛市和熊市期间货币政策对股票价格的影响	132
7.5 本章小结	139

第 8 章 货币政策影响股票价格的传导机制：特定经济结构下的 SVAR 分析	141
8.1 引言	141
8.2 理论模型与经济结构设定	142
8.3 方法和数据说明、实证分析	147
8.4 货币政策影响股票价格的传导机制	153
8.5 本章小结及启示	161
第 9 章 结论及反思	165
9.1 主要工作及基本结论	165
9.2 中国股市和货币政策反思	168
9.3 本研究的不足及后续研究方向	171
参考文献	173
后 记	190
索 引	192

C o n t e n t s

目录

Preface	001
Chapter 1 Introduction	001
1.1 Background and Significance of Topics	001
1.2 Idea, Contents and Methodology	004
1.3 Research Characteristics and Innovations	011
Chapter 2 Literature Review	013
2.1 Monetary Policy Measurements	013
2.2 The Impact of Monetary Policy on Stock Prices	019
2.3 Summary	033
Chapter 3 Overview of Monetary Policy and Stock Prices, Chinese Monetary Policy Theory and Stock Pricing	035
3.1 Overview of Monetary Policy and Stock Prices	035
3.2 The Relationship between Monetary Policy and Stock Prices	042

3.3	Chinese Monetary Policy Theory and Stock Pricing at Chinese Economic Transition Period	048
3.4	Brief Summary	055
Chapter 4 The Optimal Measurement Index on Chinese Monetary Policy		
		056
4.1	Introduction	056
4.2	Idea, Methodology and Data	060
4.3	Empirical Analysis	064
4.4	Brief Summary	076
Chapter 5 The Impact of Macroeconomy and Monetary Policy on Stock Prices		
		078
5.1	Introduction	078
5.2	Methodology and Data	080
5.3	Empirical Analysis	086
5.4	Brief Summary	095
Chapter 6 The Impact of Expected Monetary Policy and Unexpected Monetary Policy on Stock Prices		
		097
6.1	Introduction	097
6.2	Theoretical Framework and Empirical Model	099
6.3	Money Supply Growth Forecast and Decomposition	101
6.4	The Impact of Monetary Policy on Stock Prices	109
6.5	Brief Summary	117
Chapter 7 The Asymmetry Impact of Monetary Policy on Stock Prices		
		119
7.1	Introduction	119

7.2	Asymmetry Reasons	122
7.3	The Impact of Expansionary and Contractionary Monetary Policy	124
7.4	The Impact of Monetary Policy on Stock Prices during the Bull Market and Bear Market	132
7.5	Brief Summary	139
Chapter 8 The Transmission Mechanism of Monetary Policy to Stock Prices: An Analysis Based on SVAR		141
8.1	Introduction	141
8.2	Theoretical Framework and Economic Structure	142
8.3	Methodology, Data and Empirical Analysis	147
8.4	The Transmission Mechanism of Monetary Policy to Stock Prices	153
8.5	Brief Summary	161
Chapter 9 Conclusion and Reflection		165
9.1	Main Work and Conclusions	165
9.2	Chinese Stock Market and Monetary Policy Review	168
9.3	The Direction of This Research and the Follow – up Study	171
References		173
Acknowledgements		190
Index		192

第 1 章 | 绪 论

1.1 选题背景及意义

自“广场协议”之后，主要发达国家货币对美元汇率不断上升。经过连续三年左右的升值之后，日元对美元升值 105.1%，马克对美元升值 94.0%，法郎对美元升值 75.7%，英镑对美元升值 64.3%，里拉对美元升值 63.6%。为应对货币升值带来的出口下降和经济滑坡问题，各国均相应采取了宽松的货币政策。虽然各国为刺激经济均放松银根，但各国政策的宽松程度和执行时间的长短却各不相同，如德国在 2.5% 的超低利率水平上停留了 7 个月，而日本在 2.5% 的超低利率水平上停留了长达 2 年零 3 个月的时间。由于担心经济过热，德、英、法等国在 1988 年第二季度就开始上调利率，而日本在 1989 年 5 月才开始上调利率，比其他国家上调利率晚了差不多一年的时间。事后人们（如 Krugman, 2000；黑田东彦，2004）认为错误的财政政策和货币政策是导致 20 世纪 80 年代后期资产泡沫的根本原因：日本在 2.5% 的超低利率水平上停留时间太长，加上日元升值以及世界原油价格较低等原因使得资金供

给大大超过需求，大量的闲置资金投入股票市场 and 房地产市场，导致了后来股票和房地产价格不断攀升，最后演变为资产价格泡沫和经济过热，在泡沫破灭后，日本陷入战后最长的经济不景气，被称为“失去的十年”。

无独有偶，2008年发生在美国的金融危机也是因为房地产价格和股市的不断上涨，最后破裂而引发的。对于此次危机，Jeffrey Sachs (2008) 认为，为应对21世纪初的网络经济泡沫，美联储所执行的宽松货币政策和松懈的金融管制引发了这次危机，他批评“这次全球经济危机会在历史上记下格林斯潘荒唐的一笔，美国联邦储蓄委员会是这次危机的主要始作俑者”，货币政策的失误是引发此次危机的原因。Taylor (2009a, 2009b) 也认为美联储的货币政策失误是美国金融危机的原因。图1-1描述了美国联邦基金利率以及全部股票价格指数的变化情况。

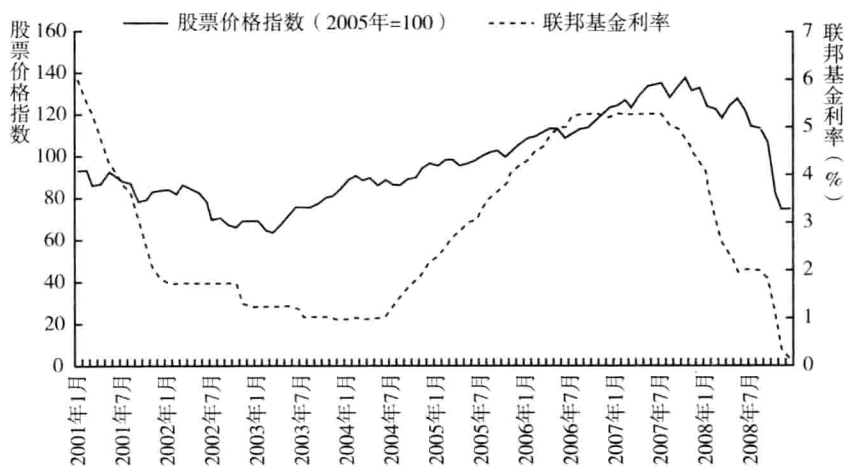


图 1-1 美国联邦基金利率和全部股票价格指数的变化

在中国，2006年以后也经历了股票市场（见图1-2）和房地产市场价格的巨幅波动。2008年以来，为了应对世界金融危机，

实现“保八”和“维稳”的目标，中国开始实行财政和货币双松的经济刺激政策。2009年下半年以来，房地产价格再次呈现出泡沫化的倾向，而股市则是情况并不明朗。再次抬头的局部过热，使得货币政策出现稍有收紧的迹象。目前，存款准备金利率已经达到了历史最高的20%。那么，在中国股票（资产）价格的动荡过程中，货币政策究竟起到了什么样的作用？怎样产生作用？目前的货币政策是否有效？这些问题的讨论和研究无疑能够加深我们对中国股票市场和货币政策的理解，同时也是评价、检讨我们“维稳”战略和下一步宏观调控工作的重要理论支撑。另外可以预见，随着中国资本市场的日益发展和开放，股票（资产）价格的变化对宏观经济的影响越来越显著，相关问题的讨论就愈发显得重要。

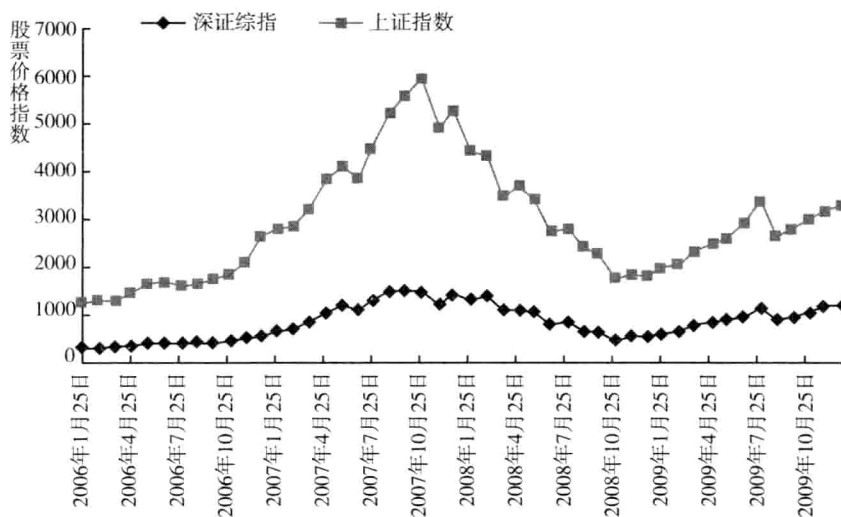


图 1-2 中国沪深两市股票价格指数 (2006 ~ 2009 年)

在经济理论界，货币政策与股票市场的关系问题一直是金融经济学的焦点，货币政策是否能够对股票市场产生影响？如何产生影响？股票价格的波动又是否会影响货币政策的制定，货币政策是否应该对股票价格波动做出反应？诸如此类问题一直都没有一致