

中国股票收益率和货币政策目标动态关系的实证分析

邱云波*

摘要: 本文运用 VAR 模型对中国股票收益率与通货膨胀、经济增长等货币政策目标之间的动态关系进行了实证研究。结果表明,股票名义收益率和经济增长没有关系;虽然股票收益率含有通货膨胀的信息,但是十分微弱,因此股票市场不能有效发挥经济预测的功能。同时,实证研究还显示利率对股票收益率的影响有限。以上分析表明中国货币政策的资本市场传导效应并不显著。

关键词: 股票收益率 货币政策 通货膨胀率 经济增长 VAR 模型

一、前言

货币政策与股票市场的关系问题一直备受经济学家和决策者的关注。这是因为货币政策能够通过股票市场实体经济活动产生影响,即货币当局调整基准利率等政策变量,通过财富效应、投资效应等途径,使居民和企业的消费和投资行为发生变化,从而影响实体经济的运行。

货币政策的目標一般是物价稳定和经济增长。关于股票收益率与经济增长的相互关系,普遍的“流动性”观点认为扩张性的货币政策将增加公众的实际现金余额,因此对股票等金融资产的需求也相应地增加,使股票价格上涨、投资回报率下降,从而使资本由流动性强的金融资产转向流动性较弱、回报率较高的实物资产,这种由于资产流动性的不同而产生的“替代效应”最终会刺激实物投资增加,促进实体经济增长(Friedman and Schwartz, 1963);就股票收益率和通货膨胀的关系而言,早期的费雪假说认为股票名义收益率与通货膨胀正相关。但从历史数据上看,美国股票市场回报率和通货膨胀率之间一直存在负相关关系(Fama, 1981)。这种负相关关系表现为较高的通货膨胀率将减少股票收益率,这是因为高通货膨胀率会提高公众的通胀预期,从而使长期利率水平上升,而利率的提高将令投资者未来的贴现股息减少(Godfriend, 2003)。

综上所述,股票收益率与经济增长、通货膨胀之间具有密切关系。我国证券市场从 20 世纪 90 年代建立以来取得了长足的发展,截至 2007 年底,沪深股市总市值突破 32 万亿元人民币,占 GDP 比重达 150%。股市的迅猛发展使越来越多的学者开始研究股票市场与通货膨胀、经济增长等宏观经济变量之间的关系。本文旨在研究中国近年来货币政策、股票收益率、通货膨胀以及经济增长等货币政策目标之间的动态关系。本文安排如下:第二部分是国内外文献综述;第三部分是数据处理和指标构建,并介绍了研究方法;第四部分是计量分析与实证分析结果;第五部分是本文的结论。

二、文献综述

关于股票市场和货币政策之间关系的研究,最早始于股票收益率和通货膨胀率之间的负相关关系的论断(Fama, 1981),其后一些学者从理论和实证上试图解释名义股票收益率和通货膨胀之间的负相关关系(Geske and Roll, 1983; Kaul, 1987; Lee, 1992)。根据费雪假说,股票应当是通货膨胀的避险器(hedge),即股票名义收益率和通货膨胀率呈正相关关系,但大多数研究结果表明这一假说与事实不符。Fama (1981)对此悖论的解释是,因为实体经济活动与股票收益率呈正相关关系,而通货膨胀与实体经济活动为负相关关系,两

* 邱云波,中央财经大学金融学院,邮政编码,100081,电子信箱:qiuyunbo@126.com。

种因素综合作用,使得股票收益率和通货膨胀率呈负相关关系。

近年来人们越来越重视货币政策与股票价格波动之间关系的研究。20世纪90年代以来,西方主要国家实行以单一规则为基础的货币政策,即“通货膨胀目标制”,成功地实现了“低而稳”的通胀水平,但同期股票、房地产等资产价格波动频繁、波幅加大。对于货币政策是否考虑资产价格学者们存在较大分歧。一些学者认为资产价格的波动,可能是由于基本面发生变化,也有可能是因为非基本面因素造成的,而两者之间很难区分,因此传统的观点认为只有资产价格的波动影响到通货膨胀的预期,货币当局才需要关注资产价格(Bernanke and Gertler,2000,2001);货币当局刺破泡沫的举措将使宏观经济更加趋于不稳定的状态(Cogley,1999);货币当局的任务是通过保持物价的稳定而实现金融的稳定(Bordo,Dueker and Wheelock,2002,2003;Schwartz,1995);金融不稳定乃至金融危机应该由中央银行发挥最后贷款人的作用来加以解决(Schwartz,2002);Mishkin(2001)考察了货币政策传导机制,包括资产价格传导机制(股票价格、房地产价格和汇率传导机制等),认为尽管资产价格在货币政策传导中发挥着重大作用,但中央银行不宜把资产价格作为货币政策目标。

很多学者不接受传统观点,至少不完全接受。一些学者认为紧缩性货币政策在资产市场“非理性繁荣”的条件下是最优的(Smets,1997;Detken and Smets,2003);Cecchetti等(2000)认为,货币政策不仅要是对影响通货膨胀预期的资产价格波动进行反应,而且也要直接对资产价格做出反应,这样才能取得良好的政策效果,这是因为对资产价格提前做出政策上的反应,能够及时地降低资产价格泡沫产生的可能性,从而减少宏观经济的波动;Fair(2000)认为,基于简单规则的传统货币政策不会发挥稳定资产价格的作用;Bordo和Jeanne(2002)对第二次世界大战后OECD国家资产价格波动的研究结果表明,当前中央银行的货币政策可以称为“善意的忽视”(Benign Neglect),即货币当局只有在资产价格泡沫实际发生时,才能够采取措施以恢复金融稳定。但由于货币政策与资产价格之间的关系具有复杂性和非线性特点,货币政策是否应该直接对资产价格的波动做出反应,还值得商榷。

关于货币当局在实际操作中是否对资产价格做出了反应,Bernanke和Gertler(1999)考察了美国和日本20世纪60-80年代期间货币政策操作实践,研究结果表明,没有证据显示两国的货币政策与资产价格之间具有显著的关系;而Rigobon和Sack(2002)、Romaniuk(2006)认为虽然稳定资产价格不是美联储的货币政策目标,但在货币政策实际操作中,确实考虑了资产价格的变化。

在股票收益率和实体经济的关系上,实证研究的结论也是不明确的。Fama(1990,1991)、Geske和Roll(1983)的研究结果认为,股票收益很大程度上可以由实体经济的未来变化来解释。但Laopodis和Shawhney(2002)的研究结果表明,20世纪70年代以来,美国的股票市场表现和实体经济并不具有相关关系。

我国的货币政策目标是维持物价稳定,并促进经济增长。我国学者自20世纪90年代后期以来,对货币政策、股票市场和经济增长的关系也进行了初步的探讨。这些研究主要集中在货币政策与资产价格的波动相互关系的讨论上(钱小安,1998;易纲、王召,2000;瞿强,2001;戴根有,2002)。这些研究与国际的主流观点基本一致,即只有当股价等资产价格的波动影响到中央银行的通货膨胀预期,从而可能导致实体经济严重失衡时,货币政策才需要做出反应。但这种影响达到何种程度才做出反应并没有定量分析,因此对于货币政策而言不具备可操作性。近年来国内学者这方面的研究逐步深入,主要是引入了实证研究方法,包括早期简单的回归分析到近来的协整、VAR/VEC模型分析等。举例来说,谢平、焦瑾璞(2002)运用多元回归方法,对中国股市发展与货币政策的完善做了研究。研究结果表明,我国股市的发展所带来的资金流动的不稳定,已经影响到中央银行货币供应量作为货币政策中介目标的有效性,因此认为中央银行的货币政策操作应关注股市价格的波动,但又不能把它作为货币政策决策的决定因素之一,是关注而不是盯住。吕江林、朱怀镇(2004)运用VAR模型研究了中国股票市场货币政策传导机制的影响,发现我国股票市场已经存在正的财富效应,投资效应也开始显现,因此货币政策操作应该考虑股票价格。

在股票市场和经济增长的关系上,主要包括金融发展和经济增长的关系(谈儒勇,1999;史永东等,2003),股票市场和经济增长的关系(靳云汇、于存高,1998;王开国,2000;吕江林,2005),以及股票市场、银行和经济增长的关系(韩廷春,2001;梁琪和滕建州,2005)等。一些研究结果表明,股市发展与经济增长的关系很弱(谈儒勇,1999;王开国,2000);梁琪、滕建州(2005)运用时间序列研究方法分析了我国银行、股市规模和流动性与经济增长的关系,结果表明银行发展和经济增长是相互促进的关系,而股市发展和股市流动性与经济增长之间没有任何因果关系;吕江林(2005)对西方国家股价变动与实体经济的关系做了实证研究,结果表明在美国、英国、新加坡等公司资本结构中股本比重高的国家中,股价与实体经济存在着协整关系,而在德国

等公司资本结构中股本占比不高的国家中,股市与实体经济不存在有意义的协整关系。而在我国尽管资本化率还较低,股价变动并不是实际 GDP 变动的格兰杰原因,但是股市的财富效应和投资效应已初步显现,因此货币政策应当适度考虑股价波动的影响。

综上所述,目前国内学者多为单方面研究股价变动和货币政策以及其与经济增长的关系,孙华妤、马跃(2002),王虎等(2008)运用 VAR 模型研究了我国广义货币 M2、中央银行利率、股市指数、实际 GDP 和 CPI 之间的关系,但在上述变量中,只考虑了股票指数的因素,没有考虑股票市场整体回报率的影响。本文认为,应该考虑股市整体收益率和通货膨胀、经济增长等宏观经济变量的关系,这样更能分析股市的成长性以及我国股市是否具有“晴雨表”的功能,并考察货币政策通过股票市场实体经济的影响。因此,本文将运用 VAR 模型,综合考虑中国货币政策、股票收益率、通货膨胀以及经济增长的动态关系,并得出研究结论。

三、数据分析和研究方法

(一) 数据选择的指标建立

本文实证分析采用的数据为月度数据,样本区间为 1998 年 1 月至 2007 年 12 月。其中,股票价格采用上证综合指数(SH)每月底的收盘价;货币政策工具变量包括广义货币供应量(M2)、短期利率,其中短期利率以同业拆借利率(IBR)代替,采用 30 天的加权平均利率;通货膨胀率采用消费物价指数(CPI);经济增长的数据采取工业生产总产值(IP)。以上数据皆来自 WIND 资讯。

上证指数名义月度收益率可以表示为:

$$NSR_t = \ln(SH_t / SH_{t-1}) \quad (1)$$

其中 SH_t 是 t 月份的上证收盘指数,同 NSR_t 类似,为了保持数据的可比性,除了利率数据外,这里把其他数据也转换为月度环比数据。因为国内数据库一般只提供同比数据,因此需要把通货膨胀、工业总产值等数据转换成环比数据。环比变化率可以表示为:

$$INF_t = \ln(CPI_t / CPI_{t-1}) \quad (2)$$

工业生产总产值月度环比实际增长率表达式(IPG)、广义货币供应量月度环比增长率($M2G$)表达式等同于公式(2)。各变量数据特点见表 1。

表 1 各变量 1998 - 2007 年的描述性统计量

指标	IBR	INF	IPG	M2G	NSR
均值	3.2276	0.0504	-0.0381	1.2032	1.1815
中位数	2.7100	0.0985	-0.0513	1.2353	0.8042
最大值	8.7800	1.9436	16.5361	2.7840	27.805
最小值	1.5400	-1.4486	-17.1188	-0.9206	-20.073
标准差	1.5105	0.5733	4.6096	0.7283	7.4420
偏度	2.0551	0.0385	-0.0846	-0.3878	0.5194
峰度	6.8448	3.5428	8.1659	3.2886	4.3480
雅克 - 贝拉检验	157.07	1.4907	132.4652	3.3970	14.362
概率值	0.00	0.4745	0.0000	0.1829	0.0007

注:以上数据由各变量月度百分比数据计算所得。

(二) 时间序列的平稳性检验

为验证上述数据的稳定性,我们对上述五个变量的时间序列进行单位根检验,采取 ADF 方法和 Phillips - Perron 方法。上述数据的单变量的两种检验结果表明,每组数据的 t 统计量皆小于 1%、5%和 10%检验水平的临界值,因此上述五个变量的时间序列都不包含单位根,属于平稳的序列。一般来说,宏观经济变量的时间序列数据都是不平稳的,但这里除了利率数据以外,我们对其他的数据都计算其月度环比数据,且货币供应量和工业总产值数据进行了季节调整,剔除了其中的非平稳因素,因此各变量都具有平稳的性质,无须对各变量进行协整检验,可以直接进行 VAR 模型的建立和估计。

(三) 研究方法

本文采取非限制性 VAR 模型用于估计中国货币政策与股票市场收益率、通货膨胀以及经济增长的关系。VAR 模型是通过把系统中的每一个内生变量作为系统中所有内生变量滞后值函数的方法来构造模型的一种计量手段,是处理多个相关经济变量的分析和预测的有效的模型,常用于研究相关时间序列系统和分析随机扰动项对变量系统的动态冲击,从而解释经济冲击对每个经济变量的影响。

根据 Bordo、Dueker 和 Wheelock (2002) 对美国 and 英国股票市场与宏观经济变量的关系进行实证研究的结果,我们将按照以下顺序构造模型:工业总产值、通货膨胀、货币存量增长、利率、股票价格指数名义收益率。确定冲击变量顺序是为了研究某个冲击变量在其他变量不变时的冲击效果,以此减少因为冲击变量之间的相关性所可能导致的误差。所构建的 VAR 模型如下:

$$\begin{pmatrix} IPG_t \\ INF_t \\ M2G_t \\ IBR_t \\ NSR_t \end{pmatrix} = A_1 \begin{pmatrix} IPG_{t-1} \\ INF_{t-1} \\ M2G_{t-1} \\ IBR_{t-1} \\ NSR_{t-1} \end{pmatrix} + \dots + A_p \begin{pmatrix} IPG_{t-p} \\ INF_{t-p} \\ M2G_{t-p} \\ IBR_{t-p} \\ NSR_{t-p} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} 1_t \\ 2_t \\ 3_t \\ 4_t \\ 5_t \end{pmatrix} \quad (3)$$

上式中, IPG 、 $M2G$ 分别代表 1998 年 1 月份至 2007 年 12 月份的工业生产总产值和广义货币供应量的月度环比增长率, INF 是相应时期的消费物价指数, NSR 是上证指数月度名义收益率, IBR 是同业拆借 30 天加权平均利率。 A 为 5×5 的参数矩阵, 其中 p 为滞后阶数, $1_t, 2_t, 3_t, 4_t, 5_t$ 是白噪声误差项。

四、计量分析

本部分将分析 VAR 模型的因果关系检验以及通过脉冲响应函数图形和方差分解表, 得出 VAR 模型的估计结果, 据此对中国货币政策、股票收益率与货币政策目标之间的动态关系进行分析, 并得出结论。

(一) 模型滞后阶数 p 的确定

为了正确估计 VAR 模型, 必须确定模型的滞后期。在选择滞后阶数 p 的时候, 一方面, 滞后阶数要足够大, 以便能够反映模型的动态特征; 另一方面, 滞后阶数越大, 需要估计的参数就越多, 模型的自由度就会减少, 直接影响模型参数估计的有效性, 因此需要权衡才能确定阶数。这里采取 LR (似然比) 检验方法, 而传统的 AIC 信息准则和 SIC 准则, 不仅存在按两种准则确定的阶数会发生不一致的现象, 而且无法保证模型的残差项是符合白噪声的。LR 方法确定模型的滞后阶数是 3, 并且 AR 根的图表显示, 当滞后阶数为 3 时, 所有参数矩阵的模都小于 1, 这说明滞后期为 3 的 VAR 模型是稳定的。

(二) Granger 因果关系检验

经济系统中有一些变量显著相关, 但这种关系未必就是有意义的。VAR 模型的一个重要应用就是分析经济变量的时间序列数据之间的因果关系。在多变量 VAR 模型估计之前, 本文首先运用格兰杰因果关系检验分析各个经济变量之间的因果关系, 用于判断一个变量是否受到其他变量的滞后影响, 即两个变量之间是否具有 Granger 因果关系。

表 2 是 1998 - 2007 年间五个宏观经济变量中每两个变量之间 Granger 的因果关系检验。根据最小 FPE (Final Prediction Error) 准则, 各变量最优滞后期为 2 期, 即两个月。检验结果表明, 1998 - 2007 年广义货币供应量是经济增长的 Granger 原因, 而利率与股票收益率、经济增长的关系不显著, 说明我国货币政策工具还是以数量工具为主; 上证指数名义收益率和经济增长之间不存在因果关系, 显示我国股市的财富效应较弱; 通货膨胀率与上证指数名义收益率呈负相关关系, 尽管关系并不显著, 这与费雪假说相违背, 表明股票市场并不是通货膨胀的避险器; 广义货币供应量是上证指数名义收益率的 Granger 原因, 但呈负相关关系。

表 2 Granger 因果关系检验结果

Granger 因果关系	F 统计量	概率值	相关系数
NSR IBR	0.0206	0.9797	-0.0367
IBR NSR	0.3421	0.7110	-0.0367
IPG IBR	2.4179*	0.0937	0.0025
IBR IPG	0.5903	0.5558	0.0025
IPG NSR	0.2514	0.778	-0.1262
NSR IPG	0.5281	0.5911	-0.1262
INF NSR	3.5227**	0.0328	-0.0317
NSR INF	5.0776***	0.0078	-0.0317
M2G NSR	6.7552***	0.1775	-0.0482
NSR M2G	0.3432	0.7098	-0.0482
M2G IPG	13.233***	0.0694	0.3199
IPG M2G	3.0661**	0.0505	0.3199

注: * 代表 Granger 因果关系的方向, **、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上拒绝原假设。

(三) 模型估计结果和分析

1. 脉冲响应函数

VAR 模型中的脉冲响应函数用于描述一个内生变量新息冲击对 VAR 模型中其他变量的影响。具体来说,它描述的是在扰动项上加一个标准差大小的冲击对内生变量当期值和未来值所能带来的影响。根据我们的研究目的,本文主要考虑上证综合指数名义收益率(NSR)、工业总产值增长率(IPG)和通货膨胀率(INF)对其他几个变量的脉冲响应(见图 1、图 2、图 3)。

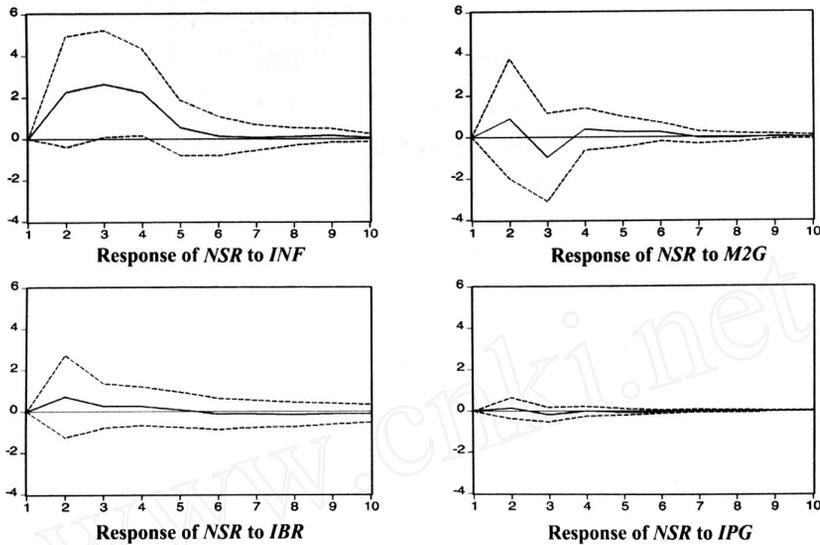


图 1 上证综合指数名义收益率(NSR)的脉冲相应图形

首先分析 NSR 受其他变量冲击后的影响(见图 1)。 INF 对 NSR 的影响是正向的, NSR 在受到 INF 的一个标准差的冲击后,在 3 个月后达到最大反应值,然后逐渐减弱,并在 6 个月后消失; NSR 对 $M2G$ 冲击的反应较为灵敏,表明货币供应量对股票收益率的影响较为显著, $M2G$ 的一个标准差的冲击会使 NSR 产生向上的反应,但这种冲击的影响迅速减弱,超过前期正向影响的幅度,在 4 个月后逐渐消失; IBR 对 NSR 会产生短暂的正向影响,在 3 个月后就逐渐消失。这表明在股票收益率上升的趋势下,利率并不能对股价发挥很大的影响; IPG 对 NSR 的影响十分微弱,表明产出冲击对股票收益率的变动几乎没有影响。

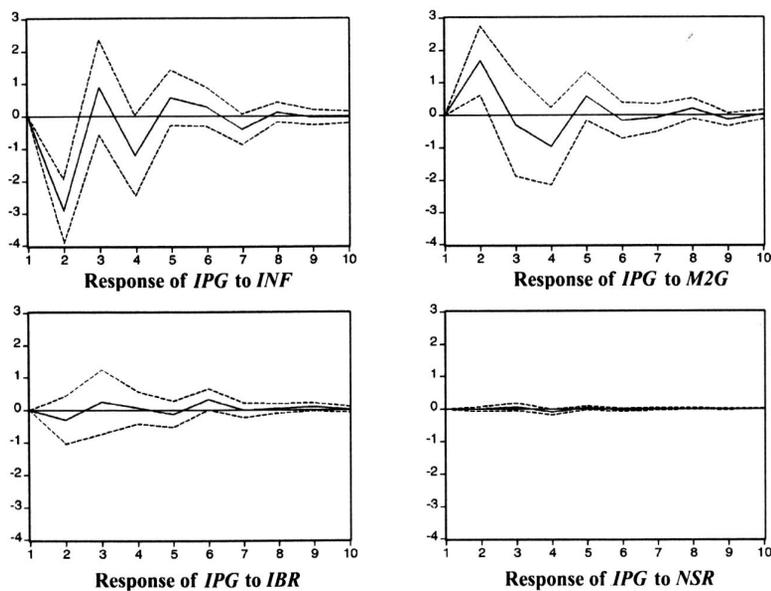


图 2 工业总产值增长率(IPG)的脉冲响应图形

其次研究 IPG 受其他变量冲击后的反应(见图 2)。 INF 最初对 IPG 有较强的负向影响,在第 2 个月这种负向的响应达到最大,但这种影响很不稳定,达到最低点后迅速逆转向上,并在 3 个月后达到正向响应的最大值,呈现不断波动的趋势,8 个月后这种影响逐渐消失; $M2G$ 对 IPG 的影响也十分显著,表现为较强的正

向关系,在第2个月达到最大,4个月后达到负向响应的最大值,6个月后消失,表明货币存量对经济增长具有显著的影响; *IPG* 受 *IBR* 冲击的影响较小,起初为负向影响,第2个月达到负向的最大值,随后呈现小幅波动的趋势,总体上看,二者的关系较为微弱,表明利率对经济增长的影响不很明显;与图1的结果相似, *IPG* 与 *NSR* 之间的关系很不明显。

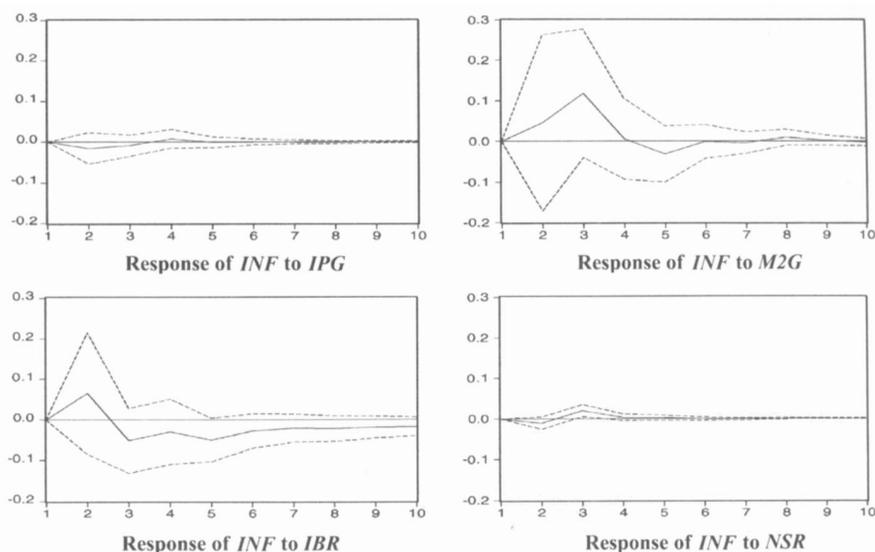


图3 通货膨胀率(*INF*)的脉冲响应图形

最后报告 *INF* 受其他变量冲击后的响应(见图3)。*INF* 受 *IPG* 冲击的影响较小,并且在4个月后就基本消失;*M2G* 对 *INF* 有显著的正向影响,在3个月正向影响达到最大值,在6个月后逐渐消失,显示货币供应量对通货膨胀率有直接的影响;*IBR* 对 *INF* 的影响十分持久,首先是正向的响应,在2个半月后则呈现稳定和持续的负相关关系,表明利率对通货膨胀率有较大的影响;*NSR* 对 *INF* 的影响十分微弱,表明我国股票收益率并不含有影响通货膨胀预期的因素。

2. 方差分解

VAR模型的方差分解通常以方差为度量,用于描述每一个结构冲击对内生变量变化的贡献度,从而进一步评价不同结构冲击的重要性,给出随机新息的相对重要性信息(见表3、表4、表5)。

表3 上证综合指数名义收益率(*NSR*)的方差分解

预测期	<i>IPG</i>	<i>INF</i>	<i>M2G</i>	<i>IBR</i>	<i>NSR</i>
1	0.2170	0.0325	1.2479	2.8307	95.6717
2	1.1590	2.3559	1.7452	2.8742	91.8655
3	1.1663	5.0814	1.9570	2.7912	89.0039
4	1.4368	7.08007	1.9983	2.7331	86.7516
5	1.4327	7.1839	2.0330	2.7254	86.6248
6	1.4356	7.1674	2.0667	2.7520	86.5781
7	1.4422	7.1647	2.0655	2.7679	86.5594
8	1.4424	7.1672	2.0652	2.7879	86.5371
9	1.4436	7.1772	2.0649	2.7975	86.5166
10	1.4442	7.1776	2.0647	2.8044	86.5088

表4 工业总产值增长率(*IPG*)的方差分解

预测期	<i>IPG</i>	<i>INF</i>	<i>M2G</i>	<i>IBR</i>	<i>NSR</i>
1	100.000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
2	84.8975	11.1890	3.6652	0.2434	0.0046
3	83.3692	11.5363	3.4920	0.2788	1.3234
4	78.4578	12.8716	4.7367	0.4045	3.5291
5	77.5560	13.0475	5.1003	0.4856	3.8103
6	77.0281	12.9718	5.0797	0.8512	4.0690
7	76.8735	13.1446	5.0725	0.8492	4.0599
8	76.7928	13.1494	5.1234	0.8498	4.0843
9	76.7309	13.1375	5.1429	0.8813	4.1073
10	76.7302	13.1373	5.1427	0.8813	4.1082

表 5 通货膨胀率 (INF) 的方差分解

预测期	IPG	INF	M2G	IBR	NSR
1	16.0269	83.9730	0.0000	0.0000	0.0000
2	15.3963	81.6746	0.0819	1.0800	1.7666
3	14.4000	74.2358	1.5596	2.0652	7.7391
4	14.2920	74.0495	1.5537	2.2283	7.8762
5	14.2061	73.6164	1.6062	2.6305	7.9405
6	14.2068	73.5546	1.6012	2.7230	7.9142
7	14.2062	73.5076	1.6020	2.7740	7.9100
8	14.1927	73.4320	1.6068	2.8503	7.9180
9	14.1847	73.3909	1.6061	2.8994	7.9186
10	14.1788	73.3596	1.6060	2.9392	7.9162

表 3 NSR 的方差分解结果显示, NSR 的预测误差绝大部分由其新息来解释 (超过 86%), 表明自身冲击是 NSR 预测误差的主要来源, 但从第 3 个月开始后, INF 成为 NSR 预测误差第二大冲击来源, 其贡献度稳定在 7.16% 左右, 其他变量冲击对 NSR 影响不明显, 包括利率。表 4 IPG 的方差分解结果显示, 自身冲击对其预测方差的影响在 76%。除此以外, INF 和 M2G 是影响 IPG 预测误差的重要来源。其中, INF 贡献度在 13% 左右。M2G 是另一个影响 IPG 预测误差的重要变量, 其贡献度从第 5 个月开始, 基本稳定在 5% 左右。IBR 和 NSR 对 IPG 预测误差的影响比较微弱。在表 5 INF 的预测误差来源中, 除了其自身的影响外 (73%), IPG 是占第二位的来源, 贡献度达 14% 的水平, 除此以外, 其他变量的影响较小。

以上结果表明, 通货膨胀率对上证指数收益率有一定的影响, 而上证指数收益率对通货膨胀的变动影响很小。因此, 从货币政策的传导途径上看, 股市的财富效应表现还不明显。从股市收益率和经济增长的关系上看, 二者的相关关系很弱, 表明我国股市并不具备较强的经济预测的功能。

(四) 模型预测

VAR 模型的另一个重要功能是经济预测, 具有“一期向前预测”的功能。它包括静态方法和动态方法, 前者是指短期内利用各序列滞后期的实际观测值计算第 t 期的预测值, 后者指利用各序列每期预测值而非实际值进行迭代计算, 一般只反映序列的变化趋势, 适用于长期预测。根据我们的研究目的这里只对 NSR 和 IBR 两个变量进行预测。图 4 是 NSR 和 IBR 短期内模型各序列的估计值和实际值; 图 5 是利用 1998 - 2004 年数据建立的模型对 2005 - 2007 年的预测值。如图所示, 短期内, IBR 估计值和实际值拟合得较好, 长期内拟合值也基本上与实际变动趋势相符; 但 NSR 序列不论是短期和长期都较难估计, 表明股价指数收益率很难预测。

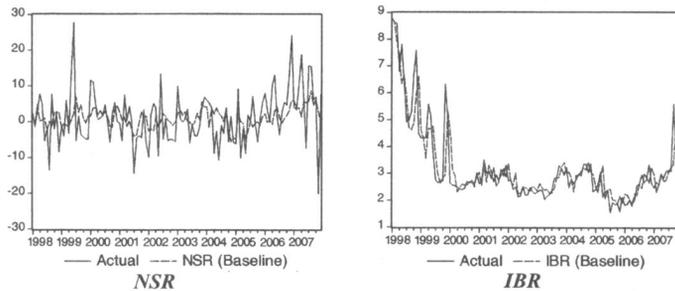


图 4 上证综合指数名义收益率 (NSR) 和利率 (IBR) 的静态预测

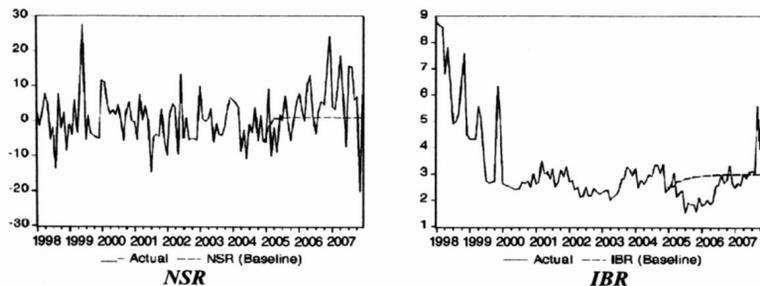


图 5 上证综合指数名义收益率 (NSR) 和利率 (IBR) 的动态预测

五、基本结论

本文利用 VAR 模型对我国货币政策和股票指数收益率、通货膨胀、经济增长等经济变量做了实证检验。

检验结果表明:(1)通货膨胀率和上证指数收益率呈现弱负相关关系,即股票名义收益率与通货膨胀率呈反方向变化,说明我国股市不存在费雪效应,股票市场不能成为弥补通胀损失的避险器。(2)股票收益率与经济增长基本上没有相关关系,虽然股票收益率含有通货膨胀的信息,但并不显著。上述两个结论说明我国股价指数并不具备经济预测功能,股票市场发挥经济信号、“晴雨表”的有效作用尚待时日。(3)利率对股价指数和经济增长影响不显著,在经济高速增长、股价出现泡沫的条件下,利率调整很难对工业企业的利润率和投资者的盈利预期产生影响,因此较难发挥调控的作用,货币供应量仍然是我国货币政策的主要工具。这说明我国利率市场化尚未完成,经济主体对利率的变化还不敏感,利率手段要成为有效的货币政策工具尚待时日。(4)货币供应量对工业生产保持持久和显著的影响,银行信贷、货币供应仍然是经济增长的第一推动力。但货币供应量与股票收益率反方向变化,说明股价变动导致货币需求的变化,替代效应大于财富效应,显示我国股市的财富效应还不显著。

上述分析结果表明,我国货币政策的资产价格传导渠道效应并不显著。

参考文献:

1. 戴根有:《关于我国货币政策的理论与实践》,载《金融研究》,2000(9)。
2. 韩廷春:《金融发展与经济增长:基于中国的实证分析》,载《经济科学》,2001(3)。
3. 梁琪、滕建州:《股票市场、银行与经济增长:中国的实证分析》,载《金融研究》,2005(10)。
4. 靳云汇、于存高:《中国股票市场与国民经济关系的实证分析》,载《金融研究》,1998(3)、(4)。
5. 吕江林:《我国的货币政策是否应对股价变动做出反应?》,载《经济研究》,2005(3)。
6. 吕江林、朱怀慎:《中国股票市场与货币政策影响的实证分析》,载《当代财经》,2004(11)。
7. 钱小安:《资产价格变化对货币政策的影响》,载《经济研究》,1998(1)。
8. 瞿强:《资产价格与货币政策》,载《经济研究》,2001(7)。
9. 史永东等:《我国金融发展与经济增长的实证分析》,载《预测》,2003(4)。
10. 孙华妤、马跃:《中国货币政策与股票市场的关系》,载《经济研究》,2003(7)。
11. 谈儒勇:《中国金融发展和经济增长关系的实证研究》,载《经济研究》,1999(10)。
12. 王虎等:《股票价格具有货币政策指示器功能吗?》,载《金融研究》,2008(6)。
13. 王开国:《证券市场与经济发展的理论分析和政策建议》,载《证券市场导报》,2000(5)。
14. 谢平、焦瑾璞:《中国股票发展与货币政策完善》,载《金融研究》,2002(4)。
15. 易纲、王召:《货币政策与金融资产价格》,载《经济研究》,2002(3)。
16. Bordo, Michael D. and Jeanne, Olivier, 2003. "Monetary Policy and Asset Prices: Does 'Benign Neglect' Make Sense?" IMF Working Papers, 02/225.
17. Bordo, Michael D.; Dueker, Michael J. and Wheelock, David C., 2006. "Monetary Policy and Stock Market Booms and Busts in the 20th Century." NBER Working Paper No. 8966.
18. Bernanke, Ben S. and Mark, Gertler, 2000. "Monetary Policy and Asset Price Volatility." NBER Working Paper, No. W7559.
19. Bernanke, Ben S. and Mark, Gertler, 2001. "Should Central Bank Respond to Movement in Asset Price?" American Economic Review, May, pp. 253 - 267.
20. Cecchetti, Genberg, Lipsky and Wadhvani, 2000. "Asset Price and Central Bank Policy." The Geneva Report on the World Economy, No. 2.
21. Kent, Christopher and Lowe, Philip, 1997. "Asset Price Bubble and Monetary Policy." Research Discussion Paper, No. 9709, Reserve Bank of Australia.
22. Fair, R., 2000. "Fed Policy and the Effects of a Stock Market Crash on the Economy." Business Economics, Vol. 35(2), pp. 7 - 14.
23. Fama, E. F., 1981. "Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money." American Economic Review, Vol. 71(4), pp. 545 - 565.
24. Fama, E. F., 1990. "Stock Returns, Expected Returns and Real Activity." Journal of Finance, Vol. 45(4), pp. 1089 - 1108.
25. Fama, E. F., 1991. "Efficient Capital Markets: II." Journal of Finance, Vol. 64(5), pp. 1575 - 1617.
26. Filardo, A., 2000. "Monetary Policy and Asset Prices." Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, No. 85, pp. 11 - 37.
27. Friedman, M. and Schwartz, Anna Jacobson, 1963. A Monetary History of the United States: 1867 - 1960. Princeton: Princeton University Press.
28. Geske, R. and Roll, R., 1983. "The Fiscal and Monetary Linkage between Stock Returns and Inflation." Journal of Finance Vol. 38(1), pp. 1 - 33.
29. Goodfriend, Marvin, 2003. "Inflation Targeting in the United States?" NBER Working Paper, No. W9981.
30. Laopodis, N. T. and Sawhney, B. L., 2002. "Dynamic Interaction between Main Street and Wall Street." Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 42(2), pp. 803 - 815.
31. Rigobon, R. and Sack, B., 2002. "The Impact of Monetary Policy on Asset Prices." National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 8794.
32. Smets, Frank, 1997. "Financial Asset Prices and Monetary Policy: Theory and Evidence." BIS Working Paper, No. 47.

(责任编辑:孙永平)