

# 中国货币政策应对资本市场 进行定向调控吗？\*

邓 创 徐 曼

**摘 要** 运用时变参数向量自回归模型,实证检验了中国货币政策冲击对资产价格的非线性影响及其行业差异。研究表明:一方面,货币政策对资产价格调控效应的非对称性特征显著,紧缩性货币政策对资产价格的调控效果要强于扩张性货币政策,价格型货币政策的调控效果也明显强于数量型货币政策;另一方面,不论是价格型货币政策还是数量型货币政策,对资产价格的调控效应均呈现出显著的时变特征和行业差异。因而针对资本市场中不同的行业板块进行定向调控与精准发力是必要的。这些分析结果为新时期进一步完善货币政策调控目标框架、实现宏观经济与金融体系的双重稳定提供了经验依据和政策启示。

**关键词** 货币政策;资产价格;定向调控;TVP-VAR 模型

**中图分类号** F224.0 **文献标识码** A **文章编号** 1001-8263(2017)08-0017-10

**DOI**:10.15937/j.cnki.issn 1001-8263.2017.08.003

**作者简介** 邓创,吉林大学数量经济研究中心教授、博导,吉林金融研究中心专职研究员 长春 130012;  
徐曼,吉林大学商学院博士生 长春 130012

2008 年全球性金融危机的爆发,使得传统的货币政策理论和以通货膨胀为主要目标的货币政策调控模式受到了质疑和挑战。一方面,受金融危机影响的大多数经济体在控制通货膨胀方面均较为成功,然而在稳定资产价格方面却收效甚微;另一方面,尽管大多数国家均针对此次危机迅速制定了一系列扩张性货币政策以及其他救市举措,但效果十分有限,这意味着资产价格的剧烈波动不仅严重影响金融体系甚至宏观经济的稳定性,而且其引发的冲击效应不断渗入货币市场,大大降低了货币政策的有效性。出于对传统货币政策理论与调控实践的反思,是否应该将资产价格纳入货币政策目标框架,以及如何制定货币政策才能对资本市场形成有效调控等问题成为各国学者和决策部门关注的热点。

中国资本市场的发展以及金融一体化和全球化进程的推进,使得各类冲击对宏观经济的传导渠道也随之多样化和复杂化,不仅改变了宏观经济-金融之间的交互作用机制,同时也为宏观经济调控带来了挑战、增加了难度。不少学者研究指出,货币政策应密切关注资产价格等金融指标的变动,甚至认为应该将资产价格纳入货币政策的调控目标体系,以实现金融市场和宏观经济的双重稳定。2015 年中国股票市场经历了全球性金融危机以来的又一次剧烈震荡,致使实体经济下行压力进一步加大的同时,也再次引发了各界对货币政策目标框架和调控模式的深度思考。近年来,国际经济和贸易形势的影响与国内日益凸显的深层次矛盾叠加作用于中国经济,使得宏观经济调控面临更多的两难问题。出于新时期深

\* 本文是教育部人文社科重点研究基地重大项目“‘十三五’期间中国增长型经济波动态势与宏观调控模式研究”(16JJD790014)、国家社科基金项目“十三五时期我国货币政策规则与货币政策调控机制研究”(15BJY174)、中央高校青年学术骨干支持计划“中国金融的周期波动特征及其宏观经济效应分析”(2015FRGG09)和研究生创新基金资助项目“中国金融周期与经济周期之间的动态溢出效应分析”(2017123)的阶段性成果。特别感谢吉林大学商学院硕士研究生陈甲东对本文完成所作出的贡献。

化金融市场改革和促进经济结构调整的现实需要,结构化货币政策和定向调控模式作为宏观调控的一项重要创新应运而生,其不仅在理论研究层面成为学者们探讨的热点,而且在政策实践方面也得到了政策当局的高度重视。2015年,李克强总理在中央党校就当前经济形势和重点工作所作的报告中就曾强调,应通过加强定向调控和相机调控,以结构性改革促进经济结构调整,实施稳定市场的有效措施,以确保经济在合理区间内运行;2016年,在政府工作报告中又一次强调不搞“大水漫灌”式的强刺激,而是持续推动结构性改革。可见货币政策定向调控或将成为新时期引领新常态、实现金融和经济双重稳定的重要模式。

鉴于中国资本市场发展不完善且不平衡的情况,传统的总量型货币政策在干预资本市场方面效果有限,本文认为,针对资本市场中不同行业板块的运行情况制定差异化的货币政策,并配合其他金融监管手段对资本市场进行定向调控,不失为增强货币政策对资产价格的逆风向调控效果的一种有效方法。为此,本文将在对货币政策与资产价格之间关系的研究现状进行汇总和整理的基础上,构建时变参数向量自回归模型(TVP-VAR),考察中国货币政策冲击对资产价格影响作用的时变性、非对称性以及行业差异等非线性特征,一方面验证现阶段货币政策定向干预资本市场的必要性和可行性,另一方面为科学制定差异化的货币政策以兼顾宏观经济与资本市场的双重稳定,提供有益的经验依据和政策启示。

## 一、文献回顾

从现有研究来看,国内外学者在是否应该将资产价格纳入货币政策目标框架这一问题上一度存在较大争议,直至2008年金融危机爆发以后才开始趋于一致。危机爆发以前,许多学者并不主张运用货币政策干预资产价格变动。理由在于难以判断资产价格的合理价值,无法识别其泡沫(Kohn, 2006);即便是识别出了资产价格泡沫,也不得不考虑货币政策调控效果的有限性以及货币政策大幅调整对宏观经济带来的危害(Bean, 2004; Iacoviello, 2005; Goodhart & Persaud, 2008)。因此,他们认为货币政策调控无须事前干预资产价格,只需在资产价格泡沫破裂后进行事后救助,发挥货币政策的“清道夫”作用即可(Bernanke, 2001)。然而,也有一些学者持相反观点,认为尽管现阶段准确识别资产价格泡沫存在较大困难,但相比之下,泡沫破裂对实体经济的沉重打击甚至引发的经济衰退将更加难以承受,因此将资产价格纳入货币政策目标框架是极为必要的(Cecchetti, et al. 2000; Roubini, 2006)。这种观点在2008年金融危机爆发后开

始得到学者们的广泛支持,他们认为物价稳定并不等同于宏观经济与金融体系的必然稳定,货币政策应该对资产价格进行积极干预,以降低系统性风险的发生概率(Papademos, 2009; Bernanke, 2012)。

从国内来看,尽管资产价格对宏观经济的重要影响得到了许多研究的肯定,但形成的最终结论也存在一些分歧。例如一些学者认为,现阶段尚不具备直接将资产价格作为货币政策调控目标的条件,但应该密切关注资产价格变化以避免其大幅波动对实体经济造成损失(郭田勇, 2006),或者可以通过对经济增长的调控实现对资产价格的间接干预(周晖, 2010)。而金融危机以来,更多的学者认为,不仅货币政策对资产价格的调控有助于稳定资本市场、降低通货膨胀预期,而且资产价格对货币政策有显著影响,因此,将资产价格纳入货币政策目标框架或者作为内生因素是必要的(杨伟和谢海玉, 2009; 唐齐鸣和熊洁敏, 2009; 赵进文和高辉, 2009; 马勇, 2013)。

近年来,一些学者开始利用各种经济计量方法实证检验货币政策对资产价格的调控效果及其非线性特征,一方面为是否应该将资产价格纳入货币政策目标框架这一问题提供实证支持,另一方面也为如何提高货币政策对资本市场的逆风向调控效果寻求经验依据和政策启示。例如,Challe & Giannitsarou(2014)在DSGE框架下考察了非预期的利率冲击对美国实际股票价格的影响效果,发现名义利率每提高25个基点将导致股票价格指数下降1个百分点左右;Yoshino et al. (2014)运用向量误差修正模型分析了外生货币政策冲击对股票价格的影响,指出货币政策通过货币本身以及汇率、通货膨胀三条途径对股票价格产生了十分显著的影响。Abbas & McMillan(2014)基于Johansen协整检验和无约束的VAR模型,考察了过去20年中巴基斯坦股票市场与货币政策变量之间的交互影响,研究表明,股价、货币供给、利率和汇率之间存在长期的均衡关系,而从变量间的短期影响动态来看,货币供给变动对股价产生了显著的同向影响,而利率变动对股价产生的反向影响并不明显。Abouwafaa & Chambers(2015)运用结构向量自回归模型比较了货币政策和实际汇率冲击对埃及、科威特等中东5国股票市场的影响,发现在货币政策独立性更强以及采用浮动汇率制的国家,货币政策和实际汇率冲击对股票价格的短期影响更为显著。Gali & Gambetti(2015)基于美国的季度数据运用时变参数向量自回归模型考察了外部政策对股价的冲击影响,研究表明紧缩性利率冲击能够有效降低股价,货币政策对资产价格变动的及时反应对于抑制资产价格泡沫具有重要作用;中国学者代冰彬和岳衡(2015)以2004-2012年间1652家中国A股上市公司为样本,通过

分析货币政策与股票价格暴跌风险之间的关系,得出紧缩性货币政策将显著增加个股暴跌风险等系列结论;屈晶(2015)基于 VAR 模型实证检验了货币供给量和利率对股票价格的影响,发现货币供给增加和利率下降均会引起股价上涨,认为一方面货币当局在制定货币政策时应该更多地考虑股价波动等因素,另一方面也应减少政策因素对股市的过度冲击,稳定投资者预期,营造稳定的金融和经济发展环境。

通过对现有相关研究的梳理可以发现,随着全球资本市场对实体经济的冲击影响日益凸显,不仅各国学者已普遍认同“货币政策调控应密切关注甚至盯住资产价格”这一观点,而且不少学者已通过实证检验发现,货币政策冲击对资产价格的影响具有显著的非线性特征,因而传统的以物价稳定为目标的总量型货币政策,对资产价格的逆风向调控效果十分有限。然而值得注意的是,现有实证研究大多数均局限于考察货币政策冲击的非对称性,有关中国货币政策对资产价格调控效应的时变性、行业差异等非线性特征的研究较少,存在较大的研究空间。

另一方面,尽管现有的研究在分析货币政策对资产价格影响特征的同时,得到了许多有益的政策启示。但关于货币政策是否应该对资产价格进行定向调控这一问题的实证研究比较少见。事实上,包括美国、欧盟在内的许多发达经济体在金融危机初期,均不计成本地使用货币政策对经济进行刺激,但结果是政策效果不断弱化并在一定程度上导致了虚拟经济泡沫和结构性失衡等问题(Volz, 2013)。因此,成本更低、效果更精准、副作用更小的定向调控政策已越来越受到各国货币当局的青睐(马理等,2015)。新的经济环境下,中国政府也提出要在区间管理的基础上更加注重定向调控,创新货币政策的调控思路和方式,并于2014年开始多次实施定向降准以对农业和小微企业进行扶持,货币政策定向调控已开始显现出显著成效。可见其在解决当前突出问题方面具有明显的定向精准微调优势(汪仁洁,2014)。

资本市场的稳定一直是社会各界关注的热点,也是进一步深化金融改革和优化经济结构的重要保障,但现阶段是否应该运用差异化的货币政策对资本市场实行定向干预,仍然缺少充足的理论依据和实证支持,因而有待进一步检验和深入分析。作为对现有研究的有益补充和进一步尝试,本文将采用 TVP - VAR 模型,在时变框架下检验中国数量型与价格型货币政策对资产价格调控效果的行业差异和非对称性特征,以期为货币政策的工具运用、目标框架构建以及调控模式的选择等方面提供有用的经验证据和建议。

## 二、模型构建与数据选取

TVP - VAR 模型在保留了传统 VAR 模型结构特征的同时,通过允许模型系数矩阵和协方差矩阵时变,实现对模型中可能出现的异方差现象和变量之间非线性特征的识别,是用于刻画经济中的结构性变化以及变量间的非线性影响动态的有用工具。近年来,学者们对于货币政策和资产价格之间关系的分析大多采用固定系数模型,运用 TVP - VAR 模型检验货币政策对资产价格调控效应的时变特征的研究较少。本文认为,不同宏观经济环境下货币政策在金融体系中的传导效率可能存在显著差异,并且货币政策对资产价格的调控效应在经济周期波动的不同阶段也可能存在明显的非对称性特征,因此运用时变参数向量自回归模型考察货币政策对资产价格冲击影响的非对称性特征和时变规律是必要的。

具体地,本文构建的 TVP - VAR 模型形式如下:

$$Y_t = X_t \beta_t + A_t^{-1} \sum_i \varepsilon_i, t = p + 1, \dots, T \quad (1)$$

其中  $Y_t$  为包含资产价格和货币政策变量在内的  $k \times 1$  维可观测向量,  $X_t = I_k \otimes (y'_{t-1}, \dots, y'_{t-p})$ ,  $\beta_t$  为  $k^2 p \times 1$  维时变系数向量,扰动项  $\varepsilon_t$  为  $k \times 1$  维结构性冲击,  $A_t$  和  $\Sigma_t$  分别为如下形式的  $k \times k$  维时变下三角矩阵和对角矩阵:

$$A_t = \begin{bmatrix} 1 & 0 & \dots & 0 \\ a_{21,t} & 1 & \ddots & \vdots \\ \vdots & \ddots & \ddots & 0 \\ a_{k1,t} & \dots & a_{k,k-1,t} & 1 \end{bmatrix}$$

$$\Sigma_t = \begin{bmatrix} \sigma_{1,t} & 0 & \dots & 0 \\ 0 & \sigma_{2,t} & \ddots & \vdots \\ \vdots & \ddots & \ddots & 0 \\ 0 & \dots & 0 & \sigma_{k,t} \end{bmatrix}$$

为简化模型的估计,本文沿用 Primiceri (2005) 和 Nakajima et al. (2011) 的处理方式,把矩阵  $A_t$  和  $\Sigma_t$  中非 0 和 1 的元素堆叠为列向量,即  $\alpha_t = (\alpha_{21}, \alpha_{31}, \alpha_{41}, \dots, \alpha_{k,k-1})$ ,  $h_t = (h_{11}, \dots, h_{k1})$ , 其中  $h_{it} = \log \sigma_{it}^2$ ,  $i = 1, \dots, k$ 。同时假定上述时变参数服从如下的随机游走过程:

$$\beta_{t+1} = \beta_t + \mu_{\beta t}$$

$$\alpha_{t+1} = \alpha_t + \mu_{\alpha t}, t = p + 1, \dots, T$$

$$h_{t+1} = h_t + \mu_{h t} \quad (2)$$

其中,  $\beta_{p+1} \sim N(\mu_{\beta 0}, \Sigma_{\beta 0})$ ,  $\alpha_{p+1} \sim N(\mu_{\alpha 0}, \Sigma_{\alpha 0})$ ,  $h_{p+1} \sim N(\mu_{h 0}, \Sigma_{h 0})$ 。对于上述 TVP - VAR 模型的时变参数,可在特定的先验分布假定下结合样本信息,运用 MCMC 方法进行贝叶斯推断。模型估计过程参见 Nakajima et al. (2011), 本文不再赘述。



对于模型中的样本序列,本文选取2009年1月到2016年3月之间货币供给(M2)增长率、银行间7天期同业拆借加权平均利率和股票价格的月度数据,以分别考察数量型和价格型货币政策对资产价格的调控效应。为考察不同行业资产价格对货币政策冲击的响应动态,我们选取上证A股指数以及上证金融、上证工业、上证能源、上证消费和上证信息五个分行业指数,并通过对数差分消除量纲差异、剔除通货膨胀因素后(即计算为实际收益率),依次作为TVP- VAR模型中资产价格的代理变量。

进一步地,我们沿用现有文献中关于货币政策状态划分的常见方法(如刘金全,2002;邓创等,2014),基于HP滤波方法,将数量型(价格型)货币政策变量的变化情况拆分为扩张性政策冲击和紧缩性政策冲击两个序列,并分别与上述六个资产价格的代理变量依次构建TVP- VAR模型,分析数量型(价格型)货币政策冲击对资产价格影响作用的非对称性特征和行业差异。具体而言,对于货币供给增速和市场利率,我们首先运用HP滤波分离出循环成分,分别记为 $MGAP_t$ 和 $RGAP_t$ ;其次,分别用 $MGAP_t^+ = \text{MAX}(MGAP_t, 0)$ 和 $RGAP_t^+ = -\text{MIN}(RGAP_t,$

0)描述数量型货币政策和价格型货币政策的扩张程度,用 $MGAP_t^- = -\text{MIN}(MGAP_t, 0)$ 和 $RGAP_t^- = \text{MAX}(RGAP_t, 0)$ 分别描述数量型货币政策和价格型货币政策的紧缩程度。

基于上述变量的样本数据(原始数据来源于中国人民银行官网和Wind数据库),我们在MATLAB中对TVP- VAR模型进行了估计(所有模型的滞后阶数参照VAR系统中AIC和SC准则的判定结果确定为2阶)。模型参数估计结果在统计意义上均达到了Geweke收敛诊断的检验标准,由于所选行业分类较多,本文省略相关模型的参数估计过程与结果描述,基于时变脉冲响应函数直接模拟出资产价格对紧缩性与扩张性货币政策冲击的响应动态,依次分析数量型和价格型货币政策对各行业资产价格影响作用的时变规律和非对称性特征。

### 三、时变脉冲响应分析

#### (一)数量型货币政策对各行业资产价格的冲击影响

首先,我们考察紧缩性与扩张性货币供给冲击对各行业资产价格的影响,以分析数量型货币政策对资产价格调控效应的非对称性特征和时变规律。

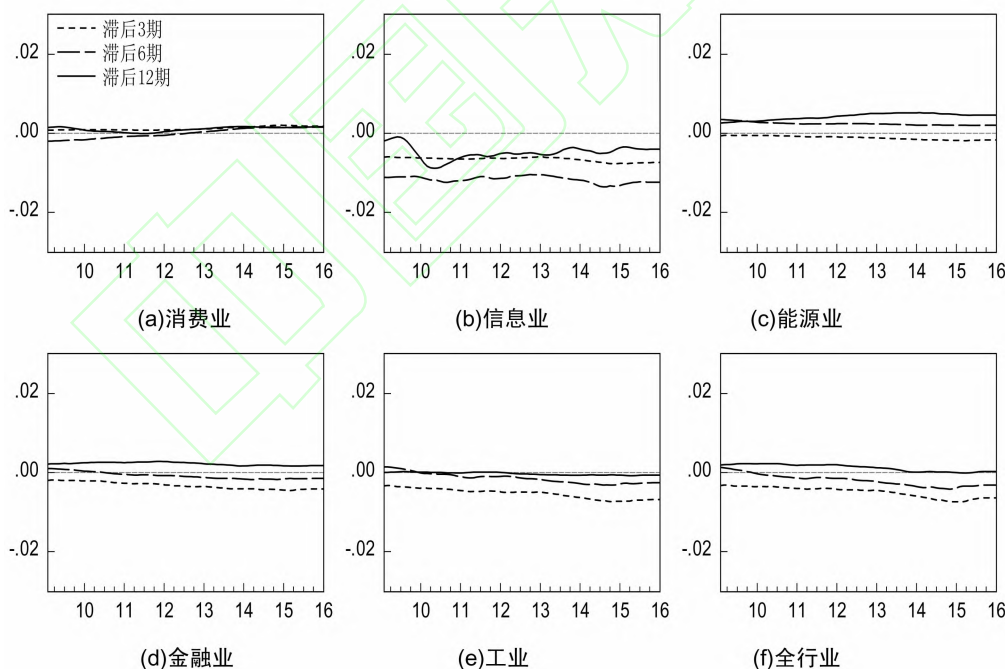


图1 紧缩性货币供给冲击对资产价格的影响

图1描述了一个标准差大小的紧缩性货币供给冲击对各行业资产价格在3期、6期和12期之后的影响动态。由图1可知,货币供给增速降低在一开始即对资产价格产

生了负向影响,并且无论是对整个股票市场还是对各主要行业板块而言,这一负向调控效应在近年来基本上都表现出不断增强的趋势。由此可见,紧缩性货币政策冲

击对不同行业资产价格的影响具有显著的时变性特征。这意味着,随着近年来中国金融市场改革的不断深化与货币政策传导渠道的不断完善,货币政策在资本市场的传导效率以及作用机制发生了重要变化。比较降低货币供给增速对不同行业资产价格的负向冲击可以发现,紧缩性货币政策对信息业资产价格的负向冲击最为显著,

对消费业资产价格的负向冲击则相对较弱;从影响时长来看,降低货币供给增速对金融业和能源业资产价格产生负向影响的持续时间相对较短。可见,紧缩性货币供给冲击对各行业资产价格的影响,在作用强度和持续时间方面均存在显著差异。

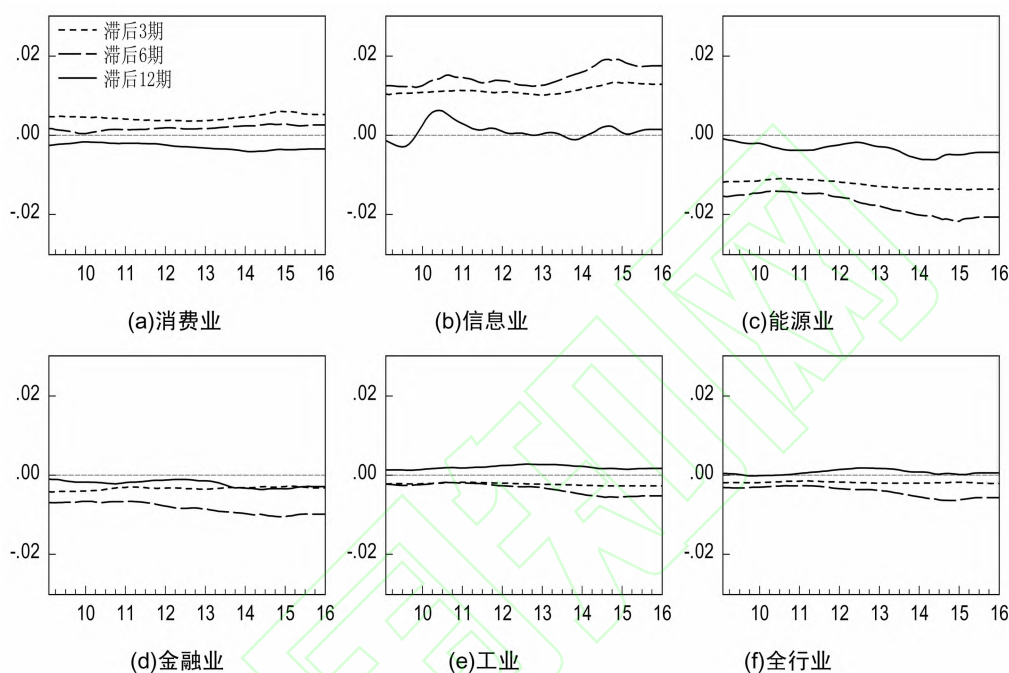


图2 扩张性货币供给冲击对资产价格的影响

从图2所示的扩张性货币供给冲击对不同行业资产价格的影响来看,货币供给增速提高对各行业资产价格产生的正向冲击十分有限,且存在较大的时滞。其中,对信息业和消费业资产价格的正向刺激作用在3期之后便已显现,并且对信息业资产价格的这一正向影响更为持久,而对能源业、金融业等行业资产价格的正向影响直到12期以后仍然没有完全显现。可见提高货币供给增速这一扩张性货币政策除了可以对信息业和消费业资本市场产生较为明显的逆风向调控效果以外,在其他行业特别是能源业资本市场的传导途径明显受阻。这意味着,中央银行在经济低靡时期,通过增加流动性的扩张性货币政策,在短期内很难达到刺激资本市场繁荣的预期效果。事实上,尽管目前中国货币政策的主要中介目标仍然是货币供给,但其监测指标的可控性、与目标变量的关联性以及政策调控的有效性等,在学术界一直遭受质疑。上述实证结果也显示,以货币供给作为中介目标的货币政策,至少扩张性货币政策对资本市场的逆风向调控作用

并不理想,通过增加货币供给刺激资产价格进而提振实体经济这一传导渠道并不畅通。不仅如此,扩张性货币政策对信息与能源两大行业资产价格的调控效应也形成了较为鲜明的对比,同样的货币供给冲击对不同行业资产价格存在明显不同的影响。因此,在提高货币供给增速这一扩张性货币政策对资本市场刺激作用的情况下,根据不同行业发展的实际情况,配合其他政策调控手段和市场监管措施,考虑对不同行业的资本市场进行差异性调控可能是一个有效的解决办法。

综合图1和图2来看,数量型货币政策冲击对资产价格的影响存在显著的非对称性特征。无论是就政策时滞还是作用强度而言,扩张性政策冲击对资产价格的影响均明显弱于紧缩性政策冲击。在资本市场处于繁荣甚至趋于过热时,通过降低货币供给增速的紧缩性政策可以有效抑制资产价格,防止资产价格泡沫的产生;但在资本市场处于低靡时期,通过提高货币供给增速的扩张性货币政策对资本市场的刺激作用却并不明显。另一方面,

在运用数量型货币政策工具进行逆风向宏观调控时,结合资本市场的运行情况,考虑紧缩性与扩张性政策冲击对资产价格的这一非对称影响也是极为必要的,特别是在经济繁荣时期,应谨慎使用紧缩性货币政策,避免对资本市场产生非预期的抑制效应,增加金融系统的不稳定因素,从而对实体经济产生过度冲击。

(二)价格型货币政策对各行业资产价格的冲击影响类似的,我们可以基于时变脉冲响应函数,模拟出各行业资产价格对紧缩性与扩张性利率一个标准差大小冲击的响应动态,以考察价格型货币政策冲击对资产价格影响的时变性与非对称性特征,如图3和图4所示。

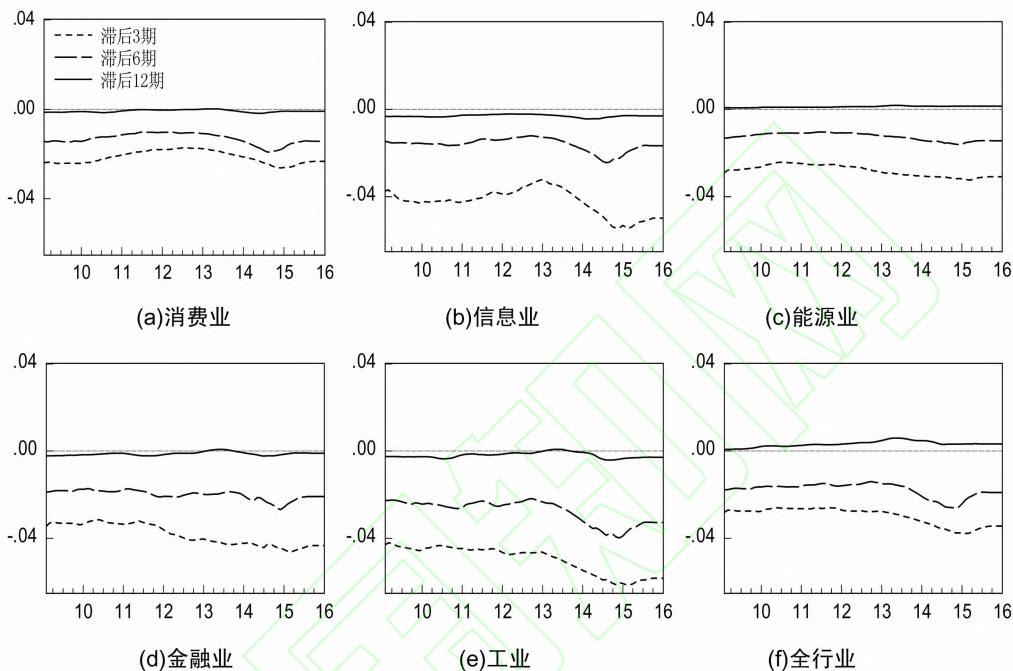


图3 紧缩性利率冲击对资产价格的影响

从图3中各行业资产价格对紧缩性利率冲击的响应动态来看,紧缩性利率政策从一开始即对资产价格形成了显著、持久的负向冲击。其中,对信息业、金融业和工业的负向冲击相对更为明显,并且除了消费业和能源业以外,其他各行业对紧缩性利率冲击的负向响应在近年来均有所增强。这表明和数量型货币政策工具一样,提高利率的紧缩性货币政策不仅可以对资产价格起到有效的抑制作用,而且其逆风向调控效果也同样呈现出不断增强的趋势。然而不同的是,无论是从政策时滞还是作用强度来看,紧缩性利率政策对资产价格的逆风向调控效果均明显优于数量型货币政策,并且在各行业之间的差异也相对更小。这一方面说明近年来中国利率政策在资本市场的传导效率得到了显著改善,运用时变参数模型检验其冲击影响的时变性是必要的;另一方面也说明紧缩性利率政策在不同行业资本市场之间的传导效率受行业规模、融资效率等因素的影响相对更小,提高利率对投资需求产生的挤兑作用以及所形成的市场紧缩信号不

仅影响深远,而且是跨行业的,因而运用紧缩性利率政策在抑制各行业资产价格膨胀方面可以起到较为均衡的干预效果。

图4描述了不同行业资产价格对扩张性利率冲击的响应动态。从图中可以看到,利率的降低对资产价格的正向刺激作用存在一定的时滞,几乎所有行业资产价格对这一扩张性利率冲击的正向响应都在第3期以后甚至到第6期开始才得以显现。从资产价格对政策冲击的响应强度来看,除了信息业和能源业相对较弱以外,其他行业中均较为显著,且在2012年以来表现出不断增强的趋势。具体的,就行业比较而言,扩张性利率冲击对工业资产价格的刺激作用最为明显,其次是金融业、消费业,而对信息业和能源业资产价格的正向冲击不仅相对较弱,而且也没有表现出逐渐增强趋势。由此可见,扩张性利率冲击对资产价格的影响无论是影响效果还是时变规律均存在明显的行业差异,这说明降低利率的扩张性政策冲击与提高利率的紧缩性政策冲击对各行业资产价格的



调控效果不仅在强度和时滞上均存在非对称性,而且在资本市场的传导机制上也显著不同。一方面的原因可能是,工业集中了大多数融资渠道较窄、利润空间较小的中小企业,这些企业对于利率降低的敏感性相对更高,因而紧缩性利率冲击可以有效降低这些企业的融资成本,增强其实际运营能力,促进这些行业资产价格的明显回升;

另一方面,利率的降低在一定程度上也促进了储蓄向投资的转移,这部分资金流向资本市场的过程中在不同行业之间开始分化,大大超过资金从资本市场的撤离过程中所表现出的行业差异,因而最终表现出扩张性利率冲击下不同行业资产价格的响应动态显著不同。

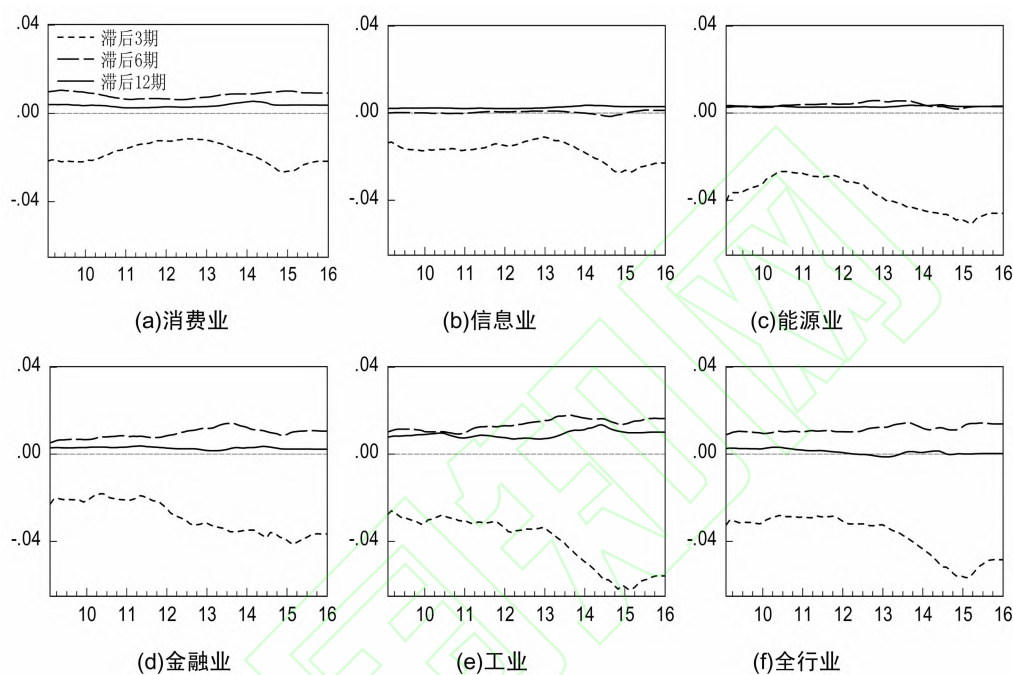


图4 扩张性利率冲击对资产价格的影响

虽然扩张性利率政策对资产价格的逆风向调控效应存在时滞,但依然明显优于扩张性的数量型货币政策。此外值得注意的是,扩张性利率冲击与货币供给冲击对各行业资产价格的影响差异也明显不同,两者甚至可以形成有效互补。例如提高货币供给增速对信息业资产价格的正向促进作用最为明显,对其他行业资产价格的刺激作用相对较弱;而降低利率对信息业资产价格的正向冲击影响则明显低于对其他行业资产价格的影响,可见现阶段综合运用数量型和价格型货币政策对于有效调控资本市场的价格变动仍然是有益的。另外,考虑到价格型货币政策冲击对资产价格影响的非对称性与行业差异,一方面仍需在经济繁荣或过热期间,警惕紧缩性利率政策对资本市场产生过度调控;另一方面在运用扩张性利率政策应对经济衰退时,应在配合金融市场监管措施对不同行业资本市场进行定向干预的同时,对相关产业特别是高新技术和信息产业给予适当的政策倾斜,在提高货币政策反周期调控效果的基础上,对资本市场的稳

定与平衡发展形成有利的政策支持。

(三) 两种类型货币政策对资产价格冲击影响的比较与政策启示

基于前文关于价格型货币政策冲击与数量型货币政策冲击对各行业资产价格的时变影响分析,可以得到如下结论和政策启示:

首先,两种类型的货币政策均可以对各行业资产价格形成有效的逆风向调控效果,但相比之下,无论是扩张性还是紧缩性政策冲击,价格型货币政策对资本市场的调控效果均优于数量型货币政策。事实上,近年来不少研究也指出货币供给的内生性较强,并且受基础货币难以控制、货币乘数不稳定、货币流通速度不断下降以及货币政策传导机制不完善等因素的影响,其作为货币政策中介目标的有效性正不断下降(万解秋等,2001;封思贤,2006)。而相比之下,近二十年来利率工具在宏观经济调控中的作用日益凸显,中央银行也在价格型货币政策工具的运用方面积累了丰富的经验;并且2015年10月存款

利率上限的放开,标志着中国基本完成了历时近20年的利率市场化改革,更为利率政策的运用提供了有利的政策传导环境。另一方面,本文的分析结果也表明,以利率主导的价格型货币政策对资产价格的逆风向调控效果明显优于以货币供给为主要工具的数量型货币政策,因此,新时期制定货币政策进行宏观经济调控,应更为注重利率这一价格型政策工具的运用,进一步完善货币政策目标体系,逐步实现货币政策调控框架由数量型向价格型的积极转变。当然,有鉴于数量型货币政策对信息业和消费业等行业的资产价格仍能形成有效调控,并且对不同行业的影响在一定程度上可以与价格型货币政策形成有效互补,考虑到货币政策传导途径的复杂性以及资本市场发展不平衡的客观现实,本文认为,在现阶段利率形成机制有待进一步完善的情况下,综合运用价格型与数量型货币政策,对于有效调控宏观经济和干预资本市场、实现宏观经济和金融市场的双重稳定仍然是必要的。

其次,无论是数量型货币政策还是价格型货币政策,其对资产价格的逆风向调控效应均呈现出明显的非对称性特征。这种非对称性特征具体来说表现在三个方面:一是从政策时滞上来看,紧缩性政策均在一开始即形成了对资产价格的抑制效应,而扩张性政策的正向影响则均存在较长的时滞;二是冲击影响的强度存在非对称性,对于两种不同类型的货币政策而言,紧缩性政策冲击对资产价格的负向影响均明显大于扩张性政策冲击所产生的正向影响;三是在调控效应的行业差异上,扩张性货币政策对不同行业资产价格的冲击影响存在较大差异,而紧缩性政策特别是紧缩性利率政策对不同行业资产价格的影响差异相对较小。可见,无论是从政策时滞、作用强度,还是从对各行业板块影响的一致性来看,紧缩性政策对资产价格的逆风向调控效果均显著优于扩张性政策。这意味着在资产价格膨胀甚至趋于过热时,降低货币供给增速的紧缩性政策可以对资本市场起到有效的抑制作用,防止资产价格泡沫的产生;但在资产价格下滑或低靡时期,提高货币供给增速这一扩张性货币政策对资产价格的刺激作用并不明显。不仅如此,在运用货币政策工具进行反周期宏观调控时,结合资本市场的运行情况,考虑紧缩性与扩张性政策冲击对资产价格的这一非对称影响也是极为必要的,特别是在经济繁荣时期,应谨慎使用紧缩性货币政策,避免对资本市场产生非预期的抑制效应、增加金融系统的不稳定因素,从而对实体经济产生过度冲击。

第三,两种类型的货币政策冲击对资产价格的影响均存在明显的时变特征,无论是扩张性还是紧缩性政策,对不同资本市场的逆风向调控效应基本上均存在逐渐增

强的趋势。这一方面说明运用时变参数模型分析货币政策对资产价格的调控效应是必要的;另一方面也意味着,随着近年来中国金融市场的发展与完善,样本期间货币政策对资产价格的冲击影响不断增强,货币政策通过资本市场调节实体经济这一渠道的传导效率也得到了明显改善。近年来,随着中国金融开放程度的提高和改革步伐的加快,各类金融冲击对实体经济的影响已显著改变了宏观经济的运行规律,极大地增加了宏观经济调控的难度,兼顾金融市场的平稳无疑将成为新时期宏观经济调控的一项重要内容。因此,在制定宏观经济调控政策特别是货币政策的过程中,将资产价格稳定纳入宏观经济调控的目标框架,对于防止金融风险的过度积聚,提高宏观经济调控效果,实现宏观经济和金融市场的双重稳定是有益的。

最后,本文从行业分类视角考察了货币政策冲击对资产价格的影响,结果显示,价格型与数量型货币政策对资产价格的调控效应均存在十分显著的行业差异。其中,紧缩性政策对消费业资本市场的影响相对较弱,扩张性政策对信息业资本市场的影响相对较强,而无论是紧缩性还是扩张性政策冲击,对信息业资产价格均产生了显著的逆风向调控效果。这意味着在运用货币政策调控宏观经济和干预资本市场时,不仅应考虑其对资本市场影响作用的非对称特征,而且有必要密切关注货币供给冲击对资产价格影响的行业差异。尽管传统的总量调控模式可以对资本市场形成逆风向调控效果,但由于行业属性以及其他外部影响因素的差异,不同行业资产价格对同一货币供给冲击的响应结果并不一致,因而统一的货币政策在调控资本市场的过程中可能会顾此失彼,甚至出现对某些行业资本市场产生过度调控的现象。事实上,中国资本市场的发展不完善且不平衡,不同行业在发展规模、运营绩效和融资效率等方面均存在很大差异,市场流动性的注入或降低不会在各行业板块之间均匀分配,因此,在货币政策的制定和实施过程中,关注其对各行业资本市场的影响差异,并配合其他金融监管措施进行定向调控和结构性干预,不仅有助于兼顾宏观经济与金融市场的平稳健康发展,而且有利于进一步优化经济结构和深化金融市场改革。

#### 四、结论

本文通过建立由货币供给、利率与股票收益率构成的三变量 TVP-VAR 模型,运用时变脉冲响应函数实证考察了2009年1月至2016年3月中国货币政策对不同行业资产价格调控效应的非对称性特征与时变特征,得到的主要结论如下:



首先,中国价格型货币政策对资产价格的逆风向调控效果明显优于数量型货币政策。因此,新时期应更加注重价格型货币政策的运用,在密切关注资产价格波动的同时,还应进一步完善利率传导机制,通过加强以利率为代表的价格型货币政策工具对市场的调节能力,更加充分地发挥价格型货币政策对宏观经济和金融体系的逆风向调控作用。其次,两种类型的货币政策对资产价格的调控效应均呈现出不断增强的趋势和显著的非对称性特征,具体而言,紧缩性货币政策的调控效果在作用强度和政策时滞等方面均优于扩张性货币政策,即相比于在经济衰退或资本市场低靡时期使用扩张性货币政策进行刺激,在经济过热或资产价格膨胀时期运用紧缩性货币政策的调控效果更好。最后,不论是扩张性政策还是紧缩性政策,两种类型的货币政策对资产价格的调控效应均存在不容忽视的行业差异。中国新常态经济背景下,经济形势更为复杂,金融改革面临的压力更大,金融市场的平稳运行不仅是促进经济结构转型升级的重要前提,也是发挥金融体系支撑服务功能的重要保障。结合货币政策对资产价格调控效应的非对称性特征与行业差异,配合运用其他市场监管措施,对资本市场进行差异化的定向调控和结构性干预,对于提高宏观经济调控的精准性和金融改革的效果,实现宏观经济和金融体系的双重稳定具有重要意义。

这些研究结论一方面证实了利用时变参数模型分析中国货币政策对资产价格的调控效应及其行业差异的必要性,另一方面也揭示出了货币政策对资产价格调控效应的一系列重要特征,为提高货币政策决策的科学性,并对资本市场进行精准的定向调控以实现宏观经济和金融市场的双重稳定,提供了有益的经验依据和政策启示。然而受模型计算能力等方面的客观限制,本文的研究仍然存在一些不足之处,例如在分析货币政策对资产价格的冲击影响时,忽略了对各行业资产价格波动之间关联动态和传导机制的分析,而且也未能分析货币政策冲击对资产价格调控效应出现行业差异的深层次原因。这些研究对于进一步理解货币政策在资本市场中的传导渠道、科学制定货币政策以实现资本市场的定向调控,具有重要的理论价值和现实意义,因而是一项值得继续深入研究的重要课题,也是我们未来研究的重点。

#### 参考文献:

- [1] Abbas G. and Memillan D. G. 2014. Interaction among stock prices and monetary variables in Pakistan. *International Journal of Monetary Economics & Finance*, 7(1):13-27.
- [2] Abouwfia H. E. and Chambers M. J. 2015. Monetary policy, exchange rates and stock prices in the Middle East region. *International Review of Financial Analysis*, 37:14-28.
- [3] Bean C. R. 2004. Asset prices, financial instability, and monetary policy. *American Economic Review*, 94(2):14-18.
- [4] Bernanke B. 2012. Monetary policy since the onset of the crisis. A Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 31.
- [5] Bernanke B. S. and Gertler M. 2001. Should central banks respond to movements in asset prices. *American Economic Review*, 91(2):253-257.
- [6] Cecchetti S. G., Genberg H. and Lipsky J. 2000. Asset prices and central bank policy. Geneva Reports on the World Economy.
- [7] Challe E. and Giannitsarou C. 2011. Stock prices and monetary policy shocks: a general equilibrium approach. *Journal of Economic Dynamics & Control*, 40(1):46-66.
- [8] Gali J. and Gambetti L. 2015. The effects of monetary policy on stock market bubbles: some evidence. *Macroeconomics*, 7(1):233-257.
- [9] Goodhart C. and Persaud A. 2008. How to avoid the next crash. *Financial Times*, 30:14.
- [10] Kohn D. L. 2006. Monetary policy and asset prices. A Speech at "Monetary Policy: a Journey from Theory to Practice", In European Central Bank Colloquium held in honor of Otmar Issing, Frankfurt, Germany.
- [11] Iacoviello M. 2005. House prices, borrowing constraints, and monetary policy in the business cycle. *American Economic Review*, 95(3):739-764.
- [12] Nakajima J., Kasuya M. and Watanabe T. 2011. Bayesian analysis of time-varying parameter vector autoregressive model for the Japanese economy and monetary policy. *Journal of the Japanese and International Economies*, 25(3):225-245.
- [13] Papademos L. D. 2009. The "great crisis" and monetary policy: lessons and changes. *sterreichische Nationalbank, 37th Economics Conference*.
- [14] Primiceri G. E. 2005. Time varying structural vector autoregressions and monetary policy. *The Review of Economic Studies*, 72(3):821-852.
- [15] Roubini N. 2006. Why central banks should burst bubble. *International Finance*, 9(1):87-107.
- [16] Volz U. 2013. Lessons of the European crisis for regional monetary and financial integration in East Asia. *Asia Europe Journal*, 11(4):355-376.
- [17] Yoshino N., Taghizadeh-Hesary F., Hassanzadeh A., et al. 2014. Response of stock markets to monetary policy: an Asian stock market perspective. ADBI Working Paper, No.

- 497.
- [18] 代冰彬、岳衡:《货币政策、流动性不足与个股暴跌风险》,《金融研究》2015年第7期。
- [19] 邓创、徐曼:《中国的金融周期波动及其宏观经济效应的时变特征研究》,《数量经济技术经济研究》2014年第9期。
- [20] 封思贤:《货币供应量作为我国货币政策中介目标的有效性分析》,《中国软科学》2006年第5期。
- [21] 郭田勇:《资产价格、通货膨胀与中国货币政策体系的完善》,《金融研究》2006年第10期。
- [22] 刘金全:《货币政策作用的有效性和非对称性研究》,《管理世界》2002年第3期。
- [23] 马理、娄田田、牛慕鸿:《定向降准与商业银行行为选择》,《金融研究》2015年第9期。
- [24] 马勇:《基于金融稳定的货币政策框架:理论与实证分析》,《国际金融研究》2013年第11期。
- [25] 屈晶:《我国货币政策对股票市场影响的实证研究》,《经济问题》2015年第1期。
- [26] 唐齐鸣、熊洁敏:《中国资产价格与货币政策反应函数模拟》,《数量经济技术经济研究》2009年第11期。
- [27] 万解秋、徐涛:《货币供给的内生性与货币政策的效率》,《经济研究》2001年第3期。
- [28] 汪仁洁:《货币政策的阶段性特征和定向调控选择》,《改革》2014年第7期。
- [29] 杨伟、谢海玉:《资产价格与货币政策困境:“善意忽视”能解决问题么?》,《国际金融研究》2009年第11期。
- [30] 赵进文、高辉:《资产价格波动对中国货币政策的影响——基于1994-2006年季度数据的实证分析》,《中国社会科学》2009年第2期。
- [31] 周晖:《货币政策、股票资产价格与经济增长》,《金融研究》2010年第2期。
- 〔责任编辑:清 菡〕

## Is Monetary Policy Targeted Regulation Necessary for Capital Markets?

*Deng Chuang & Xu Man*

**Abstract:** This paper employs a time-varying parameter vector autoregressive model to examine empirically nonlinear effects of China's monetary policy on stock prices. Our results show that China's monetary policy effects on stock prices have significant asymmetry and time-varying characteristics, and the effects of tight monetary policy are more obvious than the ones of expansionary monetary policy, price-oriented monetary policy have more obvious influence on stock price than quantitative monetary policy. Moreover, both price-oriented and quantitative monetary policies have different impacts on various industrial stock prices. So it is very necessary to apply targeted regulation in different industrial stock markets. These results can provide beneficial experience support and policy implications for improving the effectiveness of monetary policy and stabilizing both macroeconomy and financial market.

**Key words:** monetary policy; asset price; targeted regulation; TVP-VAR Model