

中国货币政策对资产价格调控效应的非对称性特征

□ 邓 创^{1,2} 陈甲东²

(1. 吉林大学 数量经济研究中心; 2. 吉林大学 商学院, 吉林 长春 130012)

[摘要] 运用PVAR模型检验了中国价格型和数量型货币政策对股票市场资产价格的非对称性影响。研究表明, 价格型货币政策对资产价格的调控效果优于数量型货币政策; 紧缩性货币政策对资产价格的抑制作用, 比扩张性货币政策产生的刺激作用更为明显。

[关键词] PVAR模型; 货币政策; 资产价格; 非对称性

[中图分类号] F820.1; F224.0 [文献标识码] A [文章编号] 1003-1154(2015)06-0001-03

一、引言

货币政策是大多数国家治理通货膨胀、熨平经济波动的重要手段, 然而全球性金融危机的爆发, 使得传统的货币政策理论和实践受到了质疑和挑战。一方面, 每个深受其影响的国家虽然成功地控制了通货膨胀, 但仍无法避免资产价格的大幅波动; 另一方面, 危机经历了从虚拟经济向实体经济的传导过程, 股指及房地产价格等资产价格的剧烈波动, 导致实体经济迅速下滑并陷入衰退。可见, 作为货币政策的主要传导渠道, 金融体系特别是资本市场的波动, 是引致和放大宏观经济波动的重要源泉。目前, 我国已步入经济新常态, 金融体系的稳定不仅关乎国民经济的平稳健康发展, 更是新时期经济转型升级和金融改革创新的重要保障。因此, 实证检验并深入分析中国货币政策对资本市场价格波动的调控效应及其非对称性特征, 对于提高宏观经济调控政策和金融改革措施的科学性和有效性、兼顾国民经济发展和金融市场稳定, 具有重要的理论价值和实践意义。

关于货币政策对股票市场影响的研究并不少见, 但国外学者的研究主要集中于讨论利率与股票价格或收益率之间的关系。例如Christos和Alexandros^[1]对OECD13个成员国利率变动和股票市场之间的关系进行了实证研究, 发现货币政策会显著影响股票收益率; Jansen和Tsai^[2]基于事件分析法和回归分析, 考察了1994年到2005年之间美国股票市场的运行情

况, 发现熊市时期联邦基金利率变动对股票市场的冲击要比牛市时期更为有效。近年来, 中国也有不少学者就货币政策对股票市场的调控效应进行了大量研究, 其中一部分研究集中于对价格型与数量型货币政策的调控效果进行比较分析, 另一部分则主要讨论货币政策对资产价格调控效应的非线性和非对称性特征。例如孙华好和马跃^[3]利用滚动式向量自回归模型等方法, 分析了M2和利率对股票市值的影响, 结果表明利率对股价产生了影响, 但货币供给对股价的影响并不显著; 郑鸣和倪玉娟^[4]采用DCC-MGARCH模型和MS-VAR模型, 选取上证综指、深证综指、货币供给、利率四个变量研究了货币政策与股票市场的动态相关性, 结论表明货币供给与股市的相关性比利率与股市的相关性要高, 利率对股票市场的调控效果不明显。周晖^[5]基于GARCH模型和对角BEEK模型, 分析了中国货币政策和股票市场的相关关系, 结果表明货币政策调控经济增长的逆周期特征隐含了货币政策对资本市场调控的“对称性”。张小宇等^[6]构建ST-SVAR模型, 刻画了上证指数收益率、利率、工业增加值三者之间的非线性关系, 研究发现中国货币政策对股票市场具有显著的非对称性影响。

从已有相关研究看, 由于分析方法和样本范围的差异, 关于货币政策对资产价格的影响及其非对称性的检验结果仍然存在较大分歧, 并且多数研究均忽略了个股差异, 直接使用股票市场综合指数等建立时间序列模型, 而运用面板数据模型的研究较

[基金项目] 国家社科青年基金项目(11CJL012); 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(13JJD790011); 吉林大学青年学术骨干支持计划(2015FRGG09)。

少。本文认为,在股票市场中个股价格波动存在明显异质性的情况下,运用面板向量自回归模型(PVAR)检验货币政策对股票市场的冲击动态,不仅能保留VAR模型将所有变量均视为内生变量,有利于分解变量之间相互作用的优点,而且可以很好地解决传统时序方法在经济数据上“势”值过低、估计结果缺乏稳健性等问题,因而具有明显的优势。为此,本文拟采用PVAR模型,分析货币政策对股票市场的非对称性影响,以期为提高中国货币政策调控与金融市场改革的有效性和科学性提供有益的经验参考和政策启示。

二、数据选取与模型构建

为比较价格型和数量型货币政策冲击对中国股票市场的影响,本文分别选取银行间7天同业拆借加权平均利率和广义货币供给增长率作为价格型和数量型货币政策工具的代理变量,并基于定基CPI月度数据,将其处理为去除通货膨胀因素后的实际利率和实际增长率形式。进一步,基于HP滤波法识别出货币政策的扩张状态和紧缩状态,以检验价格型和数量型货币政策对股票市场的非对称性影响。具体的,首先利用HP滤波法,得到实际货币供给增长率和实际利率偏离各自长期趋势的循环成分,分别记为 $MGAP_t$ 和 $RGAP_t$ 。其次将实际货币供给增长率高于(低于)其长期趋势的部分,描述为货币政策的扩张(紧缩)状态;将实际利率高于(低于)其长期趋势的部分,描述为货币政策的紧缩(扩张)状态,即 $MGAP_t^+ = \max(MGAP_t, 0)$ 和 $RGAP_t^+ = -\min(RGAP_t, 0)$ 分别表示数量型和价格型货币政策的扩张程度, $MGAP_t^- = \min(MGAP_t, 0)$ 和 $RGAP_t^- = \max(RGAP_t, 0)$ 分别表示数量型和价格型货币政策的紧缩程度。

对于资产价格,兼顾对样本长度和数据缺失问题的考虑,选取了2007年1月至2014年11月间沪深两市主板市场上783只个股价格数据作为分析样本。为消除量纲差异和保证变量的平稳性,对各股票月收盘价进行了对数差分处理(即考虑现金红利再投资的月回报率),并同样基于CPI定基数据,将其处理为股票价格实际回报率的形式后,与上述四个货币政策变量共同构成5变量的PVAR模型,以考察价格型和数量型货币政策冲击对资产价格波动的非对称影响。原始数据源自于中国人民银行官网及国泰安数据库(CSMAR),数据的相关处理和检验利用E-VIEWS8完成。

本文构建的PVAR模型形式如下:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{p=1}^m \beta_p Y_{it-p} + f_i + d_{it} + \varepsilon_i \quad (1)$$

其中 Y_{it} 为 $(REGAP_{it}, RGAP_{it}^+, RGAP_{it}^-, MGAP_{it}^+, MGAP_{it}^-)^T$, $REGAP_{it}$ 为第 i 只股票在第 t 期的实际收益率, β_0, β_p 为系数矩阵, f_i 和 d_{it} 分别表示个体固定效应和月度效应向量, ε_i 为随机扰动向量,且满足条件 $E(\varepsilon_i | Y_{it}, \beta_0, \beta_p, d_{it}, Y_{i,t-1}, \dots) = 0$ 。根据AIC、SC准则以及模型自适应计算结果,将上述PVAR模型的滞后阶数 m 选择为2阶。为消除面板个体异质性的影响,本文首先基于Helmert过程,采用“前向均值差分方法”先行处理固定效应对参数估计所产生的影响,然后利用GMM方法对模型系数进行估计。为节省篇幅,本文省略了对模型计算过程和参数估计结果的详细描述,直接利用脉冲响应函数分析货币政策冲击对股票市场资产价格的影响动态。

三、货币政策对资产价格的非对称性影响

图1和图2分别给出了资产价格对价格型货币政策和数量型货币政策冲击的响应动态,其中实线(虚线)表示资产价格对扩张性(紧缩性)货币政策冲击的响应动态。从图中可以看出,紧缩性和扩张性货币政策冲击对资产价格产生了显著的非对称性影响。就利率冲击而言,扩张性利率冲击一开始即对资产价格产生了正向影响;利率上升对资产价格所产生的负向影响尽管存在一定时滞,但无论是从影响程度上还是从持续时间上均明显大于利率下降所带来的正向影响。而从货币供给冲击来看,扩张性(紧缩性)货币供给冲击在一开始即对资产价格产生了明显的正向(负向)调控效果,并且紧缩性货币供给冲击对资产价格的影响也相对更为明显。

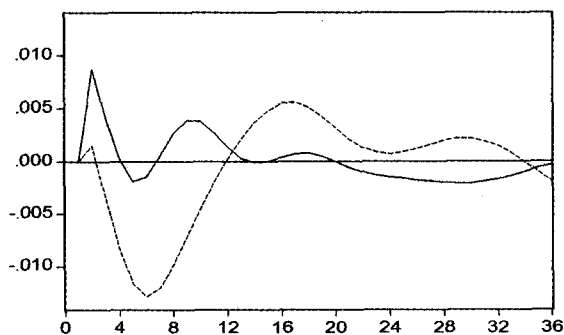


图1 资产价格对利率冲击的响应动态

比较图1和图2可以发现,价格型和数量型货币政策均对资产价格产生了有效的调控。尽管价格型货币政策对资产价格产生逆风向调控效果的持续时间相对较短,但从影响的强度看,价格型货币政策对资产价格的调控效果,明显优于数量型货币政策的调控效果。导致货币供给主导的数量型货币政策对资本市场的影响相对较弱的-一个重要原因,可能是

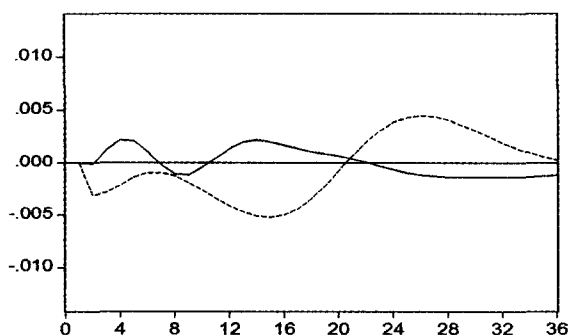


图2 资产价格对货币供给冲击的响应动态

中国货币供给具有较强的内生性,其作为货币政策中介变量,在指标可控性以及目标变量的关联性上均较差,因而货币供给变动通过资本市场这一传导渠道产生逆风向调控效果的作用,在很大程度上被削弱。另一方面,从1996年6月1日开始,中国正式放开银行间同业拆借利率,到2013年7月20日全面放开金融机构贷款利率管制,这期间中国政府一直都在积极、稳步的推进利率市场化改革,并取得了显著成效。利率市场化程度的提高,无疑有助于释放金融市场活力,使得利率政策影响资本市场的传导机制得以明显改善。

从货币政策对资产价格影响的非对称性特征看,无论价格型还是数量型货币政策,紧缩性政策对资产价格的影响强度均明显大于扩张性政策的冲击影响。这一方面说明,在不同的经济波动阶段,扩张性与紧缩性货币政策对资产价格形成的间接调控效应存在显著的非对称性,在经济繁荣或通货膨胀压力较大时,应特别警惕紧缩性货币政策对资本市场产生过度的抑制效应。另一方面,这一非对称性特征也意味着,近年来中国扩张性货币政策对资本市场发展的促进作用较小,而紧缩性货币政策对资本市场的冲击较为显著,可见,若进一步将资产价格纳入货币政策的调控目标框架,在促进资本市场繁荣方面,单纯依靠扩张性货币政策进行调节存在一定的难度。新常态经济背景下,要实现资本市场的平稳发展、发挥金融体系对实体经济的服务和支持功能,仍然需要进一步完善金融市场的运营与监管机制,通过去泡沫、去杠杆化等一系列改革,强化资本市场的基本面建设,为金融创新和经济的升级转型提供良好环境。

四、结 论

本文运用PVAR模型实证考察了2007年1月到2014年11月期间中国货币政策对主板市场中783只个股价格的影响动态,脉冲模拟分析的结果表明:中国价格型和数量型货币政策对资产价格产生了显著

的调控效果,并且价格型货币政策对资产价格的调控效果更为明显;无论是价格型还是数量型货币政策,对资产价格的冲击影响均存在明显的非对称性,其中紧缩性货币政策的冲击影响在强度和持续时间上均大于扩张性货币政策的冲击影响。

研究结果表明,一方面货币政策,特别是价格型货币政策,对资本市场形成了有效的逆风向调控效果,在货币政策制定与实施过程中,密切关注资产价格的波动极为必要;另一方面,货币政策对资本市场的冲击具有非对称性,在经济过热或资本价格膨胀时期,运用紧缩性货币政策可以起到较好的调节效果,而在经济衰退或资本市场低靡时期,扩张性货币政策的刺激作用相对较弱。目前中国货币政策仍然以货币供给为主要中介目标,但其调控的有效性、指标可控性以及目标变量的关联性等在学术界一直遭受诟病。随着中国利率市场化的推进,价格型货币政策工具在宏观经济调控中得到了越来越频繁的运用,并已显现出显著成效。因此,考虑到数量型和价格型货币政策对资产价格的影响差异,中国应继续积极推进利率市场化改革、完善利率形成机制,确保利率传导渠道通畅,加强利率这一货币政策工具对市场的反应能力和调节能力,从而更大程度地发挥利率政策对宏观经济和金融市场的调控作用。经济新常态时期,中国金融改革面临更大的压力和更加复杂的经济形势,金融市场的稳定是促进经济结构升级转型、发挥金融体系的支撑服务功能的重要保障,因此在宏观经济调控过程中,结合货币政策对资本市场的非对称性冲击特征,有针对性的运用各种货币政策工具对资本市场进行定向调控,对于提高宏观经济调控和金融改革的效果、实现宏观经济和金融的双重稳定也是十分必要的。□

【参考文献】

- [1] Christos Ioannidis, Alexandros Kontonikas. The Impact of Monetary Policy on Stock Prices [J]. Journal of Policy Modeling, 2008, 30(1): 33 - 53.
- [2] Jansen D W, Tsai C. Monetary Policy and Stock Returns: Financing Constraints and Asymmetries in Bull and Bear Markets [J]. Journal of Empirical Finance, 2010, 17(5): 981 - 990.
- [3] 孙华好, 马跃. 中国货币政策与股票市场的关系 [J]. 经济研究, 2003(7).
- [4] 郑鸣, 倪玉娟. 货币政策和股票收益率的动态相关性研究——基于DCC-MGARCH和MS-VAR的实证分析 [J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2011(2).
- [5] 周晖. 货币政策、股票资产价格与经济增长 [J]. 金融研究, 2010(2).
- [6] 张小宇, 刘金全, 刘慧悦. 货币政策与股票收益率的非线性影响机制研究 [J]. 金融研究, 2013(1).