

股票价格对货币政策实施的影响：加入股票市场的 IS-LM 模型分析

杨光龙

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 本文以 IS-LM 模型的框架为基础, 在紧紧把握市场流动性这一线索的思想指引下, 将股票市场加入了 IS-LM 模型, 论述了股票市场对货币政策影响的作用机制在于股票市场为人们一种重要的投资渠道, 股票市场与商品市场之间存在一定的替代效应, 试图调节商品市场的货币政策其最终实施效果便会受到这种替代效应的影响。同时, 股票市场又具有体现实体经济的同步效应以及反作用于实体经济的财富效应, 因此若货币政策改变了商品市场的相关指标, 那么其实际上也就改变了实体经济的发展水平, 理论上股票市场也会相应地受到影响。

关键词: 股票价格 货币政策 IS—LM 模型

引言

货币对经济的作用在很早以前就被经济学家们所关注, 20 世纪 50 年代之前, 由于当时的学术界普遍认为股票市场类似于赌场, 因此对金融的理论研究主要集中在货币领域, 而又由于当时盛行的货币制度是金本位制度, 货币可以直接兑换黄金, 而黄金的开采量和市场存量在一定时期内是比较稳定的, 因此对于理论界来说, 研究公众什么时候愿意持有货币比起研究黄金的开采来说显得更有意义。那个时期涌现出了很多经典的货币理论, 比如费雪的费雪方程式、庇古的剑桥方程式、凯恩斯的流动性偏好理论以及希克斯和汉森的 IS-LM 模型等, 几乎都是在将货币供给视作常数的条件下研究货币需求。

在 20 世纪 50 年代以前, 由于证券市场的投机气氛浓厚, 因此学术界很少对金融市场有研究兴趣, 学者们更愿意将股票市场视作赌场的同义词, 比如凯恩斯就在其巨著《就业、利息和货币通论》中将股票价格比作英国的选美比赛。从这个意义上来说, 股票在当时并不被人们认为是持有金融资产的一种形式, 这一偏见一直持续到 20 世纪 50 年代马克维茨的“均值一方差”投资组合理论的提出。至此, 股票再也不被视作是毫无价值可言的一种赌博工具, 而是成为了人们资产组合中的重要组成部分 (Sharpe, 1964), 20 世纪 60 年代末著名的托宾 Q 理论的提出 (Tobin, 1969), 更将股票市场加入到货币理论的一般均衡分析中, 从那以后, 关于资产价格如何作用于总需求进而对货币政策传导产生影响的讨论更是百家争鸣。

一、加入股票市场的商品市场均衡

(一) 从货币需求理论到资产需求理论

费雪于 1911 年提出的费雪方程式应该是最早的有关货币需求的清晰描述了, 在他的描述中, 货币需求数量与货币流通速度、价格水平、交易量一起构成了一个等式关系:

$$M \times V = P \times T$$

其中, M 代表一定时期内的货币需求量, V 代表一定时期内的货币流通速度, P 代表一定时期内的价格水平, T 代表一定时期内的市场交易量。费雪方程式所揭示的人们对货币数量的需求是直观的: 在其他变量不变的情况下, 价格水平越高, 人们所需要的货币数量就越多; 市场交易越活跃, 人们所需要的货币数量也越多; 货币流通的速度越快, 人们所需要的货币数量越少。

随后, 庇古也在将货币划分为实际货币和银行券的基础上提出了剑桥方程式:

$$M = kR / P$$

上式中， M 代表货币需求量， P 代表货币的价值， R 代表社会的所有资源， k 是常数，代表社会的所有资源以货币形式存在的比例。在其他变量不变的情况下，货币的价值越大，人们所需要的货币数量越少；所有社会资源以货币形式体现的比例越大，人们所需要的货币数量越多，剑桥方程式和费雪方程式在本质上是一样的。

在费雪和庇古的货币需求理论中，利率并不是货币需求的影响因素，早期人们认为货币只具有交易的作用，货币的多少并不会对经济产生影响，这一货币思想也被称作货币中性论。1929 年经济危机爆发之后，资本主义国家的经济遭受严重打击，消费持续低迷，所有的经济理论一时间失去了其本该拥有的对现实问题的指导作用，直到 1936 年凯恩斯理论的提出。在凯恩斯的《就业、利息和货币通论》中，他认为人们持有货币除了交易动机之外，还具有预防动机和投机动机。其中预防动机是指为了满足对未来可能发生的一笔交易的货币需求，人们选择不在当期消费，而将持有的货币保留下来；投机动机是指人们认为未来的利率会发生改变并且自己能够把握这种变化，因此在预计未来利率下降的时候选择将货币用于购买债券，而在预计未来利率上升的时候选择持有货币，相应的货币需求方程为：

$$M = L_1(y) + L_2(r)$$

上式在货币需求量的决定因素中已经引入了利率，其含义是，当产出越大的时候，人们所需要的货币数量也越多；当利率越高的时候，人们所需要的货币数量就越少。因此有：

$$\frac{\partial M}{\partial y} > 0 \quad \text{和} \quad \frac{\partial M}{\partial r} < 0$$

虽然凯恩斯走出了划时代的一步，将利率引入了货币需求的决定因素，但是他并没有给出货币需求函数的具体形式，直到 20 世纪 50 年代“鲍莫尔——托宾平方根”模型的出现。该模型在最小化货币交易成本的思想下，求出了人们最优的货币持有量，即货币需求量为：

$$M = \sqrt{\frac{2bT}{i}}$$

其中， M 代表货币需求量， b 代表将其他形式资产转变为货币时所需的手续费， T 代表一定时期内所需支付的货币总额， i 代表利率。因此，当所需支付的货币总额越大时，货币持有量也越大；当利率越高时，货币持有量就越少；当每次取款所需的手续费越多时，相应的货币持有量就越多。其重大意义除了说明交易性货币需求也与利率有关之外¹，还在于它给出了关于货币需求的具体函数形式，尽管这个具体的函数形式是在较为特殊的假设之下得到的。

最早的明确地将货币需求与资产需求联系起来的理论是弗里德曼于 1956 年提出的货币数量论，在弗里德曼看来，货币其实与股票、债券和商品是一样的，都是个人财富的组成部分，只不过体现的形式不一样。因此影响股票、债券和商品需求的因素必然也会影响到货币需求，方程为：

$$M/P = f(Y_p, r_b - r_m, r_e - r_m, \pi^e - r_m)$$

¹在凯恩斯的流动性偏好理论中，持有货币的交易动机和预防动机都是与利率没有关系的，只有投机动机才与利率相关。

其中， M 仍然代表货币需求， M/P 代表货币的实际有效余额， Y_p 代表未来所有收入的当期贴现值， r_m 为货币的预期回报率， r_b 为债券的预期回报率， r_e 为股票的预期回报率， π^e 为预期的通货膨胀率。并且，除了永久收入 Y_p 与货币需求之间是正相关关系之外，后面三个变量与货币需求之间均是负相关关系。如果我们将通货膨胀视作是中央银行实行宽松的货币政策的结果，并且将货币的回报率视作银行的存款利率、将货币需求量的大小视作是对实体经济好坏的反应，那么上述方程所体现的思想其实就是资产价格对货币政策传导的影响。

通过对上述货币需求理论发展脉络的梳理，我们可以发现，货币需求理论实际上是资产需求理论的一个重要组成部分，它们具有内在的一致性。随着时代的推移，人们持有财富的方式日新月异，人们对货币的定义和统计口径不断发生变化，同时也对金融资产有了更为深刻的理解。尽管目前的金融产品和金融创新数不胜数，股票依旧是一种历史悠久、广为接受且重要的基本投资工具，接下来，本文将在回顾 IS-LM 模型的基础上，将股票市场加入模型中并讨论一般均衡的情况。

（二）加入股票市场的社会总需求

对于货币市场和商品市场之间关系的定性讨论，最经典并且影响最大的当属希克斯根据凯恩斯的《就业、利息和货币通论》建立的 IS-LM 模型了。该模型讨论了商品市场和货币市场如何同时达到均衡，并且将两个市场均衡的状态放在由利率和产出组成的同一个坐标系中进行分析。

在 IS-LM 模型中，任何偏离均衡的经济状态最终都会回到均衡的状态。进一步的，由于商品市场上的总需求是由消费、投资、政府支出和净出口四个部分组成的，因此 IS-LM 模型实际上揭示了货币政策、财政政策和社会经济之间的均衡关系。IS-LM 模型的提出是有其历史原因的，而如今市场的客观条件与上个世纪 30 年代有了很大的不同，比如建立在信用基础上的货币体系、资本市场的快速发展和金融创新产品的层出不穷等等，IS-LM 模型所描述的市场均衡在新时期有何变化？本节中将建立一个加入了股票市场的 IS-LM 模型。

由于货币本身也是一种资产，因此货币需求理论只是资产需求理论的一个分支，加入股票市场的 IS-LM 模型实际上就是将货币需求扩展为资产需求，来讨论当经济中存在股票时市场的均衡情况。作为分析的起点，本文将重述凯恩斯对人们持有货币的动机以及对社会总需求量的描述。首先，凯恩斯认为人们持有货币一共有三种动机：交易动机、预防动机和投机投机，对于人们持有货币的动机来说，本文认为交易动机和预防动机的含义是毋庸置疑的，而对于投机动机，在凯恩斯的描述中是将货币与债券视作互为替代品，而非股票。这可能是因为他那个年代，特别是他本人对股票的偏见所致²。不过由于时代的发展，如今人们早已纠正了对股票市场的偏见，并且在其基础上发展了诸如资产定价、公司金融等众多的金融学分支，股票市场对经济发展有着巨大的影响作用。并且由于债券市场的收益率与价格的变化是与利率的变化高度相关的，其对货币政策传导的影响作用是相对明确的，而股票市场由于其自身的非稳定性造成了货币传导机制的复杂化（易纲、王召，2002），因此，为了对当前资产需求理论与货币政策传导的关系进行分析，本文将人们持有货币的投机动机视作是在货币与股票之间进行替换，而非货币与债券。

²正如前文所述，早期的经济学家将股票市场视作赌场，认为股票本身并不具有任何投资价值。

其次，凯恩斯认为社会产出的总需求量是由四个部分组成的：消费、企业投资、政府支出和进出口。而本文模型考察的是一个封闭的经济体，并且没有考虑政府的财政政策，因此本文将总需求简化为只由投资 I 和消费 C 组成，即：

$$Y^{ad} = C + I$$

其中，消费 C 由自发性消费和边际消费组成：

$$C = a + (mpc \times Y_D)$$

其中， a 是自发性消费，即人们为了满足基本的生活需要而必须做出的消费； mpc 是边际消费倾向，代表了一单位可支配收入的增加带来了多少单位消费的增加， Y_D 是可支配收入，本文假设人们拿到收入后，首先对投资做决策，然后才在预算和边际消费倾向的约束下进行消费，因此社会总的可支配收入等于社会的总产出减去股票需求，设股票需求为 S^D ，有：

$$C = a + mpc \times (Y - S^D)$$

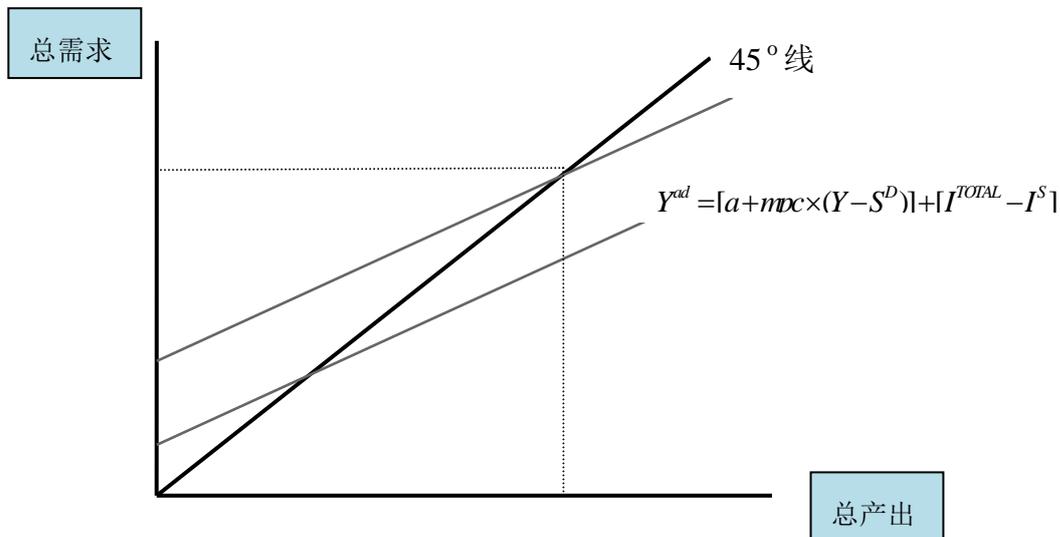
对于投资支出，凯恩斯将其划分为固定投资和存货投资两部分，从资产形式上看，其分别对应了固定资产和流动资产。本文将这两部分合并起来，视作对实体经济的投资 I ，而将企业持有股票的行为视作对股票的投资 I^S ，二者之和是企业受到的投资约束 I^{TOTAL} ，有：

$$I = I^{TOTAL} - I^S$$

因此，社会对产出的总需求³为：

$$Y^{ad} = [a + mpc \times (Y - S^D)] + [I^{TOTAL} - I^S]$$

将总需求曲线画在由总需求和总产出构成的坐标系中：



³这实际上是商品市场上的总需求。

图 1.1 总需求、总产出曲线

在上图中，曲线 Y^{ad} 代表了不同的社会总产出时所对应的社会总需求的大小。由于在商品市场上，总产出等于总需求时市场便处于均衡状态，因此斜率为 45° 的线代表了商品市场的所有均衡状态。曲线 Y^{ad} 与斜率 45° 线的交点实际说明了当前市场所处的具体均衡状态。IS-LM模型中对利率并没有做区分，本文为了更清晰的说明，将利率区分为存款利率和贷款利率来分别讨论。

(三) 商品市场均衡

在商品市场上，对于存款利率来说，当存款利率越高时，其无风险收益的特性相对于有风险的股票来说越有吸引力，因为此时很少有股票的收益会超过存款利率，此时人们更倾向于将资金存入银行而不是买股票，因此人们对股票的需求越小；当存款利率越低时，就会有相对较多的股票的收益可以高过存款利率，因此人们更倾向于将资金用于购买股票，对股票的需求越大。因此，存款利率与股票需求之间的关系是负相关关系。

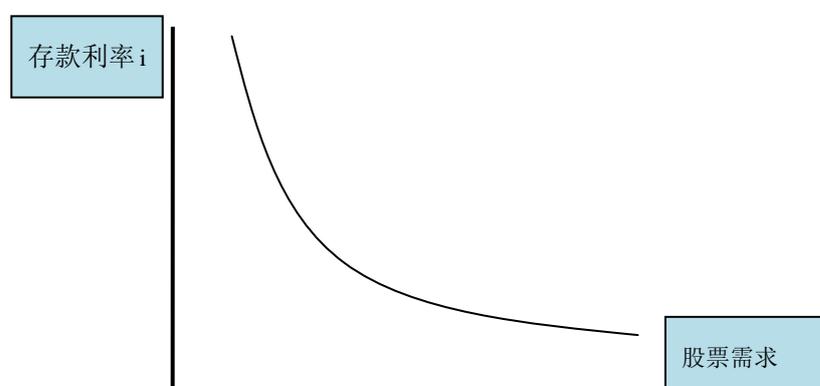


图 1.2 股票需求曲线与存款利率关系

同样根据上述分析，在存款利率越高时，人们的储蓄就越多，边际消费倾向就越低，并且由于人们降低了对股票的需求造成股价的下跌，企业的市场价值低于重置成本，企业会减少对实体经济的投资，增加对股票市场的投资；而存款利率越低时，人们持有货币的机会成本就越低，储蓄就越少，边际消费倾向就越高，同时由于人们增加了对股票的需求造成股价的上涨，企业的市场价值高于重置成本，企业会增加对实体经济的投资，减少对股票市场的投资。因此，存款利率与消费、实体经济投资之间的关系也是负相关关系。

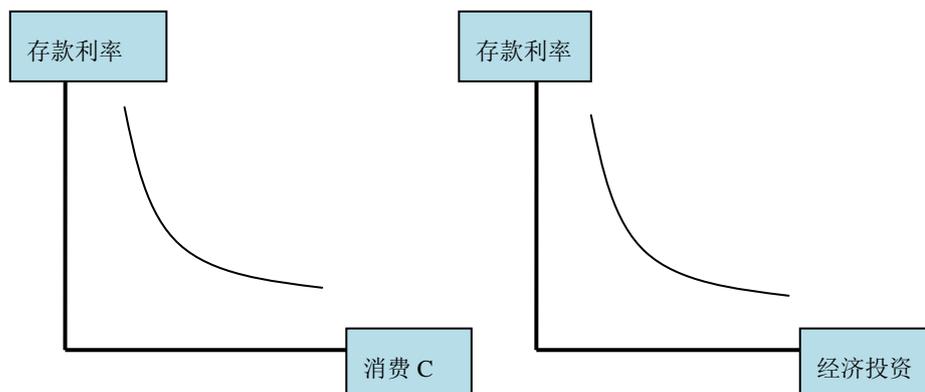


图 1.3 存款利率

再来看消费和股票需求之间的关系。由于人们在一定时期内会受到预算的约束，花费更多的资金在消费上必然是更少的资金用于购买股票，因此消费与股票需求之间的关系是负相关关系。

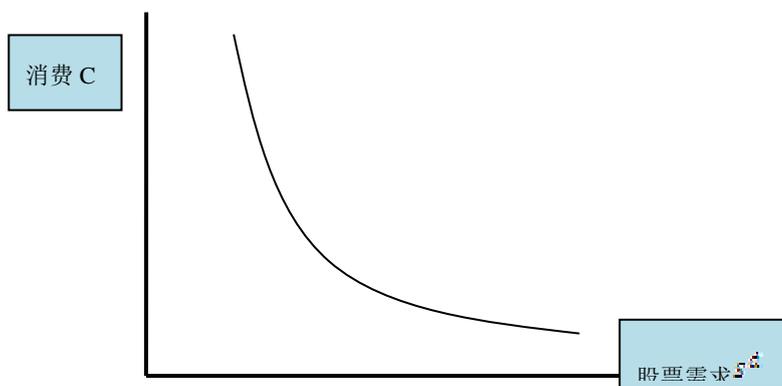


图 1.4 股票需求与消费关系

对于贷款利率来说，当贷款利率越高时，意味着人们获取资金的成本也越高，人们越不愿意借贷⁴，在必要的消费和投资的约束下，人们对当期现金的需求量增加，造成货币乘数的降低和社会流动性的相对缺乏，同时贷款利率升高必然会增加企业的融资成本，造成企业利润的降低，根据股票的股利贴现定价原理，股票的价值会下降，在上述两个因素的共同影响下，人们会降低对股票的需求；而贷款利率越低时，人们获取资金的成本也越低，在必要的消费和投资的约束下，人们对当期现金的需求量减少，因而货币乘数增加，社会流动性相对缓和，同时企业的利润会由于融资成本的降低而增加，股票的价值上升，在上述两个因素的共同作用下，人们会增加对股票的需求。因此贷款利率与股票需求之间的关系是负相关关系。

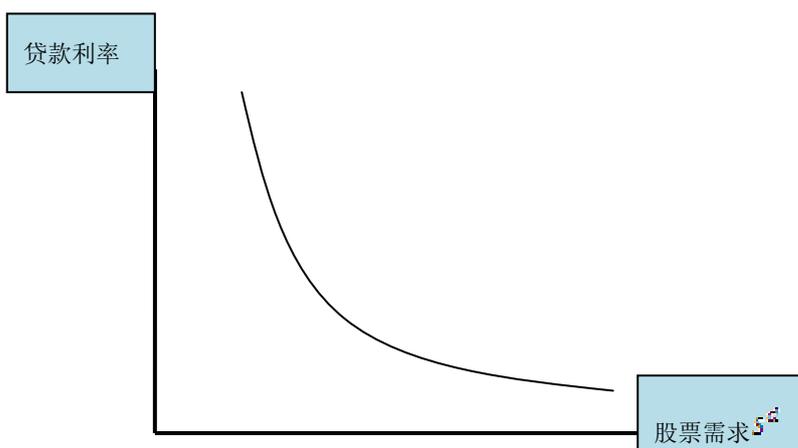


图 1.5 股票需求与贷款利率的关系

⁴从下一节的分析可知，这实际上是指人们会减少对未来收入的预支。

同样根据上述推理，贷款利率越高，企业的融资成本越高，并且由于人们降低了对股票的需求造成股价的下跌，企业的市场价值低于重置成本，因此企业更乐于在股票市场上投资，实体投资就越少；贷款利率越低，企业的融资成本越低，并且由于人们增加了对股票的需求造成股价的上涨，企业的市场价值高于重置成本，于是企业更乐于对实体经济投资。因此，贷款利率与投资之间的关系是负相关关系。

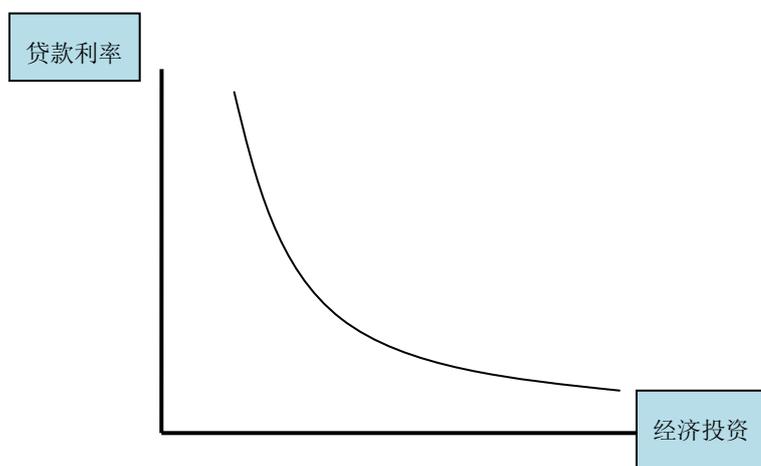


图 1.6 经济投资与贷款利率的关系

对于企业的两种投资行为，由于企业在一定时期内也会受到预算的约束，因此将更多的资金投向实体经济必然意味着将更少的资金投入股市，因此实体投资于股票投资之间的关系是负相关关系。

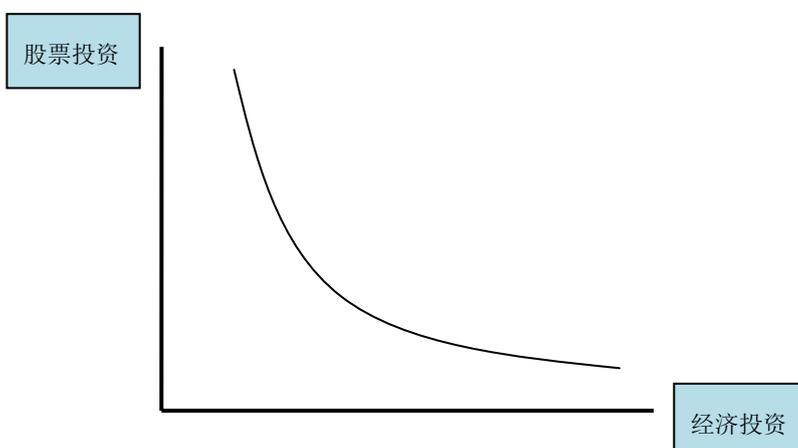


图 1.7 经济投资与股票投资的关系

综合上述分析，当利率⁵越高时，社会对产出的总需求就越低，而当利率越低时，社会对产出的总需求就越高，因此我们得到商品市场上利率与总需求的关系，即 IS 曲线⁶。

⁵由前文的分析，存、贷款利率对总需求的影响一致，因此这里不作区分。

⁶本文中对 IS 曲线的推导过程中考虑了股票因素，这会在下一节中做进一步的讨论。

表 1.1 变量反应

变量	变量的变动	各变量的反应				
		储蓄	股票需求	消费	实体投资	总需求
存款利率	增加	增加	降低	减少	减少	减少
贷款利率	增加	\	降低	\	减少	减少
消费	增加	\	降低	\	\	\
实体投资	增加	\	降低	\	\	\

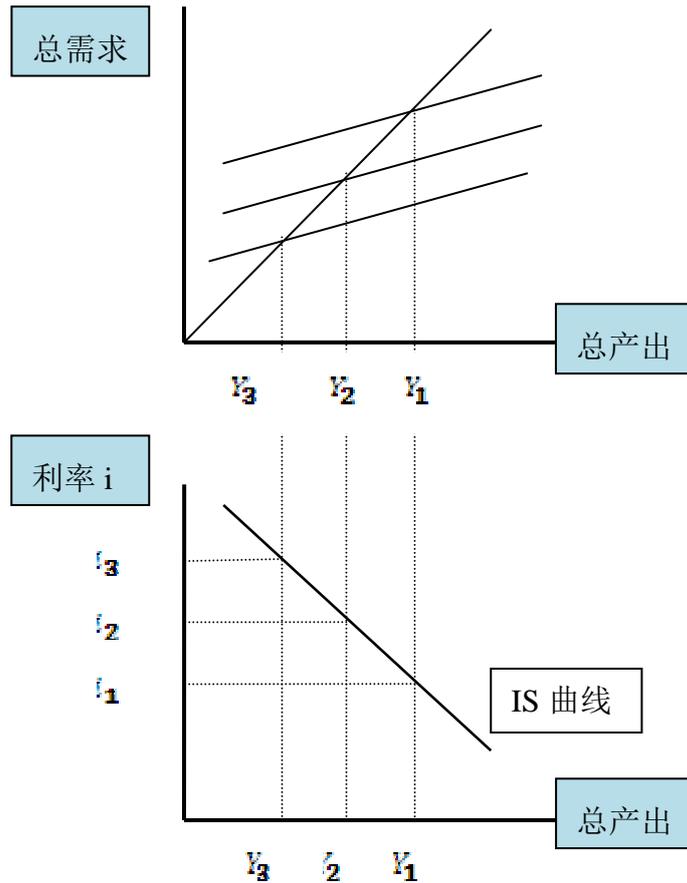


图 1.8 总产出

(四) 货币市场均衡

在上一部分对商品市场的分析中，本文分别从存、贷款利率的角度出发，分析了其如何影响人们做出消费、投资和购买股票的选择。在这一部分，本文将从社会总产出的角度出发，推导出货币市场上总产出与利率之间的关系。

首先根据货币需求理论，当社会总产出越大时，人们所需要的货币也越多⁷。其次，传统的货币需求理论是一期的概念，如果加入跨期的概念，即考虑人们能够在当期支配未来所拥有的货币，那么借贷需求实际上也就成为了货币需求的一种。从利率方面来看，存款利率会影响人们当期的货币需求，而贷款利率会影响人们的借贷需求。第三，在同一产出水平下，对存款利率来说，存款利率越高，人们持有货币的机会成本就越大，人们会更倾向于增加储蓄，减少货币持有；而存款利率越低时，人们持有货币的机会成本就越小，人们会更倾向于

⁷比如费雪方程式中的交易量、剑桥方程式中的所有社会资源、鲍莫尔——托宾平方根中的支付量、弗里德曼现代货币数量论中的永久收入等，都可以理解为是社会总产出大小的表现。

减少储蓄，增加货币持有以保持流动性。对于贷款利率来说，贷款利率越高，人们获得贷款资金的成本就越大，因此人们会减少对贷款的需求，而贷款利率越低时，人们获得贷款资金的成本就越小，于是人们会增加对贷款的需求，因此，利率与货币需求⁸之间的关系是负相关关系。第四，再次根据货币需求理论，在同一利率水平下，人们对货币的需求量越大，意味着社会经济中潜在的总交易量越大，也即是说总产出也越大。根据上述四点，我们可得：

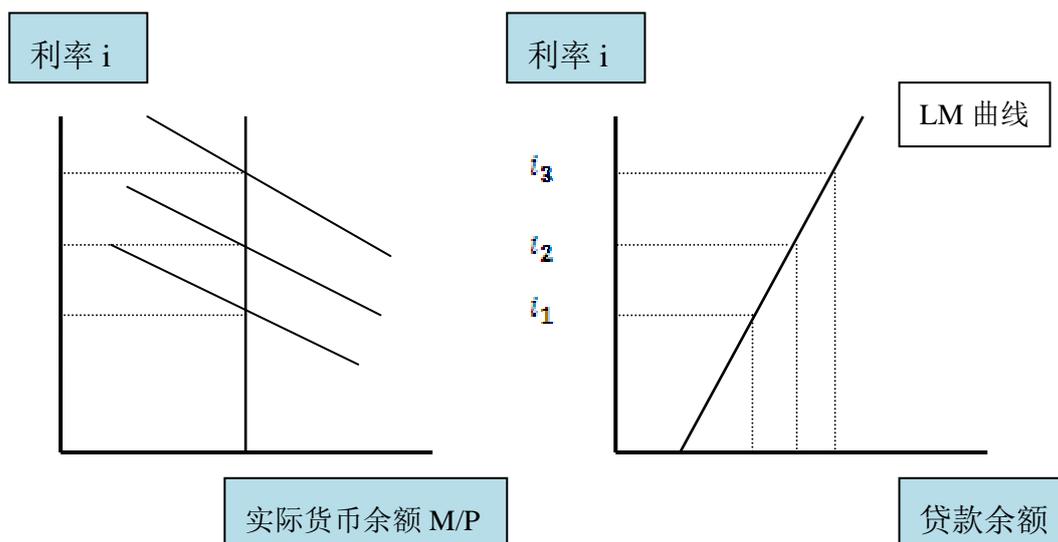


图 1.9 利率与货币余额

综合以上分析，我们可得到货币市场上的总产出与利率的关系，即 LM 曲线。

表 1.2 各变量余额

变量	变量的变动	各变量的反应		
		实际货币余额	实际贷款余额	货币需求量
社会总产出	增加	增加	\	增加
存款利率	增加	降低	\	降低
贷款利率	增加	\	降低	降低

（五）商品市场和货币市场的同时均衡

在商品市场上，IS 曲线上的每一点都有总产出等于总需求，在货币市场上，LM 曲线上的每一点都有货币需求等于货币供给。如果我们把 IS 曲线和 LM 曲线画在同一坐标系中，则可以对两个市场的作用机制进行分析。

⁸根据前文的分析，存、贷款利率与货币需求之间的关系均是负相关关系，因此这里不再作区分。

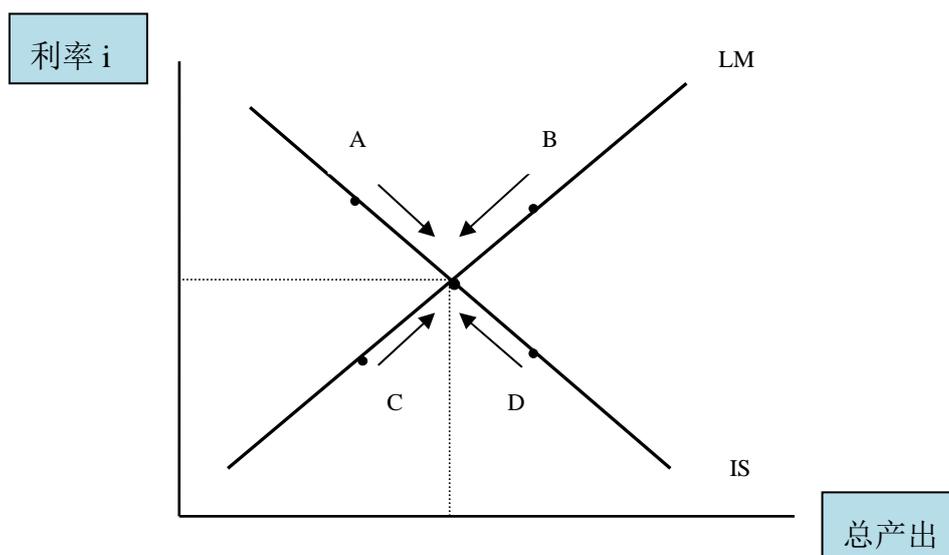


图 1.10 均衡状态

当经济状态处于 A 点时，此时商品市场处于均衡状态，而货币市场上的利率高于均衡利率，并且存在超额的货币供给，人们会倾向于增加储蓄和减少贷款，在市场供需的作用下，人们增加储蓄的行为会导致存款利率的下降，而人们减少贷款的行为会导致贷款利率的降低，因此利率会沿着 IS 曲线朝右下移动至均衡利率的水平；当经济状态处于 C 点时，此时商品市场仍处于均衡状态，而货币市场上的利率低于均衡利率，并且存在超额的货币需求，人们会倾向于减少储蓄和增加贷款，在市场供需的作用下，人们减少储蓄的行为会导致存款利率的增加，而人们增加贷款的行为会导致贷款利率的上升，因此利率会沿着 IS 曲线朝左上移动至均衡利率的水平；当经济状态处于 B 点时，此时货币市场处于均衡状态，而商品市场上的总产出高于均衡产出，存在超额的产品供给，市场供大于求，于是企业会降低投资，减少产量，致使总产出下降，因此总产出会沿着 LM 曲线朝左下的方向移动；当经济状态处于 D 点时，此时货币市场仍处于均衡状态，而商品市场上的总产出低于均衡产出，存在超额的产品需求，市场供小于求，于是企业会加大投资，增加产量，致使总产出上升，因此总产出会沿着 LM 曲线朝右上的方向移动。

二、股票价格对货币政策实施效应的影响

在上一节中，我们描述了一个加入了股票市场的 IS-LM 模型，本节中我们将讨论货币政策在这一框架下的作用机制。

作为分析的起点，我们首先回顾上一节中货币市场和商品市场各变量变动的相关性。首先在货币市场上，存款利率与实际货币余额之间是负相关关系；贷款利率与实际贷款余额之间是负相关关系。其次，在商品市场上，存款利率与消费和实体投资是负相关关系，与股票需求也是负相关关系；贷款利率与实体投资是负相关关系，与股票需求也是负相关关系。第三，消费与股票需求是负相关关系，实体投资与股票需求也是负相关关系。有了这三点基本关系，我们接下来分析货币政策对利率与总产出的影响。

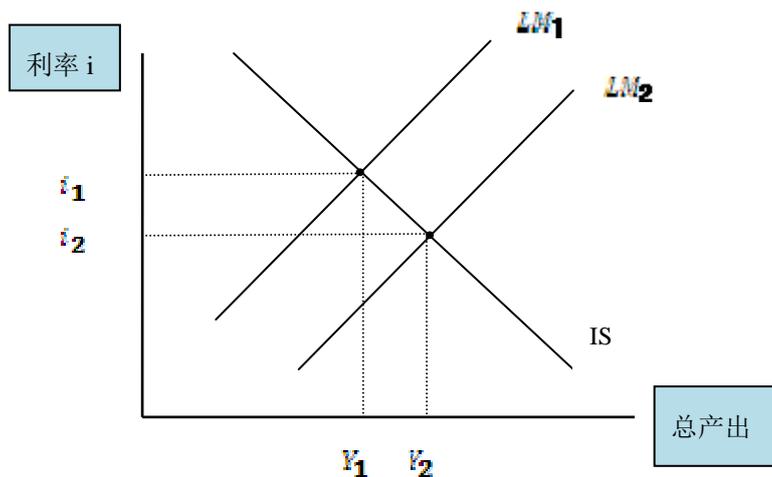


图 2.1 利率与总产出

当货币政策当局采取扩张性的货币政策时，比如增加货币供给，由上述第一点货币市场的基本关系可知，此时的利率会降低，从图中看来就是 LM1 曲线向下移动至 LM2 曲线的位置。如果经济中不存在股票市场，那么此时的分析便可应用 IS-LM 曲线中对货币政策的分析，即 LM2 曲线与 IS 曲线相交于新的均衡点，此时的利率相较之前的利率要低，而产出相较之前的产出要高。

如果经济中存在股票市场，那么此时的分析会相对复杂。根据上述第三点基本关系可知，人们在消费与股票需求之间必须做出某种选择，即在当期选择多消费、少购买股票还是少消费、多购买股票；企业在实体投资与股票需求之间也必须做出某种选择，即在当期选择多投资于实体经济、少投资于股票还是少投资于实体经济、多投资于股票。

扩张性的货币政策对商品市场的影响可以根据上述第二点基本关系得出。由于利率与消费、实体投资和股票需求之间均是负相关关系，因此联系第三点基本关系，有：

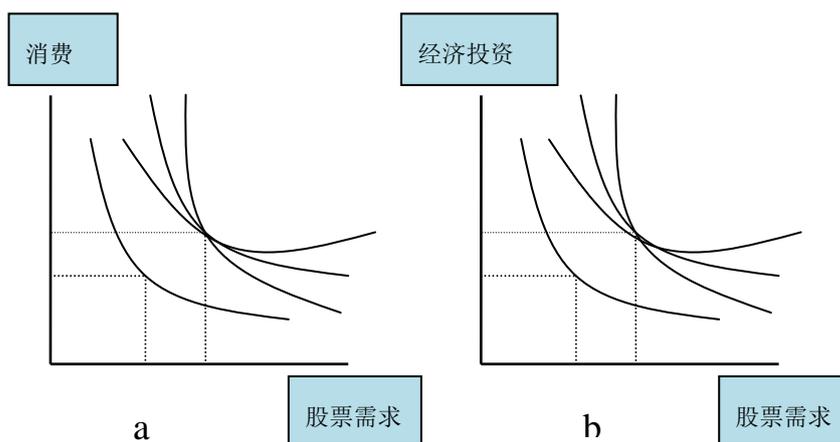


图 2.2 股票需求与相关变量

在上图 a 中, 当货币供给增加时, 消费和股票需求同时增加, 在不考虑企业因素的情况下⁹, 二者增加的幅度一共有三种情况:

其一, 当人们对风险的态度是风险中性时, 他们对风险资产和无风险资产具有相同的偏好, 应用于本节内容便是, 当人们由于预算约束宽松而需要增加消费和股票需求时, 不管选择消费或是选择股票对人们来说都是一样的。用经济学的术语来说就是, 此时的消费对股票的边际替代率是一样的, 因此当利率降低时, 消费和股票需求的相关曲线会向外平移, 平移后的曲线其斜率并不发生改变。

其二, 当人们对风险的态度是风险厌恶时, 此时消费对股票的边际替代率则不一致。当人们由于预算约束宽松而需要增加消费和股票需求时, 人们更倾向于较少的持有风险资产——股票, 而将原本打算购买股票的资金用于消费, 因此从图形上来看, 虽然当利率降低时, 消费和股票需求的相关曲线会向外移动, 但是斜率发生了改变, 相比较横轴的股票需求来说, 纵轴的消费增加得更多, 移动后的曲线斜率变陡峭了。

其三, 当人们对风险的态度是风险偏好时, 人们喜欢持有更多的风险资产, 并且当人们由于预算约束宽松而需要增加消费和股票需求时, 人们倾向于节省消费, 而将原本可以用来消费的资金用于购买股票。从图形上来看, 当利率降低时, 消费和股票需求的相关曲线会向外移动, 但是股票需求相比较消费而言增加得更多, 移动后的曲线斜率变缓了。

在上图 b 中, 当货币供给增加时, 实体投资和股票需求也同时增加, 在不考虑其他因素的影响时¹⁰, 对于企业来说, 本文认为对其投资决策起主要作用的是托宾 Q 的值, 而风险偏好对其投资决策的作用并不明显。因此, 当由于利率降低而使得企业需要增加投资时, 若大部分企业将资金投入实体经济, 在市场供需的作用下, 必然造成生产资本的价格上涨, 且该上涨幅度高于股票市场价格的上涨幅度, 此时的托宾 Q 值小于 1, 企业的重置成本大于市场价值, 因此对于企业来说, 在股票市场上进行收购是更为合理的投资决策; 而若大部分企业将资金用于股票市场收购, 在市场供需的作用下, 必然造成股票市场价格的上涨幅度高于实体经济中生产资本价格的上涨幅度, 此时的托宾 Q 值大于 1, 企业的市场价值大于重置成本, 因此对于企业来说, 直接投资于实体经济是更为合理的投资决策。上述无套利思想实际说明了, 当利率降低时, 实体投资和股票需求的相关曲线会以不变的斜率向外平移。

综合上述分析, 当经济中存在股票市场, 且人们对风险的态度为风险中性时, 货币供给的增加会使得消费和股票需求同时增加, 并且二者增加的幅度相同, 相当于人们将新增资金的一半用于增加消费, 另一半用于购买股票, 而对企业来说, 在市场无套利的作用下, 货币供给增加始终是一半用于实体投资, 另一半用于股票投资, 因此货币供给的增加会使得总需求增加。在货币市场上, 货币供给增加会降低均衡利率, 在商品市场上, 总需求增加会增加均衡时的总产出, 因此 LM 曲线向右平移, 与 IS 曲线相较于新的均衡点。

当人们对风险的态度为风险厌恶时, 对人们来说, 货币供给的增加大部分用于消费, 小部分用于购买股票, 而对于企业, 实体投资与股票投资的增加额总是一样的, 因此货币供给的增加会使得总需求增加, 并且该增加幅度大于人们为风险中性时的幅度, 从图上来看, LM 曲线向右平移的同时, IS 曲线会围绕原均衡点逆时针旋转, 货币市场和商品市场达到新的均衡。此时的均衡状态相较于人们为风险中性时的均衡状态, 有着更高的均衡利率, 但同时总产出也更大了。

当人们对风险的态度为风险偏好时, 货币供给的增加大部分被用于了购买股票, 小部分被用于消费, 在企业投资比例不变的情况下, 货币供给的增加会使得总需求增加, 不过该增加幅度会小于人们为风险中性时的幅度, 从图形来看, LM 曲线向右平移的同时, IS 曲线会

⁹即假定此时人们的消费和股票需求都是内生变量, 二者并不受其他外生变量的影响, 且其他变量均不变。

¹⁰即假定此时企业的实体投资和股票需求都是内生变量, 二者并不受其他外生变量的影响, 且其他变量均不变。

围绕原均衡点顺时针旋转，货币市场和商品市场达到新的均衡。此时的均衡状态相较于人们为风险中性时的均衡状态，有着更低的均衡利率，同时总产出也更小。

从以上的分析可见，当经济中存在股票市场时，货币政策对总产出的影响实际上是不确定的，在人们为风险厌恶，或者说对股票市场的情绪比较悲观时，扩张性的货币政策容易起到对实体经济的推动作用；而在人们为风险偏好，或者说对股票市场的情绪比较乐观时，扩张性的货币政策想要起到对经济的推动作用则较为困难；而人们为风险中性时的情况则介于两者之间。

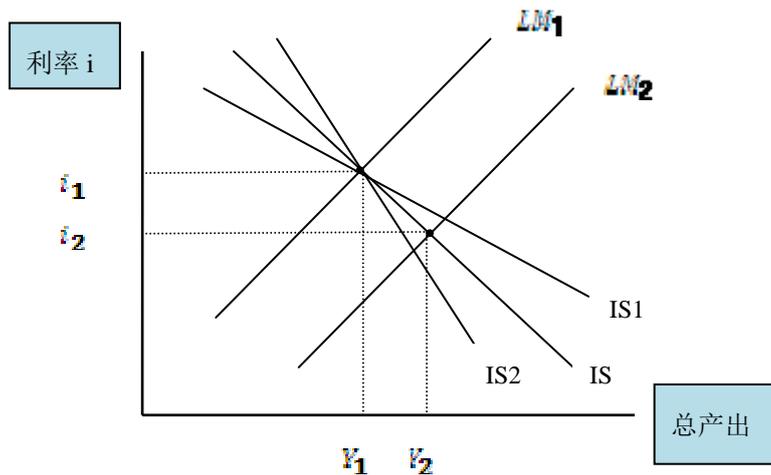


图 2.3 股票市场不同投资偏好时的利率与总产出

更进一步的，在实际中，如果我们将股票推广到所有有风险的金融资产，比如金融衍生品，甚至是大量的金融创新，那么类似的分析结果也是适用的。在人们狂热的投机需求下，扩张性的货币政策对实体经济的影响将显得微不足道，大量金融产品的存在和增加会类似于一个流动性黑洞，使金融市场脱离于实体经济而独立运行。以期货为例，当人们持有期货的目的是为了套期保值时，其无疑是一种能够有效控制风险的金融工具，而当人们持有期货的目的是为了投机或套利时，其本质上则更类似于一种赌博行为。虽然说赌博中有人赚就有人赔，直观上金融产品或金融创新的多少对社会流动性并不产生任何的影响，但如果市场情绪很狂热，人人都成为了金融市场上的投机者，那么在可统计的交易量之外，肯定会存在着更多的潜在交易者，这使得实体经济损失了大量的流动性。而当人们的投机心理变得很恐慌时情况则相反，因此市场情绪会造成市场的过度波动（Lux, 1995），从而造成经济运行的不确定性。

因此，对于货币政策来说，对货币供应量或利率的调控可能并不是其影响实体经济的主要方式，而改变人们的情绪，或者说对市场投资者对后市的预期，才是货币政策的真正目的所在。

参考文献：

- [1] Bryan, M. F. and S. G. Cecchetti, 1993, "Measuring Core Inflation?", University of Chicago Press
- [2] Capie, F., and G. Wood, 1997, "Asset Prices and Real Economy", Macmillan Press
- [3] Carl E. Walsh, 2004, "Implications of Santa Cruz Center for International Economics", pp.318.
- [6] Carlin, Mayer, 2003, "Finance, investment and Growth", Journal of Financial Economics, 69(1), pp.191:226

- [7]Greewood, J., and Smith, B. D.,1997, "Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets", Journal of Economic Dynamics and Control,21(1,January).
- [8]Hallman, J. J, R. D. Potrter and D. H. Small, 1991, "Is P-Star a Good Indicator of Inflationary Pressure in OECD Countries?", OECD Economic Studies, Vol.17,pp7-29
- [9] 余明, 2003: 《资产价格、金融稳定与货币政策》, 中国金融出版社
- [10] 余永定, 2002, 《M2/GDP 的动态增长路径》, 《世界经济》, 第 12 期, 3-14
- [11] 张杰, 2006, 《中国的高货币化之谜》, 《经济研究》, 第 6 期, 59-70
- [12] 张晓慧, 2009, 《关于资产价格和货币政策问题的一些思考》, 《金融研究》, 第 7 期, 1-6
- [13] 赵进文, 2011, 《资产价格波动、货币政策规则的实证研究》, 科学出版社
- [14] 赵留彦, 王一鸣, 2005, 《货币存量与价格水平:中国的经验证据》, 《经济科学》, 第 2 期, 26-38

Stock Price Impact on the Implementation of Monetary Policy: Join the IS-LM Model Analysis of the Stock Market

Yang Longguang

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: based on the framework of the IS-LM model, this article discusses the mechanism of action of the stock market on monetary policy is that the stock market as an important investment channels for people, and people's consumption or corporate production inputs, will absorb part of social mobility.

Key words: stock price; monetary policy; IS—LM model

收稿日期: 2013-6-13

作者简介: 杨光龙, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士生, 研究方向: 资本市场与公司金融