

货币政策与资产价格的关系研究 ——基于通货膨胀与股票市场流动性的实证检验

庞晓波 钱锟

(吉林大学数量经济研究中心, 吉林长春, 130012)

摘要: 本文基于货币交易搜寻理论, 根据 JACQUET (2012) 模型构建方法, 建立货币政策与资产价格的联系。居民以所持有的资产交换商品的过程中, 如果货币的实际购买力不足, 就会使其他金融资产产生流动性进而导致资产价格上涨。宽松的货币政策往往使通货膨胀压力增大, 致使居民改变其所持有的资产组合。本文基于 MSI(3)-VAR(3)模型对我国 2000 年 1 月至 2013 年 12 月的月度数据进行实证检验, 结果表明, 在根据通货膨胀分为的 3 个区制中, 样本期间有 77.68% 的时间处于低通胀、低通胀波动, 此时股票市场流动性较低; 处于中度通胀、高通胀波动的时间有 16.99%, 只在这一区制中股票市场流动性较高; 仅有 5.33% 的时间处于高通胀、低通胀波动, 此时股票市场流动性较低。在通胀处于适中和较高的时期, 通货膨胀冲击对股票市场流动性的影响更加明显。

关键词: 通货膨胀 股票市场流动性 货币政策

The Empirical Research of the Relevance of Monetary Policy and Asset Price within the Framework of Monetary Search Theory

Abstract: According to the model Jacquet (2012) building, we establish the relationship between monetary policy and asset prices based on the theory of monetary search theory. This paper studies the relationship between inflation and asset liquidity directly, and tests the micro channel of monetary policy and asset prices indirectly at the same time. In particular, we use the MSI(3)-VAR(2) model for empirical testing based on the Shanghai composite index monthly data from January 2000 and December 2013 in our country. The results show that there are three zones named "low inflation", "moderate inflation" and "high inflation" according to the level of inflation. Particularly, there are 73.04% of the sample be in the low inflation, and low stock market liquidity status, and 22.08% be in the moderate inflation, high stock market liquidity status. moreover, the percentage that be in the high inflation, low stock market liquidity is 4.88%. Furthermore, the influence of the inflation impaction to the stock market liquidity is more obvious in the period of moderate inflation and high inflation. At last, we think that a flexible inflation targeting rules to deal with the asset price fluctuations will be more suitable.

Key Words: Monetary Policy Inflation Asset Price Stock Market Liquidity

引言

2005 年以来, 在全球经济向好和我国金融不断深化的现实环境下, 我国资本市场进入了繁荣时期, 但是自美国次贷危机爆发以后, 我国股票价格却发生剧烈波动同时房地产价格

也一直高居不下。这种复杂的金融形势对我国央行货币政策调控方式提出了新的挑战,如何在维持物价稳定和经济平稳增长的同时应对资产价格波动成为了学术界关注的焦点。

虽然关于货币政策影响资产价格的途径及传导机制的研究已经比较成熟,但是在政策执行方面,是否对资产价格波动进行调控仍然存在分歧。一类观点以 Bernanke 和 Gertler 为代表认为货币政策不应盯住资产价格,中央银行在估量资产价格泡沫方面没有信息优势,如果货币政策在多个目标之间产生冲突,就可能加剧产出以及物价的波动。而另一类观点主张货币当局应盯住资产价格。Borio 和 Lowe 指出对资产价格采取必要的事前货币政策,Alchian 和 Klein 更是认为应该将各类资产价格与物价组成广义的价格指数,并作为货币政策的目标。

各个国家在执行货币政策时所依据的货币理论不同是造成这一分歧的主要原因。在现有研究货币和资产价格的理论模型中,普遍采用将货币纳入一般均衡模型的方法,再对货币与金融资产的关系建立约束条件,包括直接将实际余额加入居民的效用方程(MIU)、克拉奥(1967)现金先行约束(CIA)、萨缪尔森(1958)使货币作为代际间交易手段的假设等。Lucas(1978)最早使用 MIU 模型研究货币与资产价格问题,其假设了一个单商品的纯交换经济环境,从理论上说明资产价格均衡具有随机性,建立以消费为基础的货币与资产价格关系模型。随后 Svensson(1985)在现金先行的假设条件下研究了两者之间的关系。但麦克勒姆(1982)对这几种假设进行了评价指出,MIU 和 CIA 模型对于货币作为交换媒介的假设过于直接,OLG 模型虽揭示了经济中货币的本质但却未说明货币交易功能。直到 Kiyotaki 和 Wright(1989)建立了货币的搜寻模型,为货币交易媒介职能奠定了明确的微观基础,而货币的主要作用在于减少交易搜寻成本,这一假设更为合理。

货币搜寻模型认为,当货币政策引起通货膨胀发生时,实际货币余额减少,导致货币的购买力下降,于是居民需要使用其他金融资产进行流动性补充,催生资产价格上涨,并产生了社会福利损失。由此,学者们开始通过研究通货膨胀和资产的市场流动性关系,来解决货币政策应对资产价格波动的问题,并认为这一理论更便于货币当局的政策操作。Lagos 和 Wright(2005)建立了一个新的标准货币理论框架,在货币和商品都是可分割的假定下,创新的引入两个子时期交易市场环境,明确描述了双重巧合状态和信息等内容,并且利用美国经济数据测度了 10%通胀水平的降低带来的福利价值,而对于通货膨胀与资产价格的关系只做了初步阐释。Rocheteau(2009)提供一个更加完善的资产流动性的货币理论,强调资产在交易安排中的作用,探讨资产的内生属性和流动性之间的关系,并且阐述了货币政策对资产价格和社会福利的影响,认为当资产数量并不庞大以及通货膨胀在一个适中的范围时货币政策才会影响资产的回报。Jacquet 和 Tan(2012)在此基础上继续深入,利用世代交叠模型的跨期思想建立效用函数,使资产的套期保值属性合理地纳入货币模型中,而居民则在这种跨期的不确定性下进行资产配置。这一理论揭示了货币政策针对资产价格有三种前瞻性管理机制,在较低通胀水平或较高通胀水平时,资产价格波动独立于货币政策变化,而当通胀水平适中,货币和其他资产同时作为交换媒介时,货币政策才会对资产价格产生影响。

由此,国外学术界开始重视货币政策与市场流动性的关系,并做了大量实证研究。Choi 和 Cook(2005)通过 VAR 模型考察了日本后泡沫时期股市流动性冲击对宏观经济的影响,实证结果表明股市流动性通过影响货币需求进而影响总需求,但货币市场冲击对股市流动性影响不显著。Chordia 等(2005)利用 VAR 模型考察了宏观流动性与微观结构流动性之间的

关系, 研究结果表明在危机时期, 货币政策有助于预测股市流动性, 货币政策冲击在解释危机期间股市流动性变化方面很重要, 但这种关系在非危机时期并不显著。Goyenko (2009) 将样本区间增加后发现货币政策对金融市场流动性有显著的预测作用, 货币政策收紧会降低市场流动性。Amador (2011) 分别从微观层面和宏观层面证实了欧元区货币政策扩张将导致股市流动性提高。

随着我国资本市场的发展, 我国学者也开始关注货币政策和资产价格的关系, 对于货币政策与市场流动性关系的研究始于近几年。许睿 (2004) 运用回归分析的方法, 发现货币政策的变化 (如连续数次降息) 对市场流动性会产生显著影响, 且在市场上涨和下跌过程中, 这种影响呈现不对称性。孙云辉 (2005) 利用事件分析法研究政策对我国股市流动性的影响, 结果表明, 政府政策对股市流动性有显著影响。储小俊 (2008) 利用 VAR 模型讨论了市场收益、波动及货币政策对股市微观流动性的影响, 发现货币政策和市场的波动对股市流动性并无显著影响, 但市场的收益状态却决定着股市微观流动性的强弱。方舟 (2011) 从理论上分析当货币供应量增加时, 能够用于投资股市的资金增加, 当利率降低时, 货币资金的收益率减少, 投资者更愿意将资金投资于股权类资产, 市场参与者提供流动性的意愿强烈, 从而股市流动性提高。并通过 MS-VAR 模型考察货币政策在不同区制下对股市流动性的动态影响, 在股市处于膨胀期时, 货币政策冲击对市场流动性的影响比股市处于低迷期表现更加明显。

对于现有研究本文试图从以下两个方面进行创新: 一是对货币的搜寻模型进行扩展, 讨论通货膨胀对市场流动性的影响机理。这一理论的应用可以降低货币政策操作难度, 货币当局通过控制通货膨胀就能达到稳定资产价格的目的; 二是使用 MS-VAR 的计量方法, 实证检验通货膨胀与市场流动性之间的非线性关系, 对这一模型在我国的适应性进行讨论。论文其余部分的安排如下: 第二部分, 建立理论模型讨论货币政策和资产价格关系的机理。第三部分, 通过实证检验我国是否存在理论模型阐述的通货膨胀与股票市场流动性之间的非线性关系。第四部分, 研究结论和政策建议。

1 理论模型

遵循 Lagos 和 Wright (2005) 以及 Jacquet 和 Tan (2012) 模型的构建方法。假设时间是离散的且无限期界, 每一个时期分为两个子时期, 第一个子时期交易发生在分散化的市场 (DM), 第二个子时期交易发生在竞争性的市场 (CM)。每一个时期都有两种可能性状态 $x \in X = \{1, 2\}$, 每种可能性发生的概率为 $\pi_x \in (0, 1)$ 且 $\pi_1 + \pi_2 = 1$, 并在 CM 开始前变为确定性状态。根据 DM 中市场参与者类型的不同, 被分为商品的需求者 (B) 和供给者 (S)。在 CM 中, 需求者和供给者都可以进行生产和消费, 而在 DM 中, 需求者只能消费, 供给者只能生产。经济由世代交叠的年轻人 (Y) 和老年人 (O) 构成, 每一代人在 T 期的 CM 交易开始前出生, 在 T+1 期 CM 交易结束后死亡。

根据以上对基本环境的假设, 我们给出具有代表性的家庭行为, 需求者一生的预期效用函数为:

$$U(C_t^{y,b}) - N_t^{y,b} + \beta \{u(c_{t+1}^b) + E_t[U(C_{t+1}^{o,b}) - \theta_{t+1}^b N_{t+1}^{o,b}]\} \quad (1)$$

供给者一生的预期效用函数为:

$$U(C_t^{y,s}) + \beta \{-\psi(c_{t+1}^s) + E_t[U(C_{t+1}^{o,s}) - \theta_{t+1}^s N_{t+1}^{o,s}]\} \quad (2)$$

其中，C 和 N 代表在 CM 中的消费和劳动，c 代表在 DM 中交易商品的数量， β 代表贴现率， θ 代表在一生中最后 DM 中的劳动的边际负效用。假设 u 、 ψ 、 U 二阶导数连续且 $U' > 0$ 、 $u' > 0$ 、 $\psi' > 0$ 、 $U' < 0$ 、 $u'' - \psi'' < 0$ ， U 和 $u - \psi$ 满足稻田条件，另简单化 $\psi(c) = c$ 。

交易市场中存在货币和股票两种资产，货币不升值，而股票存在未来不确定的分红现金流。在第一个子时期 DM 中，交易双方在无法得到对方交易信息的前提下通过双重巧合方式进行随机匹配，在交易结束后，双方将剩余的货币和股票资产带入下一个子时期 CM 中，并承担不确定风险的冲击。

下面对各个时期中的分散化市场（DM）的局部均衡进行描述。交易者持有非负数量的股票（A）和货币（Z），在交易过程中，商品需求者要最大化交易后的剩余价值：

$$S^b(c, d_a, d_z) = u(c) - (v_a^b d_a + v_z^b d_z) \quad (3)$$

对应约束条件是交易的供给者要满足：

$$S^s(c, d_a, d_z) = -c + (v_a^s d_a + v_z^s d_z) \geq 0 \quad (4)$$

v_i^j 为资产 $i \in \{a, z\}$ 的边际预期价值， q_i 为持有资产 i 的总数量， d_a 和 d_z 为资产交易的数量且满足 $d_a \in [0, q_a]$ 、 $d_z \in [0, q_z]$ 。这个最大化问题的一阶条件为：

$$\kappa_i \equiv v_i^b / v_i^s \geq u'(c) \quad (5)$$

其中， κ_i 代表交易双方在下一子时期 CM 中对资产 i 的相对估值，当 $d_i > 0$ 时等式相等。令 $\omega(d_a, d_z) \equiv v_a^s d_a + v_z^s d_z$ 为供给者对资产数量为 (d_a, d_z) 的预期价值， $u'(\bar{c}(\kappa)) = \kappa$ 。考虑需求者对两种资产交易顺序有严格的偏好，为简单化假设情况为 $\kappa_z > \kappa_a$ 即先交易股票，存在 $\bar{q}_a(\kappa_a)$ 和 $\bar{q}_a(\kappa_z)$ ， $\bar{q}_a(\kappa_a) > \bar{q}_a(\kappa_z)$ ，于是交易市场上商品和所花费资产的数量情况为：

$$(c, d_a, d_z) = \begin{cases} (\bar{c}(\kappa_a), \bar{q}_a(\kappa_a), 0) & q_a \geq \bar{q}_a(\kappa_a) \\ (c(0, q_a), q_a, 0) & q_a \in [\bar{q}_a(\kappa_z), \bar{q}_a(\kappa_a)] \\ (\bar{c}(\kappa_z), q_a, d_z(q_a; \kappa_z)) & q_a < \bar{q}_a(\kappa_z) \text{ 且 } \omega(q_z, q_a) \geq \bar{c}(\kappa_z) \\ (c(q_a, q_z), q_a, q_z) & \text{其他} \end{cases} \quad (6)$$

其中 $\bar{q}_{a,z}(\kappa) \equiv \bar{c}(\kappa) / v_{a,z}^s$ ， $c(d_a, d_z) \equiv v_a^s d_a + v_z^s d_z$ ， $d_z(q_a; \kappa_z) \equiv \bar{c}(\kappa_z) / v_z^s - (v_a^s / v_z^s) q_a$ 。式 6 表达需求者在 DM 中使用其所持有的资产去交换的商品数量，而货币和股票这两种资产的交易顺序取决于供给者对其的预期估值，供给者优先接受保值能力更强的资产，式 6 中货币是优先交易的资产。推导出资产 $i \in \{a, z\}$ 市场流动性（L）的一般表达式：

$$L^i(q_a, q_z; \kappa_i) = \frac{u'(c^*(q_a, q_z)) \cdot \partial c^*(q_a, q_z) / \partial d_i}{v_i^b} - 1 = \frac{u'(c^*(q_a, q_z))}{\kappa_i} - 1 \quad (7)$$

其中 $c^*(q_a, q_z)$ 为实际消费量。 $u'(c^*(q_a, q_z)) \cdot \partial c^*(q_a, q_z) / \partial d_i > v_i^b$ 意味着需求者愿意使用一单位资产 i 换取一单位商品 c ，反之不愿意。于是 $L^i(q_a, q_z; \kappa_i) \geq 0$ 时资产 i 为需求者提供流动性， $L^i(q_a, q_z; \kappa_i) < 0$ 时不提供流动性。如果股票比货币更具有流动性，则

$$L^a(q_a, q_z; \kappa_a) - L^z(q_a, q_z; \kappa_z) = (\kappa_a^{-1} - \kappa_z^{-1}) \cdot u'(c^*(q_a, q_z)) > 0。$$

接下来分析模型的一般均衡。在一生第一个子时期竞争性市场 CM 中，年轻需求者面临的最优化问题是：

$$\max_{(C^{y,b}, N^{y,b}, q'_a, q'_z)} \{U(C^{y,b}) - N^{y,b} + \beta W^b(q'_a, q'_z)\}$$

约束条件为： $C^{y,b} + pq'_a + q'_z = N^{y,b} + T(x)$ 且 $C^{y,b}, N^{y,b}, q'_a, q'_z \geq 0$ 。其中 $W^b(q'_a, q'_z)$ 为家庭在 DM 发生交易后带入 CM 的剩余资产组合 (q'_a, q'_z) 价值， $T(x)$ 为中央银行发行货币的铸币税。这个最优化问题的一阶条件为：

$$p \geq \beta W_a^b(q'_a, q'_z) = \beta v_a^b \times [1 + l^a(q'_a, q'_z; \kappa_a)] \quad (8)$$

$$1 \geq \beta W_z^b(q'_a, q'_z) = \beta v_z^b \times [1 + l^z(q'_a, q'_z; \kappa_z)] \quad (9)$$

其中， $l^i(q'_a, q'_z; \kappa_i) \equiv \max\{0; L^i(q'_a, q'_z; \kappa_i)\}$ 。推导出股票价格为预期分红（ δ ）的贴现和流动性溢价之和，即：

$$p = \frac{\beta \delta^b [1 + l^a(q'_a, q'_z; \kappa_a)]}{1 - \beta [1 + l^a(q'_a, q'_z; \kappa_a)]} \quad (10)$$

假设通货膨胀（ σ ）的不确定性影响货币的预期价值，分红的确定性影响股票的预期价值，即：

$$v_z^{b,s} = \pi_1 \sigma_1^{-1} \theta_1^{b,s} + \pi_2 \sigma_2^{-1} \theta_2^{b,s} \quad (11)$$

$$v_a^{b,s} = \pi_1 (p + \delta_1) \theta_1^{b,s} + \pi_2 (p + \delta_2) \theta_2^{b,s} \quad (12)$$

据此模型推导出三个命题：（1）通货膨胀处于较低水平，只有货币作为交换媒介，股票价格为预期分红的贴现 $p = p^* \equiv \beta \delta^b / (1 - \beta)$ 。此时通货膨胀率小于某一特定值即 $\sigma \leq \gamma_1$ ，股票的流动性 $l^a(q'_a, q'_z; \kappa_a(\sigma)) = 0$ 。（2）通货膨胀处于中间水平，货币和股票同时作为交换媒介，股票价格由式（10）给出。此时通货膨胀率介于某两个特定值之间即 $\gamma_1 < \sigma \leq \gamma_2$ ，股票的流动性 $l^a(q'_a, q'_z; \kappa_a(\sigma)) > 0$ 。（3）通货膨胀处于较高水平，只有股票作为交换媒介，股票价格仍为预期分红的贴现，同命题 1。此时通货膨胀率大于某一特定值即 $\sigma > \gamma_2$ ，股票的流动性 $l^a(q'_a, q'_z; \kappa_a(\sigma)) = 0$ 。命题（1）和（3）反映出股票流动性独立于通货膨胀变动。

2 实证检验

2.1 样本选择及数据说明

本文选取我国 2000-2013 年上证综指的交易数据和宏观经济数据作为样本。由于货币供应量的增加并非是造成货币购买力下降的直接因素，故选取通货膨胀率作为货币政策的代理变量，而通货膨胀变动率衡量货币政策的稳定性。对于股票市场流动性的衡量方法是在非流动性比率的方法上进行改进，见表 1，这一比率越大说明股票市场流动性越高。

表 1 研究变量定义

变量名称	变量说明
LQ	股票市场流动性（%）。LQ=日股票交易金额*100/月平均股票流通市值。

CPI	通货膨胀率 (%)。CPI=月度 CPI 数据-100。
DCPI	通货膨胀变化率 (%)。 $DCPI = CPI_t - CPI_{t-1}$

对数据进行单位根检验，结果表明股票市场流动性、通货膨胀率、通货膨胀变化率都是平稳的时间序列。构建包含股票市场流动性、通货膨胀率、通货膨胀变化率指标的 MS-VAR 模型，根据模型截距、均值、方差是否随着状态变化而变化，而形成各个参数随状态变化的 MS-VAR 类模型。从 AIC、HQ、SC 和对数似然值规则来看，MSI(3)-VAR(3)对于 MS-VAR 模型的选择的拟合效果最优，存在三个区制滞后三阶且截距随不同状态而变化。MSI(3)-VAR(3)模型的 LR 线性检验值为 63.4629，卡方统计量的 P 值小于 1%，显著地拒绝线性系统原假设，因此选择 MSI(3)-VAR(3)是合适的。

2.2 模型估计结果

比较表 2 中的各方程在不同区制下的截距项可知，区制 1 表示中度通货膨胀时期，股票流动性较大、通货膨胀适中、但通货膨胀变动较大的状态；区制 2 表示低通货膨胀时期，股票流动性较小、通货膨胀较低、通货膨胀变动较小的状态；区制 3 表示高通货膨胀时期，股票流动性较小、通货膨胀较高、但通货膨胀变动较小的状态。

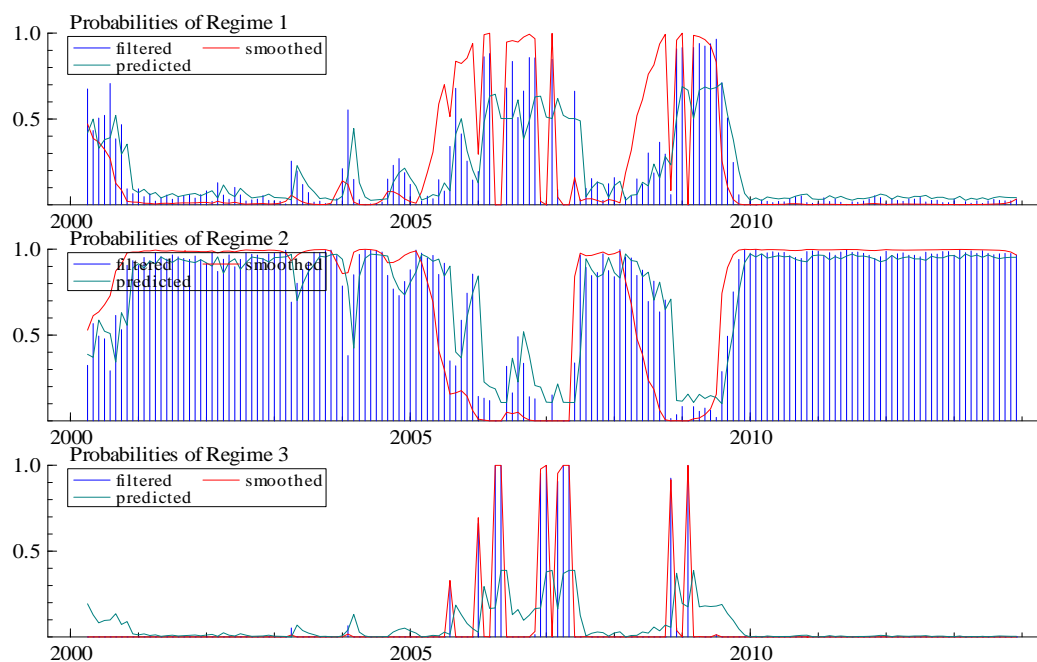


图 1 区制概率图

图 1 显示了三区制的估计概率。在 2005-2007 年以及 2009-2010 年通货膨胀适中且波动较大，此时股票市场流动性较高；在 2000-2005 年通货膨胀率较低且波动较小，此时股票市场流动性较低；仅在 2006 年、2007 年以及 2009 年的小段时间出现了通货膨胀较高且波动较小，此时股票市场流动性饱和且较低。样本更多的处于区制 2 中，此时期货币满足了购买力需求，居民不需要将股票变现实现既定消费。

表 3 给出了不同区制的转移概率，可以看出，系统维持在状态 1 的概率为 0.7275，由状态 1 转移到状态 2 和状态 3 的概率分别为 0.08077 和 0.1917；系统维持在状态 2 的概率为 0.9749，由状态 2 转移到状态 1 和状态 3 的概率分别为 0.02507 和 4.045E-06；系统维持在状

态 3 的概率为 0.3886，由状态 3 转移到状态 1 和状态 2 的概率分别为 0.5034 和 0.1080。

表 2 MSI(3)-VAR(3)参数估计结果

	LQ 方程		CPI 方程		DCPI 方程	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
C 区制 1	0.516747	2.1887	-0.309266	-1.4206	0.183947	1.2429
C 区制 2	0.276438	2.7684	0.070936	0.5494	0.329901	3.9343
C 区制 3	1.948343	6.9043	-0.495228	-1.6742	0.536165	2.7665
LQ_1	0.686486	9.0161	0.054135	0.5368	0.062919	0.9376
LQ_2	-0.108582	-1.5015	-0.024063	-0.2183	-0.036116	-0.4928
LQ_3	0.118553	2.2755	0.161388	1.9493	0.003089	0.0563
CPI_1	0.097104	1.9032	0.971826	12.3504	-0.008057	-0.1545
CPI_2	-0.084711	-1.2942	0.052998	0.4925	-0.064885	-0.9094
CPI_3	-0.020671	-0.4245	-0.075787	-0.9747	0.099906	1.9421
DCPI_1	-0.014339	-0.2028	-0.046668	-0.4042	0.139234	1.8222
DCPI_2	0.143525	1.8977	-0.090989	-0.7838	-0.075494	-0.9798
DCPI_3	-0.047758	-0.6560	-0.120559	-1.0413	0.093247	1.2170

表 4 说明系统 16.99%的时间处于区制 1，平均可持续 3.67 个月；77.68%的时间处于区制 2，平均可持续 39.87 个月；5.33%的时间处于区制 3，平均可持续 1.64 个月。

表 3 区制转移概率

	区制 1	区制 2	区制 3
区制 1	0.7275	0.08077	0.1917
区制 2	0.02507	0.9749	4.045e-06
区制 3	0.5034	0.1080	0.3886

表 4 区制特征

	样本数	概率	持续期
区制 1	31.0	0.1699	3.67
区制 2	124.0	0.7768	39.87
区制 3	10.0	0.0533	1.64

2.3 基于不同区制的脉冲响应

为了更进一步考察货币政策指标与股票市场流动性指标之间的动态关系，并比较不同区制下动态关系的差异，本文采用累积脉冲响应进行分析。脉冲响应函数用来分析 VAR 模型中的一个内生变量受到一单位标准差的冲击时，对系统中的其他内生变量的动态影响。对脉冲响应函数解释的困难在于 VAR 系统的误差项往往是相关的，而当误差项相关时，它们有个共同的组成部分不能被任何特定的变量所识别，有必要通过乔列斯基 (CHOLESKY) 分解，使误差项正交。由于货币政策在很大程度上外生于股票市场流动性，股票对货币政策做出反应，拟将货币政策指标放在金融市场变量前面，同时本文的目的是考察股市流动性的影响因素，因此，将股市流动性指标放在最后。鉴于此，内生变量的排列顺序为：通货膨胀率、通

货膨胀变动率、股票市场流动性。

如图 2 所示，给定通货膨胀率和通货膨胀变动率一个标准差的正的冲击。在区制 1（中度通胀期）下，股市流动性立即上升，累积响应在第 10 个月后达到最大值 7；在区制 2（低通胀期）下，股市流动性立即出现下降，累积响应在第 10 个月达到负的最大值 2.5；在区制 3（高通胀期）下，股市流动性立即上升，在 10 个月达到最大值 11。总体来看，在区制 1 和区制 3 中，通货膨胀率增加以及通货膨胀变动加大将导致股市流动性提高，在区制 2 中，使股票市场流动性降低。但不同区制下影响不同，股票市场流动性在中度和较高通货膨胀时期比处于较低通货膨胀时期变动得更为明显。

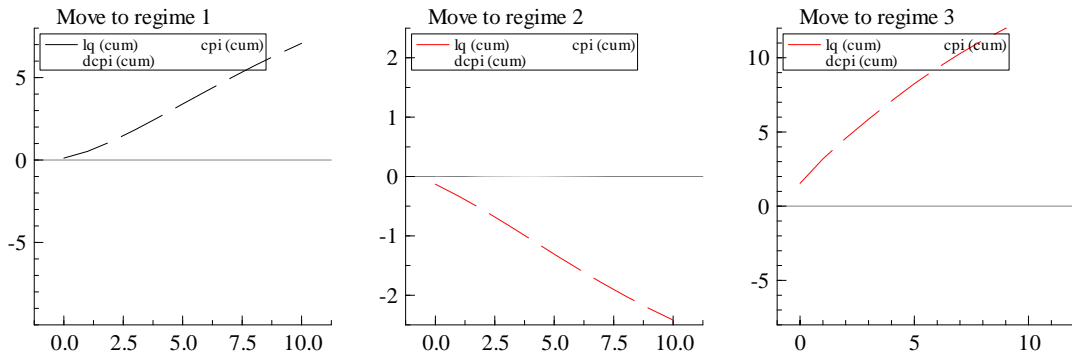


图 2 区制 1-3 下的脉冲响应

3 结论及政策建议

本文基于货币交易搜寻理论，根据 JACQUET（2012）模型构建方法，建立货币政策与资产价格的联系。居民以所持有的资产交换商品的过程中，如果货币的实际购买力不足，就会使其他金融资产产生流动性进而导致资产价格上涨。宽松的货币政策往往使通货膨胀压力增大，致使居民改变其所持有的资产组合。本文基于 MSI(3)-VAR(3)模型对我国 2000 年 1 月至 2013 年 12 月的月度数据进行实证检验，结果表明，在根据通货膨胀分为的 3 个区制中，样本期间有 77.68% 的时间处于低通胀、低通胀波动，此时股票市场流动性较低；处于中度通胀、高通胀波动的时间有 16.99%，只在这一区制中股票市场流动性较高；仅有 5.33% 的时间处于高通胀、低通胀波动，此时股票市场流动性较低。在通胀处于适中和较高的时期，通货膨胀冲击对股票市场流动性的影响更加明显。

通过本文以上的分析得到以下几点启示：

在我国通货膨胀的不同区制中，多数情况处于低通胀且股票市场流动性较小，此时货币可以完成日常交易的需求可以满足，资产价格也相对稳定，也能够满足套期保值的需要。但在我国 2005-2008 年期间通货膨胀不断升高，造成居民的资金大量进入股市和房市中，造成资产价格剧烈波动，并且给经济带来不稳定因素。通货膨胀的一个重要的缘由来自货币当局的基础货币增发，为了避免资产价格的剧烈波动，货币当局就需要采取前瞻性的货币政策规则，避免相机抉择的行为，维持币值稳定。

通货膨胀对股票流动性的影响只是其中之一，其他来自股票市场的因素可能在某些时期占据主导地位。刘春航（2007）对股票市场的“繁荣预期”和流动性变化有所阐释，当股票市场产生“羊群效应”时，宏观政策对股票价格的调节可能收效甚微，这也是如格林斯潘和伯南克等学者认为货币政策不易采取事前预防和事后救助影响股票市场波动的原因之一。

不同时期引起通货膨胀的原因不同,若通货膨胀来源于宽松的货币政策,与股票价格的变动将更为密切。宽松的货币政策会带来宏观流动性,这种流动性或直接进入股票市场,或通过银行系统间接进入股票市场,造成了股票价格的波动。若宏观经济的货币总量不发生变化,通货膨胀来源于需求冲击,此时股票市场资金流向实体经济,两者可能只存在简单负相关关系。所以,需要在实施货币政策前,对通货膨胀来源进行考察,才能使政策效果更佳。

参考文献

- 瞿强. 2001. 资产价格与货币政策. 经济研究, (3): 60~67.
- 孙华好, 马跃. 2003. 中国货币政策与股票市场的关系. 经济研究, (7): 44~53.
- 王培辉. 2010. 货币冲击与资产价格波动: 基于中国股市的实证分析. 金融研究, (7): 59~70.
- 易纲. 2002. 货币政策与金融资产价格. 经济研究, (3): 13~20.
- 周晖. 2009. 货币政策与资产价格波动: 理论模型与中国的经验分析. 经济研究, (10): 61~74.
- 许睿, 冯芸, 吴冲锋. 2004. 影响中国 A 股市场流动性的政策和因素. 上海交通大学学报, (3): 362~367.
- 孙云辉. 2005. 政策性因素对我国股市流动性影响分析. 现代管理科学, (8): 115~117.
- 储小俊, 刘思峰. 2008. 货币政策、市场状态对中国股市微观流动性影响的实证分析. 数理统计与管理(3): 549~556.
- 方舟, 倪玉娟, 庄金良. 2011. 货币政策冲击对股票市场流动性的影响. 金融研究, (7): 43~56.
- 刘春航. 2007. “繁荣预期”、流动性变化和资产价格. 金融研究, (6): 1~12.
- Amador O F, Gachter M, G Peter. 2011. Money Policy and its Impact on Stock Market Liquidity. Working Papers in Econometrics and Statistic, 6.
- Borio C P W, Lowe. 2002. Asset Prices, Financial and Monetary Stability. BIS Working Paper, 114.
- Choi W G, Cook D. 2005. Stock Market Liquidity and the Macroeconomy: Evidence from Japan. IMF Working Paper, (6).
- Chordia T, Sarkar A, Subrahmanyam A. 2005. An Empirical Analysis of Stock and Bond Market Liquidity. Review of Financial Studies, 18(1): 85~129.
- Clower R. 1967. A Reconsideration of The Microfoundations of Monetary theory. Economic Inquiry, 6(1): 1~8.
- Frame W S, Lastrapes W D. 1998. Abnormal Returns in the Acquisition Market: The Case of Bank Holding Companies, 1990-1993. Journal of Financial Services Research, 14(2): 145~163.
- Goyenko R Y, Ukhov A D. 2009. Stock and Bond Market Liquidity: A Long-Run Empirical Analysis. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 44(1): 189~212.
- Homa E K, Jaffee D M. 1971. The Supply of Money and Common Stock Prices. The Journal of Finance, 26(5): 1045~1066.
- Jacquet N L, Tan S. 2012. Money and Asset Prices With Uninsurable Risks. Journal of Monetary Economics, 59(8): 784~797.
- Keran M W. 1971. Expectation, Money, and The Stock Market. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 63(1): 16~31.
- Kiyotaki N, Wright R. 1989. On Money as a Medium of Exchange. Journal of Political Economy, 97(4): 927~954.
- Lagos R, Wright R. 2005. A Unified Framework for Monetary Theory and Policy Analysis. Journal of Political

- Economy, 113(3): 463~484.
- Lucas R E. 1978. Asset Prices in An Exchange Economy. *Econometria*, 46(6): 1429~1449.
- Mukherjee T K, Naka A. 1995. Dynamic Relations between Macroeconomic Variables and the Japanese Stock Market: An Application of a Vector Error Correction Model. *Journal of Financial Research*, 18(2): 223~37.
- McCallum B T, 1982. The Role of Overlapping-Generations Models in Monetary Economics. NBER Working Paper(989).
- Rocheteau G. 2009. A Monetary Approach to Liquidity. Department of Economics Seminar Series.
- Samuelson P A. 1958. A Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money. *Journal of Political Economy*, 66(6): 467~482.
- Svensson L E. 1985. Money and Asset Prices in a Cash-in-Advance Economy, *Journal of Political Economy*, 93(4): 919~944.
- Choi S W, Reise S P, Pilkonis P A, Hays R D, Cella D. 2010. Efficiency of static and computer adaptive short forms compared to full length measures of depressive symptoms, *Qual Life Res* (19):125~136.
-