

学校编码: 10384  
学号: 15620151152882

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_  
UDC \_

廈門大學

硕士学位论文

货币供应量对股票价格的差异性影响：  
基于行业研究视角

The Different Influence of Money Supply on the Stock Price:  
Based on Industry Research Perspective

林怡静

指导教师(校内): 戴淑庚教授

指导教师(校外): 刘向阳

专业学位名称: 金融硕士

论文提交日期: 2017年 11月

论文答辩时间: 2017年 11月

学位授予日期: 2017年 月

答辩委员会主席:

评 阅 人:

2017年 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

本人声明该学位论文不存在剽窃、抄袭等学术不端行为,并愿意承担因学术不端行为所带来的一切后果和法律责任。

声明人(签名):

指导教师(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 摘 要

货币政策对实体经济的影响机制比较复杂,一直以来是国内外研究关注的金融热点。通常而言,货币政策传导到宏观经济主要有以下三个环节。首先,由中央银行传递到金融市场,影响金融市场货币供给与需求;其次,从金融市场及金融机构到企业等非金融部门的各类经济行为,因金融市场变化所产生的托宾 q 效应等,改变行为主体的储蓄、投资和消费习惯;此外,由非金融部门等经济行为主体传递到实体经济,影响物价、就业、总产出等。

本文研究的是货币政策到金融市场这一个基本环节,基础货币通过银行体系不断进行派生,从而产生全社会的货币供应量,各类经济主体在满足基本需求之后则会产生货币流动性,从而产生资产配置的需求。股票作为重要的资产形式,货币供应量能在一定程度上对其价格产生影响。且股票市场中存在不同行业性质的上市公司,因其行业属性、资本密集程度、发展周期、上市流通规模等诸多方面差异,对货币供应量变化的反应也存在着差异性。

本文首先在回顾总结前人文献的基础上,理论分析货币供应量对股价的直接影响、间接影响以及差异性影响,接着着重从行业特征角度出发,初步探讨了我国货币供应量对股价的影响及在不同货币周期下各行业的表现情况。接着选取广义货币供应量、上证指数及 28 个申万一级行业指数分别代表货币供应量、整体股票市场价格及不同行业股价,以向量自回归模型为基础定量研究三者间影响情况。最终得如下结论:一是货币供应量对我国不同行业股价的影响存在差异性,周期性行业股票和小盘类行业股票更容易受货币供应量的影响;二是现行中国股票市场存在着预期效应;三是广义货币供应量指标对股票市场收益率存在一定的影响,但影响程度不深。

**关键词:** 货币供应量; 股票市场; VAR 模型

## Abstract

The influence of money supply on the stock market is the financial hotspot which is concerned at home and abroad. The impact mechanism of monetary policy on the real economy is complicated, and scholars' focuses are different. In general, the effect monetary policy transmits to the macroeconomic mainly includes three links as follows. First, that is from the central bank to the financial market, affecting the financial market money supply and demand. Secondly, it is from financial markets and financial institutions to enterprises and other non-financial sector, due to Tobin  $q$  effect generated by changes in financial markets, the change of behavior of the main body of the savings, investment and consumption habits. In addition, it is from non-financial sector and other economic actors to the real economy, affecting prices, employment and total output.

This paper studies the basic link from monetary policy to financial market. The base money is derived from the banking system, resulting in the money supply of the whole society. After the basic demand, the social entity will generate excess monetary liquidity and the demand for asset allocation. Stock, as an important form of assets, the money supply can affect the stock market price. There are different industries in the stock market listed companies. Therefore, the effect is different because of its industry attributes, capital intensity, development cycle, the size of the enterprise and many other aspects.

On the basis of combing the existing literature, this paper analyzes the direct influence, the indirect influence and the different influence of the money supply on the stock price. Then it starts from the characteristics of industry and stock transaction, and discusses the relevance of the money supply and the stock market, and performance in different currencies. Then, the generalized money supply, the SSE index and the 28 SWS industry indices were used to represent the money supply, the overall stock market price, the stock price of different industries respectively, and

VAR model is used to quantitative study the effect. The results show as follows. Firstly, the impact of money supply on the stock price in different industries of China is different, and cyclical industry stocks and small-cap industry stocks are more vulnerable to the impact of money supply. Secondly, the current Chinese stock market has the expected effect and. Thirdly, there is a weak correlation between the index of generalized money supply and stock market returns.

**Key words:** Money supply; Stock market; VAR model

厦门大学博硕士论文摘要库

<b>导 论</b> .....	<b>1</b>
一、选题背景和意义.....	1
二、研究思路和方法.....	3
三、研究框架.....	3
四、贡献与不足.....	4
<b>第一章 文献综述</b> .....	<b>5</b>
<b>第一节 货币供应量对股票市场影响的国外文献综述</b> .....	<b>5</b>
一、理论研究.....	5
二、实证研究.....	5
<b>第二节 货币供应量对股票市场影响的国内文献综述</b> .....	<b>6</b>
一、理论研究.....	6
二、实证研究.....	7
<b>第三节 货币政策对股票市场的差异影响的文献综述</b> .....	<b>8</b>
一、国外文献.....	9
二、国内文献.....	10
<b>第四节 货币政策对股票市场的差异性影响研究小结</b> .....	<b>11</b>
<b>第二章 货币供应量对股票价格产生影响的理论基础</b> .....	<b>13</b>
<b>第一节 货币政策对经济产生影响的一般传导机制</b> .....	<b>13</b>
一、货币政策传导机制之凯恩斯学派观点.....	13
二、货币政策传导机制之货币学派观点.....	14
<b>第二节 货币供应量变化影响股价的机理分析</b> .....	<b>14</b>
一、股价变化归因于货币供应量直接效应的分析.....	14
二、股价变化归因于货币供应量间接效应的分析.....	15
<b>第三节 货币供应量对股票价格的差异性影响机理分析</b> .....	<b>17</b>
一、行业资金密集程度.....	17

二、股票流通盘影响.....	17
三、行业周期性影响.....	18
<b>第三章 我国货币供应量影响股票价格的初步探讨 .....</b>	<b>19</b>
<b>第一节 我国货币供应量分析 .....</b>	<b>19</b>
一、货币供应量相关概念介绍.....	19
二、我国各层次货币供应量的描述性统计分析.....	21
<b>第二节 股票市场的行业分类 .....</b>	<b>22</b>
一、国内外行业分类标准.....	23
二、我国主要的行业分类标准.....	23
三、申银万国行业分类标准介绍.....	24
<b>第三节 我国货币供应量与股票价格的关系分析 .....</b>	<b>26</b>
一、我国股票价格的走势分析.....	26
二、我国货币供应量与股票价格的关系分析.....	28
<b>第四章 货币供应量对股票价格影响的实证分析 .....</b>	<b>34</b>
<b>第一节 计量方法介绍 .....</b>	<b>34</b>
一、平稳性检验.....	34
二、向量自回归模型 VAR (p) 的构建 .....	35
三、格兰杰因果检验.....	35
四、脉冲响应函数分析.....	36
五、方差分解分析.....	36
<b>第二节 指标选取和数据说明 .....</b>	<b>37</b>
一、指标选取.....	37
二、数据说明及来源.....	39
<b>第三节 货币供应量对股票价格差异性影响的实证检验 .....</b>	<b>39</b>
一、平稳性检验.....	39
二、变量的描述性统计.....	41
三、VAR 模型的估计与检验 .....	43
四、格兰杰因果关系检验分析.....	46
五、脉冲响应函数分析.....	48



---

六、方差分解分析.....	50
<b>第四节 实证结果及原因解释 .....</b>	<b>52</b>
一、VAR 模型结论 .....	53
二、Granger 因果检验结果分析及解释.....	53
三、脉冲响应结果分析及解释.....	54
四、方差分解分析及解释.....	55
<b>第五章 研究结论与政策建议 .....</b>	<b>56</b>
<b>第一节 研究结论 .....</b>	<b>56</b>
<b>第二节 政策建议 .....</b>	<b>57</b>
一、对货币政策制定当局的建议.....	57
二、对经济政策制定当局的建议.....	57
三、对监管当局的建议.....	58
四、对投资者的建议.....	58
<b>参考文献 .....</b>	<b>60</b>
<b>致谢 .....</b>	<b>64</b>

# CONTENTS

<b>Introduction.....</b>	<b>1</b>
1.Topic background and meaning .....	1
2.Research ideas and methods .....	3
3.Research Framework .....	3
4.Contribution and deficiency.....	4
<b>Chapter 1 Literature review .....</b>	<b>5</b>
<b>1.1 Foreign Literature on the Influence of Money Supply on Stock Market ..</b>	<b>5</b>
1.1.1 Theoretical research .....	5
1.1.2 Empirical Research .....	5
<b>1.2 Domestic Literature on the Influence of Money Supply on Stock Market</b>	<b>6</b>
1.2.1 Theoretical research .....	6
1.2.2 Empirical Research .....	7
<b>1.3 A Literature Review on the Impact of Monetary Policy on Stock Market</b>	<b>8</b>
1.3.1 Foreign Literature .....	9
1.3.2 Domestic Literature .....	10
<b>1.4 summary .....</b>	<b>11</b>
<b>Chapter 2 Theoretical basis .....</b>	<b>13</b>
<b>2.1 The general transmission mechanism of monetary policy .....</b>	<b>13</b>
2.1.1 Keynesian School's Monetary Policy Transmission Mechanism .....	13
2.1.2 Monetary School 's Monetary Policy Transmission Mechanism.....	14
<b>2.2 Analysis on the Influence Mechanism of Money Supply Change on Stock Price.....</b>	<b>14</b>
2.2.1 The direct impact of money supply on stock prices .....	14
2.2.2 The indirect effect of money supply on stock prices .....	15

<b>2.3 Analysis on the Mechanism of Different Effect of Money Supply on Stock Price.....</b>	<b>17</b>
2.3.1 Industry - intensive .....	17
2.3.2 Stock circulation impac.....	17
2.3.3 Industry cyclical impact.....	18
<b>Chapter 3 A Preliminary Study on the Influence of China 's Money Supply on Stock Price.....</b>	<b>19</b>
<b>3.1 An Analysis of China 's Money Supply .....</b>	<b>19</b>
3.1.1 Introduction to the concept of money supply .....	19
3.1.2 Descriptive Statistical Analysis of Money Supply at Different Levels in China .....	21
<b>3.2 Stock market industry classification .....</b>	<b>22</b>
3.2.1 Domestic and foreign industry classification standards.....	23
3.2.2 China 's major industry classification standards .....	23
3.2.3 Shenyin Wanguo industry classification standards introduced.....	24
<b>3.3 An Analysis of the Relationship between Money Supply and Stock Price in China.....</b>	<b>26</b>
3.3.1 An Analysis of the Trend of Stock Price in China .....	26
3.3.2 An Analysis of the Relationship between Money Supply and Stock Price in China.....	28
<b>Chapter 4 An Empirical Analysis of the Effect of Money Supply on Stock Price .....</b>	<b>34</b>
<b>4.1 Introduction to measurement methods .....</b>	<b>34</b>
4.1.1 Stationarity tests.....	34
4.1.2 Construction of Vector Autoregressive Model VAR (p) .....	35
4.1.3 Granger causality test.....	35
4.1.4 Impulse Response Function Analysis .....	36
4.1.5 Analysis of variance.....	36

## CONTENTS

---

<b>4.2 Indicator selection and data description.....</b>	<b>37</b>
4.2.1 Index selection .....	37
4.2.2 Data description and source .....	39
<b>4.3 An Empirical Test on the Different Effect of Money Supply on Stock Price.....</b>	<b>39</b>
4.3.1 Stationarity tests.....	39
4.3.2 The descriptive statistics of variables .....	41
4.3.3 Estimation and Verification of VAR Model .....	43
4.3.4 Analysis of Granger Causality Test.....	46
4.3.5 Impulse Response Function Analysis .....	48
4.3.6 Analysis of variance.....	50
<b>4.4 Empirical results and explanation of reasons.....</b>	<b>52</b>
4.4.1 VAR model conclusion .....	53
4.4.2 Analysis and Explanation of Granger Causal Test Results .....	53
4.4.3 Analysis and Explanation of Impulse Response .....	54
4.4.4 Analysis and interpretation of variance.....	55
<b>Chapter 5 Research conclusions and policy recommendations.....</b>	<b>56</b>
<b>5.1 Analysis conclusion .....</b>	<b>56</b>
<b>5.2 Policy suggestion .....</b>	<b>57</b>
5.2.1 Suggestions for the formulation of monetary policy authorities .....	57
5.2.2 Advice on economic policy-making authorities .....	57
5.2.3 Advice on regulatory authorities.....	58
5.2.4 Advice on investors.....	58
<b>References .....</b>	<b>60</b>
<b>Acknowledgements .....</b>	<b>64</b>

## 导 论

### 一、选题背景和意义

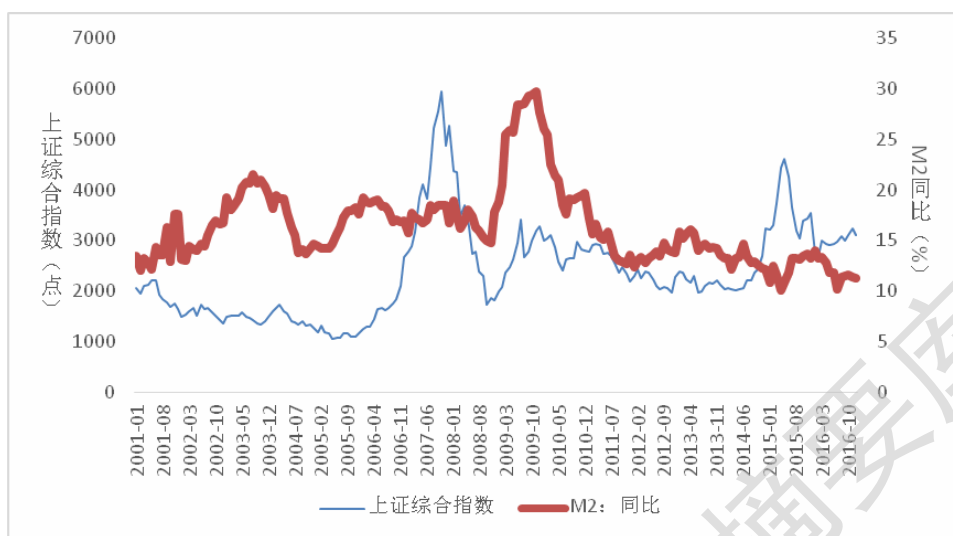
#### （一）选题背景

自上世纪九十年代上海、深圳两大证券交易所相继成立以来，中国股市经过 20 多年的发展取得了引人注目的成就。进入二十世纪，管理层一直致力于证券市场制度的推陈出新，大刀阔斧的进行了股权分置改革；不断丰富交易品种的多样性；大力培育机构投资者；与时俱进的改革新股发行制度；建章建制形成规范的股票市场法律法规体系等等都体现了市场化、法治化的改革取向，为注册制改革的理念和方向向前迈出奠定了基础。这些改革也越来越得到市场的认可，截止 2016 年底，中国资本市场上的股票账户约 1.18 亿户<sup>1</sup>，这说明股票市场已经成为一种很普遍的投资渠道，这么大规模数量的投资者也从另一个侧面说明股票市场价格正常波动的重要性。

根据经济学中的价格理论，股票价格主要取决于其内在价值，一般可以通过未来现金流的折现来计算。实际投资中，股票价格受很多宏观因素的冲击，特别是货币供给方面。从资金供应量的角度来看，央行执行货币政策影响货币供给的变化和金融市场的流动性，冲击股票市场资金充裕程度，从而形成增量资金入市、资金外逃或者存量博弈等趋势带来的行情特征。广义货币供应量 M2 代表全社会的货币供给，是股票市场的资金源头，从图 1 来看，除却 2008 年前后股市大升大落外，M2 同比增速与上证综指的走势基本一致。充裕的资金将直接提升企业和居民的投资需求，推升资产价格。中国股票市场历史上的三轮大牛市都与资金流动性的突然扩张有某种关联性。2005-2007 年，因贸易顺差的扩大外汇占款持续增加使得央行加大货币发行速度；2009-2010 年，在次贷危机后，四万亿刺激政策使银行主动投放信贷，造成信贷漏出；2013-2015 年，利率下降货币政策定向宽松，货币超发致杠杆率上升，股票市场杠杆疯狂。

---

<sup>1</sup>数据来源:Wind 资讯



数据来源：东方财富资讯

图 12001-2016 年上证综合指数走势情况和 M2 同比变化情况

截至 2016 年 12 月底，我国境内 A 股上市公司突破 3 千家，上市公司市价总值超过 50 万亿元<sup>2</sup>，随着 A 股市场上市公司越来越多，投资者通过分析所有股票来判断整体市场已经基本成为不可能完成的任务。根据一定标准把股票划分成不同行业或者板块，并由此编制成行业指数或者板块指数，已经成为股票市场研究和投资的共同需求。不同行业因其在行业属性、资本密集程度、发展周期、企业规模等诸多方面的差异，央行执行货币政策引起货币供应量的变化时，其对股票市场的冲击往往会产生空间和时间上的差异，股票市场在不同时期以及股票市场中不同的行业板块对货币供应量变化的反应都将有所不同，本文正是基于以上研究背景，着重从行业视角研究货币供应量对股票市场价格的差异性影响。

## （二）选题意义

经上分析，我国的股票市场规模越来越大，金融市场地位日益突出，对宏观经济的影响也越来越大，货币政策的调整也越来越关注股票市场等金融市场。每年的中央经济工作会议也都会提到货币政策的主基调和思路，为来年的宏观经济发展和稳定金融市场保驾护航。因此分析货币供应量如何对股票市场施加作用，作用程度是否存在强弱差异性，具有重要的理论意义和现实意义。

在理论方面，货币供应量对股票市场的影响一直是金融课题热门的研究方向。

<sup>2</sup>数据来源:Wind 资讯

学者们在分析时大多数是以整个股票市场作为研究标的,很少考虑到行业因素进一步区分股票市场来研究行业股票价格的不同。本文以 28 个申万一级行业作为研究标的试图从行业差异性为切入点对此类研究进行进一步的细化与补充,从而验证货币供应量对不同行业的差异影响。

在现实方面,一方面通过研究希望政策制定当局,可以从行业的角度入手实施更有行业针对性的产业政策和选择性货币政策工具来帮助宏观经济平稳发展。另一方面有助于股市投资者针对货币政策对股票市场中不同行业之间的影响差异进行风险控制减少操作损失。同时,通过该方面研究能更好提升本人从事证券行业工作的专业素养。

## 二、研究思路和方法

本文主要研究的两个问题:1、货币供应量能否对股票市场产生影响,是否对不同行业产生差异性影响,具体的理论基础是什么?2、如果货币供应量对不同行业板块能产生差异性影响,那么如何证实,并且导致这种差异性的原因是什么?

带着以上两个疑问,本文选择利用理论分析和实证分析相互综合的研究方法来证实。在理论分析部分,从一般的货币政策传导理论出发,理论上分析了货币供应量对股票价格的直接影响、间接影响以及差异性影响。在实证分析方面,本文在 2006 年 1 月到 2016 年 12 月的时间窗口内选取广义货币供应量、上证综合指数以及 28 个申万一级行业指数分别代表了货币供应量、整体股票市场价格、不同行业股价,构建了 VAR 模型,利用实证分析方法对比了货币供应量对整体股票市场以及不同行业股价的影响结果,并对该结果进行分析总结归纳。

## 三、研究框架

图 2 是本文的研究框架。首先,说明论文选题的背景和研究意义,提出研究问题,并且对国内外的相关研究成果进行总结。其次,对研究问题的理论分析,描述货币政策的传导机制、货币供应量对股票价格的影响原理分析和货币政策对

股票市场差异性影响的理论分析。再次，概述了货币供应量、股票市场行业分类的基础概念，初步探究了不同货币周期下各行业股价表现。随后又从实证角度研究了货币供应量对整体股票市场以及不同行业股价的影响。最终得出研究结论。

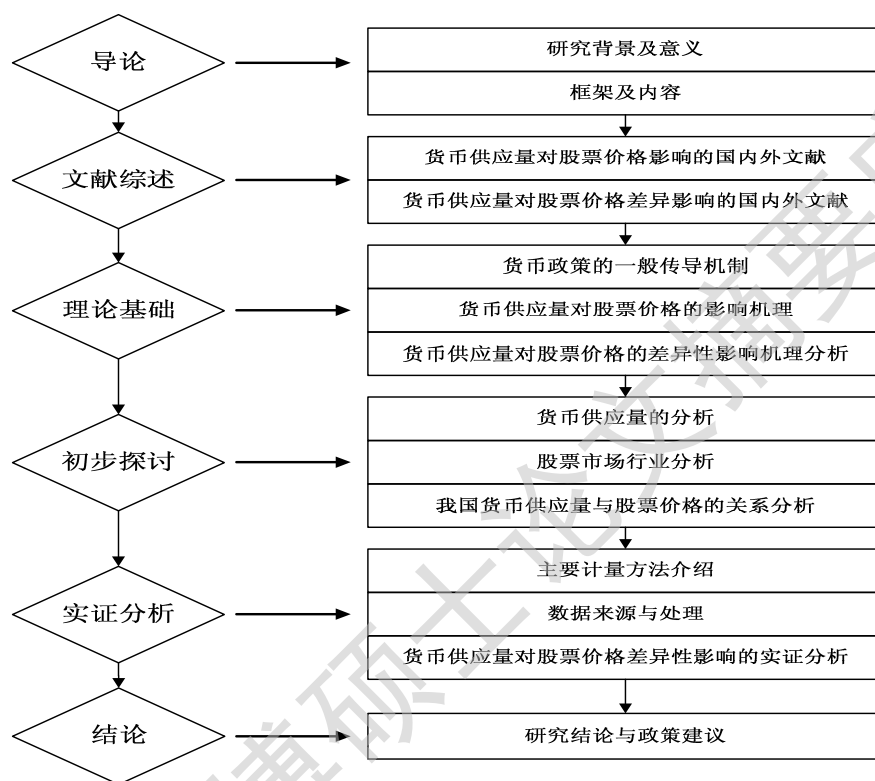


图 2 本文研究框架

#### 四、贡献与不足

##### (一) 本文贡献

在文献综述方面，按时间和空间角度来总结货币政策对股票市场的差异性影响；在研究视角方面，本文弥补基于行业视角分析的缺陷，从不同行业股票价格入手研究货币供应量对不同行业股价的差异影响，丰富和补充了现有研究。

##### (二) 不足之处

样本的不足，部分行业分类的样本数不足，这可能会对我们的结论有一定的影响；研究方法的不足，因本人计量经济学基础薄弱，本文基于 VAR 模型进行实证研究，因此模型的解释能力有限，在可容忍的范围内，实证研究的结果与现实的动态发展可能出现部分差异。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库