

学校编码: 10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学号: 15620060153081

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

中国货币政策与股票市场耦合效应研究

An Analysis on Coupling Effect between Monetary Policy and  
Stock Market in China

黄 雪 霞

指导教师姓名: 何孝星 教 授

专 业 名 称: 投 资 学

论文提交日期: 2009 年 04 月

论文答辩时间: 2009 年 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2009 年 04 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 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)》。

声明人(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

货币政策与股票市场之间的关系研究是理论价值和实践意义均十分重大的课题。本文在已有研究成果的基础上对货币政策与股票市场之间的耦合效应进行系统的整理,发现国外市场化调控的货币政策和成熟的股票市场之间存在明显的耦合效应,而且国外学者对“货币政策是否应该对股票市场波动做出反应”的问题存在两种完全对立的观点。在我国非完全市场化调控的货币政策和处于“新兴加转轨”的股票市场之间是否也存在着耦合效应?我国货币政策是否应该对股票市场波动做出反应?笔者归纳出我国货币政策与股票市场耦合效应产生的5种主要传导途径并作图明示;从我国货币政策与股票市场发展历程中论证耦合效应产生的制度性基础;选取我国相关经济数据进行分阶段实证研究,考察我国货币政策与股票市场耦合效应的情况。实证结果表明我国货币政策与股票市场存在着耦合效应,其在不同历史时期通过不同的传导途径表现出来,并且呈现出逐渐增强的发展趋势;货币市场利率途径和汇率途径在耦合效应传导中日渐显著,契合了世界经济一体化趋势和我国金融体制市场化改革的制度背景。本文分别对我国货币政策与股票市场耦合效应的增强趋势和利率市场化背景下的耦合效应进行前景分析,认为我国耦合效应的增强趋势使得货币政策针对股市的调控成为可能;利率市场化背景下耦合效应显著且反应及时。在本文研究结论的基础上,笔者提出相应的政策建议,包括:①我国必须保持货币政策的独立性;②我国货币政策应该关注股票市场的波动;③发挥我国股票市场的财富效应以快速启动内需。

本文的研究意义在于:进一步丰富货币政策和股票市场理论;探索我国货币政策调控如何减轻和消除来自股票市场的不利影响、促进金融市场平稳运行。新颖之处在于:对货币政策与股票市场耦合效应及其传导途径进行较为系统地探讨(分阶段研究并厘清作用渠道);补充增加了公开市场操作(通过货币市场利率和汇率)、存款准备金率、汇率对股票市场影响的实证研究;研究证明了我国货币政策与股票市场耦合效应的存在。

**关键词:**货币政策; 股票市场; 耦合效应

## Abstract

The interactions between monetary policy and stock market have been an important issue that explored largely in literatures on monetary economics and financial economics. These related researches have been systematically reviewed in this dissertation, and a main finding emerged as a result of comparisons between existing researches is the coupling effect between monetary policy and stock market. Though there is no agreement about the question that should or not the central bank respond to the situations of stock market, in practice central bank in US or other developed countries have taken status of stock market into consideration. As for China, the main intermediates of monetary policy are not market-based, and Chinese stock market is an emerging and transitional one with imperfect market-oriented regulation. Does coupling effect exists in Chinese monetary policy and stock market under such condition? Should the monetary policy make respond to the situations of stock market? My doctoral dissertation would like to put forward these questions and make a preliminary exploration.

In this dissertation, I conclude theoretically that there are five channels of coupling effect existed between monetary policy and stock market, and then illustrate them in figures. Moreover, the institutional foundation for coupling effect is given from historical perspective of the evolution of Chinese monetary policy and stock market. The coupling effect is empirically investigated using the economic data collected for several stages of economic development, and the empirical results show that the coupling effect really exists in the relations between monetary policy and stock market. As a matter of fact, the coupling effect is reflected in different channels with economic development stepped, and the effect is being strengthened. Specifically, the coupling effect is increase revealed by the channel of interest rate and foreign exchange rate, according with the integration of world economy and the objectives of our market-oriented reform on financial systems.

In addition, my dissertation discussed the trend of evolution of the coupling effect and provided some prospect analysis on the effect supposed the interest rate liberalization in future, and the conclusion here is, due to the strengthened coupling effect, the influences exerted by monetary policy on stock market would increase. Finally, several

political suggestions based on the main conclusions and findings of my research are given as follows. First, the monetary policy should be determined independently. Second, the monetary policy should take the status of stock market into consideration. Third, as a mean to stimulate domestic demand, the wealth effect of stock market would become more important, the government should make use of it to control macro economy。

This dissertation is likely to complete the theories in monetary policy and stock market from the prospective of the coupling effect interplayed between monetary policy and stock market. I believe the analysis here also maybe benefit for practice, especially helpful in the macro-economy stabilization of monetary policy, which become more necessary to ease or eliminate the adverse effects exerted by stock market and stabilize it. The main characteristics of my dissertation are, first, provide a systematic exploration on the coupling effect and the main interplayed channels between the monetary policy and stock market and fatherly investigate the channels by stages. Second, I add empirical research on the influences of monetary policy tools, such as open market operation, reserve rate adjustment and foreign exchange rate on stock market. My analysis proved that the coupling effect exists between monetary policy and stock market.

**Key Words:** Monetary Policy; Stock Market; Coupling Effect.

# 目 录

<b>第一章 绪 论</b> .....	<b>1</b>
第一节 概念界定 .....	1
第二节 研究意义 .....	2
第三节 研究现状 .....	4
第四节 研究框架 .....	7
<b>第二章 文献综述</b> .....	<b>10</b>
第一节 货币政策理论简述.....	10
第二节 国外文献综述 .....	11
一. 关于货币政策如何影响股票市场 .....	11
二. 关于股票市场如何影响货币政策 .....	22
三. 关于货币政策是否应该对股票市场波动做出反应 .....	29
第三节 国内文献综述.....	32
本章小结.....	35
<b>第三章 中国货币政策与股票市场耦合效应 生成的制度性基础</b> .....	<b>39</b>
第一节 我国货币政策发展历程回顾 .....	39
一. 我国货币政策传导机制的演变历程 .....	39
二. 我国货币政策的现实选择 .....	42
第二节 我国股票市场发展历程回顾 .....	44
一. 我国股票市场发展背景综述 .....	44
二. 我国股票市场发展历程 .....	48
第三节 我国货币政策与股票市场发展协同性分析 .....	51
本章小结.....	54
<b>第四章 中国货币政策与股票市场耦合效应的 实证研究</b> .....	<b>55</b>
第一节 研究指标选取.....	55
一. 货币政策指标选取 .....	55



二. 股票市场指标选取 .....	57
三. 实体经济指标选取 .....	58
<b>第二节 实证研究方法简述 .....</b>	<b>58</b>
一. VAR 研究方法 .....	58
二. 统计方法 .....	60
三. 事件研究方法 .....	61
<b>第三节 我国货币政策与股票市场耦合效应的分阶段研究 .....</b>	<b>62</b>
一. 子样本 1 的 VAR 模型分析 .....	64
二. 子样本 2 (包含 M1) 的 VAR 模型分析 .....	65
三. 子样本 2 (包含 M2) 的 VAR 模型分析 .....	72
四. 全样本的 VAR 模型分析 .....	77
<b>第四节 我国货币政策变动与股票市场波动的分阶段研究 .....</b>	<b>83</b>
一. 子样本 1 波动分析 .....	84
二. 子样本 2 (包含 M1) 波动分析 .....	86
三. 子样本 2 (包含 M2) 波动分析 .....	88
四. 全样本波动分析 .....	90
<b>第五节 我国货币政策与股票市场耦合效应的传导途径分析 .....</b>	<b>92</b>
一. 子样本 1 耦合效应的传导途径 .....	93
二. 子样本 2 (含 M1) 耦合效应的传导途径 .....	94
三. 子样本 2 (含 M2) 耦合效应的传导途径 .....	95
四. 全样本期间耦合效应的传导途径 .....	96
<b>第六节 我国货币政策与股票市场耦合效应 的信号传递途径分析 .....</b>	<b>100</b>
一. 利率调整情况 .....	100
二. 模型拟合与检验结果 .....	100
三. 利率事件分类考察 .....	102
四. 分析与总结 .....	102
<b>本章小结 .....</b>	<b>104</b>
<b>第五章 中国货币政策与股票市场耦合效应的前景分析与政策建议 ...</b>	<b>106</b>
<b>第一节 我国货币政策与股票市场面临的新挑战 .....</b>	<b>106</b>

一. 国际经济环境分析 .....	106
二. 国内经济环境分析 .....	110
三. 我国货币政策与股票市场面临的新挑战 .....	111
第二节 我国货币政策与股票市场耦合效应的前景分析 .....	114
一.我国货币政策与股票市场耦合效应的增强趋势分析 .....	114
二. 我国利率市场化背景下的耦合效应分析 .....	116
第三节 关于我国货币政策与股票市场的政策建议 .....	124
一. 保持我国货币政策的独立性 .....	124
二. 我国货币政策应该关注股票市场的波动 .....	128
三. 发挥我国股票市场的财富效应以快速启动内需 .....	132
<b>附    录 .....</b>	<b>140</b>
<b>参考文献 .....</b>	<b>145</b>
<b>致    谢 .....</b>	<b>154</b>

## Contents

<b>Chapter 1 Introduction.....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 Terminology specifications .....</b>	<b>1</b>
<b>1.2 Research significance .....</b>	<b>2</b>
<b>1.3 Research status .....</b>	<b>4</b>
<b>1.4 Structures and main contents.....</b>	<b>7</b>
<b>Chapter 2 Literature Review .....</b>	<b>10</b>
<b>2.1 Brief introduction on Main theories of monetary policy .....</b>	<b>10</b>
<b>2.2 Foreign related research review.....</b>	<b>11</b>
2.2.1 On the influence of monetary policy on stock market.....	11
2.2.2 On the influence of stock market on monetary policy.....	22
2.2.3 Should monetary policy respond to fluctuations stock market.....	29
<b>2.3 Review on internal related research .....</b>	<b>32</b>
<b>Notes.....</b>	<b>35</b>
<b>Chapter 3 The institutional foundation for coupling effect between     Chinese monetary police and stock market.....</b>	<b>39</b>
<b>3.1 Review on the development of monetary policy in China.....</b>	<b>39</b>
3.1.1 A summary on development of Chinese monetary policy .....	39
3.1.2 Current choices of monetary policy .....	42
<b>3.2 Review on the development of Chinese stock market .....</b>	<b>44</b>
3.2.1 Background introduction.....	44
3.2.2 A summary on development of Chinese stock market .....	48
<b>3.3 Analysis on complementary development of monetary policy and stock         market.....</b>	<b>51</b>
<b>Notes.....</b>	<b>54</b>
<b>Chapter 4 Empirical research on coupling effect between monetary     policy and stock market .....</b>	<b>55</b>
<b>4.1 Indicator selected.....</b>	<b>55</b>
4.1.1 Indicator of monetary policy selected.....	55
4.1.2 Indicator of stock market selected .....	57
4.1.3 Real economy indicator selected.....	58
<b>4.2 Introduction on research method.....</b>	<b>58</b>

4.2.1 VAR method.....	58
4.2.2 Statistics method.....	60
4.2.3 Event study method .....	61
<b>4.3 Stage analysis on coupling effect.....</b>	<b>62</b>
4.3.1 VAR analysis on subsample one.....	64
4.3.2 VAR analysis on subsample two (include M1) .....	65
4.3.3 VAR analysis on subsample two (include M2) .....	72
4.3.4 VAR analysis on whole sample .....	77
<b>4.4 Analysis on relations between volatility of stock market and changes of monetary policy.....</b>	<b>83</b>
4.4.1 Volatility analysis on subsample one.....	84
4.4.2 Volatility analysis on subsample two (include M1).....	86
4.4.3 Volatility analysis on subsample two (include M2).....	88
4.4.4 Volatility analysis on whole sample.....	90
<b>4.5 The conduction channel of coupling effect between monetary policy and stock market.....</b>	<b>92</b>
4.5.1 The conduction channel of coupling effect in subsample one .....	93
4.5.2 The conduction channel of coupling effect in subsample two (include M1).....	94
4.5.3 The conduction channel of coupling effect in subsample two (include M2).....	95
4.5.4 The conduction channel of coupling effect in whole sample.....	96
<b>4.6 Analysis on the conduction channel of signal in coupling effect .....</b>	<b>100</b>
4.6.1 Case of adjustment on interest rate .....	100
4.6.2 Model calibration and model results .....	100
4.6.3 Classification analysis on events of interest rate adjustment.....	102
4.6.4 Analysis and summarize .....	102
<b>Notes.....</b>	<b>104</b>
<b>Chapter 5 Prospect analysis on coupling effect and several policy implications.....</b>	<b>106</b>
<b>5.1 New challenges for Chinese monetary policy and stock market.....</b>	<b>106</b>
5.1.1 Abroad political and economic environment .....	106
5.1.2 Internal political and economic environment.....	110

5.1.3 New challenges for Chinese monetary policy and stock market.....	111
<b>5.2 Prospect analysis on coupling effect between monetary policy and stock market.....</b>	<b>114</b>
5.2.1 Analysis on the increased trend of coupling effect .....	114
5.2.2 Prospective analysis on coupling effect under conditions of interest rate liberalization .....	116
<b>5.3 Policy implications of research.....</b>	<b>124</b>
5.3.1 Maintaining independence of monetary policy .....	124
5.3.2 Monetary policy should respond to fluctuations in stock market.....	128
5.3.3 Strengthen the wealth effect of stock market and use it to boot domestic demand .....	132
<b>Appendix .....</b>	<b>140</b>
<b>References .....</b>	<b>145</b>
<b>Postscript.....</b>	<b>153</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 第一章 绪 论

### 第一节 概念界定

为了明确本文的研究对象与研究范围,首先对“耦合”、“耦合效应”、“货币政策与股票市场耦合效应”等概念进行界定。耦合是对两个实体相互依赖于对方的一种表述,物理学上将两个或两个以上的电路连接起来并使之相互影响的方法称为耦合。耦合效应(Coupling Effect)是指两个或两个以上诸要素或者诸系统之间发生相互联系的子系统通过中介环节的关联和相互作用时,既有作用与反作用,又有吸引与排斥而形成更大系统的现象<sup>①</sup>。本文所论之货币政策与股票市场的耦合效应,是指由于货币政策与股票市场之间存在着内在的相互促进、相互制约机制,而使得二者之间所表现出来的相互影响的现象。笔者认为,将货币政策与股票市场之间相互作用的现象以“耦合效应”的概念加以描述,更能体现出二者之间的紧密联系,尽管这种处理在国内外的同类研究文献中尚无先例。

George Soros 在《The Alchemy of Finance》提出的反射理论(Reflexivity Theory)认为,市场均衡在现实生活中几乎不曾出现,原因是市场参与者对事件存在有偏颇的预期,而事件又是由本身的预期所造成的。在金融市场上预期的功能最为清晰可见,买卖决策是基于对未来价格的预期,而未来价格又反过来取决于目前的买卖决策。这使得完全竞争的主要假设——“完全知识”的假设受到怀疑,当完全竞争不存在时均衡结果也就无法达成。同理,正是投资者基于对未来货币政策调控的预期而采取的当前行为反作用于货币政策的调控政策出台、正是投资者对未来股票价格的预期而采取的当前投资决策反作用于股票未来价格的形成,而货币政策和股票市场作为彼此双向反馈机能的传导主体,必然存在着某种程度的耦合效应。诚如 George Soros 所言“即使是在金融市场,某种机制也必须被触动,参与者的偏颇才会影响市场价格,甚至于影响所谓的基本面,而基本面却被视为市场价格的决定因素。”<sup>②</sup>笔者以为,当越来越多的作用机制被触动后,货币政策与股票市场耦合效应也会表现得越来越显著。本文致力于寻找中国货币政策与股票市场耦合效应的制度性基础与传导途径,并比较在不同历史时期不同作用机制被“触动”

<sup>①</sup> 张道民:“论相关性原理”,《系统辩证学学报》,1995年第一期。

<sup>②</sup> George Soros:《The Alchemy of Finance》[M].俞济群、黄嘉斌译,寰宇出版公司(台湾).2005.P15。

后耦合效应的表现差异。为此，本文首先从理论上论证货币政策与股票市场之间存在着耦合效应并归纳出耦合效应的传导途径；其次，回顾 20 世纪 90 年代以来我国货币政策调控历程和股票市场发展历程中的协同性表现，阐述我国货币政策与股票市场耦合效应发生的制度性基础，同时以我国货币政策与股票市场不同发展阶段的经济数据进行实证研究，检验耦合效应的作用途径是否通畅；最后对实证研究结论的发展趋势进行前景分析，结合当前（2008 年）国内外金融形势提出相应的政策建议，对我国中央银行是否应该对股票市场的波动做出反应这一问题阐明自己的观点。

## 第二节 研究意义

货币政策是中央银行进行宏观经济调控的主要工具之一，货币政策的传导机制是货币政策理论的重要内容，股票市场的出现在一定程度上影响了货币政策作用机制，对传统的货币政策传导机制研究提出了新的挑战。股票市场是一国资本市场最重要的组成部分，股票价格也是经济生活中最被密切关注的资产价格，通常被认为是对经济运行情况高度敏感、对货币政策调控反应灵敏的市场指标。同时，股票也是许多金融衍生工具和产品的构成基础，股票市场的发展和股票价格波动对资本市场的稳定和发展具有决定性作用，影响到货币政策调控的运行环境，使得货币政策必须为应对外部环境的变化而进行相应的调整，进而影响实体经济的运行。因此，关于“股票市场发展和股票价格波动是如何影响货币政策工具、中介目标、最终目标和传导渠道”等问题的探讨具有重要而现实的研究意义。其次，随着股票市场的发展及其在经济生活中地位的提升，货币政策调控的“股票市场传导渠道”发挥着越来越重要的作用，该传导渠道可以划分为货币政策传导到股票市场和股票市场传导到实体经济两个环节，只有第一个环节畅通，货币政策的股票市场传导途径才能得以实现。此外，研究分析货币政策与股票市场耦合效应有助于提高货币政策调控效率、减少股票市场对货币政策调控的不利影响，促进股票市场的健康发展，有助于解答“我国中央银行是否应该对股票市场波动做出反应”等现实问题。

近年来国际金融一体化的发展趋势日益明显，货币政策的外部环境在不断地发生变化，特别是中国所处的国际地位（贸易项目和资本项目下的双顺差）将吸引国



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