

## 我国股票市场政策效应研究分析

黄志勇 涂海强

上海财经大学金融学院硕士研究生

我国的股市素有“政策市”之称,政府和监管部门会在不同的时期出于不同的目的而有意识地对股市进行干预,以稳定股市。金晓斌和唐利民(2001)的统计数据表明从1992年至2000年初,政策性因素是造成股市异常波动的首要因素,占总影响的46%,宏观政策的变动对股市的波动起着最主要的影响作用。在当前我国的股市发展并不完善,为了使股市更好地为与宏观经济的发展服务,政府进行一定的调节本无可厚非。但是如果政府的干预过多或时机不当则会破坏市场本身的机制,加剧市场的波动。因此研究政府的宏观政策对于股市的效应便有重大的现实意义。

## 一、国外的研究

自从股票交易市场出现以来,对股票价格波动的研究就一直没有间断过,但由于股票价格波动的难以描述、难以分析和难以预测,一直没有比较完善的描述模型。在20世纪初,经济学家和投资专家关于股票市场价格变动趋势分析的论著大量问世。如市场有效性理论、市场均衡理论、资本资产定价理论、期权定价理论等。而在分析宏观政策对股价波动的影响方面,由于国外的资本市场较为发达,政府也很少刻意去干预市场波动,因此国外在这方面的研究多专注于研究各种宏观信息对股市的影响,包括各种经济信息和政治信息。

Ray(2002)使用简单的计算股价波动率的方法表明是哪些事件使得股价发生了较大的波动。其具体的方法是从1982年4月到1999年10月总共4417天的交易天数中,选取出在1到5分钟之内股价波动幅度超过0.75%的那些交易日,总共有220个样本。然后再分析了在这220个样本中,其中的69个样本当天有事件发生或是有消息公布。并对这69个样本进行分类,其中有53个是货币政策信息或者是宏观经济信息,而其他的主要是一些政治事件。

Pearce and Roley (1985)主要分析了货币供应量、通货膨胀、经济增长、贴现率这四种消息的公布对于股票价格的影响,所选取的样本区间是从1977年9月到1982年10月。通过回归分析,所得到的结果表明货币供应量的消息对股价的影响较为明显,而其他的三个因素的影响则并不明显。

## 二、国内的研究

(一)股价异常波动点的鉴别。通过对股价的时间序列数据的分析,鉴别出其中的异常波动点,然后观察在这些异常波动点附件是否发生了宏观政策事件,则可以找出导致股市异常波动的政策事件。Wichern 和 Miller(1976)提出了一种在一阶自回归的时间序列数据中识别异常波动点的办法。吕继宏和赵振全(2000)运用了这种方法来鉴别我国股市从1991年1月到1999年5月中的异常波动点,在鉴别出来的波动增加点中,与政策事件相关的占了41%。而在所有波动减小点的前后都没有找出相关的政策事件,这表明宏观政策在稳定市场方面能力有限。

(二)宏观政策效率的分析。1.事件研究方法:事件研究方法(Event Study)是根据某一事件发生前后时期的统计资料、采用一些特定技术测量该事件影响的一种定量分析方法。市场上所发生的各种事件和消息的传播会对资产的价格产生影响,因此事件研究方法是金融学研究中的一种重要的实证方法。事件研究法可以用于公司兼并收购、收益公告、新股发行和增发等企业微观主体行为导致的股价变动;以及各种宏观政策变化对于股票市场的影响。在金融经济学领域,利用事件研究法对市场有效性假设、半强势有效的经验研究也取得了丰富的成果。魏玉根(2001)选取了1992年到2000年间的12个政策事件来分析宏观政策的效率,表明我国的股市政策有较强的反市场走势特征。并且股市对于政策的提前反应现象明显,表明确实存在一批市场的“消息灵通人士”。许均华和李启亚等(2001)也是通过事件研究法研究政策事件所引起的股市波动,认为自1997年以来,股市政策事件的频率有所增加,但所引起的股市异常波动比率则明显下降。另一方面股市受政策事件的影响趋弱,反映了股市的稳定性明显增强。但是作者在事件研究过程中将具体事件发生的当天作为事件日,而由于消息的提前泄露或者是市场有效性不足,使得异常波动点的出现并不总是在事件发生的当天出现,这样则使得结果会有所偏差。如果将异常波动点出现的那一天作为事件日,则研究结果会更准确一些。2.干预模型:干预分析模型

(Intervention Analysis Model) 始于对美国西海岸洛杉矶大气污染的环境问题的研究,最早是由美国威斯康辛大学的博克斯教授和刁锦寰教授(Box And Tiao)于20世纪70年代提出的一种时间序列分析模型。此后经过不断地发展和创新,被广泛应用于经济政策的变化或突发事件,如战争爆发、罢工和广告促销等各种行为给经济体所带来的影响的定量分析。在国内,也有学者将这种分析方法应用于研究政府宏观政策变动对于股票市场的影响。史代敏(2002)使用了时间序列分析中的干预模型来分析宏观政策影响股市的干预效应。选取了1994年到2001年间的4次政策事件作为样本,研究结果显示在90年代中期以前,股票市场受政策的冲击力度较大,但持续时间较短;而自90年代后期以来,市场受政策的即期冲击力度变小,但持续时间变长。由于作者只是选择了4个典型事件来做分析,样本数量过少而使得研究结果的说服力不足。

(三)股市对宏观政策反应的有效性。国家宏观政策的实施会对股票市场价格走势产生一定的影响,只是不同的市场对政策的敏感性和反应程度不同,这就反映了股市对于宏观政策反映的效率。按照市场的反应不同,可以分为四种类型:无政策效应、政策反应不足、政策反应过度和政策反应充分。无政策效应是指当国家宏观政策颁布时,市场几乎不对宏观政策产生任何反应。政策反应不足则表现为市场不仅在政策发布日股价指数迅速做出上升或下降的反应,有时甚至在政策公布日之前就有预期反应。政策反应过度表现为在政策公布日,股价指数迅速做出上升或下降的反应,有时在政策公布日之前就有预期反应,但在政策公布日后,股价指数却沿着相反的方向出现下降或上升的趋势。政策反应充分是指股价指数在政策公布日迅速做出上升或下降的反应,但在政策公布日后,股价指数迅速恢复正常的随机波动。王春峰等(2003)则从政策的公布是否导致了股票市场过度反应的角度来分析股市的有效性,结果表明我国的股市对于政策确实存在过度反应,因此市场并不符合半强势有效。而魏玉根(2001)通过实证分析表明在宏观政策公布的第一天,累积异常收益率并未立即呈现水平波动,这也从另一方面表明了市场未达到半强势有效。

(四)使用博弈论对政策效应进行分析。宏观政策对股市起作用是通过政府与投资者之间的博弈来进行的,市场最终表现是双方博弈的结果。因此使用博弈论中的模型对政府宏观政策对股市的影响也为分析该问题提供了一个全新的视角。彭文平和肖继辉(2002)运用博弈论的方法建立了一个理论模型来分析政府的宏观政策对于股市的影响,认为正是由于政府股市政策内生的动态不一致性,从而造成和加剧了股市的波动。他们认为如果政府能遵守承诺,并建立信誉使公众相信政府政策得以执行,公众就不会改变预期,这样政策在执行阶段就不会变成非最佳的,就可以达到最佳效果。所以政府在制订和执行调控股市的政策时,首要的问题是要保证政策的前后一致,建立起信誉,之后这样政府政策才能发挥作用。

## 三、今后的研究方向

当前的文献多集中于研究宏观政策的效应,而没有对具体的宏观政策进行细分。许均华和李启亚等(2001)在文章中有提出这种分类,但是没有进行深入的分析。如果能够对各种宏观政策进行细分,进而分析出各种不同的政策类型对于股市的影响有何不同,那么对于决策层在制定具体的宏观政策时则更具有实际意义。中国股票市场是一个新兴市场,由于供需矛盾、结构矛盾、以及市场参与者不成熟等诸多原因,政府对股票市场给予了较强的监管和调控。也正因为如此,政策干预调控成为市场波动的一个主要影响因素,使得继续深入进行该方面的研究显得十分必要。

## 参考文献:

1. Douglas K. Pearce, and V. Vance Roley, 1985, Stock Prices and Economic News, Journal of Business, Vol. 58 No. 1, 49- 67
2. D.W. Wichern, R.B. Miller, and D.A. Hsu, 1976, Change of variance in first-order autoregressive time series models with an application, Journal of the Royal Statistical Society, Series C (Applied Statistics) 25, 248- 256
3. 吕继宏、赵振全, 2000:《中国股票市场的波动、政策干预与市场反应》, 载刘树成、沈沛主编《中国资本市场前沿理论论文集》, 社会科学文献出版社, 55- 70