

低利率环境对股票市场的影响机制及实证研究

周龙环, 黄晓勇

(中国社会科学院大学, 北京 102400)

[摘要]近年来,全球各国纷纷实行了低利率政策,该政策有可能演变为“危险的暗流”,对股票市场乃至经济社会发展形成一定冲击。该文首先介绍了全球各国低利率环境的发展现状,然后运用定价模型对低利率环境对股票市场的影响机制进行理论推导,并且使用欧洲25个国家的面板数据,运用系统GMM模型和固定效应模型进行实证检验。实证结果表明,利率与股票价格之间呈现出负相关的关系,即利率的方向发生变化,股票价格的涨跌就有可能发生相反方向的变化。最后,根据实证研究的结论和我国的发展现状,提出了一些政策建议。

[关键词]低利率环境;股票市场;影响机制;实证研究

doi:10.3969/j.issn.1673-9477.2023.01.001

[中图分类号]F832.51

[文献标识码]A

[文章编号]1673-9477(2023)01-0001-09

自从2008年全球金融危机爆发以来,各国纷纷实行了宽松的货币政策,并且压低政策利率、引导中长期利率走低,以此来达到实体经济复苏乃至繁荣的目的。虽然近年来,美国进入了加息周期,但是日本和一些欧洲国家的利率仍然较低。在此背景下,很多国家形成了低利率环境,这有可能演变为“危险的暗流”,它对传统的货币政策形成了一定冲击,也对股票市场的发展造成了较大影响。

一、文献综述

当前,低利率环境已经成为学界研究的重点方向之一,因为它真实地反映出世界各国的经济状况。从理论上讲,低利率环境不但对金融机构名义利率为正的资产假设形成了严重挑战,而且在实践中也对货币理论形成了冲击(周莉萍,2019)^[1]。党的二十大报告指出:“健全股票市场功能,提高直接融资比重。”由此可见,在未来一段时间,股票市场的功能完善及健康发展将成为我国施行金融政策的重要方向。在此背景下,低利率环境对股票市场究竟会形成什么样的效应?其影响机制如何?这是我们亟需思考并研究的问题。

从低利率形成的因素看,全球各国形成低利率

环境的本质原因主要包括人口结构、生产要素、经济周期和防止资本外流等诸多内容,其实施效果也存在较大的争议。一些国家的低利率进一步演变为“负利率”,其主要包括名义利率为正实际利率为负、名义利率为负实际利率为正、名义利率和实际利率皆为负三种情形(王国刚,2019;巴曙松等,2016;王宇哲,2016)^[2-4]。

关于各国实行低利率的效果评价,学者们主要从对本国或本地区的影响和对外部的溢出影响两方面进行了分析和阐述。在对本国或本地区的影响方面,多数学者认为,长期而言低利率难以对经济增长形成有效促进作用,但是也有一些学者对该观点持有反对意见。巴曙松等(2016)^[3]研究发现,一些国家或地区的低利率政策在短期可能会对经济起到刺激作用,但是长期来看该效果可能趋近于0。李兵兵(2020)^[5]在分析2008年全球金融危机之后不同发达经济体之间的低利率政策之后发现,该政策在部分国家或地区起到了正面促进作用,但是整体而言它在促进经济增长、抑制通货膨胀等方面并未取得良好的效果。王国刚(2019)^[2]基于理论分析的视角阐述了一些欧洲国家的低利率政策以及该政策实施的效果,并且认为整体而言,该政策在欧洲国家的实

[投稿日期]2022-01-16

[基金项目]国家社科基金后期资助项目(编号:22FJLB034);河南省哲学社会科学规划项目(编号:2021BJ096);河南省社会科学规划决策咨询项目(编号:2022JC59)

[作者简介]周龙环(1985-),男,河北邯郸人,博士研究生,研究方向:国民经济与低碳转型。

施效果不佳。在对外部的溢出影响方面,现有文献重点关注发达国家的低利率政策对发展中国家的溢出影响。Spiegel 和 Tai (2018)^[6]使用 FAVAR 模型实证分析了日本的低利率政策对本国及韩国、中国和美国等贸易合作伙伴的影响,并且发现如果出现了日本 2 年期利率的外生冲击,那么该冲击有可能会对本国经济和物价水平造成较为严重的影响,但是对韩国与中国的经济和物价水平造成的影响较为轻微,对美国的溢出效应也相对较小,整体而言对全球各国造成的溢出效应较为温和。Arteta 等 (2018)^[7]指出,从全球范围的视角看,一些发达国家的低利率可能与发展中国家的汇率变化、股价波动等因素有关。Ahmad 和 Gamini (2018)^[8]通过实证研究发现,孟加拉国、印度等发展中国家的经济发展在一定程度上受到了美国和欧洲等发达国家低利率政策的影响,而且该政策在实施效果方面存在较强的滞后性。Fukuda (2018)^[9]通过构建 GARCH 模型进行实证检验,分析了日本的低利率政策对新加坡、韩国、泰国等小型亚洲经济体的溢出影响,并且发现该政策对韩国的溢出影响并不显著,但是对除韩国之外小型亚洲经济体的影响都较为显著。

关于低利率对股票市场的影响,现有学者主要从定性和定量等两个视角进行分析。在定性方面,Fukuda (2018)^[9]认为,低利率一方面会导致企业的现金流贴现率下降,即其股票价格快速上升,另一方面会在一定程度上促进货币供应量的增加和流动性的缓解,从而加大了股票市场的震荡幅度。同时,他通过对日本低利率政策的实施效果进行分析,结果发现日本的货币政策对美元汇率变化形成的影响较为有限,但是可能会在长期对该国的利率水平造成较为显著的影响。Gourinchas 和 Rey (2016)^[10]指出,造成目前全球各国低利率环境的主要原因是由于生产要素难以得到有效利用和发挥,短期内各国低利率环境没有改变的迹象,该环境对股票市场形成了较大的影响。Bermanke (2007)^[11]认为,各国的低利率政策基本达到了预期效果,它不但对各国央行的货币政策起到了补充的效果,而且对日本等国家的通货膨胀和股票市场产生了显著影响。Ahmad 和 Hossain (2018)^[8]、Arteta 等 (2018)^[7]则认为,低利率环境有可能引发全球各国经济失衡和股票市场出现泡沫,甚至最终会导致经济危机,因此该政策作

为非常规手段不能长期实行。Eichengreen (2015)^[12]和 Jorgenson 等 (2016)^[13]则赞同 Blinder (1999)^[14]提出的“中性利率”的观点,即名义利率会受到通货膨胀与均衡实际利率的较大影响,同时从长期而言,宏观经济和股票市场受中性利率的影响较大。

在定量分析方面,Alam 等 (2009)^[15]通过对 15 个发达国家和发展中国家的股票价格走势与该国的利率水平进行实证检验,发现二者之间可能存在较为显著的负相关关系。李北鑫 (2020)^[16]构建了 TVP-SV-VAR 模型,并且基于房地产、股票和大宗商品等视角阐述了低利率对股票市场的影响,并且发现该政策影响在日本和欧洲国家存在一定的差异。具体而言,在日本,该政策对股票市场的活跃度上升起到了一定促进作用,但是效果在长期内将会逐步减弱。同时,该政策在短期内对大宗商品价格的上升起到了刺激作用;在欧洲国家,该政策对房地产和股票等市场均起到了一定促进作用,但是该政策对大宗商品价格的促进作用并不显著。董凯和许承明 (2017)^[17]构建了在开放经济下的 DSGE 模型,发现各国的低利率政策与房价之间呈现出较为明显的负相关关系;同时,他们还建立了 MS-VAR 模型,使用该模型分析我国 2005 年汇率改革之后房价、利率和汇率之间存在的动态关联关系,发现当利率水平上升时,同时会造成房价上涨与汇率下降。陈晓川和陈兰荪 (2018)^[18]使用格兰杰因果检验和协整分析模型,对房价和利率之间的关系进行实证检验,最终发现利率与房价之间呈现出相对较弱的相关性。同时,尽管利率可以在很大程度上解释一些城市房价的波动幅度,但是它具有较为明显的滞后特征,而房价波动也不会对利率变化形成显著的影响。Hameed 和 Rose (2018)^[19]运用 2010—2016 年全球 61 个国家的有效汇率与它们对瑞士法郎的双边汇率的面板数据进行实证检验,并且分析汇率波动、套利交易所产生的利润与利率偏离之间的影响机制,结果发现,并未有充足的证据表明低利率政策对上述国家的远期溢价、套息交易等汇率波动会形成较为显著的影响。

综上所述,上述学者的成果对深入研究低利率环境与股票市场之间的关系奠定了良好基础,但是就笔者所掌握的文献而言,尚存在如下的不足:首先,缺乏深入分析低利率对股票市场影响的理论模

型,只有通过理论模型分析阐述二者之间的关系,才可以帮助人们厘清它们之间的影响机制;其次,现有文献多数采用时间序列模型进行低利率对股票市场的影响,研究方法相对简单,需要人们使用更为先进的方法进一步研究。以上的不足之处将成为本文的创新点和突破点。

本文拟展开以下研究:首先介绍全球各国低利率环境的发展现状,然后分析和阐述低利率环境对股票市场的影响机制。接下来,设定实证模型,并且使用欧洲25个国家的面板数据,运用系统GMM模型和固定效应模型进行实证检验。最后,结合我国低利率环境的实际情况,提出相应的政策建议。

二、低利率环境对股票市场的影响机制

(一) 各国低利率环境的发展概况

从历史视角看,有些国家长期实行低利率政策。例如,由于日本面临着通货膨胀较低和经济增速较慢等诸多压力,因此长期以来采取降息、量化宽松等政策,致使其国内的利率一直维持超低或负利率的水平。在欧洲,一些国家在2009年欧债危机之后就开始了低利率政策。例如,2009年瑞典的中央银行率先实行了低利率政策,它将名义利率降为负值,一年之后又将利率恢复至零利率的水平。丹麦在2012年推出了负利率政策,其余国家纷纷进行效仿,截至2019年6月,全球已经有14个国家或地区实行了负利率政策,而且该政策的实施路径和效果仍在深化。在2019年中期之后,为了进一步刺激宏观经济,在特朗普政府的推动之下,美联储宣布将原有的加息路径转变为降息路径,这让全球的低利率环境进一步发展(周莉萍,2019)^[1]。从实施效果看,部分国家或地区的低利率环境取得了一定效果,但在长期而言,其效果在不同国家或地区存在较大的差异性。

(二) 低利率环境对股票市场的影响机制

根据现有文献的研究,低利率环境主要通过以下途径对股票市场形成影响:

首先,居民部门之间存在财富转移效应。由于低利率环境会引起居民部门存款收益的下降,在一定程度上促进投资者增加投资、降低储蓄,进而导致股票市场上的资金供给量增加,股票的价格也随之上升。

其次,企业部门之间存在总供给效应。由于低

利率环境会对企业的借贷情况造成一定影响,进一步会影响企业的业绩和经营状况,从而在长期或基本上影响上市公司的股票价格。由于利率水平较低,投资和消费规模的上升会导致整体社会的需求量和供给量随之增加,上市公司的经营环境也进一步得到改善,进而推动股票价格上涨。

再次,政府部门存在信号效应。由于利率政策通常被视为货币政策的中介手段,它的变动往往可以反映出政策变化的方向,如利率下降一般意味着货币政策的宽松。在此背景下,低利率环境有助于刺激经济复苏或繁荣,一些企业的经营或盈利能力有望随之改善,以上两方面都会推动股票价格的上升。当投资者的预期较为乐观时,他们承担风险的能力也会随之增加,配置股票、股权等高风险资产的意愿也随之上升,股票市场内的流动性也更加充沛。

(三) 机制的理论推导

在上述基础上,本文将在Hrdahl等(2017)^[20]的基础上,使用定价模型对低利率环境对股票市场的影响机制进行理论推导。

我们假设一个国家或地区中居民的多数投资者的偏好风险是中性的,他们在实践中投资于股票等永久期限的资产。假设该股票的价格为 Q ,可以用两部分之和来表示,即基本面价格 Q^J 和泡沫价格 Q^B ,以上可以用下式表示:

$$Q = Q^J + Q^B \quad (1)$$

在(1)式中,基本面价格 Q^J 通常使用股利贴现等方法来衡量,具体内容如(2)式所示:

$$Q^J = E\left(\sum_{k=1}^{\infty} \left(\prod_{j=0}^{k-1} (1/R_{t+j})\right) D_{t+k}\right) \quad (2)$$

在(2)式中, D_{t+j} 用以表示第 $t+j$ 期的股利, R_{t+j} 用以表示第 $t+j$ 期的贴现率,它也相当于第 $t+j$ 期的无风险实际利率,该变量经常随时间的变化而变化。

根据Hrdahl等(2017)^[20]的研究,假设股票价格的净剩余关系成立,并且从长期看,贴现率的预期值为0,即可以用(3)式来表示:

$$Q^J = BV_t + \sum_{k=1}^{\infty} (1 + R_t)^{-k} E_t(RI_{t+k}) \quad (3)$$

在(3)式中, BV_t 用以表示第 t 期股票的账面价值, RI_{t+k} 用以表示第 $t+k$ 期股票的剩余收益。

为了更加易于计算和理解,我们可以将(2)式写为对数线性形式,即可以用(4)式来表示:

$$q^J = con + \sum_{k=0}^{\infty} N^k ((1 - N) E_t(d_{t+k+1}) - E_t(r_{t+k+1})) \quad (4)$$

在(4)式中, $N = H/R$, N 和 H 分别用来表示在平衡增长路径上的自由现金流和利率的增长率。

假设股票市场受到了降息、量化宽松等货币政策的冲击,该冲击可以用 e_t^m 来表示,同时我们假设股票价格中泡沫价格 Q^B 所占的比重为 λ_{t-1} ,那么基本面价格 Q^J 所占的比重为 $1 - \lambda_{t-1}$ 。

在受到冲击之后,股票价格的变化可以用(5)式和(6)式来表示:

$$\partial q_{i+k}^J / \partial e_t^m = (1 - \lambda_{t-1}) \partial q_{i+k}^J / \partial e_t^m + \lambda_{t-1} \partial q_{i+k}^B / \partial e_t^m \quad (5)$$

$$\partial q_{i+k}^J / \partial e_t^m = \sum_{k=0}^j N^j ((1 - N) \partial d_{i+k+j+1} / \partial e_t^m - \partial r_{i+k+j} / \partial e_t^m) \quad (6)$$

从传导机制上讲,降息、量化宽松等货币政策将会导致利率下降和自由现金流的规模增加,即会导致基本面价格 Q^J 上升。但是对于泡沫价格 Q^B 的变化,国内外学者们还存在较大的争议。通过引入预算算子、进行对数换算之后,我们最终可以得到下面的公式:

$$\partial q_{i+k}^B / \partial e_t^m = \zeta_t \partial r_t / \partial e_t^m, k = 0 \quad (7)$$

$$\partial q_{i+k}^B / \partial e_t^m = \zeta_t \partial r_t / \partial e_t^m + \sum_{j=0}^{k-1} \partial r_{t+j} / \partial e_t^m, k = 1, 2, \dots \quad (8)$$

根据以上分析,降息、量化宽松等货币政策会导致利率下降,但是它对于股票价格泡沫的影响由 ζ_t 来决定。从理论上讲,该变量的符号可能具有不确定性,但是多数文献认为该变量的符号为正,即低利率环境有可能对股票价格泡沫的形成起到正面促进作用(Spiegel 和 Tai, 2018^[6]; 彭文生, 2020^[21])。当然,究竟低利率环境能够对股票价格的变化起到什么样的影响,还需要我们进行实证检验。

三、实证分析

(一) 模型设定与变量选择

为了更好地对低利率环境对股票市场的影响进行分析,我们除了要从理论上分析其影响机制,还需要使用计量模型进行实证检验。在实证分析过程中,本文构建了包括欧洲 25 个国家的数据,并且使用系统 GMM 模型和固定效应模型来分析^①。与此同时,本文在实证分析中加入了控制变量,用以消除内生变量的影响。为了检验结论的有效性,本文还进行了稳健性检验。现有文献多数采用时间序列模

型进行分析,本文则使用更为复杂的面板数据进行检验。

在模型设定方面,我们首先建立如下的动态分析模型:

$$stock_{it} = \beta_i + \mu stock_{it-1} + \eta ll_{it} + \phi Con_{it} + in_{it} + e_{it} \quad (9)$$

$$Cont_{it} = [gdp, cpi, jrpg, zqh, bank, rk, syl] \quad (10)$$

在(9)式和(10)式中, t 表示时间, i 表示不同的国家, $stock_{it}$ 表示不同国家的股市涨跌情况, $stock_{it-1}$ 表示各国股市涨跌的滞后一期, ll_{it} 表示这些国家的贷款利率水平, Con_{it} 表示可能对各国股市涨跌产生影响的控制变量, in_{it} 表示模型中的个体效应, e_{it} 表示误差项, μ, η 和 ϕ 表示不同变量前面的系数。

在(10)式中,对各国股市涨跌产生影响的控制变量包括经济增速(gdp)、通货膨胀率(cpi)、金融杠杆率(jrpg)、证券化率(zqh)、银行不良资产率(bank)、人口增长率(rk)和失业率(syl)。由于世界银行数据库主要衡量的是各国的贷款利率水平,因此我们也使用贷款利率指标来衡量它们的名义利率水平。

假设下式成立:

$$stockA_{it} = \beta_i + \eta ll_{it} + \phi Con_{it} + in_{it} + e_{it} \quad (11)$$

那么(9)式就可以写为:

$$stockA_{it} = stock_{it} - \mu stock_{it-1} \quad (12)$$

在(12)式中, μ 是我们运用系统 GMM 模型得出的各国股市涨跌滞后一期的相关系数。

在数据选取方面,本文选取了欧洲 25 个国家 2000—2018 年的面板数据,本文的数据均来源于世界银行数据库。为了使模型的结果更加稳健,在控制变量的选取方面,借鉴巴曙松等(2016)^[3]、Hameed 和 Rose(2018)^[19]等文献的做法,我们主要选择宏观经济、金融体系和社会发展等三个维度的控制变量。其一是宏观经济层面,借鉴 Spiegel 和 Tai(2018)^[6]的研究,本文主要选择了经济增速(gdp)和通货膨胀率(cpi);其二是金融体系层面,本文主要选择了金融杠杆率(jrpg)、证券化率

① 这 25 个国家分别是奥地利、比利时、捷克、丹麦、爱沙尼亚、芬兰、法国、德国、希腊、匈牙利、冰岛、爱尔兰、意大利、拉脱维亚、卢森堡、荷兰、新西兰、挪威、波兰、葡萄牙、西班牙、瑞典、瑞士、土耳其、英国。

(zqh)和银行不良资产率(bank),其中金融杠杆率(jrgg)一般使用M2与GDP的比值来衡量;其三是社会发展层面,借鉴Gourinchas和Rey(2016)^[10]的研究,本文主要选择了人口增长率(rk)和失业率(syl)。

表2是模型的描述性统计,其主要内容包括各变量的样本容量、平均值、标准差、最小值和最

大值。

(二) 实证过程

为了使模型的结果更加可靠,我们首先使用系统GMM模型来检验,然后再使用固定效应模型做稳健性检验。本文我们使用stata15软件进行操作。

表1 模型中各变量一览表

类型	符号	变量	具体含义	数据来源
被解释变量	stock	股票价格	用以衡量股票市场价格的波动情况	
核心解释变量	ll	贷款利率	用贷款利息总额与本金的比值表示,衡量各国的贷款利率水平	
经济维度	gdp	经济增速	用GDP增速来表示,反映各国的经济增长情况	
(控制变量)	cpi	通货膨胀率	用各国的cpi指数来表示,反映各国的物价水平	
	jrgg	金融杠杆率	用一国的M2与GDP的比值表示,衡量各国的金融杠杆水平	
金融维度	bank	银行不良贷款率	用一国银行的不良贷款占贷款的总额的比值表示,衡量各国银行的经营状况	世界 银行 数据库
(控制变量)	zqh	证券化率	用一国的证券市场市值与GDP规模的比值表示,衡量各国的证券水平	
社会维度	rk	人口增长率	用一国人口增量与总人口的比值表示,衡量各国的人口增长速度	
(控制变量)	syl	失业率	用一国的失业人口与总人口的比值表示,衡量各国的人口增长速度	

表2 模型的描述性统计

变量	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ll	475	3.02751	1.675241	0.23	10.24
gdp	475	2.5764	1.840726	-10.10	12.35
cpi	475	101.24%	19.2785%	81.36%	363.14%
jrgg	475	99.47	18.469324	75.26	184.65
bank	475	5.24	2.079108	0.38	45.57
zqh	475	67.35	5.394231	11.94	176.72
rk	475	0.74	0.310824	-2.14	3.12
syl	475	6.79	3.452318	2.34	26.53

表3是使用系统GMM模型对股票价格的回归结果。在表2的第一列中,我们只使用了解释变量利率和经济增速,第二至五列依次加入了股票价格的滞后一期、通货膨胀率、金融杠杆率、银行不良贷款率、证券化率、人口增长率和失业率。从表2的回归结果可知,利率与股票价格之间呈现出负相关的关系,即利率的方向发生变化,股票价格的涨跌就有可能发生相反方向的变化。股票价格的滞后一期与股票价格之间呈现出显著的正相关关系,其他变量方面,经济增速、金融杠杆率与股票价格之间呈现出显著的正相关关系,失业率与股票价格之间呈现出显著的负相关关系,而通货膨胀率、银行不良贷款率、证券化率和人口增长率则与股票价格之间的关系不显著。

(三) 稳健性检验

本文使用了系统GMM模型来进行实证分析,为了使结果更加可信,我们将进行稳健性检验。

在具体实证过程中,我们首先使用Hausman检验来分析模型的固定效应和随机效应。Hausman检验结果显示,P值的数值为0.031,它在5%的显著水平上拒绝了原假设,因此我们应当使用固定效应模型来分析。

在解释变量方面,我们使用实际利率(即名义利率减去通货膨胀)替代原有变量,并且我们将原有数据在2%的水平上进行winsor处理,然后使用固定效应(FE)模型进行重新检验。表4是固定效应(FE)模型的回归结果。

在表4中,第一列我们只使用了解释变量利率

表3 使用系统GMM模型对股票价格的回归结果

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
ll	-0.1273 [*] (-1.88)	-0.1591 [*] (-1.97)	-0.2093 [*] (-1.76)	-0.1972 [*] (-1.87)	-0.1863 [*] (-1.83)
L.stock		0.2943 ^{**} (2.34)	0.2608 ^{**} (2.41)	0.1764 ^{**} (2.05)	0.32168 ^{**} (2.18)
gdp	0.2743 [*] (1.95)	0.1085 ^{**} (2.18)	0.1392 [*] (1.78)	0.1704 [*] (1.69)	0.2163 [*] (1.73)
cpi		0.7541 (0.94)	0.7041 (0.87)	0.5723 (0.69)	0.5443 (0.75)
jrpg			0.0514 [*] (1.87)	0.0827 [*] (1.93)	0.0362 [*] (1.89)
bank				-0.2704 [*] (-1.49)	0.1541 (1.03)
zqh				0.0127 (1.08)	0.0263 (0.87)
rk					0.0771 (1.09)
syl					-0.6154 [*] (-1.91)
常数项	2.6804 ^{***} (4.57)	3.1729 ^{**} (2.08)	2.9315 [*] (1.88)	3.0964 (0.92)	4.0781 (0.87)
wald 统计量	2278.06	2984.65	3708.41	4931.08	3206.12
sargan 统计量	63.27 (0.2907)	73.12 (0.2086)	65.49 (0.1987)	67.83 (0.2415)	57.96 (0.1893)

注:(1)***、**和*分别表示估计系数通过1%、5%、10%显著性检验,空白处表明回归时没有使用该变量;(2)L.stock表示变量股票价格的滞后一期;(3)变量系数括号内数值为z值;(4)sargan统计量括号内数值为p值。

表4 使用固定效应(FE)模型对股票价格的回归结果

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
ll	-0.1984 [*] (-1.96)	-0.1742 [*] (-1.89)	-0.2142 [*] (-1.81)	-0.1841 [*] (-1.79)	-0.2074 [*] (-1.66)
gdp	0.2263 [*] (1.87)	0.1764 ^{**} (2.09)	0.1875 [*] (1.74)	0.1928 [*] (1.77)	0.2718 [*] (1.68)
cpi		0.8971 (0.63)	0.6982 (0.57)	0.7062 (0.48)	0.6123 (0.61)
jrpg			0.0731 (0.94)	0.0518 [*] (1.67)	0.0518 (0.93)
bank				-0.1549 (-0.73)	0.2064 (1.17)
zqh				0.0321 (0.76)	0.0381 (0.62)
rk					0.0188 (0.64)
syl					0.6053 [*] (1.78)
常数项	3.1542 ^{**} (2.01)	2.9174 ^{**} (2.03)	2.7802 (1.09)	1.0712 (0.83)	2.1396 (0.71)
F值	44.21	46.71	55.22	38.91	46.27
rho	0.6318	0.5894	0.7643	0.6741	0.5132

注:***、**和*分别表示估计系数通过1%、5%、10%显著性检验,空白处表明回归时没有使用该变量。

和经济增速,第二至五列依次加入了通货膨胀率、金融杠杆率、银行不良贷款率、证券化率、人口增长率和失业率。从表 3 的回归结果可知,多数解释变量的显著性和系数符号没有发生变化,这表明实证模型的结果是稳健的。

(四) 异质性检验

借鉴 Spiegel 和 Tai (2018)^[6] 的做法,我们将欧

洲 25 个国家 2000—2018 年的股票价格区分为基本面价格与泡沫价格,再次使用固定效应 (FE) 模型进行检验,最终得到的回归结果如表 5 所示。

表 5 是异质性检验的回归结果,从表中可知,各国股票的基本面价格、泡沫价格与利率之间都呈现出负相关的关系,同时泡沫价格与利率的相关系数的绝对值相对较大。同时,各国股票的基本面价格、泡沫价格与经济增速之间也呈现出显著的正相关关系。

表 5 异质性检验的回归结果

	基本面价格 Q^A		泡沫价格 Q^B	
ll	-0.1324*	-0.1129*	-0.2512*	-0.2732*
	(-1.76)	(-1.83)	(-1.69)	(-1.79)
gdp	0.2012*	0.2218**	0.2435*	0.2930*
	(1.89)	(2.09)	(1.94)	(1.68)
cpi		0.8012		0.7328
		(0.91)		(0.83)
jrgg		0.7128		0.0908
		(0.92)		(1.34)
bank		0.2192		0.2812
		(1.05)		(1.35)
zqh		0.0427		0.0928
		(0.36)		(0.73)
rk	0.0399	0.0722	0.7018	0.0322
	(0.93)	(0.91)	(0.69)	(0.88)
syl	0.7128*	0.6932*	0.0327	0.5163*
	(1.74)	(1.81)	(0.58)	(1.80)
常数项	2.0728**	2.3728**	2.3412*	1.8124
	(2.21)	(2.07)	(1.79)	(0.93)
F 值	50.12	48.73	53.28	51.45
rho	0.6827	0.6024	0.7012	0.5932

注:***、**和*分别表示估计系数通过 1%、5%、10%显著性检验,空白处表明回归时没有使用该变量。

四、结论与启示

本文首先介绍了全球各国低利率环境的发展现状,然后分析和阐述了低利率环境对股票市场的影响机制,并且使用欧洲 25 个国家的面板数据,运用系统 GMM 模型和固定效应模型进行实证检验。实证结果表明,利率与股票价格之间呈现出负相关的关系,即利率的方向发生变化,股票价格的涨跌就有可能发生相反方向的变化。在此之后,本文还进行了稳健性检验和异质性检验,对上述实证结果进行进一步分析检验。

(一) 中国低利率环境下股票市场的发展现状

在 2010 年以后,我国宏观经济中也存在利率较

低的情况,甚至出现了实际利率为负的现象。根据国家统计局的相关数据,2019 年我国一年期存款基准利率为 1.5%,CPI 上涨幅度为 2.9%,由此可知我国的实际利率为 -1.4% 左右。在我国的现实生活中,存在着很多名义利率为正但是实际利率为负的情景,例如 2004 年和 2008 年就多次出现了这样的现象。尽管我国的实际利率有时为负值,但是商业银行并未出现挤兑等金融风险,相对于美国等成熟市场而言,我国金融市场的波动幅度较大。从 2018 年以后我国股票市场的发展情况看,低利率的确对股票价格上升起到了一定促进作用,但是利率并非制约股票市场发展的唯一因素,股票价格的涨跌还受到其他一些因素的影响。

(二) 结论对我国的启示

根据本文实证研究的结论和我国的发展现状,我们得出了一些启示,主要包括如下几点:

首先,低利率环境有可能引发我国社会经济的一系列变化。根据本文实证检验的结果,利率与股票价格之间呈现出负相关的关系,即利率的方向发生变化,股票价格的涨跌就有可能发生相反方向的变化。除此之外,利率变化可能会对股票定价的逻辑和方法产生一定的影响。在当前全球各国宏观经济和政治不断演变的背景下,一些国家有可能经历较长时期的低增长与低利率,上述政策会对我国经济和股票市场形成一定的溢出效应,因此需要我国提前做好准备,积极从资产配置、政策制度等方面做好相应的调整。同时,由于利率是一个长期的慢变量,它有可能形成“危险的暗流”,对产业结构、社会分配、经济运行等都形成一定影响,这需要我们后续进一步研究与分析。

其次,要重视长期低利率环境对我国股票交易所形成的影响。本文的实证结果表明,低利率环境有可能在短期内推动股票价格上升和股价波动,并且有可能刺激泡沫的产生。但是,从长期而言,低利率政策对股票市场的稳健发展可能形成负面的影响。因此,我国政府应当将贷款利率维持在合理的区间范围内,做好货币政策和财政政策的协调配合,并且灵活用好产业政策,这样才可以有效推动我国经济的高质量发展。

再次,在低利率环境下,供给侧结构性改革需要进一步深化和推进。根据凯恩斯的宏观经济学理论,利息和税收等资本要素的来源为实体经济创造新增价值。从本质上讲,低利率环境有助于缓解中小微企业融资困境,但是难以促进工业增加值和整体宏观经济增速的提升。从这个角度而言,低利率环境对于服务实体经济只能起到治标的作用,但要想从根本上解决我国实体经济面临的难题,还需要深化供给侧结构性改革,加快发展高端核心技术,破解“卡脖子”技术问题,进一步提升民生的幸福指数,以上政策措施均有助于促进实体经济的高质量发展。

参考文献

[1] 周莉萍. 全球负利率政策:操作逻辑与实际影响[J]. 经济学动态, 2017, 676(6): 132-142.
 [2] 王国刚. “负利率”的实践逻辑和理论思考[J]. 中国金融, 2019, 914(20): 23-26.
 [3] 巴曙松, 邵杨楠, 廖慧. 名义负利率及其影响[J]. 中国金

融, 2016, 832(10): 58-60.
 [4] 王宇哲. 负利率时代:政策创新与宏观风险[J]. 国际经济评论, 2016, 124(4): 115-127.
 [5] 李兵兵. 负利率政策在国外的实践及对我国的适用性分析[J]. 南方金融, 2020, 525(5): 73-80.
 [6] SPIEGEL M M, TAI A. International Transmission of Japanese Monetary Shocks Under Low and Negative Interest Rates: A Global Factor-augmented Vector Autoregressive Approach[J]. Pacific Economic Review, 2018, 23.
 [7] ARTETA C, KOSE M A, STOCKER M, et al. Implications of Negative Interest Rate Policies: An Early Assessment[J]. Pacific Economic Review, 2018, 23(1): 8-26.
 [8] AHMAD M U, GAMINI P. Effect of Low and Negative Interest Rates: Evidence from Indian and Sri Lankan Economies[J]. Business Perspectives and Research, 2018, 6(2): 90-99.
 [9] FUKUDA S I. Impacts of Japan's Negative Interest Rate Policy on Asian Financial Markets[J]. Pacific Economic Review, 2018, 23(1): 67-79.
 [10] GOURINCHAS P O, REY H. Real Interest Rates, Imbalances and the Curse of Regional Safe Assets Providers at the Zero Lower Bound[R]. NBER Working Paper 2016, No. 22618.
 [11] BERNANKE B. Global Imbalances: Recent Developments and Prospects[J]. Bundesbank Lecture Speech, 2007(4): 18.
 [12] EICHENGREEN B. Secular Stagnation: The Long View[J]. The American Economic Review, 2015, 105(5): 66-70.
 [13] JORGENSON D W, HO M S, SAMUELS J D. The Impact of Information Technology on Postwar US Economic Growth[J]. Telecommunications Policy, 2016, 40(5): 398-411.
 [14] BLINDER A S. Central Banking in Theory and Practice[M]. Cambridge: The MIT press, 1998.
 [15] ALAM M M, UDDIN M G S. Relationship Between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries[J]. International Journal of Business and Management, 2009, 4(3): 43-51.
 [16] 李北鑫, 刘晓星, 陈羽南. 负利率与资产价格——影响机制及经验证据[J]. 世界经济文汇, 2020, 255(2): 90-105.
 [17] 董凯, 许承明. 利率扭曲、房产价格与汇率波动[J]. 世界经济研究, 2017, 284(10): 111-122.
 [18] 陈晓川, 陈兰荪. 利率与住房价格关系的实证研究: 2000—2014[J]. 数学的实践与认识, 2018, 48(2): 1-9.
 [19] HAMEED A, ROSE AK. Exchange Rate Behaviour with

- Negative Interest Rates: Some Early Negative Observations [J]. Pacific Economic Review, 2018, 23(1): 27-42.
- [20] HRDAHL P, SOBRUN J, TURNER P. Low Long-Term Interest Rates as a Global Phenomenon[J]. Financial Market Research, 2017(8): 31-44.
- [21] 彭文生. 安全资产荒与利率之锚[J]. 新金融评论, 2020(1): 68-85.
- [责任编辑 李瑞萍]

An Empirical Study on the Influence Mechanism of Low Interest Rate Environment on Capital Market

Zhou Longhuan, Huang Xiaoyong

(University of the Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 102400, China)

Abstract: In recent years, countries all over the world have implemented the policy of low policy interest rate, which is likely to evolve into a “dangerous undercurrent”, which has a certain impact on the capital market and even the economic and social development. This paper first introduces the development status of low interest rate environment in the world, and then employs the pricing model to theoretically deduce the impact mechanism of the low interest rate environment on the stock market. Besides, the panel data of 25 European countries are adopted to conduct an empirical test via System GMM model and fixed effect model. The empirical results show that there is a negative correlation between interest rate and stock price, that is, if the direction of interest rate changes, the rise and fall of stock price may change in the opposite direction. Finally, according to the conclusion of the empirical study and the development status of China, this paper puts forward some policy suggestions.

Key Words: low interest rate environment; capital market; influence mechanism; empirical research