

银行间市场利率对股价指数影响的实证研究

廖泓博

(四川农业大学经济学院, 四川 成都 611130)

摘要: 随着我国市场经济的不断发展,我国逐步放开了利率管制,积极推进利率市场化改革。利率和股价都是对经济运行有重要影响的变量,在利率市场化改革背景下,研究利率变化与股价波动的关系具有重要的意义。本文通过建立上海银行间同业拆借利率与上证综指关系的VAR模型,运用格兰杰因果检验、脉冲响应和方差分解等分析方法研究了利率与股价的关系,并得出结论:上海银行间同业拆借利率对股票市场具有显著的影响,但这种影响具有时滞性,且表现出正相关影响,一定程度上说明我国的市场化利率调控机制有待进一步完善。

关键词: 银行间市场利率; 股价指数; 利率市场化

0 引言

随着我国股票市场的不断发展,其对我国宏观经济的影响越来越明显,在市场调节和资源配置中起着重要作用,其中股价被视为经济发展的晴雨表。而利率作为整个资本市场的核心变量之一,是资金供求的风向标,对整个金融市场具有重大意义,它即是制定货币政策的参考指标,也是市场主体作出经济决策时的重要参数,对股市也有着重要影响。理论上,利率的变化对股票价格有显著的负相关关系,即利率水平提高会使得股票价格下降。但我国关于二者之间的具体关系和影响效果的研究对此有着不同的结论和观点。

刘维奇、邢红卫、张云(2012)发现利率调整政策对股票市场发展具有一定的间接调控作用^[1]。汪霖云(2013)认为我国股价与同业拆借利率呈正相关,但股价和一年期存款利率之间没有显著的联系^[2]。李亮(2013)发现同业拆借利率的变化是上证综指导致的,但同业拆借利率的变化对上证综指的影响不大^[3]。李亚鸽(2013)发现同业拆借利率在短期内对股票市场有重大影响,但这种影响具有时滞和时效性。柳莹(2014)认为利率和股价指数之间存在长期的负相关,但是股价指数短期内不能对利率的变化及时作出调整。学者们对于我国利率对股价是否有影响、影响效果如何等的认识还存在分歧。

与此同时,我国正处于利率市场化进程中,中央银行已完全放开了对商业银行存贷款利率的管制。在此背景下探究我国利率水平和股票价格真实的影响关系,在宏观层面可以为经济政策制定和优化提供依据,在微观层面可以帮助各类市场参与者对市场走势进行有效的预测和分析,更好地进行动态资产配置和风险管理。

1 影响机制简述

具体的影响机制包括:第一,利率通过影响企业经营者的来影响股票价格。利率的变化会影响货币的流动性,从而影响公司的经营利润和预期股息,进而影响股票价格;利率的变化会影响对公司未来发展前景的预测,从而影响股价水平。第二,利率通过影响市场投资者来影响股票价格。利率的变化会使金融产品价格发生相对改变,使得投资者重新对其进行评估,进而产生新的资产配置组合。而投资组合的变化会改变资本流量和流向,影响资本市场的资本供求水平,进而影响股票价格。同时,不同的投资者对未来利率有不同

的预期,依托不同的预期,投资者将改变其资产配置比例,这样就会影响到相关资产的价格。第三,利率通过影响对汇率的预期来影响股票价格。利率变动影响国内资本流动性以及国外资本流入国内资本市场现状;利率的变动通过影响汇率进而影响出口企业的经营管理。

2 实证分析

2.1 变量与数据选取

本文共引入两个变量,解释变量指是我国利率水平,使用O/N的Shibor数据,记做X,被解释变量指是股票指数,使用“上证综指”数据,记做Y。“上证综指”是上海证券综合指数的简称,其样本股包含了上交所全部的上市股票,对上交所上市的公司所有股价变动有很好的反映,有较大覆盖范围和较强的代表性。Shibor是上海银行间同业拆借利率,结构完整,且其报价银行有良好的信用担保,市场覆盖范围很好。

由于我国央行在2015年10月放开了对商业银行存贷款利率的限制,所以本文选取的数据是2016年1月至2017年12月两年内每日的SHIBOR(O/N)数据和每日上证综指的收盘价。由于交易日数据存在差异,两个变量在部分单日存在无对应数据的情况,为保证时间序列连续完整,故分别计算每周平均值进行分析。同时,“上证综指”除以1000点能保证两变量数量级相近,经处理后共计101个样本。另外,数据来源于shibor官网及锐思RESSET数据库^[4]。

2.2 平稳性检验

金融时间序列通常是不平稳的,有必要对时间序列的平稳性进行检验,以规避伪回归的发生。同时,本文将进行ADF单位根检验,以检验利率序列X和股指序列Y是否是平稳序列,ADF单位根检验结果如表1所示:

表1 平稳性检验结果

序列	ADF 统计量	P 值	平稳性
Y	-3.666438	0.0294	平稳
X	-3.318097	0.0693	平稳

结果表明,X序列和Y序列均在10%的显著水平上拒绝原假设,即Shibor和上证综指的周平均数据为平稳时间序列,可以建立VAR模型。

2.3 最优滞后阶数选择

本文根据信息准则和似然(LR)检验法来选择最优滞后阶数,结果如表2所示:

表2 滞后阶数确定表

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	62.80583	NA	0.000927	-1.307652	-1.253188	-1.285661
1	277.5964	415.7236*	9.96e-06*	-5.840782*	-5.677388*	-5.774808*
2	280.0318	4.608944	1.03e-05	-5.807135	-5.534812	-5.697179
3	283.4445	6.311804	1.04e-05	-5.794506	-5.413255	-5.640568
4	287.9921	8.214887	1.03e-05	-5.806281	-5.316100	-5.608360

综合分析结果可知, VAR模型的最优滞后阶为一阶。

2.4 模型稳定性检验

验证所建立的VAR模型的稳定性其检验结果如图1、表3所示:

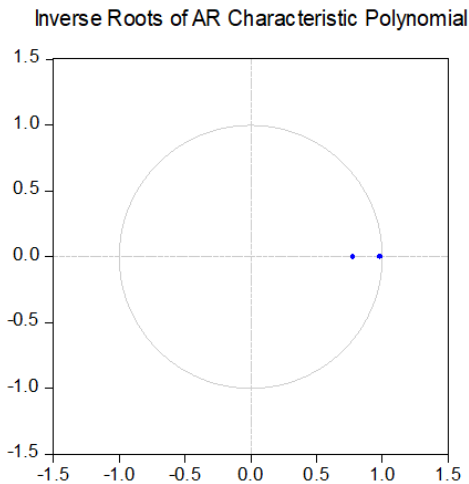


图1 特征根图

表3 特征根表

Root	Modulus
0.984861	0.984861
0.777806	0.777806

该VAR模型两个特征根的倒数模均小于1, 说明VAR模型是稳定的。

2.5 格兰杰因果检验

格兰杰因果检验可以用来测试变量的所有滞后项是否对另一个变量的当期值产生影响, 检验结果如表4所示:

表4 格兰杰因果检验结果

Null Hypothesis	Obs	F-Statistic	Prob
X does not Granger Cause Y	100	8.44366	0.0045
Y does not Granger Cause X		3.37171	0.0694

通过表4可以看出, 在5%的显著水平上, 拒绝原假设X不是Y的格兰杰原因, 不拒绝Y不是X的格兰杰原因的原始假设, 即Shibor变动是上证综指变动的格兰杰原因, 上证综指变动不是Shibor变动的格兰杰原因。

2.6 脉冲响应分析

从脉冲响应看出, Y对来自X的影响具有逐渐增强的正响应, 在第10期时超过了Y自身的正响应, 大约在第13期时达到最大值并开始减弱, 说明Y对于X呈现正响应, 但这与相关理论研究不符。同时, X对于来自Y的影响也呈现相似的变化趋势的正响应, 但是始终都没有超过X对于来自自身的影响, 说明Y对X的影响不太明显。具体见图2。

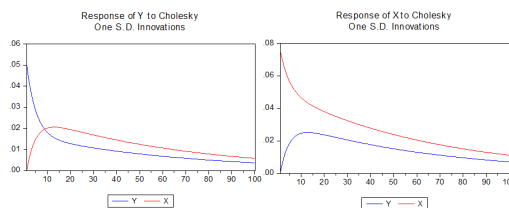


图2 脉冲响应图

2.7 方差分解分析

从方差分解结果来看, Y变化的原因部分来源于X的变化, 但X的变化更多的来源于自身的影响。在前65个时期, Y的变化由于自身变化而解释的部分较大, 但是随着时间的推移, 其贡献度逐渐减弱, 与此同时X对于Y的变化贡献却逐渐增强, 在65期时超过了Y自身的贡献, 所以, Shibor对上证综指的影响是一个渐进增加的过程, 且利率传导影响股价具有滞后性和累积性。

另外, X对自身变化的贡献度始终维持在高于80%的程度上, 并且随时间推移逐渐趋于相对稳定, 说明Y对X的贡献度十分有限。具体见图3。

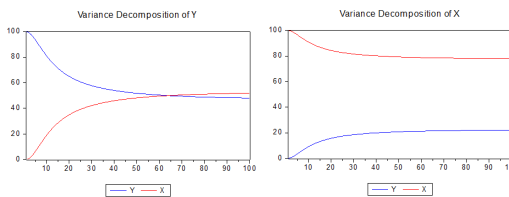


图3 方差分解图

3 研究结果

通过格兰杰因果检验, 我们知道Shibor的变化会引起股价的波动, 但股票价格对利率的影响并不显著。股价指数可以在一定程度上用过去的利率解释, 且当前的利率将对股价指数的下一阶段发展产生影响, 这对股价指数有一定的预测作用。通过脉冲响应分析可知, Shibor对股价呈现正相关的影响, 且具有一定的时滞性。通过方差分解分析得知, 一定滞后期后, Shibor对股价的解释能力较强, 但股价变动对于Shibor变动的解释能力较弱。所以, Shibor对股价的波动的影响是显著的, 且这种影响是正向影响。总体上来看, 上述研究结果表明实际情况与理论存在不符, 也在一定程度上说明股票市场虽然已初具规模, 但在许多方面仍存在缺陷, 没有达到有效市场条件。同时, 利率对股票价格指数的影响并不理想, 难以充分发挥其调节作用, 具体表现为:

第一, 投资主体专业化程度不足。有效市场假说的前提假设就是市场的参与者都是理性投资者, 但是, 我国众多的股市投资者中具有专业水平的机构投资者相对较少。而散户股民在信息的收集、整理、分析方面有较大不足, 存在盲目跟风等非理性行为, 同时, 他们获取信息相对滞后, 其交易行为的发生就相应的滞后进行, 导致股票价格脱离实际价格, 市场通过价格体现资源的稀缺程度的效率不高。第二, 股票市场制度不够完善。制度缺陷包含信息披露制度和交易制度两个层面, 在信息披露制度上存在着上市企业信息披露不完全、信息披露不对称、信息披露滞后等问题。同时, 我国实施

(下转第27页)

右,而财务顾问业务虽然在2016年占比最高,也仅仅为5%,2019年时下降到了2.92%。与国外的投资银行财务顾问业务收入在营业收入中的比重相比,也处于较低水平^[3]。

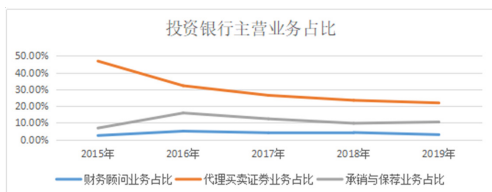


图2 2015至2019年我国投资银行主营业务占比

资料来源:中国证券业协会

2.2 涉及并购业务的资金规模小

我国投资银行与国外投资银行相比,并购业务的起步时间晚,发展历史短,对并购业务投入的资金规模小。而且我国投资银行并购业务主要是针对国内的上市公司,在国外的并购业务开展较少。而国外有规模的投资银行资金实力雄厚,在国内外均建立了分支机构,积极开展跨国并购业务。根据高盛集团2019年的财报显示,2019年高盛集团在美洲的并购业务收入为221.5亿元,占营业收入的60.6%,在亚洲的并购业务收入为221.5亿元,占比为12.73%,在欧洲、中东、非洲的并购业务收入为97.45亿,占比为26.67%。

3 我国投资银行开展并购业务的改进建议

3.1 扩大并购业务规模

随着我国并购市场的不断发展,企业对并购业务的需求也越来越多,投资银行要抓住机遇,提高并购业务能力,扩大并购业务规模。首先,加强与国外投资银行的合作。了解国外并购业务运作的整体模式与实践操作流程,制定出符合中国企业发展需求的高质量并购方案。还要树立全球发展观念,提高我国投资银行在国际金融市场的竞争力,早日开拓国外并购业务。其次,重视客户需求的满足。建立以客户为中心的

业务模式,为客户提供全面周到的并购业务,并与其建立长期的合作关系。同时,加强业务产品的创新,满足客户不同阶段的并购需求。最后,建立自己的数据信息系统。通过加强数据信息网的建设,提高获取相关信息的效率,降低因信息不对称导致的损失^[4-6]。

3.2 扩大并购业务资金规模

我国投资银行并购业务的开展与其资金规模小以及分配给并购业务资金的多少密切相关。对此,投资银行可以通过兼并的方式来扩大自身规模,通过整合小的投资公司,形成新的大的投资银行,进而充实自己的资金实力。同时,在有一定的资金基础后,投资银行要积极地开拓并购业务,为这项业务的持续开展提供充足的资金支持。

4 结论

投资银行在企业并购重组活动中充当着财务顾问的重要角色,能为其提供事前、事中、事后的全方位服务,减少企业并购重组活动中的盲目行为,提高企业并购重组成功率。针对投资银行在并购活动中存在的一些问题,本文提出了扩大投资银行并购业务规模、扩充资金规模等举措,以期投资银行高效开展并购业务提供一些借鉴。

参考文献

- [1] 高芄.我国投资银行参与企业并购问题研究[D].西南财经大学,2012.
- [2] 潘铂玮.我国投资银行在并购业务运作中的问题分析与建议[J].中国商论,2017(19):31-34.
- [3] 邴守英.我国投行参与并购业务的策略研究[D].北京交通大学,2011.
- [4] 任培培.我国投资银行与企业并购问题的研究[J].商讯,2019(05):81-82.
- [5] 凯仪.我国并购市场及投资银行并购业务的机遇探析[J].中国市场,2019(23):38-40.
- [6] 张云峰.投资银行并购业务的竞争力分析[J].财贸经济,2003(07):45-49.

(上接第25页)

的是T+1交易制度,使得投资者不能在买入当天对市场行情的变化做出及时有效的反馈,导致交易制度在一定程度上束缚了投资者做出理性及时的交易决策,自然也在一定程度上影响股票市场交易效率。

4 结论

针对以上研究结果,为提高股票市场效率提出如下建议:第一,拓展机构投资者参与力度。相较中小个人投资者,机构投资者具有更丰富的金融投资专业知识、更加完善的分析判断能力以及投资决策更加理性化,因此,增加机构投资者所占市场参与比例,可显著提高股票市场交易效率。同时,机构投资者出的理性投资决策,也会对中小投资者起到一定的指导意义,将中小投资者的投资行为逐渐向理性行为进行引导。第二,推进股票市场制度的改革和创新。通过健全和完

善信息披露制度,及时、准确地进行相关信息披露,使股票市场能够做到公平、公正、公开运行,确保股价信息及时准确反映各类市场信息。同时,为了使投资者能及时根据市场变化做出投资方案调整,我国可尝试借鉴其他国家的成熟股票市场运作经验,进行T+0的股票交易制度的试点。希望通过以上措施的实施,进一步推进我国利率市场化改革以及股票市场的健康发展。

参考文献

- [1] 刘维奇,邢红卫,张云.利率调整对股票市场的传导效应分析[J].山西大学学报(哲学社会科学版),2012(01):118-125.
- [2] 李亮.上海银行间同业拆借利率与上证股指的相关性分析[D].辽宁大学,2013.
- [3] 李亚鸽.上海银行间同业拆放利率与股票价格短期动态关系分析——基于VAR模型[J].郑州轻工业学院学报(社会科学版),2013(06):83-87+91.
- [4] 柳莹.我国利率水平对股票价格的影响研究[D].山东大学,2014.