

# 货币政策和财政政策、市场情绪与大类资产收益

——基于隐性知识传播视角的解读

桓 恒<sup>a</sup>, 曹 洋<sup>b</sup>

(南京大学 a. 工程管理学院 b. 商学院, 江苏 南京 210093)

**[摘 要]**以货币政策和财政政策为主的宏观经济政策松紧程度不仅对大类资产收益产生直接效应,还会通过市场情绪对大类资产收益产生间接效应。通过构建基于隐性知识传播的概念模型,探究了宏观经济政策、市场情绪和大类资产收益之间的内在逻辑关系,并提出三个研究假说:宏观经济政策紧缩程度的提高会降低大类资产收益;宏观经济政策紧缩程度的提高会促进市场情绪高涨;宏观经济政策紧缩程度的提高会通过市场情绪高涨,进一步降低大类资产收益。在采用多种计量检验方法并进行稳健性检验后,检验结果都能很好地验证所提出的三个研究假说,研究结论能为我国政府制定相关宏观经济政策提供决策参考。

**[关键词]**货币政策;财政政策;市场情绪;大类资产;宏观经济政策;资产收益

**[中图分类号]**F832.1 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2023)03-0098-10

## 一、引言

随着我国社会经济发展水平不断提升、居民财富日益积累以及居民年龄结构的变化,我国投资者对提升资产配置收益的需求日益增加。从可投资标的来说,由于我国施行资本项下外汇管制,同时在国内资产中房地产信托投资基金(REITs)、艺术品等大类品种尚未真正展开,因而实操中只能分布于不同比例的权益多头(股票)、管理期货(大宗商品)、固收及可转债等大类品种。当前,各类资产管理机构正面临资管新规带来的转型挑战和压力。在此背景下,如何基于我国情境进一步完善资产配置,提升资产收益,以满足居民家庭和资产管理机构的需求,逐步成为一项重要的研究课题。我国居民资产配置中非不动产的占比已由二十世纪初不足 20% 提升至当前 40% 左右水平,距离西方国家 60%~70% 的非不动产占比仍有巨大的上升空间和潜力。相应地,我国资产管理市场规模也迅速扩大,截至 2020 年底,资管产品存量规模已达 122 万亿元,并仍保持快速增长态势。但与此同时,相关监管要求也逐步趋严,《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》即资管新规在经过四年过渡期后,已于 2022 年 1 月正式实施,各类资产管理机构通过投资非标准化产品获取短期高收益的传统方法不再可行,需要回归“代客理财”初心,只有持续提升资产管理和配置能力才能满足居民日益旺盛的财富资产增值和保值需求。自 2008 年以来,全球各国为了应对经济和金融危机,均加强了宏观经济政策对于市场的调控力度。各国央行普遍大规模增加了市场的流动性并且维持较低利率,极度宽松的流动性促使资产价格严重脱离基本面,低利率环境则促进了“股债双牛”,使得全球市场上大类资产配置出现了诸多错配,由此以货币政策和财政政策为主的宏观经济政策调控对大类资产及其配置的影响可见一斑。近年来学者们愈发重视宏观经济政策特征对宏观经济以及企业主体产生的影响<sup>[1]</sup>,尤其是经济政策不确定性对大类资产配置及其收益的影响<sup>[2-3]</sup>。实际上,宏观经济政策对于大类资产收益的影响,还会受到市场情绪的影响。市场情绪的概念可以追溯到 20 世纪中期,当时凯恩斯(1936 年)提出,市场受到投资者的“动物精神”的影响,导致价格偏离市场基本面;接着,越来越多学者从理论上证明了市场情绪变化会导致噪音交易和过度波动<sup>[4]</sup>,市场情绪对资产价格和收益也会产生系统性影响<sup>[5]</sup>。

基于以上理论与现实背景,可以引出三个核心科学问题:第一,应该如何构建能够客观反映我国货币政策、财政政策等宏观经济政策松紧程度的综合性指数;第二,我国宏观经济政策的松紧程度会对主要的大类资产收益产生怎样的影响;第三,市场情绪在宏观经济政策松紧程度对大类资产收益影响过程中起到何种作用。以上

**[收稿日期]**2023-03-08

**[作者简介]**桓恒(1977—),男,江苏江阴人,南京大学工程管理学院博士生,从事金融工程研究,Email:1179969654@qq.com;曹洋(1977—),女,江苏南京人,南京大学商学院讲师,博士,从事财务与会计理论研究。

三个问题就是本文需要解答的核心问题。本文基于我国的经验数据,实证检验货币政策与财政政策、市场情绪和大类资产收益三者之间的内在逻辑关系,尤其重点探究市场情绪在宏观经济政策松紧程度对大类资产收益影响过程中的作用。

## 二、文献综述

梳理国内外相关文献发现,有关宏观经济政策、市场情绪与大类资产收益的文献主要集中在以下几个方面:

第一,影响大类资产价格或收益的关键因素研究。在传统经济学理论下,各大类资产定价主要取决于供求关系的变化,如我国对大宗商品需求的不断增加是大宗商品价格波动的重要原因之一<sup>[6]</sup>。同时,大类资产价格必然会受到不同国家或地区的国内生产总值、汇率水平、全球流动性、利率以及通货膨胀水平等宏观经济外生性冲击的影响<sup>[7-8]</sup>。我国市场所形成的利率冲击对大类资产价格波动的影响较为显著<sup>[9]</sup>,通过采用预期动态一般模型研究发现,利率调整和通货膨胀预期对我国大类资产价格波动和收益水平都具有显著的影响作用<sup>[10]</sup>;通过建立 FAVAR 和 TVP-FAVAR 模型的研究发现,数量型流动性指标对大类资产价格冲击产生正向影响,而价格型流动性指标对大类资产价格冲击产生负向影响<sup>[11-13]</sup>。第二,宏观经济政策与大类资产价格或收益的关系研究。一个国家或地区的货币政策和财政政策等宏观经济政策会对大类资产价格产生重要系统性影响,如通过构建动态随机一般均衡模型,研究发现石油价格与货币政策之间存在互为因果关系<sup>[14]</sup>。张程和范立夫采用结构向量自回归模型和脉冲响应等计量分析方法,研究证实我国真实货币供给量能够显著影响国际原油价格,特别体现为扩张性货币政策会对石油价格产生正面影响<sup>[15]</sup>。货币政策对大类资产价格的影响存在直接和间接两条路径,直接路径主要是通过两个重要的政策工具(价格型和数量型)对大类资产价格产生影响,间接路径主要是通过经济增长改变大类资产供求状况,进而影响大类资产价格和收益。如 Frankel 研究发现货币政策与农产品以及矿物产品价格之间的关联性,低利率的宽松货币环境是大宗商品价格上涨的直接因素<sup>[16]</sup>。还有学者研究发现扩张性货币政策与大宗商品价格呈正相关关系<sup>[17-18]</sup>。一些文献采用时变参数向量自回归模型研究发现,价格型货币政策调控资产作用高于数量型货币政策,但在调控效果和所需时间和持续时间上两者相差不大<sup>[19-20]</sup>。第三,市场情绪的测度以及与大类资产收益之间关系的研究。现有文献研究表明,悲观和乐观的市场情绪对于资产收益的影响存在异质性<sup>[21]</sup>。学者们采用不同方法构建市场情绪变量,有的利用股票论坛的正负面的评论信息以及从媒体上提取信息作为市场情绪的代理变量<sup>[22-23]</sup>,有的利用中国波动率指数、股票市场换手率和股票市场成交量等数据来测度市场情绪<sup>[24]</sup>。有学者认为投资者情绪和大类资产收益之间存在互为因果关系,但是存在时间差异,从短期来看,资产收益是投资者情绪产生的格兰杰原因,从中长期来看,大类资产收益又是市场情绪的格兰杰原因<sup>[25]</sup>。也有学者认为市场情绪对于资产收益的影响作用具有异质性,个体投资者情绪和机构投资者情绪对于资产收益的影响作用存在较大差异,个体投资者情绪相较于机构投资者情绪更易受到外部因素影响,也更易产生过度反应,进而个体投资者情绪对于大类资产收益的影响更大<sup>[26-27]</sup>。但是,个体投资者情绪和机构投资者情绪之间存在较强关联性,个体投资者情绪对于机构投资者情绪会产生引导作用,对于市场收益存在“愚钱效应”,机构投资者情绪对于个体投资者情绪具有稳定作用,对于市场收益都会存在“智钱效应”<sup>[28-29]</sup>。还有学者认为市场情绪与资产收益存在正反馈机制,即市场情绪越高涨越有利于提升资产价格,反之则会降低资产价格<sup>[30-33]</sup>。

纵观以上文献发现,目前对宏观经济政策与大类资产收益的相关研究已经有了相当丰富的成果,学术界关于市场情绪对大类资产收益影响也展开了较为广泛的实证研究与探讨。但是,甚少文献将货币政策和财政政策、市场情绪与大宗商品资产收益放在同一理论框架下进行研究,本文将基于隐性知识传播的视角,对三者之间的关系进行深入探究,以期弥补现有研究空缺。

## 三、概念模型构建:基于隐性知识传播视角的解释

宏观经济政策会通过市场情绪影响市场投资者的大类资产收益。假设存在一个隐性知识交流系统,这些隐性知识难以通过言语或文字等方式进行表达,是隐藏在“水面之下”的知识,需要通过面对面的互动、观察和体会等方式才能获取。假定投资者都具备获取显性知识的能力,显性知识指的是用文字、图表、数据等形式存在的知识,属于“水面之上”的知识。政府部门制定经济政策,并以通知、公告、文件等形式向社会公开,这些可以表述出来的知识属于“水面之上”的显性知识,能较为容易地被投资者所获取,因此,在此不考虑显性知识传播的

影响。假定政府部门仅仅作作为隐性知识拥有者,通过制定财政政策和货币政策,向市场投资者(主要包括个体投资者、机构投资者等)传播隐性知识,市场投资者在获取隐性知识后形成个体情绪和市场情绪,进一步明确大类资产的投资意愿和方向,进而影响着大类资产收益。当然,政府部门在与市场投资者互动过程中,也会获取相关的隐性知识,进而优化宏观经济政策,具体的隐性知识传播过程如图 1。

第一,政府部门制定财政政策和货币政策,并以四种方式将政策松紧程度的隐性知识传播给知识接受者(投资者 1,2,3,...n)。第一种方式为传导方式,这种方式是一种单向的面对面的知识交流,政府部门作为主动的知识传播者向被动的知识接收者传播财政政策或货币政策松紧程度的知识或者信息。例如,知识接受者通过与政府部门官员面对面的单向交流相关政策文件来获取政策松紧程度的隐性知识信息,知识接受者通过利用获得的知识进行大类资产配置决策。第二种方式为对流方式,这种方式是一种双向的知识交流,政府部门通过发布和解读文件,知识接受者通过观察分析和主动提问的方式来获取有关政策松紧程度的知识信息。在知识交流过程中,知识拥有者和知识接受者在交流过程中,双方都增进对知识的掌握和认识,知识接受者通过与政府部门互动交流获得隐性知识,这些获得的隐性知识将会影响知识需求者的大类资产配置决策;第三种方式为辐射方式,这种方式的知识传播主要依托社交媒介,将知识从知识拥有者传播到知识接受者,这种方式是 1:N 的关系。知识拥有者通过各种形式的会议或论坛等方式,向知识接受者传播政策松紧程度的知识,知识接受者获得隐性知识,这些隐性知识也会影响大类资产配置;第四种方式为蒸发方式,知识接受者之间在知识交流互动过程中实现知识规模和质量提升,即知识接受者通过观察、分析和模仿其他知识接受者行为,并不断优化自身的行为,进而影响知识接受者的大类资产配置。基于以上分析可知,政府通过制定财政政策和货币政策,并以四种方式将政策松紧程度的隐性知识传播给投资者,进而影响投资者的大宗商品资产收益。一般而言,紧缩的货币政策或财政政策,大类资产获得的收益将会不断降低,这主要由于随着紧缩性货币政策和财政政策的实施,市场主体对于各类资产的需求将会不断降低,再叠加社会购买力减弱,推动资产价格下降,进而降低投资者收益。基于这个事实,本文提出研究假说 1。

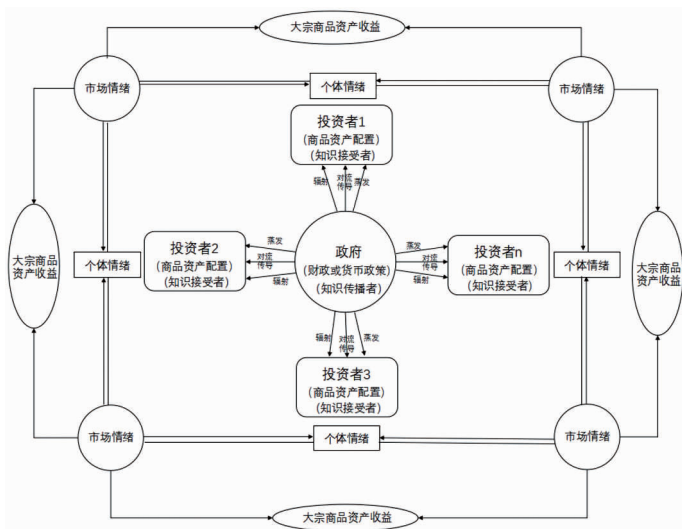


图 1 基于隐性知识传播视角的宏观经济政策、市场情绪与商品资产收益的逻辑关系

假说 1:宏观经济政策紧缩程度越大,越不利于大类资产收益提高,即宏观经济政策紧缩程度的提高会降低大类资产收益。

假说 2:宏观经济政策紧缩程度越大,越会促进市场情绪高涨,即宏观经济政策紧缩程度的提高会促进市场情绪高涨。

第二,差异化的个体情绪使得政策松紧程度知识在传播过程中会形成市场情绪。知识接受者(投资者)通过辐射、传导、对流和蒸发等四种方式获取知识,由于不同知识接受者的自身知识结构、资金实力和投资经验等方面的差异,导致市场认识的差异,进而形成差异化的个体情绪。事实上,投资者作为具备独立思考和判断能力的机构或个人,通过辐射、传导、对流和蒸发四种方式在与政府部门互动的过程中获取多维度、多层面的隐性知识,这些隐性知识与自身的偏好、预期、道德、信仰等非理性的因素相互交融,进而形成差异化的个体情绪。这些差异化的个体情绪只要与情感因素融合,就会轻易地产生从众心理效应,在理性判断缺位的条件下,从众心理会引发非理性的盲从和发泄情绪,进而催生市场情绪,引发市场大行情。具体来看,政府部门在与投资者互动过程中,会将有关宏观经济政策的隐性知识传播给投资者,随着宏观经济政策日益趋紧,不同投资者所获取的有关宏观经济政策趋紧的隐性知识变多,这些逐渐增多的隐性知识不断地与各自的偏好、预期、道德、信仰等非理性的因素进行融合,使得个体情绪越强烈,这些强烈的个体情绪与外部因素(尤其是情感因素)相结合,将会引发更加强烈的市场情绪。基于这个事实,本文提出研究假说 2。

假说 2:宏观经济政策紧缩程度越大,越会促进市场情绪高涨,即宏观经济政策紧缩程度的提高会促进市场情绪高涨。

第三,市场情绪会影响投资者(知识接受者)的大类资产收益。政府部门以四种方式将有关宏观经济政策松紧程度的隐性知识传播给不同投资者,不同投资者将获取的隐性知识与各自偏好、预期、道德、信仰等非理性的因素进行融合,形成个体情绪,不同个体情绪的相互影响进而产生市场情绪。市场情绪主要源于投资者的从众心理,很容易形成情感共振,一旦情感共振产生,就会引发追涨杀跌的非理性局面,进而影响投资收益。一般而言,高涨的市场情绪使得投资者难以理性地对待投资活动,往往更多地依赖于盲从、冲动、感觉等非理性因素进行投资决策,容易形成集体无意识状态,导致投资收益下降。从隐性知识传播层面来看,如果政府部门实施日益趋紧的宏观经济政策,不同投资者将会获取更多的相关隐性知识,这些日益增多的隐性知识在市场情绪感染和情感共振的双重作用下,并通过市场价格波动进一步强化投资者的投资偏见、冲动和从众等非理性行为,进而使得市场情绪更加高涨,这些高涨的市场情绪会让投资者的决策更加偏离理性,导致投资的不确定和风险都将扩大,进而减低大类投资收益。基于这个现实,本文提出研究假说3。

假说3:宏观经济政策紧缩程度的提高会通过市场情绪高涨,进一步降低大类资产收益。

#### 四、实证分析

##### (一)数据来源

鉴于资产代表性和数据可得性,本文选择如下价格指数或综合指数作为大类资产的研究标的:商品资产采用南华商品指数作为研究标的,主要参考齐岳和廖科智的做法<sup>[34]</sup>,样本区间选择2004年8月至2021年12月,该指数包括工业品、农产品和能源化工三大类商品,是国内及时反映基础性大宗商品价格波动的基准指数。本文股票资产选用万得全A指数作为研究标的,主要参考姜富伟和胡逸驰的做法<sup>[35]</sup>,该指数能够反映A股上市公司的整体表现,样本区间选择2007年3月至2021年12月。债券资产采用中债国债总财富(总值)指数作为研究标的,主要参考周亮的做法<sup>[36]</sup>,该指数能够较为全面地反映债券资产基础性的价格走势和波动,样本区间选择2003年1月至2021年12月。本文所用数据均来自万得数据库,变量数据均为月频。另外,由于股票成交量的量纲较大且样本区间内变化较大,本文对股票成交量进行对数化处理。

##### (二)变量说明

被解释变量:商品资产收益( $RET_c$ )、股票资产收益( $RET_s$ )、债券资产收益( $RET_b$ )与基于商品资产、股票资产、债券资产等指数的时间序列分别计算当期月收益率,并将月收益率分别作为股票、债券和商品资产收益的代理变量,具体计算公式如式(1):

$$RET_i = ret_{i,t} = P_{i,t} / P_{i,t-1} - 1 \tag{1}$$

其中  $ret_{i,t}$  表示资产  $i$  第  $t$  月的收益率,  $P_{i,t}$  表示资产  $i$  第  $t$  月的收盘价。

解释变量:货币政策松紧程度( $MON$ )和财政政策松紧程度( $FIS$ )。

对宏观经济政策的松紧程度做滞后一期处理,其中: $MON_{t-1}$ 和 $FIS_{t-1}$ 分别为货币政策和财政政策在上期的松紧程度。为了获得货币政策和财政政策松紧程度的数值,本文在借鉴现有文献(史本叶,2020;徐亚平和庄林,2021;马勇,2021)基础之上<sup>[37-39]</sup>,构建如下表1、表2的指标体系,并采用熵权法计算各个货币政策及财政政策指标的熵值和权重,另将其分别加总计算得到货币政策以及财政政策松紧程度变量<sup>①</sup>。

控制变量:基于现有相关研究,本文主要控制以下变量,具体如下:在考察股票资产收益方面,主要控制规模因子( $SMB$ )、账面市值比因子( $HML$ )和股票资产上

表1 货币政策松紧程度指标体系

指标分类	指标名称	时间区间	频度
价格型	基准存款利率(1年)	2000.01 - 2021.12	月频
	基准贷款利率(1-3年)	2000.01 - 2021.12	月频
	逆回购利率(7天)	2012.05.03 - 2021.12.31	日频
	MLF利率	2016.02 - 2021.12	月频
	再贴现利率	2000.01 - 2021.12	月频
	SLF利率(7天)	2014.01.20 - 2021.12.31	日频
数量型	逆回购数量(7天)	2012.05.03 - 2021.12.31	日频
	MLF投放数量	2016.02 - 2021.12	月频
	PSL投放数量	2015.06 - 2021.12	月频
	存款准备金率(大型)	2000.01 - 2021.12	月频
	SLF操作(7天)	2015.11 - 2021.12	月频
	再贷款数量(支农)	2014.09 - 2021.12	月频
	再贷款数量(支小)	2014.09 - 2021.12	月频

①受本文篇幅所限,宏观经济政策松紧程度变量的具体测度方法未详细阐述,若读者有兴趣可向作者索要。

期的收益率  $RET_{s,t-1}$ ；在考察债券资产收益方面，主要控制一年期国债收益率 ( $T1$ )、十年期国债收益率 ( $T10$ )、债券资产上期收益率  $RET_{b,t-1}$ ；在考察商品资产方面，主要控制道琼斯工业指数收益率 ( $RET_{DJI}$ )、美元指数  $DI$ 、人民币兑美元汇率  $EXG$ 、商品资产上期收益率  $RET_{c,t-1}$ 。

(三) 描述性统计

1. 主要变量的描述性统计

表3给出了主要变量的描述性统计特征。从表3中看到，本文所构建的货币政策指数及财政政策指数介于0到1之间，货币政策指数相比于财政政策指数波动更大。从各类资产来看，股票、商品和债券的月度收益率均值均为正数，不同资产的弹性表现为股票 > 商品 > 债券，股票波动最大，债券波动最小。

从控制变量来看，股票规模因子以及股票账面市值比因子在国内市场的月度因子收益率均值为1.06%和0.04%，月度收益率标准差分别为4.87%和3.83%，波动较大。美元作为国际货币，美元指数月度波动较大，标准差为7.99，均值为87.18；人民币汇率较为稳定，月度波动较小，标准差仅为0.62。美股道琼斯月度收益率平均为0.70%，标准差为4.06%，低于我国股票资产的波动。我国一年期、十年期国债作为固定收益资产，收益稳健，月度收益率波动较小。

2. 分阶段描述性统计

进一步地，本文还结合全样本区间的宏观经济政策松紧程度，对各类资产在不同时期的表现进行分阶段描述性统计。

图2、图3展示了股票资产分阶段的描述性统计。从统计结果来看，大多数情况下，在宽松的货币政策周期资产更容易得到高的收益，但收益波动放大，这一点较为符合共识；而宽松的财政政策更易造成股票资产收益的下降，这背后原因可能是，财政政策宽松期间一般对应着经济下行压力较大的时期，股票的基本面端受到下行压力影响，进而造成股市的下跌。另外，宽松的货币政策和紧缩的财政政策的同时出现，意味着流动性更偏向于留在资本市场而非外溢于实体经济，这有利于股市的上涨。

图4、图5展示了商品资产分阶段的描述性统计。从统计结果来看，货币政策对于商品资产的影响没有显著的相关规律，而财政政策与商品资产收益有明显的相关关系。紧缩财政周期内商品能够获得更高的收益，这是由于紧缩性的财政政策一般颁布于经济过热时期，这一时期企业对于上游原材料和大宗商品的需求旺盛，带动了商品资产价格的上涨。

表2 财政政策松紧程度指标体系

指标分类	指标名称	时间区间	频度
财政收入	税收收入	2000.01 - 2021.12	月频
	国债净融资额	2015.03 - 2021.12	月频
	地方政府债券净融资额	2015.06 - 2021.12	月频
财政支出	城投债净融资额	2005.02 - 2021.12	月频
	公共财政支出	2000.01 - 2021.12	月频

表3 主要变量的描述性统计

变量名	缩写	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
货币政策松紧程度	MON	228	0.44	0.22	0.14	0.88
财政政策松紧程度	FIS	228	0.59	0.06	0.41	0.74
股票指数月度收益率 (%)	$RET_s$	178	1.00	8.44	-27.56	29.15
股票市场规模因子 (%)	SMB	178	1.06	4.87	-18.31	18.71
股票市场账面市值比因子 (%)	HML	178	0.04	3.83	-12.72	17.14
股票市场换手率 (%)	TURN	178	52.26	27.15	18.93	149.53
股票市场成交量 (手)	VOL	178	27.03	0.70	25.56	28.47
债券指数月度收益率 (%)	$RET_b$	228	0.31	0.84	-2.70	3.87
一年期国债利率 (%)	T1	228	2.57	0.68	0.96	4.22
十年期国债利率 (%)	T10	228	3.52	0.54	2.54	5.34
商品指数月度收益率 (%)	$RET_c$	209	0.45	4.50	-22.48	12.53
道琼斯工业指数收益率 (%)	$RET_{DJI}$	209	0.70	4.06	-14.06	11.84
道琼斯工业指数标准差 (%)	$STD_{DJI}$	209	14.56	11.13	2.99	100.70
美元指数	DI	209	87.18	7.99	71.84	102.38
人民币兑美元汇率	EXG	209	6.85	0.62	6.05	8.28

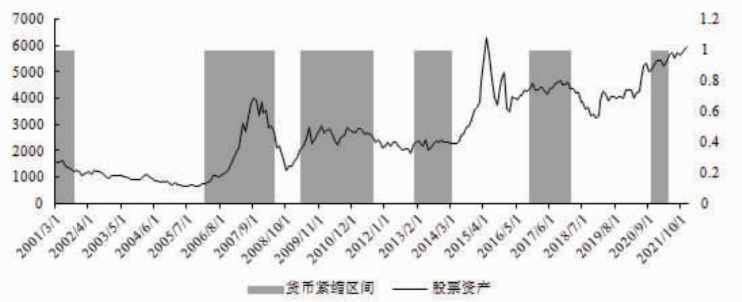


图2 货币紧缩区间与股票资产

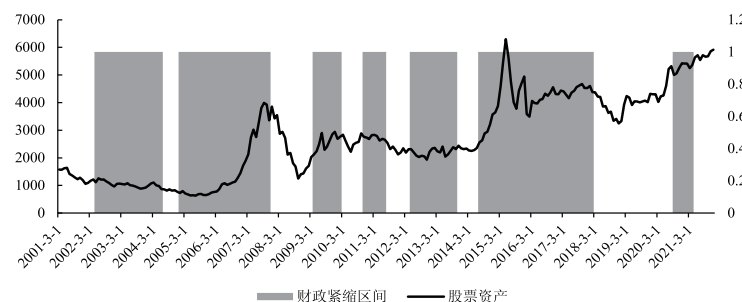


图3 财政紧缩区间与股票资产

图6、图7展示了债券资产分阶段的描述性统计。从统计结果来看,宽松的货币政策周期都伴随着债券资产的显著上涨,债券资产受货币政策的影响较为直接,宽松的货币政策带动利率下行直接利好债券资产收益,紧缩的货币政策下债券收益率非常低。宽松的财政政策在一定程度上也能够利好债券,和前文的逻辑类似,宽松的财政对应着弱经济,债券资产走强。

(四) 计量模型构建与基准回归检验

1. 计量模型构建

根据前文的研究假说,本文首先构建如下计量回归模型,来检验宏观经济政策与大宗商品资产收益的关系,具体如下:

$$RET_t = C + \beta_1 MON_{t-1} + \beta_2 FIS_{t-1} + \beta_3 Control_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

上式(2)中, $RET_t$ 表示第  $t$  年的大宗商品资产收益; $MON_{t-1}$ 表示上一年货币政策松紧程度; $control_t$ 表示第  $t$  年各控制变量的大小; $C$ 为常数项, $\beta_1$ 为  $\beta_2$ 为解释变量的回归系数, $\beta_3$ 为控制变量的回归系数, $\varepsilon_t$ 为模型的随机误差项。另外,考虑到变量可能存在异方差问题,本文采用稳健标准误回归,对于宏观经济政策与大宗商品资产收益的关系进行实证检验。

2. 基准回归检验

为了检验宏观经济政策对于大宗商品资产收益的直接效应,本文通过构建以上基准回归模型分别检验货币政策松紧程度和财政政策的松紧程度对大宗商品资产收益的直接效应,具体检验结果如表4。

针对宏观经济政策松紧程度的影响,从表4中可以看出财政政策松紧程度变化对商品资产收益具有显著的负向效应,这主要因为随着宏观经济政策逐步收紧,政府通过提高税率、减少政府购买和转移支付等财政政策工具,导致市场上大宗商品需求量下降,但由于大宗商品供给可能受到合同长期性的影响,大宗商品供给量下降规模有限,进而产生供需错配和缺口,带来大宗商品价格下降,卖出这些大宗商品资产所获得的收益呈现下降趋势。该回归结果正好验证上文所提出的研究假说1。当然,宏观经济政策可能还会通过其他渠道进行作用(康海斌和王正军,2019)<sup>[40]</sup>,下文将重点检验宏观经济政策对于大宗商品资产收益的中介作用效应。

(五) 中介效应检验

为了进一步考察市场情绪在财政政策松紧程度与货币政策松紧程度影响大宗商品资产收益的中介作用,本文参考许海川和周炜星的做法,选用股票市场交易换手率( $TURN$ )作为市场情绪( $EMO$ )的代理变量进行中介效

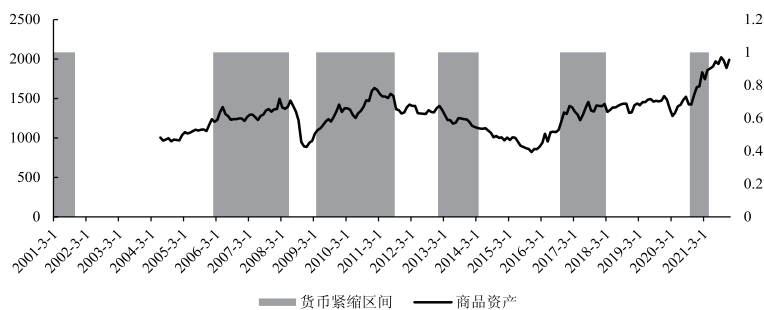


图4 货币紧缩区间与商品资产

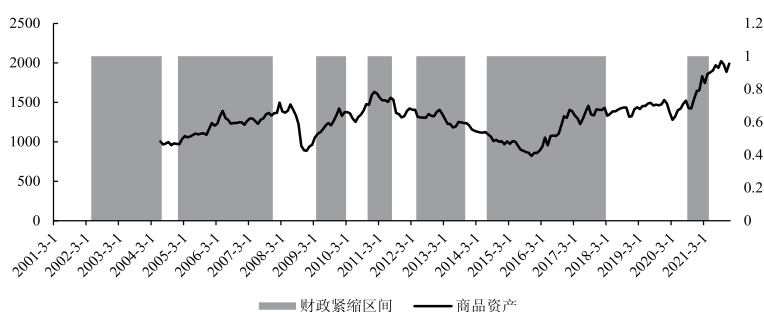


图5 财政紧缩区间与商品资产

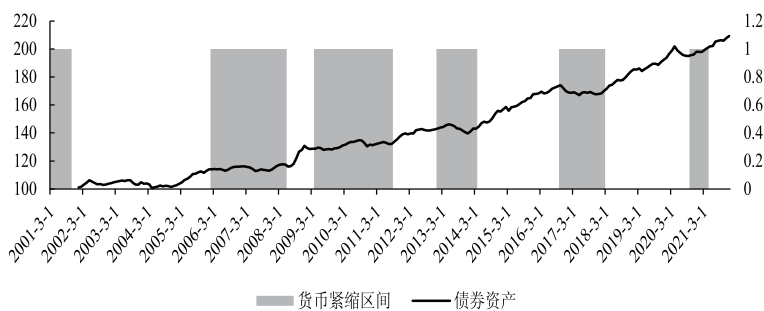


图6 货币紧缩区间与债券指数

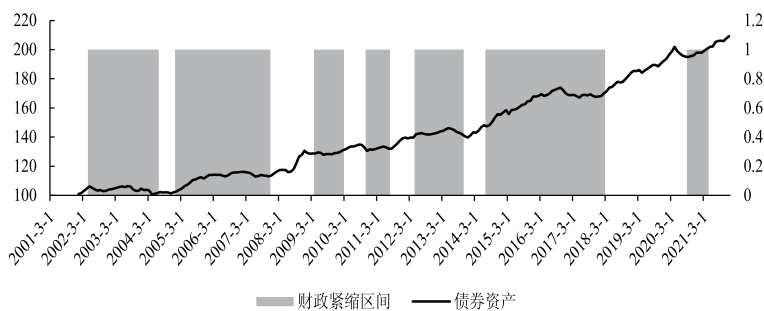


图7 财政紧缩区间与债券指数

应检验<sup>[24]</sup>。具体来说,本文将参照 Baron、Kenny<sup>[41]</sup>三步骤的研究方法(一是解释变量影响被解释变量,二是解释变量影响中介变量,三是控制中介变量),得到解释变量对被解释变量的作用消失或明显降低。下面将对市场情绪变量的中介作用进行检验,具体步骤与计量结果如表 5。

根据 Baron 的方法,本文采用三步法检验组织学习的中介作用。第一步,分别检验了财政政策松紧程度(FIS)与货币政策松紧程度(MON)对于大宗商品资产收益的作用效应,检验显示,财政政策松紧程度(FIS)与货币政策松紧程度(MON)提升都会显著地降低大宗商品资产收益,显著水平分别为 1% 和 10% (表 5,模型 1,2);第二步,检验了财政政策松紧程度(FIS)与货币政策松紧程度(MON)对于市场情绪(EMO)的作用效应,检验结果显示,财政政策松紧程度(FIS)与货币政策松紧程度(MON)会带来市场情绪提升(表 5,模型 3,4),正好验证上文所提出的研究假说 2;第三步,分别加入控制变量市场情绪变量(EMO),检验结果显示,财政政策松紧程度(FIS)和货币政策松紧程度(MON)对于大宗商品资产收益的作用都变得不显著(表 5,模型 5,6)。以上计量结果表明,财政政策松紧程度(FIS)与货币政策松紧程度(MON),通过中介变量市场情绪变量(EMO),对大宗商品资产收益具有显著的间接作用,即宏观经济政策紧缩程度提高会通过市场情绪高涨进一步降低大宗商品资产收益,验证了上文所提出的研究假说 3。

(六) 稳健性检验

1. 更换资产标的

考虑到所用价格或综合指数可能导致的度量偏误对实证结果的影响,本文使用中证期货综合指数替代南华商品指数作为商品资产的研究标的,对实证结果进行稳健性检验,检验结果基本与前文所得出的结论是一致的<sup>①</sup>。

2. 更换市场情绪的代理变量

为了进一步检验中介变量的稳健性,本文选用股票市场成交量作为市场情绪的代理变量,仍采用 Baron、

表 4 宏观经济政策对大宗商品资产收益的直接影响效应检验

变量	大宗商品资产收益					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
MON		-0.113* (-1.778)		-0.098* (-1.899)		-0.108** (-2.040)
FIS	-0.154** (-2.103)		-0.205* (-1.865)		-0.217** (-2.203)	
RET <sub>c,t-1</sub>	-0.089* (-1.763)	-0.232*** (-3.537)	-0.116*** (-4.115)	-0.143*** (-3.592)	-0.106*** (-4.776)	-0.089*** (-4.023)
RET <sub>DJI</sub>			-0.183 (-0.717)	-0.087* (-1.703)	-0.074 (-1.138)	-0.077 (-0.886)
DI					-0.218*** (-4.554)	-0.215*** (3.424)
EXG					-0.132*** (-3.510)	-0.103** (-2.015)
截距项	是	是	是	是	是	是
样本量	162	162	215	215	196	196
调整 R <sup>2</sup>	0.143	0.194	0.234	0.208	0.162	0.153
F 值	2.274	3.136	4.451	4.164	2.559	2.432

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著。

表 5 宏观经济政策对大宗商品资产收益中介效应检验结果

变量	大宗商品资产					
	第一步(商品资产收益) (1)	第二步(市场情绪) (2)	第三步(商品资产收益) (3)	第四步(市场情绪) (4)	第五步(商品资产收益) (5)	第六步(市场情绪) (6)
EMO					-0.172*** (-4.061)	-0.160*** (-4.958)
MON	-0.091* (-1.823)		-0.107* (-1.811)		-0.102 (-1.105)	
FIS		-0.178*** (-3.081)		-0.191*** (-7.095)		0.144 (1.406)
RET <sub>c,t-1</sub>	-0.076*** (-4.015)	-0.114*** (-4.276)	-0.086*** (-6.042)	-0.115*** (-3.218)	-0.134*** (-3.122)	-0.112*** (-4.204)
RET <sub>DJI</sub>	-0.102 (-0.354)	-0.087 (-1.132)	-0.076* (-1.802)	-0.065* (-1.791)	-0.064* (-1.768)	-0.014 (-1.078)
DI	-0.196*** (7.407)	-0.203*** (-3.996)	0.312*** (5.871)	0.168*** (5.316)	0.207*** (4.915)	0.164*** (5.033)
EXG	-0.126*** (-5.31)	-0.134*** (-6.443)	-0.087** (-2.021)	-0.121*** (-6.192)	-0.088*** (-3.632)	-0.212*** (-7.064)
截距项	是	是	是	是	是	是
Adj-R <sup>2</sup>	0.392	0.416	0.456	0.525	0.539	0.564
Wald-chi	11.33	13.51	17.32	20.33	22.05	26.32

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著,为使回归结果更稳健,采用自抽样方法。

①由于更换资产标的后,回归结果与前文的回归结果基本是一致的,又考虑到论文篇幅,因此没有报告具体的回归结果,若有读者需要,可以向作者索要。

Kenny<sup>[41]</sup>三步骤的中介效应检验方法,所得出的检验结果与上文也是一致的,进一步验证市场情绪在宏观经济政策和大类资产收益之间的中介作用。

3. 考虑大类资产间的跨市场效应

考虑到已有研究指出我国大类资产市场间存在收益和风险的联动性,即跨市场效应,因此本文进一步将股票资产和债券资产等大类资产的收益及收益波动作为控制变量,放入计量回归模型之中,对前文实证结果的稳健性进行再检验。从回归结果来看,在引入了其他资产的收益率和波动性之后,宏观经济政策松紧程度的影响效果基本与基准回归一致,所以上文的基准回归结果具有稳健性。

(七)进一步研究:宏观经济政策对股票和债券资产收益影响的异质性检验

为了检验宏观经济政策对于其他两类资产收益的直接影响效应,本文采用与上文一致的研究方法,具体检验结果如表6。从表6中可以看出,财政政策和货币政策趋紧对股票资产有显著的负向影响,而财政政策和货币政策趋于宽松则会对股票资产有显著的正向影响,该回归结果基本与直觉是相符的。这主要由于逐渐积极的财政政策和货币政策将改善投资者对经济增长和企业盈利水平的预期,从而提升股票的表现。同时,表6结果显示,财政政策和货币政策趋紧对于债券资产收益的影响并不显著,这可能由于政府实施积极或宽松的货币政策或财政政策使得债券资产的供需变化相互抵消所致。例如,政府实施宽松的财政政策,一方面通过扩大债券供给规模增加政府购买和转移支付,另一方面通过降低税率等政策提高居民收益,进而增加居民的债券需求规模,所以使得债券资产的供需变化相互抵消,进而使得财政政策趋紧对于债券资产收益的影响并不显著。

仍然参照Baron、Kenny<sup>[41]</sup>三步骤的研究方法,加入市场情绪的中介作用变量,实证检验宏观经济政策对股票和债券资产收益的间接作用,检验结果如表7和表8所示。从检验结果来看,无论财政政策还是货币政策对于股票和债券资产收益的影响都具有显著的间接作用,即宏观经济政策趋紧会通过影响投资者情绪进而降低股票和债券资产收益。例如,政府采用增税、减少政府购买和转移支付等紧缩性财政政策,央行采用提高准备金率、存贷款基准利率、贴现率等紧缩性货币政策,会降低个体或机构投资者对于未来市场的预期以及投资热情,由此所形成的市场情绪会降低股票和债券资产的收益。

表6 宏观经济政策对股票与债券资产收益的直接影响效应检验

变量	股票资产收益			债券资产收益		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
MON		-0.031*** (-3.157)	-0.022*** (-4.503)		-0.021 (-1.340)	-0.014 (-0.756)
FIS	-0.131* (-1.724)		-0.094** (-2.050)	-0.032 (-1.487)		-0.068 (-0.955)
RET <sub>s,t-1</sub>	0.107*** (3.499)	0.271*** (5.732)	0.205*** (3.421)			
SMB	0.206* (1.864)	0.083 (1.452)	0.004 (0.141)			
HML	0.141 (1.263)	0.172 (0.883)	0.027** (2.020)			
RET <sub>b,t-1</sub>				0.231*** (4.543)	0.192*** (3.221)	0.255*** (4.132)
T1				0.003 (0.632)	0.011 (1.261)	0.012 (0.972)
T10				0.024** (2.032)	0.017*** (3.137)	0.026*** (3.731)
截距项	是	是	是	是	是	是
调整R <sup>2</sup>	0.146	0.162	0.256	0.275	0.278	0.277
F值	2.275	2.583	4.221	4.532	4.613	4.589

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平上显著,采用逐步OLS回归方法。

表7 宏观经济政策对股票资产收益中介效应检验结果

变量	第一步(股票资产收益)		第二步(市场情绪)		第三步(股票资产收益)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
EMO					-0.188*** (-5.710)	-0.143*** (-6.828)
MON	-0.371** (-2.153)		-0.328*** (-4.512)		-0.216 (-1.261)	
FIS		-0.231*** (-4.675)		-0.148*** (-5.792)		-0.145 (-1.199)
RET <sub>s,t-1</sub>	0.266*** (5.431)	0.242*** (3.519)	0.021*** (4.423)	-0.121*** (-5.014)	0.122 (5.433)	0.132 (4.620)
SMB	0.079 (1.195)	0.170* (1.799)	0.031 (0.912)	0.042 (0.581)	0.033 (1.053)	0.064 (1.187)
HML	0.153 (1.182)	0.139 (1.176)	0.118* (1.761)	0.116 (1.421)	0.165* (1.817)	0.126* (1.705)
截距项	是	是	是	是	是	是
Adj-R <sup>2</sup>	0.461	0.472	0.432	0.546	0.478	0.521
Wald-chi	15.33	16.90	13.63	24.58	17.95	20.36
N值	177	177	177	177	177	177

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平上显著,为使回归结果更稳健,采用自抽样方法。



## 五、结论

宏观经济政策松紧程度不仅对大类资产收益产生直接效应,还会通过市场情绪对于大类资产收益产生间接效应。本文将宏观经济政策、市场情绪和大类资产收益放在同一理论框架下进行研究,主要基于隐性知识传播的视角构建概念模型,探究三者之间的内在逻辑关系,并由此提出三个研究假说:宏观经济政策紧缩程度的提高会降低大类资产收益;宏观经济政策紧缩程度的提高会促进市场情绪高涨;宏观经济政策紧缩程度的提高会通过市场情绪高涨,进一步降低资产收益。本文构建了能够综合反映宏观经济政策松紧程度的指标体系,并采用多种计量检验方法,对货币政策

与财政政策、市场情绪和大宗商品资产收益之间的关系进行检验,很好地验证了文中所提出的三个研究假说。研究同时发现货币政策和财政政策松紧程度对股票资产和债券资产收益的影响存在异质性。以上研究结论为我国政府在当前“逆全球化”的思潮和构建“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”背景下制定相关的宏观经济政策提供决策参考。

表 8 宏观经济政策对债券资产收益中介效应检验结果

变量	第一步(债券资产收益)		第二步(市场情绪)		第三步(债券资产收益)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
EMO					-0.234 *** (-3.642)	-0.254 *** (-7.152)
MON	-0.271 *** (-6.153)		-0.206 * (-1.746)		-0.308 (-1.139)	
FIS		-0.237 *** (-3.963)		-0.183 *** (-5.803)		-0.113 (-1.454)
RET <sub>b,t-1</sub>	0.154 * (1.725)	0.208 ** (2.041)	0.162 (1.340)	0.211 (0.133)	0.175 ** (2.053)	0.165 ** (2.150)
T1	0.017 (1.345)	0.013 (0.739)	0.021 * (1.721)	0.018 * (1.795)	0.014 (1.154)	0.012 (0.919)
T10	0.021 *** (4.174)	0.018 ** (6.785)	0.016 *** (7.775)	0.015 *** (6.446)	0.017 *** (11.73)	0.015 ** (2.104)
截距项	是	是	是	是	是	是
Adj-R <sup>2</sup>	0.513	0.475	0.493	0.556	0.494	0.533
Wald-chi	23.21	15.75	17.34	26.54	17.91	22.41
N 值	227	227	227	227	227	227

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著,为使回归结果更稳健,采用自抽样方法。

## 参考文献:

- [1] Born B, Pfeifer J. Policy risk and the business cycle[J]. Journal of Monetary Economics, 2014, 68(1): 68-85.
- [2] 亚琨, 罗福凯, 李启佳. 经济政策不确定性、金融资产配置与创新投资[J]. 财贸经济, 2018(12): 95-110.
- [3] 刘贯春, 刘媛媛, 张军. 经济政策不确定性与中国上市公司的资产组合配置——兼论实体企业的“金融化”趋势[J]. 经济学(季刊), 2020(5): 65-86.
- [4] Aboody, David, Even-Tov, et al. Overnight returns and firm-specific investor sentiment[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis: JFQA, 2018, 53(2): 485-505.
- [5] Shi J, Ausloos M, Zhu T, et al. If global or local investor sentiments are prone to developing an impact on stock returns, is there an industry effect? [J]. International Journal of Finance and Economics, 2022, 27(1): 1309-1320.
- [6] 谭小芬, 刘阳, 张明. 国际大宗商品价格波动: 中国因素有多重要——基于 1997—2012 年季度数据和 VECM 模型的实证研究[J]. 国际金融研究, 2014(10): 75-86.
- [7] Gregorio D, José. Commodity prices, monetary policy, and inflation[J]. IMF Economic Review, 2012, 60(4): 600-633.
- [8] Akram Q F. Commodity prices, interest rates and the dollar[J]. Energy Economics, 2009, 31(6): 838-851.
- [9] Hammoudeh S, Nguyen D K, Sousa R M. China's monetary policy and commodity prices[J]. Journal of International Money and Finance, 2014, 27(2): 61-85.
- [10] 李敬辉, 范志勇. 利率调整和通货膨胀预期对大宗商品价格波动的影响——基于中国市场粮价和通货膨胀关系的经验研究[J]. 经济研究, 2005(6): 61-68.
- [11] 谭小芬, 熊玲誉, 宋佳馨. 全球流动性对国际大宗商品价格的影响——基于 TVP-FAVAR 模型和 2000—2017 年数据的实证分析[J]. 中国软科学, 2020(1): 30-48.
- [12] Bayer C, Lüttinger R, Pham-Dao L, et al. Precautionary savings, illiquid assets, and the aggregate consequences of shocks to household income risk[J]. Econometrica, 2019, 87(1): 255-290.
- [13] Abbas F, Ali S. Dynamics of diversification and banks' risk-taking and stability: Empirical analysis of commercial banks[J]. Managerial and Decision Economics, 2022, 43(4): 1000-1014.
- [14] Bodenstein M, Guerrieri L, Kilian L. Monetary policy responses to oil price fluctuations[J]. IMF Economic Review, 2012, 60(4): 470-504.
- [15] 张程, 范立夫. 大宗商品价格影响与货币政策权衡——基于石油的金融属性视角[J]. 金融研究, 2017(3): 72-85.
- [16] Frankel J A. The effect of monetary policy on real commodity price[M]. Asset Prices and Monetary Policy. 2008, 10(2): 291-334.
- [17] Ratti R A, Vespignani J L. Liquidity and crude oil prices: China's influence over 1996—2011[J]. Economic Modelling, 2013, 33(1): 517-525.

- [18] PH H, Rishad A. An empirical examination of investor sentiment and stock market volatility: Evidence from India[J]. *Financial Innovation*, 2020, 6(1): 1-15.
- [19] 丁慧, 杨瑞琪, 毛泽盛, 等. 中国资产价格波动与货币政策调控[J]. *会计与经济研究*, 2020, 34(5): 89-106.
- [20] Khan N, Zada H, Yousaf I. Does premium exist in the stock market for labor income growth rate? A six-factor-asset-pricing model: Evidence from Pakistan[J]. *Annals of Financial Economics*, 2022, 17(3): 2250017.
- [21] 刘洋, 刘达禹, 王金明. 资产价格泡沫缘何周期性破灭? ——基于市场情绪视角的结构性解释[J]. *西安交通大学学报(社会科学版)*, 2018(5): 11-20.
- [22] 洪祥骏, 吉利. 宏观经济、市场情绪与口红效应[J]. *经济学报*, 2019(4): 1-34.
- [23] 罗琦, 宋梦薇. 市场情绪、公司投资与管理者薪酬——基于股票论坛的经验证据[J]. *经济管理*, 2021(9): 120-136.
- [24] 许海川, 周炜星. 情绪指数与市场收益: 纳入中国波指(iVX)的分析[J]. *管理科学学报*, 2018(1): 88-96.
- [25] 董孝伍, 张信东, 刘维奇. 投资者情绪与股票市场收益的互动关系——基于分位数回归的研究[J]. *经济管理*, 2013(6): 103-111.
- [26] 张继海, 刘雅玫. 我国股票市场投资者情绪与市场收益研究——基于个人与机构的比较分析[J]. *山东社会科学*, 2020(2): 81-86.
- [27] 徐高彦, 高歌. 分析师预测分歧是市场情绪洪流的“漫水桥”吗——基于股价崩盘风险的视角[J]. *现代经济探讨*, 2022(2): 52-67.
- [28] 吴悠悠. 散户、机构投资者宏观情绪: 互动关系与市场收益[J]. *会计研究*, 2017(11): 86-92+97.
- [29] López-Salido D, Stein J C, Zakraj? ek E. Credit-market sentiment and the business cycle[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2017, 132(3): 1373-1426.
- [30] 张晓红, 王皓, 朱明侠. 经济周期、市场情绪与资产价格[J]. *商业研究*, 2017(12): 73-81.
- [31] Dang T V, Xu Z. Market sentiment and innovation activities[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2018, 53(3): 1135-1161.
- [32] Aggarwal D. Defining and measuring market sentiments: A review of the literature[J]. *Qualitative Research in Financial Markets*, 2022, 14(2): 270-288.
- [33] Valle-Cruz D, Fernandez-Cortez V, López-Chau A, et al. Does twitter affect stock market decisions? Financial sentiment analysis during pandemics: A comparative study of the h1n1 and the covid-19 periods[J]. *Cognitive computation*, 2022, 14(1): 372-387.
- [34] 齐岳, 廖科智. 商品金融化背景下商品期货的多样化收益研究[J]. *中国管理科学*, 2021(6): 10-22.
- [35] 姜富伟, 胡逸驰, 黄楠. 央行货币政策报告文本信息、宏观经济与股票市场[J]. *金融研究*, 2021(6): 95-113.
- [36] 周亮. Black-Litterman 模型在大类资产配置中的应用: 基于货币周期及风险平价策略的改进[J]. *运筹与管理*, 2021(8): 198-204.
- [37] 史本叶, 王晓娟, 冯叶. 流动性管理视角下中国货币政策工具有效性研究[J]. *世界经济*, 2020(9): 147-172.
- [38] 徐亚平, 庄林. 中国特色稳健货币政策的实践探索及理论贡献[J]. *上海经济研究*, 2021(7): 105-114.
- [39] 马勇, 陈点点. 经济转型升级与中央银行的多种政策工具研究[J]. *世界经济*, 2021(7): 55-78.
- [40] 康海斌, 王正军. 投资者情绪与货币政策对股市波动影响的实证[J]. *统计与决策*, 2019(13): 174-176.
- [41] Baron R M, Kenny D A. The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic and statistical considerations[J]. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1986, 51(5): 1173-1182.

[责任编辑: 杨志辉]

## Monetary Policy and Fiscal Policy, Market Sentiment and Major Asset Returns: Interpretation from the Perspective of Tacit Knowledge Dissemination

HUAN Heng<sup>a</sup>, CAO Yang<sup>b</sup>

(a. School of Management and Engineering; b. School of Business, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

**Abstract:** The tightness of monetary policy and fiscal policy not only has a direct effect on major asset returns, but also has an indirect effect on major asset returns through market sentiment. By constructing a conceptual model based on tacit knowledge dissemination, this paper explores the internal logical relationship between monetary policy and fiscal policy, market sentiment and major asset income, and proposes three research hypotheses: The tightening of macroeconomic policies will reduce the return of major assets; the tightening degree of macroeconomic policy will promote the market sentiment; the tightening degree of macroeconomic policy will further reduce the yield of assets through rising market sentiment. Then a variety of econometric test methods are used and the robustness test is carried out. The test results can well verify the three research hypotheses proposed. The above research conclusions can provide the basis and reference for the government to formulate relevant macroeconomic policies.

**Key Words:** monetary policy; fiscal policy; market sentiment; major assets; macroeconomic policy; asset income