

# 不同货币环境下的中国资产市场走势

规划研究部 高伟

资产市场货币环境反映了可投资于各类资产市场的新增货币的多寡情况。直观推断，资产市场货币环境宽松，意味着可投资于各类资产市场的新增货币较多，资产市场走高；资产市场货币环境紧张，说明可投资于各类资产市场的新增货币较少，资产市场走低。中国资产市场可分为银行间市场和银行外市场，主要包括银行间债市和同业拆借市场、股市和房市。本文对不同货币环境下中国主要资产市场走势进行了梳理和回顾，发现实际情况并非完全如此。

## 一、资产市场货币环境的周期和阶段划分

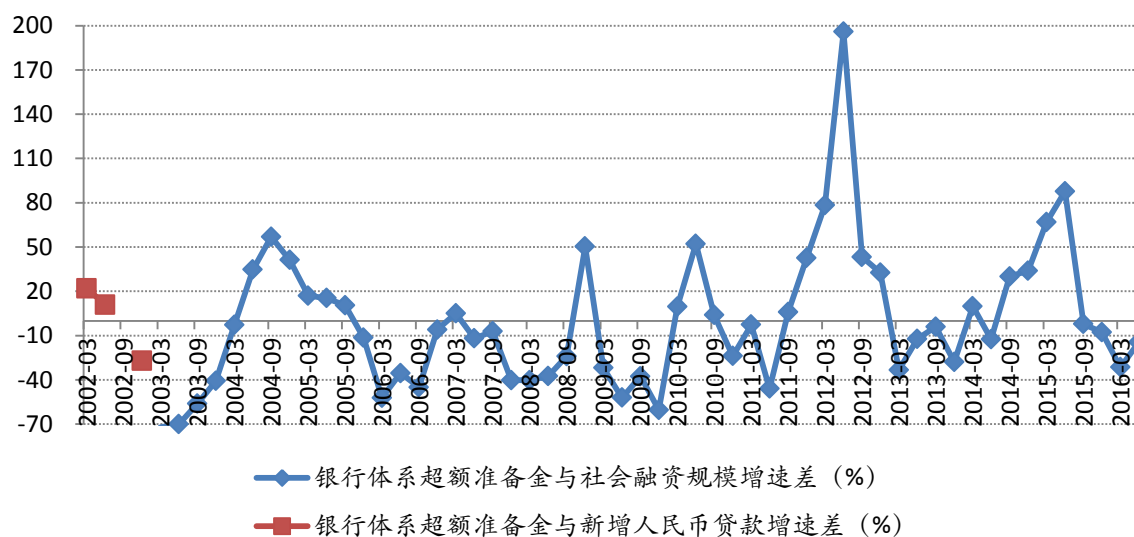
银行间债市和同业拆借市场的货币环境可以用银行体系超额准备金与广义信贷增速差<sup>1</sup>来衡量，该差值越大，意味着可投资于该市场的新增货币资金越多，货币环境就越宽松；反之，该差值越小，意味着可投资于该市场的新增货币资金越少，货币环境就越紧张。受货币政策周期和广义信贷周期的影响，银行间债市和同业拆借市场的货币环境呈周期性变动特征（图1）。我们以5个百分点差值为临界值，将该市场

---

<sup>1</sup> 2002年以新增人民币贷款代表广义信贷，2002年以后则以社会融资规模代表广义信贷。社会融资规模在一定程度上可以反映影子银行融资等银行表外业务的动态变化。社会融资规模增速提高，可能意味着银行理财等表外业务扩张加快，可用于银行间市场的货币资金可能减少，银行间市场的货币环境可能趋于紧张。

货币环境划分为宽松和紧张（或中性）两大阶段，即银行体系超额准备金与广义信贷增速差超过 5 个百分点，则货币环境宽松；反之，则货币环境紧张（或中性）。具体而言，货币环境宽松期包括：2002 年上半年，2004 年二季度至 2005 年三季度，2008 年四季度，2010 年上半年，2011 年三季度至 2012 年四季度，2014 年一季度至 2015 年二季度。货币环境紧张（或中性）期包括：2002 年三季度至 2004 年一季度，2005 年四季度至 2008 年三季度，2009 年全年，2010 年三季度至 2011 年二季度，2013 年全年，2015 年三季度至 2016 年二季度。

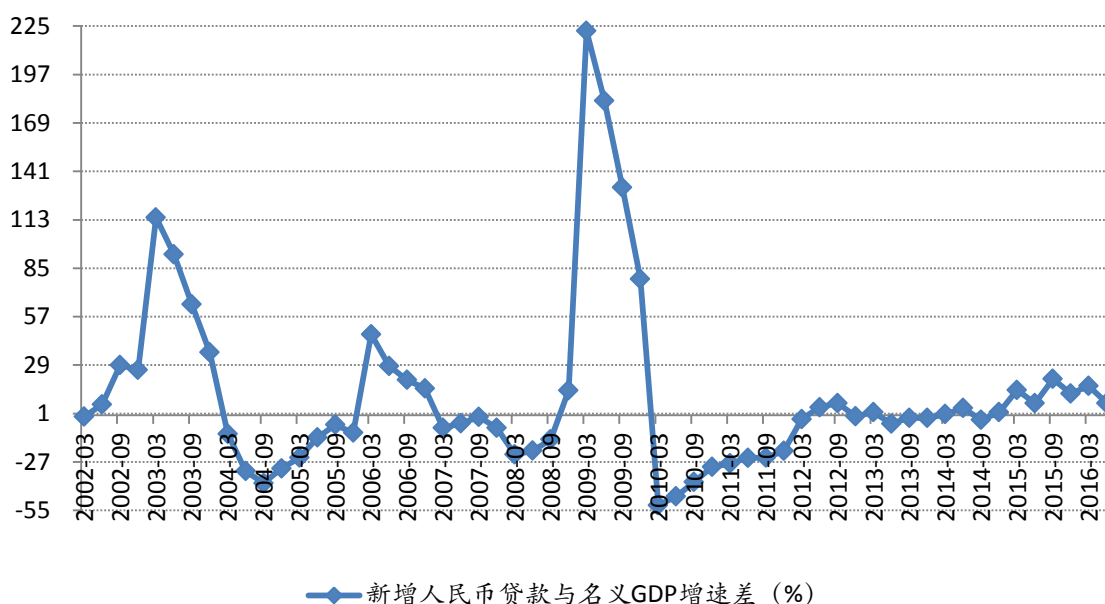
图 1 银行间债市和同业拆借市场货币环境的周期性变动



股市和房市的货币环境可用新增人民币贷款增速与名义 GDP 增速之差来加以衡量。该差值越大，说明新增货币中被实体经济活动所吸收的比例就越小，可能流入股市和房市的

新增货币越多，股市和房市的货币环境就越宽松；反之，该差值越小，说明新增货币中被实体经济活动所吸收的比例就越大，可能流入股市和房市的新增货币就越少，股市和房市的货币环境也就越紧张。主要受信贷周期和经济/通胀周期的影响，股市和房市的货币环境大体上也呈周期性变动特征(图 2)。

图 2 股市和房市货币环境的周期性变动



我们以 10 个百分点的差值为临界值，将股市和房市的货币环境划分为宽松和紧张（或中性）两大阶段，即新增人民币信贷与名义 GDP 增速差超过 10 个百分点，则股市和房市的货币环境宽松；反之，则股市和房市的货币环境紧张（或中性）。具体而言<sup>2</sup>，货币环境宽松期包括：1995 年四季度至 1996

<sup>2</sup> 中国人民银行没有公布 2001 年之前的新增人民币贷款数据，但公布了自 1992 年 6 月份以来的人民币贷款余额数据。根据 2002 年一季度至今的人民币贷款余额增速与新增人民币贷款增速之间的关系，可以大致推断 2002 年之前的新增人民币贷款增速。

年三季度，2002 年三季度至 2003 年四季度，2006 年一季度至四季度，2008 年四季度至 2009 年四季度，2015 年一季度至 2016 年二季度。货币环境紧张（或中性）期包括：1996 年四季度至 2002 年二季度，2004 年一季度至 2005 年四季度，2007 年一季度至 2008 年三季度，2010 年一季度至 2014 年四季度，2015 年三季度至 2016 年一季度。

## 二、不同货币环境下的银行间债市和同业拆借市场走势

以中债新综合净价指数代表银行间债市走势，以银行间 7 天质押式回购加权利率代表银行间拆借市场走势。理论上来说，货币环境宽松时，流入银行间债券市场和（或）银行间拆借市场的货币增加，中债新综合净价指数走高、7 天质押式回购加权利率走低；反之，货币环境紧张时，流入银行间债券市场和（或）银行间拆借市场的货币减少，中债新综合净价指数走低、7 天质押式回购加权利率走高。我们考察了 2002 年至 2016 年不同货币环境下的银行间债券市场和银行同业拆借市场走势，发现绝大多数情况下都符合上述理论规律。

### （一）货币环境宽松期

**2002 年上半年。**中债新综合净价指数自 2002 年初一直上涨至五月底，六月份有所回调，2002 年上半年总体看上涨的。银行间 7 天质押式回购加权利率自 2002 年初至 2 月中旬

维持在 2.13-2.14%之间，此后至 3 月底一路回落到略超过 1.95%左右，4-6 月份保持在 1.945-1.955%之间，2002 年上半年总体看是回落的。

**2004 年二季度至 2005 年三季度。**中债新综合净价指数 2004 年二季度保持震荡，从 2004 年三季度一直上涨到 2005 年三季度，2005 年四季度震荡回调，该期间总体是上涨的。银行间 7 天质押式回购加权利率 2004 年 4-7 月份以 2.3%为中枢水平横盘震荡，此后至 2005 年 5 月底一路震荡下行至 1.1%上下，2005 年 6-9 月份以 1.2%为中枢水平横盘震荡，该期间总体是下行的。

**2008 年四季度。**中债新综合净价指数延续了 2008 年 9 月初启动的上涨走势直到 2008 年底，2008 年四季度总体是上涨的。银行间 7 天质押式回购加权利率由 2008 年 10 月初的 3.5%左右一路下行到年底的 1%，2008 年四季度总体是下行的。

**2010 年上半年。**中债综合新净价指数从 2010 年初上涨至五月中旬，此后至六月底保持震荡走势，该期间总体是上涨的。银行间 7 天质押式回购加权利率中枢水平从 2009 年四季度的 1.45%左右上升到 2010 年 1-4 月份的 1.7%左右，此后至 6 月底震荡上行至 2.8%上下，该期间总体是上行的。

**2011 年三季度至 2012 年四季度。**中债新综合净价指数

从 2011 年九月初至 2012 年五月底震荡上行，2012 年 6-8 月份下行，此后至年底保持震荡走势，该期间总体是上涨的。银行间 7 天质押式回购加权利率 2011 年下半年围绕 4% 中枢水平波动，2012 年上半年围绕 3.5% 的中枢水平波动，2012 年下半年中枢水平进一步小幅回落到 3.25% 左右，该期间总体是下行的。

**2014 年一季度至 2015 年二季度。**中债新综合净价指数从 2014 年年初上涨到 9 月底，此后至 2015 年 6 月底保持震荡走势，该期间总体是上涨的。银行间 7 天质押式回购加权利率从 2014 年初的 5% 左右回落到三月上旬的 2.5% 左右，此后震荡上行至 7 月中旬的 4% 左右，至 9 月底再次下行至 3%，此后至 2015 年 2 月底震荡上行至 5% 左右，至 5 月下旬一路下行至 2% 左右，6 月底再次上行至 3% 左右，该期间总体呈宽幅震荡下行走势。

## **（二）货币环境紧张（或中性）期**

**2002 年三季度至 2004 年一季度。**中债新综合净价指数延续了 2002 年 6 月初开始的震荡下行趋势，至 2014 年 3 月底，该期间债市总体是下跌的。银行间 7 天质押式回购加权利率自 2002 年 7 月初至 2003 年 7 月底以 2.1% 为中枢、在 1.9-2.3% 的区间内窄幅震荡，2003 年 8 月初至 2004 年 3 月底以 2.6% 为中枢，在 1.9-3.3% 的区间内宽幅震荡，该期间利

率中枢水平是上行的。

**2005 年四季度至 2008 年三季度。**中债新综合净价指数从 2005 年 10 月初震荡下行至 2007 年 10 月底，此后至 2008 年 8 月底横盘震荡，2008 年 9 月再次上行，该期间债市总体是下跌的。银行间 7 天质押式回购加权利率的中枢水平则由 1% 一路抬升至 3.2% 左右。

**2009 年全年。**中债新综合净价指数从 2009 年初震荡下行至十月中旬，此后窄幅震荡，该期间债市总体是下跌的。银行间 7 天质押式回购加权利率 1-5 月份保持在不足 1% 的水平，7 月中旬回升到 1.5%，此后至年底以 1.5% 为中枢水平横盘震荡，该期间总体是上行的。

**2010 年三季度至 2011 年二季度。**中债新综合净价指数 2010 年 7-8 月呈震荡走势，从 9 月初开始下跌至 11 月底，自 2010 年 12 月初至 2011 年 4 月底横盘震荡，2011 年 5-6 月份再次下跌，该期间总体是下跌的。银行间 7 天质押式回购加权利率 2010 年 7 月初至 11 月中旬维持在 2% 上下，此后至 2011 年元月底宽幅振荡上行至 8% 以上，至 3 月底下行至 2% 左右，此后至 6 月底再次上行至 7% 上下，该期间总体是上行的。

**2013 年全年。**中债新综合净价指数 2013 年 1-5 月份小幅上涨，自 6 月初至年底震荡下跌，该期间债市总体是下跌

的。银行间 7 天质押式回购加权利率 1-4 月份保持在 3% 上下，5-6 月份急剧反弹至 8% 以上后回落到 4%，此后至年底以 4% 为中枢水平震荡，该期间总体是上行的。

**2015 年三季度至 2016 年二季度。**中债新综合净价指数 2015 年下半年震荡上行，2016 年 1-5 月份震荡下行，5-7 月份再次上行，该期间债市总体是上行的。该期间银行间 7 天质押式回购加权利率以 2.4% 为中枢水平横盘震荡，无明显上行或下行趋势，但相比 2015 年上半年出现了明显回落。

### **（三）对两个例外情形的解释**

与理论规律不一致的时期有两个，即 2010 年上半年以及 2015 年三季度至 2016 年二季度。

**2010 年上半年。**银行间市场货币环境偏松，虽然债市上涨，但银行间回购利率上行。原因之一，这一阶段银行理财业务（主要是银信合作下的信托贷款）发展对债市和同业拆借利率的不利影响<sup>3</sup>，部分抵消了银行间市场货币环境宽松的有利影响；原因之二，经过 2009 年一整年的下跌，债市相对吸引力上升，银行机构按照信贷、债券、同业的次序优先配置债券资产，而同业拆借市场流动性则由于法定存准率多次

---

<sup>3</sup> 银行存款转为银行理财产品意味着整个银行体系的“缩表”——资产和负债方扩张速度的放缓。资产方的收缩意味着整个银行体系对同业回购、债券等资产的需求减少，负债方（尤其是作为法定准备金缴存基数的一般性存款）收缩意味着超额准备金上升、对同业回购和债券等资产的配置需求上升。因此，银行理财业务发展对同业回购利率和债市的影响就取决于哪一种力量更大。理论上来说，负债方收缩对同业回购和债券需求的上升（减少的法定准备金规模）要小于资产方收缩、对同业回购和债券需求的下降（流失的一般性存款规模），可能抬升同业拆借利率、压低债市。



上调和央票发行而收紧，最终导致债市上行和同业拆借利率上行同时发生。

**2015 年三季度至 2016 年二季度。**这一阶段银行间市场货币环境处于紧张（中性）期，再加上同期银行理财业务发展对同业拆借利率和债市可能产生的不利影响，同业拆借利率上行而债市下行应该是大概率事件。但实际走势与理论预期完全相反：债市上行、银行间回购利率下行。究其原因，可能是这期间银行理财产品大量投资于债券市场和货币市场，反而最终压低了同业拆借利率、并推动债市上行。截至 2015 年底，银行业金融机构理财资金账面余额 23.5 万亿元，较 2014 年底增加 8.48 万亿元，增幅为 56.46%，理财产品投资于债券及货币市场工具的资金量占投资总额的 51%。截至 2016 年 6 月底，理财资金账面余额 26.28 万亿元，较 2016 年年初增加 2.78 万亿元，增幅为 11.8%，理财产品投资于债券的资金量占投资总额的 40.4%。

### **三、不同货币环境下的股市和房市走势**

理论上来说，在货币环境宽松期，随着货币流向股市和房市，股市会上涨，房市涨幅会扩大；在货币环境紧张（或中性）期，随着货币流出股市和房市，股市会盘整或下跌，房市涨幅会缩小或出现房价下跌。我们考察了 1995 年至 2016 年期间不同货币环境下的股市和房市走势，发现情况并非完

全这样。在货币环境宽松期，既存在股市上涨以及房价涨幅扩大的案例，也有股市下跌和房价涨幅缩小并存的情形；而在货币环境紧张（中性）期，虽然股市下跌和房价涨幅缩小并存的案例更多，但也有股市上涨和房价涨幅扩大的情形。究其原因，货币环境宽松的实质是，信贷投放的新增货币通过实体经济的生产 and 分配活动增加了个人和非金融企业所持有的货币，未被实体经济活动所吸收的那部分新增货币可在股票、房产、银行存款三类主要资产之间进行配置，但究竟配置哪一种资产，取决于个人和非金融企业的风险偏好以及股市和房市的吸引力。货币环境紧张（中性）的实质是，通过信贷投放新增的货币不足以或仅可以勉强满足实体经济活动的新增货币需求，可配置于股市、房市以及银行存款的增量货币减少了，但存量货币（个人和非金融企业已持有的货币资金）可能因风险偏好上升等原因流向股市和房市，进而抵消增量货币减少的影响并导致货币结构的变化。下面我们分别说明和分析。

### （一）货币环境宽松期

1995 年四季度至 1996 年三季度。该期间上证综指“先跌后涨再高位横盘震荡”，最后一个月上证综指平均点位相比第一个月上涨 11.9%<sup>4</sup>，股市波动较大但总的看是上涨的。股

---

<sup>4</sup> 以该期间第一个月和最后一个月的上证综指每日收盘点位的算术平均值来计算。

市上涨与货币环境宽松是一致的，而上证综指呈现的“先跌后涨再高位横盘震荡”的动态特征可能是宽松货币环境下风险偏好波动的结果，解释如下：上证综指自1995年二月份阶段性底部至八月份上涨了大约33.3%，并自九月初开始向下调整；这意味着货币环境虽自四季度开始宽松，但由于面临当时下降的市场风险偏好，非金融企业及个人可能并不会将新增的多余货币投入到股市中，四季度股市延续了九月份开始的下跌走势。但随着上证综指在1996年一、二月份再次跌至阶段性底部，市场风险偏好可能开始回升，此时宽松的货币环境进一步助推了股市上涨并将其维持在高位。可作为佐证的是，准货币增速虽自1996年一、二月份开始有所回落，但截至1996年九月份仍保持在9个百分点以上<sup>5</sup>。这说明个人储蓄存款和非金融企业定期存款增速较高，客观上有配置高风险资产的需求，此时风险偏好上升可能刺激了部分新增货币流入股市。

**2002年三季度至2003年四季度。**该期间上证综指呈现“下跌-反弹-再跌-再反弹”走势，最后一个月上证综指平均点位相比第一个月下跌13.2%；住宅销售价格指数同比涨幅由2002年三季度的3.7%左右上升到2003年四季度的接近7%。如何解释货币环境宽松背景下的股市下跌与房价涨幅扩大这

---

<sup>5</sup> 以M2与M1增速差来间接衡量准货币增速。自1996年一、二月份开始，可能由于通胀处于高位产生的货币交易需求、持币待购行为以及存款实际收益率的下降，M1增速不断上升，M2增速不断下降，带动M2与M1增速差的持续回落。

一似乎彼此矛盾的现象？简单来说，就是宽松货币环境下的新增货币可在股市、房市以及银行存款这三大类资产之间进行分配，这一时期的新增货币可能大多数没有流向股市，而是一部分流向了房市，剩余部分则以银行存款这一传统的低风险金融资产形式存在。股市吸引力之所以下降（进而导致新增货币未能大量流入股市），一是此前股市自 2001 年 5-6 月份的历史高点急剧下滑对投资者情绪有较大影响；二是 2002-03 年证券监管力度开始加大，股市风险偏好始终较低。货币之所以流入房市、进一步推动房价涨幅扩大，一是 2002 年是住房商品化改革启动后的刚刚第四个年头，住宅刚性需求很旺；二是住宅待售面积同比增速由 2002 年前七个月的 12.3% 下滑至 2003 年前三季度的 7.9%，住宅库存的下滑暗示着住宅市场供不应求，叠加期间房价涨幅的扩大，进一步刺激了住宅需求的释放。除了主要流向房市外，新增货币的剩余部分可能主要以银行存款形式存在，表现为：主要受个人存款增幅和单位定期存款增幅同步增加的影响，准货币（M2-M1）增速由 2002 年二季度末的不到 15% 回升到 2003 年四季度末的 20% 以上。

**2006 年一季度至四季度。**该期间上证综指呈现“上涨-横盘震荡-再上涨”走势，最后一个月平均点位相比第一个月大涨 88.3%；70 大中城市新建住宅价格指数同比涨幅呈现先

缩小后扩大再缩小的形态，大体稳定在 6.5%这一高位水平上下波动。股市大涨以及房价涨幅处于高位并存，暗示着这一阶段宽松货币环境下的新增货币更多流向股市和房市，而非传统的低风险银行存款。新增货币流入股市，可能与股市吸引力上升有关：一是截止 2005 年底，经过近 20 个季度的向下调整，上证综指相比 2001 年 5-6 月的历史高点下跌了 50% 以上，在 1100 点左右徘徊，可能已处于跌无可跌区间；二是股权分置改革顺利推进，加之资本市场改革和监管等各项政策的逐步落地，投资者信心开始增强。而新增货币流入房市，使房价涨幅处于高位，仍与刚性购房需求旺盛、住宅市场供不应求有关。可作为佐证的是，住宅待售面积由 2006 年一季度同比增长近 20%回落到 2006 年全年同比下滑 2.3%。而这一阶段宽松货币环境下的新增货币不仅很少配置到银行存款中，还存在“存款搬家”逆向流入股市和房市的可能，表现为：个人存款增速和单位定期存款增速分别由 2005 年底的 18%和 31.1%回落到 2006 年底的 14.6%和 16.7%<sup>6</sup>，其他金融性公司（证券公司、保险公司、基金管理公司等）的存款同比增速则由 2005 年底的不到 17%猛增至 2006 年底的 166%。

**2008 年四季度至 2009 年四季度。**该期间上证综指呈现“横盘振荡-上涨-下跌-再反弹”走势，最后一个月平均点位

---

<sup>6</sup>主要受个人存款增幅和单位定期存款增幅同步增加的影响，准货币（M2-M1）增速由 2005 年底的 21.8%回落到 2006 年底的 14.7%。

相比第一个月大涨 66.5%；70 大中城市新建住宅价格指数同比涨幅呈现“涨幅缩小-跌幅扩大-跌幅缩小-涨幅扩大”的 U 型形态，由 2008 年 10 月份同比上涨 1.8%回升到 2009 年 12 月份同比上涨 9%以上。单位定期存款增幅和个人存款增幅均先上升后回落，单位定期存款增幅由 2008 年三季度末的 25.7%上升到 2009 年四季度末的 37.8%，个人存款则由 2008 年三季度末的 20.9%近乎持平于 2009 年四季度末的 19.5%；其他金融性公司（证券公司、保险公司、基金管理公司等）的存款则由 2008 年三季度末的同比下跌 40.7%猛增至同比增加 71.6%。这可能说明以下两点：一是由于该期间货币环境极度宽松，新增的大量货币不仅流向股市和房市，也有一部分被动配置于银行存款形式，表现为单位定期存款增幅回升以及个人存款增幅处于高位；二是受股市大涨的影响，部分存量货币流入股市，表现为个人存款增幅持平以及其他金融性公司存款增幅飙涨并存。除了宽松货币环境的推动力之外，股市和房市自身的吸引力上升也是货币流入股市和房市的原因。就股市而言，一是上证综指自 2007 年 10 月份的历史高点至 2008 年 10 月份的阶段性低点已向下调整了 60%以上，估值处于相对低位；二是极度宽松的货币和财政政策逆转了投资者对宏观经济和企业盈利的悲观预期、提升了市场风险偏好。就房市而言，当时实行的下调首付款比例、下调房地产贷款

利率等一系列稳定房地产市场的政策，再一次使前期因房地产调控被压抑的购房需求（包括很大一部分投机性购房需求）被释放出来，新增居民户中长期贷款（主要是购房贷款）增速由2009年一季度的不足50%狂飙至2009年前十个月的270%以上，房地产消费贷款的投放直接推升了房价涨幅的扩大。

**2015年一季度至2016年一季度。**该期间上证综指呈现“窄幅横盘震荡-大幅上涨-大幅下跌-宽幅横盘震荡”走势，最后一个月平均点位相比第一个月下跌11.7%；70大中城市新建住宅价格指数同比涨幅呈现“跌幅扩大-跌幅缩小-涨幅扩大”的J曲线形态，由2015年元月份同比下跌5%以上回升到2016年3月份同比上涨接近3%。在货币宽松的背景下，股市下跌与房价涨幅扩大并存，可能有以下几方面原因：第一、该期间货币环境的宽松程度（以新增人民币贷款与名义GDP增速差来衡量）要远低于此前几个阶段（详见图2），属于温和宽松<sup>7</sup>，股市和房市更容易“此消彼长”，很难同步上涨。第二、受货币环境温和宽松和“储蓄存款搬家”的共同影响，该期间房价由同比下跌转向同比上升。一方面，新增个人购房贷款增速由2015年一季度的16.1%猛增至2016年一季度的75%以上<sup>8</sup>，不仅直接推高房价涨幅，同时也表现为

---

<sup>7</sup> 这期间部分新增人民币贷款可能用于偿还债务和流向海外，资产市场实际的货币环境可能比数据显示的宽松程度要更加温和。

<sup>8</sup> 其他口径数据也佐证了个人购房贷款的飙涨。个人按揭贷款是房地产开发资金来源主要来源之一，这部分资金由2015年一季度同比增长1%猛增到2016年一季度同比增长46%以上。以个人购房贷款为主的居民户中长期贷款同比增幅由2015年一季度的不足9%猛增至2016年一季度的60%以上。进一步看，个人贷款

货币环境的宽松，我们因此也易从数据上观察到这一阶段货币环境宽松与房价涨幅扩大并存的现象。另一方面，个人存款增幅由 2015 年 1-2 月份的 9.9% 下滑到 2016 年 3 月末的 7.7%，相比 2013 年五月末的历史高点（25%）更是有大幅下滑；而同时，可能由于房地产开发商活期存款的快速增加，M1 同比增速则由 2014 年底的 3.2% 大幅回升至 2016 年三月末的 22.1%。储蓄存款“搬家”可能也助推了房价涨幅的扩大。

第三、在货币环境温和宽松的背景下，风险偏好的变化导致股市先涨后跌。在 2014 年四季度股市大涨、杠杆资金入市、改革牛预期强烈的共同刺激下，市场风险偏好明显回升，宽松货币环境下的新增货币更多流入股市，推动了 2015 年上半年的股市大涨；但在“股灾”之后，市场风险偏好变得极低，尽管货币环境继续保持宽松，但新增货币也不会流入股市，而是更愿意流入房市或以低风险的银行存款形式存在。与这一期间新增货币流入、流出股市的动态变化相一致，其他金融性公司（证券公司、保险公司、基金管理公司等）的存款增速由 2015 年 1-2 月份的平均 33% 回升至 2015 年 5 月末的 63.5%，再次回落至 2016 年三月末的 24.4%。

---

放量与房地产去库存背景下的房地产调控政策放松、受压抑的购房需求得到释放以及前期房价下跌使房产相对其他资产的相对吸引力上升等因素有关，从 2014 年九月至 2015 年十月，70 大中城市新建住宅价格指数经历了十四个月的同比下跌。



## （二）货币环境紧张（中性）期

1996年四季度至2002年二季度。该期间上证综指呈现“窄幅横盘震荡-上涨-宽幅横盘震荡-上涨-下跌-窄幅横盘震荡”走势<sup>9</sup>，期间最后一个季度平均点位相比第一个季度上涨62.3%<sup>10</sup>；住宅销售价格指数同比涨幅呈现先缩小后震荡扩大的形态，由1998年一、二季度同比平均下跌0.6%回升到2002年一、二季度平均同比上涨4.3%（图3）。这近六年时间可进一步细分为：股市下跌（盘整）和房价涨幅回落并存期（1998年二季度至1999年二季度）、股市上涨和房价涨幅扩大并存期（1999年三季度至2001年二季度）、股市下跌和房价涨幅扩大并存期（2001年三季度至2002年二季度）。在这近六年的货币环境紧张（中性）期，不仅总体看股市是上涨的、房价涨幅是扩大的；而且股市上涨和房价涨幅扩大的并存期也长达八个季度。这是与理论规律相矛盾的，可能有两方面原因：第一、货币环境可能没有那么紧，甚至是偏宽松的。由于缺少新增人民币贷款数据，我们使用人民币贷款余额增速与新增人民币贷款增速之间的历史关系推断认为这一期间货币环境是偏紧的。第二、虽然新增货币是偏少的，但其他原因导致存量货币流入股市和房市。就股市来说，从1998年开始，证券投资基金成为新的股市投资渠道，可能导

<sup>9</sup> 1996年四季度横盘震荡，1997年1-4月份上涨，1997年5月份至1999年一季度横盘震荡，1999年二季度至2001年二季度上涨，2001年三至四季度下行，2002年上半年横盘震荡。

<sup>10</sup> 若以该期间第一个月和最后一个月的上证综指日度点位的算术平均值来计算，则上证综指上涨65.65%。

致此后一段时间市场风险偏好发生变化，个人储蓄存款通过证券投资基金形式进入股市，使得股市在货币环境偏紧的情况下出现上涨。就房市来说，1998年刚刚启动房地产市场化改革，被压抑的刚性需求旺盛，而商品房供给不足，导致个人储蓄存款搬家进入房市，推动房价涨幅在偏紧的货币环境下几乎一路走高。个人储蓄存款进入房市的一个间接证据是，房地产开发资金来源中的定金和预收款增速维持在高位，大多数情况下保持在30%以上（图4）。

图3 住宅价格涨幅与上证综指（1996Q4-2002Q2）

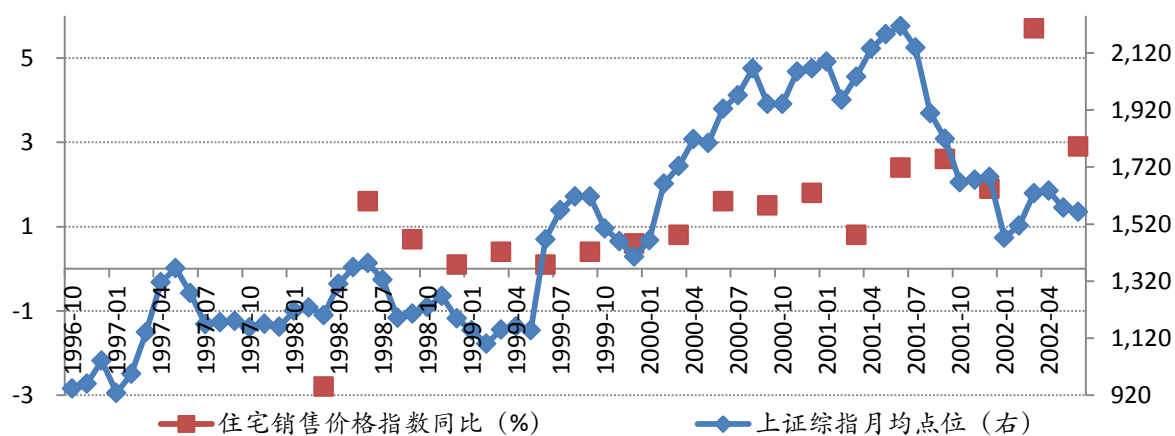
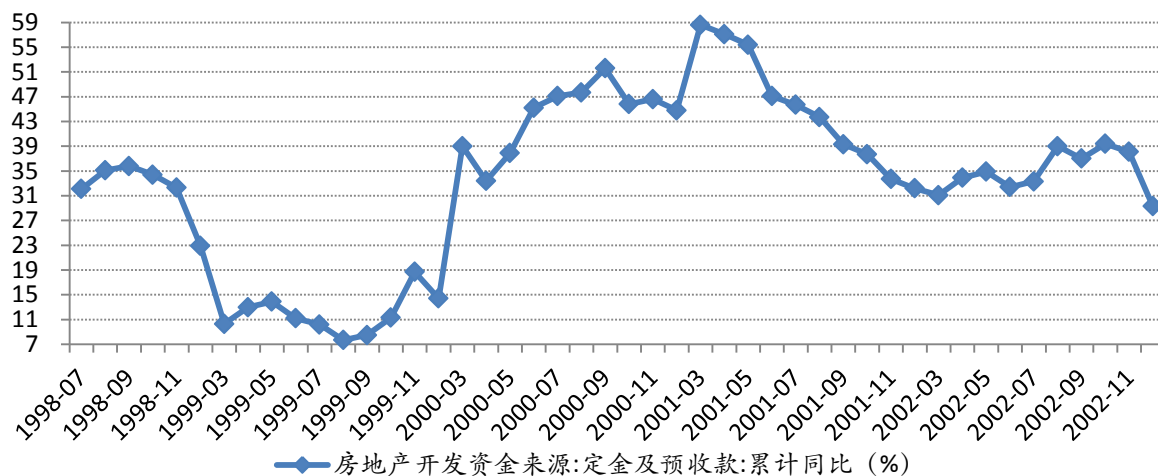


图 4 房地产开发资金来源中的定金及预收款增速



**2004 年一季度至 2005 年四季度。**该期间上证综指呈现“上涨-下跌-宽幅横盘震荡”走势，期间最后一个月平均点位相比第一个月下跌 29.2%；住宅销售价格指数同比涨幅先上升后回落，从期初的 9%左右小幅回落到期末的 7.5%上下。货币环境紧张，导致流入股市和房市的新增货币减少，可能是这期间股市下跌和房价涨幅回落并存的主要原因。进一步看，可能有其他因素（如部分存量货币流入、风险偏好回升）抵消了货币环境偏紧的影响，使得股市在 2004 年初至三月中旬期间仍延续了 2003 年十一月中旬开始的触底反弹走势，使得房价涨幅在 2004 年一季度至四季度仍趋于扩大<sup>11</sup>。但从整个期间来看，可能偏紧的货币环境仍发挥了主导作用，股市总体看是下跌的、房价涨幅总体看是回落的。

**2007 年一季度至 2008 年三季度。**该期间上证综指呈现

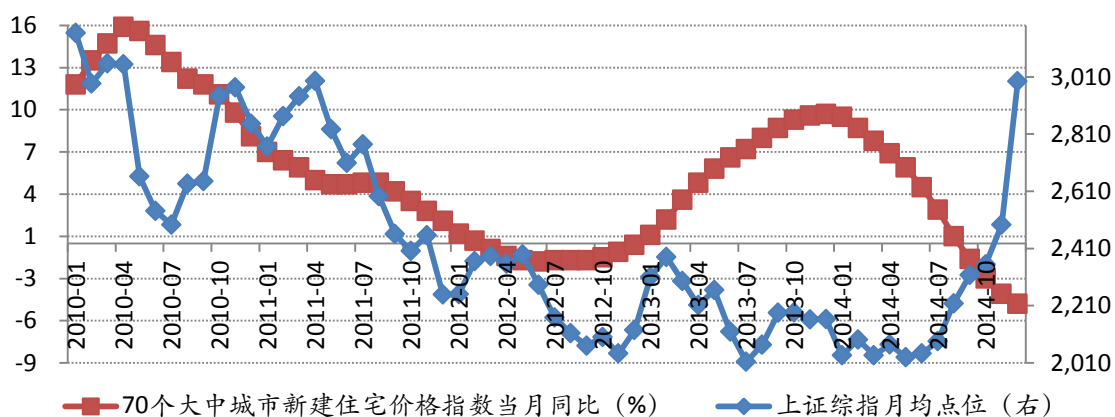
<sup>11</sup> 房价涨幅自 1999 年二季度开始呈不断扩大的趋势，直至 2004 年四季度阶段性见顶开始收窄。

先单边上涨(2007年初至2007年十月初)、后单边下跌(2007年十月初至2008年九月末)的倒V型形态,2007年10月初达到最高点位,期间最后一个月平均点位相比第一个月下跌23.2%;70大中城市新建住宅价格指数同比涨幅呈现先逐月扩大后逐月收窄走势,由2007年元月份同比上涨6.1%回落到2008年9月份同比上涨3.9%。货币环境紧张(中性)与房价涨幅回落是一致的,也与股市在这期间总体下跌相一致。而在货币环境紧张的大背景下,2007年前三季度股市之所以出现单边大涨,很可能是由于2006年的牛市催生了投资者的乐观预期,提升了风险偏好,“存款搬家”流入股市,抵消了货币环境紧张(中性)产生的资金流出效应。此后,股市大跌,流出股市的资金更多以银行存款形式存在。上述动态变化的一个间接证据是:个人存款同比增速由2006年底的14.6%下滑至2007年九月末的6.9%,单位定期存款同比增速由2006年底的16.7%下滑至2007年五月末的12.6%,其他金融性公司存款增速则由2006年底的166.5%增加至2007年底的277%;此后,个人存款增速回升至2008年九月底的20.9%,单位定期存款增速回升至2008年九月底的25.7%,其他金融性公司存款增速则大幅回落至2008年九月底的-40.7%。

**2010年一季度至2014年四季度。**上证综指呈现“下跌-反弹-震荡下跌-小幅反弹-震荡下跌-横盘震荡-急剧上涨”走

势，期间最后一个季度平均点位相比第一个季度下跌14.1%<sup>12</sup>；70大中城市新建住宅价格指数同比涨幅呈现“涨幅扩大-涨幅收窄-跌幅扩大然后收窄-涨幅再次扩大-涨幅再次收窄-跌幅再次扩大”的周期性波动下行特征，由2010年元月份同比上涨11.3%回落到2014年12月份同比下跌4.3%（图5）。

图5 住宅价格涨幅与上证综指（2010Q1-2014Q4）



这四年可进一步细分为：股市下跌（盘整）和房价涨幅扩大并存期（2010年一季度和2013年二至十二月份）、股市下跌（盘整）和房价涨幅收窄（跌幅扩大）并存期（2010年二季度、2011年二季度至2012年三季度、2014年上半年）、股市上涨和房价涨幅扩大并存期（2012年十二月份至2013年二月份）、股市上涨和房价涨幅收窄（跌幅扩大）并存期（2010年七月份至2011年四月份、2014年下半年）。显然，在这四年的货币环境紧张（中性）期，不仅总体看股市下跌与房价

<sup>12</sup> 若以该期间第一个月和最后一个月的上证综指日度点位的算术平均值来计算，则上证综指下跌5.35%。

涨幅回落，而且很少发生股市上涨和房价涨幅扩大（跌幅收窄）并存的情况，股市和房市大多呈现同步回落或“此消彼长”状况。其原因可能在于，由于这期间股票和房产相对吸引力的变化，新增货币配置到股市和房市的比例也随之变化，同时对存量货币的吸引力也在发生变化，从而导致股市和房市同步回落或“此消彼长”。以 2011 年二季度至 2012 年三季度为例，伴随股市下跌和房价涨幅回落，新增货币可能很少流入股市和房市，股市和房市对存量货币的吸引力可能也在下降，货币更多配置到银行理财以及非标资产中，表现为其他金融性公司存款增速由 2011 年二季度末的同比下跌 34.6% 猛增至 2012 年三季度末的 625.4%。