

结构性货币政策工具支持资本市场效能研究^{*}

王 曦, 杨 焱

摘 要:中国人民银行于2024年9月24日宣布创设证券、基金、保险公司互换便利(SFISF)与股票回购增持再贷款两项结构性货币政策工具,旨在促进资本市场健康稳定发展。本文采用事件研究法和结构性模型,评估其对市场流动性、投资者信心和资产价值的影响。研究发现:短期内市场流动性、投资者信心和资产价值出现显著提升;在中长期,投资者信心呈现异质性,散户信心提振但机构投资者却趋于谨慎,同时市场流动性水平和资产价值仍存在结构性瓶颈。本研究首次揭示了资本市场支持型结构性货币政策工具的传导机制及其非对称效应,并就政策设计、预期管理和资本市场基础制度建设三方面提出优化建议。

关键词: 结构性货币政策; 资本市场; 事件研究法; 结构突变模型; 结构方程模型

DOI:10.11714/jysu.sse.202605019

一、引 言

近年来,中国资本市场面临流动性不足、投资者信心低迷等挑战,限制了其支持经济增长的功能并对金融稳定性构成威胁。党的二十届三中全会明确提出“促进资本市场健康稳定发展”^①,并要求“建立增强资本市场内在稳定性长效机制”^②。2024年9月24日,中国人民银行(以下简称“人行”)宣布创设证券、基金、保险公司互换便利(SFISF)和股票回购增持专项再贷款两项工具^③。这是人行首次创设直接支持资本市场的结构性货币政策工具,旨在提升市场流动性,增强投资者信心,促进资本市场价值回归。

两项结构性工具的出台为资本市场注入了新的政策能量,但其效能尚未得到充分检验。本研究聚焦三个核心问题:(1)上述工具是否有效提升了资本市场流动性?(2)是否增强了投资者信心?(3)是否有效提升了资产价格与市场价值规模?本文通过实证评估这些工具的效能,有助于丰富货币政策传导机制研究,也为政策制定者完善工具设计提供参考。

后文安排如下:第二部分回顾相关文献;第三部分说明政策背景、影响机制与理论假说;第四部分为研究设计与数据;第五部分呈现实证结果;最后是结论与政策建议。

^{*} 收稿日期:2025—07—20

基金项目:国家自然科学基金重点项目“结构性货币政策的理论与评估”(72133006)

作者简介:王 曦,中山大学岭南学院、中国转型与开放经济研究所(广州 510275);

杨 焱(通讯作者),广州航海学院数字经济与贸易学院(广州 510725)。

①② 《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》,北京:人民出版社,2024年,第20,20页。

③ 人行及相关部门当天还同步推出了降准降息等其他宏观调控措施。

二、文献综述

我国结构性货币政策是经济发展进入新常态后,人行针对经济发展薄弱环节和重点领域定向增加其融资可得性或提供流动性支持的一种结构性调控措施。与常规总量工具不同,结构性(非常规)货币政策工具通过对总量工具的结构化处理实现定向调节功能,从全球看,其推出主要源自2008年国际金融危机爆发后常规工具难以有效维持金融稳定的困境驱动。

2008年国际金融危机促使欧美央行创新定向流动性工具,如美联储定期证券借贷便利(TSLF)、定向拍卖便利(TAF)和欧洲央行定向长期再融资操作(TLTROs)等,以应对挑战。相关研究表明,这类工具在危机时期总体缓解了市场压力,但其效果受工具设计、市场结构和政策传导效率影响有所差异(Fleming et al., 2010; Taylor & Williams, 2009; Balfoussia & Gibson, 2016)。SFISF和股票回购增持再贷款借鉴了TSLF等工具的市场化机制,但其定向聚焦资本市场的特点在欧美文献中尚无直接对标。

中国自2013年起逐步推出结构性货币政策工具,相关研究多认为此类工具能够精准调控资金流向特定领域,缓解经济结构性问题,有较为明显的效果(彭俞超和方意, 2016; 楚尔鸣等, 2025)。也有不少学者认为其由于货币黏性、信息不对称和经济体制性矛盾等各种原因难以调结构,还容易加大结构性扭曲和降低宏观调控政策的有效性,导致效果不如预期(王曦等, 2017; 刘琦和董斌, 2019)。

对于支持资本市场的两项专属工具,相关研究尚处于起步阶段。熊启跃和闫永佳(2024)对比了SFISF与发达国家互换便利的运行机制差异;明明(2024)从操作方式、创设原因等方面对SFISF进行了解读;朱萃(2025)分析了股票回购增持再贷款对上市公司和资本市场的影响;姚泽宇和周东平(2025)对再贷款工具的实施效果进行了描述性分析并提出优化建议。这些文献主要集中于政策解读和定性分析,缺乏系统的实证研究。

本文尝试弥补相关的研究短板,可能的贡献主要体现在以下三个方面:

首先,本文率先对两项政策工具的市场效应进行实证评估,填补了针对资本市场的结构性货币政策工具市场效果实证分析的空白,拓展和丰富了中国结构性货币政策效应研究。

其次,传统研究多采用单一方法(如事件研究法)分析政策短期效应,较少关注中长期结构性变化。本研究通过多方法联合应用,从短期冲击和中长期趋势两个维度分析政策效应,弥补了单一方法在多政策叠加场景下的局限性,增强了研究方法的科学性和稳健性。本研究为评估货币政策的市場效应提供了更全面的分析框架,可推广至其他结构性政策研究。

最后,研究发现政策公告短期内伴随市场流动性、投资者信心与总体价格水平的显著上升,但在长期内未能持续,流动性效应更强于信心和估值提升效应,且不同市场参与者(机构 vs. 散户)及板块(大盘 vs. 中小盘)反应存在异质性。研究揭示了政策组合背景下两项工具在时间维度和市场主体间的非对称性效应,也揭示了两项工具可能通过流动性及信心渠道传导的机制特征,为精准政策设计提供了微观依据,深化了对货币政策传导机制的理解。

三、政策背景、影响机制与理论假说

(一)政策背景

1. 证券、基金、保险公司互换便利(SFISF)

SFISF是我国首个直接支持资本市场的结构性货币政策工具,旨在通过资产置换提升金融机构流动性,增强资本市场活力。符合监管条件的证券、基金、保险公司可将其持有的高风险低流动性资产(如债券、股票ETF、公募REITs等),按一定折扣率向人行置换国债、人行票据等高流动性资产。操作上,人行委托公开市场业务一级交易商公开招标确定互换费率,中标机构以合格质押品换取高流动性资产

后在银行间市场进行回购融资,资金专用于股票及ETF投资和做市。SFISF首期额度5000亿元,互换期限为1年,可提前到期或申请展期。质押品范围广,且折算率最高达90%,体现政策灵活性与市场化特征(姚泽宇和周东平,2025)。

2. 股票回购增持再贷款

股票回购增持再贷款则是一种特殊的专项再贷款方式,属于阶段性结构性货币政策工具,通过低成本再贷款引导金融机构向上市公司及其主要股东发放专项贷款,支持股票回购和增持,优化资本结构,提升市场信心。操作上,上市公司和主要股东开立专用证券账户,向21家金融机构申请贷款,金融机构审核放款后以合格资产质押向人行申请再贷款,人行在审核通过后按贷款本金100%发放。机制设置也比较宽松。首期额度3000亿元,年利率1.75%,期限1至3年,上市公司和主要股东借助该政策实际贷款利率约2%,融资比例最高90%,资金专款专用,有效激励市值管理(朱萃,2025)。

(二)影响机制

1. 市场流动性影响

从流动性传导看,SFISF通过资产置换优化非银金融机构资产负债表,缓解流动性约束,降低融资成本,提升市场交易能力;股票回购增持再贷款通过低成本资金注入激励上市公司及其主要股东回购增持,增加市场资金流入。两项工具分别从资产置换和流动性注入两个维度提升市场活跃度与深度。

2. 投资者行为影响

从投资者信心看,SFISF以市场化机制彰显人民银行维护金融稳定的政策承诺,再贷款以企业回购增持释放管理层对公司价值的信心信号,两者通过信号传递降低信息不对称、缓解悲观预期,共同推动风险偏好修复。

3. 资产价值影响

对于资产价值,目前学界共识的传导链条是:制度和政策构成背景和底层,信心是根基,预期是传导中枢,风险偏好反映投资行为与力度,资产价格则是传导的结果。同时,流动性注入通过供求定价机制提升市场投资需求与资产估值,与信心效应构成政策传导的主客观双重渠道。政策信号并不必然线性地转化为流动性改善、信心与风险偏好的提升,其传导效果依赖于政策工具属性、实施约束及市场预期结构等多重因素。在我国制度背景下,市场主体已对宏观调控形成稳定预期,构成信心“存量基础”,单纯的政策表态难以显著改变风险偏好。相较于过往政策,本次政策信号能突破存量预期,带来边际“信心增量”及风险偏好改善,主要体现在两个方面:

一是本次为定向流动性支持机制。SFISF和股票回购增持再贷款是人行首次创设的专属资本市场政策工具,明确要求通过工具获得的流动性必须专项用于股票、股票ETF投资或回购增持,人行对资金流向严格监管。这一硬约束在全球范围内尚属首例,从制度上强化了资金进入资本市场的可预期性,极大降低了“资金空转”或流向低风险资产的可能性。

二是政策目标的明确性与持续性预期。相较于以往间接支持资本市场的宏观政策,该类工具首次直接锚定资本市场稳定目标,强化了政策对资本市场的关注与承诺,从而在边际上提升投资者对资本市场下行风险的容忍度。

综上,人行首次设立资本市场结构性货币政策工具,表明了稳定资本市场的政策决心。SFISF和股票回购增持再贷款分别通过流动性置换与注入机制提升市场投资需求,推动资产价值重估,有助于构建资本市场内在稳定机制,但实际效果需结合市场环境进一步验证。

4. 结构模型分析视角

根据以上分析,为揭示结构性货币政策工具作用于资本市场的内在传导机制,本文引入结构方程模型(SEM)的分析视角,构建如下结构路径和逻辑链条,以刻画政策影响资本市场运行的动态关系:

政策干预→中介变量(市场流动性、投资者信心)→结果变量(资产价值)

该结构路径在同一框架中可同时刻画:(1)直接效应(政策→价格);(2)间接效应(政策→流动性/信心→价格);(3)总效应=直接效应+间接效应。市场流动性反映了资金层面的市场运作效率,投资者信心反映了行为层面的预期调整,两者分别代表政策作用的资金传导与心理传导路径。需要说明的是,SEM中的“直接效应”是模型在控制中介变量后的统计残差,用于捕捉未被观测或未显式建模的其他影响,并非理论上存在政策可直接作用于资产价格的独立机制,并非本文重点研究对象。

(三)理论假说

为系统评估两项政策工具对市场流动性、投资者信心和资产价值的影响,本研究基于政策设计与作用机制、政策公告与实施的差异化效应,提出以下假说:

假说H1:两项政策工具在短期内显著提升市场流动性、投资者信心与资产价值。

假说H2:两项政策工具在中长期持续提升市场流动性、投资者信心与资产价值。

假说H3:两项政策工具通过提升市场流动性和投资者信心提升资产价值。

四、数据来源、变量说明与模型设定

(一)数据来源与样本选择

本文数据来自Wind金融数据终端和公开官方发布渠道。样本涵盖2023年6月30日至2025年5月31日的资本市场交易多维度指标,包括沪深300指数、中证全指指数、中证1000指数的成交量、换手率,沪深300指数和中证1000指数日涨跌幅,沪深300 ETF(510300)与中证1000 ETF(512100)的净流入额和升贴水率,以及SHIBOR、M2同比增速和VIX指数。M2月频数据通过前向填充(forward fill)转换为日度(Kamalov & Sulieman, 2021)。该处理可有效保留趋势信息,且M2仅作为控制变量,不会对核心结论产生系统性偏差^①。

实际分析中,已处理缺失值、非交易日、合并多个数据源中不对齐的情况,并对数据按时间重新排序,最终形成完整、连续、清洗后的研究样本。

(二)变量说明与模型设定

本文所用变量分为被解释变量、解释变量和控制变量三类。被解释变量衡量市场流动性、投资者信心和资本市场价格水平与规模,解释变量捕捉政策事件及时间趋势,控制变量用于控制宏观经济和市场风险因素。

被解释变量分为三类:市场流动性指标、投资者信心指标、资产价值指标。

市场流动性是资本市场效率的重要体现,本文使用成交量和换手率作为主要代理变量(Karpoff, 1987; Fang & Peress, 2009)^②。代理变量主要有如下六个:vol_hs300、vol_zzqz、vol_zz1000分别表示沪深300指数、中证全指指数、中证1000指数日成交量(单位:亿股);TUR_hs300、TUR_zzqz、TUR_zz1000分别表示对应指数的日换手率(Σ 成分股成交量/ Σ 自由流通股本 $\times 100\%$)。

投资者信心影响交易行为与资产定价(Baker & Wurgler, 2006)。投资者信心难以直接观测。考虑到数据的可得性和对市场情绪的敏感性,本文采用ETF基金净流入额和ETF基金升贴水率作为其代理

① M2增速统计值按月公布,属于典型的低频宏观变量。将月度数据在月内保持不变,更符合宏观信息离散披露的特征,并避免引入人为构造的高频波动。为保障稳健性,我们也采用线性插值法(linear interpolation)将M2同比增速转换为日频数据,对后文结构突变模型与结构方程模型(SEM)回归结果进行了检验。实证分析显示结论稳健,具体过程备索。

② 市场流动性主要从时效性、宽度、深度以及弹性四个维度进行衡量。时效性反映交易速度,宽度反映交易成本,深度反映交易数量,弹性反映市场敏感程度。本文语义中,市场流动性更多指向市场活跃度或市场深度,且考虑到数据可得性问题,本文使用成交量和换手率作为资本市场流动性的主要代理变量。

变量(Ben-Rephael et al., 2012; Brown & Cliff, 2005)。这两个变量分别反映ETF基金一级和二级市场交易情况,两者结合能更好刻画市场信心。本文投资者信心代理变量主要有如下四个:NI_hs300,表示沪深300ETF净流入额,定义为ETF(当日的场内流通份额-前一日的场内流通份额) $\times$ 当日成交均价,单位为亿元;NI_zz1000,表示中证1000ETF净流入额,定义同前;PDR_hs300,表示沪深300ETF升贴水率,定义为(收盘价-单位净值)/单位净值 $\times 100\%$;PDR_zz1000,表示中证1000ETF升贴水率,定义同前。

资产价值是资本市场对未来现金流与风险溢价的综合反映,是货币政策通过资本市场传导并最终影响实体经济的重要通道之一。本文选取指数日涨跌幅作为资产价值代理变量(Bernanke & Kuttner, 2005; Rigobon & Sack, 2004),兼具代表性与高频性,可以即时反映市场总体价值变动情况,且便于与事件研究法和结构突变模型衔接^①。代理变量主要有两个:PPC_hs300、PPC_zz1000,分别表示沪深300指数和中证1000指数日涨跌幅,定义为(当日收盘价-前日收盘价)/前日收盘价 $\times 100\%$ 。

解释变量主要有三个:post,表示突变点虚拟变量,2024年9月24日及之后为1,前为0,在事件研究中识别事件窗口,在结构突变模型中检测变化;t,是以2024年9月24日为基准的时间趋势变量,按交易日编号顺序赋值,范围从-250至141个交易日;t_post,表示趋势交互项,定义为 $t \times post$ 。t和t_post捕捉趋势及政策对趋势的影响。

控制变量主要有三个:SHIBOR,表示上海银行间隔夜拆借利率(货币市场流动性代表),单位为%;m2_g,表示M2同比增速(广义货币指标),单位为%;VIX_CBOE_lag,表示滞后1日的芝加哥波动率指数(反映全球风险偏好),是指数点,无单位。

为检验研究假说H1和H2,本文结合事件研究法和结构突变模型来识别政策的短期和长期影响。下面将分别介绍两种实证方法。

1. 实证方法一:事件研究法(H1)

事件研究法通过比较事件发生前后市场变量的异常变化,量化特定事件对市场行为的影响,广泛应用于金融与经济学研究(MacKinlay, 1997)。该方法适用于SFISF和股票回购增持再贷款公告日(2024年9月24日)这一明确政策事件的分析。

具体步骤如下:以2024年9月24日为事件日,设定 $[-3, +3]$ 、 $[-5, +5]$ 、 $[-10, +10]$ 和 $[-20, +20]$ 四个事件窗口,采用 $[-250, -21]$ (事件日前250至21个交易日)为估计期(Brown & Warner, 1985; MacKinlay, 1997),以覆盖足够的市场波动周期,以均值法估计正常量^②,计算异常量和累计异常量,并通过单样本t检验评价异常量的显著性^③。事件研究法在多政策叠加场景下存在局限,本文后续以结构突变模型和控制变量作为补充。

本文事件研究法涉及前文所述被解释变量在四个事件窗口下的异常量与累计异常量,包括(1)沪深300指数日异常成交量(AV_hs300)和累计异常成交量(CAV_hs300);(2)中证全指指数日异常成交量(AV_zzqz)和累计异常成交量(CAV_zzqz);(3)沪深300指数日异常换手率(ATUR_hs300)和累计异常换手率(CATUR_hs300);(4)中证全指指数日异常换手率(ATUR_zzqz)和累计异常换手率(CATUR_zzqz);(5)沪深300ETF日异常净流入额(ANI_hs300)和累计异常净流入额(CANI_hs300);(6)中证1000ETF日异常净流入额(ANI_zz1000)和累计异常净流入额(CANI_zz1000);(7)沪深300ETF日异常升贴水率

① 本文未采用股票总市值作为代理指标,也未采用其进行稳健性检验,主要因为总市值指标是累计、非平稳指标,与事件研究法t检验假设数据正态/平稳不符,如果采用市值变化率来避免t检验偏差又和指数涨跌幅的性质类似,可看为一类代理变量。

② 均值模型使用历史平均值,可减少市场波动对正常量估计的干扰,适合分析政策公告的独立效应。

③ 异常量衡量事件窗口内市场变量偏离正常量的变化,反映政策对流动性和信心的影响。异常量定义为事件窗口内实际值与正常量的差值,反映政策公告对市场变量的影响。

(APDR_hs300)和累计异常升贴水率(CAPDR_hs300);(8)中证1000ETF日异常升贴水率(APDR_zz1000)和累计异常升贴水率(CAPDR_zz1000);(9)沪深300指数日异常涨跌幅(APPC_hs300)和累计异常涨跌幅(CAPPC_hs300);(10)中证1000指数日异常涨跌幅(APPC_zz1000)和累计异常涨跌幅(CAPPC_zz1000)。下面以成交量为例说明计算步骤。

正常成交量(normal volume)估计方法:

$$\bar{V}_{\text{normal}} = \frac{1}{N} \sum_{t \in \text{估计期}} V_t \quad (1)$$

即事件日前[-250, -21]交易日的日成交量平均值。

异常成交量(Abnormal Volume, AV)计算方法:

$$AV_t = V_t - \bar{V}_{\text{normal}} \quad (2)$$

累计异常成交量(Cumulative Abnormal Volume, CAV):

$$CAV = \sum_{t=T_1}^{T_2} AV_t \quad (3)$$

其中 $[T_1, T_2]$ 为事件窗口范围,如 $[-10, +10]$ 。

2. 实证方法二:结构突变模型(H2)

为考察政策是否带来趋势性、持续性的长期影响,本文在事件研究法基础上,进一步引入结构突变模型(Structural Break Model),以政策公告日作为先验结构断点,检验政策前后参数是否发生显著变化(Chow, 1960)。本研究分别设定均值突变模型(Mean Break Model)和趋势突变模型(Trend Break Model),检验政策实施前后被解释变量水平与趋势的显著性变化。

(1)均值突变模型设定

均值突变模型用于检验政策公布前后,市场流动性或投资者信心是否在平均水平上出现突变,忽略时间趋势变化,仅评估事件本身带来的水平效应。模型形式如下:

$$Y_t = \alpha + \beta \cdot \text{post}_t + \gamma_1 X_{1t} + \gamma_2 X_{2t} + \gamma_3 X_{3t} + \varepsilon_t \quad (4)$$

其中, Y_t 为被解释变量,如沪深300指数成交量(vol_hs300)、ETF净流入额(NI_hs300)、沪深300指数日涨跌幅(PPC_hs300)等; post_t 为事件日虚拟变量,2024年9月24日及之后为1,之前为0; $X_{1t} \sim X_{3t}$ 为控制变量,包括SHIBOR(隔夜银行间同业拆借利率), $m2_g$ (M2月度同比增速), VIX_CBOE_lag (芝加哥VIX指数滞后一期); ε_t 为扰动项。

在上述回归中,若系数 β 显著为正(负),可判定事件后被解释变量平均水平显著上升(下降),反映事件日后的结构性突变。

(2)趋势突变模型设定

趋势突变模型进一步引入时间趋势变量和趋势交互项,用于识别政策实施是否改变了变量的演化趋势。模型形式为:

$$Y_t = \alpha + \theta \cdot t + \beta \cdot \text{post}_t + \delta \cdot (t \cdot \text{post}_t) + \gamma_1 X_{1t} + \gamma_2 X_{2t} + \gamma_3 X_{3t} + \varepsilon_t \quad (5)$$

其中, t 为时间趋势变量,按交易日从小到大编号(如事件日前为-1、-2,事件日为0,事件日后为1、2); $t \cdot \text{post}_t$ 为趋势交互项,定义为 t 与 post 的乘积,仅在政策之后起作用;其他符号定义与均值突变模型相同。

其中系数含义为: θ 是政策前趋势斜率; δ 是政策后趋势斜率的变化(与政策前的差值),若 $\delta > 0$ 且显著,则说明政策出台后,被解释变量加速上升,反映长期结构增强效应。

(3)模型选择与运用说明

对每一类被解释变量,均值突变模型与趋势突变模型将结合使用,以提供全面分析视角。为在一定程度上缓解多重政策叠加带来的识别偏误,本研究引入SHIBOR和M2作为控制变量:SHIBOR捕捉降

准降息等总量货币政策对短期流动性的影响,M2反映广义货币供给变化,两者可在一定程度上吸收总量货币政策和信用扩张的宏观效应。VIX 指数用于控制国际市场风险波动。VIX 指数由于时差问题,采用滞后一期变量。回归均采用稳健标准误。

3. 实证方法三:结构方程模型(H3)

为检验假说H3,揭示政策对资产价格或价值的传导机制,本文采用结构方程模型(SEM)框架下的路径分析方法将政策冲击(Post)对市场流动性(L)与投资者信心(S)的影响,以及二者对资产价值(A)的共同作用置于同一识别框架中:

$$L_t = \alpha_0 + \alpha_1 Post_t + X_t' \alpha + \varepsilon_{1t}, \quad (6)$$

$$S_t = \beta_0 + \beta_1 Post_t + X_t' \beta + \varepsilon_{2t}, \quad (7)$$

$$A_t = \gamma_0 + \gamma_1 Post_t + \gamma_2 L_t + \gamma_3 S_t + X_t' \gamma + \varepsilon_{3t} \quad (8)$$

其中,市场流动性(L)与投资者信心(S)选用相关代理变量, X_t 包含 SHIBOR、M2同比增速、滞后 VIX、时间趋势t等控制变量。事件虚拟变量post可被视为外生变量,因为事件日为人行对外正式宣布,通常被认为是外生冲击。本文采用Stata的SEM命令一次估计三方方程,并运用2000次Bootstrap和Bias-Corrected(BCa)估计间接效应的标准误与置信区间,以获得稳健的间接效应推断(MacKinnon et al., 2004)。

鉴于本部分研究重点在于揭示政策传导机制,而非探讨其长期均衡效应,本文选择较短的事件窗口,以避免共线性及宏观经济环境或其他政策变化对估计结果的干扰。具体而言,选取政策公告前60个交易日作为基准期,公告后60个交易日作为政策效应的传导期,共计约半年时间的样本长度,以反映短中期动态效应,同时确保协方差结构稳定性与估计结果的可靠性,满足SEM模型对样本量的要求(Wolf et al., 2013)。

(三)描述性统计

各变量描述性统计如表1所示^①。

五、实证结果及分析

(一)短期事件效应分析(H1)

为检验2024年9月24日人行宣布创设结构性货币政策工具是否在短期内提升市场流动性、投资者信心与资产价值,本文首先采用事件研究法构建异常值指标,分别以沪深300指数成交量、沪深300ETF净流入额、沪深300指数日涨跌幅为核心代理变量开展基准检验,并通过中证全指指数成交量、沪深300指数和中证全指指数换手率、中证1000ETF净流入额、ETF升贴水率、中证1000指数日涨跌幅等替代变量进行稳健性分析。

1. 基准结果

图1展示了沪深300指数异常成交量在不同事件窗口内的时序变化。从图可知,事件日后成交量明显上升,累计异常成交量呈单调上升趋势,市场流动性短期内明显改善^②。

进一步,我们还对不同事件窗口下异常成交量、异常净流入额、异常日涨跌幅显著性进行单样本t检验,结果见表2。

① 限于篇幅,对于事件研究法下构建的不同事件窗口异常量和累计异常量的描述性统计,本文不再展示。对描述性统计的文字分析也不再展示。

② 同时,我们还制作了异常净流入额和异常涨跌幅在不同事件窗口内的时序变化图,通过图示可直观看到,异常净流入额在事件日后跃升,累计值于第8日达峰后略有回落,表明信心提振但存在边际递减;异常涨跌幅阶段性跃升后回落,反映资产价值短期提振但未持续。限于篇幅,不在文中展示,备索。

表 1 描述性统计

变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
vol_hs300	392	150.4819	62.38393	71.63817	137.4783	589.8679
vol_zzqz	392	919.8112	365.2172	489.1766	806.7554	2790.992
vol_zz1000	392	193.5963	78.4189	99.70953	171.1984	550.5908
TUR_hs300	392	1.385152	0.5755199	0.6464	1.25305	5.4942
TUR_zzqz	392	2.933177	1.16201	1.5663	2.58055	9.0303
TUR_zz1000	392	3.485078	1.437976	1.785	3.05705	10.11
NI_hs300	392	5.633082	23.10601	-55.78568	0.9333337	175.6385
NI_zz1000	392	0.9317397	13.28293	-44.44407	-0.3434758	111.5518
PDR_hs300	392	0.0129273	0.2347759	-0.3814	-0.0226	3.2011
PDR_zz1000	392	0.0274857	0.2824436	-0.2529	-0.0116	3.9185
PPC_hs300	392	0.0025959	1.228917	-7.0514	-0.0658	8.4826
PPC_zz1000	392	0.0084329	1.918012	-11.3942	0.05225	11.1436
post	392	0.3622449	0.4812633	0	0	1
t	392	-54.5	113.3049	-250	-54.5	141
t_post	392	25.53827	41.96904	0	0	141
SHIBOR	392	1.694563	0.1545204	1.31	1.7225	2.155
m2_g	392	7.7875	1.302338	6.2	7.2	10.3
VIX_CBOE_lag	392	16.66327	5.076694	11.86	15.12	52.33

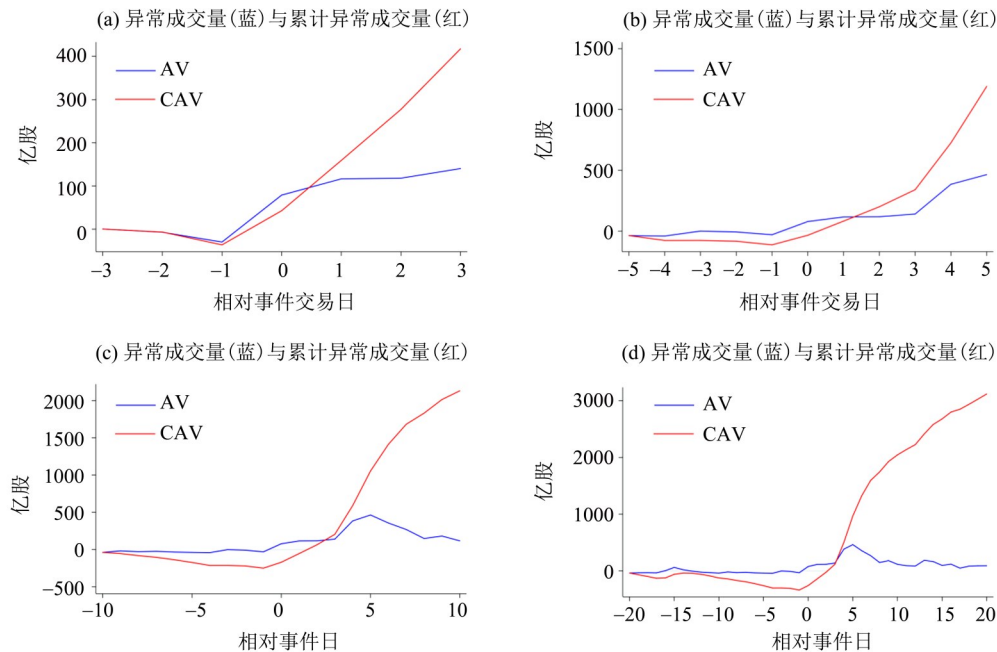


图 1 沪深 300 指数不同事件期异常成交量(AV)与累计异常成交量(CAV)时序图

表 2 显示,在所有事件窗口下,沪深 300 指数成交量的异常值均显著为正,短期流动性显著增强;沪深 300ETF 净流入额呈现正向异常,±3 至±10 日窗口均显著,投资者信心短期回暖;沪深 300 指数日涨跌幅呈正向异常,在±3、±5 日窗口显著,短期内出现资产价值提升效应。总之,基准检验结果不能证伪假说 H1。

2. 稳健性检验

为检验结果稳健性,本文通过中证全指指数成交量、沪深 300 指数和中证全指指数换手率作为市场

表2 短期事件效应分析基准结果

变量类别	变量名称	事件窗口			
		[-3,+3]	[-5,+5]	[-10,+10]	[-20,+20]
市场流动性	AV_hs300	59.68** (26.50)	108.24** (51.60)	101.49*** (33.78)	76.04*** (19.11)
投资者信心	ANI_hs300	26.412** (12.3062)	33.458*** (11.5727)	17.929** (7.3758)	4.876 (5.0362)
资产价值	APPC_hs300	2.309** (0.7529)	2.793*** (0.8746)	0.908 (0.7288)	0.494 (0.3940)

注:单元格内数值为事件期内变量异常值均值,***、**、*分别代表1%、5%、10%的显著性水平,括号中参数为t检验标准误。

流动性的替代指标,以中证1000ETF净流入额、沪深300ETF与中证1000ETF日升贴水率作为投资者信心的替代指标,以中证1000指数日涨跌幅作为资产价值的替代指标,在四个事件窗口下重复事件研究法分析,稳健性检验结果与基准结果保持一致^①。

总之,通过事件研究法进行的实证分析显示,事件窗口内市场流动性、投资者信心与资产价值提升均出现显著正向变化,基准检验结果稳健,替代指标分析结果与基准结果具有一致性,从而为假说H1提供了初步经验证据。

需要指出,2024年9月24日对应多项宏观政策集中出台的“政策组合冲击”,事件窗口内的市场反应可能反映共同公告效应,难以完全剥离单一工具影响,从而在因果识别上存在一定局限。本文后续以结构突变模型和SEM进行补充,在一定程度上缓解识别局限。

(二)长期结构变化分析(H2)

为检验支持资本市场的结构性货币政策工具在中长期是否对市场流动性、投资者信心和资产价值提升产生结构性效应,本文基于均值突变与趋势突变模型分别从水平跃升与趋势改变两个维度进行系统实证。

1. 基准结果

本文以沪深300指数成交量(vol_hs300)、沪深300ETF净流入额(NI_hs300)和沪深300指数日涨跌幅(PPC_hs300)分别作为市场流动性、投资者信心和总体资产价值的基准指标,分别应用均值突变与趋势突变模型进行回归分析,回归结果如表3所示。

从表3第(1)(4)列看,事件日后沪深300指数成交量水平显著上升(post系数为60.78,且在1%水平显著),但趋势项t_post系数显著为负,说明成交量呈现“短期跃升、长期回落”的倒U型变化趋势。这意味着政策发布后交易活跃度明显上升,但其持续性面临挑战。

从表3第(2)(5)列看,投资者信心修复层面效果有限。沪深300ETF净流入额在均值突变模型中post系数在1%水平显著为负,趋势突变模型中t_post系数亦在5%水平显著为负,表明事件日后投资者配置主流ETF的意愿未增强,反而存在资金流出倾向,投资者心理预期的稳定效果尚不明显。

从表3第(3)(6)列看,资产价值提升效应持续性有限。沪深300指数日涨跌幅在均值突变模型中post系数为正,但不显著,说明事件日后在均值层面并未出现显著的资产价格水平跃升;趋势突变模型中趋势项t_post系数为负,表明资产价格在事件后存在回落趋势。总体而言,事件日前后资产价值提升效应较为短暂,难以在较长时期留下显著结构性痕迹。

基准结果未能为假说H2提供充分支持。图2更直观展示了沪深300指数成交量、沪深300ETF净流入额、沪深300指数日涨跌幅政策前后趋势变化。

① 限于篇幅,稳健性检验部分不再展示,备索。

另外,从表3可以看出,控制变量m2_g回归系数总体为负^①,意味着M2同比增速上升,被解释变量反而下降,可能是总量型货币政策传导不畅所致,宽松货币政策释放流动性,但并未流入资本市场,间接为支持资本市场结构性货币政策的实施提供依据。

表3 长期结构变化分析基准结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	均值突变模型			趋势突变模型		
变量名称	vol_hs300	NI_hs300	PPC_hs300	vol_hs300	NI_hs300	PPC_hs300
post	60.78*** (6.43)	-11.31*** (2.94)	0.193 (0.1604)	172.21*** (18.44)	-10.48 (8.83)	1.091* (0.6059)
t	—	—	—	-0.262** (0.107)	0.107* (0.055)	-0.0032 (0.0029)
t_post	—	—	—	-1.011*** (0.254)	-0.233** (0.095)	-0.0059 (0.0071)
SHIBOR	-88.53*** (16.61)	6.22 (7.02)	-0.181 (0.4395)	6.91 (19.84)	19.17** (8.95)	0.4677 (0.5956)
m2_g	-5.14*** (1.10)	-1.97*** (0.65)	-0.026 (0.3285)	-15.84*** (5.04)	2.89 (2.62)	-0.1602 (0.1422)
VIX_CBOE_lag	-0.460 (0.699)	0.954* (0.549)	-0.0091 (0.0144)	2.663*** (0.754)	1.014* (0.584)	0.0157 (0.0172)

注:***、**、*分别代表1%、5%、10%的显著性水平,括号中参数为稳健标准误。

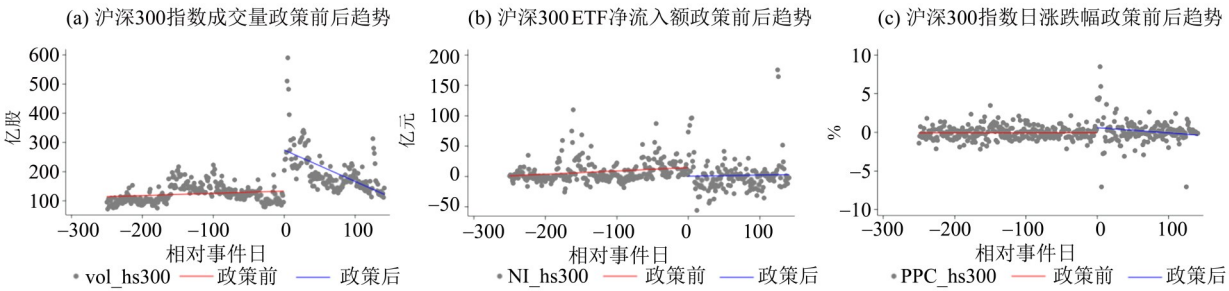


图2 沪深300指数成交量、沪深300ETF净流入额、沪深300指数涨跌幅政策前后趋势变化图

2. 稳健性检验

为检验稳健性,本文以中证全指指数成交量、沪深300指数和中证全指指数换手率作为流动性的替代指标,以中证1000ETF净流入额、沪深300ETF与中证1000ETF日升贴水率作为投资者信心的替代指标,以中证1000指数日涨跌幅作为资产价值的替代指标,基于均值突变模型与趋势突变模型进行再检验。结果表明,事件日后市场流动性显著跃升但趋势回落;投资者信心均值水平维度呈非对称性特征,反映机构投资者行为的ETF净流入额指标未改善甚至下降,反映散户投资行为的ETF升贴水率指标反应较正面,但趋势维度,投资者信心趋于收敛;资产价值提升缺乏持续性。总体结论与基准方向一致^②。

(三)结构方程模型分析(H3)

本文在均值突变与趋势突变模型的基础上,构建结构方程模型(SEM),进一步验证政策作用机制,考察政策是否通过提升市场流动性和投资者信心进而提升资产价值。

① 稳健性检验结果一致,限于篇幅,后文稳健性检验未展示。

② 限于篇幅,稳健性检验统计结果表、图示及详细分析不再展示,备索。

1. 基准结果

表4展示了基于沪深300指数相关代理指标的SEM路径估计结果。政策变量(post)对市场流动性在1%水平显著正向影响,验证了前文结论;对投资者信心影响也达到5%显著性水平,表明市场主体的投资信心有所增强。市场流动性对资产价值直接作用不显著,投资者信心对资产价值的影响在1%水平显著为正。政策对资产价值直接效应不显著,但通过市场流动性(路径系数0.783)和投资者信心(路径系数0.799)形成了正向间接作用。总效应在5%水平显著(系数2.944),表明两项工具与资产价值短期上升存在显著关联,为政策激励、信号传递与市场预期联动提供了经验证据。

表4 结构方程模型(SEM)路径估计基准结果

路径关系	路径系数	S. E.	z 值	P> z
政策 → 市场流动性(post → vol_hs300)	204.282***	35.9273	5.69	0.000
政策 → 投资者信心(post → NI_hs300)	30.6271**	15.3722	1.99	0.046
市场流动性 → 资产价值(vol_hs300 → PPC_hs300)	0.0038	0.0059	0.65	0.519
投资者信心 → 资产价值(NI_hs300 → PPC_hs300)	0.0261***	0.0080	3.27	0.001
政策 → 资产价值(post → PPC_hs300)	1.3626	0.9704	1.40	0.160
政策 → 市场流动性 → 资产价值(间接效应)	0.7826	1.2381	0.63	0.527
政策 → 投资者信心 → 资产价值(间接效应)	0.7990	0.5435	1.47	0.141
政策 → 资产价值(总效应)	2.944**	1.1872	2.48	0.013

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%显著性水平下显著。

2. 稳健性检验

为检验基准结果稳健性,本文选用中证1000指数相关指标作为三类被解释变量替代变量,还以换手率和ETF升贴水率作为市场流动性和投资者信心的代理变量替换成交量和ETF净流入额对政策传导机制进行再验证^①。总体而言,检验结果与基准模型保持一致。稳健性检验进一步验证了基准SEM结论:政策发布后资产价值的上升主要通过投资者信心增强渠道,而非单纯流动性扩张渠道实现。

六、结论与政策建议

本研究通过事件研究法、结构突变模型与结构方程模型(SEM),从短期事件冲击、中长期趋势变化及传导机制三个维度,系统评估了2024年9月24日人行宣布的证券、基金、保险公司互换便利(SFISF)和股票回购增持再贷款政策对资本市场流动性、投资者信心及资产价值的影响。主要研究结论如下:

第一,政策发布短期窗口内,市场流动性、投资者信心与资产价值均出现显著上升。事件窗口内沪深300指数和中证全指指数日成交量与换手率显著高于基准期,ETF净流入额和升贴水率呈现正向异常,指数异常涨跌幅阶段性跃升。

第二,市场流动性在中长期出现结构性跃升,但信心反应存在异质性。成交量和换手率显著高于政策前水平,但ETF净流入额下降反映机构行为趋于谨慎、更贴近套利交易特征,而ETF升贴水率上升表明散户信心有所提振。

第三,市场流动性、投资者信心与资产价值在中长期未形成持续增强趋势。成交量与换手率呈“短期冲高、趋势下行”特征;ETF净流入额趋势下降;升贴水率水平短期改善,长期走势趋于收敛。上述结果提示:长期信心构建仍存在结构性瓶颈。市场信心缺乏长期支撑,可能与宏观预期未能同步改善有关。信心修复往往需要多种政策信号配合,非单一流动性货币政策工具所能承担。资本市场资产价值

① 限于篇幅,稳健性检验结果不在文中展示,备索。

的持续性改善仍需依托企业盈利提升、宏观经济回升及多部门政策协调,以实现从流动性提振向基本面修复的转化。

第四,政策工具在短期窗口内与资产价值的显著上升相关联,资产价值的上升主要通过投资者信心增强和市场流动性改善两个渠道实现,且投资者信心效应更强。

结合上述实证发现,本文提出以下政策建议,以进一步提升结构性货币政策对资本市场的支持效果:

首先,优化工具结构,精准匹配市场主体需求。一方面,根据市场动态灵活调整 SFISF 和再贷款的额度、利率和期限。另一方面,可以考虑引入更多的金融机构参与政策实施,扩大政策的覆盖面和影响力。

其次,加强政策协调,提升市场政策透明度与预期管理。一方面,投资者信心修复需财政政策、货币政策及结构性改革协同配合,结合经济增长和企业盈利改善重塑市场预期。另一方面,通过定期政策沟通和透明指引,引导市场理性预期,减少对单一政策的依赖。

最后,推动资本市场长期改革与深层次流动性机制建设。短期政策效应难以持续,根本原因在于资本市场尚存估值体系不完善、发行和交易制度不健全、监管和退市机制不完善等长期结构性问题。建议配合货币政策工具使用,持续推进资本市场基础制度建设,培育长期资金入市环境,从根本上夯实流动性与信心的制度基础。

需要特别指出,在多政策叠加的现实背景下,本文虽通过控制变量与多重方法设计尽可能剥离干扰,但仍难以实现完全意义上的因果隔离。因此,本文的实证结果应理解为在部分控制主要宏观政策影响后的相对净效应或边际影响估计,而非严格意义上的单一政策因果效应识别。受限于现有研究方法 with 识别策略,本文须在分析技术与研究意义之间进行权衡,以尽可能地增强研究结论的可信度与稳健性。

[参 考 文 献]

- 楚尔鸣,李源,易雨瑶,李逸飞. 结构性货币政策能否提振农村居民消费?——基于支农再贷款的实证分析. 中南大学学报(社会科学版),2025(1):80—94.
- 刘琦,董斌. 定向降准政策有效吗——来自股票市场的经验证据. 金融经济研究,2019(6):42—55+144.
- 明明. 证券、基金、保险公司互换便利工具三问. 中国外汇,2024(21):10—13.
- 彭俞超,方意. 结构性货币政策、产业结构升级与经济稳定. 经济研究,2016(7):29—42+86.
- 王曦,李丽玲,王茜. 定向降准政策的有效性:基于消费与投资刺激效应的评估. 中国工业经济,2017(11):137—154.
- 熊启跃,闫永佳. 互换便利工具的国际比较与展望. 中国外汇,2024(21):14—16.
- 姚泽宇,周东平. 互换便利工具:撬动资本市场活力的新杠杆. 清华金融评论,2025(2):82—84.
- 朱萃. 股票回购增持再贷款影响几何? 黑龙江金融,2025(3):84—88.
- Balfoussia, H., & Gibson, H. D. Financial Conditions and Economic Activity: the Potential Impact of the Targeted Long-term Refinancing Operations (TLTROs). *Applied Economics Letters*, 2016, 23(6):449–456.
- Baker, M., & Wurgler, J. Investor Sentiment and the Cross-section of Stock Returns. *Journal of Finance*, 2006, 61(4): 1645–1680.
- Ben-Rephael, A., Kandel, S., & Wohl, A. Measuring Investor Sentiment with Mutual Fund Flows. *Journal of Financial Economics*, 2012, 104(2):363–382.
- Bernanke, B. S., & Kuttner, K. N. What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy? *Journal of Finance*, 2005, 60(3): 1221–1257.
- Brown, G. W., & Cliff, M. T. Investor Sentiment and Asset Valuation. *Journal of Business*, 2005, 78(2):405–440.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics*, 192

1985, 14(1):3-31.

Chow, G. C. Tests of Equality between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions. *Econometrica*, 1960, 28(3):591-605.

Fang, L., & Peress, J. Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns. *Journal of Finance*, 2009, 64(5):2023-2052.

Fleming, M. J., Hrungr, W. B., & Keane, F. M. Repo Market Effects of the Term Securities Lending Facility. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 2010, 100(2):591-596.

Kamalov, F., & Sulieman, H. Time Series Signal Recovery Methods: Comparative Study. *2021 International Symposium on Networks, Computers and Communications (ISNCC)*, 2021:1-5.

Karpoff, J. M. The Relation between Price Changes and Trading Volume: A Survey. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1987, 22(1):109-126.

MacKinlay, A. C. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 1997, 35(1):13-39.

MacKinnon, D. P., Lockwood, C. M., & Williams, J. Confidence Limits for the Indirect Effect: Distribution of the Product and Resampling Methods. *Multivariate Behavioral Research*, 2004, 39(1): 99-128.

Rigobon, R., & Sack, B. The Impact of Monetary Policy on Asset Prices. *Journal of Monetary Economics*, 2004, 51(8): 1553-1575.

Taylor, J. B., & Williams, J. C. A Black Swan in the Money Market. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2009, 1(1):58-83.

Wolf, E. J., Harrington, K. M., Clark, S. L., & Miller, M. W. Sample Size Requirements for Structural Equation Models: An Evaluation of Power, Bias, and Solution Propriety. *Educational and Psychological Measurement*, 2013, 73(6):913-934.

Effectiveness of Structural Monetary Policy Tools in Supporting the Capital Market

Wang Xi, Yang Yan

Abstract: On September 24, 2024, the People's Bank of China announced the Securities, Funds and Insurance Companies Swap Facility (SFISF) and the Stock Repurchase and Increase Re-lending Facility, the first structural monetary policy tools directly targeting the capital market. Using event study, structural break models, and structural equation modeling (SEM), this paper evaluates their impact on market liquidity, investor confidence, and asset prices. Results show significant short-term improvements in all three dimensions, with liquidity effects stronger than confidence effects and heterogeneous responses across institutional versus retail investors. Over the medium-to-long term, improvements were not sustained, revealing structural bottlenecks. This study fills a gap in empirical research on capital-market-supporting structural monetary policy tools and offers policy recommendations for optimizing tool design, strengthening expectation management and advancing the fundamental institutional development of the capital market.

Keywords: structural monetary policy; capital market; event study; structural break model; structural equation model

【责任编辑:周吉梅;责任校对:周吉梅,赵洪艳】