

经济周期与股市波动传导机制的概念模型构建

赵可, 丁安华

(招商证券股份有限公司, 广东深圳, 518000)

摘要: 经济周期是宏观经济发展的正常现象, 不同的经济周期阶段对宏观调控的要求不一样。在一个整体框架下研究分析影响经济周期的内生因素和外生因素有利于做出正确的宏观决策, 来保证国民经济的长期稳定发展。论文回顾了经济周期的发展历程, 概述了国内外学者对经济周期的验证及其影响因素分析的结果, 研究了经济周期的传导机制, 并重点探讨了经济周期与股市波动的关系。最后, 结合当前宏观经济环境不确定性因素日趋复杂重要的背景, 在对不确定性相关研究综述的基础上, 构建了我国经济周期与股市波动传导机制的概念模型。

关键词: 经济周期; 股市波动; 传导机制; 概念模型

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2013)02-0020-09

一、研究背景

经济活动中存在各种不确定性, 不确定性的存在往往会引起经济扩张与紧缩之间的更迭往复, 并以国民总产出、总收入等宏观经济指标的波动变换外显出来, 呈现出一种周期性特征。经济学将这种现象称为经济周期(Business Cycle)。经济运行过程中产生的波动现象可能会影响到宏观决策, 进而影响国民经济长期的稳定发展。美国经济学家西蒙、瑞典经济学家缪达尔、英国经济学家哈耶克、美国经济学家罗伯特·卢卡斯等人分别因为从经济增长、货币理论、理性预期等不同的角度展开对经济周期的研究, 获得了诺贝尔经济学奖。就连2011年诺贝尔经济学奖获得者也是致力于对宏观经济中因果的实证的。可见, 对于经济周期的研究始终是一个热点。

从学界目前的研究进展来看, 经济周期虽然社会经济体制和行政决策等外生因素的扰动和制约, 但经济周期本身也是客观存在的, 而且如果考虑到外生因素多是不可持续的, 过度强调外生因素的作用, 将不能把握经济周期的长周期逻辑, 也不能反映周期的本质。我们试图通过回顾近年来对经济周期的研究现状来发现推动经济周期的内生因素, 并构建起经济周期传导机制的概念模型。

二、国内外研究综述

(一) 经济周期理论的发展历程

经济周期现象很早之前就受到经济学家的关注, 包括凯恩斯、基得兰德和普雷斯科特等, 先后发展出了凯恩斯周期理论、货币周期理论和新凯恩斯周期理论等经典的经济周期理论。

(1) 传统的经济周期理论。包括古典主义和凯恩斯主义的研究。古典经济学家认为经济周期本质其实就是经济总量的交替性地上升和下降。这一时期的理论主要包括基钦周期、朱格拉周期、康德拉季耶夫周期、库兹涅茨周期、熊彼特周期、马克思周期和凯恩斯周期等(见表1)。古典型周期隐含了市场机制不断成熟和完善的假设, 但限于当时认识能力的不足, 古典型周期未能够充分地研究经济周期的内生机制, 从而存在明显的不足, 这种不足直至信息经济学和博弈论的出现, 才得以弥补完善。

(2) 现代经济周期理论。随着上世纪四五十年代内生增长理论和信息经济学的快速发展, 传统经济周期理论得到了改进和完善, 逐渐由古典型周期转变为增长型周期, 实现了向现代经济周期理论的跨越发展。现代经济周期理论主要包括货币周期理论、理论预期学派的实际经济周期理论(RBC)和新凯恩斯经济周期

收稿日期: 2012-11-09; 修回日期: 2013-03-20

基金项目: 中国博士后科学基金“China Postdoctoral Science Foundation funded project”(2012M511597)

作者简介: 赵可(1982-), 男, 湖南长沙人, 博士招商证券与清华大学联合培养博士后, 招商证券研究发展中心研究人员, 主要研究方向: 经济周期与资产配置, 券商宏观策略。

表 1 经济周期理论的描述与解释

	类型	说明
古典经济周期理论	基钦周期	大小两种周期, 大周期约包括 2 个或 3 个小周期, 小周期平均长度约 40 个月
	朱格拉周期	繁荣、危机与萧条三个阶段的交替出现, 周期一般为 9~10 年
	康德拉季耶夫周期	50~60 年的周期性波动
	库兹涅茨周期	为期 15~25 年, 平均长度为 20 年左右的经济周期
	熊彼特周期	每次周期均以重大创新为标志; 3 个基钦周期构成一个朱格拉周期
	马克思周期	资本主义经济制度是导致经济周期波动的基础
	凯恩斯周期	3~5 年一个周期, 原因是资本边际效率的循环性变动、有效需求的不足
现代经济周期理论	货币周期理论	货币供给量的扰动是经济周期的核心原因
	实际经济周期理论	实际经济因素(尤其是技术进步率)的冲击导致经济周期
	新凯恩斯经济周期理论	由不稳定的总需求或总供给导致, 其中总需求不稳定源于私人支出的变动和货币因素

理论, 它对经济周期内生机制进行了充分研究, 认为经济增长率的周期性波动才是经济周期的核心, 转变了人们对经济周期的认识。在对经济周期的具体解释上, 货币周期理论和凯恩斯主义者一致认为经济周期形成的主因是总需求的不稳定; 而货币主义学派则认为经济周期的主因是货币供给量的扰动, 这些扰动使得短期经济增长率偏离于长期增长率(Friedman 和 Schwartz^[1]; Lucas^[2]); 与货币主义学派不同, 实际经济周期理论(RBC)虽然也承认供给在经济周期形成过程中的主导作用, 但其更加强调的是实际经济因素的冲击, 尤其是技术进步率所带来的冲击, 而不是货币等名义因素(Kydland 和 Prescott^[3])。按照实际经济周期理论(RBC), 我们将经济扩张归结为技术进步, 那么, 经济的衰退和萧条也应当可以归结为技术退步, 但这明显不符常理, 难以让人接受。新凯恩斯主义经济学家也对经济周期做了新的研究, 他们主要分为两个不同的思路: 一是名义粘性学派以工资和价格总水平粘性为基础的学说, 它主要以 Mankiv 等^[5-6]为代表, 认为经济周期的最基本原因实乃名义价格的刚性; 二实际粘性学派以价格弹性不稳定为角度切入的学说, 它主要以 Akerlof 等人为代表, 认为非自愿失业和经济波动与名义工资和价格总水平无关, 由于不完全信息和不完全市场的存在, 即使名义工资和价格总水平极具伸缩性, 但在总需求变化时实际工资、相对价格和厂商的利润也会产生缓慢的、较小的变化(即实际粘性)。新凯恩斯经济周期理论是目前发展相对最完善的理论, 它兼收并蓄各个经济学流派理论精华, 认为不稳定的总需求和总供给都能够导致经济周期, 实际

冲击引起的自发私人支出的变动和货币因素都可能成为总需求不稳定的原因, 是对经济周期波动成因更加贴近现实的解释。

总而言之, 古典经济周期未能考虑经济周期的内生机制, 着重强调经济总量的扩张和收缩的主导作用; 而现代经济周期则是基于经济周期的内生机制, 强调经济增长率的波动的影响, 发展更为完善和深入, 其中尤以新凯恩斯经济周期理论为最。现在普遍认为, 经济周期本质就是经济变量对经济增长的一般趋势或长期趋势的偏离。在短期中, 受总需求和总供给的冲击, 经济将围绕趋势波动; 在长期中, 受技术进步、劳动力结构、资本积累等供给方面因素的影响, 经济将沿着一种稳固的 GDP 增长趋势运行。本文的模型同样采用经济增长率的波动来判断经济周期。

(二) 经济周期的验证和影响因素

国内外学者从不同的角度对经济周期的存在与否进行了验证。Lumsdaine 和 Prasad^[6]对 17 个 OECD 国家 14 工业产出波动之间的相关性进行了分析, 他们通过开发一个加权集合过程进行检验, 并对共性因素进行估计, 证明了世界性经济周期和欧洲经济周期的存在。Kose 等^[7]利用包括世界七大洲 60 个国家的贝叶斯动态潜在因子模型, 同样发现了世界经济周期的存在。中国学者石柱鲜、李玉梅、黄红梅^[8]也验证了世界经济周期的存在性。Martin 和 Albrecht^[9]验证了德国经济周期的存在, 但认为不存在股票市场与经济发展的联动性。Rainer Metz^[10]对此评论认为, 需要用不同的经济周期的估算方法来判断经济波动和股市关联结果的稳健性。James^[11]基于两种不同的模型, 运用季

度数据检验了澳大利亚经济周期的存在性。

与此同时,大量学者还对经济周期的影响因素进行了相应研究。石柱鲜等^[12]指出,在经济周期和通货膨胀之间,日本和韩国的是互为影响,而中国仅仅是经济周期单方面影响通货膨胀;在经济周期波动与货币政策和财政政策之间,中国和韩国的是互为影响,而日本则是货币政策和财政政策单方面影响经济周期波动。在影响强度方面,中国的经济周期波动受到财政政策的影响相对最大,日本和韩国受到货币政策的影响相对最大。Marianne 和 Michael^[13]使用 Learner 方法来寻找影响经济周期的确定性变量,他们认为贸易强度,发达国家和发展中国家的属别,地理变量是影响两国之间经济周期的协动性的确定性因素;而产业结构的相似性和货币政策相似性与经济周期协动性的无确定性相关关系。Stephanie 和 Martin^[14]指出全要素生产率(TFP)和投资间的相对价格也是影响经济周期波动的原因之一,认为创新对产出、消费和投资均具有非常显著的影响。Huiyun 和 Yimin^[15]通过非线性动力学方法研究了中国经济周期,研究表明,边际消费在很大程度上能正面影响中国经济的发展,更高的边际消费意味着更稳定的经济发展,而当边际消费大于 0.5 时,中国经济发展会遇到稳定的周期波动。

鉴于中国经济运行体制转轨的特殊性,众多学者也从中国国情的角度对中国经济周期进行了解释,这主要包括:①特殊的体制机制导致的投资冲动;②金融体系的不完备,如表 2。刘涛^[16]指出,中国的经济波动主要原因是地方政府缺乏“信贷约束”,却又提供过度的总量供给,这与承担宏观调控和银行风险的中央政府存在需求压缩之间的矛盾。

此外,卢建^[27]将中国经济周期的内生因素归结为固定资产投资、前期国民收入增重等;将外生因素归结为政治事件、行政决策和社会经济体制变动等,并揭示出它们的传递机制。黄颀琳^[22]构建包含政府部门的 RBC 模型,分析指出中国经济波动特征的可由技术冲击和政府支出冲击解释 70%,它是技术因素、供给因素和需求因素综合影响的产物。李勇^[23]等建立了基于“风险规避”的混合模型,指出长期周期的主要因素源于技术冲击。殷剑峰^[24]提出基于劳动力转移的真实经济周期理论来分析我国的经济周期。研究表明,经济周期表现为高度同步的 GDP 周期、投资周期和劳动力转移周期。梁国超、刘金全^[26]认为 2003 年之后,由于中国经济增长方式驱动模式由总供给转向总需求、调控模式由紧缩性转向稳健性,使得中国经济周期呈现出波动性弱化和稳定性增强的特征。

本文的概念模型亦采用经济增长方式由总供给驱动向总需求驱动转变这一观点,中国潜在产出增长路径正面临着调整,非来源于技术进步刺激的投资拉动逻辑将不可持续,经济周期的内在逻辑亦会逐步趋近于成熟经济体。另外,以往的研究框架并没有很好地区分外生因素和内生因素,因此导致针对不同研究样本的研究结论的不一致性很大,从而使得对于研究结论的解释亦千变万化,为了把握经济周期的内生逻辑,我们将从消费或边际消费的角度进行切入。在我们的模型中(图 1),由消费支出拉动的生产和服务继而带动资本性支出,进而拉动就业和影响平均收入的这一逻辑即恰好反映各个产业的层层推进,形成经济周期,当然,这其中既有放大经济周期波幅的变量,亦有可平抑波幅的因素。

表 2 经济周期的影响因素

文献	影响因素	样本来源
Marianne Baxter & Michael A.Kuparitsas ^[13]	贸易强度	世界范围
石柱鲜等 ^[8]	贸易、金融、财政和货币政策等	世界范围
Stephanie Schmitt-Grohé, Martín Uribe ^[14]	TFP (反映技术水平)、投资水平和消费状况	世界范围
石柱鲜等 ^[8]	财政和货币政策等	中日韩三国
Rawski ^[17] 、刘瑞明、白永秀 ^[18]	政府对大规模投资偏好	中国
刘霞辉 ^[19] 、刘涛 ^[16]	较低的市场发育水平、频繁变动的信贷配给(货币供应量)	中国
陈浪南 ^[20] 、郭庆旺 ^[21] 、黄颀琳 ^[22] 、李勇 ^[23] 等	技术冲击和政府支出冲击;所有制结构、社会总供求关系、经济结构、价格体制、调控手段和对外开放度	中国
殷剑峰 ^[24]	劳动力转移、投资增长和经济增长相互作用	中国
陈乐一 ^[25] 、梁国超和刘金全 ^[26]	经济增长方式由总供给驱动转向总需求驱动转变、紧缩性调控转向稳健性调控	中国
Huiyun Yan 和 Yimin Shi ^[15]	边际消费	中国

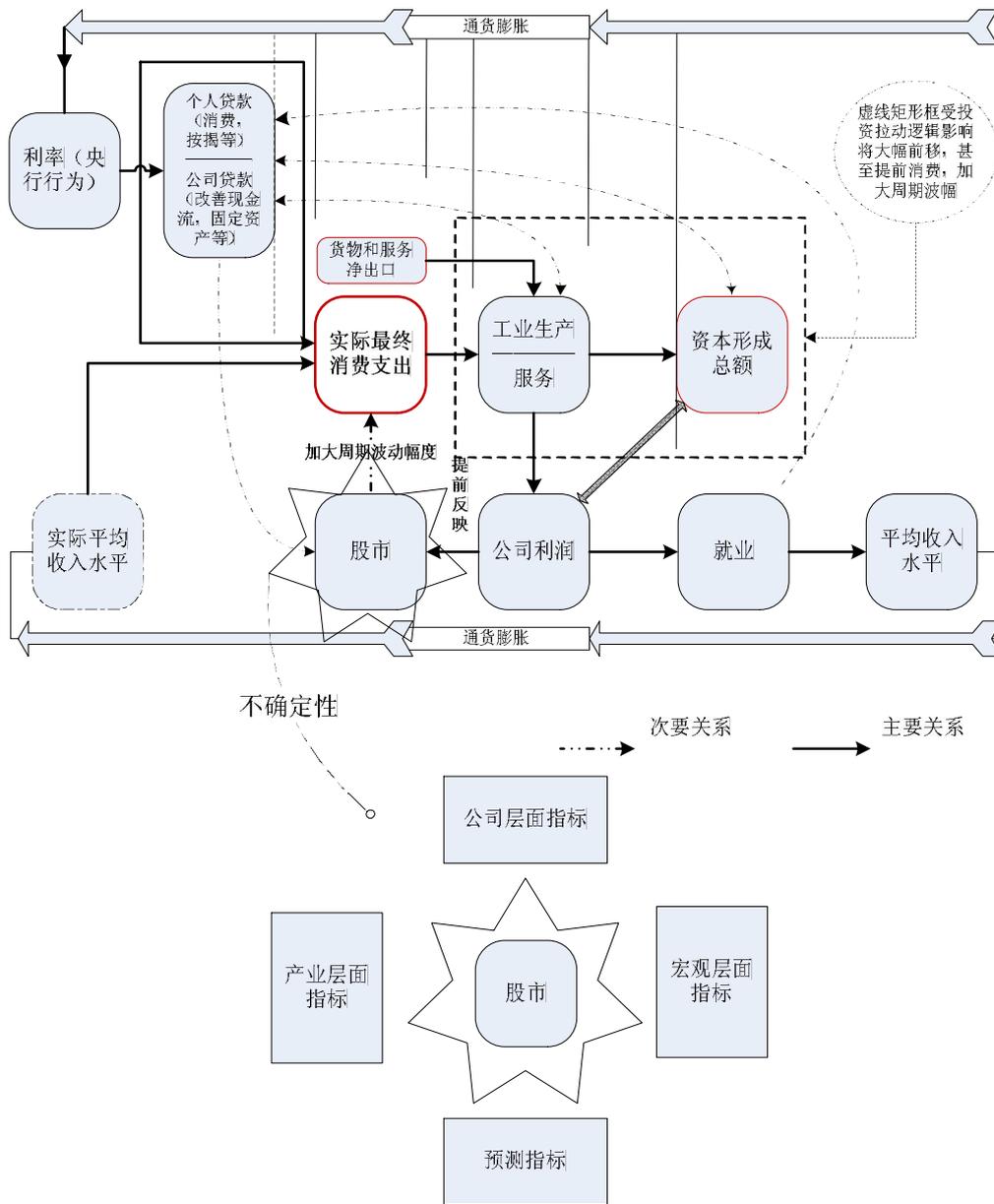


图 1 经济周期的传导模型

(三) 经济周期的国际传导机制

随着世界经济一体化进程的加速, 各国的经济周期也出现了一定程度的协同现象。袁涌波和范方志^[28]认为在经济全球化大背景下, 经济周期将出现新的特征, 这包括波动幅度的减小、周期的延长以及周期的趋同化。李翀^[29]指出经济周期会通过国际贸易和国际金融在国家之间“传染”。宋玉华和吴聃^[30]分析了国际经济周期的传导机制, 即“外部冲击—部门传导—国际传导”机制, 指出经济周期可以通过国际经济纽带在各国之间传导。Sandra^[31]研究了美国宏观经济形势对德国宏观经济变化的传输渠道, 指出, 除传统的国际贸易外, 股票市场、FDI 以及银行信贷与市场信

心等成为了经济周期传递的新渠道。Fabio 和 Rasmus^[33]考察了东亚十国经济周期的同步性, 指出随着时间的推移, 东亚十国经济的同步性在逐渐强化, 尤其是在新型工业化经济体(Newly Industrialised Economies), 而与消费和投资相比, 出口的同步性最强。Jarko 和 Iikka^[33]认为虽然亚洲新兴经济体和 OECD 国家之间的经济周期同步程度较弱, 但源自于 OECD 国家的全球金融危机通过紧密的经贸关系也同样对亚洲新兴经济体产生了严重影响。Lui's^[34]等运用 1962—2003 年的数据分析指出, 中国内地各省份的经济周期与通胀周期具备较强的同步性, 而中国大陆地区和香港地区的经济周期与通胀周期的同步性也在不

断增强。Paul^[35]等认为经济周期的传导可以分为某一国家的产业间和跨国间，而新闻的冲击可以认为是经济周期在跨国间传递的一种关键性因素。李晓峰^[36]等采用带马尔科夫区制转换的 VECM 模型在多国经济框架下有效地识别和分析了从 1991 年至 2008 年世界经济周期的演化特征，认为中国经济与世界经济的联系主要依靠贸易渠道。Carlos^[37]等的分析表明与 OECD 其他成员国相比，欧元区国家的经济周期的同步性更为明显，表明区域内紧密的融合关系将有效加强经济波动的一致性。

本文认为，随着中国经济世界一体化进程的加快，外围对中国已不再仅仅是宏观层面的影响，而是通过私人部门更快地渗透到中国经济，因此，在我们的模型中，不再把外围影响单独作为一个外生变量，而是相信其应该迅速地反应在最终消费支出和净出口上。

(四) 经济周期与股市波动的互动

经济周期对股市周期的作用可以从两个方面得以体现，如表 3。而股市周期的运行情况也会对经济周期的运行产生一定的影响，Demirguc-Kunt 与 Levine^[38]通过收集 44 个收入水平不同的国家的数据作为样本，进行整理分析，结果发现，股票市场能够促进经济增长。其途径如表 3 所示。

西方学者比较早的关注到经济周期与股票市场波动的关系研究。如表 4 所示，大量的研究从整体样本和分区间角度验证了二者的相关性及其强弱。

此外，认为资本市场与经济发展没有相关关系的国外文献如表 5 所示。

基于该部分的综述，在我们的模型中（图 1），认为股市是经济周期的先行指标，并且发达经济体的股市比发展中国家的股市更能预测经济走势。由于我们的模型是建立在成熟资本市场趋向基础上的，因此，这一模型的假设是适合中国经济体的发展方向的内在

表 3 宏观经济与股市波动的关联路径

	影响路径
宏观经济对股市	经济增长与繁荣期，业效益好，工资有保证，股民有资金，刺激股市上升； 经济收缩或衰退期，公司业绩不佳，经济乏力，股民离场，股市低迷。
股市对宏观经济	股市会促使社会储蓄向高风险高收益项目投资，刺激产业的发展； 股票市场能有效满足企业长期投资的资金需求，促进了经济的发展； 流动性与透明度高的股票市场能督促和激励公司经营，加速经济。

表 4 股市周期与经济周期有相关性的观点

影响方向	研究者	样本	结论
股市预测经济	K. Lahiri 和 G. H. Moore ^[39]	美国	股价是经济周期的先导指标
	Maysami 和 Koh ^[40] 、 Roberto Casarin 和 Carmine Trecroci ^[41]	韩国；新加坡；美国	股票市场波动决定经济周期
	Kunt ^[36]	43 个不同收入水平的样本国	高收入国家发达的股票市场更好的促进了 经济发展
	Harris ^[42] ；黄华继、丁维 ^[43]	美国与印度的对比；中国	发达国家的股市比发展中国家的股市更能 预测经济走势
经济决定股市	Bachmann, Ruediger Bayer, Christian ^[48]		经济行为水平的波动是股票收益率波动 的关键决定因素
	Boyd 和 Smith ^[44]		人均收入水平较高的国家， 其股票市场也相对较为活跃，较高的经济发展水平 也意味着流动性较高的股票市场。
	贺强 ^[45]	中国 1994 年到 2000 年的季度数据	经济周期决定股市周期， 股市周期反作用于经济周期
	Indrani chakraborty ^[46-47]	印度从 1993 年到 2006 年的季度数据	实际 GDP 对股票市值存在正向的相关关系， 股票市场没有明显推动经济发展

表5 股市周期与经济周期无关联的观点

研究者	样本	结论
Stiglitz ^[48]	模型分析	股票市场可能会成为投机和冒险的场所。受信息不对称的限制, 优秀上市公司的筹资成本可能过高, 不仅不利于资源的有效配置, 又影响公司上市积极性, 可能会有害于经济增长。
Richard Harris ^[40]	49个国家 (包括发达国家和发展中国家)	股票市场对经济增长的影响并不明显
赵振全 ^[49]	中国	股票市场波动与宏观经济波动之间没有关系; 宏观经济波动对股票市场波动的解释能力很弱。
刘珺、丁棨、马岩 ^[50]	中国	股票指数高波动与经济运行出现背离

逻辑的。

同时, 本文认为股市在牛市行情的时候, 并没有带来真正的财富增值, 有研究显示, 在股市赚钱后, 人们更倾向于把盈利再投资于各种资本市场的投资品种中, 这虽然会在一定程度上拉动消费, 但是这种消费是基于股市市值升高的, 由于账面盈利再投资于股市, 使得资金并不会大幅变现, 此时拉动的消费大部分是以透支手头现金为代价的, 因此在熊市来临之时, 消费能力由于之前的透支而变得更加弱。基于消费拉动经济的逻辑, 股市的波动实际上加大了周期每次波动的幅度。

(五) 经济周期中不确定性冲击的研究

Nicholas Bloom^[51]等指出不确定性的冲击是影响经济周期的一个重要因素。不确定性增加, 使得公司更加谨慎, 导致他们暂停雇佣员工和投资, 减少资本的再分配和劳动力的调动, 导致生产增长率的大幅度下降, 进而导致经济活动的大幅下降。最近的两篇文章也表现出了类似的结果。Bachman 和 Bayer^[52]利用制造业和零售业的公有制和私有企业的面板数据, 分析表明, 在经济衰退时期, 创新的多样性对产量增长的影响明显。Berge 和 Vavara^[53]则分别发现了生产率冲击(productivity shocks)和产品价格变动在经济衰退时期时会变得更为分散。此外还有许多学者关注随机波动对经济的影响, 尤其是对经济衰退的影响。Fernandez-Villaverde^[54, 55]等关注汇率波动及政治的不确定性, Bachman 和 Bayeris 关注资本调整成本的微观不确定性。这些不确定性因素使得经济运行、股市波动更为复杂, 也给科学分析经济周期和股市周期的关联提出了新的要求。由于不确定性对于经济周期和股市关系的重要性, 这一变量也放到了我们的模型中。

(六) 中国经济周期特征研究

自改革开放以来, 中国经济步入了快速发展的新阶段, 与此相应, 中国经济周期也呈现出一定的新特征。樊纲、林毅夫等提出了“放一活”模型来描述中国经济周期的特征。经济学界对“放一活”模型的总

结是: 一活就乱, 一乱就收, 一收就死, 一死就放的“活—乱”循环。卢建^[27]使用“剩余法”和“直接法”划分出不同经济发展时期两种性质的中国经济周期, 即古典周期和增长周期, 并论述了前者转化为后者的标志和过程以及它们对经济增长效率的影响。许光、袁恩桢^[56]指出, 从波动性质上看, 经济周期开始转向“增长型”; 从周期长度看, 经济周期开始转向尤格拉中周期。Jin-ming^[57]等运用两种不同的动态因子模型基于工业总产值、固定资产投资、销售收入和货币供应量 M1 计算了中国 1990 年 1 月到 2008 年 3 月的宏观经济指数, 并以此概括出该时期中国经济状况表现为长久持续性的微小震荡期。邓春玲和曲朋波^[58]认为外部冲击是我国经济周期出现的主因, 内部传导机制则致使我国经济周期深具内生性和持续性; 而改革开放之后, 我国经济周期呈现出一番新的特征, 包括较弱的波动性和较强的增长性和稳定性。李勇^[23]等指出我国的经济周期在改革开放前后表现出截然不同的特征, 在改革开放之前, 我国经济周期表现为古典型周期, 大起大落; 在改革开放之后, 则转变为增长型周期, 峰位开始降低、谷位逐渐上升、波动幅度慢慢缩小。马士成和何友文^[59]发现自改革开放以来, 我国存在着朱格拉周期、政治经济周期和基钦周期三种类型的经济周期, 其中朱格拉周期历时 9.3 年左右, 政治经济周期历时 4.8 年左右, 而基钦周期历时 3.5 年左右。根据格兰杰因果检验结果, 发现导致朱格拉周期的原因并非固定设备更新投资, 而是净出口和外资等外部因素的周期性冲击, 影响政治经济周期的则是政府官员换届效应。此外, 城市化和科技资本存量的增速也有助于延长经济周期。

西方经济周期理论对于我们更加全面地理解我国的经济周期波动的本质, 更有效地监控宏观经济运行, 从而指导市场参与者的投资策略, 同时给政策方向的调整提供参考, 以确保我国经济长期快速持续协调发展。在我们的概念模型中, 拟从经济周期的内生因素进行解释, 发现其内生逻辑, 因此, 政策变化等

表6 不确定性测度指标体系

序号	指标类型	指标名称
1	公司和产业层面指标	公司产出增长分布的离散程度
2		公司股票收益分布的离散程度
3		产业间产出增长率分布的离散程度
4	宏观层面指标	产出增长率(GDP, 工业产值等)的波动率
5		股市收益率的波动率
6	预测指标	工业产值或 GDP 预测的平均误差或者离散程度
7		价格指数预测的平均误差或者离散程度
8		就业增长预测的平均误差或者离散程度

外生性的变量并没有直接考虑在我们的逻辑模型中。

三、结语

从以上的分析可以看出,经济周期与股市波动关系错综复杂,并非简单的单向影响。当前,世界经济前景依然具有不确定性,全球通胀压力加大、发达经济体的失业率居高不下、政府债务风险继续积聚,受美欧等国经济、社会等因素制约,主权债务问题在短期内很难缓解,全球经济增长缺乏动力,中国也不能独善其身。面对复杂多变且具有不确定性特征的经济形势,要保持中国经济长期的可持续增长,需要我们正确认识中国当前经济的发展形势,从战略高度认识和对待经济周期与股市兴衰的关系。

有关经济周期、产业发展及股市波动的研究是集中在一个理论框架下进行的,这个框架大致把经济周期分为了前置、同步,滞后3类变量。以往的研究忽略了不确定性在经济周期、产业发展及股市波动中的扮演的角色,因此,在以上综述基础上,我们提出了该研究的整合概念模型。如图1。

这个模型通过描绘引起经济波动的核心指标之间的关联,较为详细的展示了经济周期、产业发展及股市波动的传导机制。从概念模型框架中可以看出,部分指标间的因果关系是双向的,有学者称之为非对称循环因果关系(asymmetrical circular causality),以实际消费支出为例,消费支出能带动公司利润的上升,进而影响到就业,但同时,就业的状况又能影响到消费支出的水平,虽然后者的影响相对前者而言是次要的。其原因主要在于,实际消费支出实际上是一个前置指标(leading indicator),而就业则是一个滞后指标(lagging indicator),因此正确的预测经济的发展态势的一个重要方面在于学会真正的区分领先指标和滞后指标,进而科学合理的判断二者之间的关系。

此外,模型尤为需要注意的一点是引入了不确定性对股市变动的影。这种不确定性体现在宏观、公司和产业以及预测三个维度,可供度量的指标体系如表6所示。而对引入不确定性后对经济周期及股市波动的研究可能重点在围绕不确定性的反周期性,因不确定性增加导致经济下行,股市下行,以及之后的反弹机制以及不确定性对实体经济的影响而需要的刺激政策的选择等等。

参考文献:

- [1] Friedman M, Schwartz A J. A Monetary History of the United States: 1867—1960 [M]. NJ Princeton University Press, 1963.
- [2] Robert E, Lucas Jr. An equilibrium model of the business cycle [J]. Journal of Political Economy, 1975, 83(6): 1113—1144.
- [3] F E Kydland, E C Prescott. Time to build and aggregate fluctuations [J]. Journal of the Econometric Society, 1982.
- [4] N. Gregory Mankiw, Matthew D. Shapiro. Trends, random walks, and tests of the permanent income hypothesis [J]. Journal of Monetary Economics, 1985: 165—174.
- [5] John Y. Campbell, N. Gregory Mankiw. International evidence on the persistence of economic fluctuations [J]. Journal of Monetary Economics, 1989: 319—333.
- [6] Lumsdaine, Robin L, Eswar S. Prasad. Identifying the common component of international economic fluctuations: A new approach [J]. The Economic Journal, 2003, 484(113): 101—127.
- [7] Kose, M. Ayhan, Christopher Otrok, and Charles H. Whiteman. International business cycles: world, region, and country-specific factors [J]. The American Economic Review, 2003, 4(193): 1216—1239.
- [8] 石柱鲜, 李玉梅, 黄红梅. 世界经济周期共性因素识别与协动性影响因素的研究动态[J]. 延边大学学报(社会科学版), 2010(3): 14—18.
- [9] Martin Uebele. Albrecht Ritschl, Stock markets and business cycle comovement in Germany before World War I: Evidence from spectral analysis [J]. Journal of Macroeconomics, 2009, 1(31): 35—57.

- [10] Rainer Metz. Comment on "Stock markets and business cycle comovement in Germany before world war I: Evidence from spectral analysis" [J]. *Journal of Macroeconomics*, 2009, 1(31): 58-67.
- [11] James Yetman. The stylised facts of Australia's business cycle [J]. *Economics Letters*, 2011, 1(110): 12-14.
- [12] 石柱鲜, 赵红强, 孙皓. 中日韩经济周期波动及其主要影响因素分析[J]. *现代日本经济*, 2011(02): 10-17.
- [13] Marianne Baxter, Michael A.Kouparitsas. Determinants of business cycle comovement:a robust analysis [R]. NBER Working Paper No.10725, 2004.
- [14] Stephanie Schmitt-Grohé, Martín Uribe. Business cycles with a common trend in neutral and investment-specific productivity [J]. *Review of Economic Dynamics*, 2011, 1(14): 122-135.
- [15] Huiyun Yan, Yimin Shi. Nonlinear dynamical analysis and demonstration on Chinese business cycle [J]. *Applied Mathematics and Computation*, 2011, 5(218): 1547-1552.
- [16] 刘涛. 中国经济波动的信贷解释:增长与调控[J]. *世界经济*, 2005, 12: 24-31, 80.
- [17] Rawski Thomas G. Will investment behavior constrain China's growth [J]. *China Economic Review*, 2002(13): 361-372.
- [18] 刘瑞明, 白永秀. 晋升激励、宏观调控与经济周期: 一个政治经济学框架[J]. *南开经济研究*, 2007(5): 19-31.
- [19] 刘霞辉. 论中国经济的长期增长[J]. *经济研究*, 2003(5): 41-47, 92.
- [20] 陈浪南, 刘宏伟. 我国经济周期波动的非对称性和持续性研究[J]. *经济研究*, 2007(4): 43-52.
- [21] 郭庆旺, 贾俊雪, 杨运杰. 中国经济周期运行特点及拐点识别分析[J]. *财贸经济*, 2007(6): 11-17, 128.
- [22] 黄颐琳. 改革开放三十年中国经济周期与宏观调控[J]. *财经研究*, 2008, 32(11): 88-100.
- [23] 李勇, 王满仓, 高煜. 中国经济周期的实际轨迹: 一个理论框架——基于市场成长的视角[J]. *南开经济研究*, 2010(3): 90-104.
- [24] 殷剑峰. 中国经济周期研究: 1954—2004[J]. *管理世界*, 2006(3): 5-14, 170.
- [25] 陈乐一. 再论中国经济周期的阶段[J]. *财经问题研究*, 2007(3): 10-17.
- [26] 梁国超, 刘金全. 中国经济周期波动性弱化成因和经济“软扩张”后的增长趋势[J]. *广西经济管理干部学院学报*, 2008, 76(04): 5-9.
- [27] 卢建. 中国经济周期的实证分析(上)[J]. *管理世界*, 1991(4): 62-78, 224.
- [28] 袁涌波, 范方志. 经济全球化下经济周期波动的新特征[J]. *南宁师范高等专科学校学报*, 2004(1): 5-9.
- [29] 李翀. 对经济周期形成原因的重新认识[J]. *当代经济研究*, 2005(8): 16-20, 73.
- [30] 宋玉华, 吴聃. 从国际经济周期理论到世界经济周期理论[J]. *经济理论与经济管理*, 2006(3): 23-30.
- [31] Sandra Eickmeier. Business cycle transmission from the US to Germany—A structural factor approach[J]. *European Economic Review*, 2007, 3(51): 521-551.
- [32] Fabio Moneta, Rasmus Ruffer. Business cycle synchronisation in East Asia [J]. *Journal of Asian Economics*, 2009, 1(20): 1-12.
- [33] Jarko Fidrmuc, Iikka Korhonen. The impact of the global financial crisis on business cycles in Asian emerging economies [J]. *Journal of Asian Economics*, 2010, 3(21): 293-303.
- [34] Lu's Aguiar-Conraria, Maria Joana Soares. Business cycle synchronization and the Euro: A wavelet analysis[J]. *Journal of Macroeconomics*, 2011, 3(33): 477-489.
- [35] Paul Beaudry, Martial Dupaigne, Franck Portier. Modeling news-driven international business cycles[J]. *Review of Economic Dynamics*, 2011(14): 72-91.
- [36] 李晓峰, 陈志斌, 陈华. 世界经济周期演化特征及其对中国经济的非对称性影响: 基于多国经济周期框架下的实证研究[J]. *当代经济科学*, 2010, 32(169): 36-45, 125.
- [37] Carlos Eduardo S. Gonçalves, Mauro Rodrigues, Tiago Soares. Correlation of business cycles in Euro Zone[J]. *Economics Letters*, 2009(102): 56-58.
- [38] Carlos Eduardo S. Gonçalves, Mauro Rodrigues, Tiago Soares. Correlation of business cycles in Euro Zone[J]. *Economics Letters*, 2009(102): 56-58.
- [39] Carlos Eduardo S. Gonçalves, Mauro Rodrigues, Tiago Soares. Correlation of business cycles in Euro Zone[J]. *Economics Letters*, 2009(102): 56-58.
- [40] Carlos Eduardo S. Gonçalves, Mauro Rodrigues, Tiago Soares. Correlation of business cycles in Euro Zone[J]. *Economics Letters*, 2009(102): 56-58.
- [41] Carlos Eduardo S. Gonçalves, Mauro Rodrigues, Tiago Soares. Correlation of business cycles in Euro Zone[J]. *Economics Letters*, 2009(102): 56-58.
- [42] Carlos Eduardo S. Gonçalves, Mauro Rodrigues, Tiago Soares. Correlation of business cycles in Euro Zone[J]. *Economics Letters*, 2009(102): 56-58.
- [43] 黄华继, 丁维. 我国股市与经济周期互动关系的谱分析[J]. *产业经济研究*, 2009, 43(06): 65-72.
- [44] Carlos Eduardo S. Gonçalves, Mauro Rodrigues, Tiago Soares. Correlation of business cycles in Euro Zone[J]. *Economics Letters*, 2009(102): 56-58.
- [45] 贺强. 从周期性分析看我国证券市场的发展趋势——论经济周期、政策周期与股市周期的辩证关系[J]. *经济导刊*, 2001(2): 27-35.
- [46] Indrani Chakraborty. Does Financial Development Cause Economic Growth? The Case of India [J]. *South Asia Economic Journal*, 2008, 9(1): 109-139.
- [47] Indrani Chakraborty. Financial Development and Economic Growth in India—An Analysis of the Post-reform Period [J]. *South Asia Economic Journal*. 2010, 2(11): 287-308.
- [48] Carlos Eduardo S. Gonçalves, Mauro Rodrigues, Tiago Soares. Correlation of business cycles in Euro Zone[J]. *Economics*

- Letters, 2009(102): 56–58.
- [49] 赵振全, 张宇. 中国股票市场波动和宏观经济波动关系的实证分析[J]. 数量经济技术经济研究, 2003, 20(6): .
- [50] 刘珺, 丁棣, 马岩. 从股票市场指数高波动性观察虚拟经济发展对新经济周期理论的悖离[J]. 金融研究, 2010, 357(3): 144–154.
- [51] Nicholas Bloom, John Van Reenen. Human Resource Management and Productivity [M]. Handbook of Labor Economics, 2011: 1697–1767.
- [52] Bachmann, Ruediger & Bayer, Christian. The cross-section of firms over the business cycle: new facts and a DSGE exploration [M]. CESifo Working Paper Series 2810, CESifo Group Munich. 2009.
- [53] Berger, D. and J. Vavra. Dynamics of the U.S. Price Distribution., mimeo Yale, 2010.
- [54] Fernández-Villaverde, Jesus. The Econometrics of DSGE Models [M]. CEPR Discussion Papers 7157, C.E.P.R. Discussion Papers. 2009: 3–49.
- [55] Fernandez-Villaverde, Jesus. "El Sistema de Pensiones ante los Retos Demograficos." Geconomia Primavera 2011 (2011): 105–116.
- [56] 许光, 袁恩桢. 20世纪90年代以来我国经济周期新特征及“反周期”经济政策的有效性[J]. 广东商学院学报, 2006(06): 9–14.
- [57] Jin-ming Wang, Tie-mei Gao, Robert McNown. Measuring Chinese business cycles with dynamic factor models[J]. Journal of Asian Economics, 2009, 2(20): 89–97.
- [58] 邓春玲, 曲朋波. 改革开放以来中国经济周期特征及原因的理论探索与实证分析[J]. 当代经济管理, 2010, 32(181): 5–9.
- [59] 马士成, 何友文. 基于奇异谱理论的我国经济周期测度[J]. 浙江金融, 2011(3): 28–35.

Research on Business cycle and the stock market fluctuation and its transmission models

ZHAO Ke, DING Anhua

(China Merchants Securities, CMS, Shenzhen 518000, China)

Abstract: The business cycle is normal phenomenon in macro economic development. Different stages of business cycle require different ways of macroeconomic regulation and control. The research and analysis influence of the business cycle endogenous factors and exogenous factors make for the right macroscopic decision, so as to ensure the long-term stable development of national economy. This paper reviewed the development course of business cycle, and its influence factors, and then summarized the transmission mechanism of business cycle and its relationship between the stock market fluctuation. Finally, combining the current background that macro economic environment uncertainty gets more and more complicated and important, on the basis of uncertainty reviewed, this paper tried to construct conceptual model of transmission mechanism between business cycle and the stock market volatility in China.

Key Words: business cycle; the stock market volatility; transmission mechanism; conceptual model

[编辑: 汪晓]