

# 中国股票市场的“塔西陀陷阱”效应研究

寇明婷<sup>1</sup>, 杨海珍<sup>2</sup>, 杨晓光<sup>3</sup>

(1. 北京科技大学东凌经济管理学院, 北京 100083; 2. 中国科学院大学经济与管理学院, 北京 100190;  
3. 中国科学院数学与系统科学研究院, 北京 100190)

**摘要:** 针对货币政策发布与股市反应的预期背离问题, 识别并检验了中国股票市场的“塔西陀陷阱”效应。首先, 基于政府信誉的形成机理, 提出并界定股票市场的“塔西陀陷阱”效应, 进而对其发生机理进行了分析。其次, 借助事件研究方法, 以事件窗口内“与预期相符合的收益率和与预期相背离的收益率的比值”作为“塔西陀陷阱”效应的衡量指标, 对中国股票市场的“塔西陀陷阱”效应进行了实证检验。结果表明, 中国股票市场存在“塔西陀陷阱”效应, 且因政策工具、政策转向和政策发生时期的不同而不同。

**关键词:** 塔西陀陷阱; 货币政策; 股票价格; 事件研究

中图分类号: F830.91 文献标识码: A 文章编号: 1000-5781(2018)06-0801-11

doi: 10.13383/j.cnki.jse.2018.06.009

## Study of ‘Tacitus-trap’ effect in Chinese stock market

Kou Mingting<sup>1</sup>, Yang Haizhen<sup>2</sup>, Yang Xiaoguang<sup>3</sup>

(1. Donlinks School of Economics and Management, University of Sciences and Technology Beijing, Beijing 100083, China

2. School of Economics and Management, University of Chinese Academy of Sciences, Beijing 100190, China;

3. Academy of Mathematics and Systems Science, Chinese Academy of Sciences, Beijing 100190, China)

**Abstract:** In terms of the deviation of monetary policy announcement and its expected response in the stock market, this paper identifies and tests the “Tacitus-trap” effect in China’s stock market. Firstly, it proposes and defines the “Tacitus-trap” effect in the stock market based on the formation mechanism of government credibility, and further analyzes the mechanism of its happening. Secondly, the paper empirically tests the “Tacitus-trap” effect in China’s stock market using the event study analysis. The ratio of the expected yield to the unexpected yield is taken as the measure of the “Tacitus-trap” effect. It finds that there is the “Tacitus-trap” effect in China’s stock market, which varies with monetary policy tools, policy shifts and the specific time periods.

**Key words:** Tacitus-trap; monetary policy; stock price; event study

## 1 引言

2015年6月, 暴涨暴跌的中国股市吸引了全球的关注, 中央银行降准降息也未能制止市场的持续暴跌, 投资者对市场缺乏信心和信任。最终政府不得不采取直接入市等众多“非常规举措”才遏制了股市急剧下跌,

收稿日期: 2016-11-14; 修订日期: 2017-09-21.

基金项目: 国家自然科学基金重点资助项目(71532013); 国家自然科学基金资助项目(71273257); 国家自然科学基金青年基金资助项目(71804008); 教育部人文社会科学研究青年基金资助项目(13YJC790062; 17YJC630163); 中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(FRF-TP-16-051A1).

扭转了股市反向而行. 股票市场暴涨暴跌与政策宣示反向动作的异象再次提醒须警惕“塔西陀陷阱”效应的存在. “塔西陀陷阱”(Tacitus trap)源于古罗马历史学家塔西陀在谈论执政<sup>1</sup>感受时的卓越见解. 该现象指当政府部门陷入公信力危机时, 无论颁布利好政策还是利坏政策, 都会被认为是有利于政府不利于民众. 近年来, 由于公共治理的不透明、权力对经济生活的介入、政府监管的不到位等, 我国社会生活和经济领域中的“塔西陀陷阱”现象正在弥漫, 如公众诚信体系故障、政策效率损失等. 公众对政府的适度质疑是其主体意识提高的表现, 有利于政府监管的规范设计与运行. 但长此以往, 不仅会导致道德滑坡与诚信危机, 国家和企业的治理成本也将迅速上升<sup>[1]</sup>. 尤其在“塔西陀陷阱”效应达到一定强度时, 政府的常规力量将无法控制. 因此, 如何提升政府公信力, 避免“塔西陀陷阱”效应的论题亟待研究.

现有文献中鲜有从实证角度对“塔西陀陷阱”效应在股票市场的存在性与特征表现进行研究. 相关研究中, 一方面集中于对“塔西陀陷阱”现象的根源——监管制度不力与政府公信力下滑的讨论<sup>[1,2]</sup>. 研究表明, 监管不力事件与公众对监管制度的不信任已经成为政府公信力大幅下滑的重要原因. 另一方面集中于股票市场监管与货币政策有效性之间的关系. 研究发现, 股票市场完善程度越高, 中央银行信息披露程度越强, 货币政策执行效率越高<sup>[3-10]</sup>. 此外, 在企业丑闻与行业危机方面, 监管不力与公众对监管制度的不信任是国内信任品行业危机的重要原因<sup>[11-14]</sup>. 据2014年8月小康公布的调查研究结果显示, 政府信用在2014年“最让人担忧的信用问题”排行榜中依然处首位. 除社会评估政府公信力的状态之外, 从经济运行、市场反应的层面看政府公信力情况如何? “塔西陀陷阱”现象在公众广泛参与的金融市场中是否已经存在? 本文基于“塔西陀陷阱”的定义以及现有文献的讨论, 首先尝试对股票市场“塔西陀陷阱”效应及其形成机理进行界定分析, 进而通过设计能够有效识别与估计“塔西陀陷阱”效应的指标, 探究“塔西陀陷阱”效应在中国股票市场上的存在性及其特征表现.

## 2 股票市场“塔西陀陷阱”效应的形成机理与研究假定

### 2.1 政府“塔西陀陷阱”效应的产生机理

政府信誉度的高低是“塔西陀陷阱”效应产生的关键. 在政府信誉度足够好时, “塔西陀陷阱”效应将很难滋生. 政府信誉的形成源于政府与公众决策行为的重复博弈, 该过程由政府与公众之间的决策选择以及公众之间的决策影响共同构成, 如图1所示.

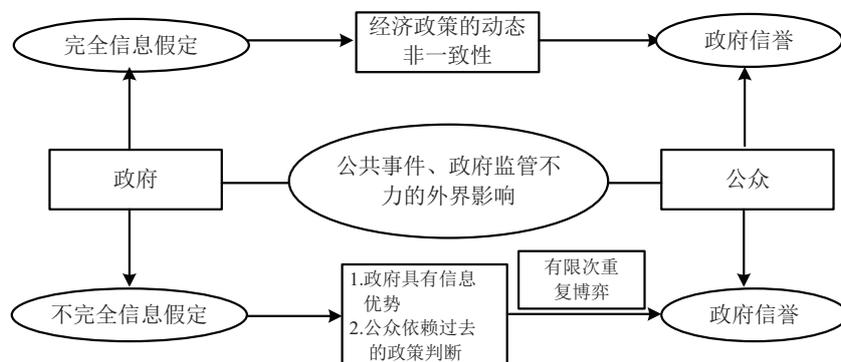


图1 政府信誉的形成机理：政府与公众之间的决策选择

Fig. 1 The formation mechanism of government credibility: The decision choosing between government and the public

政府与公众之间的决策选择, 在完全信息假定条件下, 经济政策的制定具有动态非一致性<sup>[15]</sup>, 加之决策过程受信息不对称、隐含利益等因素影响<sup>[16]</sup>, 其承诺的政策目标可信度降低; 在不完全信息假定条件下, 政

<sup>1</sup>古罗马历史学家塔西陀曾出任过古罗马执政官、保民官、营造官、财务官、行政长官和外省总督等.

策层更具信息优势, 公众对经济的预期判断与行为决策依赖于过去的政策抉择与调整自身行为的信息成本。当股票市场不完善、信息功能缺失时, 公众弱势信息地位更加严重, 无法对投资图景做出有效判断, 加之负面公共事件的冲击, 导致政府信誉度降低。

在政府与公众之间决策选择的基础上, 公众之间的决策影响最终形成政府信誉并决定着“塔西陀陷阱”效应的产生。在不完全信息下, 公众之间的决策选择具有显著的外溢效应, 即协调博弈<sup>[17,18]</sup>。协调博弈中, 公众对经济形势的预期和政府的信誉度是其均衡的关键。预期的形成很大程度源于公众之间的口碑相传<sup>[9]</sup>, 尤其以个人投资为主的我国股票市场<sup>2</sup>, 公众间的决策影响就更为显著。当公众对经济预期与政策层不一致或政府信誉度较低时, 选择不信任不行动的决策将导致协调失败<sup>[19]</sup>。

如图 2 所示, 将公众对政府的信任程度分为信任、部分信任与不信任三类。不信任政府的公众在政策发布时选择不行动或逆向行动; 信任政府的公众则会依据政策调整投资决策。对政府部分信任的公众, 依据其拥有的信息量分为理性、预知内幕和完全不知情三类。对于完全不知情的公众 2, 只能通过观察理性与预知内幕<sup>3</sup>的公众 1 的决策行为确定自己的投资决策。当公众选择不信任不行动时, 经济政策就将濒临“塔西陀陷阱”, 政策效率受到损失。

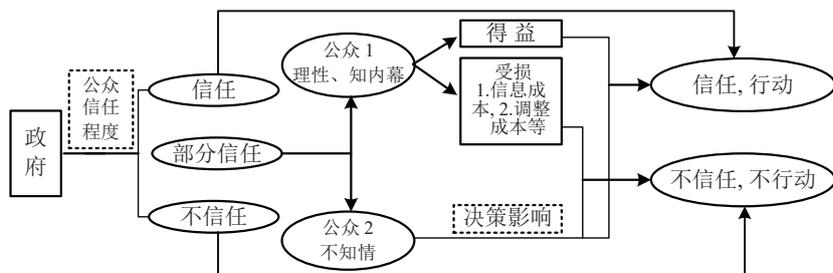


图 2 政府信誉的形成机理: 公众间的决策影响

Fig. 2 The formation mechanism of government credibility: The decision-making influence among the public

## 2.2 股票市场“塔西陀陷阱”效应的形成机理

依据政府“塔西陀陷阱”效应的产生机理, 对股票市场“塔西陀陷阱”效应的界定为: 当政府部门濒临公信力危机时, 无论释放利好消息还是利坏消息, 投资者常常(非总是)选择逆向解读或视而不见, 导致政策效果与预期相背离, 在股价收益率上则呈现为“与预期相悖的收益率大于与预期相符的收益率”。作为典型市场化平台的股票市场, 缘何会出现非市场化的“塔西陀陷阱”效应? 究其形成机理, 可归纳总结为两方面:

### 1) 制度设计本身的缺陷导致非市场化问题层出不穷

脱胎于计划经济的中国股票市场, 制度设计本身的缺陷始终如影随形。不仅体现在上市公司产权制度、治理结构等方面, 而且在投资者结构、行政干预力度等方面也存在较多不合理之处。具体而言, 国有上市公司占比过大, 自主经营独立性差。股票市场投资者结构不合理, 中小投资者占比大, 却又缺乏保护中小投资者的完善制度。上市公司股票发行制度不完善, “一股独大”的股权结构问题严重。监管制度不完善, 适度的行政干预将有利于股票市场的稳定和健康运行, 但政府对国有企业过度的庇护与干预不仅导致监督机制缺失或监管缺位, 而且是导致权力寻租性腐败和管理效率缺失的关键因素<sup>[21]</sup>。政府(以及谋私利的政府官员)对企业和市场的过度干预使得具“政策市”特征<sup>[22-25]</sup>的股票市场长期与实体经济背离, 如国家的股改曾被当做国企解困和上市圈钱的手段, 投资者对政策层信心不足。

股票市场运行机制不健全、上市公司股权结构不合理、投资者利益保护制度不到位等缺陷, 成为近年来

<sup>2</sup> 上海证券交易所统计年鉴 2014 卷显示, 2013 年股票投资者开户总数为 9 253.4 万户, 机构投资者为 43.3 万家, 自然人投资者为 9 210.1 万户, 占比 99.5%。

<sup>3</sup> 中国市场存在提前的信息泄露和内幕交易行为<sup>[20]</sup>。

股票市场众多非市场化问题暴露的重要诱因。在制度缺陷的影响下,国家的股改等代表社会整体利益的股市公共政策(塔西陀陷阱的显变量)与利用权力攫取利益的实际操作表现相反,然而后者往往是市场的主导力量。长此以往,说的败于做的,直至以获取风险收益为目标的投资者对治理者失去信任,从而形成“塔西陀陷阱”。

## 2) 监管不到位、信息披露不完善造成股票市场公开信息的市场价值被严重扭曲

运行健康的股票市场是一个能够为股份公司融资实现生产规模经营,为投资者投资实现财富增值的公平的、透明的、有规则的投融资平台。但现有监管制度、信息披露制度使得股票市场投资者信息不对称、交易不公平等情况时有发生。股票市场违规坐庄、内部人交易、价格操纵等屡见不鲜。内部人交易的主体也已经由上市公司内部人自身扩展到了上市公司内部人亲属以及与上市公司关系密切的政府官员及其亲属,他们之间形成由权力寻租、信息寻租促成的利益链条复杂的内幕交易,并最终获利<sup>[26,27]</sup>。

基于对中小投资者利益的保护以及对市场公平的维护,世界上大多数证券市场对内部交易人进行管制。但在各国的法律法规中,内部人基本界定为公司的董事、监事、高层管理者和大股东等,并不包括内部人亲属。由于内部人亲属和内部人的经济利益往往一致,内部人亲属交易已经成为内部人规避管制的重要方式。监管不到位、信息披露不完善,使得公开信息的市场价值被严重扭曲、投资机会不公平。处于信息弱势状态的投资者最重要的投资信心与信任受到威胁,促使股票市场产生“塔西陀陷阱”效应。

## 2.3 研究假定

为获得对中国股票市场“塔西陀陷阱”效应的有效识别与检验,依据上文对股票市场“塔西陀陷阱”效应的界定与形成机理的分析,作出如下假定:

**假定 1** “塔西陀陷阱”效应使得中国股票市场对货币政策的反应表现为与理论预期相悖的收益率大于与理论预期相符的收益率。

在“塔西陀陷阱”效应下,公众对政府政策调整表现为逆向解读或视而不见。货币政策作为一种代表社会整体利益的股市公共政策,在政策发布的短时间内,具有“政策市”特征的股票价格中蕴含大量的政策驱动信息。政策宣布短期内股票价格的变动更大程度上体现了投资者对政策的解读与反应,其解读方向与反应程度又是投资者对政策层信任程度的具体体现。当中央银行实施宽松型货币政策时,在“塔西陀陷阱”效应的作用下,股票价格将会表现为显著的不升反降,即“与预期相悖的负向收益率将会显著大于预期相符的正向收益率”;相反,中央银行实施紧缩型货币政策时,其表现为“与预期相悖的正向收益率将会显著大于预期相符的负向收益率”。

此外,在考察股票市场对公共政策的反应时,政策工具的异质性不容忽视。以法定存款准备金率与贷款基准利率为例,尽管同属货币政策,但因其本身的异质性及宣布执行程序的不同导致股票市场的反应各有迥异。具体而言,法定存款准备金率是通过影响存款类金融机构资金需求进而影响货币供应量的非价格政策工具,加上法定存款准备金率的调整宣布与执行时间间隔较长,理论上股票市场的反应不会太显著。与此相对,贷款基准利率是典型的价格政策工具,可通过股票内在价值、投资者资金流向、上市公司经营成本等多种渠道影响股票价格的波动,且其调整通常是宣布后次日执行,时间间隔短。因此,股票市场对贷款基准利率的反应应该更显著。

对此假定,将通过样本区间内股票市场中“预期相符收益率/预期相悖收益率”的大小得以验证,若二者之比小于1,则表明市场存在“塔西陀陷阱”效应,并同时考证政策工具异质性的作用。

**假定 2** 危机后市场的“塔西陀陷阱”效应较危机前更显著。

危机后市场对政策的反应不仅取决于政府在复苏经济、走出危机过程中的救助协调效果,而且在经济

复苏时期,投资者对市场的信心 and 政策的信任依然会处于犹豫判断的状态.即便在危机救助过程中,政府救助政策的颁布虽及时有效地遏制了危机的恶化,监管措施和力度也进行了明显的改善与加强,危机后公众对政府的信任度也需缓慢恢复提升,政策效率依然不高;另一方面,在危机救助的过程中,如果政府干预无效<sup>[28]</sup>,危机后市场对政策反应与理论预期相悖的程度将会上升.对此假定,将通过比较市场在危机前后对政策反应的程度与显著性得以验证.

### 3 研究方法 with 样本选择

事件分析方法<sup>[29]</sup>是检测政策发布影响的有效方法之一.考虑到股票市场在受到货币政策等外部因素影响和作用的同时,对外部经济系统有一定的反作用,其对中央银行货币政策的传导具有较强的非线性复杂性.为改善估计,设计引入具有明确概率意义的非参数估计模型——广义人工神经网络模型(GRNN),对没有货币政策事件发生时事件窗口内的股票价格期望收益率进行预测.因此,本文拟运用基于广义人工神经网络预测的事件分析方法,在考虑中央银行货币政策传导的非线性特征的同时,从股票价格对中央银行货币政策调整的短期宣告反应中实证检验我国股票市场的“塔西陀陷阱”效应.

#### 3.1 事件的定义与样本的选择

危机前后市场对政策的反应是检验“塔西陀陷阱”效应的有效时机.在危机时期,政府为遏制金融危机恶化的紧急救市,与危机前相比,政策效果更加明显<sup>[30-31]</sup>.此时,政策的调控效果除受危机本身、政策力度的影响外,公众对政府信任的程度、预期判断是走出危机更重要的因素.为有效捕捉股票市场的“塔西陀陷阱”效应,并确保实证结果的稳健性,选择涵盖次贷危机前、中、后的样本区间内(2006-01-01~2015-07-20)中央银行货币政策(包括法定存款准备金率与1年期贷款基准利率)调整宣布为事件.同时选取上证综合指数与深证成分指数为股票市场样本.研究中,为比较次贷危机前、中、后股票市场“塔西陀陷阱”效应的特征表现,分别以我国中央银行应对次贷危机前对法定存款准备金率的最后一次上调(2008-06-07)和次贷危机后法定存款准备金率的第一次上调(2010-01-12)为界点将全样本区间划分为如表1所示的危机前、危机中与危机后区间<sup>4</sup>.

表1 2006年~2015年法定存款准备金率与1年期贷款基准利率调整事件分类<sup>5</sup>

Table 1 The adjustment event classification of required deposit reserve ratio and 1-year loan interest rate in 2006~2015

|       | 法定存款准备金率 |    | 1年期贷款基准利率 |    |
|-------|----------|----|-----------|----|
|       | 上调       | 下调 | 上调        | 下调 |
| 次贷危机前 | 18次      | —  | 8次        | —  |
| 次贷危机中 | —        | 4次 | —         | 5次 |
| 次贷危机后 | 12次      | 8次 | 5次        | 6次 |

图3初步展示了危机前后货币政策调整宣布与股票市场在政策宣布后第一个交易日的收益率变化.图3表明,次贷危机前,2006-01~2008-06之间中央银行的26次紧缩性货币政策操作,股票市场有6次在首个交易日的收益率为负;2008-09~2010-01之间,中央银行面对国际金融危机和国内宏观经济下行风险,大幅下调基准利率和法定存款准备金率,两类政策工具共9次下调(同时调整4次),股票市场收益率只有2次为正;危机后,货币政策逐步收紧,2011-12-01前,两类政策工具共17次上调,股票市场收益率有10次为

<sup>4</sup>三阶段样本区间内货币政策调整事件分类为:1)次贷危机前,法定存款准备金率上调(共18次)、1年期贷款基准利率上调(共8次);2)次贷危机中,法定存款准备金率下调(共4次)、1年期贷款基准利率下调(共5次);3)次贷危机后,法定存款准备金率上调(共12次)、1年期贷款基准利率上调(共5次)、法定存款准备金率下调(共8次)、1年期贷款基准利率下调(共6次).

<sup>5</sup>样本区间内,中央银行共42次调整法定存款准备金率,24次调整1年期贷款基准利率,二者同时调整6次.对于样本期内两类政策工具的6次同时调整宣布,是代表了法定存款准备金率与1年期贷款基准利率的综合作用,并非二者之一.

负向,之后的5次下调中,股票市场收益率共3次为正.初步分析表明,在次贷危机前、中、后期间,股票市场  
对货币政策调整的表现与传统经济理论相悖的情况分别占76%,78%与41%.

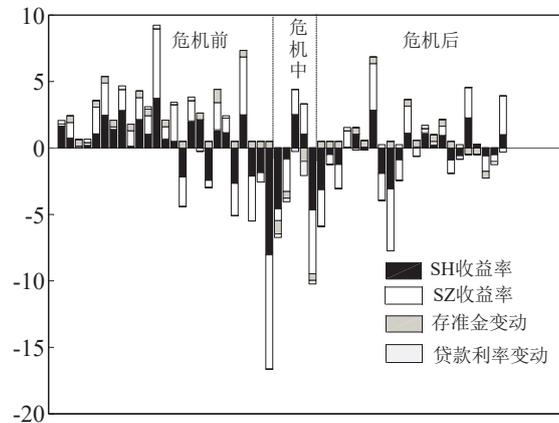


图3 2006年~2012年货币政策调整宣布与股票市场表现

Fig. 3 Monetary policy adjustment announcements and market performance in 2006~2012

注: 危机前: 2006-01-01~2008-06-07, 危机中: 2008-06-08~2010-01-11, 危机后: 2010-01-12~2012-07-06

### 3.2 窗口的定义

2006年以来,我国中央银行频繁调整货币政策,准备金率政策与贷款利率政策工具交替使用,两种政策工具除同时操作外,非同时操作最短间隔仅2天,对股票市场的冲击效应难免重叠.为尽可能最大限度掌握政策事件对股票价格的影响,事件窗口的设计要尽可能减少邻近货币政策调整的重叠干扰,其长度不宜过长也不宜过短,过短的估计窗口容易降低预期模式的预测能力,而过长的时间跨度可能会使数据结构发生改变.依据中央银行货币政策调整各次宣布的时点,本文研究选取的事件窗口长度为5天<sup>6</sup>,以货币政策调整宣布后第一个交易日居中,估计窗口设定为货币政策宣告事件窗口前200个交易日.考虑到事件窗口中已包含一定的事件后时段,模型中不设事后窗口.

### 3.3 “塔西陀陷阱”效应的识别与估计

假设中央银行没有货币政策调整宣布时,采用GRNN模型分别对政策调整事件窗口内上证综合指数、深证成分指数的期望收益率进行预测.股票价格在第 $t$ 交易日的收益率值 $y_t$ 将延续相近交易日的收益率水平,因此选取 $y_t$ 滞后项作为输入变量,其滞后阶数为7阶<sup>7</sup>.基于预测结果,用实际收益率与期望收益率之差获得超额收益率.此外,为获得对政策工具异质性的比较,分别计算两类货币政策工具及其不同转向的平均累积超额收益率,并对其显著性进行检验.

基于对事件窗口超额收益率的预测结果,以事件窗口内“与预期相符合的收益率/与预期相背离的收益率”的大小作为对“塔西陀陷阱”效应的识别及其严重程度估计指标.若比值小于1,即政策调整导致的与预期背离的股票价格收益率大于与预期符合的收益率,存在“塔西陀陷阱”效应,比值的大小体现了“塔西陀陷阱”效应的程度.

## 4 实证研究结果与分析

### 4.1 中国股票市场“塔西陀陷阱”效应的实证检验

#### 1) 中国股票市场对1年期贷款基准利率政策反应的“塔西陀陷阱”效应

<sup>6</sup>事件窗口的长度因研究目的而异,当考察某事件发生对股票价格的冲击影响时,通常的事件窗口仅设为事件当日及前后两日.

<sup>7</sup>滞后阶数的确定综合考虑了滞后项的方差贡献度以及多次试验的实际效果.

为直观展示实证结果, 依据计算所得的股票价格指数“与预期相符合的收益率/与预期相背离的收益率”之值绘制图 4(a)和图 4(b).

样本期内 1 年期贷款基准利率的 24 次调整中, 事件窗口内两类股票价格指数“与预期相符合的收益率/与预期相背离的收益率”的值分别有 20 次和 21 次小于 1, 且分别发生在危机前与危机后, 股票市场存在“塔西陀陷阱”效应.

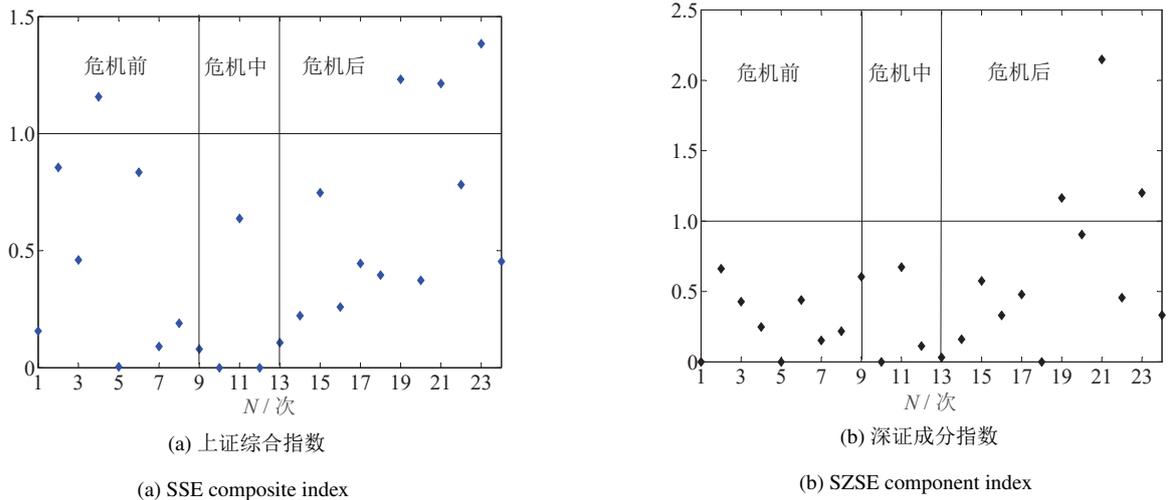


图 4 股票市场对 1 年期贷款基准利率政策调整的“塔西陀陷阱”效应表现

Fig. 4 The “Tacitus-trap” effect in the stock market on the policy adjustment of 1-year benchmark interest rate

2) 中国股票市场对法定存款准备金率政策反应的“塔西陀陷阱”效应

考虑到实证结果的稳健性, 同时探究了股票市场对法定存款准备金率调整的反应. 同前述 1 年期贷款基准利率政策调整类似, 依据样本期内法定存款准备金率调整事件窗口内上证综合指数和深证成分指数“与预期相符合的收益率/与预期相背离的收益率”之值绘制图 5(a)和图 5(b).

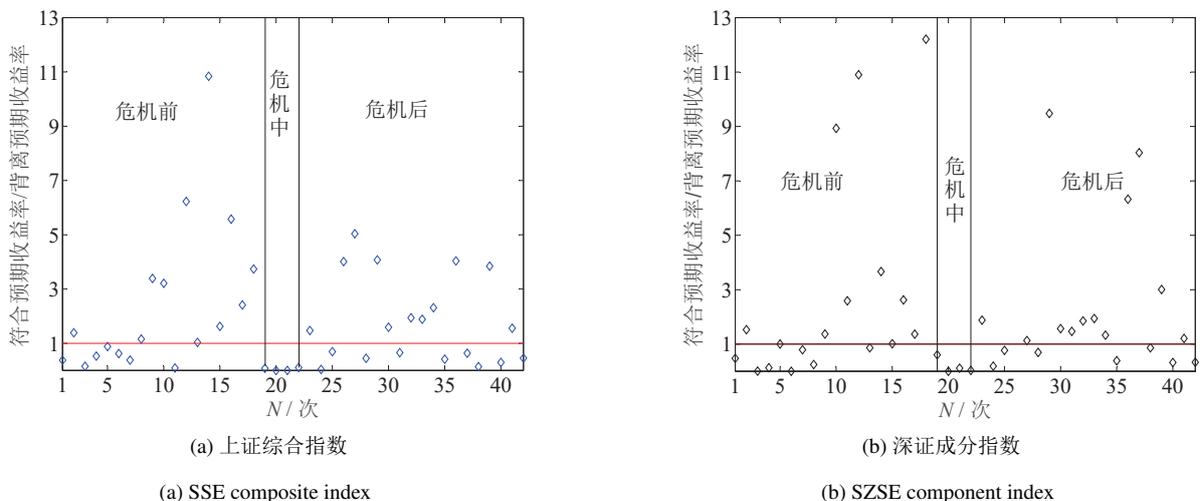


图 5 股票市场对法定存款准备金率调整的“塔西陀陷阱”效应表现

Fig. 5 The “Tacitus-trap” effect in the stock market on the policy adjustment of required deposit reserve ratio

<sup>7</sup>限于篇幅, 为在图中完全展示各次政策调整对股票收益率的影响, 并不改变其大于 1 的比值, 分别对上证综合指数的第 12、16、34 次, 深证成分指数的第 8、12、14、24 次的比值进行了 10 倍的缩小.

如图 5(a)和图 5(b)所示,法定存款准备金率在危机前后的 38 次调整中,沪深两市“与预期相符合的收益率/与预期相背离的收益率”的值分别有 16 次和 15 次表现为小于 1,其余均多倍大于 1. 与 1 年期贷款基准利率相比,“塔西陀陷阱”效应存在的次数与程度均有明显降低. 此结果一方面源于法定存款准备金率政策非价格政策,另一方面源于其宣告到执行时间间隔长,市场消化吸收速度慢.

此结果初步表明在中国股票市场中存在“塔西陀陷阱”效应,且在 1 年期贷款基准利率调整时表现得更严重. 但平均而言,1 年期贷款基准利率与法定存款准备金率的上调或下调效果如何? 政策不同转向之间以及不同时期之间的“塔西陀陷阱”效应差异如何? 下面将分析和讨论不同货币政策工具及其在不同时期不同转向时股票市场的表现.

#### 4.2 不同时期“塔西陀陷阱”效应的识别与差异比较

在样本区间 2006-01-01~2015-07-20,法定存款准备金率与 1 年期贷款基准利率共调整 66 次. 尽管本文在估计无政策宣布条件下的预期收益率时借助连续滚动式的窗口对每次政策宣布前 200 个交易日的股票价格收益率进行估计,但由于政策宣布频率高、时间较为集中,对不同政策工具调整宣布的股票价格反应的把握依然会受到样本区间内各次政策宣布之间的长期交互影响. 为此,本文不仅针对两类货币政策工具的调整宣布,而且综合考虑了两类货币政策的调整时期与转向对股票价格收益率的影响. 以次贷危机为分界点,通过考察危机前、危机中和危机后上证综合指数、深证成分指数在法定存款准备金率的上调与下调和 1 年期贷款基准利率的上调与下调时,平均异常收益率中“与预期相符合的收益率/与预期相背离的收益率”的大小.

##### 1) 不同时期 1 年期贷款基准利率调整时股票市场“塔西陀陷阱”效应的识别与差异比较

将危机前、中、后两类股票指数在 1 年期贷款基准利率调整事件窗口内的平均异常收益率中“与预期相符合的收益率/与预期相背离的收益率”之值绘制图 6(a)和图 6(b),并同时考虑政策的不同转向.

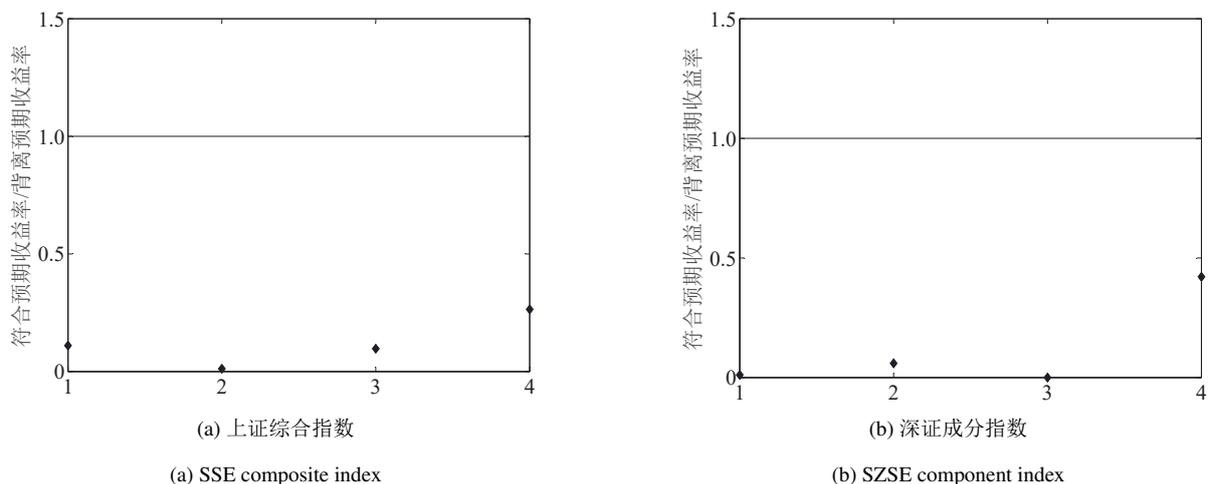


图 6 不同时期股票市场对 1 年期贷款基准利率调整的“塔西陀陷阱”效应表现

Fig. 6 The “Tacitus-trap” effect in the stock market during different periods on the policy adjustment of 1-year loan benchmark rate

注: “1”表示危机前的政策上调、“2”表示危机期间的政策下调、“3”表示危机后的政策上调、“4”表示危机后的政策下调

观察图 6(a)和图 6(b), 会发现, 1) 平均而言, 样本期内 1 年期贷款基准利率的调整导致两类股票综合指数“与预期相符合的收益率/与预期相背离的收益率”的值均小于 1, 即与预期相背离的收益率大于与预期相符合的收益率, 股票市场存在“塔西陀陷阱”效应; 2) 不同时期“与预期相符合的收益率/与预期相背离的收益率”的大小表现为: 危机中 < 危机后<sup>(1)</sup> < 危机前 < 危机后<sup>(2)</sup>. 即除次贷危机期间“塔西陀陷阱”效应最严重外, 相对危机前的政策上调, 危机后的“塔西陀陷阱”效应更严重; 3) 不同政策转向时“与预期相符合的收

率/与预期相背离的收益率”的大小表现为: 政策上调时, 危机后 < 危机前, 政策下调时, 危机中 < 危机后, 且政策上调与下调时的比值均小于 1. 即样本期内, 1 年期贷款基准利率上调与下调时, 市场均存在“塔西陀陷阱”效应.

## 2) 不同时期法定存款准备金率调整时股票市场“塔西陀陷阱”效应的识别与差异比较

依据危机前、危机中和危机后上证综合指数、深证成分指数在法定存款准备金率调整事件窗口内的平均异常收益率中“与预期相符合的收益率/与预期相背离的收益率”的数值绘制图 7(a)和图 7(b), 并同时考虑政策的不同转向.

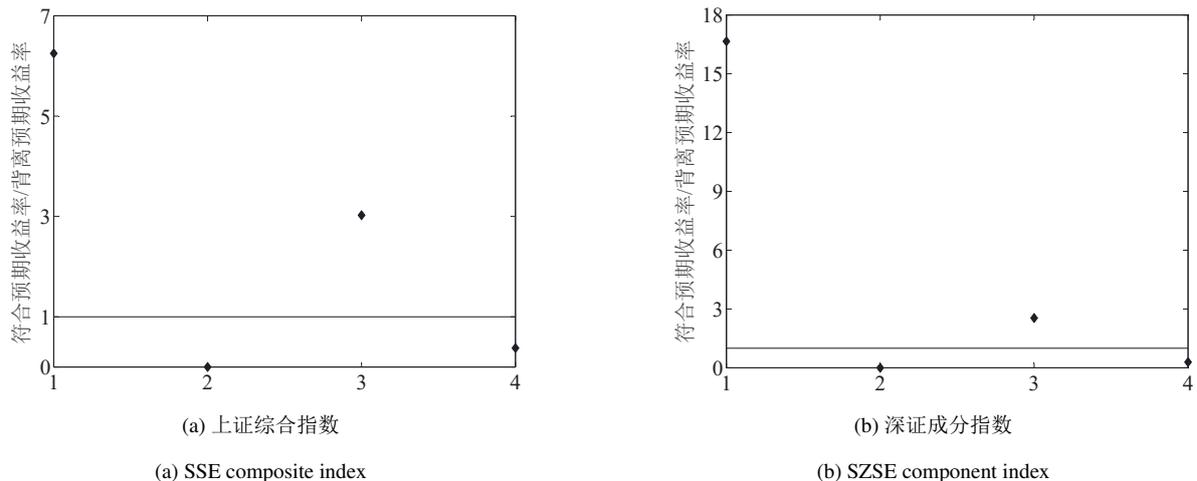


图 7 不同时期股票市场对法定存款准备金率调整的“塔西陀陷阱”效应表现

Fig. 7 The “Tacitus-trap” effect in the stock market during different periods on the policy adjustment of required deposit reserve ratio

注: “1”表示危机前的政策上调、“2”表示危机期间的政策下调、“3”表示危机后的政策上调、“4”表示危机后的政策下调

观察图 7(a)和图 7(b), 第一, 平均而言, 应对危机时法定存款准备金率的下调导致上证综合指数的“与预期相符合的收益率/与预期相背离的收益率”的值均小于 1. 危机后的下调导致的比值上证综合指数略小于 1, 深证成分指数略大于 1, 而上调导致的比值大于 1. 即政策下调时, 与预期相背离的收益率大于与预期相符合的收益率, 股票市场存在“塔西陀陷阱”效应; 第二, 不同时期“与预期相符合的收益率/与预期相背离的收益率”的大小为: 危机中 < 危机后 < 危机前. 即危机时期“塔西陀陷阱”效应最严重, 相对危机前, 危机后表现较严重; 第三, 不同政策转向时“与预期相符合的收益率/与预期相背离的收益率”的大小为: 政策上调时, 危机后 < 危机前, 政策下调时, 危机中 < 危机后. 且上调时的比值 > 1 > 下调时的比值.

## 4.3 不同时期不同政策工具调整时股票市场“塔西陀陷阱”效应的显著性比较

### 1) 不同时期 1 年期贷款基准利率调整时股票市场“塔西陀陷阱”效应的显著性比较

基于 1 年期贷款基准利率调整时两类股票价格综合指数累积异常收益率, 分别对危机前、危机中和危机后股票市场“塔西陀陷阱”效应的显著性进行比较. 结果显示, 危机后, 1 年期贷款基准利率上调对两类股票指数均有 1% 的显著影响, 但政策效果与经济理论相悖. 即危机后 1 年期贷款基准利率上调时, 股票市场“塔西陀陷阱”效应表现显著. 与此类似, 危机期间 1 年期贷款基准利率下调时, 股票市场同样表现出显著的“塔西陀陷阱”效应.

### 2) 不同时期法定存款准备金率调整时股票市场“塔西陀陷阱”效应的显著性比较

基于法定存款准备金率调整时两类股票价格综合指数累积异常收益率, 分别对危机前、中、后股票市场“塔西陀陷阱”效应的显著性进行比较. 结果显示, 样本期内, 法定存款准备金率上调及危机后下调时股票市场并未表现出显著的“塔西陀陷阱”效应. 仅在应对危机时, 股票市场表现出显著的“塔西陀陷阱”效应. 相

对1年期贷款基准利率的调整,法定存款准备金率的调整时的“塔西陀陷阱”效应较弱。

## 5 结束语

“塔西陀陷阱”效应的产生机理与特征表现从改善国家治理、提升政府公信力的角度值得深入研究。本文借助事件研究方法,以涵盖次贷危机前、中、后的样本区间内中国股票市场交易数据与中央银行货币政策调整事件为考查样本,对中国股票市场的“塔西陀陷阱”效应进行了识别与剖析。研究以事件窗口内“与预期相符合的收益率/与预期相背离的收益率”为指标对“塔西陀陷阱”效应及其严重程度进行了有效的识别与估计。研究发现,中国股票市场存在“塔西陀陷阱”效应,且在不同经济时期不同政策转向时其表现各有不同。这一发现有很好的政策启示。为改善经济政策在金融市场的传导效率,稳定市场参与者的预期,避免陷入“塔西陀陷阱”,政策制定部门应逐步增强经济政策的透明度和规则性,监管部门应建立多方位的监管体系,执行严格的披露制度,防止特殊投资者的内部交易。进而保护投资者利益,提升政府在股票市场中的公信力。

### 参考文献:

- [1] 周望,孔新峰.深耕“政无信不力”,避免“塔西陀陷阱”.光明日报,2014-10-11(6).  
Zhou W, Kong X F. Deep plowing “politics without confidence”, to avoid “Tacitus trap”. Guangming Daily, 2014-10-11(6). (in Chinese)
- [2] Roehm M L, Alice M T. When will a brand scandal spill over, and how should competitors respond. *Journal of Marketing Research*, 2006, 43(3): 366-373.
- [3] Cachon G, Camerer C. Loss-avoidance and forward induction in experimental coordination games. *Quarterly Journal of Economics*, 1996, 111(1): 165-194.
- [4] Morris S, Shin H S. Social value of public information. *American Economic Review*, 2002, 92(5): 1522-1534.
- [5] Svensson L E. What is wrong with Taylor rules: Using judgment in monetary policy through targeting rules. *Journal of Economic Literature*, 2003, 41(2): 426-477.
- [6] Ullrich K. Inflation expectations of experts and ECB communication. *North American Journal of Economics and Finance*, 2008, 19(1): 93-108.
- [7] Acocella N, Di Bartolomeo G, Piacquadio P G. Conflict of interests, (implicit) coalitions and Nash policy games. *Economics Letters*, 2009, 105(3): 303-305.
- [8] 万解秋,徐涛.货币供给的内生性与货币政策的效率:兼评我国当前货币政策的有效性.经济研究,2001(3): 40-45.  
Wan X Q, Xu T. An analysis of international tax laundering behaviour. *Economic Research Journal*, 2001(3): 40-45. (in Chinese)
- [9] 徐亚平.公众学习,预期引导货币政策的有效性.金融研究,2009,(1): 50-65.  
Xu Y P. Public learning, prospective guidance and monetary policy effectiveness. *Journal of Financial Research*, 2009(1): 50-65. (in Chinese)
- [10] 卞志村,张义.央行信息披露,实际干预与通胀预期管理.经济研究,2012(12): 15-28.  
Bian Z C, Zhang Y. The information disclosure of central bank, actual intervention and inflation expectation management. *Economic Research Journal*, 2012(12): 15-28. (in Chinese)
- [11] Pitchik C, Schotter A. Honesty in a model of strategic information transmission. *American Economic Review*, 1987, 77(5): 1032-1036.
- [12] Wolinsky A. Competition in a market for informed experts' services. *Rand Journal of Economic*, 1993, 24(3): 380-398.
- [13] 黄涛,严涛.医疗信任商品的信号博弈分析.经济研究,2009(8): 125-134.  
Huang T, Yan T. Analysis of signaling game for medical credence goods. *Economic Research Journal*, 2009(8): 125-134. (in Chinese)
- [14] 王永钦,刘思远,杜巨澜.信任品市场的竞争效应与传染效应:理论和基于中国食品行业的事件研究.经济研究,2014(2): 141-154.  
Wang Y Q, Liu S Y, Du J L. Contagion effects vs. competitive effects in credence goods markets: Theory and event study on China's food markets. *Economic Research Journal*, 2014(2): 141-154. (in Chinese)

- [15] Kydland F E, Prescott E C. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *The Journal of Political Economy*, 1977, 85(3): 473–492.
- [16] 张朋柱, 刁石京. 我国政府宏观决策任务的分类研究. *系统工程学报*, 2001, 16(5): 354–359.  
Zhang P Z, Diao S J. Study on governmental decision tasks in China. *Journal of Systems Engineering*, 2001, 16(5): 354–359. (in Chinese)
- [17] Anderson S P, Goeree J K, Holt C A. Minimum effort coordination games: Stochastic potential and logit equilibrium. *Games and Economic Behavior*, 2001, 34(2): 177–199.
- [18] Crawford V P. Adaptive dynamics in coordination games. *Econometrica*, 1995, 63(1): 103–144.
- [19] Cooper R, John A. Coordinating coordination failures in Keynesian models. *Quarterly Journal of Economics*, 1988, 103(3): 441–464.
- [20] 万 谍, 王军波, 杨晓光. 中国股市暴涨暴跌前有迹象吗. *系统工程学报*, 2016, 31(5): 643–656.  
Wan D, Wang J B, Yang X G. Are there any clues before large price changes in Chinese stock markets. *Journal of Systems Engineering*, 2016, 31(5): 643–656. (in Chinese)
- [21] 杨继生, 阳建辉. 行政垄断, 政治庇护与国有企业的超额成本. *经济研究*, 2015(4): 50–61.  
Yang J S, Yang J H. Administrative monopoly, political patronage and the extra-cost of the state-owned firms. *Economic Research Journal*, 2015(4): 50–61. (in Chinese)
- [22] 石建勋, 刘灿香. 政策市的成因及全流通时代的政策取向. *中国金融*, 2008(15): 37–39.  
Shi J X, Liu C X. The causes of the policy market and the policy orientation of the whole circulation era. *China Finance*, 2008(15): 37–39. (in Chinese)
- [23] 王明涛, 路 磊, 宋 锴. 政策因素对股票市场波动的非对称性影响. *管理科学学报*, 2012, 15(12): 40–57.  
Wang M T, Lu L, Song K. Impacts of policy factors on volatility of stock markets. *Journal of Management Sciences in China*, 2012, 15(12): 40–57. (in Chinese)
- [24] 董 坤, 谢海滨, 汪寿阳. 中国股票市场的石油效应之谜. *管理科学学报*, 2012, 15(11): 45–53.  
Dong K, Xie H B, Wang S Y. Oil puzzle in Chinese stock market. *Journal of Management Sciences in China*, 2012, 15(11): 45–53. (in Chinese)
- [25] 余秋玲, 朱宏全. 宏观经济信息与股价联动: 基于中国市场的实证分析. *管理科学学报*, 2014, 17(3): 15–26.  
Yu Q L, Zhu H Q. Macroeconomic information and stock price synchronicity: Empirical analysis in Chinese stock markets. *Journal of Management Sciences in China*, 2014, 17(3): 15–26. (in Chinese)
- [26] 张俊生, 曾亚敏. 上市公司内部人亲属股票交易行为研究. *金融研究*, 2011(3): 121–133.  
Zhang J S, Zeng Y M. Research on the stock trading activity of relatives of the listed companies insiders. *Journal of Financial Research*, 2011(3): 121–133. (in Chinese)
- [27] 曾庆生. 公司内部人具有交易时机的选择能力吗: 来自中国上市公司内部人卖出股票的证据. *金融研究*, 2008(10): 117–135.  
Zeng Q S. Do the insiders have the ability to choose the timing of the deal: Evidence from Chinese listed companies insiders selling shares. *Journal of Financial Research*, 2008(10): 117–135. (in Chinese)
- [28] Taylor J B. The financial crisis and the policy responses: An empirical analysis of what went wrong. *Social Science Electronic Publishing*, 2009, 21(2/3): 341–364.
- [29] Dolley J C. Characteristics and procedure of common stock split-ups. *Harvard Business Review*, 1933, 11(3): 316–326.
- [30] Mishkin F S. Is monetary policy effective during financial crises. *The American Economic Review*, 2009, 99(2): 573–577.
- [31] Hong K, Tang H C. Crises in Asia: Recovery and policy responses. *Journal of Asian Economics*, 2012, 23(6): 654–668.

### 作者简介:

寇明婷(1981—), 女, 山西应县人, 博士, 副教授, 硕士生导师, 研究方向: 科技金融与风险管理等, Email: koumt@ustb.edu.cn;  
杨海珍(1965—), 女, 宁夏平罗人, 博士, 教授, 博士生导师, 研究方向: 宏观经济分析, Email: haizheny@ucas.ac.cn;  
杨晓光(1964—), 男, 安徽凤台人, 博士, 研究员, 博士生导师, 研究方向: 风险管理, 宏观经济分析, Email: xyang@iss.ac.cn.