

【经济理论与实践】

经济政策不确定性对中国资本市场发展的影响及其应对*

邢天才 王笑

摘要:受错综复杂的国际形势与经济转型升级的国内压力影响,近年来国内外经济政策不确定性显著提升。资本市场作为连接实体经济与金融的重要枢纽,对政策变化具有高度敏感性。在经济政策不确定性的影响下,中国资本市场呈现出市场波动加剧、股权融资规模下降和国际资本净流出增加的特征。经济政策不确定性通过投资者预期、信息传导、金融交易等内部传导机制以及政策传染、国际资本配置转移、国际贸易活动等外部溢出途径作用于中国资本市场,引发股价崩盘风险增加、市场流动性不足且投资者情绪低迷等问题。为此,政府部门应科学运用政策调控工具,增强预期管理能力,疏通政策传导渠道,深入推进资本市场对外开放,促进资本市场平稳健康发展。

关键词:经济政策不确定性;资本市场;传导机制

中图分类号:F831.7

文献标识码:A

文章编号:1003-0751(2022)06-0014-07

当今世界处于“百年未有之大变局”^①,国际政治经济体系和国际秩序都处在深度调整的过程中,经济政策不确定性也成为一个问题。习近平总书记在党的十九届五中全会上指出:“现阶段国内外环境日趋复杂,不稳定性不确定性明显增加。”^②当前,我国经济处于转型升级的关键时期,经济结构和增长方式正在发生深刻变化,致使我国经济政策调整频率增加,经济政策不确定性显著提高。与此同时,历经改革开放40余年的快速发展,我国如今已成为世界第二大经济体,国际事务参与程度不断加深,世界重要经济体经济政策的不确定性也对我 国资本市场发展产生巨大影响。

国内外学者已对经济政策不确定性的内涵与测度进行了大量研究。1921年,芝加哥学派创始人富兰克·奈特首次将“不确定性”引入经济学的分析框架,明确区分了“不确定性”与“风险”的概念,即“不确定性”是指结果的概率分布是未知的,而“风险”是指结果的不确定性被已知的概率分布所界

定。^③Gulen和Ion指出,经济政策不确定性是指政府行为所引致的经济环境不确定性,即市场参与主体难以准确预期政府部门是否、何时以及采取何种方式对当前经济政策进行调整。^④Baker等人运用文本分析的方法构建经济政策不确定性指数模型,衡量某一国家或地区的经济政策不确定性程度。该方法首先识别出目标报刊*i*在时间*t*内发表的文章中含有“经济”“政策”“不确定”三类关键词的文章数量 X_{it} ,并对其进行处理得到 $Y_{it} = X_{it}/\delta_i^2$;其次,计算 Y_{it} 的月度均值 Z_t 与 Z_t 的均值 M ,即 $Z_t = \sum Y_{it}/i$, $M = \sum Z_t/t$;最后,求得经济政策不确定性指数(EPU), $EPU = Z_t \times (100/M)$ 。^⑤这种测度方式计算所得的经济政策不确定性指数具有较好的时变性与连续性,能够从宏观经济运行环境、体制层面、预测差值等多个维度捕捉经济政策不确定性特征。由图1可知,国内外经济政策不确定性总体呈上升态势,在2008年国际金融危机、2015年股灾、2017年特朗普当选美国总统、2018年中美贸易冲突以及2020年

收稿日期:2022-03-15

* 基金项目:国家自然科学基金一般项目“上市金融机构系统性风险传导与演化机制实证与模拟研究”(71273042);教育部人文社科重点研究基地重大项目“欧美债务危机对中国金融结构与产业组织的影响研究”(13JJD790061)。

作者简介:邢天才,男,东北财经大学金融学院教授,博士生导师(大连 116025)。

王笑,男,东北财经大学金融学院博士生(大连 116025)。

新冠肺炎疫情暴发等时间节点不确定性水平较高,特别是 2018 年之后,中国经济政策不确定性大幅提升。

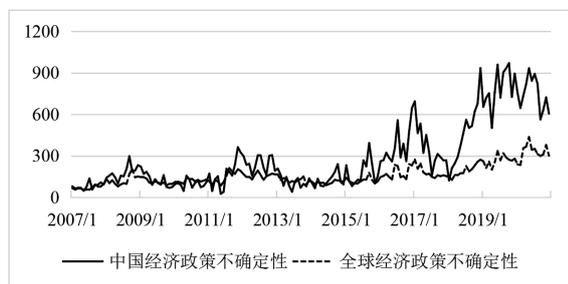


图 1 国内外经济政策不确定性指数

在国内外经济政策不确定性大幅提升的背景下,探究不确定性对我国资本市场的影响对维护我国资本市场稳定、持续、健康发展具有重要意义。然而,现有研究多从经济政策不确定性的宏观经济效应与微观企业反应等方面进行研究,而对有关经济政策不确定性对资本市场发展带来的问题及其传导机制等方面的讨论较少。因此,本文以中国资本市场为研究对象,归纳总结经济政策不确定性影响下中国资本市场发展现状,系统分析国内外经济政策不确定性影响资本市场发展的传导机制和溢出途径,探索经济政策不确定性为资本市场发展带来的问题,并基于上述分析提出针对性政策建议,以期为深化资本市场改革提供有益参考。

一、经济政策不确定性背景下 中国资本市场发展现状

经济政策长期以来都是影响资本市场发展的重要力量。经过 30 年的持续发展,我国资本市场规模逐步扩大,行业应用愈加丰富,在我国经济社会中的地位也越发突出。然而,与发达经济体的成熟资本市场相比,我国资本市场仍存在诸多不足。现阶段,我国资本市场有效性仍无法达到弱式有效,市场波动幅度较大,“政策市”和“消息市”的特征明显,不管是政策出台、制度变迁还是信息释放都会引起资本市场的剧烈反应。在经济政策不确定性影响下,中国资本市场呈现出市场波动加剧、股权融资规模下降和国际资本净流出增加等特征。

1. 市场波动加剧

股票市场的波动程度是衡量市场稳定性的重要指标,稳定的市场环境能够提高价格发现能力,增强市场有效性,吸引投资者参与资本市场投资。在经

济政策不确定性冲击下,中国资本市场波动程度显著提升,系统性风险加剧,不利于资本市场平稳健康发展。上证综合指数收益率标准差反映了资本市场的波动情况,数据显示,当经济政策不确定性指数上升时,我国资本市场的波动频率较高且波动幅度较大,表明经济政策不确定性与资本市场波动具有较强的正向相关关系。具体而言,2008 年,美国次贷危机引发全球性金融市场动荡,我国政府出台了一系列刺激性经济政策加以应对,股市收益率波动程度显著增加,上证综合指数收益率的标准差高达 3.67%,并在高位持续逾 6 个月。2011 年,货币政策转向导致经济政策不确定性再度提升,股票指数下挫,指数波动率小幅提升。2015 年,中国经济进入“新常态”增长阶段,投资者难以准确预估未来政府经济政策走向,证监会清查场外配资成为股灾的导火索,上证综合指数收益率标准差达到 3.87%,创历史新高。2016 年年初,熔断机制的实施更是造成股市在 4 个交易日之内两度出现千股跌停。2018 年 3 月,中美贸易冲突致使经济政策不确定性走高,股票指数波动率大幅上扬,最高时达 3.71%。2020 年年初,新冠肺炎疫情暴发,在经济政策不确定性再次达到高点的同时,股票市场波动率在第一季度末升至 3.14%。上述数据表明,我国资本市场对国内外经济政策不确定性较为敏感,在经济政策不确定性提升时价格波动剧烈。

2. 股权融资规模下降

资本市场是连接实体经济与金融的纽带,促进资本市场稳定健康发展旨在提高资源配置效率,增强资本服务实体经济能力,而经济政策不确定性的提升导致市场中资金供求双方信息不对称程度加剧,企业直接融资难度增加,资本市场赋能实体经济的能力减弱。中国股票市场股权融资规模反映了实体企业通过资本市场获取资金的情况,经济政策不确定性上升导致股权融资规模显著下滑。具体而言,2008 年,全球性金融危机在推高经济政策不确定性的同时致使股权融资规模大幅下降,月度股权融资金额最低值仅为 59.82 亿元。2011 年第二季度,为遏制快速上涨的通货膨胀,我国财政和货币政策由宽松转为紧缩,股权融资规模收缩至 422.38 亿元。2015 年,中央提出金融供给侧结构性改革,强调金融服务实体经济的作用,企业直接融资比重整体有所增加,但是经济政策不确定性居于高点,融资

规模仅为 501.81 亿元。2018 年 3 月,中美贸易冲突引致的不确定性导致股权融资规模连续三个月大幅下跌,跌幅达 75.55%。2020 年,受新冠肺炎疫情影响,国内外需求收缩,企业供应链受损导致经济增速下降,政府虽出台多项政策为企业提供资金,但股权融资规模仍有所下滑。由此可知,经济政策不确定性提升致使股权融资规模下降,对资本市场服务实体经济质效均造成负面影响。

3. 国际资本净流出增加

境外资本进入中国市场有利于激发国内市场活力,优化投资者结构,提高市场效率。近年来,“沪深港通”“沪伦通”等资本市场对外开放政策相继推出,交易限额不断扩大,为境外投资者在中国资本市场进行投资创造了有利条件。而经济政策不确定性提升使境外投资者无法对中国未来的经济形势产生准确判断,在信息劣势的情况下,国际资本出于避险目的流出国内市场。“沪港通”当日日均成交净买额反映了境外投资者在中国股票市场的投资情况,在经济政策不确定性较高时,成交净买额波动剧烈,国际资本快速流出。2015 年 6 月,中国股票市场股灾致使下月日均有 14.317 亿元国际资本通过“沪股通”撤出中国市场。2018 年 3 月,中美两国贸易冲突导致经济政策不确定性高涨,“沪股通”日均净买额降至负 6.575 亿元。2020 年 3 月,应对新冠肺炎疫情的一系列政策措施导致经济政策不确定性高企,每日约有 17.151 亿元资本流出中国。2020 年 9 月,宏观流动性政策继续收紧引发境外投资者担忧,叠加新冠肺炎疫情反复与中美贸易摩擦加剧,境外资本日均流出额度高达 12.81 亿元。由此可知,在经济政策不确定性冲击下国际资本呈净流出态势,导致资本市场对外开放的政策效果被减弱。

二、我国经济政策不确定性影响 资本市场发展的传导机制

我国资本市场的产生和发展与实体经济紧密相连,经济政策不确定性是引起资本市场波动的重要因素之一。2008 年金融危机爆发后,我国政府出台“四万亿”等一系列政策来恢复经济,这些刺激性政策使我国经济快速从危机中走出,资本市场上股票价格快速拉升;2015 年上半年,受杠杆资金入市与投资者非理性行为等因素影响,A 股市场股价一路走高,同年 6 月 12 日,监管层开始大举清理场外配

资,资本市场遭到重创,6 月 15 日,上证综合指数从开盘时的 5174 点快速下跌,两月之内跌幅逾 45%;2016 年年初,证监会出台熔断机制,在 2016 年 1 月 4 日至 7 日四天时间里,上证综合指数下跌 488.87 点,与 2015 年 12 月 31 日的收盘点位相比跌幅达 13.8%。由上述事件可知,我国经济政策不确定性能够对资本市场产生深刻影响。

1. 经济政策不确定性上升导致投资者预期不稳定

预期效应提出,不确定性的本质为不可预期性,而政策调控往往依赖于经济系统中的预期因素。^⑥经济政策调整会造成市场参与主体预期不稳定,降低政策对经济的调节能力,使经济增速放缓,从而对资本市场产生冲击。这是因为市场参与主体普遍存在“模糊厌恶”心理,认为不确定性将引导经济向“坏”的方向发展。从实物期权的视角来看,由于投资具有不可逆性,当经济政策不确定性上升时,企业的试错成本随之增加,企业为避免损失倾向于持观望态度,降低自身融资需求并延迟投资,待经济形势明朗时再做出决策。社会经济活动减少导致实体经济增速放缓,居民收入下降,资本市场流动性不足。从预防性储蓄的视角来看,政策环境的不确定性降低了投资者对未来投资收益的预期,出于防范风险的目的,投资者会减少资本市场投资活动转而持有更多现金资产,导致股价进一步下降。在此情境下,刺激性经济政策难以使市场参与主体增加投资,政策的调控效果被削弱。而如果政府部门能够进行有效的预期管理,不确定性对经济政策调控效果的负面影响就会得到控制,对资本市场产生的冲击也将得以缓解。

2. 经济政策不确定性上升导致信息传导不畅

一般来说,经济政策不确定性较高时,信息在经济系统中的流通速度减慢、质量降低,会影响经济参与主体的决策,导致资本市场稳定性下降。^⑦企业的实物投资具有专有性与不可逆性,是否进行投资取决于企业在不完全可测的经济基本面下的投资成本与预期回报率。企业对经济基本面持有相同的观点,但在承担投资风险的意愿和能力方面存在异质性。企业根据宏观基本面信息与同类厂商投资行为形成对未来经济走势的预期,基于自身对投资收益与投资成本的判断决定是否扩大投资规模。当经济政策不确定性提升时,经济活动中信息不对称程度

加剧,将导致信息流通缓慢,企业只能基于现有的少量信息集对成本收益做出权衡,调整自身投融资决策。此时,银行等金融机构难以准确评估企业的经营情况,出于安全性考虑会收缩信贷规模;实体企业则会削减投资,增加现金持有。当经济活动减少时,新信息的释放也会减少,市场中的不确定性会进一步增加,形成负反馈循环,即高度的不确定性与低迷的经济活动相互作用,短期内对实体经济造成较大冲击。在此情境下,市场参与主体获取与分析信息的难度提高,导致分析的准确度下降,信息含量减少,资本市场中价格无法反映资产实际价值,市场有效性被削弱。

3. 经济政策不确定性上升引发金融摩擦

金融摩擦是指由于市场在信息结构方面的不完善所导致的交易成本增加的现象。在经济政策不确定性较高时,信息不对称程度加剧,企业外部融资的风险溢价随之上升。金融摩擦作为补充机制,通过金融加速器效应放大经济政策不确定性对资本市场的负面影响。具体而言,资本市场中存在委托代理问题与信息不对称问题,导致金融交易存在信息成本、监督成本和控制成本等一系列交易成本。^⑧当经济政策不确定性较高时,实物期权效应导致企业投融资活动减少,现金流收入下降,债务违约概率也随之上升。银行等金融中介出于自我保护的动机,往往要求企业支付更多贷款利息或增加贷款担保物,导致金融交易成本持续增加,企业财务负担加剧,迫使企业削减资本支出,企业盈利能力进一步下降,资产价格下跌。而企业经营情况的恶化又将加剧金融摩擦,推高外部融资成本,这种影响传导到实体经济当中将使经济体陷入不确定性循环,经济增速持续下降。实体经济情况恶化反映在资本市场上,表现为信贷规模萎缩和股票价格下跌。与此同时,金融摩擦使信用利差急剧扩大,利率传导途径不畅,政府用于抵消不确定性冲击的政策效果大打折扣,不确定性冲击的负面影响进一步扩大。而当经济政策不确定性较低时,金融市场接近于零摩擦状态,此时利率率下降,企业融资成本降低,经济基本面向好,资本市场所承受压力较小。

三、国际经济政策不确定性影响我国资本市场发展的溢出途径

党的十九大报告指出:“全球治理体系和国际

秩序变革加速推进,各国相互联系和依存日益加深。”世界主要经济体经济政策不确定性引致的外部冲击已日渐成为影响他国资本市场发展的重要外部风险因素。由中国资本市场的发展历程可知,国际经济政策不确定性对中国资本市场的溢出效应愈发明显。2018年6月15日,美国挑起中美贸易争端,对从中国进口的500亿美元左右的商品加征25%的关税,我国股票市场在接下来一个交易日大跌近4%,14.98亿元境外资本通过“沪港通”与“深港通”流出,开启了A股市场近一个月的持续下跌;2018年10月,受中期选举等因素影响美国股票市场下跌3%,同时中国股票市场也大跌6%,仅10月8日一天就有96.04亿元北向资金从中国股票市场撤离;2019年5月,随着美国再次挑起中美贸易争端,中国股市也随即结束上涨行情,当天暴跌超5%。由此可知,世界主要经济体经济政策不确定性增加带来的负面影响会向我国溢出,对我国资本市场发展产生一定冲击。

1. 政策传染效应增强

政策传染效应是指国际主要经济体的经济政策不确定性增加造成的负面影响能够传染至本国,引起本国经济政策不确定性同步提升,对资本市场产生冲击。^⑨各国政府与央行密切关注世界主要经济体经济政策的变化,当世界主要经济体的经济政策取向改变时,各国政府部门会出台相应政策予以应对,从而使本国经济政策不确定性增加。例如,美国作为全球经济体量最大的国家与国际货币发行国,其经济政策变化会对全球经济周期产生直接影响。此时,各国政府部门积极采取行动进行针对性调整以应对世界经济基本面变化,导致经济政策不确定性提高。部分新兴经济体由于自身经济体量较小、产业链条单一、风险承受能力较弱,对美国经济政策变化的反应程度甚至要超过美国自身。当世界主要经济体的经济政策不确定性传染至本国后,本国的经济政策不确定性上升又会通过预期效应、信息传导与金融摩擦等渠道作用于资本市场,影响资本市场健康发展。

2. 国际资本配置转移

国际资本具有较高的投机性、风险性和敏感性特征^⑩,当经济政策不确定性上升时,经济主体对宏观经济基本面的预期将发生改变,导致国际资本短期内在经济体间流动频繁,从而对资本市场产生冲

击。国际经济政策不确定性能够通过全球资产组合再平衡效应与安全资产转移效应影响跨境资本流动。从全球资产组合再平衡效应的视角来看,经济政策不确定性作为一种风险因素,较高的不确定性水平使该国投资风险整体提升。为规避不确定性带来的风险,投资者会在全世界范围内重新进行资产配置,把资产转移至与该国经济弱关联或负关联的国家。例如,在中美发生贸易摩擦时,中美经济政策不确定性同步上升,大量短期跨境资本从我国流出,对我国资本市场产生较大冲击。从安全资产转移效应的视角来看,在国际经济政策不确定性较高时,投资者出于风险厌恶心理,会重新选择所持有的资产种类,将资金从股票等风险资产转移到现金和债券等低风险资产,导致大量资金从股票市场流出,市场流动性不足,股票价格下跌。

3. 国际贸易活动减少

国际经济政策不确定性增加会抑制出口企业的对外贸易活动,从而对国内资本市场发展产生影响。首先,由实物期权理论可知,当出口目的国经济政策不确定性较高时,该国企业将通过递延投资等方式防范不确定性引致的风险,进而导致经济增速放缓、居民收入下降。此时目的国进口需求走弱,国际贸易活动减少,对本国出口型企业产生负面影响。其次,出口贸易规模的缩减会提高企业的生产成本。由规模经济理论可知,当本国制造业形成规模经济并结合要素禀赋优势进行生产时,能够缩减单位产品的生产成本,提高企业盈利能力。而目的国经济政策不确定性上升将导致本国出口下降,规模经济效应不足,企业生产成本上升,预期利润率下降,能够承担出口成本上升的企业减少。最后,出于风险规避的目的,在国际经济政策不确定性较高时,企业将更注重稳定出口、规避风险,从而抑制企业出口产品的创新与质量升级,导致出口产品竞争力下降。通过以上三点,国际经济政策不确定性将对本国出口型企业产生冲击,打乱产业发展链条,使产品不能顺利出口,增加企业库存与生产成本,降低产品创新能力,影响企业利润实现,导致贷款债务等无法按期清偿,出现贷款结构性失衡等矛盾,从而影响资本市场健康发展。

四、经济政策不确定性给中国资本市场带来的问题

资本市场是实体经济的晴雨表,在宏观经济运

行中发挥着至关重要的作用。由于我国资本市场起步较晚,各项制度还有待进一步完善,经济政策不确定性容易对资本市场产生较大冲击,其影响主要体现在股价崩盘风险、市场流动性和投资者情绪三个方面。

1. 股价崩盘风险增加

股票价格反映了公司当前的经营业绩和未来的发展预期,在经济政策不确定性作用下,企业经营情况恶化,发展趋势不明朗,将导致股价崩盘风险增加。经济政策不确定性上升使企业管理层获取经济信息的难度增加,难以准确判断未来经济趋势,出于谨慎性原则,企业会降低投资需求。与此同时,受经济政策不确定性影响,居民未来收入的不确定性上升,居民储蓄增加,当期消费需求下降。企业投资需求与居民消费需求下降会共同导致社会总需求下降,企业盈利能力减弱,投资者对未来经济走势持悲观态度,参与股票投资热情减弱。公司业绩下滑与投资者悲观预期使股价快速下跌,陷入股价崩盘风险。数据显示,在 2008 年金融危机后半年,上证综合指数下跌 31.33%;2015 年经济政策收紧,上证综合指数在 14 个交易日下跌逾 28%;2018 年受中美贸易冲突影响,上证综合指数半年内累积下跌 10.81%;2020 年受新冠肺炎疫情的冲击,上证综合指数季度跌幅达 10.96%。^①总的来说,在经济政策不确定性高点,上证综合指数均出现明显下滑,表明中国资本市场对政策环境变化的反应剧烈,不确定性上升将引发居民与投资者对当前与未来经济环境的担忧,股票价格陷入崩盘风险的概率增加。

2. 市场流动性不足

股票市场流动性是指交易者在市场中以较低成本迅速完成大额交易的能力,反映了投资者参与股票市场交易的活跃程度。经济政策不确定性对中国股票市场流动性的影响主要体现为成交量下滑与交易成本上升。相比于企业管理层,投资者获得的信息较少,在交易中处于劣势地位,经济政策不确定性提升将进一步增加企业与投资者之间的信息不对称程度。在信息不足的情况下,投资者出于风险厌恶的心理,参与股票交易的意愿下降,股票交易数量减少。市场活跃程度下降将使交易完成难度增加且交易成本上升,从而进一步加深投资者对股票交易的消极情绪,最终导致市场流动性不足。换手率指一定时间内市场中股票转手买卖的频率,是反映流动

性的重要指标。数据显示,在经济政策不确定性达到峰值之后,市场换手率会显著下降,例如,2008年8月,上海证券交易所月度换手率增速下降43.08%;2015年7月至9月,换手率增速分别下跌29.48%和38.79%;2018年4月起,换手率连续6个月处于较低水平;2020年4月,换手率增速下降31.39%并在随后时间里持续走低。换手率下降体现了经济政策不确定性对股票市场成交量与交易成本的负面作用,表明不确定性通过加剧信息不对称问题降低了股票市场交易活跃程度,致使市场整体流动性不足。

3. 投资者情绪低迷

投资者情绪是指投资者对未来预期的系统性偏差,它通过改变投资者对未来收益的主观判断对资本市场产生影响。在经济政策不确定性冲击下,中国资本市场投资者情绪主要体现为对利空消息的过度反应和整体信心的下降。中国资本市场个人投资者占比较高,截至2021年年末,中国股票市场个人投资者数量达1.99亿人,成为全球股民最多的国家。与机构投资者相比,个人投资者易受损失厌恶、锚定效应和过度自信等心理偏差影响而进行非理性投资。经济政策不确定性将使投资者无法对未来经济走势形成有效预期,导致投资者做出非理性投资行为的概率增加。部分投资者的恐慌情绪通过从众心理引发“羊群效应”,市场中其他投资者信心随之下挫,股票价格出现剧烈波动,对资本市场稳定造成不利影响。股票市场新增投资者开户数量反映了投资者参与股票市场交易的情绪,数据显示,在2008年8月、2015年7月、2018年4月和2020年4月等经济政策不确定性高点之后的月份,新增投资者开户数量均出现明显下跌,跌幅分别为23.65%、55.87%、37.81%和13.26%。新增投资者开户数量的下降意味着在经济政策不确定性冲击下投资者信心受挫,参与股票市场交易的热情减弱,对股价持续走低的信念增强,股票市场投资者情绪陷入低迷。

五、政策不确定背景下资本市场发展的建议

近年来,国内与国际经济形势复杂严峻,国内经济下行压力凸显,国际市场有效需求不足,内外因素叠加导致经济政策不确定性进一步提升。在未来一段时间内,政府部门调整现行经济政策以应对错综复杂经济形势的可能性提高,经济政策不确定性预计仍将维持在较高水平。针对国内外经济不确定性

对资本市场产生的冲击,政府及金融监管部门应重视经济不确定性造成的经济后果,强调资本市场制度建设,并采取行之有效的措施,缓解经济政策不确定性带来的负面影响。

1. 科学运用政策调控工具,提高经济政策的稳定性

在制定经济政策时政府部门要科学运用政策调控工具,建立协调性强、层次清晰的宏观经济政策调控体系,减少经济政策的结构性调整,有效避免政策执行过程中可能产生的问题。建立前瞻性预警机制和应对机制,注重对经济政策不确定性的测度、监控与分析,提高政府部门应对不确定性冲击的治理能力与工作效率。进一步完善资本市场基础制度建设,全面深化资本市场改革,健全多层次资本市场体系,畅通多元化投资渠道,防范资本市场炒作与过度投机。政府部门与监管机构要做到重监管、轻干预,发挥市场“看不见的手”的作用,运用其自身调节能力实现资源的有效配置,依靠资本市场制度督促各类市场参与主体归位尽责,为市场稳定、高效运行打下坚实基础。积极引导各类投资者由短期投机行为向中长期价值投资转变,减少资本市场受政策冲击引发的短期大幅震荡。

2. 增强预期管理能力,完善信息披露制度

经济政策要注重加强前瞻性指引,主动引导与协调公众预期,增强政府决策和公众预期的一致性,减少经济政策调整引致的不确定性。降低公众加工和处理信息的成本,减少预期异质性,把公众期盼融入政府决策当中,兑现被预期的政策承诺,提高政府公信力。确保经济政策信号明确,各项政策措施落实有力,做到精准施策,避免由于政策多变、频出而引发的扰乱市场预期现象。政府在发布或调整政策时,要积极主动地释放与政策相关的有效信息,增强政策制定的公开性、透明性和可测性。重视事前与事后的信息披露,建立健全信息披露制度,保持宏观经济政策的公开透明,政策颁布后应采用新闻发布会、线上访谈等多种形式进行政策解读,根据不同人群的认知程度进行多元化沟通。切实做到信息和数据共享,保障公众知情权,尽可能清除公共信息获取障碍,帮助市场参与主体根据已有信息合理调整经济决策。加强社会舆情管理,及时纠正误导性信息的传播,防范和化解经济政策变化可能产生的风险。

3. 疏通政策传导渠道, 减少金融系统摩擦

政府部门应充分考虑经济政策的时滞效应, 制定前瞻性经济政策, 发挥货币政策、财政政策等政策工具的作用, 全方位、多角度进行宏观经济调控, 减少经济政策调整引致的不确定性。进一步疏通经济政策影响实体经济与资本市场的传导途径, 注重政策实施的时效性与执行力, 提高经济政策调控能力, 防止资本在金融体系内空转, 增强资本市场服务实体经济的能力。实施相关鼓励政策以减少金融摩擦, 在经济政策不确定性较强时期增加资金供给, 拓宽中小企业融资途径, 缓解企业现金流短缺问题。疏通直接融资渠道, 着力发展多层次资本市场, 满足不同阶段、不同规模企业的融资需求, 提高企业直接融资比例; 发展互联网金融等新兴融资模式, 让普惠金融落到实处, 建立大数据信息平台, 缓解信息不对称问题, 提高市场参与主体投融资便利程度, 减少企业融资的风险溢价, 降低企业综合融资成本, 提升资本市场资源配置效率。

4. 坚持资本市场开放, 加强国际贸易合作

进一步完善金融市场监管制度, 关注世界经济体的经济情况与政策变化, 提高在全球经济下行时期对金融风险的管控能力。在推进资本市场对外开放的同时, 重点关注国际资本流动等金融风险传播的渠道, 实行独立的货币政策, 为市场树立信心, 防止金融风险在不同经济体、不同金融市场间交叉传染, 守住不发生系统性金融风险的底线, 降低实体经济所受的外部冲击, 为资本市场持续健康发展

提供保障。进一步加强国际协调合作, 实行多样化的贸易开放战略, 通过参与“一带一路”倡议等国际相关贸易协定增强与他国的贸易往来, 拓宽对外贸易合作领域, 坚持友好发展理念, 维护良好经贸合作关系, 通过多边贸易合作关系分散外部经济政策不确定性带来的风险, 形成对外贸易与资本市场的良性互动, 刺激国内经济增长与产品转型升级, 对资本市场发展形成良好支撑。

注释

- ①《习近平谈治国理政》第 2 卷, 外文出版社, 2017 年, 第 415 页。②《中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议公报》, 新华网, http://www.xinhuanet.com/politics/2020-10/29/c_1126674147.htm, 2020 年 10 月 29 日。③Knight F. Risk, Uncertainty, and Profit. *The London School of Economics and Political Science*, 1921, pp.21-22. ④Gulen H, Ion M. Policy Uncertainty and Corporate Investment. *The Review of Financial Studies*, 2016, Vol. 29, pp.523-564. ⑤Baker S R, Bloom N, Davis S J. Measuring Economic Policy Uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*, 2016, Vol.131, pp.1593-1636. ⑥钟覃琳、刘媛媛:《分析师报告在经济政策不确定时期具有更高的信息含量吗?——基于投资者需求和分析师供给的双重视角》,《会计研究》2020 年第 3 期。⑦宋全云、李晓、钱龙:《经济政策不确定性与企业贷款成本》,《金融研究》2019 年第 7 期。⑧杨子晖、陈里璇、陈雨恬:《经济政策不确定性与系统性金融风险的跨市场传染——基于非线性网络关联的研究》,《经济研究》2020 年第 1 期。⑨林秀梅、李青召、历姿彤:《中美经济政策不确定性与短期国际资本流动》,《投资研究》2017 年第 36 期。⑩中国股票市场数据如无特殊说明,均来自国泰安数据库, <https://www.gtarsc.com/>。

责任编辑: 刘 一

The Impact of Economic Policy Uncertainty on the Development of China's Capital Market and Its Countermeasures

Xing Tiancai

Wang Xiao

Abstract: In recent years, influenced by the complicated international situation and the domestic pressure of economic transformation and upgrading, the uncertainty of domestic and foreign economic policies has increased significantly. As an important hub connecting the real economy and finance, the capital market is highly sensitive to the change of policy orientation. Under the influence of economic policy uncertainty, China's capital market is characterized by intensified market volatility, a decline in the scale of equity financing and an increase in the net outflow of international capital. Economic policy uncertainty affects China's capital market through internal transmission mechanisms such as investor expectations, information transmission and financial transactions, as well as external spillovers such as policy contagion, international capital allocation transfer and international trade activities, causing problems such as increased risk of share price collapse, insufficient market liquidity and low investor sentiment. To this end, government departments should scientifically use policy control tools, enhance the ability of expectation management, dredge policy transmission channels, further promote the opening of the capital market, and promote the steady and healthy development of the capital market.

Key words: economic policy uncertainty; capital market; conduction mechanism