

国际资本流动下我国货币需求 函数稳定性检验

王国松, 杨 扬

(上海大学 国际工商与管理学院, 上海 201800)

摘 要:文章运用协整和误差修正模型对1982~2004年间我国长期静态和短期动态的货币需求函数进行了实证研究。研究结果表明,我国长期货币需求与其决定变量之间存在稳定的协整关系,短期动态货币需求函数稳定性较差, M_2 需求函数的稳定性不及 M_1 需求函数;在长期货币需求函数中,外国利率与 M_2 之间相关性较 M_1 显著;而在短期货币需求函数中,本币利率与 M_2 之间的相关性较 M_1 显著。其政策含义是,短期操作应提高利率调控当前经济过热,长期选择则是货币供应量不再适宜作为我国货币政策的中介目标,通胀目标制值得借鉴。

关键词:货币需求函数稳定性;长期货币需求;短期动态货币需求;国际资本流动

中图分类号:F822 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2006)10-0017-10

一、引 言

货币需求函数的稳定与否,不仅决定了货币政策中介目标的选择以及货币政策的有效性,同时也决定了货币政策执行规则,故而货币需求函数稳定性问题自然而然地就成为凯恩斯学派和现代货币学派之间的争论焦点。凯恩斯学派的货币需求函数是以利率为核心、以流动性偏好为基础的,认为货币需求为收入和利率的函数,得出货币流通速度是不稳定的、货币需求与名义收入之间不存在稳定的函数关系之结论,主张执行“相机抉择”的货币政策规则。以弗里德曼为代表的现代货币学派则认为,货币需求取决于财富总额、各种财富的相对收益率以及财富所有者的兴趣与偏好;由于“货币作为一种生产性服务,其替代物是无穷无尽且无穷变化的”,导致金融领域的货币替代程度降低,得出货币需求的利率弹性较低、货币需求与国民收入之间相互关系“在长期以来,不仅十分紧密,而且在形式上及性质上也是高度稳定的”和“货币需求的收

收稿日期:2006-06-23

基金项目:上海市哲学社会科学“十一五”规划项目(2006BJL009)

作者简介:王国松(1968—),男,安徽滁州人,上海大学国际工商与管理学院副教授;

杨 扬(1980—),男,安徽安庆人,上海大学国际工商与管理学院硕士生。

入弹性大于1”之结论,故而“唯有货币是最重要的”,主张执行“单一规则”的货币政策规则。两派经典之争促进了理论界对货币需求函数稳定性的研究,实证研究方法也由早期的局部调整模型(Partial Adjusted Models)和缓冲存货模型(Buffer-stock Model)发展到20世纪90年代以后被广泛使用的协整和误差修正模型(Co-integration and Error Correction Model),该模型不仅克服前两者在实证检验方面的局限性,即可以避免时间趋势变量之间的伪回归以及为得到平稳序列而使用差分方法的信息损失,同时可以区分货币需求的短期与长期效应,可以提供更为一般的滞后结构,故而适用于对各国货币需求函数的实证研究。

关于我国货币需求函数的估计及其参数的稳定性,目前理论界广泛地运用协整和误差修正模型从长期静态和短期动态两方面进行经验研究,并取得较为丰富的研究成果。从目前已取得成果来看,首先相同或相似之处是,均证实货币需求与实际GDP、定期存款利率、(预期)通货膨胀率或价格指数之间存在协整关系,货币需求函数的收入弹性大于1,货币需求的利率弹性相对较低。如哈弗尔和库塔恩(Hafer 和 Kutan, 1994)、采用中国1952~1988年的年度数据,论证了如果选择国民收入缩减指数而非零售物价指数时,中国货币需求与实际国民收入、1年期定期存款利率以及预期通货膨胀率存在协整关系;刘斌、黄先开和潘虹宇(2001)利用中国1978~1997年的年度数据,验证了 M_1 实际余额与实际国内生产总值、1年期定期存款利率之间存在协整关系;汪红驹(2003)利用1978~2000年的年度数据,证明了 M_1 实际余额与实际GDP、1年期定期存款之间存在协整关系, M_2 实际余额与实际GDP、通货膨胀率和1年期定期存款之间存在协整关系;蒋瑛琨、赵振全和刘艳武(2005)以1994年为界将中国货币需求函数分为两个阶段进行实证分析,得出 M_1 、 M_2 与收入、利率、价格预期、货币化程度变量之间存在长期稳定的协整关系。其次也存在一定分歧之处,分歧较大的是货币需求短期动态的稳定性。刘斌、黄先开和潘虹宇(2001)的实证研究,论证了短期动态货币需求模型是比较稳定的;汪红驹(2003)则得出 M_1 、 M_2 的短期动态模型并不稳定;蒋瑛琨、赵振全和刘艳武(2005)则发现在1994年之前中国的 M_1 、 M_2 的短期动态方程比较稳定,而1994年之后稳定性较差。之所以存在较大的差异,主要原因是由于各研究者选取的样本区间、解释变量等方面存在较大的差异。

由文献可知,目前相关研究成果均为为封闭经济条件下中国货币需求函数的研究,没有考虑汇率制度、国际资本流动变动对我国货币需求的影响。众所周知,在开放经济条件下,一国的货币需求(MD)可以分解为国外对本币的需求(M_f)和国内对本币的需求(M_d)。国外对本币的需求源于对本国商品、服务和金融资产需求所致,主要为实际有效汇率(REER)、外币利率(r_f)和本币利率(r_d)的函数;国内对本币需求,主要取决于本国的实际GNP或GDP、(预期

的)通货膨胀(π_e)和本币利率(r_d)等因素。由此可见,在开放经济下,一国的货币需求函数可以表示为: $MD = M_f(REER, i_f, i_d) + M_d(GNP, \pi_e, i_d)$ 。从我国近年来的外汇储备快速增长这一现象可以看出,汇率制度、国际资本流动对我国货币需求产生了较为显著的影响,严重地削弱了当前我国货币供给的可控性、货币政策的独立性以及有效性,这种影响并将随着我国经济与金融的进一步开放与国际化而进一步加强,因此有必要展开开放经济下我国货币需求函数稳定性问题的实证研究,以期对于我国当前货币政策的制订以及开放经济下货币政策框架的重新构建提供有益的借鉴和尝试。

二、基于国际资本流动的我国货币需求函数的估计与稳定性检验

(一)模型变量的选取及其平稳性检验

在宏观货币需求函数模型构建中,决定变量主要由规模变量和机会成本变量两种类型变量构成。在我国货币需求函数的实证分析中,规模变量通常选择社会总产值、国民生产总值、国民收入、居民收入、社会零售产品额。本文在此选择实际 GNP 为规模变量。机会变量通常是由货币自身的收益率和非货币资产的收益率共同决定的,在实证研究中,通常选择国库券利率、商业票据利率、定期存款利率、预期通货膨胀率以及国外资产收益率等。基于我国金融市场发育度和经济开放度,本文选择 1 年期法定存款利率(r_d)、预期通胀率(π_e)为货币需求的机会成本,其中预期通货膨胀率,是以滞后一期的消费者物价指数 CPI 来代表。

但是在开放经济中,国际资本的流入,则形成了国外居民对本币的需求,在固定汇率下这种影响更为显著,为此本文引入货币需求的第三类变量,即反映国际资本流动的决定变量。由于国际资本流动与否,主要取决于两国的利差和汇率水平,故而本文引入国外利率和汇率因素作为国际资本流动的决定变量,其中,国外利率(r_f)以美国 3 个月 CDs 表示,汇率水平以美元与人民币的实际有效汇率(REER)表示。

由于数据的可得性问题,本文选择了年度数据,样本时间跨度是 1982~2004 年, M_1 、 M_2 、GNP、我国 1 年期法定存款利率、美国 3 个月期 CDs 的利率以及人民币实际有效汇率等有关数据均来自 IMF2004 年的《国际金融统计》,我国的 CPI 是以 1985 年为基期、经整理而得出的。

(二)我国长期货币需求函数的协整与误差修正模型估计及分析

在建立关于实际货币需求函数的长期均衡模型之前,首先必须对各序列进行 ADF 单位根检验,以判断各序列的平稳性。本文利用 Eviews 5.0 软件对各变量的对数值和一阶差分进行检验,其中检验过程中滞后项的选择采用 Schwarz Info Criterion,检验结果表明, M_2 、 M_1 、GNP、 r_d 、 r_f 、 π_e 和 REER 对数的一阶差分都拒绝单位根过程,由此说明这些变量都是一阶单整,可以进行协

整检验。

表 1 各序列的单位根检验(1982~2004 年)

变量	检验形式 (C,T,K)	ADF 检验	临界值	变量	检验形式 (C,T,K)	ADF 检验	临界值
LM ₂	(C,T,4)	-4.954609	-4.532598	ΔLM ₂	(C,T,4)	-5.752785	-4.571559
LM ₁	(C,T,4)	-3.641799	-4.467895	ΔLM ₁	(C,T,4)	-5.095394	-4.612099
LGNP	(C,T,4)	-3.742000	-4.467895	ΔLGNP	(C,T,4)	-4.433745	-3.690814
Lπ _e	(C,T,4)	-0.687814	-4.498307	ΔLπ _e	(C,T,4)	-3.293011	-3.268973
Lr _d	(C,0,4)	-0.990756	-3.788030	ΔLr _d	(C,T,4)	-2.842667	-2.646119
Lr _f	(C,T,4)	-3.932605	-4.467895	ΔLr _f	(C,T,4)	-3.863623	-3.658446
LREER	(C,T,4)	-4.340868	-4.467895	ΔLREER	(C,T,4)	-4.861854	-4.571559

本文采用 Engle-Granger 的两步检验法来检验 M₂、M₁ 与收入、价格、利率(包括国内外利率)、汇率等变量之间的协整关系,样本区间为 1982~2004 年。首先,运用最小二乘法,估计我国长期货币需求函数。在此基础上,对其残差进行单方根检验,以确定是否存在协整关系。M₁、M₂ 的最小二乘法的回归检验与单方根检验的结果如下:

$$\begin{aligned} LM_{1t} = & 1.1375 + 1.5403LGNP_t - 0.3588L(\pi_e)_{t-1} - 0.2367L(r_d)_t \\ & (2.2515) \quad (15.7953) \quad (-4.9653) \quad (-6.3341) \\ & - 0.2446LREER_t + \mu_t \\ & (-3.6855) \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \bar{R} = & 0.9967, D.W. = 1.5011, ADF = -3.4120 (\text{临界值} = -2.6798) \\ LM_{2t} = & -1.0205 + 1.2150LGNP_t + 0.3774L(\pi_e)_{t-1} - 0.1603L(r_d)_t \\ & (-2.7522) \quad (8.2918) \quad (3.569543) \quad (-4.358298) \\ & - 0.0833L(r_f)_t - 0.2510LREER_t + \mu_t \\ & (-2.549264) \quad (-4.287333) \end{aligned} \quad (2)$$

$$\bar{R} = 0.9982, D.W. = 1.6458, ADF = -4.2661 (\text{临界值} = -2.6857)$$

残差检验结果表明,方程(1)和方程(2)的残差在 1% 的显著水平下都是平稳的,不存在着单位根过程。由此说明在不同阶段 M₁ 的对数分别与实际 GNP、r_d、π_e 和 REER 的对数之间存在协整关系, M₂ 的对数分别与 GNP、r_d、π_e、r_f 和 REER 的对数之间存在协整关系。同时由回归方程的统计分析结果可知,我国长期货币需求函数具有以下几个特点:第一,我国货币需求的长期收入弹性均大于 1,狭义货币需求的长期收入弹性为 1.5403,广义货币需求的长期收入弹性约为 1.215,与国内大多数研究者的估计相一致,均支持了弗里德曼的“货币需求的收入弹性大于 1”之观点。第二,我国长期货币需求的利率均比较小,狭义货币需求和广义货币需求的本币利率弹性分别为 -0.2367 和 -0.1603,远远小于货币需求的收入弹性。这是由于我国金融市场尚不发达,货币的替代品相对较少,交易成本较高,且利率尚未市场化,由此货币与其他金融资产之间相互替代性减弱,导致我国货币需求的利率弹性相对较低。第三,狭义货币需求函数拒绝外国利率变量进入方程,广义货币需求的外国利

率弹性仅为-0.08,远小于对国内利率弹性。这是因为狭义货币职能为交易媒介和支付手段职能,而广义货币更强调其价值储藏职能,为投机性的货币需求,因此,国外利率水平对我国广义货币需求的影响较为显著。这说明目前我国的货币替代主要为储藏价值手段的货币替代;同时国外资产相对国内资产来说,其对本币的替代性更差,故而广义货币需求的国外利率弹性比较低。第四,实际有效汇率对我国广义货币需求产生较为显著的影响,狭义货币需求和广义货币需求的汇率弹性分别为-0.2446和-0.251。这与我国盯住汇率制度存在密切的关系:当实际有效汇率下降时,市场将会产生人民币升值预期,由此导致居民的本币需求增加。第五,预期通货膨胀率对我国长期的狭义货币需求和广义货币需求均产生影响显著,但两者的符号是不同的,即与狭义货币需求呈现反方向变动关系,而与广义货币呈现正向变动关系。这与我国货币替代资产相对较少、替代资产的流动性较弱、风险较大、交易费用较高有密切关系。在此情况下,随着人们通胀预期的变化,为降低通胀的机会成本,狭义货币与准货币之间的替代则成了必然选择,故而出现上述的统计分析结果,即预期通胀率提高,狭义货币需求下降,准货币需求增加。

(三)我国短期动态货币需求函数的估计与平稳性检验

由于长期静态货币模型不考虑变量本身的滞后影响,假定货币需求的自我调整在长期内与实际值完全一致,解释变量与被解释变量具有同时性,协整关系仅仅表示一种长期的均衡关系,由此可能导致长期静态模型在实证研究中的统计检验和预测效果经常不理想,因此有必要估计短期动态模型。短期动态货币需求函数的估计,可以较好地反映经济变量的短期变化对微观经济主体货币需求的影响。根据 Hendry 由一般到特殊的动态建模原则,年度数据从滞后两期开始删除不显著变量,得到 M_1 、 M_2 的误差修正模型如下:

$$\Delta LM_{1t} = 0.0844 + 1.1346\Delta LGNP_t - 0.7774\Delta L(\pi_e)_t + \mu_t \quad (3)$$

(3.7099) (5.3091) (-5.6269)

$$\bar{R} = 0.779036, D.W. = 3.066879$$

$$\Delta LM_{2t} = 0.0989 + 1.1525\Delta LGNP_t - 0.55\Delta L(\pi_e)_t + 0.0831\Delta L(r_d)_{t-2} + \mu_t \quad (4)$$

(5.1712) (6.9747) (-4.1256) (2.1086)

$$\bar{R} = 0.793062, D.W. = 1.997662$$

由短期动态货币需求函数的统计分析结果来看,方程(3)和方程(4)的统计结果令人满意,而且方程(4)的统计结果要优于方程(3),从图1和图2可以看出 M_1 和 M_2 的短期动态方程的拟合程度是比较理想的。短期动态的 M_1 需求为 GNP、预期通胀率的函数,短期动态 M_2 需求为 GNP、预期通胀率和本币利率的函数,其余的变量均未能进入统计模型。这表明汇率和国外利率水平对我国短期货币需求并未产生显著的影响。

为检验短期动态货币需求函数的稳定性状况,本文在此分别运用递归残

差检验、CUSUM 检验和 N 步预测检验对其稳定性进行检验。检验结果表明: M_2 的短期货币需求函数较 M_1 的短期需求函数来说不稳定(见图 5 至图 8),特别是通过比较两者的短期货币需求函数的 CUSUM 检验,我们可以明显地看出, M_2 的递归残差的累积和呈现出极为显著的偏离零线发散之态势,这一现象表明我国广义货币的短期需求曲线极不稳定。

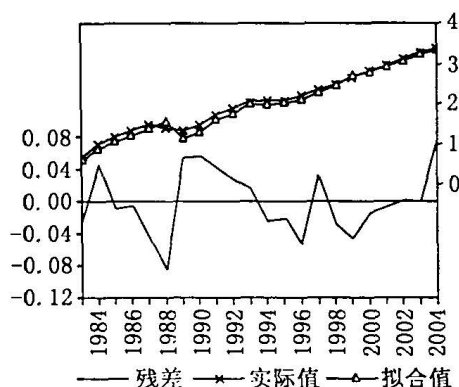


图 1 M_1 实际余额增长率与拟合值

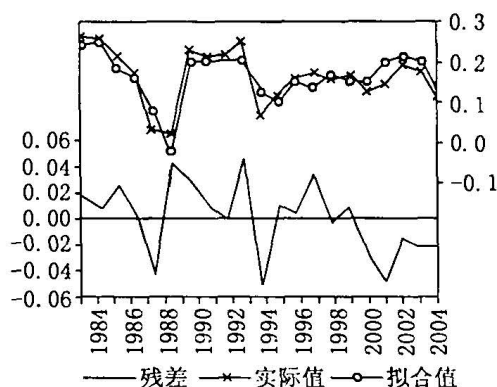


图 2 M_2 实际余额增长率与拟合值

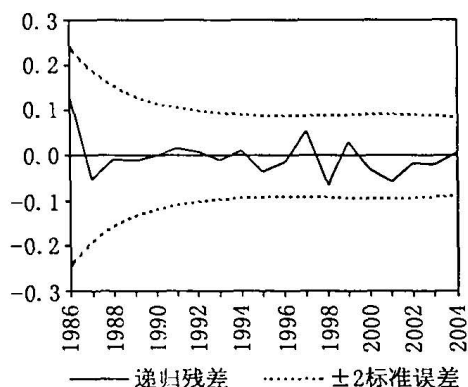


图 3 M_1 短期货币需求函数的递归残差检验

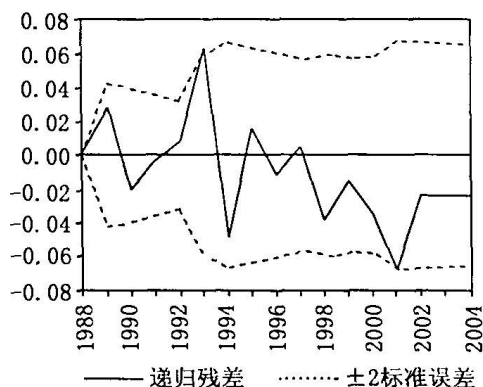


图 4 M_2 短期货币需求函数的递归残差检验

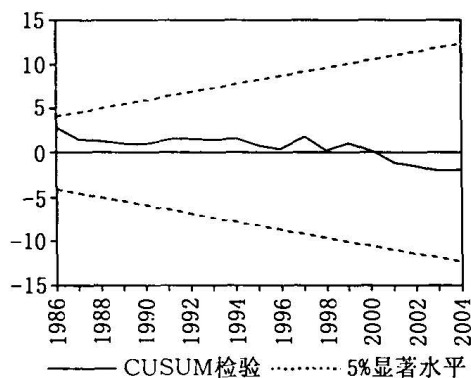


图 5 M_1 短期货币需求函数的 CUSUM 检验

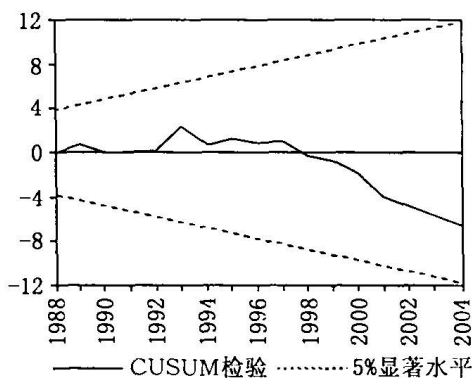


图 6 M_2 短期货币需求函数的 CUSUM 检验

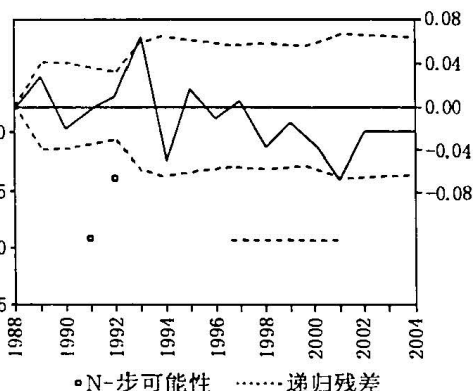
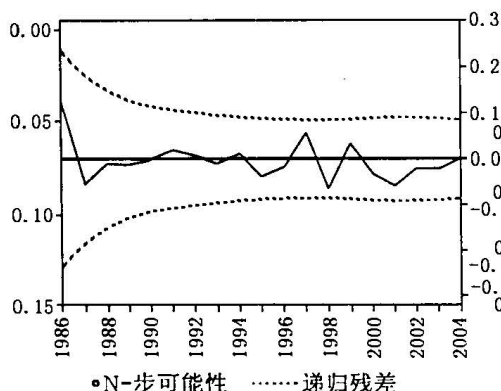


图7 M_1 短期货币需求函数的N步预测检验 图8 M_2 短期货币需求函数的N步预测检验

笔者认为,造成我国货币需求短期动态方程稳定性较差的主要原因有二:一是在1982~2004年期间,我国宏观经济经历了“1984年通胀与治理、1988年的通胀与治理、1992年的通胀与治理、1997年的紧缩与治理和2003年的经济过热”之经济周期,经济与物价如此频繁大幅度波动,必然加剧人们预期通胀率的不稳定,而预期通胀率对短期动态的狭义货币需求、广义货币需求均具有较为显著的影响力,故而我国短期动态货币需求函数的稳定性较差也就成为必然。二是在这反复循环治理过程中,我国的利率水平历经多次调整,而利率变量对短期动态的广义货币需求具有较显著的影响力,对狭义货币影响力较弱,故而广义货币需求的短期动态函数比狭义货币需求的短期动态函数稳定性更差。

三、结论及其政策含义

首先,从长期货币需求函数来看,在开放经济的条件下,我国长期货币需求函数除了与传统经济理论中的国民生产总值、预期通胀率、本币利率等经济变量之间存在较为显著的相关性,同时与实际有效汇率水平之间也存在较为显著的相关性,并且广义货币需求函数还与国外利率水平存在较为显著的相关性,即开放经济对一国的货币需求函数产生了显著影响。如果从事后概念来看,货币需求总是恒等于货币供给,由此决定了货币需求的影响因素必然成为货币供给的影响因素,因此,本币升值必将引至国外对本币需求的增加,这意味着在官方名义浮动而实际为钉住美元的固定汇率制下,资本管制政策的弱有效性使得国际资本流入规模加大。为维系汇率稳定,中央银行由外汇资产渠道所投放的基础货币所占比重会随之增大,而对金融机构债权、对政府债权的比重下降,货币政策通过再贷款、公开市场操作的主动性调控空间缩减,致使我国货币供给的被动性加强。在当前经济较热、人民币升值压力增强的情形下,中央银行由此而陷入“米德冲突”之困境,这也许是我国2005年7月21日宣布汇率制度改革的一个重要原因之一。但是值得思考的一个问题是,我国当前汇率制度退出时机是否成熟?如果退出时机尚未成熟,或是步骤安

排不合理,则极有可能再次演变为僵硬的管理浮动汇率制度,这一点可以从“害怕浮动”(Calvo 和 Reinhart, 2000)和“原罪论”(Hausmann 等, 2000)以及预期的自我实现(Obsfeld, 1994; Morris & Shin, 1995)等汇率理论中得以解释。发展中国家内部经济的脆弱性和对外资的依赖性,决定了发展中国家对固定汇率制度选择的必然性,而市场升值或贬值预期、国际游资的存在则会强化发展中国家对固定汇率制度的选择,迫使许多发展中国家由管理浮动管制汇率制度最终演化为僵硬的管理浮动,即钉住制的固定汇率。

其次,再从我国短期动态货币需求函数来看,我国短期动态货币需求函数稳定性之所以较差,主要源于人们预期通胀率的不稳定性。此外,短期动态的广义货币需求不稳定还与本币利率水平存在较强的相关性。至于长期货币需求函数中的汇率变量、国外利率变量均未能能够对短期货币需求产生显著影响。由此可以看出,若要实现需求函数稳定,其中一个关键就是必须使人们对通胀的预期保持相对稳定,这就涉及到货币政策中介目标选择的问题。目前我国中央银行是以货币供给量作为货币政策中间目标,但国内外学者的研究成果均揭示货币供给存在较强的内生性与不可控性,并非中央银行可以控制的外生变量,这一点也可以从前文中我国长期货币需求函数中得以间接证明。货币供给的不可控性以及我国短期动态货币需求函数的不稳定均表明,要实现货币政策的可信性和透明性,稳定通胀预期,货币供给量不宜再作为我国货币政策的中介目标。从新兴市场经济国家和欧元区国家实践来看,“预期的通胀目标制”值得我国货币当局借鉴。

再次,从长期货币需求函数来看,为削弱外部经济对本国货币需求和供给的影响,富有弹性的汇率制度必将是人民币汇率制度改革的必然选择。为此,必须重新界定我国现行“币值稳定”货币政策总目标,使之更加明确。我国现行货币政策总目标——币值稳定,存在着双重含义,即对外汇率稳定,对内物价稳定;但两者之间存在一定程度的内在冲突性,一旦现实经济出现“内外冲突”或“米德冲突”现象,货币政策就会陷入“两难”困境。并且资本账户的开放,意味着我国汇率制度将会走向更加灵活,因此必须重新界定我国货币政策总目标,使之更加明确,否则也会妨碍汇率制度的改革。

最后,从短期货币需求函数来看,为抑制当前需求过热、缓解人民币升值压力,应选择利率政策,而不是人民币法定升值,这样只会加剧人民币升值的市场预期,加剧中央银行冲销式干预难度和干预的机会成本。现行人民币汇制改革加重人民币升值的市场预期,一方面使得中央银行的央行票据发行产生巨大的循环发行压力,短期的央行票据的发行空间逐渐缩减,迫使中央银行不得不发行中长期央行票据。不仅如此,中央银行在付出利息成本的同时,也因持有大量的外汇资产而付出较为惨重的机会成本。仅仅从这角度来看,目前我国人民币汇率制度的改革在退出时机选择上很难说是最佳的退出时间。Edwards(2000)认

为最佳的退出时机是在钉住汇率的边际收益等于边际成本之时;Enrica Detragiache 等人(2005)的研究发现,在近 25 年,几乎所有的僵硬的管理浮动制度的退出均是发生在汇率存在贬值压力之下;理论界比较广泛接受的提法是缺乏弹性的汇率制度的退出应在没有贬值投机压力之下进行。

参考文献:

- [1]Hafer R W,Kutan A M. Economic reforms and long-run money demand in China: Implications for monetary policy[J]. Southern Economic, 1994,60 (4) :936~945.
- [2]Palley Thomas L. Endogenous money: What it is and why it matters [J]. Metroeconomic, 2002, 53 (2): 152~180.
- [3]戴国强. 中国货币需求分析[M]. 上海:复旦大学出版社,1995.
- [4]弗里德曼. 弗里德曼文萃(中译本)[M]. 北京:北京经济学院出版社,1991.
- [5]蒋瑛琨,赵振全,刘艳武. 中国货币需求函数的实证分析:基于两阶段(1978—1993、1994—2004)的动态检验[J]. 中国软科学,2005,(2):24~33.
- [6]刘斌,黄先开,潘虹宇. 货币政策与宏观经济定量研究[M]. 北京:科学出版社,2001.
- [7]盛松成. 现代货币经济学[M]. 北京:中国金融出版社,1992.
- [8]汪红驹. 中国货币政策有效性研究[M]. 北京:中国人民大学出版社,2003.
- [9]王国松,杨扬. 我国国际资本流动影响因素的实证研究[J]. 国际贸易问题,2006,(5): 100~107.

Empirical Studying on the Stability of China's Monetary Demand Function Based on International Capital Flowing

WANG Guo-song, YANG Yang

(College of International Business and Management,
Shanghai University, Shanghai 201800, China)

Abstract: The paper applies the co-integration and error correction model to empirically study on the China's long-run and short-run monetary demand functions from 1982 to 2004. It turns out that there exists the stable co-integration relation between China's long-run monetary demands and its decisive variables. The stability of the short-run dynamic monetary demand function is poor, and the stability of M_2 demand function is no more than M_1 demand function's. Moreover, the correlation between foreign interest rate and M_2 is more obvious than M_1 , the correlation between foreign interest rate and M_2 is more obvious than M_1 . Its policy intension of the conclusions is that it should raise interest rate to adjust hot economy in the short(下转第 34 页)

2000, 55(1): 43~67.

- [12]Lakonishok, J A Shleifer, R Vishny. Contrarian investment, extrapolation, and risk [J]. Journal of Finance, 1994, 49(5): 1541~1578.
- [13]Pinnuck M. Stock preferences and derivative activities of Australian fund managers [J]. Accounting and Finance, 2004, 144(1): 97~120.
- [14]Sirri E P, Tufano. Costly search and mutual fund flows[J]. Journal of Finance, 1998, 53(5): 1589~1622.
- [15]Wermers, Russ. Mutual fund herding and the impact on stock prices[J]. Journal of Finance, 1999, 54(2): 581~622.

An Empirical Study on the Momentum and Contrarian Strategies of Mutual Funds

XIE Chi, YU Xiang, ZHOU Hui

(College of Business Management, Hunan University, Changsha 410082, China)

Abstract: Applying the behavioral finance theories and a modified GTM model, this paper forms winner and loser portfolios based on the excess returns of heavily held shares over the Shanghai Stock Exchange Composite Index. The empirical test (from January 1999 to March 2006) of 24 open-end mutual funds and 49 close-end mutual funds shows that: in terms of trading strategy, mutual funds managers in our country generally act as momentum traders, and tend to buy past winners, especially those stocks which have positive excess returns over the Shanghai Stock Exchange Composite Index; and tend to sell past winners, in other words, they adopt a “buy high sell high” strategy. The momentum estimate is significantly larger in case of new stock entry, showing that fund managers tend to adopt positive feedback strategy when forming a portfolio.

Key words: mutual funds; momentum; contrarian strategy; positive feedback trading

(责任编辑:喜 变)

(上接第25页)

term, and monetary supply is fit to the medium target of China's monetary policy; the inflation targeting is a worthy lesson in the long term.

Key words: monetary demand function's stability; long-run monetary demand; short-run monetary demand; international capital flow

(责任编辑:喜 变)