

<<中国股市流动性风险研究>>

图书基本信息

书名：<<中国股市流动性风险研究>>

13位ISBN编号：9787501792481

10位ISBN编号：7501792488

出版时间：2010-4

出版时间：中国经济出版社

作者：孙云辉

页数：255

版权说明：本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问：<http://www.tushu007.com>

## &lt;&lt;中国股市流动性风险研究&gt;&gt;

## 前言

OHara (2003) 指出, 证券市场的主要功能就是提供流动性和价格发现; Handa and Schwartz (1996) 也曾认为投资者想从证券市场得到的有三点: 流动性、流动性、流动性。因此, 流动性已被认为是决定市场行为和市场效率的一个非常重要的因素, 是决定一个市场是否有效而稳定的根本性要素。

市场流动性的提高, 不仅有助于活跃市场, 吸引投资者, 更重要的是有利于稳定市场价格、保证金融市场的正常运转并促进资源有效配置和经济增长。

正是在这些意义上, Amihud and Mendelson 曾指出: “流动性是市场的一切。”

然而, 当投资者进行投资并管理其金融资产或者证券管理部门执行其相关政策时, 市场流动性通常被隐含地假设存在, 直到1987年10月席卷全球的股灾以及1998年夏天全球债券市场的崩溃所造成的金融市场流动性的急剧下降, 给整个金融体系乃至全球经济的平稳运行带来了严重的负面影响, 人们才逐步认识到流动性的重要性。

在正常情况下, 资产价格下跌会出现更多的买方, 而当市场流动性出现问题时, 价格下跌并不能出现更多的买者, 而是会出现更多的卖者, 他们竞相压低市场的价格, 从而导致了更多卖者的出现。

Persaud (2003) 将这种情况称之为流动性黑洞 (Liquidity Black Hole)。

而流动性黑洞的出现, 似乎是要把流动性从其他市场上拉走。

当投资者面临着来自一部分投资组合中的流动性短缺时, 他们就会自然而然地转向其投资组合中流动性较为正常的部分, 以寻找他们所需要的流动性, 因此也就将当前在其投资组合中其他类资产中存在的一些流动性压力传播了出去。

从而导致流动性风险从一个市场传向另一个市场, 从一个金融体系传向另一个金融体系, 并形成系统性风险。

然而, 流动性不仅是一个决定市场绩效的有效衡量指标, Amihud and Mendelson (1986) 与后续学者还证实流动性是决定报酬的关键因素。

传统的资本资产定价模型 (CAPM) 作为现代金融学的奠基石, 其推导是建立在众多严格假设基础之上的, 其中一条假设要求所有的证券交易均是免费的。

但在现实中, 没有任何证券是可以完全流动的, 也就是说, 所有交易都会包括交易费用。

投资者愿意选择那些流动性强且交易费用低的资产, 所以非流动性补偿一定会体现在每一种资产的价格中。

虽然流动性成本往往只占股票交易价格的很小比例, 但因为交易成本随着交易次数的增加而重复发生, 所以可能对股票的定价产生很大影响。

比如在美国, 很多上市公司发行限制类股票 (Restricted Stocks), 这部分股票在发行后需要经过一定的时间限制 (通常是24个月) 才能在证券交易所正常交易, 而在此之前的买卖有相当多的法律制约。

Institutional Investor Study (1971) 比较了398例限制类股票的交易价格, 发现其成交价格与其公开交易股票的成交价格相比有约25%的折扣。

Silber (1991) 研究发现, 限制类股票的私下转让成交价格比公开交易股份的价格有约35%的折扣。

Chen and Xiong (2001) 研究了中国上市公司法人股的交易情况, 发现其成交价格与流通股的成交价格相比有约80%的价格折让。

Chen, Lee and Rui (2001) 使用交易量指标研究了中国B股市场的折价交易现象, 发现在诸多解释因素中, 两个市场的流动性差异是最有效、最主要的解释因素。

封闭式基金的交易价格和其持有资产净值的不匹配问题也一直是金融学中有争议的问题之一, 而封闭式基金的折价现象在我国也得到了证实。

刘焯辉和熊鹏 (2004) 通过实证研究发现, 资产流动性假说对中国封闭式基金折价之谜有较强的解释力。

中国股市属于新兴的市场, 成立时间不长, 市场规模较小。

而中国金融市场上可供投资者选择的投资品种十分有限, 大量闲置资金涌入股市, 使中国股市长期处于供不应求的状态, 因而股市的流动性风险并没有受到重视。

## &lt;&lt;中国股市流动性风险研究&gt;&gt;

然而，随着中国证券市场的发展，尤其是前几年的急速扩容和上市公司的业绩分化，流动性风险逐渐突显。

特别是2001年6月12日《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》出台后，以国有股减持为导火线，股市暴跌后经历了长达四年之久的熊市，上证综指由2001年6月的2200多点下跌到2005年6月的998点。

一时以来，交易清淡，人气低迷，整个市场的流动性受到极大损害，流动性不足和缺失成为阻碍当时市场发展的瓶颈，最终导致沪深证券交易所不得不放缓新股的发行、股票增发等股市扩容步伐。

图1-1显示了1999-2007年上海股市每年成交额与筹资额。

2000年上海证券交易所股票成交额为31373.86亿元，股票筹资金额为910.68亿元；但从2001年开始迅速下降，在2005年达到最低点，分别为19240.21亿元和29.97亿元。

因流动性不足几乎导致中国股市配置资源的能力与筹集资金功能的丧失。

虽然以年平均换手率度量的中国股市流动性水平远高于世界其他主要证券市场，但是，换手率作为交易活跃性的度量指标，并不能全面有效地衡量我国证券市场的流动性，尤其是我国证券市场的流动性具有非常大的波动性的特点。

图1-2显示了财政部宣布从2007年5月30日起将证券交易印花税由1‰提高到3‰时前后两个月上海证券交易所A股每日成交额。

在5月30日当天A股成交额为2674.52亿元，但随后大幅下降，到6月29日成交额仅为1036.73亿元。

短短一个月时间，以成交额度量的市场流动性下跌了60%。

多数股票连续几个交易日跌停，想卖出股票的人们却不能找到买家，市场流动性似乎在一夜之间就消失了。

丧失流动性的成本是高昂的，改进和稳定市场的流动性不仅对投资者是重要的，而且对维护整个金融市场的稳定都至关重要。

随着QFII制度的实施、保险资金的入市以及股票型开放式基金的发行，我国证券市场的投资者结构将日益机构化，由于这类机构投资者管理的证券类金融资产规模十分庞大，对市场流动性也将提出更高的要求。

特别是开放式基金，由于其经常会面临赎回压力，基金管理人需要根据市场及个股的流动性特征及变化调整投资组合和操作策略，使得市场对流动性研究的需求显得日益迫切。

不仅如此，由于一直以来中国股市的主要参与者是中小投资者，投资主体多元化的格局尚未形成，股市一直存在短期炒作和追逐利润之风，以理性投资理念为基础的资本资产定价模型（CAPM）很难解释中国股票的价值。

目前人们对某一股票估价时使用最普遍的是市盈率模型。

市盈率模型虽然有简单、直观和容易比较等优点，但它毕竟只考虑了每股收益这样一个指标，因此，按照这样的定价模型算出来的股票价格很难说是合理的。

流动性理论起源于报价驱动市场，做市商作为市场流动性的专业提供者，在报价驱动市场运作中起着组织核心的作用。

做市商的重要性体现在市场流动性的维护职责，而且做市商的存在还使得不同时间到达的投资者指令能够连续地交易。

因此，在报价驱动市场中，做市商是流动性的主要提供者，而对于指令驱动市场，指令簿等待成交的限价指令是市场流动性的主要提供者。

两种交易机制在提供流动性上的根本差别，表明了报价驱动交易机制和指令驱动交易机制之间的流动性研究方法和结论不能简单地相互替代。

那么，作为指令驱动型市场的中国股市，我们该如何有效地度量其流动性？

决定中国股市流动性的影响因素有哪些？

中国股市是否存在流动性溢价现象？

中国股市流动性风险是否具有系统性特征？

流动性风险与市场危机之间有什么关系？

流动性风险是否影响投资者的最优变现策略和对VaR的估计？

## &lt;&lt;中国股市流动性风险研究&gt;&gt;

如何对流动性风险进行预警和管理,等等。

以上问题的很好解决将有助于我们深入探讨中国股市的微观结构问题。

流动性不仅是证券市场的生命力之所在,也是决定资产价格的重要因素,因此以中国股市为研究对象开展流动性及其风险与管理等问题的研究在理论和现实方面都有重大意义。

**理论意义 (Theory Significance)** 首先,将有助于完善金融市场微观结构理论。金融市场微观结构理论研究的是交易机制如何影响价格的形成过程,并分析在一定的交易机制下资产交易的过程和结果。

而交易机制正是通过影响市场流动性、透明度等指标进而影响证券价格的形成。

因此,在深入了解中国股市微观结构的基础上,通过对中国股市流动性及其风险问题的理论与实证研究,有助于人们理解交易机制影响流动性进而影响资产价格的机理,进而不断完善我国证券市场微观结构,推动金融市场微观结构理论的发展。

其次,将不断丰富和完善资产定价理论。

由于股票价格在证券市场起到资源配置的作用,通过价格机制的作用可以把资金配给最有效率的企业。

因此关于股票价格的决定问题,自然成为金融以及经济理论研究的核心。

然而,经典的资本资产定价模型假设,市场是无摩擦的,不存在交易成本和税收。

这实际上是假设市场具有充分的流动性。

但现实情况却是,人们要想获得流动性是要付出成本的。

因此,放松假设,承认资产之间存在流动性差异,将流动性引入到资产定价理论研究的框架内,将对丰富和完善资产定价理论具有重要意义。

最后,将有助于完善有效市场理论。

流动性是影响市场效率的一个重要因素。

这是因为流动性会影响市场价格的不确定性,而这种不确定性从本质上来说会使得市场价格不能反映所有可以获得的信息,或者使得市场价格暂时偏离市场结清的均衡价格,最终影响市场效率。

提高市场流动性,可以降低流动性溢价,从而降低市场价格的不确定性,最终改进市场效率,优化资金和风险的分配。

如果人们能够澄清市场流动性影响价格发现的过程,则必将对设计和改进市场效率提供一个较好的参考。

**现实意义 (Practice Significance)** 首先,有助于提高我国证券市场的效率。

尽管流动性、透明性、稳定性、有效性、公平性、可靠性都是衡量一个市场质量的重要指标,但实际上流动性是决定这个市场是否有效而稳定的根本性因素。

因为市场流动性会影响市场价格的不确定性,这种不确定性从本质上来说使得市场价格不能反映所有可以获得的信息,或者使得市场价格暂时偏离市场结清的均衡价格,并最终影响市场效率。

而增加流动性,可以降低买卖价差或交易的市场冲击力,可以及时和全面反映市场信息,使价格和息具有最优的对应关系,从而降低市场价格的不确定性,最终改进市场效率、优化资金和风险的配置。

其次,有助于不断完善我国证券市场的微观结构。

流动性是金融市场微观结构理论研究的核心内容,它与证券市场的价格形成方式与交易机制的选择都有着密切的联系。

对怎样的市场运行机制更有利于证券市场流动性的提高,更有利于发挥证券市场功能的正确回答,对于完善证券市场微观结构、更好地发挥证券市场的作用具有重要的意义。

再次,为证券监管部门制定市场调控措施提供理论依据。

在一个流动性高的市场上,价格的决定非常有效,价格能充分反映证券监管部门的政策取向。

一个流动的市场对增强市场参与者的信心、抗御外部冲击,从而降低系统风险方面具有非常重要的作用。

因此,流动性日益成为交易机制设计者、证券监管部门和市场参与者关注的重点。

对于交易机制设计者而言,其首要的目标就是保证市场的流动性,为投资者提供一个高效的交易场所

## <<中国股市流动性风险研究>>

，提高其市场的吸引力。

而开展这方面的研究可为证券监管部门在制定市场调控措施过程中提供理论依据，为投资者提供一个高效的交易场所，并提高其市场的吸引力。

最后，为投资者进行理性投资提供参考。

目前，中国股市的投资者结构正在发生着巨大的变化。

包括开放式基金、证券公司与私募基金在内的机构投资者力量正日益壮大。

对资产庞大的机构投资者来说，对其投资组合的流动性风险进行科学的分析评价和控制，将直接影响到其投资策略和业绩评估质量。

尤其是对可以提供随时赎回服务的开放式基金而言，证券组合的流动性风险管理更是其第一要务。

因此，通过对流动性风险的研究，为投资者合理地计算流动性成本提供理论依据，为人们有效地预期资产价格提供参考，减少盲目投资行为，从而减少市场的波动，也使市场更趋于有效。

## <<中国股市流动性风险研究>>

### 内容概要

本书以中国沪深A股市场为研究对象，以流动性风险为核心，基于金融市场微观结构理论与资产定价理论，就中国沪深股市在1997年至2006年期间的流动性与影响因素以及流动性溢价等问题分别进行实证研究；同时对中国股市的流动性与影响因素、流动性溢价、流动性风险的系统性特征、流动性风险的度量以及流动性风险的预警与管理等问题展开了深入的理论与实证研究。

## <<中国股市流动性风险研究>>

### 作者简介

孙云辉，黑龙江省嫩江县人。

分别于1996年、1998年获得中国矿业大学工学学士、经济学学士学位，2003年获得苏州大学经济学硕士学位，2008年获得中国矿业大学管理学博士学位。

现任教于徐州师范大学经济学院，副教授，曾先后在经济学动态、证券市场导报等学术期刊上发表多篇有影响力的论文。

## &lt;&lt;中国股市流动性风险研究&gt;&gt;

## 书籍目录

1 引言2 文献综述 2.1 买卖价差理论研究综述 2.1.1 德姆塞茨模型 2.1.2 存货模型 2.1.3 信息模型  
2.1.4 指令驱动机制下买卖价差的构成 2.2 流动性研究综述 2.2.1 流动性含义 2.2.2 流动性度量方法  
及其局限性 2.2.3 流动性影响因素 2.2.4 流动性与资产定价 2.3 流动性风险研究综述 2.3.1 流动性风  
险的含义 2.3.2 流动性风险的度量 2.4 国内外研究现状评析 2.4.1 国外研究现状评析 2.4.2 国内研究  
现状评析 2.5 小结3 中国股市流动性与影响因素研究 3.1 中国股市微观结构概述 3.1.1 市场概况  
3.1.2 交易制度 3.1.3 存在的问题 3.2 中国股市流动性分析 3.2.1 流动性度量指标设计 3.2.2 样本与  
数据 3.2.3 实证分析 3.3 中国股市个股流动性决定因素分析 3.3.1 研究假设 3.3.2 实证模型与研究方  
法 3.3.3 实证结果及分析 3.4 中国股市流动性的政策性风险分析 3.4.1 中国股市“政策市”形成原因  
3.4.2 中国股市流动性受政策影响的机理分析 3.4.3 实证研究 3.5 小结4 中国股市流动性溢价研究 4.1  
流动性溢价理论模型 4.1.1 Amihud-Mendelson模型 4.1.2 Jacoby-Fowler-Gottesman模型 4.1.3  
Jacoby-Fowler-Gottesman扩展模型 4.2 中国股市流动性溢价——横截面研究 4.2.1 样本与数据 4.2.2  
描述性统计 4.2.3 实证模型与方法 4.2.4 实证结果 4.3 中国股市流动性溢价——时间序列研究 4.3.1  
研究假设 4.3.2 样本与数据 4.3.3 实证模型 4.3.4 实证结果 4.4 四因素资产定价模型 4.4.1 引言  
4.4.2 公共风险因子的构造 4.4.3 描述性统计 4.5 小结5 中国股市流动性风险的系统性特征研究 5.1 引  
言 5.2 实证分析 5.2.1 模型与样本 5.2.2 基于个股数据分析 5.2.3 基于组合数据分析 5.2.4 系统流动  
性风险系数 稳定性检验 5.3 系统流动性风险成因分析 5.3.1 行为金融与投资者情绪理论 5.3.2 投  
资者情绪与系统流动性风险形成机理分析 5.3.3 结论 5.4 流动性风险的系统性特征与现代投资组合理论  
5.5 小结6 中国股市流动性风险与市场风险相关性——基于Copula函数的研究 6.1 引言 6.2 Copula函数  
简介 6.2.1 Copula函数的定义和性质 6.2.2 Copula函数的分类 6.2.3 Copula函数的估计和检验 6.2.4  
尾部相关性 6.3 实证研究 6.3.1 样本与数据 6.3.2 Copula模型构建 6.3.3 实证结果 6.4 小结7 流动性  
风险的度量——LVaR研究 7.1 引言 7.2 流动性风险的度量——LVaR模型 7.2.1 离散模型 7.2.2 连续  
时间模型 7.3 交易类型识别与价格冲击模型 7.3.1 交易类型识别 7.3.2 价格冲击模型 7.4 实证研究  
7.4.1 样本与数据 7.4.2 实证结果 7.5 小结8 中国股市流动性风险预警与管理研究 8.1 中国股市流动性  
风险预警 8.1.1 预警指标与预警界限 8.1.2 数据处理和灯号显示 8.1.3 实际应用分析 8.2 中国股市流  
动性风险管理 8.2.1 流动性风险管理程序 8.2.2流动性风险管理方法 8.3 小结9 结论与展望 9.1 本  
书结论 9.2 政策建议 9.3 创新点 9.4 未来研究展望参考文献

## &lt;&lt;中国股市流动性风险研究&gt;&gt;

## 章节摘录

一个市场的信息不对称程度不仅对股票价格有影响，也影响市场流动性。有关买卖价差形成理论的研究表明，买卖价差由订单处理成本、存货成本以及由信息不对称所导致的逆向选择成本组成。

在报价驱动市场，因为做市商在提供流动性时可能面临与知情交易者进行交易的风险，做市商通常会报出较高的买卖价差以弥补与知情交易者进行交易时可能面临的损失，并形成逆向选择成本。

而在竞价市场，逆向选择成本是对流动性提供者的一种补偿，通常与交易规模成正比。

所谓信息不对称，是指市场交易双方对所要交易的对象或内容拥有的信息在数量与质量上不相等。

通常表现为交易一方拥有较多的甚至完全的信息，而另一方只拥有较少的信息，从而可能导致信息弱势方交易决策失误，或者信息优势方做出不利于信息弱势方的行为。

中国股市的信息不对称主要表现为以下两个方面：首先，上市公司与投资者之间的信息不对称。上市公司对自身经营财务状况、信用能力、实际赢利水平等影响其股票价格的信息有着最真实的了解，这些信息包括公司的财务管理、营业方面的一切非公开信息，如赢利和股息的变化、重大的技术成就、重大自然资源的发现、重要合同的损失、管理班子的变动、企业证券酝酿中的公开上市或私募、酝酿中的股票分割、企业资本结构将发生的调整、企业与他人的合并以及收购企业的预期投标，等等，这些信息的公开极有可能影响股价以及一个有理性的人的投资决定。

但投资者作为股票的购买方拥有的信息主要来源于对外公开的各种资料和报告。

上市公司与投资人之间的信息不对称一方面是投资人信息获取和处理能力上存在不同的差异，但更主要的是上市公司为了实现自身的经营目标，出现人为导致的信息不对称的情况。

主要表现在以下几个方面：（1）制造虚假信息。

这是目前上市公司信息披露中最为严重和危害最大的问题，集中体现在上市公司采取伪造、掩饰的方法在会计凭证、会计账簿、会计报表以及其他统计资料和业务活动记录材料上做手脚，隐瞒事实，虚报利润；（2）提供信息的滞后性和不连续性。

上市公司的经营过程是一个连续不断的动态过程，因而其信息披露过程也应该是一个连续不断的动态过程，但目前许多上市公司往往做不到这一点，存在严重的信息披露滞后性和间断性，给投资者的投资决策造成很大的不便；（3）提供信息的随意性和不规范性。

尽管国家对上市公司的信息披露作出了很多规定，但许多上市公司在对待信息披露的问题上往往做得不够严肃，在信息披露的方式、披露内容和披露时机的选择上很随便，随意性很强，提供信息的范围过小，造成大量的小道消息和内幕信息。

其次，机构投资者与散户之间的信息不对称。

目前，我国证券市场投资者主要是机构与散户。

机构与散户的主要区别在于机构拥有雄厚的资金实力，并拥有较强的信息获取和分析能力。

一方面，由于信息披露机制不完善、信息传递渠道缺乏和市场监管力度薄弱，不少上市公司及其内幕人员与机构相勾结，利用内幕信息操纵市场，有时甚至发布虚假信息误导其他投资者，从而导致机构与散户之间的信息不对称。

另一方面，受制于自身在时间、精力和能力方面的限制，广大的个人投资者往往无法及时获得并处理相关信息。

以上两个因素导致我国股市存在较严重的信息不对称性。

大的投资机构拥有足够的公开信息甚至是内幕信息，而个人投资者则缺乏或仅拥有较少的信息。

根据投资者所掌握信息的不同，可以将投资者分为知情交易者和非知情交易者。

其中，知情交易者拥有不为他人所知的私有信息，而非知情交易者拥有市场上的公开信息，同时知道市场上存在着有一部分知情交易者。

市场中总有一部分机构投资者较一般投资者更容易拥有内幕信息，并且对信息具有分辨好坏的能力，因此机构投资者更有可能是知情交易者，而小的个人投资者更有可能是非知情交易者。

在信息不对称的情况下，由于非知情交易者不知道关于资产真实价值的信号，他们只能从公开的市场

## &lt;&lt;中国股市流动性风险研究&gt;&gt;

指令流以及交易的成交价格序列和成交量序列中获得信息，并利用这些信息制定最优交易策略。在信息不对称的市场，当机构投资者进场并大量买入时，个人投资者会猜测其拥有有利的内幕信息，个人投资者为减少损失，会提高卖出价格；相反，当机构投资者进行抛售时，则代表其持有有利的内幕信息，个人投资者则会压低买入价格。

以上两种情况都会导致买卖价差变大和市场冲击成本上升，信息不对称情况越严重，流动性成本越大。

另外，在信息不对称市场下，羊群效应会更加明显。

在信息不对称的环境下，非知情交易者无法直接获得市场的真实信息或别人的私有信息，当观察到机构投资者大量买入或卖出行为后，认为其必然拥有某种内幕信息，并且紧随其后，形成追涨杀跌的局面，不仅会导致股票价格的剧烈波动，也会降低流动性。

何佳等（2003）将买卖价差分解为非对称信息成本和指令处理成本两部分，通过对深市的股票价差构成进行分析后发现，无论是从绝对值还是相对值来说，非对称信息成本均大于指令处理成本，在买卖价差中非对称信息成本大约占到66.97%。

王春峰和王燕（2004）通过实证研究后认为，在信息不对称程度高的环境下，交易的流动性效应更为明显，大宗交易会使得市场流动性显著下降，而且大宗卖出对价差和深度的影响超过了大宗买入交易，这说明坏消息对市场流动性的影响更大，这一结果从某种程度上表明投资者对市场的信心不足。

在市场活动中，由于交易者知识的有限性，搜寻信息需要花费成本，以及信息优势方对信息的垄断，造成信息不对称是一种普遍并长期存在的经济现象。

然而，由于中国股市处于发展的初级阶段，有关上市公司的信息披露制度还处于制定与不断完善过程中，而对内幕信息的泄露和市场操纵的惩罚力度还不够，对中小投资者的保护措施也还不够完善，导致中国股市信息不对称程度与海外一些国家或地区的股市相比具有较高的水平。

汪毅慧等（2003）通过选取在香港证券交易所上市交易的中国大陆公司股票和香港地区本地公司股票，对比分析两地股票在交易中的不对称信息成本。

在同一市场结构下，发现中国大陆公司股票的不对称信息成本大约是香港地区本地公司股票的两倍，而且在排除股票交易活动变量和市值的影响后，这个效应依然显著。

因此，通过上述分析后本书认为，信息不对称是目前影响中国股市流动性的最主要的因素。

## <<中国股市流动性风险研究>>

### 编辑推荐

本书共分9个章节，主要对中国股市流动性风险作了探讨和研究，具体内容包括中国股市流动性与影响因素研究、中国股市流动性溢价研究、中国股市流动性风险的系统性特征研究、中国股市流动性风险与市场风险相关性——基于Copula函数的研究等。  
该书可供各大专院校作为教材使用，也可供从事相关工作的人员作为参考用书使用。

<<中国股市流动性风险研究>>

版权说明

本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问:<http://www.tushu007.com>