

浙江省哲学社会科学重点研究基地

——浙江财经大学政府管制与公共政策研究中心研究成果

中国证券行业 宏观审慎监管研究



HONGGUO ZHENGQUAN HANGYE

HONGGUAN SHENSHEN JIANGUAN YANJIU

袁 闯 著

中国社会科学出版社

浙江省哲学社会科学重点研究基地

——浙江财经大学政府管制与公共政策研究中心研究成果

中国证券行业 宏观审慎监管研究



HONGGUO ZHENGQUAN HANGYE

HONGGUAN SHENSHEN JIANGUAN YANJIU

袁 闯 著



中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券行业宏观审慎监管研究/袁闯著. —北京: 中国社会科学出版社, 2012. 12

ISBN 978 - 7 - 5161 - 1942 - 6

I. ①中… II. ①袁… III. ①证券业—金融监管—研究—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 300751 号

出 版 人 赵剑英
选题策划 卢小生
责任编辑 卢小生
责任校对 王雪梅
责任印制 李 建

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 (邮编 100720)
网 址 <http://www.csspw.cn>
中文域名: 中国社科网 010 - 64070619
发 行 部 010 - 84083635
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京市大兴区新魏印刷厂
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2012 年 12 月第 1 版
印 次 2012 年 12 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 15.5
插 页 2
字 数 250 千字
定 价 48.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
电话: 010 - 64009791
版权所有 侵权必究

国家自然科学基金项目“我国逆周期金融监管机制研究”
(71173180) 研究成果

总 序

2008 年以来，由美国“次贷危机”引发的金融危机已历时四年多。时至今日，美国经济仍处于艰难的复苏过程中，欧洲国家则深陷主权债务危机，全球经济恐将面临衰退长期化局面。

危机爆发后，美国政府实施了“问题资产救助计划”，并于此后推出了住房和经济恢复法案、金融稳定计划（FSP）以及三轮量化宽松的货币政策（QE1、QE2、QE3）等一揽子经济刺激方案；欧洲国家则实施了向大银行注资、由欧洲央行从二级市场购买欧元区各国政府债券、扶持企业等救市和经济恢复方案，先后推出欧洲金融稳定基金（EFSF）、直接货币交易（OMT）计划和欧洲稳定机制（ESM）等措施，对陷入主权债务危机的国家实施救助。

针对金融危机暴露出来的金融监管失灵，欧美国家纷纷推出各自的金融监管改革方案，构建新的涵盖银行、证券、保险等行业的金融监管框架，成立系统性风险管理机构，致力于在微观审慎监管的基础上加强宏观审慎监管，以增强金融体系的稳健性，防范金融危机的发生。2010 年 11 月召开的二十国集团领导人首尔峰会批准的金融监管改革文件（业界称之为《巴塞尔协议Ⅲ》）是全球金融监管改革的集中体现，标志着全球金融监管进入了一个新的时代。

我国为应对全球金融危机的冲击，推出了 4 万亿元的投资计划，着力通过提振内需来保持经济稳定运行。同时，我国金融监管当局注重加强对金融体系系统性风险的防范，通过建立动态资本补充机制、动态管理信用风险拨备水平、动态调整贷款价值比率（LTV）等手段实施逆周期金融监管，并积极参与后金融危机时期全球金融监管改革合作与协调，出台了《商业银行资本管理办法（试行）》。我国金融体系虽然在此次金融危机中整体保持了经营的稳健性，但是，随着金融市场的进一步对外开放，我国将更加紧密地融入全球金融体系，因而有必要进一步加强与各国及国际组

织在金融监管事务中的合作与协调,积极跟踪国际金融监管改革的新动向,完善逆周期金融监管工具与指标,以应对全球金融一体化对我国金融体系带来的冲击,进一步增强我国金融体系的稳健性,进而保持我国经济稳定发展。从全球来看,逆周期金融监管机制仍然处于探索阶段,加强对宏观审慎监管的理论研究,进一步完善逆周期金融监管体系,对于增强金融体系稳健性、防范金融体系系统风险具有重要意义。

我国逆周期金融监管机制研究丛书以后金融危机时期全球金融监管改革为大背景,从商业银行、证券、保险和基金几个方面,分别研究金融体系的顺周期性、风险预警机制以及逆周期监管机制与体制。同时,考虑到货币政策是维护经济、金融稳定运行的主要工具之一,本丛书专门研究了货币政策与资产价格相关性及金融资产泡沫形成后金融监管机构的风险处置问题。

刘灿辉博士的著作着重研究商业银行体系的顺周期性及预警、逆周期调节。作者首先从资本监管、贷款损失计提和公允价值会计计量三个角度分别对商业银行的顺周期性进行分析和判断。作者利用基于因子分析法的有序多分类 Logistic 模型对巴塞尔协议 II 的顺周期效应进行测度,并对国外银行顺周期效应的输出端缓释机制进行分析和研究;选用产出缺口 (GAP) 作为代表经济周期的指标,验证了缓冲资本的顺周期效应;从经济理论角度和技术方法角度分别阐述了贷款损失准备的顺周期效应;同时,公允价值会计准则在市场流动性匮乏时期计量失效,这会通过会计加速器效应放大经济体系中的顺周期性。针对上述引起银行顺周期性的三个因素,作者分别给出了可行的调节措施。在金融体系风险预警方面,作者创新性地引进 ARIMA 模型,并将 ARIMA 模型和 MS—VAR 模型结合,从而真正做到了提前半年时间对即将发生的危机发出警告的预警作用。

袁闯博士的著作着重研究证券行业的宏观审慎监管问题。作者以我国 45 家证券公司为样本,建立的面板数据模型进行的回归分析表明,我国证券公司净资本比率存在明显的顺周期性。证券公司的自营、经纪、资产管理等业务也存在顺周期性特征,而公允价值会计计量方法以及外部信用评级则加剧了证券公司的顺周期性。同时,运用 Copula 函数对我国 8 家主要上市证券公司股价收益率进行的相关性分析发现,我国证券公司之间存在明显的风险传染性。作者借鉴《巴塞尔协议 III》提出的宏观审慎监管有关措施,提出了我国证券行业宏观监管的对策,即构建统一的宏观审

慎金融监管机构；通过实施逆周期净资本监管机制、动态调整风险资本准备、实行动态杠杆率、建立证券市场稳定基金、改革公允价值会计准则、加强对信用评级机构的监管等措施，缓解证券行业的顺周期性；通过加强对重点机构的监管、加强证券行业危机预警与压力测试、健全投资者保护机制等措施防范证券行业风险传染与扩散。

黄溪博士的著作着重研究保险及基金行业的逆周期监管。作者选取中国 17 家保险公司 2003—2009 年年度数据作为分析样本，利用面板数据模型进行实证分析，发现保险公司的顺周期效应显著；选取 2003 年 1 月 2 日至 2011 年 10 月 28 日的中证基金指数进行实证分析，研究结果表明，我国开放式基金风险值的顺周期性明显。作者通过二级市场的保险指数与中证基金指数构建预警模型，对保险公司与基金公司的系统性风险进行有效预警。在此基础上，作者在保险公司与基金公司的逆周期监管中引入全面风险管理，通过“内”（全面风险管理）和“外”（逆周期监管及宏观审慎监管）相互合作，对保险公司与基金公司所面临的风险进行全面管理，进而减弱对金融体系整体产生的“正反馈”效应，降低金融体系系统性风险爆发的可能性。

周晖博士的著作着重探讨货币政策如何有效维护经济和金融稳健性问题。作者运用 BEKK 模型和 GARCH 均值方程模型实证检验了房地产价格、货币供应量与经济增长的波动相关性，指出应调整经济增长结构以有效控制房价波动，正确处理中央政府和地方政府在房地产市场的博弈关系及解决中央与地方财力的对称性是提高房地产调控有效性的重要内容。作者运用 GARCH 均值方程模型和 BEKK 波动相关模型等工具。对中国股票、债券以及期货市场与货币政策的相关性进行了实证分析，指出央行货币政策可以不直接干预股票、债券以及期货市场，可以通过货币政策调控经济增长，从而起到间接地调控股票、债券和期货市场资产价格的作用，并配套完善相关市场机制与体制。同时，作者还通过建立 MS(3)—VAR(3) 模型较准确地预警我国整体经济危机；阐述了经济外部性和金融风险负外部性与本轮金融危机和经济危机的内在逻辑关系；对比了中美两国处置金融风险的手段。最后，作者指出，从长远来看，要建立全球货币、财政和监管等全球治理制度来有效防范金融风险，维护经济稳健运行。

完善金融体系宏观审慎监管机制，防范金融体系的系统性风险，并将

其与货币政策有机结合，共同维护经济与金融体系的稳健性，对于金融市场加速与国际接轨的我国来说，具有重要的理论与现实意义。同时，宏观审慎监管是一个系统性工程，也是目前全球金融监管改革的主要着力点，相关理论研究以及工具与机制尚处于不断完善和发展之中。出版本丛书的目的在于为完善我国金融宏观审慎监管体系抛砖引玉。但是，由于作者的水平有限，书中不足之处，在所难免，恳请各界专家学者不吝批评指正。

周 晖

2012 年 12 月

摘 要

美国金融危机爆发并席卷全球后,世界各国纷纷推出大规模的救市方案、经济刺激计划,制订并实施新的金融监管改革法案,以拯救陷于崩溃边缘的金融体系,处置并防范系统性金融风险。全球金融监管机构也加强了国际金融监管改革的合作与协调,新巴塞尔资本协议(“巴塞尔Ⅲ”)应运而生。针对此次金融危机暴露出来的金融体系顺周期性、金融机构风险传染性等特征,“巴塞尔Ⅲ”着力通过构建宏观审慎金融监管框架以防范系统性金融风险,增强金融体系的稳健性。“巴塞尔Ⅲ”提出的宏观审慎金融监管框架立足于商业银行监管,但是在西方国家混业经营、功能性监管的金融体系里,宏观审慎监管的对象涉及整个金融体系。对于实行金融分业经营、机构监管的我国来说,在全球金融监管改革纵深推进、国内金融机构综合经营步伐加快的背景下,构建涵盖银行、证券和保险等金融体系的宏观审慎监管框架将是我国金融监管改革的重要内容。

作为资本市场的主要中介机构和重要的机构投资者,证券公司在追求利润最大化的过程中,其经营管理行为无疑也存在和商业银行类似的顺周期性特征。净资本比率是证券公司风险业务的集中反映,以我国45家证券公司为样本建立的面板数据模型进行的回归分析表明,我国证券公司净资本比率存在明显的顺周期性。证券公司的自营、经纪、资产管理等业务也存在顺周期性特征,而公允价值会计计量方法以及外部信用评级则加剧了证券公司的顺周期性。同时,运用Copula函数对我国8家主要上市证券公司股价收益率进行的相关性分析发现,我国证券公司股价收益率之间存在明显的上尾相依性与下尾相依性,这表明我国证券公司之间存在明显的风险传染性。虽然从相关研究文献以及本书的实证研究结果来看,目前我国资本市场的“托宾Q”效应以及财富效应并不明显,但是其对于拓宽企业融资渠道、提高资本配置效率以及产业结构优化等方面的功能不可替代。因此加强宏观审慎监管,缓解证券公司的顺周期性、防止证券行业

风险传染与扩散对于增强证劵行业稳健性,维护资本市场稳定、健康发展进而促进宏观经济健康稳定运行具有非常重要的现实必要性。

借鉴“巴塞尔Ⅲ”提出的宏观审慎监管有关措施,我国应抓紧构建并完善证劵行业宏观审慎监管框架。首先,要构建统一的宏观审慎金融监管机构;其次,要通过实施逆周期净资本监管机制、动态调整风险资本准备、实行动态杠杆率、建立证劵市场稳定基金、改革公允价值会计准则、加强对信用评级机构的监管等措施缓解证劵行业的顺周期性;通过加强对重点机构的监管、加强证劵行业危机预警与压力测试、健全投资者保护机制、加强表外业务监管、加快金融市场建设等措施防范证劵行业风险传染与扩散。此外,还应加强证劵行业的自律管理,完善证劵公司合作机制、建立明确的惩罚机制以及加强监管信息披露,降低宏观审慎监管过程中的交易成本。

总体而言,目前对证劵行业实施宏观审慎监管的相关工具与机制的研究尚处于探索与完善阶段。本书立足于后金融危机时期全球金融监管改革的大背景,借鉴“巴塞尔Ⅲ”有关宏观审慎监管措施,力图为构建我国证劵行业宏观审慎监管的基本框架、完善证劵公司监管制度提供政策建议。

关键字: 证劵行业 顺周期性 风险传染 宏观审慎监管

Abstract

After U. S. financial crisis sweeping the globe, countries around the world launched a massive bailout plan and economic stimulus plan, developed and implemented a new financial regulatory reform bill, in order to save the financial system collapsed edge, disposal and to prevent systemic financial risks. Global financial regulatory agencies strengthened cooperation and coordination of the international financial regulatory reform, then the New Basel Capital Accord (“Basel III”) came into being. Againsting the characteristics such as pro – cyclical and risk contagion in financial institutions, “Basel III” strived to build a macro – prudential financial regulatory framework in order to prevent systemic financial risks and enhance the soundness of the financial system. Macro – prudential financial regulatory framework in “Basel III” is based on the commercial banking system supervision, but in mixed operation and functional regulatory financial system in Western countries, the scope of the macro – prudential supervision covered the entire financial system. For the separate operation and separate supervision financial system in China, in the background of global financial regulatory reform deepened and the accelerated pace of the domestic financial institutions consolidated operating, it is of great importance to build macro – prudential regulatory framework covering financial institutions banking, securities and insurance.

As the main intermediaries and important institutional investors in capital markets, securities companies’ management behavior is undoubtedly the presence of pro – cyclical characteristics similar to commercial banks in the pursuit of profit maximization. The net capital ratio is the concentrated reflection of the risk business of securities companies. The regression of panel data model which based samples of 45 Chinese securities companies shows China’s securities com-

panies' net capital ratio are significant pro - cyclical. Securities companies' proprietary trading, brokerage and asset management business are also pro - cyclical and the fair value accounting measurement methods as well as external credit rating exacerbated securities companies' pro - cyclical. Moreover, the copula model analysis which based on 8 listed securities companies shows that there are apparent up tail and low tail correlation between the stock return rates of China's securities companies, which show the risk contagious among China's securities companies. Although "Tobin's Q value" and the wealth effect of China's capital market' is not obvious from the relevant research literature and empirical results, its function of broadening the financing channels for enterprises, improving the efficiency of capital allocation and optimizing of industrial structure etc. can't be replaced. Therefore, it is of very important practical necessity to strengthen the macro - prudential regulation to ease the pro - cyclicity of securities companies as well as prevent infection and spread of the risk of the securities industry in order to enhance the robustness of the securities industry, maintain capital market stability and healthy development and thus to promote macroeconomic stability running.

Learning from the "Basel III" macro - prudential measures, China should pay close attention to build and improve macro - prudential framework for the securities industry. In the macro - prudential tools, we can implement counter - cyclical net capital regulatory mechanism, dynamic venture capital preparation and dynamic leverage ratio and in accordance with the international economic situation, macroeconomic and dynamically adjust above three tools combined with the early warning mechanism of securities industry risk to alleviate the pro - cyclicity. Meanwhile, in order to reduce the risks correlation and infectious, we should allocate more supervision resources to key institutions; through the usage of supervision tool such as improvement of the stress testing of the securities companies, improving investor protection mechanisms and "lender of last resort" system of securities companies, strengthening supervision of off - balance sheet business, accelerating the construction of financial markets, reform of fair value accounting credit rating to improve the risk management of securities companies and securities markets risk control systems and promote the

sound development of the securities industry. In addition, we should also to strengthen the securities industry self – regulation, improve the cooperation mechanism of the securities company, establish a clear penalty mechanism and strengthen the disclosure of regulatory information, in order to lower transaction costs in the process of macro – prudential supervision.

Overall, the research of implementation of macro – prudential tools and mechanisms is still in the exploration and improvement stage. Based on the background of global financial regulatory reform in the times of pre – financial crisis period and drawing on the macro – prudential supervision measures in “Basel III”, this paper try to provide policy recommendations for building the basic framework of macro – prudential supervision of the securities industry in China and improving the regulatory system of securities companies.

Key Words: Securities Industry; Pro – cyclicity; Risk Contagion; Macro – prudential Supervision

目 录

摘要.....	1
Abstract	1
第一章 绪论.....	1
第一节 选题的背景与意义.....	1
一 选题的背景.....	1
二 选题的意义.....	2
第二节 研究思路与主要内容.....	3
一 研究思路.....	3
二 主要内容.....	3
第三节 主要研究方法.....	6
第二章 宏观审慎监管理论综述.....	7
第一节 监管理论与金融监管理论变迁.....	7
一 监管理论的演变.....	7
二 从微观审慎金融监管到宏观审慎金融监管	13
第二节 宏观审慎金融监管理论动态	16
一 金融体系的顺周期性及其缓释	17
二 金融机构之间风险的传染性	20
三 宏观审慎监管的基本框架	22
四 宏观审慎监管的工具与宏观审慎指标	23
第三章 后金融危机时期欧美金融监管及我国证券行业经营与监管 ...	26
第一节 金融危机与欧美宏观审慎监管	26

一 美国投资银行大溃败	26
二 美国投资银行大溃败的原因	28
三 欧美宏观审慎监管框架及证劵业监管的动态	30
四 对中国的启示	35
第二节 我国证劵公司经营模式与监管体制	37
一 我国证劵公司经营模式分析	37
二 我国证劵业监管体制现状分析	41
三 我国证劵公司经营模式及监管体制展望	54
第四章 证劵公司净资本比率顺周期性及其缓释	63
第一节 风险与资本监管	63
一 资本监管的理论基础	63
二 流动性风险与证劵公司净资本监管	65
第二节 证劵公司净资本比率顺周期性实证研究	67
一 理论模型推导及变量、数据分析	67
二 实证检验与结果分析	72
第三节 净资本比率顺周期性的缓释	75
一 缓释乘数模型选取	75
二 缓释乘数的计算	76
三 缓释效果检验	82
第五章 证劵公司经营管理及外部环境中的顺周期性	84
第一节 证劵公司业务经营的顺周期性	84
一 宏观经济周期与证劵市场行情	84
二 自营业务的顺周期性	86
三 资产管理业务的顺周期性	90
四 经纪业务的顺周期性	90
第二节 公允价值会计计量的顺周期性	91
一 公允价值会计计量与金融体系的顺周期性	91
二 公允价值会计计量对证劵行业顺周期性的影响	95
第三节 外部信用评级的顺周期性	99
一 外部信用评级顺周期性的形成	99

二 外部信用评级对证券公司顺周期性的影响·····	101
第六章 证券行业风险传染及扩散·····	103
第一节 证券行业风险传染的相关理论假说·····	103
一 “羊群行为”假说·····	103
二 “合成谬误”假说·····	104
第二节 基于 Copula 函数的证券公司风险传染实证分析·····	106
一 Copula 函数简介·····	106
二 样本与数据选取·····	108
三 边际分布估计·····	110
四 参数估计·····	110
五 下尾及上尾相依性估计及结果分析·····	110
第三节 证券行业风险的扩散·····	117
一 基本理论及现有研究结论·····	117
二 实证分析·····	118
三 实证研究结果分析·····	120
第七章 证券行业宏观审慎监管机制构建的政策建议·····	121
第一节 构建宏观审慎监管框架·····	121
一 构建统一的宏观审慎金融监管机构·····	121
二 实施证券行业逆周期监管·····	122
三 防范证券行业风险传染与扩散·····	136
第二节 加强政策的协调与国际合作·····	141
一 加强宏观审慎监管与货币政策的协调·····	141
二 加强全球金融监管协调与合作·····	145
第三节 加强证券行业自律管理·····	146
一 行业自律的理论假说·····	146
二 宏观审慎监管框架下的证券行业自律·····	150
第八章 证券行业系统性风险预警及压力测试·····	154
第一节 我国证券行业系统性风险预警·····	154
一 证券行业系统性风险预警模型的设计·····	154

二	证券行业系统性风险预警的 Logistic 回归分析	159
三	分析结论	163
第二节	宏观审慎框架下的证券公司压力测试	164
一	金融机构压力测试的发展历程	164
二	证券公司压力测试的风险类型	165
三	证券公司收入最小化	166
四	证券公司压力测试情景假设	169
五	情景假设条件下经营指标测试：以 X 证券公司为例	172
六	测试结果分析	183
结论		185
附录	相关图表和程序	189
参考文献		221
致谢		229