

“十二五”国家重点图书出版规划项目



中国社会科学院创新工程学术出版资助项目

总主编：金 碚



经济管理学科前沿研究报告系列丛书

THE FRONTIER RESEARCH REPORT ON
DISCIPLINE OF
FINANCE

李俊峰 主编

金融学学科 前沿研究报告



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

“十二五”国家重点图书出版规划项目

 中国社会科学院创新工程学术出版资助项目

总主编：金 碚

 经济管理学科前沿研究报告系列丛书

THE FRONTIER RESEARCH REPORT ON
DISCIPLINE OF
FINANCE

李俊峰 主编

金融学学科 前沿研究报告



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

金融学学科前沿研究报告. 2013/李俊峰主编. —北京: 经济管理出版社, 2016. 12

ISBN 978 - 7 - 5096 - 4711 - 0

I. ①金… II. ①李… III. ①金融学—研究报告—世界—2013—文集 IV. ①F831 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 270840 号

组稿编辑: 张永美

责任编辑: 张永美 赵亚荣

责任印制: 黄章平

责任校对: 赵天宇

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 玉田县昊达印刷有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 787mm × 1092mm/16

印 张: 25

字 数: 562 千字

版 次: 2017 年 1 月第 1 版 2017 年 1 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 4711 - 0

定 价: 79.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

《经济管理学科前沿研究报告》

专家委员会

主 任：李京文

副主任：金 碚 黄群慧 黄速建 吕本富

专家委员会委员（按姓氏笔划排序）：

方开泰	毛程连	王方华	王立彦	王重鸣	王 健	王浦劬	包 政
史 丹	左美云	石 勘	刘 怡	刘戒骄	刘 勇	刘伟强	刘秉链
刘金全	刘曼红	刘湘丽	吕 政	吕 铁	吕本富	孙玉栋	孙建敏
朱 玲	朱立言	何 瑛	宋 常	张 晓	张文杰	张世贤	张占斌
张玉利	张屹山	张晓山	张康之	李 平	李 周	李 晓	李子奈
李小北	李仁君	李兆前	李京文	李国平	李春瑜	李海峥	李海舰
李维安	李 群	杜莹芬	杨 杜	杨开忠	杨世伟	杨冠琼	杨春河
杨瑞龙	汪 平	汪同三	沈志渔	沈满洪	肖慈方	芮明杰	辛 暖
陈 耀	陈传明	陈国权	陈国清	陈 宪	周小虎	周文斌	周治忍
周晓明	林国强	罗仲伟	郑海航	金 碚	洪银兴	胡乃武	荆林波
贺 强	赵顺龙	赵景华	赵曙明	项保华	夏杰长	席酉民	徐二明
徐向艺	徐宏玲	徐晋涛	涂 平	秦荣生	袁 卫	郭国庆	高 闯
符国群	黄泰岩	黄速建	黄群慧	曾湘泉	程 伟	董纪昌	董克用
韩文科	赖德胜	雷 达	廖元和	蔡 昉	潘家华	薛 澜	魏一明

魏后凯

《经济管理学科前沿研究报告》

编辑委员会

总主编：金 碚

副总主编：徐二明 高 闯 赵景华

编辑委员会委员（按姓氏笔划排序）：

万相昱	于亢亢	王 钦	王伟光	王京安	王国成	王默凡	史 丹
史小红	叶明确	刘 飞	刘文革	刘戒骄	刘兴国	刘建丽	刘 颖
孙久文	孙若梅	朱 彤	朱 晶	许月明	何 瑛	吴冬梅	宋 华
张世贤	张永军	张延群	李 枫	李小北	李俊峰	李禹桥	杨世伟
杨志勇	杨明辉	杨冠琼	杨春河	杨德林	沈志渔	肖 霞	陈宋生
陈 宪	周小虎	周应恒	周晓明	罗少东	金 准	贺 俊	赵占波
赵顺龙	赵景华	钟甫宁	唐 镛	徐二明	殷 凤	高 闯	康 鹏
操建华							

序 言

为了落实中国社会科学院哲学社会科学创新工程的实施，加快建设哲学社会科学创新体系，实现中国社会科学院成为马克思主义的坚强阵地、党中央国务院的思想库和智囊团、哲学社会科学的最高殿堂的定位要求，提升中国社会科学院在国际、国内哲学社会科学领域的话语权和影响力，加快中国社会科学院哲学社会科学学科建设，推进哲学社会科学的繁荣发展具有重大意义。

旨在准确把握经济和管理学科前沿发展状况，评估各学科发展近况，及时跟踪国内外学科发展的最新动态，准确把握学科前沿，引领学科发展方向，积极推进学科建设，特组织中国社会科学院和全国重点大学的专家学者研究撰写《经济管理学科前沿研究报告》。本系列报告的研究和出版得到了国家新闻出版广电总局的支持和肯定，特将本系列报告丛书列为“十二五”国家重点图书出版项目。

《经济管理学科前沿研究报告》包括经济学和管理学两大学科。经济学包括能源经济学、旅游经济学、服务经济学、农业经济学、国际经济合作、世界经济、资源与环境经济学、区域经济学、财政学、金融学、产业经济学、国际贸易学、劳动经济学、数量经济学、统计学。管理学包括工商管理学科、公共管理学科、管理科学与工程三个学科。工商管理学科包括管理学、创新管理、战略管理、技术管理与技术创新、公司治理、会计与审计、财务管理、市场营销、人力资源管理、组织行为学、企业信息管理、物流供应链管理、创业与中小企业管理等学科及研究方向；公共管理学科包括公共行政学、公共政策学、政府绩效管理、公共部门战略管理学、城市管理学、危机管理学、公共部门经济学、电子政务学、社会保障学、政治学、公共政策与政府管理等学科及研究方向；管理科学与工程包括工程管理、电子商务、管理心理与行为、管理系统工程、信息系统与管理、数据科学、智能制造与运营等学科及研究方向。

《经济管理学科前沿研究报告》依托中国社会科学院独特的学术地位和超前的研究优势，撰写出具有一流水准的哲学社会科学前沿报告，致力于体现以下特点：

(1) 前沿性。本系列报告能体现国内外学科发展的最新前沿动态，包括各学术领域内的最新理论观点和方法、热点问题及重大理论创新。

(2) 系统性。本系列报告囊括学科发展的所有范畴和领域。一方面，学科覆盖具有全面性，包括本年度不同学科的科研成果、理论发展、科研队伍的建设，以及某学科发展过程中具有的优势和存在的问题；另一方面，就各学科而言，还将涉及该学科下的各个二级学科，既包括学科的传统范畴，也包括新兴领域。



(3) 权威性。本系列报告由各个学科内长期从事理论研究的专家、学者主编和组织本领域内一流的专家、学者进行撰写,无疑将是各学科内的权威学术研究。

(4) 文献性。本系列报告不仅系统总结和评价了每年各个学科的发展历程,还提炼了各学科学术发展进程中的重大问题、重大事件及重要学术成果,因此具有工具书式的资料性,为哲学社会科学研究的进一步发展奠定了新的基础。

《经济管理学科前沿研究报告》全面体现了经济、管理学科及研究方向本年度国内外的发展状况、最新动态、重要理论观点、前沿问题、热点问题等。该系列报告包括经济学、管理学一级学科和二级学科以及一些重要的研究方向,其中经济学科及研究方向 15 个,管理学科及研究方向 45 个。该系列丛书按年度撰写出版 60 部学科前沿报告,成为系统研究的年度连续出版物。这项工作虽然是学术研究的一项基础工作,但意义十分重大。要想做好这项工作,需要大量的组织、协调、研究工作,更需要专家学者付出大量的时间和艰苦的努力,在此,特向参与本研究的院内外专家、学者和参与出版工作的同仁表示由衷的敬意和感谢。相信在大家的齐心努力下,会进一步推动中国对经济学和管理学学科建设的研究,同时,也希望本系列报告的连续出版能提升我国经济和管理学科的研究水平。

金 碚

2014 年 5 月

前 言

金融学是从经济学中分化出来的应用学科,从19世纪至今,不断发展的金融学科形成了两个主要的分支:宏观金融学研究与微观金融学研究。宏观金融学是宏观经济学(包括开放条件下)的货币版本,它主要研究货币和宏观意义上的金融系统的运转,着重于宏观货币经济模型的建立,并通过它们实现高就业、低通货膨胀与通货紧缩、虚拟经济与实体经济等。微观金融学则以金融资产定价和公司金融(理财)等问题为主要研究对象,对微观层次上的金融市场和金融机构以及个人投资等进行研究;对金融的微观分析大体包括金融市场与金融机构、公司财务、投资组合理论等。

《金融学学科前沿研究报告(2013)》主要包括5个部分,即国内外研究述评、期刊论文精选、出版图书精选、年度重大金融事项及会议综述和文献索引。

第一部分是国内外研究述评。本报告以2013年国内外高水平专业期刊发表的金融学理论文章以及相关书籍作为研究对象,在既定理论结构的基础上对金融学理论研究成果进行系统梳理和内容划分,并进行文献述评和比较分析研究,为金融学理论未来的研究趋势和方向提供建议。

第二部分是期刊论文精选。本报告对2013年国内外与金融学学科相关的期刊论文进行梳理和内容划分,得到与金融学学科相关的期刊论文947篇,其中:国内期刊文章617篇,国外期刊文章330篇。考虑到金融学理论发展的系统性、前瞻性、融合性、实用性等方面的要求,综合考虑研究内容、研究方法、研究视角等方面,通过金融学专家团队的一致评选,评选出16篇中文期刊优秀论文和22篇外文期刊优秀论文。

第三部分是出版图书精选。本报告整理了2013年国内外与金融学学科相关的图书,通过金融学专家团队的一致评选,评选出21本优秀中文图书和10本优秀英文图书。

第四部分是年度重大金融事项及会议综述。本报告对2013年国内外重要的会议以及重大的金融事项进行梳理和汇总,分国内和国际两部分进行阐述。国内重要金融事项包括十八届三中全会指明金融改革方向;利率市场化取得突破性进展;金融监管协调部际联席会议制度建立;扩大信贷资产证券化试点工作;银监会进一步规范银行理财产品,新一轮新股发行体制改革启动;新《证券投资基金法》实施;保监会打造第二代偿付能力监管制度体系;上海自贸区建设推动金融改革与创新;互联网金融获得蓬勃发展等。国际方面重点关注美联储在QE退出问题;日本央行推出超大规模货币宽松政策;欧洲银行单一监管机制设立;国际大型证券交易所竞相合并;比特币炒作事件挑战金融监管;新兴经济体金融市场剧烈动荡等。国际重要会议包括世界经济年会、达沃斯世界经济论坛年会、金砖



国家领导人第五会晤、G20 财长和央行行长会议、第五轮中美战略与经济对话等。

第五部分是文献索引。本报告的文献索引包括中文期刊和外文期刊两部分。中文期刊主要收录了《金融研究》、《经济研究》、《国际金融研究》、《财经问题研究》、《管理世界》等重要刊物的文章，共计 617 篇；外文期刊主要收录了 *Journal of Finance*、*Journal of Economics*、*The Review of Financial Studies*、*Journal of Economic Literature*、*Review of International Economics* 重要刊物的文章，共计 330 篇。

《金融学学科前沿研究报告（2013）》延续了过去版本的编写逻辑，以 2013 年国内外高水平专业期刊发表的金融学学科文章作为研究对象，并从研究内容、研究方法和研究视角等方面进行对比分析研究。同时，该报告涵盖范围较广，包含了金融学科的发展历程及现状、金融学科最新研究动态、金融学科本年度研究的热点及主要理论等内容，并在报告最后进行了大量的文献检索。

作为一本反映国内外金融学学科前沿的报告，该报告难免会有偏颇或疏漏之处。研究团队将携手前进，共同努力，为金融学学科的发展做出更大的贡献。

目 录

第一章 金融学学科 2013 年国内研究评述	001
第一节 金融学学科的发展历程与现状	001
第二节 金融学学科本年度研究的热点及主要理论	002
第二章 金融学学科 2013 年期刊论文精选	011
第一节 中文期刊论文精选	011
第二节 英文期刊论文精选	263
第三章 金融学学科 2013 年出版图书精选	275
第一节 中文图书精选	275
第二节 英文图书精选	298
第四章 金融学学科 2013 年大事记	309
第一节 国内部分	309
第二节 国外部分	320
第五章 金融学学科 2013 年文献索引	333
第一节 中文期刊文献索引	333
第二节 英文期刊文献索引	367
后 记	389

第一章 金融学学科 2013 年 国内研究评述

第一节 金融学学科的发展历程与现状

金融学是一门古老的学科，其诞生溯源于人类货币、信用活动的产生和开展。长久以来，随着社会经济运行方式的转变和金融行业的发展，金融学科的研究从货币理论扩展至信用理论、银行理论、金融市场理论等，内涵不断丰富和拓展。金融学学科的研究也获得了长足的发展。传统的金融学学科体系大体分为宏观金融学和微观金融学。

宏观金融学的发展大概经历了以下几个阶段：第一个阶段是古典的货币需求理论阶段。古典经济学的二分法将经济分成实际经济领域和货币经济领域。凯恩斯则从宏观角度考察国民收入等宏观经济变量。弗里德曼创造的货币需求理论主要考虑哪些因素影响人们的货币需求，开创性地将货币阐述为一种资产。第二阶段是新凯恩斯主义的经济学派。与之前的凯恩斯学派不同的是，新凯恩斯学派认为名义总需求的变动可以对非均衡的产出以及就业率造成影响。第三个阶段的主要观点是金融约束理论。该理论认为由于金融管理部门特意为一些金融机构提供诸如市场准入门槛等的特权，使银行之类的金融机构可以获得较为稳定的利润，因此不会为了某些短期利益而损害整个社会的福利。第四个阶段为理性预期学派阶段。该学派的一个重要结论就是货币政策的无效性。由于人们会根据各种预期对经济提前进行判断，并采取各种手段主动预防金融风险，使得人们的预期会对市场经济的变化产生不可忽视的重要影响。

微观金融学思想源于 Gabriel Crammer (1728) 和 Daniel Bernouli (1738) 在不确定环境下的最初思考，200 年后成为微观金融学的基础。微观金融学的发展经历了旧金融学、现代微观金融学和新微观金融学 (Robert Haugen, 1999) 三个阶段。第一个阶段是 19 世纪 60 年代前，即“旧时代金融”，当时主要通过分析会计财务报表来研究金融。第二个阶段“现代微观金融学”则是以有效市场假设、资本资产定价理论和现代资产组合理论建立起来的金融经济学，着重分析价格发生机制和金融市场效率问题。第三个阶段是 20 世纪 80 年代“新金融”的产生，依赖行为金融学理论，主要研究投资者的有限理性以及无效率市场。



20 世纪初期及之前,金融学学科侧重研究货币信用活动的基本规律以及与此相联系的银行信贷理论。整个学科的侧重点偏重于宏观分析。直至 20 世纪中后期,随着以直接融资模式为主的资本市场的兴起和发展,金融资本主导社会经济运行的格局逐步形成,直接促进了“微观金融”的发展。数量化在金融学中日益占据重要的地位。金融学学科体系向微观化转变。同时,随着科学技术和新兴产业的迅猛发展,在深度分化基础上的高度交叉融合已成为当代学科发展的显著趋势。金融学学科也不例外,通过与各学科之间的交叉融合互补,当前已发展成多门交叉性的学科,例如金融工程学、金融管理学、行为金融学、法和金融学、金融技术学等,一直以来,金融学学科的研究与时俱进,方兴未艾,展示出极其强大的生命力。

第二节 金融学学科本年度研究的热点及主要理论

一、在宏观金融学方面,本年度研究的热点及主要理论观点包含以下五个方面:

(一) 货币政策

货币政策传导机制是指从运用货币政策到实现货币政策目标的过程,货币传导机制是否完善,直接影响货币政策的实施效果以及对经济的贡献。20 世纪 80 年代,凯恩斯主义所提倡的财政政策不仅在理论上受到以卢卡斯、巴罗等为代表的新古典主义经济学家的严峻挑战,而且在 20 世纪 70 年代“滞胀”时期的实践中也备受质疑。在这样的背景下,凯恩斯主义经济学家不得不将宏观经济调控体系的重点转移到货币政策上来。这自然而然地需要学者对货币政策的微观传导途径尽可能地进行精确的分析和说明。关于货币政策工具到总支出的传导,已有的研究包括了 4 种传导渠道(Mishkin F. S., 2007)——利率渠道、汇率渠道、资产价格渠道和信贷传导渠道。上述对利率、汇率、资产价格和信贷等传导渠道的研究在 2000 年之前已经基本完成,近年来,关于传导机制的研究很大程度上仍然延续着原来的发展方向,演化出以下研究脉络:第一,非常规货币政策的传导机制与实践效果;第二,更细致地考虑货币政策通过金融部门作用到实体经济的传导渠道;第三,关于银行资本充足率对货币传导机制的影响。

2007~2013 年,为了应对美国次贷危机和全球金融危机的冲击,全球主要发达经济体的中央银行持续实施了大规模的非常规货币政策。如此大范围、大规模的非常规货币宽松政策在现代中央银行货币政策史上是绝无仅有的,学者对此进行了大量研究。扈文秀、王锦华、黄胤英(2013)认为,美联储量化宽松货币政策实施效果分为 4 个阶段:①从

中央银行到金融机构、金融市场；②从金融机构、金融市场向股市传导；③从股市向企业、居民的传导——从虚拟经济向实体经济的传导；④从企业、居民到总产出、物价、就业的传导。陈静（2013）认为，量化宽松的货币政策通过改变央行资产负债表的规模和结构来达到修复货币传导机制、增加流动性、稳定金融市场、刺激经济增长的目的。量化宽松货币政策通过改变央行资产负债表从而刺激经济的机制主要分为以下两类：①量化宽松货币政策的央行资产负债表再平衡机制；②量化宽松货币政策的央行资产负债表组合效应机制。

考虑到我国金融体系是以商业银行为主体，利率市场化程度还不高，银行在货币政策传导中的作用比较突出，研究我国货币政策的银行风险承担渠道具有重要意义。张强、乔煜峰、张宝（2013）构建了动态面板模型，以我国 14 家商业银行的 Z-Score 作为衡量商业银行风险承担的指标，以法定存款准备金率、基准利率和货币供应量增长率作为衡量货币政策的指标，并考虑到相关控制变量，对 2002 ~ 2012 年我国货币政策的银行风险承担渠道进行实证检验。实证结果显示，我国货币政策的银行风险承担渠道是存在的，货币政策对银行风险承担有着显著的负向影响，银行风险承担对其信贷投放有着显著的正向影响。

马理等（2013）在以往学者研究的基础上，考虑到道德风险与逆向选择，增加对贷款市场的分析，建立起一个含有资本约束的商业银行的效用函数，然后讨论在货币政策与资本约束政策的双重约束下商业银行的行为选择。文章研究显示，随着资本充足性约束在银行管理领域更广泛与更严格的应用，银行资本约束正在对传统货币政策的传导渠道产生越来越大的影响。在商业银行体系的贷款总量控制中，资本约束政策体现出非常明显的“门限”（threshold）效应，降低了商业银行追求个体收益最大化时导致的集体非理性行为，从而有效地控制了经济的过度波动。结论显示，货币政策的调整具有短期效应与长期效应。从货币政策的短期效果过渡到长期效果，成本十分高昂，金融秩序会经历剧烈的动荡，存款市场与贷款市场都会出现激烈的恶性竞争。此时，若在已有的货币政策基础上添加资本约束，则可以诱导商业银行减小贷款资产的数量，增加债券投资，减少商业银行的经营风险。同时，在商品市场上，恰当的资本约束也有效地阻止了不合理产出的增加，起到了降低市场风险的效果。

（二）国际直接投资

国际直接投资（FDI）是一国的投资者（自然人或法人）跨国境投入资本或其他生产要素，以获取或控制相应的企业经营管理权为核心，以获得利润或稀缺生产要素为目的的投资活动。国际直接投资理论于 20 世纪 60 年代初期由海默提出，其后经过维农、巴克利、小岛清等的发展，到 20 世纪 70 年代后期终于由邓宁完成了国际直接投资的一般理论。这一理论在研究国际直接投资问题时，强调了与传统国际资本流动两个不相同的地方：其一是强调进行国际直接投资的企业可以获得较大的利益；其二是强调这类企业可以节省交易成本。20 世纪 80 年代以前，国际直接投资理论主要以发达国家特别是美国的跨



国公司为研究对象,20世纪80年代以后有学者专门研究发展中国家的对外直接投资理论。在经济理论界一般认为有代表性的国际直接投资理论主要有以下六种:①投资发展周期理论;②小规模技术理论;③技术地方化理论;④技术创新和产业升级理论;⑤产品周期理论;⑥投资诱发要素组合理论。近年来的研究主要集中在以下三个方面:①FDI进入模式选择的影响因素研究;②FDI对经济增长的影响;③服务业外商直接投资。

外商直接投资(FDI)进入东道国市场的模式主要包括跨国并购和绿地投资两种。大量文献表明,这两种进入模式对东道国经济存在显著不同的影响,因此弄清影响FDI进入模式选择的因素,对于指导政府制定政策引导FDI有着重要的现实意义。李善民、李昶(2013)通过构建三阶段实物期权模型,认为东道国工程建设速度、经济增长率、市场需求的不确定性影响FDI进入模式的选择;东道国对FDI的政策引导直接并显著地影响FDI进入模式的选择。模型分析同时表明,FDI投资者通过跨国并购方式获得的目标企业相对于绿地投资方式获得的目标企业具有更大的规模。

文东伟(2013)从省区和行业层面考虑外商直接投资和出口开放对中国省区产业增长的影响。为避免货币价格因素的干扰,作者以就业增长来度量产业增长。文章结论表明外商资本和出口开放显著促进了中国省区产业增长,而低效率的国家资本则妨碍了地区产业规模的扩大。经验研究证实,省区产业增长受到省区地理位置和行业市场依存类型的共同影响。出口需求依存度高的行业,在距离海外市场更近、出口开放度更高的省区;产业增长更快国内需求依存度高的行业,在市场潜力更大的省区;产业增长更快进口需求依存度高的行业,在距离国际市场更近的省区,产业增长受到国际竞争压力更大的抑制。

国际直接投资早期主要集中在制造业,20世纪80年代全球国际直接投资的重点开始逐步转向服务业,特别是近年来服务贸易的快速发展,使服务业FDI发展成为国际投资的新引擎。况伟大(2013)在存量模型基础上,构建了一个外资参与的房地产市场局部均衡模型,考察了外资对房价的影响。作者使用中国35个大中城市1996~2010年的房地产市场和FDI数据,发现FDI对中国大中城市房价具有显著的负向影响。另外,FDI与房价的影响是非对称的,FDI对房价的影响大于房价对FDI的影响。

(三) 人民币国际化

所谓国际化货币就是在境外作为计价单位、交易媒介和价值贮存得到广泛使用的国别货币。人民币国际化可以降低汇率风险,减少美元外汇储备或美元外汇储备增量,增强中国金融机构的竞争力,降低中国企业交易成本,加强货币政策独立性和坐收铸币税等。

2009年7月,《人民币跨境贸易结算实施细则》公布后,人民币国际化发展的逻辑框架逐渐清晰。简而言之,人民币国际化的逻辑框架即为境内、境外两个市场、两大循环和六个部分。李建军、甄峰、崔西强(2013)从贸易结算、金融市场交易和外汇储备三方面来测度目前人民币的国际化程度,结果显示,从三个指标来看人民币国际化程度仍然较低,不仅与世界主要货币差距明显,也落后于其他金砖国家货币。通过分析预测,作者认为未来的人民币国际使用量将十分可观。蒙震、李金金、曾圣钧(2013)认为随着国家

对跨境人民币结算和对外直接投资的推广，人民币的交易媒介功能得到较为充分的体现，而价值储备和度量单位功能仍处于起步阶段，人民币国际化还有一段漫长的路要走。此外，作者通过计量模型分析得出，货币使用惯性是影响国际外汇储备币种结构的重要显著性因素；贸易规模、经济发达程度、军事力量是影响本国货币国际化的重要因素。货币币值的稳定性是促进货币国际化的显著性影响因子。

（四）金融稳定

金融稳定是指金融体系各组成部分内部及其相互之间的制度安排合理，有效发挥配置风险、资源配置等核心功能的运行状态。20 世纪 90 年代以来世界各国带来惨重损失的金融危机及由此导致的社会动荡仍频发生，引起学者对金融稳定的广泛关注。金融稳定方面的理论研究在国内外尚处于起步阶段。金融稳定的研究方向主要包括金融稳定的框架、中央银行与金融稳定、金融机构与金融稳定、金融市场与金融稳定、金融监管与金融稳定。

马勇（2013）将金融稳定因素纳入货币政策框架，对基于稳定的货币政策规则进行了系统的理论和实证分析。作者研究表明，相比传统仅仅盯住产出和通胀缺口的利率规则，纳入金融稳定考虑后的货币政策需要一个相对更高的利率规则值来抑制金融体系的过度风险承担。周兵、靳玉英、万超（2013）认为，无论三元悖论配置如何，汇率稳定性与金融开放性均对新兴市场国家的宏观经济的增长、金融稳定发挥正向作用，而货币政策独立性则不利于金融稳定。汇率稳定性和货币政策独立性的实际政策取向仅促进了宏观经济的增长，汇率稳定性与金融开放性的政策取向对宏观经济增长和金融稳定均有正向意义，而货币政策独立性与金融开放性的政策取向却不利于经济增长和金融稳定。

银行间市场是促进还是阻碍了金融稳定？既有研究认为，银行间市场作为银行之间相互拆借资金以满足流动性要求的制度安排，同时存在两种相反的效应：通过风险分担促进金融稳定，或者为金融传染扩散提供了渠道。刘冲、盘宇章（2013）通过理论模型表明，在异质性流动冲击下，银行间市场的风险分担机制能够使银行避免清算长期资产带来的损失，从而有效降低金融传染的可能性。

（五）金融监管

金融监管是指政府通过特定的机构（如中央银行）对金融交易行为主体进行的某种限制或规定。金融监管本质上是一种具有特定内涵和特征的政府规制行为。自 20 世纪 70 年代以来，如何实现金融资源的有效分配、如何协调金融监管和金融创新之间的相互关系等问题，一直是金融领域研究的热点话题。2007 年美国爆发的次贷危机以及 2008 年全球范围内的金融危机，极大地推动了现行国际金融监管框架的改革。近年来的研究集中在金融监管框架、金融监管目标实现程度以及国际金融监管的博弈中中国政策选择等。

由于国际金融监管改革具有明显的危机导向特征，因此当下正是国际金融监管改革进程的关键时期。现行的国际金融监管框架将面临重大调整，对全球金融业发展将产生深远影响。中国作为最大的新兴经济体，无疑应当在这场大国金融利益的博弈中准确定位和积



极应对。王达（2013）认为，首先密切关注主要发达国家的金融监管改革可能对我国产生的溢出效应，并及时采取有效的应对措施；其次应当顺应时势推进和深化我国金融监管体制改革；最后应当积极参与美国主导下的全球金融市场 LEI 系统的构建。于维生、张志远（2013）通过构建国际金融监管演化博弈模型，分析在国际金融监管过程中金融监管主体的策略选择问题。模型求解和数值仿真结果表明：在国际金融监管中，金融监管主体注重短期利益会选择监管竞争策略，注重长期利益则会选择监管合作策略；由于很难改变多数监管主体追求短期利益的现状，致使在国际金融监管过程中“囚徒困境”问题依然存在；中国面对复杂多变的国际金融环境，应该积极参与国际金融监管合作，促进国际金融机构改革和国际金融监管体系的构建，提升中国在国际金融体系中的地位以及在国际金融监管规则制定中的话语权。

二、微观金融学方面，本年度的热点及主要理论观点包括以下几个方面：

（一）企业并购

企业并购是企业间的兼并和收购，指两家或者更多家的独立企业或者公司合并组成一家企业，通常为一家优势公司吸收一家或者更多的公司。并购活动背后隐藏着怎样的并购动机？并购是否真能使企业获得正的财富效应？不同的并购动因和并购绩效又有着怎样的联系？这些问题已成为学术界的重点研究对象。

Vojislav Maksimovic、Gordon Phillips 和 Liu Yang（2013）认为，公众公司比私人公司更多地参与企业并购，他们的行为受更多的信用利差和总市场估值影响。当并购者股票具有流动性和高估值时，公众公司实现更高的生产率，特别是在并购浪潮中。叶璋礼（2013）以 2008 年沪深上市企业为样本，发现横向并购短期绩效效应显著，但绩效上涨空间有限；纵向并购短期绩效效应不明显，但长期看来存在上升空间；同时也发现混合并购呈负面效应的不理想状态。Gordon M. Phillips、Alexei Zhdanov（2013）通过模型研究活跃的收购市场如何激励公司创新和研发。他们的模型显示，当小企业可以出售给更大的公司时，他们的最佳选择是更多的创新，大公司不应该参与小公司的“研发竞赛”，因为他们可以通过收购获得创新。竞争和行业的并购活动刺激企业研发，这些因素对小公司影响更大。

（二）资产定价

1973 年，Black 和 Scholes 在股票价格服从几何布朗运动的假设下，获得了著名的期权定价公式。在几何布朗运动假设下，股票收益率服从正态分布并且波动率是常数。然而，这些严格假设都偏离了实际情况，造成期权定价的误差以及“波动率微笑”（volatility smile）现象。大量研究表明，金融资产的收益率并非服从正态分布，而是呈现出尖峰、厚尾和非对称性等特征；波动率并非常数，而是具有时变性和波动率聚集（volatility clus-

tering) 特征; 收益率与波动率之间存在着负向相关关系, 即所谓的“杠杆效应”(leverage effect)。为了刻画金融资产收益率和波动率的这些特征, 众多学者对经典的 Black - Scholes 模型进行了扩展, 提出了许多有影响的替代模型。如 Cox 和 Ross 提出的不变方差弹性 (Constant Elasticity of Variance, CEV) 模型, Merton 提出的跳跃—扩散模型, Hull 和 White, Stein 和 Heston 提出的随机波动率模型等。

近年来, 学者在这些模型的基础上进一步研究。Gang Li 和 Chu Zhang (2013) 对仿射跳跃—扩散模型的误差进行研究, 他们发现除了状态变量的仿射扩散项可能导致误差外, 状态变量的仿射漂移、跳跃强度和风险溢价也是误差的来源。Fulvio Corsi、Nicola Fusari 和 Davide La Vecchia (2013) 开发了一个离散时间随机波动率期权定价模型, 利用包含在已实现波动率的信息 (RV) 作为不可观测的对数收益率波动的代替。他们通过一种简单而有效的长期记忆过程模拟 RV 动态, 其参数用历史数据估计。再假设一个指数仿射随机贴现因子, 得到完全解析变化测量。最后标准普尔 500 指数期权的实证分析表明, 他们的模型优于竞争时变和随机波动率的期权定价模型。Peter Christoffersen、Steven Heston、Kris Jacobs (2013) 研究出允许方差溢价有新定价核的 GARCH 期权模型。尽管定价核在股票收益率和方差上是单调的, 但其投影到股票收益是非单调的。负方差溢价使它呈 U 型。作者提出一个新的半参数的证据来确定风险中性和物理概率密度之间的 U 型关系。新的定价核大大提高了协调股票收益率的时间序列特性与期权价格的横截面数据的能力。它提供了一个统一的隐含波动率之谜的解释, 长期期权对短期变化的过度反应和风险中性的收益率分布的相对物理分布的厚尾性。

(三) 商业银行

作为经济金融体系的核心, 银行业的持续稳健发展对实体经济的发展意义重大。而银行监管作为一种与市场自发行为相对应的政府干预行为, 肩负着保护广大存款人和消费者的利益、维护公众对银行业的信心、维护金融稳定、促进经济发展的重要职责。

吴晓灵 (2013) 认为, 存贷比指标监管和贷款规模控制扭曲了商业银行的经营行为, 在中央银行可以主动吐出基础货币和有充分操作自主权的情况下, 有条件取消这两项政策措施, 给商业银行资产负债管理的自主权。在此基础上, 中央银行应加快利率、汇率市场化进程, 完善公开市场政策操作工具, 通过调整自身资产负债结构来影响商业银行的资产负债管理行为。商业银行在此过程中, 则应当实现真正的市场化转型, 构建财务硬约束机制, 强化以资本管理为先导的资产负债管理体系, 提升资产负债管理的技术能力; 同时, 正本清源, 冷静看待经营转型与金融创新, 培育诚信务实的经营管理文化。

汪舸等 (2013) 认为, 利率市场化和信贷规模管控是不匹配的政策组合。利率市场化的最终效果, 是使资产的风险和收益相匹配, 其配套的政策组合应该是具有风险敏感性的外部资本监管。但是, 多重约束条件之间会产生相互影响, 强有力的约束将导致其他约束功能的弱化, 目前的情况显示, 信贷规模管控就是这样一种强有力的约束。如果在利率市场化的大背景下, 仍然继续实施诸如信贷规模管控这样的缺乏风险敏感性的监管措施,