



流动性与金融系统稳定

——传导机制及其监控研究

刘晓星/著

非
外
借



科学出版社



流动性与金融系统稳定

——传导机制及其监控研究

刘晓星/著

科学出版社

北京

内 容 简 介

本书汇集了作者近年来在流动性与金融系统稳定领域的系列研究成果,着重研究了全球化条件下流动性冲击金融系统稳定的多渠道传导扩散机制及其风险监控体系,构建了多维度流动性度量模型、流动性变点检测和流动性状态转换机制模型以及我国股市泡沫动态演化机制模型。通过深入分析信息冲击、投资者交易行为、市场波动和市场流动性对流动性价值的影响机制,实证检验了流动性冲击金融系统稳定的溢出效应、周期联动效应和乘数效应。最后构建了多维度的流动性风险监控体系,旨在全面提升我国应对流动性冲击的抗风险能力,实现我国金融系统稳定。

本书适合从事宏观经济学研究、金融市场研究等领域的人员以及金融机构和政府相关管理决策部门的从业人员阅读使用,同时也适合高等院校经济、金融、统计、管理等专业领域的教师、研究生阅读参考。

图书在版编目(CIP)数据

流动性与金融系统稳定:传导机制及其监控研究/刘晓星著. —北京:科学出版社, 2017.3

ISBN 978-7-03-051689-3

I. ①流… II. ①刘… III. ①金融体系-稳定性-研究-中国
IV. ①F832.3

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第014491号

责任编辑:魏如萍 陶璇/责任校对:彭涛
责任印制:霍兵/封面设计:无极书装

科学出版社 出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

北京通州皇家印刷厂 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2017年3月第 一 版 开本:720×1000 1/16

2017年3月第一次印刷 印张:21 1/4

字数:450 000

定价:138.00元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

作者简介

刘晓星（1970~），湖南隆回人，博士，金融学教授，金融学专业博士生导师，金融系主任，全国高等学校金融学类专业教学指导委员会委员，江苏省“青蓝工程”中青年学术带头人，中国金融学年会理事，中国金融工程学年会理事，江苏省金融青年联合会常委委员，江苏省国际金融学会常务理事，江苏省科技创新导师，东南大学人文社会科学部委员。

研究方向：金融理论与政策、金融工程与风险管理。目前主持国家自然科学基金面上项目 2 项，已经主持完成国家自然科学基金面上项目 2 项，省部级和横向课题 10 余项。曾获江苏省“社科应用研究精品工程”一等奖。在 *Finance Research Letters* (SSCI)、*Applied Economic Letters* (SSCI)、*Sustainability* (SSCI)、《管理科学学报》、《世界经济》、《中国管理科学》、《管理工程学报》、《金融研究》及《系统工程理论与实践》等国内外权威学术期刊发表论文 80 余篇，出版专著 2 部。

前 言

流动性是现代金融市场体系的生命力，是金融配置资源的血液载体。2007 年美国次贷危机爆发，并迅速演变成一场席卷全球的金融和经济危机。在世界经济经过艰难的短暂复苏后，2010 年的欧洲主权债务危机再次冲击世界经济，金融监管体系日益受到制约，世界经济发展前景变得不容乐观。这两次危机的触发机制很大程度上都是源于流动性问题，危机事件充分表明流动性过剩或不足能够极大地冲击全球金融体系，流动性在金融系统中的基础性作用更加明显，巴塞尔协议Ⅲ因此将流动性监管提升到与资本监管同等重要地位。2013 年 6 月末，在我国广义货币供应量（M2）达到 105.4 万亿元的情况下，银行业仍爆发了较大规模的“钱荒”事件，这逐渐让人们意识到在现代信用经济条件下，流动性失衡已经成为一种常态，流动性冲击所引发的金融危机或金融风险，可以通过传导扩散机制向多个领域、多个市场和不同国家蔓延，引发全球性或局部地区的流动性危机。因此，如何正确认识当前复杂多变的国内外经济金融形势，深刻揭示流动性冲击金融系统稳定的传导扩散机制，构建基于金融系统稳定的流动性监控体系，日益成为金融领域研究的重要课题。

进入后金融危机时代以来，西方发达国家相继推出的量化宽松（quantitative easing, QE）货币政策使全球流动性呈现出一系列新的特点，如流动性波动周期变短、波动幅度扩大以及流动性风险传导机制更加复杂等。主要发达经济国家的经济走势因此分化明显，新兴经济体经济下行压力增大，欧美等发达国家和地区根据本国经济发展形势采用了不同的货币政策取向，使全球流动性供求面临较大的不确定性。美国从 2014 年 10 月开始逐步退出量化宽松政策，美元指数随后逐步走强，近期基本维持在高位运行，引发新兴市场国家货币竞相贬值，加剧了新兴市场国家的国际资本逃离和流动性紧张；而欧洲和日本则继续维持低利率的量化宽松货币政策，以期通过释放流动性来增强经济复苏的基础。

我国正在进入经济发展的“新常态”，需要在稳增长、调结构、惠民生之间取得有效平衡。2015 年我国经济结构调整取得显著成效，收入分配结构继续完善，但经济增速面临下滑，稳增长压力较大。随着我国利率市场化、人民币国际化、资本项目改革的逐步实现，以及民营银行设立、大数据与互联网金融和普惠

金融的快速发展,国内流动性周期正呈现出全新的表现形态。2014年6月以来,国内资本市场剧烈波动的金融事实表明,我国现行金融监管框架存在不适应金融新业态发展的体制性矛盾,急需通过市场化改革来实现金融安全,加快构建符合现代金融特点、统筹协调、有力有效的现代金融监管体系,做到有效防范系统性、区域性金融风险。十八届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建议》中提出,加强金融宏观审慎管理制度建设,加强统筹协调,改革并完善适应现代金融市场发展的金融监管框架,健全符合我国国情和国际标准的监管规则,实现金融风险监管全覆盖;完善国有金融资本和外汇储备管理制度,建立安全高效的金融基础设施,有效运用和发展金融风险管理工具。

本书共8章,主要研究内容如下。

第1章为绪论,主要包括研究背景与意义、研究方法与逻辑结构、研究框架与主要创新点。其中,1.1.1节从“流动性冲击对全球金融系统稳定形成严峻挑战”和“中国金融系统稳定受到流动性冲击考验”两个方面介绍本书的国际背景和国内背景。本书通过构建流动性冲击金融系统稳定的传导扩散机制模型和方法,将为金融体系参与各方提供具有较强操作性的流动性监控体系及实施方案,对流动性与金融系统稳定相关理论的发展具有重要的学术价值和实践意义。1.2节主要介绍本书的研究方法与逻辑结构,既包括金融计量方法也包括系统科学方法,并阐述各章节之间的内在逻辑结构。1.3节概述本书的主要研究内容,并从“研究视角”、“研究理论”和“研究方法”三个方面分析本书的特色和创新点。

第2章至第7章为本书的主体研究部分。

第2章为流动性与金融系统稳定的研究现状,详细介绍目前国内外在流动性和金融系统稳定等相关领域的研究进展,包括流动性与金融系统稳定的度量、流动性冲击金融系统稳定、流动性的状态转换机制及突变点检测(change-point detection)、流动性冲击的传导扩散机制、流动性冲击的动态效应和基于金融系统稳定的流动性监控等,通过对系列文献的梳理和总结做了相应的文献评述。

第3章为全球化条件下流动性冲击金融系统稳定的现实表现。从流动性周期、流动性状态转换和投资者情绪等方面系统分析在经济全球化背景下流动性冲击金融系统稳定的诸多现实表现,将流动性冲击过程描述为“流动性扩张—流动性过剩—流动性萎缩—流动性短缺”四个周期阶段和“流动性创造—流动性逆转—流动性抽离”三个动态过程,并结合2007年美国次贷危机和2010年欧债危机进行案例分析。基于行为金融学视角,构建包含投资者情绪、卖空约束和市场流动性等因素的影响关系模型,进一步将投资者区分为机构投资者与个人投资者、理性投资者与非理性投资者,探讨信息冲击、投资者交易行为、市场波动和市场流动性对流动性价值的影响效应。

第4章为基于金融系统稳定的流动性度量与状态转换机制研究。基于金融系统稳定视角,分别从“数量尺度”、“时间尺度”、“价格尺度”和“价量结合”等方面总结了流动性度量的基本模型,通过将流动性区分为货币流动性(宏观)、融资流动性(中观)和市场流动性(微观)三个维度,结合动态相关多变量广义条件异方差(dynamic conditional correlation-multivariate generalized autoregressive conditional heteroskedasticity, DCC-MVGARCH)模型和熵值法构建了金融系统中多维度流动性的集成测度方法,为后续研究奠定基础。以欧债危机为背景,运用Spearman相关关系法和二元Copula模型构建股市流动性的变结构点检测新方法,并有效实现了欧美债务危机国与美国、英国、日本等核心发达国家以及中国、印度等新兴国家间股票市场流动性冲击的变结构点检测。通过构建自回归-马尔可夫转换-广义自回归条件异方差(autoregressive-Markov switching-generalized autoregressive conditional heteroskedasticity, AR-MS-GARCH)模型分析市场流动性的状态转换机制,并利用转换概率设计一类新的突变点检测指标。进一步利用时间转移概率的马尔可夫区制转换(Markov switching-time varying transition probabilities, MS-TVTP)模型构建包含投资者过度自信(over-confidence)和市场流动性的中国股市泡沫动态演化机制模型,从而很好地刻画了中国股市泡沫的基本特征,并指出投资者过度自信的增加会增大泡沫从潜伏区制到膨胀区制的概率,市场流动性的负向变化会增加泡沫从膨胀区制到破裂区制的可能性。

第5章为流动性冲击金融系统稳定的传导扩散机制研究。围绕流动性冲击金融系统稳定的传导扩散效应,从传导机制、传导路径、传导渠道和传导效应等方面进行深入的分析研究,更好地理解流动性与金融系统稳定之间的内在联系。利用DCC-MVGARCH模型分析2007年美国次贷危机期间出现的流动性循环现象,发现资产支持商业票据(asset-backed commercial paper, ABCP)市场的融资流动性对股市流动性的影响最强,银行系统的融资流动性与股市流动性的相关性在危机期间变化较小。基于时变随机向量自回归模型(time varying Parameter-stochastic volatility-vector autoregressive, TVP-SV-VAR)研究市场流动性与金融系统稳定之间的关系,发现市场流动性与各金融价格之间的影响关系不是确定的,而是在不同时期呈现不同的表现,即金融变量之间的联动关系会随时间的变化而变化。针对股指期货市场,考虑“时间尺度”、“价格尺度”和投资者交易倾向等因素构建测度股指期货市场流动性的新指标,通过非传统Granger因果检验和马尔可夫区制转换向量自回归模型(Markov switching-vector autoregressive, MS-VAR)分析货币政策对股指期货市场流动性的非线性传导效应。

第6章为流动性冲击金融系统稳定的动态效应研究。流动性周期变动所引发的流动性冲击是影响金融系统稳定的重要因素,利用谱分析方法发现我国货币流

动性在 1996~2013 年存在 7 个周期,其中,周期宽度最小为 2 年 9 个月,最大为 4 年 1 个月。不同流动性冲击对金融系统稳定的动态溢出效应不同,股市流动性、基金市场流动性和货币流动性冲击在第 1 期后均为正向溢出效应,而股市流动性则在第 2 期达到最大然后逐渐减小,货币流动性、股市流动性和银行间市场流动性的方差贡献率依次减弱。我国不同维度流动性之间周期联系效应表明,市场流动性周期主要由一个约 5.42 年的主周期和 5.37 个月的次周期组成,金融周期主要由一个 3.61 年的主周期和 3.66 个月及 3.82 个月的次周期构成;流动性周期与金融周期在较长的周期分量上具有较高的一致性,随着周期缩短,一致性逐渐减小。流动性冲击的乘数效应取决于存款准备金率、存贷款利率、违约概率和抵押物变现比率等因素,而乘数效应大小与流动性冲击金融系统稳定的冲击方向、冲击力度紧密相关。在次贷危机期间和欧债危机期间国家间流动性溢出存在结构性变点,不同国家对金融危机反应的时效性也不同。因此,监管部门基于第 6 章的研究在采取相应政策措施时可以有据可循,就每种流动性冲击的动态效应采取应对措施。

第 7 章为基于金融系统稳定的流动性监控体系构建。通过总结巴塞尔资本协议的历史演变,分析流动性风险监管的演变进程,介绍巴塞尔协议Ⅲ流动性风险监管指标体系的构建方法。基于压力测试的相关理论,以中国建设银行为例,详细对中国商业银行的流动性风险水平进行压力测试分析。通过构建银行间市场网络,利用复杂网络理论和考虑感染延迟时间的传染动力(susceptible-infection-refractory, SIR)模型,系统揭示银行间市场流动性风险的传染机制,并指出银行间的关联性、感染的延迟时间和银行网络的结构特征都会对银行间流动性风险传染的概率、速度和范围产生显著影响。结合 2008 年全球金融危机中出现的流动性危机,对危机前后全球流动性变化特征进行刻画分析,从中国外汇储备变动视角,分析全球流动性变化对中国外汇储备的影响。第 7 章提出中国应着手从宏观审慎的流动性日常运作机制、流动性冲击金融系统稳定的多维监测预警体系、缓冲机制设计、应急机制设计和反馈机制设计等方面入手,构建一个完整的流动性监控体系。

第 8 章为研究结论与政策建议。

本书源自作者主持的国家自然科学基金面上项目“全球化条件下流动性冲击金融系统稳定的传导扩散机制及其监控研究”(项目编号:71273048)团队的部分研究成果。本书部分内容已经在 *Finance Research Letters* (SSCI)、*Applied Economic Letters* (SSCI)、*Sustainability* (SSCI)、《管理科学学报》、《世界经济》、《中国管理科学》及《管理工程学报》等国内外权威学术期刊发表。在本书的写作过程中,我的研究生姚登宝、张旭、石广平、许从宝、方琳、夏丹、吕夏梦、夏霁、顾笑贤等做了大量的分析整理工作,在此一并表示感谢!本书的完

成吸收借鉴了许多专家学者的研究工作，参考文献都有列出，如有挂一漏万之处，敬请海涵。尽管我们努力想为读者呈现一本较为满意的关于金融系统流动性理论研究的学术著作，但由于水平有限，加之时间仓促，书中难免有疏漏或不妥之处，恳请读者提出宝贵意见，以便今后进一步修改和完善。

感谢东南大学经济管理学院、东南大学金融工程研究中心、东南大学金融工程与金融智能实验室以及东南大学-麻省理工学院大数据与互联网金融研究中心等机构为我们的研究工作提供了良好的学术支持和氛围环境。

本书的出版得到了国家自然科学基金面上项目（71273048）和东南大学经济管理学院资助，以及科学出版社的大力支持，在此表示衷心感谢！

刘晓星

丙申中秋于南京东南大学九龙湖畔

目 录

第 1 章	绪论	1
1.1	研究背景与意义	1
1.2	研究方法 with 逻辑结构	4
1.3	研究框架 with 主要创新点	6
第 2 章	流动性与金融系统稳定的研究现状	9
2.1	流动性与金融系统稳定的界定和度量研究	9
2.2	流动性冲击影响金融系统稳定的研究现状	14
2.3	金融系统流动性状态转换机制及其变点检测的研究现状	19
2.4	流动性冲击金融系统稳定的传导扩散机制研究	23
2.5	流动性冲击金融系统稳定的动态效应研究	29
2.6	基于金融系统稳定的流动性监控研究	31
第 3 章	全球化条件下流动性冲击金融系统稳定的现实表现	38
3.1	流动性周期变动冲击金融系统稳定研究	38
3.2	流动性状态转换冲击金融系统稳定研究	45
3.3	投资者情绪、卖空约束与市场流动性：基于行为金融学视角	52
3.4	信息冲击与流动性价值	73
3.5	本章小结	92
第 4 章	基于金融系统稳定的流动性度量与状态转换机制研究	94
4.1	流动性度量的基本模型	94
4.2	基于金融系统稳定的多维度流动性度量模型构建	101
4.3	流动性冲击金融系统稳定的变点检测研究——以欧美主权债务危机为例	113
4.4	市场流动性的状态转换机制及其突变点检测分析：基于金融系统稳定的视角	128
4.5	过度自信、市场流动性与投机泡沫	135

4.6	本章小结	153
第5章	流动性冲击金融系统稳定的传导扩散机制研究	155
5.1	流动性冲击金融系统稳定的传导渠道分析	156
5.2	不同层次流动性冲击金融系统稳定的传导扩散研究	165
5.3	不同渠道流动性冲击金融系统稳定的传导扩散研究	177
5.4	流动性冲击金融系统稳定的传导效应研究	194
5.5	货币政策对股指期货市场流动性的非线性传导效应研究	201
5.6	本章小结	219
第6章	流动性冲击金融系统稳定的动态效应研究	221
6.1	流动性冲击金融系统稳定的溢出效应研究	221
6.2	流动性冲击金融系统稳定的周期联动效应研究	231
6.3	流动性冲击金融系统稳定的乘数效应研究	240
6.4	基于国别主权视角的流动性溢出效应研究	249
6.5	本章小结	257
第7章	基于金融系统稳定的流动性监控体系构建	260
7.1	基于巴塞尔协议Ⅲ的流动性风险监管指标体系构建	260
7.2	流动性风险的压力测试研究	268
7.3	基于复杂网络的银行间流动性风险传染机制研究	278
7.4	全球流动性风险监管研究	287
7.5	流动性监控体系构建的若干设想	299
7.6	本章小结	302
第8章	研究结论与政策建议	304
8.1	主要结论	304
8.2	政策建议	306
	参考文献	310

第 1 章 绪 论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

1. 流动性冲击对全球金融系统稳定形成严峻挑战

自 20 世纪 70 年代中后期，金融危机频繁爆发，流动性过剩或者流动性不足严重冲击了全球金融体系。无论是 1997 年的东南亚金融危机、1998 年的俄罗斯短期国债违约、1999 年的长期资本管理公司倒闭、2001 年“9·11”恐怖袭击导致的全球支付系统中断，还是始于 2007 年的美国次贷危机和 2010 年的欧美主权债务危机，最终都表现为流动性过剩、流动性紧缩和流动性突然消失的过程。原本正常市场条件下的流动性资产会迅速变成非流动性资产，国际金融市场出现剧烈动荡，股市、债市、汇市和大宗商品市场均无一幸免，并造成发达国家货币金融市场相当程度的紧缩，各类投资者信心严重受挫，为新兴经济体国家的出口贸易和经济发展带来极大的不确定性。尤其在现代信用经济条件下，流动性问题日益成为人们关注的焦点，流动性冲击引发的金融危机，已不仅仅是单一市场、单一链条的传导，而是通过传导扩散机制，向多个领域、多个市场和多个国家蔓延，流动性危机成为金融危机的核心所在。如何正确处理好流动性过剩或不足带来的冲击与金融系统稳定之间的关系成为一个全球性的课题。

流动性状态的突然逆转对金融系统稳定形成挑战。长期均衡只能说是一种理想状态，它波动的幅度、频率都会对金融系统的稳定性产生严重冲击。美国为了避免新经济泡沫破灭引发严重的经济衰退，2001~2004 年连续 17 次降低基准利率，其他国家的中央银行也都采取了较为宽松的货币政策，加上石油美元价格的膨胀、大规模的日元套利交易、杠杆交易以及金融衍生品业务的迅速发展，这些因素共同导致了此后长时期内全球流动性的过剩状况。流动性过剩又进一步促使物价指数上升、房地产价格暴涨、股票指数屡创新高等一系列资产价格泡沫的产

生，一旦资产价格泡沫在不可持续的情况下突然破裂，必然导致流动性迅速反转为紧缩，造成金融系统内部资金供应不足，利率、汇率大幅攀升和股市暴跌，流动性状态的迅速逆转对全球金融系统稳定形成了严峻的挑战。

流动性冲击对金融系统结构提出了挑战。20 世纪 90 年代以来，随着经济全球化、金融自由化进展和金融创新的快速发展，金融系统结构发生了根本性变化：大量金融机构跨国跨境扩张、金融市场联结程度日益提高、各种金融产品创新层出不穷、资本国际流动速度加快、国家间相互联系更加密切。这些变化使局部的流动性风险通过各种关联机制不断放大，通过资产价格、互相借贷、国际贸易等渠道在国际上传导和蔓延，由最初一国的流动性危机迅速扩散到其他国家，金融机构由于流动性不足而破产、借贷关系断裂、市场交易量减少、联系度减弱等结构性变化，最终危及全球金融稳定。

为了应对流动性冲击的挑战，只有清楚认识流动性冲击对金融系统稳定的影响机制，才能从根本上将冲击维持在可控范围内，实现流动性均衡和金融系统稳定。

2. 中国金融系统稳定受到流动性冲击考验

在全球化的金融大背景下，进入 21 世纪之后中国经济发展迅速，2003~2006 年，中国经济实现了低通货膨胀下的高增长，但从 2007 年下半年开始，随着人民币升值、国际热钱流入、贸易顺差使外汇储备迅速增加，货币供应量居高不下，中国消费者价格指数（consumer price index, CPI）、房价、股价等持续快速上升。随后的次贷危机使美国、欧洲和日本三大经济体同时进入衰退阶段，全球流动性紧缩，通过贸易渠道、金融渠道和心理预期渠道对中国金融系统形成了明显的间接冲击，全球经济增长放缓，导致中国商品外部需求下降，出口困难，大量外向性企业纷纷陷入困境，国际投资者恐慌情绪传染到国内，引起股价大幅下跌，房地产交易低迷。由于中国政府四万亿元的经济刺激计划，国内流动性紧缩并没有持续多久。2009 年中国再次从流动性紧缩逆转为流动性过剩，CPI 居高不下，房价反弹性上涨，人民币不断升值，通货膨胀现象严重。出现流动性滞存。自 2010 年以来，中国人民银行曾连续 12 次上调存款准备金率，最高达到 21.5%，4 次上调利率，又造成金融机构内部流动性紧缩。

近年来，欧美的次贷危机和主权债务危机充分表明：在美国如此发达的金融市场，如此完善的法律制度下都容易出现严重的流动性危机，那么对中国这种新兴金融市场来说，更要在在这方面花大力气，深入研究主要发达国家和地区（欧洲、美国、日本）的流动性周期有何种特征；它们的经济周期与全球经济周期有怎样的联系；随着贸易关联度和金融关联度的不断增强，它们的流动性会对全球经济产生怎样的溢出效应，溢出的渠道是什么；它又会对中国产生怎样的影响，我们

应该如何应对；等等。这些问题需要我们从流动性创造与信用扩张、资产定价、杠杆率尺度、风险管理等方面深刻把握流动性冲击金融系统稳定的传导扩散机制，采取有效措施避免流动性剧烈波动对金融系统稳定的负面冲击。

1.1.2 研究意义

金融系统是现代经济的核心，流动性是金融体系的生命力，金融系统稳定不仅是一国宏观经济健康发展的基础，也是全球经济平稳增长的前提。流动性作为资产的一种属性，主要表现为资产的融资工具转换、财富增长与规避风险的能力。虽然流动性不是信用创造，但流动性是信用创造的工具与结果，流动性永远处在一个形成、产生与成长的过程中，具有多样性和复杂性等特征。一系列金融危机事件表明，宏观经济的波动往往从资产价格泡沫引发的金融动荡或危机开始，流动性过剩会催生资产价格泡沫，资产价格泡沫的破灭又引起流动性迅速逆转为紧缩，如此往复，不断冲击金融系统稳定。无论是从金融市场体系还是从银行体系来说，流动性的巨大波动是金融系统不稳定的内在基础，因此，减小流动性的波动冲击是弱化金融体系不稳定的重要方面。传导扩散机制在流动性冲击金融系统稳定的过程中起关键性作用，分析流动性从最初的局部影响到最终的整体冲击这一演化过程，有助于发现哪些因素在这个过程中起到促进和推动作用，同时清晰认识这些因素的作用机理。

本书通过总结历次金融危机中流动性周期、流动性状态转换冲击影响金融系统稳定的现实表现，结合中国所处的国内外金融经济形势，基于行为金融学视角分析投资者情绪、卖空约束和市场流动性之间的内在联系；从“数量尺度”、“时间尺度”、“价格尺度”和“价量结合”四个方面总结流动性及其度量的基本方法，基于金融系统稳定构建多维度流动性度量模型，以欧美主权债务危机为背景分析市场流动性的状态转换机制及其变点检测方法，并讨论过度自信、市场流动性和股市投机泡沫的动态关联；系统地分析流动性冲击金融系统稳定的传导渠道，从不同层次和不同渠道流动性分析流动性冲击的传导扩散机制及其传导效应，测度流动性冲击金融系统的溢出效应、周期联动效应、乘数效应和国别溢出效应等；梳理巴塞尔协议中流动性监管的演变历程及其指标体系构建，研究商业银行流动性风险的压力测试方法，基于复杂网络理论构建银行间流动性风险的传染机制模型，通过经验数据分析全球流动性风险的监管问题，并以维护金融系统稳定为目标提出构建流动性监控体系的若干设想。

因此，本书的研究成果将为金融体系参与各方提供可供参考的流动性冲击金融系统稳定的传导扩散理论模型和方法与具有可操作性的流动监控体系及实施方案，顺应了流动性理论发展的前沿方向和金融系统稳定的实践要求，无疑具有重

要的理论价值和现实指导意义。

1.2 研究方法 with 逻辑结构

本书是金融经济学、管理学、统计学与数学等多学科领域的交叉综合性研究课题,涉及并运用传统的货币银行学、国际金融学、投资学、金融监管学、计量经济学和数理统计学等理论,同时采取经验分析和定量分析相结合的方法,数据主要来源于 Bankscope 数据库、国际清算银行 (Bank for International Settlements, BIS)、国际货币基金组织 (International Monetary Fund, IMF)、美国国家经济研究局 (National Bureau of Economic Research, NBER)、Wind 金融数据库、同花顺金融数据库和中国统计年鉴等,主要的研究方法如下:

(1) 金融体系是一个复杂系统,流动性又是金融体系内关键的组成部分,对金融系统有重要影响,而金融系统又反过来制约流动性的变化。本书利用经验分析法从流动性周期和状态转换两个方面分析流动性冲击金融系统的现实表现,基于行为金融学视角,将卖空约束引入 Baker 和 Stein (2004) 的研究框架,通过构建数理模型来分析投资者情绪与市场流动性的内在联系。

(2) 从“数量尺度”、“时间尺度”、“价格尺度”和“价量结合”四个方面总结流动性及其度量的基本模型,运用 DCC-MVGARCH 模型分析货币流动性、市场流动性和融资流动性三者的动态相关结构,并利用时变信息熵构建多维度流动性的集成度量模型;以欧美主权债务危机为例,利用时变 Copula、GARCH 模型和事件研究法探讨股市流动性的变点检测问题;结合 AR-MS-GARCH 模型揭示市场流动性的状态转换机制及其突变点检测方法;通过构建 VNS (Van Norden Simon) 三区制变量扩展模型研究过度自信、市场流动性与股市投机泡沫之间的状态关联。

(3) 从资产负债表、资产价格、心理预期和国际贸易等渠道研究流动性冲击金融系统的传导扩散机制,利用多变量广义自回归条件异方差 (multivariate generalized autoregressive conditional heteroskedasticity, MVGARCH) 模型和 TVP-SV-VAR 模型等分析不同层次和不同渠道的流动性冲击金融系统稳定的传导扩散效应,结合非传统 Granger 因果检验和 MS-VAR 模型分析货币政策对股指期货市场流动性的非线性传导效应。

(4) 将因子分析与结构向量自回归 (structural vector autoregressive, SVAR) 模型相结合,研究流动性冲击的溢出效应,运用交叉谱分析研究流动性冲击的周期联动效应,通过构建流动性乘数效应模型探讨流动性冲击的乘数效应,运用

DCC-MVGARCH 模型从国别主权视角分析流动性的溢出效应。

(5) 通过历史分析法总结巴塞尔协议中流动性监管的历史演变, 结合向量自回归 (vector autoregression, VAR) 模型和压力测试理论对我国商业银行的流动性风险进行压力测试, 利用复杂网络理论构建银行间市场中流动性风险传染的复杂动力学模型, 从全球化视角分析全球流动性监管的主要问题, 并基于金融系统稳定的视角提出构建流动性监控体系的若干设想。

本书的逻辑结构如图 1.2.1 所示。

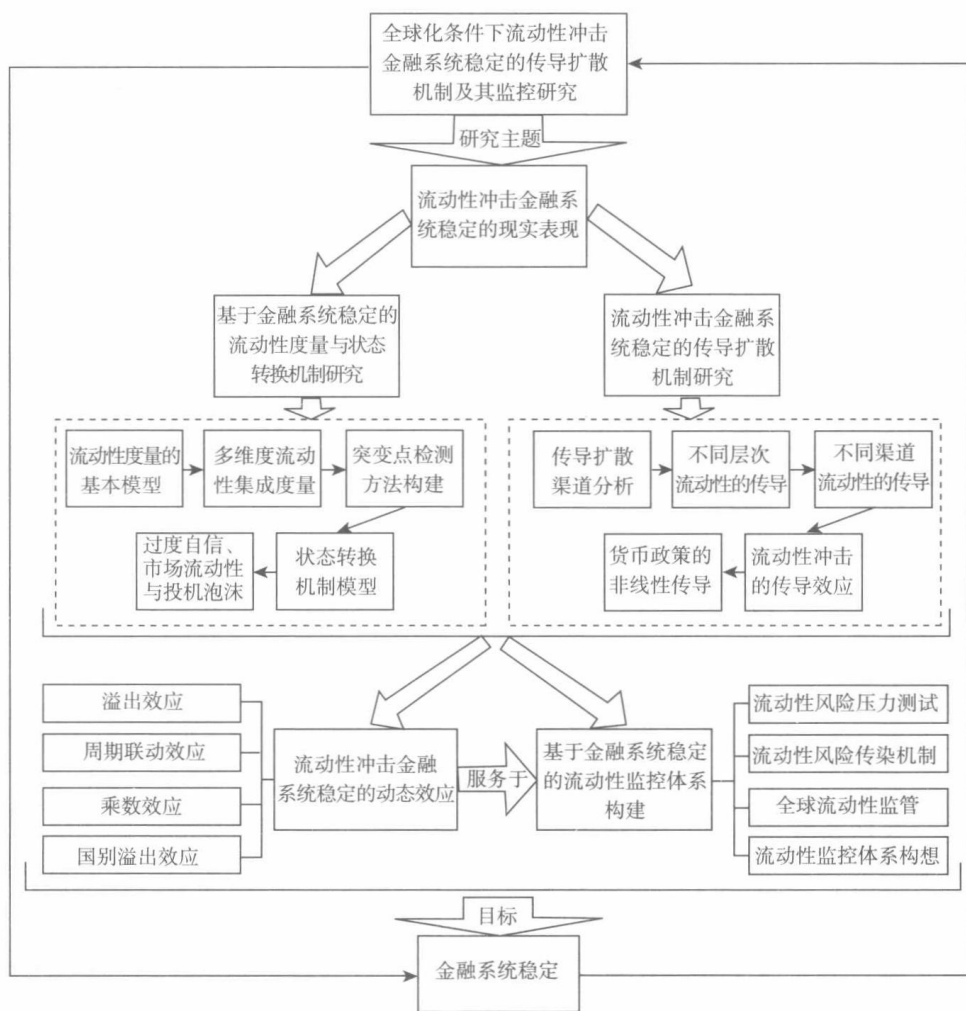


图 1.2.1 本书的逻辑结构

1.3 研究框架与主要创新点

1.3.1 研究框架

本书共分为 8 章，内容结构如下：

第 1 章，绪论。系统地阐述本书的研究背景与意义、研究方法与逻辑结构、研究框架与主要创新点。

第 2 章，流动性与金融系统稳定的研究现状。从流动性与金融系统稳定的度量、流动性冲击金融系统稳定、流动性的状态转换机制及突变点检测、流动性冲击的传导扩散机制、流动性冲击的动态效应和基于金融系统稳定的流动性监控六个方面对国内外文献进行总结与评述。

第 3 章，全球化条件下流动性冲击金融系统稳定的现实表现。分别从流动性周期变动和流动性状态转换角度分析流动性冲击金融系统稳定的表现特征，从行为金融学视角分析投资者情绪、卖空约束与市场流动性之间的内在联系，并讨论信息冲击对流动性溢价的影响关系。

第 4 章，基于金融系统稳定的流动性度量与状态转换机制研究。总结和归纳流动性度量的基本模型，构建多维度流动性的集成度量模型和状态转换模型，以欧债危机为背景研究市场流动性的变点检测方法，分析过度自信、市场流动性与股市投机泡沫三者之间的状态关联。

第 5 章，流动性冲击金融系统稳定的传导扩散机制研究。详细地分析流动性冲击金融系统稳定的传导渠道，从不同层次和不同渠道研究流动性冲击的传导扩散机制，并从非线性视角分析货币政策对股指期货市场流动性的传导效应。

第 6 章，流动性冲击金融系统稳定的动态效应研究。主要研究流动性冲击金融系统稳定的溢出效应、周期联动效应、乘数效应和国别溢出效应等。

第 7 章，基于金融系统稳定的流动性监控体系构建。梳理巴塞尔协议中流动性监管的历史演变和指标体系，对商业银行的流动性风险进行压力测试，基于银行间市场网络揭示流动性风险的传染机制，探讨全球流动性的监控问题，并提出构建流动性监控体系的若干设想。

第 8 章，研究结论与政策建议。

本书的研究框架如图 1.3.1 所示。