



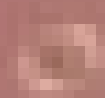
金融博士论丛·第十一辑

股票市场脆弱性 与金融稳定

20世纪70年代以来，金融市场特别是股票市场价格波动明显加剧，金融不稳定成为一个突出现象，引发了宏观经济不稳定。日本资产价格泡沫破裂引致通货紧缩、东南亚金融危机以及美国次贷危机引发全球金融危机等充分说明了这一特征。股票市场的脆弱性引起人们高度关注。

刘钊/著

 中国金融出版社



中国金融出版社

股票市场脆弱性 与金融稳定

作者：[美] 詹姆斯·H. 托宾
译者：[中] 李健

ISBN 7-309-04111-1

定价：35.00元

中国金融出版社

http://www.cbf.com.cn

股票市场脆弱性 与金融稳定

刘钊/著

 中国金融出版社

责任编辑：吕楠

责任校对：孙蕊

责任印制：张莉

图书在版编目 (CIP) 数据

股票市场脆弱性与金融稳定 (Gupiao Shichang Cuiruoxing yu Jinrong Wending) / 刘钊著. —北京: 中国金融出版社, 2009. 1

(金融博士论丛. 第十一辑)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4890 - 8

I. 股… II. 刘… III. 股票—资本市场—研究—中国
IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 187269 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 8.875

字数 262 千

版次 2009 年 1 月第 1 版

印次 2009 年 1 月第 1 次印刷

印数 1—3000

定价 26.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4890 - 8/F. 4450

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

目 录

1 导论	1
1.1 研究的背景及意义	1
1.1.1 选题背景	1
1.1.2 选题意义	2
1.2 国内外研究历史及文献综述	3
1.2.1 股票市场脆弱性的相关研究	3
1.2.2 股票市场脆弱性与金融稳定研究综述	4
1.3 本书研究方法、结构框架及创新点	6
1.3.1 研究方法	6
1.3.2 本书框架结构和主要内容	6
1.3.3 本书的创新	8
1.3.4 本书的不足之处及努力方向	9
2 股票市场脆弱性的概念及主要表现	10
2.1 金融脆弱性与股票市场脆弱性	10
2.1.1 金融脆弱性的概念	10
2.1.2 金融脆弱性的研究综述	12
2.1.3 关于金融市场脆弱性的几个假说	14
2.1.4 股票市场脆弱性的概念、表现及特征	16
2.2 股票市场脆弱性的主要表现	19
2.2.1 股票市场脆弱性的表现之一：股票价格 波动的剧烈性	19
2.2.2 股票市场脆弱性的表现之二：股票价格 泡沫兴起一崩溃周期	24
2.2.3 股票市场脆弱性的表现之三：股票市场 流动性脆弱	37
2.2.4 股票市场脆弱性的表现之四：股票价格	

与实体经济走势的背离	44
本章小结	47
3 中国股票市场脆弱性的检验	49
3.1 中国股票市场过度波动的检验与分析	49
3.1.1 中国股票市场过度波动的直观判断	49
3.1.2 中国股票市场过度波动的检验	50
3.2 中国股票市场泡沫的实证检验	54
3.2.1 中国股票市场泡沫的争论与直观判断	54
3.2.2 中国股票市场理性泡沫的检验	56
3.2.3 中国股票市场非理性泡沫的检验	56
3.3 2005 年 6 月以来中国股票 泡沫兴起—崩溃周期分析	66
3.3.1 2005 年 6 月以来的中国股票市场 价格上涨的原因分析	66
3.3.2 股票价格泡沫持续的条件分析及建议	75
3.4 中国股票市场流动性分析	79
3.4.1 流动性的衡量指标	79
3.4.2 换手率与股票的流动性	80
3.4.3 我国股票市场流动性的状况	81
3.5 中国股票市场与实体经济运行背离程度的检验	84
3.5.1 中国股票市场与实体经济运行背离的直观判断	84
3.5.2 相关研究综述	86
3.5.3 中国股票市场与宏观经济增长 背离的实证检验	87
本章小结	91
4 股票市场脆弱性的原因分析	93
4.1 股票市场脆弱性的宏观视角	93
4.1.1 虚拟经济的特性使股票市场 具有内在脆弱性	93
4.1.2 信用制度导致虚拟经济膨胀，是股票市场	

脆弱性扩张的基础	95
4.1.3 政治、法律、文化、传媒等是引发股票市场脆弱性的外生因素	97
4.2 股票市场脆弱性的微观解释	101
4.2.1 市场的不确定性和信息不对称	101
4.2.2 股票市场的非有效性	104
4.3 行为金融学对股票市场脆弱性的解释	105
4.3.1 投资者个体行为的非理性： 过度自信与过度反应	106
4.3.2 投资者群体行为的非理性： 认知偏差与“羊群行为”	109
4.4 金融全球化、金融自由化与股票市场脆弱性	111
4.4.1 金融全球化及金融自由化的影响	111
4.4.2 金融全球化及金融自由化对发展中国家和地区冲击更大	113
4.5 非连续理论与非线性理论对 股票市场脆弱性的解释	117
4.5.1 突变理论对股票市场脆弱性的解释	117
4.5.2 非线性理论对股票市场脆弱性的解释	120
4.6 影响中国股票市场脆弱性的几个特殊因素	128
4.6.1 行政过度、行政不足与中国股票市场脆弱性	129
4.6.2 股权分置与中国股票市场脆弱性	135
4.6.3 信用交易及金融衍生工具的缺乏与 中国股票市场脆弱性	139
4.6.4 市场主体行为不规范与股票市场脆弱性	148
本章小结	154
5 股票市场脆弱性的显现与传染过程： 以泡沫兴起一崩溃周期为例	155
5.1 金融脆弱的联动和传染效应是引发 金融不稳定的根源	155
5.1.1 投资者之间的风险传染途径分析	155

5.1.2	金融机构之间的风险传染途径分析	162
5.1.3	国际间的风险传染	163
5.2	信贷扩张是股票市场脆弱性引发 金融不稳定的主要机制	164
5.2.1	信用扩张影响金融稳定的理论与实证研究	164
5.2.2	银行信贷扩张与股价波动的机理	169
5.3	预期逆转是引发金融不稳定的导火索	172
5.4	信贷收缩和价格超调是金融不稳定的直接推动力	175
5.5	国际资本流动的冲击是金融不稳定的助推器	177
	本章小结	180
6	股票市场脆弱性影响金融稳定的途径与渠道	181
6.1	股票市场脆弱性通过影响宏观经济环境 而影响金融稳定	183
6.1.1	财富效应渠道	184
6.1.2	投资效应渠道	188
6.2	股票市场脆弱性通过影响银行系统 而影响金融稳定	190
6.2.1	股票市场脆弱性与银行脆弱性的关系	190
6.2.2	股票市场脆弱性影响银行系统稳定进而 影响金融稳定的渠道	193
6.3	股票市场脆弱性通过货币政策影响金融稳定	197
6.3.1	股票市场脆弱性对货币政策带来的挑战	197
6.3.2	货币政策是否应对股票市场进行反应的争论	198
6.3.3	针对股票市场脆弱性的不当货币政策会 引发经济及金融的不稳定	202
	本章小结	204
7	中国股票市场对金融稳定影响的实证分析与政策建议	205
7.1	财富效应与投资效应的实证分析与政策建议	205
7.1.1	中国股票市场财富效应实证分析	205
7.1.2	促进中国股票市场财富效应的政策建议	210

7.1.3	中国股票市场投资效应实证分析及政策建议	212
7.2	银行资金进入股票市场的分析与政策建议	214
7.2.1	银行资金进入股票市场的历史变迁及渠道	214
7.2.2	银行资金合法进入股票市场的主要渠道	217
7.2.3	银行资金违规进入股票市场的渠道	219
7.2.4	疏堵结合,引导银行信贷资金合规 进入股票市场	220
7.3	中国股票市场、货币政策及金融 稳定关系的分析与建议	221
7.3.1	中国货币政策实践	221
7.3.2	借鉴通货膨胀目标制,完善我国 货币政策的制定与实施	224
	本章小结	226
8	中国股票市场脆弱性的舒缓与消解路径选择	228
8.1	准确定位政府职能,实施适度监管	228
8.1.1	有限信息、政府有限理性与适度监管	228
8.1.2	适度监管范围的确定	230
8.2	积极推进市场化之路	232
8.2.1	实行市场化是股票市场发展的必然选择	232
8.2.2	市场化的战略选择	234
8.2.3	推进金融制度及金融工具创新	241
8.3	规范市场主体的行为	244
8.3.1	加强投资者教育,提高投资者素质	244
8.3.2	规范机构投资者行为,充分发挥 其稳定市场的作用	245
8.3.3	提高上市公司质量,加大上市 公司对投资者的回报	247
8.4	稳步推进股票市场对外开放	248
8.5	构建有效的股票市场脆弱性预警体系	249
8.6	完善政府救助措施和风险处置机制	252
8.6.1	政府注资	253

8.6.2 对金融机构的救助与处置	255
8.6.3 建立平准基金	255
8.6.4 加强货币政策、财政政策等多项 政策的有效配合	257
本章小结	258
参考文献	259
后记	272

1

导论

1.1 研究的背景及意义

1.1.1 选题背景

20 世纪 70 年代以来，全球金融危机不断爆发并呈现出与以往不同的特征，金融市场特别是股票市场价格的波动明显加剧，金融不稳定成为一个突出现象，并引发了宏观经济的不稳定。日本资产泡沫破裂引致通货紧缩、东南亚金融危机以及美国次贷危机等引发的全球金融危机等充分说明了这一特征。

对于新形势下金融危机发生的根源，传统的经济理论主要从外部宏观经济角度所给出的解释越来越缺乏说服力，这迫使人们放弃传统的思维方式，从内因的角度即从金融制度自身来探究危机产生的原因，在这一背景下，金融脆弱性概念应运而生。

股票市场是金融市场的一个重要组成部分，股票市场的脆弱性是金融市场脆弱性的一个重要方面。股票市场的发展史，就是一部伴随股票市场波动起伏的斗争史。股票市场的价格波动也影响到了金融市场的稳定。近些年金融危机的经验表明，无论是在工业化国家（地区），还是在新兴国家（地区），在许多严重的银行危机之前都发生过

较大的资产价格波动。^①同时,股票市场的脆弱性对货币政策的实施带来新的挑战,影响到经济和金融运行。因此,研究股票市场脆弱性与金融稳定之间的关系,是一个非常实际也非常具有挑战性的课题。

1.1.2 选题意义

具体来说,本书选题基于以下认识:

第一,股票市场脆弱性是各国(地区)面临的一个突出问题,并可能损害金融稳定。

当今世界,金融体系不稳定性急剧增加是公认的事实,并成为各国(地区)政策决策者高度关注的重大难题。在影响金融稳定的因素中,股票等资产价格异常波动是一个重要的环节。从20世纪80年代起,主要工业国家均经历了股票和房地产价格“泡沫兴起—崩溃”的多个显著周期,资产价格泡沫破灭之后,就是金融恐慌和长期经济衰退。典型的例子如美国、日本、英国、荷兰、瑞典和芬兰等都经历过这一过程。Alexandre Lamfalussy(2002)分析了发生在新兴市场国家的四次主要金融危机,即1982~1983年的拉丁美洲危机,1994~1995年的墨西哥危机,1997~1998年的东南亚危机,以及从1998年开始的俄罗斯危机,发现短期债务积聚和资产价格泡沫是这四次危机的主要症结所在。

股票价格的异常波动产生于股票市场的脆弱性。目前对于股票市场脆弱性如何影响金融稳定的研究还十分有限,比较零散,没有形成体系。探究股票市场脆弱性与金融稳定之间的影响渠道与产生作用的途径,对于防范金融危机、维护金融稳定具有十分重要的意义。

第二,目前各国(地区)对如何应付股票市场脆弱性这一问题仍然是苦无良策,在股票市场脆弱性与经济金融协调运行问题上常常处于两难境地。作为股票市场脆弱性主要表现的股票价格异常波动是整个经济学理论和现实生活中最困难、最具挑战性的课题之一,不仅关系到我们每个人的生计,关系到政府宏观经济政策的制定,而且从很大程度上关系到社会的稳定。政府当局和专家学者们苦苦思索,希望

^① Kaminsky, G., and Reinhart, C. M., “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems”, *Federal Reserve Board*, Washington, D. C., 1996.

找出其中的原因,给出应对的良策,但得出的结论却往往不尽一致。从一些国家和地区针对股票市场脆弱性所采取的政策实践来看,既有失败的教训(如20世纪80年代日本泡沫经济期间的政策),也有成功的经验(如20世纪80年代美国在互联网泡沫危机时的政策)。探究股票市场脆弱性与金融稳定和经济运行之间的作用机制,总结实践中的经验教训,对完善我国股票市场、增强货币政策的制定与实施能力、维护金融与经济稳定具有重要的意义。

第三,中国股票市场发展的时间较短,虽然市场规模不断扩大,规范化程度不断提高,市场功能和作用逐步发挥,已经成为社会主义市场经济的重要组成部分,但在新兴经济、转型经济和开放经济三重制度背景下,我国股票市场还存在很多问题,在运行机制、法律制度、诚信文化、参与主体、监管体系等方面与成熟市场相比还存在较大的差距,很长一段时间内,股权分置等制度性问题制约了股票市场的健康发展,上市公司从市场恶意圈钱、股票市场投机严重甚至操纵市场等现象屡屡发生,股票市场与国民经济发展脱节现象严重。这些都决定了我国股票市场的脆弱性要比发达市场更为严重,对其进行深入研究具有十分重要的理论和现实意义。尤其是2005年6月以来,在股权分置改革顺利推进、货币市场流动性过剩的大背景下,在繁荣预期的推动下,中国股票市场迅猛发展,股票价格上涨明显加快,但在2007年10月之后出现了快速跳水的行情,许多投资者损失惨重。在新的形势下,中国股票市场的脆弱性问题应该引起关注,同时,股票市场的脆弱性对宏观经济及金融稳定的冲击也是需要重点关注的领域。

1.2 国内外研究历史及文献综述

1.2.1 股票市场脆弱性的相关研究

股票市场脆弱性是金融市场脆弱性的主要表现之一,是导致金融危机的一个重要原因。研究股票市场脆弱性需要从金融脆弱性入手。金融脆弱性主要分为金融机构的脆弱性与金融市场的脆弱性。金融市场脆弱性主要是从金融资产价格的角度来进行研究,尤其是以股票市

场和外汇市场为代表。金融市场上的脆弱性主要来自于资产价格波动的连动效应 (Jorion 和 Khoury, 1996)。

但是, 相关文献对于股票市场脆弱性的研究相对比较缺乏。经济学文献主要从三个方面解释股市的脆弱性: 一是宏观经济的不稳定会带来股市的波动; 二是过度投机, 强调市场主体行为的非理性导致的过度投机对资产价格的影响; 三是从交易和市场结构的某些技术性特征如保证金交易、衍生金融工具等方面研究股票市场的脆弱性。

一些学者对中国股票市场的脆弱性进行了研究。涂自力 (2003) 认为股市脆弱性是指股票市场自我平衡和自我调节的能力弱, 稳定性差, 股价容易暴涨暴跌、异常波动, 从而扭曲股市功能, 聚积金融风险。黄如意、徐创风 (2005) 认为中国股票市场脆弱性主要表现为股指波动幅度大, 股市泡沫严重; 市盈率和换手率高, 过度投机现象严重; 证券化比率偏低, 股市规模较小, 抵抗风险的能力较弱。黄金老 (2003) 认为, 中国资本市场的脆弱性主要表现为上市公司普遍业绩不良, 市场发育不良与秩序混乱并存, 资本市场的运作主体——证券公司自身基础也极为脆弱。实际上在这一定义中包括了股票机构的脆弱性与股票市场的脆弱性。金晓斌等 (2002) 认为股票市场脆弱性的主要含义在于股票市场应对外部冲击的自平衡能力的高低。

1.2.2 股票市场脆弱性与金融稳定研究综述

一些研究文献认为, 股票等资产价格波动包含在金融不稳定的定义之中, 股票市场脆弱性与金融不稳定之间有着很强的相关性。

Crockett (1996) 认为, 金融不稳定是指金融资产价格波动或者金融机构无法履行合同义务而可能破坏经济表现的情形。金融稳定包括关键性的金融机构保持稳定以及关键性的市场保持稳定, 金融不稳定可划分为资产价格的大幅波动、金融机构困顿两种典型情况。

Davis (2002) 在借鉴债务和金融脆弱性、不确定性、信息不对称等理论的基础上, 概括了金融不稳定的三种典型表现形式: 基于贷款或交易损失的银行失败 (如日本银行危机); 预期逆转后的市场价格急剧波动 (如 1987 年美国股票市场崩盘); 市场流动性和证券发行的崩溃 (如 1998 年俄罗斯的债券违约事件)。

Michael Foot (2003) 给出的金融稳定要具备的条件中, 就包括经济中的实际资产或金融资产的相对价格变化不会影响货币稳定和就业水平。

Roger Ferguson (2003) 指出, 金融不稳定具有以下特征: (1) 一些重要的金融资产价格严重偏离经济基本面; (2) 金融市场的正常运行及信贷的提供出现严重扭曲; (3) 总支出严重偏离 (或可能严重偏离) 经济生产能力。

一些文献对股票等资产价格波动对金融稳定的影响进行了研究。

Bernanke 和 Gertler (1995), Errest Capie 和 Geoffrey Wood (1997), 以及国际货币基金组织 (IMF, 2000) 认为, 金融资产价格变动通过财富效应与资本成本的变化影响消费与投资, 通过资产负债表渠道影响金融机构资产负债, 从而影响金融稳定。

Bernanke 和 Gertler (2000) 认为, 资产价格波动影响经济效应的程度取决于经济初始的金融环境 (指家庭、公司和银行的资产负债表状况), 如果资产负债表的情况在初始是好的, 有较低的负债率和较高的现金流, 那么即使资产价格大幅度下跌也不会导致家庭和企业处于财务困境。另外, 资产价格大幅度下跌对私人部门资产负债表的破坏程度也取决于初始风险的暴露程度和初始风险在各个部门之间的分布。

Goetz von Peter (2003) 指出, 经济中存在高的资产负债率、高的时间偏好率 (利率的倒数) 以及高的通货紧缩趋势时, 对于资产价格的下跌, 经济和金融更加容易发生不稳定。因为在这种状况下, 资产价格的下跌将转化为更大的贷款损失。

欧洲中央银行 (ECB, 2000) 对股票价格变动影响银行系统稳定的渠道进行了深入的分析。

IMF 在《全球金融稳定报告 (2003)》中, 从制度性层面分析了资产价格波动导致金融体系不稳定的原因, 认为激励结构、缺乏稳健的风险管理、缺乏透明度和市场结构存在的缺陷等因素是使资产价格的波动进一步转化为金融体系不稳定的重要原因。短期盈利目标的压力使长期风险被低估, 并导致过度的负债。负债率的提高增加了金融机构和金融系统作为一个整体对于资产价格下跌的敏感性。一些规避风险的策略导致了放大价格波动风险的反馈机制。

1.3 本书研究方法、结构框架及创新点

1.3.1 研究方法

本书在分析过程中，主要运用以下研究方法。

1. 文献分析法。本书在收集、鉴别、整理、研究文献的基础上，对一些问题进行了综合归纳，内容上尽量反映国内外最新研究成果，并对一些问题提出了新的观点和思路，如股票市场脆弱性的概念、表现形式、产生原因及规制等，以及股票市场脆弱性影响金融稳定的方式与渠道等。

2. 规范分析与实证分析相结合的方法。本书从定性分析开始，根据定性分析的结果，进行建模、数据采集及模型检验等定量研究，对中国股票市场波动性、股票价格泡沫、股票流动性、股票价格与宏观经济的关系，以及股票市场的财富效应、投资效应等进行了量化分析，对相关理论进行了验证。

3. 历史分析与现实分析相结合的方法。本书在分析股票市场脆弱性的生成机制、显现过程等问题时，对现实背后的历史渊源及其背景进行考量，进而透过现象探究其本质。

4. 比较法。本书通过考察美国、日本等国家和地区股票市场脆弱性的经验事实和产生原因等，对股票市场脆弱性治理的经验教训进行比较研究，并与中国境内股票市场的实际情况进行比较分析，以期为中国股票市场脆弱性的防范和舒缓提供借鉴。

1.3.2 本书框架结构和主要内容

本书的主要结构、内容和结论如下：

1. 在之前研究成果的基础上，完善了股票市场脆弱性的概念和体系。笔者认为，股票市场脆弱性是指由于股票市场的不确定性、股票市场信息不对称性、股票市场的非有效性、股票市场主体的非理性等原因引起的股票价格非正常波动或脱离实体经济运行，且自平衡能力较差，从而导致股票市场的价格功能失灵，市场作用难以有效发挥，并不断积累风险的状况。股票市场脆弱性的主要表现为：一是相对于

实物商品，股票价格波动的剧烈性；二是股票市场中存在价格泡沫兴起一崩溃周期性；三是股票市场存在流动性脆弱；四是股票价格与实体经济运行产生背离。

2. 对中国股票市场脆弱性进行了检验，主要结论是：（1）中国股票市场存在过度波动现象。（2）检验证明中国股票市场存在理性泡沫，通过规模扩张速度、指数增长速度、市盈率、换手率、开户数量等指标测度，认为中国股票市场存在非理性泡沫。（3）2005年6月以来中国股票价格新一轮股票价格上涨的主要影响因素并非流动性过剩，而是基于繁荣预期下的银行资金进入股票市场推动的，要使中国股票市场持续发展，控制股票价格的上涨速度至关重要。在股票价格上涨初期应采取“挤压法”，加大股票市场规模扩张，以控制股价上涨速度，防止股价暴涨；但在价格持续增长到高位时，则应采取“填充法”，通过控制扩容节奏，提高上市公司质量、加大回报投资者等手段，逐渐将泡沫做实，以防止股票价格暴跌。（4）中国股票市场的流动性成本不仅高于美国、英国、德国、日本等成熟市场，也高于印度、韩国等新兴市场，存在流动性脆弱。（5）采用协整检验和格兰杰因果关系检验来研究中国股票市场与经济增长的关系，得出我国股票市场与宏观经济之间存在严重的背离。

3. 从宏观视角、微观市场解释、行为金融学理论、金融全球化和金融自由化及非连续理论与非线性理论等方面对股票市场脆弱性的原因进行了研究。对影响中国股票市场脆弱性的几个特殊因素，如行政过度与行政不足、股权分置、信用交易及金融衍生工具的缺乏、市场主体行为不规范等进行了研究，认为这些因素的存在使中国股票市场的脆弱性相对于发达股票市场要更为严重。

4. 以股票价格泡沫为代表研究了股票市场脆弱性的显现与传染过程，认为股票市场脆弱性的联动效应和传染过程是引发金融不稳定的根源；信贷扩张是股票市场脆弱性引发金融不稳定的主要机制；预期逆转是引发金融不稳定的导火索；信贷收缩和价格超调是影响金融不稳定的直接推动力；国际资本的流动与冲击是股票市场脆弱性影响金融稳定的助推器。

5. 对股票市场脆弱性与金融稳定之间的关系进行了系统总结，从宏观经济环境、银行影响渠道、货币政策实施等角度考察了股票市场