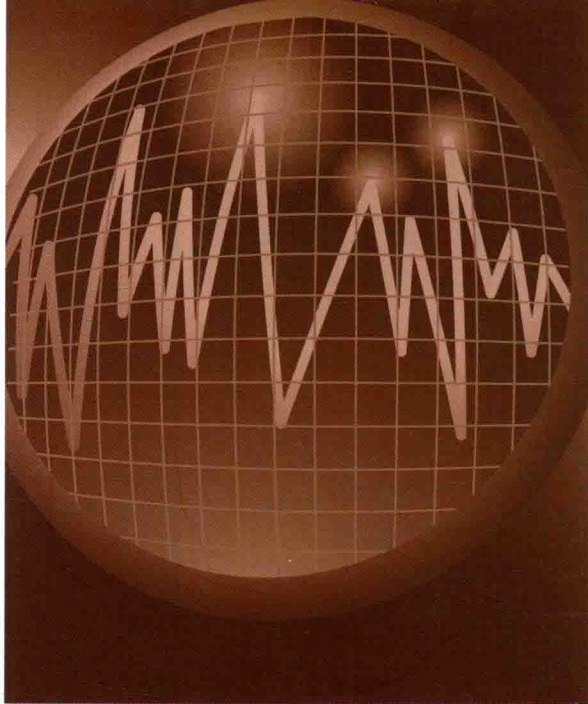


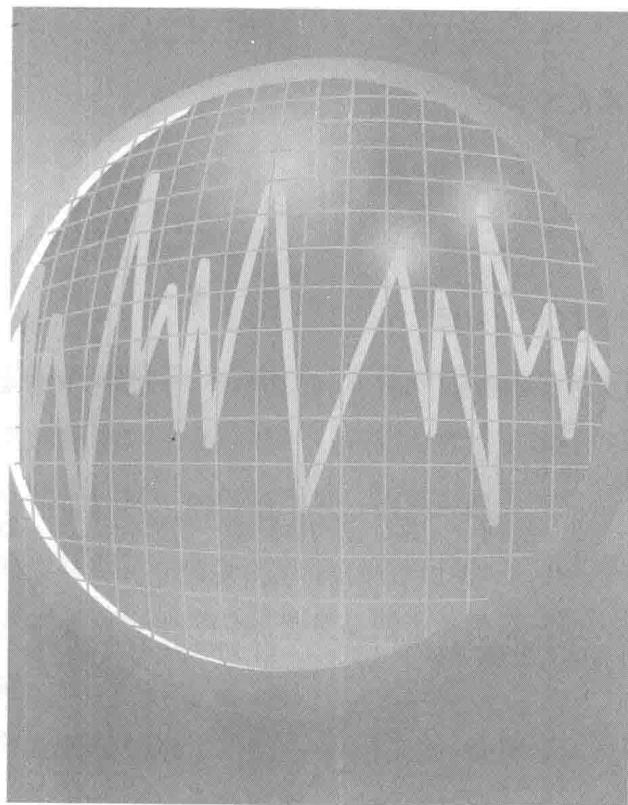


价格波动与 金融市场管理

何启志 戴翔 等◎著

本书介绍了价格波动测度方法及选择，以及如何利用计量方法测度价格波动，如何利用计量方法测度市场之间的关系，如何利用央行信息披露等前瞻性政策调控资本市场和维护金融稳定，如何促进中国资本市场健康发展。本书适合作为高等院校经济管理专业本科教材。

本书适合作为高等院校经济管理专业本科教材



价格波动与 金融市场监管

何启志 戴翔 等◎著

 中国金融出版社

责任编辑：张清民

责任校对：孙蕊

责任印制：裴刚

图书在版编目（CIP）数据

价格波动与金融市场管理 / 何启志，戴翔等著. —北京：中国金融出版社，2018.11

ISBN 978-7-5049-9822-4

I. ①价… II. ①何… III. ①物价波动—研究—中国 ②金融市场—市场管理—研究—中国 IV. ①F726 ②F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2018）第 239985 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 （010）63266347，63805472，63439533（传真）

网上书店 <http://www.chinafph.com>
（010）63286832，63365686（传真）

读者服务部 （010）66070833，62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 12.25

字数 165 千字

版次 2018 年 11 月第 1 版

印次 2018 年 11 月第 1 次印刷

定价 42.00 元

ISBN 978-7-5049-9822-4

如出现印装错误本社负责调换 联系电话（010）63263947



前 言

稳定物价是央行的重要目标之一，那么中国总体物价水平波动特征性如何？受哪些因素的驱动？在世界经济一体化的背景下国际农产品价格和国际石油价格波动性特征如何？如何利用央行信息披露等前瞻性政策来调控资本市场，央行信息披露的货币政策工具效力如何具有重要的理论与现实意义，明确这些问题有利于更好地维持物价和金融市场稳定，也有利于我国多层次资本市场的构建。

本书的框架结构安排如下：第一章，绪论，介绍了研究背景与意义。第二章，总体物价水平波动与驱动因素，分析了我国物价总水平的波动性特征以及驱动因素。第三章，国际农产品价格波动风险度量研究，分析了国际农产品价格的波动性特征。第四章，国际农产品和石油价格波动性分析，分析了国际农产品价格和石油价格之间的动态依存关系。第五章，我国黄金期货市场风险测度，分析了我国黄金期货市场的风险状况。第六章，基于中美对比视角的中国影子银行发展研究，基于中美对比视角来研究两国影子银行发展的情况，对比分析异同之处，并提出针对性建议。第七章，央行沟通与金融市场稳定，分析了央行信息披露对金融资产价格和银行风险承担的影响，间接考察央行沟通的货币政策工具效力。第八章，金融市场发展建议，在探讨中国经济新常态的动态特征基础上，从多角度剖析了中国资本市场存在的问题，并提出了一系列在经济新常态背景下如何大力发展多层次资本市场的建议。

本书分工如下：何启志负责第二章、第三章、第四章和第八章，彭承亮、

何启志和戴翔负责第五章，何启志和张旭阳负责第六章，刘琦和何启志负责第七章，何启志和戴翔负责统撰，何启志负责最后的定稿。

本书可供通货膨胀、农产品价格、央行信息披露、金融市场管理等领域的工作人员阅读和参考，也可以作为高等院校经济管理专业的本科教材。

尽管我们做了最大努力，但疏漏和不足之处仍然不可避免，恳请相关领域的师生多批评指正。

何启志、戴翔等

2018年8月

目 录

第一章 绪论

第一节 研究背景与意义	3
第二节 现有的研究成果	6
第三节 主要研究内容与框架结构	15

第二章 总体物价水平波动与驱动因素

第一节 我国通货膨胀测度因子的统计检验	21
一、我国通货膨胀指标的统计特征	21
二、我国通货膨胀指标之间的关系研究	23
三、我国通货膨胀测度因子研究	26
四、我国通货膨胀测度因子的波动性特征	28
五、结论	29
第二节 货币和产出缺口能否给通货膨胀提供有用的信息	30
一、理论基础和方法介绍	30
二、实证研究	34
三、结论	45
第三节 可能影响中国通货膨胀水平预测的国际因素	47
一、国际因素的指标选取	47
二、基于 VaR 和 BVaR 的滚动预测结果	48
三、基于具体化模型的预测研究	52
四、结论	54

第三章 国际农产品价格波动风险度量研究

第一节 风险测度模型介绍	59
一、VaR 模型	59
二、ES 模型	60
三、后验检验	60
第二节 实证研究	61
一、样本数据的选取及分析	61
二、VaR 计算和后验测试	62
三、风险值 ES 的估计	65
四、国际农产品系统风险的波动性分析	66
第三节 结 论	68

第四章 国际农产品和石油价格波动性分析

第一节 引 言	73
第二节 数据选取以及样本变动特征	76
第三节 基于时变系数模型的动态依存关系检验	78
一、理论分析与模型构建	78
二、实证结果	80
第四节 国际农产品价格预测研究	82
一、方法介绍	82
二、实证研究	83
第五节 结 论	88

第五章 我国黄金期货市场风险测度

第一节 市场风险测度指标: VaR 与 CVaR——基于 EGARCH-POT 模型	93
---	----

一、EGARCH 模型	93
二、POT 模型	93
三、VaR 与 CVaR 计算	94
第二节 我国黄金期货市场风险测度实证研究	96
一、我国黄金期货市场收益波动特征	96
二、POT 模型的 GPD 分布参数估计	98
三、黄金期货时变 VaR 和 CVaR 计算及有效性检验	99
四、黄金期货市场风险状况研究	102
第三节 结论与建议	104
一、主要结论	104
二、政策建议	104
 第六章 基于中美对比视角的中国影子银行发展研究	
第一节 中美影子银行发展简史	109
第二节 中美影子银行系统运作机制比较	111
一、美国影子银行运作机制	111
二、中国影子银行运作机制	112
第三节 中美影子银行系统运作效果比较	116
一、影子银行作为金融深化的重要载体，为市场参与者提供更多 资源配置的可能	116
二、满足了市场对流动性的迫切需求以及海量财富寻求不断升值的 愿望	117
三、缓解商业银行风险	118
第四节 美国影子银行运作的主要优势与历史教训	119
一、美国影子银行主要优势	119
二、美国影子银行的历史教训：防微杜渐与引以为戒之处	121
第五节 中国影子银行发展主要困境与潜在突破口	125

一、现阶段中国影子银行发展主要困境	125
二、现阶段中国影子银行发展突破口：规范运作和有序推进证券化	126
第六节 结论与建议	128
一、影子银行优化发展方向方面	128
二、运作效果提升方面	129
三、缺陷修正方面	129

■ 第七章 央行沟通与金融市场稳定

第一节 央行信息披露对金融资产价格的影响	133
一、央行信息披露对金融资产价格影响的相关研究与评价	133
二、央行信息披露对金融资产价格的影响渠道分析	134
三、央行信息披露对金融资产价格影响的实证研究	136
四、结论与建议	140
第二节 我国央行沟通的货币政策工具效力研究	141
一、理论模型与研究假设	141
二、变量与数据说明	144
三、实证分析	150
四、结论与建议	153

■ 第八章 金融市场发展建议

第一节 问题的提出	157
第二节 中国经济新常态与中国资本市场发展情况	159
一、中国经济新常态	159
二、中国股票发行机制的历史变迁	160
三、中国资本市场发展情况	161
四、经济发展与资本市场的互动关系	162

第三节 中国资本市场存在的问题	164
第四节 经济新常态背景下大力发展多层次资本市场的建议	167
■ 参考文献	171
■ 后 记	184



第一章 绪 论

第一节 研究背景与意义

通货膨胀问题是一个具有重要理论和实际意义的问题，一个国家货币政策有效执行的前提是能够对通货膨胀作出科学的预测和有效的控制，所以各国都十分关注通货膨胀问题。而通货膨胀往往又是通过不同的价格指数来测度的，那么这些不同价格指数之间的关系是什么？它们的共同驱动因子是什么？有关这些问题的回答和研究将十分有利于通货膨胀问题的理解和应用。

通货膨胀问题是货币政策关注的核心问题，那么通货膨胀究竟受哪些因素的影响？这些因素又是如何影响通货膨胀的？对通货膨胀影响的滞后期限是多少？这些问题不仅是一国中央银行宏观决策时要考虑的问题，同时也是金融市场参与者洞察宏观经济走势时需要认真思考的问题。

粮食等农产品是人类生存的基础，在我国通货膨胀测度因子消费者价格指数（CPI）的构成中，食品类所占的比例最大，这样农产品价格的波动不仅直接影响人们的基本生活水平，而且还直接影响社会价格总水平。维持农产品价格稳定，避免农产品价格的大起大落不仅是一个重大经济问题，还是一个具有重要意义的政治问题。2010年中央一号文件也明确提出要完善市场调控机制，确保农产品市场稳定并将农产品价格保持在合理水平。近年来，国内外专家学者对农产品价格波动问题都比较关注。

黄金兼具货币、商品和金融资产等多重属性，在信用货币时代，黄金的货币属性虽不复存在，但其仍然在经济金融领域扮演着重要的角色。黄金作为一国的储备资产，在调节国际收支、维持汇率稳定以及防控系统性金融风险

险等层面具有举足轻重的作用，同时作为保值性金融资产，能有效地规避通货膨胀，进而为国内乃至国际投资者所青睐。在国际黄金交易中，以黄金期货为主的衍生金融品交易最为热门，国际黄金期货市场以“纽约金”为方向标。而国内黄金期货于2008年初正式在上海期货交易所挂牌交易，起步相对较晚，相关机制正逐步完善。

迎合了金融市场多元化的影子银行发展迅速，在一定程度上弥补了传统商业银行体系中的不足，同时承担了比传统商业银行更高的风险。现阶段中国地方政府债务压力陡增，据审计，2013年省级债务规模平均达到合并财政收入的70%；影子银行、地方政府财政、房地产部门、商业银行等关键领域存在很大程度的关联性，随着风险的累积脆弱性不断提高（IMF，2014a）。IMF在2016年4月的《全球金融稳定报告》中指出，中国正在努力实现经济再平衡，在这个过程中化解了部分金融部门的风险。中国对影子银行进行了严格的约束，使融资更多地通过银行和债券渠道，快速处理不良资产以及让部分企业顺利进行债务重组是当务之急。在大方向逐渐明晰的情况下，中国影子银行的发展并没有想象中那么顺利，主要原因是：其一，微观主体发展方向不断分化演进，运作模式日渐复杂，信息不透明、监管不到位使得影子银行机构参差不齐；其二，在市场机制未完善的情况下，面对庞杂的资源链条，影子银行在调动社会积极性的同时，价格机制与风险管理机制逐步削弱，优化资源配置的功能得不到充分发挥；其三，宏观层面，影子银行对传统货币政策调控方式产生了冲击，各类风险逐渐显露，与其他实体之间存在较强的交叉传染倾向等原因限制了影子银行规模继续扩大。现阶段，中国的经济总量已经足够大，但资本市场相对弱小，以影子银行为代表的非正规金融机构发展的不完善、不合理掣肘我国经济的长期稳定发展。

IMF（2016）认为，发展中国家提高市场流动性、增强市场活力与弹性，可以更好地面对趋缓的经济形势、逐渐恶化的金融环境。现阶段，中国想要提高金融创新能力、释放风险、解决融资困境，必须大力培育符合当下的市场与工具。美国影子银行以证券化为中心，且经历过一轮完整的发展周期，

理论与实际操作规范均比较成熟,而中国影子银行发展尚处于摸索期,有必要对美国影子银行发展中的经验与教训进行关注。另外,部分金融机构的准备或已在模仿美国影子银行的运作模式,这个阶段需要在批判与学习的基础上建立自己的一套路子,促进目标与手段相匹配。借助中美影子银行的对比探析两国影子银行的优势与不足,一方面可以为影子银行发展的积极意义提供“佐证”,另一方面可以为中国现阶段金融改革带来有益启示。

近几年,世界各国中央银行逐渐注重通过信息披露的方式引导社会公众和金融市场形成合理预期,以增强货币政策效果。次贷危机后,我国货币当局利用发布《货币政策执行报告》等形式向经济主体传达政策意图,减少了宏观经济波动,取得了良好的调控效果。目前,中央银行除了通过传统货币政策工具来减少金融市场波动外,还选择了信息披露的方式稳定金融市场预期。由此可见,信息披露这个新的货币政策调控方式应用越来越多。那么,中央银行信息披露究竟通过何种渠道影响金融市场以及金融资产价格呢?中央银行信息披露能否减少金融资产价格波动呢?

随着货币政策理论与实践的发展,最近十多年来,各国中央银行的政策理论与实践发生了重要变革,其主要表现是货币当局正不断加强与社会公众和金融市场的沟通交流。货币政策作为一门预期管理的艺术,信息沟通成了管理预期的有效方式之一。中央银行通过有效的信息沟通,引导社会公众以及金融市场形成合理预期,提高了货币政策有效性并实现了货币政策目标。央行沟通是指中央银行利用口头或书面形式向各经济主体提供并交流信息(通常包括货币政策目标、策略、宏观经济前景和将来货币政策趋势等)的行为过程(Blinder等,2008)。央行沟通的具体形式包括口头沟通和书面沟通,而央行沟通交流的具体方式也是多种多样,比如货币政策执行报告、货币政策委员会会议公告、中央银行行长谈话和采访以及新闻发布会等。

本书特色与工作:第一,研究视角上,考虑了多种价格的波动性特征。不仅基于总体物价水平还基于国际农产品价格、国际石油价格以及黄金期货市场视角研究了多种价格的波动性特征。第二,研究方法上,采用了多种计

量方法。针对标准单位根检验计量方法的不足,本书采用了自回归分布滞后模型(ARDL),为确保指标选取的有效性,对有些指标的选取采取了样本外滚动预测检验的方法,通过时变系数模型来客观地判断和验证国际农产品价格与国际石油价格之间的动态依存关系;风险测度方法采用的是条件 VaR 和期望损失法,采用了将定性问题转化为指数的定量化方法。第三,对策建议上,既注意理论和现实背景,又注意实证支持。在理论分析和现实背景梳理基础上,借助中国数据的实证检验结果提出一系列针对性建议。

第二节 现有的研究成果

国内已有不少学者研究了不同价格指数之间的关系。贺力平、樊纲、胡嘉妮(2008)利用 Granger 因果检验实证研究了消费者价格指数(CPI)与生产者价格指数(PPI)之间的关系,通过分析后认为虽然需求因素和供给因素都影响了国内通货膨胀的走势,但是从作用的大小来看,需求因素相对大于供给因素。杨宇、陆奇岸(2009)分别利用脉冲效应和方差分解方法实证研究了 CPI、RPI 和 PPI 三个指标之间的关系,通过分析后他们得到以下结论:CPI、RPI 和 PPI 三个指标之间不仅具有长期稳定的均衡关系,还具有滞后的相互影响效应。萧松华、伍旭(2009)在分析 PPI 和 CPI 的结构体系的基础上,通过成本定价法、生产者理论、产业经济学理论以及 Granger 因果检验等理论方法论证后认为,PPI 能够作为我国通货膨胀的先行指标,PPI 引导了 CPI 的变动。何光辉(2009)分别从结构和动态两个角度实证研究了国内 CPI 与 PPI 之间的相互作用关系。综上所述,国内关于价格指数的

研究主要局限于CPI与PPI之间,而且关于CPI与PPI之间究竟是“谁引导谁”并没有达成一致性的结论。Ang和Piazzesi(2003)为了研究纳入宏观经济变量的利率期限结构动态模型,通过对CPI、PPI和即期市场商品价格(PCOM)中提取第一主成分作为通货膨胀水平的测度,研究了通货膨胀变动对收益率动态变化的影响。

对于通货膨胀影响因素的实证研究主要集中于通货膨胀与产出缺口以及通货膨胀与货币供应量之间的关系。Callen和Chang(1999)基于印度数据的实证研究表明产出缺口与通货膨胀没有显著的关系,没有包含对未来通货膨胀的有用信息。Claus(2000)通过实证研究表明产出缺口能给货币当局提供一个有用的信号。Durevall和Ndung'u(2001)通过研究发现货币供应量对通货膨胀只有短期的影响。很多学者从多角度对货币数量论进行了批评,Moroney(2002)对此有一个很好的总结。Ramakrishnan和Vamvakidis(2002)通过实证研究发现货币供给与通货膨胀之间有显著的正向关系。Adebiyi(2007)通过平均绝对百分比误差的预报试验评估了货币供给量能否改善通货膨胀的简单自回归[AR(1)]模型的预测能力,研究结果表明货币总量 M_2 提供了有关价格变动的有用信息。Hillinger和Süssmuth(2010)通过实证研究发现不仅限于高通货膨胀时期,货币数量论是一个长期稳定的关系。

国内也有很多学者研究了通货膨胀与产出缺口以及通货膨胀与货币供应量之间的关系。范从来(2000)研究了中国的“产出一物价”菲利普斯曲线,并认为中国的产出与价格水平之间有着同向变动关系。陈彦斌(2008)通过新凯恩斯菲利普斯曲线模型,实证研究发现当期的产出缺口与通货膨胀的关系不显著,但与滞后一期的产出缺口的关系是显著的。范从来(2004)认为货币供给与通货膨胀之间有关系。赵留彦、王一鸣(2005)通过协整检验发现 M_0 与通货膨胀之间存在协整关系,而 M_2 和通货膨胀之间没有长期的稳定关系。杨丽萍、陈松林、王红(2008)基于脉冲响应函数发现货币供应量的变化对物价具有明显的正效应。陈彦斌、唐诗磊、李杜(2009)通过实证研究发现,货币供给量 M_0 、 M_1 、 M_2 与我国通货膨胀没有关系。