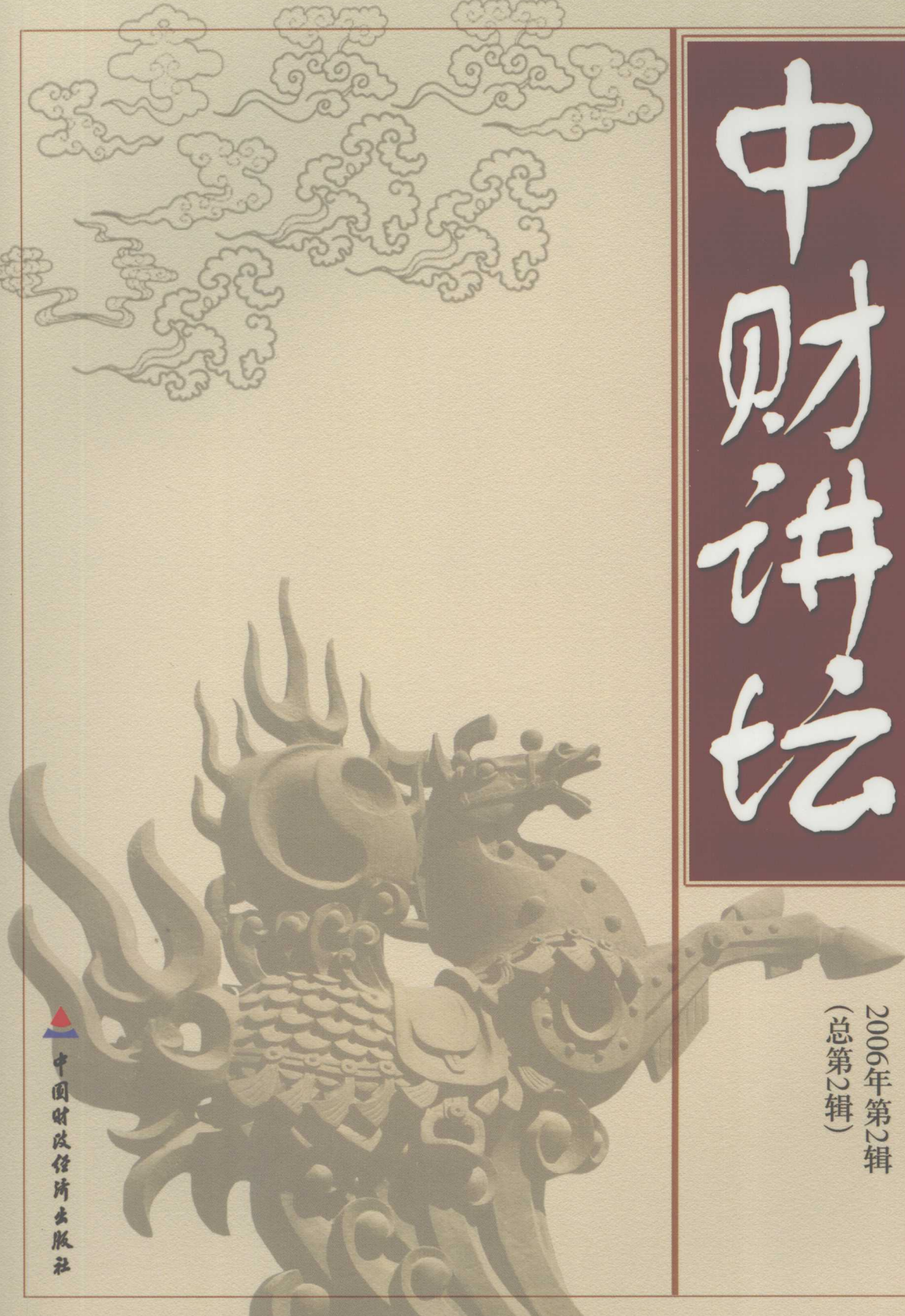


中财讲坛

2006年第2辑
(总第2辑)



中国财政经济出版社

中 财 讲 坛

2006 年第 2 辑 (总第 2 辑)

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中财讲坛. 2006 年第 2 辑: 总第 2 辑/《中财讲坛》编委会编. —北京:
中国财政经济出版社, 2007. 5

ISBN 978 - 7 - 5005 - 9849 - 7

I. 中… II. 中… III. 社会科学 - 文集 IV. C53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 054263 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph @ cfeph. cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

清华大学印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 960 毫米 16 开 12 印张 200 000 字

2007 年 3 月第 1 版 2007 年 3 月北京第 1 次印刷

定价: 30.00 元

ISBN 978 - 7 - 5005 - 9849 - 7 / F · 8550

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

《中财讲坛》编委会

顾问：邱 东 王广谦

主编：王国华

副主编：孙宝文

编委：（以姓氏笔画为序）

李 燕 李 轩 李国武 张晓涛 张晓红

张俊喜 陈 灵 赵丽芬 郝演苏

本辑编辑：宋 媛

序 言

弘扬科学与人文精神，传承深邃的学术思想，传播先进的现代文化，是大学天然的历史使命。近年来，由“部长论坛”、“财经论坛”、“教授论坛”、“中国经济·社会发展回顾与展望论坛”、“企业家论坛”、“双周学术论坛”、“国学讲坛”等各种学术报告、学术讲座构筑的“中财讲坛”，蓬勃发展、异彩纷呈，成为中财学子的思想盛宴。在中央财经大学向有特色、多科性、国际化的研究型大学迈进的历史进程中，留下浓墨重彩的一笔。

“中财讲坛”正是秉承“百花齐放、百家争鸣”的方针和理论联系实际的学风，站在学科发展前沿，关注经济社会发展的热点和焦点问题，探讨科学真谛，追求学术创新，交流学术思想，营造一种崇尚科学、崇尚文化的学术氛围。

“中财讲坛”汇集了多位海内外学术泰斗、企业精英、社会名流、政府高官来我校演讲，莘莘学子亲身感受了演讲者或严谨治学、独具慧眼的学术魅力，或指点江山、纵论天下的气魄，或忧国忧民、志存高远的博大胸襟。

智者之声虽未出殿堂，但学术之光芒已超越时空。我们精选出部分学术报告和讲演，编辑成册，以期记载与重温这些学术思想，回味我们的顿悟与欣喜，珍藏我们的思索与共鸣，同时也为中央财经大学的发展提供一份历史的见证。

目 录

金融研究方法和金融理论的新进展：市场微结构理论和外汇

市场	张志超 (1)
中国经济学的本土化与现代化	李稻葵 (19)
如何学习当代社会科学	丁学良 (36)
新公司法与公司登记制度的变革	王令浚 (55)
当代美国社会学的交叉研究方法	张 杰 (75)
中国保险业的发展与保险青年的责任	吴定富 (95)
和谐社会建设的阶段性与财政政策定位	郭庆旺 (110)
促进和谐社会建设，建立完善以人为本的公共财政支出体系	马海涛 (119)
建设和谐社会：从公共财政做起	王雍君 (132)
和谐社会建设中公共财政的作用和误区	唐任伍 (138)
社会信用体系的国际比较	刘姝威 (143)
中小企业发展、融资及创新	张俊喜 (152)
心理学的现在与未来	张 侃 (161)
新公司法中的意思自治	郭 锋 (173)

金融研究方法和金融理论的新进展： 市场微结构理论和外汇市场

张 志 超

2006 年 5 月 17 日

谢谢中央财经大学的老师和同学邀请我来做这次学术演讲。能应邀到中央财经大学做报告，感到很高兴，也是我的荣誉。我今天讲的主题，是关于市场微结构理论及其在外汇市场分析中的运用。

一、金融研究的方法论传统和现代进展

讲到金融理论和方法，首先我们要认识到西方思维中的两重性。西方人的思维方法，一般可追溯到古希腊人。古希腊哲学最主要的贡献之一是，认为任何现实，其特点均可用相互对立和相互作用的方法来刻画和体现。

把这种两分法拿来看待世界时，我们就产生了一些认识论上的问题。一派认为，某一主体对外部客观事物所掌握的知识，来源于对该客观事物的感觉；另一派认为，这种知识不是来源于感觉，而是通过推理而获得的。这样，就引起了关于知识来源的辩论。

张志超，现任英国 Durham 大学国际金融学讲师，曾任中国留英经济学会主席；中国世界经济学会副主席，华东师范大学紫江学者特聘教授。

在很早的阶段,人们对知识的来源就有不同的认识了。在希腊先哲们的辩论当中,比较有名就是苏格拉底和柏拉图的思想。苏格拉底认为存在着绝对的形式。知识这个东西,并不是说如果理论认识到了它就存在,理论没认识到它就不存在。知识是绝对的,而人的认识是相对的。

苏格拉底的这种思想,在柏拉图那里扩展到对整个社会的认识。所谓的柏拉图抽象在近代发展成理性主义。这种理性主义从古希腊开始,在西方文化中又顽强的存在。在金融研究当中,理性主义思想也占据着很重要的地位,对后来金融理论发展起到了很大的促进作用。但这并不是事情的全部。

西方文化还有第二个传统,它来自亚里士多德,同第一个传统很不相同。亚里士多德认为,我们通过观察事物并把它们分类而获得知识。亚里士多德这种源于感官的认识,对我们后世科学研究的发展,也起到很大的作用。比如他提出分类的方法,至今在我们的植物学、动物学中还在应用。亚里士多德是一个比较全面的学者,比较注重观察和实证数据。他为了观察蚂蚁,可以趴在地上整天地观察,看蚂蚁如何运动,等等。他对很多东西有研究,除了对哲学有研究,对医学等也很有研究。

因此,除了理性主义在欧洲大陆非常流行之外,西方的学术思想中,还有经验主义的传统。这种经验主义的传统在近代英国有非常强大的影响。英国历史上有许多公会,这些公会是行业协会组织。他们组织的培训和训练徒弟的方法,主要就是师傅带徒弟,徒弟观察师傅怎么做,自己再体会,再动手做。有了思路,有了感觉,师傅手把手教你。这个经验主义的方法在英国长期存在,当然在英国金融界也是这样。而近代的工业革命,首先在英国发生,而英国的金融又非常发达。因此在近代工业革命兴起的背景下,再加上英国金融界在世界上的主导地位,这种在英国发展起来的经验主义传统,在金融研究和金融分析中,也传播开来。逐渐地,经验主义也构成了金融学研究方法的主要传统之一。

在理性主义和经验主义的影响下,金融理论有了长足的进步。现代金融学的基石由以下一些组成:

- 费雪分离定理和完备资本市场中的储蓄和投资
- 投资组合理论
- 资本结构理论
- 红利政策

- 资产定价模型
- 有效资本市场假说
- 期权定价理论
- 委托—代理理论
- 信号论
- 现代公司控制论
- 金融中介理论
- 市场微结构理论

金融理论的这种演进，主要依赖于三个方面的发展，或者说是三个车轮的推动。第一个是纯粹的理论方面的推进，最主要是基于理性投资者、完善的资本市场、完全的信息等的理论结构。同时，金融理论向前发展的过程中，经验主义或实证主义分析方法，进步也很大。由此发展起来的严密的实证检验是第二个主要的贡献因素。

在金融研究中，经验主义和实证分析方法发展得非常迅速。我们可以看诺贝尔经济学奖的得奖情况。金融学理论和实证方法在诺贝尔奖占的地位非常突出。这反映经济学界对金融学的承认。以最近几年为例。2002 年的诺贝尔奖是给卡尔曼和史密斯的，他们把心理学的研究引入了金融学。这对行为金融学的发展，起到了很大的推动作用。而我们知道，行为金融学对传统金融理论构成了巨大的挑战。另一个直接的例子是，前两年在 2003 年得诺贝尔奖的 Engle 和 Granger。除了时间序列的协整分析方面的杰出贡献以外，他们提出的对随时间变动的波动性的研究方法，即 ARCH - GARCH 模型，也是获奖的一个重要原因。而这种 ARCH - GARCH 模型主要就是为了解决金融研究当中出现的一些特殊问题。现在的金融数据非常大量、非常集中，并且金融数据还有一个特点：如果金融上涨，几乎所有的数据都会上涨。可是，当突然到了一个拐点下降的时候，所有数据又几乎都会下降。这是金融数据的聚堆现象，金融数据还存在不对称现象。同样一个经济现象的变化，一个冲击，对金融数据负面的影响，可能要大于正面的影响，这叫不对称现象。而 ARCH - GARCH 模型可以很漂亮地解决这些问题。此外，过去做计量模型时，要尽量设法做到使误差项同方差。如果有异方差性，就千方百计要消除它。而 Engle 和 Granger 就指出了，解决这个问题其实很简单的，只要对误差项的方差再进行模型估计就可以了，而这就可以用 ARCH -

GARCH 模型来做。他们针对金融研究当中的问题,开发出的实证方法,迅速得到了广泛的应用,并最终得了诺贝尔奖,这在经济学领域当中是非常特殊的。从这个可以看到,现代金融学是纯粹理性思维和高度复杂的实证研究方法的结合。

促进金融学发展的第三个贡献因素是高质量、高频度的金融数据。有了理论,有了比较好的实证分析工具,我们还要有可以获得的数据。金融研究里面我们所用的数据,现在非常多,而且频度非常高。发展到目前的互联网时代,市场上出现的金融信息,可以实时(real time)获得,马上可以在屏幕上显示出来。这种条件,可以说在经济学的任何其他研究中都是没有的。比如宏观经济学,有的研究数据可能要等一年,而金融的数据马上就可以出来。这也就为金融学理论及实证方法的发展,提供了很好的基础。因此我们说,金融理论的发展,是基于三大贡献因素:基于理性投资者的理论分析框架,严密的实证方法和高质量高频度数据。这三个方面任一方面的发展,都曾经并继续会引起金融学的变化。

金融学本身是一个年轻的、非常新的学科。从金融学的发展角度,前面提到了金融学的基石,这些可以说给出了金融学的基本的分析框架。现代金融学真正莫立是在 1952 年,当时马库维兹提出了以收益—风险为框架的投资组合理论。因此作为现代金融分析来说,第一个是投资组合理论;后来是资本结构理论,这一理论认为资本结构是不重要的;后来有一个年轻的博士生叫林坦,他为了写博士论文,对美国股票市场进行研究,专门分析了美国上市公司的红利政策,在这之后,则是资产定价模型的兴起,这方面的理论模型相当多,进展也很精彩。金融理论最近的发展,则是市场微结构理论的兴起。这是 80 年代末期、90 年代初期发展的理论,当然并不是说把以前的理论如资产定价理论否定掉,而是在新的方向,在新的方面上,发展和充实了金融分析的范围和深度。

二、市场微结构理论涵盖的主要内容

市场微结构理论有多方面的应用,它研究的主要范围,包括价格形成与价格发现,市场结构和市场设计问题,信息与市场透明性,市场微结构与公

司财务、资产定价，以及在国际金融问题上的应用和同原有理论的互动。

如果横向来看，市场微结构理论可以说渗透到现代金融学的很多方面，包括国际金融学。我们说市场微结构是学术前沿，如果如此，那它主要是体现在国际金融学方面，主要是外汇市场的微结构。2005年7月份我们有了新的外汇交易机制，这是人民币汇率改革重要的一部分。但怎样才是比较有效合理的外汇市场，这是一个值得研究的问题。另外我们过去讲外汇，讲汇率，讲汇率变动是由基本经济面变动决定的。但是在实际的外汇交易中，价格的走势，汇率的变动，并不是根据模型来决定，也不是根据基本经济面来直接决定，还有中间层次。各种各样的汇率，是在外汇交易室里由外汇交易员决定的。这些人真正决定了市场的走势。

美国有一个学者叫里昂斯，他就对这个问题着迷。看了那么多教科书上的模型以后，他想到银行里直接去看，看那些交易员怎么决定汇率。为此他离开了他的教书工作，到银行里面工作了好几个月，从早到晚就看外汇交易室怎么工作。他慢慢发现了两点。第一，外汇交易员根本不管基本面，除非有特别重大的突发消息，否则，GDP增长率，贸易条件，进出口数量，等等，这些传统上认为是基本经济因素的东西，他们根本不关心。第二条，这些外汇交易员虽然不知道基本经济面，不关心这些信息，但他们可以大体知道市场走势。这个过程当中有一个很重要的东西，给他们提供了参考，这个东西就是市场订单。订单流出流入里边，包含有很大的信息。所以他后来得出结论，除了基本经济面以外，外汇市场的微结构分析，在实际交易中起着很重要的作用，因此要发展这方面的研究。因此他成为外汇汇率问题的市场微结构分析理论的开创者之一。

由于订单流的重要性，与此相联系的对订单流的跨境竞争，也是市场微结构理论里需要解决的问题。而这是牵涉到国际之间的竞争。

市场微结构理论对国际金融问题的涵盖，还有很多方面。比如说，在不同交易所上市的同一公司股票的套利活动，等等。这个问题延伸开来，即由于同一个公司的股票在不同国家的资本市场上运作交易，就有了外汇问题，从而资本市场交易的外汇结构问题，就变得非常重要。进一步地，这跟市场分割又紧密联系在一起。

最后是波动性或者说变动不居性的国际传递。现在国际上的研究已经发现，不但金融市场的波动性是普遍现象，而且这种波动还会在国际间传递。

现在发现波动性的国际传递是在两个方向上进行。一方面,美国市场的波动性很显然会影响其他国家;但另一方面,其他国家的波动性也会影响到美国。比如韩国的波动性就会影响到美国。所以这是一个新的现象,是通过市场微结构研究发现的现象。

三、外汇市场的微结构分析

过去传统教科书讲外汇市场时,所谓的市场结构,我们会理解成外汇市场的组成、参与者有哪一些,期权市场的交易方式有哪些,等等。关于外汇市场的经典文献现在还可以看到这些。而目前兴起的外汇市场微结构的分析理论和传统角度不同。它把市场分成是中央化还是分散化的。

我们国家有新兴的外汇市场,比如在上海的中国外汇交易中心。上海外汇交易市场是中央化的,各项交易它是显示在计算机屏幕,通过计算机来撮合。各个地方的交易差额,最后都汇集到外汇交易中心的计算机上,只要你给出一个订单,比如我要一百万美元,价格已经定了(因为人民币汇率是固定的),计算机帮你从这个地方找80万,那个地方找10万,最后凑成100万成交。这是电子化的中央市场。这是我们国家的特殊安排,根据我们国家的情况制定的。

在国际上,伦敦市场、纽约市场这样的国际市场,外汇市场是一个分散化的市场,主体是商业银行,商业银行的交流是互相之间进行的,并不通过中央外汇市场,也不存在这种中央化的市场。除了这些大的商业银行之外,外汇市场上还有中间商。中间商之间的市场,是半中央化的市场,是一种辅助的特殊结构的市場。

外汇市场是所有金融市场里规模最大的市场,变化最大,效率最高。也可以说是金融市场的主体。可是问题是,为什么外汇市场号称是最有效、最灵敏的市场,但它却是通过分散化的市场进行交易,而不是在中央化的市场进行交易?因为一般认为,在中央化市场上,交易商可以更有效地利用时间,迅速消除套利机会,并保证交易能按价格优先来执行订单。

对这个问题,Perraudin—Vitale Model 给出一个理论。他们指出,分散化市场不容易崩溃。我们看国际金融历史,外汇市场虽然可能大起大落波动

性强但很少崩溃。我们回过头看，几乎每隔六七年世界范围内都会有一次大的金融危机。但它们往往集中在银行市场、证券市场，外汇市场很少有崩溃。所以这是分散化市场的一个优势。

另外的优势是，在一个分散化的市场上，交易商之间通过调节买价、卖价和买卖差价，而相互间买卖和交换关于交易活动的信息。买卖差价的变化，可以对市场上的交易状况提供丰富的信息。所以外汇市场交易量那么大，根本的原因是由于要交流和获取关于汇率变动和风险的信息。在分散化的市场上，有不同的交易商。他们通过对订单流的分析，可以掌握关于外汇市场上供求关系的信息。这种地位使得他们可以获得一定的信息租金，这个租金来源于包含在订单流当中的信息。他们还能最优地调节买卖价差，使这种租金最大化。

外汇市场的分散化，导致市场的分割。我们学金融，知道现代金融学的一个重要定理，就是一价定律，意思就是金融市场是完备的，价格是统一的。套利活动会消除价格的差异。可是外汇市场这个最大的金融市场，这个最有效的金融市场，恰恰是分散化的、分割的。而这是有原因的，是有上述优势的。

外汇市场是由谁主宰的呢？是由商业银行主宰的。投资银行占的比例非常小，这是非常奇怪的现象。为什么？谁需要外汇？进出口贸易商肯定是需要外汇的。可是在外汇市场上，贸易商的外汇交易其实只占5%左右。其余90%以上的交易是银行之间进行的。中国很长时间内，对外汇交易的规定什么呢？规定外汇交易一定要是基于真实的需求。你要买外汇，你要有真实的需求。可是我们看到，现在的国际上的外汇市场，它的基础不是真实交易（贸易交易），而是银行之间的交易。当然我们国家现在也在改革，也在走这条路。最近已经放开了，不管你有什么需求，只要是在两万美元这个范围内，你就可以自由购买。当然这数量还有点限制，但可以说是在放开。从市场微结构分析来说，我们可以看到外汇市场本身是一个金融市场，是以金融需求为基础，而不是以贸易需求为基础。因此，如果硬性规定外汇交易要以真实的需求基础，实际就是以贸易需求为基础，这样外汇市场就发展不起来。我们现在也认识到我国的外汇市场要进一步发展，但把发展不足的原因，却归结于其他方面，比如说企业没有避险的要求。这当然是一个因素，但从外汇微市场结构分析来看，就可以说，根本的原因是过分强调了要以真

实需求为基础。

总结起来看,外汇市场从结构上看它是分散化的、连续的、公开的和双向报价的市场。这是主体的部分。此外,外汇中间商之间也有市场,这种市场是有限订单、单向报价的市场,是一种不完全的中央化市场。在分散化的外汇市场上,价格的沟通和信息的析取,主要通过买卖差价的变动来实现。因此虽然国际外汇市场是反应灵敏的、高效率的市场,但外汇市场的价格沟通体系,不是基于成本最小化之上的。

四、交易商的行为模型

这主要包含两方面的问题,即:市场参与者是如何处理价格信息的;以及买卖价差是如何决定的。前者牵涉到对价格信息解读建模,后者包含存货和交易数量之间的互动。我们分开来谈。

我们先来谈市场价格形成与市场价格发现。外汇市场价格的一个重要特点是,价格直接受预期影响。我们买卖外汇,一个重要的考虑因素,就是预期将来汇价会不会变动。否则如果外汇价格不会变动,那只要有真实的贸易买卖需求,把外汇换成人民币或反过来就可以了,即只要有即期交易就可以,不需要太多其他的外汇买卖交易。可是如果是预期汇率会变动的,那就有风险问题,就要进行远期交易,要进行各种抛补活动。

因此,这里一个关键的问题是外汇价格的预期。可是,外汇价格的预期是怎么形成的呢?这是在研究汇率形成过程时,第一个复杂的问题。对任一笔外汇交易来说,交易商报出的价格是双向的,一个是买价,一个是卖价。在存在变动的可能性,从而有汇率变动预期的情况下,这些买价和卖价,它们变动的可能性是怎样的呢?它们的分布(可能性)是不是一样呢?过去认为它们的分布是不一样的,买价有一个行为分布,卖价也有一个行为分布,两个不一样。现在的研究多数认为,两者其实是一致的。因此,汇率预期是单一的,从而汇率形成过程是由单一价格过程模型决定的,不是由双重价格过程模型决定的。

同学们做汇率模型,要注意新的方面。从微结构理论来看,我们强调将汇率作为一种价格来说,关于它的预期形成过程当中,心理因素起重要作用。

用。我们谈预期，就有这样的问题，因为预期是个人判断的问题，个人感觉上认为是这样，就定为这样。因此这样可能造成一个现象，有多少交易商、有多少造市商，就有多少种不同的预期。

反过来说，如果市场上大家预期都是一样的，造市商都给出同一种预期，那就造成你在外汇市场的信息是不充分的、单一的。你难以了解市场上的供求状况，特别是它的变动状况。事实情况是，各个交易商，各个需求者或供给者，大家的情况是千差万别。各人不同的预期，包含很多的信息，反映市场供求的不同状况。

在我们这次外汇改革过程中，也有人提出对人民币汇率变动要引导市场预期，等等。从市场微结构来说这是非常奇怪的。市场应该是多样化的，而不应该引导预期、决定预期。因为这样给出的信息是不完全的，甚至是失真的。由此之故，就不能达到通过外汇市场来决定汇价的目的。而这是我们改革的方向。

我们在讲金融学理论的发展演变时，讲到金融学的理性主义传统、理性主义的思维方法。金融学的基本理论，基于理性的投资者和完备的资本市场、完全的信息。在这些基础上，市场是有效的，或者说在处理信息时是有效的，即信息有效。当然，这种有效，可以是强有效、半强有效、弱有效的，等等。

早期的汇率模型中，一般的简化假定，都设定预期是理性的。因此，预期汇率一般都用远期贴水，或利率差价来测度，其暗含的假定则为抛补或不抛补的利率平价。

可是有一个问题是，投资者很可能是不理性的。所谓理性是指：第一条，投资者是追求利益最大化的；第二条，为了使利益最大化，他尽可能多地收集信息。在收集了所有可得到的信息之后，根据利益最大化的要求或原则，投资者在所有行动方案中选一个对自己利益最大化的方案。这是理性投资者的基本含义。但是外汇市场微结构理论中，对投资者和交易者是不是理性，有争议。每个交易商的情况都不一样，头寸不同。如果市场是由理性投资者主导的，交易的大体方向应该是一样的，价格幅度不会差太多。但外汇市场的实际情况与此有很大的差异。

因此，如果外汇市场的预期是理性的，但外汇市场的投资者是不理性的，这样就产生一个问题，就是说这时金融市场是不完备的，外汇交易价格

会受影响,发生不正常的变动。不过,Froot 和 Ito 提出,虽然有时人们没有做到完全理性,但可能做到“一致性”。一致性是理性主义比较弱的反应。绝大多数情况下,人们不能做到利益最大化,但绝大多数人能够做到决策一致性。

除了对汇率预期形成过程和方式的理论研究以外,有的人也进行了实证研究,看看到底各家银行或公司对汇率的预期如何。市场微结构理论在这方面的贡献之一,就是直接测度汇率预期,而不是只抽象地研究预期的形成及其理论根据。这种实证研究的基本方法是征信调查(Survey)。他们到几十家银行或交易商去询问他们关于汇率可能的变动的预测,从中可以知道他们的预期。国外有的报纸或出版物,在某些时候会发表 20 家金融机构对外汇价格的预测。当然这种预测多数是短期的。因为他如果是说十年以后的外汇市场变化,那对我没有用,我要的是明天的或几个月以后的情况。

实证调查的结果,比较明确地指出,在外汇市场上,汇率的预期是非常强烈地异质的。并且,如果预测的地平线(时间跨度)越长,汇率预期的差异便越大。此外,汇率预期存在“拧转”现象(twist),即长期预期趋于同短期汇率预期的方向相反。换言之,这时,虽然人们预期在一次贬值之后,短期内会接着有贬值,但在长期内,会预期有温和的升值。

关于汇率预期的征调资料,一般用来分析在即期—远期关系中,是否存在汇率风险贴水,理性预期假说是否能够成立。基本结论是:外汇市场上存在风险贴水,纯粹的理性预期不成立,外汇市场交易者的真实的、无法观察到的预期形成过程,要比标准的模型所揭示的情况要复杂得多。此外,实证资料也证实,汇率的预期是异质的,也就是说,交易商和其他金融机构的汇率预期各不相同,这一点是十分关键的,它指出了外汇价格形成过程中一个基本的事实。对照国际外汇市场的现实,想在我国外汇市场上所谓引导预期,改变预期,实质就是想搞一个统一的预期,统一于央行的意图。这是违背市场规律的,也是不利于我国外汇市场发展的。只有出现五花八门的预期,大家相互间抵消和互相竞争,才有利于市场的发展。强行搞得市场上只有一种预期,要涨大家都看涨,要跌大家都看跌,长期来说不利于金融市场稳定。

五、汇率决定的新理论：订单流模型

关于汇率预期的研究，除了用征询调查资料直接找出汇率预期外，也有研究者试图通过分析“订单流”来分析汇率预期。但因为这已牵涉到汇率决定模型，因此我们分开来单独谈。

通过分析订单流来知道外汇价格如何变动，这是比较新的汇率决定模型。订单流是一个特殊概念，指买者发动的订单与卖者发动的订单之间的差额，因此，它同“净需求”的概念相近。所以在均衡时，它并不一定等于零。研究发现，订单流作为一个变量，有利于解释汇率的变动。但这不等于说，它决定了汇率的变动。我们只是说，宏观基本面相当不精确，到底哪些属于宏观基本经济变量，学术界并没有一致看法。而且即使有一致的认识，这些宏观数据也往往是很慢才出来。年度的或季度的数据公布要有一定的时间迟滞，而外汇市场是瞬息万变的，我们希望能很快地知道汇率变动的情况及其原因。从已有的实证结果看，把订单流作为一个指代变量，放在在模型中，其估计的结果表现较好一些。

订单流作为一个变量，在解释预期时特别有用。因为即使宏观基本面变量能完全地描述真实的模型，在预测时它们也只不过是未来的、预期的基本面变量的很差的量度。与通过征询调查而获得的关于预期的量度相比，订单流代表了交易者用真金白银来支持其信念的意愿程度。所以它不是那种完全不可捉摸的心理性的东西，是客观的东西。这方面的开创性工作，有比如说 Evans and Lyons 1999 的著作，这是比较早的文献。他们用从路透社交易系统中获得的已签署的订单流的资料来进行回归分析，发现订单流是某些主要货币的双边汇率的显著的决定因素。用它构筑的模型，有很好的样本外的、短期时间地平线的预测结果。因此他们认为，用订单流汇率决定模型来做预测，其结果要好于用比如说经典的随机游走模型。