

经管
交大

卓越管理论丛

证券市场流动性理论 与中国实证研究

杨朝军 著

上海交通大学出版社

卓越管理论丛

证券市场流动性理论与 中国实证研究

杨朝军 著

上海交通大学出版社

内 容 提 要

本书针对指令驱动市场的流动性问题进行了比较全面的理论分析与实证研究。流动性是金融资产在交易过程中体现出来的一种特性。指令驱动市场对投资者的买卖指令进行直接配对交易,买卖委托的流量是推动价格形成和流动性的根本动力。本书以全新的视角,对证券市场的流动性问题作了深入系统的研究,在分析证券市场微观交易机制(如指令流)等流动性决定基础内容后,构建了流动性综合测度指标,验证了其有效性及基本特征。并进一步研究了流动性风险测度指标及流动性风险与资产收益的相关问题。通过对上述几个问题的深入研究分析,构建指令驱动市场流动性理论体系的范围和逻辑结构,以推进市场流动性问题的研究。本书属于证券市场流动性研究方面的专著,适合于相关专业博士研究生及研究分析人员参阅。

图书在版编目(CIP)数据

证券市场流动性理论与中国实证研究/杨朝军著. —上海:
上海交通大学出版社,2008

(卓越管理论丛)

ISBN 978-7-313-05088-5

I. 证… II. 杨… III. 证券交易—资本市场—研究—中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 199223 号

证券市场流动性理论与中国实证研究

杨朝军 著

上海交通大学出版社出版发行

(上海市番禺路 877 号 邮政编码 200030)

电话:64071208 出版人:韩建民

上海交大印务有限公司印刷 全国新华书店经销

开本:787mm×960mm 1/16 印张:18.25 插页:4 字数:332千字

2008年1月第1版 2008年1月第1次印刷

ISBN 978-7-313-05088-5/F·744 定价:35.00元

版权所有 侵权必究

前 言

一、证券市场流动性意义的再认识

证券市场主要有两大作用,一是为企业提供资本(融资),二是为投资者提供金融资产(投资),融资与投资功能会以不同的形式以及不同的机制安排得以实现。要实现有效的投融资活动,市场必须具备高效定价功能,而要实现市场价格发现功能,优良的流动性是必要的前提条件。流动性提供与价格发现功能之间存在着紧密联系,价格发现必须以最优良的市场流动性为前提,如果市场的流动性较弱,则价格发现效率较低。

金融产品与一般商品不同,它不具备特定的物质属性,金融产品的拥有者并不关心其使用价值,而是关心持有期间所能获得的收益和面临的风险,所以,金融产品能否转手买卖就显得格外重要,从这种意义上考察,金融产品的交易特性是其投资价值的重要体现。从更深层角度分析,“市场流动性的增加不仅保证了金融市场的正常运转,也促进了资源有效配置和经济增长”(Levine, 1991; Ben-civenga et al., 1996)。

尽管学者们都认识到流动性的重要性,但由于市场运行过程中很少发生严重的流动性危机(1929年股灾除外),因此,人们通常认为流动性是天然存在的。但1987年纽约股票市场和期货市场流动性突然消失,1998年东南亚金融风暴以及俄罗斯金融危机中证券市场流动性几近丧失,说明了流动性风险的特殊性和不为人知的一面,人们才重新关注流动性问题。

从全球发达市场国家来看,随着现代经济和金融业的不断发展和深化,经济金融化、金融证券化和投资机构化的趋势日趋显著,在这一趋势过程中,资产的流动性提升问题始终贯穿其中,实物资本虚拟化、金融资本证券化使得资产的流动性水平得到大幅度提高,金融市场流动性问题已成为发达市场国家理论界重点关注的领域之一。

对于中国这样的新兴市场国家而言,中国股权分置改革的成功,资本市场迎来了发展的大好时机,证券化比例(证券市场市值/GDP)迅速上升,整个社会的资产流动性水平显著提升,与此同时,中国开放式基金、境外合格机构投资者(QFII)等机构投资者大量涌现,由于这类机构投资者管理的证券类金融资产十分庞大,对于资产流动性的需求更为迫切,机构投资者资产组合管理过程中的

流动性风险已成为一个不可忽略的因素,如何系统地研究证券资产流动性、管理或规避资产流动性风险就成为机构投资者面临的重要问题之一。在金融证券化的背景下,中国理论界应该充分意识到证券市场流动性理论研究的重要性与迫切性。

二、流动性概念内涵及外延界定

纵观人类历史上出现过的历次金融危机,不难发现,金融危机的本质是流动性危机,即金融危机以流动性消失为特征。“流动性”(liquidity)是任何一个市场的“灵魂”,“流动性是市场的一切”(Amihud & Mendelson, 1988)。流动性概念最早可以追溯到 Keynes 在 1936 年出版的《就业、利息与货币通论》(简称《通论》)中提出的“流动性偏好”(liquidity preference)理论。在经济金融化、金融证券化的背景下,证券市场流动性概念更具有其特殊的内涵与外延。

通过对大量研究文献的梳理,我们发现,理论界对证券市场流动性概念内涵的理解,大致可以分为以下几种理论。

①能力理论。即流动性是金融资产以较低成本和较快速度变现的能力,如 Schwartz(1988)认为流动性是以合理价格迅速成交的能力。②成本理论。即流动性是交易成本,既包括货币成本又包括时间成本。这种理论源于 Demsetz(1968)关于证券市场流动性与交易成本关系的研究。③资产理论。即将流动性与流动性资产等同起来,利用流动性资产的特性定义流动性,如 Keynes(1936)在《通论》中指出,人们持有现金是出于交易动机、谨慎动机及投机动机等因素考虑,即流动性是静态的货币资产(存量货币或现金);Lippman & McCall(1986)指出,如果某种资产能以可预期的价格迅速出售,则该资产具有流动性。

可以看出,成本理论侧重于刻画与衡量流动性的特性,而未探究流动性的本质,同样,资产理论也仅是利用流动性资产的特性间接反映流动性,因此,这两种理论均未能揭示出流动性的核心,而能力理论则挖掘出流动性的本质,即流动性是资产的变现能力,一方面体现流动性产生的背景与环境-交易过程(变现);另一方面反映出流动性的核心——交易难易程度(能力)。

我们已知,安全性、盈利性与流动性是金融资产的三大基本要素,对于安全性与盈利性,学者们已经作了大量的研究,发展出有关“风险-收益”的一系列资产定价理论,但对于流动性的相关研究则较少。我们认为,对流动性内涵的理解应建立在能力理论基础之上,同时又应区别于传统的能力理论,因为传统的能力理论仅局限于资产的变现能力。证券市场中的流动性内涵应该是证券资产与现金之间的相互转化能力,既包括证券资产转化成现金的能力,即变现能力,又包括现金转化成证券资产的能力,即变物或变券能力,流动性强表示证券资产与现金之间

相互转化的速度较快且成本较低。但是,从投资者进行证券资产投资的最终目的分析,流动性主要侧重于证券资产的变现能力,投资者将资金投资于证券资产的终极目标是获取资产增值收益。

对于流动性概念外延的界定与测度,理论界分歧更大,根据现有的研究结果,流动性测度指标约有三十多种,主要分成价格法、成交量法、价量结合法以及时间法等,大部分学者利用多维度指标刻画和反映流动性。Kyle(1985)将流动性分解为紧度(tightness)、深度和弹性三个指标,其中紧度指交易价格偏离有效价格的程度(宽度)。Harris(1990)指出,流动性包括宽度、深度、即时性和弹性四个维度。Schwartz(1991)认为,一个流动性的市场具有三个重要的特性,即深度、广度和弹性。我们认为,流动性概念外延主要指流动性的表现形式或具体的测度指标,虽然已有各种文献对流动性测度指标展开研究,但大都偏于流动性某一方面,而缺乏综合的测度指标,这一状况是证券市场流动性理论发展缓慢的重要原因与障碍,因此,理论发展要求我们构造出流动性综合测度指标。

三、流动性理论的制度背景

流动性是金融资产在交易过程中体现出来的一种特性,因此,资产流动性与交易制度背景密切相关。目前,有关流动性问题的探讨,也是在微观交易制度背景下展开的。我们认为,交易制度背景差异对流动性概念的理解会存在一定影响,但交易制度的差异更多地会影响流动性概念的外延,交易制度的差异将在根本上改变流动性测度指标的设计。

(一) 交易机制对流动性理论体系的影响

对于证券市场而言,主要存在三种交易机制,即竞价(指令驱动)制度、做市商(报价驱动)制度与混合(hybrid)交易制度。指令驱动与报价驱动交易机制在流动性提供方式上存在显著差别,报价驱动市场由一名或多名做市商负责提供买卖双边报价,投资者的买卖委托会传送至做市商处并与之交易,因此做市商有责任维持价格稳定性和市场流动性。与之相反,指令驱动市场对投资者的买卖指令进行直接配对交易,买卖委托的流量是推动价格形成和流动性的根本动力。

在做市商市场中,存货理论与信息不对称理论可以解释做市商行为对流动性的影响。存货理论考察股票价格行为同做市商存货成本之间的关系,所有交易者和做市商都不是知情交易者,他们拥有相同信息,价差行为产生的原因是交易成本(包括存货成本)。信息不对称理论认为做市商面临两种不同类型的交易者,即出于流动性需要而进行交易的未知情交易者和拥有特殊信息的知情交易者,知情交易者拥有关于资产真实价值的未公开信息以及是否与做市商进行交易的选择

权,从而他们与做市商交易时,只会获利而不会亏损,因此,做市商为了避免破产只得通过设立买卖报价差,冲抵和弥补因信息不对称带来的损失(Bagehot, 1971)。

我们认为,对于指令驱动市场,做市商市场中的存货理论并不适用。指令驱动市场运转流程的逻辑路径为:投资者行为和投资者结构(行为金融)→信息(成交信息和指令簿信息)→贝叶斯学习过程决策→博弈过程→连续双向拍卖过程。指令驱动的原型应是连续双向拍卖模型,不同指令市场的交易机制差异仅仅是某些具体的撮合规则的不同安排,但是都遵从双向拍卖模型的基本规则。指令簿是指令驱动市场的核心构件,动态地收集买卖两个方向的交易指令,并且按照一定规则对其进行撮合成交。另外,贝叶斯学习过程可以运用到指令驱动市场的研究中,它可以用来分析有记忆性指令流过程,因为前期的成交信息或指令流信息,对投资者当期决策是重要的参考信息,信息问题要在研究的原始模型中体现出来。

(二) 微观结构设计对流动性理论体系的影响

证券市场微观结构是证券交易价格形成与发现的过程与运行机制(O'Hara, 1995),市场流动性和市场设计之间存在着非常密切的内在联系。回顾至今世界金融学术界有关流动性问题的研究文献,有很大一部分从属于市场微观结构(microstructure)理论体系,流动性仅作为市场微观结构中的重要因素而出现。我们认为,金融市场流动性是市场三大基本要素之一,其本身应该成为终极的研究目标,而微观市场结构的设计则应从属于提升市场流动性这一主要目标,市场微观结构理论也就应作为流动性理论体系中的一个重要方面而纳入流动性理论体系中。

微观结构设计中最重要组织部分是价格形成机制,与价格形成机制紧密相关的是价格稳定措施与最小报价单位。价格稳定措施的主要功能是通过约束价格,防止过度的日内波动发生,从而使市场承受较小的波动。价格稳定措施通常有涨跌幅限制、大盘断路器与个股断路器等。涨跌幅限制对流动性是否有影响,如果股票达到涨停板或跌停板,则如何衡量股票的流动性,目前,学术界关于这类研究尚未达成一致认识。另外,对于不同类型断路器(大盘与个股),由于其具体措施存在显著差异,因此,它们对于流动性的影响是否存在差异,如果存在差异,则何种措施对流动性的影响更大,这些问题值得我们探讨。

根据上述认识,我们认为,证券市场流动性理论已经到了理论突破的“前夜”,学术界已具备一定的前期积累,为更进一步研究提供了良好基础。我们对流动性理论的深入研究,始于世纪之初,历经三项科研,更得益于国家自然科学基金(中国证券市场流动性理论与实证方法研究No. 70373053)的支持,使我们对这一领域

有了系统深入且创造性的思考,本书内容包含诸多博士研究生的论文成果,他们是陈启欢、张志鹏和黄峰等,王灵芝博士生则在本书的编写中做了大量的工作,在此特表感谢!

杨朝军

上海交通大学安泰经济与管理学院

2007年10月

目 录

第 1 章 绪论及相关研究综述	1
1.1 研究背景和意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.1.3 中国流动性研究	4
1.2 本书的研究内容结构图	5
1.3 流动性理论的概念及微观基础研究综述	5
1.3.1 证券市场流动性经济涵义研究	5
1.3.2 指令驱动市场流动性理论研究	8
1.3.3 指令驱动市场流动性实证研究	14
1.4 流动性的测度指标及影响因素研究综述	16
1.4.1 流动性测度理论	16
1.4.2 流动性影响因素	18
1.5 流动性风险研究综述	20
1.5.1 市场流动性风险测度	20
1.5.2 市场流动性风险的成因	25
第 2 章 流动性概念内涵与外延指标的讨论	29
2.1 引言	29
2.2 流动性内涵的讨论	30
2.2.1 流动性的要素	30
2.2.2 流动性的决定因素	32
2.3 流动性的定义	38
2.3.1 流动性的一般性定义	38
2.3.2 股票市场流动性的定义	39
2.4 指令市场机制与流动性指标体系	42
2.4.1 指令市场机制下的日内流动性形成机理	42
2.4.2 指令市场流动性的指标体系设计	45

2.5	小结	47
第3章	基于指令簿模型的价差和深度指标研究	48
3.1	引言	48
3.2	指令簿模型	49
3.2.1	指令流的随机性质	49
3.2.2	指令簿报价状态的描述方法	50
3.2.3	指令簿模型的假设条件	52
3.2.4	指令的分类和命名	53
3.3	基于指令簿模型的价差模型	54
3.3.1	两级指令的价差模型	57
3.3.2	多级指令的价差模型	63
3.4	价差指标性质的实证检验	65
3.4.1	基于指令流 H 统计量的验证	66
3.4.2	基于限价指令分布特性的检验	70
3.5	基于指令簿模型的深度指标研究	73
3.5.1	指令市场的深度模型	73
3.5.2	指令簿深度变动的动力学模型	82
3.5.3	深度指标性质的实证检验	86
3.6	小结	91
第4章	基于指令簿模型的限价指令等待成交时间指标研究	93
4.1	引言	93
4.2	上海股票市场限价指令等待成交时间的描述	94
4.2.1	限价指令成交的难度与概率描述	95
4.2.2	限价指令成交时间特征描述	97
4.3	传统布朗模型的局限	100
4.3.1	理论分析的缺陷:价格首达时间替代指令等待时间	100
4.3.2	实证方法的缺陷:成交价格替代指令数据	103
4.4	基于指令簿的限价指令生存模型	104
4.4.1	生存模型的原理	104
4.4.2	生存模型	105
4.5	生存模型与时间指标的实证分析	107
4.5.1	市场状态变量的选取与解释	108

4.5.2 生存模型的实证解释	110
4.5.3 模型拟合效果分析	112
4.6 限价指令时间指标的敏感性分析	119
4.6.1 指令委托量的敏感性分析	120
4.6.2 指令委托价格的敏感性分析	121
4.7 小结	124
第5章 指令驱动市场流动性综合测度指标构建	126
5.1 引言	126
5.2 现有流动性测度指标介绍	127
5.2.1 价差指标	127
5.2.2 交易对价格的冲击为基础的流动性衡量方法	131
5.2.3 流动比率为基础的流动性衡量方法	133
5.2.4 时间角度为基础的流动性衡量方法	136
5.3 对现有各种流动性测度指标的评价	138
5.3.1 对价差指标的评价	138
5.3.2 对深度指标的评价	139
5.3.3 对流动性比率指标的评价	140
5.3.4 对以时间为基础的流动性测度指标的评价	140
5.3.5 各种流动性测度指标的综合比较	140
5.4 流动性综合测度指标构建	143
5.4.1 流动性的数学描述	143
5.4.2 流动性综合测度指标设计	144
5.5 实证分析	147
5.5.1 检验模型设计	147
5.5.2 样本选取与数据描述	149
5.5.3 实证结果分析	150
5.6 小结	151
第6章 指令驱动市场流动性综合测度指标的特征分析	152
6.1 引言	152
6.2 综合测度指标的特征表现与可预测性实证分析	152
6.3 流动性综合测度指标的周(日)内特征	154
6.3.1 数据处理与统计描述	154

6.3.2 实证结果与分析	158
6.4 流动性综合测度指标的 Regime Switching 及 ARCH 效应	161
6.4.1 SWARCH 模型	161
6.4.2 样本选择与模型设定	164
6.4.3 实证结果分析	165
6.5 小结	168
第7章 中国证券市场流动性的影响因素分析	170
7.1 交易机制影响分析	170
7.1.1 中国证券市场交易机制构成	170
7.1.2 涨跌幅限制对流动性的影响分析	170
7.1.3 T+1 制度对流动性的影响研究	177
7.2 投资者行为分析	180
7.2.1 投资者行为对流动性影响的理论分析	180
7.2.2 投资者结构与流动性	184
7.3 小结	195
第8章 流动性风险的测度方法	196
8.1 流动性风险涵义的界定	196
8.2 流动性风险测度	196
8.2.1 测度方法选择的前提条件	196
8.2.2 测度模型:一个流动性修正的 Markowitz 均值-方差分析 框架	198
8.2.3 对方差测度的进一步讨论	203
8.2.4 流动性相关风险	207
8.2.5 总体和个体的流动性风险测度	208
8.3 小结	210
第9章 中国证券市场流动性风险的特征分析	211
9.1 引言	211
9.2 市场流动性风险的爆发特点和原因分析	212
9.2.1 一个非流动性指标	212
9.2.2 与股市下跌相伴:非流动性指标下的共变性检验	212
9.2.3 原因分析	213

9.3 中国证券市场流动性风险的动态分析	215
9.3.1 分析方法简介	215
9.3.2 数据选取和日非流动性基本统计特征	217
9.3.3 流动性条件方差动态分析	220
9.3.4 流动性相关风险动态分析	234
9.3.5 风险管理应用:流动性风险调整的 VaR	239
9.4 小结	243
第 10 章 流动性风险中的系统性特征分析	245
10.1 引言	245
10.2 中国股市的特殊性与流动性的共性	246
10.3 中国实证分析	249
10.3.1 样本说明和描述性统计	249
10.3.2 个股流动性共性的显著性分析	250
10.3.3 羊群行为、“飞向流动性”行为与流动性共性	262
10.3.4 个股流动性风险的系统部分	267
10.4 小结	271
附录 作者承接的相关科研课题	272
主要参考文献	273

第 1 章 绪论及相关研究综述

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

半个多世纪以来,随着金融市场的快速发展和扩张,对金融市场的研究进入了一个空前繁荣的时期。彼得·伯恩斯坦(1992)在其《投资革命》一书中说道:“这是一场投资革命!它并非源自曼哈顿城区地高楼大厦之间,而是根植于学术象牙塔中以抽象方式进行金融分析的一小群英雄……”。具体地说,这场革命是从1952年马科维茨的投资组合选择理论开始的,他提出了著名的“均值-方差准则”,探讨了在不确定条件下,如何得到最低风险和最有效投资组合的方法。随后是1958年Tobin发展和提出的两基金分离定理以及1964年以Sharpe为代表的资本资产定价模型(CAPM),在投资组合理论的基础上,使得金融市场中的任何资产都有了一个均衡条件下的定价公式。与此同时,从1958年起,Modigliani和Miller陆续提出了代表公司财务理论基础的一系列M-M定理,在此基础上研究公司的最佳资本结构并从中开创了用无套利方法进行资产价格均衡分析的先河。这一方法最终促使了1973年Black和Scholes的期权定价理论以及Fama的有效市场假说的出现。以上这些工作又在1976年被Ross上升为“套利定价理论(APT)”。可以说,以有效市场理论、风险-收益理论、期权定价理论、公司金融理论四大学说为核心的现代金融理论体系,成为一门基础扎实、系统完整、理论完美、应用广泛的成熟科学。

然而,现代金融理论赖以建立的许多假设与现实世界有较大差距,如它认为:市场是完善的、无摩擦的、完全透明的、流动性充分的、投资者之间信息完全对称的,资产价格建立在一个稳定的、流动性充分的市场环境中。在那里,市场交易机制无足轻重,不会对价格产生任何影响;所有的投资者都完全理性,都拥有同样的信息,都具有一致的预期,都使用一致的判断法则。这使得投资者行为、交易机制和信息对市场的“微观作用”完全被排除在外。早在1978年,两位信息经济学大

师 Ross 和 Stiglitz 就提出了他们著名的悖论：“如果市场价格已经反映了市场的所有信息，那么投资者为什么还要去收集信息？但是如果投资者都不去收集信息，那么市场价格怎么会反映所有的信息？”这一悖论确实击中了现代金融理论的要害。从 Demsetz(1968)开始，包括 Amihud(1988, 1997, 1999)、O’Hara(1995, 2001, 2003)等，许多研究者转而关注金融市场内在的微观基础，它不仅放宽了现代金融经济学的许多假设，还极大扩充了其研究的领域，使得金融经济学成为与信息经济学、博弈论、计量经济学和统计学、心理学等学科互融的交叉学科。在放宽金融经济学的许多假设和拓展现代金融经济学的研究领域过程中，涌现出了一些新的研究领域和方向，如市场微观结构理论、行为金融学，等等。

市场微观结构理论是近 30 年来金融经济学最具开创性的发展之一。在传统的金融市场研究中，往往把金融资产价格作为一个宏观现象加以考察，但是从 Demsetz(1968)开始，研究者对金融资产价格的考察角度发生了变化，转而关注于金融市场内在的微观基础，目前以市场流动性为核心的市场微观结构理论正在成为金融学的研究主流之一，无论在理论方面还是在实践方面都有巨大的意义。由于流动性理论起源并发展于美国，所以对于美国做市商市场（也称报价驱动市场）的微观结构理论已经有大量的研究成果和深刻的理解，但是对于中国等诸多新兴指令驱动市场的流动性形成、性质和测度等基本的问题以及概念都没有一个清晰的脉络和理论体系，因此指令驱动市场的流动性是金融市场微观结构理论和金融投资理论的一个新的研究领域。

1.1.2 研究意义

流动性与盈利性、波动性(或安全性)是证券市场乃至金融市场的三个基本属性，其中流动性是决定一个市场是否有效与稳定的基本要素，同时也是衡量市场运行质量的重要指标。如果由于缺乏流动性使委托不能成交，那么股市就失去了存在的必要。一个稳定、流动性高的市场将有利于增强投资者的信心，对保持整个金融市场的稳定起到极其重要的作用；在流动性高的市场上，投资者能够以合理价格快速完成交易，买卖证券的成本较低。对上市公司而言，公司个股的流动性高，便于投资者交易，可以树立良好的形象。Amihud 和 Mendelson(1988)认为市场的主要功能就是提供流动性，因此，研究市场流动性对于证券市场的发展具有重大的理论价值和现实意义。

从理论意义而言，首先，流动性问题的研究将推进资产定价理论的进一步发展。在经典的资本资产定价模型(CAPM)和 Black - Scholes(B - S)的期权定价公式的前提假设中，都有一个“完美市场”假设，即假设“市场是无摩擦的，不存在交易成本和税收，并且所有证券都高度可分”。这实际上就是假设市场具有充分的

流动性。可以说,完美市场或充分流动性市场是现代金融理论存在的基础之一。然而,当人们渐渐认识到现实市场远远不是理论描述中的完美市场时,这些假设开始慢慢放松。比如研究在有摩擦、存在交易成本的市场中资产的价格确定和均衡产生问题。这就将流动性研究引入了现代金融理论的分析框架,而且随着这一趋势的不断发展,其必将推进这些理论的更新和完善。

其次,流动性问题的研究将完善有效市场理论。流动性是影响市场效率的一个重要因素。这是因为流动性会影响市场价格的不确定性,而这种不确定性从本质上说会使得市场价格不能反映所有可以获得的信息,或者使得市场价格暂时偏离市场出清的均衡价格,最终影响市场效率。增加市场流动性,可以降低流动性的溢价(Liquidity Premium),从而降低市场价格的不确定性,最终改进市场效率,优化资金和风险配置。如果人们能够澄清市场流动性影响价格发现的过程,则必将对设计和改进市场效率提供一个较好的参考。

最后,流动性问题的研究又是保持金融体系稳定的一个重要课题。当市场条件如价格水平和价格水平变化的速度超过某一个极限值时,市场参与者将通过退场的方式减少风险暴露,这样将导致市场体系的崩溃。因此,在正常情况下保持充分的流动性将自动增强市场的稳定性和保持市场参与者对市场稳定的信心。从更广泛的意义上看,市场流动性的增加不仅保证了金融市场的正常运转,也促进了资源有效配置和经济的增长。

市场流动性风险的研究对证券市场的投资机构和从业者显得尤其重要。因为,机构投资者的股票交易量大,其交易相对来说更难完成,交易成本会明显上升,进而较大地影响到投资回报。所以机构投资者在其投资组合配置中必须考虑到股票流动性的影响。如何在投资过程中控制和管理流动性风险一直都是机构投资者风险管理中亟待解决与完善的问题,而要解决好它首先就要搞清楚市场流动性风险的动态演变规律,然后才能有针对性地设计风险防范措施。

二级市场的流动性在为投资者提供了转让和买卖证券的机会的同时,也为筹资者提供了筹资的必要前提。如果市场缺乏流动性而导致交易难以完成,筹资者就无法从一级市场进行融资,证券市场也就失去了存在的必要。对投资者来说,他们不仅面对着股票的价格风险(基于基本面的),还面对着资产流动性不可预测的变化的风险。所以,研究市场流动性风险的状况、演变规律和风险溢价等内容,将有助于投资者对市场的理解,进而有效地防范和管理风险,以及进行风险定价等。

正是在这些意义上,Amihud 和 Medelson(1988)指出:“流动性是市场的灵魂,流动性是市场的一切”。

1.1.3 中国流动性研究

由于流动性理论起源并发展于美国,所以对于美国做市商市场的微观结构理论已经有大量的研究成果和深刻的理解。做市商作为市场流动性的专业提供者,在报价市场运作中起着组织核心的作用。做市商的重要性体现在市场流动性的维护职责,而且做市商的存在还使得不同时间到达的投资者指令能够连续地交易。在研究做市商的报价行为上,逐渐形成了两种思路,即基于存货的模型和基于信息的模型。存货模型也称完全信息交易模型,该模型假定存在一个做市商所需的最佳存货水平,因此做市商只需要根据订单流的情况通过调整价格或价差以保证存货的最佳水平。信息模型集中探讨了不对称信息对市场价格的影响,该模型把交易者分为知情交易者和噪声交易者,认为价格不仅受到存货成本的影响,更重要的是受到信息不均衡的影响。

但中国采取的是完全不同的指令订单驱动交易系统,指令驱动市场和做市商市场的交易机制根本不同,因而市场流动性的产生、测度指标、流动性风险的性质以及流动性的影响因素等等会因两类市场的不同而有很大的差异。在报价驱动市场中,做市商是流动性的主要提供者;而对于指令驱动市场,指令簿等待成交指令是市场流动性的主要提供者,这是两种交易机制的根本差别,表明了报价驱动交易机制和指令驱动交易机制之间的流动性研究方法和结论不能简单地相互替代,我们需要针对指令驱动市场流动性的理论和实证研究。

中国近年已涌现出一些研究,主要是实证分析中国证券市场的流动性特征,力图为中国证券市场的制度发展和变迁提供解释和理论依据,但中国采取的是完全不同的纯指令驱动交易市场,并且是一个成立不过十多年的新兴市场,因此,很多研究还处于模仿阶段,常常直接借用报价市场的理论和模型来解答和分析中国市场的实证数据。其实大部分的研究者都意识到并提到借用模型的适用性问题,然而由于指令驱动市场流动性基础理论研究的缺乏,故此只能暂时使用可能不适用的实证方法。毫无疑问,指令驱动市场的运行机理比报价驱动市场更复杂,没有专业的流动性提供商,而如何依靠指令簿维持市场的流动性,如何测度,指令市场没有一个明确的分析对象(比如报价市场的做市商),或许这是导致指令市场研究滞后的原因之一。可以说,指令市场流动性的基础理论和研究方法还是一个新研究领域。

从实践层面来看,由于流动性是反映整个资本市场质量的重要指标,随着中国证券市场金融创新步伐的加快,市场对于流动性的需求也不断增强。股票市场流动性不足会带来较多危害,一方面会滋生与蔓延市场投机氛围,助长市场操纵行为,增加投资者的交易成本,另一方面也提高了证券监管部门的监管成本。中