

Early Warning and Emergency
Response System for Stock Markets

股市安全预警 与应急处理机制研究

杨晓兰 著

 ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

Early Warning and Emergency
Response System for Stock Markets

股市安全预警 与应急处理机制研究

杨晓兰 著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

股市安全预警与应急处理机制研究 / 杨晓兰著. —杭州:
浙江大学出版社, 2015. 7

ISBN 978-7-308-14866-5

I. ①股… II. ①杨… III. ①股票市场-研究-中国
IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 160370 号

股市安全预警与应急处理机制研究

杨晓兰 著

责任编辑 傅百荣

封面设计 姚燕鸣

出版发行 浙江大学出版社

(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007)

(网址: <http://www.zjupress.com>)

排 版 杭州星云光电图文制作有限公司

印 刷 杭州日报报业集团盛元印务有限公司

开 本 710mm×1000mm 1/16

印 张 10.75

字 数 193 千

版 次 2015 年 7 月第 1 版 2015 年 7 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-308-14866-5

定 价 39.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行部联系方式 (0571)88925591; <http://zjdxbs.tmall.com>

内容摘要

在我国的经济体系中,股票市场在市场资源配置、分散投资风险、优化企业资本结构等方面发挥了重要的作用。然而,与国外成熟的股票市场相比,我国股市制度建设尚不完善,内幕交易、市场操纵等行为影响了股市的健康发展,在大量非理性交易者的跟风行为下,股市存在较大的安全隐患。此外,随着金融市场的逐步开放,我国股市与国际股市的联动性加大,并有可能受到国际游资的冲击。面对我国股市高速发展的局面,我们迫切需要构建股市安全预警和应急处理机制,对股市可能出现的风险因素、突变因素进行有效监控与防范。

本书旨在综合利用行为金融学、计算机科学、实验经济学等方法,在分析股市安全机制和原理的基础之上,建立我国股票市场的安全预警系统;并且深入讨论各类股市应急处理机制的原理和应用情况,对断路器和涨跌停制度两类应急处理机制进行实验检验,为建立我国股票市场安全预警与应急处理机制提出相关政策建议。

本书的主要研究内容以及主要结论包括以下五个方面:

第一,宏观经济、市场制度、国外股票冲击和投资者心理是影响股票市场安全性的主要因素。

从宏观经济情况来看,宏观经济发展对股票市场稳定运行有重要的影响。尤其是当宏观经济发展失衡时,以主要的宏观经济指标(如货币供应量)为中介,实体经济的危机会通过预期效应、投资组合效应、股票内在价值增长效应等途径传导至股票市场。本书利用我国经济数据进行实证分析,结果显示汇率、利率、GDP 和货币供应量(M_2)与上证综合指数之间存在着长期均衡关系;其中汇率、货币供应量(M_2)和 GDP 与指数呈正相关,而利率与指数呈负相关。

从市场制度来看,市场制度会影响股票市场有效性、流动性和稳定性。本书的分析结果表明我国股票市场的制度缺陷导致个人投资者追逐短期投机利

益和机构投资者操纵市场,对股票市场的稳定发展和安全运行造成了负面影响。这些具体的制度缺陷包括股票市场功能定位不合理、政策因素多变、市场资金来源不稳定、市场信息披露制度不完善等。

从国际市场的冲击来看,本书讨论了股票市场国际传染的传导机制,并通过实证检验表明,世界主要股票市场指数——美国道琼斯指数、英国伦敦 FTSE 指数和德国 DAX 指数对我国上证 A 股指数都存在非常显著的传染效应。美国股票市场如果受到的 1 个单位的意外冲击,将对中国股票市场价格产生 0.243 个单位的冲击;而英国股市 1 个单位的意外冲击,对中国股市将产生 0.222 个单位的冲击。此外,香港恒生指数对上证 A 股也有一定的传染效应。

从投资者心理因素来看,本书论证了个体心理偏差和群体性心理偏差对股市安全影响的机理。

第二,基于粒子群 BP 神经网络的股市安全预警模型对股票指数和股票市场危机的预警有较高的准确率。

本书设计了股市安全预警体系的指标体系,包括宏观经济、金融机构、国际市场冲击、股票市场四大类共 18 个预警指标。选取预警指标和上证综合指数在 2000 年 6 月到 2009 年 6 月的月数据,采用基于粒子群 BP 神经网络的预警方法,用其中偶数月的预警指标和下一月的上证综指组成训练样本组,用来训练人工神经网络,建立人工神经网络专家系统;奇数月的预警指标和下一月的上证综指组成预测样本组,用来检测已建立的人工神经网络的预警能力。研究结果显示,预警模型在预测上证综合指数上有较高的准确率。首先,训练后的神经网络专家系统得出的上证综指值与实际值基本一致,且绝大部分样本误差在 5% 以内,网络较好地反映了预警指标和上证综指间的内在关系;其次,用训练过的神经网络模型对预测样本的上证综合指数进行预测,显示出较为准确的预测结果,预测值和实际值的平均相对误差绝对值为 6.2942%。此外,我们通过股市压力指标定义股市危机发生月,研究结果表明预警模型在发出股市危机预警信号上体现出较强的预测能力,对股市危机月的预警准确率达 70%,对非危机月的预警准确率高达 93.94%,总样本预警准确率 89.9%。

第三,各国股票市场的历史经验表明价格平准基金、流动性干预等应急处理机制在应对股市危机上具有一定的有效性。

股市应急处理机制指那些可以抑制股票价格暂时波动的交易制度安排。本书利用历史文献分析法,按照价格限制机制的应用方式将其分为直接对交易或者交易价格进行限制的制度(包括涨跌停限制、断路器、平准基金等),以及通

过增加或降低交易的成本和困难从而间接控制交易或者交易价格的制度(主要有征收交易税、保证金制度、流动性干预等)。本书系统分析了这些机制在各国股票市场的应用背景和效果,结果显示虽然对各类应急处理机制的实际效果还存在争议,但是1997年亚洲金融危机中香港政府的平准基金、美国次贷危机中美国政府的流动性干预等政策对防止股市危机的恶化起到了积极的作用。在国际比较和经验借鉴的基础上,本书分析了我国股市暴跌中相关应急政策存在的局限性,提出了设立我国股市应急处理机制的目标、原则和特点。

第四,股票市场的实验研究显示,断路器在抑制价格偏离理性预期的均衡水平上具有有效性。

本书设计了一个持续20期交易的实验室股票市场,市场面临股票价值变动和流动性冲击两种不确定性。实验结果显示,当不存在任何价格限制制度时,市场交易价格出现了对均衡水平不同程度的偏离,但股票价格有逐步收敛于均衡价值的趋势。在引入断路器的市场实验中,当交易价格波动过大而触发市场断路机制后,交易者的报价、出价比断路发生前更加趋近理性的水平。我们发现特别是在看跌的实验条件下,断路器机制加快了价格回归价值的速度,有效抑制了偏离的扩大,但这一效果是在牺牲市场流动性的基础上获得的。价格涨跌停制度并没有起到抑制市场非理性反应的作用。此外,断路器和涨跌停制度的存在都显著降低了市场的成交量,但都没有影响市场的波动性。

第五,针对上述研究结论,本书提出以下几项股市安全预警与应急处理机制的政策建议:(1)长期、实时监控、追踪影响股市安全的指标变量;(2)在指标监控的基础上,建立有效的股市危机预警系统;(3)当发生股市暴跌等严重影响股市安全运行的事件时,通过中央银行的货币政策提高市场的流动性;(4)引入大盘断路器机制;(5)设立我国股市的平准基金;(6)对国际游资进出股市进行有效监控,并且征收股票交易特许税。

目 录

1 导论	(1)
1.1 研究的背景与意义	(1)
1.2 研究的主要方法	(3)
1.3 研究的主要内容和思路	(3)
1.4 研究的主要创新点	(5)
2 股票市场安全概述	(6)
2.1 金融安全的概念	(6)
2.2 股票市场安全、股市危机的概念与界定	(8)
2.3 股市危机与银行危机、货币危机的动态关系	(17)
2.4 股市危机对经济发展的负面影响	(18)
3 股票市场安全机制分析	(24)
3.1 宏观经济与股市安全运行的相关性	(24)
3.2 市场制度与股市安全	(32)
3.3 股票市场国际传染对股市安全的影响	(37)
3.4 投资者心理对股市安全的影响	(47)
3.5 结 论	(52)
4 股市安全预警体系的基本框架与指标	(53)
4.1 金融市场预警机制综述	(54)
4.2 股市安全预警体系的目标与实施过程	(58)
4.3 股市安全预警机制的指标研究	(61)

5	股市安全预警人工神经网络建模	(71)
5.1	人工神经网络预警方法与文献综述	(71)
5.2	基于粒子群 BP 神经网络预警方法的基本原理	(79)
5.3	基于 PSO-BP 神经网络的股市预警模型	(86)
6	股票市场应急处理机制概述	(101)
6.1	应急处理机制的概念界定	(102)
6.2	应急处理机制在股票市场的应用	(105)
6.3	建立应急处理机制对我国股票市场的意义	(119)
7	断路器与涨跌停制度有效性比较的实验检验	(124)
7.1	文献回顾	(125)
7.2	实验设计	(126)
7.3	实验结果	(132)
7.4	结论及讨论	(140)
8	总结与政策建议	(142)
8.1	股票市场安全预警与应急处理机制的总结	(142)
8.2	股市安全应急处理机制的调查问卷	(144)
8.3	建立我国股市安全预警与应急处理机制的政策建议	(145)
附录 1	实验说明(以基准实验组为例)	(149)
附录 2	投资者调查问卷	(152)
主要参考文献		(155)
索 引		(164)
后 记		(165)

1 导 论

1.1 研究的背景与意义

随着中国经济的高速增长,我国股票市场不断发展壮大,截至 2014 年 11 月,沪深 A 股市场总市值超过日本,成为列美国之后的全球第二大市值市场。在我国的经济体系中,股票市场在市场资源配置、分散投资风险、优化企业资本结构等方面发挥了重要的作用。然而,与国外成熟的股票市场相比,我国股市制度建设尚不完善,内幕交易、市场操纵等行为影响了股市的健康发展,在大量非理性交易者的跟风行为下,股市存在较大的安全隐患。此外,随着金融市场的逐步开放,我国股市与国际股市的联动性加大,并有可能受到国际游资的冲击。面对我国股市高速发展的局面,我们迫切需要在科学发展观的指导下构建股市安全预警和应急处理机制,对股市可能出现的风险因素、突变因素进行有效监控与防范。

我国股票市场经常呈现波动加剧的特征。以 2000 年至 2010 年上半年的数据来看,在这十余年间上证综合指数 2 个月累计跌幅超过 20% 的次数为 5 次,全部发生在 2008 年以后。其中,2008 年发生 3 次,2009 年 1 次、2010 年 1 次^①。尤其是 2008 年 10 月,上证综合指数跌至几年来最低水平(1664.93 点),与 2007 年 10 月的最高点 6124.04 点相比,累积下跌 72.81%。如此之高的跌幅可以被称为股市崩盘(crash)^②。股市崩盘给投资者带来了巨大的损失,影响

① 上证综合指数 2 个月累计跌幅超过 20% 分别发生在 2008 年 3—4 月、7—8 月、9—10 月和 2009 年 8—9 月以及 2010 年 4—5 月。

② 2008 年 4 月,“泰晤士商业”列举了工业国家金融历史上的十大股市崩盘事件,1929—1932 期间的华尔街危机以整个美国股市下跌 89% 位居第一,华尔街 1901—1903 年股票跌幅达 46% 位居第十(参见:http://timesbusiness.typepad.com/money_weblog/2008/04/the-ten-biggest.html)。与这些崩盘事件相对比,我国股市 2007 至 2008 年的下跌幅度同样能列入历史十大崩盘事件。

了股市投融资功能的正常运作和资源的有效配置。

是什么原因造成了 2007—2008 年我国股市的持续下跌? 外部的原因是美国次贷危机的爆发, 导致全球股市遭受负面冲击。内部的原因则主要包括以下几个方面: 第一, 内外交困的经济环境使经济增长的前景存在较大的不确定性; 第二, 大小非解禁以及大规模的再融资计划给股票市场带来巨大的供给冲击; 第三, 股票市场制度不完善, 相关监管政策缺乏持续性; 第四, 投资者心理表现出对市场过度悲观、缺乏信心的特征。更为重要的是, 在股指持续下跌的过程中, 我国股市缺乏有效的预警机制和应急处理机制, 投资者期望相关政策能够缓解因股市崩溃对投资者财富和经济发展带来的恶性影响, 然而对政策预期的落空进一步激化了投资者过度悲观的情绪, 导致股市信心的严重不足。

对普通的商品而言, 在市场经济体制下, 当价格过度偏离均衡水平时, 市场具有自我调节、纠正的能力。例如当大米价格大幅下跌时, 市场供给相应减少, “看不见的手”会逐步使价格收敛到市场均衡的水平。然而股票市场往往缺乏自我纠正的能力, 股价大幅下跌往往引发投资者的恐慌, 他们相继抛出手中股票, 最终导致市场的崩盘。因此, 通过有效的制度安排防范股市危机的发生以及减少危机带来的负面影响对维护市场稳定发展有着非常重要的意义。

从成熟股票市场的经验来看, 股市预警与应急处理机制在应对股市危机上起到了一定的作用。Greenspan(2007)在总结股市崩溃的应对措施时指出, 与 1929 年股市崩溃过后的大萧条相比, 1987 年美国股市崩盘之后并没有伴随同样的宏观经济衰退, 其原因在于美联储采取相关措施保证了危机中资金的流动性, 并且说服银行为证券公司提供融资。同样, 在 2007—2008 年的次贷危机中, 美国金融监管当局采取了及时的、持续的补救措施, 在一定程度上挽救了市场的信心。

在我国股市发展的历程中, 管理层对股市的稳定与健康发展给予高度重视, 但由于我国股市仍处于发展的初级阶段, 具有新兴加转轨的特征, 至今尚未形成规范化、系统化的股市安全预警与应急机制。管理层通常是在股市大幅下挫、持续低迷、市场信心处于极度涣散的状态下才被迫提出救市措施, 而在股市高涨时又往往采用打压政策, 使市场陷于“泡沫—打压—低迷—政策救市—泡沫”的恶性循环中, 降低了股票市场的运作效率, 阻碍了相关制度实施的长期性与稳定性。随着金融全球化的趋势, 我国股票市场的安全性将面临更大的挑战。如何对股市的安全性进行合理评估和预警、如何构建股市崩溃的应急处理机制对我国股票市场的健康稳定发展具有重要的意义, 也是金融市场实践者和理论研究者共同面临的重大问题。本书将结合我国股票市场的具体情况, 从股

市安全的机理出发,设计我国股市的预警指标、预警方法以及预警机制,并对股市危机的应急处理机制进行研究。

1.2 研究的主要方法

在本研究中,我们综合利用了金融学、实验经济学、计算机科学等学科的研究方法,具体研究方法主要包括以下几类:

第一,人工神经网络方法。人工神经网络方法具有处理非线性、不确定性问题的能力,并能运用神经网络的自学习、自适应以及泛化能力完成系统的实施与运行工作。鉴于股票市场价格波动的复杂性,本书利用人工神经网络方法,建立了基于粒子群算法的人工神经网络预警模型。实证研究显示,本研究建立的人工神经网络预警模型在预测我国股市危机上具有较高的准确率。

第二,历史文献分析方法。本研究回顾了中国股票市场的发展历程和国外股市崩溃的著名事件,从历史文献中总结中国股票市场发展的基本特征,并借鉴国外成熟市场的经验,为建立我国股市应急处理机制提出了相关政策建议。

第三,市场实验方法。新的市场制度和机制在市场中推行需要付出一定的试错成本,而通过实验方法可以大大降低这样的成本。对于我国股票市场尚未引入的断路器,我们采用了市场实验的方法来检验这种应急处理机制对投资者行为和股票市场的影响。我们设计了看涨和看跌两种走势的虚拟股票市场,选取真实参与人进行模拟交易,检验应急机制在实验市场的运行情况,并进一步讨论了这类机制在真实市场运用的可行性。

1.3 研究的主要内容和思路

建立股市安全预警和应急处理机制的作用是获取超前预警指示信息,对股票市场在运行过程中可能发生的金融资产损失和金融体系遭受破坏的可能性进行实时分析、监测,并在此基础上对可能影响股市安全的因素进行防范,及时采取措施避免或者减弱股市危机的恶化及其对经济体系产生的冲击。围绕这一目标,本书的主要内容包括八章。

第一章为导论,主要阐述研究背景和目的,对研究方法、研究思路和框架进

行说明,指出本书的创新之处。

第二章是股票市场安全概述,首先介绍金融安全的概念和种类,然后对股市安全、股市危机的概念进行界定,最后讨论股市危机对经济发展的负面影响,论证建立股市安全预警系统和应急处理机制的重要意义。

第三章论证股票市场安全运行的机制和原理,对影响股市安全几个因素进行分析,包括宏观经济、市场制度、国外股票冲击以及投资者心理。第一,分析宏观经济与股市安全的关系,基于 VAR 模型的实证结果显示我国宏观经济指标中的汇率、利率、GDP 和货币供应量(M_2)与上证综合指数之间存在着长期均衡关系;第二,结合中国市场具体情况,论证了市场制度与股市安全之间的联系;第三,讨论股票市场国际传染的传导机制,并通过实证检验表明,世界主要股票市场指数——美国道琼斯指数、英国伦敦 FTSE 指数和德国 DAX 指数对我国上证 A 股指数都存在非常显著的传染效应;第四,分析个体心理偏差和群体性心理偏差影响股市安全的机理。

第四章建立股市安全预警体系的基本框架与指标。本章首先对金融市场的安全预警体系进行回顾,其次讨论股票安全预警体系的目标和实施框架,最后根据我国经济发展的情况和股票市场的特点,在借鉴 IMF 金融稳健指标和国外经典货币危机、银行危机预警指标的基础上,设计股市安全预警体系的指标体系,包括宏观经济、金融机构、国际市场冲击、股票市场四大类共 18 个预警指标。

第五章是股市安全预警的人工神经网络建模。本章结合粒子群算法和 BP 神经网络算法,建立基于粒子群 BP 神经网络的预警模型。选取 18 个预警指标和上证综合指数在 2000 年 6 月到 2009 年 6 月的月数据,用其中偶数月的预警指标和下一月的上证综指组成训练样本组,用来训练人工神经网络,建立人工神经网络专家系统;奇数月的预警指标和下一月的上证综指组成预测样本组,用来检测已建立的人工神经网络的预警能力。研究结果显示,预警模型在预测上证综合指数上有较高的准确率。此外,我们通过股市压力指标定义股市危机发生月,研究表明预警模型在发出股市危机预警信号上体现出较强的预测能力。

第六章对股市应急处理机制进行概述。本章首先界定股市应急处理机制的概念,对各种应急处理机制进行了分类;接着利用历史文献法,对各国股票市场上应急处理机制的应用、效应、发展情况进行综述与总结,特别对央行提供流动性以及市场的断路器、平准基金等应急处理机制的应用案例进行分析;最后指出了我国当前股市应急处理机制存在的问题,结合我国国情提出了股市应急

处理机制的目标、原则、特点和基本的框架。

第七章报告了涨跌停制度、断路器机制的实验结果。实验设计的目的是利用实验经济学方法,分析真实实验被试者的交易行为,检验断路器、涨跌停板这两类应急处理机制在实验室市场的有效性。为了模拟真实股票市场中面临的上市公司价值变动的不确定性和宏观经济调控政策的不确定性,我们设计的实验室股票市场面临两类外部冲击,第一是随机的股票价值冲击,第二是流动性减少的冲击。其中,股票价值冲击包括冲击期望值大于零的看涨市场和冲击期望值小于零的看跌市场两种不同的市场条件。实验结果发现断路器制度有助于降低交易者的非理性交易行为,而涨跌停板制度的效应则并不显著。

第八章总结和政策建议。本章总结了股市安全预警和应急处理机制的框架和体系。在结合前述各章研究结论和调查问卷结果的基础上,本章对建立我国股票市场安全预警和应急处理机制提出了相关政策建议。

1.4 研究的主要创新点

第一,在对金融危机史进行回顾的基础上,本书梳理了股市危机与银行危机、货币危机之间的动态关系,分析了股市危机的成因及其对经济体的负面影响,论证建立股市安全预警系统和应急处理机制的重要意义。这些现实背景的分析 and 讨论为构建股市安全预警系统和应急处理机制提供了依据。

第二,建立了基于粒子群 BP 神经网络的股市安全预警模型。在预警方法中,粒子群优化算法 PSO (Partical Swarm Optimization)是一种优秀的全局优化算法,具有收敛速度快、容易实现等优点;而 BP(Back Propagation)人工神经网络具有较好的自组织、自学习、容错和模拟非线性关系的能力,但基于梯度下降的 BP 算法具有收敛速度慢、容易陷入局部极值的缺点。考虑到粒子群优化算法的全局搜索特性和 BP 人工神经网络算法快速的局部搜索能力,本书创新性地两个算法有效结合起来,发挥两个算法的优势,建立了 PSO-BP 人工神经网络预警模型,实现了较高的预警准确率。

第三,利用实验经济学方法,在实验室股票市场中分别引入了涨跌停制度、断路器两类股市应急处理机制。本书通过分析实验市场中真实交易者的行为及其相互作用形成的价格数据,检验了应急处理机制的有效性,为在真实市场中推行应急处理机制提供了依据。

2 股票市场安全概述

股票市场是金融市场的组成部分,因此股市安全属于金融安全的范畴。作为整个经济和社会的血液,金融市场的安全和稳定直接影响到一国经济与社会整体发展。本章将首先介绍金融安全的概念和种类,然后对股市安全、股市危机的概念进行界定,最后讨论股市危机对经济发展的负面影响,论证建立股市安全预警系统和应急处理机制的重要意义。

2.1 金融安全的概念

随着经济全球化的推进和国际资本流动的不断增加,一国经济和金融体系的不稳定能够迅速地传染到其他国家和地区,引发区域性、甚至国际性的金融震荡。1997年的东南亚金融危机对亚洲多个国家和地区的经济发展产生了负面冲击,2007—2008年美国爆发的次贷危机演变为席卷全球的国际金融危机,使全球经济至今尚未走出低迷的局面。在复杂的国际经济背景下,对于金融体系发展仍处于初级阶段的新兴市场而言,如何增强金融市场的稳健性,如何建立金融安全的预警和防范体系具有日益重要的意义。正因如此,金融安全一直是我国学术界研究的焦点和热点。

目前,关于金融安全的定义主要有三种观点(蒋海、傅建辉,2008)。第一是从货币资金融通的角度来定义金融安全。例如王元龙(1998)认为金融安全是货币资金融通的安全,凡与货币流通及信用直接相关的经济活动都属于金融安全范畴。这种观点强调金融安全的广泛性,即凡是影响金融安全与金融体系正常运转的所有变量都可认为是金融安全的范畴。持该观点的学者还有雷家骥(2000)。第二是从国家利益与安全角度定义金融安全。梁勇(1999)指出国

家金融安全是指一国能够抵御内外冲击,保持金融制度和金融体系的正常运行与发展,即使受到冲击也能保持本国金融及经济不受重大损害的状态,及由这种状态和能力所获得的政治、军事与经济的安全。这种观点强调国家金融主权,即强调国家政治、经济安全下金融体系稳定与发展。目前大部分学者持该类观点,如贺力平等(2007)。第三是从金融危机和金融风险的角度定义金融安全。张亦春等(2002)认为金融安全是相对于金融风险而言的,实现金融安全的根本途径在于促进金融创新的不断演进。刘锡良等(2004)认为金融安全是相对于金融风险和金融危机的特定状态,在该状态下金融运行有效率,金融风险处于金融危机的临界值之下。该观点强调金融安全与风险及危机之间的内在关系。

在本书中,我们采用陈松林(2002)对金融安全的定义。陈松林(2002)指出金融安全是保持金融系统运行与金融发展不受内外各种根本性威胁和侵害的状态,凭借各种手段把金融风险控制在可能引致金融危机的临界状态以下,确保正常的金融功能和金融秩序。金融安全包括两层含义:狭义的金融安全是指金融产业本身的安全;广义的金融安全包括国家的经济安全,这主要是由于金融在现代经济社会中的地位决定的。金融安全程度表明国际金融体系或一个国家、地区金融结构、运行状态与质量状况,是对一定的空间内金融体系的运行及发展特征的总体评判。在开放环境下,如果金融没有国际竞争力,国家的金融安全就没有保障。从这个意义上说,提高金融体系国际竞争力是国家金融安全的实质。

与金融安全有关的概念还包括金融稳定、金融风险、金融危机。在此我们对这些概念进行一些区分和梳理。在国外的学术研究和金融实践领域中,在描述金融市场运行状态时,较少使用“金融安全(financial security)”一词,而更多地使用“金融稳定(financial stability)”。欧洲央行执行委员会委员 Padoa-Schioppa(2003)认为金融稳定指一种状态,在这种状态下金融体系能够承受冲击,而且不会对经济中的支付程序和储蓄到投资的转换过程产生损害。欧洲中央银行行长 Duisenberg(2001)认为金融稳定状态是指构成金融体系的主要要素平稳运行。IMF 研究员 Houben 等(2004)认为在金融稳定状态下金融体系应该具备三个功能:第一,有效分配资源;第二,评估和管理金融风险;第三,吸收冲击。此外,也有一些研究者从金融稳定的反面来揭示金融不稳定的特征。美联储副主席 Ferguson(2003)认为金融不稳定应具有以下三个特征:第一,一些重要的金融资产价格严重脱离其基础;第二,国内和国际市场的功能,特别

是信贷功能被严重扭曲;第三,前两项的结果导致总支出显著(或高或低)偏离实体经济的产出能力。即使学术界对金融稳定尚未形成一致、统一的定义,但各国中央银行都将维护金融稳定作为金融监管的重要目标。与金融稳定相比,我们认为金融安全是一个更为广泛的范畴,金融稳定是金融安全的表现形式。

金融风险指任何有可能导致企业或机构财务损失的风险。金融风险包括信用风险、流动性风险、汇率风险等。蒋海、傅建辉(2008)指出金融安全是一个宏观概念,虽然微观层面的风险通过积累和扩散会威胁到宏观金融安全,但并不是金融安全本身。金融市场的不确定性是客观存在的,金融风险是金融业运行和发展的常态,不能把这种常态视为不安全。如何看待金融风险和金融安全之间的关系?金融风险是金融市场的基本特性,但是当个体的、微观层面的金融风险通过集聚和扩散从而超过一定的临界值时,金融风险就成为金融不安全的来源。例如,在2007年以来的美国次贷危机中,个别银行由于流动性风险、信用风险而导致巨额亏损或者倒闭时,还没有影响整个金融体系的安全,但是当这种风险进一步积累和扩散使整个金融体系陷入困境时,金融安全就受到了影响。

金融危机就是金融安全状态极度恶化的表现。金融危机又称金融风暴(financial crisis),是指一个国家或几个国家与地区的全部或大部分金融指标(如:短期利率、货币资产、证券、房地产、土地价格、商业破产数和金融机构倒闭数)的急剧、短暂和超周期的恶化。可以说对金融安全问题关注和研究的重点就是分析金融危机产生的原因和机理,探寻防范金融危机发生以及减少危机对经济社会影响的机制和政策,建立金融安全的防护网。

2.2 股票市场安全、股市危机的概念与界定

从上节对金融安全问题的讨论来看,股票市场安全是金融安全的一个组成部分。股市安全与货币安全、银行安全有着密切的关系,也有着自身独立的运行特征。股市危机是股票市场不安全的极端表现,对一国或者地区的经济发展有着显著的负面影响。

2.2.1 股票市场安全的概念与特征

相对于对宏观金融安全问题的研究而言,股票市场安全问题尚未得到足够

的关注。陈松林(2002)对股市安全的定义是以股票价格为代表和金融资产价格在短时间内不发生大幅波动。胡岷(2004)把股票市场安全定义为股票市场对立于是危机而存在的一种均衡状态,它是建立在有效的监管体系、稳健的机构运行体系和规范的运行秩序基础上的稳定而有活力的状态,可以表现为资本品(股票)价格、市场主体的运营状况以及监管效率,其特征则是股票市场的稳定性、有效性和流动性。

我们认为股市安全指股票市场运行和发展不受内外各种根本性威胁和侵害、各种功能和秩序保持稳定的状态。股市安全的基本特征应该包括以下几个方面:

第一,从股票市场价格来看,股市安全意味着股票市场价格能够反映基本经济因素变化,而当这些因素并未有明显变化时,交易价格不应出现剧烈的波动。股票价格的波动和股市的风险是股票市场运行的常态,不能说股票价格波动就是股市不安全。一个功能良好、健康运行的股票市场能够正确反映经济体系的状况,股票价格应围绕着经济基础决定的基础价值而波动。在经济基础之外,由于流动性过剩、外部冲击、投资者情绪、过度投机等因素的影响,投资者很可能对市场信息产生过度反应或者反应不足,导致股票价格的剧烈波动,从而影响股票市场的安全性。

第二,从股票市场的交易机制来看,股市安全要求股票市场能够提供有效、迅速、安全的交易平台,保证交易过程的顺利实现。随着电子技术和网络技术的不断发展,当前几乎所有的股票市场交易都是通过电子化、网络化的形式来实现的。这就要求股票市场具备有效的硬件和软件条件,保证市场的资金安全以及交易指令的传递。

第三,从股票市场的制度环境来看,股市安全的内涵是市场具有公开、公正、公平的制度环境,并且充分体现在新股发行、上市公司信息发布等各个环节。特别是对于像我国股市这样的新兴加转轨的市场而言,制度环境对股票市场安全有着重要的意义。在我国股市发展的历史上,内幕交易、市场操纵一直且至今依然是股市暴涨暴跌的核心原因。正如胡岷(2004)指出有别于市场经济,转轨经济的制度特点是不完善的制度安排和不断推进的制度变迁。在转轨过程中,由于两种制度的冲突,以及政府和市场两种力量的相互作用,中国股票市场金融安全具有与市场经济迥异的生成机理,其风险本身可能就是制度性的。

第四,从股票市场的流动性来看,股市安全意味着市场具有适当的流动性。