

经济瞭望译丛

MARKET MICROSTRUCTURE IN EMERGING AND DEVELOPED MARKETS

H. Kent Baker Halil Kiyamaz



新兴市场与发达市场的微观结构

(美) H.肯特·贝克 哈利尔·基默兹 主编

孟昊 郭红 主译

· 东北财经大学出版社
· Dongbei University of Finance & Economics Press

国家一级出版社
全国百佳图书出版单位

WILEY

MARKET MICROSTRUCTURE IN EMERGING AND DEVELOPED MARKETS

H. Kent Baker Halil Kiymaz



新兴市场与发达市场的微观结构

(美) H.肯特·贝克 哈利尔·基默兹 主编

孟昊 郭红 主译

辽宁省版权局著作权合同登记号：图字06-2014-37号

H.Kent Baker, Halil Kiyamaz (Editors): Market Microstructure in Emerging and Developed Markets: Price Discovery, Information Flows, and Transaction Costs

Copyright © 2013 by John Wiley & Sons

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

This translation published under license.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning, or otherwise, except as permitted under Section 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act, without either the prior written permission of the Publisher, or authorization through payment of the appropriate per-copy fee to the Copyright Clearance Center, Inc., 222 Rosewood Drive, Danvers, MA 01923, 978-750-8400, fax 978-646-8600, or on the web at www.copyright.com. Requests to the Publisher for permission should be addressed to the Permissions Department, John Wiley & Sons, Inc., 111 River Street, Hoboken, NJ 07030, 201-748-6011, fax 201-748-6008, or online at www.wiley.com/go/permissions.

本书简体中文翻译版由约翰·威立父子有限公司授权东北财经大学出版社独家出版发行。未经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可，不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

图书在版编目 (CIP) 数据

新兴市场与发达市场的微观结构 / (美) H.肯特·贝克 (H.Kent Baker), 哈利尔·基默兹 (Halil Kiyamaz) 主编; 孟昊, 郭红主译. —大连: 东北财经大学出版社, 2016.7
(经济瞭望译丛)

ISBN 978-7-5654-2314-7

I. 新… II. ①贝… ②基… ③孟… ④郭… III. 市场结构—研究 IV. F713.50

中国版本图书馆CIP数据核字 (2016) 第 115978 号

东北财经大学出版社出版发行

大连市黑石礁尖山街217号 邮政编码 116025

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 585千字 印张: 35.5

2016年7月第1版 2016年7月第1次印刷

责任编辑: 刘东威 王 玲 责任校对: 贺 心

封面设计: 冀贵收 版式设计: 钟福建

定价: 79.00元

教学支持 售后服务 联系电话: (0411) 84710309

版权所有 侵权必究 举报电话: (0411) 84710523

如有印装质量问题, 请联系营销部: (0411) 84710711

译者前言

市场微观结构理论在实体资产或金融资产交易中的应用已经成为当代投资学领域的重要研究内容。H. 肯特·贝克与哈利尔·基默兹博士的著作《新兴市场与发达市场的微观结构》正是揭示全球金融市场微观结构特征的经典著作之一。本书的两位作者均为金融市场微观结构领域的权威专家，他们既有扎实严谨的学术功底和丰硕的理论研究成果，也具备丰富的从业实践和决策咨询经验。

本书以充实的内容和准确的表述为读者详细地展现了股票市场、债券市场以及其他金融市场的微观结构特征、价格形成的市场设计、交易成本、交易时机以及信息披露等诸多问题，并对诸如欧盟新兴市场的价格行为以及新兴市场国家的股票市场效率等问题进行了有针对性的介绍。

近年来，中国金融市场蓬勃发展，在面对众多发展机遇的同时，也面临着诸如股票市场熔断机制运行失效等现实问题。在这样的时代背景下，《新兴市场与发达市场的微观结构》一书的引入对于深入分析和完善我国金融市场微观结构，提高金融市场运行效率，有着重要的参考价值。因此，本书特别适用于相关领域专业人士及从业人员阅读参考，也适合作为相关专业的本科高年级学生和研究生专业教材。

本书的翻译工作由天津财经大学经济学院金融系孟昊和郭红全面负责。具体分工如下：第1章由天津财经大学人文学院外语系古炜翻译，第2、3章由郭红翻译，第4章由郭红、张吉鹏翻译，第5、6、7、8章由郭红翻译，第9章由郭红、柯宏宇翻译，第10章由郭红、王欢翻译，第11、12、13、14、15、16、17章由郭红翻译，第18、19、20、21、22、23、24、25章由孟昊翻译，讨论题答案由郭红翻译。最后由孟昊、郭红负责统稿和校对。

限于译者的水平，翻译中的错误疏漏之处在所难免，恳请广大读者批评指正。

译者

2016年2月

致谢

我们对本书能成为 Robert W. Kolb 金融系列丛书的一部分感到非常高兴，也非常感谢 Bob Kolb 的支持。还有很多人为了本书的成功做出了贡献。对每一章的作者都要表示特别的感谢，因为他们为写出生动的文字付出了巨大的努力。我们要感谢约翰·威立父子有限公司的专业团队，他们在整个工作中表现出了高水平的敬业精神和专业能力。尽管很多人都对本书做出了重要的贡献，但在此我们还要特别感谢执行编辑 Kevin Commins，他为本书获得了授权，同时要特别感谢出版编辑 Melissa Lopez。我们要感谢 Linda Baker，她认真地校对了本书的部分原稿，对此项工作表现出了极大的耐心。在此，我们还要特别感谢美利坚大学 Kogod 商学院和罗林斯学院 Crummer 商学研究生院为我们提供的支持。作者将本书献给 Linda Baker 和 Nilgün Kiymaz。

目录

第一部分 市场微观结构介绍

- 第1章 市场微观结构概述
H.KENT BAKER和 HALIL KIYMAZ 3
- 第2章 股票市场微观结构
NAZLI SILA ALAN, RECEP BILDIK和 ROBERT A. SCHWARTZ 18
- 第3章 欧元区政府债券市场微观结构
MADHUCCHAND DARBHA和 ALFONSO DUFOUR 40
- 第4章 衍生工具市场微观结构发展
JAMES T. MOSER 61
- 第5章 外汇市场微观结构
CAROL OSLER和 XUHANG WANG 80
- 第6章 金融危机前后的证券市场监管结构
DONATO MASCIANDARO和 MARC QUINTYN 101
- 第7章 金融市场传染
THADAVILLIL JITHENDRANATHAN 118

第二部分 市场体系与设计

- 第8章 市场体系：概念框架与现实体系
MASSIMILIANO MARZO 141
- 第9章 设计交易市场
MASSIMILIANO MARZO 164

- 第10章 市场设计中的现存问题
CAROLE COMERTON-FORDE 184
- 第11章 百分位报价和离散性
BRITTANY COLE 和 BONNIE VAN NESS 207
- 第12章 暗池交易
HANS DEGRYSE, GEOFFREY TOMBEUR, MARK VAN
ACHTER 和 GUNTHER WUYTS 223

第三部分 价格形成与价格发现

- 第13章 交易成本的决定因素
YU-CHUAN HUANG 245
- 第14章 做市商与流动性
FRANK J.SENSENBRENNER 267
- 第15章 超越内部价差的流动性：交易的价格冲击
PAUL J.IRVINE 285
- 第16章 国际资产市场和新兴资产市场的价格发现
YIUMAN TSE 和 MICHAEL WILLIAMS 303
- 第17章 抑制波动：熔断机制、价格限制机制与交易暂停机制
DAVID ABAD 和 ROBERTO PASCUAL 323

第四部分 交易成本、择时成本和信息披露

- 第18章 买卖价差、佣金和其他成本
THANOS VEROUSIS 351
- 第19章 交易前和交易后透明度
STEPHEN G. SAPP 和 INGRID LO 372
- 第20章 有关透明度和信息披露的实证与实验研究
ARIE E.GOZLUKLU 394

第五部分 新兴市场的微观结构问题

- 第21章 新兴市场的股票市场效率和市场微观结构
PARVEZ AHMED 419

第 22 章	流动性和亚洲股票市场危机	
	CHARLIE CHAROENWONG, DAVID K. DING 和 YUNG CHIANG YANG	442
第 23 章	新兴市场的交易成本与执行策略	
	MARK HUMPHERY-JENNER 和 ELIZA WU	462
第 24 章	新兴市场在信息到达期间的盘中价格表现	
	JAN HANOUSEK, EVŽEN KOČENDA 和 JAN NOVOTNÝ	484
第 25 章	非洲股票市场的微观结构	
	SABUR MOLLAH 和 ABUL HASSAN	504
讨论题答案		525

第一部分

市场微观结构介绍

第1章 市场微观结构概述

H.KENT BAKER

美利坚大学 Kogod 商学院金融学教授

HALIL KIYMAZ

罗林斯学院 Crummer 商学院研究生院美国银行金融学教授

1.1 引言

在过去的30年间，出现了大量有关市场微观结构的文献。尤其是在经历了1987年股市崩盘之后，人们对市场微观结构的兴趣愈加浓厚。Madhavan (2000) 将这一现象归因为结构、技术和监管的快速变革对全球证券业的影响。该文献深入剖析了证券市场的运行和行为以及资产价格的日内行为。Madhavan 还指出，市场微观结构文献的一个主要贡献是打开了金融市场中价格和数量决定的黑箱。近期的文献也阐释了市场微观结构是如何影响经济行为的。简言之，市场微观结构是很重要的。

什么是市场微观结构？金融经济学涉及市场交易的细节，微观结构是金融经济学的一个分支。对于市场微观结构，许多人还有其他的观点。Harris (2003) 认为，市场微观结构检验了市场交易和市场构成。O'Hara (1995) 把市场微观结构视为对特定规则下的资产交易过程和结果的研究。Madhavan (2000) 认为，市场微观结构研究的是一个过程，在这一过程中，投资者的潜在需求最终转化为价格和成交量。Stoll (2003) 认为，市场微观结构论及的是金融中介的纯粹形式，因为资产不能被转化，但可以很容易地从一方转移到另一方。尽管市场微观结构理论适用于实物或金融资产交易，但本书强调的是金

融市场的微观结构，进而涉及金融资产的交易，其中包括：股票、债券或其他金融工具。

市场的基本功能是把卖方和买方联系在一起，尽管随着时间的推移，这一功能几乎未发生任何改变，但交易方式却发生了显著的转变，尤其是在过去的几十年间。例如，Comerton-Forde和Ryde（2004，p.9）指出：

10年到15年前，本国交易所垄断经营。大多数公司唯一的选择就是在本国交易所挂牌上市，大多数投资者唯一的选择也是通过同一交易所进行投资。如今，技术的进步和经济全球化的进程彻底改变了这种状况。公司能够自由选择上市地点，机构投资者也可以在任意市场进行交易。散户也有了更多进入外国市场的途径。现在的交易所已经成为一个高度竞争的行业。

许多书籍和数不清的期刊论文都从各个层面对市场微观结构进行研究，鉴于市场微观结构在全球经济中的重要性，这一现象也就不足为奇了。例如，在这一领域中值得关注的书籍包括O'Hara（1995）的著作，这是一本纯理论性的专著。专业性更强的包括Lyons（2001），Harris（2003）和Hasbrouck（2007）的文献。最近出版的关于市场微观结构的书籍有Vives（2008），de Jong和Rindi（2009）以及Schmidt（2011）的著作。

由此看来，真的还需要其他研究市场微观结构的书籍吗？答案很简单：是的。市场微观结构具有快速演进性和动态性，因此需要不断更新其内容。也就是说，对全球证券业有重要影响的结构、技术和监管的快速变革也是影响市场微观结构的主要因素。此外，这些变革产生的原因非常复杂，继而需要新的文献阐释其深度和广度。

1.1.1 本书的宗旨

《新兴市场与发达市场的微观结构》一书的宗旨是将有关新兴和发达金融市场微观结构的各类文献综合在一起，这些文献有理论性的、实证性的以及实验性的。简单地说，本书的意图是让人们更好地理解市场是如何运行的。市场微观结构研究的主要内容是检验市场运行过程对交易成本、价格、报价、交易量和交易行为等决定性因素起作用的方式。因此，市场微观结构对金融市场的有效性和完整性具有重要作用。

为什么要研究新兴市场 and 发达市场？世界银行经济学家Antoine Van Aghmael在20世纪80年代创造了“新兴市场”这一术语，在那时，国际投资界越来越认识到此类市场的独有特性和潜在利益。尽管这一术语被频繁使用，但人们尚未对构成新兴市场的理论性定义和操作定义达成共识。对新兴市场的界定

涵盖了从极低收入经济体到有望进入经济高速增长和工业化的国家在内的全部范围。还有些界定包含了被视为不发达的所有国家。无论是从广义还是从狭义上对新兴市场进行界定，新兴市场 and 发达市场之间都存在着显著的区别。根据 Bruner, Conroy, Estrada, Kritzman 和 Li (2002) 的观点，新兴市场与发达市场的区别表现在如下领域：会计透明度、流动性、贪腐行为、波动性、治理结构、税收和交易成本。这些区别可能导致了新兴市场和发达市场的市场微观结构相异。因此，本书将对这两种类型的市场进行检验。

在当今环境下，市场微观结构是一个充满活力的领域，不断快速演进发展。由于这一领域有大量文章和其他资料，本书涉及的内容须有选择性，因为一本书难以涵盖市场微观结构这一庞大领域的各个方面。然而，本书力图将诸多学者和从业者的贡献融为一体，对那些重要又具有针对性的主题做出独立评述。由于信息在决策制定中的重要性，许多主题都涉及信息问题。

《新兴市场与发达市场的微观结构》一书不仅带领读者了解市场微观结构的核心主题，而且还剖析了最新和最前沿的发展趋势。此外，对市场微观结构研究的讨论在本书中贯穿始终，涵盖的内容从对基本概念及其应用的讨论延伸至日益复杂的现实世界。因此，本书兼顾理论性和实践性，同时试图在内容丰富和通俗易懂之间达到平衡。读者由此可以了解丰富的文献，并对金融市场如何形成有所理解。那些对广泛研究有兴趣的读者和那些在这一特定领域寻求更深层次研究的读者同样会从中获益。

综上所述，《新兴市场与发达市场的微观结构》从崭新的视角探究这一复杂而又令人着迷的领域。此外，本书还丰富了 Robert W. Kolb 金融学系列丛书的内容，不仅因为其关联性和重要性，更因为它对现有的及将来的关于投资和金融市场的书籍起到了补充作用。

1.1.2 本书的显著特征

《新兴市场与发达市场的微观结构》具有以下显著特征：

- 本书以当下的视角探讨文献资料，并着眼于未来的研究，把学者的理论世界和从业者的实用主义观点有机融合。实现这一目标需要杰出学者和资深从业者的共同努力，集思广益，使本书可以从多样化的视角进行研究，也确保了各种思想有效地相互作用。

- 本书以直接且实用的方式对一系列重要的相关研究进行了全面概述。这样的综合分析反映出这一领域的研究现状，突出了通过研究得出的一般结论。投资者、学者、政策制定者以及监管者都能从中获得启示。

- 本书通过对新兴市场和发达市场的微观结构进行检验，提供了市场微观结构的全球视角。

- 本书保留了诸多为本书撰写提供帮助的人的观点，同时还遵循了格式和风格的内部一致原则。与各种声音交汇的合唱团类似，本书的作者也都抒发出了自己的观点。合唱团和本书的目标一致，都是让众人一起发出和谐的声音。实现这一目标需要大量的编辑工作，用以确保每个章节之间的紧凑和连贯。

- 每一章都会把有助于突出关键概念的问题拿来进行讨论，参考答案附在书后。这种形式对于课堂中的教师和学生尤其有用。

1.1.3 目标读者

鉴于范围涉及较广，这本兼具实践性和综合性的书籍对投资者、学者、学生、监管者和交易所官员以及其他对市场微观结构有兴趣的人都非常具有吸引力。例如，《新兴市场与发达市场的微观结构》一书可以为投资者提供指导，用以帮助他们在构成市场微观结构的多个主题中找准方向。学者们可以把本书视为理解市场微观结构研究多样化的基础，也可以将其作为研究生和本科生金融市场课程的独立或补充教材。他们还可以以本书作为未来研究的跳板。学生们可以将本书作为完成学业的宝贵资源和从事科研项目的基础。监管者和交易所官员可以借助本书涉及的概念和实证研究设计更高质量的市场。最后，图书馆也可将本书作为研究参考进行收藏。

1.2 本书的结构

本书分为五个部分，共包含24章。以下是各章的内容简介。

1.2.1 第一部分：市场微观结构介绍

第2章至第5章分别检验了四种类型金融市场的微观结构：股票市场（第2章）、债券市场（第3章）、衍生工具市场（第4章）和货币市场（第5章）。第6章检验了近期金融危机前后的证券市场监管体系。第7章通过讨论金融市场传染及其对市场微观结构的影响，对引言性章节进行了总结。

第2章：股票市场微观结构

(Nazli Sila Alan, Recep Bildik 和 Robert A.Schwartz)

本章介绍了股票市场微观结构，并对不断演进的微观结构文献进行了综

述。在分析了无摩擦市场的两个特点（流动性和股价随机游走）之后，本章又重点介绍了市场的价格发现和数量发现功能。随后，本章特别关注了日内价格波动，并将其作为摩擦环境下衡量市场效率的标准。此外，本章认为，强有力的首次公开发行（IPO）市场对国家经济发展至关重要，并着重强调，为已发行股票建立一个运转良好的二级市场是IPO市场日趋完善的关键。后续的讨论特别关注了伊斯坦布尔证券交易所及其近期对土耳其经济发展的作用。

第3章：欧元区政府债券市场微观结构

(Madhucchand Darbha 和 Alfonso Dufour)

本章强调了股票市场与固定收益市场的相似性和不同点，并概述了欧元区政府债券市场交易和流动性的特点。多数现有研究关注的都是美国市场，而本章为读者呈现出MTS市场的制度细节。MTS市场是欧洲最大的电子交易平台，用于政府债券、准政府债券、资产支持证券和公司固定收益证券的交易。本章介绍了高频固定收益数据的主要特点，以及市场流动性的测度方法。最后，本章还阐明了欧洲各国流动性的差异、流动性如何随着市场结构变化，以及流动性在近期的流动性危机和主权债务危机期间是如何变动的。

第4章：衍生工具市场微观结构发展

(James T. Moser)

衍生工具交易双方在衍生工具市场达成合约。这些合约的定价基础衍生自商品或其他金融资产的价格。市场参与者会在衍生工具合约的定价中加入因能够降低双方违约风险的合约特性以及交易技术运用而产生的成本。本章回顾了涉及三类交易技术微观结构特征的相关文献：卖方减价、公开喊价和电子市场。卖方减价机制基于瓦尔拉斯理论中的理论化市场，为东京谷物交易所采用。公开喊价机制在芝加哥期货交易所已有超过100年的历史。电子市场日益取代传统交易场所。本章检验了各类交易场所的微观结构，对订单处理成本、存货成本以及因信息不对称而产生的成本等进行分析。

第5章：外汇市场微观结构

(Carol Osler 和 Xuhang Wang)

本章描述了外汇市场的结构及微观经济。首先列举了外汇市场的主要参与者和交易工具，重点介绍了20世纪90年代电子交易兴起后随之产生的主要市场机制变革。随后，本章讨论了订单流对汇率、流动性供给、价格发现机制及波动性的影响及其原因。最后得出结论，订单流是汇率回归的重要驱动因素。订单流的影响反映了私人信息以及外汇需求（特别是企业需求）的有限弹性。本章还归纳得出，外汇市场的微观结构与我们已经深入研究的其他市场迥然不

同，因此，汇率模型的设计必须十分谨慎。外汇交易者面对的买卖价差由交易策略和对市场力量的考虑决定，而非由逆差选择决定。汇率在非投机性的公司流量和投机性的金融流量的相互作用下确定。因此，微观结构的严格模型必须将上述两点纳入其中。

第6章：金融危机前后的证券市场监管结构

(Donato Masciandaro 和 Marc Quintyn)

证券监管架构的现状如何？近期的金融危机表明，金融服务市场高度混业经营，需要混业监管手段。如何将证券监管融入整个监管设置？基于多个国家监管设置的不断更新的数据库（包括1998年至2010年间的102个国家），本章采用一种新的各部门一体化的指数对这一问题进行分析。此外，本章还采用这一指数对欧盟及美国提出的改革建议进行了评估。

第7章：金融市场传染

(Thadavillil Jithendranathan)

全世界金融市场的一体化程度不断加强。在这个一体化的市场体系中，任何单一市场对这一体系的冲击都会快速地转移至其他市场，从而形成传染。这些冲击的传播渠道是各国间的金融、实体经济和政治联系。本章将检验金融市场传染及其对市场微观结构的影响。在对市场传染事件的实证研究中，经济体间的基本联系无法解释一国至另一国的冲击溢出的强度问题。行为金融理论对这一异常现象做了另一种解释。冲击溢出可以归因于投资者的非理性行为以及羊群效应。有多种方法可以用于对冲击传导的研究。本章讨论了其中的三种：方差比率模型、动态条件相关模型和协整模型。本章最后对近期发生的一些金融市场传染事件进行了归纳。

1.2.2 第二部分：市场体系与设计

第二部分的5个章节强调了市场设计与交易协议的重要性。第8章是市场结构的概览，第9章和第10章检验了涉及市场设计的诸多重要问题。第11章研究了最小价格变动及其对市场质量和行为的影响。第12章探讨了暗池交易及其对市场质量的影响。

第8章：市场体系：概念框架与现实系统

(Massimiliano Marzo)

本章研究了金融市场的市场结构不断演进的潜在逻辑。本章的开篇谈论了不同类型的市场结构及其主要驱动力：交易商和经纪人寻求流动性。本章表明市场结构设计是寻求流动性和交易商寻求存货风险最小化的产物。在本章对存