

The New Normal Economic Financial Risk Management Problems Under Study

新常态经济下 金融风险管理若干问题研究

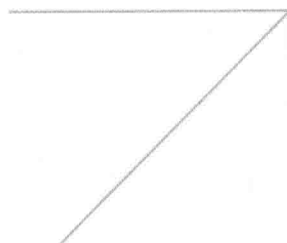
■ 中央财经大学中国金融发展研究院 著

本书立足于我国经济发展的新常态，从金融市场、金融中介、公司治理和投资者行为等视角出发，借助现代金融经济理论和计量经济工具，对一些重要和热点的中国和国际问题进行理论探讨和实证分析，进而提出我们的看法和指导性政策建议。

The new normal economic financial risk
management problems under study

新常态经济下金融 风险管理若干问题研究

| 中央财经大学中国金融发展研究院 ◎ 著 |



 中国金融出版社

责任编辑：张怡姮

责任校对：刘 明

责任印制：张也男

图书在版编目 (CIP) 数据

新常态经济下金融风险管理若干问题研究 (Xinchangtai Jingjixia Jinrong Fengxian Guanli Ruogan Wenti Yanjiu) / 中央财经大学中国金融发展研究院著. —北京：中国金融出版社，2017. 7

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8991 - 8

I. ①新… II. ①中… III. ①金融风险—风险管理—研究—中国
IV. ①F832. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 089024 号

出版 中国金融出版社
发行

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](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 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 27

字数 396 千

版次 2017 年 7 月第 1 版

印次 2017 年 7 月第 1 次印刷

定价 80.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8991 - 8

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

The new normal economic financial risk
management problems under study

引言

新常态经济下金融 风险管理若干问题研究



伴随着经济齿轮增速放缓进入“新常态”，我国金融风险不断累积，所面临的问题日益突出。根据第一财经研究院和东航金融发布的《中国金融风险与稳定报告 2015：新常态下的非常态金融风险》，和 2007 年相比，中国的整体金融风险有明显上升，尤其表现在宏观经济风险、信贷风险、风险偏好以及市场和流动性风险几方面。具体来讲，金融风险指的是与金融有关的风险，如金融市场风险、金融机构风险和公司金融风险等。金融风险的爆发有可能对整个金融体系的稳健运行构成威胁，一旦发生系统性金融风险，金融体系运转失灵，必然会导致全社会经济秩序的混乱，甚至引发严重的经济衰退和政治危机。因此，如何及时发现，量化评估以及有效管理金融风险也成为投资者，金融机构，金融中介和监管当局亟待解决的最重要问题之一。

本书立足于我国经济发展的新常态，从金融市场、金融中介、公司治理和投资者行为等视角出发，借助现代金融经济理论和计量经济工具，对一些重要和热点的中国和国际问题进行理论探讨和实证分析，进而提出我们的看法和指导性政策建议。本书共十五个章节，大体可分为四个部分。第一部分是股票市场篇，共有六章：第一章“股票动量投资回报的风险调整”，由 Michael Gorman 和吴仰儒主笔；第二章“资本市场开放对两地股市波动影响研究报告”，由冉齐

鸣、魏向东和李媛主笔；第三章“股市波动的结构突变和波动溢出效应研究”，由朱莎和裴沛主笔；第四章“投资 A-H 交叉上市企业的风险分析”，由刘芳主笔；第五章“个别风险的夏普比和横截面股票收益”，由贾越理和刘迪主笔；第六章“股票价格对股票收益波动率的影响”，由李建栋和牛俊俊主笔。第二部分是金融衍生品市场篇，共有两章：第七章“政府政策对股指期货在基金中套期保值绩效影响的实证研究”，由温健和王博超主笔；第八章“风险管理视角下的中国衍生品市场现状”，由郭枫主笔。第三部分是银行和债券市场篇，共有三章：第九章“影响全球上市商业银行 RAROA 的共同因素分析”，由钟锐和于佳璐主笔；第十章“中国企业债务杠杆的结构性失衡及其不良后果”，由高昊宇、王云和杨晓光主笔；第十一章“我国债券定价及流动性转移补偿研究：基于政策性金融债市场”，由胡诗旋和李杰主笔。第四部分是投资者行为，公司治理和政治风险篇，共有四章：第十二章“机构投资者举牌和股票流动性风险——基于 A 股市场上市公司的实证研究”，由丁明发、徐慧杰和张文轩主笔；第十三章“机构投资者与企业风险承担”，由卢钧和刘纯敏主笔；第十四章“投资者认知度和非系统风险”，由崔颀主笔；第十五章“风险投资参与对定向增发公告效应的影响分析”，由何重达、汪玮明和陈祺东主笔。我作为主编统筹了全书的整体规划，组织协调了写作进程，并统一校对了全书初稿。

从本书的最初规划到写作完成，吴仰儒院长等院领导给予了极大的精神鼓励和物质支持，各位同事也就擅长的研究领域积极供稿并参与各个章节的创作，首先，感谢各位领导和同事对本书写作过程的大力支持。其次，还要感谢为本书编写提供后勤保障的王文忠以及参加修改审阅的邓婕。最后，特别感谢中国金融出版社编辑老师的耐心与支持，大家的通力合作最终才使得该书的出版成为可能。

钟锐

2017 年 3 月 12 日

The new normal economic financial risk
management problems under study

新常态经济下金融 风险管理若干问题研究



目 录

第一部分 股票市场



第一章 股票动量投资回报的风险调整/3

一、引言/3

二、数据以及现有方法/7

三、现有的估计以及参数估计产生的问题/10

四、跳过排序期的估计/12

五、推荐的方法/16

六、模拟/21

七、结论/26

参考文献/27



第二章 资本市场开放对两地股市波动影响研究报告/30

一、研究背景/30

二、描述性统计分析/31

三、实证分析/37



四、初步结论、未来研究的方向和政策建议/44

参考文献/47

第三章 股市波动的结构突变和波动溢出效应研究/48

一、概述/49

二、模型方法/52

三、实证研究与结果分析/54

四、结论与政策建议/65

参考文献/67

第四章 投资 A-H 交叉上市企业的风险分析/70

一、政策背景引起的回归潮/71

二、文献综述/72

三、数据来源/75

四、回归 A 股的决策分析/76

五、后续表现/83

六、结论/101

参考文献/103

第五章 个别风险的夏普比和横截面股票收益/107

一、引言/107

二、IVOL 的时间序列性质及 ζ IVOL/110

三、 ζ (IVOL) 对未来收益率的预测能力/115

四、 ζ (IVOL) 的预测能力从何而来/122

五、结论/124

参考文献/125

第六章 股票价格对股票收益波动率的影响/128

一、选题背景及意义/128

- 二、文献综述/129
- 三、模型及数据/132
- 四、实证结果/134
- 五、结论/141
- 参考文献/141

第二部分 金融衍生品市场

第七章 政府政策对股指期货在基金中套期保值绩效影响的 实证研究/147

- 一、引言/147
- 二、文献综述/148
- 三、模型与数据/150
- 四、实证分析/154
- 五、结论/159
- 参考文献/162

第八章 风险管理视角下的中国衍生品市场现状/164

- 一、引言/164
- 二、衍生品分类/166
- 三、案例分析/198
- 四、总结/203
- 参考文献/204

第三部分 银行和债券市场

第九章 影响全球上市商业银行 RAROA 的共同因素分析/209

- 一、引言/209



- 二、理论基础与研究现状/213
- 三、全球上市商业银行盈利共性的实证分析/217
- 四、全球上市商业银行 RAROA 影响因素分析/233
- 五、结论及建议/245
- 参考文献/247



第十章 中国企业债务杠杆的结构性失衡及其不良后果/252

- 一、引言/252
- 二、数据/256
- 三、杠杆的结构问题/256
- 四、杠杆失衡的后果/264
- 五、总结和建议/275
- 参考文献/276



第十一章 我国债券定价及流动性转移补偿研究：

基于政策性金融债市场/278

- 一、引言/278
- 二、文献综述/281
- 三、数据及处理过程/283
- 四、数据处理/286
- 五、模型的建立及实证结果/288
- 六、结论/292
- 参考文献/292

第四部分 投资者行为，公司治理和政治风险



第十二章 机构投资者举牌和股票流动性风险——基于 A 股市场上市公司的实证研究/299

- 一、引言/299
- 二、变量和模型/304
- 三、数据/310
- 四、实证结果/314
- 五、稳定性检验/325
- 六、结论与政策性建议/327
- 参考文献/328

第十三章 机构投资者与企业风险承担/333

- 一、引言/333
- 二、文献综述/335
- 三、数据/337
- 四、回归分析/340
- 五、结论/344
- 参考文献/344

第十四章 投资者认知度和非系统风险/347

- 一、前言/347
- 二、研究背景/349
- 三、数据与统计/351
- 四、分析结果/353
- 五、S&P500 指数的加入与非系统性风险/356
- 六、结论/359
- 参考文献/359

第十五章 风险投资参与对定向增发公告效应的影响分析/363

- 一、前言/363
- 二、文献综述/369



三、研究假设/373

四、研究方法和数据样本/378

五、描述性统计/389

六、实证结果分析/398

七、结论阐述/415

参考文献/416



The new normal economic financial risk
management problems under study

**新常态经济下金融
风险管理若干问题研究**



第一部分

股票市场

第一章 股票动量投资回报的风险调整^①

摘要：本章展示了不论是基于投资组合层面还是资产层面的检验，使用传统方法来构造动量投资组合会导致有偏的回归系数。同时，我们介绍了另一种可以规避这种偏倚的方法。使用这种新的方法，我们计算了更加准确的风险调整收益率估计。结果显示，标准的动量策略计算出的风险调整收益率要比之前的估计高出 40 个基准点。

一、引言

CAPM 模型不能很好地解释截面股票收益这一点已经被多次论证。其中，动量投资组合就是论证 CAPM 模型缺点的一个例子。在 3 个到 12 个月的中期区间内，拥有高历史收益率的资产投资组合比低历史收益率的组合表现得更好。

关于股票价格的动量这一点，Jegadeesh 和 Titman (1993) 将 3 个到 12 个月的数据排序并以此构造了资产投资组合，然后进行了详细的分析。得到每月大概 1% 的超额收益率。

即使许多后续的研究者利用了不同样本来证实这篇文章一开始的结论（例如 Jegadeesh 和 Titman, 2001），而且他们使用了更为多样的资产来扩大研究动量的范围（例如 Fama 和 French, 2012; Moskowitz, Ooi 和 Pedersen, 2012; Asness, Moskowitz 和 Pedersen, 2013），他们都得到了一个共同的结论：即使在不同市场、不同时间区间、利用不同资产类型以及多种策略来进行检验，动量都是稳健的。

^① 作者：Michael Gorman 和吴仰儒。



但是,很多研究表明,迄今普通的风险因子还没有强有力地解释动量和几个有名的市场异象。Pastor 和 Stambaugh (2003), Sadka (2006) 证明了动量至少与美国股票的流动性相关, Asness, Moskowitz 和 Pedersen (2013) 则将这一点扩展到了更多的市场和资产类型。Chordia 和 Lakshmanan (2002) 利用宏观变量作为解释变量,减小了动量的影响。Cooper, Gutierrez 和 Hameed (2005) 得到相反的结论,他们并没有发现宏观因素具有这样的功能。Moskowitz 和 Grinblatt (1999) 试图使用行业因素来解释动量,最后发现行业因素仅仅减少了但并没有完全消除动量的收益。其他的研究者(例如 Daniel, Hirshleifer 和 Subrahmanyam, 1998; Barberis, Shleifer 和 Vishny, 1998, Hong 和 Stein, 1999) 也花了大量精力来通过行为金融理论来解释动量, Asness, Moskowitz 和 Pedersen (2013) 深入研究了这些方法,最后发现动量(与其他市场异象)可能是全球风险因子造成的。

许多研究也表明,使用随时间变动的投资组合 Beta 的估计可以帮助解释一些更为持续的异象例如规模效应和账面市值比效应。Jagannathan 和 Wang (1996), Lettau 和 Ludvigson (2001), Santos 和 Veronesi (2006), Lustig 和 Van Nieuwerburgh (2005) 都对此进行了深入的研究。Wang 和 Wu (2011) 也将其运用到动量的分析里,这种方法我们在后面将会运用到。与 Jegadeesh 和 Titman (1993) 使用静态参数估计的方法不同,这是近年研究动量方面的文献里出现的比较新的变化。尽管这种方法下的估计结果大大减小了规模效应和账面市值比效应异象,动量异象却显得更为持久了。动量的持续性也成为了攻击有效市场理论最为有效的利剑。

在本章中,我们想知道现有的方法是否准确地衡量了动量异象。我们首先关注在资产层面的动量检验,去发现这种偏倚是如何引入整个过程的。接着我们将分析这种偏倚是通过怎样的机制转移到现有文献中多有讨论的投资组合层面的估计上的。最后,这篇文章将展示一个不被偏倚所影响并且可以衡量无偏的动量 Alpha 的方法。经我们改进的动量异象衡量方法表明,动量策略所得到的月度超额收益率要高出以前估计大概 40 个基准点。

文章的出发点是发现现有动量参数估计中的偏倚。动量由于其所运用到的

策略使得它与其他的市场异象研究不同。作为一种技术上的交易策略，动量策略依靠收益率数据来选择资产。通过基于极端的实现收益率来选择资产，这个收益率由预期超额收益率、市场风险敞口以及非系统性风险实现来组成，使得其不是市场的典型收益。这些观测值非正态而且选于分布的尾部，与标准模型的假设相违背。

对于资产层面的检验，通常尽可能地使用最新的收益率数据来估计公司的参数。在这种情况下通常意味着动量投资组合用来选择资产的排序期收益率也被包括进了回归样本中。Lewellen 和 Nagel (2006)^① 使用了最少的 12 个观测值（一年的月度数据）来进行条件 CAPM 的估计，然而更为常见的是使用更多的数据（Wang 和 Wu, 2011，使用了 3 年的数据）。当我们在动量中使用极端数据的十分位数时，投资组合形成期间的观测值的量级将会变得异常极端。

如果资产在投资组合形成期间受到了大量冲击，我们在选择这些冲击的时候会使用更为系统的选择方法，现在我们拥有冲击的期望值不为 0 的数据。直观地，我们会想到，在构建动量投资组合时，具有异常高的公司个别风险冲击的资产与其他有负的公司个别风险冲击的资产相比，会表现得更好。

让模型设置误差项之和为零可以简单地使得选择偏差造成的误差项期望转移到 Alpha 参数上。这会导致由最高（最低）收益率十分位数资产构成的投资组合的模型中 Alpha 参数的估计偏高（偏低）。

解决这个问题最简单的方法就是在资产层面进行回归，观察在使用尽可能新的数据进行回归时 Alpha 估计的变化，尽可能新的数据的回归根据定义就包含了排序期。使用这种方法，我们预期会观察到随着排序期变长而不断增大的 Alpha 估计值（由于偏倚），而且这个估计值会比现有文献中的动量估计值大。在这篇文章中证实了这一点。

① 关于条件 CAPM 大量的研究已经由 Wang (2003)、Ang 和 Chen (2006) 以及 Petkova 和 Zhang (2005) 完成。Harvey (1989)、Shanken (1990)、Jagannathan、Wang (1996) 以及 Lettau 和 Ludvigson (2001) 使用国家变量来进行条件 CAPM 的检验，遇到了不小的挑战。Lewellen 和 Nagel (2006) 继续了这项研究，文中简单地假设了资产参数在较短的时间窗口内是稳定的，使得他们无须特别说明条件信息的集合。



为了解决这一问题，现有文献中（Lewellen 和 Nagel, 2006 以及 Wang 和 Wu, 2011）使用了另一种方法来进行这些回归分析，在回归中估计 Beta 参数而不是 Alpha 参数。在持有期间使用 Beta 估计，研究者可以在假设独立的 Alpha 以及 Beta 后得到无偏的估计，继而得到持有期间的超额收益率。

这个假设同样是有问题的，最早从 Jegadeesh 和 Titman（1993）起，文献中可以发现，包含买入动量的投资组合与市场相比有异常高的 Alpha 和 Beta。这两个参数之间的正相关是个问题，Alpha 构造中的偏差似乎也会以相似的方向、不同的量级反应到 Beta 估计上。当 Beta 估计有偏差的时候，同样也会反应到 Alpha 的估计上。考虑到这个问题，现有的方法不符合我们的要求。在卖出投资组合里，当系统性选择的资产 Beta 系数越大，Alpha 和 Beta 系数就有更加明显的关系，说明这个相关关系不仅在两种投资组合中都存在（两者都有偏差），而且这种关系还是非线性的。这种关系的结构不是这篇论文主要的关注点，但是也足够让我们对滞后的 Beta 估计产生怀疑。

基于资产层面估计动量 Alpha 所带来的问题，我们最简单的反应就是通过投资组合的层面来得到 Alpha 参数的估计。

投资组合层面的估计存在一个潜在的问题，它同样受制于资产层面的 Alpha 参数的偏差。资产层面的估计因为使用最新的数据（包括排序期）以及将偏差引入到了参数估计中而受到了质疑。从表面上看，由于投资组合层面的检验仅仅对持有期间的数据进行回归，它将不会有这样的偏倚。理论上，在有效市场内，在买入和卖出的投资组合中持有期资产不会出现过采样和欠采样。不幸的是，在衡量市场异象时，有效市场的假设很容易会被打破。

然而，如果仅仅对持有期进行回归，我们会观测到动量策略有无效率的买卖调整。这个问题在观察资产在给定年份内卖出和买入情况时出现，投资组合买卖调整的比率明显要高于有效市场预期到的比率。投资组合中现有的资产进出越频繁，在 6 个月后再次被考虑到重置投资组合中的概率会比随机选择的资产要小。

这种较低的代表性导致了一个问题。我们现在知道了在任何给定时间上，