

中国平安 PINGAN

保险·银行·投资



中国平安励志计划

学术论文获奖文集

(2008)金融卷

ZHONGGUO PINGAN LIZHI JIHUA
XUESHU LUNWEN HUOJIANG WENJI



人民大学出版社

中国平安 PINGAN

保险·银行·投资



中国平安励志计划

学术论文获奖文集

(2008)金融卷

ZHONGGUO PINGAN LIZHI JIHUA
XUESHU LUNWEN HUOJIANG WENJI

中国平安保险(集团)股份有限公司 编



人民出版社

序 一

又到了励志计划论文奖战果丰收的时候了。每年一到这个时候，我就非常欣慰，当看到那么多理性思辨、学以致用的论文呈现在眼前的时候，如同看到了青年学子们的勃勃生机。然而今年这种情绪格外强烈，因为今年是个特殊的年份，励志计划五周岁了！

五年，在历史长河中只是短短一瞬，但对于励志计划来说，意义非凡。五年，励志计划从无到有，经历了新生、成长、成熟的过程：从单纯的保险类论文评选，发展到涵盖保险、金融、经济三大领域的论文评选；从单一的励志论文奖，发展到融励志奖学金、励志论坛、励志同学会等系列项目为一体的综合学术平台；从当初十几人的专家团队，发展到现在的近五十名顶尖专家的庞大阵容；从之前几十人参与的不知名的小活动，发展到现在近百所高校共同参与的知名公益品牌。

五年来，我们感激众多学者积极的参与和热情的支持。他们严谨的治学态度，使论文评选的权威性、公正性得到了专业的保障。

五年来，我们感激全国各大高校对励志计划卓有成效的组织和推动，使得活动的参与度、影响力不断提高，让我们更有信心将励志计划这个平台拓展得越来越宽阔，为更多的学子提供成长、成才的机会和可能。

五年来，我们感激合作伙伴对励志计划的广泛支持和传播。《经济观察报》、和讯网等知名财经媒体不断地贡献他们的独特力量。2007年，励志计划因其杰出的品牌效益和良好的公众形象在“中国财经风云榜”评选中荣膺“2007年度中国保险业杰出营销与品牌建设奖”。

励志计划是中国平安履行公民职责的一个重要的公益活动。作为一家有着远大成长抱负的金融企业，平安深刻地理解到，在企业的发展过程中，处理好平衡好企业成长与社会发展的关系、积极承担社会责任至关重要。所以，多年来平安一直在教育公益、红十字公益、灾难救助等公益事业上积极投入。去年5·12地震发生后，平安第一时间启动重大灾难应急预案，员工和企业累计捐款总额逾7500万元。在今年5·12地震一周年之际，平安宣布举资1000万元，设立“中国平安希望奖学金”，用于鼓励全国平安希望小学的孩子们追求卓越，立志成才。我们的付出和努力得到了社会的认可和赞誉。平安蝉联七届“中国最受尊敬企业”，连续四年获得“中国最佳企业公民”，连续三年荣膺“最具责任感企业”。

同时，平安自身在体制创新、管理创新及服务创新方面勇于探索，为股东、员工及客户创造持续增长的价值。公司在短短20年时间里，成长为世界500强企业，在福布斯全球2000强中排名141位。公司市值位居全球金融企业第18位，保险集团第3位。可以说，平安的成长历史，是以价值最大化、追求卓越和创新为文化理念，以“国际化标准，本土化优势”为特色，形成了我们独特的竞争优势，在中国崛起、民族振兴的宏大背景下脱颖而出。

2009年，国际国内经济形势严峻，大学生就业已成为全社

会关注的焦点问题。我们也将更加深入地关注大学生群体，针对就业难的问题，在“励志计划”的公益平台上，推出“中国平安励志创业大赛”，通过树立青年楷模的形式，激发学生的创业潜能，全面打造大学生的核心竞争力。

五年是一个阶段，励志计划从青涩走向成熟，我们要在发展中不断拓展我们的视野，使这个平台更加符合学术创新、学子成长的需要。我们热切希望能从励志计划的参与者中走出未来中国的经济学家和金融保险业的专业人才。也正是因为这些希望，激励我们不断前行。

借此序，再次对参与中国平安励志计划的各位评委老师们深表敬意，对参与励志计划的各高等院校和学生们表示衷心感谢。有你们的支持，我相信励志计划会走过10年、20年、30年……发展成一个百年公益品牌。

中国平安保险（集团）股份有限公司

副董事长

孙 建 一

二〇〇九年于深圳

序二 见证成长

这本集子收录的是中国平安励志计划中获奖的保险学、金融学、经济学论文。由于组织者的努力，入围论文应该大体可以代表目前中国大陆经济学、金融保险专业在校学生的最高水平。从本科生获奖论文的稚嫩，到博士生获奖论文的相对成熟，某些论文已经达到较高水平并在公认一流学术刊物发表，读者可以从中见证学子成长的轨迹，对于广大在校生成而言，这也是一份不错的范本。

“文章合为时而著，歌诗合为事而作”（白居易：《与元九书》）。我坚信经济学乃“经世济民”之学，本质上就是一门贴近生活的学问。入围论文选题多数选择当前中国经济社会生活中值得关注的问题切入，符合经济学的本质，也体现了中国学术“学以致用”传统的传承，尽管这些文章中使用的技巧、术语大多数都是从西方舶来的。也正因为如此，我希望以后能看到更多来自一手的调研报告，因为作为学生，他们提炼思想的能力还需要培养训练，过分苛求他们的技巧可能是拔苗助长，但对中国经济社会生活脉动的感触却不完全是课堂能够传授的，而且问题归根结底也是经济社会生活本身提出的。而且在调研中，也正因为他们的特点而往往能够看到高高在上者所看不到的一些东西。

治学中思想和技巧何者更为重要？近年流行的一种说法是

所谓学问，关键不在于有无新思想，而在于怎样说出来。这种说法确实凸显了论证和技巧的重要，但它有一个隐含的前提假设，也就是所有的思想成果已经穷尽，只剩下表述的工作了；而所有思想成果全部穷尽的前提又是经济生活已经步入“历史的终结”。但只要看看我们不断变化发展的出人意料的经济生活，当知这一隐含前提之谬。因此，如何激发思想火花，是我们永恒的任务和挑战。

受邀为平安励志计划担任评委，转眼已经是第三次了。阅读论文时情绪常随文章质量起伏，入围论文中显示出的思想火花和较好技巧令人欣慰，缺陷令人沮丧，至于少数态度不够端正的，那就令人生气了。昔日当学生时也曾参加过类似的评奖活动，从受评人到评委，角色的转换总能给人一些别样的感受，往往会想起自己第一次发表论文时的感受。一个人在成长的过程中往往需要一些标志作为激励，平安集团设立励志计划本意也就在于此，但同样也需要不断的告诫和指正。我读硕士、博士期间，导师对我多有称许，但称许全部都是对别人说的，我从来不曾听过他的当面夸奖；如今回想起来，我很感谢他这样的做法。授奖、入围本身就是对获奖者、入围者的肯定，此外他们应该还需要一些告诫，而这些告诫可能来自告诫者本人对见闻、亲身体会和失误的总结。

自从90年代以来，经济类专业在高校招生中始终保持着较高的热度。各位同学入行之初也许仅仅是为了追逐时尚，这无可厚非，但我希望同学们在学习过程中能够不断用心去体会其中的魅力。其他条件相同，兴趣比潜在的利益更能驱动人们去探索，去发现。经济热终有消退之日，求知求真之心却会永存。

在学习和研究过程中，我们始终需要保持谦恭之心，无论是对于前贤、同行还是其他领域，都是如此。在经济学极度扩张以至于有“经济学帝国主义”之称的背景下，这一点尤其重要。当前世界已经陷入八十年未有之危机，这无疑是个不幸，但若能促使我辈反躬自省，则未尝不是学界之幸。

最后，现代经济学本身就是一门舶来的学问，现在经济学界的国际交流也相当频繁，但经济研究本身应当为我们自己的国家服务。经济学没有国界，但经济学者有自己的祖国。

中华人民共和国商务部国际贸易经济合作研究院

梅新育博士

2009 年春

目 录

金融一等奖

我国证券牛市格局下投机风险的结构与对策	刘耀成 史艳秋 / 3
社区银行——缓解农村金融困境的可行途径	盛锦飞 / 14
基于入门费的腐败与金融制度研究	南旭光 / 29
人民币即期汇率市场与境外衍生市场之间的信息流动关系 研究	陈 华 / 37

金融二等奖

我国房地产投资信托发展模式的理性选择	章新峰 / 51
村镇银行在农村金融中的作用研究 ——以湖北省为例证	孙 志 韦 怀 / 57
禀赋与经验：投资者成长理论及实证分析	徐 冉 王山平 / 63
非正规金融发展的现实选择 ——社区银行模式分析	袁兴超 尹同昊 / 74
我国上市商业银行创值能力研究 ——基于 2006 年经营态势的比较静态分析	高 宁 张 华 / 85
NDF 市场对境内人民币汇率的影响研究	吴先智 / 98
金融宽度和金融深度的影响因素：一个跨国分析	李 猛 / 110
股市泡沫测量及性质区分	周 军 / 126
渤海产业投资基金与中国转型期金融创新	刘海峰 / 142
我国开放式基金启发式偏差行为及其对市场影响分析	于翠珍 / 153

金融三等奖

- 可转债转股行为对公司股价影响的实证研究····· 陕晨煜 郑逸君 刘文麟 / 165
- 上海国际金融中心建设中的信息腹地研究····· 时宸宙 / 177
- 对构建长三角区域金融协调机制的思考····· 李文静 / 184
- 基于行为金融学视角对资产泡沫的分析及其对中国的实践意义····· 李 博 / 195
- 中国大豆期货市场最优套期保值比率研究····· 胡聪慧 / 208
- 中国股票型开放式基金业绩的实证分析
——基于信息比率与单因素模型评价方法的对比分析····· 陈胜可 丁维岱 / 219
- 浅谈农村小额信贷的信用识别
——基于福建省屏南县农村信用社的实证研究····· 陈蕾艳 / 225
- 证券投资基金对股票市场影响的实证分析····· 高晓乐 / 229
- 银根紧缩政策下房地产企业融资创新思考····· 封 晴 / 236
- 农村小额信贷的风险分析报告
——基于河南省洛宁县的实证分析····· 孙露晞 / 244
- 对冲基金的最新发展与监管框架研究····· 王 刚 / 256
- 股指期货的最优套期保值率:基于沪深300股指期货仿真交易的
实证研究····· 吴先智 / 266
- 农户小额信贷信用风险控制研究
——基于新疆玛纳斯县、吐鲁番市、托克逊县的农户调查····· 刘志英 / 277
- 银行间债券市场价格发现功能研究····· 于 鑫 / 289
- 上海银行间同业拆借市场买卖价差研究····· 李良松 / 299
- Study of Financial Derivatives Regulation in China ····· Ge Jianguo / 312
- 证券市场行业间的信息传导效应
——基于沪市A股市场MGARCH波动模型的实证研究····· 杨 成 / 327
- 基于边限检验理论的我国货币需求函数的实证研究····· 靳军会 / 338
- 货币市场基金能否替代银行储蓄····· 王晓航 胡唯一 / 351
- 我国医疗救助权证市场构想与运行····· 曲国明 / 361
- 股指期货标的资产有效性分析····· 吕思颖 / 370
- 中国商业银行薪酬激励机制及效率增进····· 连太平 / 379
- 住房公积金的组合投资研究····· 宋庆凤 / 390
- 体育场馆融资模式选择框架研究····· 陈 文 刘炳胜 / 400
- 新汇率体制下中国上市公司外汇风险暴露研究····· 陈学胜 / 408
- 反向抵押贷款中的利率风险及其防范····· 俞 敏 / 414

金融一等奖

JINRONG YIDENGJIANG

1

我国证券牛市格局下 投机风险的结构与对策

刘耀成 史艳秋

2005年9月以来,股权分置改革等基础制度建设成功推进,证券市场内在运行机制进一步完善,加之人民币升值以及国民经济持续强劲发展等为我国证券市场牛市格局奠定了坚实的基础。然而,当股民都沉醉于牛市的狂欢之时,我国证券市场中的投机问题再次成为理论界讨论的热点,投机状态中的风险理所当然成为各方十分关注的内容。

一、证券投机状态中的风险结构

投机在美国出版的《现代词典》(商务中文版)中解释为那些“期望从价格变化中获利的证券、商品和外汇买卖活动”。Tirole (1982)、Leach (1991)认为证券市场存在理性投机与非理性投机的可能。在中国证券市场中,徐忠(2001)认为“市场体制的‘不成熟’或‘夹生性’给中国股市带来浓厚的投机性”。成思危(2001)“根据虚拟经济的观点,股市是内在存在泡沫的”。成思危(2007)认为“投机、泡沫和风险是共生的,有投机就有泡沫,有泡沫就有风险。股票市场是具有投机性的市场,故肯定存在泡沫的,泡沫的膨胀和破灭就造成了股市的波动,从而给投资者带来了风险;事实上,过度投机行为会导致金融资产价格越来越偏离其基准价值,形成‘投机性泡沫’”。证券市场作为虚拟经济,投机是无法避免的,适度投机能增加流动性并促进证券市场发展,过度的投机则会对证券市场产生负面效应。在股市的投机性泡沫效应下,不仅对投资者有风险,对整个社会经济都会产生巨大风险。成思危曾在《诊断与治疗:揭示中国的股票市场》(经济科学出版社,2003)一书中指出:“泡沫的膨胀会造成一时的繁荣甚至狂热,但积聚到一定程度后就会破灭,使得金融资产的价格暴跌,导致经济衰退,甚至产生金融危机”,20世纪90年代初日本股市投机泡沫破灭后,日本陷入了长达十年的经济低迷或衰退,1997年亚洲金融危机前国际投机资本对相关国家外汇市场及股市冲击,导致一些国

家股市缩水,并最终酿成了金融危机,对亚太地区以及全世界社会经济产生了巨大打击。

在二级市场中,投资者是最重要的参与者,投资与投机是他们的行为选择,从投机的定义、投资者的心理和行为特征来看,选择是一个基于未来预期下的决策问题,因而人的主观能动性及其能力和水平将影响其判断和选择,那么从这个角度来看,本文将证券投机中面临的主要风险划分为主观源风险和客观源风险:

1. 主观源风险:是指由于投资者的决策在受到一系列个人(主观)因素影响下导致所做出的选择面临的风险,这种决策会导致投资的不确定性因素增加,风险的源头是主观因素,特别是投资者自身的决策能力和水平。这种风险一般情况因投资者的“为”而产生,因投资者的“不为”而消除。在不理性的证券投机中,主观源风险显得比较突出。

(1) 操作风险,在证券市场中,任何证券的买卖行为都是投资者基于一定判断下的选择,是否决定买卖,买卖多少,何时买卖都由投资者自身判断和选择,但在一个非理性的投机环境中,大多数股民由于知识技术水平或者信息获取的渠道及成本限制而判断失误进而导致操作风险,所谓的“追高”、“抄底”的操作行为风险较大。

(2) 噪音交易风险,DeLong et al(1990)认为“由于存在以噪声信号为交易依据的噪声交易者,证券市场中存在噪声交易风险”。噪音交易风险在我国本次牛市中表现得比较明显,所谓羊群效应或跟风严重,市场上经常出现所谓的利好与利空消息,很多投资者更是依据消息(并不判断消息的准确性)进行选择 and 决策,进而影响股市走势以及投资者信心,股价波动无常,这种消息本质上是一种噪音。利好的噪音使股价虚高,利空的噪音使股价连续下跌,噪音下的心理危机对股价趋势十分危险。

(3) 道德与信用风险,这里特指上市公司对股东的一种责任问题。上市公司的股东(股票持有者)和管理者是一种委托—代理关系,存在内部控制人问题,在一个投机的股市中,投资者持有股票的目的并不是追求股利收益,于是管理者利用这种心理,尤其在双方信息不对称的情况下,管理者将追求公司价值最大化及个人利益最大化,对投资者则实行零股利或低股利政策,然而公司价值最大化并不一定能使股东财富最大化。投资者无法获得或很少获得其应得的股利收益,进而又助长投机。

2. 客观源风险:是指这种风险是客观存在的,它不随投资者行为改变,风险的源头来自客观因素,可以被认为是一种确定的风险,投资者是这种风险的被动接受者,只能通过自己的主观能动性降低或者减少风险,但无法通过主动的行为策略来消除。这种客观源风险似乎在投机的证券市场中程度最为严重,因风险而可能遭受的损失也最大。

(1) 流动性风险, 成思危(1999)认为“虚拟经济系统是一种介稳系统, 必须要靠与外界进行资金交换才能维持相对稳定”, “当有价证券能在证券市场进行交易后, 由于其本身没有价值, 故其价格的确定不是按照客观价值规律而是按照人们对其未来价格的主观预测, 还要受供求状况的影响, 这就使其价格更加脱离实际经济活动效益, 当虚拟资本价格远离其合理预期时就会形成经济泡沫, 要靠外界不断注入资金来维持稳定”。因此, 证券市场的流动性并不是简单的交投活动, 而是要在交投基础上的资金运动, 证券市场稳定的前提是流入证券市场的资金量大而且稳定, 流入资金量大于流出资金量, 并且全社会要有证券场所必需的资金源, 否则证券市场将面临流动性风险, 投资者也将因市场流动性不足导致股价下跌遭受风险。“从理论上说, 只要流入股市的资金量大于流出资金量, 股市市值就会增加, 股指就会上涨”(成思危, 2007)。事实上, 在一个投机的证券市场牛市中, 股价上涨幅度一般大于流入股市的资金增幅或者流入股市的资金远大于所需正常资金量, 出现股价的暴涨暴跌。从本质上讲, 前面所说的主观源风险和后面所说的客观源风险, 将会影响证券市场投资者的判断和选择, 进而影响资金流入流出时机与数量, 从这个角度来说, 在证券牛市格局的投机中, 流动性风险成为了最大的风险。

(2) 利率风险, 在证券市场中, 证券的交易价格是按市场价格进行, 市场价格随时受市场利率水平 r 的影响。证券市场价格 P 可以分解成固定部分 A 和波动部分 B , 引起 B 波动的因素可以分解成利率因素 r 和其他因素 u , 即 $P = A + B_{(r,u)}$, 根据经济学基本理论, B 与 r 负相关, 于是 $P = A + K/r \times B_{(r,u)}$ (K 为正的常数), 于是证券整体价格与 r 成反比, 利率变动将使证券价格波动。 $B_{(r,u)}$ 部分越大, r 变动将使 $K/r \times B_{(r,u)}$ 变动明显。对于股票而言, 在投机的状态下, 波动部分非常大, 于是 r 的微小变动将使价格变化很大, 进而又影响收益, 于是价格受到恶性循环波动。而从另一个角度——股票定价方法出发, 有 $P = \sum_i \frac{C_i}{(1+r')^t} + \frac{P_i}{(1+r')^t}$, (r' 为投资者要求的必要报酬率, C_i 为股票未来股利, $(1+r')^t$ 为贴现因子, P_i 为未来 t 时刻卖出价格)。一般情况下, 股票投资者要求必要报酬率 r' 应高于市场利率 r , 于是 $r' = r + v$ (v 为投资者认为应该高于 r 的固定部分), 于是 $P = \sum_i \frac{C_i}{(1+r+v)^t} + \frac{P_i}{(1+r+v)^t}$, 由此可见, 在公司经营效益及股利政策既定的情况下, 利率的提高将使投资者要求更高的必要报酬率, 进而股价产生波动, 利率越高, 波动将越大。

(3) 政策(政治)风险, 政局变动或者战争等因素在一定时间内经常发生, 其所导致的风险是无法避免的; 政府的宏观政策和管理措施可能会造成证券市场(价格)波动, 进而导致收益的不确定, 这在新兴股市表现得尤为突出。2007年, 股票交易印花税调整引起股市暴跌, 十多次利率以及准备金率调整等紧缩货币政策也引

起了股市的强烈反应等都是很好的例证。

(4) 购买力(通胀)风险,在前面说到,股市稳定需要充足的流动性,流动性充足的前提是社会资金丰裕,如果这个前提存在,那么全社会将出现过剩流动性,进而导致物价上涨,这种物价的变化将导致资金实际购买力下降,称为购买力风险,或通货膨胀风险。同样在证券市场上,由于投资证券的回报是以货币形式支付的,在通货膨胀时期,货币的购买力下降,也就是投资的实际收益下降。在2007年我国物价过快上涨的情况下,投资者所获得收益实际购买力是下降的。

(5) 上市公司风险,由于在证券市场的牛市投机中,投资者相对不理性,他们投资判断和选择的出发点是在短期能否获得价差收益,很少考虑上市公司方面的因素,在信息不对称条件下,他们也不愿意去考察上市公司的状况,一旦上市公司面临财务困难或者经营风险甚至破产时,投资者将会遭受损失。

(6) 自然风险,这主要是指自然灾害所带来的负面效应。

(7) 股市联动风险,即在全球化条件下,其他国家或者地区股市波动或者经济变数将会影响我国股市走势。在2007年后期全球受美国次级债务危机影响股市及经济不景气的情况下,我国股市受到了明显拖累,投资者遭受到相应的风险。

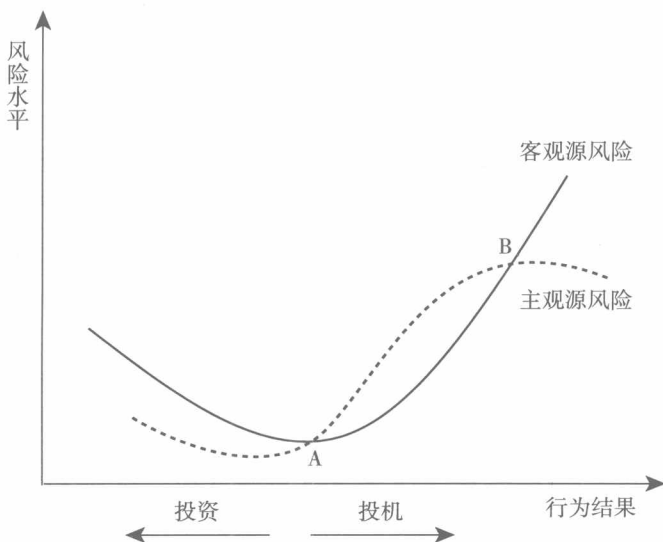


图1 投资者行为与风险水平动态关系

主观源风险与客观源风险在定义上很难完全区分开来,这两类风险只是根据源因素中主客观所占相对比重而言的,但是,在投资者投资与投机两种行为中,两类风险源所导致的风险水平是不一致的,并且表现出两类风险不一定完全相关,也不一定同时存在;风险也并不是在投资与投机活动中所独有和产生的,更不能说投资

就一定风险低,投机就一定风险高,风险是一种市场特征,只是说哪类行为会加剧相应风险或者遭受的风险更大,只有当投资与投机达到动态平衡时,市场的风险水平才处于最低,可以说此时证券市场处于均衡状态;通常情况下,客观源风险普遍存在并且危害性要大于主观源风险。于是本文得出三个猜想:图1是两类风险对于市场行为的动态关系,①A以前,如果一个市场中投资者相对理性,主观源风险将远远小于客观源风险,客观源风险是主要风险,并且在投资与投机趋于动态平衡过程中呈下降趋势,此时证券市场是宏观环境和经济的晴雨表,客观源风险对于市场表现出敏感性特征;②A到B,投资者在投机的弥漫效应冲击下纷纷转向投机,由于投机的时机和水平限制,主观源风险急剧上升成为主要风险,其风险水平将高于客观源风险,此时客观源风险则表现出缺乏敏感性,投资者忽视客观风险因素或者表现得麻木,但是客观源风险开始积聚;③B以后,全民处于非理性投机,主观源风险开始下降,客观源风险在前时期的累积效应爆发,成为主要风险,并且此时其风险表现出对宏观环境的过度敏感性,其风险将不再仅仅局限于投资者,而且会对整个市场、金融系统、社会经济等各方面产生危害。

二、证券牛市格局下投机、风险与收益的相关性

(一) 证券牛市中的风险与收益的相关性

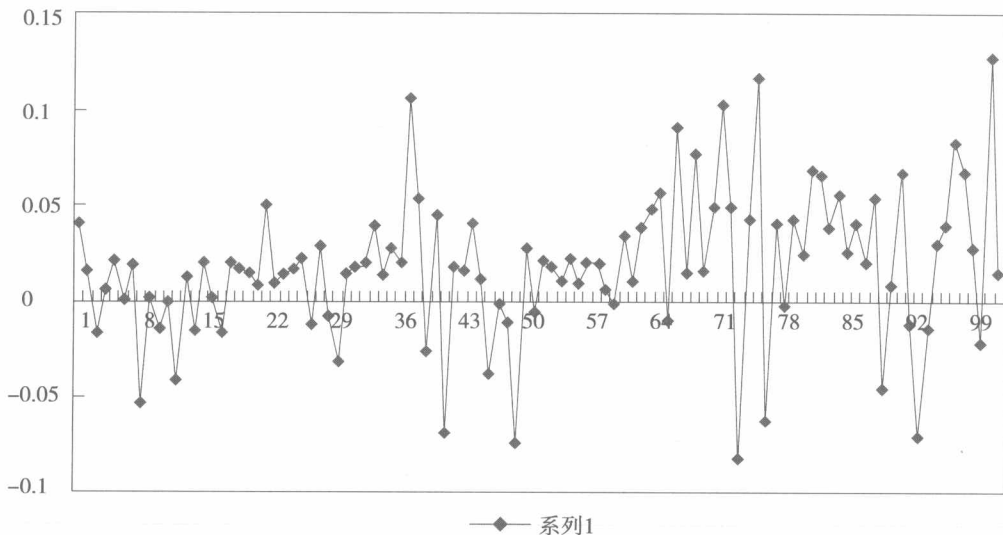


图2 2005年8月—2007年8月沪深300指数周收益