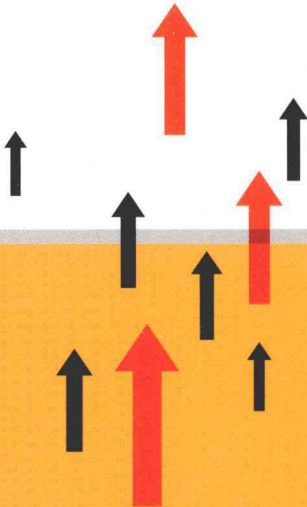


/ 金融发展与开放研究丛书 /

An abstract graphic consisting of several upward-pointing arrows of varying heights and colors (black and red) arranged in a cluster, suggesting growth or upward movement. The arrows are positioned above a horizontal line that separates the top white section from the bottom orange section.

On
Effectiveness
of the Financial Market

余宇新 著

论金融市场的有效性

 上海人民出版社

/ 金融发展与开放研究丛书 /

On
Effectiveness
of the Financial Market

论金融市场的有效性

余宇新 著

 上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

论金融市场的有效性/余宇新著. —上海:上海
人民出版社, 2013

(金融发展与开放研究丛书)

ISBN 978-7-208-11944-4

I. ①论… II. ①余… 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(2013)第 283012 号

责任编辑 王舒娟

封面装帧 人马艺术设计工作室·储平



· 金融发展与开放研究丛书 ·

论金融市场的有效性

余宇新 著

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

常熟新骅印刷有限公司印刷

开本 635×965 1/16 印张 16.5 插页 4 字数 197,000

2013 年 12 月第 1 版 2013 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-11944-4/F·2204

定价 38.00 元

金融发展与开放研究丛书 编委会

主 任 杨 力

副 主 任 章玉贵

编委会成员 林洵子 忻炯俊 孙 建 张 耿 宋世方
曹宏岑 罗雪梅 龚龙生 陈传兴 王晋勇
蒋季奎 张 瑾 仓勇涛

本书获

上海高校一流学科应用经济学学科建设项目基金资助

上海外国语大学校规划项目资助（项目号 2012114045）

感谢海富通资助出版奖的资助

丛书总序

享有太多机制化霸权红利的美国在全球货币与金融体系中的边际影响力正处于极为敏感的时期。某种意义上说,发端于美国的经济与金融危机在部分削弱了主要发达国家的经济与金融实力的同时,也为新兴经济大国积极争取国际话语权提供了难得的时间窗口。因此,在一向极为看重趋势变迁的西方战略家看来,一旦以金砖国家为代表的新兴经济体完成工业革命,并建立了相对完善的金融服务体系,那么参与国际治理的精英意识将会不断上升,在国际经济秩序改革中的诉求恐怕绝不满足于对既有经济与金融体系的小修小补,而是基于已有的经济力量,积极寻求参与国际经济话语体系建设甚至重建话语体系。至今仍在起主导作用的“华盛顿共识”,说不定会在某一天被其他共识所取代。不过,在国际政经舞台日渐扮演光鲜角色的金砖国家,要最终成为与老牌工业化国家分庭抗礼的一级力量,需要时间,更需要耐性。

美国承认在金融创新与监管方面的犯错以及欧洲应对债务危机时的捉襟见肘,并不表明他们会平和地接受经济力量东移的趋势。西方尤其是美国依然拥有太多可以打压金砖国家尤其是中国的工具。将中国的经济影响力限制在美欧所框定的范围之内是他们一贯以来的目标。客观地说,尽管金砖国家已经成为推动全球经济增长的主导力量之一,并可在一定范围内参与国际经济秩序与治理机制改革,但整体而

言,并非铁板一块的上述国家短期内尚不具备挑战既有国际经济与金融体系的实力。

经济规模跃居世界第二的中国,尽管改革开放以来遵循比较优势战略将制造业和贸易规模提升到数一数二的水平,但中国一直难以进入全球价值链的高端环节。而美国仅仅凭借国际货币本位币地位就牵住了世界经济和人民币的鼻子。中国数以千万计的产业工人用血汗换来的巨额外汇储备不仅在使用空间与范围上受到很大约束,更面临着随时可能缩水的风险。另一方面,尽管中国近年来一直在积极争取参与国际金融和货币体系的改革,并在一定程度上代表发展中国家提出了较为系统的改革主张,甚至在货币领域亮出了中国的机制设计底牌,但要破除美国 60 余年来精心打造的机制化霸权,可谓说易行难。

无论是全球经济失衡、竞争性货币贬值、贸易保护主义还是全球流动性的泛滥,其背后的主要推手均是美国。客观地说,美国自 1944 年以来在促进世界经济增长和全球金融稳定中的作用举世无双;不乏创造力的美国也曾为国际经济和金融体系加注了不少创新元素。但正如当年的英国一样,要让国际经济和金融主导国主动褪去自私色彩几乎是不可能的。美国近年来其实一直在设法维持和延长“美元红利”期。美国可以部分满足中国扩大在世界银行和国际货币基金组织中话语权的愿望,但这种投票权的部分东移其实是美国顺应发展中国家要求力压欧洲主要经济大国削减投票权的结果。主要国际经济组织的真实治理结构并未发生根本性变化。至于稍稍有点动摇但依然坚固的美元霸权,仍将是横亘在人民币面前的一堵高墙。

自 1994 年汇率改革以来,中国以贸易和制造业实力为基础,稳步推动人民币国际化,既是中国经济和金融发展逻辑的自然延伸,也是中国成为负责任经济大国的必要之举。人民币资本项目下可兑换和利率与汇率的市场化是中国金融改革中极具指标意义的三项工作。其中人

民币资本项目下可兑换又是人民币国际化进程中的关键步骤。从全球金融竞争趋势与中国金融业的发展逻辑来看,国家显然对人民币国际化的规格和标准有很高的期待,不仅仅是简单的可替换,而是全功能的,国际货币的所有功能都要具备,更要在国际储备货币体系中占有足够的分量。而人民币在上述领域的每一步进展,某种程度上都意味着削弱美元的地位。

从人民币国际化的进展来看,贸易项目下的人民币结算由于得到政策的大力扶植而发展迅速。作为人民币国际化最基础的工作之一,人民币在跨境贸易中的结算比例发展迅速,目前中国与周边以及其他国家签署了2万多亿元人民币的货币互换协议,人民币经由中国庞大的贸易体系与增长潜力日渐嵌入到全球贸易结算体系中。预计到2020年人民币在中国外贸结算中所占比例将达到28%,届时人民币有可能成为美元和欧元之后的全球第三大贸易货币。而资本项目下的管制正在稳步放松,离岸人民币市场基本上形成了香港—新加坡—伦敦的欧亚重量级据点。至于离岸人民币的回流渠道,主要看中国(上海)自由贸易区的相关试验能否取得成功。

从全球金融竞争与产业变迁的趋势来看,中国要实现由贸易与制造大国向资本与产业强国的转变,必须有一个深度嵌入到全球金融与贸易分工价值链的桥头堡来引领。作为全球金融排名前两位的美英来说,可谓极度倚重纽约和伦敦。纽约不仅是全美乃至全世界最为重要的金融中心,亦占据着全球贸易价值链的高端环节,它是全球金融要素最为集中的地带,亦是全球金融定价与商业创意中心;纽约在股权交易方面的地位更是傲视全球其他主要城市。同样,伦敦得天独厚的区位优势以及深厚的金融底蕴使得英国即便在实体经济已经大不如前的今天依然力保英国的全球性经济与金融大国地位。

志向高远的上海要将自己打造成“东方华尔街”,进而锻造国际金

融中心的“纽伦沪”格局，必须在国家的强力支持下，以十二分的紧迫感率先推动人民币国际化。人民币完全国际化是个极其复杂的过程，不仅是中国“金融资本力”内生性发育的结果，某种意义上还涉及全球权力格局的变迁。换句话说，人民币国际化应是中国经济实力、金融市场发育以及国际货币体系需求“有机结合”的产物。人民币最终可能超越欧元，成为比肩美元的世界货币。但这个目标的实现是一个内生的过程，而非程序化的操作。

人民币资本项目下可兑换既是人民币国际化进程中的关键步骤，也是蕴藏着巨大风险的系统性改革举措。虽然人民币目前远远谈不上是美元的竞争对手，例如，在全球交易货币量中，人民币所占份额只有微不足道的 2.2%，而美元的交易量比例高达 87%；在极具战略意义的石油交易中，美元更是独家垄断，要将近万亿美元的“石油美元”替换成“石油人民币”，短期内根本不具现实可能性；伊拉克的现状与当年萨达姆政府将“石油美元”替换成“石油欧元”不无关联。至于处于货币功能第五层次的储备货币地位，人民币目前在全球储备中所占比重不足 3%，而美元所占比例在 60% 左右；美元在国际货币基金组织 (IMF) 特别提款权 (SDR) 一篮子货币中的比重一直稳定在 40% 左右，而人民币受制于资本项目下无法兑换一直未能进入该体系。但是在深谙全球金融竞争趋势的美国看来，人民币迟早要进入美元的敏感地带，切割美元独享的红利，这是美国政府以及美国金融资本决不会轻易接受的。

总体而言，中国庞大的银行体系代表的依然是相对封闭和低效的运营体系，资本市场的发展面临的约束条件依然很多。中国在金融创意、产品创新、高端战略性金融人才培养与输出等方面都需要大量补课。

中国在贸易领域受到的战略挤压一点也不轻松。目前，美国正在加速边缘化 WTO，并按照锻造国家竞争力的战略目标构筑多边贸易体系：跨太平洋伙伴关系协议 (TPP)、跨大西洋贸易与投资伙伴关系

(TTIP)和多边服务业协议(PSA),力图打造由美国主导、欧洲和日本共享红利的新一代全球贸易与服务业规则,一旦上述三大协议成型,极有可能成为美式贸易与投资新规则的重要载体,甚至重新敲定国际经济与金融规则,从战略上围堵中国庞大的制造业体系,并以先通过边缘化“金砖国家”的路径逼迫新兴经济体二次“入世”。尤其是 TPP 的相关设计可谓直接针对中国软肋,使得中国进退失据。

作为美元的“高价值目标”和可能的替代者,人民币国际化或许是 21 世纪上半叶全球货币体系变革的最大红利,但避免重蹈日元覆辙才是未来最为值得警惕的风险。

第二次世界大战以来,全球最懂得战略设计与执行的国家只有一个,那就是美国。无论是昔日的超级大国苏联还是整体经济实力不输美国的欧洲以及曾经不可一世的日本,或者在与美国的战略博弈中败下阵来,或者上了战略高手美国的当,最终不得不在美国设计和主导的国际政经秩序框架下寻找自己的国家定位。而美国之所以屡试不爽,甚至在整体经济实力由于受到金融危机冲击而走下坡路的情况下依然能够维护国家核心利益,与其超前的战略设计能力以及由其主导的机制化经济与金融霸权密不可分。美国不仅拥有以布鲁金斯学会为代表的超一流智库,更不乏布热津斯基、基辛格、迈克尔·波特、塞缪尔·亨廷顿、弗朗西斯·福山以及丹尼尔·格雷厄姆等战略理论或实践的高手,使得美国的对外政策的预见性和战略谋划能力往往高出别国一大截;美国自布雷顿森林体系建立以来精心打造的金融高边疆,其超强的防范能力和金融霸权本身的惯性也决非一场金融危机所能摧毁。

从全球金融竞争与格局变迁史的视角观察,业已成为世界第二经济大国的中国迟早会在全球金融体系中占有重要地位。但国际主导性储备货币的新旧更替周期可能需要 20 年才能最终定格。国际货币格局变迁、主导货币的惯性尤其是历史机遇能否到来是制约一国货币国

国际化的重要因素。美联储在 1913 年成立后旋即成为全球最强中央银行。两次世界大战摧毁了金本位制，美国之外的资本主义经济全面崩溃，美国借此登上全球首席经济强国宝座。全球 75% 的黄金储备流入美国；1944 年召开的布雷顿森林体系宣告美元加冕全球货币王位。美元成为全球最重要或几乎唯一的储备货币、国际清算货币、价值储藏手段、金融交易货币和财富计价单位。不过，从 1913 年到 1944 年，美国还是花了 30 年左右的时间才从英国人手里接过了金融权杖。美国早就知道，要从满身密布金融神经的英国取得金融主导权殊为不易。某种意义上说，若不是两次世界大战耗尽了英国的国力，美国恐怕不会如此顺利实现梦寐以求的目标。而今，国际金融格局变迁面临的环境与 60 余年前相比已经大为不同。在相对和平时期实现国际金融格局的平稳过渡不仅需要经济实力的成长，更需要后起国家提高博弈水准。

美国不仅有最具打击力的国家竞争战略，更不乏拖垮乃至摧毁现实与潜在竞争对手的经济工具。对于迄今为止仍是世界超强经济体的美国来说，金融与武力一样都是美国的最后优势，绝对不可失去！

中国从制造和出口大国向产业和资本强国迈进是整体经济结构升级的内在要求。未来 10 年，中国有望在全球资本流动与金融博弈中扮演更为积极与主动的角色。不过，沉疴积淀的中国金融业如何改革，以及改革成效将直接决定中国经济战略转型的成败。

由于金融改革与经济转型相互影响、相互制约，因此，如果我国的金融改革无法迈入深水区，不能培育出匹配于经济转型的金融服务与竞争生态环境，那么，转型只是一句空话。尽管普遍的看法是：中国金融体系自 1997 年以来取得最明显的进步是初步解决了两大问题：一是系统性风险过高问题；二是金融机构出资人制度改革问题。但现在看来，上述两大问题仍未得到根本解决。金融改革涉及的要素如市场发育、制度环境、市场监管以及人才战略都还需要深层次突破。尤其是发

展金融业所需要的金融生态环境培育,更非一朝一夕之功。如今,中国极为欠缺的,不仅是行政管理部门高效有序的金融服务意识,更需要所有市场参与主体对发展金融产业的高度认同感、浓郁的金融财富氛围以及无时不在的风险防范意识。一个缺乏金融市场发育和充分竞争的中国,即便政府干预与管理水平再强,恐怕也不能实现金融强国的梦想。

作为超级新兴经济体,中国要在全球顶尖层面的货币分工中拥有一席之地并切实维护本国核心利益,就必须尽快筑起“经济高边疆”,以摆脱在全球经济发展与战略博弈中受制于人的被动局面。强大的资本市场、世界级的银行与保险体系,比肩美元的国际货币本位币,能与纽约、伦敦抗衡的国际金融中心以及具有国际竞争力的新兴产业群,应是中国构筑“经济高边疆”的战略目标。尽管谁都知道,这是一条荆棘丛生的险道。但中国必须拿出战略决心与可行的方案。

在全球金融面临大洗牌的新的历史时期,中国必须构筑能够全方位参与金融分工的种子选手,迫切需要总结以往金融发展的经验,镜鉴美欧金融业教训,前瞻性地分析全球金融竞争的未来生态,以制度创新和人才培育为牵引,锻造中国金融资本力。换句话说,中国在做大金融业体量的同时,亟须画出契合中国金融业发展的清晰路线图,如何以现有市场主体为基础,培育出一批能在国际市场上比肩跨国金融资本的种子选手,也就是说必须锻造出类似高盛、摩根大通等举世无匹的金融势力。并在巩固传统影响力的基础上,力求在金融创意、机制设计乃至话语权掌控等领域取得突破。目的是在全球经济和金融一体化的框架下,通过金融业国际化和全球市场联动将行为触角伸到美欧发达经济体,一方面是要成为维护中国金融主权的工具,另一方面也是经由市场化操作或者隐形操作形成组合影响力,即中国版的“金融资本力”。

在全球化背景下,如何推进中国经济可持续发展战略的改革,是值得中国经济学者们去思考的重大现实问题。中国经济直接走上可持续

发展的道路注定是艰难而曲折的,这需要中国的经济学者们和政策制定者们上下而求索;同时,这也是时代给予当代中国经济学者们的历史机遇和广阔的探索空间。

这也是我们出版“金融发展与开放研究丛书”的旨意所在。这套丛书遵循着这样的研究思路展开。第一,研究金融市场的基本规律,探讨中国金融市场改革政策的得失,从微观层面说明中国金融市场运行机制存在的问题,并从宏观层面探讨效率导向金融市场改革发展方向;第二,研究金融市场运行的政策法规问题;第三,以全球化为背景,研究开放条件下金融市场发展的规律。因此,这套丛书并不局限于封闭的研究中国金融发展问题,而是基于全球化背景下的研究,立意在于“中国金融市场如何以效率导向运行”;丛书也不拘于金融理论的探讨,对于重要实践领域也进行了深入的研究。

由于中国金融问题的复杂性,丛书不可能全面地讨论中国金融发展的所有问题,但我们坚持与中国改革实践为基本导向,期望能为中国经济改革献计献策,从而为中国经济可持续发展贡献绵薄之力。

最后要感谢上海高校一流学科应用经济学学科建设项目基金的资助,也要特别感谢上海人民出版社对本丛书计划的大力支持。上海人民出版社在经济学研究领域享有高品质出版社的良好声誉,我们希望在出版社各位同仁的努力下,本丛书的学术质量可以得到全面保证。

杨 力

上海外国语大学副校长、金融学教授

2013年12月于上海

序 言

金融系统在现代经济体系中处于一个非常重要的地位,经济系统中大部分资源要素都要通过金融系统来实现再配置。第二次世界大战后,随着信息技术的发展,金融市场得到了迅速发展,在经济系统中的重要性更是日益提升。伴随着金融市场的发展,金融危机也频频发生,在严重影响金融市场正常运行的同时,也对实体经济造成了很大冲击。尤其是2007年因美国次贷危机引发的全球金融危机,对世界金融市场稳定和全球实体经济发展都造成了前所未有的冲击。金融问题再次成为了各界关注的重点。

就中国国内来看,中国经济随着金融危机的到来,经济转型发展的阶段性特征也更为明显,而金融领域改革的滞后导致中国金融系统与实体经济的脱节,成为经济转型动力不足的重要原因之一,也使金融领域的问题成为了国内各界人士探讨的重点。金融问题在中国经济改革的当下,因为其运行效率决定了其他经济领域的配置效率,从而对中国经济结构和发展动力造成重要影响,所以显得尤为重要。

在关于中国金融改革问题的讨论中,大家讨论较多的是经营主体多元化不足,国有银行垄断地位的负面影响、利率管制对资源配置效率的扭曲、金融领域市场制度不完善导致管制过度,以及人民币国际化等一系列重大问题。这些都是关于金融领域运行的宏观层面的探讨,对

于推动中国金融领域市场化方向的改革具有重要意义。

而余宇新博士的这本书,则从微观层面研究了金融市场交易者行为对价格形成过程的影响,从市场价格决定过程的视角探讨了中国资本市场价格决定的一些规律。众所周知,尽管引起美国次贷危机的原因众多,但次级债市场的非理性定价对于次贷危机的发生与蔓延起了很重要的作用。市场如何决定证券价格过程的研究,对于监管者制定符合金融市场特征且具有实际操作意义的制度与政策显然具有重要的参考价值。

中国金融领域改革的目标是要建立有效率的金融市场体系,其根本就是要实现金融参与主体能够从市场交易过程中获得有效率的信息,并由此实现资产在不同地域、不同市场间的合理配置,这才是中国金融市场可持续发展的基础,也是中国经济可持续发展的基础,是中国经济进一步改革开放政策实施的基础条件,是中国经济实现从粗放投资驱动向效率驱动转型的关键。所以我们从金融市场价格决定过程的研究,来探讨金融改革新制度安排也是一个值得关注的方向。2013年诺贝尔经济学奖颁给了法马、汉森以及席勒,这三位美国经济学家都是因为对资产价值的深刻认知而获得此殊荣的。不过有意思的是,大家都知道法马和席勒在市场是否有效的问题上观点却是完全对立的,法马认为市场是有效的,而席勒却认为市场是无效的。这表明关于市场定价问题的探讨,我们在理论上还有很多方面无法达成共识,值得青年学者们去进一步探索。

余宇新博士在这个问题上进行了一些有益的探索,在书中采用了多空异质交易者基本模型及其扩展模型,运用理论研究和实证研究相结合的方法,通过理论推导和计算机数值模拟的方式对市场有效性问题和市场价格形成的规律进行了探索性的研究,获得了一些有启发的研究结论,比如市场价格泡沫程度取决于市场基本面信息在市场交易

过程中发挥作用的重要程度；市场交易者行为对于市场稳定性具有重要影响；情绪交易行为比趋势交易行为对市场稳定性的冲击更大；市场规模越大市场稳定性相对越好等。

同时他还引入了相对有效性概念，以回避联合检验难题，采用实证分析的方法研究了股权分置改革以及卖空制度设立对中国股票市场定价有效性的影响，探讨了新的市场制度安排如何影响市场运行过程，并据此认为股权分置改革因为使市场机制更好地发挥作用，而提升了股票市场定价的有效性，而卖空制度因为缺乏必要的配套制度和市场发展环境，导致趋势交易行为作用进一步放大，基本面信息相对重要性下降，使得市场有效性因此下降。这些研究结论对于中国金融改革的制度安排来说，还是具有一定启发意义的。表明金融改革的新制度安排需要注意到具体制度安排发挥作用的环境条件，而不能仅仅模仿金融发达市场的制度安排，在缺乏条件的情况下就推出，必须研究制度发挥作用的必要与充分条件以及其作用机理。这些研究结果显示有必要对相关问题进行更深入的探讨。

总的来说，余宇新博士的这本书提出了一些新概念和一些对中国金融现实问题有启发的研究成果，值得研究者们进一步探讨和反思。

袁志刚

复旦大学经济学院院长

前 言

本书的主要内容来自我的博士论文,博士论文选择了股票市场价格形成过程作为研究对象,以探讨有效市场价格形成的基本规律和特征,并试图以此为基础对中国股票市场的改革提出政策建议。

选择这个课题进行研究主要有两个方面的原因:一方面是因为自第二次世界大战以来,各国金融市场在信息技术革新的影响下迅速发展,对各国及全球的经济越来越重要。伴随着金融市场的发展,金融市场危机也频频发生,严重影响了金融市场正常运行,同时,也对实体经济也造成了很大冲击。尤其是2007年发生的美国次贷危机对世界金融市场稳定和全球实体经济发展的冲击是前所未有的。尽管引起次贷危机的原因众多,但次级债市场的非理性定价过程对于危机的发生与蔓延起了很重要的作用。目前,为化解美国次贷危机引发的国际金融危机与防范金融市场新危机的发生,各国政府正联手制定应对措施,这使得对市场如何决定证券价格形成过程的相关研究显得格外重要。对该问题的研究将有助于监管者制定符合金融市场特征的制度和政策,且能帮助市场参与者减少风险并提高收益。

另外一方面的原因是,目前,在全球化深入发展时期,我国资本市场也正处于发展壮大的关键时期,加深对市场价格的形成过程规律的认识,有助于我国政府监管部门从国情出发制定科学有效的资本市场发

展战略,实现资本市场运行风险的有效监督。因此,该问题的研究对于我国金融实践来说是重要且迫切的。尤其是现在随着上海自由贸易试验区的挂牌,中国经济新一轮的改革实践拉开了序幕,而金融领域的改革是其中一个重点和关键点,建立有效率的金融市场体系,实现金融主体能够从市场交易过程中获得有效率的信息,并因此实现资产在不同地域、不同市场间的合理配置,是中国金融市场可持续发展的基础,是中国经济可持续发展的基础,是中国经济进一步实施改革开放政策的基础条件,是中国经济实现从粗放投资驱动向效率驱动转型的关键。

在全球化的当下,中国金融市场的开放也成为必然趋势,为了实现金融市场服务于中国改革实践,实现金融市场服务于实体经济的发展,我们需要对金融市场运行机制本身有更深刻的理解,通过对其中规律的理解和实践,更好地利用金融市场服务于经济的可持续发展。

此外,市场价格形成过程也是金融学的基本理论问题,因此,对该问题的研究不仅具有现实意义,还具有理论价值。在借鉴现有研究成果的基础上,本书以市场交易者多空异质观点假设作为理论逻辑的出发点,构建一个多空异质交易者基本模型及其扩展模型,并采用理论研究和实证研究相结合的方法,对市场价格形成过程的特征和影响进行探索性的研究。

在股票市场中,市场参与者根据自身的信念选择看多或看空行为,其中,看多行为分为继续持有股票和买入股票两类,看空行为分为卖出股票和继续持有现金两类。最终,仅当市场参与者买入股票(即行为处于看多状态)和卖出股票(即行为处于看空状态)才会促使市场价格的形成。而市场参与者一旦买入或卖出股票,其便成为市场交易者。由于导致买卖行为的市场参与者信念具有无限性和不可观察的特点,使得分析研究具有较大的困难。而市场交易者行为状态却是有限的和可观察的,在研究上更具有可行性,因此,本书选择从市场交易者行为角