

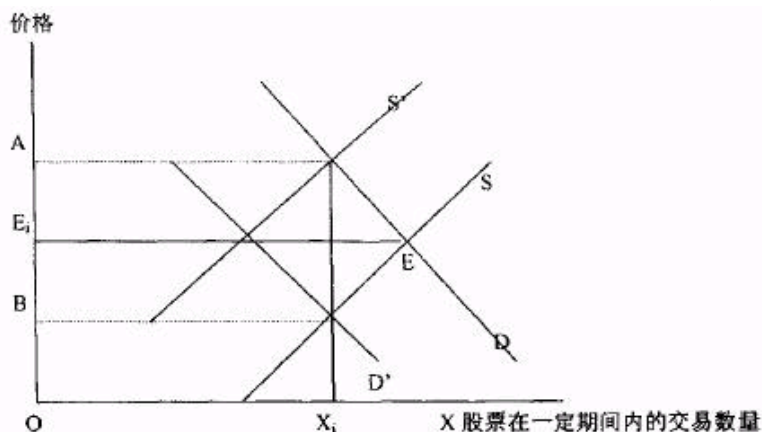
证券市场流动性理论综述

文/王辉 李广涛

一、流动性概念的内容及发展

流动性是衡量证券市场运行质量的核心指标，其概念是从金融市场微观结构理论发展而来的，最早以Demsetz(1968)提出的买卖报价价差作为测量指标。Demsetz将微观交易机制引入证券市场均衡价格的形成过程，突破了无摩擦的瓦尔拉斯均衡的传统理论框架，强调流动性交易成本即买卖价差的存在。

Demsetz认为买卖报价价差实际上是在有组织的市场中为交易的即时性而支付的成本。



如上图，直线D和S分别代表需求曲线和供给曲线。对那些通过市场指令而获得即时和确定的执行价格的投资者来说，它们表示价格和买卖指令的时间速率之间的关系。在交点E处，这两种速率相同，但是，一般买入和卖出指令不是在相同的时刻到达的，因此Demsetz假设存在独立的市场参与者群体即做市商，他们通过报出股票买卖价格并随时准备交易来提供即时性。为弥补准备随时交易而产生的成本，这些即时性的提供者必须平均以高于他们买入股票的价格卖出股票，这导致需求曲线和供给曲线向下和向上移动到D*和S*，Demsetz认为D*和D之间的垂直距离，S*和S之间的垂直距离等于做市商为提供即时性而得到的单位总收益。

在Demsetz模型中市场均衡是由D*和S的交点以及D和S*的交点给出的。在图中， X_i 表示即时性提供者愿意买卖股票的均衡速率，A是投资者能够马上购买的卖出报价，而B是马上卖出的买入报价，A-B就是买卖报价价差。

后来，研究者对买卖价差构成进行了深入的研究。Stoll(1978)将买卖价差分解为指令处理成本、存货成本和逆向选择成本三个部分。在做市商制度下，指令处理成本指做市商提供做市服务所面对的相对固定成本，主要包括交易席位租金、固定资产投资成本、信息服务成本、劳动力成本等，因此指令处理成本随着交易量的增加而减少；存货成本主要包括做市商持有非合意股票时所占用的资金的机会成本和面对价格不利变化的风险成本，随着做市商对报价指令流的修正，其存货成本也会逐渐减少；逆向选择成本指做市商在向市场提供即时性交易过程中，与知情交易者交易而遭受的损失；或者逆向选择成本也可以解释为知情交易者强加给其他市场参与者的流动性成本(Yue-cheong Chan, 2000)。前两部分成本是早期买卖价差文献中的主要研究对象，主要包括Amihud and Mendelson(1980)、Bagehot(1971)、Demsetz(1968)、Ho and Stoll(1981)、Stoll(1978)、Tinic(1972)等的研究。Glosten and Milgrom(1985)曾指出：在信息不对称的情况下，即使没有指令处理成本与存货成本，买卖价差依然存在，因此后来的研究重心逐渐转移到逆向选择成本问题上。例如Bagehot(1971)、Copeland and Galai(1983)、Easley and O'Hara(1987)、Glosten(1987)、Glosten and Harris(1988)、Glosten and Milgrom(1985)、Stoll(1989)等。特别是Kyle(1985)比较系统地对做市商制度下的市场流动性特征进行了描述：紧度(tightness)指市场价格偏离均衡价格的幅度，即一定条件下达成交易所需要的时间成本。测量紧度最广泛使用的方法是买卖价差(bid-ask spread)。深度(depth)指在不影响当前价格条件下所吸收的成交量。从市场深度来看，流动性好意味着投资者可以大量买卖股票而不对股价造成较大冲击。弹性(resiliency)指由交易引起的价格波动消失的速度，或者说价格向资产真实价值收敛的速度。

基于上述研究，流动性有多种定义。Black(1971)指出，市场的流动性是指任何数量的证券均可立即买进或卖出，或者说小额买卖可按接近目前市场价格、大额买卖在一定时间内可按平均接近

目前市场价格成交。Lippman and McCall(1986)指出,若某资产能以可预期的价格迅速出售,则该资产具有流动性。Schwartz(1988)认为流动性是以合理价格迅速成交的能力。Amihud and Mendelson(1989)认为流动性是在一定时间内完成交易所需的成本,或寻找一个理想的价格所需用的时间。Harris(1990)指出,如果投资者在其需要的时候能够以较低的交易成本买进或卖出大量股票而对价格产生较小影响的话,则称市场具有流动性。Glen(1994)把流动性界定为迅速交易且不造成大幅价格变化的能力。Massimb and Phelps(1994)把流动性概括为“为进入市场的定单提供立即执行交易的一种市场能力”和“执行小额市价定单时不会导致市场较大幅度变化的能力”。

综上所述,当一种资产和现金能够以较小的交易成本迅速相互转换,我们说该资产具有流动性。因此可以认为,流动性实际上就是投资者根据市场的基本供给和需求状况,以合理的价格迅速交易一定数量资产的能力,或者,更简单地说,流动性就是迅速执行一定数量交易的成本。市场流动性越高,进行即时交易的成本就越低。

二、流动性理论发展

流动性理论是随着金融市场的演变而不断深化发展的,根据金融市场发展进程可以把流动性理论分为以下两类:

1. 流动性与交易机制变革

Grossman and Miller(1988)用一个三期存货模型解释了1987年10月19日的纽约股灾。由于场内做市商没有预计到大额卖出指令的冲击,纽约证券交易所开盘后,大厅交易几乎没有能力提供流动性。大多数做市商因为资金不足,自愿或在清算公司的压力下纷纷离开交易所,而留在场内的做市商也不敢持有大量的头寸,当下午更大的卖单冲击市场时,市场流动性基本上已经消失。

Grossman and Miller(1988)的研究说明在传统的大厅交易机制下,做市商无法向大额指令提供流动性,需要建立多层次的交易机制。因此出现了与大厅交易相对应的楼上市场(upstairs market)和大宗交易机制。

2. 跨市场流动性分析

在多个市场存在的条件下,交易者对交易地点的选择会导致市场流动性变化,Pagano(1989)通过两市场模型指出在不考虑成本差异的情况下,除非市场间是完全同质的,否则两市场间的推测均衡(two-market conjectural equilibrium, TMCE)是不存在的,并且即使两市场是完全同质的,这种均衡也是不稳定的。从该模型可以看出两市场持续均衡是得不到保证的。因为市场间流动性差异取决于交易者对其他交易者交易地点的推测,任何信念的改变都可能是交易者转换市场导致不同的均衡结果。Pagano的模型的缺点是没有考虑信息因素的影响。Subrahmanyam(1991)分析了金融衍生产品对标的流动性的影响。Subrahmanyam将流动性交易者分为具有策略的未知情交易者和无策略的未知情交易者,由于一篮子股票组合资产的信息不对称程度低于其单个成份股票,对于具有策略的未知情交易者来说,单个股票的逆向选择风险在一篮子股票资产交易中被有效地分散,其会将部分交易转移到一篮子交易中,因而一篮子股票市场流动性增加,而单个成份股的逆向选择风险会随着流动性交易者的转出而增加,这直接导致单个成份股流动性的降低。Kumar and Seppi(1990)的模型分析了股票市场和股指期货市场之间的套利行为对流动性的影响。如果一个非知情交易者通过技术分析能比其它市场参与者更快地学习到两个市场的价格信息,他就能从市场的套利中获利。但此时,两个市场的做市商在与这些交易者交易时总是要受到损失,所以他们会补偿与这些交易者交易的风险,这导致短期内两个市场买卖价差的扩大,从而减少了市场的流动性。

三、流动性指标的测度

流动性测量方法主要分为两类:基于成交的测量方法和基于指令的测量方法。基于成交的方法在早期的文献中较多的使用,其指标主要包括成交量、成交金额、成交笔数以及换手率。这些指标的计算较为简便,但是最大问题是它们只是显示投资者过去的交易行为,而不能用于指导投资者未来的交易。而基于指令的方法却可以弥补上述基于成交的测量方法的不足,能够比较精确的反映即时性交易的成本和速度。本文主要阐述基于指令的测量方法。

1. 报价价差(bid-ask spread)。报价价差是当前市场上最低卖价和最高买价之间的差额,它衡量瞬间轧平头寸的执行成本,是最基本的流动性衡量指标。Demsetz(1968)、O'Hara and Oldfield(1986)认为报价价差是对做市商提供即时性服务所付出的补偿。但是报价价差只是衡量发生在报价上的交易的买卖即时性成本,由于许多交易发生在买卖报价之内,所以报价价差不能完全地衡量即时交易成本,作为报价价差的补充,我们引入有效价差(effective spread)的概念。

2. 有效价差(effective spread)。有效价差反映委托单成交的平均价格与委托单到达时买卖价差中点之间的差额。

3. 实现价差(realized spread)与价格冲击(price impact)

Huang and Stoll(1996)以及Bessembinder and Kaufman(1997)提出了交易的暂时价格冲击和长期的价格冲击的概念。流动性交易者引起价格的暂时性变动,而拥有私人信息的交易者则导致价格的长期变动。在做市商制度下,做市商通过与流动性交易者进行交易来弥补其提供市场流动性的成本,但是确在与拥有私人信息的交易者交易中受到信息不对称损失,即逆向选择成本。因此,他

们将有效价差分解成两部分：实现价差和价格冲击。

实现价差测量的是做市商在与信息交易者交易时，在扣除指令处理成本、存货成本以及其他执行成本之前的净损失，而这些损失在做市商与流动性交易者进行交易后得到弥补，它代表暂时的价格冲击。价格冲击测度由于交易者向做市商卖出股票导致价格下降或买入股票导致价格上升而造成做市商的损失，价格冲击反映了市场对交易传递的私人信息的评价，由于做市商在价格下降前买入股票或在价格上升前卖出股票，因此价格冲击形成了做市商成本的一部分，“价格冲击”代表长期的价格冲击。

4. 成交价差 (traded spread)

成交价差衡量的是交易者或做市商多笔交易的综合交易成本，它反映的是长期流动性提供者或做市商的真实收入。

5. 市场深度 (market depth)

价差指标实际上只能反映小额交易的交易成本，无法反映在价格不受影响的前提下，市场吸收交易的能力。为此，研究者提出了市场深度的概念，市场深度表示在某个特定的价格上要约买卖数量或金额（作者单位：德州学院经管系）

相关链接

[证券市场流动性理论综述](#)
[资产证券化的实证分析](#)
[上市公司审计委员会模式分析](#)
[我国股权分置改革有关问题的思考](#)
[中国企业上市公司股权融资偏好探析](#)
[论有限责任公司异议股东回购请求权](#)
[关于我国证券金融公司模式选择的研究](#)
[浅析上市公司股权分置非流通股股东发行权证的核算](#)
[中国证券投资基金与中国证券市场互动发展的制度分析](#)

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心