



热门文章

- 国外汇储备
- 何加强会计
- 国衍生金融
- 国有商业银行
- 云南农村信
- 章
- 章
- 品市场竞争
- 业银行走混
- 国存款保险
- 国创业板市
- 华夏并购案

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...



WOMEN SHOW 1st MONTH

insights... investment boutique discover

[2008年4月]中外证券市场收益之比较

【字体 大 中 小】

作者: [倪明] 来源: [本站] 浏览:

QFII的引入, 优质大盘股的海外上市及其近年来的加速回归(A股), ... 一系列的金融改进了中国金融市场特别是证券市场融入全球证券市场进程的加快。但是, 有关中外证券市场的比较研究却相对较少, 本文首先综述了新兴资本市场的收益特征研究文献, 并与中国资本特征做出对照, 最后选用MSCI (Morgan Stanley Capital International) 中G7和BRIC四国数据进行了实证检验。

一、新兴资本市场的收益特征

自上世纪90年代以来, 随着新兴资本市场1自由化进程的推进, 众多的美国资本进入这些新兴1993年底, 学术界与实务界人士聚集在华盛顿召开了一次世界银行会议, 提出要了解新兴资揭示新兴市场的若干“迷雾”, 为投资新兴资本市场提供理论与实务支持。自此之后, 对新场金融的研究逐步深入展开 (Geert Bekaert, Campbell R. Harvey, 2003)。总体而言, 市场的收益特征主要包括以下几个方面:

(一) 收益分布的非正态性

Geert Bekaert和Claude B. Erb (1998a) 等研究发现: 新兴市场相对于成熟市场具有正偏度峰度, 收益分布不规则性更强, 正态性检验不成立。另外, 与均值、方差一样, 高阶矩也具有特征。Geert Bekaert和Claude B. Erb (1998b) 等进一步讨论了新兴市场收益分布非正态性策略的影响: 设定峰度为常数的情况下, 对具有正偏度的资产, 其权重增大; 设定偏度为正值情况下, 随着峰度增大, 对应资产权重增大。Claude B. Erb和Campbell R. Harvey (1998) 新兴市场收益非正态性对风险及风险管理的影响: 运用标准风险管理工具, 如VaR来度量投资若假设新兴市场收益呈现正态分布, 则会低估风险 (负收益具有肥尾分布)。Arturo Bris等则讨论了卖空限制对于市场收益分布特征的影响: 运用全球46个证券市场的面板数据进行研究卖空限制能有效减缓市场恐慌的严重程度, 在限制卖空的市场, 对应的市场收益偏度显著的“左偏”, 或偏度负值更小。

(二) “风险—收益”特征

Campbell R. Harvey (1995a) 研究了完全新兴资本市场的“风险—收益”特性: (1) 高风险其原因在于: 国内投资者难以在全球范围内配置资产; 新兴市场内的企业往往来源于较少的者说没有成立多层次全方位的资本市场; 本土企业与本土经济发展关联紧密, 往往导致本土同向波动。(2) 高收益。据国际金融公司 (IFC) 所得数据计算, 新兴市场市值加权收益率将近100%。高收益的原因在于: 本土投资者不愿承担如此高的风险, 本土企业为了融资会降格, 给予投资者更高回报的同时增加了融资成本。

Geert Bekaert和Campbell R. Harvey (1997) 研究了新兴资本市场的波动率特征: (1) 波动因素。完全整合的市场, 波动率由全球范围内因素决定; 在被隔离的新兴市场, 则主要由性因素决定。(2) 新兴市场波动性差异。越是开放的经济, 波动性越低。(3) 资本市场自动性的影响。在多数经历自由化的国家, 波动性降低。

Campbell R. Harvey和Siddique, A (1999) 讨论了波动率和偏度的时变特征: 他们对GARCH模型进行了拓展, 同时考虑具有时变性的条件二阶矩和三阶矩, 并限定与收益对应的误差项称条件t分布, 用极大似然法对所提出的模型参数进行估计。运用美国、德国、日本、智利、台湾和泰国股市指数收益数据实证检验表明: 条件偏度显著存在, 在纳入条件偏度后, 条件性有所减弱, 非对称方差特性不复存在。

(三) 自相关性、收益可预测性和与全球市场的相关性

Campbell R. Harvey (1995a, 1995b) 研究了新兴资本市场收益的自相关性、收益的可预测全球资本市场的相关性, 研究发现: (1) 相对于成熟资本市场, 新兴资本市场收益的序列自相关性强, 这也解释了收益的可预测性。(2) 考虑本土信息和全球信息对收益的预测性: 相对于市场而言, 新兴市场更容易受本土信息而非全球信息的影响。对应解释为: ①新兴市场同世界之间具有分割性; ②新兴市场的风险暴露具有时变性, 这主要与发展中国家的产业结构变迁且, 这种风险暴露更易受到局部而非全球信息变量的影响。(3) 由于新兴资本市场和全球隔离, 这些新兴市场与发达国家证券市场之间具有很低的相关性。

由上述分析可见, 对在全球范围内配置资产的投资者而言, 新兴市场至少具有3点优势: 较收益、与成熟资本市场的低相关性和收益的可预测性。Campbell R. Harvey (1993) 阐述了新兴资本市场特征对全球资产配置的意义: 与成熟市场低相关性和新兴市场收益的可预测性, 均有利于提升投资机会。

(四) 资本资产定价模型的适用性

相对于成熟资本市场而言, 新兴市场的交易费用更高、即时信息不对称情况严重、监管不全... 等现象普遍存在, 所以这些问题都使全球CAPM的前提难以得到保证。但相对而言, 最大的问题还在于: 全球APM要求完美资本市场 (perfect capital markets), 要求全球资本市场整合。相对于成熟资本市场而言, 新兴市场不满足全球CAPM的前提条件。

Campbell R. Harvey (1995c) 运用多因素模型来考察新兴资本市场的风险暴露 (risk exposure), 这些因素包括: 全球证券市场收益、外汇指数收益、石油价格变化、全球工业产值增长率和全球通胀率。实证研究表明: 与这些风险对应的beta系数很低, 表明新兴市场没有和全球经济很好的整合; 但随着时间推移, 很多国家加快了整合的步伐。Geert Bekaert, Claude B. Erb (1997) 选取全球所有国家指数收益 (World-AC index) 为市场收益, 对有一定整合程度的新兴国家, CAPM检验表明“高beta低收益”, 高beta表明该新兴市场与成熟市场相关度高, 从而相对于“隔离”新兴市场具有较低收益。Claude B. Erb, Campbell R. Harvey (1996) 对解释截面收益与波动的系列风险因素进行了分析, 这些因素包括政治、经济、金融等方面的风险。

Campbell R. Harvey (2001) 研究了全球CAPM在新兴市场的适用性: 新兴国家往往不是完全被全球资本市场“隔离”, 随着新兴资本市场整合进程, 混合CAPM也许会更适合。Campbell R. Harvey (2001) 还讨论了考虑偏度的资产定价模型: (1) 在完全隔离的市场, 本国的方差和偏度被定价, 在完全整合的市场, 协方差和协偏度将被定价; (2) 若协偏度为负, 意味着该资产将对组合贡献负偏度, 为

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...



WOMEN SHOW 1st MONTH

insights... investment boutique discover

了让投资者购买这种“不受欢迎”的资产，势必降低（提高收益）；（3）在整合进程中，本土的方差和偏度、与全球市场的协方差和协偏度都会被定价。

另外，鉴于新兴资本市场收益的严重非正态性，Campbell R. Harvey、Siddique（2000）和Dittmar（2002）分别考虑了偏度和峰度对资产定价的影响，即分别利用二次和三次随机贴现因子（SDF），得出了对应的定价模型，包含了偏度和峰度的影响。

（五）金融自由化的影响

Campbell R. Harvey（2001）讨论了新兴资本市场金融自由化带来的整合效果：（1）由于低相关度和高收益，国外资金流入，抬高证券价格的同时降低了证券收益和上市公司的融资成本，进一步促进了新兴市场经济的繁荣（GDP上升）和资产证券化进程（更多公司上市）。（2）波动不定：交易更加活跃，分析者更多增强了新兴市场信息有效性，对信息反应加快也会增加波动；在国家经济/金融/政治不稳定的时候，“热钱”撤离导致波动加大；本土企业为了凸现相对竞争优势而实现专业化而非多元化会增加波动；另一方面，由于和全球经济整合，因而不受本土经济波动影响，从而减少波动。

（3）由于企业在全世界范围内开展业务，导致和全球市场相关度增加。

Geert Bekaert和Campbell R. Harvey（1998，2000）基于1977-1996年间美国证券资本流向17个新兴市场的分析，揭示了美国资本流向新兴市场与关键金融、宏观经济变量之间的关系：随着资本流入，新兴市场的平均收益、（国家）风险、与全球市场的相关性都降低；资本流入增加伴随人均GDP增加，资产证券化加快、长期的国家外债减少、更低的通胀率、更低的外汇风险等等。

Geert Bekaert（2001）等考察了金融自由化与真实经济增长（real economic growth）之间的关系，采用时间序列截面数据分析（即面板数据），所得结果表明：金融自由化伴随着年均约1%的真实经济增长，且随着教育水平的提高，这种效果更加明显。稳健性检验表明：通过控制一系列的宏观经济与金融指标，所得结果依然成立。

二、中国股市的收益特征

截至2006年底，中国资本市场取得了巨大的成就，多项指标位居历史之最（胡汝银，2007）：（1）沪综指年末报收2675点，较2005年上涨1.3倍；（2）沪深两市市值由2005年的3.2万亿上涨到2006年末的8.9万亿；（3）沪深两市集资总额2204亿，较2000年（史上最高年份）的1540亿增加了43%；（4）沪深两市股票成交金额9.05亿元。其他的成就还包括：股权分置改革接近尾声；《公司法》、《证券法》、《刑法》的修订生效为股市制度性建设奠定了基础；股指期货即将推出；中国银行、中国工商银行等超级蓝筹股的上市发行等等。

然而，据Dow Jones指数公司的早期研究表明（Sheldon Gao，2002），我国股市仍然具有典型的新兴市场特征：（1）收益：1994~2001年，Dow Jones中国指数（DJCI）较全球许多知名指数收益更高，但这一超常收益归功于某些特定板块、特定的交易日和特定的年份；（2）波动：1994-2001年，相较于Dow Jones工业平均指数（DJIA）而言，Dow Jones中国指数平均波动更大（51.10% VS. 15.80%），且熊市更为频繁但持续期更短；（3）与全球股市相关度：由于政府金融管制，中国股市相对“绝缘”，与其他市场相关度很低；（4）高换手率：中国股市具有极高的换手率，1994~2001年，平均持有期只有约2个月，这一数字显示了市场的极度投机性；（5）高市盈率：相对于P/B比率而言，P/E比率即市盈率偏高，表明市场被高估；（6）股票结构：大量中小盘股存在，且小盘股收益好于蓝筹股（与成熟资本市场相反）；（7）产业结构特征：中国股市工业类股票居多，按照Dow Jones全球分类标准（DJGCS），截至2002年1月31日，Dow Jones中国指数股中，有24.2%的工业股票，而Dow Jones世界指数股中，这一数字只有11.2%。这与中国产业结构一致（“世界工厂”），但不利于分散投资组合风险。

三、基于MSCI数据的实证检验

（一）MSCI指数数据简介

MSCI Barra是业界领先的基准指数提供商和风险管理分析服务提供商，其开发并管理的指数包括股票指数、固定收益指数、多资产类型指数、REIT指数和对冲基金指数，在全球范围内预计有3万亿美元以这些指数为基准。30余年以来，MSCI Barra提供的股票指数成为全球约3000多个机构投资者的投资基准，其行业分类以MSCI和S&P构建的全球产业分类标准（GICS：Global Industry Classification Standard）为基准。

MSCI股票指数的构造规则主要包括：（1）广泛而公正的市场代表性。为捕捉市场结构与其他市场特征，基于全球行业分类标准（GICS），采用自下而上的方式，以代表85%行业组流通市值为目的选择成分股。（2）可投资性与可复制性。考虑对国际机构投资者的限制，以自由流通调整市值为权重，选择具有合理规模和流动性的成分股构建指数。（3）方法的一致性、连续性与指数成分股的动态调整。一致性表现在指数构建方法在不同地区市场之间相似；连续性则表现为指数构建方法在时间维度上的延续性；另外，为反映市场演变的即时状况，成分股实行季度审议。

MSCI中国股票指数是继“MSCI美国股票指数”后MSCI推出的第二个国内指数，MSCI中国股票指数系列旨在体现中国股票投资者当前以及未来潜在的需求，该系列中国股票指数同时也为获得QFII资格以及意欲投资中国A股以外中国股票的投资机构提供合适的投资标的。MSCI中国股票指数系列分类包括：MSCI中国A股指数、MSCI中国A股相对价值及成长型股票指数系列、MSCI中国A股绝对价值及绝对成长型股票指数系列、MSCI中国境外股票指数系列和MSCI中国综合股票指数系列等5大类。

（二）样本选择

由于中国股市与国际资本市场的长期分割，有关中国股市与国际资本市场的关系检验较少，接下来有关中外证券市场收益分布特征的实证检验旨在：（1）运用最新数据检验上述新兴资本市场收益分布特征，特别是收益分布的不规则特性是否存在；（2）比较中国股市与国外股市的分布特性。

样本选择：成熟资本市场选取G7，即美国、英国、法国、德国、意大利、加拿大和日本的股票市场；新兴资本市场选取BRIC，即“金砖四国”——巴西、俄罗斯、印度和中国的股票市场。所选数据源自MSCI网站的国际资本市场价格指数数据（以美国计价），样本区间从2003年1月1日~2006年12月31日，共计1043个样本点。通过：计算得到相应的日收益率。选用EVI EWS来处理数据。

（三）实证检验结果

上述11个国家股市日收益率的描述性统计如下表1所示：

由表1可知：（1）就收益均值和标准差而言，BRIC四国均高于G7成员国，这表明相对于成熟资本市场而言，“高风险高收益”的分布特征在新兴市场依然存在；（2）就偏度（绝对值）和峰度而言，BRIC四国也高于G7成员国，JB统计量表明收益分布的非正态性在11个市场都很明显，而BRIC四国表现尤其；（3）Box-Pierce Q统计量表明，各市场收益都存在自相关，且这种自相关具有长记忆性，就整体而言，这种特性在BRIC四国表现更为明显；（4）除了美国市场偏度为正，其余市场的偏度均为负值。上述结论（1）—（3）与已有文献研究结论一致，但结论（4）则与现有文献相左（已有文献表明中国股市和美国股市分别为右偏和左偏）。中国股市收益偏度为负值的可能原因：MSCI中国股市指数选取的样本为具有高流动性和高市值的“优质”大盘股——以MSCI中国A股指数为例，成分股占A股总量不及1/10，但囊括了65%以上的流通市值；而且，其中多支成分股具有海外、内地同时上市的特征；由此可见，MSCI中国指数具有“成熟”资本市场的特征，且与全球资本市场的相关度更高，从而其日收益具有负偏度。美国股市收益偏度为正的原因则可能与样本区间内美国经济与股市表现良好有关。

这11个国家资本市场日收益的相关度见下表2：

由表2可知：（1）整体而言，BRIC四国与G7的相关度更低，BRIC各国之间的相关度也较低，这一结论与文献研究一致，表明了新兴资本市场的分割特征；（2）相对于BRIC四国中的其他3国而言，巴西与G7成员国的相关度更高，表明巴西经济与发达国家的高相关性；（3）中国股市与印度和日本的相关度相对较高，可能原因：中国与印度产业结构的相似性，中国与日本的地域相近从而经济相关性更高；

（4）英国、法国、德国的意大利股市的高度相关性，与欧洲经济一体化的现实相符；（5）日本与其他国家证券市场的低相关性，可能原因：从地域上来看，日本与欧洲和北美相隔离；从经济结构上讲，日本与新兴市场有别；（6）美国市场与其他国家证券市场的低相关性，但与加拿大和巴西相关度

相对较高，这与区域经济一体化一致。总的来说，证券市场相关度表明了经济相关性的高低，从实证检验结果来看，世界经济具有区域一体化特征，而“全球一体化”的特征并不明显，美国、日本、欧洲和新兴国家多极化发展的态势较为明显。

上述11国证券市场日收益的非正态性可直观的用QQ图表示如下：

四、结论

本文首先综述了新兴资本市场的收益特征，并进一步对中国股市收益特征进行了比较与说明，选用MSCI全球证券指数对G7和BRIC的股市日收益率数据进行了分析，发现：（1）所有市场收益率分布均具有“有偏、尖峰、肥尾”的非正态特性，收益具有“长记忆性”自相关，但新兴市场表现更为明显；

（2）新兴市场“高风险高收益”明显；（3）新兴市场的分割性特征明显，区域经济一体化而非全球经济一体化特征明显，美、日、欧洲和新兴国家多极化发展的态势明显；（4）美国股市表现为“右偏”而中国股市表现为“左偏”，可能与MSCI成分股选择标准和美国近期经济发展良好有关。

参考文献：

【1】 Geert Bekaert, Campbell R. Harvey. Emerging markets finance [J]. Journal of Empirical Finance, 2003, 10, 3-55.

【2】 Geert Bekaert, Claude B. Erb, Campbell R. Harvey and Tadas E. Viskanta. The Behavior of Emerging Market Returns, in the Future of Emerging Market Capital Flows [M], Edited by Richard Levich. Boston: Kluwer Academic Publishers, 1998a, 107-173.

【3】 Geert Bekaert, Claude B. Erb, Campbell R. Harvey and Tadas E. Viskanta. Distributional Characteristics of Emerging Market Returns and Asset Allocation [J]. The Journal of Portfolio Management, 1998b, Winter, 102-116.

【4】 Claude B. Erb, Campbell R. Harvey and Tadas E. Viskanta. Risk in Emerging Markets [J]. The Financial Survey, 1998, July/August, 42-46.

【5】 Arturo Bris, William N. Goetzmann and Ning Zhu. Efficiency and Bear: Short Sales and Markets around the World [Z]. SSRN working paper, id357800, 2004, 9.

【6】 Campbell R. Harvey. The Cross-Section of Volatility and Autocorrelation in Emerging Markets [J]. Finanzmarkt und Portfolio Management, 1995a, 9, 12-34

【7】 Geert Bekaert and Campbell R. Harvey. Emerging equity market volatility [J]. Journal of Financial Economics, 1997, 43, 29-77.

【8】 Harvey, C. R., & Siddique, A. (1999). Autoregressive conditional skewness. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 34, 465-487.

【9】 Harvey, Campbell R. Predictable Risk and Returns in Emerging Markets [J]. Review of Financial Studies, 1995b, vol. 8 (3), 773-816.

【10】 Campbell R. Harvey. Portfolio Enhancement Using Emerging Markets and Conditioning Information, in Portfolio Investment in Developing Countries [M], Edited by Stijn Claessens, Sudarshan Gooptu. Washington: The World Bank Discussion Series, 1993, 110-144.

【11】 Campbell R. Harvey. The Risk Exposure of Emerging Equity Markets [J]. The World Bank Economic Review, 1995c, 9 (1), 19-50.

【12】 Claude B. Erb, Campbell R. Harvey and Tadas E. Viskanta. Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk [J]. Financial Analysts Journal, 1996, 52 (6), 28-46.

【13】 Geert Bekaert, Claude B. Erb, Campbell R. Harvey and Tadas E. Viskanta. The Cross-Sectional Determinants of Emerging Equity Market Returns, in Quantitative Investing of the Global Markets: Strategies, Tactics, and Advanced Analytical Techniques [M], Edited by Peter Carman. Chicago: Glenlake Publishing, 1997, 221-272.

【14】 Campbell R. Harvey. Asset Pricing: Emerging Markets, in International Encyclopedia of the Social and Behavioral Sciences [M], Edited by Orley Ashenfelter. Elsevier Science Limited, 2001, 840-845.

【15】 Campbell R. Harvey and Akhtar Siddique. Conditional Skewness in Asset Pricing Tests [J]. The Journal of Finance, 2000, 3, 1263-1295.

【16】 Robert F. Dittmar. Nonlinear Pricing Kernels, Kurtosis Preference, and Evidence from the Cross Section of Equity Returns [J]. The Journal of Finance, 2002, 1, 369-403.

【17】 Geert Bekaert and Campbell R. Harvey. Foreign Speculators and Emerging Equity Markets [J]. Journal of Finance, 2000, 55 (4): 565-613.

【18】 Geert Bekaert and Campbell R. Harvey. Capital Flows and the Behavior of Emerging Market Equity Returns [Z]. NBER working paper, No. 6669, 1998.

【19】 Geert Bekaert, Campbell R. Harvey and Christian Lundblad. Emerging equity markets and economic development [J]. Journal of Development Economics, 2001, 66, 465-504.

【20】胡汝银 中国资本市场的变革之路 [J] 上海金融 2007 1 4-11

（作者单位：厦门大学经济学院金融系）

【 评论 】 【 推荐 】

评一评

正在读取...



笔名:



评论:

发表评论

重写评论

[评论将在5分钟内被审核，请耐心等待]

【注】 发表评论必需遵守以下条例：

- 尊重网上道德，遵守中华人民共和国的各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留言中的任意内容
- 本站有权在网站内转载或引用您的评论
- 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款

