



热门文章

用多元线性

何加强会计

国外汇储备

间借贷利率

国衍生金融

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

[2008年11月]外汇市场微观结构理论研究方法的突破

【字体 大 中 小】

作者: [刘培蕾 陈晓露] 来源: [本站] 浏览:

一、外汇市场微观结构理论介绍

纵观汇率决定理论的发展历程:20世纪70年代以前,汇率决定理论主要是考察商品市场的均力平价是该类模型的代表。70年代以后,资产市场理论将汇率决定的视野拓展到资产市场,认为汇率是由宏观变量(如利率、货币供给、国际收支平衡等)决定,也是当今主流的汇率而一直以来的,各种宏观理论模型面临着不被实证检验支持的境况,汇率宏观决定模型对汇率走势缺乏解释力,而对于长期汇率有较强的预测力。90年代,外汇市场微观结构理论应运而生,并认为指令流等市场微观结构变量是影响汇率行为的最主要因素之一,其产生和发展对决定和波动的解释富有很大的启发性,被认为是对汇率宏观决定理论的重要补充。

外汇市场微观结构理论相较于宏观决定理论的重要差别在于研究方法的不同。微观理论在研究的一个重要突破即放松宏观理论中经典假设,把私有信息存在、投资者异质性、外汇市场重要因素加入对汇率决定的考虑中,更符合现实状况,从而对中长期汇率的决定更有说服力。图1是微观理论中指令流作用框架,下文即以指令流为线索来探索各个因素(私有信息;交易

市场机制)对汇率变动的影响。

二、外汇市场微观结构理论研究方法的突破

外汇市场微观理论相较于宏观理论在研究方法上的重要差别:将私有信息存在、投资者异质、外汇市场机制三个重要因素加入对短期汇率波动的考虑中,从而弥补了宏观对中长期汇率缺乏缺陷。

(一)私有信息

传统的汇率决定宏观经济理论假设在外汇市场上所有的经纪人都拥有同样的信息,即公开信息结构理论对这个观念提出了挑战,认为与汇率相关的某些信息并不总是公开可得的,即信息的或者说存在私有信息。私有信息是市场微观结构理论中最基本的概念,它有以下两个鲜明一是它不能被所有的人共享,二是它能比公开信息更好地预测未来价格的走势。

1.私有信息与指令流。指令流也传达了关于基本面的信息,在标准的市场微观结构模型中,其不能从指令流中获悉的基本面因素一无所知,因为被获知的信息不是公开的,所以交易者流中获知信息的依赖性就相应提高。Lyon(1995)通过研究发现外汇市场交易者普遍认为指部信息的重要源泉。Evans and Lyon(2002)认为无论客户的交易动机如何,调整组合必须通单来实现,在浮动汇率下,指令流就代表了市场对货币的需求,并传递了私人信息。

2.私有信息与买卖价差。买卖价差的模型是在1968年由Demsetz第一次提出,研究了供给方需求方的买价之间的差价形成过程,认为做市商报价的买卖价差是为了弥补为市场提供交易的需要的补偿。关于私有信息之于买卖价差的影响,信息模型认为,即使满足完全没有摩擦的以及交易成本与存货成本为零的理想条件,由信息不对称诱发的逆向选择也足以产生价差。

(1971)研究买卖价差逆向选择问题的产生是因为做市商不能区分流动性动机交易者商和知情而对二者相应扩大买卖价差。Perraudin和Vi tale(1996)发现做市商为了获得分散在各个私有信息,会有意地拉开买卖报价,排挤市场上那些出于流动性需求的非知情交易者,因为情交易者对价格变化的反应最为敏感。

3.私有信息与传递机制。以银行间市场为例,每家外汇银行从自己的客户订单那里了解了市况,原始信息是其他银行无法得到的,各家银行对这些信息的处理将会影响银行间市场的外再考虑到央行的干预行为时,由于央行的干预行为极有可能向市场传递某些信息,因此,市自然会重视央行干预的信号作用。Kathryn M. Dominguez使用即期外汇市场的高频数据校正央作与当时市场状况的关系。结果显示,一些交易者至少在信息公共披露之前一个小时就知道操作。由于央行干预一般是通过特定的某些外汇交易商进行,央行干预的信息披露存在时意味着央行的交易对手拥有了私人信息。

(二)交易者的异质性

微观结构理论认为市场参与者对价格的影响并不完全一样,即交易者是有异质的。

1.市场参与者的交易动机不同。根据交易动机不同可分为:资产增值目的的投机者和资产保值需要的风险规避者。投机交易者和保值交易者的目标函数是不一样的,它们相互作用的结果不会向合理预期模型所阐述的那样单纯,而是会导致汇率的波动。投机者通常采用主动型的投资战略,选择市场指令的交易方式,资金集中在一个或少数几个看好的资产上;而保值交易者多采用消极的战略方式,常常选择限价指令的交易方式,资金是分散在多个收益不相关的资产上。所以,投机者需要即时性,期待价格朝他们交易的方向变化,而保值者则提供即时性,期待价格能够趋于稳定。

2.市场交易者的分析方法不同。市场参与者对信息的处理方法显示出多样化,比如有按照基础面分析的结果进行投资交易者,也有利用数据的变化结构来预测价格走势的技术面重视的交易者,究竟哪种预测方法比较准确,就要看市场上哪种性质的交易者占多数,有时,预期自我实现的特征在短期内会非常明显。Frankel and Froot(1988)研究结论表明当一种预测方法的效果降低时,这一方法的信奉者的比例会减少。如果非经济基础预测汇率的投资者开始增多的时候,市场的汇率就会由这些更多的噪音交易者来决定,这就是预期自我实现的机制。

3.市场交易者信息不对称。知情交易者掌握了关于金融资产未来价值的私有信息,利用这一信息谋求市场的超额利润,当信息收集成本确定以后,知情交易者的数量就被“内生”出来,而不是一个确定不了的变量或是外生变量。非知情交易者,不具备私有信息,根据自己的流动性需求状况决定是否参与交易。一般来说,非知情交易者和知情交易者之间进行买卖时,非知情交易者总是不利的,但是,没有非知情交易者提供流动性,市场的交易就不会出现。在知情交易者和非知情交易者之间沟通的中介是做市商,其职责是接受和提供订单促成交易,通过自己账户的调整,拉大买卖的差价,提供流动性,解决供需不平衡。虽然做市商提供流动性,具有设定价格的权力,Frankel和Froot(1988)的实证研究仍表明在非对称信息基础上的交易者异质性,消息灵通的交易者获得利润,相反的交易者遭受

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...

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...

损失。

### (三) 外汇市场机制

外汇市场具有的制度特征：其一，具有两层结构的分散市场，即客户与银行，银行与银行的交易市场。其二，外汇市场中的巨大交易量是经过多个做市商机制来完成的。交易商除了选择银行间的直接交易形式外，还可以选择利用经纪人中介的间接交易形式。其三，没有对交易价格和交易量等信息随时披露的要求，透明度明显低于其他的金融市场。其四，缺乏清算机制，信用风险较大。我国的交易机制是：首先客户（一般是流动性需求者）与会员交易，以会员提出的报价向会员买卖外汇资产。会员利用第一阶段得到的私有信息，在银行间外汇市场上与其他会员进行交易，从而观测或估计到整个市场交易后的净头寸，以重新估计外汇报价。其次会员提出新报价在银行间外汇市场交易，中央银行根据第二阶段的交易结果，决定是否进入市场。最后会员将当天所有交易的净头寸以适当价格转移给流动性供给者。这其中会员是充当流动性需求者和供给者的交易中介，选择OTC方式或撮合方式交易。一旦会员无法很好地供给流动性时，中央银行入市干预。从我国的交易机制看满足制度特征：市场的两层结构；巨大的交易量在会员间和会员与央行间进行；客户与会员之间以及银行间的指令流信息披露不透明。

1. 从交易集中度对汇率影响看市场的两层结构。关于交易机制一个广泛持有的观点是：通过集中交易和收集价格信息，经纪人市场能更有效地使用时间迅速消除大量的套利机会，而且能保证交易商的指令能按价格优先的原则进行。Flood (1994) 通过在一个包括做市商、经纪人和顾客的特殊市场结构下做模拟实验来考察美国外汇市场一个交易日内的运行效率。他的结论是：集中化是达到市场运行效率的关键因素。他发现大量的市场运行低效都可以用分散市场上固有的暂时性存货失衡来解释，在很大程度上可以通过集中价格信息来大大减轻这种低效率。

2. 市场巨大交易量。外汇市场的一个重要现实是每天有庞大的交易量，远远超过实际的投资与贸易的需要。汇率的标准宏观模型没有包括外汇交易量，认为它与汇率波动是无关系的，可能导致标准宏观模型解释现实现象的失败。French和roll (1986) 发现交易噪声，即交易量本身可能导致汇率的过度波动。他们发现即使市场在选举日或其他特别的日子关闭，波动也一直持续而非中断直到下次开市，即波动存在惯性，在信息流量不变的条件下，波动主要受交易量影响。

Philippe Jorion 检验 Tauche 和 Pitts (1983) 的一个关于汇率波动的市场微观结构理论，得出如下结论：当交易数量来源于多个交易者，即交易数量来源异质的条件下，交易量与汇率波动正相关；当交易数量由主要交易者决定时，交易量与汇率波动负相关。

Lyons 检验了交易量对汇率的影响效果，并且提出了导致交易数量较大的两个理论：一是市场交易者根据交易量的大小来判断市场中的私有信息，认为如果交易量不大，则意味着市场上没有出现对汇率有影响力的信息。但如果交易量放大则包含利好信息，于是投资者便会放大市场交易量；二是“热土豆 (hot potato)”理论，大的交易量是因为信息几乎不被处理，即流动性交易的顾客给他们的经纪人下达指令，经纪人卖出多余的头寸给别的交易者，外汇暴露的头寸像热土豆一样被传递。实证支持热土豆观点，当交易之间的时间较长，交易数量对汇率有重要影响。当两次交易之间的时间较短，交易量对汇率影响较小，交易者认为指令主要来自流动性交易者，而非信息灵通的交易者。

### 三、结语

文章借鉴很多国内外学者关于这个论题的研究成果和综述。本文的创新在于写作思路，从最核心的变量指令流出发，围绕其对研究方法进行分析，希望能从微观结构理论研究方法这个新的切入点有所突破。

### 参考文献：

- 【1】孙立坚 外汇市场微观结构原理及前景 国际金融研究 [J] 2002 (11) : 3
  - 【2】Lyons R.K. test of micro structural hypotheses in the foreign exchange market [J] Journal of Financial Economics 1995 39: 321-51
  - 【3】Evans Martin D and R.K. Lyons Order flow and exchange rate dynamics [J] Journal of Political Economy 2002 110: 170-181
  - 【4】陈浪南 林伟斌 欧阳永卫 人民币汇率决定的市场微观结构分析 [J] 经济学 (季刊) 200710
  - 【5】戴国强 吴林祥 金融市场微观结构理论 [M] 上海: 上海财经大学出版社 19991-30
- (作者单位: 中南财经政法大学金融学院\华泰证券武汉首义营业部)

【 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法律责任
- 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

Copyright ©2007-2008 时代金融

XML RSS 2.0

POWERED BY  
54NB

EliteArticle System Version 3.00 Beta2

当前风格: 经典风格

云南省昆明市正义路69号金融大厦