

中国金融工具创新年度系列报告

中国金融工具 创新报告

(2004)

主 编 杨如彦

— 副主编 孟 辉

中国金融工具创新年度系列报告

中国金融工具 创新报告 (2004)

— 主 编 杨如彦
— 副主编 孟 辉

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融工具创新报告. 2004/杨如彦主编.

北京: 中国人民大学出版社, 2004

ISBN 7-300-03452-7/F · 1039

I. 中…

II. ①杨…②孟…

III. 金融创新-研究报告-中国-2004

IV. F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 044702 号

中国金融工具创新年度系列报告

中国金融工具创新报告 (2004)

主 编 杨如彦

副主编 孟 辉

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)	010-62511239 (出版部)	
	010-82501766 (邮购部)	010-62514148 (门市部)	
	010-62515195 (发行公司)	010-62515275 (盗版举报)	
网 址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	河北三河新世纪印刷厂		
开 本	150×230 毫米 1/16	版 次	2004 年 6 月第 1 版
印 张	34.5 插页 2	印 次	2004 年 6 月第 1 次印刷
字 数	460 000	定 价	49.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

中国金融工具创新年度系列报告

学术委员会名单

顾问 成思危（全国人大常委会副委员长、中国科学院研究生院管理学院院长，博士生导师）

主任委员 张曙光 邓勇

副主任委员 汪寿阳 盛洪

委员 （排名不分先后）

邓勇（中国科学院研究生院党委书记，教授）

茅于軾（北京天则经济研究所，教授）

盛洪（北京天则经济研究所所长，教授）

张曙光（北京天则经济研究所，教授）

高鹏（中国科学院院长助理，管理学院副院长）

谢平（中国人民银行研究局局长，教授）

杨华（中国证监会上市公司部主任）

高传捷（中国银监会非银行金融机构监管部主任）

孙杰（中国证监会基金监管部主任）

李扬（中国社会科学院金融研究所所长，研究员）

吴清（中国证监会机构部副主任）

朱善利（北大光华管理学院副院长，博士生导师）

汪寿阳（中国科学院研究生院管理学院副院长，博士生导师）

聂庆平（中国证券业协会秘书长，北京大学中国金融政策研究中心研究员）

张持坚（上海证券报总编辑）

徐伟宣（中国科学院政策与管理科学研究所所长，博士生导师）

曹仕忠（上海证券报副主编）

王国刚（中国社会科学院金融研究所副所长，博士生导师）
巴曙松（国务院发展研究中心金融研究所副所长，中山大学金融学教授）
杨如彦（中国科学院研究生院虚拟经济与金融研究中心副主任，北京天则经济研究所特邀研究员）
程 兵（中国科学院金融工程与风险管理研究中心副主任，博士生导师）
张军扩（国务院发展研究中心市场部主任）
翁君奕（厦门大学管理学院副院长，教授）
徐滇庆（加拿大西安大略大学终身教授，北京大学中国经济研究中心教授）
陈 平（中山大学岭南学院副院长，教授）
陈 收（湖南大学工商管理学院院长，教授，博士生导师）
吴冲锋（上海交通大学管理学院副院长，教授，博士生导师）
喻世友（中山大学校长助理，教授）
执行主编 杨如彦



总 序

成思危

为了组织和促进中国金融工具及其创新的研究工作，中国科学院研究生院和北京天则经济研究所合作组织了一个学术委员会，我觉得很有意义。金融工具创新是虚拟经济领域中最活跃的一个部分，有针对性地研究总结中国金融市场的实践经验，从中发现一些规律，对于全面落实十六大精神，指导今后的金融实践，规范和发展金融市场，防范和化解金融风险，更加充分地发挥虚拟经济对实体经济发展的促进作用，都具有重要的意义。

一、虚拟经济和金融创新

党的十六大明确提出，要推进资本市场的改革开放和稳定发展，处理好虚拟经济和实体经济



的关系,深化分配制度改革,健全现代市场经济的社会信用体系,稳步推进利率市场化改革,优化金融资源配置,加强金融监管,防范和化解风险,使金融更好地为经济社会发展服务。这些重要的论述,为我们通过金融工具及其创新的研究,进一步促进虚拟经济的发展指明了方向。

我个人认为,所谓虚拟经济是指与虚拟资本以金融系统为主要依托的循环运动有关的经济活动,简单地说就是直接以钱生钱的活动。在人类社会发展的进程中,由于实物商品交换的局限性日益凸显,因而产生了作为一般等价物的货币。当人们手中拥有多余的货币后,就开始产生私人之间的借贷行为,从而使得人们手中的闲置货币成为生息资本。随着生息资本的社会化,就产生了资金供求双方运用各种金融工具实现借贷行为的金融市场。按照传统的金融理论,可以按信用期限在一年以上或以下将金融市场分为资本市场与货币市场两大类,也可将前者称为中长期资金市场,而将后者称为短期资金市场。在资本市场中有权益融资(equity financing)和负债融资(debt financing)两种融资方式,而在货币市场中则主要是负债融资。

当人们手中有了闲置货币之后,除了扩大消费和增加储蓄以外,还会产生用它们来投资获利的愿望。从虚拟经济的观点看来,所有的金融市场工具都是虚拟资本,当投资者用其手中的闲置货币购买金融市场工具时,实际上就是用他对这些货币的使用权交换到一份权益证书,于是他就对金融市场工具发行者的未来收入及资产具有要求权。因此人们在进行投资决策时必须考虑三个问题:一是预期的收益有多大;二是这一收益是否真正能够拿到手;三是急需时能否迅速收回现金。也就是说,投资者在投资前必须在拟购买的金融市场工具的收益性、安全性和流动性三者之间进行权衡。从理论上说,金融市场工具的收益性与安全性呈负相关关系,也与流动性呈负相关关系,因而其安全性与流动性呈正相关关系。为了满足不同投资者的需求,就出现了各种各样的金融市场工具。

金融市场工具一般可以根据其信用期在一年以上或以下而分为两类。一类是资本市场工具，包括股票、抵押贷款、公司债券、一年期以上的国库券、消费者贷款及银行商业贷款等；另一类是货币市场工具，包括一年期以下的国库券、大额可转让存单、商业票据、银行承兑票据、回购协议、同业拆借协议等。也可按照投资的性质而将金融市场工具分为权益工具和债务工具两大类。投资者只能从权益工具的发行者那里收取红利而不能直接收回本金，但可以从债务工具的发行者那里收回本利。

二级金融市场的存在使投资者可以随时将其手中的金融市场工具出售而变成现金，从而大大改善了金融市场工具的流动性。但由于金融市场工具的二级市场价格是不确定的，投资者将其变现时既可能获得高额的收益，也可能遭受巨大的损失，故有人将金融市场工具戏称为“纸面上的钱”（paper money）。按照上述观念，可以认为货币市场是偏重流动性的债务工具市场，股票市场是偏重收益性的权益工具市场，而债券市场是偏重安全性的债务工具市场。

金融创新是指用新的金融产品或服务来代替或补充已有的金融工具，并在实践中被市场广泛接受。20世纪50年代末期，在英国出现了同贴现市场平行的各种新型货币市场。其中最重要的是1957年前后在伦敦开始出现的欧洲美元市场。从60年代开始，美国通货膨胀率和利率都急剧上升，再加上计算机技术迅速发展、国际金融市场逐渐走向集成化、汇率和利率的波动难以预料及控制等因素，都使得金融风险增大，从而大大改变了金融市场的供求状况。许多金融机构发现其传统的金融服务和金融产品销路日益下降，旧的经营方式不再有利可图，而且运用传统的金融工具已难以吸引其赖以生存的资金。为了求得生存和发展，金融机构不得不努力进行金融创新，研究和开发新的产品和服务，以防范金融风险，保证交易安全，规避金融监管并降低交易成本。通过金融工具创新所产生的金融衍生产品大体上可以分为利率合约、外汇合约、权益相关合约和其他合约四类。



20 世纪 70 年代以后,随着金融创新的发展,在美、英等国家还出现了金融衍生产品市场。这种市场大体上可以分为两类:一类是由银行发行的金融产品所组成的市场,称为柜台交易,但市场交易多通过电话网络完成;另一类是由金融期货交易所组织起来的有形市场。衍生市场所交易的货币衍生产品包括远期合约、货币和利率转换、远期利率协议和金融期货期权等。

将虚拟经济作为一种新的经济活动模式与实体经济区分开来,对我们进一步了解和运用经济规律具有重要的意义。2000 年年底全球虚拟经济的总量已达 160 万亿美元,其中股票市值和债券余额约为 65 万亿美元,金融衍生工具柜台交易余额约为 95 万亿美元,而当年各国国民生产总值的总和只有约 30 万亿美元。全世界虚拟资本日平均流动量高达 1.5 万亿美元以上,大约是世界日平均实际贸易额的 50 倍,就是说世界上每天流动的资金中只有 2% 真正用在国际贸易上,其余都是在金融市场中进行以钱生钱的活动。可以预计,随着电子商务和电子货币的发展,虚拟经济的规模还会进一步膨胀。

二、我国金融创新的现状和展望

改革开放以后,在邓小平理论的指引下,我国的金融市场一直在稳步发展,各个要素市场逐步建立并不断完善。银行业从简单的存贷业务,到复杂一些的结算业务,再到后来的票据业务,其间接融资的功能逐步得到发挥。证券市场、货币市场、期货市场也在改革中诞生,并在不断总结经验教训的基础上得到发展。通过商业银行法、证券法、信托法等法律的制定和实施,我国已成功地构建了一个全国统一的金融市场体系,打破了条块分割、部门分割和行业分割的不利局面,并初步建立了监管体系。在广大投资者的广泛参与下,我国股市得到了较快的发展,对一些上市公司进行了产权改造,出现了股份制银行,这些都为我国金融市场体系的建立和发展提供了坚实的微观基础。到 2002 年年底,我国共有境内上市公司

(A、B股) 1 224家, 境外上市公司(H股) 73家, 股票市价总值 38 329亿元, 投资者开户数为 6 884万人; 国债发行额为 5 934亿元, 企业债券发行额为 325亿元。2002年期货总成交额为 39 490亿元; 财产保险公司保费收入为 780亿元, 人寿保险公司保费收入为 2 274亿元。

在我国加入世界贸易组织以后, 随着各项承诺的逐步落实, 以及 QFII、DR 工具和离岸金融等业务的逐步开展, 我国金融市场在对外开放方面将越来越有经验。人们已逐渐认识到, 虚拟经济对实体经济的发展具有巨大的促进作用, 对各种金融工具及其创新的了解和运用也日渐增加。

但是我们也应清醒地看到, 我国虚拟经济的发展仅仅处于初级阶段, 与发达国家相比还有相当大的差距。一是我国虚拟经济的规模还比较小, 股市市值最高的时候也仅相当于GDP的 55%, 而且只有 1/3 左右是流通股, 债券市场和货币市场也相对较小, 金融衍生产品基本上还没有发展, 直接融资的规模远小于间接融资。二是我国还没有像纽约的华尔街、英国的伦巴德街等那样大规模的国际金融中心, 资本流动的规模较小。三是我国在如何驾驭虚拟经济方面还缺乏经验, 例如在资金的运用方面, 对于如何利用利率差和时间差, 我们还有一些经验, 而对如何利用流动性差、组合差、风险差, 如何在收益性、安全性与流动性之间取得最优的平衡, 我们就知之不多了, 因此, 加入世贸组织以后, 我国在虚拟经济方面面临着严峻的挑战。四是我们识别和处理虚拟经济系统中的风险的能力还有待提高, 特别是综合防范和化解各类金融市场中的风险方面的能力还比较薄弱。

发展我国虚拟经济的一项重要任务是推进金融创新, 这既包括工具创新, 也包括制度创新。由于金融工具创新不足, 不少资金找不到恰当的投资工具, 只能积聚在银行中或被挤压在一些狭小的领域内。由于市场结构不够科学合理, 长期以来, 金融产品收益不连续, 不能很好地满足投资人的各种风险—收益偏好, 名为创新, 实



为违法的事件时有发生,而一些合理的做法因制度建设滞后而无法可依,甚至由于规章不完善,一些在国外行之有效的做法在我国发生了扭曲。

工具创新和制度创新之间是相辅相成的。金融工具创新是在既定的制度下运用金融工程的原理,针对各类投资者的不同偏好,设计出各种新的金融产品和服务,并通过实践在金融市场中逐步扩散。但是金融工具创新在给投资者带来新的投资机会的同时,也会给投机者创造新的投机机会。为此必须同时进行制度创新,用法律、行政和经济手段来建立新的体制和机制,以保障投资者的合法权益,防止因过度投机而增大金融风险,而新制度的出现也往往会促使新的金融工具诞生。

三、努力推进我国金融工具及其创新的研究

我国在发展实体经济方面比较有经验,研究的成果也较多,而虚拟经济方面的研究才刚刚起步。国内目前对虚拟经济的研究大体上有三个不同的方向。第一个是偏重经济学的方向。有些经济学家从传统的理论经济学中财富和价值的角度来研究虚拟经济,由于价值是经济活动过程的抽象,是理论经济学的基石,而原来的价值系统是以实体经济为主的,因此他们认为研究虚拟经济就是研究虚拟的价值系统。第二个是偏重金融学的方向。金融界有不少人认为虚拟经济研究就是金融研究。有些人认为虚拟经济就是金融,因此根本没有必要研究虚拟经济;还有些人认为有必要研究虚拟经济,但他们主要是从金融的角度来研究,例如金融分为三个层次:货币、有价证券和金融衍生工具,这三个层次都有与虚拟经济相对应的问题。第三个是偏重系统科学的方向。我认为从系统科学的角度来看,虚拟经济是与实体经济相对应而在经济系统中存在的经济活动模式(包括结构及其演化)。可以认为实体经济是经济中的硬件,虚拟经济是经济中的软件,它们是互相依存的。我认为以上三个研究方向

并不冲突，而是可以互相促进，互相补充，有助于更全面地认识虚拟经济，最后殊途同归。

金融工具的研究是虚拟经济研究的重要组成部分，为此应当努力推进我国金融工具及其创新的研究。首先，研究金融工具要有科学的态度和方法。我认为虚拟经济的基本研究方法应当是在唯物辩证法指导下的复杂科学（系统科学发展的高级阶段）方法，主要是定性判断与定量计算相结合、微观分析与宏观综合相结合、还原论与整体论相结合、科学推理与哲学思辨相结合。在金融工具的研究方面也应注意运用上述基本方法，同时还要运用数理金融学、行为金融学、不确定条件下的决策技术、复杂数据分析技术、计算机模拟、计算智能、数理逻辑等各种先进的理论和方法。

其次，在研究中要注意努力学习和创新。由于我国在金融工具及其创新方面还缺少实践经验，故应当认真学习国外的金融理论、研究成果及实践经验，但一定要结合我国的实际情况加以运用，避免盲目照搬，而且要在不断积累实践经验的基础上进行理论创新，逐渐形成既能与国际接轨，又适合我国国情的金融工具体系。

再次，要注意研究成果的有效性。研究金融工具的目的是为了揭示其形成和发展过程中内在的规律，以指导和规范未来的创新，而且只有当一项新的金融产品或服务真正被市场接受时，才能称得上是金融创新。

最后，要注意人才的培养和研究群体的组织。目前我国研究金融工具及其创新的人才十分缺乏，要在知名的高等院校及中科院、社科院等单位设置这方面的硕士点和博士点，鼓励有金融方面实践经验的人员报考；要在国内重点支持几家水平较高的研究群体，鼓励它们与国外开展学术交流，合作研究，举办国际学术会议，努力逼近国际水平。

我国金融工具及其创新的研究和实践虽然历史较短，但改革开放的不断推进必将为我国虚拟经济的发展创造有利的条件。我衷心地希望“中国金融工具创新年度系列报告”能够每年坚持出版，吸



引越来越多的有志之士关心、支持和参与金融工具及其创新的研究和实践，共同推动我国的金融市场和虚拟经济快速、持续、健康地发展。

2003年7月13日



序 一

汪寿阳

《中国金融工具创新报告（2004）》是“中国金融工具创新年度系列报告”的第二辑，按照成思危教授的勾画，中国科学院研究生院和北京天则经济研究所联合发起一个金融工具研究的学术委员会，具体承办方是中国科学院研究生院的管理学院和虚拟经济与金融研究中心。我认为，这个组织架构很有效率，天则经济研究所在社会科学界有很高的声望，中国科学院研究生院在院所联合办学的框架下，研究微观金融很有潜力和专长，两家合作可以做到优势互补。在学术委员会中，邀请了国务院发展研究中心金融研究所、中国社会科学院金融研究所、北京大学光华管理学院、中山大学、厦门大学、上海交通大学等国内对微观金融的研究有影响的学者以及证监会和银监会的部分领导和专家。请他们参与金融工具研



究的指导工作,使得研究工作具有相当的代表性。2003 年度的报告,尽管因为 SARS 的原因,8 月底才付梓,但仍然获得了较大的成功。学界关注这个报告,是因为它有资料价值和学术价值;业界关注这个报告,是因为它具有一定的权威性,对今后的创新具有启发和指导意义。我作为报告参与人员,对报告的评价或许稍微保守了一些:它至少是一项有理论价值和实践价值的工作,相信经过几年的坚持一定能对中国金融市场的建设有所贡献。

在 2003 年,国内金融市场发生了一系列深刻的变化。变化的产生,首先是因为人们对政策应该有的方向存在着分歧。例如关于增长,有的人觉得宏观经济很快要出现通胀,有的人又觉得有效需求不足和供给质量低下,在较长时间里仍然是国内经济的主要矛盾。如果通胀很快就来,货币政策和财政政策就应该转向,变为紧缩的格调;如果通缩还会持续,积极的财政政策和适度稳健的货币政策就要继续执行。在金融市场内部,2003 年最大的争论是人民币汇率升值的预期是否具有实体经济的基础。一些人觉得升值是必须的,因为外汇储备增长过快;另一些人甚至觉得人民币还应该贬值,因为从国内金融资产的质量看,不良资产大量堆积,资产市场的低水平供给,不支持人民币升值,如此等等。因为存在着这些争论,政策操作显得很频繁,对市场环境的影响也很显著。中央银行体系和分业监管的模式构建起来以后,一方面,原有的金融服务中介机构要求扩大规模,增强竞争力;另一方面,金融市场之外的资金也希望分享金融市场上日益引人注目的增长成果。由于国内金融管制总体上很严格,资金的进入,只能有两种渠道:其一是通过提供新的服务产品,说服市场和监管机构允许其进入,比如汽车金融公司,因为能够重新分配汽车生产和消费中融资服务的风险状态,因而获准进入金融市场;其二是借助金融市场内部工具,迂回进入市场,比如,中小投资人借助机构投资者,进入短期金融工具市场,尤其是国债/政策性金融债市场,等等。市场环境、政策和监管制度环境,以及资本流动的本质特性,基本上勾勒了 2003 年金融产品创新

的风貌。

金融理论的进步也潜移默化地改变了人们的投资理念和金融服务提供的模式，来影响金融产品创新。2003年国内金融学理论研究的进步有两个方面：一方面是通过学科交叉，促进了金融理论中的应用研究，不仅数学学科中更多的分支学科开始抽象金融市场的实际问题，而且物理学、运筹学、心理学、社会学也开始关注金融市场的各种复杂变化；另一方面是国外金融理论的积极引进，其中最具代表性的是行为金融理论的引进。行为金融理论因为摆脱了传统理论的均衡思维模式，因而能够更多地放弃理性人假设，通过直接假定个体进行行为选择时的心理状态、集体行为中相互影响的模式等方式，来分析和解释市场的波动趋势和特定事件的市场后果。需要特别指出的是，相比国外成熟市场，行为金融理论在国内应该有着比它的原生地更加广阔的应用，这是因为就国内金融市场的具体情况而言，市场有效性的不足始终妨碍传统金融理论的运用。一个最著名的例子是，由于股权结构分裂，那些在国外流行了数十年的DCF、EVA定价公式，以及期权定价模型和一切基于CAPM思想的资本资产定价方法、基于无套利思想的定价方法，在国内都很难有效地发挥作用。关于这些问题，行为金融理论有自己的独到之处，由于行为金融理论本身不需要强烈地依赖于行为理性假定，也不需要均衡思想，因而它能够通过观察人们的行为习惯、行为变化规律来解释市场的运行规律。金融学理论上的这些进步，为金融服务中介提高服务技能，增进市场主体相互了解对方的行为模式拓展了视野。更为重要的是，金融理论的进步还为人们反思监管制度的框架提供了有用的参照，并进而为改进监管打开了空间。

所有这些因素集中起来，促使2003年中国金融产品创新获得了极大的发展。这份报告的研究内容涉及国债/政策性金融债、可转债、基金等典型的证券市场产品，保险产品，期货产品，信托市场产品和银行服务产品，以及企业年金、融资租赁等跨市场操作的金融工具等。2003年的创新情况，从涉及范围上讲，应该说已经涵盖



了该年度金融市场的主要领域，尤其是对那些比较活跃的领域研究者下了比较大的功夫。我们把 2002 年金融产品创新和 2003 年金融产品创新来作一个对比：2002 年的金融产品，融资主体突出了工具承诺收益的固定特色，分产品种类看，原本属于固定收益类证券的产品，突出了发行方式的创新性，原本不属于固定收益证券的产品，往往提供令人惊讶的抵押、担保和保证，比如国债产品引进了荷兰式招标，企业债邀请信用状况良好的经济体做担保，信托产品则对抵押物进行高比例的折价，变相对承诺收益进行兜底处理等等。因为产品结构处在调整的开始阶段，因而产品的期望收益不连续，不能满足投资人的多样化需求。这种状况在 2003 年的创新中得到了较大的改善，不同产品之间的期望收益相互靠拢，一些明显较大的期望收益短档被弥补起来，在国债/政策性金融债的产品中，浮息债券、互换、老券增发得到比较广泛的应用；可转债把收益区分为两类，纯债权价值被用来提高可转债与银行存款、银行间市场利率的竞争能力，转股期权价值则被用来反映行业的增长特性和发行人的成长性；基金产品则突出投资组合的个性，突出收益性特征；证券市场内部的产品创新，基本上是为了适应股票市场、债券市场相对收益发生变化后的市场环境和制度环境。保险市场的产品创新更有特色一些，2002 年保险产品与投资连结方面做了很多努力，2003 年这种趋势明显放缓。主要原因是，随着证券市场低迷态势的延续，保险公司的理财能力受到严峻考验，包括监管人在内的保险市场主体逐步意识到：国内保险业目前的发展阶段，决定了保障产品仍然应该是它们的主业，理财技术的提高需要一个较长的过程。股票市场和债券市场的剧烈波动还促使一些资金向期货市场流动，为了给这些资金提供更多的投资机会，期货市场首先引入了优质强筋小麦，增加了期货交易的标的品种。品种增多后，为了扩大投资人基础，期货交易所致力于制度环境的优化，为投资人提供有效的规则保护，在此基础上，期货公司模仿证券市场的一些做法，创造出期证通、期银通、期货工作室和一些非标准化的套利交易产品，增加交易量。