



“十二五”普通高等教育本科国家级规划教材
高等院校金融学专业“十二五”规划精品教材

Financial markets

金融市场学

(第二版)

刘红忠 蒋 冠 / 主编

*F*inancial

“十二五”普通高等教育本科国家级规划教材
高等院校金融学专业“十二五”规划精品教材

金融市场学

(第二版)

刘红忠 蒋 冠 主编

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融市场学/刘红忠,蒋冠主编.—2版.—上海:上海财经大学出版社,2015.6

(高等院校金融学专业“十二五”规划精品教材)

ISBN 978-7-5642-2110-2/F·2110

I.①金… II.①刘… ②蒋… III.①金融市场-经济理论-高等学校-教材 IV.①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 021173 号

- ☐ 策划编辑 王永长
- ☐ 责任编辑 王永长
- ☐ 封面设计 张克瑶
- ☐ 责任校对 胡 芸 林佳依

JINRONG SHICHANGXUE

金 融 市 场 学

(第二版)

刘红忠 蒋 冠 主编

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海市崇明县裕安印刷厂印刷装订
2015 年 6 月第 2 版 2015 年 6 月第 1 次印刷

787mm×960mm 1/16 25.25 印张 565 千字
印数:5 001—9 000 定价:46.00 元

第二版前言

自1991年留校任教以来,本人先后担任复旦大学金融学专业的本科生“金融市场学”、硕士研究生“金融市场学专题研究”和“金融市场与机构”课程的主讲教师。早期出版了两本《金融市场学》教材,即:本科生教材《金融市场学》(刘红忠、朱叶主编,高等教育出版社、上海社科院出版社2000年版)和研究生教材《金融市场学》(刘红忠主编,上海人民出版社2003年版)。

在教学过程中,逐渐发现传统的“金融市场学”课程定位较为模糊,与“投资学”课程之间的内涵和外延难以厘定。例如,属于投资学范畴的资产定价理论、现代资产组合投资理论等仍是很多金融市场学教材的重点内容;对各个金融市场和工具的分类介绍也成为多数金融市场学教材的主要内容,而内容之间又缺乏深入的逻辑关联。

针对上述问题,2004年我们开始着手修订,相继出版了两本本科生金融市场学教材:一本是《金融市场学》第2版(刘红忠主编,高等教育出版社2005年版),另一本即本书的第一版(刘红忠、蒋冠主编,上海财经大学出版社2006年版)。此外,还参与原版教材《金融市场与机构》的部分撰写工作(Jeff Madura: Financial Markets and Institutions, 6th edition, Thomson / 何丽芬改编,刘红忠审校,高等教育出版社2005年版)。

本书第一版入选普通高等教育“十五”国家级规划教材,2011年荣获上海市优秀教材一等奖。复旦大学的“金融市场学”课程于2007年也被评为上海市精品课程。

然而,在金融全球化的背景下,金融产品日新月异,金融创新中孕育的金融风险与监管之间也绝非零和博弈;美国次贷危机之后,欧美又一轮加强金融监管,在金融史中也只是似曾相识的一幕。这再次促使我们对金融市场完备性的思考,对金融市场功能的思考,对金融市场功能赖以发挥的交易机制的思考。

近年来,上海财经大学出版社的责任编辑王永长先生多次就修订事宜与我联系。本书2011年入选普通高等教育“十二五”国家级规划教材,于是,2012年我们开始着手修订。

一、本教材的编写目的

国内外现有的金融市场学教材大体可分为三类:第一类侧重于对各个金融市场的介绍,国内多数教材属于此类。绝大多数的国外教材,如 Santomero & Babbal 的《金融市场:工具与机构》、Modigliani, Fabozzi & Ferri 的《金融市场与机构通论(第二版)》,即属于这一类。第二类实际上侧重于投资学的内容,主要讲述资产定价理论、现代资产组合投资理论等。第三类是以上两类内容的综合。

对不同金融市场和工具的介绍,对于认识和了解金融市场和工具的种类以及它们之间的区别与联系是有很大帮助的。然而,一般教材介绍不同市场的内容多为简单罗列,缺乏对市场结构和交易规则的深入分析,从而未能揭示价格的形成机制,缺乏内在的逻辑体系;而将资产定价理论和资产组合投资理论等作为“金融市场学”教材的主要内容,则反映“金融市场学”课程的模糊定位,与“投资学”之间的关系没有厘清,尚未形成鲜明的课程教材体系,将两种内容进行综合,也不能很好地解决其分别暴露出的问题。

本教材的编写,就是试图解决上述问题。首先,重新界定了金融市场的概念,即金融市场是为金融资源配置服务的各种交易机制的集成。基于这一定义,本教材提出功能和机制是理解金融市场运行的两大关键维度;在此基础上,本教材深入微观层面,从金融市场交易机制的设计和对价格形成过程的影响这一新的视角,深入分析金融市场运行的微观基础;最后,揭示了交易机制与金融市场功能实现之间的关系。通过以上分析框架,力图清晰定位“金融市场学”课程体系,厘清“金融市场学”与“投资学”之间的关系,并以微观结构的视角深入市场运行的机制和价格形成的过程,最终揭示金融市场功能实现的内在机理,将宏观视角与微观视角相结合,尝试建立一套比较系统的“金融市场学”教材体系^①。

本书的第二版延续了第一版的上述初衷。

二、本教材的编写思路

本教材以市场微观结构作为主线,并将此主线与金融市场功能结合起来,以功能引出结构,对结构的解析则落脚于功能的实现。因为功能的实现建立在结构的基础上,结构是条件,功能是结果,金融市场的功能就在交易循环中不断地达成并延续。市场微观结构理论是 20 世纪 90 年代以来金融学发展最快的领域之一,已经广泛渗透到几乎金融学的所有领域。某种程度上,可以说这代表了金融市场学乃至整个金融学发展的一个方向。以此为主线,一方面追随主流金融学的发展动态,另一方面也反映了对金融市场运行本质的认识。

全书分为四个部分:导论、市场微观结构、市场质量和市场效率。

导论部分主要介绍基础知识,包括金融市场的概念、分类和功能,明确将金融市场定义为“为实现金融资源最优配置的一组市场交易规则和机制的集成”,并提出功能和机制是理解金融市场运行的两个关键维度。

第二部分市场微观结构,是理解金融市场的出发点。狭义的交易机制是指市场的交易规则和保证规则实施的技术,以及规则和技术对定价机制的影响。广义的交易机制就是市场的微观结构,侧重于市场微观结构的各组成要素的动态变化和相互之间的作用及其对市场运行状况和运行特征的决定作用。

第三部分市场质量是全书的主体部分。基于交易机制的设计,分别从流动性、透明度、稳

^① 本教材侧重于金融市场的交易机制,本人主编的《金融市场学》第二版(高等教育出版社 2005 年版)侧重于金融市场的功能。

定性和运行成本四个方面论述了金融市场运行质量的评价、影响因素和相互关系,辅之以广义交易机制各因素对市场运行影响的探讨,同时对比了金融市场中不同子市场的交易机制特征,并在此基础上分析了交易机制的优化设计问题。

第四部分市场效率将交易机制与功能整合在一起,是全书的落脚点。提高市场效率是改善市场质量和实现市场功能的根本目的。金融市场效率可分为运行效率、价格发现效率和资源配置效率三个层面。其中,以价格发现效率为核心,而这三点都是和市场功能紧密联系在一起的。最后讨论微观结构、市场质量与市场效率三者间的逻辑关系。

在延续第一版的基本思路的基础上,本书第二版在以下方面进行了调整,即尝试在一个宏观—微观一体的视角框架下,结合金融市场功能构成和金融市场微观结构,来解析交易机制、金融市场功能和金融市场风险管理的内在联系。为此,较原版在导论部分中增加了“多视角下金融市场的功能及传导机制”一章,从微观、中观、宏观多视角解析了金融市场功能的构成,并整合分析了金融市场之间的传导机制。进一步地,在金融市场效率与风险部分中,较原版增加了关于金融市场创新发展与风险管理,以及现代金融体系下的金融市场的分析,以期结合国际金融市场的发展演变,把系统性金融风险 and 宏观审慎监管纳入现代金融市场分析中。

三、本教材的特点

本教材是普通高等教育“十五”和“十二五”国家级规划教材。与国内外现有的适用于本科生阶段的“金融市场学”教材相比,本教材具有以下特点:

第一,对金融市场的概念进行了重新界定,从而确立了本教材的主要内容和逻辑体系。在本书中,我们以内涵扩展的方式把金融市场定义为:为实现金融资源最优配置的一组市场交易规则和机制的集成。

第二,基于金融市场的定义,提出理解金融市场运行的两个关键维度:金融市场功能和金融市场交易机制。功能的实现建立在交易机制的基础上,而交易机制的不断优化,其目的即是功能的更好实现。金融市场的运行目的是在功能上实现金融资源最优配置,而金融市场这些功能的实现,是通过一组市场交易规则和机制的集成,以其为市场准则而运行并达到的。金融市场功能反映金融市场的宏观属性,交易机制则属于金融市场的微观结构。这两个维度将金融市场的宏观与微观本质相结合,建立起完整的金融市场学逻辑体系。

第三,本教材从狭义交易机制和广义交易机制的关联角度,侧重狭义在交易机制中以流动性、透明度、稳定性和交易成本等作为评价市场交易运行质量的指标,辅之以广义交易机制各要素对市场运行的影响的探讨,同时对比了金融市场中的不同子市场交易的机制特征。最后,分析了交易机制如何影响金融市场功能和效率的诸多方面,从而回归金融市场功能,将机制与功能维度、微观与宏观视角有机结合。这样的体系安排,使我们可以从市场微观结构理论的发展和框架入手,以市场在交易过程中的价格形成和发现为核心,深入探讨交易机制的重要性。

第四,本教材从金融市场功能角度,从国际金融市场的演变及现今特征出发,结合日益活跃的金融创新致使现代金融体系发生的深刻变化,分析了现代金融市场运行机制中的监管挑

战和系统性风险防范的问题。尤其是进入 21 世纪以来,金融市场发展呈现金融自由化、金融全球化、资产证券化与金融工程化等新趋势。这些新变化在为市场参与者提供更加系统、全面、便利、快捷金融服务的同时,金融风险也变得越发难以识别与监控,从而对世界各国宏观经济稳定、金融体系安全带来重大挑战,由此也推动了世界范围内的金融监管革新。

四、如何使用本教材

基于本教材的编写逻辑结构设计,本教材适合作为金融学专业核心课程或专业辅导书使用,尤其是与国际金融、金融市场与机构、投资学等课程配套进行学习,并可在本教材学习过程中加入研究思考型的金融市场专题学习。由此,本教材提供了金融市场交易机制、金融市场功能的初级介绍性内容,并更加注重两者相结合的现代金融市场运行特征和运行过程的分析方法,对于有兴趣深入金融市场主题研究的读者是一本好的综合性导论金融读物。

本次修订由刘红忠和蒋冠负责拟定大纲并组织实施。本书的编写分工情况如下:张萌、文伟杨负责第一部分;邵宇、郑海清、朱敏、周麟赞、张波、攀登、乔璟卓、刘俊山、范莉、姚秦负责第二部分和第三部分;霍强、张萌、李欣珏负责第四部分;刘红忠、蒋冠参与各部分修订的讨论,并总纂定稿。

再版在即,感触良多。虽经努力,仍难免挂一漏万,敬请读者朋友指正。

刘红忠

2015 年 4 月 30 日

目 录

第二版前言/1

第一部分 导 论

第一章 金融市场的范畴和功能/3

第一节 金融市场的基本概念及使命/3

第二节 金融市场的分类及功能/13

第三节 金融市场的机构及工具/19

第四节 金融市场视角的金融体系:功能及运行/27

本章小结/33

基本概念/34

复习思考题/34

本章参考文献/34

第二章 交易机制与金融市场/36

第一节 金融市场功能的实现——从交易机制角度看金融市场/36

第二节 交易机制与金融市场的价格发现/40

第三节 交易机制、价格形成、价格发现——信息和策略的互动/43

第四节 价格的作用——进一步认识金融市场功能实现的微观基础/51

本章小结/57

基本概念/57

复习思考题/57

本章参考文献/58

第三章 多视角下金融市场的功能与传导机制/59

第一节 金融市场功能(一):微观投资主体视角/59

第二节 金融市场功能(二):中观金融子市场视角/63

第三节 金融市场功能(三):宏观经济视角/70

第四节 金融市场间的传导机制/76

本章小结/84

基本概念/85

复习思考题/85

本章参考文献/85

第二部分 金融市场交易机制

第四章 狭义交易机制/89

第一节 概述/89

第二节 交易机制的分类与比较/92

第三节 交易机制的执行过程/96

第四节 交易机制的价格确定过程/98

第五节 交易技术系统的变迁与交易机制的改变/107

本章小结/111

基本概念/112

复习思考题/112

本章参考文献/112

第五章 广义交易机制/113

第一节 广义交易机制概述/113

第二节 市场规则与市场运行/117

第三节 市场参与者与市场运行/121

第四节 信息结构与市场运行/127

本章小结/142

基本概念/143

复习思考题/143

第六章 金融市场交易机制比较/144

第一节 交易技术/144

第二节 交易规则/153

第三节 信息披露机制/162

第四节 市场参与者/167

第五节 金融工具/170

本章小结/173

基本概念/174
复习思考题/175
本章参考文献/175

第三部分 金融市场交易机制设计

第七章 流动性/179

第一节 流动性的概念和意义/179
第二节 衡量流动性的方法/183
第三节 关于流动性的经典模型/196
第四节 影响流动性的因素/211
 本章小结/216
 基本概念/217
 复习思考题/217

第八章 市场透明度/218

第一节 透明度的定义、度量和影响因素/218
第二节 透明度与流动性/223
第三节 透明度、信息披露与市场交易机制/230
 本章小结/234
 基本概念/235
 复习思考题/235
 本章参考文献/235

第九章 市场稳定性/237

第一节 波动性的衡量与影响因素/237
第二节 稳定性、透明度与流动性/249
第三节 稳定性与交易机制设计/253
 本章小结/265
 基本概念/266
 复习思考题/266
 本章参考文献/266

第十章 市场交易成本/269

第一节 直接交易成本/269

第二节 间接交易成本/272

第三节 运行成本与交易机制设计/282

本章小结/289

基本概念/290

复习思考题/290

本章参考文献/291

第四部分 金融市场效率与风险

第十一章 金融市场效率:交易机制、功能与效率/295

第一节 金融市场效率:范畴与层次/295

第二节 交易机制与金融市场的功能/313

第三节 交易机制与金融市场的效率/321

第四节 设计更有效率的金融市场交易机制/326

本章小结/332

基本概念/333

复习思考题/333

附录 I /333

附录 II /336

附录 III /337

本章参考文献/339

第十二章 金融市场创新发展与风险管理/341

第一节 金融市场全球化、金融创新与金融安全/341

第二节 金融危机与金融市场微观机制/344

第三节 金融市场风险与风险管理/348

第四节 行为金融对金融市场功能提出的新挑战/352

第五节 金融市场监管范畴与层次/357

本章小结/362

基本概念/363

复习思考题/363

本章参考文献/363

第十三章 现代金融体系下的金融市场/365

第一节 现代金融市场发展的新趋势/365

第二节	现代金融市场的系统性风险/372
第三节	现代金融市场的宏观审慎监管/381
	本章小结/389
	基本概念/390
	复习思考题/390
	本章参考文献/390

第一部分 导 论

金融市场的范畴和功能

一般而言,在现代经济中,市场机制是对资源进行最优配置的主要方式。经济体系中的市场类型大致可分为三类:产品市场、要素市场(除资本以外)和金融市场,各类市场运行机制的功能逻辑和微观结构相似。其中,金融市场是最具代表性的市场,其在全球经济中的地位越来越重要。

伴随着大量资金流动,在世界的几乎每一个地方、每一个时刻都有数以万计的金融产品和金融交易在金融市场中发生,一国或地区的金融市场引发的波动会迅速波及全球,并造成世界经济波动。金融市场运行引导金融资源在时间和空间进行动态配置,随着各国经济的发展和全球化趋势,金融市场日益成为现代市场经济的核心。

第一节 金融市场的基本概念及使命

一、什么是金融市场

通常意义上的市场是指商品交易的场所,根据这一定义我们可以把金融市场理解为交易某些或者某种金融产品(financial products)的场所。但是,金融市场又不同于一般意义上的商品市场,它具有自身特殊性。

为了更清晰地理解金融市场的含义,我们首先必须定义实物资产(asset)和金融资产。应当说,一个社会的物质财富最终取决于该社会经济的生产能力,即为社会成员提供产品与服务的能力。这种生产能力是社会经济中的实物资产的函数。常见的实物资产包括:土地、建筑物、知识、用于生产产品的机械设备和运用这些资源所必需的有技术的工人。实物资产与“人力”资产包括了整个社会产出和消费的内容。

金融资产又被称为金融产品或者金融工具(instrument),从本质上说,它是某种形式的契约安排(contract),这种契约赋予持有者(或者称投资者)一定的权利。这种权利往往是在付出一定货币代价下获取某些收益或者利益。与实物资产相对应的金融资产,例如,股票或债券,它们并不代表社会财富,股票并不比印制股票的纸张更有价值,它们对社会经济的生产能力并

没有直接贡献;相反,金融资产对社会经济的生产能力只有间接作用,因为它们带来了公司的所有权和经营管理权的分离,通过提供投资机会吸引社会资金进入。由于金融资产对实物资产所创造的利润或收入有要求权,因此,金融资产能够为持有它们的公司或个人带来财富^①。

当公司最终利用实物资产创造收入之后,就依据投资者持有的公司发行股票或金融资产的所有权比例将收入分配给投资者。金融资产的价值源于并依赖于公司相关的实物资产的价值。因此,实物资产是创造收入的资产,而金融资产只能定义为收入或财富在投资者之间的配置。

与两种形式的资产相对,在现实的经济体系中实际上主要存在三种类型的市场:要素市场、产品市场和金融市场(见图 1-1)。

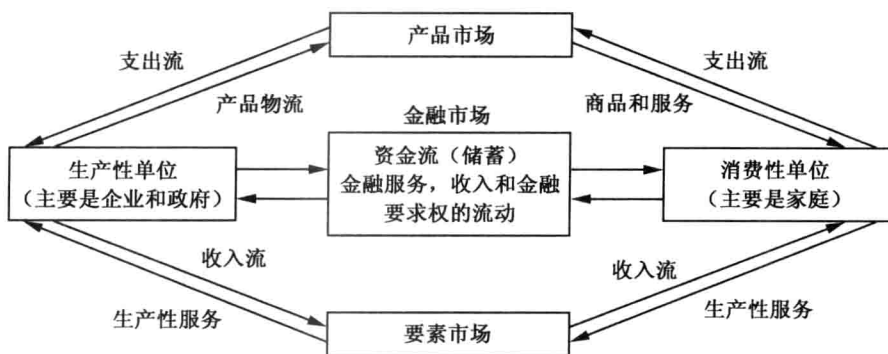


图 1-1 经济体系中的市场

在要素市场,消费性单位将自己的劳动和其他生产资料出卖给愿意提供高价的生产性单位。因此,要素市场确定了生产要素(土地、劳动力和资本等)以及要素所有者的收入(工资、租金等)之间的对应关系。

消费性单位用他们从要素市场获得的大部分收入在产品市场购买商品和服务,如食物、房产、汽车、娱乐等。当然,并不是所有的要素收入都在当期消费。每年有相当大的一部分税后收入转化为私人储蓄(Savings)。需要指出的是,储蓄的定义随着行为主体的不同而有所差别。居民储蓄是指居民当前收入减去当前消费后的剩余部分;企业储蓄是指企业扣除税收、股息红利和其他现金支付后的当前留存利润;政府储蓄是指政府部门的财政收入扣除用于国防、教育、行政及社会转移支付等当前支出后的剩余部分。

这些储蓄可以用于投资。这里的投资是广义的,它可以是指获取资本商品和存货,如企业

^① 在实际操作中,实物资产和金融资产可以在个人及公司的资产负债表中区分开来。实物资产只在平衡表的一侧出现,而金融资产通常在平衡表的两侧都出现。对企业的金融要求权是一种资产,但是,企业发行的这种金融要求权则是企业的负债。当我们对资产负债表进行总计时,金融资产会相互抵消,只剩下实物资产作为净资产。区别金融资产与实物资产的另一种方法是,金融资产的产生和消除要通过一般的商业过程。例如,当贷款被支付后,债权人的索偿权(一种金融资产)和债务人的债务(一种金融负债)就都消失了。相比较而言,实物资产只能通过偶然事故或逐渐磨损来消除。

购买厂房、设备和原材料、待售商品等的活动。这种投资的性质随着主体的不同而变动。例如,企业的投资支出是指资本品(主要是固定资产,如厂房和设备)和存货(主要是原材料和待售商品)的开支;居民投资是指居民购买新的住宅或者家具、汽车等耐用商品的行为;而政府投资是指政府财政支出用于固定资产和公众设施的建设活动。

更为常见的投资行为是通过选择持有金融资产或者产品来实现的,而这就涉及第三类市场——金融市场——交易各种各样金融产品的地方。金融资产的交易通常伴随着交易双方借贷关系的变动,因此,金融市场实际上提供了以金融资产的交易为核心而形成的储蓄向投资(真实投资)转化的渠道。

现代经济需要大量的投资以用于生产消费者所需的商品和服务。对新设备的投资能提高劳动生产率,导致生活水平的上升。然而,投资通常需要大量资金,远远超过单个公司或者政府自身所能提供的资源。通过在金融市场上出售金融要求权(诸如股票和债券),能迅速从储蓄资金池(pool of saving)中筹集到较大数量的资金。企业或者政府将资金用于投资,用投资的未来收益来偿还金融市场的贷款。因此,通过金融市场的运作使当前收入和将来收入之间交换成为可能,实现储蓄向投资的转化,促进产量和收入的提高。

金融市场的储蓄—投资转化机制对保持经济健康并且充满活力的运行非常重要。如果居民闲置储蓄资金,这部分资金就无法通过企业和政府的投资行为流回资金循环圈(见图1-2),整个经济就会开始收缩。企业和政府部门支付的收入流无法满足同等规模的家庭部门,结果未来的收入支付将下降,导致消费支出的减少,即公众生活标准的下降。同时,随着消费的减少,劳动力需求受阻,失业率会上升。可以这样说,金融市场是金融体系和机制的核心。金融市场的发达程度,决定着储蓄转化为投资的速度、规模和效益。

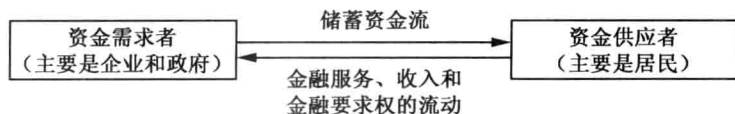


图 1-2 金融机制

根据以上讨论可以认为,金融市场是金融领域各种市场的总称,是各种金融工具买卖的场所,它包括了所有的金融交易活动。因此,更精确地说,金融市场是资金供求双方运用各种金融工具、通过各种途径实现货币借贷和资金融通的交易活动的总称。然而,如果仅仅把市场定义为交易场所仍然不准确,表面上看来,金融市场吸引储蓄资金进入和形成,同时确定了资金的利率和证券的价格。但实际上,它的内涵非常丰富,因为金融市场并不是一个黑箱,不是放进去材料,就能加工出次序和福利。

经典的金融理论强调金融产品的经济价值和投资者的市场动力,通常假定存在一个可以不考虑内在结构的完善的无摩擦市场。瓦尔拉斯(Walras, 1874)市场是经典金融市场的典型代表。瓦尔拉斯市场是建立在一些严格的假定之上的:完全竞争、完全信息、自由流动、价格充