

JINRONG SHICHANG JIEGOU YANJIU
GUOJI JINGYAN HE ZHONGGUO XUANZE

金融市场结构研究

国际经验和中国选择

王军生 / 著



Zhong Guo Xuan Ze



经济科学出版社
Economic Science Press

JINRONG SHICHANG JIEGOU YANJIU
GUOJI JINGYAN HE ZHONGGUO XUANZE

金融市场结构研究

国际经验和中国选择

王军生 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

责任编辑：杨 梅

责任校对：王肖楠

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

金融市场结构研究：国际经验和中国选择/ 王军生著.
北京：经济科学出版社，2007. 9

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6556 - 3

I. 金… II. 王… III. 金融市场 - 研究 IV. F830. 9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 135099 号

金融市场结构研究：国际经验和中国选择

王军生 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京欣舒印务有限公司印刷

三佳装订厂装订

787 × 1092 16 开 18 印张 340000 字

2007 年 9 月第一版 2007 年 9 月第一次印刷

印数：0001—2500 册

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6556 - 3/F · 5817 定价：38.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序 言

金融市场作为金融系统中的一个重要组成部分，是整个金融系统运行的重要基石，一般而言，人们经常从融资的角度出发将金融市场和金融中介对比，实际上，如果从更为宽广的视角来审视金融市场，则金融市场发挥的作用远远不只限于融资。金融市场是金融系统中进行金融资产定价的场所，大量在市场上交易的金融资产在市场的竞争下不断调整着自身的均衡价格，并且，金融市场也对金融中介的间接融资定价有着直接的影响，是间接融资定价的重要基准，通过资产证券化手段，金融中介的信贷资产也获得了市场的公允价值。因此，研究金融市场在金融系统中的作用以及金融市场和金融中介的关系成为学术界和实务界的一个重要课题。

在金融市场和金融中介的关系中，传统的观点认为金融市场是最重要的资源配置市场，所以，许多研究主要集中在金融市场的重要性方面，认为金融系统的发展趋势应该是以市场为导向。但是，随着研究的深入，人们发现了许多与这一主观判断相悖的证据，如米什金提出的八大金融谜团，富兰克林·艾伦（Franklin Allen）和道格拉斯·盖尔（Douglas Gale）作为一对研究伙伴，更加深入地重新研究了两者的关系，他们的集大成著作《比较金融系统》（Comparing Financial Systems）就是一个代表。这本著作2000年由麻省理工学院出版公司出版，按照周业安在译者前言中所概括的，本书主要观点如下：第一，考虑到市场的不完全性，金融市场可能对风险分担不利。一个中介化金融系统要求保留一定的储备以提供跨期平滑，因而在某些环境下反而要优越一些。第二，银行业的竞争可能不利，因为竞争的加剧以及随之发生的银行业利润的减少可能导致过度的风险承担行为，结果，集中性的银行体制比竞争性的银行体制更有效。第三，金融危机是坏事也是好事。对金融为继的硬性消除可能是有害的。银行危机可能提高风险分担能力。在探究泡沫的根源和抑制这些泡沫时，中央银行的行动是关键。第四，所有权与控制权的分离在次优世界里可能是合意的。因为管理者能比股东得到更好的信息，并且只要两者的利益在某种程度上一致，给予管理者一定的自主权可能是最好的。第五，当对新技术融资存在多样化的观点时，金融市场运作良好，传统中介则运作不佳。因为市场可以将投资人的各种创新性观点有效聚集，

并对他们的发明进行融资，结果是市场在对新技术融资上要比金融中介有效率得多。第六，金融市场的参与成本高，中介是必要的补充，而非金融市场的替代物。由于财务决策的复杂性，参与成本是最重要的。当个人进行决策时，减少他们可用的选择能改进福利。由此可见，人们对这一问题的认识越来越丰富和深化，在论及是市场导向还是银行导向时，必须加上许多限定条件，两者之间没有绝对的好与坏，这只能根据本国国情作出权衡。

从关于金融系统演进的学术探讨看，除了以上的分析框架外，实际上还可以从制度经济学的角度来探讨。制度经济学在研究经济体制变迁中有着非常大的贡献，它为我们分析制度的变化提供了一个坚实的理论框架。制度经济学认为，制度在变迁过程中也取决于收益与交易成本的权衡，制度变迁具有路径依赖的特点，这里之所以出现路径依赖是因为文化传统、人类对新生事物的恐惧、既得利益集团的阻挠等原因所造成，使得制度有沿着既有趋势发展的惯性。而为了提高金融系统的运行效率，需要进行制度变迁。制度变迁可以分为两种，即诱致性变迁和强制性变迁，前者主要是由经济力量所主导进行的，而后者往往依赖政府的力量来完成。在有些制度变迁中，往往这两种形式是交混在一起发挥作用的。因此，从制度经济学角度探讨金融市场的发展也是学术界研究的一个重要领域。

当然，从一般均衡理论出发来探讨金融市场的发展最为纯粹，这种研究回归到传统的理论研究框架内，恢复了市场作用的本来面貌去研究，有助于我们更为深刻地领会金融市场真正的本质是形成合理、均衡的市场价格。在这方面，瓦尔拉斯均衡理论深刻揭示了这一本质。

而具体到探讨金融市场结构优化，回顾国内外的文献，明确地以金融市场结构优化作为研究目标的成果在发达国家并不多见，主要集中在发展中国家，并且是以强制性变迁为基础。原因在哪里呢？我想可能是在于，对发达国家而言，绝大多数国家对经济的调整主要集中在市场失灵的环节，而对于市场能够发挥力量的作用，经过几百年的发展，市场具有足够的深度和广度，市场意识深入人心，经济结构包括金融系统的调整往往依赖于诱致性变迁，经济体本身的自我调节功能很强，因此，这些国家的研究者在研究问题时往往不提整体金融市场结构的优化。但是，对于发展中国家而言，充分发挥后发优势，学习发达国家的先进经验，努力实现赶超战略，促进本国效率和福利的提高是它们的重要目标。为实现这些目标，在经济制度变革时往往采用强制性变迁的手段，通过政府的力量来调整经济体的结构，包括金融市场的结构。在这一调整过程中，如果没有正确的理论指引，一旦出现失误，将会给国民经济带来巨大的冲击。因此，发展中国家在这方面的研究投入就比较大，更多地从全局的角度来考虑如何设计经济改革的方向。

王军生博士的这部著作——《金融市场结构研究：国际经验和中国选择》，

就是中国经济学者在推动中国金融市场发展方面所做努力的一个部分。

这部著作的突出特点之一，就是作者突破了艾伦等学者的分析框架，通过风险分担与金融市场发展的角度，深入探讨了金融市场的作用。作者指出，从风险分担的角度观察，金融市场作为整个金融系统的基础，在投资者的风险转移和互换方面具有重要的作用。这里的投资者包括金融中介等机构投资者。金融市场所体现的风险分担功能不仅表现在横向风险分担上，而且，在纵向风险分担上也可以通过金融衍生品市场帮助投资者进行风险管理。金融市场的风险分担机制具有如下特点：第一，金融市场的风险分担机制充分体现了分散决策，有利于投资风险的分散；第二，如果在全球范围内进行考虑，金融市场的风险分担机制可以部分化解一国系统性风险的威胁；第三，金融市场的风险分担机制有利于促进新兴产业的发展；第四，金融市场的风险分担机制有利于促进信息的传播和披露；第五，金融市场的风险分担机制有利于促进标准化投资工具的发展。而根据现实国情，我国恰恰需要在这些方面加强，完善中国的金融系统，提升金融系统抗风险能力。这些研究，丰富了对金融市场的认识，表明金融市场和金融中介是相互渗透的，金融市场作为金融系统运行的重要基础平台，它和金融中介的关系更多地体现在互补性上，而非竞争性方面。

这部著作的第二个突出特点就是具有宽宏的国际视野，在分析金融市场结构优化中，运用三个理论分析金融系统的路径依赖问题，并且，作者通过路径依赖和制度变迁理论，并结合英、美、德、日等国金融系统演变的实践分析了金融市场的演进情况，作者从风险分担和制度变迁的角度指出，全球金融系统已经开始逐渐发生转型，金融市场在金融系统中的地位越来越重要，而金融中介的地位则受到相对弱化，金融中介的风险分担有一部分也必须通过金融市场来完成，直接融资的地位逐步变得相对重要。但是，我们也必须注意到另一个趋势，即间接融资近年来在英国和美国反而有上升的趋势，这说明，在金融系统构建中，必须同时促进金融中介和金融市场的发展，不可偏废，充分发挥两者的互补作用，提升两者在融资方面的竞争效率，发挥金融系统最终服务于实体经济和投资者实现风险分担的功能。作为金融系统优化的目标应该是为两者创造良好的制度空间，鼓励两者的发展，充分发挥价格机制的作用，引导金融系统健康发展。由这里可以看出，作者在分析这一问题时并没有陷入偏执，而是运用了马克思主义的辩证唯物法，客观指出了今后我国在促进金融市场发展时也不能偏废对金融中介发展的支持。

作者在具体分析金融市场结构优化时，站在不同的角度全面分析了中国金融市场结构如何进行优化。

首先，结合一般均衡理论，分析了我国近年来金融市场结构的发展和演进，系统研究了金融流量的变化、区域金融市场结构的变化和中国独特的二元金融结构。

其次，作者更是专门立足融资角度，从内生金融理论的角度出发，全面分析了中国融资结构变化和金融市场结构变化，并指出了金融市场在发展过程中需要跟随实体经济的发展而发展，从长期来看，金融市场的结构需要根据融资结构的调整而调整，尽管金融市场发展具有相对独立性。因此，当企业融资结构发生变化时，无论是强制性制度变迁还是诱致性制度变迁，金融市场结构都必须打破既有的路径依赖，跟随进行调整。中国的企业融资发展历程和金融市场发展可以讲非常完美地展现了上述关系。

再次，作者从广义金融市场的范畴（包括信贷市场，所以将商业银行纳入其中），研究了金融市场内部结构优化，分为商业银行和资本市场的互动、货币市场和资本市场的互动、金融工具创新和金融市场结构优化、实证分析等问题加以研究。通过实证分析，作者指出，股票市场、货币市场和债券市场之间以及内部建立起了联动机制，这反映了经过多年的改革，我国金融市场发展已经取得了初步的成效。从整体上看，最为重要的是作者从实证的角度，分析了中国金融市场内部的联动，从而使我们对近年来中国金融市场之间的相互关系有了一个非常准确的理解和把握。

最后，作者深入分析了市场需求和经济发展对金融结构的影响、市场结构优化的政策环境和金融市场结构优化的路径和政策选择，提出了发展中国金融市场的具体建议。如作者建议需要发展多层次资本市场。实际上，这也是广为学术界关注的话题，但是，像作者这样，在这本著作的前半部分做了大量理论铺垫得出结论的研究还不多。在中国当前经济快速发展的今天，中国经济已经引起全球的瞩目，大量的资本涌入中国市场，中国更是被誉为全球“金砖四国”中的重要一极，但是，面对汹涌而来的国际资本，中国资本市场的深度和广度还远远不够，这给中国调控宏观经济带来了巨大的压力，而通过促进资本市场发展，让这些资金变成有效率的投资资金，则是化解中国政府压力的重要渠道。从另一角度看，多层次资本市场的发展对于促进中国企业融资的多元化、推动实体经济的发展也将具有巨大的作用。

总体上看，作者在研究金融市场结构优化时，很注重理论和实践相结合，大量研究了国际经验，并从理论和实证的角度比较全面地分析了中国金融市场结构优化问题，具有较强的学术价值。作为王军生同志的博士生导师，我很欣慰看到他在学术方面不断进步，希望他能够在今后的实践工作和理论学习中取得更多的成就。

李秉文

2006年12月30日



作者简介

王军生, 经济学博士, 研究员, 中国社会科学院、中国经济技术研究咨询有限公司研究员。中国民主同盟中央经济委员会副主任。主要研究方向为金融市场理论与实践。曾任职于北辰实业集团公司、北京国际电力开发投资公司、中工信托投资公司。精通金融证券、货币银行理论。多年来致力于货币银行理论、金融宏观调控理论、资本市场理论的研究与实践, 对金融信托、证券投资、房地产投资、高科技风险投资、投资银行业务具有丰富的理论与实践经验。目前是中国人民大学、中央财经大学、湖南大学、北京工业大学兼职研究员。曾在各类全国性专业刊物发表论文数十篇, 著有《北京房地产开发实务与运作》《WTO 与中国金融业发展》及《新经济与市场营销》《知识经济与决策科学》《金融市场结构优化论》等著作。

目 录

1 绪论	(1)
1.1 研究背景、目的和意义	(1)
1.2 本书基本概念及研究范围的界定	(2)
1.3 研究思路、方法和数据来源	(9)
2 风险分担与金融市场发展	(13)
2.1 关于金融中介和金融市场功能的研究	(13)
2.2 金融市场和金融中介：两种不同的风险分担机制	(26)
2.3 金融市场的风险分担机制	(29)
2.4 结论	(42)
3 路径依赖、制度变迁与金融市场结构优化	(45)
3.1 金融系统演变中的路径依赖：研究评述	(45)
3.2 金融系统发展演变的路径依赖和制度变迁	(52)
3.3 金融市场结构优化	(72)
3.4 结论	(81)
4 金融市场一般均衡：理论分析与中国实践	(83)
4.1 金融市场中的要素及一般均衡理论	(83)

4.2	中国金融市场结构的发展与演进分析	(92)
5	中国企业融资结构调整与金融市场结构优化	(103)
5.1	中国企业融资结构调整：基于历史演变的视角	(103)
5.2	中国金融市场结构的历史发展轨迹	(119)
5.3	基于融资结构调整的中国金融市场结构优化	(139)
5.4	结论	(149)
6	金融市场内部运行与结构优化	(151)
6.1	商业银行与资本市场的互动	(151)
6.2	货币市场与资本市场的结构比较与优化	(162)
6.3	金融工具创新与金融市场结构优化	(171)
6.4	货币市场和资本市场的联动分析	(179)
7	市场需求与经济发展对金融市场结构优化的影响	(200)
7.1	市场需求对金融市场结构优化的影响	(200)
7.2	经济发展对金融市场结构的影响	(208)
8	中国金融市场结构优化的政策环境	(218)
8.1	经济政策变迁对金融市场结构的影响	(218)
8.2	金融监管与金融市场结构优化	(226)
8.3	开放经济条件下的金融市场结构优化	(235)
9	金融市场结构优化的路径与政策选择	(243)
9.1	金融市场结构优化的导向是提高金融效率	(243)
9.2	金融市场结构优化的政策分析	(252)
	参考文献	(264)

绪 论

1.1 研究背景、目的和意义

金融市场是一国总体经济运行中的一个重要组成部分，在经济发展和社会福利提高过程中扮演着非常重要的角色。金融市场使各种金融资产得以交易，使社会资金需求和供给得以均衡，社会资源得以配置。更进一步来看，金融市场的功能还包括提供价格发现机制，市场交易者在市场进行供求见面，实现均衡，从而决定金融资产的价格，并以价格信号来进行资源的配置；金融市场提供资产的交易场所，使各种资产的流动性得以实现，使各种资产工具具有内在的转换型，并使金融工具之间保持联动。另外，金融市场还能降低交易成本和信息成本，在一个有效的市场上，价格能够反映所有市场信息，从而降低人们获取信息的成本。

我国改革开放二十多年来，金融市场建设取得了初步的成果，金融市场架构已见雏形，金融市场中的机构、品种、市场形式和监管体系逐渐形成。与外国相比，国外发达国家由于市场经济体系建立较早，金融市场运行较为成熟。而我国自建立社会主义市场经济制度的政策以来，金融市场的建设和理论研究逐渐推向深入。但总体而言，与发达成熟的市场相比，我国金融市场尚处在初级阶段。我国金融市场的建设所面临的任务繁重而紧迫。无论从市场的广度和深度看，还是从金融效率，从监管思想和技术，以及从交易的微观结构看，我国金融业的许多方面都需要进一步的完善与规范。尤其是，我国金融业发展时间比较短，改革开放以来经过高速的经济发展所形成的金融市场结构以及结构内部要素的相互关

系,对进一步完善金融市场机制的影响至关重要。不同于产业经济的建设过程,它可以是从下而上的;而我国金融市场的建设过程,主要是自上而下的,即主要是政府主导的,由金融资源的绝对政府垄断到逐渐走向竞争的过程。而机构多元化,工具丰富化和价格市场化正是金融市场的重要特点。

当前,我国金融市场进入了一个新的发展时期,金融市场雏形渐显,金融市场在发挥资源配置的过程中,逐渐发挥重要的作用;金融机构经营的市场化意识逐步增强;一般企业和普通家庭或个人对金融在现代经济中扮演的角色和自身利益的关系,也逐渐得到普及和认识。我国金融改革是全过程政府主导型的。在这个过程中,理论和实践是交织进行的。其间既有理论上的争辩,也有实践中的茫然,甚至是弯路。我国金融市场建设存在的主要问题,主要是我国经济改革是渐进式、摸索型的。这就不可避免地造成我国金融改革和市场化建设过程中形成的阶段性问题,集中表现在金融市场结构性矛盾突出,市场分割,效率低下。而现代金融业的一个重要特点和趋势是金融市场一体化。

随着我国履行对世界贸易组织开放市场的承诺,加入 WTO 后中国金融开放的深化,不再是一种政府完全自主的相机抉择,而必须按照世界贸易组织的统一规则和制度框架来实施,必须自动地参与到金融国际化的潮流中。金融开放加快的直接效应是外资进入中国金融市场的速度和规模将大大提高,国内金融市场竞争国际化、国际金融市场竞争力国内化的趋势将进一步加剧,由此必然演化为金融市场结构的急剧变动。如何加快金融改革,构建统一的金融市场,协调金融监管就成为我国经济管理决策当局面临的一个重要课题。

本书在对已有文献加以总结和评述的基础上,首先,对我国金融市场的演进过程加以描述,为我国金融市场发育提供一个历史的背景。其次,从市场结构的角度,分析我国金融市场的制度、机构、工具等金融内部要素,以及金融产业的外部条件和约束,通过与金融市场一般均衡模型比较,指出我国金融结构影响金融效率所存在的问题。最后,从金融监管和政策方面论述我国金融市场优化所需的条件和可能面临的挑战。我们希望本书的研究能为我国金融市场建设、金融业面临开放竞争的格局提供理论借鉴与参考。

1.2 本书基本概念及研究范围的界定

深入分析金融市场、金融结构、市场结构与金融市场结构的含义,有助于我们将本书分析的主题锁定在一个具体范围内,同时这个范围的外延又与其影响因素有密切的关系。在这个范围内部是金融运行的各种基本要素及它们之间的相互

关系,在这个外部则是实践中我国经济金融改革的发展过程和制度变迁对内部结构的影响。

■ 1.2.1 金融市场

对金融市场论述的文献比较多,多数的文献都会给出一个关于金融市场的定义。比较权威的黄达编《货币银行学》对金融市场的定义解释为:“金融市场是进行资金融通的场所,在这里实现借贷资金的集中和分配,并由资金供给与资金需求的对比形成该市场的价格——利率。”由于“现代电子技术在金融领域的广泛运用和大量无形市场的出现,使得金融市场被理解为金融商品供求关系或交易活动的总和”。金融市场具备的要素包括“交易的对象、交易的主体、交易的工具及交易的价格”。^① 新帕尔格雷夫经济学大辞典给出的定义是,“金融市场包括股票、债券、选择买卖权和保险合同等金融证券市场”。^② 可以看出,这个定义主要是从金融经济学的角度和市场交易的角度出发的。

在研究过程中,国内外学者对金融市场都给出了自己的理解,比较典型的如米什金在《货币金融学》把金融市场简单地概括为“是资金多余者向短缺者转移的市场”。^③ 张志平则认为:“金融市场是按照价值规律进行的所有金融交易的总和”。对于金融市场的要素,他认为“参加者、工具和组织方式,是过程金融市场的三大要素”。^④ 周升业、曾康霖认为“金融市场是进行货币借贷、办理各种票据和有价证券买卖的场所”。对金融市场的要素则认为包括“参与者、金融工具、金融市场组织形式和金融市场管理”。^⑤

综合看来,我们可以对金融市场给出一个一般性的定义,即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。何德旭认为,金融市场是金融领域各种市场的总称,它包括了所有的金融交易活动。^⑥ 按照不同的标准,金融市场可以划分为不同的类型。比如按融资方式可以区分为直接融资市场和间接融资市场;按金融工具类型可以分为债券市场、股票市场、衍生工具市场等;按照金融交易的期限来说可以区分为货币市场

① 参见黄达:《货币银行学》,中国人民大学出版社1999年版,第108~112页。

② 参见约翰·伊特韦尔、默里·米尔盖特、彼得·纽曼:《新帕尔格雷夫经济学大辞典(第二卷)》,经济科学出版社2000年版,第374页。

③ 参见[美]米什金:《货币金融学》,中国人民大学出版社1998年版,第10页。

④ 参见张志平:《金融市场实务与理论研究》,中国金融出版社1991年版。

⑤ 参见周升业、曾康霖:《货币银行学》,西南财经大学1997年版。

⑥ 参见何德旭:“中国资本市场理论:描述与分析”,载李扬,王松奇主编:《中国金融理论前沿》,社会科学文献出版社2000年版。

和资本市场这样两大类，等等分类方式不一而足。其中各类市场还可以进一步细分。比如就资本市场而言，尽管它是一个比较有争议的研究领域，但仍可以认为资本市场是一个有着确定内涵、相对于货币市场的概念，它是全部中长期资本（1年以上）交易活动的总和。从一般意义上看，资本市场在构成上应涵盖证券市场（包括股票市场、长期债券市场）、长期信贷市场（长期抵押贷款、长期项目融资等）、衍生工具市场（如金融期货市场、金融期权市场）。

■ 1.2.2 金融结构

几乎每个国家都拥有纸币和其他金融工具，拥有经营金融业务和提供金融服务的金融机构，并拥有进行金融交易的金融市场。这样，反映一定时期各种金融工具、金融市场和金融机构的形式、内容、相对规模和比例理解为一国的金融结构。一定的金融机构反映了一定的金融功能和效率，也反映了一个经济的金融体系的特征。从存量角度看，金融结构反映的主要是金融资产与实物资产在总量上的关系；金融资产与负债总额在各种金融工具中的分布；金融资产与负债在各金融机构和非金融经济单位中的分布；金融资产与负债在各个经济部门的地位；金融流动对社会资源配置及对经济增长的影响等。

戈德史密斯在其名著《金融结构与金融发展》中首次系统地阐述了一国金融结构、金融发展与经济增长之间的关系。他认为金融结构就是各种金融工具和金融机构的相对规模，随时间而变化的方式在各国不尽相同。这些差异反映了不同的金融工具以及金融机构相继出现的次序、它们的相对增长速度、对不同经济部门的渗透程度，以及对一国经济结构变化的适应速度和特点等方面。^① 戈氏还从历史角度对35个主要国家近百年的金融发展模式进行比较研究，揭示出了这些国家金融发展的共同道路及特征，并认为金融发展就是金融结构的变化和演进，金融结构对经济增长有至关重要的影响。后来，美国的麦金农和肖两位教授对金融发展又进行了开创性的工作，提出了金融深化理论。

对于金融结构，我国学者也提出了自己的见解。比如董晓时提出金融结构是金融现象有机联系和有规律运行的科学系统，它包括主体结构、客体结构和联系结构这样三个组成部分。^② 其中主体结构包括两大项：第一项是体制结构——以中央银行为核心，商业银行为骨干，分工明确，种类齐全的金融体制结构。第二

^① 参见〔美〕雷蒙德·W·戈德史密斯：《金融结构与金融发展》，上海人民出版社1994年版，第3页。

^② 参见董晓时：《金融结构的基础与发展》，东北财经大学出版社1999年版，第12~13页。

项为调控结构——调控的手段、目标和调控方式。主体结构是现代金融活动的参与者，其职能是维护金融活动的有序、有效运行。客体结构指居民、企业和政府。他们既是金融活动的参与者，又是货币的需求者。从金融活动的角度看客体结构是金融活动的最终承受者和需求者。但是客体结构对主体结构的融合和接受是至关重要的，客体结构和主体结构有效融合，才能保证整个金融结构的正常和有效运转。联系结构是指在金融活动中，主体结构和客体结构得以运行，赖以完善和发展的载体，从某种意义上说，联系结构的发展决定了整个金融结构的发育程度，并对金融主体和客体结构产生巨大的影响。当然金融的主体结构和客体结构对联系结构的发展有着巨大的促进作用，联系结构主要包括金融市场结构——包括资本市场、货币市场、黄金市场、外汇市场结构；金融市场价格结构——包含利息率、汇率结构；融资方式结构——总的可分为直接融资结构、间接融资结构、直接间接融资结构比例、各种金融工具的结构。

李量认为金融结构实际上是一个比较宽泛的概念，从不同角度可以进行不同的描述，包括金融资产和工具、金融机构与金融监管结构、金融市场结构、结构性融资、国际融资结构等五个方面。其中金融市场结构集中反映了金融工具、金融机构的特征及其相对规模。金融市场结构与经济生活密切相关，主要包括货币市场（包括外汇市场）和资本市场（包括债券市场和股票市场）。^① 本书中，我们还是沿用戈氏对金融结构的理解，即把一国现存的金融工具与金融机构之和理解为该国的金融结构，这实际上包括各种现存金融工具与金融机构的相对规模、经营特征和经营方式，金融中介机构中各类机构的集中程度等等。

■ 1.2.3 市场结构

在产业组织理论中，市场结构一般指的是各市场主体、市场客体在数量、规模、比例、份额等方面的关系，以及由此决定的竞争形式。在西方微观经济学的发展过程中，自张伯伦、罗宾逊夫人提出垄断竞争理论，将不同产业的市场垄断与竞争程度划分为四种不同类型的市场结构以来，贝恩、植草益等著名学者在对本国产业市场不同的生产集中度的实证分析研究中，按不同的生产垄断、竞争程度将市场结构进一步具体化为实践性更强的各种类型。这里我们不妨借鉴王颖捷的提法，即把前者称之为市场结构的理论分类，而把后者称为市场结构的实践分类。^②

^① 参见李量：《现代金融结构导论》，经济科学出版社 2000 年版，第 149 ~ 153 页。

^② 参见王颖捷：《金融产业组织的市场结构》，机械工业出版社 2004 年版。

从理论上,根据市场集中度的高低、进入壁垒和产品差异程度,将市场结构分为完全竞争型、垄断竞争型、寡头垄断型和完全垄断型这样四大主要类别。其特征如表 1-1 所示。

表 1-1 市场结构类型的划分及其特征

市场结构类型	集中度	进入壁垒	产品差异程度	厂商数目	对价格的控制程度
完全竞争	低	低	完全无差别	很多	没有
垄断竞争	较低	较低	有差别	较多	有一些
寡头垄断	比较高	比较高	有差别或无差别	少数几家	相当程度
完全垄断	高	高	唯一的产品,并且没有接近的替代物	唯一一家	很大程度,并且价格容易受到管制

在实践方面,贝恩、植草益等著名学者为了便于量化分析市场结构,提出了以产业卖方集中度为主要依据,对不同产业垄断竞争程度进行分类的市场结构实践分类法。比如贝恩依据产业内前四位和前八位企业的绝对集中度指标^①,对不同垄断竞争程度产业的市场结构做了如表 1-2 所示的分类。

表 1-2

贝恩的分类方法

单位: %

市场结构	CR ₄ 值	CR ₈ 值
寡占 I 型	CR ₄ ≥ 75	—
寡占 II 型	65 ≤ CR ₄ < 75	CR ₈ ≥ 85
寡占 III 型	50 ≤ CR ₄ < 65	75 ≤ CR ₈ < 85
寡占 IV 型	35 ≤ CR ₄ < 50	45 ≤ CR ₈ < 75
寡占 V 型	30 ≤ CR ₄ < 35	40 ≤ CR ₈ < 45
竞争型	CR ₄ < 30	CR ₈ < 40

资料来源: [美] J. S. 贝恩:《产业组织》, 1981 年版, 第 141 ~ 148 页。

以绝对集中度指标划分不同的市场结构, 虽然能直观地看出属于同类产品的

① 绝对集中度是指特定行业中 n 家最大企业市场份额之和, 或者反过来, 指某一百分比的市场占有率之内的最大规模的企业数目。其计算方法为 $CR_n = \sum_{i=1}^n X_i / X$, 其中 n 为企业数; X_i 表示市场第 i 位企业的指标数值; X 表示市场中所有企业的指标数值。 CR_n 表示最大 n 家 (n 通常取 3, 4, 5 或 8) 企业集中度, 它的值介于 0 和 1 之间, 值越大表示市场越集中。

产业垄断、竞争程度的总体水平，但仍不能非常确切地反映产业内企业间的垄断竞争程度，所以存在不够细化的缺陷。而以相对集中度指标^①（比如 HI 指数）为依据的分类方法则弥补了这一不足。1980 年日本公正交易委员会公布的市场结构分类方法就是以 HI 为依据进行区分（见表 1-3）。

表 1-3 以 HI 值为基准的分类方法

市场结构	寡占型				竞争型	
	高寡占 I 型	高寡占 II 型	低寡占 I 型	低寡占 II 型	竞争 I 型	竞争 II 型
HI 值	$HI \geq 3\ 000$	$1\ 800 \leq HI < 3\ 000$	$1\ 400 \leq HI < 1\ 800$	$1\ 000 \leq HI < 1\ 400$	$500 \leq HI < 1\ 000$	$HI < 500$

资料来源：日本公正交易委员会编：《日本的产业集中》。

■ 1.2.4 金融市场结构

在货币金融学的著作中，金融市场结构一般指的是债务市场与股权市场、一级市场与二级市场、交易所和场外市场以及货币市场和资本市场等等。^② 在戴相龙和黄达主编的《中华金融辞库》中，则从参与者（包括发行人、投资者、中介机构、市场组织者和监管机构）、交易工具（债券、股票、衍生证券和交易衍生产品等）以及市场层次（发行市场和交易市场）这样三个角度对资本市场结构进行了分析。^③ 但在进一步研究中，我们发现不同学者对金融市场结构提出了不同的理解。

周传根在介绍澳大利亚金融市场结构的时候，从股票市场、期货市场、外汇买卖和外汇期权市场、长期债券市场、短期债券市场、再回购协议市场、远期利率协议市场（forward rate agreement markets）、利率掉期（interest rate swap）和货币掉期（currency swap）市场、利率期权市场（interest rate options markets）

① 相对集中度的计量方法包括 HI 指数，洛仑兹曲线（Lorenz Curve），吉尼系数（Gini coefficient）和罗森布拉斯指数（Rosenbluth Index）等，其中常用的是 HI 指数，即赫希曼—赫芬达尔指数（Hirschman-Herfindahl Index）。HI 指数的计算公式为 $HI = \sum_{i=1}^n (x_i/X)^2$ ，其中 X 表示产业总规模； X_i 表示第 i 个企业的规模， n 为企业总数。这样如果市场份额按 0 到 100 的百分比值计算，则 HI 的范围为 0 到 10 000，其数值越大表示垄断程度越高。

② 参见〔美〕米什金：《货币金融学》，中国人民大学出版社 1998 年版，第 21～23 页。

③ 参见戴相龙、黄达主编：《中华金融辞库》，中国金融出版社 1998 年版，第 891～894 页。