

Financial Market

现代金融前沿理论与实务系列丛书

金 融 市 场 ——理论、机制与实务

谷秀娟 著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

F830.9/191

2007

现代金融前沿理论与实务系列丛书

金 融 市 场

——理论、机制与实务

谷秀娟 著



立信会计出版社
LIXIN KUAJJI CHUBANSHE

图书在版编目(CIP)数据

金融市场:理论、机制与实务/谷秀娟著. —上海:立信会计出版社, 2007. 6

(现代金融前沿理论与实务系列丛书)

ISBN 978-7-5429-1857-4

I. 金… II. 谷… III. 金融市场-研究 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 099974 号

金融市场——理论、机制与实务

出版发行	立信会计出版社
地 址	上海市中山西路 2230 号
邮政编码	200235
电 话	(021)64411389
传 真	(021)64411325
网 址	www.lixinaph.com E-mail lxaph@sh163.net
网上书店	www.lixinbook.com Tel: (021)64411071
经 销	各地新华书店

印 刷	立信会计常熟市印刷联营厂
开 本	890 毫米×1240 毫米 1/32
印 张	21.375
字 数	588 千字
版 次	2007 年 6 月第 1 版
印 次	2007 年 6 月第 1 次
印 数	1—3 000
书 号	ISBN 978-7-5429-1857-4/F·1645
定 价	35.00 元

如有印订差错 请与本社联系调换

前 言

金融,作为世界经济的重要组成部分,在经济发展中扮演着越来越重要的角色。近年来,国际上金融市场的规模和复杂性呈指数化增长,金融工具、金融科技不断创新。为此,我们有必要研究金融市场的理论、机制和实务,以促进中国金融市场的完善和发展,使其更好地发挥优化资源配置,促进经济发展的作用。

本书在结构的安排上,构成了“概览—基本要素—基本原理—市场构成及实务—宏观金融政策及监管”这样一个完整的体系。在内容的选择上,兼顾完备性、前沿性和现实性。因而该书的适用对象既包括高等院校财经管理类的教师、学生,也包括金融从业者和研究者。

本书分为六部分共 13 章。

第一部分:金融市场概览。该部分论述了金融市场与体系对于经济增长的作用、金融市场的发展历史与现状、金融市场的基本分类和参与主体。

第二部分:金融市场的基本要素。该部分系统介绍了决定金融市场工具和产品特性的基本要素:利率(第 2 章)、汇率(第 3 章)、金融风险(第 4 章)。该部分不仅分析了决定和影响上述要素的原因,尤其还分析了其水平和变化对于金融市场的影响,研究了我国特殊的体制问题,如汇率制度问题。

第三部分:金融市场的基本原理。该部分介绍了现代金融理论的主要内容:有效市场假说(第 5 章),股票定价理论、证券组合理论、资产定价模型、因素模型和套利定价理论(第 6 章)。该部分不仅透彻分析了各种理论的思想内核,尤其还分析了关于实证研究的问题。

第四部分：金融市场。该部分介绍了货币市场(第7章)、债券市场(第8章)、股票市场(第9章)和衍生品市场(第10章)的运行机制、工具和实务。该部分不仅介绍了国际金融市场的运作规范，尤其还分析研究了我国金融市场存在的独特问题，如股票发行制度问题，可转换债券市场的发展问题等。

第五部分：中央银行与货币政策。该部分介绍了中央银行与联邦储备体系(第11章)、货币政策(第12章)。该部分不仅介绍了中央银行的架构及其对于经济的调控程序、方法和手段，尤其还进行了历史的分析和比较，最后还分析了货币政策对于金融市场的影响。

第六部分：金融市场监管。该部分介绍了金融市场监管的理论及金融监管体制的选择，尤其是研究了金融混业与我国金融监管体制的完善问题。

本书的研究受到了河南省创新人才培养基金和河南工业大学高层次人才基金的资助，在此表示衷心的感谢。

作 者

2007年6月

目 录

第一部分 金融市场概览

第 1 章 金融市场概述	3
1.1 金融体系与金融市场	3
1.2 世界金融市场的建立与发展	11
1.3 中国金融市场的形成与发展	23
1.4 金融市场的分类	27
1.5 金融市场的主体	38

第二部分 金融市场的基本要素

第 2 章 利率	47
2.1 什么是利率	47
2.2 利率与债券价格的关系	56
2.3 市场利率对债券发行利率的影响	67
2.4 利率的决定	68
2.5 利率的风险与期限结构	82
第 3 章 汇率	90
3.1 什么是汇率	91
3.2 汇率的决定因素	102
3.3 汇率的决定理论	117
3.4 国际收支平衡表	129
3.5 汇率为何如此波动不定	174

第4章 金融风险	183
4.1 关于金融风险的分类与管理	183
4.2 金融机构风险管理	190

第三部分 金融市场的基本原理

第5章 有效市场假说	219
5.1 有效市场假说:合理预期理论在金融市场中的运用.....	220
5.2 对有效市场假说的实证研究	222
第6章 证券资产定价理论	226
6.1 股票的内在价值决定论	226
6.2 收益与风险的测量	242
6.3 证券组合理论	256
6.4 资本资产定价模型	267
6.5 多变量和因素分析定价模型	280
6.6 套利定价理论	288

第四部分 金 融 市 场

第7章 货币市场	295
7.1 美国的货币市场	295
7.2 中国的货币市场	315
第8章 债券市场	331
8.1 美国财政证券	331
8.2 美国市政证券	341
8.3 美国公司债券	342
8.4 中国的国债市场	353
8.5 中国的企业债和公司债市场	362

8.6 中国的次级债券	394
第9章 股票市场	396
9.1 股票市场的概念、种类	396
9.2 股票的发行市场	399
9.3 美国股票的一级市场	408
9.4 中国股票的发行市场	415
9.5 美国股票的二级市场	430
9.6 美国股票二级市场的交易制度与技术	434
9.7 股票价格指数	447
9.8 中国股票的二级市场	459
9.9 证券二板市场及我国创业板市场的建立	471
9.10 美国股票市场的管理	478
9.11 中国股票市场的管理	493
第10章 衍生品市场	501
10.1 世界金融衍生品市场的起源与发展	501
10.2 金融远期合约	503
10.3 金融期货合约	513
10.4 利率期货	525
10.5 外汇期货	536
10.6 股票期货	540
10.7 股指期货	540
10.8 互换	547
10.9 期权	555

第五部分 中央银行与货币政策

第11章 中央银行与联邦储备体系	575
11.1 美国联邦储备体系的起源与构成	577

11.2 美联储的独立性·····	580
第12章 美国的货币政策 ·····	583
12.1 货币政策目标·····	583
12.2 政策目标的协调与冲突·····	590
12.3 货币政策的传导机制·····	593
12.4 货币政策中介目标的选择·····	618
12.5 历史的回顾与分析·····	620
12.6 货币政策对金融市场的影响·····	627

第六部分 金融市场监管

第13章 金融市场监管 ·····	631
13.1 金融监管的含义·····	631
13.2 金融监管的理论基础·····	634
13.3 金融监管理论的演变·····	639
13.4 国际金融监管发展趋势·····	644
13.5 国际金融监管体制比较分析及选择·····	652
13.6 金融混业与完善我国监管体系·····	657

参考文献 ·····	670
-------------------	-----

后记 ·····	673
-----------------	-----

第一部分 金融市场概览

市场是现代经济中实现资源优化配置的重要场所和方式。一般而言,有三种类型的市场:产品市场、一般要素市场(不含资本)和金融市场。本书的研究对象是金融市场。在本部分我们主要研究金融市场与体系对于经济增长的作用、世界金融市场发展的历史、中国金融市场的形成与发展、金融市场的分类以及金融市场的参与主体。

第 1 章 金融市场概述

1.1 金融体系与金融市场

金融体系包括金融市场、金融机构、金融工具和金融制度。因此,在谈到金融发展时指的是金融市场的建立与完善、金融机构规模的扩大、金融机构服务体系的建立、金融工具的完备与创新、金融制度的法律化与规范化等一系列过程的综合。金融市场是指以金融工具为交易对象而形成的供求关系及其机制的总和。

由于市场的形成必然有主体、产品(工具)及制度,因此,从这个意义上讲金融体系的构成要素在金融市场中都会有所体现,因而有时金融体系与金融市场这两个概念显得难以区分。实际上,金融体系更多的是相对于实体经济体系而言的,而且相对于金融市场的概念,它更偏重于在宏观层面上强调特征、性质和状况,而金融市场则更侧重于金融产品的交易和机构运营管理的机制。

金融市场与产品市场和一般要素市场不同,是金融产品交换的场所,而且往往是无形市场。

1.1.1 金融体系对经济增长的推动作用

金融体系对经济增长的推动作用可以从以下途径实现:

(1) 影响储蓄率。根据研究,金融体系的发展对储蓄率有双刃剑的作用。

A. 金融体系的风险分摊作用可以提高储蓄率,也可能减低储蓄率。其中保险体系的发展可降低人们的储蓄愿望,这是因为保险的发展会减少人们为防备自然风险(Endowment Risk)而必要的储蓄。银行体系的发展也会降低储蓄率。资本市场的风险分摊功能对储蓄率的

影响则不明确。可以说明的是,当风险厌恶系数小于1时,资本市场的风险分摊功能的实现会降低储蓄率;反之,风险厌恶系数大于1,则资本市场的风险分摊功能的发挥将提高储蓄率。

B. 消费信贷的发展会降低储蓄率。

C. 在金融压制和银行体系缺乏竞争的条件下,银行存贷差会被人扩大:一方面压制存款利率,一方面抬高贷款利率,前者将压低储蓄率。实际上,在金融压制理论中低利率被看成是其中的一个表现,它与低储蓄率和低增长联系在一起。

(2) 将储蓄资金向企业转移。在这个过程中,金融体系本身将吸收储蓄并将储蓄资金向那些需要资金的企业融通,从而实现资源的余缺配置。但是,在不发达或受压制的金融体系中,这部分资源会偏离合理的、用于补偿金融服务的支出所需。

(3) 调节社会投资结构。这个机制被认为是金融体系对经济增长发挥作用的主要途径。发达而高效的金融体系有助于社会资金投向资本边际报酬率高的项目。具体来说就是,金融体系可以通过多样化投资工具有效降低高风险企业的风险状况从而鼓励企业向高风险同时又是高回报的领域投资。金融体系还可以通过为投资提供流动性、消除信息不对称、强化企业的公司治理等多种途径引导资金向高回报领域转移。最后,金融体系资本聚集功能可实现将流动性强、短期、小规模的投资转化为非流动性、长期、大规模的投资。

因而金融体系在推动经济增长方面体现其以下职能:

(1) 清算和支付结算。金融体系提供了便利商品、服务和资产交易的清算和支付结算的途径和手段。这是因为,任何交易的发生都必须通过一定的支付方式来完成,而一种有效率的支付系统,意味着支付主体所耗费的成本更低。纸币代替黄金作为支付手段,以及支票、信用卡、电子货币等替代纸币,都是支付效率明显提高的例证。不过,清算和支付结算功能的实现方式是多种多样的,可以由银行机构执行,也可以由共同基金的交易账户执行,甚至一些非金融企业(如美国的AT&T、通用电气、通用汽车),也可以通过提供一般信用卡服务来实

现这项功能。

(2) 转移经济资源。金融体系在不同的时间、地区和行业之间提供经济资源转移的渠道和途径,即金融体系提供了促使经济资源跨时间、跨地域(空间)和产业转移的方法和机制。经济资源具有时间和空间上延伸与分离的属性,由这种特性所决定,人们为了今后拥有资源而不得不放弃一些现在的资源,如储蓄,以备将来不时之需,或者人们为了现在拥有资源而必须放弃一些将来的资源,如贷款购房,以满足目前的需要。这样,就需要将资源从一个时点转移到另一个时点。除了经济资源在不同时点的转移外,经济资源还会在空间上转移,即从一个国家转移到另一个国家、一个地区转移到另一个地区。而无论是在经济资源时间上的转移中,还是在经济资源空间上的转移中,金融体系都扮演着十分重要的角色,都提供了十分灵便的手段。而且,随着社会经济现代化程度的提高和全球经济一体化趋势的增强,金融系统提供资源在时间和空间上转移的手段也应该更加有效。

(3) 管理风险。金融体系提供了应付不测和控制风险的手段和途径。在经济社会生活中,不确定性是普遍存在的,并且体现为一种常态,不确定性也就意味着风险。因此,任何经济活动中风险总是不可避免的。尽管如此,风险却是可以分散或转移的。一个功能健全的金融体系能有效地提高风险配置效率,为市场主体提供转移、分散和分摊风险的机会和手段,包括使用各种各样的金融合约、金融工具、金融组织方式等。从目前的情况来看,套头交易、保险合约、分散化资产组合以及金融衍生产品(期货、互换和期权)等都已经成为风险管理的主要内容和方式。

(4) 储备或聚集资源和分割股份。金融体系通过提供各种机制,汇聚资金并导向大规模的无法分割的投资项目,或者通过细分企业的股权来帮助企业实现分散化。在现代经济中,单个人或几个人甚至一个家族的资金实力往往无法满足企业运营所需的最低投资要求。然而,现代金融体系通过证券市场和各种金融中介机构(如银行和投资公司)一方面将大量个人或家庭的小额、分散的资金汇聚成大规模资金,

满足企业的资金需求;另一方面又通过股票、债券、基金、存单、保单等金融工具,将原来不可分割的投资细分化,为更多的小额资金提供者(个人或单个家庭)提供了分享这些投资收益的机会。

(5) 提供信息。金融体系通过提供十分有用的价格信息(如利率、汇率、证券价格),帮助协调市场中不同经济当事人之间的非集中化决策。在现代经济社会中,个人所获得的信息都是不完全、不对称的。在这种情况下,经济资源的配置必然缺乏效率。而一个完善且发达的金融体系能够把不同的信息充分地集中反映在金融资产的价格上,市场中的各经济主体也就能够根据这些信息进行分散化的决策。

(6) 解决激励问题。金融体系提供了解决交易双方拥有不对称信息及委托—代理行为中的激励问题的方法。激励问题有多种形式,如道德风险、逆向选择和委托人—代理人关系等,这些问题会造成契约签订和执行的困难以及交易成本的上升。金融体系通过股票市场、风险资本、银行贷款、债券市场、股票期权、金融衍生品等为交易者提供激励与约束机制,设计并实施相关合约,影响公司的融资结构、融资政策、风险管理技术,从而为降低信息不对称程度、道德风险和逆向选择的风险,为低成本地解决经济和金融交易中的激励问题创造条件。

最后,金融体系还具有降低金融交易成本的职能。金融体系的各种职能并非是互相独立的,在金融体系推动经济增长的过程中,各种职能往往是交织在一起共同发挥其作用的。

1.1.2 金融体系结构与经济发展阶段

金融体系的建立、发展和完善不仅表现为总量的增长,还表现在金融结构的演变上。

金融(体系)结构是各种不同金融因素之间的数量对比关系,最重要的是各种不同市场中介的金融交易量相对于金融总量的关系。

金融学家们对于金融体系的产生和金融结构的演进并没有太多的

理论分析,尤其是缺乏规范模型用以描述结构演进的规律和原因。不过,大体上经济学家都相信金融结构的演进具有阶段性,每个阶段上的结构具有不同特点。格利和肖就认为,金融体系发展与实体经济发展呈现互动关系。他们观察到,在发展的起始阶段,企业家的资金完全来自自己的积蓄。当经济发展到一定阶段,专业化的融资机构(如银行)才能出现并为一些企业融资,此时债券完全保留在银行体系中,缺乏交易,企业家是惟一拥有股权的企业剩余索取者;只有当经济进一步发展和社会财富进一步累积到一定程度以后,证券的交易才能出现。近年来如 Greenwood 和 Jovanovic 在建立他们的金融发展模型时也认为,在经济发展的早期金融市场不存在或只能缓慢发展,当经济发展的周期进入中间阶段时,金融“上层结构”才开始产生并形成,此时经济增长和储蓄率都开始上升。随着经济逐步成熟,广泛的金融中介结构已经形成,储蓄率反而开始下降。

从金融中介的结构比例来看,金融史上大体有两种类型的金融体系。一是以德国为主要代表的以银行为基础的金融体系,主要包括德国和日本;一是以美国为主要代表的以证券市场为基础的金融体系,主要包括英国和美国。前者的特点是银行业与产业部门存在紧密联系,Levine(1997)等认为,这有利于金融体系发挥信息揭示、公司治理和储蓄流动的功能;后者则相反,金融体系与实际部门联系较弱,较有利于风险分散、风险转移和提供资产流动性等功能的发挥。从历史上看,德国之所以建立了以银行为基础的金融体系是因为德国的银行家多数来源于实业家。据研究,德国的银行体系运作稳健、功能全面,这是它能发挥主导作用的原因。相比于英国的银行,德国银行较愿意为企业提供长期信贷,它们常常积极介入工业企业的建立、发展、技术创新甚至企业的兼并等资本运营过程中。通过对 19 世纪后期和 20 世纪早期的发展比较,经济学家发现德国银行体系比英国银行体系更为稳健和高效。

至于何种类型的金融体系更有利于推进经济增长则在理论上颇有争议。例如在 20 世纪 60 年代,Gerschenkron 认为,德国的高效和稳

健的银行体系是它在 1850~1910 年之间经济增长比英国快的原因之一。但 Goldsmith 的数据则显示德国和英国在该时期的经济增长大体相当。例如,1850~1913 年间,德国的人均 GNP 增长率为 1.55%,英国为 1.35%。Levine 认为,金融体系结构的差异不能影响两个国家总量增长差异,但能影响不同工业部门的增长,也就是说金融结构影响了产业结构。

有研究认为,两种金融方式在经济发展过程中所起的作用是互补的。例如,在发展中国家,股票市场的发展并没有减低银行的中介作用,反而促进了企业或投资者对银行中介的使用。对于金融结构随经济增长的演进,理论分析还十分薄弱。仅有如 Body 和 Smith 建立的模型认为随收入水平的变化存在最优金融结构;Raian 和 Zingales 的分析显示:随经济发展水平的提高股票市场的重要性会相对增加,而在发展的早期,银行的金融中介作用更为重要。在经济发展早期,法律体系不健全,产权和股东的权益缺乏保障,因此更适合银行体系作用的发挥;当经济发展到一定程度以后,法制体系逐步健全,股票市场的作用才会渐渐得到强化。

Demirguc-Kunt 和 Levine(1996,1999)对金融结构与经济发展水平的关系进行了较为全面的分析。

在 1996 年的文章中,他们分析了 50 个国家在 1970~1993 年间的情况,发现不同国家的金融结构存在很大差异,而且金融结构确实随经济发展而演变。随着人均收入水平的上升,金融结构呈现如下特点:① 包括所有金融中介机构的资产或负债在内的金融中介总量与 GDP 的比值上升;② 非银行金融机构的重要性上升;③ 股票市场扩大,股票市值与 GDP 的比重上升,交易量比重上升(更具有流动性)、换手率①上升和股票价格更富弹性。

在 1999 年的文章中,他们通过更广泛的资料收集,对金融结构与经济发展水平的关系作了细致的分析,主要研究成果可以总结为以下

① 换手率=股票交易量/股票市值。