

金融市场

优化论

王军生 著

FINANCIAL
MARKET
OPTIMIZATION



中国金融出版社

金融市场 优化论

FINANCIAL
MARKET OPTIMIZATION

王军生 / 著

 中国金融出版社

责任编辑：张 铁

责任校对：潘 洁

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

金融市场优化论 (Jinrong Shichang Youhualun) / 王军生著. —北京: 中国金融出版社, 2007. 9

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4487 - 0

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 126587 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河市利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 17

字数 277 千

版次 2007 年 9 月第 1 版

印次 2007 年 9 月第 1 次印刷

印数 1—2090

定价 35.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4487 - 0/F. 4047

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947



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。中国民主同盟中央委员会经济委员会副主任。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，在金融信托、证券投资、房地产投资、高科技风险投资、投资银行业务领域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、湖南大学兼职教授。曾在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》、《新经济与市场营销》等著作。

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进行对比，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仅限于融资，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。

对于金融市场和金融中介的关系，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的。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：米什金提出了八大金融谜团；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，他们的著作《比较金融系统》（*Comparing Financial Systems*）就是一个代表。这部著作 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，该书主要观点如下：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。对金融危机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的。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多的信息，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做出权衡。

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，制度的变迁过程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，出现路径依赖的原因在于文化传统、人类对新生事物的恐惧、既得利益集团的阻挠等，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，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作用的地方，经过几百年的发展，市场具有了足够的深度和广度，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——《金融市场优化论》，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的分析框架，

从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予以加强，完善中国的金融系统，提升金融系统抗风险能力。这些研究，丰富了我们对于金融市场的认识，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，结合英国、美国、德国、日本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。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。由此可以看出，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唯物辩证法，客观地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，立足融资角度，运用内生金融理论，全面分析了中国的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，随之进行调整。中国的企业融资发展历程和金融市场发展非常完美地展现了上述关系。

再次，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，包括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、实证分析等问题的研究。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，在本部分，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，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。例如，作者建议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后得出结论的研究还不多。在中国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。从另一个角度看，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。

李京文

2006年12月30日

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景、目的和意义	1
1.2 相关概念及研究范围的界定	2
1.2.1 金融市场	3
1.2.2 金融结构	4
1.2.3 金融市场结构	5
1.3 研究方法、研究框架及相关结论	6
2 相关研究评述	10
2.1 关于金融市场结构研究成果的评述	10
2.1.1 关于金融结构问题的研究	12
2.1.2 关于金融市场结构的研究	14
2.1.3 关于金融市场中各个要素的研究	15
2.2 研究脉络	18
3 风险分担与金融市场发展	21
3.1 关于金融中介和金融市场功能的研究	21
3.1.1 金融中介的功能	21
3.1.2 金融市场的功能	25
3.2 金融市场和金融中介：两种不同的风险分担机制	29

3.3 金融市场的风险分担机制	33
3.3.1 金融市场风险分担机制的优势	33
3.3.2 市场融资或中介融资：临界条件	34
3.3.3 金融市场风险分担机制的特点	39
3.4 结论	47
4 路径依赖、制度变迁与金融市场结构优化	50
4.1 金融系统演变中的路径依赖：研究评述	50
4.1.1 需求尾随型与供给引导型的金融系统演变理论	50
4.1.2 内生金融和外生金融的理论	52
4.1.3 约束诱致理论和交易成本理论	53
4.1.4 小结	55
4.2 金融系统发展演变的路径依赖和制度变迁	55
4.2.1 金融系统发展演变的路径依赖和制度变迁： 理论分析	55
4.2.2 金融系统发展演变的路径依赖和制度变迁： 实证研究	58
4.3 金融市场结构优化	75
4.3.1 金融市场结构优化的标准	75
4.3.2 金融市场结构优化的指标设定	76
4.4 结论	80
5 金融市场一般均衡：理论分析与中国的实践	82
5.1 金融市场中的要素及一般均衡理论	82
5.1.1 金融市场中的基本要素	82
5.1.2 金融市场中的交易对象	83
5.1.3 金融市场一般均衡理论	85
5.2 中国金融市场结构的发展与演进分析	88

5.2.1	经济改革带来的金融流量与结构变化	88
5.2.2	区域金融市场结构的发展与演变	91
5.2.3	城市与农村的二元金融市场结构	94
5.2.4	中国金融市场发展中政府的作用以及职能转变	97
6	中国企业融资结构调整与金融市场结构优化	99
6.1	中国企业融资结构调整：基于历史演变的视角	99
6.1.1	1949—1978 年的企业融资机制	100
6.1.2	1978—1990 年的企业融资机制	103
6.1.3	1990 年至今的企业融资机制调整	107
6.2	中国金融市场结构的发展轨迹	112
6.2.1	货币市场在中国的发展历程	113
6.2.2	资本市场在中国的发展历程	124
6.3	基于融资结构调整的中国金融市场结构优化	131
6.3.1	沿着财务保守主义的分析路线进一步认识融资结构的调整	131
6.3.2	中国企业融资结构面临调整的需要和金融市场的调整	135
6.4	结论	141
7	金融市场内部运行与结构优化	144
7.1	商业银行与资本市场的互动	144
7.1.1	资本市场兴起及其对商业银行的冲击	144
7.1.2	间接融资与直接融资之间的金融资源转换	148
7.2	中国金融市场间的关系	152
7.2.1	货币市场与资本市场的连接与阻隔	152
7.2.2	多层次资本市场之间的要素传递与资源转换	156
7.3	货币市场和资本市场的联动分析	158

7.3.1	货币市场内部拆借市场与回购市场的联动性	158
7.3.2	货币市场、银行间债券市场和交易所债券市场的联动性	162
7.3.3	货币市场、债券市场与股票市场的联动性	170
8	市场需求与经济发展对金融市场结构优化的影响	178
8.1	市场需求对金融市场结构优化的影响	178
8.1.1	交易需求对金融市场结构优化的影响	178
8.1.2	投资需求对金融市场结构优化的影响	181
8.1.3	分散风险需求对金融市场结构的影响	184
8.2	经济发展对金融市场结构的影响	187
8.2.1	实体经济与金融市场结构的关系	187
8.2.2	内生经济增长对金融市场结构的要求	190
8.2.3	与产业结构相匹配的金融市场结构	194
9	中国金融市场结构优化的政策环境	198
9.1	经济政策变迁对金融市场结构的影响	198
9.1.1	财政政策对金融市场结构优化的效应	198
9.1.2	货币政策对金融市场结构优化的效应	200
9.1.3	产业政策对金融市场结构优化的效应	202
9.1.4	政府直接干预与金融市场结构优化	204
9.2	金融监管与金融市场结构优化	207
9.2.1	市场机制及其对监管的要求	207
9.2.2	金融监管对金融市场结构的影响	209
9.3	开放经济条件下的金融市场结构优化	211
9.3.1	外汇储备对金融市场结构的影响	211
9.3.2	资金跨国界流动对我国金融市场结构的影响	213

9.3.3 金融开放与我国金融市场结构的优化	216
10 金融市场结构优化的路径与政策选择	221
10.1 金融市场结构优化的导向是提高金融效率	221
10.1.1 金融系统功能与金融市场效率的理论分析	221
10.1.2 金融市场结构优化与效率改善的关系	225
10.1.3 兼顾公平的同时提高金融效率	227
10.2 金融市场结构优化的政策分析	231
10.2.1 简单的回顾与总结	231
10.2.2 金融市场结构优化需要注意的问题	238
10.2.3 我国金融市场结构优化的政策选择	240
参考文献	244

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，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性，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。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以来，虽然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、监管思想和技术以及交易的微观结构看，我国金融业的许多方面都需要进一步完善与规范。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，金融市场的建设可以是自下而上

的；而我国金融市场的建设过程，主要是自上而下进行的，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有所认识。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，甚至走弯路。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、市场分隔、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，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，将首先对我国金融市场的演进过程加以描述，展示我国金融市场发育的历史背景。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的比较，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。希望本书的研究能为我国金融市场建设和金融业应对开放竞争的格局提供理论借鉴与参考。

1.2 相关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