

◆ 国家自然科学基金重点项目成果 ◆

管理学论丛
资本市场研究系列

经济发展与 资本市场 管理

曹凤岐
主编

北京大学出版社

PEKING UNIVERSITY PRESS



◆ 国家自然科学基金重点项目成果 ◆

资本市场研究系列

经济发展与 资本市场 管理

曹凤岐 主编

北京大学出版社



PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

经济发展与资本市场管理/曹凤岐主编. —北京:北京大学出版社,
2003.1

管理学论丛 1. 资本市场研究系列

ISBN 7-301-06156-0

I. 经… II. 曹… III. ①经济发展-关系-资本市场-研究-中国 ②资本市场-监督管理-研究-中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 005242 号

书 名: 经济发展与资本市场管理

著作责任者: 曹凤岐 主编

责任编辑: 陈 莉

标准书号: ISBN 7-301-06156-0/F·0612

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区中关村 北京大学校内 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn> 电子信箱: zoup@pup.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752027

排 版 者: 高新特激光照排中心 62637627

印 刷 者: 北京中科印刷有限公司

经 销 者: 新华书店

890 毫米×1240 毫米 A5 开本 11.75 印张 342 千字

2003 年 1 月第 1 版 2003 年 1 月第 1 次印刷

定 价: 19.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,翻版必究

前 言

曹凤岐

20 世纪 80 年代以来,随着世界经济的一体化和各国金融管制的放松,金融自由化和全球化成为世界范围内一股不可阻挡的发展趋势,信息技术的革新和市场竞争的加剧促使各国金融创新和金融深化不断推进。资本市场作为现代市场经济体系的重要组成部分,在世界经济发展中正起着日益重要的作用,在规模膨胀、体系完善、管理创新的同时,大大增加了自身的复杂性,如何规范和发展资本市场成为世界各国普遍关注的研究课题。

从 80 年代初恢复发行国债开始,以 90 年代初上海证券交易所和深圳证券交易所的成立为标志,中国的资本市场从无到有逐渐发展起来。经过十几年的发展,中国资本市场不论在融资规模和交易制度方面,还是在监管体系和运营效率等方面都取得了长足的进步,资本市场已经成为我国社会主义市场经济的一个重要组成部分。但是,转轨经济的特征决定了我国的资本市场仍然是一个很不完善的市场,成绩的背后还隐藏着许多问题需要我们研究和解决。这集中表现在:第一,相对西方发达国家而言,我国资本市场的规模仍旧很小,还不能充分发挥配置社会资源的作用;第二,我国资本市场的结构不够合理,股票市场的发展要超前于债券市场、投资基金市场和衍生工具市场的发展,居民可选择的投资工具不多;第三,国家对资本市场的管理还缺乏经验,监管体系不健全,监管效率不高;第四,资本市场的法律法规不够完善,上市公司虚假包装、制假造假现象比较严重,“庄家”操纵股市等不规范行为时有发生。

如何在大力发展资本市场的同时有效防范和管理资本市场的风

险是中国资本市场急需解决的问题。我主持的国家自然科学基金重点项目“中国资本市场的发展与管理问题研究”(项目编号:79930600),利用资本市场理论、金融工程理论、经济计量理论与方法,对中国广义资本市场的总体结构框架、宏观和微观管理体系、风险防范和管理体系以及资本市场与经济协调发展的互动关系等重大问题进行了深入地探讨和研究。

在国家自然科学基金委员会和有关专家们的关心和支持下,课题组成员根据研究计划,围绕课题内容,在两年多的时间里,取得了较为丰富的研究成果,现在已经进入收官阶段。据不完全统计,目前课题组已经在国家核心期刊上发表论文 25 篇,已经完成了“运用资产证券化解决我国银行不良资产”、“中国公司债券市场发展研究”、“中国二板市场的结构设计与流动性管理”、“中国开放式基金的流动性与风险管理”、“中国金融业的分与合”等三十多份专题研究报告,正在撰写有关课题的几本专著。课题的研究成果将大大超过原来课题的计划。

在两年多的研究中,课题始终坚持鼓励深入实际的调查研究,鼓励研究人员参加国际和国内的学术会议交流研究成果的方向。课题研究人员先后有四十多人次参加调查研究工作,其中三个月以上的调研有八人;参加国内会议的有五十多人次,国际会议的有三次。所有这一切,都为我们的研究打下了坚实的基础。

知识经济的发展,使得中国资本市场在快速发展的同时,面临着一些亟待解决的问题。在全球资本市场一体化发展的形式下,本课题在研究中不但要紧密联系中国资本市场的实际,解决中国资本市场的实际问题,更要为中国资本市场的未来发展提供理论基础和决策建议,我们深知本课题研究对于中国资本市场发展的重要所在。为此,在研究过程中,我们不仅及时充实了我们的研究力量,同时也及时补充了对中国资本市场发展可能具有重大影响的一些重要问题的研究,如 WTO 与中国资本市场开放等。经过课题组的一致努力,我们提出了解决中国广义资本市场与中国经济协调发展、资本市场管理和风险防范问题的措施、方法和系统化的研究方案。相信我们

的研究对于中国资本市场的健康发展将会起到积极的推动作用。

为了使我们的研究为更多的人所了解,使我们的研究更好地发挥社会效益,我们从三十多份研究报告中遴选出一部分,出版资本市场研究报告集系列,共三本书:《经济发展与资本市场管理》、《中国资本市场创新》和《中国上市公司管理》。

从收录进报告集系列的专题研究报告来看,它们基本上涵盖了目前中国资本市场前沿研究的各个方面。在理论和方法上,既有对资本市场深入的调查研究(郑百文案例、中国资本市场区域性差异),也有对中外资本市场的比较分析(中国风险资本国际化、国债市场国际化);既有现代金融理论、金融工程理论以及法和经济学理论等的应用(股票价格指数作为经济的先行指标、中国金融业的分与合),也有对中国资本市场的实证研究和金融风险防范措施的仿真模拟(中国资本市场有效性、股票指数监测与预警);在研究内容上,既有对广义资本市场同中国经济协调发展关系的研究,也有对中国资本市场的市场结构问题的设计,既有对中国资本市场工具的研究,也有对中国资本市场监管与风险防范措施的研究和建议。从广度和深度上来看,本报告集系列在国内同类研究中都居于领先地位。

我们希望通过出版资本市场研究报告系列能够与海内外关心中国资本市场发展的同仁共享研究成果。

2002年10月于燕园

目 录

第一篇 经济发展与资本市场互动

1 广义资本市场与宏观经济互动:理论回顾	(3)
1.1 广义资本市场范畴与经济定位	(3)
1.2 资本市场与经济发展之互动关系	(6)
1.3 经济发展对资本市场的影响	(10)
1.4 资本市场对经济增长的贡献	(15)
1.5 结论	(40)
2 我国资本市场的规模、结构、效率与经济增长的关系分析	(44)
2.1 经济增长与资本市场规模、结构的关系	(45)
2.2 资本市场的效率与资本市场的规模	(52)
2.3 结论	(57)
3 中国股票价格指数与 GDP 关系实证研究	(61)
3.1 股票价格指数与 GDP 协整关系研究	(63)
3.2 股票价格指数与 GDP 因果关系研究	(78)
3.3 股票价格指数预警与监测	(80)
4 股票价格作为领先经济行为的重要指标:OLS/SUR 估计	(94)
4.1 序言	(94)
4.2 国际证明:Anthony Aylward 的分析及局限性	(96)
4.3 国内证明:股票价格对经济的预测力及互动关系	(102)
4.4 总结和结论	(114)

第二篇 区域资本市场

5 中国资本市场的区域融资差异分析	(119)
5.1 前言	(119)
5.2 资本市场的区域差异分析	(125)
5.3 区域资本市场对区域经济的影响机制	(148)
5.4 资本市场发展的政策建议	(160)
6 西部开发与资本市场	(174)
6.1 西部与西部大开发战略	(174)
6.2 资本市场的功能	(178)
6.3 西部大开发需要资本市场	(182)
6.4 西部的特点以及西部资本市场的特点	(184)
6.5 西部大开发中充分利用资本市场的构想	(197)
6.6 西部大开发必须充分利用上市公司的融资功能	(202)

第三篇 资本市场效率

7 中国资本市场有效性：股票价格发散与成交量的 EGARCH 估计	(209)
7.1 序言	(209)
7.2 数据组及其统计特性	(210)
7.3 不同交易日的投资收益差异	(213)
7.4 EGARCH 模型	(214)
7.5 成交量的作用	(215)
7.6 结果分析	(216)
7.7 结论	(224)
8 中国股票市场波动性实证研究	(226)
8.1 分析模型	(228)
8.2 实证分析	(231)

9 中国股票市场资本效率实证分析	(269)
9.1 分析模型	(270)
9.2 实证分析	(275)

第四篇 资本市场监管

10 中国金融业的分与合：演进机制与策略选择	(299)
10.1 前 言	(299)
10.2 中国金融业的分工演进：历史轨迹与现实选择	(301)
10.3 走向混业经营：三线并举的渐进策略	(319)
10.4 混业过渡中金融监管的分工结构	(352)
后记	(367)

第 一 篇

经济发展与资本市场互动

1 广义资本市场与宏观经济互动:理论回顾

摘 要:金融与经济的关系很早就被人们所注意,但是单独考察资本市场与经济文献不是很多。本报告试图对资本市场与经济发展的关系进行比较系统的理论分析,说明资本市场的发展和经济的发展是相互促进的。但当二者不协调时,资本市场也会对经济增长产生破坏作用,这又反过来阻碍了资本市场的发展和完善。

关键词:资本市场、经济发展、经济增长、市场有效性、制度变迁

1.1 广义资本市场范畴与经济定位

在经济学著作中,资本市场是一个与产品市场和劳动力市场相对应的概念,即与经济的“真实面”相对应的“货币面”。^① 在专业金融学论著中,资本市场通常指的是期限在一年以上的资金融通活动的总和。^②包括期限在一年以上的证券市场以及期限在一年以上的

① 斯蒂格利茨:《经济学》(下),中国人民大学出版社1997年版,第26章。

② F.J. Mishkin: *The Economics of Money, Banking and Financial Market*, Little, Brown company, 1995.

银行信贷市场。在本项研究中,我们倾向于将资本市场定义为期限在一年以上的各种资金融通活动的总和,即广义资本市场的范畴。因为期限在一年以上,筹资者方能运用所筹资金进行诸如建造厂房、购置机器设备等形成固定资产、扩大生产能力的活动。期限在一年以内的融资活动,通常只能形成企业的流动资金,用以维持现有生产能力,对资本的形成影响不大。依据期限来界定资本市场,可以便于将金融理论与经济增长理论联系在一起,来说明资本、资本形成、资本市场与经济发展及经济增长的互动关系。

资本市场中的交易活动,主要通过三种方式进行:一种是股权交易方式,一种是债权交易方式,再就是衍生工具交易。股权方式的交易又可分为股票交易和实物产权的交易(企业的并购等),其中股票的交易还可分为在正规交易所进行的场内交易和在交易所之外进行的多种形式多层次的场外交易。债权交易是指一年期以上的债券交易和一年期以上的信贷交易。衍生工具交易是基于基本金融产品和经济变量的一系列权利义务的交易。根据上面的涵义,资本市场至少应包括:证券市场(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)和衍生工具市场(金融期货市场、金融期权市场等)。

资本市场的功能就在于沟通资本提供者(投资者)和资本需求者的联系,促进资本积累,并使有限的资本达到有效配置,使新的资本首先配置给使用效益最高者,使存量资本从低效益的使用者流向高效益的使用者。

与资本市场相对应的是货币市场(money market)。货币市场通常指期限在一年以内的融资活动。资本市场和货币市场一起组成金融市场(finance market)。在现代经济中,资本市场是金融市场的主体,如戈德史密斯(Roemond W. Goldsmith, 1969)的分析表明,货币工具不足全部金融工具的 $1/10$, 货币(M2)在全部金融资产中的比重为 $1/12-1/8$ 。

经济发展(economic development)被认为是比经济增长(economic growth)更能体现一国经济发展状况的指标,它要么采用社会、

经济和政治因素相互作用的标准来衡量经济发展,要么采用生活质量的标准来衡量经济发展。

发展经济学家认为,经济增长指一国或地区在一定时期包括产品和劳务在内的产出(output)的增长;经济发展则意味着随着产出的增长而出现的经济、社会和政治结构的变化,这些变化包括投入结构、产出结构、产业比重、分配状况、消费模式、社会福利、文教卫生等方面的变化。^①可以说,经济增长是手段,经济发展是目的。衡量经济增长一般用国民生产总值,即GNP(GDP)或国民收入的总量或人均量为尺度。衡量经济发展除了GNP(GDP)指标外,至少还应该包括:基本必需品的消费量、收入和分配的均等程度、健康、文化水平和就业量。衡量这些指标比GNP(GDP)指标要困难得多。例如,美国经济学家阿德尔曼(I. Adelman)和莫里斯(C. Morris)提出的发展指数(包含40个社会、政治和经济变量);联合国开发计划署提出的“人类发展指数”(包括预期寿命、识字率和婴儿死亡率以及预算中军事部分和民用部分的比例)。但在麦金农(Ronald I. McKinnon, 1973)看来,经济发展是国内企业家控制下的、现有及追加投资极大离散的社会收益率的收敛。

总的来说,经济发展主要表现为经济增长,也就是一些经济总量及其人均值的持续增加,如工农业生产总值、社会总产值、国民生产总值、国内生产总值、国民收入等的增长值、增长率或人均增长值。其中国内生产总值及其人均值最为人们看重。

分析资本市场与经济增长的相互关系,必须先明确决定经济增长与资本市场发展的因素是什么。衡量资本市场发展程度的指标主要有:资本市场的规模与容量、资本市场的有效性程度。其中度量资本市场规模与容量的绝对指标有:资本市场市价总值、资本市场流通的金融工具的品种数、资本市场上金融机构数量与种类。相对度量指标主要有:资本市场市价总值与国民生产总值的比例、市价总值与国民储蓄总额的比例等。

① 余永定、张宇燕等主编:《西方经济学》,经济科学出版社1997年版,第557页。

资本市场的有效性(market efficiency)是指资本市场上证券的价格在多大程度上,以什么速度反映了市场上的相关信息。根据对应的信息集的不同,人们将有效市场分为三类:弱型有效市场(weak efficiency)是指所有过去的价格或收益的信息已经充分反映在现在的证券价格上了,没有投资者能够按基于历史价格或收益信息的交易规则中获得超额收益;半强型有效市场(semi-strong efficiency)是指所有公开可以获取的信息(如证券的时序资料、公司报表、国家公布的资本市场的统计资料等)已经反映在证券的价格上了;强型有效市场(strong efficiency)是指所有的信息都已经反映在证券价格上,没有任何投资者能够利用任何信息获得超额利润。

资本市场的有效性通常表现为证券价格的随机波动,证券价格的均值准确地反映了资产的实际价值,投资收益只存在正常利润,专业投资者和普通投资者的投资绩效不存在明显的差别,不存在明显的套利机会。资本市场的有效性还表现为市场的流动性较好,风险与收益之间存在较强的相关关系。

1.2 资本市场与经济发展之互动关系

金融与经济发展的关系很早就被人们所注意,但是单独考察资本市场与经济发展的文献不是很多;人们通常对于资本市场如何促进经济增长关注较多,而对于经济增长如何促进资本市场的发展却着墨不多,可能是认为理所当然。然而即使对于资本市场促进经济增长的作用,人们的认识也不统一,往往是从不同的侧面论述,得出不同的作用机理。有的学者甚至根本不相信增长与金融的关系是重要的,如卢卡斯就断言在经济增长中经济学家过分地强调了金融的地位。但是实证分析却表明资本市场与经济增长之间存在正的相关关系。因为所能收集到文献的限制,在这里我们只能列出一些代表性的研究工作。

戈德史密斯(Roemond W. Goldsmith)特别强调金融发展对经济

的积极、主动作用。他从社会分工原理出发,认为在一定的生产技术水平下,假设消费者的储蓄偏好、投资的风险大小均为不变因素,那么金融机构与金融资产种类越丰富,金融活动对经济的渗透力越强,经济发展就越快。金融的发展,就是金融结构的变化。戈德史密斯在比较研究了各国的金融结构之后,提出了一个用来衡量一国金融发展水平的指标,即金融相关率(financial interrelation ratio, FIR)。定义 FIR 为一定时期的金融活动总量(F_T)与经济活动总量(W_T)之比:

$$\text{FIR} = \frac{F_T}{W_T} \quad (1-1)$$

其中 W_T 可用国民生产总值(GNP)乘以一个调整因子(以反映各产业部门间的交易)来表示; F_T 则由非金融部门发行的金融工具、金融部门发行的金融工具、国际金融部门发行的金融工具、新发行乘数以及价格调整系数等要素经过一定的计算调整得到。这一指标也可用来衡量一国资本市场的发展水平。一般来说, FIR 会随经济增长而不断上升,趋于 1.5 左右。

要研究经济发展对于资本市场的作用,就是要分析经济发展对于衡量和影响资本市场发展的这些因素的作用。

促进经济增长的渠道在于资本积累的增加、其他生产要素效率的提高、交易的扩大、分工的深化,当然,技术创新和制度变迁也能促进经济增长,而金融产业作为整个经济的重要组成部分,它自己的增长也就意味着经济的增长。研究资本市场对经济增长的作用,也就是要分析资本市场对这些因素的促进与改善作用。

麦金农(Ronald I. McKinnon, 1973)认为,发达经济中的资本市场成功地调节着市场,这种调节功能推动实质资产和金融资产的收益率趋于均等,调整已有的资本存量,从而大大增加了平均收益。而欠发达经济的问题主要在于资本市场的分割,因此,资本市场的统一,将扩大可利用的投资机会,明显提高国内储蓄者的收益率,促进经济增长。

肖(Edward S. Show, 1973)认为,经济中的金融部门与经济发

展息息相关,金融机制会促使被抑制的经济摆脱徘徊不前的局面,加速经济的增长;但是,如果金融领域本身被抑制和扭曲的话,那么,它就会阻碍和破坏经济的发展。

CED(Committee for Economic Development, 1988)认为,经济增长依赖于一国资源数量的增加以及它们使用效率的提高,而资本则因为它与其他资源的关系,成为最为核心的资源;资本提供了开发利用自然资源的手段;提高了劳动生产率;并且在技术创新中扮演主要媒介和动力。

诺思·列文(Ross Levine, 1997)所作的综述认为,在经济发展与经济增长之间存在正相关关系,不断发展的研究工作使甚至于最怀疑态度的人也倾向于相信金融市场与金融机构的发展是增长过程中关键的、不可缺少的部分,并逐渐开始否定金融体制只是无关紧要的附属物而被动对经济增长和工业化做出反应的观点。甚至有证据表明,金融发展的水平是一个预测经济增长、资本积累和技术变化的有用指标。而且,实证研究以及产业和企业发展水平的分析记录表明,在大多数情况下,金融发展或停滞对经济发展的速度和形式有决定性的影响。

中国在改革开放以来,资本市场从无到有,逐步建立和完善起来。资本市场的发展,也引起有关学者的兴趣,并做了相关的研究。

张杰(1995)试图建立一个中国金融成长的理论分析框架,他认为,中国自20世纪70年代末开始的体制变革,给中国金融带来的变化是显著的,即金融机制开始在经济发展与社会进步中突出其位置,尤其是金融中介机制的信用创造和资金供给已经成为经济发展的主导因素。但是他又认为,这一变化并不深刻,只是量的扩张。

靳云汇和于存高(1998)对美国、韩国和中国股票市场与国民经济之间的关系所做的实证分析表明,股市规模与GNP具有显著的同向变动关系,并且通常情况下,股市规模增长速度比GNP的增长更快;股市规模也随居民储蓄增加而扩大,并且股市规模的增长速度基本等于或略快于居民储蓄的增长。

谈儒勇(2000)所做的实证分析却认为,中国金融中介体的发展