

山东人民出版社

# 资本市

吴鑫 / 著

# 场

# 国际化



# 资本市场国际化

吴 鑫 著



# 资本市场国际化

吴 鑫 著

\*

山东人民出版社出版发行

(社址:济南经九路胜利大街 39 号 邮政编码:250001)

新华书店经销 日照市印刷厂印刷

\*

850×1168 毫米 32 开本 9 印张 3 插页 210 千字

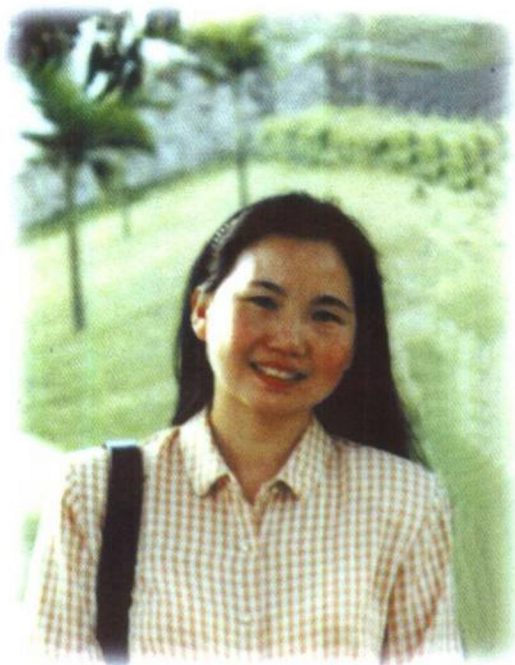
1998 年 9 月第 1 版

1998 年 9 月第 1 次印刷

印数 1—3000

ISBN 7—209—02304—6

F·670 定价:18.00 元



### 作者简历

**吴鑫**，女，1965年生。1982至1986年，就读于云南大学经济系，获经济学学士学位。1986年至1988年在中国社会科学院研究生院西方经济学研究生班毕业。1988年至今为天津财经学院国际经济贸易系讲师。1995年考入南开大学经济系，1998年获经济学博士学位。

近年来，在《经济学动态》、《世界经济与政治》、《财贸经济》、《南开经济研究》等学术刊物上发表论文10余篇，参编著作3本。曾获得云南大学优秀论文奖和外国经济思想史学会优秀论文奖。

## 序

80年代以来,世界各国经济的开放性进一步扩大和加深,生产国际化、资本国际化更进一步向广度和深度发展。在此基础上,资本市场也日益国际化,对世界经济产生了巨大的正面、负面影响,引起了各国政府和经济界的关注与广泛研究。今天,我国的改革开放不断深化,对此也给予了高度重视。在这种背景下,吴鑫同志出版她的专著《资本市场国际化》,是有着重要理论意义和现实意义的。

本书是在其博士学位论文的基础上,经过修改完成的。

从总体上看,本书依据马克思主义的基本理论观点,特别是有关生产社会化发展的原理,吸收西方经济学的某些合理成分,运用理论与实际相结合、历史与现实相结合、动态与静态相结合以及矛盾分析等方法,对资本市场国际化及相关的概念进行了界定;从二战后至今,划分为三个阶段,分析和阐述了资本市场国际化不断扩大发展的进程,并在对此三个阶段进行归纳总结的基础上,分析了资本市场的总体发展趋势;剖析了资本市场国际化发展的原因;分析了资本市场国际化对世界经济的正面和负面影响,提出了资本市场国际化风险监管的构想;分析了中国资本市场国际化的进程及前景,提出了中国资本市场国际化的战略构想和风险防范措施。内容丰富,结构严谨,系统全面,资料翔实,是一部理论性、现实性、知

识性、实践性都很强的专著。

本书的优点和特点之一,是理论分析比较深入,有新意。例如:

1. 关于资本市场国际化原因的分析。提出了一个新的资本市场深化论观点,认为资本市场国际化是资本市场深化的结果。所谓资本市场深化,是指在现代市场经济和金融深化不断发展的条件下,资本市场自身规模的不断扩大及其相关金融市场的不断建立,并由此而产生的资本市场机制和功能的增强过程。它划分为三个层次,即资本市场规模的扩大、资本市场结构的延伸和资本市场机制的增强。这些都是很有见解的。

2. 关于资本市场国际化的作用的分析。首先分析了其促进经济发展的积极作用,这主要表现在两个方面:一是,提高了资本市场的效率,包括资本市场的静态效率和动态效率,静态效率包括结构效率、运行效率和配置效率,动态效率包括交易市场提供者的动态效率、券商的动态效率和管理者的动态效率,表现为资本市场自身创新能力和对外界应变能力的不断增强。二是,增强了国际间经济的依存度,从而促进了世界经济的发展。作者认为,资本市场国际化对经济的促进作用,对发达国家和发展中国家有所不同:对发达国家的作用更多地表现为利益的驱动和资本市场自身功能的改善和效率的提高上;对发展中国家的作用则更多地表现为能够更有效地利用外资,促进经济发展,促进现代企业制度的建立,促进经济改革,促进资本市场的规范化等方面上。其次分析了

资本市场国际化加剧金融风险 and 危机的负面作用。作者在这里着重分析了作为当今金融危机主要表现形式之一的“泡沫经济”，提出了“泡沫经济”形成的原因 在于绝对资本过剩的观点；分析了汇率变动与金融危机的关系，认为它们之间并不表现为强烈的正相关关系；分析了金融衍生工具投资风险，认为这是由于管理的滞后造成的，而这种滞后又是由于资本市场重构与资本市场深化的不协调所致，因此，特别强调资本市场国际化的发展一定要与资本市场的深化程度保持一致。以上这些也都是很有新意的。

本书的另一个优点和特点，是研究了资本市场国际化中的风险监管问题，提出了“三位一体”的监管模式，即前提条件、一般程序以及危机预警指标，三者缺一不可；并建议对于金融投资风险必须从各公司、各国政府以及各国政府的联合三个层次上，也即从微观层次、宏观层次和国际合作三个方面进行努力。最后，作者还特别对中国资本市场国际化问题进行了考察，首先对三种主要外资股，即 B 股、H 股和红筹股进行了比较分析，对它们的发展提出了一些对策建议；进而从总体上，提出了把握中国资本市场国际化的战略构想和对策体系。这些都是在实践上具有一定参考价值的。

因此，在本书出版发行之际，谨为之序。

魏 埏

南开大学经济学系

1998 年 7 月

# 目 录

## 0.

---

### 导论

- 0.1 问题的提出及选题意义 ..... (1)
  - 0.2 本书目标 ..... (3)
  - 0.3 研究思路及方法 ..... (5)
  - 0.4 主要创新 ..... (11)
- ## 1.
- 

### 资本市场国际化及其相关概念界定

- 1.1 区域化、国际化与一体化 ..... (13)
  - 1.2 资本市场区域化、资本市场国际化与资本市场  
一体化 ..... (18)
- ## 2.
- 

### 资本市场国际化的阶段性特征及其发展趋势

- 2.1 二战后至 70 年代初的资本市场国际化 ..... (23)
- 2.2 70 年代初至 80 年代末的资本市场国际化 ..... (26)
- 2.3 80 年代末至今的资本市场国际化 ..... (37)
- 2.4 资本市场的发展趋势 ..... (48)

## 3.

---

**资本市场国际化的原因分析**

- 3.1 前人成果····· (52)
- 3.2 资本市场深化论····· (66)
- 3.3 开放经济条件下的资本市场深化与资本  
市场国际化····· (81)

## 4.

---

**资本市场国际化与经济发展**

- 4.1 资本市场国际化提高了国际资本市场效率,促进了  
世界经济的发展····· (90)
- 4.2 资本市场国际化使国际经济之间的相互依存  
进一步加强····· (96)
- 4.3 资本市场国际化与经济发展····· (98)

## 5.

---

**资本市场国际化的风险与金融危机**

- 5.1 “泡沫经济”与资本市场 ····· (101)
- 5.2 汇率变动与资本市场 ····· (125)
- 5.3 金融衍生工具投资风险 ····· (138)
- 5.4 消除误解——若干专题讨论 ····· (142)

## 6.

---

**一个永恒的主题——资本市场国际化风险监管**

- 6.1 金融危机风险防范体系的构建 ····· (152)
- 6.2 金融投资风险监管体系 ····· (164)

---

7.

---

**中国资本市场国际化的意义、进程及前景**

7.1 中国资本市场国际化的现实意义 ..... (189)

7.2 海外债券市场 ..... (193)

7.3 中国外资股 ..... (210)

8.

---

**中国资本市场国际化的战略构想及对策体系**

8.1 中国资本市场国际化的战略构想 ..... (228)

8.2 中国资本市场国际化的对策体系 ..... (238)

---

后记..... (267)

参考文献..... (269)

## 导 论

### 0.1 问题的提出及选题意义

进入 80 年代以来,世界经济正在向“全球化”的方向发展,区域经济一体化,国际经济技术合作乃至国际间经济政策的协调等等不断加强。进入 90 年代,世界上几乎再也不存在“封闭的经济”了。在世界经济往来不断增多,国际经济关系日益密切的发展趋势中,资本市场国际化起着重要作用。它一方面疏导着大量资金在国际间流动,以长期支持那些需要资金的高增长国家和地区、新兴市场,支持具有高成长性的高技术行业;另一方面,又为各国大量分散的投资者分享世界其他国家、地区和行业经济高速增长的利益提供了机会。同时,资本市场国际化的迅速发展也改变着世界经济的格局。由于资本市场提供的资金是中长期的,它所建立的国际间的经济联系也相对稳定。因此,它对世界各国和地区,乃至整个世界的影响将是深远而持久的。自 80 年代中期以后,国际资本市场发展十分迅速。国际资本市场 1995 年的融资总额已达到 12843 亿美元,其中债券和股票发行总额以

每年 20% 以上的速度增长, 远远超过其他国际经济往来的增长。这就是说, 它的作用越来越大。因此, 无论是发达国家还是发展中国家都应该高度重视资本市场国际化的作用, 并高度重视它与本国资本市场接轨后可能带来的好处和可能产生的不利影响, 因此, 对此问题的研究显得尤其重要且刻不容缓。

尽管国际化潮流已经形成, 国际化战略已经对各国经济的发展具有十分重要的意义, 国际化一词也常常出现在人们的口头或书面上, 然而, 从理论界来看, 国际化却仍然是一个比较新的课题, 对于资本市场国际化的理论研究更是寥若晨星, 而且仅仅局限于对资本市场国际化的表面现象和特征的描述上, 对于那些更深层次的问题, 还没有人进行系统研究。为什么会出现资本市场国际化趋势? 如何参与国际资本市场的竞争? 如何更有效地利用国际资本市场? 怎样制定资本市场国际化的发展战略? 特别对于发展中国家, 由于经验不足, 对这些问题倍感棘手。因此, 理论界不仅要为补充和完善现有理论, 而且还要为建立系统的资本市场国际化战略而努力。

本书研究的理论意义在于一方面系统地分析了资本市场国际化的历史沿革, 阐述了其产生和发展的根本原因, 发展和深化了马克思关于生产社会化的科学论断, 同时吸收了金融深化论等前人成果, 并在此基础上, 提出了资本市场深化论, 论证了资本市场国际化的必然趋势。同时, 对于理论界和实际操作部门均普遍关心的问题, 即金融风险问题进行了更深入的研究, 揭示了“泡沫经济”形成的根本原因, 并消除了一些误解, 为寻找金融危机的真正原因及相关防范措施提供了帮助。

本书的现实意义在于, 在分析了资本市场国际化发展与监管的矛盾的基础上, 以资本市场深化论的实质性内容为依据, 提出了完善资本市场国际化监管的三位一体的框架构想, 为各国的国际资本市场的国际化发展提供了更有效的途径。同时, 还剖析了

我国资本市场国际化的发展现状和前景，为我国更有效地利用国际资本市场促进经济发展提供了实际的可操作模式及对策。

## 0.2 本书目标

### 1. 为什么会形成资本市场的国际化趋势？

笔者从两个方面论述了这个问题：首先，笔者从历史的角度，分析了国际资本市场从出现到发展壮大的过程。分三个阶段来阐述，每个阶段都以重大的经济、金融事件作为明显的标志。第一阶段是从第二次世界大战后到 70 年代初，即从布雷顿森林体系的建立到布雷顿体系的崩溃。其主要事件是欧洲离岸金融市场的建立与发展；第二阶段从 1973 年到 80 年代末，这一阶段是从汇率开始浮动到资本市场国际化的趋势日趋明显。其主要特点是金融自由化和全方位的金融创新；第三阶段从 80 年代末到 90 年代中后期，这一时期中，资本市场国际化表现出十分明显的趋势，不仅发达国家的资本市场国际化的趋势得到加强，发展中国家，特别是新兴市场国家也积极加入国际化行列，使资本市场国际化趋势成为真正意义上的国际化，而不是区域化。然后，对以上三个阶段进行了归纳总结，并分析了资本市场的总体发展趋势。

其次，笔者在前人对资本市场国际化原因分析的基础上，提出了资本市场深化论，分析了资本市场深化与资本市场重构间的关系，研究了资本市场重构的两种特殊表现形式。并通过分析论证，认为资本市场国际化的根本原因是在于开放经济条件下的资本市场深化的结果。

2. 通过对资本市场国际化进程中的风险与金融危机的分析，研究了金融危机的根本原因，并针对其原因提出了三位一体的监管模式。

对于风险与收益同增的资本市场，特别是国际资本市场的放松管制与加强监管对于各国政府来说从来都是两难的选择。君不见 80 年代以来由于放松金融管制而导致的金融创新，使得国际资本市场风险大增，由此而来的金融投资风险损失事例层出不穷，1987 年的纽约股票市场大跌，80 年代末 90 年代初的日本“泡沫经济”的破灭，1992 年墨西哥外资大量外逃，1995 年 2 月的英国巴林银行倒闭，日本银行的大量不良债权和各国银行倒闭、兼并风潮的再度兴起，东南亚金融风暴等这些金融危机及金融损失事例的原因何在？本书正是基于这一目的，在消除了对危机原因的误解的基础上，提出了资本市场国际化中出现金融危机的根本原因是由于资本市场深化程度与资本市场国际化程度不一致的结果所致的观点。并在此基础上，提出了三位一体的监管模式，即前提条件、一般程序以及危机预警指标。同时指出了金融风险投资损失事件的原因是管理严重滞后所致，提出了加强对金融风险投资投资的三层次的监管体系，即各个相关公司自身的微观层次的监管、各国政府对本国资本市场的宏观层次的监管以及全世界各国政府的联合干预，同时也需要区域性和国际性经济金融组织发挥更大的作用。

3. 通过对资本市场国际化的理论及实证分析，为中国资本市场的国际化的发展提供有益的借鉴。

本书从理论上分析了资本市场国际化发展的必然趋势及原因，同时分析了资本市场国际化进程将面临的风险以及如何去消除或减少这些风险的方法。以上研究为中国资本市场国际化的发展提供了理论上的指导和实际的借鉴，无论是对中国资本市场本身的完善方面，还是资本市场国际化发展模式、战略及具体对策方面都极有益处。

### 0.3 研究思路及方法

本书分导论和正文两部分。导论具有引论性质，主要对本书选题的意义、主要目标、研究思路及主要创新作一个总体的介绍。正文共包括八章内容，下面分别予以说明。

第一章，对有关资本市场的一些重要概念进行了介绍，如区域化、国际化、一体化，并对资本市场区域化、资本市场国际化以及资本市场一体化等概念进行界定。认为资本市场国际化应该从内涵和外延两方面来把握。从内涵上讲，资本市场国际化指中长期资本跨国界相互流动的过程，通过该过程使得国际间各资本市场得到相互融合、相互渗透并相互协调地向前发展；从外延上，资本市场国际化包括三个方面：资本市场上投资者的国际化、资本市场上中介组织机构的国际化和中长期筹资工具的国际化。

对于资本市场国际化的最终表现形式——资本市场一体化，本文中也将有所研究，因此，在此也一并给予界定。笔者对资本市场一体化的定义为：从内涵上讲，资本市场国际化是在一定的国际协定和组织形式为框架的条件下，中长期资本的跨国界流动达到无障碍的状态，各国间资本市场得到高度融合；从外延上，资本市场国际化包括三个方面：各国资本市场功能的高度完善性，各国资本市场间相互往来的高度融合性，各国资本市场间管理政策的高度一致性和协调性。

第二章，笔者从历史的角度，采用动态与静态相结合的研究方法，分析了国际资本市场从出现到发展壮大的过程，并对这一总体过程进行了阶段性的划分。每个阶段都以重大的经济、金融事件作为明显的标志。第一阶段是从二次世界大战后到 70 年代

初；第二阶段从 1973 年到 80 年代末；第三阶段从 80 年代末至今。二战后，日本经济和欧洲经济的重建与复苏，特别是这些国家的国际化战略的实施，出现了世界经济高速增长的局面。随之而来的是为跨国生产和国际贸易服务的金融领域也出现了国际化现象，这段时期一个最明显的标志就是 50 年代末 60 年代初出现的欧洲离岸金融市场，打破了国际金融市场的客观限制，即本币所在国有关法律法规的限制和本币的国际化程度的限制，这就为欲在国际金融市场上筹资的任何国家提供了十分有利的场所，因此极大地促进了国际资本的流动。1973 年布雷顿森林体系的崩溃，国际货币体系从固定汇率制到浮动汇率制的重大变化，各国首先开始了对本国利率管制的放松，进而放松了对外汇的管制，并允许银行业与证券业交叉业务等。在这些方面，欧洲各国始终是首当其冲，美国紧随其后，日本等亚洲国家步伐较慢。自 70 年代中期以来，国际上形成了一股声势浩大的金融管制自由化浪潮，这些放松管制的措施，对金融业产生了深刻的影响，使金融业的结构发生了巨大变化，随之而来的是金融业空前竞争的局面，加快了金融国际化进程。进入 80 年代中期，特别是 1986 年英国的资本市场改革，俗称“大震”，的确在全球资本市场上引起了很大的震动，其他国家也纷纷对外国投资者敞开了资本市场的大门，进一步放松资本市场的管制，同时也到国外增设金融机构，加之金融创新如雨后春笋般涌现，技术革新及各国政府的介入，特别是 90 年代以来的多极竞争格局的加强，使资本市场国际化成为势不可挡的潮流。最后，笔者采用归纳分析方法对资本市场国际化的发展趋势进行了总结性的分析和概括。

第三章是本书的中心。首先，笔者在分析和扬弃了前人对资本市场国际化原因的 analysis 的基础上，提出了资本市场深化论，并对资本市场深化概念进行了界定。认为资本市场深化是在现代市场经济和金融深化不断发展的条件下，资本市场自身规模的不断

扩大及其相关金融市场的不断建立，并由此而产生的资本市场机制和功能的增强过程，因此，将资本市场深化分为三个层次，即资本市场规模的扩大、资本市场结构的延伸和资本市场机制的增强。其次，分析了资本市场深化与资本市场重构间的关系，并给出了资本市场重构的定义，即在金融深化进程中，资本市场发生的与资本市场深化相适应而又相对独立的变革与重组。最后，研究了资本市场重构的两种特殊表现形式，即金融自由化和全方位金融创新。并通过分析论证，认为资本市场国际化的形成是在开放经济条件下的资本市场深化的结果。

资本市场深化论在本书中起到承上启下的作用。如果说，资本市场阶段性特征和发展趋势主要注重的是对发展趋势的描述和归纳的话，那么，资本市场深化论正是对这种发展趋势的根本原因的研究与创新。只有发现事物的本质，才能使理论研究进一步深入下去，也才能对其他相关问题进行更准确、更深层次的研究。这也为本书第四章至第八章的研究提供了坚实的理论基础。因为从以后的研究中，笔者在对金融危机原因的分析中发现，危机的根本原因并非一般人认为的那样，是全球资本的快速流动、金融自由化和金融创新的结果造成的，而是资本市场深化与资本市场重构之间的协调不当，换句话说，就是在开放经济条件下，资本市场深化程度与资本市场国际化程度不一致所造成的。在这个理论发现的基础上提出三位一体的监管模式，并对这一模式进行验证，最后在谈到中国资本市场国际化的推进和风险防范体系时始终贯穿着这一基本思想。因此，笔者认为资本市场深化论是本书的关键所在。

第四章对资本市场国际化的积极作用进行了分析。认为资本市场国际化的积极作用在于促进了经济发展。主要表现在以下两个方面：第一，资本市场国际化提高了资本市场效率，首先，有利于提高资本市场的静态效率。资本市场的静态效率主要包括三