

财 经 博 士 论 丛



CAIJING BOSHI LUNCONG

余 波 著

金融产品创新的 经济分析

中国财政经济出版社

财经博士论丛

金融产品创新的经济分析

余 波 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

金融产品创新的经济分析/余波著. —北京: 中国财政经济出版社, 2004.8

(财经博士论丛)

ISBN 7-5005-7366-9

I. 金… II. 余… III. 金融-产品-经济分析

IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 055958 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: cfeph@drc.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京中兴印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 7.875 印张 176 000 字

2004 年 9 月第 1 版 2004 年 9 月北京第 1 次印刷

印数: 1—1500 定价: 22.00 元

ISBN 7-5005-7366-9/F·6435

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

致
我挚爱的余沐颀

The Economic Analysis on Financial Products Innovations

Yu Bo

序

《金融产品创新的经济分析》是余波同志的博士论文。作者从选题、广泛收集国内外相关理论文献、钻研、思索、撰写、求证和修改，历时3年，花费巨大心血，终于形成这样一本具有相当理论份量和学术价值的著作。作为他的导师，看到余波学术上取得的巨大进步，笔者深感欣慰，欣然为此书的出版写下此序。

关于金融产品创新的文章和书籍很多，但是关于金融产品创新理论分析并不多，尤其是将金融产品创新放在一个分工的社会结构中，用动态演进的视角进行考察，建立起一个解释金融产品创新及其发展过程的一般理论框架，这是十分难得的，在理论上具有开创性意义。

论文最重要的理论贡献在于以古典和新兴古典经济学的分工理论为出发点，从理论层面和历史分析角度推演出分工演进与金融产品创新相互促进的内在发展规律。分工演进一方面实现专业化经济，提高了社会经济效率，另一方面交易费用以及分工合作可靠性方面的风险也相应提高；金融合约恰好提供了降低交易成本和控制交易风险的精巧方式。社会分工结构的出现使得货币从人们的交易活动中内生出来；随着分工水平的提高人们不再满足于从事本地区的交易活动，贸易距离的拉长使得银行存贷款、保险合同、债券和股票等基础金融产品在这一过程中出现；当市场扩展到全球范围后，金融衍生产品由于其独特的交易效率和风险分担含义而进入人们的经济生活。在这一动态过程中，分工的每

一次跃进都会导致新金融产品的大量出现——即金融产品创新的“喷涌”现象，另一方面，金融产品创新也因改善交易效率和降低交易风险而促进了分工发展。

论文分析了制度变迁以及与社会分工共生的知识积累、技术进步对金融产品创新的影响。其中关于制度与创新关系的论述具有理论的创新意义和实践上的启示意义。作者认为，金融产品创新依赖于制度环境，但与人们通常所接受的管制促成论不同，不是管制促成创新，而是放松管制促成创新。虽然历史上规避管制曾是金融创新的重要动机，但“管制促成论不具有解释金融产品创新的普遍适用性”。“管制促进创新理论只揭示了表象，放松管制才是金融产品创新的活力源泉。”

论文关于中国金融产品创新的研究具有重要现实意义。论文从市场交易的货币化程度等角度讨论了中国金融产品创新的分工基础，回顾了改革开放 20 多年来金融产品创新的状况，得出了制度约束是制约中国金融产品创新的主要障碍的结论。作者认为，金融产品创新是人们克服交易成本障碍和缓解交易风险约束的最有效方法之一，因而金融产品创新滞后不利于市场经济健康发展。放松金融管制，确立以诚信为本的市场交易原则，从而建设起一个可能激励金融产品创新的制度环境，较之从技术层面创新金融产品（如引入国外市场上某种成熟金融产品）更为重要。

另外，值得一提的是，作者历时数月对 1980—2000 年间中国金融产品创新活动进行回顾和统计，制作出表 7-2 “中国金融产品创新概览”。该项基础工作耗时费力，但对后人具有参考价值，也反映出了作者踏实认真、治学严谨的良好学风。

当前，中国金融体系正面临改革开放的紧要关头，如何通过金融制度变革，化解金融体系风险，激发起金融机构的活力和创

新动力，繁荣中国金融产业，并促进中国经济的可持续快速发展，将是摆在我们面前的重要课题。希望余波博士论文的出版对于推进中国金融理论和实践问题的研究，促进中国金融产品创新进程具有重要贡献。

潘美丽

2004年7月14日

中文摘要

自 20 世纪 70 年代以来,金融创新领域的理论研究方兴未艾,但针对金融产品创新的系统研究尚显缺乏,金融产品的创新过程仍然被视作“黑箱”。从货币的产生算起,金融产品出现在人类的经济生活中已经有数千年的历史,这期间不但货币的形态从远古的牲畜演变到现代的电子货币,而且还产生了银行存贷款、保险合同、债券、股票等等基础金融产品,而当代的金融衍生产品创新更是层出不穷。本书尝试建立一个解释金融产品创新的一般理论框架,探究为何金融产品会从一个简单的起点——货币衍化到如今包括货币、基础金融产品和金融衍生产品在内的复杂体系,从而照亮金融产品创新这一黑箱。

我们把金融产品放在一个分工的社会结构中进行考察,进而从演进的角度把握金融产品创新,这一研究视角迥异于当前大多数研究者仅仅关心当代金融创新的做法。以本书的理念,任何的金融产品创新现象都不会是孤立和片断的,从长时段观之,一如人类历史进程的连绵与恢宏,经济活动中的金融产品创新也同样渊远流长,有着演进的内在逻辑性。在金融产品创新与人们交易行为的互动中把握金融产品创新的特点与发展脉络,进而从演进的角度观察和分析金融产品创新行为,是本书研究的主要目的。

本书高度重视分工理论对金融产品创新研究的启示,分工理论关注在一个分工的经济结构中经济人之间的交易效率和人们分工协作的可靠性,一旦人们选择了专业化方向与分工协作的方

式，交易费用与协作可靠性就成为分工经济发展的主要障碍，人们若要享受分工经济的好处就需克服这些交易活动的障碍。可见，采用某种安排来降低交易费用和提高分工协作可靠性就成了分工经济的内在规定，金融合约恰好提供了增进交易效率和减少交易风险的精巧的方式，金融产品的创新和发展因此嵌入分工演进过程——一方面分工决定金融产品的创新与发展；另一方面金融产品创新也促进了分工演进。我们因此用一个正反馈的模型来描述分工和金融产品创新的动态演进过程：分工结构的出现使得货币从人们的交易活动中内生出来；随着分工水平的提高人们不再满足于从事本地区的交易活动，贸易距离的拉长使得银行存贷款、保险合同、债券和股票等基础金融产品在这一过程中出现；当市场扩展到全球范围后，金融衍生产品由于其独特的交易效率和风险分担含义而进入人们的经济生活。在这一动态过程中，我们可以解释分工的每一次跃进都会导致新金融产品的大量出现——即金融产品创新的“喷涌”现象，另一方面，金融产品创新也因改善交易效率和降低交易风险而促进了分工发展。我们也看到了制度变迁、知识积累和技术进步因素对金融产品创新的影响，但这些因素都是与分工结构共生的现象，可以在分工演进的框架中得到合理解释。诚然，本书并不囿于象牙塔式的理论推演，我们用大量的经济史料佐证分工演进和金融产品创新之间的联系。

我们还对中国金融产品创新问题进行了细致的探讨，得出制度约束是制约我国金融产品创新的主要障碍的结论。在一个分工的经济结构中，金融产品创新是人们克服交易成本障碍和缓解交易风险约束的最有效的方法之一，因而金融产品创新滞后不利于市场经济的健康发展，在金融和经济的开放进程中，如果不及时推进金融产品创新，可能导致金融体系积累巨大的系统性风险。

放松金融管制，确立以诚信为本的市场交易规则，从而建立起一个可以激励金融产品创新的制度环境，较之从技术层面创新金融产品（例如引入国外市场上某种成熟的金融产品）更为重要。

关键词：金融产品创新 分工 交易效率 风险分担

ABSTRACT

Though literatures related with financial innovations have become booming since early 1970's, little attention was paid to the systemic study about financial products innovations, and the process of financial products innovations has still been regarded as a "black box". From the emergence of money, financial products have been playing an important role in the economic stage of human beings for thousands years. During these periods, people create basic financial products such as bank deposit and loan contracts, insurance contracts, bonds and stocks, besides the form of money evolving from livestock to electronic money, and people also witness financial derivatives innovated at an astonishing pace now a days. In this thesis I want to establish a general theoretic framework, with a view to explain why financial products could evolve from a real simple jumping - off point, say money, to a very complex system which include a broad kinds of products such as money, basic financial products and financial derivatives. By this way we shed a light on the black box of the process of financial products innovation.

We put financial products in an economic structure with division of labor, and then discuss financial products in an evolutionary view, which is different from many researchers who merely care about modern financial innovation. In our opinions, any phe-

nomenon of financial products innovations could neither be bitty nor be isolated. From an extended temporal view, financial product has its inherent logic in evolution, since the history of activities in financial products innovations is long and continuous, even as the economic history of human beings.

Further more, we attach importance to theories on the division of labor, which emphasize on the transaction efficiency and the reliability of cooperation between typical economic individuals in a social structure with division of labor. Once people select specialization direction and then the way of cooperation under division of labor, the transaction costs and the reliability of cooperation become primary obstacles in economic development. Under the circumstance, people need to overcome these obstacles to enjoy benefits from division of labor. Obviously, it is necessary to introduce some arrangements to an economy with division of labor, to reduce the transaction costs and to improve the reliability of cooperation. We could see that financial contract is an elaborate arrangement meets all these requests, thus financial product innovation as well as financial product development indispensably become a part of the evolution of an economy with division of labor – on the one hand, division of labor determines the innovation and development of financial products, on the other hand, financial products innovations boost the evolution of division of labor. We establish a model of positive feedback system to describe the interactive dynamic evolutionary process between division of labor and financial products innovations: firstly, money endogenously originated from the transaction activities between economic individuals in an economy with division of labor; then in a

situation under improved level of division of labor, people do not feel cozy when they limited by local trade, basic financial products such as bank deposit and loan contracts, insurance contracts, bonds and stock emergent according to the extended trade distance; when the market expands to global extent, financial derivatives come forth because of their special characteristics of transaction efficiency and risk sharing. The puzzle that financial products may innovate acceleratly in some historic periods received a rational explanation under the reason of the leap of division of labor. While we stress on the driving force of division of labor, we never ignore other factors such as institutional changes, knowledge accumulation, and technology progress, which also affect financial products innovations in some degree, but as we could see, these factors are intergrowths of division of labor.

After expounding the general process of financial products innovations, we dig into deep discussion of issues in China. Our analysis shows that the main obstacle in the path of financial products innovations is institutional restraint, which depressed the innovation into a lock - in situation with low efficiency for all the times. Setting up an Institutional environment with innovational incentive compatibility, i.e., relaxing financial regulations, complying with the market transaction rule based on honesty and faith, is more important than simply treating financial products innovations as a pure technical problem.

Key Words: *Financial Products Innovations Division of Labor Transaction Efficiency Risk Sharing*



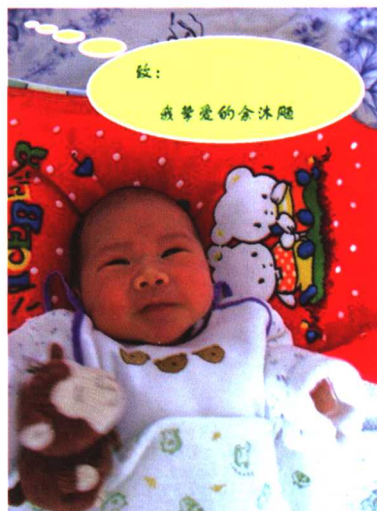
作者简介

余波，汉族，1969年出生于浙江温岭，经济学博士。先后就读于中央财经大学、复旦大学和华东师范大学，获2003年度上海市高校优秀毕业生称号，现就职于中国外汇交易中心。

曾在《世界经济文汇》、《河南社会科学》、《国际金融报》等报刊发表论文30余篇，其中有的论文被《中国人民大公报刊复印资料》转载，及获得“上海市高校金融创新大赛”一等奖、《光明日报》社“二十一世纪中国经济发展论坛”三等奖等奖项。

责任编辑 / 卢关平

封面设计 / 颜 黎



目 录

第一章 导论	(1)
第一节 问题的提出.....	(1)
第二节 金融产品创新的理论回顾.....	(4)
第三节 现有理论的局限性和本书的创新.....	(23)
第四节 本书框架.....	(29)
 第二章 分工结构与金融产品的引入	(33)
第一节 分工与交易的一般理论.....	(33)
第二节 金融产品引入分工结构.....	(42)
第三节 金融产品创新的效用.....	(44)
第四节 本章小结.....	(50)
 第三章 货币的产生、形态演化与分工演进	(51)
第一节 关于货币微观基础的讨论.....	(51)
第二节 分工结构与货币的产生.....	(55)
第三节 货币形态的演进.....	(66)
第四节 本章小结.....	(73)
 第四章 金融产品创新交易效率和风险分担涵义	(75)
第一节 金融产品创新与交易效率.....	(75)
第二节 金融产品创新与交易风险.....	(83)