



“名课精讲” MINGKE JINGJIANG
JINRONGXUE XILIE
金融学系列

金融市场学

JINRONGSHICHANGXUE

主编 宋琳 朱相平

山东人民出版社

全国百佳图书出版单位 国家一级出版社

金 融 市 场 学

宋 琳 朱相平 主编

山东人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融市场学/宋琳,朱相平主编. —济南:山东人民出版社,2013.12

ISBN 978-7-209-07132-1

I. ①金… II. ①宋…②朱… III. ①金融市场 - 经济理论 - 高等学校 - 教材 IV. ①F830.9

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第032803号

责任编辑:袁丽娟

金融市场学

宋琳 朱相平 主编

山东出版传媒股份有限公司

山东人民出版社出版发行

社址:济南市经九路胜利大街39号 邮编:250001

网 址:<http://www.sd-book.com.cn>

发行部:(0531)82098027 82098028

新华书店经销

日照报业印刷有限公司印装

规格 16开 (184mm×260mm)

印 张 22.25

字 数 400千字

版 次 2013年12月第1版

印 次 2013年12月第1次

ISBN 978-7-209-07132-1

定 价 42.00元

如有质量问题,请与印刷厂调换。(0633)8221365

前 言

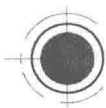
金融是现代经济的枢纽和命脉。斯蒂芬·A.罗斯在《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》、《金融》辞条中写道：金融“其基本的中心点是资本市场的运营、资本资产的供给和定价。其方法论是使用相近的替代物给金融契约和工具定价。当债务首次交易时刻，资本市场和金融学科便产生了”。这正是金融市场学的核心内容。可以说，金融市场学是研究金融资产（包括货币资产、资本资产和衍生资产）定价理论的一门学科。

20世纪90年代以来，金融创新层出不穷，金融产品和金融工具不断丰富，同时金融危机加剧，金融市场的发展面临巨大的机遇与挑战。在此背景下金融市场学作为金融学专业的主干课程，对于学生全面掌握金融市场运行的原理和规律，培养学生运用学到的理论与知识来分析金融市场问题和运用金融工具的能力，适应社会发展对人才的需求具有重要意义。

本教材系统介绍了资本市场的基本理论和定价机制，为读者全面剖析了现代金融市场的结构概貌及市场运行过程中投资、套利和套期保值等行为的金融原理，为其下一步学习其他课程，如投资学、金融工程、金融衍生工具、企业财务管理、金融风险管理等课程打下坚实基础。本教材可作为经济管理类本科学生的教材使用。

本教材在编写过程中，不仅注重内容上更加丰富，而且更强调从理论和实践结合上进行创新。我们力求做到以下几点：

一、认真学习与研究已有相关教材的体系、结构和原理，博采众长，力求反映当今世界金融市场理论的最新成果和金融市场实践的最新进展，使学生在学到扎实的理论基础的同时，了解国际资本流动的内在有机规律及其观察窗口。同时，在编写过程中尽量做到内容的理论性与趣味性相结合。例如，在介绍各国央行参与金融市场时专门介绍了格林斯潘兜底保险的内容；在介绍资本市场前瞻性时以二战时美国、英国和德国股市对于战争结局的提前反应为例加以说明。此外，鉴于分形



市场假说和信用违约掉期分别在金融市场理论和实践中的重要意义,专门为它们各自单列一节进行阐述。再如,对影响全球金融市场波动的大宗商品市场、美元指数等内容都进行了必要的介绍。

二、努力做到既全面反映西方成熟金融市场运作机制和运行规律,又紧密结合中国金融市场改革和发展的实际,引导学生在树立金融全球化视野的同时也关注中国金融市场改革的实践。因此,本教材在强调金融市场普遍性原理的同时,还特别注意研究介绍中国金融市场的最新理论发展与实践情况。例如,与其他同类教材不同,本教材对于金融市场的投资功能专门进行了阐述,认为金融市场的功能首先应该是投资功能。

三、为了增强对读者的吸引力,本教材注重语言的严谨与通俗易懂相结合。对于以往一般教材较为忽视的货币市场,给予了翔实的介绍,并用大量图表增加了教学内容的直观性。同时,大量运用案例分析,力求理论联系实际。为便于课后学生复习巩固,每章后面还布置了一定数量的习题。

四、鉴于国内外金融市场还处在不断发展中这一现实,本教材注重启发学生对金融市场创新、金融危机、金融市场自由化、金融市场全球化等未来发展趋势方面的关注,以培养学生独立思考和综合分析的能力。

本教材由宋琳主编、设计体系、统稿并编写第一章、第六章;朱相平编写第十一章;亓晓编写第二章、第三章;郅海娜编写第四、第七章;聂左玲编写第五章;李文君编写第八章、第九章;赵国庆编写第十章。在本书的编写过程中,得到了山东财经大学金融学院院长黄磊教授的大力支持。金融学院长期从事本课程和相关课程教学的其他教师也都提出了宝贵的建议,在此一并感谢。

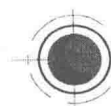
在本书的编写过程中,参考了部分国内外已经公开出版的教材和文献,在此,向有关作者表示感谢。由于作者水平所限,本书可能存在不足和疏漏之处,恳请读者提出意见,以便作者不断修订完善。

编 者

2013年12月8日于济南

目 录

第一章 金融市场概述	/1
第一节 金融市场的概念、功能及其影响因素	/1
第二节 金融市场的要素	/14
第三节 金融市场的类型	/21
第二章 货币市场	/30
第一节 同业拆借市场	/30
第二节 回购协议市场	/36
第三节 商业票据市场	/41
第四节 银行承兑汇票市场	/46
第五节 大额可转让定期存单市场	/49
第六节 国库券市场	/53
第七节 货币市场基金市场	/57
第三章 资本市场	/62
第一节 股票市场	/62
第二节 债券市场	/76
第三节 投资基金市场	/85
第四章 外汇市场	/97
第一节 外汇市场概述	/97
第二节 外汇买卖的价格——汇率	/103
第三节 外汇市场的交易方式	/114



~~第五章~~ 金融衍生品 /124

第一节 金融衍生品概述 /124

第二节 远期合约 /132

第三节 金融期货 /137

第四节 期权 /151

第五节 互换 /156

第六节 信用违约掉期 /162

第七节 权证 /164

~~第六章~~ 现代资本市场理论 /172

第一节 效率市场假说 /172

第二节 效率市场假说的实证检验 /177

第三节 行为金融学对效率市场假说的挑战 /181

第四节 分形市场假说 /189

~~第七章~~ 资本资产定价 /196

第一节 收入资本化法 /197

第二节 投资组合理论 /198

第三节 资本资产定价模型 /214

第四节 套利定价理论 /232

~~第八章~~ 债券价值估值 /246

第一节 债券价值的决定因素 /246

第二节 债券价格与市场利率 /258

第三节 债券投资与风险管理 /267

~~第九章~~ 股票价值估值 /271

第一节 股票价值的决定因素 /271

第二节 绝对价值估值模型 /275

第三节 相对价值估值模型 /285

第四节 股票投资与风险管理 /290

第十章	衍生品价值评估	/296
第一节	远期期货定价的背景知识	/296
第二节	远期期货定价	/301
第三节	期权定价	/307
第十一章	金融市场发展展望	/318
第一节	金融市场的创新	/319
第二节	金融危机	/323
第三节	金融市场的自由化与全球化	/330
第四节	金融市场的监管	/337
参考文献		/345

CHAPTER 1

第一章

金融市场概述

【学习目标】

金融市场是实体经济的映射和放大器。通过本章学习,应该了解:一个健全的金融市场应该具有投资功能、融资功能、配置功能、调节功能、价格发现功能、鼓励科技创新功能等六种功能。金融市场按市场职能分类,可划分为发行市场和交易市场;按标的物分类,可划分为货币市场、资本市场、外汇市场、金融衍生品市场和大宗商品交易市场;按金融交易的地域范围,可划分为国内金融市场和国际金融市场。

【重要概念】

资本市场 货币市场 大宗商品市场 美元指数 避险资金 投机资金

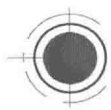
金融市场是指资金供应者和资金需求者双方通过信用工具进行交易而融通资金的市场,广而言之,是实现货币借贷和资金融通、办理各种票据和有价证券交易活动的市场。更进一步说,金融市场是交易金融资产并确定金融资产价格的一种机制。

第一节 金融市场的概念、功能及其影响因素

本节主要介绍金融市场的基本概念、主要功能及其影响因素。

一、金融市场的概念

金融是指资金融通的交易活动,也就是交易的一方将多余的资金拆借、融通给资金短缺的另一方。资金融通活动可以分为直接融资和间接融资两种。直接融资是指资金需求者直接从资金所有者那里融通资金,一般通过发行债券或股票的方式完成这一过程。间接融资是指拥有闲置资金的单位、个人通过存款形式或购买金融机构发行的有



价证券,将闲置资金先提供给金融机构,然后由这些金融机构以贷款、贴现等形式,把资金提供给资金需求者使用,从而实现资金融通的过程。

市场是一个交易机制的概念,任何有关商品和劳务的交易机制都可以形成一个市场。“市场”最初的含义是指商品交易的场所,“市”就是买卖,“场”就是场所,“市场”即买者和卖者于一定的时间聚集在一起进行交换的场所。市场是社会分工和商品生产发展的产物,在现代市场经济条件下,随着商品生产和商品交换的发展,市场的内涵和外延发生了深刻的变化:市场不仅是指具体的交易场所,还是所有卖者和买者实现商品让渡的交换关系的总和。这个场所既可以是有形的,如证券交易所、期货交易所等;也可以是无形的,如外汇市场,外汇交易员就是通过电信网络构成的看不见的市场进行着资金的调拨的。随着科学技术的日益发展,越来越多的资金交易是通过电话、传真、因特网等方式完成的。

因此,金融市场被定义为资金供应者和资金需求者双方通过信用工具交易而融通资金的市场,广而言之,是实现货币借贷和资金融通、办理各种票据和有价值证券交易活动的市场。更进一步说,金融市场是交易金融资产并确定金融资产价格的一种机制。

金融市场与要素市场和产品市场的差异在于:首先,市场交易的对象不同。要素市场和产品市场交易的对象是各种有形商品,交易双方主要是买卖关系;金融市场交易的则是特殊商品,这种特殊商品既包括货币、外汇、股票、债券等金融资产,又包括利率、汇率、股票价格指数等金融资产价格,交易双方体现的是一种复杂的借贷、买卖关系。其次,市场价格确定方式不同。在要素市场和产品市场上,普通商品的价格一般由商品的价值所决定,并随着供求关系围绕价值而波动;在金融市场上,金融商品的价格如利率、汇率等则与金融商品的价值无关,完全取决于资金的供求状况。第三,市场交易的关系不同。一般的商品交易是买卖双方~~在~~在等价原则基础上的交易行为,交易行为结束后,买卖关系随之终止;金融商品的交易交割以后,从形式上看买卖双方的关系已经结束,但实际上是建立和转移了信用关系,是债权或所有权从卖者转移到买者,只有在还本付息后,债权、债务关系才算结束。第四,市场交易场所不同。普通的要素市场和产品市场一般都有固定的交易场所,而金融市场却不完全有固定的场所。金融市场是一个庞大的市场体系,是一个广义的市场,既可以是有固定场所的有形市场又可以是无固定场所的无形市场。当今的金融市场,在全球不同的空间范围内,通过电脑、电信等现代通信设施,就可以使远隔万里的买卖在瞬息间完成,因此,联系着金融机构和客户的庞大电信网络也可以说是一种金融市场。

二、金融市场与经济运行

为了说明金融市场在经济运行中的作用,我们从最简单的两部门经济模型分析入手。假定整个社会经济部门由家庭和企业构成。家庭向企业提供劳动、资本、土地和自然资源等生产要素,企业用这些生产要素生产各种产品及劳务。在两部门经济模型中,家庭向企业提供生产要素是通过要素市场对等交换而实现的:在要素市场上,家庭向企

业提供生产要素,相应地从企业获得对等的生产要素收入。而企业向家庭提供商品和劳务,是通过商品劳务市场的对等交换实现的:企业在商品劳务市场上向家庭提供商品和劳务的同时,家庭向企业作出对等的消费支出。家庭的储蓄转化为企业的投资则是通过金融市场的交易而实现的。在金融市场上,企业通过向家庭借款等形式,使家庭的储蓄转化为企业的投资。金融市场与要素市场和商品市场一起,构成经济运行中的市场体系。尽管在现实经济中,除两部门经济外,还有政府部门和国外部门参与的三部门、四部门经济,但若按交易对象划分,市场体系是相同的。

事实上,储蓄和投资在部门之间经常存在着不平衡,即使在各经济部门内的各经济单位间也同样存在着不平衡。这就需要一个机制,将资金盈余部门或单位的储蓄转化为资金短缺部门或单位的投资。储蓄转化为投资的机制是复杂且多种多样的,从转化方式来说,分为内部转化方式与外部转化方式。内部转化方式就是指储蓄主体将自身的储蓄直接用于投资,这是人类历史发展早期普遍存在的现象,农民将自己生产的种子用于粮食种植就是一个典型的例子。外部转化方式就是指储蓄单位或部门将盈余资金转移给投资单位和部门,双方要签订金融契约。对资金盈余部门或单位而言,它是资金供给部门或单位,是金融契约的购买者;对资金短缺部门或单位而言,它是资金需求部门或单位,是金融契约的出售者。金融契约就是通常所说的金融工具。储蓄与投资的间接转化机制,可表达为买卖金融工具以实现储蓄转化为投资的机制,而金融市场就是买卖金融工具的市场。

三、金融市场的功能

金融市场的功能,是指金融市场本身的机能以及对经济的能动作用。从整个经济运行的角度出发,金融市场的功能主要体现在以下六个方面。

(一)投资功能

金融市场是实体经济的映射和放大器^①,因此与实体经济一样具有投资功能(金融市场没有了投资功能,就吸引不了投资者的广泛参与,就会失去融资功能。世界上任何一个成熟的金融市场,其基本功能定位都是一个投资和融资并重的市场)。但在价格波动方面,与实体经济相比,金融市场具有超强流动性、敏感性、放大性、国际联动性和前瞻性。

1. 超强流动性

与实体经济相比,金融市场的进入与退出都十分便捷,具有超强的流动性。

^① 在微观层次上也是如此。例如:长虹春兰的兴起是我国彩电普及的映射,万科们的牛市则是房地产大发展的映射,而茅台片仔癀则是经典通胀的映射,三一重工曾经的火暴是中国制造的映射,腾讯股价走牛是QQ成为人们联系工具的映射,苹果的股份则是你我手里的手机水涨船高的映射……所有这些股市里的故事,基本都可以在现实经济生活中得到验证。

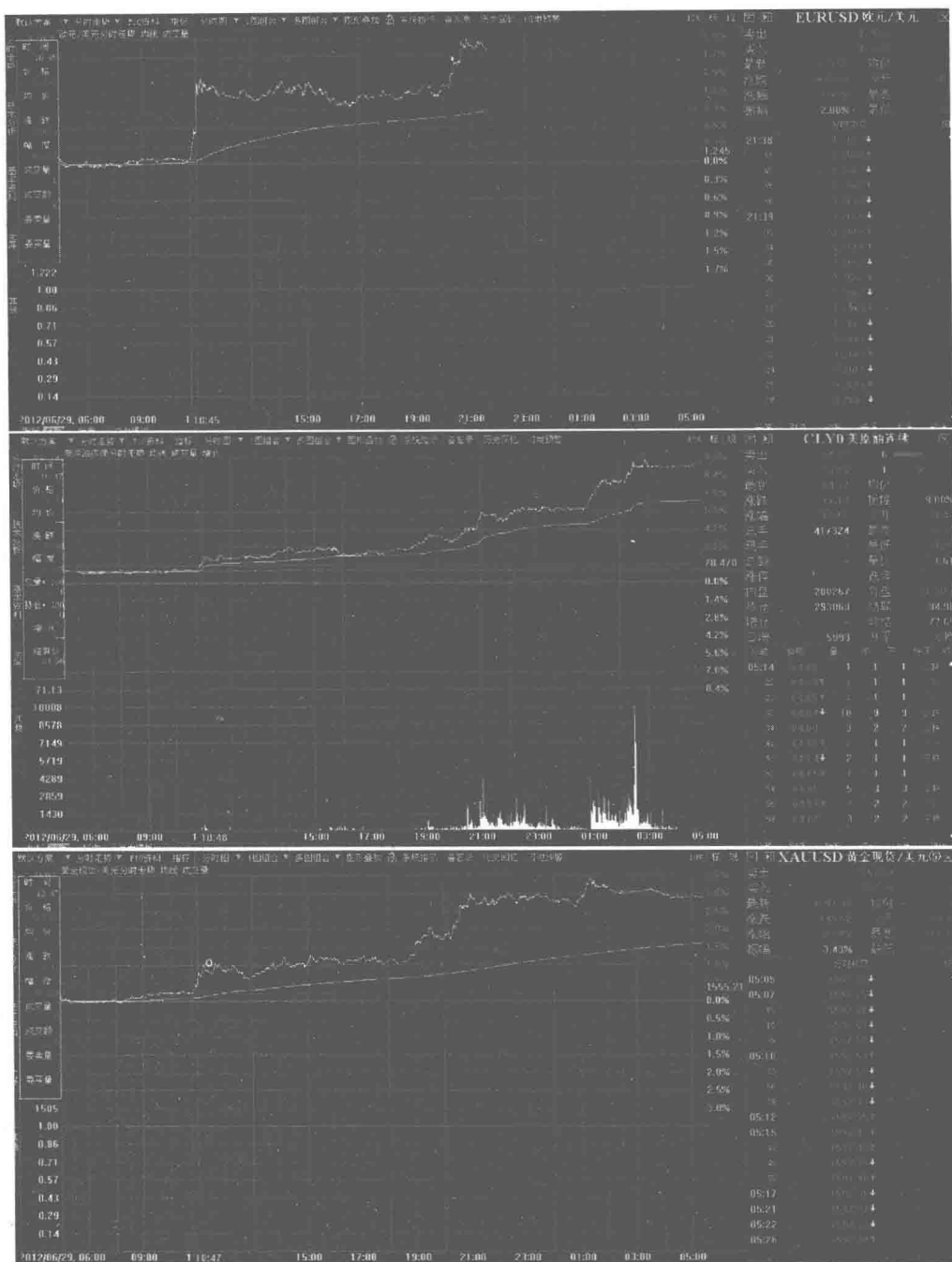
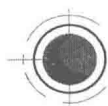


图 1-1 2012 年 6 月 29 日外汇市场、原油市场和黄金市场对信息的即时反应

2. 敏感性

与实体经济相比,金融市场十分敏感。国际政治、经济、军事稍有风吹草动,金融市场就会立即作出反应。例如,2012 年 6 月 29 日针对西班牙债务危机,欧洲国家领导人

在布鲁塞尔当地时间上午 4:30(北京时间 10:30)结束了 12 个小时的磋商,欧洲理事会主席范龙佩表示,欧元区领导人就单一金融机构监管机制和欧元区永久性救助基金的优先清偿地位达成多项一致,同时还同意对西班牙银行提供紧急贷款的各国政府不享有优先清偿的地位。此言一出,从 10 时 45 分开始,外汇市场、原油市场、黄金市场、各国股票市场纷纷大涨。

再如,2012 年 7 月 5 日伊朗宣布导弹发射成功,这种导弹有能力打击以色列,潜在战争所引发的忧虑情绪立即推动了国际市场油价大涨。

3. 放大性

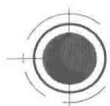
实体经济的波动会在金融市场上被多倍地放大。例如,2005 年到 2007 年,我国 GDP 增长率由 10.2% 上升到 11.9%,再到 2008 年的 9.0%,波动不超过 2 个百分点,但同期上证综指就从 998 点涨到 6124 点再跌到 1664 点。期间先涨 10 多倍再跌去 90% 的个股比比皆是。

4. 国际联动性

下图显示的是 2009 年 8 月到 2012 年 6 月美元指数倒置与上证综指的对比图。可见上证综指与反映国际政治、国际经济形势的美元指数具有极强的相关性。



图 1-2 2009 年 8 月到 2012 年 6 月的美元指数倒置与上证综指的对比图



5. 前瞻性

金融市场还会对相应的政治、经济形势作出提前反应。例如希腊于2012年6月17日举行第二次大选,因有传言称,左派领导人可能在选举中胜出,让全世界对希腊退出欧元区的忧虑日甚一日。但是在美国上市的希腊ETF基金 GREK 在连续大跌后于6月14日、15日连续两天涨停,已经提前宣告了希腊大选后不会退出欧元区。



图 1-3 2012 年 6 月 17 日希腊大选前后希腊 ETF 基金 GREK 的趋势图

拓展阅读 1.1

股市在第二次世界大战中的前瞻判断^①

通常人们认为,战争的进程决定着一个国家的命运和前途,主导、决定着经济的发展,自然也决定着股票市场的涨跌乃至崩溃。但是,摩根斯坦利前任首席战略官巴顿·比格斯在《二战股市风云录》中指出,股市具有独立性、独特性、预知性和前瞻性。几乎在二战每一次重大事件之前,股市似乎都具有未卜先知的能力,能提前反映出战争的转折,无论是英国、美国还是德国。换言之,股票市场在提前反映战争进程以及结局这一点上远远胜过经济学家。

英国股票市场在 1940 年春末急转直下,因为此时德军闪电战摧毁了在法国和低地国家(指比利时、卢森堡和荷兰三国)的盟军。荷兰、比利时和丹麦数日之内就举旗投降,德军装甲部队和斯图卡轰炸机击溃并解除了法军的武装。1940 年夏天英军从敦刻尔克成功撤退,使远征军免于灭亡。这时股市暴跌到其二战中的大底。此后随着不列

^① 参见巴顿·比格斯著《二战股市风云录》,中信出版社,2011 年 5 月第一版。

颠之战在夏日夜空响起隆隆炮声,德军开始大规模集结作入侵准备。然而不管这时皇家空军处境多么艰难,股市却稳定下来。虽然在之后的时间里英国军队在对德、日作战中十分艰苦,屡战屡败,但英国股市却随着不列颠空战、德国进攻苏联、美国参战、斯大林格勒保卫战而稳步高升,甚至在敦刻尔克大撤退一年半后的1941年底就超越了二战前1937年的高点。

美国股市在珍珠港事件后节节下跌,在整个1942年春,股市都处于低迷之中。德国潜艇在东海岸成群结队地出现,几乎随心所欲地猎杀美国商船,美国的运输船队如同惊弓之鸟。丘吉尔担心英国赖以生存的海上运输线可能要被掐断。在世界的另一端,新加坡沦陷了,爪哇之战是一场灾难,缅甸和荷属东印度群岛已被日本人占领,而科雷吉多这个菲律宾最后的堡垒也投降了。美国打得很艰苦,而且正如媒体一再指出的那样,它的军事管理水平也相当成问题。但纽约股市几乎立刻就捕捉到了珊瑚海和中途岛战役的重要意义,在1942年5月末出现了二战中的大底,此后开始了永久性的反转。而此时官方新闻署甚至没有敢宣布中途岛战役是一个胜利的战役(因为作战部一直广受批评,说他们在战争的前几个月把失败说成胜利)。

二战前,德国股市是当时世界上最好的股市,国内经济已经从20世纪20年代的大恐慌中恢复过来。到了1939年下半年,远在闪电战开始之前,德国股市就预感到了1940年那一系列辉煌胜利的到来。1940年—1941年,德国经济由于军工企业的发展而腾飞:食物充足,因为德国大量掠夺被占领国家的粮食;失业也几乎不存在了;企业利润高到不敢想象的程度,因为他们大量使用从法国、波兰和荷兰运来的低成本劳工。由此,股价一直攀升,直到1941年1月份,才稍微休整了一下,然后在巴巴罗萨计划开始之前,又一路直升。然而,此后股市的表现同样令人惊讶,因为它带有一种不一般的远见:1941年晚秋,德国股市涨到了二战中的最高点,似乎已经感知了德国军队的辉煌已经到达顶峰。这是一种不可思议的洞察力。要知道当时德国军队看上去是战无不胜的。德国军队从未打过一次败仗,从未被敌人击退过。当时,谁也没有感觉进攻苏联会从胜利走向失败。事实上,12月初一架德国巡航机已经瞥见了莫斯科的屋顶,与此同时,德国控制的欧洲领土已经超过神圣罗马帝国时代,谁也没想到所有这些最终会化为泡影。当时前线士兵的信要经过严格审查,同时报纸和广播里的新闻也是受到严格控制的,官方控制的报纸和广播不仅从来没提过苏联前线的进攻停顿了下来,没提到冬装短缺,也没提到在苦寒之中所受的苦难,反而天天描写德军如何表现英勇,战斗如何接连取胜。随着圣诞节的临近,柏林和其他大城市的生活一片欢乐,多姿多彩。德国股市是如何感知到德军的溃败呢?这一切都成了解不开的谜。

(二)融资功能

资金融通是金融市场最基本的功能,它是指证券市场为资金需求者筹集资金的功能,即将缺乏直接投资机会的资金盈余方的资金引入到有投资机会但缺乏资金的融资方。在金融市场上交易的任何金融资产,既是筹资的工具,也是投资的工具。为了筹集



资金,资金短缺者可以通过发行证券来达到筹资的目的,资金盈余者则可以通过买入证券而实现投资。金融市场通过货币资金供需双方的融资,在时空上转移资源,实现总体经济中的余缺调剂,从而提高金融机构经营效率和整个金融体系的配置效率。

金融市场不仅对个人、对企业的意义重大,对国家的发展也是如此。例如,英国之所以在 18 世纪开始远远超过法国,并最终在世纪末战胜法国,其关键之一就在于英国有更发达的金融技术让它更能将未来收入提前变现。中世纪的欧洲战争不断,慢慢地大家都要靠借国债发展军力,谁能借到更多、更便宜的钱,谁就能拥有更强的军队,特别是海军。1752 年时,英国政府的公债利率大约为 2.5%,而法国公债利率是 5% 左右。1752 年到 1832 年期间,法国政府支付的公债利息基本上是英国公债利息的两倍,这意味着什么呢?要知道 18 世纪中,英国每年的财政收入有一半是用来支付国债利息的,也就是说,假如那时英国的国债利息跟法国的一样高,那么要么英国必须减少借债,要么英国每年的所有财政收入都用来支付利息,前者会使英国的军力下降,而后者会使其政府破产。两种可能的结局中,哪种都不好。但正因为英国有着比法国更为发达的证券市场,使英国不仅能以未来收入为基础融到更多的国债资金发展国力,而且需要支付的融资成本也比法国低一半。更强的证券化能力使英国可以筹到更多的钱用于发展国家实力,使英国从 18 世纪到 20 世纪初都一直拥有世界最强大的海军,让不到两千万人口的英国主宰世界两个世纪。^①设想一下,如果 20 世纪 80 年代苏联拥有一个发达的资本市场,美国想通过星球大战计划从经济上拖垮苏联的难度恐怕要大得多。

再如,美国历史上曾经发生过两次重要的转型,都与金融市场的融资功能密不可分。^②美国经济的第一次重要转型,是在 19 世纪的最后 30 年,美国处在重工业化的阶段,当时最重要的产业是石油、冶炼、钢铁、化工等等,美国涌现出了一批伟大的公司,美孚石油、通用电器、杜邦化工,它们都是通过资本市场这个平台上迅速崛起的。尤其重要的是,在这个阶段,美国资本市场上的并购浪潮风起云涌。1901 年,卡耐基钢铁公司的产量已经超过了英国的全国产量,而英国仍然是当时世界上第一大经济体,但华尔街的摩根财团,买下了卡耐基,也买下了美国其他几个最大的钢铁公司,并把它们整合成为了美国钢铁集团,一举奠定了美国在世界钢铁业的绝对垄断地位;而同时期的洛克菲勒的美孚石油,收购兼并的中小炼油厂多达 400 家。资本市场的平台整合了美国经济,使之上了一个新的台阶,成功跨越了重工业化的阶段,并一举崛起在世界舞台上,成长为全球最大的经济体。美国经济的第二次重要转型,是在 20 世纪的最后 30 年,美国高科技产业迅速崛起,在 PC、电信、互联网、生物制药等四大新兴产业中独占鳌头,而这些产业中的每一个领头羊,微软、思科、朗讯、谷歌,无一例外,几乎依托于美国资本市场尤其是纳斯达克的发现和推动。次贷危机 3 年后,通过资本市场强大的资源动员能力,

^① 参见陈志武《金融的逻辑》,国际文化出版公司,2009 年第一版,第 37~38 页。

^② 本段摘自中国证监会祁斌 2012 年 3 月在北京大学光华管理学院的讲座《未来十年中国经济的转型与突破》的相关内容。

美国又出现了两家龙头科技企业,第一个是 iPhone。iPhone 的出世,使得诺基亚在全球纷纷退市。2009 年苹果的股价是 70 美元,2012 年一度达到 700 美元。一个世界级的企业在 3 年之内市值翻了 10 倍。第二个是 Facebook。Facebook 的上市令人们发现社交网络竟然也能够成为一个新兴产业。美国历史上最重要的两次转型,都与资本市场息息相关。从长期来看,金融市场主导方式配置金融资源的效率远远超越银行主导方式。^①

(三)配置功能

金融市场的配置功能表现在三个方面:

1.资源的配置

由于金融工具价格的波动反映了不同部门收益率的差异,而投资者总是会选择将资金投向收益率最高或最有增值潜力的金融工具。从整体上看,通过金融市场的作用,资金会流向最有发展潜力、能够为投资者带来最大利益的部门和企业,使得有限的资源能够得到合理的利用。

2.财富的再分配

国民收入经初次分配后,在金融市场上可以通过市场价格的波动实现社会财富的再分配。经济单位,如政府、企业及个人通过持有金融资产的方式所持有的财富,会随着金融市场上价格的波动而发生变化。社会财富也通过金融市场价格波动实现再分配。

金融市场财富上的再分配可以分为财富在空间上的再分配和在时间上的再分配。金融市场的核心是跨时间、跨空间的财富交换。例如,传统的借贷交易以及现代的资产证券化就是财富在时间上的再分配,汇票、本票乃至支票更多地体现了财富在空间上的再分配,股票交易则既涉及跨时间又涉及跨空间的财富交换。可以说,金融市场学的核心就是研究跨时间、跨空间的财富交换为什么会出现、如何发生、怎样发展等。

3.风险的分配

金融市场理论中的风险是指投资结果的不确定性:既有亏损的可能,也有盈利的希望,且亏损和盈利发生的可能性是服从一定的概率分布的,即风险与收益是正相关的,高风险意味着高收益。虽然在当前不确定性的世界中也存在一部分偏好风险和对风险无动于衷的经济主体(风险偏好型和风险中性型),但大多数经济主体都是理性的风险厌恶型,即无论是个人还是企业在投资时都有强烈的动机去规避风险,追求投资收益的平稳。因此如果一个投资项目的风险太大,投资者可能会倾向于放弃对其投资。这就

^① 国际货币基金组织的两位经济学家曾在金融危机前的 2007 年,统计了过去 50 年间全球 17 个经济体,在大大小小 84 次经济金融危机后经济复苏的情况,结果发现,资本市场主导的四个国家——美国、加拿大、英国、澳大利亚,在危机后经济反弹的速度最快,而银行主导的六个国家——西班牙、奥地利、葡萄牙、比利时、德国、意大利,经济复苏的速度最慢,其中的几位正是今天欧债危机的主要成员国,说明了金融结构与经济弹性的紧密关联。金融危机后,美欧经济复苏的差异再次验证了这一点:2010 年到 2012 年,位于危机中心的美国经济已经实现了正增长,而远隔大洋的欧元区还在负增长徘徊。