

XIANDAI JINRONG SHICHANGXUE LILUN
JIQI FAZHAN YANJIU

现代金融市场学理论 及其发展研究

.....

武英芝◎著



中国商务出版社
CHINA COMMERCE AND TRADE PRESS

现代金融市场学理论 及其发展研究

武英芝◎著



中国商务出版社
CHINA COMMERCE AND TRADE PRESS

图书在版编目(CIP)数据

现代金融市场学理论及其发展研究/武英芝著.--

北京:中国商务出版社,2015.12

ISBN 978-7-5103-1444-5

I. ①现… II. ①武… III. ①金融市场—经济理论—
研究 IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 308304 号

现代金融市场学理论及其发展研究

XIANDAI JINRONG SHICHANGXUE LILUN JIQI FAZHAN YANJIU

武英芝 著

出 版:中国商务出版社

地 址:北京市东城区安定门外大街东后巷 28 号

邮 编:100710

责任部门:职业教育事业部(010-64218072 295402859@qq.com)

责任编辑:吴小京

总 发 行:中国商务出版社发行部(010-64266193 64515150)

网 址:<http://www.cctpress.com>

网 店:<http://cctpress.taobao.com>

邮 箱:cctp@cctpress.com

照 排:北京亚吉飞数码科技有限公司

印 刷:三河市铭浩彩色印装有限公司

开 本:710 毫米×1000 毫米 1/16

印 张:16.25 字 数:211 千字

版 次:2015 年 12 月第 1 版 2017 年 6 月第 2 次印刷

书 号:ISBN 978-7-5103-1444-5

定 价:58.00 元

凡所购本版图书有印装质量问题,请与本社总编室联系。(电话:010-64212247)



版权所有 盗版必究(盗版侵权举报可发邮件到本社邮箱:cctp@cctpress.com)

前 言

金融市场是现代市场经济体系中的重要组成部分,是资金的“媒介”,也是资金的“中枢”。金融市场通过有效的金融市场机制,能够快速将众多小额资金汇集起来用于投资和生产,通过资金价格无形的手,引导推动整个资金市场向最有效的部门流动,实现资源合理配置。不仅如此,金融市场还能够实现对宏观经济的管理。政府通过对金融市场的控制,能够实现对货币供给量的调节,从而对影响整个宏观经济体系的利率、汇率进行控制,维持国家经济稳定发展。然而,我们也应看到,金融市场虽然对市场经济有稳定和保护作用,但其对经济破坏作用也不容忽视。国家发改委副主任刘鹤在 2012 年发表的《两次全球大危机的比较研究》中深入说明了金融危机通过金融市场对经济的巨大破坏作用。正因如此,研究金融市场理论、掌握金融市场运行规律,对金融领域的理论与实务界都有着重要的意义。

金融市场理论是人类关于自身金融经济活动规律以及产生经济影响的理论认识和总结。开展这一研究能够让人类有效认识到自身金融活动对于自身以及整个宏观金融系统所产生的效果。

正是基于以上认识,作者认真总结研究金融市场理论,试图从多个角度开展对金融市场有效性的研究。全书共分八章,从不同维度展开了这一研究。第一章重点总结和研究了金融市场对现代经济体系的作用。第二章则从利率理论的基础上展开了金融市场的利率结构研究。第三章重点分析了金融市场的风险理论。第四章阐述了金融市场的定价理论。第五章则从微观的角度分析了行为金融理论,说明了金融市场行为的心理学基础。第

六章对当前国际金融的三大产品市场进行了研究。第七章则从时代发展的前沿阐述了金融创新理论,以及当前中国社会正发生的深刻金融市场格局变化——互联网金融。互联网金融在中央“互联网+”的大格局下开展了金融领域的革新,是对国家现有投融资体制的重大改革。第八章重点分析了当前金融监管的基础理论与我国的金融监管体制,认为我国当前金融监管的重点应放在金融市场交易的事前监管与事中监管之上,以控制金融交易的风险,维护投资人的利益。

本书对金融市场的理论进行了全面介绍,具有以下两个方面的特点:

第一,体系完整,内容充实。本书从多个金融市场理论入手,全面阐述了金融市场运行的理论根基。

第二,行为规范,深入浅出。本书力求以通俗的语言阐述金融市场的相关理论,力求具有本科以上文化水平的读者都能阅读。

金融市场学理论研究是随着时代发展不断变化的一个课题,因此,对它开展研究是一个长期的系统工程。随着社会的发展,它也会不断创新、不断探索。由于受作者学术水平的限制,书中所述内容难免有所不足,恳请各位读者批评指教。

作者

2015年11月

目 录

第一章 金融市场学导论	1
第一节 金融市场的含义与构成	1
第二节 金融市场对现代经济体系的功能	20
第三节 金融市场发展的理论与趋势	24
第二章 利率——金融市场的时间价值	35
第一节 利率的水平与结构	35
第二节 利率的决定理论	44
第三节 利率的风险与作用	52
第三章 风险理论	64
第一节 金融风险的含义与分类	64
第二节 金融市场风险的度量方法	77
第三节 金融市场风险的管理	82
第四章 资本资产定价理论	89
第一节 效率市场假说	89
第二节 资产组合理论	98
第三节 套利定价模型	106
第四节 资本资产定价模型	110
第五章 行为金融理论	117
第一节 认知对金融市场的影响	117
第二节 预期效用理论	123

第三节	金融市场中的前景理论	132
第四节	金融市场中的从众行为	146
第六章	国际金融市场结构理论	154
第一节	外汇与外汇市场	154
第二节	黄金与黄金市场	163
第三节	金融衍生品与金融衍生品市场	173
第七章	金融创新理论	187
第一节	金融创新的内涵与影响	187
第二节	金融创新的主要理论流派	197
第三节	当前金融创新的模式——互联网金融	206
第八章	金融市场监管理论与体制研究	213
第一节	金融市场监管的基础理论研究	213
第二节	金融市场监管的内容、目标及原则	224
第三节	国际通行的金融监管体制	229
第四节	我国的金融监管管理体制	241
参考文献	251

第一章 金融市场学导论

现代经济的发展与金融市场有着密不可分的联系。金融市场可以为各类经济主体开辟筹融资渠道,为国家和政府进行宏观调控提供理论与实践上的依据,在整个经济活动中发挥着重要的作用。

第一节 金融市场的含义与构成

一、金融市场的含义与特征

(一)金融市场的含义

“金融”简单概括就是资金的融通或者资本的借贷,其解决的核心问题是如何在不确定的环境下对资源进行跨期的最优配置。“市场”可以指交易关系的建立,也可以指实现交易的场所,还可以指某种商品的销路。在市场经济中,资金是一种可交易的商品。资金盈余者除了消费外,储蓄和投资行为使其成为资金供应者;企业、政府等经济主体则是资金的需求者。而能够连通资金供需、生产和消费,实现资源跨期的配置就是金融市场和金融中介。

从不同的角度和层面去理解,金融市场会呈现出不同的含义。如国内外经济学家给金融市场定的概念就包含:“金融市场是金融工具转手的场所”,“金融市场是金融资产交易和确定价格

的场所或机制”，“金融市场应理解为对各种金融工具的任何交易”，“金融市场是金融工具交易领域”。

对以上金融市场的定义进行理解时我们不难发现，这四个定义都立足于将其看成金融工具的交易，而金融市场可以是场所，可以是交易本身，也可以是金融工具交易的领域。其中，金融工具是指代表未来收益或资产合法权利的凭证，也称为金融资产。

本书将金融市场分为狭义的金融市场和广义的金融市场。

狭义的金融市场，是指在金融资本的交易中，资金的供应者和需求者之间通过相应的信用工具以及信用手段进行资金交流与融通的市场。一般来说，狭义的金融市场主要进行货币借贷、资金融通、有价证券交易等金融交易活动。

广义的金融市场，是指以金融资产为交易对象而形成的金融供求关系及其交易运行机制的总和。它有三层含义：(1)它是指在资金的流动与融通过程中，资产进行交易的场所，既包括有形场所也包括无形场所。(2)它反映了一定时期内金融资产的供应者和金融资产的需求者之间所形成的供需关系。(3)它内涵丰富，不仅包括金融交易手段也包含金融交易的运作机制，比如汇率机制、货币机制等。

(二)金融市场的特征

(1)金融市场以金融资产为交易对象

在金融市场中，市场参与者交易的是各种基于实物资产而产生的金融资产。如在股票市场，股票交易者所买卖的股票份额代表着其对于某个公司的股权，这个份额只代表对该公司资产份额的所有权，而并非实物性质的资产。

(2)金融市场参与者之间关系复杂化

金融市场参与者之间的关系已经突破了传统的单纯买卖关系，主要是一种借贷关系或委托代理关系，金融市场参与者之间的这种关系体现了资金所有权和使用权相分离的原则。有些企业在扩张期会拥有较好的投资机会，但又面临着资金瓶颈，在业

务拓展过程中,出现资金的暂时性短缺,此时这些企业就可以通过金融市场进行融资,如发行债券或股票。

当资金需求者向市场上的资金供给者发行债券,交易成功便代表资金需求者取得了一定期限内资金的使用权,但也需要付出到期向资金供给者还本付息的代价。对于资金供给者而言,其通过支出资金取得债券的目的并不是为了拥有债券,而是为了债券到期时在收回本金的同时还能获得因让渡资金使用权而得到的收益。同理,投资者购买某公司的股票也是出于看好该公司的前景,从而能够获得股权所附带的报酬率(投机者的交易除外)。

(3) 金融市场形态复杂化

金融市场可以是有形场所,如证券交易所,投资者可以在固定的地点进行交易;也可以是无形的,仅代表一种交易关系,投资者通过电话、电传及互联网等现代通信设施建立起来的网络对金融资产进行交易,而后者已经越来越普遍。

二、金融市场的构成要素

金融市场虽然是一种比较特殊的市场,其存在形式也与一般的市场有很大的差异,但其构成要素与普通市场并没有太多的差异,如交易者、交易的对象以及交易的中介机构等。金融市场的主体是指参与资本交易的个人和组织;金融市场的交易对象我们通常称其为金融市场的工具;金融交易的金融中介在金融市场中起着重要的作用,我们将其称为金融媒介;不同的金融产品有不同的交易形式,我们将完成交易的方式称为金融市场组织方式。因此,金融市场最基本的构成要素包括:金融市场客体(工具)、金融市场媒介、金融市场主体和金融市场组织方式。各个要素共同作用构成了金融市场。

(一) 金融市场主体

金融市场主体指参与金融交易的相关方,主要包括企业、政

府、金融机构和居民四个部门。

1. 企业

企业是金融市场的重要参与主体,也是金融市场上比较活跃的资金供给者和需求者。在生产经营过程中,由于产、供、销渠道存在差异以及周期性和季节性等因素的影响,企业一般难以达到收支平衡,会有一些企业出现暂时性的资金盈余,而另外一些企业暂时性的资金短缺。这两类企业除通过银行等金融中介机构进行资金的融通外,资金短缺企业还可以在金融市场上发行相应的金融工具得到所需的资金,而资金盈余的企业可以通过在金融市场上购得金融工具,将其暂时盈余的资金投资于生息资产。

2. 政府

在金融市场运行中,政府具有双重角色。一是作为资金的需求者和供给者,二是作为金融市场的调节者和监管者。为了弥补财政赤字或者为了支持基础工程的建设,政府以发行中央政府债券或者地方政府债券,在金融市场上筹集资金。政府也通过偿还原有负债,成为资金的供给者,而偿还负债的资金很大部分会重新进入金融市场。为调节经济、保持金融市场稳定等原因,政府通过中央银行对金融市场进行干预和调节;制定、颁布和实施各种相关政策、法规以及授权金融监管机构以达到对金融市场运行情况监管的目的。

3. 金融机构

金融市场是否繁荣发展的一个重要标志就是金融机构的市场参与度。从事各类金融活动的组织都可以称之为金融机构,它是金融市场运行的主导力量,一般分为存款性金融机构和非存款性金融机构,前者包括商业银行、储蓄机构、信用合作社等,后者包括保险公司、证券公司、基金组织等。

金融机构在金融市场上起到最主要的作用是金融中介的作

用,通过开展各类金融业务,将社会上闲置的资金转换为生产所需的资金,从而极大地推动了经济的发展。金融机构本身也可以发行证券用以筹集资金,也可以同业拆借,购买有价证券从事投资等,从而进一步活跃金融市场。

另外,中央银行也是金融市场的参与者和创造者,但是它是一类较为特殊的金融机构,是为实现国家货币政策、调节经济、稳定货币、促进社会经济发展为目的而参与金融市场活动。

4. 居民

居民也是金融市场上比较活跃的参与者。一般情况下,居民的货币收入在扣除必要消费后出现的剩余,不管是放到银行进行储蓄还是通过金融机构进行投资,都成为金融市场上的重要资金供给者和金融工具购买者。同时因购买住房或耐用消费品需要贷款时,也成为资金需求者和金融工具卖出者。

(二) 金融工具

金融市场上的交易对象是金融工具,它是资金融通的媒介,是一种具有法律效力的书面契约,对交易双方的权利和义务有明确的规定。

1. 金融工具的种类

金融市场上的金融工具种类繁多。根据融资关系可分为以股票为代表的股权和以各类债券及其他票据为代表的债券类。根据属性可分为基础金融工具和衍生金融工具,前者包括商业票据、银行承兑汇票、公司债券和股票、政府债券等;后者包括远期、期货、期权合约等。

2. 金融工具的基本性质

金融工具种类多,特性也不同,但任意种类的金融工具都具有如下一般性质,即期限性、风险性、流动性及收益性。

期限性是指债务人在特定期限之内必须清偿特定金融工具的债务余额的约定。除了股票以外,几乎所有金融工具都具有明确的到期日和偿还期。

风险性是指投资于金融工具的本金达不到预期收益而遭受损失的可能性。买卖金融工具的实质是货币资金的让渡,因存在各种不确定因素,导致未来能够获得的货币资金是不确定的,也就产生了遭受损失的可能性。

流动性是指金融工具在一定时间内变现而不遭受损失的能力,一般交易成本越低,流动性越强。

收益性是指投资者因转让资金所有权或使用权而持有金融工具所带来价值增值的特性。金融资产不同,其收益的表现形式也不同,主要包括定期支付的利息、股利,称为当期收益或基本收益,价格变动产生的价差收益,称为资本增值或资本利得。

期限性、风险性、流动性及收益性彼此密切相关。一般来说,期限性与收益性正向相关,即期限越长,表明资金让渡时间越久,资金时间价值越大,收益越高,反之亦然。风险性与收益性反向相关,风险性越高,持有者的风险报酬越低,收益也越低。流动性与收益性成反向相关,流动性越高,风险性越低,收益性也越低。以上“四性”相互间的不同组合导致了金融工具的丰富性和多样性,使之能够满足多元化的资金需求以及对“四性”的不同偏好。

(三) 金融市场媒介

在发育比较成熟的金融市场中,无论是资金的融通还是金融工具的相关交易都是通过专业的金融媒介完成的。金融媒介的从业人员由于具有十分扎实的专业知识与从业经验,能够高效快捷的为客户提供相关的金融服务,大大提高了金融市场的运作效率。

金融市场媒介可分为两类:一类是金融市场交易商,如货币经纪人、证券承销商、外汇经纪人等。交易商主要是作为金融市场中介促进交易主体完成交易,并从中收取交易佣金;另一类则

是机构媒体和组织媒体,如投资银行、商业银行、证券交易所等。机构媒体主要是通过其金融业务活动充当交易商或组织交易,组织媒体则为交易提供场所。

1. 交易商

交易商是指在金融市场上为交易双方成交撮合并从中收取佣金的商人或商号。交易商谙熟市场行情和交易程序,对交易双方的资信有深刻了解,能够帮助交易主体便捷、效率的完成整个交易过程。

金融市场作为一个市场体系,包括许多具体的子市场,金融市场的交易商种类也很多。我们主要研究最重要的几类:

(1)货币交易商,又称市场交易商,是指在金融市场上充当交易双方中介并收取佣金的中间商人。它根据经纪业务的不同分为同业拆借交易商、票据交易商、短期证券交易商。货币交易商获利的途径是收取佣金和赚取利差。

(2)证券交易商,是指在证券市场上充当交易双方中介和代理买卖而收取佣金的中间商人。他可帮助投资人选择投资证券并获得“席位”后直接进入证券交易所进行交易。

(3)证券承销人,又称证券承销商,是指以包销或代销方式帮助发行人发行证券的商人或机构。

(4)外汇交易商,又称外汇市场经纪人,是指在外汇市场上为促成外汇买卖双方的外汇交易成交的中介人。外汇经纪人既可以是个人,也可以是中介组织,如外汇中介行或外汇经纪人公司等。

2. 机构媒体与组织媒体

(1) 商业银行

商业银行是以盈利为目标,经营存款、贷款,办理转帐结算等为主要业务的金融机构。商业银行通过吸收存款、发放贷款,充当了间接金融交易的媒介,组织了金融交易。商业银行是产生较

早的金融机构，侧重于媒介中短期资金交易。

(2) 投资银行

投资银行是经营证券承销、公司理财、企业兼并与收购、基金管理、创业投资等业务的非银行金融机构，是通过其业务活动组织媒介直接金融交易的金融机构，侧重于媒介中长期资金交易。投资银行一词来源于美国，是 20 世纪 30 年代从商业银行中分离出来的一类投资性金融机构，经营证券业务，简称投行，以区别于商业银行“银行”的简称。投资银行在不同的国家有不同的称谓，美国称之为“投资银行”，英国、澳大利亚等国称为“商人银行”，德国称为“全能银行”，日本和我国则称之为“证券公司”。

(3) 证券交易所

证券交易所是经政府证券主管机关批准设立的集中性证券交易有形场所，主要是为已发行证券提供流通转让的市场。证券交易所通过制定交易规则、提供交易设施，为各类证券提供便利充分的交易条件、公平的价格竞争、及时的信息披露以及安全迅捷的交易结算服务。全球证券交易所主要有公司制与会员制两种组织形式。

(四) 金融监管机构

金融监管是指一国的金融当局或非官方性质的监管部门对金融机构以及各种金融活动实施监督和管制的行为。由于金融市场品种众多、参与程度广泛、交易规模巨大、价格波动剧烈，对社会经济发展影响强烈，因此，各国政府都对本国金融市场实行严格监管。金融市场的监管目标是保护投资者的利益，维护良好的金融市场环境，从而促进社会经济的稳定和发展。

金融市场的监管机构可以分为两类：一类是由政府授权的公共机构，另一类是非官方性质的自律机构。政府监管机构是在法律赋予的范围内实施监管，其管理行为带有一定的强制性，其监管的手段包括行政手段、经济手段和法律手段等。自律机构是由本行业从业机构自发建立的社会法人团体，主要依据行业准则和

职业操守等对本行业的机构和从业人员进行规范和约束,其监管的手段主要依靠监督、教育和一定的经济手段,实施监管的强制力较弱。不同国家实行不同的监管体系,因此,监管机构的设置也不同。分业管理的国家对银行、保险、证券等部门设立不同的监管机构,如美国、中国。集中管理的国家设立统一监管机构对金融市场进行管理,如英国。金融监管的对象是指从事金融活动的一切金融机构、非金融企业和个人,以及相应的金融行为。金融监管的内容一般包括对金融机构市场准入、业务运营和市场退出等方面的监管,以及对各种金融活动的监管,比如证券的发行、证券的交易、兼并与收购等。

三、金融市场分类

当我们从不同的角度去概括金融活动某一方面特性的时候,我们可以将整个金融市场划分为不同的子市场,这些子市场共同构成的金融市场体系,即构成了金融市场的结构。金融市场是一个大系统,包罗许多具体的、相互独立但又紧密关联的市场,可以用不同的划分标准进行分类。研究一国金融市场的结构,对判断其金融市场的发展程度,确定金融市场的发展特点及完善对金融市场的管理,都具有重要意义。

(一)按金融交易的对象划分

按金融交易的对象分类,金融市场是由外汇市场、黄金市场、保险市场、金融衍生工具市场等构成的。

1. 外汇市场

外汇市场是指以外币或以外币表示的支付凭证进行买卖的市场,可以从广义和狭义两个方面来理解。广义的外汇市场是指中央银行、外汇银行、外汇经济人以及客户组成的外汇买卖、经营活动的总和,包括批发市场和银行与客户(企业、个人)之间买卖

外汇的零售市场；狭义的外汇市场指的是银行间的外汇交易市场，包括同一市场各个外汇银行间的交易、中央银行与外汇银行间以及各国中央银行间的外汇交易活动，通常又称批发外汇市场。外汇市场的主要功能有以下几个：国际支付和结算、国际债务的清偿、调剂国际资金的余缺、促进国际资本的流动、规避汇率波动的风险，交易的内容主要是不同的种类和形式的短期金融工具。外汇市场与货币市场虽然都是属于货币类的金融市场，但是外汇市场是不同币种得到交易，涉及的因素更加多样，并且政府作为货币市场的监管者，只能对本国货币的交易进行管制，无权对其他国家或者地区的市场进行干预。

2. 黄金市场

黄金市场是指专门集中进行黄金买卖的交易市场。它的主要参与者有：出售黄金的企业和个人、需要以黄金作原料的工商企业、各国的外汇银行和中央银行、为保值或投机而进行黄金买卖的个人和机构以及一些国际金融机构。黄金交易分为现货交易和期货交易，它既是调节国际储备的重要手段，也是居民调整个人财富储藏形式的一种方式。随着时代的发展，各国货币已与黄金脱钩，黄金非货币化的趋势越来越明显，黄金市场的重要性远不如从前，但黄金仍是重要的国际储备工具之一，在国际结算中占据着重要的地位，因此，黄金市场仍被视为金融市场的组成部分。

3. 保险市场

保险市场是通过保险单和年金单的发行和转让作为交易工具的金融市场，它能够为风险造成的损失进行一定程度的弥补，补偿的对象既可以是组织也可以是个人，保障的对象既可以是人也可以是物，此外，保险还是进行资金积累和投资的重要方式。保险市场能够保持活跃的最主要原因是保险资金在保险市场的活跃，保险市场与其他金融子市场的联系就是通过保险资金的投