



资本市场： 现代金融的核心

CAPITAL MARKETS:

The Core of Modern Finance

马险峰 著



资本市场：现代金融的核心

马险峰 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资本市场：现代金融的核心/马险峰著. —北京：中国财政经济出版社，2013. 3

ISBN 978 - 7 - 5095 - 4288 - 0

I. ① 资 … II. ① 马 … III. ① 资本市场 - 研究 IV. ① F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 032727 号

责任编辑：郁东敏

责任校对：张 凡

封面设计：李运平

版式设计：董生平

中国财政经济出版社 出版

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

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

营销中心电话：88190406 北京财经书店电话：64033436 84041336

北京京华虎彩印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787 × 960 毫米 16 开 14 印张 160 000 字

2016 年 5 月第 1 版 2016 年 5 月北京第 1 次印刷

定价：32.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 4288 - 0/F · 3476

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本社质量投诉电话：010 - 88190744

打击盗版举报热线：010 - 88190492, QQ: 634579818

序

金融是现代经济的核心，资本市场是现代金融的核心。核心，好似植物的种子，承载着生命繁衍，蕴含着遗传密码，代表着事物最重要、最基本的性质。因此，核心就是事物存在的基本方式，认识事物必须认识其核心，或者说认识事物的主要矛盾或矛盾的主要方面，这样方能取得事半功倍之效。从核心论的角度看，在金融发展历程中，尽管商业银行曾发挥着核心作用，但从现代金融体系来看，其核心应是包括证券和期货在内的资本市场。

资本市场能够担当现代金融的核心，主要是因为资本市场在配置金融资源的广度和深度方面比其他金融市场更胜一筹。市场经济的基本特征是市场在资源配置中发挥着决定性作用，而在现代金融体系中，资本市场在金融资源配置中则发挥决定性作用。考察发达国家及发展中国家或地区的现代金融市场体系，发现虽然各个资本市场功能存在一定差异，但从总体上看，其在资源配置中的决定性地位是较为突出的。

从发达金融市场，特别是从美国来看，其资本市场的核心作用，主要体现在以下方面：一是股票市场，目前其5 000余家上市公司中许多公司都是社会生产力的重要代表，是各行业中的龙头企业，代表着美国经济体系的主要创新能力和国际竞争力，其股票价格涨跌也引导着资本资源不断流向优质公司，推动创新经济的持续发展。二是债券市

场，交易着全球规模最大、流动性最高的各类债券品种，为美国各类和各级政府等提供着融资、流动性管理和风险定价功能。三是期货市场，交易着包括金融、能源、金属、化工以及农产品等在内的数百种期货品种，为全球商品与金融现货市场参与者提供价格信号与风险管理功能。而且，从2008年美国次贷危机引发全球经济金融危机的影响来看，美国房地产周期与资本市场的周期共振，导致了雷曼、贝尔斯登等投资银行倒闭并引发连锁效应，最终使美国甚至全球经济出现1929年大危机后最严重的经济衰退，从反面表明资本市场对经济运行的关键作用。

我国资本市场在配置金融资源方面有其突出贡献，发挥着积极作用。一是从股票市场来看，2015年境内上市公司2 827家，其中绝大部分都是各行业的龙头企业，上市公司实现营业收入29.42万亿元，净利润2.64万亿元，股票市场已成为市场化配置资本的重要场所。二是从债券市场来看，2015年全国各类债券余额46.4万亿元，是各类企业和各级政府非常重要的债务融资场所，为中长期资金配置提供交易价格和流动性管理平台。三是从期货市场来看，目前有52个期货品种，涵盖金融、金属、能源化工和农业等主要产业领域，2015年交易量为35.78亿手、成交金额554万亿元，为我国企业生产经营和个人财富投资提供了必要的风险管理手段。

作为新兴加转轨经济中成长起来的中国资本市场，其配置金融资源的能力还受到多种条件制约和环境影响。例如，在利率尚未市场化的条件下，由于信贷资源配置还在一定程度上受到管制利率和信贷额度的影响，资本资产价格就难以准确反映资本的稀缺程度；同时，受证券法规体系、信用体系、投资文化、公司治理水平等因素的影响，也对其配置能力形成较大制约。但我们也看到，资本市场的快速发展，为各经济要素的市场化配置提供了基础平台，完善了现代金融

体系，促进了企业质量的提升，弘扬了创新创业文化，推动了经济社会的全面发展。

如果说资本市场是现代金融的核心，那么，要更好的发挥金融对实体经济的推动作用，就要更好的增强资本市场的功能作用，要抓住深化资本市场改革这一金融改革的核心，加快推进资本市场健康发展，充分发挥资本市场在金融资源配置中的决定性作用。资本市场配置金融资源的基本特点在于效率优先，通过资本资产价格的涨跌波动，把资本配置到对其使用效率最高的企业与行业中去。深化金融改革，就要以效率优先，更好地发挥资本市场的核心作用，显著提升直接融资比重，促进新兴产业发展，切实服务经济转型，大力助推践行中国梦。

本书是作者长期从事资本市场工作的思考结果，是已公开发表作品的合集。本书内容仅代表作者个人见解，谨供读者参考借鉴。因资料 and 水平所限，错误疏漏在所难免，祈望大家批评指正。



目录

“海绵效应”

——美国房地产周期与金融危机反思 (1)

金融危机是通过破坏性的强制作用来校正金融制度的缺陷，从而推动金融制度的完善与资源配置的优化。美国金融危机前5年，主要发达国家房价均持续攀升，房屋总值随之从约30万亿美元升至70多万亿美元。20世纪80年代后半期的日本房地产泡沫、20世纪80~90年代的泰国房地产泡沫以及20世纪30年代美国部分地区的房地产泡沫，均引发当事国区域性甚至全球性的金融危机。

美国期货市场：何以在危机中“独善其身”

——美国期货监管第3个“五年规划”及其对我国的启示 (24)

美国期货交易委员会从2007年开始实施第3个“五年规划”，此时正值美国次贷危机，但美国期货市场基本未受危机影响。研究借鉴美国期货监管五年规划，对科学制定我国期货市场发展规划、加快市场发展具有重大意义。

“破产”为何波澜不惊

——美国通用汽车公司和克莱斯勒公司破产案剖

析 (45)

通用汽车公司和克莱斯勒公司仅用了 2 个半月的时间，就完成了从申请破产保护到审理结案的全部程序，美国各界也都反映平静。投资者和债权人能冷静面对，这与 2001 年安然公司的破产有着天壤之别。是法律的完善，还是危机的催促？是政府的支持，还是市场的选择？

认识合格投资者制度和投资者适当制度

——境外投资者制度分析及其启示 (53)

美国、欧盟、日本的合格投资者制度和投资者适当制度，为各类投资者在资本市场上的投资行为提供了制度性的保护。我国在向“特定对象”发行证券的活动中是否也应该建立“合格投资者制度”？如何建立？

组建金融研究办公室 打造国家金融监管智库

——美国重建金融监管优势的改革举措 (70)

2011 年 9 月，美国财政部开始招募 60 余人的高层次金融研究人才，并期望这些研究人才能够即刻在金融研究办公室上班。金融研究办公室隶属于美国财政部，是一个与美国证交会和美国期交会具有同等行政级别的专业研究机构，并且是这次金融监管改革方案中继金融稳定监督委员会和消费者金融保护局之后的第三个国家级金融监管机构。金融研究办公室提供独立、客观和公正的研究意见，对系统风险和金融稳定进行跟踪研究，供美国相关金融监管机构决策参考。

金融衍生产品：国家核心竞争力的重要组成部分

——美国衍生产品监管改革及其启示 (82)

由美国次贷引发的金融危机，对国际资本市场发展与监管产生了深远影响。这次危机与以次贷作为基础产品的场外金融衍生品有密切关系，美国也已对场外衍生品监管体制进行改革，这对我国有重要启示。我国应加快发展金融期货市场，进一步完善相关监管体系，增强金融国际竞争力，使资本市场在大国博弈和经济金融全球化中发挥更加重要的作用。

深度剖析英国金融服务监管局（FSA）

——英国金融监管体制的全面改革 (100)

新千年伊始，英国对金融监管体制进行了全面的改革，在合并原来 10 家金融监管机构的基础上，建立了单一的金融监管机构——金融服务监管局（Financial Services Authority，简称金融监管局或 FSA），这一改革引起了国际金融界的广泛关注，也对各国金融监管体制的改革产生了很强的示范作用。分析研究英国金融监管体制改革，对深化我国金融监管体制改革和促进我国金融发展具有重要借鉴意义。

资本市场为地方经济发展扬帆助航

——资本市场服务地方经济的作用分析 (118)

我国资本市场取得了令人瞩目的成就，已成为全球最大的新兴市场，但与发达市场相比，我国市场在发展阶段和发展模式方面存在较大差异。如美国市场产品极为丰富，金融自由化程度高，甚至出现金融创新过度、引发金融危机，而我国金融还比较落后，资

本市场不发达，直接融资比重偏低，资本市场具有很大的发展空间。在今后相当长一段时期内，创新发展仍是我国资本市场的主题。

昂贵的“泡沫”

——股市“泡沫”与市值、成本、收益的价值分

析 (124)

股市“泡沫”存在于股价之中，存在于流通市值之中。每一个的“泡沫”都与二级市场的投资者密不可分。分析“泡沫”存在的可能、存在的环节、存在的成本，有助于投资者增强风险意识，有助于市场经济文化的形成。

中国金融深化与资本市场发展战略 (130)

金融深化理论是当代金融发展理论中最具影响力的理论之一。借鉴和运用金融深化理论的基本原理，分析在中国金融深化条件下资本市场发展战略，分析资本需求控制战略及其缺陷，提出我国资本市场发展应着重培养资本供给，发展非银行金融机构，培育资本市场主体，建立与社会广义市场经济相适应的、完善的现代资本市场体系。

中国资本市场的功能分析 (152)

在市场经济中，资本市场占据重要地位，成为经济运行的枢纽。资本市场的发达程度，已经成为一个国家市场经济体制完善程度和经济发展水平的重要标

志。在市场经济国家，一旦离开资本市场，政府和企业重要的资金来源就会枯竭。在发展中国家，其持续、稳定、集约型经济增长，也离不开资本市场的充分发展。

中国期货市场发展的五大趋势 (166)

2011 年是中国“十二五”规划的开局之年。中国期货市场以服务国民经济发展为主导，不断加强基础性制度建设，加快改革发展力度，加强监管和风险防范，产品创新有序推进，投资者数量和市场规模迅速扩大，市场功能显著发挥，市场发展取得较大进展。

利用市场机制化解环境危机

——国际碳市场发展动向、经验及我国方案设计

..... (173)

全球气候危机是全人类面临的共同问题。在化解气候危机过程中，碳市场通过建立完善的制度与机制，运用经济手段在国际范围内实现量化减排目标做出了成功尝试。碳市场也成为全球广受瞩目，利用创新金融衍生产品解决现实经济问题的典型案例。研究了解国际碳市场动向，探讨国际碳市场发展经验，探索设计符合我国实际的减排管理方案，对我国经济的长远发展具有积极意义。

期货市场与“三农”发展

——大连农产品期货市场对“三农”的影响分析

..... (178)



大连商品交易所成立于1993年，与国际上成熟市场的期货交易所相比，是年轻的交易所，无论是从市场容量看，还是从对经济的影响力看，都存在较大的差距，但经过近年来快速发展，大连商品交易所已初步发展成为全国最大的农产品期货交易所。在大连商品交易所上市的玉米、大豆期货已成为与国际市场密切联结、相互影响的重要品种，为市场功能的充分发挥奠定了坚实基础。

完善稻谷市场体系 发展粳谷期货市场

——开发粳谷期货的意义及条件分析 …… (190)

作为稻谷家族的主力品种，粳谷已占稻谷产销量的40%以上，主要用于口粮消费，其价格变动对人们生活和经济运行具有较大影响。粳谷是我国具有国际竞争力的优势粮食品种，代表着我国稻米市场的发展方向。按照国务院关于推动资本市场改革发展的有关政策要求，适时开展粳谷期货交易，对于我国稻谷产业发展、深化粮食流通体制改革、完善农产品期货市场体系等具有重要意义。

增强石油定价话语权 发展中国石油期货市场

——上市石油期货对我国经济发展的影响分析 … (195)

近年来，随着我国经济对外开放的不断提高和与国际经济联系日益密切，我国也将不断受到国际原油市场价格波动的冲击，不断承受国际商品价格风险的影响。同时，少数国际机构可能操纵石油等重要能源和基础原材料价格，使原油价格严重超出经济运行的实际水平，加大了我国经济增长的成本。我国应发展

石油期货市场，使本国石油供求信息在国际石油价格形成中得到充分反映，促进战略资源向我国集中，使国内企业获得“主场”之利和公平的贸易地位，切实保障我国的石油安全。

中美两国农产品期货市场比较分析 (200)

期货市场是市场经济体系的重要组成部分，具有发现价格、转移风险等重要功能。充分发挥农产品期货市场的功能，对推动农业发展、促进农民增收具有重要意义。长期以来，作为以农产品为主的期货交易所，美国芝加哥期货交易所以及我国大连商品交易所和郑州商品交易所坚持以推动农业发展、保护农民利益为出发点，取得了积极的成效。

“海绵效应”

——美国房地产周期与金融危机反思^①

美国总统奥巴马于2010年7月21日签署的《多德—弗兰克华尔街金融改革与消费者保护法案》（简称《多—弗法案》），是美国试图结束金融危机的重要标志。该法案也是继1929年大危机后颁布《格拉斯—斯蒂格尔商业银行法》以来，对美国金融改革影响最深远的一部法案。尽管这次危机不可能停止美国发展的步伐，但在一定程度上会改变美国金融发展的方向和世界的未来格局。这次危机以及泰国危机、日本危机等，都源自房地产业的周期性调整。那么，房地产如何引发金融危机？在什么条件下会引发金融危机？

我们认为，这主要是基于房地产业的金融性质。房地产作为大型资产，其价格的周期性波动易于引发巨额金融资源的流动，即：当房价持续上涨时，大量信贷资金通过房屋贷款进入房地产需求领域；当房价持续下跌时，购房人还款违约增加，容易造成银行呆账、坏账或者证券化产品投资者的损失，特别是在金融制度安排不当的情况下，会造成金融秩序混乱、金融机构破产、社会消费水平下降及经济衰退。

^① 本文完成时间为2010年9月13日，刊登在上海期货交易所主办的《期货与金融衍生品》2011年1月总第57期。

在这里，我们将房地产业周期波动带来的巨大资金吞吐现象或者房地产业的金融本质，称为“海绵效应”。但我们也知道，房地产价格周期波动并不必然引发金融危机，较高的首付款比率、良好的金融监管和必要的周期调控措施，都可有效避免危机的发生。美国危机对我国的重要启示是：良好的监管可以避免未来危机的发生，我国需加快金融发展，加强金融监管，保持经济繁荣。



危机的起源：房地产业的周期性调整

（一）历史上最长的房地产周期：房价指数长期持续上涨

20 世纪 70 年代中期至此次金融危机爆发，期间尽管发生过储贷危机，但全美住房价格指数一直呈现长期上涨态势，且持续时间之长、上涨幅度之大是美国历史上罕见的。以 1991 年第 1 季度为基数 100%，到 2007 年第 2 季度，美国房价指数涨幅达到 224%（2010 年第 1 季度调整至 193%，见图 1）。2005 ~ 2007 年，美国住宅价格相对于历史通货膨胀水平、重置成本、租金以及消费者收入，大约达到其应有价值的 2 倍以上。

（二）基于人口规律的房地产周期

这次美国房地产价格之所以经历了长期上涨过程，主要是基于美国的人口增长，特别是第二次世界大战后“婴儿潮”成员长大，成为美国房地产消费的主力，形成长期、持续、规模巨大的房地产需求。人口增长要成为房地产价格

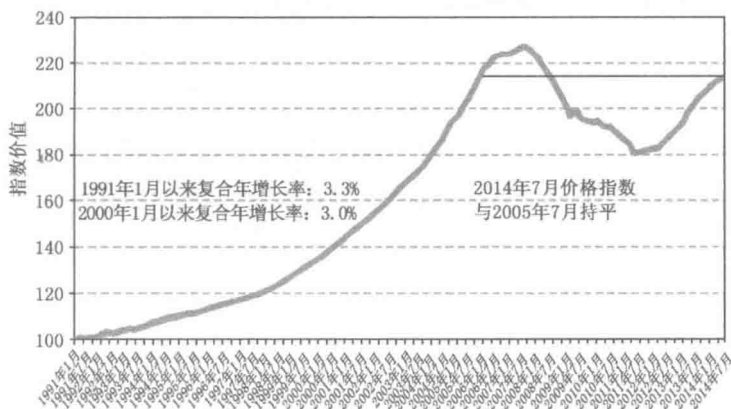


图1 1991年1月~2014年7月美国每月房屋价格指数

注: 季节因素调整后的指数。

资料来源: 美国住房金融管理局网站, www.fhfa.gov (FHFA, The Federal Housing Finance Agency)。

周期波动的主要因素, 必须具有相应的条件, 包括经济持续发展、人均收入增长、房屋产能较高及房地产市场制度相对完善等, 而这些条件在美国都是具备的。

统计表明, 美国人一生中大致经历四次购房高潮。第一次是购买起点住宅, 平均年龄 31 岁; 第二次购置改善型住宅, 换购更好、更大的住房, 平均年龄 42 岁; 第三次购置度假房产, 平均年龄 48 岁; 第四次购置退休住房, 平均年龄 58 岁。在这四次购房高潮中, 第二次置业支出最大, 对房地产周期最具决定性影响。

美国“婴儿潮”成员出生于 1946 ~ 1964 年, 是美国历史上人数最多的一代人, 出生率比正常年份平均高约 40% ~ 50%, 总计约 7 800 万人, 占目前美国成年人口的 35%, 占劳动人口的 41% (见图 2)。“婴儿潮”成员在 1976 ~ 1990 年结婚买房, 出现第一次置业高峰; 1993 ~ 2006 年进入第二次置业高峰。根据美国住房经纪人协会 (NAR) 调查统计, “婴儿潮”成员中 97% 的家庭拥有住宅, 47% 的家庭还拥有主要住宅以外的土地、出租房、商业地产等不动产, 远



超过 2007 年美国 68% 的平均房屋自有率。



图 2 美国新出生人口增长情况表

(经过移民调整后的出生人数)

资料来源：[美] 哈瑞·丹特创办的《丹特研究》（Dent Research），2009 年，www.dentresearch.com。

“婴儿潮”成员的两次置业高峰，成为推动房价 1976 ~ 2007 年长达 31 年持续上涨的主要原因。在危机前的 2007 年，“婴儿潮”成员第二次置业高峰结束，成为房地产价格下调的主要原因。由此可见，即使不发生危机，房地产价格仍会下调，美国经济也会相应调整。但可以肯定的是，如果没有危机的发生，美国经济调整绝不会对世界经济产生如此巨大的影响。

（三）房地产业的金融性质：“海绵效应”与金融危机

这次美国房地产业的长周期，加大了财富效应的影响力。房地产是大型资产，不管是作为消费品还是投资品，购房者往往涉及抵押贷款，形成全社会金融资产的重要投放标的。房地产价格的周期波动，易于引发金融资产的大规模流动和金融问题。