

《资本市场评论》精粹

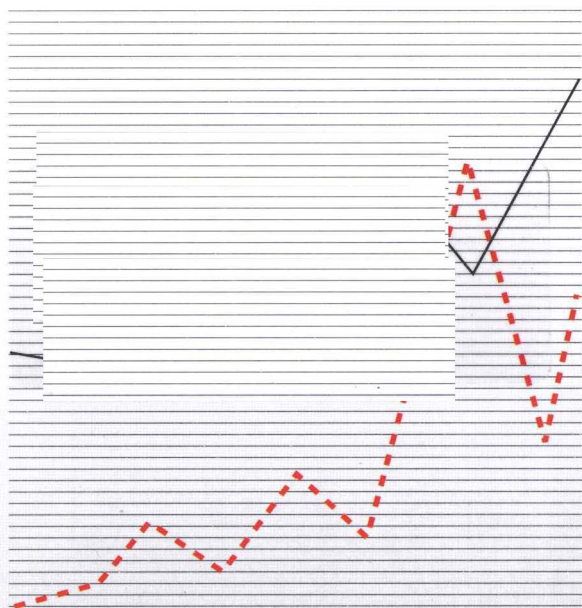
现代金融

理论探索与中国实践

(第十辑)

主 编 吴晓求

副主编 赵锡军 瞿 强 李永森



中国人民大学出版社

《资本市场评论》 精粹

现代金融

理论探索与中国实践

(第十辑)

中国人民大学出版社
· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

现代金融：理论探索与中国实践 (第十辑)/吴晓求主编.

北京：中国人民大学出版社，2010

(《资本市场评论》精粹)

ISBN 978-7-300-12484-1

I. ①现…

II. ①吴…

III. ①资本市场-中国-文集

IV. ①F832.5-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 139378 号

《资本市场评论》精粹

现代金融：理论探索与中国实践 (第十辑)

主 编 吴晓求

副主编 赵锡军 瞿 强 李永森

Xiandai Jinrong: Lilun Tansuo yu Zhongguo Shijian

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号 邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室) 010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部) 010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司) 010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京宏伟双华印刷有限公司

规 格 148 mm×210 mm 32 开本 版 次 2010 年 12 月第 1 版

印 张 16.25 插页 1 印 次 2010 年 12 月第 1 次印刷

字 数 400 000 定 价 48.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

总 序^①

在最近 50 年，特别是近 20 年来，由于经济增长方式和经济运行的基础平台发生了或正在发生根本性调整，金融活动以及对这种实践活动进行抽象概括的金融理论，也在发生深刻的变革。其变革如此迅速、如此深刻，是前所未有的，甚至让人有点始料不及。这里，我仅对金融理论的未来发展趋势谈几个观点。

一、从金融发展的趋势来看金融理论的发展

任何一种理论的发展都离不开实践，背离了、落后了实践的理论，其价值会受到怀疑。自 19 世纪中叶以来，经济学得以发展，货币理论构成了经济学理论的最基础部分。在经济学 100 多年的发展中，金融学理论的发展起了重要的推动作用，金融

① 本文是吴晓求教授 2001 年 8 月 17 日在西宁举行的由中国人民大学、复旦大学、厦门大学和中央财经大学联合主办的“21 世纪中国金融学科发展战略研讨会”上的发言摘要，原题目为“关于金融理论的未来发展趋势”。值“《资本市场评论》精粹丛书”出版之际，经吴晓求教授同意，我们将这个发言摘要作为“《资本市场评论》精粹丛书”的总序。

学理论的发展作为非常重要的主线贯穿于经济学发展的全过程。无论是凯恩斯之后的现代经济学，还是凯恩斯之前的古典经济学，金融理论都是其中的核心内容。人们对货币需求动机的研究和货币需求函数的研究一直推动着经济学的发展。到了 20 世纪 50 年代，金融理论从宏观的抽象理论描述转向了一个市场化的研究，金融学的研究逐步技术化、实证化和微观化，其成果逐渐成为现代经济学主流学派的主要内容。这些内容包括资产组合理论、衍生产品的定价理论以及风险管理技术等，它们被称为金融工程学。金融工程学的核心部分构成了现代经济学的最主要的内容。100 多年来，从经济学的发展历史来看，如果没有金融学理论的推动，那么经济学只能成为一个逻辑的外壳。如果我们不加深对金融学的了解，那么我们对经济学的了解将是不全面的，至少无法掌握其精髓部分。经济学研究不能永久地停留在所有制、产权的研究领域，虽然这也是非常重要的，但经济学的核心命题是资源配置问题，经济学的研究不能偏离这个核心。现在资源配置越来越金融化，常常通过金融的手段和工具来完成，因而现代金融理论在整个经济理论体系中处于核心的地位，也就成为一种必然。从这个意义上讲，有的学者认为经济学慢慢演化成金融学，是有一定道理的。我的意思是，金融学科非常重要，是经济学的核心和灵魂，但要注意它越来越技术化的趋势。

二、关于金融活动的发展方向

对这个问题的理解和分析对于把握金融理论的发展趋势、进行金融学科的建设具有指导意义。过去 20 年，金融发生了巨大的变化，甚至是根本性的、革命性的变化，所谓的金融“大

爆炸”意味着金融正从传统方式、架构、工具走向现代化，只不过这种变化在中国稍稍滞后一些。也许在成熟的市场经济国家，一二十年之前已发生的变化，在中国的今天才刚刚出现。如果不理解这些变化，就很难理解金融学以及货币银行学在最近20年来在成熟市场经济国家的高校内为何发生如此大的变化，原因就是金融本身发生了根本性变化。这个变化最重要的表现在以下两个方面。

(1) 金融活动越来越市场化。这是不可阻挡的趋势。金融活动，包括长期融资活动和整个社会经济运行中资产形态的选择和变化以及融资方式或资产结构的变化，都越来越市场化，资产流动性越来越强、越来越明显。

(2) 资产越来越证券化。人们的投资越来越偏好流动性，而资产的收益性退到了第二位。流动性和安全性有一种辩证的关系。资产证券化的形式适应了这样一种投资偏好。这种变化预示着金融的内部结构将发生重大变化。

我认为，金融体系正是因为这样一种趋势才发生了根本性变化。这一变化的根本性标志就是金融体系运行的平台、核心正在发生转换。我确信这一点。如果这种理论上的结论，从逻辑上可以证明，那么在未来就会成为现实，怕就怕理论本身没有逻辑。没有逻辑的理论是主观上的东西，理论本身有逻辑迟早会成为现实，成为一种基本的趋势，成为历史。这就是逻辑与历史的统一。金融内部的结构、轴心、核心、平台正在发生转换。货币市场很重要，但不是最重要的，它只是提供了一种流动性，是一个滑轮，而最重要的是资本市场。在现代经济活动中，资本市场是发动机，货币市场是调节器。货币市场不构成新的经济运行平台。在过去相当长的时间里，商业银行的传统业务是整个金融体系乃至整个社会经济运行的基础平台，所有的经济活动都要和它相对接，它的规则成为社会的通用规则。今天，这种情况正在发生变化。这可能不是商业银行本身出现

了问题，而是商业银行的传统业务本身在现在已经越来越不适应人们多样化的金融需求。资本市场正在成为新经济时代运行的新平台，因为它更适应现代社会对金融提出的要求。

2001年7月，中国人民银行颁布了《商业银行中间业务暂行办法》。这个办法对中国金融体制改革具有实质性意义。对商业银行来说，这个办法比以往所有的改革都重要。无论是主动的还是被动的，中国人民银行都意识到传统商业银行的运行方式、业务结构和利润来源要发生变化，要和资本市场对接。《商业银行中间业务暂行办法》规定的中间业务基本上都是资本市场的边缘性业务，有的是资本市场的核心业务。如果按此办法来做，中国金融架构将发生根本性变化，这对于我国金融体系的调整与变革是一个明确的信号。在目前的金融环境和竞争格局下，如果商业银行不进行业务创新，将会被淘汰，即使像恐龙一样庞大，不适应这个环境的变化，也一样会被淘汰。蜻蜓虽小，但它不断地适应环境的变化，从远古时期一直生存到现在。这种情况在保险业表现得十分明显。过去几年保险业的资产结构中，80%以上是银行产品，保险公司的“仓库”中储存的是银行“产品”。银行产品本身没有竞争力，所以中国的保险业也就没有竞争力。当然经过改革，今天的保险业已不是这样了，它开始创造很多产品，包括投资连结保险，虽然这是不是一种险种值得商榷，但这个产品的创新者看到了资本市场产品的微妙之处。银行和保险业务的这种变化，表现了金融体系运行核心或平台的变化。平台正在发生变革，这是一个趋势。尤其是我国加入WTO后，我们的经济体系要融入整个世界的经济体系之中，这一表现会更加明显，更加强烈。我们可以看到，经济资源越来越金融化（以前的经济资源在很大程度上是物质化的），经济体系的资源配置是通过金融体系来完成的，而金融体系配置资源又主要是通过金融市场的运动来实现的。从资源配置的角度来看，社会经济运行平台的变化趋势十分明显。

三、金融学一方面可能越来越技术化，另一方面一些重要的基础理论问题又需要重新加以研究

黄达教授曾指出，现代金融（包括商业银行）应充分看到市场化所带来的挑战，如果不研究、不适应、不调整它，肯定会走向衰落。我们一方面要看到金融越来越技术化，另一方面，由于金融的内部结构正在发生重要变化，许多重要的基本理论问题似乎要重新研究了。现代科学技术的进步，特别是在金融上的运用，使金融的基本理论受到了挑战，许多最基本的问题也要重新研究了。比如说，什么是货币？二三十年后，什么是货币？谁来发行货币？可能和今天的答案就不一样。今天的理论肯定会受到挑战。又比如说，货币的层次性如何划分？划分标准也会受到挑战。货币政策的目标究竟是什么？什么是币值稳定？货币值的“值”是指什么？是指普通物价意义上的，还是涵盖所有的价格的“值”？这些问题都会受到挑战。随着金融技术的应用和市场的高度成熟，这些问题会发生根本性变化。金融的基础理论问题似乎越来越需要重新思考。

在我看来，一方面，金融的宏观问题或宏观金融问题越来越复杂。例如，金融资产的快速发展超过了实体经济的快速发展，是不是泡沫？如果是泡沫，就要消除这种泡沫。这种消除是否适应了现代经济的发展趋势，是否适应了现代金融发展的规律？我们应如何看待金融资产快速增长的这种趋势？因为越来越多的迹象表明，金融资产的增长速度大大超过了GDP的增长速度，这是一个基本的趋势，也是一个价值判断。一旦失误，整个政策就会失误，就会延缓甚至阻滞金融的变革。总之，金融不仅仅是技术化的趋势，而且有很重要的理论需要重新思考和研究。另一方面，对金融越来越微观化的趋势，我们应给予足够的关注。企业越来越追求资产最优的组合，它们既要考

虑风险的规避，又要追求一定的收益，还要追求它的流动性。人们对金融的需求越来越多样化。它要求完成融资活动，完成资产组合的过程，完成流动性储备的要求。金融的需求越来越综合，这是一个微观化的东西。金融显而易见要解决人们的这种需求，无论有什么样的金融需求，金融业都必须满足。为什么风险投资在美国 20 世纪 80 年代会大量出现，在中国的 20 世纪 90 年代末也开始出现？这就是因为传统金融架构或金融产品满足不了目前的这种金融需求，所以市场创造了这种新的金融制度。随着市场规模的扩大，特别是证券投资基金规模的扩大，风险管理技术发展很快。金融产品已不再以单个产品出现，而必须以组合的方式出现。只有这样，它才能解决风险、套利、流动性等金融需求的组合问题。因此，金融工程的出现与蓬勃发展是必然的。

总而言之，随着市场化的推进、信息技术的进步和在金融领域的广泛应用，一方面金融学的传统基础理论可能面临着深刻的挑战甚至动摇，从而需要深入地研究；另一方面，金融学又呈现出微观化、实用化、技术化的趋势。这两方面的变化都要准确地把握，两者不可偏废。这是我对金融学未来发展的一些思考。

吴晓求

作者简介

(以论文在本书的出现顺序为序)

- 吴晓求 经济学博士，教育部长江学者特聘教授，中国人民大学校长助理，金融与证券研究所所长，博士生导师
- 李永森 中国青年政治学院经济系教授，中国人民大学金融与证券研究所研究员，《资本市场评论》执行主编
- 乔家立 中国青年政治学院经济系硕士研究生
- 许 荣 经济学博士，中国人民大学财政金融学院副教授、中国人民大学金融与证券研究所研究员
- 王文军 中国人民大学汉青经济与金融高级研究院硕士研究生
- 何晓军 经济学博士，中国人民大学财政金融学院
- 田 力 中国人民大学财政金融学院硕士研究生
- 赵锡军 经济学博士，中国人民大学财政金融学院教授、博士生导师，中国人民大学财政金融学院副院长、金融与证券研究所副所长
- 宋晓玲 中国人民大学财政金融学院博士研究生，高级经济师
- 郭 伟 中国人民大学财政金融学院博士研究生
- 瞿 强 经济学博士，中国人民大学财政金融学院教授、博士生导师，中国人民大学金融与证券研究所副所长
- 施 炜 中国人民大学金融与证券研究所首席咨询师
- 李凤云 经济学博士，中国人民大学财政金融学院副教授，中

- 中国人民大学金融与证券研究所研究员
- 胡 松 经济学博士，华融证券股份有限公司综合管理部总经理助理
- 王 巍 经济学博士，清华大学公共管理学院博士后
- 陈启清 经济学博士，中共中央党校经济学部副教授，中国人民大学金融与证券研究所研究员
- 陆 超 中国人民大学财政金融学院博士后
- 杜 斌 中国人民大学财政金融学院博士研究生
- 应惟伟 经济学博士，北京外国语大学国际商学院副教授，中国人民大学金融与证券研究所研究员
- 何冰冰 北京外国语大学国际商学院硕士研究生
- 李佳佳 北京外国语大学国际商学院硕士研究生
- 朱太辉 中国人民大学财政金融学院博士研究生
- 任海玲 中国青年政治学院经济系硕士研究生
- 李 雯 经济学博士，中国人民大学财政金融学院副教授，中国人民大学金融与证券研究所研究员
- 李向科 经济学博士，中国人民大学财政金融学院副教授，中国人民大学金融与证券研究所研究员
- 应展宇 经济学博士，中央财经大学副教授，中国人民大学金融与证券研究所研究员
- 陶长高 经济学博士，中国光大银行战略管理部
- 毛前友 中国人民大学财政金融学院
- 陈东阳 经济学博士，中国人民大学财政金融学院教授
- 代 兴 中国人民大学财政金融学院
- 黄春妍 德国亚琛工业大学博士后
- 魏 巍 中央财经大学 2006 级学生

目 录



上篇 理论、政策、借鉴

关于金融危机的十个问题 3

吴晓求

美元贬值新论 24

李永森 乔家立

银行效率理论研究的新进展 39

许 荣

应对金融危机的美联储货币政策创新研究 51

许 荣 王文军

中国银行业“引进来”和“走出去”战略
与开放度分析 67

何晓军

牙买加体系非均衡的制度分析 86

田 力

Capital Market Review

全球金融危机中的人民币国际化：机遇与挑战 108

赵锡军 宋晓玲

货币政策目标：是单一目标还是均衡目标？ 122

郭伟 瞿强

全球金融变革与中国金融崛起 140

施炜 李凤云 胡松 王巍 陈启清
陆超 杜斌

全球货币体系与金融结构的变革 177

应惟伟 何冰冰 李佳佳

金融危机以来的全球经济政策调整及经济格局变化 198

瞿强 朱太辉 田力

关于完善我国贸易摩擦预警机制的建议 254

任海玲

下篇

市场、机构、工具

2008—2009 年中国证券市场总体分析报告 277

李雯 李永森

2008 年沪深股票市场技术分析报告 321

李向科

全球化进程中的金融发展：次贷危机会
引发金融发展的再次“大逆转”吗？ 332

应展宇

商业银行资本约束与资产价格波动 363

郭伟

从次贷危机爆发看美国的金融监管 380

陶长高

中国股票市场的非对称波动——一个新的
分析框架 391

毛前友

股票市场价位与波动性关系的实证研究 412

陈东阳

中国证券公司组织模式变迁的理性思考 433

应展宇

GARCH 模型在上证指数 VaR 分析中的应
用研究 449

代兴

Capital Market Review

中美金融市场结构：比较金融视角的一个考察

464

应展宇

因子分析法下中国国有商业银行的业绩测度：2004—2008 年

489

应展宇 黄春妍 魏巍

Capital Market Review

上 篇

理论、政策、借鉴

