



研究生系列教材

JINRONG LILUN JIAOCHENG

金融理论教程



■ 欧阳勇 陈素 葛俊龙 主编



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press



研究生系列教材

JINRONG LILUN JIAOCHENG

金融理论教程

■ 欧阳勇 陈素 葛俊龙 主编



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press

图书在版编目(CIP)数据

金融理论教程 / 欧阳勇, 陈素, 葛俊龙主编. — 成都: 西南财经大学出版社, 2006.1

ISBN 7-81088-394-1

I. 金... II. ①欧...②陈...③葛... III. 金融学—研究生—教材
IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 129899 号

金融理论教程

欧阳勇 陈素 葛俊龙主编

责任印制: 杨斌

责任编辑: 张娴竹

封面设计: 何东琳设计工作室

出版发行:	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址:	http://press.swufe.edu.cn
电子邮件:	xcpress@mail.sc.cninfo.net
邮政编码:	610074
电 话:	028-87353785 87352368
印 刷:	四川机投印务有限公司
成品尺寸:	170mm×240mm
印 张:	19.75
字 数:	330 千字
版 次:	2006 年 1 月第 1 版
印 次:	2006 年 1 月第 1 次印刷
印 数:	1—2000 册
书 号:	ISBN 7-81088-394-1/F·352
定 价:	32.00 元

1. 版权所有, 翻印必究。

2. 如有印刷、装订等差错, 可向本社发行部调换。

前 言

《金融理论教程》是为研究生“金融理论与实务”课程编写的一本教材，是在原教材《中国金融理论发展研究》的基础上修订而成的。

“金融理论与实务”课程是为让研究生系统掌握金融理论知识，并把握理论与实践之间的互动联系而设立的。但是，由于金融实践，特别是中国的金融改革实践一直处于不断的变化和发展之中，这种发展和变化很难及时准确地反映在教材之中。鉴于此，为了保证教材具有一定的稳定性，我们在本教材的修订中，删除了原教材中有关中国金融实际的内容，而对理论部分进行了一些增补，增加了有关金融市场、金融发展、金融创新的内容，这样更有利于理论教学的系统性。而在金融实践方面，教师可以根据理论教学的需要结合最新动态来把握。

参加本书编写的人员有：欧阳勇、葛俊龙、陈跃军、刘安祺、孙建东（第一章至第六章）；陈素、刘正、邹扬、王占峰（第七章至第十二章）；魏巍、范智霆、林华（第十三章至第十五章）。全书由欧阳勇、陈素、葛俊龙总纂。

在研究生教材建设方面，本书仍然是一种尝试，因此肯定存在一些不成熟、不完善之处，加上编纂人员水平所限，书中错误难免，希望专家和读者不吝指正。

编 者

2005年10月于光华园

目 录

上篇 货币与货币理论

第一章 货币与资源配置	(3)
第一节 资源配置的必要性	(3)
第二节 资源配置的基本类型	(5)
第三节 货币与效率的关系	(9)
第二章 货币需求量	(13)
第一节 概念的界定：货币需求	(13)
第二节 公众意愿持有的实际货币量	(17)
第三节 “适度货币需求量=效率”	(19)
第三章 货币需求理论概述	(22)
第一节 西方货币需求理论的演进	(22)
第二节 西方主要的货币需求理论	(23)
第四章 货币量与价格的关系	(41)
第一节 简单的价格水平决定	(41)
第二节 现金余额说用货币的供给—需求总量来说明价格水平 的决定	(43)
第三节 凯恩斯的价格决定论	(44)
第四节 弗里德曼现代货币数量论关于价格水平决定的论述	(46)
第五章 货币供给理论	(49)
第一节 关于货币定义之争	(49)
第二节 货币供给机制之争	(54)

第三节 对货币供给理论的评价	(60)
----------------------	------

第六章 货币政策和宏观调空	(63)
---------------------	------

第一节 货币政策作用于经济的传统理念	(63)
--------------------------	------

第二节 货币政策作用于经济的当代观点	(68)
--------------------------	------

中篇 金融市场理论

第七章 金融投资理论概述	(75)
--------------------	------

第八章 证券组合理论	(81)
------------------	------

第一节 证券的风险和收益	(82)
--------------------	------

第二节 有效集	(88)
---------------	------

第三节 最优证券组合	(95)
------------------	------

第九章 资本资产定价模型	(100)
--------------------	-------

第一节 无风险借贷的引入	(100)
--------------------	-------

第二节 资本市场线	(103)
-----------------	-------

第三节 证券市场线	(108)
-----------------	-------

第四节 对 CAPM 模型的评价	(116)
------------------------	-------

第十章 套利定价模型	(120)
------------------	-------

第一节 因素模型	(121)
----------------	-------

第二节 套利定价模型	(126)
------------------	-------

第三节 对 ATP 模型的评价	(131)
-----------------------	-------

第十一章 有效市场假说	(133)
-------------------	-------

第一节 有效市场假说概述	(133)
--------------------	-------

第二节 有效市场假说的争论	(140)
---------------------	-------

第三节 有效市场假说的应用	(147)
---------------------	-------

第十二章 行为金融学	(152)
------------------	-------

第一节 行为金融学的产生和发展	(152)
-----------------------	-------

第二节 行为金融学的理论基础	(155)
----------------------	-------

第三节	行为金融理论模型	(165)
第四节	行为金融学对异象的解释	(168)
第五节	基于行为金融学的交易策略	(172)

下篇 金融创新与金融发展

第十三章	金融创新理论	(177)
第一节	金融创新概述	(178)
第二节	金融创新的基本理论	(190)
第三节	金融创新的效应分析	(203)
第十四章	金融创新的分类	(219)
第一节	金融制度创新	(219)
第二节	金融机构创新	(226)
第三节	金融市场创新	(238)
第四节	金融业务创新	(242)
第五节	金融工具创新	(260)
第十五章	金融发展理论	(269)
第一节	金融发展理论概述	(269)
第二节	金融发展理论的形成及初步发展	(274)
第三节	金融发展理论的新演进	(290)
参考文献		(307)

上篇 货币与货币理论

第一章

货币与资源配置

现代社会，每个人每天都在与货币打交道：消费者用货币来购买所需的商品和服务；生产者用货币来购买原材料，进行生产，并换回货币。人们面对着形形色色的货币：现金、存款，甚至收藏者还拥有古代的货币和其他国家的货币。每个人都知道货币的好处，“没有钱是万万不能的”，极端者甚至认为“金钱万能”，产生狂热的拜金主义。货币是如此的司空见惯，并具有很大的吸引力，以至于人们都忘了反问一下：我们为什么需要货币？或者从更深的层次：整个社会为什么需要货币？货币本身并不能直接增加社会的总效用，但为什么社会还是需要货币，并且几乎所有的国家都由政府垄断货币发行权，以此作为国家主权的象征之一和国家安全的重要组成部分。问题的答案在于货币在资源配置过程中所起的重要作用，进而对社会经济的发展所产生的巨大推动力。

第一节 资源配置的必要性

从经济发展的意义上说，所谓资源是指对产业创造具备有效增长功能的各种投入的集合。但这些投入必须为创造产业的投资者通过一定的方式所能选择（它包括自然资源、劳动力等）。如阳光和空气是有用的，但由于其应用不受创造产出的投资者控制，从而不能称为资源；又如一国经济体制可为经济发展提供必要的环境和条件，体制完善与否对经济的发展有迥然不同的作用，但投资者并不能自主选择体制，因而体制不是资源，仅是作为影响资源配置效果的外部因素。因而在现代西方经济学中，资源又被称为生产要素。它主要包括以下三类：

- (1) 自然资源，如土地、森林、矿藏、河流等；
- (2) 人力资源，也称之为劳动；
- (3) 资本财货，如机器、厂房设备等。

为什么要进行资源配置？这是缘于资源的内在特性及资源的使用特

性。现代西方经济学认为，上述绝大部分社会经济资源都具有稀缺性的特点。稀缺性与人的需要紧密联系。需要又称为欲，是人们行为的初始动因。从经济的角度看，人的一生，可以概括为“需要——追求需要的满足——满足产生新的需要……”这样一个螺旋形循环的过程。广言之，需要除了我们日常所说的吃、穿、住、行等基本生活需要外，还包括更为广泛的内容。需要的每一个层次被满足后，又会产出新的需要，需要和满足的关系，类似于船和水的关系，需要是船，满足是水，水涨船高，也就是说，需要是不可能完全得到满足的，需要具有无限性。与需要的无限性相对应，用以满足需要的手段——社会经济资源都是有限的。资源的有限性是人所共知的事实。我们都曾亲身体会到，没有足够的时间以供自由支配，没有足够金钱去购买我们想要的东西，矿产总有总量的限制等。资源的有限性对个人如此，对社会也如此，贫穷的国家如此，发达的国家也如此，资源的有限性这种内在特性与无法满足的需要相结合就形成了资源的稀缺性，它是相对于需求无限性的资源有限性。

资源除了具有有限性的特点之外，其使用的特性在于其多用途的特点，即同种资源可以派不同的用场，用不同的资源又可以生产相同的物品，占有或使用同一资源的不同社会成员能为社会提供的效率不同。因此，我们就必须而且不断地作出各种各样的选择，以便利用稀缺的社会资源尽可能满足多方面的需要。例如：对有限的资源，必须决定如何使用，对于社会而言，生产资源是有限的，必须决定多少用于生产粮食和材料，多少用于生产飞机和大炮。概言之，每一个家庭，每一个企业，每一个国家都时时刻刻面临这样的问题，对这些问题作出权衡和决策的过程就是资源配置。

资源配置作为经济发展的基本条件和表现形式，是指为最大限度减少宏观经济浪费和实现现实社会福利最大化而对现代技术成果与各种投入要素进行的有机组合。经济学家普遍认为资源配置属于微观经济范围，但对于市场机制尚不完善的发展中国家来说，由于并不存在经济运行中的“一般均衡”条件，因而资源配置也是重要的宏观经济问题。即资源的优化配置是在个别利润与平均利润之间的差别中，通过投入方向上的不断变化，保持微观经济的竞争优势和实现宏观经济效率的最大化。

第二节 资源配置的基本类型

实现资源的优化配置,需要构造一种优化资源配置的机制。在资源配置机制形成过程中,曾出现了一定的分歧,并且这种分歧在当前一定范围内仍广泛存在。自古典经济学开始,对资源的配置历来存在两种倾向。一种倾向是认为市场机制能够在社会资源一定的条件下完善地、合理地配置各种资源。另一种倾向是认为市场机制在资源配置的过程和效果上有相当大的局限性,或者造成资源失当;或者在配置中与收入分配不能取得协调,即使资源得到充分利用,实现财富增长,却最终以社会公平的牺牲为代价。因而要由计划机制替代市场机制。

以政府行政命令来配置资源的计划机制的基本特征是:经济决策权高度集中于最高行政当局,并由此衍生出庞大的、多层次的行政组织体系,经济信息纵向传输,存在一个多环节的信息传输渠道;以行政奖罚和精神作为主要的动力机制。这种机制有利于集中资源实现某些既定的和较为简单明确的经济政治目标,但由于存在不可克服的利益矛盾和信息矛盾,所以必须以牺牲经济效率和消费者选择自由为代价。

以计划机制配置资源是马克思所设想的社会主义经济中的资源配置方式。这一思想是从与资本经济的对比中产生的。马克思指出,在货币经济社会中,社会劳动资源可以用于各个特定生产领域的数量,由价值规律决定。但同时又强调价值规律这个盲目的自然规律会导致资本主义生产的无政府状态和反复出现严重经济危机。因此,他设想在商品生产和货币经济已经消灭的社会主义条件下,要由计划来直接配置资源以代替市场的价格机制,消除商品生产和市场竞争条件下的无政府状态,实现国民经济无危机的按比例发展。

这种资源配置机制的提出,以排斥商品经济关系和货币关系为前提,其配置的过程是低效率的,并且它所支付的成本也是昂贵的。

与此相比较,以市场来配置资源的市场机制的主要特征是:经济决策权高度分散于为数众多的不同类型的经济主体手中;经济信息横向传输;以经济行为主体的自身的利益追求为主要机制。在市场经济中,生产什么、如何生产及为谁生产等基本经济问题主要是通过竞争的价格机制这只“看不见的手”来解决的。

对当代资源市场配置理论产生最深影响者,当推亚当·斯密及其市场

这只“看不见的手”引导商品生产者为了自身的利益以满足社会需要的论述：“由于每个人都努力把他的资本尽可能用来支付国内产业，都努力管理国内产业，使其生产物的价值能达到最大限度，他就必须竭力使社会的年收入尽量地增大起来。确实，他通常既不打算促进公共的利益，也不知道他自己在什么程度上促进那种利益……在这种场合，像在其他许多场合一样，他受着一只看不见的手的指导，去尽力达到一个并非他自己所能支配的境界，从而为资本找到最有利的选择，即他对自身利益的追求自然的或者毋宁说必将会引导他做出最有利于社会的选择”。

新古典经济学家们通过数理分析证明：在完全竞争的条件下，由市场供求形成的均衡价格，能够引导社会资源进行有效配置，使任何两种产品对于任何一个消费者的“边际替代率”相等，任何两种生产要素对任何一个生产者的“边际转换率”与“边际替代率”相等，这种由市场力量所导致的帕累托最优经济格局，实现了资源的最优配置。

这种资源配置机制的提出，以货币的使用作为通过市场对资源合理配置的必要条件，而货币作为一般购买力又是通过价格机制来引导资源的分配的，与此同时，价格机制的运用又从另一侧面实质给出这一机制以承认商品经济关系存在为前提。从机制发生为前提来看，计划机制配置资源与市场机制配置资源有完全相反的假设，从资源配置效果来看，通过市场进行资源配置，达到了帕累托最优，也就意味着效率相对于计划机制的巨大增加，从而解决了资源的合理流动问题。

从理论分析角度，从古至今，如何实现资源配置都有着两种差异颇大的倾向性。根据对既有的人类现实进行考察抽象，从实证角度看，人类社会主要经历了两种资源配置模式。

一、计划经济下的资源配置模式

在这种资源配置模型中，资源（包括自然资源、劳动、财货等）均首先经由国家集中，一切资源归于国家，然后再由国家借助于权力，通过下达计划指标，层层向下进行分配，形成一种统收统支的机制，体现出一种完全的计划经济模型方式。这种配置方式被形象地概括为“由上至下”的资源配置模型，它以国家权力为作用依据，以计划指标、行政命令为作用手段，在体现公平原则的基础上，完成一种低效率的资源配置。

这种资源配置模式在我国传统计划经济体制下表现得十分突出。当时所有企业都依据计划而产生，所有企业都依据计划取得资源。具体来

说,计划调节的对象是企业,企业本身由国家调节,其生产方向、品种、规格、数量、质量以及产值利润、劳动工资等都由国家确定,为完成企业生产所需原材料、辅助材料、人员、技术、设备、工具等由国家统一调拨。这时的企业都具有同等的生存权利,从逻辑上说,在局部生产企业产品都由计划确定的条件下,计划作用和配置消费品能够实现市场的均衡(至少应当是不存在过剩的均衡),同时交易成本应当最低,实际上却是这种配置只以公平为原则和出发点,浪费了资源。资源不能合理流动,大大损失了经济运行的效率和实质均衡,而且在这种选择下,市场的存在并没有多大意义。

除了生产领域,在消费领域,当时每个家庭的全部消费支出都受到国家计划部门的控制,从粮油到副食品,从日用品到耐用消费品,无一不采取计划配给的方式,当时家庭必须持有多种相应的计划凭证,包括粮油供应证、副食品供应证等,由于计划指标决定了购买者购买商品数量和品种,所以这种经济是强制的供给决定需求的经济,而不是自主的需求决定供给的经济,价格机制也无法发挥作用,从而市场的存在也无实质上的意义。商品经济关系是被抹杀了的。此时货币扮演的角色也并不是很积极的,或者说货币并不代表一般购买力。从现象上看,货币持有者的货币使用方向是有严格规定的,在某些情况下,即使有了货币,也不能购买自己想得到的商品,能够决定企业和家庭部门购买行为的与其说是货币资金,不如说是政府的计划额度,在这种资源配置模型下,社会淘汰的配置不是通过货币运动来实现,也没有通过市场的作用,完全由计划来引导的,实际上就是一种标准的计划经济,货币受到排斥。

前面关于计划机制配置资源的理论分析告诉我们,这种机制应该以没有了货币经济关系和商品经济关系的共产主义社会为前提,而我国的现实状况却正处于社会主义初级阶段,商品经济关系普遍存在,货币作为一般等价物也不可能被取代,所以我国在计划经济时期采用的那种资源自上而下的配置方式极大地扼杀了企业的活力,限制了消费的自由,在力求体现公平的同时,造成了整个经济的低效运行,货币也成了一种名义上的符号。

二、市场经济下的资源配置模式

在这种资源配置模式中,资源不再由国家统收统支,而是由各微观主体掌握,依据市场中产品的成本和商品的价格信息,通过价格机制的作用,自发地调节微观主体的行为,从而实现资源在各不同主体间的流

动组合,体现出一种典型的市场经济模型方式,在这种资源配置方式相应地被概括为“由下至上”的资源配置模式,它以成本、价格为依据,通过市场竞争和优胜劣汰为手段,以承认商品经济关系存在、货币存在为前提,实现一种多效率的资源配置。

这种资源配置模式在我国改革开放以后的经济发展过程中逐步得到体现。这时企业的产生除部分仍由国家控制的大国企之外,非国有经济等多种所有制的企业根据市场需要产生,其生产方向、品种、数量,规格等在所有竞争性行业企业中,基本都由企业自身决定,利润、产值等也依据市场情况具体确定,企业生产所需要材料、人员、技术等不再由计划划拨,而是企业通过市场竞争来取得,并且在取得此类资源时必须以货币作为一般媒介,用货币来购买企业所需资源,从而在这里实现了 $G-W \cdots P \cdots W' - G'$ 的惊险跳跃,货币的存在有了价值。同时,企业作为供给者(具体来看也可能是需求者)既面临同类生产者对市场的抢占,又要接受消费者的严格挑选,因此只有时刻处于进取状态,才能应付自如。企业一切行为必须根据供求关系即通过价格体现并加以规范和左右,价格机制通过信息传递和刺激两方面的功能促进了社会资源的有效配置。首先是向供给者传递信息,当货币持有人增加某种商品的购买时,会引起价格的提高,导致批发商、零售商、生产厂家由于有利可图,增加该种商品的供应,增加的该类产品产量又会引起相关产品的需求量增加,从而带动了许多行业的发展,相反则反之。其次是向需求者传递信息,当供应者由于成本提高而相应提高某种商品价格同时减少供应时,这就向需求者提供了一种减少购买的信息,否则会使其付出多支付货币的代价。价格的信息传递功能是与刺激功能相联系的,当某种商品价格提高给人们一种短缺的信息时,会同时以增加供应商的利润的方式刺激他们增加该种商品的供应,同时抑制购买者的需求。相反当某种商品价格降低传递一种过剩的信息时,就会刺激消费者增加购买,同时抑制生产者的供应,最终使整个市场趋于均衡状态。因而价格机制的作用可使社会中企业的生产达到一种有效配置。

同样,从消费角度看,由于处于市场经济条件下,货币具有普遍可接受性,所以持有了货币就意味取得了与所持货币数量相对应的获得商品或劳务的权力,这种权力在现代西方社会中被称为“消费者主权”,是一种重要的经济权利。在这种权利下,货币成为一种“选票”,即消费者也可根据自己的意愿或需求,运用所持有的货币选票通过购买自己所需要的商品或劳务,促进社会资源按自己的要求来进行合理的配置。从这

个角度来看，市场机制的引入同样有助于实现最有效的资源配置。

根据对市场机制配置资源的理论分析也可说明，在包含了商品经济关系和货币关系的市场经济中，通过资源的合理流动，资源配置可以、也必然能达到最优，即帕累托最优，而其中货币的使用是必要条件，从这个意义上说，市场经济实质上是一种货币经济，由于有了货币，才能保证资源按照市场化的要求进行分配。这也进一步说明货币在资源配置中有举足轻重的作用。

第三节 货币与效率的关系

从前面两部分的论述我们不难看出：货币存在与否、货币发挥何种性质的作用与资源配置的效率有密切的关系。当一个国家的经济生活中排斥商品货币关系时，经济运行所必须支付的成本是高昂的，资源配置是无效率的，进而整个经济运行也是无效率的，这正如我们刚才列举的我国从 1949—1978 年传统计划经济时期的种种低效率表现一样；而当一个国家重视并且不断发展扩大商品货币关系时，经济将会体现出一种有序的运行状态，资源浪费得到极为有效地遏制，资源配置及整体经济运行体现出一种高效率的状态，这又正如适才所举的我国从 1978 进行改革开放后的经济发展状况。通过对比，我们发现，社会需要货币，在于货币是一种工具，有了这一工具，社会经济发展将会更有效率，这反映了社会需要货币的根本原因，同时也是货币存在的必然所在。

货币的存在可以推进效率，这一功能的发挥体现在以下几个方面：

一、货币可提高交换的效率

货币的产生是与交换制度的发展紧密相关的，而市场经济实质就是一种交换经济。所以货币产生的最大意义是提高了市场交换的效率。

首先应当指出的是，市场经济产生的基本前提是分工。社会出现分工是由于作为经济主体的人的天然差别性。每一个人的天赋、身体素质、性格和爱好都不相同，这些不同点构成了一个人区别于他人的个性，也决定了他更适合生产或提供什么样的产品或服务。当然人们为了生存也可以做那些不适合自己的事情。社会之所以向前发展，是由于人们总是不满足现状，总希望以最小的代价获得最大的收益，于是人们在长期的生产劳动中发现，只有在利用自己特长，做自己最适当的工作，并

且用自己劳动成果向别人交换自己需要的产品和劳务时，自己的满意程度才会最大，从而整个社会的效率才会最高。这样就奠定了交换的社会基础，导致交换制度的产生。

那么交换制度与货币又是什么关系呢？从最简单的意义上讲，没有交换制度，就没有货币，因而在自给自足的自然经济中和马克思主义经典作家所说的共产主义经济中，由于不存在交换，也就不存在货币。在交换经济中，又可分为两种情况：首先是直接的物物交换（barter）。在一个简单的社会里交换还是一种偶然的、不多见的经济现象，这种交换不需要货币，可以用物物交易的形式来进行；随着交换经济的发展，加入交换的产品和人越来越多，如果继续采用物物交换制度，就会造成交易过程效率过低、成本过高。这就决定了物物交换的局限性。具体地说，要想使交换圆满实现，就必须满足两个基本条件：

第一个条件是：需求的双重巧合。也就是说，要完成一项交易，首先必须使参加交易的两种产品正好是双方互相需要的产品。比如粮食生产者出售的粮食必须是出售生产工具的人恰好所需要的，对方也应当如此。但是同时能够满足交换双方的需要的情况很少见，在大多数情况下，每一个希望能够达成交易的人都很难在市场上找到适合的交易对象，他们需要反复在市场上寻觅合适的交易对象。这一寻觅过程，会使商品交换的效率大大降低，浪费大量的人力物力。

第二个条件是：时间的双重巧合。也就是说，一个人要想卖出产品时，恰好有人在这一时刻需要这种产品。这种时间上的统一，在现实的经济生活中是非常少见的，粮食的生产者尽管需要工具，但是他不一定马上就要购买。在这种情况下，交易就不能随时进行。尤其对于一些季节性较强的生产过程来说，其产品的出售与需求之间必然存在不同步的情况。

从以上两个方面不难看出，交换从技术的角度来说要求交易双方同时达到需求和时间的巧合才能顺利完成。因此，在物物交换的制度下，交换一定是低效率、高成本的，所以物物交易只能限于在较简单的商品经济社会中进行。当经济发展到一定阶段后，消费者需求渐趋复杂，物物交易的方式便无法再满足交易双方的需要了。那么正像马克思所说的：“问题和解决问题的手段同时产生。”正是由于进行了交换了产品的日益增加，以及交换行为的日益频繁，将必然出现一种情况：交易者始终都用自己的商品与第三种商品相交换，这种商品交换次数增多到一定程度，其使用价值将为大家所共同需要，于是就产生了货币。