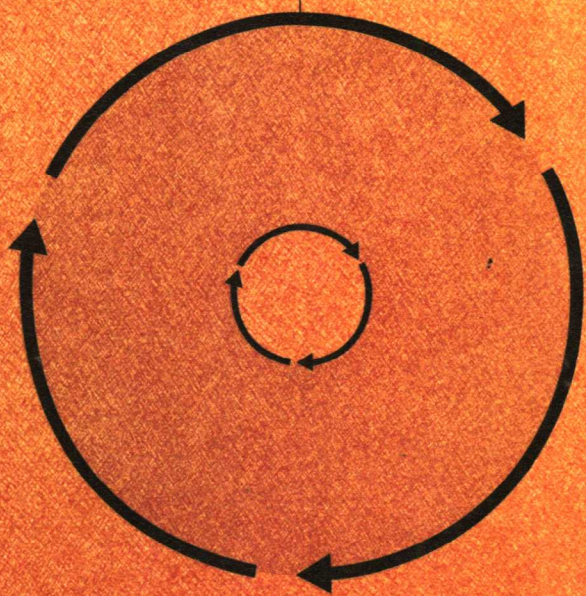


# 中国资本市场分析要义

吴晓求 著

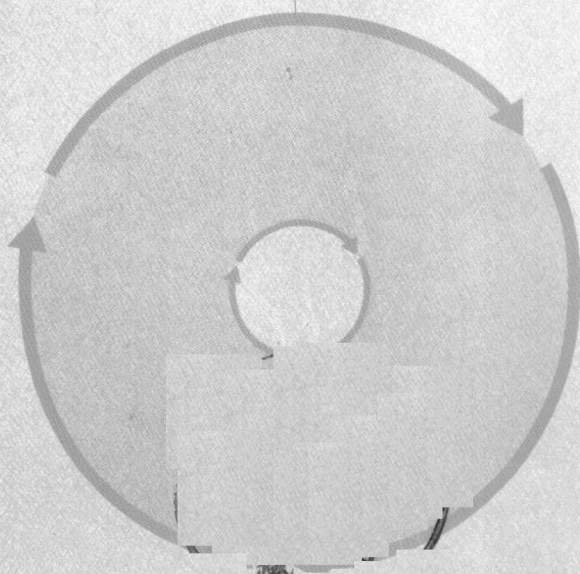


 中国人民大学出版社

F832.5  
W895-2

# 中国资本市场分析要义

吴晓求 著



 中国人民大学出版社

F832.5  
W895-2

**图书在版编目 (CIP) 数据**

中国资本市场分析要义/吴晓求著.  
北京: 中国人民大学出版社, 2006  
ISBN 7-300-07031-0

I. 中…  
II. 吴…  
III. 资本市场-研究-中国  
IV. F823.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 150945 号

**中国资本市场分析要义**

吴晓求 著

---

|      |                                                                                                                                  |                     |                   |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|-------------------|
| 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)                                                                                                               | 010-62511239 (出版部)  |                   |
|      | 010-82501766 (邮购部)                                                                                                               | 010-62514148 (门市部)  |                   |
|      | 010-62515195 (发行公司)                                                                                                              | 010-62515275 (盗版举报) |                   |
| 网 址  | <a href="http://www.crup.com.cn">http://www.crup.com.cn</a><br><a href="http://www.ttrnet.com">http://www.ttrnet.com</a> (人大教研网) |                     |                   |
| 经 销  | 新华书店                                                                                                                             |                     |                   |
| 印 刷  | 河北涿州星河印刷有限公司                                                                                                                     |                     |                   |
| 开 本  | 787×965 毫米 1/16                                                                                                                  | 版 次                 | 2006 年 1 月第 1 版   |
| 印 张  | 21 插页 2                                                                                                                          | 印 次                 | 2006 年 1 月第 1 次印刷 |
| 字 数  | 340 000                                                                                                                          | 定 价                 | 39.00 元           |

---

**版权所有 侵权必究**

**印装差错 负责调换**



吴晓求教授  
(Professor Wu Xiaoqiu)

## 前 言

写一部从理论上剖析中国资本市场的著作，是我一直努力的目标。这个想法早在 1996 年我在中国人民大学招收第一批金融证券博士生时就已萌发，此后我便开始收集材料，并思考理论线索。最初的几年，我对资本市场的理解还相当肤浅，亦缺乏研究主线。不过，当时我已基本形成了“资本市场的发展将从结构上改变中国的金融体系”这样的理论认识，亦认识到“居民收入资本化趋势是资本市场发展的基本前提”，并为此展开了初步的实证研究。这期间，我最重要的代表性论文是发表在《金融研究》1999 年第 1 期的《我国居民收入资本化趋势的实证分析》（与冯巍等合作）。

2001 年之后，中国资本市场发生了一些令人不可思议的现象，从而促使我思考了一些更为基本的理论问题。例如，金融功能及其升级的过程和原因；资本市场与现代金融体系的关系；资产价格波动与宏观经济变动；金融结构的演变（银行体系与资本市场的互动性）等。与此同时，我还在思考下述问题，诸如什么样的金融体系是中国金融体系改革可选择的战略模式；为什么中国资本市场的资产价格信号严重背离宏观经济的基本面等政策层面的问题。这期间，我已经形成了“资本市场是现代金融体系的核心和基础”、“市场主导型金融体系（market-based financial system）应成为我国金融改革的战略模式”、“股权分置是中国资本市场发展最大的制度障碍”、“金融功能并不仅仅表现为提供流动性和支付、清算，而且还表现为提供分散风险、增长财富的市场机制”等理论观点和政策主张，并做了进一步的论证和分析。这期间，我最重要的论文有：《银证合作：中国金融大趋势》（《金融研

究》，2002年第8期）、《金融市场化趋势推动着中国金融的结构性变革》（与许荣合作，《财贸经济》，2002年第9期）、《金融的过去、今天和未来》（《金融参考》，2003年第4期、第5期）、《股权流动性分裂的八大危害——中国资本市场为什么必须进行全流通变革》（《财贸经济》，2004年第5期）、《市场主导型金融体系：中国的战略选择》（《中国人民大学学报》，2005年第5期）、《市场主导与银行主导：金融体系变迁的金融契约理论考察》（与汪勇祥、应展宇合作，《财贸经济》，2005年第6期）。作为本书内容的重要组成部分，我将其中的几篇论文以附录的形式放在相关章节的后面。

我一边研究上述问题，一边起草中国人民大学财政金融学院金融学专业研究生核心课程《金融市场分析》的讲课大纲（PPT），并不断地将我的最新研究成果和理论观点充实到讲课大纲中来。《金融市场分析》讲课大纲（PPT）的起草工作起始于2001年中期，至2002年初已有一个雏形。到2005年6月，讲课大纲（PPT）由最初的50多张扩展到450张，并为中国人民大学财政金融学院金融学专业2002级、2003级、2004级三届研究生讲授过，也在清华大学——香港中文大学2003级金融MBA系统讲授过。《中国资本市场分析要义》（简称《分析要义》）就是在这450张PPT基础上整理补充而成，部分内容是根据讲课录音整理修改的。虽然着手起草讲课大纲（亦即本书的写作大纲）起始于2001年中期，成文于2005年6月，但实际消耗的却是我10年的心智，是我10年来（1996—2005年）研究资本市场的理论总结。应当说，《分析要义》较为完整地反映了我对金融和资本市场的理论见解和政策主张。

为了这部《分析要义》，10年来，我和我的合作团队在中国人民大学金融与证券研究所（FSI）这个学术平台上，先后确立了多个与资本市场相关的学术研究课题，并展开了团队式研究。根据FSI研究团队近10年的研究成果，我们先后出版了《建立公正的市场秩序与投资者利益保护》（1999）、《中国资本市场：未来10年》（2000）、《中国资本市场：创新与可持续发展》（2001）、《中国金融大趋势：银证合作》（2002）、《中国上市公司：资本结构与公司治理》（2003）、《中国资本市场：股权分裂与流动性变革》（2004）和《市场主导型金融体系：中国的战略选择》（2005）等学术性研究报告。与此同时，我还独立撰写了10多篇专门研究资本市场的学术论文。这些研究成果和论文为《分析要义》的形成提供了丰厚的学术沃土和源源不断的思想源

泉。从这个意义上说,《分析要义》与其说是我个人的作品,不如说是我与FSI研究团队共同的思想结晶。

《分析要义》不是什么宏篇大作,文字上甚至因为有些过于简单明了而显得不太“理论”,但它却是我10年来独立思考的结果。《分析要义》涉及很多金融学的基本理论问题,我对某些问题试图做出解释,但更多的只是提出问题,即使我做出的“理论解释”,相当多的恐怕仍是一种“猜想”而已。不过,我认为在理论研究中,科学的“猜想”与小心的求证可能同样重要。

在写作和修改《分析要义》的数年过程中,我得到了很多人的帮助,有的是我的学生,有的是我的同辈学人,有的是我的前辈老师。中国人民大学财政金融学院金融学专业硕士研究生2000级吴珊、武绘、庄园,2001级潘兴来、赵启越、邵自强,2002级于雷、吴珣、夏高鹏,2003级王祎、王玲、陶燃、刘涌波、刘振华,2004级李谦、余婉婉、赵晓鸥、李少君,2005级杨娟娟等,用传递“火炬”的精神,从技术上帮助我制作、增减、修改、完善《分析要义》所有的PPT讲稿,从最初(2001年)的几十张渐渐增加到2005年的450张;他(她)们中有的细心有加,对我的讲课进行了录音,并在课后对这些讲课录音进行了文字整理。没有他(她)们的帮助,《分析要义》恐难以完成。我从这批20世纪70年代末、80年代初出生的年轻人身上看到了他(她)们的朝气、聪明和责任感。虽然我对他(她)们有时是近于苛刻的严格,但从内心对他(她)们充满了希望。

《分析要义》中的不少内容是我与博士生们和博士后们共同讨论、合作研究的结果。在共同的讨论中,我分享了这批曾在或正在中国人民大学金融与证券研究所潜心研究、深入思考的年轻才俊们的智慧。他(她)们中主要有:中国人民大学金融学专业博士生1996级冯巍、亓丕华、魏建华,1998级崔勇、焦瑾璞、孙金龙,1999级王明夫、李志玲、王旻,2000级应展宇、桂荷发,2001级许荣、吴江,2002级李悦、侯苏庆,2003级陈启清、陶长高、胡松,2004级汪勇祥、王巍;中国人民大学应用经济学博士后流动站博士后研究员2000级宋清华博士、2001级梅君博士、2002级解志国博士和2003级博士后研究员顾雷博等。他们不仅给了我写作、修改这部著作不少理论上的灵感,而且为我提供了很多专业上的帮助,包括搜集数据、更新图表、寻找旁证等,使我能在有限的研究时间里静心地思考问题、修改文稿。他们思维敏捷、善于思考和扎实的专业研究能力,给我留下了深刻的印象。

中国人民大学金融与证券研究所(FSI)有一个不断创新、精神和谐的研究团队,它也是我的精神家园。在这个精神和谐的氛围中,我度过了10年人生最充实的、最愉快的时光。在这里,我经常与赵锡军教授、董安生教授、瞿强教授和施炜博士等交流对金融的理解,表达对资本市场的看法,勾画金融学科的未来发展。我们在争论中深化学术见解和合作友谊。他们儒雅而执著的学术品格感染了我,而他们深刻的学术洞察力则是我学术思想的一个重要源泉,真可谓“他山之石,可以攻玉”。李永森教授、李凤云副教授、李雯副教授、方芳副教授、李向科副教授等也给了我写作《分析要义》诸多具体帮助。他们言语不多、作风沉稳,值得信赖。

毛宏灵作为我的直接助手(现在是中国人民大学金融专业2005级博士生)跟随我5年之久,见证了《分析要义》的形成历史,他或许是这部著作得以形成最辛劳的一个人。现在,刘发春这个对人热情的年轻人已经接替毛宏灵,协助我承担《分析要义》最后的“收官”工作。

《分析要义》第二稿完成后,我曾将此书的第二次修改稿送交我的前辈老师和同辈学人们审阅,以听取他们的意见。其中,前辈老师主要有:黄达教授、王传纶教授、周升业教授、胡乃武教授;同辈学人主要有:沈伟基教授、陈雨露教授、赵锡军教授、瞿强教授、张杰教授、庄毓敏教授、何平教授、林清泉教授、汪昌云教授、董安生教授、李焰教授、季冬生副教授、李凤云副教授、梅君博士等。他们分别来自中国人民大学财政金融学院、法学院、经济学院和商学院,对金融和资本市场有很深的研究。为此,2005年9月28日,中国人民大学财政金融学院和中国人民大学金融与证券研究所联合组织了一个征求专家意见的座谈会,上述前辈老师和同辈学人中的绝大部分都会到会发表意见。针对这次座谈会上专家们提出的意见,我又对《分析要义》做了第三次修改并最后定稿。

当然,《分析要义》得以完成,还得感谢我的家人的理解和支持。

对上述提到名或没有提到名的帮助者,我都表示深深的感激,感谢他们无私的帮助。

吴晓求

2005年10月20日定稿于贤进楼

中国人民大学金融与证券研究所

# 目 录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 导论                         | 1  |
| 0.1 金融理论正在发生深刻的变革          | 1  |
| 0.2 关注的核心问题和基本观点           | 2  |
| 0.3 各章主要内容                 | 3  |
| 第一章 现代金融体系比较:基于金融功能差异的分析   | 7  |
| 1.1 早期金融体系                 | 7  |
| 1.2 市场主导型金融体系的早期演变         | 11 |
| 1.3 银行主导型金融体系的早期演变         | 18 |
| 1.4 两类金融体系在最近几十年的发展        | 22 |
| 1.5 总结与若干思考                | 31 |
| 第二章 中国金融体系:历史与现状           | 33 |
| 2.1 中国金融体系变动的历史轨迹          | 33 |
| 2.2 中国金融体系的市场化趋势           | 47 |
| 2.3 中国居民收入资本化趋势分析          | 56 |
| 2.4 小结:市场化趋势与宏观金融效应        | 61 |
| 附录 1 我国居民收入资本化趋势的实证分析      | 62 |
| 附录 2 金融市场化趋势与中国金融的结构性变革    | 75 |
| 第三章 周期与波动:实体经济与资产价格的相关性分析  | 90 |
| 3.1 经济典型国家(地区)的经济增长与经济周期特征 | 90 |

|            |                                                    |            |
|------------|----------------------------------------------------|------------|
| 3.2        | 若干国家资产价格变动的历史趋势分析 .....                            | 102        |
| 3.3        | 实体经济与资产价格走势相关性分析 .....                             | 120        |
| <b>第四章</b> | <b>资本市场:一种有别于传统银行制度的金融制度 .....</b>                 | <b>133</b> |
| 4.1        | 资本市场若干新特征 .....                                    | 133        |
| 4.2        | 资本市场对现代经济的独特作用 .....                               | 140        |
| 4.3        | 资本市场与现代金融体系的关系 .....                               | 152        |
| <b>第五章</b> | <b>资本市场与透明度:现实的挑战 .....</b>                        | <b>166</b> |
| 5.1        | 透明度建设是资本市场制度建设的核心 .....                            | 166        |
| 5.2        | 损害透明度原则的三大违法行为 .....                               | 170        |
| 5.3        | 提高透明度是资本市场发展面临的首要问题 .....                          | 184        |
| <b>第六章</b> | <b>资本市场与资金循环体系:证券业盈利模式分析 .....</b>                 | <b>200</b> |
| 6.1        | 资本市场发展与资金渠道的多元化 .....                              | 200        |
| 6.2        | 对现行资本市场资金循环体系的分析 .....                             | 208        |
| 6.3        | 中国证券业:盈利结构和盈利模式分析 .....                            | 211        |
| 6.4        | 中国证券业:未来发展之路 .....                                 | 226        |
| <b>附录</b>  | <b>证券业发展的国际经验与借鉴 .....</b>                         | <b>233</b> |
| <b>第七章</b> | <b>资本市场与股权分置改革:构造一个全流通的市场 .....</b>                | <b>243</b> |
| 7.1        | 中国资本市场的股份结构分布和股权分置状况 .....                         | 243        |
| 7.2        | 股权分置是阻碍中国资本市场未来发展最大的<br>制度障碍 .....                 | 249        |
| 7.3        | 股权分置改革所要实现的战略目标以及“对价”<br>支付的法律依据和经济学解释 .....       | 255        |
| 7.4        | 对股权分置改革若干典型方案的分析 .....                             | 260        |
| 7.5        | 股权分置改革完成后中国资本市场若干新特征 .....                         | 264        |
| <b>附录</b>  | <b>股权流动性分裂的八大危害——中国资本市场为什么<br/>必须进行全流通变革 .....</b> | <b>270</b> |
| <b>第八章</b> | <b>资本市场与银行体系:在竞争中如何合作 .....</b>                    | <b>280</b> |
| 8.1        | 资本市场与银行体系全面合作的内在动因 .....                           | 280        |
| 8.2        | 资本市场与银行体系如何展开全面合作 .....                            | 284        |
| 8.3        | 基于市场的现代商业银行风险管理 .....                              | 288        |

---

|                                  |     |
|----------------------------------|-----|
| <b>第九章 构建市场主导型金融体系:中国发展资本市场的</b> |     |
| <b>战略目标</b> .....                | 295 |
| 9.1 金融改革与市场主导型金融体系的形成 .....      | 296 |
| 9.2 市场主导型金融体系形成的内在原因 .....       | 297 |
| 9.3 市场主导型金融体系的外部环境分析 .....       | 300 |
| 9.4 市场主导型金融体系的微观结构 .....         | 302 |
| 9.5 需要进一步思考的问题 .....             | 306 |
| <b>附录 市场主导与银行主导:金融体系变迁的金融契约</b>  |     |
| <b>理论考察</b> .....                | 309 |
| <b>参考文献</b> .....                | 321 |

# 导 论

## 0.1 金融理论正在发生深刻的变革

在最近 50 年，特别是近 20 年来，金融活动以及对这种实践活动进行抽象概括的金融理论发生了（或正在发生）巨大的变革。这种变革如此迅速、深刻，其程度是前所未有的。金融理论的深刻变革来源于金融结构的巨大变化，来源于金融活动的市场化。金融理论的深刻变革是现代经济理论发展的重要推动力量。

自 19 世纪中叶以来，货币理论和后来的金融理论一直是经济理论体系中的核心内容。在经济学一个多世纪的发展中，货币金融理论作为经济理论的一条主线始终贯穿于发展的全过程。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，货币金融理论都是其中的核心内容。人们对货币需求动机和货币需求函数的研究在一个相当长的时期里推动了经济学的发展。在 20 世纪 50 年代后，货币理论逐渐向金融理论转化，并从宏观的抽象描述转向对金融市场和金融工具的实证研究，金融理论逐步技术化、实证化和微观化，金融结构问题成为人们关注的一个重点，其理论成果包括资产组合理论、资产定价理论以及风险管理技术等，它们逐渐成为现代经济学主流学派的主要内容。100 多年来，从经济学的发展历史看，如果没有货币金融理论的深化和发展，那么经济学基本上也就是一个逻辑的外壳。

经济学的核心命题是资源配置，但由于金融市场（特别是资本市场）的发展，资源的载体开始发生根本性变化，资源越来越金融化，资源配置越来越

越依赖于金融工具和金融市场。因此,从这个意义上说,基于市场的现代金融理论在现代经济理论体系中居核心地位也就成为一种必然。

## 0.2 关注的核心问题和基本观点

本书不可能全面分析由于金融的结构性变化而引起的金融理论深刻变革的所有内容。本书将着力分析以下三个重要问题,并试图做出一些新的解释:

(1) 金融体系演变的趋势以及这种演变的内在动力,资本市场的发展在金融体系演进的历史过程中发挥了何种作用?

(2) 现代金融的核心功能是什么?金融功能升级遵循的是一种什么样的路线图(逻辑过程)?为什么会发生金融功能的升级和切换?

(3) 发展资本市场是否具有逻辑基础?中国发展资本市场最大的障碍是什么?

对于上述三个核心问题,我在本书研究中所得出的基本观点或基本结论是:

(1) 由于金融活动和金融结构的市场化,金融体系不可逆地朝着“脱媒”的方向发展,通过金融市场(特别是其中的资本市场)来配置金融资源的比例在逐步地提高。从这个意义上说,市场(主要是资本市场)主导型金融体系是金融体系演进的主方向。

(2) 金融的核心功能经历了从调剂资金余缺(简单的增量资源配置),到信用创造(金融资源的总量扩张),再到风险配置的升级过程。随着金融功能的这种升级,金融体系的核心功能即由银行主导时的“货币池”功能切换到资本市场主导时的“资产池”功能,这时的金融体系(特别是作为其中核心部分的资本市场)则成为社会的财富管理中心。这样一来,现代金融就完成了从简单的资金(资源)配置和支付清算功能到分散风险和管理财富功能的过渡和切换。

(3) 资本市场发展的逻辑基础是基于市场不断变化的多元金融需求。资本市场发展从根本上改变了传统的金融结构,进而引发了金融体系的变革,并推动了金融功能的升级和核心功能的切换。

中国发展资本市场最大的障碍在于,从长远看,来自于透明度不足和金融文化的挑战;从近期看,来自于股权分置和基于证券业是准银行金融机构

的资金循环体系的设计。股权分置破坏了上市公司股东之间利益的一致性,使资本市场发展失去了动力系统;而基于证券业是准银行金融机构的资金循环体系,则使中国资本市场风险内生化的。要使中国资本市场规范、健康地发展,我们必须对股权分置和这种使风险内生化的资金循环体系进行彻底改革。

上述背景和问题是我写作《中国资本市场分析要义》的初衷和基本的思想来源。

### 0.3 各章主要内容

《分析要义》除导论外,共九章 35 节。

第一章主要从历史演变和金融功能差异的角度,对现代金融体系进行了比较分析。实际上,研究金融体系或金融结构的变动似乎首先必须了解金融体系的差异以及导致这种差异的原因。几百年来(特别是近百年来)金融体系有哪些变化,是什么因素导致现代金融体系出现了分野的现象,是这一章分析的重点。在全球范围内目前存在两种典型的金融体系,即银行主导型的金融体系(bank-based financial system)和市场主导型的金融体系(market-based financial system)。对这两种金融体系,有文献说从理论上很难评判这两种金融体系的优劣<sup>①</sup>。实际上,早期金融体系的结构特征大体上是一致的。然而,在金融体系的演变过程中,是什么因素、什么原因或什么力量导致了现代金融体系呈现出市场主导型金融体系和银行主导型金融体系?为什么在现代社会中会出现这两种从功能上看显然不同的金融体系?这两种金融体系对经济增长的推动作用和在化解金融风险中的作用究竟又有什么差别?这两种金融体系究竟有没有优劣之分?在中国,作为金融改革的一种模式或者战略目标,我们应该选择或者可能选择哪种模式?这些问题都值得我们深入思考。

第二章主要从历史与现实的角度,分析中国金融体系的演变;从发展战略和改革的角度,分析中国金融体系未来的演进方向;从经济增长和社会需求的角度,分析金融体系所应承担的功能。这些问题都是我一直在思考的问题。在这一章,我试图寻找推动中国金融体系演进的历史动因和经济力量。

---

<sup>①</sup> Ross Levine, *Financial structure and economic growth: a cross-country comparison of banks, markets, and development*, 2001.

第三章主要研究实体经济的变动与资本市场资产价格的变化之间的关系，或者说如何理解虚拟经济与实体经济的关系。有人说，虚拟经济通过金融资产的规模和金融资产价格的变化，保持着与实体经济成长高度的相关性；也有人说，由于金融结构的变化，两者之间的相关性正在减弱或者相关性不大。究竟是高度相关还是相关性不大，这是一个难有定论的问题。我对此进行了长时期的研究，搜集了很多资料，试图说明两者之间究竟是什么关系。教科书常说，资本市场资产价格的变化是国民经济的晴雨表。既然是国民经济的晴雨表，显而易见它们之间应该有高度的正相关性，资本市场资产价格的变化应该受到实体经济增长的制约，或者说离开实体经济成长的金融资产价格的变化（上涨）都是一种泡沫。但从实际看，从中短期看，这个结论能不能成立？这是值得怀疑的。至少从我本人对三个市场经济国家——美国、日本和英国——的研究中发现，金融资产价格的变化，在一定的时期里，似乎与实体经济的成长不存在高度的正相关性。在这一章，我会给出很多数据、图示，以证明这两者之间在一定的时期内似乎存在一种发散的趋势。这种发散趋势的背后究竟隐藏着什么？对这种现象的进一步解释，丰富了现代金融的理论结构。所谓的金融心理学、金融行为学都与对这些现象的解释有关。当一种现象成为普遍的趋势时，实际上它背后肯定存在着不可逆的力量。我们必须找到这些不可逆的原因。这种探寻过程，其本质就是对所谓经典理论的突破，或者说是一种理论创新的开始。

第四章至第八章是《分析要义》的核心内容。在我看来，金融市场的核心是资本市场。资本市场是整个金融市场乃至金融体系的基础，一个资本市场不发达的金融市场，实际上是一个很初级的市场，是一个既没有厚度又缺乏宽度的市场。

第四章涉及的内容主要有，究竟应怎么理解发展资本市场的战略意义？资本市场与银行体系以及银行制度之间到底是一种什么关系？实际上，银行体系与资本市场的有机联系将决定金融体系的效率，决定金融体系的弹性，舒缓金融体系的脆弱性。一个没有资本市场的金融体系，是一个脆弱的金融体系，一个没有弹性的金融体系。在这一章中，我们会涉及金融功能的问题。在现代经济活动中，金融的核心功能是什么？虽然这是一个“仁者见仁，智者见智”的问题，但我相信，应当根据客观条件的变化来不断完善我们的金融理论，而不能认为一百年前的理论概括在今天仍然是正确的，因为

今天的金融体系与一百年前相比,结构发生了根本的变化,产品也日趋复杂。正因为金融结构、金融资产、金融产品发生了根本性变化,所以金融的功能也在悄然地发生变化。

在第五章,我将重点分析资本市场的透明度问题。对中国的资本市场来说,透明度、资金多元化和股权分置是其发展过程中面临的三大难题。在这三大难题中,透明度是全球市场面临的共同问题。资本市场如果离开了透明度,就会成为一个相互欺诈的市场。透明度是整个资本市场赖以生存的基石。透明度的建设,无论是在美国,在欧洲国家,还是在中国,都是发展资本市场所要面临的一个极其重要的问题。全球资本市场都同样面临着对透明度原则的严重挑战,但中国的这个问题更加严重。

研究资本市场多元化的资金来源,分析现行的资金循环体系和中国证券业的盈利模式是第六章的主要议题。资金多元化问题主要涉及:是重点引导居民储蓄直接进入资本市场,还是着力进行金融产品的创新以疏导金融体系中不同资金来源不断地进入资本市场,从而使机构投资者在中国资本市场中不断壮大起来。怎样使金融体系不同性质、不同渠道的资金进入资本市场是个重要课题,因为这意味着对传统金融结构的根本改革。在发展资本市场的过程中,仅仅依靠居民储蓄,或者让居民现期收入减去现期消费的剩余部分的一个比例进入资本市场是远远不够的。实际上,资本市场多元化资金渠道的形成,本质上涉及中国投融资体制的市场化改革。

资金循环体系的设计对资本市场的发展具有重要意义。资本市场资金循环体系包括资本市场资金的存托管制度以及清算的技术流程设计。我国资本市场现行的资金循环体系存在重大的设计缺陷。这种设计缺陷使市场风险内生,因而我们需要对此进行彻底的改革。对资金循环体系的分析是第六章的另一个重点。

中国证券业一直没有找到独立的行业盈利模式,没有找到不可复制的服务个性。中国证券业之所以危机不断,是因为它把自己定位于准(类)银行金融机构。研究中国证券业的盈利模式是第六章的一个重要特色。

股权的多样性和股权的流动性分裂(即股权分置)是中国资本市场特殊的制度设计。对这一问题的深入分析,构成了第七章的内容。股权的多样性和股权分置既有历史的必然性,又有现实的矛盾性。中国资本市场曾经是一个两类股权流动性被分割的市场,是一个流通股与非流通股并存的市场。这

种制度设计使中国资本市场的发展失去了共同的利益趋向，并因此失去了发展的动力。本章将分析股权分置的危害，研究如何推进股权分置改革，并分析全流通后的市场新特征。

第八章主要研究现代金融体系中的资本市场与银行体系的竞争与合作关系，分析在中国现阶段，资本市场与银行体系之间合作的渠道和方式，探讨基于市场的现代商业银行的风险结构、盈利模式和产品创新，研究资本市场的充分发展对商业银行的根本转型所具有的战略意义。这一章与第四章有内容上的逻辑继承关系。

第九章是本书的理论总结。它集中体现了我对金融（特别是资本市场）的理解，反映了我的改革主张。这一章主要研究了资本市场的发展是如何推动金融功能的不断升级，同时还分析了基于资本市场的现代金融体系的核心功能。我认为，现代金融体系不仅要为经济活动提供足够的流动性，并通过市场化的资源配置机制促进经济持续增长，而且更为重要的是，它还要具备将经济增长累积起来的风险进行分散的功能；同时，它还应具有促进财富成长、让投资者享受经济增长的财富效应之功能。在这一章，我们不仅要分析金融体系和金融结构演化的内在趋向，而且还要分析现代金融体系形成的外部生态环境，包括对法律制度和金融文化的分析。作为 10 年来对资本市场潜心研究的理论结论之一，我认为，在中国金融体系的改革模式中，具有良好流动性的发达的资本市场是中国金融改革的基础，进而认为，市场主导型金融体系应当成为中国金融体系改革所追求的战略目标。