



普通高等教育“十五”国家级规划教材

高等学校经济学管理学系列教材

金融市场学

刘红忠 蒋冠 主编



上海财经大学出版社

高等学校经济学管理学系列教材
普通高等教育“十五”国家级规划教材

金融市场学

刘红忠 蒋冠 主编



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融市场学/刘红忠,蒋冠主编. —上海:上海财经大学出版社,2006.3

(高等学校经济学管理学系列教材)

普通高等教育“十五”国家级规划教材

ISBN 7-81098-509-4/F·461

I. 金… II. ①刘… ②蒋… III. ①金融市场-经济理论-高等学校-教材 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 130776 号

□ 责任编辑 王永长

□ 封面设计 周卫民

JINRONG SHICHANG XUE

金 融 市 场 学

刘红忠 蒋 冠 主 编

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

同济大学印刷厂印刷

宝山葑村书刊装订厂装订

2006 年 3 月第 1 版 2006 年 3 月第 1 次印刷

787mm×960mm 1/16 21.75 印张 462 千字

印数: 0 001—5 000 定价: 28.00 元

前言

综观全球成功的社会经济发展实践,在 20 世纪的最后 25 年里我们可以见证前所未有的巨大发展,人类在世界范围内经历了史无前例的最大物质创造和财富增长。这一成功要归因于以自由竞争体制为核心的现代市场经济在全世界的成功发展,促使不同的国家在生产组织和资源配置方面展开了合理的竞争,而竞争又导致了更多的创新和更大的资源流动性,最终提高了社会经济的生产效率。金融市场在全球的广泛发展是推动这一成就的重要力量,同一时期内我们同样可以观察到全球金融市场的飞速发展。

深入理解上述现象的路径是了解金融市场在经济体系中的作用。一般而言,在现代经济中,市场是对资源进行最优配置的主要方式。任何经济中的市场类型大致可分为三类:产品市场、要素市场(除资本以外)和金融市场。其中的金融市场在全球经济中所起的作用显得越来越重要。

现代市场经济体系犹如一部复杂而精良的机器,它通过价格对所有的市场参与主体所从事的各种交易进行协调,而金融市场及其功能体系就是协调这些交易所必需的基础和精确的交易制度安排。事实上,金融市场本身作为一种不断创新的交易制度,其基本使命是在时间和空间上协调经济体系的资源配置以及效率的提高。围绕着这一基础使命,金融体系具体执行 5 种功能:价格发现功能、风险管理功能、流动性提供功能、信息生产功能和交易成本节约功能,其中以价格发现为核心功能。

因此,对金融市场功能体系的深入认识,自然就成为金融市场学的主要命题。从金融学的研究领域来看,存在着宏观与微观的视角区别。宏观视角的货

币金融学、国际金融学、传统的金融市场学等学科及其教材,都从各自的角度论证了金融市场和金融体系对经济发展的作用,以及实现金融市场各种功能的重要性。然而,宏观视角的各种金融学问题研究,无不与金融价格的形成和发现紧密相关,并给出了各自价格的形成和变化的各种解释,如利率、汇率和资产价格的决定以及相互之间的关系。在全球经济金融化迅速发展的今天,连接这些不同金融领域的纽带是金融市场。然而,传统的金融市场学对价格形成、发现和变化的解释显得说服力不够,理论和实践的发展使得金融市场学的研究深入到交易机制。这为理解金融市场及其功能实现提供了一个崭新的视角。

现代金融学理论对金融市场的研究,已经逐渐深入到金融市场内部运作机制的价格形成机理、市场组织结构、市场交易机制以及市场参与者行为选择等微观层面上。对一个市场来说,其微观结构由5个关键的部分组成:技术、规则、信息、市场参与者和金融工具。其中交易机制是指市场的交易规则和保证规则实施的技术以及规则和技术对金融机制的影响。交易制度作为金融市场的核心,直接影响证券市场资源配置功能的发挥。

在上述认识的基础上,在本书中,我们以内涵扩展的方式把金融市场定义为:为实现金融资源最优配置的一组市场交易规则和机制的集成。这一定义包含了两重含义:金融市场的功能,以及保证这种功能实现的交易机制。首先,金融市场的运行目的是在功能上实现金融资源最优配置;其次,金融市场这些功能的实现,是通过一组市场交易规则和机制的集成,以其为市场准则而运行并达到的。在金融市场的运行及其功能实现中,功能目的和实现过程是金融市场相互作用的两个方面。因此,从金融市场功能和交易机制去认识金融市场,更有助于我们深入和全面地认识金融市场内在的运行机理及其结果。

因此,在本书中我们从金融市场交易机制方面的属性去分析金融市场的各方面功能是如何实现的。这些从交易机制所展开的各种分析,揭示了金融市场内在运行机理中更为复杂、动态和神秘的性质,正是这些性质最终影响了金融市场的运行状况和结果。

通过这一视角,使我们在认识金融市场及其功能的时候,可以放弃市场存在性假设^①,而围绕着市场到底是如何运行的一系列市场基本属性问题进行深

^① 市场存在性假设是指:市场及其交易已经正常存在并且按照它一如既往的方式运行,遵循市场的运行功能,从而达到市场诸方面功能实现。

入剖析。对这个问题的回答将把我们对金融市场的理解引入到市场微观结构的层面,让我们通过对市场交易机制的分析,从微观层面去解析和理解金融市场的运行及其功能实现的过程。从而,在这种视角的引导下,我们将更加容易深入地理解金融市场的运行是动态化的,而且在市场的演变过程中其运行条件和特征都是不断地演变着的。在本书中,我们从狭义交易机制和广义交易机制的关联角度,侧重狭义交易机制中以流动性、透明度、稳定性和交易成本等描述市场交易运行的基本参数分析,辅之以广义交易机制各要素对市场运行的影响的探讨,同时对比了金融市场中的不同子市场的交易机制特征,最后分析了交易机制如何影响金融市场功能和效率的诸多方面。通过这样的分析结构安排,我们尝试从交易机制角度所揭示的市场微观结构,去分析金融市场功能和效率的主题。

这一认识角度,使我们从市场微观结构理论的发展和框架入手,以市场在交易过程中的价格形成和价格发现为核心,深入探讨交易机制作为金融市场微观基础的重要性。对这一主题的关注,仅仅是一种粗浅的尝试。一方面,来自于金融学的发展以及市场微观结构理论本身对各种前沿问题的探索,大大丰富了我们对金融市场运行及其微观基础的认识;另一方面,来自于金融实践的要求需要我们尝试改善金融市场交易机制和提高金融市场运行效率。展望金融市场学的未来,我们将会体验到引人入胜的新发现。

秉承以上对金融市场学学科的认识,在本人提出整个思路框架的基础上,由本人和蒋冠负责拟定本书的体系、提纲和各章内容,并组织实施了本书的编写工作。本书的编写分工情况如下:刘红忠(第三章),蒋冠(第五、第十二章),邵宇,郑海青(第一章),朱敏(第二章),周麟赞(第四章),张波(第六章),攀登(第七章),乔璟卓(第八章),刘俊山(第九章),范莉(第十章),姚秦(第十一章)。全书由刘红忠、蒋冠总纂定稿。

书中难免有不足之处,敬请广大读者不吝批评指正。

刘红忠

2005年7月28日

目 录

前言	1
----------	---

第一部分 导论

第一章 金融市场的范畴和功能	3
第一节 金融资产、金融交易和金融市场	3
第二节 金融市场的使命	8
第三节 金融市场的各种功能	14
第四节 历史视角中的金融市场功能	18
本章小结	28
基本概念	29
复习思考题	29
本章参考文献	30
第二章 金融市场的机构和工具	32
第一节 金融市场的分类	32
第二节 金融市场的机构	37
第三节 金融市场的工具	42
本章小结	50
基本概念	50

复习思考题	50
本章参考文献	50
第三章 交易机制与金融市场	52
第一节 金融市场功能的实现——从交易机制角度看金融市场	52
第二节 交易机制与金融市场的价格发现	56
第三节 交易机制、价格形成、价格发现——信息和策略的互动	60
第四节 价格的作用——进一步认识金融市场功能实现的微观基础	68
本章小结	74
基本概念	75
复习思考题	75
本章参考文献	75

第二部分 金融市场交易机制

第四章 狭义交易机制	79
第一节 概述	79
第二节 交易机制的分类与比较	82
第三节 交易机制的执行过程	86
第四节 交易机制的价格确定过程	89
第五节 交易技术系统的变迁与交易机制的改变	98
本章小结	102
基本概念	103
复习思考题	103
本章参考文献	104
第五章 广义交易机制	105
第一节 广义交易机制概述	105
第二节 市场规则与市场运行	109
第三节 市场参与者与市场运行	114
第四节 信息结构与市场运行	120
本章小结	136
基本概念	137

复习思考题·····	137
第六章 金融市场交易机制比较 ·····	138
第一节 交易技术·····	139
第二节 交易规则·····	148
第三节 信息披露机制·····	157
第四节 市场参与者·····	162
第五节 金融工具·····	165
本章小结·····	169
基本概念·····	170
复习思考题·····	170
本章参考文献·····	170

第三部分 金融市场交易机制设计

第七章 流动性 ·····	173
第一节 流动性的概念和意义·····	173
第二节 衡量流动性的方法·····	178
第三节 关于流动性的经典模型·····	192
第四节 影响流动性的因素·····	207
本章小结·····	213
基本概念·····	213
复习思考题·····	214
第八章 市场透明度 ·····	215
第一节 透明度的定义、度量和影响因素 ·····	215
第二节 透明度与流动性·····	221
第三节 透明度、信息披露与市场交易机制 ·····	228
本章小结·····	233
基本概念·····	233
复习思考题·····	233
本章参考文献·····	233

第九章 市场稳定性	236
第一节 波动性的衡量与影响因素	236
第二节 稳定性、透明度与流动性	249
第三节 稳定性与交易机制设计	253
本章小结	266
基本概念	267
复习思考题	267
本章参考文献	267
第十章 市场交易成本	270
第一节 直接交易成本	270
第二节 间接交易成本	273
第三节 运行成本与交易机制设计	284
本章小结	291
基本概念	293
复习思考题	293
本章参考文献	293

第四部分 金融市场效率

第十一章 金融市场效率的范畴与层次	297
第一节 金融市场效率的范畴	297
第二节 有效市场理论	302
第三节 金融市场效率的层次关系	311
本章小结	315
基本概念	315
复习思考题	315
本章参考文献	316
第十二章 交易机制与金融市场的功能和效率	317
第一节 交易机制与金融市场的功能	317
第二节 交易机制与金融市场效率	324

第三节 设计更有效率的金融市场交易机制·····	329
本章小结·····	334
基本概念·····	335
复习思考题·····	335
本章参考文献·····	335

第一部分

导 论

第一章

金融市场的范畴和功能

一般而言,在现代经济中,市场是对资源进行最优配置的主要方式。任何经济中的市场类型大致都可分为三类:产品市场、要素市场(除资本以外)和金融市场。其中的金融市场在全球经济中所起的作用显得越来越重要。

伴随着海量的资金流动,在世界的几乎每一个地方、每一个时刻都有难以计数的金融产品和金融交易在金融市场中发生,一国或地区的金融市场引发的波动会迅速波及全球,并造成世界经济的动荡起伏。随着各国经济的发展和经济全球化趋势,金融市场日益成为了现代市场经济的核心。

第一节 金融资产、金融交易和金融市场

一谈到金融市场,人们会最快联想到股票和债券市场,有经验的投资者可能还会接触到期货和外汇市场,因此在大多数人们的常识中,金融市场就是交易某些或者某种金融产品(financial products)的场所。这个概念值得进一步推敲,什么是金融产品呢?为什么要交易它们呢?它们以及交易它们的场所同更为常见的市场,如产品市场有什么不同呢?

为了回答这些问题,我们首先必须定义实物资产(asset)和金融产品。应当说,一个社会的物质财富最终取决于该社会经济的生产能力,即为社会成员提供产品与服务的能力。这种生产能力是社会经济中的实物资产的函数。常见的实物资产包括:土地、建筑物、知识、用于生产产品的机械设备和运用这些资源所必需的有技术的工人。实物资产与“人力”资产包括了整个社会的产出和消费的内容。

金融产品又被称为金融资产或者金融工具(instrument)。从本质上说,它是某种形式的契约安排(contract),这种契约赋予持有者(或者称投资者)一定的权利。这种权利往

往是在付出一定货币代价下获取某些收益或者利益。例如,典型债券的持有者可以基于息票利率(coupon rate)和债券的面值来获得确定的收入流(cash flow)。而股票的持有者或股东则对公司在支付债券持有者及其他债权人以后的剩余收入享有要求权(claim)。根据这一定义就可以想象金融产品的特征、作用以及复杂程度与实物资产或者一般产品大有不同。

与实物资产相对应的金融资产有股票或债券等。它们并不是社会财富的代表,股票并不比印制股票的纸张更有价值,它们对社会经济的生产能力并没有直接的贡献。相反,金融资产对社会经济的生产能力只有间接的作用,因为它们带来了公司的所有权和经营管理权的分离,通过公司提供有吸引力的投资机会便利了投资者的进入。由于金融资产对实物资产所创造的利润或收入有要求权,因此,金融资产能够为持有它们的公司或个人带来财富^①。

当公司最终利用实物资产创造收入之后,就依据投资者持有的公司发行的股票或金融资产的所有权比例将收入分配给投资者。因此,金融资产的价值源于并依赖于公司相关的实物资产的价值。实物资产是创造收入的资产,而金融资产只能定义为收入或财富在投资者之间的配置。

与两种形式的资产相对,在现实的经济体系中实际上主要存在三种类型的市场:(1)要素市场,(2)产品市场,(3)金融市场(见图 1-1)。

在要素市场,消费性单位将自己的劳动和其他生产资料出卖给愿意提供高价的生产性单位。因此,要素市场确定了生产要素(土地、劳动力和资本等)以及要素所有者的收入(工资、租金等)之间的对应关系。

消费性单位用它们从要素市场获得的大部分收入在产品市场购买商品和服务,如食物、房产、汽车、娱乐等。当然,并不是所有的要素收入都在当期消费。每年有相当大的一部分税后收入转化为私人储蓄(savings)。例如,1995 年美国的私人储蓄额超过 2 000 亿美元。另外,公司企业每年也有相当一部分税后利润不作分配,作为储备以应付将来的偶发事件或者用于长期投资。1995 年,美国企业大约有 5 600 亿美元税后利润,其中 1 200 亿美元未分配作为企业储蓄。

需要指出的是,储蓄的定义随着行为主体的不同而有所差别。居民储蓄是指居民当前收入减去当前消费后的剩余部分;企业储蓄是指企业扣除税收、股息红利和其他现金支付后的当前留存利润;政府储蓄是指政府部门的财政收入扣除用于国防、教育、行政及社

^① 在实际操作中,实物资产和金融资产可以在个人及公司的资产负债表中区分开来。实物资产只在平衡表的一侧出现,而金融资产通常在平衡表的两侧都出现。对企业的金融要求权是一种资产,但是,企业发行的这种金融要求权则是企业的负债。当我们对资产负债表进行总计时,金融资产会相互抵消,只剩下实物资产作为净资产。区别金融资产与实物资产的另一种方法是,金融资产的产生和消除要通过一般的商业过程。例如,当贷款被支付后,债权人的索偿权(一种金融资产)和债务人的债务(一种金融负债)就都消失了。相比较,实物资产只能通过偶然事故或逐渐磨损来消除。

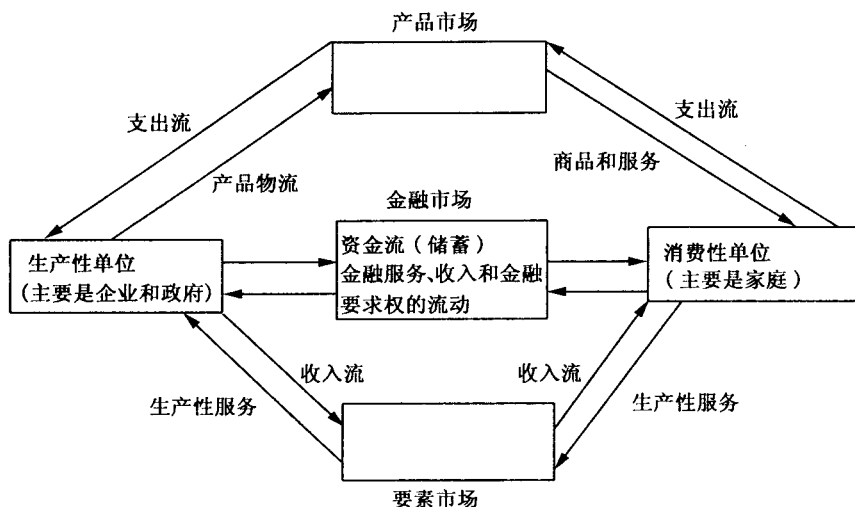


图 1-1 经济体系中的市场

会转移支付等当前支出后的剩余部分。

这些储蓄可以用于投资。这里的投资是广义的，它可以是指获取资本商品和存货，如企业购买厂房、设备和原材料、待售商品等的活动。这种投资的性质随着主体的不同而变动。例如，企业的投资支出是指资本品（主要是固定资产，如厂房和设备）和存货（主要是原材料和待售商品）的开支；居民投资是指居民购买新的住宅或者家具、汽车等耐用商品的行为；而政府投资是指政府财政支出用于固定资产和公众设施的建设活动。

但更为常见的投资行为是通过选择持有金融资产或者产品来实现的，而这就涉及了第三类市场——金融市场——交易各种各样金融产品的地方。金融资产的交易通常伴随着交易双方借贷关系的变动。因此，金融市场实际上提供了以金融资产的交易为核心而形成的储蓄向投资——真实投资——转化的渠道。

现代经济需要大量的投资用于生产消费者所需的商品和服务。对新设备的投资能提高劳动生产率，导致生活水平的上升。然而，投资通常需要大量资金，远远超过单个公司或者政府自身所能提供的资源。通过在金融市场上出售金融要求权（诸如股票和债券），能迅速从储蓄资金池（pool of saving）中筹集到较大数量的资金。企业或者政府将资金用于投资，用投资的未来收益来偿还金融市场的贷款。因此，通过金融市场的运作使当前收入和将来收入之间交换成为可能，实现储蓄向投资的转化，促进产量和收入的提高。在那里，暂时闲置的储蓄资金通过金融资产为载体让渡给当前需要资金的个人和企业。储蓄者借出实际资金获得金融资产，成为投资者。也就是说，企业通过发行证券（将它们卖给投资者）获得用于购买实物资产的资金，那么，最终金融资产的回报来自于用发行证券所

得的资金购买的实物资产所创造的收入。那些向金融市场提供资金者,收到的只是对贷款回报的承诺。这种承诺以吸引人的金融要求权和金融服务的形式包装,如股票、债券、存单和保险单等。金融要求权承诺资金供应者能在将来特定的时间,以红利、利息和其他收益的形式得到回报,但并不能保证预期收益一定能实现。因此,资金供应者不但期望能收回本金,而且要求额外收入作为等待成本和违约风险的补偿。

金融市场的储蓄—投资转化机制对保持经济健康并且充满活力地运行非常重要。如果居民闲置储蓄资金,那部分资金就无法通过企业和政府的投资行为流回资金循环圈(见图1-2),整个经济就会开始收缩。企业和政府部门支付的收入流无法满足同等规模的家庭部门,结果未来的收入支付将下降,导致消费支出的减少,即公众生活标准的下降。同时,随着消费的减少,劳动力需求受阻,失业率会上升。可以这样说,金融市场是金融体系和机制的核心。金融市场的发达程度,决定着储蓄转化为投资的速度、规模和效益。

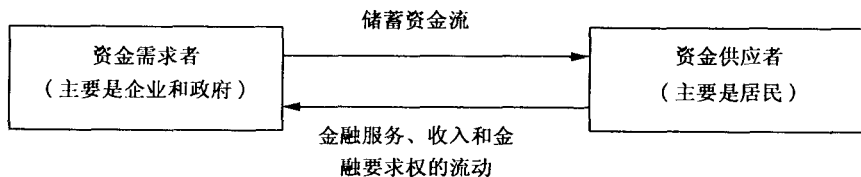


图 1-2 金融机制

金融市场是金融领域各种市场的总称,是各种金融工具买卖的场所,它包括了所有的金融交易活动。因此,更准确地说,金融市场是资金供求双方运用各种金融工具、通过各种途径实现货币借贷和资金融通的交易活动的总称。虽然金融市场的存在并不是创造和交换金融资产的必要条件,在多数经济中金融资产都是在某种有组织的金融市场结构中创立并交易的。

然而,如果仅仅把市场定义为交易场所仍然显得粗糙,从表面上看来金融市场吸引着储蓄资金的进入和形成,同时确定了资金的利率和证券的价格。看似很简单,但实际上它的内涵非常丰富,因为金融市场并不是一个“黑箱”,不是放进去材料,就能加工出次序和福利的魔盒。

经典的金融理论强调金融产品的经济价值和投资者的市场动力,通常假定存在一个可以不考虑内在结构的完善的无摩擦市场。Walras 市场(Walras, 1874)是经典金融市场的典型代表。Walras 市场是建立在一些严格的假定之上的:完全竞争、完全信息、自由流动、价格充分弹性。在 Walras 市场上,当信息进入市场并通过拍卖商传播时,由于价格能够在瞬间做出调整,而且价格机制的信息传播是无成本的,使得新信息进入市场后便立即被市场接受并迅速作出反应,市场随之在瞬间达成新均衡。因而,价格不仅反映了当前可得的所有信息,而且新信息的进入并不影响市场均衡,信息理论和经典均衡模型是相容