

(第三版)

沈悦 主编

 科学出版社

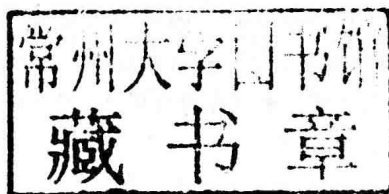
普通高等教育“十二五”规划教材·金融学系列

金融市场学

(第三版)

沈悦 主编

李江 阎敏 邓彤
刘亚萍 毛英 李世瑛 参编



科学出版社

北京

内 容 简 介

本书以近年来金融市场发展趋势为背景,以介绍金融市场基本理论和知识为基础,以开拓学生的视野为辅助,在概要介绍金融市场的基础上,对金融市场进行了系统叙述。全书共分为三个部分:首先,介绍金融市场的各子市场,如货币市场、资本市场、外汇市场等;其次,介绍金融市场理论,如资产组合理论、资本资产定价理论、有效市场假说等;最后,简要介绍金融市场监管。

本书适用于金融类本科学生,也适用于非经济管理类辅修专业学生。

图书在版编目(CIP)数据

金融市场学/沈悦主编. —3版. —北京:科学出版社, 2015.12

普通高等教育“十二五”规划教材·金融学系列

ISBN 978-7-03-046606-8

I. ①金… II. ①沈… III. ①金融市场—经济理论—高等学校—教材
IV. ①F830.9

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第292269号

责任编辑:兰 鹏/责任校对:杜子昂
责任印制:霍 兵/封面设计:蓝正设计

科 学 出 版 社 出 版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

大厂书文印刷有限公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2004年9月第 一 版 开本:787×1092 1/16

2008年6月第 二 版 印张:18 1/4

2016年1月第 三 版 字数:432 000

2016年1月第十一次印刷

定价:39.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

第三版前言

伴随着改革开放进程的不断深入,中国的金融市场发展也经历了由不健全到不断完善的过程。与之相应地,从《金融市场学》教材的发展看,也经历了从无到有,由少变多的过程。记得1990年年初教授金融市场学的时候,全国到处都买不到与课程相适应的教材。2004年,在科学出版社的领导和组织下,由我(西安交通大学经济与金融学院沈悦教授)组织我们教研室主讲金融市场学的骨干教师(李江、阎敏、邓彤、刘亚萍、毛英、李世瑛)共同参加并完成了一本《金融市场学》教材。作为集体劳动的成果,它的完成使我们将自己的教学经验进行了一次很好的总结,同时,也反映了我们在教授该门课程方面的实力,更为很多业内人士分享我们的劳动成果提供了一次机会。

随着教师队伍的不断壮大、教学体系的不断完善,国内金融市场学教材也不断丰富。由于我们编写的那本教材出版后在市场上的反响比较好,曾经多次印刷并且几经脱销。于是,2008年,在科学出版社的组织和协调下,我们又出版了第二版教材,经过近年来的不断使用,发现销量又不断上升。同时,从2008年以来中国金融市场也发生了一系列新变化。因此,2014年下半年,科学出版社又组织申报第三版教材的写作。经过近一年的编写工作,这本教材又可以和读者见面了。

与别的教材和前两版教材相比较,第三版教材的编写最突出的特点是:在保留以前设计新颖、内容全面、层次适中等优点的基础上,结合中国金融市场近年来发展的最新动态,加入更多具有知识性、趣味性、时效性的内容,特别是在每一章的导读部分我们都根据中国金融市场上的最新动态,先用一个案例或新闻作为本章导读,导入每一章要学习的内容,这样能够吸引学生的兴趣和注意力,使学生在每一章的导读部分就能够对所学习的内容有一个直观的理解。在具体内容的讲述中,除了介绍基本知识和技能外,随时根据学习内容的需要穿插“市场透视”“热点透视”“背景知识”等信息,既使学习内容变得更生动,又能够使学生随时做到理论联系实际,学以致用。

需要说明的是,在第三版编写过程中,尽管我们对前两版教材存在的问题进行了修正,付出了大量心血,采用这种编写风格也得到了市场的认可,但由于编写组教师的知识结构、编写能力等方面存在差异,书中难免存在不足和遗漏,恳请广大读者谅解和支持,我们虚

心接受读者的批评和指正。

需要感谢的是，在中国金融市场的主体——证券市场，特别是股票市场发展自 2006 年以来进入一个新阶段后，科学出版社为本书的及时出版提供了难得的机会。

全书编写人员及各章分工如下：沈悦（第一章、第十一章、第十二章）、毛英（第二章、第五章）、邓彤（第三章、第四章）、李世瑛（第六章）、刘亚萍（第七章、第八章）、李江（第九章、第十章）、阎敏（第十三章）。

沈悦

2015 年 10 月 6 日

于西安交通大学经济与金融学院

目 录

第一章	
	导论 1
第一节	储蓄、投资与金融市场 2
第二节	金融市场的构成与分类 5
第三节	金融市场的参与者 9
第四节	金融市场的功能 10
第五节	金融市场的发展趋势 13
第二章	
	货币市场 24
第一节	货币市场概述 24
第二节	短期借贷市场 26
第三节	同业拆借市场 28
第四节	商业票据市场 32
第五节	票据承兑市场 34
第六节	大额可转让定期存单市场 39
第七节	短期政府证券市场 41
第八节	回购市场 43
第九节	中央银行票据市场 46
第十节	货币市场共同基金 49
第三章	
	资本市场 52
第一节	股票市场 53
第二节	债券市场 62
第三节	投资基金 69

第四章		
	外汇市场	77
第一节	外汇与汇率	78
第二节	外汇市场概述	85
第三节	外汇市场的交易方式	88
第五章		
	黄金市场	100
第一节	黄金市场概述	100
第二节	黄金市场介绍	103
第三节	黄金市场价格	110
第四节	黄金市场交易的主要品种	114
第六章		
	保险市场	122
第一节	保险市场概述	123
第二节	保险市场的构成	125
第三节	保险市场的供给与需求	129
第四节	保险市场与证券市场的关系	133
第七章		
	风险投资市场	140
第一节	风险投资概述	141
第二节	风险投资的运作方式	143
第三节	风险投资的退出	149
第四节	中国风险投资业的现状与发展	151
第八章		
	金融衍生市场	156
第一节	金融衍生市场概述	156
第二节	金融远期市场	158
第三节	金融期货市场	160
第四节	金融期权市场	172
第五节	金融互换市场	177
第九章		
	资产组合理论	181
第一节	金融风险	181
第二节	收益与风险的测定	186

第三节	投资组合理论	192
第四节	行为资产组合理论	198
第十章		
	资本资产定价理论	202
第一节	基本假定	202
第二节	分离理论	203
第三节	资本市场线	205
第四节	证券市场线	208
第五节	β 系数与资本资产定价模型的应用	211
第六节	证券风险的分解与分散化的效果	214
第十一章		
	套利定价理论	218
第一节	研究思路与假定	219
第二节	证券市场曲线和套利组合	222
第三节	套利定价模型	224
第四节	套利定价理论与资本资产定价模型	228
第十二章		
	有效市场假说	234
第一节	有效市场假说及其理论基础	235
第二节	有效市场假说的实证检验	241
第三节	对有效市场假说的挑战	246
第十三章		
	金融市场监管	257
第一节	金融市场监管概述	257
第二节	金融市场监管理论	261
第三节	金融市场监管体系	271
参考文献		284



第一章

导 论

【本章导读】

华尔街：金钱永不眠

华尔街是纽约市曼哈顿区南部从百老汇路延伸到东河的一条大街道的名字，全长仅1/3英里，宽仅为11米，是英文“Wall Street”的音译。街道狭窄而短，从百老汇到东河仅有7个街段，却以“国际金融中心”闻名于世。美国摩根财阀、洛克菲勒石油大王和杜邦财团等开设的银行、保险、航运、铁路等公司均集中于此。著名的纽约证券交易所也在这里，华尔街至今仍是几个主要交易所的总部，如纳斯达克、美国证券交易所、纽约期货交易所等。“华尔街”一词现已超越这条街道本身，成为附近区域的代称，亦可指对整个美国经济具有影响力的金融市场和金融机构。

17世纪中叶的荷兰形成了一套非常完整的金融体系，包括银行、股票交易所、信用、保险、有限责任公司等，金融体系的发展催生了荷兰的经济起飞，使得这个面积很小的欧洲国家一度成为世界强国之一。当荷兰人移民到北美，他们将资本主义的商业精神带到了新阿姆斯特丹。荷兰殖民者为抵御土著印第安人的侵犯而建筑一堵土墙，从东河一直筑到哈德逊河，后沿墙形成了一条街，因而得名 Wall Street。

在1664年，新阿姆斯特丹被英国人攻陷，这个城市从荷兰人手里转到英国人手里，英军占领后拆除了围墙，但“华尔街”的名字却保留了下来。城市被命名为新约克郡（New York，简称纽约），以献给当时的英国国王查理二世的弟弟和继承人——约克公爵（Duke of York）。

华尔街曾是美国大垄断组织和金融机构的所在地，集中了纽约证券交易所、美国证券交易所、投资银行、政府和市办的证券交易商、信托公司、联邦储备银行、各公用事业和保险公司的总部，以及美国洛克菲勒、摩根等大财团开设的银行、保险、铁路、航运、采矿、制造业等大公司的总管理处，成为美国和世界的金融、证券交易的中心，一般常把华尔街作为垄断资本的代名词。垄断资本从这里支配着美国的政治、经济。华尔街成了美国垄断资本、金融和投资高度集中的象征。在其东北角矗立着古老国库的分库大楼（现为陈列馆），是在华盛顿发表就职演说的地点修建起来的。

许多金融机构已经离开地理意义上的华尔街，搬迁到交通方便、视野开阔的曼哈顿中

城区去了。“9·11”事件更是从根本上改变了华尔街周围的格局,有些机构干脆离开了纽约这座危险的城市,搬到了清静安全的新泽西。地理上的华尔街非常小,但在真正的意义上,华尔街是美国的资本市场乃至金融服务业的代名词。

资料来源:根据电影《华尔街:金钱永不眠》等资料整理

第一节 储蓄、投资与金融市场

一、金融市场的概念

金融市场是指以金融资产为交易对象而形成的供求关系及其机制的总和。它包括如下三层含义:第一,它是金融资产进行交易的一个有形和无形的场所;第二,它反映了金融资产的供应者和需求者之间所形成的供求关系;第三,它包含了金融资产交易过程中所产生的运行机制,其中最主要的是价格机制。这里,金融资产是指一切代表未来收益或资产合法要求权的凭证,亦称为金融工具或证券。

一类是债务性证券(debt securities),代表其发行者在某一特定时期中要按约定条件支付一定的回报给持有人的承诺,如债券、存款单等。另一类为权益性证券(equities),要求发行者在支付债务性证券后按收益对权益性证券的所有者进行支付,其中最典型的是普通股。

二、国民经济中的储蓄和投资

金融市场在现代经济系统中起着重要的作用,这与其引导储蓄向投资的转化有很大的关系。我们知道,在一个开放经济条件下,宏观经济存在着如下恒等关系式:

$$C+S+T+M=C+I+G+X \quad (1-1)$$

式中, C 为消费; S 为储蓄; T 为税收; M 为进口; I 为投资; G 为政府支出; X 为出口。该等式涉及四个部门,即居民部门、企业部门、政府部门和国外部门。将等式作一下变换,则有

$$(S-I) + (T-G) = X-M \quad (1-2)$$

式(1-2)表示当私人部门(包括居民部门和企业部门)和政府部门(合称国内部门)均出现顺差时,进出口一定也是顺差。相反,当前者均为逆差,或者私人部门的顺差不足以弥补政府部门的逆差时,进出口一定是逆差。因此,该等式实际上表达了四大部门收支差额之间的相互关系,也反映了总储蓄和总投资的事后恒等关系。下面进行具体分析。

(一) 国民经济中的储蓄

按照宏观经济分析中的四部门分类法,可将全社会的储蓄来源分为居民储蓄、企业储蓄、政府储蓄及国外储蓄四类。相应地,全社会的投资则分为居民投资、企业投资和政府投资。国外投资不在其中,是因为它已包括在前三者之中。

从宏观经济运行的角度来看,储蓄实质上是社会资本的聚集和形成过程。它提供一国经济在一定时期内可运用的总资本增量。具体地说,储蓄包括以下四个来源:①居民

储蓄。居民储蓄是居民可支配收入减去消费后的剩余部分。现代经济中,居民的收入来源于其劳动收入、财产收入及转移收入三部分。影响居民消费的因素很多,如收入水平、商品价格水平、利率水平、收入分配状况、消费者偏好、家庭财产状况、消费信贷状况、消费者年龄构成、制度、风俗习惯等。一般认为,这些因素中起决定作用的是居民收入水平,它通过居民的边际消费倾向来影响消费,即消费随收入的增加而增加的比率递减。由此可知,储蓄随收入的增加而增加的比率递增。②企业储蓄。企业储蓄指的是企业留存的未分配利润。企业生产经营活动中所取得的收入,在扣除成本、税收后就形成了企业的税后利润,企业所取得的税后利润,一部分用来分配股息红利,另一部分留存企业,形成企业储蓄。企业储蓄的大小既与企业的生产经营管理水平及盈利状况有关,也与企业的利润分配政策、企业的竞争力及企业所面临的社会经济背景密不可分。③政府储蓄。政府储蓄是政府部门的财政收入扣除用于国防、教育、科技、文化、行政及社会救济等经常项目支出后的剩余部分,即 $T-G$ 。政府储蓄的来源主要有税收、规费收入和债务收入。其中,税收是政府收入的最主要来源。税收的多少不仅影响政府储蓄水平,而且通过收入效应、替代效应和财富效应影响社会总产出水平及其他部门的储蓄水平。债务收入是政府收入的另一重要来源。一般来说,它和其他部门的储蓄水平存在着此消彼长的关系。④国外储蓄。国外储蓄指的是进出口差额,即 $M-X$ 。当进口大于出口时,国外储蓄为正,反之为负。从前述开放经济下的国民经济恒等式看,当国内总投资大于国内总储蓄,也即 $I > S + (T - G)$ 时,就需要国外储蓄来弥补。如果国内总储蓄大于国内总投资,则表明国内储蓄过剩,此时一定存在贸易盈余,即 $X > M$ 。

(二) 国民经济中的投资

投资是对储蓄收入的运用。一国的储蓄总额,只有在经过投资阶段之后,才能最终形成资本。国民经济中的投资一般指为获得资本品而进行的资金运用,如用于厂房和设备的支出、购买原材料、存货所占用的资金等。具体包括:①居民投资。居民投资指的是居民部门的资本性项目支出,主要包括居民用于住宅的投资支出。这与通常所说的居民通过购买股票、债券和在银行存款等活动进行投资是有区别的。②企业投资。企业部门是最重要的投资主体,它不仅以自身的储蓄支持着相当一部分的投资,还是投资活动的最终承受者,其他部门的投资实际上都最终归入企业,由企业部门进行实际的投资活动。企业投资可以分为三类:第一类是非住宅性固定资产投资,用于购买厂房和设备;第二类为住宅性固定资产投资,用于建造新的住宅;第三类为存货投资,包括产成品、在产品及投入品价值的增加部分。③政府投资。政府投资指由政府出资进行厂房、设备及住宅等固定资产设施的建设活动。在现代经济中,政府投资主要集中在私人无力投资或不愿投资的大型基础设施建设项目及社会公益项目等的投资上,政府部门投资的目的着眼于提供社会公共产品和弥补市场缺陷。当然,在不同的国家及不同的经济发展阶段,政府部门的投资规模及投资方向是有差别的。

式(1-2)所反映的情况只是一种事后的等式。在实际经济活动中,事前的储蓄和投资实际上受多种因素的影响,如各经济主体决策时所面临的客观经济环境、各自的效用函数、对未来收入水平的估计等。因此,储蓄与投资总量在事前并不必然地相等,有可

能出现储蓄不足或投资不足的现象。如果储蓄的愿望大于投资的愿望,储蓄不能全部转化为投资,即意味着对经济总产品的需求不足,导致实际存货的增加,从而有可能造成生产设备的闲置、就业和收入的下降,甚至还可能发生经济萧条;相反,如果储蓄的愿望小于投资的愿望,发生储蓄不足时,那么就会产生对现有经济总产品的过度需求,实际经济中就会存在通货膨胀的压力。

另外,不仅宏观层次上的储蓄和投资有可能不等,微观上也是这样。国民经济各部门都有储蓄和投资,但各部门内部的储蓄和投资也通常不是正好相等的。拥有有利投资机会的人不一定是储蓄者,而且,一般来说,为扩大生产而进行的投资所需的资金量是巨大的,单个经济单位要进行资金的积累将是长期的,因而容易错过有利的投资机会。所以,只有将资金盈余部门的积累转移到资金短缺部门,才能解决这一问题。这实际上涉及储蓄-投资的转化机制问题。

三、储蓄-投资转化机制和金融市场

储蓄-投资的转化机制从其方式上看,可以划分为直接转化机制和间接转化机制。直接转化机制指储蓄主体将自身的储蓄资源直接进行投资的过程,储蓄者和投资者是二位一体的。这种储蓄向投资的转化方式已不是现代经济的主流。另一种转化机制即间接转化机制,是指储蓄者通过购买各种金融产品的方式将储蓄转移到投资者手中,由投资者完成投资的过程。与直接转化方式相比,间接转化方式具有如下优点:一是它有利于小额储蓄的积累,从而形成足够规模的资金集合,为规模投资提供合适的资本支持;二是它能缓解储蓄规模与投资需求在空间和时间上的不一致,有利于充分调动社会储蓄资源,更好地发挥其效用;三是间接转化一般要通过某种中介机制来进行,在中介过程中,如果形成合适的制约机制,将有利于储蓄资源的优化配置。接下来我们就来讨论如何形成这种合适的制约机制。

储蓄向投资转化的间接转化机制主要有财政和金融两个渠道。财政的作用主要体现在:政府通过财政和税收政策对国民收入进行再分配,储蓄的形成及储蓄向投资转化的规模和结构均会受到影响。财政收支的过程不仅决定了政府部门的储蓄和投资规模,而且全面影响着居民部门和企业部门的收入分配与储蓄形成,在开放经济条件下还影响着国家取得国外资源的规模及结构;金融则是以金融资产的交易为核心而形成的储蓄向投资转化的机制。在储蓄转化为投资的金融机制中,通过在金融市场上进行金融资产的交易,使各个储蓄主体和投资主体按照效益原则进行配对,实现储蓄向投资的转化。

储蓄者和投资者之间在金融市场上的资金融通活动有两种方式:一种为直接融资方式,即资金短缺者或借款者通过在金融市场上出售证券,直接从资金盈余者手中获取资金;另一种为间接融资方式,资金盈余者先将资金的使用权转让给银行和其他金融机构,并获得一种代表其权益的金融资产,由金融机构再将资金贷给资金需求者或购买某种直接证券。储蓄者和投资者之间的资金融通活动,无论是采取直接融资方式,还是采取间接融资方式,都要受到金融市场内在运行机制的约束。在一个有效的金融市场上,金融市场的内在运行机制能保证资金得到合理的配置,增加储蓄者和投资者双方的效益。与财政相比,如果说财政更多地体现了政策意图和政府偏好的话,金融在资金的配

置中则更能反映市场内在的要求。现代金融市场一边连接着经济中的储蓄者,另一边连接着经济中的投资者。储蓄向投资的转化将主要在这个市场上进行,包括拥有财政手段的政府部门的储蓄和投资活动也越来越依靠这个市场,如前述的政府储蓄来源中的债务收入及政府投资中的财政投资等活动皆离不开此。

■ 第二节 金融市场的构成与分类

作为社会经济运行中资金融通的场所,金融市场包含的内容非常广泛,可以被划分为不同的子市场。为了更充分地理解金融市场,尽可能地反映这个复杂市场的全貌,我们从多个角度对金融市场作如下分类。

一、按照标的物的不同,金融市场可以被划分为货币市场、资本市场、外汇市场和黄金市场

(一) 货币市场

货币市场是指期限在一年以下的金融资产为交易标的物的短期金融市场。这个市场的主要功能是保持金融资产的流动性,以便随时转换成现实的货币。它的存在,一方面满足借款者的短期资金需求,另一方面为暂时闲置的资金找到了出路。在美国金融史上,早期的货币市场狭义地指对证券经纪商和交易商进行通知放款的市场。后来,货币市场的概念又广义地包含了短期资金市场。

货币市场一般没有正式的组织,所有交易,特别是二级市场的交易几乎都是通过电信方式联系进行的。市场交易量大是货币市场区别于其他市场的重要特征之一。巨额交易使得货币市场实际上成为一个批发市场。由于货币市场的非人为性及竞争性,它又是一个公开市场,任何人都可以进入市场进行交易,在那里不存在固定不变的顾客关系。

(二) 资本市场

资本市场是指期限在一年以上的金融资产交易的市场。全面地看,资本市场包括两大部分:一是银行中长期存贷款市场;二是有价证券市场。但是,由于两个原因,一般可将资本市场视同或曰侧重于证券市场。这两个原因是:①在 worlds 各主要国家长期资本市场的两大部分中,证券市场最为重要;②从世界金融市场发展趋势看,融资证券化,特别是长期融资证券化已成为一种潮流,构成了当今世界融资活动的主要特征。

通常,资本市场主要指的是债券市场和股票市场。它与货币市场的区别为:①期限的差别。资本市场上交易的金融工具均为一年以上,最长者可达数十年,有些甚至无期限,如股票等。而货币市场上一般交易的是一年以内的金融工具,最短的只有几日甚至几小时。②作用不同。货币市场所融通的资金,大多用于工商企业的短期周转资金。而在资本市场上所融通的资金,大多用于企业的创建、更新、扩充设备和储存原料,政府在资本市场上筹集长期资金则主要用于兴办公事业和保持财政收支平衡。③风险程度不同。货币市场的信用工具,由于期限短,流动性高,价格不会发生剧烈变化,风险较小。资本市场的信用工具,由于期限长,流动性较低,价格变动幅度较大,

风险也较高。

（三）外汇市场

如同货币市场一样，外汇市场也是各种短期金融资产交易的市场，不同的是货币市场交易的是同一种货币或以同一种货币计值的票据，而外汇市场则是以不同种货币计值的两种票据之间的交换。在货币市场上所有的贷款和金融资产的交易都受政府法令条例管制。但在外汇市场上，一国政府只能干预或管制本国的货币。

外汇市场按其含义有广义和狭义之分。狭义的外汇市场指的是银行间的外汇交易，包括同一市场各银行间的交易、中央银行与外汇银行间及各国中央银行之间的外汇交易活动，通常被称为批发外汇市场（wholesale market）。广义的外汇市场是指由各国中央银行、外汇银行、外汇经纪人及客户组成的外汇买卖、经营活动的总和，包括上述的批发市场及银行同企业、个人间外汇买卖的零售市场（retail market）。

（四）黄金市场

黄金市场是专门集中进行黄金买卖的交易中心或场所。目前，由于黄金仍是国际储备工具之一，在国际结算中占据着重要的地位，黄金市场仍被看作金融市场的组成部分。但随着时代的发展，黄金非货币化趋势越来越明显，因此，本书不专门介绍黄金市场。黄金市场早在19世纪初就已形成，是最古老的金融市场。现在，世界上已发展到40多个黄金市场。其中，伦敦、纽约、苏黎世、芝加哥和香港的黄金市场被称为五大国际黄金市场。

二、按照金融中介的特征，金融市场可以被划分为直接金融市场与间接金融市场

直接金融市场指的是资金需求者直接从资金所有者那里融通资金的市场。一般指的是通过发行债券和股票方式在金融市场上筹集资金的融资市场。而间接金融市场则是通过银行等信用中介机构作为媒介来进行资金融通的市场。在间接金融市场上，资金所有者将手中的资金贷放给银行等信用中介机构，然后由这些机构转贷给资金需求者。在此过程中，不管这笔资金最终归谁使用，资金所有者都将只拥有对信用中介机构的债权而不能对最终使用者具有任何权利要求。直接金融市场与间接金融市场的差别并不在于是否有金融中介机构的介入，而主要在于中介机构的特征差异。在直接金融市场上也有金融中介机构，只不过这类公司不像银行那样，它不是资金的中介，而大多是信息中介和服务中介。虽然两者难分轻重，但本书的重点是直接金融市场。

三、按照金融资产的发行和流通特征，金融市场可以被划分为一级市场、二级市场、第三市场和第四市场

资金需求者将金融资产首次出售给公众时所形成的交易市场称为初级市场、发行市场或一级市场。

证券发行后，各种证券在不同的投资者之间买卖流通所形成的市场即为二级市场，

又称流通市场或次级市场。它又可分为两种：一种是场内市场，即证券交易所；另一种是场外交易市场。证券交易所是依照国家有关法律规定，经政府主管机关批准设立的证券集中竞价的有形场所。场外交易市场又称柜台交易或店头交易市场，它是在证券交易所之外进行证券买卖的市场。原则上，在场外交易的证券以未上市的证券为主。然而现在情况发生了很大的变化，为数不少的上市证券，尤其是政府债券、地方和公司债券，也都纷纷涌入场外交易市场进行交易。

第三市场是原来在交易所上市的证券移到场外进行交易所形成的市场。第三市场的交易相对于交易所交易来说，具有限制更少、成本更低的优点。第四市场是投资者和证券的出卖者直接交易形成的市场。其形成的主要原因是机构投资者在证券交易中所占的比例越来越大，它们之间的买卖数额很大，因此希望避开经纪人直接交易，以降低成本。

四、按照成交与定价的方式不同，金融市场可以被划分为公开市场与议价市场

公开市场指的是金融资产的交易价格通过众多的买主和卖主公开竞价而形成的市场。金融资产在到期偿付之前可以自由交易，并且只卖给出价最高的买者。一般在有组织的证券交易所进行。在议价市场上，金融资产的定价与成交是通过私下协商或面对面的讨价还价方式进行的。在发达的市场经济国家，绝大多数债券和中小企业的未上市股票都通过这种方式交易。最初，在议价市场交易的证券流通范围不大，交易也不活跃，但随着现代电信及自动化技术的发展，该市场的交易效率已大大提高。

五、按照有无固定交易场所，金融市场可以被划分为有形市场与无形市场

有形市场即有固定交易场所的市场，一般指的是证券交易所等固定的交易场地。在证券交易所进行交易首先要开设账户，然后由投资人委托证券商买卖证券，证券商负责按投资者的要求进行操作。而无形市场则是指在证券交易所外进行金融资产交易的总称。它的交易一般通过现代化的电信工具在各金融机构、证券商及投资者之间进行。它是一个无形的网络，金融资产及资金可以在其中迅速转移。在现实世界中，大部分金融资产交易均在无形市场上进行。

六、按成交与交割方式不同，金融市场可以被划分为现货市场与衍生市场

现货市场实际上是指即期交易的市场，是金融市场上最普遍的一种交易方式。相对于远期交易市场，现货市场指市场上的买卖双方成交后须在若干个交易日内办理交割的金融交易市场。现货交易包括现金交易、固定方式交易及保证金交易。现金交易是指成交日和结算日在同一天发生的证券买卖。固定方式交易则是指成交日和结算日之间相隔很短的几个交易日，一般在七天以内。保证金交易也称垫头交易，它是投资者在资金不足，又想获得较多投资收益时，采取交付一定比例的现金，其余资金由经纪人贷款垫付，买进证券的一种交易方法。目前现货市场上的大部分交易均为固定方式交易。

衍生市场是各种衍生金融工具进行交易的市場。所谓衍生金融工具，是指由原生性

金融商品或基础性金融工具创造出的新型金融工具。它一般表现为一些合约，这些合约的价值由其交易的金融资产的价格决定。衍生工具包括远期合约、期货合约、期权合约、互换（swap）协议等。由于衍生金融工具在金融交易中具有套期保值防范风险的作用，衍生工具的种类仍在不断增多。衍生金融工具同时也是一种投机的对象，其交易所带来的风险也应引起注意。

七、按市场发展的地域不同，金融市场可以被划分为国内金融市场和国际金融市场

金融市场按其作用的地域范围来划分，可以分为国内金融市场及国际金融市场。国内金融市场是指金融交易的作用范围仅限于一国之内的市场，它除了包括全国性的以本币计值的金融资产交易市场之外，还包括一国范围内的地方性金融市场。国际金融市场则是金融资产的交易跨越国界进行的市场，进行金融资产国际交易的场所。国际金融市场有广义和狭义之分。狭义的国际金融市场指进行各种国际金融业务的场所，有时又称传统的国际金融市场，包括货币市场、资本市场、外汇市场、黄金市场及衍生市场等；广义的国际金融市场则包括离岸金融市场，这里所谓离岸金融市场，是非居民间从事国际金融交易的市场。离岸市场以非居民为交易对象，资金来源于所在国的非居民或来自国外的外币资金。离岸金融市场基本不受所在国的金融监管机构的管制，并可享受税收方面的优惠待遇，资金出入境自由。离岸金融市场是一种无形市场，从广义来看，它只存在于某一城市或地区而不存在于一个固定的交易场所，由所在地的金融机构与金融资产的国际性交易而形成。

市场透视

不热衷黄金、地产的美国人喜欢投资什么？

在资本市场比较成熟和规范的美国，房地产直接投资属比较保险的长期投资，但回报率却比较低，而且从来不是一个短期能回报的领域，因此本土的美国人会给自己买房居住，但在选择投资时更青睐的则是股票、基金或债券等理财产品，尤其是比较富有的美国人。

耶鲁大学著名经济学家 Robert Shiller 制作了一条美国百年房价变化曲线，把美国房地产投资的可能回报诠释得非常清楚。作者使用了 1890~2005 年美国的真实房价，在校正了物价膨胀因素之后他发现，在过去的一百多年里美国房价实际上并没有上升的趋势，尤其是在 1890~1990 年房价几乎没多大变化，每年的平均增长只有 0.2%，增幅甚至无法抵消土地和人工价格的增长。而在 1997~2005 年，美国的房地产价格出现了快速增长，升幅甚至高达 71%，尽管在当时的 2006 年有很多专家对这种高价的保持甚至继续增长持非常乐观的态度，但 Shiller 还是根据这条曲线做出了房地产泡沫即将到来的预测，后来发生的一切证明他是对的，八年后的 2014 年，美国房地产的价格再度回归到了曲线的平均水平上。

正是因为美国房地产投资的这种低回报率，美国的富人们实际上更青睐股票等回报较高的投资。根据美国一家投资咨询公司的统计，虽然从整体上看美国人认为房地产是

最稳妥的长期投资,之后的顺序是黄金、股票和共同基金、储蓄账户和定期存款、债券,但美国的富人们却更喜欢投资股票,这是因为股票的回报率最高,也最容易致富。自1929年以来校正通货膨胀因素后的美国标准普尔500指数(S&P 500)的年平均回报率是6.32%,政府债券的投资回报率是这个数字的一半,自1971年以来甚至连投资黄金的年平均回报率都有4.12%,显然都比房地产的投资回报率高出很多。若是自己居住,美国富人赞成投资买房,认为长期持有比租房划算,但仅是自己居住而已,他们极少会去投资房地产实业。

美国人更喜欢投资股市、债券等还因为美国拥有非常规范和成熟的各种理财基金产品。回报率高的投资必然风险系数也大,为了避险,投资组合的多元化就变得十分重要,投资公司于是根据投资人对风险性的忍耐程度和投资需要的不同而推出了不同结构组合的理财基金。

美国人更喜欢投资股市和基金还源于美国有着非常成熟的专业投资顾问(financial adviser)群体。投资顾问是给客户理财建议的专家,依其专业领域而向客户推荐和提供投资产品与服务,如保险代理人销售人生保险等险种,理财顾问推荐投资方案和理财产品等。理财顾问公司和专业人员由美国金融业监管局(U.S. Financial Industry Regulatory Authority)和所在州依法监管并颁发行业执照,收入来自收费、提成或两者结合。投资顾问不仅经验丰富,而且有可靠的资源帮助,从而能更精确地分析出资产价值和项目的收益风险,从而决定是否买入或卖出,而不是靠猜测。

美国人喜欢投资股票、基金和债券并不意味着他们不投资房地产,实际上只是换了一种形式而已。在美国有一种称为“不动产投资信托”(real estate investment trusts, REITs)的基金,由美国国会于1960年创造,主要是借由不动产的证券化及许多投资人的资金集资,使没有庞大资本的一般投资人也能以较低门槛参与不动产市场,获得不动产市场交易、租金与增值所带来的获利。同时因为不动产投资信托能同时投资多项不动产标的,既可分散风险,又不需要实质持有不动产标的,可在证券市场交易,所以市场的流通性远优于不动产。

资料来源:根据近年来美国证券市场发展情况整理

第三节 金融市场的参与者

从市场交易动机看,金融市场的参与者主要有投资者(投机者)、筹资者、套期保值者、套利者、调控和监管者五大类。这五类主体是由如下几类主体构成的。

一、政府部门

在各国的金融市场上,通常该国的中央政府与地方政府都是资金的需求者,他们主要通过发行财政部债券或地方政府债券来筹集资金,用于基础设施建设,弥补财政预算赤字等。政府部门在一定的时间也可能是资金的供应者,如税款集中收进还没有支出时。另外,不少国家政府也是国际金融市场上的积极参加者,如中东的主要石油出口国家就是金融市场上资金供应的大户,一些发展中国家则是金融市场上的主要资