



高等学校经济与管理专业系列教材

金融市场学

刘红忠 朱 叶 编著

0.9-43

高等教育出版社
上海社会科学院出版社

856

高等学校经济与管理专业系列教材

F-830.9-43

C72

金 融 市 场 学

刘红忠 朱 叶 编著

高 等 教 育 出 版 社
上海社会科学院出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融市场学/刘红忠编著. —北京:高等教育出版社,
2000. 7

ISBN 7-04-008315-9

I. 金... II. 刘... III. 金融市场-经济理论
IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 62057 号

责任编辑 黄 燕 封面设计 乐嘉敏 责任印制 潘文瑞

书 名 金融市场学
作 者 刘红忠 朱 叶

出版发行	高等教育出版社	上海社会科学院出版社
社 址	北京市东城区沙滩后街 55 号	上海市淮海中路 622 弄 7 号
邮政编码	100009	200020
电 话	021-62587650	021-53062622
传 真	021-62551530	021-53062622
网 址	http://www.hep.edu.cn	
经 销	新华书店上海发行所	
排 版	南京理工排版校对公司	
印 刷	丹阳市第三彩色印刷厂	
开 本	787×960 1/16	版 次 2000 年 7 月第 1 版
印 张	17.75	印 次 2000 年 7 月第 1 次
字 数	385 000	定 价 20.00 元

凡购买高等教育出版社图书,如有缺页、倒页、脱页等
质量问题,请在所购图书销售部门联系调换。

版权所有 侵权必究

前 言

根据教育部颁发的《全国普通高等学校金融学专业主干课程教学基本要求》，金融市场学已被列为金融学专业六门主干课程之一。我有幸参加了教育部面向21世纪“金融学主干课程教学内容改革研究与实践”课题的部分研究工作。在这个过程中，结合自己的教学实践经验，我对金融市场学的教学内容进行了重新思考。

本教材根据教育部面向21世纪课程教学改革的要求，在总结和归纳国内外同类教材的基础上，围绕基本知识、基本理论和基本技能的培养目标，力求在内容和体系上推陈出新，反映20世纪末最新的理论创新与业务创新。

本教材由五部分组成：第一篇（概述），介绍了金融资产，金融市场分类以及金融市场的参与者；第二篇（市场组织与机构），介绍一级市场与二级市场；第三篇（风险与收益），包括风险与收益的衡量和风险与收益的理论，其中，对国内教材中较少涉及的有效市场假设进行了比较详细的介绍；第四篇（资产价值分析），对普通股、债券、远期与期货、期权的价值分析进行了集中的讨论；第五篇（投资管理），介绍了组合的建立与组合业绩的评估。

本教材由复旦大学刘红忠教授担任主编，复旦大学朱叶副教授担任副主编，共同负责制订教材写作大纲。刘红忠教授负责全书的修改以及总纂。本书各章分工情况：第一、十章由郦彬和刘红忠编写；第二、十一章由戚海和刘红忠编写；第三、四、十二、十三、十四章由朱叶编写；第五、六、七、八、九章由刘红忠编写。

在此，我们对上海社科院出版社的曹均伟先生和高等教育出版社的黄燕女士给予我们的大力支持和为本教材的出版所付出的辛勤劳动表示由衷的感谢。

书中不当之处，敬请广大读者批评指正。

刘红忠

第一章

金融市场概述

在现代经济中,市场是对经济资源进行最佳配置的主要方式。经济中的市场类型一般可分为产品市场、要素市场和金融市场。随着经济的发展,金融市场在经济中所起的作用显得越来越重要。在全球金融市场中,每天都有难以计数的金融产品和服务在交易,伴随着大量的资金流动。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。因此,本书旨在集中讨论金融市场。本章我们将首先来看一看金融资产和金融市场的基本特征及功能。

第一节 金融资产

金融资产是进行金融交易的载体。我们先来介绍一下金融资产的相关概念。

一、金融资产的定义

金融资产(financial assets)是对经济实体(包括私人、公司企业、政府部门)的未来收入或财富的要求权,一般是在货币借贷的过程中产生的。最常见的金融资产有存单、股票、债券、保险单以及银行储蓄等。

同意未来支付现金流的实体称为发行人,金融资产的所有者被称为投资者(investor)。

(一) 金融资产的产生

我们通过以下一个简化的金融体系来演示金融资产的产生过程。

假设简单的金融体系中只包含两个经济单位：一个家庭与一个企业，并且系统是封闭运行的，即不与外界经济发生任何交易。其中每个单位都持有通过储蓄积累的一定数量的资产，如表 1-1。

表 1-1 简单金融体系中的经济单位的资产负债表

家庭的资产负债表			
资 产		负债与净值	
现 金	\$ 13 000	净 值	\$ 20 000
家 具	1 000		
服 装	1 500		
汽 车	4 000		
其他资产	500		
合 计	\$ 20 000		\$ 20 000
企业的资产负债表			
资 产		负债与净值	
商品存货	\$ 10 000	净 值	\$ 100 000
机器设备	25 000		
厂 房	60 000		
其他资产	5 000		
合 计	\$ 100 000		\$ 100 000

按今天的标准来看，表 1-1 所示的资产负债表显得非常奇怪，家庭和企业都没有任何负债，资金完全自给，因为他们的资产是通过当前收入或利润的节余来购置，而不是通过借款来融资。因此，这样的家庭和企业都属于内部金融。对大多数的家庭和企业而言，自给资金目前仍然是获取资产的最重要的来源。

假设目前企业需要添置新的设备用于扩大再生产，由于通货膨胀以及主要原材料的短缺，新的生产设备的成本迅速上涨，靠企业内部积累的资金无法满足需要。因此，企业面临 4 种选择：①推迟新机器设备的购买，通过自身积累足够的资金；②出售已有的其他资产来弥补资金缺口；③借全部或部分款项；④增发新股以获得融资。

时间在这里经常是个决定因素。推迟设备购买意味着当前产量和利润的损失，因为处于竞争条件下的企业必须尽早的扩大生产，占领更大的市场份额，而且，在通货膨胀的环境下，未来购置新设备的成本将比现在高得多。出售现有其他资产看起来是可行的，但这需要花费一定的时间，并且资产出售尤其是固定资产将有折现损失的风险。第三种选择——借款，其优势是筹资迅速，而且贷款支付的利息

可以作为税前利润的抵扣。企业如果也不想借款,还可以增发股票来融资,但是股票融资的成本将比债务融资更昂贵,同时所需时间更长。

如果企业决定借款,很显然在这两单位金融体系中,家庭必须提供所需资金。企业向家庭发行债券作为借款凭证以获得外部融资。因此,一般而言,任何经济单位要增加资产,但缺少必要的资金,则可以通过发行金融负债来获得融资——假设可以找到这些借款凭证(IOWs)的购买者。这些投资者将购得的借据作为一种资产——金融资产——除非借款者破产无法偿付贷款,投资者能从中获得收益。

假设上述例子中的企业决定发行 \$ 10 000 的债券用来筹资,当期望收益足够高时,家庭便会购买,即愿意提供借款。因此,借贷的结果产生金融资产,同时两个经济实体的资产负债表也发生相应的变化。

表 1-2 发行金融资产购买装备后的资产负债表

家庭的资产负债表			
资 产		负债与净值	
现 金	\$ 3 000	净 值	\$ 20 000
金融资产	10 000		
家 具	1 000		
服 装	1 500		
汽 车	4 000		
其他资产	500		
合 计	<u>\$ 20 000</u>		<u>\$ 20 000</u>
企业的资产负债表			
资 产		负债与净值	
商品存货	\$ 10 000	负 债	\$ 10 000
机器设备	35 000	净 值	100 000
厂 房	60 000		
其他资产	5 000		
合 计	<u>\$ 110 000</u>		<u>\$ 110 000</u>

(二) 实物资产与金融资产

实物资产是指能被用来生产商品与服务的资产,例如土地、厂房、机器以及知识产权等。社会的物质财富最终决定于其经济的生产能力,即社会成员所能提供的商品与服务的数量。这种能力则是由经济中的实物资产所提供的。

与实物资产相比较,金融资产(如股票、债券)只是一种书面凭据或者计算机里某些数据而已,其本身并不能直接构成经济生产力。它们代表其持有人对相应的实物资产的所有权,或者说是由实物资产产生的收益的要求权。金融资产并不

能像房屋、汽车和洗衣机等实物资产那样向其所有者提供连续的服务,而是对投资者未来能够得到回报的承诺,作为一种价值(即购买力)的储藏。即使我们不能拥有自己的汽车生产厂,但我们能通过购买通用、丰田公司的股票,分享汽车生产带来的收益。

实物资产向经济提供净收入,金融资产只是确定收入或财富在投资者之间的分配。私人可以选择在现在消费他们所有的财富,或者放弃当前消费而选择用所有的财富购买各种证券进行投资。当投资者向公司购买这些证券,企业将筹集到资金用以购买实物资产(如工厂、机器设备、技术或发明)。因此,投资者从这些证券得到的回报最终来源于这些实物资产用于生产所获的收益。

二、金融资产的分类

尽管不同的金融资产多达几千种,但基本上可以分为4类:货币、债务性证券、权益性证券(要求权)和衍生证券。

1. 货币(money) 它是指任何能够用来支付购买商品和服务的金融资产。支票账户、现金和硬币都能作为支付媒介,因此都属于货币形式。

2. 债务性证券(debt securities) 它包括债券、国库券、应付账户(accounts payable)、储蓄存款。在法律上,债务类金融资产的持有人对相应资产或收入,拥有比权益所有人优先的要求权。这些要求权通常有固定的数目和期限,并且在协议条款中一般规定特定的资产作为抵押。我们可以将债务工具分为两类:①可转让的(negotiable)的债务,能在证券市场上在不同的持有人之间自由转移;②不可转让的(nonnegotiable)债务,例如银行存折储蓄账户(passbook savings accounts)和美国储蓄债券(U.S. saving bonds)就属于这类债务工具。

3. 权益性证券(equities) 它代表对企业资产的部分所有权,要求金融资产的发行人在支付债务工具所有者后,按其利润或资产出售所得对权益工具的所有者进行支付。我们可以将权益工具进一步分为普通股(其持有人拥有投票权、决策权)和优先股(没有投票权,但其持有者有优先获得固定数目支付的权益要求权)。

4. 衍生证券(derivative securities) 它包括期权合约、期货合约、远期合约、互换协议等。这些工具给予其持有者某种义务或对一种金融资产进行买卖的选择权,它的价值由其交易的金融资产的价格决定。

三、金融资产的价值

估价是决定一项金融资产的合理价值或价格的过程。估价的基本原则是:任何一项金融资产的价值都是其预期现金流的现值。这一原则对于任何金融资产都适用,即只要确定现金流然后计算现值即可,因此,它同等地适用于普通股、债券、贷款和房地产等。

$$\text{金融资产的价值} = \frac{\text{金融资产的预期现金流}}{\text{折现现金流的利率}}$$

因此,当我们要评估一项金融资产时,相应地必须完成以下两个步骤:

1. 估计未来的现金流 现金流(cash flow)是指投资于一项特定金融资产而预期每期将获得的现金。

无论是债务工具还是权益工具,金融资产的种类和发行人的特征决定了预期现金流的确定程度。例如,假设美国政府从来不对其发行的债务工具违约,那么,美国财政部发行证券的现金流就是确定的。

其他债务工具的现金流之所以不确定,有3个原因:①发行人有可能违约;②大多数债务工具都设有条款,给予发行人或投资者改变所借资金偿还方式的权利;③某些债务工具的利率在所借资金未偿还期间可能发生变化。

对公司普通股的持有人而言,股息支付的数目和时间都是不确定的,股息与公司利润有关。而且,由于所借资金不像债务工具那样可以偿还,普通股的投资者为了收回所投资金必须出售股票。而出售股票收回的资金是多于还是少于最初的投资,要看出售时的股价而定,而这是很不确定的。

2. 确定折现现金流的合适利率 投资者必须考虑以下两个问题:投资者应该要求达到多大的最低利率?在最低利率的基础上投资者应该再要求多高的利率?

投资者应该要求的最低利率是金融市场上可获得的无违约风险现金流的利率。在美国,它就是美国财政部发行证券的利率。

投资者要求获得的高于美国国库券利率的报酬应当反映与预期现金流相关的风险水平。投资者所觉察到的风险越大就会要求越高的风险报酬。

四、金融资产的作用

金融资产有两个主要的经济功能:第一个是将拥有盈余资金一方的资金转移到需要资金投资有形资产的一方;第二个功能是在转移资金的同时,将与有形资产现金流相关的不可避免的风险在寻求资金和提供资金的各方之间进行重新分配。

五、金融资产的属性

目前,世界上的金融资产有成千上万种,其属性各不相同。金融资产的某些属性决定或影响着其对不同类型投资者的吸引力。一般而言,金融资产的10种属性^①是:货币性、可分性和发行单位、可逆性、期限、流动性、可转换性、币种、现金流与收益的可预测性、复合性、税务状况。

^① 更详细的解释可参见:[美]弗兰克·J·法博齐、弗朗哥·莫迪利亚尼:《资本市场:机构与工具》,经济科学出版社1998年版,第6页。

1. 货币性(moneyness) 一些金融资产被用作交换媒介或用于交易清算,这些资产被称为货币。在美国,它们包括通货和允许开立支票的所有形式的存款。其他的金融资产虽然不是货币,但与货币非常接近,因为它们能以较低的成本、较少的时间或风险变为货币,它们被称为准货币(near money)。在美国,准货币包括定期和储蓄存款以及美国政府发行的一种为期3个月的称作3月期国库票据的证券。

2. 可分性和发行单位(divisibility and denomination) 可分性(divisibility)与金融资产可被清算或换成货币的最小单位有关,单位越小,金融资产越可分。一项金融资产如银行存款是无限可分的,但其他金融资产依其发行单位而具有不同程度的可分性。发行单位是指到期时每单位资产将支付的美元数目。许多债券以1 000美元为发行单位,但是有些债务工具则以100万美元发行。

3. 可逆性(reversibility) 它是指投资于一项金融资产然后退回投资并换回现金的成本。相应地,可逆性又被称为返回成本(found-trip cost)。

像银行存款那样的金融资产显然是高度可逆的。因为通常增加或减少存款不收费,其他的交易成本可能不可避免,但数目很小。对于在有组织的市场中交易的、或由做市商交易的金融资产,与返回成本最相关的要素是买卖价差,然后再加上佣金以及交割资产所需的时间和成本。买卖价差(bid-ask spread)是做市商愿意卖出一项金融资产的价格(卖价)与其愿意买入该项资产的价格(买价)之间的差额。

4. 到期期限(term to maturity) 它是指债务或股权工具按计划进行最终支付或持有者要求清偿之前的时间间隔长度。到期期限通常被简称为期限,这也是本书中以后将采用的概念。

债权人可在任意时间要求偿付的工具,称为活期工具(demand instruments),如支票账户和许多储蓄账户。期限是金融资产的一项重要特征。在美国,它可以从1天到100年。许多其他金融工具,包括股权等,是没有期限的,因而是一种永久性工具。

5. 流动性(liquidity) 虽然目前还没有一致接受的流动性定义,流动性却是一个很重要的经常使用的术语。詹姆斯·托宾教授提出的一种考虑流动性与缺少流动性定义的方法十分有用;相对于一种既耗时成本又高的投资活动而言,如果投资者希望马上出售金融资产,投资者可能承受多大的损失。金融资产的买卖越频繁,其流动性越高。

6. 可转换性(convertibility) 金融资产的一项重要属性是它们可以转换成其他金融资产。

7. 币种(currency) 大多数金融资产都以某种货币计价发行,如美元、日元或德国马克。一些发行者为了满足投资者减少外汇风险的要求,还发行了双重货币

证券。另外,一些债券还允许投资者选择支付利息和偿还本金时使用的货币。

8. 现金流和收益的可预测性(cash flow and return predictability) 投资者持有金融资产实现的收益取决于其预期收到的现金流,这些现金流包括股票股息的支付、债务工具利息的支付、债务工具的本金偿还以及股票的预期卖价。因此,预期收益的可预测性取决于现金流的可预测性。收益的可预测性是金融资产的一种基本性质,是其价值的主要决定因素。

9. 复合性(complexity) 某些金融资产是复合的,它们最终是两个或多个简单资产的组合。为了找到这样一种资产的真实价值,人们必须将它的各个组成部分分解出来并分别对每一部分定价。20世纪80年代初期以来许多债务工具的创新造就了复合型金融资产。

10. 税务状况(tax status) 税务状况是任何金融资产的一个重要属性。各国政府关于来自金融资产所有权或售卖收入的税收法令各不相同。国与国之间,甚至一国的市政府之间(如美国的州与地方税收)的税率都可能不一样。而且,按照发行人的种类、持有资产的时间长度和所有人性性质等,不同金融资产间的税率也不相同。

第二节 金融市场的定义与功能

简单而言,金融市场就是金融资产进行交易的场所。我们将在这一节开始介绍金融市场的相关概念和功能。

一、金融市场的概念

在经济体系中主要有3种类型的市场:要素市场,产品市场和金融市场。

在要素市场上,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。见图1-1。

消费性单位用他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,例如食物、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。例如,1995年美国的私人储蓄额超过2000亿美元。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突发事件或者用于长期投资。1995年,美国企业大约有5600亿美元税后利润,其中1200

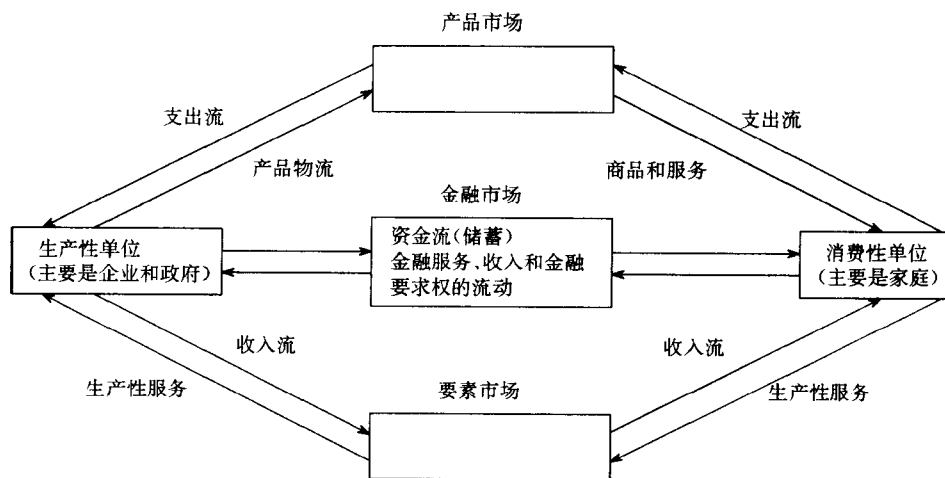


图 1-1 经济体系中的市场

亿美元未分配利润转为企业储蓄。

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。可以认为,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。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。

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(real or nonfinancial investment)——转化的渠道。暂时闲置的储蓄资金通过金融资产为载体让度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。金融市场是金融机制的核心。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。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。

(一) 储蓄的概念

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、行政及社会转移支付等当前支出后的剩余部分。

(二) 投资的概念

大部分的储蓄资金通过金融市场转化为投资资金。投资一般是指获取资本商品和存货,如厂房、设备和原材料、待售商品等的活动。投资的性质随着主体的不

同而变动。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,不同于通常所说的购买股票、债券和在银行存款等投资行为;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。

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,促进生活水平的上升。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),公司或政府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或向投资者支付股息红利。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。

那些向金融市场提供资金者,收到的只是对未来回报的承诺。这种承诺以金融要求权和金融服务的形式包装,例如股票、债券、存单和保险单等(见图 1-2)。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,整个经济就会开始收缩。见图 1-2。

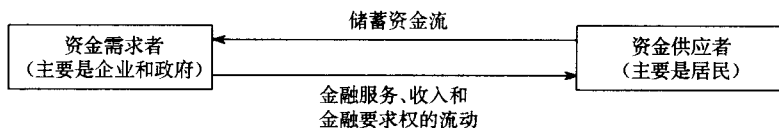


图 1-2 金融机制

二、金融市场的功能

1. 储蓄功能(savings function) 金融市场的储蓄功能是指金融市场提供了公众储蓄的渠道。债券、股票以及在货币与资本市场上出售的其他金融要求权,向众多的公众储蓄提供了收益稳定且风险较低的投资方向。这部分流入金融市场的储蓄,通过金融体系的储蓄—投资转化机制作用,变为现实生产投资,因此,就能提供更多的商品与服务,提高整个社会的福利水平。当这种储蓄资金流入减少时,投资量以及社会福利都将下降。

2. 财富功能(wealth function) 对于选择储蓄的企业和个人而言,在金融市场上出售的各种金融资产提供了一种储藏闲置财富(代表未来的购买力)的极好的方

式。由于金融资产的特殊性质,金融资产的价值非但不会随着时间的流逝而损耗,而且一般还能增值,其价值潜在的损失风险比其他储藏财富的方式要低得多。

3. 流动性功能(liquidity function) 作为财富储藏的金融工具,可以在金融市场上以较低的风险迅速套取成现金。因此,金融市场为持有金融资产的储蓄者在需要现金时提供了流动性。如果缺乏流动性,所有者将被迫持有债务工具直至其到期或者权益工具直至公司自愿或破产清算。在现代社会,货币主要由银行存款和一些具有良好流动性的少数金融资产构成。货币能随时随地用来购买其他资产,然而货币的收益回报率是所有资产中最低的,而且其购买力会受到通货膨胀的影响而下降。正是因为金融市场的流动性功能,储蓄者才得以在不需要资金时持有最少量的货币,而持有其他收益率较高的金融资产。

4. 信贷功能(credit function) 金融市场的信贷功能是指各种需要的经济实体都能在金融市场上获得及时的资金融通。消费者借款用于购买房产、日用品、汽车等;企业融资用于购置原材料、建造新厂房、发放工资以及派发股息等;政府部门借债用于公共设施建设、弥补财政赤字等。

5. 支付功能(payments function) 金融市场提供了各种充当商品和服务交易的支付媒介的金融工具,方便了商业贸易,例如支票账户、可转让提款单(negotiable order of withdrawal accounts, NOW)等。银行、信用卡公司、零售商发行的信用卡虽然也向客户提供一定额度的短期信贷,但还是普遍的被当作一种便捷的支付方式。信用卡和电子货币将逐步取代支票等纸质凭证,成为未来主要的支付方式。

6. 价格功能(price function) 金融市场上买方和卖方的相互作用决定了交易的金融资产的价格,或者说确定了金融资产要求权的收益率。公司获取资金的动力取决于投资者要求的回报率。金融市场的这一特点指示着资金应如何在金融资产间进行分配。这一过程被称为价格发现过程(price discovery process)。至于这些价格信号是对的还是错的,我们将在第六章研究金融市场有效假说时再讨论。

7. 成本功能(cost function) 金融市场减少了交易的搜寻和信息成本。搜寻成本(search cost)包括显性成本,如用于广告以引发出售或购买金融资产的成本,和隐性成本,如用于确定交易对象所花费的时间。有组织的金融市场的出现还降低了信息成本。信息成本(information cost)是与评估金融资产投资价值相关的成本,即预期现金流的数量和可能性。在有效市场中,价格反映了所有市场参与者所能获取的总的信息。

8. 风险功能(risk function) 金融市场为企业、消费者和政府部门提供了防范各种风险的手段。第一,在金融市场上出售大量的名目繁多的保险单,分散了个体的风险。人寿险、健康险、财产险等保险工具能使其持有人在被保对象受到特定损失时获得相应的补偿,从而达到间接避险的效果。第二,企业、个人利用金融市场

的财富储藏功能来进行“自我保险”，即持有一定的金融资产，以应付未来损失的风险。

9. 政策功能(policy function) 近几十年来，金融市场已逐步成为政府实施宏观政策，以稳定经济、避免通胀的主要渠道。一方面，金融市场是国民经济运行的一面“镜子”，为政府制订和实施调控政策提供决策信息；另一方面，政府（主要是中央银行）通过调节金融市场的基础利率和可贷资金总量，影响公众的消费和借贷行为，进而对就业量、产值和物价产生影响。

第三节 金融市场的种类

随着过去半个世纪以来的金融发展，出现了一系列令人眼花缭乱的金融产品，相应地也出现了许多功能各异的金融市场，金融市场结构十分复杂，它可以从若干不同的角度来描述，从本书的需要出发，我们对金融市场作如下划分。

一、外汇市场、资金市场和衍生市场

（一）外汇市场

外汇市场是兑换和交易各国货币的场所，是指“用一种货币标价的资金买卖另一种货币标价的资金的场所”，其主要功能是便利国际贸易和投资活动。直到 20 世纪 70 年代早期，主要的货币如西德马克和英镑都与美元通过固定平价制度联系在一起。这个制度是根据布雷顿森林协议于 1944 年建立的，除去偶尔的几次调整外，该制度良好地运转了 1/4 世纪之久。然而到了 60 年代，不同国家之间的经济增长差距日益明显，出现了货币动荡，并且日益频繁。最后这个固定汇率制度终于在 70 年代早期崩溃，取而代之的是浮动汇率制度。

这个变化使外汇市场发生了革命性的变化。外汇汇率不再是稳定的，而是不断地波动，并且没有波动的上下限。各国的政府不时地入市干预，但是在大多数情况下，汇率遵从市场的供求力量而自由波动。

浮动汇率的新环境使得银行及其客户有必要积极地管理他们的外汇头寸。与此同时，也使投机者有机可乘。另一方面，计算机和电信事业的发展使得新闻评论的全球迅速传播成为可能，使得即时的交易工具的出现成为可能。这已成为今日外汇市场的重要特色。

与传统的股票交易所不同，外汇市场是一个无形市场，它分散在全世界；由国际间的电信和计算机网络将交易商的交易室彼此联系在一起。外汇交易在 3 个地

方最为活跃:伦敦(\$3 000 亿)、纽约(\$1 920 亿)和东京(\$1 260 亿),^① 而其他地区总和为\$5 120 亿。这些数字只是每日的大体成交量(换算成等值的美元),由于缺少中央清算机构,没有人确切地知道真正的交易量是多少。

这些交易量中商业交易估计约占5%~20%。这并不是说剩余的80%~95%都是投机交易,其中有许多交易是银行在银行间市场冲销和其他银行的头寸进行的交易。

我国于1994年1月1日对外汇管理体制进行了新一轮的改革。在原有外汇调剂市场的基础上建立银行间外汇市场并取消了外汇留成,停止发行外汇券,取消外汇收支的指令性计划,实行银行结售汇制度,实现汇率并轨,实行以市场供求为基础、单一的、有管理的浮动汇率制度。这标志着我国外汇市场进入了一个以单一汇率和以市场为基础配置外汇资源为特征的新的时期。

但是,我国目前外汇市场的交易品种仅限于美元、日元和港元,而且参与者范围很狭窄,仅限于银行等金融机构。因此,我国目前的外汇市场基本上还是封闭的,还需要进一步的发展。

(二) 资金市场

资金市场是指直接进行资金融通和借贷的交易市场。^② 按在资金市场上交易的金融工具的不同,资金市场还可以作进一步的细分。

1. 债务市场(debt market) 债务市场是指交易债务性证券的金融市场。按债务期限的长短债务市场可分为货币市场(期限为1年或1年以下)和债券市场(期限长于1年)。

(1) 货币市场。货币市场是交易短期债权的电子市场,期限短到隔夜,长到1年。

许多债权是以可转让票据为基础的,货币市场交易的工具主要有:财政债券、贸易票据、银行大额存单(CDs)、商业票据(CP)、欧洲商业票据(ECP)、欧洲票据(通过NIFs、RUF或MOFs发行)。

对于大多数可转让工具而言,存在着相应的二级市场,使得买卖双方可在债权到期日之前进行交易。这就是说,当投资者购买了6个月的可转让CDs,1个月后又想兑换,就可以将CDs在二级市场上出售以换取现金。可转让工具发行或交易时的价格取决于许多因素,包括距离到期日的时间、信贷质量、当时的市场利率以及发生的利息。许多工具如CDs都有特定的利率,以面值或接近面值的价格发行。其他工具如财政债券和CP根本不支付利息,通常以贴现的方式发行。投资者在贴现类证券上获得的回报是由初始支付的价格与到期面值之差来

^① 数据来源:国际清算银行:《1992年4月外汇市场行为:中央银行概览》,1993年3月。

^② 另有一种观点认为,资金市场与金融市场是可以互相替代的概念。

决定。

大多数贴现类证券的利率通常是以贴现率的方式表示,即面值的百分比,然后转换成年利率。例如,一张定价 98 美元的财政债券,在 3 个月后按面值全部返还,其贴现收益率为 8%。

与这些以票据为基础的债权不同,货币市场上相当大的部分是非可转让债权,其中包括:银行间存款、联邦基金(美国)、地方政府和金融公司存款(英国)、回购和逆回购。

虽然上述工具有一个相当活跃的一级市场,但由于没有二级市场,存款人或投资者就不能交易这些资产。一旦 A 银行贷给 B 银行 1 000 万德国马克,期限 3 个月,在到期之前,A 银行就没有办法提前收回这笔贷款。因此这个市场中的期限是十分短的,像美国联邦基金市场交易的都是隔夜资金。非可转让工具的收益率比起以票据为基础的工具来讲稍高一些。例如,银行间市场 3 个月期存款的利率比 3 个月期 CDs 的利率高出 1/16 个百分点或 1/8 个百分点。

中国的货币市场经过 10 多年的发展,已初具规模。按其交易手段来看,主要包括国债回购市场、票据市场、银行间同业拆借市场、大额可转让存单市场以及企业债券(短期公司债券)市场等。建立一个完善而有效的货币市场是中国金融体系进一步改革的重要内容。

(2) 债券市场。货币市场和债券市场的区别主要在期限的不同。大多数货币市场工具的初始期限都是 1 年或小于 1 年,而债券的期限都长于 1 年,一般是 2~10 年,有些债券是 30 年期限,还有许多债券是永久性的,并没有固定的到期日。

在许多国家,票据和债券的最大发行人是中央政府和地方政府机构,其他是由大型公司发行的。下面将债券进行分类:政府债券、公司债券、抵押债券(mortgage-backed securities)、浮动利率票据(FRNs)、欧洲债券、中期票据(MTNs)和欧洲中期票据。

大多数债券定期支付利息,被称为“息票”,也有许多零息债券。出于各种考虑和目的,零息债券大部分是长期的债券。大多数债券的息票都是事先固定的,被称为“固定收入证券”,但是也有债券的利息经常重新规定,因此是浮动的,这就是浮动利率票据。随着国际金融的发展,许多借款人可以发行多币种的证券,而在发行人所在国以外出售的、以该国货币面额表示的债券被称为欧洲债券。现在各种类型的债务工具向大公司借款人敞开大门,它们可以发行短期的商业票据和债券、期限较长的公司债券和欧洲债券,以及期限位于二者之间的中期票据。

世界上最大的债券市场是以美元和日元标明面值的债券市场,二者占到世界债券市场的 2/3。其次是欧元(以前主要是德国马克、意大利里拉、法国法郎)和英镑的债券市场,在这些市场中,政府债券仍占主要的地位。

迄今为止,我国财政部发行的国债绝大多数是中长期的。因此,中国的国债市