

Professional

Degree

经管类专业学位

经管类专业学位研究生

主干课程系列教材

Financial Markets
and Institutions

金融市场与机构

刘红忠 卢 华 编著

复旦大学出版社

总序



社会经济的发展对应用型专业人才的需求呈现出大批量、多层次、高规格的特点。为了适应这种变化,积极调整人才培养目标和培养模式,大力提高人才培养的适应性和竞争力,教育部于2009年推出系列专业学位硕士项目,实现硕士研究生教育从以培养学术型人才为主向以培养应用型人才为主的历史性转型和战略性调整。复旦大学经济学院于2010年首批获得金融硕士专业学位培养资格,经济学院专业学位项目依托强大的学科支持,设置了系统性模块化实务型课程,采用理论与实践相结合的双导师制度(校内和校外导师),为学生提供从理论指导、专业实践到未来职业生涯设计的全面指导。目前,已经形成了金融硕士、国际商务硕士、保险硕士、税务硕士、资产评估硕士五大专业学位硕士体系,招生数量与规模也逐年增长。

专业学位(Professional Degree)相对于学术型学位(Academic Degree)而言,更强调理论联系实际,广泛采用案例教学等教学模式。因此,迫切需要编写一套具有案例特色的专业学位核心课程系列教材。本套教材根据专业学位培养目标的要求,注重理论和实践的结合。在教材特色上,先讲述前沿的理论框架,再介绍理论在实务中的运用,最后进行案例讨论。我们相信,这样的教材能够使理论和实务不断融合,提高专业学位的教学与培养质量。

复旦大学经济学院非常重视专业学位教材的编写,2012年就组织出版了金融硕士专业学位核心课程系列教材。经过五年的探索和发展,一方面是学院的专业学位硕士由金融硕士扩展到了五大专业硕士学位体系;另一方面,对如何进行学位培养和教材建设的想法也进一步成熟,因此有必要重新对教材的框架、内容和特色进行修订。2015年4月,我院组织专家

审议并通过了专业学位研究生课程教材建设方案。2015年12月,完成了专业学位核心课程的分类,初步设定建设《程序化交易中级教程》《投资学》《公司金融》《财务分析与估值》《金融风险管理实务》等核心课程教材。2016年10月,组织校内外专家制定了《复旦大学经济学院专业学位核心课程教材编写体例与指南》,2016年11月,组织教师申报教材建设并召开我院专业学位研究生教指委会议,针对书稿大纲进行讨论和修订,删除了目前教材之间的知识点重复现象,提高了教材理论的前沿性,修改和增加了教材中每章的案例,突出教材知识点的实务性。教材初稿完成以后,邀请校外专家进行匿名评审,提出修改意见和建议;再要求作者根据校外专家的匿名评审意见进行修改;最后,提交给我院专业学位研究生教指委进行评议并投票通过后,才予以正式出版。

最后,感谢复旦大学研究生院、经济学院以及学院专业学位研究生教指委提供的全方位支持和指导,感谢上海市高峰学科建设项目的资助,感谢校外专家对书稿的评审和宝贵意见,感谢复旦大学出版社的大力支持。本套教材是复旦大学经济学院专业学位教材建设的创新工程,我们将根据新形势的发展和教学效果定期修正。

经管类专业学位硕士核心课程系列教材编委会

2017年6月

前 言



为适应我国社会经济发展对应用型专业人才的迫切需求,2010年教育部推出系列专业学位项目,专业学位教育在研究生教育中得到了高度重视。复旦大学于2010年首批获得金融硕士专业学位的培养资格,从2011年开始招收金融硕士专业学位学生,“金融市场与机构”是金融硕士专业学位必修课程。

复旦大学金融学科历来重视教材的编写,先后多次出版过本科生和研究生《金融市场学》教材。但是,与传统科学学位的教育不同,专业学位项目在授课上更加强调理论联系实际,广泛采用案例教学、模拟训练等多种方式培养学生解决实际问题的能力,根据专业学位培养目标的要求,授课教师既要处理好理论知识的传授与能力培养的关系,又要处理好理论知识的先进性与适用性的关系。

为了满足专业学位教学需要,在复旦大学经济学院专业学位教学指导委员会的积极支持下,本教材列入了复旦大学高峰学科教材建设项目。

本教材的编写中,在金融市场理论逻辑方面,沿袭了本人之前所主编的《金融市场学》所界定的金融市场的内涵,即金融市场是为资源配置服务的交易机制的集成,涵盖了给定的交易机制约束下跨时空的资源配置的过程,金融市场功能和交易机制是研究金融市场的两大关键维度。全书以“概论—机制—市场—机构—监管”为主要框架,从金融市场与机构的理论基础、现实结构到发展趋势都做了全面梳理。

本教材的编写特色主要体现在以下三个方面。一是具有鲜明的应用型教材特色。本书理论与实务结合,既有理论系统性,又包括大量案例和实例内容,可读性强,教学适用性强,在分析学科发展前景与金融实践需要的前提下,紧扣应用型人才培养目标,更充分体现出复旦专业学位教育特

色。二是国内与国际兼顾。本书充分吸收和借鉴国内及国际相关教材的编写经验,在理论上充分吸收国际最新研究成果,结合国内外的金融实践,重点结合中国本土金融实践案例进行分析和本土化转换,使读者对于国内外的金融理论和实践发展有全景式把握。三是前沿性。金融市场与机构的实践与理论发展瞬息万变,本教材力图把握理论、市场、机构和监管发展的前沿,使读者掌握各领域最新的发展动态。

为了确保本书的编写质量,本书由复旦大学金融学科多位相关领域的同事共同参与。本人负责全书的策划、定位以及第一至第三章的编撰(感谢傅家范、杨秋平和毛杰三位博士研究生的参与);卢华博士负责全书结构安排和统稿,同时编著了第四章、第五章、第十二章第二节、第十三章第二节和第三节;罗忠洲副教授编著了第六章和第十章;我校专业学位校外导师申唯正博士编著了第七章、第八章和第十二章第一节;徐明东副教授编著了第九章;段白鸽博士编著了第十一章;黄明副教授编著了第十三章第一节。在教材编写过程中,复旦大学金融硕士专业学位已经毕业的刘华颖和鲁然等同学也提供了非常鲜活的素材,在此一并致谢。毋庸置疑,本教材是集体协作的结晶。

专业学位教材的撰写具有很强的探索性,为此我们热忱地期望得到广大师生使用这套教材的反馈意见,以供修订时参考。

刘红忠

2019年1月

目 录



第一章 金融市场与机构概述	1
教学目的与要求	1
第一节 中国金融市场的发展和演变	1
一、资本市场	2
二、货币市场	4
三、外汇市场	6
四、衍生市场	7
第二节 中国金融机构的发展和演变	8
一、商业银行	8
二、证券类金融机构	9
三、保险类金融机构	10
四、其他非银行类金融机构	11
第三节 金融体系与金融监管	13
一、市场主导型与银行主导型金融体系的法源与比较	13
二、中国金融体系与金融监管格局	14
第四节 金融市场的功能	15
一、价格发现功能	15
二、风险管理功能	16
三、流动性提供功能	16
四、信息生产功能	17
五、交易成本节约功能	17
专栏 从社会融资规模的结构看中国金融体系的资源配置功能的变迁	18
本章小结	19
重要概念	20
习题与思考	20

第二章 金融市场的交易机制	21
教学目的与要求	21
第一节 交易机制概述	21
一、交易机制的研究目的	21
二、交易机制的分类与比较	22
三、交易订单以及订单匹配原则	24
第二节 中国金融市场的交易机制简介	26
一、上海证券交易所交易机制	26
二、深圳证券交易所交易机制	30
三、银行间债券市场交易机制	31
四、外汇市场交易机制	33
五、金融期货市场交易机制	35
第三节 微观结构理论概述	38
一、存货理论	38
二、信息理论	39
第四节 交易机制的评价	41
一、流动性	41
二、透明度	42
三、交易成本	43
专栏 中国证券期货市场的熔断机制	46
本章小结	47
重要概念	47
习题与思考	47
第三章 金融市场的效率	49
教学目的与要求	49
第一节 有效市场假说	49
一、有效市场的价格形成过程	50
二、弱式有效市场的检验	51
三、半强式有效市场的检验：事件研究	55
四、强式有效市场的检验：非公开信息检验	56
第二节 有效市场假说与投资策略	56
一、支持主动投资策略的实证检验	57
二、否定主动投资策略的实证检验	57
第三节 有效市场假说的理性前提	58
一、对理性定义的分析	58

二、理性的形成条件	59
三、对理性前提条件的质疑	59
四、对理性形成条件的质疑	60
第四节 行为金融学对有效市场假说的质疑	61
一、心理因素对认知能力的影响	62
二、心理因素对行为模式的影响	68
三、文化因素对人类行为的影响	71
专栏 事件研究法	71
本章小结	73
重要概念	74
习题与思考	74
第四章 货币市场	75
教学目的与要求	75
第一节 货币市场概述	75
一、货币市场的内涵	75
二、货币市场的运行特征	75
三、货币市场运行的基础理论	76
第二节 货币市场子市场与工具	78
一、同业拆借市场	78
二、回购市场	82
三、票据市场	87
第三节 货币市场运行	95
一、交易主体	95
二、货币市场的中介机构	97
三、交易价格与货币市场基准利率	100
四、货币市场与央行货币政策调控	102
专栏 中国利率市场化改革取得重要进展	111
本章小结	112
重要概念	113
习题与思考	113
第五章 债券市场	114
教学目的与要求	114
第一节 债券市场概述	114
一、债券与债券市场的内涵	114

二、中国债券市场结构	116
三、债券市场基础设施支持	117
四、债券市场风险揭示机制	119
五、我国债券市场的发展	124
第二节 债券市场产品与发行机制	127
一、债券的发行审核机制	127
二、政府债券发行	128
三、金融债券发行	129
四、非金融企业债券的发行	130
第三节 债券二级市场交易机制	138
一、债券市场交易机制与结构	138
二、债券交易的价值分析	140
三、债券的报价	141
第四节 债券市场创新与发展	141
一、中国地方政府债券市场的发展	141
二、中国债券市场国际化进程	146
三、中国资产支持证券市场的发展	149
专栏 中国债市首现违约	151
本章小结	152
重要概念	153
习题与思考	153

第六章 股票市场

教学目的与要求	154
第一节 我国多层次资本市场结构	154
一、主板市场	154
二、创业板市场	156
三、三板市场	157
四、四板市场	159
第二节 一级市场业务	159
一、首次公开发行股票	159
二、上市公司再融资	164
第三节 二级市场	167
一、交易系统	167
二、交易制度与流程	168
三、价格指数	171

专栏 中国股票市场的国际化	174
本章小结	175
重要概念	176
习题与思考	176
第七章 期货市场	177
教学目的与要求	177
第一节 期货市场概述	177
一、期货市场的内涵	177
二、期货市场的交易	178
三、期货市场的组织机构	179
四、期货市场主要功能	181
五、期货市场的发展	183
第二节 期货市场主要交易品种	186
一、商品期货	187
二、金融期货	189
第三节 中国期货市场及其主要品种	194
一、郑州商品交易所	194
二、上海期货交易所	197
三、大连商品交易所	200
四、中国金融期货交易所	202
第四节 期货市场定价理论和期货投资分析方法	204
一、期货市场定价理论	204
二、期货投资的分析方法	205
专栏 中国 2015 年“股灾”引发的关于现货与期货的孰是孰非问题?	206
本章小结	208
重要概念	209
习题与思考	209
第八章 期权市场及其他衍生品市场	210
教学目的与要求	210
第一节 期权市场概述	210
一、期权概念	210
二、期权与期货的区别	210
三、期权的分类	212
四、期权价格的构成要素	213

五、期权市场的发展	216
第二节 期权的定价理论与期权的交易策略	218
一、期权定价理论	218
二、期权投资策略	219
第三节 中国期权市场及产品	222
一、上证 50ETF 期权	222
二、大连豆粕期货期权	223
三、郑州白糖期权介绍	225
第四节 其他衍生品市场	226
一、外汇掉期	226
二、互换产品	227
三、权证市场	230
专栏 中国白糖期权上市一周年回顾与展望	232
本章小结	234
重要概念	235
习题与思考	235

第九章 金融市场中的金融机构：商业银行 236

教学目的与要求	236
第一节 银行业概览	236
一、什么是银行	236
二、银行的存在逻辑及其理论解释	237
三、银行业的特殊性	238
第二节 商业银行的基本业务	239
一、负债业务	240
二、资产业务	241
三、其他业务	244
第三节 商业银行的绩效评估与风险管理	249
一、银行经营绩效评估	249
二、商业银行全面风险管理框架	253
三、银行主要风险及其管理	256
四、商业银行风险监管指标	265
第四节 中国银行业的创新、转型与发展趋势	266
一、FinTech 与互联网金融发展对银行业的影响	266
二、中国银行业的转型与发展趋势	268
专栏 中国式影子银行的发展	270

本章小结	270
重要概念	271
习题与思考	271
第十章 金融市场中的金融机构：证券类金融机构	273
教学目的与要求	273
第一节 证券类金融机构概述	273
一、证券类金融机构的分类	273
二、证券类金融机构的功能	276
第二节 投资银行	277
一、投资银行概述	277
二、我国投资银行现状分析	281
三、投资银行业的发展趋势	285
第三节 证券投资基金	286
一、证券投资基金概述	286
二、证券投资基金的发展历史及现状	289
三、证券投资基金的发展特点	293
专栏 QFII 制度	294
本章小结	295
重要概念	295
习题与思考	295
第十一章 金融市场中的金融机构：保险公司	296
教学目的与要求	296
第一节 全球保险市场概况	296
一、发达保险市场	297
二、新兴保险市场	299
第二节 保险公司的业务	301
一、寿险业务的主要类型	302
二、非寿险业务的主要类型	303
第三节 我国保险公司运行状况	306
一、人身保险公司	307
二、财产保险公司	309
三、保险资金运用	310
第四节 我国保险公司的偿付能力监管	312
一、偿付能力监管制度介绍	312

二、我国偿付能力监管制度体系介绍	316
专栏 偿二代下我国保险公司偿付能力充足率剖析	325
本章小结	328
重要概念	329
习题与思考	329
第十二章 其他金融机构	330
教学目的与要求	330
第一节 期货经纪机构	330
一、期货经纪公司的定义	330
二、期货经纪公司的职能和组织结构	331
三、期货经纪公司的设立条件	332
四、中国国内期货经纪公司的历史、现状与展望	333
第二节 信托公司	337
一、信托的内涵	337
二、信托的构成要素	338
三、信托公司的设立与经营	339
四、中国信托业的发展	340
专栏 中国国内期货经纪公司的收入结构分析	344
本章小结	346
重要概念	346
习题与思考	346
第十三章 金融市场监管	347
教学目的与要求	347
第一节 中国金融监管的法律体系	347
一、金融监管法律体系概述	347
二、中国金融监管法律体系的演进	349
三、中国金融监管法律体系的内容	350
第二节 金融监管模式	352
一、金融监管的内涵	352
二、金融监管的目标	352
三、金融监管的原则	353
四、金融监管的主要模式	354
五、功能监管的探索框架	355
六、我国金融监管现状及其面临的挑战	358

第三节 宏观审慎管理.....	361
一、宏观审慎管理的定义和目标	362
二、宏观审慎政策的机构安排	362
三、宏观审慎政策操作	362
四、宏观审慎政策框架的三种主要组织结构模式	363
五、主要国家和地区加强宏观审慎管理的进展	363
六、我国宏观审慎管理的实践	365
专栏 我国资管业务发展及其监管挑战	367
本章小结	367
重要概念	368
习题与思考	368
参考文献	369

第一章

金融市场与机构概述

教学目的与要求

通过本章学习,掌握金融市场各子市场的定义,了解中国金融市场的发展与演变过程;熟悉中国金融机构的主要类型和发展过程;熟悉银行主导型金融体系和市场主导型金融体系的特征,了解中国金融体系格局以及金融监管的发展趋势。

随着各国经济的发展和全球化趋势,金融市场日益成了现代市场经济的核心。围绕着在时间和空间上进行资源配置这一基础使命,金融市场发挥着一系列重要的功能。中国金融市场正是在为国民经济发展提供有效资源配置的背景下孕育而生,经过漫长的发展与演变,逐渐在提高我国社会资金的使用效率、管理与配置风险等方面发挥了无可替代的作用。本章结合金融市场的基本知识,重点介绍中国金融市场、金融机构与监管机构的发展与演变,以便更好地理解与感知金融市场的基本功能。

第一节 中国金融市场的发展和演变

在经济体系中,存在两种市场:要素市场和产品市场。在要素市场上,经济主体将自己的劳动和其他生产资料出让给其他经济主体,从而决定了生产要素(土地、劳动力和资本等)的价格,即要素所有者的收入(租金、工资和股息红利等)。产品市场包含产品和服务的交换关系(其中的产品包含了中间产品和最终产品)。本质上,要素所有者通过产品和服务的价格得以实现其要素收入,所以要素市场和产品市场是为资源配置服务的一体化的市场。

金融市场既是要素市场,也是产品市场。简单来讲,金融市场是资金供求双方通过各种契约、运用各种金融工具实现货币借贷和资金融通的交易场所。

金融市场的功能是资源配置,金融市场的交易机制是保证资源配置功能实现的所有交易规则。在这个意义上,金融市场是为资源配置服务的交易机制的集成。在功能层面,金融市场同时履行着价格发现功能、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,并最终实现资源配置的功能;在交易机制层面,特定的交易机制决定着

特定的金融市场质量,即市场的有效性、流动性、稳定性、波动性、透明度和安全性,进而影响着特定的金融市场的功能的实现程度。换言之,金融市场涵盖了给定的交易机制约束下跨时空的资源配置过程。

根据交易标的物的不同,可将金融市场划分为资金市场、外汇市场和衍生市场。资金市场是指直接进行资金融通和借贷的市场,按照参与交易的金融工具期限的长短,一般可将资金市场进一步划分为资本市场和货币市场。本节从金融市场本身的属性和功能出发,介绍每个子市场的定义及其在中国的发展和演变。

一、资本市场

资本市场是指进行中长期(通常为一年以上)资金借贷或金融证券买卖的市场,其基本功能是实现并优化投资与消费的跨期选择。按照参与交易的金融工具性质的不同,还可以细分为股票市场(权益市场)和债券市场。

(一) 股票市场

股票是股份公司发给股东作为投资入股的证书和索取股息红利的凭证。股份公司通过发行股票向公众筹集巨额资金,建立起规模庞大的企业。股票市场又称权益市场,是极为重要的资金融通渠道。

完整的股票市场包括股份发行市场和现有股份流通转让市场。股票发行包括初始发行和增加发行两种情形。发行的方式包括公募发行和私募发行;前者是指向市场上大量的非特定的投资者公开发行股票;而后者只向少数特定的投资者发行,例如内部职工、大型金融机构等。股票可以直接出售给投资者,也可以由投资银行等金融中介通过包销或代销等方式进行承销。目前,世界主要的股票交易市场包括纽约股票交易所(NYSE)、美国全国证券商自动报价系统(NASDAQ)、伦敦股票交易所(LSE)和东京股票交易所(TSE)等,其中,NASDAQ市场是二板市场的典型。所谓二板市场,是指与针对大型成熟企业的主板市场相对应的、面向新兴中小企业和高科技企业的股票市场,又称为创业板市场。二板市场往往具有前瞻性,其上市标准较低,旨在为中小型创新企业提供融资便利、为风险投资提供退出的渠道。

中国的股票市场是在中国经济体制改革和转轨的内在要求下催生而出的产物。20世纪80年代早期,由于国家信贷计划无法满足一些企业的融资需求,促使企业不得不寻找新的融资渠道。1984年,中国第一家股份有限公司北京天桥股份有限公司成立并发行股票,标志着中国股票市场开始萌芽。此后,国有企业股份制改造试点逐渐增多,股票发行量持续增长。截至1991年年底,全国历年累计发行股票达到75.42亿元,企业对融资的迫切需求直接导致了中国股票市场的诞生。1990年12月和1991年7月,上海证券交易所和深圳证券交易所分别成立,同一时期还有17个区域性证券交易中心和2个电子交易市场(即全国证券交易自动报价系统(STAQS)和中国证券交易系统(NETS))成立。

中国股票市场发展之初,中央政府曾期望利用其为有资金需求的国有企业筹措资金,以改善相对有前途的国企的经营表现。但是,由于中国独特的经济环境,股票市场的建立面临一系列难题:很多人认为股份制就是私有化,股票交易会国家丧失对上市公司控股权丧失和国有资产流失;此外,我国国有产权的清晰化问题尚未解决,面临股权流动后收

益归属难以确定等技术性问题。因而,中国股票市场一开始采取了“国有存量股份不动,增量募集股份流通”的股权分置模式。然而,这种分置状态特别是流通权的分置状态,违背了同股同权、同股同利的基本原则,资本市场的基本功能受到了一定程度的扭曲,留下了严重的制度缺陷。

为了克服股权分置问题带来的种种弊端,决策层“摸着石头过河”,采取了许多解决措施。在经历法人股流通(1992—1999年)、国有股减持(1999—2002年)相继宣告失败后,2005年4月29日,中国启动股权分置改革以完善市场基础制度和运行机制。股权分置改革的意义不仅在于解决历史遗留问题,更在于为股票市场其他各项改革和制度创新创造条件。截至2006年年底,有97%的公司完成或者进入股权分置改革程序,对应市值占比达97%,股权分置改革基本完成,为建立全面市场化奠定了基础^①。

实现股权分置改革的制度性跨越后,中国股票市场开始进入高速发展时期,政府也加快了股票市场的市场化和国际化改革步伐。2007年6月,证监会颁布《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》,QDII制度开始实施,为缓解内地流动性过剩和内地资本海外投资开辟了新渠道;2009年10月创业板正式开启,2013年12月新三板扩容至全国,标志着由主板、中小板、创业板和新三板构成的多层次资本市场体系进一步完善,中小企业特别是创新型中小企业的融资渠道更加丰富;2010年3月,融资融券正式试点,证券交易机制得到完善;同年4月股指期货上市,改变了长期以来中国股票市场只能做多、不能做空的单边市场机制;2014年11月和2016年12月,沪港通和深港通先后启动,内地股票市场进一步向海外投资者开放。

经历二十多年的洗礼,如今中国股票市场已经得到长足发展。截至2017年12月月末,中国境内上市公司数(A、B股)达到3567家,市值合计567086亿元,其中流通市值449105.31亿元,总股本60919.15亿股^②,总体看为改善上市企业的财务状况、促进技术创造、扩大利润均做出了极大贡献。随着中国股票市场在国际股票市场中地位的显著提升,2017年6月20日,摩根士丹利资本国际公司宣布自2018年6月起,将A股中的222只大盘股纳入摩根士丹利国际资本指数(MSCI)新兴市场指数,这不仅能带动更多海外主动配置资金进入境内股票市场,也能促使境内股票市场的投资者结构、投资理念以及市场机制更加国际化,有助于加快我国资本市场与全球资本市场接轨的步伐。

(二) 债券市场

债券是由债务人签发给债权人的一种表明债权债务关系的凭证;债券持有人有权按照约定条件向债券发行人取得利息,并于到期日收回本金。债券市场是债券发行和流通的场所。发行市场涉及发行合同书的签订、债券信用等级的评定等环节。发行合同书载明了双方的责任义务,为保护债权人的利益还设有否定性条款和肯定性条款来规范借款人的行为。债券的发行人包括中央政府、地方政府、金融机构和各类工商企业,其中尤以政府发行的债券居多。不同的发行主体到期违约的可能性不同,穆迪和标准普尔等专业的信用评级机构就发行人和其所发行的债券给出一个信用等级。

^① 参见中华人民共和国中央人民政府网站: http://www.gov.cn/ztl/gclszfgzbg/content_554986.htm。

^② 数据来源: Wind 金融数据库。