

主 编◎杨晓焱

副主编◎童元松 徐永兵

FINANCIAL
MARKET

金融市场学



河海大学出版社

主 编◎杨晓焱

副主编◎童元松 徐永兵

**FINANCIAL
MARKET**

金融市场学

河海大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融市场学/杨晓焱主编. —南京:河海大学出版社,
2007.4

ISBN 978-7-5630-2395-0

I. 金... II. 杨... III. 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(2007)第109741号

书 名 / 金融市场学

书 号 / ISBN 978-7-5630-2395-0/F·250

责任编辑 / 朱婵玲

特约编辑 / 杨 帆 周力平

责任校对 / 刘书含 陈 琳

封面设计 / 杭永鸿

出 版 / 河海大学出版社

地 址 / 南京市西康路1号(邮编:210098)

电 话 / (025)83737852(总编室) (025)83722833(发行部)

经 销 / 江苏省新华书店

印 刷 / 南京理工大学印刷厂

开 本 / 787毫米×960毫米 1/16 29.75印张 620千字

版 次 / 2007年4月第1版 2007年4月第1次印刷

定 价 / 48.00元

XU

序

我国市场经济改革在不断深化,金融市场的变化可谓日新月异。在金融全球化的背景下,我国金融市场的规模在逐步发展壮大。以沪深A股市场为例,从2002年3月末到2007年7月中旬,上市公司家数由1151家增长至1358家,市场总值由4.67万亿元猛升至19.95万亿元。但在发展过程中,金融市场依然存在不少亟待解决的问题,例如市场的结构尚需优化。证监会原主席、中国投资发展促进会会长周道炯今年在参加“海峡两岸金融论坛”时说,目前在国内金融市场直接融资比例只占10%多一点,85%~90%的融资都来自银行贷款,而发达国家70%~80%的融资都来自直接融资。直接融资比例过低已经成为我国金融的突出问题,应该大力发展多层次资本市场,扩大直接融资的比例。在温家宝2007年所作的政府工作报告中也明确提出我国要大力发展资本市场,深化保险业改革等。在金融市场上,机遇与挑战并存,收益与风险同在,如何抓住机遇,获取收益值得研究。本书从宏观微观的双重视角向读者充分展示了金融市场的理论性、业务性和操作性很强的特点。

本书首先系统分析了金融市场的含义与功能,介绍了金融市场四个基本要素——交易主体、工具、价格和方式等,进而分析总结了其发展趋势。然后,具体介绍分析了各个金融市场的子市场,从货币市场到资本市场,从证券投资基金市场、保险市场、外汇市场到风险投资市场和金融衍生市场以及国际金融市场。在此基础上,结合金融理论与我国实践,阐述了金融市场的交易机制,并有针对性地论述了金融市场的风险管理与监管。因而全书内容结构完整,有较强的现实意义。

与目前国内其他出版社“金融市场学”教材相比较,本书的特点主

要有：一是内容全面，重点突出。本书首尾既有金融市场学的基本概述，又有金融市场的交易机制、风险管理与监管的专题，主体部分详实介绍论述了我国目前存在的大多数金融子市场，既有相对传统的货币市场、资本市场、保险与外汇市场，又有新兴的基金市场、风险投资与衍生金融市场。当然，本书重点章节比较突出，主要是股票市场、债券市场、基金市场、金融交易机制和金融的风险与监管等。二是紧跟形势，数据新颖。我国金融市场发展迅速，金融创新层出不穷。为了增强本教材的实用价值，我们把握了金融市场发展的最新动态与规律。我们采集了最新的市场数据与指标，它们大多数处于2005年末至2007年初的时段，以准确反映市场现状。三是层次偏高，可读性强。从多数章节编写的内容上看，介绍内容细化，阐述金融市场的问题较为深入，有些金融市场的知识点有一定难度。但我们还是尽量地理论联系实际，既有一些金融市场理论的介绍，又有具体市场交易方式的分析；既适当借鉴国外的金融市场的做法，又密切关注我国国情。为增强本教材的可读性，我们特意在许多章节增设了一些案例、统计图表和趣味知识等，以此缓解读者专业学习之疲劳。

因此，本书适用于金融、财税、工商管理 and 会计等财经类本专科教学使用，也适合在金融机构中级从业人员专业知识培训中使用。

本书由杨晓焱任主编，童元松、徐永兵任副主编。具体章节分工为：杨晓焱撰写第3、5、8、11章，童元松撰写第1、2、4、6、7章，徐永兵撰写第9、10、12、13、14章。全书由杨晓焱修改并进行总纂、定稿。

从去年6月份开始，三位老师互相协作，勤恳编写，精心构思一章一节，借鉴与创作并重，不断完善，历经一个寒暑终于定稿。编写过程之中，虽然辛苦，但也感受到思考的快乐，不断地在学习中收获，在收获中学习。可谓成功没有秘诀，它是仔细准备，努力工作，寻者获之。特此感谢江苏电大领导的鼓励与大力支持，感谢河海大学出版社和责任编辑的热情帮助，感谢本书末页参考文献的各位作者。恳请各位读者与同行对本书给予关注的目光，如有赐教，必当感激！

编者

2007年3月

第一章 金融市场概述

- 第一节 金融市场的含义与功能..... 002
- 第二节 金融市场的要素构成..... 006
- 第三节 金融市场的历史与发展趋势..... 011

第二章 金融市场的机构和工具

- 第一节 金融市场的分类..... 027
- 第二节 金融市场的机构..... 032
- 第三节 金融市场的工具..... 044

第三章 货币市场

- 第一节 货币市场概述..... 063
- 第二节 同业拆借市场..... 067
- 第三节 票据市场..... 075
- 第四节 回购协议市场..... 085
- 第五节 可转让大额定期存单市场..... 089
- 第六节 短期政府债券市场..... 093

第四章 债券市场

- 第一节 债券市场概述..... 099
- 第二节 债券的发行与流通..... 104
- 第三节 债券的投资分析..... 115

第五章 股票市场

- 第一节 股票市场概述..... 130

第二节	股票的发行市场	132
第三节	股票流通市场	139
第四节	股票流通价格与收益率	145
第五节	股票的投资分析	156

第六章 证券投资基金市场

第一节	证券投资基金的形成与作用	172
第二节	证券投资基金的分类及特点	177
第三节	证券投资基金市场的管理制度	188
第四节	证券投资基金的投资分析	207

第七章 保险市场

第一节	保险市场概述	216
第二节	保险市场的构成与作用	225
第三节	保险市场的供给与需求	232
第四节	保险市场的监管	236

第八章 外汇与黄金市场

第一节	外汇市场概述	245
第二节	外汇市场的交易方式	253
第三节	外汇市场的风险及世界主要外汇市场	263
第四节	汇率的决定与变动	270
第五节	黄金市场	277

第九章 金融衍生市场

第一节	衍生市场概述	285
第二节	金融远期市场	287
第三节	金融期货市场	295
第四节	金融期权市场	301
第五节	金融互换市场	311

第十章 风险投资市场

第一节 风险投资概述	317
第二节 风险投资的运作方式	319
第三节 风险投资的退出	327
第四节 二板市场	331
第五节 我国风险投资的现状与发展	340

第十一章 国际金融市场

第一节 国际金融市场概述	349
第二节 欧洲货币市场	358
第三节 国际资本市场	363

第十二章 金融市场交易机制

第一节 金融市场交易机制概述	381
第二节 金融市场交易机制的结构	385
第三节 交易机制的价格确定	390
第四节 技术发展与证券交易	397

第十三章 金融市场的风险管理

第一节 金融风险的定义和种类	407
第二节 风险的识别与衡量	410
第三节 信用风险管理	414
第四节 利率风险管理	425
第五节 外汇风险管理	433

第十四章 金融市场监管

第一节 金融监管的界说和理论	442
第二节 金融监管体制	449
第三节 金融监管的国际协调	456

参考书目	464
------	-----

第一章 金融市场概述

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。本章的内容要点有：从不同角度分析了金融市场的功能；介绍了金融市场必须具备的4个基本要素——交易主体、工具、价格和方式等，它们共同构成了金融市场的基本框架；通过回顾中外金融市场的形成与发展历程，论述了世界金融市场的发展趋势：金融自由化、金融全球化和资产证券化。通过对本章内容的学习，能概略了解金融市场的基本知识，为后面章节的学习打好基础。

第一节 金融市场的含义与功能

大大小小的企业需要通过银行贷款、发行股票或债券以筹集资金,与此同时有许多单位和普通的投资者希望自己的闲置资金能够保值增值,这就需要金融市场互通有无。不同的投资者有不同的需求和偏好,有的投资者喜欢通过股票、债券或证券投资基金的买卖获取丰厚的报酬,有的投资者需要参与外汇及黄金的买卖以实现资产的适当转换,有的投资者希望购买保险产品以转嫁风险,获取安全保障,也有些擅“点金之术”的投资专家愿意且敢于进行风险投资以博取利润,更有一些企业需要通过远期交易、期货或期权交易以便套期保值或投机获利,所有这些市场主体都需要金融市场为他们提供活动的舞台。当今世界经济的发展离不开现代的金融活动,经济需要有发达的金融市场促进资金的融通,资源的配置以及社会福利水平的提高。因此,很多国家都在完善法规,深化改革,倡导创新的同时加强监督管理以不断推进金融市场的发展与深化。

一、金融市场的含义

金融是指资金融通的交易活动,也就是交易的一方将多余的资金融通给资金短缺的另一方。关于市场的定义,萨缪尔逊(1999)认为市场在经济学中是指买者和卖者相互作用并共同决定商品或劳务价格和交易数量的机制。由此,本书认为,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:一是它是金融资产进行交易的一个有形和无形的场所;二是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;三是它包含了金融资产交易过程中所形成的运行机制,包括价格机制、供求机制、风险机制和效率机制等,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,亦称为金融工具或金融证券。

金融证券可分为两类: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;另一类是权益性证券(equities),要求发行者在支付债务性证券后将其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。

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。比较而言，直接融资的优点在于：资金供求双方联系紧密，有利于资金快速合理配置和提高使用效率；同时，由于没有中间环节，筹资成本较低，投资收益较高。直接融资的局限性主要表现为：资金供求双方在数量、期限、利率等方面受到的限制比间接融资多；其便利程度、金融工具的流动性受金融市场发达程度的制约；其风险较大。与此相对应，间接融资灵活便利，安全性高，易于形成规模经济；但是因为金融机构从中获取收益，所以筹资者成本较高，投资者收益较低。

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。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，如政府储蓄来源中的债务收入以及政府投资中的财政投资等活动皆离不开金融市场。

不管是直接融资市场还是间接融资市场，金融市场与要素市场、产品市场的差异主要体现在以下3个方面：一是在金融市场上，市场参与者之间的关系已不是一种单纯的买卖关系，而是一种借贷关系和委托代理关系，是以信用为基础的资金使用权和所有权的暂时分离或有条件的让渡。二是市场交易的对象是一种特殊的商品即货币资金。金融市场上之所以会发生货币资金的借贷和有条件的让渡，是因为当其转化为资本使用时能够带来增加的货币资金余额。三是市场交易的场所在大部分情况下是无形的，通过电讯及计算机网络等进行交易的方式已越来越普遍。

二、金融市场的功能

金融是现代经济的核心，经济的发展依赖于资源的合理配置，而资源的合理配置主要靠市场机制的运行来实现。金融市场在市场机制中扮演着枢纽的角色，发挥着极为关键的作用。在一个有效的金融市场上，金融资产的价格能及时、准确和全面地反映所有公开的信息，资金在价格信号的引导下迅速、合理地流动。金融市场作为货币资金交易的渠道，以其特有的运行机制服务于居民、企业和政府部

门。金融市场还以其完整而灵敏的信号系统和灵活有力的调控机制引导经济资源向着合理的方向流动,优化资源的配置。在金融市场上,价格机制是其运行的基础,而完善的法规制度,先进的交易手段则是其顺利运行的保障。一个顺利运行的健康的金融市场具有的功能主要有:

(一) 筹集资金

金融市场的筹集资金功能是指金融市场引导众多分散的小额资金汇聚成为可以投入社会再生产的资金集合的功能。在这里,金融市场起着资金“蓄水池”的作用。在国民经济中,各部门之间,各部门内部的资金收入和支出在时间上并不总是对称的,一些部门,一些经济单位在一定的时间内可能存在暂时闲置不用的资金,而另一些部门和经济单位则可能存在资金缺口。金融市场为两者提供了沟通的渠道。

各经济单位的闲置资金是相对有限,且相对零散的,不足以满足大规模的投资要求,特别是企业为发展生产而进行的大额投资和政府部门进行大规模的基础设施建设与公共支出的要求。这就需要有一个能将众多的小额资金集合起来以形成大额资金的渠道,金融市场就提供了这种渠道。

同时,很多筹资者不但需要大额资金而且需要长期资金。因为市场很大,资金的供给者虽然分散但数量众多,所以通过金融市场可以将许多短期的资金首尾相连,提供出长期可用的资金。简言之,金融市场具有聚少成多、续短为长的筹资功能。

(二) 配置资源

在经济的运行过程中,拥有多余资产的盈余部门并不一定是最有能力和机会做最有利投资的部门,现有的财产在这些盈余部门得不到最有效的利用,金融市场通过将资源从低效率利用的部门转移到高效率利用的部门,从而使社会的经济资源能最有效地配置在效率最高或效用最大的用途上,实现稀缺资源的合理配置和有效利用。在金融市场中,证券价格的波动,实际上反映着证券背后所隐含的相关信息。投资者可以通过证券交易所中公开公告的信息及证券价格波动所反映出的信息来判断整体经济运行情况以及相关行业、企业的发展前景,从而决定其资金和其他经济资源的投向。一般来说,资金总是流向最有发展潜力,能够为投资者带来最大利益的部门和企业。因此,价格中长期走高的股票,利息率高于市场平均水平且风险较小的债券总会受到投资者的欢迎,而该证券的发行人就会容易筹集到更多的资金,获取更多的资源。同样,银行贷款必须经过严格的审核,只有那些实力强、信誉好、发展有前景的企业才能获得贷款,才能用增加的资源不断扩大再生产。

这样,通过金融市场的作用,有限的资源就能够得到合理的利用。

市场瞬息万变,在灵活的价格机制、供求机制下,通过金融市场配置资源就可以大大提高效率。因为有专业的金融机构和咨询机构发挥作用,以及众多金融中介通过业务竞争提高效率,所以金融市场可以大大降低交易的搜寻成本和信息成本。搜寻成本是指为寻找合适的交易对象所产生的成本,它包括:显性成本,如用于广告以诱导消费或购买金融资产的成本;隐性成本,如用来确定交易的时间。信息成本是在评价金融资产价值的过程中所发生的成本。这些成本的降低自然促进了资源配置的顺利实现。

(三) 反映经济、调节经济

金融市场历来被称为国民经济的“晴雨表”和“气象台”,是公认的国民经济信号系统。因为供求机制、价格机制的存在,金融资产的价格必然反映出买卖力量的对比,进而反映出投资者对上市公司或相关行业、企业的价值判断。整个金融市场繁荣与否也反映出国民经济的状况;而且因为市场潜在性的变化,投资者心理预期等因素的作用,该“反映”功能有一定的超前性。金融机构的专业化、多样化,以及现代通讯网络的广泛与传递迅速使金融市场反映经济更为及时与全面。

金融市场的存在及发展对经济有直接的调节作用。金融市场引导了资金的流向,调节了资源的配置,因此经济发展的规模与快慢都受到金融市场的制约。金融市场的存在及发展,为政府实施对宏观经济活动的间接调控创造了条件。货币政策属于调节宏观经济活动的重要宏观经济政策,具体的调控工具有存款准备金政策、再贴现政策、公开市场操作等,这些政策的实施都以金融市场的存在,金融部门及企业成为金融市场的主体为前提。金融市场既提供货币操作的场所,也提供实施政策的决策信息。首先,因为金融市场的波动对有关宏观经济信息的反映,政府有关部门可以收集及分析金融市场的运行情况来为政策的制定提供依据。其次,中央银行在实施货币政策时,通过金融市场可以调节货币供应量,传递政策信息,最终影响到各经济主体的经济活动,从而达到调节整个宏观经济运行的目的。例如,中央银行上调存款准备金率、再贴现率或在公开金融市场上卖出大量债券都会使商业银行的资金更为紧缺,市场的货币量有所减少,市场利率往往有所升高,从而储蓄量通常有所上升,投资量有所下降,而储蓄和投资的升降必然促使一系列其他的市场要素发生变化,最终导致宏观经济的变化,如经济增长率有所放缓或下降,失业率有所增加等。此外,财政政策的实施也越来越离不开金融市场,政府通过国债的发行及运用等方式对各经济主体的行为加以引导和调节,并为中央银行提供了进行公开市场操作的手段,也对宏观经济活动产生着巨大的影响。

(四) 改善社会福利

有了金融市场,一方面为个人的融资提供了便利,使个人寅吃卯粮、提前消费成为现实,从而增加了人们的社会福利。在国外,借债消费已经成为许多国家居民的一个重要的消费选择。如在法国,1/2的家庭有债务,1/4的家庭靠贷款买房子。在美国,消费信贷占贷款总额的30%,成为商业银行争夺的重要业务。我国近几年的消费信贷,主要是个人住房贷款、汽车贷款和大学生助学贷款,有了突飞猛进的发展。据统计,2001年末,全国消费贷款余额将近7000亿元,而截至2006年4月末,全国消费贷款余额达23655万亿元,约占人民币贷款余额的10.2%,个人住房贷款约占全部消费贷款余额的70%以上。这方便了个人大宗商品的消费,提高了居民的生活水平。另一方面,个人可以投资或投机的领域大大地拓展了,可以在不同金融市场上获取收益,可投资的金融产品也十分丰富,如股票、债券、证券投资基金以及信托契约等等。另外,通过购买保险产品,可使个人的财产和人身利益得到保险公司的保障,其中人寿保险很好地解决了个人老有所养的问题,增加社会福利的作用十分明显。

第二节 金融市场的要素构成

作为一个完整的金融市场,必须具备交易主体、交易工具、交易价格和交易方式等四个基本要素,它们共同构成了金融市场的基本框架。认识到这一点,我们对金融市场的学习和研究就可以进一步展开。其实,无论是金融市场的改革和深化,还是国家对金融市场的调控和监督管理,都必须从这些具体要素加以展开。

一、金融市场的交易主体

金融市场的主体即金融市场的交易者。一般来说,金融市场交易者的多寡决定着金融市场规模的大小,也决定了金融市场的活跃程度。金融市场的交易主体从交易动机看主要有投资者(投机者)、筹资者、套期保值者、套利者、调控和监管者五大类。

投资者是为获取收益而购买各种金融工具的主体,它是金融市场上资金的供给者;筹资者则是金融市场上资金的需求者;套期保值者是指利用金融市场转嫁自己所承担风险的主体;套利者则是利用市场定价的低效率来赚取无风险利润的主

体；调控和监管者是指对金融市场实施宏观调控和监管的中央银行和其他金融监管机构。这五类主体的具体构成主要有：

1. 政府部门

在各国的金融市场上，通常该国的中央政府和地方政府都是资金的需求者，它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。政府部门在一定时期也可能是资金的供应者，如税款集中收进还没有支出时。此外许多国家政府也是国际金融市场上的积极参与者。不论是发展中国家还是发达国家，政府部门都是金融市场上重要的经济行为主体之一。

2. 企业

在许多国家，企业是仅次于政府部门的资金需求者，它们既通过市场筹集短期资金从事经营活动，以提高企业财务杠杆比例和增加赢利，又通过发行股票或中长期债券等方式筹措资金用于扩大再生产和扩大经营规模。另外，企业也是金融市场上的资金供应者之一。有时，企业还是金融市场套期保值的主体。

3. 居民个人

居民个人一般是金融市场上主要的资金供应者。个人为了积攒资金购买大件商品如住房、汽车等，或是留存资金以备急需、养老等，都有将手中资金投资以使其保值增值的要求。因此个人通过在金融市场上合理购买各种有价证券来进行组合投资，既满足日常的流动性需求，又能获得资金的增值。个人有时也有资金需求，常常是用于耐用消费品的购买及住房消费等，典型的方式是由银行或金融服务公司发放消费信贷，期限一般是中期或长期。

4. 金融机构

包括存款性金融机构和非存款性金融机构。存款性金融机构是指通过吸收各种存款获得可利用资金，并将之贷给需要资金的各经济主体及投资于证券等以获取收益的金融机构。非存款性金融机构不能像存款性金融机构那样吸收公众存款获得资金，而是通过发行证券或以契约方式聚集社会闲散资金，主要有保险公司、养老基金、投资银行和投资基金等。此外，我国金融市场上，三大政策性银行、金融信托机构及财务公司等也归入金融机构之列，是金融市场的主体之一。

5. 中央银行

中央银行既是金融市场的行为主体，又是金融市场的调控和监控者。从中央银行参与金融市场的角度来看，首先作为银行的银行，它充当最后贷款人的角色，从而成为金融市场资金的提供者；其次中央银行为了执行货币政策，调节货币供应量，通常采取在金融市场上买卖证券的做法，进行公开市场操作，以此影响金融市场的资金供求及其他经济主体的行为；再次中央银行作为国家的银行，经常代理国家政府发行国家债券，参与国际金融活动。

二、金融市场的客体——金融工具

金融市场的客体表现为用之于金融交易的各种工具。它是在信用活动中产生的能证明金融交易金额、期限和价格的书面文件,具有法律效力。不过,随着网络技术的发展,金融交易的深入,法规的完善,有些金融工具已经实现了无纸化,如在证券交易所上市交易的很多品种的证券。市场上的各种融资活动正是通过金融工具的买卖来完成的。一般情况下,金融工具的数量多少是一国金融是否发达或经济发展水平高低的重要标志。金融工具品种和数量的增多,意味着金融市场的发达,因而有利于活跃经济和改善资源配置。金融交易作为一种有偿转让资金的活动,可以采用口头协定,账面信用和书面凭证等方式进行。金融工具一般包括债权债务凭证(债券、商业票据等)和所有权凭证(股票),是金融市场上买卖和交易的对象。

金融工具的基本特征表现为:①期限性。除股票、开放型基金等少数金融工具外,大多数金融工具有偿还期的。偿还期是指债务人在必须还债前所经历的时间。②流动性。指金融工具在极短时间内变卖为现金而不致亏损的能力。流动性较强的金融工具是受人们欢迎的,但是其收益率较低。③风险性。风险主要包括违约风险和市场风险两类。违约风险是指债务人不履行合约,不按时还本付息的风险;市场风险即由于市场利率上升而导致金融工具市场价格下跌的风险。一般来说,风险性与偿还期成正比,与流动性及债务人的信誉和实力成反比。例如10年期企业债券,风险比中短期的债券大,但是如果发行债券的企业信誉好,实力强,那么它的风险又有所降低。④收益性。金融工具必须具有一定的收益率。在风险相同的情况下,人们自然会选择收益率较高的金融工具,这也就引导了资金的流向。

三、金融市场的交易价格

金融市场的交易价格也是构成金融市场的基本要素。由于金融市场上的交易对象是货币资金,交易所实现的只是货币资金使用权的转移,因此交易价格所反映的是在一定时期内转让货币资金使用权的报酬。影响交易价格的因素有很多,从宏观到微观、从国内到国际的因素纷繁复杂,但是决定交易价格最直接的因素就是供求关系,利率、汇率、股价等最终的变化都取决于供求关系。而金融市场的交易价格的高低变化反过来又起着调节资金供求和引导资金流向的作用,因为资金具有本能的逐利性,潜在收益高的市场自然具有更大的诱惑力。

根据金融工具价格形成的方式不同,托马斯(Thomas, 1989)将金融市场的价

格形成机制分为指令驱动和报价驱动两种。它们的区别在于对金融工具价格形成的机制有不同的制度安排。它们之间并没有严格的优劣之分,因此,各金融交易市场通常会根据自身的实际情况选择不同的制度。

指令驱动是指交易者根据自己的交易意愿提交买卖指令并等待在拍卖过程中执行指令,市场交易系统根据一定的指令匹配规则决定成交价格。目前,采用该机制的证券交易所有:亚洲各主板市场,意大利、德国、日本(MOTHERS)、瑞士、巴黎、温哥华等地的证交所。指令驱动制度也称为拍卖制度,根据交易双方表达交易意愿方式的不同,可分为单向拍卖制度和双向拍卖制度;根据成交的连续性不同,可分为定期拍卖制度和连续拍卖制度。在指令驱动制度下,众多投资者亲自参与价格竞争,要求市场信息完全公开,整个交易过程以公开报价、公开竞价的方式完成。指令驱动的制度设计隐含着市场参与者都是成熟、理性的经济主体,有能力收集、分析信息并能对价格走势作出独立判断,会主动回避风险等的假设条件。采取指令驱动制度时,市场价格的波动性相对较大,但市场的有效性较强,对信息披露的要求和监管水平的要求较高。一般地说,指令驱动制度适合于市场规模较大、参与者众多、交易工具流动性强的市场。

报价驱动制度又称做市商制度,是指市场指定的做市商不断地报出买入价和卖出价,并在该价位上接受交易者的买卖要求,以其自有资金和所持有的金融工具与交易者进行交易。目前,采用该机制的证券交易所有:伦敦证交所,纳斯达克(NASDAQ)、日本(JASDAQ)、新加坡(SESDAQ)等。做市商通过报价提供市场的真实价格,通过在所报价位上不断买卖以满足市场参与者的交易需求并维持市场的流动性,而做市商也通过买卖差价来弥补做市成本,赚取一定利润。由于做市商的报价和交易创造并维持了市场,因而这种交易制度也可称之为连续交易商市场。报价驱动制度隐含的假设条件是专业的做市商能分析信息,通过他们的报价和交易者接受报价的多少促使市场价格向真实价格靠近,因此需要采取一定的措施保证做市商在信息上的优势。采取报价驱动的市场,价格的稳定性较好,流动性较强,但市场的有效性相对较弱,要求监管部门对做市商的监管较严格及做市商的自律性较强。

通常证券交易所、期货期权交易所采取指令驱动制度,外汇市场、柜台市场采取报价驱动制度,但实际上同一市场可根据需要同时采用两种制度,如纽约股票交易所主要采用报价驱动制度,但它的专家经纪人相当于交易所内的做市商,因此也可以认为纽约股票交易所的制度是指令驱动和报价驱动的结合。马德哈万(Madhavan, 1992)将兼具上两类特征的交易机制称为混合机制。多数证券市场根据不同的市场情况采取不同程度的混合模式。对指令驱动和报价驱动的选择取决于金融市场的发展规模及水平、金融监管水平、经济发展水平、市场传统和文化等