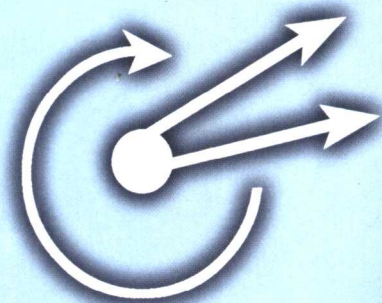


XIANDAI
JINRONG SHICHANGXUE

21世纪高等学校金融学系列教材



现代金融市场学



张亦春 主编



中国金融出版社
CHINA FINANCIAL PUBLISHING HOUSE



21 世纪高等学校金融学系列教材

第一篇
基础篇





第一章

金融市场概论

第一节 金融市场的地位及功能

一、金融市场的概念

金融市场通常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。这个表述包括以下三个层面的含义:一是金融市场是进行金融资产交易的场所。这个场所有时是有形的,如证券交易所;有时则是无形的,外汇交易员们就是通过电信网络构成的看不见的市场进行着资金的调拨。二是金融市场反映了金融资产的供应者和需求者之间的供求关系,揭示了资金的集中—传递过程。三是金融市场包含金融资产交易过程中所产生的各种运行机制,其中最主要的是价格机制;它揭示了金融资产的定价过程,说明了如何通过这些定价过程在市场的各个参与者之间合理地分配风险和收益。

金融资产又称为金融工具或者证券。从形式上看,它常常不过是一纸契约,而这纸契约却是有价的,原因在于其通过标明相关各方的权利和义务保证了持有人对未来现金流的索取权。常见的金融资产可以分为债务性证券(Debt Securities)和权益性证券(Equities Securities)两种类型。债务性证券能够给其持有者带来固定的收益,债券和存款单都是债务性证券;权益性证券的收益水平取决于发行人的经营状况,而且其支付顺序在债务性证券之后,普通股是最典型的权益性证券。此外另有一些金融工具介于两者之间。例如,优先股就是一种要求固定回报的股权,但其收益的支付排在债务人的后面,因此收益的取得也取决于发行人的经营状况;此外,可转换债券允许投资者在一定的条件下把债权转变为股权,因此兼备两种不同的特性。

现代经济系统中的市场通常划分为产品市场和要素市场两种类型。前者提供商品或服务;后者提供劳动力、资金等要素。金融市场是要素市场的重要组成部分

分。金融市场与产品市场以及要素市场的其他子市场存在着如下差异:①在金融市场上,尽管金融交易往往通过金融资产的买卖方式进行,但市场参与者之间的关系并非单纯的买卖关系;从本质上看这是一种以信用为基础的资金的使用权和所有权的暂时分离或有条件让渡,因而是一种借贷关系和委托代理关系。②金融市场交易的对象是一种特殊的商品即货币资金。其特殊性表现在两个方面:作为货币的货币能够作为价值的一般形态,充当一般等价物的职能;作为资本的货币能够通过投入资本循环进行自身的增值。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。③过去我们将市场看作是“出售牛羊、粮食……等物之一片空地或建筑物”,但这个定义已经不能适用于今天的金融市场。现代金融市场大部分情况下是无形的市场,其参加者既没有一定的限制,其交易的进行也无须集中在一个具体场所,很多交易都通过经纪人或交易商的电话联络而成交,交易双方的距离常远达万里。

二、金融市场的产生和发展

(一)金融市场产生的前提条件

金融市场赖以存在和发展的基础是发达的商品货币经济,金融市场作为一个经济范畴是与商品经济紧密联系的,是商品经济发展和信用形式多样化的必然产物。众所周知,当商品交换由直接的物物交换演变为以货币为媒介的交换后,商品的买卖很容易实现分离,从而出现了信用的萌芽。商品经济出现之初,以延期支付为标志的商品赊销、赊购活动就已经普遍地出现;随着商品经济的发展,原来不规范的商业信用逐渐地票据化。由于商业信用在规模和授信方向上的局限性,银行信用应运而生并迅速发展。商品经济的扩大促进了信用形式的多样化,于是相应出现了多种金融工具;为保证信用关系的建立,金融工具的转让活动日益活跃和规范,从而形成各种专门的金融子市场。由此可见,商品经济的发展是金融市场产生发展的前提和基础;而金融市场的发展壮大,反过来又成为商品经济得以继续发展的重要条件。

(二)金融市场发展的推动力量

金融市场的目的在于融通货币资金,其手段是采取金融资产交易的方式。从历史上看,金融资产的交易历经了私人间的直接借贷、借助金融机构的间接借贷以及通过金融市场进行金融工具交易这三个不同阶段。

货币的出现标志着金融市场开始萌芽。商品经济之初的物物交换只有在买者和卖者实现时空的双重耦合时才能够完成,交换是偶然的,同时也是低效率的。随着货币的出现,物物交换转化为以货币为媒介的交换,于是事情简化了。货币的出现改变了交换的结构,交换的目标不再是对方的商品,而变成了货币。货币凭借自己充当一般等价物的地位,从普通商品的行列中摆脱出来,成为特殊商品。在没有

货币的经济中,人们投资(购买生产工具)的惟一途径是消费少于收入(储蓄),储蓄的惟一途径——也是直接对实际商品的消费少于收入。在这个历史时期,人们要进行投资必须先通过减少自己的消费实现储蓄,而后才能把自己的储蓄转换为投资。然而储蓄和投资的分布往往在时空上也不是一致的,有储蓄的人往往不一定能预见到并利用有利可图的投资机会。预见投资机会,然后节衣缩食进行储蓄,最后进行投资,则获利可能实在也微乎其微了。货币出现之后,充当流通手段的货币使得商品买卖发生了分离,充当支付手段的货币使得货币能够作为独立的价值形式进行价值的单方面转移,商品的交换在时间上、空间上实现了分离,交换双方的交易关系转化为债权债务关系,信用活动就此产生。而信用活动的出现遂使得投资活动和储蓄活动的分离成为可能。

货币职能的演化为储蓄向投资的转化提供了技术上的可能性。现在,新的问题出现了:储蓄通过什么样的途径转化为投资?于是金融市场呼之欲出。当然,金融市场在其不同的发展阶段有着不同的形态。一开始人们往往通过私人间的直接借贷实现资金的融通。这种方式的金融交易是最直接和最原始的:资金供给者直接将资金提供给其需求者,储蓄转化为投资的过程随之完成。此种方式的资金融通最大的优点在于手续方便易行,仅仅凭借口头约定或者是简单的借据交易就可以完成。但是它的适用范围是十分有限的:借贷双方必须互相熟悉、具有私人关系或者在商业上存在密切往来。因此,这类交易大多金额较小,而且利率高昂。目前,此种方式仍然在农村等信用活动比较落后的地区盛行。仅仅限于向熟悉的人士借贷,或者是基于商业上的往来取得的商业信用显然不能满足经济发展到一定程度以后对大额资金的需求,于是金融机构应运而生。资金的融通从过去“自由市场”式的交易方式演变为通过金融机构的间接借贷。在工商业和信用制度发达的社会里,金融机构一方面发行各种存单,向社会各界吸收资金;另一方面则为社会各界办理放款及贴现等业务以运用其资金;金融机构本身则赚取其间的利差。金融机构的出现解决了以下几个问题:一是金融机构汇集各种期限的资金来源并且将其投资到不同期限的项目上去,从而实现资金来源和资金流向在结构上的重新组合,克服了私人借贷时期借贷期限必须时刻保持一致这一缺陷。二是由于金融机构拥有专门处理金融事务的人员和设备,因此在投资项目的选择上比个人投资者具有明显的专业化优势。为保证自身资金的安全并且减少自行处理的烦恼,拥有多余资金的市场主体多愿意以较低的收益水平将资金存入金融机构;而规模化经营及其带来的信息处理成本的降低,使得金融机构在放款时较私人借贷具有明显的价格优势,这又使得资金需求者特别是大额资金的需求者更加愿意向金融机构进行借款和贴现。于是金融机构遂成为资金供求汇集、分配的中间桥梁(正是由于金融机构掌握资金供求双方的信息并且抢占了资金融通途径的要点,成为金融市场上价格的制定者并据此收取费用)。然而,随着金融市场的进一步发展,人们

不再仅仅满足于借助金融机构来实现资金的融通,而开始尝试直接利用金融市场进行金融工具交易以实现资金的调剂。资金需求者开始直接在金融市场中发行短期金融工具(如本票和汇票)或长期金融工具(如债券和股票)以取得所需资金;资金供应者开始在金融市场中购入短期或长期金融工具以适当运用其资金,双方于是在诸如金额大小、期限长短、利息负担及提前偿还等便利借贷条件上获得更多的选择机会。由于未借助于金融机构的中介作用,资金筹措成本在相当程度上得以降低,从而更符合交易双方的利益。当然,这也成为新的专门性金融机构得以产生发展的推动力。就这样,随着科技的发展和经济的演进,金融市场为资金供给者与需求者不断提供着新的资金交流渠道。

金融交易方式的演进历程实际上就是金融市场产生和发展的历程。金融市场是金融机构和金融工具的统一体,金融市场的发展事实上即表现为金融机构的创生发展和金融工具的发明演进:各种金融机构形成的一定的金融体系及相当的专门人才是金融市场的主体,是金融运作的参与者、组织者和中介者;种类和数量日益庞杂的金融工具是金融市场交易的客体,是金融交易的基本载体;而完备的经济、金融法规则是金融市场正常运作的根本保障。货币职能的演进为储蓄转化为投资提供了技术上的可能,金融市场的出现则把这种抽象的可能变成了活生生的现实。金融市场的出现从根本上解决了储蓄向投资转换的问题,整个金融市场演进的历程则在于使这个转换的过程变得更加便利及更为有效。

三、金融市场的地位

金融市场在市场经济中的地位可以在两个不同层次上加以把握:从金融业这个部门的角度上看,金融市场在促进储蓄向投资转化这一机制中起着极其重要的作用,整个金融市场的发展历史就是不断提高这一转化机制效率的历程,金融工具和金融机构的发展、金融交易方式的演进就是这一历程的真实写照。而当我们视野扩展到整个社会经济系统的时候,我们不难发现,伴随着经济的全球化及金融化趋势,金融市场已逐渐成为市场机制的主导和枢纽——易言之,金融已成为现代经济的核心。

(一)金融市场是储蓄向投资转化的关键环节

金融市场是储蓄者和投资者之间的传递机制。它通过各种金融技术、金融工具和金融机构,把成千上万的储蓄组织起来,并把这些储蓄输送到投资者手中。高度发达、影响广泛和运行灵活的金融市场在将储蓄资金转移到投资领域的过程中起着至关重要的作用。一个有效的金融市场使得工商业能够对未来进行投资,通过资金的融通及时把握、利用每一个可能的获利机会,于是,投资规模的外在边界被极大扩展了,从而实体经济的发展也获得了一个极为广阔的空间。另一方面,从储蓄者的角度来看,从金融资产获得的收益意味着明天更高的消费,一个有效的金

融市场鼓励节俭,它允许个人通过延迟当期消费以获取未来更多的财富。客观上,有效的金融市场为整个经济系统积累了更多的剩余,它使得经济系统得以在更大的规模上展开再生产,从而推动了社会经济的进步。于是,就经济整体而言,一个有效的金融市场意味着更大的产出和更高的消费(也即更高的生活水准),没有发达的金融体系,现代意义上的经济增长和生活水准提高将是不可思议的。

(二)随着经济的金融化,金融市场成为市场机制的主导和枢纽

古典经济学认为,金融部门是实体经济部门的附属品,经济决定金融。他们用简单两分法的眼光来看待经济与金融之间的关系,货币被看作是面纱,对实体经济不产生影响。随着经济货币化程度的提高,金融部门在社会经济系统中所扮演的角色也越来越重要。从今天金融活动的实践来看,金融部门已经远远不是面纱了。金融市场发育的好坏直接影响着整个社会经济系统的正常运转。越来越多的人意识到经济与金融相互渗透,是一个密不可分的整体。今天的市场经济又被称作是金融经济。它表现在以下几个方面:经济关系日益金融化,社会财富日益金融资产化,融资非中介化、证券化趋向越来越明显。当我们的视野从金融市场本身扩展到整个社会经济系统的时候,我们不难发现,金融场所扮演的角色已经远远不限于其产业的内部,而是涉及到了社会经济政治生活的各个层面。

金融市场在市场机制中扮演着主导和枢纽的角色,发挥着极为关键的作用。在一个有效的金融市场上,金融资产的价格和资金的利率能及时、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,以其特有的运作机制使千百万居民、企业和政府部门的储蓄汇成巨大的资金流推动和润滑着商品经济这个巨大的经济机器,使之顺畅、持续地运转。金融市场还以其完整而又灵敏的信号系统和灵活有力的调控机制引导着经济资源向着合理的方向流动,优化资源的配置。

进入1990年以来,由于世界有关国家和地区频繁发生金融危机,对正常的经济发展及政治生活的稳定产生了巨大的冲击,因此,人们对当今金融市场的发展现状和趋势、国际金融体制和秩序以及传统的金融理论开始进行一系列的反思和探索。在一个各种不同利益交汇的、充满变幻的全球一体化的金融市场上,只有深刻地理解了金融市场上各经济主体的行为规律及金融市场的运行机制,才能对当前世界上复杂的经济金融问题作出客观而具体的分析,并据以指导我们的行动。

四、金融市场的经济功能

(一)金融市场的微观经济功能

金融市场的出现和演进解决了储蓄如何便利而高效地向投资转换的问题。这实际上包括了三个紧密相关的环节:一是货币资金如何从资金供给方传递到资金的需求方。二是资金的供给方敢于出让资金的使用权必然要存在一定的保障,除

了资金的安全性以外,还有个重要的问题就是流动性。原先闲置的资金,忽然之间就派上了用场,这是十分常见的情形。如果让渡了资金的使用权以后很难收回,人们就不会愿意将资金投入金融市场而更愿意持币观望。三是金融市场所以具有生命力是因为它的有效性和安全性能降低资金融通的成本。综上所述,金融市场的出现和存在必须解决好金融资产的创造和分配、金融资产的流动性以及金融资产交易的便利三个问题。

具体来说:一是金融市场的各参与方能够根据发行人和投资人的需要设计出各种不同的金融工具,并通过金融机构的努力,将这些金融工具销售到各种不同类型的投资者手中,从而在资金的供给方与需求方之间建立起资金传递的机制。市场中买卖双方通过对资金借贷的利率、期限及金额等条件的竞争决定了金融资产的价格,这就是金融市场的价格发现机制。这一机制的存在使金融市场的资产创造和分配得以顺利进行。二是金融市场为投资者提供了卖出金融资产的机制。正是基于此种机制,才使得当外界因素迫使或者驱动投资者出售金融资产的时候,可以以比较小的代价在很短的时间内实现。易言之,此种机制为金融资产提供了“流动性”。如果金融市场不具备此种机制,则债券的持有者只有等待债券到期,而股权的持有者更只能等到公司清盘,才得以套现其资金,这样的话,当然很少有人愿意将资金投入金融市场中去。所有金融市场都(应)能够提供某种形式(尽管程度不一)的流动性,这是金融市场生命力的表现。三是金融市场的又一个重要作用是将买者和卖者聚合在一起,以便利金融资产的交易,降低交易成本,促进市场成长。当买者和卖者比较分散的时候,收集交换信息必须付出相当的成本,这样买者就难以找到卖者,交换就难以完成。金融市场此时的作用就在于通过提供交易所(有形或无形)将资金供求双方聚集在一起,从而减少信息收集的费用,方便金融交易的开展。

金融机构常常起到替代金融市场的作用,由于它专门性地从事金融交易,因此金融机构本身就成了金融市场上交易双方信息交换的中心,专业化分工使之得以以较低的成本进行大规模的交易,信息的充分性则提高了交易的安全性,这两方面因素共同导致金融工具的创新和金融资产的合理分配。金融机构自身也从事金融工具的交易,并在很多情况下成为维系市场正常运转的中流砥柱(充当做市商),使得投资者在买卖金融工具时总能迅速地找到交易方,极大地增强了金融市场的流动性。

(二)金融市场的宏观经济功能

从经济系统运行的整体看,金融市场具备以下几种宏观经济功能:聚敛功能、分配功能、调节功能和反映功能。

金融市场的聚敛功能是指金融市场发挥着资金“蓄水池”的作用。它创造多种多样的金融工具并为之提供良好的流动性,满足资金供求双方不同期限、收益和风

险的要求,为资金供应者提供适合的投资手段,引导众多分散的小额资金汇聚成可以投入社会再生产的大规模资金。金融市场上多种多样的金融工具是这一功能得以正常发挥的物质保证。

金融市场的配置功能表现在三个方面:一是资源的配置;二是财富的再分配;三是风险的再分配。资本总是在追逐利润,金融工具价格的波动反映了不同部门的收益率的差异,金融工具的交易客观上有助于将资源从低效部门转移到高效部门,从而实现稀缺资源的合理配置和有效利用。在经济金融化的时代里,金融资产成为社会财富的重要存在形式,金融资产价格的波动,改变了社会财富的存量分布,即实现了社会财富的再分配。金融资产的定价遵循“无套利均衡”的原则,金融资产价格的确定实际上反映了风险和收益的动态均衡。金融市场的参与者根据自身对风险的态度选择不同的金融工具,风险厌恶者可以通过出让收益的方式将风险转嫁给风险的偏好者,从而实现风险的再分配。

金融市场的调节功能一方面体现在为政府的宏观经济政策提供传导途径,另一方面则体现在对金融市场参与者自我完善的促进上。金融市场的存在为政府实施宏观调控创造了条件,存款准备金、再贴现和公开市场操作等货币政策工具的实施都必须以金融市场的良好发育作为前提;而投资者为了自身的利益必须谨慎地挑选投资对象,工商企业也只有通过科学管理、保持良好的发展势头,才能继续生存并发展壮大,否则,就难以在金融市场上继续筹集资金——这实际上也是金融市场对国民经济活动的自发良性调节。

金融市场往往被称为国民经济的“晴雨表”,这实际上指的就是金融市场的反映功能。交易所里证券价格的波动反映着上市工商企业的经营管理情况及发展前景;货币供应量的变化反映着宏观经济运行的状况。日益发达的电信系统广泛收集和传播着各种金融信息,将全球金融市场联成一体,从而使人们得以及时了解世界经济发展变化的情况。

第二节 金融市场的主体与客体

一、金融市场的主体

金融市场的主体指的就是金融市场的参与者,政府、工商企业、居民、各类金融机构都是金融市场的参与者。把握金融市场主体的特性,一方面必须考虑到各主体在金融市场的不同活动中所发挥的不同作用,一方面还必须考虑到各主体自身的特征。

(一)基于金融活动特点的金融主体的分类

金融市场的活动大致可以分为以下几类:筹资活动、投资活动、套期保值活动、

套利活动以及监管活动。于是金融市场的主体也大致可以分为筹资者、投资者(投机者)、套期保值者、套利者和监管者五大类。

筹资者与投资者的划分是基于在资金融通过程中所处的供求地位的不同。筹资者与投资者的区别是相对的,是建立在具体的金融交易的基础之上的。离开了具体的金融交易就无法区分二者。事实上,任何金融市场主体都不会总是充当筹资者或者投资者,比较经常的情况是它们同时扮演两种角色。筹资者和投资者可说是金融市场最早的参与者,解决它们之间资金的传递正是金融市场需要解决的基本问题。至于投资者与投机者,他们在事实上是很难进行准确区分的(在大多数国家,二者被统称为投资者而不加任何区分),一般来说,人们习惯于根据持有一项金融资产的时间长短来区别二者。

投机者、套利者、套期保值者的区别在于它们所从事的金融活动的性质不同,具体而言,他们在金融交易中采取不同的策略,持有不同的资产结构,因此面临着不同的风险和收益预期。在理解这三类市场主体的区别之前首先应当明确:金融资产的价格是随时都在发生波动的,无论你持有何种金融资产,只要它的净头寸不为零,那么持有者就面临资产价格波动的风险。风险的后果是要么获利要么亏损。于是,净头寸不为零的金融资产所有者就都或多或少地带有投机者的特征。套期保值者在持有一项金融资产的同时对之进行反向的对冲操作,使该段时期内资产的净头寸为0,于是他就无须面对金融资产价格波动的风险,无论将来该项金融资产的价格如何波动,对于(完全)套期者而言,其收益都是固定的。套利者的基本思路是利用金融市场定价过程中对均衡价格的短暂而微小的偏离,购进(售出)价格被低(高)估的金融资产。套利者的活动加快了金融市场的调节速度——可以设想,如果金融市场定价的偏离未能及时得到纠正,那么对于套利者而言,金融市场就成为一台自动取款机,源源不断地向套利者提供“免费午餐”。金融市场有效性越高,套利的机会就越少,套利的空间也就越小,而套利者则往往利用巨大的财务杠杆放大套利的空间来保证自己的盈利水平。

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。

(二)基于自身特性的金融市场主体的分类

政府、工商企业、居民、各类金融机构都是金融市场的参与者,但是由于它们在专业化分工中所处的地位不同,它们在金融市场中扮演的角色也就不尽相同。大体上我们可以将其分为非金融中介的市场主体和金融中介的市场主体,显然后者与金融市场的联系要更加紧密。

1. 非金融中介的市场主体包括政府部门、工商企业、居民。它们在金融市场上同时扮演投资者和筹资者的角色。对于政府部门而言,需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,这使它

成为资金需求者;国家财政筹集的大量收入在支出前形成的资金积余又使之成为资金的供给者。对于工商企业而言,它们募集短期资金用于日常周转,募集长期资金用于扩大再生产,这使它们成为金融市场的筹资者;同时它们在生产经营过程中常常有大量暂时闲置的资金,这又使之成为金融市场上的投资者。此外,工商企业为了控制财务风险,也常在金融市场上进行套期保值活动。尽管政府部门和工商企业同时扮演着两种角色,但是从资金的宏观分布格局上看,它们主要是筹资者。而对于居民而言,尽管它们也有着资金的需求,但一般数额比较小,因此它们主要是金融市场上资金的提供者。

2. 金融中介性主体包括存款性金融机构、非存款性金融机构以及金融监管机构。相对于非金融中介的市场主体而言,金融中介机构在金融市场中还起到以下几方面的作用:①作为信用中介和期限中介,起到资金的汇集和分配的作用。资金的“积少成多”和“短借长贷”通过金融中介机构的作用得以实现,从而为投资者和筹资者提供了多样化的选择。②实现规模效应,降低交易成本。相对于个人投资者而言,金融中介具备高得多的专业化水准和大得多的交易规模,规模经济效应十分明显。金融中介机构通过汇集资金供求的信息,提供专业化的金融服务,使金融市场运作的交易成本得以大大降低。

(1)存款性金融机构主要包括商业银行、储蓄银行和信用合作社等。它们主要通过吸收各种存款来取得资金,并以贷款或有价证券投资的形式提供给资金的需求者,从中获得利差收益。

商业银行是最重要的一种存款性金融机构。早期的商业银行接受活期存款,主要通过承兑或贴现的方式为工商企业提供短期资金融通服务;现代的商业银行业务领域得到了极大的扩展,几乎参与了金融市场的全部活动,在现代经济生活中扮演着非常重要的角色。由于拥有吸收支票存款的特权,商业银行成为惟一能够进行信用创造的金融机构。它通过派生存款的创造扩张或者收缩货币,对整个金融市场的资金供应和需求产生着巨大的影响。

与商业银行主要吸收活期存款不同,储蓄机构主要以储蓄存款为其资金来源。储蓄机构的资产业务一般期限都比较长,而且相对稳定,因此,其大部分资金主要用于发放不动产抵押贷款、投资国债和其他证券。政府常利用储蓄机构来实现其某些经济目标(主要是房地产政策目标),而储蓄机构也往往得到政府的扶持。

信用合作社是具有互助性质的组织,其资金来源主要是会员的存款或股金,其资金运用则主要是为会员提供短期贷款、消费信贷、票据贴现等。信用合作社在整个金融体系中起到了拾遗补缺的作用。在一些经济较为落后的地区,金融交易规模小,笔数多,人员分散,往往成为现代金融服务难以覆盖的盲区;现代商业银行在这样的经济环境中开展业务,显然无助于发挥其规模经济的优势,而只能通过互助的形式解决自己的资金需求问题。

(2)非存款性金融机构的资金来源和存款性金融机构不一样,它们不是通过吸收公众存款而主要是通过发行证券或以契约性的方式获得资金。非存款性金融机构主要有保险公司、养老基金、投资银行和投资基金等。

保险公司有两种类型:人寿保险公司及财产和灾害保险公司。尽管它们的资金都主要来源于保费收入,但是保险的对象不同,因此保险金支付的特征具有较大的差别,这就决定了两类保险公司资金运用的差异。人寿保险公司为人们因意外事故或死亡而造成的经济损失提供保险。一般地说,人寿保险公司只有在契约规定的事件发生时或者到达约定的期限时才进行保险金的支付,其现金流量是可以大致预测的,因此,它可以将资金投入收益比较高、期限比较长的项目上去。财产和灾害保险公司提供财产意外损失的保险,而财产和灾害事故的发生具有偶然性和不确定性,其现金流量是不稳定的、难以预测的,因此,在资金的运用上比较注重流动性,以货币市场上的金融工具为主,另有一部分则投资于安全性较高的政府债券、高级别企业债券等。

养老基金类似于人寿保险公司,其资金来源是公众为退休后生活所准备的储蓄金。养老金的缴纳一般由政府立法加以规定,因此其资金来源是有保证的。与人寿保险一样,养老基金也能较精确地估计未来若干年应支付的养老金,因此,其资金运用主要投资于长期公司债券、质地较好的股票和发放长期贷款上。

投资银行专门从事证券的发行和交易,它主要通过发行股票和债券取得资金。投资银行产生于长期证券的发行及推销要求;随着金融市场的发展,投资银行的业务范围大大扩展了,目前其业务还涉及到证券的自营交易、公司理财、企业购并、咨询服务、基金管理和风险资本管理等各方面。它一方面为资金的需求者提供筹集资金的服务;另一方面充当投资者买卖证券的经纪人和交易商。在我国,目前一些比较规范的证券公司可算是我国的投资银行。

投资基金通过向社会公众出售其股份或受益凭证募集资金,并将所获资金分散投资于多样化证券组合。投资基金的当事人有四个:委托人是基金的发起人;受托人是基金经理公司即代理投资机构,经营基金所募资金;受益人是投资者,即持有基金份额的人,基金份额的持有者可以按其持有比例分享基金的投资收益或资产净值;信托人负责基金资产的保管,一般由投资银行、信托公司和商业银行等大金融机构充当。投资基金可以按多种方式分类,最常见的是按基金份额的变现方式划分为开放型基金和封闭型基金。

(3)作为监管者的中央银行在金融市场上处于一种特殊的地位,它既是金融市场的行为主体,又是金融市场的监管者。从中央银行参与金融市场的角度来看:一是作为银行的银行,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。二是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。中央银行的公开市场操作不以盈利为目的,但会影

响到金融市场上资金的供求及其他经济主体的行为。此外,一些国家的中央银行还接受政府委托,代理政府债券的还本付息;接受外国中央银行的委托,在金融市场上买卖证券,参与金融市场的活动。

另外,参与金融市场的还有一些官方、半官方的政策性金融机构和各国各具特色的其他类型的金融机构,如开发银行、进出口银行及农业信贷机构、大企业所属的金融公司等。

二、金融市场的客体

金融市场主体进入金融市场进行金融交易的目的,无非是为了货币资金融通,资金的融通是建立在信用关系的基础之上的,它往往必须借助某种金融工具方能得以实现。具体地说,信用关系的建立和终止都是通过金融工具的交易来完成的。实际上,金融工具已逐渐成为它所代表的信用关系的化身。因此,金融市场的客体就是金融工具。

(一)金融工具的演进

金融工具的演进不能脱离金融市场发展的水平,也不能够脱离金融机构的发展水平,金融市场和金融机构的发展水平与速度共同制约着金融工具的演进进程。反之,新型金融工具的出现也往往会推动金融市场和金融机构的发展,将整体的金融服务水平推向一个新的阶段。在这个意义上说,金融市场、金融机构和金融工具是不可分割的整体。

在金融市场发展的不同阶段,货币资金的融通依据不同的信用关系,借助不同的金融工具,采用不同的金融交易方式进行,因此,与之相适应的金融市场也表现出不同的形态。在金融市场的原始阶段,金融交易通过私人直接进行,资金的供求双方直接地实现资金的融通。在这个阶段,商品经济还很不发达;社会经济的货币化程度不是很高;人类经济活动的范围是十分有限的。比较小的活动范围使得交易往往在相互熟悉或者是存在商业联系或者距离不远的人们之间进行;借贷活动则往往采用双方口头协议或者是挂账的做法进行,因此,这个阶段的金融工具是非常原始的,它可能只是一张白条,账簿上的一个数字,甚至仅仅是一个口头承诺。这种做法的可取之处在于手续简便,成本低廉;但由于它是建立在交易双方相互熟悉的前提之下的,因此其融资的范围具有极大的局限性,只能满足小额的、非经常性的资金的需求。

当小生产转化为以专业化分工为基础的社会化大生产的时候,原始资金借贷模式遭到了强烈的挑战。私人间直接的资金借贷所以能够发生是因为交易双方存在着某种关系:或是相互熟悉、或是存在商业上的往来。相互熟悉的人总是会受到地域的莫大限制;商业上的往来则只能产生商业信用,二者在授信规模和授信方向等方面都有着很大的局限性,都无法满足社会化大生产时代的大规模、经常性的资

金需求。在这样的背景下,金融机构成为金融交易的主要承担者。作为信用中介的金融机构成为资金供求双方汇集的场所,“地无分南北,人无分老幼”,都要求金融机构解决其资金的余缺问题。既然交易双方在相互不熟悉的条件下要能够进行资金的融通,则金融工具的改良也就必不可免了。白条和承诺显然已不适用,市场需要的是能够清楚地表明信用关系存在的、并对信用关系的每一个要素都作出清楚说明的合法契约,以及一套与之相适应的法律系统,以便在法律上强制性地保证信用关系正常履行。商业票据、银行票据、存款凭证等信用关系契约开始大量出现,人们开始越来越多地借助于这些新出现的金融工具进行资金调剂。这些票据由于有金融机构的参与以及相关法律制度的保证,因此易于转让,较私人间流通的金融工具具有更高的品质。而有了金融机构的参与,这些金融契约代表的就远非私人间的信用关系,而得到了社会的认可和保护。只有在这样的基础上,资金的融通才超出了私人的范围,进入到一个前所未有的更加广阔的天地中去,社会化大生产条件下的大规模资金需求也才(可能)得到满足。

商业票据、银行票据和存款单等新型金融工具的广泛使用是金融机构发展的产物,金融机构的出现解决了过去由于资金供求双方相互不了解而造成的资金融通的障碍,将融资活动从一种私人间的交易变成社会范围的金融交易。这种交易模式提高了资金融通的效率,满足了社会化大生产对大规模资金的需求。但是,资金的供求双方也为此付出了代价,那就是金融机构由此获得了大量的利差。事物往往是一个否定之否定的过程,随着社会经济的发展,人们需要的信用关系越来越复杂多样,这就不是现有的金融机构和金融工具所能够满足的。同时,资金的供应方希望增加自己的收益,而资金的需求方希望降低自己融资的成本,因此人们开始尝试绕过金融机构直接地到金融市场上进行资金的融通,资金的供求双方面对面地就信用关系的每一个细节进行符合各自实际的调整,以提高融资的质量。在这样的历史背景下,一方面是新的金融机构不断涌现以满足这种要求,另一方面则是新的金融工具被不断创生来实现这种目的。金融工具于是在新的历史条件下再次得到新的发展。

(二)金融工具的特性

金融工具在融通资金的过程中发挥着两方面的重要作用:促进资金从盈余方向短缺方流动;使收益和风险在资金供求双方重新分布。为此,金融工具必须具有如下特性:收益性、流动性和安全性。

收益性指的是金融工具能够带来价值的增值。金融工具的收益有两种形式,一是直接地表现为利息或者是股息、红利等;二是金融工具买卖的差价。金融工具又称为金融资产,它有别于建筑物、土地、机器设备等有形资产;后者价值依赖于其具体的物理特性;而前者则是未来权益的抽象化证明。——当然,金融资产的增值从根本上讲必须通过有形资产的周转运作,并且经过“惊险的一跃”方能最终得到

实现。

流动性指的是金融工具可以在金融市场上进行交易转让。金融工具的流动性解决了投资者退出的问题。金融工具是信用关系的载体,金融工具的流动性越强,其流通的范围就越广。易言之,以不断流动的金融工具作为纽带,可将越来越多的市场主体纳入到金融市场中来。在现代经济中,一种金融工具的流动性强弱往往是其活力大小的重要标志。

安全性指的是投资在金融工具上的本金和利息能够安全地收回。一般来说,金融工具的安全性取决于以下几个方面:一是发行人的信用状况,如果发行人具有极高的声誉、财务健全、资金雄厚并且拥有按时偿债的良好记录,例如政府、银行或者知名的公司,那么安全性就相对较高;二是发行人的经营状况,它决定了发行人进行金融工具清偿的能力大小;三是金融工具本身的设计,作为信用关系的载体,金融工具在设计上必须具体而且明确,避免在法律上发生纠纷。

除此之外,金融工具的安全性高低还与如下两方面息息相关:一是与购买力有关的通货膨胀的风险;二是与标价的币种有关的外汇风险。

任何金融工具都是以上三种特性的组合,是三种特性的矛盾的平衡体。一般来说,流动性、安全性与收益性成反向相关,安全性、流动性越高的金融工具收益性就越低,反之亦然。流动性、安全性和收益性的不同组合反映着金融工具的多样性,从而使之能够适应不同资金供求者的不同偏好。

第三节 金融市场的构成与分类

不同的分类方法实际上反映了看待同样事物的不同视角和分析思路,多样的分类方法有助于更充分地理解金融市场,反映这个复杂市场。下面我们分别从标的物、金融交易顺序、金融市场结构和区域等不同角度对金融市场进行分类。

一、按标的物划分:货币市场、资本市场、外汇市场和黄金市场

(一)货币市场

货币市场以期限在1年以下的金融资产为交易标的物。它的主要功能是保持金融资产的流动性,将金融资产转换成现实的货币。它一方面满足了借款者的短期资金需求,另一方面也为暂时闲置的资金找到了出路。货币市场主要进行国库券、商业票据、银行承兑汇票、可转让定期存单、回购协议、联邦资金等短期金融工具的买卖。许多国家将银行短期贷款也归入货币市场的业务范围。一般地说,资金借贷以3到6个月期最为普遍,而债券则以6到9个月期为多。货币市场的交易量十分庞大,短期金融工具可以随时在发达的二级市场上出售变现,具有很强的变现性和流动性,其功能近似于货币,故称货币市场。又由于该市场主要经营短期

资金的借贷,故亦称短期资金市场。

货币市场一般没有正式的组织,其交易活动不是在特定的场所中集中开展,而是通过电信网络进行的。因此,货币市场是一个无形的市场。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。货币市场是一个公开市场,任何人都可以按照统一的市场价格进行交易,因此,货币市场是富有竞争性的。

(二) 资本市场

资本市场进行1年期以上的金融资产的交易。一般来说,资本市场包括两大部分:银行中长期存贷款市场和有价证券市场。通常,我们将资本市场视同于或说侧重于证券市场,这是由于证券市场是世界各主要国家资本市场中最重要的部分。同时,从世界金融市场发展趋势看,融资的证券化特别是长期融资证券化已成为一种潮流。

关于资本市场与货币市场之间的联系和区别,下一节将进行专门的介绍,在此不再赘述。

(三) 外汇市场

外汇市场也是进行各种短期金融资产交易的市场,所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。

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以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,它包括上述的批发市场以及银行同企业、个人间买卖外汇的零售市场(Retail Market)。

外汇市场的主要功能在于:①通过外汇市场的外汇储备买卖和货币兑换业务,使各国间债权债务关系的货币清偿和资本的国际流动得以形成,实现购买力的国际转移;②外汇市场集中了各国政府、企业、公司等单位的闲置资金,并对国际贸易中进出口商进行借贷融资,从而加速了国际资金周转,调剂国际资金余缺;③外汇市场所拥有的发达的通信设施及手段,将世界各地的外汇交易主体联成一个网络,缩短了世界各地间的远程货币收付时间,提高了资金的使用效率;④进出口商利用市场中的远期外汇买卖业务,可有效地避免或减少因汇率变动带来的风险,从而促进国际贸易的发展。此外,外汇市场提供的各种外汇资金的供求信息及其价格动态,有助于各国政府和企业据以正确地进行有关决策。

(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