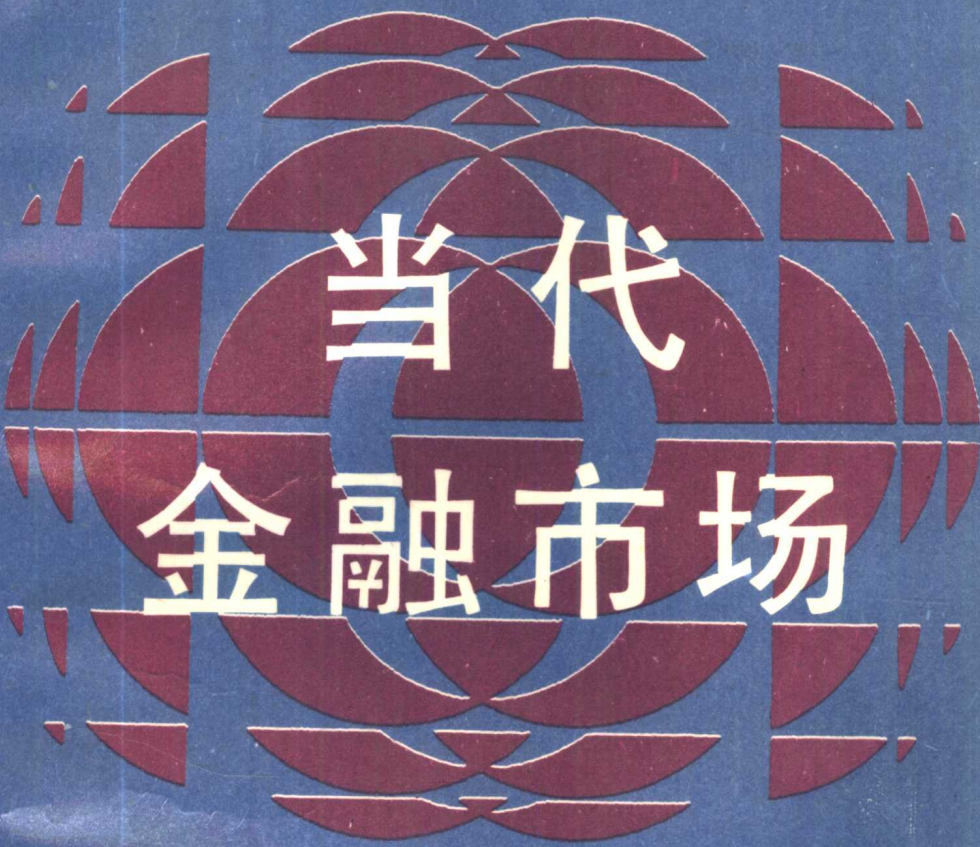


朱宝宪 赵家和 编著



当代 金融市场



中国统计出版社

当代金融市场

朱宝宪 赵家和 编著

中国统计出版社

(京)新登字 041 号

当代金融市场

朱宝宪 赵家和 编著

*

中国统计出版社出版

新华书店北京发行所发行

北京市怀柔县东茶坞印刷厂印制

*

850×1168毫米 32开本 15印张 45万字

1993年9月第1版 1993年9月北京第1次印刷

印数:1-5000

ISBN7-5037-1320-8/F·551

定价:17.50元

前 言

党的十四大确定了建立社会主义市场经济体制的改革目标。这是对一九七八年实行改革开放以来所进行的一系列经济体制改革的试验、探索和实践的理论总结，亦是自建国以来党和人民寻求一条适合中国实际情况的社会主义经济建设道路的一次新的尝试。这一目标的确立，意味着在社会资源的配置方面，市场机制可以起到更大的作用，也应该起到更大的作用。进一步改革旧的计划体制，重构国营企业的微观机制，努力深化价格改革，逐步建立和完善市场体系，特别是加快金融市场的筹备和建设就成为当前经济改革的当务之急。

建立金融市场的根本价值就是于它能够更有效地、迅速地使社会资金从剩余部门或个人手中流向急需资金的部门或个人。在计划体制下，资金的流动是根据各级计划部门的资金使用计划进行的，它容易带有决策者个人的主观意愿，就是一项较为符合实际的计划安排，也有着不可克服的缺陷，它往往既难以适应经常变化的实际情况，又调动不起地方、部门、企业或个人的积极性。与资金的计划调拨不同，在金融市场充分起作用的条件下，资金运用的决策是在分散的条件下作出的，是由拥有或急需资金的银行、其它金融机构、地方、部门、企业或个人本着自愿的原则，为了追求最大的收益而独立作出的。他们在金融市场上，不管是通过发行股票、债券、存单或票据来筹集资金还是通过购买这些有价证券来运用剩余的资金，都是自愿的行为，他们了解各种贷款、筹资的成本与代价，他们也知道各种投资或投机可能会得到的利润与可能会遭受的损失。筹资者只会在借款成本低于他运用这笔资金带来的盈利的情况下筹资，而投资者或投机者则根据对风险的偏好程度，在自己可以接受的风险条件下，寻求收益最大的资金去处，在他们各得其所的同时，

整个社会的资金得到了较佳或最佳的利用。

市场经济是开放的经济，因为各国的市场都只是国际市场的一个组成部分，只有充分利用国际市场来配置资源，才能使各国的资源得到真正合理而充分的利用。因此，金融市场的建设和完善必须要按照世界各国通行的规则来进行，无论是金融机构的设置、运行的机制还是金融工具的开发，都应如此。这不仅有利于更好的吸引和利用外资，方便国际交流，亦有助于更好的借鉴世界各国金融市场运行和发展的成功经验。在这方面，我们既有成功的经验，也有沉痛的教训。成功的经验如：中国国际信托投资公司〔中信〕采用国际通行的租赁方式为北京市首都出租汽车公司购进数百辆小汽车，获得了良好的社会效益和经济效益。可以引为教训的如：一九九二年夏，在深圳发生的股票发行事件，由于没有采用国际通行的股票发行方式，为一些营私舞弊者提供了可乘之机，结果是次发行没有体现出本应具有公开、公平和公正。当然，这不是说不用考虑和结合中国的实际情况了，而是应在考虑和结合中国实际情况的同时，更加注重用国际通行的规则 and 标准来要求和改进我们的工作。这是因为说到底，国际通行的规则 and 标准不过是比较成熟的各市场经济国家所采用的规则 and 标准，大多是市场经济本身的要求。

本书就是在这样的背景和认识下写成的。本书力求对当代金融市场的各个方面作一较为全面和详细的考察。在书中详细讨论了当今通行于主要市场经济国家的各种储蓄机构、非储蓄金融机构和中央银行的组织结构、业务特点和运行机制，并论及我国金融机构的发展、现状及改革的前景；在书中更以五分之三左右的篇幅介绍了货币市场、资本市场、抵押证券市场、股票市场、外汇市场和期权与期货市场中各种金融工具的形式、特点、发行和交易的机制、收益和风险状况。本书从投资者和经营者的角度分别分析了利用套利、套期、套汇、掉期等方式规避风险的作法、机理和结果；还相当详细地介绍了债券、股票和其它金融资产的价格决定理论和期货与期权的价格决定理论。在以上内容的讨论中，我们注意了新材料和新

情况的使用与介绍，尤其注意了各种金融机构和金融工具的实用性和可操作性方面内容的使用与介绍，安排了一定数量的例证、实例和案例。

在本书的写作过程中，得到了笔者所在单位的领导和同事的关心和指教，得到了一些同学和朋友的热情帮助，亦得到了家人的充分体谅和全力支持。在这里特别要向我们的同事李子奈教授、陈章武副教授、陈小悦副教授和毛波、薛镭、张陶伟讲师、杨斌老师，向佟炎、王勇、刘自敏、唐菲、滕天鸣同学，向在学院机房工作的高原、徐霞和左元同志，向中国人民大学国民经济管理系的陈璋副教授致以由衷的谢意，没有他们的大力帮助，本书是难以如此顺利完成的。

由于我们的水平有限，亦由于时间仓促，书中一定还存在着不少的缺陷和问题。当然，这完全是笔者的责任，我们也企盼着广大的读者能及时惠予批评指正。

朱宝宪 赵家和
一九九三年八月于清华园

目 录

第一章 金融市场导论.....	(1)
第一节、金融机构与金融工具	(2)
一、金融机构	(2)
二、金融工具	(6)
第二节、金融市场与金融市场的管理.....	(16)
一、金融市场.....	(17)
二、政府对金融市场的管理.....	(23)
第三节、金融市场在经济体系中的地位.....	(33)
一、金融市场在国民经济中的位置.....	(33)
二、从资金流量表看金融市场的效率.....	(40)
第二章 中央银行与储蓄机构	(48)
第一节、中央银行.....	(48)
一、中央银行机构.....	(49)
二、中央银行的任务.....	(56)
三、我国中央银行.....	(63)
第二节、商业银行.....	(66)
一、商业银行概况.....	(67)
二、商业银行的资金来源与运用.....	(70)
第三节、其它储蓄机构.....	(86)
一、储蓄和贷款协会、储蓄银行与信用社	(86)
二、一些国家的其它储蓄机构.....	(90)
第三章 非储蓄金融机构	(96)
第一节、投资银行.....	(96)

一、投资银行的基本特征	(96)
二、投资银行的主要任务	(98)
三、投资银行面临的竞争与挑战	(114)
第二节、保险公司	(115)
一、保险公司的基本性质	(115)
二、人寿保险公司	(116)
三、财产与灾害保险公司	(123)
第三节、养老基金与共同基金	(124)
一、养老基金	(124)
二、共同基金	(127)
第四章 金融工具的价格决定	(140)
第一节、资产的风险与收益理论	(140)
一、投资的收益	(140)
二、投资的风险	(142)
三、托宾的收益风险理论	(147)
四、系统风险与非系统风险	(149)
第二节、资本资产价格模型和套利价格理论模型	(152)
一、资本资产价格模型	(152)
二、套利价格理论模型	(154)
第三节、利率决定理论	(157)
一、借贷行为的微观基础	(157)
二、资金的净供给曲线	(159)
三、资金的需求曲线	(159)
四、费雪法则	(160)
第四节、债券评估原理	(161)
一、长期利率的决定	(161)
二、债券到期的收益	(163)
三、债券收益的再投资	(165)

第五节、利率决定理论	(166)
一、利率的时期结构	(166)
二、利率的纯预期理论	(174)
第六节、债券价格的易变性	(180)
一、债券价格的易变性	(180)
二、精确度与凸性	(187)
第五章 期货、期权及其价格决定	(191)
第一节、期货	(191)
一、期货交易的机制	(191)
二、期货的价格	(203)
第二节、期货套利、期货投机与交叉套利	(210)
一、期货套利与期货投机的基本原理	(210)
二、期货套利与期货投机举例	(214)
三、基差交易	(218)
第三节、期权	(221)
一、期权的基本概念	(221)
二、期权的风险与收益	(224)
第四节、期权的价格	(228)
一、期权价格的基本成分	(228)
二、卖方和买方期权的等价关系	(229)
三、影响期权价格的因素	(236)
四、期权价格模型及其推导	(231)
第六章 短期债券工具	(235)
第一节、短期国库券与商业票据	(238)
一、短期国库券	(238)
二、商业票据	(246)
第二节、银行承兑汇票与大额可转让存单	(256)

一、银行承兑汇票	(256)
二、大额可转让存单	(261)
第三节、再购回协议、联邦基金与欧洲美元	(267)
一、再购回协议	(267)
二、联邦基金	(271)
三、欧洲美元	(274)
第七章 中长期债券工具	(281)
第一节、美国中长期国库券	(281)
一、美国中长期国库券的基本概念	(281)
二、初级市场	(282)
三、二级市场	(284)
四、本息分别计算的国库券收据	(287)
第二节、政府机构债券	(289)
一、政府机构债券的种类	(289)
二、联邦支持机构证券	(290)
第三节、公司债券	(293)
一、公司债券的基本概念	(294)
二、信用与风险	(298)
三、债券的结构、种类与发行	(301)
四、高收益债券、中期债券与优先股	(312)
第四节、地方债券	(319)
一、地方债券的投资者	(319)
二、地方债券的种类和特征	(321)
三、地方债券的信用与收益	(323)
四、地方债券的发行	(327)
第八章 抵押与利率工具	(328)
第一节、抵押市场	(328)

一、有关的概念	(328)
二、抵押借款的本息及风险	(331)
第二节、抵押机构与工具	(342)
一、抵押二级市场	(342)
二、帕斯鲁证券	(344)
三、抵押保证证券	(352)
四、本息分开的抵押担保证券	(356)
五、抵押贷款证券化的好处	(359)
第三节、利率期货与期权	(360)
一、利率期货合约	(360)
二、远期利率协议与利率期权	(370)
第四节、利率掉期与利率期权	(374)
一、利率掉期	(374)
二、利率协议	(381)
第九章 股票市场中的金融工具	(384)
第一节、股票市场	(384)
一、股票的二级市场	(384)
二、机构投资者与股票指数	(394)
第二节、股票期权	(398)
一、在交易所交易的期权	(398)
二、股票期权价格模型	(400)
三、期权战略	(403)
四、与期权相关的工具	(406)
第三节、股票指数交易	(409)
一、股票指数期权	(409)
二、股票指数期货	(413)
第十章 外汇市场与全球化的金融市场	(425)

第一节、外汇市场	(425)
一、外汇汇率	(425)
二、即期外汇市场	(425)
三、远期外汇市场	(434)
第二节、金融市场的全球化	(458)
一、金融市场全球化的背景	(458)
二、全球债券市场	(459)
三、全球股票市场	(461)

第一章 金融市场导论

金融市场是现代市场经济体系的一个必不可少的重要组成部分，它在现代经济生活中发挥着广泛的作用。那么，什么是金融市场？金融市场与人们或社会的经济生活有什么关系？金融市场有什么作用？这是读者十分关心的事情，也正是本书要解答的问题。简单的说，金融市场是所有金融工具确定价格和进行交易的场所或机制。在发达的市场经济体制下，个人、企业和国家都是金融市场中的积极交易者，个人作为投资者可以把收入的结余用来购买各种有价证券和债券，把自己的资产作一合理分布，以寻求收益和风险之间的最适度的组合；个人作为投资者还可以收购足够多的某一公司的股票，获得控制权，参加该公司的管理和决策。企业作为投资者可以用企业短期或长期闲置的资金购买股票、债券或国库券，以分散风险，赚取较高的利息或利润；少数声誉卓著的大企业还可以在金融市场上发行债券，筹集资金，以满足对资金的需求；一些金融企业〔通常称之为金融机构〕更可以为了满足对资金的需求，或为了获得较高的收益，创造出各种金融工具在金融市场上流通。中央和地方各级政府可以在金融市场上发行政府公债和地方债券为大型建设项目筹措资金，中央政府还可以通过对国库券的大规模的买卖，影响市场利率，并以此调控宏观经济。金融市场不仅是投资和筹资的场所，它还具有套期保值，避免风险的功能；通过利率掉期、期限匹配，它还可以帮助市场的参加者进行资产与负债的管理。从根本上说，金融市场的作用就是促进社会资金以最低的成本流向最需要的地方，流向经济效益最高的地方，它是促进社会资源最佳配置的最重要的机制之一。

、金融市场中的一切交易都是交易参加者对各种金融工具的交易，而交易参加者最重要的是金融机构，因为金融机构不仅是全部

金融交易的中介，它也是各种金融交易的主要买卖者，金融工具的主要创造者。金融工具则是金融市场作用的物质基础，金融工具种类和数额的多少是金融市场规模、广度和深度的具体体现，金融市场的运行机制也要由各种具体的金融工具的交易方式及机制来说明。因此，金融机构与金融工具构成了金融市场的基本要素，我们只有通过对其金融机构的设置、业务特征和运行机制及对各种金融工具的各方面特点的深入理解和把握，才能较好地了解和掌握金融市场的各个方面及其运行机制。所以，金融机构和金融工具的具体考察构成了本书的基本内容。

在这一章中，将对金融机构和金融工具作一概括的说明，除此之外，还将进一步讨论金融市场及政府对其的管理和金融市场在国民经济中的地位。

第一节 金融机构与金融工具

一、金融机构

1. 金融机构的产生

原始的借贷以直接融资的形式进行，即金融工具——资金流动中的债权与债务的凭证——是由短缺资金的一方直接向有盈余资金的单位发售，以换取所需资金。典型的形式如农民直接向地主，庄园主借款。这种直接融资虽然改善了资金的分布，但显然不是最有效的资金配置方式。因为要达成一项直接交易，借贷双方必须对交易数额的多寡，借贷时期的长短，利率的高低及时间的先后等要素都具有一致的需求，而要寻找到一对完全相互配合的借贷对手，并非易事。在找寻过程中，双方都可能花费很多的人力、物力、时间、精力，从而造成交易成本高昂，资源的浪费。举例来说，假如借贷双方成交的利率为10%，借款人寻找合适贷款人所需费用为2%，贷款人寻找合适借款人及贷款后需负担的管理费用（如收取利息，追

讨欠款等] 为 3%，在这种情况下，借款方的借款总成本是 12%，贷款方的贷款净收益是 7%。在这个例子中，直接融资的借贷总成本达 5% $[12\% - 7\%]$ ，确实浪费了许多资源。如有中间人为双方牵线，代为安排，情况就要好得多，既可以省去借贷双方的不少麻烦，又多少可以降低一些费用。费用降低的程度取决于中间人专业化的程度及掌握借贷信息的多寡，当中间人专门从事为借贷双方牵线的活动，并掌握着较多的借贷款信息时，费用降低的程度就大些；否则，费用降低的程度就较小。

随着经济的发展，金融机构开始出现并逐渐发达起来。起初的中间人现在成了金融机构的主人，即金融中介人。金融机构以自己的名义发售金融工具给资金盈余的个人或单位，吸纳他们的闲置资金，然后再以自己的名义，运用资金去购买资金短缺的个人或单位所发售的金融工具。这样，便将盈余资金迅速、有效的调配到资金需求者手中。这里，金融机构对资金盈余单位是债务人，对资金短缺单位是债权人，它承担了债权人的风险。它起的作用与中间人的作用是很不相同的，它除了承担风险外，还起着分散风险和提供信用的作用。

2. 金融机构的任务和作用

金融机构的基本运作内容是在金融市场上进行各种金融工具的交易，为金融工具的交易者提供买卖中介服务。从经营的角度看，金融机构也为自己买卖金融工具，但是，从本质上说，金融机构是金融市场上的中介，它们的买是为了卖，它们的卖是为了买，它们的买卖最终是为了需要资金和有多余资金的个人和经济实体的买卖。具体的说，金融机构主要承担的任务是：（1）通过金融市场把顾客自己拥有的资产或金融工具转换成他们所偏好的其它一种或多种金融工具；（2）为顾客设计金融工具并帮助顾客把它们推销给其他市场参加者；（3）为自己买卖金融工具；（4）向顾客提供投资咨询；（5）为顾客管理证券资产。当然，不见得每一家金融机构都提供以上所有的业务，一般的情况是每一家金融机构提供其中的一种或几

种业务。

金融机构的作用主要有以下几个方面：

(1) 调节借贷数额

我们已知，直接融资的成交需要借贷双方对交易的数额有相同需求，若借贷数额的需求情况不同，交易就难以达成。但是，有了金融机构，这一条就不再是阻止成交的障碍了。金融机构可以先发售各种不同面额的金融工具，吸纳社会盈余资金，再把资金转贷给需求资金的个人或单位。这样，金融机构担起了借贷数额调节的工作，借贷数额不再是融资的障碍。

(2) 调节借贷年期

金融机构亦可发挥调节借贷年期的作用。金融机构一方面购入由需求资金单位发售的指定借贷年期的金融工具；另一方面向资金盈余的个人或单位发售各种年期的金融工具。这样，就可以很好地满足借贷双方对借贷年期的要求。在这过程中，金融机构担起了借贷年期差距的管理工作。

(3) 调节期限组合

金融工具转换成现金要受各种金融工具本身到期期限的限制。例如活期存款随时可以变现，定期存款到期才能支取〔否则利息会有损失或需交纳罚款〕，各种债券的到期时间各不相同。一般的说，期限愈长，利率愈高。但是，期限愈长，灵活性愈差，风险愈大。投资者可以根据自己的愿望，在金融机构提供的各种金融工具中，选择合适期限的资产，也可以选择不同的期限组合，以寻求灵活性与收益率之间的最佳搭配；借款者也可以选择不同期限的资产，选择不同的期限组合，以降低成本，更好地满足自己的需要。而在直接融资交易中，这是很难加以考虑的。

(4) 降低信用风险

在直接融资交易中，借款方对贷款人的任何一次违约都将使贷款方蒙受重大损失。如果有金融机构作中介，就可以实现分散投资，降低风险。因为任何一位向金融机构融资的借款人的毁约对拥有雄

厚资金的金融机构来说，影响相对要小得多。譬如有一投资者委托投资公司为其经营资产，公司把这笔资金与其他许多投资者的资金合在一起，购买多种股票。这样的投资方式所面临的风险自然比这位投资者自行购买股票的风险要小。因为即使有个别股票价格下跌，它所造成的损失会分摊到每个投资者身上。如果没有金融机构，个别投资者资金额较少，受股票购买“一手”所需款额的限制，往往不可能同时购买多家公司的股票，不得不承受较大的风险。

(5) 提供支付机制

在现代市场经济国家中，大部分的交易现已不再用支付现金，代替现金的是金融机构经营的支票、信用卡或提款卡等支付工具。信用卡〔CREDIT CARDS〕与提款卡〔DEBIT CARDS〕至少有两点不同，一，信用卡可以透支，提款卡不可以透支；二，信用卡定期会收到结算帐单，按期结算，提款卡在付款的同时，持卡人帐户上的资金就已转移到供货单位的帐户上。在早期，只有商业银行有权发行支票，以后其它金融机构如储蓄与借款协会，储蓄银行及某种类型的投资公司也可以发行支票了。信用卡与提款卡的发展过程大体如是。我国近年信用卡的发行开始起步，工商行的牡丹卡，中国银行的长城卡，农行的金穗卡等开始步入家庭，工商行最近已开始发售提款卡。可以预见，只要假以时日，支票及其它便利的支付工具都会逐步进入我国人民的日常生活。

(6) 提供专业咨询

金融机构具有足够的人力物力来搜集市场消息和资料，并能对借款人的财务状况作出分析调查。因此既可以为投资者提供投资建议，又可以掌握借款者的资信和还款能力。这是个别资金盈余的人士或单位在作直接融资时难以作到的。

(7) 获得规模效益

在经济学中，规模效益是指随着生产规模扩大，单位生产成本相应下降的现象。在这里，随着金融机构经营的借贷交易增加，交易成本相应也会下降。因为金融机构的存在，减少了寻找交易对手