

金融市场

● 编著 张晓洪 杨文英 熊永志

● 吉林大学出版社



3 0074 1822 5

95
F830.9
392
2

前言

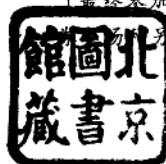
XA137/17

随着社会主义市场经济体制的建立和改革的不断深入，建立和发展公平、高效、开放、统一的全国金融市场体系将具有十分重要的意义。目前我国金融市场的发育尚处于起步阶段，人们对金融市场的性质、内容及其运作还很陌生，很需要加速这方面知识的普及。

传统的金融市场著作，出于不同的需要，体系迥异，认识上更是大相径庭。有的囊括金融机构、金融工具和金融市场的全部内容，无异于整个金融体系；有的则过于偏狭，只讨论有价证券这一块。这样讲并不是对有价证券市场在金融市场中的重要地位持有异议，因为那毕竟是证券学的研究对象。

在金融市场学的理论体系中，应该有三个组成部分，即金融市场的价格形成理论、外汇理论和保值投机理论。本书正是循着这一思路，在总论之后，用两章的篇幅讨论了利率及其结构，旨在从理论上说明金融资产价格的形成；接下去是以金融市场工具大类为标准的综合分类法，把金融市场划分成货币市场、债券市场、抵押市场、股票市场、外汇市场、期货市场和期权市场等七个子市场。七个子市场中的前四个，可以归为有价证券市场。这四个子市场是筹集资金和投放资金的场所，规模巨大，功能重要，构成整个金融市场的核心部分；第五个市场的交易工具主要是外国货币，这个市场具有买卖外国通货和保值投机的双重职能，但对于筹集资金和投放资金这两个主要金融活动来讲，它只是一个辅助性的市场。对于筹资或投资目的金融市场参加者来说，他们利用外汇市场，不过是为了最终参加其他国家的有价证券市场活动。外汇市场是一国有价证券市场与另一国有价证券市场之间的纽带；最后两个市场，它们既

· 1 ·



C

198602

不能筹措资金用于生产性投资，也不能投放资金以获取利息。对于具有筹资和投资目的的市场参加者来说，这两个市场主要是用来防止市场价格和利率的剧烈波动给筹资和投资活动造成巨大损失提供保护机制，是市场价格不稳定条件下有价证券市场和外汇市场的两个支点。最后以货币、财政和国债管理政策如何调节金融市场稳健运行的讨论结束全书。

本书刻意以一种简洁而紧凑的风格，简明而又通俗易懂的形式，对金融市场的基本理论和基本操作进行了系统的论述和介绍。本书可作为经济类、金融类大专院校教材，也是银行金融机构、非银行金融机构和企业公司的工作人员的重要参考书。

全书共11章，编写者：张晓枫第1、2、3、11章，赵文英第4、5、6、7章，魏永忠第8、9、10章，由张晓枫总纂。

在本书编写过程中借鉴和吸收了大量国内外金融市场著作的研究成果，在此深表谢忱。

我们还要感谢蒋长明副教授和王克民老师，他们对本书的编写提出过许多的宝贵意见。特别是王克民老师不仅帮助修改了部分书稿，还担当了电脑排版，使本书在短时间内进行了多次修改与调整。

由于我们水平有限，难免有不妥之处，欢迎广大金融界同行和各界朋友批评指正。

编著者

1994年5月

目 录

前言

1

导论..... (1)

- 1. 1 金融体系与金融交易..... (2)
- 1. 2 金融市场的定义..... (6)
- 1. 3 金融市场的要素..... (9)
- 1. 4 金融市场的分类 (18)
- 1. 5 金融市场的功能 (20)
- 1. 6 金融市场的管理 (23)

2

利率水平 (26)

- 2. 1 利息率概述 (26)
- 2. 2 收入流量的终值和现值公式 (33)
- 2. 3 总现值、净现值和内部收益率 (37)
- 2. 4 金融资产固定收入流量的现值计算 (42)

3

利率的期限结构与风险结构 (54)

3. 1	利率的期限结构	(54)
3. 2	利率的风险结构	(59)
3. 3	其他因素对利率结构的影响	(67)

4

货币市场	(71)
4. 1 货币市场的性质和工具	(71)
4. 2 同业拆借	(75)
4. 3 大额可转让存单	(83)
4. 4 银行承兑汇票	(88)
4. 5 短期国库券	(97)
4. 6 商业票据	(101)
4. 7 回购交易	(105)

5

资本市场：债券	(110)
5. 1 债券的性质和种类	(110)
5. 2 债券的付息和还本	(117)
5. 3 债券的终值和现值	(124)
5. 4 债券的发行价格和转让价格	(128)
5. 5 债券的收益率	(133)

6

资本市场：抵押	(139)
6. 1 抵押的性质和种类	(139)
6. 2 抵押品的范围与估价	(142)

6. 3 抵押贷款的发放与收回·····	(146)
6. 4 国外的住宅抵押贷款市场·····	(150)

7

资本市场：股票·····	(160)
7. 1 股本和股票·····	(161)
7. 2 股票的初级市场·····	(168)
7. 3 股票的二级市场·····	(175)
7. 4 股票的价格·····	(186)

8

外汇市场·····	(207)
8. 1 外汇与外汇市场·····	(207)
8. 2 外汇市场的构成与划分·····	(212)
8. 3 作为外汇市场交易价格的汇率·····	(221)
8. 4 外汇风险和外汇市场上的主要操作技术 (1) ···	(234)
8. 5 外汇风险和外汇市场上的主要操作技术 (2) ···	(241)

9

金融期货市场·····	(257)
9. 1 商品期货交易·····	(258)
9. 2 期货交易程序·····	(261)
9. 3 期货市场上的价格·····	(266)
9. 4 期货市场上的保值与投机·····	(270)
9. 5 金融期货市场·····	(274)

期权市场	(290)
10. 1 期权的性质及其交易原理	(290)
10. 2 期权交易的种类	(299)
10. 3 期权的价格、盈亏及交易战略 (1)	(302)
10. 4 期权的价格、盈亏及交易战略 (2)	(310)

货币、财政和国债管理政策	(321)
11. 1 经济政策与经济活动	(321)
11. 2 经济政策目标	(324)
11. 3 货币政策与金融市场	(327)
11. 4 财政政策与金融市场	(332)
11. 5 债务管理政策与金融市场	(337)

导论

当代世界经济之所以出现前所未有的加速发展，在相当程度上是资源合理配置的结果，而资源的合理配置又是靠金融市场的运行和一套非常精巧的安排实现的。金融市场以其特有的魔力，使社会公众手中的储蓄、企业和政府部门的储蓄汇成巨大的资金流，推动和润滑着巨大的经济机器持续稳定的运转。同时金融市场作为现代市场体系的枢纽市场，以其完整而灵敏的信号系统和灵活而又有力的调控系统，引导着经济资源向合理的方向流动，扩充经济体的生产力能量。本书的主要任务是讨论金融交易，即货币的借入和贷出、证券买卖、国际金融市场的外汇买卖投资活动等。在展开全书讨论之前，我们先对金融市场作一概述。

1.1

金融体系与金融交易

金融体系

金融体系是现代社会经济必不可少的组成部分，担负着两项最重要的职能：提供完成交易的支付手段；积累储蓄并引导用于投资。它由金融工具、金融机构和金融市场组成。所有对商品和劳务的支付、储蓄、贷出、借入和投资活动都是在这个框架内进行的。

图 1.1 描绘了金融体系与经济中各种各样的实物和金融流程之

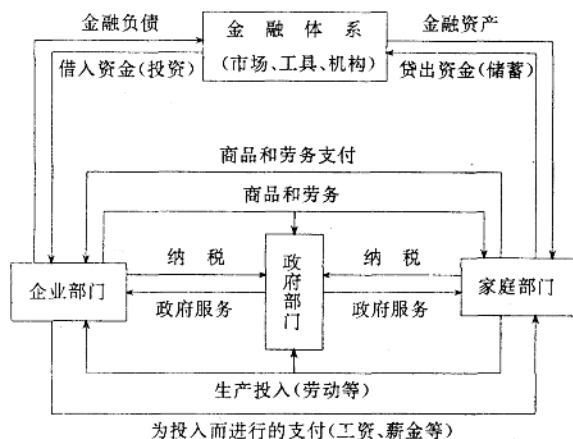


图 1.1 经济体系中的交换流转^①

^① 为简化起见，图 1.1 假设政府预算平衡。事实上政府部门是金融市场经常参加者，靠发放金融债券借入资金。

间的关系。

在这一图式中，我们假设经济体系由企业部门、家庭部门、政府部门组成。从实物流转方面来说，企业部门生产商品和提供劳务，由家庭部门买去满足消费需求。家庭部门为企业部门提供劳动力和其他必要的生产要素，以换取工资、薪金和其他补偿。政府部门从家庭部门和企业部门征税并使用这些收入购买商品、劳务和生产性投入，然后再利用它们为其他部门提供政府服务（经济和社会的基础设施、法律设施等）。

在这一简单的经济模式中，金融体系介于储蓄、投资和金融工具（储蓄者的金融资产和投资者的金融债务）流转之间。这些流转反映了长期的资金运用的交换，而不是即期的实物交换（“现货交易”）。参加者暂时放弃现实消费，转向将来消费，使得长期资金运用的交换（贷出与借入）成为可能。这种推迟消费的储蓄为资金运用于生产将会带来以后扩大消费机会的前景所鼓舞，使得以投资为目的的现行资金供应成为可能。^① 在经济体系中储蓄的存在为企业各部门提供了扩大生产手段的机会。家庭部门可以将储蓄借给企业或购买企业的股份。这种购买力的转移，为企业部门提供了货币资本，这种金融资源能使企业筹集和运用实物资源作为投资，从而增加商品和劳务的数量。这些资金投资反过来又提供了支付储蓄收益的手段，这在贷款条件下是利息，在购买股票条件下是股息。

金融交易

无论是家庭、企业或政府部门，凡是支出少于收入的都叫做盈余经济单位，支出多于收入的都叫做赤字经济单位。一定时期内，净收入超过支出的部分，在家庭部门叫做储蓄；在企业部门叫做保留盈余；在政府部门叫做预算盈余。经济单位随时都可视情况（自愿

^① 储蓄是一个流量，某一时期的总数等于这一时期内收入流量和消费支出流量的差额。储蓄又是一种储藏，是一定期储蓄资金的数量积累。

或非自愿地)选择支出超过净收入的途径,其办法可以提取过去的储蓄,也可以借入资金。金融体系(金融工具、金融市场、金融机构框架)促进了储蓄资金从盈余单位(储蓄者)向赤字单位(借债者)的转移。一个赤字单位可能用一种金融工具(一种将来偿还的承诺)交换对方储蓄资金的办法向盈余单位借款。金融工具发行者(借款人)便承担一种金融债务。接受这种金融工具的人(贷款人)就获得了一种金融资产。

资金使用权在货币收支不平衡时的有偿转让,便是“资金借贷”。为弥补一定时期内资金不足而需要借入资金(购买资金使用权)的现象,称为资金需求;为获得一定报酬而愿意在一定时期内贷出剩余资金(出售资金使用权)的现象,称为资金供给。在正常情况下,资金需求的产生要有三个条件:代价合理,期限固定,风险共担。

代价合理,是指借入资金的代价不能高于借款人的边际投资收益水平。如果借入资金的代价高于运用这笔资金所能获得的收益,则借款人宁肯收缩自己的生产经营规模而不使资金需求发生。

期限固定,是指使用借入资金的时间长短,要根据资金需求的性质在事先明确规定。在确定的期限内,借款人具有使用这笔资金的全权。除事先双方有特殊约定外,贷款人不得提前抽回出借的资金。

风险共担,是指借款人和贷款人在共享一笔资金创造的收益时,必须共同承担运用这笔资金所面临的风险。在市场经济条件下,几乎所有的经济活动都含有不同程度的风险。一旦借款人倒闭破产,所有的借入资金都可能违约止付的危险。资金需求者不可能保证在任何情况下都能归还借入资金。如果资金供给者强调无论如何都必须保证借出资金的绝对安全,则难以找到符合条件的借款人。没有任何资金需求者敢于做出这种承诺而借入资金。

与资金需求条件相对应,资金供给者在出借资金时也有三个要求,即报酬要高,时间要合适,资金要安全。借款人要求借入资金

的代价合理，而贷款人则力求出借资金能获得最大限度的报酬。在相同条件下，谁承诺的报酬高，贷款人便把资金借给谁。借款人要求借入资金的期限要固定，而贷款人却希望能在需要的时候随时抽回资金以供自用。借款人要求贷款人也承担一定程度的风险，而贷款人则力图避免这种风险，保证按期收回出借的资金和应得的报酬。

资金供给者的三个要求，就是金融理论中投资管理的盈利性、流动性和安全性三原则。

我们在上述说明中均以经济实体的资金供求为例，不难看出，这种说明稍加变动就可以适用于各种不同的资金需求者和供给者。

资金供求的实现过程，就是资金供求双方选择和搭配各自的条件和要求，然后再将双方的结果协调一致的过程。资金需求者的三个条件都以愿付代价的高低表现出来。一笔资金出借的条件和借款人要求的后两个条件越接近，借款人愿意付出的代价便越高，差距越大，借款人愿付的代价越低；资金供给的三个条件也以贷款人索取报酬的水平体现出来，借款人提出的条件和贷款人的后两个要求越接近，贷款人要求的报酬便越少，反之，贷款人就要提高索取报酬的水平，我们把资金供求双方的索取报酬和愿付代价看做资金使用权转让的价格，即资金的价格，通过借款人和借款人、贷款人和贷款人之间的竞争，通过借款人和贷款人之间的协商，资金供求双方的要价和出价逐渐趋于一致，资金的供求便在讨价还价中得以实现。

资金需求者发行金融工具买进资金使用权，资金供给者再利用金融工具收回资金使用权，并获取报酬。在这一过程中，资金的所有权并没有发生变化，被买卖的只是资金的使用权。

由于人们习惯于把货币作为买卖某种商品时所使用的支付工具，而把同货币进行交换的商品作为被买卖的对象，所以，用金融工具购买资金使用权的活动往往被描述为相反的过程。通常说，资金的供给者用资金买入需求者创造的金融工具，而资金的需求者出售金融工具获得资金。资金供给者在买入金融工具之后，便可获得

该金融工具为他带来的一定收益，故对供给方来说，金融工具又称金融资产。于是，资金使用权的转让最终转化为资金供求双方对金融工具（金融资产）的买卖。这种买卖金融工具（金融资产）的行为，叫做金融交易。

1.2

金融市场的定义

一般来说，有交易就有市场，市场是对交易而言的。在日常生活中，“市场”这个概念所包括的内容是相当广泛的。金融市场也是这样。从不同的研究角度，不同的分析侧重，不同的方法，不同的场合，会得到不同的金融市场定义。

在国外，金融市场专家曾为金融市场下过不少定义：“金融市场就是金融工具转手的竞争场所”^①。“金融市场是金融资产交易和确定价格的场所或机制”^②。金融市场，“应理解为对各种金融工具的任何交易。”^③。

这三个定义的共同点是明显的，它们都把金融工具的交易作为金融市场定义的立足点。与此同时，每个定义又各有其不同的侧重点。第一个定义认为金融市场是一个交易的“场所”；第二个定义也把金融市场定义为场所，但同时强调这个场所的“确定价格”的职能；而第三个定义却不认为金融市场是场所的概念，提出金融市场应是各种金融交易的本身。

① 查理斯·R·格依斯特：A Guide to the Financial Markets, Lacmillan, 1982. P. 1.

② 蒂姆·S·肯波贝尔：Financial Institutions, Markets, and Economic Activity, U. S. A. McGraw-Hill Inc. 1982. P. 2.

③ 杜德雷·C·卢科特：Money and Banking, McGraw-Hill Book Company. Second Edition. 1980. P. 111.

和商品市场一样，金融市场可以是一个场所。世界上最著名也最活跃的金融市场——纽约股票交易所，就设在美国纽约市华尔街的一座大厦中。就这个例子来讲，第一个定义似乎是无可指责的。然而，金融市场也完全可以不是一个场所，而仅仅是一种交易关系或交易过程。一个电传，一个电话，买卖双方可能远隔千里进行大宗金融交易。银行家们最熟悉的金融市场之一——货币市场在绝大多数国家都没有任何具体的、有形的“场所”，但谁也不会否认这些国家中货币市场的存在。可见，用场所来定义金融市场恐怕有失偏颇。

市场的最主要的职能就是确定交易对象的价格，金融市场也不例外。在这个问题上，第二个定义的提法丝毫不错。但是，有无必要在定义金融市场时特别强调这一职能，并将其和交易并列起来，是值得讨论的。我们知道，同所有的商品交易一样，金融交易基本上包括三个环节：第一个环节是交易双方发生联系，确定交易的对象和数额；第二个环节是双方讨价还价，共同决定交易对象的价格；第三个环节是拍板成交，买方付钱，卖方交货。可见，交易本身便已包含了确定价格的过程。因此，在用金融资产交易的概念定义了金融市场之后，又加上对价格形成职能的强调，便显得无此必要。况且，这个定义并没有摆脱“场所”概念的束缚，显然和第一个定义同属一类。

第三个金融市场的定义是对金融市场最全面、最本质性的概括。无论何种意义上的金融市场，都不外乎是金融交易的总和。不同类型、不同特点、不同形式的金融交易，可分别构成不同类型、不同特点、不同形式的金融市场，而所有的金融交易汇合在一起便构成完整的、全面意义上的金融市场。可见，金融市场的存在与否，不在于有无特定的市场参加者（并非必须有企业、个人之间的直接融资才能算是金融市场），不在于有无特定的金融工具（并非必须有股票、债券才能算是金融市场），也不在于有无特定的组织形式（并非必须有证券交易所才能算是金融市场），这些因素的有无只能说明金融市场的发达程度和表现形式。金融市场的实质，在于按照价值规

律进行的金融交易。因此，如果要用一个最概括的方式来为金融市场下定义，我们说，金融市场是运用金融工具进行的所有交易的总和。

金融市场可分为广义金融市场和狭义金融市场。

广义的金融市场包括两种金融市场，一种叫做协议贷款市场，一种叫做公开金融市场。

协议贷款市场是借款人和贷款人之间通过个别协商借贷合同条件的市场，它主要包括把闲置资金存入银行、向银行借入资金等金融交易活动。抵押贷款市场、贴现市场、消费信贷市场和存款市场都属于协议贷款市场范畴。协议贷款市场的特点是，金融交易以固定客户的交易关系为限，要想进行交易，必须首先建立客户关系；交易价格（即存贷利率）和条件由交易双方协商议定，其决定既不适用于下次交易，也不适用于与他人交易。因此，协议贷款市场又称客户市场。

公开金融市场又称非个人性市场，是任何人、任何机构都可以自由进出的市场。在这个市场上，交易工具的价格和条件对所有市场参加者都是公开、公正、公平的。任何符合参加交易最低要求的个人和机构均可以按标准化的条件进行市场活动。货币市场、债券市场、股票市场等都是公开金融市场的典型代表。公开金融市场，一般又将其称之为狭义的金融市场。

协议贷款市场是货币银行学的主要研究对象，虽然其中一些内容如抵押市场、贴现市场，特别是对储蓄如何转向投资的研究无疑也是金融市场的任务，本书所使用的金融市场概念，主要是指公开金融市场。

金融市场的要素

金融市场参加者、金融工具和组织方式是构成金融市场的三大要素。

金融市场参加者

金融市场的参加者可以大致分为五类，即个人、经济实体、政府及其有关行政机构、金融机构和中央银行。

1. 公众

公众是指个人，但个人并不是简单地指某一个人，而是指千千万万以非某一组织成员的身份参加金融市场活动的人。公众是金融市场的主要参加者。他们参加金融市场的目的，通常是调整自己的货币收支结构，追求消费的最佳效果和投资收益的最大化。既可以是金融交易的买方，也可以是卖方。作为买方时，他们是金融市场上的投资人。投资人用现期的货币收入或货币积蓄买进金融工具，如股票、债券等，推迟现期消费，追求最大化的未来收益。作为卖方时，他们的动机则十分复杂。有时是为了筹措资金购买另外的金融工具，以转变资金投向；有时是为了利用未来的货币收入增加现期消费，追求消费的最佳化，如借入住房抵押贷款等；有时是为了避免风险或进行投机；有时则只不过是应付一笔开支而将手中的金融工具出售。

2. 经济实体

国际上的经济实体通常采用公司的组织形式，故将参加金融市场的经济实体统称为公司。公司在金融市场上首先是筹资人。无论是工业公司、商业公司还是其他实业公司，总会因各种原因不断产生各种期限的资金不足。公司弥补资金不足的方式主要有两种，一是筹措内部资金，即动用公司的内部积累，或减少分派股息，把留

下的利润用于再投资；二是筹措外部资金，即向公司外部的资金供给者筹措资金。公司可向银行借入贷款或在金融市场上发行有价证券。根据资金需求的不同性质，公司向金融市场发售不同性质的金融市场工具，如股票、债券、短期商业债券（商业票据）等，吸收各种不同期限的资金。

公司也可以是金融交易中的买方，通过购买金融市场工具进行不同期限的投资。同社会公众相比，公司的经济实力要大得多，其临时闲置资金的规模往往很大，因而是短期金融市场工具交易中的主要资金来源之一。

3. 政府及其代理机构

政府及其代理机构的金融交易绝大多数都是大额交易，因此，政府是金融市场上非常重要的参加者。政府是金融交易中的主要买方。政府及其代理机构通过发行各种债券，大量地、经常地筹集各种来源、各种期限的资金，利用金融市场调节财政收支状况。政府筹资有借必还，风险极小，而且期限、利率、档次较多，可满足金融市场上各种投资人的不同需要，因此，政府债券往往被看作最佳的金融市场工具。

政府有时也以买方的身份参加金融交易活动。在其临时资金闲置或者准备调整产业结构时，政府通过特定的渠道购买金融市场工具而把资金投入金融市场。

4. 金融机构

金融机构是金融市场的专业参加者，也是特殊参加者。从表面上看，它们是金融市场上最大的买方和卖方。它们一方面创造着大量的金融市场工具，一方面又大量地购买金融市场工具。但实质上，金融机构并不是资金的初始供给者和最终需求者，在金融市场上，金融机构对产生各种需求的交易方来说是资金供给者，而对资金盈余寻找投资机会的交易方来说则是资金需求者。在每笔金融交易中，金融机构买是为了卖，卖是为了买，它们的买和卖最终是为了金融市场上其他参加者的买和卖。这就是金融机构作为金融市场参加者的