

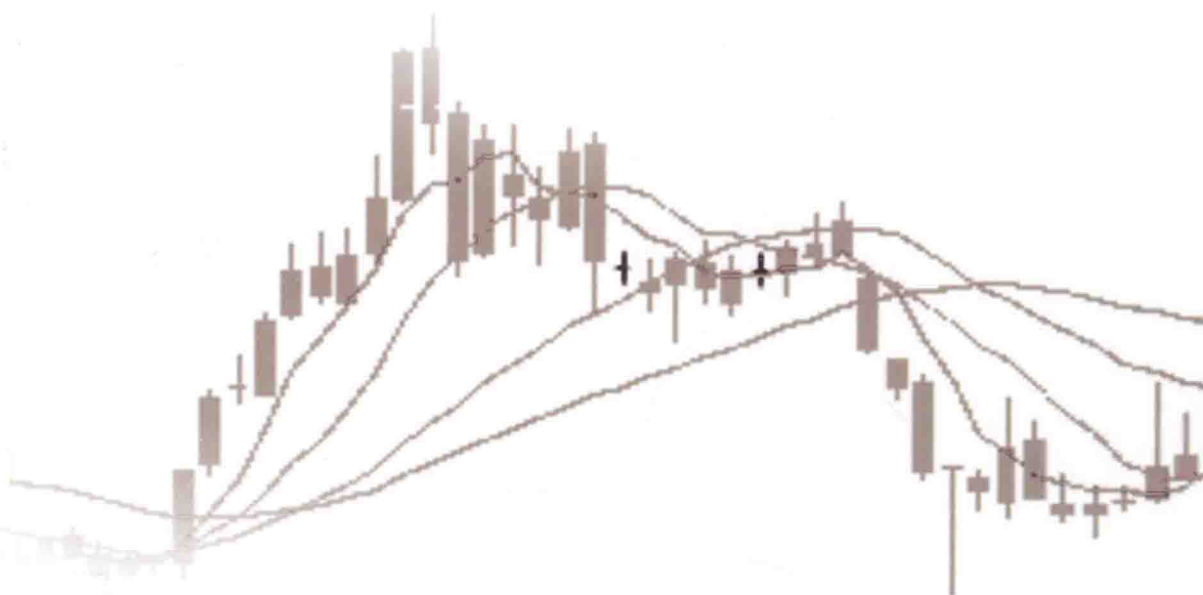
■新编高等院校财经类创新规划系列教材



证券与期货

ZHENGQUAN

●主编 张 力 李晓冬



中国商业出版社

新编高等院校财经金融管理类课程规划教材

证券与期货

主 编 张 力 李晓冬
副主编 马昕田 张伟伟

中国商业出版社

图书在版编目(CIP)数据

证券与期货/张力,李晓冬主编. —北京:中国
商业出版社, 2014. 1

ISBN 978 - 7 - 5044 - 8227 - 3

I. ①证… II. ①张…②李… III. ①证券交易②期
货交易 IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 211428 号

责任编辑:蔡凯

中国商业出版社出版发行

010 - 63180647 www. c - cbook. com

(100053 北京广安门内报国寺1号)

新华书店总店北京发行所经销

北京燕龙印刷有限公司印刷

* * * * *

787 × 1092 毫米 开本:1/16 印张:19 字数:320 千字

2014 年 1 月第 1 版 2014 年 1 月第 1 次印刷

定价:39.80 元

* * * * *

(如有印装质量问题可更换)

前 言

证券是人类社会经济活动的重要创新之一。作为直接融资的主要形式,证券为各类发行主体通过金融市场获取资本资金提供了十分重要的渠道,也为金融资源更加合理地配置提供了载体。股票、债券等基础资产是证券市场的早期品种,也是证券市场的根基。衍生证券虽然是近些年才快速发展的新型证券,但其发展速度十分惊人,并日益在金融市场中扮演着更加重要的角色。我国证券市场的历史较短,但却实现了跨越式发展。股票、债券、证券投资基金、股指期货、权证等证券形式纷纷出现,市场容量迅速扩大。如今,证券市场已经成为我国经济体系当中市场化程度最高、交易最为活跃的领域。

为适应我国证券市场快速发展对证券业人才的需求,我们根据教学实践的信息反馈,结合国内外证券市场发展的最新动态,编写了本教材。作为一本入门级教材,本教材的适用范围是经济金融专业本科基础课程、非金融专业的通识课程、高职高专经济金融专业的专业课程,以及证券投资者了解证券市场的基础资料。编写过程中,我们坚持理论与实践并重、注重教材的实用性原则。既回避证券与期货所涉及的数理模型,也注重介绍市场最新的动向,通过案例的形式加深学生对证券期货知识的理解。全书共分为9章:导论部分回顾了全球与我国证券期货市场发展的历史进程,使学生对金融产品与市场产生基本的理解和认知;第一章主要介绍了基础证券,包括股票、债券和证券投资基金;第二章介绍了衍生证券,包括期货、期权和其他衍生工具;第三章介绍了基础证券市场,包括基础证券的发行、交易市场;第四章介绍了衍生证券市场,包括期货市场、期权市场和其他衍生品市场;第五章介绍了基础证券的价值,包括股票的价值、债券的价值和证券投资基金的价值;第六章介绍了衍生证券交易,包括使用衍生工具进行的套期保值、套利和投机交易;第七章介绍了证券投资方法,包括证券与期货投资的基本分析和技术分析;第八章介绍了证券投资的组合管理。

本书由张力、李晓冬担任主编,马昕田、张伟伟担任副主编,具体编写分工如下:第一、三章由张力副教授完成;导论、第二、四、六章由李晓冬博士完成;第五、

七章由马昕田博士完成;第八章由张伟伟副教授完成。吉林财经大学金融学院研究生王喜丹、邓勇、常燕对本书的资料收集整理、录入与排版工作也作出了贡献。本书由张力负责总纂和定稿工作。

本书写作过程中还得到了吉林财经大学金融学院金融工程教研室各位同事的支持,在此一并表示感谢,由于时间紧张,加之作者水平有限,本书难免存在不足之处,希望读者不吝赐教。

编 者

2014 年 1 月

◆ 目 录

导 论	(1)
第一章 基础证券	(13)
第一节 证券的概念	(14)
第二节 股票	(16)
第三节 债券	(22)
第四节 证券投资基金	(37)
第二章 衍生证券	(45)
第一节 衍生证券的概念	(45)
第二节 期货合约	(47)
第三节 期 权	(73)
第四节 其他衍生证券	(79)
第三章 基础证券市场	(87)
第一节 证券市场	(88)
第二节 证券发行	(96)
第三节 证券交易	(103)
第四节 证券市场监管	(112)
第四章 衍生证券市场	(123)
第一节 期货市场	(124)
第二节 期权与权证市场	(132)
第三节 其他衍生品市场	(136)
第五章 基础证券的价值	(145)
第一节 股票价值分析	(145)
第二节 债券的投资价值分析	(152)
第三节 证券投资基金价值分析	(158)

第六章 衍生证券交易	(163)
第一节 期货合约价值	(164)
第二节 期货套期保值交易	(166)
第三节 期货套利和投机交易	(176)
第四节 期权交易	(185)
第七章 证券投资分析	(194)
第一节 基本分析	(195)
第二节 证券投资的技术分析	(203)
第三节 证券投资行为分析	(227)
第八章 证券投资基金管理	(237)
第一节 证券投资基金概述	(238)
第二节 证券投资基金理论	(241)
第三节 证券组合实践	(255)
思考与练习题答案	(278)

◆ 导 论

一、全球证券市场发展历程

股份制是工业革命以来人类在经济组织形态上的重大创新，它适应了社会化工业生产需要，实现了资本的积聚与优化配置。股份制汇聚了居民手中持有的零散资金，为工商企业使用，促进了生产规模的扩张。股份制的直接融资形式降低了经济发展对银行体系间接融资的依赖，以更低的成本促进了金融资源的优化配置。同时，以股份制为基础的现代企业制度，明晰了工业生产中各主体的利益关系，实现了激励相容的经营体系，促进了世界市场的形成与发展。而股票的发行与交易作为股份制的核心实现形式，促进了金融市场的发展，为居民管理财富提供了更加直接的途径和手段。

早期的股份制和股票交易出现在欧洲。荷兰是全球最早实施股份制并建立股票交易市场的国家。当时的荷兰海上贸易发达，对资金的需求量巨大。为了募集更多的资金，荷兰采用了股份制的形式组织远洋贸易。第一个股份有限公司是荷兰的东印度公司，该公司具有与东亚进行远洋贸易的垄断权。通过招募股票的方式，该公司募集大量资金为远洋贸易服务。因为当时还没有完备的股票流通市场，更没有独立的股票交易所，所以只能靠本地的商人们零星地进行股票买卖中介，股票交易也只能在阿姆斯特丹的综合交易所里与调味品、谷物等商品混合在一起交易。1602年，世界上最早的股票交易所在阿姆斯特丹建立。

荷兰的股份制属于原始股份制，每次远洋贸易前招募股份，并在结束后返本分红。该制度不利于资金的长期使用和公司的永续经营。17世纪后半叶，全球经济中心转移到了英国，在荷兰创立的股份公司在伦敦得到了飞跃发展。英国对股份制和股票市场进行了改造。首先，股票募集后不再退股，而是在公司内长期使用，股东只能通过出售的方式收回投资。股份公司获得了永久性的资本金，有利于股份公司的长期经营，最终形成了现代股份制的基本架构；其次，股票投资者获取收益的方式由原来单纯依赖股息收入，转变为股息收入与股票买卖价差收入相结合，促进了股票二级市场的发展与繁荣；再次，股票转让方式从原来的内部转让转变为可以在任意投资者间转让，增加了股票的流动性。总之，英国对股份制的改造奠定了现代股份制的基础，现代股份制与股票市场都是在英国模式基础上的发展和完善。到1680年，以股份制形式组建的公司在英国已经有49家，英国开始从法律形式确认其独立的、固定的组织形式，股份有限制度和“独立法人”的观念开始出现。

17世纪后期，资产阶级革命和工业革命的爆发，使得欧洲资本主义经济迅速崛起。诞生于航海业的股份制也因其优势，成为催生其他产业的重要制度基础，首先被应用在银行业和

运输业。1694 年成立的第一家资本主义国家银行——英格兰银行是以发行股票为基础成立的股份有限公司。为适应股份制发展和股票交易需求，伦敦最古老的交易所——皇家交易所将进行股票买卖的交易商独立出来，在市内的咖啡馆里进行买卖。1773 年在伦敦柴思胡同的约那森咖啡馆中，股票经济商正式组织了第一个证券交易所，即当今伦敦交易所的前身，这就是现代证券市场的原型。1802 年伦敦交易所新大厦落成开业，当时在交易所内交易的证券主要是英格兰银行、南海公司和东印度公司的股票。

南海公司成立于 1711 年，其经营策略主要是通过与其政府交易以换取经营特权并以此牟取暴利。当时英国战争负债有一亿英镑，为了应付债券，南海公司与英国政府协议债券重组计划，由南海公司认购总价值近 1000 万英镑的政府债券。作为回报，英国政府对南海公司经营的酒、醋、烟草等商品实行永久性退税政策，并给予其对南海（即南美洲）的贸易垄断权。1719 年，英国政府允许中奖债券与南海公司股票进行转换。随着南美贸易障碍的清除，加之公众对股价上扬的预期，促进了债券向股票的转换，进而又带动股价的上升。次年，南海公司承诺接收全部国债，作为交易条件，政府逐年向公司偿还。为了刺激股票的发行，南海公司允许投资者以分期付款的方式购买新股票。当英国下议院通过接受南海公司交易的议案后，南海公司的股票立即从每股 129 英镑跳升到 160 英镑；而当上议院也通过议案时，股票价格又涨到每股 390 英镑。投资者趋之若鹜，其中包括半数以上的参议员，就连国王也禁不住诱惑，认购了 10 万英镑的股票。由于购买踊跃，股票供不应求，因而价格狂飙，到 7 月，每股又狂飙到 1000 英镑以上，半年涨幅高达 700%。在南海公司股价扶摇直上的示范效应下，全英 170 多家新成立的股份公司的股票以及所有的公司股票，都成了投机对象。一时间，股票价格暴涨，平均涨幅超过 5 倍。

至此，全球股票市场上第一次大规模的泡沫事件完成了其光鲜的前半程。然而当时这些公司的真实业绩与人们期待的投资回报相去甚远，公司股票的市场价格与上市公司实际经营前景完全脱节。1720 年 6 月，为了制止各类“泡沫公司”的膨胀，英国国会通过了“泡沫法案”（The Bubble Act），即“取缔投机行为和诈骗团体法”，自此许多公司被解散，公众开始清醒，对一些公司的怀疑逐渐扩展到南海公司。从 7 月份起，南海股价一落千丈，12 月份更跌至每股 124 英镑，“南海泡沫”由此破灭。“南海泡沫”事件以及“泡沫法案”，对英国证券市场发展造成了重大影响，之后上百年的时间股票发行都在受到这个法律的制约，使英国股票市场几乎停滞不前，发展极为迟缓。这种情况一直持续到英国的工业革命。

18 世纪上半叶，“南海泡沫”事件一百年之后，随着英国工业革命的不断深入，大量的基础产业建设需要大量的资金投入，刺激了公司股票发行与交易，股票市场再度开始活跃起来。这期间由于产业革命取得成功，英国成为世界上最早的“世界工厂”。为了促进工业品的输出，英国一边对海外进行资本输出，一边在国内发展纺织等行业，进而在 1830 - 1840 年代发展重工业。在这个过程中，为了加强产业基础而进行的国家公共事业投资以及银行、保险等公司的数量开始急剧增加。首先以股份公司的形式登场的是运河公司的股票，虽然在股票市场进行培育的进展并不大，但其后铁道公司的股票在全国形成了投机热潮，引发了在全国各地开设证券交易所进行股票交易的热潮。至 1914 年“第一次世界大战”前，英国共有 22 家地方证券交易所。

如果说是英国人使股份制完成了向现代股份制的转变，那么是美国人将股份制的优点发挥到极至。美国的证券市场是以债券市场为基础的，最初正是独立战争中大量发行的国债为

华尔街市场的诞生提供了大量的交易品种。股票市场在美国发展要晚于债券市场,最早的美国证券市场是为了开发运河、铁道等国内产业基础而坚实地发展起来的。美国最早的证券市场是在宾夕法尼亚州的费城。当时费城不但是美国的政治中心,也是美国的金融中心。华尔街则是1653年前后荷兰殖民者们作为交易基地而在曼哈顿岛的南部划分出一部分地方建立起来的。伴随着美国的殖民地经济的发展,华尔街也开始逐步繁荣,证券交易中介商人们所汇集的咖啡馆也不断地增加。最初交易者聚集在露天街角一起进行买卖,随着经济发展以及投资者上升的热潮所支撑着的证券交易量不断地增加。

场外交易的混乱无序加剧了经纪人之间的恶性竞争。为避免无序竞争的影响,1792年,当时交易量最大的24位经纪商经过秘密协商,制定出著名的“梧桐树协议”,该协议规定经纪人停止不当竞争,只在24人之间进行证券买卖交易,最低手续费为0.25%,每日在梧桐树下聚会交易等。这成为美国最早的股票市场,也就是纽约证券交易所的前身。1817年,这些经纪人通过一项正式章程,并定名为“纽约证券交易会”,至此一个集中的证券交易市场基本形成。1863年,“纽约证券交易会”易名为“纽约证券交易所”。

19世纪上半叶,美国进入工业化迅速发展时期,这为证券业带来了新的发展机遇。这一时期发展水陆运输成为美国经济发展的中心环节。为了筹集道路、桥梁、运河等土木事业的资金,美国发行了联邦债券、州政府债券、民间事业债券、股票等,使证券市场的交易量大大幅度地增加,当时市场上最热门的股票就是伊利运河公司的股票。紧跟在运河热之后的交易热点是铁道股票热。Mohawk&Hudson铁道公司是最初上市的铁道股票,其交易从1830年就开始了。之后铁道股票的上市持续地增加,使得在交易所内进行的买卖交易更加活跃。这种情形一直持续,直到1837年股价暴跌,其后5年左右华尔街一直是处在一种非常低迷的状态之下。

在1842-1853年期间,电报的发明与建设,加利福尼亚的黄金开采热(美国的西部大开发),对墨西哥战争等因素造成的景气扩大,再次唤醒了美国的经济活力,证券市场也开始逐渐地活跃起来了。其所交易的证券从以铁道股票为中心,逐步扩大到了包含银行股票、保险股票、运河股票等,股票数量与交易量都明显地增加,证券交易中介商人也急剧地增加了。1865年,随着美国南北战争的结束,中断了的铁道建设再度开始继续,经济也开始达到了前所未有的发展。

19世纪的最后20年间,美国经济结构从自由竞争走向寡头垄断,特别是重化工业中趋势更为明显。与此同时,金融资本开始与产业资本结合,以增加对经济的控制力。其结果导致股票市场的波动性持续增加。而投资者仍然没有一个可以全面了解市场价格信息的指标。1882年11月,道-琼斯公司成立,1889年,《华尔街日报》问世。1896年5月26日在《华尔街日报》上发表“道氏理论”和“工业平均指数”,股票价格指数问世。股价指数的出现为投资者全面地掌握市场价格变化提供了指引,其后逐渐成为股市价格的风向标。

1920年,美国经济的高速发展刺激股票市场走强,美国进入“飞扬的二十年代”。1921年8月到1929年9月,道琼斯指数上升了468%。那时人们可以进行保证金交易,即可以用10%的保证金融资购买股票,而股市的繁荣极大地刺激了保证金交易的数量,到1929年10月初,经纪人贷款总额激增至68亿美元的顶峰,比1928年1月的38亿美元高出约80%。1929年7月,美联储将贴现利率从5%提高到6%。与此同时,美国经济在8月到达顶峰后疲态初露,商品批发价格出现了下降,个人收入和工业产值开始停止增长。但市场对此视而不见,终于在经历了长达十多年的牛市后美国股市从9月3日的386.1点开始掉头向下,到

1929年10月29日，美国历史上最大的股灾爆发了，单日下跌达18.5%，美国股市由此进入漫长的熊市。1932年6月30日，道琼斯指数跌至41点。与股灾前相比，美国钢铁公司的股价由每股262美元跌至21美元，通用汽车公司从92美元跌至7美元。

在这场股灾中，数以千计的人跳楼自杀。20世纪前期美国最负盛名的大经济学家欧文·费雪几天之中损失了几百万美元，顷刻间倾家荡产，从此负债累累，直到1947年在穷困潦倒中去世。这次股灾彻底打击了投资者的信心。人们闻股色变，投资心态长期不能恢复。股市暴跌后，投资者损失惨重，消费欲望大减，商品积压更为严重。同时，股市和银行出现危机，企业找不到融资渠道，生产不景气，反过来又加重了股市和银行的危机，国民经济雪上加霜。由于美国在世界经济中占据着重要地位，其经济危机又引发了遍及整个资本主义世界的大萧条：5000万人失业，无数人流离失所，上千亿美元财富付诸东流，生产停滞，百业凋零。

纽约股市崩溃发生之后，美国参议院即对股市进行了调查，发现有严重的操纵、欺诈和内幕交易行为，1932年银行倒闭风潮，又暴露出金融界的诸多问题。在痛定思痛、总结教训的基础上，从1933年开始，罗斯福政府对证券监管体制进行了根本性的改革，建立了一套行之有效的以法律为基础的监管构架，重树了广大投资者对股市的信心，保证了证券市场此后数十年的平稳发展，并为世界上许多国家所仿效。具体包括，美国1933年颁布了《证券法》，主要规定了股票发行制度。1934年又颁布了《证券交易法》，用于解决股票交易问题，并依法成立了证券委员会作为股票市场的主管机关。1934年美国证券交易委员会（证监会）成立。至此，一个现代化的、科学的和有效监管的金融体系在美国宣告诞生。经历了大混乱与大崩溃之后，美国股市终于开始迈向理性、公正和透明。此后，经过罗斯福新政和二次大战对经济的刺激，美国股市逐渐恢复元气，到1954年终于回到了股灾前的水平。其后美国经济持续发展，股市欣欣向荣，继续向上，走出了数轮持续十多年的超级大牛市。

20世纪70年代以来，随着全球资本管制的放宽、金融工具的创新和金融交易技术的进步，以股票为代表的资本市场国际化进程加速。在20世纪前50年，国际资本流动主要采取银行贷款的形式。从50年代到80年代直接投资的形式逐渐成为主流。在80年代以后，证券投资的形式异军突起。这主要得益于全球化浪潮下，发达国家在20世纪70年代开始放宽对国际资本流动的限制。进入90年代中期，发达国家已基本取消了对资本流动的汇兑管制。同时，发展中国家也从80年代开始放宽对国际资本流动的限制，并在90年代加快放宽对国际资本流动限制的进程。另一方面，各国资本市场的发展也为资本市场国际化提供了客观基础。发达国家的资本市场经过数百年的发展，已形成较为成熟的体系。发展中国家70、80年代以来也越来越强烈地意识到资本市场对于经济发展的重要意义，努力推动资本市场的建立和发展。资本市场国际化的技术原因是金融创新和电子计算机技术的进步。80年代以来的金融创新带来了金融衍生品种如互换、期货、期权，这些金融衍生品种加强了各国资本市场的联系，使各国资本市场更加密切地联系在一起。另外，电子计算机技术的发展使资本市场广泛采用计算机系统甚至互联网传递和处理信息以及达成交易，从而扩大了资本市场的覆盖范围和加强了资本市场之间的联系，推动了资本市场国际化。

经过40余年的发展，目前，证券市场的国际化程度已经空前提高。首先，从各国投资者持有的国际证券占他们持有的总证券或者占他们持有的国内证券的比例来看，在1997年，发达国家发行的未清偿的国际借贷票据数额占国内借贷票据数额的比例为29.14%，发展中国家净发行的国际借贷票据数额占国内借贷票据数额的比例为57.10%。其次，从各国金融市

场交易的外国金融资产的种类所占的比例来看,2001年,纽约证券交易所有392家外国公司的股票上市交易,占上市股票种数的12.98%;伦敦证券交易所有552家外国公司的股票上市交易,占上市股票种数的18.71%;纳斯达克证券市场有441家外国公司的股票上市交易,占上市股票种数的8.7%。再次,20世纪90年代出现了证券交易所的国际联合和合并的浪潮。1999年,阿姆斯特丹、布鲁塞尔、法兰克福、伦敦、马德里、米兰、巴黎、苏黎世8家交易所签订了建立全欧市场(Pan-European market)的协议,相互之间可以买卖任何一家参与全欧市场的交易所的证券和金融衍生品种。1999年6月,2000年3月18日,阿姆斯特丹交易所、布鲁塞尔交易所、巴黎交易所的总裁签署协议,决定把这三家交易所合并为叫做“欧洲的未来”(EURONEXT)的交易所。伦敦证券交易所和法兰克福证券交易所于2000年5月3日正式宣布合并,组成成新的“国际交易所”(International Exchange)。

国际化推动了国际证券市场的整合,增强了国际资本市场配置资源的能力,但同时也增加了证券市场风险的国际传导。进入20世纪90年代以来,以股市崩盘为开始的金融危机频繁出现,规模也越来越大,成为资本市场全球化挥之不去的隐痛。2000年纳斯达克泡沫破灭引起全球性衰退,2007年美国次贷危机更是在次年引起了全球金融危机,这都为全球证券市场的发展提出了新的课题。未来,全球证券市场的整合程度会进一步提高,特别是发展中国家进入国际市场的进程加快,促进了国际证券市场间的联系日趋紧密。这就要求从创新和监管两个角度促进证券市场的完善,为全球经济平稳增长提供金融基础。

二、中国证券市场发展历程

中国的证券市场最早可以追溯到19世纪下半叶。鸦片战争后《南京条约》的签订允许外国资本进入中国,同时也将股份制与股票带入了中国。早期的股票交易主要是外资在华企业发行的,且只在外国人间进行交易。随着洋务运动的开展,清政府洋务派在引进欧美生产技术的同时也引入了股份制和股票交易。1872年创办的轮船招商局和1878年创办的开平矿务局都是股份制企业。1882年中国出现了股票交易热潮,市民们除了抢购招商局、开平矿务局这些“绩优的蓝筹股”外,即使一些中小企业,只要有股票发行,市民就竞相抢购。当时的报纸也专门开辟专栏介绍各只股票,正式有案可查的股票,一年间就上市了16家,筹措到白银300万两。其中,有些投资大户是向外国银行和山西钱庄借钱来抢购股票的。泡沫破灭的导火线是一家金嘉记丝栈的大商号亏损56万两白银突然倒闭,牵涉到40家借钱给它的钱庄收不回贷款,于是钱庄采取旧债未收回之前,不再发放新债。这样又引起借贷无门的40多家企业先后倒闭,而经营股票和房地产的广东投资者欠了钱庄150万两白银而宣告破产,牵连22家钱庄。加上中法战争即将爆发,一向把钱拆借给钱庄的外国银行和山西票号停止再借钱给钱庄。于是爆发了一场滚雪球般的金融危机。钱庄从78家降到年终的10家,停业的企业商号多达四百家,没有倒闭的几家企业的股票价格狂泻。原始股票市场的萌芽在没有规范交易制度和经济土壤的条件下,结局只能是在泡沫破灭中陷入沉寂。

进入民国时期,中国近代证券市场经历了内容最丰富、变化最复杂的重要发展时期。这一时期,中国近代证券市场走完其形成、发展和衰亡的全过程。第一次世界大战前后,由于中国近代产业经济的发展和政府公债的大量发行,证券数量和品种迅速增加。而证券发行规模的扩大,又进一步推动了证券交易市场的形成和发展。证券交易市场承接晚清的发展,迅速突破“茶会”和“公会”的松散市场形式,步入有组织的证券交易所时代,证券交易形式也由

现期交易的单一形式,发展为现期、定期和便期等多种交易形式。但1921年“信交风潮”的爆发,使产业证券市场再次跌入低谷,公债市场取而代之,后来居上。这种公债唱“独角戏”的财政市场一直持续到1939年2月。当公债市场开始衰落的时候,股票市场却在40年代初的上海租界悄然复苏并迅速繁荣。然而,此时出现和发展的股票市场,不是产业经济发展的产物,而是社会游资投机需要的结果,与产业经济联系很少。从此中国股票市场开始走上脱离产业经济的畸形发展轨道。抗战中期出现的通货膨胀到南京国民党政府后期发展为恶性通货膨胀,一方面使政府前期举借的内债轻而易举地全部还清,然而政府却因此彻底失去民心 and 债信;另一方面,通货膨胀速度愈快,投机利润也就愈大,股票市场也就发展愈快。在此背景下,中国股票市场出现了短暂的“繁荣”。但是恶性通货膨胀最终导致社会经济的全面崩溃。随着南京政府的倒台,畸形发展的股票市场也走到了尽头。

建国初期,我国经历过一段存在股份制与证券市场的时期,并曾经在1949年和1950年设立天津证券交易所和北京证券交易所,证券市场为社会主义经济建设的恢复起到了一定的作用。但随着社会主义改造的完成,公有制体制的建立,使得我国经济进入了大一统的计划经济时期。从1958年开始,股份制企业被视为私有制企业,是资本主义的代名词,因而长期受到禁止,只有在极少数领域还存在着股份制与股票。其中最典型的是信用合作社领域,但证券市场和证券交易已经彻底消失。

1978年,中共十一届三中全会确立了改革开放的大政方针政策,由此开启了中国经济快速发展的新局面。在中国经济发展与快速增长的情况下,中国当代证券市场适应我国市场经济发展的需求应运而生。1981年财政部首次发行国库券,揭开了新时期中国证券市场新发展的序幕。上个世纪80年代,随着国民经济发展对社会资金的巨大需求,国家开始了股份制改革试点工作,并率先在上海、深圳等地展开。改革开放后国内第一只股票——上海飞乐音响于1984年11月诞生。1986年9月26日,新中国第一家代理和转让股票的证券公司——中国工商银行上海信托投资公司静安证券业务部宣告营业,从此恢复了我国中断了30多年的证券交易业务,开始上海股票的柜台交易。1988年,深圳特区尝试对一些企业进行股份制改制,选择了5家企业作为股票发行上市的试点,其中包括一家由深圳几家农村信用社改组而成的股份制银行——深圳发展银行,由此产生了经人民银行批准公开发行上市的中国第一只股票。同年,深圳经济特区证券公司成立,开始了深圳股票的柜台交易。与此同时,全国各地也开始仿效上海和深圳进行股份制改革试点,并相继设立证券公司或交易部进行柜台交易,提供证券交易服务。

由于投资者对股票的需求旺盛,所以交易非常活跃。但是当时的交易很原始,极为不规范,没有交易记录,没有成交确认制度,没有过户交割机制,没有交易监控制度,没有信息披露制度等等,市场极为混乱,纠纷不断。在1989年,中国人民银行起草了具有很大意义的《股票发行与证券交易暂行办法》,是关于中国证券市场运行规则的第一部规章。1990年春,16名人大代表联名提案,建议设立统一的证券监管机构,但没有引起注意。后来,股市热了起来后,人民银行经请示国务院同意,设立了股票市场办公会议制度,由8个部委参加,协调企业股份制和股票发行问题。1990年,国务院批复上海浦东新区开发政策,同意在上海设立证券交易所。同年11月,上海证券交易所经国务院授权,人民银行批准,正式宣告成立。第二年,即1991年4月,深圳证券交易所得批准正式成立。沪深交易所成立后,本地发行的股票开始进场交易,这就是所谓的上海“老八股”和深圳“老五股”。之后国内其他地方发

行的公司股票开始陆续在沪深两个证券交易所上市交易，国内证券交易开始逐步规范化。

刚开始，上海证券交易所对股票的交易价格进行管制，将股票交易的涨跌幅严格限制在1%以内。1992年1月20日，邓小平南巡，肯定股票试点作用，造就了国内证券市场一轮大行情。由于股票供不应求，市场迅速上升，而股市的上升带来的“财富效应”进一步刺激了投资大众对股票的需求，于是国家开始加大股票供给，以发行股票认购证进行摇号抽签的形式发行新股，沪深股票市场规模开始迅速扩大。1992年2月后，体改委联合有关部委制定了13项股份制试点配套法规，随后各地股份制公司很快地发展起来，出现了新一轮股票热。1992年5月21日，上海证券交易所全面放开股价，实行自由竞价交易，大盘开始快速上涨，沪深股市上涨超过200%。

1992年8月10日，当时在“邓小平南巡讲话”的激励下，中国证券市场的合法地位正式确立，沪深股票市场走出了一轮气势磅礴的牛市行情，其中深圳股市涨幅超过2倍，股票供不应求。为平抑股价，增加供给，8月7日深圳市宣布当年发行5亿股公众股，发售500万张抽签表，中签率为10%，每张抽签表可以购1000股。但是当时市场极度热烈，对股票的需求量及其巨大，出现了百万人争购抽签表的局面，并且引发了内部人营私舞弊暗中套购认购表的行为，结果多数人因为没有买到中签表而到市政府示威，从而引发了震惊全国的“8·10”事件。该事件的爆发使得国家管理高层极度震惊，引发了对社会稳定的担忧，并触发了公众投资者对证券市场存废问题的忧虑，导致沪深股市深幅狂泻，上海市场三天之内暴跌400余点。“8·10”事件，折射出中国证券市场创立初期的露骨但却低水平的腐败，也暴露了制度建设滞后对证券市场发展的束缚，这直接催生了中国证监会的出世。“8·10”事件后，国务院紧急做出反应，决定成立专门的证券监管机构，由此产生了由13个部委组成的国务院证券委，另成立中国证监会，负责日常监管和决策执行。1998年国务院机构改革时，国务院证券委和中国证监会合并为“中国证监会”，履行国务院规定的有关职责，形成了控制股票发行和上市的完整体系。其后，1993年4月22日，经李鹏总理签署的国务院令112号，《股票发行与交易管理暂行条例》正式颁布实施。1993年7月7日，国务院证券委员会发布《证券交易所管理暂行办法》。全文共分8章，分别就证券交易所的设立、组织、活动、解散等具体问题做了详细规定。中国证券市场制度建设的进程加速。

1993年，为抑制经济过热和通货膨胀，国家开始进行宏观调控，沪深股票市场开始反复走低，投资者关注的重点开始转移到国债期货市场。国债期货市场是上交所于1992年12月建立，开始只允许部分券商进行自营买卖。1993年10月25日，上交所向个人投资者开放了国债期货交易，国债期货交易日渐活跃。到了1994年秋天，国债期货发展的政策环境出现了重大的变化，面对高达两位数的通货膨胀率，央行出台储蓄保值贴补政策，国债的固定利率也变成了浮动利率，国债期货的价格波动加大，全国各地投资者趋之若鹜，成交额明显放大，交易所国债期货清算保证金高达140亿元。与此同时，上交所管理层对经济与政策环境变化后的风险扩大缺乏足够的认识，没有作出相应的调整，终于在1995年2月发生了“327国债期货事件”。“327”是1992年发行的3年期国库券的代号，240亿元的327国债1995年6月到期，它的9.5%的票面利息加上保值补贴率，每百元债券到期应兑付132元。但是，“327”国债的价格却一直在148元上下波动，因为市场认为与同期银行储蓄存款利率12.24%相比，“327”的回报太低，财政部可能到时提高利率，以148元的面值兑付。1995年2月23日，财政部发布提高“327”国债利率的消息，多方趁此逼空。当时空方主力万国证券在148.5价

格封盘失败后,在交易最后8分钟大量透支操作,用700万手价值1400亿元的空单,直接把价格打到147.5元收盘。“327国债”合约价格暴跌3.8元,当日开仓的空头全部爆仓。最终上交所宣布当日最后8分钟的交易无效。“327国债”事件之后,国债期货市场仍是动荡不安,5月17日,中国证监会暂停国债期货交易试点。

开展国债期货交易是我国进行金融衍生产品创新的一次重要的开拓性尝试,极大地提高了国债在投资者心中的地位,促进了我国国债市场的发展,改变了以往国债乏人问津的局面。虽然这次创新最终以失败而告终,但它作为我国开展金融衍生产品创新的第一次试验,为我们提供了重要的研究样本,为今后开展金融衍生产品创新业务时如何进行风险控制提供了很好的借鉴作用。

与此同时,在1994-1995年,国家采取各种政治、经济措施反通货膨胀并取得重要成果。到1995年下半年,物价逐步稳定并慢慢回落至正常水平。市场开始预期宏观调控将要结束,央行将采取降息等措施以刺激经济发展,于是在1996年第二季度沪深证券市场开始恢复性上涨。到12月中旬,在9个月的时间内沪深股市累计上涨300%以上,涨幅惊人。由于担心股市过快上涨冲击实体经济危害社会安全与稳定,12月14日《人民日报》发表题为《正确认识当前股票市场》的特约评论员文章批评股市存在的严重过度投机,同时沪深交易所开始实行涨跌幅限制,导致沪深股市暴跌,部分投机者损失惨重。其后股票开始一轮又一轮冲高与回落,周而复始。

1998年12月29日,酝酿5年多的《证券法》终于获得人大常委会的通过。于1999年7月1日起正式实施,它是我国证券市场健康发展的强有力的保障。2005年10月27日重新修订《证券法》,并与2006年1月1日开始实施。

2001年6月14日,国务院出台《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行》办法引发了投资者对股票市场股权分置等内在结构性缺陷的担忧,由此引发股市下跌,结束了长达5年的牛市。在其后的4年中沪深股市进入漫漫熊途,受企业经营业绩下滑、大股东或实际控制人占款甚至侵害上市公司利益、股权分置等众多不利因素的影响,上证指数一度击穿1000点的整数关口,一些公司的股票价格大幅下降到不到前期高点的十分之一,证券市场极为萧条,投资融资功能遭受了极大的破坏。一些投资者信心遭受严重打击,投资者甚至喊出了“远离毒品、远离股市”的口号,证券市场投融资等基本功能几乎丧失殆尽。

在这样情况下,为促进证券市场的健康发展,国务院发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,大力发展资本市场。2005年5月,在经过全面讨论与广泛认证之后,股权分置改革工作终于全面推出。三一重工、清华同方等纳入第一批股改试点范围。在股改对价、证监会加强上市公司监管、提高清欠力度、贸易资本双顺差而导致的流动性过剩、人民币升值、上市公司业绩提升等一系列利好因素的影响下,中国证券市场开始步入新一轮牛市。截止到2007年5月,沪深股市累计升幅达到300%以上,部分个股更是上升10倍以上。一些缺乏业绩支撑的股票在所谓整体上市、资产注入、重组等题材的刺激下大幅上升,涨幅惊人。其后,随着2007年美国次贷危机引发的全球金融危机全面爆发,中国的股市也进入了漫长的调整过程之中。长期来看,由于我国是一个新兴市场,经济发展潜力巨大,因此证券市场发展前景十分广阔。

纵观国内外证券市场的发展历史,我们可以得出三点结论。第一,在证券市场的发展过程中,繁荣与危机总是相生相伴的,市场的暴涨和暴跌总是如影随形,既没有只涨不跌的市

场,也没有只跌不涨的市场。第二,虽然存在许许多多的波折,但证券市场发展的总体趋势是健康向上的,“前途是光明的,道路是曲折的”,因此长期来看,只有那些坚定持有具有长期投资价值的公司股票的投资人,才能获利成为市场最终的胜利者。第三,每一次的经济大发展与大繁荣,都会带来证券市场的大发展与大繁荣。美国飞扬的“二十年代”造就了1920-1929年的十年大牛市,从而也为1929年的市场崩溃埋下了祸根。二战之后世界经济的飞速发展创造了美国证券市场长达二十年的大牛市,也导致了1973年的石油危机与股市危机。目前,中国经济自改革开放以来经历了长达三十多年的快速增长,因此我国证券市场走出目前的大牛市也不足为奇。然而,投资者也不能因此掉以轻心,应时刻注意防范风险。

三、期货市场的发展历程

(一) 国外期货市场发展历程

期货的英文为 Futures,是由“未来”一词演化而来。其含义是:交易双方不必在买卖发生的初期就交收实货,而是共同约定在未来的某一时候交收实货,因此中国人就称其为“期货”。

期货市场最早萌芽于欧洲。早在古希腊和古罗马时期,就出现过中央交易场所、大宗易货交易,以及带有期货贸易性质的交易活动。最初的期货交易是从现货远期交易发展而来。随着现代商品经济的发展和劳动生产力的极大提高,国际贸易普遍开展,世界市场逐步形成,市场供求状况变化更为复杂,仅有一次性地反映市场供求预期变化的远期合约交易价格已经不能适应现代商品经济的发展,而要求有能够连续地反映潜在供求状况变化全过程的价格,以便广大生产经营者能够及时调整商品生产,以及回避由于价格的不利变动而产生的价格风险,使整个社会生产过程顺利地进行,在这种情况下,期货交易就产生了。

最初的期货交易源于16世纪的日本,在日本的大米市场得到了发展。直到19世纪,仍是日本独有,后来渐渐被全世界效仿。

1848年美国芝加哥的82位商人为了降低粮食交易风险,发起组建了芝加哥期货交易所(CBOT),CBOT的成立,标志着期货交易的正式开始。1865年,CBOT推出了标准化合约并实行了保证金制度;1882年,CBOT开始允许以对冲方式免除履约责任;1925年,芝加哥期货交易所结算公司(BOTCC)成立,同时规定芝加哥期货交易所的所有交易都要进入结算公司结算。至此,真正现代意义上的期货交易开始形成。

期货交易的产生,不是偶然的,是在现货远期合约交易发展的基础上,基于广大商品生产者、贸易商和加工商的广泛商业实践而产生的。1833年,芝加哥已成为美国国内外贸易的一个中心,南北战争之后,芝加哥由于其优越的地理位置而发展成为一个交通枢纽。到了19世纪中叶,芝加哥发展成为重要的农产品集散地和加工中心,大量的农产品在芝加哥进行买卖,人们沿袭古老的交易方式在大街上面对面讨价还价进行交易。这样,价格波动异常剧烈,在收获季节农场主都运粮到芝加哥,市场供过于求导致价格暴跌,使农场主常常连运费都收不回来,而到了第二年春天谷物匮乏,加工商和消费者难以买到谷物,价格飞涨。实践提出了需要建立一种有效的市场机制以防止价格的暴涨暴跌,需要建立更多的储运设施。

为了解决这个问题,谷物生产地的经销商应运而生。当地经销商设立了商行,修建起仓库,收购农场主的谷物,等到谷物湿度达到规定标准后再出售运出。当地经销商通过现货远期合约交易的方式收购农场主的谷物,先储存起来,然后分批上市。当地经销商在贸易实践中存在着两个问题:他需要向银行贷款以便从农场主手中购买谷物储存,在储存过程中要承

担着巨大的谷物过冬的价格风险。价格波动有可能使当地经销商无利可图甚至连成本都收不回来。解决这两个问题的最好的办法是“未买先卖”，以远期合约的方式与芝加哥的贸易商和加工商联系，以转移价格风险和获得贷款，这样，现货远期合约交易便成为一种普遍的交易方式。

然而，芝加哥的贸易商和加工商同样也面临着当地经销商所面临的问题，所以，他们只肯按比他们估计的交割时的远期价格还要低的价格支付给当地经销商，以避免交割期的价格下跌的风险。由于芝加哥贸易商和加工商的买价太低，到芝加哥去商谈远期合约的当地经销商为了自身利益不得不去寻找更广泛的买家，为他们的谷物讨个好价。一些非谷物商认为有利可图，就先买进远期合约，到交割期临近再卖出，从中盈利。这样，购买远期合约的渐渐增加，改善了当地经销商的收入，当地经销商支付给农场主的收入也有所增加。

1848年3月13日，第一个近代期货交易所——芝加哥期货交易所(CBOT)成立，芝加哥期货交易所成立之初，还不是一个真正现代意义上的期货交易所，还只是一个集中进行现货交易和现货中远期合约转让的场所。

在期货交易发展过程中，出现了两次堪称革命的变革，一是合约的标准化，二是结算制度的建立。1865年，芝加哥期货交易所实现了合约标准化，推出了第一批标准期货合约。合约标准化包括合约中品质、数量、交货时间、交货地点以及付款条件等的标准化。标准化的期货合约反映了最普遍的商业惯例，使得市场参与者能够非常方便地转让期货合约，同时，使生产经营者能够通过对冲平仓来解除自己的履约责任，也使做市商者能够方便地参与交易，大大提高了期货市场的流动性。芝加哥期货交易所合约标准化的同时，还规定了按合约总价值的10%缴纳交易保证金。

随着期货交易的发展，结算出现了较大的困难。芝加哥期货交易所起初采用的结算是环形结算法，但这种结算方法既繁琐又困难。1891年，明尼亚波里谷物交易所第一个成立了结算所，随后，芝加哥交易所也成立了结算所。直到现代结算所的成立，真正意义上的期货交易才算产生，期货市场才算完整地建立起来。因此，现代期货交易的产生和现代期货市场的诞生，是商品经济发展的必然结果，是社会生产力发展和生产社会化的内在要求。

从1848年到20世纪70年代，期货市场的交易品种主要是商品期货，它们可以分为以小麦、玉米、大豆等为代表的农产品期货；以铜、铝、锡、银等为代表的金属期货和以原油、汽油、丙烷等为代表的能源期货三大类型。

上世纪70年代，利率、股票和股票指数、外汇等金融期货相继推出，而美国长期国债期货期权合约于1982年10月1日在CBOT的上市，又为其他商品期货和金融期货交易开辟了一方新天地。

1972年5月，芝加哥商业交易所正式成立国际货币市场分部，推出了七种外汇期货合约，从而揭开了金融期货市场创新发展的序幕。从1976年以来，外汇期货市场迅速发展，交易量激增了数十倍。1978年纽约商品交易所也增加了外汇期货业务，1979年，纽约证券交易所亦宣布，设立一个新的交易所专门从事外币和金融期货。1981年2月，芝加哥商业交易所首次开设了欧洲美元期货交易。随后，澳大利亚、加拿大、荷兰、新加坡等国家和地区也开设了外汇期货交易市场，从此，外汇期货市场便蓬勃发展起来。

1975年10月，芝加哥期货交易所推出了政府国民抵押贷款协会(GNMA)抵押凭证期货合约，标志着利率期货这一新的金融期货类别的诞生。在这之后不久，为了满足人们管理短