

B 高等院校商学研究生系列教材
Business Postgraduate Textbook Series

金融市场学

Financial Marketing

李忠民 主 编

尹海员 副主编

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press



高等院校商学研究生系列教材
Business Postgraduate Textbook Series

金融市场学

Financial Marketing

李忠民 主 编

尹海员 副主编

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

金融市场学/李忠民主编. —北京: 经济科学出版社, 2018. 1

高等院校商学研究生系列教材

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8576 - 8

I. ①金… II. ①李… III. ①金融市场 - 经济理论 - 研究生 - 教材 IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 259150 号

责任编辑: 范 莹

责任印制: 李 鹏

金融市场学

李忠民 主 编

尹海员 副主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮箱: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 26.75 印张 440000 字

2018 年 1 月第 1 版 2018 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8576 - 8 定价: 68.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

前言

从理论范畴来看，现代金融市场学的研究范围包括金融组织、金融中介、资本市场运行、产品定价以及金融创新等内容。从它对产业组织、货币理论、投资学等经济学分支学科的影响来看，现代金融市场学领域的边界具有渗透性和灵活性。金融市场学建立在以现代资产组合理论、资本资产定价理论、有效市场假说等基础上，重点研究理性假设条件下的市场组成与运行、价格机制和市场效率问题，是金融专业课程体系中的一项核心课程。从20世纪80年代后期开始，人们不断地运用经济学理论探索、研究金融学中的均衡与套利、单期风险配置以及多时期风险配置、最优投资组合、均值—方差分析、最优消费与投资、证券估值与定价等内容，逐渐将金融市场学的研究范畴向前推进。

从中国金融市场发展的实践来看，旧中国金融市场的雏形是在明代中叶以后出现在浙江一带的钱业市场，即钱庄与业主之间进行兑换货币和调剂资金余缺的市场，其产生的时间与欧洲金融市场的形成大致在同一时期。但由于自然经济的桎梏以及商品经济的缓慢发展无法产生对金融业的强烈需求，因此钱业市场并未能发展成为现代金融市场。1840年鸦片战争后，随着外国金融势力的侵入和自然经济的逐渐解体，外国银行纷纷来华设立分支机构，中国的金融市场才开始形成。旧中国最早的证券是1872年由李鸿章等创办的轮船招商局发行的股票和1894年由户部“息借商物”发行的债券。1914年，北洋政府颁布了《证券交易所法》，并于1918年成立了中国历史上第一个证券交易所——北京证券交易所。此后，国内的证券金融市场迅速得以发展，当时仅上海的证券交

易所就有 140 多家。1921 年的信用风潮，使 90% 左右的证券交易所倒闭，后来在抗日战争时期曾一度恢复，但金融市场的发展终因战事频发、政局不稳而没能得到实质性进展。

改革开放后的 1984 年，中国开始允许金融机构间相互拆借资金以调剂余缺，形成同业拆借市场；1985 年，在全国范围内开展了商业汇票承兑贴现业务，并允许商业银行向中央银行进行再贴现，这标志着票据市场的初步形成；1988 年，中国允许部分国库券上市流通，初步形成了债券市场，随后，20 世纪 90 年代所有的国债都可进行自由买卖；1984 年，北京成立了全国第一家股份有限公司：北京天桥百货股份有限公司，随后，上海飞乐音响公司公开向社会发行了不偿还股票，股票市场的发展从此展开；1990 年 11 月和 1991 年 4 月相继成立了上海证券交易所和深圳证券交易所，标志着中国股票市场的发展进入了一个新阶段；1994 年 1 月 1 日起，中国实行了人民币汇率并轨，并成立了全国外汇交易中心，为建立全国统一的外汇市场奠定了基础；1997 年全国银行间债券市场的建立，成为资本市场发展的重要转折；2003 年起，引入合格的境外机构投资者 QFII，对中国金融市场发展发挥了重要作用；2004 年 1 月，国务院关于《推进资本市场改革开放若干问题的决定》，首次提出了建立多层次资本市场的要求。经过近二十多年的发展，中国已初步形成了以货币市场和资本市场为主体的相对完整的金融市场体系，但要真正实现金融市场的现代化和规范化，还需要有一个不断发展和逐步完善的过程。

2017 年 4 月

目 录

第一部分 金融市场概述及类型

第一章 导论	3
第一节 金融市场的内涵	3
第二节 金融市场机理——储蓄、投资与金融市场	7
第三节 金融市场的分类和功能	12
第四节 金融市场发展——国际化、微观化、工程化 及行为化	19
第二章 货币市场	24
第一节 同业拆借市场	24
第二节 回购协议市场	28
第三节 商业票据市场	32
第四节 银行承兑汇票市场	35
第五节 短期政府债券市场	38
第六节 货币市场共同基金市场	41
第三章 资本市场	45
第一节 股票市场	45
第二节 债券市场	60

第三节	投资基金市场	68
第四章	国际金融市场	79
第一节	国际金融市场概述	79
第二节	外汇市场的交易方式	83
第五章	金融衍生品市场	94
第一节	金融市场创新经历的历史阶段	94
第二节	金融衍生品市场概述	104
第三节	金融远期市场	107
第四节	金融期货市场	109
第五节	金融期权市场	125
第六节	金融互换市场	131
第六章	保险与不动产市场	134
第一节	保险与保险市场发展	134
第二节	不动产市场	142
第三节	保险业与不动产市场	154

第二部分 金融市场价格机制

第七章	无风险套利定价原理	161
第一节	无风险套利的基本思想	161
第二节	确定条件下无套利定价	163
第三节	不确定条件下无套利定价	167
第四节	无套利定价原理的应用	171
第八章	债券定价	176
第一节	利率期限结构	176
第二节	债券定价的收入资本化法	179
第三节	债券价值分析	180

第四节 债券定价原理	183
第九章 股票定价	186
第一节 收入资本化法在普通股价值分析中的运用	186
第二节 股票定价的股息贴现模型	188
第三节 股票定价的市盈率模型之一：不变增长 模型	195
第十章 远期和期货定价	201
第一节 远期价格和期货价格的关系	201
第二节 远期、期货合约的定价	203
第三节 期货价格与现货价格的关系	212
第十一章 期权定价	219
第一节 期权价格的特性	220
第二节 布莱克—斯科尔斯期权定价模型	232
第三节 二叉树期权定价模型	242

第三部分 金融市场风险管理

第十二章 金融风险机制	253
第一节 金融风险的界定	254
第二节 金融风险的内生机制	260
第三节 金融市场中的投资收益与风险	265
第四节 金融风险管理	267
第十三章 市场风险的度量与管理	275
第一节 市场风险概述	275
第二节 市场风险的度量方法	288
第三节 市场风险的管理	303



第十四章 信用风险的度量与管理	316
第一节 信用风险概述	316
第二节 信用风险的度量方法 ——CREDIT METRICS方法	323
第三节 信用风险的度量方法——KMV方法	331
第四节 信用风险的管理方法	337

第四部分 金融市场有效性与参与者理性分析

第十五章 有效市场假说	347
第一节 传统金融理论框架及其缺陷	347
第二节 行为金融理论概述	351
第十六章 金融市场的有效性与投资者理性分析	359
第一节 有效市场理论的发展和基本观点	359
第二节 金融市场投资者的理性分析	364
第三节 行为视角分析对中国金融市场治理的启示	369

第五部分 金融市场发展与监管

第十七章 金融市场结构理论	377
第一节 金融市场结构分析	377
第二节 金融市场结构理论	380
第三节 金融市场发展与政策	385
第十八章 金融市场监管	392
第一节 金融市场监管理论	392
第二节 金融市场监管的基本内容	401
第三节 基于行为视角的金融市场监管展望	405

参考文献	411
------------	-----

后 记	416
--------------	-----

◆ 第一部分 ◆

金融市场概述及类型

第一章

导 论

金融市场学是研究市场经济条件下金融市场运行机制及其各主体行为规律的科学。在经济生活中，金融市场同要素市场、产品市场等一样是市场经济的重要组成部分，并在经济活动中发挥着融通资金和优化配置资金资源的作用。金融市场的发达与否，直接反映了金融经济发展水平的高低。那么，什么是金融市场呢？它有哪些构成要素？有哪些种类？其功能是什么呢？本章的内容主要是围绕这些问题展开的。

第一节 金融市场的内涵

一、金融市场的概念

金融市场作为一个经济范畴，是与商品货币经济紧密联系的。在经济生活中，金融市场是与要素市场、产品市场等并列的一种市场。为便于理解金融市场的内涵，首先引入几个相关的概念。

（一）金融活动

任何一个国民经济体系，总是由家庭居民、企业、政府机构和对外部门四个经济单位构成的。在现代经济生活中，每一个经济单位都有自己的预算结构。居民通过向企业提供劳务获得薪金和报酬，然后用上述的收入向企业购买最终产品。企业通过向居民、政府和其他企业出售商品而取得收入，然后支付生产成本和追加资本等。政府通过税收取得收

人,然后履行政府职能进行预算支出。从某一时间段看,总收入和总支出完全相等的经济单位是偶然的。常常由于这样或那样的原因,如自然禀赋不同、支出结构不一、投资机会差异等,总有一部分经济单位处于总收入大于总支出的状态,这类单位被称之为资金盈余方;同时,还有一部分经济单位处于总收入小于总支出的状态,这类单位被称之为资金短缺方。对于资金盈余方来说,存在着如何让渡多余的资金以便进行有效利用。

资金融通的方式主要分为两种:一是直接融资(direct finance);二是间接融资(indirect financing)。所谓直接融资,是指资金的盈余方和短缺方即资金供求双方直接进行资金融通的交易活动。如资金需求者通过发行股票、债券的方式直接从资金供给者那里获得资金等。所谓间接融资是指资金的盈余方和短缺方即资金供求双方必须通过金融中介机构,如银行等才能实现资金融通的交易活动。例如企业、单位和个人可以通过银行贷款获得资金等。当然,直接融资和间接融资的划分不是绝对的,两者的区分也不能过分强调,随着金融业的不断创新,两者在实践上的区别已经逐渐模糊。

(二) 金融资产

资产是指对有价值的资源的所有权。它分为有形资产和无形资产。有形资产也称实物资产,它是指具有特定物质形态的有价值的所有权,如住宅、厂房、机器设备、各种建筑物,以及生活必需品等。它们是社会财富的代表,可以直接用于消费,也可以直接用于生产。无形资产是所带来的收入要根据金融资产(monetary assets)所有权的情况进行分配。拥有财富的个人和机构可以消费财富也可以投资于金融资产,如购买股票、债券、期货等。公司股票的红利水平取决于公司的经营情况,债券收益的高低要受到公司的盈利状况的影响,期货市场的价格波动最终受到现货市场的制约等。另外,金融资产对于实物资产的运动具有推动和润滑作用。通过金融资产的交易可以实现实物资产的转移和最优配置。

金融资产和实物资产也有较大的区别。一是金融资产总是和金融负债相对立而存在,即金融资产和金融负债是一个问题的两个方面,对债权人来说是金融资产,对债务人来说就是金融负债。例如,对银行存款来说,存款人拥有的是金融资产,而银行拥有的是金融负债;对公司股

票来说, 持股人拥有的是金融资产, 而发行股票的公司拥有的是金融负债。但实物资产则不具有这种两面性, 要么拥有某一实物的所有权, 要么不拥有。二是金融资产标准化的合约或凭证。这种凭证属于一种法律契约, 受法律保护。金融工具 (financial instruments) 的标准化表现在对金融工具的交易单位、交易品种、交易期限、交易地点, 以及交易规则等方面都进行了统一的规定, 以便于交易和流动。它与金融产品 (financial product) 的区别在于金融工具是可以交易的, 而金融产品则不一定是可以交易的。如银行存款属于金融产品但不是金融工具, 因为银行存款不是标准化的, 即它在市场中不能流动。金融工具的种类根据交易对象可分为货币市场工具, 如商业票据、短期公债、可转让大额定期存单、回购协议等; 资本市场工具, 如股票、公司债券、中长期公债等; 衍生工具, 如期货、期权、掉期、互换等。在上述概念的基础上, 金融市场 (financial market) 的定义可以概括为: 金融市场是指货币资金的供应者和需求者双方借助一定的交易方式, 进行金融资产交易或提供金融服务, 从而实现资金融通的空间和场所。金融市场既可以是一个有形的固定交易场所, 如银行、证券交易所、期货交易所等, 交易的对象是各种各样的金融工具; 也可以是一个无形的交易网络或空间, 如各种场外交易市场等, 交易的对象大多是非标准化的金融产品。金融市场的定义包括三层含义: 首先, 它是一个交易和服务场所; 其次, 它包含了资金供求双方之间所形成的买卖和服务关系; 最后, 它包含了进行金融资产交易和提供金融服务过程中所产生的运行机制。

在不同的经济发展阶段, 金融市场的交易内容是不同的。现代意义上的金融市场是市场经济不断发展的产物。它的形成需要具备以下几个条件:

(1) 商品经济高度发达。在发达的商品经济中, 存在着大量的资金需求和供给, 这是金融市场能够建立和运行的基本条件。

(2) 完善和健全的金融机构体系。金融机构体系是金融市场的重要主体, 通过金融机构提供多种多样的服务, 来沟通资金供求者之间的联系, 从而赋予金融市场活力, 创造金融市场效率。

(3) 金融交易工具的多样化。只有多样化的交易工具才能满足社会上众多投资者和筹资者的多种多样的需求, 加速金融资产的流动, 从而促进社会资金的合理配置。

(4) 健全的金融法律法规。健全的金融法律法规是金融市场正常运行的根本保证。只有健全的立法,才能保障交易双方的正当权益,保证金融工具的信用性。

(5) 高效的监管水平。金融市场是现代经济的核心,但同时又是一个竞争性和风险性都比较高的领域。一旦金融市场出现问题就会给国民经济造成巨大的影响,因此只有实施高效的监管,才能保障金融市场的安全运行。

二、金融市场的构成要素

金融市场是一个由众多要素构成的有机整体。一般来说,一个完整的金融市场其组成要素主要有以下几个方面:(1) 市场主体。金融市场的主体即金融市场的参与者,主要包括居民个人、工商企业、金融机构、中央银行、政府部门和外国机构等。它们在参与金融市场时,可以是资金需求者也可以是资金供给者,甚至可以同时既是供给者又是需求者。其中,金融机构在参与金融市场活动时,常常作为中介机构为金融交易双方提供中介服务;中央银行在参与金融市场活动时,常常具有市场监管者和普通交易者的双重身份。交易主体数量的多少决定了金融市场的规模大小和活跃程度。(2) 交易价格。金融市场的交易价格是指金融工具按照既定的交易方式在交易过程中所产生的价格。它反映了金融工具的供求关系、相关金融资产的价格走势和交易者的心理预期等,交易价格的高低直接决定了交易者的收益大小。一个有效的金融市场必然具有一个高效的价格运行机制,从而正确地引导金融资产的合理配置。金融市场的组成要素之间是相互联系、密不可分的,它们共同构成了一个完整的金融市场体系。

三、金融市场的特征

从总体上看,金融市场主要有以下几个突出特征:(1) 金融市场是一个以货币资金为交易对象的市场。金融市场是由资金的需求和资金的供给共同形成的市场,在这个市场上,资金的供求双方可以达到运用和借入资金的目的。(2) 金融市场是一个抽象的市场。通常所说的市场,一般都有固定的场所,而金融市场除了资本市场中的证券交易所有固定的场所外,其他并无具体的场所,许多交易是通过计算机网络或经纪人

的电话联系达成的。(3) 金融市场是一个以信用为基础对资金的使用权和所有权进行暂时分离和有偿让渡的市场。金融市场上的买卖双方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,交易的目的主要是为了实现金融工具的增值和保值。

第二节 金融市场机理——储蓄、投资与金融市场

一、金融市场的概念

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产生的运行机制,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,亦称为金融工具或证券。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回报给持有人的承诺,如债券、存款单等。另一类为权益性证券(equities),要求发行者在支付债务性证券后按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。

金融市场与要素市场和产品市场的差异在于:(1)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的使用权和所有权的暂时分离或有条件的让渡。(2)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。市场交易的场所在大部分情况下是无形的,通过电信及计算机网络等进行交易的方式已越来越普遍。

在当今世界上,伴随着经济全球一体化趋势的发展,经济金融化的进程也日益加剧、程度不断加深。这突出地表现为:经济关系日益金融

关系化,社会资产日益金融资产化,融资非中介化、证券化趋向越来越明显。在这种情况下,金融业的发展所带来的影响已不仅仅局限于其产业内部,而是涉及了社会经济政治生活的各个层面,世界各国都越来越关注和重视金融业的发展及由此带来的影响,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新的探索。在一个各种不同利益交集的、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,以指导我们的行动。

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。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。

二、国民经济中的储蓄和投资

金融市场在现代经济系统中起着重要的作用,这与其引导储蓄向投资的转化具有很大的关系。我们知道,在一个开放经济条件下,宏观经济存在着如下恒等关系式:

$$C + S + T + M = C + I + G + X \quad (1-1)$$

式(1-1)中, C 为消费; S 为储蓄; T 为税收; M 为进口; I 为投资; G 为政府支出; X 指出口。该等式涉及四个部门,即居民部门、企业部门、政府部门和国外部门。将等式作一下变换,则有:

$$(S - I) + (T - G) = X - M \quad (1-2)$$

式(1-2)表示当私人部门(包括居民部门和企业部门)和政府部