

● 张志平 著

金融市场实务 与理论研究

中国金融出版社

金融市场实务与理论研究

张 志 平 著

中国金融出版社

责任编辑：邓瑞锁
金融市场实务与理论研究
张志平 著

•
中国金融出版社 出版
新华书店北京发行所发行
地质出版社印刷厂 印刷

•
850×1168毫米1/32 18.25印张 491千字
1991年5月第一版 1991年5月第一次印刷
印数：1—6000
ISBN 7-5049-0615-8/F·257 定价：10.15元

序

我国金融市场是不是重新组建的，很有争论。有的认为，广义的金融市场一直存在，有借贷就有金融市场。有的却认为不然。在传统的管理体制下，银行对企业的贷款，实际也只是计划分配的一种形式，既无利率杠杆作用，又无借贷双方的自由意志，说不上是什么金融市场。新中国的金融市场是在经济体制改革开始以后才逐渐形成的。我赞同后一种意见。既然金融市场的形成才几年，自然难免形态幼稚，很不正规，这是不足为怪的。万事起头难，现在终于起了头，其发展迅速，就可想见了。然而，大家对金融市场的性质、内容及其活动如何，外国的经验哪些可以采纳，毕竟非常陌生，很需要介绍这方面知识的书籍，张志平同志大著《金融市场实务与理论研究》的出版，正合时宜。

他向大家介绍和论述的，是银行信贷以外的，最发达的金融市场的实践和理论。有一般性论述，宜于金融市场知识很少者阅读；也有关于七、八十年代最新金融技术发展和较深理论如投资风险、资产搭配、金融市场学和信息论等深入浅出的介绍，还可备将来市场实际操作时的借鉴。这些相对于我国金融市场现状来说尚属另一极的东西，却有助于它的健康发展和壮大。直到目前，国内尚需要这样的通俗读物，同时大学的金融市场教学似乎对理论部分和金融技术创新部分又还注意得不很够，因此这本书的作用是广泛的，是一本好书。我得幸首先拜读一遍，获益良多，特郑重向广大读者推荐。

志平同志本人在人民银行总行辅佐金融市场的政策执行和业务监督。学以致用，将来他对我国金融市场发展，必会做出很大贡献，这是可拭目以待的。

当然，书中个别定义的外延，个别概念的理解，以及个别材

料的取舍，我曾有过微词。但见仁见智，他自然可有他自己的主张，何况我的意见不一定对，在学术上又应对不同观点予以尊重。希望读者也取同样态度，批评权当然是保留的。

丁 鹤

1990年2月13日

目 录

导论	(1)
第一节 资金供求与金融交易	(3)
第二节 金融市场的定义	(6)
第三节 金融市场的要素	(9)
第四节 金融市场的分类	(18)
上篇 概念、技术和基本状况 ——金融市场实务研究	(21)
第一章 股票市场	(22)
第一节 股本和股票	(24)
第二节 股票的市场价格	(31)
第三节 发行股票的基本方式	(47)
第四节 公募股票的发行程序	(57)
第五节 股票转让的基本技术 ——交易所中的股票交易	(61)
第六节 股票转让的基本技术 ——交易所外的股票交易	(72)
第七节 股票交易中的投机与欺诈	(76)
第八节 主要西方国家的股票市场	(84)
第九节 两点补充	(100)
第二章 债券市场	(105)
第一节 债券的性质和种类	(106)
第二节 债券的付息和还本	(113)

第三节	债券的期限和利率的期限结构·····	(122)
第四节	债券的价值	
—	期值和现值·····	(134)
第五节	债券的发行价格和转让价格·····	(145)
第六节	债券的市场价格及收益率·····	(152)
第七节	债券的信用级别·····	(161)
第八节	西方债券市场发展迅猛的原因·····	(165)
第九节	主要西方国家的债券市场·····	(171)
第三章	货币市场·····	(191)
第一节	货币市场的参加者和货币市场工具·····	(193)
第二节	货币市场工具的收益率和价格·····	(206)
第三节	中央银行和货币市场·····	(216)
第四节	美国的货币市场·····	(224)
第五节	英国的货币市场·····	(239)
第六节	欧洲货币市场·····	(247)
第四章	外汇市场·····	(251)
第一节	汇率制度和外汇市场职能的演变·····	(252)
第二节	外汇市场的构成与划分·····	(257)
第三节	作为外汇市场交易价格的汇率·····	(267)
第四节	外汇风险和外汇市场上的主要操作技	
术(一)	·····	(281)
第五节	外汇风险和外汇市场上的主要操作技	
术(二)	·····	(289)
第六节	西方国家主要的外汇市场·····	(304)
第五章	商品期货市场·····	(307)
第一节	商品期货市场的基本知识·····	(309)
第二节	商品期货市场中的价格·····	(318)

第三节	商品期货市场上的保值与投机·····	(324)
第四节	飞速发展的金融期货市场(一)·····	(329)
第五节	飞速发展的金融期货市场(二)·····	(337)
第六节	飞速发展的金融期货市场(三)·····	(341)
第七节	商品期货市场是一个特殊的金融市场·····	(353)
第八节	英、美两国的商品期货市场·····	(355)
第六章	期权市场·····	(357)
第一节	期权的特性及其交易原理·····	(358)
第二节	期权市场的基本情况·····	(366)
第三节	主要的非股票期权·····	(375)
第四节	期权的价值、盈亏及交易战略(一)·····	(378)
第五节	期权的价值、盈亏及交易战略(二)·····	(385)
第六节	西方国家主要的期权市场·····	(396)
下篇	时间、风险和信息成本	
	——金融市场理论研究·····	(401)
第七章	金融资产概论·····	(402)
第一节	资产、收入和价值·····	(404)
第二节	有形资产和金融资产·····	(406)
第三节	时间性和不确定性·····	(409)
第四节	预期和信息·····	(411)
第五节	金融资产和金融市场·····	(414)
第八章	金融资产价值中的时间因素·····	(418)
第一节	利率概述·····	(419)
第二节	收入流量的期值和现值·····	(429)
第三节	总现值、净现值和内部收益率·····	(434)
第四节	固定收入流量的现值计算·····	(441)

第五节	债券和股票的现值·····	(446)
第九章	金融资产价值中的不确定因素·····	(456)
第一节	几个重要的概念·····	(457)
第二节	单一资产的收益与风险·····	(463)
第三节	对单一资产收益和风险的权衡·····	(471)
第四节	资产搭配中的收益与风险（一）·····	(481)
第五节	资产搭配中的收益与风险（二）·····	(487)
第十章	资本市场理论·····	(498)
第一节	总风险、绝对风险和相对风险·····	(499)
第二节	单项资产绝对风险量（ β 系数）的计 算方法·····	(507)
第三节	资本资产价格模型（CAPM）·····	(515)
第四节	资本资产价格模型的特点及其局限性·····	(524)
第十一章	金融资产价值中的信息成本·····	(529)
第一节	差别性预期与资产的市场价格·····	(531)
第二节	信息的生产与信息生产的专业化·····	(538)
第三节	有效市场假说和信息的对称性问题·····	(547)

导 论

金融市场^①，是西方发达国家经济机制中最为重要、同时又最为神秘的部分之一。在这些国家中，几乎所有的非金融市场——从商品市场到信息市场、所有的机构和公司——从各级政府到小型独资企业、甚至所有的个人，都和金融市场有着息息相关的联系。金融市场为公司企业提供了筹资、投资的有效机制：扩大生产时内部资金不足吗？去募股，去借债，去银行申请一笔抵押贷款；手中临时闲置了一笔资金吗？做点证券投资，或买债券，或买股票，既能获得投资收益，需要时还能变现收回资金；想改变资金投向吗？卖掉一部分持有的证券，买进另一些证券，既改善收益结构，又分散投资风险。金融市场为政府开辟了一个经常性的、稳定的资金来源，美国《华尔街日报》和英国《金融时报》几乎每天都在刊登大量的发行政府债券的公告，这些债券通常是纽约股票交易所和伦敦股票交易所的抢手货，并在购买人之间活跃地交易，其结果，政府得到资金，购买人获取收益。金融市场也在为个人创造借钱消费和投资谋利的方便条件：如果你今后有足够的力量还债，你可以借入一笔房地产抵押贷款来购买住房；如果你手中有点暂时不花的“闲钱”，你可以买几张国库券或银行大额可转让存单，既安全又有利；如果你有相当数量的资金和兴趣，你还可以买上一大笔股票，进而当公司董事、监事，参与公司的经营决策。当然，你也要冒随时破产的风险。但如果你觉得手中的股票、债券不能带来预期的收益，甚至可能给你造成损失，那就卖掉它好了。只要有人认为价钱合适，金融市场是不会拒绝你的。

① 金融市场有广义和狭义之分，本书的金融市场基本上指狭义的金融市场，具体定义见导论第二节《金融市场的定义》。

进一步讲，如果你想筹集一笔资金或者进行一项投资，但在可能发生的风险面前犹豫不决，不要紧，发达的金融市场会为你提供保值的机会，只要你肯牺牲一些可能获得的额外收益，就可以避免一些可能蒙受的额外损失。如果你为了赚大钱而甘愿承受大风险，到金融市场上去碰碰运气吧。看涨看跌，买进抛出，搞得好可以捞一笔相当不错的外快，搞糟了那就可能得赔上最后一点家当。

金融市场还为中央银行的金融宏观控制提供了一种颇为有效的政策工具：当经济运行中银根过松，物价上涨时，中央银行可以卖出手中持有的证券，回笼货币，抽紧银根；当市场上货币偏少，通货紧缩，影响经济正常发展时，中央银行可以买进市场上的证券，投放货币，放松银根。

在西方发达国家中，差不多人人都知道“金融市场”这个名词，但真正了解和理解金融市场的人却并不很多。金融市场的结构复杂，形式纷乱，花样繁多，变幻莫测。甚至很多专门从事金融市场研究的人亦被它的复杂性所迷惑，仅仅以某一个偏狭的角度、利用某一种片面的方法来分析、描述金融市场，以至得出彼此大相径庭的理论和定义。这些各成一派、互不相让、争得难分难解的理论研究，反过来又给已经够复杂的了的金融市场蒙上了一层更加神秘的面纱。

本书试图为刚开始接触金融市场这一事物的读者揭开这层神秘的面纱，系统地介绍一下西方发达资本主义国家金融市场的运行机制，包括金融市场的参加者、信用工具、组织方式、操作技术、职能、特点、直至基础理论，以便使我国金融实务和理论工作者更加全面地了解西方发达国家的金融体制，并为我国的金融体制改革，特别是开拓金融市场方面的改革提供一点可资“拿来”的东西。

第一节 资金供求与金融交易

我们知道，商品经济条件下的资金运动有两个重要的特性：一是资金收支的不平衡性，二是资金使用权在一定条件下的可转让性。

一个工业企业，货币收入往往发生在一批产品出厂之后，因而无论在数量上还是时间上都是比较集中的。与此同时，它的货币支出却因购买原材料、支付工资和行政管理费用等因素而往往是经常性的、数额较小的。对一个商业企业来说，销售收入是经常性的、数额相对较小的，而进货支出却是集中的、数额较大的。这两种相反的收支现象导致了同一种结果，即对某一特定企业来讲，在生产经营过程中，有时会发生支大于收，出现临时的资金不足，有时又会发生收大于支，出现短期的资金剩余。在某一时点上，有的企业、地区或行业支大于收，而另外一些企业、地区或行业收大于支，这就是商品经济中资金收支的不平衡性。从不同的角度分析，我们把这种不平衡性称为资金的时间差、地区差或行业差。

在收支不平衡的资金运动过程中，发生资金临时不足的企业为保证生产经营过程不致停顿，愿意以一定代价取得在一定时期内运用他人资金的权利，待自己的货币收入实现后再将他人的资金返还；而发生资金临时剩余的企业不愿让短期剩余的资金白白闲置，同意在不影响自己到期用于支付的前提下把这笔资金交与他人运用一段时间，并为此索取一定的报酬。这种资金使用权在余缺双方之间按一定条件转移的性质，就是资金使用权的可转让性。

资金使用权在货币收支不平衡时的有偿转让，便是我们通常所说的“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（Demand of money）；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(Supply of money)。商品经济中的资金供求行为并不是无原则的,供求双方都以价值规律为自己的活动基础。

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。换句话说,借款人不能因借入资金用于生产经营而发生亏损。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。在这段确定的期限内,借款人具有使用这笔借入资金的全权。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,否则,借款人既无法用借入资金解决预计时间内资金不足的问题,也可能因借入资金已投入生产经营过程而无法马上抽出资金还债。

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“有难同当”,共同承担运用这笔资金所面临的风险。众所周知,在商品经济条件下,几乎所有的经济活动都含有不同程度的风险。一旦借款人破产倒闭,所有的借入资金都可能有违约止付的危险。资金需求者不能也不可能保证在任何情况下都归还借入的资金。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,则可以说没有一个需要借入资金的人符合条件,也没有任何资金需求者敢于做出这种承诺而借入资金。

与这三个资金需求的条件相对应,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。

资金供给者的这三个要求，就是经常在金融理论中提到的投资管理的盈利性（Profitability）、流动性（Liquidity）和安全性（Safety）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和资金供给者的三个要求都是相互制约的。在商品经济条件下，资金需求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；资金供给的三个要求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，以求得到补偿。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，习惯上称之为资金的价格，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。

在实践中，资金的供求必须采取某种有形的方式来实现。最常用的方式便是资金供求双方签订金融契约（Financial Contracts）。金融契约是一种明确规定资金使用权转让条件，转让双方各自责任义务的要式合同，是资金供求双方债权债务关系的法律凭证。它通常由资金需求方创造，由资金供给方持有。资金需求方按金融契约规定的条件向供给方支付报酬，并在金融契约到期时向供方偿还借入的资金，收回后者持有的金融契约。这样，资金使用权的转让便具有了物质载体：

资金需求者利用金融契约买进资金使用权，资金供给者再利用金融契约收回资金使用权，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，而买卖资金使用权时所用的工具，便是金融契约，因此，金融契约常常被称为金融工具 (Financial instruments)。

由于我们习惯于把货币作为买某种商品时所用的支付工具，而把同货币进行交换的商品作为被买卖的对象，所以，用金融契约购买资金使用权的活动往往被描述为相反的过程。我们通常说：资金的供给者用资金买入需求者创造的金融契约，而资金的需求者出售金融契约获得资金。资金供给者在买入金融契约之后，便可获得该契约为他带来的一定收益，故对供给方来说，金融契约又称为金融资产 (Financial assets)。于是，资金使用权的转让最终转化为资金供求双方对金融契约 (金融工具、金融资产) 的买卖。这种买卖金融契约 (金融工具、金融资产) 的行为，叫做金融交易 (Financial transactions)。

第二节 金融市场的定义

一般说来，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。市场可以指交易关系的建立，例如我们说A厂家生产的产品由于质优价廉而夺取了B厂家同类产品的市场，意思是原来购买B厂家产品的用户现在停止了和B厂家之间的交易，转而购买厂A家的产品；市场也可以指实现交易的场所，如我们最为熟悉的农贸市场、超级市场等；市场甚至可以指某种商品的销路，如我们说，某商品有无市场，意即该商品是否有人购买。

金融市场也是这样。不同的研究角度、不同的分析侧重，不同的方法，不同的场合，可以使金融市场一词具有不同的含义。在实际生活中，这种同一词汇的不同运用无需苛求，但对于刚刚接触金融市场的人来说，为金融市场下一个准确的定义则会帮助

他们对整个金融市场活动方式的正确理解，进而全面掌握和运用金融市场理论和技术。

西方国家的金融市场专家曾为金融市场下过不少定义。查理斯·R·格依斯特（Charles R. Geisst）曾说“一言以蔽之，金融市场就是金融工具转手的竞争场所”^①。蒂姆·S·肯波贝尔（Tim S. Campbell）认为：“所谓金融市场，是金融资产交易和确定价格的场所或机制”^②。而杜德雷·G·卢科特（Dudley G. Lockett）却直截了当地指出：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作为场所，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。

和商品市场一样，金融市场可以是一个场所。世界上最知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，一生都无缘相会，却能做成影响整个市场价格水平的大宗金融交易。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些以偏概全。

-
- ① Charles R. Geisst:《A Guide to the Financial Markets》London, Macmillan, 1982. P. 1.
- ② Tim S. Campbell, 《Financial Institutions, Markets, and Economic Activity》U. S. A. McGraw-Hill Inc. 1982. P. 2.
- ③ Dudley G. Lockett, 《Money and Banking》McGraw-Hill Book Company. Second Edition. 1980. P. 111.

市场的最主要的职能就是确定所交易对象的价格，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，未免有些画蛇添足了。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。

我们比较倾向于第三个金融市场的定义。它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），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，金融市场是按照价值规律进行的所有金融交易的总和。

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（Negotiated-loan markets），一种叫做公开金融市场（Open financial markets）。

协议贷款市场是借款人和贷款人之间私下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、向银行借入贷款等金融交易活动。抵押贷款市场、贴现市场、消费信贷市场和存款市