一、金融市场概述

1.什么是金融市场

商品经济中的资金运动有两个重要的特性，一是资金收支的不平衡性，二是资金使用权的可转让性。

资金收支的不平衡性是指某一经济主体在某一时点上的资金收入可能与支出并不相等，或收入大于支出，或支出大于收入。这两种资金收支不等的情况在全社会商品经济活动的某一时期内，往往表现为不同地区、不同行业的不同经济主体之间，资金的临时不足和资金的暂时有余相并存。这就是我们平时常说的资金运动中的“时间差”、“空间差”和“行业差”等等。发生资金临时不足的经济主体为使其经济活动不致停顿，常常愿意以一定的代价借入资金剩余者的资金，在运用一段时间后将其偿还，以此渡过自己收不抵支的难关；而发生资金临时闲置的经济主体也不愿意让其剩余资金白白闲置，它们通常把这笔资金在闲置期内借与资金不足者，到期收回并索取一定的报酬，作为在这段时间内出让资金使用权的补偿。这种资金在临时余缺双方之间按一定条件进行转移的特性，就是资金的可转让性。

当人们在无数次偶然的经济活动中，越来越清楚地认识了商品经济下资金运动的这两个特性之后，便开始有意识地

需要全本请访问 www.ertongbook.com

主动运用它们来实现自己的特定目的，并不断丰富其特性内容。有人为弥补其经济活动中的资金不足而借入或买进他人的资金，这就是所谓的“筹资”；有人为使其暂时剩余资金带来一定的收入，而将资金借给或卖给他人，这就是所谓“投资”；也有人发现资金所有权转让的代价依时间和地区等的不同可能会出现差异，便力图通过多次资金转让活动获得额外好处，这就是所谓“投机”；还有一些人担心自己的资金会因转让代价的变动而发生贬值，便想方设法利用特殊的借贷活动来避免或减少贬值的免险，这就是所谓的“保值”。

人们为了达到上述四种目的而进行的多种方式的资金有偿转让活动，可以统称为金融交易。

有交易就有市场。进行什么样的交易决定了存在什么样的市场。商品市场是商品供求交易的市场。金融市场简单而言就是资金供求交易的市场。

但是，由于构成资金的交易活动是由多种要素所组成。因此在给金融市场这个概念下完整定义时，不同的研究角度、不同的研究方法，往往会有不同的表述。有人认为，金融市场就是金融交易的场所（突出了“场所”）；有人指出，金融市场就是金融交易参加者相互聚集的地方（突出了“参加者”）；有人强调，金融市场实质上是确定金融交易价格的一种机制（突出了“价格机制”）等等。这些定义无可非议，都有其合理因素，但是这些定义都旨在强调金融交易的某一侧面，因而在不同程度上忽视了其它方面的特性，往往导致由于实际金融交易活动形式多样而无法运用其定义予以解释。为了避免这样情况，我们认为应力求对金融市场

下一个最广义的定义，这就是：金融市场是资金供求双方运用金融工具进行各种金融交易活动的总和。当然，要完整理解此定义，须对金融交易的市场构成要素、金融交易的所有内容有个全面的把握。

2．金融市场的基本构成要素

既然金融市场是金融交易活动的总和，因此要了解金融市场须从金融交易活动的过程中去考察，从构成金融交易活动的各个基本要素中去把握。

如果是从金融市场交易活动的具体形态角度，观察金融市场的基本构成要素，其主要有三个方面：

（1）市场参加者。同商品交易以及其它一切交易一样，形成金融交易首先要有交易双方。参加金融交易的双方叫做金融市场参加者。从各国情况看，金融市场的参加者大致可分五类：A、个人；B、企业；C、金融机构；D、政府及某些政府机构；E、中央银行。他们参加金融市场的目的，主要是筹资、投资、投机和保值。从交易供求双方角度看，他们又可分别既是资金供给者又是资金需求者。

个人，在各国金融市场上往往是最大的资金供给者。供给的方式可以直接购买政府、企业、金融机构发行的各种债券和股票，也可以购买证券投资信托公司发行的各种受益证券，委托该公司间接投资于金融市场上其它的有价证券。但是有时为了紧急支出或出于其它目的，个人也把手中持有的证券在市场上卖出，成为金融市场上的资金需求者。

企业，一般是各国金融市场上最大的资金需求者。除银行贷款外，企业增加资本金，需发行股票，筹集长期建设资

金，可发行企业长期债券。工业企业是这样，其它各种企业也是如此。但是企业是金融市场上最大的资金需求者并不影响其同时又是市场上的资金供给者。当企业在经营活动中产生一部分闲置资金时，它可以在各种金融资产中作出合理选择，或存银行，或购买债券，或投资于其它金融工具。

金融机构，包括各种银行和非银行金融机构。它们在金融市场上往往扮演着特殊的中介角色，作为货币资金供给者，它可以购买金融市场上各种证券，但它的资金，又主要来自于其在社会 上通过各种形式吸收的存款或其它资金。作为货币资金需求者，它可以通过存款、发行股票债券等形式筹集资金，但筹集的资金是为他人需要，金融机构从中赚取一些利差。

政府及政府机构，根根其预算收支状况，当货币资金入不敷出时，发行短期或中长期债券，在金融市场上筹集资金，用于弥补临时收支的缺口、弥补财政赤字或经济建设的需要。政府及政府机构在收支过程中也经常发生资金的临时闲置，此时其又往往作为资金供给者，或存于银行，或在市场上收回、买入短期证券。

中央银行（在我国即为中国人民银行），作为市场参与者，它不同于其它的市场参与者， 它不是单纯的资金需求者与资金供给者。虽然也在市场上买卖证券参与资金的交易活动，但是其一切交易活动的目的，是为了服从于一定的货币政策，调节和控制货币供应量，而不纯粹是为了筹集资金或者在交易中赚取利润。

（ 2 ）金融市场工具。金融市场参加者是金融交易中的买方和卖方。金融交易是一种有偿转让资金的行为，因此金

融交易的对象当然是资金。但是，资金的交易又不完全等同普通的商品交易。资金的交易是通过缔结各种金融契约的形式进行的。例如，交易双方要进行三年期资金使用权的有偿转让，通常利用买卖三年期债券的形式，这样的债券便是所谓的金融契约。金融契约，从发行人的角度可称为金融负债，从购买人的角度可称为金融资产，然而从金融交易或市场的角度看，则可称之为金融市场工具。

和其它市场交易对象不同，金融市场工具有几个特殊的性质。首先，一般具有明显的期限性，即发行人有义务按规定期限退回资金的使用权（如债券到期还本付息等）。股票是唯一例外的，这是由股票并非普通的债务工具这一性质所决定。其次，它们具有不同的风险性。这里的风险主要是金融市场工具发行人能否按期偿还债务。不同的筹资人，其偿还能力是不同的。另外，从收益的角度看，债券的收益一般是固定型的，而股票的收益往往随股票公司经营状况而决定，公司经营良好，股息分红高，公司经营差，股息分红低甚至没有。再次，金融市场工具有着多重市场职能。有些工具同时具有筹资、投资、投机和保值的职能，例如某些股票、债券等；有些工具则只具有较单一的职能，如期货合同、期权合同等只能用于保值和投机。

（3）金融市场组织方式。纵观世界各国的金融市场，其交易的组织方式主要有三种，一种是交易所方式，一种是柜台方式，还有一种叫中介方式。交易所方式又称拍卖或竞价方式，它是通过金融交易的双方公开竞价促成买卖成交。在这种方式下，交易集中于交易所内，由代理人按照时间优先、价格优先的原则进行成交。柜台方式又称店头市场方式

需要全本请访问 www.ertongbook.com

或场外交易方式。这是一种不通过交易所而分散于各个金融机构柜台上的金融交易。中介方式是一种特殊的组织形式。它的特点是，金融交易双方的直接联系被金融中介机构完全割断。金融机构成为金融交易双方中债务人的债权人和债权人的债务人。例如美国的养老基金和日本的中期国债基金，它们作为债务人吸收个人储蓄，又作为债权人将其用于购买国债等有价证券。中介方式和柜台方式最明显的区别，在于金融机构在组织交易过程中是否改变金融市场工具性质。后者，买卖的对象是同一的；前者，金融机构自身购入的是一般的市场工具，通常是国债、公司债、股票等，而卖出的则是自己创造的工具，如基金股份、储蓄存单等。可见，在交易时已改变了市场工具的原有性质。

金融市场参加者，金融市场工具和金融市场组织方式这三个基本要素，构成了金融市场交易活动的具体形态。当然，作为市场交易，交易价格的决定是由供求双方决定，而不是由行政的人为决定。但由于是一种市场的运行机制而不是交易的具体形态，在此，故未被列入金融市场基本构成要素展开叙述。但是，只要基本了解上述三大基本要素的性质和特点，就有可能进一步理解金融市场的分类、市场职能与性质，以及市场操作管理上的各种特点。

3.金融市场的分类

在金融市场的分类中首先遇到的一个问题，是要区分广义金融市场和狭义金融市场的问题。根据前面对金融市场所下的定义，则所有的金融交易活动都包括在金融市场之中。这个定义所指的金融市场是广义的金融市场。广义的金融市

场可进一步划分为两个市场： 协议信贷市场和公开市场。

协议信贷市场是金融交易双方议定借贷条件的市场。这一市场上的活动通常以较固定的客户交易关系为限，即所有的交易均在较固定的客户关系范围内进行，因此该市场又称客户市场。市场的交易价格由交易双方议定（有的是私下议定），既不公开，也不适用他人或下次交易。由于所有交易都是在交易双方两者之间进行的，因此交易工具是因人、因事、因时而异，不具备标准化的转让条件。银行的存贷款市场、保险市场等都属于协议信贷市场范畴之内。

公开市场和协议信贷市场恰恰相反。首先，它不以客户关系为限，任何人，任何机构都可以自由进出这个市场。其次，该市场上的交易价格是公开的，不是由市场上特定的、而是由为数众多的参加者共同议定，对所有的市场参加者都适用。再次，该市场是要吸引大量投资人参加，因此交易工具、条件均是标准化的，无论是证券票面额、期限，还是交易单位，都有一个大家能共同接受的标准。标准化的市场工具，自然具有可转让的条件。股票市场、债券市场、外汇市场等都是典型的公开市场。

可以看出，我们日常所说的金融市场，尤其是我国金融体制改革以来开放的金融市场，多是指公开市场而不包括协议信贷市场。为了和广义的金融市场相区别，我们把公开市场称为狭义的金融市场，以下讨论的金融市场，均以狭义的金融市场为限。

现在，我们可以对金融市场进行详细分类了。

根据金融市场构成要素的线索，金融市场分类可根据不同的参加者、不同的工具或不同的组织方式分类。

按照参加者来分，通常是从筹资人的角度把金融市场划分为企业筹资市场、金融机构筹资市场和政府筹资市场。前者包括股票市场、企业债券市场和企业融资票据市场等；中者包括银行同业拆借市场、大额可转让存单市场和金融债券市场等；后者则包括各级政府的长、中、短期债券市场。

按照金融市场工具的性质来划分，则有不同角度的标准。

若以工具的期限为标准，金融市场可分为长期金融市场（又称资本市场）和短期金融市场（也叫货币市场）。长、短期的分界线通常是一年。因此，一年期限以上的债务工具被称为债券，它们和股票一起被列为长期金融市场的工具；一年期限以下的债务工具则被统称为货币市场工具，主要包括短期国库券、银行的大额可转让存单、拆借资金、企业融资票据等。

若以工具的具体类别为标准，则金融市场可划分为如国库券市场、企业债券市场、股票市场、金融债券市场、大额可转让存单市场、外汇市场、期权市场等等。可以说，有一种金融工具在交易，便有一个相对独立的市场存在。

若以工具的职能为标准，金融市场又可分为筹资投资市场和投机保值市场，前者的工具具有筹资和投资的职能，如股票、债券等。发行人可通过它们筹集资金，而购买人则利用它们将剩余资金用于投资获利。由于这类工具被统称为有价证券，因此该市场又被叫做有价证券市场。后者的工具不具有上述职能，只能用于投机获利或保值避险，这些工具包括各种期货合同和期权合同。外汇和黄金在金融市场上的作用，除了特殊的商业目的外，主要是投机或保值，因此也可

归入后者的工具中。

按照金融市场的组织方式来划分，金融市场可以分为交易所市场、柜台市场和中介市场。在国外，有些金融工具的交易同时具备上述三种组织形式，如美国的国库券交易；而有些工具的交易只有上述一种或两种组织形式，如美国的金边债券交易，只有交易所市场和少许中介市场，而该国的一些非上市公司的股票，只能采取柜台方式交易。

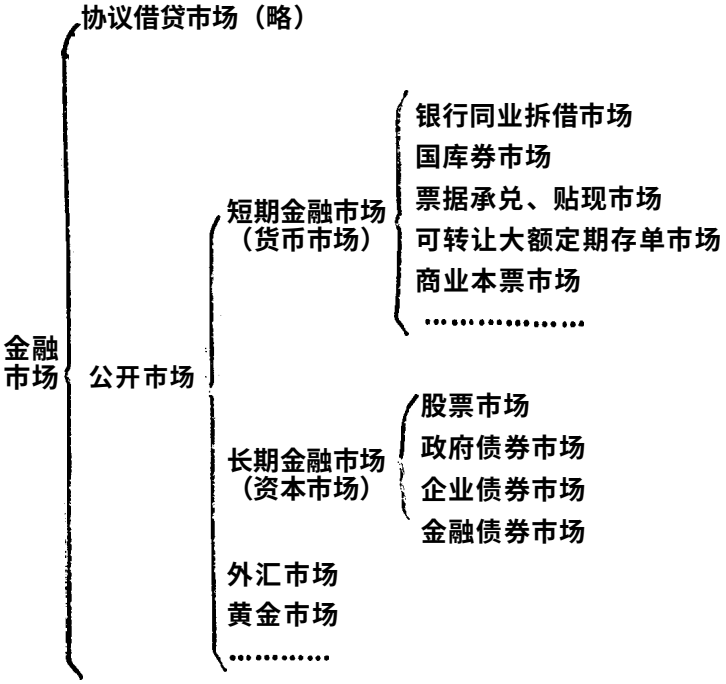
金融市场还可以按照其它一些标准来划分。例如，按照金融交易的活动范围划分，金融市场可分为国际金融市场和国内金融市场，其中国内金融市场又可分为全国性金融市场、区域性金融市场和地方性金融市场。按照金融交易的融资层次来划分，金融市场又可以分为初级市场（又称一级市场）和次级市场（也叫二级市场）。前者指筹资人和初始投资入之间的金融交易，因此也有人称之为发行市场；后者指证券发行之后在投资人之间进行的转让交易，故也被叫做转让市场或流通市场。

最后，需要强调指出三点：

第一，金融市场的分类方法是多种多样的，世界各国间不存在统一的分类法。每一种分类方法对理解、研究和利用金融市场都有其独特的角度和优势。但是与此同时，也没有一种分类方法是完善的。总会存在一些不适合分类原则的例外情况。分类的目的，是便于分析研究和利用管理金融市场。因此，对于分类分析中所出现的例外，就不要过于求全。

第二，下面为了便于结合我国的具体情况介绍金融市场的基本知识，我们准备采用综合分类的办法，即首先把金融

市场分为长期和短 期两大市场，然后再根据主要金融工具的大类，结合发行人的特点及其它标准，分别予以分类介绍，若用简图表示即为：



第三，国内报刊杂志中也经常出现资金市场一词。资金市场与金融市场、证券市场等词是一种什么关系？有不少学者对此还进行了专门的分类研究。我们认为，按照国际学术界的习惯，没有必要专门生成资金市场一词。不过在此可提醒读者，国内有些场合出现资金市场一词，大凡有两种含义，一是和上述狭义金融市场一词，即普通所说的金

融市场一词上同意义使用，说开放、发展资金市场， 往往言者意图是开放、发展金融市场；二是有些人所说资金市场往往是指目前金融界举办的有形挂牌的无形的银行间同业拆借市场。（有形市场中也包括存在一些其它市场业务）

需要全本请访问 www.ertongbook.com

二、短期金融市场及其工具

1．短期金融市场的作用

短期金融市场是指以期限较短的交易工具（信用工具）为媒介而进行短期资金交易活动的总和。一般说来，其交易期限最短的只有1天，最长的不超过1年，较为普遍的是3至6个月。该市场主要解决临时短期资金周转的供求需要。由于其信用工具期限短，随时可在市场上兑售成现款，有较强的货币性，所以短期金融市场又称货币市场。

在国外，短期金融市场主要包括以下几方面内容：银行间的同业拆借市场、国库券市场、可转让大额定期存单市场、商业票据市场等等。这里所说的国库券是属政府债券的一种，它的期限一般都在1年以下，有91天、182天、360天等多种，不同于我国目前发行的在国外称为政府债券的国库券。

短期金融市场的作用，概括而言，它可帮助政府、企业、金融机构甚至个人，及时调整其流动性或资产收益性。具体说来，第一，短期金融市场是临时闲置资金持有主体有效的投资场所。多种短期金融工具的存在，可使资金持有者根据资金的“闲置”预期，进行不同期限的投资，并结合“闲置”预期，比较各短期金融工具的投资收益率（在有些国

家银行活期存款无利息）及风险性，选择最有效的投资品。在短期金融市场较发达的国家内，往往可使社会每个角落内的闲置资金，不论其资金规模大小、闲置时间长短，都可寻找到有效的投资场所，以充分挖掘社会资金潜力。第二，短期金融市场为资金短期需求者提供了广泛的筹资场所。金融机构可以从银行间同业拆借市场寻求资金以补头寸不足；政府可发国库券以补临时财政收支不平；工商企业可在市场上发行商业本票或签发其它商业票据筹集短期资金。当某些经济主体在调整其资产负债结构时，还可出售已持有的各种短期信用工具，以求变现。第三，短期金融市场是中央银行调节市场资金供求的重要渠道。中央银行宏观调节的重要手段之一是公开市场业务，一般而言，中央银行参与公开市场业务，首先是作用于短期金融市场。一个紧或松的调节信号，通过政策手段，先在短期金融市场上反映， 引起短期资金供求发生变化。然后通过利率信号等市场传导机制以及市场参与者及时调整其长、短期金融资产负债结构，便间接影响长期资金供求发生变化，进而达到整个货币供应紧或松的政策目标。

2.银行同业拆借

一般意义上的银行同业拆借是指银行同业（包括非银行的金融机构）之间短期资金的交易活动。在美国，银行同业拆借市场又称联邦基金市场。

银行在每天营业终了或在票据交换清算结束之时，总会产生一部分银行支付准备金的不足或“头寸”的不足，另一部分银行产生超额准备金或“头寸”的多余。这种情况几乎

是每天发生的。准备金或“头寸”不足的银行为维持其正常经营急需筹集、调入资金，准备金或“头寸”有余的银行，为使多余资金及时产生短期投资收益（在国外普通银行在中央银行的超额准备金存款无利息收入），愿意及时把资金借货出去，谋取收益，这就自然产生了银行同业之间的资金拆借交易业务。

纵观各国的银行同业拆借市场，一般有以下若干特征：

（1）期限：有1日、2日、一个星期等，也有较长期限的，如30天或更长期限的，但交易的大宗是短期限的。在美国，典型的联邦基金市场交易期限为一天，即今天借出明天偿还。在日本，期限最短的甚至为半天，即从上午票据交换清算结束到当天营业终了为限。一般在货币市场较发达的国度内，较长期限的银行同拆借业务往往是以货币市场上的其它市场工具替代。日本在票据市场不甚发达之时，银行同业拆借的期限也较长，待票据市场创设、发展起来之后，银行同业拆借的期限才逐以缩短。

在美、日的银行同业拆借市场中还有这样一种情况，即美国叫“继续契约联邦资金”，日本叫“无条件物”，这两种同业拆借业务的期限，原则上是一天，但是只要拆借交易双方其中一方没有提出要求收回拆出资金或偿还拆借资金的通知，一天期限的同业拆借可自动展期。

（2）利率：银行同业拆借利率由交易双方根据市场资金供求状况议定。由于市场资金供求经常变动莫测，故该利率的变化也较大，几乎每天甚至每小时都有变化，是短期金融市场上最敏感的利率。也构成了中央银行观察市场货币供求的重要政策指标之一。

（３）抵押：期限甚短的同业拆借，如半日、一日拆，一般无抵押品，以相信对方银行的信誉度为限。对期限较长的同业拆借，一般采取抵押原则，抵押品为信用度较高的其它金融资产，如国债等。

（４）交易额：银行同业拆借业务不同于其它市场业务，每笔交易额数值大，反映了银行间资金活动的特征。

（５）参加者：银行同业拆借顾名思义，限于银行参加，但也包括其它不名为银行的非银行金融机构，如信用合作社，投资公司等，一般的工商企业不参与银行间的同业拆借。

近两年来，我国的银行同业拆借市场取得了较快的发展。据不完全统计，工商银行、农业银行系统内系统外1986年同业拆借资金实际成交350亿元。1987年全国银行同业拆借资金实际成交达2000亿元左右。

目前，我国银行的同业拆借市场组织形式有两种：分有形市场与无形市场。有形市场往往是在一个固定的场所，定期开市(如每周四或其它日子)。市场挂牌经营,直接交易。例如，想拆进资金方的金融机构分别在市场提供的大告示牌上标出想拆拆进资金金融机构单位的名称、拆进的金额、期限，以及愿支付的利率水平；想拆出方也分别在市场大告示牌上标出拆出资金金融机构单位的名称、能拆出的金额、期限、以及能接受的利率水平。几十个单位分别标明意向拆借情况后，在市场厅内互相找“恋人”。看到基本符合自己意向条件的“恋人”，两方当场面洽，签约成交。无形市场是不存在一个固定的、定期开市的交易场所， 而是由市场“中心”或各地已成立的融资公司，通过电话中介资金拆出拆进双方，互告拆

借信息，双方协商后直接成交。也存在由融资公司以公司名义从甲地银行拆进一笔资金，然后又拆给乙地的银行这种拆借业务。公司从中赚取一定的利差。目前以经营银行同业拆借市场业务为主的融资公司正在全国各地发展着。

下表是《金融时报》1988年5月6日公布的全国“部分资金市场同业拆借行情”。（见下页）

同业拆借市场在我国的兴起，对于冲破信贷管理体制上“条条分割”、“地区封锁”的僵化局面，拓宽融资渠道，缓解资金供求矛盾，起到了较好的作用。但是，也应看到，由于我国目前的经济、金融体制限制，有些特征现象还有待我们进一步研究解决：

第一，拆借的期限较长。一般以月为单位，最长的超过一年。这是因为目前我国各银行系统内联行制度中大锅饭并未彻底打破，为支付准备不足或“头寸”不足进行拆借的欲望微弱，大部分银行拆进资金是为了弥补信贷资金缺口。

第二，同业拆借主要还是通过有形的“资金市场”渠道。全国省地县三级各种大小规模不等的“资金市场”加上全国性、区域性、地区性的资金拆借网络，已不下几百个。全国大多数同业拆借业务都在定期开市、挂牌经营的有形的“资金市场”中成交，象国外那样通过电讯手段以无形市场成交的数量较少。众多林立的市场及网络、如何加强信息交流，降低交易管理成本，形成全国统一的同业拆借市场，有待进一步研究。

第三，全国同业拆借总交易量中呈现三个明显倾向；一是以银行本系统内为主，约占总交易量的70—80%；二是以省辖范围内为主，约占总交易量的70%；三是以工商银行系

部分资金市场同业拆借行情

市场名称	成交日期	意向拆出（万元）	意向拆入（万元）	成交笔数	成交金额（万元）	本期成交期限（天）		最低成交利率（‰）		最高成交利率（‰）		加权平均利率（‰）	
						最长	最短	本期	上期	本期	上期	本期	上期
上海市资金市场	4.21	1000	13500	5	700	31	11	6.18	6.18	6.42	6.3	6.27	6.216
沈阳融资中心	4.18—4.23	7000	11700	13	11706	90	5	5.85	5.85	6.81	6.6	6.27	6.31
武汉资金市场	4.27	3500	14300	30	11700	60	8	6	6.6	6.96	6.9	6.567	6.709
北京市金融市场	4.26—4.29	17000	15000	12	15000	365	10	5.91	5.91	7.2	6.6	6.26	5.97
宁波融资公司	4.26—5.3	2000	21400	36	16005	120	7	6	6	7.5	7.2	6.431	6.514
南京工行资金市场	4.25—4.30	25500	25000	13	25000	90	10	6	6	6.81	6.45	6.34	6.32
杭州市资金市场	4.27—5.3		2000	10	4530	91	30	6	6	7.2	7.5	6.7	6.8
山东建行资金市场	4.25—4.30	5000	6500	7	4600	120	5	6	6	7.26	7.26	6.65	6.7
天津融资市场	4.25—4.30	2800	6600	6	2800	60	10	6.6	6	6.9	6.6	6.65	6.53

需要全本请访问 www.ertongbook.com