

## 第一章

# 金融市场概述

### 学习目标

- 理解金融市场的基本概念；
- 掌握金融市场的功能；
- 理解金融市场的构成要素；
- 了解金融市场的分类；
- 了解金融市场的形成与发展。

### 案例导入

#### 一个民营企业的融资手段<sup>①</sup>

民营企业的身份,产业新城开发的不确定性,收益的未知性,抵押物的缺乏,注定了华夏幸福基业股份有限公司(以下简称“华夏幸福”)不可能过多地指望通过银行贷款来融资。

华夏幸福的2015年财报显示,华夏幸福的市值已经近800亿元,总资产近1700亿元。其已成为品牌知名度如日中天的超大型企业,但是全年银行贷款金额却只占整体融资金额的26.94%,不到1/3。

情势所迫,华夏幸福硬生生地将自己修炼成了融资高手。翻阅华夏幸福的报表和公告,我们会发现这家公司几乎把在中国能运用的融资手段都尝试了一遍。以下简要介绍华夏幸福的几种常用融资手段。

<sup>①</sup> 一个民企通过21种融资手段融资3000亿:真实案例[EB/OL]. (2017-04-09)[2019-02-19]. [https://www.sohu.com/a/132944960\\_164627](https://www.sohu.com/a/132944960_164627). (有改动)

### 1. 销售回款“输血”

全球企业界有一句众所周知的话——现金流比利润更重要。由于华夏幸福产业新城项目的开发旷日持久,其现金流进出严重不匹配。因此,华夏幸福如果没有多年来住宅销售回款的支持,别说做到如今的品牌规模,就连活下去都成问题。

我们来看一下华夏幸福历年的住宅销售额:2015年723.53亿元,2014年512.54亿元,2013年374.24亿元,2012年211.35亿元。这些住宅销售回款是华夏幸福规模迅速扩大和产业新城开发的重要保证。

### 2. 信托融资

信托融资历年来是华夏幸福融资中所占比例最大的一种融资手段。虽然信托融资的成本是所有融资手段中最高的,但由于其门槛较低,选择面较广,可融资数额巨大,因此一直是地产公司最为依赖的一种融资手段。

华夏幸福2012年信托融资占总体融资的比例为73%,2013年和2014年分别为43%和44%,2015年为40%。由此可见,华夏幸福早期必须更加依托于高成本、低门槛的信托融资来运营。随着企业规模的扩大和品牌知名度的提升,其融资渠道开始逐渐拓宽,高成本信托融资的比例逐渐降低。

### 3. 公司债

2016年3月29日,华夏幸福第二期公司债发行完毕,发行规模为30亿元,期限为5年,在第三年末附公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权,票面利率为5.19%。2015年开始,房地产行业的资金面开始变得宽松,整体融资成本趋于下降,从2015年第二季度开始的公司债发行大潮就很能说明问题,很多公司债的成本都在5%左右。这个趋势一直延续到2016年的第一季度。华夏幸福从2015年开始连续发行几期低成本的公司债,成功地将其平均融资成本从9.64%拉低到7.92%,这对华夏幸福节省利息支出、提高利润率起到了关键性的作用。

### 4. 售后回租式融资租赁

售后回租式融资租赁是华夏幸福非常擅长的一种融资手段。这个名字听起来似乎比较复杂,但一看实例就很容易明白。2014年3月,华夏幸福把某工业园区的地下管线卖给某融资租赁公司,此融资租赁公司再把管线回租给华夏幸福,华夏幸福每年付给此融资租赁公司租金,并在每隔半年不等额地偿还本金。华夏幸福共融资3亿元,年租息率7.0725%,为期两年。

2014年5月,吃到甜头的华夏幸福又做了一笔几乎一模一样的交易。其以2.86亿元再次把一部分园区地下管线卖给某金融租赁公司,年租息率为6.15%,依然是两年后回购完毕。

显然,华夏幸福以远远低于其他融资手段的成本,用没有任何现金流价值的地下管线进行融资操作,获得了近6亿元的真金白银。以华夏幸福所开发项目的收益率,这些融资除去成本后还有相当不错的收成,应该说是十分划算的融资交易。

### 5. 债务重组

债务重组也是华夏幸福所用的一种巧妙的融资手段。当某笔债务快到期了,华夏幸福就来个“乾坤”大挪移,将这笔债务转让给其他单位,相当于延长了还款日期,或者说又获得

了一笔新的融资。

2014年8月28日,恒丰银行对华夏幸福的子公司三浦威特享有即将到期的8亿元债权,经过几方商量,恒丰银行将标的债权转让给中国长城资产管理股份有限公司(以下简称“长城资产”),三浦威特接受该项债务重组。

该债务重组的期限为30个月。这就相当于延长了债务的还款期限,将融资期限延长了30个月。长城资产从中获得的重组收益为:从2014年9月至2015年9月,年利率按照未偿还重组债务本金的8%计算,日利率 $=8\% \div 360$ ;从2015年9月至2017年3月,年利率按照未偿还重组债务本金的12%计算,日利率 $=12\% \div 360$ 。逾期还款的,逾期罚息利率按重组利率上浮30%计算;不能按时支付的利息,按罚息利率计收复利。

#### 6. 债权转让

债权转让与债务重组相似,是一种较为常见的融资手段,即将自己享有的债权以一定的现金作价卖给第三方。其相当于以一定的成本提前回收了这部分现金,可加快债权盘活和资金周转的速度。很多处于快速扩张期的公司都会倾向于采取这种融资手段。

2014年3月8日,同属华夏幸福旗下的京御地产和大厂华夏之间的债务协议就采用了这种手段。由于京御地产还欠大厂华夏19.78亿元,大厂华夏将其中到期的18.85亿元作价15亿元卖给了信达资产。这样一来,其中的3.85亿元相当于大厂华夏提前收回现金的成本。

在大厂华夏提前收回现金后,京御地产的日子也并不难过。因为这些债务的重组期限为36个月,分12期偿还,且前两次都是每3个月5000万元的偿还额,还比较轻松。到9个月之后要还2亿元的时候,已经是年底回款结算时,还款也就容易了。

2014年3月14日,京御地产进行了一次债权融资。京御地产将其持有的对天津幸福100180万元的债权转让给天方资产,天方资产向京御地产支付债权转让款10亿元。债权转让后,债务重组期限为2年。天津幸福将债务本金中的10亿元在债务重组期限届满时一次性支付给了天方资产;资金占用费由天津幸福自债务重组开始之日起按季支付给天方资产,资金占用费年费率为债务重组金额的9.8%。

金融市场是当今经济社会中最为活跃的市场之一,金融活动可以说无处不在。随着电子信息技术和经济全球化的不断发展,世界各国的金融市场不断繁荣壮大,我国金融市场也发生了许多惊人的变化。

我国自1985年初步成立票据市场以后,先后成立了由债券、股票、外汇、黄金等商品构成的金融市场。在过去的几十年中,我国金融市场的规模不断扩大,股票市场的上证指数在2007年达到6000多点。然而,金融市场变幻莫测。2008年,全球金融危机冲击着全球金融市场,导致货币贬值,股价下跌,我国也未能幸免。其中,受到冲击最大的是股票市场,上证指数从6000多点跌到2000点以下。经过多年发展,我国经济复苏,股票市场价格在2015年重新走高。

## 第一节 金融市场的概念及功能

### 一、金融市场的相关概念

#### 1. 金融市场的概念

所谓金融,是指资金的融通,是货币流通、信用活动及与之相关的经济行为的总称。何谓金融市场?金融市场的概念有狭义和广义之分。狭义的金融市场是指提供资金融通、进行金融商品买卖交易的场所,也就是交易的一方将多余的资金借贷、融通给资金短缺一方的场所。狭义的金融市场一般限定在以票据和有价证券为金融工具的融资活动,金融机构之间的同业拆借,以及黄金外汇交易等范围之内。这个概念存在三个方面的局限。第一,随着科技进步,金融交易的手段日益现代化,许多交易活动可以借助科技手段完成,完全不需要固定的场所和设施。例如,网络借贷平台的借贷业务已经不再需要在固定的场所进行交易,通过网络即可完成交易。因此,物理场所的概念就难以覆盖金融交易的全部了。第二,金融市场的参与者是资金的供给者和需求者。前者拥有闲置的盈余资金,后者则面临资金不足的问题。交易双方的关系不再是单纯的买卖关系,而是建立在信用基础上的、一定时期内的资金使用权的有偿转让。第三,金融市场上的金融商品范围不断扩大,新的金融工具层出不穷,金融商品的内容也越来越丰富,金融商品发展到现今,不仅指货币资金,还包括银行存(贷)款、票据、股票、债券、外汇、保险、期货、信托、黄金、金融衍生品等。

因此,学者们提出了广义的金融市场概念,即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。它包括三层含义:一是它指进行金融资产交易的有形或无形的场所;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(包括利率、汇率及各种证券的价格)机制。广义的金融市场包括一切形式的金融交易活动,既包括进行直接融资的市场,也包括进行间接融资的市场。进行直接融资的市场又称为直接金融市场、公开金融市场。在直接金融市场上,交易条件和交易价格对任何人或机构都是公开的、一视同仁的,任何符合交易最低要求的个人或机构都可以自由进出市场,并按标准化的条件进行金融交易。股票市场和债券市场是公开金融市场的典型。进行间接融资的市场又称为间接金融市场、协议市场。间接金融市场是指以银行等金融机构作为信用中介进行融资所形成的市场。在这个市场上,交易的发生以客户关系为限,每次交易的条件又因不同客户而有所差异。抵押贷款市场、贴现市场、消费信贷市场、保险市场是间接金融市场的代表。

#### 2. 金融资产的概念

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,也称为金融工具或证券,即金融商品。金融市场的参与者是货币资金的供应者或需求者,其通过金融资产的交易实现货币资金的融通。金融资产的交易过程就是对金融资产进行定价的过程,金融资产的价格反映了货币资金需求者的融资成本和货币资金供应者的投资收益,金融资产的定价过程也

是金融市场上收益和风险的分配过程和金融资源的配置过程,这是金融市场运行的核心机制。

## 二、金融市场的功能

金融市场通过组织金融资产的交易,在现代经济体系的运行中发挥着非常重要的作用。其不仅为经济主体融资提供了极大的便利,还具有其他多方面的功能。总的来说,金融市场的功能主要有资金聚敛功能、资源配置功能、经济调节功能和信息反映功能。

### 1. 资金聚敛功能

金融市场的资金聚敛功能是指金融市场能聚集市场中众多的小额资金,形成大额资金投入社会再生产的能力。金融市场的资金聚敛功能主要体现在以下几个方面:

(1) 在国民经济中,由于各部门的经济活动不一样,其资金流入和流出的时间不一致,这就形成有些部门某段时间可能有闲置资金,而有些部门则可能急需资金或存在较大的资金缺口。金融市场通过金融工具,连接资金闲置者即资金供应者和资金短缺者即资金需求者,为两者提供沟通的渠道,把资金闲置者的资金转移给资金短缺者使用,使资金得到充分利用。

(2) 一般来说,资金供应者期望将其闲置资金在使用之前通过投资方式得以保值、增值。金融市场能聚集资金的原因主要有两个。第一,金融市场具有创新机制。尽管储蓄者和投资者通常不是同一主体,但是各种专业机构和专业人员可根据储蓄者和投资者多样化的储蓄要求,提供多种风险与收益相匹配的金融工具,以满足储蓄者和投资者的要求。第二,通常情况下,以金融工具表示的金融资产要比实物资产具有更强的流动性和更高的收益性。例如,股票、债券等金融工具可将大额投资分割为小额投资,并且随时可以流通,从而吸引大量短期、小额、零散的资金不断汇集和流动,形成巨额、长期、集中的资金。因此,金融市场对投资者和筹资者都具有极大的吸引力。

### 2. 资源配置功能

金融市场的资源配置功能是指金融市场能促进资源的合理配置,使社会财富和风险的再分配得以实现的功能。

在金融市场中,资金需求者总是多于资金供给者,闲置资金总是稀缺的,而那些闲置资金拥有者并不一定能进行有效的投资,使其资金得到合理的运用。金融市场可将这些闲置资金流向效益高的投资对象,使资金得到合理的利用。例如,投资者和筹资者为了实现自身的投资利益最大化,都会反复进行分析和比较,通过市场竞争做出选择。投资者将资金投入收益高的行业或项目,筹资者选择成本相对低的筹资渠道。进而,金融市场中的资金自然流向高效益、高发展的企业和低成本的金融工具。这样,通过金融市场的作用,可使有限的资源得到合理的利用,真正实现资源的优化配置。

当今社会,财富的重要存在形式已经逐渐转变为金融工具或金融资产。与实物资产相比,金融资产具有使价值增值、不容易磨损、便于保管等特性。同时,金融工具价格的波动会改变社会财富的存量分布,使一部分人的财富量随金融资产价格的升高而增加,而另一部分人的财富量则由于金融资产价格的下跌而相应减少,这就实现了社会财富的再分配。

在现代经济活动中,风险无时不在,无处不在。金融市场的参与者可以根据自身的风险偏好选择不同的金融工具:风险厌恶者即风险厌恶程度高的投资者可以将财富的大部分转化为银行存款或政府债券的形式持有,风险偏好者即风险厌恶程度低的投资者则可以选择股票及杠杆作用较强的金融衍生工具。前者为追求财富安全,保值重于增值,放弃了获取高额回报的可能而转移风险;后者期望获得高收益回报,愿意承受较高的风险。这样,风险厌恶程度较高的人通过各种金融工具把风险转嫁给风险厌恶程度较低的人,从而实现了风险的再分配。

### 3. 经济调节功能

金融市场的经济调节功能是指金融市场对宏观经济起着调节作用。一方面,在金融市场的资源配置功能中已经谈到,投资者和筹资者为了实现自身投资利益最大化,在市场抉择中,资金终将流向并且始终流向符合市场需要、效益高的投资对象,因为投资对象在获得资本后,要保持高效益和较好的发展势头才能继续生存并发展壮大,否则就难以在金融市场上继续筹资,发展就会受到后续资本供应的抑制。金融市场通过其资源配置功能,对微观经济部门效率的提高起到积极的促进作用,进而有效提高整个宏观经济的运行质量。这实际上是金融市场对国民经济活动的自发的良性调节。另一方面,市场价格机制的自发作用能够促进稀缺资源得到最合理的配置,但不能使宏观经济避免周期性波动,因此,政府需要借助宏观经济政策确保经济稳定。而金融市场的存在为政府实施宏观调控创造了条件,尤其是存款准备金、再贴现和公开市场操作等货币政策工具的实施都必须以金融市场的良好发展为前提。

### 4. 信息反映功能

金融市场产生于高度发达的市场经济,连接着一国经济的各个部门和环节,是整个市场体系的枢纽。金融市场作为国民经济的信号系统,是国民经济的晴雨表和气象台,对国民经济具有信息反映功能,主要表现在以下几个方面:

(1) 金融市场可以反映企业经营情况及行业前景。随着互联网的发展,投资者可以迅速从网络上了解到证券市场中企业的信息,通过财务报表及披露信息等了解企业的经营状况、业绩和效益等,从而进行投资,而这些投资可以迅速从证券价格的涨跌中反映出来。

(2) 金融市场的交易可直接和间接地反映国家货币供给量的变动,货币的紧缩和放松都是通过金融市场来进行的。货币政策的变化,银根的紧缩和放松,会使货币供给量发生变化,而货币供给量的变化反映着宏观经济运行的状况。

(3) 日益发达的电子信息系统可广泛收集和传播各种金融信息,将全球金融市场连成一体,使人们得以及时了解世界经济发展变化的情况。

## 第二节 金融市场的构成要素

虽然各国的金融市场发展程度及组成不同,但就市场的构成而言,金融市场和其他商品市场一样,有交易者、交易的对象、交易的工具以及交易的中介机构和交易的具体形式。这些构成了金融市场的要素,包括金融市场主体、金融市场客体、金融市场媒体、金融市场价格

和金融市场组织方式。

## 一、金融市场主体

从交易动机来看,金融市场主体主要有投资者(投机者)、筹资者、套期保值者、套利者、调控和监管者五大类。金融市场的投资者与实际部门的投资者有所不同,它是指为了赚取差价收入或者股息、利息收入而购买各种金融工具的主体,是金融市场的资金供应者。按交易动机、交易时间长短等划分,广义的投资者可以分为投资者和投机者两大类。筹资者则是金融市场上的资金需求者。套期保值者是指利用金融市场转嫁自己所承担的风险的主体。套利者则是利用市场定价的低效率来赚取无风险利润的主体。调控和监管者是指对金融市场实施宏观调控和监管的中央银行和其他金融监管机构。具体来说,金融市场主体有如下五类。

### 1. 政府部门

在各国的金融市场上,中央政府与地方政府通常是资金需求者。其主要通过发行财政部债券或地方政府债券来筹集资金,用于基础设施建设,弥补财政预算赤字等。政府部门也可能是资金的供应者,如在税款集中收进还没有支出时。另外,不少国家政府也是国际金融市场上的积极参与者,如中东主要石油输出国政府就是金融市场的资金供应大户,而一些发展中国家政府则是金融市场上的资金需求者。不论是发展中国家还是发达国家,政府部门都是金融市场上的经济行为主体之一。

### 2. 工商企业

在不少国家,国有或私营工商企业是仅次于政府部门的资金需求者。其既通过市场筹集短期资金从事经营,以提高企业财务杠杆比例和增加盈利;又通过发行股票或中长期债券等方式筹措资金,以扩大再生产和经营规模。同时,工商企业也是金融市场上的资金供应者之一。为了使生产经营过程中暂时闲置的资金保值或获得盈利,其会将这些资金暂时让渡出去,以使资金发挥更大的效益。此外,工商企业还是套期保值的交易主体。

### 3. 居民个人

居民个人一般是金融市场上的主要资金供应者。人们为了满足个人需求,如购买住房、汽车等大宗商品或储蓄养老金等,都希望通过投资使资金保值、增值。因此,居民个人在金融市场上购买各种有价证券并组合投资,既能满足日常的流动性需求,又能获得资金的增值。居民个人的投资可以是直接购买债券或股票,也可以是通过金融中介机构进行间接投资,如购买共同基金份额、保险等,这些行为都表现为向金融市场提供资金。居民个人有时也有资金需求,但数量一般较小,如消费贷款。

### 4. 金融机构

金融机构包括存款性金融机构和非存款性金融机构。存款性金融机构是指通过吸收各种存款而获得可利用的资金,并将之贷给需要资金的各经济主体及投资于证券等以获取收益的金融机构。金融机构是金融市场的重要中介,也是套期保值和套利交易的重要主体。存款性金融机构主要包括商业银行、储蓄机构和信用合作社等,其既是资金供应者,又是资金需求者,几乎参与了金融市场的全部活动。非存款性金融机构不能像存款性金融机构那样通过吸收公众存款来获得资金,而是通过发行证券或以契约方式聚集社会闲散资金,主要

有保险公司、养老基金、投资银行和投资基金等。此外,在我国金融市场上,我国的三大政策性银行、金融信托机构及财务公司等也被归入金融机构之列,也是金融市场上交易主体的一部分。

### 5. 中央银行

中央银行在金融市场上处于一种特殊的地位。其既是金融市场的行为主体,又是金融市场上的监管者。从中央银行参与金融市场的角度来看,首先,作为银行的银行,中央银行充当最后贷款人的角色,从而成为金融市场资金的提供者。其次,中央银行为了执行货币政策,调节货币供应量,通常采取在金融市场上买卖证券的做法进行公开市场操作。中央银行的公开市场操作不以营利为目的,但会影响金融市场上的资金供求及其他经济主体的行为。此外,一些国家的中央银行还接受政府委托,代理政府债券的还本付息,以及接受外国中央银行的委托在金融市场买卖证券,参与金融市场活动。

## 二、金融市场客体

金融市场主体进入金融市场进行金融交易的目的无非是货币资金的融通。资金的融通是建立在信用关系基础之上的,它往往必须借助某种金融工具方能得以实现。因此,金融市场客体就是金融工具。

从形式上看,金融工具常常是一纸契约,而这契约却是有价的,原因在于它通过标明相关各方的权利和义务而保证了持有者对未来现金流的索取权。常见的金融工具可以分为债务性金融工具和权益性金融工具两种类型。债务性金融工具能够给其持有者带来固定的收益,债券和存款单都是债务性工具;权益性金融工具的收益水平取决于发行人的经营状况,而且其支付顺序在债务性工具之后,如普通股股票就是最典型的权益性工具。还有一些金融工具介于两者之间。例如,优先股股票就是一种要求固定回报的股权,但其收益的支付排在债务人的后面,其收益的取得取决于发行人的经营状况。

金融工具的种类繁多,但均具有以下几个特性:

(1) 流动性。金融工具的流动性是指债权与货币之间的转换非常方便。流动性可分为转让性、可逆性、市场性。转让性是指金融工具转让的方便程度;可逆性是指金融工具转让时收回原来投资金额的能力;市场性是指特种金融工具的正常交易情况,如交易量大、交易次数多的金融工具,其持有者在转让时所承担的风险小。正是因为金融工具具有流动性,所以拥有多余货币的人才会向市场提供货币以购买债权,并获得红利或利息等收益,而在需要货币的时候则用债权换回货币。

(2) 期限性。金融工具的期限性是指债务人必须在信用凭证所载明的发行日至到期日的期限内偿还债务。各种金融工具的期限不等,有的期限长,有的期限短。有的金融工具(如股票)除按期支付红利或股息外,没有偿还本金的期限;有的金融工具(如支票)则可以随时支付。对持有者来说,金融工具的期限一般可以通过转让使长期变成短期、无期变成有期。正是因为金融工具有不同的期限和期限可转换性,才吸引着债权人和债务人根据自己的需要进行选择,并满足其融出和融入资金的需要。

(3) 安全性。金融工具的安全性是指它的本息在转让或到期收回时遭受损失的可能性。金融工具存在安全性,是因为它可能会遇到风险:一是违约风险,其是指因债务人道德品质、经营状况而发生违约现象的风险,它使不同的债务人发出的信用凭证的安全性具有差



异性；二是市场风险，其是指因市场供求关系变动导致利率变动，使金融工具的价格出现变动的风险。因此，资金需求者要根据自己的财力、信息、经验等分析各种金融工具的安全性。

(4) 收益性。金融工具的收益性用收益率来表示。收益率是金融工具给持有者带来的净收益与预付本金之间的比率。因为金融工具能够给持有者提供一定的收益，所以人们通常也把金融工具称为金融资产。收益率可以具体分为三种：一是名义收益率，即金融工具的票面收益与本金的比率；二是即期收益率，即金融工具的息票金额对其现时市场价格的比率，也就是用金融工具的现时市价的百分比来表示的年利息额；三是实际收益率，其又称为平均收益率，是指金融工具到期所获得的纯收益率，包括名义收益、资本的损益，其能够更准确地反映投资收益率。

金融工具的上述四个特性是紧密联系的。一般来说，安全性与流动性成正比，与期限性和收益性成反比；期限性与收益性成正比，与安全性和流动性成反比。同时，不同金融工具的上述四个特性存在着差别，如国债的安全性好，公司债券的安全性差。因此，投资者在选择金融工具时，难以要求一种金融工具都同时具有这四个特性，从而需要把资金分散投资于各种金融工具上。

### 三、金融市场媒体

金融市场媒体是指在金融市场上充当交易媒介，从事交易或促使交易完成的机构、组织或个人。其作用是促进投资者和筹资者之间的沟通，满足不同投资者和筹资者的需要，进而更好地促进金融市场上的资金融通。金融市场媒体也是金融市场的参与者。金融交易的发生离不开金融市场媒体，金融市场主体和金融市场媒体两者在金融市场上的作用有时是相同的。

金融市场媒体与金融市场主体之间的主要区别在于：首先，参与金融市场的目的不同，金融市场媒体(包括中介机构和经纪人)不是真正意义上的金融供应者或需求者，其以金融市场中介活动为经济业务，以赚取佣金为目的的；其次，由于金融市场媒体往往以投机者的身份从事交易，因而其在选择金融工具时对金融工具的流动性、风险性和收益性三者组合的偏好与金融市场主体有所不同。

金融市场媒体可分为两类：一类是机构媒体或组织媒体，如证券公司、商人银行、其他金融机构等；另一类是金融市场商人，包括经纪人和自营商。经纪人是金融市场上为投资者和筹资者介绍交易的中间商，其自身并不参与金融工具的交易，只是通过促成资金供给者和需求者之间的交易来赚取佣金。自营商则全面参与金融工具的交易，通过赚取买卖差价获利。

### 四、金融市场价格

金融市场价格也是金融市场最基本的构成要素之一。一般来说，金融市场价格表现为各种金融工具的价格，有时也可以通过利率来反映。金融市场价格与投资者的利益关系密切，极受其关注与重视。首先，一种金融工具的流动性、收益性和风险性决定了其自身的内在价值，从而奠定了这种金融工具的价格基础。其次，一种金融工具的价格还受供给、需求、其他金融工具价格，以及交易者心理预期等众多外在因素的影响。金融市场价格的形成十分复杂，几乎每时每刻都在发生波动。

价格机制在金融市场中发挥着极为关键的作用，是金融市场高效运行的基础。一个有

效的金融市场可以及时、准确、全面地体现金融工具的价值,反映各种市场信息,引导资金自动流向高效益的部门,从而优化整个经济体系中的资源配置。

## 五、金融市场组织方式

有了交易双方和交易对象,只是有了形成市场的可能性,还需要有一种形式把交易双方和交易对象结合起来,使交易双方便于联系,共同确定交易价格,最终实现金融交易。这种形式便是市场的组织方式。西方国家的金融市场主要有两种组织方式,即拍卖方式和柜台方式。

(1) 拍卖方式。在以拍卖方式组织的金融市场上,所有的金融交易都采取拍卖方式。金融交易中的拍卖和其他商品拍卖一样,买卖双方通过公开竞价的方式来确定买卖的成交价格。通常,由出售人把要出售的金融工具的要价报出,通过购买人之间的激烈竞争报出买价,最后出售人将金融工具出售给出价最高的购买人。

(2) 柜台方式。与拍卖方式不同,柜台方式不是通过交易所把众多的交易者集中起来,以竞价方式确定交易价格,而是通过作为交易中介的证券公司来进行金融工具交易。金融工具的实际买卖双方都分别与证券公司进行交易,或将要出售的工具卖给证券公司,或从证券公司那里买进想要购买的金融工具。

在以柜台方式组织的金融交易中,买卖价格不是通过交易双方的公开竞价来确定的,而是由证券公司根据市场行情和供求关系自行确定的。对某一种证券公司同意交易的金融工具,证券公司同时推出买入价格和卖出价格,宣布以该买入价格购买该种金融工具,以该卖出价格出售该种金融工具。这种挂牌方式称为双价制。证券公司一旦报出双价,在挂出新双价之前,买方不得拒绝以报出的买入价格买进该种金融工具,卖方不得拒绝以报出的卖出价格出售该种金融工具。证券公司报出的双价中,买入价格低于卖出价格。

金融市场五要素之间关系密切,相辅相成。其中,金融市场主体与金融市场客体是构成金融市场的最基本要素,是金融市场形成的基础。金融市场媒体、金融市场价格、金融市场组织形式则是伴随金融市场交易应运而生的,也是金融市场不可缺少的要素,对促进金融市场的繁荣和发展具有重要的意义。

## 第三节 金融市场的分类

金融市场是一个由众多细分的子市场组成的金融市场体系。金融市场的结构在不同的国家背景下具有不同的特点,深入了解金融市场的结构有助于判断一个国家金融市场的发展程度和发展特点。对金融市场管理者来说,研究金融市场的分类有利于完善对金融市场的管理。

随着金融工具的多样化及交易方式的复杂化,金融市场也变得日益复杂。关于金融市场的分类方法,除可根据交易中介划分,将其分为直接金融市场和间接金融市场外,最常见的还有以下几种分类方法。

## 一、按金融交易的期限划分

按金融交易的期限划分,金融市场可分为短期金融市场和长期金融市场。

### 1. 短期金融市场

短期金融市场又称为货币市场,是指以期限在一年以内的金融资产为交易工具的短期资金融通市场。货币市场是金融市场的基础市场,其产生和发展的主要动力是保持资金的流动性,它既可满足资金需求者的临时性资金需求,又可在短期内为资金供应者的闲置资金提供盈利的机会。在经济生活中,政府、企业、家庭和金融机构都需要用短期资金来周转,因而成为短期金融市场的主体。货币市场就其结构而言,可细分为短期信贷市场、同业拆借市场、回购协议市场、商业票据市场、银行承兑汇票市场、大面额可转让存单市场、短期政府债券市场。其中,短期信贷市场为间接金融市场,其余的为直接金融市场。货币市场为银行、企业提供了灵活的资金管理方法,又为中央银行实施货币政策进行宏观经济调控、保证金融市场的健康发展发挥着巨大的作用。

### 2. 长期金融市场

长期金融市场又称为资本市场,是指以期限在一年以上的金融资产为交易工具的中长期资金融通市场。资本市场的主要功能是满足资金供求双方对中长期资金融通的需求,实现储蓄向投资的转化,优化资源配置。将社会闲散资金转化为对实体经济的投资资金是微观经济主体扩大规模和宏观经济保持持续发展的重要条件。因此,资本市场是金融市场的核心市场。

资本市场主要包括债券市场和股票市场,其与货币市场之间的区别如下:

(1) 期限不同。资本市场上交易的金融工具期限均为一年以上,最长期限可达数十年,有些甚至无期限,如股票等;而货币市场上一般交易的是一年以内的金融工具,期限最短的只有几日甚至几个小时。

(2) 作用不同。货币市场所融通的资金大多用于满足工商企业的短期周转资金需要;而企业在资本市场上融通的资金大多用于企业的创建、设备更新、扩充设备和储存原料等,政府在资本市场上融通的长期资金则主要用于兴办公共事业和保持财政收支平衡。

(3) 风险程度不同。货币市场的金融工具由于期限短,流动性高,因而价格不会发生剧烈变化,风险较小;资本市场的金融工具由于期限长,流动性较低,因而价格变动幅度较大,风险也较高。

## 二、按金融资产的交易性质划分

按金融资产的交易性质划分,金融市场可分为初级市场和次级市场。

### 1. 初级市场

初级市场是新证券发行的市场,也称为一级市场,是组织证券发行,实现融资的市场。其主要功能是筹资、投资和实现储蓄向投资转化。在初级市场上,政府、企业、金融机构等资金需求者通过公开发行的股票、债券、商业票据等金融工具募集所需要的货币资金;投资者通过认购这些金融工具与发行人建立股权、债权关系,并在承担风险的同时取得必要的收益。初

级市场除了具有融资功能,还具有价值发现和信息传递的功能。借助金融工具的发行,健全的初级市场集中了社会闲散的货币资金,可转化对实体经济的投资,从而加快社会经济的发展。

## 2. 次级市场

次级市场也称为二级市场,是已公开发行的金融工具转手交易的市场,因此也称为流通市场。次级市场的主要功能是实现金融工具的流动性,而流动性是金融工具的基本特性。次级市场为投资者提供投资机会,同时为不同期限的金融工具提供以合理的价格提前变现的交易机会。次级市场还为社会提供经济运行的灵敏信号,次级市场上各类价格指数的变化可灵敏地揭示利率、汇率、股价的变动趋势,反映一国的宏观经济和国际社会的政治、经济运行态势。

在经济发达的国家和地区还存在着第三市场和第四市场,并被视为场外交易的一部分。第三市场是指未上市证券或不足一个成交批量的证券进行交易的市场;第四市场则是指投资者和证券的出卖者直接交易形成的市场。通常,机构投资者的交易金额很大,利用第四市场交易可以避开经纪人,从而大大降低手续费等中间费用。第四市场的交易具有保密性,不会因交易量大而影响市价。因此,第四市场具有极大的发展潜力。

## 三、按金融市场的市场形态划分

按金融市场的市场形态划分,金融市场可分为有形市场和无形市场。

### 1. 有形市场

有形市场是指有固定交易场所,集中进行交易的市场,一般指证券交易所、期货交易所、票据交换所等有组织的交易市场。有形市场借助固定的场地、配置的交易设施、专业化的中介服务和所提供的交易信息吸引买卖双方,集中反映金融市场的供求关系,并通过公开的竞价机制形成合理的价格,可提高市场的公开性、公平性和效率。

### 2. 无形市场

无形市场是指在交易所以外进行金融工具交易的市场。传统的无形市场是在证券公司、商业银行的柜台上完成的,因此又称为柜台市场。随着通信技术的发展和信用制度的完善,无形市场出现了向网络化发展的趋势,大量金融工具可以在网络上迅速交易。无形市场使金融市场进一步扩大了交易范围,延长了交易时间,降低了交易成本,增强了交易的灵活性,提高了交易的效率和市场的有效性。但由于无形市场的监管难度较高,自动交易技术的发展还面临诸如安全性等问题,因而还有待进一步完善。一些高风险金融工具的交易,尤其是金融衍生品的交易还需要对其加强专业性的管理。

## 四、按金融市场所在地域范围划分

按金融市场所在地域范围划分,金融市场可分为国内金融市场和国际金融市场。

### 1. 国内金融市场

国内金融市场是指金融交易的作用范围仅限于一国之内的市场。以本币计价的金融工具交易市场,反映对以本币计价的货币资金的供应和需求。国内金融市场按作用范围不同,可分为全国性金融市场、区域性金融市场、地方性金融市场。国内金融市场受本国金融监管

当局的管制。

## 2. 国际金融市场

国际金融市场是金融工具在国际上进行交易,并引起资本在国际流动的市场。国际金融市场是国际贸易、国际资本流动发展及国际经济联系加强的产物。广义的国际金融市场是指进行各种国际金融业务活动的场所,包括货币市场、资本市场、外汇市场、黄金市场和金融衍生品市场等,其交易活动受市场所在国法律的约束和金融监管当局的监管。狭义的国际金融市场是指同市场所在国的国内金融体系相分离,主要由市场所在国的非居民从事境外交易的市场,也称为境外金融市场或离岸金融市场。境外金融市场是无形市场,通常没有固定的交易场所,其通过所在地金融机构之间进行交易而存在于某一城市或某一地区。境外金融市场基本上是既不受所使用货币发行国政府法令的管制,又不受市场所在国法令管制的金融市场,其资金出入境自由,通常还可享受税收上的优惠待遇,是完全国际化的市场,并已成为国际金融市场的核心。

除了可根据以上的分类方法对金融市场进行分类外,还可根据其他标准进行划分。例如,按金融工具的属性划分,金融市场可分为基础性金融工具市场和金融衍生品市场;按金融资产的职能划分,金融市场可分为筹资投资的市场和保值投机的市场;按金融交易的交割期限来划分,金融市场可分为现货市场和期货市场;根据价格决定机制的不同划分,金融市场可分为公开市场和协议市场;等等。

## 第四节 金融市场的形成与发展

### 一、金融市场的形成

一般来说,金融市场的形成应以其存在的最基本的要素构成为前提,换句话说,必须以金融市场主体、金融市场客体和实际的交易活动为基础。虽然至今无人能确定金融市场产生的年代,但据推断,金融市场首先形成于17世纪的欧洲大陆。

早在古罗马时期,地中海沿岸的贸易活动就已有相当规模,并开始使用各种票据结算,这一时期意大利人发明了汇票。13世纪到14世纪,欧洲大陆出现了许多商品集散地和贸易交易所,即证券交易所的前身。这种经济贸易的继续发展,不仅使资本主义生产方式在欧洲萌芽,还引发了第一次工业革命。与第一次工业革命相伴的金融革命便是金融市场产生的历史动因。

欧洲经济贸易的飞速发展扩大了商品经济对金融的内在需求,从而引起金融自身的革命,首先是银行业的变革。银行产生于14世纪,它标志着金融关系发生了根本的变化。1397年成立的梅迪西银行和1407年成立于热那亚的圣乔治银行是新式银行的先河。此后,欧洲大陆尤其是西欧各国的银行业迅速发展。但是,由于银行仍处初创时期,因而银行倒闭时有发生,从而频频诱发金融危机,也孕育了新的金融革命,即债券与股票的产生与流通。正如美国学者金德尔伯格所说,英国金融革命的实质就在于国债的偿付,其结果在于资本市场的扩大使政府债务具有流动性。

17 世纪初,当资本主义处在原始积累时期,西欧出现了证券交易活动。历史上被认为最早出现证券交易活动的城市是比利时的安特卫普市和法国的里昂市。1608 年,荷兰建立了世界上最早的证券交易所即阿姆斯特丹证券交易所;1611 年,阿姆斯特丹证券交易所大厦建成,这也被认为世界上最早的证券交易所大厦,标志着金融市场已经形成。

## 二、金融市场的发展

金融市场大约已有四五百年的历史,但金融市场真正快速发展并进入较发达的时期则是在 20 世纪五六十年代以后。

从 17 世纪英国崛起到第一次世界大战以前,英国是世界上最大的殖民者,国际贸易与国际金融中心开始向伦敦转移,英国证券交易市场随之发展起来。证券市场的发展通常有两个源流:一个是股份公司制度的成长与发育,一个是财政上的公债制度。在当时的英国,这两者已逐渐合二为一了。

1600 年成立的东印度公司是世界上最早的股份公司。该公司从事航海业,由出资者出资入股,在每次航海归来后进行清算。随后,又相继出现了许多专利公司,股票便流通起来。1773 年,在伦敦新乔纳森咖啡馆正式成立了英国第一家证券交易所,它是伦敦证券交易所的前身。

18 世纪 60 年代,英国发生了产业革命,并陆续波及欧洲大陆的其他国家;19 世纪,产业革命在世界范围内基本完成。产业革命使机器生产代替手工业生产,大大提高了生产的社会化程度。欧美各国为了确立其产业资本,竞相在伦敦发行公债。英国国内也掀起了设立股份公司的高潮,使得英国证券市场中的股票交易和债券交易有了相当的规模。

与此同时,世界各主要资本主义国家也都先后发展了各自的证券市场。德国证券市场的历史可以追溯到 16 世纪。1585 年,法兰克福证券交易所成立,该交易所当时主要是供票据经纪人和硬币交换商定期开会用,并非一开始就经营证券,直到 1790 年,该交易所才经营部分债券。

美国的产业资本是在引进英国的生产技术和生产设备的基础上形成的。同德国一样,美国也积极利用股份公司制度。纽约证券交易所的起源可以追溯到 1792 年 5 月 17 日,当时 24 个证券经纪人在纽约华尔街 68 号外一棵梧桐树下签署了《梧桐树协议》,该协议规定了经纪人的“联盟与合作”规则。1817 年 3 月 8 日,这个组织起草了一项章程,并把名字更改为“纽约证券交易委员会”。1863 年改为现名,即“纽约证券交易所”。19 世纪 30 年代开始,美国各州的州债大量发行,逐渐吸引了外国资金尤其是英国资金的流入,进而使美国金融市场成长为国际性的金融市场。

法国的证券交易历史悠久,于路易十四时代已颁布了有关证券交易的法令。巴黎还曾一度与伦敦争夺欧洲及世界金融中心的地位。

日本的证券市场大约形成于明治时期,较欧洲证券市场滞后 200 多年。由于日本经济中的重要产业被财阀所控制,因而其证券市场也是封闭性和排他性的,各种证券不过是财阀获取利润的一种工具而已。

总而言之,在第一次世界大战以前,尽管世界各国金融市场的发展极不平衡,但就世界范围而言,还处在缓慢发展时期。第一次世界大战才使这种局面有所改变。

从第一次世界大战开始到第二次世界大战结束是金融市场发展的转折时期。在此期

间,英国在工业生产和国际贸易上的头等地位逐渐被美国取代,很多国家在世界经济中的地位及利益格局也都发生了很大变化。在此期间,曾陆续发生了因战争爆发而导致债券、股票交易所关闭的事件,因过度投机而引发数次“泡沫”事件,伦敦股票市场的两次大崩债等,可谓金融市场的多灾多难时期。然而,破坏意味着重建,这种变革不能不说是商品经济更高阶段的来临,第二次世界大战后的客观现实证实了这一点。

第二次世界大战以后,世界政治、经济格局发生了重大的改变,金融市场进入了急剧变革的时期,大的国际金融市场先后形成,新的金融市场不断地产生和发展,发展中国家的金融市场纷纷建立,全球金融市场出现一体化趋势。

### 三、我国的金融市场

#### 1. 新中国成立前的金融市场

新中国成立前,我国金融市场的雏形是在明代中期以后在浙江一带出现的钱业市场。钱业市场即钱庄与业主之间兑换货币和调剂资金余缺的市场。显而易见,它兼有早期银行与早期金融市场的功能。这与欧洲金融市场的形成大致在同一时期。但是,当时社会处于封建制度和自然经济为主导的时期,缓慢发展的商品经济不能产生对金融业的强烈需求,钱业市场也最终未能发展为现代金融市场。

1840年鸦片战争以后,我国的封建经济制度迅速瓦解,自给自足的自然经济被破坏,外国银行纷纷来华设立机构,我国的金融市场逐渐形成。我国最早的证券是1872年由李鸿章、盛宣怀等兴办的轮船招商局发行的股票和1894年由户部发行的债券。清朝末年,随着市场上股票和债券的增多,上海出现了证券买卖活动,这些证券买卖活动多由一些钱商、茶商、皮货商和商品经纪人兼营,因而交易是零星、分散的,而且一般都是现货交易。1918年,我国历史上第一个证券交易所——北京证券交易所成立,这是北洋政府1914年颁布《证券交易法》的直接结果。1921年,上海证券物品交易所、上海华商证券交易所陆续开业,天津证券花纱粮食皮毛交易所股份有限公司获准营业。由于证券交易业务量大,收益较多,吸引了众多的投资者,因而证券交易市场迅速发展起来。当时,仅上海的证券交易所就有十多家。

1921年,由于发生信用风潮,有90%的证券交易所倒闭,我国的金融市场遭受了一次严重的打击。抗日战争期间,证券交易出现第二次高潮,但终因战事吃紧、时局不稳而萧条。日本投降后,国民党政府为吸引游资而力促证券交易市场的恢复,但终因恶性通货膨胀而不了了之,直至新中国成立后恢复。

新中国成立前,我国的金融市场由于带有半殖民地半封建性质的烙印,加上一直为战争所困扰,经济发展缺乏需求动因,因此一直处于风雨飘摇、半死不活、时续时断的状态。这有力地说明,商品经济没有发展到一定阶段,金融自身没有实质性的发展,人力是不能促使金融市场快速发展的。

#### 2. 新中国成立后的金融市场

新中国成立后,经过几年的经济恢复,我国开始全面实施社会主义计划经济体制,生产统一计划,物资统一分配,资金统一调拨,商品统一供应。在这种情况下,金融市场的发展举步维艰。

改革开放以来,我国经济体制发生了根本性的变化,特别是提出改革旧的计划经济制度,

建立社会主义市场经济体制之后,金融市场作为市场经济的重要组成部分也迅速形成和发展。

1984年,我国开始允许金融机构之间相互拆借资金以调剂余缺,形成同业拆借市场。1985年,我国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。1981年以来,我国每年都发行大量的国债(国库券),但起初并不能流通转让;从1988年开始,允许部分国库券上市流通,使债券交易市场初步形成。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,其发行了定期3年的股票。随后,上海飞乐音响公司向社会公开发行了部分不偿还股票,从而拉开了新中国成立后股票交易的序幕。1990年12月,上海证券交易所和深圳证券交易所相继开业,标志着我国股票市场进入了一个新阶段。从1986年起,我国开始办理外汇调剂业务;1988年,我国共设立了10个外汇调剂中心,从而初步建成了外汇调剂市场。从1994年1月1日起,我国实行人民币汇率并轨,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。

随着金融体制的改革,我国金融市场发展迅猛,新的金融产品层出不穷,金融市场的深度与广度有了质的飞越。尤其是近几年市场化利率和互联网金融的异军突起,不断挑战和刺激着金融市场业务的转型和创新。因此,在新的经济金融形势下,大力发展金融市场业务,实现金融市场业务转型和创新是我国未来金融市场的发展趋势。当然,除金融市场业务创新外,金融组织、金融工具、金融信息化、混业经营的创新也将是我国金融市场创新的重要发展趋势。



### 复习思考题 >>>>

1. 什么是金融市场?
2. 金融市场的主要功能有哪些?
3. 金融市场主体及金融市场客体主要包括哪些?
4. 什么是金融工具? 金融工具有哪些特征?



### 案例分析 >>>>

#### 香港金融市场的架构<sup>①</sup>

香港的金融市场建设已日趋成熟,已经发展成举世公认的国际金融中心。香港金融市场能够取得这个地位,得益于香港安定的政治与社会环境、优越的地理位置、自由开放的经济政策、发达的资讯、可以自由进出的资金、高素质的劳动人口、健全的法律制度、金融自由化与优良的国民待遇、低税率和高效的基础设施。

按业务性质,可将香港金融市场分为7种类型,分别为股票市场、债券市场、保险市场、货币市场、外汇市场、衍生品市场和黄金市场。这7种市场各自独立,又相互有一定的关联。

##### 1. 股票市场

香港证券交易的历史可追溯到1866年,但直至1891年香港经纪协会设立,香港才成立

<sup>①</sup> 香港金融市场概览:业务性质与市场监管[EB/OL]. (2017-10-23)[2019-05-14]. <http://stock.qq.com/a/20171023/016936.htm>. (有改动)



了第一个正式的股票市场,并发展为全球重要的股票市场之一。香港股票市场是一个开放的市场,一个高度国际化的市场。只要符合条件,世界各地的企业都可以来香港发行上市股票。

香港股票市场分为主板和创业板两个层次。其中,主板居于主导地位,主板中金融行业的市值占比高达28%,为市值占比最高的行业;消费类公司数量约36%,为数量最多的行业;金融业特色公司(如交易所、资产管理公司等)、可选消费(如电影与娱乐、专卖店、博彩、餐饮等)、电信和科技(电信公司、互联网与软件)等行业的占比也较大。

香港股票市场可进行指定股票卖空交易。卖空是指投资者预测某股票的价格将会下跌,于是向经纪人交付抵押金并借入该股票抢先卖出,待股价下跌到某一价位时再买进该股票,然后归还借入的股票,从中获取差额收益。

### 2. 债券市场

香港债券市场起步较晚,直至20世纪70年代才启动。1971—1974年,怡和香港国际地产和亚洲航空等公司发行了港元债券,拉开了香港债市的帷幕。香港债券市场虽然起步较晚,但发展较快。

### 3. 保险市场

香港是全球最开放的保险业中心之一,几乎所有的国际知名保险集团都在香港设立了分支机构或地区管理总部。

### 4. 货币市场

香港的货币市场主要包括短期存款、同业拆借、商业票据、外汇基金票据和欧洲货币市场几大部分。其中,同业拆借市场规模庞大,交投活跃。香港银行同业拆放利率及借入利率是金融市场资金流动性的重要指标,对港元信贷的定价起重要的作用。香港银行同业拆借利率是按市场参与者之间的资金供求来决定的,这个利率是香港短期贷款的最重要的价格指针之一。

### 5. 外汇市场

香港的外汇市场发展成熟,买卖活跃。香港没有外汇管制,且位于有利的时区,这对其促进外汇市场的发展十分有利,香港的投资者可以全天24小时在世界各地的外汇市场进行外汇买卖。因此,香港已经成为一个重要的国际外汇交易市场。

### 6. 衍生品市场

衍生产品市场方面,香港期货交易所(期交所)及联交所可为投资者提供一系列期货及期权产品,品种繁多,包括指数期货、股票期货、利率期货、债券期货、黄金期货、指数期权及股票期权等。

### 7. 黄金市场

香港黄金市场由香港金银业贸易场、香港伦敦金市场、香港黄金期货市场组成。1974年,香港取消了对黄金进出口的管制,加之香港黄金市场在时差上刚好填补了纽约、芝加哥市场收市和伦敦开市前的空档,形成完整的世界黄金市场,这使香港黄金市场得以较快发展,成为世界四大黄金市场之一。

### 问题:

香港金融市场由哪几部分组成?

## 第二章

# 货币市场

### 学习目标

- 了解货币市场的特征和类型；
- 掌握货币市场的工具；
- 掌握货币市场的功能；
- 了解货币市场的参与者；
- 了解中央银行对货币供给的调节手段；
- 了解货币市场与其他市场的关系；
- 掌握同业拆借市场的形成与发展；
- 了解同业拆借市场的特点与功能,同业拆借业务的分类；
- 了解回购业务的分类；
- 了解票据市场的概念和类型,以及票据市场的构成要素；
- 了解短期政府债券市场的概念,国库券市场的特征；
- 了解货币市场共同基金的特征。

### 案例导入

#### 劣币驱逐良币的现象

劣币驱逐良币是16世纪英国政治家、理财家托马斯·格雷欣提出的,后来被英国经济学家麦克劳德在其著作《经济学纲要》中加以引用,并命名为“格雷欣法则”。

劣币驱逐良币的现象曾在美国货币史上有所表现。美国于1791年建立金银复本位制,它以美元作为货币单位,规定金银的比价为1:15,但当时法国等几个实行金银复本位制的国家规定的金银比价为1:15.5。也就是说,在美国,金对银的法定比价低于国际市场的比

价。于是黄金很快就在美国的流通界消失了,金银复本位制实际上变成了银本位制。

1834年,美国重建金银复本位制,金银的法定比价重新定为1:16,而当时法国和其他实行金银复本位制的国家规定的金银比价仍然是1:15.5。这时就出现了相反的情况,即由于美国银对金的法定比价定得比国际市场的低,因此金币充斥美国市场,银币却被驱逐出流通领域,金银复本位制实际上又变成了金本位制。

一个有效率的货币市场应该是一个具有广度、深度和弹性的市场。货币市场的广度是指货币市场参与者的多样化,货币市场的深度是指货币市场交易的活跃程度,货币市场的弹性是指货币市场在应对突发事件及巨量成交后迅速调整价格的能力。在一个具有广度、深度和弹性的货币市场上,市场容量大,信息流动迅速,交易成本低廉,交易活跃且持续,能吸引众多的投资者和投机者参与。

## 第一节 货币市场概述

### 一、货币市场的概念

前面的内容讲过,短期金融市场又称为货币市场,是指以期限在一年以内的金融资产为交易工具的短期资金融通市场。货币市场可满足资金需求者的短期资金需求,还可为资金盈余者提供投资渠道,也是中央银行实施货币政策的操作手段之一。

### 二、货币市场的特征

(1) 交易对象的交易期限短。交易对象的交易期限短是货币市场交易对象最基本的特征。最短的交易期限只有半天,最长的不超过1年,大多为3~6个月。

(2) 解决短期资金周转的需要。由于货币市场中交易对象的交易期限短,因而货币市场交易的主要目的是解决短期资金周转的需要。

(3) 流动性强。较强的流动性是由于交易期限短导致的。期限短的交易对象随时可以在市场上转换成现金,使其流动性接近货币,因此把短期金融市场称为货币市场。

(4) 风险相对较低。货币市场交易对象的期限短,不确定因素相对较少,加上变现的时间间隔较短,很容易被短期交易者接受。虽然其短期收益非常有限,但其价格平稳,参与交易的双方遭受损失的可能性很小,因此其风险很低。

### 三、货币市场的类型

根据不同的借贷或交易方式和业务划分,货币市场可分为以下几种类型。

#### 1. 银行短期信贷市场

银行短期信贷市场是指银行同业间拆借和银行对工商企业提供短期信贷资金的场所。该市场是在资本国际化的过程中发展起来的,其功能在于解决银行和工商企业的临时性短期流动资金不足问题。

银行短期信贷市场的拆借期限长短不一,一般为隔夜、1周、1个月、3个月或6个月,最长不超过1年。国际上,银行短期信贷的拆借利率以伦敦同业拆放利率(London interbank offered rate, Libor)为基础。该市场的交易方式较为简便,贷款不必担保。在我国,银行短期信贷市场集中在位于上海的全国银行间同业拆借中心,其利率以上海银行间同业拆放利率(Shanghai interbank offered rate, Shibor)为基础。

## 2. 短期证券市场

短期证券市场是指进行短期证券发行与买卖的场所。这些短期证券的期限一般少于一年,包括国库券、可转让定期存款单、商业票据、银行承兑票据等,其最大特点是具有较大的流动性和安全性。

## 3. 贴现市场

贴现市场是指对未到期票据通过贴现方式进行资金融通而形成的交易市场。

贴现市场的主要经营者是贴现公司。贴现交易的信用票据主要有国库券、短期债券、银行承兑票据和部分商业票据等。贴现利率一般高于银行贷款利率。

# 四、货币市场的工具

货币市场工具是指期限小于或等于一年的债务工具。它们具有很高的流动性,属固定收入证券的一部分。货币市场工具交易在许多情况下是大宗交易,个人投资者难以参与,个人投资者通过货币市场基金来间接进行货币市场工具投资。

货币市场工具主要有短期国债、大额可转让存单、商业票据、银行承兑汇票、回购协议和其他货币市场工具。

## (一) 短期国债

短期国债是一国政府为满足先支后收所产生的临时性资金需求而发行的短期债券。英国是最早发行短期国债的国家。

### 1. 短期国债的特点

(1) 风险低。短期国债是政府的直接负债,政府在一国有最高的信用地位,一般不存在到期无法偿还的风险。因此,投资者通常认为投资短期国债基本上没有风险。

(2) 流动性高。由于短期国债的风险低、信誉高,因而工商企业、金融机构、个人都乐于将短期资金投资到短期国债上,并以此来调节自己的流动资产结构,从而为短期国债创造了十分发达的二级市场。

(3) 期限短。短期国债的发行期限基本上为一年以内,大部分为半年以内。

### 2. 短期国债的分类

按期限划分,短期国债可分为3个月、6个月、9个月和12个月的国债等;按付息方式划分,短期国债可分为贴现国债和付息国债。

(1) 贴现国债。贴现国债又称为贴息发行国债,是指券面上不含利息或不附有息票、以贴现方式发行的国债。贴现国债的发行价格与票面额的差额为所得利息。贴现国债票面上不规定利率,其发行价低于票面额,到期按票面额支付本息。大部分短期国债为贴现国债。

(2) 付息国债。付息国债是指债券券面上附有息票,定期按息票利率支付利息的一种国债。付息国债的每期利息按年利率的单利计息。由于其分期所得利息可用于再投资而获取再投资收益,因而付息国债在全部偿还期间获得的利息从性质上看相当于按复利计息,因此其票面利率与相同期限的零息国债相比要低一些。国外大部分中长期债券都是付息债券。

## (二) 大额可转让存单

大额可转让存单也称为大额可转让存款证,是银行发行的一种定期存款凭证,凭证上印有一定的票面金额、存入和到期日、利率,到期后可按票面金额和规定利率提取全部本息,逾期存款不计息。大额可转让存单可流通转让,自由买卖。大额可转让存单是银行存款的证券化。

大额可转让存单通常不记名,不能提前支取,可以在二级市场上转让;按标准单位发行,面额较大;发行人多为大银行;期限多在一年以内。

## (三) 商业票据

商业票据一般是指商业上由出票人签发,无条件约定自己或要求他人支付一定金额,票据可流通、转让,持有人具有一定权利的凭证。商业票据是信用良好的工商企业为筹集短期资金而开出的票据。

### 1. 商业票据的种类

(1) 短期票据。其是货币市场中的短期信用工具,最短期限是 30 天,最长期限是 270 天。

(2) 单名票据。单名票据是指只列出出票人的姓名,不列出收款人的姓名的商业票据。单名票据的流通转让无须履行背书手续,票据持有人即是债权人,在票据到期时可直接向出票人要求付款,但出票人无力付款时持有人无法向转让人追索。

(3) 融通票据。融通票据也称为金融票据或空票,是指一方在无对价基础上为另一方背书或承兑的票据,如汇票、期票等。直接承兑或保证支付票款的责任者称为融通人。

(4) 大额票据。其是指面额是整数、数额巨大的商业票据。

(5) 无担保票据。其是指无须担保品和保证人,只以公司信用做担保的商业票据。

(6) 市场票据。其是指以非特定公众为销售对象的商业票据。

(7) 大公司票据。其是指那些财务健全、信用良好的大公司发行的商业票据。

(8) 贴现票据。其是指以贴现的方式发行,即在发行时先预扣利息的商业票据。

### 2. 商业票据的特点

(1) 商业票据是具有一定权利(付款请求权和追索权)的凭证。

(2) 持有人对商业票据的权利与义务是不存在任何原因的。持有人拿到商业票据就已经取得其所赋予的全部权利。

(3) 商业票据的形式和内容标准化和规范化。

(4) 商业票据是可流通的证券。除了商业票据本身的限制外,商业票据是可以凭背书和交付而转让的。

#### （四）银行承兑汇票

银行承兑汇票是由在承兑银行开立存款账户的存款人出票,向开户银行申请并经银行审查同意承兑的,保证在指定日期无条件支付确定的金额给收款人或持票人的票据。对出票人签发的银行承兑汇票进行承兑是银行基于对出票人资信的认可而给予的信用支持。我国的银行承兑汇票每张票面金额最高为1 000万元(含)。银行承兑汇票按票面金额向承兑申请人收取一定的手续费。银行承兑汇票的承兑期限最长不超过6个月。承兑申请人在银行承兑汇票到期未付款的,按规定计收逾期罚息。

#### （五）回购协议

回购协议是指资金需求者卖出一种证券,并约定于未来某一时间以约定的价格再购回该证券的交易协议。回购协议实质上是一种以有价证券做抵押的短期资金融通方式,在形式上表现为附有条件的证券买卖。例如,某公司的银行账户上有600万元的闲置资金,该公司想将此闲置资金贷出1周,以获得利益。该公司与某银行协商后签订了回购协议,协议约定该公司用600万元闲置资金从银行购买国库券,而该银行在1周后按照略高于该公司买入价的特定价格回购该公司买入的国库券。这就相当于该公司把600万元贷给银行,同时持有价值600万元的国库券;银行获得600万元的流动资金,1周后,银行以高于该公司买入价的特定价格回购该国库券,用以清偿600万元的贷款及其利息。因此,回购协议已经成为银行资金的重要来源,而大公司是这个市场的主要贷款者。

回购协议有以下几个特点:

(1) 将资金的收益与流动性融为一体,增大了投资者的兴趣。投资者可以根据自己的资金安排与借款者签订回购协议,在保证资金可以在需要用时随时收回的前提下来增加资金的收益。

(2) 增强了长期证券的变现性,可避免证券持有者因资金需要进行长期证券变现而可能带来的损失。

(3) 具有较强的安全性。回购协议一般期限较短,并且又有待回购债权做抵押,所以投资者可以根据资金市场行情的变化及时抽回资金,避免长期投资的风险。

(4) 长期回购协议可以用来套利。例如,银行可以较低的利率用回购协议的方式取得资金,再将资金以较高的利率贷出,以从中获得利差。

#### （六）其他货币市场工具

##### 1. 欧洲美元

欧洲美元是指存放在美国境外的外国银行或者美国银行境外分支机构里的美元存款,或是从这些银行借到的美元贷款。欧洲美元与美国国内流通的美元是同一货币,具有同等价值,具有相同的流动性和购买力;所不同的是,欧洲美元不由美国境内金融机构监管,不受美联储相关银行法规、利率结构的约束。

##### 2. 联邦基金

联邦基金是指美国的商业银行存放在联邦储备银行(中央银行体系)的准备金,包括法定准备金及超过准备金要求的资金。这些资金可以借给其他成员银行,以满足其对短期准

备金的需求,拆借的利率称为联邦基金利率。联邦基金利率是银行系统中信贷市场松紧情况和货币政策立场的晴雨表。联邦基金利率越高,说明银行系统中的资金越紧张;联邦基金利率越低,说明银行的借贷需求越弱。

## 五、货币市场的功能

货币市场产生和发展的初始动力是保持资金的流动性。它借助于各种短期资金融通工具,将资金需求者和资金供应者联系起来,既满足了资金需求者的短期资金需要,又为资金供应者暂时闲置的资金提供了获取利润的机会。但这只是货币市场的表面功能,将货币市场置于金融市场以至市场经济的大环境中可以发现,货币市场的功能远不止于此。货币市场既从微观上为银行、企业提供灵活的资金管理手段,使其在对资金的安全性、流动性、盈利性相统一的管理上更方便和灵活,又为中央银行实施货币政策以调控宏观经济提供手段,为保证金融市场的发展发挥巨大的作用。货币市场的主要功能如下。

### 1. 短期资金融通功能

短期资金融通功能是货币市场的一个基本功能。市场经济条件下的各种经济行为主体客观上有资金盈余方和资金不足方之分,从期间上可分为一年期以上的长期性资金余缺和一年期以内的短期性资金余缺两大类。资本市场为中长期资金的供需提供服务,货币市场则为季节性、临时性资金的融通提供了可行之途径。相对于长期投资性资金需求来说,季节性、临时性资金需求是微观经济行为主体最基本也是最频繁的资金需求。因为季节性、临时性资金不足是微观经济行为主体日常经济行为的频繁性所造成的,所以是必然的、频繁的。这种资金缺口如果不能得到弥补,就连社会的简单再生产也不能维系,或者只能使商品经济处于初级水平。

### 2. 管理功能

货币市场的管理功能主要是指通过其业务活动的开展,促使微观经济行为主体加强自我管理,提高经营水平和盈利能力的功能。

(1) 同业拆借市场、证券回购市场等有利于商业银行业务经营水平的提高和利润最大化目标的实现。同业拆借市场和证券回购市场是商业银行在货币市场上融通短期资金的主要渠道。充分发达的同业拆借市场和证券回购市场可以适时、有度地调节商业银行准备金的盈余和亏缺,使商业银行无须为了应付提取或兑现业务而保有大量的超额准备金。因此,商业银行要运用科学的方法进行资金的流动性管理,使资产负债管理跃上一个新的台阶。

(2) 票据市场有利于以营利为目的的企业加强经营管理,提高自身的信用水平。只有信誉优良、经营业绩良好的主体才有资格签发票据并在发行、承兑、贴现各环节得到社会的认可和接受,不同信用等级主体所签发和承兑的票据在权利和义务关系上有明显的区别,表现在利率的高低、票据流动能力的强弱、抵押或质押金额的大小等方面。因此,试图从票据市场上获得短期资金来源的企业必须是信誉优良的企业,而只有管理科学、效益优良的企业才具备这样的条件。

### 3. 政策传导功能

市场经济国家中央银行主要通过运用再贴现政策、法定存款准备金政策、公开市场业务

等来影响市场利率和调节货币供应量,从而实现宏观经济调控目标。在这个过程中,货币市场发挥了政策传导功能,主要体现在以下几点:

(1) 同业拆借市场是传导中央银行货币政策的重要渠道。中央银行通过同业拆借市场传导货币政策借助于对同业拆借利率和商业银行超额准备金的影响。首先,同业拆借利率是市场利率体系中对中央银行的货币政策反应最为敏感和直接的利率之一,成为中央银行货币政策变化的“信号灯”。中央银行通过货币政策工具的操作,最先影响同业拆借利率,继而影响整个市场利率体系,从而达到调节货币供应量和调节宏观经济的目的。其次,就超额准备金而言,发达的同业拆借市场会促使商业银行的超额准备金维持在一个稳定的水平,这显然给中央银行控制货币供应量创造了一个良好的条件。

(2) 票据市场为中央银行提供了宏观调控的载体和渠道。首先,再贴现政策必须在票据市场实施。一般情况下,中央银行提高再贴现率会起到收缩票据市场的作用;反之,则会扩展票据市场。中央银行通过票据市场反馈的信息来适时调整再贴现率,通过货币政策中介目标的变动达到货币政策最终目标的实现。另外,随着票据市场的不断完善和发展,票据市场的稳定性不断增强,会形成一种处于均衡状态下随市场规律自由变动的、供求双方均能接受的市场价格,反映在资金价格上就是市场利率,它无疑是中央银行利率政策的重要参考。其次,多种多样的票据是中央银行进行公开市场业务操作的工具之一,中央银行通过买进或卖出票据来投放或回笼货币,以灵活地调节货币供应量,实现货币政策目标。

(3) 国库券等短期债券是中央银行进行公开市场业务操作的主要工具。公开市场业务与存款准备金政策和再贴现政策相比有明显的优势,它使中央银行处于主动地位。其规模根据宏观经济的需要可大可小,交易方法和步骤可以随意安排,不会对货币供给产生很大的冲击;同时,其操作的隐蔽性不会改变人们的心理预期,因此易于达到理想的效果。但是,开展公开市场业务操作需要中央银行具有相当规模的、种类齐全的有价证券。其中,国债尤其是短期国债是主要品种。因为国债信用优良,流动性强,适应了公开市场业务操作的需要,所以具有普遍接受性的各种期限的国库券成为中央银行进行公开市场业务操作的主要工具。

(4) 促进资本市场尤其是证券市场发展的功能。货币市场和资本市场作为金融市场的核心组成部分,前者是后者规范运作和发展的基础。首先,发达的货币市场为资本市场提供了稳定、充裕的资金来源。从资金供给角度来看,资金供给者提供的资金层次是由短期到长期、由临时性到投资性的。因此,货币市场在资金供给者和资本市场之间搭建了一个“资金池”,资本市场的参与者必不可少的短期资金可以从货币市场得到满足,而从资本市场退出的资金也能在货币市场找到出路。其次,货币市场的良性发展减少了由于资金供求变化对社会造成的冲击,使从长期市场退下来的资金有了出路,使短期游资对市场的冲击力大减,投机活动达到了最大可能的抑制。因此,只有货币市场健全了,金融市场上的资金才能得到合理的配置,“先货币市场,后资本市场”是金融市场发展的基本规律。

## 六、货币市场的参与者

货币市场的参与者主要有机构和货币市场专业人员。机构参与者包括商业银行、中央银行、非银行金融机构、政府、非金融性企业,货币市场专业人员包括经纪人、交易商、承销



商等。

(1) 商业银行参与货币市场的目的是进行头寸管理,灵活调度头寸,以调整短期资金的余缺。商业银行参与货币市场的主要方式是短期借贷和买卖短期债券。商业银行是货币资金的主要供给者和需求者,是货币市场中的大户。

(2) 中央银行参与货币市场的目的是进行公开市场业务操作,实现货币政策目标。其参与货币市场的方式主要是买卖短期国债。

(3) 政府参与市场的主要目的是筹集资金以弥补财政赤字,解决财政收支过程中短期资金不足的问题。

(4) 非银行金融机构参与货币市场的目的是从货币市场上找到低风险、高流动性的金融工具,实现投资的最佳组合。

(5) 货币市场上的经纪人、交易商或承销商参与货币市场活动的目的是取得佣金收入和差价收入。

(6) 非金融企业参与货币市场活动的目的是调整流动性资产比重,取得短期投资收益或调剂短期资金的余缺。

## 七、中央银行调节货币供给的工具

中央银行调节货币供给的主要工具有以下几种。

### 1. 法定存款准备金率

法定存款准备金率是指以法律形式规定商业银行等金融机构将其吸收存款的一部分上缴中央银行作为准备金的比率。

法定存款准备金率的调整对货币市场的影响主要如下:

- (1) 即使法定存款准备金率调整的幅度很小,也会引起货币供应量的巨大波动。
- (2) 其他货币政策工具的实施都是以法定存款准备金率为基础的。
- (3) 即使商业银行等金融机构由于种种原因持有超额准备金,法定存款准备金率的调整也会产生效果。

### 2. 再贴现政策

再贴现政策是指中央银行对商业银行持有未到期票据向中央银行申请再贴现时所做的政策规定。再贴现政策包括两方面的内容:一是确定与调整再贴现率,二是规定商业银行向中央银行申请再贴现的资格。

中央银行通过采取再贴现政策,可达到以下效果:

- (1) 再贴现率的调整可以改变货币供给总量。
- (2) 对再贴现资格条件的规定可以起到抑制或扩大再贴现业务的作用,并能够改变资金的流向。

### 3. 公开市场业务

在多数发达国家,公开市场业务是中央银行吞吐基础货币,以调节市场流动性的主要货币政策工具。其通过中央银行与市场交易对手进行有价证券和外汇交易,实现货币政策调控目标。我国的公开市场业务操作包括人民币操作和外汇操作。我国的公开市场操作发展

较快,目前已成为我国中央银行货币政策日常操作的主要工具之一,对调节银行体系的流动性水平,引导货币市场利率走势,促进货币供应量合理增长发挥了积极的作用。

公开市场业务的特点如下:

- (1) 可以按照政策目的主动进行操作。
- (2) 买卖数量、方向可以灵活控制。
- (3) 其调控效果和缓。
- (4) 其影响范围广。

## 八、货币市场与资本市场的关系

### (一) 货币市场与资本市场的联系

资本市场包括股票市场、债券市场、基金市场和中长期信贷市场等,其融通的资金主要作为扩大再生产的资本使用,因此称为资本市场。作为资本市场重要组成部分的证券市场,具有通过发行股票和债券的形式吸收中长期资金的能力,公开发行的股票和债券还可在二级市场上自由买卖和流通,有着很强的灵活性。

资本市场和货币市场都是资金供求双方进行交易的场所,是经济体系中聚集、分配资金的“水库”和“分流站”。但两者有明确的分工,即资金需求者通过资本市场筹集长期资金,通过货币市场筹集短期资金,国家经济部门则通过这两个市场来调控金融和经济活动。从历史上看,货币市场先于资本市场出现,货币市场是资本市场的基础。但资本市场的风险要远远大于货币市场,其原因主要是中长期内影响资金使用效果的不确定因素增多,影响资本市场价格水平的因素也较多。

资本市场和货币市场统称金融市场,是我国社会主义市场经济的重要组成部分,受到了政府的高度重视,发展速度很快,目前已初具规模。实践证明,金融市场的建立和发展对优化资源配置,搞活资金融通,提高资金使用效率,筹措建设资金,以及建立现代企业制度都具有重要的意义。

### (二) 货币市场与资本市场的区别

#### 1. 参与者结构不同

股票市场的参与者有实业公司、投资者和市场交易中介,债券市场比股票市场多了一个政府参与者。在股票市场和债券市场中,交易双方主要是公众、公司和政府,金融机构的主要职能是市场交易中介。货币市场的交易者是金融机构和中央银行,交易双方都是金融机构或金融机构与中央银行,而无普通企业和公众。

#### 2. 风险大小不同

货币市场工具的平均质量较高,风险较小。股票市场的股票和债券市场的债券均因发行人的资信情况不同而风险大小不同。

#### 3. 市场组织形式不同

股票市场和债券市场都可以由拍卖市场(交易所市场)和柜台市场构成,而货币市场是一个典型的柜台市场。

#### 4. 发行和定价方式不同

由于货币市场工具的短期性,贴现发行成为投资人最喜欢的方式。股票既无期限又无固定利率,根本不可能采用贴现方式发行;债券的期限较长,也不适宜采用贴现方式发行。

## 第二节 同业拆借市场

同业拆借市场是指金融机构之间以货币借贷方式进行短期资金融通活动的市场。同业拆借的资金主要用于弥补银行短期资金的不足和票据清算的差额,以及解决临时性资金短缺的需要。

在市场经济条件下,同业拆借市场既是商业性金融机构之间融通短期资金的场所,也是中央银行货币政策操作的窗口和传导机制,对金融市场的形成发挥着基础性的作用。同业拆借市场已经成为货币市场中最具影响力的子市场,对商业银行的经营管理和中央银行的宏观调控发挥着越来越重要的作用。

### 一、同业拆借市场的形成与发展

同业拆借市场起源于存款准备金制度的确立。为了保证商业银行的存款支付能力和控制商业银行的信用扩张能力,美国最早以法律规定接收存款的商业银行必须按存款余额的一定比例向联邦储备银行缴纳存款准备金。

然而,在日常经营活动中,商业银行的存款余额随时都在发生变动,因此不可能要求商业银行时刻保持其在中央银行存款准备金账户上的余额恰好等于法定存款准备金余额。一部分商业银行的实际存款准备金会超过法定存款准备金,形成超额存款准备金。这就意味着银行会有资金闲置和相应的利息收入的损失;而另一部分商业银行的实际存款准备金又低于法定存款准备金要求,在出现有利的投资机会而又无法筹集到所需资金时,就不得不放弃投资机会或出售资产收回贷款等。银行间客观存在的相互调剂、融通存款准备金的要求,为同业拆借市场的产生创造了条件。1921年,纽约货币市场首创会员银行之间的同业拆借市场;20世纪30年代的经济大危机以后,世界各国相继实施存款准备金制度,同业拆借市场便在世界许多国家和地区广泛发展起来。

同业拆借的产生原本是为了适应商业银行调整存款准备金的要求。但近年来,由于同业拆借市场参与者扩展至所有金融机构,加上金融创新的发展,使同业拆借市场的交易规模日益扩大,功能也随之发生了巨大变化,主要体现在以下几点:

(1) 同业拆借期限变长,同业拆借已成为金融机构,特别是商业银行进行资产负债管理的重要工具。一方面,许多大银行为增强其盈利能力,减少持有短期流动性资产而增加长期放款和投资,当出现清偿要求时就通过同业拆借市场拆入资金,或者采用循环拆借的方式来获取稳定的长期资金;另一方面,许多中小银行及其他金融机构对资产负债管理采取较为审慎的态度或对资产流动性要求较高,不愿将超额存款准备金运用于发放贷款或其他风险较大的资产业务,而主要向资信良好的大银行拆出资金,这样既可获取利息收入,又能规避风

险。因此,同业拆借有利于金融机构及时调整资产负债结构,兼顾资金的盈利性和流动性,实现其经营管理目标。

(2) 同业拆借市场已成为中央银行监测银根状况、进行金融调控的重要窗口。中央银行货币政策工具的使用会直接或间接地影响商业银行的存款准备金余额,进而影响同业拆借利率,使同业拆借利率成为及时反映银根松紧状况的敏感指标,并可对其他资金市场利率的变化提供依据,发挥着宣示中央银行货币政策意图的作用。因此,一些国家的中央银行选择把同业拆借利率作为货币政策的操作目标。

## 二、我国同业拆借市场的发展

我国的同业拆借市场始于 1984 年,现在已经发展成为颇具规模的重要市场,在国民经济的发展中发挥着越来越重要的作用。

### 1. 起步阶段

1984—1991 年为我国同业拆借市场的起步阶段。这一阶段,拆借市场的规模迅速扩大,交易量成倍增加,但由于缺乏必要的规范措施,同业拆借市场在不断扩大的同时也产生了一些问题。例如,经营资金拆借业务的机构管理混乱,利率居高不下,利率结构严重不合理,拆借期限不断延长,违反了短期融资的原则等。对此,中国人民银行在 1988 年根据国务院指示,对同业拆借市场的违规行为进行了整顿,对融资机构进行了清理。整顿后,我国同业拆借市场交易量保持了不断上升的势头。

### 2. 快速发展阶段

1992—1995 年为我国同业拆借市场高速发展的阶段。这一阶段,各年的成交量逐年上升。但在 1992 年下半年到 1993 年上半年,同业拆借市场又出现了严重的违规现象。例如,大量短期资金被用于房地产投资、炒买炒卖股票,或者用于开发区上新项目,进行固定资产投资,变短期资金为长期投资,延长拆借资金期限,提高拆借资金利率,且市场机构重复设置,多头对外。这种混乱状况造成了银行信贷资金大量流失,干扰了金融宏观调控,使国家重点资金需要无法保证,影响了银行的正常运营,扰乱了金融秩序。为扭转这一混乱状况,中国人民银行于 1993 年 7 月先后出台了一系列政策措施,对拆借市场全面整顿,大大规范了同业拆借市场的行为,使拆借交易量迅速下降,利率明显回落,期限大大缩短,市场秩序逐渐好转。

### 3. 规模发展阶段

1996 年至今为我国同业拆借市场的规模发展阶段。1996 年 1 月 3 日,中国人民银行正式启动全国统一同业拆借市场,使我国的同业拆借市场进入了一个新的发展阶段。我国最初建立的统一拆借市场分为两个交易网络,即一级网络和二级网络。中国人民银行总行利用上海外汇交易中心建立起全国统一的资金拆借市场。它构成了中国银行间同业拆借的一级网络。一级网络包含全国 15 家商业银行总行、全国性金融信托投资公司以及 35 家融资中心(事业法人)。二级网络以 35 家融资中心为核心组成,进入该网络交易的是商业银行总行授权的地市级以上的分支机构,以及当地的信托投资公司、城乡信用社、保险公司、金融租赁公司和财务公司等。1996 年 3 月 1 日以后,随着全国 35 个二级网络与一级网络的连通,

同业拆借市场的成交量明显提高。至此,我国统一的短期资金拆借市场的框架已基本形成。我国同业拆借市场增强了商业银行潜在的流动性能力,通过同业拆借市场来调剂头寸已成为商业银行的首选方式。

### 拓展阅读

#### 上海银行间同业拆借市场十年的探索与实践<sup>①</sup>

为推进利率市场化改革,健全市场化利率的形成和传导机制,培育货币市场基准利率,中国人民银行于2007年正式推出了上海银行间同业拆放利率(Shibor)。十年来,在有关各方的共同努力下,Shibor已经成长为我国认可度较高、应用较广泛的货币市场基准利率之一。

首先,Shibor的基准性明显提高,比较有效地反映了市场流动性的松紧。短端Shibor与拆借、回购交易利率的相关系数均在80%以上,并维持较窄价差,其中隔夜Shibor与隔夜拆借、回购交易利率的相关系数高达98%;中长端Shibor得益于同业存单市场的发展壮大,其基准性也有显著提高,Shibor 3个月期限的利率与3个月同业存单发行利率的相关系数高达95%。

其次,Shibor的产品创新取得进展,应用范围不断扩大。目前,Shibor已被应用于货币、债券、衍生品等各个层次的金融产品定价,部分商业银行也依托Shibor建立了较完善的内部转移定价机制,金融体系内以Shibor为基准的定价模式已较为普遍。

再次,Shibor与实体经济的联系日趋紧密,越来越多地发挥了传导货币政策和优化资源配置的作用。通过Shibor挂钩理财产品、Shibor浮息债、非金融企业参与的Shibor利率互换交易等渠道。Shibor较好地將货币政策信号传导至实体经济,并随着直接融资比重的提高和多层次资本市场的完善,进一步发挥优化资源配置的作用。

Shibor的创设借鉴了伦敦银行间同业拆放利率(Libor)等国际基准利率。2012年以来,由于国际金融危机后无担保拆借市场规模有所下降,以及部分报价行操纵Libor报价案件等原因,国际社会开始着手改革以Libor为代表的金融市场基准利率体系。

2017年7月,英国金融行为管理局宣布将从2021年起不再强制要求Libor报价行开展报价,届时Libor可能不复存在,未来英国将逐步转向基于实际交易数据的英镑隔夜平均利率作为英镑市场基准利率。

另有一些国家和地区的中央银行(如欧洲中央银行、日本中央银行)采取了更加中性、多元的做法:一方面,研究引入基于实际交易数据的无风险利率,丰富市场基准利率体系,允许存在多个基准利率;另一方面,改革欧元银行间同业拆借利率、日本的东京同业拆借利率等基于报价的基准利率,引入瀑布法等混合方法,提高银行间拆借利率报价的可靠性和基准性。

比较而言,Shibor在报价和计算方法上与Libor类似,但在制度安排上更加注重

<sup>①</sup> 上海银行间同业拆借市场十年的探索与实践[EB/OL]. (2017-11-22)[2019-06-12]. [https://www.sohu.com/a/205968876\\_561011](https://www.sohu.com/a/205968876_561011). (有改动)

与我国实际相结合,具有较为明显的特点。一是更加注重报价监督管理。其围绕全国银行间同业拆借中心(以下简称“交易中心”)等核心基础设施打造统一、集中的银行间市场,这是我国相比于国际上其他场外市场的独特优势。在中国人民银行的指导下,交易中心作为 Shibor 指定发布人,充分发挥其优势,密切监测 Shibor 的走势与报价情况,督促报价行提高报价质量。2013 年,中国人民银行指导建立市场利率定价自律机制(以下简称“自律机制”),并专门下设 Shibor 工作组,进一步加强对 Shibor 报价的监督管理。二是始终强调报价成交义务。其鼓励报价行以真实交易为定价基础,并引入报价考核机制,按年对报价行予以考核并实行优胜劣汰,有效发挥激励和约束作用。三是交易基础支撑不断拓展。2007—2016 年,我国拆借市场交易量年均增幅达 28% 左右。2013 年推出同业存单以来,同业存单市场发展迅速,且均以 Shibor 作为定价基准。随着我国金融市场向纵深发展,Shibor 的交易基础不断拓展和夯实。四是报价形成机制持续优化。2012 年,Shibor 报价行由 16 家增加至 18 家,并调整了计算方式,由剔除最高、最低报价各 2 家调整为各 4 家,进一步扩大了 Shibor 的代表性。同时,通过优化调整报价发布时间,使 Shibor 更好地反映市场利率变化,增强其基准性和公信力。

Shibor 是我国基准利率体系的重要组成部分,Shibor 的培育与发展关系到进一步推进利率市场化改革,也关系到各层次金融市场体系的建设。中国人民银行将组织自律机制和交易中心认真总结 Shibor 运行十年来的经验,密切关注 Libor 等国际货币市场基准利率的改革动向,进一步做好基准利率的培育和完善工作,主要做好以下几项工作:

(1) 加强 Shibor 报价行在市场自律方面的表率作用,引导报价行继续加强财务硬约束,根据实际交易、资金成本和市场供求等因素合理定价。

(2) 进一步完善报价和考核机制,使报价利率与交易利率更加紧密结合。

(3) 继续开展 Shibor 产品创新,有序扩大其应用范围,加强市场建设,稳步提升 Shibor 的代表性。

(4) 进一步发挥 Shibor 的货币市场基准利率作用,为货币政策传导和推动利率市场化改革创造更有利的条件。

### 三、同业拆借市场的特点与功能

#### (一) 同业拆借市场的特点

相对于其他市场而言,同业拆借市场有以下几个特点。

##### 1. 融通资金的期限比较短

同业拆借市场融通资金的期限一般是 1 天、2 天或 1 周,最短为几个小时或隔夜,是为了解决头寸临时不足或头寸临时多余所进行的资金融通。然而,发展到今天,拆借市场已成为各金融机构弥补短期资金不足和进行短期资金运用的市场,成为解决或平衡资金流动性和盈利性矛盾的市场,从而把一个临时调剂性市场变成了一个短期融资市场。

## 2. 基本上是信用拆借

拆借活动有严格的市场准入条件,一般在金融机构或指定某类金融机构之间进行,而非金融机构包括工商企业、政府部门及个人或非指定的金融机构不能进入拆借市场。有些国家在某些特定的时期也会对金融机构进入此市场的资金进行一定的限制。例如,只允许商业银行进入,进行长期融资的金融机构不能进入;只允许存款性金融机构进入,不允许证券、信托、保险机构进入等。

## 3. 交易手段比较先进

同业拆借市场的交易主要采取电话协商的方式进行,是一种无形的市场,双方达成协议后,可以通过各自在中央银行的存款账户自动划账清算;或者交易双方向资金交易中心提出供求和进行报价,由资金交易中心进行撮合成交,并进行资金交割划账。

## 4. 交易金额较大

在同业拆借市场上进行资金借贷或融通,没有单位交易额限制,一般也不需要以担保或抵押品作为借贷条件,完全是一种协议和信用交易关系,双方都以自己的信用做担保,都严格遵守交易协议。

## 5. 利率市场化

同业拆借市场上的利率可由双方协商,讨价还价,最后议价成交。因此,同业拆借市场上的利率是一种市场利率,或者说是市场化程度最高的利率,能够充分灵敏地反映市场资金供求的状况及变化。

### (二) 同业拆借市场的功能

在许多国家特别是金融机构比较发达、市场机制比较完善的国家,同业拆借市场已成为最活跃、最主要的货币市场,对促进经济的发展,金融体系的安全、高效运行,以及中央银行货币政策的有效实施起到了积极的作用。一般来说,同业拆借市场具有以下几个方面的功能。

#### 1. 为金融机构提供了一种实现流动性的机制

保持所需要的流动性是金融机构实现安全性的前提,也是实现盈利性目标的前提。通过同业拆借市场,金融机构可以及时获得短期资金来源,弥补资金缺口及流动性的不足,从而既可以满足流动性的需要,保障自身的安全,又可以避免或减少为弥补流动性不足被迫低价出售盈利性资产而遭受的损失。因此,同业拆借市场有利于金融机构较好地实现安全性、流动性与盈利性的协调、平衡,实现资产负债的优化组合。

#### 2. 提高金融机构的资产盈利水平

通过拆借市场,一方面,金融机构可以将暂时盈余的资金头寸及时贷放回去,减少资金闲置,借此增加资产的总收益;另一方面,金融机构也不必为了维持一定的法定存款准备金而刻意保持较多的超额储备资金。因此,这使金融机构有能力来更充分、有效地运用所有资金,增加盈利性资产的比重,提高总资产的盈利水平。此外,同业拆借市场的存在也有利于金融机构灵活调整流动性,提高资产组合的平衡性。

### 3. 及时反映资金供求的变化

同业拆借市场的交易量和价格能够及时反映资金供求的状况与变化。同业拆借市场的利率是反映资金供求状况的指示器,该利率水平及其变化可以反映整个金融市场利率的变动趋势。有些国家的中央银行,直接将同业拆借市场利率作为货币政策的中间目标。因此,同业拆借市场上的利率被看作基础利率,各金融机构的存、放贷款利率及其他利率都以此为基础再加一定的百分点。如国际上广为使用的伦敦银行同业拆借利率被欧洲货币市场、美国金融市场及亚洲美元市场等作为基础利率来确定其各种利率水平。

### 4. 其是中央银行制定和实施货币政策的重要载体

首先,同业拆借市场及其利率可以作为中央银行行使货币政策的重要传导机制。中央银行可以通过调节存款准备金率以提高或减少商业银行缴存存款准备金的数量,使同业拆借市场银根抽紧或放松,使利率上升或下降,进而带动其他利率的变动,使信贷需求、投资需求、消费需求发生变化,从而控制商业银行的信贷能力与规模。

其次,同业拆借市场的交易价格即同业拆借市场利率反映了同业拆借市场资金的供求状况,是中央银行货币政策调控的一个重要指标,中央银行可以结合当前的通货膨胀或通货紧缩情况、就业率、经济增长率来制定适当的货币政策,从而实现宏观金融调控目标。

## 四、同业拆借业务的分类

同业拆借市场是金融市场的重要组成部分,其业务可以按照不同标准进行分类。

### (一) 按拆借期限划分

按拆借期限划分,同业拆借业务可分为半天拆借、1天拆借、1天以上的拆借,还可分为指定日拆借和无条件拆借。半天拆借是结算时间最短的拆借,要求当日结算。半天拆借又分为晨半拆和午后半拆两种。1天拆借即隔夜拆借,是同业拆借市场的主要业务形式,一般在当天清算时拆入,次日清算前偿还。指定日拆借是预先确定某月某日为清算日期的一种同业拆借。其不得中途解约和后延,一般为7日以内的拆借。无条件拆借是期限较自由的一种拆借,一般当日借,次日还。但是,如果拆借双方都不发出要求收回或返还的通知,交易就可自动顺延,一直可顺延至第7天。顺延期间,如果借方或贷方要求返还或收回资金,则要在当天向对方发出通知,次日进行清算。

### (二) 按资金拆借的保障方式划分

按照资金拆借的保障方式划分,同业拆借业务可以划分为有担保拆借和无担保拆借。

#### 1. 有担保拆借

所谓有担保拆借,主要是以担保人或担保物作为安全或防范风险的保障而进行的资金拆借融通。这类拆借多是由拆出资金者从拆进资金者手中买入银行承兑汇票、短期政府或金融债券等高流动性资产,即拆进资金者卖出高流动性证券以取得资金的融通。有担保的资金拆借中有的采取证券回购协议的方式,即拆入资金者在拆入资金时卖出证券,同时签订协议约定于未来某一时间以某一价格再买回这些证券。有担保拆借一般适用于较长期限及资信一般的金融机构之间的拆借。



## 2. 无担保拆借

所谓无担保拆借,是指拆借期限较短、拆入方资信较高、双方可以通过在中央银行的账户直接转账的资金拆借。因为其资金融通的期限过短,多为一天或几天,确定担保或抵押在技术操作上有一定困难,所以双方要有较高的资信。

### (三) 按组织形式划分

按组织形式划分,同业拆借业务可以划分为有形拆借和无形拆借。

#### 1. 有形拆借

有形拆借是指通过专门的拆借中介机构来实现的拆借业务。由于拆借中介机构专门集中经营,使得有形拆借的交易效率较高,且较为公平和安全。

#### 2. 无形拆借

无形拆借是指不通过专门的拆借中介机构,而是拆借双方直接洽谈成交的拆借业务。

### (四) 按交易性质划分

按交易性质划分,同业拆借业务可分为头寸拆借和同业借贷。

#### 1. 头寸拆借

银行在经营过程中常出现短暂的资金时间差和空间差,出现有的银行收大于支(多头寸),有的银行支大于收(少头寸)的情况。多头寸的银行想要借出多余的资金生息,少头寸的银行则需要拆入资金补足差额。发生于这两种银行间的拆借业务就是头寸拆借。

#### 2. 同业借贷

银行等金融机构之间因为临时性或季节性的资金余缺而相互融通调剂,以便于业务经营,这就产生了同业借贷。对借入行来说,同业借贷是其扩大资金来源,增加贷款能力以取得更多收益的又一资金来源;对贷出银行来说,同业借贷是其投放部分闲散资金的手段,可以增强其资产的流动性和收益。同业借贷因其借贷资金额较大,属于金融机构之间的批发业务。

同业借贷与头寸拆借的最大区别在于融通资金用途不同。同业借贷是银行为了调剂临时性、季节性的业务经营资金余缺;头寸拆借则是银行为了轧平票据交换头寸,补足存款准备金,或者减少超额存款准备金。

## 五、同业拆借的期限和利率

### 1. 同业拆借期限和利率的确定

同业拆借市场作为货币市场的一个组成部分,其拆借期限最长不超过1年。其中,头寸拆借的期限较短,一般为1天;同业借贷的期限要长一些,最长可达1年。

同业拆借的利率由当时的市场资金供求状况决定,拆借利率以年利率乘以拆借天数计算。同业拆借利率变动频繁,能及时、准确地反映货币市场资金供求的变动情况,是货币市场上最敏感的利率,是货币市场上利率变动的风向标。同业拆借利率的变动要先于货币市场其他市场的利率变动,其变动的幅度也大于其他市场的幅度。因此,各金融机构都会密切

关注同业拆借利率,以把握市场利率的走向。

## 2. 同业拆借的利率与利息计算

计算同业拆借利息的基本公式为

$$I=P \times R \times \frac{A}{D}$$

式中, $I$ 为同业拆借的利息; $P$ 为拆借的金额; $R$ 为拆借的利率; $A$ 为拆借期限的生息天数; $D$ 为基础天数。

在同业拆借中,当拆借金额和利率确定后,同业拆借的利息就取决于基础天数和生息的天数。基础天数是指一年的天数,生息天数是指借款实际使用的天数。目前,国际上对基础天数和生息天数的计算方法有所不同。

基础天数有两种计算方法:一种计算方法是把一年中的12个月都当作每个月30天计算,而不管实际的天数,即固定为360天计算;另外一种方法是把具体年份的日历天数作为基础天数,平年按365天计算,闰年按366天计算。

同样,生息天数也有两种计算方法:一种是把生息月份的每个月都按30天计算,一种是把生息月份的日历天数作为生息天数。

把基础天数和生息天数结合起来共有以下三种计算方法:

(1) 生息天数和基础天数的关系表示为 $365/360$ ,即把基础天数固定为360天,生息天数按生息月份的日历天数计算,逢闰年按 $366/360$ 计算。这种方法称为欧洲货币法,其适用范围很广,很多国家的银行都按此方法计算利息。

(2) 生息天数和基础天数的关系表示为 $365/365$ ,即把具体年份的日历天数作为基础天数,把生息月份的日历天数作为生息天数,逢闰年按 $366/366$ 计算。这种方法称为英国法,主要用于英镑、爱尔兰镑、科威特第乃尔和比利时法郎等。

(3) 生息天数和基础天数的关系表示为 $360/360$ ,即把一年的基础天数固定为360天,把生息月份的每个月都按30天计算。这种方法称为大陆法,主要适用于欧洲大陆的许多国家。

## 六、同业拆借市场的监管

比较而言,同业拆借市场是市场化最充分、自我约束性最强的市场,也是波动较小、秩序较好、中央银行或金融管理部门干预较少的市场。各国的同业拆借市场基本上是放开的,其利率也是自由的;但这并不是说,所有国家对同业拆借市场都是不施加任何管理的。各国都对同业拆借市场进行监管,只是监管的程度和方式不同,特别是在同业拆借市场发展的初期,更需要进行适当的监管。一般来说,对同业拆借市场的监管主要集中在以下几个方面。

### 1. 对总体数额的监管

从加强风险管理、保障金融体系安全的目的出发,国家对金融机构拆出、拆入的数额有一定的限制。如美国规定会员银行拆入款不得超过其股本加上其盈余总额的50%,有的国家则对拆入资金占其存款总额的比例有一定的限制。对拆出资金也同样有一定的限制,例如,一些国家禁止对单一金融机构拆放的资金过于集中,要限制在对方的支付能力之内。

## 2. 对抵押和担保的监管

为保证拆出的资金能够及时、足额地收回,保障同业拆借市场健康、高效、安全地运行,有的国家以法规的形式明确规定拆借资金必须有担保或抵押,并对抵押品的种类及其品质做了相应的规定。一般来说,可以作为拆借抵押品的主要是短期国债、金融债券、优良的银行承兑票据、大额可转让存单及高品质的企业债券等。

## 3. 对市场准入的监管

同业拆借市场的内部运行是一个开放性系统,但相对其他市场来说,它又是一个自我封闭的市场。因为国家金融管理当局只允许符合资格要求的金融机构进入此市场进行融资,非金融机构以及金融管理当局未予许可的金融机构都不能进入此市场进行融资。

国家对市场准入的监管主要包括对拆出者、拆入者以及中介机构的管理。各国对同业拆借市场的中介机构准入监管要更严格一些。有的国家只允许一些信誉好的大商业银行作为代理中介机构,以媒介资金拆出者与拆入者之间的交易;有的国家则指定一些资信好的专业拆借经纪公司或经纪商作为中介机构,为拆借双方提供信息、报价、交易、清算等服务。

# 第三节 回购市场

## 一、回购市场的定义

回购市场是指通过回购协议进行短期资金融通交易的市场。回购协议是证券市场上杠杆多头和空头的市场工具。回购协议是卖出一种证券,并约定于未来某一时间以约定的价格再购回该证券的交易协议。证券回购类似于担保贷款,即回购方为借款人,逆回购方为贷款人,相关证券为担保品。一项回购交易确立后将涉及两次结算:一次是当期结算,一次是延期结算。具体而言,第一次结算在回购合同生效时(购买日期),逆回购方向回购方支付约定合同金额,回购方向逆回购方交付证券作为担保;第二次结算在合同到期日(回购日期),回购方向逆回购方归还合同本金和利息,逆回购方向回购方返还用于担保的证券。通过第一次结算,回购方取得资金,逆回购方成为相关证券的担保权人。通过第二次结算,逆回购方收回资金,回购方解除担保,取回证券。到合同到期日,如果资金借入方不能归还资金,资金贷出方可执行担保权利出售相关证券受偿,并可基于合同通过诉讼程序实现其资金偿还请求权;反之,如果资金贷出方无法返还作为担保的证券,资金借入方可以保留应归还资金,并用之在市场上重新购置证券受偿。

回购方通过开展回购业务获得的资金购买其他有价证券,要承担证券价格波动的风险。证券商从事回购业务能够促进存货管理,降低造市(主动买卖股票,制造市场交易繁荣景象)成本和增加货币市场的流动性。证券回购可以说是一种特殊的证券借贷形式。回购协议实际上是以获得的现金为抵押的证券借贷,但证券借贷也可以以其他证券为抵押,或者没有抵押。

## 二、回购业务的分类

### (一) 正回购和逆回购

根据资金运作的方式划分,回购业务可分为正回购和逆回购。

#### 1. 正回购

正回购是指一方以一定规模的债券作为抵押融入资金,并承诺日后再购回所抵押债券的交易行为。正回购是中央银行经常使用的公开市场操作手段之一,中央银行利用正回购操作可以达到从市场回笼资金的效果。

#### 2. 逆回购

逆回购为中央银行向一级交易商购买有价证券,并约定在未来特定日期将有价证券卖给一级交易商的交易行为。逆回购为中央银行向市场上投放流动性的操作,逆回购到期则为中央银行从市场收回流动性的操作。

### 拓展阅读

#### 中国人民银行开展 600 亿元逆回购操作<sup>①</sup>

2018年9月25日,中国人民银行在公开市场开展了600亿元逆回购操作。当日有1500亿元7天逆回购到期。

中国人民银行于2018年9月25日发布的公告称,考虑到季末财政支出、金融机构上缴法定存款准备金可部分对冲中央银行逆回购到期、政府债券发行缴款等因素的影响,为维护银行体系流动性合理充裕,25日开展了600亿元逆回购操作,期限为14天,中标利率为2.70%。

当日发布的各期限上海银行间同业拆放利率小幅上行。其中,隔夜利率为2.5430%,较上一个交易日上行2.9个基点;1周和2周的利率分别上行3.8个基点和4.5个基点;1年期利率为3.5200%,较上一个交易日上行0.4个基点。

### (二) 国债回购、普通债券回购、股票回购

根据回购金融品种划分,回购业务可分为国债回购、普通债券回购和股票回购。

#### 1. 国债回购

国债回购实质上是以交易所挂牌国债作为抵押拆借资金的信用行为。具体是指交易所挂牌的国债现货的持有方(融资者、资金需求方)以持有的证券作为抵押以获得一定期限内的资金使用权,期满后须归还借贷的资金并按约定支付一定利息;而资金的贷出方(融券方、资金供应方)则暂时放弃相应资金的使用权,从而获得融资方的证券抵押权,并于回购期满时归还对方抵押的证券,从而收回融出资金并获得一定的利息。

<sup>①</sup> 吴雨,刘玉龙. 央行开展600亿元逆回购操作[EB/OL]. (2018-09-25)[2019-05-25]. [http://www.xinhuanet.com/2018-09/25/c\\_1123479784.htm](http://www.xinhuanet.com/2018-09/25/c_1123479784.htm). (有改动)

(1) 国债回购的参与主体。国债回购的参与主体由融资方和融券方构成。融资方是指放弃一定时间内的国债抵押券,获得相同时间内对应数量的资金使用权,期满后以购回国债抵押权的方式归还借入的资金,并按照交易时的市场利率支付利息的交易一方。其在交易时做买入申报。融券方是指放弃一定时间内的资金使用权,获得相同时间内对应数量的国债抵押权,期满后以卖出国债抵押权的方式收回借出的资金,并按照成交时的市场利率获取利息收入的交易一方。其在交易时做卖出申报。

(2) 国债回购交易的程序。

① 报价。回购竞价交易由交易双方按回购业务每百元资金应收(付)的年收益率报价。报价时,可省略百分号,直接输入年收益率数值,并限于小数点后三位有效数字,最小报价变动为0.005或其整数倍。融资方申报“B”,融券方申报“S”,申报数量单位为“手”,并以面值10万元,即100手标准券国债为最小交易单位。

② 成交。回购交易成交后的资金结算和债券管理直接在申报席位的自营账户内自动进行。

## 2. 普通债券回购

普通债券回购是指资金融入方将除国债外的债券抵押给资金融出方以获得资金,在约定日期归还资金本息以赎回债券的交易行为。从交易发起人的角度来看,凡是抵押出债券以借入资金的交易称为债券正回购交易,凡是主动借出资金以获取债券抵押权的交易称为逆回购交易。正回购方就是抵押出债券而取得资金的资金融入方,逆回购方就是接受债券抵押权而借出资金的资金融出方。

普通债券回购可分为质押式和买断式两种。质押式债券回购不发生债券和资金所有权转移,回购时交易双方须分别偿还资金和偿还债券,如果出现资金融入方违约,交易所作为双方的共同对手方,须借助中国证券登记公司履行债券回购责任。买断式债券回购在初次交易时就发生了债券和资金所有权的转移,在约定的回购期限双方均可以+违约。就买断式债券回购而言,它实质上嵌入了债券看涨期权,如果债券看涨,资金融入方可以选择买回债券;如果债券看跌,资金融入方可以选择违约,放弃买回债券。

## 3. 股票回购

股票回购是指上市公司通过二级市场买回本公司股票的交易行为。上市公司进行股票回购的目的主要有三个:一是用于股权激励,将购回的股票奖励给员工;二是托市,即在股价连续下跌时抬高股票价格,以保护投资者的利益;三是缩小股本,以提高股东的权益。

## 三、回购业务的风险与规避

回购业务中的证券交付一般不采用实物交付的方式,特别是期限较短的回购业务。但是,为了防范资金融入方在回购协议期间将证券卖出或与第三方做回购所带来的风险,一般要求资金融入方将抵押证券交到贷款人清算银行的保管账户中,或保留在借款人专用的证券保管账户中,以备随时查询。

尽管回购协议中使用的是高质量的抵押品,但是交易双方当事人也会面临信用风险。回购交易中的信用风险来源为:如果到约定期限后资金融入方无力购回政府债券等证券,资

金融出方只有保留这些抵押品；如果适逢债券利率上升，则资金融出方持有的证券价格就会下跌，所拥有的债券价值就有可能小于其借出的资金价值。

规避回购交易中信用风险的方法有以下两种：

(1) 设置保证金。回购协议中的保证金是指证券抵押品的市值高于贷款价值的部分，一般为市值的1%~3%；对于较低信用等级的借款者或抵押证券的流动性不高时，可能达到10%。

(2) 根据证券抵押品的市值随时调整回购价格和保证金数额。例如，可以在回购协议的条款中规定，当回购协议中的抵押品价值下跌时，资金融入方应按新的市值比例降低贷款数额或追加保证金。

#### 四、我国的国债回购市场

我国国债回购业务的运行试点始于1991年。从1993年下半年开始，众多金融机构依靠国债回购市场变相拆借资金，使国债回购市场得以迅速发展。但是，与飞速发展相伴而来的是我国国债回购市场秩序的混乱，如违章、违规以及随意融通资金的行为十分严重，买空卖空现象较普遍，交易行为随意性大，资金成本高，资金体外循环等。国债回购市场运行秩序的混乱，对中央银行货币政策的实施造成了严重的干扰。因此，1994年5月20日，财政部、中国人民银行、中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）联合发布了《关于坚决制止国库券买空卖空行为的通知》（财政部〔94〕财国债字第20号）；1995年8月7日，中国人民银行、财政部、中国证监会联合发布了《关于重申对进一步规范证券回购业务有关问题的通知》（银传〔1995〕60号），对证券回购的交易主体、场所、券种、回购期限和证券保管等方面做出了明确的限制性规定。从此，我国国债回购市场开始了规范化的发展，其在我国货币市场中的地位也得到了提高。

1999年4月，中国人民银行正式在公开市场业务中启动以短期国债为工具的回购交易，增强了中央银行调控基础货币的主动性和灵活性。1997年6月，全国银行间债券回购市场开始运行，经过20多年的发展，其市场交易主体日益增多，交易日趋活跃，已成为国家实行宏观调控和金融机构进行资产和流动性管理的重要工具和手段。2000年，中国人民银行发布了《全国银行间债券市场债券交易管理办法》《全国银行间债券市场债券回购主协议》，进一步健全了我国国债回购市场的法律体系；2012年，中国人民银行发布了《中国银行间市场债券回购交易主协议》，进一步维护了市场参与者的合法权益，促进了我国债券回购市场的规范、健康发展。

## 第四节 票据市场

### 一、票据市场概述

#### （一）票据的概念

票据是指出票人依法签发的由自己或指示他人无条件支付一定金额给收款人或持票人的有价证券，即某些可以代替现金流通的有价证券。广义的票据泛指各种有价证券和凭证，

如债券、股票、提单、国库券、发票等。狭义的票据仅指以支付金钱为目的的有价证券,即出票人根据票据法签发的,由自己无条件支付确定金额或委托他人无条件支付确定金额给收款人或持票人的有价证券。

在我国,票据是汇票(银行汇票和商业汇票)、支票和本票(银行本票)的统称。人们所说的票据通常指商业票据。商业票据是公司为了筹措资金以贴现的方式出售给投资者的一种短期无担保承诺凭证。美国的商业票据属于本票性质,英国的商业票据属于汇票性质。由于商业票据没有担保,商业票据的可靠程度依赖于发行企业的信用程度。因此,能够发行商业票据的一般都是规模巨大、信誉良好的大公司。但实力较弱的公司也希望通过发行商业票据来筹措资金。它们往往通过得到大公司的支持而发行信用支持商业票据,或用高质量的资产作为抵押而发行资产支持商业票据。

## (二) 票据市场的类型

票据市场主要是指商业票据的流通及转让市场,包括票据承兑市场和票据贴现市场。

### 1. 票据承兑市场

票据承兑是指在票据到期前,票据付款人或指定银行确认票据记明事项,在票面上做出承诺付款并签章的一种行为。票据之所以需要承兑,是由于债权人作为出票人单方面将付款人、金额、期限等内容记载于票面。从法律上讲,付款人在没有做出承诺前不是真正的票据债务人,经过承兑,承兑者就成了票据的主债务人,因此,只有承兑后的票据才具有法律效力,才能作为市场上合格的金融工具转让流通。由于承兑者以自己的信用做保证,负责到期付款,故若委托他人或银行办理承兑,须支付承兑手续费。在国外,票据承兑一般由商业银行办理,也有专门办理承兑的金融机构,如英国的票据承兑所。

### 2. 票据贴现市场

票据贴现是指票据持有者为取得现金,以贴付利息为条件向银行或贴现公司转让未到期票据的融资活动。票据贴现可以使工商企业的资本从票据债权形式转化为现金形式,从而有利于资金周转,使资金循环顺利进行。贴现交易的工具是经过背书的汇票和本票以及政府国库券与短期债券。商业银行贴入票据的目的在于获取利润。一般情况下,商业银行会将贴入的票据保存到到期日,并向承兑人收取票款本息;如果商业银行在实际经营中急需资金,可用贴入的票据向中央银行再贴现,中央银行运用再贴现率来调节或控制商业银行的信贷规模,保持适当的市场货币供给量。

## 拓展阅读

### 票据市场的产生和发展

票据市场主要是指商业票据的流通及转让市场。商业票据主要是指以汇票为标的物,由出票人向收款人签发结算的票据。汇票最早产生于英国,在发达国家发展迅速,1990年以来出现下降趋势。现代金融中所指的商业票据主要是指直接向货币市场投资者发行的以融资为目的的无担保汇票。该类票据产生于18世纪的美国。

商业票据作为传统的金融工具有着悠久的历史,它发源于与商品和劳务交易相关的商业票据。这种商业票据是在交易发生时买卖双方不用现金结算,而是通过由买方

向卖方签发一张远期付款的票据来结算,票据到期时卖方持票据向买方收取现金。票据上列明了收款方和付款方的名称,持票人可以在票据到期前向银行申请贴现。但是随着市场的不断发展,票据交易渐渐脱离了实在的商品交易,公司也不再为某一笔具体的商品交易签发票据,而纯粹是为了筹措短期资金而签发票据。票据融资自 20 世纪 60 年代以来有了很大的发展,成为企业特别是发达国家企业筹措短期资金的一种重要方式。我国的一些企业在 20 世纪 80 年代后期也逐渐在国际金融市场中开始使用这一短期融资工具。

### (三) 票据市场的构成要素

#### 1. 发行人

票据的发行人包括金融性公司、非金融性公司和银行控股公司。其中,金融性公司包括附属性公司、与银行有关的公司及独立的金融公司。其中,附属性公司一般是指附属于某些大的制造业公司的公司,如通用汽车的承兑公司;与银行有关的公司是指银行持股公司的下属子公司。非金融性公司较少发行票据。发行人发行票据所得资金主要用于满足公司的短期资金需求、季节性开支、缴纳税收等。

#### 2. 投资者

一般投资者主要包括中央银行、投资公司、各类基金、非金融机构、政府部门等,个人投资者较少。现在,传统的主要投资者(商业银行)在票据市场上的份额逐步缩小,其主要的参与方式是提供信用支持。

#### 3. 面额及期限

票据的面额并不统一,可由发行人根据情况来确定。直接销售的票据的平均偿还期为 20~40 天,经销商销售的票据的平均偿还期通常为 30~45 天,最长一般不超过 270 天。

#### 4. 销售渠道

票据的销售渠道有两种:一种是发行人通过自己的销售力量直接销售,另一种是通过票据交易商间接销售。非金融性公司主要通过票据交易商间接销售,因为其短期信用需求通常具有季节性及临时性,建立永久性的票据销售团队不合算。一些规模非常大的公司则通过自己的下属金融公司直接销售。这些公司大多为大金融公司和银行的持股公司。采用何种方式销售票据主要取决于成本。

#### 5. 发行成本和发行价格

票据的发行成本包括利息成本和非利息成本两部分。

利息成本即按规定利率所支付的利息。非利息成本主要是上市发行和销售过程中的四项费用:一是承销费,通常为面额的 0.125%~0.25%;二是签证费,发行的票据一般应由权威中介机构予以签证,证明所载事项的正确性;三是保证费,通常按票据保证金年利率的 1% 计算,该费用支付给为票据发行提供信用保证的金融机构;四是评级费,票据上市发行要经过评级,也要交纳一定的费用。

票据的收益率和发行价格的计算公式为



$$\text{收益率} = \frac{\text{面额} - \text{发行价格或交易价格}}{\text{发行价格或交易价格}} \times \frac{360}{\text{成交日至到期日的天数}}$$

$$\text{发行价格} = \frac{\text{面额}}{1 + \text{收益率} \times \frac{\text{距到期日的天数}}{360}}$$

**【例 2-1】** 假设某商业汇票的面额为 20 000 万元,收益率为 4%,距到期日还有 20 天。计算该商业票据的发行价格。

$$\text{解: 发行价格} = \frac{20\,000}{1 + 4\% \times \frac{20}{360}} = 19\,955.654 (\text{万元})$$

## 6. 信用评级

票据具有一定的风险,其风险是由票据发行人可能到期无法偿还借款造成的。票据信用评级的主要内容包括管理质量、经营能力、资金周转速度、竞争能力、流动性、债务结构和经营前景等方面。其中,票据的流动性主要从以下几个方面进行分析:

(1) 总体流动性分析。首先,应进行营运资金分析,营运资金额为流动资产减去流动负债,是衡量公司总体流动性状况的主要指标;其次,可进行比率分析,几个主要比率有流动比率、速动比率、应收账款周转率、存货周转率等,这几个比率仅能反映公司流动性的整体状况。

(2) 备用流动性分析。应特别注意对明确的内部和外部现金来源进行分析,因为这些现金能及时满足到期票据的清偿。在市场动荡的情况下,备用流动性的可取得性和可依赖性在评级中就显得十分重要。其主要分析的内容包括企业营运创造的现金及其稳定性,企业可依赖的贷款方的借贷能力等。

(3) 额外信用支持分析。应考察票据的发行是否得到了额外的信用支持。对有银行支持发行的票据,还应考虑支持的方式及支持者本身的信用状况。

依据债务人按时支付债务的能力,票据的信用等级可以划为 A、B、C、D 四级,如表 2-1 所示。

表 2-1 票据的信用等级

信用等级	说 明
A 级	此类票据按时支付的能力最强,是最高级别的商业票据
A-1 级	此类票据按时支付是绝对安全的或非常安全的
A-2 级	此类票据按时支付能力较强,但安全性不如 A-1 级
A-3 级	此类票据按时支付的能力较令人满意,但它较易受到环境变动等不利因素的影响
B 级	此类票据有足够的按时支付能力,但条件的改变或短暂的逆境会摧毁这种能力
C 级	此类票据的支付能力令人怀疑
D 级	此类票据现在存在资金被拖欠情况或者预期到期时资金将被拖欠

注:A-1 级、A-2 级、A-3 级用来表示安全性的相对程度。

美国的标准普尔公司和穆迪投资者服务公司国际上著名的票据评级机构,其信用评级标准分别如表 2-2 和表 2-3 所示。

表 2-2 标准普尔公司的信用评级标准

信用等级	说 明
AAA	最高质量,能力非常强
AA	高质量,能力很强
A	能力强
BBB	能力充足
BB	低投机性
B	投机性
CCC~CC	高投机性
C	有收益但未曾付息
DDD~D	不履行债务

表 2-3 穆迪投资者服务公司的信用评级标准

信用等级	说 明
Aaa	最佳质量
Aa	用所有标准衡量的高质量
A	较高的中间等级
Baa	中间等级
Ba	有投机成分
B	一般缺乏合乎要求的投资特点
Caa	劣等,可能不履行债务
Ca	高度投机性,经常不履行债务
C	最低等级,非常低劣的前景

### 拓展阅读

#### 全球三大信用评级机构<sup>①</sup>

标准普尔公司、穆迪投资者服务公司和惠誉国际信用评级有限公司并称为世界三大信用评级机构。

##### 一、标准普尔公司

标准普尔公司的长期评级主要分为投资级和投机级两大类。投资级的评级具有信誉高和投资价值高的特点;投机级的评级则信用程度较低,违约风险逐级加大。投资级包括 AAA、AA、A 和 BBB,投机级则分为 BB、B、CCC~CC、C 和 DDD~D。信用等级由高到低排列,AAA 级具有最高信用等级;D 级最低,视为对条款的违约。

<sup>①</sup> 全球三大信用评级机构[EB/OL]. (2017-05-25)[2019-03-16]. <http://forex.cngold.org/school/c5043151.html>. (有改动)

从 AA 至 CCC 级,每个级别都可通过添加“+”或“-”来显示信用的高低程度。例如,在 AA 序列中,信用级别由高到低依次为 AA+、AA、AA-。

此外,标准普尔公司还对信用评级给予展望评价,显示该机构对被评价对象未来(通常是 6 个月至 2 年)信用评级走势的评价。决定展望评价的主要因素包括经济基本面的变化,展望评价分为“正面”(评级可能被上调)、“负面”(评级可能被下调)、“稳定”(评级不变)、“观望”(评级可能被下调或上调)和“无意义”。

## 二、穆迪投资者服务公司

穆迪投资者服务公司的长期评级针对一年期以上的债务,评估发债方的偿债能力,预测其发生违约的可能性及财产损失的概率;而短期评级一般针对一年期以下的债务。

穆迪投资者服务公司的长期评级共分九个级别,分别是 Aaa、Aa、A、Baa、Ba、B、Caa、Ca 和 C。其中,Aaa 级债务的信用质量最高,信用风险最低;C 级债务为最低债券等级,债权人收回本金和利息的机会微乎其微。

在 Aa 到 Caa 的六个级别中,还可以添加数字 1、2 或 3,以进一步显示各类债务在同类评级中的排位,1 为最高,3 为最低。通常认为,Aaa 级到 Baa3 级属于投资级,Ba1 级以下则为投机级。

穆迪投资者服务公司的短期评级依据发债方的短期债务偿付能力从高到低分为 P-1、P-2、P-3 和 NP 四个等级。

此外,穆迪投资者服务公司还对信用评级给予展望评价,以显示其对有关评级的中期走势看法。展望评价分为“正面”(评级可能被上调)、“负面”(评级可能被下调)、“稳定”(评级不变)和“发展中”(评级随着事件的变化而变化)。

## 三、惠誉国际信用评级有限公司

惠誉国际信用评级有限公司的规模较标准普尔公司、穆迪投资者服务公司两家小。

惠誉国际信用评级有限公司的长期评级用以衡量一个主体偿付外币或本币债务的能力。

惠誉国际信用评级有限公司的长期信用评级分为投资级和投机级。投资级包括 AAA、AA、A 和 BBB,投机级包括 BB、B、CCC、CC、C、RD 和 D。以上信用级别由高到低排列,AAA 级最高,表示最低的信贷风险;D 级为最低级别,表明一个实体或国家主权已对所有金融债务违约。

惠誉国际信用评级有限公司的短期信用评级大多针对到期日在 13 个月以内的债务。短期评级更强调的是发债方定期偿付债务所需的流动性。其短期信用评级从高到低分为 F1、F2、F3、B、C、RD 和 D。

惠誉国际信用评级有限公司将“+”或“-”用于对主要评级等级内的微调,但这在长期评级中仅适用于 AA 至 CCC 六个等级,而在短期评级中只有 F1 一个等级适用。

惠誉国际信用评级有限公司还对信用评级给予展望评价,用来表明某一评级在一两年内可能变动的方向。展望评价分为“正面”(评级可能被调高)、“稳定”(评级不变)和“负面”(评级可能被下调)。展望评价为“正面”或“负面”时,并不表示相应评级一定会出现变化;同时,展望评价为“稳定”时,相应评级也可根据环境的变化被调升或调降。

## 二、汇票

汇票是最常见的票据类型之一,《中华人民共和国票据法》第十九条规定:“汇票是出票人签发的,委托付款人在见票时或者在指定日期无条件支付确定的金额给收款人或者持票人的票据。”汇票是国际结算中使用最广泛的一种信用工具。

### (一) 汇票的当事人

汇票是一种无条件支付的委托,有三个当事人,分别是出票人、付款人和收款人。

#### 1. 出票人

出票人是开立票据并将其交付给他人的法人、其他组织或者个人。出票人对持票人及正当持票人承担票据在提示付款或承兑时必须付款或者承兑的保证责任。

#### 2. 付款人

付款人又称为受票人,是指受出票人委托支付票据金额的人,即接受支付命令的人。在进出口业务中,其通常为进口人或银行。在托收支付方式下,其一般为买方或债务人;在信用证支付方式下,一般为开证行或其指定的银行。

#### 3. 收款人

收款人是凭汇票向付款人请求支付票据金额的人。收款人是汇票的债权人,一般是卖方,是收钱的人。

### (二) 汇票的类型

按付款人的不同,汇票可以分为银行汇票、商业汇票。其中,银行汇票是签发人为银行,付款人为其他银行的汇票;商业汇票是签发人为企业或者个人,付款人为企业、个人或银行的汇票。

### (三) 银行承兑汇票的概念及其签发与兑付

#### 1. 银行承兑汇票的概念

在国际结算中,必须有强有力的信用担保来保证汇票资金的交付。因此,信用极好的银行就作为汇票的承兑人。此类汇票统称银行承兑汇票。

银行承兑汇票是商业汇票的一种,是由在承兑银行开立存款账户的存款人出票,向开户银行申请并经银行审查同意承兑的,保证在指定日期无条件支付确定的金额给收款人或持票人的票据。对出票人签发的商业汇票进行承兑是银行基于对出票人资信的认可而给予的信用支持。银行承担最后的付款责任实际上是银行将其信用出借给企业,以便其进行交易。因此,银行要收取一定的手续费。

银行承兑汇票是由付款人委托银行开具的一种延期支付票据,票据到期银行具有见票即付的义务。纸质银行承兑汇票的承兑期限最长不超过6个月,持票人在票据期限内可以将其进行背书转让。电子银行承兑汇票的承兑期限最长不超过1年。承兑申请人在银行承兑汇票到期未付款的,按规定计收逾期罚息。由于有银行担保,因而银行对委托开具银行承兑汇票的单位有一定要求。一般情况下,银行会要求企业存入票据金额等值的保证金,至票据到期时予以解付;也有的企业向银行存入票据金额一定比例的保证金,但银行必须向企业

做银行承兑汇票授信并在授信额度范围内使用信用额度,如果没有银行授信,企业则没有开具银行承兑汇票的资格。

## 2. 银行承兑汇票的签发与兑付

银行承兑汇票的签发与兑付大体包括如下步骤:

(1) 签订交易合同。交易双方经过协商,签订商品交易合同,并在合同中注明采用银行承兑汇票进行结算。作为销货方,如果对方的商业信用不佳,或者对对方的信用状况不太了解或信心不足,使用银行承兑汇票来收款较为稳妥。因为银行承兑汇票由银行承兑,以银行信用作为保证,因而能保证及时地收回货款。

(2) 签发汇票。付款方按照合同的约定签发银行承兑汇票。银行承兑汇票一式三联,第一联为卡片,由承兑银行支付票款时作为付出传票;第二联由收款人开户行向承兑银行收取票款时作为联行往来账付出传票;第三联为存根联,用于签发单位编制有关凭证。

付款单位出纳员在填制银行承兑汇票时,应当逐项填写银行承兑汇票中的签发日期,收款人和承兑申请人(付款单位)的单位全称、开户银行、账号,汇票金额的大、小写,汇票到期日等内容,并按要求加盖预留银行印鉴。

(3) 汇票承兑。付款单位出纳员在填制完银行承兑汇票后,应将汇票的有关内容与签订的交易合同进行核对,核对无误后填制银行承兑协议及银行承兑汇票清单,并在“承兑申请人”处盖单位公章。银行承兑协议一般为一式三联,即银行信贷部门一联,银行会计部门一联,付款单位一联,其内容主要是汇票的基本内容,以及汇票经银行承兑后承兑申请人应遵守的基本条款等。银行工作人员审核完毕之后,在银行承兑协议上加盖银行公章或合同章,在银行承兑汇票上加盖汇票专用章,并至少加盖一个经办人私章。

(4) 支付手续费。按照银行承兑协议的规定,付款单位办理承兑手续时应向承兑银行支付手续费,由银行按规定从付款单位存款账户中扣收。

### (四) 银行承兑汇票市场

银行承兑汇票市场就是以银行承兑汇票为交易对象,通过发行、承兑、贴现与再贴现进行融资的市场,是以银行信用为基础的市场。银行承兑汇票市场主要由银行承兑汇票初级市场和银行承兑汇票二级市场构成。银行承兑汇票初级市场相当于银行承兑汇票发行市场,主要涉及出票和承兑;银行承兑汇票二级市场相当于流通市场,主要涉及汇票的贴现与再贴现。

#### 1. 银行承兑汇票初级市场

在国际和国内贸易中都可使用银行承兑汇票,但总的来说,在国际贸易中使用银行承兑汇票占绝大部分。国际贸易中的承兑主要包括为本国出口商融资的承兑、为本国进口商融资的承兑,以及为其他国家之间的贸易或外国国内的货物仓储融资的第三国承兑。

(1) 出票。出票是指出票人签发汇票并交付给收款人的行为。没有出票,其他票据行为就无法进行,因而出票是基本的票据行为。出票人、付款人、收款人的责任和权利如下:

① 出票人承担担保责任。除了自付的汇票外,出票人一般都委托他人付款,但出票人对该汇票仍要承担责任,即如果付款人拒绝承兑或者拒绝付款,或者无法承兑、付款时(如付款人破产、被责令停止营业等),出票人仍要承担票据责任,支付票据金额。此种责任是一种

担保责任,持票人应先向付款人提出付款请求,在请求得不到实现时再向出票人提出追索。如果出票人想要免除自己对汇票的责任,可在汇票上注明“对出票人无追索权”字样,但是汇票的信用程度也会大大降低,一般不太有人愿意购买,该汇票也就失去了它的流动性和投资价值。

② 付款人取得承兑或付款的资格。汇票一旦出票完毕,持票人即可在到期后向付款人提示承兑或提示付款,付款人就可以承兑或付款。持票人取得了这种资格,但要注意付款人并不因出票人的出票而必须承担承兑付款的义务,付款人如果与出票人订有委托付款协议,又未能履行协议中的内容,其并不用承担票据责任,而仅需履行票据资金关系中规定的义务,不必对出票人承担相应的违约责任。

③ 收款人取得汇票上的一切权利。汇票一旦出票完毕,汇票上记载的收款人成为票据权利人,获得票据上的一切权利,包括付款请求权和追索权。

(2) 承兑。承兑是指汇票付款人承诺在到期日支付汇票金额的一种票据行为。提示承兑是指持票人向付款人出示汇票并要求付款人承诺付款的行为,提示承兑的目的仅在于请求付款人就是否承担到期付款义务加以确定。

定日付款或者出票后定期付款的汇票,持票人应当在汇票到期日前向付款人提示承兑;见票后定期付款的汇票,持票人应当自出票日起一个月内向付款人提示承兑。尽管是否提示承兑是持票人的自由,但其法律后果却不同。《中华人民共和国票据法》第四十条第二款规定:“汇票未按照规定期限提示承兑的,持票人丧失对其前手的追索权。”可见,提示承兑的效力主要表现在追索权的保全上。见票即付的汇票无须承兑,因为该种汇票不具备信用功能,只是作为支付和汇兑的工具而存在。持票人请求付款一旦遭到拒绝,即可行使追索权。我国目前使用的银行承兑汇票均为见票即付的银行承兑汇票。

## 2. 银行承兑汇票二级市场

银行承兑汇票也是一种可转让的金融工具,银行既可以自己持有当作投资,也可以在银行承兑汇票二级市场上出售。银行出售银行承兑汇票主要有两个途径:一是银行利用自己的渠道直接销售给投资者,二是利用市场交易商销售给投资者。因此,银行承兑汇票二级市场的参与者主要有开出银行承兑汇票的承兑银行、市场交易商和投资者。在美国,银行承兑汇票的最大投资者是联邦储备银行系统的联邦储备公开市场委员会,其既为自己购买汇票以调节银根,又代表外国客户买卖票据。

(1) 贴现。银行将承兑汇票销售给投资者后,投资者也可以贴现的方式将其转让给银行。银行承兑汇票贴现是指持票人为了取得现款而将未到期的已承兑汇票以支付自贴现日起至票据到期日止的利息为条件向银行转让票据,银行扣减贴息,支付给持票人现款的票据行为。贴现的条件主要有两个:一是银行的信用好,二是必须提供在途货物或一笔信用证交易来证明汇票的自行偿还性。

(2) 再贴现。通常,商业银行在通过贴现方式买入自己承兑的汇票后,可持有汇票至到期日,也可以通过交易商把汇票再贴现出去。再贴现是商业银行和其他金融机构将其持有的未到期汇票向中央银行所作的票据转让行为,它是中央银行向商业银行及其他金融机构提供融资支持的行为,是中央银行的授信业务。在西方国家,这也是中央银行调节货币供应量的重要手段。中央银行可以根据不同时期的情况制定不同的货币政策,设置不同的再贴

现率,以调节融资成本,抑制或刺激货币需求,从而实行宽松或紧缩的货币政策。

### 拓展阅读

## 纸质承兑汇票诈骗案例

### 1. 假冒承兑汇票案例

在许多企业的日常生意往来中,一些企业为避免麻烦,常采取拨打电话查询票号等简易方式来鉴别票据的真伪。但这种方式并不能起到有效的甄别作用。因此,企业应尽量通过银行等出票方进行票据信息全面核对,一旦发现可疑情况应及时报警。

案例:2015年7月25日,济南市某派出所接到报案,称可能遇到诈骗。报警人是沈阳某金属公司在济南的员工罗先生。不久前,该公司设在太原的办事处收到一张承兑汇票,对方欲以该汇票从该公司购买价值约35万元的钨铁材料。巧合的是,该公司此前遇到过类似情况,并损失了30多万元的货物。为谨慎起见,该公司相关负责人将此次收到的承兑汇票寄往出票银行进行核对,果然,银行方面初步认定该汇票是假冒的。

### 2. 变造承兑汇票案例

伪造、变造的银行承兑汇票仿真度很高,有的甚至能顺利通过银行系统的专用检验设备的检验。犯罪嫌疑人利用一些票据涉及地域跨度大而难以实地核票的特点,进而用伪造、变造后的大额银行承兑汇票在中西部经济欠发达地区以贴现的方式骗取金融系统、私营企业或个人大量资金。

案例:2013年9月10日,朱某伙同李某预谋用变造银行承兑汇票后质押借款的方式进行诈骗。朱某将3张小面额的银行承兑汇票交给李某,李某在广州将3张小面额的银行承兑汇票变造成一张金额为450万元的银行承兑汇票。随后,李某指示陈某从广州将变造的银行承兑汇票交给朱某。2013年9月22日,朱某将其中一张变造的银行承兑汇票交给老何等人。老何等人在明知该银行承兑汇票是变造的情况下仍通过小翠到银行办理贴现业务,骗得赃款430多万元。

### 3. 他人冒名兑现案例

企业将票据丢失后没有挂失,虽然很多人捡到票据会归还失主,但有人起贪念冒名兑现,将款项据为己有。因此,当票据丢失后,企业应第一时间进行挂失。

案例:2013年8月25日,冠县张先生停放在冠县工业园区晨阳交通设施有限公司门口的汽车玻璃被砸,车内钱包被盗,内有一张15万元的银行承兑汇票。邓某拾得该汇票后,明知自己持有的一张出票金额为15万元的银行承兑汇票来路不明,仍然以合法持票人的名义将其结算给聊城一家无缝管有限公司,用以偿还所欠货款9300元,该无缝管有限公司在扣除其欠款及贴现利息款后,将剩余的135500元兑现给邓某。

### 4. 合同协议使诈案例

在实际操作中,犯罪分子往往利用空壳公司以低息贴现为诱饵骗取企业持有的银行承兑汇票,在贴现后只支付一部分贴现款以稳住被害企业或者直接卷款潜逃,给被害企业造成巨大的经济损失。企业应注意,低息贴现的广告不要轻信;在进行承兑汇票贴现交易时,应谨慎阅读、签署协议,并妥善保护好自己持有的那份合同,不给不法

分子留下可乘之机。

案例:2014年11月16日,徐先生和同事陈先生、周小姐来到某地,与某地居民朱某交易承兑汇票。朱某及其朋友陶某分别以3.25‰和3.2‰的利率购买徐先生公司持有的两张承兑汇票:一张为2014年10月份签发,面额为100万元;另一张为2014年11月份签发,面额为200万元。如此低的利息令徐先生等人非常满意。交易当天,双方签署协议时,朱某趁着徐先生等人不注意,偷偷修改了利率数额。结果进账金额却让徐先生他们大吃一惊,比双方商量好的金额少了52万元。

#### 5. 签订假购销合同骗取银行承兑案例

当出票人向银行申请承兑时,购销双方只是签订了购销合同,真正的商品交易还未发生。银行审查商品交易的主要依据是购销合同,一些企业借此相互串通签订假购销合同,以此来骗取银行承兑,获取银行的信贷资金。

案例:2012年2月9日,一个拥有3家贸易公司的女老板管某为了顺利办理贷款,利用与浙江某金属有限公司业务往来时扣下留存的已盖好该公司印章的空白合同,在无真实货物交易的情况下填报为虚假的购销合同后送交银行,利用伪造的购销合同骗取银行承兑汇票1000万元并贴现使用。管某因经营不善,投资失败,贷款到期后无法归还银行的借款,给银行造成了重大损失。

## 第五节 短期政府债券市场

政府债券市场是各国最主要的债券市场,其发行和交易量都很大,特别是国库券或短期国债市场,其发行市场和流通市场都比较发达。按发行主体划分,政府债券可分为中央政府债券、地方政府债券和政府机构债券;按期限划分,政府债券可分为短期政府债券(1年以下)、中期政府债券(1~10年)和长期政府债券(10年以上);按是否记名划分,政府债券可分为记名政府债券和无记名政府债券;按载体划分,政府债券可分为有纸政府债券和无纸政府债券;按发行及募集资金方式划分,政府债券可分为公募政府债券和私募政府债券。本节侧重介绍短期政府债券。

### 一、短期政府债券的概念

短期政府债券是政府部门以债务人身份承担到期偿付本息责任的期限在1年及1年以内的债务凭证。广义的短期政府债券不仅包括国家财政部门所发行的债券,还包括地方政府及政府代理机构所发行的证券;狭义的短期政府债券则仅指国库券。一般来说,短期政府债券市场主要指的是国库券市场。

各国政府发行短期政府债券主要是为了满足先支后收而产生的临时性财政资金需要。由于短期政府债券是以国家信用做担保,不存在或基本上不存在信用风险,而且期限较短,流动性较强,又可以获得高于同期存款的利息,因而成为金融市场上十分畅销的投资工具。



## 二、国库券市场

国库券的典型发行方式是拍卖方式,由财政部门公布发行数额,由投资者或承销商投标,提出认购的数量和认购价格,发行人根据投标情况按一定规则进行配售。从各国的国库券市场情况来看,美国的国库券市场最为发达,最为典型。在美国,国库券不仅发行数量非常大,发行十分频繁,而且从发行到流通已经形成了一个完备的系统。我们下面主要以美国的国库券市场为例,介绍国库券发行和流通的主要特点。

美国新发行的国库券主要为中央银行、大的商业银行、众多的机构投资者及证券承销商所认购,公司、地方政府、外国银行和个人也认购一部分。但中央银行、商业银行和证券承销商并不完全是为自己购买。中央银行认购国库券主要是为了进行公开市场操作;商业银行购买国库券主要是为了调节流动性资产储备,实现流动性与盈利性的协调平衡,同时也代理客户买卖国库券;证券承销商认购国库券一部分属于自营性买卖,另一部分为代理客户买卖。

美国新发行的国库券主要有3个月、6个月、9个月和1年期四种,一般都为贴现债券,即属于折价发行,发行价格与票面价格的差额为投资者利息收益。所发行的国库券主要采用三种形式,即不记名形式、记名形式和登记形式。不记名形式是指在国库券上不记载持有者的姓名,转让时也无须经过背书,仅凭国库券交付,即可完成所有权的移交。所谓记名形式,是指在国库券上记载持有人的名称,转让时除了交付国库券外,还需要持有者背书。以上两种形式都需要发行实体,即有纸债券。所谓登记形式的国库券,是指将国库券持有者对国库券的所有权登记于财政部门的账簿上,国库券认购者仅取得收据及对账单,如果要将其转让,则可以转移收据及变更财政部门账簿中所有者的名字。在这种情况下,无须进行国库券的实体发行,即无纸券。采用登记形式发行国库券,可以防止国库券的遗失、被盗或伪造,并可降低国库券的发行成本。目前,美国国库券的发行大多采用这种形式。

美国3个月和6个月期的国库券每周发行一次,9个月和1年期的国库券每月发行一次。

美国国库券的发行均采用公募投标方式进行,可分为竞争性投标和非竞争性投标两种方式。所谓竞争性投标,是指国库券投资者希望用较有利的价格买入所希望买入的一定数量的国库券时所进行的投标,竞争性投标通常由银行及证券经纪商以及其他机构投资者参加。竞争性投标书必须标明认购的数量和认购价格,参加竞争性投标的机构往往会因为投标价格低于其他投标者的出价而买不到国库券。因为国库券是折价或低于面值发行的,所以投标价格总要低于票面额,否则无利可图。所谓非竞争性投标,是指国库券投资者愿用中等水平的价格获得希望得到的一定数量的国库券时所进行的投标。其非竞争性主要是指在价格上不参与竞争,投标书只标明金额而不标明价格,成交时以财政部门所接受的竞争性投标价格的平均数作为成交价格。一些小的公司和机构投资者及个人投资者多采用非竞争性投标方式购买国库券。

## 三、国库券的特征

同其他货币市场信用工具不同,国库券交易具有一些较明显的特征。这些特征对投资者购买国库券具有很大的影响。国库券主要有以下几个特征。

### 1. 违约风险小

由于国库券是国家的债务,因而它被认为是没有违约风险的。然而,即使是信用等级最高的其他货币市场票据,如商业票据、可转让存单等都存在一定的风险,尤其在经济衰退时期。国库券无违约风险的特征增加了它对投资者的吸引力。

国库券的这一特征还间接地影响到投资者对国库券的需求,因为各种法令和条例赋予了国库券在投资中的特殊地位。对商业银行和地方政府来说,利用国库券可以解决其他形式的货币市场票据如商业票据和银行承兑票据所无法解决的问题。例如,银行利用国库券可以很容易地与企业及地方政府等部门进行回购协议交易。

### 2. 流动性强

国库券的第二个特征是具有很强的流动性。这一特征使得国库券能在交易成本较低及价格风险较低的情况下迅速变现。国库券之所以具有这一特征,是由于它是一种在高组织性、高效率和竞争市场上交易的短期同质工具。因为当投资者需要资金时,究竟是出卖国库券还是通过其他手段来筹集资金,很大程度上取决于其所需资金的期限及筹集资金的机会成本问题,它包括对风险的考虑、通信费用等从属性交易成本及报价和出价之差额所形成的成本。

### 3. 面额小

相对于其他货币市场票据来说,国库券的面额较小。在美国,1970年以前,国库券的最小面额为100美元。1970年年初,国库券的最小面额升至1000美元,目前为10000美元。其面额远远低于其他货币市场票据的面额(大多为10万美元)。对许多小投资者来说,国库券通常是其唯一能直接从货币市场购买的有价证券。

## 第六节 货币市场共同基金市场

货币市场共同基金是美国20世纪70年代以来出现的一种新型投资理财工具。共同基金是将众多的小额投资者的资金集合起来,由专门的经理人进行市场运作,赚取收益后按一定的期限及持有的份额进行分配的一种金融组织形式。货币市场共同基金是指主要在货币市场上运作的共同基金。

### 一、货币市场共同基金的发展历史

基金的起源最早可以追溯到18世纪末、19世纪初的荷兰。1774年和1776年,荷兰人亚伯尔罕·冯·凯特维希分别创立了“联合就是力量”和“偏好和谨慎”两种基金,其性质与现有的共同基金基本相同。

共同基金直到19世纪才在英国真正成为为大众投资者服务的社会化理财工具。当时的英国已经完成了产业革命,生产力得到了极大的发展,国内资本充裕但缺乏投资机会。为谋求更高的利润,资本家们迫切希望将资本投向能带来巨额利润的海外市场,但是他们缺乏对海外市场的了解和相应的国际投资知识,难以对其进行有效的管理,因此采用了共同基金的方式集合了众多人的资金,委托专家经营并代为投资。第一次世界大战后,美国经济空前

繁荣,国内外投资活动非常活跃,英国的共同基金制度才被引入美国,并在随后得到了迅速发展。

货币市场共同基金最早于1972年出现在美国。当时,美国政府出台了限制银行存款利率的Q条例,使银行存款对许多投资者的吸引力下降,他们急于为自己的资金寻找新的能获得货币市场现行利率水平的投资渠道。货币市场共同基金正是在这样的情况下产生的,并迅速发展,很快扩散到世界各地。目前,在发达的市场经济国家,货币市场共同基金在全部基金中所占比重最大。

## 二、货币市场共同基金的发行及交易

货币市场共同基金属开放型基金,即其基金份额可以随时购买和赎回。当符合条件的基金经理人设立货币市场共同基金的申请经有关部门许可后即可着手货币市场共同基金份额的募集。投资者认购货币市场共同基金份额与否一般依据货币市场共同基金的招募说明书来加以判断。货币市场共同基金的发行方式有公募与私募两种。具体来说,货币市场共同基金的发行可采取发行人直接向社会公众招募,或者由投资银行、证券公司承销或通过银行、保险公司等金融机构进行分销。

货币市场共同基金的初次认购按面额交易,一般不收或收取很少的手续费。由于开放型基金的份额总数是随时变动的,因而货币市场共同基金的交易实际上是指投资者买入基金份额或卖出基金份额的选择过程。货币市场共同基金与其他投资于股票等证券的开放型基金不同,其购买或赎回价格所依据的净资产值是不变的。对于货币市场共同基金所分配的盈利,投资者可以选择转换为新的货币市场共同基金份额或领取现金两种方式。一般情况下,投资者用投资收益再投资,以增加货币市场共同基金的份额。由于货币市场共同基金的净资产值是固定不变的,因此,衡量该类基金表现好坏的标准就是其投资收益率。

## 三、货币市场共同基金的特征

货币市场共同基金是基金中的一种,又是专门投资货币市场工具的基金。与一般的基金相比,除了具有一般基金的专家理财、分散投资等特点外,货币市场共同基金还具有如下一些特征。

### 1. 投资于货币市场中高质量的证券

货币市场共同基金是规避利率管制的一种金融创新,其产生的最初目的是给投资者提供稳定或高于银行等储蓄性金融机构存款利率的市场利率水平。因此,货币市场共同基金成立之后,就在各种短期信用工具中进行组合投资选择。早期的货币市场共同基金所投资的证券级别是没有限制的。但由于一些货币市场共同基金为追求高回报而投资于高风险的证券,导致其发生巨额亏损,损害了投资者的利益,从而引起了监管者的重视。因此,1991年2月,美国证券交易委员会要求货币市场共同基金要提高在顶级证券上的投资比例,规定其投资在比顶级证券低一档次的证券金额不超过5%,对单个公司发行的证券的持有量不能超过其净资产的1%。这里所谓的顶级证券是指被至少两家全国性的证券评级机构评为最高两个等级的证券。由于货币市场共同基金投资的是高质量证券,高质量证券有流动性高、收益稳定、风险小等特点,而资金较少的小投资者除了可在货币市场上购买短期政府债券

外,一般不能直接参与货币市场交易。货币市场共同基金的出现满足了一部分小额资金投资者投资货币市场获取稳定收益的要求,因此受到投资者的青睐。

### 2. 为投资者提供一种有限制的存款账户

货币市场共同基金为投资者提供一种有限制的存款账户,投资者可以签发以其基金账户为基础的支票来取现或进行支付。这样,货币市场共同基金的基金份额实际上发挥了能获得短期证券市场利率的支票存款的作用。尽管货币市场共同基金在某种程度上可以作为一种存款账户使用,但它们在法律上并不算存款,因此无须对其提取法定存款准备金,也不受利率最高限额的限制。当然,货币市场共同基金账户所开支票的数额是有最低限额要求的。

### 3. 所受到的法规限制相对较少

由于货币市场共同基金本身是一种绕过存款利率最高限额的金融创新,因而其最初的发展中几乎没有对其进行限制的法规,其经营较为灵活。这使货币市场共同基金与银行等相关金融机构在资金来源的竞争中占有一定的优势。货币市场共同基金不用缴纳存款准备金,即使其保持和商业银行等储蓄性金融机构一致的投资收益,由于其资金的运用更充分,因而其所支付的利息也会高于储蓄性金融机构支付的存款利息。

## 四、货币市场共同基金的发展方向

货币市场共同基金的发展方向取决于其在金融市场中的作用。从目前的发展趋势来看,货币市场共同基金的一部分优势仍得以保持,如专家理财、投资于高质量的短期债券等,但其发展中也面临一些问题,主要表现在以下两个方面:

(1) 货币市场共同基金没有获得政府有关金融保险机构提供的支付保证。货币市场共同基金提供支票账户,因此在某种程度上可被看作一种储蓄性金融机构。但政府存款保险公司不为货币市场共同基金的投资者的资金提供存款保险。这在货币市场共同基金的经营出现风险时容易给投资者带来损失,不利于货币市场共同基金在市场竞争中争取稳健投资者的参与,尤其是在 20 世纪 80 年代以来,银行业的经营风险增大、银行倒闭事件增多的情况下。因此,尽管有一些基金组织尝试建立私人保险机构或采取限制投资方向等措施,但仍不能完全解除投资者的担忧。

(2) 投资于货币市场共同基金的收益和投资于由银行等储蓄性金融机构所创造的货币市场存款账户的收益差距正在消失。一是由于银行面对竞争,不断地推出新的更有吸引力的信用工具,二是货币市场共同基金受到管制较少的历史正逐渐成为过去。货币市场共同基金在追求高收益的过程中必然伴随着高风险。一些货币市场共同基金出现了巨额亏损,给基金份额持有人带来了损失,这导致了政府的干预。政府监管机构开始逐渐加强对货币市场共同基金的监管,对货币市场共同基金投资的短期证券级别进行了限制,还加强了对货币市场共同基金投资于风险较大的金融衍生品的限制。

虽然目前货币市场共同基金的发展面临着一些问题,但它并不会从市场上消失。它仍将和其他储蓄性金融机构在竞争中一起发展。在这个过程中,货币市场共同基金将通过优胜劣汰,不断创新,在市场竞争中立足。



### 复习思考题 >>>>

1. 什么是货币市场? 货币市场具有哪些特征?
2. 货币市场工具有哪些?
3. 货币市场与资本市场有哪些联系和区别?
4. 同业拆借市场有哪些特点和功能?
5. 票据市场的构成要素有哪些?
6. 国库券市场有哪些特征?
7. 货币市场共同基金有哪些特征?



### 案例分析 >>>>

#### 电子承兑汇票诈骗案例

在电子承兑汇票交易的过程中,是先打款还是先背书,这个问题一直困扰着交易双方。以下三个案件可以给大家一些警示。

案例一:2015年7月,乐清市某公司向公安部门报案,称其上海办事处与某公司洽谈承兑汇票贴现业务,被騙走电子承兑汇票一份,损失近5 000万元。据了解,嫌疑人携带一个伪造的华夏银行数字证书(U盾),通过该数字证书进入“华夏银行网银”页面,显示其公司账户资金达2亿余元,以此騙取持票人对其实力的信任而将电子承兑汇票背书给诈骗公司。不法分子得手后立即将电子承兑汇票在市场上贴现,贴现款项被迅速转移到多个个人账户取现。

案例二:2015年5月,昆明市一家公司的财务经理刘某,因公司资金周转需要,找“财务机构”办理贴现,被騙5 000万元。刘某了解到,一家叫“恒丰银行”的财务机构对外宣称可以帮助企业快速办理电子银行承兑汇票贴现业务,具有周期短、到账快的特点,而且利息远远低于银行。2015年5月6日上午,刘某如约将该汇票交到了冉某的手上,但3天后刘某仍发现资金没有如约到账。刘某立即赶到“恒丰银行”办公地点,却发现已经人去楼空。

案例三:2014年9月,遂宁市某再生利用有限公司经成都市某银行签发了一张金额为900万元的电子承兑汇票给遂宁市某农机公司。遂宁市某农机公司急需现金,该公司负责人认识嘉兴市某贸易公司的负责人唐某,唐某表示能够将电子承兑汇票兑现。然而,遂宁市某农机公司将电子汇票转给该贸易公司后,对方就联系不上了。

#### 问题:

1. 分析以上案例中企业遭受损失的原因。
2. 你如何看待电子承兑汇票交易中先打款还是先背书的问题?

## 第三章

# 股票市场

### 学习目标

了解股票的特征和类型；  
掌握股票的一级市场与二级市场；  
了解股票价值的形式；  
掌握确定股票内在价值的方法；  
了解股票的发行方式、发行制度、股票交易制度；  
能够进行普通股股票的价值分析。

### 案例导入

#### 一只股票的退市风险<sup>①</sup>

国家药品监督管理局(以下简称“国家药监局”)和吉林省食品药品监督管理局(以下简称“吉林省食药监局”)于2018年10月16日分别对长生生物科技股份有限公司(以下简称“长生生物”,其股票名为ST长生,股票代码为002680)做出多项行政处罚。国家药监局撤销长生生物狂犬病疫苗(国药准字S20120016)药品批准证明文件;撤销涉案产品生物制品批签发合格证,并处罚款1203万元。吉林省食药监局吊销其药品生产许可证;没收违法生产的疫苗、违法所得18.9亿元,处违法生产、销售货值金额三倍罚款72.1亿元,罚没款共计91亿元;对涉案的高俊芳等14名直接负责的主管人员和其他直接责任人员做出依法不得从事药品生产经营活动的行政处罚,涉嫌犯罪的,由司法机关依法追究刑事责任。

<sup>①</sup> 长春长生最新消息 被罚没91亿元或存退市风险[EB/OL]. (2018-10-17)[2019-06-14]. <https://www.taoguba.com.cn/Article/2191878/1>. (有改动)

此外,依据《中华人民共和国证券法》的相关规定,中国证监会拟决定对长生生物处以60万元罚款的顶格处罚,拟对其直接负责的主管人员高俊芳等4名当事人给予警告,并分别处以30万元的顶格处罚,同时采取终身市场禁入措施。

2018年10月16日晚,长生生物发布狂犬疫苗赔偿方案:造成一般残疾的,一次性赔偿20万元/人;造成重度残疾或瘫痪的,一次性赔偿50万元/人;导致死亡的,一次性赔偿65万元/人。

长生生物于2014年1月至2018年7月违法生产、销售冻干人用狂犬病疫苗(Vero细胞)共计748批(含亚批)。其生产过程中均使用两个或两个以上批次的原液勾兑配制,再对勾兑合批后的原液重新编造生产批号。其自2016年至2018年,更改了184批次涉案产品的生产批号或实际生产日期。其中118批次向后变更生产日期,变相延长了产品的有效期。

目前,ST长生尚未披露2018年半年报,其股票将自2018年11月5日起复牌,自复牌之日起被实施退市风险警示;若该公司被实行退市风险警示后在两个月内仍未能披露2018年半年度报告,深圳证券交易所(以下简称“深交所”)将可能暂停该公司股票上市交易;若该公司股票被暂停上市后在两个月内仍未能披露2018年半年度报告,深交所将可能决定终止该公司股票上市交易;若该公司股票被暂停上市后在两个月内披露了2018年半年度报告但未能在其后的五个交易日内提出恢复上市申请,深交所将可能决定终止该公司股票上市交易。

ST长生表示,根据国家药监局和吉林省食药监局的相关处罚决定,巨额罚款可能会导致公司存在暂停上市或退市风险。根据《中国证券监督管理委员会行政处罚及市场禁入事先告知书》(处罚字[2018]126号),后续可能会导致该公司存在暂停上市或退市风险。

通过发行股票筹集资本是企业的一种经济活动,也是发展大企业经济的一种重要形式。股票交易在整个证券交易中占有相当重要的地位。股票市场的变化与整个市场经济的发展是密切相关的,股票市场在市场经济中始终发挥着经济状况晴雨表的作用。

## 第一节 股票概述

### 一、股票的定义

股票是股份公司发给股东以证明其所有权,并据以取得股息的一种有价证券。股票持有人即为该发行公司的股东,对该公司财产享有要求权。股票必须由经过登记的法人(公司)发行。票面上须载明发行公司的名称、登记时间、发行时间、每股金额、发行股数等内容。

股票作为有价证券,是投资者向股份公司提供资本而取得的由股份公司发放的权益凭证(所有权凭证)。股票只是投入企业的现实资本的纸质副本,本身并没有价值。它之所以有价格,可以买卖和转让,是因为它能给持有人带来预期收益。但在现实生活中,股票的概念往往与股份相混淆。股份的表现形式是股份证书,不同类型的股份制企业,其股份证书的具体形式各不相同。只有股份有限公司用以表现公司股份的形式才是股票。

### 二、股票的特征

理解股票的特征对于投资股票具有重要的意义。股票主要有以下几个特征:

(1) 收益性。股票可以为其持有人带来收益,这是股票最基本的特征。股票持有人可以从两个方面获得收益:一是股份公司派发的股息和红利,股息、红利的多少取决于股份公司的经营状况、盈利水平和股利政策;二是股票的资本利得,这来源于股票流通,是指股票持有人通过在依法设立的证券交易所进行股票交易,当股票的市场价格高于其买入价格时,股票持有人卖出股票所赚取的差价收益。

(2) 风险性。风险性具体表现为股票的价格波动性而带来股票投资收益的不确定性。所谓风险,在金融学上的定义是指实际收益与预期收益之间的偏离。投资股票就是投资股票的未来,但是,未来常常会出现一些自己想象不到的导致股价下跌的因素;在投资过程中还可能遇到上市公司不讲诚信的信用风险;在股票交易中可能遇到缺乏经验等造成的操作风险等。因此,投资者买进、卖出与持有股票必然会遇到各种风险。这就要求股票投资者在准备买入股票时和买入股票后都必须正视风险并且学会管理风险。

(3) 流动性。流动性是指资产能够以合理的价格、较小的交易成本快速变现的能力。股票是不可偿还的,但它能够在二级市场上转让,这为其提供了流动性。只有在股票市场挂牌交易的股票才具有流通性。

(4) 不可偿还性。不可偿还性也称为永久性。股票所载的权利的有效性是始终不变的,它是一种无偿还期限的有价证券。股票的有效性与股份公司的存续期间相联系,除非股份公司回购股票,否则股票持有人不能将股票卖给股份公司。股票的不可偿还性的特征反映了股东与股份公司之间较为稳定的经济关系,客观上有利于股份公司的发展。股票代表着股东的永久性投资,因此对于股份公司来说,通过发行股票募集到的资金在公司存续期间是一笔稳定的自有资本,股票的转让并不减少公司资本。

(5) 参与性。参与性是指股票持有人有权参与股份公司的重大决策。股票持有人作为股东,有权出席股东大会,参与股份公司经营决策的表决。股东参与股份公司重大决策权利的大小通常取决于其持有股份数量的多少,如果某股东持有的或实际控制的股份数量达到决策所需要的有效多数,则该股东为该股份公司的控股股东或实际控制人。

### 三、股票的分类

#### (一) 根据股票持有人的权利和义务分类

根据股票持有人的权利和义务分类,股票可分为普通股和优先股。

##### 1. 普通股

(1) 普通股的概念。普通股是在优先股要求权得到满足之后才参与公司利润和资产分配的一种股票。也就是说,在剩余索取权方面,普通股是劣后的,它代表着最终的剩余索取权,其股息收益是不确定的。但是普通股在剩余控制权方面要优先于优先股,其具有投票权。在上海证券交易所(以下简称“上交所”)与深交所上市的股票都是普通股。

普通股是构成公司资本的基础,是股票最基本的形式。普通股股东拥有的权益都是普通股赋予的。

普通股有时也划分为不同等级,如 A 级和 B 级。A 级普通股是对公众发行的,持有人可参与利润分红,但没有投票权或只有部分投票权的股票。B 级普通股是由公司创办人持



有的具有完全投票权的一种股票。

(2) 普通股股东的权利。普通股股东在股份公司存续期间享受以下股东权利：

① 决策参与权。普通股股东有权参加股东大会，对股份公司经营管理中的重大决策有发言权、表决权，对公司管理人员有选举权和被选举权；有权出席股东大会会议，所持每一股份有一表决权。股份公司持有的本公司股份没有表决权。

② 资产分配权。资产分配权主要体现在两个方面：一是普通股股东有权要求从股份公司经营的利润中分配股息和红利；二是当公司因破产而进行清算时，在公司偿还完债权人、优先股股东的债务后，普通股股东有权分得公司的剩余资产。

③ 优先认股权。股份公司在增发普通股时，现有普通股股东有权优先购买新发行的股票，以保持其对股份公司所有权的持股比例，从而维持其在股份公司中的权益。

在发行新股票时，具有优先认股权的股东既可以行使优先认股权而认购新增发的股票，也可以出售、转让其认股权。

(3) 普通股的分类。普通股的价格受公司的经营状况、经济政治环境、供求关系等诸多因素的影响，暴涨暴跌现象屡见不鲜。因此，普通股的投资风险较大，预期收益率高。根据其风险特征，普通股可以分为以下几类：

① 蓝筹股。蓝筹股是指具备稳定的盈利记录，能定期分配股利的大公司发行的，并被公认为具有较高投资价值的普通股。

② 成长股。成长股是指销售额和利润迅速增长，并且增长速度快于整个国家及其所在行业的公司所发行的普通股。这类公司在目前一般只对股东支付较低红利而将大量收益用于再投资，随着公司的成长，其股价上涨，投资者便可以从中得到很多的收益。

③ 收入股。收入股是指那些当前能支付较高收益的普通股。

④ 周期股。周期股是指那些收益随着经济周期波动而波动的公司所发行的普通股。

⑤ 防守股。防守股是指在面临不确定因素和经济衰退时期高于社会平均收益且具有相对稳定性的公司所发行的普通股，如公用事业公司所发行的普通股是典型的防守股。

⑥ 概念股。概念股是指只适合某一时代潮流的公司所发行的股价呈现较大起伏的普通股。

⑦ 投机股。投机股是指价格极不稳定或公司前景难以确定，具有较大投资潜力的普通股。

## 2. 优先股

优先股即优先在剩余索取权方面较普通股优先的股票，具体表现为其在普通股之前获取固定股息，但其在剩余控制权方面较普通股劣后。优先股股东通常没有投票权，只有在某些特殊情况下，如公司发生财务困难无法支付优先股股息或者当公司发生变更支付股息的次数、公司发行新的优先股等影响优先股股东的利益时，优先股股东才具备投票权。与普通股相比，优先股获得的红利多少是事先约定好的，而且优先获得剩余利润。没有投票权的优先股能稳定获得企业红利，其受到无意介入上市公司决策管理的机构投资者的青睐。



### 投资人如何通过优先股保护自己<sup>①</sup>

创业公司在获取风险投资后,公司股权结构里通常有普通股和优先股,公司创始股东和员工持有公司普通股,而投资人持有优先股。当公司发生被收购等清算事件时,优先股股东会先拿“蛋糕”;如果有剩余,才会分给创始人和员工等公司普通股股东。一桩硅谷独角兽的并购案所引发的种种风波深刻反映了各类股东之间的利益博弈和矛盾。

#### 1. 硅谷独角兽马失前蹄,普通股股东损失惨重

2015年9月4日,黑莓以4.25亿美元的价格收购了昔日劲敌——硅谷独角兽 Good Technology,收购价格不到这家独角兽此前11亿美元估值的一半。这家硅谷公司从2013年起就开始准备上市的进程,后再三推迟,终于以委身黑莓而不了了之。

如果说与首次公开发行(initial public offering, IPO)失之交臂而让公司所有股东都很失望的话,那么现在最失望的应该是公司的员工和其他普通股股东,且应该说他们是“受伤”更合适。因为这4.25亿美元的收购款在扣除公司债务、管理层补偿及投行服务等费用之后,投资人作为优先股股东先收回投资款,最后留给包括员工在内的所有普通股股东只有4000万美元。媒体报道称,有些员工拿到的钱都不够行权缴纳的价款,相当于白给公司打工还要掏腰包倒贴。

愤怒的员工只能砸公司玻璃,而以公司前任首席执行官为代表的普通股股东则一股脑将公司的管理层、投资机构股东和公司的并购投行摩根大通全部告上了法庭。在这桩集体诉讼请求中,指控方指控被告各方为了自己的利益损害了普通股股东的利益。

#### 2. 普通股股东与优先股股东如何切分“蛋糕”

从一份标注日期为2016年9月1日的 Good Technology 更新版起诉状中可以看出,优先股股东和普通股股东从收购中得到的支付的确实差异很大:优先股收购的价格为普通股价格的1.5~7.5倍,优先股股东为公司的投资人,普通股股东主要是公司现任或离任员工个人和从二级市场中买到普通股的普通投资者。截至公司收购之日,普通股占公司总股本的24.7%,但普通股股东总共分得4000万美元,不足总收购款项的10%。

通常,创业公司的风险投资人股东与公司创始人及员工等普通股股东得到的保护程度不同,也就是公司优先股和普通股的权利保护不同。优先股有更多的权利和保护机制。例如,在公司被收购的情况下,优先股股东享有优先清算权等优先权利,能保证其确定的回收额。

换句话说,持优先股的投资人有权在创始人和员工之前切分“蛋糕”,可分得更大份额的“蛋糕”。在收购价格不理想的情况下,可能留给创始人和员工的蛋糕所剩无几,这也是 Good Technology 普通股股东的遭遇。

---

<sup>①</sup> 一个独角兽“贱卖”案例,彻底搞明白投资人如何通过优先股保护自己[EB/OL]. (2016-10-09) [2019-05-14]. <http://www.gurong.com/p/8533.html>. (有改动)

### 3. 高管有能力保护自己的“蛋糕”

从逻辑上说,公司创始人和高管与员工一样也持有普通股,也会同样处于利益不能被保障的境地;但是,在并购交易中,为了让公司现任高管配合交易,投资人优先股股东和收购方会为高管安排专门的补偿,如公司可以给高管安排奖金、离职补偿,收购方可以在并购后的公司里为高管保留职位甚至给予期权等。

有关 Good Technology 被收购的起诉状中说,公司董事会最终批准的高管补偿方案中,为首席执行官和首席财务官分别提供了 400 万美元和 250 万美元的奖金,外加 190 万美元和 38 万美元的离职补偿金;此外,首席执行官还在收购消息正式宣布前拿到了收购方黑莓给出的聘用邀请。

据媒体报道,该首席执行官在 2015 年 10 月底离开了黑莓,补偿信息不详。黑莓也在 2015 年 11 月 2 日正式宣布完成收购。

### 4. 利益最受损的是员工

收购已尘埃落定,最悲惨的恐怕就是持有这家公司普通股的员工了,尤其是已经行权的在职和离职员工。在并购消息宣布前两周,据称公司在设定行权价格时还将公司普通股的估值定为 3.24 美元/股;在更早的 2 月份,公司普通股的估值甚至高达 4.26 美元/股。普通股 3~4 美元/股的价格意味着全部普通股的整体价值达 2 亿~3 亿美元,远远超出普通股股东最终总共分得的 4 000 万美元。

更可悲的是,员工等激励对象按照高估值拿到期权或者行权交了价款,本期待在公司上市后就退休养老,却发现用养老储蓄换来的股权打了水漂,难怪有员工抱怨说最后发现为公司白干活还要赔钱。

也许员工没有能力聘请律师追讨损失,但是员工之外的其他普通股股东可能有这个能力。在这个案例中,出头的角色主要是公司前任首席执行官控制的一个实体,几位原告总共持有 1 300 万股普通股,他们要求法院认可集体诉讼,由几位原告代表除了被告之外的所有普通股股东。

### 5. 投行被指控贱卖公司谋私利

值得一提的是,该案的被告名单中除了公司的原投资机构股东、投资机构委派的董事和公司高管之外,公司聘请的并购投行摩根大通也在原告于 2016 年 9 月 1 日变更的起诉状中被推上了被告席,遭到系列利益冲突的指控。

原告指控摩根大通为了争取黑莓的业务,在公司出售过程中支持黑莓以 4.25 亿美元的价格收购,而不是其他方更高的收购价格,从而损害了普通股股东的利益。因为摩根大通在并购之前已经被公司聘请为上市承销商,原告甚至指责摩根大通推动并购以收取比上市承销服务更高的中介费用。

## (二) 根据股票上是否记载股东的姓名或名称分类

根据股票上是否记载股东的姓名或名称分类,股票可分为记名股票和不记名股票。

### 1. 记名股票

记名股票是指在股份公司股东名册上登记了股票持有人的姓名或名称及住址,并在股票上同时注明持有人姓名或名称的股票。记名股票不仅要求股东在购买股票时要将姓名或

名称在股东名册上进行登记,而且要求股东在转让股票时要向公司办理股票过户手续。除了记名股东,任何人不得凭此股票对公司行使股东权。

## 2. 不记名股票

不记名股票是指股票票面和股份公司股东名册上均不记载股东姓名的股票,也称无记名股票。它与记名股票的差别主要在于股票记载方式上。不记名股票发行时一般留有存根联,它在形式上分为两部分:一部分是股票的主体,记载了有关公司的事项,如公司名称、股票所代表的股数等;另一部分是股息票,用于进行股息结算和行使增资权利。我国发行无记名股票的公司应当记载其股票数量编号及发行日期。

### (三) 按是否在股票票面上标明金额分类

按是否在股票票面上标明金额分类,股票可分为有面额股票和无面额股票。

#### 1. 有面额股票

有面额股票是指在股票票面上记载了一定金额的股票。这一记载的金额也称为股票票面金额、股票票面价值或股票面值。有面额股票的票面金额的计算方法是用资本总额除以股份数;而实际上很多国家通过法规予以直接规定,而且一般限定了这类股票的最低票面金额。另外,同次发行的有面额股票,其每股的票面金额是等同的,票面金额一般以国家的主币为单位,大多数国家发行的股票都是有面额股票。

有面额股票可以明确表示每一股股票所代表的股权比例,还可以为股票发行价格的确定提供依据。

#### 2. 无面额股票

无面额股票也称为无面值股票、比例股票、分权股票或份额股票,是指股票票面上不记载金额的股票。这种股票并非没有价值,而是不在票面上标明固定的金额,只注明它在公司总股本中所占的比例。无面额股票发行和转让的价格较灵活,便于股票交易。

### (四) 按同一市场用不同货币买卖分类

按同一市场用不同货币买卖分类,股票可以分为A股、B股、H股等。

A股的正式名称是人民币普通股股票,是指由中国境内公司发行,并且在境内证券市场上市,供境内机构、组织或个人以人民币认购和交易的普通股股票。

B股的正式名称是人民币特种股票,是指以人民币标明面值,以外币认购和买卖,分别在上交所或深交所挂牌,供境内投资者与境外合格机构投资者用外币买卖的股票。

H股是指注册地在内地、上市地在香港的股票,其用港币交易。因其上市地香港的英文Hong Kong的首字母为H而被称作H股。H股为实物股票,实行“T+0”交割制度,无涨跌幅大幅限制。同理,在内地注册,在纽约、新加坡、伦敦上市的外资股分别被称为N股、S股、L股。

### (五) 按股票的流通性是否受到限制分类

按股票的流通性是否受到限制分类,股票可分为流通股与限售股。

#### 1. 流通股

流通股是指股票持有人可以随时卖出的股票。

## 2. 限售股

限售股是在公司上市时对部分股票上市的时间做了限制的股票,这些股票主要是持有人在不同时间根据不同原则、不同认购价格获得的股票,主要是内部职工股、高管人员持有的股票、新股发行时机构投资者通过网下获得的新股。

从理论上讲,限售股经过一段时间的不断解禁,会逐渐转化为流通股,直至所有股票实现全流通。但是,大股东为了维持自己的控股股东地位,对于手中相当大一部分已经属于流通股的股票是不会让它上市流通的,这就是一些实现全流通后的上市公司股票每天的换手率都不高的原因。

### (六) 按总股本增加的方式分类

按总股本增加的方式分类,股票可分为送股、转增股、配股和定向增发股。

#### 1. 送股

送股是指股份公司向股东赠送的股票。送股与派息同属于分红概念,是指上市公司将公司的年利润转换为股票,将其按一定规则送给投资者,又称为送红股。

#### 2. 转增股

转增股是指上市公司的股本拆细或者公积金转增股本的股票。股本拆细或者公积金转增股本就是在上市公司股票市值总额不变的前提下扩大股票总数。由于股票市值总额不变,从表面看将股票拆细,对于投资者并没有增加看得见的利益,所以许多投资者对于股票拆细不感兴趣。其实股本拆细对于股东应该有比较大的利益。

#### 3. 配股

配股是上市公司根据公司的发展需要,依照有关法律规定和相应的程序向原股东发行新股筹集资金的行为。

#### 4. 定向增发股

定向增发是指上市公司向符合条件的少数特定投资者非公开发行股票的行为,要求发行对象不得超过10人,发行价不得低于公告前20个交易日股票均价的90%,新增股票12个月内不得转让。定向增发股就是指非公开发行,即向特定投资者发行的股票。

## 四、股票的一级市场和二级市场

### (一) 股票一级市场

股票一级市场是指股票的初级市场,即发行市场。在这个市场上,投资者可以直接从股票发行人或其委托的承销商处认购股票。股票一级市场的活动主要包括证券从发行人手上转移到投资者手上,把资金从盈余部门流向资金需求部门。股票一级市场是储蓄向投资转化的关键。

股票一级市场的整个运作过程通常由咨询与管理、认购与销售两个阶段构成。

#### 1. 咨询与管理

咨询与管理是股票发行的前期准备阶段,发行人(发行公司)须听取投资银行的咨询意见并对一些主要事项做出决策,主要包括以下事项:

(1) 选择发行方式。股票发行的方式一般可分为公募发行和私募发行。公募发行是指面向市场上大量的非特定的投资者公开发行的股票。其优点是,可以扩大股票的发行量,筹资潜力大;无须提供特殊的、优厚的条件,发行人具有较大的经营管理独立性;股票可在二级市场上流通,从而提高发行人的知名度和股票的流动性。其缺点是,工作量大,难度也大,通常需要承销者的协助;发行人必须向证券管理机关办理注册手续;必须在招股说明书中如实公布有关情况,以供投资者做出决策。

私募发行是指只向少数特定的投资者发行股票,其对象主要有个人投资者和机构投资者两类,前者如使用发行公司产品的用户或本公司的职工,后者如大的金融机构或与发行人有密切业务往来关系的公司。其优点是,节省发行费,不必向证券管理机关办理注册手续,有确定的投资者,从而不必担心发行失败等;其缺点是,须向投资者提供高于市场平均水平的特殊利益,发行人的经营管理易受干预,股票难以转让等。

股份公司再发行股票可以采取优先认股权的方式,也称为配股,即给予现有股东以低于市场价优先购买一部分新发行的股票的权利。其优点是,发行费用低,可维持现有股东在公司的权益比例不变。在认股权发行期间,公司设置一个除权日,在这一天之前,股票带权交易,即购得股票者同时也取得认股权;而除权日之后,股票不再附有认股权。

(2) 选定作为承销商的投资银行。公开发行股票一般都通过投资银行来进行,投资银行的这一角色称为承销商。许多公司都与某一特定承销商建立起牢固的关系,承销商为这些公司发行股票而且提供其他必要的金融服务。但在某些场合,公司通过竞争性招标的方式来选择承销商,这种方式有利于降低发行费用,但不利于与承销商建立持久、牢固的关系。承销商的作用除了销售股票外,事实上还为股票的信誉做担保,这是公司试图与承销商建立良好关系的基本原因。

当发行股票的数量很大时,常由多家投资银行组成承销辛迪加或承销银团来处理股票的发行事宜,其中一家投资银行作为主承销商,起主导作用。

在私募发行的情况下,发行条件通常由发行公司和投资者直接商定,从而绕过了承销环节,使投资银行的中介职能减弱许多,其工作通常是寻找可能的投资者,帮助发行公司准备各项文件,进行尽责调查,制定发行日程表等。

(3) 准备招股说明书。招股说明书是公司公开发行的股票的书面计划说明,是投资者准备购买股票的依据。招股说明书必须包括公司财务信息和经营历史的陈述,高级管理人员的状况,筹资的目的和使用计划,公司内部悬而未决的问题(如诉讼)等。

在准备招股说明书的过程中,一般应组建专家工作团并进行较明确的专业分工,通常为发行公司的管理层在律师的协助下负责起草招股说明书的非财务部分,作为承销商的投资银行负责起草股票承销合约部分,发行公司内部的会计师准备所有的财务数据,独立的注册会计师对财务账目的适当性提供咨询和进行审计。招股说明书各部分起草完成后,还须一遍又一遍地修改,直至内容完善、格式无误后定稿。此时的招股说明书称为预备招股说明书,它包括发行股票的大部分主要事实,但不包括价格。然后,将预备招股说明书连同上市登记表一起交送证券管理部门审查,证券管理部门要确认这些信息是否完整与准确,并要求发行公司对预备说明书进行一些修改或举行听证会。证券管理部门在认定预备招股说明书中没有虚假陈述和内容的遗漏后,证券管理部门才对股票上市予以批准注册,此时的招

股说明书称为法定招股说明书,它应标明发行价格并送予可能的投资者。应该指出的是,证券管理部门批准新股票的发行,仅表明法定招股说明书内有充分公正的信息披露,能使投资者对这只股票的价值做出判断,但并不保证股票发行的投资价值。

在私募发行的情况下,注册豁免并不意味着发行公司不必向潜在的投资者披露信息。发行公司通常会请一家投资银行代理起草一份类似于招股说明书的文件——招股备忘录。招股备忘录与招股说明书的区别在于,招股备忘录不包括证券管理部门认为是“实质”的信息,如能反映公司经营能力的财务会计信息等;而且不用送证券管理部门审查。

(4) 发行定价。发行定价是股票进入一级市场的关键环节。如果股票的定价过高,会使股票的发行数量减少,进而使发行公司不能筹到所需的资金,股票承销商也会遭受损失;如果股票的定价过低,则股票承销商的工作较容易,但发行公司会蒙受损失,对于再发行的股票,新股价格过低还会使老股东的利益受损。发行价格主要有平价、溢价和折价三种。平价发行就是以股票票面所标明的价格发行,溢价发行就是按超过票面金额的价格发行,折价发行就是按低于票面金额的价格发行。其中,溢价发行又可分为时价发行和中间价发行,前者即按发行时的市场供求状况决定发行价格,后者则介于时价和平价之间。

首次公开发行的股票通常要进行三次定价。第一次定价是发行公司在选择投资银行或主投资银行时,要求几家竞争承销业务的投资银行给出其各自的发行价格估计数,在其他条件相同的情况下,发行公司倾向于选择估价较高的投资银行作为承销商或主承销商。第二次定价是在编制预备招股说明书时,投资银行或主投资银行完成了绝大部分的尽职调查工作,对发行公司的业务和经营状况有了一个全面的了解,其与发行公司谈判,协商确定一个合适的价格区域。第三次定价是在证券管理部门批准注册之后,投资银行或主投资银行与发行公司商讨确定发行定价。与前两次定价相比,最后一次的定价尤为重要,因为它一旦确定就具备法律约束力,承销商就应按此价发售新股,故投资银行或主投资银行不得不慎重行事,与发行公司进行激烈谈判,并通常在公开发行的前一天确定最后的发行价格。

## 2. 认购与销售

发行公司着手完成准备工作之后即可按照预定的方案发售股票。对于承销商来说,就是执行承销合同,认购股票,然后将股票销售给投资者。承销商承销股票的具体方式通常有以下两种:

(1) 包销。包销是指承销商以低于发行定价的价格把发行公司发行的股票全部买进,再转卖给投资者。这样,承销商就承担了在销售过程中股票价格下跌的全部风险。承销商所得到的买卖差价是对承销商所提供的咨询服务和承担包销风险的报偿,也称为承销折扣。

在包销发行时,发行公司与承销商签订合同,规定承销的期限和到期承销商应支付的款项,如到截止日期承销商的销售任务尚未完成,承销商必须按合同规定如数付清合同确定的价款,若其财力不足又不能协商延期,则须借款支付。为了增加潜在投资者,以便在较短的时间内把股票销售出去,主承销商往往会组织销售集团,这个集团包括承销银团成员和不属于银团的金融机构,其作用相当于零售商。

在股票销售的过程中,如果股票的市场价格跌到发行价格之下,主承销商可能会根据承销协议,在市场上按市价购买股票以支撑发行价格。但是,如果市场价格已显著低于发行价格,使预定的发行额难以完成时,则承销银团只好解散,各个成员尽力去处理自己承诺完成

的部分,最终损失也各自承担。

(2) 代销。代销即尽力销售,指承销商许诺尽可能多地销售股票,但不保证能够完成预定的销售额,可以把没有出售的股票退给发行公司的一种销售方式。这样,承销商不承担风险。

## (二) 股票二级市场

股票二级市场也称为股票交易市场,是投资者之间买卖已发行股票的场所。这一市场为股票创造流动性,股票持有人能够迅速地把股票脱手换取现值。在这个流动的过程中,投资者将自己获得的有关信息反映在交易价格中,而一旦形成公认的价格,投资者凭此价格就能了解公司的经营概况,公司则知道投资者对其股票价值即经营业绩的判断。股票流动也意味着控制权的重新配置,当公司经营状况不佳时,大股东通过卖出股票放弃其控制权,这实质上是一个“用脚投票”的机制,它使股票价格下跌以“发现”公司的有关信息并改变控制权分布状况,进而导致股东大会的直接干预或外部接管,而这两者都是“用手股票”行使控制权。由此可见,股票二级市场的另一个重要作用是优化控制权的配置,从而保证权益合同的有效性。

股票二级市场通常可分为有组织的证券交易所和场外交易市场,但也出现了具有混合特性的第三市场和第四市场。下面主要介绍证券交易所。

证券交易所是由证券管理部门批准的,为证券的集中交易提供固定场所和有关设施,并制定各项规则以形成公正、合理的价格和有条不紊的秩序的正式组织。

### 1. 证券交易所的组织形式

世界各国证券交易所的组织形式大致可分为以下两类:

(1) 公司制证券交易所。公司制证券交易所是由银行、证券公司、投资信托机构,以及各类公营或民营公司等共同投资入股建立起来的公司法人。

(2) 会员制证券交易所。会员制证券交易所是以会员协会形式成立的,不以营利为目的的组织,主要由证券商组成。只有会员及享有特许权的经纪人才有资格在会员制证券交易所中进行证券交易。会员对会员制证券交易所的责任仅以其缴纳的会费为限。会员制证券交易所通常也都是法人组织,属于社团法人组织,但也有一些会员制证券交易所(如美国证券交易所)不是法人组织,其原因主要是避免司法部门的干预。

由于公司制证券交易所具有较为明显的优势,目前世界上越来越多的证券交易所为公司制证券交易所。

### 2. 证券交易所的会员制度

为了保证证券交易有序、顺利地进行,各国的证券交易所都对能进入证券交易所交易的会员做了资格限制。各国确定会员资格的标准各不相同,但主要包括会员申请者的背景、能力、财力、信誉状况,是否有从事证券业务的学识及经验等。此外,有些国家和地区的证券交易所只吸收公司或合伙组织的会员,而大多数国家的证券交易所则同时允许公司、合伙组织和个人成为证券交易所的会员。按会员所经营业务的性质和作用划分,各国证券交易所的会员可分成不同的种类。例如,纽约证券交易所的会员可分为佣金经纪人、交易所经纪人、交易所自营商、零股交易商、特种会员,伦敦证券交易所的会员可分为经纪商和自营商。



### 3. 证券交易所的上市制度

股票的上市是指赋予某种股票在某个证券交易所进行交易的资格。对上市公司来说,上市可增加其股票的流动性并提高公司的声望和知名度。股票上市后,公司经营者的责任也加重了。股票发行后并不一定就能上市,要满足条件和程序后方可上市。各国的法律虽然很少直接对股票的上市条件做出明确的规定,但各证券交易所为了提高在本证券交易所进行交易股票的质量,都要求各种股票在本证券交易所交易之前应办理申请上市手续,经审查合格后,由股票的发行公司与交易所签订上市协议,在缴纳上市费后才能在本证券交易所交易。各证券交易所的上市标准大同小异,主要包括有足够的规模,满足股票持有分布的要求,发行公司的经营状况良好等。私募股票通常无法满足这些要求而不能上市。

### 4. 证券交易所的交易制度

(1) 交易制度优劣的评判标准。交易制度是证券市场微观结构的重要组成部分,它对证券市场功能的发挥起着重要的作用。交易制度的优劣可从流动性、透明度、稳定性、效率、成本 and 安全性六个方面来评判。

① 流动性。流动性是指以合理的价格迅速交易的能力。它包含即时性和低价格影响两个方面。即时性是指投资者的交易愿望可以立即实现,低价格影响是指交易过程对证券价格的影响很小。流动性的好坏可用市场深度、市场广度和弹性这三个指标来衡量。如果在现行交易价格上下较小的幅度内有大量的买卖委托,则该市场具有深度和广度。如果市场价格因供求不平衡而改变,而市场可以迅速吸引新的买卖力量而使其价格回到合理水平,则称该市场具有弹性。

② 透明度。透明度是指证券交易信息的透明度,包括交易前信息透明度、交易后信息透明度和参与交易各方的身份确认情况。其核心要求是信息在时空分布上的无偏性。

③ 稳定性。稳定性是指证券价格的短期波动程度。证券价格的短期波动主要源于信息效应和交易制度效应。合理的交易制度设计应使交易制度效应最小化,尽量减少证券价格反映信息过程中的噪声。

④ 效率。效率主要包括信息效率、价格决定效率和交易系统效率。其中,信息效率是指证券价格能否迅速、准确、充分反映所有可得的信息。价格决定效率是指价格决定机制的效率,如做市商市场、竞价市场中价格决定的效率等。

⑤ 成本。证券交易成本包括直接成本和间接成本。前者指佣金、印花税、手续费、过户费等,后者包括买卖价差、搜索成本、迟延成本和市场影响成本等。

⑥ 安全性。安全性主要是指交易技术系统的安全情况。

(2) 交易制度的类型。根据价格决定的特点,证券交易制度可以分为做市商交易制度和竞价交易制度。

① 做市商交易制度。做市商交易制度也称为报价驱动制度。在典型的做市商交易制度下,证券交易的买卖价格均由做市商给出,买卖双方并不直接成交,而是向做市商买进或卖出证券。做市商的利润主要来自买卖差价。但在股票买卖的过程中,由于投资者的买卖需求不均等,做市商就会有证券存货(多头或空头),从而使自己面临价格变动的风险。做市商要根据买卖双方的需求状况、自己的存货水平,以及其他做市商的竞争程度来不断调整买卖报价,从而决定了股票价格的涨跌。

② 竞价交易制度。竞价交易制度也称为委托驱动制度。在此制度下,买卖双方直接进行交易或将交易委托通过各自的经纪商送到交易中心,由交易中心进行撮合成交。根据证券交易在时间上是否连续,竞价交易制度又分为间断性竞价交易制度和连续竞价交易制度。

A. 间断性竞价交易制度。间断性竞价交易制度也称为集合竞价制度。在该制度下,交易中心(如证券交易所的主机)并不将规定时段内收到的所有交易委托进行一一撮合成交,而是集中起来在该时段结束时进行一一撮合成交。因此,集合竞价制度只有一个成交价格,所有委托价在成交价之上的买进委托和委托价在成交价之下的卖出委托都按该唯一的成交价格全部成交。成交价的确定原则通常是最大成交量原则,即在所确定的成交价格上满足成交条件的委托股数最多。集合竞价制度是一种多边交易制度,其最大的优点在于具有信息集中功能,即把所有拥有不同信息的买卖者集中在一起共同决定价格。当市场意见分歧较大或不确定性较大时,这种交易制度的优势就比较明显。因此,很多交易所在开盘、收盘和暂停交易后的重新开市都采用集合竞价制度。

B. 连续竞价交易制度。连续竞价交易制度是指证券交易可在交易日的交易时间内连续进行。在连续竞价交易的过程中,当新进入一笔买进委托时,若其委托价大于等于已有的卖出委托价,则按卖出委托价成交;当新进入一笔卖出委托时,若其委托价小于等于已有的买进委托价,则按买进委托价成交;若新进入的委托不能成交,则按“价格优先,时间优先”的顺序排队等待成交。这样循环往复,直至收市。连续竞价交易制度是一种双边交易制度,其优点是交易价格具有连续性。

目前,世界上有很多证券交易所实行混合的交易制度。例如,伦敦证券交易所所有部分股票实行做市商交易制度,有部分股票实行竞价交易制度;巴黎、布鲁塞尔、阿姆斯特丹证券交易所对交易活跃的股票实行连续竞价交易制度,对交易不活跃的股票实行间断性竞价交易制度。亚洲国家和新兴证券市场大多实行竞价交易制度。

对于大宗交易,各个证券交易所都实行了较特殊的交易制度,其中最常见的是拍卖和标购。在拍卖中,卖者只有一个,买者有很多;在标购中,买者只有一个,卖者则有很多。例如,上交所规定,参加拍卖(标购)的应买(卖)证券商,其报价方式采用申报单方式公开表明买(卖)价及数量。参加应买的证券商所报的买入价在拍卖底价以上时,其中出最高买入价的证券商即为拍定人。当拍定人有两人以上,而其申报应买的数量超过拍卖数量时,则按各拍定人申报数量的比例拍定;当应买证券所报买价在拍卖底价以下时,均为无效。同样,凡参加应卖的证券商所报的卖价在标购底价以下时,以卖价最低者为标定人。当标定人有两人以上,而所申报应卖的数量超过标购数量时,按各标定人申报数量的比例标定。

### 拓展阅读

#### 深港通基础知识<sup>①</sup>

##### 1. 深港通的含义

深港通是深港股票市场交易互联互通机制的简称,是指深交所和香港联合交易所有限公司(下称“联交所”)建立技术连接,使两地投资者通过当地证券公司或经纪商实

<sup>①</sup> 深港通基础知识[EB/OL]. (2017-11-15)[2019-03-15]. [http://xj.gtja.com/content/xinjiang/product/guide/\\_\\_.html](http://xj.gtja.com/content/xinjiang/product/guide/__.html). (有改动)

卖规定范围内的对方在交易所上市的股票的一种机制。深港通包括深股通和港股通。其中,深股通是指香港投资者委托香港经纪商,经由联交所在深圳设立的证券交易服务公司向深交所进行申报,买卖规定范围内的深交所上市的股票;港股通是指内地投资者委托内地证券公司,经由深交所在香港设立的证券交易服务公司向联交所进行申报,买卖规定范围内的联交所上市的股票。

### 2. 深港通涉及的主要规则

中国证监会发布的《内地与香港股票市场交易互联互通机制若干规定》主要从一般性规定、市场主体职责和交易结算安排等方面进行了规范。其中,一般性规定明确了相关定义及相关活动适用法律、法规的原则,市场主体职责规定了交易所、证券交易服务公司和结算机构的职责,交易结算安排中对异常交易处理、禁止暗盘交易、外资持股比例限制、名义持有人下各方权利义务、清算交收原则、交收货币等重大事项做出了规定。深交所发布的《深圳证券交易所深港通业务实施办法》主要规定了深港通业务的基本模式和具体要求。其中,深股通交易方面主要规定了深股通标的股票范围和调入调出规则、交易特别制度安排、额度控制和深股通投资者的持股比例限制等内容;港股通交易方面主要规定了港股通标的股票范围和调入调出规则、交易相关事项、额度控制和投资者适当性要求等内容。由中国证券登记结算有限公司发布的《内地与香港股票市场交易互联互通机制登记、存管、结算业务实施细则》对港股通业务主要从账户设置、存管和托管、名义持有人服务、清算交收、风险管理、结算银行管理等方面进行了详细规定。

### 3. 可以参与港股通的投资者

参与港股通的内地投资者限于机构投资者和满足港股通适当性条件的个人投资者。机构投资者参与港股通交易,应当符合法律、法规、部门规章、规范性文件及业务规则的规定。个人投资者参与港股通应满足以下条件:

(1) 证券账户及资金账户内的资产合计不低于人民币 50 万元,其中不包括投资者通过融资融券交易融入的资金和证券。

(2) 通过证券公司评估,满足知识水平、风险承受能力和诚信状况等方面的要求。

(3) 不存在严重不良诚信记录,不存在法律、法规、部门规章、规范性文件和业务规则规定的禁止或者限制参与港股通交易的情形。

符合以上条件的个人投资者还须签署风险揭示书,并与证券公司签署委托协议后方可参与港股通交易。

## 第二节 股票的价值与价格

### 一、股票价值的形式

#### 1. 股票的票面价值

股票的票面价值又称为面值,即在股票票面上标明的金额。股票的票面价值在初次发

行时有一定的参考意义。以面值作为发行价格发行股票称为平价发行,此时公司发行股票募集的资金等于股本的总和,也等于面值总和。以高于面值的发行价格发行股票称为溢价发行。溢价发行筹集的资金中等于面值总和的部分计入资本账户,超过面值总和的部分为发行股份所得的溢价款,列为公司资本公积金。股票的发行价格低于面值,被称为折价发行,我国不允许股票折价发行。股票面值的作用之一是表明股票的认购者在股份公司的投资中所占的比例,是确定股东权利的依据;作用之二是在首次发行股票时,将股票的面值作为发行定价的一个依据。一般来说,股票的发行价格都会高于其面值。当股票进入流通市场后,股票的面值就与股票的价格没有什么关系了。股票的市场价格有时高于其面值,有时低于其面值。但是,不论股票的市场价格发生什么变化,其面值都是不变的,即使每一股份实际代表的价值可能发生了很多变化。

## 2. 股票的账面价值

股票的账面价值又称为股票净值或每股净资产,在没有优先股的条件下,每股股票的账面价值等于公司净资产除以发行在外的普通股的股数。公司净资产是公司资产总额减去负债总额后的净值,从会计角度来看等于控股股东权益价值。通常情况下,股票的账面价值并不等于股票的市场价格,主要原因有两点:一是会计价值通常反映的是历史成本或者按某种规则计算的公允价值,并不等于公司资产的实际价值;二是账面价值并不能反映公司的发展前景。

## 3. 股票的清算价值

股票的清算价值是指股份公司清算时每一股份所代表的实际价值。股票的清算价格是指股份公司破产或倒闭后进行清算时每股股票所代表的实际价值。从理论上说,股票的清算价格应与股票的账面价值相一致,实际上并非如此。只有当清算时公司资产实际出售价款与财务报表上的账面价值一致时,每一股份的清算价值才与账面价值一致。但企业在破产清算时,其财产价值是以实际的销售价格来计算的,而在进行财产处置时,其财产售价一般都会低于实际价值,再减去必要的清算费用,因此股票的清算价格就会与股票的净值不一致。股票的清算价格只是在股份公司因破产或其他原因丧失法人资格而进行清算时才被作为确定股票价格的依据,在股票的发行和流通过程中没有意义。

## 4. 股票的内在价值

股票的内在价值即股票的理论价值,也就是股票未来收益的现值。股票的内在价值决定股票的价格。股票的价格总是围绕其内在价值波动的。股票的内在价值是股票预期的未来现金流入量的现值。股票未来现金流入量包括每期预期股利和出售时得到的价款收入。股票现金流出量是其购买价格。一般来说,只有股票的内在价值大于购买价格时才值得投资。因此,股票的内在价值是进行股票投资决策时使用的一项指标。如果投资者永远持有股票,则只获得股利,是一个永续的现金流入量。股票的内在价值即股票未来收益的现值,其取决于预期股息收入和市场收益率。决定股票价格长期波动趋势的是股票的内在价值,但股票价格中短期的波动幅度往往会超过同一时期股票的内在价值的波动幅度,投资者预期是股票价格中短期波动的决定性因素。在投资者预期的影响下,股票市场会自发形成一个正反馈过程。股票价格的不断上升会增强投资者的信心及期望,进而吸引更多的投资者

进入市场,推动股票价格进一步上升,并促使这一循环过程继续进行下去。这个过程是无法自我纠正的,其结束需要由外力来打破。

股票的内在价值的计算公式为

$$\text{股票的内在价值} = \frac{D_1}{(1+i)^1} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+i)^n} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+i)^n}$$

式中, $D$ 表示股利; $i$ 表示折现率,一般采用市场利率,因为市场利率是投资于股票的机会成本; $n$ 为股票的收益年限。

如果未来时期每股股利不变,则股利收益的过程是一个永续年金,股票的内在价值的计算公式为

$$\text{股票的内在价值} = \frac{D}{i}$$

如果持股期间各年股利按一固定增长率逐年增长,则股票的内在价值的计算公式为

$$\text{股票的内在价值} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0 \times (1+g)^t}{(1+i)^t} = \frac{D_1}{i-g}$$

式中, $t$ 表示持股年份; $g$ 表示股利的年固定增长率。

在市场经济条件下,股票的价格不仅取决于其内在价值和公司的业绩,还取决于宏观经济形势和政策因素、政治因素、市场技术因素、社会心理因素、市场信息披露因素等,使股票的价格往往背离其内在价值。有的投机者为了获取巨额的股票价差收益,往往利用各种题材进行投机操作,导致很难用股票的内在价值来评价股票价格的高低。当股票的价格与其内在价值背离很大时,其风险是很大的,是不宜稳健的投资者购买的。

## 二、确定股票内在价值的方法

### 1. 市盈率法

市盈率法是股票市场中确定股票内在价值的最普通、最普遍的方法。市盈率又称为价格收益比率,它是股票的每股价格与每股收益的比率,其计算公式为

$$\text{市盈率} = \frac{\text{每股价格}}{\text{每股收益}}$$

如果能分别估计出股票的市盈率和每股收益,那么也就能间接地由此公式估计出股票价格。这种评价股票价格的方法就是市盈率估价方法。

通常情况下,股市中的平均市盈率是由一年期银行存款利率确定的,如一年期银行存款利率为3.87%,对应股市中的平均市盈率为25.84倍。股市中市盈率高于这个市盈率的股票,其价值就被高估;低于这个市盈率的股票,其价值就被低估。

### 2. 资产评估值法

资产评估值法是指把上市公司的全部资产进行评估,评估出的价值扣除公司的全部负债,然后除以总股本,以得出的数值来确定每股股票的价值的方法。如果股票的价格小于这个数值,该股票的价值就被低估;如果股票的价格大于这个数值,该股票的价值就被高估。

### 3. 销售收入法

销售收入法是指以上市公司的年销售收入除以上市公司的股票总市值,以得出的数值



**【例 3-3】** 某股票的上市流通盘为 2 000 万股,当其预期股息为 0.40 元时,股票的价格为 20 元。如果银行利率提高了 2%,当预期股息为 0.60 元时,每股股票的价格为( )。

- A. 15 元                      B. 20 元                      C. 30 元                      D. 40 元

**解:**根据公式“股票的价格=预期股息/银行利率”可计算股票的价格为 20 元时的银行存款利率,为

$$\text{银行利率} = 0.40 \div 20 = 2\%$$

现在银行利率提高 2%,即为 4%,预期股息为 0.60 元,可计算每股股票的价格,为

$$\text{每股股票的价格} = 0.60 \div 4\% = 15(\text{元})$$

**【例 3-4】** 某日,王某购买了某只股票 1 000 股,其每股票面金额为 10 元,预期每年可以获得 6%的股息,当时的银行存款的年利率为 5%,贷款的年利率为 6%。如果没有其他因素的影响,一年后,王某购买的股票的每股价格是多少?

**解:**每股股票的价格 =  $10 \times 6\% \div 5\% = 12(\text{元})$

**【例 3-5】** 某日,徐某购买某只股票 2 000 股,每股票面金额 16 元,预期每年可以获得 5%的股息,而当时银行存款年利率为 1.98%。如果没有其他因素的影响,一年后,徐某购买的 2 000 股股票的价格是多少?

**解:**2 000 股股票的价格 =  $16 \times 5\% \div 1.98\% \times 2\,000 = 80\,808.08(\text{元})$

**【例 3-6】** 某日 R 公司股票上市发行了 7 200 万股,每股预测年收益 0.48 元,发行价为 7.34 元,上市首日开盘价为 16.50 元,上市首日最高价为 17.00 元,上市首日收盘价为 15.20 元,当年银行存款利率为 4%。赵某以发行价买到 100 股 R 公司股票。请问:

- (1) 如果赵某在股票上市的第一天就以最高价把 100 股股票全部卖掉,其获利是多少?
- (2) 如果赵某一直持股,一年后,这 100 股股票的价格是多少?

**解:**(1) 卖出股票的获利 =  $(17.00 \times 100) - (7.34 \times 100) = 966(\text{元})$

(2) 100 股股票的价格 =  $0.48 \div 4\% \times 100 = 1\,200(\text{元})$

## 第三节 股票的发行与交易

### 一、股票的发行方式

#### 1. 直接发行和间接发行

股票发行的过程就是股票的出售过程。按有无中介机构参与,股票的发行方式可以分为直接发行和间接发行。

(1) 直接发行。直接发行是指发行公司不通过中介机构发行股票的发行方式。采用直接发行,发行公司可以控制发行过程,实现发行意图,节约发行费用。但直接发行往往使得筹资时间较长,发行公司不能迅速获得所需资本,而且直接发行需要发行公司设专职发行人员和机构,公司应有较高的知名度和信誉。

(2) 间接发行。间接发行是指发行公司通过中介机构发行股票的发行方式。间接发行可以使发行公司迅速获得所筹资本,但往往须支付较高的发行费用;发行公司须提供大量的

发行资料。

## 2. 公开发行和内部发行

根据股票发行的范围不同,股票的发行方式还可以分为公开发行和内部发行。公开发行又称为公募发行,内部发行又称为私募发行。公募发行与私募发行前面已经进行了介绍,此处不再赘述。

## 二、股票的发行制度

股票的发行制度主要有审批制、核准制和注册制。

### 1. 审批制

审批制是我国股票发行曾采用过的审批制度,是完全行政化的发行制度,有着强烈的计划经济色彩。其为拟发行公司在申请公开发行股票时,在征得地方政府或中央企业主管部门同意后向所属证券管理部门提出发行股票的申请,经证券管理部门受理审核同意后转报中国证监会核准发行额度,公司提出上市申请,经审核、复审,由中国证监会出具批准发行的有关文件后方能发行股票的一种股票发行制度。

### 2. 核准制

核准制是介于注册制和审批制之间的一种股票发行制度。一方面,核准制取消了指标和额度管理,引进了证券中介机构,加大了对市场参与各方的行为约束;另一方面,证券监管机构可对股票发行的合规性和适销性条件进行实质性审查。所谓实质性审查,是指除了对发行人申报文件的真实性、准确性、完整性和及时性进行审查以外,还会对发行人的营业性质、财力、素质、发展前景、发行数量和发行价格等条件进行审查。证券监管机构采取书面审查与实地核查相结合的方式进行审查,最后根据审查结果做出发行人是否符合发行条件的判断和是否核准其申请的决定。

### 3. 注册制

注册制是在市场化程度较高的、成熟的股票市场普遍采用的一种股票发行制度,其又称为申报制或登记制。注册制实质上是一种发行公司的财务公开制度,是指发行公司在发行证券之前必须依照法律规定向主管机关申请注册的制度。证券监管机构审查注册申请书时,除了核实发行公司是否具备法定的发行基本条件外,还要对其申报文件的真实性、准确性、完整性和及时性做出合规性的形式审查,而不对发行公司及所发行的证券有无价值做出实质判断。只要具备法定发行条件和数据,提供了真实信息,则自注册申请送达后一定时期内即自动生效。

注册制与核准制有本质的区别,是立法理念造成了注册制和核准制的根本差异:核准制认为,证券发行上市是一种特权,须经证券监管机构同意后方可取得;注册制认为,证券发行上市是一般权利,除非可能损害公共利益,否则政府就不应加以限制。

## 三、股票交易制度

股票交易与股票发行有着密切的联系,两者相互促进,相互制约。股票发行为股票交易提供了对象,决定了股票交易的规模,是股票交易的前提;股票交易使股票的流动性特征显现出来,从而有利于股票发行的顺利进行。股票交易在二级市场上进行,二级市场是投资者



之间买卖已发行股票的市场。

股票交易是以股票为对象进行的流通转让活动,股票交易可以在证券交易所进行,也可以在场外交易市场进行,前者通常称为上市交易,后者的常见形式是柜台交易。在股票上市交易后,如果发现不符合上市条件或其他原因,可以暂停上市交易,直至终止上市交易。暂停上市交易后在规定时间内重新具备了条件的也可以恢复上市交易。我国目前的股票交易和转让主要在上交所、深交所和中小企业股份转让系统等场内市场上进行。

股票交易制度可以分为做市商交易制度与竞价交易制度。本书前面已经对做市商交易制度与竞价交易制度进行了介绍,此处不再赘述。

#### 四、股票交易的方式

一般而言,股票交易的方式有四种,分别是股票现货交易、股票期货交易、股票期权交易和融资融券交易。下面只介绍股票现货交易和融资融券交易。

##### 1. 股票现货交易

股票现货交易是指股票交易双方在成交后及时清算交割股票与价款的交易方式。现货交易双方分别为持股待售者与持币待购者。

股票现货交易正常进行的前提条件是,股票出卖人必须持有流动性的股票,股票购买人的资金账户中则必须存有足够的资金。现货交易适用于相对简单的社会环境,有助于减少效益风险,因而是广泛采用的一种股票交易方式。

##### 2. 融资融券交易

融资融券交易又称为证券信用交易或保证金交易,是指投资者向具有融资融券业务资格的证券公司提供担保物,借入资金买入证券或借入证券并卖出的行为。广义的融资融券交易还包括转融通交易,即金融机构对证券公司的融资融券。

## 第四节 普通股的价值分析

进行普通股的价值分析,必须从宏观经济面、中观经济面和企业基本面进行独到的分析。

### 一、宏观经济面分析

宏观经济面分析是指分析总量经济活动即国民经济的总体活动,包括整个国民经济或国民经济总体及其经济活动和运行状态,如总供给与总需求,国民经济的总值及其增长速度,国民经济中的主要比例关系,物价的总水平,劳动就业的总水平与失业率,货币发行的总规模与增长速度,进出口贸易的总规模。

分析宏观经济面,还要从宏观经济发展史的逻辑线条来分析宏观经济的未来,才能深刻把握与判断宏观经济的走向。改革开放40年来,特别是加入世界贸易组织后,我国的经济发展虽然有波折,但是保持了较高的增长态势。

## 二、中观经济面分析

进行中观经济面分析,要注意以下两点。

### 1. 抓住产业结构大调整的历史机遇

相对于宏观经济而言,产业结构调整属于中观经济面问题。经过改革开放后的快速发展,我国的国力得到了极大的增强,提前进入了全面建设小康社会阶段,生产力水平得到大幅度提高,已经成为名副其实的世界工厂。可是,2008年席卷全球的世界金融危机袭来以后,一夜之间,一直具有表面繁荣的国际市场突然变得冷清,许多依靠大量农民工低工资、多就业维持的中小企业面临生存危险。我国宏观经济的低层次的产业结构面临着如果再不提升与调整,改革成果将毁于一旦的严峻后果。我国政府认识到这一点,及时提出了“调结构、稳增长、保民生”的伟大战略。

股票投资者从产业结构调整中能够捕捉到具有重大投资价值的题材股票。我国的产业结构调整过程必然是产业升级的过程,必然是新兴产业通过资本运作做大、做强,不断扩大其在产业结构中的比重,同时也是传统产业转型升级的过程,因此投资者应该关注新兴产业企业中具有收购概念的股票。只要收购成功,收购概念的股票必然是一匹黑马。传统产业企业只有通过资产重组,引进资金与技术才能焕发青春,延长生命周期。这样的企业若能够被强势龙头企业看中而实现资产重组,必然也是一匹大黑马。

### 2. 重视经济政策对股市相关题材股的影响

经济政策被称为经济杠杆,是政府管理和调节宏观经济的主要手段。重大的经济政策还被称为国策,因为其对国家整体经济的影响重大而深远。例如,全民医保政策的不断推进,使我国的医疗与药品市场不断扩大,使医疗与药品产业具有广阔而深远的发展前景。

## 三、企业基本面分析

### 1. 企业所在行业的生存状况分析

首先,分析企业所属的行业是朝阳产业还是夕阳产业,如果行业所处的位置在国民经济的增长点上,那么该企业的前景无可限量。其次,企业产品处于生命周期的哪一个时期也是必须认真考虑的关键问题。就大多数产品而言,处于成长期的产品的盈利性较高,潜在的危机较少,该时期企业股票的投资价值是最高的。

### 2. 企业产品的市场竞争力状况分析

企业的竞争力是由企业产品的市场占有率决定的,企业是靠生产并且销售自己的产品获利后生存与发展的。作为企业,要通过市场调查,知道自己产品的目标群体的定位是什么,群体中的客户数量有多少,企业自身可以吸纳的客户数量有多少,以及本企业的市场占有率还能够提高多少等。作为投资者,也应对拟投资股票的上市公司的这些情况进行分析。

### 3. 企业的财务状况分析

良好的财务状况是企业稳定发展的前提条件。分析企业的财务状况最重要的是分析其现金流情况及相关现金周转指标。企业现金流充裕,不仅可以应付日常开支之需,还可以将多余的现金存入银行赚取利息,以增加企业的利润;相反,企业现金流不足,为了稳定生产与经

营,企业不得不找银行贷款。现金流缺乏的上市公司,一旦日常开支无钱可支付,甚至连工资也发不出来,那么这个企业就离倒闭不远了。现金周转慢的企业,意味着其资金利用率低。

### 拓展阅读

## 贵州茅台股票的估值<sup>①</sup>

2017年以来,贵州茅台的股价不断创下新高,累计涨幅已达到118.46%。2018年以来,贵州茅台的股价继续维持上涨态势,迄今出现7个交易日累计上涨12.65%,1月份盘中再以788.88元创出历史新高,同时也将A股第一高价股的门槛再度提高一个台阶。经过一年多的时间,贵州茅台市值增加了近5700亿元,如今市值已高达9870.07亿元。以最新汇率计算,市值已达1517.54亿美元,这已经超过世界最大奢侈品集团路易威登的总市值(1489亿美元)。下面从四个角度分析贵州茅台股价上涨背后的原因,并对当前白酒行业的投资风险进行分析。

### 一、贵州茅台股价上涨的原因

#### (一) 贵州茅台具有多重商品属性

##### 1. 贵州茅台的收藏属性提升

自2014年农历马年以来,贵州茅台酒厂已经推出了四款生肖酒,其价格在近半年中的变化可以用“突飞猛进”来形容。马年500毫升生肖酒目前在京东的价格是6799元,羊年生肖酒为6899元,猴年生肖酒为3000元以上。从品质来说,生肖酒与普通茅台酒没有太大差异,但是因为有了不一样的颜色包装,从而激发了人们的收藏意愿。一般来说,具有收藏属性的贵州茅台酒有两种类型:一是贵州茅台老酒,就是过去生产的普通茅台酒;二是纪念酒,就是贵州茅台酒厂根据重大的题材出厂的纪念酒,生肖酒属于纪念酒。目前,纪念酒的收藏属性正在逐步被挖掘。贵州茅台酒可喝可藏,中国自古就有“酒是陈的香”的传统意识,其收藏属性的提升也是近年来其价格上涨的重要因素之一。

##### 2. 贵州茅台的金融属性凸显

按照经济学的基本原理,商品价格是由市场供求关系决定的。但是,一旦价格不反映供求关系,甚至大幅偏离价值时,商品就成了投机的媒介或载体,决定商品市场价格的就是商品的金融属性了。

如今,贵州茅台的股价迅速冲破700元大关。从商品价格来看,贵州茅台酒的价格不断上涨,商品价格已经大幅偏离其价值,市场价格的决定因素也不仅是供求关系而又加入了金融属性。因此,贵州茅台酒的市场消费需求随着价格的上涨不断减少,但投资需求却迅速增长,于是大量资金投入囤积贵州茅台酒,又通过股市放大了投资回报和财富效应,无数人希望通过投资期酒来获益,使贵州茅台酒成为一个过度金融化的投资标的,其金融属性也已经成为支撑其股价的重要因素之一。

#### (二) 投资监管趋严,资本趋向安全标的

据报告显示,2017年我国上市公司三季报业绩整体上好于预期。截至2017年

<sup>①</sup> 案例分析:贵州茅台股票估值上涨原因探秘[EB/OL]. (2018-06-13)[2019-02-17]. <http://stock.hexun.com/2018-06-13/193200129.html>. (有改动)

10月29日,沪深两市有2481家上市公司披露三季报,其中2324家上市公司实现盈利,约占比94%。同样,前三季度我国GDP同比增长6.9%,增速与上半年持平,我国经济已连续9个季度增速运行在6.7%~6.9%,发展的韧性明显增强。2017年以来,我国居民收入增速连续多个季度跑赢GDP的增速。

从2015年开始,我国中央银行货币政策持续宽松,随着国内经济的升温,市场参与者的投资需求开始增大,大量的流动性资金涌入以贵州茅台酒为首的高档白酒市场。与此同时,世界范围内“黑天鹅”事件频现,国家对上市公司的监管更加严格,经济仍然存在很大的不确定性,社会资金积极寻找安全投资标的,因此拥有稀缺性的贵州茅台股票成为避险资金的优良选择。

### (三) 消费需求升级,市场供不应求

近年来,市场消费习惯明显改善,白酒行业产品结构出现跳跃式升级,品牌白酒基本面趋势持续向好,营销模式的变化支撑了品牌白酒在全国市场的扩张。同时,2017年8月以来恰逢盛会,白酒企业供给收缩,由于终端需求十分强劲,贵州茅台酒厂大幅增加终端发货,批发价及库存指标均显良性。

#### 1. 消费需求升级

在十年前,政务或商务用酒大概每瓶在100~200元,极少数会超过300元。在限制“三公”消费后,高端酒的销售受到了较大影响。但是近年来,商务需求及民间消费需求的升级有效地承接了政务用酒的市场。2017年第一季度实际销售50%左右的增长也代表了民间真实需求的提升,高端酒的需求回暖是未来趋势。各家龙头酒企在A股市场的表现已经反映了中高端酒市场的复苏,特别是次高端酒的市场份额提升与贵州茅台酒的“保价控量”是密不可分的。

#### 2. 市场供不应求

根据贵州茅台酒厂2018年3月经销商会议资料,贵州茅台酒上半年的供给量约1.3万吨,下半年约1.25万吨,除去节假日,每天的供应量最多为80吨。这样也只能满足市场50%左右的需求。实现控价最好的方法是调节供给。虽然我们看到贵州茅台酒的日供给量已经从40吨增加到80吨,但是仍然有较大的需求缺口。这是贵州茅台股价未来持续性上涨的核心逻辑,也能解释季报中,一季度预收款远超出预期,从175亿元上升至190亿元的原因。

### (四) 创新营销方式,扩大消费市场

贵州茅台在营销方式上有新的举措:一是大力推进茅台云商、茅台电商的发展,并根据大数据进行营销,直接接触客户;二是进行贵州茅台文化营销,形成价值观的导入,特别是其力求将贵州茅台专卖店打造成为贵州茅台体验馆,并推出“红色之旅”等营销活动;三是建立联营公司和实施厂商共赢模式,让厂家、经销商在区域范围内形成更好的合力,在贵州茅台酒和系列酒上加强销售力量。这些营销方式使贵州茅台形成营销优势。

## 二、当前白酒行业的投资风险

### 1. 产能不足导致供不应求

短时间内突然增加的市场需求也可能导致基酒产能不足,带来供应量不及预期的风险;而且贵州茅台酒由于其奢侈品酒的特殊性,价格上涨过快必然存在一定的舆论

风险。近期贵州茅台酒厂对产品价格的控制也是有该方面的担心。因此,供给不足带来价格失控也是贵州茅台面临的重要风险之一。

## 2. 市场情绪过热引起投资泡沫

贵州茅台的金融属性凸显,决定其酒价的不是销量,而是资金成本。如果期酒投资者承受不住不断上升的社会融资成本,从而被迫抛售相关股票以至于波及相关上市公司的正常生产和销售,投资神话就会破灭。事实上,类似神话破灭的事情不是没有发生过。2012年,中央“八项规定”整顿公款吃喝立竿见影,贵州茅台的股价从266元一路下跌至118元,导致贵州茅台酒出现大量积压库存,不得不打折促销,使企图囤积炒作的社会资本折戟,贵州茅台酒的投资泡沫也顿时破灭。



## 复习思考题 >>>>

1. 股票有哪些类型?
2. 股票的一级市场与二级市场各指的是哪种市场?
3. 股票的价值有哪些表现形式?
4. 确定股票的内在价值的方法有哪些?
5. 股票有哪些发行方式?
6. 简述股票的发行制度和股票的交易制度。
7. 如何进行普通股的价值分析?



## 案例分析 >>>>

### 美团点评上市敲钟 估值 534 亿美元<sup>①</sup>

2018年9月20日,美团点评在港股挂牌。上市前夕,辉立交易场资料显示,美团点评暗盘收报71.5港元,较招股价69港元涨2.5港元,较招股价涨3.6%,每手100股,不计手续费,每手赚250港元。按发行价69港元来算,美团点评的估值定价约534亿美元,超过了网易、京东乃至小米等公司,位列中国互联网上市公司中市值排行的第四名。

数据显示,美团日均活跃配送骑手数量约为53.1万人,占据美团骑手的88.5%,且美团的配送体系相对成熟,平均配送时间保持在30分以内。除此之外,在配送成本上,美团外卖单均成本7.89元,比2016年的8.30元下降了0.41元。

庞大的用户量和相对成熟的外卖体系使美团点评的餐饮外卖业务极具市场潜力,但据美团点评招股书显示,美团点评的餐饮外卖业务的综合毛利率在其所有业务中是最低的,2017年美团点评全年的综合毛利率为36%,但餐饮外卖业务的毛利率仅为8.1%。对此,业内人士分析,利用成熟的配送体系和用户基础实现美团点评的餐饮外卖业务利润增长是美团点评目前首要应考虑的问题。

<sup>①</sup> 王晓然,于桂桂. 美团点评上市敲钟 估值 534 亿美元[EB/OL]. 北京商报. (2018-09-20)(2019-05-12)<http://www.bbtnews.com.cn/2018/0920/266988.shtml>. (有改动)

此前美团点评的最新招股书显示,美团点评此次募集的资金中,35%将用于开发服务及产品,20%将用于选择性寻求收购或投资与其业务互补且与其策略一致的资产及服务,10%将用作营运资金及一般企业用途。对此有分析认为,美团点评的融资大部分放在服务升级和业务拓展上。

另据业内人士分析,饿了么进入阿里后,阿里便开始着手加码生活服务领域。尤其是在餐饮板块,阿里表现出了极大的野心。在美团点评处于上市静默期阶段,饿了么先后宣布提升补贴,与星巴克达成合作,并将更名百度外卖为“星选外卖”。与此同时,阿里也公开成立新公司,将旗下口碑与饿了么进一步整合。这些举措让阿里具备了在餐饮领域与美团点评业务重合度极高的功能板块,可见阿里与美团点评之间即将在生活服务板块展开激烈的竞争。对于美团点评来说,美团点评除了稳固原有的外卖市场地位之外,还应利用原有的外卖市场优势增加餐饮业务的营收,尽快实现盈利。

**问题:**

美团点评股票定价的依据有哪些?