



# 引子

- 有了利率，就可以给金融工具定价了，此时就可进入金融市场了。
  - 美国为什么没有知名互联网金融企业？
- 美国为什么没有很有名的互联网金融企业？巴克莱银行主席认为，这是因为美国金融市场很发达，供给充分，互联网金融难以形成竞争力。  
(2014年3月6日 <http://www.chinairn.com>)
- 据介绍，美国在1999年就曾经出现过类似余额宝的产品，但经过将近十年的发展，遭遇到2008年的金融危机后基本退出了市场。原因有两个：
- 其一，金融危机来临，现金为王，导致美国版MMF余额宝遭遇大量赎回，出现流动性危机，最终跌破面值，濒临破产；
- 其二，金融危机后，美国实行了超宽松货币政策，推出了量化宽松大肆放水美元计划，并且将利率降低至零水平。超宽松的美元流动性和超低利率，使得以套利为回报的美国MMF失去了经营基础，最终不得不销声匿迹。
- 美国版余额宝最终退出市场的根本原因还是美国金融市场是高度开放的，管制程度非常低，利率是市场化的，金融市场特别是价格信息传递无迟滞、对等及时，对金融创新要求较高，套利空间很小。



# 第五章金融市场及其构成

- **学习目的与要求：**通过本章的学习，旨在了解金融市场的基本概念及其构成，掌握货币市场与资本市场的主要内容及特点，理解资本市场对一国经济发展的重要性
- **教学重点与难点：**
  - 1.金融市场的融资格局
  - 2.货币市场的主要构成及各自的特点
  - 3.资本市场的主要构成及各自的特点
  - 4.股票发行制度的改革
  - 5.银行同业拆借市场的运行机制



# 本章结构

---

**一、金融市场概述**

**二、货币市场的构成与运作**

**三、资本市场及其基本运作**



# 金融市场概述

## (一) 什么是金融市场

**金融市场 (Financial Market)**，是指货币资金融通和金融资产交换的场所，是资金供求双方通过买卖金融工具，实现资金融通、交换风险的场所。在这个市场上，各类经济主体进行资金融通、交换风险，从而提高整个社会资源配置的效率。

广义的金融市场是实现货币借贷和资金融通、办理各种票据和有价值证券交易活动的总称。

狭义的金融市场是直接融资范畴，仅指有价值证券交易的市场。

**两个基本概念的理解：金融资产与金融工具？**





# 金融资产与金融工具

**金融资产 (financial assets)** : 指个人或单位所拥有的以价值形态存在的资产.

- ▲ 金融资产是相对于实物资产而言的,是一种索取实物资产的权利.
- ▲ 金融资产通常分为货币和非货币性金融资产两类.货币包括现金和存款货币;非货币金融资产主要是各种金融工具.

**金融工具 (financial instrument)** :在市场上用以进行金融交易的工具.

- ▲ 金融工具以合法的书目凭证形式存在,具有规范的格式,具有广泛的社会可接受性和可转让性.
- ▲ 传统的金融工具主要有债权债务凭证和所有权凭证两大类;在此基础上衍生出来了许多新型的金融衍生工具.
- ▲ 金融工具种类的多少反映了金融市场的发达程度和金融创新的活跃程度.



就其作为区分不同金融交易行为的载体来说，是工具——金融工具。

对于持有者来说，则是资产——金融资产。

▲但是，金融工具与金融资产仍然不能简单划等号，金融工具只是对持有者而言是金融资产，对发行者而言则为负债。



# 金融市场概述

## (二) 金融市场的特征

1. 交易对象为金融资产

2. 交易价格为资金的合理收益率

无风险资产一般只包含无风险收益率---基础收益，而风险资产的收益率还包含风险溢价---风险收益，了解无风险收益和风险收益的区别和各自的决定机制，对于投资成功至关重要。

3. 交易目的为让渡或获得一定时期一定数量资金的使用权

4. 交易场所可表现为有形或无形

两种情况：一是交易所方式，或称有形市场，即交易者集中在有固定地点和交易设施的场所内进行金融产品交易，如常见的银行、证券交易所就是典型的有形市场；

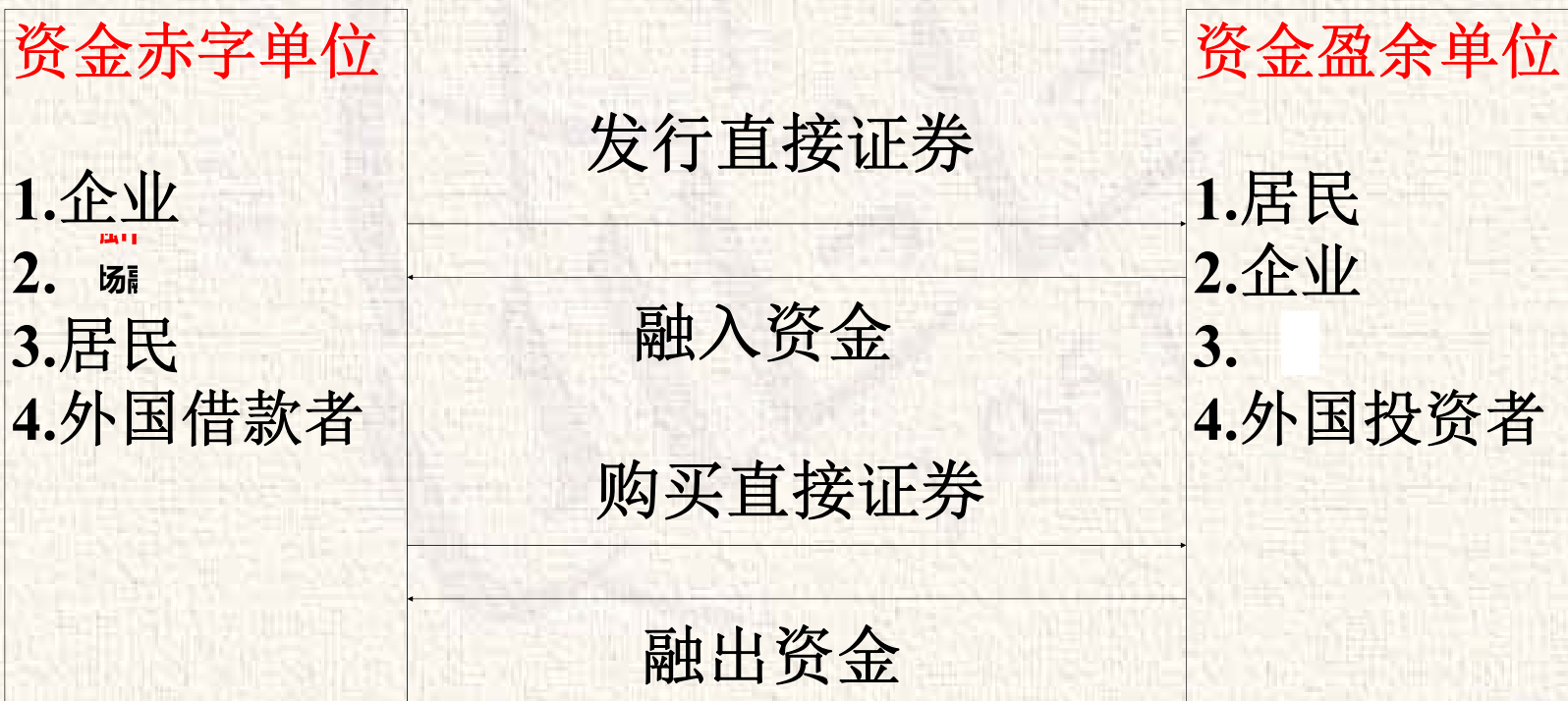
二是柜台方式，或称无形市场，是指交易者分散在不同地点(机构)或采用电讯手段进行交易的市场，如场内交易市场和全球外汇市场就属于无形市场。



# 金融市场概述

## (三) 金融市场融资结构

- **金融市场的融资结构**，是指在从事金融活动中，资金供求双方，运用各种金融工具通过不同渠道实现资金融通的方式的集合，一般分为直接融资和间接融资。







# 直接融资

- **直接融资 (Direct Finance) 的定义:**

也称直接金融，是“

融资”的对称。是指拥有暂时

UIBE  
包括  
UIBE  
的有  
UIBE  
UIBE  
UIBE

前者购买后者发行  
金需求单位，从而

介证券，将货币资金提供给资  
资金融通的过程。

- 它的基本特点是融
- 投资银行、证券交  
理人的角色。

方不经过银行等中介直接成交  
等金融机构或组织只是充当代



# 直接融资

- 直接融资的种类

(1) 股票融资

(2) 债券融资

(3) 商业信用——如商品赊销、分期付款、预付定金、预付货款等。

(4) 国家信用——如国家通过发行 国债 债券来筹措资金

(5) 部分消费信用——如企业通过分期付款形式向个人消费者赊销房屋或者高档耐用消费品。

(6) 个人信用——指个人之间的资金融通活动，习惯上称为 民间借贷 信用或者个人信用。



# 直接融资

- **直接融资的特征**
  - (1) 直接性
  - (2) 分散性
  - (3) 信誉差异较大——直接融资是在企业与企业之间、个人与个人之间，或者企业与个人之间进行的，而不同的企业或者个人，其信誉好坏有较大差异。
  - (4) 部分具有不可逆性——如发行股票所得资金是不需要返还的，股票只能够在不同投资者之间互相转让。
  - (5) 相对较强的自主性——在法律允许的范围内，融资者可以自己决定融资的对象和数量。



# 间接融资

- **间接融资 (Indirect Finance) 的定义:**
- 也称“间接金融”是“直接融资”的对称。资金盈余单位与 并不交 单位之间发生直接关系，而是分别与金融机构发生一笔独立的交易，
- 即资金盈余单位通过存款的形式，或者购买银行、信托、保险等金融机构发行的有价证券，将其暂时闲置的资金先行提供给这些金融中介机构，然后再由这些金融机构以贷款、贴现等形式，或通过购买需要资金的单位发行的有价证券，把资金提供给这些单位使用，从而实现资金融通的过程。
- 其基本特点是资金融通通过金融中介机构来进行，它由金融机构**筹集资金**和运用资金两个环节构成。





# 间接融资

- 间接融资的种类

(1) 银行信用。银行信用以及其他金融机构以货币形式向客户提供的信用，它是以银行作为中介金融机构所进行的资金融通形式。

(2) 部分消费信用。主要指的是银行向消费者个人提供用于购买住房或者耐用消费品的贷款。

- 由金融机构所发行的证券，称为间接证券。





# 间接融资

- **间接融资的特征**
- **(1) 间接性**
- **(2) 相对集中性**
- **(3) 信誉差异较小**——间接融资相对集中于金融机构，世界各国对于金融机构的管理一般都较严格，金融机构自身的经营也多受到相应稳健性经营管理原则的约束，加上一些国家还实行了存款保险制度。因此，相对于直接融资来说，间接融资的信誉程度较高。
- **(4) 全部具有可逆性**——通过金融中介的间接融资均属于借贷性融资，到期均必须返还，并支付利息，具有可逆性。
- **(5) 融资主动权主要掌握在金融中介手中**——资金的初始供应者虽然有供应资金的主动权，但是这种主动权实际上受到一定限制。因此，间接融资的主动权在很大程度上受金融中介支配。



# 比较直接融资与间接融资

- **联系：**

- (1) 都是资金的融通活动。(2) 相互渗透、相互支持

- **区别：**

- (1) **金融机构所起的作用不同：**在间接融资中，商业银行是核心中介机构。在直接融资中，以证券公司为核心

- (2) **二者的优缺点不同：**

- **A.直接融资的优缺点**

**优点：** (1) 获得长期稳定资金； (2) 优化资金配置；  
(3) 加速资金积累

**缺点：** (1) 进入门槛较高； (2) 公开性的要求，有时与企业保守商业的需求相冲突； (3) 直接凭自己的资信度筹资，风险较大； (4) 在监控企业方面存在缺陷



- **B.间接融资的优缺点**

**优点：**（1）信息优势；（2）规模效应；（3）期限转化优势（4）流动性高，风险低。（5）保密性强。间接融资中，银行为客户信息保密，筹资者不用公开财务信息。

**缺点：**（1）社会资金运行和资源配置的效率较多地依赖于金融机构的素质。

（2）监管和控制比较严格和保守，对新兴产业、高风险项目的融资要求一般难以及时、足量满足。



# 金融市场概述

## (四) 金融市场的功能

### 1. 融通资金的功能

帮助实现资金在资金盈余部门和 <sup>赤字</sup> 部门之间的调剂，实现资源配置。实现资金从储蓄向投资的转化，促进经济效率的提高。

### 2. 降低交易的搜寻成本和信息成本功能

搜寻成本是指为寻找合适的交易对方所产生的成本；信息成本是在评价金融资产价值的过程中所发生的成本。

金融市场帮助降低搜寻与信息成本的功能主要是通过专业金融机构和咨询机构发挥的。





### 3.有效配置资金功能

金融市场的定价机制能够引导资金合理流动，实现资源的有效配置。

企业资产的内在价值——包括企业债务的价值和股东权益的价值——是多少，只有通过金融市场交易中买卖双方相互作用的过程才能“发现”。

例如，没有微软公司股票公开发行和交易，人们就不会发现微软公司的巨大价值，比尔·盖茨的个人财富价值也不会升入世界首位的序列。

金融市场的这种定价功能有助于引导资金合理流动，实现资源的有效配置。因为，资金是按照金融资产的价格或者收益率的指引在不同部门之间流动的。





#### 4.提供流动性功能

金融市场的存在可以帮助金融资产的持有者将资产出售、变现，因而发挥提供流动性的功能。

如果没有金融市场，人们将不愿意持有金融资产；企业可能因为金融产品发行困难无法筹集到足够的资金，进而影响正常的生产和经营。

#### 5实现风险分散和风险转换

分散和转移风险功能，是指金融市场的多种投资工具在收益、风险及流动性方面存在差异，使投资者可以很容易采用各种证券组合来分散风险，从而提高投资的安全性和盈利性。

#### 6.经济调节功能

- 经济调节功能，是指金融市场为宏观管理 实施对经济结构、货币供给量以及社会总需求的调节提供了平台，为金融间接调控体系的建立提供了基础。



# 货币市场

- **定义**----货币市场是期限在1年以下的短期金融资产交易的统称，是典型的以机构投资者为主的融资市场。
- 这一市场的金融工具期限一般很短，类似于货币，因此称为“货币”市场。货币市场是金融机构调节流动性的重要场所，是中央银行货币政策操作的基础（如：中国货币市场利率是市场化程度最高的领域）。
- **主要包括：**
  - **同业拆借市场**
  - **票据市场**
  - **国库券市场**
  - **CD市场**
  - **回购市场**



# 同业拆借市场

- 1.定义：** 银行同业拆借市场（**inter-bank market**），是指各类金融机构之间（银行之间、其他金融机构之间以及银行与其他金融机构之间）进行短期、临时性资金拆出拆入的市场。
- 2.拆借对象：** 经营过程中暂时闲置的资金和已存入央行且大于法定准备金的部分（即超额准备金）
- 3.目的：** 调剂头寸，满足在资金借贷中产生的短期资金不足
- 4.特点：**（1）融资期限短期性（1天、7天、14天、21天、1个月、2个月、4个月）；（2）交易的同业性；（3）交易金额的大宗性；（4）拆借利率的参考性：LIBOR；（5）它是无形市场



# 同业拆借市场

在国际货币市场上，比较典型的，有代表性的同业拆借利率有：

**银行同业拆放利率(LIBOR)**，是 <sup>八</sup> 金融市场上银行之间相互拆放英镑、欧洲美元及其他欧洲货币时的利率，由报价银行在每个营业日上午**11时**对外报出，分为存款利率和贷款利率两种报价，资金拆借的期限为**1、3、6**个月和**1年**等几个档次。

**新加坡银行同业拆借利率 (SIBOR)** 和 **银行同业拆借利率 (HIBOR)** 的生成和作用范围是两地的亚洲货币市场，其报价方法和拆放期限与 <sup>无</sup> 银行同业拆放利率并无差别。不过，其在国际货币市场中的地位和作用，较 <sup>之</sup> 同业拆放利率要 <sup>大</sup> 逊色。





# 我国同业拆借市场

我国银行间拆借市场于**1996年**联网试运行，其交易方式有信用拆借和回购两种，以回购为主。







# 我国同业拆借市场

**1. CHIBOR:**从**1996年1月**开始，中国人民银行运用计算机网络系统，对交易量、利率期限等拆借市场的各种信息集中汇总，并据此在加权平均的基础上生成全 **sh** 一的同业拆借市场加权平衡利率(**CHIBOR**)对外公布：每天由中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心发布从隔夜到**120天**的**8**个期限不等的利率。时至今日已是名存实亡。

**2. SHIBOR:** **2007年1月4日**,由全国银行间同业拆借中心发布的“上海银行间同业拆放利率”正式运行。它以位于上海的全国银行间同业拆借中心为技术平台计算、发布并命名，是由信用等级较高的银行组成报价团自主报出的人民币同业拆出利率计算确定的算术平均利率，是单利、无担保、批发性利率。目前，对社会公布的**Shibor**品种包括隔夜、**1周**、**2周**、**1个月**、**3个月**、**6个月**、**9个月**及**1年**。

中国基准利率雏形亮相，有了**Shibor**这杆“标尺”，央行的金融宏观调控措施能更精准有效。



# 票据市场

- 1.定义：** 票据发行与流通的市场称为票据市场。包括票据发行和买卖市场、承兑市场和**票据贴现**市场
  - 2.交易品种**有二：**商业票据**和**银行承兑汇票**。
    - 有真实交易背景的商业票据称“**真实票据**”；
    - 无真实交易背景的商业票据称“**融通票据**”。
- **银行承兑汇票（Bank's Acceptance Bill）：** 是由银行担任承兑人的一种可流通票据。银行承兑的汇票是货币市场上的重要工具。银行承兑汇票是商业信用与银行信用相结合的信用票据，它有出票人和承兑银行的担保付款，因而其信用风险极低。



# 票据市场

## 票据市场交易行为:

### 1. 票据承兑

- 承兑（**Acceptance**），是指付款人在持票人向其提示远期汇票时，在汇票上签名，承诺于汇票到期时付款的法律行为。付款人一旦对汇票作承兑，即成为承兑人并以主债务人的地位承担汇票到期时付款的法律责任。
- 既然本票的付款人为出票人自己，因此没有承兑制度。所以，**票据承兑市场，实质上就是汇票的付款承兑行为。**包括商业承兑和银行承兑，其中，以银行承兑为主。
- **承兑人承担付款责任，并收取一定比例（如千分之一）的承兑费。**





# 票据市场

## 2. 票据贴现

**贴现 (Discount)**：是票据持有者将未到期的票据卖给银行，银行按票据面额扣除利息后将净款付给票据持有人的行为。

**转贴现**：指贴现银行在需要资金时，将已贴现的未到期票据再向其他金融机构办理贴现的票据转让行为。

**再贴现**：指贴现银行在需要资金时，将已贴现的未到期票据向中央银行办理贴现的票据转让行为。

贴现中的依据的利率通常称为贴现率 (**discount rate**)。

- **贴现利息 = 票据面额 × 贴现率 × 贴现日至票据到期日的间隔期**
- **贴现净额 = 票面额 × (1 - 一年贴现率 × 未到期天数 / 年计息日)**

例如，有人欲将3个月后到期、面额为**50 000**元的商业票据出售给银行，银行按照**8%**的年率计算，贴息为**1 000**元；银行支付给持票人的金额则是**49 000**元 (**50 000 - 1 000**)。



# 国库券市场

**1.定义：**国库券发行与流通所形成的市场。

**2.特点：**国库券是为解决国库资金周转困难而发行的短期债务凭证，期限短，流动性好；

◆国库券发行频率高，且存量可观；

◆国库券发行一般采用间接发行方式，由金融机构承销；

◆国库券安全性好，**收益率合理且可以免税。**

◆国库券市场交易活跃，既是投资者的理想场所，也是商业银行调节流动性和中央银行公开市场操作的场所。

## 3.国库券市场的功能

- 第一，是弥补国家财政临时 赤字 的重要场所；
- 第二，为商业银行的二级准备提供了优良的资产
- 第三，为中央银行的公开市场操作提供了调控平台
- 第四，增加了社会投资渠道。





# 国库券市场

## 4. 国库券发行市场

### (1) 贴现发行

例如，投资者以960元的价格购买一张还有90天到期、面值为1 000元的国库券，40元就是 直 支付给投资者的利息，贴现率为16%

$$\frac{40}{1000} \times \frac{360}{90} = 16\%$$

注意，这个**贴现率并不是投资收益率**，因为投资者的实际投资额是960元而不是1 000元，因此，其实际收益率应该是16.67%

$$\frac{40}{960} \times \frac{360}{90} = 16.67\%$$

知道了贴现率，就能知道发行价格：

$$\text{发行价格} = \text{面值} \times \left( 1 - \text{贴现率} \times \frac{\text{发行期限}}{360} \right)$$



# 日志中国：国库券初发行买得越多“越爱国”

- 1981年中国突然发行国债，“向老百姓借钱搞建设”，与当时的中央财政赤字有关，1979年赤字达170多亿元，1980年赤字达121亿元。
- 当年单位号召员工认购国库券“认购得越多，思想越先进、越爱国”。
- 改革开放以后，中国人的理财史起始于倒卖国库券所获得的差价。如今成为理财象征的杨百万，就以倒卖国库券起家，获得第一桶金。我国的资本市场与货币市场真正的市场化，发轫于此。
- 也许这些倒卖国库券的人并没有意识到，他们的行为其实和对冲基金一样，在博取不同城市债券价格、利率之间的些微差价，不同的是，他们没有理念、没有模型、没有资金杠杆，有的只是类似于白菜、衣物等的倒卖意识。



# 大额存单市场

**1.定义：大额可转让定期存单** (negotiable time certificates of deposit) 简称 CDs，是20世纪60年代商业银行的金融创新产品。它是一种表明一个特定数额的货币已经存在银行或储蓄机构的一种证明，由商业银行或储蓄机构发行，简称“大额存单”。

大额可转让定期存单诞生于20世纪60年代的美国。存款利率管制以及货币市场工具的蓬勃发展导致金融“脱媒”现象大量产生。银行为增强货币市场竞争力、扩大资金吸收能力，开始谋求新的筹资渠道，CDs应运而生。CDs一经面世，便可同时在二级市场上转让，由于存单流动性极好，既满足了存款人的流动性需求，又提高了实际利率水平，因此一经发行就受到投资者的热烈欢迎。

现在美国市场上有四类CDs，具有不同的利率、风险和流动性，包括国内存单、欧洲美元存单、“扬基”存单和互助储蓄存单。



## 2.特点:

第一，不记名，不挂失，不提前支取。但是可以在市场上流通转让。

第二，存款金额为整数，且金额较大。

最低面额的设置按投资者进行区分。在成熟市场上，以美国为代表，CDs的发行面额以发行对象不同分为两种，面向机构投资者发行的面额最少为10万美元，向个人投资者发行的大额可转让定期存单的面额最少为100美元。二级市场上的交易单位为100万美元。

在新兴市场方面，以<sup>反</sup><sub>上</sub>为代表，尚未区分发行对象，大多数投资者为机构投资者，CDs的最小面额单位为10万港元，一次性发行可融资几千万到10亿元人民币不等。

第三，短期性，大多在一年以内，最短的仅为14天。

在发达市场经济国家，CD是货币市场的主要交易品种之一。





# CD市场

## 3. CDs流通市场

CDs的流通市场包括转让未到期的CDs及兑现到期的CDs本息的行为。  
若市场利率高于存单协议利率，存单的卖者要向买者支付利差，买者获利；

若市场利率低于存单协议利率，存单的买者要对卖者支付利差，存单卖者得益。

- 存单转让时，是以转让当时的市场利率贴现的，转让时存单现值 = 存单终值 / 市场利率 × 剩余到期天数，从现值中再扣除原持有者持有期应得利息就是转让价格。

$$P = \frac{F(1 + r_n \times T / 360)}{1 + r_m \times t_2 / 360} - F \times r_n \times t_1 / 360$$

T—票面期限； $t_1$ —持有期

$t_2$ —剩余期限； $r_n$ —票面利率； $r_m$ —当前市场利率



- 例如，有一张大额存单，面额为**100**万元，年利率为**6%**，**90**天到期，某投资者持有**30**天后欲将其转让，当时的市场年利率为**5.5%**，则该存单的转让价格为**1000780**元：

$$P = \frac{1000000(1 + 6\% \times \frac{90}{360})}{1 + 5.5\% \times \frac{60}{360}} - 1000000 \times 6\% \times \frac{30}{360} = 1000780$$



# 回购市场

**1.定义：**回购市场是指对回购协议进行交易的短期融资市场。这是按交易方式，而不是按交易品种命名的市场。凡金额确定的标准金融合约，如国库券、银行承兑票据、大额定期存单等，均可作为回购协议的对象。

**2.回购协议（repurchase agreement, RP）**是指在货币市场上买卖证券的同时签订一份协议，由卖方承诺在日后将证券如数买回，买方保证在日后将买入的证券回售给卖方。这一交易将一种现货交易和远期交易相结合，达到融通资金的目的。**实际上是一种以证券为担保品的短期资金融通。**

回购协议是一份合约，可分为两种

**正回购：**同一内容的资产先卖出再买进的合约。

**逆回购：**同一内容的资产先买进再卖出的合约。



# 回购市场

## 3. 回购市场的特点

- **(1) 流动性强。** 回购协议多以短期为主，流动性强。比如，我国回购交易的抵押品均是 **— 债券**，例如，上海证券交易所国债回购交易品种共有**9种**：**1天、2天、3天、4天、7天、14天、28天、91天和182天**等品种。
- **(2) 安全性高。** 回购协议一般期限较短，且有**100%**的债券作抵押。
- **(3) 收益稳定并较银行存款收益为高。** 回购利率是市场公开竞价的结果，一般可获得平均高于银行同期存款利率的收益。





- **(4) 对银行出售债券融通资金而言，无须缴纳存款准备金和存款保险费，融资成本较低。因而成为银行扩大筹资规模的重要方式。**
- 例如，某银行有**100**万元国债暂时不拟出售，某公司有**100**万元资金，**20**天以后才用。双方达成一笔**20**天期的回购协议，约定到期按**10%**的年率加息购回国债，这样银行就可以通过回购协议融进资金**10**万元。然后，银行将**100**万元融资做一笔**20**天期的放款，按年率**10.5%**计息，则可以赚取**0.5%**的利差。
- **(5) 特殊的交易主体。**这一市场的交易主体只能是法人，个人无法进入这一市场融资或投资。



# 讨论：为什么货币市场在金融市场中居于重要地位？

- 从货币市场的特点分析

- ◎ 交易期限短；满足短期资金的融通需求；交易工具有较强的货币性。

- 从各子市场的功能与作用分析

- 从宏观金融调控的角度分析



# 资本市场

- 1.定义：**资本市场是融资期限在一年以上的长期资金交易市场。其交易对象主要是<sup>证</sup>的中、长期债券、公司债券和股票，以及直接从银行获得的中长期贷款。
- **补充定义：**有价证券是指标有票面金额，证明持券人有权按期取得一定收入并可自由转让和买卖的所有权或债权证券。有价证券是虚拟资本的一种形式，它本身没价值，但有价格。
  - **证券**是指各类记载并代表一定权利的法律凭证。它用以证明持有人有权依其所持凭证记载的内容而取得应有的权益。证券分为凭证<sup>三</sup>券和有价证券。



# 资本市场

---

**2.构成：**资本市场主要分为证券市场和银行中长期信贷市场

狭义上，资本市场仅指证券市场。

- 证券市场按品种基本分两部分：**股票市场和长期债券市场。**
- 证券市场按交易性质基本分为一级市场和二级市场。股票市场和债券市场均分别有初级市场和二级市场





# 一、股票市场

## (一) 股票发行市场

### 1. 定义:

Primary Market, 初级市场, 又称为“发行市场”, 是筹集资金的公司或机构将其新发行的股票和债券等证券销售给最初购买者的金融市场。

一级市场可以细分为**初次发行市场和再发市场**, 前者称为首次公开发行 (Initial Public Offering, 简称IPO), 主要是指公司第一次发行新股票的行为。再发行, 主要是指老公司增资补充发行股票的行为。

### 特点:

- (1) 它是一个抽象市场, 其买卖活动并非局限在一个固定的场所
- (2) 发行是一次性的行为, 其价格由发行公司决定, 并经过有关部门核准。投资人以同一价格购买股票。
- (3) 具有**将储蓄转化为资本的功能**。在一级市场上, 需求者可以通过发行股票、债券取得资金。



### 3.一级市场的发行制度

**注册制**---是指证券监管机构公布发行上市的必要条件，公司只要符合所公布的条件即可发行上市。（证券监管机构的职责是对申报文件的全面性、准确性、真实性和及时性作形式审查，不对发行人的资质进行实质性审核和价值判断而将发行公司股票的良好留给市场来决定。即使该证券没有任何投资价值，证券主管机关也无权干涉，**因为自愿上当被认为是投资者不可剥夺的权利**。这类发行制度的代表是美国和日本。）

**核准制**---是指发行人在申请发行股票时，不仅要充分公开企业的真实情况，而且必须符合有关法律和证券监管机构规定的必备条件，证券监管机构有权否决不符合规定条件的股票发行申请。

**比较股票发行的注册制和核准制？**



# 我国股票发行制度的变化

- **1999年7月1日**正式实施的《证券法》规定，我国股票发行实行核准制，其内涵是指“改制辅导一年，证券公司推荐，发行审核委员会审核，发行人和主承销商确定发行规模、发行方式、发行价格，中国证券监督管理委员会核准”等规定。
- 《证券法》规定的**核准制**至少包括以下基本要求：**(1)**取消**额度管理**和指标控制，实行标准管理；**(2)**重视专家的审核意见，实行公开核准；**(3)**强化信息披露，严格质量审核；**(4)**发行人自主选择券商，协商确定发行价格。
- 在**2000年**以前，新股发行制度主要以**计划审核制**为主——即**行政审批制和核准制的综合制度**。
- 进入**2001年3月中旬**后，新股发行采取**市场化的核准制**。
- **2014年3月**，**指出：要积极稳妥推进股票发行注册制改革，注册制则是目前成熟资本市场普遍采用的发行体制。**



# 实施注册制应满足的条件

- 一是该国要有较高和较完善的市场化程度；
- 二是要有较完善的法律法规作保障；
- 三是发行人和承销商及其他中介机构要有较强的行业自律能力；
- 四是投资者要有一个良好的投资理念；
- 五是管理层的市场化监管手段较完善。





#### 4.发行方式：公募与私募

- 私募（**private placement**），又称不公开发行或内部发行：指在特定范围内，发行人直接面向少数特定的投资人发行证券的方式。
- 方式（1）以发起方式设立公司。（2）内部配股。（3）私人配股。
- 公募，又称公开发行（首次公开发行：**initial public offering**，简称“**IPO**”）：指发行人按法定程序，向有关管理部门和市场公布各种财务报表和资料，并经有关部门批准后，通过中介机构向不特定的社会公众广泛地发售证券的方式。
- 方式（1）包销（2）代销（3）助销



# 一、股票市场

## (二) 股票流通市场

**1. 定义: Secondary Market**, 二级市场, 又称次级市场, 是证券流通市场, 是对已经发行的证券进行交易的市场, 它为已经发行的证券提供了流通的场所。

- 证券市场指数是国民经济的晴雨表

**2. 二级市场最重要的功能在于实现金融资产的流动性。**

二级市场以初级市场的存在为前提, 没有证券发行, 谈不上证券的再买卖;

同时, 初级市场的发展也依赖于二级市场。假如没有二级市场, 新发行的证券就会由于缺乏流动性而难以推销, 从而导致初级市场萎缩以致无法存在。



### 3.二级市场的构成

- 证券交易所
- 场外交易市场
- 第三市场
- 第四市场



# 证券交易所

**证券交易所**，“第一市场”：是在固定地点、集中交易公开发行股票的场所。

## • 1. 证券交易所的组织形式

- 证券交易所的组织形式主要有公司制和会员制。
- 公司制的证券交易所是以股份公司形式成立的并以盈利为目的的法人团体。一般由银行、证券公司、信托公司以及各类民营企业共同出资建立。
- 会员制的证券交易所，是由会员自愿组成、不以盈利为目的的社会法人团体。一般由证券公司、投资银行等证券商组成。





# 证券交易所

- **2. 证券交易所的成员构成**
- 无论哪种组织形式的证券交易所，其交易均实行代理制，即普通投资者或没有席位的证券商都不能在证券交易所内直接进行交易，而必须委托取得会员资格的经纪人代其在证券交易所内买卖证券。
- **美国纽约证券交易所内的参与者可分为：**
  - (1) 佣金经纪人 (**Commission Broker**): 专门负责委托业务
  - (2) 场内经纪人 (**Floor Broker**): 帮助佣金经纪人执行委托
  - (3) 场内交易商 (**Floor Trader**): 为自己进行买卖
  - (4) 特种交易商 (**Specialist**): 充当做市商的作用——**“做市商制度”**





# 证券交易所

- 纽约证券交易所是世界上最大的证券交易所。
- **1792年5月17日**，**24名**证券交易商聚集在华尔街的一棵梧桐树下，组成了一个临时交易行进行证券交易，并达成了“美国梧桐树”协议，这个临时的证券交易行就是纽约证券交易所的前身。
- 成立于**1773年**的 **易所** **股票交易所**是世界上最早的**证券交易所**。
- 我国上海证券交易所和深圳证券交易所分别成立于**1990年**和**1991年**。
-



# 场 格一 易市场

## 1.定义:

场 市 易市场，即柜台交易 场，是指在证券交易所大厅以外的各种证券交易机构柜台上进行的证券交易活动所形成的无形市场。因此，又称“店头交易”市场（**Over-the-Counter**,简称**OTC**）。

- 虽无集中的固定场所，但也有统一的信息网络。股票交易可以通过交易商或经纪人，也可以由客户直接进行；
- 与交易所采取的竞价制度不同，价格 一般由双方协商议定





# 场

的价  
其加  
者，

# 易市场

## 2.特点:

(1) 无集中交易场所，通过信息网络进行

(2) 柜台交易市场的组织方式采取做市商制。柜台交易市场不采取经纪制，投资者直接与证券商进行交易。

证券交易通常在证券经营机构之间或是证券经营机构与投资者之间直接进行，不需要中介人。在交易过程中，证券经营机构先行垫入资金买进若干证券作为库存，然后开始挂牌对 直接 进行交易。他们以较低的价格买进，再以略高的价格卖出，从中赚取差价，但其 价格 幅度一般受到限制。证券商既是交易的直接参加者，又是市场的组织者，他们制造出证券交易的机会并组织市场活动，因此被称为“做市商”(Market Maker)。做市商制度以纳斯达克市场(NASDAQ)最为著名和完善。



# NASDAQ

**NASDAQ**: 其英文全称为 “The National Association of Securities Dealers Automated Quotation System”.中文直译为纳斯达克，指（美）全国证券交易商协会自动报价系统。纳斯达克市场是美国的**场外交易市场**，是世界上第一个**电子信息化股票市场**，在世界上负有盛名。

纳斯达克市场分为两个层次：**全国市场和小型资本市场**。前者是资本规模较大的公司证券的上市交易场所；后者主要供资本规模较小的新兴公司的证券交易。与一般交易所不同，它通过计算机网络自动报价，并首携了**做市商制度**。



# 场外交易市场

- (3) 交易对象以未能在证券交易所批准上市的股票和债券为主。
- (4) 证券交易由双方协商议定价格，不同于交易所的竞价制度。
- (5) 柜台交易市场的管理比证券交易所宽松。



# 第三市场

- 第三市场是非交易所会员在交易所以外从事大笔的在交易所上市的股票交易而形成的市场。换言之，是已上市却在证券交易所之外进行交易的股票交易市场。第三市场交易属于场外市场交易，因此有“**OTC**第三市场”之称，
- 但与其它场外市场的区别，主要是第三市场的交易对象是在交易所上市的股票，而其他场外交易市场，如前述的柜台市场，则主要从事未上市的股票在交易所外交易。
- 第三市场产生于**20世纪60年代**的美国，由于当时最低佣金的限制，为减轻大额交易费用的负担，机构投资者需要寻求一个出价好，即买入价格更低或是卖出价格更高，而且手续费比较合理的代理商来执行自己的交易。于是，这些做大宗交易的机构投资者就在**OTC**市场上吆喝买卖，把交易放给那些出价好、手续费低廉的造市商。这种在**OTC**市场上买卖交易所股票的投资行为导致了在**OTC**市场上发展和形成了一个特殊的大宗交易批发市场，即**OTC**第三市场。





# 第四市场

**第四市场：**是指大的机构投资者通过电子计算机网络直接接洽进行上市股票和其他证券的交易所形成的场外市场。在这个市场上，证券交易由买卖双方直接协商办理，不用通过任何中介机构。

**其特点是：**

证券交易活动完全脱离证券商的参与，由证券的买方和卖方**直接进行交易**；证券交易活动**借助计算机联网方式**直接获得证券价格信息并完成证券的买进和卖出，买卖双方亦无须当面接洽；证券交易的**数额往往比较庞大**。

第四市场目前主要在美国开放，其他国家多停留于试验阶段。



# 一、股票市场

## ( 股票 ) 票流动的理论价格

- 由于股票投资收益由每年取得的股息收入和股票出售时的价差两部分损益所组成，根据现值理论，股票理论价格就是将这两部分收入按市场利率折算成的现值之和。即

$$P_e = PV = \left[ \frac{D_1}{(1+r_1)} + \frac{D_2}{(1+r_1)(1+r_2)} + \cdots + \frac{D_n}{(1+r_1)(1+r_2)\cdots(1+r_n)} \right] + \frac{P_n}{(1+r_1)(1+r_2)\cdots(1+r_n)}$$

- 假定每年的股息不变，即 $D_1 = D_2 = \cdots = D_n = D$ ，市场利率不变，即 $r_1 = r_2 = \cdots = r_n = r$ ，股票持有期为无限期，则有：

$$P_e = \frac{D}{r}$$



## 二、债券市场

### (一) 债券发行市场

债券，是按法定程序发行，并按事先约定的方式支付利息和偿还本金的债务凭证，具有固定收益证券的特征。

同股票市场一样，债券市场也分为发行市场和流通市场。

#### 1. 债券发行的基本要素

- (1) 面值。 (2) 票面利率。 (3) 偿还期。
- (4) 发行价格。债券的发行价格分为：面额发行、溢价发行和折价发行。
- 面额发行即以票面价格发行，又称为平价发行。发行价格高于面值，称为溢价发行；发行价格低于面值，称为折价发言。
- 一般地，当债券的票面利率高于当时的市场利率，或预计在债券偿还期内市场利率呈下降趋势时，可采用溢价发行；反之，则采用折价发行。



## • 2. 债券发行方式

- (1) **定向发行**, 又被称为“**私募发行**”、“**私下发行**”, 即面向特定投资者发行。一般由债券发行人与某些机构投资者, 如人寿保险公司、养老基金、退休基金等直接洽谈发行条件和其他具体事务, 属直接发行。
- (2) **承购包销**, 指发行人与由商业银行、证券公司等金融机构组成的承销团通过协商条件签订承购包销合同, 由承销团分销拟发行债券的发行方式。
- (3) **招标发行**, 指通过招标方式确定债券承销商和发行条件的发行方式。按照国际惯例, 根据标的物不同, 招标发行可分为**价格招标**、**收益率招标**; 根据中标规则不同, 可分为**荷兰式招标(单一价格中标)**和**美式招标(多种价格中标)**。





## 二、债券市场

### (二) 债券流通市场

**债券流通市场，又称债券二级市场，指已发行债券买卖转让的市场。债券一经认购，即确立了一定期限的债权债务关系，但通过债券流通市场，投资者可以转让债权。把债券变现。**

- 1. 根据交易品种分，债券流通市场可以分为国债流通市场、企业债流通市场、转换债流通市场等。在我国，国债在债券流通市场占据绝对优势，而金融债、企业债等则占比很少。**
- 2 根据交易方式分，债券流通市场可以分为现货交易市场、回购交易市场和期货交易市场。**
- 3. 根据市场组织形式分 债券流通市场可以分为场内交易市场（交易所市场）和场 <sup>2.1</sup> 易市场（银行间债券市 场、柜台市 场）。**

**其中，银行间债券市场（现货交易、回购交易、远期交易）**



## 二、债券市场

### (三) 债券的理论价格

债券的理论价格，也即债券的理论估值，相比股票估值要简单得多，只要把债券将来的付息、还本的现金流贴现相加即可。贴现率一般选取市场平均到期收益率，或是利率。

若债券到期一次还本付息，则债券的理论价格为 
$$P_b = \frac{A}{(1+r)^n}$$

若债券分期付息，到期还本，则债券的理论价格为：

$$P_b = \sum_{i=1}^n \frac{C}{(1+r)^i} + \frac{M}{(1+r)^n}$$

若债券为永久性债券。则债券的理论价格为：

$$P_b = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{C}{(1+r)^n} = \frac{C}{r}$$



## 三、证券交易方式

### (一) 现货交易

是指证券交易的买卖双方，在达成一笔交易后的1~3个营业日内进行交割的证券交易方式。

**交割**，即卖出者交出证券，买入者付款，一手交货，一手交钱。

现货交易是证券交易中最古老的交易方式。最初证券交易都是采用这种方式进行的。

在实际操作中，现货交易机制表现为“T+N”制，这里的T表示交易日，N表示交割日，T+0就是即时交割，T+1就是隔日交割，T+2就是第二个营业日交割，T+3就是第三个营业日交割。

一般T+0的交易可以在完成上一笔后操作下笔交易，而T+1就要等待第二天再交易。



## **(二) 信用交易——融资融券交易**

**也称保证金交易或垫头交易**：是指客户按照法律规定在买卖证券时，只向证券公司交付一定比例的保证金，由证券公司提供融资或者融券进行交易。

客户在采用这种方式买卖证券时，必须在证券公司处开立**保证金账户**，并存入一定数量的保证金，其余应付证券或应付价款不足时，由券商代垫，因而，又被称为“垫头交易”。我国也称为“融资融券”业务。

在发达国家的证券市场中信用交易是一个普遍现象。

具体操作有两种：

**“保证金买长”** 交易（券商对客户融资）（当预期价格上涨时）

**“保证金卖短”** 交易（券商对客户融券）（当预期价格下跌时）





# 本章复习

- 1.解释下列名词：**金融市场、直接融资、间接融资、货币市场、资本市场**
- 2.比较直接融资和间接融资的异同。
- 3.比较货币市场与资本市场的特点。
- 4.简述金融市场的功能。
- 5.简述银行同业拆借的市场的**特点**
- 6.某企业持有3个月后到期的一年期汇票，面额为2000元，银行确定该票据的贴现率为5%，则贴现金额是多少？
- 7.假设票面价值为1000元的债券，每年年底支付50元的定期利息，3年到期，假定市场上同类债券的收益率为10%，请计算该债券的理论交易价格。
- 8.一张面额为25元的股票，假设投资者预期该股票每年每股红利为0.8元，若此时市场利率为10%，该股票在二级市场的价格为12元，投资者应该购买公司的股票吗？为什么？