

第一章

金融市场导论

本章学习目标

1. 掌握金融市场的概念与功能。
2. 了解金融市场分类的依据和内容。
3. 了解金融市场主体、工具及媒体的内容。
4. 重点掌握不同金融市场工具的区别。
5. 了解金融市场的发展趋势。

引导案例

砥砺前行,上海国际金融中心建设风鹏正举

2023年6月8日,第十四届陆家嘴论坛在上海开幕。其中,一组数字引发广泛关注:2022年,上海金融业增加值达到8 626.31亿元,占上海生产总值的19.3%。这表明:新时代十年来,上海金融市场建设获得全新进展,金融总量跃升,市场结构不断优化,核心功能持续增强,已实现截至2020年“基本建成”国际金融中心的战略目标。

1. 运筹帷幄,开启上海国际金融中心1.0

上海成为中国金融中心具有悠久的历史背景,早在清朝乾隆年间,上海就拥有全国最多的钱庄,抗战前上海也是商业银行和外国银行聚集最多的城市。新中国成立后,1991年,邓小平在听取浦东开发专题汇报后指出,中国如果要在金融方面取得国际地位,首先需要依赖上海,1992年党的十四大报告进一步明晰了构筑上海国际金融中心的战略目标。

2. 十载星月兼程,建设上海国际金融中心2.0

2009年5月,上海市人民政府出台《上海市人民政府贯彻国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心意见的实施意见》,对于建设上海国际金融中心作出了全面具体战略部署,上海金融市场发展方兴未艾。

3. 奋进3.0,步入上海国际金融中心建设新征程

2021年8月,《上海国际金融中心建设“十四五”规划》发布,对上海国际金融中心建设提出更高的要求 and 更全面的指导举措,规划目标是“到2025年,上海国际金融中心能级显著提升”,“为到2035年建成具有全球重要影响力的国际金融中心奠定坚实基础”,具体目标包括2025年基本确立“国际绿色金融枢纽”地位等六大目标,标志着上海国际金融中心建设步入3.0时代,也就是创新发展阶段。

资料来源:姚玉洁,桑彤,陈云富.上海国际金融中心建设风鹏正举——星月兼程“施工”11年,将交出第一阶段成绩单[N].新华每日电讯,2020-06-18(7).

第一节 金融市场的概念与功能

一、金融市场的概念

所谓金融,即货币资金的融通,就是指资金盈余的一方通过金融交易将多余的资金贷借、融通给资金短缺的另一方。

金融市场是指资金融通或进行金融资产交易的场所,它是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。这个概念包括如下三层含义:一是金融市场是进行金融资产交易的场所,这个场所可以是有形的,如证券交易所、期货交易所;也可以是无形的,如外汇交易员通过电信网络构成的看不见的市场所进行的资金调拨。二是金融市场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。三是金融市场包含了金融资产交易过程中所产生的运行机制,其中最主要的是价格机制,表现为金融产品的价格和资金借贷的利率。

金融市场通常又有广义和狭义之分,广义的金融市场,是指包括直接融资和间接融资活动的金融市场;狭义的金融市场是指仅包括直接融资活动的金融市场。

金融市场是现代经济体系的重要组成部分。在现代经济系统中,人们通常认为三类重要的市场对经济的运行起着主导作用,这就是要素市场、产品市场和金融市场。要素市场是分配土地、劳动、资本、技术、数据等生产要素的市场。在要素市场上,消费部门将劳动力和其他资源出售给出价最高的生产部门。产品市场是商品和服务进行交易的场所。在经济系统中引导资金的流向,使资金由盈余部门向短缺部门转移的市场即为金融市场。

同产品市场以及要素市场相比较而言,金融市场具有如下特征。

(1) 在产品市场和要素市场的其他子市场中,一旦有形的商品或无形的所有权交易完成,交易双方的买卖关系也就结束。而金融市场中因为交易对象(金融资产或金融工具)的特殊性,其交易的实质是资金所有权和使用权的暂时分离或让渡。因此,金融交易并不是一种单纯的买卖关系,而是一种以信用为基础的借贷关系和委托代理关系。

(2) 在金融市场中,金融机构扮演了关键的角色,因为金融机构不仅是金融市场最积极的交易参与者,还是所有金融工具的创造者和所有金融工具交易的中介。

(3) 现代金融市场大部分情况下是无形市场,不受固定场所、固定时间的限制,随着现代通信手段的发展和计算机网络的普及,越来越多的金融交易借助无形市场,在瞬间便可以完成。

金融资产是指一切代表未来收益或资产合法要求权的凭证,亦称金融工具或证券。金融资产可以划分为基础性金融资产与衍生性金融资产两大类。前者主要包括债务性资产和权益性资产;后者主要包括远期、期货、期权和互换等。

金融是现代经济的核心。经济的发展依赖于资源的合理配置,而资源的合理配置主要靠市场机制的运行来实现。金融市场在市场机制中扮演着主导和枢纽的角色,发挥着极为关键的作用。在一个有效的金融市场上,金融资产的价格和资金的利率能及时、准确和全面地反映所有公开的信息,资金在价格信号的引导下迅速、合理地流动。金融市场作

为货币资金交易的渠道,以其特有的运作机制使千百万居民、企业和政府部门的储蓄汇成巨大的资金流,推动和润滑着商品经济这个巨大的经济机器持续地运转。金融市场还以其完整而又灵敏的信号系统和灵活有力的调控机制引导经济资源向着合理的方向流动,优化资源的配置。在金融市场上,价格机制是其运行的基础,而完善的法规制度、先进的交易手段则是其顺利运行的保障。

二、金融市场的功能

在发达的市场经济中,金融市场的存在不仅为经济主体融资提供了极大的方便,还具有其他多方面的功能,概括起来,分为微观经济功能和宏观经济功能两大类。

(一) 微观经济功能

金融市场的微观经济功能体现在价格发现机制、提供流动性和降低交易成本上。

1. 价格发现机制

金融市场的各参与方能够根据发行人和投资者的需要设计出各种不同的金融工具,并通过金融机构的努力,将这些金融工具销售到各种不同类型的投资者手里,从而在资金的供给方和需求方之间建立资金传递机制。市场中买卖双方通过对资金借贷的利率、期限及金额等条件的竞争决定了金融资产的价格,这就是金融资产的价格发现机制。这一机制的存在使金融市场的资产创造和分配得以顺利进行。

2. 提供流动性

金融市场为投资者提供了卖出金融资产的机制。正是此种机制,才使当外界因素迫使或者驱动投资者出售金融资产时,可以较小的代价在很短的时间内实现。换言之,此种机制为金融市场提供了流动性。如果金融市场不具备此种机制,则债券的持有者只有等到债券到期,而股权的持有者只能等到公司清盘,才得以套现其资金,那么只有很少的人愿意将资金投入金融市场中去。所有金融市场都能够提供某种形式的流动性,这是金融市场生命力的表现。

3. 降低交易成本

金融市场的另一个重要作用是将卖者和买者聚合在一起,以便利金融资产的交易、降低交易成本、促进市场成长。当买者和卖者比较分散时,收集交换信息必须付出相当的成本,这样买者就难以找到卖者,交换就难以完成。金融市场此时的作用就在于通过提供交易场所将资金供求双方聚集在一起,从而减少信息收集的费用,方便金融交易的开展。

(二) 宏观经济功能

1. 聚敛

金融市场的聚敛功能是指金融市场引导众多分散的小额资金汇聚成为可以投入社会再生产的资金集合功能。在这里,金融市场起着资金“蓄水池”的作用。

金融市场是由资金供应者和资金需求者组成的。资金供应者就是在一定时间内的资

金有余者,这些资金有余者的资金之所以暂时闲置,或者是因为要预防未来的意外急需,或者是要等到积累到足够数量之后进行某项大额投资或消费。如个人为预防意外事件或为了满足将来生活及购买大件消费品之需而进行储蓄,企业为了积存足够的资金投资于某个新项目而进行的资金积累等。这些暂时闲置的资金在使用之前有通过投资谋求保值增值的需要。对资金需求者来说,其资金的需求往往是由于要进行某项经济活动,或为了满足其比较迫切的需要,但手中积累的资金不足,因此,需要寻求更多的资金来源。但是,经济中各经济单位的闲置资金是相对有限的,这些暂时不用的资金就显得相对零散,不足以满足大规模的投资需求,特别是企业为发展生产而进行的大额投资和政府部门进行大规模的基础设施建设与公共支出的要求。这就需要有一个能将众多的小额资金集合起来以形成大额资金的渠道,金融市场就提供了这种渠道,这就是金融市场的资金聚敛功能。

金融市场之所以具有资金的聚敛功能,一是由于金融市场创造了金融资产的流动性。现代金融市场正发展成为功能齐全、法规完善的资金融通场所,资金需求者可以很方便地通过直接或间接的融资方式获取资金,而资金供应者也可通过金融市场为资金找到满意的投资渠道。二是金融市场多样化的融资工具为资金供应者的资金寻求合适的投资手段找到了出路。金融市场根据不同的期限、收益和风险要求,提供了多种多样的供投资者选择的金融工具,资金供应者可以依据自己的收益、风险偏好和流动性要求选择满意的投资工具,实现资金效益的最大化。

2. 配置

金融市场的配置功能表现在三个方面:一是资源的配置,二是财富的再分配,三是风险的再分配。

在经济的运行过程中,拥有多余资产的盈余部门并不一定是最有能力和机会做最有利投资的部门。现有的财产在这些盈余部门得不到有效的利用,金融市场通过将资源从低效率利用的部门转移到高效率利用的部门,使一个社会的经济资源最有效地配置在效率最高或效用最大的用途上,实现稀缺资源的合理配置和有效利用。在金融市场中,证券价格的波动,实际上反映证券背后所隐含的相关信息。投资者可以通过证券交易中公开公告的信息及证券价格波动所反映出的信息来判断整体经济运行情况以及相关企业、行业的发展前景,从而决定其资金和其他经济资源的投向。一般地说,资金总是流向最有发展潜力、能够为投资者带来最大利益的部门和企业。这样,通过金融市场的作用,有限的资源就能够得到合理的利用。

财富是各经济单位持有的全部资产的价值。政府、企业及个人通过持有金融资产的方式来持有财富,当金融市场上的金融资产价格发生波动时,其财富的持有数量也会发生变化,一部分人的财富量随金融资产价格的升高而增加,而另一部分人则由于其持有的金融资产价格下跌,所拥有的财富量也相应减少。这样,社会财富就通过金融市场价格波动实现了财富的再分配。

金融市场同时也是风险再分配的场所。在现代经济活动中,风险无时不在、无处不在。而不同的主体对风险的厌恶程度是不同的。利用各种金融工具,厌恶风险程度较高的人可以把风险转嫁给厌恶风险程度较低的人,从而实现风险的再分配。

3. 调节

调节功能是指金融市场对宏观经济的调节作用。金融市场一边连着储蓄者,另一边连着投资者,金融市场的运行机制通过对储蓄者和投资者的影响而发挥作用。

首先,金融市场具有直接的调节作用。在金融市场大量的直接融资活动中,投资者为了自身利益,一定会谨慎、科学地选择投资的国家、地区、行业、企业、项目及产品。只有符合市场需要、效益高的投资对象,才能获得投资者的青睐。而且,投资对象在获得资本后,只有保持较高的经济效益和较好的发展势头,才能继续生存,并进一步扩张。否则,它的证券价格就会下跌,继续在金融市场上筹资就会面临困难,发展就会受到后续资本供应的抑制。这实际上是金融市场通过其特有的引导资本形成及合理配置的机制,首先对微观经济部门产生影响,进而影响到宏观经济活动的一种有效的自发调节机制。

其次,金融市场的存在及发展,为政府实施对宏观经济活动的间接调控创造了条件。货币政策属于调节宏观经济活动的重要宏观经济政策,其具体的调控工具有存款准备金政策、再贴现政策、公开市场操作等,这些政策的实施都以金融市场的存在、金融部门及企业成为金融市场的主体为前提。金融市场既提供货币政策操作的场所,也提供实施货币政策的决策信息。第一,因为金融市场的波动是对有关宏观微观经济信息的反映,所以政府有关部门可以通过收集及分析金融市场的运行情况来为政策的制定提供依据。第二,中央银行在实施货币政策时,通过金融市场可以调节货币供应量、传递政策信息,最终影响到各经济主体的经济活动,从而达到调节整个宏观经济运行的目的。此外,财政政策的实施也越来越离不开金融市场,政府通过国债的发行及运用等方式对各经济主体的行为加以引导和调节,并提供中央银行进行公开市场操作的手段,也对宏观经济活动产生巨大的影响。

4. 反映

金融市场历来被称为国民经济的“晴雨表”和“气象台”,是公认的国民经济信号系统。这实际上就是金融市场反映功能的写照。

金融市场的反映功能表现在如下几个方面:第一,由于证券买卖大部分都在证券交易所进行,人们可以随时通过这个有形的市场了解到各种上市证券的交易行情,并据以判断投资机会。证券价格的涨跌在一个有效的市场中实际上是反映其背后企业的经营管理情况及发展前景。此外,一个有组织的市场,一般要求上市公司定期或不定期地公布其经营信息和财务报表,这也有助于人们了解及推断上市公司及相关企业、行业的发展前景。所以,金融市场首先是反映微观经济运行状况的指示器。第二,金融市场交易直接和间接地反映国家货币供应量的变动。货币的紧缩和放松均是通过金融市场进行的,货币政策实施时,金融市场会出现波动,表现出紧缩和放松的程度。因此,金融场所反馈的宏观经济运行方面的信息,有利于政府部门及时制定和调整宏观经济政策。第三,由于证券交易的需要,金融市场有大量专业人员长期从事商情研究和分析,并且他们每日与各类工商企业直接接触,能了解企业的发展动态。第四,金融市场有着广泛而及时地收集和传播信息的通信网络,整个世界金融市场已联成一体,使人们可以及时了解世界经济发展变化情况。

第二节 金融市场的类型

在金融市场中,各种金融交易的对象、方式、条件、期限等都不尽相同。为了更加充分地了解金融市场,需要对其加以分类。金融市场的分类方法较多,按不同的标准可以有不同的分类。

一、按金融交易的标的物分类

按金融交易的标的物,金融市场可分为货币市场、资本市场、外汇市场、黄金市场、保险市场。

（一）货币市场

货币市场是一年期以内的短期金融工具交易所形成的供求关系及其运行机制的总和。它的主要功能是保持金融资产的流动性,以便随时转换成现实的货币。它一方面满足了借款者的短期资金需求;另一方面也为暂时闲置的资金找到了出路。在美国金融史上,早期的货币市场概念狭义地指对证券商和交易商进行通知放款的市场。后来,货币市场的概念又广义地包含了短期资金市场。现在,货币市场一般指国库券、商业票据、银行承兑汇票、可转让定期存单、回购协议、联邦基金等短期信用工具买卖的市场。许多国家将银行短期贷款也归入货币市场的业务范围。一般地说,资金借贷以3~6个月期最为普遍,而国库券则以6~9个月期为多。由于该类市场信用工具随时可以在发达的二级市场上出售变现,具有很强的变现性和流动性,功能近似于货币,故称货币市场。又由于该市场主要经营短期资金的借贷,故亦称短期资金市场。货币市场使经济单位能够管理它们的流动性头寸。

货币市场一般没有正式的组织,其交易活动不是在特定的场所集中开展,而是通过电信网络形式完成。因此,货币市场是一个无形的市场。市场交易量大是货币市场区别于其他市场的重要特征之一。巨额交易使货币市场实际上成为一个批发市场。由于货币市场的非人为性及竞争性,因而它又是一个公开市场,任何人都可以进入市场进行交易,在那里不存在固定不变的顾客关系,说明货币市场同时也是一个富有竞争性的市场。

（二）资本市场

资本市场是指期限在1年以上的金融资产交易的市场。一般来说,资本市场包括两大部分:一是银行中长期存贷款市场,二是有价证券市场。

通常所说的资本市场等同于有价证券市场,主要指的是债券市场和股票市场。它与货币市场之间的区别为:第一,期限的差别。资本市场上交易的金融工具均为1年以上,最长者可达数十年,有些甚至无期限,如股票等。而货币市场上一般交易的是1年以内的金融工具,最短的只有几日甚至几小时。第二,作用不同。货币市场所融通的资金,大多用于工商企业的短期周转。而在资本市场上所融通的资金,大多用于企业的创建、更新、

扩充设备和储存原料,政府在资本市场上筹集长期资金则主要用于兴办公事业和保持财政收支平衡。第三,风险程度不同。货币市场的信用工具,由于期限短,因此流动性高,价格不会发生剧烈变化,风险较小。资本市场的信用工具,由于期限长,流动性较低,价格变动幅度较大,风险也较高。

(三) 外汇市场

外汇市场是从事外汇买卖或兑换的交易场所,是各种不同货币进行交换的场所。如同货币市场,外汇市场也是各种短期金融资产交易的市场,不同的是货币市场交易的是同一种货币或以同一种货币计值的票据,而外汇市场则是以不同种货币计值的两种票据之间的交换。在货币市场上所有的贷款和金融资产的交易都受政府法令条例管制,但在外汇市场上,一国政府只能干预或管制本国的货币。

世界上最主要的外汇市场有伦敦外汇市场、纽约外汇市场、法兰克福外汇市场以及香港外汇市场。

(四) 黄金市场

黄金市场是专门集中进行黄金等贵金属买卖的交易中心或场所。尽管随着时代的发展,黄金非货币化趋势越来越明显,但黄金作为国际储备工具之一,在国际结算中占据着重要的地位。因此,黄金市场仍被看作金融市场的组成部分。黄金市场早在 19 世纪初就已形成,是最古老的金融市场。现在,世界上已发展到 40 多个黄金市场。其中,伦敦、纽约、苏黎世、芝加哥和香港的黄金市场被称为五大国际黄金市场。

(五) 保险市场

保险市场是保险商品交换关系的总和或是保险商品供给与需求关系的总和。它既可以指固定的交易场所如保险交易所,也可以是所有实现保险商品让渡的交换关系的总和。在保险市场上,交易的对象是保险人为消费者所面临的风险提供的各种保险保障。

二、按金融交易中交割的方式和时间分类

按金融交易中交割的方式和时间,金融市场可分为现货市场和衍生市场。

现货市场实际上是即期交易的市场,是金融市场上最普遍的一种交易方式。现货市场指市场上的买卖双方成交后须在若干个交易日内(通常是 3 天)办理交割的金融交易市场。现货交易包括现金交易、固定方式交易及保证金交易。现金交易是指成交日和结算日在同一天发生的证券买卖。固定方式交易则是指成交日和结算日之间相隔很短的几个交易日,一般在 7 天以内。保证金交易也称垫头交易,它是投资者在资金不足、又想获得较多的投资收益时,交付一定比例的现金,其余资金由经纪人贷款垫付,买进证券的一种交易方法。目前现货市场上的大部分交易均为固定方式交易。

衍生市场是各种衍生金融工具进行交易的市场。衍生金融工具,是指由原生性金融商品或基础性金融工具创造出的新型金融工具。它一般表现为一些合约,这些合约的价值由其交易的金融资产的价格决定。衍生金融工具包括远期合约、期货合约、期权合约、

互换协议等。由于衍生金融工具在金融交易中具有套期保值防范风险的作用,衍生金融工具的种类仍在不断增多。衍生金融工具同时也是一种投机的对象,其交易所带来的风险也引起了广泛的关注。

三、按金融资产的发行和流通特征分类

按金融资产的发行和流通特征,金融市场可分为一级市场和二级市场。

资金需求者将金融资产首次出售给公众时所形成的交易市场称为初级市场、发行市场或一级市场。金融资产的发行方式主要有两种:公募和私募。公募更多地被称为公开发售,是指发行人通过中介机构向不特定的社会大众广泛发售证券的方式。在公开发售的情况下,所有合法的社会投资者都可以参与认购。为了保障广大投资者的利益,各国对公开发售都有严格的要求。私募又称非公开发售和内部发行,是指面对少数特定投资者发行证券的方式。私募发行的对象大致有两类,一是个人投资者,如公司股东和员工;二是机构投资者,如养老基金和保险公司等。

私募又分为包销和代销两种。包销,是指金融资产的发行人与银行等金融机构协商,由银行等承销机构按照商定的条件把全部证券承接下来负责对公众销售的方式。包销期满后,不论证券是否已经推销出去,包销机构都要如数付给发行人应得资金。代销则是发行人自己承担全部发行风险,只将公开销售事务委托投资银行等办理的一种方式,代销商销多少算多少,它只收取手续费等费用,不承担任何风险。此外还有一种自办发行或称自销的方式,一般通过私下洽商的方式直接销售给为数不多的个人及团体投资者。目前国际上流行的是包销方式。

证券发行后,各种证券在不同的投资者之间买卖流通所形成的市场即为二级市场,又称流通市场或次级市场。它又可分为两种:一是场内市场即证券交易所,二是场外交易市场。证券交易所是依照国家有关法律规定,经政府主管机关批准设立的证券集中竞价的有形场所。场外交易市场又称柜台交易或店头交易市场。它是在证券交易所之外进行证券买卖的市场。原则上在场外交易的证券以未上市的证券为主。然而现在情况发生了很大的变化,为数不少的上市证券,尤其是政府债券、地方债券和公司债券也纷纷涌入场外交易市场进行交易。

一级市场是二级市场的基础和前提,没有一级市场就没有二级市场;二级市场是一级市场存在与发展的重要条件之一,无论是从流动性上还是从价格的确定上,一级市场都要受到二级市场的影响。

四、按有无固定场所分类

按有无固定场所,金融市场可分为有形市场和无形市场。

有形市场即有固定交易场所的市场,“固定交易场所”一般指的是证券交易所等固定的交易场地。在证券交易所进行交易首先要开设账户,然后由投资人委托证券商买卖证券,证券商负责按投资者的要求进行操作。无形市场则是在证券交易所外进行金融资产交易的总称。它的交易一般通过现代化的电信工具在各金融机构、证券商及投资者之间

进行。它是一个无形的网络,金融资产及资金可以在其中迅速地转移。在现实世界中,大部分金融资产交易均在无形市场中进行。

五、按金融市场作用的地域范围分类

按金融市场作用的地域范围,金融市场可分为国内金融市场及国际金融市场。

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,它除了包括全国性的以本币计值的金融资产交易市场之外,还包括一国范围内的地方性金融市场。国际金融市场则是金融资产的交易跨越国界进行的市场,即进行金融资产国际交易的场所。国际金融市场有狭义和广义之分。狭义的国际金融市场指进行各种国际金融业务的场所,有时又称传统的国际金融市场,包括货币市场、资本市场、外汇市场、黄金市场以及衍生市场等;广义的国际金融市场则包括离岸金融市场。离岸金融市场是非居民间从事国际金融交易的市场。离岸金融市场以非居民为交易对象,资金来源于所在国的非居民或来自国外的外币资金。离岸金融市场基本不受所在国的金融监管机构的管制,并可享受税收方面的优惠待遇,资金出入境自由。离岸金融市场是一种无形市场,从广义来看,它只存在于某一城市或地区而不是一个固定的交易场所,由所在地的金融机构与金融资产的国际性交易而形成。

国内金融市场是国际金融市场形成的基础。实际上,从金融监管角度来看,国内金融市场及传统的国际金融市场都要受到所在国金融监管当局的管制,而新兴的国际金融市场,如离岸金融市场则可以说是完全国际化的市场,它不受任何国家法令的限制,主要经营境外货币。国际金融市场是国内金融市场发展到一定阶段的产物,是与实物资产的国际转移、金融业较为发达、资本的国际流动及现代电子信息技术的高度发展相辅相成的。

六、按在资金的融通中的中介机构特征分类

金融市场的形成是直接资金的融通相联系的。在正常的经济生活中,总有资金暂时闲置者及资金短缺者存在,金融市场就为这两者提供互通有无的渠道。按在资金的融通中的中介机构特征,金融市场可分为直接金融市场和间接金融市场。

直接金融市场指的是资金需求者直接从资金所有者那里融通资金的市场,一般是通过发行债券和股票方式在金融市场上筹集资金的融资市场。而间接金融市场则是通过银行等信用中介机构作为媒介来进行资金融通的市场。在间接金融市场上,资金所有者将手中的资金贷放给银行等信用中介机构,然后再由这些机构转贷给资金需求者。在此过程中,不管这笔资金最终归谁使用,资金所有者都将只拥有对信用中介机构的债权而不能对最终使用者具有任何权利要求。

直接金融市场与间接金融市场的差别并不在于是否有金融中介机构的介入,而主要在于中介机构的特征的差异。在直接金融市场上也有金融中介机构,只不过这类公司不像银行那样,它们不是资金的中介,而大多是信息中介和服务中介。

第三节 金融市场的主体、工具与媒体

一、金融市场的主体

从动机看,金融市场的主体主要有投资者(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是不同的,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,它是金融市场的资金供应者。按交易动机、时间长短等,广义的投资者又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风险的主体。套利者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。

更具体地,可以把金融市场的主体分为政府部门、工商企业、家庭部门、金融机构以及中央银行五个部门。由于上述五个部门在专业化分工中所处的地位不同,因此它们在金融市场中所扮演的角色也就不尽相同。

(一) 政府部门

在各国的金融市场上,通常该国的政府部门(含中央政府与地方政府)都是资金的需求者,它们主要通过发行中央政府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。中央政府部门通过财政部门发行中央政府债券,包括国库券和国家公债,一般不存在违约风险,信用等级最高,同时可以享受税收优惠,其利息收入可以免征所得税。政府部门也可能是资金的供应者,如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加者,如中东的主要石油出口国家就是金融市场上资金供应的大户,一些发展中国家则是金融市场上的主要资金需求者。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。

(二) 工商企业

在不少国家,国有或私营的工商企业是仅次于政府部门的资金需求者,它们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营利,又以发行股票或中长期债券等方式筹措资金用于扩大再生产和经营规模。另外,工商企业也是金融市场上的资金供应者之一。它们在生产经营过程中暂时闲置的资金,为了使其保值或获得营利,它们也会将其暂时让渡出去,以获得更大效益。此外,工商企业还是套期保值的主体。

(三) 家庭部门

家庭部门一般是金融市场上的主要资金供应者。个人或家庭为了存集资金购买大件商品如住房、汽车等,或是留存资金以备急需、养老等,都有投资以使其保值增值的要求。因此,家庭部门通过在金融市场上合理购买各种有价证券来进行组合投资,既满足日常的流动性需求,又能获得资金的增值。家庭部门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、投入保险等,最终都是向金融市场提供资金。家庭部门有时也有资金需求,但数量一般较小,常常是用于耐用消费品的购买及住房消费等。

(四) 金融机构

具体地,参与金融市场的金融机构可分为存款性金融机构和非存款性金融机构。

1. 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资金,并将之贷给需要资金的各种经济主体及投资于证券等以获取收益的金融机构。它们是金融市场的重要中介,也是套期保值和套利的重要主体。存款性金融机构一般包括如下几类。

(1) 商业银行。在存款性金融机构中,商业银行是最主要的一种机构。早期的商业银行是指接受活期存款并主要为工商企业提供短期贷款的金融机构。但现代意义上的商业银行已经成为金融领域中业务最广泛、资金最雄厚的存款性金融机构。商业银行既是资金的供应者,又是资金的需求者,几乎参与了金融市场的全部活动。作为资金的需求者,商业银行利用其可开支票转账的特殊性,大量吸收居民及企业和政府部门暂时闲置不用的资金,还可以发行大额可转让定期存单(CDs)、发行金融债券、参与同业拆借等。作为资金的供应者,商业银行主要通过贷款、投资以及同业拆放来提供资金。此外,商业银行还能通过派生存款的方式创造和收缩货币,对整个金融市场的资金供应和需求产生巨大的影响。

(2) 储蓄机构。在西方国家有一种专门以吸收储蓄存款作为资金来源的金融机构,这就是储蓄机构。储蓄机构的大部分资金都是用来发放不动产抵押贷款,投资于国债和其他证券。与商业银行相比,储蓄机构的资产业务期限长,抵押贷款比重高。政府常利用储蓄机构来实现其某些经济目标,其中多为房地产政策目标。因此,一些储蓄机构得到了政府的扶持。储蓄机构在各国的名称不一样,如在美国是储蓄贷款协会、互助储蓄银行,在英国是信托储蓄银行、房屋互助协会,在法国、意大利和德国则为储蓄银行等。在金融市场上,它们与商业银行一样,既是资金的供应者,又是资金的需求者。

(3) 信用合作社。信用合作社是由某些具有共同利益的人组织起来、具有互助性质的会员组织。其资金来源主要是会员的存款,也可以是非会员的存款。其资金则是用于对会员提供短期贷款、消费信贷、票据贴现及从事证券投资,也有部分资金用于同业拆借和转存款等。信用合作社在经济生活中起着广泛动员社会资金的作用,它们遍布大银行难以顾及的每一个角落,进一步促进了社会闲散资金的汇聚和利用。由于金融竞争的影响及金融创新的发展,信用合作社的业务有拓宽的趋势。其资金来源及运用都从原有的以会员为主逐渐转向多元化,因而其在金融市场上的作用也越来越大。

2. 非存款性金融机构

金融市场上另一类重要的金融机构参与者就是非存款性金融机构。它们的资金来源和存款性金融机构吸收公众存款不一样,主要是通过发行证券或以契约性的方式聚集社会闲散资金。

(1) 保险公司。保险公司包括人寿保险公司和财产保险公司。人寿保险公司是为人们因意外事故或死亡而造成经济损失提供保险的金融机构。财产保险公司是为企业及居民提供财产意外损失保险的金融机构。保险公司的主要资金来源于按一定标准收取的保险费。一般地说,人寿保险具有保险金支付的可预测性,并且只有当契约规定的事件发生或到约定的期限时才支付,因此,保险费实际上是一种稳定的资金来源。这与财产保险公司不同,财产保险事故的发生具有偶然性和不确定性。它们之间的差别决定了其资金运用方向的不一致。人寿保险公司的资金运用以追求高收益为目标,主要投资于高收益、高风险的证券如股票等,也有一部分用作贷款。这样,人寿保险公司成为金融市场上的主要资金供应者之一。在一些西方国家,人寿保险公司是金融市场上最大、最活跃的机构投资者。财产保险公司在资金的运用上则注重资金的流动性,以货币市场上的金融工具为主,还有一部分投资于安全性较高的政府债券、高级别的企业债券等。

(2) 养老基金。养老基金是一种类似于人寿保险公司的专门金融组织。其资金来源是公众为退休后生活所准备的储蓄金,通常由资方和劳方共同缴纳,也有单独由资方缴纳的。养老金的缴纳一般由政府立法加以规定,因此其资金来源是有保证的。与人寿保险一样,养老基金也能较精确地估计未来若干年它们应支付的养老金,因此,其资金主要投资于长期公司债券、质地较好的股票和发放长期贷款上。养老基金也是金融市场上的主要资金供应者之一。

(3) 投资银行。投资银行是资本市场上从事证券的发行买卖及相关业务的一种金融机构。投资银行产生于长期证券的发行及推销要求,随着资本市场的发展,投资银行的业务范围也越来越广。目前,投资银行业务除了证券的承销外,还涉及证券的自营买卖、公司理财、企业购并、咨询服务、基金管理和风险资本管理等。

投资银行在不同的国家有不同的称呼,在美国为投资银行或公司,在英国为商人银行,在日本为证券公司等。在我国,目前一些比较规范的证券公司即是我国的投资银行。

(4) 投资基金。投资基金是向公众出售其股份或受益凭证募集资金,并将所获资金分散投资于多样化证券组合的金融中介机构。投资基金的当事人有四个:①委托人。委托人是基金的发起人。②受托人。受托人是基金经理公司即代理投资机构,经营基金所募资金。③受益人。受益人是投资者,即持有基金份额的人,基金份额的持有者可以按其持有比例分享基金的投资收益或资产净值。④信托人。信托人负责基金资产的保管,一般由投资银行、信托公司和商业银行等大金融机构充当。

此外,参与金融市场的还有一些官方、半官方和在各具特色的其他类型的金融机构,如开发银行、进出口银行及农业信贷机构、大企业所属的金融公司等。在我国金融市场上,三大政策性银行、金融信托机构及财务公司等也归入金融机构,是金融市场的主体之一。

(五) 中央银行

中央银行在金融市场上处于一种特殊的地位,它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,它扮演最后的贷款人角色,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,但会影响到金融市场上资金的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;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的活动。

二、金融市场工具

(一) 金融市场工具的概念

金融市场的参与者进行金融交易的目的是货币资金融通,而资金的融通又是建立在信用关系的基础之上,信用关系基础之上的资金融通必须借助某种金融工具才能实现,说明信用关系的建立和终止都是通过金融工具的取得和出让来完成的,金融工具于是成为信用关系的化身,成为金融市场上的客体或交易对象。

金融工具就是完成资金融通所使用的工具。狭义的金融工具是指资金短缺单位向资金盈余单位借入资金,或发行者向投资者筹措资金时依一定格式制成标准化的、在金融市场上被普遍接受和交易的金融资产。广义的金融工具不仅包括股票、债券等有偿证券,而且包括存款、贷款等金融资产。金融市场上的金融工具种类繁多,如货币市场的货币头寸、票据、国库券以及可转让大额定期存单,资本市场上的债券和股票,证券投资基金市场上的基金证券,外汇市场上的外汇,保险市场上的保险单,衍生金融市场上的衍生金融工具等。

(二) 金融市场工具的特性

金融工具在金融市场上发挥着两个重要作用:一是促进资金从盈余方向需求方流动,以投资于有形资产;二是通过金融工具的交易,使收益和风险在资金的供求双方重新分布。金融工具方便了资金供求双方根据自己的偏好进行资金的调剂。为此,金融工具必须具有一些重要的特性,即期限性、收益性、流动性和安全性。

(1) 期限性。期限性是指债务人在特定期限之内必须清偿特定金融工具的债务余额的约定。金融工具都有期限规定,如政府发行的国债就有半年、一年、三年、五年之分。但金融工具的偿还期限有长有短,短的如隔夜拆借的货币头寸,长的如股票,期限是不确定的无限长。短期金融工具以各类票据为代表,长期金融工具则多为有偿证券。

(2) 收益性。收益性是指金融工具能够定期或者不定期地给持有人带来价值增值的特性。金融工具的收益有两种形式:一种直接表现为股息、红利等;另一种则为金融工具的买卖的价差收益。金融工具收益性的大小,是通过收益率来衡量的,其具体指标有名义收益率、实际收益率、平均收益率等。由于金融工具具有表外风险,国际会计准则和美国公认会计原则均要求操作金融工具的企业在财务报表的主体和附注中披露金融工具的信息。规定的会计处理大多数与衍生金融工具的会计处理包含在应付债券、投资、股东权益等准则之中。

(3) 流动性。流动性是指金融工具转变为现金而不遭受损失的能力。金融工具的流动性解决了投资者退出市场的问题。除货币以外,各种金融资产都存在不同程度的不

全流动性。其他金融资产在没有到期之前要想转换成货币,或者打一定的折扣,或者花一定的交易费用,一般来说,金融工具如果具备下述两个特点,就可能具有较高的流动性:第一,发行金融资产的债务人信誉高,在以往的债务偿还中能及时、全部履行其义务。第二,债务的期限短。这样它受市场利率的影响很小,转现时所遭受亏损的可能性就很小。

(4) 安全性。安全性是指投资于金融工具的本金和收益能够安全收回而不遭受损失的可能性。金融工具通常存在两类风险:一类是债务人不能按期还本付息的违约风险;另一类是市场风险,即因市场利率上升而导致的金融工具市场价格下跌的风险。当利率上升时,金融证券的市场价格就下跌;当利率下跌时,则金融证券的市场价格就上涨。证券的偿还期越长,则其价格受利率变动的影响越大。一般来说,本金安全性与偿还期成反比,即偿还期越长,其风险越大、安全性越小。本金安全性与流动性成正比,与债务人的信誉也成正比。此外,金融工具的风险性还在于其所带来的未来现金流往往是不确定的。

任何金融工具都是以上四种特性的组合,也是四种特性相互之间矛盾的平衡体。一般来说,期限性与收益性正向相关,即期限越长,收益越高;反之亦然。流动性、安全性则与收益性反向相关,安全性、流动性越高的金融工具其收益性越低。正是期限性、流动性、安全性和收益性相互间的不同组合导致了金融工具的丰富性和多样性,使之能够满足多元化的资金需求和对“四性”的不同偏好。

三、金融市场媒体

金融市场媒体是指那些在金融市场上充当交易媒介,从事交易或促使交易完成的组织、机构或个人。金融市场的媒体多种多样,既有在金融市场扮演着各种角色的经纪人,也有各种性质的金融中介机构。它们的作用和金融市场主体比较相似,都是金融市场的主要参与者,金融市场交易的产生往往离不开它们,其作用在于促进金融市场上的资金融通,在资金供给者和资金需求者之间架起桥梁,满足不同投资者和筹资者的需要。

但金融市场媒体与金融市场主体之间又有着显著的区别。首先,就参与市场的目的而言,金融市场媒体本身并非最终意义上的资金供求者或需求者,因此,其参与市场的目的是以市场为中介获取佣金。其次,就其市场行为而言,金融市场媒体在市场上往往是以投机者而非投资者的身份从事交易的,因此,在选择金融产品时,与金融主体的选择偏好有所不同。

金融市场媒体主要包括金融市场经纪人和金融中介机构,另外还有商人银行、财务公司、信托公司等。金融市场经纪人,如货币经纪人、证券经纪人、外汇经纪人等是金融市场上为投资人和筹资人介绍交易的中间商,本身并不参与金融商品的交易,通过促成资金供给者和需求者之间的交易来赚取佣金。金融中介机构,如证券公司、证券交易所等通过证券承销、自营、提供信息和交易场所、投资咨询等业务获得利润。金融市场媒体是金融市场的组成要素之一。

(一) 金融市场经纪人

1. 经纪人概述

经纪人又称中间人,是作为中介撮合两个相关的市场主体并收取佣金的商人或商号。

中国古代唐朝以前,经纪人已经出现,唐朝时经纪人称为牙郎,遍及各行业;明朝时经纪人已分为政府指定的官牙和政府批准认可的私牙。清代出现了牙商、牙行。到了近代,经纪人行业进一步发展,南方称为“掮客”,北方称为“跑合”。在国外发达的市场经济国家,经纪人行业更为成熟,逐步形成了一套较为完善的经纪人制度。在当代,随着全球金融业的发展和创新,金融市场的业务也变得越来越复杂,对经纪人的要求也越来越高。现在,经纪人已经成为市场经济运行过程中不可或缺的中间环节,它们为满足市场需要从事着多种多样的中介业务,在金融市场中扮演着重要的角色。

2. 经纪人的分类

根据经纪人所从事的业务,它们主要可被分为四类:货币经纪人、证券经纪人、证券承销人、外汇经纪人。

(1) 货币经纪人。顾名思义,货币经纪人就是在货币市场上充当交易双方中介收取佣金的中间商人。货币经纪人的主要业务是为客户的货币交易提供中介服务。货币交易一般有几个流程:首先有交易意向的金融机构向货币经纪公司提出要求,经纪公司随即通过电子通信系统将信息发往其分布在全世界各金融中心和新兴市场的分支机构,再根据各地分支机构反馈的报价进行综合筛选,向客户报出最佳价格。

由于货币经纪公司拥有完备的电子通信系统和分支机构网络,它在金融市场上具有得天独厚的优势。通过货币经纪人,金融机构与国际金融市场形成了统一的整体,有利于金融机构根据市场的动态来调整经营策略、调整资产结构,并进行风险管理。有时,金融机构还可以通过货币经纪人在某一个特定的时间里,以最短的时间、最公平的价格达成交易,而不必像直接交易那样,一家一家银行询价比较,不仅节省时间,而且降低成本。所以选择货币经纪人成为货币交易的主流方式。

此外,货币经纪人的存在使资金的运作更加安全。由于货币经纪人在交易完成之前不能透露客户的姓名,因此,金融市场的参与者会更愿意报价,这样不但促进了交易量的增长,而且防止了市场的剧烈波动。

当然,随着金融市场的日益完善,货币经纪人的功能又有了一些变化。以前,货币经纪人只要从事中介完成交易就可以了,但现在,货币经纪人越来越强调信息服务。货币经纪人不再仅仅是一个价格提供者,而是要帮客户发现可能的交易机会。因此,除了要撮合双方的交易之外,成功的货币经纪人还要随时随地注意客户的需求,传递对客户有用的信息。

货币经纪人获利的途径有两条:一是收取佣金;二是赚取价差。因此有的货币经纪人兼有经纪人和自营商的性质。

(2) 证券经纪人。证券经纪人就是为客户证券交易提供中介服务并收取佣金的中间商人。他们以代理人的身份从事证券交易,与客户是委托代理关系。证券经纪人既可以是自然经纪人,也可以是法人经纪人。法人经纪人一般由银行、证券公司、信托公司等具有合法经营地位的证券经营机构承担证券经纪人角色,称为证券经纪商。证券经纪人主要有佣金经纪人、次级经纪人、专业经纪人、零股经纪人、债券经纪人、证券自营商六种类型。

(3) 证券承销人。证券承销人是指依照规定有权包销或代销有价证券的证券经营机

构或商号。有时也被称为证券承销商,属于证券一级市场上的发行人与投资者之间的媒介。证券承销人大多为投资银行和一些大的证券公司。其作用是受发行人的委托,寻找潜在的投资公众,并且通过一系列广泛有效的公关活动,将这些潜在的投资人引导成为真正的投资者,从而使发行人募集到所需要的资金。承销的方式有包销与代销两种。在美国和欧洲,证券承销人多为投资银行。在日本,公司债券、股票承销由证券公司垄断经营。在中国,证券承销人主要是一些大的证券公司及一些商业银行。

(4) 外汇经纪人。外汇经纪人是指在外汇市场上为了促成买卖双方的外汇交易成交的中介人。外汇经纪人既可以是个人,也可以是中介机构,如外汇经纪人公司和外汇经纪人行等。由于外汇市场的汇率波动相当频繁,所以初级报价者(包括一些大型银行、大型投资交易商与大型企业)通过各种不同方式进行交易,最常见的方法是以电话直接联络另一位报价者,或通过电报或互联网的电子交易系统与其他报价者进行交易。但是有时直接交易仍会存在一些困难,这时就可以通过外汇经纪人。通过经纪人进行交易,报价能够以匿名方式报给市场。如果主要报价者提供的价格即经纪人手中的最佳价格,那么经纪人就会提出报价。当一项交易完成后,经纪人就会通知交易双方,然后交易双方就可以各自签发单据给对方。但外汇经纪人并不是交易当事人。简而言之,外汇经纪人的作用就是撮合外汇买卖双方,并通过提供这种中介服务来收取佣金获利。

(二) 机构媒体或组织媒体

证券市场的发展和完善离不开金融市场媒体的参与。随着证券市场的不断发展,机构媒体成为证券市场中不可或缺的重要媒体,在证券市场中扮演着非常重要的角色,机构媒体主要包括投资银行、证券公司、商人银行、证券交易所及其他金融机构。

1. 投资银行、证券公司、商人银行

投资银行、证券公司和商人银行是金融市场中的重要媒体,它们对金融市场特别是证券市场的发展和完善起到了非常重要的推动作用。其实,从业务分类的角度来看,投资银行、证券公司和商人银行所从事的业务类型基本上都是相同的。它们之所以有不同的称呼,主要是因为各国的历史习惯不一样,虽然称呼不同,但它们所从事的业务基本上都有相同的几个特点:第一,它们的业务属于金融服务业,区别于一般的咨询、中介服务业;第二,它们主要服务于资本市场,区别于传统的商业银行;第三,它们所从事的是智力密集型行业,区别于其他专业性金融服务机构。因此,为了分析的方便,也为了不造成理解的混乱,本节将投资银行、证券公司、商人银行并称为投资银行进行介绍。

投资银行是指专门对工商企业办理投资和长期信贷业务的银行。它是资本市场上的主要金融中介。从狭义上来说,投资银行所从事的业务是投资银行作为证券承销商在证券发行市场上的承销业务和作为证券经纪商在证券市场上的经纪业务。从广义上来说,投资银行的业务还涉及公司并购、项目融资、资产管理、投资咨询、创业资本融资等。因此,投资银行是与商业银行相对而言的一个概念,是现代金融业为了适应现代经济发展而形成的一个新兴行业。

1) 投资银行的类型

当前投资银行主要有四种类型。

(1) 独立的专业性投资银行。这种形式的投资银行在全世界范围内最为广泛。如美国的高盛、摩根士丹利公司,日本的野村证券、大和证券,英国的华宝公司、宝源公司等均属于此种类型,并且它们都有各自擅长的专业方向。

(2) 商业银行拥有的投资银行(商人银行)。这种形式的投资银行主要是商业银行对现存的投资银行通过兼并、收购、参股或建立自己的附属公司形式从事商人银行及投资银行业务。这种形式的投资银行在英、德等国非常典型。

(3) 全能银行直接经营投资银行业务。这种类型的投资银行主要在欧洲大陆,它们在从事投资银行业务的同时也从事一般的商业银行业务。

(4) 一些大型跨国公司兴办的财务公司。

2) 投资银行的业务

经过最近 100 年的发展,现代投资银行已经突破了证券发行与承销、证券交易经纪、证券私募发行等传统业务框架,企业并购、项目融资、风险投资、公司理财、投资咨询、资产及基金管理、资产证券化、金融创新等都已成为投资银行的业务组成部分。其中证券承销是投资银行传统核心业务,企业并购是其另一核心业务。

(1) 证券承销。证券承销是投资银行最本源、最基础的传统核心业务。投资银行承销的职权范围很广,包括本国中央政府、地方政府、政府机构发行的债券、企业发行的股票和债券、外国政府和公司在本国和世界发行的证券、国际金融机构发行的证券等。投资银行在承销过程中一般根据双方签订的协议包销或分销发行人的有价证券。选择承销方式时,则要按照承销金额及风险大小来权衡。一般承销方式有四种。

第一种是包销。包销是指证券公司或承销商将发行人发售的证券按照协议全部购入或者在承销期结束时将售后剩余证券全部自行购入的承销方式。包销一般又分为全额包销和余额包销两种。这就意味着主承销商同意按照与发行人商定的价格购买其发行的全部或者售后剩余的有价证券,然后承销商再把这些证券卖给它的客户。在包销的过程中,发行人并不承担风险,它把风险都转嫁到了投资银行的身上。

第二种是投标承购。对于信用度较高、颇受广大投资者欢迎的证券通常采用这种承销方式。当然,这并不是投资银行自愿选择的结果,而是众多投资银行相互竞争的结果。在此过程中,投资银行处于被动竞争的地位。最后由中标银行承销此证券。

第三种是代销。采用这种方式承销证券时,投资银行并不承担风险。它只是接受证券发行人的委托,代理其销售证券。双方在签订协议时,确定一个代销期限。倘若在此期限内,投资银行并没有把所有代销的证券销售出去,那它则将所剩余的证券再返回给证券发行人,即由发行人自己承担发行风险。这种代销方式主要适用于那些公认的信用等级较低、承销风险大的证券。

第四种是赞助推销。这种承销方式主要用于发行公司增资扩股。它的主要对象是现有股东。发行公司一般都委托投资银行来办理对现有股东发行新股的工作。这时证券发行的风险已被转嫁给了投资银行。

(2) 证券经纪。它是投资银行的传统业务。投资银行在二级市场中扮演着做市商、

经纪商和交易商三重角色。作为做市商,在证券承销结束之后,投资银行有义务为该证券创造一个流动性较强的二级市场,并维持市场价格的稳定。作为经纪商,投资银行又代表买方或卖方,按照客户提出的价格代理进行交易。作为交易商,投资银行则有自营买卖证券的需要。

(3) 企业兼并与收购。企业兼并与收购已经成为现代投资银行除证券承销与经纪业务外最重要的业务组成部分。投资银行在企业进行兼并与收购的活动中主要扮演顾问的角色。如为企业提供各种战略方案、帮助寻找兼并与收购的对象、进行资产评估、设计并购结构、确定兼并的价格。另外,它也可以参与收购工作的谈判、公司改组和资产结构重组等活动。

(4) 项目融资。由于投资银行与当地的各类股东和各个公共部门都有长期良好的联系,所以有条件成为项目融资中的中介人。一般它有能力对一个特定的经济单位或项目策划安排一揽子融资手段。从这点我们可以清楚地看到,投资银行在项目融资中起着非常关键的作用,它把项目融资中的各方(包括政府机关、金融机构、投资者与项目发起人)联系在一起,并组织有关的专业人士(包括律师、会计师、工程师等)一起进行项目可行性研究,然后通过各种形式,如发行债券、基金、股票等,组织项目投资所需的资金融通。

(5) 公司理财。公司理财实际上是投资银行作为客户的金融顾问或经营管理顾问而提供咨询、策划或操作的一种投资咨询业务。一般它分为两类:第一类是根据不同客户(公司、个人或政府)的要求,对某个行业、某种市场、某种产品或证券进行深入的研究与分析,提供较为全面的、长期的决策分析资料;第二类则是在企业经营遇到困难或宏观经济发生变化时,帮助企业出谋划策,提出应变措施,提供各种适合该企业的可行性报告。

(6) 基金管理。在现在的投资项目中,基金是一种重要的投资工具。基金管理是由基金发起人组织,吸收大量投资者的零散资金,聘请有专门知识和投资经验的专家进行投资并取得收益的业务。最普遍的情况是,投资银行作为基金的发起人发起和建立基金。有时投资银行还可作为基金管理者管理基金。当然,投资银行也可以作为基金的承销人。归纳而言,投资银行在基金管理中可以扮演三种角色:发起人、管理者、承销人。

(7) 金融创新。创新对一个企业来说是不可或缺的,对投资银行也不例外。根据不同的金融创新工具(如期货类和期权类),有相应地使用这些衍生工具的策略,如套利保值和改进有价证券的投资管理等。通过这些金融创新工具的设立与交易,投资银行进一步拓展了投资银行的业务空间和资本收益,使现在投资银行的业务范围大大扩大了。金融创新的另一个直接影响就是打破了商业银行和投资银行之间的分明界限和传统的市场划分。这种影响具有十分重要的意义,它使人们对分业经营和混业经营再度关注。在一定程度上,金融创新又加剧了金融市场的竞争。

(8) 风险投资。风险投资又称创业资本投资。创业资本是指对新兴公司在创业期和拓展期所融通的资金。企业创业具有极大的风险,当然也不排除它的高收益。由于存在高风险,所以一般来说普通投资者往往都不愿投资这类新兴企业,但恰恰这类企业又最需要资金的支持,所以投资银行就进入这个领域——风险投资。投资银行涉足风险投资会有不同的方式,如作为中介机构为这类公司融资或者进行直接投资,成为其股东。目前最为普遍的是投资银行设立“风险基金”向这些公司提供资本进行创业。很多网络公司创业

初期的资本就是从投资银行的风险基金而来。投资银行在选择投资项目时的要求也比较高,它主要会关注那些成长性较好的公司。

2. 证券交易所

当证券市场发展到一定程度的时候,证券交易所也就随之产生了。它是集中交易制度下证券市场的组织者和最前沿的监管者。

证券交易所是专门的、有组织的市场,又称场内交易市场,是指在一定的场所、一定的时间、按一定的规则,集中买卖已发行证券而形成的市场。与证券公司等证券经营机构不同的是,证券交易所本身并不持有证券,也不进行证券的买卖业务,当然更不能决定证券交易的价格,它只是为证券交易提供一个公开、公平、公正的交易场所,同时也履行对证券交易的监管职能。证券交易所的形成必须具备两个条件:足够的交易主体(买卖双方)及足够的交易客体(有价证券)。

证券交易所作为一个证券买卖的场所,具有以下功能。

(1) 提供证券交易场所。在这个集中的交易市场中,证券买卖的双方可以随时把其所持有的证券流通变现。这一点也保证了证券市场的连续性,即实现了买卖立即实现、买价与卖价之间的差距不大等连续性市场的职能。

(2) 形成价格与公告价格。由于证券买卖是公开、集中进行的,即采用双边竞价的方式来达成交易,所以它的价格是比较公平和合理的。证券交易所及时向社会公告此价格,这样对交易双方都较公平,同时这也为各种相关经济活动提供了重要的依据。

(3) 促进投资与筹资。随着交易所的规模不断扩大、上市的股票不断增多、各类证券的不断流通,成交的数量也相应增加,这样有利于将社会上闲置的资金吸引到股票市场,为企业的筹资提供了更多的条件,有利于企业的进一步发展。

(4) 引导投资的合理流向。证券交易所每天都会详细地公布当日行情和各家上市公司的信息,以此来反映证券发行公司及其所在行业的获利能力与发展前景。证券价格的变化会引导社会资金的流向,投资者会根据各类信息与价格浮动选择自己的投资方向,保证社会资金向最需要和有利的方向流动。

3. 其他金融机构

(1) 信托公司。信托公司是以营利为目的的,并以委托人身份经营信托业务的金融机构。它是依照法律程序设立的经营信托业务的金融机构。

中国信托业只有短短的 40 多年,但中国实行信托制度却已有近一个世纪的历史。1979 年 7 月筹备成立的中国国际信托投资公司是全国第一家信托投资机构(中国中信集团有限公司的前身)。中国国际信托投资公司的业务范围主要限于信托、投资和其他代理业务,少数确属需要的经中国人民银行批准可以兼营租赁、证券业务和发行一年以内的专项信托受益债券,用于进行有特定对象的贷款和投资,但不准办理银行存款业务。

(2) 基金公司。基金在中国发展的历史较短,所以人们对于基金交易的认识并不深刻。基金交易是指以基金证券为对象进行的流通转让活动。

基金公司就是负责这些基金具体投资操作和日常管理的公司。基金公司通常由证券公司、信托投资公司发起成立,具有独立的法人地位。由于基金公司是发起设立的,所以

监督管理部门就要设定一定的要求与指标来规范它的发展。

第四节 金融市场的发展趋势

一、金融全球化、国际化趋势将更为明显

金融市场的全球化已成为当今世界的一种重要趋势。20世纪70年代末期以来,西方国家兴起的金融自由化浪潮,使各国政府纷纷放宽对金融业活动的管制。随着外汇、信贷及利率等方面的管制的放松,资本在国际的流动日渐自由,国际利率开始趋同。目前,国际金融市场正在成为一个密切联系的整体市场,在全球各地的任何一个主要市场上都可以进行相同品种的金融交易,并且由于时差,由伦敦、纽约、东京和新加坡等国际金融中心组成的市场可以实现24小时不间断的金融交易,世界上任何一个局部市场的波动都可能马上传递到全球的其他市场上。这就是金融全球化。

(一) 金融全球化的内容

金融体系是一个复杂的整体,金融全球化意味着资金可以在国际自由流动,金融交易的币种和范围超越国界。它具体包括以下内容。

1. 市场交易的国际化

在金融全球化的背景下,实际上意味着各个金融子市场交易的国际化。在资产证券化的趋势影响之下,传统以国际银行为主的间接信贷市场已让位于直接的证券买卖和发行。而各国间资金的流动必然又涉及各国货币的交易及兑换,这也对外汇市场的全球化提出了要求。

首先,从货币市场交易的国际化来看。国际货币市场主要指欧洲货币市场。它涉及银行间的拆借、定期存单的发行及交易和各国大银行进行的银团贷款活动。此外,还有20世纪80年代资产证券化所产生的证券发行便利和欧洲票据市场。西方主要发达国家及部分发展中国家的银行及其他一些大金融机构通过欧洲货币市场筹集或运用短期资金,参与国际金融市场的活动。一些跨国公司也通过国际货币市场发行短期商业票据来融通资金。目前,伦敦是最重要的国际货币市场中心。另外,巴黎、香港等地在国际货币市场的交易中也占据着重要地位。

其次,从国际资本市场交易的角度来看。适应企业跨国经营和国内企业对外融资的需要,一些国家的政府和一些大企业纷纷进入国际资本市场融资。国际资本市场的融资主要是通过发行国际债券和到国际性的股票市场直接募资。国际债券市场一般分为两类:一是各发达国家国内金融市场发行的以本币计值的外汇债券,如美国的扬基债券、日本的武士债券都是这种类型。二是离岸债券市场,即欧洲债券市场发行的以多种货币计值的债券。它是以政府名义在国外发行的以本币计值的债券,但不受本国法规的约束,其发行地也不一定局限于欧洲。股票市场交易的国际化体现在两个方面:一是一些重要的股票市场纷纷向外国的公司开放,允许国外公司的股票到其国家的交易所上市交易。如英国的伦敦、德国的法兰克福、美国的纽约等都是国外上市公司的上市可选地之一。二是

一些国家允许外国投资者参与本国股票市场上股票的买卖,如1986年10月27日被称为“大爆炸”(Big Bang)的伦敦证券交易所改革使国外的银行、非银行金融机构及证券商等可以直接进入英国股市进行交易。同时,也允许本国投资者买卖在国外市场交易的股票。虽然目前资本市场的开放还有地区性及国别的差异,但由于一些主要发达国家在市场上所占份额很大,这些国家市场的国际化对国际金融市场的影响是巨大的。

最后,从外汇市场的全球一体化角度来看。由于外汇市场涉及的是各国间的货币交易,因此,它的国际性更加明显。尤其是浮动汇率制实行以来,各国中央银行为了稳定汇率,在外汇市场上进行的外币买卖使外汇市场交易更加活跃。外汇市场上的新工具层出不穷,诸如互换、期权等创新日新月异。

2. 市场参与者的国际化

金融市场的全球化还表现为市场参与者的国际化。传统的以大银行和主权国政府为代表的国际金融活动主体正为越来越多样化的国际参与者所代替。大企业、投资银行、保险公司、投资基金甚至私人投资者也纷纷步入国际金融市场,参与国际投资组合,以分散投资风险、获取高收益。在这个过程中,银行和各种非银行金融机构纷纷向全球各金融中心扩散,代理本国或国外的资金供求者的投资与筹资活动,或直接在金融市场上参与以营利为目的的交易活动。特别值得一提的是,近几十年来各国金融机构之间并购重组浪潮风起云涌,以及各种各样的投资基金在全球金融市场上所取得的空前大发展,更是大大地促进了金融市场交易的国际化。

(二) 金融全球化的影响

金融全球化对全球经济的影响可谓有利有弊。其有利方面主要表现在以下两个方面。

(1) 多元化和更有效率的资本流动,有利于提高稀缺资源在全球范围内的配置效率,并促进国际贸易增长和各国经济的发展,从而推动整个世界的经济增长。

(2) 为各类经济主体提供了更多的机会。在国际资本流动中,得益最大的首推跨国公司、跨国银行和各种机构投资者,这些机构投资者可以利用国际金融市场寻找投资机会,合理配置资产结构有效分散风险。而一些国际收支不平衡的国家,也可以因国际金融市场的发展而便利地利用其国内盈余资金或弥补国际收支赤字。发展中国家和地区的经济发展,更因在国际金融市场上筹集资金的相对容易,而得到宝贵的境外资金的支持。

然而,伴随金融全球化的发展,各种不利因素也在不断涌现。

(1) 国际金融风险频发。由于金融全球化使各国金融市场联系日趋紧密,一旦一国出现金融动荡,很可能会波及其他国家的金融市场,甚至引发全球金融动荡。

(2) 金融风险防范难度加大。由于国际资本流动速度较快,各种经济变量越发地受到各种国际因素的影响,因而各国政府在金融监管上的难度都在加大,政府单纯依靠传统的货币政策进行宏观调控往往难以奏效,国际合作已摆上各国政府的日程。防范金融风险、维护金融市场的稳定客观上需要建立具有国际协调机制的全新的国际金融体系。

二、金融创新速度加快、质量提高

金融创新就其实质来说,就是为了提高和改善金融资源分配效率,在金融交易结构、交易制度、交易组织、交易技术、交易工具和交易方法等方面发生的创新和变革。伴随经济全球化、金融全球化的大趋势以及先进的信息技术的发展,在世界范围内,各类金融创新活动将获得进一步发展。

（一）金融创新的动因

1. 规避金融风险

在当代金融市场上,各类金融风险层出不穷,目前金融风险的种类包括汇率风险、利率风险、信用风险、流动性风险、购买力风险、证券价格风险、金融衍生产品价格风险、金融机构经营风险、国家风险等。为此,各国金融机构都在大力发展金融创新,以有效规避、分散风险。

2. 金融竞争的压力

伴随金融市场的发展,尽管机构之间金融竞争的范围、内容等均发生了较大变化,但金融竞争加剧、传统业务利润日趋下降仍是其主要趋势。因此,在金融创新过程中,提升金融机构的市场竞争能力仍然是金融创新的重要动力。

3. 金融技术的发展进一步促进了金融创新

目前,金融技术在金融创新中越来越居于突出重要的地位。随着电子计算机技术,特别是网络技术的迅猛发展和广泛应用,金融技术因素不仅成为金融创新的手段,而且成为推动金融创新的强大压力和巨大动力。

4. 金融管制的规避

20世纪30年代“大危机”后,西方各国纷纷立法,对银行业施加严格的管理和限制。在激烈竞争中,金融业为求得自身发展,发掘法规漏洞,推出许多新业务。但是,进入20世纪90年代后,世界各国特别是发达国家金融改革如火如荼,金融市场监管主体不再墨守成规,开始积极顺应世界经济金融发展趋势的客观要求,大胆进行金融改革。所以,20世纪90年代以前的金融创新以规避金融管制为特征,而今天的金融创新则以金融改革推动为特征。金融监管当局由金融创新的被动接受者变成了金融创新的推动力量。

（二）金融创新的表现

1. 金融产品的多样化

为适应金融市场的快速发展、客户需求的多样化以及金融风险的复杂化,整个市场对金融产品的要求会越来越高,与之相对应,有关机构开发金融产品的动力也会越来越大。各种适应市场需求的新型金融产品将不断涌现。

2. 资产证券化

所谓资产证券化,就是指把流动性较差的资产,如金融机构的一些长期固定利率放款或企业的应收账款等通过商业银行或投资银行的集中及重新组合,以这些资产做抵押来发行证券,实现了相关债权的流动化。资产证券化起源于美国,最初是储蓄银行、储蓄贷款协会等机构的住宅抵押贷款的证券化,接着商业银行也纷纷效仿,对其债权实行证券化,以增强资产的流动性和市场性。从20世纪80年代后期开始,证券化已成为国际金融市场的一个显著特点,传统的以银行为中心的融资借贷活动开始发生新的变化。

资产证券化的主要特点是将原来不具有流动性的融资形式变成流动性的市场性融资。以住宅抵押融资的证券化为例。住宅抵押融资虽然信用度较好,但属小额债权,且现金流不稳定。为此,有关金融机构就将若干小额债权集中起来,通过政府机构的担保,使其转换成流动性较高的住宅抵押证券。又如对信用度较低的借款人融资的证券化。一些信用度较低的风险企业和中小企业,其资金大都依靠商业银行的贷款,因为受自身信用度的限制,它们难以在资本市场上筹资。但是,随着流通市场的扩大,这种低信用等级企业发行的债券迅速增加,出现了一种高收益债券市场。这种高收益债券可视为银行向低信用企业融资证券化的一种形式。此外对于某些信用度较低的发展中国家,贷款也开始出现证券化的趋向,从而提高其流动性,以便解决不断积累的债务问题。

3. 金融工程化

金融工程是指将工程思维纳入金融领域,综合采用各种工程技术方法(主要有数学建模、数值计算、网络图解、仿真模拟等)设计、开发新型的金融产品,创造性地解决金融问题。这里的新型和创造性指的是金融领域中思想的跃进、对已有观念的重新理解与运用,或者是对已有的金融产品进行分解和重新组合。

金融工程采用图解、数值计算和仿真技术等工程手段来研究问题,金融工程的研究直接而紧密地联系着金融市场的实际。大部分有实际意义的金融工程研究,必须有计算机技术的支持。图解法需要计算机制表和作图软件的辅助,数值计算和仿真则需要很强的运算能力,经常用到百万甚至上亿次的计算,没有计算机的高速运算和设计,这些技术将失去意义。电信网络的发展能够实现即时的数据传送,这样在全球范围内进行交易才成为可能。

4. 金融服务智能化

当前,以区块链、大数据、人工智能等技术为代表的金融科技(FinTech)对传统金融及其商业运作模式进行改造,让人们越发依赖科技所带来的高效、平等与专业。科技不断淡化金融边界,拓宽金融服务的广度与深度,实现物理资源与人力资源的智能化分配,开辟了金融业经营发展的蓝图,智能化已成必然趋势。加特纳集团(Gartner Group)于1996年首次提出金融智能的概念,指出金融智能将通过最新的信息技术,结合先进管理理念与决策理论,收集、处理、分析数据并转化为知识,以供用户进行及时、准确的决策。百度首席执行官李彦宏随后定义智能金融概念,认为智能金融是人工智能、大数据、云计算、区块链等新兴科技对传统金融的全面赋能,金融业有能力对海量、多维的非结构化信息实现高效处理。

金融智能化对于金融服务具有颠覆效应,具体表现在以下几个方面:第一,降低金融服务门槛。金融智能化将开启价值交换的全新时代,缩小普通人与金融机构之间的信息鸿沟,填补服务空白,降低金融服务门槛。通过金融科技大数据、物联网技术衍生的智能化产品有能力消除现有状况与用户期望之间的差异,提供低门槛、易操作、个性化的金融服务。第二,优化金融业务流程。金融智能化几乎冲击着所有商业领域,重塑行业格局,原有金融流程有望迎来全面升级。新兴科技区块链或将重构业务流程优化技术,通过在不同目标或相互竞争的企业间进行数据分享,实现行业整体的业务流程智能化,为自动化及优化原有高成本、低效率的工作流程提供支持。第三,开辟金融业新“蓝海”。金融智能化释放“蓝海效应”体现在价值创造与市场开拓方面。高成本、低效率一直是金融行业的痛点问题,金融科技的出现,将大幅降低交易成本,提升服务效率,其衍生的智能化产品或服务还能满足个性化的金融需求,将充分弥补金融行业的不足。而互联网的蓬勃发展,让金融科技有能力拓展客户群体的边界,其智能化产品将以极低的成本服务于过去未被服务的客户,提供更多、更便捷的消费金融产品,实现长尾收益与市场开拓。

金融智能化具有积极作用,但也蕴藏着巨大的潜在风险。金融智能化的普及,很可能分流部分银行业务,机构现有的盈利模式及盈利能力将受到一定冲击。此外,金融智能化存在着较大的网络安全风险,因系统缺陷所引起的交易数据泄露,容易让客户的信息安全得不到保障。

5. 互联网推动金融市场的深刻变革

互联网金融是互联网企业和传统金融机构利用互联网技术与移动通信技术等现代信息科学技术手段,在各种金融活动中实现资金融通、支付、投资和信息中介服务的一种新型金融模式。首先,互联网金融的发展离不开互联网技术的进步,尤其是移动互联网技术和移动通信的普及奠定了互联网金融的用户基础。其次,随着经济的快速发展,消费者对金融的诉求不断提高,传统金融体系已经不能满足人们日益增长变化的金融服务需求是互联网金融产生和发展的根本原因。另外,规避监管和监管套利也是互联网金融创新发展的动力之一。处于经济结构调整的新时代,政府大力倡导大众创业、万众创新,出台的相关政策也是互联网金融发展必不可少的支持。因此,技术、社会需求和政策因素成为互联网金融发展的主要驱动因素。

三、金融自由化大趋势不可逆转

金融自由化的趋势是指20世纪70年代中期以来在西方国家特别是发达国家所出现的一种逐渐放松甚至取消对金融活动的一些管制措施的过程。金融的自由化和金融的证券化、全球化在进入20世纪90年代以来,表现得尤其突出,它们相互影响、互为因果、共同促进。

(一) 金融自由化的表现

金融自由化,是指20世纪80年代初西方国家普遍放松金融管制后出现的金融体系和金融市场充分经营、公平竞争的趋势。其具体表现为以下四个方面:①价格自由化,即

取消利率、汇率的限制,同时放宽本国资本和金融机构进入外国市场的限制,让金融商品的价格发挥市场调节作用。如美国已经在20世纪90年代取消了Q条例规定的银行存款利率上限。②业务自由化,即允许各类金融机构交叉业务、公平竞争。20世纪70年代以后,很多国家逐渐放松对分业经营的严格管制,特别是20世纪90年代以后,一些发达国家逐渐放弃分业经营。③市场自由化,即放松各类金融机构进入金融市场的限制,完善金融市场的融资工具和技术。④资本流动自由化,即放宽外国资本、外国金融机构进入本国市场的限制。

（二）金融自由化的原因

（1）经济自由主义兴起。以古典经济学派、货币学派等为代表的经济学派都普遍强调市场机制的调节作用,反对政府对金融市场的干预,并得到了上自政府、下至普通公众的认可。

（2）金融创新的影响。各种新型金融工具的出现以及交易方式由之而发生的巨大变化使市场交易主体更容易利用金融创新来规避各国政府对金融市场的严格管制,使监管者认识到传统的管制难以适应金融市场形势的发展,转而开始放松金融管制。

（3）金融自由化的影响。在金融自由化的条件下,金融信息更具有公开性,能够更好地反映市场供求关系,形成更为有效的价格体系,更为重要的是减少了产品间、银行间的资金流动障碍,从而使资源配置更接近最优化。因此,金融自由化改革对增进发展中国家现有金融市场效率,深化金融体制以满足现实经济高效运行的需求,起到了积极的促进作用。

（三）金融自由化的影响

金融自由化带来了诸多好处。

（1）金融自由化提高了整个金融市场的效率。金融自由化使金融信息更具公开性,能够更为准确、更为迅速地反映市场的供求状况,即资金的稀缺程度,形成更为有效的价格信号体系,从而大大地降低了市场交易成本,方便了市场参与者的投融资活动,推动了世界性的金融一体化,随着各国日益敞开本国金融市场的大门,资本流动的速度不断加快。如果不考虑时区划分,世界性金融市场应当说已经初具雏形。资本流动的自由化使资源配置在世界范围得到改善。

（2）金融自由化增强了金融市场的竞争性,提高了世界金融市场的效率。例如,金融自由化促进了世界银行业的发展。金融自由化对所有的金融市场参与者,无论是借款者还是贷款人,都既形成了压力也提供了机会,使其有可能也有必要降低成本或提高收益,从而推动银行业的金融创新。

（3）金融自由化为金融企业提供了更多的盈利机会。一方面,金融自由化极大地推动了金融资本的形成,为金融企业提供了更广阔的活动空间;另一方面,分业管理制度的逐步解除为金融企业(尤其是商业银行)提供了更灵活的经营手段。

（4）金融自由化,尤其是分业管理制度的逐步解除,为商业银行在营利性与安全性的平衡选择提供了条件和手段。分业管理制度的建立原本着眼于商业银行的安全性,

然而在传统的分业管理制度下,由于商业银行一方面囿于经营手段的匮乏,另一方面却面对国内外同业的竞争,安全性并未真正得到保障,银行破产倒闭现象依旧层出不穷。在分业管理制度逐步解除之后,商业银行的经营手段大量增加,从而有可能将高风险、高收益的产品与低风险、低收益的产品合理地搭配起来,使商业银行从原有的两难局面中解脱出来。

金融自由化也同样面临着诸多问题。国际资本的自由流动,既有机遇,也充满了风险。金融市场上管制的放松,对金融机构的稳健经营提出了较高的要求,一旦处理不好,就有可能危及金融体系的稳定,并导致金融动荡和经济危机。金融自由化还给货币政策的实施及金融监管带来了困难。

上述情况都表明,金融自由化绝非有利无害。金融自由化在增强金融市场效率的同时,往往在其他方面又具有降低金融市场效率的作用;在提供了提高安全性的金融工具的同时又是增加风险的因素,因此切不可把金融自由化理想化。无论是在金融市场较发达的国家,还是在金融市场较不发达的国家,金融自由化都是有利有弊。只有用积极的、审慎的态度客观地评估每一项具体措施的利弊,权衡利害,大胆推进金融体制改革才是根本出路。

四、后金融危机时期金融市场发展趋势

2008年,由美国次贷危机引发的全球金融危机,使全球金融市场遭受重创、世界经济蒙受巨大损失。在遭受金融危机后,全球经济正处于漫长的恢复调整过程中。这个过程也被称为后金融危机时期。全球金融市场的运行态势也因金融危机而出现巨大调整,并将对未来产生显著影响。

(一) 金融市场与产业发展的关系将更趋紧密

虚拟经济与实体经济严重脱节是金融危机的主要原因。此次金融危机的发生发展,金融泡沫的破裂,金融服务业大幅缩水,都表明虚拟经济不能脱离实体经济而独自发展。西方发达国家脱离实体经济盲目发展金融业,使得金融业遭受重创。金融危机使人们看到失去监管的金融市场的破坏力,各国主权投资基金与金融创新更加谨慎。加强金融监管已成为全球共识,强调金融谨慎发展原则以及回归实体经济也成为公认的良性发展所需。

(二) 发展中国家在国际金融体系中的地位和作用将得到提高

2008年全球金融危机后,主要经济体的发展遭受重创,进入低增长、高风险的“新平庸”时期;世界经济加速“南升北降”,新兴市场和发展中经济体按购买力平价衡量的经济总量,占全球的比重从金融危机前后与发达经济体大体相当上升到2020年的接近60%。^①在危机爆发前的2004—2008年,发达国家对全球经济增长的贡献率就已经低于

^① 周太东. 国际观察: 始终不渝做全球发展的贡献者和促进者[EB/OL]. (2022-06-30). <http://world.people.com.cn/n1/2022/0630/c1002-32461618.html>.

发展中国家(44%:56%)。在危机爆发后的2008—2012年,二者的差距扩大至13%:87%。相应地,发达国家和发展中国家经济总量之比已从20世纪80年代的约4:1变为目前的约2:1。^① 贸易投资区域结构也出现显著调整。进入21世纪以来,发展中国家全球货物贸易占比不断上升。2020年,发展中国家货物贸易出口、进口分别占世界总量的45.9%和42.1%,与发达国家之间的差距不断缩小。^② 不过受发达国家经济持续低迷的拖累,近两年发展中国家的经济增长也有所放慢,但仍明显高于发达国家。

随着美国在全球经济总量中所占份额的进一步下降,以及世界贸易和投资数额的持续扩张,美元国际结算货币的霸主地位、美国金融市场作为全球资源配置中心的地位受到严重挑战。其中人民币逐步区域化、国际化以及资本项目逐步开放等因素对此具有决定性影响。在2009年G20(二十国集团)峰会上发表的领导人声明中,二十国集团领导人同意将新兴市场和发展中国家在国际货币基金组织的份额至少增加5%,将发展中国家和转轨经济体在世界银行中的投票权至少增加3%,表明发展中国家在国际金融体系中的地位和作用正在日益提升与增强。

(三) 长期看,国际金融中心呈现向亚洲转移的趋势

伦敦金融城公司的全球金融中心指数(GFCI)是全球范围内金融中心专业排名的权威性指数,该指数从市场灵活度、适应性以及发展潜力等方面对全球范围内的119个金融中心进行评价,以显示金融中心竞争力的变化。从全球金融中心指数2007年到2011年的10期评比报告可以看出,伦敦、纽约、香港和新加坡一直稳坐世界金融中心前四的位置。截至2022年,上海、北京和深圳排名较过去显著提升,尤其上海作为后起之秀,跻身全球第五位,北京和深圳分列第八位和第九位。相比之下,苏黎世、日内瓦等欧洲传统金融中心的地位在逐渐下降。可以看出,金融危机以来,亚洲金融市场的竞争力迅速提升,国际金融中心呈现向亚洲转移的趋势。

(四) 各国加强对金融市场的干预和部分管制

危机推动全球金融监管改革迈出巨大步伐,全球金融监管将在监管理念、监管规则、监管方法等方面发生根本性变革。未来全球金融监管环境将会发生如下重大变化。

(1) 金融监管范围将扩大。在以如何应对危机为主题的2009年G20峰会上,各国领导人一致同意将金融监管范围扩大至所有重要的金融机构、金融市场和金融工具,并首次将第三方服务机构包括信用评级机构等也纳入监管。

(2) 金融监管约束力度将加大。尽管各国依然坚持认为市场原则和自由发展是金融体系运行的基石,但各国在监管方案中都对强化金融交易信息披露、限制过度杠杆化、反避税等方面提出了更为严格的要求。

(3) 金融监管协调与国际合作将深化。各国正在加强各自国内的监管协调,强调货币当局对金融稳定的重要作用。国际上,各国监管机构的合作也在不断加强。

^① 刘世锦,余斌,陈昌盛.金融危机后世界经济格局调整与变化趋势[J].中国发展观察,2014(2):18-19.

^② 中国国际发展知识中心.全球发展报告[R].2021.

(4) 金融监管的一些原则被改写。鉴于此前的一些监管方法未能预警、阻止和有效治理金融危机,一些新的重要监管原则正在形成,包括强调系统性风险的监管、减少监管标准的顺周期机制、加强对投资者和消费者的利益保护、提高针对风险缓释的资本要求等。



重要概念

金融市场 金融工具 公开市场 有形市场 无形市场 现货市场 衍生市场 投资银行



思考练习题

1. 什么是金融市场? 其具有哪些特征?
2. 简述一级市场和二级市场的区别。
3. 简述金融市场的微观经济功能和宏观经济功能。
4. 什么是间接金融市场? 其与直接金融市场的本质区别是什么?
5. 什么是存款性金融机构? 存款性金融机构主要包括哪几类?
6. 什么是金融市场工具? 金融市场工具有哪些特性?
7. 简述投资银行的证券承销方式。
8. 你认为未来金融市场发展的趋势如何?



案例讨论

天桥百货——中国首家股份制企业的改革之路

曾经,老北京城中有这样一个地标,它被誉为“京城十大百货商场”,有着“全国第一面商业红旗”的美誉;曾经,它以改革闻名全国,第一个打破中国30年来实行的工资制;曾经,它是率先破冰进行股份制改革的企业,引领了中国股份制改革的浪潮。它就是曾经的天桥百货商场,中国第一家股份制企业。

然而,日月变迁,面对新天地等综合类大型购物商场的崛起,20世纪90年代初开始,天桥百货逐渐步入下坡。随后,天桥百货经历了与北大青鸟的并购重组,几经整修、转型,却都收效甚微,未能展现出老牌百货商场的魄力与辉煌。

1 企业介绍

北京天桥百货股份有限公司始建于1953年,原名为中国百货公司北京市公司第四批发部,后定名为天桥百货商场。1958年,周恩来曾经视察过天桥商场。不久天桥百货商场倡导开展“比、学、赶、帮、超”社会主义劳动竞赛,在全国掀起“学天桥,赶天桥”的热潮,成为全国闻名的红旗单位。

20世纪80年代,当人们还在争论股份制姓“社”还是姓“资”的时候,天桥百货商场已

经着手股份制改造的工作。1984年7月25日,北京天桥百货股份有限公司率先突破禁区,成为全国第一家由国营企业改制为股份制的注册商业企业。随后,上海、广州、沈阳等地许多企业也开始悄悄进行企业股份化的尝试。

2 不断探索的改革之路

2.1 穷则思变,不破不立

曾经,天桥百货以服务态度好、企业管理严、经济效益高为社会所公认,但企业没有自主权是其难言的苦衷。从1953年到1983年的30年间,商场自有资金总额不过80多万元,财务审批权限仅在10元以下。

穷则思变,不破不立。当时的管理人员开始思考公司的出路,而改革的最初动力不仅是对现状的不满意,更在于对自主权的渴求。

1983年,北京市开始承包试点,天桥百货与上级主管单位签订了实行经营管理责任制的承包合同,并于当年全面完成各项指标,创历史最高水平。同时,天桥百货进行自费工资改革,打破了平均主义,调动职工的积极性,推动了经营管理工作。然而,这些改革仅是万里长征的第一步。当时,天桥百货面临的问题是必须扩大规模,才能适应改革开放的新形势。但矛盾的交织点在于其既无新的资金来源,又没有自主经营权。

1984年,在国家经济体制改革委员下发的城市经济体制改革试点座谈会纪要的影响下,天桥百货商场走上了股份制改造的新路。

首先,天桥百货确定了改革的宗旨和性质。即“为进一步贯彻‘对外开放,对内搞活经济’的方针,认真贯彻国家的各项政策,改革商业体制;实行政企分开,所有权与经营权分离,扩大企业自主权,发挥职工的积极性和创造性,更好地为人民服务”。

1984年7月25日,北京天桥百货股份有限公司正式成立。7月26日,北京天桥百货股份有限公司召开“成立大会”,公布公司《章程》,并当场发行了第一批股票300万元。发行结果是:国家股占50.97%,银行股占25.89%,企业参股占19.69%,职工个人入股占3.46%。

北京天桥百货股份有限公司成立后,按照《章程》规定完成了公司的组建工作。同时,公司还进行了内部机制的配套改革:实行全员劳动合同制,采取择优汰劣的用工制度;推行干部聘任制;实行效益与奖金挂钩的分配制度。

天桥百货实行国有资产股份制改造,不仅合理量化产权,明确所有经营者之间的责权界限,而且为企业真正成为独立的经营主体铺垫了基础。国家作为企业的股东,除按掌握的股票定期取得收益外,不再对企业经营活动进行强制性的干预,为企业提供了真正的发展平台。

股份制使天桥百货扩大经营。在原来天桥商场的基础上,公司通过组合,逐步增加了前门商场、百货批发部、家用电器批发部和副食品批发部,还在广渠门外开设了百货商场,经营点迅速增加,业务量不断扩大,出现了交往多、渠道活、效益好的可喜局面。

1985年,公司同全国一些有影响的大型商场共同组建了“全国新兴商场开发联合会”,成员单位达25家,进一步开辟了货源渠道,密切了信息交流。1986年,公司又会同22个省市的30家中型百货商店,组建了“全国大中城市百货商店联合会”,在9个城市设立了办事处,除进行联购分销、联合经营、联合展销、调剂余缺等业务活动外,还共同集资

150万元,开设“北京商业联合总公司”,并陆续开设分公司,探索投资开发途径,获得了较高的经济效益。

1987年初,根据《国务院关于加强股票、债券管理的通知》和北京市政府《北京市企业股票、债券管理试行办法》的规定,天桥百货对股票进行了整顿,把全部股金转为永久股。到1987年底,入股资金总额已达581万余元,其中国家股163万元,社会股418万元。

1988年,“天桥”发行第二期700万元股票。1992年11月将股票面值由每股100元拆细为每股1元。1992年发行股票时发行价格为每股1.5元。1993年5月24日,天桥股票正式在上海证券交易所上市挂牌交易。截至1996年12月31日,公司净资产19387万元,是1984年公司成立前的114倍。经济学家万典武概括“天桥”的三个“独占鳌头”之举:全国第一家正式注册的股份制企业、第一批规范化股份制企业、第一批异地上市的股份制企业,由此可见天桥百货对我国股份制改革的深刻影响。

天桥百货商场的成功改制,为北京市乃至全国的国营商业企业实行股份制改造树立了榜样,起到了巨大的示范作用。股份制是改革不断深化的一个结晶。当时国内市场疲软,物价稳定靠财政补贴支撑,工业增长速度靠银行贷款维持,并出现了货币过剩、资金紧缺问题。通过发行股票、债券,企业直接向市场筹资,可以减轻银行资金供应的压力,直接转化为生产建设所需要的资金。

2.2 借力青鸟,艰难转型

随着商业行业竞争格局的改变以及企业所处地理环境的限制,天桥百货开始由盛变衰,步入经营困境,1996年公司净资产收益率已降至5.45%,失去了资本市场再筹资功能。1998年的市场形势更为严峻,到6月底,每股收益仅为0.032元,净资产收益率为1.34%。经过几年的经营,公司股东和管理层都已对该行业前景不再看好,企业唯一出路就在于寻求新的大股东和优良资产,以获得商业经营以外的利润来源。

经过数月协商,北大青鸟与北京天桥百货股份有限公司达成了先收购资产,再受让股权的买壳上市方式。1998年12月25日,北京天桥百货股份有限公司董事会发布公告,宣布以1264万元的价格收购北大青鸟有限责任公司所属子公司青鸟商用信息系统公司98%的股权,以5323万元的价格收购青鸟软件系统公司的两项无形资产。12月29日,公司董事会再次公告,北大青鸟有限责任公司以协议购买方式取得了北京天桥百货股份有限公司1535万股法人股,从而以16.76%的持股比例成为公司第一大股东。

此后,北京天桥百货股份有限公司制定了高科技、商业双主业的发展战略。半年后,青鸟天桥的主营业务收入同比增长了11.2倍,净资产收益率提高到12.36%。此后,北大青鸟又陆续将北大青鸟通讯技术有限公司和北大仪器厂从青鸟转到天桥,进一步加大了天桥的高科技比重。在一年多时间里,北大青鸟的优质资产累计有1.55亿元注入天桥。

但是,高科技产业和传统商业这两种完全不同的业务经营很难做到和睦共处。派往天桥的管理人员都不懂传统商业运作,而且忽视了天桥传统商业零售业务的发展,全部资金都流向了高科技项目,对天桥商场业务转变至关重要的商场二期扩建工程被转让。从1999年上半年开始,商场的利润开始下降,年底的时候,出现建场47年来首次亏损。

20世纪90年代跌进低谷的天桥百货在2005年底对珠宝城进行了内部整改,然而这

种小修小补早已经无济于事,商场品牌少、档次低、客流流失的状况并未得到改观。于是,2008年,公司开始了第一次的定位调整。为了与周围商场形成差异化经营,针对天桥地区的民俗特色,商场转型打起了“民俗牌”,但在不到一年的时间里依然毫无起色。2009年再次转型,引入各地特色食品,但不合时宜的定位让其依然无力扭转冷清的业绩。于是这位老品牌毅然地开始了第三次转型。此次老百货在多方面都在按照全新的思路去发展,考虑到目前商场周边的顾客,大多是上了年纪的老“天桥人”,对于商品的需求和年轻人相比有很大不同,所以天桥百货主要目标是服务于周边的社区,定位为“社区型百货商场”。

两年内三度“变脸”,从民俗商场到全国特色产品商场,再到时尚运动商场的经营转变,天桥百货商场没有停止探索的脚步,一直保持其敢为天下先的改革精髓。

3 结束语

回顾天桥百货几十年来的兴衰浮沉,天桥百货商场三度“推倒重建”,这是老牌商场的无奈,但也反映了当前传统商业市场面对电商行业崛起、面对日益压缩的市场竞争空间的无奈。在老百货转型中,天桥百货虽然算不得最坎坷的一个,但却是屡败屡战最有进取心的一个,不断作出改变探索适合自己发展的策略,誓将改革进行到底。

这个走过了50多个春秋的百货品牌能否在此次开业中成功转型、重现活力仍然是个未知数,但是无法否认的是,天桥百货一直秉承其不断改革、不断创新的企业文化,率先试水股份制改革对我国国有企业股份制改革的作用和借鉴意义却是不可磨灭的。“雄关漫道真如铁,而今迈步从头越。”像“天桥”一样,我国企业要走的路还很长很长。

启发思考题

1. 天桥百货经历了哪几次企业转型、效果如何?
2. 什么是股份制改革? 天桥百货的破冰股改对我国股份制改革有什么影响?
3. 通过本案例,你认为是什么原因导致天桥百货这类的商业老地标的没落甚至倒闭?
4. 你如何看待北京天桥百货股份有限公司对北大青鸟的收购事件? 具有什么借鉴意义?



即测即练

