

## 《金融学》讲义 黄达

### 第一章 货币和货币制度

#### 第一节 货币的定义

##### 一、货币的经济学定义：

在商品、劳务的支付或债务的偿还中被普遍接受的任何东西。

本书的定义：货币是人们普遍接受的，可以充当价值尺度、交易媒介、价值贮藏和支付手段的物品。

##### 二、货币与通货、财富、收入的区别

(一) 货币不等于现金或通货：通货通常指硬币和现钞，较货币范围小；现金(cash),亦称通货(currency)：指由政府授权发行的不兑现的银行券和辅币,是一国的法偿货币。

(二) 货币不等同于财富：货币和财富是存量，货币是财富的表现形式之一。

(三) 货币不等同于收入：

#### 第二节 货币的产生和发展

##### 一、货币的起源：

###### (一) 中国古代的货币起源学说

- 1、先王制币说 先秦时代
- 2、交换发展说

###### (二) 西方的货币起源学说

- 1、创造发明说 古罗马法学家鲍鲁斯
- 2、便于交换说 英国的亚当·斯密
- 3、保存财富说 法国的西斯蒙第

###### (三) 马克思的货币起源学说

简单、偶然的价值形式 扩大的价值形式 一般的价值形式 货币的产生

##### 二、货币的类型

###### (一) 实物货币

特征：其作为货币用途的价值与其作为非货币用途的价值相等。

缺点：

###### (二) 金属货币：

铸币(coins):由国家准许铸造的合乎规定重量和成色并具有一定形状的金属货币。

金银作货币的优点和缺点

(三) 代用货币（大约公元 10 世纪）：由政府和银行发行，代替金属货币流通，往往承诺可随时兑现为金属货币。

特征：其作为货币用途的价值要高于其作为非货币用途的价值，但可以兑换金银。

优点：

(四) 信用货币 (20 世纪 30 年代以后)：以信用活动为基础产生的,能够发挥货币作用的信用工具。

1、信用货币的特点：

2、信用货币的形式

(1) 纸币（银行券）：

银行券：由银行发行、以信用和黄金作双重保证的银行票据。

银行券的产生：

由银行券到纸币

纸币：由国家强制发行和流通的不可兑换为金银的纸制货币符号。（不兑现的银行券）

纸币的优点和缺点：

(2) 存款货币(deposit money)：可用于转账结算的活期存款

(五) 电子货币(electronic currency)通过电子资金转帐系统储存和转移的货币资金。

电子货币发展阶段

电子货币的优点和缺陷

三、货币形式演变的动因

1、交易费用的节约

2、信用制度的发展

## 第二节 货币职能

一、价值尺度：用以衡量和表现所有商品和劳务价值时,货币执行价值尺度职能.

▲特点:只需要观念或想象中的货币,不需要现实的货币.

▲作用:为各种商品和劳务定价:

货币单位:以货币表示的价值计量单位.

价格:以货币单位表示的价值,即价值的货币表现.

△价格的内在决定因素是价值,而外在的决定因素为供求,市场上的价格总是围绕价值上下波动.

△价格的倒数是货币购买力（对所有商品而言）,价格指数与货币购买力成反比.

目前存在的争议：

## 第二节 货币职能

二、流通手段：货币在商品交换中起媒介作用时,发挥流通手段职能.

▲特点: ①必须使用现实的货币,一手交钱,一手交货.

货币需求:流通中需要多少货币取决于 3 个要素:价格(P)、待出售的商品数量(Q)、货币流通速度(V).

在金属货币制度下: $M=PQ/V$

在信用货币制度下:

②作为流通手段的货币在交换中转瞬即逝。

人们注意的是货币的购买力，只要有购买力，符号票券也能作货币。纸币、信用货币因此而产生。

即，作为交易媒介的货币可以是足值的，也可以是不足值的。

三、支付手段：货币在偿还债务或作单方面支付时发挥支付手段职能。

▲特点：没有商品（劳务）与之作相向运动，是在信用交易中补足交换过程的独立环节。

▲发展：扩展到商品流通以外的各个领域：纯粹的货币借贷、财政收支、信贷收支、工资和其他劳务收支等。

→改变了一定时期的货币流通量。

▲货币作为流通手段和支付手段的货币需求量：

(待售商品价格总额+到期支付总额-赊销商品总额-抵消总额)/同一单位货币作为流

通和支付手段的流通速度

四、贮藏手段：货币退出流通领域被人们当作独立的价值形态和社会财富的一般代表保存起来时发挥贮藏手段职能。

▲目的：贮藏财富,为购买或支付作准备;为投资积累资本;为预防不测之需或其他目的。

▲发展：形态变化：实物货币→金属货币→信用货币

方式变化：个人窖藏→请人代管→存入银行

用途变化：单纯致富→积累资本，提高消费

▲作用：金属货币制度下可自发调节货币流通量；

信用货币制度下形成部分储蓄,影响即期购买力。

思考：在考察货币需求时，是否要考虑对价值贮藏的货币需求？

五、世界货币：尤为世界货币，充当国际间的支付手段、购买手段和转移财富的手段

金属货币流通条件下：贵金属（黄金和白银），各国金铸币比价稳定

信用货币流通条件下：某些国家的硬通货，各国货币兑换比率——汇率

### 第三节 货币的界说

一、从货币职能来定义货币：

在商品、劳务的支付或债务的偿还中被普遍接受的任何东西。

Anything that is generally accepted in payment for goods or services or in the repayment of debts. (米什金)

日常生活中人们对货币的种种说法：

货币就是现金；货币等于于收入；货币就是财富

附：货币与通货、财富、收入的区别

(money、currency, wealth and income)

1、货币(money)不等于现金或通货(currency)

通货通常指硬币和现钞，较货币范围小；现金(cash),亦称通货(currency)：指由政府授权发行的不兑现的银行券和辅币,是一国的法偿货币。

2、货币不等同于财富(wealth)

财富即个人拥有的、包括所有资产在内的总资源，包括房产、汽车、家具、艺术品、股票、债券、货币等。货币和财富是存量，货币是财富的表现形式之一。

3、货币不等同于收入(income)

收入是单位时间内收益的流量，是流量概念。

二、货币是一般等价物

货币在商品世界里与所有商品处于等价地位的事物或一般等价形态。

三、货币和流动性

最具有流动性的资产或金融工具就是货币。

流动性，即资产在不受损失的情况下迅速的变现能力。

变现的难易和快慢、变现成本、其自身价格的稳定性和可预测性

思考：把通货、活期存款、股票、定期存款、国库券、房屋的流动性从大到小排列。

四、货币是社会计算的工具或选票

货币是社会计算的工具

货币是选票

## 五、从控制货币的要求定义货币 P306

### (一) 货币的不同定义方法

1、归纳方法：归纳方法在界定什么是货币时，侧重于货币的特质，这种特质是货币能够区别于其他事物独特的特征。如果某种东西有这种特征，就将其划为货币的范畴。归纳方法将货币狭义地界定为被普遍接受的交换媒介。

2、实证定义方法：强调货币对经济及货币政策具有何种重要影响。因为：货币供给的变动对名义国民收入具有重要的影响；中央银行要能够控制货币供给，从而在宏观经济发生波动时便于中央银行通过货币政策操作来稳定经济。所以，实证方法把货币定义为与名义国民收入具有很强的相关关系的、可以由中央银行加以控制的流动资产或流动资产的集合。按这种方法，除了流通中的现金和活期存款外，货币还包括定期存款。显然，实证方法定义的货币比归纳方法定义的货币要宽泛得多。

### (二) 为什么要划分货币层次？

▲现实经济中存在着形形色色的货币,需要将它们划分为不同的层次,使货币供给的计量有科学的口径。

▲处于不同层次的货币,货币性不同。(货币性就是指一项资产执行货币的职能的高低)

▲由于不同层次的货币供给形成机制不同,特性不同,调控方式也不同,因此划分货币供给层次有利于对宏观经济运行的监测和货币政策的操作。

### (三) 货币层次划分的标准和各国的具体划分

#### 1、划分依据

▲各国划分货币层次共同依据是金融资产的流动性。

由于流通中的现金和活期存款的流动性最高,可以直接用现金和活期存款支票购买你所需要的商品和服务,所以在统计上它们是货币;

定期存款、储蓄存款和其他存款的流动性较低,它们不能直接用着交换的媒介,更多的是发挥着价值储藏的功能,它们只是准货币。

准货币又叫亚货币或近似货币(Quasi money),是一种以货币计值,虽不能直接用于流通但可以随时转换成通货的资产。

### (三) 货币层次划分的标准和各国的具体划分

#### 2、货币层次的划分

M0=流通中的现金(Currency in circulation)

M1=M0+活期存款(支票存款)(狭义货币)

M2=M1+定期存款+储蓄存款+其他存款(广义货币)

M3 = M2 +其它短期流动资产(国库券、商业票据等)(广义货币)

思考: 储蓄存款中的活期存款应划入哪一个层次?

活期存款---Demand deposits 定期存款--Time deposits 储蓄存款--Saving deposits

### (三) 货币层次划分的标准和我国的具体划分

#### 3、我国货币层次的具体划分 P310

▲各国具体货币层次的划分均根据本国的具体情况进行。

▲现阶段我国货币层次3个口径的划分。

△ M0=流通中现金

△ M1=M0+活期存款

△ M2=M1+准货币(定期存款+储蓄存款+证券公司的客户保证金+其他存款)

#### 4、美国现行货币供给各层次的定义

国际货币基金组织对货币供应量的划分

#### 5、货币的流动性结构

货币的结构也叫货币的流动性结构，是指流动性较高的货币与流动性较低的货币余额之间的比率。

衡量指标（1）M0 与 M2 之间的比率；（2）M1 与 M2 之间的比率。

例如 M1/M2 的增大，货币流动性增强，货币流通速度加快，也可能表明人们消费信心和投资信心的增强，经济趋热。

货币流动性的变化虽然可能是对经济环境变化的一种自然的反应，但货币流动性的变化也可能使经济环境出现新的变化，中央银行往往可以通过观察货币流动性结构的变化来判断宏观经济的走向。

### 第四节 货币制度

#### 一、货币制度的形成

货币制度是指一个国家或地区以法律形式确定的货币流通结构及其组织形式。

货币制度形成于资本主义社会

#### 二、货币制度的构成要素

##### （一）确定本位货币金属和货币单位

规定货币的币材是货币制度的基本内容，也是一种货币制度区别于另一种货币制度的依据。

确定货币名称、货币单位和价格标准

在金属货币流通条件下，价格标准是铸造单位货币的法定含金量。在纸币本位制度下，货币不再规定含金量，货币单位与价格标准融为一体，货币的价格标准即是货币单位及其划分的等份，如元、角、分。

##### （二）确定本位币和辅币的铸造、发行和流通过程

本位币是一个国家的基本通货和法定的计价结算货币。

辅币是本位币以下的小额通货，供小额周转使用，通常用贱金属铸造。

在金属货币制度下，本位币的特点：

（1）是足值货币，可以自由铸造。（在纸币制度下，本位币由国家垄断发行）

（2）本位币具有无限法偿力。

在金属货币制度下，辅币的特点：

（1）通常用贱金属铸造，是不足值货币

（2）规定辅币限制铸造。

（3）辅币具有有限法偿力。

（4）辅币可以与本位币自由兑换

思考：在不兑现纸币制度下，本位币和辅币的特点？

##### （三）规定发行准备制度

通常以货币金属作为发行信用货币的保证。1973 年以后，各国都取消了货币发行保证制度。

#### 三、货币制度的演变过程

(一) 银本位制（16 世纪以前）

银本位制是以白银作为本位币币材的货币制度。

银本位制的主要内容：

- (1) 以白银作为本位货币币材，
- (2) 白银可以自由铸造、自由熔化。
- (3) 银币具有无限的法偿能力
- (4) 白银可以自由输入与输出
- (5) 辅币和银行券可以自由兑换银币。

(二) 金银复本位制（16-18 世纪）

其主要内容包括：

- (1)金银两种本位币都可以自由铸造，自由熔化。
- (2)都具有无限法偿的能力。
- (3)都可以自由输入与输出。
- (4)辅币和银行券可以自由兑换金币或银币。

类型：1、平行本位制（金币和银币的兑换比率由市场上金和银的实际比价确定

2、双本位制（法律规定金币和银币的比价）

格雷欣法则（Gresham Law):即劣币驱逐良币的规律。在金属货币流通条件下，如果在同一地区同时流通两种货币，则价值相对低的劣币会把价值相对高的良币排挤出流通。

思考：在纸币流通条件下，两种货币同时流通会出现什么现象？

(三) 金本位制（1816—19 世纪 30 年代）

类型： 1、金币本位制

- (1)金铸币可以自由铸造
- (2)具有无限法偿的能力
- (3)黄金可以在各国间自由输出入
- (4)辅币和银行券可以自由兑换为金币

评价：金币本位制是相对稳定的货币制度，对资本主义经济发展起过积极的作用

2、金块本位：

3、金汇兑本位制

金本位的崩溃：从金本位到不兑现的纸币制度

(四) 纸币本位制（1933—至今）

1929-1933 年的世界经济危机后，各国实行不兑现的纸币本位制。

纸币制度的主要内容：

- (1)纸币发行权由国家垄断
- (2)纸币具有国内无限法偿性，但不能兑现为黄金
- (3)广泛实行非现金结算

(五) 地区货币制度和跨国货币制度

1、一国两制下的地区货币制度

1997 年和 1998 年，香港和澳门相继回归中华人民共和国后，出现了人民币、港币、澳元 “一国三币” 的的特有历史现象。由于这三种货币是在不同的地区流通，所以不会产生“格雷欣法则”效应。

2、跨国货币制度和欧元

1999年元月1日，欧元启动，欧元成为欧共体十一国唯一的法定货币，各成员国原有的货币可继续流通到2002年6月30日。欧元是人类历史上的跨国货币制度的创新。可以预见的是：一个主权国家内部的货币制度发展成为跨国货币制度，地区性的跨国货币制度发展成为全球性的跨国货币制度，将是货币制度发展的必然历史趋势。

## 第一章 复习思考题

- 1、什么是货币？货币与通货、财富、收入有何区别？
- 2、代用货币与目前的纸币有何区别？
- 3、信用卡是货币吗？支票是货币吗？
- 4、试小结货币形式演变不同阶段的基本特点，并讨论货币形式演变的基本动因。
- 5、什么是流动性？把通货、活期存款、股票、定期存款、国库券、房屋的流动性从大到小排列。
- 6、什么是信用货币？有何特点？包括哪些形式？
- 7、货币有哪些职能？哪些需要现实的货币？是否构成对货币的需求？
- 8、货币层次划分依据的标准是什么？了解各国的基本划分。
- 9、试述货币制度的主要内容和演变过程。

## 第二章 利息和利率

### 2.1 利息

### 2.2 利率概述

### 2.3 利息的复利计算（货币的时间价值）

### 2.4 利率决定

### 2.5 利率的风险结构和期限结构

#### 第一节 利息

一、利息的来源（利息的来源与本质是研究利率理论的出发点）

利息报酬说（威廉·配第（1633-1687）和约翰·洛克） 利息是暂时放弃货币的使用权而获得的报酬（配第），利息是贷款人因承担了风险而得到的报酬（洛克）

资本租金论（达德利·诺思（1641-1649））资本所有者出借它们的资金，像出租土地一样，从中得到的东西就是利息，利息是资本的租金。

节欲论（西尼尔）利息是借贷资本家节欲的结果

人性不耐说（欧文·费雪）人性具有偏好现在就可提供收入的资本财富，而不耐心地等待将来提供收入的资本财富的心理。利息是不耐的指标。

流动性偏好论（凯恩斯）是人们放弃流动性偏好的报酬

利息来自剩余价值（马克思）：利息是职能资本家让渡给借贷资本家的一部分剩余价值，体现资本家剥削雇佣工人的关系

二、利息被看作是收益的一般形态

（一）利息被看作是收益的一般形态的原因：

利息被看作资金所有者理所当然的收入。

在其它条件不变时，利率的大小制约企业主收入的多少

（二）利息转化为收益一般形态的作用

★利息转化为收益的一般形态的主要作用在于导致了可以通过收益与利率的对比倒算出它相当于多大的资本金额或价格。）

利息收益 (B) = 本金 (P) × 利率 (r)

如果知道收益和利率，就可以利用这个公式套算出本金，即： $P=B/r$

## (二) 利息转化为收益一般形态的作用

★ 收益资本化在经济生活中被广泛地应用。

▲ 例 1: 土地价格 = 土地年收益 / 年利率

▲ 例 2: 人力资本价格 = 年薪 / 年利率

▲ 例 3: 股票价格 = 股票收益 / 市场利率

▲ 例 4: 债券价格 = 债券利息 / 市场利率

### 第二节 利率概述

一、利率的含义：货币资金的价格

二、利率的种类

(一) 年利率、月利率和日利率

(二) 名义利率和实际利率

名义利率就是以名义货币表示的利率。

实际利率为名义利率与通货膨胀率之差，它是用你所能买到的真实物品或服务来衡量的。

$r = i + p$  (粗略公式)

$r = (1+i)(1+p) - 1$  (精确公式)

实际利率计算公式： $i = (1+r)/(1+p) - 1$

精确公式的推倒： $FV = A(1+r) = A((1+i)(1+p))$

(三) 固定利率和浮动利率—调整依据：LIBOR 或国库券利率（美国以 3 个月的国库券利率为参照，欧洲主要参照 LIBOR）

(四) 市场利率、官定利率和行业利率

由官定利率到市场利率的过程称为利率市场化

(五) 一般利率和优惠利率

(六) 基准利率

在整个金融市场上和利率体系处于关键地位、起决定性作用的利率（在多利率并存的条件下起决定作用的利率）

目前有两种说法

1、在市场经济中，通过市场机制形成的无风险利率，即对机会成本的补偿

利率 = 机会成本补偿水平 + 风险溢价水平

利率 = 基准利率 + 风险溢价水平

利率 = 国债利率 + 风险溢价水平

2、中央银行发布的利率：再贴现率、再贷款率等

三、利率的作用与利率市场化 P90

1、利率市场化定义

2、利率与投资

利率与实业投资

利率与金融投资

利率与债券价格



### 利率与股票价格

思考：对中国来讲，利率上升对储蓄和投资有何影响？

投资的利率弹性和储蓄的利率弹性 P91

❖ 储蓄的利率弹性和投资的利率弹性

中国的储蓄利率弹性

1979 年前的强制储蓄

90 年代后的利率和储蓄的关系

中国的投资利率弹性

对投资总量的影响：

对投资结构的影响：在劳动力密集行业和资本密集行业、在固定资产投资和存货投资上

### 利率市场化

各国利率市场化进程

三、利率的作用与利率市场化

3、我国利率市场化改革

进程和现状：

1978 年以前，低利率水平

1978-1992 调整利率结构和利率水平

1995 年提出渐进式改革方案

1996 年 6 月开放同业拆借市场利率

1996 年 8 月贷款利率浮动上下 10%，农信社+40%

98 年放开贴现利率和转贴现利率

98 年 9 月扩大贷款利率浮动范围+30%，农信社+50%

99 年国债在银行间债券市场利率招标发行

3、我国利率市场化改革

2000 年 9 月放开外币贷款利率和大额 300 万美元以上外币存款利率

2002 年 3 月 8 家农信社试点，存款利率上下 30%，贷款利率上下 100%

2004 年 1 月 1 日起扩大金融机构贷款利率浮动区间。在人行制定的贷款基准利率基础上，商业银行、城市信用社贷款利率的浮动区间上限扩大到贷款基准利率的 1.7 倍，农村信用社贷款利率的浮动区间上限扩大到贷款基准利率的 2 倍

2004 年 10 月 29 日，放开了商业银行贷款利率上限和存款利率的下限。对利率的约束只剩下对人民币贷款利率设有下限和对人民币存款利率设有上限这两项。

2005 年中央银行发表《稳步推进利率市场化改革》

3、我国利率市场化改革

进一步利率市场化的步骤选择

1 彻底放开直接金融工具的利率

2 放开银行贷款利率

3 银行存款利率的放开

进一步利率市场化的条件

### 第三节 货币的时间价值

#### 一、货币时间价值的概念

❖ 货币的时间价值就是指当前所持有的一定量货币比未来持有的等量的货币具有更高的价值。一般用利率来表示货币的时间价值。

为什么现在的1元钱比将来的1元钱更值钱？前提是什么？

#### 二、货币时间价值的计量

(一) 利息的计算方法：单利和复利

单利：不管贷款期限的长短，仅仅按本金计算利息。

$$I=P \times r \times n$$

$$S=P(1+r \times n)$$

单利计算利息的优缺点

复利：通常按一定期限将所生利息加入下一期的贷款本金一并计息。复利反映了利息的本质。

例：假定你存入10000元，年利率为10%，按复利计算，五年后会有多少钱？（一年计息一次）

(一) 利息的计算方法：单利和复利

第一年结束时，现值10000元的存款的终值为：

$$10000 \times (1+10\%) = 11000$$

在第二年结束时，本息余额，即第二年结束时的终值为：

$$10000 \times (1+10\%)^2 = 12100$$

依次类推，到第五年结束时的终值为：

$$10000 \times (1+10\%)^5 = 16105.1$$

(一) 利息的计算方法：单利和复利

复利公式： $S=P(1+r)^n$

复利计算利息的优缺点

如果一年之中计算多次利息，称为连续复利。

假定你存入10000元，每半年复利计息一次，年利率10%。终值计算为：

在第一年年中时，本利总额为：

$$10000 \times (1+10\%/2) = 10500$$

第一年结束时的本利总额为：

$$10000 \times (1+10\%/2)^2 = 11025$$

在第二年年中时的本利总额为：

$$10000 \times (1+10\%/2)^3 = 11576.3$$

第二年年末的本利总额为：

$$10000 \times (1+10\%/2)^4 = 12155.1$$

依次类推，到第五年结束时的本利总额为：

$$10000 \times (1+10\%/2)^{10} = 16288.9$$

一年多次复利时的终值计算公式：P43

(二) 现值和终值的概念

终值 (future value, FV)：一定金额的货币按一定的利率计息后，在未来某一时期结束时它的

本息和。

现值 (present value, PV): 未来某一时点上一定金额的货币, 按现行利率计算出要取得这样金额的本利和在现在所必须具有的本金。

现值的应用: 贴现、项目评估等

### 三、年金终值的计算

#### (一) 年金的定义

我们在前面只计算了投入一笔资金 PV 在 N 年后会获得的本利和:  $FV = PV(1+r)^n$ , 如果在每年连续投入等额的 PV, 则 N 年后会取出多少钱? 我们把这一系列均等的现金流或付款称为年金, 通常用 A 表示。最现实的例子包括:

零存整取、整存零取

均等偿付的住宅抵押贷款

养老金

住房公积金

### 三、年金终值的计算

#### (二) 年金的分类

即时年金: 就是从即刻开始就发生一系列等额现金流, 零存整取、购买养老保险等都是即时年金。

普通年金: 如果是在现期的期末才开始一系列均等的现金流, 就是普通年金。例如, 假定今天是 3 月 1 日, 你与某家银行签订了一份住宅抵押贷款合同, 银行要求你在以后每个月的 25 日偿还 2000 元的贷款, 这就是普通年金。

在时间轴上标示即时年金与普通年金

#### (三) 年金终值的计算

1、年金终值的定义: 一系列均等的现金流在未来一段时期的本息总额。

2、年金终值的计算:

以你在银行的零存整取为例, 假定你现在在招商银行开了一个零存整取的账户, 存期 5 年, 每年年初存入 10000 元, 每年计息一次, 年利率为 6%, 那么, 到第五年结束时, 你的这个账户上有多少钱呢?

实际上就是求你的零存整取的年金终值, 它等于你各年存入的 10000 元的终值的和。

思考: 年金是即时年金还是普通年金?

根据前面的终值公式, 可以得到各年存入账户的终值如下:

第一年:  $10000 \times (1+6\%)^5$

第二年:  $10000 \times (1+6\%)^4$

第三年:  $10000 \times (1+6\%)^3$

第四年:  $10000 \times (1+6\%)^2$

第五年:  $10000 \times (1+6\%)^1$

将各年存入金额的终值相加, 就得到第五年结束时你的账户上的余额:

$$10000 \times [(1+6\%)^1 + (1+6\%)^2 + (1+6\%)^3 + (1+6\%)^4 + (1+6\%)^5] = 59753.97$$

#### (三) 年金终值的计算—零存整取标示图(普通年金)

假定你现在在招商银行开了一个零存整取的账户, 存期 5 年, 每年年末存入 10000 元, 每年计息一次, 年利率为 6%, 那么, 到第五年结束时, 你的这个账户上有多少钱呢?

根据前面的终值公式, 可以得到各年存入账户的终值如下:

第一年:  $10000 \times (1+6\%)^4$

第二年:  $10000 \times (1+6\%)^3$

第三年： $10000 \times (1+6\%)^2$

第四年： $10000 \times (1+6\%)^1$

第五年： $10000 \times (1+6\%)^0$

将各年存入金额的终值相加，就得到第五年结束时你的账户上的余额：

$$10000 \times [(1+6\%)^0 + (1+6\%)^1 + (1+6\%)^2 + (1+6\%)^3 + (1+6\%)^5] = 56371.67$$

### 3、年金的终值计算公式

#### (1)即时年金的终值计算：

一般地，设即时年金为  $A$ ，利率为  $r$ ，年限为  $n$ ，每年计息一次，则即时年金终值公式如下：

#### (2)普通年金的终值计算：

一般地，设普通年金现值为  $A$ ，利率为  $r$ ，年限为  $n$ ，每年计息一次，则普通年金终值公式如下：

### 四、现值的计算（现值的应用）

#### （一）现值与贴现

1、贴现的概念：在金融学中，我们通常将现值的计算称为贴现，用于计算现值的利率称为贴现率。

先看一个例子：

假定你打算在三年后通过抵押贷款购买一套总价值为 50 万元的住宅，银行要求的首付率为 20%，即你必须支付 10 万元的现款，只能从银行得到 40 万元的贷款。那么，为了满足三年后你购房时的首付要求，设三年期存款利率为 6%，你现在需要存入多少钱呢？

计算过程如下：P47

计算现值的一般公式：

#### 2、票据贴现的计算

A 企业持有一张商业票据，面额为 50,000 元，出票日期 3 月 10 日，6 月 8 日到期。若企业急需用款，将该票据于 5 月 9 日到银行办理贴现，银行规定的贴现率 9%。银行支付的金额为：

银行扣除的利息为： $50000 \times 9\% \times 1/12 = 375$  元

银行支付给 A 企业的金额为： $50000 - 375 = 49625$

#### 3、票据贴现的计算

A 企业持有一张商业票据，面额为 50,000 元，出票日期 3 月 10 日，6 月 8 日到期，票面利率为 10%。若企业急需用款，将该票据于 5 月 9 日到银行办理贴现，银行规定的贴现率 9%。银行支付的金额为：

票据到期价值为： $50000 \times (1+10\% \times 90/360) = 51250$

银行扣除的利息： $51250 \times 9\% \times 1/12 = 384.38$  元

银行支付给 A 企业的金额为： $51250 - 384.38 = 50865.62$

#### （二）年金现值—整存零取

年金现值的含义：一定时期内每期期末收付款项的复利现值之和。

先看看这个例子：

如果你有这样一个支出计划：在未来五年里，某一项支出每年为固定的 2000 元，你打算现在就为未来五年中每年的这 2000 元支出存够足够的金额，假定利率为 6%，且你是在存入这笔资金满 1 年后在每年的年末才支取的，那么，你现在应该存入多少呢？

#### （二）年金现值—整存零取

#### （二）年金现值—整存零取

计算年金现值的一般公式：

#### （三）永续年金现值的计算

永续年金就是永远持续下去没有最终日期的年金。我们无法计算永续年金的终值，但是，却可以计算它的现值。

对年金现值  $n$  求无穷大的极限，就得到了永续年金的现值，即：永续年金的现值。

#### (四) 现值的计算—投资项目评估

现有一工程需 10 年建成。有甲、乙两个投资方案。甲方案第一年需投入 5000 万元，以后 9 年每年年初再追加投资 500 万元，共需投资 9500 万元；乙方案是每年年初平均投入 1000 万元，共需投资 1 亿元。假定市场利率为 10%，请问选择哪一个方案好？

甲方案的现值： $PV_1=5000+500/(1+10\%)+500/(1+10\%)^2+\dots+500/(1+10\%)^9=7879.51$

乙方案的现值： $PV_2=1000+1000/(1+10\%)+\dots+1000/(1+10\%)^9=6759.02$

所以选择乙方案比甲方案投资成本节约 1000 多万元。

#### (五) 现值的计算—住宅抵押贷款月供 (A)

如果知道年金现值、未来期限和利率，就可以通过现值公式计算出未来的年金来。均付固定利率抵押贷款就是在已知现值、利率和借款期限时计算每月的还款额。

假定在这三年中，你存够了购房的首付款 10 万元，成功地从银行申请到了 40 万元的抵押贷款，假定贷款年利率为 6%，期限为 30 年。那么，你的月供是多少呢？

#### 练习题

1、彭 P56.8—假定你在银行有一笔存款总共 10 万元，存期 5 年，年利率为 7.2%，年复利一次，5 年后你的账户上有多少钱？

2、彭 P56.9—假定你在银行开了一个零存整取的储蓄账户，每月存入 500 元，存期 5 年，月利率为 5.25%，5 年后你的账户上有多少钱？

3、彭 P56.11—假定你以 90 元购买了一张面值为 100 元的债券，该债券两年后按面值偿付，即两年后你能够得到 100 元，那么你购买这张债券的年利率是多少？

4、彭 P56.12—假定年购买了一套住房，从银行得到 20 万元的抵押贷款，偿还期为 20 年贷款年利率为 8.4%，那么你的月供是多少？

#### 七、利率的计算—金融工具收益率的计算

##### (一) 到期收益率是使得债务工具未来收益的现值等于现在价格的贴现率-P87

到期收益率相当于投资人按照当前市场价格购买债券并且一直持有到期满时可以获得年平均收益率。

到期收益率的作用：使不同期限从而有不同现金流状态的债券收益率具有可比性。

债券收益率的计算（短期和长期）

#### 七、利率的计算—金融工具收益率的计算

一张 10 年期的债券，息票利率 10%，每年支付一次利息：债券面值为 1000 元，市场价格为 881 元，离到期日还有 5 年，计算该债券的到期收益率为多少？

#### 第四节 利率总水平的决定

##### 一、马克思的利率决定理论

社会平均利润率是决定利率的基本因素

利率高低是由借贷资金的供求关系决定

社会再生产对利率的影响

## 二、古典利率理论

奥地利的庞巴维克、英国的马歇尔、瑞典的魏克塞尔、美国的费雪等人对支配资本的因素进行探讨，提出资本供给来源于储蓄，资本需求来源于投资，利率决定于投资和储蓄的均衡点。

利率和投资、储蓄的关系

## 三、凯恩斯的流动性偏好理论

流动性偏好是指人们喜欢流动性比较高的货币，所以这一理论又称流动性偏好理论。

凯恩斯认为古典学派的理论前提即市场经济会自动达到充分就业均衡是不现实的。认为利率由货币的供求关系决定，而不是由投资和储蓄的关系决定的。利息是人们放弃货币、牺牲流动性偏好的报酬。在货币供给相对确定的情况下，利率在很大程度上受货币需求的影响。

货币供求决定利率

货币供给  $M_s$ ：由中央银行决定（外生变量）

货币需求  $M_d$ ：交易动机、预防动机、投机动机形成对货币的需求： $M_d = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r)$

凯恩斯的流动性偏好理论图示

流动性陷阱

流动性陷阱：在一种极端情形下，当利率低到一定程度时，整个经济中所有的人都预期利率将上升，从而所有的人都希望持有货币而不愿持有债券。在这种情况下，投机动机的货币需求将趋于无穷大，此时，若继续增加货币供给，将如数地被人们无穷大的投机动机的货币需求所吸收，从而利率不再下降。这种极端的情形，就是所谓的“流动性陷阱”。

流动性陷阱

凯恩斯的流动性偏好理论的特点(略)

特点：

利率的决定与实际变量无关，是纯粹的货币现象，利率水平主要取决于货币数量和人们对货币的偏好程度。

利率的变动使货币供求而不是储蓄投资趋于均衡；

是一种短期利率理论。

存量利率：利率由某一瞬间的货币现存供求量所决定。

均衡利率的变动——货币需求的变动

货币供给曲线的移动对均衡利率的影响

## 四、可贷资金理论

凯恩斯的学生罗伯逊(D.H. Robertson)提出了可贷资金理论将实际因素和货币因素综合考虑。

得到俄林(U. Ohlin)和勒纳等经济学家的支持，成为一种流行的利率决定理论。

由于利率产生于资金的贷放过程，那么就应该从可用于贷放的资金的供给和需求来考察利率决定。

## 四、可贷资金理论

### 一、可贷资金供给来源

借贷资金供给来自某期间的储蓄流量和该期间货币供给的变动。

$$F_s = S + \Delta M_s$$

### 二、可贷资金需求来源：

借贷资金需求来自某期间的投资流量和该期间人们希望保有的货币余额。

$$F_d = I + \Delta M_d$$

三、利率是由可贷资金的供给和需求决定的。

思考： $I$ 、 $S$ 、 $\Delta M_s$ 、 $\Delta M_d$  与利率的关系如何？

$M_s$  和利率的关系？

凯恩斯流动性偏好理论是假设其它条件不变的情况下，货币供给增加，导致利率下降，如果考虑其它条件的情况下，货币供给增加，导致利率上升

利率决定的可贷资金分析

可贷资金理论的特点

特点：

既考虑了实物因素，又考虑了货币因素（如货币供求的变动）

流量分析

是长期利率理论

五、IS-LM 模型

IS-LM 模型是由英国经济学家希克斯首倡，美国经济学家汉森进一步阐述的模型。

其理论核心是：利率与收入是在投资、储蓄、货币供应、货币需求四个因素相互作用同时决定的。

六、影响利率变动的主要因素

社会平均利润率、资金供求状况、投资的预期报酬率、边际消费倾向

通货膨胀及对通货膨胀的预期

国家经济政策：货币政策，货币供应量增加往往利率下降（不一定。流动性效应、收入效应、通货膨胀和通货膨胀预期效应）；财政政策：赤字增加利率上升。

经济周期：利率在经济周期的扩张阶段上升，而在衰退时期下降。利率是顺周期的。

制度因素：利率管制等；

国际利率水平等

第五节 利率的风险结构和期限结构

一、利率的风险结构：相同期限金融资产因风险差异而产生的不同利率。

影响利率风险结构的因素：

违约风险：指到期不能收回利息或本金的可能性。风险债券利率与无风险债券利率之差成为风险升水。人们对风险债券的需求会减少，价格下降，利率上升。有风险债券的风险溢价随违约风险的增加而上升。

流动性：流动性高,风险小。流动性差的债券的持有人要求有正的风险升水。债券的流动性越高，对该债券的需求会增加，从而使该债券的价格上升，利率下降。

所得税：价格和利率相同的债券，所得税高者需求小

二、利率的期限结构

（一）利率期限结构的概念：风险、流动性及税收待遇相同的金融工具，不同期限金融工具的利率之间的关系。利率期限结构理论要研究的是长短期利率存在差异的原因一见下图

收益率曲线（yield curve）：用来刻画债券的期限和利率之间关系的曲线。有四种可能形状：水平、上升、下降、弯曲

三个事实：

1、不同期限的债券利率有随着时间一起波动的趋势；

2、如果短期利率低，则收益率曲线更可能向上倾斜；如果短期利率高，则收益率曲线更可

能向下倾斜。

3、收益率曲线通常向上倾斜；

### (二) 利率期限结构理论

对利率期限结构影响因素的不同解释，形成了几种不同的利率期限结构理论

预期理论：（人们对利率的预期）

分割市场理论：（资金在不同期限市场之间的流动程度或投资者对一种期限债券的偏好）

期限选择与流动性升水理论：（人们对流动性的偏好）

#### (一) 预期理论

预期理论假设：债券购买者对某种期限的债券并无特殊的偏好，他是否持有该债券，完全取决于该债券相对于其它债券的相对回报率。因此，不同期限债券是可以完全替代的。

预期理论的主要内容：利率期限结构是由人们对未来短期利率的预期决定的。长期债券的利率等于长期债券到期之前人们对短期利率预期的平均值。

预期理论方式的推导—P314

假定有1元钱要投资，总投资期限为2年。有两种投资方案可供选择。

方案一：购买一张两年期的债券持有到期。这张两年期的债券每年按复利计息一次。假设年利率为 $i_2t$ 。

$$FV=(1+i_2t)^2$$

方案二：今年购买一张一年期的债券，这张债券的年利率为 $i_1t$ 。一年后取回本息后再继续购买另一张期限为一年的债券，这张新债券的预期年利率为 $i_1t+1e$ 。

$$FV=(1+i_1t)(1+i_1t+1e)$$

两种投资方案的投资回报率应完全相等，否则会引起套利活动，导致两种方案的投资回报率相等。所以， $i_2t=(i_1t+i_1t+1e+i_1t+1e-i_2t^2)/2=(i_1t+i_1t+1e)/2$

预期理论方式的推导—P314

复利及无套利下的利率期限表达式：

设一种债券的期限为 $n$ 年，利率为 $int$ 。如果在这 $n$ 年中，期限为一年的短期债券的利率系列分别为 $i_1t$ 、 $i_1t+1e$ 、 $i_1t+2e$ 、……、 $i_1t+n-1e$

$$(1+int)^n=(1+i_1t)(1+i_1t+1e)(1+i_1t+2e)\dots(1+i_1t+n-1e)$$

则： $int=(i_1t+i_1t+1e+i_1t+2e+\dots+i_1t+n-1e)/n$

期限为 $n$ 年的长期债券等于人们对这期间短期利率预期的平均值。

举例：

预期理论对三个事实的解释

对事实一的解释：因为短期利率的上升会提高人们对未来短期利率的预期，长期利率是未来短期利率预期的平均值，所以短期利率的上升提高了长期利率，使短期利率和长期利率同时变动。

对事实二的解释：如果短期利率现在较低，人们会预期它将来升到某个正常水平，即对未来短期利率预期是上升的，所以长期利率相对于当期的短期利率要高，收益率曲线向上倾斜。如果短期利率现在较高，人们会预期它会回落，即对未来短期利率预期是下降的，所以长期利率相对于当期的短期利率要低，收益率曲线向下倾斜。

对事实三的解释：由于短期利率既可能上升又可能下降，从平均值看，典型的收益率曲线应水平。

#### (二) 分割市场理论

分割市场理论认为，不同期限的债券市场是完全独立和分割的，因此，每种债券的利率只受



自身供求状况的影响，其他期限债券回报率的变化不会影响对该种债券的需求。

分割市场理论假设：不同期限的债券之间不会相互替代。

投资者对一种期限的债券具有强烈的偏好，而对其他期限的债券根本不喜欢，所以，投资者一般只会关心他所喜欢的期限债券的预期回报率。

不同期限的债券的回报率之间之所以有所差异，是由不同期限债券的供求差异所决定的。一般来说，投资者更偏好期限较短、风险较小的债券，所以，对短期债券的需求会较长期债券的需求更大。短期债券的价格会高于长期债券的价格，因此，它的利率也比长期债券的利率低。

分割市场理论对三个事实的解释

对事实一的解释：不同期限的债券市场是完全独立和分割的，一种债券的利率只受自身供求状况的影响，不会影响对其他债券的利率。因此该理论无法解释不同期限债券利率一起波动。

对事实二的解释：由于该理论对长期利率相对于短期利率的供求如何随短期利率变化而变化尚不清楚，所以无法解释事实 2。

对事实三的解释：一般来说，投资者更偏好期限较短、风险较小的债券，所以，对短期债券的需求会较长期债券的需求更大。短期债券的价格会高于长期债券的价格，因此，它的利率也比长期债券的利率低。所以，收益率曲线通常向上倾斜。

### （三）期限选择与流动性升水理论

#### 1、期限选择理论

期限选择理论的假设：不同期限的债券是替代品，但并非完全的替代品，即投资者有某种投资偏好但仍关心那些非偏好的期限债券的预期收益率。

期限选择理论的内容，长期债券的利率等于该种债券到期之前短期利率预期的平均值，加上该种债券随供求条件变化而变化的期限升水。

$$int = (it + it+1e + it+2 + \dots + it+n-1e) / n + Pnt$$

Pnt 表示期限升水，且随着债券期限的延长而增大

#### 2、流动性升水理论

流动性升水理论认为：金融工具的期限和流动性成反比。由于长期债券的流动性较短期债券低，因此，持有长期债券就要承担更高的流动性风险。因此，要使投资者持有长期债券，就必须向他们支付正值的流动性升水，以补偿他们所承担的更高的风险。

$$int = (it + it+1e + it+2 + \dots + it+n-1e) / n + lnt$$

lnt 表示流动性升水，前提是 lnt 为正值

期限选择与流动性升水理论对三个事实的解释

对事实一的解释：短期利率的上升会提高人们对未来短期利率的预期，长期利率是未来短期利率预期的平均值，所以短期利率的上升提高了长期利率，使短期利率和长期利率同时变动。

对事实二的解释：如果短期利率现在较低，人们会预期它将来升到某个正常水平，即对未来短期利率预期是上升的，所以与当期的短期利率相比，未来短期利率预期的平均值将较高，由于存在正值的期限升水，长期利率会大大高于当期的短期利率，因而收益率曲线陡直向上倾斜。如果短期利率现在较高，人们会预期它会回落，即对未来短期利率预期是下降的，所以长期利率将大大低于当期的短期利率，这时尽管期限升水为正值，收益率曲线仍向下倾斜。

对事实三的解释：由于投资者偏好短期债券，所以随着债券期限延长，期限升水将增加，即使人们对未来短期利率预期的平均值保持不变，长期利率也将高于短期利率，从而使收益率曲线向上倾斜。

对收益率曲线偶尔向下倾斜的解释是：因为有时人们对未来短期利率预期大幅下降，使短期

利率的平均值大大低于当期的短期利率，即使加上正值的期限升水，长期利率仍然低于当期的短期利率。

本章复习思考题

- 1、为什么利息成为收益的最一般的形式？举一个例子，说明收益的资本化。
- 2、了解利率种类的划分。
- 3、试用复利计算利息的现值、终值和到期收益率。
- 4、影响利率的因素有哪些？
- 5、凯恩斯流动性偏好理论与可贷资金理论的有何区别和联系？
- 6、简述可贷资金理论的主要内容。
- 7、影响利率风险结构的因素有哪些？
- 8、简述利率期限结构理论的主要内容和假设前提。

### 第三章 金融体系格局

#### 第一节 资金盈余者与短缺者之间的联系机制

##### 一、金融的概念和范围

###### (一) 金融的概念：

博迪、莫顿《金融学》：金融学是研究人们在不确定的环境中如何进行资源的时间配置的学科。

黄达《金融学》：金融是货币资金的融通。金融涵盖的范围大体包括：与物价有紧密联系的货币流通，银行与非银行金融机构体系，短期资金拆借市场，资本市场，保险系统，以及国际金融等领域。

###### (二) 对金融范畴的不同理解

传统上国内所说的金融是指两部分内容。

第一部分指的是货币银行学(money and banking)。人民银行说我们是搞金融的，意思是搞货币银行。

第二部分指的是国际金融(international finance)，研究的是国际收支、汇率等问题

###### 金融的宏观层面（宏观金融）

这两部分在国外并不包括在 Finance 或 Financial Economics（金融），而是另有一个学科名称—Money Economics（货币经济学），是《宏观经济学》的一部分，是独立性相当强的一部分。

而国外称为 finance 的包括以下两部分内容。

第一部分是 corporate finance，即公司金融。它实际上包括两块内容：一是公司融资，包括股权/债权结构、收购合并等；二是公司治理问题，如组织结构和激励机制等问题。

第二部分是投资学，它是对证券市场里不同金融工具和其衍生物价格的研究。

这两部分合起来即国外所指的 finance，即金融。为了避免混乱，我们且称之为“微观金融”。

“金融学是研究人们在不确定的环境中如何进行资源的时间配置的学科”。（博迪、莫顿所著《金融学》）即指这一层面的“金融”。

我们这门课称为《金融学》，其前身是《货币银行学》，也有称为《货币和银行经济学》或《货币、银行和金融市场经济学》。国外也有这方面的研究，如米什金《The Economics of Money Banking and Financial Markets》，译为《货币金融学》。《金融学》是金融学科的专业基础理论课，是入门课，这里要讲的内容也主要是概念性、理论性、框架性的知识。

## 第二节 金融体系格局的分类和各国现状

### 一、金融体系格局的分类和各国融资现状

#### (一) 金融体系格局的分类

- 1、资金盈余部门和资金短缺部门一见下图
- 2、资金盈余部门和资金短缺部门如何融通资金？通过什么方式？

资金盈余部门                      资金短缺部门

- 1、间接融资，资金盈余者首先将他的金融剩余存入金融中介机构，后者将分散的金融剩余集中起来后，再发放贷款。因此，存在两份独立的合约。在最终贷款者与最终借款者之间就形成了一道风险屏障。
- 2、直接融资是通过金融市场将资金盈余部门的剩余资金流入到资金短缺部门。资金短缺部门通过发行股票和债券等金融工具筹集所需要的资金。

#### (二) 各国的融资状况—银行和资本市场的国际比较

### 二、金融体系格局的形成原因

人为政策管制的影响

### 三、金融体系格局的演进趋向

向金融市场的发展趋势

原因：

信息技术降低了交易成本和信息成本  
利率和汇率的变动导致衍生金融工具的迅速发展  
银行体系突破政府管制参与市场交易

### 四、不同金融体系格局的优劣比较

- (一) 风险分担和管理方面
- (二) 信息处理方面
- (三) 监管方面
- (四) 公司治理方面

### 五、对不同金融体系格局所持的基本观点

启示：

- 1、不能从融资比重的多少判断直接融资和间接融资的好坏。
- 2、各国的融资现状是由各国的传统和历史等多种因素形成的。如德国
- 3、判断融资状况的好坏取决于目前的融资是否满足不同的融资需求和资产需求。  
—推动整个金融体系的发展、演进的基础力量在于储蓄向投资的客观要求。
- 4、直接融资和间接融资应当综合发展，不能偏废。

## 第四章 金融市场

### 4.1 金融市场概述

### 4.2 金融工具

### 4.3 货币市场

### 4.4 资本市场及其有效性

### 4.5 资金盈余者的资产选择

### 4.6 金融衍生工具市场

## 第一节 金融市场概述

一、金融市场（financial market）的概念：资金供求双方借助金融工具进行各种资金交易活动的场所。

金融市场广义、狭义之分

金融市场有有形和无形之分

二、金融市场的构成要素

1、交易主体：企业、政府、家庭、金融中介机构、中央银行等

2、交易对象：货币资金

随着二级市场的发展和衍生市场的兴盛，实际的交易对象已经不再重要，更关注金融工具

3、交易工具 也称金融工具，证明债权债务关系并据以进行货币资金交易的合法凭证。

4、交易价格 利率（收益率）---转让货币资金使用权的报酬：在一般情况下，具有同向变化性

三、金融市场的分类

（一）一级市场和二级市场

又称初级市场和次级市场或发行市场和流通市场

1、一级市场：证券发行的市场

（1）一级市场上的证券发行方式：

私募发行

公募发行 代销：签合同收佣金，风险由发行方承担。

助销：投行买进未销证券，收取较高佣金。

包销：以承销价买断发行证券，再卖给投资者，发行风险由投行承担。

（2）一级市场上的证券发行价格

溢价发行、平价发行和折价发行

证券发行价格的决定因素

2、二级市场：已发行的证券进行流通转让的市场。包括：

（1）证券交易所

（2）场外交易市场

（一）一级市场和二级市场

区别：一级市场的交易量增加证券存量；二级市场交易量只代表现有证券所有权的转移，并不能使证券存量的增加。

联系：一级市场是二级市场的基础和前提；

二级市场是一级市场存在的必要条件：

为证券提供流动性，有利于新证券的发行；二级市场提供给投资者有关资产的公平或公认的信息；二级市场的状况影响新证券的价格。

（二）场外交易市场和场内交易市场

1、证券交易所：集中、固定进行证券交易的场所

特点：

固定场所内集中交易

采用经纪制（委托---代理）

竞价方式决定成交价格：价格优先、时间优先

交易证券是经批准的上市证券，且交易数量达到规定的成交单位

2、场外交易市场：在证券交易所外进行证券交易的市场

特点

无固定场所，通过通信网络进行；

证券交易可以通过交易商或经纪人，也可直接进行，无交易席位的限制；

双方协商议定价格；

交易证券主要是非上市证券

种类：

柜台交易市场

第三市场：已在证券交易所上市但却转到场外交易的市场

第四市场：证券买卖双方利用电脑网络直接进行的大宗证券交易所形成的市场

(三) 货币市场和资本市场

1、货币市场：期限在一年以内的短期金融工具的交易市场。

2、资本市场：指以期限 1 年以上的金融工具为媒介，进行长期性资金交易活动的市场。

包括中长期存贷款市场和有色证券市场。

特点：

(四) 债务市场和股权市场

债务工具：

股票：所有权凭证，有股息收入和资本收益。

(五) 有形市场和无形市场

(六) 现货交易市场和期货交易市场

1、现货交易市场：

2、期货交易市场：

(七) 国内金融市场和国际金融市场

(八) 商业票据市场、证券市场、黄金市场、外汇市场等

## 第二节 金融工具

### 一、金融工具与金融资产

1、金融工具的定义 一种载明债权债务关系的契约，它一般规定了资金盈余者向短缺者转让金融剩余的金额、条件和期限等。如股票、债券、存折等。

2、金融资产 是具有现实价格和未来估价、且具有特定权利归属关系的金融工具的总称。金融工具只有对其持有者而言才构成金融资产，对其发行人来讲就不能构成金融资产。

### 二、金融工具的分类

(一) 债务性金融工具和股权性金融工具

(二) 货币市场的金融工具和资本市场的金融工具

(三) 直接金融工具和间接金融工具

(四) 原生金融工具和衍生金融工具

原生金融工具。也叫基础金融工具，它们的主要职能是媒介储蓄向投资转化或者用于债权债务清偿的凭证。如股票和债券。

衍生金融工具。是在原生金融工具基础上派生出来的金融产品，包括期货、期权等，它们的价值取决于相关原生产品的价格，主要功能不在于调剂资金的余缺和直接促进储蓄向投资的转化，而是管理与原生工具相关的风险暴露。

### 三、具体的金融工具

(一) 商业票据:工商业者之间由于信用关系形成的短期无担保债务凭证的总称。

1、分类

商业本票(商业期票): 债务人向债权人发出的承诺在一定时期内支付一定数额款项的支付承诺书

商业汇票：债权人通知债务人支付一定款项给第三人或持票人的无条件支付一定金额的支付命令书

必须经债务人承兑，如由付款人承兑的称为商业承兑汇票，如由付款人的开户行承兑的称为银行承兑汇票。

商业汇票可流通转让，转让时须背书。

商业票据未到期可以向银行申请贴现

## B 商业银行

转贴现（率）

工商企业 贴现（率） A 商业银行

再贴现（率）

中央银行

2、商业票据的发展趋势：融资票据（无交易背景而只是以融资为目的的票据）美国 60 年代后金额、期限、折价出售、发行者和购买者

企业有了新的融资途径：直接发行商业票据（原因；信息技术的改善是投资者易于分辨信用风险的高低）

有商品交易背景的票据称为真实票据

思考：融资票据和真实票据有何区别？

## （二）股票

凯恩斯：在人类几千年的商业文明中，最伟大又精巧的发明就是股票。

股票的定义：股份有限公司发行的用以证明投资者的股东身份并据以获得股息的所有权凭证。

股票的种类

- （1）普通股和优先股
- （2）记名股票和不记名股票
- （3）有面额股票和无面额股票
- （4）可流通股票和不可流通股票

国家股、法人股和社会公众股（中国）

A 股、B 股、H 股和 N 股

A 股：就是在中国境内发行、由中国公民持有的且在上海或深圳证券交易所交易的公司股票；

B 股：向境外投资者发行的，在上海和深圳证券交易所交易的股票。

H 股：由大陆的公司在中国香港发行并在香港证券交易所上市的股票。

N 股：由大陆的公司在美国发行并在纽约证券交易所上市的股票。

我国股票市场发展 P125

2005 年底上市公司 1381 家，其中上海证券交易所上市的为 834 家发行总股本 5019 亿元，市价总值 22067 亿元，投资者超过 3700 万人；深圳证券交易所上市的为 547 家发行总股本 2019 亿元，市价总值 9027 亿元，投资者超过 3400 万人。

## （二）债券

概念：债券是发行主体依照法定程序发行，并约定在一定期限还本付息的债权债务凭证。

分类：1、政府债券、企业债券和金融债券

—我国企业债券状况

- 2、长期债券、中期债券和短期债券
- 3、付息债券和贴现债券
- 4、信用债券和担保债券（抵押债券、质押债券和保证债券）

- 5、固定利率债券和浮动利率债券
- 6、可转换债券和不可转换债券
- 7、国内债券和国际债券 外国债券：以发行地的货币计值  
欧洲债券

### （三）证券投资基金 P131

❖ 1. 证券投资基金概念：是将分散的小额资金集中起来，组成规模较大的资金，然后投资于各类有价证券。

❖ 其最大的特点就是收益共享，风险共担。所谓收益共享，是指证券投资基金赚得的利润要由所有的基金持有人一起分享，风险共担是指证券投资基金投资遭受损失时也要由所有的基金持有人一起承担。

#### 2. 证券投资基金分类

❖ （1）期限不同。封闭型基金通常有固定的封闭期，通常封闭期在 5 年以上，一般为 10-15 年。而开放型基金则没有固定期限，投资者可以随时向基金公司或银行等中介机构提出赎回。

❖ （2）发行规模要求不同。封闭型基金发行规模固定，并在封闭期限内不能再增加发行新的基金单位；开放型基金则没有发行规模限制，投资者认购新的基金单位时，其基金规模就增加；赎回基金单位时，其基金规模就减少。

#### 2. 证券投资基金分类

❖ （3）转让方式不同。封闭型基金在封闭期限内，投资者一旦认购了基金受益单位就不能向基金管理公司提出赎回，只能寻求在证券交易所或其他交易场所挂牌，交易方式类似于股票及债券的买卖，交易价格受市场供求情况影响较大。开放型基金的投资者则可随时向基金管理公司或银行等中间机构提出认购或赎回申请，买卖方式灵活。

❖ （4）交易价格主要决定因素不同。封闭型基金的交易价格是随行就市，不完全取决于基金资产净值，受市场供求关系等因素影响较大；而开放型基金的价格则是完全取决于每单位资产净值的大小。

#### 公司型基金与契约型基金

公司型基金又称为互惠基金，或称共同基金（Mutual Fund），是指基金公司依法设立，以发行股份的方式募集资金，投资者通过购买公司股份成为基金公司股东。公司型基金结构类似于一般股份公司结构，但基金公司本身不从事实际运作，而是将其资产委托给专业的基金管理公司管理运作，同时，由卓有信誉的金融机构代为保管基金资产。公司型基金的设立法律性文件是基金公司章程及招募说明书。公司型基金在美国非常盛行，美国的法律不允许设立契约型基金。

契约型基金又称为信托型基金，或称单位信托基金（Unit Trust），它是由基金管理人（即基金管理公司）与代表受益人权益的受托人（托管人）之间订立信托契约而发行受益单位，由经理人依照信托契约从事对信托资产的管理，由托管人作为基金资产的名义持有人负责保管基金资产。契约型基金将受益权证券化，即通过发行受益单位，使投资者购买后成为基金受益人，分享基金经营成果。契约型基金的设立法律性文件是信托契约，而没有基金章程。基金管理人、托管人、投资人三方当事人的行为通过信托契约来规范。

公司型基金和契约型基金的主要区别在于设立的组织架构及法律关系不同，但契约型基金较公司型基金设立方式更为灵活方便。契约型基金在英国较为普遍，目前我国绝大多数投资基金都属契约型基金。

#### 世界证券投资基金市场状况

源于 19 世纪的英国，20 世纪初传入美国得到极大发展。2004 年末全球证券投资基金规模达 16.15 亿元，美国的基金业占一半。欧洲各国中英国的基金业具有较强的代表性。日本的基金业其资产管理量和系统完备度在亚太占据领先地位。

2004 年末美国共同基金资产规模达 8 万亿美元，约有 47% 的家庭持有共同基金。

目前全球基金业发展特点：80 年代后开放式基金成为主流产品；基金市场竞争加剧，行业集中趋势明显；基金的资金来源发生很大变化，越来越多的机构投资者成为基金的投资者。

### 3. 我国投资基金的现状

❖ 我国的证券投资基金业起步于 20 世纪 80 年代中后期。依主管机关管辖权力过渡分为两个阶段：

❖ 第一阶段是 1992—1997 年，该阶段为中国人民银行作为主管机关。基金总资产约 96 亿元，在沪深证券交易所上市或挂牌交易的 25 只，在广东、沈阳、南京、大连、武汉、天津等地证券交易中心联网交易的约 40 多只。这些基金名义上为封闭式基金，但大多数没有封闭期、没有托管人、甚至还承诺收益、并且基金规模小，运作也不规范，俗称为“老基金”。

❖ 第二阶段是 1997 年至今，在《证券投资基金管理暂行办法》颁布后，由中国证监会作为基金管理的主管机关。1998.3.17 成立基金开元和基金金泰两只封闭式基金。

2001 年 9 月，随着我国第一只开放式基金——华安创新基金正式成立，我国的基金业得到了迅猛发展。证券投资基金已成为资本市场上的主力。

### 3. 我国投资基金的现状

2004 年 6 月 1 日正式实施的《证券投资基金法》是我国证券市场的第二部法律，标志着我国基金投资从此完全纳入法制化轨道。

我国证券投资基金到 2005 年末已增至 218 只，其中封闭式基金为 54 只，资产规模为 3869 亿元；开放式基金为 164，资产规模为 822 亿元，开放式基金规模占到基金市场的 82%。

目前我国已开业的有 48 家基金管理公司，其中中外合资的基金管理公司已增至 17 家。

## 四、金融工具的特征

(一) 偿还性（期限性）

(二) 流动性 金融工具在必要时迅速转变为货币而不致遭受损失的能力：变现的难易和快慢、变现成本、自身价格的稳定性和可预测性。影响流动性高低的因素主要有两个：发行人的信誉、偿还期的长短。

(三) 风险性 指购买金融工具的本金和预定收益遭受损失的可能性。信用风险是由于金融工具发行人破产而不能收回本金或利息的可能性；市场风险是金融工具的价格或市场价值波动的风险。

(四) 收益性：收益性是指金融工具能够定期或不定期地给持有人带来收益的特性。

收益率是持有一种金融工具所得的回报与投入本金的比率。

衡量收益性的三种方法：即期收益率、持有期收益率、到期收益率。

即期收益率：金融资产的年收益额与当期市场价格的比率。

持有期收益率就是你在持有某种金融工具的期间所得到的收益率。

到期收益率就是指你持有某种金融工具到期时为止所得到的收益率。

到期收益率和即期收益率的关系

## 四、金融工具的特征

金融工具各特征之间的关系：

期限性与收益率成正比

流动性与收益率成反比

风险与收益成正比



期限性与风险性成正比

流动性与安全性成正比，与风险性成反比

### 第三节 货币市场

一、货币市场概述

二、同业拆借市场

三、票据市场

四、国库券市场

五、国债回购市场

六、大额可转让定期存单市场

#### 一、货币市场概述

货币市场的含义：融资期限在一年以下的金融交易市场。

相对于资本市场而言，货币市场交易的期限就要短得多，因此，货币市场上的金融工具比资本市场工具的流动性要高，且风险也相对地较低，货币市场上的交易工具多具有“准货币”的性质。

货币市场构成

同业拆借市场

国库券和国债回购市场

票据市场

大额可转让定期存单市场

#### 二、同业拆借市场

##### （一）同业拆借市场的概念

❖ 同业拆借市场就是金融机构之间为调剂临时性的头寸和满足流动性需要而进行的短期资金信用借贷市场。

❖ 同业拆借市场的起源—法定存款准备金制度

即中央银行规定，各商业银行按吸收存款的一定比例交存法定存款准备金。

❖ 中国存款准备金的调整：98.3.21（13%-8%）—2003.9.21（8%-7%）—2004.3.24（差别准备金率+0.5%）—2005.4.21（7%-7.5%）—2006.7.5（7.5%-8%）—2006.8.15（8%-8.5%）—2006.11.15（8.5%-9%）—2007.1.15（9.5%）—2007.2.25（10%）—2007.4.16（10.5%）

##### （二）同业拆借市场的特征

★ 短期货币的借贷

★ 主要功能是为银行提供流动性和调剂临时性的头寸

★ 无担保的信用贷款

中国同业拆借市场的期限结构

##### （三）同业拆借市场利率

★ 同业拆借利率作为拆借市场上的资金价格，是货币市场的核心利率。

★ 在国际上，最著名的同业拆借利率有：

伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR, London Inter-bank Offered Rate）

新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）

香港银行同业拆借利率（HIBOR）

★ 中国的银行间同业拆借利率（CIBOR）

### 我国同业拆借市场发展过程

1、1984年，我国建立中央银行制度并开始实施存款准备金制度，为我国同业拆借市场的建立创造了条件

2、1985年，我国开始实行“统一计划，划分资金，实贷实存，相互融通”的信贷资金管理新体制，直接促进了同业拆借市场的兴起。

3、1993年下半年，我国开始实施金融宏观调控，整顿金融秩序，同业拆借是整顿的一项重要内容。

4、1996年，全国统一的同业拆借市场网络系统开通运行，这标志着中国同业拆借市场进入了一个全新的规范发展阶段。从1996年6月1日起，取消银行间同业拆借利率的上限限制，这是推进和完善我国同业拆借市场的重要举措。

5、从2002年4月15日开始，银行间市场成员的进入由审批制改革为核准制。截至2002年6月30日，同业市场成员达643家，联网用户达499家。

### 三、票据市场

#### （一）票据的定义和分类

票据就是工商业者之间由于信用关系形成的短期无担保债务凭证的总称。

商业本票（商业期票）：债务人向债权人发出的承诺在一定时期内支付一定数额款项的支付承诺书

商业汇票：债权人通知债务人支付一定款项给第三人或持票人的无条件支付一定金额的支付命令书

支票是出票人签发的，委托办理支票存款业务的银行或者其他金融机构在见票时无条件支付确定金额给收款人或者持票人的票据。

商业汇票的承兑

❖商业汇票必须经债务人承兑，如由付款人承兑的称为商业承兑汇票，如由承兑申请人的开户行承兑的称为银行承兑汇票。

商业汇票可流通转让，转让时须背书。

商业票据未到期可以向银行申请贴现

票据贴现、转贴现与再贴现

★票据贴现就是票据的持有人在需要资金时，将其持有的未到期票据转让给银行，银行扣除利息后将余款支付给持票人的票据行为。

★在票据贴现之前，票据所体现的是出票人和持票人这两个企业法人之间的债权债务关系。

票据贴现之后，体现的是出票人与贴现银行之间的债权债务关系

按贴现的环节，票据贴现分为：贴现、转贴现、再贴现

真实票据与融通票据

★真实票据是指为结清贸易价款而使用的票据，它是伴随商品流通而发生的票据，如商业发票、货运输单等都是典型的真实票据。

★融通票据是指不以真实商品交易为基础，而是专为融通资金而发行的票据，融通票据又称为商业票据。商业票据是没有担保的，即使在到期时出票人不能偿付，也没有资产为抵押赎回本金。这表明，投资者仅以发行人的信誉做出投资决策。实际上，并不是所有的企业都能发生商业票据的，只有那些信誉卓著的大企业才能发行商业票据。

#### （二）票据贴现的计算 P121

❖A企业持有一张商业票据，面额为50,000元，出票日期3月10日，6月8日到期。若企业急需用款，将该票据于5月9日到银行办理贴现，银行规定的贴现率9%。银行给付的金额是多少？

✿银行扣除的利息为：

$$50000 \times 9\% \times 1/12 = 375 \text{ 元}$$

✿银行支付给 A 企业的金额为：

$$50000 - 375 = 49625$$

我国票据市场现状

★第一阶段：1982 年至 1994 年，票据推广使用。

★第二阶段：1995 年至 1999 年 9 月，着重于票据市场的制度建设。以 1995 年《中华人民共和国票据法》的颁布为标志，初步建立并逐步完善了有关票据业务的法规和制度对再贴现政策作了比较大的调整，改进与完善了贴现利率的生成机制。

★第三阶段：1999 年 10 月至今为中国票据市场发展的第三阶段，票据市场快速发展阶段，这对改善中国的金融结构发挥着越来越重要的作用。

#### 四、国库券市场

##### （一）国库券的特点

★国库券是政府为满足短期融资需要而发行的可流通有价证券，一般说来，国库券的期限低于一年。

★期限短，流动性强，安全性高，具有“金边债券”之称—17 世纪英国政府发行以税作保证的政府公债当时带有黄金边，故称“金边债券”

##### （二）国库券的一级市场

国债的发行方式

★承购包销—优点：发行时间短、发行效率高 一缺点：支付承销费和手续费，发行成本高，发行中存在非市场化因素

★公开招标：分为美国式招标和荷兰式招标

美国式招标：只有愿意支付较高价格的投标者才能中标，且不同的中标者支付不同的国债价格。

荷兰式招标：中标者虽然也是愿意支付最高价格的投标人，但他们所支付的价格却是所有中标者的加权平均价格。因此，荷兰式招标中所有中标者都支付相同的价格，这既可以鼓励投标者报出高的价格，又避免了歧视性价格所带来的不利影响。

##### （三）国库券的二级市场

###### 1、国库券市场的功能

最基本的功能也是提高国债的流动性，降低持有者的流动性风险。

在二级市场上，连续的国债交易会形成国债的市场价格和市场利率，国债利率可以反映一国的宏观经济状况，政策当局可根据国债市场利率走势来判断宏观经济状况，并及时地采取相应的政策措施

为潜在的投资者提供了较好的投资机会；

国债二级市场是中央银行进行公开市场操作的重要场所，从而为中央银行实施间接的货币调控机制提供了便利。

###### 2、国债交易场所（中国）

★交易所交易（场内交易）：在上海和深圳证券交易所买卖国债。

★银行间债券交易（场外交易）：只有金融机构参与其中的国债交易市场（1997.6）

★柜台国债交易（场外交易）：在商业银行或证券经营机构的营业网点进行国债买卖，并办理托管和结算的交易行为。可在商业银行柜台进行交易的债券只能是记账式国债

记账式国债是由财政部发行的、在债券托管账户中记账反映债权的债券。 投资人不需持

有债券凭证，而是在债券托管机构开立债券托管账户，记载投资人持有的债券。

#### 我国国库券市场现状

一直到 1994 年之前，我国发行的国库券实际上是中期和长期国债，并非规范意义上的国库券。1994 年初，我国开始发行 1 年、3 个月、6 个月等短期的国库券。从 1981 年我国恢复发行国库券到 1990 年底，我国的国库券发行一直采用行政分配方法，面向企业和个人发行。1991 年 4 月，首次运用了承购包销方式，1996 年 1 月又首次采用了价格招标发行方式，表明我国国库券发行方式正逐步向市场化转变。我国是 1988 年开始建立国库券二级市场。

### 五、国债回购市场

#### （一）国债回购的定义和分类

★现券交易是根据合同约定的付款方式买卖债券，在一定时期内进行券款的交割，实现债券所有权的转让。

★回购交易是指国债一方以协议价格在双方约定的日期向另一方卖出国债，同时约定在未来的某一天按约定的价格从后者那里买回这些国债的协议。

★与回购交易相对应的是返售。返售是指在购买国债的同时，约定在未来某个日期按照约定的价格再卖出这些国债的协议。

按照债券和资金流向的不同，回购交易分为：

★正回购：指康瑞在向健强出售证券，以从健强那里获得资金的同时，双方约定，在未来某一日期康瑞再以约定的价格从健强手中如数买回这些证券。

★逆回购：就是在购买某一证券的同时，签订协议在将来某一个日期更高的价格将该证券如数卖给原来的出卖者。

★在同一次交易中对交易的双方而言，必有一方是正回购方，另一方则必为逆回购方，正回购方就是资金的融入方和债券的融出方；逆回购方则是债券的融入方和资金的流出方，或者说正回购方是资金短缺者，逆回购方是资金盈余者。

#### （二）国债回购市场的特点

★期限都非常短

★信用风险低

★国债回购交易的利率一般要比同期限的同业拆借利率要低一些

★国债回购市场的基本功能在于满足资金短缺者的流动性需要

#### 我国国债回购市场的发展过程

我国国债回购市场始于上世纪 90 年代初，随着国债市场的迅速发展而发展起来，最初由各种金融机构、企业和个人自发推动的，在没有相应成熟的法律规范的情况下就发展起来了。1991 年在 STAQ 系统正式办理国债回购交易。1992 年上海和深圳证券交易所和其它地区性证券交易中心不断推出国债回购交易，三年后全国共有 8 家交易中心从事这种场外的国债回购交易业务。市场规模发展迅速，据统计到 1994 年全国参与国债回购交易单位在 3000 家以上，国债回购交易总量（单边）超过 3000 亿元，其中武汉证券交易中心的交易量近 1500 亿元。1995 年全国各集中性国债交易场所的回购交易量已超过 4000 亿元。其中上海和深圳证券交易所的交易量分别达 1126.14 亿元和 76.92 亿元。

1992 年开始的以后三年内，我国经济进入快速增长时期，投资过热，各种经济主体对融资有迫切需求，国债回购市场作为融通资金的一种手段，很快就发展起来了。由于没有建立起

一套完善的制度性的法律规范，使我国国债回购业务在发展的同时也伴随着诸多不规范的行为和风险。据统计至 95 年底 STAQ 系统内交易的逾期金额已超过 100 亿元，逾期比例高达 62.5%。据估计在全国回购交易中相互拖欠的金额可能高达约 700 亿元，这些资金有的短期难以收回，有的则成了无法收回的坏帐。针对这些严重的问题，管理当局采取了一系列措施，并于其后逐步关闭了各地区性的证券交易中心，仅保留了上海和深圳证券交易所的国债回购交易。

交易所市场是一直我国国债二级市场的主体，1997 年以前商业银行和其它金融机构都参与交易所国债市场进行国债回购交易，并凭借其强大的资金实力成为市场资金的主要供给方和国债现券的主要投资人。1996 年，享有信息优势、资金优势的商业银行、证券公司及其它金融机构大量持有国债并参与二级市场炒做，当时商业银行和证券公司尚未实现分业经营，这使监管部门对银行资金流入股市，引发股市风险担忧。1997 年 6 月，人民银行下令所有商业银行退出交易所市场，并组建了银行间债券市场，市场参与者主要为国有商业银行、股份制商业银行、城市合作银行、保险公司及中央银行。因此，我国的国债回购市场形成了相互分离的两个市场，全国银行间债券回购市场和深、沪证券交易所债券回购市场。

#### 六、 大额可转让定期存单市场

大额可转让定期存单（Negotiable Certificates of Deposits）简称 CDs，1961 年美国的花旗银行创造

产生原因：美国商业银行的存款利率上限限制

特点（与传统的定期存款区别）：1、不记名、可流通转让；2、存单金额大，美国最少为 10 万美元，二级市场交易单位为 100 万美元。在香港最少面额为 10 万港元；3、利率较高，一般高于同期限的定期存款利率，利率可固定，可浮动；4、不能提前支取，但可以在二级市场流通转让；5、期限较短，一般为 3 个月左右

中国的 CDs 市场

#### 第四节 资本市场

##### 一、资本市场概述

❖ 资本市场是金融工具的期限在一年以上的金融市场。股票市场、中长期政府债券市场等都是长期资本市场。

❖ 为什么只有期限在一年以上才是资本市场呢？这是因为，从总体来说，在一年的时间之内，资金短缺者难以通过它来改变固定资本总量和结构，一般也不可能改变使用的生产技术，难以形成有效的供给能力。只有在一年以上，企业才可能用在金融市场筹措到的资金建立起新的厂房和购置机器设备等。

分类：股票市场与中长期债券市场

##### ❖ 股票市场

股票的定义和分类

股票的交易场所：证券交易所和场外交易市场

##### ❖ 中长期债券市场

债券的定义和分类

债券的交易场所：证券交易所和场外交易市场

分类：一级市场与二级市场

❖ 一级市场是发行市场，它最基本的功能是将社会剩余资本从盈余者手中转移到短缺者手中，促进储蓄向投资的转化。

❖ 二级市场就是供在一级市场上发行后的金融工具流通和转让的市场，它的存在提高了这些金融工具的流动性。

❖ 正是二级市场提高了金融工具的流动性，才极大地增强了人们持有这些资产的意愿。如果没有高流动性的二级市场，一级市场的发行也会很困难。

❖ 一级市场是二级市场的基础，如果没有一级市场发行的金融工具，二级市场也就成了无本之木，无源之水。

中长期债券

公司股票

证券投资基金

资本市场工具的发行与交易

    资本市场工具的发行——一级市场

        私募发行和公募发行

        承销

长期资本市场工具的发行是由承销商来组织的。

按照委托程度及承销商所承担的责任不同，承销可以分为全额包销、余额包销和代销三种方式。

承销方式

全额包销是资本市场工具发行中最常见的承销方式，是指承销商接受发行人的全权委托，承担将本次发行的相应的金融工具等全部销售给投资者的职责。

余额包销是指承销商接受发行人的委托，代理发行人发行本次相应的金融工具，如果在规定的时间内，还有剩余没有销售出去，则由承销商认购全部未销售出去的余额。

代销就是承销商接受公司的委托，承担发行人发售债券或股票的职责。

二级市场交易

交易所交易与场外交易

交易所交易就是在像上海和深圳证券交易所进行的股票或债券的买卖。

场外交易就是证券交易所交易大厅以外进行的各种证券交易活动的总称。

场外交易最主要的方式就是柜台交易。柜台交易是指在证券公司或银行开设的柜台上进行的证券交易活动。在柜台市场上交易的证券主要是依照证券交易法公开发行但未在证券交易所上市的证券，其交易价格以议价方式确定，而且交易方式仅限于现货交易。

二、资本市场债券价值评估 P148

    （一）贴现债券与付息债券

按照付息的方式的不同，可将债券分为：

❖ 贴现债券：债券发行者在债券到期后按照债券票面金额向债券持有人兑付，但在债券到期前，债券的市场价格是低于其面值的。

❖ 付息债券：债券发行者在发行债券时承诺未来按一定利率向债券持有者支付利息并偿还本金的债券，付息债券规定了票面利率，一般每年付息一次。

二、债券价值评估方法—收入资本化

❖ 收入资本化法被认为任何资产的内在价值决定于投资者对持有该资产预期的未来现金流的现值。

❖ 根据资产的内在价值与市场价格是否一致就可以判断该资产是否被低估或高估，从而帮助投资者进行正确的投资决策。

❖ 决定债券的内在价值成为债券价值分析的核心。

### 三、贴现债券的价值评估

(一) 贴现债券的内在价值公式：

$$V=A/(1+r)^n$$

A 为面值，n 为债券到期时间，r 为市场利率

(二) 付息债券的价值评估

1、付息债券的内在价值公式：

$$V=c/(1+r)+c/(1+r)^2+\dots+c/(1+r)^n+M/(1+r)^n$$

c 为债券每期支付的利息，n 为债券到期时间，r 为市场利率

假设某公司发行了一年期的付息债券，面值为 100 元，票面利率为 6%，假设市场利率为 5%，则该债券的理论价格应该是多少呢？

$$PV=106/(1+5\%)=100.95$$

某债券票面金额为 100 元，票面利率 8%，半年付息一次，5 年后到期一次还本，假定市场利率为 5%，问此债券的价值是多少？

$$PV=4/(1+2.5\%)+\dots+4/(1+2.5\%)^{10}+100/(1+2.5\%)^{10}=112.99$$

(三) 永久债券的价值评估

永久债券的内在价值公式：

$$V=c/r$$

c 为债券每期支付的利息，r 为市场利率

❖ 某企业债券面值 1000 元，票面利率 10%，期限 10 年，每年支付一次利息。现在该债券的市场价格为 1080 元，市场利率为 9%，该债券值得投资吗？

### 三、股票价值评估

#### 一、市盈率评估 P150

❖ 市盈率是指股票的市场价格与当期的每股收益之间的比率。

❖ 市盈率之所以是衡量一只股票价值的重要指标，是因为当每股收益不变时，它在静态上反映了投资者完全靠现金股利来收回投资本金所需要的时间，市盈率越高，收回投入的本金所花的时间就越长；反之，市盈率越低，收回投资所花费的时间就越短。

❖ 过高的市盈率表明股票市场价格严重背离其内在价值，股票市场就形成了泡沫。

#### 二、股利贴现法

❖ 股票的理论价格公式为：

$$P=E_1/(1+r)+E_2/(1+r)^2+E_3/(1+r)^3+\dots=\sum E_t/(1+r)^t$$

$E_t$  表示公司第 t 年的每股收益，P 为股票的理论价格，r 为股票的贴现率或预期收益率

#### 二、股利贴现法

(一) 无股利增长时的股利贴现模型

无股利增长股票的理论价格公式为：

$$P=E/(1+r)+E/(1+r)^2+E/(1+r)^3+\dots=\sum E/(1+r)^t=E/r$$

(二) 股利稳定增长时的股利贴现模型

股利稳定增长时的股票理论价格公式为：

$$P = \frac{E}{(1+r)} + \frac{E(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{E(1+g)^2}{(1+r)^3} + \dots = \sum \frac{E(1+g)^{n-1}}{(1+r)^n} = E \times \left\{ \frac{1 - \left[ \frac{(1+g)}{(1+r)} \right]^n}{(1+r) - (1+g)} \right\}$$

$g$  为年增长率

债券和股票的价值评估参考资料

张亦春《金融市场学》高等教育出版社，98年版

陈琦伟：《公司金融》，中国金融出版社，2004年1月——P63-69

四、市场有效性与市场效率 P145

(一)资本市场的有效性

内在效率：指股票市场的交易营运效率，即股票市场能否在最短的时间和以最低的交易费用为交易者完成一笔交易。它反映了股票市场的组织功能和服务功能的效率。

外在效率：是指股票市场分配资金的效率，即市场上证券的价格是否能够根据有关的信息做出及时、快速的反应，它反映了股票市场调节和分配资金的效率。

好的市场可以迅速传递大量准确的信息，帮助证券的价格迅速调整到它应调整的价位上；差的市场信息传递慢且不准确，要花费很长时间才能将证券价格调整到位。为了评价市场对证券价格的效率，经济学家做了大量研究，提出市场的有效性假说，其中做出重要贡献的是美国的尤金·法马。

1965年，法马(Fama)提出著名的效率市场假说(effective market hypothesis)。资本市场的有效性是指市场根据新信息迅速调整证券价格的能力。他根据股票价格所反映的信息量将股票市场分为弱型有效市场、半强型有效市场和强型有效市场。

信息分为三类：内幕信息、公开发表的信息和历史信息

强型有效市场的股票价格反映了所有的公开和不公开的信息

半强型有效市场的股票价格反映了包括历史的价格和交易信息在内的所有公开发表的信息

弱型有效市场的股票价格仅反映了过去的价格和交易信息

研究有效市场理论的意义

有效市场理论认为：证券的价格是以其内在价值为依据的；高度有效的市场可以迅速传递所有相关的真实信息，使价格反映其内在价值。即市场的有效与否直接关系到证券的价格与证券的内在价值的偏离程度。强有效市场中，证券价格应该与预期价值一致，不存在价格与价值的偏离；如果偏离，人们会立即掌握这一信息，迅速买进或卖出的交易行为来消除这个差异。在强有效市场中，想获得超常的收益是不可能的。在弱有效市场中，反之。

假设前提：投资者是理性的投资者

(二)对有效市场假说的挑战

假设前提：投资者是理性的投资者

现实中是非理性的

对有效市场假说的挑战

股票市场过度反应：新消息的发布引起股票价格的过度反映，对定价偏差的纠正十分缓慢。

小公司效应：小公司在很长时期提供的回报率非常高

1月效应：股票价格在12-1月间出现非同寻常的上升

股票市场的过度波动性：股价的波动远远超过了其基本价值的变化。

新消息并不是总能迅速反映在股票价格中

新的研究进展：行为金融学(有限理性、有限控制力和有限

参考资料

中国资本市场的最新发展：请参阅《中国金融发展报告》社科院金融研究所，社科文献出版社，P162-191



张亦春《金融市场学》，高等教育出版社 98 年版，P47-65

## 第五节 资金盈余者的资产选择与风险管理 P150

### 一、资产选择的决定因素

财富或收入

资产的预期回报率

风险

流动性

#### (一) 财富或收入

当收入或财富增加时，资产需求增加。

但对每种支出需求并不是同比例增加—对各种资产的需要的大小取决于资产需求的财富弹性。

资产需求的财富弹性来衡量收入或财富变动对你的资产需求的影响程度。资产需求的财富弹性是指收入或财富变动 1%，引起的资产需求变动的百分比。

如果一种资产需求的财富弹性小于 1，即一种资产需求的增长速度低于收入或财富增长的速度时，这种资产就是必需品。如果一种资产需求的财富弹性大于 1，即一种资产需求的增长速度高于收入或财富增长的速度时，这种资产就是奢侈品。股票、债券是奢侈品，现金是必需品。

#### (二) 预期收益率

其它条件相同时，预期收益率越高，对该资产的需求也会越高。

#### (三) 风险

##### 1、风险的概念

风险就是投资收益遭受损失的不确定性。

但是，不确定性只是风险的必要条件而并不是充分条件，并不是所有的不确定性都是风险，人们通常是将损失而非收益增加的可能性看作风险。

##### 2、风险的分类：系统性风险与非系统性风险

系统性风险

一个经济体系中所有的资产都面临的风险

不可通过投资组合来分散

非系统性风险

单个资产所特有的风险

可通过投资组合来分散

##### 3、风险

如果两种资产的预期收益相同，但风险不同，那么，投资于哪种资产就取决于对待风险的态度和承受风险的能力了。

#### (四) 流动性

在其他条件相同的情况下，流动性越高，则对该资产的需求就会越高。

### 二、资产组合理论

风险和收益成正比，是否有收益较高但风险较低的资产呢？

#### (一) 单一资产预期收益率

和风险度的计算

##### 1、单一资产预期收益率的计算

$$E(r) = \sum r_i p_i$$

$r_i$  表示在  $i$  状态下获取的收益率， $p_i$  表示获得  $r_i$  的概率， $E(r)$  表示单一资产预期收益率  
假定股票 A 现在价格是 10 元，未来价格波动情况可能是：

- ❖ 一个月后上涨到 16 元的可能性是 0.25
- ❖ 上涨到 12 元的可能性是 0.5
- ❖ 还是 10 元的可能性是 0.25

$$E(r) = \sum p_i r_i = 0.25 \times 60\% + 0.5 \times 20\% + 0.25 \times 0\% = 25\%$$

2、单一资产风险度的计算公式

以  $\sigma^2$  表示方差， $r_i$  表示  $i$  状态下的收益率， $p_i$  表示获得  $r_i$  的概率， $E(r)$  表示预期收益率，则

$$\sigma^2 = \sum p_i [E(r) - r_i]^2$$

$\sigma$  表示标准差，即方差的平方根

$$\sigma = (\sum p_i [E(r) - r_i]^2)^{1/2}$$

假定股票 A 现在价格是 10 元，未来价格波动情况可能是：

- ❖ 一个月后上涨到 16 元的可能性是 0.25
- ❖ 上涨到 12 元的可能性是 0.5
- ❖ 还是 10 元的可能性是 0.25

$$\sigma^2 = 0.25 \times (0.6 - 0.25)^2 + 0.5 \times (0.2 - 0.25)^2 + 0.25 \times (0 - 0.25)^2 = 0.0475$$

(二) 资产组合预期收益率和风险度的计算

1、资产组合预期收益率的计算

$$E(r_p) = \sum w_j E(r_j)$$

$w_j$  表示  $j$  资产在总投资中所占的比重， $E(r_j)$  表示  $j$  资产的预期收益率， $E(r_p)$  表示资产组合的期望收益率

2、资产组合风险度的计算

2、资产组合风险度的计算公式 P154

$$\sigma_p^2 = [\sum w_i^2 \sigma_i^2 + 2 \sum w_i w_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij}]^{1/2}$$

$$\sigma_p = [\sum w_i^2 \sigma_i^2 + 2 \sum w_i w_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij}]^{1/2}$$

两种风险资产组合时，则资产组合的风险度

$$\sigma_p^2 = w_A^2 \sigma_A^2 + w_B^2 \sigma_B^2 + 2 w_A w_B \sigma_A \sigma_B \rho_{AB}$$

❖  $\rho_{AB} = 1$ ，A、B 两种资产完全正相关时，

$$\sigma_p^2 = w_A^2 \sigma_A^2 + w_B^2 \sigma_B^2 + 2 w_A w_B \sigma_A \sigma_B, \text{ 即 } \sigma_p = w_A \sigma_A + w_B \sigma_B$$

❖  $\rho_{AB} = -1$ ，A、B 两种资产完全负相关时，

$$\sigma_p = w_A \sigma_A - w_B \sigma_B$$

❖  $\rho_{AB} = 0$ ，A、B 两种资产相互独立时，

$$\sigma_p^2 = w_A^2 \sigma_A^2 + w_B^2 \sigma_B^2$$

4、资产选择原则

在投资组合中，选择存在正相关关系的资产就达不到分散风险的目的。

相互独立或存在负相关关系的资产才能较好地达到分散风险的目的。

在投资组合时，既为了盈利，也要为了分散风险的双重目标，最好是选择完全独立的资产。

资产组合注意的问题

- ❖ 资产组合可以降低非系统性风险，但不能降低系统性风险
  - ❖ 资产组合的数目并不是越多越好。研究表明，资产组合达到 15 种时，再增加资产组合，只能增大管理困难和交易费用，而不能有效降低风险。
  - ❖ 有效投资组合是在既定的风险程度下，为投资者提供最高的预期收益率的投资组合。
- 两种风险资产组合的图形

## 第六节 金融衍生品市场

### 金融衍生品市场概述

#### 远期合约

#### 期货合约

#### 期权合约

#### 互换合约

### 一、金融衍生品市场概述

#### (一) 原生金融工具和衍生金融工具

原生金融工具。也叫基础金融工具，它们的主要职能是媒介储蓄向投资转化或者用于债权债务清偿的凭证。如股票和债券。

衍生金融工具。是在原生金融工具基础上派生出来的金融产品，包括远期合约、期货、期权互换合约等，它们的价值取决于相关原生产品的价格，主要功能不在于调剂资金的余缺和直接促进储蓄向投资的转化，而是管理与原生工具相关的风险暴露。

#### (二) 衍生金融工具迅速发展的原因

电信、电子计算机技术的进步

规避利率、汇率、通货膨胀风险

金融业竞争的加剧—“3-6-3”银行

各国政府放松管制

期权公式的问世解决了期权定价问题，创造了巨大的衍生金融工具市场

### 二、远期合约

(一) 远期交易的概念：交易双方约定在未来某个时期按照预先签订的协议交易某一特定产品的合约，该合约规定双方交易的资产、交换日期、交换价格等，其具体条款可由交易双方协商确定。

合约由双方协商，其形式简洁、灵活；交易在私下进行，信用风险较大，参与者多为信用高的金融机构和企业。

#### 远期合约举例—商品

如在现货市场上大豆的价格 4000 元/吨，甲交易商 3 个月后要购买大豆。由于担心大豆价格上升，该交易商就与大豆生产商乙签订以 4000 元/吨的价格 3 个月后买入 500 吨的大豆。

如果 3 个月后大豆价格上升为 4200 元/吨，

则对甲交易商来讲，就会以 4000 元/吨的价格买入 500 吨大豆，比在 3 个月后的现货市场直接购买大豆要节约成本 200 元/吨；

如果 3 个月后大豆价格下降为 3800 元/吨，

则对甲交易商来讲，就会以 4000 元/吨的价格买入 500 吨大豆，比在 3 个月后的现货市场直接购买大豆要对支出 200 元/吨。

对大豆生产商乙来讲，正好相反。

### (二)远期合约的种类

远期协议主要有：

- 远期货币协议
- 远期利率协议
- 远期股票协议

### (三)远期利率协定

❖ 远期利率协定是交易双方对未来固定利率的合约，不管未来市场利率是多少，按照远期利率协定，都要支付/收到约定承诺的利率。

❖ 如果参考利率上升到了合约协定的利率之上，合约的卖方就要向买方支付一笔现金。

❖ 如果借款者预期借款成本会上升，那么，为了规避这种风险，他就会买进远期利率协定。

❖ 远期利率协定可以锁定利率。

远期利率协定一举例

某公司的财务经理打算在三个月后为公司借款 5000 万元，现在市场利率为 5%。

他预计三个月后的市场利率可能会上升到 6%，为规避市场利率上升的风险，就与 A 银行签订一份远期利率协定，约定三个月后以 5% 的利率从 A 银行借入 5000 万元。

如果三个月后的市场利率真的上升到 6%，

他就可以 5% 的利率为公司借入资金，成功规避了利率上升的风险。

如果三个月后的市场利率下降到 4.5%，

公司必须以 5% 的利率借入 5000 万元。

## 三、期货合约

### (二)期货交易和远期合约的区别

期货交易是在有组织的交易所进行的，属于场内交易；

交易是集中在交易所公开竞价的方式进行，不是一对一私下签订契约，只有交易所会员或其委托的代表有资格直接进入交易所进行期货交易，一般投资者只能委托经纪公司代理交易，这一点与证券交易所的股票交易没什么区别。

违约风险小，在期货交易所实行保证金制度。

交易的目的是为了获得实物商品，而是为了转移有关商品的价格风险，或赚取期货合约的买卖差价收益；

期货合约实际的交割比例较少，远期合约大部分进行实际的交割。

期货交易合约是标准化的。每一份期货合约都有固定的金额、交割时间、交割期限等，期货投资者无法自行决定。

杠杆投资。投资者在进行期货交易时，只需交纳少量的保证金和佣金即可。用少量的资本做成大量的交易，是期货交易的一大特点。

### (三)期货交易的产生和种类

❖ 期货的种类：商品期货和金融期货

❖ 期货交易的产生：

❖ 我国的期货：中国期货市场产生于 20 世纪 90 年代至 2005 年底正式品种 12 个。

商品期货：上海期货交易所（铜铝天然橡胶、燃料油）、大连商品交易所（黄大豆 1 号、黄大豆 2 号、豆粕、玉米）和郑州商品交易所（强麦、硬麦、绿豆、棉花）

金融期货：1992.12.18 上海证券交易所开办国债期货（限于证券商自营买卖），93.10.15 对公众开放。94 年机构违规，95.5.17 暂停国债期货交易试点。

#### （四）期货交易举例—商品期货

如 3 月 6 日，现货市场的大豆价格为 4000 元/吨，甲交易商估计 3 个月后大豆价格要上升，该交易商就在期货市场上买入一份大豆期货合约（假定一份大豆期货合约标准数量为 1000 吨，6 月份到期），合约价格为 4100 元/吨，如果 5 月 6 日大豆价格上升为 4500 元/吨，甲交易商就以 4500 元/吨卖出一份大豆期货合约进行平仓（平仓是指期货交易买入或卖出与其所持期货合约的品种、数量及交割月份相同但交易方向相反的期货合约，了结期货交易行为。）

则甲交易商盈利  $400 \text{ 元/吨} \times 1000 \text{ 吨} = 400000 \text{ 元}$

#### （四）期货交易举例—金融期货

❖ 某投资者预测股价会下跌，卖出 1 月期的恒生股票指数期货合约，当时 1 月期的恒生股票指数为 2900 点，则卖出期货合约的价值为  $50 \times 2900 = 14500 \text{ 港元}$ （股票指数期货合约价格是由购买或出售时所报的指数点与一个固定金额相乘得到的，恒生指数固定金额为 50 港元，标准普尔 500 股指固定金额为 500 美元）

❖ 对期货卖方来讲，如一个月后股指下跌为 2700 点，

❖ 则期货卖方盈利  $(2900 - 2700) \times 50 = 10000 \text{ 港元}$

❖ 如一个月后，股指上升为 3000 点，

❖ 则期货卖方亏损  $(2900 - 3000) \times 50 = -5000 \text{ 港元}$

❖ 则期货买方盈利： $(3000 - 2900) \times 50 = +5000 \text{ 港元}$

期货交易对期货买卖双方损益的影响

期货交易对期货买卖双方的收益和损失是无限的—巴林银行的倒闭

#### （五）期货市场的功能

❖ 价格发现，它指的是期货市场上买卖双方通过公开、公平、公正的竞争，不断更新期货交易商品的未来价格，并使之逼近某一均衡水平，从而为未来的现货价格确定提供充分信息的过程。

❖ 规避风险，它指的是期货交易的产品持有者在期货市场上买进或卖出与其所持产品数量相当、但交易方向相反的期货合约，以抵偿因现货市场价格变动而带来的实际价格风险的过程。这个过程就是对冲，或叫掉期交易—或套期保值。

#### （六）期货交易的目的一套期保值与投机

❖ 期货投机交易的目的是为了对冲风险，而是投机者通过预测未来价格的变化，利用自己的资金买卖期货合约，以期在价格出现对自己有利的变动时对冲平仓获取利润的行为。

❖ 套期保值是指交易者在现货市场买卖某种原生产品的同时，在期货市场中设立与现货市场相反的头寸，从而将现货市场价格波动的风险通过期货市场上的交易转嫁给第三方的一种交易行为。（以回避现货价格风险为目的期货交易行为）

❖ 有效的套期保值应遵循的原则：交易方向相反，原生产品相同，交易的数量相等，月份相同

#### （六）期货交易的目的一套期保值

如某交易商在现货市场以 4000 元/吨的价格买入 1000 吨大豆，打算 3 个月后卖出。由于担心大豆价格下跌，在期货市场上以 4000 元/吨的价格卖出 1000 吨的大豆期货合约。3 个月后现货市场价格下跌到 3800 元/吨，期货市场价格下跌到 3700 元/吨，对该交易商收益有何影响？如果 3 个月后现货市场价格上升到 4200 元/吨，期货市场价格上升到 4100 元/吨，对该交易商收益有何影响？

(1)价格下降：

现货市场上亏损： $-200 \times 1000 = -20$  万；

期货市场上盈利： $(4000-3700) \times 1000 = 30$  万元

(2)价格上升：

现货市场上盈利： $200 \times 1000 = 20$  万；

期货市场上亏损： $(4000-4100) \times 1000 = -10$  万元

(七) 期货合约的主要内容

❖交易单位，即每份合约的交割数量。

❖最小变动价位

❖每日最高波动幅度

❖标准交割时间

❖初始保证金和维持保证金

例：上海期货交易所天然橡胶期货合约

交易单位：5 吨/手

报价单位：元/吨

最小变动价位：5 元/吨

每日最高波动幅度：不超过上一交易日结算价的 $\pm 3\%$

合约交割月份：1、3、4、5、6、7、8、9、10、11 月

交易时间：上午 9:00-11:30 下午 1:30-3:00

最后交易日：合约交割月份的 15 日

交割日期：合约交割月份的 16-20 日

交割等级：标准品：国产一级标准橡胶（SCR5）；进口 3 号烟胶片（RSS3）

交割地点：交易所指定交割仓库

最低交易保证金：合约价值的 5%

交易手续费：不高于成交金额的万分之 1.5

交割方式：实物交割

期货合约保证金

四、 期权合约

(一) 期权合约的概念

❖期权就是事先以较小的代价购买一种在未来规定的时间内以某一确定价格买入或卖出某种金融工具的权利。其中，购买这种权利所费的代价就是权利金或期权费，而未来买入或卖出某种金融工具时的价格就是履约价格。

❖或期权合约是指期权的买方有权在约定的时间或约定的时期内，按照约定的价格买进或卖出一定数量的相关资产，也可以根据需要放弃行使这一权利。

❖期权包括：股票期权、股指期货、利率期权、货币期权、期货期权等

(二) 期权合约的分类

1、按购买者的权利来划分，期权分为：

买入期权（看涨期权），是指期权的购买者预期某种产品的价格将会上涨时，就以一定的权利金购买在未来约定的时期内以约定的价格购买该种产品的权利。

卖出期权（看跌期权），是指期权的购买者预期某种产品的价格将会下跌时，就以一定的权利金购买在未来约定的时期内以约定的价格卖出该种产品的权利。

2、按照履约时间的不同，期权分为：

美式期权：期权的购买者可以在期权到期日以及到期日之前的任何时间里执行权利的期权。

欧式期权：只能在期权的到期日执行期权。

### （三）期权举例一看涨期权

假设益智公司股票当前的价格为 15 元，你预计它在六个月后会上升到 22 元，但你又不敢肯定。于是，你以每股 1 元的价格从王小二手里购买了这样一份看涨期权，约定在六个月后你有权利从王小二手里以每股 17 元的价格购买 1 万股益智股票的权利。如果六个月后股票的价格真的上涨到了 22 元，那么，你就执行以每股 17 元的价格从王小二手里买入 1 万股益智股票的权利，然后以每股 22 元的价格将其在现货市场上卖掉。

对期权买方来讲： $10000 \times (22 - 17 - 1) = 40000$  对期权卖方来讲： $10000 \times (17 - 22 + 1) = -40000$

如果股价为 17.5，是否执行期权？

### （三）期权举例一看涨期权

假设益智公司股票当前的价格为 15 元，你预计它在六个月后会上升到 22 元，但你又不敢肯定。于是，你以每股 1 元的价格从王小二手里购买了这样一份看涨期权，约定在六个月后你有权利从王小二手里以每股 17 元的价格购买 1 万股益智股票的权利。如果六个月后股票的价格下跌到了 13 元。

如果执行期权，则对期权买方来讲：

$10000 \times (13 - 17 - 1) = -50000$ ；

所以，期权买方放弃行使权利，其亏损 1 万元的期权费，期权卖方就盈利 1 万元。

### （三）期权举例一

#### 看跌期权

❖如果你认为益智公司的股票价格在六个月后不是上涨到 22 元，而是会下跌到 11 元，那么，你就可以购买看跌期权。假设你和王小二的这份期权合约的主要条款为：你购买每股股票的权利金为 1 元，约定的履约价格为 15 元，期限为六个月。如果在这六个月中，正如你所预料的那样，益智公司股票价格真的下跌到了 13 元，那么，你就可以执行看跌期权，以 13 元的价格在现货市场上买入 1 万股益智股票，同时以约定的每股 15 元的价格卖出 1 万股给王小二。

❖对期权买方： $10000 \times (15 - 13 - 1) = 10000$

❖对期权卖方： $10000 \times (13 - 15 + 1) = -10000$

### （四）期权交易对双方损益的影响

### （四）期权交易对双方损益的影响

### （五）期权交易平衡点

需要计算盈亏平衡点。

对看涨期权来讲，盈亏平衡点 = 履约价格 + 期权费

对看跌期权来讲，盈亏平衡点 = 履约价格 - 期权费

### （六）期权的定价一略

期权费是期权的买方按特定价格从期权的卖主买进期权所支付的款项。期权费的多少就是期权的价格。

一般地，期权价格等于期权的内在价值与时间价值之和。

期权的内在价值是指期权的溢价部分，即市场价格与履约价格之间的差额。对于看涨期权，内在价值等于市场价格减去履约价格；对于看跌期权，内在价值等于履约价格减去市场价格。市场价格与履约价格的差越大，期权的内在价值就越大。内在价值是期权费的核心部分。

### 六、期权的定价

期权的时间价值是期权费超过其内在价值的部分。在美式期权中，随着期权的有限期限的加

长，期权的价值就会随之加大。原因在其他条件相同而只有到期日不同的两只期权，有限期长的期权其执行的机会包含了有效期短的期权所可能有的执行合约的机会。

时期价值的大小取决于期权剩余有效期的长短。剩余有效期越长，期权的时间价值也就越大。期权的时间价值随着到期日的临近而减少，到期日时，时间价值为零。

IBM 的期权价格

(周四闭市价格，1998 年 5 月 28 日)

期权定价的理论模型是在期权交易实践很久后于 1973 年问世。在这方面做出重要贡献的是费雪·布莱克 (Fischer Black)、迈伦·斯科尔斯 (Myron Scholes) 和罗伯特·默顿 (Robert C.Merton)。斯科尔斯和默顿也因此获得了 1973 年的诺贝尔经济学奖。

## 五、互换合约

### (一) 互换合约的概念和种类

❖ 互换合约是交易双方约定在合约有效期内，以事先确定的名义本金额为依据，按约定的支付率 (利率、股票指数收益率等) 相互交换支付的约定。

❖ 一种将不同的债务、不同利率的债务或交割期不同的货币的债务、由交易双方按照市场行情签订预约，在约定期限内相互交换，并进行一系列支付的金融交易行为。

❖ 种类：货币互换和利率互换

❖ 互换源于比较优势理论

❖ 互换目的：规避外汇和利率风险、降低筹资成本

### (二) 货币互换

货币互换是指交易双方根据互补的需要，以商议的本金额和利率为基础，进行债务或投资的本金交换并结清利息的一种金融交易活动。

在货币互换交易中，两个独立需要借入不同货币的借款者，同意在未来的时间内，按照约定的规则，互相负责对方到期应付的借款本金和利息。

互换的目的：不仅可以降低互换双方的筹资成本，而且使有关企业、政府机构等得以利用外国资本市场，获得本来不易获得的某种外币的资金，另外，它还有助于规避外汇风险。

### (二) 货币互换

基本程序：

#### (1) 本金互换：

德国马克、瑞士法郎 IBM      世界银行欧洲美元

#### (2) 定期互换利息：

欧洲美元 IBM      世界银行德国马克、瑞士法郎

#### (3) 最后本金互换：

欧洲美元 IBM      世界银行德国马克、瑞士法郎

### (三) 利率互换

利率互换是指交易双方在两笔同种货币、金额相同、期限一样，但付息方法不同的资产或债务之间进行的相互交换利率的活动。

它以交易双方协商的本金为计算利息的基础，在同种货币之间进行固定利率与浮动利率、固定利率与固定利率、浮动利率与浮动利率的互换。

设定名义本金额为 1 亿元，一方按期根据以本金额和某一固定利率计算的金额向对方支付，另一方按期根据以本金额和某一浮动利率计算的金额向对方支付。在交易中，双方只结清其



互换的利率差额，在整个交易过程中，均不发生资金的实际转移。

本章参考资料：

张亦春《金融市场学》，高等教育出版社 98 年版，P84-119

中国期货市场的最新情况：请参阅《中国金融发展报告》社科院金融研究所，社科文献出版社，P201-212

关于期货和期权的详细了解：约翰·赫尔（加）：《期货期权入门》2000 年，中国人民大学出版社

## 第五章 金融机构体系

### 第一节 金融机构及其包括的范围

联合国统计署的划分（国际标准产业分类法）其中金融中介分为：

（一）不包含保险和养老基金的金融中介活动

1、货币中介

中央银行

其他货币中介—存款货币银行

2、其他金融中介

金融租赁

其他信用活动—如农业信贷、进出口信贷、消费信贷等专业信贷活动

（二）保险和养老基金—不包括强制性社会保障

1、生命保险活动；2、养老基金活动；3、非生命保险活动

（三）辅助金融中介活动

1、金融市场组织—证券交易所

2、证券交易活动—投资银行、投资基金等的活动

3、与金融中介有关的其他辅助活动

按中心产品分类：

（一）金融中介服务—不含投资银行、保险和养老基金服务

1、中央银行服务

2、存款、贷款服务

3、中间业务服务

4、金融租赁等

（二）投资银行服务

（三）保险和养老基金服务—不包括强制性社会保障

1、生命保险和养老基金服务；2、意外伤害和健康保险服务；3、非生命保险服务等

（四）再保险服务

（五）金融中介辅助服务—投资银行服务、经纪服务、证券交易结算服务、资产信托委托服务、金融市场运营管理服务等

（六）保险和养老基金辅助服务等

### 国民核算体系对金融业的划分

- (一) 中央银行
  - (二) 其他存款公司
  - (三) 通过在金融市场上筹集资金并利用资金获取金融资产的其他金融中介机构—投资公司、金融租赁公司、消费信贷公司等
  - (四) 金融辅助机构—证券经纪人、贷款经纪人、债券发行公司、保险经纪公司、衍生工具公司等
  - (五) 保险和养老基金
- 金融机构体系基本构成

### 第二节 西方国家的金融中介体系

#### 一、西方国家的金融机构体系构成

银行机构：商业银行和中央银行

非银行金融机构：

#### 二、发展中国家的金融中介体系

现代型的金融中介机构：中央银行、商业银行、专业银行和为数不多的非银行金融机构

非现代型的金融中介机构：钱庄、当铺、放债公司等

#### 三、跨国金融中介

### 第三节 我国金融中介体系

#### 一、我国金融中介体系的建立和发展过程 P193

##### (一) 解放前的金融机构体系

“四行两局一库”：旧中国国民党统治区金融机构体系的主体。

“四行”是指“中央银行 1928、中国银行 1912、交通银行 1907、农民银行 1935”；

“两局”是指“中央信托局 1935、邮政储金汇业局 1930”；

“一库”是指“中央合作金库 1946”。

##### (二) “大一统”金融体系：

“大一统”金融体系（1953—1978）：

主要特点是：与计划经济体制高度统一；组织结构上高度统一，全国只有 1 家银行；业务经营与管理高度统一；金融行政管理机关与业务经营实体统为一体。

中国人民保险公司（隶属人行国外局领导）、建设银行、中国农业银行（55 年、63 年两度成立，并入人行）、农村信用合作社、中国银行

##### (三) 我国金融机构体系在改革中形成的过程

第一阶段（1979-1993）：突破过去高度集中型的金融机构体系而朝着多元化体系方向改革。建立独立经营、实行企业化管理的专业银行。

成立投资信托类型的金融机构。

农村信用合作社（隶属农行）、城市信用合作社的变化与发展（不具有合作性质向城市商业银行发展）

逐步引进国外金融机构

其他商业银行的建立丰富了金融机构体系。

大一统转化为中央银行体制—1984年1月中国人民银行成为中央银行。

第二阶段（1994-至今）：建立社会主义市场经济体制的金融机构体系

国有专业银行向商业银行转变

1994年组建政策性银行

中央银行由直接调控转变为间接调控

1995年确立分业经营、分业管理模式

1998年央行9大分支机构成立（宏观调控目的）

1999年建立金融资产管理公司—华融（工商）、长城（农行）、东方（中行）、信达（建行）

国有商业银行股份制改革—2004年1月6日，国务院公布了中国建设银行和中国银行实施股份制改造试点，并注资450亿美元。建设银行（2005.10.27在香港整体上市）和中国银行（2006.6.2中国银行在香港股市正式挂牌，2006年7月5日于上海证券交易所挂牌交易）；工商银行（2006年10月27日工行在香港和上海两地同时挂牌上市），农行也在积极筹划股改工作

总结：我国金融机构体系演变

一个国家的金融机构体系不能一成不变，而是在不断发展变化，以适应经济的发展需要

金融机构体系的演变要与经济体制改革相适应

金融机构体系的演变要适应社会的资产需求

二、我国目前的金融中介体系

（一）商业银行

（二）政策性银行

（三）资本市场金融机构

（四）其它金融机构

（五）政策与监管金融机构

（六）在华外资金融机构

二、我国目前的金融中介体系

（一）商业银行概念

以经营存款、贷款、办理转账结算为主要业务，以盈利为主要经营目标的金融企业。

素有“金融百货公司”之称

能够吸收活期存款，创造存款货币是商业银行最明显的特征。所以商业银行又称为存款货币银行。

（三）中国商业银行体系

（一）政策性银行是由政府创立或担保，以贯彻国家产业政策和区域发展政策为目的、具有特殊的融资原则，不以盈利为目标的金融机构。

设立政策性银行的原因（中国）：国有专业银行转变为真正的商业银行，但国有专业银行的政策性业务和商业性业务不分离影响银行的商业化进程；为盈利低的项目提供资金支持。

（二）政策性银行与普通的商业银行区别

资本金主要来自于政府财政拨付，不能通过发行股票来筹集政策性银行的资本金。

经营时主要考虑国家的整体利益、社会效益，不以自身财务上的盈利为主要目标，这是与普

通商业银行之间最根本的区别。

主要依靠发行金融债券或向中央银行借款，一般不面向公众吸收存款，也不向一般的工商企业发放贷款。

(三) 中国的政策性银行体系

(四) 目前政策性银行的运作现状和发展方向

1、目前政策性银行的运作现状

从资产规模看，国家开发银行要远远大于其他两家政策性银行，为其规模总和的 1.77 倍。从资产、负债和所有者权益的增长速度看，开行与进出口银行相当迅速，而农业开发银行的发展则明显平缓。在资产质量方面，2004 年末开行、进出口行和农发行的不良贷款余额分别为 166 亿、92 亿和 4029 亿，不良贷款率分别为 1.21%、7.38%和 56.04%，差异较大。在盈利能力和财务指标上，国开行表现突出，资本充足率 10.51%，进出口行资本充足率偏低，盈利能力较弱。农发行尽管资本收益率达到 5%以上，但若提留足额风险准备金，其财务指标将严重恶化。从不良资产和资本充足率等指标看，农发行的潜在风险无疑是很大的，进出口行也存在一定问题。

政策性银行的发展方向

2、政策性银行的发展方向问题

(1) 宏观经济环境变化：政府角色的转换和改善，特别是稳健的财政政策的实施，将使今后一段时期财政规模大幅度扩展的余地不大，特别是财政对产业经济发展的直接投入，会受到相当大的限制。如果再考虑到各种隐含债务，我国国家财政对政策性金融继续提供直接的大规模资金的空间更相对较小。

(2) 产业结构变化：过去支持的行业现已成为成熟的竞争性行业

十年前，煤炭、石油、天然气、电力等能源领域尚未向市场开放，这些领域的融资活动被认为是非商业性业务，需要国家开发银行提供政策性贷款支持。现在，煤炭、电力、公路、铁路、石油化工、城建及邮电通讯等行业已成为商业银行抢着贷款的热门行业。

十年前，我国机电产品出口占全部出口的比例只有 26.4%，需要进出口银行的信贷支持。到 2004 年，我国出口总额已占世界第三位，机电产品出口额占全部出口额的比例达到 54.5%，我国机电产品在国际市场上的竞争力增强

(一) 证券公司

1、证券公司又称证券商，是在证券市场上经营证券业务的非银行金融机构。

2、证券公司的三大业务

自营：证券公司自己的账户上买卖证券，以获取投资收益的行为。

经纪：替客户买卖已发行证券，即经纪业务是一般投资者委托证券公司买卖证券的行为。

投资银行：协助政府或工商企业销售新发行证券、为企业提供财务顾问、帮助企业进行资产重组等。

3、中国证券公司的分类管理

综合类券商：能够同时从事经纪、自营和投资银行业务的证券公司。

经纪类券商：只能从事经纪业务而不能从事自营业务、投资银行业务的证券公司。

1999 年我国《证券法》的规定

设立综合类证券公司，必须具备下列条件：(一) 注册资本最低限额为人民币五亿元；(二) 主要管理人员和业务人员必须具有证券从业资格(三) 有固定的经营场所和合格的交易设施；(四) 有健全的管理制度和规范的自营业务与经纪业务分业管理的体系。

经纪类证券公司条件：注册资本最低限额为人民币五千万元；主要管理人员和业务人员必须具有证券从业资格；有固定的经营场所和合格的交易设施；有健全的管理制度。

综合类证券公司可以经营：证券经纪业务、证券自营业务、证券承销业务、经国务院证券监督管理机构核定的其他证券业务

经纪类证券公司只允许专门从事证券经纪业务。

#### （二）基金管理公司（投资基金）

通过发行基金份额，将许多分散的闲散资金集中起来，进行组合投资，达到让基金持有人实现收益共享、风险共担的目的的金融机构

#### （三）证券交易所

证券交易所是组织证券买卖的场所。证券交易所为证券的买卖创造了一个有组织的经常性的连续交易市场。

##### 1、证券交易所的功能：

为交易双方提供一个完备、公开的证券交易场所，通过组织众多的投资者，大大地降低了证券买卖双方搜寻交易对方的时间和成本，提高了证券交易的效率。

保证了证券交易的连续性，通过集合竞价和电脑撮合，可以实现在开市的时间里大规模地不间断交易。

随时公布市场成交数量、价格等行情信息，便于投资者进行投资决策。

是组织和调控证券交易活动的重要机构，它方便地监控证券交易行为，减少价格操纵等违法交易。

##### 2、交易所组织形式

公司制证券交易所：由银行、证券公司、信托投资公司等共同投资入股组建起来的公司法人。公司制的证券交易所对本所内的证券交易员有担保责任，因此通常设有赔偿基金，或向国库交纳营业保证金，以赔偿因该所成员违约而遭受损失的投资者。公司制的证券交易所通常规定，证券商及其股东或经理人不得担任证券交易所的董事、监事或经理，以保证证券交易所经营者与交易参与者的分离。加拿大、澳大利亚、日本、香港

会员制证券交易所：是以证券商为会员形式成立的不以盈利为目的的组织。在实行会员制的证券交易所，只有会员及享有特许权的经纪人才有资格在交易所中进行证券交易，会员对证券交易所的责任仅仅以其交纳的会员费为限。美国、中国等大部分国家

##### 公司制和会员制证券交易所的区别

是否以盈利为目的

能否在交易所中进行证券交易

是否是法人

##### 2、交易所组织形式

90年代以后境外证券交易所的发展趋势：放弃会员制转而改组为公司制。

伦敦证券交易所2000年改组为股份公司并上市；泛欧交易所（2001年上市）；东京证券交易所（2001年改制）；纳斯达克（2001年完成股份制改造）；香港交易所（1999年改制2000.6上市）；新加坡交易所（1999年改制2000上市）；阿姆斯特丹证券交易所（1999年改制）。

#### （一）金融资产管理公司

专门收购国有独资商业银行不良贷款，管理和处置因收购国有独资商业银行不良贷款形成的国有独资非银行金融机构。

金融资产管理公司业务活动：

追偿债务

对所收购的不良贷款形成的资产进行租赁或者以其他形式转让、重组。

债权转股权，并对企业阶段性持股。

资产管理范围内公司的上市推荐及债券、股票承销。

财务及法律咨询，资产及项目评估。

组建金融资产管理公司的目的

改善四家国有独资商业银行的资产负债状况，提高国有商业银行在国内外资信。深化国有独资商业银行改革，对不良贷款剥离后的银行实行严格考核，把国有独资商业银行办与真正意义上的现代商业银行。

运用资产管理公司的特殊法律地位和专业化优势，通过建立资产回收责任制和专业化经营，实现不良贷款价值回收最大化。

通过金融资产管理，对符合条件的企业实施债权转股权，支持国有大中型亏损企业摆脱困境。

中国金融资产管理公司不良资产处置情况

2005 年金融资产管理公司资产回收

金融资产管理公司合计数据

（二）信托投资公司

“受人之托，代人理财”的非银行金融机构

主要业务内容有信托业务、委托业务、代理业务、租赁业务和咨询业务等。

我国自 1979 年创立中国国际信托投资公司，随后有中国光大国际信托投资公司、中国民族国际信托投资公司、中国信息信托投资公司、中国教育信托投资公司等

1995 年前由银行、国务院各部委、地方政府组建，1995 年后，分业经营

2002 年 5 月《信托投资公司管理办法》

信托投资公司可以经营的本外币业务：

资金信托业务

动产、不动产及其他财产的信托业务

投资基金业务

企业资产的重组、购并及项目融资、公司理财、财务顾问等中介业务

国债、政策性银行债券、企业债券等债券的承销业务

代理财产的管理、运用和处分

代保管业务

信用见证、资信调查及经济咨询业务

以自有财产为他人提供担保等

（三）信用合作社

由个人集资联合组成，以互助为主要宗旨、以简便的手续和适当的利率，向社会提供金融服务的合作金融组织

1996 年前是中国农业银行的基层机构，1996 年后与农行脱离，恢复合作制性质。

（四）财务公司：由企业集团组建。1987年建立。有华能集团财务公司、中国化工进出口财务公司、中国有色金属工业总公司财务公司。资金来源和运用限于集团内部

（五）邮政储蓄机构：1986年开办，资金全部缴存中国人民银行—目前的发展变化

（六）金融租赁公司：中国租赁有限公司、东方租赁有限公司，1995年后与隶属银行脱钩，独立经营

（七）保险公司

#### 1、保险公司及其功能

保险是分摊意外损失的一种财务安排。将其不确定的大额损失变成确定的小额支出，即保险费。

保险公司就是经营保险业务的金融机构。保险业是极具特色并具有很大独立性非系统。该系统列入金融体系是保费收入，世界各国的通例，是用于金融投资。

它与商业银行和证券公司主要在于促进储蓄向投资转化的基本功能不同，保险公司的基本功能在于分担风险。

#### 2、保险业务分类

财产保险：是以财产及其相关利益为保险标的的保险，补偿因自然灾害或意外事故所造成的经济损失。比如，为防止汽车被盗而购买的保险、为防止发生火灾造成企业财产损失而购买的保险等都是财产保险。

人身保险：包括人寿保险、健康保险和意外伤害保险等。人寿保险是以人的寿命和身体为保险标的，以人的生存或死亡为给付条件的一种保险。

责任保险：是以被保险人的民事损害赔偿为保险标的的保险，比如担心本公司生产的水器对用户造成损害而购买的保险就属于责任保险。

保证保险：是指由保险人承保在信用借贷或销售合同关系中因一方违约而造成的经济损失而进行的保险，比如，出口一批工艺品，顾虑对方不及时付款而购买的保险，或银行因担心借款者不能履行借贷合同的义务而购买的保险都属于保证保险。

再保险：是保险人通过订立合同，将自己已经承保的风险，转移给另一个或几个保险人，以降低自己所面临的风险的保险行为。

（八）中国的政策与监管机构

#### 1、中国人民银行的职责

制定和执行货币政策，保持币值的稳定。中国人民银行是中国唯一可以制定和执行货币政策的金融机构。

维护支付、清算系统的正常运行。商业银行之间复杂的业务往来所产生的资金流动，最后都要集中到中国人民银行统一清算。

持有、管理、经营国家外汇储备和黄金储备。

经理国库和负责金融统计业务。

代表我国政府参与国际金融活动

中国人民银行组织机构调整（略）

新设：

金融稳定局

征信局

反洗钱局

#### 2、三大监管机构

中国证券监督管理委员会，1992年10月，国务院证券委员会和中国证券监督管理委员会同时成立

中国银行业监督管理委员会：2003年组建

中国保险监督管理委员会：1988年设立

中国国家外汇管理局：1979年

#### 参考资料

中国的金融机构体系最新状况：请参阅《中国金融发展报告》社科院金融研究所，社科文献出版社，P62-133

国外金融机构体系构成：请参阅黄达《金融学》2003年 P270-278,P294

## 第六章 商业银行

### 第一节 商业银行的产生和发展

#### 商业银行的产生

商业银行是产生最早的金融机构。由货币兑换业（鉴定、兑换）—货币经营业（保管、汇兑）—近代银行（以吸存放贷为主）

#### 商业银行的发展

##### 高利贷—现代银行

近代银行起源于中世纪的欧洲—意大利：1580年出现近代银行威尼斯银行。英文 bank 的起源于意大利语“banko”坐长板凳的人。16世纪西欧进入资本主义时期，这些银行不适应资本主义的发展。其建立途径有两条：法律规定和资本家组建股份制银行（1694年成立的英格兰银行，资本120万英镑，利率4.5-6%）

#### 中国商业银行的产生和发展

南北朝的寺院经营质押业务放高利贷，唐代的柜坊，明末清初的票号、钱庄相当普遍，基本是高利贷。公元11世纪“银行”一词问世。

鸦片战争后，1845年，英国的丽如银行（外国银行），1897年通商银行，1904年户部银行（1912年改为中国银行），1907年交通银行—均为官商合办性质，同时民族资本的发展，私人银行发展。

国民党统治时期：四行二局一库

新中国的银行体系：“大一统”的银行体系（1953—1978）—多元化的银行体系（1978—1992）—建立社会主义市场经济体制的金融机构体系（1993-至今）

### 第二节 商业银行的类型和组织模式

#### 商业银行的组织模式

单一银行制

总分行制

控股公司制

连锁银行制



## 商业银行的类型

全能型（德国、瑞士为代表）和职能分工型（美国、英国、日本为代表）  
混业经营和分业经营

## 分业经营和混业经营的发展过程 P207

职能分工型商业银行（分业经营）美日英为代表

法律限定金融机构必须分门别类、各有专司，商业银行主要经营短期工商信贷业务（发展过程：30年代前，33年《格拉斯—斯蒂格尔法》，防火墙作用）

全能型商业银行（混业经营）德国、奥地利、瑞士为代表

经营一切银行和金融业务，分工不明显

发展趋势：由职能分工型向全能型转变：70年代后，金融自由化和金融创新

英国：1986年通过《1986年金融服务法》(big bang),实施取消金融管制的全面改革。标志世界金融体制和结构发生根本性变化。

日本：1998年颁布《金融体系改革一揽子法》，允许各金融机构跨行业经营各种金融业务。

美国：1999.10.22国会达成协议废除33年银行法，通过《金融服务现代化法案》，允许银行、保险公司、证券公司互相渗透并参与彼此的市场竞争。

混业经营的形式：一是在一家银行内开展银行、租赁、信托、保险等业务；二是以金融控股公司的形式把分别独立经营某种业务的公司链接在一起

## 我国的分业经营背景与问题

（一）我国的分业经营背景

（二）我国银行业的发展方向和应具备的条件

## 一、商业银行业务分两类：

表内业务：

负债业务：形成商业银行资金来源的业务。广义和狭义之分。

资产业务：形成商业银行资金运用的业务

表外业务：是指不在银行资产负债表中所反映的、但会影响银行所能取得的利润的营业收入和利润的业务。

商业银行业务可以用资产负债表来表示

商业银行的资产负债表

## 二、商业银行的负债业务

（一）吸收存款：银行接受客户存入的货币款项，存款人可随时或按约定支取款项的一种信用业务。是最重要的负债业务

存款分类：

活期存款：由存户随时存入的存款。在支用时须用支票，又称支票存款。开立目的：为了通过银行进行各种支付结算。因银行提供服务要付出较高费用，所以一般不支付利息。开立活期存款户的对象：

定期存款：那些具有确定的到期期限才能提取的存款。—CDs

## （一）吸收存款

储蓄存款：针对居民个人开办的存款业务。通常不能签发支票，支用时只能提取现金或转入存户的活期存款账户。分为活期和定期，都支付利息，但利率高低有别。开立对象：经

营机构：

存款结构的变化：定期存款比重上升

60年代存款业务的创新 P212

NOW 账户（可转让支付命令）、ATS 账户（自动转账制度—开立储蓄账户和活期存款两个账户）、CDs、MMMFs、MMDAs 等

## （二）借款

同业借款：向有多余头寸的商业银行或其它金融机构借入资金。

向中央银行借款：对中央银行而言，叫再贷款。

从国际货币市场借款：近二三十年，大的商业银行在国际货币市场上办理定期存款、发行 CDs、出售商业票据、银行承兑票据、发行金融债券等方式筹资。

## （三）发行金融债券：与存款有何区别？

利率高、银行主动筹资、一次性集中筹集有限额、有特定用途、可流通

（四）结算资金占用：银行在为客户办理转账结算等业务过程中可以占用客户的资金。如汇兑业务。

## （五）其他负债业务

（六）资本金：作用：反映银行抵御风险的能力，即银行失去清偿力的最后缓冲器，反映银行资信和实力的高低。

资本充足率  $\text{资本充足率} = \frac{\text{资本总额}}{\text{加权风险资产总额}} = \frac{\text{核心资本} + \text{附属资本}}{\text{表内风险资产加权总额} + \text{表外项目风险等额}} \geq 8\%$

## 三、商业银行资产业务

### （一）现金资产（准备金）：指现金或与现金等同可随时用于支付的银行资产

种类：库存现金、在中央银行的存款（法定存款准备金、超额储备或超额准备金—定义不同）、同业存款、应收现金（在支票结算过程中，须向其他银行收款的支票）

目的：是银行的一级储备，流动性最强，目的是满足储户的提取。

特点：流动性最强、目的是满足储户的提取、资产收益率低

### （二）贴现

票据贴现与银行贷款的区别（期限、流动性、风险、利息先收、买卖关系）

票据贴现的计算

### （三）贷款

贷款的特点：风险大、收益高，是商业银行的基本业务；可密切银行与客户的关系，开拓业务领域。

贷款分类：

生产者贷款：面向企业发放的贷款，以保证企业生产发展之需，包括固定资产贷款和流动资金贷款。

消费者贷款：发放贷款的目的主要是用于购买消费品—见下图

同业拆放：有多余资金的商业银行贷给头寸不足的商业银行  
贷款的发展趋势—贷款证券化

### （四）证券投资

投资业务就是商业银行购买有价证券或投资于其他实物资本的业务活动。如商业银行购买股票、政府债券或投资于房地产、自己经办实业等。主要是证券投资。

证券投资对象：主要是政府债券，（中）国债、金融债券、央行票据

对于购买股票、企业债券或投资于房地产，则

1、在实行分业管理的国家，法律禁止商业银行购买股票、企业债券或投资于房地产。

2、在实行银行与证券业混业经营的国家，商业银行在投资于股票或房地产资产时，受到的限制就很少。

证券投资目的：增加收益、分散风险、充当二级准备（信用风险低、可以流通转让）

美国商业银行的证券投资

以美国商业银行的资产投资为例，2004年美国商业银行证券资产的余额是1494亿美元，其中政府债券和政府机构债券是商业银行最主要的投资工具，其次是市政债券，股票投资只占证券投资的1%。在商业银行的资产负债表上，证券信贷占商业银行总资产的28.3%。

四、表外业务

表外业务是指不在银行资产负债表中所反映的、但会影响银行所能取得的利润的营业收入和利润的业务。分为广义的表外业务和狭义的表外业务。广义的表外业务包括中间业务和狭义的表外业务

中间业务指银行利用自己的便利而不动用自己的资产为顾客办理的服务，包括汇兑业务、信托业务、代理业务、租赁业务、信用卡业务等

狭义表外业务：凡未列入银行资产负债表内且与资产负债总额业务联系紧密的业务（在一定条件下，会转变为表内资产和负债业务的经营活动，通常称为或有资产、或有负债）包括贷款承诺、担保、衍生金融工具、投资银行业务

80年代商业银行表外业务发展迅速：

2004年四大国有银行与国际著名银行非利息收入占比对比情况

中国商业银行的中间业务收入占比

工行 2004 年中间业务收入 123.01 亿元，占营业收入的 9.71%；

农行 2004 年中间业务收入 71.72 亿元，占营业收入 11.24%；

中行 2004 年中间业务收入 115.27 亿元，占营业收入 12.33%；

建行 2004 年中间业务收入 73.52 亿元，占营业收入 9.17%。

其中，农行、中行中间业务收入比例高一些，原因是农行营业收入的基数比较小，中行则资金交易业务有优势。

数据来源国有四大商业银行公布的 2004 年年报

五 《巴塞尔协议》的主要内容—P490

1988 年国际清算银行在瑞士巴塞尔召开会议，通过《关于统一国际银行的资本计算和资本标准的协议》，即《巴塞尔协议》。

确定资本的构成。资本分为核心资本（实收资本和公开储备）和附属资本（未公开储备、资产重估储备、普通准备金或一般贷款损失准备、次级债务等）其中核心资本大于等于附属资本

确立了加权风险资产的计算方法

确定了 8% 的资本充足率比例和时间

资本充足率 = 资本总额 / 加权风险资产总额 = (核心资本 + 附属资本) / (表内风险资产加权总额 + 表外项目信用风险等额) ≥ 8%

表内风险资产加权总额 = ∑ 表内资产额 × 风险系数

表外项目信用风险等额 =  $\Sigma$  表外资产  $\times$  信用转换系数  $\times$  表内相对性质的风险权重  
资本充足率的计算

#### 第四节 存款保险制度

##### 一、存款保险制度的概念

由吸收存款的金融机构根据其吸收的存款数额，按规定的保费率向存款保险机构投保，当存款机构破产而无法满足存款人的提款要求时，有存款保险机构承担支付法定保证金的责任。

美国是世界上最早建立存款保险制度的国家，于 20 世纪 30 年代在大危机后建立了世界上第一个正式的全国性存款保险制度。随后，许多国家也相继效仿。截至 2000 年，已有 72 个国家建立存款保险制度。

二、存款保险制度的功能：维护存款人的利益，维护金融体系的稳定

##### 三、存款保险制度的利弊分析

利：1、有利于保护众多的小储户、小投资者的利益

2、降低挤兑和金融机构连锁倒闭的可能性

弊：1、诱导存款人。由于存款保险制度的存在，会使存款人过份依赖存款保险机构，而不关心银行的经营状况。诱导存款人对银行机构的风险掉以轻心。从而鼓励存款人将款项存入那些许诺给最高利息的金融机构，而对这些机构的管理水平和资金实力是否弱于它们的竞争对手并不十分关心。

2、鼓励银行铤而走险。也就是说，存款保险制度刺激银行承受更多的风险，鼓励银行的冒险行为。银行自身的制定经营管理政策时，也倾向于将存款保险制度视为一个依赖因素，使银行敢于弥补较高的存款成本而在业务活动中冒更大的风险。因为它们知道，一旦遇到麻烦，存款保险机构会挽救它们。

3、不利于优胜劣汰。因为管理当局对不同的有问题的银行采取不同的政策，仅有选择地允许一些银行破产。

##### 四、我国存款保险制度的引进问题

#### 第五节 商业银行经营原则和管理

##### 一、商业银行的经营原则—“三性”

盈利性、流动性、安全性

三者之间的关系：对立统一

“三性”原则贯穿银行经营的全过程

##### 二、资产管理与负债管理

###### (一) 资产管理

资产管理三原则：在资产的收益性、流动性和风险之间取得平衡。

###### (一) 资产管理

资产管理理论的三个发展阶段

商业贷款理论

可转化理论

预期收入理论

(二) 负债管理

基本内容就是如何以较低的成本获得比较稳定的资金来源。

(三) 资产负债综合管理

- 1、流动性管理
- 2、利率风险管理
- 3、贷款风险管理

1、流动性管理(商业银行弥补流动性不足渠道)

准备金(现金资产)

定义：商业银行为应付存款者取款需要而保留的一部分资产，包括法定存款准备金、在中央银行的超额存款和库存现金。其中，在中央银行超额存款和库存现金之和称为超额准备金。持有准备金的目的是保持银行的流动性，防止出现挤兑危机。

法定准备金是中央银行要求商业银行必须缴存的准备金。

超额准备金为商业银行总储备资产减去法定存款准备金的余额，它与存款总额的比率就是超额准备金率。

思考：如果商业银行出现流动性不足，应如何解决？

调整资产方 1：持有足量的超额准备金

调整资产方 1：持有足量的超额准备金

持有足量的超额准备金可以满足流动性需求，但会减少盈利。原因是：持有超额准备金，导致贷款和有价证券减少，盈利降低。

调整资产方 2：出售有价证券

调整资产方 3：收回贷款

调整负债方 1：吸收存款—800 万元

调整负债方 2：从中央银行借款—700 万元

调整负债方 3：同业拆借—700 万元

对流动性管理的总结

银行面临流动性不足时，可以通过出售证券、同业借款、向中央银行借款、收回贷款、保留足量的超额准备金、吸收存款等方式来解决。

2、利率风险管理

(1) 利率敏感性分析：是将银行的资产和负债分为利率敏感性资产和利率敏感性负债

利率敏感性资产就是指资产的收益受利率波动影响较大的资产。利率敏感性负债就是指负债的成本受利率波动影响较大的负债。

利率敏感性缺口(GAP) = 利率敏感性资产 - 利率敏感性负债

利率敏感性资产 > 利率敏感性负债时，利率敏感性缺口(GAP) > 0；利率敏感性资产 = 利率敏感性负债时，利率敏感性缺口(GAP) = 0；

利率敏感性资产 < 利率敏感性负债时，利率敏感性缺口(GAP) < 0。

思考：当利率敏感性缺口 > 0、= 0 或 < 0 时，利率变动对银行的利润有何影响？

某银行的资产负债表(GAP < 0)

在 GAP < 0 时，利率上升对银行利润的影响

在  $GAP < 0$  时，利率下降对银行利润的影响

某银行的资产负债表 ( $GAP > 0$ )

在  $GAP > 0$  时，市场利率上升对银行利润的影响

在  $GAP > 0$  时，利率下降对银行利润的影响

#### (2) 商业银行利率风险管理策略

当预测市场利率上升时，主动营造资金配置的正缺口，当预测市场利率下降时，主动营造资金配置的负缺口，当预测市场利率较难预测时，可以保持零缺口。

缺陷：1、短期利率预测准确率不高，目前改为与经济周期相联系；2、银行对利率敏感性缺口的调控有限（银行与客户的意愿相反），所以可以用利率互换和期货期权的套期保值来规避利率风险。

#### (2) 商业银行利率风险管理策略

利率互换。把其中的浮动利率负债转为固定利率负债等方式一见下图

利用期货期权的套期保值来规避利率风险。优点在于，交易的成本比利率套期低，其相对的缺点则在于这些交易的合约一般是标准化的，因而难以被精确地分割或组合来满足银行的需要。

当预测市场利率上升时，利用利率互换调整缺口

当预测市场利率上升时，利用利率互换调整缺口

#### (3) 存续期分析 (略)

利率敏感性分析并未考虑银行资产和负债的期限差异，实际上，银行资产和负债的期限并不相同。一般而言，负债期限较短，资产期限较长。

存续期分析就是考虑银行资产和负债的平均存续期对利率变化对银行利润的影响。

### 3、贷款风险管理

银行贷款分为正常贷款和不良贷款两类。通常地，正常贷款是借款人完全按照借款合同的承诺还本付息的贷款，否则就是不良贷款（或不良资产）

#### 贷款五级分类管理法

正常：借款人能够履行合同，没有足够理由怀疑贷款本息不能按时足额偿还。

关注：借款人目前有能力偿还贷款本息，但存在一些可能对偿还贷款本息产生不利影响的因素。

次级：借款人的偿还能力出现明显问题，完全依靠其正常营业收入无法足额偿还贷款本息，即使执行担保，也可能造成一定损失。

可疑：借款者无法足额偿还贷款本息，即使执行担保，也肯定会造成较大损失。

损失：在采取所有可能的措施或一切必要的法律程序之后，本息仍无法收回，或只能收回极少部分。

建、中、工行不良贷款余额及不良贷款比率 单位：亿元、%

2006 年全球 1000 家银行前 25 位银行不良资产排行榜

### 2、信用风险管理

#### (1) 筛选

银行在发放贷款前，要对借款者各方面进行评估，以判断借款者还款意愿和还款的能力，区分借款者的风险。

银行信贷审查 5C 的内容

借款能力 (Capacity to borrow)：银行放款时，不仅关心借款者的偿还能力

借款人的品质 (Character)：指借款人要诚实、可靠和讲信用，有强烈归还借款的愿望

资本 (Capital): 自有资本越多, 银行在放款时发生逆向选择和借款者借款后发生道德风险的可能性就越低。

放款时的担保 (Collateral)

经营情况 (Condition of business): 借款者的经营管理和盈利能力。

银行信贷审查 5P 的内容

借款者个人因素 (Personal factor): 即借款者的信誉和偿还贷款的能力;

目的 (Purpose factor): 借款者有无增加生产的积极意义;

偿债因素 (Payment factor): 偿还资金是否具有自偿性和如何安排最好的偿还时间。

债权保证因素 (Protect factor): 即放款的抵押品和收回贷款的保障措施, 如要求借款者提供第三方担保;

前景因素 (Prospective factor): 对盈利风险的评价。

(2) 贷款专业化: 指银行集中于当地企业或某一个特定行业的企业发放贷款。

从风险管理的角度来看, 专业化有悖于分散化原则。

从另一个角度来看, 贷款专业化又是非常有利的, 因为这样可以利用专业化分工的好处。银行集中在某一特定的行业发放贷款, 能更好地对行业内的各个企业比较分析, 筛选出信用较好的企业。

(3) 信用配给: 指银行拒绝向贷款申请者提供全部或部分的贷款, 使借款的借款需求只能得到部分的满足, 或根本就得不到满足。

(4) 补偿性余额: 是指借款者必须在发放贷款的银行开立的账户上保留贷款总额某一个百分比的资金, 比如说是贷款总额的 10%。

补偿余额部分地发挥着抵押的功能, 此外, 它还有助于银行对借款者进行监控, 特别是, 银行可以通过观察借款补偿余额账户上资金流量的变化来获得借款者的支付活动和财务状况的信息。

补偿余额在一定程度上提高了贷款的利率。

(5) 首付要求: 个人在向银行申请住房抵押贷款时, 银行通常会要求一定比例的首付款。

首付要求越高, 弱化逆向选择和道德风险的功能就越强。

首付要求还可对借款者起到一种自动筛选的作用, 没有一定收入的人因为无法支付必要的首付款, 也就自然被排斥到了银行信贷市场之外。

(6) 与客户建立长期的关系:

银行可以与企业建立长期的信用关系来获得企业的相关信息, 从而有利于银行加强对借款者的监控和信贷风险管理。

对借款者来说, 与银行建立长期关系可以降低申请贷款的成本, 当它需要贷款时, 就可较便利地获得银行的支持。对银行来说, 与客户保持长期关系, 就可以通过提高借款者违约的机会成本而自动地降低了借款者发生银行未曾预料到的道德风险

(7) 抵押或担保

(8) 贷款承诺

(9) 贷款证券化

## 第七章 中央银行

### 第一节 中央银行的产生和类型

#### 一、中央银行的产生和发展

##### (一) 中央银行的产生必要性：

统一发行银行券的需要

票据清算的需要

充当最后贷款人的需要

对金融业监督管理的需要

##### (二) 中央银行的产生和发展过程

1、中央银行的产生

2、中央银行的发展

19 世纪—一战

一战—二战

二战后

3、中央银行的发展趋势

#### 二、中央银行的类型

##### (一) 单一中央银行制度

1、一元式

2、二元式

##### (二) 复合中央银行制度

##### (三) 准中央银行制度

##### (四) 跨国中央银行制度

### 第二节 中央银行的职能

#### 一、中央银行的性质和特点

(一) 中央银行的性质：管理金融事业的国家机关和特殊的金融机构

(二) 中央银行的特点：不以盈利为目的、不经营普通银行业务，只与政府和金融机构发生资金往来关系、在制定和执行货币政策时，中央银行具有相对独立性

#### 二、中央银行的职能

(一) 发行的银行

(二) 银行的银行

集中存款准备、最终贷款人、组织全国的清算

(三) 政府的银行

代理国库、代理国债发行、对财政给予信贷支持、保管外汇和黄金储备、制定和实施货币政策、制定和监督执行金融管理法规

#### 三、中央银行的业务—资产负债表 P235

#### 四、中央银行的独立性



中央银行隶属于国会，独立性最强，如美联储、欧洲中央银行  
中央银行隶属于财政部，独立性弱，如原意大利、法兰西中央银行  
中央银行隶属于政府，独立性居中，如英格兰银行、日本银行

### 第三节 中央银行的支付清算系统

- 一、支付清算和中央银行
- 二、支付清算的方式
- 三、票据交换所

## 第八章 货币创造与货币供给

### 第一节 货币供给概述 P306

#### 一、货币供给(money supply)的口径

- (一) 划分标准：流动性
- (二) 货币层次的划分

$M_0$ =流通中的现金

$M_1$ = $M_0$ +活期存款（支票存款）（狭义货币）

$M_2$ = $M_1$ +定期存款+储蓄存款+其他存款（广义货币）

$M_3$  =  $M_2$  +其它短期流动资产（国库券、商业票据等）（广义货币）

#### 二、货币供给

◎货币供给是指一定时期内一国银行系统向经济中投入、创造、扩张（或收缩）货币的行为，是银行系统向经济中注入货币的过程。

货币供给的基本模型： $MS = B \times m$

### 第二节 商业银行存款货币的创造 p267

一、原始存款和派生存款的概念：原始存款是商业银行接受客户现金和中央银行对商业银行的再贷款、再贴现等所形成的存款。派生存款就是指在原始存款基础上产生的由发放贷款、贴现、投资等业务活动引申出的存款。

#### 二、派生存款创造的前提：

部分现金提取、部分准备金制度

转账结算

#### 三、现代金融制度下派生存款创造的简单模型

##### (一) 假设条件：

- 1、商业银行不持有超额准备金，只保留法定准备金，其余均用于贷款或投资
- 2、没有现金漏损或无现金提取
- 3、整个银行体系由一个中央银行和至少两家商业银行所构成

##### (二) 商业银行存款货币创造过程

甲银行贷款给 A 企业 90 元，A 企业存款增加 90 元，A 企业购买 B 企业的商品，用开支票

的方式支付。B企业拿支票委托其开户行乙银行代收支票款90元。乙银行拿这张支票去票据结算所进行清算。则乙银行的准备金增加90元。

(三) 商业银行存款货币创造公式的推导—假设法定存款准备金率为 $r$

商业银行存款货币创造的公式

依次类推，得到存款货币多倍扩张的公式： $\Delta D = \Delta R \cdot 1/r$   $d = 1/r = \Delta D / \Delta R$  ( $d$ 称为存款乘数或存款倍数)

支票存款总额与原始存款的比率（即存款乘数）等于法定准备金比率的倒数。

其中， $\Delta D$ 表示支票存款的增加额， $\Delta R$ 表示原始存款（法定存款准备金的增加额）， $r$ 表示中央银行所规定的法定存款准备金比率。

(四) 商业银行存款货币创造公式的推导—有超额准备金时

#### 四、影响商业银行存款货币创造的因素

如果商业银行有超额准备金（用 $e$ 表示超额准备金与支票存款的比率），则存款倍数  $d = 1/(r+e)$

如果有客户提取现金即有现金漏损（用 $c$ 表示现金与支票存款的比率），则存款倍数  $d = 1/(r+c)$

如果有支票存款向定期存款或储蓄存款的转化（用 $t$ 表示定期存款与支票存款的比率，定期存款准备金率为 $r_1$ ），则存款倍数  $d = 1/(r+t \cdot r_1)$

如果商业银行有超额准备金、客户提取现金、有支票存款向定期存款或储蓄存款的转化，则存款倍数  $d = 1/(r+e+c+t \cdot r_1)$

法定存款准备金率和客户的贷款需求

### 第三节 基础货币与影响基础货币的因素

#### 一、基础货币的定义：

又称高能货币，流通于银行体系之外为社会公众所持有的通货加上商业银行体系的存款准备金总额。  $B = C + R$

#### 二、影响B的因素（联系中央银行的资产负债表）

$$B = A1 + A2 + A3 + A4 + A5 - (L1 + L2 + L3)$$

其他负债不变的条件下，任何资产的增加，都会引起基础货币的增加；资产项目不变的条件下，其他负债项目的减少也会引起基础货币的增加

#### 中央银行的业务—资产负债表 P235

$B = C + R$ ，称为基础货币，B在中央银行的负债中占绝大多数的比重。

#### 二、影响B的因素—资产方 P313

##### (一) 中央银行购买政府债券

##### (一) 中央银行购买政府债券

结论：中央银行在债券市场上买卖政府债券（公开市场业务），对基础货币有完全的控制能力。

##### (二) 国外资产

(二) 国外资产：中央银行持有的外汇储备、黄金和在国际货币基金组织的特别提款权。在国外资产中，对基础货币的影响几乎唯一来自于外汇储备。

外汇储备对基础货币的影响：

中央银行收购企业或居民的黄金或外汇时，如用支票支付，则

(二) 国外资产对基础货币的影响

结论：中央银行收购黄金和外汇，会导致 B 的增加。央行可以通过外汇市场和黄金市场或发行中央银行票据等形式来调节。

(三) 对金融机构的再贷款或贴现

结论：通过中央银行对金融机构贷款，央行对基础货币有一定的控制能力。

(四) 财政赤字的弥补方式对 B 的影响

财政赤字最常见的融资方式有：

向中央银行借款或透支

增加税收

发行政府债券

1、向中央银行借款或透支（政府借款）

2、增加税收

财政存款一旦支用，会增加流通中的通货或增加金融机构在中央银行的存款，即 B 增加。

一增一减，B 不变。

3、政府发行债券

财政存款一旦支用，会增加流通中的通货或增加金融机构在中央银行的存款，即 B 增加。

一增一减，B 不变。

二、影响 B 的因素—负债方

政府存款

邮政储蓄存款（需改革）

资本金

#### 第四节 货币乘数

一、货币乘数定义：基础货币的变动会引起货币供给量变动的倍数

二、货币乘数的推导

流通中的现金 C 和支票存款 D 比例(现金漏损率)： $c=C/D$

非交易存款占支票存款的比率： $t=TD/D$

支票存款的法定准备金率 r，非交易存款法定准备金率  $rt$ 。

超额准备金占支票存款的比率为 e，银行的总准备金为 R

基础货币： $B=R+C$ ，狭义货币供给： $M1=D+C$

总准备金： $R=(r + rtt + e) D$

基础货币： $B=R+C$ ，狭义货币供给： $M1=D+C$

试推倒货币供给 M1 的乘数  $m1 = ?$

(一) 货币乘数  $m1$  的推导

$$m1 = M1/B = (C+D)/(C+R)$$

$$= [cD + D] / (cD + rD + eD + t \cdot rt \cdot D) = (1+c) / (r+e+c+t \cdot rt)$$

(二) 货币乘数  $m2$  的推导

$$m2 = M2/B = (C+D+TD)/(C+R)$$

$$= [cD + D + tD] / (cD + rD + eD + t \cdot rt \cdot D) = (1+c+t) / (r+e+c+t \cdot rt)$$

(三) 货币乘数和存款乘数的关系

$$m1 = (1+c)/(r+e+c+t \cdot rt)$$

$$d = 1/(r+e+c+t \cdot rt)$$

基础货币与货币供给的关系

### 三、影响货币乘数的因素

#### (一) 法定准备率：r 与货币乘数成反比 P315

如果提高法定准备金率，就需要商业银行提取更多的储备，可用于发放贷款的资金减少了，相应地减少了存款货币的创造，从而使得货币乘数值会趋于下降。如果基础货币没有变化，那么，货币供应总量就会减少。

r 是由中央银行决定的。

#### (二) 超额准备率：e 与货币乘数成反比-P317

银行增加超额准备率使可用于创造贷款的储备就减少了，从而削弱了银行体系创造存款货币的能力。当基础货币不变时，货币供应总量就会减少。

e 是由商业银行决定的，商业银行根据银行投资工具的收益率、贷款的风险、预期存款外流、存款流量的稳定性、借入准备的难易程度来决定 e 的多少。

#### (三) 通货比率：c 与货币乘数成反比。为什么？ P316

$$m1 = (1+c)/(r+e+c+t \cdot rt) = (1+c+r+e+t \cdot rt - r - e - t \cdot rt) / (r+e+c+t \cdot rt) = 1 + (1-r+e+t \cdot rt) / (r+e+c+t \cdot rt)$$

c 是由社会公众决定的，影响通货比率的因素有收入水平或财富、通货膨胀率、存款名义收益率、享受银行服务的便利程度、银行恐慌、地下交易等。

#### (四) 定期存款或储蓄存款占存款的比例

t 与 m1 成反比。为什么？

t 是由社会公众决定的，影响 t 的因素有收入水平或财富、资产预期收益率等。

### 四、决定货币乘数值因子的背后因素（供阅读参考）

#### (一) 影响通货比率的因素

1、收入水平或财富：随着收入水平的提高和财富的增长，尽管对通货总的需求会增加，但通货与存款的之间的比率会相应地下降。国民收入水平越高，经济越发达，通货比率有下降的趋势，进而货币乘数值有随经济增长而下降的趋势。

2、通货膨胀率：通货膨胀相当于对你的存款征收了税收，通货膨胀率越高，存款就越不划算。在高通货膨胀时期，人们会提取存款，手持现金购买实物资产用以保值，从而使通货与存款的比率自然会上升。反之，在通货紧缩时期，货币的价值储藏功能就可以得到较好地发挥，人们存款就很划算了，通货比率就会下降。

#### (一) 影响通货比率的因素

3、存款的名义收益：存款利率越高，我们到银行去存款的动机就越强；反之，存款利率越低，我们到银行去存款的动机就会相应地减弱。

银行的名义存款利率只是影响我们是否到银行去存款的重要因素之一。存款利率的下降，甚至是零利率，也不一定意味着我们不需要银行的存款服务了。财富量越大，通货比率会越低；反之，则会越高。

4、享受银行服务的便利程度：银行服务越便利，对现金的需求就会越少。

5、银行恐慌：是指存款者因对银行失去了信心，纷纷到银行挤提存款而导致银行流动性严重不足，进一步导致银行大量倒闭的现象。

发生银行恐慌时，人们担心在银行的存款血本无归，就会聚集在银行的门口排起长龙提取

存款，导致银行存款的急剧下降，通货急剧上升。

(一) 影响通货比率的因素

(6) 地下交易

地下交易是指违反现行法律或规章制度的交易，在这些地下交易中，都会采用现金结算的办法。此外，交易者为了逃避税收义务也会用现金支付，而不会采取支票转账的办法。所有这些交易中，如果用支票进行结算，很容易被监管者进行监控，就极大的提高了他们进行地下交易的风险。

地下交易活动越猖獗，对现金的需求也越高，从而会提高通货对存款的比率。

(二) 影响超额准备率的因素

1、银行投资工具的收益率：商业银行用于超额准备的金额越多，可用于发放贷款或购买其他收益证券的金额就越少，银行投资工具的收益率越高，持有超额准备金的机会成本也越高，这样，商业银行持有超额准备的动机也越弱。反之，商业银行可用于投资的工具的收益率越低，那么，它持有超额准备的收益损失则越小，机会成本也越低，因而，持有超额准备的动机可能会越强。

2、贷款的风险：借款者的信用风险越高，银行发放贷款的意愿就越弱，因为在这时发放贷款，不仅得不到利息，而且还要连老本都亏进去。

经济衰退，企业的存货普遍增加，资金周转缓慢时，商业银行面临的信用风险增加，它的超额准备比率也会大幅度地上升。

(二) 影响超额准备率的因素

3、预期存款外流：如果商业银行预期存款可能大量外流，它就必须提高超额准备，以应付存款者的取款需求。所以在节假日来临之际，商业银行的超额准备率会上升。

4、存款流量的稳定性：存款和取款流量越稳定，银行面临突发性的流动性冲击的可能性越小，从而对超额准备比率的需求也越低。

5、借入准备的难易程度：当商业银行面临流动性冲击时，如果它很易地从中央银行或同业拆借市场上借入资金，而且借入准备的成本又较低，那么，它所需要的超额准备就较少；反之，如果从中央银行或同业拆借市场借入准备越麻烦，成本越高，那么，它所需要的超额准备就越多。因此，商业银行对超额准备的需求与借入准备的难易程度呈反方向变化。

(三) 影响非交易存款与存款比率的因素

1、财富总额：财富增加会使  $t$  上升，货币乘数  $m_1$  下降。

2、资产的预期报酬率：定期存款利率上升、支票存款利率上升、其他金融资产收益率上升，会导致  $t$  的变动。

对影响货币乘数的因素进行总结：法定存款准备金是由中央银行决定的， $c$ 、 $t$  由社会公众的行为决定的， $e$  是由商业银行决定的，因此影响货币乘数的因素是由中央银行、商业银行和社会公众共同决定的。

第五节 货币供给模型

一、影响货币供给的因素：

$$MS = B \times m$$

货币供给量决定于基础货币与货币乘数这两个因素，而且是这两个因素的乘积。

(一) 基础货币对货币供给的影响

在货币乘数  $m$  一定时，基础货币与货币供给量成正比。影响  $B$  的因素的变动，引起基础货币的变化，在货币乘数一定时，货币供给发生变动。

(二) 货币乘数对货币供给的影响

在基础货币一定的条件下，货币乘数与货币供给成正比。影响货币乘数的因素的改变，引起货币乘数的变动，在基础货币一定时，货币供给发生变动。

二、货币供给模型

三、货币供给的外生性和内生性

第八章 货币需求

第一节 货币需求概述

一、货币需求的概念(demand for money):

货币作为交易媒介:经济中为完成一定的交易量所需的货币量。

货币作为一种资产:是指社会各部门在既定的收入或财富范围内能够而且愿意以货币形式持有的需要或要求。

二、货币需求的划分

(一) 主观货币需求和客观货币需求 (宏观货币需求和微观货币需求)

(二) 名义货币需求和实际货币需求 (是否考虑价格变动情况)

第二节 传统货币数量说

一、传统货币数量说

(一) 费雪方程式 (现金交易说)  $MV=PT$

$MV=PT$  ( $P$  表示各类商品或劳务的平均价格水平,  $T$  为各类商品或劳务的总交易量,  $V$  为货币流通速度,  $M$  为在一定时期内流通中货币的平均量)

费雪方程式的假设前提

古典经济学家认为,工资和价格具有完全灵活性,只要有过剩的劳动力,工资就会下降,对劳动力的需求增加,从而降低失业率,直到达到充分就业为止。这样,在价格和工资具有完全灵活性时,经济总能保持在充分就业状态下。由于经济始终处于充分就业状态,所以实际产出的变动也很小。 $T$  为各类商品或劳务的总交易量,所以总交易量在短期内不变。

货币流通速度在短时间内不会发生较大变动, $V$  是由习惯、制度、技术等因素决定的,所以在短期内可视为一个常量。

(二) 剑桥方程式 (现金余额说)

侧重于微观角度,把持有货币作为一种资产来研究。

影响人们持币的因素:

(1) 财富总额 货币需求与财富总额成正比

(2) 持币的机会成本

(3) 人们对未来收入、支出、物价的预期

$$\rightarrow M_d = kPY$$

其中  $k$  表示以货币形式保有的财富占名义总收入的比例,  $Y$  为实际国民收入,  $P$  代表价格水

平。

### （三）两者的区别

#### 1、对货币需求分析的侧重点不同

费：货币的交易手段职能；剑：货币作为一种资产的功能（货币的储藏手段职能）

#### 2、研究方法不同

费：流量法，与支出流量相联系，重视货币支出的数量和货币流通速度，所以称为现金交易说；剑：存量法，用货币形式保有资产存量的角度来考虑货币需求，重视存量占收入的比例，所以称为现金余额说

#### 3、对货币需求决定因素不同

费：从宏观角度考虑；剑：从微观角度考虑

### 第三节 凯恩斯的货币需求理论及其发展

1936年，凯恩斯出版了《就业、利息与货币通论》，提出流动性偏好货币需求理论。

#### 一、货币需求的动机

（一）交易动机的货币需求：指人们为进行日常交易而产生的货币需求。这一货币需求的数量主要决定于收入的数量，且与收入的数量成正比。

（二）预防动机的货币需求：为应付那些意料之外的支出而产生的货币需求。这一货币需求也主要决定于收入的数量，而且也与收入的数量成正比。

$M1=L1(Y)$ （ $M1$ 表示交易性的货币需求和谨慎性货币需求； $Y$ 表示收入）

（三）投机动机的货币需求：指为了在未来的某一恰当时机进行投机活动而保持一定数量的货币，典型的投机活动就是买卖债券。

#### （三）投机动机

凯恩斯认为，每个人心中都有一个正常的利率水平。若利率低于这一正常值，预期未来利率会上升，债券的价格就会下跌。为了避免债券价格下跌造成的损失，人们就会愿意持有更多的货币。

反之，当利率超过了人们认为的正常利率时，预期利率将下降，债券价格将会上升，因而人们在目前购进债券将会获得一定的资本收益。减少对货币的需求。

因此，投机性货币需求与利率水平呈负相关关系，即利率水平越高，债券价格越低，人们就会抓住机会买进债券，导致投机性货币需求越少；反之，利率水平越低，债券价格越高，人们就会纷纷卖出债券持有货币，投机性货币需求增加

$M2=L2(r)$ （ $M2$ 表示投机性的货币需求； $Y$ 表示收入； $r$ 表示市场利率）

#### 二、凯恩斯的货币需求函数

$Md=M1+M2=L1(Y)+L2(r)$

式中， $Md$ 表示货币总需求； $M1$ 表示交易性的货币需求和谨慎性货币需求； $M2$ 表示投机性的货币需求； $Y$ 表示收入； $r$ 表示市场利率； $L1$ 表示 $M1$ 与 $Y$ 的函数关系； $L2$ 表示 $M2$ 与 $r$ 的函数关系。

#### 三、凯恩斯货币需求理论的主要结论

##### 2、得出的三个结论：

（1）货币需求是不稳定的

（2）在货币需求波动很大时，货币流通速度也必然有较大的波动

根据凯恩斯的货币需求函数，货币流通速度并不是一个不变的量，即使是在短期内，技术

条件没有发生什么变化，货币流通速度也将是不稳定的。将凯恩斯货币需求函数代入费雪方程式就可以得到： $V=PY/Md=Y/[L_1(Y)+L_2(r)]$

(3) 在货币流通速度波动很大时，货币需求量  $M$  与名义收入  $PY$  之间具有不稳定的关系

#### 四、凯恩斯货币需求理论的发展

1950 年代之后，不少经济学家对货币需求的动机进行了更细致的研究，修正和完善了凯恩斯的理论，他们的共同特点是均突出强调了利率对货币需求的影响。

##### (一) 鲍莫尔——托宾模型

鲍莫尔 (W.J.Baumol) 的存货模型是对凯恩斯交易动机的货币需求理论的发展。根据凯恩斯的理论，交易动机的货币需求只是收入的函数，而与利率无关。鲍莫尔则通过分析，发现即使是交易动机的货币需求，也同样是利率的函数，而且同样是利率的递减函数。

##### (一) 鲍莫尔——托宾模型

假定：1、人们收入的获得和收入的使用一般不会同时发生

2、人们有规律地每隔一段时间获得一定数量的收入  $Y$ ，支出是连续和均匀的。

3、每次出售债券与前一次出售的时间间隔及出售数量  $K$  都相等，假定每次出售债券的交易费用为  $b$

当交易次数达到一定程度时，消费者的交易费用就可能超过利息收入，因此消费者必须在利息收入和交易成本之间进行权衡。持有货币余额越少，损失的利息收入就越少，但需要出售债券的次数就越多，从而交易成本就越大。一个理性的决策者将会选择一个最优的货币持有量，使得利息损失和交易成本之和最小。

##### (一) 鲍莫尔——托宾模型

则债券出售次数为  $Y/K$ ，交易成本为  $b \times Y/K$ ，平均货币持有额为  $K/2$ ，损失的利息收入为  $K/2 \times i$

消费者的总成本  $C = b \times Y/K + K/2 \times i$ ，

对  $K$  求导，得出  $K = (2bY/i)^{1/2}$

所以最优的交易性货币需求平均持有量： $L_{11} = K/2 = 1/2 \times (2bY/i)^{1/2}$

这就是著名的“平方根公式”，它表明，当交易量或佣金增加时，最适度现金余额将增加，而利率上升时，最适度现金余额会下降，但变化不是成比例的。

#### 交易需求

##### (二) 惠伦的谨慎性货币需求

凯恩斯认为谨慎性货币需求也只与收入水平有关，但惠伦等认为，影响谨慎性货币需求的因素主要有非流动性成本、持有谨慎性货币余额的机会成本、以及收入支出波动的方差。

非流动性成本越高，谨慎性货币需求越高。

谨慎性货币需求随非流动性成本的上升而增加，随机会成本的上升而下降；反之，随非流动性成本的下降而减弱，随机会成本的下降而增强。

支出波动的方差越大，谨慎性货币需求越高。

##### (三) 托宾的资产选择理论

托宾 (J.Tobin) 的资产选择理论是对凯恩斯投机动机的货币需求理论的发展。凯恩斯的理论无法解释人们既持有货币、又持有债券这种现象，更无法说明人们同时持有收益率各不相同的其他多种金融资产这一现实生活中普遍存在的事实。

托宾的资产选择理论不仅得出了投机性货币需求与利率呈反向变动关系的结论，而且还



通过人们资产组合的选择和调整行为，解释了货币与其他各种金融资产同时被人们所持有的现象。

人们在决策持有哪种资产时，起决定因素的不仅仅是各种资产之间的相对预期回报率，而且还要考虑持有各种不同资产所面临的风险。

大多数人都是风险规避者。

人们对投机性货币的需求不仅取决于利率的高低，而且还取决于各种金融资产的相对收益率和风险状况。

#### 第四节 弗里德曼的货币需求理论

1956年，米尔顿·弗里德曼发表《货币数量说的重新表述》一文，以货币需求理论的形式，提出新货币数量说。

##### （一）货币需求的决定因素

1、总财富：总财富（包括人力财富与非人力财富）是制约人们货币需求量的规模变量。但是，由于总财富无法用货币来加以直接地测量，因而它以恒久性收入为代表而成为货币需求函数中的一个变量。用  $Y$  表示名义恒久性收入

2、人力财富与非人力财富的比例：一般地说，人力财富在总财富中所占的比例越大，则货币需求就相对越多。用  $W$  表示非人力财富占总财富的比例。

##### （一）货币需求的决定因素

3、持有货币的预期收益率， $r_m$  表示货币的预期收益率

4、其他资产的预期收益率，即人们持有货币的机会成本。其他资产的收益率越高，货币需求就越少；反之，其他资产的收益率越低，则货币需求就越多。在弗里德曼的货币需求函数中，被作为机会成本变量的主要有债券的预期收益率、股票的预期收益率及实物资产的预期收益率（即预期物价变动率）。 $r_b$  表示债券的预期收益率， $r_e$  表示股票的预期收益率， $1/p \times dp/dt$  表示物价水平的预期变动率。

5、影响货币需求的其他因素， $u$  表示影响货币需求的其他因素。

##### （二）货币需求函数

$Md/P=f(Y, w, r_m, r_b, r_e, 1/p \times dp/dt, u)$

式中， $M$  表示名义货币需求量， $P$  表示物价水平， $r_b$  表示债券的预期收益率， $r_e$  表示股票的预期收益率， $r_m$  表示货币的预期收益率， $1/p \times dp/dt$  表示物价水平的预期变动率，也就是实物资产的预期收益率， $W$  表示非人力财富占总财富的比例， $Y$  表示名义恒久性收入， $u$  表示影响货币需求的其他因素。

##### （三）弗里德曼货币需求理论的主要结论

（1）货币需求对利率的变动不敏感

（2）货币需求函数是稳定的：影响货币需求的主要因素实际上只有持久性收入，持久性收入波动幅度比当期收入小的多，所以货币需求函数比较稳定。

（3）货币流通速度是稳定的、可预测的

$V=PY/Md=Y/f(Y, w, r_m, r_b, r_e, 1/p \times dp/dt, u)$

由于货币需求函数是稳定的，货币流通速度是稳定的、可预测的，所以货币供应量的变化只会影响总支出和物价水平的变动，从而得出与传统货币数量论一样的结论，因此称为现代货币数量论。

#### （四）现代货币数量论与凯恩斯货币需求理论的差异

在凯恩斯的流动性偏好需求中，将货币之外的其他一切金融资产都统归为债券。相反，弗里德曼在现代数量论中，将债券、股票、甚至实物商品都当作了货币的替代品。

弗里德曼在现代数量论中，货币需求量的变动可能对总支出产生直接的影响。而在凯恩斯的流动性偏好中，影响货币需求的只有收入和利率两个因素，因此，货币需求的变动不会直接影响总支出。

弗里德曼认为利率对货币需求的影响很小。在凯恩斯的偏好货币需求中，利率是决定货币需求的重要因素。

弗里德曼强调的是永久性收入，即未来长期收入预测值的平均值，它的波动很小。凯恩斯强调的是绝对收入。

现代货币数量论认为货币供应量的变化会直接影响到国民收入  $PY$ 。而凯恩斯主义认为货币供应量的变化只有通过利率的变动才会影响收入。

### 第五节 货币需求的影响因素

#### 一、对货币需求理论的综合评价

（一）考察对象的演变：

（二）考察范围的扩大：由宏观到微观

（三）对货币职能认识的深化：

（四）对影响货币需求变量的深化：

#### 二、货币需求的经验研究

1、货币需求对利率是敏感的，但并不存在流动性陷阱

2、货币需求函数有些时期是稳定的，有时是不稳定的

3、货币流通速度有较大的波动性，而且表现出顺周期波动的特点

#### 三、货币需求的影响因素

一、收入 ( $Y$ ) 状况：分为收入水平和收入的时间间隔。收入水平与货币需求成正比。收入的时间间隔与货币需求成正比

二、市场利率 ( $r$ )：决定人们持有货币的机会成本。在正常情况下，与货币需求成反比。市场利率上升，会增加人们持有货币的成本，又会使有价证券价格下降，吸引投资者购买，从而减少货币需求量。

三、货币流通速度 ( $V$ )：与货币需求成反比

四、心理预期：分三种：一是对市场利率变动的预期（正比）；二是对物价水平的预期（反比）；三是对投资收益的预期（反比）

#### 三、货币需求的影响因素

五、消费倾向：消费倾向越大，所需要用作购买手段的货币持有量就越大。所以，货币需求于消费倾向一般呈同向变动。

六、信用的发达程度：信用制度健全，人们在需求货币时能容易地获得现金或贷款，那么人们持有的货币就会少些。

七、其他因素：信用发达程度、金融机构技术手段的先进程度和服务质量优劣、国家的政治形势、一民族特性、生活习惯、文化传统等对货币需求的影响。

## 第十章 中央银行货币政策

### 第一节 货币政策最终目标

一、货币政策的定义：中央银行为实现给定的经济目标，运用各种工具调节货币供给和利率所采取的方针和措施的总和。

#### 二、货币政策最终目标

二、货币政策的目标是指中央银行制定和实施某项货币政策所要达到的特定的经济目的。这种目标实际上是指货币政策的“最终目标”。

经济增长：世界大多数国家都以人均实际国民生产总值或人均实际国民收入的增长率作为衡量经济增长速度的指标。

充分就业：充分就业也只是意味着通过实行适当的货币政策，以减少或消除经济中存在的非自愿失业，而并不意味着将失业率降低为零。

物价稳定：稳定物价的货币政策目标，一般是指通过实行适当的货币政策，保持一般物价水平的相对稳定，以避免出现通货膨胀或通货紧缩。

国际收支平衡：是指一个国家对其他国家的全部货币收入与全部货币支出保持基本平衡

金融市场的稳定：汇率市场、资本市场一有分歧

#### 三、货币政策目标之间的冲突

物价稳定与充分就业之间存在冲突：菲利普斯曲线一见下图

经济增长与充分就业是统一的。

物价稳定与经济增长之间存在冲突：

经济增长与国际收支之间也存在一定的冲突。

物价稳定与国际收支平衡之间也存在冲突。

物价稳定与金融市场稳定之间也存在冲突。

### 菲利普斯曲线

#### 关于货币政策目标的争论 P391

不同国家的货币政策目标不同

不同时期各国的货币政策目标也在发展变化

协调货币政策目标之间矛盾的主要方法（略）

在货币政策的实践中，协调不同目标之间矛盾的方法主要有如下三种：

一是对相互冲突的多个目标统筹兼顾，力求协调或缓解这些目标之间的矛盾；

二是根据凯恩斯学派的理论，采取相机抉择的操作方法；

三是将货币政策与财政政策及其他政策配合运用。

#### 四、我国货币政策的目标

##### （一）我国货币政策目标之争

单一目标论

双重目标论

多重目标论

##### （二）我国现行货币政策目标

《中华人民共和国中国人民银行法》将我国货币政策的最终目标确定为“保持币值的稳定，并以此促进经济增长”。

#### 五、货币政策目标的新发展和争议

新发展：通货膨胀目标制

争议：货币政策和资本市场  
相机抉择和规则

## 第二节 货币政策工具

### 一、货币政策工具的分类

直接调控货币政策工具：主要是中央银行直接信用管制来对货币供应量或利率进行控制，以便达到中央银行的货币政策目标。如信用分配和利率管制。

间接调控货币政策工具：是中央银行通过市场手段来影响商业银行的准备金，并进而调整货币供应量和市场利率的货币政策。分为：

一般性货币政策工具：对货币和经济体系具有全局影响的政策工具，包括调整法定存款准备金率、再贴现机制、公开市场业务。

选择性货币政策工具：对货币和经济体系的影响是局部而非全局性的。包括消费信用控制、证券保证金比率控制、优惠利率、预缴进口保证金、不动产信用控制等。

### 二、一般性货币政策工具

#### （一）调整法定存款准备金率

法定存款准备金率的调整会改变银行体系的准备金结构。

法定准备率的作用机制：是影响货币乘数值的重要因素。提高法定准备率会降低货币乘数值，相反，降低法定准备率则会提高货币乘数值，从而提高了银行体系扩张货币的能力。

一般认为，调整法定准备率来控制货币供应量的一个主要优点在于，它对所有银行的影响都是平等的。

但调整法定存款准备金率有两个主要的不足。第一，它是货币政策工具中的一把巨斧，无法进行微调。第二，对经济和社会心理预期产生显著影响，所以很少调整；第三对各类银行和存款结构的影响不一致，导致货币政策实现的效果不易把握。

#### （二）再贴现机制

中央银行运用再贴现机制原理：中央银行变动再贴现率，影响商业银行通过贴现申请贷款的意愿，进而影响其准备金和基础货币。

方式：再贴现率、贴现种类、贴现额度

再贴现机制的缺点：中央银行的被动地位、商业银行对再贴现率变动的反应弹性、利率调整的高低是有限度的。

作用：再贴现机制其实在很大程度上是发挥着中央银行最后贷款人的作用，解决商业银行的准备金和流动性不足的问题。

作为一项政策工具，它还具有“告示效应”，作为一种信号表明中央银行未来的货币政策意向，影响商业银行或社会公众的预期。对短期利率有导向作用。

#### （三）公开市场操作

公开市场操作是中央银行在证券市场上买进或卖出有价证券，影响银行体系的准备金，并进一步影响货币供应量的行为。

中央银行在公开市场上买入政府债券，银行体系的准备金会增加，并进一步为银行体系的货币创造奠定了基础；反之，则会减少银行体系的准备金，从而引起货币供应量的收缩。

公开市场操作可以分为：主动性公开市场操作（改变银行体系的准备金和基础货币）和防御性的公开市场操作（抵消影响基础货币的其他因素变动的的影响使基础货币保持相对地稳定）

中央银行公开市场操作方式：证券回购、逆回购、和现券交易

公开市场操作的对象

一般以短期政府债券为操作工具

因为，中央银行的公开市场操作的量比较大，对市场容量较小的股票或债券市场行情具有非常大的影响。

短期政府债券发挥着基准工具的作用，它的利率变动会引导长期债券的利率的变动。

公开市场操作的优点：

中央银行在利用公开市场操作时可以主动出击

具有灵活多变的特点，可以进行经常性、连续性的操作

是易于反向纠正

公开市场操作起来方便快捷

公开市场业务还会影响利率结构

公开市场操作需具备的条件

金融市场必须是全国性的，必须具有相当的独立性，用以操作的证券种类齐全并达到必需的规模。

必须有其它政策工具的配合

### 三、选择性货币政策工具

选择性货币政策的优点：选择性货币政策工具的影响只是局部的而非全局的，这样就可以使中央银行有针对性地进行信用控制。

消费信用控制：当经济过热，通货膨胀率较高时，就可以紧缩消费信贷；当经济增长乏力，消费需求不振时，则采取措施扩大消费信用。

证券保证金比率控制：指证券购买者在买入证券时必须支付现款的比率。

不动产信用控制：中央银行对金融机构的房地产贷款规定最高限额、最长期限以及首付款和分期换贷款最低额等。

优惠利率：

预缴进口保证金：中央银行要求进口商预缴相当于进口商品总值一定比例的存款，以抑制进口的过快增长

### 四、直接信用控制

规定存款和贷款最高利率限制

信用配额或信贷规模控制

规定商业银行的流动性比率

直接干预

### 五、间接信用控制

道义劝说：主要是指中央银行向各家银行说明其立场，利用中央银行的影响力，达到执行货币政策的目的。

窗口指导：中央银行根据产业行情、物价趋势和金融市场动向，规定商业银行每季度贷款的增减额，并要求其执行。

间接信用控制的特点：灵活，但中央银行要有较强的地位、较高的威望和控制信用的足够的法律权力和手段。

### 第三节 货币政策传导机制

一、货币政策传导机制的概念：是中央利用货币政策工具，操作中介指标变量后，达到货币政策最终目标的过程。

作用：如何运用货币政策工具实现既定的货币政策目标，既涉及货币政策的传导机制，也与与中介目标的选择有关。而有关的传导机制的观点，往往构成货币政策中介目标选择的理论基础。

#### 二、早期凯恩斯主义的货币政策传导机制

$MS \uparrow \rightarrow r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow E \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

有两方面原因可能脱节： $M \rightarrow r$  受货币需求利率弹性的影响

$r \rightarrow I$  受投资支出的利率弹性的影响

特点：强调利率在货币政策传导中的作用，货币政策可能失效。

#### 三、托宾的 q 理论

#### 四、早期货币学派的货币政策传导机制

$MS \uparrow \rightarrow E \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

$MS \uparrow \rightarrow E \uparrow$ ，货币供给的增加直接影响支出（货币需求函数稳定，公众手持货币量超过其意愿持有的货币量，必然增加支出）----“黑箱理论”

$E \uparrow \rightarrow I \uparrow$ ，超过意愿持有的货币，用于购买金融资产、产业投资、人力资本的投资等，如投资金融资产偏多，金融资产市值上涨，会刺激产业投资，产业投资的增加，既可能促使产出增加，也会促使产品价格上涨等。所以使名义收入变动。

#### 五、信贷传导机制理论

#### 六、财富效应的传导机制

### 第四节 货币政策与中介目标

#### 一、货币政策工具、中介目标与最终目标之间的关系

货币政策对实际经济活动的作用是间接的。中央银行运用一定的货币政策工具，往往不能直接地达到其预期的最终目标，而只能通过控制某一中介目标，并通过这一中介目标的传导来间接地作用于实际经济活动，从而达到最终目标。

货币政策工具、

中介目标与最终目标之间的关系

#### 二、货币政策中介目标的选择标准

可测性：中央银行能够对这些被作为货币政策中介目标的变量加以比较精确的统计。所以，这种变量必须具有比较明确的定义，以便于中央银行对它加以观察、分析和监测。同时，中央银行能够迅速地获取这一变量的准确数据。

可控性：中央银行能够对其进行有效控制

相关性：作为中介指标的变量与最终目标之间要有密切的联系。

抗干扰性：应选取那些受外来因素干扰程度较低的中介指标。只有选取受干扰程度较低的中介目标，才能通过货币政策工具的操作达到最终目标。

与经济体制、金融体制有较好的适应性

### 三、货币政策近期中介目标

短期利率：可测性强；可控性：相关性

基础货币：可测性强；可控性：中央银行不能完全控制，但通过资产负债表的其他科目来调节；相关性：B 中 C 的变动可能对物价带来直接影响，R 的变动影响商业银行的贷款进而对投资等产生影响。——是较理想的中介目标

超额准备金：取决于商业银行的意愿和财务状况而不易为货币当局测度和控制。相关性强，与贷款量有较大的相关性。

再贷款：可测性强；可控性：相关性

### 四、潜在的中介目标变量

利率

货币供应量

信贷规模

#### （一）利率作为中介目标的特点

从可测性来看，利率是可量化的，中央银行可及时得到利率变动的有关数据。

利率与投资、消费等都具有较高的相关性。

中央银行对利率的可控性并不强：中央银行只能控制再贴现率、只能影响短期利率、中央银行调整利率受汇率变动的约束。

抗干扰性差：分不清政策因素还是经济因素的影响。

—作为内生变量，利率是顺周期波动

—作为政策变量，经济过热，应提高利率，经济繁荣，应降低利率

#### （二）货币供应量作为中介目标的特点：

可测性好：可容易看到各层次货币的数据

可控性：中央银行可以通过各种手段完全控制 M0，但不能完全控制 M1、M2

相关性：货币供给的变动对投资、消费、净出口有影响，与最终目标有一定的相关性。

抗干扰性强：—作为内生变量，货币供应量的变动是顺循环的

—作为政策变量，货币供应量的变动是逆循环的

### 各国货币政策中介目标的选择

货币政策中介目标的选择要根据各国的具体状况。如 20 世纪 70 年代中期以后，西方各国将中介目标由利率改为货币供应量，90 年代，由于金融创新、金融管制放松、全球金融市场一体化，又转而采用利率作为中介目标。

### 第五节 货币政策效果

#### 一、货币政策效果的概念

#### 二、影响货币政策效果的因素：

货币政策时滞是从经济形势的变化需要中央银行操作货币政策，到最终目标量变的变动之间的时间间隔。

货币政策传导机制的有效性

中央银行的独立性

货币政策时滞的分类

认识时滞  
决策时滞  
反应时滞

货币政策时滞可能使稳定经济的货币政策初衷反而给经济带来不稳定的冲击。

由于时滞的存在，中央银行在执行货币政策时可能达不到它的最终货币政策目标。

货币政策传导机制的有效性与货币政策效果

传导机制越畅，货币政策效果会越好。

中央银行独立性对货币政策的影响

中央银行独立性是指中央银行在发挥中央银行职能的过程中，不受国内其他利益集团影响的程度，这种独立性主要包括两个方面，即政策独立性和信用独立性。

政策独立性是中央银行在制定和执行货币政策过程中自主性权力的大小。政策独立性受到一个国家政治权力结构和利益集团的影响，一个倾向于中央集权的国家，中央银行的政策独立性则相对地较弱。

信用独立性是指财政赤字对中央银行的依赖程度，如果财政赤字主要是靠从中央银行借款或透支来弥补的，那么，该中央银行的信用独立性就较弱。

信用独立性受到一个国家金融市场发展程度的影响。有着广阔金融市场的国家倾向于赋予中央银行更高的独立性。

不同的外汇管理体制也会影响中央银行的信用独立性。结售汇制也极大地弱化了中国人民银行的信用独立性。

独立性对货币政策的影响

中央银行的政策独立性越强，货币政策的行动时滞会越短。

政策独立性越强，在制定和执行货币政策中，讨价还价的时间就越短。

一个国家的中央银行越独立于政治，它就越可能致力于价格稳定，反之，中央银行的独立性越小，它就越可能为取得低失业而接受较高的通货膨胀。

中央银行的信用独立性越强，基础货币供给受财政赤字的影响就越小。