

第八章 金融市场

一、金融市场及其功能

1、金融市场的定义

金融市场：特定金融工具进行交易的场所。

需把握的多层含义：

- 交易对象为本币或外币标价的金融工具或金融商品；
- 交易目的为融通资金、投资、投机、避险；
- 交易的场所和设施很多是无形的；
- 价格决定机制复杂；
- 交易规则和市场组织形式特殊。

2、金融市场构成与分类



3、金融市场的功能

①基本功能

功能 1：融通资金——将货币资金从盈余单位融通到赤字单位；

功能 2：配置资源和财富

功能 3：转移分散风险

功能 4：调节反映经济状况

②发挥基本功能的条件

条件 1：有完整和对称的信息

条件 2：有市场供求决定价格的机制

条件 3：有众多的市场参与者和丰富的金融商品种类

二、货币市场

1、货币市场的特点

- 融资期限在一年以内的短期资金市场；
- 主要包括同业拆借市场、票据贴现市场、国库券市场、回购协议市场、大额存单（CDs）市场等等；
- 融资期限短，主要进行短期资金余缺调剂；
- 短期金融工具交易的频率和交易量大，流动性强；参与主体信誉高；

- 低风险，低收益；
- 可控性强，能够为货币政策和财政政策的实施创造条件。

2、货币市场举例

①同业拆借市场

- 商业银行及其它金融机构相互之间因准备金头寸余缺等原因而进行短期资金借贷的市场。
- 商业银行在中央银行账户的准备金头寸的调剂是同业拆借，其它各种短期资金余额调剂称为同业借贷。
- 参与者为商业银行、各类存款货币性机构、其它金融机构，甚至政府机构、大公司，实际上是存在于整个金融体系中的大市场。
- 作为拆借市场资金价格的同业拆借利率，成为金融体系中最有代表性的利率，多种借贷活动将同业拆借利率视为市场利率信号，中央银行也将其作为确定和调整货币政策的重要依据和指标。

如：美国联邦基金(federal fund)市场、伦敦银行同业拆借市场

②票据贴现市场

- 以贴现(discount)方式进行商业票据转让或交易的市场即票据贴现市场，主要作用在于满足企业和商业银行等金融机构的短期融资要求。
- 票据贴现：商业票据的持票人在票据没有到期而又需要资金时，可以将持有的票据提交给银行，银行依照票面金额扣除利息后将余款付给票据持有人，收进票据，待票据到期向付款人收款。实际是一种短期信贷业务。
- 贷款期限短，而且可办理转贴现和再贴现提前收回资金；风险相对较小。
- 贴现付款额=票面额 \times （1- 贴现率 \times 票据剩余期限）；
- 票据贴现市场能为票据提供充分的流动性，促进票据业务的发展和商业信用活动的正常进行；
- 贴现市场与中央银行的再贴现政策工具有直接的联系，票据贴现的供求状况和利率水平的变化是央行观察和调控货币市场的重要窗口。

③国库券市场

- 国库券（中央政府发行的期限在一年以内的短期债券）的发行和流通所形成的市场。
- 国库券发行采用招标制，为政府筹措短期资金、调节国库收支提供了有效途径。
- 国库券流通市场参与者众多，交易非常活跃，是商业银行获取无风险收益的资金运用场所，是保持二级储备、灵活变现的资产转换场所。
- 企业和个人投资者有获取无风险稳定收益的投资机会。
- 央行实施公开市场操作达到调节信用总量目的的最佳场所之一。

三、资本市场

1、资本市场工具

- 资本市场中的筹资主体主要是公司和政府。其中，公司的融资工具为股票和公司债券，政府的融资工具为政府债券。
- 股票是股份公司发行给投资者用以证明其向公司投资并拥有所有者权益的有价证券。有普通股票和优先股票两种主要类型。
- 普通股票的主要特征：非偿还性（投资者认购股票后，不得向公司退股，资金回收只能通过市场上卖出股票来实现；股票在市场上转让，只改变股东，而不改变公司资本。除非公司破产清理资产，发行股票所得资本永不返还）；盈利性；参与性；风险性；流动性。
- 政府债券是政府部门为筹集资金而发行的债务凭证。它包括公债券和地方政府债券。
- 公债券，又称为国债，一般是指由中央政府发行的债券，目的在于筹集预算资金，弥补财政赤字，所筹资金主要用于大型基础建设支出、改善教育、文化、福利等社会服务支出。

— 根据期限长短，国债可分为中期国债、长期国债(通常指 10 年以上)和永久国债(只按期付息、无还本期限)。

— 地方债券是由地方政府发行并偿还的债券，有时也包括地方政府所属机构发行的债券。

2、证券发行市场

①定义

— 是有价证券发行者向投资者出售证券所形成的市场，证券形式的资金筹集都要通过这一市场进行。

②特征

— 该市场是一无形市场，不存在具体形式的固定场所，证券发行人直接或通过中介人向社会进行招募，投资者购买其证券的行为即构成证券发行市场。

③功能

— 对于企业融资而言，发行市场比流通市场更为重要。

— 发行量/企业总融资额反映金融体系的发展与融资结构的变化。

④市场结构

— 证券发行人：符合发行条件并且正在从事或者准备进行证券发行的政府组织、金融机构与工商企业。

— 投资人：根据发行人的募集要求，已经认购或者将要认购证券的个人或机构。

— 中介人：媒介证券发行人与投资人交易的证券承销商，一般是投资银行、证券公司等金融和其他中介机构。

⑤证券发行分类

— 公募发行：针对不特定投资者公开发行证券；

— 私募发行：面向特定投资者发行证券的一种发行方式，无须向管理机构办理注册审核，手续简便成本低，但证券不公开上市交易。

3、股票发行市场

①股票发行目的

< 1 >创建公司

— 发起设立；

— 募集设立。

< 2 >现有股份公司发行新股

— 增加投资，扩大经营；

— 调整公司财务结构；

— 满足证券交易所上市标准；

— 巩固公司经营权；

— 其它：证券转换、股票拆细、股票合并、公司合并、减资。

②股票发行类型

< 1 >首次公开发行(initial public offering, IPOs)

— 组建新的股份有限公司

— 企业改制为股份有限公司

— 私人持股公司改制为公共持股公司

< 2 >增资发行

— 前一次发行的股份已募足，并间隔一年以上；

— 公司在最近三年连续盈利，并可向股东支付股利；

— 公司在最近三年内财务会计文件无虚假记载；

— 公司预期利润率可达同期银行存款利率。

③股票发行程序

股票发行的程序

1、选择发行方式

—在投资银行协助下，根据本机构的发行条件、投资人市场、拟承受的发行费用以及是否争取上市交易等要求，选择公募或私募发行方式；

2、选择承销商

—可采取竞争性招标的方式，也可以采取私下联络的方式。多数情况下，证券发行是在比较固定的承销商合作下完成的，发行量较大时通常由多家承销商组成承销团来完成。

3、申请注册

—公募方式下，要事先在证券管理机构获准登记注册。

—证券管理机构确认招股说明书等文件并批准申请者登记注册后，意味着股票已获准发行。

—投资者将已具有法定性质的招股说明书作为投资价值判断的依据。

4、股票发行价格

—发行价格类型：平价（面额）发行、溢价发行、折价发行

—股票发行定价方式

5、销售与承销

—发行申请获准后进入正式销售阶段。通常由发行公司与承销商签订承销协议进行承销，有全额包销、代理推销和余额包销三种方式。

4、债券发行市场

①债券发行目的

<1>筹集长期稳定资金

<2>灵活运用资金

<3>维持对企业的控制

<4>满足多渠道筹资需求

②债券发行条件

<1>发行额

—根据资金需求、还本付息能力、发行人资信度、市场吸收能力、法定最高限额等因素确定。

<2>券面金额

—根据投资者购买能力和发行的成本等因素确定。

<3>利率

（1）利率水平：根据基准利率，期限长短，信用级别，投资者接受程度，发行者承受能力，有关法规等确定。

（2）利息支付次数：根据物价预期，市场习惯，支付网点等确定。

（3）计息方式：根据期限，物价预期，市场习惯确定，有：折扣债券、一次性本息偿还债券、分期付息的定息债券以及无到期日的定息债券即永续债券。

<4>期限

（1）所需资金的性质和用途。

（2）对市场利率水平的预期。

（3）流通市场的发达程度。

（4）发行者的信用度。

<5>信用评级

债券发行之前需要权威评级机构进行信用评级：

—为客观地估计发行人的违约风险，向投资者提供债券投资价值判断的可靠信息，并使债券顺利销售；

—评级时考察的主要内容有：发行公司的偿债能力（预期盈利水平、负债结构等），发行公司的资信状况（市场评价、信用记录等），投资者的潜在风险（破产的可能性及由此造成的损失程度）。

证券流通市场

— 已经发行的证券在投资者之间转手买卖的市场，也称二级市场，是发行市场赖以存在与发展的重要保证，与发行市场相辅相成，不可或缺，其健康发展有利于：

- 公司企业融资；
- 资源配置效率提高；
- 通过财富效应促进消费进而增长。

* 对证券流通市场的批判也很多。

5、证券交易所

1、定义

- 集中进行已发行证券交易活动的固定场所，是证券流通市场的核心；
- 交易所对上市证券一般都有严格要求，尤其是业绩和规模要求。

2、证券交易所特征

- 有固定的交易场所和严格的交易时间；
- 参加交易者具备一定资格的会员证券类公司；
- 交易对象限于合乎一定标准的上市证券；
- 交易量集中，具有较高的成交速度和成交率；
- 对证券交易实行严格管理，市场秩序化。

3、证券交易所的基本职能

- 为证券的集中交易提供所需要的物质设施；
- 制定规章制度，对交易主体、交易对象和交易过程进行严格管理，保证市场的公正、公平和有序；
- 提供各种信息服务，尤其是收集和发布股票价格信息；
- 处理证券交易过程中的各种纠纷。

6、场外交易市场

1、定义：

- 通常又称为店头交易市场(over the counter, OTC)，是投资者直接在证券商的营业柜台上买卖证券而形成的市场。或者说：证券经纪人或证券商不通过证券交易所，直接同顾客进行证券买卖的市场。
- 1971 年问世的 NASDAQ 市场已经成为场外交易市场的代表形式，是目前世界上规模最大、发展最为完善的电子化场外证券交易市场。

2、参加者

- 自营商、非会员证券商、会员证券商、证券承销商、债券交易商、投资者。

3、交易对象

- 债券、符合交易所上市标准而未上市的证券、不符合交易所上市标准的证券、开放型基金。

4、场外交易市场的主要特征

与场内交易市场相比，典型的场外交易市场有以下主要特征：

- 分散性。交易是在分散于全国许多地区或一个城市的许多不同地方的证券商之间进行。
- 是无形市场。大部分业务是通过证券商之间的电讯联系进行的，没有证券交易所那样的中央市场。
- 买卖的证券是非交易所上市证券，规模相对小，质量或稳定性相对差，风险比较大。
- 交易程序简单，无须订立规范的委托契约、无须提供交易所那样的规范服务，甚至不需向证券商支付佣金，成本低廉；
- 交易价格由双方协商确定，而交易所内是多个买者和多个卖者同时报价，以最高买价和最低卖价一致时的价格作为成交价，即公开竞价；

— 交易活动所受管制少、灵活性强，交易实现率高。

三、有价证券价格

1、有价证券价格决定规律

- 决定证券价格水平及其变化的是证券的收益水平和借贷市场利率水平的比较。
- 同样面额的证券，其收益水平高于借贷利率时，就能够以高于面额的价格出售，而当其收益水平低于借贷利率时，就只能以低于面额的价格出售；
- 在借贷利率一定的情况下，证券的收益水平越高，其价格越高；在证券收益水平一定的情况下，借贷利率水平越高，证券的价格越低。
- 证券价格实际上就是证券收入的资本化，它和证券所带来的收入成正比，和借贷市场利率成反比。

2、债券价格和股票价格

V 代表资产内在价值，Ct 表示 t 期的现金流，r 代表市场利率或贴现率，资产的价值为：

$$V = \frac{C_1}{1+r} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_3}{(1+r)^3} + L = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t}{(1+r)^t}$$

- 贴现债券：又称零息票债券，以低于债券面额的贴现方式发行，到期前不支付利息，到期按面额偿还，债券发行价格与面额之间的差额就是投资债券的利息收入。
- 一次性偿还本息的债券：按面额和约定利率计算利息，到期偿还全部本金和利息。
- 定息债券：按面额计算利息，定期按约定支付利息，到期按面额收回本金。
- 永续债券：定期按固定利率支付利息，本金永不偿还。
- 股票：只付股息不偿还本金的有价证券，优先股可视为永续债券，普通股的价格计算很复杂。

• 贴现债券（贴息债券或零息票债券）

$$P = \frac{A}{(1+r)^t}$$

• 一次性偿还的付息债券

$$P = \frac{S}{(1+r)^t}$$

• 分期付息的定息债券

$$P = \frac{C}{1+r} + \frac{C}{(1+r)^2} + \frac{C}{(1+r)^3} + L + \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{A}{(1+r)^t}$$

• 无到期日的定息债券（永续债券）

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C}{(1+r)^t} = \frac{C}{r}$$

不会考公式

推导过程：由于 $0 < r < 1$ ，因此，有：

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{C}{(1+r)^t} = \frac{C}{1+r} - \frac{C}{(1+r)^t} \cdot \frac{1}{1+r} = \frac{C}{1+r} - 0 = \frac{C}{r}$$

常用

- **股票** 普通股票的投资者未来的现金流收入是不固定的，因此，股票价格的计算要比债券复杂的多。

1. 宏观政策
2. 行业

3、股票价格指数

①定义

股票价格指数是运用指数方法编制而成，反映股票市场总体价格或某类股票价格平均水平及其变动趋势的指标。

根据计算指数时对股票的取样范围不同，股票价格指数具有不同类型。

②股票价格指数的主要作用

(1)综合反映股票价格变动的趋势，作为反映宏观经济景气状况和行业发展特征的重要指标；

(2)综合反映股票市场投资的总体收益水平，作为判断个别资产组合收益水平的比较标准；

(3)用以预测股票市场将来变化，为投资者的分析和决策提供依据；

(4)作为股指期货市场的交易对象。

③可采用的计算方法有：相对平均法、综合平均法、加权平均法和几何平均法等四种。

股票价格指数的具体形式表现为，以确定的某一日期为基期，并将某一既定的整数(通常为100)作为基期的股票平均价格，采用一定的计算公式，计算出报告期的股票平均价格较基期平均价格变动的比率(通常以百分数表示)，即为报告期的股票价格指数。

1. 相对平均法:

$$P = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \frac{P_1^i}{P_0^i} \times 100$$

将各样本股票的报告期价格与基期价格的比率之和除以样本股票的种数，再乘以基期的股价指数。

2. 综合平均法:

$$P = \frac{\sum_{i=1}^n P_1^i}{\sum_{i=1}^n P_0^i} \times 100$$

将各样本股票的报告期价格和基期价格分别加总后相除，再乘以基期的股价指数。

3. 加权平均法:

$$P = \frac{\sum_{i=1}^n P_1^i Q_i}{\sum_{i=1}^n P_0^i Q_i} \times 100$$

将各样本股票的报告期价格和基期价格与各种股票股数的乘积分别加总后相除，再乘以基期的股价指数。

4. 几何平均法:

$$P = \sqrt[n]{\frac{P_1^1}{P_0^1} \times \frac{P_1^2}{P_0^2} \times \frac{P_1^3}{P_0^3} \times \dots \times \frac{P_1^n}{P_0^n}} \times 100$$

对n种股票的报告期价格与基期价格的比率的乘积开n次方，再乘以基期的股价指数。

四、金融衍生工具

1、金融衍生工具的定义

— 金融衍生工具是相对于原生金融工具或基础性（underlying）金融工具而言的；

— 原生金融工具是那些交易活动及其价格或收益率等与实物资产的价值运动和收益直接相关的金融工具；

— 衍生金融工具是在原生性金融工具的基础上衍生出来的金融工具，根据利率、汇率、债券价格、股票价格等原生金融工具的价格变化趋势的预期来定值，通过支付少量保证金签订各种交易合约，谋求最大收益或规避可能的损失，形成具有杠杆性、投机性、风险性和虚拟性的金融交易。

2、远期合约

— 交易双方约定在未来某一确定时间，以确定的价格买卖一定数量某种金融产品的合约；

— 合约规定交易的标的物、有效期和交割时执行的价格等项内容；

— 具体形式主要有远期货币(currency)协议和远期利率协议。(历史悠久，OTC 交易)

远期利率协议(FRAs)

— 为避免将来利率波动的风险，或为将来利率波动时获取收益而签订的一种协议；

— 交易双方约定从将来某一确定的日期开始，在某一特定的时期内借贷一笔利率固定、数额确定、以具体货币表示的名义本金；

— 协议买方是名义借款人，如果市场利率上升，按协议确定的利率支付利息，就避免了利率风险，而市场利率下跌则遭受损失；

- 协议卖方是名义贷款人，按协议确定的利率收取利息，市场利率下跌受益，市场利率上升受损。
- 协议下往往并没有真实的借贷行为发生，本金只是为计算利息额而设定的，是一种名义本金。
- 交易双方只需要在结算日根据由协议利率和市场利率的差计算、支付应付利息差额，结束交易。

例：一份约定在2个月以后开始借入6个月期限贷款的远期利率协议，协议的名义本金为100万美元，协议的执行利率定为年利率6.3%，若2个月后(按市场通行利率确定参照利率之日)市场利率上升到6.8%，那么，这份远期利率协议的卖方就要为买方支付一笔利息差额：

$$1000000 \times (6.8\% - 6.3\%) \times \frac{6}{12} = 2500 \text{ 美元}$$

远期货币协议

- 进行远期外汇交易而签订的协议，在该协议下，外汇买卖成交时，交易双方无须收付对应货币，而是约定在未来某个时期进行结算交割；
- 期限一般为 1-6 个月，最长 12 个月，以 3 个月期限居多；
- 目的是为了规避汇率波动的风险。

例：某美国进口商从英国进口一笔价值5万英镑的商品，三个月后交货付款，按签约时汇率GBP1=USD1.5计算，进口商需支付7.5万美元。但进口商预期美元将对英镑贬值，三个月后汇率可能为GBP1=USD1.6，将因汇率变动多付5000美元。解决方案有二：

- 以现汇汇率购入5万英镑购买三月期英国国债，到期收回用于支付货款。一定程度上能够避险，但要占用资金。
- 签约时在外汇市场以GBP1= USD1.5010的汇率购入3个月期的英镑远期，到期时以此汇率买入英镑支付货款，进口商仅多付50美元。如果到期时美元汇率确实已经贬值到GBP1=USD1.6，该进口商就避免了4950美元的汇率损失。

3、期货合约 (futures)

①定义

- 期货合约是为进行期货交易而制定的标准化合同或协议。
- 期货交易是指买卖双方事先就交易对象或标的物（大宗商品或货币、证券、股指等金融产品）的品种、数量、交割日期、交易价格、交割地点等达成协议，根据协议在未来某一特定时间和地点以双方约定的价格购买或出售一定数量的商品或金融产品，或在交割前采取对冲的方式来避免实物交割。

②货币期货（外汇期货）

- 买卖双方在未来某一时间以约定的价格进行两种货币交换的期货合约；
- 货币期货绝大部分不进行实际交割，只对汇率差额进行清交。

③利率期货

- 交易双方在未来某一时间以约定的价格对一定数量的具有利息和期限的金融商品进行交割的期货合约；
- 包括：以长期国债为标的物的长期利率期货和以短期债券为标的物的短期利率期货。

④期货合约与远期合约的差异

— 期货合约是在有组织的交易所内进行的，合约的许多内容不是由交易双方临时磋商确定，而是由交易所事先设定好的，除了交易价格由交易双方在交易所内公开竞价达成外，合约的其它组成要素都是标准化的；

— 交易所的清算部或清算公司充当所有期货合约买者的卖方和卖者的买方，即“central counterparty”

— 买卖双方分别在交易所的清算机构开设保证金账户，按交易所规定的比例交存保证金，交易活动通过保证金账户进行，盈利者从账户取走资金，亏损者补足保证金金额。

货币期货与保证金的操作实例

⑤股票价格指数期货

— 简称股指期货，是以股票价格指数为交易标的物的一种金融期货。

— 买卖双方约定在将来的某一时间以约定的价格（股指的点数）买卖标准化单位的某种特定指数，交易价格用“点”表示，每点都有规定的货币金额价值。

— 交割时按指数市场变化与合约确定点数的差所代表的货币金额进行清算。

例题

4、期权合约

①定义

— 是一种约定选择权的合约，即对标的物“买的权力”或“卖的权力”进行买卖而签订的合约；

— 合约买方有权在约定的时间或时期内，按照约定的价格购买或出售一定数量的标的物（实物商品、证券、期货合约），也可以根据市场变化情况放弃买或卖；

— 合约买方获得这种选择权必须付出费用，即向合约卖方支付期权费；

— 合约买方选择行使权利时，卖方必须履行合约规定的义务；

— 合约买方希望出现有利于自己的市场价格时，行使买或卖的权利，获取标的物的差价收益，而出现不利于自己的市场价格时，则放弃行使权利，将损失锁定在期权费的水平；

— 合约的卖方希望出现不利于买方的市场价格，只要买方放弃行使权利，收取的期权费就成为卖方的实际收益。

②看涨期权（call option）

— 即买权，合约买方有权从合约卖方处以确定价格买进某种标的物的期权合约；

— 当期权购买者预测某种标的物的未来市场价格上涨时，就向期权出售者购买对这种标的物的看涨期权；

— 若标的物的市场价格确实上涨到超过执行价格加期权费的水平，执行期权就可获利；

— 若低于这个水平，执行期权就会发生损失；放弃执行期权，就可将损失锁定在期权费水平。

③看跌期权（put option）：

— 即卖权，合约购买者有权以确定的价格向合约卖方出售某种标的物的期权合约；

— 当期权购买者预测某种标的物的未来市场价格会下跌时，就向期权出售者购买对这种标的物的看跌期权；

— 若标的物的市场价格确实跌到比执行价格减去期权费后还要低的水平，执行期权就可获利；

— 若未低于这个水平，执行期权就会发生损失；

— 若市场价格未低于执行价格水平，放弃执行期权，就可将损失锁定在期权费水平。

④看涨期权与看跌期权

— 无论是看涨期权还是看跌期权，对于期权的卖出者来说，买者的收益就是他的损失，买者的损失就是他的收益；

— 买者的收益取决于标的物市场价格的变化情况，是有限定的，因此卖者的损失也就有限定；

- 买者的损失最大限度是期权费，因此，卖者的最高收益水平只能是收取的期权费；
 - 总之，期权的买者收益无限而损失有限，期权的卖者损失无限而收益有限。
- 根据买者行使权利的时限有分为美式和欧式期权。

5、互换合约

①定义

- 是一种交易双方在约定的有效期内相互交换支付的合约；
- 交换的具体对象可以是不同种类的货币、债券，也可以是不同种类的利率、汇率、价格指数等；
- 交易双方根据市场行情，约定支付率（利率、汇率），以确定的本金额为依据相互为对方

②利率互换

- 交易双方约定在未来的一定期限内，按约定的名义本金和计息方式，向对方支付利息；
- 没有实际本金的交换，本金只是为了计算利息额而设定的，实际结算时，通常只按双方应支付的差额部分进行清算。

③互换实例

五、资产证券化

1、定义

资产证券化是指将缺乏流动性但可以产生稳定的可预见未来现金流的资产，按照某种固定特征分类，形成资产组合，并以这些资产为担保发行可在二级市场上交易的固定收益证券，以达到融通资金与风险转移的目的。

2、起源

1968 年，美国政府国民抵押贷款协会(GNMA)首次发行抵押贷款担保证券(mortgage backed securities, MBS)，标志着资产证券化问世。

3、证券化资产的特征

- 具备一定同质性，未来产生可预测的而且稳定的现金流量，或有明确约定的契约性质的支付模式；
- 有良好的信用记录，违约率低；
- 本息的偿还完全分摊于整个资产持续期间；
- 资产的债务人或贷款的借款人有广泛的地域和人口统计分布；
- 资产的抵押物有较高的清算价值；
- 资产的平均偿还期至少一年。

4、证券化资产的主要类型

- 银行贷款：包括工商业贷款、居民住宅抵押贷款、私人不动产抵押贷款、汽车贷款、消费贷款等等；
- 应收账款：信用卡应收账款、贸易应收账款等；
- 租赁收入：办公楼租赁收入、设备租赁收入等等；
- 收费：机票收入、门票收入、道路桥梁收费等等；
- 保险；自然资源；各种有价证券组合。

证券化产品包括多种证券：ABS、MBS、CMO、 CDO 等等。

5、资产证券化的参与者

①发起人

- 进行证券化的基础资产的所有者，也称原始权益人；
- 职责是确定证券化的基础资产，并出售给 SPV（特殊目的载体或发行人）；

②服务人

- 受托管理基础资产，监督债务人履行合同，向其收取到期本金和利息，以及追索过期的应

收账款等相关活动的服务中介；

— 通常可以由发起人或者其附属公司来担任。

③ 发行人

— 即特殊目的实体(special purpose vehicle)；

— 从发起人处购买基础资产并发行证券，负责资产的重新组合，委托信用增级机构或自身对基础资产进行信用增级，聘请评级机构，选择为证券化服务的各种中介结构；

— 要实现资产的“真实出售”和建立风险隔离机制。

④ 承销商

— 安排证券的初次发行，同时监控和支持这些证券在二级市场上的交易。

⑤ 信用评级机构

— 对资产担保证券进行评级的机构；

— 为投资者建立一个明确的、可以被理解和接受的信用标准；

⑥ 信用增级机构

— 减少资产担保证券整体风险的中介机构；

— 提高证券的资信等级，提高其定价和上市能力，降低发行成本。

⑦ 受托管理人

— 面向投资者，担任现金管理和偿付职能的证券化中介机构；

— 收取和记录资产组合产生的现金收入，向投资者支付本息。

⑧ 投资者

— 购买证券的机构和个人；

— 都具有丰富的市场经验。

其他的参与者还有会计师事务所、律师事务所等。

6、资产证券化——运作流程

资产证券化的运作流程：银行贷款证券化为例

1、发起贷款和形成贷款组合

— 银行完成贷款手续；

— 银行根据融资需求，确定信贷资产证券化的目标数量；

— 将具有某些共同特征的贷款重新组合，即：将有关单项贷款按期限、利率、抵押物、贷款质量等特征进行重新组合，形成资产池，便于对资产组合进行有效成本分析并形成共同的支付模式。

2、出售贷款

— 银行将重新组合后的贷款出售给SPV；

— 真实出售：对出售贷款的银行无追索权，这些贷款移出银行资产负债表，出售的贷款违约时购买贷款一方无权对出售贷款的银行追索损失；

— 有追索权的贷款出售；

— SPV购买贷款组合后，将贷款管理与偿还服务委托给服务人办理；

— 服务人为提供上述服务向SPV收取服务费。

3、设计证券交易结构

- SPV根据贷款组合的信用质量评估和现金流量分析，对来自贷款的现金流量进行重新分配，设计具有不同期限、面额，不同风险级别，不同利率水平和形式，不同支付次序的证券；
- 需要投资银行、信用评级公司等机构参与安排，提供咨询、评估服务。

4、信用增级

- 目的是改善发行条件、降低贷款组合的信用风险、为投资者提供更大保护；
- 程度和数量根据贷款组合信用风险评估确定，通常是这些资产预期损失的若干倍。主要方式有：
 - ◎第三方担保；
 - ◎超额抵押，如发行证券金额1亿元，资产组合本金额为1.1亿元。
 - ◎对发行人的追索权；
 - ◎优先或附属（次级）证券结构，前者在获取本息偿付方面较后者有优先权，来自贷款组合的损失将由次级证券承担，后者为前者提供了保护；
 - ◎发行人将利息收入高于利息支出的部分作为现金储备，弥补由于贷款组合违约所产生的损失。

5、证券信用评级

- 目的是增强证券对投资者的吸引力，结果要公告；
- 评级重点不是证券发行主体的财务状况和偿债能力，而是被证券化资产的信用风险，被评级资产必须与发起人的信用风险隔离；
- 评级后评级机构要进行跟踪和监测，根据资产信用质量的变化对已评定证券的级别进行升降调整。

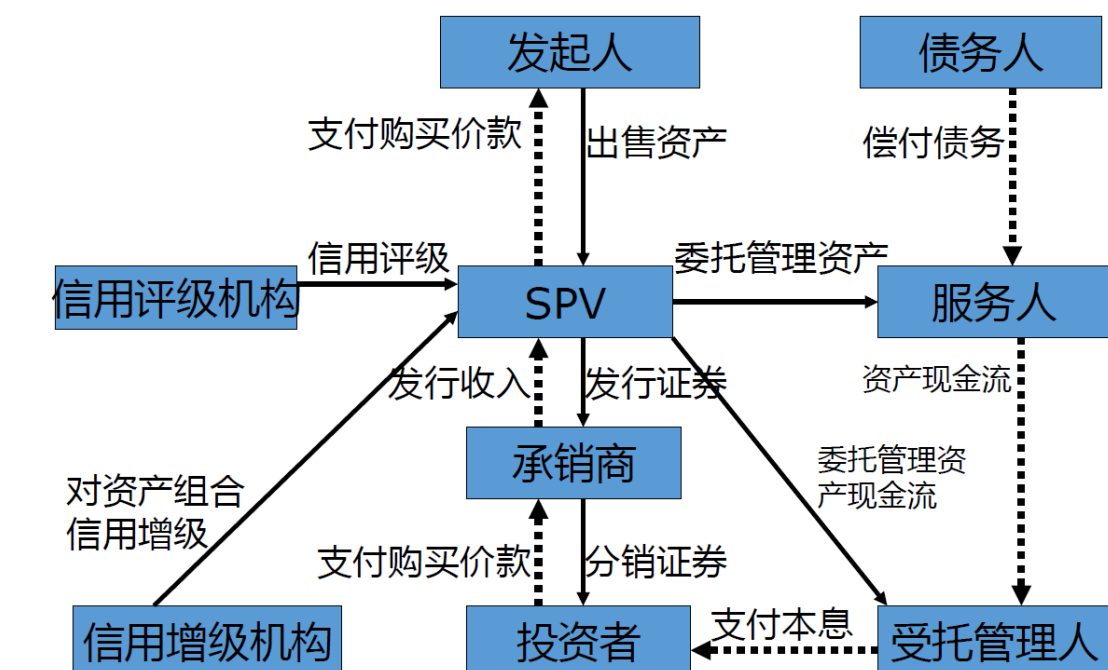
6、发行证券

7、资产管理

- SPV将资产管理职责交受托人管理；
- 受托人监督贷款服务、审查贷款组合情况、收取资产组合本息，进行短期投资。

8、支付证券本息

- 受托管理人根据SPV的委托，在规定的每一证券偿付时间内，向投资者转递证券本息；
- 全部偿付完毕后，如资产组合所产生收入有剩余，交还给交易发起人。



金融体系概述

一、金融体系

1、金融体系：

— 包括市场、中介、服务公司和其他用于实现家庭、企业及政府金融决策的一个系统。

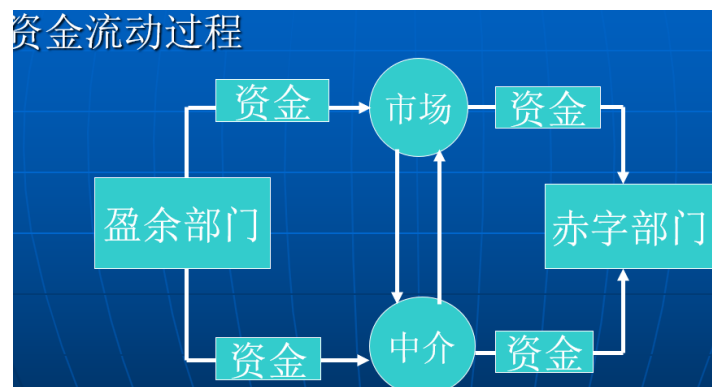
2、金融市场：

— 是某一特定金融工具进行交易的场所，可能拥有特定的地理位置，如上海证券交易所；也可能没有特定地点，如股票、外汇的场外市场（OTC），是在全球范围内连接证券商、交易商与其他客户的计算机和远程通信系统。

3、金融中介：

— 是提供金融服务和产品的企业或厂商，包括银行、投资银行、投资公司和保险公司等等，提供多种金融产品。

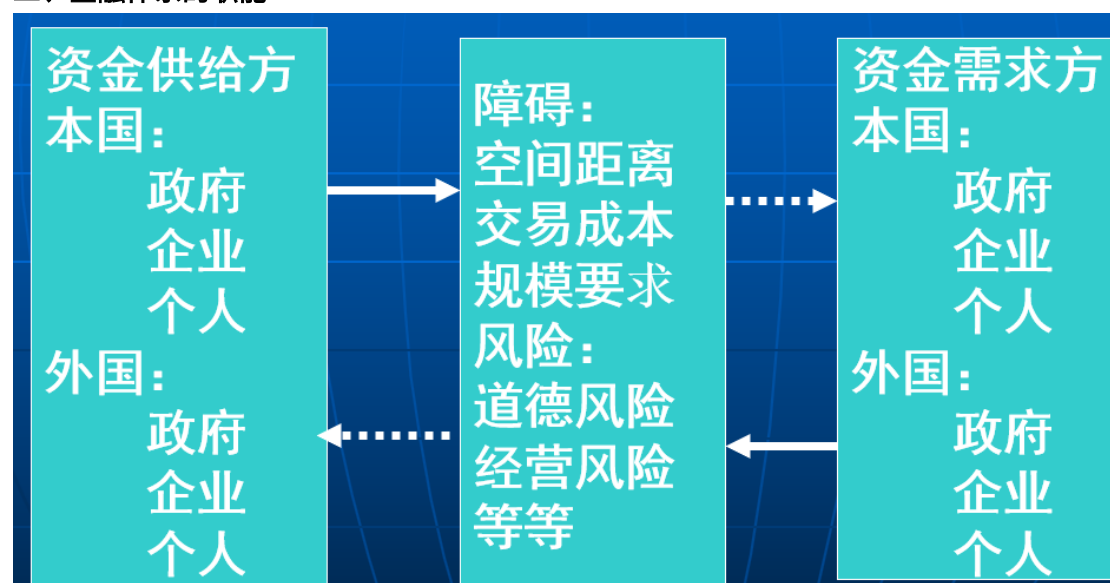
资金流动过程



资金盈余部门的一部分资金通过银行等金融中介流向赤字部门，一部分资金通过金融市场流向赤字部门。

中介机构经常将一些资金导向金融市场，中介机构也从金融市场获得资金，如发行股票、债券。

二、金融体系的职能



1、职能 1：在时间和空间上转移资源

— 金融体系在不同的时间、地区和行业之间提供经济资源转移的途径，将资源从时间上的一点转移到另一点，在地理上从一个地点转移到另一地点。如：住房抵押贷款，如中国某公司在美国股票市场发行股票融资。

— 价格机制的作用，使得资金这种稀缺资源在时间和空间上，从获得收益相对低的地方转移到收益相对高的地方。

2、职能 2：储备资源、分割股份，降低交易成本

— 金融体系提供有关机制，如股票市场和银行，储备聚集众多家庭的资金财富，投资或购买无法分割的大型企业或在很多所有者之间分割一个大型企业的股份。

— 任何金融交易都有交易成本，其高低与交易规模和交易过程的专业化直接相关。分散的小规模交易的单位成本高，由金融中介机构组织的交易活动采用了一系列专业技术，而且规模大，能够降低交易成本。如银行发放贷款、股票经纪公司、共同基金等等。

3、职能 3：克服信息不对称，降低信息成本

— 金融交易中，筹资者比供资者更了解自身的实际状况，即两者之间的信息不对称。由此，金融交易中存在逆向选择和道德风险问题。

— 要克服信息不对称，需要大量的专业知识和成本，个人资金供给者难以做到。

— 各类金融中介结构是专业化的信息收集者和信息处理者，能够凭借自身的专业优势，及时地搜集和获取尽可能真实的信息，通过分析做出判断，将众多个体储蓄者的资金以贷款等形式进行投资，免去个体储蓄者的信息成本。

— 在个人储蓄者直接投资的情况下，金融机构搜集、分析、发布各类金融专业信息，为个人投资决策判断提供充分的信息依据，降低个人投资者的信息成本。

4、职能 4：提供管理风险的机制和方法：

— 通过金融机构和金融市场组织的集中性交易，可以大大降低没有组织的分散交易所固有的风险。如：

- 商业银行吸收储蓄资金再通过多元化资产配置将风险分散到不同的期限、行业、企业、地区；

- 保险公司根据“大数法则”将一个人投保的意外风险通过其业务扩展到众多投保人分担；

- 证券市场丰富的证券品种提供风险分散便利；金融期货、期权等衍生工具和市场，直接转移风险。

5、职能 5：清算和支付结算

— 提供清算和支付结算的途径，以完成商品、服务和资产的交易。

— 纸币代替黄金、白银，支票、信用卡和电子资金转移等替代纸质货币的支付手段又进一步提高了支付效率。