

货币银行学

孙航

东北财经大学



直接金融

直接金融





- 间接金融：通过金融中介
- 直接金融：通过金融市场（金融市场中也需要金融中介，但金融中介不经手或者只短暂经手资产所有权）

- 资本市场：债务类融资与权益类融资
- 衍生品市场：本质是交易风险而不是资金
- 货币市场：主要交易者是金融机构
- 外汇市场：某种程度上类似货币市场，但有特殊性

- 债权类融资：
 - 国债（分为市场化和非市场化国债）；
 - 市政债、地方政府债；
 - 企业债。
- “买方”（基金等）认为属于固定收益类投资。

- 美国市场化国债的分类：
 - Treasury Bills (T-Bills, 短期国库券)：15-52周到期，折价销售；
 - Treasury Notes (T-Notes, 中期国库票据)：2-10年到期，定息，每六个月付息；
 - Treasury Bonds (T-Bonds, 长期国库债券)：20-30年到期，定息，每六个月付息；
 - Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS, 通胀保值债券)：本息与CPI挂钩。
- 金融机构在美国国债产品上的创新：
 - Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities (STRIPS): T-Notes, T-Bonds and TIPS whose interest and principal portions of the security have been separated.

- 权益类融（投）资：股票（投资收益是投票权与股利，含现金股利和股票股利）。
- AB股：香港不允许，但美国允许。一股一票并不是理所当然的。
《中华人民共和国公司法》第一百二十六条：“股份的发行，实行公平、公正的原则，同种类的每一股份应当具有同等权利。”
- 其他金融工具：
 - 优先股：指派股利，无投票权，破产清算时优先清偿；
 - 可转换债券：具有一定衍生品的色彩；
 - 各种linked note，如equity-linked notes, commodity-linked notes，等等。
- 本节中统一称为“证券”。

没有中间商赚差价

车主多卖钱，买家少花钱

14天可退 / 259项检测 / 优选个人车 / 1年2万公里售后保障

● ● ● ●



直接金融就是有资金供需的双方直接在资本市场上交易，因此“没有中间商（商业银行）赚差价”。对吗？
安迪女士表示：当然不对！

传统的资本市场：

- 一级市场：处理新发行证券的金融市场（企业或其他机构将债券或者股票卖给投资人）；
- 二级市场：买卖已经上市的公司股票的资本市场（投资人内部互相买卖债券或股票）；
- 融资过程在一级市场中已经完成。

一级市场的参与者：

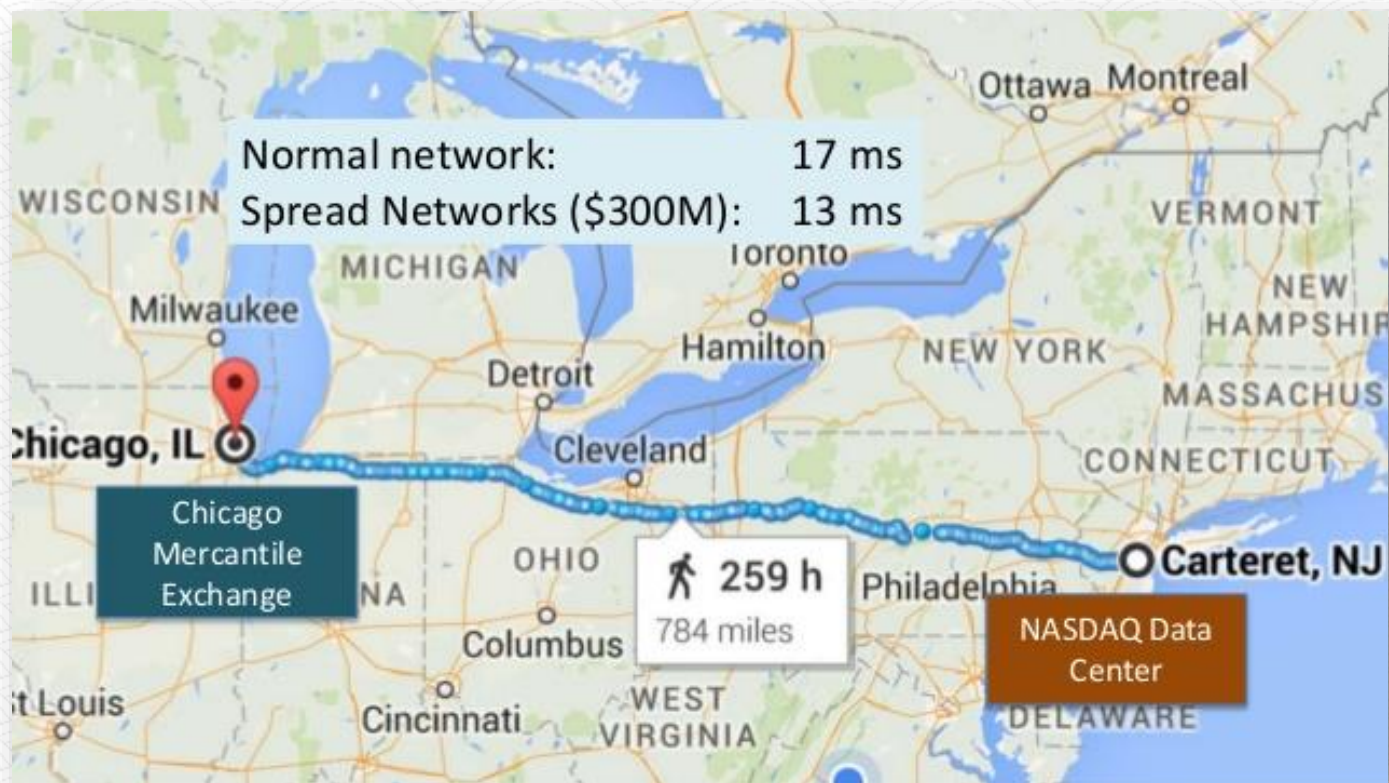
- 企业或政府等其他证券发行机构；
- 投资人：“打新股”；
- 二级市场交易场所，如交易所或柜台市场（投资银行、“新三板”），甚至不需要二级市场（私募债券、私募股票）；
- 承销商（投资银行）；
- 会计师事务所和律师事务所（合规性要求）。

一级市场的参与者：

- 企业或政府等其他证券发行机构；
- 投资人：“打新股”；
- 二级市场交易场所，如交易所或柜台市场（**投资银行**、“新三板”），甚至不需要二级市场（私募债券、私募股票）；
- **承销商（投资银行）**；
- 会计师事务所和律师事务所（合规性要求）。

二级市场的参与者：

- 个人投资者；
- 机构投资者：各种基金、投资银行自营业务、商业银行（受到严格限制）、保险机构。
- 二级市场交易场所、做市商（投资银行）；
- 分析师（“买方”和“卖方”，投资银行是卖方中的一类）和债券评级机构；
- Newswire和其他指数编制机构；
- ~~程序员、电子工程师、通信工程师。~~



- Spread Networks公司的四毫秒；
- 汤森路透的1.5毫秒。

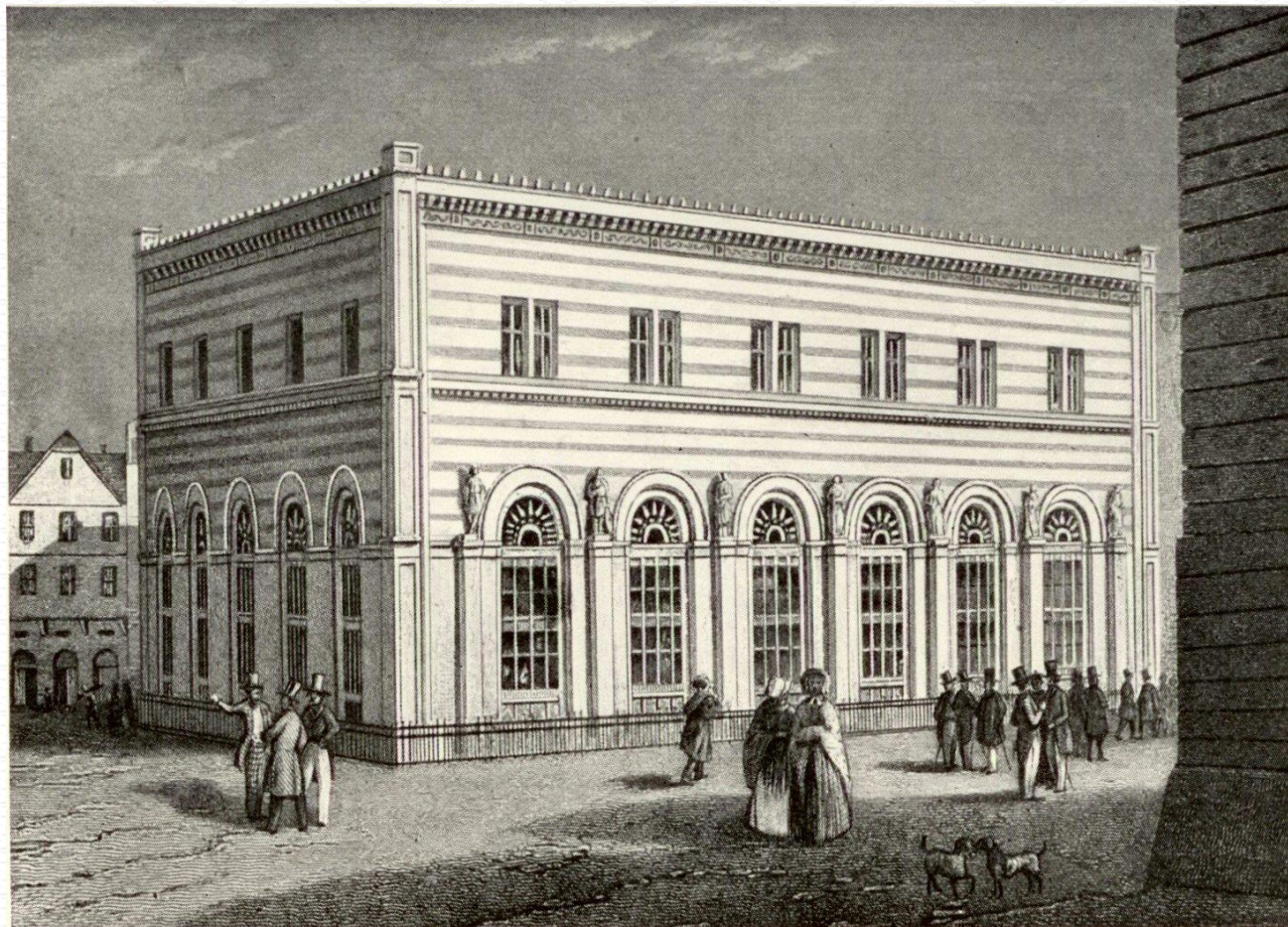
- 投资银行的历史：可追溯至欧洲为王室承销国债的银行家；现代意义的投资银行兴盛于大萧条后的美国；
- 在英国又称merchant bank**招商银行**；
- 在欧陆，如德国，常常与商业银行混业经营；
- 在中国，属于证券公司的主要业务，也有部分商业银行同时经营投行业务；
- 广义的投资银行业务和狭义的投资银行业务（证券公司的投行部门）。

投资银行的业务：

- 证券承销
- 企业并购
- 资产证券化
- 证券经纪
- 证券自营（含做市商业业务）
- 投资咨询（卖方分析师与销售）
- 证券投资基金管理、风险投资、金融创新

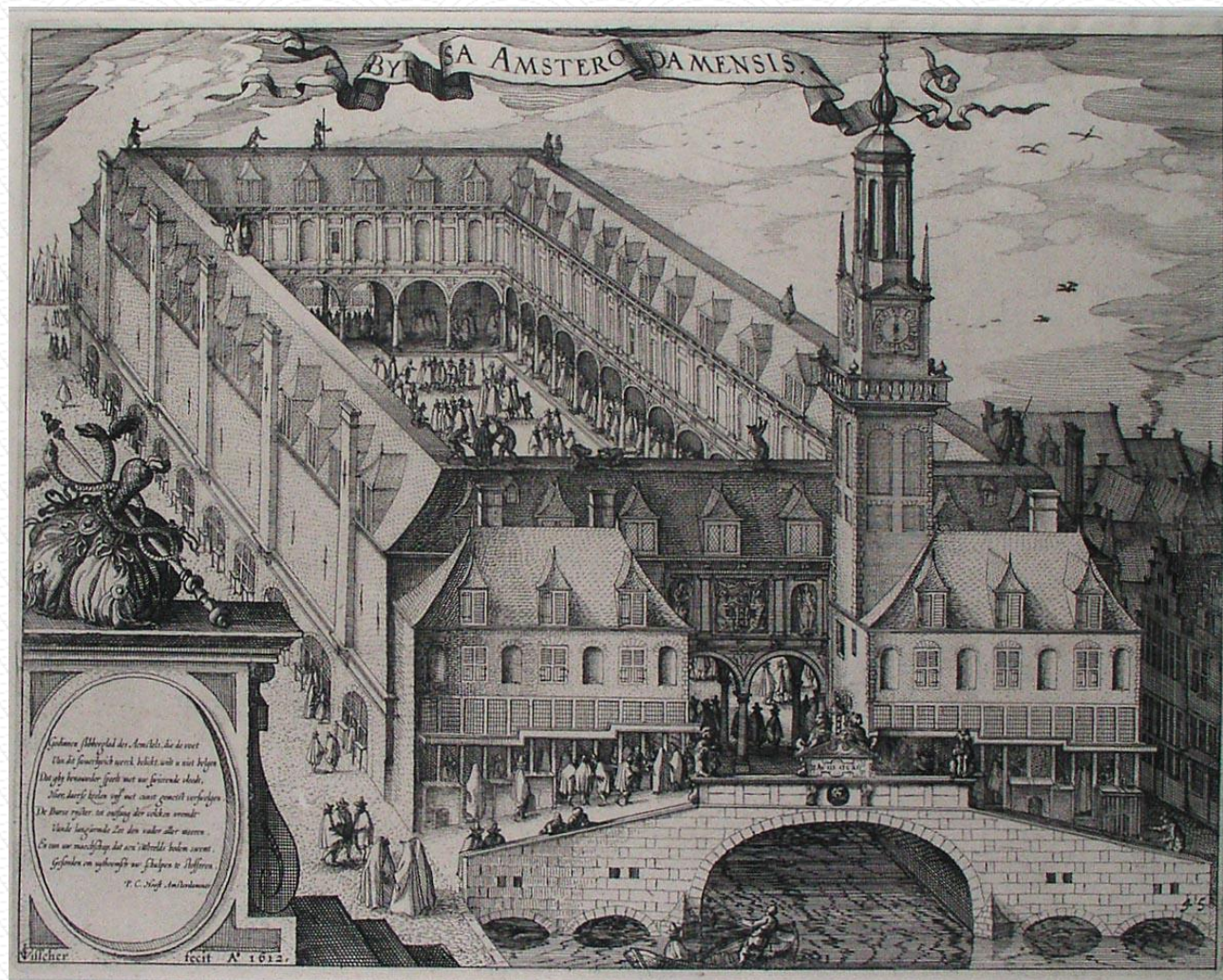
- 证券承销业务：
 - 按权责分：代销、余额包销、全额包销。
 - 按方式分：美式累计订单询价机制、固定价格机制、荷兰式拍卖机制。
- 证券发行方的成本：
 - 承销费用（保荐人顾问费、佣金等）、其他费用；
 - 为什么“打新股”会赚钱？
- 90年代的“原始股”骗局。





Die Alte Börse von Nordwesten, 1845

1585年建立，最初服务于货币兑换。



De Koopmansbeurs van stadsbouwmeester Hendrick de Keyse

1612年建立，用于交易荷属东印度公司的股票和债券。



立鑿井合約人蔡燦若等合堂中佃引王靜菴名下已
 海井大路坎上地基壹坪平地揭鑿同盛井壹眼此
 王姓出地基蔡姓出工本井出上日地主每月煎燒柴天
 夜蔡姓等每月煎燒貳拾貳天半晝夜倘井出腰脉水
 華以幫揭井人用費取出壹文口外地主願家班同出工本以打
 條井出大水之日為始蔡姓等煎燒拾年為率倘若出火而照
 均分與有天地二車灶房廊廡損壞呈報照股攤認蔡姓煎
 年分天地二車廊廡盡歸地主至於家俱動用驗物作價口可
 免立合約二條為據 外添壹字並平結

上 湧 泉

楊念尊 全在
 王聖澤 全在
 代筆李淑培

今共二點

乾隆四十四年十月二十一日立佃井合約人蔡燦若等

自貢網
 www.zgm.cn

自貢鹽業契約，乾隆四十四年（1779）



“昨天各报纸上大书特书中央军胜利消息，交易所早市一声开拍，各项债券就涨上二三元，市场中密密层层的人头攒挤，呼喊的声音就像前线冲锋，什么话也听不清，只看见场上伸出来的手掌都是向上的。”

“交易所里比小菜场还要嘈杂些。几层的人，窒息的汗臭。台上拍板的，和拿着话筒的，全涨红了脸，扬着手，张开嘴巴大叫；可是他们的声音一点也听不清。七八十号经纪人的—百多助手以及数不清的投机者，造成了雷一样的数目字的聒声，不论谁的耳朵都失去了作用。”

——茅盾《子夜》中20世纪30年代
上海华商证券交易所的情形

“上海解放的第二天，军管会就及时地颁布第一号布告，明确规定“中国人民银行发行之人民币为解放区统一流通之合法货币”，自即日起“不得再以伪金圆券或黄金、银元及外币为计算及清算单位”。6月3日，人民解放军华东军区又颁布了外汇管理暂行办法：规定所有外汇均须存入中国银行作为外汇存款，换取外汇存单，或直接售予中国银行换取人民币，严禁外币在市场上流通。然而，利令智昏的投机捣乱分子，竟然置若罔闻，活动毫无收敛，仍以证券大楼为大本营，变本加厉地非法买卖金银外币，肆意哄抬黑市价格。”

“1949年6月10日上午8时许，李士英、马乃松、黄克率领两百余名便衣公安干部，按预定部署分散进入证券大楼，随后分五个组控制了各活动场所和所有进出通道；华东警卫旅副旅长刘德胜、参谋长刘春芳也到现场参加指挥行动。上午10时，华东警卫旅派出的一个营战士，分乘10辆大卡车到达证券大楼，对整个大楼实行军事包围。紧接着，上海1万2千余工人、学生在证券大楼外围封堵交通，并向市民作宣传解释。10时正，分布在证券大楼各个场所的公安人员同时亮出身份，命令所有人员立即停止活动，就地接受检查。这一突然袭击，一下子打掉了投机分子的威风。”

——解放初取缔上海证券交易所纪实，上海地方志
1989年第三期





证券交易所的组织形式：

- 会员制；
- 公司制。

- 柜台交易或称店头市场、场外交易
（英语：Over-the-counter或OTC），
为有价证券不在集中市场上以竞价方式买卖，而在证券商营业柜台以议价方式进行的交易行为。由柜台交易所形成的市场，称为柜台交易市场。
- 也有更集中化的形式。

- 武汉柜台交易市场，简称汉柜，是曾于1990年代在武汉市开办过的柜台交易市场。汉柜曾经是全国第三大证券交易中心、最大的资金拆借中心、最大的国债及国债期货交易场所，开办之时火爆异常。汉柜开办了6年时间，最后被朱镕基以外地证券交易风险变大为原因强行关闭。
- 另有1993年建立、1999年关闭的的淄博柜台交易市场等。

- 新三板市场是指中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让系统，由国务院决定在北京中关村科技园区试点，并于2006年1月在深交所正式挂牌启动。而在此之前的三板市场被称为 老三板，包括原STAQ（全国证券交易自动报价系统）、NET系统（全国电子交易系统）挂牌公司和退市公司。
- 几乎已经可以算作是正式的交易所了。

- 私募股份和私募债券；
- “虚拟股”。

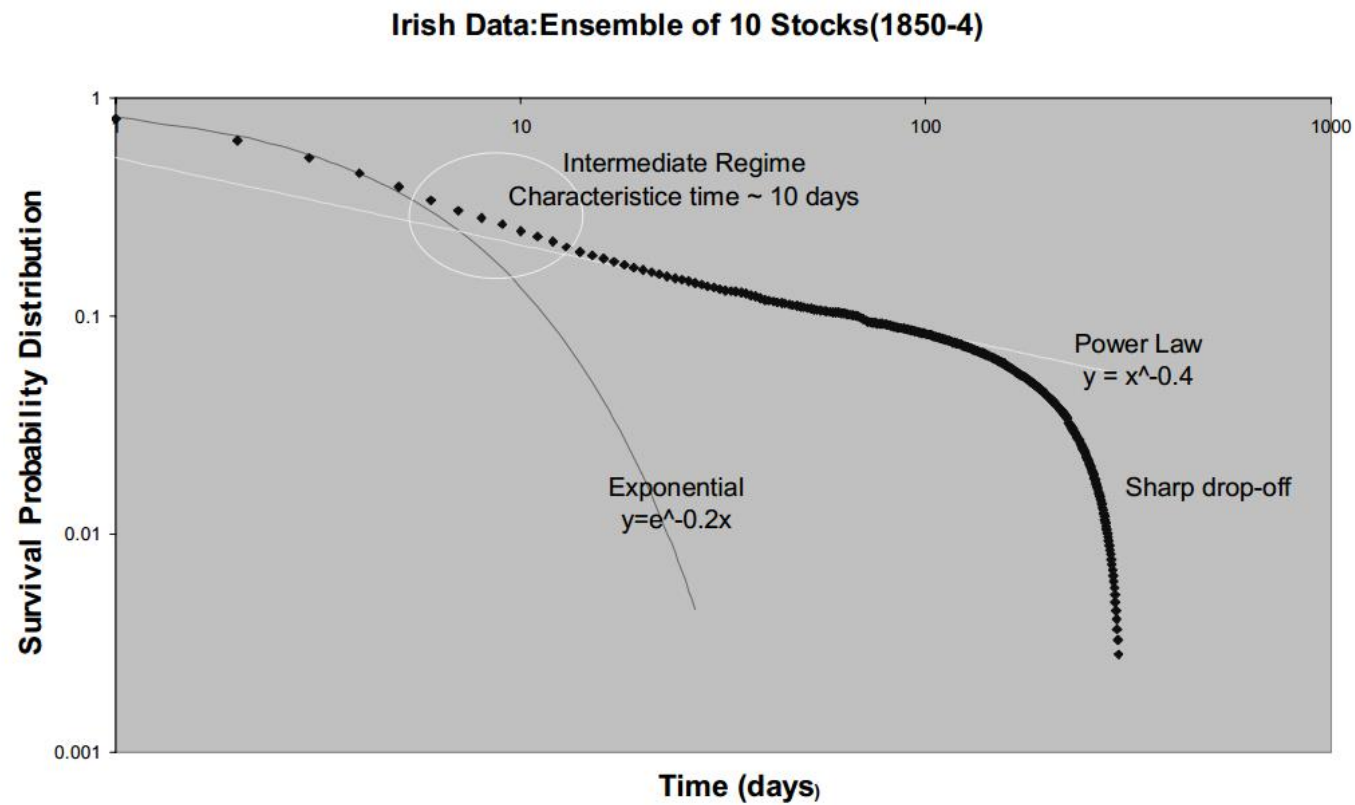


Fig. 1. Average Survival Time Probability Distribution function for Irish stock market data between 1850 and 1854. Fit parameters for M-L function: $\gamma = 0.025$ and $\beta = 0.4$.

- 做市商 (Market maker)，又称为造市者，指金融市场上的一些独立的证券交易商，为投资者承担某一只证券的买进和卖出，买卖双方不需等待交易对手出现，只要有做市商出面承担交易对手方即可达成交易。在美国纽约证券交易所市场称作“专家” (Specialist, 2005年前)，在香港证券市场被称作“庄家”。做市商制度在香港称作“证券庄家”制度。在台湾称为“造市者”。
- 做市商的利润来源：买卖差价（证券交易成本中的很大一部分）。

- 市场指数也是一种金融产品；
- 价格指数是最基本的一类指数，也有波动性指数等其他类指数，属衍生品范畴；
- 价格指数通常由一个或多个市场中符合一定标准的证券按照某种比例编制成，可供投资者复制；
- 指数编制者通常是专门的指数公司，往往有媒体业背景（富时100/金融时报、道琼斯工业平均/华尔街日报）、交易所背景（中证100、沪深300）或其他金融业背景（MSCI/摩根士丹利、标准普尔500）。

香港——中国股市将加入一个重要的全球基准，该决定为外国资金流入中国市场敞开了大门。

全球指数供应商MSCI周二宣布，将把在中国股市交易的企业股票纳入其重要的新兴市场指数。几年来，资金管理者都料到会有这么一天，投资中国从此将变得更加重要。

MSCI周二的决定对中国来说主要是一个象征性的胜利。中国政府多年来一直在游说MSCI，希望能将上海和深圳股市交易的A股纳入该指数。MSCI决定增加两个股市的222支大盘股。

——“中国A股将被纳入MSCI新兴市场指数”，纽约时报，
2017年6月21日

有何好处？

We find that the firms included in the S&P 500 index are characterized by large increases in earnings, appreciation in market value, and positive price momentum in the period preceding their index inclusion. This strong preinclusion performance predicts 1) the permanent increase of market value and 2) the change in return comovement, reflected in declines of size, value, and momentum betas, following index inclusion. Nonevent firms with similar performance experience similar appreciation in value and changes in comovement coincident with the event firms.

—Maria Kasch and Asani Sarkar, Is There an S&P 500 Index Effect? Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, 2012.

- 纳入指数化投资；
- 基金经理业绩考核标杆。

- 信用评级的目的是显示受评对象信贷违约风险的大小，一般由某些专门信用评估机构进行。评估机构针对受评对象金融状况和有关历史的数据进行调查、分析，从而对受评对象的金融信用状况给出一个总体的评价。
- 信用评级最初产生于20世纪初期的美国。1902年，穆迪公司的创始人约翰·穆迪开始对当时发行的铁路债券进行评级。后来延伸到各种金融产品及各种评估对象。

	标准普尔		穆迪		惠誉国际		大公国际	
	长期债	短期债	长期债	短期债	长期债	短期债	长期债	短期债
	AAA	A-1+	Aaa	P-1	AAA	F1+	AAA	A-1
	AA+	A-1+	Aa1	P-1	AA+	F1+	AA+	A-1
	AA	A-1+	Aa2	P-1	AA	F1+	AA	A-1
	AA-	A-1+	Aa3	P-1	AA-	F1+	AA-	A-1
	A+	A-1	A1	P-1	A+	F1+	A+	A-2
	A	A-1	A2	P-1	A	F1	A	A-2
	A-	A-2	A3	P-2	A-	F1	A-	A-2
	BBB+	A-2	Baa1	P-2	BBB+	F2	BBB+	A-3
	BBB	A-2/A-3	Baa2	P-2/P-3	BBB	F2	BBB	A-3
	BBB-	A-3	Baa3	P-3	BBB-	F2/F3	BBB-	A-3
Junk Bond High-Yield Bond	BB+	B	Ba1		BB+	F3	BB+	B
	BB	B	Ba2		BB	B	BB	B
	BB-	B	Ba3		BB-	B	BB-	B
	B+	B	B1		B+	B	B+	B
	B	B	B2		B	C	B	B
	B-	B	B3		B-	C	B-	B
	CCC+	C	Caa1		CCC+	C	CCC+	C
	CCC	C	Caa2		CCC	C	CCC	C
	CCC-	C	Caa3		CCC-	C	CCC-	C
	CC	C	Ca		CC	C	CC	C
	C	C	C		C	C	C	D

- 所谓的“买方”；
- 契约型基金和公司型基金；
- 封闭式基金和开放式基金；
- 公募基金和私募基金：
 - 在美国，通常称为“共同基金”和“对冲基金”；
 - 交易所交易基金（ETF）：同时具备开放式基金的能够申购和赎回的特性和封闭式基金的交易特性；
- 股票型基金、债券型基金、货币市场基金、不动产投资信托（REIT）；
- 平衡型基金、灵活配置型基金；
- 主动型基金、被动型基金（多为指数基金）；
- 组合型基金：基金的基金。

- 属于资本市场中的主要机构投资者；
- 在美国，养老基金控制了约20%的金融资产，持有上市公司22%的股权、5%的公司债券（2012年）。
- 2015年8月17日，国务院印发了《基本养老保险基金投资管理办法》，管理办法自印发之日起施行。管理办法规定，投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品的比例，合计不得高于养老基金资产净值的30%。在此之前，养老基金只能投资国债或现金储蓄。



报告所披露的社保基金整体状况远比此前所暴露的福禧个案更为触目惊心：“多年来，上海市社保局共计运营基本养老保险基金、企业年金、小城镇保险等8个险种的社保资金，金额共计达329.44亿，截至2006年7月17日，尚未收回的资金达255.41亿，占运营资金余额387.31亿元的66%。”

根据报告，这些违规运营的社保资金大量投向了和国家宏观政策导向不符的产业领域比如房地产业。

“截至2006年7月17日，对44家房地产企业贷款余额201.25亿，社保资金甚至给不法商人和企业提供了大量的资金支持。”

更有甚者，上海市社保局一方面曾试图弄虚作假掩盖投资损失，另一方面又曾试图掩盖投资收益。“弄虚作假掩盖损失9262.2万”，“长期两套报表，瞒报增值收益31.22亿”。

——“审计上海社保黑幕”，21世纪经济报道，
2008年03月26日

市场犯罪行为：

- 内幕交易：
 - “老鼠仓”；
 - 2016年*Salman v. United States*案认定，不以自身获利为目的，故意向他人泄露内幕信息使他人得力，仍为内幕交易。
- 操纵市场：Pools（协商行动）、Churning（自买自卖）、Pump and dump（伪造消息），等等；
 - 非法集资：中国：集资诈骗、非法吸收公众存款（什么叫“公众存款”？）；
 - 美国：各种Fraud，如庞氏骗局、“原始股”、二元期权（对赌，本身合法，但常用于非法目的），本质上都属于诈骗行为。开设金融机构同样需要牌照。

其他违法行为：

- 虚假陈述：虚假记载、误导性陈述、重大遗漏、不正当披露

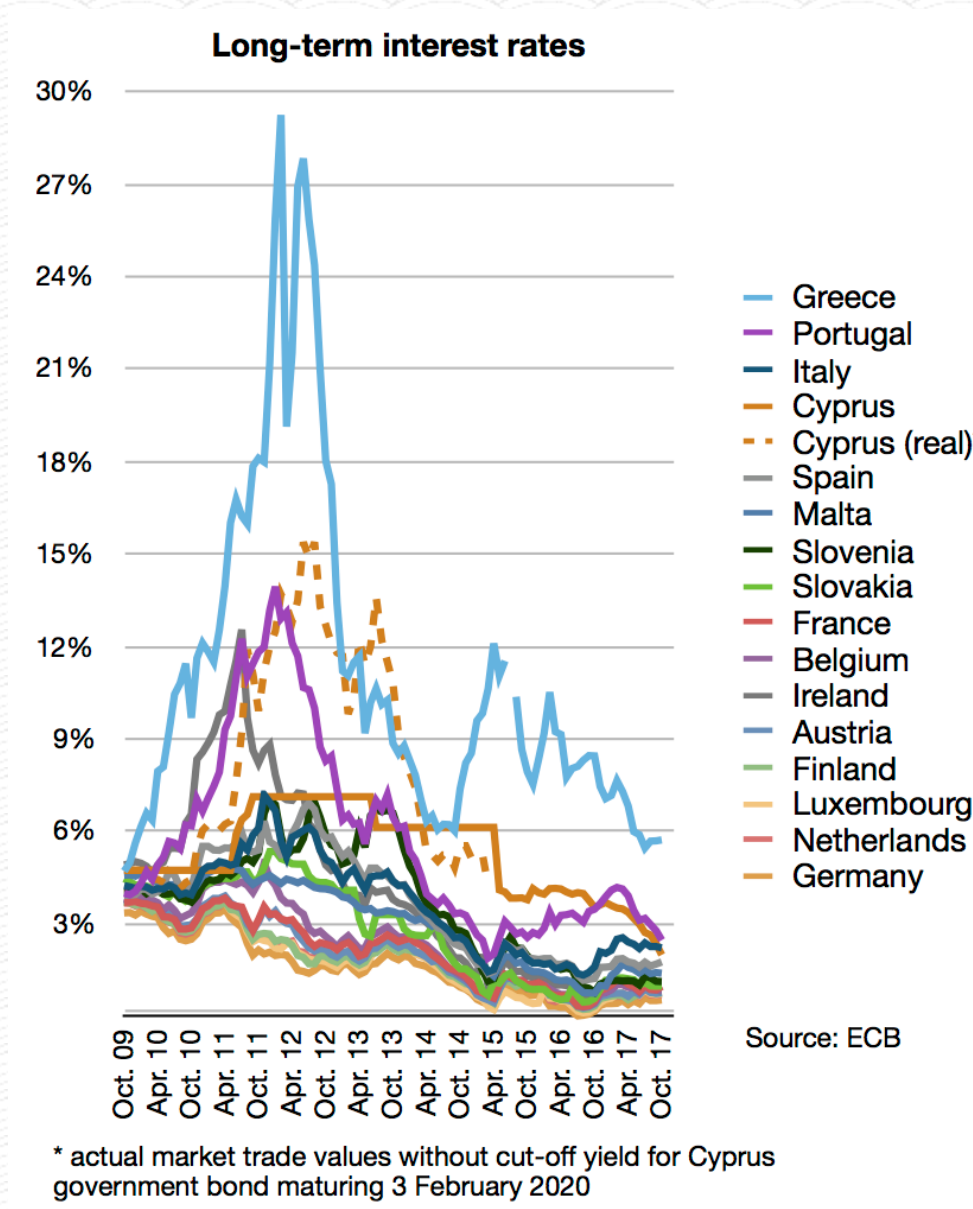
※ 法律问题应以专业人士意见为准。



- 技术层面上的短暂异动：
 - 2010 flash crash
- 短时间无法恢复的异动：
 - 1929年华尔街股灾；
 - 2015年中国股灾。
- 熔断有用吗？

- 资产价格泡沫：一种定义方式是，资产价格对基本面的严重背离；
- 原因举隅：
 - 追涨杀跌（非理性）的noise trading；
 - 无法确定泡沫破裂时刻时的理性“博傻”；
 - 有限套利约束下的异质性信念影响：agree to disagree。

- 股票指数是宏观经济周期的先行指标；
- 主权债务危机；
- High-Yield Bond Spread同样也是经济周期的先行指标。



P2P金融：

- 纯平台模式：正宗的P2P直接金融，确实属于金融创新；
- 保证本金（利息）模式：接近于改头换面的投资担保公司（一种间接金融市场的参与者）；
- 信贷资产证券化模式：本质是改头换面的投资银行；
- 债权转让模式：本质是改头换面的商业银行或投资银行。

- 纯平台模式P2P金融的风险：
 - 小额信贷技术风险；
 - 中间账户监管缺位风险；
 - 财务披露风险；
 - 欺诈和洗钱风险；
 - 个人信息泄露风险；
- 监管建议：
 - 对纯平台业务，研究新的监管政策；
 - 对平台以外的业务，参照其他既有政策进行监管。

企业间信托贷款：

- 贷款信托是指受托人接受委托人的委托，将委托人存入的资金，按其(或信托计划中)指定的对象、用途、期限、利率与金额等发放贷款，并负责到期收回贷款本息的一项金融业务。
- 本质上属于直接金融的范畴，但因与商业银行体系关系极为密切，放到后续课时专论。
- 2015年 《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》第十一条： 法人之间、其他组织之间以及它们相互之间为生产、经营需要订立的民间借贷合同，除存在合同法第五十二条、本规定第十四条规定的情形外，当事人主张民间借贷合同有效的，人民法院应予支持。