

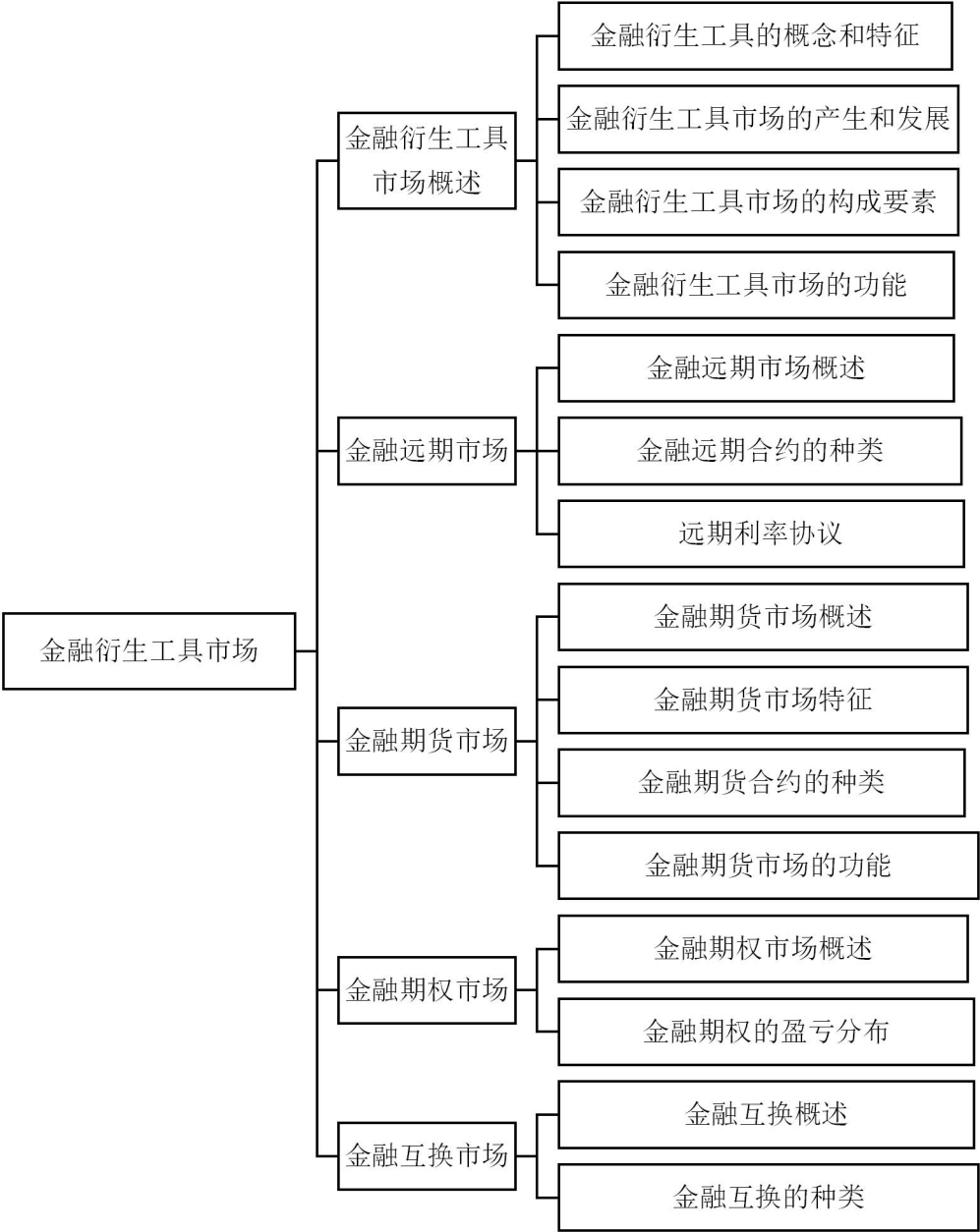
金融市场学习材料：知识结构与重难点辅导（下）

金融市场课程教学团队

从 2019 年秋季学期开始，课程使用著名金融专家殷剑锋主编的《金融市场学》（中国金融出版社 2017 年版）为课程文字主教材，同时提供吴国祥、黄庆安等编写的《金融市场学学习手册》（中国金融出版社 2019 年版）为配套教材，后者肩负课程作业练习、形成性与终结性考核等教学任务。由于其他教学资源陆续建设提供，为了帮助学习者完成学习任务，把握学习重点，特组成课程学习支持团队，为课程教学编写如下教学辅导材料。参加本学习材料编写的有：国家开放大学福建分部黄庆安教授（第 1~3 章）和陈小梅讲师（第 4~5 章）、安徽分部周平副教授（第 6~7 章）、甘肃分部陈步雨副教授（第 8~9 章）、西安分部高文娜副教授（第 10~11 章）、总部吴国祥教授（第 12 章）。课程教学团队将为广大学习者提供持续的教学支持服务。

第九章 金融衍生工具市场

一、知识结构



二、重难点内容

（一）金融衍生工具的种类

1. 按基础资产分类

根据基础资产的不同，金融衍生工具可以分为利率衍生工具、外汇衍生工具、

股权衍生工具和信用衍生工具。

利率衍生工具指以利率或利率的载体为基础工具的金融衍生工具，主要包括远期利率协议、利率期货、利率期权、利率互换以及上述合约的混合交易合约。

外汇衍生工具指以各种货币作为基础工具的金融衍生工具，主要包括期外汇合约、货币期货、货币期权、货币互换以及上述合约的混合交易合约。

股权衍生工具指以股票或股票指数为基础工具的金融衍生工具，主要包括股票期货、股票期权、股票指数期货、股票指数期权以及上述合约的混合交易合约。

信用衍生工具是一种金融合约，提供与信用有关的损失保险。对于债券发行者、投资者和银行来说，信用衍生工具是贷款出售及资产证券化之后的新的管理信用风险的工具。

2. 按交易场所分类

按照交易场所不同划分，金融衍生工具可以分为场内交易的工具和场外交易的工具。前者如股票指数期货，后者如利率互换等。

3. 按交易方式分类

根据金融衍生工具自身交易的方法及特点，可以分为远期、期货、期权和互换这四个基本类型。

金融远期，是指交易双方签订的在未来确定的时间按确定的价格购买或出售某项金融资产的合约。

金融期货，是指交易双方签订的在未来确定的交割月份按确定的价格购买或出售某项金融资产的合约，它与远期合约的主要区别是期货合约是在交易所交易的标准化合约。

金融期权合约的买方享有在未来一定时期按照敲定价格购买一定数量金融产品的权利，而卖方则有义务届时向买方履行交付义务。

金融互换，是指交易双方按照事前约定的规则在未来互相交换现金流的合约。

（二）金融远期合约的种类及缺点

按基础资产的性质划分，金融远期合约主要有远期利率协议、远期外汇合约和远期股票合约。

远期利率协议是买卖双方同意在未来一定时间（清算日），以商定的名义本金和期限为基础，由一方将协定利率与参照利率之间差额的贴现额度付给另一方的协议。

远期外汇合约是指双方约定在将来某一时间按约定的远期汇率买卖一定金额的某种外汇的合约。

远期股票合约是指在将来某一特定日期按特定价格交付一定数量单只股票或股票组合的协议。

远期合约的缺点是：首先，由于远期合约没有固定的、集中的交易场所，因此不利于信息交流和传递，不利于形成统一的市场价格，市场效率较低。其次，由于每份远期合约千差万别，这就给远期合约的流通造成较大不便，导致远期合约的流动性较差。最后，远期合约的履约没有保证，当价格变动对一方有利时，对方有可能无力或无诚意履行交割义务，因此远期合约的违约风险相对较高。

（三）金融期货市场特征

金融期货市场的特征主要体现在其独特和严谨的交易安排形式上。金融期货市场的规则主要包括以下几个方面：

1. 规范的期货合约

期货交易合约具有法律约束力，它必须规范化、标准化，包括合约品种、交易时间、交易数量及单位、价格变动单位、价位涨跌幅度的限定、每日交易限量、对冲规定、交割期限、违约罚款及保证金数额等。期货合约必须具有的标准：一是必须是双向合约，以保证其流动性。二是必须简单明确，不能含糊其辞，要简单明了地规定交割的时间和价格等重要事项。三是必须使交易程序公开化，买卖双方不能私下增减其内容，必须按交易所规章制度进行交易。

2. 保证金制度

进行期货交易，不必支付期货合约的全部价款，只需缴纳一定比例的保证金给经纪公司即可。保证金的作用是防止客户发生亏损时交不出钱，所以买者、卖者都要交付保证金，是期货市场与现货市场的主要区别之一。客户交付保证金，首先，保护了经纪公司的利益，当客户亏损，经纪公司可以用保证金支付；其次，抑止了过分投机，当价格剧烈波动、投机猖獗时，经纪公司有权根据当时市场情况和监管要求增加保证金数额，以抑制投机过度现象。

3. 期货价格制度

在交易所里，行情变动对金融期货交易非常重要，为保证期货市场能按照公平竞争的原则稳定地运行，期货交易所对金融期货的价格做了一些规定：

其一，价格单位。金融期货价格一般以市场最小的买卖单元为基础。

其二，价格最小浮动额。金融期货价格浮动有一个最小单位，任何交易商在交易所的公开喊价不得少于价格最小浮动额。

其三，停板额，又称每日价格浮动限额。它是金融期货在一天之内所允许的最大变动限额。交易所规定了每种金融期货合约在一天之内浮动的最大幅度，超过这个幅度就要停止交易。当金融期货价格上升到指定的上限，叫“涨停板”；相反，当金融期货价格低到指定的下限，叫“跌停板”。

其四，报价制度。期货交易所的报价制度分为自由叫价制和交易盘叫价制。自由叫价制指在交易所内通过公开喊价进行交易的方式。交易盘叫价制是将每天的交易分成两盘，每盘又分两节，交易节的时间很短，一般只有几分钟。在交易节中，交易人随着价格板显示的不同价格、数量和期限，表示其交易意图，当出现合适的价格，并且双方的交易数额相同时，交易所就以此盘价结算完成合约。

4. 交割期制度

每种金融期货合约都规定有交割月份、交割日期和交易终结日。交割月份指的是在一年哪几个月内进行交割。交割日期指到期合约进行现货交割的日期。交易终结日是交割日前的第二个交易日。在交易终结日到来之前，合约的持有者可以在期货市场上通过“平仓”来抵消手中合约所代表的权利和义务。一旦过了这一天，交易所就没有这种合约的买卖。合约持有者只有等到交割日用现货进行交割。

5. 期货交易时间制度

各期货交易所都严格限定期货交易时间，一般是 5 天工作制。

6. 佣金制度

佣金是经纪行代客户进行期货交易应取得的报酬。各国计算佣金的办法不同，多少也不一样。经纪行的成本和利润目标决定佣金的高低。成本由以下因素决定：订单的数量、期货品种的风险、交易的难易程度、佣金、交易所的收费以及其他行政性开支等。

（四）金融期货市场的功能

1. 套期保值，转移风险。利用金融期货市场进行套期保值，转移风险，主要是利用期货合约作为将来在期货市场上买卖金融证券的临时替代物，对其现在拥有或将来拥有的资产、负债予以保值。

2. 投机牟利，承担风险，润滑市场。金融行情的变化，使投机者可以利用期

货市场进行投机活动，通过保证金交易在期货市场的价格波动中牟取巨额利润，同时也承巨大的风险。期货市场上的投机活动，既有助长价格波动的作用，同时也有润滑市场及造市、稳定市场的作用

3. 使供求机制、价格机制、效率机制及风险机制的调节功能得到进一步的体现和发挥。期货市场上的价格是由双方公开竞争决定的，并具有一定的代表性和普遍性，代表了所有市场参加者对于未来行情的综合预期。交易成交的价格，可以说是一个真正反映双方意见、需要和预测的价格；它是市场参与者对当前及未来资金供求、某些金融商品供求、价格变化趋势、风险程度及收益水平的综合判断，是生产者和投资者进行生产和投资决策的重要参考，是确定合理生产、投资及价格的依据，从而也是调节资源分配的重要依据。

（五）金融期权的种类

1. 按期权权利性质划分，期权可分为看涨期权和看跌期权。

看涨期权 是指赋予期权的买方在预先规定的时间以执行价格从期权卖方手中买入一定数量的金融工具权利的合同。为取得这种买的权利，期权购买者需要在购买期权时支付给期权出售者一定的期权费。

看跌期权是指期权购买者拥有一种权利，在预先规定的时间以敲定价格向期权出售者卖出规定的金融工具。为取得这种卖的权利，期权购买者需要在购买期权时支付给期权出售者一定的期权费。

2. 按期权到期日划分，期权可分为欧式期权和美式期权。

欧式期权是指期权的持有者只有在期权到期日才能执行期权。

美式期权则允许期权持有人在期权到期日前的任何时间执行期权。

3. 按敲定价格与标的资产市场价格的关系不同，期权可分为价内期权、平价期权和价外期权。

价内期权是指如果期权立即执行，买方具有正的现金流，该期权具有内在价值。

价上期权是指如果期权立即执行，买方的现金流为零。

价外期权是指如果期权立即执行，买方具有负的现金流。

4. 按基础资产的性质划分，期权可以分为现货期权和期货期权。

现货期权是指以各种金融工具本身作为期权合约之标的物的期权，如各种股票期权、股票指数期权、外汇期权、债券期权等。

期货期权是指以各种金融期货合约作为期权合约之标的物的期权，如各种外汇期货期权、利率期货期权及股票指数期货期权等。

（六）金融互换的种类

1. 货币互换。货币互换是指交易双方按固定汇率在期初交换不同种货币的本金，然后按预先确定的日期，进行利息和本金的分期互换。在某些情况下，期初或期末也可以不交换本金。货币互换合约中，除不同货币之间的本金互换外，利息方面可以是不同货币之间的浮动/浮动互换或固定/固定互换或不同货币之间的固定/浮动互换。

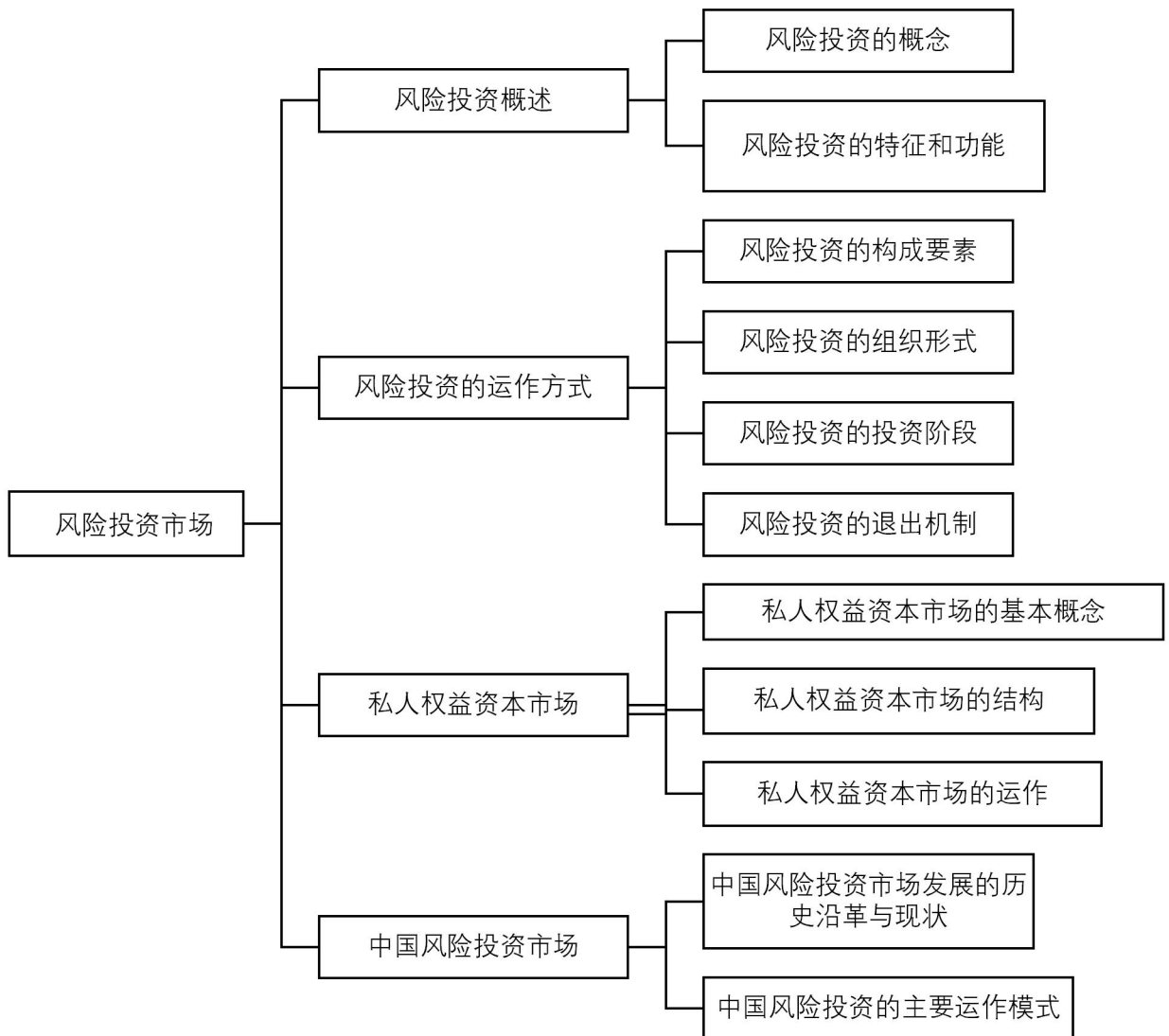
2. 利率互换。利率互换是两种货币以不同的利率进行交换，一般都是固定利率交换浮动利率，也有的以一种基准利率的浮动利息交换另一种基准利率的浮动利息，而不交换名义本金。

3. 股票互换。股票是以股票指数产生的红利和资本利得与固定利率或浮动利率交换。投资组合管理者可以用股票互换把债券投资转换成股票投资；反之亦然。

4. 信用违约互换。在信用违约互换中，互换购买者（通常为标的债券的持有人）在合约期内（通常为3—5年）定期向交易对手（互换卖方）支付一定的费用。互换出售者则要在特定信用事件（通常指互换标的债券发生违约，无法偿付或无法按时支付利息）发生时，按合约约定的价格收购互换购买者手中的互换标的，减少互换购买者在标的债券上受到的损失；而如果在合约期内，特定信用事件没有发生，则互换出售方不需要支付任何费用。

第十章 风险投资市场

一、知识结构



二、重难点内容

（一）风险投资具有的特征

- 1、风险投资是高附加值的投资。
- 2、风险投资面临高风险，追求高收益。
- 3、风险投资的对象多为创业期的中小型企业，且多和高新科技联系在一起。
- 4、风险投资具备投资周期长、流动性要求低的特征。
- 5、风险投资的运作方式是一个资金链条的循环方式。

6、风险投资是融资活动和投资活动的有机结合，同时兼具融资和投资的特点。

（二）风险投资的功能

- 1、分散投资风险。
- 2、为众多中小企业提供资金来源和注入管理内涵。
- 3、强化政府资金投资的示范作用。
- 4、推进科学发展和技术进步。
- 5、为未来经济发展带来新的增长点。

（三）风险投资的退出方式

1、公开上市退出模式，也成为 IPO 退出模式。公开上市退出模式是指风险投资家在企业公开上市以后， 可以将手中所持有的股份在资本市场进行公开交易、变现，将投资收益从股权变为现金形式， 从风险企业退出的模式。

2、企业购并。当风险企业难以达到公开上市条件时，风险投资者还可以通过并购的方式退出投资，即风险投资人在私人权益市场上出售其所拥有的企业股份。

3、协议回购。协议回购是指按照风险投资协议规定，在投资期满后，由被投资的风险企业购回风险投资机构所持有的公司股票份额。

4、破产清算。风险投资是一种高收益高风险的投资方式。 因此，投资失败的现象普遍存在，清算就是风险投资失败时，风险投资机构退出目标企业的一种方式。

（四）风险投资退出机制的作用

- 1、退出机制为风险资本提供了必要的流动性。
- 2、退出机制为风险资本提供了连续的发展性。
- 3、退出机制为评估风险投资活动所创造的价值提供了衡量标准。
- 4、退出机制间接吸引了社会潜在资金，有助于扩大社会投资规模，促进经济增长。

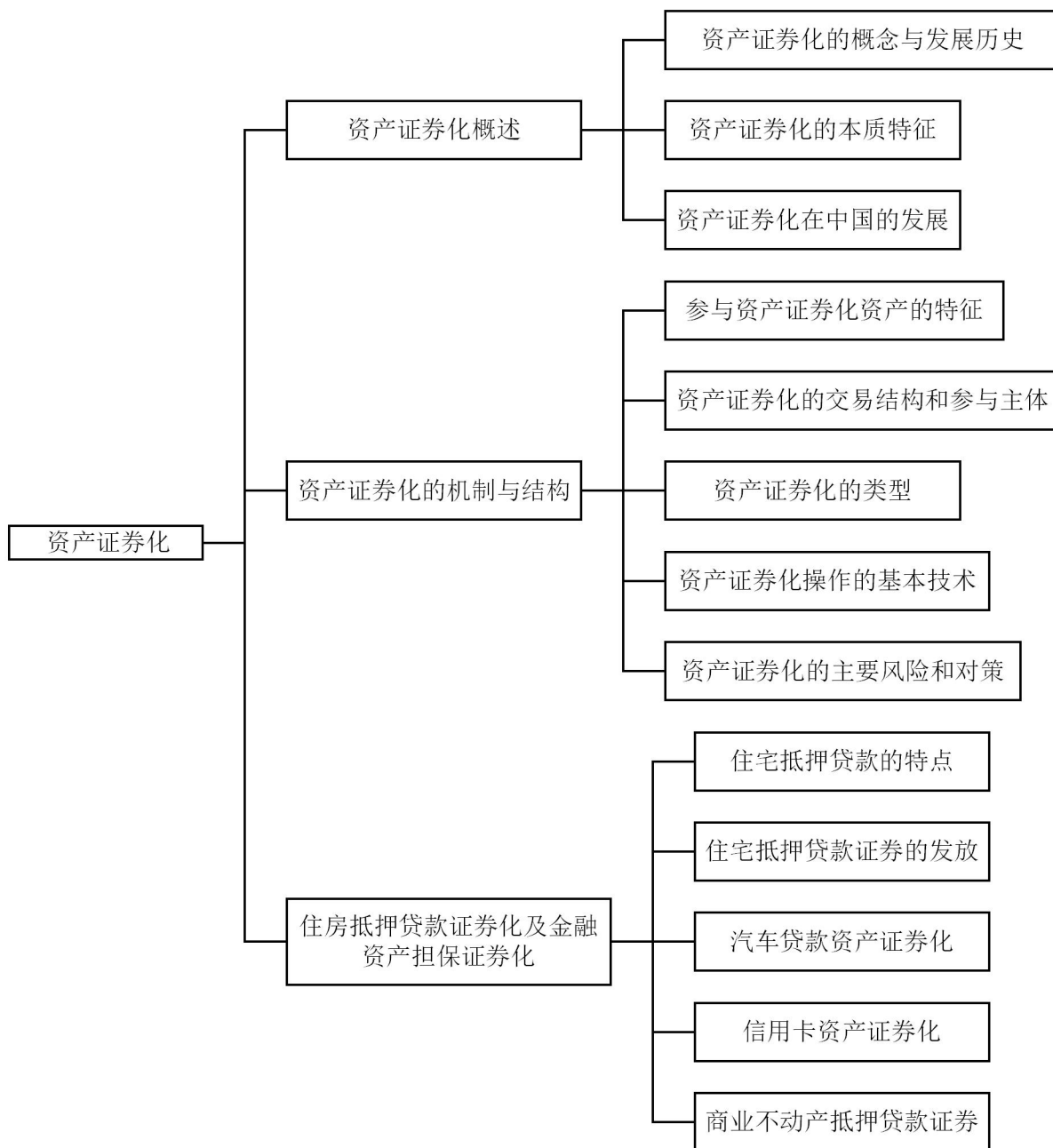
（五）私人权益投资的运作特点

1、作为一种特殊的投资方式，私人权益投资的运作过程体现着高风险和高收益并存的特点。

- 2、私人权益投资是一种主动参与企业管理和经营的专业投资。
- 3、私人权益资本的投资周期较长。
- 4、有限合伙制在私人权益资本投资中的广泛应用。

第十一章 资产证券化

一、知识结构



二、重难点内容

（一）资产证券化区别于股票、债券等传统融资方式的典型特征

1、资产证券化是一种结构性融资方式。

2、资产证券化是对资产池中的现金进行结构性安排，创造出具有不同风险、期限和收益特征的收入凭证，以满足不同投资者的需求。

3、资产证券化是一种表外融资方式。

4、资产证券化是一种资产信用融资方式。

5、资产证券化是一种低成本融资方式。

6、资产证券化产品的风险分散、违约率低。

（二）参与资产证券化的资产通常具有的特征

1、资产必须具有一定的同质性，未来能够产生可预期的稳定现金流，或有明确约定的支付模式，这种约定必须是契约性质的。

2、有良好的信用记录，违约率低。

3、本息的偿还完全分摊于整个资产存续期间。

4、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。

5、资产的抵押物有较高的清算价值或对债务人的效用很高。

6、有可理解的信用特征。 资产的标准规范，条款清晰明确，避免不规范的合同和因合同条款缺乏有效性、完备性而造成利益上的损失。

7、资产的平均偿还期至少为一年。

（三）资产证券化的参与主体

1、发起人，拥有证券化资产原始权益的经济主体，其职责是确定证券化资产，并进行组合，然后将其出售给 SPV。

2、特殊目的实体 (SPV)，资产支持证券的发行人，通过 SPV 实现破产隔离。SPV 经济行为明确简单，资本化程度很低，在整个资产证券化交易中扮演通道角色，通过发行证券获得资金。

3、投资者，证券化资产的认购主体，主要是机构投资者，如银行、保险公司、基金等。

4、信用增级机构，为了获得较高的信用评级，资产证券化交易中可能还会使用信用增级手段来对基础资产进行现金流补充和加强，以改善其信用评级和发行成本。外部信用增级机构包括专业增级公司、保险公司、金融机构和大型企业的财务公司等，内部增级则一般由发起人提供。

5、承销商，是资产证券化交易和市场时间的枢纽，一般由投资银行、信托

投资公司、证券公司等来担任，除了提供市场信息、联络投资人、安排证券发行之外，往往还担任整个资产证券化的财务顾问，负责协调律师、会计师、税务师和信用评级机构等多方关系。

6、资金保管人，是资产证券化交易中的高级“出纳”，承担账户的开设、资金的保管和证券的支付等工作，为了避免利益冲突，往往由于发起人、投资者等交易主体都没有关联的第三方担任。

（四）资产证券化的主要风险和对策

虽然资产证券化产品一般具有风险低、收益高、流动性强的特点，但作为证券化产品，它同样具有一般证券化产品的风险，其常见的风险和对策为：

1、提前偿付风险，资产支持证券比预计的日期提早得到偿付，一般是由于资产证券化交易中的基础资产现金流的提前而引起的。针对提前偿付风险，可以通过以下三种办法解决：（1）发起人在构建资产池时选择对提前偿付有约束的贷款。（2）委托资金托管人将提前收到的现金流用于购买国债、金融债等来调整现金流降低投资人的再投资风险，确保投资人的投资收益和期限符合要求。（3）通过结构化设计对资产池的现金流进行特殊切割，确保特定的证券在一定范围内不受资产现金流变化的影响。

2、信用风险，是指证券的发行人不能按时对证券本息进行支付的风险。针对信用风险，可以采用信用保险或对冲信用风险工具来规避，对冲信用风险工具有信用价差期权、信用远期合约、信用互换等。

3、利率风险，一是利率变化对资产池的现金流的影响，二是利率变化对证券本身定价的影响。证券的定价和利率呈反向变动关系，利率的上涨会导致证券贬值，如果投资者必须在到期前出售证券，就会导致损失。针对利率风险，可以运用利率期权、利率期货及利率互换等衍生金融工具进行转移。

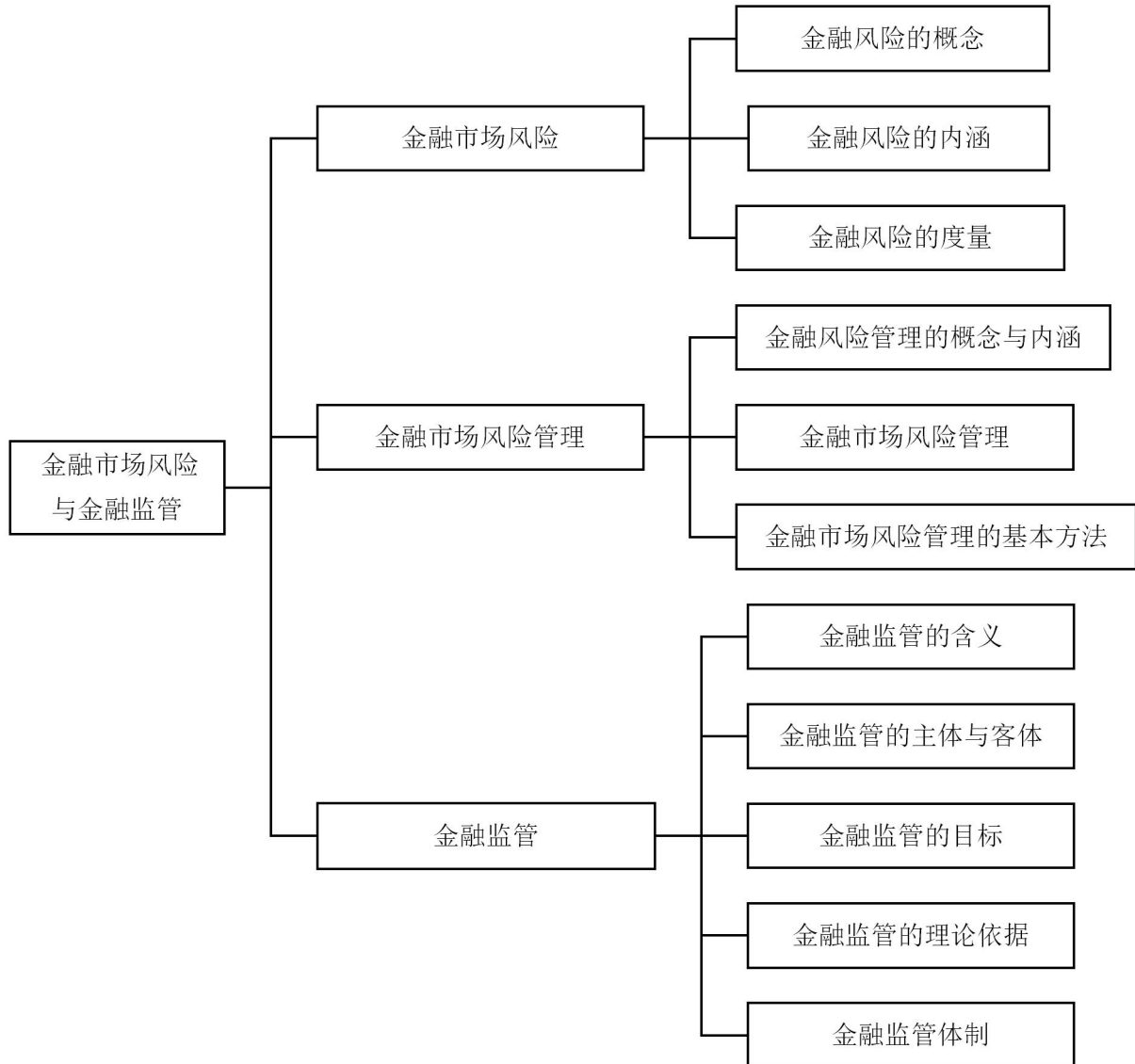
4、流动性风险，主要表现为证券以接近于其真实价值的价格出售的难易程度，一般用市场上的买卖价差衡量，价差越大，流动性风险就越大。

5、服务商和管理人风险，资产证券化交易中的资产是由服务商和管理人来管理的，如果服务商和管理人违约或破产倒闭，资产证券化的运作就会面临停止或瘫痪的危险。针对这一风险，一般的资产证券化交易都会制定后备服务商或管理人。

第 12 章：金融市场风险与金融监管

一、知识结构

本章为金融市场学体系的最后一章，核心是围绕金融市场风险阐述金融监管的重要性。



本章涉猎的问题较多，主要有：金融风险的概念、金融市场风险的内涵及其在金融风险中的地位、金融市场风险的度量、金融风险管理与金融市场风险管理、金融市场风险管理的基本方法、金融监管的理论基础（包括金融监管的含义、金融监管的主体客体与目标）、金融监管的理论依据（包括金融脆弱说、公共利益

说、信息的不完全和不对称学说)、金融监管的理论变革、金融监管体制,包括美英法日的金融监管体制和我国的金融市场监管体系。

虽然本章的核心内容围绕着金融风险和金融监管展开,关键点却是要解释金融市场风险与金融市场监管之间的理论和实践逻辑。有风险就要监管,这只是粗放的逻辑。对不同的风险进行“对症下药”式的监管才是逻辑的进一步细化,这样的监管才能是“有效的监管”。但要实现有效的监管的前提,是对风险的度量,然后才能提出一系列风险管理的方式方法。学者们在讨论的过程中自然会形成关于风险和监管的理论,并在理论上建立体制。通过该段文字,大家应能感受到风险和监管之间形成的一条红线——即在每一个风险问题和监管问题之间构成的分枝逻辑并相辅相成、“自问自答”——组成一个“风险与监管”的逻辑链条,既是本章的思想逻辑,又是本章的知识架构。

二、本章重点与难点问题

(一) 金融市场风险及其度量

金融市场风险是指由于金融市场因子波动而形成的未来资产发生损失的可能性。在金融市场上资产证券化、可交易化和市场波动加剧的条件下, 金融市场风险已成为金融机构承担的主要风险之一,也是众多金融风险中影响较大的一种风险。

金融市场风险度量是金融市场认知的重要环节,也是本章的一个难点。根据金融市场风险大小采取相应的措施是一种一般性的金融风险治理逻辑,也是防范和化解金融市场风险的前提条件。从理论上说,金融市场风险的基础原因是金融价格因子不稳定而引起的金融资产价值减少。当金融资产价值损失超过一定限度时,会将金融机构的风险资本消耗殆尽,从而引发信用危机,形成信用风险。

金融市场风险的大小通常决定于两个主要因素,即金融价格因子波动程度以及金融资产价值与这种波动的相关度。金融理论认为,基础性金融市场因子有利率、汇率、股票价格和商品价格等。几乎所有金融资产的价值,直接或间接地都可以表示为这几个因子的函数。价格因子的波动程度越大,金融资产价值波动也就越大。通过分析价格因子的变动,才能推测金融资产的价值变化,从而估计金融市场风险的大小。

造成金融市场因子变动的因素很多,首先,金融竞争加剧、全球市场自由化

一体化程度提高，是市场因子自由度增加的主要原因。其次，金融创新和技术进步，尤其是金融衍生产品的迅猛发展，使金融市场变得更加敏感动荡。

影响金融资产价值与市场因子相关度的主要是新金融工具的大量涌现。新金融工具一方面为金融风险的分解转移创造了条件；另一方面又加重了各种市场因子的相互影响，使它们的波动更加复杂，增强了金融市场因子变动的不确定性。

（二）金融市场风险管理

金融市场风险管理是随着市场风险的扩大而产生和发展起来的，它通过对金融市场风险进行适当的处理，达到转移、分散、控制和防范风险的目的。

金融市场风险管理由于依据的理论，存在不同的管理方式和方法。从风险处理的角度看，金融市场风险管理的内容不外乎两个方面，即转移风险和控制风险。

转移市场风险就是将无法回避的市场风险通过分散化、套期保值和保险等方式，转嫁到其他金融机构或产品上。套期保值又称对冲，是指根据已有资产的金融市场风险之特点建立相反的头寸，以抵消或降低金融市场风险的不利影响。对冲的思路是在准确解析市场暴露的构成、分布和随机特征的基础上，进行反向工程，构造满足对冲目标的具有相反风险特性的新的资产组合。对冲有完全对冲和部分对冲之分，理论上，完全对冲后资产组合的风险为零，但实践中却几乎不可能。对冲必须结合对冲者预期、风险偏好及交易成本，选择某些市场风险因子才能实现。

控制市场风险则是把风险保持在可以承受的水平并保证风险处于可控状态，这通常是针

对那些为获得风险收益而必须保留的市场风险的一项管理内容。

（三）金融市场监管的理论

金融监管依据两大理论：金融脆弱说和公共利益说。它们都是建立在新古典微观经济理论基础之上的理论学说。

金融脆弱说起源于米什金 1982 年提出的“金融不稳定假说”。米什金及其追随者认为，银行的利润最大化目标促使它们在系统内增加风险性业务和活动，从而导致了系统的内在不稳定性，因而需要对银行的经营行为进行监管。金融脆弱性一般由三个方面的原因造成：一是短借长贷和部分准备金制度导致了金融机构内在的非流动性；二是在资产负债表中，主要是金融资产而不是实物资产，主要

是金融负债而不是资产净值，这在金融机构之间存在着相互依赖的网络；三是存款合同的等值和流动性形成了在萧条时期提取存款的激励。

公共利益说基于市场失灵的理论，认为金融市场同样存在失灵，从而导致金融资源的配置不能实现“帕累托最优”，具体表现为自然垄断、外部效应和信息不对称等方面。

关于自然垄断，一些学者认为，规模经济可能存在于银行业。银行在经营管理过程中的规模越大，则成本越低，收益越高，意味着它具有一定的自然垄断倾向。而金融部门的垄断可能造成价格歧视、寻租等有损资源配置效率和消费者利益的不良现象，对社会产生负面影响，降低金融业的服务质量和有效产出，造成社会福利损失，理应通过金融监管以消除垄断。

外部效应是指提供一种产品或劳务的社会费用（或利益）和私人费用（或所得）之间的偏差。金融中介过程中存在风险与收益的外部性，存在监督、选择信贷的外部性，存在金融混乱的外部性。银行业作为一个特殊行业，其破产的社会成本明显地高于银行自身的成本。个别银行的破产因多米诺骨牌效应，有可能导致整个银行系统的崩溃而引发金融危机。通过金融监管消除外部性，就能有效防止金融风险的发生。

从理论上说，金融市场上由于银行等中介机构能有效解决信用过程中授信主体之间信息严重不对称的问题，信息应该是完全的，资金盈余者可以判断潜在的借款人是否值得信任、他们将资金投入运作后是否能产生预期的效益、到期归还本息是否有保障等。但在现实中，金融市场的表现则是一个信息不对称、不完全的市场，形成了存款人与银行、银行与贷款人之间的信息不对称，存在逆向选择和道德风险问题，使市场失灵更加明显。不完全信息的第二个结果是，价格体系不再有效地传递有用信息，从而引起市场参与者较高的信息成本，无法实现信息效率市场的均衡，造成金融市场的低效率；不完全信息引起金融市场失灵的第三个重要方面是信息具有公共产品的性质。解决上述问题的有效途径，只有加强金融监管。