

目录

第一章 金融市场.....	2
第一节 金融市场概述.....	2
1.1.1 金融市场的概念:	2
1.1.2 金融市场的功能:	2
1.1.3 金融市场的分类:	3
第二节 金融工具.....	5
1.2.1 金融工具的概念.....	5
1.2.2 股票:	6
1.2.3 债券:	7
1.2.4 远期:	7
1.2.5 期货:	8
1.2.6 互换:	9
1.2.7 期权:	9
第三节 我国的金融市场和金融工具.....	10
1.3.1 我国现代金融市场的发展历程.....	10
1.3.2 我国期货市场的发展.....	11
1.3.3 我国金融衍生品市场的发展.....	11
1.3.4 我国金融工具的卖空交易方式.....	13

第一章 金融市场

本章介绍金融市场的基本概念，包括金融市场的基本功能、基本类型、金融工具以及我国金融市场的基本概况。本章的目的是让读者对金融市场和基本金融工具能够有初步的了解。

第一节 金融市场概述

1.1.1 金融市场的概念：

在现代经济系统中，有三类重要的市场对经济的运行起着主导作用，这就是要素市场、产品市场和金融市场。要素市场是分配土地、劳动与资本等生产要素的市场，产品市场是商品和服务进行交易的场所。在经济系统中引导资金的流向，沟通资金由盈余部门向短缺部门转移的市场即为金融市场。

从一般意义上说，市场是一个交易机制的概念，任何一种有关商品和劳务的交易机制都可以形成一种市场。市场既可以是有特定场所的有形市场，也可以是无形的，尤其是在泛指的情况下，因此我们可以把金融市场定义为对金融交易机制的概括，即通过金融资产交易进行资金融通的场所与行为的总和。

金融市场是指以金融资产为交易对象而形成的供求关系及其机制的总和，它与要素市场和产品市场存在着显著的差异。一是在金融市场上，市场参与者之间的关系已不是一种单纯的买卖关系，而是一种借贷关系或委托代理关系，是以信用为基础的资金的使用权和所有权的暂时分离或有条件的让渡；二是在金融市场上，市场交易的对象是一种特殊的商品即货币资金；三是市场交易的场所在大部分情况下是无形的，通过电讯及计算机网络等进行交易的方式已越来越普遍。

金融市场为居民、公司企业提供了投资和筹资的机制，衍生金融市场又为投资者可能面临的风险提供保值的机会，金融市场还为中央银行的金融宏观调控提供了一种颇为有效的政策工具。但金融市场对投资者而言同时又是一个内在关系错综复杂，产品品种形式繁多，市场价格变化莫测的投资场所。

1.1.2 金融市场的功能：

（一）聚敛功能

金融市场的聚敛功能是指金融市场引导众多分散的小额资金汇聚成为可以投入社会再生产的资金集合功能。在这里，金融市场起着资金“蓄水池”的作用。金融市场之所以具有资金的聚敛功能，一是由于金融市场创造了金融资产的流动性。另一个原因是金融市场的多样化的融资工具为资金供应者的资金寻求合适的投资手段找到了出路。

（二）配置功能

资源的配置，金融市场通过将资源从低效率利用的部门转移到高效率的部门，从而使一个社会的经济资源能最有效的配置在效率最高或效用最大的用途上，实现稀缺资源的合理配置和有效利用。通过金融市场价格波动，能够实现财富的再分配；利用各种金融工具，风险厌恶程度较高的人可以把风险转嫁给厌恶风险程度较低的人，从而实现风险的再分配。

（三）调节功能

调节功能是指金融市场对宏观经济的调节作用。金融市场一边连着储蓄者，另一边连着投资者，金融市场的运行机制通过对储蓄者和投资者的影响而发挥作用。首先，金融市场具有直接调节作用。这实际上是金融市场通过其特有的引导资本形成及合理配置的机制首先对微观经济部门产生影响，进而影响到宏观经济活动的一种有效的自发调节机制。其次，金融市场的存在及发展，为政府实施对宏观经济活动的间接调控创造了条件。

（四）反映功能

金融市场历来被称为国民经济的“晴雨表”和“气象台”，是公认的国民经济信号系统。

- （1）金融市场首先是反映微观经济运行状况的指示器。
- （2）金融市场交易直接和间接的反映国家货币供应量的变动。
- （3）金融市场有大量专门人员长期从事商情研究和分析，能了解企业的发展动态。
- （4）金融市场有着广泛而及时的收集和传播信息的通讯网络，使人们可以及时了解世界经济发展变化情况。

金融市场与国民经济关系图

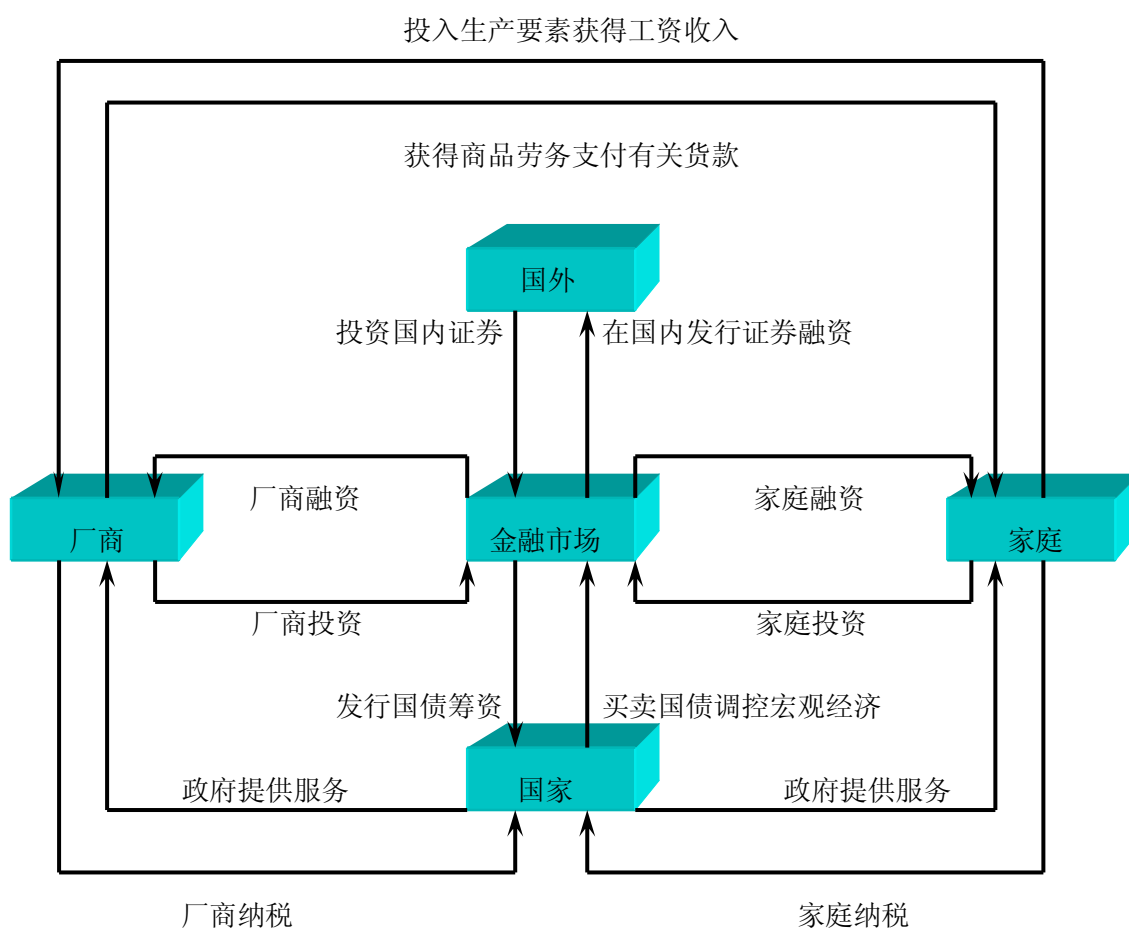


图 1.1.1

1.1.3 金融市场的分类：

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

- （一）按标的物划分，金融市场可以分为：货币市场、资本市场、外汇市场和黄金市场。

货币市场：货币市场是指以期限在一年及一年以下的金融资产为交易标的物的短期金融市场。它的主要功能是保持金融资产的流动性，以便随时转换成现实的货币。货币市场一般没有正式的组织，所有交易特别是二级市场的交易几乎都是通过电讯方式联系进行的。市场交易量大是货币市场区别于其它市场的重要特征之一。

资本市场：资本市场是指期限在一年以上的金融资产交易的市场。一般来说，资本市场包括两大部分：一是银行中长期存贷款市场，另一是有价证券市场。通常，资本市场主要指的是债券市场和股票市场。

资本市场与货币市场之间的区别为：

- (1) 期限的差别。
- (2) 作用的不同。
- (3) 风险程度不同。

外汇市场：外汇市场广义和狭义之分。广义的外汇市场是指外汇买卖、经营活动的总和；狭义的外汇市场指的是银行间的外汇交易。外汇市场主要功能有：

- (1) 实现购买力的国际转移
- (2) 调剂国际资金余缺
- (3) 外汇市场所拥有发达的通信设施及手段，提高了资金的使用效率
- (4) 可有效避免或减少因汇率变动带来的风险，从而促进国际贸易的发展。

黄金市场：黄金市场是专门集中进行黄金买卖的交易中心或场所。目前，由于黄金仍是国际储备工具之一，在国际结算中占据着重要的地位，因此，黄金市场仍被看作金融市场的组成部分。但随着时代的发展，黄金非货币化趋势越来越明显。

(二) **按中介特征划分**，金融市场可以分为：直接金融市场与间接金融市场。

直接金融市场：直接金融市场指的是资金需求者直接从资金所有者那里融通资金的市场，一般指的是通过发行债券或股票方式在金融市场上筹集资金的融资市场。

间接金融市场：间接金融市场是指以银行等信用中介金融机构为媒介，来进行资金融通的市场，例如存贷款市场。在间接金融市场上，资金所有者将资金贷放给银行等信用中介，再由信用中介机构转贷给资金需求者。不论这笔资金最后归谁使用，资金所有者的债权都只是针对信用中介机构而言的，对资金的最终使用者不具有任何权利要求。

(三) **按金融资产的发行和流通特征划分**，金融市场可以分为：初级市场、二级市场。

初级市场：资金需求者将金融资产首次出售给公众时所形成的交易市场称为初级市场，或者称发行市场、一级市场。证券的发行是证券买卖、流通的前提。证券发行者与证券投资者的数量多少，是决定一级市场规模的关键因素。

二级市场：证券发行后，各种证券在不同的投资者之间买卖流通所形成的市场即为二级市场。二级市场上买卖双方的交易活动，使得金融资产的流动性大大增强，促进了经济的繁荣。

(四) **按交割方式划分**，金融市场可以分为：现货市场与衍生市场。

现货市场：现货市场实际上是指即期交易的市场，是金融市场上最普遍的一种交易方式。现货交易包括现金交易、固定方式交易及保证金交易。

衍生市场：衍生市场是各种衍生金融工具进行交易的市场。衍生金融工具是指由原生性金融商品或基础性金融工具创造出的新型金融工具。

(五) **按地域划分**，金融市场可以分为：国内金融市场和国际金融市场。

国内金融市场是指金融交易的作用范围仅限于一国之内的市场。

国际金融市场则是金融资产的交易跨越国界进行的市场，进行金融资产国际交易的场所。它有广义和狭义之分：狭义的国际金融市场指进行各种国际金融业务的场所；广义的国际金融市场则包括离岸金融市场。

国内金融市场是国际金融市场形成的基础。

金融市场的分类图示

按交易工具的不同期限	货币市场（短期资金市场）
	资本市场（长期资金市场）
按市场的功能	发行市场（初级市场）
	流通市场（二级市场）
按交割期限	现货市场
	期货市场
按地理范围	地方性金融市场
	全国性金融市场
	国际性金融市场
按交易工具的种类	票据市场
	证券市场（股票市场、债券市场）
	衍生工具市场
	外汇市场
	保险（单）市场
	黄金、白银市场

第二节 金融工具

1.2.1 金融工具的概念

金融工具是一切可以在金融市场上进行交易、具有现实价格和未来估价的金融资产的总称。金融资产的最大特征是能够在市场交易中为其所有者提供即期或远期的货币收入流量。不同形式的金融工具具有不同的金融风险。

一般认为，金融工具具有以下特征：

(1)期限性。期限性是指借款人拿到借款开始，到借款全部偿还清为止所经历的时间。各种金融工具在发行时一般都具有不同的偿还期。从长期来说，有 10 年、20 年、50 年。还有一种永久性债务，这种公债借款人同意以后无限期地支付利息，但始终不偿还本金，这是长期的一个极端。在另一个极端，银行活期存款随时可以兑现，其偿还期实际等于零。

(2)流动性。这是指金融资产在转换成货币时，其价值不会蒙受损失的能力。除货币以外，各种金融资产都存在着不同程度的不完全流动性。其他的金融资产在没有到期之前要想转换成货币的话，或者打一定的折扣，或者花一定的交易费用，一般来说，金融工具如果具备下述两个特点，就可能具有较高的流动性：第一、发行金融资产的债务人信誉高，在已往的债务偿还中能及时、全部履行其义务。第二，债务的期限短。这样它受市场利率的影响很小，转现时所遭受亏损的可能性就很少。

(3)安全性。安全性或风险性是指投资于金融工具的本金和收益是否会遭受损失的风险。风险可分为两类：一是债务人不履行债务的风险。这种风险的大小主要取决于债务人的信誉以及债务人的社会地位。另一类风险是市场的风险，这是金融资产的市场价格随市场利率的上升而跌落的风险。当利率上升时，金融证券的市场价格就下跌；当利率下跌时，则金融证券的市场价格就上涨。证券的偿还期越长，则其价格受利率变动的影响越大。一般来说，本金安全性与偿还期成反比，即偿还期越长，其风险越大，安全性越小。本金安全性与流动性

成正比，与债务人的信誉也成正比。

(4)收益性。是指金融工具能定期或不定期给持有人带来收益的特性。金融工具收益性的大小，是通过收益率来衡量的，其具体指标有名义收益率、实际收益率、平均收益率等。

金融工具的分类图示

按不同期限	货币市场工具（商业票据、国库券、CD、回购协议等）
	资本市场工具（股票、债券）
按不同融资方式	直接融资工具（商业票据、股票、债券）
	间接融资工具（银行汇票、CD）
按不同权利义务	债务凭证（商业票据、各类债券、CD等）
	所有权凭证（股票）
按不同层次	原生性金融工具
	衍生性金融工具

衍生金融工具又名衍生金融产品。广义的说，衍生金融工具是一种双边合约，其价值取决于或派生于基础商品或基础资产的价格及变化。基础商品包括市场上交易的很多商品，例如农产品、金属、原油、化工产品等，甚至是诸如天气，排污权等不是商品的东西。**基础资产**包括货币、股票与债券等。衍生金融工具各类的划分方法不一。如依合约是否标准化可以分为标准化合约和非标准化合约两种；如依合约持有人到期是否拥有选择权，衍生金融工具又可以分为远期类和期权类。

以下介绍几种主要的金融工具（包括衍生金融工具）。

金融衍生工具分类

分 类 标 准	类 别
按合约类型	远期合约
	期货合约（利率期货、外汇期货、股票期货、股价指数期货）
	期权合约（看涨期权、看跌期权）
	互换合约（如货币互换、利率互换）
按相关资产	货币或外汇衍生工具（如远期外汇合约、外汇期货、货币互换）
	利率衍生工具（如利率期货、利率互换、远期利率协议）
	股票衍生工具（如股票期权、股价指数期权、认股权证）
按衍生次序	一般性衍生工具
	混合衍生工具（如可转换债券）
	复杂衍生工具（如期货期权、互换期权、特种期权）
按交易场所	场内工具
	场外工具

1.2.2 股票：

股票（Stock）是股份有限公司在筹集资本时向出资人发行的股份凭证。股票代表着其持有者（即股东）对股份公司的所有权。这种所有权是一种综合权利，如参加股东大会、投票表决、参与公司的重大决策。收取股息或分享红利等。同一类别的每一份股票所代表的公司所有权是相等的。每个股东所拥有的公司所有权份额的大小，取决于其持有的股票数量占公司总股本的比重。股票一般可以通过买卖方式有偿转让，股东能通过股票转让收回其投资，

但不能要求公司返还其出资。股东与公司之间的关系不是债权债务关系。股东是公司的所有者，以其出资额为限对公司负有限只任，承担风险，分享收益。

股票具有以下基本特征：

（1）**不可偿还性**。股票是一种无偿还期限的有价证券，投资者认购了股票后，就不能再要求退股，只能到二级市场卖给第三者。

（2）**参与性**。股东有权出席股东大会，选举公司董事会，参与公司重大决策。股票持有者的投资意志和享有的经济利益，通常是通过行使股东参与权来实现的。

（3）**收益性**。股东凭其持有的股票，有权从公司领取股息或红利，获取投资的收益。股息或红利的大小，主要取决于公司的盈利水平和公司的盈利分配政策。股票的收益性，还表现在股票投资者可以获得价差收入或实现资产保值增值。通过低价买人和高价卖出股票，投资者可以赚取价差利润。

（4）**流通性**。股票的流通性是指股票在不同投资者之间的可交易性。通过股票的流通和股价的变动，可以看出人们对于相关行业和上市公司的发展前景和盈利潜力的判断。

（5）**风险性**。由于股票价格要受到诸如公司经营状况、供求关系、银行利率、大众心理等多种因素的影响，其波动有很大的不确定性。正是这种不确定性，有可能使股票投资者遭受损失。价格波动的不确定性越大，投资风险也越大。因此，股票是一种高风险的金融产品。

1.2.3 债券：

债券（bond）是一种有价证券，是社会各类经济主体为筹措资金而向债券投资者出具的，并且承诺按一定利率定期支付利息和到期偿还本金的债券债务凭证。由于债券的利息通常是事先确定的，所以，债券又被称为固定利息证券。债券通常包括以下几个基本要素：1. 票面价值；2. 价格；3. 偿还期限。

债券具有一下基本特征：

（1）**期限性**：债券在发现的时候一般会确定偿还期限，到期时发行人偿还本金和利息；

（2）**安全性**：由于债券发行人一般都具有较高的信用，债券本金和利息的支付有一定的安全性。但是这个也不是确定的，例如美国很多企业都可以发行债券，但是很大一部分债券都是利率很高信用风险较大的垃圾债券。

（3）**收益性**：债券的利率一般都高于储蓄存款利率；

（4）**流动性**：债券并非都可以自由转让流通，要经过管理部门批准才能够上市流通。流动性越强，债券的变现能力越大，也就越收投资者欢迎。就算是上市流通，不同债券在不同时期市场的容量与投资者的买卖意愿不同，因此要把债券变现所付的成本也不同。

（5）**风险性**：债券的主要风险来自两个方面：通货膨胀风险和违约风险。当票面利率固定不变时，市场利率却随通货膨胀不断提高，使得债券名义利率低于通货膨胀率。即使没有低于通胀率投资者的收益也会因为通货膨胀而使得真正获得的购买力价值下降。另一方面就是债券发行人的违约风险。因此发行债券的机构都必须具有一定的信用等级，不同信用等级的机构发行的债券所要求的利率是不同的。

1.2.4 远期：

远期（forward）是最简单的一种衍生工具。买卖合约双方承诺在将来某一天以特定价格买进或卖出一定数量的标的物（标的物可以是大豆、铜等实物商品，也可以是股票指数、债券指数、外汇等金融产品）前者处于多方地位，后者处于空方地位。远期合约的特征在于，

虽然实际交割在未来进行，但是交割价格已经在合约签订时确定，因此可以回避市场价格波动的风险。实际上远期合约就是适应规避现货交易风险的需要而产生的。

远期合约是非标准化合约。灵活性较大是远期合约的主要优点。在签署远期合约之前，双方可以就交割地点、交割时间、交割价格、合约规模、标的物的品质等细节进行谈判，以便尽量满足双方的需要。

但也正因为远期合约的非标准化，它也有很多的缺点。首先，由于远期合约没有固定的、集中的交易场所，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，因此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合约，因此远期合约的违约风险较高。

远期合约的标的资产可以是任何的实物资产，也可以是任何的金融资产。常见的远期合约包括远期利率协议，远期外汇协议，债券远期，股票远期，股票指数远期等等。

1.2.5 期货：

期货（future）是指协议双方同意在约定的将来某个日期按约定的条件（包括价格、交割地点、交割方式）买入或卖出一定标准数量的某种金融工具的标准化协议。合约中规定的价格就是期货价格。

期货合约本质上还是远期合约，只是它有了标准化，而远期合约是非标准化合约。并且由于标准化，使得期货的交易方式与远期有了很大的不同。期货合约均在交易所进行，交易双方不直接接触，而是各自跟交易所的清算部或专设的清算公司结算。期货合约的买者或卖者可在交割日之前采取对冲交易以结束其期货头寸（即平仓），而无须进行最后的实物交割。期货合约的合约规模、交割日期、交割地点等都是标准化的，即在合约上有明确的规定，无须双方再商定。期货交易是每天进行结算的，而不是到期一次性进行的，买卖双方交易之前都必须在经纪公司开立专门的保证金账户。

期货合约与远期合约比较：

- （1）、**标准化程度不同**：远期非标准化，而期货是标准化的。
- （2）、**交易场所不同**：远期合约在交易所外进行，可以由交易双方约定合约的内容；而期货合约是在交易所内进行的。
- （3）、**违约风险不同**：远期合约有较大的违约风险，而期货合约由于保证金制度，价格波动上下限制度，以及每日结算制度使得期货合约几乎没有违约风险。
- （4）、**价格确定方式不同**：远期合约的价格由买卖双方协商而定，当信息不对称时，确定的价格很可能是不公平的价格；而期货合约的价格通过市场竞争形成，确定的价格相对比较公平。
- （5）、**履约方式不同**：远期合约履约方式是到期交割标的资产；而期货合约可以到期交割标的资产，但是更多的是在到期前任何需要的时候平仓对冲。
- （6）、**合约双方关系不同**：远期合约双方互相负有法律责任，而期货合约双方并不具有任何责任和义务，只是他们分别和交易所之间有法律责任。
- （7）、**结算方式不同**：远期合约到期结算，而期货合约每日收盘时结算。

当然，期货合约的标的资产可以是任何的实物资产，也可以是任何的金融资产。常见的期货合约有利率期货、股价指数期货和外汇期货等。

1.2.6 互换：

金融互换（swap）是约定两个或两个以上当事人按照商定条件，在约定的时间内，交换一系列现金流的合约。互换在中国又称掉期。互换本质上是当前的一个即期交易与以后在不同时期的多个远期交易的组合，因此它也属于远期类衍生产品。

金融互换的主要功能有：通过金融互换可在全球各市场之间进行套利，从而一方面降低筹资者的融资成本或提高投资者的资产收益，另一方面促进全球金融市场的一体化。利用金融互换，可以管理资产负债组合中的利率风险和汇率风险。另外，金融互换为表外业务，可以逃避外汇管制、利率管制及税收限制。

互换不在交易所交易，主要是通过银行进行场外交易。互换市场几乎没有政府监管。

互换市场也有其内在局限性。首先，为了达成交易，互换合约的一方必须找到愿意与之交易的另一方。如果一方对期限或现金流等有特殊要求，他常常会难以找到交易对手。其次，由于互换是两个对手之间的合约，因此，如果没有双方的同意，互换合约是不能更改或终止的。第三，对于期货和在场内交易的期权而言，交易所对交易双方都提供了履约保证，而互换市场则没有人提供这种保证。因此，互换双方都必须关心对方的信用。

当然，由于互换本质上是一系列远期合约的组合，因此上述的远期合约的缺点对于互换合约基本上都具有。

常见的金融互换合约主要包括货币互换，利率互换和货币利率互换。

1.2.7 期权：

金融期权（option）是指赋予其购买者在规定期限内按双方约定的价格（简称协议价格或执行价格）购买或出售一定数量某种金融资产（称为潜在金融资产或标的资产）的权利的合约。期权的买入方称为期权多头，期权的卖出方称为期权空头。对于期权的买者来说，期权合约赋予他的只有权利，而没有任何义务。作为给期权卖者承担义务的报酬，期权买者要支付给期权卖者一定的费用，称为期权费或期权价格。期权费视期权种类、期限、标的资产价格的易变程度不同而不同。

按期权买者的权利划分，期权可分为看涨期权（Call Option）和看跌期权（Put Option）。看涨期权指期权多头到期有权以约定价格买入某种资产，看跌期权指期权多头到期有权以约定价格卖出某种资产。

按期权买者执行期权的时限划分，期权可分为欧式期权和美式期权。欧式期权指期权只能在到期时执行，而美式期权指期权可以在到期前任何时候执行。

按照期权合约的标的资产划分，金融期权合约可分为利率期权、货币期权（或称外汇期权）、股价指数期权、股票期权以及金融期货期权等。

期权交易场所既有正规的交易所，也有场外交易市场。交易所交易的是标准化的期权合约，场外交易的则是非标准化的期权合约。对于场内交易的期权来说，其合约有效期一般不超过9个月，以3个月和6个月最为常见。由于有效期不同，同一种标的资产可以有好几个期权品种。此外，同一标的资产还可以规定不同的协议价格而使期权有更多的品种，同时还有看涨期权和看跌期权之分，因此期权品种远比期货品种多得多。

期权交易与期货交易的区别：

- （1）**权利和义务**。期货合约的双方都被赋予相应的权利和义务，而期权合约只赋予买方权利，卖方则无任何权利。
- （2）**标准化**。期货合约都是标准化的，而期权合约则不一定。

- (3) **盈亏风险**。期货交易双方所承担的盈亏风险都是无限的。而期权交易卖方的亏损风险可能是无限的（看涨期权），也可能是有限的（看跌期权），盈利风险是有限的（以期权费为限）；期权交易买方的亏损风险是有限的（以期权费为限），盈利风险可能是无限的（看涨期权），也可能是有限的（看跌期权）。
- (4) **保证金**。期货交易的买卖双方都须交纳保证金。期权的买者无须交纳保证金。
- (5) **买卖匹配**。期货合约的买方到期必须买入标的资产，而期权合约的买方在到期日或到期前则有买入（看涨期权）或卖出（看跌期权）标的资产的权利。
- (6) **套期保值**。运用期货进行的套期保值，在把不利风险转移出去的同时，也把有利风险转移出去。而运用期权进行的套期保值时，只把不利风险转移出去而把有利风险留给自己。

第三节 我国的金融市场和金融工具

1.3.1 我国现代金融市场的发展历程

中国是一个有着悠久历史的文明古国，很早就出现了货币和从事金融活动的机构。旧中国的金融市场就以上海为中心，由大城市到中等城市，由江、浙一带到沿海其他城市，又由沿海到内地逐步发展起来。

新中国成立后，经过几年的经济回复，开始进行社会主义计划经济体制建设，金融市场于是销声匿迹。

改革开放以来，我国经济体制发生了根本性的变化，特别是提出了改革旧的传统计划经济体制，建立社会主义市场经济之后，金融市场作为市场经济的重要组成部分，也迅速形成和发展。

1984 年，我国开始允许金融机构间相互拆借资金以调节余缺，形成同业拆借市场。

1985 年，全国范围内开展了商业汇票成对贴现业务，并允许商业银行向中央银行进行再贴现，标志这票据市场的初步形成。

自 1981 年以来，每年都发行大量国债（国库券），但是起初并不能流通转让。自 1988 年开始，允许部分国库券上市流通，债券市场初步形成。90 年代开始，所有的国债均可以自由买卖。

1984 年，北京成立了全国第一家股份有限公司——北京天桥百货股份有限公司，公司发行了定期 3 年的股票。随后上海飞乐音响公司部分地向社会公开发行了不偿还股票，从而拉开了股票交易的序幕。1986 年 9 月，上海工商银行信托投资公司静安证券业务部开办了股票柜台买卖业务，以挂牌方式，公开委托买卖股票。1986 年 9 月 26 日，“上海飞乐音响公司”和“上海延中实业公司”通过静安证券部上市，开创了新中国股票二级市场交易的历史。

从 1986 年起，我国开始办理外汇调剂业务；1988 年，在全国设立了 10 个外汇调剂中心，从而初步建成了外汇调剂市场。

1990 年 11 月和 1991 年 4 月上海证券交易所和深圳证券交易所相继成立，标志着我国股票市场进入了一个新阶段。

自 1991 年起，国库券由通过行政等手段摊派发行，改由金融机构和财政部门承购包销，这是国库券迈向市场的重要一步。1992 年交易所债券市场的建立，1993 年国债以及自营商体系的建立和无纸化发行，1996 年国债全面招标发行，中央国债等级结算公司的成立，1997 年全国银行间债券市场的启动，中国国债市场的发展基本实现了“发行市场化、品种多样化、

全面无纸化、交易电脑化”的目标。

1992年2月上海批准上海真空电子器件公司在境外溢价发行了1亿元人民币特种股票（简称B股），并以美元计价，使得我国的股票市场开始迈向国际舞台。

1994年1月1日起，施行人民币汇率并轨，施行以外汇供求为基础的有管理的浮动汇率制。1994年4月1日，全国统一的银行间的外汇市场——中国外汇交易中心在上海成立。

1996年1月3日全国银行同业拆借市场正式开始试运行。

2002年10月30日上海黄金交易所正式开业。上海黄金交易所的建立，与货币、资本市场、证券市场、外汇市场等一起构筑成我国完整的金融市场体系。

1.3.2 我国期货市场的发展

发育期货市场是发展市场经济的深层次要求。建立和完善社会主义市场体系包括建立期货市场，这是今后中国经济发展和体制改革的客观要求。

中国参与现代期货业的时间是上世纪80年代。1990年10月12日，国内第一家“具有期货交易色彩”的农产品交易中心——郑州粮食批发市场正式开业。1992年5月，我国首家国家级期货市场——上海金属交易所隆重宣告成立，它以高起点引进国际通信的期货运行机制。此后，一大批金属、石油、粮食等专业交易所在上海、南京、郑州、北京、深圳等地相继开业。各种期货经纪和咨询机构也如雨后春笋般涌现。

但是，法规建设的滞后和行业的高速扩张必然引发大量的事端，市场组织者缺乏管理经验和期货交易的复杂性不可避免地映出了许多问题。1998年8月，随着期货市场监管体系的加强，国务院下发了《关于进一步整顿和规范期货市场的通知》，开始了新一轮整顿、规范期货市场。决定在1998年底将14个期货交易所撤并为上海、郑州、大连3家。

目前我国的商品期货交易所有大连商品交易所、郑州商品交易所、上海期货交易所。这三家的交易品种分别有：大连商品交易所有大豆、豆粕、豆油、玉米、LLDPE（线形低密度聚乙烯，一种化工原料）；郑州商品交易所有小麦、棉花、白糖、菜籽油、PTA（精对苯二甲酸，一种化工原料）；上海期货交易所有铜、铝、锌、天然橡胶、燃料油、黄金。

2006年9月8日中国金融期货交易所在上海成立，它是经国务院同意，中国证监会批准，由上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、上海证券交易所和深圳证券交易所共同发起设立的交易所。

中国金融期货交易所的成立，对于深化资本市场改革，完善资本市场体系，发挥资本市场功能，具有重要的战略意义。

目前，中国金融期货交易所正积极筹划推出股票指数期货、期权，并深入研究开发国债、外汇期货及期权等金融衍生产品。

1.3.3 我国金融衍生品市场的发展

（一）、我国的股票衍生品：

我国目前股票衍生产品主要是期权类形式的认股权证。

我国的第一个权证是1992年6月沪市推出的大飞乐股票的配股权证。同年10月30日，深圳宝安公司在深市向老股东发行了我国第一张中长期(一年)认股权证：宝安93认股权证，发行总量为2640万张。但是由于当时权证的过度投机现象以及起不到权证的实质作用，1996年6月底，权证市场被关闭。

2005年5月，中国证券市场股权分置改革启动。同年8月，宝钢股份在其股权分置改

革中引入认购权证作为对价，成为权证市场暂停 10 年后诞生的第一只新权证。此后，武钢、万科等公司股权分置改革相继推出认购权证或认沽权证。截至 2006 年 9 月末，已上市交易权证共 28 只。短短一年时间以来，中国内地权证市场蓬勃发展，交易额超过香港跃居全球第二。2005 年 7 月 18 日，沪深证券交易所同时颁布了《权证管理暂行办法》，为权证产品复出奠定制度基础。

我国历史上也曾出现过股指期货。1993 年 3 月 10 日，海南证券交易报价中心在全国首次推出股票指数期货交易，可交易品种包括深圳综合指数和深圳综合 A 股指数各 4 个到期月份的期货合约。但是 1993 年 9 月 9 日，中国证监会通知，券商未经批准不得开办指数期货交易业务。海南证券交易报价中心深圳综合指数和深圳综合 A 股指数期货交易业务在 10 月暂停。

2007 年 4 月 22 日，《期货公司金融期货结算业务试行办法》《证券公司为期货公司提供中间介绍业务试行办法》以及《期货公司风险监管指标管理试行办法》正式发布实施，意味着股指期货上市的法规基本出齐。股指期货，这一中国资本市场已探讨数年之久的金融衍生产品，其推出终于被提上日程。

（二）、我国的债券衍生品：

我国目前的债券类衍生产品主要有债券远期和债券回购。

2005 年 5 月 16 日，中国人民银行发布了《全国银行间债券市场债券远期交易管理规定》，随后又出台了一系列不同层级的规章制度及行业自律性质的文本，明确了债券交易的政策框架、违约情形和违约处理及债券远期交易、结算和信息披露的管理办法。这标志着我国债券远期业务的诞生。债券远期交易作为我国最先推出的金融衍生工具，其规避债券市场风险、完善市场价格发现的功能的逐步发挥，对维护金融稳定、促进债券现货市场发展以及中央银行制度和执行货币政策等都具有重要意义。

我国银行间债券市场于 1997 年推出了传统的质押式回购交易，质押式回购交易是指证券买卖双方成交时就约定于未来某一时间以某一价格双方再进行反向成交的交易，是一种以有价证券为抵押品拆借资金的信用行为。其实质内容是：证券的持有方（融资者、资金需求方）以持有的证券作抵押，获得一定期限内的资金使用权，期满后则须归还借贷的资金，并按约定支付一定的利息；而资金的贷出方（融券方、资金供应方）则暂时放弃相应资金的使用权，从而获得融资方的证券抵押权，并于回购期满时归还对方抵押的证券，收回融出资金并获得一定利息。本质上我们可以把债券回购看成是即期一个现货交易与远期交易的组合，当然它与简单的远期交易是有区别的。质押式回购已经称为银行间债券市场最主要的交易工具，2005 年年交易量达到 15.7 万亿，为金融机构的短期资金融通提供了一条很好的途径。

但是质押式回购交易为其市场参与者提供融资便利的同时也带来了一些问题：一是质押式回购占用了大量的现券资源，不利于流动性的进一步提高；二是质押式回购一直了结算代理业务的进一步发展。

为解决债券回购的二次利用问题，提高市场流动性，推动结算代理业务的发展，中国人民银行借鉴成熟债券市场的回购模式，结合银行间债券市场的实际，于 2004 年 4 月 12 日发布了《全国银行间债券市场债券买断式回购业务交易管理规定》，在质押式回购交易的基础上推出了债券买断式回购交易。债券买断式回购是指债券持有人（正回购方）将债券卖给购买方（逆回购方）的同时，交易双方约定在未来某一日期，正回购方再以约定价格从逆回购方买回相等数量同种债券的交易行为。与质押式回购相比，买断式回购的首期和到期交易均采用买断的形式，回购期间债券所有权转移到逆回购方，而非在正回购方账户冻结，逆回购方对这部分债券具有完全支配权，这是两者的根本区别。

我国于 1992 年推出国债期货，但是由于一系列的违规使得正常交易无法进行，监管部

门宣布暂停，国债期货在 1995 年就收场了。

（三）、我国的利率衍生品：

我国目前的利率衍生品只有利率互换业务。

2006 年 2 月 9 日，中国人民银行发布了《中国人民银行关于开展人民币利率互换交易试点有关事宜的通知》，明确了开展人民币利率互换交易试点的有关思想。这些政策的制定以及对相关衍生品交易的管制放松，为我国银行、金融机构、企业从事互换交易、利用互换交易获取利益提供了制度保障，打开了我国开展互换交易的闸门。

2006 年 2 月 9 日，国家开发银行与中国光大银行完成了首笔人民币利率互换交易，这笔交易是 2005 年 10 月 10 日初步达成的，协议的名义本金为 50 亿元人民币，期限 10 年，光大银行支付固定利率，开发银行支付浮动利率（一年期定期存款利率）。这是我国证证意义上的互换交易的开始。

（四）、我国的汇率衍生品：

我国目前的汇率衍生品主要包括人民币远期结售汇、银行间远期外汇交易、人民币与外汇掉期交易。

早在 1997 年，国家外汇管理局批准过中国银行面向个人和企业开办远期结售汇业务，2004 年银行进一步扩大了开办远期结售汇业务的商业银行范围。2005 年 7 月，人民币汇率形成机制改革以后，银行均可开办远期结售汇业务，2005 年 8 月及 2006 年 4 月在银行间外汇市场推出银行间远期外汇交易及人民币外汇掉期交易。2007 年以来，上半年银行间的远期外汇交易日均成交 0.9 亿美元，是 2006 年的 1.6 倍，人民币外汇掉期 1334 亿美元，日成交 11.4 亿，明显加快。

（五）、我国的利率衍生产品：

我国目前还没有推出信用衍生产品。

信用风险是金融市场最古老的风险之一，同时也是一种很难进行定量分析和管理的风险。正因为如此，信用风险管理领域一直缺乏一种与利率风险管理工具类似的风险对冲工具。直到 1992 年在巴黎举行的 ISDA（国际互换与衍生品协会）年会上才首次正式提出了一种可以用作分散、转移、对冲信用风险的创新产品——信用衍生产品。

随着我国利汇率市场化不断深入，利汇率风险凸显，金融机构持有资产的利率敏感性大幅上升，发展利率衍生品、管理利率风险，已经成为各类金融机构的当务之急，也将为固定收益证券市场的发展创造必要的条件。

1.3.4 我国金融工具的卖空交易方式

关于金融工具的交易方式，我们主要介绍卖空交易。所谓卖空（short sales）交易，是指证券投资者出售通过合法手段借入而获得的证券。对卖空交易的概念的认识也有一个发展的过程，在早期，卖空交易仅指“出售者出售自己并不拥有的证券”，随着实践的发展，人们对卖空交易的认识不断深化，概念的外延也随之扩大。比较有代表性的是美国证券交易委员会 3B—3 规则所指出的卖空的概念，“‘卖空’一词，是指投资者出售自己并不拥有的证券的行为，或者投资者用自己的账户以借来的证券完成交割的任何出售行为。”这实际上已经隐含指出了卖空交易的两种形式，后来美国证券交易委员会在一份报告明确地将卖空交易定义为两种形式：（1）投资者出售他自己并不拥有的证券；（2）虽然投资者拥有证券，但他却以借来的证券出售”。这个定义实际上将“持有卖空”（sale against box）也纳入了卖空交易的范畴。卖空交易是一种交易行为，同时也是一个过程。交易者之所以卖出借入的证券是因为他们预期证券的价格即将下跌，他们在未来可以以更低的价格买入证券，从中获得差价。如果一旦证券的价格没有下跌，那卖空者就面临着在价格高位买入证券的风险，这将导致卖空者发生

损失。为了能够进行卖空，卖空者必须借入证券，这一般是通过向经纪人或机构投资者借入证券来实现的。而经纪人或机构投资者一般都要向这种借贷行为索取利息。

从本质上来看，卖空交易实际上是信用交易的一种形式，因为证券的借贷实际上也是一种信用，而且卖空交易通常采用的是保证金信用交易的形式，即卖空者只需要在帐户上拥有他所借入的证券价值一定比例的现金即可借入证券进行卖空交易。但在实践中一般都把信用交易理解为“融资交易”，或称为狭义意义上的信用交易，即当投资者资金头寸不足，不能继续买入证券时，通过向证券经纪人进行贷款融资的方式获得财务杠杆进而实现投资的交易方式，早期也把这一交易称为“垫头交易”。与此相对，卖空交易也被称为“融券交易”，在这种交易中，投资者不是借入资金，而是借入证券，而且它实际上与融资交易是一种反向的交易行为，融资交易是预期证券价格的上涨而买入证券，而融券交易则是预期价格的下跌而卖出证券。

根据投资者进行卖空交易的目的，我们可将卖空交易分为以下两种基本的形式：（1）投机性卖空。投机性卖空是指投资者预期股票价格即将下跌，因此向券商借入股票，以较高的现时价格出售，等待市场价格下跌到一定价位时，投资者再以较低的价格买入证券，归还给券商。投资者一前一后都不拥有该笔股票，但却从股票的价差中获得了利润。（2）对冲性卖空。在这种情况下，投资者持有股票或者以股票为基础证券的衍生证券，由于担心因股票价格的下跌而可能给所持有的头寸造成损失，投资者进行卖空交易，将所持有头寸的风险对冲掉。对冲性卖空可以发生在同一股票上，也可以是相关性很强的股票间，或者股票和以股票为基础证券的衍生工具间。

我国股票市场发展已经有将近二十多年的历史，我国股票市场的容量已经与 GDP 总额相当。随着交易规模的增大以及为推出股指期货作交易制度上的准备，我国市场对于股票卖空交易机制推出的呼声越来越高。中国证监会于 2006 年 6 月 30 日发布了《证券公司融资融券试点管理办法》，并于 2006 年 8 月 1 日起施行。时隔近两年时间，证监会于 2008 年 4 月 24 日再次发文，在《证券公司监督管理条例》中，融资融券业务被正式列入券商业务中，并做了明确规定。2008 年 11 月 01 日，证监会发布《证券公司业务范围审批暂行规定》。放宽券商业务范围审批，铺路融资融券。所以在不久的将来，我国股票市场马上将会出现融资融券业务，为投资者提供更加丰富的投资方向。

参考文献：

- 1、《2005 年中国金融市场发展报告》，中国人民银行；
- 2、《金融市场》，祝小兵；
- 3、《金融互换交易》，朱国华、毛小云；
- 4、《现代金融学》，王维安；
- 5、《期货交易理论与实务》，郑明川、王胜强
- 6、《金融市场学》，张亦春、郑振龙