

<?xml version="1.0" encoding="utf-8" standalone="no"?>

第四章 玩的是心跳：金融市场

上一章我们讲了金融机构，本章我们将介绍金融的第二大支柱——金融市场。金融机构的高管、员工都衣着光鲜出入金碧辉煌的大厦，领着高薪，令人艳羡不已，金融市场则不同，似乎人人都可置身其中，一试身手。没有哪一个领域，能像金融市场这样牵动人心，账面上的财富时而随市价波动而增加，时而随市价波动而减少，人性也被裹挟到市场的洪流中去了，“玩的是心跳”，用来形容金融市场，实在恰如其分。

场内与场外金融市场

一谈起金融市场，人们最容易想到的就是股票市场和证券交易所。事实上，证券交易所只是金融市场的极小部分，金融市场就其组织形式、交易的具体产品而言，实际上纷繁多样。在组织形式上，金融市场就有场内与场外市场之分。打个比方，你可能经常在地铁出口附近，看到有流动的商贩卖水果，这就是场外交易；农贸市场集中了大量的商贩，他们租得摊位后，在那里摆摊设点做买卖，这就是场内市场。

场内金融市场

场内金融市场就是有组织的、集中化交易的市场。证券交易所、期货交易所都是场内金融市场。场内金融市场提供的一般是标准化的金融产品，进入门槛较低，往往采取集中竞价、撮合交易。比如，在典型场内市场的沪深证券交易所，投资者买卖股票的最小单位是“一手”，一般“一手”是100股，只有科创板“一手”是200股。当然，全球不同的证券交易所交易的最小单位并不一致，即便同一个交易所，交易的最小单位也可能有较大的差别。中国香港联交所，“一手”为多少股，由上市公司说了算。不足“一手”的股票，在中国香港叫“碎股”，在内地叫“零股”。交易所的证券成交后，由证券登记结算中心进行集中清算，一般不会发生交易对手违约的情况。

场内金融市场标准化的金融工具，有利于吸引更多的中小投资者参与，极大地提高了金融工具的流动性。场内金融市场集中了大量买家和卖家，可很快达成一笔交易，只要价格合意，买卖双方是不用花时间和成本去寻找交易对手的。一旦成交，便不可撤销和反悔，因此，场内交易不会出现交易对手在成交后爽约的信用风险。标准化、高流动性、容易找到交易对手等，是场内市场最明显的优势。

场外金融市场

场内金融市场是从场外金融市场发展起来的。

在伦敦和纽约证券交易所建立起来前，英国和美国的股票交易是在咖啡馆之类的休闲场所进行的，这也就是场外金融市场。场外金融市场通常也叫柜台市场，简称为“OTC”。但现在并不能望文生义地理解为，场外市场就一定有“柜台”摆在那里，这只不过是约定俗成的称呼罢了。不过，柜台交易的得名，的确是因为早年在美国，银行买卖债券与股票时，是在柜台完成的。

在20世纪初，纽约布罗德街有一个毫无组织的场外金融市场，通过绳子圈地而成一个交易场所，这是不是跟中国的街头杂耍很相像？由于地方太小，又没有城市管理人员，交易就经常被挤到马路上，严重阻碍交通。那时，每天都有人在路边交易，营业员和信差手握证券，大声喧哗。一些交易员还充当证券专家，提供咨询。

实际上，这个场外金融市场的发展，完全是因为纽约证券交易所规则有一个漏洞。纽约证券交易所禁止其会员在其他证券交易所从事交易，但场外市场不是交易所，不在该禁令约束之内。到20世纪20年代末，美国有超过5万家未上市公司的股票，它们对交易和流动性有巨大的渴求，场外金融市场经纪人负责的交易，就满足了它们的交易流通之需。纽约场外金融市场在1923年建立了交易所，并在1929年更名为纽约场外交易所，1953年再度更名为美国证券交易所。

后来，美国场外金融市场演变出了粉单市场和另类交易系统。粉单市场的得名是由于原来股票报价用粉色的纸张印制，它实际上是一个电子系统，发布股票报价，以便人们从事股票交易。在粉单市场交易的公司规模极小，换手率极低。这些公司都不能满足在证券交易所上市的最低要求。

另类交易系统也是美国有名的场外金融市场，其中包括暗池和电子通信网络（ECNs）。“暗池”是一个神秘交易网络，不直接向交易所发送交易指令，也不直接在限价指令账簿中显现，交易者既可与潜在交易对手议价，也可通过暗池匹配；暗池以机构投资者的大额指令占主导。ECNs是在证券交易委员会注册为经纪人、交易员的另类交易系统，参与者包括机构投资者、经纪人、交易员等，主要从事股票和货币交易；交易指令通常为限价指令，按协议撮合买卖双方达成交易。

很多中国投资者对美国的粉单市场、暗池和ECNs闻所未闻，这很正常。但不知道纳斯达克（NASDAQ），就有点说不过去了。纳斯达克是全球声名显赫的场外金融市场，那些如雷贯耳的大公司——微软、苹果、特斯拉、谷歌等，都在这里上市交易。

1934年，美国颁布《证券交易法》后，便成立了证券交易商协会（NASD）和自律组织（SRO），借以监管美国证券业。1971年，NASD发起成立了全美证券交易商自动报价协会，这就是纳斯达克，宣示美国迈入新经济时代。它是过去场外金融市场的延伸，据此，纳斯达克就一直被称为场外金融市场。

一开始，纳斯达克只是上市股票的计算机报价系统，并没有将买卖双方连接起来，交易只是通过电话进行的。但纳斯达克后来建立了一个自动交易系统，到20世纪80年代，它就演变成了世界上第一个电子股票交易所。直到2000年，它才成为一家注册的美利坚全国性股票交易所。

如今，纳斯达克已成为美国证券市场的另一个象征。就促进技术创新而言，它甚至比纽约证券所交易更重要。在纳斯达克前，纽约证券交易所一直垄断着大公司的股票发行与交易。由经纪人组成的非正式交易网络，为那些市值较小、未在交易所挂牌的股票提供交易。随着新经济的兴起，许多新技术创业企业都在纳斯达克上市，现在许多知名的信息技术和互联网企业，也在这里上市。今天，全球市值最大的前十位公司中，在纳斯达克上市的知名科技巨头占了半壁江山，让昔日处于垄断地位、风光无两的纽约证券交易所黯然失色。

在中国改革开放早期的金融市场中，在成都有一条长200米左右的街道，叫“红庙子”，它一度成为热闹非凡的场外金融市场。从1992年起，人们手持股票，往红庙子聚集，寻求变现，在股价上涨中赚得一笔。那时，股票是纸制的。人们就手持股票，在那里吆喝着，人声之嘈杂，可想而知。一些人在红庙子街上摆起摊子（因此也可叫“地摊市场”），一边炒股，一边以四川人不急不慢的性子，呷茶摆龙门阵（聊天），交易则像在菜场买菜一般，讨价还价之声不绝于耳。

随着越来越多企业发行股票，在红庙子买卖股票的人越聚越多，让红庙子及附近街道格外混乱和拥堵，不堪重负。人们买卖股票高涨的热情，就让一些企业打起了歪主意，私自发行股票，印制假股票，骗取钱财的情况也时有发生。随即，有关部门开始整顿红庙子。1993年3月，红庙子被强制搬至城北体育馆内，当地人称“白庙子”。在国人的观念里，由“红”转“白”，实在不是吉利的事，因此去那里的交易者逐渐减少，到年底，“白庙子”交易基本停止了，并于1994年年初寿终正寝。

虽然成都的红庙子关闭了，在那之前就建立了沪深证券交易所之类的场内金融市场，但场外金融市场仍然是金融市场极重要的组成部分。场外金融市场一般是分散的，有的甚至无组织，提供非标准化的交易，可由买卖双方达成意向后直接成交。相对于场内金融市场而言，场外金融市场更加灵活，受到的限制相对较少。在场外金融市场中，买卖双方可以讨价还价，在谈拢价格后直接成交。但寻找到合适的交易对手，费时费力。于是，在场外金融市场中就出现了专门为买卖双方牵线搭桥的掮客，他们在市场上收集买卖双方的信息后，促成交易，从中抽取若干点的“中介费”。

”，这与城市遍布的房产中介别无二致。

场内金融市场受到的监管更加严格，企业要在场内金融市场发行股票筹集资本，有苛刻的准入限制；相比而言，场外金融市场则比较灵活，监管环境相对宽松，因此十分活跃。在中国，那些无法通过沪深证券交易所发行股票的企业，通过场外股权融资筹集到了必要的资本，风险投资、私募股权，常常在报端、网络看到的某企业A轮融资、B轮融资等，都是场外金融市场的功劳。全国中小企业股份转让系统（小名“新三板”）就是中国的场外股票市场。金融衍生市场中的远期交易、互换等也都属于场外金融市场，它们为企业或金融机构提供了灵活的风险管理手段。不过，场外交易可能有一大弊端，当市场环境发生巨大变动时，就可能出现交易对手违约的风险。鉴于此，在2008年的美国次贷危机之后，场外金融市场的集中清算体系也在逐步发展之中，中国的上海清算所就是在这种背景下创立的。

证券交易所

虽然场外金融市场是重要的市场组织形式，但普通投资者更为关注的却是场内金融市场。对于证券而言，场内金融市场就是沪深证券交易所、纽约证券交易所等以“交易所”形式存在的。投资者现在可以通过手机或电脑很方便地买进或卖出股票和债券，但买卖指令都要由证券营业部输送到证券交易所。

我们知道，在金融市场发展之初，都是在场外金融市场交易。为什么一定要建立证券交易所呢？

这是因为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。它通过组织众多的投资者，大大降低了买卖双方搜寻交易对手的时间和成本，提高了证券交易的效率。证券交易所保证了证券交易的连续性，通过集合竞价和撮合，可在开市的时间里大规模地不间断交易。现在，即使是行情低迷的时候，沪深证券交易所的日交易量也有数千亿元之巨，没有证券交易所，大规模的交易是无法想象的。证券交易所可方便地监控证券交易行为，对价格操纵等违法交易加以监控，促进市场公平交易。

从阿姆斯特丹到伦敦

一提起证券交易所，人们会马上想到纽约证券交易所。但世界上最早的证券交易所，是诞生于1609年的阿姆斯特丹证券交易所。那时，美国还未建国，可荷兰已经建立了自己的海上霸权，阿姆斯特丹就是那时的全球金融中心。

阿姆斯特丹第一只可上市交易的股票，是荷兰东印度公司的股票。荷兰建立东印度公司的目的，是为了派遣商船队前往南太平洋，在交易中换回瓷器、香料、纺织品

等。那时，虽然此类商品在欧洲炙手可热，但没人能单独为船队远航贸易提供巨额资金，于是，它向社会公众发行股票，成功地将分散的社会财富，变成了对外扩张的资本。由于垄断了贸易，利润可观，其股票对人们自然很有吸引力。可以说，荷兰缔造了现代证券交易所，它将银行、证券交易所、信用及有限责任公司等，统一成了相互融合的金融和商业体系。

德拉维加在1688年出版的《乱中之乱》中，形象地描述了阿姆斯特丹的金融市场。早晨，在市政厅对面的水坝广场交易之后，交易商就前往交易所，从中午12点到下午2点进行交易。在那里，聚集了金融家和资本家，面对股价波动，他们处之泰然；还有一些人偶尔投机，但他们大体上努力保持低风险。当然，也有纯粹的赌博者和投机者，他们为了追逐短期利润，进行复杂的交易。投机者“完全被恐惧、不安和紧张控制”，频繁地出入咖啡馆，约见他人，建立关系网，搜集新闻以及商谈交易。

工业革命前，证券交易所的大发展是由英国完成的。1688年，英国光荣革命后，不仅英国君主权力被削弱，也推动了英国向议会统治的转型。光荣革命也是英荷在全球金融体系中地位转折的分水岭，伦敦由此逐渐取代阿姆斯特丹，成为全球性金融中心。

光荣革命后，荷兰人便把他们的金融技术都移植到了英国，带动英国进入了全新的金融时代，笛福称之为“杰出时代”。笛福是文学家，也是商人，酷爱旅行。他的《鲁滨孙漂流记》家喻户晓，但他的第一部作品却是于1697年发表的《计划论》，其中就探讨了17世纪末英国资本市场带来的社会变革。他写道：“需求是发明之母，极大地刺激了人类的智慧……，我们称这一时期为‘杰出时代’。”他警告，金融机构没有诚信、经常操控市场，人们可能常常被愚弄、欺诈，甚至被贪婪弄得倾家荡产。

早在1623年，英国就颁布了《垄断法》，使发明家获得了发明收益的排他性权利。1688年后，金融市场实现了资本与创新、知识产权的融合，促使股份公司快速发展。1695年，股份公司拥有的财富占英国国家财富的1.3%，到1720年就增长到了13%。正是那时起，以往由商人控制且依赖于独占贸易特权的企业，转变成众多的，为奔跑在财富梦想大道上的投资者提供资本的企业组织。英国引入荷兰金融技术，建立股份公司后，股票交易随之而起。霍顿在1691年就发布了股票行情信息。1694年，他已定期列出包括英国铜业、银行在内的52家公司股价。

伦敦早期股票交易是在胡同里进行的。笛福还曾写过一篇文章《交易胡同》，皇家交易所和邮局就位于胡同两端。皇家交易所交易各种商品和证券。那时，邮政是信息传递的重要渠道，这是交易所紧挨邮局的原因所在。在这个胡同里，还有两家咖啡馆，分别叫加洛韦和乔纳森咖啡馆。那些在交易所里大声喧哗而被赶出来的人，

就跑到咖啡馆继续买卖股票，咖啡馆也对所有股票提供报价。

然而，在18世纪，伦敦资本市场只有英格兰银行、南海公司和东印度公司等几家公司的股票，大部分股票交易都是在其他城市，比较分散。直到1801年3月，伦敦证券交易所才正式开张。1827年和1830年，英国又先后成立了利物浦和曼彻斯特交易所。到1885年，英格兰各地方股票交易所竟多达12家。可见，在英国证券市场发展的早期，伦敦并没有确立其金融中心的地位。1811年，第一只工业股票在伦敦证券交易所开盘。随后，股份公司的数量成倍增长，尤其是1844年颁布新公司法后，英国便掀起了成立公司的热潮，到19世纪末，每年有将近5 000家公司成立。

伦敦交易所快速发展，得益于低面值的股票发行和19世纪下半叶的信息技术革命。19世纪40年代，股票面值一般在50~60英镑；到19世纪80年代，面值就调整到了1英镑，这为小资金投资者购买股票创造了条件。同时，电报的发明和应用，极大地促进了伦敦和其他城市的信息交流，到19世纪90年代，伦敦与格拉斯哥的经纪人可在两分半钟的时间里互通股价。海底电缆又能将信息从伦敦迅速地发送到巴黎和其他欧洲城市。到第一次世界大战前，伦敦和纽约之间的信息传送，就只需要30秒了。

后来居上：纽约证券交易所

在美国证券发行之初，同样没有集中的证券交易场所，买卖双方直接在大街上交易。费城的一些经纪人就在栗树街买卖证券。当然，也有在咖啡馆和拍卖行里买卖证券的，马克汉姆在《美国金融史》中直言：“赌博和证券交易都在咖啡馆进行。”虽然咖啡馆对所有人都是开放的，但只有会员才能在那里参加证券的拍卖。

后来，1792年5月，24个证券经纪人在纽约华尔街签署了著名的《梧桐树协议》：

我们，公众股票的认购人以及买卖经纪商，在这里庄严地承诺，并互相保证，从即日起，我们不会以低于交易额的0.25%的佣金率，来向任何人士购买或者出售任意种类的公众股票，我们会优先考虑与今日缔约各方进行交易。

《梧桐树协议》确立了美国证券交易的固定佣金率制度，而且一直延续到了1975年。实际上，它不过是建立了经纪人的同盟与合作规则，是操纵证券交易佣金、保证会员利益的卡特尔组织。尽管如此，还是有很多人将《梧桐树协议》视为纽约证券交易所的开端。

纽约证券交易所的真正建立是在1817年，它以费城交易所为模板。费城交易所早在1790年就成立了，在19世纪早期，费城也是美国重要的金融中心。但纽约证券交易所成立后，纽约很快就成了美国新的金融中心。

从一开始，纽约证券交易所就实行会员制。成立之初，会费是25美元。会员在纽约证券交易所都有一个固定的座椅，这就是“席位”，只有拥有席位的会员，才可在纽约证券交易所买卖股票，而且，禁止会员将买卖报价的信息告知非会员。非会员要想交易股票，就只能通过交易所的会员进行。纽约证券交易所成立后，原来在各个咖啡馆、街角里的证券交易，就集中到了这里，纽约逐渐取代伦敦，成为全球金融中心。

师夷长技：证券交易所在中国

在20世纪80年代，中国老百姓对证券市场都很陌生，但在今天，即便是在行情低迷的时候，沪深交易所的日成交额在全球也都排在前列。对中国而言，证券交易所是十足的舶来品，沪深证券交易所也并非中国最早的证券市场。

早在1865年，颠地洋行、大英轮船公司主席萨瑟兰德等发起成立了汇丰银行。汇丰银行随即在中国香港发行股票，并于6个月后再在上海第二次募股，这是中国最早正式发行的股票。不过，在实体经济中最早引入股份制的，是担任颠地洋行的总买办徐荣村。1865年，颠地洋行通过汇丰在香港首次公开发行股票，6个月后再在上海发行股票。汇丰和颠地洋行发行股票意味着，在中国封建王朝行将没落之时，证券市场已打开了封建社会的大门。

随着洋务运动的兴起，那些出过洋、见过世面的人，就试图引进西方的融资手段，促进中国发展。这其中，代表人物是容闳，他从耶鲁大学毕业后，于1867年回到中国。在美国，他看到，资本市场在运河和铁路等建设中发挥了巨大作用，他就想用同样的方法来建设中国的铁路等，利用上市公司和股票市场发展工业。

容闳的设想率先在轮船业得到实施。1872年，上海成立了轮船招商局，徐润推动了招商局的股票发行，他不仅自己购买，还号召其他上海商人一起购买。招商轮船局以西式融资手段推进中国工业现代化的尝试，很快就传播到了其他领域，如矿山、工厂、军械库等，通过发行股票筹集资本的公司纷纷成立。

随着发行股票筹集资本的企业增加，股票交易也随之兴起了。早在1870年，《北华捷报》就提供31家公司的报价，其中包括6家银行、7家航运、3家码头、5家海洋保险、3家火灾保险公司等。到善后大借款的1913年，该报纸提供报价的企业数已增至109家。同年，纽约报纸日常报价的企业数也不过66家。这似乎表明，在中国“落后挨打”、被列强欺凌的时代，股份公司就出现了蓬勃发展之势，证券交易活动也随新式企业的出现而兴起了。

于是，1882年，中国首家证券交易所——“平准股票公司”在上海成立。但没有多久，金融危机席卷上海，刚刚兴起的股票热潮，很快就哑火了，最终无人问津。

但在20世纪初，出现了橡胶股票狂热，唤醒了沉寂近30年的股票风潮。不过，此时，就像西方人早期在咖啡馆买卖股票一样，中国人则以茶馆作为买卖之所，于品茗呷茶之时，口头成交。

1905年，外商成立了上海众为公所，这是一个集中化的证券交易场所。中国第一家正式开业的证券交易所，是1919年年初成立的北京证券交易所。1920年，上海证券物品交易所开业营运。1921年，专门交易证券的上海华商证券交易所开业。它们一开张，就获利颇丰，于是，一时间，出现了争设交易所的热潮，仅在1920年11月，新设的交易所就达38家，到1921年，上海的交易所竟达140家之多。但大多数并未获得批准，实收资本不足，主要从事买空卖空等投机活动。

结果，1921年开始，信托公司与交易所纷纷倒闭，这就是中国著名的“信交风潮”。经过此次风潮，人们谈股色变，生存下来的交易所寥寥无几。与此同时，大量发行的公债开始取代股票在证券市场中的地位，成为主要交易对象，茅盾《子夜》里赵伯韬大肆做空公债，冯云卿就在公债投机中栽了大跟头。后来，中国又成立了四明证券交易所、青岛物品证券交易所、汉口证券交易所、重庆证券交易所等。但它们规模不大，交投不活跃，难以为继，很快就关门大吉。

新中国成立后，中央政府于1952年迅速接管和关闭了原有的证券交易所。彼时，人们在观念上认为，股票、证券交易所等都与社会主义不相容。然而，如果排斥现代金融体系，经济发展注定会遇到很大麻烦，长期的低效率造成了严重的短缺，中国与其他发达和新兴经济体的差距，被迅速拉开了。

1978年中国拉开了改革开放的序幕。在这个大背景下，1984年7月，北京天桥百货股份有限公司成立，不过，它承诺对发行的股票还本付息，期限3年。同年11月，上海飞乐音响股份公司成立，对其股票“保本保息，自愿认购，自由退股”，股息率相当于一年期存款利率。可见，改革开放之初，开风气之先而发行的股票，其实质更接近于债券。

虽然在20世纪80年代就有企业通过股票来筹集长期资本，但那时，一方面，当时的老百姓对股票没有什么认知，另一方面也没有股票二级市场交易价格来表现持有股票的财富效应，老百姓从心理对股票排斥，导致股票发行并不顺利。根据吴晓波的《激荡三十年》，1987年，深发展（现今的平安银行）发行股票，领导率先垂范，也只卖了20万股；万科发行股票，王石带队上街推销，在深圳闹市区摆摊设点，走街串巷，甚至到菜市场和大白菜摆在一起叫卖。

尽管老百姓对股票和证券有隔膜，甚至怀有抵触情绪，但改革开放的先驱者早已认识到，中国要发展，就必须谦虚地学习西方的先进金融技术。1986年11月，纽约证券交易所主席范尔森来到中国，他赠给邓小平同志一枚市场经济金融制度象征的

纽约证券交易所所徽。邓小平则送给他一张面值50元的上海飞乐股票，并告诉他是唯一的外国股东。这不仅是相互间礼节性的赠送，更是向外界宣告了中国发展证券市场的决心。

随着企业发行股票逐渐增多，就需要有一个二级市场，供股票交易和变现，通过交易形成价格，以便对企业经营状况的好坏进行评估，况且，如果股票不能转让，终究是难以发行的。实际上，早在1986年，上海工行开设了全国第一个股票交易柜台，当时卖出延中和飞乐股票1700股，后来，每天维持在30股左右。1988年，深发展和万科先后在深圳上市交易，但无人问津。

1990年6月，中国人民银行上海分行的尉文渊受命筹建交易所，同年年底上交所就开业了，但可交易的股票仅8只，俗称“老八股”。1990年12月1日，深交所“试”营业，到1991年7月初才正式开业。老五股（深发展、万科、深金田、深安达、深原野）构成了深圳证券市场的雏形。自此，证券交易所和证券市场便正式走入中国改革开放的大视野，不过，早期的股票市场主要是为国有企业改革服务。后来，随着中国经济总量在全球地位的大幅提升，结构转型日益迫切，中国股票市场便从为国有企业改革服务转向为创新驱动发展战略而服务了，科创板应运而生。

这是中国资本市场肩负使命的重大转变！

货币与外汇市场

货币市场是短期资金借贷的市场。不同于资本市场将储蓄转化为投资，为企业、政府投资支出筹集中长期资金，也不同于衍生品市场的目的在于转移和交易风险，货币市场的核心功能是为金融机构和企业提供流动性管理。货币市场实际上是由几个不同的子市场共同构成的，包括票据市场、同业拆借和债券回购市场等。熊彼特说，货币市场是经济体系的总部，一道命令从这里下达到经济的各个部门。现在，我们就来看看这个总部吧。

随贸易而兴：票据市场

票据市场是历史最悠久的货币市场，它将金融机构与企业紧密地联系起来。票据市场是随着大额贸易的发展而兴起的，自从有了不同地区间的贸易后，就产生了票据

先回到在前面讲到的山西票号吧。为了克服远距离交易携带现金的不便，山西商人便在各大城市开设票号。商人李大富先把他的元宝存到日升昌，由日升昌给他开出一张银票。他到杭州后，再到日升昌的分号凭票取银，然后再用取得的元宝采购商品。实际上，日升昌开出的银票，就是票据的一种。它具有见票即付的性质，即李

大富到日升昌在杭州的分号出示银票，要求兑现时，它不能拒付。

可见，票据就是在商品和资金流通过程中，反映债权债务关系的设立、转让和清偿的一种信用工具。在上面的例子中，李大富是票据的债权人，日升昌是债务人。

当然，票据有本票、支票和汇票之分。

汇票是出票人签发的，委托付款人在见票时或在指定日期无条件向持票人或收款人支付指定金额的票据。20世纪90年代，我上大学时，没有移动支付工具，银行卡也不普及，父母或兄长就是通过邮局汇票给我寄生活费的。收到汇票后，到指定的邮局去取款，邮局不能拒绝。

支票是出票人签发的，委托银行或其他金融机构在见票时无条件支付确定金额给持票人或收款人的票据。支票分为现金支票和转账支票。现金支票只能支取现金；转账支票则只能用于资金划转，不能支取现金。在美国，老百姓在银行开立活期账户时，银行会附赠支票本。在商场购物，交房租、水电费时，只需在支票写上相应的金额、签上名就可以了，省却了支取和携带现金的麻烦。虽然中国现今有了移动支付方式，一机在手、天下随意走，美国那种签发支票的方式，真是太过时了，但比起携带现金，美国的个人支票还是有它的便利性。

本票是出票人签发的，承诺自己在见票时无条件支付确定金额给持票人或收款人的票据。在这里，出票人是债务人，收款人则是债权人。在巴尔扎克的小说《幻灭》中，吕西安仿照他妹夫赛夏的笔迹，伪签了一张本票。当持票人库安泰兄弟合营公司派人带着吕西安冒名签发的本票去收款时，赛夏太太夏娃认出是吕西安的笔迹，她把票子还给收账员说，“我们付不出”。吕西安冒名签发本票，让他妹夫一家莫须有地成了债务人，给他们带来了极大麻烦。

票据按照其发生的基础，有真实票据和融通票据之分。

真实票据是指为结清贸易价款而使用的票据。假设宝钢股份需要从煤炭企业神华集团购入1亿元煤炭。宝钢股份会用运钞车拉1亿元现金到神华集团的财务部去吗？或它账户上并没有这么多现款，该怎么办呢？

其实，企业之间的交易一般都是以票据的形式来支付的。宝钢股份不会向神华集团运送现钞，而是向神华集团开出一张商业汇票，承诺收到钢材销售款后，立即付给神华集团。这就是基于贸易而形成的债权债务关系。

融通票据是不以真实商品交易为基础，而专为融通资金发行的非标准化的票据，又称为商业票据（CP）。在美国，大企业发行商业票据很普遍；我国企业尚不得发行

商业票据。

神华集团如何相信宝钢股份一定会按约定付款呢？为了取得神华集团的信任，宝钢股份就可能要求它的开户行为它提供担保。该开户行承诺，若届时宝钢股份无法支付货款，则由它向神华集团付款。这就是银行承兑，即承诺付款的行为，经承兑后的票据就叫承兑汇票。

神华集团持有宝钢股份开出的银行承兑汇票，假如它3个月后急需短期资金，那它是否可利用这张票据来融资呢？

实际上，它有多种途径。途径之一就是贴现，即神华集团在需要资金时，将其持有的未到期票据转让给银行，银行在事先扣除利息后，将余款支付给持票人的票据行为。银行贴现时计算扣除利息的利率，就叫贴现率。

贴现之前，票据所体现的是出票人（宝钢股份）和持票人（神华集团）之间的债权债务关系。贴现之后，体现的是出票人（宝钢股份）与贴现银行之间的债权债务关系，因此，票据贴现意味着票据所有权的转移，也叫票据买断。

神华集团用该票据融资的另一种方式，就是票据回购，其原理与下面将要讲的债券回购完全一样，实际上是以票据为质押的短期资金借贷活动。

按照贴现的环节，票据贴现分贴现、转贴现和再贴现。神华集团将票据拿到银行去变现，就是贴现。所谓转贴现，则是指贴现银行在需要资金时，将已贴现的票据再向其他银行办理贴现的票据转让行为。再贴现则是银行在需要资金时，将已贴现的未到期票据转让给央行的行为。商业银行将其持有的票据拿到央行去再贴现，央行收取的利率就叫再贴现率。

因此，票据市场就是票据关系的确立和转让的市场。与股票等金融市场不同，它是场外金融市场，不在上海和深圳证券交易所交易。普通人不能直接参与票据市场，但可以通过购买货币基金的方式，间接参与，获取票据收益。

金融机构之间的相互融通：同业拆借

同业拆借是金融机构之间为满足短期资金和流动性而进行的资金交易。

同业拆借源于央行对商业银行的法定准备金要求。法定准备金，就是商业银行必须按照央行的要求而缴纳的准备金。若法定存款准备金比率为10%，则银行每吸收100元存款，就必须将10元存到央行。在准备金考核的日子里，银行在准备金账户中的余额，必须达到法定准备金的要求。虽然法定准备金是商业银行在央行的存款，

但商业银行并不能随时动用它，是被“冻结”在央行那里的。

当然，银行持有的准备金总额可能会超过法定准备金，超过的这部分，就叫超额准备金。若某商业银行总共吸收了1 000亿元存款，比如按照10%的法定准备金比率要求，它就应当在央行有100亿元的存款，但它实际上在央行有150亿元存款，这多出来的50亿元，就是超额准备金。这部分超额准备金，是它随时可运用的。

在一个营业日中，有的银行当天流出的资金大于存入的资金，就出现了头寸短缺，它们的准备金不足；相反，另一些银行吸收的存款多于流出的资金，就出现了准备金盈余。准备金盈余和不足的银行之间，就可相互调剂，不足的银行从盈余的银行借入，弥补了流动性；有盈余的银行则通过拆出资金，减少了闲置资金，获取相应的利息。这个银行之间相互借贷的市场，就是同业拆借市场。

虽然同业拆借市场起源于银行的法定存款准备金，是为了调剂银行的流动性和头寸，但现在中国的同业拆借市场，除了银行，证券公司、基金管理公司、财务公司和保险公司等非银行金融机构，只要满足一定的条件，也可进入全国同业拆借市场融通短期资金。它们参与同业拆借市场，就在资本市场与货币市场之间架起了一座资金流通的桥梁，证券公司就经常通过同业拆借市场借入资金，再向客户提供融资。

以债券为担保的借贷：债券回购

债券回购虽然不像票据和同业拆借那样历史久远，现在却是我国交易规模最大的货币市场。在讲债券回购市场之前，有必要先区分现券交易和回购交易。

现券交易是根据合同商定的付款方式，在一定时期内进行券款的交割，实现债券所有权转让的债券交易方式。甲向乙出售1亿元债券，在达成交易协议后的次日，甲将债券过户给乙，乙则将1亿元的券款付给甲，就是现券交易。

什么是债券回购呢？

举个简单例子。甲银行现有50亿元债券，离到期日还有两年时间；乙银行有50亿元现金。现在，甲银行急需50亿元资金。传统上，乙银行可将这50亿元资金直接借给甲银行（同业拆借），但它面临甲银行违约的风险。

实际上，它们之间通过债券回购交易，就可轻松地解决这个问题。

首先，甲银行和乙银行签一份协议，甲银行现在将50亿元债券出让给乙银行，同时，乙银行将50亿元的现金转让给甲银行使用，约定期限半年。

回购交易的第一步如图4-1所示。

图4-1 回购交易第一步

然后，半年后，它们再进行回购交易的第二步，即回购/返售阶段。甲银行偿还给乙银行50亿元现金，同时换回原来让渡给乙银行的债券，对甲银行而言，这就是回购。同时，乙银行则将债券还给甲银行，收取贷放给甲银行的利息，对乙银行而言，这是债券返售给甲银行的过程。实际上，对同一债券而言，回购和返售是一个硬币的两面。

回购交易的第二步如图4-2所示。

图4-2 回购交易第二步

可见，债券回购是指，债券一方以协议价格在双方约定的日期向另一方卖出债券，同时约定在未来某一天按约定的价格从后者那里买回这些债券的协议，实际上是以债券为质押的借贷活动。

在同一次回购交易中，有债券融出方和资金融入方，也必有债券融入方和资金融出方。按债券和资金流向的不同，债券回购有正回购和逆回购之分。

以上面的例子来说，正回购是指甲银行向乙银行出售证券、获得资金的同时，约定在未来某日，它再以一定的价格从乙银行如数买回这些证券。逆回购就是在购买某一证券的同时，在将来某日以一定的价格将该证券如数卖给原来的出卖者。在同一次交易中，必有一方是正回购方，另一方则必是逆回购方。正回购方就是资金融入方和债券融出方，在上面的例子中，甲银行是正回购方；逆回购方则是债券融入方和资金流出方，在上面的例子中，乙银行是逆回购方，它向甲银行借出资金，融入债券。

我们虽然不能直接参与到银行间市场的债券回购，但可参与沪深证券交易所的债券回购交易。在交易所债券回购交易中，行情表中是看不到“正回购”或“逆回购”的，就像股票行情表一样，只有“买入”或“卖出”的报价和数量。在交易所债券回购行情表中，把资金借出去的一方是“卖方”，借入资金的一方叫“买方”。在股票市场行情持续下行之时，假若你已经空仓，账户上有大量现金，就可通过交易所债券回购，暂时将资金借出去，这不仅几乎没有违约风险，还可获得相应的利息收入，何乐而不为呢？

如今，债券回购市场正是熊彼特所说的“经济的总部”。为什么这么说呢？

因为央行的公开市场操作主要是通过债券回购来进行的。假如今天央行与甲银行之间进行了50亿元的7天正回购交易，甲银行就会将50亿元资金交给央行，同时获得等值的债券。可见，正回购是央行回收资金的操作。它回收的资金多了，市场上的资金供给就减少了，这就可能导致利率上升，影响企业和个人的借贷成本。

反之，当节假日临近，老百姓对现金的需求会大量增加。在金融市场中，也常常因一些意外因素导致利率大幅攀升。为了满足短期资金需求或平抑市场利率，央行就会进行逆回购。在逆回购中，比如甲银行将它持有的债券让渡给央行，同时获得央行提供的相应资金。因此，央行的逆回购操作，就是向市场投放资金的过程。央行逆回购多了，资金供给就会相应增加，利率就可能下降。所以，毫不奇怪，每逢春节前，我国央行往往会采取逆回购操作，这是为满足企业给员工发奖金、老百姓发“红包”需求而驰援的资金。

将世界联系在一起：外汇市场

在开放经济中，人们离不开不同货币之间的相互兑换，这就有了外汇市场。出国旅行、送孩子出国留学，又或打算配置一部分海外资产等，都需要借助于外汇市场。

外汇市场就是外汇交易的场所。一提起交易场所，你可能马上就会想到批发市场、农贸市场，各种叫卖声，不绝于耳。但在外汇市场上看不到这种景象，因为外汇市场是通过电话、计算机、移动终端等现代通信工具联系的无形场外交易市场。

银行、企业和政府部门等在外汇市场上买卖外汇时，并不是外汇现钞的交易，即便是个人的外汇买卖，也极少用现钞交易。在大多数情况下，外汇交易只是不同货币在银行存款之间的转换，比如，你将一部分人民币存款，按实时汇率转换成一笔等值的外汇（美元、英镑等）存款。虽然人们为出国、留学或配置部分海外资产而买卖外汇，但外汇市场像货币市场一样，主要是企业、金融机构参与的市场，单笔交易的数额一般都比较较大。

伦敦、纽约、新加坡和东京等是全球最主要的外汇交易中心，中国有上海外汇交易中心。虽然它们处于不同地区，但由于通信技术已经相当发达，外汇市场也是全球性的了，各个地区的外汇交易，能够按时区的差异相互衔接，24小时在全球实现不间断地交易。全球的商品和资本流通，就通过外汇市场而紧密地联系起来。

银行间外汇市场是中国最大的外汇市场，实行会员制，中国外汇交易中心为会员之间的外汇交易提供电子交易系统。

银行间外汇市场有询价交易和竞价交易。竞价交易采取分别报价、撮合成交方式，交易系统对买入报价和卖出报价分别排序，按照价格优先、时间优先的原则撮合成交，这类似于证券交易所的股票买卖。竞价交易通过交易中心集中清算，外汇资金清算通过境外商业银行办理，人民币资金清算则通过中国人民银行的“中国现代化支付系统”进行。

询价交易就是银行间市场交易主体在原有集中授信、集中竞价交易方式的基础上，自主选择双边授信、双边清算的询价交易方式，按照汇价浮动幅度，在询价交易系统上进行双边询价的外汇交易。采取询价交易时，应当在双边授信基础上，通过交易中心询价交易系统进行交易，交易的币种、汇率、金额等由交易双方协商议定。交易双方在交易系统中已确认的成交单等同于成交合同，不得擅自变更或者解除。

天使与魔鬼：金融衍生市场

巴菲特曾说，衍生品是金融体系中的定时炸弹。英国老牌银行——巴林银行，就因为其新加坡交易员里森在日经股指期货交易中的巨额损失而破产了。尽管如此，金融衍生市场在现代风险管理体系中仍发挥着极为重要的作用。

从安特卫普到堂岛的跨越

金融衍生工具和市场并非现代人的发明。根据加罗和查特吉的《衍生证券、金融市场和风险管理》，早在公元前2000年，就已经出现了类似远期合约的交易。欧洲在中世纪建立了城邦，来自不同地区的商人在集市做买卖，商业蓬勃发展，王国兴盛。为了促进交易发展，这些城邦便颁布了商业法律，以加强对贸易的管理；为解决贸易纠纷，人们也开始使用标准化合同。现货交易中，人们一手交钱，一手交货。但那时的货币是金属货币，携带不便。久而久之，便出现了交易凭证，指定未来某日于约定地点交割商品，也为存放在仓库中的货物所有权提供证明。借助交易凭证，省却了大批商品在不同地方转运的麻烦。及至后来，在结算之前，交易凭证也可多次转手。这种交易凭证，就是现在远期合约和标准化期货的前身。

随着商品交易的发展，建立买卖双方定期交易的场所，就成为必然。安特卫普在1531年就建立了交易所，次年对合约执行实行规则管理。16世纪的荷兰，贸易和商业日益繁荣，正步入黄金时代，荷兰逐渐成为世界上最强大的国家之一。自然地，阿姆斯特丹也成为粮食、鲱鱼及其他商品的主要市场，从16世纪50年代开始，阿姆斯特丹的谷物交易商就同时使用期货和期权。

阿姆斯特丹市场有几个特点。第一，价格透明。它要求小麦和黑麦每天都报价。第二，标准化。1582—1584年，就出现了标准化的鲱鱼交易，紧接着出现了以鲱鱼为标的的远期和期权交易。第三，价格波动、投机和市场操纵屡见不鲜。因此，阿

姆斯特丹的警长于1556年说，一些商人是“巨大的恶魔”。第四，违约和信用风险时有发生。1556年下半年谷物价格上升时，一些交易商就试图拒不执行远期合约。第五，有明确的清算和结算机制。政府制定了相应的法律和交易制度，建立了清算系统，要求经纪人把所有交易记录在册并定期清算，极大地降低了交易对手的信用风险。

在东方，日本于1688年开设了堂岛大米交易所，它位于当时被称为“国家厨房”的大阪，采取了标准化的合约，有固定期限、准备金要求和清算所。所以，它也被公认为世界上第一个有组织的期货市场。1300多名会员在此交易大米凭证，根据交易凭证确定其在仓库中存放大米的所有权。有意思的是，堂岛一天交易的时间，由壁炉系统决定。早晨，当工作人员点燃木盒中的烛芯时，就开市了，烛芯燃尽，则一天的交易该结束了。

衍生品市场大发展的助推者：美国

美国不是衍生品的开拓者，也不是最早建立衍生品交易所的国家，但它是现代衍生品市场最大的助推者。特别是，现代各种复杂的金融衍生工具多是由美国开发的。

19世纪中期，芝加哥交易所的建立，开启了美国现代期货市场。

为什么是芝加哥而不是纽约呢？这是由它的地理区位决定的。芝加哥位于密歇根湖区，靠近美国中西部农场区。那时，陆路运输非常落后，农民只能用船只将谷物运到芝加哥后，再转运至美国东部。于是，芝加哥成了19世纪美国农产品的运输和配送中心。但农产品季节性强，丰收时，谷物涌入芝加哥，价格暴跌；若收成欠佳，价格又大涨。这就有必要建立集中市场，调节供需。农产品期货市场就在一定程度上填补了这个空白。

为了使谷物按标准化的质量和数量进行交易，82名商人于1848年建立了芝加哥交易所，标志着美国有组织的衍生品市场的发端。随后两年，在固定地点交易的期货合约迅速发展，农民可事先以约定的价格卖出谷物，锁定谷物价格。芝加哥交易所1865年推出一种被称为“期货合约”的标准化协议，取代了1851年以来沿用的远期合同，使合约在规模、商品质量、交割日期和地点等方面标准化。最主要的是，它还向买卖双方收取保证金，降低交易对手不履约的风险。

除了谷物交易，对黄油、鸡蛋、家禽和其他农产品交易的需求也不断增加。于是，继芝加哥交易所后，于1874年建立芝加哥农产品交易所，又于1898年发展为芝加哥黄油和鸡蛋交易所，并在1919年形成了芝加哥商品交易所。在那里，主要交易的是奶制品、肉类和家禽等期货合约。

这些交易所的创立和发展，使芝加哥成为美国的商品交易中心。尽管19世纪的纽约发展迅速，但当时缺乏储存和运输农产品、奶和肉制品的设施，纽约的发展明显滞后于芝加哥。但还是有一群商人建立了纽约黄油和奶酪交易所，并在1882年更名为纽约商业交易所。1933年，4家小交易所合并形成的纽约商品交易所，成为黄金、白银和铜等有色金属期货的主要交易场所。

在1970年以前，美国的衍生品市场以商品交易为主，金融衍生品极少。1969年，牲畜和冻肉期货占据了芝加哥商品交易所85%的成交量，仅仅5年后，美国各个交易所中金融期货合约成交量比重已接近40%，金融期货和期权逐渐占据了衍生品市场的主导地位。

这一重大变化，源于1970年以来大量外汇与利率期货、股指期货、期货期权等日益复杂的新工具不断涌现。率先被创新出来的金融衍生工具是货币期货。在1971年以前，全球实行固定汇率制，没有规避汇率风险的需求。1971年布雷顿森林体系瓦解，一些国家从固定汇率制走向了浮动汇率制，对规避外汇风险的衍生工具的需求突然增加。芝加哥商品交易所顺势而为，于1972年设立了国际货币市场（IMM），从事外汇期货交易。

诺贝尔经济学奖得主弗里德曼对国际货币市场的建立起了重要作用。他一直崇尚自由竞争，反对固定汇率。1967年，他认为，英镑被高估了，于是，他想通过芝加哥的3家银行卖出远期英镑，但均遭到了拒绝。尽管他创新交易的尝试受到了无情打击，但芝加哥商品交易所主席梅拉梅德对他极度推崇。1971年梅拉梅德委托弗里德曼写了《对货币期货市场需求》的报告，促成了1972年5月芝加哥国际货币市场的开张，它成为第一个建立金融期货的交易所。

20世纪70年代的另一个重大事件就是，石油危机等导致发达经济体的通胀率大幅上升，带动利率随之攀升。1975年，芝加哥商品交易所为便于抵押贷款支持债券投资者规避利率风险，开发了吉利美期货，这就是世界上第一个利率衍生工具。

紧随利率期货的是股指期货。成立于1856年的堪萨斯期货交易所，是最早从事指数期货交易的交易所。它于1982年开发了价值线指数的期货交易。仅仅数月后，芝加哥商品交易所就引入了标普500指数期货，并迅速完成了超越。指数期货是以指数作为标的的期货合约，没有实物产品和凭证，只能采用现金结算。指数期货的创设，为市场参与者提供了一种指数化的投资工具，并在风险对冲、投机和指数套利等不同交易策略中得到了广泛应用。随同指数期货一起诞生的，还有期货期权和股指期货期权，它们是衍生品的衍生品，这就形成了层层叠叠的衍生工具和市场。

随着金融衍生市场的发展，美国的银行和其他金融机构也参与到衍生品市场中来，极大地加速了衍生品市场的金融化趋势。1976年，美国准许商业银行参与大宗商品

和国债期货，保险公司和互助基金旋即也进入期货等衍生品市场，借以管理资产的价格风险。就连养老金计划的受托人也于1982年得到了购买商品期货的许可。后来，美联储还为金融机构直接参与金融衍生品市场鼓与呼，它认为，只要金融机构利用得当，就会在没有产生不合理风险的前提下增加收益。

从20世纪70年代开始，尽管美国创新了众多金融衍生工具和市场，但2000年以来，美国在衍生市场的主导地位受到了一定挑战。为了顺应欧洲创建共同市场的需要，欧洲原来散布于各国的衍生品交易所开始合并。欧洲期货交易所完全是分散式的系统，它因拥有大量可选择的衍生工具，已成为全球第一大衍生品交易所。2000年，阿姆斯特丹、布鲁塞尔和巴黎股票交易所合并产生了泛欧交易所。2002年，它兼并了伦敦国际金融期货与期权交易所，并与葡萄牙证券交易所合并，它的全球衍生工具业务已跻身全球前五大交易所行列。

衍生品市场在中国

在中国的历史上，很早就有类似衍生产品的合约。比如，我们在下一章将要看到的，刘邦与项羽之间，实际上就签订了一份非正式的远期合约。尽管中国在唐宋时期就有较活跃的商业活动，但并没有开发出管理谷物等产品价格波动风险的衍生品，当然就更不会有衍生品交易所了。

在列强侵略中国后，中国才出现了从事证券与商品交易的交易所。同证券市场与银行一样，新中国成立后就将它们关闭了。因为改革开放前的新中国，一切物资的流动，都是按国家计划调拨的，不通过市场调节，自然就没有价格风险，对冲价格风险的衍生品市场，既没有生存的土壤，更无存在的必要。

中国在确立改革开放之时，正是金融衍生市场在美国等西方发达国家加速扩张和创新之际。自引入商品经济和市场机制后，转移价格风险的衍生品市场的胚胎，也随之被植入中国经济之中，乃至在1988年我国大胆提出了“探索期货交易”。随后，各地出现了建立商品交易所的热潮。伴随着中国证券市场的发展，以国债期货为代表的金融衍生品市场也开始活跃。但那时，中国缺乏期货交易的管理经验，带来了诸多问题，1995年发生的“327”

国债期货事件^[2]

，迫使政府痛下决心整顿中国的衍生品市场。说是整顿，其实就是关闭。到1999年，全国期货交易所只保留了大连、上海、郑州三家。

既然有商品的交易，就必然有价格波动的风险，而且，在国际市场上，以石油、铜等为代表的大宗商品的现货与期货价格是联动的，没有期货市场，就意味着失去了在国际市场的定价权。于是，在总结经验、完善相关的产品设计、监管技术、手段和体制后，中国商品交易所开始进入规范发展期，交易品种涵盖了小麦、生猪等农

产品，有色金属、贵金属等金属，焦煤、焦炭、原油等能源化工原料。2006年，中国金融期货交易所在上海成立，它组织安排金融期货等金融衍生品的上市交易、结算和交割等服务，现在上市的金融期货包括股指期货和国债期货，它们已成为一些机构对冲股票现货投资或资产负债利率风险的主要工具，当然，其中也掺杂了投机交易。在上海和深圳证券交易所，也有ETF期权这样的衍生品。

由此，金融体系有金融机构、金融市场和金融工具三大支柱，而金融市场又有资本市场、货币与外汇市场、衍生品市场三大支柱为支撑。