

第一章 金融市场体系

第一节 金融市场概述(新增)

一、金融市场的概念与功能(★★★)

(一)金融市场的概念

金融市场是要素市场的一种。金融市场是创造和交易金融资产的市场,是以金融资产为交易对象而形成的供求关系和交易机制的总和。金融市场参与者不仅在有形的固定场所进行金融资产交易,还通过各种通信手段进行联系,形成庞大的无形金融市场网络。现代金融市场往往是无形的市场。

(二)金融市场的功能

表 1 金融市场的功能

资金融通	金融市场的首要功能。金融市场通过金融资产交易实现货币资金在供给者和需求者之间的转移,促进有形资本形成
价格发现	金融市场上的资产价格变化既是资金供求关系变化的反映,也驱动着未来金融交易的不断产生
提供流动性	即金融资产交易变现或赎回的渠道和机制
风险管理	通过保险、对冲交易等方式对实体经济或金融行为中蕴含的风险进行管理、防范和化解
降低搜寻成本和信息成本	在一个有效市场中,价格反映了所有市场参与者所能搜集到的信息总和

二、直接融资与间接融资

(一) 直接融资(★★★)

表 2 直接融资

定义	直接融资是指资金盈余单位通过直接与资金需求单位协议,或在金融市场上购买资金需求单位所发行的股票、债券等 有价证券,将货币资金提供给需求单位使用
特点	直接性
	分散性
	融资的信誉有较大的差异性
	部分融资方式具有不可逆性
方式	融资者有相对较强的自主性
	常见的直接融资方式有 股票市场融资、债券市场融资、风险投资融资、商业信用融资、民间借贷 等
直接融资对金融市场的影响	直接融资和间接融资比例反映了一国金融体系风险和分布情况。提高直接融资比重平衡金融体系结构,可以起到分散过度集中于银行的金融风险作用,有利于金融和经济的平稳运行
	直接融资和间接融资比例反映了一国金融体系配置的效率是否与实体经济相匹配
	通过市场主体充分博弈直接进行交易,更有利于合理引导资源配置,发挥市场筛选作用

(二) 间接融资(★★★)

表 3 间接融资

定义	间接融资是指资金盈余者通过存款等形式,或者购买银行、信托和保险等金融机构发行的有价证券,将其暂时闲置资金先行提供给金融机构,再由这些金融机构以贷款、贴现或购买有价证券的方式把资金提供给短缺者,从而实现资金融通的过程
----	---

续表

特点	资金获得的间接性
	融资的相对集中性
	融资信誉的差异性相对较小
	全部具有可逆性(即可返还性)
	融资的主动权主要掌握在金融中介机构手中
方式	常见的间接融资方式有银行信用融资、消费信用融资、租赁融资等

(三)直接融资和间接融资的区别(★★)

直接融资和间接融资的区别主要在于融资过程中资金的需求者与资金的供求者是否直接形成债权债务关系。在有金融中介机构参与的情况下,判断是否直接融资的标志在于该中介机构在这次融资行为中是否与资金的需求者和资金的供给者分别形成了各自独立的债权债务关系。一般认为凡是债权债务关系中的一方是金融机构的就是间接融资,不考虑这种融资工具最初的债权人、债务人的性质。

三、金融市场的重要性(★)

(1)促进储蓄—投资转化;(2)优化资源配置;(3)反映经济状态;
(4)宏观调控。

四、金融市场的分类(★★)

表 4 金融市场的分类

按金融资产到期期限分为货币市场和资本市场	货币市场	所交易金融资产到期期限在 1年以内 的金融市场,如银行间拆借市场、商业票据市场、短期国库券市场、大额可转让存单市场等。主要解决市场参与者短期性的资金周转和余额调剂问题
	资本市场	所交易金融资产到期期限在 1年以上或者没有到期期限 的金融市场,如股票市场、中长期国债市场、中长期银行贷款市场等

续表

按交易工具分为债权市场和权益市场	债权市场	交易债务工具的债权市场
	权益市场	交易权益工具的权益市场(即股票市场)
按照发行流通性质分为一级市场和二级市场	一级市场	一级市场是新金融资产的发行市场,主要功能是筹资
	二级市场	二级市场是已发行金融资产的流通市场 主要功能:(1)为已发行的金融资产提供流动性;(2)通过二级市场发行资产价格,给一级市场销售金融资产提供价格参照
按组织方式分为交易所市场和场外交易市场	交易所市场	证券交易所、期货交易所、期权交易所等金融市场是高度组织化的金融市场
	场外交易市场(柜台市场)	通常没有固定的交易场所,也不一定有统一的交易时间,市场参与者通过电话、电报、网络等手段进行沟通交易
按交割方式分为现货市场和衍生品市场	现货市场(即期交易市场)	市场上买卖双方成交后须在当天或市场规定的最后交割期限内办理交割手续的交易行为
	衍生品市场	常见的衍生工具包括:远期、期货、期权、互换等
按金融资产的种类分为证券市场和非证券金融市场	证券市场	狭义的有价证券指资本证券
		广义的有价证券包括商品证券(提货单、运货单、仓库栈单)、货币证券(商业证券和银行证券)和资本证券(股票、债券、证券投资基金及其衍生品种)
非证券金融市场	以有价证券以外的金融资产为对象的发行和交易关系的总和,包括股权投资市场、信托市场、融资租赁市场、外汇市场、黄金市场、保险市场、银行理财产品市场、长期贷款市场	

续表

按辐射地域分为国际金融市场和国内金融市场	国际金融市场	涉及多个司法辖域的居民之间进行各种国际金融业务活动的市场,还可以进一步分为 全球性金融市场 和 区域性金融市场
	国内金融市场	单一司法辖域内的金融市场,可进一步分为 全国性金融市场 和 地区性金融市场

【注】1.在我国,中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心及金融机构柜台交易等市场一般归为场外市场。

2.场外市场交易量远大于交易所市场交易量,交易结构和交易方式也较丰富。但场外市场的交易双方进行直接交易,存在一定对手风险。

第二节 全球金融市场(原第一章第一节 全球金融体系)

变动知识点:

一、全球金融市场与金融体系

(一)全球金融市场的形成与发展趋势(★)

第一阶段:从17世纪英国崛起到第一次世界大战。

1649年,英国成立了世界上第一家股份制商业银行——**英格兰银行**,标志着英国现代银行制度的确立。1773年成立的**伦敦交易所**成为当时世界上最大的交易所。1790年,美国第一个证券交易所——**费城证券交易所**成立。

第二阶段:从第一次世界大战开始到第二次世界大战结束。

第三阶段:从第二次世界大战结束到1971年布雷顿森林体系瓦解。

1957年签署的《罗马条约》建立了欧洲经济共同体,从最初6个成员国发展为包括28个成员国的欧盟,包括面积覆盖欧洲一半以上的共同货币(欧元)和欧盟的中央银行。

第四阶段:从布雷顿森林体系瓦解到2007年全球金融危机前夕。

第五阶段:2007 年全球金融危机爆发以来。

(二)全球金融体系

1.全球金融体系的主要参与者(★★)

(1)**金融公司**:包括存款吸收机构(商业银行和其他存款吸收机构)、中央银行和其他金融公司(保险公司、养老基金、证券交易商、投资基金、财务公司等)。

(2)**非金融公司**:其主要业务是按有经济意义的价格提供产品或非金融服务。

(3)**住户**:是金融公司的顾客。

(4)**为住户服务的非营利机构**:其主要活动是向住户和社会提供免费的或价格不具有经济意义的商品或服务,不包括由政府部门控制和提供资金支持的机构。

(5)**广义政府**:在一个特定的区域内对其他机构单位行使立法权、司法权和行政权的单位。

(6)**公共部门**:包括广义政府、中央银行和作为公共公司的存款吸收部门和其他部门中的实体。

2.国际资金流动方式(★)

国际资金流动是指资本跨越国界从一个国家向另一个国家的运动。国际资金流动包括资金流入和资金流出两个方面。根据资金的使用时间或交易期限的不同,可以划分为国际长期资金流动和国际短期资金流动。

(1)国际长期资金流动

国际长期资金流动是指期限在 1 年以上的资金的跨国流动,包括**国际直接投资**、**国际间接投资**和**国际信贷**。

(2)国际短期资金流动

国际短期资金流动是指期限为 1 年或 1 年以下的资金的跨国流动。国际短期资金流动主要包括:**贸易资金的流动**、**套利性资金的流动**、**保值性资金的流动**以及**投机性资金的流动**。

二、英国的金融市场(★)

(一)伦敦外汇市场

伦敦外汇市场是全球最大的外汇批发市场,没有固定的交易场所,参与外汇交易的银行及其他机构约 600 家,通过现代化电子通信系统完成交易。

伦敦外汇市场的特点:(1)以外币交易为主;(2)以非居民交易为主;(3)以金融机构批发性交易为主;(4)以外汇衍生品交易为主;(5)交易时段桥接美洲和亚太市场。

(二)伦敦银行间资金市场与 LIBOR

目前,ICE LIBOR 共涉及美元、欧元、英镑、日元和瑞士法郎五种货币,隔夜利率和 3 个月期、6 个月期利率使用频率最高,共 20 家报价行。

(三)英国的股票市场

1. 伦敦交易所的层次划分

(1)**主板市场**在诸层次市场中监管最为严格。主板上市分为高级上市、标准上市和高成长板块上市。

(2)**另类投资市场**上市条件较主板市场宽松,适合规模比较小的成长型公司进行上市融资。

(3)**专业证券市场**针对专业投资者或机构投资者设立。上市品种分存托凭证和专家债务证券两种。

(4)**专业基金市场**为各类封闭式投资基金提供上市渠道,上市规则执行欧盟标准,由交易所监管。

(5)**精英项目**与资本市场无直接关系,是一个初创企业培育项目。

2. 伦敦证券交易所的交易系统

(1)**SETS 系统**(证券交易所电子化交易系统),是目前伦敦证券交易所的电子指令簿旗舰系统。SETS 系统混合了指令驱动与报价驱动两种交易方式的特点。

(2)**SETSqx 系统**(证券交易所电子化交易系统——报价与竞价)

为流动性相对较差的证券提供服务,主要是二板市场股票和部分未纳入富时指数系列的股票。

(3)**SEAQ 系统**(证券交易所自动报价系统)是伦敦证券交易所为二板市场上市的非 SETS、SETSqx 交易的股票提供非电子化可执行做市商报价系统。

(4)**IOB 系统**(国际指令簿系统)是针对存托凭证的做市商报价系统。

(四)伦敦债券市场

1.金边债券

英国中央政府债券被称为金边债券,是英国债券市场的主力品种。英格兰银行作为中央银行,代理英国财政部发行并在二级市场上交易国债。

2.国际债券市场

国际债券是外国发行人在英国发行的债券。目前伦敦是全球最主要的国际债券发行市场。

3.公司债券市场

伦敦公司债券市场相对较小,可以公募发行也可以私募发行,通常也在伦敦证券交易所挂牌交易,但场外市场更重要。

(五)伦敦黄金市场

伦敦黄金市场是全球最大的黄金现货市场。1987年,英格兰银行主导成立伦敦黄金市场协会。

(六)伦敦其他金融市场

伦敦金属交易所成立于1877年,提供铜、铝、锌、铅、锡、镍、钢材、钴、钼、黄金、白银等工业金属的现货、期货和期权交易,目前是全球最大的工业金属交易市场。

(七)英国的金融市场监管

自律为基础的分业监管时期——FSA 统一监管时期——宏观审慎与微观行为监管并行的监管模式

三、美国的金融市场(★)

1. 美国外汇市场

美元是当今世界最重要的可兑换货币,美国是仅次于英国的全球第二大外汇市场。美国外汇市场的主体部分也由金融机构相互联系构成的无形市场。

2. 美国银行间资金市场与联邦基金利率

准备金余缺的调剂被称为联邦基金拆借,由此产生的银行同业拆借市场被称为联邦基金市场,银行间无担保短期借贷利率被称为联邦基金利率。

3. 美国股票市场

表 5 美国股票市场

股票交易场所	美国证监会注册的全国性证券交易所
	美国证监会注册的另类交易系统
	经纪商—交易商自身的内部转让系统
纳斯达克集团	纳斯达克股票市场(美国股票现货交易量最大的单体交易所)
	纳斯达克波士顿交易所
	纳斯达克费城交易所
纽约证券交易所	纽约证券交易所交易制度模式包括三个特征:指定做市商制度、场内经纪商制度和补充流动性提供商制度

4. 美国债券市场

表 6 美国债券市场

美国国债市场	美国联邦政府发行的债券被统称为美国国债
	按照期限不同,1年期以内的美国国债被称为国库券;期限在1年以上10年以下的被称为国库票据;10年以上的被称为政府公债
	根据国债特点,美国国债有通货膨胀保值债券、浮动利率国库票据等分类

续表

美国联邦机构 债券市场	泛指两类:(1)美国联邦政府机构发行或担保的债券(如美国全国按揭协会发行的债券);(2)经国会批准,为实现公共目标而成立的政府支持企业发行的债券(如房利美、房地美发行的债券)
美国市政 债券市场	市政债券是州及州所属地方政府或其附属机构发行的债券,分为:普通责任债券、收益债券、通道收益债券
美国公司 债券市场	分为公募发行债券和私募发行债券,向 35 人以内的特定投资者募集证券为私募债券

5.美国衍生品市场

美国拥有目前全球最大的衍生品市场,芝加哥和纽约是衍生品交易最集中的地方。20 世纪 80 年代以来,大多数新的衍生产品发源于美国。

6.美国的金融市场监管

表 7 美国的金融市场监管

联邦和州 双层监管	美国联邦一级金融监管机构主要包括:美国联邦储备系统、货币监理署、联邦存款保险公司、美国信用社管理局、证券交易委员会和商品期货交易委员会	
	州一级的监管机构包括各州银行业监管机构、证券业监管机构 and 保险业监管机构	
分业监管体系	银行业监管机构	包括:货币监理署、联邦储备体系、联邦存款保险公司、储蓄机构监管署、国家信用合作社管理局
	证券业监管机构	包括:美国财政部、市政债券决策委员会、证券交易委员会、美国金融业监管局、商品期货交易委员会
	保险业监管机构	主要由各州的保险监管局承担

四、中国香港金融市场(★)

(一)联系汇率制

中国香港实行与美元挂钩的联系汇率制。在中国香港,基础货币的组成部分包括:(1)已发行负债证明书(用作支持银行纸币),由政府发行的纸币及硬币;(2)持牌银行在香港金融管理局的结算账户结余总额;(3)未偿还外汇基金票据和债券总额。

(二)中国香港外汇市场

按年交易量排名,中国香港外汇市场在全球排名第4,以金融机构之间的场外交易为主。

(三)中国香港股票市场

1891年香港股票经纪会成立,是香港首家股票交易所,1914年更名为香港证券交易所。

(四)中国香港债券市场

中国香港债券市场没有统一规定的债券托管机构,目前主要通过金管局下债务工具中央结算系统负责统一托管和低风险结算服务,在港交所上市的公司债,也可通过港交所旗下的中央结算及交收系统实现托管和结算。

(五)中国香港的金融市场监管

中国香港实行分业监管模式。目前,中国香港的金融监管机构主要包括香港金融管理局(金管局)、证券及期货事务监察委员会(证监会)和保险业监理处(保监处),分别负责监管银行业、证券和期货业以及保险业。

第二章 中国的金融体系与多层次资本市场

第一节 中国的金融体系 (原第一章第二节 中国的金融体系)

变动知识点:

一、中国金融市场的历史、现状及影响因素

(一)新中国成立以来我国金融市场的发展现状(★)

1.1949—1978年:计划经济时期“大一统”的金融体系。

1948年12月1日,中国人民银行成立,并于1948年12月7日首次发行人民币。1952年12月,全国统一的公私合营银行成立,后并入中国人民银行体系。

1953—1979年,我国实行中国人民银行统揽一切金融活动的“大一统”的金融体系。

2.1979—1983年:多元混合型金融体系。

银行等金融机构迅速发展,金融体系包括的内容不断丰富,但中国人民银行仍然身兼二职,没有专门的金融管理机构,出现了“群龙无首”的局面。

3.1984—1993年:以中央银行为中心,国家专业银行为主体,多种金融机构分工协作的金融体系逐步形成。

建立了以中国人民银行为中心、以国家专业银行为主体、多种金融机构分工协作的金融机构体系,同时我国资本市场初步成立。1992年10月,国务院证券管理委员会和中国证券监督管理委员会成立,标志着中国资本市场开始逐步纳入全国统一监管框架。

4.1994—2003年:逐步改革和完善的市场化金融体系。

具体改革措施包括:(1)政策性银行相继成立;(2)对国有专业银行实行商业化改造;(3)中国人民银行分支机构进行改革;(4)成立资产管理公司;(5)银行业与信托业、证券业分离。

5.2004—2011年:多种所有制和多种经营形式、结构合理、功能完善、高效安全的现代金融体系。

2003年4月,中国银行业监督管理委员会成立,标志着我国“分业经营、分业监管”的金融体系得以确立。

6.2012年至今:基本金融制度逐步健全、对外开放程度不断提高的现代金融体系。

(二)我国金融市场的发展现状(★★)

1.货币市场

我国目前已经形成包括**银行间同业拆借市场**、**短期债券市场**、**债券回购市场**和**票据贴现市场**在内的统一的货币市场格局。

2.债券市场

我国债券交易市场分为:(1)**场外市场**,包括**银行间市场**(市场参与者限定为机构,属于场外债券批发市场)和**银行柜台市场**(市场参与者限定为个人,属于场外债券零售市场)。(2)**场内市场**,包括上海证券交易所和深圳证券交易所。

我国债券市场发行债券包括:(1)**利率债**,是指直接以政府信用为基础或是以政府提供偿债支持为基础而发行的债券。(2)**信用债**,是指以企业的商业信用为基础而发行的债券,中期票据、短期融资券、企业债、公司债主要构成我国信用债市场主体。

3.股票市场

我国股票市场市场分为:**场内市场**(沪深主板市场、创业板市场、全国中小企业股份系统转让系统)和**场外市场**(区域性股权交易市场、交易柜台市场)。

4.外汇市场

人民币外汇市场当前包括在岸(CNY)与离岸(CNH)市场。目前

银行间外汇市场交易方式分为竞价和询价两种，**询价交易占主导地位**。

5. 黄金市场

中国黄金市场由上海黄金交易所黄金现货为主体，上海期货交易所黄金期货、商业银行柜台黄金产品共同组成。

6. 商品期货市场

目前我国的商品交易所包括：**上海期货交易所**、**大连商品交易所**和**郑州商品交易所**（我国第一家商品期货交易所）。

表 8 我国商品期货市场交易体系

交易所	交易种数	交易品种
上海期货交易所	15	铜、铝、锌、铅、镍、锡、黄金、白银、天然橡胶、螺纹钢、线材、热轧卷板、燃料油、石油沥青、原油
郑州商品交易所	19	普麦、强麦、棉花、白糖、白糖期权、PTA、玻璃、菜粕、菜籽油、菜籽、硅铁、早籼稻、甲醇、晚籼稻、粳稻、锰硅、动力煤、棉纱、苹果
大连商品交易所	17	玉米、玉米淀粉、黄大豆 1 号、黄大豆 2 号、豆粕、豆粕期权、豆油、棕榈油、鸡蛋、LLDPF、聚氯乙烯、焦炭、焦煤、铁矿石、纤维板、胶合板、聚丙烯

期货市场监管方面，我国形成了**中国证监会**、**地方证监局**、**期货交易所**、**期货市场监控中心**和**中国期货业协会**“五位一体”的期货监管协调工作机制与较为完善的期货监管法律体系。

7. 金融衍生品市场

中国金融期货交易所是我国首家金融衍生品交易所。我国金融衍生品市场按资产类别划分为：**利率类衍生品**（场内国债期货、场外利率远期、利率互换产品）、**权益类衍生品**（股票期权、股指期货、认股权证）、**货币类衍生品**（人民币外汇期权和期权组合、外汇远期、外汇掉期和货币掉期）、**信用类衍生品**（信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换、信用联结票据）。

(三)影响我国金融市场运行的主要因素(★)

- 1.经济因素。经济因素是影响我国金融市场运行的最重要因素。
- 2.法律因素。
- 3.市场因素。包括国内和国际统一的市场组织、丰富的市场交易品种、市场的交易机制或市场模式等因素。
- 4.技术因素。
- 5.心理因素
- 6.体制或管理因素。
- 7.其他因素。

二、中国的金融中介机构体系

(一)我国金融中介机构体系的构成(★)

1.金融中介机构的定义

狭义的金融机构一般是指在金融活动中,处于信用关系中借贷双方之间的中介,从贷方那里借入资金,再向借方贷出,其分别与借方和贷方形成独立的债权和债务关系。**一般指商业银行。**

广义的金融中介机构则泛指参与或服务于金融市场活动而获取收益的各类组织和机构。广义的金融中介机构除商业银行以外,还有许多非银行金融机构,它们从事综合的或专门的金融业务和金融服务,形成相互联系、互相影响的统一整体,构成金融中介机构体系。

2.金融中介机构的分类

(1)按经济活动分类。金融中介包括:①不包含保险和养老基金的金融中介活动;②保险和养老基金(不包括强制性社会保障);③辅助金融中介的活动。

(2)按中心产品分类。金融中介、保险及辅助服务类,大体包括:①金融中介服务;②投资银行服务;③保险和养老基金服务;④再保险服务;⑤金融中介辅助服务;⑥保险和养老基金辅助服务等。

(3)国民核算体系 SNA 按机构的分类。包括:①中央银行;②其他存款公司;③不是通过吸纳存款筹集资金的投资公司、金融租赁公

司,以及消费信贷公司等;④金融辅助机构,如各类经纪人;⑤保险公司和养老基金。

3.我国的金融中介机构体系

我国拥有以**中央银行为主导、国有商业银行为主体**,包括股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行、跨国银行、农村信用社在内的多层次银行机构体系;拥有以证券公司、期货公司和证券投资基金为主,以各类投资咨询中介、信托机构为辅的多元化投资中介体系;拥有人寿保险公司、财产保险公司、再保险公司以及提供多种多样保险服务的保险中介体系。

(二)主要金融中介机构的业务(★★)

1.商业银行的业务

(1)负债业务。商业银行的负债包括**自有资金**和**吸引外来资金**两大部分,外来资金的形成渠道包括存款负债和非存款负债。商业银行负债业务的内容包括以下三项:

①自有资金。自有资金主要包括**股本金**、**储备资金**以及**未分配利润**。

②存款负债。存款是一般占到负债总额的70%以上。

③借款负债。借款负债的渠道主要包括向中央银行借款、同业借款、回购协议以及国外市场借款等。

(2)资产业务。商业银行的资产业务主要包括**现金资产**、**贷款业务**、**票据贴现**、**投资业务**等。现金资产包括库存现金、交存中央银行的存款准备金、存放同业存款和托收中的现金。

(3)表外业务。表外业务是指商业银行从事的,按照现行的会计准则不计入资产负债表内,不形成现实资产负债,但能够引起当期损益变动的业务。广义的表外业务泛指所有能给银行带来收入而又不在于资产负债表中反映的业务。商业银行的中间业务也属于表外业务。狭义的表外业务会使银行承受一定的额外风险。

商业银行的表外业务主要分为**担保承诺类**、**代理投融资服务类**、**中介服务类**、**其他类**等。

(4)银行的中间业务及其与表外业务的关系。中间业务主要包括：**形成或有资产、或有负债的中间业务**(即一般意义上的金融服务类业务)，以及**不形成或有资产、或有负债的中间业务**(即一般意义上的表外业务)。

2.证券公司的业务

证券公司的主要业务包括证券经纪业务,证券投资咨询业务,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问业务,证券承销与保荐业务,证券自营业务,证券资产管理业务,融资融券业务,证券公司中间介绍业务,私募投资基金业务和另类投资业务等。

3.保险公司的业务

保险公司业务范围分为基础类业务和扩展类业务两类。

(1)财产保险公司。财产保险公司的**基础类业务**包括以下五项：
①机动车保险,包括机动车交通事故责任强制保险和机动车商业保险；②企业/家庭财产保险及工程保险(特殊风险保险除外)；③责任保险；④船舶/货运保险；⑤短期健康/意外伤害保险。

财产保险公司**扩展类业务**包括以下四项：①农业保险；②特殊风险保险,包括航空航天保险、海洋开发保险、石油天然气保险、核保险；③信用保证保险；④投资型保险。

(2)人身保险公司。人身保险公司的**基础类业务**包括以下五项：
①普通型保险,包括人寿保险和年金保险；②健康保险；③意外伤害保险；④分红型保险；⑤万能型保险。

人身保险公司**扩展类业务**包括以下两项：①投资连结型保险；②变额年金。

(三)我国金融业主要行业的基本情况(★)

1.我国银行业的基本情况

截至2017年底,我国银行业金融机构包括:

(1)5家特殊金融机构:政策性银行3家、邮储银行1家以及住房储蓄银行1家;

(2)73家银行:国有大型银行5家、股份制银行12家、民营银行

17 家、外资银行 39 家：

(3)城市商业行 134 家；

(4)农村金融机构共 3883 家；包括农村商业银行 1262 家、农村信用社 965 家、农村合作银行 33 家、村镇银行 1562 家、农村资金互助社 48 家、贷款公司 13 家；

(5)银行附属机构 115 家；金融租赁公司 68 家、消费金融公司 22 家、汽车金融公司 25 家；

(6)金融资产管理公司 4 家、货币经纪公司 5 家、其他金融机构 14 家；

(7)企业集团财务公司 247 家。

2.我国证券业的基本情况

截至 2017 年底，国内共有证券公司 131 家。总资产为 6.14 万亿元，净资产为 1.85 万亿元，净资本为 1.58 万亿元。

3.我国保险业的基本情况

2017 年，保险业共实现原保险保费收入 36581.01 亿元。截至 2016 年底，我国共有各类保险机构 203 家。其中，保险集团公司 12 家；财产险公司 79 家；人身险公司 77 家；保险资产管理公司 22 家；再保险公司 9 家；其他机构 4 家。

4.我国信托业的基本情况

截至 2017 年底，全国 68 家信托公司管理的信托资产规模达 26.25 万亿元。

(四)我国金融市场的监管体制

1.我国金融监管体制的演变(★)

中国当前的金融监管体制已经从“一行三会”过渡到了“一委一行两会”，即国务院金融稳定发展委员会、中国人民银行、中国证券监督管理委员会以及中国银行保险监督管理委员会。这是在经济的发展过程中逐步演化改革的结果，大致可分为四个阶段。

第一阶段为 1992 年以前的中国人民银行集中统一监管阶段。

第二阶段为 1992 年到 1997 年，这一阶段为分业监管起步阶段。

第三阶段为1998年到2008年,该阶段“一行三会”体制成型,分业监管体制不断专业化、精细化。

第四阶段为2009年到2016年,金融监管体制开始了金融监管的协调性和有效性的初步改革。2013年8月,国务院批准建立由中国人民银行牵头的金融监管协调部际联席会议制度。

第五阶段为2017年以来,金融监管体制进入“一委一行两会”的新阶段。2018年3月17日,原中国银监会和原中国保监会拟订银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责重新划入中国人民银行,中国人民银行承担与金融稳定密切相关的宏观审慎管理职能,更好地发挥统筹构建审慎监管体系、有效防范风险的职能;中国银保监会作为微观审慎监管和行为监管主体,监督金融机构行为稳健、合规经营的职责更为明确。

2. 国务院金融稳定发展委员会的职责(★★)

国务院金融稳定发展委员会的定位是“作为国务院统筹协调金融稳定和改革发展重大问题的议事协调机构”,负责协调中国人民银行、中国银保监会、中国证监会、国家外汇管理局、发展改革委、财政部等金融、财政部门,强化人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责,落实金融监管部门监管职责,并强化监管问责。

国务院金融稳定发展委员会的主要职责包括:(1)落实党中央、国务院关于金融工作的决策部署;(2)审议金融业改革发展重大规划;(3)统筹金融改革发展与监管,协调货币政策与金融监管相关事项,统筹协调金融监管重大事项,协调金融政策与相关财政政策、产业政策等;(4)分析研判国际国内金融形势,做好国际金融风险应对,研究系统性金融风险防范处置和维护金融稳定重大政策;(5)指导地方金融改革发展与监管,对金融管理部门和地方政府进行业务监督和履职问责等。

国务院金融稳定发展委员会重点关注的问题:(1)影子银行;(2)资产管理行业;(3)互联网金融;(4)金融控股公司。

3. 中国人民银行的职责(★★)

中国人民银行是我国的中央银行,主要负责制定和执行货币政

策,维护金融稳定,同时承担一定的金融服务职能,其职责包括:

- (1)发布与履行其职责有关的命令和规章;
- (2)依法制定和执行货币政策;
- (3)发行人民币,管理人民币流通;
- (4)监督管理银行间同业拆借市场和银行间债券市场;
- (5)实施外汇管理,监督管理银行间外汇市场;
- (6)监督管理黄金市场;
- (7)持有、管理、经营国家外汇储备、黄金储备;
- (8)经理国库;
- (9)维护支付、清算系统的正常运行;
- (10)指导、部署金融业反洗钱工作,负责反洗钱的资金监测;
- (11)负责金融业的统计、调查、分析和预测;
- (12)作为国家的中央银行,从事有关的国际金融活动;
- (13)国务院规定的其他职责。

4. 中国银行保险监督管理委员会的拟定职责

中国银行保险监督管理委员会的主要职责是,依照法律法规统一监督管理银行业和保险业,维护银行业和保险业合法、稳健运行,防范和化解金融风险,保护金融消费者合法权益,维护金融稳定。目前,中国银行保险监督管理委员会的“三定”方案(定职能、定机构、定编制)正在研究中。

5. 中国证券监督管理委员会的职责

中国证券监督管理委员会根据法律、法规和国务院授权,对全国证券、期货市场实行集中统一监督管理。中国证监会的主要职责是:

- (1)研究和拟定证券期货市场的方针政策、发展规划;起草证券期货市场的有关法律法规;制定证券期货市场的有关规章、规则和办法。
- (2)垂直领导全国证券监管机构,对证券期货市场实行集中统一监管。管理有关证券公司的领导班子和领导成员,负责有关证券公司监事会的日常管理工作。
- (3)监管股票、可转换债券、证券公司债券和国务院确定由中国证

监会负责的债券和其他证券的发行、上市、交易、托管和结算；监管证券投资基金活动；批准企业债券的上市；监管上市国债和企业债券的交易活动。

(4) 监管境内期货合约的上市、交易和清算；按规定监督境内机构从事境外期货业务。

(5) 监管上市公司及其按法律法规必须履行有关义务的股东的证券市场行为。

(6) 管理证券期货交易所；按规定管理证券期货交易所的高级管理人员；归口管理证券业协会和期货业协会。

(7) 监管证券期货经营机构、证券投资基金管理公司、证券登记清算公司、期货清算机构、证券期货投资咨询机构、证券资信评级机构；与中国人民银行共同审批基金托管机构的资格并监管其基金托管业务；制定上述机构高级管理人员任职资格的管理办法并组织实施；指导中国证券业、期货业协会开展证券期货从业人员的资格管理。

(8) 监管境内企业直接或间接到境外发行股票、上市；监管境内机构到境外设立证券机构；监管境外机构到境内设立证券机构、从事证券业务。

(9) 监管证券期货信息传播活动，负责证券期货市场的统计与信息资源管理。

(10) 会同有关部门审批会计师事务所、资产评估机构及其成员从事证券期货中介业务的资格并监管其相关的业务活动；监管律师事务所、律师从事证券期货相关业务的的活动。

(11) 依法对证券期货违法违规行为进行调查、处罚。

(12) 归口管理证券期货行业的对外交往和国际合作事务。

(13) 国务院交办的其他事项。

(五) 金融服务实体经济高质量发展的要求(★)

1. 有关金融与实体经济关系的理论与国际经验。

经济学理论对于金融与实体经济关系的认识不断深化。

2. 金融危机的教训与宏观审慎监管的兴起。

- 3.我国增强金融服务实体经济能力的障碍与挑战。
- 4.经济高质量发展阶段如何增强金融服务实体经济的能力。

第二节 中国的多层次资本市场

(原第一章第三节 中国多层次资本市场)

变动知识点：

一、多层次资本市场概述(★★★)

(一)资本市场概念的界定

资本市场是长期金融市场或长期资金市场,是为一年以上资本性或准资本性融资产品提供发行和交易服务的有形或无形的市场总和。

资本市场包括**股票及衍生品市场、债券及衍生品市场、中长期资金借贷品市场**;广义的资本市场还包括为国民经济发展和企业经营运行发挥稳定作用的期货市场。

(二)资本市场的分层特性及其内在逻辑

资本市场的层次结构,是指资本市场根据企业在不同发展阶段的融资需求和融资特点,针对各种市场主体不同的、特定的需求,提供的具有不同内在逻辑次序、不同服务对象和不同内在特点的市场形式。

多层次资本市场是对现代资本市场复杂形态的一种表述,是资本市场有机联系的各要素总和,具有丰富的内涵。按照所交易**产品品种的不同**,可以将资本市场划分为**股票市场、债券市场、衍生品证券市场**和**基金市场**;按照**市场功能的不同**,可以将资本市场划分为**发行市场**和**交易市场**;按照资本市场的**组织形式和交易活动是否集中统一**,可以将资本市场划分为**场内交易市场**和**场外交易市场**;按照所**服务和覆盖的上市公司类型的不同**,可将资本市场划分为**全球性市场、全国性市场、区域性市场**等类型;按照**发行和募集方式的不同**,可以将资本市场划分为**公募市场**和**私募市场**。

二、多层次资本市场的主要内容(★★)

(一)场内市场

1.场内市场的定义

场内市场即证券交易所市场。证券交易所是证券买卖双方公开交易的场所,是一个高度组织化、集中进行证券交易的市场,是整个证券市场的核心。

2.我国的场内交易市场

(1) **主板市场**(包含中小板市场)。主板市场是一个国家或地区证券发行、上市及交易的主要场所,有“宏观经济晴雨表”之称。主板市场对发行人的营业期限、股本大小、盈利水平、最低市值等方面的要求标准较高。上海、深圳证券交易所是我国证券市场的主板市场。上海证券交易所于1990年12月19日正式营业;深圳证券交易所于1991年7月3日正式营业。

2004年5月,经国务院批准,中国证监会批复同意深圳证券交易所在主板市场内设立中小企业板块。

(2) **创业板市场**。创业板市场又被称为二板市场,是为具有高成长性的中小企业和高科技企业融资服务的资本市场。创业板市场具有前瞻性、高风险、监管要求严格以及明显的高技术产业导向的特点。创业板市场的功能:①在风险投资机制中的作用,即承担风险资本的退出窗口作用;②作为资本市场所同有的功能,创业权市场具有优化资源配置、促进产业升级等作用。

我国创业板市场于2009年10月23日在深圳证券交易所正式启动。

(3) **全国中小企业股份转让系统**。全国中小企业股份转让系统,又被称为“新三板”,是经国务院批准设立的全国性的证券交易场所,成立于2012年9月20日,主要为创新型、创业型、成长型中小微企业发展服务。

(二) 场外市场

1. 场外市场的定义

场外市场是指在集中的交易场所之外进行证券交易的市场,没有集中的交易场所和市场制度,又被称为店头市场或者柜台市场,主要是一对一交易,以交易非标准化的、私募类型的产品为主。

2. 场外交易市场的特征

(1) 挂牌标准相对较低,通常不对企业规模和盈利情况等进行要求。

(2) 信息披露要求较低,监管较为宽松。

(3) 交易制度通常采用做市商制度。做市商制度也被称为报价驱动制度,是指做市商向市场提供双向报价,投资者根据报价选择是否与做市商交易。目前的场外交易市场早已不再单纯地采用集中报价、分散成交的做市商模式,而是掺杂自动竞价撮合,形成混合交易模式。

3. 场外交易市场的功能

(1) 场外交易市场是我国多层次资本市场体系的重要组成部分,主要具备拓宽融资渠道,改善中小企业融资环境的功能。

(2) 为不能在证券交易所上市交易的证券提供流通转让的场所。

(3) 提供风险分层的金融资产管理渠道。

4. 我国的场外交易市场

(1) **区域性股权市场**。区域性股权市场是为其所在省级行政区域内中小微企业证券非公开发行、转让及相关活动提供设施与服务的场所。区域性股权市场是多层次资本市场体系的重要组成部分,是地方人民政府扶持中小微企业政策措施的综合运用平台。

(2) **券商柜台市场**。券商柜台市场,是指证券公司为与特定交易对手方在集中交易场所之外进行交易或为投资者在集中交易场所之外进行交易提供服务的场所或平台。

证券公司可以采取协议、报价、做市、拍卖竞价、标购竞价等方式发行、销售与转让私募产品,不得采用集合竞价方式,法律法规有明确规定的除外。证券公司可以接受委托,为客户依法持有或者管理

的在其柜台市场发行、销售与转让的私募产品提供保管、清算交割、估值核算、投资监督、风险监控、出具托管报告等服务。

(3) **机构间私募产品报价与服务系统**。中证报价系统的主要特点是：①参与人制度，各类符合条件的机构均可参与报价系统；②一体化市场，发行交易与登记托管结算前中后台互为一体；③移动互联市场，基于互联网、证联网、深证通，7×24小时发行交易，日间多批次滚动结算；④行业公共平台，提供各类证券机构场外证券业务后台外包服务；⑤市场中的市场，与各类场外市场建立市场联盟；⑥分层分类风险管理，双层风险防控机制，前中后台业务隔离，设立专项风险监控指标。

(4) **私募基金市场**。私募基金是指在中华人民共和国境内，以非公开方式向投资者募集资金设立的投资基金。私募基金财产的投资包括买卖股票、股权、债券、期货、期权、基金份额及投资合同约定的其他投资标的。

私募基金主要分为**私募证券投资基金、创业投资基金、私募股权基金、其他类别私募基金**四种、

私募基金的合格投资人，是指具备相应风险识别能力和风险承受能力，投资于单只私募基金的金额不低于**100万元**且符合下列相关标准的单位和个人：①净资产不低于**1000万元**的单位；②金融资产不低于**300万元**或者最近三年个人年均收入不低于**50万元**的个人。

三、多层次资本市场的意义

1.有利于调动民间资本的积极性，将储蓄转化为投资，提升服务实体经济的能力。

2.有利于创新宏观调控机制，提高直接融资比重，防范和化解经济金融风险。

3.有利于促进科技创新，促进新兴产业发展和经济转型。

4.有利于促进产业整合，缓解产能过剩。

5.有利于满足日益增长的社会财富管理需求，改善民生，促进社会和谐。

6.有利于提高我国经济金融的国际竞争力。

第三章 证券市场主体(原第二章 证券市场主体)

第一节 证券发行人

新增知识点:

一、企业(公司)直接融资的方式及特征(★★)

企业的组织形式可分为**独资制**、**合伙制**和**公司制**。现代公司主要采取股份有限公司和有限责任公司两种形式,其中,**只有股份有限公司才能发行股票**。

1.企业(公司)直接融资的方式

企业(公司)直接融资活动主要有**股票融资**和**债券融资**两种方式。公司发行股票所筹得的资金属于自有资本,而通过发行债券所筹集的资金属于借入资本。其中,发行股票和长期企业(公司)债券是企业(公司)筹措长期资本的主要途径,发行短期债券则是补充流动资金的重要手段。

2.上市公司融资的途径

(1)上市公司首次融资的途径。上市公司是指其股票在证券交易所上市交易的股份有限公司。

上市公司首次融资主要是指首次公开发行股票(IPO),区别于上市公司在股票发行上市后进行的包括配股、增发在内的股权再融资。首次公开发行,是指拟上市公司首次面向不特定的社会公众投资者公开发行股票募集资金并上市的行为。通常,首次公开发行是发行人在满足必须具备的条件,并经证券监管机构审核、核准或注册后,通过证券承销机构面向社会公众公开发行股票并在证券交易所上市的过程。

(2)上市公司再融资的途径。上市公司再融资,是指上市公司为达到增加资本和募集资金的目的而再发行股票或可转换债券的行为。

上市公司再融资的方式包括：

①**向原股东配售股份**，简称配股，是公司按股东的持股比例向原股东分配公司的新股认购权，准其优先认购新股的方式，即按老股一股配售若干新股，以保护原股东的权益及其对公司的控制权。

②**向不特定对象公开募集股份**，简称增发，是股份公司向不特定对象公开募集股份的增资方式。增发的目的是向社会公众募集资金，扩大股东人数，分散股权，增强股票的流通性，并可避免股份过分集中。公募增发的股票价格大都以市场价格为基础，是常用的增资方式。

③**发行可转换公司债券**。可转换公司债券，是指其持有者可以在一定时期内按一定比例或价格将之转换成一定数量的另一种证券的证券，通常是转化为普通股票。公司发行可转换债券的主要动因是为了增强证券对投资者的吸引力，能以较低的成本筹集到所需要的资金。可转换债券一旦转换成普通股票，能使公司将原来筹集的期限有限的资金转化成长期稳定的股本，扩大了股本规模。

④**非公开发行股票**，也被称为定向增发，是股份公司向特定对象发行股票的增资方式。特定对象包括公司控股股东、实际控制人及其控制的企业；与公司业务有关的企业、往来银行；证券投资基金、证券公司、信托投资公司等金融机构；公司董事、员工等。公司可以对认购者的持股期限有所限制。这种增资方式会直接影响公司原股东利益，需经股东大会特别批准。

二、金融机构直接融资的特点(★★★)

金融债券作为债券的一种特殊类型，它具有以下特点：

(1)金融债券表示的是银行等金融机构与金融债券持有者之间的债权债务关系。

(2)金融债券一般不记名、不挂失，但可以抵押和转让。

(3)我国金融债券的发行对象主要为个人，利息收入可免征个人所得税和个人收入调节税。

(4)金融债券的利息不计复利，不能提前支取，延期兑付亦不计逾

期利息。

(5)金融债券的利率固定,一般都高于同期储蓄利率。

(6)我国发行过金融债券所筹集的资金一般都专款专用,如建设银行曾发行的投资债券,其主要用途就是为国家的大、中型建设项目筹措资金。

第二节 证券投资者

补充知识点:

一、证券市场投资者(★★★)

(一)特点

证券市场投资者是证券市场的资金供给者。证券市场投资者的种类较多,既有个人投资者,也有机构投资者。各类投资者的目的也各不相同,有些偏重长期投资,以获取高于银行利息的收益或意在参与股份公司的经营管理;有些则偏重短线投机,通过买卖证券时机的选择,以赚取市场差价。众多的证券市场投资者保证了证券发行和交易的连续性,是推动证券市场价格形成和流动性的根本动力。

(二)分类

证券市场投资者按照不同标准可以进行不同的分类。

根据投资者身份,可以将证券投资者分为机构投资者和个人投资者,机构投资者主要包括政府机构类投资者、金融机构类投资者、合格境外机构投资者(QFII)、合格境内机构投资者(QDII)、企业和事业法人人类机构投资者以及基金类投资者。个人投资者是证券市场最广泛的投资者。

根据持有证券时间的长短,可以将证券市场投资者分为**短线投资者**、**中线投资者**和**长线投资者**。

根据投资者的心理因素,可以将证券市场投资者分为**稳健型**、**冒险型**和**中庸型**三类。

（三）我国证券市场投资者结构及演化（★）

我国证券市场发展初期，投资以个人投资者为主，市场投机炒作盛行，价格波动较大，股票价格与上市公司绩效缺乏内在联系。我国证券市场上机构投资者整体规模偏小，投资者结构不合理、不平衡的现象十分突出。

经过十几年的发展，我国证券市场初步形成了包括证券投资基金、保险资金、社会保障资金、企业年金、合格境外机构投资者（QFII）、私募基金、风险投资基金、信托基金等多元化的专业机构投资者队伍，合格境外机构投资者（QFII）的额度也不断上升。

从交易金额占比来看，个人投资者的成交占比明显更为活跃。近年来，虽然机构交易占比呈现上升态势，但从总量上看，专业机构投资者力量仍然较小。因此，我国证券市场投资者结构仍然存在较大改善空间。

二、机构投资者（★★★）

（一）特点

与个人投资者相比，机构投资者具有以下特点：

（1）**投资资金规模化**。机构投资者的资金实力雄厚，在成熟资本市场，机构投资者往往在证券市场中居于主导地位，它们在证券市场上的交易活动往往对市场整体的运行态势产生影响。

（2）**投资管理专业化**。一般来说，机构投资者的投资行为相对理性化，投资成功率及收益水平较个人投资者通常会更高。

（3）**投资结构组合化**。利用雄厚的资金实力、专业化管理和多方市场的研判，通过合理有效的投资组合分散投资风险，是机构投资者的另一特点。证券市场是一个风险较高的市场，机构投资者入市资金越多，承受的风险就越大，而合理的投资组合能够有效分散非系统性风险，这也是机构投资者相对于个人投资者的一个突出优势。

（4）**投资行为规范化**。机构投资者是具有独立法人地位的经济实体，它们要受到一系列法律法规的约束和政府监管部门、行业自律组

织的监管,另一方面,其内部通常也设有董事会、监事会和股东会等组织形式,通过严格的程序对其投资行为进行相应的管理和风险控制。这些约束就使得其投资运作过程相对规范。

(二)分类

机构投资者按不同的标准可进行如下分类:

(1)按政策标准,机构投资者可分为**一般机构投资者**和**战略机构投资者**。战略机构投资者是因机构投资者与股票一级市场的配售关系演化而来的,发行人在招股意向书中必须细化和明确战略投资者的定义,使之充分体现出战略投资的意义。战略投资者的家数原则上不超过2家,特大型公司发行时,可适当增加战略投资者的家数。在法人配售中,发行人对战略投资者的定义不尽相同,但一般是指符合国家法律、法规和规定要求,与发行人具有合作关系或合作意向和潜力,并愿意按照发行人配售要求与发行人签署战略投资配售协议的法人,是与发行公司业务联系紧密且欲长期持有发行公司股票的法人。与战略投资者相比,一般机构投资者的条件,显然更为宽松。

(2)按机构投资者业务与资本市场的关系,可分为**金融机构投资者**和**非金融机构投资者**。为保证金融安全,对投资于高风险证券市场的机构投资者按其业务范围和专业程度进行分类管理,有利于制定投资比例和限制投资方向。基金管理公司、证券公司、保险公司、商业银行等属于金融机构投资者,我国对此类机构投资者的监管较为严格。

(3)按投资者所在国家和地区,机构投资者可分为**境内机构投资者**和**境外机构投资者**。

(4)按投资者身份或组织结构出发,可将机构投资者限定为与个人相对应的一类投资者即法人,具体体现是开设股票账户的法人,包括以下三种类型:

①按照《证券法》和相关法规,有明确的法律规定的从事股票交易权利的证券公司和证券投资基金管理公司。

②按照《证券法》和相关法规,可以参加股票交易但操作受到限制的“三类企业”,即国有企业、国有控股公司和上市公司。

③在能否参与股票交易及参与股票交易的方式上缺乏明确法律规定或权利义务不具体的法人,如“三资”企业、私营企业、未上市的非国有控股的股份制企业、社团法人等。

(三)机构投资者在金融市场中的作用

机构投资者作为金融市场的主要参与者,其规范、自律经营对防范金融风险、维护金融稳定有着重要意义。成熟资本市场的经验表明,资产管理机构化趋势越来越显著,机构投资者的重要性不断增长。机构投资者在金融市场中的作用主要包括以下四个方面:

(1) **发展机构投资者有利于改善储蓄转化为投资的机制与效率,促进直接融资。**机构投资者是推动直接融资市场发展、扩大直接融资比重的主要力量。

相比一般投资者,机构投资者能更有效地改善储蓄向直接融资工具转化的机制和效率,从事前的定价机制和事后的监督机制两个方面发挥优势,促进金融市场经济功能的完善。

(2)发展机构投资者有利于促进不同金融市场之间的有机结合与协调发展,健全金融市场运行机制,机构投资者可以在不同金融市场进行资产配置,平衡各类金融市场之间的资金流动与分配,促进不同金融市场之间的有机结合与协调发展。同时,由于机构投资者具有专业化的信息分析和处理能力,他们的需求和投资选择有助于提高货币政策调控金融市场的灵敏度,改善货币政策传导机制,促进利率市场化进程,健全金融市场的运行机制。

(3)机构投资者有助于分散金融风险,促进金融体系的稳定运行。目前,我国企业的融资过于依赖信贷市场,使金融风险向商业银行集中,不利于我国金融体系的安全稳定。发展形式多样、分工协作、互为补充的机构投资者可以丰富承担金融风险的市场主体,防范系统性金融风险。

(4)机构投资者有助于实现社会保障体系与宏观经济的良性互动发展。对现收现付的公共养老制度进行改革,建立起以包括企业年金为主的企业补充养老金和个人自愿储蓄性养老金在内的多层次养老

保障体系,是我国社会保障体系改革的方向。机构投资者是金融市场的重要基础,发展机构投资者对于促进我国金融市场健康稳定发展具有非常重要的意义,是建立现代化金融体系和现代化经济体系的客观要求。

三、合格境外机构投资者(★★)

合格境外机构投资者(QFII)制度,是在一定规定和限制下汇入一定额度的外汇资金,并转换为当地货币,通过严格监管的专门账户投资当地证券市场,其资本利得、股息等经审核后可转为外汇汇出的一种市场开放模式。其实质是一种有限度地引进外资、开放证券市场的过渡性制度。

QFII 制度在中国证券市场上主要具有以下特点:

1.合格境外机构投资者资产规模等条件要求严格,这有利于国内市场投资者素质的提高以及市场的稳定。

我国要求合格境外机构投资者的财务稳健,资信良好,对各种类型的合格境外机构投资者资产规模等条件要求如下:

(1)资产管理机构:经营资产管理业务 2 年以上,最近一个会计年度管理的证券资产不少于 5 亿美元;

(2)保险公司:成立 2 年以上,最近一个会计年度持有的证券资产不少于 5 亿美元;

(3)证券公司:经营证券业务 5 年以上,净资产不少于 5 亿美元,最近一个会计年度管理的证券资产不少于 50 亿美元;

(4)商业银行:经营银行业务 10 年以上,一级资本不少于 3 亿美元,最近一个会计年度管理的证券资产不少于 50 亿美元;

(5)其他机构投资者(养老基金、慈善基金会、捐赠基金、信托公司、政府投资管理公司等):成立 2 年以上,最近一个会计年度管理或持有的证券资产不少于 5 亿美元。

2.投资范围和投资额度有严格限制,体现渐进式原则

投资对象和持股比例与国内的基金近乎同享国民待遇,但范围有所区别。按照《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》,合格境

外投资者在批准的交易额度内,可以投资于中国证监会批准的人民币金融工具。金融工具包括在证券交易所挂牌交易的股票、在证券交易所挂牌交易的债券、证券投资基金、在证券交易所挂牌交易的权证、在银行间债券市场交易的固定收益产品、股指期货以及中国证监会允许的其他金融工具。合格境外机构投资者可以参与新股发行、可转换债券发行、股票增发和配股的申购。

就单个上市公司的持股比例而言,单个境外机构的投资限额与国内基金一样不得超过该公司总股份的**10%**;全部境外机构对单个上市公司的持股上限为**30%**,而国内基金在这一点上没有限制。

3.对合格境外投资者机构汇出汇入资金进行监控,稳定外汇市场

对于资金的流向控制,一般有两种不同的手段:(1)采取强制方法,规定资金汇出汇入的时间与额度;(2)用税收手段,对不同的资金汇入汇出时间与额度征收不同的税,从而限制外资、外汇的流动。我国规定,合格境外投资者应当在国家外汇管理局规定的时间内汇入本金,汇入的本金应当是国家外汇管理局批准的可兑换货币,金额以批准额度为限。合格投资者未在国家外汇管理局规定的时间内汇满本金的,应当向中国证监会和国家外汇管理局作出书面解释,并以实际汇入金额为批准额度;已批准额度和已实际汇入金额的差额,在未经国家外汇管理局批准之前不得汇入。

RQFII与QFII的主要区别在于:(1)募集的投资资金是人民币而不是外汇;(2)RQFII机构限定为境内基金管理公司和证券公司的香港子公司;(3)投资的范围由交易所市场的人民币金融工具扩展到银行间债券市场;(4)在完善统计监测的前提下,尽可能地简化和便利对RQFII的投资额度及跨境资金收支管理。

四、合格境内机构投资者(★★)

合格境内机构投资者(QDII)制度,是指经一国金融管理当局审批通过、获准直接投资境外股票或者债券市场的国内机构投资者,在一定规定下通过基金形式募集一定额度的人民币资金,通过严格监管的专门账户投资国外证券市场,其汇同的资本利得、股息红利等经审核

后可转为本币的一种市场开发机制。和 QFII 制度一样,它也是在货币没有实现完全可自由兑换、资本项目尚未开放的情况下,有限度地允许境内投资者投资境外证券市场的一项过渡性的制度安排。

QDII 制度在中国证券市场上主要具有以下特点:

1.合格境内机构投资者的资格认定较为严格

合格境内机构投资者申请人的财务稳健,资信良好,资产管理规模、经营年限等条件符合中国证监会的规定。

(1)基金管理公司:净资产不少于 2 亿元人民币;经营证券投资基金(以下简称基金)管理业务达 2 年以上;在最近一个季度末资产管理规模不少于 200 亿元人民币或等值外汇资产。

(2)证券公司:各项风险控制指标符合规定标准;净资本不低于 8 亿元人民币;净资本与净资产比例不低于 70%;经营集合资产管理计划(以下简称集合计划)业务达 1 年以上;在最近一个季度末资产管理规模不少于 20 亿元人民币或等值外汇资产。

2.许可投资的证券品种和比例存在一定限制

QDII 可投资于下列金融产品或工具:

(1)银行存款、可转让存单、银行承兑汇票、银行票据、商业票据、回购协议、短期政府债券等货币市场工具;

(2)政府债券、公司债券、可转换债券、住房按揭支持证券、资产支持证券等及经中国证监会认可的国际金融组织发行的证券;

(3)已与中国证监会签署双边监管合作谅解备忘录的国家或地区证券市场挂牌交易的普通股、优先股、全球存托凭证和美国存托凭证、房地产信托凭证;

(4)在已与中国证监会签署双边监管合作谅解备忘录的国家或地区证券监管机构登记注册的公募基金;

(5)与固定收益、股权、信用、商品指数、基金等标的物挂钩的结构化投资产品;

(6)远期合约、互换及在已与中国证监会签署双边监管合作谅解备忘录的国家或地区交易所上市交易的权证、期权、期货等金融衍生

产品；

(7) 限额特定资产管理计划除可投资于上述金融产品或工具外，还可投资于在已与中国证监会签署双边监管合作谅解备忘录的国家或地区证券监管机构登记注册的私募基金。

除中国证监会另有规定外，基金、集合计划不得有下列行为：购买不动产；购买房地产抵押按揭；购买贵金属或代表贵金属的凭证；购买实物商品；除应付赎回、交易清算等临时用途以外，借入现金。该临时用途借入现金的比例不得超过基金、集合计划资产净值的10%；利用融资购买证券，但投资金融衍生品除外；参与未持有基础资产的卖空交易；从事证券承销业务；中国证监会禁止的其他行为。

同时，为分散投资风险，QDII 基金的境外投资需遵循一定投资比例限制，包括：

① 单只基金、集合计划持有同一家银行的存款不得超过基金、集合计划净值的 20%，在基金、集合计划托管账户的存款可以不受上述限制。

② 单只基金、集合计划持有同一机构（政府、国际金融组织除外）发行的证券市值不得超过基金、集合计划净值的 10%，指数基金可以不受上述限制。

③ 单只基金、集合计划持有与中国证监会签署双边监管合作谅解备忘录国家或地区以外的其他国家或地区证券市场挂牌交易的证券资产不得超过基金、集合计划资产净值的 10%，其中持有任一国家或地区市场的证券资产不得超过基金、集合计划资产净值的 3%。

④ 基金、集合计划不得购买证券用于控制或影响发行该证券的机构或其管理层，同一境内机构投资者管理的全部基金、集合计划不得持有同一机构 10% 以上具有投票权的证券发行总量，指数基金可以不受上述限制。

前项投资比例限制应当合并计算同一机构境内外上市的总股本，同时应当一并计算全球存托凭证和美国存托凭证所代表的基础证券，并假设对持有的股本权证行使转换。

⑤单只基金、集合计划持有的非流动性资产市值不得超过基金、集合计划净值的10%。

前项非流动性资产是指法律或基金合同、集合计划合同规定的流通受限证券以及中国证监会认定的其他资产。

⑥单只基金、集合计划持有的境外基金的市值合计不得超过基金、集合计划净值的10%，持有货币市场基金可以不受上述限制。

⑦同一境内机构投资者管理的全部基金、集合计划持有的任何一只境外基金，不得超过该境外基金总份额的20%。

3. 进出境资金受到监控

国家外汇管理局规定，QDII境外投资本金及收益，可以外汇或人民币形式汇回。合格投资者以外汇形式汇回的本金和收益，可以外汇形式保留或划转至境内机构和个人外汇账户，也可以结汇划转至其境内人民币托管账户。法规规定不予结汇的除外。

托管人应在合格投资者资金汇出、汇入后2个工作日内，通过资本项目信息系统报送合格投资者资金汇出、汇入的明细情况。

托管人应在每月结束后5个工作日内，通过资本项目信息系统报送上个月合格投资者境外投资资金汇出入、结购汇、资产分布及占比等信息。

合格投资者应在每个会计年度结束后4个月内，向国家外汇管理局报送上一年度境外投资情况报告（包括投资额度使用情况、投资收益情况等）。

五、企业和事业法人机构投资者

企业可以用自己的积累资金或暂时不用的闲置资金进行证券投资。企业可以通过股票投资实现对其他企业的控股或参股，也可以将暂时闲置的资金通过自营或委托专业机构进行证券投资以获取收益。我国现行的规定是，各类企业可参与股票配售，也可投资于股票二级市场；事业法人可用自有资金和有权自行支配的预算外资金进行证券投资。

六、个人投资者(★★)

(一)个人投资者的概念

个人投资者的特点包括以下四个方面：

1.资金规模有限

作为个体参与者，他们用于投资的资金主要来源于自有资金。即使在允许进行信用交易的证券市场中，他们可以按一定的保证金比率向证券商融入资金，数量通常也不会太大。

2.专业知识相对匮乏

个人投资者大多数是在业余时间参与投资，与职业投资机构相比，其在信息渠道、信息搜集处理能力、投资分析与操作能力、交易成本与效率等诸多方面均处于劣势。

3.投资行为具有随意性、分散性和短期性

这使得他们的投资行为往往缺乏战略考虑，投资运作过程中较易出现非理性的操作行为。

4.投资的灵活性强

个人投资者由于投资规模相对较小，进退较职业投资机构更为容易，在投资决策和实施的时滞上比较短，仅从这个意义上讲，他们较机构投资者有更多的短期投资获利机会。

(二)个人投资者的风险特征与投资者适当性

适当性管理工作是指“向投资者销售证券期货产品或者提供证券期货服务的机构应当遵守法律、行政法规、本办法及其他有关规定，在销售产品或者提供服务的过程中，勤勉尽责，审慎履职，全面了解投资者情况，深入调查分析产品或者服务信息，科学有效评估，充分揭示风险，基于投资者的不同风险承受能力以及产品或者服务的不同风险等级等因素，提出明确的适当性匹配意见，将适当的产品或者服务销售或者提供给适合的投资者，并对违法违规行为承担法律责任”。

《证券期货投资者适当性管理办法》的实施对我国金融市场的意义：

(1)为投资者适当性管理提供了统一的标尺。《管理办法》的出台,建立统一的适当性管理制度,明确投资者基本分类、产品分级底线标准,规范经营机构义务,强化监管与自律要求,标志着我国金融市场有了关于适当性管理的基础性法律规范,投资者适当性管理制度体系基本确立。

(2)压缩了监管套利的空间。《管理办法》是以金融行为来定义其适用范围,而不是以主体来定义其适用范围的。以资管产品代销为例,《管理办法》出台之前,产品代销对于适当性的标准和要求并没有统一的规范,只有统一的投资者准入标准。该管理办法对代销机构适当性管理方面提出了统一的要求,代销机构必须符合三方面要求才能够代销相关的产品:一是代销机构需要具备代销产品的资格;二是代销机构需要具备落实适当性义务要求的能力;三是应当严格执行管理人对委托产品的适当性管理标准和要求。

(3)从根本上体现经营机构和投资者利益的辩证统一。从投资者角度来看,该管理办法将投资者分为专业投资者和普通投资者,要求经营机构必须对普通投资者进行分类管理,并按照普通投资者的分类与产品、服务的风险等级进行匹配,同时在销售和服务过程中,对普通投资者实行有别于专业投资者的告知和风险警示义务。从经营机构角度来看,该管理办法要求经营机构对投资进行分类评估和分类管理,为经营机构提供差异化服务奠定了基础,同时确立了监管底线要求、自律组织规定产品名录指引、经营机构制定具体分级标准的层层把关、严控风险的产品分级机制。

第三节 证券中介机构

补充知识点:

一、我国证券公司的发展历程(★)

1.第一阶段:数量较少,业务范围窄(1980—1991年)。

在这一阶段,证券公司处于萌芽状态,资产规模相对较小,证券经

营机构大多是银行和信托投资公司下设的证券业务部门。

2.第二阶段:数量激增、业务扩大及第一次综合治理(1992—1997年)。

3.第三阶段:《证券法》颁布及第二次综合治理(1998—2007年)。

随着经济体制、金融体制改革的深化和全国性统一证券市场体系的确立,我国于1998年12月颁布了《中华人民共和国证券法》,根据《证券法》的规定,国务院证券监督管理机构,即中国证监会,依法对全国证券市场实行集中统一的监督管理,并实行证券业和保险业、银行业、信托业分业经营,分业管理。同时,证券公司实行分类管理,分为经纪类和综合类证券公司。按照分业经营的要求,证券经营机构进行了一次大的调整,各类兼营机构逐步退出了证券中介领域,原有业务与网点整合转型为证券公司。

依据《证券法》规定,综合类证券公司最低注册资本限额为5亿元,净资本不少于2亿元。

4.第四阶段:行业步入规范发展和创新发展阶段(2008—2017年)。

5.第五阶段:步入强监管和扩大开放的新阶段(2018年以来)。

2018年3月28日召开的中央全面深化改革委员会第一次会议审议通过了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《资管新规》)和《关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》,2018年4月27日,中国人民银行、中国银保监会、中国证监会、国家外汇管理局联合印发了《资管新规》正式稿,这意味着证券行业步入金融强监管时代。

二、证券公司的监管制度(★★★)(补充部分制度内容)

1.业务许可制度

根据《证券法》的规定,证券公司业务包括证券经纪业务,证券投资咨询业务,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问业务,证券承销与保荐业务,证券自营业务,证券资产管理业务以及其他证券业务。证券公司经营以上部分或全部业务均需要经过中国证监会的许可。

目前,需要经监管部门许可的其他证券业务包括外资投资证券公司申请证券业务资格许可、融资融券服务资格许可、集合资产管理业务许可、专项资产管理业务许可、证券公司合格境内机构投资者资格许可等。

2.分类监管制度

为有效实施证券公司常规监管,合理配置监管资源,提高监管效率,促进证券公司持续规范发展,中国证监会对证券公司实施分类监管。

按照《证券公司分类监管规定》(2017年修订),中国证监会根据证券公司评价积分的高低,评价和确定证券公司的类别,将证券公司分为A(AAA、AA、A)、B(BBB、BB、B)、C(CCC、CC、C)、D、E五大类11个级别。中国证监会按照分类监管原则,对不同类别证券公司规定了不同的风险控制指标标准和风险资本准备计算比例,并在监管资源分配、现场检查和非现场检查频率等方面区别对待。证券公司分类结果将被作为证券公司申请增加业务种类、新设证券营业网点、发行上市等事项的审慎性条件,也将被作为确定从事新业务、新产品试点的依据。中国证券投资者保护基金公司根据证券公司分类结果,确定不同级别的证券公司缴纳证券投资者保护基金的具体比例。

根据《证券公司分类监管规定》第32条相关表述,证券公司分类结果主要供中国证监会及其派出机构使用,证券公司不得将分类结果用于广告、宣传、营销等商业目的。

3.客户交易结算资金第三方存管制度

客户交易结算资金第三方存管制度是落实《证券法》“客户的交易结算资金应当存放在商业银行,以每个客户的名义单独立户管理”和《证券公司监督管理条例》关于保护客户资产的有关规定,按照保障客户资产安全、方便投资者、有利于证券公司业务创新等原则设计和实施的新的客户交易结算资金存管制度。

《客户交易结算资金管理办法(修订草案)》征求意见稿,明确“单独立户、封闭运行、总分核对”三大要求,以“单独立户”来防止资金被

混合使用,以“封闭运行”来防止资金被违规动用,以“总分核对”来及时发现存在的问题,从证券公司、指定商业银行、客户、投资者保护基金公司、监管部门五个角度,建立全方位的客户资金监督机制。

三、证券公司主要业务(★★★)

私募投资基金业务和另类投资业务(补充内容)

1. 设立要求

《证券公司私募投资基金子公司管理规范》规定,证券公司设立私募基金子公司,应当符合以下要求:

(1)具有健全的公司治理结构,完善有效的内部控制机制、风险管理制度和合规管理制度,防范与私募基金子公司之间出现风险传递和利益冲突;

(2)最近六个月各项风险控制指标符合中国证监会及中国证券业协会的相关要求,且设立私募基金子公司后,各项风险控制指标仍持续符合规定;

(3)最近一年未因重大违法违规行为受到刑事或行政处罚,且不存在因涉嫌重大违法违规正受到监管部门和有关机关调查的情形;

(4)公司章程有关对外投资条款中明确规定公司可以设立私募基金子公司,并经注册地中国证监会派出机构审批;

(5)中国证监会及中国证券业协会规定的其他条件。

证券公司未能做到突出主业、稳健经营、诚实守信、勤勉尽责、资本约束或内控有力的,不得设立私募基金子公司。另外,证券公司应当以自有资金全资设立私募基金子公司,不得采用股份代持等其他方式变相与其他投资者共同出资设立私募基金子公司。每家证券公司设立的私募基金子公司原则上不超过一家。私募基金子公司根据税收、政策、监管、合作方需求等需要下设基金管理机构等特殊目的机构的,应当持有该机构 35% 以上的股权或出资,且拥有管理控制权。私募基金子公司及其下设基金管理机构将自有资金投资于本机构设立的私募基金的,对单只基金的投资金额不得超过该只基金总额的 20%。私募基金子公司及其下设特殊目的机构不得对外提供担保和

贷款,不得成为对所投资企业的债务承担连带责任的出资人。

《证券公司另类投资子公司管理规范》规定,证券公司设立另类子公司,应当符合以下要求:

(1)具有健全的公司治理结构,完善有效的内部控制机制、风险管理制度和合规管理制度,防范与另类子公司之间出现风险传递和利益冲突;

(2)具备中国证监会核准的证券自营业务资格;

(3)最近六个月内各项风险控制指标符合中国证监会及协会的相关要求,且设立另类子公司后,各项风险控制指标仍持续符合规定;

(4)最近一年未因重大违法违规行为受到刑事或行政处罚,且不存在因涉嫌重大违法违规正受到监管部门和有关机关调查的情形;

(5)公司章程有关条款中明确规定公司可以设立另类子公司,并经注册地中国证监会派出机构审批;

(6)中国证监会及中国证券业协会规定的其他条件。

证券公司未能做到突出主业、稳健经营、诚实守信、勤勉尽责、资本约束或内控有力的,不得设立另类子公司。另外,证券公司应当以自有资金全资设立另类子公司,不得采用股份代持等其他方式变相与其他投资者共同出资设立另类子公司。每家证券公司设立的另类子公司原则上不超过一家。另类子公司不得融资,不得对外提供担保和贷款,不得成为对所投资企业的债务承担连带责任的出资人。另类子公司不得向投资者募集资金开展基金业务,且不得下设任何机构。

2.业务范围

根据《证券公司私募投资基金子公司管理规范》,私募基金子公司不得从事与私募基金无关的业务。私募基金子公司及其下设特殊目的机构可以以现金管理为目的管理闲置资金,但应当坚持有效控制风险、保持流动性的原则,且只能投资于依法公开发行的国债、央行票据、短期融资券、投资级公司债、货币市场基金及保本型银行理财产品等风险较低、流动性较强的证券。

根据《证券公司另类投资子公司管理规范》,证券公司另类子公司

从事《证券公司证券自营投资品种清单》所列品种以外的金融产品、股权等另类投资业务，不得从事投资业务之外的业务。

四、证券公司业务国际化(★)

2014年5月9日,《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》明确提出,要鼓励境内证券期货经营机构实施“走出去”战略,增强国际竞争力。随着人民币加入SDR、QFII和RQDII持续扩容以及“沪港通”“深港通”的全面落实,国内证券公司在境外机构数量和业务规模增长进一步加快。

目前来看,国内证券公司开展国际化业务的主战场仍是中国香港市场。截至2017年底,我国境内有31家证券公司在境外设立、收购了经营机构,积极为境内企业跨境投融资活动提供了金融服务,提高了自身国际化经营水平和核心能力。

国内证券公司“走出去”的过程中也存在以下问题:(1)部分机构下设机构较多,层级较多,内部架构不清晰,管控不到位;(2)部分机构将业务拓展至非金融业务领域,有的还返程境内设立子公司从事与母公司同质或相似的业务;(3)证券投资基金经营机构对境外机构管控不足,存在风险隐患。

针对上述问题,中国证监会制定了统一适用于证券投资基金经营机构的《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法(征求意见稿)》,坚持“依法监管、从严监管、全面监管”的原则,明确监管范畴,细化监管规则,改进监管方式,加强持续监管,完善跨境监管合作,提高监管的有效性。主要内容包括以下四个方面:(1)维持适当门槛,支持机构“走出去”。整合两类机构“走出去”的条件,要求机构诚实守信、合规经营、财务状况及资产流动性良好、内部控制有力。(2)规范业务范围,完善组织架构。要求境外机构突出主营业务,规范下设机构,限制返程投资,并给予现有机构24个月过渡期以达到法规要求。(3)督促母公司加强管控,完善境外机构管理。要求母公司完善境外机构法人治理,建立对境外机构重大事项的集体决策制度,健全境外机构管理制度,建立健全覆盖境外机构及境外业

务的合规管理、风险管理和内部控制体系。(4)加强持续监管,完善跨境监管合作。细化证券基金经营机构信息报送要求,明确规定证券基金经营机构及相关人员的法律责任。完善跨境监管合作,加强与境外监管机构的信息交流,及时了解境外机构相关情况,有效防范和处置跨境金融风险。

国内证券公司业务国际化还体现在积极寻求海外上市。截至2017年6月,随着国泰君安证券股份有限公司于香港交易所的成功上市,共有14家境内证券公司在中国香港上市成功境外尤其是中国香港便捷快速的上市途径为国内证券公司融资提供了更多的机会及选择。

国内证券公司积极扩展国际化业务网络的同时,合资证券公司也在努力抢占境内市场。2002年6月,中国证监会颁布《外资参股证券公司设立规则》,并于2007年12月、2012年10月对其进行两次修订,对以下两类证券公司作出规定:

(1)境外股东与境内股东依法共同出资设立的证券公司;

(2)境外投资者依法受让、认购内资证券公司股权,内资证券公司依法变更的证券公司。

从长期影响来看,随着证券公司业务国际化程度和证券市场双向开放程度的进一步提高,一方面将引入更多的海外人才和管理经验,另一方面也会带来更激烈的市场竞争,促进行业整体服务能力提高。

第四节 自律性组织

修订知识点:

证券交易所的主要职能(★★★)

证券交易所组织和监督证券交易,实施自律管理,应当遵循社会公共利益优先原则,维护市场的公平、有序、透明。根据中国证监会2017年11月17日发布的《证券交易所管理办法》第7条规定,证券交易所的职能包括:

- 1.提供证券交易的场所、设施和服务；
- 2.制定和修改证券交易所的业务规则；
- 3.审核、安排证券上市交易，决定证券暂停上市、恢复上市、终止上市和重新上市；
- 4.提供非公开发行证券转让服务；
- 5.组织和监督证券交易；
- 6.对会员进行监管；
- 7.对证券上市交易公司及相关信息披露义务人进行监管；
- 8.对证券服务机构为证券上市、交易等提供服务的行为进行监管；
- 9.管理和公布市场信息；
- 10.开展投资者教育和保护；
- 11.法律、行政法规规定的以及中国证监会许可、授予或者委托的其他职能。

补充知识点：

一、证券交易所的组织形式(★★)

会员大会每年召开一次，由理事会召集，理事长主持。理事长因故不能履行职责时，由理事长指定的副理事长或者其他理事主持。有下列情形之一的，应当召开临时会员大会：①理事人数不足规定的最低人数；②1/3以上会员提议；③理事会或者监事会认为必要。

会员大会应当有2/3以上的会员出席，其决议须经出席会议的会员过半数表决通过。会员大会结束10个工作日内，证券交易所应当将全部文件及有关情况向中国证监会报告。

理事会是证券交易所的决策机构，行使下列职权：

- (1)召集会员大会，并向会员大会报告工作；
- (2)执行会员大会的决议；
- (3)审定总经理提出的工作计划；
- (4)审定总经理提出的年度财务预算、决算方案；
- (5)审定对会员的接纳和退出；

- (6) 审定取消会员资格的纪律处分；
- (7) 审定证券交易所业务规则；
- (8) 审定证券交易所上市新的证券交易品种或者对现有上市证券交易品种作出较大调整；
- (9) 审定证券交易所收费项目、收费标准及收费调整程序；
- (10) 审定证券交易所重大财务管理事项；
- (11) 审定证券交易所重大风险管理和处置事项，管理证券交易所风险基金；
- (12) 审定重大投资者教育和保护工作事项；
- (13) 决定高级管理人员的聘任、解聘及薪酬事项，但中国证监会任免的除外；
- (14) 会员大会授予和证券交易所章程规定的其他职权。

会员理事会由 7 至 13 人组成，其中非会员理事人数不少于理事会成员总数的 1/3，不超过理事会成员总数的 1/2。每届任期 3 年，会员理事由会员大会选举产生，非会员理事由中国证监会委派。

理事会设理事长 1 人，副理事长 1 至 2 人。总经理应当是理事会成员理事，理事长是证券交易所的法定代表人。理事长负责召集和主持理事会会议。理事长因故临时不能履行职责时，由理事长指定的副理事长或者其他理事代其履行职责。理事长不得兼任证券交易所总经理。

理事会会议至少每季度召开一次，会议须有 2/3 以上理事出席，其决议应当经出席会议的 2/3 以上理事表决同意方为有效。理事会决议应当在会议结束后两个工作日内向中国证监会报告。

证券交易所的总经理、副总经理、首席专业技术管理人员每届任期 3 年。总经理行使下列职权：

- (1) 执行会员大会和理事会决议，并向其报告工作；
- (2) 主持证券交易所的日常工作；
- (3) 拟订并组织实施工作计划；
- (4) 拟订证券交易所年度财务预算、决算方案；

- (5) 审定业务细则及其他制度性规定；
- (6) 审定除取消会员资格以外的其他纪律处分；
- (7) 审定除应当由理事会审定外的其他财务管理事项；
- (8) 理事会授予的和证券交易所章程规定的其他职权。

总理由中国证监会任免。副总经理按照中国证监会相关规定任免或聘任。总经理因故临时不能履行职责时，由总经理指定的副总经理代其履行职责。

监事会是证券交易所的监督机构，行使下列职权：

- (1) 检查证券交易所财务；
- (2) 检查证券交易所风险基金的使用和管理；
- (3) 监督证券交易所理事、高级管理人员执行职务行为；
- (4) 监督证券交易所遵守法律、行政法规、部门规章和证券交易所章程、协议、业务规则以及风险预防与控制的情况；
- (5) 当理事、高级管理人员的行为损害证券交易所利益时，要求理事、高级管理人员予以纠正；
- (6) 提议召开临时会员大会；
- (7) 提议召开临时理事会；
- (8) 向会员大会提出提案；
- (9) 会员大会授予和证券交易所章程规定的其他职权。

证券交易所监事会人员不得少于 5 人，其中会员监事不得少于两名，职工监事不得少于两名，专职监事不得少于 1 名。监事每届任期 3 年。会员监事由会员大会选举产生，职工监事由职工大会、职工代表大会或者其他形式民主选举产生，专职监事由中国证监会委派。证券交易所理事、高级管理人员不得兼任监事。

监事会设监事长 1 人。监事长负责召集和主持监事会会议。监事长因故不能履行职责时，由监事长指定的专职监事或者其他监事代为履行职务。

监事会至少每 6 个月召开一次会议。监事长、1/3 以上监事可以提议召开临时监事会会议。监事会决议应当经半数以上监事通过。

监事会决议应当在会议结束后两个工作日内向中国证监会报告。

二、中国证券业协会的职责(★★)

中国证券业协会依据行政法规、中国证监会有关要求行使的职责

(1)制定证券业执业标准和业务规范,对会员及其从业人员进行自律管理;

(2)负责证券业从业人员资格考试、执业注册;

(3)负责组织证券公司高级管理人员、保荐代表人及其他特定岗位专业人员的资质测试或胜任能力考试;

(4)负责对首次公开发行股票网下投资者进行注册和自律管理;

(5)负责非公开发行公司债券事后备案和自律管理;

(6)负责场外证券业务事后备案和自律管理;

(7)行政法规、中国证监会规范性文件规定的其他职责。

三、中国证券业协会的自律管理职能(★★)

根据《中国证券业协会章程》,中国证券业协会依据行业规范发展的需要,行使下列自律管理职能:

1.推动行业诚信建设,督促会员履行社会责任;

2.组织证券从业人员水平考试;

3.推动会员开展投资者教育和保护工作,维护投资者合法权益;

4.推动会员信息化建设和信息安全保障能力的提高,经政府有关部门批准,开展行业科学技术奖励,组织制订行业技术标准和指引;

5.组织开展证券业国际交流与合作,代表中国证券业加入相关国际组织,推动相关资质互认;

6.对会员及会员间开展与证券非公开发行、交易相关业务活动进行自律管理;

7.其他涉及自律、服务、传导的职责。

四、证券投资基金的监督管理(★★★)

中国证监会负责保护基金公司的业务监管,监督基金的筹集、管理与使用。财政部负责保护基金公司的国有资产管理和财务监督。

中国人民银行负责对保护基金公司向其借用再贷款资金的合规使用情况进行检查监督。

保护基金公司日常运营费用按照国家有关规定列支,具体支取范围、标准及预决算等由基金公司董事会制定,报财政部审批。中国证监会应按年度向司务院报告保护基金公司运作和证券公司风险处置情况,同时抄送财政部、中国人民银行。中国证监会负责监督证券公司按期足额缴纳基金及向保护基金公司报送财务、业务等经营管理信息和资料,对拒绝或故意拖延缴纳基金以及不按规定报送有关信息和资料的证券公司,中国证监会应按有关规定进行处理。

保护基金公司应依法合规运作,按照安全、稳健的原则履行对基金的管理职责,保证基金的安全。基金的资金运用限于银行存款、购买国债、中央银行债券(包括中央银行票据)和中央级金融机构发行的金融债券以及国务院批准的其他资金运用形式。保护基金公司应建立科学的业绩考评制度,并将考核结果定期报送中国证监会、财政部、中国人民银行。

证券公司、托管清算机构应按规定用途使用基金,不得将基金挪作他用。基金公司、证券公司及托管清算机构应妥善保管基金的收划款凭证、兑付清单及原始凭证,确保原始档案的完整性,并建立基金核算台账。对挪用、侵占或骗取基金的违法行为,依法严厉打击;对有关人员的失职行为,依法追究其责任;涉嫌犯罪的,移送司法机关依法追究其刑事责任。

新增知识点:

中国证券业协会的组织机构(★★)

中国证券业协会的最高权力机构是由全体会员组成的会员大会,理事会为其执行机构。中国证券业协会实行会长负责制。中国证券业协会会员由单位会员构成,包括法定会员、普通会员和特别会员,另设观察员。法定会员是经中国证监会批准设立的证券公司;普通会员是依法从事证券市场相关业务的证券投资咨询机构、证券资信评级机构、证券公司私募投资基金子公司、证券公司另类投资子公司等机构;

特别会员包括申请加入中国证券业协会的证券交易所,金融期货交易所,证券登记结算机构,证券投资者保护基金公司,融资融券转融通机构,各省、自治区、直辖市、计划单列市的证券业自律组织,依法设立的区域性股权市场运营机构,以及协会认可的其他机构;观察员是指申请加入中国证券业协会的依法从事证券市场相关业务的信用增进机构、债券受托管理人、网下机构投资者、境外证券类驻华代表处等机构。截至 2017 年 7 月 31 日,中国证券业协会共有会员 1173 家,其中,法定会员 129 家,普通会员 206 家,特别会员 66 家,观察员 772 家。

第四章 股票(原第三章 股票市场)

第一节 股票概述(原第一节 股票)

变动知识点:

一、股票的分类(★★)

普通股票和特别股票

按股东享有权利的不同,股票可以分为普通股票和特别股票。

(1)普通股票。普通股票是指秉持“一股一权”规则之下收益权与表决权无差别、等比例配置的股票。普通股票是最基本、最常见的一种股票,其持有者享有股东的基本权利和义务。

(2)特别股票。特别股票是指设有特别权利或特别限制的股票。优先股就是一种最常见的特别股票,持有人优先于普通股股东分配公司利润和剩余财产,但参与公司决策管理等权利受到限制。除优先股股票之外,还有很多其他类型的特别股票。

根据表决权与收益权的非等比配置,则有限制或无表决权股票与超级表决权股票,这两种特别股票均不享有经济性的优先权或劣后义务,仍按照投资多寡承担相应的经营风险,但限制或无表决权股票在承受风险的同时被限制或被剥夺了表决权,超级表决权股票则获得了高出持股比例数倍的表决权。流行海外股票市场的二层/多层股权结构,正是基于普通股票和这类特别股票的区分。在美国上市的百度、京东等公司即采取这种二层股权结构。香港交易所于2018年4月30日生效的修订后的《上市规则》容许拥有不同投票权架构的公司上市,亦属于此类。

“金股”也属于特别股票的一种,“金股”的表决权主要是赞成、反对或弃权,附着于“金股”之上的“一票否决权”是对表决权本身否定性

权利的强化与放大,虽然仅持有象征性的股份(通常仅有一股),但能够直接实现对表决事项的控制。在海外实践中,“金股”常被政府用以保持对私有化国有企业的控制。

特别股票还包括被赋予特别参与性权利的股票。例如在美国上市的阿里巴巴采取的“合伙人制度”,阿里巴巴合伙人可以提名简单多数的董事候选人,本质上是对普通股票附加了董事选任权利。

二、与股票相关的资本管理概念——股份变动(★★★)

股份公司在首次公开发行股票并在证券交易所上市以后,还会因增发和定向增发、配股、公积金转增股本、股份回购、可转换债券转换为股票、股票分割和合并等而引起公司股份总数的变动并对股票价格产生影响。

(1)增发和定向增发。增发是股份公司向不特定对象公开募集股份的行为,定向增发是股份公司采用非公开方式向特定对象发行股票的行为。增发或定向增发之后,公司注册资本和股份相应增加。增发或定向增发之后,若会计期内增量资本未能产生相应效益,将导致每股收益下降,则被称为稀释效应,会促成股价下跌;若增发价格高于增发前每股净资产,则增发后可能会导致公司每股净资产提升,有利于股价上涨;若增发总体上增加了发行在外的股票总量,短期内增加了股票供给,若无相应需求增长,股价可能下跌。

(2)配股。配股是上市公司向原股东配售股份的行为,原股东可以参与配股,也可以放弃配股权。现实中,由于配股价通常低于市场价格,配股上市之后可能导致股价下跌。在实践中,对那些业绩优良、财务结构健全、具有发展潜力的公司而言,配股(包括增发和定向增发)意味着将增加公司经营实力,会给股东带来更多回报,股价不仅不会下跌,可能还会上涨。

(3)资本公积金转增股本。资本公积金转增股本是在股东权益内部,把资本公积金转入股本账户,并按照投资者所持有公司股份份额比例的大小分到各个投资者的账户中,以此增加每个投资者的投入资本。资本公积金是在公司的生产经营之外,由资本、资产本身及其他

原因形成的股东权益收入。股份公司的资本公积金主要来源于股票发行的溢价收入、接受的赠与、资产增值、因合并而接受其他公司资产净额等。其中,股票发行溢价是上市公司最常见、最主要的资本公积金来源。资本公积金转增股本以后,股东权益总量和每位股东占公司的股份比例均未发生变化,唯一的变动是发行在外的股份总数增加了。

(4)股份回购。股份回购是股份公司利用自有资金买回发行在外股份的行为。通常,股份回购会导致公司股价上涨,一是因为股份回购改变了原有供求平衡,增加需求,减少供给;二是向市场传达了积极的信息,因为公司通常在股价较低时实施回购,而市场一般认为公司基于信息优势作出的内部估值比外部投资者的估值更准确。

(5)可转换债券转换为股票。可转换债券转换为股票,公司收回并注销发行的可转换债券,同时发行新股。此时,公司的实收资本和股份总数增加,由于稀释效应,有可能导致股价下降。

(6)股票分割和合并。股票分割又被称为拆股、拆细,是将1股股票均等地拆成若干股。股票合并又被称为并股,是将若干股股票合并为1股。从理论上说,不论是分割还是合并,将增加或减少股份总数和股东持有股票的数量,但并不改变公司的实收资本和每位股东所持股东权益占公司全部股东权益的比重。理论上,股票分割或合并后股价会以相同的比例向下或向上调整,但股东所持股票的市值不发生变化。实践中,股票分割或合并通常会刺激股价下降或上升,至少存在以下理由:股票分割通常适用于高价股,拆细之后每股股票的市价下降,便于吸引更多的投资者购买;并股则常见于低价股,不足1%的股价变动很难在低价股的价格上反映,弱化了投资者的交易动机,并股后,流动性有可能提高,导致估值上调。

三、普通股股东的义务(★★★)

按照我国《公司法》的规定,普通股股东负有以下义务:

1. 出资义务

股东可以用货币出资,也可以用实物、知识产权、土地使用权等可

以用货币估价并可以依法转让的非货币财产作价出资；但是，法律、行政法规规定不得作为出资的财产除外。对作为出资的非货币财产应当评估作价，核实财产，不得高估或者低估作价。法律、行政法规对评估作价有规定的，从其规定。

以发起设立方式设立股份公司的，发起人应当书面认足公司章程规定其认购的股份，并按照公司章程规定缴纳出资。以非货币财产出资的，应当依法办理其财产权的转移手续。发起人不依照规定缴纳出资的，应当按照发起人协议承担违约责任。

股份公司成立后，发起人未按照公司章程的规定缴足出资的，应当补缴；其他发起人承担连带责任。股份公司成立后，发现作为设立公司出资的非货币财产的实际价额显著低于公司章程所定价额的，应当由交付该出资的发起人补足其差额；其他发起人承担连带责任。

2.不得滥用股东权利的义务

股东应当遵守法律、行政法规和公司章程，依法行使股东权利，不得滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益；不得滥用公司法人独立地位和股东有限责任损害公司债权人的利益。公司股东滥用股东权利给公司或者其他股东造成损失的，应当依法承担赔偿责任。公司股东滥用公司法人独立地位和股东有限责任，逃避债务，严重损害公司债权人利益的，应当对公司债务承担连带责任。公司的控股股东、实际控制人不得利用其关联关系损害公司利益，由此给公司造成损失的，应当承担赔偿责任。

四、优先股

(一)优先股的定义和特征(★★)

1.优先股的定义

优先股是指依照公司法，在一般规定的普通种类股份之外，另行规定的其他种类股份，其股份持有人优先于普通股股东分配公司利润和剩余财产，但参与公司决策管理等权利受到限制。

优先股既像债券，又像股票，其“优先”主要体现在：一是通常具有同定的股息(类似债券)，并须在派发普通股股息之前派发；二是在破

产清算时,优先股股东对公司剩余财产的权利先于普通股股东,但在债权人之后。

当然,优先股股东在享受上述两方面“优先”权利时,其他一些股东权利是受限的。一般来讲,优先股股东对公司日常经营管理事务没有表决权,仅在与之利益密切相关的特定事项上享有表决权,优先股股东对公司经营的影响力要小于普通股股东。

虽然优先股股东一般不参与公司经营决策,表决权受到限制,但并不代表优先股股东没有表决权。根据《国务院关于开展优先股试点的指导意见》,优先股股东在以下两种情况下具有表决权。

一种情况是公司在与优先股股东利益切身相关的重大事项进行表决时,优先股股东享有表决权,而且与普通股分类表决,这类表决可以被称为优先股股东“固有的表决权”。《国务院关于开展优先股试点的指导意见》规定以下五种事项除须经出席会议的普通股股东所持表决权的 2/3 以上通过之外,还须经出席会议的优先股股东所持表决权的 2/3 以上通过:修改公司章程中与优先股相关的内容;一次或累计减少公司注册资本超过 10%;公司合并、分立、解散或变更公司形式;发行优先股;公司章程规定的其他情形。

另一种情况是由于公司长期未按约定分配股息,优先股股东恢复到与普通股股东同样的表决权,可以参与公司经营决策,与普通股一同参加投票,这类表决权可以被称为优先股“恢复的表决权”。《国务院关于开展优先股试点的指导意见》规定公司累计 3 个会计年度或连续 2 个会计年度未按约定支付优先股股息的,优先股股东可以享有公司章程规定的表决权。需要注意的是,“恢复的表决权”并不是一直存在的,当公司全额支付所欠优先股股息时,优先股股东将不再享有这类表决权。

2. 优先股的特征

优先股通常具有以下四个特征:

- (1) 优先股收益相对固定。
- (2) 优先股可以先于普通股获得股息。

(3) 优先股的清偿顺序先于普通股，而次于债权人。

(4) 优先股的权利范围小。

(二) 优先股与普通股、债券及其他股债混合产品的区别(★)

1. 优先股和普通股的区别

优先股和普通股的区别如下：

第一，普通股股东可以全面参与公司的经营管理，享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利，而优先股股东一般不参与公司的日常经营管理，一般情况下不参与股东大会投票，但在某些特殊情况下，例如，公司决定发行新的优先股，优先股股东才有投票权。同时，为了保护优先股股东利益，如果公司在约定的时间内未按规定支付股息，优先股股东按约定恢复表决权；如果公司支付了所欠股息，已恢复的优先股表决权终止。

第二，相对于普通股股东，优先股股东在公司利润和剩余财产的分配上享有优先权。

第三，普通股股东的股息收益并不固定，既取决于公司当年盈利状况，还要看当年具体的分配政策，很有可能公司决定当年不分配。而优先股的股息收益一般是固定的，尤其对于具有强制分红条款的优先股而言，只要公司有利润可以分配，就应当按照约定的数额向优先股股东支付。

第四，普通股股东除了获取股息收益外，收益来源二级市场价格上涨也是重要的；而优先股的二级市场股价波动相对较小，依靠买卖价差获利的空间也较小。

第五，普通股股东不能要求退股，只能在二级市场上变现退出；如有约定，优先股股东可依约将股票回售给公司。

2. 优先股和债券的区别

优先股和债券的区别如下：

第一，两者的根本区别在于其法律属性不同，优先股的法律属性还属于股票。

第二，优先股没有到期的概念，发行人没有偿还本金的压力；而除

了永续债券这种特殊的混合证券外,绝大多数债券需要到期还本付息。

第三,在公司出现亏损或者利润不足支付优先股股息时,优先股股东相应的保障机制包括:如有约定,可将所欠股息累积到下一年度;恢复表决权直至公司支付所欠股息。而对于债券持有人而言,定期还本付息属于公司必须履行的强制义务,如果公司不能按时还本付息会构成违约事件,公司有破产风险。因此从风险角度来说,优先股的股息收益不确定性大于债券。

第四,优先股的股息一般来自可分配税后利润,而债券的利息来自税前利润。

3. 优先股和其他股债混合产品的区别

股债混合产品是具有股权和债务不同特点组合的证券产品。除了优先股之外,股债混合产品主要还有可转债、永续债券等产品。

(1) 优先股和可转债的区别。与可转债相比,优先股没有固定期限,且未必含有转股条款。可转债一般期限不超过6年,其投资者转股前作为债券持有人、转股后作为普通股股东在股东表决权、利润分配及剩余财产分配上均不同于优先股投资者。

(2) 优先股和永续债的区别。与永续债相比,优先股投资者具有在一定条件下恢复表决权的权利,而永续债一般不具有这一特点;从破产清算时剩余财产的清偿顺序来看,永续债券的偿还顺序先于优先股;从发行人角度,支付不计入权益的永续债利息可在税前扣除,支付计入权益的永续债利息不能在税前扣除,而优先股股息都不能在税前扣除。

(三) 优先股的意义(★)

优先股是一种特殊股票,它对发行人和投资者来说有一定的意义。

1. 对发行人的意义

发行优先股的作用在于可以筹集长期稳定的公司股本,又因其股息率固定,可以减轻利润分配的负担。另外,优先股股东一般不参与

公司经营决策,表决权受到限制,这样可以避免公司经营决策权的改变和分散。

2.对投资者的意义

由于优先股优先于普通股分配公司利润和剩余财产,因而投资风险相对较小,不失为一种较安全的投资对象。优先股因收入稳定,二级市场价格波动小,风险较低,适宜中长线投资,在国外,大部分优先股为保险公司、养老基金等稳健型机构投资者所持有。

(四)优先股的分类(★)

优先股根据不同附加条件,主要有以下几种分类。

1.固定股息率优先股和浮动股息率优先股

股息率优先股存续期内不作调整的,被称为固定股息率优先股;而根据约定的计算方法进行调整的,被称为浮动股息率优先股。

2.强制分红优先股和非强制分红优先股

公司可以在章程中规定,在有可分配税后利润时必须向优先股股东分配利润的,是强制分红优先股,否则即为非强制分红优先股。

3.可累积优先股和非累积优先股

根据公司因当年可分配利润不足而未向优先股股东足额派发股息,差额部分是否累积到下一会计年度,可分为累积优先股和非累积优先股。累积优先股是指公司在某一时期所获盈利不足,导致当年可分配利润不足以支付优先股股息时,则将应付股息累积到次年或以后某一年盈利时,在普通股的股息发放之前,连同本年优先股股息一并发放。非累积优先股则是指公司不足以支付优先股的全部股息时,对所欠股息部分,优先股股东不能要求公司在以后年度补发。

4.参与优先股和非参与优先股

根据优先股股东按照确定的股息率分配股息后,是否有权同普通股股东一起参加剩余税后利润分配,可分为参与优先股和非参与优先股。持有人只能获取一定股息但不能参加公司额外分红的优先股,被称为非参与优先股;持有人除可按规定的股息率优先获得股息外,还可与普通股股东分享公司剩余收益的优先股,被称为参与优先股。

5.可转换优先股和不可转换优先股

根据优先股是否可以转换成普通股,可分为可转换优先股和不可转换优先股。可转换优先股是指在规定的时间内,优先股股东或发行人可以按照一定的转换比率把优先股换成该公司普通股;否则是不可转换优先股。

6.可回购优先股和不可回购优先股

根据发行人或优先股股东是否享有要求公司回购优先股的权利,可分为可回购优先股和不可回购优先股。可回购优先股是指允许发行公司按发行价加上一定比例的补偿收益回购优先股,公司通常在认为可以用较低股息率发行新的优先股时,就可用此方法回购已发行的优先股股票;而不附有回购条款的优先股则被称为不可回购优先股。

第二节 股票发行

修订知识点:

一、我国股票发行制度演变(★)

我国股票发行制度演变主要体现在发行监管制度、发行方式与发行定价三个方面。

1.发行监管制度

1993年,证券市场建立了全国统一的股票发行审核制度,并先后经历了行政主导的审批制和市场化方向的核准制两个阶段。具体而言,审批制包括额度管理和指标管理两个阶段,而核准制包括通道制和保荐制两个阶段。

2.发行方式

股票发行方式(配售制度)是股票发行制度的重要组成部分,决定谁可以获得新股,不仅直接影响有关参与各方的利益分配,也间接影响到发行定价。我国先后出现了多种股票发行方式。

3.发行定价

发行定价机制,是指关于获准首次公开发行股票资格的上市公司

与其承销商在事前(或上市前)确定股票发行价格并出售给投资者的一种制度安排。在沪、深证券交易所成立以前,发行价格大部分按面值进行,定价没有制度可循。沪、深证券交易所成立以后,新股发行经历了一个“定价——竞价——定价”的反复演变过程。

二、我国股票发行制度演变(★★★)

表 9 审批制、核准制和注册制的比较

	审批制	核准制	注册制
发行指标和额度	有	无	无
发行上市标准	有	有	有
主要推荐人	政府或行业主管部门	中介机构	中介机构
对发行作实质判断的主体	中国证监会	中介机构、中国证监会	中介机构
发行监管性质	中国证监会实质性审核	中介机构和证监会分担实质性审核职责	中介机构实质审核、中国证监会形式审核

三、保荐制度、发审委制度和承销制度(★★★)

1. 保荐制度

保荐制度是指有资格的保荐人推荐符合条件的公司公开发行股票和上市,并对所推荐的发行人的信息披露质量和所作承诺提供持续训示、督促、辅导、指导和信用担保的制度。

保荐制度主要内容包括:建立保荐机构和保荐代表人的注册登记管理制度;明确保荐期限;分清保荐责任;引进持续信用监管和“冷淡对待”的监管措施四个方面。

保荐制度的重点是明确保荐机构和保荐代表人的责任并建立责任追究机制。保荐人的保荐责任期包括发行上市全过程以及上市后的一段时期。

2. 发审委制度

发行审核委员会(发审委)由国务院证券监督管理机构的专业人

员和所聘请的该机构外的有关专家组成,以投票方式对股票发行申请进行表决,提出审核意见。

发审委是股票发行制度的重要组成部分,其职权行使与股票发行核准制密切相关。在核准制下,发审委需要对发行申请人进行实质审查,既行使行政权力又要作出商业判断。发审委制度直接关系到证券市场的发展和投资者的保护。

3.承销制度

股票发行的最终目的是将股票销售给投资者。发行人销售证券的方法有两种:一是自行销售,被称为“自销”;二是委托他人代为销售,被称为“承销”。一般情况下,公开发行以承销为主。承销是发行人将股票销售业务委托给专门的证券经营机构(承销商)销售。承销方式有包销和代销两种。

(1)包销。包销是指承销商将发行人的股票按照协议全部购入或者在承销期结束时将售后剩余股票全部自行购入的承销方式。包销可分为全额包销和余额包销两种。全额包销,是指由承销商先全额购入发行人该次发行的股票,再发售给投资者的承销方式。余额包销,是指承销商按照协议到销售截止日将未售出的剩余股票全部自行购入的承销方式。

(2)代销。代销是指承销商代发行人发售股票,在承销期结束时,将未售出的股票全部退还给发行人的承销方式。

补充知识点:

一、上市公司公开发行股票的规定(★★★)

1.上市公司公开发行股票的一般规定

上市公司公开发行股票,是指上市公司向不特定对象公开发行股票的行为。

(1)上市公司的组织机构健全、运行良好,符合下列规定:公司章程合法有效,股东大会、董事会、监事会和独立董事制度健全,能够依法有效履行职责;公司内部控制制度健全,能够有效保证公司运行的效率、合法合规性和财务报告的可靠性;内部控制制度的完整性、合理

性、有效性不存在重大缺陷；现任董事、监事和高级管理人员具备任职资格，能够忠实和勤勉地履行职务，不存在违反《公司法》第 148 条、第 149 条规定的行为，且最近 36 个月内未受到过中国证监会的行政处罚、最近 12 个月内未受到过证券交易所的公开谴责；上市公司与控股股东或实际控制人的人员、资产、财务分开，机构、业务独立，能够自主经营管理；最近 12 个月内不存在违规对外提供担保的行为。

(2) 上市公司的盈利能力具有可持续性，符合下列规定：最近 3 个会计年度连续盈利。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比，以低者作为计算依据；业务和盈利来源相对稳定，不存在严重依赖于控股股东、实际控制人的情形；现有主营业务或投资方向能够可持续发展，经营模式和投资计划稳健，主要产品或服务的市场前景良好，行业经营环境和市场需求不存在现实或可预见的重大不利变化；高级管理人员和核心技术人员稳定，最近 12 个月内未发生重大不利变化；公司重要资产、核心技术或其他重大权益的取得合法，能够持续使用，不存在现实或可预见的重大不利变化；不存在可能严重影响公司持续经营的担保、诉讼、仲裁或其他重大事项；最近 24 个月内曾公开发行业务的，不存在在发行当年营业利润比上年下降 50% 以上的情形。

(3) 上市公司的财务状况良好，符合下列规定：会计基础工作规范，严格遵循国家统一会计制度的规定；最近 3 年及 1 期财务报表未被注册会计师出具保留意见、否定意见或无法表示意见的审计报告；被注册会计师出具带强调事项段的无保留意见审计报告的，所涉及的事项对发行人无重大不利影响或者在发行前重大不利影响已经消除；资产质量良好，不良资产不足以对公司财务状况造成重大不利影响；经营成果真实，现金流量正常。营业收入和成本费用的确认严格遵循国家有关企业会计准则的规定，最近 3 年资产减值准备计提充分合理，不存在操纵经营业绩的情形；最近 3 年以现金方式累计分配的利润不少于最近 3 年实现的年均可分配利润的 30%。

(4) 上市公司最近 36 个月内财务会计文件无虚假记载，且不存在

下列重大违法行为：违反证券法律、行政法规或规章，受到中国证监会的行政处罚，或者受到刑事处罚；违反工商、税收、土地、环保、海关法律、行政法规或规章，受到行政处罚且情节严重，或者受到刑事处罚；违反国家其他法律、行政法规且情节严重的行为。

(5)上市公司募集资金的数额和使用应当符合下列规定：募集资金数额不超过项目需要量；募集资金用途符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理等法律和行政法规的规定；除金融类企业外，本次募集资金使用项目不得为持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人、委托理财等财务性投资，不得直接或间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司；投资项目实施后，不会与控股股东或实际控制人产生同业竞争或影响公司生产经营的独立性；建立募集资金专项存储制度，募集资金必须存放于公司董事会决定的专项账户。

(6)上市公司存在下列情形之一的，不得公开发行证券：本次发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；擅自改变前次公开发行证券募集资金的用途而未作纠正；上市公司最近 12 个月内受到过证券交易所的公开谴责。上市公司及其控股股东或实际控制人最近 12 个月内存在未履行向投资者作出的公开承诺的行为；上市公司或其现任董事、高级管理人员因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规被中国证监会立案调查；严重损害投资者的合法权益和社会公共利益的其他情形。

2. 创业板上市公司发行股票的一般规定

(1)上市公司发行证券，应当符合《证券法》规定的条件，并且符合以下规定：最近 2 年盈利，净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据；会计基础工作规范，经营成果真实。内部控制制度健全且被有效执行，能够合理保证公司财务报告的可靠性、生产经营的合法性，以及营运的效率与效果；最近 2 年按照上市公司章程的规定实施现金分红；最近 3 年及 1 期财务报表未被注册会计师出具否定意见或者无法表示意见的审计报告；被注册会计师出具保留意见或者带强调事项段的无保留意见审计报告的，所涉及的事项对上市公司无重大不

利影响或者在发行前重大不利影响已经消除;最近 1 期末资产负债率高于 45%,但上市公司非公开发行股票的除外;上市公司与控股股东或者实际控制人的人员、资产、财务分开,机构、业务独立,能够自主经营管理。上市公司最近 12 个月内不存在违规对外提供担保或者资金被上市公司控股股东、实际控制人及其控制的其他企业以借款、代偿债务、代垫款项或者其他方式占用的情形。

(2)上市公司存在下列情形之一的,不得发行证券:本次发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏;最近 12 个月内未履行向投资者作出的公开承诺;最近 36 个月内因违反法律、行政法规、规章受到行政处罚且情节严重,或者受到刑事处罚,或者因违反证券法律、行政法规、规章受到中国证监会的行政处罚;最近 12 个月内受到证券交易所的公开谴责;因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规被中国证监会立案调查;上市公司控股股东或者实际控制人最近 12 个月内因违反证券法律、行政法规、规章,受到中国证监会的行政处罚,或者受到刑事处罚;现任董事、监事和高级管理人员存在违反《公司法》第 147 条、第 148 条规定的行为,或者最近 36 个月内受到中国证监会的行政处罚、最近 12 个月内受到证券交易所的公开谴责;因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规被中国证监会立案调查;严重损害投资者的合法权益和社会公共利益的其他情形。

(3)上市公司募集资金使用应当符合下列规定:前次募集资金基本使用完毕,且使用进度和效果与披露情况基本一致;本次募集资金用途符合国家产业政策和法律、行政法规的规定;除金融类企业外,本次募集资金使用不得为持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人、委托理财等财务性投资,不得直接或者间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司;本次募集资金投资实施后,不会与控股股东、实际控制人产生同业竞争或者影响公司生产经营的独立性。

3.配股的特别规定

配股,是指上市公司向原股东配售股份的行为。

根据中国证监会发布的《上市公司证券发行管理办法》,主板(中

小企业板)上市公司的配股除了要满足公开发行股票的一般规定外,还应当符合下列规定:

- (1)拟配售股份数量不超过本次配售股份前股本总额的30%;
- (2)控股股东应当在股东大会召开前公开承诺认配股份的数量;
- (3)采用《证券法》规定的代销方式发行。

控股股东不履行认配股份的承诺,或者代销期限届满,原股东认购股票的数量未达到拟配售数量70%的,发行人应当按照发行价并加算银行同期存款利息返还已经认购的股东。

根据中国证监会发布的《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》,创业板上市公司的配股除了要满足发行股票的一般规定外,还应当符合下列规定:

- (1)拟配售股份数量不超过本次配售股份前股本总额的30%;
- (2)控股股东应当在股东大会召开前公开承诺认配股份的数量;
- (3)采用《证券法》规定的代销方式发行。

控股股东不履行认配股份的承诺,或者代销期限届满,原股东认购股票的数量未达到拟配售数量70%的,上市公司应当按照发行价并加算银行同期存款利息返还已经认购的股东。

4.增发的特别规定

增发是指上市公司向不特定对象公开募集股份的行为。

根据中国证监会发布的《上市公司证券发行管理办法》,主板(中小企业板)上市公司的增发除了要满足公开发行股票的一般规定外,还应当符合下列规定:

(1)最近3个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比,以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据;

(2)除金融类企业外,最近一期末不存在持有金额较大的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形;

(3)发行价格应不低于公告招股意向书前20个交易日公司股票

均价或前 1 个交易日的均价。

根据中国证监会发布的《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》，创业板上市公司的增发除了要满足发行股票的一般规定外，还应当符合下列规定：

(1)除金融类企业外，最近一期末不存在持有金额较大的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形；

(2)发行价格不低于公告招股意向书前 20 个交易日或者前 1 个交易日公司股票均价。

二、上市公司非公开发行的条件(★★★)

非公开发行股票，也称定向增发，是指上市公司采用非公开方式向特定对象发行股票的行为。

1.主板(中小企业板)上市公司非公开发行的条件

非公开发行的特定对象应当符合下列规定：特定对象符合股东大会决议规定的条件；发行对象不超过 10 名。发行对象为境外战略投资者的，应当经国务院相关部门事先批准。

上市公司非公开发行股票，应当符合下列规定：发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 90%；本次发行的股份自发行结束之日起，12 个月内不得转让；控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份，36 个月内不得转让；募集资金使用符合《上市公司证券发行管理办法》第 10 条的规定；本次发行将导致上市公司控制权发生变化的，还应当符合中国证监会的其他规定。

上市公司存在下列情形之一的，不得非公开发行股票：本次发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；上市公司的权益被控股股东或实际控制人严重损害且尚未消除；上市公司及其附属公司违规对外提供担保且尚未解除；现任董事、高级管理人员最近 36 个月内受到过中国证监会的行政处罚，或者最近 12 个月内受到过证券交易所公开谴责；上市公司或其现任董事、高级管理人员因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查；最近 1

年及 1 期财务报表被注册会计师出具保留意见、否定意见或无法表示意见的审计报告。保留意见、否定意见或无法表示意见所涉及事项的重大影响已经消除或者本次发行涉及重大重组的除外；严重损害投资者合法权益和社会公共利益的其他情形。

2. 创业板上市公司非公开发行股票的条件

创业板上市公司非公开发行股票首先应该符合上述创业板上市公司发行股票的一般规定、上市公司非公开发行股票募集资金用于收购兼并的，免于适用上述一般规定中要求的“最近 2 年盈利，净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据”。

非公开发行股票的特定对象应当符合下列规定：特定对象符合股东大会决议规定的条件；发行对象不超过五名、发行对象为境外战略投资者的，应当遵守国家的相关规定。

上市公司非公开发行股票确定发行价格和持股期限，应当符合下列规定：发行价格不低于发行期首日前一个交易日公司股票均价的，本次发行股份自发行结束之日起可上市交易；发行价格低于发行期首日前 20 个交易日公司股票均价但不低于 90%，或者发行价格低于发行期首日前一个交易日公司股票均价但不低于 90% 的，本次发行股份自发行结束之日起 12 个月内不得上市交易；上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联方以及董事会引入的境内外战略投资者，以不低于董事会作出本次非公开发行股票决议公告日前 20 个交易日或者前一个交易日公司股票均价的 90% 认购的，本次发行股份自发行结束之日起 36 个月内不得上市交易。上市公司非公开发行股票将导致上市公司控制权发生变化的，还应当符合中国证监会的其他规定。

三、首次公开发行股票的发行方式(★★★)

首次公开发行股票可以根据实际情况，采取网下发行、网上发行以及向战略投资者配售等方式。

首次公开发行股票，可以通过向网下投资者询价的方式确定股票发行价格，也可以通过发行人与主承销商自主协商直接定价等其他合法可行的方式确定发行价格。公开发行股票数量在 2000 万股(含)以

下且无老股转让计划的,应当通过直接定价的方式确定发行价格。发行人和主承销商应当在招股意向书(或招股说明书)和发行公告中披露本次发行股票的定价方式。上市公司发行证券的定价,应当符合中国证监会关于上市公司证券发行的有关规定。

首次公开发行股票网下发行应和网上发行同时进行,网下和网上投资者在申购时无须缴付申购资金。投资者应当自行选择参与网下或网上发行,不得同时参与。

首次公开发行股票数量在4亿股以上的,发行人和主承销商可以在发行方案中采用超额配售选择权。超额配售选择权的实施应当遵守中国证监会、证券交易所、证券登记结算机构和中国证券业协会的规定。

1.网下发行

网下投资者参与报价时,应当持有一定金额的非限售股份。发行人和主承销商可以根据自律规则,设置网下投资者的具体条件,并在发行公告中预先披露。主承销商应当对网下投资者是否符合预先披露的条件进行核查,对不符合条件的投资者,应当拒绝或剔除其报价。

首次公开发行股票采用询价方式定价的,符合条件的网下机构和个人投资者可以自主决定是否报价,主承销商无正当理由不得拒绝。网下投资者应当遵循独立、客观、诚信的原则合理报价,不得协商报价或者故意压低、抬高价格。网下投资者报价应当包含每股价格和该价格对应的拟申购股数,且只能有一个报价。非个人投资者应当以机构为单位进行报价。首次公开发行股票价格(或发行价格区间)确定后,提供有效报价的投资者方可参与申购。

首次公开发行股票采用询价方式的,网下投资者报价后,发行人和主承销商应当剔除拟申购总量中报价最高的部分,剔除部分不得低于所有网下投资者拟申购总量的10%,然后根据剩余报价及拟申购数量协商确定发行价格。剔除部分不得参与网下申购。公开发行股票数量在4亿股(含)以下的,有效报价投资者的数量不少于10家;公开发行股票数量在4亿股以上的,有效报价投资者的数量不少于20家。

剔除最高报价部分后有效报价投资者数量不足的,应当中止发行。

首次公开发行股票时,发行人和主承销商可以自主协商确定参与网下询价投资者的条件、有效报价条件、配售原则和配售方式,并按照事先确定的配售原则在有效申购的网下投资者中选择配售股票的对象。

首次公开发行股票采用询价方式的,公开发行股票后总股本在**4亿股(含)以下**的,网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的**60%**;发行后总股本**超过4亿股**的,网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的**70%**。其中,应当安排不低于本次网下发行股票数量的**40%**优先向通过公开募集方式设立的证券投资基金、全国社会保障基金和基本养老保险基金配售,安排一定比例的股票向根据《企业年金基金管理办法》设立的企业年金基金和符合《保险资金运用管理暂行办法》等相关规定的保险资金配售。证券投资基金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企业年金基金和保险资金有效申购不足安排数量的,发行人和主承销商可以向其他符合条件的网下投资者配售剩余部分。对网下投资者进行分类配售的,同类投资者获得配售的比例应当相同。证券投资基金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企业年金基金和保险资金的配售比例应当不低于其他投资者。安排向战略投资者配售股票的,应当扣除向战略投资者配售部分后确定网下网上发行比例。网下投资者可与发行人和主承销商自主约定网下配售股票的持有期限并公开披露。

首次公开发行股票网下投资者申购数量低于网下初始发行量的,发行人和主承销商不得将网下发行部分向网上回拨,应当中止发行,网上投资者有效申购倍数超过**50倍**、低于**100倍(含)**的,应当从网下向网上回拨,回拨比例为本次公开发行股票数量的**20%**;网上投资者有效申购倍数超过**100倍**的,回拨比例为本次公开发行股票数量的**40%**;网上投资者有效申购倍数超过**150倍**的,回拨后网下发行比例不超过本次公开发行股票数量的**10%**。所指公开发行股票数量应按照扣除设定**12个月及以上限售期**的股票数量计算。网上投资者申购

数量不足网上初始发行量的,可回拨给网下投资者。

2.网上发行

首次公开发行股票采用**直接定价方式**的,全部向网上投资者发行,**不进行网下询价和配售**。

首次公开发行股票,持有**一定数量非限售股份**的投资者才能参与网上申购。网上投资者应当自主表达申购意向,不得全权委托证券公司进行新股申购。采用其他方式进行网上申购和配售的,应当符合中国证监会的有关规定。

3.向战略投资者配售

首次公开发行股票数量在**4亿股以上**的,可以向战略投资者配售股票。发行人应当与战略投资者事先签署配售协议。

发行人和主承销商应当在发行公告中披露战略投资者的选择标准、向战略投资者配售的股票总量、占本次发行股票的比例以及持有期限等。

战略投资者不参与网下询价,且应当承诺获得本次配售的股票持有期限不少于**12个月**,持有期自本次公开发行的股票上市之日起计算。

四、上市公司发行股票的方式(★★★)

上市公司配股,应当向股权登记日登记在册的股东配售,且配售比例应当相同。

上市公司增发,可以全部或者部分向原股东优先配售,优先配售比例应当在发行公告中披露。上市公司增发,主承销商可以对参与网下配售的机构投资者进行分类,对不同类别的机构投资者设定不同的配售比例,对同一类别的机构投资者应当按相同的比例进行配售。主承销商应当在发行公告中明确机构投资者的分类标准。主承销商未对机构投资者进行分类的,应当在网下配售和网上发行之间建立回拨机制,回拨后两者的获配比例应当一致。

上市公司非公开发行证券的,发行对象及其数量的选择应当符合中国证监会关于上市公司证券发行的相关规定。

新增知识点：

股票退市制度(★★)

(一)股票退市

股票退市是指上市公司股票在证券交易所终止上市交易。股票退市制度是资本市场重要的基础性制度,有利于健全资本市场功能,降低市场经营成本,增强市场主体活力,提高市场竞争能力;有利于实现优胜劣汰,惩戒重大违法行为,引导理性投资,保护投资者特别是中小投资者合法权益:

股票退市包括主动退市和强制退市。

(二)主动退市

上市公司通过对上市地位维持成本收益的理性分析,或者为充分利用不同证券交易场所的比较优势,或者为便捷、高效地对公司治理结构、股权结构、资产结构、人员结构等实施调整,或者为进一步实现公司股票的长期价值,可以依据《证券法》和证券交易所规则实现主动退市。

上市公司出现下列情形之一的,可以向证券交易所申请主动退市:

1.上市公司股东大会决议主动撤回其股票在证券交易所的交易,并决定不再在该交易所交易;

2.上市公司股东大会决议主动撤回其股票在证券交易所的交易,并转而申请在其他交易场所交易或转让;

3.上市公司向所有股东发出回购全部股份或部分股份的要约,导致公司股本总额、股权分布等发生变化,不再具备上市条件;

4.上市公司股东向所有其他股东发出收购全部股份或部分股份的要约,导致公司股本总额、股权分布等发生变化,不再具备上市条件;

5.除上市公司股东外的其他收购人向所有股东发出收购全部股份或部分股份的要约,导致公司股本总额、股权分布等发生变化,不再

具备上市条件；

6.上市公司因新设合并或者吸收合并，不再具有独立主体资格并被注销；

7.上市公司股东大会决议公司解散。

(三)强制退市

证券交易所为维护公开交易股票的总体质量与市场信心，依照规则要求交投不活跃、股权分布不合理、市值过低而不再适合公开交易的股票终止交易，特别是对于存在严重违法违规行为的公司，证券交易所可以依法强制其股票退出市场交易。

上市公司出现下列情形之一的，应强制退市：

1.上市公司因首次公开发行股票申请或者披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使不符合发行条件的发行人骗取了发行核准，或者对新股发行定价产生了实质性影响，受到证监会行政处罚被暂停上市后，在证监会作出行政处罚决定之日起1年内，被证券交易所作出终止公司股票上市交易的决定；

2.上市公司因首次公开发行股票申请或者披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使不符合发行条件的发行人骗取了发行核准，或者对新股发行定价产生了实质性影响，涉嫌欺诈发行罪被依法移送公安机关而暂停上市，在证监会作出移送决定之日起1年内，被证券交易所作出终止公司股票上市交易的决定；

3.上市公司因信息披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，受到证监会行政处罚，并在行政处罚决定书中被认定构成重大违法行为而暂停上市，在证监会作出行政处罚决定之日起1年内，被证券交易所依据其股票上市规则作出终止公司股票上市交易的决定；

4.上市公司因信息披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，涉嫌违规披露、不披露重要信息罪被依法移送公安机关而暂停上市，在证监会作出移送决定之日起1年内，被证券交易所依据其股票上市规则作出终止公司股票上市交易的决定；

5.上市公司股本总额发生变化不再具备上市条件，且在证券交易

所规定的期限内仍不能达到上市条件；

6.上市公司社会公众持股比例不足公司股份总数的 25%，或者公司股本总额超过 4 亿元，社会公众持股比例不足公司股份总数的 10%，且在证券交易所规定的期限内仍不能达到上市条件；

7.上市公司股票在一定期限内累计成交量低于证券交易所规定的最低限额；

8.上市公司股票连续 20 个交易日（不含停牌交易日）每日股票收盘价均低于股票面值；

9.上市公司因净利润、净资产、营业收入、审计意见类型或者追溯重述后的净利润、净资产、营业收入等触及规定标准，其股票被暂停上市后，公司披露的最近 1 个会计年度经审计的财务会计报告显示扣除非经常性损益前、后的净利润孰低者为负值；

10.上市公司因净利润、净资产、营业收入、审计意见类型或者追溯重述后的净利润、净资产、营业收入等触及规定标准，其股票被暂停上市后，公司披露的最近 1 个会计年度经审计的财务会计报告显示期末净资产为负值；

11.上市公司因净利润、净资产、营业收入、审计意见类型或者追溯重述后的净利润、净资产、营业收入等触及规定标准，其股票被暂停上市后，公司披露的最近 1 个会计年度经审计的财务会计报告显示营业收入低于证券交易所规定数额；

12.上市公司因净利润、净资产、营业收入、审计意见类型或者追溯重述后的净利润、净资产、营业收入等触及规定标准，其股票被暂停上市后，公司披露的最近 1 个会计年度经审计的财务会计报告被会计师事务所出具否定意见、无法表示意见或者保留意见；

13.上市公司在证券交易所规定期限内，未改正财务会计报告中的重大差错或者虚假记载；

14.法定期限届满后，上市公司在证券交易所规定的期限内，依然未能披露年度报告或者半年度报告；

15.上市公司因净利润、净资产、营业收入、审计意见类型或者追

溯重述后的净利润、净资产、营业收入等触及规定标准,其股票被暂停上市,不能在法定期限内披露最近1个会计年度的年度报告;

16.上市公司股票被暂停上市后在规定期限内未提出恢复上市申请;

17.上市公司股票被暂停上市后其向交易所提交的恢复上市申请材料不全且逾期未补充;

18.上市公司股票被暂停上市后其恢复上市申请未获证券交易所同意;

19.上市公司被法院宣告破产。

第三节 股票交易

新增知识点:

一、证券交易机制(★★★)

证券交易机制是证券市场具体交易制度设计的基础,如上海证券交易所和深圳证券交易所的集合竞价和连续竞价,其设计依据就是定期交易和连续交易的不同机制;而上海证券交易所固定收益平台交易中一级交易商提供的双边报价,就采用了报价驱动的机制。

1.定期交易和连续交易

从交易时间的连续特点划分,有定期交易和连续交易。

(1)定期交易的。在定期交易中,成交的时点是不连续的。在某一段时间到达的投资者的委托订单并不是马上成交,而是要先存储起来,然后在某一约定的时刻加以匹配。定期交易的特点有:①批量指令可以提高价格的稳定性;②指令执行和结算的成本相对较低。

(2)连续交易。在连续交易中,并非意味着交易一定是连续的,而是指在营业时间里订单匹配可以连续不断地进行。因此,两个投资者下达的买卖指令,只要符合成交条件就可以立即成交,而不必再等待一段时间定期成交。连续交易的特点有:①市场为投资者提供了交易的即时性;②交易过程中可以反映更多的市场价格信息。

2.指令驱动和报价驱动

从交易价格的决定特点划分,有指令驱动和报价驱动。

(1)指令驱动。指令驱动是一种竞价市场,也被称为订单驱动市场。在竞价市场中,证券交易价格是由市场上的买方订单和卖方订单共同驱动的。如果采用经纪商制度,投资者在竞价市场中将自己的买卖指令报给自己的经纪商,然后经纪商持买卖订单进入市场,市场交易中心以买卖双向价格为基准进行撮合。指令驱动的特点有:①证券交易价格由买方和卖方的力量直接决定;②投资者买卖证券的对手是其他投资者。

(2)报价驱动。报价驱动是一种连续交易商市场,也被称为做市商市场。在这一市场中,证券交易的买价和卖价都由做市商给出,做市商将根据市场的买卖力量和自身情况进行证券的双向报价。投资者之间并不直接成交,而是从做市商手中买进证券或向做市商卖出证券。做市商在其所报的价位上接受投资者的买卖要求,以其自有资金或证券与投资者交易。做市商的收入来源是买卖证券的差价。报价驱动的特点有:①证券成交价格的形成由做市商决定;②投资者买卖证券都以做市商为对手,与其他投资者不发生直接关系。

3.证券交易机制目标

通常,证券交易机制的目标是多重的。主要的目标有:

(1)流动性。证券的流动性是证券市场生存的条件。证券市场流动性包含两方面的要求,即成交速度和成交价格。如果投资者能以合理的价格迅速成交,则市场流动性好;反过来,单纯是成交速度快,并不能完全表示流动性好。

(2)稳定性。证券市场的稳定性是指证券价格的波动程度。一般来说,稳定性好的市场,其价格波动性比较小,或者说其调节平衡的能力比较强。提高市场透明度是加强证券市场稳定性的重要措施。

(3)有效性。证券市场的有效性包含两方面的要求:①证券市场的高效率;②证券市场的低成本高效率包含两方面内容:首先是证券市场的信息效率,即要求证券价格能准确、迅速、充分反映各种信息。

根据证券价格对信息的反映程度,可以将证券市场分为**强式有效市场**、**半强式有效市场**和**弱式有效市场**。其次是证券市场的运行效率,即证券交易系统硬件的工作能力,如交易系统的处理速度、容量等。低成本也包含两方面:直接成本;间接成本。前者如投资者参与交易而支付的佣金和缴纳的税收,后者如投资者搜集证券信息所发生的费用等。

二、深股通(★★)

1.深股通

深股通,是指投资者委托香港经纪商,经由香港联合交易所在深圳设立的证券交易服务公司,向深圳证券交易所进行申报(买卖盘传递),买卖深港通规定范围内的深圳证券交易所上市的股票。

深股通的股票范围是市值 60 亿元人民币及以上的深证成分指数和深证中小创新指数的成分股,以及深圳证券交易所上市的 A+H 股公司股票。

深股通起始额度每日 130 亿元人民币。

2.深港通下的港股通

深港通下的港股通,是指投资者委托内地证券公司,经由深圳证券交易所在香港设立的证券交易服务公司,向香港联合交易所进行申报(买卖盘传递),买卖深港通规定范围内的香港联合交易所上市的股票。

深港通下的港股通的股票范围是恒生综合大型股指数的成分股、恒生综合中型股指数的成分股、市值 50 亿元港币及以上的恒生综合小型股指数的成分股,以及香港联合交易所上市的 A+H 股公司股票。

深港通下的港股通起始额度每日 105 亿元人民币。

补充知识点:

一、融资融券交易(★★)

1.融资交易

融资交易是指投资者向证券公司缴纳一定的保证金,融(借)入一

定数量的资金买入股票的交易行为。投资者向证券公司提交的保证金可以是现金或者可充抵保证金的证券,证券公司向投资者进行授信后,投资者可以在授信额度内买入由证券交易所和证券公司公布的融资标的名单内的证券。投资者信用账户内融资买入的证券及其他资金证券,整体作为其对证券公司所负债务的担保物。

融资交易为投资者提供了一种新的交易方式。如果证券价格符合投资者预期上涨,融入资金购买证券,而后通过以较高价格卖出证券归还欠款能放大盈利;如果证券价格不符合投资者预期,股价下跌,融入资金购买证券,而后卖出证券归还欠款后亏损将被放大。因此融资交易是一种杠杆交易,能放大投资者的盈利或者亏损,参与融资融券交易要求投资者有较强的证券研究能力和风险承受能力。

2. 融券交易

融券交易是指投资者向证券公司缴纳一定的保证金,融入一定数量的证券并卖出的交易行为。投资者向证券公司提交的保证金可以是现金或者可充抵保证金的证券。投资者融入的证券不进入其信用证券账户,而是在融券卖出成交当日结算时由证券公司代为支付,卖出证券所得资金除买券还券外不得作其他用途。投资者信用账户内的融券卖出资金及其他资金证券,整体作为其对证券公司所负债务的担保物。

融券交易为投资者提供了一种新的交易方式。投资者如果预期证券价格即将下跌,可以借入证券卖出,而后通过以更低价格买入还券获利;或是通过融券卖出来对冲已持有证券的价格波动。然而投资者应清醒地认识到,融券交易作为卖空交易,相对买入交易蕴含着更大风险。如融券交易仅出于投机目的,当卖出的证券价格可能持续上涨,投资者将产生无限损失,同时融券交易具有杠杆特性,将进一步放大风险。

二、证券账户的种类(★★★)

中国证券登记结算有限责任公司设置投资者证券总账户(一码通账户)及子账户,投资者的证券账户由一码通账户及关联的子账户共

同组成。一码通账户用于汇总记载投资者各个子账户下证券持有及变动的情况；子账户用于记载投资者参与特定交易场所或用于投资特定证券品种的证券持有及变动的具体情况。

子账户包括人民币普通股票账户、人民币特种股票账户、全国中小企业股份转让系统账户、封闭式基金账户、开放式基金账户以及其他证券账户。

三、委托指令的基本类别(★★★)

根据不同的依据,委托指令有多种分类。根据委托订单的数量,可分为整数委托和零数委托;根据买卖证券的方向,可分为买进委托和卖出委托;根据委托价格限制,可分为市价委托和限价委托;根据委托时效限制,可分为当日委托、当周委托、无期限委托、开市委托和收市委托等。

四、竞价与成交(★)

(一)涨跌幅限制与竞价申报的有效范围

竞价申报时还涉及证券价格的有效申报范围。为保护投资者利益,防止股价暴涨暴跌和投机盛行,证券交易所可根据需要对每日股票价格的涨跌幅度予以适当的限制。高于涨幅限制价格的委托和低于跌幅限制价格的委托无效。

涨跌幅限制价格的计算公式为: **涨跌幅限制价格 = 前收盘价 × (1 ± 涨跌幅限制比例)**。

沪、深证券交易所对股票交易实行价格涨跌幅限制,涨跌幅比例为**10%**,其中 ST 股票和 *ST 股票价格涨跌幅比例为**5%**。

上海证券交易所规定,属于下列情形之一的,首个交易日无价格涨跌幅限制:首次公开发行上市的股票;增发上市的股票;暂停上市后恢复上市的股票;退市后重新上市的股票;上海证券交易所认定的其他情形。

深圳证券交易所规定,属于下列情形之一的,股票上市首日不实行价格涨跌幅限制:首次公开发行股票上市的;暂停上市后恢复上市

的；中国证监会或深圳证券交易所认定的其他情形。

（二）竞价结果

竞价的结果有三种可能：全部成交、部分成交、不成交：

（1）全部成交。委托买卖全部成交，证券经纪商应及时通知客户按规定的时间办理交收手续。

（2）部分成交。客户的委托如果未能全部成交，证券经纪商在委托有效期内可继续执行，直到有效期结束。

（3）不成交。客户的委托如果未能成交，证券经纪商在委托有效期内可继续执行，等待机会成交，直到有效期结束。对客户失效的委托，证券经纪商须及时将冻结的资金或证券解冻。

修订知识点：

一、股票价格指数的概念和功能(★★)

1. 股票价格指数的概念

股票价格指数是用以反映整个市场上各种股票市场价格的总体水平及其变动情况的指标。在股票市场上，成百上千种股票同时交易，股票价格的涨跌各不相同，因此需要有一个总的尺度标准即股票价格指数来衡量整个市场的价格水平，观察股票市场的变化情况。

股票价格指数一般由一些有影响的机构编制，并定期及时公布。

2. 股票价格指数的功能

股价指数是反映股票市场行情变动的重要指标，也是观测经济形势和周期状况的参考指标，被视为股市行情的指示器和经济景气变化的晴雨表。股价指数主要有以下功能：

（1）综合反映一定时期内某一证券市场上股票价格的变动方向和变动程度。

（2）为投资者和分析师研究、判断股市动态提供信息，便于对股票市场大势走向作出分析。

（3）作为投资业绩评价的标尺，提供一个股市投资的基准回报。

（4）作为指数衍生产品和其他金融创新的基础。

二、股票价格指数的编制方法(★)

股票价格指数的编制方法主要有三种,即算术平均法、几何平均法和加权平均法。

(1)算术平均法。该方法是先选定具有代表性的样本股票,以某年某月某日为基期,并确定基期指数,然后计算某一日样本股票的价格平均数,将该平均数与基期对应的平均数相比,最后乘以基期指数即得出该日的股票价格平均指数。

(2)几何平均法。在几何平均法中,报告期和基期的股票平均价采用样本股票价格的几何平均数。国际金融市场上有一部分较有影响的股票指数是采用几何平均法编制的,其中以伦敦金融时报指数和美国价值线指数为代表。

(3)加权平均法。不同股票的地位不同,对股票市场的影响也有大小。加权平均法首先按样本股票在市场上的不同地位赋予其不同的权数,即地位重要的权数大,地位次要的权数小;然后将各样本股票的价格与其权数相乘后求和,再与总权数相除,得到按加权平均法计算的报告期和基期的平均股价;最后据此计算股票价格指数。加权平均法权数的选择,可以是股票的成交金额,也可以是它的上市股数。若选择计算期的同度量因素作为权数,则被称为派许加权法。

三、我国主要的股票价格指数(★★)

1. 中证指数有限公司的股价指数

中证指数有限公司由上海证券交易所和深圳证券交易所共同出资成立,是一家从事指数编制、运营和服务的专业性公司。

(1)沪深 300 指数。沪深 300 指数由沪深 A 股中规模大、流动性好、最具代表性的 300 只股票组成,以综合反映沪深 A 股市场整体表现。沪深 300 指数是内地首只股指期货的标的指数。

沪深 300 指数样本空间由同时满足以下条件的沪深 A 股组成:第一,非创业板股票,要求上市时间超过一个季度,除非该股票自上市以来日均 A 股总市值在全部沪深 A 股(非创业板股票)中排在前三 0 位;

创业板股票,要求上市时间超过 3 年。第二,非 ST、* ST 股票,非暂停上市股票。

沪深 300 指数以“点”为单位,精确到小数点后 3 位。沪深 300 指数以 2004 年 12 月 31 日为基日,基点为 1000 点。沪深 300 指数采用派许加权综合价格指数公式进行计算,计算公式如下:

$$\text{报告期指数} = \frac{\text{报告期成分股的调整市值}}{\text{除数}} \times 100$$

$$\text{其中,调整市值} = \sum(\text{股价} \times \text{调整股本数})。$$

指数计算中的调整股本数系根据分级靠档的方法对样本股股本进行调整而获得。要计算调整股本数,需要确定自由流通量和分级靠档两个因素。

为反映市场中实际流通股份的股价变动情况,沪深 300 指数剔除了上市公司股本中的不流通股份,以及由于战略持股或其他原因导致的基本不流通股份,剩下的股本被称为自由流通股本,也即自由流通量。上市公司公告明确的限售股份以及下属四类股东及其一致行动人持股超过 5% 的股份,都被视为非自由流通股本:公司创建者、家族、高级管理人员等长期持有的股份,国有股份,战略投资者持有的股份,员工持股计划。 $\text{自由流通量} = \text{A 股总股本} - \text{非自由流通股本}$ 。

中证指数有限公司在计算沪深 300 指数时,采用分级靠档的方法,即根据自由流通股本所占 A 股总股本的比例(即自由流通比例)赋予 A 股总股本一定的加权比例,以确保计算指数的股本保持相对稳定。 $\text{自由流通比例} = \text{自由流通量} / \text{A 股总股本}$ 。 $\text{调整股本数} = \text{A 股总股本} \times \text{加权比例}$ 。

为保证指数的连续性,当样本股名单发生变化、或样本股的股本结构发生变化、或样本股的市值出现非交易因素的变动时,沪深 300 指数根据样本股股本维护规则,采用“除数修正法”修正原除数。修正公式为:

$$\text{修正前的调整市值} / \text{原除数} = \text{修正后的调整市值} / \text{新除数}$$

其中, $\text{修正后的调整市值} = \text{修正前的调整市值} + \text{新增(减)调整市值}$ 。

由此公式得出新除数,并据此计算以后的指数。

沪深 300 指数实时计算,样本股实时成交价格来自上海证券交易所与深圳证券交易所交易系统。具体做法是,在每一交易日集合竞价结束后,用集合竞价产生的股票开盘价(无成交者取行情系统提供的开盘参考价)计算开盘指数,以后每秒重新计算一次指数,直至收盘。其中各样本股的计算价位(X)根据以下原则确定:若当日没有成交,则 $X = \text{开盘参考价}$;若当日有成交,则 $X = \text{最新成交价}$ 。当沪、深证券交易所行情发生异常情况时,中证指数有限公司视情况决定是否继续计算指数。

沪深 300 指数每半年调整一次,每次调整的比例不超过 10%,为确保指数成分股的稳定性,样本调整设置缓冲区。缓冲区技术的采用使每次调整的幅度得到一定程度的控制,指数能够保持良好的连续性,同时也能有效降低投资者跟踪指数的成本。

(2)中证规模指数。中证规模指数包括中证 100 指数、中证 200 指数、中证 500 指数、中证 700 指数、中证 800 指数和中证流通指数。

除此以外,中证指数公司还编制和发布中证行业指数系列、中证风格指数系列、中证主题指数系列、中证策略指数系列和中证海外指数系列等。

2. 上海证券交易所的股价指数

上海证券交易所的股价指数是反映上海证券交易所上市股票价格整体水平和变动趋势的指标,主要包括:

(1)上证综指。上证综指于 1991 年 7 月 15 日发布,是上海第 1 只反映市场整体走势的旗舰型指数,也是中国资本市场影响力最大的指数,包含 A 股、B 股等上交所全部上市股票,以总股本为权重加权计算,代表中国资本市场发展历程,是中国资本市场的象征。

(2)上证 180 指数。上证 180 指数选择总市值和成交金额排名靠前的股票,按照中证一级行业的自由流通市值比例,分配和选取 180 只固定样本,以自由流通股本为权重加权计算。这些公司核心竞争力强、资产规模大、经营业绩好、产品品牌广为人知,是上海证券市场上

最具代表性的大型蓝筹股票指数,是投资评价尺度和金融衍生产品标的基础指数,于2002年7月发布。

(3)上证50指数。上证50指数是在上证180指数的样本股中挑选规模最大、流动性最好的50只股票,反映最具市场影响力的一批龙头企业的状况,于2004年1月发布。

(4)上证380指数。上证380指数于2010年11月发布,代表了上海市场成长性好、盈利能力强的新兴蓝筹企业。这部分企业规模适中、具有成长为蓝筹企业的潜力,代表了国民经济发展战略方向和经济结构调整方向。它是在上证180指数之外的公司中,剔除亏损及近5年未分红送股公司,按中证二级行业的自由流通市值比例分配样本,在行业内选取规模、流动性、成长性和盈利能力综合排名靠前的380只样本股。

(5)上证100指数。上证100指数是从上证380指数中选取营业收入增长率和净资产收益率综合排名靠前的100只股票作为指数样本,以突出反映上海市场新兴蓝筹板块内核心投资股票的整体走势,于2012年4月发布。

(6)上证150指数。上证150指数是在上证180、上证380指数成分股之外选择营业收入增长率、换手率综合排名前150名的股票作为指数样本,以集中反映潜力蓝筹板块内核心投资股票的整体走势,于2012年4月发布。

上述指数中,上证50、上证180指数集中于金融、能源、原材料和工业等传统行业,上证380指数、上证100指数和上证150指数则广泛分布于节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备、新能源、新材料、TMT等新兴产业和消费领域,凸显了我国经济结构调整的方向。

3. 深圳证券交易所的股价指数

深圳证券交易所的股价指数是反映深圳证券交易所上市股票价格整体水平和变动趋势的指标,包括深证成分指数、深证100指数、中小板指数、创业板指数、深证300价格指数等为核心的深证指数体系,并衍生出大量行业、主题、风格、策略指数。

(1)深证成分指数。深证成分指数于1995年1月23日发布,是中国证券市场中历史最悠久、数据最完整的成分股指数。深证成分指数选取深圳证券市场中市值规模与流动性综合排名前500位的A股组成样本股,从市值结构、行业结构、板块结构等方面均能有效地表征深圳市场特点。

(2)深证综合指数。深证综合指数于1991年4月4日发布,以在深圳证券交易所主板、中小板、创业板上市的全部股票为样本股,以样本股发行总股本为权数进行加权逐日连锁计算。深证综合指数反映了在深圳证券交易所全部股票的价格综合变动情况以及市场总体走势。

(3)深证A股指数。深证A股指数于1992年10月4日发布,包含在深圳证券交易所主板、中小板、创业板上市的全部A股,以样本股发行总股本为权数进行加权逐日连锁计算。

(4)深证B股指数。深证B股指数于1992年10月6日发布,包含在深圳证券交易所上市的全部B股,以样本股发行总股本为权数进行加权逐日连锁计算。

(5)行业分类指数。行业分类指数于2001年7月2日发布,包括在深圳证券交易所主板、中小板、创业板上市的非ST、*ST的A股,行业分类指数依据《上市公司行业分类指引》中的门类划分,编制19条门类指数;依据制造业门类下的大类划分,编制31条大类指数,共有50条行业分类指数。对公司数量不足5家的门类和制造业大类,暂时不发布指数,指数代码预留,待公司数量满5只后发布。行业分类指数以样本股的自由流通量为权数进行加权逐日连锁计算。

(6)中小板综合指数。中小板综合指数于2005年12月1日发布,以在深圳证券交易所中小企业板上市的全部股票为样本股,以样本股可流通股本数为权数进行加权逐日连锁计算。

(7)创业板综合指数,创业板综合指数于2010年8月20日发布,以在深圳证券交易所创业板上市的全部股票为样本股,以样本股可流通股本数为权数进行加权逐日连锁计算。

(8)深证新指数。深证新指数于 2006 年 2 月 16 日发布,以在深圳证券交易所主板、中小板、创业板上市的非 ST 且已完成股改的 A 股为样本股,以样本股可流通股本数为权数进行加权逐日连锁计算。

(9)深证 100 指数。深证 100 指数于 2003 年初发布,由深圳证券市场市值规模最大、成交最活跃的 100 家 A 股上市公司组成,不仅包含了深市主板中的蓝筹价值型企业,还不断吸纳更多来自中小板和创业板的成长型优质企业,从而更好地体现深市多层次、高成长、创新型等特征,逐步发展成为中国资本市场“传统行业龙头企业+新兴成长行业领军企业”的组合。

4. 香港和台湾的主要股价指数

(1)恒生指数。恒生指数由香港恒生银行全资附属的恒生指数服务有限公司编制,是以香港股票市场中的 50 家上市股票为成分股样本,以其发行量为权数的加权平均股价指数。恒生指数是香港最早的股票市场指数之一,是反映香港股票市场表现的重要指标。

(2)台湾证券交易所发行量加权股价指数。我国台湾证券交易所自行编制的发行量加权股价指数,是台湾最具有代表性的股价指数,被视为台湾经济走向的主要指标之一。此外,台湾证券交易所还与英国金融时报指数合作编制台湾指数系列,包括台湾 50 指数、台湾中型 100 指数、台湾资讯科技指数、台湾发达指数、台湾高股息指数等。

(四)境外主要股票市场的股票价格指数

1. 道·琼斯工业股价平均数

道·琼斯工业股价平均数是世界上最早、最享盛誉和最有影响的股价指数,被认为是反映美国政治、经济和社会状况最灵敏的指标,由美国道·琼斯公司编制,并在《华尔街日报》上公布。

道·琼斯工业股价平均数实际上是一组股价平均数,包括 5 组指标:

(1)道·琼斯工业股价平均数,以 30 家著名大工商业公司股票为编制对象,能灵敏反映经济发展水平和变化趋势。平时所说的道·琼斯指数就是指道·琼斯工业股价平均数。

(2)道·琼斯运输业股价平均数,以 20 家具有代表性的运输业公司股票为编制对象。

(3)道·琼斯公用事业股价平均数,以 15 种具有代表性的公用事业大公司股票为编制对象。

(4)道·琼斯股价综合平均数,以上述 65 家公司股票为编制对象。

(5)道·琼斯公正市价指数,以 700 种不同规模或实力的公司股票作为编制对象,于 1988 年 10 月首次发表。由于该指数所选的股票不但考虑了广泛的行业分布,而且兼顾了公司的不同规模和实力,因而具有相当的代表性。

道·琼斯股价平均数以 1928 年 10 月 1 日为基期,基期指数为 100 点。道·琼斯指数的编制方法原为简单算术平均法,由于这一方法的不足,从 1928 年起采用除数修正的简单平均法,使平均数能连续、真实地反映股价变动情况。

2. 标准普尔 500 指数

标准普尔 500 指数是由美国最大的证券研究机构标准普尔公司于 1957 年开始编制的。最初的成分股由 425 种工业股票、15 种铁路股票和 60 种公用事业股票组成。从 1976 年 7 月 1 日开始,其成分股改由 400 种工业股票、20 种运输业股票、40 种公用事业股票和 40 种金融业股票组成。

标准普尔 500 指数以 1941—1943 年为基期,基期指数定为 10,采用加权平均法进行计算,以股票上市量为权数,按基期进行加权计算。

3. 纳斯达克指数

纳斯达克(NASDAQ)的中文全称是“全美证券交易商自动报价系统”,于 1971 年正式启用。纳斯达克指数包括纳斯达克综合指数、纳斯达克 100 指数、纳斯达克金融 100 指数、纳斯达克银行指数、纳斯达克生物指数、纳斯达克计算机指数、纳斯达克工业指数、纳斯达克保险指数、纳斯达克其他金融指数、纳斯达克通讯指数、纳斯达克运输指数、纳斯达克全国市场综合指数和纳斯达克全国市场工业指数等。

4. 金融时报证券交易所指数

金融时报证券交易所指数(也被译为富时指数)是英国最具权威性的股价指数,原由《金融时报》编制和公布,现由《金融时报》和伦敦证券交易所共同拥有的富时集团编制。

金融时报证券交易所指数包括三种指标:

(1)金融时报工业股票指数,又被称为 30 种股票指数。金融时报工业股票指数包括 30 种最优良的工业股票价格,由于这 30 家公司股票的市值在整个股市中所占的比重大,具有一定的代表性,因此,该指数是反映伦敦证券市场股票行情变化的重要尺度。

(2)100 种股票交易指数,又被称为 FT-100 指数。100 种股票交易指数挑选了 100 家有代表性的大公司股票,又因它通过伦敦证券市场自动报价电脑系统可随时得出股票市价,并每分钟计算一次,因此能迅速反映股市行情的每一次变动,自公布以来受到人们的广泛重视。

(3)综合精算股票指数。综合精算股票指数从伦敦股市上精选 700 多种股票作为样本股加以计算。这一指数的特点是统计面宽、范围广,能较全面地反映整个股市状况。

5. 日经平均股价指数

日经平均股价指数是日本经济新闻社编制和公布的反映日本股票市场价格变动的股价指数。

日经平均股价指数按其计算对象的采样书目不同,分为两种:

(1)日经 225 种平均股价指数。日经 225 种平均股价指数以在东京证券交易所第一市场上市的 225 种股票为样本股。该指数从 1950 年起连续编制,具有较好的可比性,成为反映和分析日本股票市场价格长期变动趋势最常用和最可靠的指标。

(2)日经 500 种平均股价指数。日经 500 种平均股价指数从 1982 年 1 月 4 日起开始编制,样本股扩大到 500 种,约占东京证券交易所第一市场上市股票的一半,更具代表性。

第四节 股票估值(原第一节考点二 股票的价值与价格)

新增知识点:

一、股票投资主要分析方法(★)

1.基本分析法

基本分析法又被称为基本面分析法,是指股票分析师根据经济学、金融学、财务管理学及投资学等基本原理,对决定股票价值及价格的基本要素,如宏观经济指标、经济政策走势、行业发展状况、产品市场状况、公司销售和财务状况等进行分析,评估股票的投资价值,判断股票的合理价位,提出相应投资建议的一种分析方法。

基本分析法的两个假设为:股票的价值决定其价格和股票的价格围绕价值波动。因此,价值成为测量价格合理与否的尺度。基本分析法体现了以价值分析理论为基础、以统计方法和现值计算方法为主要分析手段的基本特征。

基本分析主要包括宏观经济分析、行业和区域分析、公司分析三大内容:

(1)宏观经济分析。宏观经济分析主要探讨各经济指标和经济政策对股票价格的影响。经济指标分为三类:①**先行性指标**。这类指标可以对将来的经济状况提供预示性的信息,如利率水平、货币供给、消费者预期、主要生产资料价格、企业投资规模等。②**同步性指标**。这类指标的变化基本上与总体经济活动的转变同步,如个人收入、企业工资支出、国内生产总值、社会商品销售额等。③**滞后性指标**。这类指标的变化一般滞后于国民经济的变化,如失业率、库存量、银行未收回贷款规模等。经济政策主要包括货币政策、财政政策、信贷政策、债务政策、税收政策、利率与汇率政策、产业政策、收入分配政策等。

(2)行业和区域分析。行业和区域分析是介于宏观经济分析与公司分析之间的中观层次的分析。行业分析主要分析行业所属的不同市场类型、所处的不同生命周期以及行业业绩对股票价格的影响;区

域分析主要分析区域经济因素对股票价格的影响。

(3)公司分析。公司分析是基本分析的重点,无论什么样的分析报告,最终都要落在某家公司股票价格的走势上。如果没有对发行股票的公司状况进行全面的分析,就不可能准确预测其股票的价格走势。公司分析侧重对公司的竞争能力、盈利能力、经营管理能力、发展潜力、财务状况、经营业绩以及潜在风险等进行分析,借此评估和预测股票的投资价值、价格及其未来变化的趋势。

2.技术分析法

技术分析法是仅从股票的市场行为来分析股票价格未来变化趋势的方法。股票的市场行为可以有多种表现形式,其中股票的市场价格、成交量、价和量的变化以及完成这些变化所经历的时间是市场行为最基本的表现形式。

技术分析的三个假设是:市场的行为包含一切信息、价格沿趋势移动、历史会重复。技术分析法认为,股票价格的波动是对市场供求均衡状态偏离的调整。技术分析法以价格判断为基础、以正确的投资时机抉择为依据。从最早的直觉化决策方式,到图形化决策方式,再到指标化决策方式,直到最近的模型化决策方式以及正在研究开发中的智能化决策方式。

技术分析法主要有 K 线理论、切线理论、形态理论、技术指标理论、波浪理论和循环周期理论。

3.量化分析法

量化分析法是利用统计、数值模拟和其他定量模型进行证券市场相关研究的一种方法,具有使用大量数据、模型和电脑的显著特点,广泛应用于解决证券估值、组合构造与优化、策略制定、绩效评估、风险计量与风险管理等投资相关问题,是继传统的基本分析和技术分析之后发展起来的一种重要的股票投资分析方法。

4.股票投资分析应注意的问题

股票分析师进行股票投资价值分析时,应当注意每种方法的适用范围及各种方法的结合使用。

基本分析法的优点主要是能够从经济和金融层面揭示股票价格决定的基本因素及这些因素对价格的影响方式和影响程度;缺点主要是对基本面数据的真实、完整性具有较强依赖,短期价格走势的预测能力较弱。

技术分析法直接选取公开的市场数据,采用图表等方法对市场走势作出直观的解释,是仅从证券的市场行为来分析证券价格未来变化趋势的方法。由于它缺乏牢固的经济金融理论基础,对股票价格行为模式的判断有一定随意性,在学术界评价不高。

量化分析法较多采用复杂的数理模型和计算机数值模拟,能够提供较为精细化的分析结论。但它对使用者的定量分析技术有较高要求,不易为普通公众所接受。量化分析法所采用的各种数理模型本身也存在模型风险,一旦外部环境发生较大变化,原有模型的稳定性就会受影响。此外,量化分析法往往需要和程序化交易技术相结合,对交易系统的速度和市场数据的精确度有较高要求,这也在一定程度上限制了其应用范围。

二、股票估值方法

(一)货币的时间价值、复利、现值、贴现(★★)

1.货币的时间价值

货币的时间价值是指货币随时间的推移而发生的增值。货币具有时间价值的原因在于,人们认为对于一定数量的货币,越早得到,其价值越高。由于不同时点单位货币的价值不相等,所以,不同时点货币不宜直接比较价值,需要折算到同一时点上才能比较。

2.复利

货币的时间价值使得资金的借贷具有利上加利的特性,称其为复利。在复利条件下,终值(期末价值、到期值)计算公式为:

$$FV = PV \cdot (1+i)^n$$

式中:FV—终值;PV—本金(现值);i—每期利率;n—期数。

若每期付息 m 次,则终值为:

$$FV = PV \cdot (1+i/m)^{mn}$$

3. 现值和贴现

在复利条件下,现值(PV)计算公式为:

$$PV = FV / (1 + i)^n$$

(二) 影响股票投资价值的因素(★★)

1. 影响股票投资价值的内部因素

(1) 净资产。净资产是全体股东的权益,是决定股票投资价值的重要基准。公司经过一段时间的营运,其资产净值必然有所变动。股票作为投资的凭证,每一股代表一定数量的净值。从理论上讲,净值应与股价保持一定比例,即净值增加,股价上涨;净值减少,股价下跌。

(2) 盈利水平。公司的盈利水平是影响股票投资价值的基本因素之一。一般来说,预期公司盈利增加,股票市场价格上涨;预期公司盈利减少,股票市场价格下降。值得注意的是,股票价格的涨跌和公司盈利的变化并不完全同时发生。

(3) 股利政策。公司的股利政策直接影响股票投资价值。一般来说,股票价格与股利水平成正比。股利水平越高,股票价格越高;股利水平越低,股票价格越低。股利来自公司盈利,但公司盈利的增加只为股利分配提供了可能,盈利增加并非意味着股利一定增加。

(4) 股份分割。股份分割又被称为拆股或拆细,是将原有股份均等地拆成若干较小的股份。股份分割一般在年度决算月份进行,通常会刺激股价上升。股份分割给投资者带来的不是现实的利益,因为股份分割前后投资者持有的公司净资产和以前一样,得到的股利也相同,但是,投资者持有的股份数量增加了,给投资者带来了今后可多分股利和更高收益的预期,因此,股份分割往往比增加股利分配对股价上涨的刺激作用更大。

(5) 增资和减资。公司因业务发展需要增加资本额而发行新股的行为,对不同公司股票价格的影响不尽相同。在没有产生相应效益前,增资可能使每股净资产下降,因而可能促使股价下跌。但对那些业绩优良、财务结构健全、具有发展潜力的公司而言,增资意味着将增加公司经营实力,会给股东带来更多回报,股价不仅不会下跌,可能还

会上涨;当公司宣布减资时,多半是因为经营不善、亏损严重、需要重新整顿,所以股价会大幅下降。

(6)并购重组。公司并购重组总会引起公司价值的巨大变动,因而股票价格也随之产生剧烈的波动。但需要分析并购重组对公司是否有利,并购重组后是否会改善公司的经营状况,因为这些是决定股票价格变动方向的决定因素。

2.影响股票投资价值的外部因素

(1)宏观经济因素。宏观经济走向和相关政策是影响股票投资价值的重要因素,宏观经济走向包括经济周期、通货变动以及国际经济形势等因素。国家的货币政策、财政政策、收入分配政策和对证券市场的监管政策等都会对股票的投资价值产生影响。

(2)行业因素。行业的发展状况和趋势对于该行业上市公司的影响是巨大的,因而行业的发展状况和趋势、国家的行业政策和相关行业的发展等都会对该行业上市公司的股票投资价值产生影响。

(3)市场因素。证券市场上投资者对股票走势的心理预期会对股票价格走势产生重要的影响。市场中的散户投资者往往有从众心理,对股市产生助涨助跌的作用。

(三)股票的绝对估值方法(★)

1.股票的绝对估值方法的基本原理

绝对估值法的基本原理在于:假设价值来源于未来流入的现金流,将这一系列现金流以一定比率贴现到现在,再进行加总就得到了相应价值。因此,绝对估值法也就是现金流贴现法。

如果这些现金流只是属于股权出资人的,贴现加总得到的就是股权价值(股票价值);如果这些现金流是属于所有出资人的,贴现加总得到的就是企业价值。

如果得到的是企业价值,可以通过以下价值等式换算成股权价值(股票价值):**股权价值=企业价值-净债务=企业价值-(债务-现金)**。

绝对估值法的计算公式为:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

式中: V ——价值;

t ——时期;

CF_t ——第 t 期的现金流;

r ——未来所有时期的平均贴现率。

使用绝对估值法进行价值评估时,一般都要预测未来每期现金流,但是现金流是永续的,不可能预测到永远。所以,在实际估值中,都会设定一个详细预测期,在此期间详细预测每期现金流。对于在预测期之后的价值,也就是终值,可以采用终值倍数法或 Gordon 永续增长模型进行估算。

此时,绝对估值法的计算公式为可以表示为:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

式中: V ——价值;

t ——时期;

CF_t ——第 t 期的现金流;

r ——未来所有时期的平均贴现率;

n ——详细预测期数;

TV ——终值。

2. 红利贴现模型

投资者购买股票,通常预期获得两种现金流:一是持有股票期间的现金分红;二是持有期末卖出时的预期价格。二者的现值之和决定了股票价值。因此,红利贴现模型的一般公式为:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{DPS_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

式中: V ——股票价值;

DPS_t ——第 t 期的现金红利;

n ——详细预测期数;

r ——股权要求收益率;

P_n ——持有期末卖出股权时的预期价格。

红利贴现模型要求公司的股利政策相对稳定,但在实际中,很多公司的股利政策不稳定,且很多公司从不发放红利或者因为未盈利而无红利可发放。此时,很难用红利贴现模型进行估值。

3. 股权自由现金流贴现模型

股权自由现金流(FCFE)是可以自由分配给股权拥有者的最大化的现金流。股权自由现金流的计算公式为:

股权自由现金流(FCFE) = 净利润 + 折旧 + 摊销 - 营运资金的增加 + 长期经营性负债的增加 - 长期经营性资产的增加 - 资本性支出 + 新增付息债务 - 债务本金的偿还

股权自由现金流贴现模型的估值公式为:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

式中: V ——股票价值;

$FCFE_t$ ——第 t 期的股权自由现金流;

n ——详细预测期数;

r ——股权要求收益率(和红利贴现模型中的 r 相同);

TV ——股权自由现金流的终值。

4. 企业自由现金流贴现模型

企业自由现金流(FCFF)是指公司在保持正常运营的情况下,可以向所有出资人(股东和债权人)进行自由分配的现金流。企业自由现金流的计算公式为:

企业自由现金流(FCFF) = 息税前利润 - 调整的所得税 + 折旧 + 摊销 - 营运资金的增加 + 长期经营性负债的增加 - 长期经营性资产的增加 - 资本性支出

其中,调整的所得税有两种计算方法:一是直接用息税前利润乘以当期所得税率;二是在利润表中当期所得税的基础上进行调整,加回财务费用的税盾,再扣掉非经常损益对应的所得税。

企业自由现金流模型的估值公式为:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

式中:EV——企业价值;

FCFF_t——第 t 期的企业自由现金流;

n——详细预测期数;

WACC——加权平均资本成本;

TV——企业自由现金流的终值。

加权平均资本成本(WACC)是企业各种融资来源的资本成本的加权平均值,计算公式为:

$$WACC = \frac{D}{D+E} \times k_d \times (1-t) + \frac{E}{D+E} \times k_e$$

式中:D——付息债务的市场价值;

E——股权的市场价值;

k_d——税前债务成本;

k_e——股权资本成本;

t——所得税率。

企业自由现金流模型得到企业价值后,可以通过价值等式推出股权价值。

(四)股票的相对估值方法(★)

1.股票的相对估值方法的基本原理

相对估值法的基本原理是以可以比较的其他公司(可比公司)的价格为基础,来评估目标公司的相应价值。评估所得的价值,可以是股权价值(股票价值),也可以是企业价值。同理,如果得到的是企业价值,可以通过价值等式换算成股权价值(股票价值)。

相对估值法的计算公式为:

目标公司价值 = 目标公司某种指标 × (可比公司价值/可比公司某种指标)

“可比公司价值/可比公司某种指标”被称为倍数,常用的倍数包括:市盈率(P/E)倍数、企业价值/息税前利润(EV/EBIT)倍数、企业

价值/息税折旧摊销前利润(EV/EBITDA)倍数、市净率(P/B)倍数、市销率倍数(P/S)等。

2. 市盈率倍数法

市盈率(P/E)倍数反映了一家公司的股票价值对其净利润的倍数。市盈率倍数的计算公式为：

$$\text{市盈率倍数} = \text{每股市价} / \text{每股收益}$$

在使用市盈率倍数法估值时，先确定可比公司的市盈率作为目标公司估值的市盈率倍数，然后使用下述公式计算目标公司股票价值：

$$\text{每股价值} = \text{每股收益} \times \text{市盈率倍数}$$

使用市盈率倍数法估值时，一个需要注意的问题是，使用哪一时期的盈利数据。对于盈利数据，通常会面临三种选择：一是最近一个完整会计年度的历史数据；二是最近12个月的数据；三是预测年度的盈利数据。

使用历史数据的好处在于盈利数据和股价都是已知的，很客观。但质疑使用历史数据的观点认为，股票价格是股票未来价值的体现，从这个角度出发，使用预测的年度盈利数据更为合理。同时，若使用历史数据计算市盈率，应尽可能使用最新公开的信息，通常会使用最近12个月的数据。

3. 企业价值/息税前利润倍数法

息税前利润(EBIT)是在扣除债权人利息之前的利润，所有出资人(股东和债权人)对息税前利润都享有分配权，因此，息税前利润对应的价值是企业价值(EV)。

企业价值的计算用上述的价值等式。息税前利润的计算公式为：

$$\text{息税前利润(EBIT)} = \text{净利润(E)} + \text{所得税} + \text{利息}$$

企业价值/息税前利润倍数法的企业价值计算公式为：

$$\text{EV} = \text{EBIT} \times (\text{EV/EBIT 倍数})$$

用企业价值/息税前利润倍数法得到企业价值后，可以通过价值等式推出股票价值。

企业价值/息税前利润倍数法剔除了资本结构的影响。市盈率倍

数法是以利润指标作为估值基础,而净利润归属于股东,无法反映债权人的求偿权,当目标公司与可比公司的资本结构存在较大差异时可能导致错误的结果;息税前利润是向所有股东和债权人分配前的利润,因此不受股权和债务的比例即资本结构的影响。

4. 企业价值/息税折旧摊销前利润倍数法

息税折旧摊销前利润(EBITDA)同样也是在扣除利息费用之前的利润,所以它对应的也是企业价值(EIV)

企业价值的计算用上述的价值等式。息税前利润的计算公式为:

$$\text{息税前利润(EBIT)} = \text{净利润(E)} + \text{所得税} + \text{利息} + \text{折旧} + \text{摊销}$$

企业价值/息税折旧摊销前利润倍数法的企业价值计算公式为:

$$\text{EV} = \text{FBITDA} \times (\text{EV/EBITDA 倍数})$$

企业价值/息税折旧摊销前利润倍数法不但剔除了资本结构的影响,还剔除了折旧摊销的影响。公司的不同折旧摊销政策以及不同发展阶段的折旧摊销水平,会影响到公司的净利润和息税前利润,但息税折旧摊销前利润不受此影响。因此,对于折旧摊销影响比较大的公司(如重资产公司),比较适合用企业价值/息税折旧摊销前利润倍数法。

5. 市净率倍数法

市净率(P/B)倍数反映了一家公司的股票市值对其净资产的倍数。市净率倍数的计算公式为:

$$\text{市净率倍数} = \text{每股市价} / \text{每股净资产}$$

市净率倍数法估值与市盈率倍数法类似。先确定可比公司的市净率作为目标公司估值的市净率倍数,然后使用下述公式计算目标公司股票价值:

$$\text{每股价值} = \text{每股净资产} \times \text{市净率倍数}$$

市净率倍数法比较适用于资产流动性较高的金融机构,因为这类公司的资产账面价值更加接近市场价值。例如,银行业的估值通常会用市净率倍数法。而运营历史悠久的制造业企业和新兴产业企业往往不适合采用市净率倍数法。

6. 市销率倍数法

市销率(P/S)倍数反映了一家公司的股权价值对其销售收入的倍数。市销率倍数的计算公式为：

$$\text{市销率倍数} = \text{每股市价} / \text{每股销售收入}$$

在使用市销率倍数法估值时,先确定可比公司的市销率作为目标公司估值的市销率倍数,然后使用下述公式计算目标公司股票价值：

$$\text{每股价值} = \text{每股销售收入} \times \text{市盈率倍数}$$

对于一些无利润甚至亏损的企业,经营性现金流也为负,且账面价值比较低。此时,市销率倍数法可能比较实用。

市销率倍数法的局限之处是不能反映成本的影响,因此,主要适用于销售成本率较低的收入驱动型公司。

第五章 债券(原第四章 债券市场)

第一节 债券概述(原第一节 债券)

补充知识点:

一、债券的分类(补充部分分类标准及内容)(★★★)

(一)按利率是否固定分类

债券可以分为固定利率债券、浮动利率债券和可调利率债券。固定利率债券是指在发行时规定了整个偿还期内利率不变的债券,其筹资成本和投资收益可以事先预计,不确定性较小,但债券发行人和投资者仍然必须承担市场利率波动的风险。浮动利率债券是指发行时规定债券随市场利率定期浮动的债券。由于与市场利率挂钩,市场利率又考虑了通货膨胀的影响,浮动利率债券可以较好地抵御通货膨胀风险。可调利率债券也被称为可变利率债券,是指在债券存续期内允许根据一些事先选定的参考利率指数的变化,对利率进行定期调整的债券。调整间隔往往事先设定,包括1个月、6个月、1年、2年、3年或5年。可调利率债券的具体形式千差万别,名称也多种多样,但都有一个基本特征,就是利率可变,只是变的基础、幅度、条件方面不一致。

(二)按期限长短分类

根据偿还期限的不同,债券可分为长期债券、短期债券和中期债券。一般说来,偿还期限在1年以下的为短期债券;偿还期限在10年以上的为长期债券;期限在1年或1年以上、10年以下(包括10年)的为中期债券。不过,我国债券按照期限划分的标准并不固定。我国国债的期限划分与上述标准相同,但我国企业债券的期限划分与上述标准有所不同。我国短期企业债券的偿还期限在1年以内,偿还期限在

1年以上5年以下的为中期企业债券,偿还期限在5年以上的为长期企业债券。

(三)按发行方式分类

债券按发行方式可分为公募债券和私募债券。

公募债券是指按法定手续,经证券主管机构批准在市场上公开发行的债券。这种债券的认购者可以是社会上的任何人。发行者一般具有较高的信誉,而发行公募债券又有助于提高发行者的信用度。除政府机构、地方公共团体外,一般私营企业必须符合规定的条件才能发行公募债券。由于发行对象是不特定的广泛分散的投资者,因而要求发行者必须遵守信息公开制度,向投资者提供各种财务报表和资料,并向证券主管部门提交有价证券申报书,以保护投资者的利益。

在我国,中国证监会出台的《公司债券发行与交易管理办法》将公司债券划分为大公募债券(同时面向公众投资者和合格投资者发行)和小公募债券(仅面向合格投资者发行)。大公募债券需满足的条件包括:最近三年无债务违约或者延迟支付本息的事实、最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于债券一年利息的1.5倍以及债券信用评级需达到AAA级。

私募债券是指向与发行者有特定关系的少数投资者募集的债券,私募债券的发行和转让均有一定的局限性。募集对象为有限数量的专业投资机构,如银行、信托公司、保险公司和各种基金会等。这些专业投资的投资机构一般都拥有经验丰富的专家,对债券及其发行者具有充分调查研究的能力,加上发行人与投资者相互都比较熟悉,所以没有公开展示的要求,即私募发行不采取公开制度。购买私募债券的目的一般不是为了买卖,只是作为金融资产而保留。在我国,私募公司债券的发行对象为合格投资者,每次发行对象不得超过200人。

(四)按信用状况分类

债券按信用状况分可以分为利率债和信用债。

利率债是指直接以政府信用为基础或是以政府提供偿债支持为基础而发行的债券。由于有政府信用背书,正常情况下利率债的信用

风险很小,影响其内在价值的因素主要是市场利率或资金的机会成本,故名“利率债”。在我国,狭义的利率债包括国债和地方政府债。国债由财政部代表中央政府发行,以中央财政收入作为偿债保障,其主要目的是解决由政府投资的公共设施或重点建设项目的资金需要和弥补国家财政赤字,其特征是安全性高、流动性强、收益稳定、享受免税待遇;地方政府债是指地方政府发行的债券,以地方财政收入为本息偿还资金来源,目前只有省级政府和计划单列市可发行地方政府债券。市场机构一般认为,广义的利率债除了国债、地方政府债,还可包括中央银行发行的票据、国家开发银行等政策性银行发行的金融债、铁路总公司等政府支持机构发行的债券。利率债信用风险小,但不一定是对于信用违约绝对“免疫”,也有可能出现本息兑付延期乃至实质性违约的情况。例如,欧洲债务危机期间,希腊等国家的主权债务就曾出现过违约。

信用债是指以企业的商业信用为基础而发行的债券,除了利率,发行人的信用是影响该类债券的重要因素,故名“信用债”。我国债券市场上的信用债包括非金融企业发行的债券和商业性金融机构发行的债券。非金融企业发行的信用债具体包括中期票据、短期融资券、超短期融资券、企业债、普通公司债(包括可交换公司债)、可转换公司债等。金融类信用债包括商业银行、保险公司、证券公司等金融机构发行的债券。信用债券与政府债券相比最显著的差异就是存在信用风险,所以信用债券比国债有着更高的收益,某些情况下收益率甚至高达百分之几十。

二、我国目前的债券类型(★★)

我国目前的债券品种划分为五种类型:财政部负责监管的国债及地方政府债券、中国人民银行会同中国银保监会监管的金融债券、国家发改委监管的企业债券、中国证监会监管的公司债券、中国人民银行监管的银行间市场非金融企业债务融资工具。

三、中央政府债券的分类(补充部分分类标准及内容)(★★★)

1.按币种分类

国债债券有一定的面值,有面值就需要有某种计量单位。依照币种,国债可以分为本币国债和外币国债。本币国债以本国货币为面值发行,外币国债以外国货币为面值发行。

2.按付息方式分类

贴现国债和付息国债是按照国债利息的支付方式不同而划分的。

付息国债指国债券面上附有息票,是按照债券票面载明的利率及支付方式支付利息的债券。息票上标有利息额、支付利息的期限和债券号码等内容。付息国债的利息支付方式一般在偿还期内按期付息,如每半年或一年付息一次。

贴现国债指国债券面上不附有息票,发行时按规定的折扣率,以低于债券面值的价格发行,到期按面值支付本息的国债。贴现国债的发行价格与其面值的差额即为债券的利息。通常期限在1年以下(含1年)的国债为贴现式国债;期限在1年以上的国债为付息式国债。

四、金融债券的分类(补充部分分类标准及内容)(★★★)

金融债券可以像企业债券一样,根据期限的长短划分为短期债券、中期债券和长期债券;根据是否记名划分为记名债券和不记名债券;根据担保情况划分为信用债券和担保债券;根据可否提前赎回划分为可提前赎回债券和不可提前赎回债券;根据债券票面利率是否变动划分为固定利率债券、浮动利率债券和累进利率债券;根据发行人是否给予投资者选择权划分为附有选择权的债券和不附有选择权的债券等。

五、我国金融债券的品种和管理规定(★)

(1)政策性金融债券。政策性金融债券是指我国政策性银行为筹集资金,经监管部门批准,以市场化方式向国有商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行等金融机构发行的债券。政策性银行包括国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行。

根据《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》，政策性银行发行金融债券，应按年向中国人民银行报送金融债券发行申请，经中国人民银行核准后方可发行。政策性银行金融债券发行申请应包括发行数量、期限安排、发行方式等内容，如需调整，应及时报中国人民银行核准。政策性金融债券可在全国银行间债券市场公开发行或定向发行，发行人可以采取一次足额发行或限额内分期发行的方式。

(2) 商业银行金融债券。商业银行金融债券是指依法在中华人民共和国境内设立的商业银行在全国银行间债券市场发行的、按约定还本付息的有价证券。商业银行除发行普通的金融债券外，还包括次级债券、资本补充债券。

① 商业银行金融债券。根据《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》，商业银行发行金融债券应具备以下条件：具有良好的公司治理机制；核心资本充足率不低于4%；最近三年连续盈利；贷款损失准备计提充足；风险监管指标符合监管机构的有关规定；最近三年没有重大违法、违规行为；中国人民银行要求的其他条件。

根据商业银行的申请，中国人民银行可以豁免前述所规定的个别条件。

② 商业银行次级债券。2004年6月17日，《商业银行次级债券发行管理办法》颁布实施。商业银行次级债券是指商业银行发行的、本金和利息的清偿顺序列于商业银行其他负债之后、先于商业银行股权资本的债券。

根据《商业银行次级债券发行管理办法》，商业银行公开发行次级债券应具备以下条件：实行贷款五级分类，贷款五级分类偏差小；核心资本充足率不低于5%；贷款损失准备计提充足；具有良好的公司治理结构与机制；最近三年没有重大违法、违规行为。

商业银行以私募方式发行次级债券或募集次级定期债务应符合以下条件：实行贷款五级分类，贷款五级分类偏差小；核心资本充足率不低于4%；贷款损失准备计提充足；具有良好的公司治理结构与机制；最近四年没有重大违法、违规行为。

③资本补充债券。资本补充债券是指银行业金融机构为满足资本监管要求而发行的、对特定触发事件下债券偿付事宜作出约定的金融债券,包括但不限于无固定期限资本债券和二级资本债券。

银行业金融机构发行资本补充债券,应满足以下条件:具有完善的公司治理机制;偿债能力良好,且成立满3年;经营稳健,资产结构符合行业特征,以服务实体经济为导向,遵守国家产业政策和信贷政策;满足宏观审慎管理要求,且主要金融监管指标符合监管部门的有关规定。该公告还明确,当触发事件发生时,资本补充债券可以实施减记,也可以实施转股。中国人民银行2006年第11号公告(关于商业银行发行混合资本债券)同时废止。

六、我国企业债券的品种和管理规定(★)

(1)普通企业债券。企业债券发行受多个法律法规和规范性文件的约束,具体内容将在下节中叙述。

(2)中小企业集合债券。中小企业集合债券是指同一区域内由当地政府国资部门(或发改委、金融办、中小企业服务局)等政府职能部门作为牵头人组织、以多个中小企业构成联合发行主体,若干个中小企业各自确定债券发行额度,采用集合债券的形式,使用统一的债券名称,形成一个总发行额度而发行的约定到期还本付息的一种企业债券。

(3)小微企业增信集合债券与创投企业债券。小微企业增信集合债是指以地方融资平台或国有企业为发行主体,面向机构投资者发行,募集资金以银行委托贷款的方式发放给小微企业的创新类企业债券品种。2013年7月25日,国家发改委发布了《国家发展改革委关于加强小微企业融资服务支持小微企业发展的指导意见》,提出支持符合条件的创业投资企业、股权投资企业、产业投资基金发行企业债券,专项用于投资小微企业。对于集合债券发行主体中募集资金规模小于1亿元的,可以全部用于补充公司营运资金。

2014年5月,国家发改委下发《关于进一步做好支持创业投资企业发展相关工作的通知》,再次提出:“支持符合条件的创业投资企业

发行企业债券。加快审核专项用于投资小微企业的创业投资企业发债申请。支持符合条件的创业投资企业的股东或有限合伙人发行企业债券,用于投资创业投资企业。”

《小微企业增信集合债券发行管理规定》提出,对小微债募集资金委托贷款集中度的要求为:“对单个委贷对象发放的委贷资金累计余额不得超过1 000万元,且不得超过小微债募集资金规模的3%。同一控制人下的企业,合计获得委贷资金不得超过上述规定数额和比例。”实践中,该品种因为其募集资金最终用于支持小微企业和创业投资企业而受到国家发改委的审核优待,限制条件较为宽松。

(4) 可续期企业债券。可续期企业债券,是指在约定的计息周期(一般3—5年)到期时,发行人可按约定的利率调整机制调整利率后,继续延长一个周期的企业债券,理论上可不断续期永续存在,具有期限超长、主动赎回、可充当资本金等诸多优势。可续期企业债券的管理规定同普通企业债券相同,国家发改委并未对该类债券制定专门的规定。

(5) 项目收益债券。2015年7月29日,国家发改委办公厅发布《项目收益债券管理暂行办法》,规定项目收益债券是指“由项目实施主体或其实际控制人发行的,与特定项目相联系的,债券募集资金用于特定项目的投资与建设,债券的本息偿还资金完全或主要来源于项目建成后运营收益的企业债券”。发行项目收益债券募集的资金,只能用于该项目建设、运营或设备购置,不得置换项目资本金或偿还与项目有关的其他债务,但偿还已使用的超过项目融资安排约定规模的银行贷款除外。

项目收益债券可以以招标或簿记建档形式公开发行人,也可以面向机构投资者非公开发行人。非公开发行的,每次发行时认购的机构投资者不超过200人,单笔认购不少于500万元人民币。

发行项目收益债券,需符合《公司法》《证券法》《企业债券管理条例》和《项目收益债券管理暂行办法》对公开发行人和非公开发行人债券的要求。非公开发行的项目收益债券的债项评级应达到AA及以上。

(6)专项债券。专项债券是指债券募集资金用于特定项目的债券。专项债券不是某一个债券品种,它可以是普通企业债券,也可以是创新的项目收益债券、永续债券、债贷组合债券等。

国家发改委于2015年12月31日发布《绿色债券发行指引》,规定绿色债券是指“募集资金主要用于支持节能减排技术改造、绿色城镇化、能源清洁高效利用、新能源开发利用、循环经济发展、水资源节约和非常规水资源开发利用、污染防治、生态农林业、节能环保产业、低碳产业、生态文明先行示范实验、低碳试点示范等绿色循环低碳发展项目的企业债券”。企业申请发行绿色债券,可适当调整企业债券现行审核政策及《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》中规定的部分准入条件:

①债券募集资金占项目总投资比例放宽至80%(相关规定对资本金最低限制另有要求的除外);

②发行绿色债券的企业不受发债指标限制;

③在资产负债率低于75%的前提下,核定发债规模时不考察企业其他公司信用类产品的规模;

④鼓励上市公司及其子公司发行绿色债券。

(7)债贷组合:债贷组合是按照“融资统一规划、信贷统一授信、动态长效监控、全程风险管理”模式,由银行为企业制定系统性融资规划,根据项目建设融资需求,将企业债券和贷款统一纳入银行综合授信管理体系,对企业债务融资实施全程管理。

七、我国企业债券和公司债券的区别(★)

我国企业债券和公司债券主要有以下几方面的区别:

1.发行主体不同

企业债券的发行主体可以是股份有限公司和有限责任公司,也可以是尚未改制为公司制的企业法人,但不包括上市公司;公司债券的发行主体已经由原来限于境内证券交易所上市公司、发行境外上市外资股的境内股份有限公司、证券公司的发行范围扩大至所有公司制法人。

2.发行制度和监管机构不同

企业债券由国家发改委进行审核,企业债券发行实行审批制。中央企业发行企业债券,由中国人民银行会同国家计划委员会审批;地方企业发行企业债券,由中国人民银行省、自治区、直辖市、计划单列市分行会同同级计划主管部门审批。2013年4月颁布的《关于进一步改进企业债券发行审核工作的通知》将企业发行审批分为“加快和简化审核”“从严审核”和“适当控制规模和节奏”三类。2013年8月《关于省级发展改革部门开展企业债券预审工作有关问题的意见》规定由国家发改委负责的地方企业发债预审工作委托省级发展改革部门负责。

公司债券的核准机构是中国证监会,《公司债券发行与交易管理办法》取消了公司债券公开发行的保荐制和发审委制度,改为公开发行执行中国证监会核准制,私募发行执行中国证券业协会备案制。

3.募集资金用途不同

公司债券的募集资金用途由发行人自行决定,不强制与项目挂钩,包括可以用于偿还银行贷款、改善财务结构等股东大会核准的用途,除金融类企业外,募集资金不得转借他人。企业债券募集资金用途主要限制在固定资产投资和技术革新改造方面,并与政府部门审批的项目直接相连。

4.发行申报程序不同

企业债券的发行申报程序视企业类型不同而定:中央直接管理企业的申请材料直接申报;国务院行业管理部门所属企业的申请材料由行业管理部门转报;地方企业的申请材料由所在省、自治区、直辖市、计划单列市发展改革部门转报。

公司债券的发行申报为:中国证监会在收到申请文件后,在5个工作日内决定是否受理;受理初审后,发行审核委员会审核申请文件,作出核准或者不予核准的决定。

5.发行期限不同

企业债券的发行期限一般为3—20年,以10年为主;公司债券的

发行期限一般为3—10年,以5年为主。

6.发行持续时间不同

企业债券需在批准文件印发之日起2个月内完成发行;公司债券可申请一次核准、分期发行。自核准发行之日起,应在6个月内首期发行,剩余数量应在24个月内发行完毕。首期发行数量应当不少于发行总量的50%,剩余各期发行数量由公司自行确定,每期发行完毕后5个工作日内报中国证监会备案。

7.发行定价方式不同

企业债券的定价存在利率限制,要求发债利率不高于同期银行存款利率的40%;公司债券的发债利率没有明确的限制,由发行人和保荐人通过市场询价确定。

8.担保要求不同

企业债券包括无担保信用债券、资产抵押债券、第三方担保债券,实践中企业债券相对较多采取了担保的方式;公司债券市场大部分是无担保信用债。

9.发行市场不同

企业债券发行市场包括银行间债券市场和证券交易所市场;公司债发行市场仅为证券交易所市场。

新增知识点:

一、资产证券化

(一)资产证券化的定义、主要种类(★★★)

1.资产证券化的定义

资产证券化是以特定资产组合或特定现金流为支持,发行可交易证券的一种融资形式。传统的证券发行是以企业为基础,而资产证券化是以特定的资产池为基础发行证券。

2.资产证券化的种类与范围

(1)根据基础资产分类。根据证券化的基础资产不同,可以将资产证券化划分为不动产证券化、应收账款证券化、信贷资产证券化、未

来收益证券化(如高速公路收费)、债券组合证券化等类别。

(2)根据资产证券化的地域分类。根据资产证券化发起人、发行人和投资者所属地域不同,可将资产证券化划分为境内资产证券化和离岸资产证券化。

(3)根据证券化产品的属性分类。根据证券化产品的金融属性不同,可以分为股权型证券化、债权型证券化和混合型证券化。

(二)资产证券化参与者(★★)

资产证券化交易比较复杂,涉及的当事人较多,一般而言,下列当事人在证券化过程中具有重要作用:

1.发起人

资产证券化的发起人是资产证券化的起点,是基础资产的原始权益人,也是基础资产的卖方。发起人的作用首先是发起贷款等基础资产,这是资产证券化的基础和来源;其次在于组建资产池,然后将其转移给特殊目的机构(SPV)。因此,发起人可以从两个层面上来理解:一是可以理解为发起贷款等基础资产的发起人;二是可以理解为证券化交易的发起人。这里的发起人是从第一个层面上来定义的。

一般情况下,基础资产的发起人会自己发起证券化交易,那么这两个层面上的发起人是重合的,但是有时候资产的发起人会将资产出售给专门从事资产证券化的载体,这时两个层面上的发起人就是分离的。因此,澄清发起人的含义是必要的。

2.特殊目的机构(SPV)

特殊目的机构是以资产证券化为目的而特别组建的独立法律主体,其负债主要是发行的资产支持债券,资产则是向发起人购买的基础资产。SPV是介于发起人和投资者之间的中介机构,是资产支持证券的真正发行人。SPV是一个法律上的实体,可以采取信托、公司或者有限合伙的形式。

3.信用增级机构

此类机构负责提升证券化产品的信用等级,为此要向特定目的机构收取相应费用,并在证券违约时承担赔偿责任。信用增级可以通过

内部增级和外部增级两种方式,对应这两种方式,信用增级机构分别是发起人和独立的第三方。第三方信用增级机构包括政府机构、保险公司、金融担保公司、金融机构、大型企业的财务公司等。

国外证券化发展初期政府机构的担保占据主要地位,后来非政府担保逐渐发展起来,包括银行信用证、保险公司保函等,以后又产生了金融担保公司。

4.信用评级机构

如果发行的证券化产品属于债券,发行前必须经过评级机构进行信用评级。目前世界上规模最大、具有较强影响力的三大信用评级机构为标准普尔、穆迪公司和惠誉公司。我国也有若干家中资和中外合资的信用评级机构。相当部分的资产证券化操作会同时选用两家评级机构来对证券进行评级,以增强投资者的信心。

5.承销商

承销商是指负责证券设计和发行承销的投资银行。如果证券化交易涉及金额较大,可能会组成承销团。此外,在证券设计阶段,作为承销商的投资银行一般还扮演财务顾问的角色,运用其经验和技能形成一个既能在最大程度上保护发起人的利益又能被投资者接受的融资方案。

6.服务商

服务商对资产项目及其所产生的现金流进行监理和保管;负责收取这些资产到期的本金和利息,将其交付予受托人;对过期欠账服务机构进行催收,确保资金及时、足额到位;定期向受托管理人和投资者提供有关特定资产组合的财务报告。服务机构通常由发起人担任,为上述服务收费,以及通过在定期汇出款项前用所收款项进行短期投资而获益。

7.受托人

受托人托管资产组合以及与之相关的一切权利,代表投资者行使职能。其主要职能包括:把服务机构存入 SPV 账户中的现金流转付给投资者;对没有立即转付的款项进行再投资;监督证券化中交易各

方的行为,定期审查有关资产组合情况的信息,确认服务机构提供的各种报告的真实性和准确性,并向投资者披露;公布违约事宜,并采取保护投资者利益的法律行为;当服务机构不能履行其职责时,替代服务人担当其职责。

(三)资产证券化的具体操作要求(★★)

通常来讲,资产证券化的基本运作程序主要有以下几个步骤:

1.重组现金流,构造证券化资产

发起人(一般是发放贷款的金融机构,也被称为原始权益人)根据自身的资产证券化融资要求,确定资产证券化目标,对自己拥有的能够产生未来现金收入流的信贷资产进行清理、估算和考核,根据历史经验数据对整个组合的现金流的平均水平有一个基本判断,决定借款人信用、抵押担保贷款的抵押价值等;并将应收和可预见现金流资产进行组合,对现金流的重组可按贷款的期限结构、本金和利息的重新安排或风险的重新分配等进行,根据证券化目标确定资产数,最后将这些资产汇集形成一个资产池。

2.组建特殊目的机构,实现真实出售,达到破产隔离

特殊目的机构是一个以资产证券化为唯一目的的、独立的信托实体,有时也可以由发起人设立。注册后的特殊目的机构的活动受法律的严格限制,其资本化程度很低,资金全部来源于发行证券的收入。

3.完善交易结构,进行信用增级

为完善资产证券化的交易结构,特设信托机构要完成与发起人指定的资产池服务公司签订贷款服务合同、与发起人一起确定托管银行并签订托管合同、与银行达成必要时提供流动性支持的周转协议、与券商达成承销协议等一系列的程序。同时,特设信托机构对证券化资产进行一定风险分析后,就必须对一定的资产集合进行风险结构的重组,并通过额外的现金流来源对可预见的损失进行弥补,以降低可预见的信用风险,提高资产支持证券的信用等级。

4.资产支持证券的信用评级

资产支持证券的信用评级是投资者提供证券选择的依据,因而构

成资产证券化的又一重要环节。评级由国际资本市场上广大投资者承认的独立私营评级机构进行,评级考虑因素不包括由利率变动等因素导致的市场风险,而主要考虑资产的信用风险。

5.安排证券销售,向发起人支付

在信用提高和评级结果向投资者公布之后,承销商负责向投资者销售资产支持证券,销售的方式可以是包销或代销。特殊目的机构从承销商处获取证券发行收入后,按约定的购买价格,把发行收入的大部分支付给发起人。至此,发起人的筹资目的已经达到。

6.挂牌上市交易及到期支付

资产支持证券发行完毕到证券交易所申请挂牌上市后,即实现了金融机构的信贷资产流动性的目的,但资产证券化的工作并没有全部完成。发起人要指定一个资产池管理公司或亲自对资产池进行管理,负责收取、记录由资产池产生的现金收入,并将这些收款全部存入托管行的收款专户。

(四)资产支持证券概念及分类(★★)

1.资产支持证券概念

在资产证券化过程中发行的以资产池为基础的证券被称为“资产支持证券”。通过资产证券化,将流动性较低的资产(如银行贷款、应收账款、房地产等)转化为具有较高流动性的可交易证券,提高了基础资产的流动性,便于投资者进行投资;还可以改变发起人的资产结构,改善资产质量,加快发起人资金周转。

2.资产支持证券的基本分类

在资产证券化发展较为成熟的欧美市场,传统的证券化资产包括银行的债权资产,如住房抵押贷款、商业地产抵押贷款、信用卡贷款、汽车贷款、企业贷款等;企业的债权资产,如应收账款、设备租赁等。这些传统的证券化产品一般被统称为资产支持证券(ABS),但美国通常将基于房地产抵押贷款的证券化产品特称为 MBS,而将其余的证券化产品称为 ABS。

MBS 是基于房地产抵押贷款的证券化产品,可以进一步细分为

住房抵押贷款支持证券(RMBS)和商业地产抵押贷款支持证券(CMBS)。从现实情况看, RMBS是MBS产品的主体,因此MBS一般也特指RMBS,而CMBS则单独表示。

ABS产品的分类相对而言更为繁杂,大致可以分为狭义的ABS和担保债务凭证(CDO)两类。前者主要是基于某一类同质资产,如汽车贷款、信用卡贷款、学生贷款、设备租赁等为标的资产的证券化产品,也有期限在一年以下的资产支持商业票据(ABCP);后者对应的基础资产则是一系列的债务工具,如高息债券、新兴市场企业债或国家债券、银行贷款,甚至传统的MBS等证券化产品。CDO又可根据债务工具的不同分为担保债券凭证(CBO)和担保贷款凭证(CLO),前者以一组债券为基础,后者以一组贷款为基础。

(五)资产证券化兴起的经济动因(★)

1.从发起人的角度

(1)增加资产的流动性,提高资本使用效率。资产证券化最基本的功能是提高资产的流动性。发起人(例如商业银行)可以通过资产证券化将贷款出售获得现金,或者以贷款为支持发行债券进行融资。不管通过哪种方式,资产证券化使得拥有贷款等流动性差的资产的主体可以将流动性较低的贷款变成具有高流动性的现金,从而为他们提供一条新的解决流动性不足的渠道。资产流动性的提高,意味着资本利用效率的提高。资产证券化作为一种融资手段,使得发起人在获得资金的同时并没有增加负债,而是促进了资金的周转,从而提高了资本的利用效率。

(2)提升资产负债管理能力,优化财务状况。资产证券化对发起人的资产负债管理的提升作用体现在它可以解决资产和负债的不匹配性。以银行为例,银行的资产和负债的不匹配性主要表现在两个方面:一是流动性和期限的不匹配;二是利率的不匹配。

(3)实现低成本融资。传统的融资方式一般是以融资方的整体信用为支持的,但是资产证券化是一种结构性融资而非产权融资,其信用基础是一组特定资产(抵押类或非抵押类),而非发行人的整个资

产。贷款、企业债券、股票等方式都是以发行人的全部资产和信用为支持的,投资者进行投资必须考虑发行人的整体信用和经营状况,而在资产证券化融资中,投资者只需考虑基础资产的质量就行。资产证券化可以通过破产隔离机制的设计,再辅以信用增级等手段,使得发行证券的信用级别独立于融资方的信用级别,大大提高证券的信用级别。也就是说,即使融资方的信用级别并不高,资产证券化后的证券也可有比较高的信用级别。信用级别的提高必然使得投资者的要求回报率降低,所以融资成本就得到了节约。另外,由于资产证券化可以使得证券的信用级别高于原有融资人的整体信用级别,原来可能因为信用级别不够而无法融资的融资人也可以获得融资的机会,这就使其融资渠道得到了拓宽。信用增级通常还会带来一个差额收益,这个收益一般都是属于发起人所得。这样对发起人来说,既能获得收益,又能留住客户,是一个很大的吸引。

(4)增加收入来源。在资产证券化中,服务商通常由发起人担任,使得发起人可以通过收付款服务等途径收取费用,增加新的收入来源。

2.从投资者的角度

(1)提供多样化的投资品种。资产证券化产品根据投资者对风险、收益和期限等的不同偏好,对基础资产组合产生的现金流进行了重新安排和分配,使本金与利息的偿付机制发生了变化。具体而言,资产证券化交易中的证券一般不是单一品种,而是通过对现金流的分割和组合,可以设计出具有不同档级的证券。不同档级的证券具有不同的优先偿付次序,以“熨平”现金流的波动。这就为投资者提供了风险和收益多样化的产品品种,为各种类型投资者分散风险、提高收益、创造新投资组合提供了巨大空间。同时,对特定领域资产的证券化,其产品的标准化设计为投资者提供了进入原本不可能进入的投资领域的可能性。

(2)提供更多的合规投资。由于组成资产池的是优质资产,且有完善的信用增级,因此所发行证券的风险通常很小(多数能获得 AA

以上的评级),而收益却相对比较高,并且在二级市场上具有很高的流动性。资产支持证券可以为那些在投资品种上受到诸多限制的机构投资者(如养老基金、保险公司、货币市场基金)提供新的合意投资品,成为它们投资组合中的合规投资。

(3)降低资本要求,扩大投资规模。一般而言,资产证券化产品的风险权重比基础资产本身的风险权重低得多。比如,在美国,住房抵押贷款的风险权重为50%,而由联邦国民住房贷款协会发行的以住房抵押贷款为支持的过手证券却只有20%的风险权重,金融机构持有这类投资工具可以大大节省为满足资本充足率要求所需要的资本金,从而可以扩大投资规模,提高资本收益率。

(六)美国次级贷款及相关证券化产品危机(★)

1.住宅抵押贷款支持证券(RMBS)

在美国,住房抵押贷款大致可以分为五类:

(1)优级贷款。对象为消费者信用评级最高的个人(信用分数在660分以上),月供占收入比例不高于40%及首付超过20%。

(2)Alt-A贷款。对象为信用评级较高但信用记录较弱的个人,如自雇以及无法提供收入证明的个人。

(3)次级贷款。对象为信用分数较差的个人,尤其信用评级低于620分,月供占收入比例较高或信用记录欠佳,首付低于20%。

(4)住房权益贷款。对已经抵押过的房产,若房产总价扣减净值后仍有余额,可以申请再抵押。

(5)机构担保贷款。指经由Fannie Mae、Gennie Mae、Freddie Mac等政府住房按揭贷款支持机构担保的贷款。

从2005年起,美国利率水平开始逐步提高,房价从2006年起出现回落,贷款不良率开始上升,进而导致证券化资产质量恶化,相关金融机构出现巨额亏损。其中,那些利用短期融资工具获取资金并以此投资于CDO产品的机构受害尤其巨大。这场危机从美国不断传播到全球金融市场,有关次贷危机损失的估计数不断翻新,若干金融机构受到牵连,有的甚至已经面临破产危机。次贷危机成为一段时期内影

响全球金融稳定的最主要危险根源之一。

2. 商业地产抵押贷款支持证券(CMBS)

20 世纪 80 年代初期,储贷机构发放了大量的商业地产抵押贷款,当美联储为抗击通胀而提高短期利率时,储贷机构面临很高的短期融资成本和较低利率的长期抵押贷款资产,《1986 年税收改革法案》又取消了持有商业房地产资产获得的税收优惠,导致众多储贷机构破产倒闭。

为了清理那些倒闭储贷机构的商业地产抵押贷款,美联储成立了重组信托公司(RTC),资产证券化的技术被运用到这些商业地产抵押贷款的处置方面,客观上也推动了商业地产抵押贷款支持证券市场的发展。

3. 资产支持证券

抵押贷款支持证券的巨大成功,吸引银行对更多的基础资产运用证券化技术,20 世纪 80 年代,ABS 开始起步。1985 年 3 月,Sperry 公司以 1.92 亿美元的电脑租赁合同为担保,发行了世界上第一只资产支持证券;1985 年 5 月,证券化开始运用于汽车贷款;1987 年信用卡应收款证券化;20 世纪 80 年代末,储贷银行不良贷款比例上升,证券化方式开始运用于处理不良资产。其后,车贷、学生贷款均被加入资产证券化领域中。近年来,一些其他新的金融资产,如财产税留置权和设备租赁合同等也被用于证券化。

(七)我国资产证券化发展历史(★)

目前,我国资产证券化根据监管机构的的不同可分为:受央行和原中国银监会监管的信贷资产证券化、银行间市场交易商协会主导的资产支持票据(ABN)、受中国证监会监管的企业资产证券化业务、受原中国保监会监管的保险资产证券化。这四类资产证券化在发起人、主管部门、基础资产、交易结构、信用增级等方面都有着不同特点,见下表。

表 10 资产证券化不同体系对比

项目	信贷资产 ABS	企业资产 ABS	资产支持票据	保险资产 ABS
监管机构	央行、原中国银监会	中国证监会	交易商协会	原中国保监会
审核方式	央行注册 + 原中国银监会备案	交易所审核 + 中国证券投资基金业协会备案	注册制	初次申报核准, 同类产品事后报告
发起人	银行业金融机构	未明确规定	非金融企业	未明确要求
SPV	特定目的信托	证券公司/基金子公司	SPT/SPC/发起机构自身	保险资管
基础资产	信贷资产	负面清单制, 各类债权和收益权	与企业 ABS 类似	负面清单制, 穿透审查, 与企业 ABS 类似
发行方式	公募/私募	私募	公募/私募	私募
流通场所	银行间债券市场	交易所、报价系统、券商柜台等	银行间债券市场	保险资产登记交易平台

1. 信贷资产证券化

2005 年 12 月, 国开行、建行分别以个人住房抵押贷款和信贷资产为支持, 作为第一批试点单位成功发行了第一期资产支持证券——开元 2005、建元 2005。其后, 信贷资产证券化经历了几个阶段:

(1) 2005 年 3 月到 2007 年 4 月是试点的第一阶段, 其间共发行 5 期证券化产品, 试点规模 150 亿元。

(2) 2007 年 5 月到 2008 年 12 月是试点的第二阶段, 在这阶段发行 12 期证券化产品, 发行规模 480 亿元。2008 年次贷危机后, 监管机构暂停了资产证券化的审批。

(3) 2012 年 5 月, 中国人民银行、原中国银监会发布《关于进一步

扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，重启信贷资产证券化业务，重启后信贷证券化产品发行提速。

(4)2014年11月，原中国银监会发布《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》，信贷资产证券化进入备案制时代。2015年1月4日，原中国银监会下发批文公布27家商业银行获得开展信贷资产证券化产品的业务资格，标志着信贷资产证券化业务备案制在实操层面落地；3月26日，中国人民银行发布《关于信贷资产支持证券试行注册制的公告》，宣布已经取得监管部门相关业务资格、发行过信贷资产支持证券并且能够按照规定披露信息的受托机构和发起机构可以向中国人民银行申请注册，并在注册有效期内自主发行信贷ABS。

2.企业资产证券化

2005年，中国联通CDMA网络租赁费收益计划发行，宣告着中国证监会主管的企业资产证券化正式起航。和原中国银监会主管的信贷资产证券化类似，企业资产证券化也经历了2007—2010年的停滞；在恢复发行后，基础资产的种类日益丰富，陆续出现了以BT/BOT债权、基础设施收费权、棚户区改造、入园凭证收费、小额贷款、租赁资产为基础资产发行的项目，在2014年发行401亿元，超过2005年以来的总和。企业资产证券化的基本要素和信贷资产证券化比较类似，只是SPV由证券公司或者基金子公司的资产支持专项资管计划来担任。

目前企业资产证券化实施备案制加负面清单管理。2014年12月26日，中国证监会发布《资产支持专项计划备案管理办法》，开始针对企业资产证券化实施备案制，同时配套《资产证券化业务风险控制指引》和《资产证券化业务基础资产负面清单指引》，提出8类负面清单，大大拓宽了发行人及基础资产的可选范围，促进企业资产证券化在2015年以来的高速发展。

3.资产支持票据

资产支持票据(ABN)是国内在2012年开始出现的“准资产证券化”融资工具。与前两类资产支持证券相比，ABN发行人限于非金融

企业,采用注册制,可选择公募或私募方式在银行间市场发行。ABN 的交易结构没有像标准资产证券化那样要求风险隔离,并未强制要求设立 SPV,因此不是欧美严格意义上的资产证券化。

4. 保险资产证券化

与信贷 ABS 和企业 ABS 相比,保险系 ABS 起步非常晚。2012 年,原中国保监会发布政策允许保险资金投资保险资产管理公司发行的资产支持计划,为保险机构开展资产证券化业务开拓了空间;2013 年 2 月,保险资产管理公司开展包括资产支持计划在内的保险资管产品试点业务启动;2015 年 9 月,原中国保监会印发《资产支持计划业务管理暂行办法》。此前保险业参与资产证券化的形式主要为保险资金投资 ABS 项目及保险资产管理公司发起设立非保险资产的资产支持计划。2016 年 3 月 28 日太平人寿与华泰证券(上海)资产管理有限公司合作发行的“太平人寿保单质押贷款债权支持 1 号专项计划”拿到了上海证券交易所无异议函复,产品于 2016 年 3 月 31 日正式成立:这意味着首只以保险资产为基础资产的 ABS 面世,保单质押贷款 ABS 项目为保险业参与资产证券化项目提供了全新的思路和方法。

第二节 债券的发行(原第二节 债券的发行与承销)

补充知识点:

一、我国国债的发行方式(★★★)

1. 竞争性招标方式

竞争性招标方式是通过投标人的直接竞价来确定发行价格(或利率)水平,根据《财政部关于印发〈2018 年记账式国债招标发行规则〉的通知》,2018—2020 年记账式国债发行招标通过财政部政府债券发行系统进行,国债承销团成员通过客户端远程投标,竞争性确定票面利率或发行价格。具体的竞标规则有以下内容:

(1)利率格式。竞争性招标确定的票面利率保留 2 位小数,1 年以下(含)期限国债发行价格保留 3 位小数,1 年以上(不含 1 年)期限国

债发行价格保留 2 位小数。

(2) 竞标时间。竞争性招标时间为招标日上午 10:35—11:35。

(3) 招标方式。竞争性招标方式包括单一价格、修正的多重价格招标方式(即混合式), 招标标的为利率或价格。

① 单一价格招标方式下, 标的为利率时, 全场最高中标利率为当期(次)国债票面利率, 各中标国债承销团成员(以下简称中标机构)均按面值承销; 标的为价格时, 全场最低中标价格为当期(次)国债发行价格, 各中标机构均按发行价格承销。

② 修正的多重价格招标方式下, 标的为利率时, 全场加权平均中标利率四舍五入后为当期(次)国债票面利率, 低于或等于票面利率的中标标位, 按面值承销; 高于票面利率的中标标位, 按各中标标位的利率与票面利率折算的价格承销。标的为价格时, 全场加权平均中标价格四舍五入后为当期(次)国债发行价格, 高于或等于发行价格的中标标位, 按发行价格承销; 低于发行价格的中标标位, 按各中标标位的价格承销。

(4) 投标限定。

① 投标标位变动幅度。利率招标时, 标位变动幅度为 0.01%。价格招标时, 91 天、182 天、1 年、2 年、3 年、5 年、7 年、10 年、30 年期国债标位变动幅度分别为 0.002 元、0.004 元、0.01 元、0.02 元、0.03 元、0.05 元、0.06 元、0.08 元、0.16 元。

② 投标标位差。每一国债承销团成员最高、最低投标标位差不得大于当期(次)财政部规定的投标标位差。

③ 投标剔除。背离全场加权平均投标利率或价格一定数量的标位为无效投标, 全部落标, 不参与全场加权平均中标利率或价格的计算。

④ 中标剔除。标的为利率时, 高于全场加权平均中标利率一定数量以上的标位, 全部落标; 标的为价格时, 低于全场加权平均中标价格一定数量以上的标位, 全部落标。

⑤ 单一标位最低投标限额为 0.1 亿元, 最高投标限额为 30 亿元。

投标量变动幅度为 0.1 亿元的整数倍。

⑥最高投标限额。国债承销团甲类成员最高投标限额为当期(次)国债竞争性招标额的 35%。国债承销团乙类成员最高投标限额为当期(次)国债竞争性招标额的 25%。上述比例均计算至 0.1 亿元, 0.1 亿元以下四舍五入。

(5)中标原则。按照低利率或高价格优先的原则对有效投标逐笔募入,直到募满招标额或将全部有效标位募完为止。最高中标利率标位或最低中标价格标位上的投标额大于剩余招标额,以国债承销团成员在该标位投标额为权重平均分配,取整至 0.1 亿元,尾数按投标时间优先原则分配。

(6)追加投标。自 2018 年第二季度起,竞争性招标结束后 20 分钟内,国债承销团甲类成员有权通过投标追加承销当期(次)国债。追加投标为数量投标,国债承销团甲类成员按照竞争性招标确定的票面利率或发行价格承销。国债承销团甲类成员追加承销额上限为该成员当期(次)国债竞争性中标额的 50%,且不能超出该成员当期(次)国债最低承销额的 50%,计算至 0.1 亿元,0.1 亿元以下四舍五入。追加承销额应为 0.1 亿元的整数倍。

(7)国债承销团成员应承担最低投标、承销义务。以下比例均计算至 0.1 亿元,0.1 亿元以下四舍五入。国债承销团甲类成员最低投标为当期(次)国债竞争性招标额的 4%;乙类为 1.5%。国债承销团甲类成员最低承销额(含追加承销部分)为当期(次)国债竞争性招标额的 1%;乙类为 0.2%。

(8)债权确立。国债承销团成员于招标日后 1 个工作日内缴纳发行款。财政部收到发行款后,托管机构为认购人办理债权登记、托管手续。

(9)应急投标。如果发行系统客户端出现技术问题,国债承销团成员可以将内容齐全的“记账式国债发行应急投标书”或“记账式国债债权托管应急申请书”传真至国债登记公司,委托国债登记公司代为投标或债权托管。

2.承购包销方式

承购包销发行方式,指大宗机构投资者组成承购包销团,按一定条件向财政部承购包销国债,并由其负责在市场上转售,任何未能售出的余额均由承销者包购。发行人和承销商会签订承购包销合同,合同中的有关条款是通过双方协商确定的。

(1)国债(电子式)发行额度管理。

①额度分配。发行开始前,财政部会同中国人民银行根据发行通知规定,将当期储蓄国债(电子式)最大发行额的全部或部分,作为基本代销额度,按照各承销团成员基本代销额度比例分配给承销团成员。其余发行额度作为机动代销额度在发行期内供各承销团成员抓取。发行期内,承销团成员可于每日8:30—16:30通过与财政部储蓄国债(电子式)业务管理信息系统联网方式申请抓取机动代销额度。承销团成员申请机动代销额度的单笔上限为自身当期国债基本代销额度的15%,同一期国债两次申请时间间隔不少于1分钟。国债系统按照接收时间优先原则处理机动代销额度抓取申请,并向承销团成员反馈处理结果。对于符合规定的抓取申请,如财政部未分配机动代销额度大于承销团成员申请抓取额,按申请额向其分配;如财政部未分配机动代销额度小于或等于承销团成员申请抓取额,将未分配机动代销额度全部分配给该承销团成员。发行期每日日终,承销团成员将当日储蓄国债(电子式)相关业务数据传送至国债系统,通过当期国债账务总量数据核查后,如当日实际销售量大于日初剩余基本代销额度,承销团成员应将剩余全部发行额度清零;如当日实际销售量小于或等于日初剩余基本代销额度,承销团成员应将当日抓取机动代销额度清零。如承销团成员当日账务仅总量数据通过核查,明细数据核查未通过,次日应会同国债登记公司查找原因并更正数据;次日明细数据核查仍未通过的,第3日起国债系统暂停受理该成员该期国债机动代销额度抓取申请,明细数据核查通过后恢复。如承销团成员未通过当期国债账务总量数据核查,其当日剩余发行额度(包含未售出基本代销额度和机动代销额度)冻结,并于次日停止销售该期国债,同时会同国

债登记公司查找原因,总量数据核查通过后恢复。

②额度调整。一是国债发行通知中规定基本代销额度统一调整日期。调整日次日营业开始前,已通过调整日账务总量核查的承销团成员应在其业务系统中,将其剩余基本代销额度调减为零;国债登记公司在国债系统中将已通过调整日账务总量数据核查的承销团成员基本代销额度调减为零,并等额调增未分配机动代销额度。二是不定期调整。财政部会同中国人民银行根据各承销团成员销售情况,决定调减部分承销团成员剩余基本代销额度的日期和比例,并通知被调减的承销团成员和国债登记公司。具体调减数额为调整日日终承销团成员剩余基本代销额度与上述比例的乘积,计算结果按万元为单位取整,尾数舍去。如调整比例为100%,将承销团成员全部剩余基本代销额度调减为零。调整日次日营业开始前,已通过调整日账务总量数据核查的被调减承销团成员应在其业务系统中如数调减其基本代销额度;国债登记公司在国债系统中如数调减有关承销团成员基本代销额度,并等额调增未分配机动代销额度。如承销团成员调整日未通过账务总量数据核查,上述两种调减操作均暂不执行,相关承销团成员当日剩余发行额度冻结;待相关承销团成员账务总量数据核查通过后,再执行相关操作。

(2) 储蓄国债(凭证式)发行额度管理。

①额度分配。发行开始前,财政部会同中国人民银行将当期储蓄国债(凭证式)最大发行额按发行通知中规定的代销额度分配比例分配给承销团成员。发行期间,原则上不调整承销团成员的发行额度。发行期结束后,各承销团成员应准确计算当期储蓄国债(凭证式)的实际发售金额,将未售出的发行额度注销。

②额度调整。如调整后承销团成员代销额度比例合计大于100%,从代销额度比例调增幅度最大的机构开始,从高至低依次调减0.1个百分点,直至承销团成员代销额度比例合计为100%止。如调增幅度相同,上一年度综合排名居后的承销团成员先调减;2018年下半年如涉及两家以上新成员,新成员中储蓄国债(凭证式)累计销量居后

的先调减。如调整后承销团成员代销额度比例合计小于 100%，从代销额度比例调增幅度最大的机构开始，从高至低依次调增 0.1 个百分点，直至承销团成员代销额度比例合计为 100% 止。如调增幅度相同，上一年度综合排名居前的承销团成员先调增，2018 年下半年如涉及两家公司以上新成员，新成员中储蓄国债(凭证式)累计销量居前的先调增。

二、短期融资债券的发行与承销(★★)

短期融资债券是指具有法人资格的非金融企业(以下简称企业)在银行间债券市场发行的,约定在 1 年内还本付息的债务融资工具。

1. 短期融资债券的发行注册

债务融资工具发行注册实行注册会议制度,由注册会议决定是否接受债务融资工具发行注册。企业发行短期融资债券应根据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具注册规则》在中国银行间市场交易商协会注册。

中国银行间市场交易商协会(以下简称交易商协会)负责受理企业债务融资工具的发行注册。交易商协会设注册委员会。注册委员会通过注册会议行使职责。注册会议决定是否接受发行注册。注册委员会委员由市场相关专业人士组成。专业人士由交易商协会会员推荐,由交易商协会常务理事会审议决定。

①注册文件。企业通过主承销商将注册文件送达办公室。注册文件包括债务融资工具注册报告(附企业《公司章程》规定的有权机构决议);主承销商推荐函及相关中介机构承诺书;企业发行债务融资工具拟披露文件;证明企业及相关中介机构真实、准确、完整、及时披露信息的其他文件。

②注册会议。注册会议原则上每周召开一次。注册会议由 5 名注册委员会委员参加。参会委员从注册委员会全体委员中抽取。注册会议召开前,办公室应至少提前 2 个工作日将经过初审的企业注册文件和初审意见送达参会委员。参会委员应对是否接受债务融资工具的发行注册作出独立判断。2 名以上(含 2 名)委员认为企业没有真实准确、完整、及时披露信息,或中介机构没有勤勉尽责的,交易商协

会不接受发行注册。

注册委员会委员担任企业及其关联方董事、监事、高级管理人员，或者存在其他情形足以影响其独立性的，该委员应回避。

交易商协会向接受注册的企业出具《接受注册通知书》，注册有效期为2年。

③其他事项。企业的主体信用级别低于发行注册时信用级别的，短期融资券发行注册自动失效，交易商协会将有关情况进行公告。

企业在注册有效期内需更换主承销商或变更注册金额的，应重新注册。

交易商协会不接受注册的，企业可于6个月后重新提交注册文件。

2.短期融资融券发行的操作要求

①承销的组织。企业发行短期融资券应由符合条件的金融机构承销，企业可自主选择主承销商。需要组织承销团的，由主承销商组织承销团。

②信用评级。企业发行短期融资券应披露企业主体信用评级和当期融资券的债项评级。企业发行债务融资工具应由在中国境内注册且具备债券评级资质的评级机构进行信用评级。

③登记、托管、结算。中央结算公司负责债务融资工具登记、托管、结算的日常监测，每月汇总债务融资工具发行、登记、托管、结算、兑付等情况，向交易商协会报送。全国银行间同业拆借中心为债务融资工具在银行间债券市场的交易提供服务。短期融资券在债权债务登记日次一个工作日即可在全国银行间债券市场机构投资者之间流通转让。

④其他事项。为债务融资工具提供服务的承销机构、信用评级机构、注册会计师、律师等专业机构和人员应勤勉尽责，严格遵守执业规范和职业道德，按规定和约定履行义务。债务融资工具发行利率、发行价格和所涉费率以市场化方式确定，任何商业机构不得以欺诈、操纵市场等行为获取不正当利益。

三、国际开发机构人民币债券发行与承销(★)

国际开发机构是指进行开发性贷款和投资的多边、双边以及地区国际开发性金融机构。

国际开发机构人民币债券(以下简称人民币债券)是指国际开发机构依法在中国境内发行的、约定在一定期限内还本付息的、以人民币计价的债券。

(一)审批体制

在中国境内申请发行人民币债券的国际开发机构应向财政部等窗口单位递交债券发行申请,由窗口单位会同中国人民银行、国家发改委、中国证监会等部门审核后,报国务院同意。国家发改委会同财政部,根据国家产业政策、外资外债情况、宏观经济和国际收支状况,对人民币债券的发行规模及所筹资金用途进行审核。

中国人民银行对人民币债券发行利率进行管理。中国人民银行负责对与人民币债券发行和偿还有关的人民币账户和人民币跨境支付进行管理。国家外汇管理局负责对与人民币债券发行和偿还有关的外汇专用账户及相关购汇、结汇进行管理。财政部及国家有关外债、外资管理部门,按照国务院分工对发债所筹资金发放的贷款和投资进行管理。

(二)发债机构应具备的基本条件

国际开发机构申请在中国境内发行人民币债券应具备以下条件:第一,财务稳健,资信良好,经两家以上(含两家)评级公司评级,其中至少应有一家评级公司在中国境内注册且具备人民币债券评级能力,人民币债券信用级别为 AA 级(或相当于 AA 级)以上;第二,已为中国境内项目或企业提供的贷款和股本资金在 10 亿美元以上,经国务院批准予以豁免的除外;第三,所募集资金用于向中国境内的建设项目提供中长期固定资产贷款或提供股本资金,投资项目符合中国国家产业政策、利用外资政策和固定资产投资管理规定。

主权外债项目应列入相关国外贷款规划。

(三) 申请发行人民币债券应提交的材料

国际开发机构申请在中国境内发行人民币债券应提交以下材料：人民币债券发行申请报告；募集说明书；近3年经审计的财务报表及附注；人民币债券信用评级报告及跟踪评级安排的说明；为中国境内项目或企业提供贷款和投资情况；拟提供贷款和股本资金的项目清单及相关证明文件和法律文件；按照《中华人民共和国律师法》执业的律师出具的法律意见书；与本期债券相关的其他重要事项。

(四) 会计标准与法律要求

发行人民币债券的国际开发机构应当按照中国企业会计准则编制财务报告，除非该国际开发机构所采用的会计准则经中国财政部认定已与中国企业会计准则实现了等效。发行人民币债券的国际开发机构的财务报告应当经中国具有证券、期货资格的会计师事务所进行审计，除非该国际开发机构所在国家或地区与中国财政部签署了注册会计师审计公共监管等效协议。

国际开发机构发行人民币债券须由按照《中华人民共和国律师法》执业的律师进行法律认证，并出具法律意见书。

(五) 债券的承销

国际开发机构在中国境内公开发行人人民币债券应组成承销团，承销商应为在中国境内设立的具备债券承销资格的金融机构。

(六) 利率的确定

人民币债券发行利率由发行人参照同期国债收益率水平确定，并由中国人民银行核定。

(七) 其他相关事项

人民币债券发行结束后，经相关市场监督管理部门批准，可以交易流通。获准发行人民币债券的国际开发机构（以下简称发行人）应当遵循中国有关信息披露的法律规定，切实履行信息披露义务。发行人将发债所筹集的人民币资金直接汇出境外使用的，应遵守中国人民银行的有关规定。经国家外汇管理局批准，国际开发机构发行人民币

债券所筹集的资金可以购汇汇出境外使用。

发行人应向国家外汇管理局说明购汇汇出境外使用的资金的真实用途,并定期向国家外汇管理局报备资金境外使用情况。发行人应按中国有关法律规定对发债闲置资金进行使用和管理。发行人为发债募集资金开立非居民人民币专用账户的,应向中国人民银行备案。发行人从境外调入人民币资金用于人民币债券还本付息的,应向中国人民银行备案。发行人从境外调入外汇资金用于人民币债券还本付息、使用境内人民币债券发行收入和投资收益偿付原境外调入资金以及汇出投资收益等涉及的外汇账户开立、跨境外汇支付及购汇和结汇等事宜,应经国家外汇管理局核准。发行人须在每季度末向人民币债券发行审核部门分别报送运用人民币债券资金发放及回收人民币贷款、投资的情况。国际开发机构发行人民币债券工作文本语言应为中文。国际开发机构在中国境内发行人民币债券,发生违约或其他纠纷时,适用中国法律。

第三节 债券交易

补充知识点:

一、远期交易和期货交易的区别(★★)

主要表现在以下几个方面:

(1)交易场所不同。期货合约在交易所内交易,具有公开性,而远期合约在场外进行交易。

(2)合约的规范性不同。期货合约是标准化合约,除了价格,合约的品种、规格、质量、交货地点、结算方式等也有统一规定。远期合约的所有事项都要由交易双方一一协商确定,谈判复杂,但适应性强。

(3)交易风险不同。期货合约的结算通过专门的结算公司,这是独立于买卖双方的第三方,投资者无须对方负责,不存在信用风险,而只有价格变动的风险。远期合约须到期才交割实物、货款早就谈妥不再变动,故无价格风险,它的风险来自届时对方是否真的前来履约,

实物交割后是否有能力付款等,即存在信用风险。

(4)保证金制度不同。期货合约交易双方按规定比例缴纳保证金,而远期合约因不是标准化,存在信用风险,保证金(或被称为定金)是否要付、付多少,也都由交易双方确定,无统一性。

(5)履约责任不同。期货合约具备对冲机制,履约回旋余地较大,实物交割比例极低,交易价格受最小价格变动单位限定和日交易振幅限定。远期合约如要中途取消,必须双方同意,任何单方面意愿是无法取消合约的,其实物交割比例极高。

二、债券报价的主要方式(★★)

债券买卖交易中有公开报价、对话报价、双边报价和小额报价四种报价方式,前两者属于询价交易方式的范畴,后两者可通过点击确认、单向撮合的方式成交。

1.公开报价

公开报价是指参与者为表明自身交易意向而面向市场作出的、不可直接确认成交的报价。债券买卖公开报价的要素包括交易方向、债券代码、债券名称、净价、到期收益率、应计利息、全价、券面总额、净价金额、全价金额、清算速度、结算方式和清算账户等。

2.对话报价

对话报价是指参与者为达成交易而直接向交易对手方作出的、对手方确认即可成交的报价。对话报价是询价交易方式下特有的“讨价还价”过程,由于债券交易价格由市场决定,交易员可以通过“讨价还价”争取对己方有利的交易结果,对话报价往往是“讨价还价”的开始。对话报价的要素比公开报价多了债券待偿期、对手方和对手交易员三个要素。

3.双边报价

双边报价是银行间债券市场开展双边报价业务的交易员进行现券买卖报价时,在中国人民银行核定的债券买卖差价范围内连续报出该券种的买卖实价,并同时报出该券种的买卖数量、清算速度等交易要素。进行双边报价的交易员为双边报价商,有义务在报价范围内与

对手方达成交易,并维持市场的流动性。双边报价的报价要素与公开报价要素相同,只是须同时填报相应券种的买入和卖出两个交易方向的报价。双边报价在买入或卖出报价的券面总额为零时,可以对为零的一方的报价进行修改。双边报价发出后,未成交的部分可予撤销。

双边报价可以点击确认成交,即报价发出后,应答方只需要填入成交券面总额并选择本方清算账户即可直接确认成交,无须与报价方进行交谈。系统根据时间优先原则进行撮合,即单向撮合。成交后,报价方所报券面总额相应减少。若应答方所填入的券面总额超过剩余的报价券面总额,则按剩余量成交。

4. 小额报价

小额报价是在交易系统中,一次报价、规定交易数量范围和对手范围的现券单向撮合交易方式。如果满足交易数量和交易对手方的要求,其他市场成员可以直接通过点击确认、单向撮合方式成交,无须经过询价过程。小额报价要素和对话报价基本相同,只是少了对手方和对手方交易员两项。小额报价发出后不能修改,对未成交的部分可予撤销。

小额报价可以点击确认成交,即报价发出后,应答方只需要填入成交数量、选择清算账户即可直接确认成交,无须与报价方进行交谈。确认成交指令到达交易主机后,系统按照时间优先原则进行成交。成交后,报价方所报券面总额相应减少。若应答方所填入的券面总额超过剩余的报价券面总额,则按剩余量成交。

三、债券评级(★★)

(一) 债券评级的定义与内涵

债券信用评级是以企业或经济主体发行的有价债券为对象进行的信用评级。债券信用评级大多是企业债券信用评级,是对具有独立法人资格企业所发行某一特定债券、按期还本付息的可靠程度进行客观公正的评估,并标示其信用等级的等级。这种信用评级,是为投资者购买债券和证券市场债券的流通转让活动提供信息服务。国家财政发行的国库券和国家银行发行的金融债券,由于有政府的保证,因

此不参加债券信用评级。地方政府或非国家银行金融机构发行的某些有价证券,则有必要进行评级。由于债市多头监管,国内评级机构还没有统一的准入标准,只是在评级公司具体做业务的时候,根据债券类型需要相应的债券准入监管机构的批准。

(二)信用评级的程序

1.评级准备

(1)接受评级委托方申请后,信用评级机构进行初步调查,判断本机构是否能够独立、客观、公正地对评级对象进行评级,且具备相应的评级能力。

(2)接受评级委托方委托后,评级对象(发行人)与评级机构当事人双方签订“评级合同”,支付评估费,评级机构根据评级项目特点成立专门的评级小组并指定评级小组的负责人。

(3)评级对象(发行人)按评级小组要求提供材料,并对所提供材料的真实性负责。评级小组对评级对象(发行人)提交的材料及机构已有的信息进行初步审核,确定材料中遗漏、缺失、错误的信息并通知评级对象(发行人)进行补充,以保证评级材料的完整性、真实性。

(4)按照评级需要,制定合理完善的评级计划。

2.实地调查

依据对收集资料的初步审查结果,评级机构确定详尽的评级对象(发行人)实地调查内容。实地调查包括与评级对象(发行人)的高层管理人员及有关人员访谈、查看评级对象(发行人)现场、对评级对象(发行人)关联的机构进行调查与访谈等方面的工作。评级小组在实地考察和访谈之后,应根据实际情况随时修改或补充相关资料,并建立完备的实地调查工作底稿。

3.初评阶段

评级小组在完成实地调查后,开始进入初评阶段。评级机构应视评级对象的实际情况安排初评工作进度。从初评工作开始日到信用评级报告初稿完成日,单个主体评级或债券评级不应少于15个工作日,集团企业评级或债券评级不应少于45个工作日。

在此阶段,评级小组应遵循以下要求:

(1)完成资料收集整理后,评级小组应当根据与评级对象相适应的评级指标体系和评级方法,对评级材料深入分析。评估人员应当对评级对象(发行人)的经营环境、经营能力及状况、财务、评级对象(发行人)风险因素及抗风险能力等方面进行评价;对特殊行业的评级对象还应当分析影响评级对象(发行人)的特殊因素;对债券及债券类的评级,还应当深入分析发行人募集资金投向、到期偿付能力等与债券资金流向及收益相关的因素,如存在担保或抵押,还应评估担保或抵押情况。

(2)评级小组在对收集资料进行定性与定量相结合、静态和动态相结合的综合分析基础上,初步确定评级对象的信用等级,初步拟定信用评级报告。

(3)评级小组撰写的信用评级报告和工作底稿须依序经过评级小组负责人初审、部门负责人复审和评级总监三审的三级审核,并在报告及底稿上签署审核人姓名及意见。如在审核中发现问题,应当及时修正,并重新审核。

4. 评定等级

信用等级的评定流程如下:

(1)评级小组向信用评级机构的内部信用评审委员会提交三级审核后的信用评级报告及工作底稿。

(2)内部信用评审委员会应召开评审会。评审会听取评估人员情况介绍,并对信用评级报告及工作底稿进行讨论、质疑、审核,提出信用评级报告的修改意见;信用评审委员会应当根据信用等级评定办法及级别限制条件,决定评级对象的信用等级。

(3)评级小组根据信用评审委员会决定的信用等级及评定意见,修改信用评级报告。

(4)评级结果须经 2/3 以上的与会评审委员同意方为有效。

5. 结果反馈与复评

信用评级机构在评级结果确定后,将信用评级报告及意见反馈表

送交评级委托方,委托方应当在规定期限内反馈意见。如委托方和评级对象(发行人)不为同一单位的,则还应将信用评级报告及意见反馈表送交评级对象(发行人)。如果评级委托方或评级对象(发行人)对评级结果没有异议,则评级结果为首次评级的最终信用级别。如果评级委托方或评级对象(发行人)对评级结果有异议,并在规定的时限内向评级机构提出复评申请并提供补充材料,由评级小组向信用评级机构的信用评审委员会申请复评。如果评级委托方或评级对象(发行人)对评级结果有异议,但不能在规定的时限内提供充分、有效的补充材料,信用评级机构可不受理复评请求。信用评审委员会受理复评后,评级小组根据补充的材料,按照以上步骤(3)和步骤(4)重新评级。复评结果为首次评级的最终信用级别,且复评仅限一次。

6.结果发布

信用评级结果的发布要依据国家有关法律法规的规定和信用评级业务主管部门的规定,将评级结果在评级机构网站、指定的公共媒体上对外发布。若无相应的法律法规和规定,对由第三方委托进行的信用评级,按照委托主体与评级对象(发行人)的约定,发布评级结果;对评级对象主动进行的信用评级,信用评级结果的发布方式应当有利于信用信息的及时传播。信用评级结果发布的内容一般包括评级对象(发行人)名称、信用等级、简要描述及主要支持数据。评级机构应当及时将评级结果向信用评级业务主管部门报告。跟踪评级结果发布的具体要求如下:

(1)对于主体评级,评级机构应在正式出具评级报告后第6个月发布定期跟踪报告;对于一年期的短期债券,评级机构应在债券发行后第6个月发布定期跟踪报告;中长期债券应在债券发行后第12个月发布定期跟踪报告。

(2)不定期跟踪自首次评级报告发行之日起进行。不定期跟踪评级结果若发生变化,应在不定期跟踪评级分析结束后下1个工作日向评级业务主管部门报告并发布评级结果的变化;若无变化,应在不定期跟踪评级分析结束后7个工作日内向评级业务主管部门报告并发

布评级结果。

7.文件存档

评级小组将评级对象(发行人)的原始资料、评价过程中的文字资料进行分类整理,作为工作底稿存档;评级委托方或评级对象(发行人)提供的全套资料按照保密级别归档,对评级委托方或评级对象(发行人)特别要求保密的文件,应作为机密文件单独存档。

8.跟踪评级

信用评级机构应按以下要求进行跟踪评级:

(1)评级机构应在信用等级时效限定期内按照跟踪评级安排继续进行评级服务;

(2)跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级;

(3)信用评级机构应密切关注评级对象(发行人)的信息,保证信用评级资料的及时更新;

(4)跟踪评级报告应当与前次评级报告保持连贯;

(5)跟踪评级结果按照以上“6.结果发布”的规定发布。跟踪评级结果与以前公告结果不一致的,由信用评级机构及时通知委托方或评级对象(发行人)。变更后的债券信用等级应在指定媒体向社会发布并在评级业务主管部门备案。

(三)债券评级的等级标准及主要内容

1.银行间债券市场中长期债券信用评级

该评级等级划分为三等九级,符号表示为:AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。

表 11 银行间债券市场中长期债券信用评级

等级符号	含义
AAA	偿还债务的能力极强,基本不受不利经济环境的影响,违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强,受不利经济环境的影响不大,违约风险很低

续表

等级符号	含义
A	偿还债务能力较强,较易受不利经济环境的影响,违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般,受不利经济环境影响较大,违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱,受不利经济环境影响很大,违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境,违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境,违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小,基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注:除 AAA 级、CCC 级(含)以下等级外,每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调,表示略高或略低于本等级。

2. 银行间债券市场短期债券信用评级

该评级等级划分为四等六级,符号表示为:A-1、A-2、A-3、B、C、D。

表 12 银行间债券市场短期债券信用评级

等级符号	含义
A-1	还本付息能力最强,安全性最高
A-2	还本付息能力较强,安全性较高
A-3	还本付息能力一般,安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低,有一定的违约风险
C	还本付息能力很低,违约风险较高
D	不能按期还本付息

注:每一个信用等级均不进行微调。

3. 主要内容

由于债券筹资的数额巨大,所以对发行主体的资信评级是必不可少的一个环节。评级的主要内容包括:

(1)企业素质:包括法人代表素质、员工素质、管理素质、发展潜力等;

(2)经营能力:包括销售收入增长率、流动资产周转次数、应收账款周转率、存货周转率等;

(3)获利能力:包括资本金利润率、成本费用利润率、销售利润率、总资产利润率等;

(4)偿债能力:包括资产负债率、流动比率、速动比率、现金流等;

(5)履约情况:包括贷款到期偿还率、贷款利息偿还率等;

(6)发展前景:包括宏观经济形势、行业产业政策对企业的影响;行业特征、市场需求对企业的影响;企业成长性和抗风险能力等。

四、债券市场转托管的条件(★★)

投资人办理转托管业务时,须持本人有效身份证件、债券交易卡、债券账户卡,到银行指定的营业网点柜台,填写《债券账户业务申请表》(机构投资者加盖预留印鉴),按规定缴纳相应的手续费,即可办理转托管业务。

(1)跨市场交易的债券。目前,除了国债(包括附息国债和地方债)和企业债可以跨市场转托管,其他债券品种(包括公司债、证券公司次级债、中小企业私募债)都不能跨市场转托管。

(2)转托管时间。由于托管机构之间存在着不同的运作模式,转托管的完成至少需要一天。银行间市场可在工作日内的 8:30—16:30 实时办理转出、转入业务,但交易所市场必须在 15:00 前完成转入或转出指令的录入,才能保证客户在次一个工作日可以使用转入或转出的债券。

(3)债券转托管的收费。从银行间转到交易所,参考中国结算公司官网,转托管费按转出国债面值金额的 0.005% 计算,单笔(单只)转托管费用最低为 10 元,最高为 10 000 元。从交易所转到银行间,参考上海证券交易所债券交易收费标准为国债面值的 0.01%。

(4)转托管的速度。目前最快的国债转托管,能实现 T+1 日到账,其他大部分债券只能实现 T+2 日甚至 T+3 日到账。

第四节 债券估值(新增)

一、债券估值原理(★★)

债券估值的基本原理就是现金流贴现。债券投资者持有债券,会获得利息和本金偿付。把现金流入用适当的贴现率进行贴现并求和,便可得到债券的理论价格。

(一)债券现金流的确定

债券发行条款规定了债券的现金流,在不发生违约事件的情况下,债券发行人应按照发行条款向债券持有人定期偿付利息和本金。

1.债券的面值和票面利率

除少数本金逐步摊还的债券外,多数债券在到期日按面值还本。票面利率通常采用年单利表示,票面利率乘以付息间隔和债券面值即得到每期利息支付金额。短期债券一般不付息,而是到期一次性还本,因此要折价交易。

2.计付息间隔

债券在存续期内定期支付利息,我国发行的各类中长期债券通常每年付息一次,欧美国家则习惯半年付息一次。付息间隔短的债券,风险相对较小。

3.债券的嵌入式期权条款

通常,债券条款中可能包含发行人提前赎回权、债券持有人提前返售权、转股权、转股修正权、偿债基金条款等嵌入式期权。这些条款极大地影响了债券的未来现金流模式。一般来说,凡是有利于发行人的条款都会相应降低债券价值;反之,有利于持有人的条款则会提高债券价值。

4.债券的税收待遇

投资者拿到的实际上是税后现金流,因此,免税债券(如政府债券)与可比的应纳税债券(如公司债券、资产证券化债券等等)相比,价值大一些。

5.其他因素

债券的利率类型(浮动利率、固定利率),债券的币种(单一货币、双币债券)等因素都会影响债券的现金流。

(二)债券贴现率的确定

根据定义,债券的贴现率是投资者对该债券要求的最低回报率,也被称为必要回报率。其计算公式为:

债券必要回报率=真实无风险收益率+预期通货膨胀率+风险溢价

1.真实无风险收益率

这是指真实资本的无风险回报率,理论上由社会资本平均回报率决定。

2.预期通货膨胀率

这是对未来通货膨胀率的估计值。

3.风险溢价

风险溢价根据各种债券的风险大小而定,是投资者因承担投资风险而获得的补偿。债券投资的主要风险因素包括违约风险(信用风险)、流动性风险、汇率风险等等。投资学中,通常把前两项之和称为名义无风险收益率,一般用相同期限零息国债的到期收益率(被称为即期利率或零利率)来近似表示。

二、债券报价与实付价格(★)

(一)报价与结算

债券买卖报价分为净价和全价两种,结算为全价结算。所报价格为每100元面值债券的价格。净价是指不含应计利息的债券价格,单位为“元/百元面值”。全价=净价+应计利息。应计利息为上一付息日(或起息日)至结算日之间累计的按百元面值计算的债券发行人应付给债券持有人的利息。

(二)利息计算

1.短期债券

通常全年天数定为 360 天,半年定为 180 天。利息累计天数则分为按实际天数(ACT)计算(ACT/360、ACT/180)和按每月 30 天计算(30/360、30/180)两种。

2.中长期付息债券

全年天数有的定为实际全年天数,也有的定为 365 天。累计利息天数也分为实际天数、每月按 30 天计算两种。我国交易所市场对付息债券的计息规定是全年天数统一按 365 天计算;利息累计天数规则是按实际天数计算,算头不算尾、闰年 2 月 29 日不计息。

3.贴现式债券

我国目前对于贴现发行的零息债券按照实际天数计算累计利息,闰年 2 月 29 日也计利息,公式为:

应计利息额=(到期总付额-发行价格)/起息日至到期日的天数
×起息日至结算日的天数

三、债券估值模型(★)

根据现金流贴现的基本原理,不含嵌入式期权的债券理论价格计算公式为:

$$P = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1+y_t)^t}$$

式中:P——债券理论价格;

T——债券距到期日时间长短(通常按年计算);

t——现金流到达的时间;

C——现金流金额;

y——贴现率(通常为年利率)。

(一)零息债券定价

零息债券不计利息,折价发行,到期还本,通常 1 年期以内的债券为零息债券。其定价公式为:

$$P = \frac{FV}{(1 + y_T)^T}$$

式中：FV——零息债券的面值。

（二）付息债券定价

付息债券可以视为一组零息债券的组合。例如，一只年息 5%、面值 100 元、每年付息 1 次的 2 年期债券，可以分拆为：

面值为 5 元的 1 年期零息债券 + 面值为 105 元的 2 年期零息债券

因此，可以用零息债券定价公式分别为其中每只债券定价，加总后即为付息债券的理论价格；也可以直接套用现金流贴现公式进行定价。

（三）累息债券定价

与付息债券不同的是，累息债券也有票面利率，但是规定到期一次性还本付息。可将其视为面值等于到期还本付息额的零息债券，并按零息债券定价公式定价。

四、债券收益率(★)

出于不同的用途，债券收益率计算方式种类繁多，以下主要介绍债券的当期收益率、到期收益率、即期利率（零利率）、持有期收益率、赎回收益率的计算。

（一）当期收益率

在投资学中，当期收益率被定义为债券的年利息收入与买入债券的实际价格的比率。其计算公式为：

$$Y = \frac{C}{P} \times 100\%$$

式中：Y——当期收益率；

C——每年利息收益；

P——债券价格。

当期收益率度量的是债券年利息收益占购买价格的百分比，反映每单位投资能够获得的债券年利息收益，但不反映每单位投资的资本

损益。当期收益率的优点在于简便易算,可以用于期限和发行人均较为接近的债券之间进行比较。其缺点是:零息债券无法计算当期收益;不同期限付息债券之间,不能仅仅因为当期收益高低而评判优劣。

(二)到期收益率

债券的到期收益率是使债券未来现金流现值等于当前价格所用的相同的贴现率,也就是金融学中所谓的内部报酬率。公式为:

$$P = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1+y)^t}$$

式中:P——债券价格;

C——现金流金额;

y——到期收益率;

T——债券期限(期数);

t——现金流到达时间(期)。

到期收益率公式是一个关于 y 的高次方程,可以用插值法求出它的值。如果债券每年付息 1 次,每次付息金额为 C,债券面值为 F,则到期收益率公式可以写为:

$$P = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1+y)^t} + \frac{F}{(1+y)^T}$$

(三)即期利率

即期利率也被称为零利率,是零息票债券到期收益率的简称。在债券定价公式中,即期利率就是用来进行现金流贴现的贴现率。

(四)持有期收益率

持有期收益率是指买入债券到卖出债券期间所获得的年平均收益,它与到期收益率的区别仅仅在于末笔现金流是卖出价格而非债券到期偿还金额。计算公式为:

$$P = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1+y_h)^t} + \frac{P_T}{(1+y_h)^T}$$

式中:P——债券买入时价格;

P_T ——债券卖出时价格;

- y_h ——持有期收益率；
- C ——债券每期付息金额；
- T ——债券期限(期数)；
- t ——现金流到达时间。

(五) 赎回收益率

可赎回债券是指允许发行人在债券到期以前按某一约定的价格赎回已发行的债券。通常在预期市场利率下降时,发行人会发行可赎回债券,以便未来用低利率成本发行的债券替代成本较高的已发债券。可赎回债券的约定赎回价格可以是发行价格、债券面值,也可以是某一指定价格或是与不同赎回时间对应的一组赎回价格。对于可赎回债券,需要计算赎回收益率和到期收益率。赎回收益率的计算与其他收益率相同,是计算使预期现金流量的现值等于债券价格的利率。通常以首次赎回收益率为代表。首次赎回收益率是累积到首次赎回日止,利息支付额与指定的赎回价格加总的现金流量的现值等于债券赎回价格的利率。赎回收益率(y)可通过下面的公式用试错法获得:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+y)^t} + \frac{M}{(1+y)^n}$$

式中: P ——发行价格;

n ——直到第一个赎回日的年数;

M ——赎回价格;

C ——每年利息收益。

五、利率的风险结构与期限结构(★)

(一) 利率的风险结构

不同发行人发行的相同期限和票面利率的债券,其市场价格会不相同,从而计算出的债券收益率也不一样。反映在收益率上的这种区别,被称为利率的风险结构。实践中,通常采用信用评级来确定不同债券的违约风险大小,不同信用等级债券之间的收益率差别反映了不同违约风险的风险溢价,因此也被称为信用利差。由于国债经常被视

为无违约风险债券(简称无风险债券),我们只要知道不同期限国债的收益率,再加上适度的收益率差,就可以得出公司债券等风险债券的收益率,并进而作为贴现率为风险债券进行估值。

在经济繁荣时期,低等级债券与无风险债券之间的收益率差通常比较小;而一旦进入经济衰退期或者萧条期,信用利差就会急剧扩大,导致低等级债券价格暴跌。

(二)利率的期限结构

相同的发行人发行的不同期限债券其收益率不一样,债券期限与收益率的关系被称为利率的期限结构。

1.期限结构与收益率曲线

为了更好地理解债券的收益率,我们引进收益率曲线这个概念。收益率曲线即不同期限的即期利率的组合所形成的曲线。

2.收益率曲线的基本类型

从形状上来看,收益率曲线主要包括四种类型。在下图中,图(a)显示的是一条向上倾斜的利率曲线,表示期限越长的债券利率越高。这种曲线形状被称为正向的利率曲线。图(b)显示的是一条向下倾斜的利率曲线,表示期限越长的债券利率越低。这种曲线形状被称为相反的或反向的利率曲线。图(c)显示的是一条平直的利率曲线,表示不同期限的债券利率相等,这通常是正利率曲线与反利率曲线转化过程中出现的暂时现象。图(d)显示的是拱形利率曲线,表示期限相对较短的债券,利率与期限呈正向关系;期限相对较长的债券,利率与期限呈反向关系。从历史资料来看,在经济周期的不同阶段可以观察到所有这四种利率曲线。

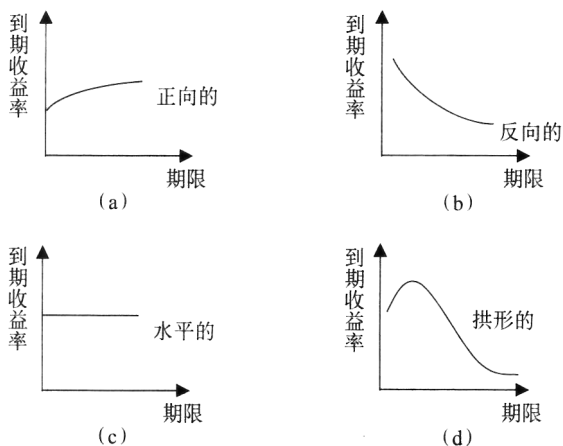


图 债券的利率期限结构

3.利率期限结构的理论

在任一时点上,都有以下三种因素影响期限结构的形状:对未来利率变动方向的预期、债券预期收益中可能存在的流动性溢价、市场效率低下或者资金从长期(或短期)市场向短期(或长期)市场流动可能存在的障碍。利率期限结构理论就是基于这三种因素分别建立起来的。

(1)市场预期理论。市场预期理论又被称为无偏预期理论,认为利率期限结构完全取决于对未来即期利率的市场预期。如果预期未来即期利率上升,则利率期限结构呈上升趋势;如果预期未来即期利率下降,则利率期限结构呈下降趋势。要注意的是,在市场预期理论中,某一时点的各种期限债券的收益率虽然不同,但是在特定期限内,市场上预计所有债券都取得相同的即期收益率,即长期债券是一组短期债券的理想替代物,长、短期债券取得相同的利率,即市场是均衡的。

(2)流动性偏好理论。流动性偏好理论的基本观点是投资者并不认为长期债券是短期债券的理想替代物。这一方面是由于投资者意识到他们对资金的需求可能会比预期的早,因此他们有可能在预期的期限前被迫出售债券;另一方面,他们认识到,如果投资于长期债券,

基于债券未来收益的不确定性,他们要承担较高的价格风险。因此,投资者在接受长期债券时就会要求补偿与较长偿还期限相联系的风险,这便导致了流动性溢价的存在。在这里,流动性溢价便是远期利率和未来的预期即期利率之间的差额。债券的期限越长,流动性溢价越大,体现了期限长的债券拥有较高的价格风险。在流动性偏好理论中,远期利率不再只是对未来即期利率的无偏估计,还包含了流动性溢价。因此,利率曲线的形状是由对未来利率的预期和延长偿还期所必需的流动性溢价共同决定的。

由于流动性溢价的存在,在流动性偏好理论中,如果预期利率上升,其利率期限结构是向上倾斜的;如果预期利率下降的幅度较小,其利率期限结构虽然是向上倾斜的,但两条曲线趋向于重合;如果预期利率下降较多,其利率期限结构是向下倾斜的。按照该理论,在预期利率水平上升和下降的时期大体相当的情况下,期限结构上升的情况要多于期限结构下降的情况。

(3)市场分割理论。该理论认为,在贷款或融资活动进行时,贷款者和借款者并不能自由地在利率预期的基础上将证券从一个偿还期部分替换成另一个偿还期部分。在市场存在分割的情况下,投资者和借款人由于偏好或者某种投资期限习惯的制约,他们的贷款或融资活动总是局限于一些特殊的偿还期部分。在最严格的限制形式下,即使现行的利率水平说明如果他们进行市场间的转移会获得比实际要高的预期利率,投资者和借款人也不会离开自己的市场而进入另一个市场。这样的结果使市场划分为两大部分:一部分是短期资金市场;另一部分是长期资金市场。于是,在市场分割理论下,利率期限结构取决于短期资金市场供求状况与长期资金市场供求状况的比较,或者说取决于短期资金市场供需曲线交叉点的利率与长期资金市场供需曲线交叉点的利率对比。如果短期资金市场供需曲线交叉点利率高于长期资金市场供需曲线交叉点利率,利率期限结构则呈现向下倾斜的趋势;如果短期资金供需曲线交叉点利率低于长期资金市场供需曲线交叉点利率,利率期限结构则呈现向上倾斜的趋势。

第六章 证券投资基金

第一节 证券投资基金概述

变动知识点：

一、证券投资基金的概念(★★★)

投资基金是指通过向投资者募集资金,形成独立基金财产,由专业投资机构(基金管理人)进行基金投资与管理,由基金托管人进行资产托管,由基金投资人共享投资收益、共担投资风险的一种集合投资方式。

二、证券投资基金的特点(★★★)

- 1.集合理财、专业管理
- 2.组合投资、分散风险
- 3.利益共享、风险共担
- 4.严格监管、信息透明
- 5.独立托管、保障安全

三、契约型基金的概念(★★★)

契约型基金是依据基金管理人、基金托管人之间所签署的基金合同设立的一类基金。基金投资者购买基金份额后成为基金持有人,依法享受权利并承担义务。

四、封闭式基金和开放式基金的区别(★★★)

- 1.期限不同
- 2.发行规模限制不同
- 3.基金份额交易方式不同
- 4.价格形成方式不同

5. 激励约束机制与投资策略不同

补充知识点:

一、股票基金、债券基金、混合型基金、货币市场基金的概念(★★)

按基金的投资标的划分,可分为股票基金、债券基金、混合型基金、货币市场基金等。

1. 股票基金

股票基金是指以股票为主要投资对象的证券投资基金。在我国,根据中国证监会对基金类别的分类标准,80%以上的基金资产投资于股票的,为股票基金。股票基金的风险较高,但预期收益也较高。

2. 债券基金

债券基金是一种以债券为主要投资对象的证券投资基金。在我国,根据中国证监会对基金类别的分类标准,80%以上的基金资产投资于债券的,为债券基金。这类基金的风险较低。其收益会受市场利率影响。

3. 混合型基金

混合型基金是指同时投资于股票与债券的基金,该类基金由于资产配置比例不同,风险收益差异较大。一般可以根据资产配置的不同,可以将混合型基金分为偏股型基金、偏债型基金、股债平衡型基金、灵活配置型基金等。

4. 货币市场基金

货币市场基金是仅以货币市场工具为投资对象的一种基金,其投资对象期限较短,一般在1年以内,包括银行短期存款、国库券、公司短期债券、银行承兑票据及商业票据等。

二、公募基金与私募基金的区别(★★)

按基金的募集方式划分,可分为公募基金和私募基金。

公募基金是指面向社会公众公开发售基金份额、募集资金而设立的基金。公募基金可以向社会公众公开发售基金份额和宣传推广,基金募集对象不固定。基金份额的投资金额要求较低,适合中小投资者

参与。公募基金必须遵守有关的法律法规,接受监管机构的监管并定期公开相关信息。

私募基金是向特定合格投资者发售基金份额、募集资金而设立的基金。私募基金不能进行公开发售和宣传推广,只能采取非公开方式发行。私募基金的投资金额较高,风险较大,监管机构对投资者的资格和人数会加以限制。私募基金的投资范围较广,在基金运作和信息披露方面所受的限制和约束较少。

三、保本基金、QDII 基金、分级基金、基金中基金以及伞形基金的概念(★★)

1. 保本基金

保本基金是指通过一定的保本投资策略进行运作,以保证基金份额持有人在保本周期到期时,可以获得一定的投资本金保证、收益保证的基金。保本基金的投资目标是在锁定下跌风险的同时力争有机会获得潜在的高回报的一种基金。我国将其名称调整为“避险策略基金”。

2. QDII 基金

QDII 基金是指在一国境内设立,经该国有关部门批准从事境外证券市场的股票、债券等有价证券业务的证券投资基金。它是在货币尚未实现完全自由兑换、资本项目尚未完全开放的情况下,有限度地允许境内投资者投资境外证券市场的一项过渡性制度安排。

3. 分级基金

分级基金又被称为“结构型基金”“可分离交易基金”,是指在一只基金内部通过结构化的设计或安排,将普通基金份额拆分为具有不同预期收益与风险的两类(级)或多类(级)份额并可分离上市交易的一种基金产品。分级基金的基础份额被称为母基金份额,预期风险收益较低的子份额被称为 A 类份额(或优先份额),预期风险收益较高的子份额被称为 B 类份额(或进取份额)。

4. 基金中基金(FOF)

基金中基金是以其他基金为投资对象的基金。在中国,根据中国证监会对基金类别的分类标准,80%以上的基金资产投资于其他基金

份额的,为基金中基金。

5.伞形基金

伞形基金又被称为系列基金,是指多个基金共用一个基金合同,子基金独立运作并直接可以相互转换的一种基金结构形式。

四、我国证券投资基金的发展概况(★★)

证券投资基金在我国的发展可分为四个阶段。

- 1.早期探索阶段(1990—1997年)
- 2.试点发展阶段(1998—2003年)
- 3.创新发展阶段(2004—2012年)
- 4.规范发展阶段(2013年至今)

第二节 证券投资基金的运作与市场参与主体

补充知识点:

一、我国证券投资基金的运作关系(★★)

基金的运作包括基金的募集、基金投资管理、基金资产托管、基金份额的登记与交易、基金资产的估值与会计核算、基金的信息披露以及其他相关环节。在基金运作中,基金管理人居主导与核心位置。

基金投资者、基金管理人与基金托管人是基金的主要当事人,基金市场上的各类中介服务机构通过自己的专业服务参与基金市场,监管机构则对基金市场上的各类参与主体实施全面监管。

二、基金投资管理过程(★★)

我国大部分基金公司的基金投资管理部都实行投资决策委员会领导下的基金经理负责制。

一般而言,基金投资管理的流程包括以下环节:

- 1.研究部门提供研究报告
- 2.投资决策委员会决定基金总体投资计划
- 3.基金经理拟订投资组合具体方案

4.交易部门依据基金经理的投资指令执行交易

基金的交易实行集中交易管理制度,基金管理人设有中央交易室,以保证公正、公平为原则,实行统一交易、统一管理,确保各投资组合享有公平的交易执行机会。

三、基金投资面临的外部风险与内部风险(★★)

1.外部风险。按照是否可以通过分散投资来降低风险的标准,可以将外部风险划分为系统性风险和非系统性风险。系统性风险包括市场风险、政策风险等,非系统性风险包括信用风险、经营风险等。

2.内部风险。内部风险主要指来自基金管理人方面的风险,是基金管理人在基金管理过程中产生的风险。包括合规风险、操作风险和职业道德风险等。内部风险多属于非系统性风险。

四、基金市场参与主体(★★)

在基金市场上存在许多不同的参与主体,依据所承担的责任与作用的不同,可以将基金市场的参与主体分为基金当事人、基金市场服务机构、基金的监管机构和自律组织三大类。

(一)基金当事人

基金份额持有人、基金管理人与基金托管人是基金合同的当事人,简称基金当事人。

1.基金份额持有人

基金份额持有人即基金投资者,是基金的出资人、基金资产的所有者和基金投资收益的受益人,基金份额持有人是基金一切活动的中心。

按照《证券投资基金法》的规定,我国基金份额持有人享有以下权利:分享基金财产收益,参与分配清算后的剩余基金财产,依法转让或者申请赎回其持有的基金份额,按照规定要求召开基金份额持有人大会,对基金份额持有人大会审议事项行使表决权,查阅或者复制公开披露的基金信息资料,对基金管理人、基金托管人、基金销售机构损害其合法权益的行为依法提起诉讼等。

2.基金管理人

基金管理人是基金的募集者和管理者,在整个基金的运作中起着核心的作用。它不仅负责基金的投资管理,而且还承担着产品设计、基金营销、基金注册登记、基金估值、会计核算等多方面的职责:在我国,基金管理人只能由依法设立的基金管理公司承担。

3.基金托管人

为了保证基金资产的安全,《证券投资基金法》规定,基金资产必须由独立于基金管理人的基金托管人保管,从而使得基金托管人成为基金的当事人之一。基金托管人的职责主要体现在资产保管、资金清算、会计复核以及对投资运作的监督等方面在我国,基金托管人只能由依法设立并取得基金托管资格的商业银行或其他金融机构承担。

(二)基金市场服务机构

基金管理人、基金托管人既是基金的当事人,又是基金的主要服务机构。除基金管理人与基金托管人外,基金市场上还有许多面向基金提供各类服务的其他服务机构。

1.基金销售机构

基金销售机构是受基金管理公司委托从事基金代理销售业务的机构。在我国,只有中国证监会认定的机构才有资格从事基金的代理销售。目前商业银行、证券公司是我国基金销售的主要渠道。

2.基金销售支付机构

基金销售支付机构是指从事基金销售支付活动的机构。基金销售支付机构应按规定在中国证监会备案并取得中国人民银行的支付业务许可证资格。

3.基金份额登记机构

基金份额登记机构是指负责基金份额登记、存管、清算和交收业务的机构。基金份额登记工作可由基金管理公司自行办理或委托中国证监会认定的其他机构办理。

4.基金估值核算机构

基金估值核算机构是指从事基金估值、会计核算以及相关信息披露等活动的机构。基金管理人可以自行办理基金的估值核算业务,也可以委托基金估值核算机构代为办理相关业务。

5.基金投资顾问机构

基金投资顾问机构是向基金投资者提供基金投资咨询、建议服务的机构。

6.基金评价机构

基金评价机构是指从事对基金管理人、基金绩效进行评价、排名、评级、评奖活动的机构。基金评价机构从事公募基金评价业务并以公开形式发布基金评价结果的,应向中国证券投资基金业协会申请注册。

7.基金信息技术系统服务机构

基金信息技术系统服务机构是指向基金管理人、基金托管人和基金服务机构提供基金业务核心应用软件开发、信息系统运营维护、信息系统安全保障和基金交易电子商务平台等业务活动的机构

8.其他服务机构

律师事务所和会计师事务所作为专业、独立的中介服务机构,为基金提供法律和会计服务。

(三)基金的监管机构和自律组织

1.基金的监管机构

在我国,国务院证券监督管理机构,即中国证监会依法对证券投资基金活动实施监督管理。

2.基金的自律组织

基金的自律组织主要有基金行业自律组织和证券交易所。

基金行业自律组织是由基金管理人、基金托管人或基金销售机构等服务机构成立的行业自律组织。中国证券投资基金业协会是我国基金行业的自律性组织。

证券交易所是基金的自律管理机构之一。我国的证券交易所是

依法设立的,不以营利为目的,为证券的集中和有组织的交易提供场所、设施,履行国家有关法律法规、规章、政策规定的职责,实行自律性管理的法人。一方面,封闭式基金、上市开放式基金和交易型开放式指数基金需要通过证券交易所募集和交易,必须遵守证券交易所的规则;另一方面,经中国证监会授权,证券交易所对基金的投资交易行为还承担着重要的一线监控管理职责。

第三节 基金的募集、申购、赎回与交易

补充知识点:

一、拟募集基金应具备的条件(★★)

基金的募集是指基金管理公司根据有关规定向中国证监会提交募集申请文件、发售基金份额、募集基金的行为。

申请募集基金,拟募集的基金应当具备下列条件:

- (1)有明确、合法的投资方向;
- (2)有明确的基金运作方式;
- (3)符合中国证监会关于基金品种的规定;
- (4)基金合同、招募说明书等法律文件草案符合法律、行政法规和中国证监会的规定;
- (5)基金名称表明基金的类别和投资特征,不存在损害国家利益、社会公共利益,欺诈、误导投资者,或者其他侵犯他人合法权益的内容;
- (6)招募说明书真实、准确、完整地披露了投资者作出投资决策所需的重要信息,不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,语言简明、易懂、实用,符合投资者的理解能力;
- (7)有符合基金特征的投资者适当性管理制度,有明确的投资者定位、识别和评估等落实投资者适当性安排的方法,有清晰的风险警示内容等。

二、基金的募集步骤(★★)

基金的募集一般要经过申请、注册、发售、基金合同生效四个步骤。

1.基金募集申请

基金管理人进行基金的募集,必须根据《证券投资基金法》的有关规定,向中国证监会提交相关文件。申请募集基金应提交的主要文件包括:募集基金的申请报告、基金合同草案、基金托管协议草案、招募说明书草案、法律意见书等。

2.基金注册

根据《证券投资基金法》的规定,国务院证券监督管理机构应当自受理公开募集基金的募集注册申请之日起6个月内依照法律、行政法规及国务院证券监督管理机构的规定进行审查,作出注册或者不予注册的决定。

目前基金注册程序分为简易程序和普通程序。对常规基金产品,如常规股票基金、混合基金、债券基金、指数基金、货币基金、QDII基金、ETF等,按简易程序注册,注册审查时间原则上不超过20个工作日;对其他产品,如分级基金等,按照普通程序注册,注册审查时间不超过6个月。

3.基金份额的发售

基金经注册后,方可发售基金份额。基金管理人应当自收到核准文件之日起6个月内进行基金份额的发售。基金的募集期限自基金份额发售日开始计算,募集期限不得超过3个月。

基金管理人应当在基金份额发售的3日前公布招募说明书、基金合同及其他有关文件。在基金募集期间募集的资金应当存入专门账户,在基金募集行为结束前,任何人不得动用。投资人缴纳认购的基金份额的款项时,基金合同成立。

4.基金合同生效

基金募集期限届满,基金募集份额总额不少于2亿份,基金募集金额不少于2亿元人民币;基金份额持有人的人数不少于200人,基

金管理人应当自募集期限届满之日起 10 日内聘请法定验资机构验资,向中国证监会提交验资报告,办理基金备案手续。基金备案自中国证监会书面确认之日起,基金合同生效。基金管理人应当在收到中国证监会确认文件的次日发布基金合同生效公告。

基金募集期限届满,基金不满足有关募集要求的,基金募集失败。基金募集失败,基金管理人应当以固有财产承担因募集行为而产生的债务和费用,并在基金募集期限届满后 30 日内退还投资者已缴纳的款项,并加计银行同期存款利息。

三、开放式基金的认购步骤、认购方式、认购费率和收费模式(★★)

1. 开放式基金的认购步骤

开放式基金认购一般分为开户、认购与确认三个步骤

开户。投资人认购开放式基金,一般通过基金管理人或管理人委托的商业银行、证券公司等基金销售代理机构办理拟进行基金投资的投资人,必须先开立基金账户和资金账户。基金账户是基金注册登记人为基金投资人开立的、用于记录其持有的基金份额及其变动情况的账户;资金账户是投资人在基金代销银行、证券公司开立的用于基金买卖的资金结算账户。

认购。投资人在办理开放式基金认购申请时,须填写认购申请表,并须按销售机构规定的方式全额缴款。投资者在募集期内可以多次认购基金份额。一般情况下,已经正式受理的认购申请不得撤销。

确认。销售机构对认购申请的受理并不代表该申请一定成功,而仅代表销售机构接受了认购申请,申请的成功与否应以注册登记机构的确认结果为准。投资者于 T 日提交认购申请后,可于 T+2 日起到办理认购的网点查询认购申请的受理情况。认购申请无效的,认购资金将退回到投资人资金账户。认购的最终结果要待基金募集期结束后才能确认。

2. 开放式基金的认购方式

开放式基金的认购采取金额认购的方式,即投资者在办理认购时,认购申请上不是直接填写需要认购多少份基金份额,而是填写需

要认购多少金额的基金份额,基金注册登记人在基金认购结束后,再按基金份额的认购价格,将申请认购基金的金额换算成投资人应得的基金份额。

3.开放式基金的认购费率 and 收费模式

基金管理人会针对不同的基金类型、不同的认购金额设置不同的认购费率。我国股票型基金的认购费率大多在1%—1.5%,债券型基金的认购费率通常在1%以下,货币市场基金一般不收取认购费。

基金份额的认购通常有前端收费和后端收费两种模式。前端收费是指在认购基金份额时就支付认购费用的付费模式;后端收费是指在认购基金份额时不收费,在赎回基金份额时才支付认购费用的收费模式。后端收费模式设计的目的是为了鼓励投资者能长期持有基金,所以后端收费的认购费率一般设计为随着基金份额持有时间的延长而递减,甚至不再收取认购费用。

四、开放式基金申购、赎回的概念(★★)

投资者在开放式基金合同生效后,申请购买基金份额的行为通常被称为基金的申购。开放式基金的赎回是指基金份额持有人要求基金管理人购回其所持有的开放式基金份额的行为。开放式基金的申购和赎回与认购一样,可以通过基金管理人的直销中心与基金销售代理人的代销网点办理。

五、认购与申购的区别(★★)

认购指在基金设立募集期内,投资者申请购买基金份额的行为。申购指在基金合同生效后,投资者申请购买基金份额的行为。

基金认购与基金申购略有不同。一般情况下,认购期购买基金的费率要比申购期优惠。在认购期内购买基金,基金认购价格通常为1元/份,在认购期内产生的利息在基金合同生效时,自动转换为投资者的基金份额,基金份额在基金合同生效时确认,并且在封闭期后才能赎回。而申购基金时,基金申购价格未知,申购份额通常在T+2日内确认,确认后的下一个工作日就可以赎回基金份额。

六、申购、赎回的原则(★★)

对货币基金而言,基金份额价格固定为1元人民币,因此投资者在申购、赎回货币基金时,按固定价格进行申购、赎回。

对一般开放式基金(股票基金、债券基金、混合基金等)而言,在申购、赎回时则遵循“未知价”交易原则,投资者在申购、赎回一般开放式基金份额时并不能即时获知买卖的成交价格。申购、赎回价格只能以申购、赎回日交易时间结束后基金管理人公布的基金份额净值为基准进行计算,这与股票、封闭式基金等金融产品按“已知价”原则进行买卖不同。

(3)“金额申购、份额赎回”原则。即申购以金额申请,赎回以份额申请。这是适应未知价下进行申购、赎回最方便、安全的方式。货币基金也遵循一样的原则。

七、申购、赎回费用及销售服务费的概念(★)

1. 申购费用

投资者在办理开放式基金申购时,一般需要缴纳申购费。和认购费一样,申购费可以采用在基金份额申购时收取的前端收费方式,也可以采用在赎回时从赎回金额中扣除的后端收费方式。

2. 赎回费用

投资者在办理开放式基金赎回时,一般需要缴纳赎回费,货币市场基金及中国证监会规定的其他品种除外。

3. 销售服务费

基金管理人可以从开放式基金财产中计提一定比例的销售服务费。一般从基金财产中计提不高于0.25%的销售服务费。

八、开放式基金份额的转换、非交易过户、转托管与冻结的概念(★★)

1. 开放式基金份额的转换

开放式基金份额转换是指投资者将其所持有的某一只基金份额转换为另一只基金份额的行为。基金转换业务所涉及的基金,必须是由同一基金管理人管理的、在同一注册登记人处注册登记的基金。

2. 开放式基金的非交易过户

开放式基金非交易过户是指不采用申购、赎回等交易方式,将一定数量的基金份额按照一定规则从某一投资者基金账户转移到另一投资者基金账户的行为,主要包括继承、捐赠、司法强制执行和经注册登记机构认可的其他情况下的非交易过户。

3. 开放式基金份额的转托管

开放式基金份额转托管是指基金份额持有人申请将其托管在某一流交易账户中的全部或部分基金份额转出并转入另一交易账户的行为。投资人可通过办理转托管业务,实现其变更办理基金业务销售渠道(或网点)的需要。

九、封闭式基金的交易规则与交易费用(★★)

1. 交易规则

投资者买卖封闭式基金必须开立深、沪证券账户或深、沪基金账户及资金账户。基金账户只能用于基金、国债及其他债券的认购及交易。

封闭式基金的交易时间是每周一至周五(法定公众节假日除外),上午 9:30—11:30、下午 13:00—15:00。封闭式基金的交易遵从“价格优先、时间优先”的原则。价格优先指较高价格买进申报优先于较低价格买进申报,较低价格的卖出申报优先于较高价格的卖出申报;时间优先指买卖方向相同、申报价格相同的,先申报者优先于后申报者,先后顺序按照交易主机接受申报的时间确定。

封闭式基金的报价单位为每份基金价格。基金的申报价格最小变动单位为 0.001 元人民币,买入与卖出封闭式基金份额申报数量应当为 100 份或其整数倍,单笔最大数量应低于 100 万份。

沪、深证券交易所对封闭式基金交易实行与对 A 股交易同样的 10% 的涨跌幅限制;同时,与 A 股一样实行 T+1 交割、交收,即达成交易后,相应的基金交割与资金交收在交易日的下一个营业日(T+1)完成。

2.交易费用

按照沪、深证券交易所公布的收费标准,我国基金交易佣金不得高于成交金额的0.5%(深圳证券交易所特别规定该佣金水平不得低于代收的证券交易监管费和证券交易经手费,上海证券交易所无此规定),起点5元,由证券公司向投资者收取。目前,封闭式基金交易不收取印花税。

第四节 基金的估值、费用与利润分配

补充知识点:

一、基金资产估值的概念(★★)

基金资产估值是指通过对基金所拥有的全部资产及所有负债按一定的原则和方法进行估算,进而确定基金资产公允价值的过程。基金资产总值是指基金全部资产的价值总和,从基金资产总值中扣除所有负债即是基金资产净值。基金资产净值除以基金当前的总份额,就是基金的份额净值。用公式表示为:

基金资产净值=基金资产总值-基金负债

基金份额净值=基金资产净值/基金总份额

二、基金资产估值的重要性(★)

基金份额净值是开放式基金申购份额、赎回金额计算的基础,直接关系到基金投资者的利益,这就要求基金份额净值的计算必须准确。对于基金投资者来说,申购者希望以低于实际价值的价格进行申购,赎回者希望以高于实际价值的价格进行赎回;而基金的现有持有人恰恰相反,希望流入比实际价值更多的资金,流出比实际价值更少的资金。因此,只有基金份额净值的估值结果是公允的,并进行及时的信息披露,各参与方才能在公平、公开的环境中进行投资活动。

三、基金资产估值需考虑的因素(★★)

1. 估值频率

我国的开放式基金于每个交易日估值,并于下一交易日公告份额净值;封闭式基金每个交易日都进行估值,但每周披露一次基金份额净值。

2. 交易价格的公允性

当基金投资标的为交易活跃的证券时,对其资产进行估值较为容易。在这种情况下,市场交易价格是可获得并被接受的,也是公允的,因此,也是可信的,直接采用市场交易价格就可以对标的资产估值。

当基金投资交易不活跃的证券时,基金持有的证券要么没有交易价格,要么交易价格不可信,因此资产估值问题复杂得多。在这种情况下,则需要根据不同的情况采取不同的方法,谨慎估值。

3. 估值方法的一致性及公开性

估值方法的一致性是指基金在进行资产估值时均应采用同样的估值方法,遵守同样的估值规则。估值方法的公开性是指基金采用的估值方法需要在法定募集文件中公开披露。若基金变更了估值方法,必须及时进行披露。

四、我国基金资产估值的原则(★★)

对存在活跃市场且能够获取相同资产或负债报价的投资品种,在估值日有报价的,除会计准则规定的例外情况外,应将该报价不加调整地应用于该资产或负债的公允价值计量。估值日无报价且最近交易日后未发生影响公允价值计量的重大事件的,应采用最近交易日的报价确定公允价值。有充分证据表明估值日或最近交易日的报价不能真实反映公允价值的,应对报价进行调整,确定公允价值。

对不存在活跃市场的投资品种,应采取在当前情况下适用并且可利用数据和其他信息支持的估值技术确定公允价值。采用估值技术确定公允价值时,应优先使用可观察输入值,只有在无法取得相关资产或负债可观察输入值或取得不切实可行的情况下,才可以使用不可

观察输入值。

如经济环境发生重大变化或证券发行人发生影响证券价格的重大事件,使潜在估值调整对前一估值日的基金资产净值的影响在 0.25% 以上的,应对估值进行调整并确认公允价值。

五、基金费用的种类(★★)

在基金运作过程中涉及的费用可以分为两大类:一类是基金销售过程中发生的由基金投资者承担的费用,主要包括申购费(认购费)、赎回费及基金转换费等;另一类是基金管理过程中发生的费用,主要包括基金管理费、基金托管费、持有人大会费用、信息披露费等,这些费用由基金资产承担。

上述两大类费用的性质是不同的。第一类费用并不参与基金的会计核算,而第二类费用则需要直接从基金资产中列支,其种类及计提标准需在基金合同及基金招募说明书中明确规定。

六、各种费用的计提标准及计提方式(★★)

1. 基金管理费、基金托管费和基金销售服务费

基金管理费是指基金管理人管理基金资产而向基金收取的费用。基金托管费是指基金托管人为基金提供托管服务而向基金收取的费用。基金销售服务费是用于基金的持续销售和为基金份额持有人提供服务而收取的费用。

我国的基金管理费、基金托管费及基金销售服务费均是按照前一日基金资产净值的一定比例逐日计提,按月支付。

基金管理费率通常与基金规模成反比,与风险成正比。基金规模越大,风险程度越低,基金管理费率越低。我国积极管理的股票型基金一般按照年管理费率 1.5% 的比例计提管理费,指数型基金和债券型基金的年管理费率一般为 0.5%—1.0%,货币市场基金的年管理费率一般为 0.33%。股票型基金的年托管费率一般为 0.25%,指数型基金和债券型基金的年托管费率一般为 0.1%—0.25%,货币市场基金的年托管费率一般为 0.1%。此外,货币市场基金和债券型基金可以

从基金资产列支基金销售服务费,年费率一般为0.25%—0.35%。

2.基金交易费

基金交易费是指基金在进行证券买卖交易时所发生的相关交易费用。我国基金的交易费主要包括印花税、佣金、过户费、经手费、证管费。佣金由证券公司按成交金额的一定比例向基金收取,印花税、过户费、经手费、证管费等则由登记公司或交易所按有关规定收取。参与银行间债券交易的,还需向中央国债登记结算有限责任公司支付银行间账户服务费,向全国银行间同业拆借中心支付交易手续费等服务费用。

3.基金运作费

基金运作费是指为保证基金正常运作而发生的应由基金承担的费用,包括审计费、律师费、上市年费、信息披露费、分红手续费、持有人大会费、开户费、银行汇划手续费等。

七、基金收入的来源、利润分配方式(★★)

基金利润是指基金在一定会计期间的经营成果。基金利润主要来自基金收入减去基金费用后的净额、公允价值变动损益等。

1.基金收入

基金收入主要包括利息收入、投资收益以及其他收入。

利息收入是指基金经营活动中因债券投资、资产支持证券投资、银行存款、结算备付金、存出保证金、按买入返售协议融出资金等而实现的利息收入。具体包括债券利息收入、资产支持证券利息收入、存款利息收入、买入返售金融资产收入等。

投资收益是指基金经营活动中因买卖股票、债券、资产支持证券、基金等实现的差价收益,具体可分为股票投资收益、债券投资收益、资产支持证券投资收益、基金投资收益、衍生工具收益、股利收益等。

其他收入是指除上述收入以外的其他各项收入,包括赎回费扣除基本手续费后的余额、手续费返还、ETF替代损益,以及基金管理人等机构为弥补基金财产损失而支付给基金的赔偿款项等。

2.公允价值变动损益

公允价值变动损益是指基金持有的采用公允价值模式计量的交易性金融资产、交易性金融负债等公允价值变动形成的应计入当期损益的利得或损失,并于估值日对基金资产按公允价值估值时予以确认。

八、不同类型基金利润分配的原则(★★★)

1.封闭式基金的利润分配

根据有关规定,封闭式基金的收益分配每年不得少于一次,封闭式基金年度收益分配比例不得低于基金年度可供分配利润的90%。基金分配后,基金份额净值不得低于面值。封闭式基金只能采用现金方式分红。

2.一般开放式基金的利润分配

我国一般开放式基金按规定需在基金合同和招募说明书中约定每年基金收益分配的最多次数和每次基金收益分配的最低比例,同时要求基金利润分配后基金份额净值不得低于面值。

一般开放式基金的分红方式有两种:

现金分红。根据基金利润情况,基金管理人以投资者持有基金份额数量的多少,将利润分配给投资者。这是基金分配最普遍的形式。

红利再投资。红利再投资是指将投资人应分配的净利润折算为等值的新的基金份额记入投资人基金账户的分红方式。

根据有关规定,一般开放式基金利润分配默认的方式应当采用现金分红。开放式基金的基金份额持有人可以事先选择分红再投资。基金份额持有人事先未作出选择的,基金管理人应当支付现金。

3.货币市场基金的利润分配

《货币市场基金管理暂行规定》规定:“对于每日按照面值进行报价的货币市场基金,可以在基金合同中将收益分配的方式约定为红利再投资,并应当每日进行收益分配。”

货币市场基金在每日进行利润分配时,当日申购的基金份额自下一个工作日起享有基金的分配权益,当日赎回的基金份额自下一个工

作日起不享有基金的分配权益。

九、基金自身投资活动产生的税收(★★)

1. 增值税

基金运营过程中发生的增值税应税行为,以管理人为增值税纳税人。证券投资基金管理人运用基金买卖股票、债券转让收入免征增值税。

2. 印花税

基金卖出股票按照 0.1% 的税率征收交易印花税,买入交易不征收印花税,即对印花税实行单向征收。

3. 所得税

对证券投资基金从证券市场中取得的收入,包括买卖股票、债券的差价收入,股权的股息、红利收入,债券的利息收入及其他收入,暂不征收企业所得税。对基金取得的股利收入、债券的利息收入、储蓄存款利息收入,由上市公司、发行债券的企业和银行在向基金支付上述收入时代扣代缴 20% 的个人所得税。

十、基金投资者(包括个人和机构)投资基金的税收(★★)

1. 机构投资者投资基金的税收

机构投资者买卖基金份额属于金融商品转让,应按照卖出价扣除买入价后的余额为销售额计征增值税。但机构投资者购入基金、信托、理财产品等各类资产管理产品持有至到期,不属于金融商品转让。

机构投资者买卖基金份额暂免征收印花税。

机构投资者在境内买卖基金份额获得的差价收入,应并入企业的应纳税所得额,征收企业所得税。机构投资者从基金分配中获得的收入,暂不征收所得税。

2. 个人投资者投资基金的税收

个人投资者买卖基金份额免征增值税。

个人投资者买卖基金份额暂免征收印花税。

个人投资者从基金分配中取得的收入,暂不征收个人所得税。

个人投资者申购和赎回基金份额取得的差价收入,暂不征收个人所得税。

第五节 证券投资基金的监管与信息披露

补充知识点:

一、基金监管的含义与作用(★★)

基金监管是指监管部门运用法律的、经济的以及必要的行政手段,对基金市场参与者行为进行的监督与管理。基金监管对于维护证券市场的良好秩序、提高证券市场效率、保护基金份额持有人利益均具有重大意义。

二、我国基金监管机构和自律组织(★★)

中国证监会是我国基金市场的监管主体,依法对基金市场参与者的行为进行监督管理;中国证券投资基金业协会作为我国证券业的自律性组织,对基金业实施行业自律管理;此外证券交易所负责组织和监督基金的上市交易,并对上市交易基金的信息披露进行监督。

1. 中国证监会对基金市场的监管

中国证监会依法担负基金监管职责,各地证监局依照中国证监会的授权履行有关职责。中国证监会基金监管主要职责包括:制定有关证券投资基金活动监督管理的规章、规则,并行使审批、核准或者注册权;办理基金备案;对基金管理人、基金托管人及其他从事证券投资基金活动的机构进行监督管理,对违法行为进行查处;制定基金从业人员的资格标准和行为准则,并监督实施;监督检查基金信息的披露情况;指导和监督中国证券投资基金业协会的活动等。

2. 协会的行业自律管理

中国证券投资基金业协会是我国证券投资基金行业的自律性组织,按照《证券投资基金法》《协会章程》《会员管理办法》的有关规定,对会员及其从业人员实施自律管理,制定和实行业自律规则、行业

执业标准和业务规范,监督、检查会员及其从业人员的执业行为。

3. 证券交易所的自律管理

证券交易所作为自律管理的法人,依法对基金上市及相关信息披露等活动进行管理,对基金在交易所的投资交易实行监控。

三、对基金机构的监管内容(★★)

包括对基金管理人、基金托管人、基金销售机构等的监管。

担任公募基金的基金管理人只能由基金管理公司或者中国证监会按照规定核准的其他机构担任。基金管理公司注册资本不得低于1亿元人民币,且必须为实缴货币资本。基金托管人由依法设立的商业银行或者其他金融机构担任。从事公募基金的销售、销售支付、份额登记、估值、投资顾问、评价、信息技术系统服务等基金服务业务的机构,应按照中国证监会的规定进行注册或者备案。

四、对公募基金销售活动的监管内容(★★★)

公募基金销售机构应当建立基金销售适用性管理制度,至少包括下列内容:对基金管理人进行审慎调查的方式与方法;对基金产品的风险登记进行设置、对基金产品进行风险评价的方式与方法;对基金投资者风险承受能力进行调查与评价的方式与方法;对基金产品和基金投资人进行匹配的方法。

基金管理人的基金宣传推介资料,应当事先经基金管理人负责基金销售业务的高级管理人员和督察长检查,出具合规意见书,并自向公众分发或者发布之日起5个工作日内报主要经营活动所在地中国证监会派出机构备案。其他基金销售机构的基金宣传推介资料,应当事先经基金销售机构负责基金销售业务和合规的高级管理人员检查,出具合规意见书,并自向公众分发或者发布之日起5个工作日内报工商注册登记所在地中国证监会派出机构备案。

五、对公募基金投资与交易行为的监管内容(★★★)

我国《证券投资基金法》规定,基金财产应当用于上市交易的股票、债券以及中国证监会规定的其他证券品种。具体而言,目前我国

的基金主要可投资于国内依法公开发行上市的股票、非公开发行股票、国债、企业债券和金融债券、公司债券、货币市场工具、资产支持证券等。

按照《证券投资基金法》和其他相关法规的规定,基金财产不得用于下列投资或者活动:承销证券;向他人贷款或者提供担保;从事承担无限责任的投资;买卖其他基金份额,但是国务院另有规定的除外;向其基金管理人、基金托管人出资;从事内幕交易、操纵证券交易价格及其他不正当的证券交易活动;依照法律、行政法规有关规定,由国务院证券监督管理机构规定禁止的其他活动。

基金管理人运用基金财产进行证券投资,不得有下列情形:

(1)一只基金持有一家公司发行的证券,其市值超过基金资产净值的10%;

(2)同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券,超过该证券的10%;

(3)基金财产参与股票发行申购,单只基金所申报的金额超过该基金的总资产,单只基金所申报的股票数量超过拟发行股票公司本次发行股票的总量;

(4)一只基金持有其他基金(不含货币市场基金),其市值超过基金资产净值的10%,但基金中基金除外;基金中基金持有其他单只基金,其市值超过基金资产净值的20%,或者投资于其他基金中基金;

(5)基金总资产超过基金净资产的140%;

(6)违反基金合同关于投资范围、投资策略和投资比例等约定;

(7)中国证监会规定禁止的其他情形。

完全按照有关指数的构成比例进行证券投资的基金品种可以不受第(1)(2)项规定的比例限制。

六、基金信息披露的含义与作用(★★)

基金的信息披露是指基金信息披露义务人按照法律、行政法规和中国证监会的规定披露基金信息,并保证所披露信息的真实性、准确性和完整性的活动。基金信息披露义务人包括基金管理人、基金托管

人、召集基金份额持有人大会的基金份额持有人等法律、行政法规和中国证监会规定的自然人、法人和其他组织。

基金披露的各种公开信息是了解、识别基金的重要信息来源渠道。强制性的基金信息披露制度,有利于培育和完善市场运行机制,有利于防止利益冲突与利益输送,增强市场参与各方对市场的理解和信心。

七、基金信息披露的禁止性规定(★★★)

- 1.禁止进行虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏
- 2.禁止对基金的证券投资业绩进行预测
- 3.禁止违规承诺收益或者承担损失
- 4.禁止诋毁其他基金管理人、托管人或者基金销售机构
- 5.禁止登载任何自然人、法人或者其他组织的祝贺性、恭维性或推荐性的文字

八、基金募集信息披露、运作信息披露和临时信息披露的内容(★★)

1.基金募集信息披露

基金募集信息披露可以分为首次募集信息披露和存续期募集信息披露。首次募集信息披露主要包括基金份额发售前至基金合同生效期间进行的信息披露。在基金份额发售前,基金管理人需要编制披露基金合同、基金招募说明书、基金托管协议、基金份额发售公告等文件。基金管理人还应当在指定报刊和网站上编制并披露基金合同生效公告。

存续期募集信息披露主要指开放式基金在基金合同生效后每6个月披露一次新的招募说明书。

2.基金运作信息披露

基金运作信息披露主要指在基金合同生效至基金合同终止前,基金信息披露义务人依法定期披露基金的上市交易、投资运作及经营业绩等信息。基金管理人和基金托管人应当按照法规规定的各项时间要求进行基金运作信息的披露时间一般是可以事先预见的。

基金运作信息披露文件包括基金份额上市交易公告书(封闭式基金)、基金净值公告、基金年度报告、半年度报告、季度报告。其中,基金年度报告、半年度报告和季度报告被统称为“基金定期报告”。

对开放式基金而言,在开放申购和赎回后,会披露每个开放日的份额净值和份额累计净值。对货币基金而言,货币基金每日分配收益,份额净值保持一元不变,因此货币基金不像一般开放式基金那样披露每个开放日的份额净值,而是需披露收益公告,包括每万份基金收益和最近7日年化收益率。

基金管理人应在每个季度结束之日起15个工作日内编制基金季度报告,并将季度报告登载在指定报刊和网站上。基金管理人应在会计年度的前6个月结束后60日内编制完成基金半年度报告并予以公告。但半年度报告不要求进行审计。基金年度报告是基金的各项信息披露文件中信息量最大的文件,在会计年度结束后90日内经过审计后予以公告。与基金半年度报告相比,基金年度报告信息更为翔实,如半年报只需要披露当期的数据和指标,而基金年度报告应提供最近3个会计年度的主要会计数据、财务指标、基金净值表现和收益分配情况等。

3.基金临时信息披露

基金临时信息披露主要指在基金存续期间,当发生重大事件或市场上流传误导性信息,可能引致对基金份额持有人权益或者基金份额价格产生重大影响时,基金信息披露义务人依法对外披露临时报告或澄清公告,并在公开披露日报相关监管部门备案。基金临时信息的披露时间具有不确定性,一般无法事先预见。

如果预期某种信息可能对基金份额持有人权益或者基金份额的价格产生重大影响,则该信息为重大信息,相关事件为重大事件,信息披露义务人应当在重大事件发生之日起2日内编制并披露临时报告书。

第六节 非公开募集证券投资基金

补充知识点：

一、对非公开募集证券投资基金的基本规范(★★★)

在我国,非公开募集证券投资基金(简称私募基金)合格投资者累计不得超过 200 人。合格投资者是指具备相应风险识别和承担能力,投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元人民币且符合下列标准的单位和个人:(1)净资产不低于 1000 万元的单位;(2)金融资产不低于 300 万元或者最近 3 年个人年均收入不低于 50 万元的个人。社会保障基金、企业年金等养老基金、慈善基金等社会公益基金,依法设立并在中国证券投资基金业协会备案的投资计划,投资于所管理私募基金的私募基金管理人及其从业人员视为合格投资者。

担任非公开募集基金的基金管理人,应当按照规定向中国证券投资基金业协会履行登记手续,报送基本情况。除基金合同另有约定外,非公开募集基金应当由基金托管人托管。

非公开募集基金,不得向合格投资者之外的单位和个人募集资金,不得通过报刊、电台、电视台、互联网等公众传播媒体或者讲座、报告会、分析会等方式向不特定对象宣传推介。

按照基金合同约定,非公开募集基金可以由部分基金份额持有人作为基金管理人负责基金的投资管理活动,并在基金财产不足以清偿其债务时对基金财产的债务承担无限连带责任。

私募基金可采用公司型、合伙型、契约型三种组织形式。

二、私募基金的募集程序(★★)

在中国证券投资基金业协会办理私募基金管理人登记的机构可以自行募集其设立的私募基金,在中国证监会注册取得基金销售业务资格并已成为中国证券投资基金业协会会员的机构可以受私募基金管理人的委托募集私募基金。其他任何机构和个人不得从事私募基

金的募集活动。

私募基金募集应当履行下列程序：

(1)特定对象确定。募集机构应当采取问卷调查等方式履行特定对象确定程序,对投资者风险识别能力和风险承担能力进行评估。评估结果有效期最长不得超过3年。

(2)投资者适当性匹配。

(3)基金风险揭示。募集机构应当自行或者委托第三方机构对私募基金进行风险评级,并向投资者进行风险揭示。

(4)合格投资者确认。

(5)投资冷静期。基金合同应当约定给投资者设置不少于24小时的投资冷静期,投资冷静期自基金合同签署完毕且投资者缴纳认购基金的款项后起算。募集机构在投资冷静期内不得主动联系投资者。

(6)回访确认。募集机构应在投资冷静期满后,以录音电话、电邮、信函等适当方式进行投资回访。投资者在回访确认成功前有权解除基金合同,并要求募集机构按合同约定及时退还全部认购款项。基金募集完毕,基金管理人应当向中国证券投资基金业协会备案。

三、私募基金的信息披露(★★)

私募基金管理人应当按照规定通过中国证券投资基金业协会指定的私募基金信息披露备份平台报送信息,投资者可以登录中国证券投资基金业协会指定的私募基金信息披露备份平台进行查询。

私募基金信息披露义务人应当向投资者披露的信息包括:基金合同;招募说明书等宣传推介文件;基金销售协议中的主要权利义务条款(如有);基金的投资情况;基金的资产负债情况;基金的投资收益分配情况;基金承担的费用和业绩报酬安排;可能存在的利益冲突;涉及私募基金管理业务、基金财产、基金托管业务的重大诉讼、仲裁;中国证监会以及中国证券投资基金业协会规定的的影响投资者合法权益的其他重大信息。

私募基金运行期间,信息披露义务人应当在每季度结束之日起10个工作日内以内向投资者披露基金净值、主要财务指标以及投资组合情

况等信息。单只私募证券投资基金管理规模金额达到 5000 万元以上的,应当持续在每月结束之日起 5 个工作日内向投资者披露基金净值信息。

私募基金运行期间,信息披露义务人应当在每年结束之日起 4 个月以内向投资者披露以下信息:报告期末基金净值和基金份额总额;基金的财务情况;基金投资运作情况和运用杠杆情况;投资者账户信息,包括实缴出资额、未缴出资额以及报告期末所持有基金份额总额等;投资收益分配和损失承担情况;基金管理人取得的管理费和业绩报酬,包括计提基准、计提方式和支付方式;基金合同约定的其他信息。

第七章 金融衍生工具

第一节 金融衍生工具概述

变动知识点：

一、信用类衍生工具的概念及其分类(★★★)

信用衍生工具是指以基础产品所蕴含的信用风险或违约风险为基础变量的金融衍生工具,用于转移或防范信用风险,是 20 世纪 90 年代以来发展最为迅速的一类衍生产品,主要包括信用互换、信用联结票据以及信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证等信用风险缓释工具。

二、金融衍生工具的发展现状和发展趋势(★)

第一,金融衍生工具以场外交易为主。

第二,按基础产品比较,利率衍生品无论在场内还是场外,均是名义金额最大的衍生品种类,其中,场外交易的利率互换占有所有衍生品名义金额的半数以上,是最大的单个衍生品种类。

第三,按产品形态比较,远期和互换这两类具有对称性收益的衍生产品比收益不对称的期权类产品大得多。

第四,近年来,由于场外利率类衍生品名义金额下降较多,场外衍生品整体呈下降趋势,而场内衍生品却大幅增长。

事实上,在 2007 年国际金融危机之后,各同监管机构和国际组织均强化了对衍生品的监管,市场主体对衍生品的态度也趋于保守,但是,衍生品的存在毕竟有其现实需求,未来仍将具有很大的发展空间。

三、我国衍生工具市场的发展状况(★)

我国金融衍生工具市场分为交易所交易市场、场外交易市场,其

中场外交易市场包括银行间与银行柜台衍生工具市场、证券公司机构间与证券公司柜台衍生工具市场两大部分。

1.金融衍生工具的交易所市场

1992年12月28日,上海证券交易所推出了面向证券公司的国债期货交易,并于1993年12月25日正式向社会公众开放。

1993年3月10日,海南证券交易中心推出股票指数期货交易,这是中国第一只股票指数期货合约。

经中国证监会批准,上海证券交易所于2015年2月9日上市交易了上证50ETF期权合约品种,这是内地交易市场第一只期权品种。

除可转换公司债券、股指期货和期权外,交易所交易的衍生品还包括少量资产支持证券。

2.金融衍生工具的场外交易市场

(1)银行间与银行柜台衍生工具市场。

中国银行间衍生工具市场主要集中于中国外汇交易中心/全国银行间同业拆借中心。

银行柜台衍生工具市场。根据原中国银监会的规定,取得衍生产品交易资格的银行业金融机构可与机构客户进行衍生产品交易,目前主要涉及远期结售汇、外汇远期与掉期、利率衍生品交易等等。

(2)证券公司机构间与证券公司柜台衍生工具市场。

机构间市场又被称为机构间私募产品报价与服务系统(简称报价系统),是经中国证监会批准设立的为机构投资者提供私募产品报价、发行、转让及相关服务的专业化电子平台。

证券公司柜台市场。根据中国证监会的规定,获得场外期权、互换业务资格的证券公司,可以在证券公司柜台开展相关衍生产品业务。

第二节 金融远期、期货与互换

变动知识点：

一、掌握金融期货的集中交易制度、保证金制度、无负债结算制度、限仓制度、大户报告制度、每日价格波动限制、强行平仓、强制减仓制度等主要交易制度(★★★)

1.集中交易制度

金融期货在期货交易所或证券交易所进行集中交易。期货交易是专门进行期货合约买卖的场所,是期货市场的核心,承担着组织、监督期货交易的重要职能。

2.标准化的期货合约和对冲机制

期货合约是由交易所设计、经监管机构批准后向市场公布的标准化合约。期货合约设计成标准化的合约是为了便于交易双方在合约到期前分别做一笔相反的交易进行对冲,从而避免实物交割。期货交易中的对冲是指交易者利用期货合约标准化的特征,在开仓和平仓的时候分别做两笔品种、数量、期限相同但方向相反的交易,并且不进行实物交割,而是以结清差价的方式结束交易的独特交易机制。实际上,绝大多数的期货合约并不进行实物交割,通常在到期日之前即已对冲平仓。

3.保证金制度

为了控制期货交易的风险和提高效率,期货交易所的会员经纪公司必须向交易所或结算所缴纳结算保证金,而期货交易双方在成交后都要通过经纪人向交易所或结算所缴纳一定数量的保证金。由于期货交易的保证金比率很低,因此有高度的杠杆作用,这一杠杆作用使套期保值者能用少量的资金为价值量很大的现货资产找到回避价格风险的手段,也为投机者提供了用少量资金获取盈利的机会。

4.结算所和无负债结算制度

结算所是期货交易的专门清算机构,通常附属于交易所,但又以

独立的公司形式组建。结算所实行无负债的每日结算制度,又被称为“逐日盯市制度”,就是以每种期货合约在交易日收盘前规定时间内的平均成交价作为当日结算价,与每笔交易成交时的价格作对照,计算每个结算所会员账户的浮动盈亏,进行随市清算。由于逐日盯市制度以一个交易日为最长的结算周期,对所有账户的交易头寸按不同到期日分别计算,并要求所有的交易盈亏都能及时结算,从而能及时调整保证金账户,控制市场风险。

5.限仓制度

限仓制度是交易所为了防止市场风险过度集中和防范操纵市场的行为,而对交易者持仓数量加以限制的制度。

6.大户报告制度

大户报告制度是交易所建立限仓制度后,当会员或客户的持仓量达到交易所规定的数量时,必须向交易所申报有关开户、交易、资金来源、交易动机等情况,以便交易所审查大户是否有过度投机和操纵市场行为,并判断大户交易风险状况的风险控制制度。

7.每日价格波动限制及断路器规则

为防止期货价格出现过大的非理性变动,交易所通常对每个交易时段允许的最大波动范围作出规定,一旦达到涨(跌)幅限制,则高于(低于)该价格的买入(卖出)委托无效。

8.强行平仓制度

强行平仓制度是指按照有关规定对会员或客户的持仓进行平仓的一种强制措施,包括交易所对会员持仓、客户持仓进行的强行平仓及期货公司对其客户持仓进行的强行平仓。

9.强制减仓制度

强制减仓制度是指交易所将当日以涨跌停板价格申报的未成交平仓报单,以当日涨跌停板价格与该合约净持仓盈利客户按照持仓比例自动撮合成交。

二、了解人民币利率互换的业务内容(★)

人民币利率互换是指交易双方约定在未来的一定期限内,根据约

定的人民币本金和利率计算利息并进行利息交换的金融合约。利率互换的参考利率应为经中国人民银行授权的全国银行间同业拆借中心等机构发布的银行间市场具有基准性质的市场利率或经中国人民银行公布的基准利率。

目前,中国外汇交易中心人民币利率互换参考利率包括上海银行间同业拆放利率(Shibor,含隔夜、1周、3个月期等品种)、国债回购利率(7天)、1年期定期存款利率,互换期限从7天到3年,交易双方可协商确定付息频率、利率重置期限、计息方式等合约条款。

三、了解信用违约互换的含义和主要风险(★)

在2007年发生的全球性金融危机中,导致大量金融机构陷入危机的最重要一类衍生金融产品是信用违约互换(简称CDS)。最基本的信用违约互换涉及两个当事人,双方约定以某一信用工具为参考,一方向另一方出售信用保护,若参考工具发生规定的信用违约事件,则信用保护出售方必须向购买方支付赔偿。

CDS交易的危险来自三个方面:

第一,具有较高的杠杆性。信用保护买方只需要支付少量保费,最多可以获得等于名义金额的赔偿(参考品发行人破产时),一旦参考品信用等级出现微小变化,CDS保费价格就会剧烈波动。

第二,由于信用保护的买方并不需要真正持有作为参考的信用工具(常见的有按揭贷款、按揭支持证券、各国国债及公司债券或者债券组合、债券指数),因此,特定信用工具可能同时在多起交易中被当作CDS的参考,有可能极大地放大风险敞口总额,在发生危机时,市场往往恐慌性地高估涉险金额。

第三,由于场外市场缺乏充分的信息披露和监管,交易者并不清楚自己的交易对手卷入了多少此类交易,因此,在危机期间,每起信用事件的发生都会引起市场参与者的相互猜疑,担心自己的交易对手因此倒下从而使自己的敞口头寸失去着落。

补充知识点：

一、金融期货的种类与基本功能(★★★)

(一)金融期货的种类

按基础工具划分,金融期货主要有三种类型:外汇期货、利率期货、股权类期货。

1.外汇期货

外汇期货又被称为货币期货,是以外汇为基础工具的期货合约,是金融期货中最先产生的品种,主要用于规避外汇风险。

2.利率期货

利率期货的基础资产是一定数量的与利率相关的某种金融工具,主要是各类固定收益金融工具。利率期货主要是为了规避利率风险而产生的。固定利率有价证券的价格受到现行利率和预期利率的影响,价格变化与利率变化一般呈反向关系。

利率期货品种主要包括:

(1)债券期货。以国债期货为主的债券期货是各主要交易所最重要的利率期货品种。

(2)主要参考利率期货。除国债利率外,常见的参考利率包括伦敦银行间同业拆放利率(Libor)、香港银行间同业拆放利率(Hibor)、欧洲美元定期存款单利率、联邦基金利率等等。

3.股权类期货

股权类期货是以单只股票、股票组合或者股票价格指数为基础资产的期货合约。

(1)股票价格指数期货。股票价格指数期货是以股票价格指数为基础变量的期货交易,是为适应人们控制股市风险,尤其是系统性风险的需要而产生的。股票价格指数期货的交易单位等于基础指数的数值与交易所规定的每点价值之乘积,采用现金结算。

(2)单只股票期货。单只股票期货是以单只股票作为基础工具的期货,买卖双方约定,以约定的价格在合约到期日买卖规定数量的

股票。

(3)股票组合的期货。股票组合的期货是金融期货中最新的一类,是以标准化的股票组合为基础资产的金融期货。

(二)金融期货的基本功能

金融期货具有四项基本功能:套期保值功能、价格发现功能、投机功能和套利功能。

1.套期保值功能

套期保值是指企业为规避外汇风险、利率风险、商品价格风险、股票价格风险、信用风险等,指定一项或一项以上套期工具,使套期工具的公允价值或现金流量变动,预期抵消被套期项目全部或部分公允价值或现金流量变动。

利用金融期货进行套期保值,就是通过在现货市场与期货市场建立相反的头寸,从而锁定未来现金流或公允价值的交易行为。

(1)套期保值原理。期货交易之所以能够套期保值,其基本原理在于某一特定商品或金融工具的期货价格和现货价格受相同经济因素的制约和影响,从而它们的变动趋势大致相同;而且,现货价格与期货价格在走势上具有收敛性,即当期货合约临近到期日时,现货价格与期货价格将逐渐趋同。因此,若同时在现货市场和期货市场建立数量相同、方向相反的头寸,则到期时不论现货价格上涨或是下跌,两种头寸的盈亏恰好抵消,使套期保值者避免承担风险损失。

(2)套期保值的基本做法。套期保值的基本做法是:在现货市场买进或卖出某种金融工具的同时,做一笔与现货交易品种、数量、期限相当但方向相反的期货交易,以期在未来某一时间通过期货合约的对冲,以一个市场的盈利来弥补另一个市场的亏损,从而规避现货价格变动带来的风险,实现保值的目的。套期保值的基本类型有两种:一是多头套期保值,是指持有现货空头(如持有股票空头)的交易者担心将来现货价格上涨(如股市大盘上涨)而给自己造成经济损失,于是买入期货合约(建立期货多头)。若未来现货价格果真上涨,则持有期货头寸所获得的盈利正好可以弥补现货头寸的损失。二是空头套期保

值,是指持有现货多头(如持有股票多头)的交易者担心未来现货价格下跌,在期货市场卖出期货合约(建立期货空头),当现货价格下跌时以期货市场的盈利来弥补现货市场的损失。

期货交易的对象是标准化产品,因此,套期保值者很可能难以找到与现货头寸在品种、期限、数量上均恰好匹配的期货合约。如果选用替代合约进行套期保值操作,则并不能完全锁定未来现金流,由此带来的风险被称为“基差风险”。

2. 价格发现功能

价格发现功能是指在一个公开、公平、高效、竞争的期货市场中,通过集中竞价形成期货价格的功能。期货价格具有预期性、连续性和权威性的特点,能够比较准确地反映出未来商品价格的变动趋势。期货市场之所以具有价格发现功能,是因为期货市场将众多影响供求关系的因素集中于交易所内,通过买卖双方公开竞价,集中转化为一个统一的交易价格。这一价格一旦形成,立即向世界各地传播,并影响供求关系,从而形成新的价格。如此循环往复,使价格不断趋于合理。

3. 投机功能

与所有有价证券交易相同,期货市场中的投机者也会利用对未来期货价格走势的预期进行投机交易,预计价格上涨的投机者会建立期货多头,反之则建立空头。投机者的存在对维持市场流动性具有重大意义,当然,过度的投机必须受到限制。

与现货市场投机相比较,期货市场投机有两个重要区别:一是目前我国股票市场实行 T+1 清算制度,而期货市场是 T+0,可以进行日内投机;二是期货交易的保证金制度导致期货投机具有较高的杠杆率,盈亏相应放大,具有更高的风险性。

4. 套利功能

套利的理论基础在于经济学中的一价定律,即忽略交易费用的差异,同一商品只能有一个价格。严格意义上的期货套利是指利用同一合约在不同市场上可能存在的短暂价格差异进行买卖,赚取价差,被称为“跨市场套利”。行业内通常也根据不同品种、不同期限合约之间

的比价关系进行双向操作,分别被称为跨品种套利和跨期限套利,但其结果不一定可靠。对于股价指数等品种,还可以和成分股现货联系起来进行指数套利,当股指期货价格高于理论值时,做空股指期货,买入指数组合,被称为“正套”;反之,若股指期货价格低于理论值,则做多股指期货,做空指数组合,被称为“反套”。期货套利机制的存在对于提高金融市场的有效性具有重要意义。

二、收益互换的应用(★)

中国证券业协会于2012年底启动了股票收益互换业务试点工作。股票收益互换是指证券公司与客户根据协议约定,在未来某一期限内针对特定股票的收益表现与固定利率进行现金流交换,是一种重要的权益衍生工具交易形式。股票收益互换在实际操作中,通常是由客户向证券公司支付固定利息,证券公司向客户支付指定的股票收益,以此进行互换,逐渐演变为客户杠杆融资买卖股票的行为,存在一定风险。2015年监管部门叫停了融资类股票收益互换业务。

第三节 金融期权与期权类金融衍生产品

变动知识点:

可交换债券与可转换债券的不同(★★)

可交换债券与可转换债券具有类似的特征,也有以下明显的区别:

1.发行主体不同

可交换债券的发行主体是上市公司的股东,而可转换债券的发行主体是上市公司本身。

2.用于转股的股份来源不同

可交换债券的股份来源是发行人持有的其他公司已发行在外股份,而可转换债券的股份来源通常是发行人本身未来将发行的新股。

3.转股对公司股本的影响不同

可转换债券的转股会使标的股票总股本扩大,而可交换债券的转股不会影响标的股票总股本的数量。

补充知识点:

一、金融期权的主要风险指标(★)

(一)Delta 值

Delta 值反映期权标的证券价格变化对期权价格的影响程度。 $\Delta = \text{期权价格变化} / \text{期权标的证券价格变化}$ 。标的证券价格与认购期权价值为正相关关系,与认沽期权价值为负相关关系。

(二)Gamma 值

Gamma 值反映期权标的证券价格变化对 Delta 值的影响程度。 $\Gamma = \Delta \text{的变化} / \text{期权标的证券价格变化}$ 。

(三)Rho 值

Rho 值反映无风险利率变化对期权价格的影响程度。 $\rho = \text{期权价格的变化} / \text{无风险利率的变化}$ 。市场无风险利率与认购期权价值为正相关,与认沽期权为负相关。

(四)Theta 值

Theta 值反映到期时间变化对期权价值的影响程度。 $\theta = \text{期权价值变化} / \text{到期时间变化}$ 。到期期限与认购、认沽期权价值均为正相关关系。

(五)Vega 值

Vega 值反映合约标的证券价格波动率变化对期权价值的影响程度。 $\nu = \text{期权价值变化} / \text{波动率的变化}$ 。波动率与认购、认沽期权价值均为正相关关系。

二、权证的定义和分类(★)

权证是基础证券发行人或其以外的第三人(简称发行人)发行的,约定持有人在规定期间内或特定到期日,有权按约定价格向发行人购

买或出售标的证券,或以现金结算方式收取结算差价的有价证券。从产品属性看,权证是一种期权类金融衍生产品。权证与交易所交易期权的主要区别在于,交易所挂牌交易的期权是交易所制定的标准化合约,具有同一基础资产、不同行权价格和行权时间的多个期权形成期权系列进行交易;而权证则是权证发行人发行的合约,发行人作为权利的授予者承担全部责任。

根据各种分类标准,可以把权证分为不同的类型。

1.按基础资产分类

根据权证行权的基础资产或标的资产,可将权证分为股权类权证、债权类权证以及其他权证,我国证券市场曾推出的权证均为股权类权证,其标的资产可以是单只股票或股票组合(如ETF)。

2.按基础资产的来源分类

根据权证行权所买卖的标的股票来源不同,权证可分为认股权证和备兑权证。

认股权证也被称为股本权证,一般由基础证券的发行人发行,行权时上市公司增发新股售予认股权证的持有人。

备兑权证通常由投资银行发行,备兑权证所认兑的股票不是新发行的股票,而是已在市场上流通的股票,不会增加股份公司的股本。

3.按持有人权利分类

按照持有人权利的性质不同,权证分为认购权证和认沽权证。前者实质上属看涨期权,其持有人有权按规定价格购买基础资产;后者属看跌期权,其持有人有权按规定价格卖出基础资产。

4.按行权的时间分类

按照权证持有人行权的时间不同,可以将权证分为美式权证、欧式权证、百慕大式权证等类别。美式权证可以在权证到期日之前任何交易日行权;欧式权证仅可以在到期日当日行权;百慕大式权证则可在到期日之前一段规定时间内行权。

5.按权证的内在价值分类

按权证的内在价值,可以将权证分为平价权证、价内权证和价外

权证,其原理与期权相同。

三、期权品种及其应用(★)

我国目前的期权品种包括在上海证券交易所上市交易的股票期权——50ETF 期权,以及在证券公司机构间与证券公司柜台市场交易的场外期权。

(一)50ETF 期权

经中国证监会批准,上海证券交易所于 2015 年 2 月 9 日上市交易了上证 50ETF 期权合约品种。合约标的为上证 50 交易型开放式指数证券投资基金;包括认购期权、认沽期权两类;到期月份分别为当月、下月及随后的两个季月;采用实物交易方式。

(二)场外期权

证券公司场外期权业务是指证券公司在机构间市场或在柜台,根据与交易对手达成的协议,与交易对手直接开展的期权交易。场外期权业务自 2013 年开始试点,合约标的主要为以沪深 300、中证 500、上证 50 为主的股指,A 股个股,黄金期现货及部分境外标的。

第四节 其他衍生工具简介

补充知识点:

存托凭证与结构化金融衍生产品的定义和分类(★★)

(一)存托凭证

1.存托凭证的定义

存托凭证(Depositary Receipts,DR)是指在一国证券市场流通的代表外国公司有价证券的可转让凭证。存托凭证一般代表外国公司股票,有时也代表债券。存托凭证也被称为预托凭证。

2.美国存托凭证的种类

按照基础证券发行人是否参与存托凭证的发行,美国存托凭证可分为无担保的存托凭证和有担保的存托凭证。

无担保的存托凭证由一家或多家银行根据市场的需求发行,基础证券发行人不参与,存券协议只规定存券银行与存托凭证持有者之间的权利义务关系。无担保的存托凭证目前已很少应用。

有担保的存托凭证由基础证券发行人的承销商委托一家存券银行发行。承销商、存券银行和托管银行三方签署存券协议。协议内容包括存托凭证与基础证券的关系,存托凭证持有者的权利,存托凭证的转让、清偿、红利或利息的支付以及协议三方的权利义务等。采用有担保的存托凭证,发行公司可以自由选择存券银行。

(二)结构化金融衍生产品

1.结构化金融衍生产品的定义

结构化金融衍生产品是运用金融工程结构化方法,将若干种基础金融商品和金融衍生产品相结合设计出的新型金融产品。目前最为流行的结构化金融衍生产品主要是由商业银行开发的各类结构化理财产品以及在交易所市场上市交易的各类结构化票据,它们通常与某种金融价格相联系,其投资收益随该价格的变化而变化。

2.结构化金融衍生产品的类别

(1)按联结的基础产品分类,可分为股权联结型产品(其收益与单只股票、股票组合或股票价格指数相联系),利率联结型产品,汇率联结型产品,商品联结型产品等种类。

(2)按收益保障性分类,可分为收益保证型产品和非收益保证型产品两大类,其中前者又可进一步细分为本金保障型产品和保证最低收益型产品。

(3)按发行方式分类,可分为公开募集的结构化产品与私募结构化产品,前者通常可以在交易所交易。

(4)按嵌入式衍生产品分类,可以分为基于互换的结构化产品、基于期权的结构化产品等类别。

第八章 金融风险管理(原第六章 金融风险管理)

第一节 风险概述

变动知识点:

一、金融风险的分类(★★★)

- 1.按照风险是否可以被分散,分为系统性风险和非系统性风险
- 2.按照风险后果不同,可分为纯粹风险与投机风险

纯粹风险(Pure Risk)是指只有损失机会而无获利可能的风险。

投机风险(Speculative Risk)是相对于纯粹风险而言的,是指既有损失机会又有获利可能的风险。

- 3.按照风险因素不同,分为流动性风险、市场风险、信用风险、操作风险和声誉风险

二、系统风险与非系统风险的概念(★★)

系统性风险(Systematic Risk)是指无法通过分散投资组合规避的风险。通常,系统性风险主要由国家政治和经济的重大变革以及不可预知的自然灾害等因素引发,是指全局性的、影响整个金融市场的风险。

非系统性金融风险(Non-systematic Risk)是指可以通过分散投资组合在一定程度上能够规避的风险。非系统性金融风险的出现是随机的,一般而言可以采取“不要把鸡蛋放在同一个篮子里”的做法,分散投资,让非系统性金融风险在整个资产组合中相互抵消。

由于系统性金融风险影响巨大、波及面广,而且很容易溢出到实体经济领域,因此,宏观金融审慎监管的一个重要目标就是“守住不发生系统性金融风险的底线”,当市场面临巨大的系统性金融风险并可

能引发金融危机时,政府会进行适当干预。

三、流动性风险、市场风险、信用风险、操作风险、声誉风险的概念与特点(★★)

1.流动性风险

流动性风险(Liquidity Risk),是指金融市场参与者无法以合理成本及时获得充足资金,以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的资金需求的风险。

流动性风险分为融资流动性风险(Funding Liquidity Risk)和资产流动性风险(Asset Liquidity Risk)。

融资流动性风险就是俗称的“资金紧张”或者“资金链断裂”。导致融资流动性风险的主要原因包括企业流动性资产尤其是高流动性的现金资产低于正常水平、未预期的大额现金流出、正常融资关系受到破坏等等。

资产流动性风险也被称为市场流动性风险,它是指对特定金融资产而言,如果二级市场深度不足,交易不活跃,或者因特殊原因导致转让无法进行(例如股票触及跌幅限制或停牌),则持有该资产的投资者面临无法变现的局面,或无法以合理价格出售资产而遭受较大损失。

2.市场风险

市场风险(Market Risk)是指市场价格变化导致损失的风险。市场价格不仅包括有价证券价格和商品价格,还包括利率(资金的价格)和汇率(以一种货币计价的其他货币的价格),因此,也可以将市场风险细分为股票价格风险、债券价格风险、商品价格风险、金融衍生品价格风险、利率风险、汇率风险等类别。

3.信用风险

信用风险(Credit Risk)是指债务人或交易对手未能履行合约所规定的义务,或信用质量发生变化而且影响金融资产价值,从而给债权人或金融资产持有人造成经济损失的风险。

根据信用风险事件的不同类型,可以将信用风险分为违约风险、交易对手风险与信用转移风险等类别。

信用转移风险(Credit Transfer Risk)是指债务人的信用评级在风险管理期内可能从当前状态转移至其他评级状态,导致债权人发生损失的可能性。

4.操作风险

操作风险(Operation Risk)是指由不完善或失败的内部流程、人为过失、系统故障或外部因素导致损失的风险。

诱发操作风险的原因很多,巴塞尔委员会将操作风险事件划分为七种类型:内部欺诈;外部欺诈;雇员活动和工作场所安全性风险;客户、产品及业务活动中的操作性风险;实物资产损坏;营业中断或信息技术系统瘫痪;执行、交割和流程管理中的操作风险。

与信用风险、市场风险不同的是,操作风险一般为下侧风险,即只可能带来损失,不能带来收益。因此,对操作风险的管理策略是在合理的成本范围内,尽可能减少操作风险。

5.声誉风险

声誉风险(Reputation Risk,或 Reputational Risk)是指由经营、管理及其他行为或外部事件导致利益相关方对金融机构产生负面评价的风险。声誉事件是指引发声誉风险的相关行为或事件;造成重大损失、市场大幅波动、引发系统性风险或影响社会经济秩序稳定的声誉事件被称为重大声誉事件。

声誉风险一般是受其他风险影响而产生的次生风险,很难具体确认和计量,但是它对金融机构的影响巨大而且深远。

补充知识点:

一、风险的常见定义(★)

(一)风险是结果的不确定性

这种观点认为风险等同于结果的不确定性。不确定性是指人们对于事物的未来状态不能确切知道或掌握,也就是说人们对事物未来的发展变化缺乏信息与掌控力。

(二)风险是波动性或对期望值的偏离度

按照这种定义,风险是一个中性概念,并不等同于损失。将风险

与波动性联系起来观点实质上是将风险定义为双侧风险,实际结果对期望值的偏离既可能出现不利结果(例如股价未预期的下跌,即下侧风险),也可能出现有利结果(例如股价出现未预期的上涨,即上侧风险)。

(三) 风险是不确定的不利因素或未来损失的可能性

这种定义的优点在于突出了风险带来的损害(下侧风险),而将盈利机会排除在外,是典型的单侧风险的概念。

(四) 不确定性对目标的影响

现行国际标准化组织文件(ISO31000)和中国国家标准《风险管理——术语》所采用的风险定义基本一致,均为“不确定性对目标的影响”。

二、中国国家标准对风险的定义(★★★)

中国国家标准(GB/T23694—2013)对风险定义的完整表述如下:

“风险 Risk

不确定对目标的影响。

注1:影响是指偏离预期,可以是正面的和/或负面的。

注2:目标可以是不同方面(如财务、健康与安全、环境等)和层面(如战略、组织、项目、产品和过程等)的目标。

注3:通常用潜在事件或后果,或两者的组合来区分风险。

注4:通常用事件后果(包括情形的变化)和事件发生可能性的组合来表示风险。

注5:不确定性是指对事件及其后果或可能性的信息缺失或了解片面的状态。”

三、风险的构成要素(★★★)

金融风险一般由风险源、风险敞口、风险事件、风险损失等因素构成。

(一) 风险源

风险源(Risk Source)是指可能单独或共同引发风险的内在要素。

理论上说,一切不确定的自然现象和社会现象均有可能引发特定的金融风险,其中比较常见的包括宏观经济形势、宏观经济政策、政府监管规定、行业或产业运行状况、企业经营状况、金融市场参与者行为等等。

(二) 风险敞口

风险敞口(Risk Exposure)也被称为风险暴露,一般指未被对冲或未加保护的风险。在金融风险管理领域,风险敞口是指在金融活动中存在金融风险的部位以及受金融风险影响的程度。从银行授信角度来说,违约风险敞口是指因债务人的违约行为所导致的可能承受风险的信贷业务余额。根据中国银保监会 2018 年 4 月 24 日公布的《商业银行大额风险管理暴露管理办法》,风险暴露是指商业银行对单一客户或一组关联客户的信用风险暴露,包括银行账簿和交易账簿内各类信用风险暴露,而大额风险暴露是指商业银行对单一客户或一组关联客户超过其一级资本净额 2.5% 的风险暴露。

(三) 风险事件

风险事件(Risk Event)是指特定的引发损失(或收益)的事件。

(四) 风险损失

风险损失(Risk Loss)是风险事件对企业经营目标造成的影响,通常以金额表示。

第二节 风险管理

变动知识点:

一、风险管理的概念(★★★)

风险管理(Risk Management)是指经济主体针对持有或准备持有的风险资产将其风险减至最低或可承受范围的管理过程,通过对风险的识别、计量和评估,选择最有效的方式,主动地、有目的地、有计划地处理风险,以最小成本争取获得最大安全保证的管理方法。

二、风险管理的方法(★★)

1. 风险预防
2. 风险规避
3. 风险分散
4. 风险对冲
5. 风险转移
6. 风险补偿

三、风险对冲、风险规避、风险补偿的概念及特点(★★)

(一) 风险对冲

风险对冲是指通过投资或购买与标的资产收益波动负相关的某种资产或衍生产品,来冲销标的资产潜在损失的一种策略性选择。风险对冲对管理市场风险非常有效,与风险分散策略不同,风险对冲可以管理系统性风险和非系统性风险,还可以根据投资者的风险承受能力和偏好,通过对冲比率的调节,将风险降低到预期水平。为了防范和化解系统性风险,人们需要借助于金融衍生工具进行风险对冲。常见的风险对冲手段是套期保值,是以规避现货风险为目的的期货交易行为,其含义是指与现货市场相关的经营者或交易者在现货市场上买进或卖出一定数量的现货品种的同时,在期货市场上卖出或买进与现货品种相同、数值相当、但方向相反的期货合约,以期在未来某一时间,通过同时将现货和期货市场上的头寸平仓后,以一个市场的盈利弥补另一个市场的亏损,达到规避价格风险的目的。

(二) 风险规避

风险规避是通过主动放弃或者拒绝承担风险来实现的。这是一种非常保守的策略,能够在风险事件发生之前,完全消除某一特定风险可能造成的损失,因此是一种彻底地控制风险的对策。

(三) 风险补偿

风险补偿是指在风险损失发生之前通过金融交易的价格补偿获得风险回报,以及在损失发生之后通过抵押、质押、保证、保险等获得

补偿。

在有风险的金融资产交易活动中,投资者确定所交易的金融资产的价格时要考虑到风险的因素,即要求一个合适的风险溢价来补偿所承担的风险。风险溢价的大小与风险的高低成正相关关系。

四、风险管理的过程/步骤(★★)

(一)识别风险

风险管理的第一步是识别各种明显的和潜在的风险源和风险因素,估计这些风险可能造成的物资与人身损失以及心理与社会效应。显然,风险识别是进行风险管理的基础工作和前提条件。

风险管理者首先要分析投资项目的风险暴露。风险识别包括感知风险和分析风险两个环节。感知风险是通过系统化的方法发现经济主体所面临的风险种类和性质;分析风险是深入理解各种风险的成因和变化规律。

(二)度量风险

度量风险就是计量风险发生的概率及潜在损失的大小,评估风险严重程度,为确定风险管理对策提供依据。风险度量方法有敏感度分析法、波动性计量法、VaR法和情景压力测试法等。在分析和评价风险的严重性时,需要考虑到风险损失的相对性,即不仅要考虑到风险损失的绝对量,同时要考虑到主体的风险承受能力;另外,需要考虑到单一风险事件和所有风险事件产生的不同类型损失及其对主体的综合影响,既要考虑直接损失和有形损失,也要考虑间接损失和无形损失;同时要综合考量风险发生的时间、持续时间、发生频率等因素,以提升对风险影响评估的科学性。

(三)决策与实施

在风险识别和衡量的基础之上,风险管理者就要对采用何种风险管理方法(预防、规避、对冲、分散、转移)进行决策并付诸实施。风险管理者首先应确定风险管理战略。不同的风险有不同的应对措施,应根据风险的性质、特征和风险的大小采取不同的管理策略。对同一风

险也可以在多种策略中进行选择或将其组合搭配使用。风险管理者要制订具体可操作的行动方案,包括使用哪些风险管理工具以及如何使用、使用的期限等。在此基础上的工作还包括方案的执行和各部门之间的协调。

(四)风险控制

风险控制是指经济主体采用各种合格有效的工具、手段和流程进行控制和缓释风险的过程,分为事前控制、事中控制和事后控制。事前控制主要是确定风险管理政策,包括确定风险容忍度、风险限额、风险定价和制订应急预案等。事中控制是在风险资产的实际运作过程中采用流程、工具进行动态、实时监测和报告。流程控制包括授权、督察和质询等;工具控制包括采用电脑系统的自动化控制,限制任何超过限额的行为发生;监测和报告是在不同层面监测风险的变化趋势和特征以及风险信息共享,以便在风险发生之前采取相应的措施。事后控制是在风险影响因素发生变化或风险发生后采取的对应措施,包括风险转移和重新调整风险限额等。

(五)风险管理效果评价

风险管理效果的评价是指对风险管理结果的效益性和适用性进行分析、检查、评估和修正。评价会产生双重作用:一方面,有助于判断是否减少了风险事故的发生,提高风险管理决策水平;另一方面,可以根据风险管理中存在的问题提出一些建设性意见,改进风险管理措施,提高风险管理的收益。

风险评估主要包括两个方面的内容:一是对全面风险管理框架的评估,其中主要是对公司治理、风险政策流程和限额以及信息系统的评估;二是实质性风险评估,对金融机构面临的所有实质性风险(风险程度和风险管理质量)进行全面评估,并在评估的基础上得出总体资本要求。

建立风险评估体系一般要坚持三个基本原则。第一,符合监管要求。第二,符合金融机构实际。第三,保证一定的前瞻性。

五、风险管理的发展趋势(★)

(一)资产风险管理模式阶段

20世纪60年代以前,金融企业的风险管理主要偏重于资产业务的风险管理,强调保持企业资产的流动性。这主要是与当时金融企业尤其是商业银行以资产业务(如贷款等)为主有关,经营中最直接、最经常性的风险来自资产业务。

(二)负债风险管理模式阶段

进入20世纪60年代,随着经济的快速增长,西方各国社会对金融企业尤其是商业银行的资金需求猛增。为了扩大资金来源,西方商业银行变被动负债为主动负债,通过金融工具创新,如CDS、回购协议、同业拆借等,避开金融监管的限制较大幅度提升杠杆率。在此背景下,商业银行风险管理的重点转向负债风险管理。

(三)资产负债风险管理模式阶段

20世纪70年代,随着布雷顿森林体系的瓦解,固定汇率制度向浮动汇率制度的转变导致汇率变动不断加大。始于1973年的石油危机导致西方国家通货膨胀加剧,利率的波动也开始变得更为剧烈。利率和汇率的双重影响使得商业银行的资产和负债价值的波动更为显著。因此,单一的资产风险管理模式不再能保证商业银行安全性、流动性和效益性的均衡,资产负债风险管理理论应运而生。

(四)全面风险管理模式阶段

- 1.全球的风险管理体系
- 2.全面的风险管理范围
- 3.全程的风险管理过程
- 4.全新的风险管理方法

补充知识点:

一、风险预防的概念及特点(★★)

金融风险的预防是指在风险事件未发生之前通过运用一定的防范性措施,以防止损失的实际发生或将损失控制在一定的可承受范围

之内。对于一些不可以通过市场手段转移的风险,如信用风险、流动性风险、操作风险等风险而言,通过风险预防对其进行处理是较为适当的。传统的风险管理办法就是预防风险,确保安全可靠。例如,商业银行在信贷风险管理过程中,通过较为严格的贷款审查、审批和贷后管理等制度来预防风险。

二、风险管理 VaR 分析法的原理与应用(★★)

(一) VaR 计算的基本原理

VaR 的字面解释是指处于风险中的价值(Value at Risk),一般被称为风险价值或在险价值,其含义是指在市场正常波动下,某一金融资产或证券组合的最大可能损失。确切地说,VaR 描述了在某一特定的时期内,在给定的置信度下,某一金融资产或其组合可能遭受的最大潜在损失值;或者说在一个给定的时期内,某一金融资产或其组合价值的下跌以一定的概率不会超过的水平是多少。用公式表达为:

$$Prob(\Delta P > VaR) = 1 - c$$

式中: ΔP ——证券组合在持有期内的损失;

VaR——置信水平 c 下处于风险中的价值。

以上定义中包含了两个基本因素:未来一定时期和给定的置信度。前者可以是 1 天、2 天、1 周或 1 月等等,后者是概率条件。例如,时间为 1 天,置信水平为 95%(概率),所持股票组合的 $VaR = 10000$ 元,其含义就是明天该股票组合有 95%的把握保证其最大损失不会超过 10000 元,或者是明天该股票组合最大损失超过 10000 元的可能性只有 5%。

(二) VaR 的应用

相对于以往风险度量方法,VaR 的全面性、简明性、实用性决定了其在金融风险管理中有着广泛的应用基础,主要表现在风险限额管理、资产配置与投资决策、绩效评价和风险监管等方面。

1. 风险限额管理

传统的风险限额管理主要是头寸规模控制。这种管理主要有以

下缺陷：一是不能在各业务部门之间进行风险和管理能力大小的比较；二是没有包含杠杆效应，对衍生产品组合可能会产生错误的表述；三是没有考虑不同业务部门之间的分散化效应，针对多个部门的总风险，传统的方法是将各部门的风险进行简单累加，其结果会夸大风险。采用以 VaR 为核心，辅之以敏感性和压力测试等形成不同类型的风险限额组合，主要有以下优势：

(1) VaR 限额是动态的，可以捕捉到市场环境和不同业务部门组合成分的变化，还可以提供当前组合和市场风险因子波动特性方面的信息，以便对限额进行动态调整；

(2) VaR 限额易于针对不同部门和不同产品设置限额，风险管理者可以汇总和分解不同市场和不同一具的风险，从而能够深入了解整个企业的风险状况；

(3) VaR 限额结合了杠杆效应和头寸规模效应，考虑了不同组合的风险分散效应，更能够反映风险单位和产品的潜在损失。

正是基于 VaR 以上优势，目前已有很多银行、保险公司、投资基金、养老基金及非金融公司将 VaR 方法作为风险管理和控制的手段。

2. 基于 VaR 的资产配置与投资决策

1952 年，哈里·马科维茨建立了均值一方差证券组合投资模型，提出了解决投资决策中最优化投资配置问题。在模型中方差作为对风险的量度，其最小化被用来确定最优化的投资比例。VaR 与方差直接相关，其作为风险限额指标实质上对方差附加了一种限制。因此，作为 VaR 约束下的马科维茨均值一方差模型的最优化投资决策问题就自然被人们加以利用。

3. 基于 VaR 的业绩评估

金融机构通常采用的业绩评价指标为经风险调整后的资本收益 (Risk Adjusted Return on Capital, RAROC)：

$$\text{RAROC} = \text{收益} / \text{VaR 值}$$

假设交易员从事过度投机行为，利润高，但 VaR 值也较大，其总的业绩评估就不会高。

4. 风险监管

VaR 的应用真正兴起始于 1993 年,30 国集团(G30, Group of Thirty)把它作为处理衍生工具的最佳典范方法进行推广。在随后的短短 5 年中,巴塞尔银行监管委员会、美国证券交易委员会(SEC)以及国际互换与衍生工具协会(ISDA)都要求金融机构基于 VaR 来确定内部风险资本计提、内部风险控制和风险披露等。在 1996 年的《资本协议市场风险补充规定》中,巴塞尔银行监管委员会指出,银行可以运用经过监管部门审查的内部模型来确定市场风险的资本充足性要求,并推荐了 VaR 方法。而 1995 年 12 月美国证券交易委员会发布的加强市场风险披露建议要求,所有公开交易的美国上市公司都应该使用包括 VaR 在内的三种方法之一,来披露公司有关衍生金融工具交易情况的信息。根据要求,VaR 计算采用 99%的置信度(单尾)和 10 天持有期。实际上,这意味着监管者要求银行在 VaR 计算中考虑其不能在 10 天进行清偿的敞口额度。2004 年 6 月 21 日,美国证券交易委员会颁布证券公司净资本监管要求修正案,宣布于 2004 年 8 月 20 日生效。券商净资本监管修正案的颁布标志着证券监管部门对券商监管资本的要求与巴塞尔委员会对银行的监管资本要求已趋于一致。