



# 什么是场

Randall Dodd

金融市场是自身经济结构和体制结构的混合体，对如何制定和“揭露”价格起了重要的决定作用。这些因素同样塑造了市场的稳定和秩序。随着2007年8月风暴发生，数月之后，许多次级抵押贷款（CDOs）和一些金融衍生品的持有人浮出水面，某些类型的市场可以迅速变得不稳定、无序或以其他方式失调。

尽管最近一些电子交易方式的出现模糊了传统的界限，但组织金融市场不外乎两种基本方式——交易所和场外交易（OTC）。

## 交易所交易

作为股票和衍生品交易场所的交易所，最早是作为贸易交易场所出现的。其中，最著名的是纽约证券交易所。芝加哥交易所自1851年就开始进行期货交易，最近，它与老对手——芝加哥商品交易所合并，成为世界上最大的金融衍生品交易所。全球有100多个证券和衍生品交易所。

交易所的含义比它的物理位置要丰富的多。它们制定规章制度，用以管理交易、提供信息管道以及交易时和交易完成后的结算设备。一个交易所为所有的市场参与者集中了买入和卖出的信息，在其中的某个报价上，交易者可以决定买入或卖出，或者给出另一报价。信息传播的媒介由交易所决定，可以是声音、手势或电子信息。当两个参与者达成一致时，是通过市场传达出该笔交易的成交价。这是公平竞争的环境，只要交易者遵守交易规则，它允许任何市场参与者低价买入，高价卖出。

电子交易的出现意味着交易所不用是个实体场所。事实上，许多传统的交易场地正在倒闭，订单和成交信息的传达都是完全电子化的。伦敦证券交易所和纳斯达克证券交易所是完全电子化的，世界第二大的期货交易所——Eurex，也是如此。许多其他的交易所也在逐步淘汰场内交易，开始同时提供场内交易和电子交易。纽约证券交易所买下了Archipelago电子平台，成为它逐步电子化的其中一步。衍生品交易所，如巴西的BM&F和CME集团，同时提供场内交易和电子交易。

## 场外交易

与交易所不同，场外交易(OTC)市场从来就不是一个“地点”。尽管它们组织良好，却没有那么正式，交易网络集中在一个或更多的经纪商身上。经纪商同做市商的作用相同，为其他经纪商或自己的客户报出他们买（询价）或卖（出价）的价格。这并不意味着他们会给予其他经纪商和自己的客户相同的报价，他们也没有必要对所有的客户报价一致。此外，OTC证券的经纪商也可以通过离开某个市场而导致流动性（买卖证券的能力）枯竭。简而言之，与交易所相比，OTC市场不够透明并且遵守的交易规则也少。目前这场危机所涉及的所有证券和衍生品，都是通过OTC市场进行交易的。

最初，OTC经纪商通过电话报出买价、卖价、讨论成交价，逐渐发展到使用即时信息。尽管该过程由于电子布告板的使用而被加强了，但由于只有两个交易者可以直接得知报价和成交价，所以无论是客户和经纪商之间，还是经纪商和经纪商之间，其通过电话进行磋商的过程，都是双边贸易，市场中的其他人是无从得知该项交易的。虽然一些经纪人市场会公布成交价和交易额，但并不是所有人都能看得到电子屏幕，也不是所有人都能以公布的价格成交。尽管双边谈判是高度自动化的，但由于它并不是对所有人都公开，因此，这种贸易安排不能看作是一项交易。

OTC市场有两个重要方面。在客户市场上，双边贸易发生在经纪商和他的客户（如个人、对冲基金）之间。在中间经纪商市场上，经纪商之间相互报价，并且能将自己同客户进行交易时所招致的风险，如比自己想要的头寸更大，迅速地告知其他经纪商。经纪商同其他经纪商和自己的大客户之间有直接电话连线，因此，一个市场参与者可以先向某个经纪商询问价格，然后挂断电话，继续向另外一个经纪商询问价格，如此循环下去，能够在几秒钟之内得到多个报价。一个投资者可以通过多次呼叫而得知客户方面的意见，但客户却无法通过经纪商看透市场。

一些OTC市场，特别是中间经纪商市场，都采用价格经纪人来帮助市场参与者获得关于市场的全局观

# 外 交 易 市 场 ？

念。经纪商把报价发送给价格经纪人，经纪人可以通过电话播放信息。价格经纪人也会给他们的客户（经纪商）提供电子布告板，使得他们能够对其他所有在该经纪人网络内的经纪商及时更新报价。布告板会公布买入价、卖出价，有时还会公布成交价。通常来讲，终端客户是无法看到经纪人的电子布告板的，因此，他们无法得知有关市场内价格变化和买卖价格的全部信息。有时经纪商可以通过布告板进行交易，有时布告板仅仅是用来提供价格信息的，经纪商必须通过价格经纪人进行交易，或者通过直接致电另一位经纪商来完成交易。经纪商也可以直接致电价格经纪人或其他经纪商来公布价格，或者询问没有在布告板上公布的价格。

电子交易平台的发展，改变了许多OTC市场的交易流程，有时甚至模糊了传统OTC市场和交易所的界限。许多情况下，电子经纪平台允许经纪商和非经纪商直接提供报价，并通过电子系统直接完成交易。对直接参与者而言，这再现了交易所多边贸易的特点。与交易所里每个交易者待遇一致不同，电子平台可以按照规模、信用评级等对客户进行区别对待。此外，交易的结算和交割仍将是买卖双方的事情，而场内交易则是由交易所来协调和保证交易的。

## OTC市场和金融危机

OTC市场的结构有助于解释目前的危机中抵押贷款（CDOs,把风险和潜在的资产分为若干部分，将每部分单独出售）和其他结构化证券所面临的问题。信贷衍生工具、商业票据、市政债券、证券化的助学贷款，也面临着同样的问题。所有的这些证券，都是通过OTC市场进行交易，在正常时期，它们的流动性和功能良好，但当市场骚乱来临时，它们无法抵御，

并且其流动性和功能变差。这导致了两个严重的并发症：无法估计手中持有资产的价值，无法将它们付诸交易。

在一个没有流动和秩序的市场中，是没有价格披露这一过程的，因此，也没有简单权威的方式来估计证券和衍生品的价值。金融机构，如商业银行、投资公司，有一个无法解决的问题：当用以估量资产和衍生品价值的市场价格不复存在时，继续汇集信息披露和报告需求就成为了难题。

不仅没有市场价格，而且没有基准价格（类似资产的估计价格）。因此，一度通过市场价格（或至少是有可比性的基准价格）来定价的资产，现在可以归咎于模型的数据不够充

足。对这种价值观依赖的加剧，进一步削弱了市场信心，因为交易者不知道自己所持有资产的价值，以及其他交易者资产的价值。

经纪商一方面面临着资产负债表上长期债券的紧缩，另一方面又面临着流动性资产过多，从市场上退出了。暴涨暴跌使得继续做市更加危险也更加昂贵。没有了经纪商，就没有了交易，特别是对如抵押贷款、信贷衍生工具、市政债券这类的证券而言更是如此。没有了买家，投资者就不可能通过减仓来减少损失，也不可能卖掉这些证券，通过用更多的贷款抵押品筹措资金以持有其他资产。就是通过这种方式，OTC市场的流动性缺乏助长了金融危机的广度和深度。

许多OTC市场都没有恢复到正常的交易条件下。中央银行为市场注入资金（资金的流动性），但是这并不能直接恢复交易者买卖的意愿（交易的流动性）。除非政策制定者改变经纪商做市场的习惯，否则想让市场回到2007年夏天交易流动性过剩的水平，会需要很长的一段时间。

Randall Dodd，IMF货币与资本市场部顾问。

“与交易所相比，OTC市场不够透明并且遵守的交易规则也少。”