

21  
世纪  
经济  
学管  
理学  
系列  
教材

# 证券投资学

ZHENGQUAN TOUZIXUE

胡昌生 熊和平 蔡基栋 / 编著



全国  
优秀  
出版社  
武汉大学出版社  
<http://www.wdp.whu.edu.cn>

XILIEJIAOCAI

21世纪

经济学管理学系列教材

# 证券投资学

ZHENGQUAN TOUZIXUE

胡昌生 熊和平 蔡基栋 / 编著



全国优秀出版社

武汉大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

证券投资学/胡昌生,熊和平,蔡基栋编著. —武汉:武汉大学出版社,  
2002. 2

21 世纪经济学管理学系列教材

ISBN 7-307-03379-8

I. 证… II. ①胡… ②熊… ③蔡… III. 证券投资 IV.  
F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 078070 号

责任编辑:沈建英 责任校对:王 建 版式设计:支 笛

---

出版:武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件:wdp4@whu.edu.cn 网址:www.wdp.whu.edu.cn)

发行:新华书店湖北发行所

印刷:湖北省通山县印刷厂

开本:787×980 1/16 印张:33.875 字数:655 千字

版次:2002 年 2 月第 1 版 2002 年 2 月第 1 次印刷

ISBN 7-307-03379-8/F·704 定价:39.00 元

---

版权所有,不得翻印;凡购我社的图书,如有缺页、倒页、脱页等质量问题,请与当地图书销售部门联系调换。

## 总 序

一个学科的发展,物质条件保障固不可少,但更重要的是软件设施。软件设施体现在三个方面:一是科学合理的学科专业结构,二是能洞悉学科前沿的优秀的师资队伍,三是作为知识载体和传播媒介的优秀教材。一本好的教材,能反映该学科领域的学术水平和科研成就,能引导学生沿着正确的学术方向步入所向往的科学殿堂。作为一名教师,除了要做好教学工作外,另一个重要的职能就是,总结自己钻研专业的心得和教学中积累的经验,以不断了解学科发展动向,提高自己的科研和教学能力。

正是从上述思路出发,武汉大学出版社准备组织一批教师在两三年内编写出一套《21世纪经济学管理学系列教材》,同时出版一批高质量的学术专著,并已和武汉大学商学院达成共识,签订了第一批出版合作协议,这是一件振奋人心的大事。

我相信,这一计划一定会圆满地实现。第一,合院以前的武汉大学经济学院和管理学院已分别出版了不少优秀教材和专著,其中一些已由教育部通过专家评估确定为全国高校通用教材,并多次获得国家级和省部级奖励,在国内外学术界产生了重大影响,对如何编写教材和专著的工作取得了丰富的经验。第二,近几年来,一批优秀青年教师已脱颖而出,他们不断提高教学质量,勤奋刻苦地从事科研工作,已在全国重要出版社,包括武汉大学出版社,出版了一大批质量较高的专著。第三,这套教材必将受到读者的欢迎。时下,不少国外教材陆续被翻译出版,在传播新知识方面发挥了一定的作用,但在如何联系中国实际,建立清晰体系,贴近我们习惯的思维逻辑,发扬传统的文风等方面,中国学者有自己的优势。

《21世纪经济学管理学系列教材》将分期分批问世,武汉大学商学院教师将积极地参与这一具有重大意义的学术事业,精益求精地不断提高著作质量。系列丛书的出版,说明武汉大学出版社的同志们具有远大的目光,认识到,系列教材和专著的问世带来的不止是不小的经济效益,更重要的是巨大的社会效益。作为武汉大学出版社的一位多年的合作者,对这种精神,我感到十分钦佩。

谭崇台

2001年秋于珞珈山

**21世纪**

**经济学管理学系列教材**

21 SHIJI JINGJIXUE GUANLIXUE  
XILIE JIAOCAI

---

## 编委会

### 顾问

谭崇台 郭吴新 李崇淮  
许俊千 刘光杰

### 主任

周茂荣

### 副主任

谭力文 简新华 黄 宪

### 委员 (按姓氏笔画为序)

王元璋 王永海 甘碧群  
张秀生 严清华 何 耀  
周茂荣 赵锡斌 郭熙保  
徐绪松 黄 宪 简新华  
谭力文 熊元斌 廖 洪  
颜鹏飞 魏华林

## 前 言

证券投资学是一门以众多学科为基础,专门研究人们从事证券投资活动及其规律的应用性的经济学科。伴随着投资实践活动的演进,证券投资理论在西方经历了四个世纪的发展,按照人们公认的划分,证券投资理论经历了三个发展阶段。第一阶段是证券投资理论的萌芽阶段(17 世纪初至 19 世纪末),由于这一阶段的股票和债券交易规范较小,不足以达到影响一个国家或地区经济运行的程度,政府和公众对于证券交易活动未给予足够的重视,证券交易活动缺乏有效的、规范化的约束,从事证券投资活动的人们仅仅凭借经验和直觉来决定买卖的对象和时机。虽然有人从投资实践中总结出各种投资的格言,如“不要把全部鸡蛋装在一只篮子里”、“何时买卖比买卖何种证券更重要”、“人弃我取、人取我予”、“有损失时应该忍痛了结”、“牛市能赚钱,熊市亦能赚钱,惟有畏首畏尾的贪婪者永远不能赚钱”等等。这些格言,即使在今天,仍然有一定的指导意义,但它们毕竟是人们总结出来的经验法则,没有上升到系统的投资理论。

第二个阶段是证券投资理论的形成阶段(19 世纪末至 20 世纪上半叶)。在这一阶段西方的证券市场经历了一场膨胀、崩溃、再恢复和再繁荣的过程,证券市场的跌宕对一国经济产生了严重的影响,西方国家的政府开始意识到,证券投资业的无约束的自由化具有极大的破坏性,必须严格规范证券投资的市场秩序,各国政府制定了一系列的法律。如,美国 1933 年颁布的《证券法》和 1934 年颁布的《证券交易法》,至此西方国家的证券市场逐步走向了规范化和法制化的轨道。这一时期,证券投资理论开始从传统的经济学中独立出来,形成自己新的研究对象和研究体系。布拉脱、牧笛、菲布纳以及赫斯特等人对影响股价变动的因素的分析,哈奇的趋势投资计划理论和查尔斯·道理论奠定了“基本分析法”和“技术分析法”的基础。此间创立的道·琼斯 30 种工业股平均指数成为至今仍有十分重要影响的反映经济运行状况的“晴雨表”。然而,这一时期的证券投资理论存在严重的缺陷,主要表现在:第一,对证券投资活动的研究仅仅是从某一侧面展开的,研究的对象主要集中于股票和债券,系统性不强。第二,一些理论仍然停留在经验的归纳上,例如对证券的类型、本质、证券市场的组织以及证券交易的一般方法等停留在表面的罗列和介绍上,对证券的选择、风险的分散等亦仅是从经验的角度进行十分粗略地阐述和解释,缺乏坚实的理论和实证支撑。

第三个阶段是西方投资理论发展的成熟阶段。经过长期的经验和知识的积累以

及众多专家学者们的潜心研究,从20世纪50年代开始,西方投资界发生了一场深刻的科学革命,这场投资理论上的科学革命首先是由美国的哈里·马可维茨创立了投资组合选择理论,这一理论对于证券市场的一系列迷团具有相当的解释能力,有重要的科学价值和实用价值,从而引起投资理论界和金融产业界的极大兴趣。此后,西方的许多金融经济学家对此进行了长期不懈的努力,这些努力不仅完善和发展了投资组合选择理论,而且还创立了一大批新的理论,最具代表性的有夏普的单因素模型、夏普-林特纳-默森的资本资产定价模型、罗斯的套利定价理论、法玛的高效市场理论、米勒-默地格利安尼的股利分析模型、布莱克-斯科尔斯-默顿的期权定价模型等。此外,还从其他经济理论引申和借用过来的理论,如市场预期理论、流动性溢价理论、市场分割理论等等。这些理论极大地丰富了投资理论的内涵,促进了投资学向科学化方向的发展,使之成为一门真正的科学。近几十年来西方学者还一直致力于对这些理论模型的修正,并进行了大量的实证研究,从而使投资理论更加精细化和更加贴近现实。有许多理论模型已被编成计算机程序,成为指导投资者从事投资活动的实用“武器”。

我国目前的证券市场与西方成熟的证券市场相比存在很大的差距,因而在投资环境上,两个市场也存在很大的不同。由于我国证券市场的形成和发展的历史不长,只有短短的10年多一点的时间,有着这样或那样的问题和种种的不规范,如,上市公司隐瞒重大事项,甚至披露和公告虚假信息坑害广大中小投资者,大股东掏空上市公司资产,机构大户操纵股价,内部人通过内幕交易谋取不法利润,市场投机猖獗,政策市和消息市等等。我国证券市场的不规范现象在很大程度上与80多年前发生在西方国家市场的情况类似,但又不完全相同。我国的证券市场是发展中的、新兴的证券市场,有许多问题是发展过程中必然要发生的事情,对于这类问题只能在发展过程中逐步去规范。尤其应当指出的是我国的证券市场产生于特殊的历史国度,脱胎于计划经济体制,带有鲜明的中国特色。由于我国走的是一条增量式渐进改革的道路,因而这反映在证券市场中就是在国家股股权的基础上增量发行社会公众股,前者被设计成不可以流通的,后者被设计成可以流通的,本质上,我国的证券市场属增量市场。我国上市公司的股权结构被人为地割裂为非流通股股权和流通股股权,非流通股股东处于控股地位,而流通股股东则沦为“沉默的多数”。股权结构的分裂以及控股股东和流通股股东利益的不一致是导致我国证券市场不规范的制度根源,这一点是与所有的成熟市场不同的,也是我国证券市场最大的国情。要搞好中国的证券市场,不了解中国的国情,盲目照搬西方的成功经验注定是要付出代价的。

同样,作为投资者不了解中国的国情就不可能成为市场上的赢家。随着我国证券市场的发展,个人理财和专家理财的需求迅速增加,证券投资的理论和方法引起了越来越多的人们的广泛关注和兴趣。出于教学和市场需求的双重考虑,我们组织了武汉大学金融系在证券投资领域从事多年教学且颇有造诣的教师编写了这本《证券投资

学》教科书,我们的愿望是该书既能结合中国国情,又能系统反映现代投资理论的最新研究成果。但愿我们的设想能够得到读者的认可。本书作为我校金融专业教材被列为武汉大学出版社 21 世纪经济学管理学系列丛书。本书由胡昌生起草写作大纲并担任主编,熊和平、蔡基栋参加了大纲的讨论并担任副主编。各章写作分工为:胡昌生,前言、第一章、第二章、第十二章、第十三章、第十七章、第十八章、第十九章;熊和平,第十章、第十一章、第十四章;蔡基栋,第三章、第四章、第九章;万恬、吴圣涛,第五章;彭燕燕,第六章;丰赋,第七章;郭继华,第八章;蔡芳芳,第十五章、第十六章;蔡芳芳、彭燕燕、张喜玉、郭莎莎等参加了部分章节的练习题和题解工作;最后,由胡昌生对全书进行了订正并统稿。

鉴于本书作者的有限学识,书中错漏之处在所难免,望恳业内同仁不吝赐教。

作 者

2001 年 11 月 10 日 武昌珞珈山



## 目 录

|                 |    |
|-----------------|----|
| 前 言             | 1  |
| 第一章 导论          | 1  |
| 第一节 投资及其分类      | 1  |
| 第二节 各种投资机会      | 3  |
| 第三节 投资过程        | 11 |
| 练习与思考           | 17 |
| 第二章 投资的收益与风险    | 19 |
| 第一节 投资的收益       | 19 |
| 第二节 投资的风险       | 23 |
| 第三节 风险与收益的关系    | 25 |
| 练习与思考           | 30 |
| 第三章 证券发行市场      | 37 |
| 第一节 证券市场概述      | 37 |
| 第二节 证券发行        | 43 |
| 第三节 证券的发行程序     | 49 |
| 第四节 我国证券发行方式的演进 | 58 |
| 第五节 我国证券市场发展简介  | 71 |
| 练习与思考           | 78 |
| 第四章 证券流通市场      | 81 |
| 第一节 交易所市场       | 81 |
| 第二节 场外交易市场      | 87 |
| 第三节 创业板市场       | 90 |
| 第四节 证券交易流程      | 95 |
| 第五节 保证金账户       | 83 |

|                         |     |
|-------------------------|-----|
| 第六节 证券市场的监管 .....       | 91  |
| 练习与思考 .....             | 97  |
| <b>第五章 证券投资基金</b> ..... | 102 |
| 第一节 投资基金的发展与现状 .....    | 102 |
| 第二节 投资基金的种类及特点 .....    | 106 |
| 第三节 投资基金实务 .....        | 109 |
| 第四节 投资基金的绩效分析 .....     | 116 |
| 练习与思考 .....             | 121 |
| <b>第六章 基本分析</b> .....   | 123 |
| 第一节 宏观经济分析 .....        | 123 |
| 第二节 行业分析 .....          | 137 |
| 第三节 公司分析 .....          | 143 |
| 练习与思考 .....             | 149 |
| <b>第七章 财务报表分析</b> ..... | 152 |
| 第一节 财务报表 .....          | 152 |
| 第二节 每股收益分析 .....        | 157 |
| 第三节 偿债能力分析 .....        | 164 |
| 第四节 现金流量表分析 .....       | 168 |
| 第五节 财务报表分析的可比性问题 .....  | 169 |
| 练习与思考 .....             | 171 |
| <b>第八章 技术分析</b> .....   | 175 |
| 第一节 技术分析的理论基础 .....     | 176 |
| 第二节 价格趋势及其确认 .....      | 182 |
| 第三节 图形分析 .....          | 188 |
| 第四节 技术指标分析 .....        | 211 |
| 第五节 技术分析的变异 .....       | 215 |
| 练习与思考 .....             | 217 |
| <b>第九章 投资组合选择</b> ..... | 219 |
| 第一节 风险管理 .....          | 219 |
| 第二节 证券间的关联性 .....       | 226 |

|                                              |     |
|----------------------------------------------|-----|
| 第三节 风险和收益的分散化效应.....                         | 229 |
| 第四节 有效组合与最优分散化.....                          | 235 |
| 第五节 无风险借入和贷出.....                            | 239 |
| 练习与思考.....                                   | 243 |
| 附录 1 用拉格朗日条件极值求三种证券的最优投资组合 .....             | 247 |
| <b>第十章 资本资产定价</b> .....                      | 249 |
| 第一节 全市场组合与市场均衡.....                          | 249 |
| 第二节 资本市场线.....                               | 255 |
| 第三节 证券市场线.....                               | 258 |
| 第四节 资本资产定价模型的应用.....                         | 265 |
| 第五节 资本资产定价模型的推广.....                         | 269 |
| 第六节 资本资产定价模型的实证分析.....                       | 273 |
| 练习与思考.....                                   | 275 |
| 附录 1 当市场处于均衡状态时,切点投资组合等于全市场组合的数学<br>证明 ..... | 278 |
| 附录 2 证券市场线的推导 .....                          | 279 |
| <b>第十一章 因素模型与套利定价理论</b> .....                | 281 |
| 第一节 市场模型与单因素模型.....                          | 281 |
| 第二节 多因素模型.....                               | 291 |
| 第三节 套利定价理论.....                              | 293 |
| 第四节 套利定价理论与资本资产定价模型.....                     | 296 |
| 第五节 有效市场与行为金融理论.....                         | 298 |
| 练习与思考.....                                   | 307 |
| 附录 1 风险分散效应 .....                            | 311 |
| 附录 2 套利定价理论的推导 .....                         | 312 |
| <b>第十二章 权益证券的估价</b> .....                    | 315 |
| 第一节 估价理论概述.....                              | 317 |
| 第二节 权益证券的价值确定.....                           | 323 |
| 练习与思考.....                                   | 332 |
| <b>第十三章 固定收入证券的估价</b> .....                  | 337 |
| 第一节 固定收入证券的特征.....                           | 337 |

|                              |     |
|------------------------------|-----|
| 第二节 固定收入证券的估价与收益率·····       | 341 |
| 第三节 固定收入证券的风险·····           | 348 |
| 第四节 期限与收益:利率的期限结构·····       | 352 |
| 练习与思考·····                   | 361 |
| <b>第十四章 固定收入证券组合管理</b> ····· | 365 |
| 第一节 持续期·····                 | 366 |
| 第二节 组合免疫·····                | 375 |
| 第三节 凸性·····                  | 378 |
| 第四节 积极的债券管理·····             | 381 |
| 练习与思考·····                   | 384 |
| <b>第十五章 远期市场和期货市场</b> ·····  | 388 |
| 第一节 远期合约与期货合约·····           | 388 |
| 第二节 期货市场的制度安排及交易程序·····      | 396 |
| 第三节 期货和远期合约的定价·····          | 397 |
| 第四节 金融期货·····                | 400 |
| 练习与思考·····                   | 406 |
| <b>第十六章 期权</b> ·····         | 410 |
| 第一节 期权的性质·····               | 410 |
| 第二节 期权的种类·····               | 414 |
| 第三节 期权的损益·····               | 418 |
| 第四节 期权存在的原因·····             | 420 |
| 第五节 期权交易·····                | 428 |
| 第六节 期权定价·····                | 434 |
| 练习与思考·····                   | 443 |
| <b>第十七章 管理决策与价值</b> ·····    | 447 |
| 第一节 投资决策与估价·····             | 447 |
| 第二节 兼并与估价·····               | 457 |
| 第三节 融资决策与估价·····             | 464 |
| 第四节 股息政策与估价·····             | 466 |
| 练习与思考·····                   | 470 |

|                         |     |
|-------------------------|-----|
| 第十八章 投资管理战略             | 171 |
| 第一节 投资目标与投资选择           | 171 |
| 第二节 消极管理战略              | 176 |
| 第三节 积极管理战略              | 178 |
| 第四节 积极和消极混合管理战略         | 181 |
| 第五节 投资组合的调整、分散化和限制性因素问题 | 187 |
| 练习与思考                   | 191 |
| 第十九章 投资绩效评价             | 191 |
| 第一节 收益率评价法              | 191 |
| 第二节 单一期限的绩效评价           | 196 |
| 第三节 多期限单指数绩效评价方法        | 201 |
| 练习与思考                   | 211 |
| 附录 部分习题参考答案             | 215 |
| 主要参考文献                  | 223 |

## 第一章 导 论

本章是从投资者对投资定义的理解开始的,揭示了人们为什么要从事投资活动的原因。随着对投资定义的引申,我们发现,投资者面临的投资类别是丰富多样的。由于本书研究的是关于证券投资方面的问题,因此,金融资产就成为我们关注的目标。证券投资简单地说,就是人们购买金融资产以达到预期投资目标的过程。金融资产具有许多实物资产所没有的投资特性,为投资者提供了各种可供选择的投资机会。了解和熟悉各种投资机会,是投资者做出正确投资决策的前提。

本章介绍了证券投资的几个基本内容,具体包括:投资的定义、投资的分类、各种投资机会和投资的过程,这些内容是以后各章的基础。对证券投资概貌的描述将有助于读者顺利把握全书的结构。

### 第一节 投资及其分类

#### 一、投资的定义

人们之所以要从事投资活动,是由于投资可以改变一段时期个人可得收入用于消费的数量和模式。投资者牺牲今天的消费,是期望未来能够得到更多的物品和服务消费。这里,强调了投资的时间要素和不确定性。就时间而言,任何投资活动都存在一段时间间隔,即:在现在投入,在将来收获。然而,现在的投资价值是确定的,而将来预期获得的投资价值是不确定的,有遭受损失的可能,而且投资的时间越长,投资价值的不确定性就越大。例如,某投资者今天购买 1 000 元的债券,希望一年后能够得到 1 100 元用以消费。该投资者购买债券减少了现期消费 1 000 元,而下期预期消费增加到了 1 100 元,投资活动改变了该投资者现在和将来的消费权益。当然,该投资者要承担投资的风险,如果他投资的是国债,就要承担通货膨胀的风险;如果是公司债,则还要承担违约的风险。

投资者可以是个人或机构投资者,他们进行投资的目的是为了获得收益。有收益必然存在风险,这就要求投资者针对不同资产的收益和风险的性质做出投资选择。广义地讲,资产就是交换中具有价值的任何财产,包括金融资产和实物资产。投资可以理解为:个人或机构投资者通过持有金融资产或实物资产,获得该资产产生的与所承

担的风险成比例的收益的过程。购买小汽车这种实物资产也可以看做是一种投资,现在花费8万元购买一辆汽车将提供超过5年的服务,导致在2~5年中用于交通服务的费用低于现在不买汽车的情况。如果这辆小汽车的价值1年以后预期为6.5万元,那么可以将8万元购买的这一部分视为一项“投资”,结果,现在投资6.5万元使消费者——投资者在未来时期以一个更高的比率消费。因此,这一购买具有某一项投资的所有特征。当然,人们在进行投资时,要对各种不同的投资机会加以比较和选择。各种投资选择可以是金融资产,如债券、普通股票等,也可以是实物资产,如小汽车、住房、机器设备等。

## 二、金融资产与实物资产投资

实物资产(Real Assets)投资是指直接拥有实物资本,实物资本包括:土地、建筑物、知识、机器设备以及人力资本等。当然,实物资本一旦被人们投资拥有,它必须能够提供预期的服务流或现金流,从而影响人们的未来消费机会。购买实物资产可以包含投资和现时消费两方面的内容,例如住房,某人想拥有一套公寓,他可能纯粹出于投资的角度来评价其对该建筑物的持有,依照公寓产生的风险和收益的性质来分析和决定该公寓价值的大小;同样的人,若从另外的角度来考虑,他拥有了住房,既可以提供投资收益,又可以提供现时消费服务,他的房屋购置决策就可能是基于对房屋的未来转售价值和居住服务功能的考虑而做出的。实际资产的生产能力越强,其产生的现金流或收入就越大,其价值也就越高。例如,人力资本就属于一种最典型的实物资产,对学费、书籍以及时间的投资,导致受教育者获得各种技能,从而影响他们的未来收入产生能力以及他们的人力资本的价值。实物资产决定了一个社会成员提供产品与服务的能力,从而决定了一个社会物质财富的数量。

金融资产(Financial Assets)投资是对实物资本的间接持有。金融资产是脱离实际生产过程的第一步,例如,普通股票或债券的市场价值来源于发行这些证券的公司的所有实际资产创造的收入。股票拥有者不必自己去购买机床、经理者才能和其他生产要素,而是通过购买公司的普通股票已间接地投资于这些机器设备。最终,这些设备的生产能力将决定证券的价值和这些金融投资者的财富是否增加,以及增加多少。由于金融资产对实物资产所创造的利润或收入有要求权,因此,金融资产能够为持有它们的个人或机构投资者带来财富。证券发行者利用实物资产创造收入后,依据投资者持有的证券资产所有权比例将收入分配给投资者。当金融资产持有者基于利率和证券的面值来确定获得的收入流时,此时的要求权是固定的,对于这类金融资产,我们称之为债务类工具,如国债、公司债等。股票持有者对公司支付债务类工具持有者以后的剩余收入享有要求权,具有这种收入特征的金融资产我们称为权益类证券,如普通股、有限合伙。有些证券的属性介于上述两种类型之间,如优先股,是赋予投资者接受固定支付权利的一种权益要求权,然而,这种支付是有先决条件的,即只有完成

了对债务类工具的支付后才能产生这种支付。另一种混合证券是可转换债券,它允许投资者在特定情况下把债务转换为权益。我们又把具有固定现金流偿付的债务和优先股统称为固定收入证券。

### 三、可分割与不可分割投资

某些金融资产为资本资产所有权和融资提供了可分割性。金融资产的创造使得许多分散的中小投资者有机会拥有一项数额巨大的不可分割的实物资产,如一家大型的钢铁联合企业,通过向大量的个人融资,他们中的每一个人仅占钢铁企业资产价值的一小部分。由于直接的实物投资的不可分割性,单个个人投资制造汽车几乎是不可能的,但我们可以通过购买如“东风汽车”、“上海汽车”发行的股票或债券参加这两家汽车公司的利润分配。同样的讨论对于大型政府项目的融资也是成立的。我们每个个人支付不起建设省际高速公路所需资本设备的费用,但我们能通过购买政府债券为修建公路的设备进行融资,参与分享公路建设的利益。正是金融资产的可分割性,便利了人们的投资,促进了经济社会中资本的形成与增长。由于金融资产是由大量的投资者分散持有,这就大大降低了实物资产投资的风险,金融资产的可分割性是人们进行分散投资的基础,分散投资的结果也分散了风险。但是在金融投资中,可分割性是不完全的,如对最低交易数额的限制等。

### 四、可转让与不可转让投资

在金融市场上,同意在未来进行现金流支付的金融资产的发行者向金融资产的购买者即投资者发行金融证券,这就构成了资产的初次交易。所有新发证券的交易市场被称为一级市场(Primary Market)。一段时期后,金融资产就可以上市(Listing)在投资者之间转让,从事这种活动的市场就称为二级市场(Secondary Market)。

金融市场提供了三个主要的经济功能:首先,通过买卖双方的相互讨价还价,市场决定了资产的交易价格,这称为价格发现过程(Price Discovery Process)。其次,是降低了交易成本。与交易有关的成本有两种:搜寻成本(Search Costs)和信息成本(Information Costs)。搜寻成本包括显成本(如,为了传达买卖一项金融资产的意愿而实际花费的资金)和隐成本(如,为选定交易对手所花费的时间价值),有组织的金融市场的存在可以降低搜寻成本;信息成本是为评估一项金融资产的投资价值而必须付出的成本。最后,金融市场为投资者提供了金融资产的交易机制,即可转让性(Marketability)或流动性(Liquidity)(把一项资产转换为现金的能力)。

一项资产被认为是具有流动性的条件有三个:第一,有明显的、大规模的投资单位的交易,而不引起市场价格的上下波动;第二,营业时间内存在连续的买价和卖价;第三,存在“微小”的买卖价差。如果证券的价格随着增量出现的卖单和买单而发生变动,那么,就说明该证券缺乏可转让性或是无流动性。极端情况下,如果交易被禁止或



没有市场存在,某一资产投资可能就是不可转让的。出价(Bid Price)和要价(Ask Price)的连续存在是高度流动性市场的特征。流动性条件的第一条和第三条保证了资产能够被买进和卖出而不必担心与其相关的交易成本。金融资产有着十分活跃的二级市场,与实物资产相比其转让的成本低得多,实物资产很难找到一个连续的二级市场,变现受到了限制。长期国债因到期期限较长,其流动性低于短期国债。因此,投资者在持有长期国债时,就要承担额外的流动性风险,从而在短期国债的收益率的基础上,要求一定的流动性溢价予以补偿。可见,不同的资产具有不同的流动性或可转让性。

### 五、长期与短期投资

投资的类别还可以按照资产提供的现金流期限的长短划分为长期投资(Long-Term Investment)与短期投资(Short-Term Investment)。就金融资产而言,如债券,有的到期还本的期限较长,可以长达数10年之久,普通股票则根本没有到期的时间。有的债券,如短期国债、商业票据等偿还款项的时间很短,均在一年期以下。期限的长短划分一般以一年为界,现金流要求权在一年以上的投资称为长期投资,一年以内的称为短期投资。

除了前面提到的短期国债、商业票据外,大额可转让存单、银行承兑汇票等在现金流的偿付上都具有短期性,所有这些到期还本期限在一年期以下的债务工具被称为货币市场工具;相应地,期限在一年以上的债券、优先股票和普通股票则属于资本市场工具,它们在还本付息上具有长期性。从投资的角度来看,长期与短期投资是一个相对的概念。可转让性或流动性在很大程度上决定了投资者持有证券的短期与长期的性质。20年期的债券可以通过简单的售出行为将其缩短到合意的期限,普通股票虽然没有到期日,但也可以通过出售来调整投资的期限。事实上,只要能转让,投资者就能将长期投资转化为短期投资。因此,二级市场为投资者兑现金融资产提供了非常有效的弹性机制,这种弹性无疑会导致人们更大的投资愿望和更多的储蓄,从而带动经济的增长。

### 六、直接投资与间接投资

投资可以按照持有金融资产的方式的不同,划分为直接投资(Direct Investment)与间接投资(Indirect Investment)。直接投资是指投资者自己直接到市场上购买并持有证券;间接投资是指投资者购买基金管理公司发行的基金单位,把资金交给这些职业投资机构,由他们代为理财。目前,我国规范的证券投资基金起步较晚,规模和数量有限,人们的投资方式多以直接投资为主,直接投资约占整个投资的6~7成。在美国,人们倾向于以间接方式持有他们的金融资产。实际上,只有四分之一的投资者直接持有股份,绝大多数的投资者对公司财产的要求权都是通过代表他