



中等职业教育国家规划教材
全国中等职业教育教材审定委员会审定

证券基础

ZHENGQUANJICHU
第2版

主编 张强

JINRONG



中国财政经济出版社

中等职业教育国家规划教材

全国中等职业教育教材审定委员会审定

证券基础

(第2版)

主 编 张 强

责任主审 钱 晟

审 稿 黄惠青

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券基础/张强主编. —修订本. —北京: 中国财政经济出版社, 2007.7

中等职业教育国家规划教材

ISBN 978-7-5005-5567-4

I. 证… II. 张… III. 证券交易—专业学校—教材 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 136067 号

主 编 张 强
责任编辑 孙 芳
青 岛 分 社

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: jiaoyu@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行电话: 88190616 传真: 88190655

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×1092 毫米 16 开 12 印张 277 000 字

2007 年 7 月第 2 版 2007 年 7 月北京第 1 次印刷

定价: 15.00 元

ISBN 978-7-5005-5567-4/F·4914

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

中等职业教育国家规划教材

出版说明

为了贯彻《中共中央国务院关于深化教育改革全面推进素质教育的决定》精神，落实《面向 21 世纪教育振兴行动计划》中提出的职业教育课程改革和教材建设规划，根据教育部关于《中等职业教育国家规划教材申报、立项及管理意见》（教职成〔2001〕1 号）的精神，我们组织力量对实现中等职业教育培养目标和保证基本教学规格起保障作用的德育课程、文化基础课程、专业技术基础课程和 80 个重点建设专业主干课程的教材进行了规划和编写，从 2001 年秋季开学起，国家规划教材将陆续提供给各类中等职业学校选用。

国家规划教材是根据教育部最新颁布的德育课程、文化基础课程、专业技术基础课程和 80 个重点建设专业主干课程的教学大纲（课程教学基本要求）编写，并经全国中等职业教育教材审定委员会审定。新教材全面贯彻素质教育思想，从社会发展对高素质劳动者和中初级专门人才需要的实际出发，注重对学生的创新精神和实践能力的培养。新教材在理论体系、组织结构和阐述方法等方面均作了一些新的尝试。新教材实行一纲多本，努力为教材选用提供比较和选择，满足不同学制、不同专业和不同办学条件的教学需要。

希望各地、各部门积极推广和选用国家规划教材，并在使用过程中，注意总结经验，及时提出修改意见和建议，使之不断完善和提高。

教育部职业教育与成人教育司

再版 前言

本书第1版已出版近4年。第1版出版以后,得到了使用该教材的师生广泛的好评。广大师生在使用本教材的过程中,给我们提供了一些富有建设性的意见和建议。在此我们表示衷心的感谢!

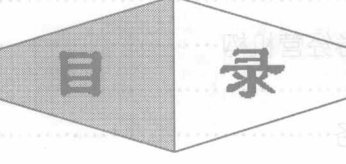
2002年以来,中国的证券市场发生了很大的变化。本次修订,我们注意删去了过时的内容,增补新的规定,阐述新的发展。但由于证券市场发展变化很快,不足与疏漏在所难免,敬希读者指正。

本书第1版由张强任主编,刘軼任副主编。编写人员有:张强(第一、八、九章),刘軼(第一、四章),陈景雄(第五章),王悦(第九章),张静琦(第二章),苗青华(第三章),李宗民(第六、七章)。

修订版仍由张强教授主编,刘軼副教授担任副主编,张强教授与刘軼副教授共同完成了内容的修订,最后由张强教授定稿。

编 者

2006年11月

	
第一章 导论	(1)
第一节 市场经济与投融资机制	(1)
第二节 证券与证券投资	(4)
第三节 证券投资收益与风险	(7)
第四节 证券投资与投机	(13)
第二章 债券	(17)
第一节 债券概述	(17)
第二节 债券的收益与偿还	(26)
第三节 我国的国债	(30)
第四节 国际债券	(35)
第五节 债券的信用评级	(39)
第三章 股票	(46)
第一节 现代企业制度与股份制	(46)
第二节 股票的基本知识	(54)
第三节 股价指数	(60)
第四章 证券投资基金	(67)
第一节 证券投资基金概述	(67)
第二节 投资基金的组建与运作	(75)
第三节 我国的证券投资基金	(79)
第五章 证券投资市场	(83)
第一节 证券市场的形成与发展	(83)
第二节 证券市场的功能	(88)

第三节 证券一级市场	(90)
第四节 证券二级市场	(96)
第六章 证券交易实务	(103)
第一节 证券交易所与证券经营机构	(103)
第二节 证券结算与登记	(109)
第三节 证券交易代理业务	(115)
第四节 股市行情解读基础	(118)
第七章 证券投资分析(选学模块)	(120)
第一节 证券投资分析理论	(120)
第二节 基本分析方法	(126)
第三节 证券技术分析	(139)
第八章 证券法律规范与证券市场监管	(155)
第一节 证券法规体系	(155)
第二节 证券市场监管体系	(158)
第九章 国际金融市场(选学模块)	(164)
第一节 国际金融市场概述	(164)
第二节 国际货币市场与国际资本市场	(166)
第三节 金融衍生市场	(168)
第四节 国际金融市场的风险与防范	(175)
主要参考书目	(182)

第一章

导论



学习目标

通过本章的学习，掌握证券投资的基本概念、基本要素和特点。

第一节 市场经济与投融资机制

金融活动源于社会资金的余缺调剂，资金的赤字部门即成为融资主体，资金盈余部门即成为投资主体。因此，投融资实际上是社会资金流动的两个不同侧面。

一、社会融资机制

融资就是指社会资金的调剂和融通，是商品经济高度发展的产物。在市场经济条件下，社会融资机制的作用日益重要，这是因为：

第一，市场经济是信用经济，市场经济越发达，社会各阶层的收入越高，其闲置资金也越多，越需要更加发达的融资渠道使其得到有效利用；

第二，在市场经济条件下，各经济主体如企业的扩张欲望都非常强烈，普遍进行负债经营，对资金的需求量增大，需要发达的融资机制为其服务；

第三，在市场经济条件下，政府对宏观经济实施间接调控，需要强大的财力作后盾，这也需要相应的融资机制为政府提供资金融通。因此，市场经济越发达，融资机制的作用也越来越重要。

在现代经济中，融资机制的发展越来越复杂和成熟，例如，企业可向银行和其他金融机构贷款，向租赁公司租赁设备，在证券市场上发行债券和股票等等，这些融资方式各有特点，它们既可以通过金融中介机构来完成，也可以不通过金融中介机构来完成，于是有直接融资和间接融资之分。

间接融资是指资金供求双方在金融中介参与的条件下融通资金的方式。银行存放款、信托、租赁、保单以及金融机构发行金融债券都属这种方式，其中银行存放款是最典型的间接融资方式。直接融资是在没有金融中介机构参与的情况下，资金供求双方直接进行融资的方

式。直接融资方式主要包括企业和政府发行的有价证券和预付、赊销等商业信用。金融机构发行的债券与吸收存款因为在本质上并无分别,因此不归入直接融资。图 1-1 说明了直接融资和间接融资的区别。

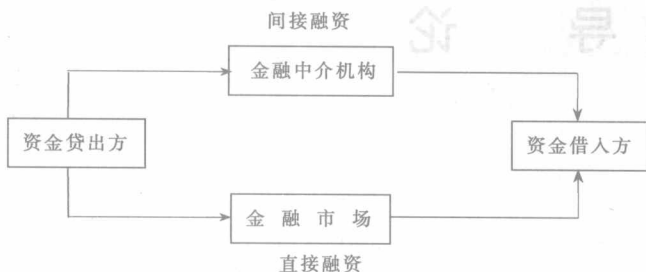


图 1-1 直接融资与间接融资比较

二、社会投资机制

有融资必然有投资,投资和融资实际上是同一过程的两个方面。投资最主要的涵义,是为了将来某种不确定的价值而牺牲目前一定的价值;具体说来,投资是指经济主体以获得未来收益为目的,预先垫付一定数量资金经营某项事业的行为。由于投资的标的不同,投资既可能是修建厂房、购买设备,也可能是购买有价证券。尽管任何形式的投资首先都表现为资金的垫付,但从最终的投资标的物来划分,可将投资划分为实物投资和金融投资两种类型。凡是将资金投资于实物资产的行为,称之为实物投资(Real investment);相反,凡是垫付资金购买有价证券等金融资产的行为,则称之为金融投资(Financial investment)。

在现实经济中,实物投资和金融投资并不是完全对立和排斥的,两者之间存在一种相互补充和转化的关系。例如,一个人想购买住房,他可以用自己的钱来支付一部分房款,其余的资金则来自抵押贷款。实际上有人贷款给这个人,这个人必须承诺在以后的若干年内偿还规定数额的钱,并以财产所有权作为债务的担保。在典型的情况下,贷款的一方并不是个人,而是一个作为金融中介的机构。因此,这个人对于住房进行了实物投资,金融机构则为这个人进行了金融投资。

正确认识金融投资尤其是证券投资的虚拟资本性质和实物投资与金融投资相互补充、转化的关系,对于我们防止证券市场上的过度投机,加强证券市场的监管、同时克服将证券投资一概斥之为“泡沫经济”等片面的观点,促进我国证券业的健康发展,都具有十分重要的意义。



小资料

什么叫“泡沫经济”

如果将啤酒或可乐倒进玻璃杯中,杯子的最上层会是一截泡沫。有时倒得太急,泡沫甚至会溢出来,但过一阵子,泡沫逐渐消失,才发现啤酒或可乐并没有充满整个杯子,原来只是泡沫造成的假象。这就是“泡沫经济”一词的由来。它是指某一领域

经济现状表现为虚假的繁荣。

我们在本课程中研究的有价证券，经济学中一般称之为虚拟资本，即真实资本的纸制副本。有价证券可以上市交易，有独立的价格，所以它具有可以独立于真实资本而存在、其市值可以与券面价值不一致、证券价格的变化不一定反映真实资本的变化等特点。

三、投资与融资的关系

经济学认为，投资表现为向社会再生产过程投入物质资料的行为；投资来源于储蓄或积累。联结众多投资主体和储蓄主体的，是社会的融资机制。

在任何—个开放型的经济社会里，其国民收入中的一部分必然会以储蓄的形式积累起来，并通过恰当的方式转化为投资。从社会总供给和总需求的关系看，储蓄和投资的平衡是宏观总量平衡的基本要求和模式。因此，储蓄和投资是联系国民收入与资金流量的环节。我们可以从供给和需求两个角度来分析国民收入的构成及资金的流量。

从供给方面看，一个国家的国民收入是一定期内各个生产要素供给的总和，即等于各个生产要素相应地得到的收入的总和。而各个生产要素收入中，除了用于消费的那部分收入外，余下的收入用于储蓄。用 Y 表示国民收入， C 表示消费， S 表示储蓄， I 表示投资，则有：

$$Y = C + S$$

从需求方面看，一个国家的国民收入是一定期内国内用于消费的支出和用于投资的支出的总和，即等于国内对消费品需求和投资品需求的总和，也就是消费与投资的总和。用公式表示为：

$$Y = C + I$$

由于供给和需求的讨论只是对国民收入的不同方面、从不同的角度进行的分析，两者在量上的总和就是相等的，因此，有：

$$Y = C + S = C + I$$

则 $S = I$ 。上式简单而又通俗地从理论上证实了储蓄与投资在量上的相等关系。只要经济处于均衡状态，储蓄和投资之间必然存在这种相等关系。这种相等关系的特点是：

第一，储蓄和投资具有不同性质，不能相互替代。虽然从全社会来看，储蓄与投资相等是经济均衡的必然产物，但由于储蓄和投资是互不相关的两类人的独立行为，这两类人的行为动机可能完全不同，所以两者有着重大区别。储蓄可以被解释为预先决定的消费，投资则被限制在“实际”投资的范围内，即在将来能增加国民产出。

第二，储蓄和投资相等实际上是经济均衡的产物。均衡价格决定市场价值，而市场价值又是储蓄和投资相等的充分条件。市场价值是以均衡价格计算的社会商品的货币表现，如果舍去这个中介，直接把均衡价格与储蓄和投资相等直接相联系，结论肯定是：均衡价格是储蓄和投资相等的充分条件。

第二节 证券与证券投资

证券投资的对象是证券。本节中将引入证券的基本概念和相关知识，为证券市场运作的分析和证券投资分析与决策提供铺路石。

一、证券的概念和类型

本课程研究的证券是指有价证券，即具有一定票面金额、用来证明其持有人（投资者）所享有的所有权或债权的一种法律凭证。有价证券是虚拟资本的一种形式。所谓虚拟资本，是以有价证券形式存在，并能给持有者带来一定收益的资本。虚拟资本是独立于实际资本之外的一种资本存在形式，其本身不能在生产过程中发挥作用。虚拟资本不仅在质上有别于实际资本，而且在量上也是不同的，在一般情况下，虚拟资本的价格总是大于实际资本额，其变化也并不反映实际资本额的变化。

从证券的来源来看，它是证券市场上资金需求者向供应者融通资金时所出具的书面证明，是具有法律效力的契约。有价证券本身没有价值，因为它不是劳动产品；但是由于它能给其持有者带来一定的收益，所以它有价格，可以在证券市场上自由买卖。

有价证券的类型较多，从不同的角度可以进行不同的分类和归纳。按证券所体现的内容不同，可划分为货币证券、资本证券和商品证券；按是否上市，又将其划分为上市证券和非上市证券。

（一）货币证券、资本证券和商品证券

货币证券是指其本身能使持有人或第三者取得货币索取权的有价证券。货币证券主要包括两大类：一类是商业证券，主要包括商业汇票和商业本票；另一类是银行证券，主要包括银行汇票、银行本票和支票。

商品证券是证明持有人有商品所有权或使用权的凭证，取得这种证券就等于取得这种商品的所有权，持有人对这种证券所代表的商品所有权受法律保护。属于商品证券的有提货单、运货单、仓库栈单等。

资本证券是指由金融投资或与金融投资有直接联系的活动而产生的证券，持有人有一定的收入请求权，它包括股票、债券、基金及其衍生产品，如金融期货、金融期权、可转换证券等。

资本证券是有价证券的主要形式，狭义的有价证券即指资本证券。在日常生活中，人们通常把狭义的有价证券——资本证券直接称为有价证券乃至证券。

（二）上市证券和非上市证券

证券划分为上市证券和非上市证券，其主要是针对股票和债券而言。上市证券又称挂牌证券，是指经证券主管机关批准，并在证券交易所注册登记，有资格在交易所进行交易的证券。股票或债券要到某一证券交易所上市，必须符合其上市条件，并遵守其规章制度。证券上市交易一般有利于提高公司的声誉，有利于其资本筹集。

非上市证券是指未在证券交易所登记挂牌，由公司自行发行或销售的证券。未上市证券

不能在证券交易所内交易,但可以在交易所以外的“场外交易市场”进行交易。一般来说,非上市证券的种类比上市证券的种类要多。

二、有价证券的特点

有价证券作为虚拟资本,其运动形式有着自身的特点。一般说来,有价证券的特点主要表现在产权性、收益性、流动性和风险性等几个方面。

(一) 产权性

证券的产权性,是指有价证券记载着权利人的财产权内容,代表一定的财产所有权,拥有证券就意味着享有财产的占有、使用、收益和处置的权利。在现代经济社会里,财产权利和证券已密不可分,两者融为一体,证券已成为财产权利的一般形式。虽然证券持有人并不实际占有财产,但可以通过持有证券,拥有有关财产的所有权或债权。

(二) 收益性

投资者进行证券投资的主要目的是为了获得收益,因此收益性既是证券所具有的基本特点,也是证券所具有的基本性质。证券投资的收益主要来自本期收益和资本利得,收益的多少通常取决于该资产增值数额的多少和证券市场的供求状况。

(三) 流动性

流动性是指有价证券所具有的变现性和流通性,即证券持有人可以根据市场的实际情况和自身需求,自由地、及时地将证券转让给他人而收回本金。证券投资工具流动性的强弱取决于各种因素,如证券的期限、利息支付方式、信用度、知名度、市场便利程度等的制约。证券的流通是通过承兑、贴现、交易实现的。

(四) 风险性

证券投资的目的是为了获取收益,但天下没有免费的午餐,投资者在获得收益的同时必须承担风险,而且其风险与收益呈正相关。证券投资者可能因为证券价格的跌落而亏损,也可能因为证券发行者经营不善而不能得到预期收益,甚至可能因证券发行者破产而血本无归。

三、证券投资的概念和类型

如前所述,投资是指经济主体预先垫付资金从事某项事业,以获取未来收益的行为。证券投资作为金融投资的主体部分,是指经济主体购买股票、债券等各种有价证券,以获取未来收益的投资行为。证券投资是商品经济不断发展和生产社会化程度不断提高的产物。

20世纪80年代以来,随着世界经济一体化趋势的加强,国际金融市场一体化和证券化的趋势也日渐明显,证券市场的地位和作用越来越受到重视。这一方面表现为国际金融市场的融资总额持续不断增长;另一方面则表现为融资形式在结构上也发生了显著的变化。例如,1980年国际债券发行量仅为383亿美元,1986年则达到2264亿美元,占平均融资总额的比重达到了72.8%。进入20世纪90年代,证券融资完全突破了空间、地域和某些人为的限制,席卷全球。美国、欧共体和日本跨国持有的股票从1986年的8000亿美元增加到1991年的13000亿美元,1993年世界新发行的股票和债券超过15000亿美元,比1992年增长36%。可见,银行

信贷收缩和证券融资猛增这一融资证券化趋势已不可逆转。在国际金融市场上,各种新的融资品种不断创新,许多新的融资技术和方式应运而生,大大加强了国际金融市场的深度和广度,也为资金需求双方提供了更多的可供选择的机会。

从其投资的行为方式看,证券投资大体上可分为三类,即直接证券投资和间接证券投资,长期投资、中期投资与短期投资,固定收益投资与不固定收益投资。

(一) 直接证券投资与间接证券投资

按照投资过程中有无金融机构,可以将证券投资划分为直接证券投资和间接证券投资。直接证券投资是指投资者直接从证券市场购买证券的投资行为,如投资者直接购买企业发行的股票、债券和政府公债等。间接证券投资则是指投资者购买某种金融机构发行的证券,再由这些金融机构用筹集到的资金投资于市场有价证券;对投资者来说,等于是间接地参与了证券市场的投资活动,如投资者购买投资基金的受益凭证,即属于间接证券投资。

(二) 长期投资、中期投资与短期投资

按投资标的证券的时间长短,可将证券投资划分为长期投资、中期投资和短期投资。长期投资是指购买偿还期限在10年以上的证券,包括购买企业股票和长期债券。中期投资是指购买偿还期限在1年以上、10年以下的证券,主要是指各种国债和公司债券。短期投资是指购买偿还期限在1年以下的证券,主要是短期国债,例如美国国库券。

由于投资的证券可以在证券市场上转手出让,特别是股票转手十分频繁,所以有时也根据投资者实际持有某种证券时间的长短来划分长期投资与短期投资。投资时间的长短决定和影响证券的性质、收益、风险和流动性等问题。

(三) 固定收益投资与不固定收益投资

固定收益投资与不固定收益投资是从投资证券获得的收益是否确定来划分的。一般说来,债券的利息率在发行时已确定,购买债券属于固定收益投资。股票的分红派息要视公司经营业绩而定。经营好、利润多的公司或年份,分红派息就多,反之则少;如果发生亏损,就无收益可言。所以,购买股票是不固定收益投资。但是,金融市场的发展与创新使这种划分变得日益模糊。如在股票中,优先股的股息是发行时已经规定好并先于普通股进行分配的,故优先股属于固定收益投资;在债券中,浮动利率债券在发行时利息率不固定,而是根据市场利率的变化定期加以调整,所以它又是一种不固定收益投资。

四、证券投资的特点

在现代经济中,证券市场已成为生产要素市场的龙头。这是因为,证券投资既是一种投资形式,也是一种融资方式。它不仅受到资金供求双方的广泛欢迎,也得到各国政府的提倡和鼓励,成为一个国家经济持续成长的必要条件之一。证券投资的快速发展,从根本上看,还是由其本身的特点所决定的。

(一) 证券投资是价值保值、增值与流通的有效统一

证券投资的目的是为了获得收益,因此它隐含了一个前提,即首先要使其投资得以保值。在保值的基础上,投资者总是寻找合适的买卖时机,实现资金的增值。此外,投资者还要求其投资在保值和增值的过程中能够随时处置和变化,以应不时之需,这就是经济学中所说的流动性。与货币和银行存款相比较,证券市场的参与者众多,交易标准化,市场普遍活跃,投资者有条件通过自己资金的有效运作将价值的保值、增值和流通三者以最好的方式加

以组合,从长远看尤其如此。

(二) 证券投资为投资者和筹资者提供了相互选择的机会

证券投资是通过证券市场完成的。证券市场是一种公开的市场,一切融资活动成功与否,完全取决于证券本身的条件和证券的发售与购买能否顺利进行。而证券的发售和购买就是投资者和筹资者相互选择的过程。

从投资者来看,他要求证券发行企业是长期盈利单位,有发展潜力,市场前景看好;要求它公开财务状况,有良好的经营记录;要了解企业的经营范围和业务;要知道其发行证券的价格和预期收益;要知道企业筹资的用途,甚至直接参与企业的经营决策。投资者只有对一个企业的基本情况进行了了解并据此同其他企业进行比较后,才能作出最后的投资决策。这就是投资者对筹资者的选择。

从筹资者来看,他需要筹集多少资金,是发行股票还是发行债券;如果发行股票,是普通股还是优先股;如果发行债券,利率是多少、偿还期限长短和用什么方式偿还本息等,都是其筹资决策必须考虑的事项。筹资者结合自身的特点并依据市场运行情况,决定筹资方案,其过程实质上就是他对投资者选择的过程。

(三) 证券投资可以分散投资风险

任何投资行为在获取收益的同时都必须承担风险。因此,投资者都在极力寻找既能获得最大的收益,又能把风险降低到最小程度的投资形式和方法。证券投资可以从两个方面降低风险:一方面,证券投资可以分散兴办企业的投资风险。证券融资方式产生以前,企业的组织形式主要是独资和合伙企业,其投资者必须承担无限责任,投资风险完全集中一个和几个合伙人身上。股份制企业通过发行股票向广大社会公众筹集资本,股票投资者即股东在分享企业利润的同时也相应承担企业的经营风险,由于这种企业制度是一种有限责任制度,因此分散了风险。另一方面,就证券投资本身而言,由于证券市场价格波动频繁、剧烈,投资者在可能获得可观收益的同时也承担巨大的投资风险。然而,证券的品种多种多样,它们的价格变动无论在方向上还是在幅度上都存在一定差异。也就是说,在其他条件不变的情况下,由于各种证券市场价格变动的差异导致它们的风险也大小不一,投资者可以通过分散投资于多种证券的办法来减少风险。

第三节 证券投资收益与风险

1. 证券投资收益与风险的度量

证券投资者与其他任何经济行为主体一样,其行为目标是追求自身效用的最大化,而获得投资收益正是其效用实现的具体方式。但投资者在获取收益的同时还必须承担投资风险,而风险总是会给投资者带来负效用。因此,证券投资行为总是投资者在收益和风险之间反复权衡和决断的结果。收益和风险就相当于一个硬币的两面,它们构成证券投资行为的两大基本要素。

一、证券投资的收益

证券投资收益是投资者在进行证券投资的过程中所获取的利润。投资者从事投资行为是

为了获取收益,追求收益的最大化始终是投资者所追求的目标。

(一) 证券投资收益的来源

证券投资的收益主要来源于本期收益和资本利得两个部分。本期收益 (Current income) 是指证券发行者定期或不定期支付给投资者的利息或红利;资本利得 (Capital gains) 又称资本增值,是指投资者在市场上通过低进高出所获得的差价收入。

各种债券的利息一般是由在债券发行时约定的利率决定的,一般来说属固定收益;股票的股息、红利则要视股票发行企业的经营业绩好坏及其股息分配政策而定,属不固定收益。而资本利得收益来源于市场差价,由于市场未来价格是不确定的,资本利得也是不确定的。但总体来说,本期收益的波动性和风险性比资本利得要小得多,因此,保守型的投资者一般将目光瞄在本期收益上,而激进型投资者则将注意力更多地放在资本利得方面。

在购买股票时,偏好本期收益的投资者一般倾向于选择一些获利多的绩优公司,如美国工队公司、波音公司等发行的股票,即所谓的“蓝筹股”。寻求资本利得的投资者则往往看中新兴的小型公司。这些公司往往不分配红利,但它能赋予投资者未来大幅增值的梦想。

(二) 投资者的收益率要求

证券投资收益率的基本计算公式为:

$$\text{收益率} = \frac{\text{期末财富} - \text{期初财富}}{\text{期初财富}}$$

收益率要求 (Required rate of return) 是指投资者购买某种有价证券所应该获得的理论收益率。收益率要求是投资者进行投资决策的重要心理依据。如果投资者对某种证券的预期收益率低于其收益率要求,则该投资者肯定会放弃该项投资。

从理论上讲,投资者的收益率要求应该包括三个部分,即真实收益率、预期通货膨胀率与风险溢价。

真实收益率 (Real rate of return) 是指投资者让渡资金使用权所要求的基本收益率。这是投资者放弃即期消费并让渡资金使用权所应该得到的报酬,也是资金时间价值的基本体现。其中包含的“真实”二字,是指该收益率剔除了通货膨胀因素和风险承担因素,其收益水平应该社会公认的,是社会资金的真实折现率。

预期通胀率是投资者收益率要求的重要构成部分。将真实收益率与预期通胀率相加即可得到在不考虑风险因素情况下的收益率要求,即无风险收益率 (Risk-free rate)。不过,从严格的统计学意义上说,无风险收益率的计算公式应该是:

$$\text{无风险收益率} = (1 + \text{真实收益率}) \times (1 + \text{预期通胀率}) - 1$$

例如,真实收益率为 3%,预期通胀率为 4%,则无风险收益率 = $(1 + 3\%) \times (1 + 4\%) - 1 = 7.12\%$,大致相当于 $3\% + 4\% = 7\%$ 。因此,两种计算方法一般情况下可替换。

此外,由于证券投资属风险投资,一般说来,承担的风险越大,要求的收益也就越高,这也就是国债的利率水平低于企业债券利率水平的重要原因之一,所以我们说风险溢价收益也是收益率要求的构成部分之一。对于不同的投资对象,其风险溢价各有不同。例如,对于政府担保的银行存单或者政府直接发行的债券,其风险溢价几乎为零;而对于公司发行的普通股票,其风险溢价一般都至少要达到几个百分点,且随着公司经营风险程度的提高而增加;对于一些高风险的垃圾债券,其风险溢价甚至可达到 20 个百分点以上。

二、证券投资风险

(一) 概述

证券投资是一种风险性投资。一般而言,风险是指对投资者预期收益的背离,或者说是证券收益的不确定性。证券投资风险是指证券预期收益变动的可能性及变动幅度。在证券投资活动中,投资者投入一定数量的本金,目的是希望能得到预期收益。从时间上看,投入本金是当前的行为,其数额是确定的,而取得收益是在未来,在持有证券这段时间内,有很多因素可能使预期收益减少甚至使本金遭受损失。因此,证券投资风险是普遍存在的。与证券投资相关的所有风险称为总风险。总风险可分为系统风险和非系统风险两大类。

1. 系统风险

系统风险是指由于某种全局性的因素引起的投资收益的可能变动,这种因素对所有证券的收益产生影响。在现实生活中,所有企业都受全局性因素的影响,这些因素包括社会、政治、经济等各个方面。由于这些因素来自企业外部,是单一证券无法抗拒和规避的,因此又叫不可规避风险。这些共同的因素会对所有企业产生不同程度的影响,不能通过多样化投资而分散,因此又称为不可分散风险。系统风险包括政策风险、经济周期性波动风险、利率风险和购买力风险等。

(1) 政策风险。政策风险是指政府有关证券市场的政策发生重大变化或是有重要的举措、法规出台,引起证券市场的波动,从而给投资者带来的风险。

政府对本国证券市场的发展通常有一定的规划和政策,藉以指导市场的发展和加强对市场的管理。证券市场政策应当是在尊重证券市场发展规律的基础上,充分考虑证券市场在本国经济中的地位、与社会经济其他部门的联系、整体经济发展水平及政治形势、证券市场发展现状等多方面因素后制定的。政府关于证券市场发展的规划和政策应该是长期稳定的,在规划和政策既定的前提条件下,政府应运用法律手段、经济手段和必要的行政管理手段引导证券市场健康、有序地发展。但是,在某些特殊的情况下,政府也可能会改变发展证券市场的战略部署,出台一些扶持或抑制市场发展的政策,制定出新的法规或交易规则,从而改变市场原先的运行轨迹。特别是在证券市场发展的初期,对证券市场发展的规律性认识不足、法规体系不健全、管理手段不充分,更容易较多地使用政策手段来干预市场。由于证券市场政策是政府指导、管理整个证券市场的手段,一旦出现政策风险,几乎所有的证券都会受到影响,因此属于系统风险。

小资料

1996年10月初到12月12日,我国股市达到了狂热程度,市场投机气氛渐浓,12月16日,《人民日报》发表了题为“正确认识当前股票市场”的特约评论员文章,明确指出:“暴涨必暴跌”,“暴涨所以暴跌,是客观经济规模决定的”,“投资股市,风险自负,赚钱自得,损失自担,这在任何国家都一样”。文章见报后,开盘后4分钟,沪市281只股票除4只例行停牌外,其余277只全部跌停,沪深两市双双收于跌停板。

(2) 经济周期性波动风险。经济周期性波动风险是指证券市场行情周期性变动而引起的风险。这种行情变动不是指证券价格的日常波动和中级波动，而是指证券行情长期趋势的改变。

证券行情变动受多种因素的影响，但决定性的因素是经济周期的变动。经济周期是指社会经济阶段性的循环和波动，是经济发展的客观规律。经济周期的变化决定了企业的景气和效益，从而从根本上决定了证券行情，特别是股票行情的变动趋势。

证券行情随经济周期的循环而起伏变化，总的趋势可分为看涨市场或称多头市场、牛市和看跌市场或称空头市场、熊市两大类型。在看涨市场中，随着经济回升，股票价格从低谷逐渐回升，随着交易量的扩大，交易日渐活跃，股票价格持续上升并可维持较长一段时间，待股票价格升至很高水平，资金大量涌入并进一步推动股价上升、但成交量不能进一步放大时，股票价格开始盘旋并逐渐下降，标志着看涨市场的结束。看跌市场是从经济繁荣的后期开始，伴随着经济衰退，股票价格也从高点开始一直呈下跌趋势，并在达到某个低点时结束。看涨市场和看跌市场是指股票行情变动的大趋势。实际上，在看涨市场中，股价并非直线上升，而是大涨小跌，不断出现盘整和回档行情；在看跌市场中，股价也并非直线下降，而是小涨大跌，不断出现盘整和反弹行情。但在这两个变动趋势中，一个重要的特征是，在整个看涨行市中，几乎所有的股票价格都会上涨；在整个看跌行市中，几乎所有的股票价格都不可避免地有所下跌，只是涨跌的程度不同而已。

(3) 利率风险。利率风险是指市场利率变动引起证券投资收益变动的可能性。市场利率的变化会引起证券价格变动，并进一步影响证券收益的确定性。利率与证券价格呈反方向变化，即利率提高，证券价格水平下降；利率下降，证券价格水平上涨。利率从两方面影响证券价格：

第一，改变资金流向。当市场利率提高时，会吸引一部分资金流向银行储蓄、商业票据等其他金融资产，减少对证券的需求，使证券价格下降；当市场利率下降时，一部分资金流回证券市场，增加对证券的需求，刺激证券价格上涨。

第二，影响公司的盈利。利率提高，公司融资成本提高，在其他条件不变的情况下，净盈利下降，引起股票价格下降；利率下降，融资成本下降，净盈利增加，股票价格上涨。

利率政策是中央银行的货币政策工具，中央银行根据金融宏观调控的需要调节利率水平。当中央银行调整利率时，各种金融资产的利率和价格都会灵敏地作出反应。利率风险对不同证券的影响是不相同的。

首先，利率风险是固定收益证券的主要风险，特别是债券的主要风险。债券面临的利率风险由价格变动风险和息票利率风险两方面组成。当市场利率提高时，已往发行又尚未到期的债券利率相对偏低，此时投资者若继续持有债券，在利息上要受损失，若将债券出售，又必须在价格上作出让步，在价格上要受损失。可见，此时投资者无法规避利率变动对债券价格和收益的影响，而且这种影响与债券本身的质量无关。

其次，利率风险是政府债券的主要风险。债券依发行主体的不同，可分为政府债券、金融债券、公司债券等。对公司债券和金融债券来说，除了利率风险以外，重要的还有信用风险和财务风险。政府债券信用风险与财务风险相对较小，它面临的主要风险是利率风险和购买力风险。

再次，利率风险对长期债券的影响大于短期债券。在利率水平变动幅度相同的情况下，