

现代投资学

—组合投资分析与管理

XIANDAI TOUZI XUE

戴晓凤 晏艳阳 著

湖南人民出版社

现代投资学

—组合投资分析与管理

XIANDAI TOUZI XUE

戴晓凤 晏艳阳 著

湖南人民出版社

14
01

图书在版编目(CIP)数据

现代投资学:组合投资分析与管理/戴晓凤,晏艳阳 著.
—长沙:湖南人民出版社,2003.1

ISBN 7-5438-3239-9

I.现... II.①戴...②晏... III.投资学
IV.F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 006396 号

责任编辑:车戈平
装帧设计:尹文君

现代投资学

——组合投资分析与管理
戴晓凤 晏艳阳 著

*

湖南人民出版社出版、发行

(长沙市展览馆路 66 号 邮编:410005)

湖南省新华书店经销 湖南望城湘江印刷厂印刷

2003 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

开本:720×960 1/16 印张:16.75

字数:300,000 印数:1-6,000

ISBN7-5438-3239-9

F·532 定价:26.00 元

前 言

本书的目的

自上个世纪 60 年代以来,对投资者的资产选择行为、资本市场的价格决定机制以及证券市场职能等多方面的理论研究,成为金融研究的重要领域之一。特别是能够较为形象地说明现实世界的实证分析成为金融分析师们广泛使用的研究方法。所以,在过去 40 余年中,现代金融市场理论中发展最迅速、影响最大的理论集中在投资领域,主要包括组合投资理论、资本市场理论、有效市场理论等,是现代投资学的主要组成部分。

组合投资理论研究投资者为减小投资风险,如何选择最优资产组合的问题;资本市场理论是组合投资理论的发展,它研究市场均衡价格及投资期望收益与资产的风险收益之间的关系;有效市场理论则是探讨信息、证券价格与对投资者产生的影响之间的相关性。

本书试图尽可能地用通俗易懂的非技术性语言,给出这些领域中的主要理论概念,在理解这些问题的基础上,对研究和分析方法展开讨论。本书以大学金融学及相关专业的高年级学生、具有金融与证券业务经验的实际工作者以及对金融证券有极浓厚兴趣的一般读者为对象,可以帮助广大读者学习和研究现代投资理论以及投资分析方法。写作上依据下面三个要点:

第一,注意理论与实证的对应。为达到理论与实证对应,在理论性说明的同时,大量地介绍了美国、日本以及我国证券市场的一些实证性研究资料。

第二,尽量追求简明易懂。现代投资学中,尤其是证券市场分析,是一个以可观察的时刻变化着的价格与买卖动向为出发点、实践性很强的研究领域,所以,要求相当程度的金融经济理论基础和数理统计学方面的知识,为了分析与阅读的简便,我们力求以最简洁的语言来解释和说明基本理论及分析方法的运用。

第三,对股票、债券及其他多种金融工具进行较全面的分析。债券、股票、衍生工具等是证券市场上所交易的最具代表性的证券,不但具有证券的共同特征,而且分别有其固定的特点。投资者在进行投资抉择以及市场价格

的决定之际，都必须考虑这些情况。本书分专门章节对权益资本市场和债券市场的价格决定机制进行讨论，以突出两者之间的关系。并对最新投资工具的价格决定机制及风险管理进行了有意义的研究。

本书的构成与使用方法

本书以简明易懂为其特点，对于那些不具备充分的基础性理论知识和统计学知识的人也可以读懂。当然这并不是说该书相近的一些知识就不需要，对于精通基础性知识的读者来说，更容易理解本书。特别是对一些问题有特殊兴趣的人，利用后面所列出的参考文献可以作进一步的深入研究。

本书的基本结构如下：

第一章，第一节和第二节主要说明金融市场的结构、职能等基本概念与知识；第三节是对现代投资学理论的产生与发展进行的简单综述；第四节分析和研究当代证券市场的发展状况及其趋势。该章的目的是作为全书的导言，为全书提供必要的基础性知识和导引。

第二章，第一节和第二节，讨论说明在单个投资者的投资行为分析以及证券市场价格决定分析中使用的最重要的理论概念：收益与风险；第三节对证券分析中的价值概念体系进行系统评价；第四节是证券收益与风险的基本度量模型。

第三、四章，讨论投资者资产选择理论，即组合投资理论。其中，第三章的第一节与第二节以期望效用假说为理论前提，探讨投资者的期望效用函数及其形状；第三节则利用现代证券市场的分析基础收益—风险两参数原则，重点分析组合资产的选择。第四章中以投资者的主体行为为分析的焦点，讨论投资者为回避风险，如何进行组合资产的投资，以及在不同的投资机会下，投资者最优投资抉择是如何变化的。

第五、六、七章，分别说明市场价格决定机制及影响价格决定的种种因素，这是资本市场理论的核心。其中，第五章，第一节主要介绍以收益—风险两参数原则为依据的市场价格决定理论，即资本资产定价模型。并在该模型基础上，进行市场风险的评价，分析风险与收益率的关系。第二节对资本资产定价模型的市场价格决定机制进行检验，以及对由资本资产定价模型推导出来的风险进行判断和分析。第三节在放宽资本资产定价模型假定的基础上，将之放在更切实际的例子中，讨论资本资产定价模型的扩展；第四节进一步放宽收益—风险两参数原则的假定条件，仅在假定个别证券收益率与众多的共同因素成线性关系及投资者属风险回避型的条件下，说明投资者的套利活动中资产价格的决定模型，即套利价格决定模型，这是代替资本资产定价模型的更具一般性的模型。

第六章的主题是股票价格定价模型，第一节主要说明股票价格评价标准与评价尺度的确定；第二节讨论股票价格决定因素以及它们之间的关系；第三节介绍股票红利贴现模型的主要形式及其发展；第四节介绍现金流、市盈率等其他模型。

第七章与第六章相对应，分析说明的是债券价格决定理论。由于影响债券价格的因素除利率以外，还有许多因素，所以，债券的价格决定与股票有所不同，表现得更为复杂。其中第一、二节主要讨论债券利率与债券收益的基本含义与意义；第三节讨论利率期限结构理论，重点对纯期望假说、流动性溢价理论和市场分割理论进行探讨和说明；第四节讨论利率风险结构理论，对债券风险进行评价；第五节，对债券的期限和利率敏感性进行分析；第六章讨论了我国债券市场发展中的一些问题。

第八章以市场效率性观点评价现实证券市场职能作用的发挥程度，由此阐明有效市场理论的主要内容。第一节说明有效市场理论的一些基本概念和内容；第二节，介绍市场有效性检验的意义及检验的方法；第三节，讨论有效市场的异化与有效市场理论的发展。

第九章以金融期货与期权的价格决定机制及投资策略为研究对象，对金融期货与期权的价格决定及其风险进行分析和评价。第一节讨论金融期货的价格决定及投资策略；第二节，讨论金融期权的价格决定模型及其运用；第三节主要介绍金融期权交易的投资策略。

第十章讨论组合投资业绩的评价与管理。第一节以投资基金组合为研究对象讨论其投资业绩的计量与评价；第二节主要研究债券投资组合的构筑与管理；第三节分析和介绍资产配置、国际分析投资等资产的类别管理。

本书是在我们编著的《证券投资分析与组合管理》（中国金融出版社，1997）一书的基础上，加进这些年我们对我国证券市场问题所作的研究成果，以及多年来我们在本科及研究生相关课程教学中所获得的体会，共同合作完成的。虽然我们已经作了非常大的努力，但由于水平有限，本书中一定存在许多缺点和不足，敬请读者批评与指正。

戴晓凤 晏艳阳

2003年1月6日于岳麓山

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 证券投资及其特征.....	(1)
第二节 证券市场结构及职能.....	(6)
第三节 现代投资理论的产生和发展.....	(11)
第四节 当代金融创新与证券市场的发展.....	(15)
第二章 投资收益与风险的确定	(23)
第一节 投资收益与风险概述.....	(23)
第二节 投资收益与风险的概率描述.....	(26)
第三节 投资价值与市场价值.....	(31)
第四节 证券投资基本收益模型.....	(36)
第三章 投资者的资产选择行为	(41)
第一节 投资选择准则.....	(41)
第二节 投资者的不同类型及其效用函数的形态.....	(44)
第三节 均值一方差准则.....	(51)
第四章 组合投资资产的选择	(60)
第一节 组合投资的收益与风险.....	(60)
第二节 有效组合与最优投资组合.....	(69)
第三节 不允许卖空时有效边界的变化及投资策略.....	(81)
第五章 证券市场的价格决定	(88)
第一节 资本资产定价模型.....	(88)
第二节 资本资产定价模型的检验.....	(103)
第三节 资本资产定价模型的扩展.....	(105)
第四节 套利定价模型 (APT)	(110)
第六章 股票定价模型	(115)
第一节 股票价值决定基准及评价指标.....	(115)
第二节 收益、红利及现金流量.....	(123)
第三节 股价红利贴现模型.....	(126)

第四节	其他股票定价模型	(135)
第七章	债券的价格决定	(139)
第一节	债券利率与收益率	(139)
第二节	债券收益的影响因素分析	(145)
第三节	债券利率的期限结构	(152)
第四节	债券利率的风险结构	(158)
第五节	债券的久期与凸性	(162)
第六节	我国的债券市场	(168)
第八章	证券市场的有效性	(175)
第一节	有效市场理论	(175)
第二节	市场有效性的检验	(180)
第三节	市场反常	(187)
第九章	金融期货与期权及其投资策略	(190)
第一节	金融期货及其价格决定	(190)
第二节	期权定价模型及其运用	(203)
第三节	期权市场交易策略	(214)
第十章	证券投资组合的评价与管理	(223)
第一节	投资组合业绩的评价	(223)
第二节	债券给合投资与管理	(235)
第三节	资产类别管理	(242)
附表一	表 F 游程检验中 r 的归界值表	(247)
附表二	标准正态分布密度函数值表	(249)
附表三	标准正态分布函数表	(251)
参考文献		(253)

第一章 导论

资本市场国际化进程的不断深入，促进了新型金融产品和工具的开发，以及新型交易方式的出现，由此对投资理论的研究也提出了新的课题。本章作为全书的导论，重点探讨证券市场的特征、职能和发展状况，说明当代投资理论产生与发展的背景与轨迹，以及现代组合投资分析与管理的的方法。

第一节 证券投资及其特征

一、金融交易与证券

对于生产和消费活动中的经济主体来说，必要的支出和实际收入之间常常发生矛盾，即发生收支不平衡的情况。有些经济主体因为投资与消费的支出增加，而出现资金紧张或不足；另外一些经济主体却由于支出减少而出现资金盈余。我们把资金不足的经济主体称作“赤字主体”，把资金剩余主体则称为“盈余主体”。

金融交易就是指资金由盈余主体向赤字主体的转移。赤字主体以借入的形式把不足部分的资金引进来，同时开出在将来支付的承诺证书。而盈余主体则把剩余资金即现在的一部分购买力转移给赤字主体，以此作交换而获得在将来支付的承诺证书。换言之，金融交易就是不同时点间的资金交换，与资金进行交换的交易商品实际是对未来所得的一种请求权，这便是证券。证券对于发行者来说，是一种“金融债务（Financial liabilities）”，而对于其持有者来说，却是一种“金融资产（Financial assets）”。

资金的融通方式从大的方面可以分为两个渠道，一是由自有资金组成的“内部金融（Internal finance）”，另一是资金来自于其他的金融主体的“外部金融（External finance）”。外部金融又有两种情况，首先是资金的最终需要者与资金的最终供给者直接相对，通过证券的发行来调度资金；其次是资金需要者从专门的金融中介机构借入资金，而资金供给者则以购入金融中介机构所发行的证券的形式，间接地调度资金。

我们把前者称作直接金融（Direct finance），因为资金需求者本身介入专门的证券经营，通过发行证券直接地调度资金，这时证券的交易与资金的

流动方向相反，我们称这种证券为直接证券或本源证券（Primary securities）。直接证券主要有企业发行的股票，企业以及中央政府、地方政府机构发行的各种债券和借贷证书。

后者称作间接金融，金融中介机构通过从众多的债务人（借方）购入原始证券或自身发行证券以筹集资金。金融中介机构所发行的证券我们称之为“间接证券（Indirect securities）”。金融中介机构主要是指商业银行、信用合作机构等存款机构以及保险公司、养老基金、投资信托公司等。这些机构通过发行自身的证券，如各种存款证书、金融债、保险单、信托投资受益证书等，从最终资金供给者手中把资金吸引过来，然后通过盈利分享协定把聚集进来的资金贷给资金需要者，也就是通过市场以购入直接证券的形式，间接地把资金供给资金需要者。

在公开市场上可以买卖的证券我们称为“有价证券”，证券市场一般就是指有价证券市场，以便与贷款市场区别开来。因为有价证券的大部分是股票、债券等直接证券，故狭义的证券大多是指直接证券。间接证券中如金融债券、可转让存款单（CD）等由于可以在证券市场上进行买卖，同样是有价证券。一种证券是否可以在公开证券市场上买卖，依赖于证券的属性与现实金融制度的构造条件。

自 20 世纪 70 年代以来，商业银行为应对不断变化的金融环境，增强其资产的流动性，以回避资产单一性所带来的风险，积极地推行资产的证券化。即商业银行通过发行以贷款债权作抵押或担保的证券，使不具备可流通买卖的贷款资产等向有价证券形态转化，从而使原来流动性差的资产通过证券的流通和转让而流动起来。由此看来，资产证券化有效地扩充了有价证券的涵义。

二、债券、股票和货币资产投资的基本性质

（一）债券投资的基本性质

债券投资的收益是利息收益与价格变动损益的合计。由于债券的票面利率高低受其期限长短等因素的影响，债券中的长期债券收益率通常高于短期债券收益率。长期债券收益是将来的短期货币市场资产的利率或短期债券收益率的预计平均收益率，加上将来的预计通货膨胀率和长期债券所具有的风险报酬形成的，这两个要素一般被看作是长短期利差形成的原因。有时短期利率之所以超过长期利率，或是因为原预计短期利率下降而出现一时性的上升；或是因为预计通胀率在长时期内将为负值。因此，债券收益所具有的特征就决定了债券投资较之其他投资工具有其不同的性质。

首先，债券的价格变动是由于调整收益率与票面利率的乖离值而产生

的。在调整的收益率水平相同的基础上，债券的期限越长，价格调整幅度越大；债券的期限越短，价格的调整幅度就越小。如票面利率为5%的剩余期限为10年的债券的收益率每上升1%，其价格就要下降7%；而票面利率为5%，剩余期限为1年的债券的收益率每上升1%，其价格下降为1%。因此，必要的价格变动幅度是收益率的变动与剩余期限的比例。其次，票面利息水平高的债券，其价格变动幅度比票面利息低的债券小。不论是国债还是公司债，它们的价格变动幅度或收益率变动幅度都是有差异的。再次，与发行者的信用程度以及市场性相应，收益率的变化程度也各不相同。

虽然从定义上说，债券投资的收益是票面利息收益与价格变动损益的合计，但这只是指一直持有债券至到期日为止的收益。当持有债券至到期日时，由于到期时的交割金额为票面价格（面值加上到期应付票面利息），这时整个投资期间的票面利息收益合计就是投资的收益合计。通常说债券投资的收益是确定的，仅仅是指这种情况下的投资。由于投资期限终了时就是债券的到期日，因此，在购买债券时，就可确定将要获得的收益。但是，在到期前中途出售债券的情况则与此不同，由于出售价格不会等于由事先所调整的收益与票面利息间的关系形成的票面价格，中途出售债券的价格与这一时点市场利率所决定的债券票面价格之间的乖离率常称作卖出损益或评价损益。

由于同样的关系，当预计利率上升时，长期债券的价格下跌幅度，比短期债券和货币市场资产的价格下跌幅度大；而当预计利率下降时，长期债券的价格上升幅度比短期债券的上升幅度大。所以，长期利率和短期利率的这种关系就决定了长期债券的收益率与短期债券的收益率的变化幅度是不同的。

在预计的通胀率不变的情况下，由于长期利率是由将来短期利率与长期债券到期时的预计平均利率来决定，那短期利率的上升或下降是一时性的还是长期性的对长期利率变动的的影响就完全不同。一般说来，短期利率的变动与经济景气循环相应，通常被描述为3~4年的周期，要引起或影响长期利率的变化，也需3~4个年份，所以，长期利率的变动幅度比短期利率的变动幅度要小。

由此可见，债券投资的收益虽然由影响预计长期利率的要素来决定，从理论上说价格应该还是比较稳定的。但实际上，由于投资者中以追求价格变动收益的短期交易者居多，市场的心理因素影响，其结果是债券的价格也不一定稳定。

（二）股票投资的基本性质

股票和可转换公司债券的投资收益是红利或利息收入与价格变动损益的

合计。在我国，由于股票的红利水平非常低，所以，其收益的大小主要依赖于价格变动的损益，这一点与债券不同。同时，由于股票没有到期日，故不具有随着剩余期限变短，其价格变动幅度也变小，在到期时价格变动幅度（购买价格与票面金额之差）为0的性质特征。

一般来说，股票具有与债券不同的显著特征是：第一，股票的价格变动损益，持有期限越短，其变动程度越激烈；持有期限越长，其变动程度就越接近历史的长期平均水平。如以1个月的持有期为例，其年收益率有可能是20%，或30%；但相反也可能是损失20%，或30%。如果持有期为10年，虽然每年的价格变动很大，但年平均收益率有可能落在15%的位置上。所以，股票是一种长期持有优越性很大的证券。

第二，分类股票或板块的价格变动与个别股票的价格变动有着很大的差异，呈完全相反的方向变动的情况也有很多。比如，虽然市场整体上升只有15%，而电气行业的股票有可能上升30%；或者，某一时间机器行业股票上升，而电气行业股票价格则下降。甚至有时候，预计各种分类股票或某个股票的价格要见顶，可能会有巨大的收益，而实际上却恰恰相反，遭受巨大的损失。股票所具有的这种总体同方向变动的情况与债券相比，有着很大的不同。不同债券因到期日、利息、发行者类别不同，本息不能收回的信用程度不同，其价格变动的幅度多少也会不同。

股票投资收益率有两大决定要素，一是长期债券的收益率和企业预期收益。在长期债券的利率上升时，投资者也同样要求股票投资的收益率上升，其结果，企业的预期收益变化，就通过股价的下跌来调整；相反，如果长期债券的利率下降，即使股票投资收益率下降，投资者也会买入股票，所以，企业的预期收益变化就通过股价的上升得以调整。在长期债券利率不变的情况下，当企业的预期收益增大，由于支付给投资者的收益增大，企业价值上升，股票的价格也上升；相反，股票价格则下降。所以，企业收益、股票价格收益与长期债券的利率间存在着相对稳定的关系，即股票价格与长期债券利率的变动呈逆相关变化，与企业预期收益的变动则呈正相关变化。

（三）货币市场资产投资的基本性质

短期的货币市场资产的投资，与长期债券、股票、公司可转换债券相比，最明显的特征就是期限非常短，通常为2~4个月。如果说货币市场资产投资的收益也为利息收入和价格变动损益的合计，但实际上价格变动的余地非常小，其收益主要依赖于利息收入；同时，由于期限短，基本上不存在违约风险，本息收回的确定性程度高。所以，货币市场的资产是收益最确定的投资对象。

货币市场的资产主要包括政府短期债券、银行大额可转让存单（CD）、

商业票据、短期拆借、债券回购等。虽然这些资产同样有因发行者的破产而使本息不能收回的信用风险存在，但是，政府短期债券或信用程度高的发行者的资产，由于其期限短，常被视为无风险资产。货币市场资产正是由于其风险小，流动性强，所以，投资收益率的平均值都较低。

三、短期投资与中长期投资

证券投资大致可分为短期投资与中长期投资，短期投资是指债券、股票（或公司可转换债券）的买卖和货币市场资产的投资；中长期投资则是指债券、股票（或公司可转换债券）的组合投资管理（Portfolio Management）。

（一）债券和股票的短期投资

债券和股票（或公司可转换债券）的短期投资，是利用这些证券的短期价格变动，以获取短期买卖差价收益为目的的交易，通常持有2~3日就卖出，最长也不超过2~3个月。

债券的短期投资，是以价格变动较大的长期债券为主体，利用同类债券的利率变动或不同债券间的利率差的变动，以获取买卖差价收益为目标的交易。而股票（或公司可转换债券）的短期投资则是利用不同行业或不同股票间的价格剧烈变动，以获取其买卖差价为目标交易。

对于一时性充裕资金的运用，常用的方法是进行货币市场资产的投资。因为股票和公司债券，虽然收益率高，但风险也很大。

（二）债券和股票的中长期投资

中长期投资是利用期限长的债券和无期限的股票而进行的投资，投资期通常在半年以上，所以它没有短期投资中以短期买卖差价收益为盈利目标的前提倾向。

债券的中长期投资主要有两种形态：一是将债券持有至到期日为止的投资，即使到期中的评价损益不能避免，但由于没有投资期终了时价格变动的风险，故收益可以确定。将高低不同的票面利息组合在一起，就可以获得每期确定的收益。另一形态是考虑投资期间的评价损益或买卖损益，以组合收益为目标的债券投资。债券的组合收益在很大程度上由所组入的债券的剩余期限及票面利息的构成决定。这两个要素中的一个就是常用的期限结构概念，是根据利率水平来改变其结构以谋求收益的最大化。如当预期利率将会上升时，为了回避因长期债券价格下跌的损失，就将资金投资于短期债券或货币市场资产以及一些高利息债券，而当预期利率将下降时，为了确保长期债券的价格上升的收益或长期的高利息收入，则投资于低票面利息债券或长期债券。

在股票（或可转换公司债券）的中长期投资中，为回避由于经济、产

业、企业及利率的变化而引起的损失，通常将资金分散地投于不同的股票。为了提高收益，一方面，除了要把握好各种股票的投资比例，还必须注意其买卖的时机。另外一方面，如能通过调整上升幅度不同的股票间的投资比例，也可获得较大的收益。

债券投资的收益由长期利率变化的方向来决定，而股票投资的收益则是在长期利率变化的情况下，根据企业的预期收益或其他业绩的变化来决定。利用这种不同，将债券和股票组合起来就会产生很大的优势。如由于长期利率上升，债券投资会遭受损失，但由于利率变化对企业收益的影响，对某些行业股票的投资却可能获得收益。相反，在经济不景气时，由于企业预期收益下降，股票的价格也将下降，但由于利率的降低，而可获得债券价格上涨的收益。根据实际情形，改变债券与股票的组合比例就可达到稳定收益的目的。

第二节 证券市场结构及职能

一、金融市场及其职能

金融市场从广义上说是指金融资产交易的场所，其职能主要体现在两个方面。首先，金融交易是资金从盈余部门向资金不足的赤字部门转移，这也是金融市场的第一职能，即“资金的社会分配职能”。通过金融市场，资金盈余部门可以利用金融交易获得多种多样的储蓄机会，而赤字部门则可以利用金融交易使有效的投资变为可能。因此，金融市场就具有把储蓄与实物投资结合起来，促使国民经济的资本形成和所得水平上升的作用。同时，金融市场的资金分配职能拓展了反映人们时间偏好的消费选择与投资选择范围，提高了人们投资需求的满足水平。

其次，由于现实的世界中未来所发生的情况难以预料，经济活动的成果具有不确定性，因此，金融资产的未來预期收益也难以确定，这就决定了资金供给者在持有金融资产时，必须考虑预期收益无法实现时的风险。在直接融资条件下，直接证券的取得与资金的运动是相同的，这就意味着资金供给者一定要负担与最终资金需求者活动相关的风险的一部分。在间接融资条件下，由于金融中介机构通过把直接证券换成间接证券，以进行资金的集中与分配，便把直接证券的风险担当起来，最终资金供给者所负担的风险只是间接证券的风险，由此大大减轻了最终资金供应者的风险负担。所以，金融市场的第二个职能就是使风险从最终的资金需求者向资金供给者转移，我们称作“风险的社会分配职能”。最终资金需求者通过在金融市场上金融资产的

买卖，将其所拥有的风险的一部分转移给最终资金供给者以及金融中介机构来分担，使原本不能实现的、风险非常大的投资机会变为可能。金融市场的第二个职能使资金的社会分配更具效益性。

二、金融中介机构及其职能

金融中介是指金融交易过程中最终贷款人与最终借款人之间供需匹配的媒介，主要有四大类：第一是经纪类中介，以收取一定佣金为目的，通过维持证券市场交易的连续性，促进资金供需双方的顺利匹配。第二是承销类中介，在证券发行市场上作为借款人的代理，承担证券收益的不确定性风险，并获得由该不确定性决定的差价收益。第三是基金类中介，通过出售其资产组合的股份或发行受益权证书筹集资金，由专家管理和经营，进行分散投资。第四是存款类中介，包括存款机构、保险公司和金融公司等，它们作为最终贷款人与借款人之间供需匹配的媒介，通过吸收小额零星分散的资金，然后以贷款、购买直接证券等形式将资金分配出去。

由于金融中介机构经营的业务特征不同，金融中介的目的性不同，其金融中介的作用也是有区别的。存款类中介机构的作用不仅仅是作为资金交换的媒介，把最终贷款人的资金贷给最终借款人，而且也是作为投资者直接地进行证券的投资，将本身的间接证券转换成直接证券。存款类金融中介的这一职能常称作金融中介机构的资产转换职能（Transformation function）。

如果只限于资金转换职能，金融中介机构所采取的间接金融方式，与金融市场采取的直接金融方式两者之间就没有什么本质的区别。但是，从风险转移职能方面来看，两者间的基本差别却是公认的。直接金融情况下，分担最终资金需求者风险的是购入债券或股票的最终资金供给者。而在间接金融情况下，金融中介机构购入原始证券，将其转换成存款等不同风险的资产形式，提供给资金供给者。金融中介机构把从众多的资金供给者那里吸收的资金聚集起来，分散地运用于各种投资机会。由于分散化投资缩小了投资的风险，间接证券便相应地是风险最小的证券。

在金融中介机构中，以银行为中心的存款机构，是把资金与风险的聚集中，终有不能消除的一部分风险自身全部承担起来，提供存款等收益安全性极高的资产。投资信托公司通过发行投资信托受益证券，以多种资产的组合形式，将吸收的资金转换成风险水平不同的资产，而负担这种资产风险的主要是购入该资产的投资者本身；投资信托公司只是尽可能地替那些本身的资金风险集中、又无信息能力的投资者进行资产的选择，而自身与风险无关。保险公司则着重提供因死亡、疾病、灾害等情况的发生所造成的损失进行保险为目的的有条件支付证券。所以，即使是金融中介机构，因金融中介

的目的性风险分担的程度不同，而具有多种不同形式。

这样，资金供给者由于购入间接证券，从而能够减轻持有直接证券的风险。且不仅如此，如果选择专门的金融机构，那就对最终交易对手即资金需求者的情况没有必要亲自去进行了解和交涉，由此，金融交易所必要的信息成本和交易成本就可以大大节约。也就是说，在专门的金融中介机构进行资金调节时，对最终供给者来说，具有减轻风险和节约交易成本两个重要的职能。

再者，在金融中介机构中占绝大多数的银行所发行的间接证券，即存款是现行的信用制度下使国民经济合理发展的宏观决策手段。在维持国民经济中信用秩序方面，银行体制是具有与其他金融机构及证券市场本质不同的、独特职能的机构。正因为如此，各国的银行业到现在为止一直处于严格的公共管理之下，其目的就是要维持金融体制的正常状态，保证资金分配的效益性与交易机会的公正性。

三、证券业及其职能

在证券市场上，金融交易通常是通过专门的金融中介机构来进行的。这些经营者概括地说就是证券业者，也即“直接金融机构”，以与银行等“间接金融机构”相区别。证券业者从大的方面分类可以分为包销人（Underwriter）、经纪人（Broker）和自营商（Dealer）。

包销人是指在原始证券发行市场上，作为资金需求者与供给者的经纪人，进行专门的包销代理业者。在证券市场上筹集资金时，虽然资金需求者本身就可以发行新证券并把它卖出，但在多数情况下，却是利用专门从事发行业务的代理人即包销人。之所以利用专门的发行业务代理人，是因为以下几点理由：

第一，包销人在证券市场的资金利用率、最佳发行方法等与资金调配密切相关的必要的金融方面，具有比发行者更具优势的信息能力。

第二，对需重新出售的证券，具有比发行者更优越的“分售能力”，即由于利用大规模的推销网络，而具有与规模经济、与广告宣传活动相关的特殊技术职能，也就是说，市场上的代理人的信用对于投资者来说，有如商品字号，是所出售证券品质的保证。

第三，包销人在具有十足资金能力时，根据与发行者所缔结的包销契约，一般都需把未售完的证券自己承受下来，即在包销形式下，承担资金筹集过程中的全部或者部分风险。所以，包销人的基本职能就是分担资金筹集过程中的风险。

发行者在支付一定的手续费，依靠专门的代理人来发行证券，就既可以

节约市场上资金筹集中所必要的信息成本和分售成本，又可以减轻伴随资金筹集所产生的风险。在发行规模和发行风险与各包销人的分售能力以及风险负担能力相比相对大、而个别的包销又难以完成时，包销人常常组成辛迪加集团，提供集团包销业务。

经纪人或自营商，是在流通市场上为市场参加者提供买卖服务的专门业者。经纪人为证券的买手或卖手在市场寻找有利的交易对手，作为交易者之间的中间人交涉买卖条件，促使交易成立。市场参加者则支付一定的委托买卖手续费，他们利用委托买卖服务，可以大大节约为寻找有利交易对手所花费的必要信息成本。

但是，在流通市场上进行买卖时，市场参加者常常不能确定在某一市场能见到交易对手，要使买卖成立就要花费时间，而在这段时间里，证券的价格可能发生很大变化。自营商则在这种场合下，自身作为交易对手，以高于市场的价格卖出，以低于市场的价格买进，而使交易完成。投资者以支付市场价格与买价或卖价之间的差价的形式，购入称为“流动性的服务”，以减轻在等待交易完成的时间里由于价格变化所引起的损失，即自营商执行着促使流通市场上的快速交易和提高证券价格继承性的职能。要价与出价的差距是自营商的收入，这对于投资者来说，与委托买卖手续费一样，是通过专门买卖人参加买卖活动所要支付的交易成本。自营商自身作为交易对手，于是在自己判断的基础上决定成交与否，这就把持有在库证券的风险承担起来。正因为如此，在有关市场价格变化的信息能力方面，比一般投资者更具优越性。一般说来，为了减轻自营商的持有在库证券的风险，顺利地进行交易，常组成一个“业者间市场（Inter-dealer market）”，它强化了自营商的市场创造（Market making）职能。

这样，在发行市场上，新证券的发行者利用专门的发行包销人，以减轻资金筹集过程中的各种风险和成本；而在流通市场上，专门的交易业者，承担着促进证券市场流动性的重要职责。投资者利用这些专门业者，节约了有关信息成本以及更广泛意义上的交易成本，同时，由于交易的快速化，减轻了从寻找交易对手到交易实现这段时间里的价格变动风险。

在减轻和分摊与资本转移伴随而来的交易成本和风险方面，间接金融和直接金融机构都执行着相同的职能。专门的金融机构存在的理由是因为在金融交易所必要的信息能力、审查能力及交易的执行方面，或者在减轻金融交易的风险方面，具有规模经济即集中化和专门化的优势。

两者基本不同的是如前所述的资产转移职能。证券市场的直接金融分散了原始证券的风险，最终资金需求者资金运用风险的一部分由作为资金供应者的投资人来承担，投资者利用证券业者可以减轻的只是市场交易的风险。