

投资学

侯成晓 耿华君 编著



华文出版社

前 言

投资学是一个令人激动与着迷的领域。在过去的 30 年时间里,伴随着放松管制、金融创新和全球化的发展,产生了大量的新型证券,并且随着计算机与因特网的普及,新型的交易方式也被创造出来。投资实践日新月异,投资理论也飞速发展。如何将投资理论迅速地转化为指导投资实践的得力武器?这对投资学的教学与研究提出了新的挑战。

作为投资学教材,本书的主要目的是为广大证券投资者提供一本理论与实务相结合的教材,以帮助投资者系统性地夯实投资理论基础,并提高投资分析及操作能力。全书以证券估值为核心,内容涵盖证券估值基础(包括投资环境、风险与收益关系、投资工具、证券市场和现代投资理论的产生与发展等内容)、证券分析与估值(包括权益类证券估值与分析、债权债务类证券估值与分析 and 衍生类证券估值与分析等内容)以及估值技术的应用(包括投资组合管理和绩效评价等内容)。全书在此框架内,对投资者在实践中遇到的主要问题进行说明,并将基本原理加例题或专栏的学习模式贯穿始终,致力于帮助读者达到专业投资所需要的基本技能,从而使读者在理论与实践的结合中把握投资的艺术,并在投资实践中把握投资的机会。

在国内,博迪等著的《投资学》是一流院校普遍采用的首选教材。毫无疑问,它是优秀的。但在使用中发现,这部针对美国国内学生的教材,讨论的都是美国学者提出的理论和美国证券市场交易的证券。由于国内证券市场与美国证券市场之间存在巨大差距,对美国或其他发达国家读者来说相对熟悉的内容,对国内学生来说较为生疏,相应的,学生对一些知识点的理解就较为困难。此外,该书在概念表述、原理解释上采用发散式陈述的方式,与国内学生的思维方法、学习习惯不相适应。在借鉴其优点的基础上,本书结合国内证券投资学教材的一些特点,在投资理念、知识架构和例题讲解上等进行了创新。主要特点有:

投资理念

基本的投资理论主要有:

1. 赞同发达国家的证券市场是近似有效的观点,但国内证券市场仍旧存在内幕信息以及投资者信息处理能力偏低的特点,因此是弱式有效或半强式有效的。在强式有效市场中,考虑到不同证券投资工具的风险收益特性后,要想战胜市场是很困难的。但在国内证券市场,通过技术分析、基本分析和依靠掌握内幕信息,特定投资者可以获取超额投资回报。

2. 在成熟的证券市场中,预期收益和风险之间存在着权衡关系。要想获取较高的收益就必须承担额外的风险。对于不同投资者,其风险偏好和投资约束条件不同,投资决策的依据就是在承担合适风险水平下,追求投资收益的最大化。

3. 投资的分散化不局限于不同类别的资产之间,还扩展到了不同地域的投资、不同方式的投资。合理分散化显然的好处在于可以减小组合整体预期收益的波动性,这为通过组合技术来发现合意风险水平下的投资组合提供了可能。

4. 投资的目的是为了盈利。从这点上讲,证券持有时间可长可短,投机与投资两宜;证券分析手段八仙过海,各显神通,技术分析、基本分析、抑或心理分析皆可。只要能稳定赚钱。

5. 投资分析的目的是为了把握证券的风险—收益特征,其中证券估值是分析的核心。

内容结构

全书共分六篇,30 章,内容涵盖投资工具、证券市场、投资理论、固定收益证券分析与管理、权益类证券估值与分析、衍生工具分析与定价及投资组合管理与评估。各篇彼此独立,可根据学生基础,并结合培养计划有选择的进行讲解。



第一篇 导论 介绍了与投资有关的基础知识，包括投资环境、收益与风险、投资工具、证券市场和证券交易，其中投资工具和证券市场是重点内容。在学习中注意把握实业投资与证券投资、投资与投机以及收益与风险这三对关系。

第二篇 现代投资理论 我们的学习从现代投资理论的诞生—1952年马科维茨的《资产组合的选择》一文发表为标志开始，沿着资产组合选择（马科维茨）—资本资产定价模型（夏普）—套利定价理论（罗斯）—有效市场学说（法玛）—期权定价模型（布莱克、舒尔茨），一直到最新的行为金融理论（卡纳曼、特沃斯基），慢慢走来，领略现代投资理论的发展脉络及内在逻辑。

第三篇 固定收益证券分析与管理 从这一篇开始，我们进入到投资学的核心部分—证券估值。我们将从债券的基本特征和特点入手，对其收益和价格进行重点分析，考察其利率期限结构、久期和凸性，并根据债券的这些特点进行组合管理。

第四篇 权益类证券估值与分析 权益类证券分析包括基本分析与技术分析。基本分析按照“自上而下”的分析方法，首先对宏观面与行业进行分析，然后对公司进行分析，在此基础上利用估值技术对公司进行估值；技术分析则主要通过对市场行为的研究来预测股价运动的方向。股票投资实务是从股票市场操作的角度来进一步研究市场的投资行为的。

第五篇 衍生工具分析与定价 衍生工具是进行投资风险管理的重要工具，主要包括远期、期货、期权和互换，其中比较重要的是期货定价和期权定价。

第六篇 投资组合管理与评估 组合的构建取决于投资者的风险偏好与投资约束，但组合的管理却有不同策略：有积极管理型的，也有消极管理型的，还有二者相结合的。哪种策略会取得更好的投资业绩依赖于实际市场环境的选择。

附录 A 投资在线 向读者提供了学习投资学各部分知识可利用的网络资源衔接，这些网站经检验是有效的，参考其中的内容有助于读者更好的理解书本知识。

附录 B 和附录 C 是关于如何获得 CFA 和 CIIA 资格的说明。有志于投资事业的读者可以按照相关介绍来了解如何获得自己想要的职业资格。

另外，需要指出的是，本书中的课后思考题大部分来自于 CFA 和 CIIA 的往年试题或培训资料。这些题目有助于读者检验书本理论掌握程度并通过习题来加深对书本知识的理解，提高解决实际投资问题的能力。限于时间，更多的应用性学习资源有待于再版时进行补充。

本书可作为本科高年级学生或研究生学习投资学的教材，也适于广大证券投资者学习证券投资理论及提高操作水平。

你对本书的欣赏是作者最大的喜悦。希望读者能从本书中学到你所需要的东西，并能够在投资中激发你的灵感与创意，从而更好的管理你的资产以享受生活。

致谢

一件作品的推出，离不开友人的帮助与付出。在此感谢为本书出版不辞辛劳的丁洪章先生、杨宁女士和董攀先生。

目 录

前 言	i
投资理念	i
内容结构	i
致谢	ii
第一篇 导论	1
第 1 章 认识投资	2
1.1 投资的定义	2
1.2 投资分类	2
1.3 投资与投机	4
1.4 投资、直接融资与经济	4
1.5 投资主体、投资银行与投资环境	6
1.6 职业资格证书与就业目标	10
总结	12
关键词汇	12
思考题	12
第 2 章 收益与风险	14
2.1 投资的收益	14
2.2 投资的风险	19
2.3 风险的衡量	19
2.4 收益与风险的关系	21
总结	24
关键词汇	24
思考题	25
第 3 章 市场中的投资工具	26
3.1 固定收益类投资工具	26
3.2 权益类投资工具	29
3.3 衍生类投资工具	32
3.4 其他衍生工具	43
3.5 不同投资工具的风险与收益特征	48
总结	51
关键词汇	51
思考题	51
第 4 章 证券投资基金及其他间接证券投资工具	53
4.1 间接证券投资工具	53
4.2 我国的间接证券投资工具	55
4.3 证券投资基金概述	58
4.4 证券投资基金收益、费用及估值	61
4.5 证券投资基金收益分配及税收	64
总结	65
关键词汇	65
思考题	65
第 5 章 证券市场的组织与运行	67
5.1 证券市场概述	67

5.2 证券发行市场	68
5.3 证券交易市场	73
5.4 场外交易市场	77
5.5 证券市场价格指数	83
总结	90
关键词汇	91
思考题	91
第 6 章 如何进行证券交易	92
6.1 证券交易的方式	92
6.2 证券交易程序	93
6.3 证券交易指令	95
6.4 买空与卖空	96
总结	97
关键词汇	98
思考题	98
第二篇 现代投资理论	99
第 7 章 现代投资理论导论	100
7.1 现代投资理论的起源与发展	100
7.2 现代投资理论的基石与探索	102
总结	103
关键词汇	104
思考题	104
第 8 章 资产组合理论	105
8.1 资产组合理论的基本假设与结构	105
8.2 资产组合统计基础	106
8.3 证券组合的可行域与有效边界	112
8.4 最优证券组合	117
8.5 因素模型	120
总结	124
关键词汇	125
思考题	125
第 9 章 资本资产定价模型	126
9.1 资本资产定价模型的假设条件	126
9.2 不限制无风险借贷条件下的资本资产定价模型	127
9.3 条件拓展下的资本资产定价模型	136
9.4 资本资产定价模型的应用	137
9.5 资本资产定价模型的无效与实证检验	139
总结	142
关键词汇	142
思考题	142
第 10 章 套利定价理论(APT)	144
10.1 套利的含义	144
10.2 套利定价理论的推导	144
10.3 单因素模型下, APT 套利机制分析	145
10.4 纯因素的作用——对 APT 进一步的解释	147

10.5 套利定价理论与 CAPM 模型的比较及应用	147
10.6 现代组合理论的发展与局限	148
总结	150
关键词汇	150
思考题	150
第 11 章 有效市场假说	152
11.1 有效市场的假说	152
11.2 几种有效市场的假设	153
11.3 有效市场假设的检验和结果	155
11.4 对有效市场假说的评价	157
总结	158
关键词汇	159
思考题	159
第 12 章 期权定价模型	160
12.1 看涨期权的 Black-Scholes 期权定价模型	160
12.2 看跌期权的 Black-Scholes 期权定价模型	162
12.3 运用 Black-Scholes 模型给支付红利的股票期权定价	162
12.4 二项树定价法	162
总结	163
关键词汇	163
思考题	163
第 13 章 行为金融理论	165
13.1 理论基础及其与传统投资理论的区别	165
13.2 行为金融理论投资行为模型	166
13.3 对某些市场无效率现象的解释	168
13.4 行为金融理论的应用	169
总结	170
关键词汇	170
思考题	170
第三篇 固定收益证券分析与管理	171
第 14 章 固定收益证券的特征	172
14.1 债券的基本特征	172
14.2 不同类型债券的特点	174
14.3 债券违约风险的衡量	178
总结	183
关键词汇	183
思考题	183
第 15 章 债券收益分析	185
15.1 债券收益率的计算	185
15.2 利率的决定因素	189
15.3 利率的期限结构	194
总结	201
关键词汇	201
思考题	201
第 16 章 债券价格分析	203

16.1	债券的估值模型	203
16.2	债券价格波动性	206
16.3	债券的久期	209
16.4	债券的凸性	215
16.5	对债券的久期和凸性的进一步研究	219
	总结	222
	关键词汇	222
	思考题	222
第 17 章	固定收入证券组合管理	225
17.1	消极的债券组合管理	225
17.2	积极的债券管理	230
17.3	匹配融资法	237
	总结	240
	关键词汇	240
	思考题	240
第四篇	权益类证券的估值与分析	242
第 18 章	宏观经济与行业分析	243
18.1	世界经济	243
18.2	国内宏观经济	245
18.3	行业分析	256
	总结	262
	关键词汇	262
	思考题	263
第 19 章	公司分析	265
19.1	市场竞争地位	265
19.2	经营管理能力	267
19.3	公司财务报表分析	269
	总结	284
	关键词汇	284
	思考题	284
第 20 章	权益类证券估值	289
20.1	资产净值估值法	289
20.2	贴现现金流估值法(Discounted Cash Flow, DCF)	290
20.3	比率估值法	295
20.4	股票估值: 巴菲特的观点	300
	总结	302
	关键词汇	302
	思考题	302
第 21 章	技术分析	305
21.1	技术分析的理论基础	305
21.2	价格趋势及其确认	312
21.3	图形分析	316
21.4	技术指标分析	327
21.5	技术分析的变异	336
	总结	338

关键词汇	338
思考题	338
第 22 章 财务管理决策与公司价值	345
22.1 投资决策与公司价值	339
22.2 兼并与公司价值	341
22.3 融资决策与公司价值	344
22.4 股息政策与公司价值	351
总结	355
关键词汇	355
思考题	355
第 23 章 股票投资实务	356
23.1 股票投资：一个操作框架	356
23.2 如何分析股市中的消息	358
23.3 如何识破主力机构真实意图	362
23.4 股票投资策略	364
23.5 股票买卖方法	366
总结	367
关键词汇	368
思考题	368
第五篇 衍生工具分析与定价	369
第 24 章 远期和期货市场	370
24.1 远期合约与期货合约	370
24.2 期货市场的交易机制	375
24.3 期货市场交易策略	379
总结	386
关键词汇	386
思考题	387
第 25 章 期货分析与定价	388
25.1 套期保值压力理论	388
25.2 持仓成本定价模型	389
25.3 其他期货定价理论	393
25.4 期货定价与远期定价	394
总结	394
关键词汇	395
思考题	395
第 26 章 期权市场	396
26.1 期权的基本性质	396
26.2 期权交易	403
26.3 到期时期权的损益	404
26.4 期权交易策略	407
26.5 看跌期权与看涨期权的平价定理	412
26.6 期权创新	413
总结	416
关键词汇	416
思考题	416

第 27 章 期权分析与定价	419
27.1 期权定价基础	419
27.2 布莱克—舒尔茨定价模型	421
27.3 二项树定价法	425
27.4 可转换证券的定价	426
总结	428
关键词汇	429
思考题	429
第 28 章 互换分析	430
28.1 互换市场概述	430
28.2 互换的定价	435
28.3 互换套利	439
总结	446
关键词汇	446
思考题	446
第六篇 投资组合管理与评估	448
第 29 章 投资组合管理	449
29.1 确定投资目标	449
29.2 投资约束	453
29.3 资产配置方法	455
29.4 资产组合配置策略	459
29.5 投资组合的调整和分散	470
总结	471
关键词汇	472
思考题	472
第 30 章 投资绩效评估	475
30.1 收益率评价法	475
30.2 单一期限的绩效评价	477
30.3 多期限单指数绩效评价方法	484
30.4 风险调整收益衡量的其他方法	489
总结	490
关键词汇	490
思考题	490
附录 A 投资在线	492
附录 B 如何成为注册金融分析师?	496
附录 C 如何成为国际注册投资分析师?	500
参考文献	503

第一篇 导论

-
- 第1章 认识投资
 - 第2章 收益与风险
 - 第3章 市场中的投资工具
 - 第4章 证券投资基金及其他间接投资工具
 - 第5章 证券市场的组织与运行
 - 第6章 如何进行证券交易

本篇将从认识投资开始，在第一章阐述投资、投资分类、投资与投机的区别、直接投资与经济运行的关系、投资主体和投资环境以及从事投资职业所需的专业资格证书等；风险与收益是投资过程始终需要把握的一对关系，我们将在第二章讨论；接下来将回顾金融市场学里学习过的投资工具，包括直接投资工具和间接投资工具；在第五章我们将讨论证券市场的组织和运行，重点阐述一级市场、二级市场和证券市场指数；在本篇最后，我们将学习如何进行证券投资交易。

第1章 认识投资

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

1.1 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未来消费的不确定性。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，现在的投入是确定的，而将来期望获得的投资收益是不确定的，有遭受损失的可能。而且投资的时间越长，未来期望的投资收益的不确定性就越大。

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。

这里我们引用威廉·夏普在其《投资学》一书中对投资的界定：“投资就是为未来收入货币而放弃当前货币。”^①

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具有不同收益和风险性质的资产做出投资选择。广义地讲，资产就是在交换中具有价值的任何财产，包括金融资产和实物资产。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。投资选择的标的可以是金融资产，如债券、普通股票等，也可以是实物资产，如住房、机器设备等，这称为广义的投资。狭义的投资主要是指购买金融资产的投资行为，最主要的是指证券投资。

1.2 投资分类

投资行为按不同的投资主体、目的和管理过程等可分为很多种类。根据投资对象不同，投资可划分为实物资产投资和金融资产投资，前者简称实物投资，后者简称金融投资（详见图1-1投资方式的分类）。

实物投资

所谓实物投资是指货币资本向有形资本的转化，是形成物质资产的投资。实物投资包括两种类型：一种是直接购买生产性实物资产，进行生产以获利，如构筑厂房、购买机器设备等；另一种是购买非生产性实物资产（原因主要有保值、增值、抵押变现方便、美学价值等），如收藏字画、古董、邮票等艺术品以求保值与增值。购买生产性实物资产的投资行为又称为实业投资。实物投资中的房地产投资值得我们关注，原因就在于其规模巨大，并且其价格的变动对一国的金融市场尤其是资本市场影响巨大，并波及宏观经济。

金融投资

金融投资是指投资者在金融市场上购买金融资产的投资行为。广义的金融投资是指包括购买货币市场工具、资本市场工具、外汇、黄金及金融衍生工具等一切金融资产的投资行为；狭义的金融投资是指有价证券的投资，即通过买卖股票、债券、基金及其他衍生产品所进行的投资，又称为证券投资。

^① 引自威廉·F·夏普等著，《投资学》，2页，北京：中国人民大学出版社，1998

证券投资按有无中介可分为直接证券投资和间接证券投资两种。直接证券投资是指投资者在证券市场上直接去购买证券；间接证券投资是指投资者购买有关金融机构发行的证券，而这些金融机构本身是专门用发行证券筹集的资金再投资于有价证券，如各种信托和投资基金就是这样。

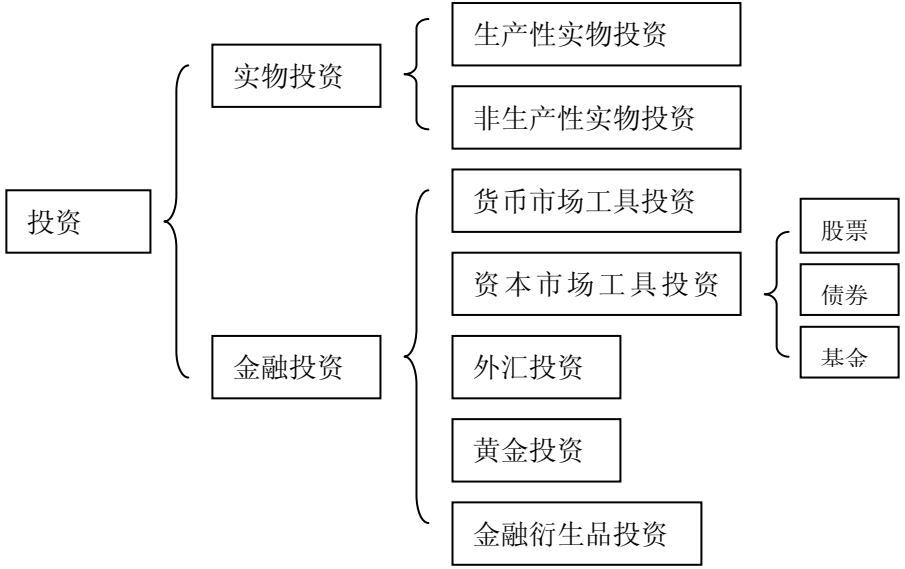


图 1-1 投资方式的分类

实业投资与证券投资的区别

实业投资可以形成生产性实物资产。生产性实物资产包括土地、建筑物、知识、用于生产产品的机械设备和运用这些资源所必需的工人。它决定了一个社会在一定阶段所具备的生产能力，即为社会成员提供产品和服务的能力。与生产性实物资产相对应的是证券投资所形成的金融资产，如股票和债券。这些金融资产对社会经济的生产能力没有直接的贡献，具有间接的作用。金融资产带来了公司所有权与管理权的分离，并为公司这一市场经营主体所提供的有吸引力的投资机会提供资金的融通。由于金融资产代表对生产性实物资产所相应创造的利润或政府收入的要求权，因此金融资产能为其持有人带来收益。当公司最终利用实物资产创造收入之后，就依据投资者持有的公司所发行的证券将相应收入分配给投资者。因此，金融资产的价值源于并依赖于公司相关的实物资产所产生的价值。

实业投资形成的实物资产，通常其价值较大、不易分割、没有集中交易的市场，其流动性较差；而证券投资所形成的金融资产具有小额、可分、有集中交易的场所，其流动性高、较易兑现、可有效规避短期或中期价格的波动，化解或规避投资风险。

实业投资与证券投资所形成的资产在实际操作中可以在个人及公司的资产负债表中区分开来。实物资产只在平衡表的一侧出现，而金融资产通常在平衡表的两侧都可以出现。对企业的金融要求权是一种资产，但是，企业发行的这种金融要求权则是企业的负债。当我们对资产负债表进行总计时，企业所持有的金融资产与金融负债可相互抵消只剩差额，而实物资产则不能抵销，它与金融资产与负债抵销后的余额构成净资产。

由上我们可以看出，投资者通过购买股票、债券等证券，为实业投资提供资金融通，并使所投资的证券其风险与收益特征与相应实业投资所形成的资产的收益与风险特征相衔接，从而将证券投资分析与实业投资分析连结在一起。显然，实业投资所形成的资产并非全部是由发行证券募集到的资金支持的，在不同的国家由于直接融资的比例不同，其比例差别较大。在现实经济中，实业投资与证券投资并行，只所以选择证券投资作为研究对象，是由于证券投资所具有的天然优点，其估值技术同样适应于实业投资。

基金通过发售基金份额募集资金投向股票、债券等证券，其风险与收益特征由其所投资的证券组合决定，因此我们不再单独研究它。这样，在本书中投资所研究的对象就仅限于股票、债券和金融衍生工具三大类别，其中，股本与债券侧重于估值分析，目的是增强投资组合的收益性；衍生证券与组合管理则侧重于风险管理。

1.3 投资与投机

投资与投机的内涵

证券投资是在对资本市场进行充分分析后，并合理地确定其财务目标并决定其愿意承担的风险，通过一系列近期和中期有计划的投资行为，为实现其远期的财务目标而进行的资金运作。有时称此类投资为长期投资或简称为长线投资。

证券投机是指在证券市场上，利用证券价格的波动，以低价买进、高价卖出以赚取价差为目的的投资行为。有时称这种投资为短期投资或短线投资，是一种正常的经济行为，并不是一个贬义词。

投资与投机的区别

投资侧重于基本面分析，即立足对公司产品、市场、经营管理、宏观经济背景和行业发展前景等因素做详细分析，并在此基础上通过择优做出投资决策，注重的是证券的中长期的回报；投机则注重分析的是短期内会导致证券价格波动的一切因素，技术分析方法运用较多，研究价格运动变化规律，寻求买进与卖出的时机。

投资多是现货交易，资金来源较为稳定；而投机多通过买空卖空的信用交易来博取短线利益，由于运用财务杠杆，其风险也随之加大。

投资多是为了获取中长期比较稳定的收益及资本增值；而投机多是为了获取短期内的价差收益，即以资本利得作为收入的主要来源。

投机是证券市场上的一种普遍现象，其存在可以平稳证券市场价格（当然在某种情况下也可能加剧价格波动）、提高证券的流动性及交易的连续性。

1.4 投资、直接融资与经济运行

实业投资形成实物资产，实物资产决定了一个经济体的财富状况。金融资产代表对实物资产权益的要求权。显然，金融资产与实物资产的联结需要一定的媒介。在经济发展的早期阶段其以间接融资的方式得以实现；而在当今经济，其更加依赖于直接融资的方式。直接融资通常是资金需求方与资金供给方通过金融市场来实现并增加其流动性的。正是通过金融市场，资金的短缺者通过出售金融资产获得资金进行投资得以创造了经济体中的大部分实物资产。

资金盈余者与资金短缺者

在经济生活中，人们通常周期性的获得收入（按年、按月或按周等），但支出却不具有连续性或规律性，它更多的取决于个人的消费方式。由于收入与支出在时间上的非匹配性，这就需要对资金进行管理。通常在某一经济体的某一时点，可以按收支情况将经济主体分为三类：如果支出大于收入，就会出现赤字，就需要融入资金，我们把这类支出大于收入的经济主体称之为资金短缺者；反之，如果支出小于收入，会出现盈余，我们把收入大于支出的经济主体称之为资金盈余者；收支相等的，则为资金平衡者。

在图 1-2 资金融通路径分析中，资金盈余者与资金短缺者所包含的经济主体是一样的，但其排序是不一样的。通常家庭是最主要的资金盈余者，其次是厂商，然后是政府，最后是外国人（包括外国的家庭、厂商、政府）；而在资金短缺者栏内，厂商是最大的资金短缺者，其次是政府，然后是家庭，最后是外国人。

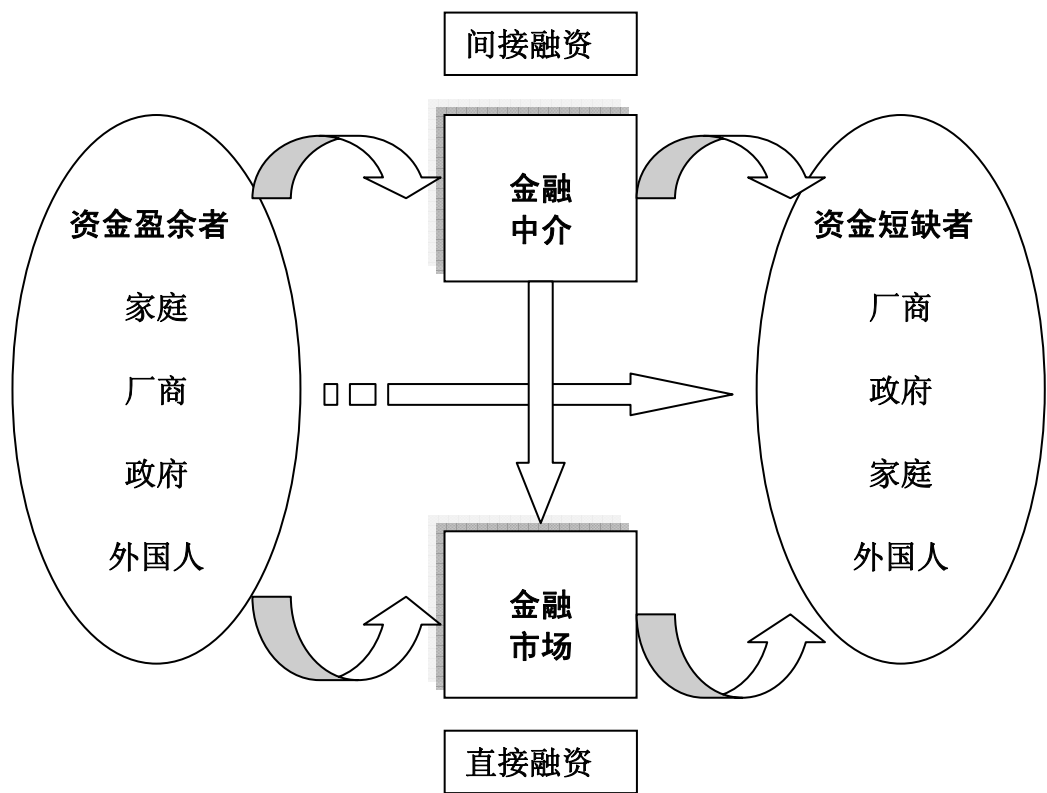


图 1-2 资金融通路径分析

直接融资与间接融资

如果可供选择的金融资产很多，作为资金盈余者你是持有现金、存入银行或持有货币基金帐户以获取利息收入？还是购买国债抑或公司债或持有股票等等？这取决于资金盈余者的个人偏好及金融资产所具有的金融特征。不同的金融资产具有不同的金融特征，这些特征主要表现为收益性、风险性、流动性及期限性等。譬如，通常我们认为国债基本上没有信用风险，政府会按时付息并到期还本，但也面临通货膨胀的风险；通常公司债券与国债相比支付的利率会高些，但你得承担公司可能出现的破产倒闭从而令你血本无归的风险。当然，如果你短期内有资金需求，你最好持有流动性比较强的资产。资金盈余者会综合考虑所投资的金融资产的不同特性，并依据个人风险偏好进行相应的投资行为选择，这导致了二种资金融通的方式：直接融资与间接融资。

直接融资是指资金短缺者在金融市场上直接向资金盈余者出售证券（金融工具），获取资金的资金融通方式，这些证券代表着未来收入或权益的要求权。对于投资者（资金盈余者）来说，这些证券是他们的资产，而对于证券的发行者（资金短缺者）来说，则构成他们的负债或股本。投资银行通常所扮演的是中介服务的角色，它们帮助证券发售者进行证券发行前的准备工作、进行证券设计，并负责向投资者推介新发行的证券。值得一提的是，投资者购买那些从事实业投资或证券投资目的的金融机构所发行的基金份额或信托份额，我们称之为间接投资，以区别于上面所讲的直接投资。它是直接融资中的一种，因为这些机构把它们募集到的资金或持有多多样化的资产组合（如共同基金）、或持有货币市场工具（如货币市场基金）或投资于房地产（如房地产信托凭证），其收益与风险由其所投资的证券或实业所决定并由投资者自己承担或享有，机构在其中仅扮演资产管理者的角色，收取管理费。

间接融资是指资金盈余者通过存款的形式，或者购买银行、信托、保险等金融机构发行的有价证券，将其暂时闲置的资金先行提供给这些金融中介机构，然后再由这些金融机构以贷款、贴现等形式，或通过购买资金短缺者发行的金融工具，把资金提供给这些单位使用，从而实现资金融通的过程。资金盈余者购买银行所发售的存款单，我们称之为储蓄；购买保险机构所发售的保险单，我们称之为投保。无论是哪一种方式，

在间接融资中，金融中介通常以较低的融资成本从资金盈余者手中吸收资金，然后再加价将资金融通给资金短缺者。资金盈余者从金融机构手中所获取金融工具与金融机构随后融出资金所持有的金融工具其风险与收益特征是不同的，它们被金融中介“隔离”了。

我们通常把资金盈余者通过直接融资与间接融资这二种方式融出资金的行为称之为投资。通常由于直接融资性工具其风险与收益多变，便成为本书研究的主要对象，但资金配置的资产池中也显然包括存款单、资金拆出等流动性管理工具。保险单及衍生证券大多是用来进行风险管理的良好工具。

在图 1—2 资金融通路径分析中，上半部代表间接融资路径，资金从盈余者手中流向金融中介（包括存款类、契约类、投资类三类金融中介机构），然后金融中介又将资金贷给资金短缺者或购买其发行的金融融资工具；下半部代表直接融资路径，资金直接从盈余者手中流向资金短缺者，在发达国家主要通过投资金融工具实现。而在有体外资金循环的国家，则还有较大规模的私人资金借贷行为，这也包括在直接融资中。但显然，这种行为不称为投资而称为直接贷款（图中所示的中间路径）。

投资改善经济福利

由于资金融通的需求及金融市场的存在，投资者（资金盈余者）可以很便利的根据自己的风险偏好和金融工具特性，来构建投资组合，进行相应投资。伴随着投资行为的发生，资金从没有实业投资机会的人手中转移到了具有实业投资机会的人手中，带动了实体经济投资的增加，为经济体产出的扩大和效率的提高做出了贡献，从而直接提高了投资者（资金盈余者）和筹资者（资金短缺者）的经济福利，实现了投资者与筹资者的双赢。

值得注意的是，公司股权融资所导致的股权分散化有利于公司所有权与经营权的分离。在工业革命之前许多小企业都是由一个人同时拥有企业的所有权和经营权。在当时，这种简单的组织非常适合并是最广泛的企业组织形式。随着大规模生产的发展和全球市场的形成，企业对规模与资本的要求急剧增加。许多大公司通过在金融市场上面向社会普通公众发售小面额股票来吸收小额资金并集聚成大资金，用于实业投资，这导致了股权的分散化。单一股东平均持股的减少和股东人数的增加导致了股东群体的庞大。大量股东的存在使每一个股东都参与日常管理变得不现实，这要求选举董事会代表全体股东来行使权利。董事会通常聘请职业经理人对公司进行管理，这种结构意味着公司的所有者与管理者由不同的人构成，管理权与所有权是相分离的。管理权与所有权的分离非常有助于在保持股票二级市场流动性的同时，保持公司经营的稳健性与连续性，从而实现了管理的专业化和企业家精神的传播。

1.5 投资主体、投资银行与投资环境

投资主体

投资主体通常包括以下五大部门：家庭部门、厂商部门、政府部门、外国人、金融中介与投资银行。

家庭是最大的资金盈余者。家庭部门经常要进行以譬如工作、职业培训、子女教育、旅游、买房、换（购）车、退休计划等为目的的投资决策。通常，家庭以自身积累的收入、合法继承的财产及贷款进行投资。家庭除房地产以外的实物资产较少，多以持有金融资产的方式进行投资。在西方发达国家，家庭主要通过购买互助基金等方式进行间接投资，只有大约 20% 左右的家庭自主进行投资。进行自主投资的家庭由于其资金规模比较小、投资决策科学性差、投资方向分散，一般不会对整个证券市场造成重大影响。

厂商部门是最大的资金短缺者。家庭部门的理财决策关注的是如何进行资金投资，而企业部门的典型行为是获得融资并投资于实物资产，如厂房、设备、技术等等。厂商有两种筹集资金的路径：一是间接融资渠道，通过向金融中介借款来解决资金需求；二是直接融资路径，通过发行债券或股票直接向资金盈余者筹资。无论选择何种融资路径，它们都会努力实现在既定融资约束下，融资成本与融资费用的最小化。

厂商投资以实业投资为主，偶尔也会因兼并重组而对相关公司的股票进行增持。除此之外，厂商还进行以提高短期闲置资金收益为目的的短期证券投资。当然，在厂商不同的发展阶段，财务结构不同、资金需求不同，其投资行为也不同。

政府部门与企业一样，也常常需要借钱来满足它的支出，但政府不能像企业那样通过出售股份来融通资金。当政府的税收不能满足政府的支出时，通常政府会通过发售债券来筹措资金，但其年度发行规模及存量水平会受到立法机关的严格限制。政府在借款方面有特别的优势，因为政府的税收能力使政府具有很强的信用，可以较低的成本借到资金。

政府部门的投资通常以非盈利、公益性实业投资项目为主，一般规模较大，投资期限较长。当然中央政府与地方政府的投资项目差别很大，其投资目的也各异。近几年出现的国家主权投资基金，一改过去人们认为政府一般不进行大规模金融投资的传统看法，在全球范围内进行投资组合的构建。

另外，政府在规范金融秩序方面还担当着特殊的角色。有些政府的规范相对来说是无争议的，对于维护投资环境的稳定与健康功不可没。但显然，有些措施不合时宜，如我国证券交易印花税的调整。

外国人是指外国的政府、厂商和家庭。外国人的投资行为其主要的特点表现为：一是国外流行的投资技术、投资价值、投资文化会对国内投资行为产生潜移默化的影响。在投资领域，长期来看，孤岛是不存在的；二是外国人对本国金融市场的投资会对本国金融工具的定价产生重要影响，并且如果短期内国外投资资金大规模的流入流出会对一国的宏观金融稳定产生严重的负面影响。

金融中介包括三大类：存款类、契约类和投资类。它们是间接融资的中介，通过主动或被动的负债再加上自有的资本进行贷款的发放或持有金融资产。由于这类机构在不同国家其开展业务的范围不同，并且负债与资产的期限的匹配性也不同，因此其形成资产的行为差别较大。我们所研究的投资行为仅限于对资本市场工具的投资，在货币市场上的投资行为由于其所持有资产的期限较短、流动性较强、价格变化小、风险性低，我们更愿意把它看成是一种短期流动性管理行为，其对投资组合收益的影响很小，通常不包括在投资分析的内容中。

存款类机构是指从个人和机构吸收存款并发放贷款的金融中介机构，通常包括商业银行、信用社、邮政储蓄银行等。由于它们创造存款，所以这些机构的行为会对一国的货币供给量产生重大影响。在不同的国家，一国对存款类机构在金融市场上的可供投资的金融工具的规定差异较大。当今各国，凡实行全能银行制或混业经营的国家，存款类金融机构可投资的金融工具受限较少；而分业经营的存款类金融机构其可投资的金融工具一般仅限于国债、金融债、高等级企业债以及货币市场工具等。不同的政策环境导致了各国存款类金融机构的投资行为各异。

契约类金融机构主要包括人寿保险公司、财产保险公司、养老基金、政府退休基金、企业年金等。人寿保险公司主要投资于公司债、抵押贷款，股票的持有量一般较少，是最大的契约类金融机构。财产保险公司所购置的资产一般比人寿保险公司所购置的资产的流动性要大的多，在美国这类机构更多的持有市政债券，也持有公司债券、股票及国债。养老基、政府退休基金、企业年金多持有公司债券和股票。

投资类金融机构包括金融公司、互助基金和货币市场互助基金。金融公司通过出售商业票据以及发行股票或债券来筹措资金。它们把资金贷给购买汽车、房屋装修、耐用品消费的消费者及小型企业。显然，它是投资工具的供给者而不是需求者。互助基金通过向个人或机构出售基金份额获取资金，并把资金用于购买多样化的股票和债券，是最大的投资主体。货币市场互助基金是上个世纪 70 年代的重大金融创新，其具有互助基金和存款机构的双重功能。它们通过出售基金份额把募集到的资金用于购买货币市场工具，并且基金的持有者可依据其所持有的基金份额的价值签发支票。

投资银行

投资银行是经营一部分或全部资本市场业务的金融机构。它们以证券承销、自营和经纪为本源业务，通过向企业提供专门的融资、投资、兼并收购、资产证券化等服务创造盈利的机会。

现代投资银行所从事的主要业务有证券发行与承销、证券经纪业务、自营业务、资产管理、风险投资、资产证券化、项目融资和投资咨询等。专业化和分工的发展导致了众多从事某一单一业务的投资银行的出现与发展，当然综合性投资银行依然扮演着重要的角色。

从图 1-3 中我们可以看到投资银行在直接融资过程中所扮演的角色：即金融工具的发行与推介。在这一传统的市场中，投资银行帮助资金短缺者一融资主体，满足融资条件，以合理的价格将证券出售给投资公众或机构。投资银行以自己的信誉为担保，沟通起投融资双方，实现资金从盈余者手中向短缺者手中的转移。

围绕证券发行与承销，投资银行还从事证券交易经纪业务，代理客户的证券投资交易，获取经纪费用。并在此基础上衍生出投资咨询、资产管理、项目融资、资产证券化等服务项目。投资银行除代客买卖证券外，还有自营业务。它们利用自有资金及发行债券或借款所筹集资金进行股票或债券的投资获取收益，这是投资银行的直接投资行为。作为机构投资者其投资行为在证券投资中有重要影响。

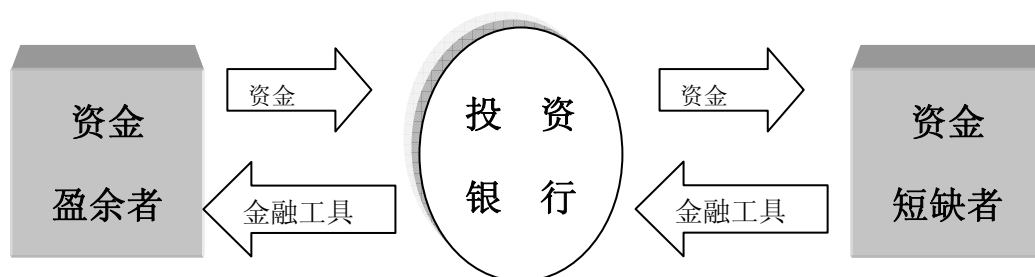


图 1-3 直接融资

由上分析我们可以看出，投资银行作为中介服务机构，其服务职能是第一位的。除此外，它们还有自己的直接投资业务，即自营投资业务。

投资环境、投资需求与金融创新

前面我们分析了在一定环境下投资主体与投资银行的不同行为模式，并对这些行为模式进行了分析。在现实生活中，投资环境是多变的。投资环境的改变主要表现为税收、法规、风险及其他方面。投资环境的改变主要通过两条路径影响投资主体的投资决策：一是直接改变金融资产的风险与收益特征。投资环境会提高或降低某项金融资产的收益及风险度，从而改变投资者的投资决策，导致金融资产的价格出现大幅的波动。二是投资银行会根据投资环境的变化，设计新的金融工具，使其风险与收益特征满足投融资双方的需求，从而润滑直接融资渠道，使之保持通畅。在变化的投资环境下，当既有的投资品种其风险与收益特征并不能与投资者的需求相匹配时，投资银行常常主动进行金融创新以沟通投融资双方。显然，推动金融创新的动因并不仅限于来自于环境的改变，还有其他原因，譬如个人投资需求的多样化与企业融资需求的标准化。下面我们对投资环境具体因素变体所引发的机理进行具体说明。

1. 税收

对投资者决策影响最明显的是税收政策的改变。税收会改变人们对金融资产的需求，因为人们在不同的税率下，不同的税率等级会使税后收入出现较大的差别。在发达国家，不同收入的投资者处于不同的纳税等级。那些处于高税阶层的投资者自然要寻求购买免税或低税的证券，而处于低税阶层的投资者喜欢投资于那些虽需纳税但有高收益的证券。由于对税收的合法规避产生了不同投资需求的“税收客户”，他们的这种需求鼓励了商家提供这样的资产组合。

逃税动机产生的金融创新是零息票债券。这些债券由于付息很少或没有利息，常被称为零息票，它通过高于发行价格的清偿价为投资者提供收益。金融创新者依据同样的避税原理，发明了衍生的零息券，方法是将长期的国库券的本金和利息分离，构造出多个零息票债券，被称为 Strip Bonds（反之，多个零息票债券也可以组合成与普通的长期债券相同的现金流。无套利定价理论保证了两者的价值非常接近）。美国财政部自 1985 年起发行把中长期国债拆分得到的 STRIPS（Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities，注册的证券本金和利息的分离交易），分别作为零息票债券销售。

另一避税发明是二元基金。在美国的税法下，资本所得的税率低于红利的税率。这种税率差别意味着高税率等级的投资者偏爱资本所得，可享受免税的投资者则乐于接受红利。投资银行发明了二元基金（派生资产），将二元基金中股票（原始资产）组合的收入份额和资本份额分开出售。兑现时，收入股份持有者收到红利和股东原始股份的价值；资本股份持有者获得股东原始股份的价值和累计的资本所得。