



“十二五”普通高等教育本科国家级规划教材

Finance
经济管理类课程教材

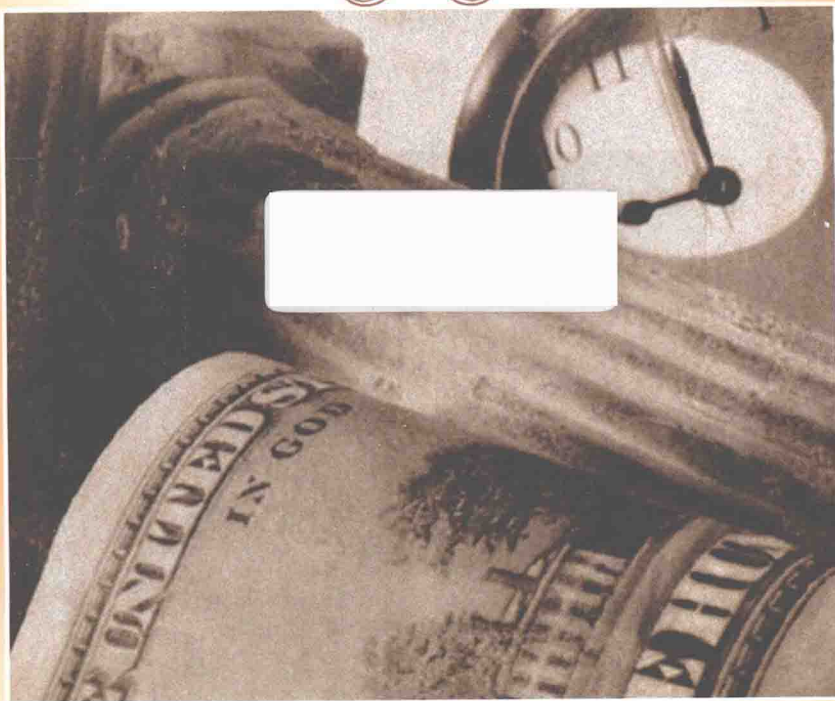
金融系列

证券投资学

(第四版)

精编版

吴晓求 主编



中国人民大学出版社



“十二五”普通高等教育本科国家级规划教材

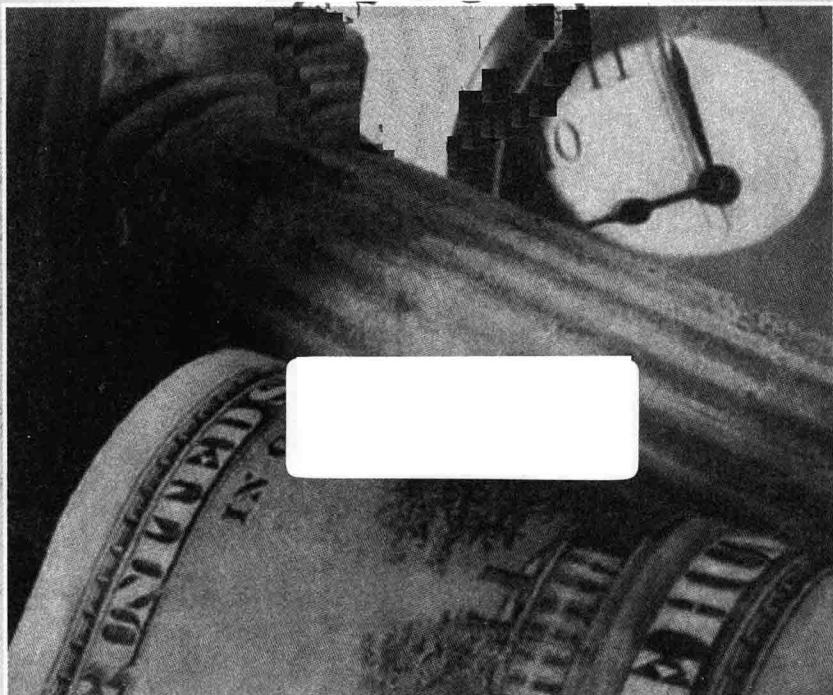
Finance
经济管理类课程教材

金融系列

证券投资学

(第四版) (精编版)

吴晓求 主编



中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

证券投资学: 精编版/吴晓求主编. —4 版. —北京: 中国人民大学出版社, 2015. 2
经济管理类课程教材·金融系列
ISBN 978-7-300-20701-8

I. ①证… II. ①吴… III. ①证券投资-高等学校-教材 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 018155 号

“十二五”普通高等教育本科国家级规划教材

经济管理类课程教材·金融系列

证券投资学 (第四版) (精编版)

吴晓求 主编

Zhengquan Touzixue

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511770 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京宏伟双华印刷有限公司

版 次 2000 年 1 月第 1 版

规 格 185 mm×260 mm 16 开本

2015 年 3 月第 4 版

印 张 24.25

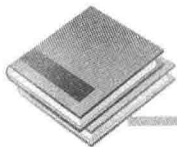
印 次 2015 年 3 月第 1 次印刷

字 数 554 000

定 价 39.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换



出版说明

改革开放以来，中国的金融走上了高速发展的快车道，获得了前所未有的发展，有关院校都开设了金融课程，以便培养我国急需的人才。

一套高质量的教材是提高教学质量的前提之一。教材规定了教学内容，是教师授课取材之源，是学生求知和复习之本，没有优秀的教材，无法提高教学质量。中国人民大学出版社推出“经济管理类课程教材·金融系列”旨在推动国内金融人才培养工作的发展。

组织编写这套教材时，我们遵照以下原则：

1. 教材实行本土化。为了更快地与国际接轨，许多人主张采用“拿来主义”原则，直接引进国外的教材。实践证明，我国与发达国家相比，国情不同，文化背景不同，思维方式不同，语言表述方式不同，广大的专家教授一致认为：我们培养的是中国金融人才，是为中国的金融服务的，教材还是本土化为宜。在了解我国现况之后，再学习国外的知识。把中国的背景知识与国际接轨才是我们最需要的。该套教材均为本土原创作品。

2. 精选作者，保证教材质量。金融与国家的政策联系紧密，应用性强，培养的学生既要懂理论又要会应用，既要与国际接轨，又要考虑中国的国情。该套教材涵纳全国“政产学研”方面的作者，从源头上保证了这套书的质量。



3. 要始终保持教材的“精”与“新”。现代金融日新月异,课程设置不断变化。该套教材根据形势的发展,不断推出新课程教材,并不断修订、完善。

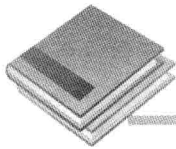
4. 形式多种多样,方便教材使用者。书中每章都设有“本章小结”、“本章要点”、“本章关键术语”、“本章思考题”和“本章练习题”等栏目,此外,各书还有配套的“学习指导书”,方便读者学习和使用。

总之,这套系列教材紧密结合当前国内外金融研究的最新成果与金融政策发展的实际情况,全面讲述金融基本理论和基本知识。我们相信“经济管理类课程教材·金融系列”的推出,能够为读者掌握现代金融知识、培养人才起到应有的作用。

中国人民大学出版社

2004年1月





精编版前言

由我主编的《证券投资学》（第四版）于2014年2月由中国人民大学出版社出版发行。第四版与第三版相比，篇幅有所增加，内容更加前沿，结构趋于合理，适用于高等院校金融专业教学之用。第四版的策划编辑告诉我，希望以该版为基础，精编一本适于高等院校经济系中非金融专业用于教学的教材，我欣然答应了。

此后，我与中国人民大学汉青研究院副院长汤珂教授、财政金融学院许荣教授、类成曜教授、李凤云副教授和李向科副教授一起讨论了《证券投资学》（第四版）（精编版）的内容取向和篇幅结构。几经讨论，最后决定将《证券投资学》（第四版）中的第3章“资产定价理论及其发展”、第9章“技术分析的主要理论和方法”、第15章“配对交易策略”删减，对第4章“证券投资的宏观经济分析”、第5章“证券投资的产业分析”、第6章“公司财务分析”和第7章“公司价值分析”等章节的内容进行了精简。另外，我们还对《证券投资学》（第四版）的篇章顺序做了适当调整，但内容没有太大变化。在上述精编删减后，《证券投资学》（第四版）（精编版）由导论和9章（共分三篇）内容组成，在篇幅上有较大删减，但保留了核心内容。精编版的作者分别为：导论，吴晓求教授；第1章，杜斌博士；第2章，许荣教授；第3章，李凤云副教授；第4章，李向科副教授；第5章，汤珂教授；第6、7、8章，应展宇教授；第9章，类承曜教授。李凤云副教



授精编改写的第3章是以《证券投资学》(第四版)中的第5、6、7章为基础,这几章的原作者是胡召平博士、李风云副教授和李少君博士。吴晓求教授拟写了《证券投资学》(第四版)(精编版)的修订大纲,提出了具体的精编意见,并在阅读全部内容后定稿。

《证券投资学》(第四版)(精编版)的修订和出版得到了中国人民大学出版社的大力支持,中国人民大学金融与证券研究所赵振玲女士做了很多协调和繁杂的编务工作。与此同时,我们还要感谢《证券投资学》(第一版~第四版)的所有作者和修订者,他们高水平的原创性贡献是本精编版修订和出版的基础。

吴晓求

2014年11月27日于文化大厦



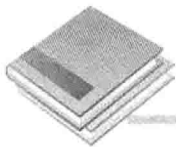


目 录

导 论	1
第一篇 基本知识篇	15
第 1 章 证券投资工具	17
1.1 投资概述	17
1.2 债 券	24
1.3 股 票	32
1.4 证券投资基金	40
1.5 金融衍生工具	44
1.6 另类投资工具	57
第 2 章 证券市场	67
2.1 证券市场概述	67
2.2 证券市场的运行机制	78
2.3 证券市场监管	102
第二篇 投资分析篇	113
第 3 章 证券投资基本分析	115
3.1 证券投资的宏观经济分析	116
3.2 证券投资的产业分析	123



	3.3 公司财务分析	129
	3.4 公司价值分析	142
第4章	证券投资技术分析	162
	4.1 技术分析的概述	162
	4.2 技术分析的主要理论和方法	168
第5章	证券投资量化分析	203
	5.1 量化投资的基本概念	203
	5.2 信息比率的定义	208
	5.3 信息比率的应用	212
	5.4 信息比率与其他比率的比较	216
	5.5 α 的预测与前瞻信息比率	218
第三篇	组合管理篇	227
第6章	证券组合管理	229
	6.1 证券组合管理概述	229
	6.2 马科维茨选择资产组合的方法	239
第7章	风险资产的定价与证券组合管理的应用	265
	7.1 资本资产定价模型	265
	7.2 套利定价理论	281
	7.3 期权定价理论	288
第8章	投资组合管理业绩评价模型	303
	8.1 投资组合管理业绩评价概述	303
	8.2 单因素投资基金业绩评价模型	304
	8.3 多因素整体业绩评估模型	317
	8.4 时机选择与证券选择能力评估模型	322
	8.5 进一步的研究	328
第9章	债券组合管理	331
	9.1 债券定价理论	331
	9.2 可转换债券定价理论	357
参考文献	368



导 论

学习目标

- 准确把握现代经济的基本特征和现代金融的含义及判断标准。
- 全面理解现代金融与传统金融的区别，把握资本市场在现代金融发展中的地位。
- 正确认识资本市场在中国经济发展中的功能和作用，对中国资本市场的发展方向及发展路径有正确的思考和分析。

(一)

现代经济既是一种以知识为本的经济，又是一种金融化的经济。现代科学技术在产业集群中大规模的扩散效应对产业结构升级换代的加速度催化作用，是知识经济的基本内核，具有强大杠杆功能的现代金融的形成则是金融经济到来的重要标志。现代科学技术的发展及其在产业中的扩散，是现代经济增长的原动力，而现代金融则使这种原动力以乘数效应推动着经济的增长。作为推动现代经济增长的两个巨轮，现代科学技术和现代金融缺一不可。在一个开放的经济体系中，如果仅有发达的科学技术，而没有一个功能强大的现代金融体系，科学技术推动经济增长的效率就会受到影响，人类的知识资源就难以得到优化和高效配置；如果仅有一个发达的现代金融体系，而没有强大的科学技术的支持，所谓的现代经济迟早都会进入泡沫经济状态。所以，一个开放的经济体系要想在激烈的国际竞争环境中处于优势状态，既要有深厚的科学技术基础，又要有发达且健全的现代金融体系。

(二)

对于现代经济的基本特征,人们有种种不同的概括。但是,经济全球化、市场一体化和资产证券化应是其最显著的特征。经济全球化意味着经济体系之间的分工越来越专业化,产业越来越精细化,意味着竞争基础上的合作比任何时候都重要,经济体系在相互竞争又相互合作的基础上各自获得比较优势和比较利益。市场一体化是经济全球化的必然延伸。市场一体化的基本含义是经济增长的诸要素通过没有阻碍的市场得以流动,从而提高要素的配置效率。随着经济体系的演变和升级,市场一体化的外延在发生重大变化。20世纪90年代之前,市场一体化主要表现为贸易市场的一体化,WTO对世界贸易市场的一体化起到极其重要的推动作用。贸易市场的一体化提高了货物在不同经济体系之间的流动效率。人类社会进入21世纪之后,市场一体化的重心正在从贸易市场一体化转向金融市场一体化。市场一体化的这种转向,意味着经济结构的深刻变革。

资产证券化是金融市场一体化的重要基础。资产证券化的核心要义是,通过标准化的资产分割以提高资产的流动性,从而使风险流动和分散化成为可能。流动性是衡量资产是否具有投资价值或者是否可以投资的首要要素,是资产生命力的体现。没有流动性的资产,是不符合现代投资理念的。资产证券化的趋势将从根本上改变人们的投资理念和财富思想。经济全球化、市场特别是金融市场一体化和资产证券化的趋势,必然从根本上影响或改变现代经济的运行方式和发展模式。

(三)

在经济全球化、市场一体化和资产证券化的大背景下,现代经济将呈现一系列新的特征。随着经济全球化和金融市场一体化的进程,经济体系之间将更加开放、更富有流动性,财富的聚合速度日益加快,市场竞争更加激烈,经济运行的轴心正在悄然地发生转移,实体经济与现代金融的关联度似乎也在逐渐减弱;与此同时,由于经济活动中金融杠杆的作用明显加强,经济运行的风险正在明显增大。随着资产证券化速度的加快,社会财富形态也在发生重要变化。财富的物质形态逐步淡出,资产或财富的金融化、证券化倾向日益明显。资产或财富处在快速流动的状态——财富或在流动中增值,或在流动中消失。我们真的即将或已经步入了金融经济的时代。

(四)

随着经济体系的演变和升级,全球经济运行的轴心似乎正在转向现代金融业,即使发生了2008年全球金融危机,这种转向似乎并没有停止。如果说20世纪经济运行的轴



心是以钢铁、汽车等为代表的现代工业，那么 21 世纪经济运行的轴心正在向现代金融业转移。现代金融业不仅源源不断地为实体经济的运行和发展提供润滑及动力，更为重要的是，它推动着实体经济的分化、重组和升级。正是从这个意义上说，发达市场经济的本质就是金融经济。

现代金融之所以可以成为现代经济运行的强大发动机，就在于它具有一套设置精巧、功能卓越的杠杆系统。实体经济体系发展到今天，已经变得非常庞大而凝重。如果没有现代金融这个强大的发动机，现代经济就将步履蹒跚。

我们应当清楚地看到，现代金融一方面以其设置精巧、功能卓越的杠杆系统推动着日益凝重的实体经济不断运行和向前发展，从而在形式上维系着与实体经济体系的统一；另一方面，又在资产价格的变化和财富的聚合速度等方面表现出与实体经济相分离的趋势。作为现代金融体系重要基础的资本市场，其资产价格的变动趋势和幅度与实体经济运行状态的高度相关性，正在受到越来越严峻的考验。“皮之不存，毛将焉附”这样的亘古真理，在今天真的受到了挑战？我经常在想，经济的金融化（或者说虚拟化）趋势，究竟是在加速推动经济的发展、结构的调整，从而使现代经济进入一种更高的境界，还是在根基上腐蚀直至摧毁现代经济体系，使其不断地进入一种“泡沫经济”的状态，从而使资本市场危机乃至不同程度的金融危机频频出现？它是通向光明的阳关大道，还是进入黑暗的万丈深渊？对于这些问题，现在要下一个明确的结论似乎为时过早，但有一点似乎可以肯定：人类社会不会倒退，物物交换的时代已经成为久远的历史。

（五）

可以确信，在今天的不同经济体系中，现代金融所扮演的角色和所起的作用是有差别的。在发达市场经济国家，现代金融在维系本国经济正常运转的同时，也在悄然无息地带着文明的面具掠夺、瓜分他国的财富。而在新兴市场国家（地区）和市场经济欠发达国家，现代金融一方面以杠杆化的功能快速推动着这些国家和地区的经济的发展，另一方面又极有可能成为这些国家和地区的财富漏出机制。所以，现代金融既是维持全球经济持续增长的强大发动机，也是全球财富在国际重新分配的重要机制。这主要是因为，经济全球化和金融市场一体化的趋势，使财富及经济资源在国际流动的障碍得以渐渐消除，而财富的金融资产化和金融资产的证券化，又极大地提高了财富和资产的流动性。有迹象表明，今天的经济运行和财富流动速度要远快于 20 世纪。在这种条件下，建立在强大杠杆系统基础上的现代金融体系，的确会成为一些国家瓜分另一些国家财富和资源的重要机制，成为小部分人瓜分大部分人财富的手段。19 世纪及其之前，对于世界市场的瓜分、财富和资源的掠夺，靠的是殖民政策。20 世纪的前半叶靠的是战争，而现在似乎是靠现代金融机器。我认为，20 世纪最后几年发生在亚洲一些国家的金融危机，以及 2008 年起源于美国次贷危机的全球金融危机就是现代金融阴暗面的充分暴露。最大限度地防止现代金融阴暗面的扩散，是当今世界重要国家的政府在金融领域面临的最重要任务。



(六)

在一个经济体系中，推动传统金融迈向现代金融的主要推动力是发达的资本市场。换句话说，是否有一个发达的资本市场是衡量一个经济体系的金融架构是处在传统金融还是处在现代金融的特征性标志。所以，发达的资本市场是金融深化的催化剂，是现代金融体系的“心脏”。试图清晰而准确地勾画出传统金融与现代金融的区别似乎并不容易，但以下三点应该说是显而易见的：

(1) 与实体经济的关联度不同。传统金融与实体经济具有较高的关联度，实体经济的运行状况在传统金融体系中有比较明确的反映。现代金融与实体经济的关联度在慢慢减弱，实体经济的运行状况并不显著甚至并不必然地反映在现代金融资产价格的变化上。比较常见的情况是，在现代金融体系中，虽然金融市场中资产价格的变化与实体经济的运行状况可能保持长期趋势的一致性，但两者的变动幅度有着极其鲜明的差异并不是个案现象。较为经常的情况是，金融资产特别是权益类证券化金融资产的价格变动幅度要大大高于实体经济的变动（增长或衰退）幅度。^① 如果我们对现代金融与实体经济的关系做这种理解和把握，那么有一种观点（或者说理论）似乎就应做适当的修正：当金融资产特别是权益类证券化金融资产的价格上涨速度快于实体经济增长时，就简单地认为金融体系出现了泡沫。这种观点或理论至少忽略了现代经济活动中财富或资产的金融化过程，忽略了伴随着这种金融化过程所引发的金融结构的“市场化”变化。

(2) 在促进实体经济发展中所起的作用不同。传统金融主要是为实体经济的正常运行提供润滑或者说“血液”，在这里，实体经济是“皮”，传统金融是“毛”，传统金融完全服务于甚至依附于实体经济；而现代金融不仅为实体经济提供润滑或“血液”，而且还为其成长提供强大的推动力。正是从这个意义上说，现代金融已经成为现代经济的核心。

(3) 作用原理不同。传统金融的作用原理是低杠杆化的。所谓低杠杆化是指资金运用的乘数效应较低。现代金融的作用原理是高杠杆化的，即资金运行是建立在明显的乘数效应基础上的。所以，与传统金融相比，现代金融的运行速度要快得多，效率要高得多，当然风险也要大得多。可以预计，在这种情况下，如果全球经济体系或其中的某些经济体发生危机的话，那么首先肯定是金融危机；然后，可能扩散到实体经济。这与 20 世纪 30 年代的经济危机的逻辑顺序迥然不同。这一逻辑判断实际上已被 2008 年全球金融危机所印证。

(七)

必须明确，虽然现代金融存在一些消极阴暗面，甚至还会有某种程度的扩散，但它

^① 参见吴晓求：《实体经济与资产价格变动的相关性分析》，载《中国社会科学》，2006（6）。



对于经济发展与社会进步的巨大推动作用，仍是现代金融的主流功能。今天，经济体系之间的竞争主要体现在科学技术竞争和金融能力竞争上。对于中国这样一个经济潜力巨大且已成为全球第二大经济体的国家，必须要从国家战略的高度和经济发展的逻辑角度，而不是用实用主义的态度去认识和发展资本市场。

经过 30 多年的改革、开放和发展，中国已经从一个贫穷、落后、封闭的国家变成一个具有较强竞争力、国际化程度越来越高、具有巨大潜在成长性的经济大国。1978 年，中国的 GDP 只有 3 650 亿元人民币，2000 年为 8.94 万亿元人民币。到 2012 年则超过 50 万亿元人民币，达到 51.93 万亿元人民币，约合 8.3 万亿美元。在经济规模快速扩张的过程中，建立在比较优势基础上的庞大制造业发挥了关键作用。由全球经济结构调整而引发的全球制造业向中国大规模的转移，成就了中国经济大国的地位。中国现在正面临着一个新的战略目标：如何从一个经济大国转变成为一个经济强国？

关于经济强国的标志，研究者提出了很多指标，除了经济规模这一基础指标外，财富规模一定是其中最核心、最重要的指标。随着金融市场特别是资本市场的发展，金融资产特别是证券化金融资产正在成为社会财富的主要表现形式。在目前的经济金融结构下，一个国家由经济大国迈向经济强国过程中的一个趋势性指标是金融资产特别是流动性强的证券化金融资产一定会呈现出快速增长的态势。中国也不例外。

在现代金融的诸多功能中，有一个功能应给予充分关注，那就是建立在市场定价机制和存量资产证券化基础上的财富孵化、贮藏和增值功能。现代金融的这种财富杠杆化增值功能，主要来源于资本市场。经济的持续增长、经济规模的不断扩大和经济竞争力的增强，从资本市场角度看，意味着推动经济增长的存量资产价值的大幅提升。如果将这些存量资产不断证券化，基于资本市场的杠杆效应，那就意味着证券化金融资产（其中主要是权益类金融资产）的规模和速度会以高于实际经济的成长规模和速度成长。所以，可以得出这样的结论，一个国家金融资产特别是证券化金融资产的快速成长（有人把这种快速成长称为金融资产的膨胀）的基本前提是：经济的持续增长，经济规模的不断扩大，推动经济持续成长的存量资产（主要是权益类资产）的证券化趋势以及资本市场合理的定价机制。基于这种分析，可以得出这样一种判断：伴随中国经济的持续成长，由于（权益类）资产证券化趋势日益明显并有加快的迹象，在未来相当长的时期里，中国的金融资产特别是证券化金融资产会有一个较快速度的成长和发展，以致人们认为金融资产进入了一个膨胀时期。这样的金融资产膨胀实际上是一种不可逆的趋势。虽然 2008 年由美国次贷危机而引发的全球金融危机使这种快速增长的趋势暂时得以收敛，但增长的趋势并不会停止。这种不可逆的趋势也就是中国由经济大国转向经济强国的重要特征之一。

存量资产特别是权益类存量资产的大规模证券化过程，从传统金融视角看，就是金融资产的膨胀过程。这种膨胀的动力来源于金融结构的内部裂变，即具有财富成长杠杆效应的来自于资本市场的证券化权益类金融资产以比传统非证券化的金融资产快得多的速度在成长。目前，中国正处在这样一个金融结构裂变的时期。正是从这个意义上说，中国资本市场具备了大发展的基本条件。

上述分析实际是在说明这样一个道理或描述这样一个逻辑过程：资本市场是存量资



产特别是权益类存量资产大规模证券化的基本平台，是存量资产市场化定价的平台，是金融结构发生裂变的平台，进而是金融资产增长的平台。所以，资本市场发展在推动中国由经济大国迈向经济强国的过程中起着特别重要的作用。

(八)

中国资本市场的发展将使中国成为一个资本大国。中国成为资本大国，是中国金融崛起的主导力量和核心标志。中国金融的崛起或许是 21 世纪前半叶全球金融市场中最大、最波澜壮阔的历史事件，资本市场逐渐成为 21 世纪大国金融博弈的舞台。随着中国金融的发展和不断崛起，作为 2008 年全球金融危机最重要的后果之一，国际金融秩序和金融市场格局正在发生或将要发生重大的甚至是格局性的变化，国际货币体系会因为人民币的国际化而发生结构性变革，新的国际金融中心将在世界的东方出现。对于基于人民币国际化和金融结构市场化的中国金融崛起这一基本趋势，作者曾在 2007 年 4 月出版的《中国资本市场：从制度变革到战略转型》一书中做过这样的描述^①：

我们有理由相信，到 2020 年，中国资本市场和金融体系一定会实现这样的战略目标：

中国资本市场是全球最重要、规模最大、流动性最好的资产交易场所之一，其市值将达到 60 万亿~80 万亿元人民币。

由于人民币届时将成为全球最重要的三大国际性储备货币之一，因而以相对发达的资本市场为核心的中国金融体系将成为全球多极金融中心之一极。将成为人民币及人民币计价资产的定价中心，拥有人民币及人民币计价资产的定价权。

全球金融中心之一极正在向中国漂移。我们必须顺势而为，把握历史的机遇。

时至今日，虽然在发展过程中历经曲折磨难，但金融结构变革的逻辑使我们仍然坚信中国的这一金融战略目标的正确性和可行性。

(九)

然而，客观现实似乎展现出另一种景象。在中国发展资本市场的 20 多年时间里，对投资者而言，曲折多于坦途、磨难多于希望、痛苦多于喜悦。中国资本市场曲折磨难的历史与我们设计的战略目标，游离多于渐近。为什么会是这样呢？应该说与我们长期误读资本市场有关，与我们没有正确理解资本市场在中国经济社会发展过程中的特殊作用有关。

在中国资本市场的政策设计和发展理念中，在相当时期里，我们都是重资本市场的融资功能，轻资本市场的投资功能；重为企业（上市公司）服务，轻为投资者服务；关

^① 参见吴晓求：《中国资本市场：从制度变革到战略转型》，北京，中国人民大学出版社，2007。



注资本市场资金池的作用，忽视资本市场资产池的培育。时至今日，这种误读仍在延续。

事实上，对资本市场而言，客观的功能正好与我们的误读相左：投资的功能甚于融资的功能，为投资者服务或者说保护投资者利益甚于关注融资者（企业）的利益，资产池的作用大于资金池的作用。我们对资本市场的理解正好与此相反。

正确认识资本市场在中国经济社会发展中的作用，是发展资本市场的重要前提。我们认为，在中国，资本市场在推动中国经济发展和社会进步中至少具有以下六个方面的作用：

（1）资本市场作为现代金融的核心，推动着中国经济的持续快速增长。

到2012年底，中国经济总规模（GDP）达到51.93万亿元人民币，约合8.3万亿美元。资本市场从资本筹集、公司治理、风险释放、财富增长和信息透明度等方面不仅推动了经济的持续增长，而且大大提升了经济增长的质量。

（2）资本市场加快了社会财富特别是金融资产的增长。

经济的发展需要财富的集聚和优化配置，社会的进步需要以财富的大幅增加为前提。没有社会财富的增加，说社会会进步，这不可信。以资本市场为基础的现代金融体系，不仅是经济成长的发动机，而且从理论上说为社会创造了一种与经济增长相匹配的财富成长模式，建立了一种经济增长基础上的人人可自由参与的财富分享机制。当然，从中国的实践看，这个作用似乎受到很大削弱。

（3）资本市场为中国企业特别是国有企业的改革和机制转型提供了天然的市场化平台，从而极大地提升了中国企业的市场竞争力。

没有资本市场，中国企业特别是国有企业就不可能建立起真正意义上的现代企业制度。资本市场使单个股东或者少数股东组成的企业成为社会公众公司，对中国企业来说，这就是一种彻底的企业制度变革。这种制度变革使中国企业从为所欲为、无知无畏的盲流心态，转变成既有制约又有激励的现代企业机制。

（4）资本市场推动了中国传统金融体系的变革，进而使其逐渐向现代金融体系演变。

所谓的现代金融体系，是指以资本市场为基础构建的金融体系；所谓的传统金融体系，是指以传统商业银行为基础的金融体系，也就是没有资本市场或者说资本市场不发达条件下的商业银行主导的那个金融体系。在现代社会，金融体系不仅是资源配置的机制和媒介资金供求关系的机制，还是一种风险分散机制。以资本市场为基础构建的现代金融体系，已然具有资源配置特别是存量资源调整、分散风险和财富成长与分享这三大功能，这就是在中国为什么必须发展资本市场的根本原因所在。

（5）资本市场发展培育了数以千万计的具有风险意识的投资者，从而极大地提高了中国投资者群体的政策意识、大局意识、金融意识和民主意识。

从来没有一所学校，也从来没有一种教育方式，能像资本市场那样，让中国的普通老百姓、普通的投资者那样真切地关心国家大事，那样深入地了解国家政策的变化，那样富有理性地行使经济民主权利。例如，投资者很关心“十八大”的召开，关心货币政策会有什么变化，关心为什么提高存款准备金而不加息，关心经济增长模式的转型等等，这些问题过去都是经济学家和政府部门关心思考的，现在我们数以百万计的投资者都在思考这样宏大而高深的问题。投资者不仅关注国内大事，也关心国际大事。他们关心欧



债危机对我们有什么影响，关心美联储的 QE 政策，甚至关心美日联合军事演习，如此等等。资本市场让他们关心我们国家的未来，关心国际安全，关心经济政策的变化。试问，有哪一所学校能做到这些？

资本市场使投资者富有理性地行使经济民主的权利。投资者在研究信息之后，如果发现这家企业没有成长性，不值得投资，他们就会“用脚投票”。这种决策是富有理性的。参加股东大会，任何股东都可以民主地表达自己的看法。

因此，在中国，资本市场既是投资者的乐园、经济前行的“发动机”，也是现代社会公民意识孕育的摇篮。而这正是中国社会文明、民主、法制建设的重要基础。资本市场对投资者风险意识的形成、国民素质的提高、公民意识的培育，比任何流于形式的口头教育都要好得多。

(6) 资本市场给全社会提供了多样化的、收益风险在不同层次匹配的、可以自主选择并具有相当流动性的证券化金融资产。

在消费品市场上，我们经常强调消费者对消费品的自主选择权，这是消费者自主权的核心内容，也是市场经济发达的重要标志。与消费者的自主选择权相对应的是，投资者也必须拥有自主选择投资品或资产的权利，这既是一国市场经济发达程度的重要标志，也是金融市场是否发达的重要标志。给投资者提供多样化的、不同收益与风险相匹配的、具有充分流动性且信息透明的金融产品，是一国金融体系和资本市场的基本任务。

对投资者自主选择金融资产权利的压抑，是金融压抑的重要表现。金融压抑有种种表现，其中对投资者自主选择金融资产权利的压抑，是金融压抑的典型形式。资本市场的大发展，将彻底释放这种压抑，从而使金融投资充满活力和创造力，这正是经济充满活力的重要源泉。

如果能从这样的高度去理解发展资本市场的重要意义，我们就能找到发展资本市场的正确道路，就能找到一个促使资本市场均衡动态增长并与实体经济相互促进的政策和方法。

(十)

正确的认识必须通过恰当的政策来体现。要使中国资本市场的发展与实体经济相匹配并具有可持续性，我们必须调整发展中国资本市场的政策重心，寻找基于全球视野的中国资本市场的政策支点。

在相当长的时期里，由于我们没有正确地理解发展资本市场的战略意义，从而严重误读了资本市场。需求管理政策实际上成为中国资本市场发展的主导政策。在实际操作中，这种主导中国资本市场发展的需求管理政策又演变成一种以抑制需求为重点的政策。如果市场出现了持续性上涨，通常都会归结为由过量的需求造成的，随之而来的是不断出台抑制证券投资需求的政策，以防止所谓的资产泡沫化。如果长期实施这样的需求管理政策，必然严重压抑资本市场的成长，使资本市场呈现出一种周而复始的简单循环过程，在较低的层面上不断地复制一个个运行周期。在这样的政策环境支配下，资本市场

