



Financial Management 21世纪财务管理系列教材

Securities Analysis and
Investment Management

证券投资学

林 茂 编著



中国人民大学出版社

前 言

20世纪70年代末以来的改革开放是人类历史上“里程碑”式的创举，极大地推动了我国经济、社会的快速发展，也促进了证券市场在中国境内的萌生和发展。1992年10月，中国证监会成立，标志着全国性的证券市场开始发展。接下来十几年，我国证券市场从小到大，迅速发展。如今，我国证券市场已初具规模，制度不断完善，从业者不断成熟，法律制度、交易规则、监管体系等各方面也逐步健全。

证券市场的核心作用就是促进社会资源的有效配置。随着我国市场经济体制的逐步建立，对市场化资源配置的需求日益增加，证券市场在经济体系中的作用也日益提高。伴随着我国经济的进一步发展，证券市场的发展也将面临新的机遇。经济的发展、产业结构的调整、经济发展方式的改变，都离不开证券市场的资源配置功能。长期以来，我国的金融体系高度依赖以银行为主的间接融资，为防范风险，需要进一步提高证券市场直接融资的比重。在全面建设和谐社会的过程中，建立和完善多层次养老体系、改革医疗保险体制和建设新农村等重要领域，也需要证券市场提供全面有效的金融支持。另一方面，我国的证券市场也面临一些不足，主要体现在：（1）证券市场的结构有待完善。股票市场可流通股份的比例仍然偏低，交易品种和数量还不够丰富，公司债券市场发展严重滞后，商品期货和金融衍生品市场也有待加快发展。（2）市场机制和效率有待健全和提高。目前的股票发行核准制行政色彩较浓，市场中介的作用不能充分发挥；交易机制有待完善，我国股票市场交易成本较高；银行间债券市场、交易所债券市场及银行柜台债券市场相互连通不够，效率较低。（3）投资者结构不尽合理。虽然近年来证券投资基金快速发展，但总的来看，个人投资者比例仍然偏高。因此，我国证券市场进一步加快发展的必要性和上升空间都非常巨大。这将给中国证券市场的参与者，无论是融资者还是投资者，带来众多的机遇。要把握这些机遇，需要更好地了解证券市场的运转机制、运行规律、相关产品、机构行为等方面的知识，这正是本书写作的目的。

在本书写作期间，适逢美国次贷危机逐步演变为美国全面的经济危机，并逐步波及全球。教训是深刻的。危机的演进大致可分为四个阶段。第一阶段，美国的次级贷款违约率上升，这只是一个局部的信用危机。次贷最初发行时只占整个房贷市场年发行量的5%，最高时也不过20%。因此，当时市场情绪普遍乐观，认为影响面极为有限。第二阶段是流动性危机，短期融资市场出现问题。美联储和各国央行



开始大量地向市场注入流动性，希望能够尽快恢复市场信心。第三阶段则波及整个金融市场，导致全面信用危机。由于市场对于交易对手和自身状况均充满了不信任，整个信用市场凝固了，美国财政部开始通过注资、购买不良资产挽救机构，出台了旨在拯救金融市场的7500亿美元金融机构救助计划。到了第四阶段，金融市场和实体经济之间出现恶性循环，金融危机乃至经济危机全面爆发。^①从整个危机的传导过程来看，此次危机的严重性不只是在资产本身的跌价，更是在于资产跌价、资产变现与金融市场流动性收缩之间的循环。风险在直接有关、间接有关到相对无关的市场中迅速扩散，是一个不断循环、加速的过程。此次金融危机也并不是各个孤立因素造成的，无论是监管、货币政策、会计政策、贸易体系等，都是相互联系、相互影响的，远非单个机构和行业蓄意推动的结果。

引发危机的原因众多，其中不少都与金融市场和金融机构本身有关。例如，金融机构高管与短期业绩挂钩的过度激励，过大的财务杠杆，滥用衍生工具导致过大的风险敞口，无论是金融机构还是监管者对复杂金融产品都认识不足，等等。幸运的是，由于我国的证券市场与国际市场融合的程度较低，受到的直接冲击相对也较小，但是未来可能深化的间接影响是不能忽视的。特别需要留意的是，近年来我国大型企业在金融衍生品投资方面造成巨大损失的案例越来越多。2003年中航油在石油期权上巨亏5.5亿美元，2008年东方航空、中国国航、中国远洋等中央企业在金融衍生品投资方面的亏损合计上百亿元。在地方国企中，深南电也因操作石油衍生品合约导致巨亏。而在2008年4月初，67岁的荣智健因中信泰富在杠杆式外汇交易中造成巨额亏损，而不得不以辞职的方式给股民一个交代。所以，对金融市场和金融产品缺乏足够的认识，只凭胆大就草率投资，可能蕴含着巨大的风险。

美国投资大师沃伦·巴菲特说过：“风险来自你不知道自己正在做什么。”美国另一位投资大师彼得·林奇也说过：“不进行研究的投资，就像打扑克从不看牌一样，必然失败。”可见证券研究对投资的重要性，证券投资学就是一门分析如何在控制风险的基础上追求更大投资收益的学科。证券投资学有很多精巧的数学模型，但是这些模型并非阳春白雪，而是来自对证券市场运行规律的总结，目的是帮助投资者构筑理性投资的框架。正如普鲁士时期的“铁血宰相”俾斯麦所言，“每个笨蛋都会从自己的教训中吸取经验，聪明人则从别人的经验中获益。”《证券投资学》就是来自众多“别人的经验”的总结。

1952年，马科维茨（Markowitz）发表论文《资产组合的选择》，标志着现代投资组合理论的开始。他运用均值一方差模型分析得出，通过组合配置可以有效降低风险。1958年，托宾（Tobin）提出了著名的“基金分离定理”，认为每一种有效的证券组合都是一种无风险资产与一种风险资产的组合。在马科维茨等人的基础上，夏普（Sharpe）于1963年提出“单指数模型”，该模型假定资产收益与市场指数的收益有关，从而大大简化了马科维茨资产组合理论中所涉及的协方差等大量而复杂的计算。1964年以后，夏普、林特纳（Lintner）和莫辛（Mossir）分别独立地提出了各自的资本资产定价模型（CAPM）。该模型认为，当资本市场处于均衡

^① 王欧：《金融危机：回顾与溯源》，载《金融实务》，2009（1）。



时资产的期望收益与其风险（贝塔值）成正比。此模型在金融领域中应用广泛，是现代金融领域中最重要发现之一。CAPM 提出之后，很多学者对该模型进行了进一步的研究和扩展。但是，CAPM 的假设过于严格，如证券市场是无摩擦的竞争性市场、投资者具有同质期望等等，这使得 CAPM 在应用中有一定局限性。罗斯（Ross）于 1976 年提出了套利定价理论（APT），该理论主要基于无套利均衡假设，与 CAPM 相比假设条件要简单得多，也得出与 CAPM 类似的结论。1973 年，布莱克（Black）和斯科尔斯（Scholes）同样运用无套利均衡原理，推导出欧式期权的定价公式，即 Black-Scholes 公式。该公式广泛应用于期权等各种衍生品的定价，以及公司债务的估值等方面。同样在 20 世纪 70 年代，法玛（Fama）等学者发展了有效市场假说（EMH），并提出了证券市场价格运动规律的实证研究思路。有效市场假说认为，证券价格总是可以充分、及时地反映可获得信息变化的影响。所以，有效市场假说实际上为 CAPM、APT 等定价理论提供了理论基础。但是 20 世纪 80 年代以来，一些学者发现证券市场存在不少异常现象——异象，有效市场假说无法给出令人信服的解释。异象对有效市场假说形成了巨大挑战，并推动了基于心理和行为开展研究的行为金融理论的产生和发展。上述理论构成了《证券投资学》的理论基础，在本书中会有相应的介绍和应用分析。

证券投资学是一门理论性与实务性都很强的综合性学科。本书适用于财经管理类本科高年级、硕士研究生低年级和 MBA 学生的教学，也适合有一定财经基础的读者自学。希望通过本书的学习，能帮助读者从总体上掌握证券市场基础理论和运行原理，证券投资的分析和操作技术，提高灵活运用理论来解决现实问题的能力。

证券投资学是一门“显学”。近年来引进翻译了不少国外学者编著的教材，国内学者编著的教材也数量众多。本书特点主要体现在以下三方面：

（1）有所侧重。着手学习证券投资学课程的本科及以上学生，大多已修过财务管理、金融学等课程，这些课程与证券投资学有着不小的交集，譬如都要介绍证券市场理论，都要分析证券工具等。有鉴于此，本书在保持篇章结构完整的基础上，有所侧重。固定收益、衍生工具、股票估值所占篇幅较多，难度较大。

（2）实务导向。证券投资学的学习目的是直接指导实践，本书较好地满足了这一点。例如，书中很多例子都是使用证券市场的实际数据来分析的，同时安排了大量的案例。以债券分析为例，很多金融专业毕业的本科生看不懂债券行情表格，因为他们读书时教材讲的债券都是整期的，与实践是脱轨的，自然就不知道全价、净价的差别，也不知道“实际天数/实际天数”这样的日计数基准有什么作用。因此，本教材尽可能地针对证券市场的实际来编写。

（3）注重国情。引进的翻译版教材是针对国外市场编写的。有鉴于此，本书主要使用我国的市场数据和案例。例如，很多股票的交易数据和财务数据都来自 CS-MAR（国泰安数据库），债券数据和收益率曲线来自中债网和 Shibor 网站，例子中分析的公司也大多选用中国的上市公司。

本书分为七个模块共 14 章，具体安排如下：第一个模块包括第 1 章，介绍证券投资的环境，包括证券市场、工具与机构。第二个模块包括第 2~4 章，介绍主要的证券市场理论。分析组合选择理论、资本资产定价模型（CAPM）、因素模型



和套利定价理论 (APT), 同时简要比较有效市场假说 (EMH) 和行为金融理论的观点分歧。第三个模块包括第 5 章和第 6 章, 介绍投资分析方法, 包括基本分析和技术分析。基本分析通过宏观、行业和公司等方面的分析, 希望帮助投资者了解一个公司未来创造价值的能力。技术分析却是试图根据证券过去的价格行为, 推测证券未来可能的短期走势。第四个模块包括第 7 章和第 8 章, 分析股票的估值模型, 包括绝对估值法和相对估值法。绝对估值法用未来预期利润或自由现金流贴现的方法来估计股票的内在价值, 相对估值法则是利用市盈率、市净率等指标来比较股票投资的相对价值。第五个模块包括第 9~11 章, 介绍固定收益分析。主要介绍债券基础知识、债券价格和收益率的计算, 收益率曲线的原理和应用, 久期、凸性和债券组合的管理。第六个模块包括第 12 章和第 13 章, 介绍衍生工具的基础知识。主要分析期权和期货的应用策略和定价原理。衍生工具有着很高的投机性, 但同时又是非常有效的风险管理工具。第七个模块包括第 14 章, 介绍投资组合的管理。包括组合的管理过程, 经风险调整的投资业绩评价指标, 以及投资组合的业绩贡献分析。

本书由西南财经大学 MBA 教育中心林茂副教授独立编著。成书过程中借鉴了大量国内外学者的研究成果, 写作过程中得到西南财经大学工商管理学院院长杨丹教授的热情指点和无私帮助, 在此一并表示衷心的感谢! 由于作者知识和能力有限, 错漏难免, 恳请读者批评指正。

林 茂

目 录

第 1 章	证券市场、工具与机构	1
1.1	投资与证券市场	2
1.2	证券市场的运行	8
1.3	证券投资基金	11
1.4	股价平均数和股价指数	18
第 2 章	证券的收益、风险与组合理论	29
2.1	投资的收益和风险	31
2.2	风险态度与投资者效用	37
2.3	投资组合概述	39
2.4	两个风险资产的组合配置	41
2.5	引入无风险资产	45
2.6	多个风险资产的组合配置	51
第 3 章	资本资产定价模型与因素模型	61
3.1	资本资产定价模型	63
3.2	证券市场线及其应用	70
3.3	单指数模型	74
3.4	单因素模型	79
3.5	多因素模型	81
第 4 章	套利定价理论与市场的有效性	88
4.1	单因素套利定价理论	89
4.2	多因素套利定价理论	95
4.3	有效市场假说	99
4.4	行为金融理论简介	106
第 5 章	上市公司的基本分析	114
5.1	宏观经济分析	117
5.2	行业分析	124
5.3	公司分析	129



第 6 章	证券投资的技术分析	145
6.1	证券投资技术分析概述	146
6.2	证券投资技术分析主要理论	147
6.3	证券投资技术分析主要技术指标	158
第 7 章	股票估值方法 (一): 绝对估值法	169
7.1	股利贴现模型	171
7.2	股权自由现金流贴现模型	188
第 8 章	股票估值方法 (二): 相对估值法	204
8.1	市盈率	206
8.2	市净率和市销率	211
8.3	相对估值指标的综合运用	213
第 9 章	债券的基础知识	219
9.1	债券知识概述	221
9.2	名义收益率、实质收益率和国库券收益率的计算	225
9.3	债券价格的计算	230
9.4	债券收益率的计算	236
第 10 章	收益率曲线	246
10.1	即期利率和远期利率	247
10.2	利率期限结构理论	253
10.3	收益率曲线的作用	258
10.4	收益率曲线的构建	262
第 11 章	债券的久期、凸性和组合管理	270
11.1	债券价格的利率敏感性	271
11.2	久期	274
11.3	凸性	279
11.4	久期和凸性的估算方法	283
11.5	债券组合的免疫	285
11.6	积极的债券管理策略	293
第 12 章	期权	299
12.1	期权合约介绍	301
12.2	期权组合的策略	310
12.3	看涨期权和看跌期权的平价关系	313
12.4	期权价值的影响因素	314
12.5	二项式定价模型	317
12.6	布莱克-斯科尔斯期权定价公式	324
第 13 章	期货	331
13.1	国内外期货市场的发展历程和发展趋势	332
13.2	期货的基础知识	335
13.3	期货的应用: 投机、套期保值和套利	344



13.4	期货合约的定价	349
13.5	基差和最小方差套期保值比率	352
13.6	股票指数期货	357
第 14 章	投资组合的管理过程和业绩评价	366
14.1	投资组合的管理过程	367
14.2	投资收益率的计算	374
14.3	经风险调整的投资业绩评价	377
14.4	业绩贡献的分析	383
延伸阅读		391
参考文献		393



学习目标

本章介绍证券投资环境。要求：

- 掌握证券市场的分类、市场参与者等基本概况；
- 掌握证券发行市场和交易市场的运行方式；
- 掌握证券投资基金的运作特点，熟悉基金的认购、申购和赎回程序；
- 了解股价平均数和股价指数的编制方法。

案例 1—1 启动中国资本市场的发展战略

经过 20 多年的发展，中国资本市场的战略目标也越发明确和清晰，就是建立一个公正、透明、高效的市场，为中国经济资源的有效配置做出重要贡献，并在国际金融体系中发挥应有作用。而要实现这一目标，制定合理的战略措施是极为必要的。这主要体现在以下几个方面。

正确处理政府和市场的关系

正确处理政府与市场的关系，合理界定政府职能边界。首先，简化行政审批，培育市场化发行和创新机制，逐步由核准制向注册制转变。另外，继续完善法律体系，加大执法力度，加强监管队伍建设，提高监管效率。

大力推进多层次股票市场建设

随着中国经济的持续发展，企业的融资及其他金融服务需求将是持续和多元化的。首先，需要大力发展主板市场，继续鼓励和支持主板上市公司做优做强。其次，继续推进中小企业板建设，建立适应中小企业特点的快捷融资机制，完善适应中小企业特点的交易制度。第三，加快推动创业板建设，在创业板实行更加市场化的发行上市制度，同时建立相应的信息披露监管制度。最后，构建全国性场外交易市场，建立不同市场的转板机制。



加快债券市场的发展

大力发展债券市场,有利于提高直接融资比例。进一步完善监管机制、改革发行制度,建立健全债券市场主体的信用责任机制,建立统一互联的债券交易结算体制。同时,丰富债券品种,完善债券投资者结构。

积极稳妥发展商品期货和金融衍生品市场

稳步推进期货市场的发展,强化制度建设,丰富品种。首先,完善期货品种体系,稳步发展金融衍生品。其次,健全期货市场交易体制,完善期货保证金监控机制,继续推进期货交易所建设,完善期货交易结算制度。第三,优化投资者结构,促进以机构投资者为主的投资队伍的形成,推动各类机构合规运用金融衍生品进行风险管理,推动相关企业在期货市场套期保值。

促进上市公司健康发展

上市公司质量是资本市场的基石。首先,进一步完善上市公司监管体系和市场约束机制,提高公司治理水平和整体质量,完善上市公司退市制度。此外,对于诸如加强公司信息披露,推动并购重组市场规范发展等问题,也应该给予足够的重视。

建设有国际竞争力的证券期货业

首先,进一步放松管制,使证券期货经营机构成为创新和发展的主体,并积极营造公平有效的竞争环境。其次,完善风险管理制度,建立风险预警指标体系,完善内控制度,同时积极探索多元化经营的模式,完善兼并收购和退出机制。第三,继续大力发展机构投资者,拓展基金公司的业务范围和业务模式,吸引保险资金、社保资金和其他机构投资者逐步增加在资本市场的参与程度,稳妥发展具有私募性质的投资基金,形成多元化、多层次的专业机构投资者队伍。

资料来源:中国证券监督管理委员会:《启动中国资本市场的发展战略》,载《证券市场周刊》,2008(18)。

案例1-1是2008年中国证监会的一篇文章的摘要,分析的是我国证券市场未来的发展战略。从宏观角度来看,目前我国经济需要调整产业结构,转变经济增长方式,提高经济附加值,而这些都需要借助强大的证券市场来实现。从微观角度而言,一个高效有序的证券市场,有利于资本的合理配置,提高融资和投资的效率。第1章作为本书的开篇,主要介绍证券投资的环境,包括证券市场、工具与机构。

1.1 投资与证券市场

1.1.1 金融市场

投资(investment)是指在一段时间内将货币等资源投入一定的资产中,期望在未来获得相应的收益,以补偿投资者所承担的时间、通货膨胀和风险成本。当然,由于收益建立在预期基础上,实际结果有可能高于或低于预期。

所谓资产，就是公司、家庭、政府等所拥有的，可以用货币来衡量其价值的资源。资产可分为实物资产（physical assets）和金融资产（financial assets）。实物资产是指用于生产商品与服务的土地、建筑、装备和知识。而金融资产是对实物资产所创造收益的要求权（claims），如股票、债券等。因此，金融资产本身并不直接生产商品与服务，但是金融市场促进了资源的有效配置，有利于资金流向高效率、高创造力的企业，间接作用于社会财富的生产。

金融资产也称为有价证券。从法律角度，有价证券是指标有票面金额，证明持有人有权按期取得一定收入并可自由转让和买卖的所有权或债权凭证。有价证券本身没有价值，但出于它代表着一定量的财产权利，持有人可以凭该证券直接取得一定量的商品、货币，或是取得利息、股息等收入，因而可以在证券市场上买卖和流通。也就是说，有价证券的价值实际上是它所代表的权利的价值，因此在市场上有价证券具有交易价格。

经济社会中的公司、家庭和政府等众多经济单位，有的由于支出少于收入而积累了盈余资金，有的由于支出超过收入而资金短缺。金融市场的基本经济功能就是把资金从盈余单位（投资者）融通到短缺单位（融资者），实现社会资金的优化配置。所以说，金融市场是资金融通市场，资金供求决定了金融工具市场价格的高低。

在金融市场上交易的是各种金融工具，如股票、债券、存单等，如图 1—1 所示。这些金融工具从融资角度一般分为直接融资和间接融资；从投资角度就是直接投资和间接投资。直接融资是资金供求双方直接进行资金融通的活动，也就是资金需求者直接通过金融市场发行股票、债券向有资金盈余的机构和个人筹资，一般需要以赚取佣金为目的的证券公司或投资银行作中介。间接融资则是指通过银行、保险公司等中介进行的资金融通活动，此时投资者的资金以存款、保单等方式集合在银行、保险等机构手中，再被机构用于贷款、债券、股票的投资。此时银行、保险不是以赚取佣金为目的，而是获得利差收益。改革开放以来，我国的直接融资市场得到了快速发展，但是直到目前，以银行为中介的间接融资仍

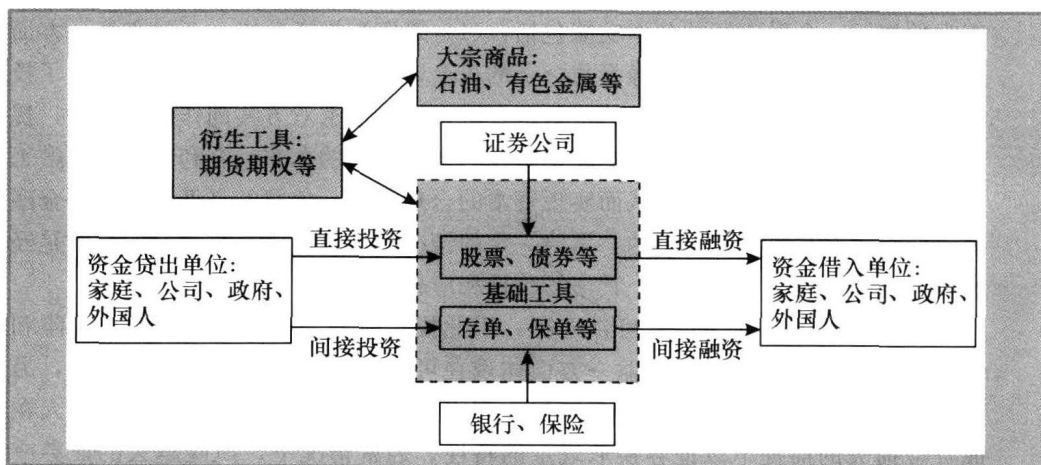


图 1—1 金融市场概览



处于金融市场的支配地位。从图 1—2 股票市场与宏观经济指标的关系中可以看到，股票筹资额与贷款增加额、固定资产投资额的比率还比较低，这与美国等西方发达国家的情况正好相反。在直接融资内部也存在不平衡，我国股票市场的发展要快于债券市场。

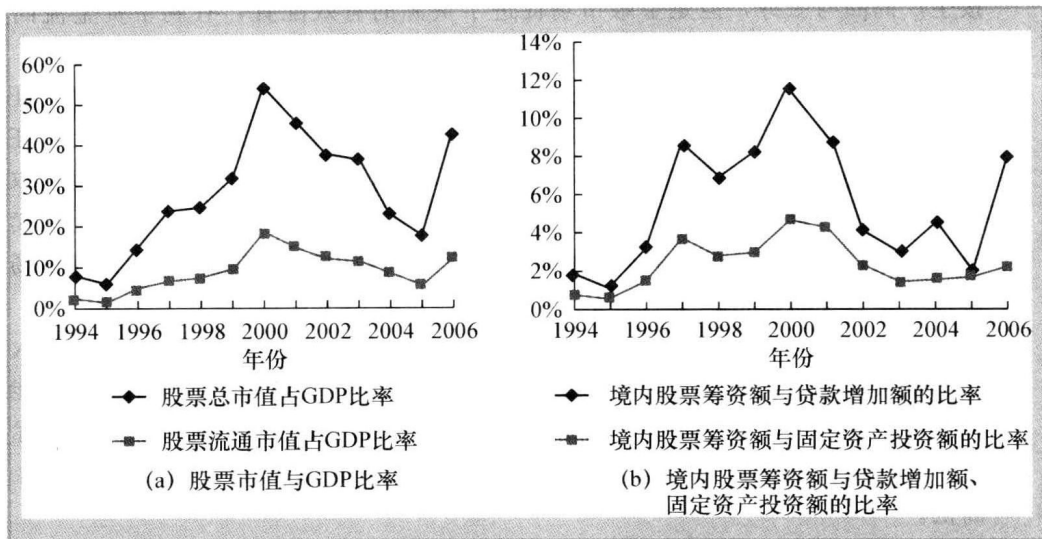


图 1—2 股票市场与宏观经济指标的关系

资料来源：根据《中国证券期货统计年鉴》绘制。

如果把股票、债券、存单称为基础金融工具，那么基于基础金融工具以及石油、有色金属等大宗商品开发的，未来某时刻进行交割或给付的金融工具就称为衍生（derivatives）金融工具（也称衍生工具），如期货、期权等。所以，衍生工具的价值取决于基础工具的价格。衍生工具都有内在的杠杆放大作用，如期货实行保证金交易机制，通过小额投资可以控制大额财富，具有很强的投机性。另一方面，投资者可以利用衍生工具与基础工具价格变化的相关性，来实施套期保值。

金融市场综合反映了国民经济运行的发展态势，为观察和监控经济运行提供了直观的指标。金融市场的基本功能包括：（1）筹资和投资功能。金融市场一方面为资金需求者提供了通过发行证券筹集资金的机会，另一方面为资金供给者提供了投资对象。（2）定价功能。金融工具的价格是金融市场上供求双方共同作用的结果，提供了资本的合理定价机制。（3）资本配置功能。金融市场的存在，有利于通过金融工具的价格变化引导资本的流动，从而实现资本的合理配置。价格的高低主要是由金融工具的预期收益率和风险来决定的，风险一定的情况下，能提供高收益率的一般是经营良好或有较大发展潜力的企业，其市场价格相应较高。

由于市场上有众多证券可供选择，因此投资时需要在证券的收益、风险和流动性三方面进行权衡。证券收益一方面体现在可获得的利息、红利等收入上，另一方面还体现在证券本身的增值上，即资本利得。证券的流动性是指证券持有人在不承担资金损失的前提下以证券换取现金的特性。通常情况下，风险越大的证券或流动性越差的证券，投资者要求的预期收益越高。

1.1.2 证券市场的分类^①

有价证券有广义与狭义两种概念。广义的有价证券包括商品证券、货币证券和资本证券。商品证券是证明持有人有商品所有权或使用权的凭证，如提货单、运货单、仓库栈单等。货币证券是指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。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、基金证券及其衍生品种，如金融期货、可转换证券等。狭义的有价证券即指资本证券。在日常生活中，人们通常把资本证券直接称为有价证券乃至证券。本书所讲的证券，就是指资本证券。因此，证券市场就是股票、债券、投资基金券等有价证券发行和交易的场所。

按不同的划分标准，证券有不同的分类。

(1) 按证券所代表的权利性质分类，证券可以分为股票、债券和其他证券三大类。股票和债券是证券市场两个最基本和最主要的品种；其他证券包括基金、衍生工具，如金融期货、可转换证券、权证等。

(2) 按发行主体的不同，证券可分为政府证券、政府机构证券和公司证券。政府证券通常是指由中央政府或地方政府发行的债券；政府机构证券是由经批准的政府机构发行的证券；公司证券是公司筹措资金而发行的证券，如股票、公司债等。

(3) 按是否在证券交易所挂牌交易即上市交易，证券可分为上市证券与非上市证券。上市证券是指经证券主管机关核准发行，并经证券交易所依法审核同意，允许在证券交易所内公开买卖的证券。非上市证券是指未申请上市或不符合证券交易所挂牌交易条件的证券，不允许在证券交易所内交易，但可以在其他证券交易市场交易。

(4) 按募集方式分类，证券可以分为公募证券和私募证券。公募证券是指发行人通过中介机构向不特定的社会公众投资者公开发行的证券，审核较严格并采取公示制度。私募证券是指向少数特定的投资者发行的证券，其审查条件相对宽松，投资者也较少，不采取公示制度。如目前我国信托投资公司发行的信托计划以及商业银行和证券公司发行的理财计划均属私募证券。

(5) 按交易工具的期限分类，可以把金融市场分为货币市场和资本市场两大类。货币市场是融通一年以内短期资金的市场，资本市场是融通一年以上长期资金的市场。货币市场包括金融同业拆借市场、回购协议市场、商业票据市场、银行承兑汇票市场、短期政府债券市场、大面额可转让存单市场等。资本市场包括中长期信贷市场和证券市场。中长期信贷市场是银行等金融机构与工商企业之间的贷款市场；证券市场是通过证券的发行与交易进行融资的市场，包括债券市场、股票市场、基金市场等。

^① 参见中国证券业协会：《证券市场基础知识》，北京，中国财政经济出版社，2008。



1.1.3 证券市场的参与者

证券市场的参与者主要有：证券发行人、证券投资人、中介机构、自律性组织和证券监管机构。

1. 证券发行人

证券发行人是指为筹措资金而发行债券、股票等证券的发行主体，主要包括公司、金融机构、政府和政府机构。

发行股票的公司必须是股份有限公司。对于公司来讲，发行股票和长期公司债券是公司筹措长期资本的主要途径，发行短期债券则是补充流动资金的重要手段。

金融机构作为证券市场的发行主体，既发行债券也发行股票。欧美国家金融机构发行的证券一般归入公司证券，而我国和日本则把金融机构发行的债券定义为金融债券，但我国的股份制金融机构发行的股票并没有定义为金融证券，而是归类于一般的公司股票。

中央政府、地方政府和中央政府直属机构发行证券的品种仅限于债券。政府发行债券所筹集的资金既可以用于协调财政资金短期周转、弥补财政赤字、兴建政府投资的大型基础性建设项目，也可以用于实施某种特殊的政策，在战争期间还可以用于弥补战争费用的开支。由于中央政府拥有税收、货币发行等特权，通常情况下，中央政府债券不存在违约风险。地方政府债券或称市政债券的发行目的也是为了弥补地方财政赤字或地方公共项目的建设，2009年以前我国地方政府不能直接发行债券。为了应对经济危机，2009年我国开始尝试地方政府债券的发行。

2. 证券投资人

证券投资人是指投资证券的各类机构法人和自然人，一般可分为机构投资者和个人投资者两大类。个人投资者是指从事证券投资的社会自然人，投资目的是为了追求盈利，谋求资本的保值和增值。机构投资者主要有政府机构、金融机构、企业和事业法人及各类基金等。

政府机构参与证券投资的目的是为了调剂资金余缺和进行宏观调控。各级政府及政府机构出现资金剩余时，可购买政府债券、金融债券进行投资。中央银行以公开市场操作作为政策手段，通过买卖政府债券或金融债券，影响货币供应量进行宏观调控。我国国有资产管理部或其授权部门持有国有股，履行国有资产的保值增值和通过国家控股、参股来支配更多社会资源的职责。

参与证券投资的金融机构包括证券经营机构、银行业金融机构、保险公司以及其他金融机构。证券公司等证券经营机构是证券市场上最活跃的投资者，以其自有资本、营运资金和受托投资资金进行证券投资。我国的银行业金融机构，目前一般仅限于政府债券和地方政府债券的投资，而且通常以短期国债作为其超额储备的持有形式。保险公司大量投资于各类政府债券、高等级公司债券之外，还广泛涉足基金和股票投资。其他金融机构包括主权财富基金、信托投资公司、企业集团财务公



司、金融租赁公司等。

企业和事业法人也可从事证券投资。企业可以通过股票投资实现对其他企业的控股或参股，也可以将暂时闲置的资金通过自营或委托专业机构进行证券投资以获取收益。事业法人可用自有资金和有权支配的预算外资金进行证券投资。

基金是证券投资的主力，包括证券投资基金、社保基金、企业年金和社会公益基金。证券投资基金是指通过公开发售基金份额筹集资金，由基金管理人管理，基金托管人托管，为基金份额持有人的利益，以资产组合方式进行证券投资活动的基金。基金可投资于股票、债券和监管规定的其他证券品种。全国性社会保障基金是国家以社会保障税等形式征收的全国性基金，属于国家控制的财政收入，主要用于支付失业救济和退休金，对资金的安全性和流动性要求很高。社保基金的投资方向有严格限制，主要投向国债市场。企业年金是指企业及其职工在依法参加基本养老保险的基础上自愿建立的补充养老保险基金。社会公益基金是指将收益用于指定的社会公益事业的基金，如福利基金、科技发展基金、教育发展基金等。

3. 证券市场中介机构

证券市场中介机构是指为证券的发行、交易提供服务的各类机构，包括证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构。证券公司的主要业务有证券承销、经纪、自营、投资咨询以及购并、受托资产管理和基金管理等。证券登记结算机构是为证券交易提供集中登记、托管与结算服务的专门机构，但是不以营利为目的。证券服务机构是指依法设立的从事证券服务业务的法人机构，主要包括证券投资咨询公司、会计师事务所、资产评估机构、律师事务所、证券信用评级机构等。

4. 自律性组织

自律性组织包括证券交易所和证券业协会。根据我国《证券法》的规定，证券交易所是为证券集中交易提供场所和设施，组织和监管证券交易，实行自律管理的法人。主要职责有：提供交易场所与设施；制定交易规则；监管在该交易所上市的证券以及会员交易行为的合规性、合法性，确保市场的公开、公平和公正。证券业协会是证券业的自律性组织，其权力机构为全体会员组成的会员大会。证券业协会的的职责主要有：组织会员执行相关法律，维护会员的合法权益，为会员提供信息服务，制定规则，组织培训和开展业务交流，调解纠纷，就证券业的发展开展研究，监督、检查会员行为等。

5. 证券监管机构

在我国，证券监管机构是指中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）及其派出机构。中国证监会是国务院直属的证券管理监督机构，依法对证券市场进行集中、统一的监管。主要职责是：依法制定证券市场监督管理的规章、规则，负责监督有关法律法规的执行，负责保护投资者的合法权益，对全国的证券发行、证券交易、中介机构的行为等依法实施全面监管，维持公平而有秩序的证券市场。



1.2 证券市场的运行

1.2.1 证券的发行市场

证券市场是证券发行和交易的市场的总称。证券发行市场又称“一级市场”或“初级市场”，是发行人以筹集资金为目的，按照一定的法律规定和发行程序，向投资者出售新证券所形成的市场。证券交易市场又称“二级市场”或“次级市场”，是已发行的证券通过买卖交易实现流通转让的市场。这两个市场既相互依存，又相互制约，是一个不可分割的整体。表 1—1 是近年来我国证券市场的发展概况。

表 1—1 2000—2006 年我国证券市场概览

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
境内上市公司数 (A、B 股)	1 088	1 160	1 224	1 287	1 377	1 381	1 434
股票总发行股本 (亿股)	3 791.71	5 218.01	5 875.45	6 428.46	7 149.43	7 629.51	14 926.35
其中：流通股股本 (亿股)	1 354.26	1 813.17	2 036.9	2 269.92	2 577.18	2 914.77	5 637.78
股票市价总值 (亿元)	48 090.94	43 522.2	38 329.12	42 457.72	37 055.57	32 430.28	89 403.89
其中：股票流通市值 (亿元)	16 087.52	14 463.17	12 484.55	13 178.52	11 688.64	10 630.51	25 003.64
投资者账户数 (万户)	6 123.24	6 898.68	6 841.84	6 981.24	7 215.74	7 336.07	7 854
国债发行额 (亿元)	4 657	4 884	5 934.3	6 280.1	6 923.9	7 042	8 883.3
企业债发行额 (亿元)	83	147	325	358	327	2 046.5	3 938.3

资料来源：《中国证券期货统计年鉴》。

证券发行制度主要有注册制和核准制两种。

(1) 注册制。证券发行注册制实行公开管理原则，是一种发行公司的财务公布制度。要求发行人提供关于证券发行本身以及和证券发行有关的一切信息，不得有重大遗漏，并且要对所提供信息的真实性、完整性和可靠性承担法律责任。发行人只要充分披露了有关信息，在注册申报后的规定时间内未被证券监管机构拒绝注册，即可进行证券发行，无须再经过批准。

(2) 核准制。证券发行核准制实行实质管理原则，即证券发行人不仅要以真实状况的充分公开为条件，而且必须符合证券监管机构制定的若干适合于发行的实质条件。只有符合条件的发行公司经证券监管机构的批准方可在证券市场上发行证券。

实行注册制可以向投资者提供证券发行的有关资料，但并不保证发行的证券资质优良和价格适当。实行核准制的目的在于证券监管部门能尽法律赋予的职能，保证发行的证券符合公众利益和证券市场稳定发展的需要。我国《证券法》规定，公开发行股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券，必须依法报经国务院证券监督管理机构或国务院授权部门核准。

1.2.2 证券交易市场

证券交易市场是为已经公开发行的证券提供流通转让机会的市场，通常分为证券交易所市场和场外交易市场（over the counter，简称为OTC市场）。一般而言，证券必须达到证券交易所规定的上市标准才能够在场内交易，而场外市场是指没有固定场所的证券交易市场。在证券交易所上市交易的股份公司称为上市公司；符合公开发行条件，但未在证券交易所上市交易的股份公司称为非上市公司，非上市公司公众公司的股票将在场外市场交易。

1. 证券交易所

证券交易所是证券买卖双方公开交易的场所，是一个高度组织化、集中进行证券交易的市场。证券交易所本身并不买卖证券，而是为证券交易提供一定的场所、设施和服务，并对证券交易进行严格的管理，为证券交易顺利进行提供一个稳定、公开、高效的市場。

证券交易所的组织形式大致可以分为两类，即公司制和会员制。公司制的证券交易所是以股份有限公司形式组织并以营利为目的的法人团体，一般由金融机构及各类民营公司组建。会员制的证券交易所是一个由会员自愿组成的、不以营利为目的的社会法人团体。我国内地有上海证券交易所和深圳证券交易所两家证券交易所，分别成立于1990年和1991年。两家证券交易所均按会员制方式组成，是非营利性的事业法人。

证券交易所采用经纪制的交易方式。普通投资者必须委托具有会员资格的证券经纪商在交易所内代理买卖证券，经纪商通过公开竞价形成证券价格，达成交易。证券交易通常都必须公开竞价，遵循价格优先原则和时间优先原则。价格优先原则是指，价格较高的买入申报优先于价格较低的买入申报，价格较低的卖出申报优先于价格较高的卖出申报。时间优先原则是指，同价位申报，依照申报时序决定优先顺序，即买卖方向、价格相同的，先申报者优先于后申报者。先后顺序按证券交易所交易主机接受申报的时间确定。

2. 场外交易市场

在交易所市场以外还存在场外交易市场，这些市场没有集中的统一交易制度和场所。随着通信技术的发展，目前许多场外市场交易并不直接在证券经营机构柜台前进行，而是由客户与证券经营机构通过电话、电传、计算机网络进行交易。场外交易市场的管理比证券交易所宽松，在场外交易市场交易有助于规避交易所市场较严格的法律条件，降低交易成本。

场外交易市场是一个拥有众多证券种类和证券经营机构的市场，以未能或无须在证券交易所批准上市的股票和债券为主。场外交易市场主要采用做市商制，而不是经纪制，所以投资者直接与证券商进行交易。在场外证券交易中，证券经营机构先行买进若干证券作为库存，然后开始挂牌对外进行交易，低买高卖，从中赚取差