

jinrong shichang yu zhengquan touzi

金融市场 与证券投资

夏德仁 艾洪德 王振山 编著

东北财经大学出版社

FINANCIAL
MARKETS
AND
SECURITIES



金融市场与证券投资

夏德仁 艾洪德 王振山 编著

人行研究生部藏书	
分类号	F830.9/15
总 号	069815



069815

东北财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融市场与证券投资/夏德仁等编著. —3版. —大连:
东北财经大学出版社, 1997. 2
ISBN 7-81005-479-1

I. 金… II. 夏… III. ①金融市场②证券投资
IV. F830. 9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(97)第 01277 号

金融市场与证券投资

Jinrong Shichang yu Zhengquan Touzi

1997年2月第3版	夏德仁 艾洪德 王振山 编著
1997年2月第4次印刷	选题策划:郭洁
	责任编辑:郭洁
	责任校对:孙萍
	出版发行:东北财经大学出版社
	地 址:大连·黑石礁
	邮政编码:116025
	排 版:大连海事大学印刷厂激光照排
	印 刷:大连海事大学印刷厂印刷
	开 本:850×1168 1/32
	印 张:11 5/8
	字 数:291 000
	印 数:8 000

ISBN 7-81005-479-1/F·358

定价:16.80元

前 言

在当今世界经济生活中,有一个名词已经变得越来越富有吸引力,这就是“金融业”。的确,在现代商品货币经济中,金融业扮演着越来越神奇的角色。面对金融机构富丽堂皇、鳞次栉比的高楼大厦,透过鼓噪喧闹的金融交易和变幻莫测的股价指数,人们不能不强烈地感到,金融业是以其神奇的魔力,左右着世界经济的变革和历史的兴衰。金融活动已如血液一样流淌在整个经济肌体中,联结着国民经济各个部门,影响着经济生活中的每个人。

金融市场是金融活动的主要场所,也是金融业控制国民经济运行、影响人们生活的主要媒介。在这里,日复一日昼夜不息地吞吐着数以千亿计的资金,汇集着来自四面八方的信息,引导着社会资源的分配与流动,推动着经济的发展与巨变。

金融市场以其纷繁复杂的金融交易和涨落无常的金融价格为自己罩上了一层神秘的面纱。手段高超的金融欺诈曾多少次让金融当局寝食难安;肆行无阻的金融风潮曾吹跨过多少企业王国;变幻莫测的证券价格又多少次改变了证券交易者的命运……这里既是天堂也是地狱。美国 1929 年的股市大崩溃虽已过去了大半个世纪,但其中的一幕幕至今还令人心惊胆战,因为在这次股市崩溃中,美国投资者在两个月间就损失了 300 亿美元的财富,而这还仅仅是灾难的开始,股市崩溃最终引起了整个经济和社会的危机。所有这些都更使人们增强了了解金融市场内幕的愿望。

进入 90 年代,伴随中国经济金融体制的改革和对外开放,作为市场经济体系重要组成部分的金融市场,特别是证券市场相继建立和发展起来。金融市场的发展无论是对传统的金融制度还是对固有的金融观念,都是一场革命。金融市场的运行与操作具有较

强的技术性,需要人们掌握其规律,用科学的方法去利用它。但是,金融市场在我国毕竟是一种新生事物,我们在这方面还缺乏足够的经验。从国家宏观经济金融管理来看,金融市场的管理体制、管理方法、管理手段以及市场运行的法律基础都需要不断健全与完善。从市场参加者来看,市场交易的主体地位、市场服务体系、投资者的投资理念、市场竞争机制等也需要不断开发与培育。因此,人们迫切需要对金融市场的理论与业务进行系统的学习和了解,为积极能动地从事金融市场活动打下基础。

在我国,金融市场正逐渐影响着每个人的社会与经济生活。对企业来说,在不断加剧的市场竞争中,它们需要寻求资金支持,而传统的依赖银行和财政供应资金的格局正在被打破,因此,如何从金融市场获得长期和短期资金,怎样融资才能使成本降至最低,当利率变化时如何调整负债结构等等,逐渐成为企业决策的主要内容。对个人而言,随着经济发展和人民收入水平的提高,居民的消费结余不断增加,传统的银行储蓄方式已不能满足人们多样化的投资需求,因而正在逐渐转向金融市场,寻求既能投资获益,又可安全保值的储蓄方式。个人如何介入金融市场活动成为人们日益关注的问题。

就是在这样的背景下,我们几位多年从事这方面工作的同志在占有大量最新资料 and 积累总结了多年心得的基础上写作了本书。具体说来,本书力求达到以下目的:

——对关心金融问题的读者,特别是对金融市场怀有神秘感的人们来说,我们想提供一个打开金融市场和证券交易之谜的钥匙,使他们在较短的时间内,较快地了解金融市场的基本知识。

——对投身于金融体制改革的金融工作者,特别是对各级市场管理者来说,我们将介绍一种金融市场运行的标准模式,以作为我国金融市场建立和发展的参照系。

——对积极参与金融市场活动的公司企业和广大个人投资者

来说,本书可作为其从事金融市场活动的指南,具体指导人们如何在激烈的市场竞争中筹集资金和运用资金。

当然,作为高等金融教育工作者,我们还希望通过我们的写作为金融和其他经济专业的师生们提供一本具有较高水准的教科书。

本书由夏德仁教授、艾洪德教授、王振山讲师三位同志共同编著。具体分工是:夏德仁教授撰写第一、二、五、十章,艾洪德教授撰写第三、四、七章,王振山讲师撰写第六、八、九章。

最后需要说明的是,本书是在我们繁忙的工作之余完成的,故疏漏之处恐为难免,恳请读者批评指正。谢谢!

编著者

1997年1月

上 篇

第一章 金融与金融市场

在现代经济中,商品与劳务的生产和交换都需要货币资金。而货币资金的获得除了通过企业内部自我形成之外,还要依靠企业外部的资金融通,也就是通过借贷方式,借入或贷出资金。这样就产生了一种市场,在这个市场上,资金就是所谓的商品,而资金的借贷就是所谓的商品交换,而资金借贷的利率就是一种特殊的商品价格。这个市场就是金融市场。

金融部门是国民经济的一个综合部门,而金融市场则是整个市场体系的枢纽。为了深刻而全面地了解金融市场,我们有必要先来了解一下国民经济中的资金循环。

第一节 资金循环与资金融通

在本节中,我们先描述一下国民经济中的资金循环,然后再以此为基础,研究一下资金的融通,也就是金融活动。

任何一种理论描述,都必须先进行一系列假定,形成先抽象后具体、先简单后复杂的思维过程。我们对金融市场的分析也是这样。我们先假定在一个简单的经济体中只有两个不同的经济单位,居民(或住户)和企业(或厂商)。在这个简单经济中,没有政府也没

有对外贸易。

让我们分析这个简单经济体：居民向企业提供劳动服务，同时他本身也有可能是企业股份资本的持有者——这在西方国家非常普遍，而在我国尽管目前尚不普遍，但今后随着股份经济的发展，个人持股将会成为较为普遍的现象。居民作为企业的职工向企业提供劳务，所得到的报酬是工资或薪金；而持有股份的报酬是获得股息。居民获得上述收入后，又向企业购买最终产品。企业销售产品获得收入后又用来购买下期生产所必要的物资，并支付职工的工资和股息。假如一个生产周期是一星期，那么这一星期企业的收入就产生了居民下一星期的所得。当然，这里我们进行了大量的简化：企业不对固定资产进行折旧和补偿，所进行的生产是简单再生产。图 1.1 和表 1.1 说明了上述问题。

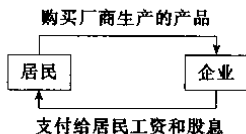


图 1.1 企业与居民之间的资金循环

企业本周收入构成居民下周所得

表 1.1

(单位：百万元)

	第一星期	第二星期	第三星期
居民所得	500	500	500
居民支出	500	500	500
企业收入	500	500	500
企业支出	500	500	500

显然,这个简单的经济模式离现实生活太远了,但它却是一个十分有用的模式,它使我们的注意力集中在模式中企业和居民两个行为主体上。首先,我们假设这些居民把全部所得都花费掉去购买企业的产品,而没有剩余用于储蓄。实际上,这种情况是非常少见的。由于一些非常明显和充分的理由,居民都会把他们可支配的所得中的一部分储蓄起来,以备将来购买昂贵消费品之用或不时之需,或为保证退休后有足够的收入,或仅仅是为给子孙后代留下遗产。无论出于哪种理由,居民总会从每星期的收入中拿出一部分用于储蓄(我们将在后面的章节中探讨这些储蓄的资产形式)。其次,对模式中的企业行为,刚才是假定企业使用现存的资本设备,而不考虑机器设备的折旧及其补偿问题。但对一个真正成功的企业来说,这个假定是不存在的。实际情况是,企业不仅希望维持原有的设备和建筑等,还要添置新的资本设备。这些支出都需要资金,而这些资金只有两个来源:第一,通过企业内部自身的积累获得,即不把全部的利润分给股东,而是留下一部分;第二,从企业外部其他人的储蓄中获得。

根据前面的分析,下面我们就给出一个新的假定:第四星期与第三星期相比并无什么变化,但是已把居民所得分成两部分,一部分是付出劳动所得,即工资所得,另一部分是股息所得。然而,在第五个星期,我们假定居民从每周的所得中储蓄起 5000 万元,那么消费支出就相应地削减到 4.5 亿元。如果发生这种变化,生产消费品的厂商就会发现,有多达 5000 万元的消费品未能出售而产生了库存的积压。这样,他们就有可能缩减生产。其结果是,居民所获得的收入减少了。因为企业将少雇佣劳动力,并且由于销售减少,利润也减少了,因此企业支付的股息也要相应减少(参见表 1.2)。

在居民有储蓄情况下的资金循环

表 1.2

(单位:百万元)

	第四星期	第五星期
居民所得	500	500
消 费	500	450
储 蓄	0	50
储蓄累计	0	50
消费品销售	500	450
投资品销售	0	0
企业总收入	500	450
企业借款	0	0
工 资	400	360
股 息	100	90

上面分析的是,当居民将收入的一部分储蓄起来之后,如果没有利用这部分储蓄,那么企业收入就会减少,从而居民下期所得也将减少。但我们经常看到的是另一种情况:当居民计划从所得中拿出 5000 万元进行储蓄时,企业则希望借进 5000 万元作购买投资品之用。结果,虽然消费品的产量下降到 4.5 亿元,但这正好被新增加的 5000 万元对投资品的需求所抵消。于是企业仍获得 5 亿元的收入,并因此能支付 4 亿元的工资,同时支付给股东 1 亿元的股息。所以,整个企业的支出维持在 5 亿元的水平上,居民的所得也维持在这个水平上(参见表 1.3 和图 1.2)。

在居民有储蓄情况下的资金循环

表 1.3

(单位:百万元)

	第四星期	第五星期
居民所得	500	500
消 费	500	450
储 蓄	0	50
储蓄累计	0	50
消费品销售	500	450
投资品销售	0	50
企业总收入	500	500
企业借款	0	50
工 资	400	400
股 息	100	100

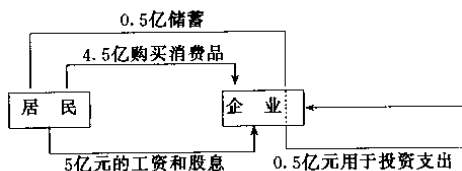


图 1.2 简单经济体中居民与企业之间的资金循环

在上述模式中,我们对资金循环的考察应当注意以下问题:

第一,居民储蓄的形式问题。储蓄愿望的本身就可能表现为对某种形式资产的需求。选择的资产有可能是实物资产(如房地产、贵金属等),也有可能是金融资产。在我们的例子中,我们假定居民准备选择持有企业的股票,即金融资产。然而,实际上,这种假定并非现实,因为有的居民不愿承担这种资产所具有的风险。另外,对于积累起来的储蓄或财富以何种形式持有,并不是所有的居民有

着相同的要求和偏好；有的人喜欢积聚货币形态的资产，即现金和银行存款；而有的人则为了获得较高的利息愿意持有各种债券和股票。值得注意的是，我们的简单模式（图 1.2）表明了居民通过储蓄积累了金融资产。当财富不断增加时，就会产生采取何种形式进行储蓄的问题，这就是我们后面将要研究的金融市场上的特殊商品——金融资产（或证券）的种类问题。

第二，在我们的简单模式中，生产消费品的企业愿意使其支出大于收入（见表 1.3），即赤字 5000 万元。在这些企业获得这笔追加的资金时，他们必须能够为可能的贷款人提供符合其要求的金融资产。资金贷出者要求的多样性决定了金融资产的多样性。例如，发行普通股票、优先股票、债券等等。

第三，资产的需求者（居民）和资产的供应者（希望进行投资的企业）的共同需要，可能导致形成一个能够满足双方需求的、买卖各种金融资产的市场，这种趋向与其他商品市场一样是为了满足消费者和生产者的需要。商品交换的发展形成了商品市场，而资金融通的发展则形成了金融市场。

第四，表 1.3 表明，居民储蓄的积累与企业债务的积累相适应，而且，金融资产的积累与以生产资料为形态的实物资产的生产是同步的。因此，人们可以预期，当一个社会的实物资产存量增长时，金融资产存量也应趋向于同步增长。这说明了金融市场的运动与商品市场的运动是紧密联系的。

第五，在上述设计的简单模式中包括了三种可辨认的流量，一是花费在投资上的流量，二是花费在消费品生产和销售上的流量，三是居民的储蓄流量。在这里，应当把“流量”和“存量”严格区分开。一个人每星期储蓄 100 元，这是一个流量概念，而这个人目前已经积累了 1000 元的金融资产，也就是说在一定时点上的余额数，这就是一个存量概念。

简单经济体中的资金循环模式中隐藏着金融市场的全部奥

秘, 尽管模式本身比较抽象, 但是我们有可能通过它透视出金融市场最基本的关系。为了将金融市场具体化, 我们有必要逐渐取消各种假定, 让我们的模式更接近于实际生活。

第二节 整体资金循环与资金融通

在上一节中,我们假定整个国民经济中仅存在两个部门,一是居民,二是企业。实际上,国民经济中应当主要存在四个部门:居民、企业、政府和对外部门。这里,我们先假定不存在金融部门。

首先,让我们概括地描述一下这四个部门的关系。居民以所得流入的形式获得收入,主要花费在:购买消费品、储蓄和对政府付税。企业的收入(流入)来自消费支出(销售收入)、投资支出(制造投资品的企业收到希望投资企业的支出)、产品的出口以及对政府的商品和劳务供应。企业的收入作为流出的支付有:支付给居民的工资和股息、支付进口的货物和原料以及交给政府的赋税。上述关系我们进行了一定程度的简化,因此可能是不全面的,但主要的关系还是表现出来了(参见图 1.3)。

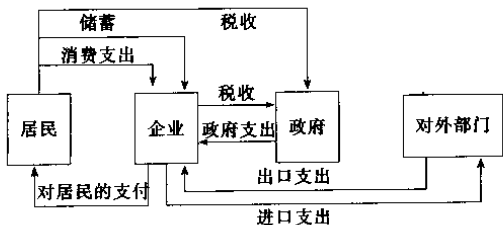


图 1.3 国民经济四部门资金循环图

图 1.3 所示的资金循环图实际上是一个封闭的循环体系,各个部门彼此互有流入和流出,因此这些部门的总流出量应当等于

这些部门的总流入量。

很清楚,虽然总流入量等于总流出量,但就某一个部门来说,情况不一定如此。这里有两种可能性:一是某部门支配掉的收入与它的总收入恰好相等,二是一个部门打算支出的量大于或小于它的收入。在前一种情况下,这个部门取得了“收支平衡”;而在后一种情况下,某些部门有了盈余(收入大于支出),另外一些部门则有了赤字(支出大于收入)。

如果我们不考虑外贸因素,也就是假定国际收支平衡,那么经常出现盈余和赤字的部门有三个:一是企业,二是个人,三是政府。下面,我们分别进行分析:

(一)企业资金的盈余与不足

由于企业是整个经济活动的中心,所以我们有必要重点研究一下企业的资金平衡。企业部门在经济活动过程中,除了向部门内其他企业支付原材料费用外,还要向居民支付工资和股息,向政府部门交纳税赋,向国外部门支付进口贷款。另一方面,企业以销售产品获得的收入来保证企业获得收益并继续经营下去。所以我们给出下一等式:

$$\begin{array}{l} \text{企业} \\ \text{收入} \end{array} = \text{支付工资、股息} + \text{支付原材料费用} + \text{折旧} + \text{税金} + \text{纯利润}$$

企业为了获得更多的利益,为了不断扩大企业的经营,必须不断地进行投资,形成扩大再生产。而进行投资,就必须有资金来源。企业投资的资金可以自己筹集,即在税后利润中拿出一部分,作为扩大再生产的资金来源,这部分资金积累又称为企业储蓄。如果企业的投资完全依靠自己的储蓄形成,那么企业就不存在赤字问题了,即:

$$\text{企业投资} = \text{企业储蓄}$$

但对大部分企业来说,一般都是投资的资金需要大于内部储蓄形成,也就是:

企业投资 > 企业储蓄

这就意味着企业资金出现了不足或赤字,这部分差额为:

$$\begin{aligned} \text{企业投资超过} &= \text{企业投资} - \text{企业储蓄} \\ \text{储蓄的部分} &= \text{企业} - \left[\text{销售} - \left(\text{原材} + \text{工资、股息} + \text{税收} + \text{进口} \right) \right] \\ &\quad \text{投资} - \left[\text{收入} - \left(\text{料费} \right) \right] \end{aligned}$$

企业投资超过自身储蓄的部分,需要通过一定的方式进行弥补,在以后的章节我们要涉及到企业通过发行股票、债券或从银行贷款的方式筹集资金进行扩大再生产,这就构成了金融市场活动的重要组成部分。

(二)居民资金的盈余与不足

一般说来,居民是一个盈余部门。从整体上看,居民的收入总是大于消费,消费的剩余就形成了储蓄,但这并不排除个别家庭会出现“负储蓄”现象。

居民储蓄形成后,一般都以大部分购买金融资产,这些金融资产或者是企业发行的股票、债券,或者是政府发行的公债券,或者是其他金融证券。

(三)政府部门的资金盈余与不足

政府部门的资金活动主要体现为政府财政收入与支出,如果财政收入大于支出,就称之为盈余,如果相反就是赤字。从各国情况看,财政收支关系的常态一般都是支出大于收入,也就是说政府部门一般是表现为资金不足的部门。

政府资金不足,也必须通过一定的形式来弥补,一是向中央银行借款或透支,二是直接向公众发行公债。

综上所述,我们对企业、居民、政府三个部门的资金活动进行了分析。由于国民经济中总投资与总储蓄存在着恒等关系,即“总投资 = 总储蓄”,所以,一个部门的资金不足(或超投资)总会表现为另一个部门的资金盈余。根据刚才我们给定的例子则有:

$$\begin{array}{c} \text{企业资金不足} \quad \text{居民的资金盈余} \quad \text{政府部门的资金不} \\ \text{(投资} > \text{储蓄)} \quad \text{(投资} < \text{储蓄)} \quad \text{足(投资} > \text{储蓄)} \end{array}$$

国民经济各部门存在着资金盈余和不足的问题,这就为金融市场的形成提供了依据。

第三节 资金融通与金融市场

前面我们谈了国民经济各部门储蓄与投资的平衡关系,主要是以资金循环为线索进行的,由于各部门资金循环存在着盈余和不足的情况,因此就产生了资金的融通。下面我们就分析资金融通与金融市场的关系。

在资金循环过程中,有些部门投资大于储蓄,而有些部门则储蓄大于投资,这种不平衡需要通过资金的融通加以调节。资金的融通尽管不直接反映实质的经济活动,但它的顺畅与否却对经济活动具有重大影响。如果没有资金的融通,任何经济部门都不能使自己成为绝对的赤字部门,无论有多么有利的投资机会,它也只能在自己的储蓄数额之内进行投资;而另外一些储蓄盈余部门的资金却得不到利用,于是资金循环规模就会缩小,从而整个经济就会处于萎缩状态,导致收入的下降。从这个意义上说,资金融通与资金循环有着同样的地位。

金融市场是实现资金融通的场所或总过程。换一种说法,国民经济中的资金循环如果有金融市场介入,那么就会产生资金的融通。

下面我们来分析一下资金融通的内容及其与金融市场的关系(参见图 1.4)。

图中实线部分是国民经济各部门之间的资金循环,虚线部分是通过金融场所进行的资金融通。主要的资金融通活动包括以下几个方面:

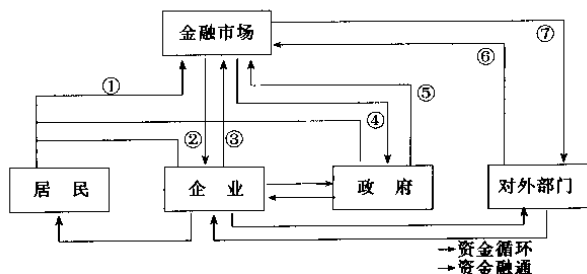


图 1.4 资金融通与金融市场

1. 居民储蓄形成,从金融市场上获得相应的金融资产,通过金融资产这一媒介,资金从居民手中流入金融市场,形成资金的供给。

2. 企业在投资超过自身储蓄的情况下,通过金融市场筹集资金。筹集资金的方式,可以从银行借款,也可以发行股票、债券等。

3. 某些企业在某一时期可能产生资金的盈余,为了获得相应的收入,企业往往都是将剩余资金投到金融市场上,转化为金融资产。

4. 政府在预算支出大于预算收入的情况下,为了弥补财政资金的不足,从金融市场上筹集资金,主要是发行长期政府债券和短期国库券。

5. 政府也有可能产生资金剩余,这也形成金融市场的资金供应。

6. 如果我们考虑对外经济关系的话,那么金融市场应当是一个开放的系统。当国内储蓄不足时,通过引进外资或借外债来弥补金融市场的资金不足,如果相反,则产生资金输出。

根据上述资金活动,我们可以将融资划分为两种方式,一是直