

一、市场总论

1. 市场经济体制

经济体制是组织一个群体生产、分配和消费的制度。市场经济体制是通过市场自由运作，提供讯息而作出各种生产、分配和消费决策的一个经济体制。在资本市场经济体制里，私人拥有生产资料。在社会市场经济体制里，则由国家或群体拥有生产资料。

自由市场的基本假设是：(1)市场上有大量买家和卖家，互相竞争，他们个别的买卖不足以影响产品的市场价格；(2)买卖方都不受制度上的限制，而在自己认为适当的时机进入或退出市场；(3)在正常情况下，政府并不积极参与市场活动；(4)为了保证市场的顺利运作，政府在水场上的角色是维持秩序，制定法令，保障契约，促进竞争和裁判争论。

实际的市场运作

绝大部分市场的实际结构都是寡头独占 (oligopoly)，少数的大买家或大卖家充分影响市场价格，大多数的中小买家或卖家则在市场波动中尝试赚钱。这些大小户在法律的许可下，尽量去赚钱，使市场经济充满活力。

但是大户的活动力大，偶然会冲击到市场结构上的弱点，使市场失去自我调剂的力量，引发“市场危机”。这

种情况在市场经济里会间歇地发生，届时政府必须介入，不让大户摧毁市场，恢复市场秩序。事后，政府要对市场结构进行适当的调整，增加透明度，限制大户活动，从而使市场再度顺利运作。

从现代的市场理论上来说，市场从顺利运作到发生危机，到政府介入而调整结构，这一个循环是市场经济的特色。市场经济充满活力，社会去芜存菁，总体效益提高，使社会适应科技、经济、政治的新环境。

市场经济体制中的三大市场

现代经济学里，市场经济体制中的三大市场是：（1）产品（product）市场；（2）人力（labour）市场；（3）资本（capital）市场。传统经济学里则还有土地市场。现代经济学把土地市场归入产品市场中。详细分类，产品市场可以分为资本产品和消费产品两大类。土地属于产品市场中的资本产品。消费产品可以包括实物或服务。资本市场则可以分为长期资本市场和流动资本市场两大类。

市场经济体制中，企业家从产品市场购入资本产品和原材料产品，从人力市场购入经理人才和各级劳力，从资本市场购入长期资本和流动资金。企业家把购入的这些成分通过他们所组织的企业生产出下游产品或服务，推销他们所生产的产品或服务。

企业经营有利可图就反映了该企业所生产的价值高于投入，社会接受他们所生产的产品或服务，而且社会将

增加对他们的信任，让他们控制更多资源。企业经营亏本就反映了该企业所生产的价值低于投入，社会不接受他们所生产的产品或服务，而且社会将减少对他们的信任，不让他们控制太多资源。如果企业连续经营亏损，社会就干脆让它破产，改把资源交给有效率的企业家去经营。

财富促进社会进步

现代工业社会科技发达，组织复杂，企业经营必须用智力来组织物力、劳力和财力来生产。我们必须更改传统思想，对财富要有正确的看法才行。我们反对的是追求财富时的不法行为，以及有了财富以后骄横和欺凌的行为。在企业家手中，财富可以创造价值，使社会不断进步。因此，不应该反对财富本身。

一个国家惟有不断提高整体素质，才能够在世界民族之中立于不败之地

一个强大的国家必须要有强大的经济力量，强大的经济力量则来自于良好的经济体制和优良的企业管理。在市场经济体制里，每一个人都密切留意他们所关心的市场变化，从千变万化的经济活动中找出条理，因而不断地调整他们的经济活动，以期创造最大的利润。

即如上述，从投入产出的角度来说，企业的利润就是生产出来的产品或服务减去投入的资源。利润多少就取决于企业经营者的决策了。企业经营是一个高层次的脑

力活动。西方国家极为注重企业的经营管理。近数十年来更是把这方面的经验推广到社会的其他领域。因此，如何训练、培养、加强、提升一个国家的企业经营管理人才实在是整个国家发展的重点。一个国家惟有不断提高总体素质，才能够在世界民族中立于不败之地。

2. 市场概论

市场结构

一般市场的结构可以用简图描绘。见图 1-1。

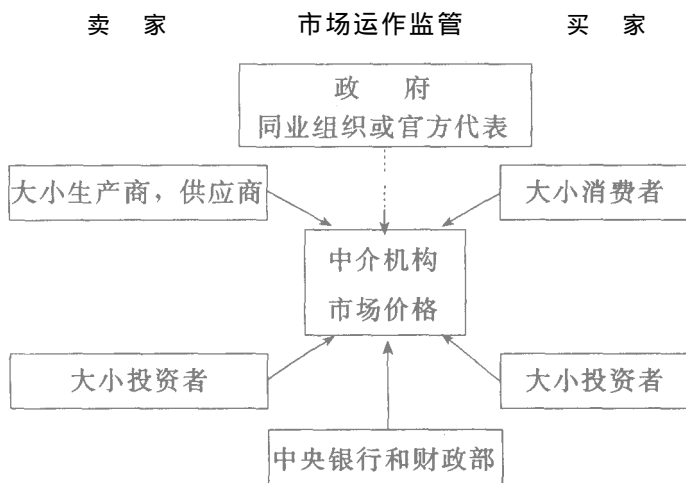


图 1-1 一般市场的结构

有关市场的各种问题

- 市场的各种形式、运作规则和管理模式。
- 大生产商和大应用商对市场的影响。
- 非商业投资者对市场的影响。
- 大户对市场的影响。
- 市场运作的中介者。
- 中央银行和财政部对市场的影响。
- 市场买卖和结算程序。
- 市场的买卖工具。
- 市场研究。

参与市场买卖的各种问题

- (1) 市场价格预测的方法。
 - 基本分析。
 - 技术分析。
 - 其他深入的研究。
- (2) 如何进行买卖，从市场价格变化中赚取利润。
 - 即市买卖，中期买卖，长期买卖。
 - 期权买卖。
 - 其他形式的买卖。
- (3) 不同买卖策略的回报和风险不一。
- (4) 投资时心理变化的控制。
- (5) 长期投资行为。
 - 投资组合 (portfolio) 理论。

建立投资组合。

投资组合变化。

以上的模式适用于一般的市场。本书将注重金融市场 旁及其他市场 如房地产、贵金属和大宗商品。全书内容围绕着上列各个问题进行详细阐述。

市场价格变化引发财富效应

在讨论个别市场之前，有必要先讨论“财富效应”（wealth effect）。财富效应是指投资者因为个人资产值增加而加强消费，使总体社会受益。这个效应主要是出现在股票和房地产市场。

根据近年美国经济学家的研究，财富效应可正可负，一般是资产每增值 100 元，投资者就增加消费 5 元。比如，一九九八年，美国国民总生产值大约是 80 000 亿美元。一九九九年底，股票市场总值大约是 120 000 亿美元，比一九九八年底的 100 000 亿美元增加了 20 000 亿美元。5% 的财富效应就是增加了 1 000 亿美元的消费，相等于国民总生产值的 1.2%。

一九九九年，美国国民总生产值增长率是 6% 其中 1.2% 是来自股票市场的财富效应。同期，美国的房地产亦增值不少，这一方面的财富效应亦是相当大的。两者加起来是 2%。换言之，一九九九年，美国国民总生产值增长率的三分之一是来自“财富效应”而引发的消费。

在市场经济体系中，股票市场经常走在总体经济之

前，财富效应就是实质的原因。换言之，股票市场价格的不断上涨使投资者财富增长，消费增加，总体经济受益。一般的消费顺序是必需品、耐用品、奢侈品、交通工具、房地产。消费的数量越来越大，对经济的影响亦越来越大。房地产价格的上涨又回过头来产生财富效应。总体经济不断上涨，一直到通货膨胀率大增，迫使中央银行决定采取行动来冷却经济为止。

中央银行提高利率后，股票市场开始冷却，产生负财富效应。房地产价格随而下降时，负财富效应会因而增加。总体经济因而逐渐冷却，使通货膨胀率受到压抑，经济不再炽热，从而逐渐恢复正常。

从投资者角度来说，在经济扩张末期必须提高现金持有比例，以备冷却期突然来临。原因是股票和房地产价格的下跌速度比上升速度快得多，如果不预先准备好现金就会措手不及了。

3. 三大市场的各种形式、 运作规则和管理模式

市场经济的基本假设是竞争与自由的市场。在某一个时间里买卖双方在某一个市场内竞争所达成的价格，就是所谓该时间的市场价格了。为了使市场顺利运作，政府会消极地扮演法令制定者、保护者和裁判三种角色。当市场出现罕见的面临崩溃的局面时，政府可以积极地参

与市场买卖，或临时修改法令，借以保护市场及总体经济的运作。

产品市场

市场的形式是多种的，既可以是有固定形式的，也可以是无固定形式的。有固定形式的，如卖菜卖肉的零售市场、超级市场、百货商店、旧货市场、玉器市场、黄金市场、古董市场、蔬菜批发市场、鱼类批发市场、布匹批发市场等。它们的运作地点、时间、方式等都是受各级政府的管制。只要经营者是合法的，他们也同时受到政府的保护，使他们的经营不受骚扰。市场的运作出现较复杂的纠纷时，政府会被邀请进行裁判。

无固定形式的市场，如外汇市场、证券包销市场、国际金融服务、国际电影市场、电脑软件市场、各种媒体广告市场等，它们运作的地点大都已经超越地域甚至于国家界限。它们的经营方式新颖，不断变化。因此，这一方面的法律也就必须急速发展，以详细界定它们经营行为的合法性，保护市场的运作，裁决市场纠纷。

一个好的政府只是推动市场活动，不会主动地多方改变市场的运作。同时他们会用权力保护市场经营者，使他们不受有组织或无组织的非法干扰。市场出现纠纷时，政府会有一定的程序公平地加以处理。一般来说，为了避免脱离现实，政府会协助商人组织起来，成立同业协会、市场委员会等，成为政府的咨询对象。当这些商人所组织

的商会成熟之时，更可以担当一部分政府的工作，自行解决简单的问题，只留下复杂的问题才由政府来出面解决。

在这种情形下，商会提出市场的运作的章程和规则的建议，由各级政府来决定。区域性的市场，政府可以发布行政法规来管制市场的运作。省、市及全国性的市场，则需要政府制定法律来管制市场的运作。由于市场发展是动态的，法规和法律都需要不断地修订，以适应市场的变化，进而推动市场的变化。

商会的活动是保护现有商人的，一般来说，他们的活动是反竞争的。政府制定法规和法律时就必须咨询多方意见，尤其是律师、会计师等专业人士的意见，使市场是竞争和自由的。同时，为了市场的顺利运作，也要咨询所在地的街坊、警方、消防及政府的意见。

资本市场

资本市场包括了债券市场和股票市场，代表了产品的长期拥有权，而非产品本身。事实上，资本市场是金融市场的一部分。金融市场还包括存款市场、贷款市场、期权市场、外汇市场、投资基金、人寿保险等。

资本市场的功能是引导资金把社会的有限资源作最有效的分配，借以增加总体经济发展。在这个定义中含有以下几个内容：(1) 对资金作有效的分配是最重要的；(2) 当大量资金流入某些有限资源的市场之时，就会使这些资源的价格急剧上升；(3) 同理，当大量资金退出这些市

场时，就会使这些资源的价格急剧下跌；(4) 投资者对风险与利润的估计是引导资金进入或退出一个市场的主要诱因；(5) 用行政手段来决定资金流向是低效率的；(6) 资金来源并不限于本区域，可以适当地借用外资。

但是，借用外资时必须符合本国的利益。经济开放虽然是全球的主要趋势，当国际大投机者兴风作浪时，政府必须断然采取行动，不惜暂时截流，不让投机者得手。否则，国家金融市场很容易因为大量失血而使经济萎缩。

政府的工作是设立有效的架构使资金流动得通畅。并要尽量减少对资金流动和资讯流通的阻力，方法是：(1) 减低或消除利息税；(2) 减低或消除股息税；(3) 减低或消除资产增值税；(4) 要求企业增加消息公布；(5) 处罚公布假消息误导投资者的企业人士；(6) 要求政府增加经济数据的公布；(7) 处罚申报虚假经济数据者；(8) 逐渐增加竞争使交易费用下降；(9) 鼓励应用新科技来使交易费用下降；(10) 增加市场买卖双方的力量而批准资本市场的空头操作。

近年来，金融市场的发展极为迅速。由于资讯发达，很多金融市场已经是没有具体的市场建筑了。市场参与者通过电话、电脑、联网直接买卖。虽然买卖双方都签了合约来保障双方的利益，但是这些合约大部分是未经法律考验的。加上投资者经常越洲买卖，出现纠纷时更趋复杂。现在，这些买卖是由行业的习惯来运作的，它们的法律架构实在是未经完善的，这一点就已经进入市场研究

的最新范围了。

人力市场

在人力市场的管理方面，工业国家的政府用立法手段来界定劳工和企业的权限。要求劳工和企业签订劳务合约。这些合约可以是企业和个别工人签订，也可以是企业和工会代表工人签订。在谈判劳务合约期间，工人可以采取包括罢工在内的合法手段来争取最佳的条件，更可以要求其他工会作象征性的罢工支持。企业和劳工谈不拢的话，企业可以向法庭申请禁制令，要求先复工、后仲裁，然后要求劳资双方遵守仲裁的结果。

产品市场和资本市场的全球化比较容易，人力市场的全球化却不容易。专业人才的流动还可以，一般劳工的流动则是阻力重重。在这种情况下，轻工产品的生产基本上已经是全球化，劳务成本低的国家占优势。重工产品的生产则限于工业国，各国的竞争剧烈，政府进行大量资助。基本上是技术高、成本低的国家占优势。服务业、建筑业的区域局限性很强，企业不容易引进劳务竞争，只可以增加机械化和自动化的程度来减低对工人的依赖。

到了八十年代，英国的首相撒切尔夫人和美国的总统里根强硬的打击工会，增加国内劳务竞争，鼓励多劳多得，结果是成功地打破工会对劳务供应的垄断，使企业乐意回到英、美各国投资，成绩极为可观。欧洲方面，工会力量强大，劳务竞争不足，到了九十年代末期才开始断续采

取行动，估计要好几年之后才会见效。澳洲方面，国家政策紧跟在英、美国之后。九十年代初开始增加劳务竞争，近年来有所见效，失业率不断下降。到了二〇〇〇年，各州的工党抬头，工运有意复辟，要求回到十多年前工会垄断劳务供应的状态。目前，这个斗争还在发展中。

一般来说，工运的成功与否是由国家法律环境所决定的。如果法律环境倾向于帮助工人的话，工会的斗争就会较为成功。反之，如果法律环境倾向于帮助企业的话，工会的斗争就会较为吃力。澳洲工会在七十年代和八十年代曾经用暴力使社会接近瘫痪，人们大为反感。现在工会意图复辟，澳洲社会大众并不同情，他们的斗争不容乐观。

4. 大生产商和大用家对市场的影响

大宗商品的生产商对商品市场价格有相当大的影响。但是，对商品市场价格有巨大影响力还有大的用家和大的金融投资者。现以原铝市场来做例子进行阐述。

拿原铝生产者来说，他们的投资庞大，收益却极受原铝价格波动的影响。为了保护收益率，就必须采取适当的对冲保值 (hedge) 策略，减低收益的波动幅度，以便保证这一部分的利润。如果该企业的董事会决定采取高风险策略的话，可以不做任何对冲保值。如果董事会是保守的话，就会采取低风险的策略，做相当大量的对冲保值。

大宗商品生产商的对冲保值一般来说都是相当保守的。他们会做较大比例的长期对冲保值。原铝生产者会沽售接近 50% 生产量的三年至七年期铝保值。其中一部分是以美元计算，一部分是以澳元计算，比例则取决于企业是以那一种货币来计算利润的。以澳元计算的对冲保值，买卖时会影响澳元的汇率。

在具体操作时，要考虑的因素是相当多的，包括：(1) 对冲保值的比例；(2) 对冲保值的价格；(3) 对冲保值的年期；(4) 对冲保值的工具；(5) 不同对冲保值工具的利弊和风险；(6) 金融操作部门和管理层的关系；(7) 金融操作人员的专业水平等。

同样来说，其他大宗商品生产商的对冲保值也是相当大的。比如，澳洲金矿公司会在把黄金矿藏(reserve)升格为储资源(resource)之时，在市场内沽售不少于 50% 以澳元计算的远期黄金，以便保证这一部分的利润。具体执行时，会影响澳元汇率。

澳洲的总体经济以资源产品出口为主。以美元计价的对冲保值活动会影响直接大宗商品的价格，以澳元计算的对冲保值则同时影响澳元的汇率。大宗商品生产商沽出商品、买入澳元时，使澳元汇率受到支持；他们偶尔平盘时，则反之。

铝的主要用途在航空汽车业、饮料罐行业和建筑业。这些行业对用铝的对冲保值态度不一。航空汽车业热衷于买入远期原铝，以便保障他们的生产成本。一般来说，

他们会买入五年至十年的期铝。饮料罐行业对于用铝方面的对冲保值不甚积极，大致上会买入三个月至十二个月的期铝。建筑业方面的铝轧件厂对于用铝方面的对冲保值亦不甚积极，方法和饮料罐行业差不多。

分析完原铝市场大生产商和大用户对期铝对冲保值的态度后，我们可以得到下列结论：（1）五年至十年的期铝市场交投稀疏，价格变化较少；（2）二年至五年的期铝市场比较活跃，但还是以生产商的沽售为主；（3）一年以内的期铝市场最活跃，以大用户的买入为主；（4）大的贸易商和金融投资者则以一年内的期铝市场为主。

二〇〇〇年，全球用铝 2450 万吨，西方国家占 83%。原铝的生产商财力极为雄厚，但是他们的生产绝大部分是预先销售了的。能够做短期买卖的是很少的。这些都是掌握在大贸易商和大投资者手中。在一九九九年底，伦敦金属交易所认可的仓库存有原铝 77.4 万吨。

在一九九九年底，伦敦金属交易所的未平仓原铝合约总计是 760 万吨，这些合约大部分是短期的。拥有合约者足以主宰短期的原铝市场价格。换言之，金融投资者的活动集中在短期买卖，影响力大于生产商和用户。由于他们不活跃于中长期，因此，远期价格的变化就比较小。

5. 非商业投资者对市场的影响

一般来说，大商业投资者做中长期买卖，非商业金融

投资者会集中做短期买卖。他们对市场前景的不同看法就使市场价格的时间曲线发生变化。这种情况尤其适用于大宗商品市场。

非商业金融投资者的长处是奔走灵活，他们会注视经济因素而抢先买入或卖出大宗商品，因此，经常可以赚到第一笔钱。他们的短处是耐性不足，几个月内市场价格不跟着他们的想法走的话，他们就会平仓撤离市场。相反来说，商业投资者的动作缓慢，显得被金融投资者拖着鼻子走。他们只能赚商业大循环的钱，不能赚中期循环的钱。

在预测价格时，必须把上述的情况考虑进去。如果经济前景不佳，金融投资者和商业投资者都看淡市场的话，市场价格就会急速下跌，短期价格又会比中长期价格跌得快。我们把短期价格低于中长期价格的价格时间曲线叫做是呈期货溢价(contango)。短期价格和中长期价格的差叫做差价(spread)。如果差价是异常大的时候，短期价格可能是跌得太快了。市场出现超卖后，不久就会出现反弹，调整一下，等待新的经济数据，对经济前景做新的预测，同时对商品供求关系作出新的判断。

如果经济数据显示经济前景继续不佳，商品继续供过于求，库存不断增加的话，金融投资者就会继续沽售，价格继续滑落，差价再度扩大，直到再度出现超卖为止。这个时候，生产商做对冲保值的沽售，大用家则拒绝做对冲保值的买入。