一、证券市场概述

证券市场交易的对象是各种有价证券。有价证券本身没有价值，但它是代表各种财产所有权的凭证，是一种虚拟资本，因它能为其持有者带来一定的收益，故能在市场上买卖，具有价格。有价证券主要包括债券与股票两大类。

证券市场的存在,为证券的发行者(筹资人)和证券的持有者(投资人)建立起一个中介系统。这一系统在市场经济下就是以交换为前提的市场。

证券市场上的筹资人,可以是公司(企业),也可以是政府机构(如政府发行国债)可以发行股票,也可以发行债券。证券市场上的投资人,可以是机构(法人),也可以是社会公众(自然人)。通过证券市场的运作,证券得以流通,在持有人之间易手。一方面,在证券流通的过程中，资源（财产）因发生所有权的转移而得以重新配置，比如甲企业对乙企业股票的收购达到一定比例就意味着完成了对乙企业的兼并；另一方面，证券流通过程中价格的波动会给投资人带来获利的机会。

需要全本请访问 www.ertongbook.com

世界证券市场历经 400年的发展，现今已成为世界经济金融运行的‘指示器’和‘晴雨表”，其错综复杂而又极为敏感的表现，已使各国政府将其视作实施经济政策和宏观调控的一个重要手段。

1. 证券市场结构

(1)证券交易过程

证券交易通常包括初次交易和再交易两个过程，从这一角度看，一个完整的证券市场包括证券发行（初次交易)市场和证券流通(再交易)市场,前者是一级市场，后者是二级市场。

①证券发行市场——一级市场。证券初次交易的市场,它是证券发行者(企业、公司或政府)为筹集资本向外界及社会公众发行证券的市场。这一市场通常并没有一个像证券交易所那样的特定发行场所。一般而言，证券在发行结束后的一段时间，方可申请在证券交易所（二级市场）上市转让。

证券发行市场由发行者、承销商、投资人组成。证券的发行,有时在发行人(公司、企业或政府)和投资人之间直接进行，但更普通的情况是通过中介机构（承销商）进行，即由证券承销商包销发行者的证券再转售给社会公众投资人。显然，后一种方式较前一种方式加大了发行成本，但可以使证券发行的对象和范围扩大。在发达

国家,承销商由投资银行(如美国)或证券公司(如日本)充当。

②证券流通市场——二级市场。证券发行结束后的再交易市场，基于证券持有人转让、变现以及获利需要而形成。从发行市场购得的证券可以在这一市场反复地买进卖出,即“炒股”按照证券的流通渠道,二级市场又可采取两种形态：一是以证券交易所为渠道的有严格组织和交易规则的场内市场；二是以分散柜台交易为渠道的无严格组织的场外交易市场。

证券市场层次的上述划分是必要的，因为证券的发行市场与流通市场互相制约。证券发行是证券流通的基础，一个强大的发行市场是证券市场发达的重要标志；如果证券的流通规模过小，市场过窄，就会因证券的流动性(证券的变现能力)差而影响证券的下一轮发行。因此，不能认为证券市场就是流通市场，甚至就是证券交易所。

(2)证券市场组织

从有无严格组织和交易规则的角度，证券市场可以分为两类：

①有严格组织和交易规则的证券交易市场。指按一定的组织形式、拥有固定交易场所和设施、有固定交易规则、方式和规范运作程序的证券流通市场，即交易所市场，或称场内市场。目前，世界著名的纽约证券交易

所、伦敦证券交易所、东京证券交易所以及香港联合证券交易所等，都是这种类型的证券交易市场，它们是整个证券交易市场的中心。

②无严格组织的证券交易市场。指基本无严格组织形式、无固定交易场所的“无形”证券市场，又称“店头”（柜台）交易市场，相对于交易所交易，是一种场外直接交易行为。它不一定存在一个集中交易的场所，而是由买卖双方通过中间商（证券经纪商）所进行的分散交易。交易所市场和柜台市场之间的“场内”和“场外”区别不是绝对的，随着现代通讯和电子技术的迅速发展，二者有逐渐“融合”的趋势。场外的柜台交易事实上早已脱离了过去分散无序而缺乏管理的状态，比如“全美证券商自动报价系统”已是一个高效率的、组织严密的场外交易体系，通过这一体系完成的证券交易规模已大大超过交易所的集中交易量，该系统在很大程度上起到了对场外证券交易的管理和约束作用。

就大多数国家证券交易市场的一般情况而言，交易所市场和场外柜台市场的区别仍然较为显著。通常所说的某种证券的上市或未上市，是指在交易所而非场外市场的挂牌转让。场内、场外两个市场各有千秋。前者交易量集中，有较高的成交速度和成交率，机构设施完备，管理严格，市场秩序较好，但对证券上市标准掌握严格，一般投资人(证券购买者)只能委托那些具备交易资格的证券经纪商(交易所会员)进行间接交易 后者管理

较为宽松,具有交易灵活、简便、成本较低的特点。

(3)证券市场交易对象

证券交易市场的对象是指证券交易的对象和种类,总的分为股票和债券两大类,具体可分为若干类。

①政府债券市场。政府当局及其所属部门为了某种目的(修建公共基础设施、弥补财政赤字、调节经济运行等)发行债券形成的市场。发达国家的政府债券市场是多层次的,如美国政府债券市场由联邦政府债券市场、联邦政府代理债券市场和州与地方政府债券市场组成,发行的债券期限亦有长、中、短期之分,这些债券的安全性好,尤其是短期债券,几乎相当于现金,利率通常较公司债券为低。一般说来,政府债券市场的买方主要是商业银行、储蓄机构、保险公司、退休基金组织、个人以及外国政府,政府债券市场在世界债券市场中占有相当比重。

②公司债券市场。企业为满足长、短期资金需求发行债券并由此而形成的债券交易市场。这类债券的发行既可以公开发售(一般通过中间商——投资银行或证券公司),也可采取针对固定发行对象的私募方式,买方一般是保险公司、退休基金组织、储蓄机构、社会公众以及外国政府等。

③股票市场。由股票发行和再流通而形成的市场。股票包括普通股和优先股,优先股在股利分配方面享有

需要全本请访问 www.ertongbook.com

优先权，更接近于收益相对固定的债券，但优先股股东一般不参与公司的经营决策。股票的发行方式之一是筹资企业自己发行，只要求投资银行等中介机构予以适当协助,这样做发行费用低,但发行周期长,只适用于小规模的定向募集或热门股票的发售，大多数股票则是委托投资银行发行。

④抵押证券市场。借款人将抵押品所有权交与放款人所发生的抵押证券再流通市场。抵押证券是公司以自己的财产或所持有的有价证券作为抵押品向公众或金融机构发行的一种证券。当公众中抵押证券持有人在证券未到期以前因种种原因需将所持证券予以转让时，便形成了抵押证券的流通市场。抵押证券一般以有价值的不动产为基础，因此其发行和流通受到较为严格的限制,市场规模不大。

⑤证券期货市场。所谓期货，指现在达成协议而在未来一定时间再实际交割的各类商品。其特点是交易合同的签订和交易对象的实物转让不发生在同一时刻，在期货市场上买卖的实际上是期货合同，即双方买卖期货的承诺，但这种交易须以标准化、契约化的合同及合约形式进行。买卖以证券为期货的合约所形成的市场，就是证券期货市场。由于从签约到证券交割期间，交易券的价格很可能发生变化而与先期合约中所定价格不一致,期货交易既具有保值、转移价格风险、提供未来市场信息等积极作用，又可能助长倒卖证券的投机活动，因

此，各国都通过立法对这种交易进行严格的管理。

2. 证券市场形成

证券市场的形成有两个基本要素：一是股份公司二是信用制度。

(1)股份公司

证券市场交易的对象是证券，而证券是政府机构和股份公司发行的。

资本主义初期，社会经济的发展和经济规模的扩大，封建家族式的独资企业难以短期内筹集巨额资本，便以发售债券和股票方式联结众多企业组成股份公司，并把公司的资产分为等额的股份后公开发售，股票的持有者是公司的股东。

1600年，英国女王伊丽莎白一世批准设立东印度公司，这是具有现代股份公司雏形的第一家企业。1613年，该公司首次成功地募股筹资 42.9 万英镑；1688 年，英国君主立宪制建立，掀起了设立股份公司的浪潮；1694年，第一家股份制银行——英格兰银行成立,享有发行银行券筹资的特权。1730～1790 年,英国开凿了 42 条新运河,耗资 450 万英镑，都是通过英国运河股份公司募股而来的，为证券发行市场之滥觞。到 19 世纪中叶，英国制造业股份有限公司普遍设立，政府开始发售

债券，一些非正式的地方性证券市场也逐步形成，并在此基础上于 1773 年在伦敦柴恩胡同的新乔纳森咖啡馆诞生了世界上第一家证券交易所——伦敦证券交易所的前身，当时的大企业，如铁路、金融机构的证券交易都集中在此进行。1792 年 5 月 17 日，纽约 24 名经纪人在华尔街一棵梧桐树下签订了著名的《梧桐树协定》，规定了委托交易收取佣金的最低标准。1817 年，这些人组织了“纽约证券交易会”，1863 年正式更名为“纽约证券交易所”。至此，证券交易市场运作进入了一个新的阶段。

(2)信用制度

证券的发行、交易实质是一种信用活动，是信用制度发展到一定程度的结果，同时在内容和形式上又丰富了信用制度。信用的基本特征是偿还性，是以偿还为前提的一种特殊的价值运动形式。当货币资本与产业资本分离时，证券被作为信用工具得以充分实现这种分离，通过证券这一特定的形式使企业（产业资本）受控于金融机构(货币资本)，金融资本渗透于证券市场从而控制产业资本，能吸引更多的收入和储蓄转化为证券，从而达到企业充分筹资的目的。为了长期地、大量地使用他人的资金，证券还必须能够方便、灵活地买卖，否则就等于剥夺了投资人自主投资的权利。如果证券因其流动性差或不能流动而丧失吸引力，也就丧失了证券的信用。因此，建立证券市场进行证券交易，是信用制度发展的

必然结果，证券市场本身也就是一种新型的信用工具。

3. 证券市场机制和风险

证券市场机制是保障市场高效运作的必要条件，众多的证券交易者入场交易，采取怎样的措施和方法才能保证足够的市场效率，是证券管理者需要不断探索的一个重要课题。这对促进社会经济发展，充分发挥证券市场配置资源的作用十分关键，否则就是一个投机过度、风险迭生的市场，也不利于资本向效益高的环节流动。

(1)证券市场高效运作条件

为保证证券市场公开、公正、公平运作，通常证券市场必须具备4个基本条件。

①信息传播的多元性、自由性、无时滞性。信息传播是证券市场的生命线，证券市场始终被各种信息笼罩。一方面，证券市场行情的变化反映了各种外在信息作用的结果；另一方面，证券行情的变化也揭示了投资者对各种社会政治、经济、金融信息的基本判断。反之，如果证券市场对外在信息无丝毫反映，则不是一个活跃、灵敏、高效率的市场。证券市场信息的多元性表现在证券市场信息及相关信息的产生不存在唯一性和固定性，即这些信息来源具有多样性和随机性。自由性是指信息传

播可以通过各种媒体广泛进行，并不受某一系统、机构的左右或干预；无时滞性意味着处于不同地域的投资人可以同时获得证券市场的信息，这在当今的通讯技术条件下已经实现，比如美国中西部投资人并不会比纽约的投资人迟获得信息。

②价格的自由波动。一方面，证券价格不受任何管理机构的直接控制而完全放开；另一方面，任何单个或极少数交易者不能操纵价格的涨落。在这一前提下，政府并不干涉独立的、不同的观点，人们尽可以根据自己的判断对证券价格走向作出预测。

③多种分析并存。一个高效率的证券市场通常存在许多基本分析者，他们可以从不同的角度去判断金融信息，从而相应调整对某种特定证券内在价值的评估，并据此向其客户推荐买入或卖出证券，因此，他们也不会就证券的内在价值达成一致的意见，众多的证券投资者就是通过这种广泛的基本分析而共同对证券市场的价格走向产生影响。

④证券市场变化的连续性和均衡性。在任何时刻，一则消息的传播会引起一种或几种证券价格的变化，导致整个证券市场价格发生波动。从这种价格调整过程的速度，可以测算出市场效率的高低。高效率市场中的证券，其内在价值的变动会呈现一种连续均衡的状态，整个证券市场的价格应当与证券本身基本的内在价值相一致，否则就是低效率的，将导致经济领域相应地发生

资本的错误分配。

(2)证券市场风险

证券市场风险是客观存在的，其运作机制就决定了不能消除风险，但可以适当规避。

①证券市场风险度。指证券市场整体对某一特定证券的平均冲击程度,一般用“β因子”测量。“β因子”是以个别股票的价格变动率为自变量，以整个市场的价格变动率（股票指数）为因变量，进行回归分析所获得的系数。若该系数小于1,则说明个股波动比整个市场低;反之则说明个股波动强于整个市场波动。

证券价格的波动有升有降，升降速度往往有密切联系，因而波动的程度可作为衡量其风险的另一个有用指标，就是价差率。其计算公式：

$$\text{价差率}=\frac{\text{最高价}-\text{最低价}}{\frac{1}{2}(\text{最高价}+\text{最低价})}\times 100\%$$

价差率按年度计算,数值越高,风险度越大。此外，统计学中的离差（标准差）反映个别指标对平均指标即中心指标的偏差程度，也可用于测量股票风险，通过比较整个股市的离差和个别股票的离差，表明了某家上市公司的风险度。价差率和标准差为我们显示了股票价格的变动程度，而如果要得到市场对个别股票或投资组合的冲击程度,则以“β因子”衡量,“β因子”标明个股价格

需要全本请访问 www.ertongbook.com

变动 1% 对整个股指变动影响的百分比，类似数学上的弹性（两个变量变动的百分率之比）概念。

②证券市场风险因素。证券市场风险因素错综复杂，总括起来有整个市场大势因素和个股自身因素两方面，具体地又表现为若干方面。

一是企业经营绩效。投资人往往将个股价格波动视作企业经营状况的反映。据估计，美国上市公司股价的波动趋势一般比其实际经营周期的波动要提前 4 个月。

二是投资人心理。在证券市场上，投资人对心理预期股价的影响十分明显，投资人的预见性，主要来自于捕捉各种信息，并进行分析判断。这些信息主要是政治风波、经济趋势、金融动态、企业内幕、市场情况等。例如，美国宣布出兵科威特时，投资人出于对战争预期的秩序破坏，纷纷抛售股票，股票价格指数下滑，但当战争爆发前夜，投资人预期发生转变——美国将赢得这场战争，于是信心高涨而使股票价格指数又大幅上扬。

三是投资期限。一般说，长期投资风险大，获利也多；短期投资风险小，获利也少。以债券为例，期限越长受货币市场利率的影响也越大，无论市场利率上升或下降，债券投资人都可能受损，因为债券的收益率是随期限的延长相应增加的。若市场利率上浮，相对而言债券价格下跌，损失自不待言；若市场利率下浮，企业会按债券面值提前收回旧债，再按降低了的利率发行新债，这样，投资人的预期收益同样受损。

四是证券的变现能力。指投资人需要收回资金时将所持证券变成现金的可能性。一般证券经营者总唯利是图，但急于变现也不能不放弃既得利益，此时证券变现风险的大小，主要取决于减价出售证券时证券市场的供求情况,变现能力越强,损失越小 变现能力越弱,损失越大。

4 证券市场供求与效率

(1)买卖双方的关系

证券市场的行情，归根结底是受买卖双方的关系——供求关系决定的。正确预测供求，就可能提高预测证券行情的准确性。

证券的买卖增减,除取决于金融市场的行情外，还取决于企业的经营状况。因此,在分析供求变化时,需要考虑证券市场的资金增减情况以及投资、筹资部门的资金状况。决定证券市场供求关系的是投资者的信用交易状态,即外国投资者、信托投资机构、保险公司、银行、企业、个人投资者的投资动态，这些证券市场参与者的投资变化会造成证券的供求失衡——供大于求或小于求。具体说，影响供给的主要因素是公司因投资扩股而发行可转换为股票的债券数量，这样做在增加证券供给的同时减少了市场资金。

投资者通过了解证券承销商（信托投资机构）的业

务经营状况，即证券发行状况是否良好，证券筹资市场占有率的高低，可以对证券市场供求关系作出一个基本判断。如果考虑到外国投资者参与本国证券市场投资的因素,还须结合国际市场汇率和能源(石油)市场状况以及国际资本市场资金使用等方面因素综合判断。一般而言，外国投资者和国内证券商的共同愿望是尽量维持证券市场一定时期的基本稳定。

企业资金状况的变化将影响证券市场的供求，当银根松动时，银行会要求企业增加借款，这样企业会将多余资金投入证券市场；反之企业则会从市场抽出资金还贷。此外,银行、保险公司也是证券市场行情的重要支撑者。这类机构入场交易,往往数额巨大,但在一般情况下它们不会大量增加或减少入市资金，故变动不大，投资者可视之为稳定市场的中坚力量。

不同的股票对市场供求波动的反映也不一，因为它们各具‘ 股性 ”,比如市场资金骤增(减)时,往往商业股和‘ 大盘股 ’率先出现上升(下降)行情。

(2)证券市场效率

以上影响市场供求的因素，只有在一个具有效率的市场中才能充分体现。如果市场价格能够最接近真实地反映股票的预期收益和风险，从而市场能最大限度发挥优化资源配置的功效，就是一个高效率的市场。一般衡量证券市场效率的指标有容量、流动性、稳定性和操作

成本等。

①市场容量。包括绝对容量和相对容量。绝对容量即证券市场的流量总额——交易总额；相对流量指流量总额与国民生产净值或国民储蓄总额的比率。从其深度、广度看，绝对流量指证券市场能以目前的市场价格供应或吸收大量交易中某种证券的能力，即单个证券的最大交易量；相对流量指证券市场供应或吸收不同证券品种的能力。显然,市场容量大,表示交易总量大,交易品种、中间机构多,市场发达而具效率。世界著名的交易所都是大容量、高效率的，尤以美国纽约的交易所为最。

②市场流动性。指市场资金供求依据利率和其市场条件变化的能力（幅度），若市场利率变动 1% ,那么市场资金供给变动的百分比即谓之市场流动性，这个百分比越大，说明市场流动性越强且效率越高。

③市场稳定性。指市场既不过于萧条也不因投机等因素而过于繁荣，而是稳步发展，不大起大落。

④市场操作成本。指从发行证券到领取利息全过程中所发生的各种费用总额，包括发行证券的手续费、证券交易经纪人佣金与印花税、对股息征收的所得税等。这是一个反指标，即指标值越低，市场效率越高。

(3)上市公司财务分析

对证券市场的运作机制进行全面、系统的分析，除了前述证券市场本身结构、机制、效率和供求关系诸方

面外，还必须对上市公司本身的财务状况有所了解，这是每一位投资者应该掌握的一个重要的市场基本面。

①上市公司的财务趋势分析。指根据一个公司连续数个会计年度的财务报表，比较各期有关项目金额，以揭示当期财务状况与营业情况增减变化的性质及其趋向的方法。

根据财务报表的内容，财务趋势分析包括：一是损益表。企业利润指标无疑十分重要；投资者不仅要看利润总额的变动，更重要的是看利润对销货、资产总额和股本权益的比率。二是资产负债表。在市场变化中,经营者要使公司资产免于受损，必须及时调整资产组合结构、资产状况与变现能力、流动资产与负债的比率、对外债务总额等。三是留存收益表。该表反映公司利润分配的结构，留存收益增加，说明股东对公司的再投资增加。

②财务比率分析。指同一张财务报表的不同项目和项目之间、不同类别之间或两张不同财务报表相关项目之间以比率反映的相互关系，以求从中发现和据以评价企业的财务现状和经营中存在的问题。

财务比率包括：一是盈利性比率。通常使用每股收益(税后利润股本总额)反映公司盈利水平,此外还有销售收益率、平均总资产收益率和股本收益率等。二是效率性比率。这一指标反映公司一年内资产运用的效率，包括存货周转率（一年内企业存货周转的次数）和固定资产周转率(销售净值与平均固定资产的比率),另有应

收帐款平均回收期，表明公司从应收帐款产生至收回所需的平均时间。

财务比率分析的重要方面是企业资产的流动性比率,包括 5 项内容：一是流动比率。衡量公司短期信贷能力最通用的比率。二是速动比率(又称酸性试验)。速动资产指几乎可以立即用以偿还流动负债的那些流动资产,由现金、适销证券和应收帐款组成。三是流动资产支用天数。根据预计的营业开支，现有流动资产足敷使用的天数。四是现金流入对负债的比率。这一比率是对流动比率和速动比率的补充。五是运转资金对总资产的比率。以流动资金扣除流动负债后的净额为运转资金，这一比率一般表明资产的流动性及其分布状况。比率过高,表明企业现金过多或存货过量 比率过低,反映企业流动资金不足。

5. 证券市场运行指示器

证券市场价格的变动、交易量的增减需以一定的指标(数)来反映,这类指标就是市场运行的指示器。无论对决策层，还是管理者及投资人，了解市场运行的变化都离不开各种股票指数。

(1)道-琼斯工业平均股价指数

道-琼斯工业平均股价指数是历史最悠久，影响最

需要全本请访问 www.ertongbook.com