

第一部分

导 论



第 1 章

投资环境

我们随手翻翻《华尔街日报》上的证券、市场与金融机构的内容，常常感到不知所措。尽管如此，金融环境并不是杂乱无章的，金融机构与市场自有其存在的原因和依据。在这一章，我们要传达的中心信息是，金融市场与金融机构是随经济中投资者的愿望、相关技术的发展与法规约束的条件相应发展的。

实际上，即便我们对投资者的需求、有关技术的发展和法规的约束情况不甚了解，我们也能够对投资环境的大致状况做出判断（如果不涉及具体证券的话）。在这一章，我们将探讨投资环境的一般情况。首先讨论金融资产与实物资产的差别。我们将金融环境化分成三部分：家庭、企业与政府，我们要看看投资环境有多少特征反映了企业与个人通过家庭、企业和政府三个方面的需求所创造的机会追求利润的本质，我们将考察金融创新背后的驱动力。接下来，我们将讨论金融市场的最新发展趋势。最后，我们要讨论家庭与企业之间的关系。

1.1 金融资产与实物资产

一个社会的物质财富最终取决于该社会经济的生产能力，即为社会成员提供产品与服务的能力。这种生产能力是社会经济中的实物资产(real assets)的函数。实物资产包括：土地、建筑物、知识、用于生产产品的机械设备和运用这些资源所必需的有技术的工人。实物资产与“人力”资产包括了整个社会的产出和消费的内容。

与实物资产相对应的是金融资产(financial assets)，譬如股票或债券。这些金融资产并不是社会财富的代表，股票并不比印制股票的纸张更有价值，它们对社会经济的生产能力并没有直接的贡献。但是，金融资产对社会经济的生产能力有间接的作用，因为它们带来了公司的所有权和经营管理权的分离，通过公司提供有吸引力的投资机会便利了投资的进入。由于金融资产对实物资产所创造的利润或政府的收入有要求权，因此金融资产能够为持有它们的公司或个人带来财富。

当公司最终利用实物资产创造收入之后，就依据投资者持有的公司发行的股票或金融资产的所有权比例将收入分配给投资者。例如，债券持有者基于利率和债券的面值来确定获得的收入流。股票持有者或股东对公司支付债券持有者及其他债权人以后的剩余收入享有要求权。因此，金融资产的价值源于并依赖于公司相关的实物资产的价值。

实物资产是创造收入的资产，而金融资产只能定义为收入或财富在投资者之间的配置。个人可以选择今天消费掉所拥有的财富，他也可以把它们用于投资以便在将来获得收益。如果他们选择投资，他们就可能选择持有金融资产。企业通过发行证券（将它们卖给投资者）获得用于购买实物资产的资金，那么，最终金融资产的回报来自于用发行证券所得的资金购买的实物资产所创造的收入。在比较发达的社会经济中，个人通过持有金融资产的方法拥有对实物资产的要求权是十分有益的，绝大多数人不可能亲自拥有汽车厂，但是，他们可以持有通用或福特汽车公司的股份，从而获得汽车生产所创造的收入。

在实际操作中，实物资产和金融资产可以在个人及公司的资产负债表中区分开来。实物资产只在平衡表的一侧出现，而金融资产通常在平衡表的两侧都出现。对企业的金融要求权是一种资产，但是，企业发行的这种金融要求权则是企业的负债。当我们对资产负债表进行总计时，金融资产会相互抵消，只剩下实物资产作为净资产。

区别金融资产与实物资产的另一种方法是，金融资产的产生和消除要通过一般的商务过程。例如，当贷款被支付后，债权人的索偿权（一种金融资产）和债务人的债务（一种金融负债）就都消失了。相比较，实物资产只能通过偶然事故或逐渐磨损来消除。

我们通过对比表 1-1 中美国国民财富的构成与表 1-2 中的美国家庭金融资产与金融负债，可以明显地看出实物资产与金融资产的区别。国民财富由建筑物、设备、库存货物和土地（并不包括“人力资本”的价值，即劳动力潜在薪水的价值）构成。相比较，表 1-2 中的金融

资产包括譬如银行账户、公司权益、债券和抵押工具等。

表1-1 美国国内净财富值

(单位：10亿美元)

资 产	金 额
居住的建筑物	8 526
厂房与设备	22 527
库存货物	1 269
耐用品消费	2 492
土地	5 455
总计	40 269

注：由于四舍五入，纵列相加可能与总计有出入。

资料来源：Flow of Funds Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, June 2000. Statistical Abstract of the United States:1999,U.S.Census Bureau.

表1-2 美国家庭资产负债表

(单位：10亿美元)

资 产	金 额	占总值比例(%)	负债与净值	金 额	占总值比例(%)
有形资产					
不动产	11 329	22.8	抵押	4 689	9.4
耐用品	2 618	5.3	消费者信贷	1 551	3.1
其他	100	0.2	银行与其他贷款	290	0.6
总有形资产	14 047	28.3	其他	439	0.9
金融资产			总负债	6 969	14.0
存款	4 499	9.1			
人寿保险储备	792	1.6			
养老储备	10 396	20.9			
公司股权	8 267	16.7			
非公司商业权益	4 640	9.3			
共同基金	3 186	6.4			
个人信托	1 135	2.3			
债务证券	1 964	4.0			
其他	708	1.4			
总金融资产	35 587	71.7	净财富	42 665	86.0
总计	49 634	100.0		49 634	100.00

注：由于四舍五入，纵列相加可能与总计有出入。

资料来源：Flow of Funds Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, June 2000.

在美国，个人倾向于以间接形式持有他们的金融资产。实际上，只有 1/4的成年人直接持有股份，绝大多数美国人对公司的财产要求权都是通过代表他们利益的金融机构持有股权间接实现的，这些机构投资者包括养老基金、保险公司、共同基金与慈善基金等。通过表1-3可以看出，目前，美国所有股权权益的一半由机构投资者所掌握。

表1-3 1996年美国公司权益的持有情况表

(单位：10亿美元)

机 构	股 份	比例(%)
私人养老基金	2 211.9	13.8
州及地方养老基金	1 801.4	11.3
保险公司	993.6	6.2
共同基金及封闭式基金	2 740.9	17.1
银行个人信托	295.6	1.8
国外投资	1 168.1	7.3
家庭和非盈利组织	6 599.2	41.2
其他	197.6	1.2
总计	16 008.3	100.0

资料来源：New York Stock Exchange Fact Book, NYSE May 2000.

概念检验

问题1

下列是实物资产还是金融资产？

- a. 专利
- b. 租赁债务
- c. 顾客的友善
- d. 大学教育
- e. 5美元的账单

1.2 金融市场与经济

我们在前面已经指出，实物资产决定一个经济的财富状况，金融资产仅代表对实物资产的要求权。但是，金融资产与其得以进行交易的金融市场在发达的社会经济中担当着一些重要的作用，正是金融资产使我们得以创造了经济中的大部分实物资产。

1.2.1 消费时机

在经济生活中，有些人士挣得的财富比他们目前所消费的要多，而有些人士花费的比他们目前所挣得的要多，譬如退休人员。一个人如何将高收入期的购买力转移到低收入期？

一种方法是将其财富以金融资产的形式“储存”起来，在高收入期，他可以将其积蓄以股票、债券等金融资产的形式进行投资；在低收入期，他可以通过出售金融资产，获得消费所需的资金。这样，他就可以调整一生的消费时机，通过调整消费期，获得最为满意的消费。金融市场可以使个人的现实消费与现实收入相分离。

1.2.2 风险的分配

几乎所有实物资产都有一定的风险。当通用汽车公司建设它的汽车厂时，公司的管理层并不能确切地知道汽车厂所能产生的现金流。金融市场和在金融市场中进行交易的各种金融工具使敢于冒险的投资者承担一定的风险，厌恶风险的投资者很大程度上处于风险的边界上。例如，通用汽车公司通过向公众出售股票与债券的方式来筹集建设工厂的资金，较为乐观或偏好风险的投资者购买通用的股票，较为保守的投资者可能愿意购买通用的债券，因为通用汽车公司许诺向债券的持有者提供固定收益。股票的持有者由于伴随着潜在的较高的回报而要承担较大的风险。因此，在资本市场上，由于投资者愿意承担风险而使风险与所有的投资与生俱来。

这种风险的分配对于需要通过融资以增加资本投资的公司是有利的。当投资者能够自行选择与他们偏好最适合的风险-收益特征的证券类型时，每种证券就可能以最高的价格售出，这促进了实物资产经济股票化的建立过程。

1.2.3 所有权与经营权的分离

许多企业都是由同一个人拥有企业的所有权和经营权，这种简单的组织非常适合小企业。事实上，在工业革命之前这种简单的组织形式是最广泛的企业组织形式。现在，随着全球市场和大规模生产的发展，企业对规模与资本的要求急剧增加。例如，美国通用电气公司的总资产价值为350亿美元，这样一个规模的公司不可能简单地以业主经营企业的形式存在。实际上，通用电气公司有大约50万个股东，股东的所有权与他们所持有的股份成比例。

有这样大的股东群显然不能让每一个股东都参与公司的日常管理。实际可以做的是，他们挑选一个董事会，由董事会雇人并监督公司的管理。这种结构意味着公司的所有者与管理者由不同的人构成，管理权与所有权是相分离的。这确保公司获得了业主经营企业形式下永远得不到的稳定。例如，一些股东如果不想再继续持有公司的股份，他们可以将股份卖给其他的投资者，而不会影响公司的管理。因此，金融资产和在金融市场上买卖这些金融资产的能力保证了公司的经营权与所有权很容易地分离开来。

如何使公司所有的不同类型的所有者（从拥有成千上万股票的养老基金到仅持有一股的小投资者）都能同意公司的经营方针？金融市场再次提供了行动的指南，所有的投资者

都会赞成公司的管理应追寻使他们的股份价值提高的经营战略。这样的政策能够使全体股东的财富增加而且使他们更好地追求个人目标，而不管这些目标是什么。

管理者真的试图使公司价值最大化吗？事实上，很容易看到他们可能会被蛊惑去从事一些并非使股东利益最大化的活动。比如营建自己的集团，或者避免风险项目以保全自己的职位，或者过度消费奢侈品（公费乘喷气式飞机之类），而这些额外的货币支出大部分是由股东来承担的。这些潜在的利益冲突称为代理问题(agency problems)，因为被聘为股东代表的管理者可能会追求他们自己的利益而非股东的利益。

为了解决潜在的代理问题而形成了许多管理机制。一种是把管理者的收入与公司的成功联系起来的补偿计划。高层管理人员的全部补偿中的一大部分主要由股票期权构成，这就意味着除非股东也能获得利益，否则管理者不能获得利益。表 1-4列出了1999年收入最高的CEO们的情况，注意在全部补偿部分中股票期权的重要性。另一种机制是使董事会能够做到，且近年来越来越能较方便地做到解雇那些工作表现不佳的管理人员，尽管董事会常常被形容成高层管理人员的保护人。再一种是，让一些独立于公司的局外人士，譬如证券分析师和大型机构投资者（比如养老基金），对公司实行密切监控，从而使那些管理者们的日子不再那么舒心。

表1-4 1999年最高收益CEO们的情况

(单位：百万美元)

个 人	公 司	全部收入	期权部分
L.Dennis Kozlowski	Tyco国际	170.0	139.7
David Pottruck	嘉信理财	127.9	118.9
John Chambers	思科公司	121.7	120.8
Steven Case	美国在线	117.1	115.5
Louis Gerstner	IBM	102.2	87.7
John Welch	通用电气	93.1	48.5
Sanford Weill	花旗集团	89.8	75.7
Reuben Mark	高露洁-棕榄	85.3	75.6

期权部分用年度内期权交割收益衡量。

资料来源：The Wall Street Journal，April 6, 2000, p. R1.

最后一种机制是让表现差的管理者面临被取代的威胁。如果董事会不尽职尽责，放松管理，原则上来说，那些对此不满的股东可以再选举产生另一个董事会。其过程是，股东们发起一个代理人竞赛并从中获得足够的委托书（即运用其他股东的股份进行投票的权利），通过投票选举一个新的董事会来控制公司。但是，这种威胁通常很小。试图以这种方式与管理层斗争的股东不得使用自己的资金，而管理层则可以用公司的资金来保护自己。大多数的代理人之战以股东失败而告终。管理者面临的真正的被接管的威胁来自其他公司。如果一个公司看到另一个公司表现不佳，前者就可能收购那些表现不佳的公司，并且用自己的管理队伍取而代之。结果是股价上扬反映出改进管理后的良好业绩，这为业绩好的公

司提供了参与这种接管差公司活动的激励机制。

1.3 金融系统的客户

我们从对金融系统有需求的主要客户的角度开始我们的分析。通过考虑这些客户的需要，我们能够获得为什么金融机构和组织会得到发展的原因。

我们可以将投资环境中的客户分为三类：家庭部门、企业部门和政府部门。这种三分法并不完善，它不包括那些非盈利机构，而且也难以处理像非公司或家庭企业那样的混合经济组织。但是，从资本市场的立场来看，这种三分法是有用的。

1.3.1 家庭部门

家庭经常要进行譬如工作、职业培训、退休计划、储蓄与消费等经济活动的决策。我们将要做出及已经做出的大量这样的决策实际都集中于具体的理财决策上，我们基本上关心的只是家庭希望持有什么样的金融资产。

就在这样一个有限的视野中，仍然有大量的问题需要研究。大多数家庭对范围广泛的各种金融资产抱有潜在的兴趣，这些资产的吸引力很大程度上取决于家庭的经济状况。即便仅从税收与风险偏好这样一个有限的角度考虑，也能导致对金融资产需求的很大变化。正如我们所看到的，正是对各种金融资产的这种需求在背后推动着金融创新。

税收会改变人们对金融资产的需求，因为在不同的税率等级下，人们的税前收入转变为税后收入的比例不同。例如，处于高税阶层的投资者自然要寻求购买免税的证券，而处于低税阶层的投资者主要需要那些虽需纳税但有高收益的证券。尽量少纳税的愿望也会导致对那些豁免州与地方税收的证券的需求，这相应地引起对那些由某一特定州发行的免税债券构成的资产组合的需求。换句话说，不同的纳税阶层情况产生了“税收客户”，他们处于不同的纳税阶层会对不同的金融资产产生需求。投资者的这种需求鼓励了商家提供这样的资产组合(当然，是为了赚取服务费用)。

对风险的考虑也形成了不同的投资需求，在一个显著的水平上，风险忍耐程度的不同产生了对有不同风险-收益组合的金融资产的需求，个人也要求进行特定的套期保值以适应分散投资的需求。

我们来考虑这样一种情况，例如，一位纽约居民计划15年后退休时，卖掉房产，迁到佛罗里达州的迈阿密定居。如果两个城市的房地产价格在他退休之前没有大的背离，那么他的这一计划看来是可行的。现在如何对迈阿密的房产价格进行套期保值呢？可以马上购买迈阿密房产而不等退休吗？一个有效套期保值避免风险的方法是购买证券，如果佛罗里

达的房地产价格变得更加昂贵，这些证券的价值也将升值。这样的情况会形成对一种具有特定风险的资产的套期保值需求。这种需求导致追逐利润的金融公司提供所需要的金融产品，例如佛罗里达房地产信托基金允许个人投资于其业绩与佛罗里达州房地产价格挂钩的证券。如果佛罗里达州的房地产价格上涨，则佛罗里达房地产信托基金的价值将上升，个人作为佛罗里达房地产潜在购买者的损失可以通过他作为一个房地产投资者所得到的收益来抵偿。这只是在金融环境中，特定风险资产的避险需求与金融机构创造出满足这种需求的方式的一个例子。

风险动机也导致投资者对其金融资产多样化及规避风险方法的需求。我们将看到由于金融资产多样化的动机导致了共同基金的产生。共同基金为小的投资者提供了对包括股票、债券、贵金属等几乎所有金融工具进行投资的能力。

1.3.2 企业部门

家庭的理财决策关注的是如何进行资金投资，而企业的典型需求是获得融资投资于实物资产：厂房、设备、技术诀窍等。表 1-5 给出了作为一个整体的美国企业的资产负债表。从表 1-5 中可以看出，企业的资产主要集中于有形资产。概括地说，企业有两种筹集资金的方法：一种是借款，或者是向银行借款，或者是通过发行债券直接向家庭借款；一种是通过发行股票吸引新的合伙人，让他们成为公司的股东。

表1-5 美国企业非金融资产资产负债表

(单位：10亿美元)

资 产	金 额	比例(%)	负债与净财富	金 额	比例(%)
有形资产			负债		
设备与建筑	2 997	19.0	债券与抵押	2 686	17.0
不动产	4 491	28.5	银行贷款	873	5.5
库存品	1 269	8.0	其他贷款	653	4.1
有形资产合计	8 757	55.5	商业负债	1 081	6.8
			其他	2 626	16.6
			总负债	7 919	50.2
金融资产					
存款与现金	365	2.3			
证券市值	413	2.6			
消费者信用	73	0.5			
商业信用	1 525	9.7			
其他	4 650	29.5			
金融资产总计	7 026	44.5	净财富	7 864	49.8
总计	15 783	100.0			
				15 783	100.0

注：由于四舍五入，纵列相加可能与总计有出入。

资料来源：Flow of Funds Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, June 2000.

企业向公众发行证券有几个目标。首先，他们希望使他们发行的证券能以尽可能好的价格售出。其次，他们希望通过金融市场以尽可能低的成本向公众发行，这有两点含义，第一，企业可能将它们的证券交给专门做证券发行的机构，因为任何一个企业都不可能市场中保持一个全时的证券发行部门。证券发行要做大量的努力，它必然会吸引公众的注意，购买股票的投资者必须提前预购并在自己的账户上存有一定的资金，然后发行机构要决定每一个投资者能够分配到多少证券，最后，向预订者进行股票交割。这些活动都需要有专门的机构与人员参与，股票发行的复杂性最终演变成投资银行创立的催化剂。

最低成本证券发行的第二个含义是，公司偏好发行那些不需要太多分析、相应的准备成本也不昂贵的证券。发行证券的企业希望证券的形式是简单与均一的，而家庭则希望少量拥有带有各种证券风险特征的证券。这种需求的错位产生了经纪人行业。经纪人作为企业与家庭之间的中介人，专门从事将简单证券转换成与特定市场相适应的复杂证券。

1.3.3 政府部门

与企业一样，政府也常常需要借钱来满足它的支出。但是政府不能像企业那样出卖股份，如果政府的税收不能满足政府的支出，政府的借款会受到严格限制。当然，政府也可以增印钞票，但这会导致通货膨胀的发生。因此，绝大多数政府都避免过多地印制钞票。

政府在借款方面有特别的优势，因为政府的税收能力使政府具有很强的信用，可以最低的成本借到资金。表 1-6 反映了联邦政府的金融资产与负债的构成。注意，美国联邦政府的主要负债是政府债券，譬如国债或国库券。

表1-6 美国政府的金融资产与负债表

(单位：10亿美元)

资 产	金 额	比例(%)	负 债	金 额	比例(%)
存款、现金、黄金	98.0	18.1	现金	25.0	0.6
抵押	76.8	14.2	政府债券	3 653.6	81.9
贷款	182.9	33.7	保险与养老金储备	708.2	15.9
其他	185.0	34.1	其他	76.8	1.7
总计	542.7	100.0	总计	4 463.6	100.0

资料来源：Flow of Funds Accounts : Flows and Outstandings, Board of Governors of the Federal Reserve System, June, 2000.

另外，政府在规范金融环境方面还担当着特殊的角色。有些政府的规范相对来说是无争议的，例如，证券与交易委员会负责制定财务信息披露的法规，以规范各种金融交易的真实性。而政府制定的其他一些法规则有较多的争论。

Q条款就是一个例子，数十年来，它对银行支付给存款人的利率规定了一个上限，直

到1980年被存款机构放松管制与货币控制法取代为止。人们认为这种对银行利率的限定是对在大萧条时期为数众多的银行破产的一个反应，政府希望通过控制利率水平以限制银行的进一步破产。Q条款的思想逻辑是，如果银行不能支付高息以争夺存款人，则这些银行的利润与安全的边际位置将改善。结果是可以预计的：利率的竞争将被通过向初次存款人提供礼品、开设更多的营业点以及在更方便的地方设置分支机构等竞争活动所代替。另一种可以预计的结果是：银行竞争填补了由Q条款所造成的真空。自从存款人告别了被禁止支付竞争性利率的银行后，20世纪70年代建立起来的货币市场取得了巨大的成功。事实上，许多金融创新可以被认为是政府征税与法规管制的结果。

1.4 投资环境对顾客需求的反应

在一个资本主义经济中，当有足够的顾客需求并且这些顾客愿意为受到的服务进行支付时，就会有追求利润者想方设法提供服务并通过提供服务获得收入。这就是导致金融市场多样化的机制。下面我们考查一下市场对三个完全不同的需求的反应。

1.4.1 金融中介

我们曾说过，家庭所面临的金融问题是如何使他们的投资达到最佳组合。绝大多数家庭感到直接投资十分困难。很明显，单一的小投资人不可能在地方报纸上刊登愿意将款贷出投资建厂的广告。因而，像银行、投资公司、保险公司或信托机构等金融中介(financial intermediaries)自然应运而生，它们将需要钱的企业和有钱家庭两方面联系在一起。金融中介靠出售自己的负债来筹资，以购买其他公司的负债。

例如，银行通过借钱(吸收存款)筹资并将这笔钱出借(贷款)给其他的借款人。支付存款人利率与向借款人索要的利率之差即为银行的利润。在这种方式下，贷者与借者无需直接接触，双方都去银行，银行起到了中介的作用。各自独立地去找共同的中介，双方的匹配问题就迎刃而解了。由于通过金融中介既方便又节省成本，借贷双方允许金融中介从存贷款利差中获利。换句话说，协调的作用为银行成为中介创造了市场，获利机会使银行从传统的经济中脱颖而出。

与其他类型的机构相比，金融中介在资产与负债方面的特点是金融性的资产与负债占了绝大部分。从表1-7可以看出，金融机构平衡表只包括少量的有形资产。将其与非金融公司的平衡表表1-5对比一下看，差别十分明显。因为中介机构仅仅把资金从一个部门转移到另一个部门。事实上，换个角度来看，金融中介的主要社会功能就是家庭的储蓄向企业流动的渠道。

表1-7 金融机构平衡表

(单位: 10亿美元)

资 产	金 额	比例(%)	负债与净值	金 额	比例(%)
有形资产			负债		
设备与建筑物	528	3.1	存款	3 462	20.1
土地	99	0.6	共同基金份额	1 564	9.1
有形资产合计	628	3.6	人寿保险准备金	478	2.8
金融资产			养老准备金	4 651	27.0
存款与现金	364	2.1	货币市场证券	1 150	6.7
政府债券	3 548	20.6	债券与抵押债券	1 589	9.2
公司债券	1 924	11.2	其他	3 078	17.8
抵押债券	2 311	13.4	负债合计	15 971	92.6
消费信贷	894	5.2			
其他贷款	1 803	10.4			
公司权益	3 310	19.2			
其他	2 471	14.3			
金融资产合计	16 625	96.4	净值	1 281	7.4
总计	17 252	100.0	总计	17 252	100.0

注：由于四舍五入，纵列相加可能与总计有出入。

资料来源：1945~1994年美国经济资产负债表，联邦储备系统委员会，1995年6月。

其他的金融中介还有投资公司、保险公司和信托机构等，所有这些机构除了中介作用以外都还具有相似的优势。首先，它们集中众多小投资者的资金，从而能够为大客户提供大笔贷款。其次，向众多借款人出借款项从而实现贷款多样化，这意味着它们能够分散风险。第三，它们凭借规模效益可建立专家系统。任何个人的借、贷行为都远不能做到如此专门化。

投资公司(investment companies)集中和管理许多投资者的资金。但也由此产生了一个“小问题”。这个问题是，大多数家庭的投资组合能力有限，不能覆盖范围广泛的所有证券，购买多家不同公司一两股股票的佣金和交易成本非常之高。显然，购买股票和债券的更经济合算的做法是大笔购买，这种情况为许多投资公司的共同基金提供了获利的机会。

共同基金将许多小投资者资金集小成大，从而获得大笔交易的优势，投资者按他们的投资额在共同基金中所占的比例拥有共同基金的所有权。这种机制解决了小投资者的问题，使他们愿意向共同基金的操作者支付管理费。共同基金是投资俱乐部或合作社发展的必然结果，在这种投资俱乐部或合作社中，投资者们集中资金并协力合作。基金成立一个吸收许多小投资者的公司，进而成为一个代表投资者利益的投资代理机构。优势仍然是其规模性，由于规模大，共同基金就能够提供有价值的服务并获得可观的利润。

投资公司也能为大投资者设计特定目标的投资组合。相比较，共同基金占领的是零售市场。共同基金与投资公司的主要区别是，共同基金的投资理念是吸引大量客户。有些投资公司运作“混合基金”，将不同客户相同目标的钱并入一个“小型共同基金”，并按照这

些客户的共同偏好进行管理。我们将在第4章详细讨论投资公司。

投资者所享受的服务的增值也可用规模经济来解释。通信业务、数据库、经纪业的调研服务无不证明，通过少数代理人收集信息并对其进行研究，再将信息卖给广大用户是最佳方式。这种代理机构自然应运而生。投资者当然需要信息，但由于本身操作的资金很少，自己收集信息就很不经济。这样，赚钱的机会就来了：由一个公司为许多用户提供这种服务并收取费用。

1.4.2 投资银行

正如规模经济和专业化为金融中介创造获利机会一样，它们也为那些向企业提供专门服务的公司创造盈利的机会。我们前面谈到过公司通过向公众出售股票债券等证券来大量筹资。但公司不会经常做这些业务，而专事此类活动的投资银行能够以低于筹资公司内部证券发行部门的成本提供服务。

一些投资银行(investment bankers)(如美林公司、所罗门美邦公司或高盛公司)建议发行公司根据证券发行的情况、市场条件与合适的利率确定证券的价格。一般情况下，投资银行掌握着证券的公开发行业务。

与证券发行公司相比，投资银行所提供的不仅是证券投资的专业知识。它们时时处于市场之中，协助这个或那个公司发行证券，公众知道投资银行为维护名誉就要诚实可信。如果它们对所承销证券的前景过于乐观或夸大债权，投资银行将与公众共同遭受损失，因为下次它们将失去公众的信任。投资银行承揽业务的能力和业绩取决于它们业已建立起来的信誉。很显然，投资银行维护良好信誉的经济动机比那些只进入一次证券市场或很少进入证券市场的公司要强烈得多。因此，投资银行能够向公众提供一种保证——一种证券发行者的“经认可”的标记。他们在信誉上的投资是另一种规模经济，这种规模经济源于经常参与资本市场。

1.4.3 金融创新与衍生工具

家庭对投资多样化的要求要比绝大多数企业强烈得多。绝大多数公司发现，只发行“普通的”证券，而将那些复杂多变的种类留给金融市场上的专业户们更为简单。当然，这也为投资银行极乐于从事的靠革新证券设计和包装而获利提供了良机。

想想自1970年以来抵押证券市场发生了多么惊人的变化，那时以抵押作为担保的转手证券首次由美国政府国民抵押协会(Government National Mortgage Association, GNMA, 或Ginnie Mae)引入。这些源于不同家庭抵押品的转手票据根据类别汇聚起来，基于这种集合而成的债券就是GNMA的转手证券(pass-through security)。GNMA转手证券的持有人可以

获得由抵押票据所带来的本金和利息的支付。例如，GNMA的抵押票据总额为1亿美元，利率为10%，期限为30年，转手证券的购买者可以得到这组抵押票据带来的所有月息和本金。提供抵押贷款的银行继续为转手证券的购买者提供服务，但不再拥有抵押投资。这些票据已经过户给GNMA的转手证券持有者。

转手证券是抵押市场的惊人创举。抵押品的证券化意味着抵押票据可像其他证券一样在国内金融市场交易。资金的可获得性不再仅依靠本地的信贷条件，随着转手证券在全国金融市场交易，抵押资金能够从任何地区流向需求最大的地区。

当投资者对实际到期期限不同的抵押担保证券兴趣明显浓厚时，新一轮的金融创新就开始了。于是，出现了抵押保证证券(collateralized mortgage obligation)或CMO。抵押保证证券满足了对有担保的抵押证券的需求，这些证券有一系列不同的到期日，这些到期日是根据整个聚集的不同种类抵押票据的到期日划分的。其中的所谓快付类转手证券能够在发行机构收回全部投资后首先获得抵押票据的本金支付。而在此时，投资于其他种类转手证券的投资者将只能获得他们投资的利息。这样，快付类转手证券将首先退出市场，因而是期限最短的抵押担保证券，排在它后面的转手证券较晚退出市场，退出时其持有人将会收回全部本金，依此类推，直到期限最长的慢付类转手证券在所有其他类转手证券都退出之后，最后收回本金。

尽管这些证券相当复杂，它所包含的信息仍然是：对证券的需求会引出市场的反应。最近20年金融产品发展的浪潮就是对由于证券特定风险、回报、课税、期限特性的需求没有得到满足所创造的获利机会的反应。随着投资银行业的成熟，证券创新及量身定制更为常见。绝大多数新证券是通过对基本证券分解与再包装而成。例如抵押保证证券就是通过拆解一个较简单的抵押担保债券又组合为具有较复杂类别的证券而成。有一个华尔街的笑话：问有多少投资银行参加销售一个灯泡，答案是100家——其中1家砸碎灯泡，其他99家销售碎片。

这个讨论引出初始证券与衍生证券的概念。初始证券(primitive security)的收益取决于发行者的状况，譬如债券约定的利息仅依赖于发行公司的偿债能力，股东的红利也仅取决于董事会对公司财务状况的评估。而衍生证券(derivative securities)的收益取决于与其他资产价格相关的因素，例如股票期权的收益取决于该股票的价格。在我们前面有关抵押的讨论中，衍生抵押担保证券的收益取决于作为初始证券的初始抵押票据。在证券设计方面的许多创新可被认为是从初始证券衍生而来的新证券的继续创新。

衍生证券已成为投资环境中不可或缺的部分。其用途之一可能是其最原始的用途，即规避风险。然而，衍生证券也能够用于具有较高风险的投机。此外，当复杂的衍生证券未被充分认识时，以为正在规避风险的企业事实上正在加剧风险。

当这些损失引起广泛注意时，它们实际上已不是这种证券一般意义上的风险管理工具了。衍生证券将继续在资产组合管理与金融体系中起重要作用。我们后面还要讨论这一主

题。但这里，希望你先看看专栏 1-1 中有关衍生证券的初级读物。

专 栏 1-1

了解衍生工具的复杂性

什么是衍生工具？为什么人们对它谈虎色变？

一些评论家把衍生证券市场看成是一个涉及无数笔资金、成千上万笔交易、牵一发而动全身的大组合。他们担心某个大炒家的错误会毁掉整个金融体系。

但另一些人，包括美联储主席格林斯潘先生则认为，这种毁灭性的风险是微不足道的。此观点的支持者强调，衍生工具的市场危害被大大夸张了，它在帮助银行、企业和投资者个人规避风险上有一定的作用。

由于衍生工具是新型科学，精确估价它的冲击作用是很困难的。市场上现有 1 200 多种不同的衍生工具，绝大多数需计算机程序处理。为了考查其复杂性，专家提出以下观点。

问：衍生工具最宽泛的概念是什么？

答：衍生工具是两个当事人之间的一种金融安排，当事双方的报酬所得基于或“派生于”某些双方协议标准的业绩。衍生工具的发行基础可以是现金、商品、政府或公司负债、家庭抵押品、股票、利率或其任意组合。

例如，公司股票期权，它允许公司雇员和董事在不持股情况下从公司股票价格变化中获利。在家庭申请住房抵押贷款并且利率固定时，典型的是 60 天的信用，那么实际上他们在不知不觉中就使用了一种私下交易的远期合同。

问：衍生证券最普通的形式是什么？

答：衍生证券有两种基本类型——期权型合约和远期型合约，它们可能会在交易所上市交易。例如，期货和股票期权的交易。它们也可能私下进行交易。

期权使购买者有权力但没有义务在特定时期内以现行价格买卖资产。期权价格通常是附属资产价值的很小一部分。

远期型的合约包括远期、期货和互换，允许在将来某一时期以协议价买卖标的资产。这些“固定价格”协议使买者在实际拥有资产时也承担同样的价格风险。通常，在到期日双方是以现金结算而不是交换资产，但在到期日之前并没有现金易手。

问：衍生工具在商业上有何应用？

答：它可成为强有力的投资性工具，商业上多用于做套期保值交易。譬如，公司经常使用远期和可在交易所交易的期货来规避商品价格和货币波动的风险，帮助他们控制进口和原材料的成本。期权也具有相似的作用，利率期权的高限与低限帮助企业控制金融成本的方式与可调利率住宅抵押贷款上限对房主的作用极为相似。

问：场外市场的衍生工具通常是怎样产生的？

答：衍生工具的交易商（通常是一家银行或证券公司）与企业投资者或另一交易商私下签约。合约允许交易商获得一个与期望利率、货币或其他资产相联系的收益。例如，在一个利率互换合约中，交易商为了支付固定利率可以获得浮动的回报收益率。

问：为什么衍生工具具有潜在的风险？

答：因为这些合约将交易双方暴露在没有现金或很少现金过手的市场活动之下，他们卷入了举债经营的活动。当某个特定的合约到期时，这种举债可能大大增加。例如，使P&G公司深受其害的衍生工具曾导致美国或德国利率上调了十倍甚至更高。

当情形好时，这种举债可提供高额回报。但当市场走向出错时，这一举债也会带来同样大的损失。甚至那些仅使用衍生工具进行套期保值而不是用来投机的公司，也仍然有可能处于风险之中，因为公司的运作极少能刚好抵消所得。

问：衍生工具有这么大的风险，为什么还有那么多的企业使用？

答：在企业可自行处置的资产中，衍生工具是最廉价、最容易搞到手的缓冲汇率、商品价格和利率波动的工具。衍生工具价格专家唐纳德·尼古莱森(Donald Nicoliasen)说，衍生工具“是人人都唾手可得的理财与控制风险的新工具”。

资料来源：Lee Berton, “Understanding the Complex World of Derivatives,” *The Wall Street Journal*, June 14, 1994.

概念检验

问题2

如果你贷款购车，这个贷款是初始债券还是衍生债券？

问题3

请解释银行的汽车贷款是怎样创造金融资产和金融债务的。

1.4.4 对课税和管制的反应

我们已经了解许多金融创新和证券创造可被看做是市场对投资者需求未被满足的自然反应。另一个金融创新的动力是政府与投资者之间在课税和管制方面的对策。许多金融创新实际是对政府企图对投资管制或课税的直接反应。我们可以几个实例来说明这个问题。

我们已经注意到，限制银行存款利率的 Q 条款是如何刺激货币市场发展的。这也是欧洲美元市场产生的原因之一。因为美国的 Q 条款不适用于美元在国外账户上的定期存款，因此许多美国银行及国外竞争者都在美国以外的伦敦或其他城市设立分支机构，通过这些分支机构它们可以不受美国条例的约束，使用竞争性的利率。欧洲美元市场的产生也是美国另一条款即准备金要求条款的产物。国外的分支机构可以免除这一要求，因此，在吸引存款方面具有竞争力。具有讽刺意义的是，尽管事实上 Q 条款已不复存在，但是欧洲美元市场仍旧繁荣，因此美国货币政策制定者们的日子也不好过。

另一项主要由逃税动机产生的金融创新是长期高折扣或零息票债券。这些债券由于付息很少或没有利息，常被称为零息票，它通过高于发行价格的清偿价为投资者提供收益。公司容许为避税而使债券价格依税率产生一个升值。政府转嫁税收的技巧是在债券期限的早期显示大量的债务，这样，发行债券的公司可以广泛避税获得很大好处。最终，财政部利用这一方法修改了利息转嫁程序，产生出新的零息票国库券。

与此同时，金融市场发现零息票债券在维持长期投资收益上是很有用的工具。当最初的零息券发行结束时，金融创新者又发明了衍生的零息券，方法是通过购买美国国库券，分离国库券的本息，然后分别作为零息票债券销售。

其他的例子还有很多。欧洲债券市场就是为适应美国税法的改变而产生和存在的。20世纪70年代早期，固定汇率体系的废除和凌驾于州法律之上的新的联邦法规将某些金融期货当做赌博协议，这大大促进了金融期货市场的发展。

很清楚，一般性的趋势是：当追逐利润的投资者在政府的管制面前碰壁时，金融体系中税收和法规条例的压力通常会引发出意想不到的金融创新。持续出现的管制游戏也会导致新一轮的金融创新。

1.5 市场与市场结构

如同证券与金融机构的产生是对投资者需要的自然反应一样，金融市场的产生也是为了满足交易者的需要。想想如没有市场该是怎样的一种情形，想借钱的家庭必须寻找到愿出借的家庭。借款人与出借人双方会面的地点总要固定下来，这种会面地点就发展成了金融市场。旧伦敦的一个叫做劳埃德的小旅馆，创立了海员保险业。华尔街的曼哈顿场外交易市场，竟成了金融世界的同义语。

我们可将金融市场划分为四种类型：直接搜寻市场、经纪人市场、交易商市场和拍卖市场。

直接搜寻市场(direct search market)是最缺乏组织的市场。在这里买卖双方必须直接寻找到对方。这种市场交易的例子之一是旧冰箱的出售者在地方报纸上做广告寻找买者。其市场特征是：交易的偶然性、低价格和商品的非标准性。对绝大多数追逐利润的个人和公司来说，局限于这种市场是得不偿失的。

下一等级的市场是经纪人市场(brokered market)。在这种市场中，交易活跃，经纪人发现为买卖双方提供服务有利可图。典型例子如不动产市场，在为住宅购买者搜寻房源上的规模经济效益使得买卖双方都需要经纪人的服务并愿意为此付费。经纪人具有在既定市场上为资产定价的专业知识。

一个重要的经纪人投资市场被称为初级市场，新证券在这里公开发行。在初级市场上，