

第一部分

导 论

第1章 投资环境

第2章 金融市场与金融工具

第3章 证券是如何交易的

第4章 共同基金和其他投资公司

第5章 利率史与风险溢价

目 录

译者序

作译者简介

前言

第一部分 导论

第1章 投资环境3

1.1 金融资产与实物资产4

1.2 金融市场与经济6

1.2.1 消费时机6

1.2.2 风险的分配6

1.2.3 所有权与经营权的分离6

1.3 金融系统的客户7

1.3.1 家庭部门7

1.3.2 企业部门7

1.3.3 政府部门8

1.4 投资环境对顾客需求的反应9

1.4.1 金融中介9

1.4.2 投资银行10

1.4.3 金融创新与衍生工具11

1.4.4 对课税和管制的反应13

1.5 市场与市场结构14

1.6 发展趋势16

1.6.1 全球化16

1.6.2 证券化17

1.6.3 信用增强18

1.6.4 金融工程18

1.7 家庭与企业之间的关系19

小结21

第2章 金融市场与金融工具24

2.1 货币市场25

2.1.1 国库券25

2.1.2 大额存单28

2.1.3 商业票据28

2.1.4 银行承兑汇票28

2.1.5 欧洲美元29

2.1.6 回购与反回购29

2.1.7 联邦基金29

2.1.8 经纪人拆借30

2.1.9 伦敦银行同业拆放利率市场30

2.1.10 货币市场工具的收益率30

2.2 固定收益资本市场30

2.2.1 中长期国债31

2.2.2 联邦机构债券31

2.2.3 市政债券33

2.2.4 公司债券35

2.2.5 抵押与抵押支撑证券36

2.3 股权证券37

2.3.1 作为所有权股份的普通股37

2.3.2 普通股的特点38

2.3.3 股市行情38

2.3.4 优先股股票39

2.4 股票与债券市场指数40

2.4.1 股票市场指数40

2.4.2 道·琼斯工业平均指数41

2.4.3 标准普尔指数45

2.4.4 其他的市值指数47

2.4.5 外国的与国际的股票市场

指数49

2.4.6 债券市场指标49

2.5 衍生市场50

2.5.1 期权50

2.5.2 期货合约51

小结52

第3章 证券是如何交易的57

3.1 公司怎样发行证券58

3.1.1 投资银行与承销58

3.1.2 暂搁注册59

3.1.3 首次公开发行59

3.2 证券在哪里进行交易62

3.2.1 二级市场62

3.2.2 场外交易市场	63	小结	106
3.2.3 第三及第四市场	64	第5章 利率史与风险溢价	110
3.2.4 全国交易系统	65	5.1 利率水平的确定方式	111
3.3 在交易所中进行的交易	65	5.1.1 真实利率与名义利率	111
3.3.1 参与人	65	5.1.2 真实利率均衡	112
3.3.2 委托类型	66	5.1.3 名义利率均衡	112
3.3.3 特定经纪商与交易的执行	67	5.1.4 短期国库券与通货膨胀， 1953~1996年	113
3.3.4 大宗销售	68	5.1.5 税收与真实利率	113
3.3.5 DOT系统	69	5.2 风险和风险溢价	114
3.3.6 结算	69	5.3 历史纪录	115
3.4 场外市场的交易	69	5.4 真实风险与名义风险	119
3.4.1 其他国家的市场结构	72	小结	121
3.4.2 伦敦股票交易所	72	附录5A 连续复利	124
3.4.3 东京股票交易所	72	第二部分 资产组合理论	
3.5 交易成本	73	第6章 风险与风险厌恶	129
3.6 用保证金信贷购买	74	6.1 风险与风险厌恶	130
3.7 卖空	76	6.1.1 单一前景的风险	130
3.8 证券市场的监管	78	6.1.2 风险、投机与赌博	131
3.8.1 政府的监管	78	6.1.3 风险厌恶与效用价值	131
3.8.2 自我约束与回路短路	78	6.2 资产组合风险	136
3.8.3 内部交易	80	6.2.1 资产风险与资产组合风险	136
小结	82	6.2.2 资产组合中的数学	137
第4章 共同基金和其他投资公司	87	小结	140
4.1 投资公司	88	附录6A 均方差分析的辩论	144
4.2 投资公司的类型	88	6A.1 概率分布的描述	144
4.2.1 单位投资信托	88	6A.2 正态分布与对数正态分布	147
4.2.2 投资管理公司	89	小结：附录6A	148
4.2.3 其他投资机构	91	附录6B 风险厌恶与预期效用	149
4.3 共同基金	91	第7章 风险资产与无风险资产之间的 资本配置	153
4.3.1 投资策略	91	7.1 风险与无风险资产组合的资本 配置	154
4.3.2 基金是怎样出售的	94	7.2 无风险资产	155
4.4 共同基金的投资成本	94	7.3 一种风险资产与一种无风险资 产的资产组合	156
4.4.1 费用结构	94		
4.4.2 费用与共同基金的收益	96		
4.5 共同基金的所得税	97		
4.6 共同基金的投资业绩：初步 探讨	99		
4.7 共同基金的信息	102		

7.4 风险忍让与资产配置	159	价理论	227
7.5 消极策略：资本市场线	162	小结	233
小结	165	第10章 单指数与多因素模型	240
第8章 最优风险资产组合	171	10.1 单指数证券市场	241
8.1 分散化与资产组合风险	172	10.1.1 系统风险同公司特有风险	241
8.2 两种风险资产的资产组合	173	10.1.2 指数模型的估计	243
8.3 资产在股票、债券与国库券之 间的配置	180	10.1.3 指数模型与分散化	245
8.4 马克维茨的资产组合选择模型	185	10.2 资本资产定价模型与指数模型	247
8.5 一个表格模型	188	10.2.1 实际收益与期望收益	247
8.5.1 计算期望收益与方差	188	10.2.2 指数模型与已实现的收益	247
8.5.2 资本配置与资产分割	192	10.2.3 指数模型与期望收益-贝塔 关系	248
8.5.3 资产配置与证券选择	193	10.3 指数模型的行业版本	249
8.6 具有无风险资产限制的最优资 产组合	194	10.4 多因素模型	253
小结	197	10.4.1 多因素模型的经验基础	253
附录8A 分散化的力量	204	10.4.2 多因素模型的理论基础	255
附录8B 保险原则：风险分担与风 险聚集	206	10.4.3 经验模型与ICAPM	256
附录8C 时间分散化的错误	207	小结	256
第三部分 资本市场均衡		第11章 套利定价理论	262
第9章 资本资产定价模型	213	11.1 套利机会与利润	263
9.1 资本资产定价模型	214	11.2 套利定价理论与充分多样化的 投资组合	265
9.1.1 为什么所有的投资者都持有 市场资产组合	215	11.2.1 充分分散的投资组合	265
9.1.2 消极策略是有效的	216	11.2.2 贝塔与期望收益	267
9.1.3 市场资产组合的风险溢 价	217	11.2.3 证券市场曲线	269
9.1.4 单个证券的期望收益	217	11.3 单个资产与套利定价理论	270
9.1.5 证券市场线	221	11.4 套利定价理论与资本资产定价 模型	271
9.2 CAPM模型的扩展形式	225	11.5 多因素的套利定价理论	272
9.2.1 限制性借款条件下的CAPM模型： 零贝塔模型	225	小结	274
9.2.2 生命期消费：动态CAPM 模型	227	第12章 市场的有效性	279
9.3 CAPM模型与流动性：流动溢		12.1 随机漫步与有效市场假定	280
		12.1.1 有效性来源于竞争	280
		12.1.2 有效市场假定的形式	281
		12.2 有效市场假定对投资政策的 含义	282
		12.2.1 技术分析	282

12.2.2 基本面分析	285	第14章 债券的价格与收益	341
12.2.3 主动与被动的资产组合 管理	285	14.1 债券的特点	342
12.2.4 在有效市场中资产组合 管理的作用	286	14.1.1 中长期国债	342
12.3 事件研究	287	14.1.2 公司债券	343
12.4 市场是有效的吗	290	14.1.3 优先股	345
12.4.1 争论点	290	14.1.4 其他发行者	345
12.4.2 股市收益可预测性的 检验	292	14.1.5 国际债券	345
12.4.3 资产组合策略与市场 异常	294	14.1.6 债券市场的创新	345
12.4.4 是风险溢价还是异常	299	14.2 违约风险	347
12.4.5 那么, 市场有效吗	308	14.2.1 垃圾债券	348
小结	308	14.2.2 债券安全性的决定因素	348
第13章 证券收益的经验根据	314	14.2.3 债券契约	350
13.1 指数模型与单因素套利定价 理论	315	14.3 债券定价	352
13.1.1 期望收益- β 关系	315	14.4 债券的收益率	354
13.1.2 资本资产定价模型的 检验	316	14.4.1 到期收益率	354
13.1.3 市场指数	317	14.4.2 赎回收益率	355
13.1.4 测度 β 的统计误差	319	14.4.3 到期收益率与违约风险	356
13.1.5 有效市场假定与资本资产 定价模型	321	14.4.4 已实现的收益复利与到期收 益率	357
13.2 多因素资本资产定价模型与 套利定价理论的检验	321	14.4.5 到期收益率与持有期回 报率	358
13.3 有关异常的文献: 风险 溢价或有效性	323	14.5 债券的时间价格	358
13.3.1 攻击	323	14.5.1 零息票债券	359
13.3.2 防卫	326	14.5.2 税后收益	360
13.3.3 对贝塔中的人力资本和周 期变量的考虑	328	小结	361
13.4 时间变动的易变性	332	第15章 利率的期限结构	368
13.5 随机易变性与资产收益	333	15.1 确定的期限结构	369
小结	335	15.1.1 债券定价	369
		15.1.2 持有期回报	371
		15.1.3 远期利率	372
		15.2 期限结构的测度	373
		15.3 利率的不确定性与远期利率	375
		15.4 期限结构理论	376
		15.4.1 预期假定	376
		15.4.2 流动偏好	377
		15.4.3 市场分割与优先置产 理论	378
		15.5 对期限结构的说明	378
第四部分 固定收益证券			

19.3.1 过去股本收益率与未来股本收益率	483	20.4 看跌期权与看涨期权的平价关系	529
19.3.2 财务杠杆与股本收益率	484	20.5 类似期权的证券	531
19.4 比率分析	485	20.5.1 可赎回债券	531
19.4.1 股本收益率的分解	485	20.5.2 可转换证券	532
19.4.2 周转率与其他的资产利用率	488	20.5.3 认股权证	533
19.4.3 流动性与偿债能力比率	489	20.5.4 抵押贷款	534
19.4.4 市场价格比率	490	20.5.5 杠杆权益与风险债务	535
19.5 关于财务报表分析的说明	491	20.6 金融工程	535
19.6 可比性问题	493	20.7 新型期权	537
19.6.1 存货估价	495	20.7.1 亚洲期权	538
19.6.2 折旧	495	20.7.2 屏障期权	538
19.6.3 通货膨胀与利息费用	496	20.7.3 回顾期权	538
19.6.4 国际会计公约	497	20.7.4 币种转换期权	538
19.6.5 通货膨胀会计	498	20.7.5 两值期权	538
19.7 价值投资: 格雷厄姆技术	499	小结	538
小结	500	第21章 期权定价	547
第六部分 期权、期货与其他衍生工具		21.1 期权定价: 简介	548
第20章 期权市场介绍	513	21.1.1 内在价值与时间价值	548
20.1 期权合约	514	21.1.2 期权价值的决定因素	549
20.1.1 期权交易	515	21.2 期权价值的限制	550
20.1.2 美式期权与欧式期权	516	21.2.1 看涨期权价值的限制	550
20.1.3 期权合约条款的调整	517	21.2.2 提前行使期权与股息	551
20.1.4 期权清算公司	517	21.2.3 美式看跌期权的提前执行	552
20.1.5 其他期权	517	21.3 二项式期权定价	552
20.2 到期时的期权价值	520	21.3.1 两状态期权定价	552
20.2.1 看涨期权	520	21.3.2 两状态方法的推广	555
20.2.2 看跌期权	521	21.4 布莱克-舒尔斯期权定价模型	557
20.2.3 期权与股票投资	522	21.4.1 布莱克-舒尔斯公式	557
20.3 期权策略	524	21.4.2 红利与看涨期权定价	561
20.3.1 保护性看跌期权	524	21.4.3 看跌期权定价	562
20.3.2 抛补的看涨期权	526	21.5 布莱克-舒尔斯公式的运用	563
20.3.3 对敲	527	21.5.1 套期保值率与布莱克-舒尔斯公式	563
20.3.4 期权价格差	528	21.5.2 资产组合保险	564
20.3.5 双限期权	528	21.6 实证的证据	567
		小结	568

第22章 期货市场	574
22.1 期货合约	575
22.1.1 期货合约基本知识	575
22.1.2 已有的合约类型	578
22.2 期货市场的交易机制	579
22.2.1 结算所与未平仓合约	579
22.2.2 盯市与保证金帐户	580
22.2.3 现金交割与实物交割	582
22.2.4 监管	582
22.2.5 纳税问题	583
22.3 期货市场策略	583
22.3.1 套期保值与投机	583
22.3.2 基差风险与套期保值	584
22.4 期货价格的决定	585
22.4.1 现货-期货平价定理	585
22.4.2 价差	587
22.4.3 远期定价与期货定价	588
22.5 期货价格与预期将来的即期 价格	589
22.5.1 预期假设	589
22.5.2 现货溢价	589
22.5.3 期货溢价	590
22.5.4 现代资产组合理论	590
小结	590
第23章 期货与互换：详细分析	595
23.1 股票指数期货	596
23.1.1 合约	596
23.1.2 构造综合股票头寸：一种 资产配置工具	597
23.1.3 股票指数期货定价的实证 检验	599
23.1.4 指数套利与三重巫法日	600
23.2 外汇期货	602
23.2.1 市场	602
23.2.2 利率平价	603
23.3 利率期货	605
23.4 商品期货的定价	606
23.4.1 有存储成本时的定价	607

23.4.2 商品期货的折现现金流 分析	608
23.5 互换	610
23.5.1 互换市场的信用风险	612
23.5.2 其他类型的互换	613
小结	613

第七部分 资产组合管理 的应用

第24章 资产组合业绩评估	621
24.1 测算投资收益	622
24.1.1 时间权重收益率与资金权 重收益率	622
24.1.2 算术平均与几何平均	623
24.2 业绩评估的传统理论	625
24.2.1 业绩的 M^2 测度	627
24.2.2 资产组合评价标准的夏普 测度	629
24.2.3 在三种不同情况下选择合适 的业绩测度方法	629
24.2.4 各种不同业绩评估指标的 相互联系	632
24.2.5 实际的业绩评估：一个例 子	633
24.2.6 已实现收益与期望收益之 间的比较	634
24.3 资产组合成分变化的业绩评估 指标	636
24.4 市场时机	636
24.5 业绩贡献分析程序	638
24.5.1 资产配置决策	641
24.5.2 部门与证券选择决策	641
24.5.3 各部分贡献的加总	642
24.6 对业绩评估的评价	643
小结	644
第25章 国际分散化	653
25.1 国际投资	654

25.1.1 世界股权的资产组合	654	26.5.1 明确捐助型计划	688
25.1.2 国际分散化	655	26.5.2 明确收益型计划	689
25.1.3 跨国投资技术	658	26.5.3 明确收益型养老基金义务 的不同前景	689
25.1.4 汇率风险	661	26.5.4 养老金的投资策略	690
25.1.5 消极与积极的跨国 投资	663	小结	692
25.1.6 因素模型与国际投资	667	附录26A 流行的劝告与证据 调查	704
25.1.7 世界资本市场的均衡	669	第27章 风险管理 与套期保值	706
小结	670	27.1 套期保值技术	707
第26章 资产组合的管理过程	674	27.1.1 一般原理	707
26.1 作出投资决策	675	27.1.2 对冲系统风险	709
26.1.1 目标	675	27.1.3 对利率风险进行套期保值	711
26.1.2 个人投资者	676	27.1.4 对定价错误期权投资的套 期保值	712
26.1.3 个人信托	676	27.2 套利需求对资本市场均衡的 影响	716
26.1.4 共同基金	678	小结	717
26.1.5 养老基金	678	第28章 积极的资产组合管理理论	722
26.1.6 资助基金	678	28.1 积极管理的优势	723
26.1.7 人寿保险公司	678	28.2 积极的资产组合的目的	724
26.1.8 非人寿保险公司	679	28.3 市场时机	726
26.1.9 银行	679	28.3.1 将市场时机作为期权进行 定价	728
26.2 限制因素	679	28.3.2 不精确预测的价值	729
26.2.1 流动性	680	28.4 证券选择: 特雷纳-布莱克 模型	729
26.2.2 投资期限	680	28.4.1 特雷纳-布莱克模型概述	729
26.2.3 监管	680	28.4.2 资产组合的构造	730
26.2.4 税收考虑	680	28.5 多因素模型与积极的资产组合 管理	735
26.2.5 独特的需求	680	28.6 α 值的不精确预测和特雷纳-布 莱克模型在行业中的运用	735
26.3 资产配置	680	小结	737
26.4 个人投资者的资产组合 管理	682	第八部分 附录	
26.4.1 人力资本与保险	682	附录A 定量计算的复习	743
26.4.2 投资于住宅	682		
26.4.3 为退休储蓄及风险的 假定	682		
26.4.4 自己管理自己的证券组合 还是依赖于他人	684		
26.4.5 避税	684		
26.5 养老基金	688		

A.1 概率分布	744	附录B 美国注册金融分析师试题	
A.2 分析分布特征的统计方法	755	指南	771
A.3 多随机变量的统计分析	760	附录C 关键词汇表	774
A.4 假设检验	766		
回归系数的T检验	769		

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理和依据。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，我们也能对投资环境的大致状况作出判断（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。我们首先讨论金融资产与实物资产的差别；我们将金融环境划分成三部分：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、企业与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。相反，金融资产对社会经济的生产能力只有间接的作用，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，证券持有者基于利率和证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将来可以获得收益。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业过程。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。

我们通过对表1-1中美国国家财富的构成与表1-2中的美国家庭金融资产与金融负债情况，可以明显地看出实物资产与金融资产的区别。国家财富由建筑物、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帐户、公司权益、债券和抵押工具等。

表1-1 美国国内净财富值^① (单位：10亿美元)

资 产	金 额	资 产	金 额
居住的建筑物	5 856	土地	4 364
厂房与设备	6 061	黄金及特别提款权	21
库存货物	1 221	总计	20 014
永久性消费	2 491		

① 由于统计误差，数字可能与美国的统计数字略有出入。

资料来源：Balance Sheets for the U. S. Economy, 1945-94, Board of Governors of the Federal Reserve System, June 1995.

表1-2 美国家庭资产负债表^① (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			抵押	3 163	11.1
房屋	4 518	15.8	消费品信贷	984	3.4
土地	3 015	10.6	银行与其他贷款	173	0.6
耐用品	2 491	8.7	其他	506	1.8
其他	520	1.8	总负债	4 826	16.9
总无形资产	10 544	36.9			
金融资产					
存款	3 102	10.7			
人寿保险储备	488	1.7			
养老储备	5 010	17.6			
公司股权	2 886	10.1			
非公司商业权益	2 511	8.8			
共同基金	1 067	3.7			
个人信托	670	2.3			
债务证券	1 873	6.6			
其他	388	1.4			
总金融资产	17 995	63.1	净财富	23 713	83.1
总计	28 539	100.0	总计	28 539	100.0

① 由于统计误差, 数字可能与美国的统计数字略有出入。

资料来源: Balance Sheets for the U. S. Economy, 1945-94, Board of Governors of the Federal Reserve System, June 1995.

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, 只有四分之一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, 机构投资者譬如养老基金、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

机构	股份/10亿美元	比例 (%)
私人养老基金	1 255.1	13.4
州及地方养老基金	851.8	9.1
保险公司	577.7	6.2
共同基金	1 384.2	14.7
银行及个人信托	213.9	2.3
国外投资	575.7	6.1
家庭和非盈利组织	4 477.3	47.7
其他	51.7	0.6
总计	9 387.4	100.0

资料来源: New York Stock Exchange Fact Book, 1996.

► 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美元的帐单

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：将他的财富以金融资产的形式“储存”起来，在高收入期，他可以将他的积蓄以股票、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

几乎所有的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的收益。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，每种证券就可能以最高的价格售出，这促进了建立实物资产经济股票的过程。

1.2.3 所有权与经营权的分离

许多企业都是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330亿美元，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1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的目标，而不管这些目标是什么。在本章的最后，我们将再回来探讨公司所有者与管理者之间的关系。

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。我们将要作出及已经作出的大量的这样的决策实际都集中于具体的理财决策上，我们自己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，对各种金融资产的这种需求，正如我们所看到的，其背后的推动力是金融创新。

税收会改变人们对金融资产的需求，因为人们在不同的税率下，不同的税率等级会使税前收入改变为税后收入。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，个人也有特定的套期保值的要求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？现在马上作一房产的多头而不等退休吗？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。这就形成了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的受益来抵偿。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、技术诀窍等等。表1-4给出了作为一个整体的美国企业的资产负债表。从表1-4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。

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；第二，他们希望通过金融市场以尽可能低的成本向公众发行，这两点含义：其一，企业可能将它们的证券交给专门做证券发行的机构，因为任何一个企业不可能在市场中保持一个全时的证券发行部门。证券发行要作大量的努力，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帐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，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的分析，相应的准备成本也不昂贵的证券。发行证券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。

表1-4 美国企业非金融资产负债表^①（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	4 023	49.7	债券与抵押	1 522	18.8
土地	141	1.7	银行贷款	563	6.9
库存品	1 066	13.2	其他贷款	457	5.6
合计	5 230	64.6	商业负债	800	9.9
金融资产			其他	811	10.0
存款现金	298	3.7	总负债	4 152	51.3
证券市值	559	6.9			
消费者信用	90	1.1	净财富	3 945	48.7
商业信用	942	11.6	总计	8 097	100.0
其他	978	12.1			
总计	8 097	100.0			

① 由于误差，可能每栏的总计与各项的加总略有出入。

资料来源：Balance sheets for the U.S. Economy, 1945-94, Board of Governors of the Federal Reserve System, June 1995.

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，当政府的税收不能满足政府的支出时，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1-5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。

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的财务信息披露的法规，用来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，它数十年来，对银行支付给存款人的利率规定了一个上限，直到它被1980年存款机构放松管制与货币控制法（Depository Institutions Deregulation

and Monetary Control Act of 1980) 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, 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说与法规管制的结果。

表1-5 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、货币、黄金	100.0	22.9	货币	27.5	0.6
抵押	50.3	11.5	政府债券	3 760.6	86.8
贷款	112.5	25.7	保险与养老金储备	436.1	10.1
其他	174.7	39.9	其他	106.4	2.5
总计	437.5	100.0	总计	4 330.6	100.0

资料来源: Flow of Funds Accounts: Flows and Outstandings, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1997.

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自然应运而生, 它们将需要钱的企业和有利的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, 用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, 借贷双方便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1-6中可以看出, 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1-4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。

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。再次, 它们凭借规模效益可建立专家系统。任何个人的借、贷行为都远非能做到如此专门化。

投资公司, 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