

注册金融分析师系列

投资组合管理

徐华青 肖武侠 卢晓生 编著

復旦大學 出版社

注册金融分析师系列

编委会

主 编 俞 乔

副主编 汤震宇 徐寒飞

编 委 陶玉净 吕春芳 李 鑫 刘小莉 卢晓生
马军生 徐华青 薛 隽 肖武侠 杨志伟

序 言

21 世纪世界经济的发展特征是全球化、数字信息化和金融化。世界金融市场的蓬勃发展产生了对合格金融专业人员的大量需求、对世界金融通行语言和通行标准的需求。投资人、企业和金融管理层都需要一个统一的、规范的标准来衡量金融分析人员的知识水平、道德规范和专业化程度,从而建立起对他们所提供的金融服务和管理金融资产能力的信赖。

伴随着中国加入 WTO,我国金融市场国际化的步伐必将进一步加快,因此我们必须按照国际标准来参与竞争,了解、熟悉国际标准,参与制定国际标准,才能在国际市场竞争的过程中处于主动的、有利的地位。金融从业人员,包括基金经理、证券分析师、财务总监、投资顾问、投资银行家、交易员等等,不仅要掌握严格而全面的系统的金融知识体系,掌握金融投资行业各个核心领域的理论与实践知识,包括从投资组合管理到金融资产估价,从衍生证券到固定收益证券以及定量分析等,而且要积极了解、熟悉国际标准,参加国际金融交流活动,研讨世界金融市场发展的动向,借鉴国外通行的行业标准来规范中国金融市场的发展,这是对中国的金融市场有长远意义的一件大事。

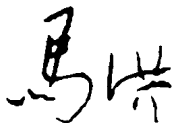
CFA[®](Chartered Financial Analyst,注册金融分析师)是通行于世界的金融分析资格证书,要获取证书不仅要通过严格的三级考试,而且要求持证人遵守必需的职业伦理规范。由于认证机构注册金融分析师学会(CFA Institute)严格地遵从这一准则,所以,CFA[®]证书在全球投资分析和投资管理界享有较高的声誉,从某种程度上来说,CFA[®]代表着在国际投资界和投资管理界的一种通行的高标准。越来越多的中国金融从业人员关注和学习 CFA[®]的知识体系,近两年来中国地区参加考试人数呈骤增趋势。CFA[®]在中国是一个新的事物,其中的所有课程都是英文原版资料,为了加快学习的进程,迅速地传播国际流行金融知识、分析手段和方法,根据中国现有金融教育的特点,综合开发研究院(中国·深圳)组织金融学术研究人员、金融从业人员和 CFA[®]专职教育人

员编撰了此套“注册金融分析师系列”。

这套丛书,我认为有以下几个特点:第一,实用性。根据我国金融改革和金融逐步开放的时代需要,书中所涉及的理论、方法和手段对于解决金融工作中的实际问题,对我们金融工作的创新具有启发意义。例如,如何利用久期和凸性来分析债券的风险并进行风险管理,如何在兼并收购中估价企业的价值,如何利用EVA方法进行企业内部的绩效管理,以及如何对衍生产品估价等等,都是摆在我们金融工作中迫切要解决的问题。第二,通俗性。金融理论是对经济和金融现实的抽象和归纳,本套丛书追根溯源,还理论的本来面目,而且以平实的语言和举例让金融行业以外的人也能理解、并易于学习和掌握。第三,创新性。创新是任何一项工作的灵魂,没有创新就没有进步。各位研究人员在消化和吸收的基础上,将金融的理论知识进行横向联系和对比,从理论的高度进行了概括和总结。如书中提到任何金融产品都是现金流的契约,如将金融理论归结于“不要将鸡蛋放在同一个篮子里(分散化投资)”和“今天的一块钱与明天的一块钱不相等(资金的时间价值)”等等,都反映了研究人员创新式的总结和概括。

知识只有经传播被更多的人接受和掌握,才能产生力量。我相信,这套系列丛书的出版将促进最新金融理论和方法的传播。所以,本书不只为中国参加CFA®应试的各级考生编写,对于有志于在金融领域有所发展的金融爱好者来说,这套丛书有助于他们直接掌握当前的金融理论和分析手段;对于金融分析人员来讲,这套丛书有利于他们更好地掌握CFA®的知识体系和伦理规范,从而提高个人的专业水准和职业伦理水准;对于金融市场组合管理人员来说,这套丛书有助于他们掌握现代组合管理和投资分析的规范与理念,是了解国际通行做法的一个窗口。

国务院发展研究中心名誉主任
综合开发研究院(中国·深圳)理事长



2004年8月28日

前 言

众所周知,现代投资学体系的形成也就是近 50 年来的事情,20 世纪 50 年代之前,金融投资研究不过是整个经济学领域中毫不起眼的的一个旁支,这个领域仅有一些含混不清的“大拇指法则”和对所观察到的财务数据的文字性描述,距离严谨的科学体系何其远哉!

“英雄造时势”,一代奇才马柯维茨(H. Markowitz)横空出世,这位芝加哥的高才生,于 1952 年发表的那篇仅有 14 页的论文不仅是现代投资组合理论的发端,同时还标志着现代金融理论的诞生。“江山代有才人出”,10 多年后,在马柯维茨组合理论的基础上,夏普(Sharp,1964)、林特内(Lintner,1965)、莫森(Mossin,1966)揭示,在市场出清状态,所有投资者都将选择无风险资产与市场组合资产的线性组合。如此一来,所有资产的均衡价格都可以写为无风险债券价格与市场组合市场价格的线性形式。该模型及其定价结果即成为著名的资本资产定价模型(CAPM)。

20 世纪 70 年代后,CAPM 理论得到了一系列的发展,并开始对投资者和共同基金的投资组合和资产评估方法产生重大影响。在夏普-林特内-莫森单期标准 CAPM 的基础上,布莱克(Black,1972)推导出无风险不存在情况下的“零贝塔”CAPM,莫顿(Merton,1969,1971,1973a)则提供了连续时间内的 CAPM(称为 ICAPM)。然而,罗尔(Roll,1977)对 CAPM 的适用性提出了尖锐的批评,从而使金融学家们开始思考如何对 CAPM 大厦进行根本性的革新而不只是添砖加瓦。金融学大师级学者罗斯(Ross)提出了基于无套利原则的套利定价理论(APT),该理论被公认为是更加成熟的资产定价模型。

然而,20 世纪 70 年代对金融投资界而言,有一件更为激动人心的事件,那就是布莱克和斯科尔斯(Black and Scholes,1973)推导出了简单的期权定价公式,以及莫顿(Merton,1973b)对该定价公式的发展和深化。很有意思的是,当布莱克-斯科尔斯的期权定价公式发表时,世界上第一家期权交易所——芝加哥期权交易所还没有成立。“实践出真知”的惯例被打破了,这一次,是真知灼见引领潮流的发展了!需要指出的是,布莱克-斯科尔斯公式的应用范围远不止于期权定价,几乎所有形式的金融衍生证券以及公司债务等,都可以用布莱克-斯科尔斯公式或其变种进行估价。布莱克-斯科尔斯公式给投资者和银行家在衍生金融资产的交易

中带来了便利,成为金融投资领域理论和实践中光彩灿烂的不朽丰碑。

我国实行市场经济不过十来年的时间,金融市场的发展呼吁金融投资学科的发展完善。当然,对于相当多读者来说,由于长期以来没有接触现代金融投资理论的发展成就,他们需要的不是一本脱离他们理解水平的理论式教材。我们编写的这本投资组合管理教材,考虑到国内部分读者现代投资学的基础还比较薄弱,因此,遵循由易到难的原则,在第一部分特别安排了基础篇,介绍了投资的背景知识、资产的配置和投资的收益和风险分析,作为正式介绍西方现代投资理论的一个过渡;在第二部分理论篇我们先介绍了市场有效理论,然后用四个章节介绍马柯维茨组合理论、CAPM 理论、APT 理论;在第三部分分析篇中,我们介绍了财务报表的分析、债券的分析、股票和期权的定价分析与组合管理,这一部分实际上是投资分析与组合管理的内容;应该说前三部分已经比较全面地概括了西方现代投资理论与应用的内容,但是本书的一大特色,也就是本书区别于其他一些投资学教材的地方,在于我们提供了两个新颖的视角,也就是在第四部分专题篇中的投资的国际视角——国际投资学和投资的心理视角和行为金融学。为了方便读者,我们在书末附录了本书会使用的一些数学统计知识、关于金融与投资的网络资源和关于股票指数的相关知识,读者可以根据需要查阅使用。

在写作的过程中,我们广泛参考了 CFA 的指定教材、国内外投资学的著作,同时还参考和引用了金程教育的投资学内部资料(由徐寒飞博士、马晓青博士和杨志伟硕士编撰),在整个框架、思路上,也从 CFA 资深培训师汤震宇博士那里受益良多,在此一并致谢。但本书可能存在的错误或缺陷则应完全由编者负责。



目 录

前言..... 1

基 础 篇

1 投资的背景知识 3

 1.1 投资的概念 3

 1.2 金融资产与金融市场 4

 1.3 衍生金融工具简介..... 19

2 资产配置..... 47

 2.1 个人投资生命周期..... 47

 2.2 投资计划的作用..... 50

 2.3 投资计划的构成..... 51

3 投资收益与风险..... 57

 3.1 投资收益率..... 57

 3.2 投资风险..... 62

理 论 篇

4 有效市场理论..... 69

 4.1 有效市场假设..... 69

 4.2 有效市场假设检验..... 71

 4.3 有效市场运用..... 73

5 马柯维茨组合理论..... 75

 5.1 财富效用函数与无差异曲线..... 75

 5.2 有效市场边界..... 80

6 资本资产定价模型..... 86

 6.1 模型的前提假设..... 86

 6.2 资本市场理论..... 87

 6.3 证券市场线..... 90

6.4	定价公式.....	92
6.5	模型扩展和检验.....	94
7	套利定价理论	102
7.1	套利的含义	102
7.2	套利定价理论的假设	103
7.3	套利组合条件分析	104
7.4	套利定价理论	106
7.5	APT 与 CAPM 的区别和联系	107
7.6	套利定价模型检验	108

分 析 篇

8	财务报表分析	113
8.1	财务报表简介	113
8.2	财务比率计算	116
8.3	财务比率应用	125
9	债券分析	131
9.1	债券基础知识	131
9.2	债券定价基础	140
9.3	利率期限结构	145
9.4	债券久期与凸度	156
10	股票定价与组合管理.....	163
10.1	股票定价分析基础.....	163
10.2	股票定价模型.....	174
10.3	股票组合管理.....	199
11	期权定价与组合管理.....	216
11.1	期权定价分析基础.....	216
11.2	期权定价理论.....	222
11.3	期权的应用.....	231

专 题 篇

12	投资的国际视角.....	243
12.1	外汇交易.....	243

12.2	汇率平价理论.....	247
12.3	货币风险管理.....	255
12.4	国际资产定价.....	266
13	行为金融理论.....	277
13.1	行为金融研究主题.....	277
13.2	行为金融理论.....	285
13.3	行为金融学的应用和展望.....	293

附 录

附录 1	数学附录	301
附录 2	金融与投资网站资源	309
附录 3	股票指数	321
参考文献	325

基 础 篇

投资的背景知识

1

第一章作为本书的起点,我们将提供理解投资学的一些背景知识,这些概念和背景知识将帮助读者更好地理解全书的内容。这一章是如此安排的:我们先在第一节介绍投资的概念,然后在第二节介绍金融资产与金融市场,最后在第三节介绍衍生金融工具。

1.1 投资的概念

在金融学与经济中,常常用到一个很有意思的假定:经济世界中的代表性个体一生的收入是不平稳的,一般来说,年轻的时候收入高,年老的时候(譬如退休人员)收入很低,甚至没有收入来源;此外,每个人却都偏好每个时期的消费要平稳。显然,这就带来一个问题: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, he 可以用他的储蓄购买股票、债券等金融资产,在低收入期, he 可以通过出售金融资产,获得消费所需的资金。这样, he 就可以调整一生的消费时机,通过这种调整来获得最为满意的消费。

下面我们先用一个简单的图形来简单解释当期消费和将来消费的权衡(trade-off)关系。

在图 1-1 中,假设一个人一生简化为两期的情况下,他在初期拥有 100 元的初始财富, he 既可以将 100 元全部用来进行当期消费,也可以进行年收益率为 5% 的投资,然后进行消费。消费和投资的数量由他自己选择。因而,其当期消费 C_0 可以从 0 到 100 元的任何一个数值,同样他的将来消费 C_1 也可以是从 105 到 0 元的任何一个数值。在一般情况下,这个人可能在当期消费其部分财富,并把其余部分进行投资。例如,选择当期消费 60 元 ($C_0 = 60$ 元)并投资

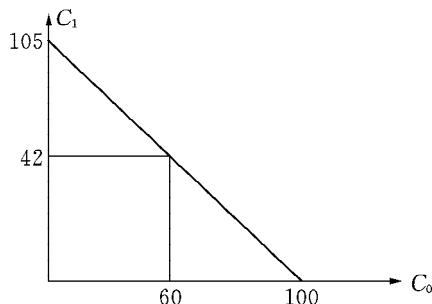


图 1-1 当期消费和将来消费之间的权衡

40元,则其将来的消费就是当期的投资额加上5%的投资收益,共计为42元($C_1 = 42$ 元)^①。

在上面这个例子中需要注意的是,这个5%的收益率我们称为货币的纯时间价值(pure time value of money),它反映的是个体为推迟消费所要求的价值补偿程度,实际上就是无风险的实际利率。但是,上面的例子是以经济社会总体价格水平保持不变为前提的,如果投资者预期到价格水平将上涨的话,他必然要求更高的投资收益率。比如,如果投资者预期到第二期价格水平将比初期上涨3%,则投资者将要求8%的回报率($3\% + 5\% = 8\%$);不仅如此,由于投资是有风险的,投资者还将要求对其承担的投资风险进行补偿,这一般称为风险升水或者风险溢价(risk premium)。这样,如果某个项目的风险溢价评估为2%,同时预期将来价格水平上涨3%,则可以得出结论:投资者要求的投资回报率将是10%。

综合上述分析,我们可以对投资下一个较严谨的分析:

投资即货币(或财富)所有者让渡货币(或财富)现期的使用权,以期在未来获得一定的货币(或财富)收入的行为。这部分货币收入是对货币(或财富)所有者推迟消费的总体补偿,它包含以下三个部分:①货币的时间价值,②预期通胀率,③未来投资收益的不确定性或说投资风险^②。实际上,这个定义中货币(或财富)所有者可以是个人、企业,或是政府,还可以是特殊机构,如养老基金等等,我们可以用投资者来笼统称呼。

细心的读者可能会问,投资者让渡货币(或财富)现期的使用权,以期在未来获得一定的货币(或财富)收入,是通过什么方式来实现的?又是如何保证实现的?

1.2 金融资产与金融市场

1.2.1 金融资产

在市场经济中,投资者让渡货币(或财富)现期的使用权,以期在未来获得一定

^① 限于本书的篇幅,消费的跨期选择问题只举一个简单的例子。有兴趣的读者可以思考当期消费和将来消费之间的权衡取决于什么因素。

^② 这个定义我们参考了 Frank K. Reilly & Keith C. Brown 编写的 CFA 指定教材《Investment Analysis and Portfolio Management》。实际上这个定义意味着投资者要求的投资回报率=货币的时间价值+预期通胀率+投资风险补偿。要注意的是,投资风险补偿是与具体的投资项目相关联的,具有一定的内生性——即自选择性,不同的投资者依据自己的特性和努力程度去追求自我的风险报酬率。例如,偏好风险的投资者通过高风险的投资,以期望获得高额投资回报率,保守的投资者则会投资于收益平稳的资产。

的货币(或财富)收入,是通过投资于一定的资产(尤其是金融资产)来实现的。

我们知道,财富是所有收入的现值之和,它可以按各种形式存在。所有能够储蓄的财富都叫做资产。资产又分为实物资产(real asset)与金融资产(financial asset)。前者是有形的,如土地、机器、建筑物、知识等;后者是无形的,是一种合约,表示对未来现金收入的合法所有权(或者说是一种索取权),它自身的价值与其物质形态没有任何关系。

个人可以选择今天消费掉所拥有的财富,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。如果企业通过发行证券(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,金融资产的回报将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,绝大多数人不可能自身拥有汽车厂,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。在表 1-1 中我们可以看出美国国家财富主要由建筑物、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)等实物资产构成。

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, 1945~1994, Board of Governors of the Federal Reserve System, June 1995.

而在表 1-2 中,我们可以看到,美国家庭的资产不仅包括实物资产,还包括金融资产(金融资产又包括银行账户、公司权益、债券和抵押工具等)。从表 1-1 和表 1-2 我们可以很容易地看出实物资产与金融资产的区别。概括说来,实物资产是经济社会生产函数中的变量,它包括商品与劳务。它的生产能力最终决定社会的

财富。而金融资产并不代表社会的财富,它并不是直接贡献于经济社会的生产能力,而是间接地发挥作用,其原因就在于其便利所有权与经营权产生分离。但是金融资产是企业与个人的财富,因为它是一种权益收入。厂商用实物资产获得收入,按所发行的金融资产来分配其收入。

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
总有形资产	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	3 713	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, 1945~1994, Board of Governors of the Federal Reserve System, June 1995.

1.2.2 金融市场及其类型

金融市场的产生是为了满足交易者的需要。例如,想借钱的家庭必须寻找愿意出借的家庭,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(Lloyd's)的小旅馆,创立了海员保险业。1792年5月17日,24位证券交易商在华尔街68号门口的一棵梧桐树下签订了一个协定,史称“梧桐树协议”。人们一般都将这个根本不起眼的事件,作为纽约

证券交易所诞生之日^①。如今,在学者作家的笔下,纽约证券交易所已经成为美国的象征,成为自由市场或者是资本主义的象征。

金融市场可以按不同的标准划分为不同的类型:

(1) 根据交易的金融资产的期限可以分为货币市场和资本市场。货币市场是期限在1年以内的短期金融工具的交易市场,其交易者主要是资金的临时闲置者和资金的暂时需求者,国库券、商业票据、银行承兑汇票等短期信用工具是其主要的交易对象。资本市场是期限在1年以上的长期金融工具的交易市场,交易对象有债券、股票等。可见货币市场比资本市场具有更大的流动性。

(2) 根据发行的金融工具的特征分为债务市场和股权市场。债务市场是指通过发行债务工具来取得资金,例如债券或抵押票据。这是一种契约协定,借款者承诺按期向持此项债务工具的持有者支付固定的利息。债务融资的期限可以是短期、中期或长期。股权市场是指通过发行股票来融资。持有公司的股权可以分享企业的股息,但股票是没有期限的,是一种长期证券。股权虽然相对债权而言意味着持股人拥有参与公司经营决策的权利,且能够从公司的盈利或资产价值的增长中获利,但在公司被清算时股东是排在债权人之后的。

(3) 根据市场的性质与层次分为一级市场和二级市场。一级市场又称发行市场,是公司或政府机构向最初购买者出售新发行的债券或股票等证券进行融资的金融市场。在一级市场上协助销售证券的最重要的金融机构是投资银行,我国则为证券公司。二级市场又称流通市场,是再出售已发行证券的市场。对于一个运行良好的二级市场来说,证券经纪人和证券交易商是十分重要的。

(4) 根据二级市场的形态分为交易所市场和场外市场。交易所市场指证券的买卖双方(他们的代理人或经纪人)在交易所的一个中心地点见面并进行交易。随着交易技术电子化的普及和发展,传统的在固定地点的有形席位的交易方式逐步被由计算机系统撮合买卖的无形席位所取代。场外交易市场(OTC)无固定场所,交易商通过计算机、电话和传真等通信手段向与他们联系并愿意接受他们报价的任何人买卖证券。场外市场的竞争性很强,交易成本较低。

(5) 根据金融交割的期限分为现货市场和期货市场。现货市场一般在成交后的1~3天内立即付款交割。期货市场则在成交日之后按合约所规定的日期成交。

(6) 根据金融市场的发育程度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

^① 当天按照协议规则进行交易的,是美利坚银行的股票。这家银行算是纽约证券交易所的第一家上市公司。

缺乏组织的市场,在这里买卖双方必须直接寻找到对方。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。

更高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。一般来说,经纪人具有在既定市场上为资产定价的专业知识。例如在新证券公开发行的初级市场上,投资银行充当经纪人,它们寻找从发行机构直接购买证券的投资者。另一个重要的经纪人市场是大宗交易市场,在这个市场上,进行着巨额股票的买卖。这些交易是如此之大(理论上需超过10 000股,但实际上往往远大于此),以至于经纪人或“大机构”(block houses)经常直接寻找其他大交易商而不是在交易所里与相对较小的投资者进行交易。

当一特定资产的交易活动增加时,就产生了交易商市场(dealer markets)。在这里交易商对各种资产进行分类研究,购买资产作为存货并通过销售从中盈利。交易商购买的资产进入自己的账户,他们的利润率是资产的买卖差价,这一点是与经纪人不同的。交易商市场能够节约交易人的搜寻成本,因为他们可以很容易地在交易商那里了解到资产的买价或卖价。显然,市场上存在大量的交易活动是交易商能够有利可图的前提条件。场外证券市场是交易商市场的例子之一。投资者交易已发行证券的场所被称为二级市场,因此,场外证券市场也是二级市场之一。二级市场的交易不影响未付证券的数量,它仅把其所有权从一个投资者转给另一个投资者。

发育最完备的市场是拍卖市场(auction market)^①,所有参与者都集中到此报价进行物品买卖。纽约证券交易所(NYSE)是拍卖市场之一。拍卖市场优于交易商市场的地方在于:在拍卖市场,交易者不必自己去四处寻找最佳价格。所有参与者集中到一起,以大家都赞同的协议价成交,彼此免去了买卖双方各自报价的烦琐。持续性的拍卖市场(与艺术品及其他类似物品的拍卖市场只进行周期性拍卖相对应)要求大规模的、频繁的交易来抵偿维持市场运行的成本。为此,纽约证券交易所和其他的证券交易所确立了上市要求,限定上市的公司必须具备足够的交易股权。有组织的股票交易所也是一个二级市场,投资者在此互相交易所拥有的证券。

1.2.3 金融市场的作用

(1) 资金融通和资金积累功能。在现实经济生活中,总是存在着资金的盈余

^① 与艺术品及其他类似物品的拍卖市场不同,这里是从金融产品的交易机制出发来命名的。

方与赤字方,且他们具有不同的目标。金融市场的产生与发展为资金的融通以及资金供应者、需求者目标的实现创造了条件,提供了媒介与场所。另外,通过长期资本市场的作用,促使储蓄转化为投资而实现的。资金需求者(主要是企业和政府部门)通过发行股票和债券,将资金集中于投资,引导各生产要素的流动和有效组合,从而实现资金的价值增值。

(2) 消费的跨时安排(consumption timing)。在当前的收入大于当前的消费时,即存在储蓄时,则以一定的金融资产的形态来储蓄财富。这意味着高收入时储蓄投资,在低收入时出售资产以获得消费所需要的资金。正是金融市场提供了这种消费水平的跨时调整^①。

(3) 降低了交易成本。有两种与交易有关的成本:搜寻成本和信息成本。搜寻成本(search costs)包括显性成本(如为了传达买卖一项金融资产的意愿而花费的资金)和隐性成本(如为选定交易对手所花费的时间的价值)。某些形式的有组织的金融市场的存在降低了搜寻成本。信息成本(information costs)是那些为评估一项金融资产的投资品质而必须付出的成本。

(4) 风险防范与风险分配(allocation of risk)功能。风险防范功能:首先,金融市场是一个具有高度组织的市场,相关法律法规制度的不断完善使金融交易进一步规范有序,从而增加了金融交易的安全性。其次,金融市场有多种多样的金融工具可供选择,这有利于投资者进行组合投资,既分散了投资风险,又提高了投资的安全性与盈利性。特别是金融衍生品为投资者进行套期保值、投机套利等提供了便利。这样不仅能够转移和防范风险,还使金融工具的流动性增强。风险分配功能:所有的实物资产都包含了一些风险,当建立工厂来生产商品时,管理者并不能确切地知道其所能产生的未来现金流,因此,它要发行股票或债券,让风险偏好的人去买股票,风险规避的人去买债券。这时股东承担经营风险(他看中潜在的高回报)。因此,金融市场,特别是衍生金融市场的最重要的功能之一就是要把以前捆绑在一起的风险分拆开来,重新分配给不同风险偏好的个人投资者。投资者根据风险与收益的关系进行自我选择。

(5) 所有权与经营权相分离(separation of ownership and management)。在工业革命之前,许多企业既是所有者又是经营者。然而,今天全球化的市场以及生产的大规模,使厂商对资金的需求暴涨,比如GE的资产就超过了330亿美元,这么大的规模决定了它不可能将所有权与经营权集于一身。GE的股东有50万人,显然,公司的董事会要选择经理,这意味着所有权与经营权相分离,以使得公司更

^① 请读者联系本章第一节思考:为什么消费要进行这种调整?