

1

绪论

十年前，美国华尔街投资高手彼得·林奇(Peter Lynch)发表了一本风靡一时的畅销书《笑傲华尔街》(Beating the Wall Street)。这位理财奇才，亲率美国最大的名叫 Magellan 的增长型共同基金(该基金在 1995 年达 420 亿美元资产)在十年里每年平均收益率高于 20%，远远超过标准普尔 500 股票指数 15% 的同期指标。在这本书中，彼得·林奇谈到投资取胜的秘密武器之一，是运用你的常识(common sense)。这话似乎太平淡无奇。实际上，要把你的常识运用到恰到好处，炉火纯青，并非易事。那么，有关证券投资的基本常识是什么呢？在我们深入讨论各种投资工具与方式之前，先介绍一些经济学、统计学和管理学的基本概念和原理。本章第一节是谈有关证券的定义与决策过程；第二节是有关投资与储蓄的关系；第三节是各种证券价格的决定。

1.1 有价证券的定义与决策过程

这一节将围绕定义、收益、风险与决策过程这四个内容来讨论。

1.1.1 有价证券的定义

在美国，有价证券种类繁多。例如股票、公司债券、政府债券、外汇、银行定期存款等等。如果你有一份稳定收入的工作除了每月的日常支出外，你会剩余一部分钱。作为一个公司，除了每时期的固定支出外，每月都会有大量的收入与日常支出，公司必须准备一定流动资本，以备将来的现金支出与固定资产购买。这样一来，公司与个人一样，也会有一部分结余。

面对这部分结余，作为个人或公司会自然而然考虑到投资。投资可分成两大类，一类叫做经济投资 (economic investment)，即是把钱用来购买实物，例如一栋房子、一辆汽车或一架钢琴。另一类叫做证券投资 (securities investment)。当你进行后一类投资时即进行有价证券投资时候如下问题就会产生第一，有这么多种类的有价证券，到底买哪一种？各种证券之间有什么不同或有什么利弊？第二，购买有价证券也像买其他东西一样，你必须考虑到是不是值这么多钱，也就是如何对有价证券进行估价？第三，一旦看中了你所喜欢的有价证券，你就要问到哪里买？怎么买法？第四，与上一个问题有关的是什么时候买？因为有价证券市场价格瞬息万变，你怎样才能捕捉住最佳的时候买进或者卖出第五如果你有一大笔钱但是用途不一样有部分是将来退休用的或者给你的孩子上学缴学费用的，有部分是准备二年后买大件用的，那么怎样才能把这些不同时间期限的

储蓄按照它们的不同用途合理地分配在不同的有价证券投资上 以达到最大收益、最小风险的目的？

有价证券投资学试图回答以上这五个问题，虽然经济投资与有价证券投资学有密切的关系，本书将不涉及到经济投资学问题。

简言之，有价证券投资学是一门研究投资者如何将现在节省下来的钱，投资到不同的有价证券上，以取得将来更大收益的学科。如果我们将以上五个问题归纳一下，我们可分成两个主要问题 第一是投资环境（investment environment）它包括有价证券的种类、证券市场以及证券交易；第二是投资过程（investment process），它包括投资决策的步骤、投资的价格评估分析、投资时间、投资种类的结合等问题。当然 除了这两个大问题 还有一个更复杂的问题：证券投资理论问题。本书将重点谈头两个主要问题，而只是简述有关理论问题。

什么叫做有价证券呢？证券（security）是指在一定规定的条件下，作为索取将来收益的合法权利凭证。所有证券都有明确的限定条件，比如具体债权人或所有者的权限，具体时间，具体的收益等等。所有这些证券必须是合法的，即现行法律所承认的。例如，一张早已倒闭的公司股票是一钱不值的。因为公司倒闭了，不复存在了，它的股票就不能用于交易。合法性对于有价证券是至关重要的。以后我们将会谈到当一国政府变动或法律变动对所在国是如何影响有价证券的。

有价证券是指可以在市场买卖的证券（marketable）。有些证券不在市场上交易，我们不称它们为有价证券。比如说你与张先生十分熟悉，你急需一笔钱，当你向张先生借钱时，你给张先生留下一张收据 具明钱的用途 利息多少 何时归还 并到公证处公证。这样，这张借条便成为合法凭证。但由于这张借条不能

在市场买卖，所以它不属于严格意义上的有价证券。现在美国金融市场发展很快，使很多原来不能在市场上买卖的证券变成可以买卖。

投资者按组织形式来分有两大类：一类是个人投资者（individual investor）；另一类是机构投资者（institutional investor）。后一类是指共同基金、养老金、银行等等。

1.1.2 收益 (return)

在证券投资过程中，你必须牺牲眼前消费来达到更大的将来收益。这里涉及到如下有关收益的概念。

广义年收益率 (annual return rate) 或年报酬率

年收益率包括一年内股息或利息的收入和由于证券价格的溢价或贬价所带来的本金收益 (capital gain) 或损失。

如下是以一年为期的收益率计算公式：

$$R = \frac{P_1 - P_0 + D_1}{P_0} = \frac{P_1 - P_0}{P_0} + \frac{D_1}{P_0} \quad (1-1)$$

R 代表收益率， P_0 代表证券年初的价格， P_1 代表证券年末的价格， D_1 代表在此年期间的利息。

例如年初时其证券价格为 100 美元，年末为 110 美元，在此一年间，投资者收到 5 美元的股息。按上公式计出：

$$R = \frac{110 - 100 + 5}{100} = \frac{110 - 100}{100} + \frac{5}{100} = 10\% + 5\% = 15\%$$

这 15% 的年收益率分成两部分：第一部分 10% 是资本收益率，第二部分 5% 是股息率。

到期收益率 (yield to maturity)

债券的收益率是按从购入债券始至债券到期偿还的时间内所取得的利息计算出来的，所以债券的收益率亦称作到期收益率。由于股票是没有期限的，它的计算方法有所不同。下例是期

限为一年的到期收益率。由于到期收益率不包括资本收益，只包括股息收益或利息收益，它亦称作狭义收益率。

$$R = \left(\frac{F - P}{P} \right) \quad (1-2A)$$

这里， F 代表债券的面值， P 代表购买价格。

债券同等收益 bond equivalent yield 简称 BEY)

这个公式用来计算期限不到一年的，没有利息的短期债券收益。

$$BEY = \left(\frac{F - P}{P} \right) \times \frac{365}{n} \quad (1-2B)$$

F 是这债券的面值， P 是购买价格， n 是这张短期债券的天数。

如果这债券购买时以折价形式 98.5 美元买进，三个月后债券到期，投资者按债券面值兑现，得到 100 美元。收益率为：

$$BEY = \frac{(100 - 98.5)}{98.5} \times \frac{365}{90} = 0.0616$$

复利率、将来价值和折现值

如果投资者的投资不止一年期限，而是二年以上，甚至更长，投资者就遇到复利率问题 (compound return rate)。所谓复利率就是我们通常所说的“利滚利”，即第一年所赚的利息，在第二年初变成本金，并用作计算第二年利息的基础。

为了简化我们的分析，我们假定下列的债券没有资本收益，只有利息收益，利率仍为 5%。第一年面值 100 元。时限为三年。请问，三年以后，这 100 美元值多少钱？

$$\begin{aligned} FV &= \underbrace{100 + 100 \times 0.05}_{\text{第一年}} + \underbrace{100(0.05)(1 + 0.05)}_{\text{第二年}} + \underbrace{100(0.05)(1 + 0.05)(1 + 0.05)}_{\text{第三年}} \\ &= 100 + 5 + 5.25 + 5.51 \\ &= 115.76 (\text{美元}) \end{aligned}$$

FV 代表将来价值 (future value)。

换言之，现在的 100 美元，在 5% 的复利率下，三年后的将

来价值为 115.76 美元。用数学公式表示为：

$$FV = PV(1+R)^n \quad (1-3)$$

PV 为现值(present value)。

假设： $PV = 100, R = 5\%, n = 3;$

$$\begin{aligned} FV &= 100(1+0.05)^3 \\ &= 115.76 \end{aligned}$$

如果我们知道我们有一笔三年为期的存款，复利率为 5%，我们能否知道这笔钱现在值多少美元呢？我们将上述公式倒一倒，就可以得到结果：

$$PV = \frac{FV}{(1+R)^n} \quad (1-4)$$

这债券将来价值为 115.76 美元 但是把它转为现值 只剩下 100 美元。这个转化过程，我们叫做折现(discounting)。R 也叫做贴现率。贴现率与现值的关系为反比关系，即是当贴现率提高 证券的现值下降 当贴现率下降时 证券的现值上升。当贴现率等于零时，现值等于将来值。经济学的含义是：人们重视现时的价值。如果人们要暂时牺牲当前的价值而取得将来价值，这种牺牲要给予补偿，这种补偿就是利息。由于证券投资是研究把现时的钱省下来以取得将来更大的收益，它与贴现率有密切关系。在以后分析股票与债券的价值时，我们将会进一步谈这个问题。

1.1.3 风险(risk)

投资涉及到时间概念，即放弃现在的价值去换取更大的将来价值。这个过程有可能发生种种风险。这些风险有如下几种：

第一 市场风险(market risk)。证券市场风云变幻 难以预测。1929 年的西方经济大萧条，1987 年美国发生的黑色星期一，股票市场价格一泻千里，数日间市场价值损失 20—30% 至今人们仍谈虎色变。市场风险是难以控制的，有时引发于自然灾害

的发生,有时引发于经济、政治事件的爆发。战争的发生,国际间重大事件的展露,甚至人们心理的变化,都有可能引起华尔街的“地震”。

第二,商业风险(Business risk)。一个公司很难永保它的竞争地位以及盈利的稳定增长。无论长期或暂时的盈利下降,都会很快地反映到该公司的股票价格下降。君不见,曾独霸世界计算机行业的国际商业通用机器公司(IBM)在其地位达到颠峰时,每股价格高达170美元,一旦其地位遭到挑战,经营失策而遭致亏损时,价格下跌到40美元左右。如果你不合时机地购买该股票,在高价位买进,低价位卖出,不到一年间,70%左右的股值化为灰烬。这些执其行业牛耳的超级大公司尚且如此,更不用说那些根基不稳、羽毛未丰的小公司。有些小公司股票上市后,因经营不善,终告倒闭,对于投资者来说,血本无归。当然,也有很多公司的成长率令人惊奇,以可口可乐公司为例,如果你在1983年底投资1,000美元,到1994年7月你的股票值11,554美元。

第三,货币利率风险(money-rate risk)。货币利率风险是指由于利率下降所带来的债券本金的损失。1994年是自20年代以来债券投资者的重灾年。几乎所有不同种类的债券都遭受巨大损失。以30年财政部无息票债券最甚,短短一年间,其价值损失达19%之巨。主要原因是为了制止通货膨胀,美国中央银行一年六次提高短期利率,加之人们担忧通货膨胀的恶化,导致30年限的长期债券利率上升。

我们在上节说到,债券的价格变化与利率变化成反方向。1994年债券价格大跌的原因是由于利率上升,那么,1995年美国的债券还会继续下跌吗?利率还会继续上升吗?最好避免这种利率风险的方法是正确预测利率的走向以及利率期限结构(term structure of interest rates)的变化。本书的有关章节会详

细分析这种风险。

第四 通货膨胀风险 (inflation risk)。通货膨胀风险是指由于通货膨胀上升，从而货币的实际购买能力下降，造成有价证券的实际价值下降。通货膨胀对于我们来说并不新鲜。早在第二次世界大战后的中国国民党统治时期，恶性通货膨胀加速了国民党政权的崩溃。美国金融市场对通货膨胀变化非常敏感。1995年2月15日，当美国统计当局公布一月份消费价格指数 (CPI) 和实际生产能力利用状况后，其结果比经济预测要低，当天道琼工业指数几乎冲破 4,000 点的阻力线。

第五 汇率风险 (exchange rate risk)。汇率是指两个国家两种货币之间的兑换比率。在浮动汇率体系下，汇率经常变化。这种变化所带来的风险叫做汇率风险。当今世界经济日益全球化，金融投资亦是如此。新兴国际金融市场 (emerging capital markets) 成为现在美国投资者的一项热门投资。这种投资收益高，但是风险也大。外汇风险是其中一种。例如 1995 年年初墨西哥发生严重的国际金融危机，墨西哥比索对美元的汇率下跌 40%，使得美国投资者遭到重大损失。为什么呢？因为如果在危机之前你用 100 美元购买墨西哥的某种股票 这种股票以比索为计算价格单位，为简单起见，我们假定美元与比索是一比一，那么你的帐面上有 100 元比索的投资。后来，比索贬值 (depreciation) 40%，那么你的帐面仍是 100 元比索，但是将比索换成美元 你只能换到 60 美元。那么你损失了 40 美元。我国目前的日元债务也存在外汇风险问题。我国在 80 年代初借了大量日元外债，现在债务到期，因目前日元大幅度升值，我国不得不付出更多的日元。

1.1.4 风险与预期收益的计算方法

风险是由不确定性造成的。如果一切都是确定的，就没有风险存在。以上种种风险的大小反映到投资收益的变化，而投资收益的变化反映在价格的变化。既然存在着种种投资风险，人们设计出不同方法来测量这些风险。其中有两种最常用的统计方法：方差 (variance) 和贝塔值 (beta)。测量不确定性的方法是概率，通俗地说，即事件发生的可能性。如果事件发生的概率和结果能够估计出来，我们就可算出预期收益。

方差是一个统计术语，用来衡量一组数字与它们的平均数（或期望值）之间的差别程度。如果这一组数字与它们的平均数很接近，那么，这组数字的方差比较小；反之，它们的方差就很大。将这个统计概念转化为经济概念，方差大就意味着投资的收益或价格波动很大，即风险大；反之，方差小就意味着收益或价格波动不大，即风险小。以下我们用一个简单例子说明。张先生有一笔钱，准备投资在两种证券上，由于两种证券的风险不同，存在两种方差。但由于风险不同，亦存在两种可能的收益和可能的损失。

表 1-1

证券种类	可能收益	收益可能性	可能损失	损失可能性	预期收益	方差
证券 A	4,000 元	50%	-500	50%	1,750	5,062,500
证券 B	8,000 元	50%	-4,500	50%	1,750	39,062,500

从表 1-1 可见，如果张先生购买证券 A 他估计有 50% 可能赚到 4,000 元 (收入翻三番) 但是亦有 50% 可能性这种证券会跌价造成 500 元的损失。如果张先生购买证券 B 他估计有 50% 可能性赚到 8,000 元 (翻七番) 但是 50% 可能性跌价造成

4,500 元的损失。

张先生首先计算预期收益，然后计算方差，方法如下：

$$\begin{aligned} \text{证券 A 预期收益} &= 4,000 \times 50\% + (-500) \times 50\% = 2,000 + (-250) \\ &= 1,750 \text{ (元)} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{证券 A 的方差} &= (4,000 - 1,750)^2 \times 50\% + (-500 - 1,750)^2 \times 50\% \\ &= 2,531,250 + 2,531,250 = 5,062,500 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{证券 B 预期收益} &= 8,000 \times 50\% + (-4,500) \times 50\% = 4,000 \\ &+ (-2,250) = 1,750 \text{ 元} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{证券 B 的方差} &= (8,000 - 1,750)^2 \times 50\% + (-4,500 - 1,750)^2 \times \\ &50\% \\ &= 19,531,250 + 19,531,250 = 39,062,500 \end{aligned}$$

虽然证券 A 与证券 B 的预期收益都是 1,750 元 但是证券 B 比证券 A 的方差大得多，这意味它比证券 A 的风险要大得多。在预期收益相同的条件下，张先生自然选择证券 A。

预期收益受到事件发生的概率和得失的影响。例如，证券 B 的可能收益不是 8,000 元而是 7,000 元，那么预期收益只是 1,250 元，张先生肯定不会选择证券 B 因为它不仅风险大而且预期收益比证券 A 要低。

贝塔值 (beta) 亦称不稳定值 (volatility) 它是一种计量经济学的术语，用来表示某种证券价格背离市场平均价值的程度。贝塔值大于 1，表示该证券的波动程度大于市场的平均波动程度。反之 如果贝塔值小于 1 表示该证券的波动程度小于市场的平均波动程度。如果贝塔值等于 1 表示证券的波动程度与市场的平均波动程度一致。如果在其他条件一样的情况下，投资者应选择贝塔值最小的证券。

1.1.5 风险、收益与投资者的心理状态

一般来说 风险与收益是成正比的 风险越大 收益越高。因

为所有的市场风险、商业风险、利率风险、通货膨胀风险和汇率风险都要以得到更高报酬作为补偿。中国俗语说：“不入虎穴焉得虎子。”虎子是十分珍贵值钱的，你要想得到虎子，必须得冒被母虎吃掉的危险。如果你怕冒风险，那最好去猎羊，那样你决不会被羊吃掉，不过羊就没有虎值钱。投资者也是如此，并不是所有人都有胆略下虎穴。不同的人有不同的冒险心状。

经济学把人的冒险心状分成三大类：冒险型 (risk taker)，避险型 (risk averser)，一般型 (risk nutual)。一般说，冒险型的人以冒险为乐事，在寻找冒险刺激过程中得到更大的收益。另一种人是避险型，这些人受不得刺激，一有风吹草动，立即忧心忡忡，惶惶不可终日。一般型是介于两个极端之间。投资要冒风险。每个投资者在作出决策之前，要谨慎地考虑自己属于哪类型的心理，分析自己的风险心理负担能力。

投资者的性格不同也产生迥然不同的投资方法。有的人喜欢“短平快”，有的人喜欢“放长线钓大鱼”。何种方法为好，这要因人而异。

1.1.6 投资决策的基本过程

证券投资的决策有五个基本步骤：投资政策、投资信息系统、投资分析、投资组合、投资效果评价。

(1) 投资政策的确立

投资政策的确立包括几项重要内容：投资的目标、投资的数额、投资的时间长度和税收的状况。

投资的目标是指为了取得一定的收益率，但你必须负担一定的风险。如果你是冒险型，你可以选择高风险、高收入的目标。赚了皆大欢喜，输了没啥了不起，“潇洒走一回”。如果你属避险型，最好选择风险小的目标。一旦输了，你的心脏还能保持正常

运行。

你要明确你有多少钱可投资的，这些钱的期限有多长。长期资本用于长线投资，短期资本用于短线投资。比如，你有一笔存款准备用于 20 年后的退休金 这属于长期资本 你可用来买股票。一旦你的股票给套住了，只要那家公司经营有方，总有一天他的股票会涨上来的。只要你耐心地等待着。但是，如果你的资本是短期的，比如你存一笔钱，一年后用来交学费，那你最好是买短期债券或放到银行的定期存款。

投资组合 (portfolio) 是把你的投资按不同风险、收益与期限有机地组合起来 以达到降低风险 增加收益的目的。俗语说：“不要把所有鸡蛋放在一个篮子” 否则，一旦篮子倾翻 你的全部家当就完了。

税收也是一项值得注意的内容，在美国有些地方债券收入可免税。美国税收很重，联邦税与州税加起来高达 30%。如果你想低风险，少交税，可以考虑投资到这些免税地方债券，以增加收入。

(2) 投资信息系统的建立

投资是个高度需要快速、准确信息反馈的过程。这些信息可来自报纸、收音机、电视、电话等传播媒介，也可通过朋友、股票交易所来获得。这些信息的获得涉及到成本、时间、质量三个方面。你必须在这三方面权衡，作出最佳选择。比如通过计算机的计时服务 (on-line service)，你可以得到每分钟最新的华尔街市场报价，但是你必须付计时服务费，你亦可以通过全面服务的股票经纪所为你提供消息 (full-service brokerage firm) 这些服务都要收费。

信息系统还包括你所要选择的证券交易所、其提供的服务与收费。

(3) 证券分析

证券分析是指检查分析若干种或若干组有可能购买的证券。证券分析的方法分成两大类：基础分析 (fundamental analysis) 和技术分析 (technical analysis)。基础分析方法认为经过严格的分析，我们可以选择到某些股票。这些股票的市场价格高于或低于它们的实际价值。如果它们的市场价格过高，即是卖出的时候；反之，则是买进的时候。这些分析方法包括经济分析 (economic analysis)、行业分析 (industry analysis) 以及公司分析 (company analysis)。

技术分析方法认为经过特殊的方法，我们可以找到股票价格近期的走向趋势和运动规律，从而作出投资的选择。这些特殊方法包括画图、填格、分析曲线等统计方法。

此外，近年来随着现代资本组合理论的普及，投资业中发展了一个相应的资本组合管理方法 (portfolio management)。本书将详细介绍基础分析方法，同时简介技术分析方法与资本组合管理方法。

(4) 投资组合与购买

经过投资分析后，投资者可以作出他们的投资组合。投资组合包括证券的选择、证券的购买时机以及投资组合的多样化。在这个步骤中，投资者必须作出明智的抉择，从而使其现金转化为不同的有价证券。成败与否，在此一举。

(5) 投资效果分析

投资决定作出后，并非万事大吉。我们还要不断对已作出的投资效果进行分析，并作出相应的调整。因为金融市场变化无常，原来投资的有利条件可能发生变化，变得更好了，或者变坏了，我们必须相应作出调整，使得我们的投资组合始终处于一种最佳状态。

以上的五个步骤将会在下面各章进一步详细介绍。

1.2 储蓄与投资

个人的收入或公司的收入不用于消费，便成为储蓄。这部分储蓄可以用于今后有价证券的投资，也可以用于实物上的投资。作为个人来说，可以买汽车、房子、金银首饰、古董、邮票、土地等等。作为公司来说，可以购买生产资料，以扩大再生产。从时间上来看，这部分储蓄可分作短期的投资、中期的投资或者长期的投资。本节简介储蓄的方法与不同的投资途径。

1.2.1 储蓄与投资的组织形式

美国的个人储蓄率很低，平均储蓄率约在 6—7%。相比之下，中国人的储蓄率很高，储蓄达 30—40% 以上。投资的前提是储蓄，没有储蓄就没有投资。当然，投资者也可以借钱来投资。在美国，投资者可以通过他们的经纪所借到钱（*purchasing stock on margin*）。这种投资方法风险大，十分危险。

作为个人投资者来说，他们的储蓄有不同的目的。不同的目的构成不同的储蓄时限，也构成不同的投资形式。例如把钱存在银行，或者把钱用来买股票。

作为公司或政府机构，它们也有储蓄。它们经常把这部分储蓄投资到短期的有价证券，以保持资产的流动性（*liquidity*）。

投资的组织形式多种多样。投资者可以是单干户，自己存钱，自己分析，自己投资。投资者也可以是“合作社”或者叫做投资者俱乐部（*investment club*）这在美国十分普遍。几个或十几个投资者把各自的钱集中起来，立下公约，大家一起分析一起作出决定。这种方法对初入门者或小股民十分有利。因为集思广

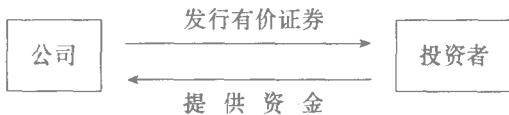
益，互相学习，避免错误。同时共同投资可以降低交易成本。在美国，这些投资者俱乐部成为协会，召开年会或地区性会议，发表简讯，相互交流信息，磋商技巧。根据美国投资者协会 (NAIC) 调查结果：45% 的投资者俱乐部的收益高于标准·普尔 500 的平均股票指数。经济改革后，我国城市里也出现类似的组织形式。不少工厂工会选出几名投资高手，代表大家的利益，赴汤蹈火。这种组织形式可向美国学习，以进一步提高、完善其组织管理形式。

投资的另一种组织形式是共同基金 (mutual fund) 和各种专业储蓄投资公司。例如人寿保险、退休金组织、商业银行等等，这种形式的投资的专门化程度高，组织较为健全。

1.2.2 金融市场与投资途径

金融市场按照有价证券的期限长短分成两大类。一类是货币市场 (money market)。这类市场涉及的有价证券是短期的，为期约一年或不到一年。另一类市场是资本市场 (capital market)。这类市场涉及的有价证券是中长期的，为期一年以上。

(a) 直接证券投资



(b) 间接证券投资

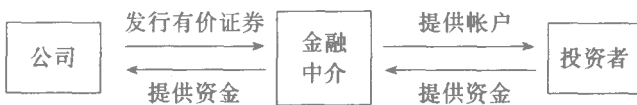


图 1-1

证券投资途径亦分成两大类：直接证券投资和间接证券投资。

直接证券投资是指公司向投资者发行有价证券，然而从投资者手中直接获得所需资本。另一种融资的形式是间接的，公司向金融中介发行有价证券，然而从金融中介处获得资本。金融中介的资本是通过向投资者提供金融服务而获得的。金融中介是指商业银行、保险公司、金融公司等机构。

表 1-2 美国金融市场的交易 (1970—1990)

融资形式	年末余额(单位:10 亿美元)			
	1970 年		1990 年	
(1)货币市场 主要融资工具	197	8.2%	1976	12.9%
银行大额定期存款	55	2.3%	543	3.6%
国库券	81	3.4%	527	3.5%
商业票据	33	1.4%	557	3.7%
联邦基金	16	0.7%	61	0.4%
其他	12	0.5%	288	1.9%
(2)资本市场 主要融资工具	2187	91.7%	13251	87%
公司股票	906	38%	4165	27%
住宅抵押贷款	355	15%	2924	19%
公司债券	167	7%	987	6.5%
联邦政府长期债券	160	6.7%	1653	10.9%
联邦机构州与地方政府债券	197	8.3%	1052	6.9%
银行商业放款	152	6.4%	815	5.4%
消费放款	134	5.6%	809	5.3%
商业与农业抵押放款	116	4.9%	846	5.6%
合计(1)+(2)=	2,384	100%	15,227	100%

资料来源：F. Mishkin 著：《货币、银行与金融市场》。根据 p. 51—p. 55 数据整理。

由表 1-2 可见，美国资本市场在融资方面占主要地位。然而，我国经济改革之前，银行业完全垄断了所有的金融活动。直接金融融资不起任何作用。经济改革之后，间接金融融资开始发

生作用，而且发展迅速。

1.3 证券价格的决定

在美国华尔街的不同股票市场里，各种股票价格每天都在变化。价格有时缓缓上涨，有时急剧飞涨。价格有时慢慢下降，有时直泻不止。这些价格的波动牵动着千千万万投资者的心弦。各种证券的价格变化都与利率变化密切相关。由于价格理论与利率理论十分复杂，本节只简述最基本的原理。下面先谈利率决定 然后是股价决定 最后谈市场完全有效论。

1.3.1 利率的决定

上节我们谈到贴现率对证券价格的影响。贴现率是不断变化，时高时低的。它是许许多多利率中的一种。在我们日常生活中，也遇到种种利率。比如银行存款利率、借款利率等等。你也许会问自己：这些利率是怎样决定的？

如果你有一笔储蓄，你可以存在银行里获取利息。假定没有通货膨胀，有两种可能性：一种可能性是银行利息很高，另一种可能性是银行利息很低。当银行利息很高时，你会把你所有存钱都存到银行里，你甚至会取消原来准备用来到黄山旅行的计划，把钱存到银行里。当银行存款利率很低，你就不愿多存钱了，因为存钱银行，到时还要去取，太麻烦了，不如手里多些现款方便（假定没有小偷和火灾）简言之 你储蓄多少与利率高低有正关系。利率越高 储蓄越多 利率越低 储蓄越少。如果所有人的储蓄动机与你一样，我们可以写出一条资本总供应曲线（见图 1-2）。它是一条由左下方向右上方上升的曲线。

如果有一个企业家，他有很多很好的投资项目。可是他手中