

# 证券市场评价

陈彪如

## 一、证券市场的结构和活动

### (一) 证券市场的结构

证券市场是资本主义国家从事股票、公司债券和国家公债等有偿证券交易的场所，它是长期资本市场的重要组成部分，也是金融资本家进行大规模投机和赌博的重要场所。证券市场作为长期资本的最初投资者和最终使用者之间的有效中介，是国际金融市场的重要组成部分。

广义的证券市场在结构上分为两个部分：即发行新证券的初级市场，一般称新发行市场；从事证券交易的二级市场。

新发行市场是指各个企业、机构、政府在发行证券时，从规划到推销，承购等阶段的全部活动过程。它有两个主要特征：一是没有固定的场所，新发行证券的认购和分销不在有组织的交易所进行。二是市场经营者所提供的服务主要是有关发行新证券所要求的收益和谁是可能的购买者等情报。特别是价格和交易情报的传播。

新发行市场主要是由投资银行、信托公司、经纪人或证券商等所构成。它们收购发行人新发行的证券而转售于一般投资人，有时为了支持证券的发行价格也收购已发行的证券再予转售。这种专门经营证券发行和分销的业务，叫做投资银行业务。投资银行业通过广泛的通讯网络和承购辛迪加及销售集团，把证券迅速分销于社会各阶层人士。其利润则来自新发行证券的收购价和其转售价之间的差额，此外还能得到发行单位以后新发行证券时的优先取舍权和在企业董事会中担任董事的额外好处。

狭义的证券市场是指从事已发行证券交易的二级市场，它是各种证券转让、买卖和流通的枢纽。它能把社会各阶层的闲散资金广泛地动员起来用于长期投资，并能为证券持有人提供套利保值的便利。

二级市场包括证券交易所、经纪人、证券商和证券管理机构。交易所是证券市场的中心，它是一个高度专业化的场所，因而具有稳定的市场所在地。在交易所内，各种证券的交易是大量的，并且是按一定的准则和法规进行的。买主和卖主则通过交易所的代理人进行交易，所以又称为“有组织的市场”。经纪人和证券商则是证券市场的主要活动者。证券商用自己的资金直接从事证券的买卖，从买卖差价中获利。经纪人受客户的委托，同证券商进行证券的交易，从中收取佣金。为了监督证券市场的活动，资本主义国家都设有证券管理机构。美国于1933年5月公布了联邦证券法，次年又公布了证券交易法，并设置了证券及交易所管理委员会负责监管证券市场。在欧洲国家，一般都是由财政部或类似的部门代管。

新发行市场和二级市场是相辅相成的。新发行市场所发行的证券，只有通过二级市场上

的买卖转手，才能流转于社会各阶层之间。如果没有新发行市场，二级市场也就无法成立，因为它失去了可供交易的对象。

但是，新发行市场和二级市场在性质上又是不同的。在新发行市场上，证券的发行只是一次而非反复进行的行为，它体现的是证券发行人和证券购买人之间的信贷关系。例如在购买公司股票的情况下，证券购买人一旦向发行人交纳了证券价款，这些资金即与证券市场无关，它变形为工厂设备或其他真实资本，开始进行生产剩余价值的活动，购买人手中所持有的，则是代表收益要求权的证券，它实质上“只是有权取得未来剩余价值的所有权证书”。<sup>①</sup>而在二级市场上，同一证券的交易，则可以不断地进行，原来的发行人有可能变成买主，也可能再变为卖主。市场的供求双方，体现的主要是证券的买主和卖主之间的关系。

证券市场的资金投资者包括本国和外国的公司、企业、政府、机构和个人。在纽约证券市场上，主要的资本使用者是大公司(股份公司)，房地产商(私人购房抵押贷款，个人消费信贷)，以及联邦政府；资本提供者主要是保险公司、私人养老基金会和其他储蓄机构，以及外国政府、公司和个人。在英国证券市场上，长期资本来源包括一般公众的投资，主要是储蓄存款，金融机构投资(如英格兰银行、清算银行、投资信托公司、单位信托公司、保险公司、养老基金和房屋互助协会)，以及海外投资者；使用者有本国公司和外国公司。

在美国，证券商行在证券市场中占有极为重要的地位，它不仅在交易所内，而且在交易所外从事场外交易。在欧洲大陆国家，银行在经营证券业务中起主要作用。在日本的证券市场中，以证券株式会社(即股份有限公司)为最多，有的也兼营投资信托业务。

## (二) 证券市场交易的工具和方式

证券市场交易的工具是各种有价证券。有价证券是资本主义制度下具有一定票面金额，代表资本所有权或债权的证明书。从证券类型上分，有各种政府公债券、公司债券和股票或长期票据；从证券发行的范围来讲，有国内证券和外国证券、政府债券有中央政府债券和地方政府债券，前者在美国是联邦债券，在英国是“金边证券”。公司股票分为普通股票和优先股票。外国证券包括外国债券和股票。

在初级市场上，为新证券的发行通过投资银行业进行。一般过程是这样的：先由投资银行对究竟发行何种证券，在何种条件下发行，采取何种销售方法等问题，对准备发行证券的企业或机构提供咨询意见。当它们达成初步协议后，投资银行就开始进行证券发行准备工作，并对新证券的创制，发行和分销承担责任。所有有关文件，包括起草对证券管理机构的申请书、注册登记表、证券募集书等，都由它负责。这时投资银行被称为发起人( originator)。新证券的发行方式，有私下发行( private placement)和公开发行( public placement)两种。私下发行是指不经过承购(underwriting)，而是通过投资银行的中介，把新发行的证券售于特定的对象，如人寿保险公司、养老基金会等。这样做的主要好处是可免去向有关管理机构进行登记，发行费用也较低。近年来，美国的公司债券，有三分之一是采用私下发行的。公开发行是指把证券发行到社会广大的公众而非特定的对象。在公开发行的场合，新发行的证券都由投资银行承购，并由其分销。在这一过程中，投资银行对证券的发行起担保作用，不能售出的部分，通常短期内即由投资银行按一定价格收回。在承购时，一般是由发起人组织一个承购辛迪加( purchase syndicate)，由少至两家多至上百家的投资银行机构组成。一般在15—30家之间。承购辛迪加的成员通常只把它所收购的证券外销一部分，其余则由更广泛的一批银

① 《资本论》第三卷，第519页，人民出版社，1972年。

行或机构组成的所谓“销售集团”(Selling group)向公众分销。这一系列的做法,有助于把证券有效而迅速地分销于公众之中,一旦发行失败,又可减少单个银行的损失。

证券经过初级市场的承销以后,即进入二级市场。在二级市场上,证券只有经过交易所的列名上市以后,经纪人才能在交易所内从事买卖。例如美国最大的纽约证券交易所就规定,只有经过该所登记上市的证券,才准许在该所交易。对证券的上市,资本主义各国都有严格的规定。比如一家公司的证券要能在纽约证券交易所上市,就至少必须满足下列条件:(1)拥有净购的有形资产1,600万美元以上;(2)至少有2,000个股东,每人至少拥有100股,而一般公众拥有的未清偿股则至少为100万股;(3)当前的税前年收益为2,500万美元以上,在此以两三年的税前收益每年必须有2,000万美元以上。此外,该公司还要有较好赢利和竞争能力的前景。

各国较大的交易所,上市的各种证券为数甚多,为便于投资者选择起见,各证券交易所常将各种股票和公司债券评定等级。而一般服务机构,均有划分股票及公司债券等级的表式,以供投资者参考。对企业来说,能确立较好的评定等级,对其营业声誉具有重要意义。

二级市场的交易,有在场交易和场外交易之分。在场交易系指在一定的场所、一定的时间,按一定的规则买卖特定种类的上市证券。许多资本主义国家都规定,上市证券的买卖应集中于交易所。场外交易(Over-the-counter)是指在证券交易所外进行的交易,它没有正式的组织,由买卖双方以议价方式进行。这种交易在美国比较盛行,美国的场外交易在形式上虽然没有正式的交易场所,但实际上遍及全国各地。由于电讯设备日趋发达和从1971年起采用了自动化报价系统,远地顾客间也能迅速成交。场外交易的证券有四类:(1)联邦政府债券;(2)州、市政府的债券;(3)公司债券、优先股票和高级股票如银行和保险公司的股票;(4)其他未上市的公司证券。实际上,场外交易的对象包括了大部分的公司债券、全美国四分之一到三分之一的普通股股票和所有的联邦政府和地方政府债券。场外交易既便于证券买卖双方能有相互交易的便利,又便于多数未能在证券交易所上市的证券,在交易所外灵活而迅速地进行买卖。

从交易双方的关系来看,证券交易方式可分为三种:(1)相对买卖,指买主一人对卖主一人的交易。买卖双方的当事人依据自由合约订立买卖合同,由买卖约定所发生的债务关系,须继续至合约期满为止;(2)拍卖标购,拍卖主一人对多个买主或多个卖主对买主一人的交易。在这种场合,买主与卖主之间进行竞争,前者按最高报价成交,后者按最低报价成交,若买卖按公开方式进行,前者就称为“拍卖”,后者称为“标购”;(3)竞价买卖,指供求集中于证券交易所内,由多个卖主对多个买主,大家相互出价,以最低卖价与最高买价为优先,按买卖双方价格一致者核定成交。

若从交易期限来看,证券市场的交易方式有现货,期货和约期交易三种。现货交易就是现金交易,但往往是在成交后若干天(一般在一星期以内)交割;期货交易是指双方交易成立后,在约定期限内交割,在英国又称任意交易(Option Trading),可在三个月内结清;约期交易指交割日期由买卖双方自由约定,但其期限须在交易所规定的期限内。在主要资本主义国家证券市场交易中,买空卖空的投机性证券经营也相当活跃,这是证券市场交易活动的一个重要方面。

### (三) 证券市场的发展和特点

证券市场在主要资本主义国家有着悠久的历史,十六世纪在比利时的安特卫普和法国的

里昂就出现了证券交易所。十九世纪到第一次世界大战前,英镑债券在世界金融市场上占有统治地位,所以伦敦成为买卖有价证券的主要中心。1919—1930年间,纽约证券市场取得了战前伦敦所拥有的地位。第二次世界大战后,随着西方资本主义国家经济的恢复和发展,股票、债券和公司债的不断增加,推动了证券市场的迅速发展。现在纽约证券市场已成为世界上最大的证券市场。1981年底,美国证券市场的投资资本总额和市场交易量均占世界首位,其次是日本、英国、加拿大等国证券市场。

1. 美国:目前在美国共有13家证券交易所,以纽约证券交易所为中心。纽约证券市场是全美最大的证券市场,又是一个高度国际化的证券市场。这个市场由纽约证券交易所和美国证券交易所组成。1974年,纽约证券交易所的股票交易额,占全美国各证券交易所股票交易总金额的80%以上,美国证券交易所只占5%左右。其他11家证券交易所都是一些地区性的交易所,在那里上市的主要是一些较小的,不太为公众熟悉的公司的证券。在这11家地区性证券交易所中,比较大的是太平洋沿岸证券交易所(位于旧金山和洛杉矶两地)及中西部证券交易所(芝加哥)。

纽约证券交易所成立于1792年,是由会员组成的市场。其章程规定,能在交易厅从事交易的会员,至多不得超过1,375人,而从1953年以来,实际一直是1,366人。新申请入会者,一般只能顶受原会员退出的席位。纽约证券市场设有董事会,有董事21人,其中10人是公众代表。董事会是交易所事务的决策机构。此外还有各会员选出总经理一人执行决策,另有副经理七人,分掌会员记录、股票上市、行情报告、场内管理等等。

纽约证券交易所的会员皆为证券商行或投资银行的重要负责人,如某一行号有一人或数人参加为会员后,该行号即为会员行号(member firm)。1975年时,共有会员行号508家,其中约半数均为证券商行(Commission house),它们中有很多商行拥有地区性的、全国性的、乃至世界性的网络。

在会员行号中,有四分之一的行号是专业会员(Specialist)这是最重要的一种会员,其交易是专营某几种股票或某种企业的股票,他们一方面利用自己资金来从事买卖,另一方面也受其他会员的委托进行买卖。专业会员须维护市场的秩序,比如当买进的订单超出了卖出的订单时,他们应从其手中持有的股票中抛出一部分来外销,以使供求平衡,价格稳定。但实际上,专业会员常利用其有利的地位在市价波动中牟利。其他一些主要会员有:(1)交易厅买卖商(floor trader),他用自己所拥有的资金买卖证券(大都为短期证券)、从市价涨落中获益;(2)交易厅经纪人(floor broker),他实际是“经纪人的经纪人”,专门接受其他经纪人的委托,代为从事业务,从中收取佣金,因过去代买卖一百股的佣金为两美元(现已提高),故又有两美元经纪人之称;(3)零股买卖商(Odd lot dealer),凡小于一百股的股票交易叫零股交易。零股交易买卖商专接受一百股以下的小额交易,将其凑成整数后,再转售于其他经纪人。在纽约证券交易中,以前只有卡来斯尔证券公司从事这一业务,1976年初,美林证券公司也开始从事这种业务。

美国证券交易所是由纽约道旁交易所(Curb exchange)改组而成的,纽约道旁交易所起源于1850年左右,当时凡未在纽约证券交易所上市的股票,场外经纪人就在道旁买卖,至1921年才迁入室内交易,现在其交易活动同纽约证券交易所大同小异,但规模小于纽约证券交易所,在这里上市的主要是一些较小的和新成立的公司,1974年时,上市股票的种数为纽约证券交易所的63%,而其市场交易的总金额则仅为纽约证券交易所的5%。

美国证券交易所的一个重要特点是外国证券买卖很多,因其限制较宽,新发行证券在正式上市前,可先在这里试行交易,据统计,美国证券交易所的交易额中,约有25~30%是外国证券的交易,其中大部分是加拿大公司的证券。而非加拿大的证券,有不少是以美国预托证券(Depository Receipts)的形式进行交易的。这是一种美国银行在国外持有的代表外国公司股票的书。此外,美国证券交易所还允许其专业会员从事一部分未上市证券的交易。

以纽约证券交易所和美国证券交易所为主的纽约证券市场,具有资金流量大、信贷交易灵活、交易成本相对较低等特点,而且拥有效率很高的承购机制,在证券的种类和投资机会方面对外国投资者格外具有吸引力,市场的深度、广度和稳定性也在世界上首屈一指。1981年底,以纽约证券交易所和美国证券交易所为主的美国证券市场交易量总金额达3,950亿美元,占世界首位。这导致了外国投资者和借贷者积极参加美国的证券市场。1983年1月至12月,外国投资者在美国公司证券上的总交易额达1,813.79亿美元,同期,在外国债券和股票上的总交易额达1,046.56亿美元。

2. 英国:英国共有23家证券交易所,其中以伦敦证券交易所为最大,英国大多数股票和证券都在这里交易。英国证券市场的特点在于它具有明显的专业分工,其中伦敦证券交易所一向具有国际性,主要从事海外投资,即主要从事外国债券和公债的交易,而各个地区性的交易所则主要着重于国内产业的筹资,它们一般处于不太重要的地位。

伦敦证券交易所为股份有限公司组织,股东多为交易所成员,每一股拥有的股票不得超过二百股,其成员数额一般在四千个左右。管理伦敦证券交易所交易的,有各种专门的委员会,它们均由股东选出。各委员会及受托人,组成一个理事会(Council),其任务在监督交易所的业务和阻止投机活动。

伦敦证券交易所的成员分为两大类:一为经纪商(broker),一为营业员(Jobber)。营业员可同经纪商进行交易,也由在各营业员相互间进行交易,他们从买进卖出之间的价格差额中获取利润。经纪商是证券投资者的代理人,他们为客户买卖证券,收取佣金,交易所的资金来源,除营业员自备的以外,其余大都来自银行和其他金融机构的短期放款。

伦敦证券交易所上市证券种数很多,交易总额很大,所以交易所划成八个大专柜交易区,上市证券分属各区,有固定位置。在交易时,当公众对某种证券的买卖委托到达经纪商手中后,他立刻到交易厅该委托证券的专柜交易区,要求该区的营业员分别提示买价与卖价。经纪商从各营业员的喊价中,向最高买价者卖出,向最低卖价者买进。证券行情的喊价,都在营业员,经纪人没有这种权利,

伦敦证券交易所,是世界上最大的证券交易所之一,历史悠久,组织严密,机构发达,具有广泛的市场联系。战后,伦敦证券市场的国际化倾向不断加强。在伦敦证券交易所上市的9,500多种证券中,代表本国公司的有3,300多种。剩余的都是代表外国公司的,其中有许多是美国和英联邦国家的公司。因此,伦敦证券市场作为一个重要的国际性证券市场,其影响也是十分引人注目的。

3. 日本:日本目前有9家证券交易所,其中最大的是东京证券交易所,每日交易量占全国的70%。1981年底,日本证券交易所的交易量为2,180亿美元,仅次于美国。七十年代以来,随着日元国际化的发展和东京作为世界上主要国际金融中心地位的加强,东京证券市场国际化趋向不断扩大,并成为外国长期资金的重要交易场所。1980年以来,外国对日本债券市场的投资净额每月在1,000亿日元以上,投资对象以日本政府发行的公债为主,还有政府

担保的债券，国营企业债券和公司债券。日本发行的外国债券1978年为34.67亿美元，1979年为57.75亿美元，1980年为53.09亿美元。据摩根信托公司调查，1981年1月到11月之间在国际市场发行债券额为750亿美元，贷款额为800亿美元。其中，日元占百分之四到百分之五的程度。东京市场的债券发行额和贷款额虽然不及以伦敦为中心的欧洲市场和美国、瑞士市场，但大体上可以同联邦德国市场并驾齐驱。这表明日本正由物资输出国变为资本输出国。

4. 其他：苏黎士证券交易所建于1876年，是瑞士最重要的证券交易所，新加坡证券交易所建于1962年，经过十年的发展，七十年代初该交易所上市股票已有300种左右。由国际公司发行的债券特别活跃。七十年代中，阿拉伯产油国的证券市场迅速发展。1974年建立的科威特第纳尔债券市场，名义价格已达12.5亿美元，共57种证券。1978年的新发行量估计在1亿美元以上。科威特第纳尔市场的主要吸引力在于债券期限长、剪息率低，有巨大的石油资金作后盾。1977年4月，阿拉伯证券交易公司成立，主要是在科威特发展一个以科威特第纳尔为票面的固定收入证券的二级市场。

从下表可以看到主要国家和地区证券市场的发展规模。

世界最大证券市场的有价证券投资  
(1981年12月31日，单位：亿美元)

国家、地区	金 额
英 国	1,660
联邦德国	630
瑞 士	400
法 国	380
意 大 利	230
荷 兰	170
欧洲总额	3,470
日 本	3,980
澳大利亚	530
香 港	340
新 加 坡	300
远东地区总额	5,150
美 国	11,400
加 拿 大	1,050
北美总额	12,450
世界总额	21,070

主要证券交易所的交易量  
(1981年12月31日, 单位: 亿美元)

国家、地区	金 额
美 国	3,950
日 本	2,180
英 国	330
加 拿 大	240
香 港	190
联邦德国	140
法 国	120
意 大 利	100
澳大利亚	80
新 加 坡	60
荷 兰	40
墨 西 哥	40
其 他	70
世界交易量	7,540

上二表资料来源: 纽约《时代》杂志, 1982年9月27日, PB3。

## 二、证券投资的选择和管理

买卖证券要进行投资分析, 其目的是选择一组资产, 它能最大限度地满足投资者在决定投资前所确立的目标。这些目标通常是: 投资的收益, 以及有关投资收益的稳定程度。投资者追求的是最有利的投资机会, 以实现收益的最大化和风险的最小化。为了达到这些目标, 投资者必须关心两个问题: (1) 弄清和估价个别证券的相关特征; (2) 找出具有相关特征的证券的联系。这在理论分析上分为两个部分, 即证券的估价和资产的分析。

### (一) 证券的估价和影响证券价格的基本因素

1. 证券价格和收益率。估量证券的价格有三条途径: 一是证券的当前市场价格; 二是证券未来的收益; 三是未来收益率。例如, 如果一种证券的当前市场价格为 100 美元, 一年的未来美元收益为 120 美元。则年收益率为 20%; 如果当前市场价格为 60 美元, 未来美元收益还是 120 美元, 则年收益率就达到 100%。已知未来的收益, 证券的收益率同其市场价格成反比, 三者之间的关系可用下式来表示:

$$P = \frac{R_1}{(1+i)} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R_n}{(1+i)^n}$$

P 为证券的当前市场价格

$R_1, R_2, \dots, R_n$  为第 1、2、……到第 n 年的美元收益。

i 为年收益率。

决定收益的等式非常普遍，能在任何情况下运用于任何一种证券。当运用于普通股票时，未来的收益是红利和股票的最后价值。当运用于债券时，未来的收益就是支付的利息和债券的到期价值。无论在什么情况下，收益率都能由未来收益和当前市场价格来决定。如果未来收益已定，收益率通常是与当前市价朝相反的方向变化。简单地说，收益率和市场价格是同一枚硬币的两个侧面。

2. 证券价格和利率、我们继续从上述决定证券市场价格的一般式出发，分析证券价格同银行存款利率的关系。有价证券的价格决定于证券的预期收益和当时的银行存款利率，它同预期收益成正比，同利率成反比，实际上，证券的当前市场价格，是通过一系列资本化的过程而得出来的，资本化就是对预期的货币收入流量进行贴现而折成现值，所谓贴现就是指预先把利息扣除掉。在简单贴现的情况下，贴现过程是很容易理解的。假如一个资本家计划投资于一种一年期的债券，债券上载明一年后支付 11,000 美元，当时市场实际率为 5%，那么这种债券的价格必定是：

$$P = \frac{11,000 \text{ 美元}}{1.05} = 10,476 \text{ 美元}$$

他只有按这样的价格才会购买它。如果一种债券是十年期，它的当前市场价格可以根据同样的原则得出，只是贴现过程更为复杂一点：第一，这种债券要进行多次支付而不是简单的一次支付；第二，它涉及复利或复式贴现。这就要根据决定证券市场价格的一般式求得所需要的答数。如果债券是每年支付固定金额的永久性债务，上述公式就简化为：

$$P = \frac{R}{i}$$

因此，一笔永久性债权的每年收入为 100 美元，它的现在价格就变为：

$$P = \frac{100 \text{ 美元}}{0.10} = 1,000 \text{ 美元 (贴现率为 10\% )}$$

$$P = \frac{100 \text{ 美元}}{0.05} = 2,000 \text{ 美元 (贴现率为 5\% )}$$

上面的公式和例子说明市场利率水平和债券的市场价格之间有着反比例的关系。从这种关系可以得出一个重要论点，即一种债务的期限越长，则市场利率的同样变化对其现在价格的影响也就越大。

所以，利率的变动对证券价格的影响很大。利率的变动，不但影响市场资金的供求，而且能影响工商业的收缩和扩张，直至社会经济活动的兴衰。在证券市场中，国家公债最容易受到利率变动的影 响。

预期收益对股票价格的影响尤为突出。在经济衰退时期，持券人预测将来时多持悲观态度，而在经济繁荣时期，对将来收益的预期多持乐观态度。因此，对于经济复苏来临的信心，或对于经济衰退或危机的恐惧，都能改变投资者担负风险的意愿，并造成对未来收益预期的变化，从而影响证券价格。

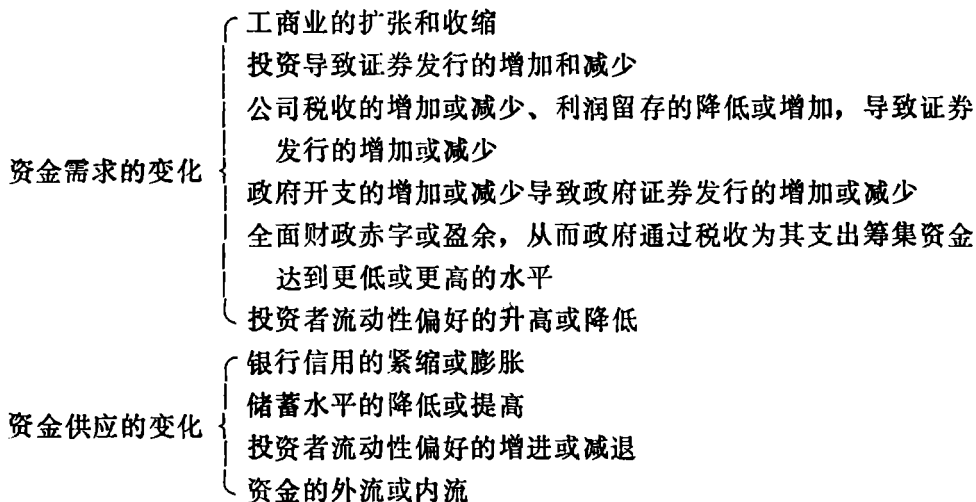
3. 证券价格理论。在考察证券价格变动时，又涉及到证券的价格理论。夏普 (W.F. Sharpe) 在 1964 年提出一个“资本资产的价格模式” (“Capital asset pricing model”)。他认为，在金融市场上证券的相对价格和收益的决定要受到两方面因素的影响，一是市场对已售证券的相对需求量，二是证券价格本身成为资产选择的主要因素。已知供给，价格决定于需求，而需求的数量又取决于价格，二者是同时起作用的。斯普林克尔 (Beryl Sprinkel) 提



出了证券市场价格同货币供应的关系的理论。他的分析包括两部分：第一，他认为股票价格基本上取决于利润流量，货币对股票价格的影响系通过其对利润的影响发生作用。但这种影响是经常有时滞的（Time lag）；第二，他加上了另一个能直接产生影响的要素，即流动性。如果货币供应增加，投资者会发现他们的资金比为当前交易所需要的更多。于是，在他们调整其所有资产的构成时，就倾向于购买更多的股票，因为股票的供应是相对固定的，特别是在短期中，这种增加的需求促使股票价格上涨。

以上两种理论各有所侧重，下面我们将影响资金供求或证券价格的因素概括如下（假定各个因素的影响不受其他影响的干扰）：

导致一般资金或证券价格变化的因素



这说明，除收益和利率外，资金的供求对证券价格变化有着重大的影响，而决定资金供求的因素错综复杂，所以证券价格往往变动无常，难以预料。

（二）“资产选择理论”和“分散定理”

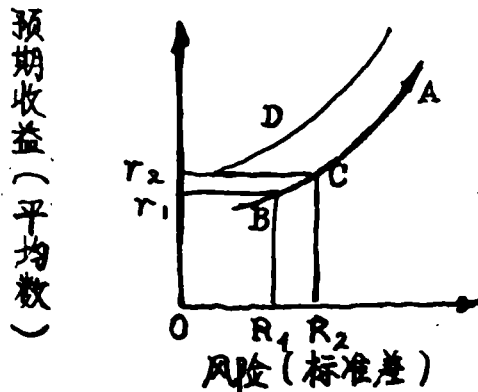
每一个经济实体都必须决定怎样安排现有的财富，及其在可供选择的资产中的规模；同时，证券市场的存在使这些经济实体必须对已经安排的财产作出不断的调整。资产选择理论就是用来研究家庭或厂商等对于持有不同的真实资产和金融资产的决定问题。

1. “资产选择理论”。怎样在可供选择的资产中安排自己的财富，这个问题是由马科维茨（Harry Markowitz）在1959年提出的资产选择理论中所需要解决的。他的理论逻辑是：首先，否定将预期收益的最大化作为资产分析的一种决定准则；其次，确定在资产结构中把风险和预期收益结合起来考虑的需要，并进而详细地讨论分散化问题。虽然风险能够通过证券的明智选择而有所减少，但是风险的减少通常意味着预期收益的某种减少，关键是弄清那些代表风险和收益之最有效的交换（trade-off）的资产。马科维茨和其他经济学家在最初发展这一理论时，只是将其运用到对有价值证券的选择，特别是股票。而将这一理论发展到运用于所有真实资产和金融资产的分析则是托宾（J. Tobin）。

托宾于1958年2月发表的《流动偏好作为对待风险的行为》一文表明，怎样通过估量风险和预期收益率得出资产选择的决定。他认为，金融资产是多种多样的，投资者为了避免风险必定持有多种资产，即把资金分散在多种资产上。为投资者在获得不同的资产方面提供一种基础，他提出了“资产选择理论”，又称风险——收益考察法（The Risk-Return Approach），后来

发展成为一种金融理论。根据这一理论，所有资产都具有风险和收益的两重性。假使投资者在货币和债券之间选择这两种资产的比例，就要权衡两者的风险和收益。风险——收益无差异曲线表示风险和收益是成正相关的，要获得高的收益，就是承担大的风险。

风险——收益无差异曲线



对预期收益按垂直轴线、风险按水平轴线计算，于是曲线图上任何一点给定某个唯一的风险和收益的组合。点A是一个高风险、高收益的组合；点B是一个低风险、低收益的组合。首先，假定投资者处在点B，这意味着他愿意接受风险 $R_1$ 和收益 $r_1$ ，即风险——收益( $R_1, r_1$ )的组合。其次，如果选择稍高一些的风险水平 $R_2$ ，则预期收益从 $r_1$ 移向 $r_2$ ，即在点C。在点B和点C处是无差异的，即风险——收益组合( $R_1, r_1$ )和( $R_2, r_2$ )对投资者所提供的效用是无差异的。如果将这一试验重复进行，并将风险的变化取值很小，将产生完整的一条曲线BCA，这条曲线叫做投资者的风险——收益无差异曲线。

在风险——收益无差异曲线上要注意二点：一是曲线BCA向上倾斜，曲线的这种性质表明基本假定是人们不喜欢风险；二是投资者喜欢任何在曲线BCA上方的点，例如点D直接在B的上方，在点D，投资者获得更高的预期收益而风险相等，但在点D又可以开始上述过程，从而产生另一条无差异曲线，而点D只是曲线上的一点。

风险——收益无差异曲线表明了投资者在不同的风险水平和预期收益之间的主观交换，投资者的目标是达到可能达到的最高的无差异曲线。

2. “有效资产”(efficient portfolio)。在建立了风险——收益无差异曲线后，就有了发展一种投资者行为理论的基础并运用这一理论来描述投资者的选择过程。在分析时，引进两个概念：平均数和标准差。标准差是方差的平方根，是一系列数字的平均数的离中趋势的一种计算方法。假定一个投资者打算作进一步的投资，但他对投资的前景并不肯定，例如根据以往投资收益的经验情况，他也许感到一种股票就平均来说可能支付给他的收益在第二年是8%，但是收益也可能是10%或6%。因此，对资产者来说，一种资产的收益可以有一组可能的结果，这些可能结果的平均数(根据它们的可能性计算出来)是他的预期收益；而结果的标准差是其风险。

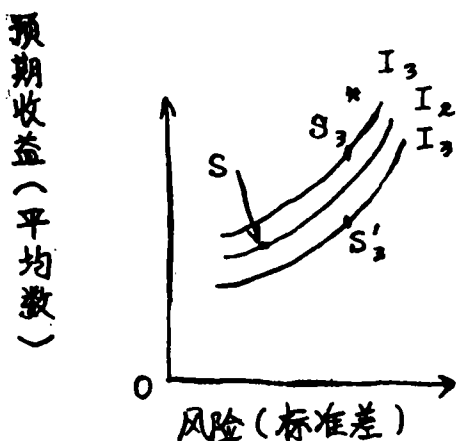
第一步，假定现在有两种普通股票( $S_1$ 和 $S_2$ )，根据它们以往的收益情况，预期第二年将平均获得8%的收益。但 $S_1$ 过去的收益情况变化是在一个相当狭窄的范围，它从未超过10%或低于6%，而 $S_2$ 的以往收益变化是相当不稳定的，有时高到16%，有时为零。即使这样，

这两种股票却有着相同的预期收益，但是  $S_2$  的风险大于  $S_1$ 。

第二步，假定加上第三种股票 ( $S_3$ )，即要将货币投放在  $S_1$ 、 $S_2$  或  $S_3$  上。 $S_3$  有下述特征：其预期的收益率为10% (平均数)，而其风险 (标准差) 同  $S_2$  相等。比较  $S_1$  和  $S_2$ ，人们将宁愿选择  $S_1$ ，因为它的风险较小而收益 (8%) 相同，在比较  $S_2$  和  $S_3$  时，人们宁愿要  $S_3$ ，因为  $S_3$  同  $S_2$  的风险相同而平均收益率却更高些。

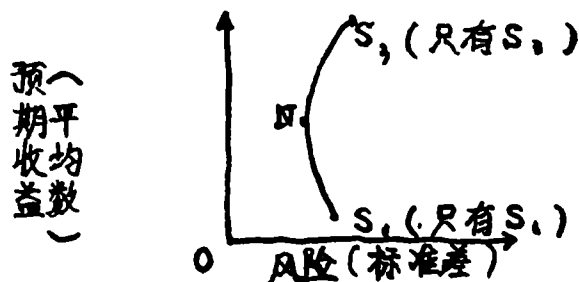
但是在  $S_1$  和  $S_3$  之间选择哪一种。问题是  $S_1$  风险较低而  $S_3$  的收益较高，在这两种股票中的选择决定于风险和收益之间的交换。假定在无差异曲线图中，点  $S_1$  为  $S_1$  的风险—收益组合。如果点  $S_3$  是  $S_3$  的风险—收益组合，人们将宁愿购买  $S_3$ ，因为它处在更高的无差异曲线上。如果  $S'_3$  是  $S'_3$  的风险—收益组合。人们将购买  $S_1$ ，因为在这种情况下， $S_1$  是处在更高的无差异曲线上。而如果  $S_1$  和  $S_3$  处在同一条无差异曲线上，二者将无差别。

在一种非混合资产中的资产选择



第三步，现在我们有了一个理论结构来解释投资者怎样在金融资产中间进行选择。由于上述理论分析是在一个十分有限的假设下进行——即投资者必须将其货币投入一种资产。这种假定是不现实的，因为一个投资者想要的往往是一种资产组合，即几种不同股票的混合体。

继续考察  $S_1$  和  $S_3$ ，前提是某个投资者拥有一笔确定的货币 (10,000 美元) 要投资。假定将这笔资金投资在  $S_1$  和  $S_3$  之间，或者将 10,000 美元全部投在  $S_3$ ，或者投在  $S_1$  为 3,861 美元， $S_3$  为 6,139 美元；或其他任何组合等等。怎样选择投资的组合？象通常一样，预期收益按垂直轴线计算，风险按水平轴线计算。但将这两个概念放在一个更广阔的范围来理解，即计算的风险和收益，不仅是单一的资产，而是全部资产 (投资者可得两种股票) 的所有各种组合。在这一范围中，我们能立即确定两点，即“只有  $S_1$ ”和“只有  $S_3$ ”这两种极端情形。在点“只



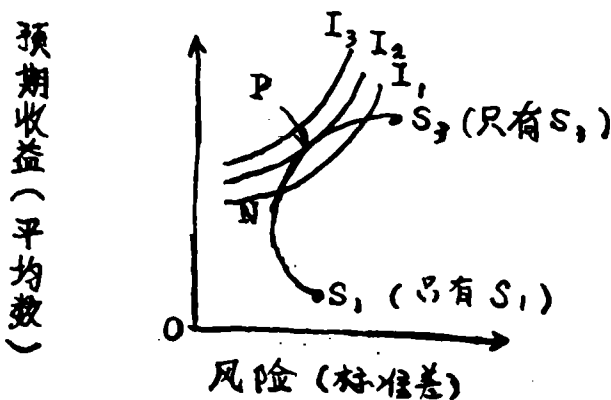
有  $S_1$ ”上，投资者将 10,000 美元全部投在  $S_1$ ，在点“只有  $S_3$ ”上，投资者将 10,000 美元全部投在  $S_3$ ，而混合的资产构成是在两个极端中间的一系列组合。

先考虑预期收益，通过将  $S_1$  和  $S_3$  的不同比例的组合，投资者能获得任何指望的预期收益，只要这预期收益是在两个极端点之间。假定， $S_3$  的预期收益率为 10%，而  $S_1$  为 8%，这样，如果投资者将其全部 10,000 美元投入  $S_3$ ，其预期收益将是 1,000 美元。假定投资者在  $S_3$  中取出 100 美元投在  $S_1$  于是投资在  $S_3$  的 9,900 美元的预期收益将是 990 美元，投在  $S_1$  的 100 美元的预期收益是 8 美元。混合资产预期收益是 998 美元。当预期收益变化时，风险也发生变化。假定一种股票的风险同另一种股票的风险完全没有关联，即  $S_1$  的标准差同  $S_3$  的标准差是零相关。在这种情况下，在组合的排列中（当我们在“只有  $S_1$ ”和“只有  $S_3$ ”之间移动时），混合资产的风险实际上低于其中任一种股票的风险。在上图中，联结“ $S_1$ ”和“只有  $S_3$ ”的曲线通过点 N，N 点处在“只有  $S_1$ ”或“只有  $S_3$ ”的左侧，表明风险较小。一种混合的或分散化的资产实际上能比在这些资产中任何一种风险最低的股票的风险还要低些。因为在一些资产遭受意外的损失时，另一些资产可能得到意外的收益，意外的收益和意外的损失相抵销后，可以使预期的收益率不变。换句话说，投资者将他所有资金以不同比例投在风险和预期收益不同的两种股票上，这一部分混合资产的风险要小于全部投在任何一种股票上的风险。原因是，预期收益的标准差是风险的量度，若预期收益是以往收益的平均数，在计算标准差时，有些数高于平均数（正的离差），也有些数低于平均数（负的离差），如合并计算两种资产的标准差，正的离差和负的离差相互抵销一部分，这要比分别计算的标准差小，也就是说，全部资产风险的合计数将小于个别资产所承担的风险。

“有效资产”表明了  $S_1$  和  $S_3$  的可能的风险——收益组合，而“有效”的意义在于，任何在曲线左侧的点是达不到的，而任何在右侧的点都将劣于在曲线上的任何点，因为在右侧的点或者将有相同的收益而更大的风险，或者是同样的风险和较少的收益。

如果投资者能购买一混合的资产（ $S_1$  和  $S_3$ ），他应在什么比例上购买这一资产？这就是最佳资产组合问题。这一问题可通过风险——收益无差异曲线和有效资产曲线的组合得到回答。考虑到投资者想要达到最高的无差异曲线，因此他的最佳资产组合是在 P 点。有效资产曲线“只有  $S_1$ ”——N——“只有  $S_3$ ”在 P 点恰好与无差异曲线  $I_2$  相切，因此，在 P 点，投资者达到了无差异曲线上的最高点，于是他投入自己的 10,000 美元。

#### 在一种混合资产中的资产选择



这一理论能扩大到包括任何数量的资产。当我们能计算由两种资产组成的资产标准差时，我们同样能计算由三种或更多种资产构成的资产标准差。

资产选择理论表明，在收益率既定的情况下，分散化或混合的资产构成会减少风险，这就是“分散定理”（“Seperate theorem”）。用一句形象的话比喻，“不要把你的所有鸡蛋放在一只篮子里”，分散投资具有分摊风险的优点。这个理论对于研究证券市场、公司理财等各个领域还是有参考价值的。西方各国银行家在经营管理方面要权衡各种资产的风险、收益、流动性、然后作出资产选择。例如，一家银行预计明天将会收回一笔贷款，它可以把这笔资金投在证券市场上，也可以贷给某一客户，究竟如何处理，就可以具体运用资产选择理论来帮助决策。

托宾及耶鲁学派提出的“资产选择理论”，在西方国家有着相当大的影响，它对我们把握经济活动的客观过程，并正确地进行经济决策来说，也有一定的意义。根据上面的介绍，我们可以把“资产选择理论”的基本看法归纳为：每一个经济单位都想追求最大的效用，却面对着不确定的未来。为减少因不确定而带来的可能风险，必须分散其资产。因此，未来的不确定性乃是资产管理或资产选择所面临的基本问题。

首先，我们不能否认，经济活动的客观现实是，经济决策的效果，要受该决策作出后所出现的客观条件变化的制约。例如，工业投资的经济效果，一方面要取决于投资是否得当，生产组织是否良好，另一方面也取决于投资产品的未来需求、未来原材料的价格、未来的技术进步等条件。这些未来条件的形成，有的受必然因素的影响而可以肯定，而有的则受偶然因素的影响因而难以确定。由于未来的情况往往是不确定的，可能发生各种各样的变化，所以经济决策的结果，在很多场合下也是不确定的，就是说，一种经济措施，有可能产生几种不同效果中的一种。这时，人们就不仅要事先估计到这些效果，而且还要根据可能出现的几种不同效果，在可供采用的经济措施中进行选择。这是现代的社会化经济生活的客观要求，它不但适用于金融活动过程，而且在其他经济活动中也是同样适用的。从这个意义上来说，“资产选择理论”认为未来是不确定的，因此在投资决策中应进行适当的选择，这还是符合实际情况的。

其次，“资产选择理论”认为，为减少不确定而带来的风险，必须分散资产。若将资产合理的分散化，各项资产的总收益可以不变，但所承担的总风险将比个别资产的合计数要小，这就是前面提到的“分散定理”。这一定理也是有实际价值的。因为根据大数法则，在人们将资产作了分散化之后，某项资产若发生特殊的意外损失，常可被其他资产的意外收益所抵销，从而消除或减轻某些资产的风险。

但是，在肯定“资产选择理论”的一些合理成份的同时，我们还必须看到，这个理论存在着根本的缺陷。

第一，“资产选择理论”没有分析资本主义制度下不确定性产生的根本原因——资本主义制度内在的不稳定性，它只是在给定风险的条件下讨论避免或减少风险的方法，这就掩盖了风险的社会根源，并忽略了社会经济结构和生产力发展状况对风险的发展变化所具有的巨大影响。

第二，“资产选择理论”实际上看到，偶然的或意外的因素对经济活动可有积极的影响，也可有消极的影响，而通过合理的分散化，可将二者部分地抵销。但是，它主要是根据大数法则来解释，为什么这两种相反的趋势可以相互抵销。它没有进行更深刻的分析，这就是：

在这一过程中。人的主观能动作用和外界客观条件的一致性，起着决定性的影响。人们不可能消除偶然因素，但可以影响偶然因素的作用范围及其对经济活动所产生的后果。人们掌握了一定的客观规律以后，就可以对经济过程中的一些重要可变因素施加影响，甚至加以控制。而更重要的是，“资产选择理论”没有看到，人总是在一定的生产关系的制约下从事经济活动的。因而在不同的社会生产关系下，人们回避损失或风险的目的，有本质的不同。

第三，就“资产选择理论”本身来说，它也有许多缺陷。我们知道，资产可以分为长期证券和短期证券。当可能发生资本损失时，投机者通常迅速将长期证券转换成短期的证券，因此，投机因素对投资者资产结构的形成有重要影响。“资产选择理论”忽略了这一点。另外，“资产选择理论”认为，在金融性资产中，现金是风险相对较低的，所以一旦有可能招致风险时，人们就会积极持有现金。可是，资本主义社会的现实情况却是，由于利率反复无常，持有货币现金的风险也相当大。而且，货币现金还会因通货膨胀而贬值。因此，由于利率的反复无常和严重的通货膨胀，持有货币现金事实上也并不那么安全。在这种情况下，“资产选择理论”片面强调货币现金的安全性是违背资本主义社会现实的。“资产选择理论”还有一个基本假定，这就是：经济主体在把财富分配于货币或其他资产时，其比例与财富总额无关。因此，当因利率变动而使其财富总额随之变动后，不会影响货币与其他资产在财富总额中所占的相对比例。但事实上并不完全如此，在财富总额增加的同时，财富中的货币部分的增加，可能相对更快些或相对较慢些。因此，这一基本假定也难以成立。

此外，我们必须注意到，西方经济学界认为。“资产选择理论”具有明确的政策含义。在现实经济生活中，投资者从事资产选择和进行资产分散化，事实上都必须通过各种金融中介机构的媒介。在这一过程中，各金融中介机构提供了大量金融工具作为资金供求的媒介，这叫“媒介效应”(Intermediation effect)。而这些金融工具的流通与分配，必然会影响到财富的生产、利用和所有权关系，这叫“资产转形效应”(Asset-transmutation effect)。而资产的转形效应，又必然会影响到实际经济活动。因而托宾和耶鲁学派从中得出了结论，即只有对所有的各种类型的金融中介机构都进行合理的管制，货币政策才能发挥应有的作用。很明显，这是在国家垄断资本主义对各类金融机构实行全面的管制，提供理论的依据。

### (三) 证券投资的管理

我们从理论上探讨了证券投资多样化的必然性，现在进而研究这一原理的实际运用和在多样化管理中所遵循的原则。证券投资多样化管理概念，如前所述，可分为两个方面：一是投资者怎样选择其投资的证券；二是投资者怎样确定其资产的持有量。

我们将投资者在证券投资中考虑的一般原则归纳如下：

- 一是收益性，即投资者需要寻求证券投资收益的稳定和确定；
- 二是流动性，投资者希望购买信誉可靠而且能在短期内变换现金的证券；
- 三是安全性，投资者对于任何投资对象须考虑社会经济、财政和心理等因素，然后进行选择。

证券市场的有效性和稳定性是实现证券投资者的上述原则的必要条件，而证券市场的稳定性和有效性取决于经纪人和证券商组织的力量、市场组织的技术和结构方面、投资者用于交易成本的支出以及其他许多因素。

总之，证券投资多样化使投资者有可能以较低的风险获得预期的收益，或按风险的一定水平获得更高的预期收益。一个高度发达的证券市场对于实现资产多样化的优点是绝对重要

的,这些市场以更大的数量和多样性的金融资产给予财富所有者分散持有量的机会。由于资产持有量是在不断调整以反映市场因素、利率和对风险的不同态度,这一过程或多或少是无限持续的。资产持有量的变化,可以从利率水平的变化,提供新证券的数量和种类,以及金融中介的竞争程度,特别是对储蓄的竞争中找到原因。

资产选择理论还运用到不同国家或地区的国际证券投资活动中。不同国家和地区的证券投资还受到下述一些互相关联的因素的影响。这些因素包括:国际资产调节机会的存在;金融市场结构和工业结构的不同;获得国际资产多样化的愿望以及在风险偏好和假设上存在的差异,等等。国际资产调节机会的存在突出反映在主要资本主义国家的国际投资地位。美国公司倾向于拥有海外子公司所有权的形式获得外国资产,而外国投资者则喜欢采取证券投资的形式,投资于美国公司证券和更具流动性的美国国库券。国际资产投资分散化的愿望是建立在不同的投资机会上的,这些不同的投资机会又是以各个国家国内证券市场具体的收益——风险因素为转移的。美国证券市场具有比欧洲证券市场更大的效率以吸引有价证券的投资。从美国和欧洲的证券投资者的投资机会来看,美国证券市场可以提供较低的风险和同等的收益,因而促进了大量资金的流入。

### 三、证券市场的地位和作用

证券市场为长期资金的需求者和投资者提供了一个有效的交易市场。证券市场的最显著和最重要的作用是:它创造了变现性。就以公司证券来讲,首先,如果没有一个有组织的交易市场,大量普通股的持有者,特别是公司,将不得不各自去寻找购买者。这就需要作广告,或委托一家机构办理;他要面临在找到最后购买者的过程中可能产生的信心问题,而且价格较低。其次,没有高度的变现性,公司股票和债券对投资者的吸引力将很低,公司将难以筹集到他们为扩大经营所需要的资金。由证券市场提供的变现性,确保外部投资者愿意向企业提供所要求的新资金。

证券市场的高度变现性,部分地反映在证券市场总量和全部已出售额之间的比率上。1972年美国证券市场上,新发行证券对二级市场交易量的比率为32%,同一时期市场总量对已售证券的比率为23%。变现性最高的美国国库券的新发行额对二级市场交易量的比率为5%。

证券交易是长期资本的一个传统市场,证券投资在资本市场投资中占有重要地位,因而它对国际金融市场和国际经济活动有重要影响。

(一)证券价格同货币市场利率的关系。证券价格的变化同货币市场利率的变化成反比。以公司债券为例,如果市场利率的上升超过未到期的公司债券原定的利率,该公司债券价格将跌到票面价值以下。而债券持有者宁愿按较低价格出售,以出售后得到的价款按市场利率放款。公司股票的情形同样是这样,如果市场利率远远高于一般公司的利润率,即高于公司可能发放的最高股息,人们就不愿再投资于公司股票,并迅速出售原持有的股票,股票价格下跌。反之,在市场利率下跌的情况下,人们对公司证券的投资活跃,价格上升。所以市场利率的高低,会影响储蓄、投资和政府公债的推销。

1982年下半年,由于美国利率变动,所以证券市场风潮迭起。1982年8月和10—11月间,纽约证券市场出现了战后美国历史上罕见的两次股票价格波动。以后一次风潮为例,从

10月7日到10月11日，道·琼斯30种工业股票的平均价格指数上涨达到1012.79，成为18个月来的最高水平。11月下旬，华尔街证券市场行情陡变，25日，股票价格暴跌，道·琼斯工业股票收盘时跌至995.13跌了约63.33，这是自1929年以来下跌最猛烈的一天。美国证券市场的剧烈波动迅速传播到其他主要证券市场，引起东京、伦敦、新加坡、香港证券市场价格剧烈变化，世界黄金市场价格也出现波动。纽约证券价格的猛涨暴跌同货币市场利率和利率预期有密切联系。从1982年7月开始，美国联邦储备委员会不再把严格控制货币供应量作为重点，而是逐渐转向以降低利率为目标。在这一背景下，美国联邦储备委员会接连降低贴现率，美国各大商业银行的优惠利率也下降到12%。由于利率出现下降趋势，公司券行情看涨。11月下旬的股票价格下跌，部分是由于对联邦储备银行没有降低银行利率普遍感到失望所引起的。

(二) 证券投资的流向同外汇汇率的关系。国际有价证券投资的货币选择同外汇汇率有着密切的联系，这种选择影响证券投资的流向。国外证券投资和国内证券投资不同，它受有国际货币局势的很大影响。这种影响通过汇价变动所引起的投资收入变化而发生作用。首先，汇价变动可能使外国证券以投资者本国货币计算时，对于投资者相对有利，而对借款者不对；其次，货币汇价的变动引起了投资收入的变化，从而影响投资的流向。

以证券投资流向石油美元为例。在第一次石油美元回流中，由于美元作为主要国际储备货币的地位和美元汇价的坚挺，以证券投资表现的长期资金主要是流入美国证券市场。随着美元地位下降，联邦德国马克、日元等作为主要国际储备货币的地位增强，汇价坚挺，于是七十年代下半期，特别是第二次回流中，流入这些国家的长期资金上升，尤其是投向日本证券市场的资金量激增。据统计，五个石油输出国组织国家持有的日本企业股票，1978年为5,383万股，1979年猛增为13,456万股。外国对日本债券市场的投资净额自1980年4月后，每月都超过1,000亿日元，估计其中有三分之二是石油美元。投资对象以日本政府发行的公债为主，还有政府担保的债券、国营企业债券和公司债券。

(三) 证券投资与长期资本流动的关系。汇价变动影响了证券投资的流向，证券投资的流向又促进了长期资金在国际间的转移，在主要资本主义国家的证券市场中，国际证券交易在六十年代以来迅速发展，这一过程大大促进了长期资金在国际间的转移。

美国证券市场的作用是典型的，它既是长期资金的重要来源，又为非居民调节资产提供了便利。一是外国新证券的发行。美国资本市场在广度和深度上的优势为外国借款者和希望购买以美元为票面的外国证券的外国投资者提供了有利条件。战后，在美国发行的外国债券有了很大发展，并在世界国际债券的发行量中占有重要地位，这种地位只是到了七十年代下半期才有所下降。许多国家和组织利用在美发行债券作为筹集必需资金和确立其信贷评价等级的手段。

在美国发行的外国债券

时 期	平均每年(亿美元)	占世界国际债券%
1946~1957	6.9	—
1958~1963	9.6	68
1964~1973	13.9	26.6
1974~1977	69.1	30.2
1978~1980	45.8	11.7
1981~1983	59.7	9.2

资料来源：根据美国摩根信托公司《世界金融市场》各期计算。



二是外国人在美国市场的证券买卖。外国投资者在美国证券市场大量从事二级市场交易，反映了外国投资者的资产调节。

外国人买卖的长期证券，1983年1—12月 (单位：亿美元)

	美国公司证券		外国证券	
	股 票	债 券	股 票	债 券
购 进	698.83	239.61	131.21	356.22
售 出	644.60	230.75	169.56	389.57
净 购 进	54.23	8.86	-38.35	-33.36

资料来源：根据(美国)《联邦储备公报》1984年2月号A64统计编制。

从上表可以看出1983年长期资本在美国和其他国家间的流动情形。长期资本在国际间的转移起到三方面的显著作用：

1. 有利于国际收支的调节。逆差国通过发行政府债券筹集资金，顺差国则将盈余资金作长期安排，获取收益。美国政府在通过发行政府债券筹集资金方面一直是比较典型的。七十年代两次石油涨价冲击中，许多工业国家出现巨额国际收支经常项目逆差，它们通过在美国证券市场发行国际债券为本国筹集资金的数额增加了，主要的借款国有加拿大、英国、法国、澳大利亚和一些拉美的发展中国家。另一方面，有石油资金盈余的阿拉伯产油国投资于美国长期证券在七十年代发展很快，1980年底，石油输出国组织国家投资在政府证券上的资金是400亿美元，其中投资在美国证券市场为250美元，占62.5%，投资在英国以及联邦德国和日本的分别为40亿美元和110亿美元。

2. 通过政府债券的买卖维持汇率机制。这主要是指外国政府购买美国国库券的活动。美国国库券的所有者，大部分是外国的政府或中央银行。1971年前的10年间，各国为了维持布雷顿森林体系，大量吸收美元，并将大部分投资在美国国库券上。1971—1973年间，外国政府被迫继续吸收美元以维持固定汇率。大量的美元仍投资在美国国库券上。1973年美国几乎单方面放弃固定汇率时，联邦德国、日本等国家的出口业不希望美元进一步下跌，因为这将损害它们在美国的市场，于是这些国家继续吸收美元，维持美元汇价。这意味着它们对美国国库券的进一步投资。六十年代末，这些证券的外国持有量约占总量的3%，到七十年代末已超过12%。

3. 促进了新兴工业的发展，并带动了本国和外国一些重要工业部门的增长。战后各国企业的规模迅速扩大，许多新兴工业部门如化学、电子、能源、轻纺、建筑业等日趋发展，需要的资金急剧增加，因此其股票和债券在市场上的流通量猛增。发达国家还利用证券市场筹资来加强对发展中国家的资本输出。在这里，证券市场作为长期资本流动中的中介也起了重要作用。世界银行还通过发行国际债券筹集资金，向非产油发展中国家提供“结构性调整贷款”及其他多种贷款。

(四) 证券价格同经济活动的关系。由于证券投资同社会经济活动的兴衰有着密切的关联，所以证券价格所反映的市场信息，往往成为金融变化和预测社会经济活动的“晴雨计”。从证券价格的变化可以了解长期投资的趋向。

1929年主要资本主义国家开始进入危机阶段时，证券市场首先作出反应。当年股票价

格猛跌，在三个月内，下跌了50%。到1932年，股票的平均价格仅为1929年最高水平时的十分之一。无数工商企业倒闭，银行破产，危机席卷了整个西方世界。这充分说明证券价格同经济活动是休戚相关的。证券市场是通过社会储蓄和投资间的媒介来促进经济活动的。工商业发行的股票或债券。在市场出售以吸收社会资金；公众和机构则购买股票和债券，以获得未来的收益。于是证券交易所作为储蓄安排在可供选择的资金使用中。可以发挥分配资金的作用，因为证券价格的形成过程将导致资金流向那些能最有效地使用它的公司手中。

在过去十多年中，随着新发行证券在国民生产总值中所占比例增大，证券市场在资本主义社会经济中起着越来越大的作用。以美国为例，新发行的证券占国民生产总值的比例，在1965—1978年间已超过10%，1965年为10.3%，1978年达到17.4%，见表。

新证券的年净发行量以及发行总量占年国民生产总值的百分比  
(单位：亿美元)

	1965	1970	1975	1976	1977	1978
美国财政部债券 <sup>①</sup>	13	129	858	691	576	551
联邦保证的机构发行	20	84	22	34	65	212
州和地方债券	67	89	132	174	248	263
公司和外国债券	81	233	364	372	361	321
公司股票	80	105	107	119	38	31
抵押债券	274	299	572	871	1,340	1,459
消费负债	96	59	94	236	350	505
其他 <sup>②</sup>	75	75	86	153	251	361
初级发行总额	706	1,073	2,235	2,650	3,229	3,703
国民生产总值	6,881	9,824	15,288	17,022	18,995	21,276
初级发行占国民生产总值的比例	10.3%	10.9%	14.6%	15.6%	17.0%	17.4%

1. 包括预算机关债券。

2. 不包括银行贷款和公开市场票据。

资料来源：赫贝尔特·唐格尔与杰克·甘姆奈茨：《资本市场和机构》，英文第4版，1980年，第18页。

(五) 证券市场活动同政府货币政策的关系。在主要工业国家，政府常常通过证券市场来实施其货币政策。在美国，联邦政府证券市场在证券市场活动中具有重要的地位。原因是：(1) 这个市场代表了一种重要的转移机制，通过这一市场，可以改变任何一个资本或货币市场中需求和供给的条件，并可以扩散到所有其他部分；(2) 已出售的美国政府证券的所有权的改变，代表了一种重要的资产余额的调节机制；(3) 对于美国政府证券的不同到期所得的收益，提供了一个尺度，投资者，借款者和认购者根据这一尺度决定自己的投资和活动；(4) 美国政府证券市场同联邦货币政策的实施有着密切的联系，而联邦储备系统的公开市场活动是以这一市场为渠道的；(5) 联邦政府的财政活动和财政政策是同美国政府证券市场紧密联系的。所以近年来这个市场不断发展，见下表。

外国人持有的美国政府证券\*

(单位: 亿美元)

	1981	1982	1983
估计总额	702.49	850.20	893.22
国家持有	645.65	806.37	842.27
国际性和地区性非货币组织持有	56.84	45.83	50.95

\* 包括可出售的美国财政部库券和票据, 均为期末数。

资料来源: (美国)《联邦储备公报》, 1984年2月号, A 65。

证券市场为政府货币政策的实施创造了条件。首先, 证券市场是公开市场的一个机制, 而公开市场又将国家的金融机构联在一个一体化的总体中。其次, 可出售的政府证券的收益和价格随短期和长期利率的变化而上升或下降, 后者转而反映对资金的需求和供给。因为这些收益代表了无风险货币的价格, 它们接近于净利率。政府证券的收益受到两方面的影响, (1) 财政部负债政策改变时, 就发行和变现不同到期的证券, 并且通过供给影响收益模式; (2) 通过公开市场活动实施联邦储备政策来影响供求两方面, 并通过在短期——长期证券间的买卖变化来影响不同的到期日。

证券市场的消极方面突出地表现在投机对金融市场, 甚至整个经济活动的破坏作用上。投机加深了 1929 年西方世界经济危机, 这是一个突出的例子。因此, 各国逐渐加强对证券市场的调节和管制, 主要资本主义国家证券市场不仅成立专门的机构组织, 而且制订了相应的证券法案。

#### 四、证券市场的国际化

战后, 主要资本主义国家证券市场的国际化趋势不断加强。证券市场的国际化, 首先表现在外国投资者或借款人不仅可以在这些证券市场上买卖该国(所在国)的政府公债券、公司债券和股票, 而且可以申请发行外国的政府债券、公司债券和股票; 其次表现为外国人可以在所在国的证券交易所买卖这些外国的证券。纽约证券市场和伦敦证券市场等都是高度国际化的证券市场。以纽约证券市场为例, 1980 年, 外国人购买美国公司证券 556.98 亿美元, 出售额为 448.16 亿美元, 从 1978——1980 年, 外国人购买或出售的公司债券均增长 90% 左右。

外国债券发行的历史较长, 七十年代下半期以来, 美元债券在外国债券中的比重有所下降, 瑞士法郎、日元、联邦马克等货币的债券所占比重上升, 见下表。

1976 年美元债券占当年外国债券发行额的 58%, 同期以瑞士法郎、日元、联邦德国马克为票面的债券分别占 29%、1% 和 7%; 1983 年, 美元债券所占比例下降为 16%。同期瑞士法郎债券上升为 52%, 日元和联邦德国马克债券也分别上升为 14% 和 10%, 外国债券的货币构成多样化趋势加强了。

主要资本主义国家外国债券市场的发展, 伴随着六十年代后发展起来的欧洲债券市场, 形成了一个规模庞大的国际债券市场。因为欧洲债券市场的形成和发展加快了金融市场国际一体化发展的过程, 这一过程又促进了证券市场国际一体化的发展。例如, 由于欧洲债券市场的

广泛发展，美国证券市场和西欧证券市场之间有了更有力和更广泛的联系，这两个市场间对长期债券的收益差价之间的差距缩小，从而加速了国际债券市场的发展。随着国际市场债券发行的迅速扩大，它在证券市场中的地位越来越重要了。

1976—1983年发行的外国债券的货币构成  
(单位：亿美元)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
外国债券发行总额	181.9	162.05	201.54	222.64	179.5	213.69	263.97	271.80
其中：美国美元	106.04	74.28	57.95	45.15	34.29	75.52	59.46	44.03
瑞士法郎	53.59	49.70	56.98	97.77	76.17	82.85	114.32	141.03
日    元	2.26	12.71	38.26	18.33	10.88	24.57	34.18	37.93
联邦马克	12.88	21.81	37.79	53.79	48.39	13.10	29.52	26.14
荷    兰    盾	5.97	2.11	3.85	0.75	2.59	4.81	9.56	10.85
英    镑	—	—	—	—	1.68	7.46	12.14	5.20
卢森堡法郎	—	0.29	2.01	2.37	2.66	0.84	1.60	1.44
其    他	1.16	1.15	4.70	4.48	2.84	4.54	3.19	5.27

资料来源：美国摩根信托公司《世界金融市场》1984年1月，第6页。

证券市场国际化的原因，首先是生产和资本国际化的发展。战后，主要资本主义国家经济的迅速恢复和发展，收入和储蓄的增长，资本的积累和技术的进步，以及新兴工业的崛起，都推动了证券市场的发展，而跨国公司、跨国银行在国际间的投资活动，增加了对长期资金的需求，并需要在多国的基础上获得金融支持。这就要求证券市场在国际范围内成为投资和需求间有效的中介。其次是国际资产调节机会的存在。投资收益和利率的国际差异，各国资金供求结构，金融市场结构和调节制度的差异，以及对不同国家和地区证券的偏好等，提供了更广阔的可供选择的投资场所，这是证券市场国际化的又一个动力。再次，主要资本主义国家金融市场和国家通货的国际化发展，也加速了证券市场活动的国际化。战前，伦敦是世界上最大的国际金融中心，英镑是主要的国际储备货币，伦敦证券市场的国际交易异常活跃。后来，纽约发展成为主要的国际金融中心，美元取代英镑成为主要的关键货币，纽约证券市场发展成为世界上最大的证券市场。七十年代东京发展成为国际金融中心，日元国际化的迅速发展，使日本证券市场的国际化发展达到战后最高的程度。最后，由于统一的国际债券市场的形成，证券市场的国际一体化趋向加强了。

金融市场的国际一体化发展表明，世界金融市场更能服务于世界经济的各个方面的需要，如同储蓄投资的安全保障和资金在最后使用中间的适当安排等等。同时，当世界性通货膨胀和投机活动日益加剧时，各国证券市场间的更密切联系也使市场参加者有了更多样的可供选择的行动过程。

但是，证券市场对各国经济金融也会有反作用。由于这一市场投机活动频繁，股市往往狂涨暴跌，从而引起货币市场动荡，加深国际金融危机并影响各国经济的发展。