书名：证券投资学

ISBN：978-7-5164-1859-8

作者：徐旭初

出版社：企业管理出版社

定价：49.80元

前言

从上海交易所成立之日算起，我国证券市场已经有二十余年的发展历程。在此过程中，我国证券市场规模不断扩大，制度建设不断完善。伴随着国有企业混合所有制改革的稳步推进和“沪港通”的顺利完成，投资者对中国股市的信心逐渐增强，资本市场市值迅速增加，对我国资本市场的完善产生了深远的影响。

在普通高等院校进行证券投资理论的传播和教学，有利于培养大学生投资理财方面的能力，树立经济活动的风险意识，提高大学生的综合素质，也有利于培养证券投资方面的专业人才。因此，本书在编写过程中，立足高等教育的特色和要求，力求实现理论联系实际，突出实践操作，并具有一定的前瞻性，以满足社会需要。

全书共分9章，主要包括证券投资工具、证券市场、证券投资的宏观经济分析、证券投资的产业分析、公司价值分析等，具有以下特色。

(1)本书以证券投资分析各个方面为依据进行了内容整合。

(2)实用性强，书中引入大量的教学案例，通过对我国证券市场实际案例的学习分析与解读，激发学生对证券投资技术应用的兴趣，以达到理论与实践相结合的教学效果。

(3)本书处处体现以学生为中心，有较强的可读性，方便自学。正文中穿插知识专栏，对正文内容进行拓展，介绍国内外证券投资的经验总结和经典案例；在每章之后配有本章关键知识点和本章思考题，便于学生自我检验。

(4)本书内容依据现行的证券法律、法规、制度编写，努力做到与时俱进，如相关数据更新到2018年3月份等。

(5)本书最后引入最新的证券行业相关法律法规及证券投资案例解读，帮助学生掌握证券投资行业的实践知识，以更好了解证券市场。

鉴于编者水平有限，书中难免有不足之处，请各位读者不吝赐教！

编者

目 录

CONTENTS

导 论 …… 1

◎ 本章思考题 …… 10

第 1 章 证券投资工具 …… 12

◎ 1.1 投资概述 …… 12
◎ 1.2 债券 …… 17
◎ 1.3 股票 …… 25
◎ 1.4 证券投资基金 …… 31
◎ 1.5 金融衍生工具 …… 34
◎ 1.6 另类投资工具 …… 46
◎ 本章思考题 …… 50

第 2 章 证券市场 …… 51

◎ 2.1 证券市场概述 …… 51
◎ 2.2 证券市场的运行机制 …… 59
◎ 2.3 证券市场监管 …… 80
◎ 本章思考题 …… 87

第 3 章 证券投资的宏观经济分析 …… 89

◎ 3.1 宏观经济分析概述 …… 89
◎ 3.2 宏观经济运行对证券市场的影响 …… 94
◎ 3.3 宏观经济政策与证券市场 …… 100
◎ 本章思考题 …… 103

第 4 章 证券投资的产业分析 …… 104

◎ 4.1 产业的基本特征分析 …… 104
◎ 4.2 产业生命周期分析 …… 109
◎ 4.3 产业结构分析 …… 113
◎ 本章思考题 …… 118

第 5 章 公司价值分析 …… 120
◎ 5.1 公司基本情况分析 …… 120
◎ 5.2 公司战略定位分析 …… 123
◎ 5.3 公司竞争优势分析 …… 126
◎ 本章思考题 …… 128
第 6 章 证券投资技术分析概述 …… 129
◎ 6.1 技术分析的理论基础 …… 129
◎ 6.2 市场行为的 4 个要素：价、量、时、空 …… 131
◎ 6.3 技术分析方法的分类和局限性 …… 132
◎ 6.4 与技术分析有关的理论 …… 133
◎ 6.5 价量配合的案例分析 …… 135
◎ 本章思考题 …… 136
第 7 章 技术分析的主要理论和方法 …… 137
◎ 7.1 道氏理论 …… 137
◎ 7.2 K 线理论 …… 138
◎ 7.3 支撑压力 …… 143
◎ 7.4 形态理论 …… 148
◎ 7.5 波浪理论 …… 156
◎ 7.6 技术指标 …… 158
◎ 本章思考题 …… 161
第 8 章 证券投资理念、策略和方法 …… 162
◎ 8.1 证券投资的理念与策略 …… 162
◎ 8.2 证券投资的心理误区 …… 168
◎ 8.3 证券投资方法 …… 172
◎ 本章思考题 …… 177
附 录 知识拓展材料 …… 162
参考文献 …… 233

导　论

❖学习目标

● 准确把握现代经济的基本特征和现代金融的含义及判断标准。

● 全面理解现代金融与传统金融的区别，把握资本市场在现代金融发展中的地位。

● 正确认识资本市场在中国经济发展中的功能和作用，对中国资本市场的发展方向及发展路径有正确的思考和分析。

1.科学技术与现代金融的关系

现代经济，既是一种以知识为本的经济，又是一种金融化的经济。现代科学技术在产业集群中大规模的扩散效应和对产业结构升级换代的加速度催化作用，是知识经济的基本内核，具有强大杠杆功能的现代金融的形成则是金融经济到来的重要标志。现代科学技术的发展及其在产业中的扩散，是现代经济增长的原动力，而现代金融使这种原动力以乘数效应推动着经济的增长。作为推动现代经济增长的两个“巨轮”，现代科学技术和现代金融缺一不可。在一个开放的经济体系中，如果仅有发达的科学技术，而没有功能强大的现代金融体系，科学技术推动经济增长的效率就会受到影响，人类的知识资源就难以得到优化和高效配置；如果仅有发达的现代金融体系而没有强大的科学技术做支持，所谓的现代经济迟早会进入泡沫经济状态。所以，一个开放的经济体系要想在激烈的国际竞争环境中处于优势状态，既要有深厚的科学技术基础，又要有发达且健全的现代金融体系。

2.现代经济的基本特征

对于现代经济的基本特征，人们有种种不同的概括，但是经济全球化、市场一体化和资产证券化应是其最显著的特征。经济全球化意味着经济体系之间的分工越来越专业化，产业越来越精细化，意味着竞争基础上的合作比任何时候都重要，经济体系在相互竞争又相互合作的基础上各自获得比较优势和比较利益。市场一体化是经济全球化的必然延伸。市场一体化的基本含义是经济增长的诸要素通过没有阻碍的市场得以流动，从而提高要素的配置效率。随着经济体系的演变和升级，市场一体化的外延在发生重大变化。20 世纪 90 年代之前，市场一体化主要表现为贸易市场的一体化，关税及贸易总协定（General Agreement on Tariffs and Trade，GATT）和世界贸易组织（the World Trade Organization，WTO）对世界贸易市场的一体化起了极其重要的推动作用。贸易市场的一体化提高了货物在不同经济体系之间的流动效率。人类社会进入 21 世纪之后，市场一体化的重心正在从贸易市场一体化转向金融市场一体化。市场一体化的这种转向，意味着经济结构的深刻变革。

资产证券化是金融市场一体化的重要基础。资产证券化的核心要义是，通过标准化的资产分割以提高资产的流动性，从而使风险流动和分散化成为可能。流动性是衡量资产是否具有投资价值或者是否可以投资的首要要素，是资产生命力的体现，没有流动性的资产，是不符合现代投资理念的。资产证券化的趋势将从根本上改变人们的投资理念和财富思想。

经济全球化、市场特别是金融市场一体化和资产证券化趋势，必然从根本上影响或改变现代经济的运行方式和发展模式。

3.我们即将或已经步入金融经济时代

在经济全球化、市场一体化和资产证券化的大背景下，现代经济呈现出一系列新的特征。随着经济全球化和金融市场一体化进程的深入发展，经济体系之间将更加开放、更富有流动性，财富的聚合速度日益加快，市场竞争更加激烈，经济运行的轴心正在悄然地发生位移，实体经济与现代金融的关联度似乎也在逐渐减弱；与此同时，由于经济活动中金融杠杆的作用明显加强，经济运行的风险正在明显增大。随着资产证券化速度的加快，社会财富形态也在发生重要变化。财富的物质形态逐步淡出，资产或财富的金融化、证券化倾向日益明显。资产或财富处在快速流动的状态——财富或在流动中增值，或在流动中消失。我们真的即将或已经步入了金融经济的时代。

4.经济远行的轴心转向现代金融

随着经济体系的演变和升级，全球经济运行的轴心似乎正在转向现代金融业，即使发生了 2008 年全球金融危机，这种转向并没有停止。如果说 20 世纪经济运行的轴心是以钢铁、汽车等为代表的现代工业，那么 21 世纪经济运行的轴心正在向现代金融转移。现代金融业不仅源源不断地为实体经济的运行和发展提供润滑剂及动力，而且更为重要的是，它推动着实体经济的分化、重组和升级。正是从这个意义上说，发达市场经济的本质就是金融经济。

现代金融之所以可以成为现代经济运行的强大发动机，就在于它具有一套设计精巧、功能卓越的杠杆系统。实体经济体系发展到今天，已经变得非常庞大而凝重。如果没有现代金融这个强大的发动机，现代经济将步履蹒跚。

我们应当清楚地看到，现代金融一方面以其设计精巧、功能卓越的杠杆系统推动着日益凝重的实体经济不断运行和向前发展，从而在形式上维系着与实体经济体系的统一；另一方面，现代金融又在资产价格的变化和财富的聚合速度等方面表现出与实体经济相分离的趋势。作为现代金融体系重要基础的资本市场，其资产价格的变动趋势和幅度与实体经济运行状态的高度相关性，正在受到越来越严峻的考验。“皮之不存，毛将焉附”这样的亘古真理，在今天真的受到了挑战？经济的金融化（或者说虚拟化）趋势，究竟是在加速推动经济的发展、结构的调整，从而使现代经济进入一种更高的境界，还是在根基上腐蚀直至摧毁现代经济体系，使其不断地进入一种“泡沫经济”的状态，从而使资本市场危机乃至不同程度的金融危机频频出现？它是通向光明的阳关大道，还是坠入黑暗的万丈深渊？对于这些问题，现在要下一个明确的结论为时尚早，但有一点可以肯定：人类社会不会倒退，物物交换的时代已经成为久远的历史。

5.防止现代金融阴暗面扩散成为世界各国政府面临的重要任务

可以确信，在今天的不同经济体系中，现代金融所扮演的角色和所起的作用是有差别的。在发达市场经济国家，现代金融在维系本国经济正常运转的同时，也在悄无声息地带着文明的面具掠夺、瓜分他国的财富。而在新兴市场国家（地区）和市场经济欠发达国家，现代金融一方面以杠杆化的功能快速推动着这些国家和地区的经济发展，另一方面又极有

可能成为这些国家和地区的财富漏出机制。所以，现代金融既是维持全球经济持续增长的强大发动机，也是全球财富在国际重新分配的重要机制。这主要是因为经济全球化和金融市场一体化的趋势使财富及经济增长资源在国际流动的障碍渐渐消除，而财富的金融资产化和金融资产的证券化，又极大地提高了财富和资产的流动性。有迹象表明，今天的经济运行和财富流动速度要大大快于 20 世纪。在这种条件下，建立在强大杠杆系统基础上的现代金融体系，的确会成为一些国家瓜分另一些国家财富和资源的重要机制，成为小部分人瓜分大部分人财富的手段。19 世纪及其之前，世界市场的瓜分，财富和资源的掠夺，靠的是殖民政策，20 世纪前半叶靠的是战争，而现在则是现代金融工具。在 20 世纪最后几年发生在亚洲一些国家的金融危机，以及 2008 年起源于美国次贷危机的全球金融危机就是现代金融阴暗面的充分暴露。最大限度地防止现代金融阴暗面的扩散，是当今世界重要国家和政府在金融领域面临的最重要任务。

6.传统金融与现代金融的区别

在一个经济体系中，推动传统金融迈向现代金融的主要推动力是发达的资本市场。换句话说，是否有一个发达的资本市场是衡量一个经济体系的金融架构是处在传统金融还是处在现代金融的特征性标志。所以，发达的资本市场是金融深化的催化剂，是现代金融体系的心脏。试图清晰而准确地描述传统金融与现代金融的区别似乎并不十分容易，但以下三点则是显而易见的。

（1）与实体经济的关联度不同。传统金融与实体经济具有较高的关联度，实体经济的运行状况在传统金融体系中有比较明确的反映。现代金融与实体经济的关联度在慢慢减弱，实体经济的运行状况并不显著甚至并不必然地反映在现代金融资产价格的变化上。比较常见的情况是，在现代金融体系中，金融资产价格的变化与实体经济的运行状况虽然可能保持长期趋势的一致性，但两者的变动幅度有着极其鲜明的差异，并不是个案现象。较为经常的情况是，金融资产特别是权益类证券化金融资产的价格变动幅度要大大高于实体经济的变动（增长或衰退）幅度。如果我们对现代金融与实体经济的关系做这种理解，那么有一种观点（或者说理论）似乎就应做适当的修正：当金融资产特别是权益类证券化金融资产的价格上涨速度快于实体经济增长时，就简单地认为金融体系出现了泡沫。这种观点或理论至少忽略了现代经济活动中财富或资产的金融化过程，忽略了伴随着这种金融化过程所引发的金融结构的市场化变化。

（2）在促进实体经济发展中所起的作用不同。传统金融主要是为实体经济的正常运行提供润滑剂或者说血液，在这里，实体经济是“皮”，传统金融是“毛”，传统金融完全服务于甚至依附于实体经济；而现代金融不仅为实体经济提供润滑剂或血液，而且为其成长提供强大的推动力。正是从这个意义上说，现代金融已经成为现代经济的核心。

（3）作用原理不同。传统金融的作用原理是低杠杆化的。低杠杆化是指资金运用的乘数效应较低。现代金融的作用原理是高杠杆化的，即资金运行建立在明显的乘数效应基础之上。所以，与传统金融相比，现代金融的运行速度要快得多，效率要高得多，当然风险也要大得多。可以预计，在这种情况下，如果全球经济体系或其中的某些经济体发生危机的话，首先肯定是金融危机；然后，可能扩散到实体经济。这与 20 世纪 30 年代的经济危机的逻辑顺序迥然不同。这一逻辑判断实际上已被 2008 年全球金融危机所印证。

7.资本市场发展在推动中国由经济大国迈向经济强国的过程发挥特别重要的作用

必须明确的是，现代金融的一些消极阴暗面虽然存在，甚至还会有某种程度的扩散，但对经济发展与社会进步的巨大推动作用，仍是现代金融的主流功能。今天，经济体系之间的竞争主要体现在科学技术竞争和金融能力竞争上。对于中国这样一个经济潜力巨大且已成为全球第二大经济体的国家，必须从国家战略的高度和经济发展的逻辑角度，而不是用实用主义的态度去认识和发展资本市场。

经过40年的改革开放和发展，中国已经从一个贫穷、落后、封闭的国家转变成一个具有较强竞争力、国际化程度越来越高、具有巨大潜在成长性的经济大国。1978年，中国的国内生产总值（Gross Domestic Product，GDP）只有3 650亿元人民币，2000年为8.94万亿元人民币，到2017年则达到82.91万亿元人民币，约合12.7万亿美元。在经济规模快速扩张的过程中，建立在比较优势基础上的庞大制造业发挥了关键作用。由全球经济结构调整而引发的全球制造业向中国的大规模转移，成就了中国经济大国的地位。中国现在正面临着一个新的战略目标：如何从一个经济大国转变成一个经济强国？

关于经济强国的标志，研究者提出了很多指标，除了经济规模这一基础指标外，财富规模一定是其中最核心、最重要的指标。随着金融市场特别是资本市场的发展，金融资产特别是证券化金融资产正在成为社会财富的主要表现形式。在目前的经济金融结构下，一个国家由经济大国迈向经济强国过程中的一个趋势性指标是金融资产特别是流动性强的证券化金融资产一定会呈现出快速增长的态势，中国也不例外。

在现代金融的诸多功能中，有一个功能应给予充分关注，那就是建立在市场定价机制和存量资产证券化基础上的财富孵化、贮藏和增值功能。现代金融的这种财富杠杆化增值功能，主要来源于资本市场。经济的持续增长、经济规模的不断扩大和经济竞争力的增强，从资本市场角度看，意味着推动经济增长的存量资产价值的大幅提升。如果将这些存量资产不断证券化，基于资本市场的杠杆效应，那就意味着证券化金融资产（其中主要是权益类金融资产）的规模和速度会以高于实体经济的成长规模和速度成长。所以，可以得出这样的结论，一个国家金融资产特别是证券化金融资产的快速成长（有人把这种快速成长称为“金融资产的膨胀”）的基本前提是：经济的持续增长、经济规模的不断扩大、推动经济持续成长的存量资产（主要是权益类资产）证券化趋势及资本市场合理的定价机制。基于这种分析，可以得出这样一种判断：伴随中国经济的持续成长，由于（权益类）资产证券化趋势日益明显并有加快的迹象，在未来相当长的时期里，中国的金融资产特别是证券化金融资产会有较快速度的成长和发展，以至人们认为金融资产进入了一个膨胀时期。这样的金融资产膨胀实际上是一种不可逆的趋势。虽然2008年由美国次贷危机引发的全球金融危机使这种快速增长的趋势暂时得以收敛，但增长的趋势并不会停止。这种不可逆的趋势也就是中国由经济大国转向经济强国的重要特征之一。

存量资产特别是权益类存量资产的大规模证券化过程，从传统金融视角看，就是金融资产的膨胀过程。这种膨胀的动力来源于金融结构的内部裂变，即具有财富成长杠杆效应的来自资本市场的证券化权益类金融资产以比传统非证券化的金融资产快得多的速度在成长。中国目前正处在这样一个金融结构裂变时期。正是从这个意义上说，中国资本市场具备了大发展的基本条件。

上述分析实际是在说明这样一个道理或描述这样一个逻辑过程：资本市场是存量资产特别是权益类存量资产大规模证券化的基本平台，是存量资产市场化定价的平台，是金融

结构发生裂变的平台，进而是金融资产增长的平台。所以，资本市场发展在推动中国由经济大国迈向经济强国的过程中起着特别重要的作用。

8.中国金融必将崛起

中国资本市场的发展，将使中国成为一个资本大国。中国成为资本大国，是中国金融崛起的主导力量和核心标志。中国金融的崛起或许是21世纪前半叶全球金融最重大、最波澜壮阔的历史事件，资本市场也越来越成为21世纪大国金融博弈的舞台。随着中国金融的发展和不断崛起，作为2008年全球金融危机最重要的后果之一，国际金融秩序和金融市场格局正在发生或将要发生重大的甚至是格局性的变化，国际货币体系会因为人民币的国际化而发生结构性变革，新的国际金融中心将在世界的东方出现。

中国资本市场是全球最重要、规模最大、流动性好的资产交易场所，其市值将达到60万亿～80万亿元人民币。

由于人民币届时将成为全球最重要的三大国际性储备货币之一，因而以相对发达的资本市场为核心的中国金融体系将成为全球多极金融中心之一极，将成为人民币及人民币计价资产的定价中心，拥有人民币及人民币计价资产的定价权。

时至今日，虽然在发展过程中历经曲折磨难，但金融结构变革的逻辑使我们仍然坚信中国的这一金融战略目标的正确性和可行性。

9.资本市场对中国经济发展和社会进步的推动作用

然而，客观现实似乎展现出另一种景象。在中国发展资本市场的20多年时间里，对投资者而言，曲折多于坦途，磨难多于希望，痛苦多于喜悦。中国资本市场曲折磨难的历史与我们设计的战略目标，游离多于渐近。为什么会是这样呢？应该说与我们长期误读资本市场有关，与我们没有正确理解资本市场在中国经济社会发展过程中的特殊作用有关。

在中国资本市场的政策设计和发展理念中，在相当时期里，我们都是重资本市场的融资功能，轻资本市场的投资功能；重为企业（上市公司）服务，轻为投资者服务；关注资本市场资金池的作用，忽视资本市场资产池的培育。时至今日，这种误读仍在延续。

事实上，对资本市场而言，客观的功能正好与我们的误读相左：投资的功能甚于融资的功能，为投资者服务或者说保护投资者利益甚于关注融资者（企业）的利益，资产池的作用大于资金池的作用。我们对资本市场的理解正好与此相反。

正确认识资本市场在中国经济社会发展中的作用，是发展资本市场的重要前提。我们认为，在中国，资本市场在推动中国经济发展和社会进步中至少具有以下6个方面的作用。

（1）资本市场作为现代金融的核心，推动着中国经济的持续快速增长。预计到2018年年底，中国经济总规模达到854 026.719亿元人民币，约合131 186.9亿美元。资本市场从资本筹集、公司治理、风险释放、财富增长和信息透明度等方面不仅推动了中国经济的持续增长，而且大大提升了经济增长的质量。

（2）资本市场加快了社会财富特别是金融资产的增长。经济的发展需要财富的集聚和优化配置，社会的进步需要以财富的大幅度增加为前提。没有社会财富的增加，社会进步就是空中楼阁。以资本市场为基础的现代金融体系，不仅是经济成长的发动机，而且为社会创造了一种与经济增长相匹配的财富成长模式，建立了一种经济增长基础上的人人可自由参与的财富分享机制。当然，从中国的实践来看，这个作用似乎受到了很大削弱。

（3）资本市场为中国企业特别是国有企业的改革和机制转型提供了天然的市场化平台，从而极大地提升了中国企业的市场竞争力。没有资本市场，中国企业特别是国有企业就不可能建立起真正意义上的现代企业制度。资本市场使单个股东或者少数股东组成的企业成为社会公众公司，对中国企业来说，这就是一种彻底的企业制度变革。这种制度变革，使中国企业改变为所欲为、无知无畏的心态，转而建立既有制约又有激励的现代企业制度。

（4）资本市场推动了中国传统金融体系的变革，使其逐渐向现代金融体系演变。所谓的现代金融体系，是指以资本市场为基础构建的金融体系；所谓的传统金融体系，是指以传统商业银行为基础构建的金融体系，也就是没有资本市场或者说资本市场不发达条件下的以商业银行主导的金融体系。在现代社会，金融体系不仅是资源配置的机制和媒介资金供求关系的机制，而且是一种风险分散机制。以资本市场为基础构建的现代金融体系，具有资源配置特别是存量资源调整、分散风险和财富成长与分享三大功能，这就是中国必须发展资本市场的根本原因。

（5）资本市场发展培育了数以千万计的具有风险意识的投资者，从而极大地提高了中国投资者群体的政策意识、大局意识、金融意识和民主意识。从来没有一所学校，也从来没有一种教育方式，能像资本市场那样，让中国的普通老百姓、普通的投资者那样真切地关心国家大事，那样深入地了解国家政策的变化，那样富有理性地行使经济民主权利。例如，投资者很关心党的十九大的召开，关心货币政策会有什么变化，关心为什么提高存款准备金率而不加息，关心经济增长模式的转型，等等。这些问题过去都是经济学家和政府部门关心思考的，现在数以百万计的投资者都在思考这样宏大而高深的问题。投资者不仅关注国内大事，也关心国际大事。他们关心欧洲债务危机对我国经济有什么影响，关心美国联邦储备委员会（The Board of Governors of The Federal Reserve System）的量化宽松政策，甚至关心美日联合军事演习，如此等等。资本市场让中国投资者关心国家的未来，关心国际安全，关心经济政策的变化。试问，有哪一所学校能做到这些？

资本市场使中国投资者富有理性地行使经济民主的权利。投资者在研究信息之后，如果发现这家企业没有成长性，不值得投资，他们就会“用脚投票”。这种决策是富有理性的。参加股东大会，任何股东都可以民主地表达自己的看法。

因此，在中国，资本市场既是投资者的乐园、推动经济前行的“发动机”，也是孕育现代社会公民意识的摇篮。这正是中国社会文明、民主、法治建设的重要基础。资本市场对投资者风险意识的形成、国民素质的提高、公民意识的培育，比任何流于形式的口头教育都要好得多。

（6）资本市场给全社会提供多样化的、收益风险在不同层次匹配的、可以自主选择并具有相当流动性的证券化金融资产。在消费品市场上，我们经常强调消费者对消费品的自主选择权，这是消费者自主权的核心内容，也是市场经济发达的重要标志。与消费者的自主选择权相对应的是，投资者也必须拥有自主选择投资品或资产的权利，这既是一国市场经济发达程度的重要标志，也是金融市场是否发达的重要标志。给投资者提供多样化的、不同收益与风险相匹配的、具有充分流动性且信息透明的金融产品，是一国金融体系和资本市场的基本任务。

对投资者自主选择金融资产权利的压抑，是金融压抑的重要表现。金融压抑有种种表现，其中对投资者自主选择金融资产权利的压抑，是金融压抑的典型形式。资本市场的大发展，将彻底解除这种压抑，从而使金融投资充满活力和创造力，这正是经济充满活力的

重要源泉。

如果我们能以这样的高度去理解发展资本市场的重要意义，我们就能找到发展资本市场的正确道路，就能找到促使资本市场均衡动态成长并与实体经济相互促进的政策和方法。

10.寻找基于全球视野的中国资本市场的政策支点

正确的认识必须通过恰当的政策来体现。要使中国资本市场发展与实体经济相匹配并具有可持续性，我们必须调整发展中国资本市场的政策重心，寻找基于全球视野的中国资本市场的政策支点。

在相当长的时期里，由于我们没有正确理解发展资本市场的战略意义，严重误读资本市场。需求管理政策实际上成为发展中国资本市场的主导政策。在实际操作中，这种主导中国资本市场发展的需求管理政策又演变成一种以抑制需求为重点的政策。如果市场出现了持续性上涨，通常都会归结为由过量的需求造成的，随之而来的是不断出台抑制证券投资需求的政策，以防止所谓的资产泡沫化。如果长期实施这样的需求管理政策，必然严重压抑资本市场的成长，使资本市场呈现出一种周而复始的简单循环过程，在较低的层面上不断地复制一个个运行周期。在这样的政策环境支配下，资本市场既没有任何发展，也不可能对实体经济的成长和金融体系的变革起到任何积极作用。

要使中国资本市场走出原有的无效率的运行周期，除了必须进行制度变革、端正认识和厘清战略目标外，还必须制定与战略目标相匹配的发展政策，寻找推动中国资本市场发展的政策支点。这样的政策是什么？政策支点又在哪里？

当前中国资本市场的政策倾向一定是发展型政策。这种发展型政策的核心理念必须是供给优化主导型的，而不是需求管理主导型的。现行中国资本市场政策的支点在于扩大供给、优化结构并合理地疏导需求。单一抑制需求的政策理念必须摒弃。

在资本市场上，税收政策是最典型也是最有影响力的抑制需求的政策。频繁运用税收政策来影响人们的投资行为以达到调控市场的目的，是对发展资本市场的战略意义认识不清的典型表现，会给市场的正常发展带来全面的负面影响，也会人为地加剧市场波动。从长期看，势必严重阻碍市场的正常成长。所以，在资本市场发展过程中，特别是对中国这样一个新兴加转型的市场而言，一定要慎用税收杠杆，要保持税收政策的稳定性。

在资本市场上，针对二级市场投资行为的税种主要有证券交易印花税和资本利得税，证券交易印花税对二级市场的交易行为、交易量和市场流动性会产生直接的影响，短期内具有类似于市场“清醒剂”的作用。而资本利得税则是从根本上改变市场的收益—风险结构，从而对市场资金流向产生重大影响。从已有的实践和资本市场现状看，开征资本利得税势必严重阻碍资本市场发展，甚至会引发市场危机。从中国资本市场发展战略出发，在相当长时期里，我们绝不可通过开征资本利得税来抑制投资行为，而只能通过结构性金融政策去疏导人们的金融投资需求。

如前所述，在中国，发展资本市场的政策重心在于优化供给，或者说供给政策应是中国资本市场的主导型政策。这种供给主导型政策的核心内容是在优化结构的基础上适时适度扩大供给。

11.中国资本市场需求政策的基本点

与供给主导型政策相匹配，中国资本市场的需求政策有两个基本点：一是积极疏导内部需求，不断调整金融资产结构，推动居民部门金融资产结构由银行存款向银行存款和证券化金融资产并存的格局转变。不断提高证券化金融资产在金融资产中的占比，是中国金融结构市场化改革的重要目标。二是大力拓展外部需求。引进境外投资者，逐步提高境外投资者在中国资本市场中的投资比重。这是中国资本市场对外开放和实现市场供求关系动态平衡的重要措施，对中国资本市场的国际化意义重大。

（1）积极疏导内部需求是当前中国资本市场实施需求疏导政策的基本要点。我们必须摒弃长期以来形成的抑制需求（即抑制资金进入资本市场）的政策理念。经过40年的改革开放和发展，中国社会已经进入金融资产结构大调整的时代，投资者期盼着收益与风险在不同层次匹配的多样化金融资产的出现。在金融资产结构正在发生裂变的今天，投资者越来越偏好收益与风险在较高层次匹配并具有较好流动性的证券化金融资产，已是一个不可逆的基本趋势。正确的政策应是顺势而为，而不是逆势而动。

这里所说的内部需求是指居民部门对各类金融资产的需求，而疏导内部需求是指基于投资者对证券化金融资产的偏好，通过政策的引导而使其资金源源不断地进入资本市场以改革传统金融资产结构的过程。在这里，内部需求分为增量需求和存量需求。增量需求仅指投资者现期收入减去现期消费之后剩余部分对证券化金融资产的需求，而存量需求则是指投资者存量金融资产结构调整过程中对证券化金融资产的需求。提高增量资金进入资本市场的比例，是资本市场实施需求疏导政策的第一步，也是短期政策重点。而通过调整存量金融资产结构以引导存量需求、不断增大存量资金进入资本市场的规模是资本市场实施需求疏导政策的长期措施。

（2）不断扩大资本市场的对外开放度，积极稳妥地拓展外部需求，逐步形成一个与巨大潜在供给相对应的外部超级需求，是中国资本市场需求政策调整的战略重点。

中国资本市场已经进入了全流通时代。全流通使中国资本市场的流通市值超过20万亿元人民币，存量减持套现的压力日益增大。面对大规模的存量供给压力，仅靠疏导内部需求是难以达到市场的战略平衡的，必须寻找与此相匹配的外部超级需求者。对中国资本市场来说，QFII（Qualified Foreign Institutional Investors，合格的境外机构投资者）虽然是外部需求者，但绝不是外部超级需求者。伴随着中国金融体系改革和资本市场的对外开放，外部超级需求者的形成可能是一个渐进的过程，或许要经过一个从高门槛的QFII到QFII的泛化，再到境外（国外）一般投资者的进入这样的演进过程。就中国资本市场的战略目标而言，引进外部超级需求者显得迫切而重要。

12.中国金融崛起的外部条件

在未来，中国资本市场将成为全球重要的资产配置市场。要实现中国金融的崛起，从而成为21世纪全球新的金融中心，以下两个外部条件必须具备。

（1）人民币国际化。随着中国经济的不断增长和不断开放，人民币国际化进程需要加快。2008年全球金融危机的发生为人民币国际化创造了极为有利的条件，我们应当顺势而为。我们有理由相信，再过几年，人民币将成为国际金融市场上完全可自由兑换的货币。在此基础上，人民币成为国际金融市场上与美元和欧元并重的三大国际性储备货币之一，并不是一个不可企及的目标。人民币国际化为中国资本市场的发展和中国金融的结构性改

革提供了良好的外部金融环境，是使中国资本市场成为全球多极金融中心之一极最重要的基础条件之一。具有良好信用且有充分流动性和开放度的人民币，给人民币计价资产带来了持续的良好预期。

（2）构造以提高市场透明度为核心的资本市场法律制度和规则体系。良好的法律制度和法治环境对中国资本市场的发展和金融的结构性改革至关重要，其中资本市场法律制度和以此为基础制定的规则体系的不断完善最为核心。中国资本市场法律制度的建设和规则体系的完善，必须体现以下两个基本原则：一是透明度原则，即资本市场法律制度的建设和规则体系的完善，必须保证市场具有足够的透明度。从世界各国的实践看，透明度是资本市场赖以存在和发展的基石，是资本市场功能得以充分发挥的必要条件，是“三公”原则实现的基础。透明度的核心是信息的真实性和公开性。中国资本市场法律制度和规则体系近几年虽然得到了一定的完善，但从总体上看，仍存在很大缺陷。透明度不足是中国资本市场未来进行战略转型和实现战略目标面临的严重挑战之一。二是国际惯例原则。受股权分置等历史因素的影响，在相当多方面，中国资本市场的法律制度和市场规则体系仍体现了“中国特色”。过于“中国特色”的资本市场法律制度和规则体系，显然不利于中国资本市场的开放和发展，也是中国资本市场成为全球多极金融中心之一极的严重障碍。总体而论，就中国资本市场的法律制度和规则体系来说，体现“国际惯例”是其主流，否则这种法律制度和规则体系就会成为中国资本市场国际化的阻碍力量。

中国特色的资本市场法律制度和规则体系赖以存在的制度基础——股权分置已经成为历史，我们进入了全流通时代。所以，我们应当用战略的眼光，根据建设一个强大的资本市场的目标，前瞻性地制定和完善与中国资本市场战略转型和战略目标相适应的法律制度和规则体系。一个体现公平、正义、透明、发展理念精神的法律制度，将使未来的中国成为一个富强、民主、文明、和谐、美丽的现代化国家。

13.资本市场已成为全球大国金融博弈的核心平台

资本市场经历了数百年的漫长发展历史，其中既有欢乐又有悲怆，既有理性繁荣又有泡沫破灭，既有对未来的憧憬和期待又有落花流水般的无奈心情，这是资本市场的天然属性造成的。人类社会进入 21 世纪后，资本市场发展除了难改其天生属性外，也呈现出一些新的特征、新的变化，那就是资本市场从来没有像今天这样如此重要、如此令人瞩目。在中国，资本市场的变化一直是人们最关注的热点问题之一。在经济全球化和经济金融化的今天，放眼望去，资本市场似乎悄然成为大国金融博弈的核心平台，而金融博弈是国际经济竞争的支点。

资本市场之所以成为全球大国金融博弈的核心平台，主要原因如下。

（1）现代金融的核心是资本市场，资本市场在资源配置过程中发挥着难以替代的基础作用。

（2）资本市场越来越成为现代经济的强大发动机。这个强大发动机集增量融资、存量资源调整、财富创造和风险流量化等功能于一身，以精美绝伦的结构性功能推动着日益庞大的实体经济不断向前发展。

（3）资本市场在推动实体经济成长的同时，也在杠杆化地创造规模巨大、生命力活跃的金融资产，并据此催生着金融结构的裂变，推动金融的不断创新和变革。

（4）资本市场通过改变财富的流动状态而使风险由存量状态演变成流量状态，金融风

险的流量化使风险配置成为一种现实的可能，使现代金融成为一种艺术，使金融结构的设计成为一种国家战略。

我们必须用这样的理念、从这样的高度去理解资本市场，只有这样才能找到发展资本市场的正确道路。

本章小结

现代经济的基本特征是经济全球化、市场一体化、资产证券化，在这种背景下，现代经济伴随着经济全球化和金融市场一体化的步伐不断呈现出新的特征，其运行的轴心正在向现代金融转移。因此，一个开放的经济体系要想在激烈的国际竞争环境中处于优势状态，既要有深厚的科学技术基础，又要有发达而健全的现代金融体系。现代金融不仅源源不断地为实体经济的运行和发展提供润滑剂及动力，而且更为重要的是，它推动着实体经济的分化、重组和升级。正是从这个意义上说，发达市场经济的本质就是金融经济。现代金融的核心是资本市场，是否有一个发达的资本市场是衡量一个经济体系的金融架构是处在传统金融还是处在现代金融的特征性标志。发达的资本市场是金融深化的催化剂，是现代金融体系的心脏。因此，发展资本市场是推动中国由经济大国迈向经济强国的关键环节。正确认识资本市场对中国经济社会发展的作用，对于我们找到发展资本市场的正确道路、找到一个促使资本市场均衡动态增长并与实体经济相互促进的政策和方法，从而为资本市场的发展创造有利的外部条件有着重要的指导意义。

❖本章关键知识点

1. 现代经济的基本特征显著表现为经济全球化、市场一体化、资产证券化。

2. 现代金融与传统金融的区别主要表现在：一是与实体经济的关联度不同；二是在促进实体经济发展中所起的作用不同；三是作用原理不同。

3. 现代金融与实体经济的关系。

4. 发展资本市场的正确理念及资本市场对经济社会发展的作用。

5. 发展资本市场的政策制度。

6. 中国资本市场要成为全球重要的资产配置市场、成为21世纪全球新的金融中心，需要达到的两个外部条件。

7. 资本市场成为全球大国金融博弈的核心平台的主要原因。

本章思考题

1. 现代经济在新时期有哪些新特征？

2. 为什么说现代金融中建立在市场定价机制和存量资产证券化基础上的财富孵化、贮藏和增值功能很重要？

3. 资本市场是如何加快社会财富增长的？

4. 如何正确应对中国资本市场的内外部需求？

5. 如何看待中国资本市场的当前政策？为什么要以供给主导型政策作为政策发展重心？

6. 中国要成为经济强国，应建立什么样的资本市场和金融体系？

1 第1章 证券投资工具

CHAPTER

❖学习目标

- 了解风险的基本概念。
- 掌握债券的基本概念、分类和收益率的计算。
- 掌握普通股和优先股的基本概念、特征及区别。
- 掌握证券投资基金的基本概念、分类和区别。
- 掌握金融衍生工具的主要类型、金融功能和缺陷。

1.1 投资概述

1.1.1 投资的含义

在现实生活中，投资（Investment）活动几乎无处不在，投资的概念对经济学学科来说也是十分基本的。但是，在很多经济学教材中，投资的概念被大家当作理所当然已经理解的东西来使用。而实际上，如果每人都给“投资”下定义的话，我们就会发现，人们对“投资”的理解是五花八门的。不同的理解，往往意味着不同的定义。

本书对投资的定义主要从投资的过程进行理解。投资是指货币转化为资本的过程。在货币转化为资本的过程中，需要借助于投资媒介或者投资对象。一般而言，投资媒介可分为真实资产和金融资产两种。真实资产是指一些可看到、可触摸的物件，如房地产、名表、古董、名画和黄金等；金融资产是指一种契约，保障持有人获得契约规定的权益，如股票、债券、期货、期权等。两者的显著区别在于资产套现和变卖能力。相对而言，金融资产的套现和变卖能力要强于真实资产。而投资者决定投资真实资产还是投资金融资产，或者投资者具体要投资哪种真实资产或哪种金融资产，往往取决于其投资目的。

因此，任何投资者在投资前，首先都要明确其投资目的。投资目的有很多种，总体而言，投资者进行投资主要出于以下几种目的。

（1）本金保障。这是最为常见的投资目的，即投资者通过投资保存资本或者资金的购买力。只要持有现金数量大于生活所需，在通货膨胀的情况下，若不通过有效益的投资，现金的购买力就会受到侵蚀。所以，投资的目的就是保障资金的购买力不受到侵蚀。

（2）资本增值。对某些投资者来说，他们要求不单是保值，而且要获得资本的增值。通过投资工具，以期本金能迅速增长，使财富得以累积。

（3）经常性收益。一般已拥有若干资产和回避风险的人，只期待本金获得保障，且能定期地获得一些经常性收益作为生活费用，如退休人士通过退休投资计划来获取稳定的退

休金。

投资者在获取投资收益的同时，也面临着投资带来的风险。不同投资者会因自身生活背景和条件的不同，风险承受能力会有所不同，故他们的投资目的也会有所不同，进而投资取向、投资作风以及所选择的投资工具也会有所不同。所以，在制订投资计划时，投资者宜先行了解投资目的和风险承受能力等因素，而后树立成熟的投资理念。因此，要真正地理解投资，还必须对风险及风险偏好有很好的认识。

专栏 1-1

投资与投机

投机（Speculation）是指根据对市场的判断，把握机会，利用市场出现的价差进行买卖，并从中获得利润的交易行为。投机者既可以买空（Long），也可以卖空（Short）。因此，投机更为通俗的定义是：投机就是投资机会，没有机会就不进场交易。因此，投机的目的很直接，就是获得短期的价差利润，但投机是有风险的。

一般而言，市场上通常把买入后持有较长时间的行为称为投资。因此，投资家和投机者的区别在于：投资家看好有潜质的资产并长线投资，既可以趁高抛出，又可以享受每年的红利；而投机者热衷短线操作，借资产价格暴涨或暴跌之势，通过炒作牟取暴利，少数人一夜暴富，许多人一朝破产。

综上所述，投机与投资相比，主要区别是投机的目的在于获取短期利差，而投资的目的在于获得本金保障、资本增值或经常性收益等。因此，相对而言，投机的风险更大、期限更短。当然，投机在短期内的收益率可能也会更高。

1.1.2 风险和风险偏好

“风险”一词的由来，最为普遍的一种说法是其源自中国远古时期。在远古时期，以打鱼捕捞为生的渔民，每次出海前都要祈祷，祈求神灵保佑自己能够平安归来，其中主要的祈祷内容就是让神灵保佑自己在出海时能够风平浪静、满载而归；他们在长期的捕捞实践中，深深地体会到“风”给他们带来的无法预测、无法确定的危险，他们认识到，在出海捕捞打鱼的生活中，“风”就意味着“险”，因此有了“风险”一词。

另一种说法认为“风险”（Risk）一词源自国外，是舶来品，有人认为来自阿拉伯语，有人认为来源于西班牙语或拉丁语，比较权威的说法是来源于意大利语的“Risque”一词。在其早期的运用中，也是被理解为客观的危险，体现为自然现象或者航海遇到礁石、风暴等事件。

现代意义上的“风险”一词，已经大大超越了“遇到危险”的狭义含义，而是“遇到破坏或损失的机会或危险”。可以说，经过两百多年的演绎，“风险”一词越来越概念化，它随着人类活动的复杂性和深刻性而逐步深化，并被赋予了哲学、经济学、社会学、统计学甚至文化艺术领域的更广泛、更深层次的含义，且与人类的决策和行为后果联系得越来越紧密，风险也成为人们生活中出现频率很高的词汇。

无论如何探寻“风险”一词的由来，其基本的核心含义已经突破原来的范围，而且风险的内涵不断深化。综上所述，风险可以理解为“未来结果的不确定性或损失”，也可以进一步定义为“个人和群体在未来获得收益和遇到损失的可能性，以及对这种可能性的判断与认知”。

专栏 1-2

关于风险内涵的理解

目前，学术界对风险的内涵还没有统一的认识。由于对风险的理解和认识程度不同，或对风险的研究角度不同，不同学者对风险的概念有不同的解释，但可以归纳为以下几种代表性观点。

（1）风险是事件未来可能结果发生的不确定性。A.H.莫布雷（A.H.Mowbray）称风险为不确定性；C.A.威廉斯（C.A.Williams）将风险定义为在给定的条件和某一特定的时期，未来结果的变动；马奇（March）和夏皮拉（Shapira）认为，风险是事物可能结果的不确定性，可用收益分布的方差测度；布思米利（Brnmiley）认为，风险是公司收入流的不确定性；马科维茨（Markowitz）和夏普（Sharp）等将证券投资的风险定义为该证券资产的各种可能收益率的变动程度，并用收益率的方差来度量证券投资的风险，通过量化风险的概念改变了投资大众对风险的认识。由于方差计算的方便性，风险的这种定义在实际中得到了广泛的应用。

（2）风险是损失发生的不确定性。J.S.罗森博（J.S.Rosenb）将风险定义为损失的不确定性。F.G.克莱恩（F.G.Crane）认为，风险意味着未来损失的不确定性。这种观点又分为主观学说和客观学说两类。主观学说认为不确定性是主观的、个人的和心理上的一种观念，是个人对客观事物的主观估计，而不能以客观的尺度予以衡量，不确定性的范围包括发生与否的不确定性、发生时间的不确定性、发生状况的不确定性及发生结果严重程度的不确定性。客观学说是以风险客观存在为前提，以风险事故观察为基础，以数学和统计学观点加以定义，认为风险可用客观的尺度来度量。例如，佩费尔（Pfeiffer）将风险定义为可测度的客观概率的大小；F.H.奈特（F.H.Knight）认为风险是可测定的不确定性。

（3）风险是指可能发生损失的损害程度的大小。马科维茨在他人质疑的基础上，排除可能收益率高于期望收益率的情况，提出了下方风险（Downside Risk）的概念，即实现的收益率低于期望收益率的风险，并用半方差（Semi-variance）来计量下方风险。

（4）利用对波动的标准统计方法定义风险。1993 年发表的 30 国集团《衍生证券的实践与原则》报告，对已知头寸或组合的市场风险的定义为：经过某一时间间隔，具有一定置信区间的最大可能损失，并将这种方法命名为 Value at Risk（VaR 法），并竭力推荐各国银行使用这种方法；1996 年国际清算银行在《巴塞尔协议修正案》中允许各国银行使用自己内部的风险估值模型来设立应对市场风险的资本金；1997 年 P.乔瑞（P.Jorion）在研究金融风险时，利用“在正常的市场环境下，给定一定的时间区间和置信度水平，预期最大损失（或最坏情况下的损失）”的测度方法来定义和度量金融风险，他也将这种方法简称 VaR 法。

（5）利用不确定性的随机性特征来定义风险。风险的不确定性包括模糊性与随机性两类。模糊性的不确定性，主要取决于风险本身所固有的模糊属性，应采用模糊数学的方法来刻画与研究；而随机性的不确定性主要是风险外部的多因性（即各种随机因素的影响）的必然反映，应采用概率论与数理统计的方法进行研究。

不同的投资者对于同一种风险可能有不同的看法。这是因为对于不同的投资者，其风险承受能力有所不同，而风险承受能力与不同投资者的风险偏好又是密切相关的。如前所述，风险可能给投资者带来额外的收益，也可能带来损失。投资者对风险所带来收益和损失的可能性认识不同，就会有不同的投资偏好。一般而言，风险偏好可以归纳为以下三大

类，即风险规避、风险中立和风险偏好。很显然，风险规避者对风险带来的损失更为看重，所以对风险往往采取规避的态度；风险偏好者看重风险带来的收益，所以会冒着高风险来获得高收益；而风险中立者对风险的态度则介于前两者之间。

在很多经济学教材中，区分风险偏好者主要利用效用函数，即风险给投资者带来的效用（此效用决定于风险带来的收益和损失）与风险之间的关系：如果边际效用随着风险递增而降低，则是风险规避者，如图1-1所示；如果边际效用随着风险递增而维持不变，则是风险中立者，如图1-2所示；如果边际效用随着风险递增而上升，则是风险偏好者，如图1-3所示。

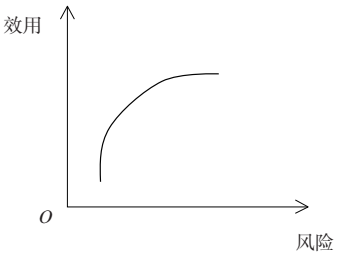

图1-1 风险规避者

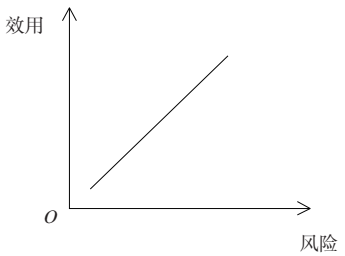

图1-2 风险中立者

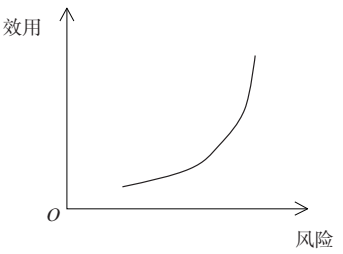

图1-3 风险偏好者

专栏1-3

风险偏好测试表

风险偏好测试表能够帮助投资者准确地对风险承受能力、投资理念、投资性格等进行专业的自我认知测试，是投资者进行投资理财之前比较重要的准备工作。

下面这些题是金融理财师针对客户风险偏好、风险承受能力及投资理念等设计的。

1.你购买一项投资，在一个月后跌了15%的总价值。假设该投资的其他任何基本面要素没有改变，你会（ ）

（1）坐等投资回到原有价值。

（2）卖掉它，以免日后如果它不断跌价，让你寝食难安、夜不成寐。

（3）买入更多，因为如果以当初价格购买时认为是个好决定，现在应该看上去机会更好。

2.你购买一项投资，在一个月后暴涨了40%。假设你找不出更多的相关信息，你会（ ）

（1）卖掉它。

（2）继续持有它，期待未来可能更多的收益。

(3) 买入更多，也许它还会涨得更高。

3.你比较愿意做下列哪件事？

(1) 投资于今后 6 个月不大上升的激进增长型基金。

(2) 投资于货币市场基金，但会目睹今后 6 个月激进增长型基金增长翻番。

4.下列哪个选项你感觉最好？

(1) 你的股票投资翻了一番。

(2) 你投资于基金，从而避免了因为市场下跌而造成的你一半投资的损失。

5.下列哪件事会让你最开心？

(1) 你在报纸竞赛中赢了 100 000 元。

(2) 你从一个富有的亲戚那里继承了 100 000 元。

(3) 你冒着风险，投资的 2 000 元期权带来了 100 000 元的收益。

(4) 任何上述一项。你很高兴 100 000 元的收益，无论是通过什么渠道。

6.你现在住的公寓马上要改造成酒店式公寓。你可以用 80 000 元买下现在的住处，或把这个买房的权利以 20 000 元卖掉。改造过的住处的市场价格为 12 000 元。你知道，如果买下它，可能要花至少 6 个月才能卖掉，而每个月的养房费要 1 200 元。此外，为买下它，你必须向银行按揭并支付首付款。若你不想住在这里了，你会怎么做？

(1) 就拿 20 000 元，卖掉这个买房权。

(2) 先买下房子，再卖掉。

7.你继承了叔叔价值 100 000 元的房子，已付清了所有的按揭贷款。尽管房子位于一个时尚社区，并且预期会以高于通货膨胀率的水平升值，但是房子现在很破旧。目前房子正在出租，每月有 1 000 元的租金收入。不过，如果房子重新装修，租金可以达到 1 500 元。装修费可以用房子做抵押以获得贷款，你会如何选择？

(1) 卖掉房子。

(2) 保持现有租约。

(3) 装修它，再出租。

8.你为一家私营的呈上升期的小型公司工作。公司正在通过向员工出售股票募集资金。管理层计划将公司上市，但至少要在 4 年以后。如果你买股票，你的股票只能在公司股票公开交易后方可卖出。同时，股票不分红。公司一旦上市，股票会以你购买价格的 10～20 倍的价格交易。你会做多少投资？

(1) 一股也不买。

(2) 1 个月的薪水。

(3) 3 个月的薪水。

(d) 6 个月的薪水。

9.你的老邻居是一位经验丰富的石油地质学家，他正组织包括他自己在内的一群投资者为开发一个油井而集资。如果油井开发成功，它会带来 50～100 倍的投资收益；如果失败，所有的投资就一文不值了。你的邻居估计成功概率有 20%，你会做多少投资？

(1) 0。

(2) 1 个月的薪水。

(3) 3 个月的薪水。

(4) 6 个月的薪水。

10.你获知几家房产开发商正积极地关注某个地区的一片未开发土地。你现在有机会来买这块土地部分地段的期权，期权价格是你两个月的薪水，估计收益相当于10个月的薪水。你会（ ）

（1）购买这个期权。

（2）随便它去，你觉得和你没关系。

11.你在某个电视竞赛中有下列选择，你会选（ ）

（1）1 000元现钞。

（2）50%的机会获得4 000元。

（3）20%的机会获得10 000元。

（4）5%的机会获得100 000元。

12.假设通货膨胀率目前很高，硬通资产（如稀有金属、收藏品和房地产）预计会随通货膨胀率同步上涨。你目前的所有投资都是长期债券，你会怎么样做？

（1）继续持有债券。

（2）卖掉债券，把一半的钱投资基金，另一半投资硬通资产。

（3）卖掉债券，把所有的钱投资硬通资产。

（4）卖掉债券，把所有的钱投资硬通资产，还借钱购买更多的硬通资产。

13.你在一项博彩游戏中，已经输了500元。为了赢500元，你准备的翻本钱是（ ）

（1）不来了，你现在就放弃。

（2）100元。

（3）250元。

（4）500元。

（5）超过500元。

评分标准：

1.（1）3（2）1（3）4

2.（1）1（2）3（3）4

3.（1）1（2）3

4.（1）2（2）1

5.（1）2（2）1（3）4（4）1

6.（1）1（2）2

7.（1）1（2）2（3）3

8（1）1（b）2（3）4（4）6

9（1）1（2）3（3）6（4）9

10（1）3（2）1

11（1）1（2）3（3）5（4）9

12（1）1（2）2（3）3（4）4

13（1）1（2）2（3）4（4）6（5）8

得分参考：21分以下，风险规避者；21～35分，风险中立者；35分以上，风险偏好者。

1.2 债　券

1.2.1 债券的概念

债券（Bond）是一种金融契约，是政府、金融机构、工商企业等机构直接向社会借债筹措资金时，向投资者发行，同时承诺按一定利率支付利息并按约定条件偿还本金的债权

债务凭证。债券的本质是债的证明书，具有法律效力。债券购买者（或投资者）与发行人之间是一种债权债务关系，债券发行人就是债务人，投资者（或债券购买者）就是债权人。

由此，债券的概念包含了以下 4 层含义。

（1）债券的发行人（政府、金融机构、企业等机构）是资金的借入者。

（2）购买债券的投资者是资金的借出者。

（3）发行人（借入者）需要在一定时期还本付息。

（4）债券是债权债务的证明书，具有法律效力。债券购买者（或投资者）与发行人之间是一种债权债务关系，债券发行人就是债务人，投资者（或债券持有人）就是债权人。

1.2.2 债券的基本要素

根据上述定义，债券是发行人依照法定程序发行的、约定在一定期限向债券持有人或投资者还本付息的有价证券。债券是一种债务凭证，反映了发行人与购买者之间的债权债务关系。债券尽管种类多种多样，但在内容上都要包含一些基本的要素。这些要素是指发行的债券上必须载明的基本内容，是明确债权人和债务人权利与义务的主要约定，具体包括以下几项。

（1）债券面值。债券面值是指债券的票面价值，是发行人对债券持有人在债券到期后应偿还的本金数额，也是企业向债券持有人按期支付利息的计算依据。债券面值与债券实际的发行价格并不一定是一致的，发行价格大于债券面值称为溢价发行，小于债券面值称为折价发行。

（2）票面利率。债券的票面利率是指债券利息与债券面值的比率，是发行人承诺以后一定时期支付给债券持有人报酬的计算标准。债券票面利率的确定主要受到银行利率、发行者的资信状况、偿还期限和利息计算方法，以及当时资金市场上资金供求情况等因素的影响。

（3）付息期。债券的付息期是指发行人发行债券后的利息支付时间。它可以是到期一次支付，或一年、半年、每季度支付一次。在考虑货币时间价值和通货膨胀因素的情况下，付息期对债券投资者的实际收益有很大影响。到期一次付息的债券，其利息通常是按单利计算的；而年内分期付息的债券，其利息是按复利计算的。

（4）偿还期。债券的偿还期是指债券上载明的偿还债券本金的期限，即债券发行日至到期日之间的时间间隔。债券发行人要结合自身资金周转状况及外部资本市场的各种影响因素来确定债券的偿还期。

1.2.3 债券的特征

债券作为一种债权债务凭证，和其他有价证券一样，也是一种虚拟资本，而非真实资本（如后面提到的股票、期货、期权等）。

债券作为一种重要的融资手段和金融工具，具有以下特征。

（1）偿还性。债券一般都规定有偿还期限，发行人必须按约定条件偿还本金并支付利息。

（2）流通性。债券一般都可以在流通市场上自由转让。

（3）安全性。与股票相比，债券通常规定有固定的利率。债券利息与企业绩效没有直接联系，收益比较稳定，风险较小。此外，在企业破产时，相对于股票持有者，债券持有

者享有对企业剩余资产的优先索取权。

（4）收益性。债券的收益性主要表现在两个方面：一是投资债券可以给投资者定期或不定期地带来利息收入；二是投资者可以利用债券价格的变动，通过买卖债券赚取差价。

1.2.4 债券的分类

1.根据是否约定利息分类

（1）零息债券：未约定支付利息，一般低于面值发行。

（2）附息债券：约定半年或一年支付一次利息，按利率是否固定又可分为固定利率债券和浮动利率债券。

（3）息票累积债券：债券到期一次性归还本息，期间不支付利息。

2.根据债券券面形态分类

（1）实物债券：具有标准格式实物券面的债券。在其券面上，一般印制债券面额、债券利率、债券期限、债券发行人全称、还本付息方式等各种债券票面要素，不记名、不挂失，可上市流通。

（2）凭证式债券：债权人认购债券的收款凭证，而不是债券发行人制定的标准格式的债券。

（3）国家储蓄债（凭证式国债收款凭证）：可记名、挂失，不可上市流通；持有期可提前支取，按持有天数支付利息。

（4）记账式债券：无实物形态的债券，利用账户通过计算机系统完成债券发行、交易及兑付的全过程。我国1994年开始发行记账式国债。记账式债券可记名、挂失，可上市流通，安全性好。

3.根据发行主体分类

（1）政府债券（国债），是国家为筹集资金而向投资者出具的、承诺在一定时期支付利息和到期偿还本金的债务凭证。由于它的发行主体是国家，所以具有最高的信用度，被公认为最安全的投资工具。

（2）金融债券，是银行等金融机构作为筹资主体为筹措资金而向投资者发行的一种有价证券。

（3）公司债券，是由公同依照法定程序发行的、约定在一定期限还本付息的有价证券。

4.根据是否有财产担保分类

（1）抵押债券，是以企业财产作为担保的债券，按抵押品的不同可以分为一般抵押债券、不动产抵押债券、动产抵押债券和证券信用抵押债券。抵押债券又可以分为封闭式和开放式两种。封闭式抵押债券的发行额受到限制，即不能超过其抵押资产的价值；开放式抵押债券的发行额不受限制。抵押债券的价值取决于担保资产的价值。抵押资产的价值一般超过它所提供担保债券价值的25%～35%。

（2）信用债券，是不以任何公司财产作为担保、完全凭信用发行的债券。其持有人只对公司的非抵押资产具有追索权，企业的盈利能力是这些债券投资人的主要担保。因为信用债券没有财产担保，所以在债券契约中要加入保护性条款，如不能将资产抵押给其他债权人、不能兼并其他企业、未经债权人同意不能出售资产、不能发行其他长期债券等。

5.根据是否能转换为公司股票分类

（1）可转换债券，是指在特定时期内可以按某一固定的比例转换成普通股的债券。它

具有债务与权益双重属性，属于一种混合性筹资方式。由于可转换债券赋予债券持有人将来成为公司股东的权利，因此其利率通常低于不可转换债券。若将来转换成功，在转换前发行企业达到了低成本筹资的目的，转换后又可节省股票的发行成本。根据《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）的规定，发行可转换债券应由我国证券监管部门批准，发行公司应同时具备发行公司债券和发行股票的资格。

（2）不可转换债券，是指不能转换为普通股的债券，故又称普通债券。由于不可转换债券没有赋予债券持有人将来成为公司股东的权利，所以其利率一般高于可转换债券。

6.根据利率是否固定分类

（1）固定利率债券，是将利率印在票面上并按其向债券持有人支付利息的债券。该利率不随市场利率的变化而调整，因而固定利率债券可以较好地抵御通货紧缩风险。

（2）浮动利率债券，是指债券利率随市场利率变动而调整的债券。因为浮动利率债券的利率同当前市场利率挂钩，而当前市场利率又考虑了通货膨胀的影响，所以浮动利率债券可以较好地抵制通货膨胀风险。

7.根据是否能够提前偿还分类

（1）可赎回债券，是指在债券到期前，发行人可以按事先约定的赎回价格收回的债券。公司发行可赎回债券主要是考虑到公司未来的投资机会和回避利率风险等问题，以提高公司资本结构调整的灵活性。发行可赎回债券最关键的问题是赎回期限和赎回价格的制定。

（2）不可赎回债券，是指不能在债券到期前收回的债券。

8.根据偿还方式分类

（1）一次到期债券，是发行人于债券到期日一次偿还全部债券本金的债券。

（2）分期到期债券，是指在债券发行日就规定有不同到期日的债券，即分批偿还本金的债券。分期到期债券可以减轻发行人集中还本的财务负担。

1.2.5 债券收益率的计算

人们在投资债券时最关心的就是债券收益。债券收益必须考虑货币的时间价值。

我们知道，在今天的100元与1年后的100元之间进行选择时，我们都愿意今天拿到100元，这实际上就是货币的时间价值。如何准确计算出货币的时间价值呢？我们首先要明确两组概念：①终值与现值；②单利与复利。

终值是指现在的资金在未来某个时刻的价值；现值是指未来某个时刻的资金在现在的价值。单利与复利是利息的两种计算方式。按照单利计息，是指无论时间多长，只按本金计算利息，上期的利息不计入本金内重复计算利息。按照复利计息，是指除本金计算利息外，要将期间所生利息一并加入本金计算利息，即所谓的“利滚利”。

1.终值的计算

1）单利终值的计算

设FV为单利终值，P为本金，r为每期利率，n为计息的期数，则单利终值的计算公式为

$$\mathrm{FV}=P\ (1+nr)$$

2）复利终值的计算

设FV为复利终值，P为本金，r为每期利率，n为计息的期数，则第1期末的复利终值：

$$FV_1 = P\ (1+r)$$

第 2 期末的复利终值：

$$FV_2 = FV_1\ (1+r) = P\ (1+r)\ (1+r) = P\ (1+r)^2$$

第 3 期末的复利终值：

$$FV_3 = FV_2\ (1+r) = P\ (1+r)^2\ (1+r) = P\ (1+r)^3$$

以此类推，第 n 期末的复利终值：

$$FV_n = FV_{(n-1)}\ (1+r) = P\ (1+r)^{n-1}\ (1+r) = P\ (1+r)^n$$

【例 1-1】投资者将 10 000 元本金存入银行，一年定期存款利率为 2.5%，每年年底将本息再转存一年期定期存款，5 年后本息共有多少？

解：按复利计算资金终值得

$$FV = 10\ 000 \times (1+2.5\%)^5 = 11\ 314.08\ (元)$$

【例 1-2】投资者将 30 000 元本金投资 5 年零 3 个月，年利率为 4.5%，每年按复利付息一次。求投资期末的本息和。

解：3 个月相当于 0.25 年，则 $n=5.25$，故有

$$FV = 30\ 000 \times (1+4.5\%)^{5.25} = 37\ 799.13\ (元)$$

在现实经济生活中，一笔投资每年可能多次收到利息，利息可以半年付、季付、月付、周付，甚至日付。在我们给出的复利终值计算公式中，需要指出的是，r 是每期利率，要用年利率除以每年付息的次数；n 是计息的期数，要用投资年数乘以每年付息的次数。

3）年金终值的计算

年金是指在相同的间隔时间内陆续收到或付出相同金额的款项，如分期付款买房、分期偿还贷款、发放养老金等都属于年金收付的形式。按照收付的时间，年金可以划分为以下两类。

（1）普通年金终值的计算。普通年金（后付年金）是指在各期期末收入或付出的年金。若 A 表示每期期末收付的金额，FV 为金额 A 在 k 期后的终值，n 为复利期数，则年金终值为

$$FV = F_0 + F_1 + F_2 + \cdots + F_{(n-2)} + F_{(n-1)}$$

设 r 为每期利率，根据复利终值公式：

$$FV = F_0\ (1+r)_k \quad (k=0,\ 1,\ 2,\ 3,\ \cdots,\ n-1)$$

而 $F_0 = A$，故有

$$\begin{aligned} FV &= F_0 + F_1 + F_2 + \cdots + F_{n-2} + F_{n-1} \\ &= A + A\ (1+r) + A\ (1+r)^2 + \cdots + A\ (1+r)^n - 1 \\ &= A\ [\ (1+r)^n - 1\ ]\ /r \end{aligned}$$

【例 1-3】投资者购买面值为 5 000 元的 10 年期债券，年利率为 6%，每年年末付息一次，第一次付息在一年之后。如果投资者持有该债券直至到期日，将每年得到的利息以年利率 4%进行再投资，10 年后他将获得多少资金？

解：这是一个求普通年金终值的问题。每年年末利息收入为 300 元（5 000×6%），构成一笔 10 年期的普通年金，将利息进行再投资的终值就是普通年金的终值：

$$FV = 300 \times [\ (1+4\%)^{10} - 1\ ]\ /4\% = 3\ 601.83\ (元)$$

投资者 10 年后获得的本息和共为

$$5\ 000 + 3\ 601.83 = 8\ 601.83\ (元)$$

（2）预付年金终值的计算。预付年金是在每期期初收入或付出的年金，它的终值与普通年金终值的推导过程大同小异。若 A 表示每期期初收付的金额，FV 为金额 A 在 k 期后的终值，n 为复利期数，r 为每期利率，则预付年金终值的计算公式为

$$\begin{aligned}\mathrm{FV}&=F_0+F_1+F_2+\cdots+F_{n-2}+F_{n-1}+F_n\\&=A\ (1+r)\ +A\ (1+r)^2+\cdots+A\ (1+r)^{n-1}+A\ (1+r)^n\\&=A\ \{\ [\ (1+r)^2-1]\ /r\}\ (1+r)\end{aligned}$$

【例 1-4】在例 1-3 中，债券若改为每年年初付息一次，从投资者购买时开始支付，重新求 10 年后投资者获得的本息和。

解：每年年初获得的利息构成一笔 10 年期的预付年金，可以运用预付年金终值公式求出利息再投资的终值：

$$\begin{aligned}\mathrm{FV}&=300\times\{\ [\ (1+4\%)\ -1]\ /4\%\}\ \times\ (1+4\%)\\&=3\ 601.83\times\ (1+4\%)\ =3\ 745.90\ (\text{元})\end{aligned}$$

第 10 年年末获得的本息和共为

$$5\ 000+3\ 745.90=8\ 745.90\ (\text{元})$$

2.现值的计算

1）复利现值的计算

求现值的过程与求终值的过程正好相反。根据复利终值的计算公式 $\mathrm{FV}=P\ (1+r)^n$ 得到复利现值的计算公式为

$$P=\mathrm{FV}/\ (1+r)^n$$

【例 1-5】投资者在考虑是否购买这样一种附息债券，它的面值为 1 000 元，票面利率为 10%，每年年末付息，从一年后开始支付，5 年后到期，市场价格是 1 170 元。如果投资者要求的年收益率为 6.2%，那么他购买该债券是否值得？试说明理由。

解：首先，应该按投资者要求的收益率计算出该债券未来一系列应支付的现值，如表 1-1所示。

表 1-1　某种附息债券未来一系列应支付的现值

第 X 年	支付的终值	支付的现值（$r=6.2\%$）
1	100 元	94.16 元
2	100 元	88.66 元
3	100 元	83.49 元
4	100 元	78.16 元
5	1 100 元	814.27 元
		现值的总和=1 159.19 元

该附息债券的利息与本金支付按要求的收益率贴现的现值小于它的市场价格，因此，如果投资者按市场价格购买该债券，他获得的实际收益率将会小于要求的收益率，投资会得不偿失。

2）年金现值的计算

（1）普通年金现值的计算。普通年金现值是指一定时期内每期期末收付的等额款项的复利现值之和。若 A 表示每期期末收付的金额，P 为第 k 期金额 A 的现值，n 为复利期数，则普通年金现值的计算公式为

$$PV=P_1+P_2+\cdots+P_{(n-1)}+P_n$$

设 r 为每期利率，根据复利现值公式，有

$$P_k=A\ (1+r)^{-k}\quad (k=1,2,3,\cdots,n-1,n)$$

$$PV=A\ (1+r)^{-1}+A\ (1+r)^{-2}+\cdots+A\ (1+r)^{-(n-1)}+A\ (1+r)^{-n}$$

$$=A\ [1-(1+r)^{-n}]/r$$

【例 1-6】在例 1-5 中，债券的利息支付构成了一笔 5 年期的普通年金，它的现值为

$$100\times[1-(1+6.2\%)^{-5}]/6.2\%=418.95\text{（元）}$$

本金的复利现值为

$$1\ 000/(1+6.2\%)^{-5}=740.25\text{（元）}$$

两者之和是 1 159.20 元，这与例 1-5 中按每期复利现值求和得到的结果是近似相等的，之所以存在差别是因为我们在保留小数点位数时进行了四舍五入。

【例 1-7】银行同意向某人提供一笔 200 000 元的住房贷款，期限为 30 年，每月月末的还款额相等。贷款收取的年利率为 12%，银行每月应当向客户收取多少还款？

解：银行希望获得的普通年金现值为 200 000 元，每月收取还款意味着每年收取 12 次，年金收入的次数 n 为 360（30×12），调整后的每期利率 r 为 1%（12%/12）。运用普通年金现值的计算公式：

$$2000\ 000=A\ [1-(1+1\%^{-360})]/1\%$$

$$A=2\ 057.23\text{（元）}$$

因此，银行每月应当向客户收取还款 2 057.23 元。

（2）预付年金现值的计算。在推导普通年金现值计算公式的基础上稍做修改，我们可以推导出预付年金现值的计算公式。预付年金现值的计算公式为

$$PV=P_0+P_1+P_2+\cdots+P_{(n-1)}$$

设 r 为每期利率，根据复利现值公式，有

$$PV=A+A\ (1+r)^{-1}+A\ (1+r)^{-2}+\cdots+A\ (1+r)^{-(n-1)}$$

$$=A\ \{[1-(1+r)^{-n}]/r\}(1+r)$$

【例 1-8】在例 1-5 中，把利息支付时间改为每年年初，从购买时开始支付，其他条件不变，重新判断该债券是否值得投资。

解：该债券的利息支付成为一笔 5 年期的每年 100 元的预付年金，其现值为

$$100\times\{[1-(1+6.2\%)^{-5}]/6.2\%\}\times(1+6.2\%)$$

$$=418.95\times(1+6.2\%)$$

$$=444.92\text{（元）}$$

第 5 年年末收回 1 000 元本金，其复利现值为

$$1\ 000/(1+6.2\%)^{5}=740.25\text{（元）}$$

两者之和是 1 185.17 元，高于该债券现行的市场价格（1 170 元）。因此，如果投资者购买该债券，获得的实际收益率将会高于要求的收益率，值得投资。

（3）永续年金现值的计算。永续年金是无限期定额支付的年金，它没有终止的时间，也就没有终值。永续年金现值的计算公式可以由普通年金现值的计算公式推导出来。

已知普通年金现值的计算公式为

$$PV=A\ [1-(1+r)^{-n}]/r$$

当 n 趋近于无穷大时，$(1+r)^{-n}$ 趋近于 0，故永续年金现值的计算公式为

$$PV=A/r$$

【例 1-9】一种面值为 1 000 元的永续债券，票面利率是 9%，每年年末付息一次，一年后开始支付，市场价格为 988 元。投资者要求的年收益率为 10%，购买该债券是否值得？为什么？

解：该债券的支付是一笔永续年金，按要求的收益率贴现的现值为

$$PV=90/10\%=900\text{（元）}$$

由于 900 元小于当前的市场价格。因此，投资该债券的实际收益率必将小于 10%，该债券不具有投资吸引力。

资金现值的计算是确定金融产品价格的基础，任何金融产品的定价都相当于求解投资产生的预期现金流的现值。

3.债券收益率

为了精确衡量债券的收益，一般使用债券收益率这个指标。债券收益率是债券收益与其投入本金的比率，通常用年率表示。债券收益不同于债券利息。债券利息仅指债券票面利率与债券面值的乘积。但是，由于人们在债券持有期内可以在债券市场进行买卖，以赚取价差，因此债券收益除利息收入外，还包括买卖盈亏差价。

决定债券收益率的主要因素有债券的票面利率、期限、面值和购买价格。最基本的债券收益率计算公式为

$$\text{债券收益率}=\frac{\text{到期本息和}-\text{发行价格}}{\text{发行价格}\times\text{偿还期限}}\times100\%$$

由于债券持有人可能在债券偿还期内转让债券，因此债券的收益率还可以分为债券出售者的收益率、债券购买者的收益率和债券持有期间的收益率。其计算公式分别为

$$\text{债券出售者的收益率}=\frac{\text{卖出价格}-\text{发行价格}+\text{持有期间的利息}}{\text{发行价格}\times\text{持有年限}}\times100\%$$

$$\text{债券购买者的收益率}=\frac{\text{到期本息和}-\text{买入价格}}{\text{买入价格}\times\text{剩余期限}}\times100\%$$

$$\text{债券持有期间的收益率}=\frac{\text{卖出价格}-\text{买入价格}+\text{持有期间的利息}}{\text{买入价格}\times\text{持有年限}}\times100\%$$

例如，某人于 2018 年 1 月 1 日以 102 元的价格购买了一张面值为 100 元、利率为 10%、每年 1 月 1 日支付一次利息的 2014 年发行的 5 年期国库券，并持有到 2019 年 1 月 1 日到期，则

$$\text{债券购买者的收益率}=\frac{100+100\times10\%-102}{102\times1}\times100\%=7.8\%$$

$$\text{债券出售者的收益率}=\frac{102-100+100\times10\%\times4}{100\times4}\times100\%=10.5\%$$

再如，某人于 2018 年 1 月 1 日以 120 元的价格购买了一张面值为 100 元、利率为 10%、每年 1 月 1 日支付一次利息的 2017 年发行的 10 年期国库券，并在 2021 年 1 月 1 日以 140 元的价格卖出，则

$$\text{债券持有期间的收益率}=\frac{140-120+100\times10\%\times3}{120\times3}\times100\%=13.9\%$$

以上计算公式没有考虑把获得的利息进行再投资的因素。把所获利息的再投资收益计入债券收益，据此计算出来的收益率，即为复利收益率。

1.2.6 债券筹资的特点

1.债券筹资的优点

对于企业而言，通过债券进行融资具有以下优点。

（1）资本成本低。债券的利息可以税前列支，具有抵税作用；另外，债券投资人比股票投资人的投资风险低，因此其要求的报酬率也较低，故公司债券的资本成本要低于普通股。

（2）具有财务杠杆作用。债券的利息是固定的费用，债券持有人除获取利息外，不能参与公司净利润的分配，因而具有财务杠杆作用。在息税前利润增加的情况下，会使股东的收益以更快的速度增加。

（3）所筹集资金属于长期资金。发行债券所筹集的资金一般属于长期资金，可供企业在一年以上的时间内使用，这就为企业安排投资项目提供了有力的资金支持。

（4）债券筹资的范围广、金额大。债券筹资的对象十分广泛，它既可以向各类银行或非银行金融机构筹资，也可以向其他法人单位、个人筹资，因此筹资比较容易，并可筹集较大金额的资金。

2.债券筹资的缺点

对于企业而言，通过债券进行融资具有以下缺点。

（1）财务风险大。债券有固定的到期日和固定的利息支出，当企业资金周转出现困难时，易使企业陷入财务困境，甚至破产清算。因此，筹资企业在发行债券筹资时，必须考虑利用债券筹资方式所筹集资金开展的投资项目未来收益的稳定性和增长性的问题。

（2）限制性条款多，资金使用缺乏灵活性。因为债权人没有参与企业管理的权利，为了保障债权人债权的安全，通常会在债券合同中包括各种限制性条款，这些限制性条款会影响企业资金使用的灵活性。

1.3 股　　票

1.3.1 股票的概念

股票是股份有限公司（以下简称《股份公司》）在筹集资本时向出资人或投资者发行的股份凭证，代表其持有者（即股东）对股份公司的所有权。这种所有权是一种综合权利，如参加股东大会、投票表决、参与公司的重大决策、收取股息或分享红利等。

股票持有者凭股票从股份公司取得的收入是股息，股息的发派取决于公司的股息政策。优先股股东可以获得固定金额的股息，而普通股股东的股息是与公司的利润相关的。普通股股东股息的发派在优先股股东之后，必须所有的优先股股东满额获得他们曾被承诺的股息之后，普通股股东才有权利获得股息。股票只是对一个股份公司拥有的实际资本的所有权证书，是参与公司决策和索取股息的凭证，不是实际资本，它只是间接地反映了实际资本运动的状况，从而表现为一种虚拟资本。

由此看来，股票的概念主要包含以下几个内容。

（1）股票是一种出资证明，当一个自然人或法人向股份公司参股投资时，便可获得股

票作为出资的凭证。

（2）股票的持有者凭借股票来证明自己的股东身份，参加股份公司的股东大会，并对股份公司的经营发表意见。

（3）股票持有者凭借股票参与股份发行企业的利润分配，并在企业破产清算时，可以享受剩余财产分配权。

专栏 1－4

股票的历史

股票至今已有将近 400 年的历史，它伴随着股份公司的出现而出现。随着企业经营规模的扩大与资本供给的不足，要求通过一种方式来让公司获得大量的资本金，于是产生了以股份公司形态出现的、股东共同出资经营的企业组织。股份公司的变化和发展产生了股票形态的融资活动；股票融资的发展产生了股票交易的需求；股票的交易需求促成了股票市场的形成和发展；股票市场的发展最终又促进了股票融资活动和股份公司的完善及发展。

股票最早出现于资本主义国家。由于股票能够有效集聚社会闲散资金，从而成为早期资本主义国家殖民扩张的工具。世界上最早的股份公司制度诞生于 1602 年在荷兰成立的东印度公司。股份公司这种企业组织形式出现以后，很快为资本主义国家广泛利用，成为资本主义国家企业组织的重要形式之一。伴随着股份公司的诞生和发展，以股票形式集资入股的方式也得到发展，并且产生了买卖交易、转让股票的需求。这样，就带动了股票市场的出现和形成，并促使股票市场得到完善和发展。1611 年，东印度公司的股东在阿姆斯特丹股票交易市场进行了股票交易，后来出现专门的经纪人撮合交易。阿姆斯特丹股票交易市场成为世界上第一个股票市场。目前，股份公司已成为基本的企业组织形式之一；股票已成为大企业筹资的重要渠道和方式，也是投资者投资的基本选择方式；股票市场（包括股票的发行和交易）与债券市场成为证券市场的重要组成部分。

1.3.2 股票的特征

股票具有以下特征。

（1）不可偿还性。股票是一种无偿还期限的有价证券，投资者认购了股票后，就不能再要求退股，只能到二级市场卖给第三者。股票的转让只意味着公司股东的改变，并不减少公司资本。从期限上看，只要公司存在，它所发行的股票就存在，股票的期限等于公司存续的期限。

（2）参与性。股东有权出席股东大会，选举公司董事会，参与公司重大决策。股票持有者的投资意志和享有的经济利益，通常是通过行使股东参与权来实现的。股东参与公司决策的权利大小，取决于所持的股份多少。实务中，只要股东持有的股票数量达到左右决策结果所需的实际多数时，就能掌握公司的决策控制权。

（3）收益性。股东凭其持有的股票，有权从公司领取股息或红利，获取投资的收益。股息或红利的多少，主要取决于公司的盈利水平和盈利分配政策。股票的收益性，还表现在股票投资者可以获得价差收入或实现资产保值增值。通过低价买入和高价卖出股票，投资者可以赚取价差利润。以美国可口可乐公司的股票为例，如果在 1990 年年底投资1 000 美元买入该公司股票，到 2006 年 7 月便能以超过 11 000 美元的市场价格卖出，可赚取十多倍的利润。在发生通货膨胀时，股票价格会随着公司原有资产重置价格的上升而上涨，从

而避免了资产贬值。

（4）流通性。股票的流通性是指股票在不同投资者之间的可交易性。股票的流通性通常以可流通的股票数量、股票成交量及股价对交易量的敏感程度来衡量。可流通的股数越多，成交量越大，价格对成交量越不敏感（价格不会随着成交量一同变化），股票的流通性就越好，反之就越差。股票的流通，使投资者可以在市场上卖出所持有的股票，以取得现金。通过股票的流通和股价的变动，可以看出人们对于相关行业和上市公司的发展前景及盈利潜力的判断。那些在流通市场上吸引大量投资者、股价不断上涨的行业和公司，可以通过增发股票，不断吸收大量资本进入生产经营活动，进而取得优化资源配置的效果。

（5）价格的波动性和风险性。股票在交易市场上作为交易对象，与商品一样，有自己的市场行情和市场价格。由于股票价格要受到诸如公司经营状况、供求关系、银行利率、大众心理等多种因素的影响，其波动有很大的不确定性。正是这种不确定性，有可能使股票投资者遭受损失。价格波动的不确定性越大，投资风险也越大。因此，股票是一种高风险的金融产品。例如，称雄于世界计算机产业的IBM公司，当其业绩不凡时，每股价格曾高达170美元，但在其地位遭到挑战、出现经营失策而招致亏损时，股价又下跌到40美元。如果在高价位买进IBM公司股票股，就会导致严重损失。

1.3.3 股票的分类

1.按上市地区分类

就注册地在中国内地的上市公司来说，其发行的股票因为上市地区的不同主要分为以下几种。

（1）A股。A股的正式名称是人民币普通股票。它是由我国境内的公司发行，供境内机构、组织或个人及QFII以人民币认购和交易的普通股股票。

（2）B股。B股也称人民币特种股票，是指那些在中国内地注册、在中国内地上市的特种股票。B股股票以人民币标明面值，只能以外币认购和交易。

（3）H股。H股是境内公司发行的以人民币标明面值、供境外投资者用外币认购、在香港联合交易所上市的股票。

（4）N股。N股是境内公司发行的以人民币标明面值、供境外投资者用外币认购、在纽约证券交易所上市的股票。2006年6月1日，纽约证券交易所与泛欧证券交易所合并组成纽约证交所—泛欧证交所集团（NYSE Euronext）。但在实践中，大多数非美国公司（不包括加拿大公司）采用存托凭证（Depository Receipts，DR）的形式而非普通股的方式进入美国股票市场。存托凭证是一种以证书形式发行的可转让证券，通常代表一家外国公司的已发行股票。另外，还有越来越多的中国企业在纳斯达克（NASDAQ）挂牌，NASDAQ是美国全国证券业协会行情自动传报系统（National Association of Securities Dealers Automated Quotations）的缩写，在这一市场挂牌的中国企业股票一般被称为纳指中国概念股。

（5）S股。S股是境内公司发行的以人民币标明面值、供境外投资者用外币认购、在新加坡交易所上市的股票。这些企业生产、经营等核心业务和注册地均在中国内地。

2.按股票代表的股东权利分类

（1）普通股。普通股是指在公司的经营管理、盈利及财产的分配上享有普通权利的股份，代表满足所有债权偿付要求及优先股股东的收益权与求偿权要求后对企业盈利和剩余

财产的索取权。普通股构成公司资本的基础，是股票的一种基本形式。目前，在上海和深圳证券交易所上市交易的股票都是普通股。普通股股东按其所持的股份比例享有以下基本权利：①公司决策参与权。普通股股东有权参与股东大会，并有建议权、表决权和选举权，也可以委托他人代表其行使股东权利。②利润分配权。普通股股东有权从公司利润分配中得到股息。普通股的股息是不固定的，由公司的盈利状况和分配政策决定。普通股股东必须在优先股股东取得固定股息之后才有权享受股息分配权。③优先认股权。如果公司需要扩张而增发普通股股票时，现有普通股股东有权按其持股比例，以低于市价的某一特定价格优先购买一定数量的新发行股票，从而保持其对企业所有权的原有比例。④剩余资产分配权。当公司清算时，若公司的资产在偿还欠债后还有剩余，其剩余部分按先优先股股东、后普通股股东的顺序进行分配。

（2）优先股。优先股在利润分红及剩余财产分配的权利方面，优先于普通股。优先股股东有两种权利：①优先分配权。在公司分配利润时，持有优先股的股东与持有普通股的股东相比，分配在先，但是享受固定金额的股利，即优先股的股利是相对固定的。例如，若公司不对优先股股东进行股利分配，则不能对普通股股东进行股利分配，因为优先股股东优先于普通股股东分配股利。②剩余财产优先分配权。若公司清算，在分配剩余财产时，优先股股东在普通股股东之前分配。在很多国家，当公司决定连续几年不分配股利时，优先股股东可以在股东大会上表达他们的意见，以保护他们自己的权利。

专栏 1-5

优先股与普通股的区别

根据优先股和普通股的特点，优先股和普通股有以下区别。

（1）股息。优先股股东相对于普通股股东可优先获得股息。如果企业在年度内没有足够现金派发优先股股息，普通股是不能分发股息的。股息数量由公司董事会决定，但当公司获得优厚利润时，优先股股东不会获得超额收益。

（2）剩余财产优先分配权。当公司宣布破产并变卖公司资产后，只有在全面偿还优先股股东后，剩下的才由普通股股东分享。

（3）投票权。优先股股东没有参与企业决策的投票权，但在企业长期无法派发优先股股息时，优先股股东有权派代表加入董事会，以协助企业改善财务状况。

（4）优先购股权。普通股股东在企业发行新股时，可获得优先购买与持股量相称的新股，以防止持股比例被稀释，但优先股股东无权优先购买。

此外，优先股与债券的区别如表 1-2 所示。

表 1-2　优先股与债券的区别

项目	优先股	债券
持有人身份	公司股东；优先股股东在优先股股息上没有法律约束力，若公司无力派发股息，不可以此为理由提起法律控诉，但有权派代表参加董事会，以协助企业改善财务状况	公司债权人；债权人在债券利息上具有法律权利，若公司无力派发股息，可以此为理由提起法律控诉
回报	稳定，回报率高	固定，回报率低
风险	低	更低
公司破产后财产分配	求偿权在债券之后	优先求偿权
到期日	无到期日	有到期日

3.其他分类

（1）记名股票和无记名股票。这主要是根据股票是否记载股东姓名来划分的。记名股票是在股票上记载股东的姓名，如需转让，必须经公司办理过户手续。无记名股票是在股票上不记载股东的姓名，如需转让，通过交付即可生效。

（2）有票面值股票和无票面值股票。这主要是根据股票是否记明每股金额来划分的。有票面值股票是在股票上记载每股的金额。无票面值股票只是记明股票和公司资本总额，或每股占公司资本总额的比例。

（3）单一股票和复数股票。这主要是根据股票上表示的份数来划分的。单一股票是指每张股票表示一股股票。复数股票是指每张股票表示数股股票。

（4）表决权股票和无表决权股票。这主要是根据股票持有者有无表决权来划分的。普通股票持有者都有表决权，而优先股票持有者在某些方面享有特别利益，在表决权上常受到限制。无表决权的股东，不能参与公司决策。

1.3.4 股票的内在价值

股票的内在价值是指股票未来现金流入的现值，它是股票的真实价值，也叫理论价值。根据通行的股票价值决定理论，公司股票的内在价值由其未来的现金流（即股利）的现值决定，即

$$V_t = \sum_{i=1}^{\infty} E_t\left[\frac{d_{t+i}}{(1+r_t)^i}\right]$$

式中，r_t 为1期股票的预期股利贴现率或资本成本；$E\left[d_{t+i}\right]$ 为以 t 期股票的预期股利收益表示的1期股票的内在价值。

根据公式，股票的内在价值依赖于公司的资本成本和对未来股利分配的预期。

如果能够正确地预期股票的未来股息分配，股票的价格便可很容易地确定下来。遗憾的是，对未来的预期是不确定的，从而导致股票的内在价值也很难准确地确定，这在一定程度上导致了泡沫现象的产生。

当股票价格水平相对于经济基础条件决定的内在价值出现非平稳的向上偏移时，可以将其定义为价格泡沫，这种偏移的数学期望可以作为价格泡沫的度量工具。导致价格泡沫的原因是复杂的，在实际经济活动中，与预期相关联的过度投机行为、幼稚投机者交易行为、规范失灵、诈骗行为和道德风险等都可能成为导致价格泡沫的原因。一般来说，在投机性泡沫发生时，价格往往会出现突然攀升，价格的攀升趋势可能会使市场产生价格上升的进一步预期，并且吸引新的买主，形成自我实现的正反馈过程。当价格泡沫一旦被市场发现，就会产生和原来相反的预期，出现使市场价格回归理论价格的市场力量，价格可能迅速而急剧地下降，导致泡沫的破灭。历史上曾爆发过南海泡沫、郁金香泡沫、日本泡沫经济、纳斯达克高科技股泡沫等事件，在泡沫膨胀时期，资产价格都出现了数倍甚至数十倍的增长，但泡沫的破灭无一例外地对所在国经济产生了重大的不利影响。

专栏 1-6

郁金香泡沫

郁金香泡沫又称郁金香效应。作为人类历史上有记载的最早的投机活动，荷兰的郁金香泡沫昭示了此后人类社会的一切投机活动，尤其是金融投机活动中的各种要素和环节：

对财富的狂热追求、羊群效应、理性的完全丧失、泡沫的最终破灭和千百万人的倾家荡产。

16世纪中期，郁金香从土耳其被引入西欧，不久，人们对这种植物产生了狂热的兴趣。到17世纪初期，一些珍品卖到了不同寻常的高价，而富人们竞相在他们的花园中展示最新和最稀有的品种。到17世纪30年代初期，这一时尚导致了一场经典的投机狂热。人们购买郁金香已经不再是为了其内在的价值或作观赏之用，而是期望其价格能无限上涨并因此获利（这种总是期望有人愿意出更高价的想法，长期以来被称为投资的博傻理论）。

1635年，一种叫Childer的郁金香品种单株卖到了1615弗罗林（荷兰货币单位）。如果你想搞清楚这样一笔钱在17世纪早期荷兰的经济中有什么价值，你只需要知道4头公牛（与一辆拖车等值）只要花480弗罗林，而1 000磅（约454公斤）奶酪也只需120弗罗林。郁金香的价格还是继续上涨。第二年，一株稀有品种的郁金香（当时的荷兰全境只有两株）以4 600弗罗林的价格售出；除此以外，购买者还需要额外支付一辆崭新的马车、两匹灰马和一套完整的马具。

但是，所有的金融泡沫正如它们的名称所喻示的一样脆弱。当人们意识到这种投机并不创造财富而只是转移财富时，总有人会清醒过来，到这个时候，郁金香泡沫就该破灭了。在某个时刻，当某个无名小卒卖出郁金香，或者更有勇气些，卖空郁金香时，其他人就会跟风；很快，卖出的狂热与此前购买的狂热不相上下。于是，郁金香的价格崩溃了，成千上万的人在这个万劫不复的大崩溃中倾家荡产。

专栏1-7

日本泡沫经济

第二次世界大战使日本经济遭受严重打击，战后为了支持企业恢复生产，日本政府推出扶植和保护银行顺利营运方面的优惠措施。由于企业生产处于恢复阶段，企业利润留存严重不足，从而决定了当时以间接金融为主、直接金融为辅的金融政策，银行成为企业发展资金的主要提供者。为此，政府对金融业进行严格管制，同时也高度保护金融业，银行业在经济中发挥关键的作用。这种金融体制使日本经济在战后得到突飞猛进的发展，但日本银行业分工过细和政府的过度保护，导致银行业管理呆板、竞争力差和活力不足等诸多弊端，尤其是随着经济走向成熟化，其体制的负面作用更加显著。

20世纪80年代中期以来，日本经济快速增长，外贸顺差逐年增加。日本中央银行一直采取低利率政策，主要是为了刺激企业长期投资和挽救深受不良债权困扰的金融机构。但是，低利率政策也带来了一些负面效应，低利率和股市的低迷导致国内日元资产的运用几乎无利可图；与此同时，美国的利率处于较高水平，吸引大批日本投资者将日元换成美元，购买美国债券和股票，导致日元资产的大幅外流。

1985年9月22日，西方五国财政部长聚会纽约，签订了旨在扭转美元升值局面的《广场协议》。此后，西方各主要国家在外汇市场上大规模抛售美元，造成美元汇率大幅下跌，而日元汇率大幅上升，引起了日元货币供应量的膨胀。1987～1990年，日本货币供给量增长率达到10%以上。从1984年开始，日本经济出现景气衰退。日本大藏省实行了大规模的缓和金融政策，中央银行的贴现率从1986年1月起连续5次降低，由5%降低到1987年的2.5%。低利率和充足的货币供给为金融泡沫的产生创造了条件，大量资产流向股票市场，导致股票价格迅速上升。

20世纪80年代中期，日本企业在财务战略上的技术革新，促使企业将资金从事金融

投资，以获取高额利润，导致企业一方面将充裕的资金投向股市和房地产市场，以获取更大收益；另一方面，又趁股市上升之际，从金融市场上筹集更多的资金。企业筹集的资金并未完全用到长期投资上，很大一部分又流向股市和房地产市场，从而进一步促进了泡沫的膨胀。

由于企业通过金融市场可以获得廉价资金，作为金融中介的银行业便要为自己的资金寻找投资机会。一方面，银行业直接或间接地将资金投向证券市场或房地产市场；另一方面，银行业极力开发信贷市场，积极推销土地抵押贷款和股票抵押贷款，不动产抵押贷款在银行信贷余额中所占比重由1984年的17%上升到20%左右。企业资金和银行资金进入股市和房地产市场，导致了两市价格一路飙升，由此又吸引了大量居民储蓄资金进入房地产市场和金融市场，日本的金融泡沫因此迅速膨胀起来。1988年，东京中心地区商业用地的价格是1983年的350%，住宅用地价格增长300%。据估计，1990年日本土地总市值达到15万亿美元，是面积比日本大25倍的美国土地资产总值的4倍，相当于日本当年GDP的5倍多。

在土地价格暴涨的同时，日本股票市场的日经指数也飞速上升。1985年日经指数为12 000点上下，1989年为39 000点，股票市价总值从1985年年底的224.2万亿日元升至1989年年底的894.9万亿日元，增加了3倍，是当年名义GDP（402万亿日元）的2.23倍。据统计，1985～1989年，在东京证券交易所上市的制造业企业，本业利润为1.25万亿日元，但在房地产和股票市场上的收入却达到1.91万亿日元。

日本从1986年以来实行的低利率政策，由于国际协作的需要一直未能采取货币紧缩政策，日本银行在1989年针对2%的通货膨胀率才将再贴现利率提高到4.25%，直至连续5次调高利率，投资者的信心因此遭受严重打击，股票价格开始暴跌，日经指数在1992年8月跌破15 000点大关。

由前面的分析可知，金融泡沫破灭与房地产泡沫具有内在生成的关系，因而金融泡沫的破灭也就导致房地产泡沫破灭。日本东京的房地产价格一路下滑，到1997年，商业用地价格下跌了72%，住宅用地价格下跌了55%。至此，日本经济泡沫已经破灭。资产价格泡沫的破灭，直接导致了日本的经济衰退和企业破产。

1.4 证券投资基金

1.4.1 证券投资基金概述

证券投资基金是一种实行组合投资、专业管理、利益共享、风险共担的集合投资方式。与股票、债券不同，证券投资基金是一种间接投资工具，基金投资者、基金管理人和基金托管人是基金运作的主要当事人。

证券投资基金通过发行基金份额的方式募集资金，个人投资者或机构投资者通过购买一定数量的基金份额参与基金投资。基金所募集的资金在法律上具有独立性，由选定的基金托管人保管，并委托基金管理人进行股票、债券的分散化组合投资。

基金投资者是基金的所有者。基金投资收益在扣除由基金管理人和基金托管人承担费用后的盈余全部归基金投资者所有，并依据各个投资者所购买的基金份额的多少在投资者

之间进行分配。

与直接投资股票或债券不同，证券投资基金是一种间接投资工具。一方面，证券投资基金以股票、债券等金融有价证券为投资对象；另一方面，基金投资者通过购买基金份额的方式间接地进行证券投资。

世界上不同国家和地区对证券投资基金的称谓有所不同。在美国，公司型开放式投资基金被称为“共同基金”，在英国和中国香港特别行政区被称为“单位信托基金”，在欧洲一些国家被称为“集合投资基金”或“集合投资计划”，在日本和中国台湾地区则被称为“证券投资信托基金”。

1.4.2 证券投资基金的特点

1.集合理财、专业管理

基金将众多投资者的资金集中起来，委托基金管理人进行共同投资，表现出集合理财的特点。通过汇集众多投资者的资金，积少成多，有利于发挥资金规模优势、降低投资成本。基金由基金管理人进行投资管理和运作。基金管理人一般拥有大量的专业投资研究人员和强大的信息网络，能够更好地对证券市场进行全方位的动态跟踪与深入分析。中小投资者将资金交给基金管理人管理，使其也能享受到专业化的投资管理服务。

2.组合投资、分散风险

为降低投资风险，一些国家的法律通常规定基金必须以组合投资的方式进行基金的投资运作，从而使“组合投资、分散风险”成为基金的一大特色。中小投资者由于资金量小，一般无法通过购买数量众多的股票来分散投资风险。基金通常会购买几十种甚至上百种股票，投资者购买基金就相当于用很少的资金购买了一揽子股票。在多数情况下，某些股票下跌造成的损失可以用其他股票上涨的盈利来弥补，因此投资者可以充分享受到组合投资、分散风险的好处。

3.利益共享、风险共担

证券投资基金实行“利益共享、风险共担”的原则。基金投资者是基金的所有者。基金投资收益在扣除由基金承担的费用后的盈余全部归基金投资者所有，并依据各投资者所持有的基金份额比例进行分配。为基金提供服务的基金托管人、基金管理人只能按规定收取一定比例的托管费、管理费，并不参与基金收益的分配。

4.严格监管、信息透明

为切实保护投资者的利益，增强投资者对基金投资的信心，各国（地区）基金监管机构都对基金业实行严格的监管，对各种有损于投资者利益的行为进行严厉打击，并强制要求基金及时、准确、充分地披露信息。在这种情况下，严格监管与信息透明也就成为基金的另一个显著特点。

5.独立托管、保障安全

基金管理人负责基金的投资操作，本身并不参与基金财产的保管，基金财产的保管由独立于基金管理人的基金托管人负责，这种相互制约、相互监督的制衡机制为投资者的利益提供了重要的保障。

1.4.3 证券投资基金的分类

根据证券投资基金的组织形式、投资渠道、资金募集方式，可对其进行不同的分类。

（1）按照组织形式，证券投资基金可以分为契约型基金和公司型基金。契约型基金是指以信托法为基础，根据当事人各方之间订立的信托契约，由基金发起人发起设立的基金，基金发起人向投资者发行基金单位筹集资金。契约型基金也称信托型基金。公司型基金是指以《公司法》为基础设立、通过发行基金单位筹集资金并投资于各类证券的基金。公司型基金的认购人和持有人是基金的股东，股东选举产生的董事会代表股东负责基金运作的相关事宜。

（2）按照基金单位是否变动，基金可分为封闭式基金和开放式基金，两者的主要区别，如表1-3所示。封闭式基金是指基金的单位数自在基金设立时就已确定，在基金存续期内基金单位的数目一般不会发生变化，但出现基金扩募的情况除外。尽管封闭式基金的基金单位数不变，但基金的资产规模随单位资产净值的变化而变化。由于封闭式基金发行的是不可赎回证券，基金不必随时准备将基金资产变现以应对投资者赎回的请求。开放式基金是指基金股份总数是可以变动的基金，它既可以向投资者销售任意多的基金单位，也可以随时应投资者要求赎回已发行的基金单位。基金单位总数的变动必然带来基金资产的变化。如果基金向投资者发行新的股份，基金就可以用新筹集的资金进行投资，基金的资产也相应增加；如果投资者赎回基金股份，基金则将投资组合中的现金或非现金资产变现用于支付。

表1-3 开放式基金与封闭式基金的区别统计表

项目	开放式基金	封闭式基金
基金规模和存续期限	基金单位根据投资人申购和赎回的需要而随时增减	存续期内基金规模不变
交易关系	申购和赎回始终在基金投资者和基金管理者之间	交易在基金投资者之间完成
交易价格	根据基金单位资产净值加（减）一定费用确定	由市场供求关系确定
交易费用	投资者需要缴纳的费用均包含在基金价格之中	在基金价格之外要付出一定比例的证券交易税和手续费
交易策略	为应付投资者赎回的需要，保留现金更多，一般投资于变现能力强的资产	流动性要求相对较低，可进行长期投资策略
对基金管理人的约束	由于受到流动性限制，对基金管理人的约束能力较强	对基金管理人的约束相对较弱

（3）按照投资渠道，投资基金可分为股票基金、债券基金、货币市场基金。股票基金的投资标的主要是股票，债券基金的投资标的是债券，而货币市场基金的投资标的主要为货币市场的金融产品，如短期国债、外汇等。

（4）按照是否公开发行，证券投资基金可分为公募基金（Public Offering Fund）和私募基金（Private Placement Fund）。公募基金是向社会不特定公众发行，而私募基金则向特定对象发行。在美国，公募发行的公司型基金通常被称为共同基金（Mutual Fund），而私募基金主要为对冲基金（Hedge Fund）。

1.4.4 证券投资基金的管理和托管

1.基金管理人

基金管理人是指凭借专门的知识与经验，运用所管理基金的资产，根据法律、法规及基金章程或基金契约的规定，按照科学的投资组合原理进行投资决策，谋求所管理的基金资产不断增值，并使基金持有人获取尽可能多的收益的机构。根据我国相关法律法规的规定，基金管理人的主要职责包括：①依法募集资金，办理基金份额的发售和登记事宜；②办理基金备案手续；③对所管理的不同基金财产分别管理、分别记账，进行证券投资；④按照基金契约的约定确定基金收益分配方案，及时向基金份额持有人分配收益；⑤进行基金会计核算并编制基金财务会计报告；⑥编制中期和年度基金报告；⑦计算并公告基金资产净值，确定基金份额申购、赎回价格；⑧办理与基金财产管理业务活动有关的信息披露事项；⑨按照规定召集基金份额持有人大会；⑩保存基金财产管理业务活动的记录、账册、报表和其他相关资料；⑪以基金管理人名义，代表基金份额持有人利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为；⑫国务院证券监督管理机构规定的其他职责。

2.基金托管人

证券投资基金托管，是指由依法设立并取得基金托管资格的商业银行或者其他金融机构担任托管人，按照法律法规的规定及基金合同的约定，对基金履行安全保管基金财产、办理清算交割、复核审查资产净值、开展投资监督、召集基金份额持有人大会等职责的行为。基金托管人是基金持有人利益的代表，是基金资产的名义持有人或管理机构。为了保证基金资产的安全，基金应按照资产管理和保管分开的原则进行运作，并由专门的基金托管人保管基金资产。基金托管人的主要职责包括：①为所托管的不同基金财产分别设置资金账户、证券账户等投资交易必需的相关账户，确保基金财产的独立与完整；②建立与基金管理人的对账机制，定期核对资金头寸、证券账目、资产净值等数据，及时核查认购与申购资金的到账、赎回资金的支付以及投资资金的支付与到账情况，并对基金的会计凭证、交易记录、合同协议等重要文件档案保存 15 年以上；③对基金财产投资信息和相关资料负保密义务，除法律、行政法规和其他有关规定、监管机构及审计要求外，不得向任何机构或者个人泄露相关信息和资料。

1.5 金融衍生工具

20 世纪 70～90 年代，随着金融自由化和国际化的深入发展，任何有价资产的持有者都会面临由汇率或利率变动而造成直接损失或间接损失的风险。虽然分散资产可以降低非系统性风险，但对系统性风险却完全没有帮助。因此，市场对一些能够对冲风险的工具，需求十分迫切。在高度自由竞争的环境下，金融衍生工具市场的出现满足了这类需求，其实是一个很自然的过程。金融衍生工具是以合约形式制定，其价值往往引申自另一个或多个基础变数。这些变数可以是任何形式的资产价格，如股票、货币、商品等资产价格，亦可以是指数或其他经济指标等。金融衍生工具市场能够迅速发展到今天的规模，还有赖于其他因素，包括以计算机网络技术为核心的科学技术的进步、银行和金融机构的积极推广、相关理论的形成等。

1.5.1 金融衍生工具市场参与者

市场上从事金融衍生工具买卖的参与者，基本上分为以下3类：对冲者（Hedgers）（或称保值者）、投机者（Speculators）和套利者（Arbitrageurs）。对冲者的主要目的是避免或降低面对的风险；投机者则与对冲者相反，投机者期望的是市场未来的不确定性，他们并不一定持有资产，或对未来投资做保值，而在于获得资产未来真实价格和现在的远期价格之间的差额；套利者是通过两个或以上的不同市场，同时买卖某一种（或两种类似的）资产或商品，以期获得无风险的利润。

1.5.2 金融衍生工具

1.期货

期货的英文为futures，是由“未来”（future）一词演化而来，其含义是交易双方不必在买卖发生的初期交割，而是共同约定在未来的某一时候交割，因此在国内称为“期货”。

最初的期货交易是从现货远期交易发展而来，最初的现货远期交易是双方口头承诺在某一时间交收一定数量的商品，后来随着交易范围的扩大，口头承诺逐渐被买卖契约代替。这种契约行为日益复杂化，需要有中间人担保，以便监督买卖双方按期交货和付款，于是1570年伦敦开设了世界第一家商品远期合同交易所——皇家交易所。为了适应商品经济的不断发展，1985年芝加哥谷物交易所推出了一种被称为“期货合约”的标准化协议，取代原先沿用的远期合同。使用这种标准化合约，允许合约转手买卖，并逐步完善了保证金制度，于是一种专门买卖标准化合约的期货市场就形成了，期货成为投资者的一种投资理财工具。

1）期货与股票的区别

期货与股票的投资报酬不一样：期货交易由于其保证金的杠杆原理，可以放大收益，达到“四两拨千斤”的效果。期货只需付出合约总值10%以下的本钱；股票则必须100%投入资金，要融资则需付出利息代价。与投资报酬成倍增长一样，期货的投资风险与股票相比，也是成倍增长的。

2）期货合约的主要特点

（1）期货合约的商品品种、数量、质量、等级、交货时间、交货地点等条款都是既定的，是标准化的，唯一的变量是价格。期货合约的标准通常由期货交易所设计，经国家监管机构审批上市。

（2）期货合约是在期货交易所组织下成交的，具有法律效力，而价格又是在期货交易所的交易厅里通过公开竞价方式产生的；国外大多采用公开叫价方式，而我国均采用计算机交易。

（3）期货合约的履行由期贷交易所担保，不允许私下交易。

（4）期货合约可通过交收现货或进行对冲交易来履行或解除合约义务。

3）期货合约的组成要素

（1）交易品种。

（2）交易数量和单位。

（3）最小变动价位，报价必须是最小变动价位的整倍数。

（4）每日价格最大波动限制，即涨（跌）停板。当市场价格涨到最大涨幅时，称为“涨停板”；反之，称为“跌停板”。

（5）合约月份。

（6）交易时间。

（7）最后交易日是指某一期货合约在合约交割月份中进行交易的最后一个交易日。

（8）交割时间是指该合约规定进行实物交割的时间。

（9）交割标准和等级。

（10）交割地点。

（11）保证金。

（12）交易手续费。

4）期货合约的功能

（1）吸引套期保值者利用期货市场买卖合约锁定成本，规避因现货市场的商品价格波动风险而可能造成的损失。

（2）吸引投机者进行风险投资交易，增加市场流动性。

5）期货交易的特征

（1）期货交易的双向性。期货交易与股市的一个最大区别就是期货可以双向交易，期货既可以买空也可以卖空。价格上涨时可以低买高卖，价格下跌时可以高卖低补。做多可以赚钱，做空也可以赚钱，所以说期货无熊市。在熊市中，股市会萧条，而期货市场却风光依旧、机会依然。

（2）期货交易的杠杆作用。杠杆原理是期货投资的魅力所在。期货市场里的交易无须支付全部资金，目前国内期货交易只需要支付5%的保证金即可获得未来交易的权利。

由于保证金的运用，原本的行情被以十余倍放大。我们假设某日铜价格涨了3%，如果操作对了，我们的资金利润率就达60%（3%/5%），远远超过股票投资。

（3）期货是零和市场，但大于负市场，期货市场本身并不创造利润。在某一时段里，不考虑资金的进出和提取交易费用，期货市场的总资金量是不变的，市场参与者的盈利来自另一个交易者的亏损。

6）期货套利方法

期货市场的套利主要有3种形式，即跨交割月份套利、跨市场套利及跨商品套利。

（1）跨交割月份套利（跨月套利）。投机者在同一市场利用同一种商品不同交割期之间价格差距的变化，买进某一交割月份期货合约的同时，卖出另一交割月份的同类期货合约以牟取利润的活动。其实质是利用同一商品期货合约的不同交割月份之间差价的相对变动来获利，这是最为常用的一种套利形式。

例如，如果你注意到5月份的大豆和7月份的大豆价格差异超出正常的交割、储存费，你应买入5月份的大豆合约而卖出7月份的大豆合约。过后，当7月份的大豆合约与5月份的大豆合约更接近而缩小了两个合约的价格差时，你就能从价格差的变动中获得一笔收益。跨月套利与商品绝对价格无关，而仅与不同交割期之间的价差变化趋势有关。

（2）跨市场套利（跨市套利）。跨市套利是在不同交易所之间的套利交易行为。当同一期货商品合约在两个或更多的交易所进行交易时，由于区域间的地理差别，各商品合约间存在一定的价差关系。投机者利用同一商品在不同交易所期货价格的不同，在两个交易所同时买进和卖出期货合约以牟取利润。

当同一商品在两个交易所中的价格差额超出了将商品从一个交易所的交割仓库运送到另一交易所的交割仓库的费用时，可以预计，它们的价格将会缩小并在未来某一时期体现

真正的跨市场交割成本。如伦敦金属交易所（London Metal Exchange，LME）与上海期货交易所（Shanghai Futures Exchange，SHFE）都进行阴极铜的期货交易，每年两个市场间会出现几次价差超出正常范围的情况，这为交易者的跨市套利提供了机会。例如，当LME铜价低于SHFE时，交易者可以在买入LME铜合约的同时，卖出SHFE的铜合约，待两个市场价格关系恢复正常时再将买卖合约对冲平仓并从中获利，反之亦然。

（3）跨商品套利。跨商品套利是指利用两种不同的但是相互关联的商品之间的期货价格的差异进行套利，即买进（卖出）某一交割月份某一商品的期货合约，而同时卖出（买入）另一种相同交割月份、另一关联商品的期货合约。

跨商品套利必须具备以下条件：第一，两种商品之间应具有关联性与相互替代性；第二，交易受同一因素制约；第三，买进或卖出的期货合约通常应在相同的交割月份。

在某些市场中，一些商品的关系符合真正套利的要求。例如在谷物中，如果大豆的价格太高，玉米可以成为它的替代品。这样，两者价格变动趋于一致。另一常用的商品间套利是原材料商品与制成品之间的跨商品套利，如大豆及其两种产品——豆粕和豆油的套利交易。大豆压榨后，生产出豆粕和豆油。在大豆与豆粕、大豆与豆油之间都存在一种天然联系，这种联系能限制它们的价格差异额的大小。

要想从相关商品的价差关系中获利，套利者必须了解这种关系的历史和特性。例如，一般来说，大豆价格上升（或下降），豆粕的价格必然上升（或下降），如果你预测豆粕价格的上升幅度小于大豆价格的上升幅度（或下降幅度大于大豆价格的下降幅度），那么你应在交易所买进大豆的同时，卖出豆粕，待机平仓获利。反之，如果你预测豆粕价格的上升幅度大于大豆价格的上升幅度（或下降幅度小于大豆价格下降幅度），那么你应在卖出大豆的同时，买进豆粕，待机平仓获利。

专栏1-8

金融期货的主要品种与经典案例

一、股指期货

1.股指期货与其他金融期货、商品期货的共同特征

（1）合约标准化。期货合约的标准化是指除价格外，期货合约的所有条款都是预先规定好的，具有标准化特点。期货交易通过买卖标准化的期货合约进行。

（2）交易集中化。期货市场是一个高度组织化的市场，并且实行严格的管理制度，期货交易在期货交易所内集中完成。

（3）对冲机制。期货交易可以通过反向对冲操作结束履约责任。

（4）每日无负债结算制度。每日交易结束后，交易所根据当日结算价对每一会员的保证金账户进行调整，以反映该投资者的盈利或损失。如果价格向不利于投资者持有头寸的方向变化，每日结算后，投资者就要追加保证金。如果保证金不足，投资者的头寸就可能被强制平仓。

（5）杠杆效应。股指期货采用保证金交易。

2.股指期货的独特特征

（1）股指期货的标的物为特定的股票指数，报价单位以指数点计。

（2）合约的价值以一定的货币乘数与股票指数报价的乘积来表示。

（3）股指期货的交割采用现金交割，不通过交割股票而是通过结算差价并用现金来结清头寸。

3.股指期货与商品期货的区别

（1）标的指数不同。股指期货的标的物为特定的股价指数，不是真实的标的资产；而商品期货的交易对象是具有实物形态的商品。

（2）交割方式不同。股指期货采用现金交割，在交割日通过结算差价并用现金来结清头寸；而商品期货则采用实物交割，在交割日通过实物所有权的转让进行清算。

（3）合约到期日的标准化程度不同。股指期货合约到期日都是标准化的，一般到期日有3月、6月、9月、12月等几种；而商品期货合约的到期日根据商品特性的不同而不同。

（4）持有成本不同。股指期货的持有成本主要是融资成本，不存在实物贮存费用，有时所持有的股票还有股利，如果股利超过融资成本，还会产生持有收益；而商品期货的持有成本包括贮存成本、运输成本、融资成本。股指期货的持有成本低于商品期货。

（5）投机性能不同。股指期货对外部因素的反应比商品期货更敏感，价格的波动更为频繁和剧烈，因而股指期货与商品期货相比具有更强的投机性。

二、国债期货及其经典案例

（一）国债期货概述

1.国债期货的概念

国债期货是指通过有组织的交易场所预先确定买卖价格并于未来特定时间内进行钱券交割的国债派生交易方式。国债期货属于金融期货的一种，是一种高级的金融衍生工具。国债期货产生于20世纪70年代的美国，当时石油危机爆发，美国的通货膨胀日趋严重，利率波动频繁。固定利率国债的持有者对风险管理和债券保值的强烈需求，使具备套期保值功能的国债期货应运而生。

2.国债期货合约简介

与一般期货相比，国债期货最大的特殊性在于它的标的合约为“名义标准债券”（或称为“虚拟债券”）。我国1992年推出国债期货，1993年年末，国债期货向社会大众开放。由于当时交易所分散、市场分割、交易制度差异很大、交割制度欠合理，导致市场成为高度投机的场所，最终1995年2月23日“国债327事件”爆发，随后国债期货交易被终止。2013年2月13日，中国金融期货交易所（以下简称“中金所”）低调推出国债期货仿真交易。7月5日，中国证券监督管理委员（以下简称“中国证监会”）批准中金所开展国债期货交易。中金所首次推出的国债期货合约标的是面额为100万元人民币、票面利率为3%的5年期名义标准国债。

在国债期货中，我们经常看到两个重要且特有的概念。

（1）转换因子（Conversion Factor，CF）。由于现券市场中的可交割债券利率和期限可能与期货合约中的标准国债不同，因而期货交割时需要一个转换。转换因子就是反映这种折算关系的系数。

名义标准国债的使用主要是为了避免单一交割标的造成的流动性不佳和交割不便，同时，也可以起到紧密联系到期日相近国债市场价格的作用。各种不同期限和票面利率的实际国债通过转换因子与名义标准国债一一对应。

基于中金所国债期货合约，假设C为某可交割国债票面利率，T为剩余期限（4～7

年），I 为交割日距下一次付息日的应计利息，则有

$$CF=\left[\sum_{t=1}^{T}\frac{C}{1.03^{t}}+\frac{100}{1.03^{T}}-I\right]/100$$

通过分析转换因子的计算公式，我们可以得到以下结论。

①对于给定交割月份和利率的国债期货合约而言，一种可交割债券的转换因子将是固定不变的，不会受时间改变和该债券交割变化及期货价格变化的影响。

②可交割债券实际票面利率高于国债期货合约票面利率（3%）时，其转换因子大于1，并且实际票面利率越高，转换因子越大。反之，可交割债券实际票面利率低于国债期货合约票面利率（3%）时，其转换因子小于1，而且实际票面利率越小，转换因子越小。

③当可交割债券剩余期限越短时，转换因子就越接近于1。

（2）最便宜可交割国债［cheapestto-deliver（CTD）bond］。从转换因子的原理可以看出，转换因子的计算过程对市场的到期收益率有两个关键假设：①到期收益率是平坦的，因此每个节点的折现率都为3%；②市场上剩余期限在4～7年的固定利率债券的到期收益率在未来一直保持在3%的水平。但实际中，市场到期收益率曲线并不是平坦地位于3%的水平。因此，当市场上4～7年期现券的到期收益率低于3%时，使用3%的贴现率计算出来的转换因子低估了债券价值。如果使用市场真实的到期收益率对单位化的债券进行贴现，则计算出的现值更高。按照市场到期收益率计算出的现值就是现券的市场价格。所以，此时市场上单位化的现券价格比转换因子要高，期货空头就会选择实际价格最便宜的债券进行交割，这只券称为最便宜可交割券。

（二）“327国债事件”始末

“327”是一个国债的产品，兑付办法是票面利率8%加保值贴息。由于保值贴息的不确定性，决定了该产品在期货市场上有一定的投机价值，成为当年最为热门的炒作素材，而由此引发的327案，也成为中国证券史上的“巴林事件”。英国《金融时报》将1995年2月23日称为中国证券史上最黑暗的一天。

1.“327国债事件”背景

“327”是“92（3）国债06月交收”国债期货合约的代号，对应1992年发行、1995年6月到期兑付的3年期国债，该券发行总量是240亿元人民币。

当时，我国国债发行极难。1990年以前，国债一直是靠行政分配的方式发行的。国债的转让流通起步于1988年，1990年才形成全国性的二级市场。个人投资者普遍把国债作为一种变相的长期储蓄存款，很少有进入市场交易的兴趣。

通过多次国际考察，决策者对国际金融市场有了较多的了解，感觉应当有金融工具的创新。在当时的体制框架内和认识水平上，搞股票指数期货是不可能的，而国债的发行正在受到国家的大力鼓励。借鉴美国的经验，1992年12月28日，上海证券交易所首次设计并试行推出了12个品种的国债期货合约。

国债期货试行的两周内，交易清淡，仅成交19口。1993年7月10日，情况发生了历史性的变化。在这一天，财政部颁布了《关于调整国库券发行条件的公告》，公告称：“在通货膨胀居高不下的背景下，政府决定将参照中央银行公布的保值贴补率给予一些国债品种保值补贴。”国债收益率开始出现不确定性，国债期货市场的炒作空间扩大了。

所谓保值贴息，是指由于通货膨胀带来人民币贬值，从而使国债持有者的实际财富减少，为了补偿国债持有人的这项损失，财政部会拿出一部分钱作为利息的增加，称为保值

贴息。从经济学的角度来看，保值贴息应该与通货膨胀率的实际值相等，而在国际惯例上，大多数国家（包括现在的中国）已经取消了这一补贴，原因在于国债购买者在购买时应当自行预见金融产品收益的不确定性。

20世纪90年代中期，国家开放了国债期货交易试点，采用国际惯例，实行保证金制度，虽然它大大高出了1%的国际标准，但2.5%的保证金制度仍然把可交易量扩大到40倍，从而有效地提高了国债期货产品的流动性。

由于期货价格主要取决于相应的现货价格预期，因此影响现货价格的因素也就成了期货市场的炒作题材。影响1992年的3年期国债现券价格的主要因素有以下几个方面。

（1）基础价格。92（3）现券的票面利率为9.5%，如果不计保值和贴息，到期本息之和为128.50元。

（2）保值贴补率。92（3）现券从1993年7月11日起实行保值，因而1995年7月到期兑付时保值贴补率的高低，影响着92（3）现券的实际价值。

（3）贴息问题。1993年7月1日，人民币3年期储蓄存款利率上调至12.24%，这与92（3）现券的票面利率拉出了2.74个百分点的利差，而1994年7月10日财政部发布的公告仅仅规定了92（3）等国债品种将与居民储蓄存款一样享受保值贴补，并未说明92（3）现券是否将随着储蓄利率的提高进行同步调整。因此，92（3）现券是否加息成为市场一大悬念，直接影响92（3）现券的到期价值。

（4）1995年新券流通量的多寡也直接影响到92（3）期券的炒作。由于上海证交所采用混合交收的制度，如果新券流通量大，且能成为混合交收的基础券种，那么空方将有更多的选择余地，市场将有利于空方；如果相反，则对多方有利。

这些价格的不确定因素，为92（3）国债期货的炒作提供了空间。

2.事件的发展经过

1995年，国家宏观调控提出3年内大幅降低通货膨胀率的措施，到1994年年底、1995年年初的时段，通货膨胀率已经被控下调了2.5%左右。众所周知，在1991～1994年中国通货膨胀率一直居高不下的这3年里，保值贴息率一直在7%～8%的水平上。根据这些数据，时任万国证券总经理、有“中国证券教父”之称的管金生预测，327国债的保值贴息率不可能上调，即使不下降，也应维持在8%的水平。按照这一计算，327国债将以132元的价格兑付。因此，当市价在147～148元波动的时候，万国证券联合辽宁国发集团（以下简称“辽国发”）成为市场空头主力。

而另一边是当时隶属于财政部的中国经济开发有限公司（以下简称“中经开”），有理由认为，它当时已经知道财政部将上调保值贴息率。因此，中经开成为多头主力。

1995年2月23日，财政部发布公告称，327国债将按148.50元兑付，空头判断彻底错误。当日，中经开率领多方借利好大肆买入，将价格推到了151.98元。随后，辽国发的高岭、高原兄弟在形势对空头极其不利的情况下由空翻多，将其50万口做空单迅速平仓，反手买入50万口做多，327国债市价在1分钟内涨了2元。这对于万国证券意味着一个沉重打击——50亿元人民币的巨额亏损。管金生为了维护自身利益，在收盘前8分钟，做出避免巨额亏损的疯狂举措：大举透支卖出国债期货，做空国债。16时22分，在手头并没有足够保证金的前提下，空方突然发难，先以50万口把价位从151.30元轰到150元，然后把价位打到148元，最后一个730万口的巨大卖单把价位打到147.40元。这笔730万口卖单面值1 460亿元。当日开盘的多方全部爆仓，并且由于时间仓促，多方根本没有来得

及有所反应，使这次激烈的多空绞杀终于以万国证券盈利而告终。而另一方，以中经开为代表的多头则出现了约40亿元的巨额亏损。

2月23日22时，上海证券交易所在经过紧急会议后宣布：23日16时22分13秒之后的所有交易是异常的、无效的，经过此调整，当日国债成交额为5 400亿元，当日327国债的收盘价为违规前最后签订的一笔交易价格151.30元。也就是说，当日收盘前8分钟内空头的所有卖单无效，327国债的兑付价由会员协议确定。上海证券交易所的这一决定，使万国证券的尾盘操作收获瞬间化为泡影。万国证券亏损56亿元人民币，濒临破产。

2月24日，上海证券交易所发出《关于加强国债期货交易监管工作的紧急通知》，就国债期货交易的监管问题做出6项规定：①从2月24日起，对国债期货交易实行涨（跌）停板制度；②严格加强最高持仓合约限额的管理工作；③切实建立客户持仓限额的规定；④严禁会员公司之间相互借用仓位；⑤对持仓限额使用结构实行控制；⑥严格国债期货资金使用管理。同时，为了维持市场稳定，开办了协议平仓专场。

3.事件尾声

3月份全国“两会”召开之际，全国政协委员、著名经济学家戴园晨发言，要求对万国证券的违规行为予以严肃的查处。

5月17日，中国证监会鉴于我国当时不具备开展国债期货交易的基本条件，发出《关于暂停全国范围内国债期货交易试点的紧急通知》，开市仅两年零六个月的国债期货无奈地画上了句号，中国第一个金融期货品种宣告夭折。

9月20日，监察部、中国证监会等部门公布了对“327国债事件”的调查结果和处理决定，决定内容如下：“这次事件是一起在国债期货市场发展过快、交易所监管不严和风险控制滞后的情况下，由上海万国证券公司、辽宁国发（集团）公司引起的国债期货风波。”决定认为，上海证券交易所对市场存在过度投机所带来风险的估计严重不足，交易规则不完善，风险控制滞后，监督管理不严，致使在短短几个月内屡次发生严重违规交易引起的国债期货风波，在国内外造成极坏的影响。经过4个多月深入调查取证，监察部、中国证监会等部门根据有关法规，对有关责任人分别作出了开除公职、撤销行政领导等纪律处分和调离、免职等组织处分，涉嫌触犯刑律的移送司法机关处理，对违反规定的证券机构进行经济处罚。

三、外汇期货及其经典案例

（一）外汇期货概述

外汇期货（Foreign Exchange Futures）是交易双方约定在未来某一时间，依据现在约定的比例，以一种货币交换另一种货币的标准化合约的交易。外汇期货是以汇率为标的物的期货合约，用来规避汇率风险，是金融期货中最早出现的品种。

20世纪70年代初，布雷顿森林体系的解体使固定汇率制度被浮动汇率制度取代，主要西方国家的货币纷纷与美元脱钩，汇率波动频繁，市场风险加大。同时，经济全球化使越来越多的企业面临汇率波动的风险，市场迫切需要规避这种风险的工具，外汇期货就是在这种背景下产生的。自1972年5月芝加哥商业交易所（Chicago Mercantile Exchange，CME）的国际货币市场分部推出第一张外汇期货合约以来，随着国际贸易的发展和世界经济一体化进程的加快，外汇期货交易一直保持着旺盛的发展势头。它不仅为广大投资者和金融机构等经济主体提供了有效的套期保值工具，而且也为套利者和投机者提供了新的获

利手段。

目前，全世界的期货市场主要有芝加哥期货市场、纽约商品交易所、悉尼期货市场、新加坡期货市场、伦敦期货市场。期货市场至少要包括两个部分：一是交易市场；二是清算中心。期货的买方或卖方在交易所成交后，清算中心就成为其交易对方，直至期货合同实际交割为止。外汇期货交易的主要品种有美元、英镑、日元、加拿大元、澳大利亚元等。从世界范围看，外汇期货的主要市场在美国，而且基本集中在芝加哥商业交易所的国际货币市场（International Monetary Market，IMM）、中美洲商品交易所（Mid America Commodity Exchange，MCE）和费城期货交易所（Philadelphia Board of Trade，PBOT）。国际货币市场主要进行澳大利亚元、英镑、欧元、加拿大元、日元的期货合约交易；中美洲商品交易所进行英镑、加拿大元、欧元、日元的期货交易；费城期货交易所主要交易欧元、英镑、加拿大元、澳大利亚元、日元、瑞士法郎。此外，外汇期货的主要交易所还有伦敦国际金融期货期权交易所（London International Financial Futures and Options Exchange，LIFFE）、新加坡国际货币交易所（Singapore International Monetary Exchange，SIMEX）、东京国际金融期货交易所（the Tokyo International Financial Futures Exchange，TIFFE）、法国国际期货交易所（Marche a Terme Inernational France，MATIF）等，每个交易所基本有本国货币与其他主要货币交易的期货合约。在外汇市场上，存在着一种传统的远期外汇交易方式，它与外汇期货交易在许多方面有着相同或相似之处，常常被误认为期货交易。在此，有必要对它们做出简单的区分。所谓远期外汇交易，是指交易双方在成交时约定于未来某日期、按成交时确定的汇率交收一定数量某种外汇的交易方式。远期外汇交易一般由银行和其他金融机构相互通过电话、传真等方式达成，交易数量、期限、价格自由商定，比外汇期货更加灵活。在套期保值时，远期交易的针对性更强，往往可以使风险全部对冲。但是，远期交易的价格不具备期货价格那样的公开性、公平性与公正性。远期交易没有交易所、清算所作为中介，流动性远低于期货交易，而且面临着对手的违约风险。

外汇期货合约是以外汇作为交割内容的标准化期货合同，它主要包括以下几个方面的内容。

第一，外汇期货合约的交易单位。每一份外汇期货合约都由交易所规定标准交易单位。

第二，交割月份。国际货币市场所有外汇期货合约的交割月份都是一样的，为每年的3月、6月、9月和12月。交割月的第三个星期三为该月的交割日。

第三，通用代号。在具体操作中，交易所和期货佣金商以及期货行情表都用代号来表示外汇期货。

第四，最小价格波动幅度。国际货币市场对每一种外汇期货报价的最小波动幅度做了规定。在交易场内，经纪人所做的出价或叫价只能是最小波动幅度的倍数。

（二）巴林银行事件

与股票、债券等基础性金融资产相比，期货的投资报酬更高，但投资风险也更大。我们可从巴林银行事件来初步了解期货的投资风险。

1.事件发生

1995年2月，具有230多年历史、在世界1 000家大银行中按核心资本排名第489位的英国巴林银行宣布倒闭，这一消息在国际金融界引起了强烈震动。巴林银行1763年创建于伦敦，它既为投资者提供资金和有关建议，又像一个“商人”一样自己做买卖，也像其他商人一样承担风险。由于善于变通、富于创新，巴林银行很快就在国际金融领域获得巨

大的成功。它的业务范围非常广泛：无论是到刚果开采铁矿、从澳大利亚贩运羊毛，还是开掘巴拿马运河的项目，巴林银行都可以为之提供贷款。由于巴林银行在银行业中的卓越贡献，巴林银行的经营者先后获得了5个爵位，巴林银行也成为英国乃至世界极具影响力的商业银行。

巴林银行的倒闭是由于该行在新加坡的期货公司因交易形成巨额亏损引发的。1992年新加坡巴林银行期货公司开始进行金融期货交易，前台首席交易员（而且是后台结算主管）里森就开立了“88888”账户。开户表格上注明此账户是“新加坡巴林期货公司的误差账户”，只能用于冲销错账，但这个账户却被用来进行交易，甚至成了里森赔钱的“隐藏所”。里森通过指使后台结算操作人员在每天交易结束后和第二天交易开始前，在“88888”账户与巴林银行的其他交易账户之间做假账进行调整。里森反映在总行其他交易账户上的交易始终是盈利的，而把亏损掩盖在“88888”账户上。

里森作为一个交易负责人，曾经通过大阪股票交易所、东京股票交易所和新加坡国际金融交易所买卖日经225股票指数期货和日本政府债券期货，从中赚取微薄的差价。由于差价有限，因此交易量很大。通过这种风险较低的差价交易，一度为巴林银行赚取了巨额的利润，在1994年头7个月获利3 000万美元。

2.在股指期货等衍生品交易上的亏损分析

巴林银行倒闭是由于其子公司——巴林期货新加坡公司持有大量未经保值的期货和选择权头寸而导致巨额亏损。经调查发现，巴林期货新加坡公司1995年交易的期货合约是日经225指数期货、日本政府债券期货和欧洲日元期货，实际上所有的亏损都是由前两种合约引起的。

（1）来自日经225指数期货的亏损。自1994年下半年起，里森认为日经指数即将上涨，因而逐渐买入日经225指数期货。不料，1995年1月17日关西大地震后，日本股市不断下跌，里森的投资损失惨重。里森当时认为股票市场对神户地震反应过激，股价将会回升。为弥补亏损，里森一再加大投资，在1月16～26日再次大规模建多仓，用以翻本。他的策略是继续买入日经225期货，其日经225期货头寸为19506合约5 640张。据估计，其9503合约多头平均买入价为18 130点；2月23日后，日经指数急剧下挫，9503合约收盘跌至17 473点以下，导致无法弥补损失，累计亏损达到480亿日元。

（2）来自日本政府债券的空头期货合约的亏损。里森认为日本股票市场股价将会回升，而日本政府债券价格将会下跌，因此在1995年1月16～24日大规模建日经225指数期货多仓；同时，又卖出大量日本政府债券期货。里森在“88888”账户中未套期保值合约数从1月16日的2 050手多头合约转换为1月24日的26 379手空头合约，但1月17日关西大地震后，在日经225指数出现大跌的同时，日本政府债券的价格却出现了普遍上升，使里森购买的日本政府债券的空头期货合约出现了较大亏损，在1月1日～2月27日就亏损了1.9亿英镑。

（3）来自股指期权的亏损。里森在进行以上期货交易时，还同时进行日经225期货期权交易，大量卖出鞍马式选择权，即在相同的执行价格下卖出一张看涨期权，同时卖出一张看跌期权，以获取期权费。里森通过卖出选择权获得了很多期权费来支付大量追加保证金，里森希望在一段时间内市场能够保持足够稳定，让选择权能够以接近执行价到期作废，从而使该交易获利。采取这种策略的内在风险在于市场突然和未预计到的波动。鞍马式期权获利的机会是建立在日经225指数小幅波动上，但由于日经225指数的大幅下跌，这不

仅使看跌期权变为价内期权，而且会因为波动率的增大使选择权价值进一步增大，从而使卖方遭受更大的亏损。因此，日经225指数出现大跌，里森作为鞍马式选择权的卖方出现了严重亏损。到2月27日，其期权头寸的累计账面亏损已经达到184亿日元。

里森终于意识到，他已回天无力，于是便携妻子仓促外逃。2月24日，巴林银行因被追交保证金，才发现里森期货交易的账面损失为4亿～4.5亿英镑，约合6亿～7亿美元，已接近巴林银行集团本身的资本和储备之和。26日，英格兰银行宣布对巴林银行进行破产清算，寻找买主。2日，东京股市日经指数再急挫664点，又令巴林银行的损失增加了2.8亿美元。截至1995年3月2日，巴林银行的亏损额达9.16亿英镑，约合14亿美元。3月5日，国际荷兰集团与巴林银行达成协议，接管其全部资产与负债，更名为巴林银行有限公司。3月9日，此方案获英格兰银行及法院批准。至此，巴林银行230年的历史终于画上了句号。

2.期权

1）期权的概念

期权（Option）是在期货的基础上产生的一种金融工具，是指在未来一定时期可以买卖的权利，是买方向卖方支付一定数量的金额（指期权费）后拥有的在未来一段时间内（指美式期权）或未来某一特定日期（指欧式期权）以事先规定好的价格（指履约价格）向卖方购买或出售一定数量特定标的物的权利，但不负有必须买进或卖出的义务。

期权主要由有以下几个因素构成：①执行价格（也称履约价格、敲定价格），即期权的买方行使权利时事先规定的标的物买卖价格。②期权费，指期权的买方支付的期权价格，即买方为获得期权而付给期权卖方的费用。③履约保证金，指期权卖方必须存入交易所用于履约的财力担保。④看涨期权和看跌期权。看涨期权是指在期权合约有效期内按执行价格买进一定数量标的物的权利；看跌期权是指卖出标的物的权利。当期权买方预期标的物价格会超出执行价格时，他就会买进看涨期权；相反，他就会买进看跌期权。

按执行时间的不同，期权主要可分为两种，即欧式期权和美式期权。欧式期权是指只有在合约到期日才被允许执行的期权，它在大部分场外交易中被采用。美式期权是指可以在合约有效期内的任意一天被执行的期权，多为场内交易所采用。下面举例说明。

（1）看涨期权。1月1日，标的物是铜期货，它的期权执行价格为1 850美元/吨。A买入这个权利，付出5美元；B卖出这个权利，收入5美元。2月1日，铜期货的价格上涨至1905美元/吨，看涨期权的价格涨至55美元。此时，A可采取两个策略。

第一，行使权利。A有权按1 850美元/吨的价格从B手中买入铜期货；B在A提出这个行使期权的要求后，必须予以满足，即便B手中没有铜，也只能以1 905美元/吨的市价在期货市场上买入并以1850美元/吨的执行价卖给A，而A可以1 905美元/吨的市价在期货币场上抛出，获利50美元（1 905－1 850－5），B则损失50美元（1 850－1 905＋5）。

第二，售出权利。A可以55美元的价格售出看涨期权，他因此获利50美元（55－5）。

如果铜价下跌，即铜期货的市价低于敲定价格1 850美元/吨，A就会放弃这个权利，只损失5美元期权费，B则净赚5美元。

（2）看跌期权。1月1日，铜期货的执行价格为1 750美元/吨，A买入这个权利，付出5美元；B卖出这个权利，收入5美元。2月1日，铜价跌至1 695美元/吨，看跌期权的价格涨至55美元。此时，A可采取两个策略。

第一，行使权利。A可以按1 695美元/吨的市价从市场上买入铜，而以1 750美元/吨

的价格卖给B，B必须接受，A从中获利50美元（1 750－1 695－5），B损失50美元。

第二，售出权利。A可以55美元的价格售出看跌期权，A获利50美元，如果铜期货价格上涨，A就会放弃这个权利而损失5美元，B则净得5美元。

通过上面的例子，可以得出以下结论：一是作为期权（无论是看涨期权还是看跌期权）的买方，只有权利而无义务。他的风险是有限的（亏损最大值为期权费），但在理论上，其获利是无限的。二是作为期权的卖方（无论是看涨期权还是看跌期权），只有义务而无权利。在理论上，他的风险是无限的，但收益是有限的（收益最大值为期权费）。三是期权的买方无须付出保证金，卖方则必须支付保证金，并以其作为必须履行义务的财务担保。

2）期权合约的基本要素

期权合约是指期权买方向期权卖方支付一定数额的期权费后，即获得在规定的期限内按事先约定的执行价格买进或卖出一定数量相关商品期货合约权利的一种标准化合约。构成期权合约的基本要素主要有买方、卖方、期权费、执行价格、通知和到期日等。

期权的履约有以下3种情况。

（1）买卖双方都可以通过对冲的方式实现履约。

（2）买方也可以将期权转换为期货合约的方式履约（在期权合约规定的执行价格水平获得一个相应的期货部位）。

（3）任何期权到期不用，自动失效。如果期权是虚值，期权买方就不会行使期权，直到到期任期权失效。这样，期权买方最多损失所交的期权费。

3）期权费

前已述及，期权费就是购买或售出期权合约的价格。对于期权买方来说，为了换取期权赋予自己的一定权利，他必须支付一笔期权费给期权卖方；对于期权的卖方来说，他卖出期权而承担了必须履行期权合约的义务，为此他收取一笔期权费作为报酬。由于期权费是由买方负担的，是买方在出现最不利的变动时所需承担的最高损失金额，因此期权费也称“保险金”。

4）期权交易原理

买进一定执行价格的看涨期权，在支付一笔很少的期权费后，便可享有买入相关期货的权利。一旦价格果真上涨，便履行看涨期权，以低价获得期货多头，然后按上涨的价格水平高价卖出相关期货合约，获得差价利润，在弥补支付的期权费后还有盈余。如果价格不但没有上涨，反而下跌，则可放弃或低价转让看涨期权，其最大损失为期权费。看涨期权的买方之所以买入看涨期权，是因为他通过对相关期货市场价格变动的分析，认定相关期货市场价格有较大幅度上涨的可能性，所以买入看涨期权，并支付一定数额的期权费。一旦市场价格果真大幅度上涨，那么他将会因低价买进期货而获取较大的利润，只要大于他买入期权所付的期权费，即可获利；他也可以在市场以更高的期权费卖出该期权合约，从而对冲获利。如果看涨期权买方对相关期货市场价格变动趋势判断不准确，一方面，如果市场价格只有小幅度上涨，买方可履约或对冲，获取一点利润，弥补期权费损失；另一方面，如果市场价格下跌，买方可不履约，其最大损失是支付的期权费。

5）期权交易与期货交易的关系

期权交易与期货交易之间既有区别又有联系。其联系是：第一，两者均是以买卖远期标准化合约为特征的交易。第二，在价格关系上，期货市场价格对期权交易合约的执行价格及期权费的确定均有影响。一般来说，期权交易的执行价格是以期货合约所确定的远期

买卖同类商品的交割价为基础，而两者价格的差额又是确定期权费的重要依据。第三，期货交易是期权交易的基础，交易的内容一般均为是否买卖一定数量期货合约的权利。期货交易越发达，期权交易的开展就越有基础。因此，期货市场发育成熟和规则完备为期权交易的产生及开展创造了条件；期权交易的产生和发展又为套期保值者及投机者进行期货交易提供了更多可选择的工具，从而扩大和丰富了期货市场的交易内容。第四，期货交易可以做多做空，交易者不一定进行实物交收。期权交易同样可以做多做空，买方不一定要实际行使这个权利，只要有利，也可以把这个权利转让出去。卖方不一定非履行这个义务不可，也可在期权买入者尚未行使权利前通过买入相同期权的方法以解除他所承担的责任。第五，因为期权的标的物为期货合约，所以期权履约时买卖双方会得到相应的期货部位。

3.其他衍生金融工具

除了期货、期权衍生金融工具外，其他主要衍生金融工具还有远期合同和互换合同。

（1）远期合同。远期合同是指合同双方约定在未来某时期以约定价值，由买方向卖方购买某一数量的标的项目的合同。

（2）互换合同。互换合同是指合同双方在未来某一期间内交换一系列现金流量的合同。按合同标的项目的不同，互换可以分为利率互换、货币互换、商品互换、权益互换等。其中，利率互换和货币互换比较常见。

1.6 另类投资工具

1.6.1 另类投资概述

另类投资（Alternative Investment），也称替代投资、非主流投资。另类投资并不是一个新生事物，但过去一直是个别人的游戏，其最显著的特点是风险高、透明度低。另类投资是指在股票、债券及期货等公开交易平台之外的投资方式。另类投资运作的一个根本理念是：市场未必一定有效率，许多企业、项目的价格没有体现其内在价值，因而离公共交易平台越远，价格与价值之间的偏差可能越高。因此，另类投资的重点就是没有上市但具有包装潜力的企业和项目，通过购买、重组、包装、套现，将收购的企业或项目的价值体现出来。

按照投资对象的性质，我们可将另类投资细分为另类实物投资和另类金融投资。现实中的另类实物投资，从钱币、邮票、徽章到红酒、木头、城堡，无奇不有，种类繁杂。而另类金融投资产品因为流动性相对较好，且不用存储，所以是大多数投资者的主要选择，包括金融衍生品（Derivative）、私募股权（Private Equity）、风险投资（Venture Capital）、杠杆并购（Leveraged Buyout）等诸多品种。本书将对近年来最受关注和最为常见的金融衍生品及私募股权做介绍。

1.6.2 另类投资的特点

另类投资最重要的一个特点就是其与传统投资相关性小。这在传统投资陷入困境的大环境下，为投资者实现持续的绝对收益提供了有效途径。

由于另类投资不在公共交易平台上交易，其另一个特点便是缺少流动性，交易成本较

高。一个项目从购入到套现通常需要几年的时间，于是另类投资基金一般设有5年或10年的锁定期，中途赎回很困难。同时，另类投资产品价值的发现与评估往往因为缺乏足够的历史数据支持，所以对投资者提出更高的专业技能要求。

1.6.3 另类投资工具

1.金融衍生品

2007年夏天爆发的美国次贷危机，一方面向世人展示了美国房地产行业泡沫破裂对全球金融行业的巨大冲击，另一方面也让一系列另类金融衍生品开始广为世人所关注，如资产支持证券（Asset-Backedsecurity，ABS）、抵押支持债券（Mortgage Backed Security，MBS）、担保债务凭证（Collateralized Debtobligation，CDO）、CDO的平方、CDO的立方、信用违约互换（Credit Default Swap，CDS）等。危机发生后，CDS曾一度被认为是这场金融危机的“罪魁祸首”。对于这一点，我们姑且不论，在此仅对次贷风波涉及的主要金融产品做简要介绍。在这场金融危机中，CDS并不是一个孤立的产品，所以在介绍CDS之前，我们还必须同时介绍一些更为基础的金融衍生品。

1）ABS

ABS是一种债券性质的金融工具，其向投资者支付的本息来自基础资产池（Pool of Underlying Assets）产生的现金流或剩余权益。与股票和一般债券不同，ABS不是对某一经营实体的利益要求权，而是对基础资产池所产生的现金流和剩余权益的要求权，是一种以资产信用为支持的证券。产品类型包括简单的过手证券（Passthrough Security）和复杂的结构证券（Structured Security），如MBS、抵押担保债权（Collateralized Mortgage Obligation，CMO）等。

ABS的投资者主要是银行、保险公司、货币市场基金、共同基金、养老金和对冲基金等。由于大多数ABS的存续期限、偿付结构、信用增级手段等各不相同，其交易主要在场外交易市场（Over the Counter，OTC）进行，通过电话双边报价、协议成交，因此除标准化程度较高的MBS外，其他类型的ABS一般流动性不足、价格透明度。

2）CDO

CDO是一种固定收益的资产证券化产品，结构化的产品设计使其能够满足投资人多元化的投资需求。

传统ABS的资产池可能为信用卡应收账款、租赁租金、汽车贷款债权、住宅抵押贷款债权等，而CDO背后的支撑则是一些债务工具，如高收益的债券（High-Yield Bonds）、新兴市场公司债（Emerging Market Corporatedebt）或国家债券（Sovereign Debt），亦可包含传统的ABS、住宅抵押贷款证券化（Residential Mort-gage-Backed Securities，RMBS）及商用不动产抵押贷款证券化（Commercial Mort-gagebacked Securities，CMBS）等资产证券化商品。

相对于ABS，CDO是更为复杂的证券，这主要体现在CDO的分级设计上。CDO一般分为高级（Senior）、夹层级（Mezzanine）两层，再加上一般由发行人自己持有的一层作为最底层，这一层一般被称为权益性证券（Equity Tranche）。如有损失发生，则损失由最底层先吸收，然后依次由夹层级（通常信用评级为B水平）和高级（通常信用评级为A水平）承担。

3）CDS

CDS是国外债券市场中最常见的信用衍生产品。在CDS交易中，CDS购买者将定期向CDS出售者支付一定费用（称为CDS点差），一旦出现信用风险（主要指债券主体无法偿付），CDS出售者将向CDS购买者赔付以覆盖购买者的损失，从而使CDS购买者能有效规避债券的信用风险。

购买CDS后，债券的信用风险将由信用级别非常高的CDS的出售者承担，这样就使附带CDS合约债券的信用风险理论上接近于零。CDS的出现让债券脱离了发行人本身信用状况的束缚，从而使信用债券的发行得到了极大拓展。低信用等级的债券附加一个CDS合约，就能很容易找到买家，而CDS的出售者也能得到持续的保费。因此，自1994年摩根大通首次设计并发售以来，CDS就很受欢迎，尤其在2000年以后，该金融产品在国外发达金融市场得到了迅速发展。2007年年底，美国商业银行系统持有的CDS产品名义面额已高达62万亿美元。

虽然一次又一次的金融创新使资产包的非系统性风险基本上被完全规避，但整个房地产行业的系统性风险丝毫没有减少，一旦出现小概率系统性风险的冲击，整个市场面临的就是崩溃式的威胁。

专栏1-9

信用风险缓释工具——中国的CDS

信用风险缓释工具（Credit Risk Mitigation，CRM）是指包括信用风险缓释合约（Credit Risk Mitigation Agreement，CRMA）、信用风险缓释凭证（Credit Risk Mitigation Warrant，CRMW）及其他用于管理信用风险的简单的基础性信用衍生产品。总体来说，CRM是CDS加中国国情，它是一个“2+N”的创新产品体系，其中以CRMA和CRMW为核心产品，同时包含今后市场成员可进行自主创新的简单的基础性信用衍生产品。虽然CRM包含不同的产品形式，但其核心功能在于缓释信用风险，为市场参与者提供有效的信用风险管理手段。

其中，CRMA是典型的传统场外金融衍生交易工具，由信用保护卖方就约定的标的债务向买方提供信用风险保护，而买方则按照约定的标准和方式向卖方支付信用保护费用。2010年11月5日，我国的首批CRMA上线交易，共有9家交易商达成20笔合约交易，名义本金合计18.4亿元人民币。参与首批交易的机构涵盖了中外资商业银行和信用增进机构。每笔合约均针对单笔特定的标的债务，标的债务类型包括短期融资券、中期票据和贷款，其中针对短期融资券的3笔，中期票据的9笔，贷款的8笔，涵盖10个不同的标的实体。合约期限以1年期为主，同时涵盖了从36天到2.21年不等的各种期限长度。同时，合约中涉及的“信用事件后的结算方式”既包括实物结算，也包括现金结算。

CRMW是更加标准化的信用衍生产品，是由标的实体以外的第三方创设，为凭证持有人提供信用风险保护，可在二级市场交易流通的证券。CRMW实行“集中登记、集中托管、集中清算”。

2.私募股权

私募股权（Private Equity，PE）投资是指通过定向私募方式从机构投资者或者富裕的个人投资者处筹集资金，投资于非上市企业的股权，或上市公司的非公开交易股权的投资方式。私募股权投资有狭义和广义之分。狭义的私募股权投资主要是指对创业阶段后期，处于发展或者成熟阶段，已经形成一定规模并有着稳定现金流的企业的投资，在这一阶段投资的私募股权投资一般以首次公开募股（Initial Public Offering，IPO）为主要退出手

段。广义的私募股权投资涵盖了企业首次公开发行股票之前，包括种子期、初创期、发展期、扩展期、成熟期各阶段的权益性投资。

私募股权投资基金因为其募集方式、投资标的等原因而具有以下几个特点。

（1）投资期限长。对非上市股权投资的盈利模式决定了该类投资的长期性和不确定性。一个企业从获得股权融资到首次公开发行股票或者被收购、兼并，过程是非常漫长的，少则两三年，多则5～7年，一些经典的成功案例甚至达到了8～10年。

（2）以有限合伙企业为主要的组织形式。有限合伙企业能够有效实现企业管理权和出资权的分离，方便结合管理人和资金方各自的优势。同时，国际上普遍施行的税制都不将合伙企业本身作为纳税主体，其所有的收入和支出都按照“流经原则”直接分配给各合伙人，合伙人根据收入的种类申报所得税。因此，有限合伙企业成为国内外私募股权投资基金的主要组织形式，如黑石、红杉等都是合伙制企业。

（3）一般不控股被投资企业。私募股权投资基金在投资时，一般只会持有被投资企业不超过30%的股份，而不会控股被投资企业。首先，出于私募股权投资基金分散投资的投资策略；其次，控股实业要付出大量的人力资本，一个投资经理往往要管理数个项目而没有精力来打理企业日常管理；最后，企业控制人转让股权的难度要比非控制人转让股权大得多。

（4）主要投资于成长期和扩张期的企业。根据美国私募股权投资协会（National Venture Capital Association，NVCA）的统计，约有80%的私募股权投资基金投资于处于成长期或扩张期的企业，仅有约4%投资于初创期企业，另有约14%投资于成熟期企业。虽然投资于初创期企业可能回报更高，但是风险也更大。而成熟期的企业因为融资通道比较畅通，能够给予私募股权投资基金的收益也有限。

本章小结

本章首先介绍了关于证券的一般性基础知识，包括投资、投机、风险等。在此基础上，结合中国证券市场实际，系统介绍了股票、债券、证券投资基金、金融衍生工具四大类主要证券投资工具的定义、类型、基本特征和金融功能等方面的基本理论及基础知识。最后，介绍了另类投资工具，并对其中的金融衍生品和私募股权做了简要介绍。

❖本章关键知识点

1.证券的定义、产生，基本类型股票的定义、特征。
2.普通股和优先股的比较，我国目前的股权结构特征。
3.债券的定义、类型和基本特征。
4.证券投资基金的含义、性质和主要类型。
5.封闭式投资基金与开放式投资基金的比较。
6.证券投资基金的投资限制与投资组合。
7.证券投资基金的管理与托管。
8.金融衍生工具的产生、主要类型、金融功能和缺陷。
9.另类投资工具的主要特点和类型。

本章思考题

一、名词解释

期货　远期　期权　基金　股票　普通股　优先股　风险债券　互换合约　公司型基金　封闭式基金　契约型基金　开放式基金　基金管理人　证券投资基金　基金托管人　金融衍生工具　货币的时间价值

二、简答题

1.简述有价证券的种类和特征。
2.简述债券的种类。
3.默写债券收益率的公式。
4.股票有哪几种主要类型？
5.简述普通股的基本特征和主要种类。
6.普通股股东享有哪些主要权利？
7.简述优先股股票的基本特征。
8.证券投资基金与股票、债券有哪些异同？
9.证券投资基金主要有哪几种类型？
10.金融衍生工具可分为哪些种类？
11.金融衍生工具的主要功能是什么？
12.另类投资的基本理念是什么？

三、计算题

某人于2010年1月1日以110元的价格购买了一张面值为100元、利率为5%、每年1月1日支付一次利息的2008年发行的10年期国债，并在2016年1月1日以115元的价格卖出。该投资者的收益率是多少？