

商学院文库

经济学教材系列

证券投资通论

范从来
夏江 著

证券市场的管理
债券价值的评定
证券评级
证券投资风险的衡量
信用证与公允价值
技术分析的工具
图表形态
市场动力指标
投资机会、基金公司和有效运用
证券投资投资组合管理的未来



南京大学出版社

SHANGYUEYUAN
WENKU

ZhengQuanTouZiLun

商学院文库·经济系教材系列

证券投资通论

范从来 夏 江 著

南京大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

证券投资通论/范从来,夏江著. —南京:南京大学出版社, 1999. 5(2002. 6 重印)

ISBN 7-305-03230-1

I. 证… II. ①范…②夏… III. 证券投资
N. F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 30252 号

证券投资通论

范从来 夏江 著

*

南京大学出版社出版

(南京大学校内 邮编 210093)

江苏省新华书店发行 丹阳教育印刷厂印刷

*

开本 850×1168 1/32 印张 12 字数 312 千

2004 年 8 月第 1 版第 8 次印刷

印数 33 001—37 000

ISBN 7-305-03230-1/F·495

定价 16.80 元

(南大版图书若有印、装错误可向承印厂退换)

商学院文库编委会

主任委员：洪银兴 赵曙明

副主任委员：刘厚俊

委员：（按姓氏笔画排序）

刘志彪 刘厚俊 陈传明

陆正飞 张二震 周三多

范从来 洪银兴 赵曙明

裴 平

目 录

导言	1
第一章 证 券	8
第一节 证券的一般界定	8
第二节 股 票	13
第三节 债 券	23
第四节 期货与期权	27
第五节 投资基金	32
第二章 证券市场	38
第一节 证券发行市场	39
第二节 证券交易市场	47
第三节 证券市场的管理	67
第三章 证券的价格	73
第一节 股票价格	73
第二节 股票价格指数	80
第三节 债券价格	94
第四章 证券的价值评定	105
第一节 证券估价的一般模型	106
第二节 债券价值的评定	110
第三节 股票价值的评定	114
第四节 证券评级	118
第五章 证券投资的收益	127

第一节	证券投资收益概述	127
第二节	股票的收益	134
第三节	债券的收益	145
第六章	证券投资的	155
第一节	证券投资的	155
第二节	证券投资风险的	164
第七章	证券投资的	173
第一节	信息与投资分析	173
第二节	证券投资的	178
第三节	宏观预测与预警分析	183
第四节	宏观经济形势与证券投资	187
第八章	证券投资的	203
第一节	行业的	203
第二节	行业结构	205
第三节	行业预测	211
第九章	证券投资的	224
第一节	公司财务	224
第二节	公司财务	232
第三节	公司组织管理及实务	245
第十章	技术分析	251
第一节	技术分析的	251
第二节	技术分析的	252
第三节	技术分析的基本	262
第四节	技术分析的	278
第十一章	图表形态	280
第一节	趋势和趋势	280
第二节	反转形态	287
第三节	持续形态	293
第四节	跳空形态	301

第十二章	技术指标分析.....	304
第一节	追踪趋势指标.....	304
第二节	摆动指标.....	318
第三节	市场动力指标.....	332
第十三章	证券组合理论.....	339
第一节	证券组合的意义.....	340
第二节	证券组合的收益与风险.....	343
第三节	投资机会集合和有效边界.....	351
第十四章	证券投资基金的管理.....	361
第一节	证券投资基金管理的策略.....	361
第二节	证券投资基金管理操作.....	366
主要参考文献		375

导 言

本书是为经济管理类专业本专科学学生准备的教材。主要探讨证券投资工具的种类结构、投资特性以及证券投资决策的关键性因素,证券市场的运行及其管理,证券投资分析的理论和方法。证券投资是一种相当复杂的金融活动,包含的内容非常丰富,牵涉面也很广泛。《证券投资通论》所要研究的仅仅是证券投资活动及其规律。它不同于一般的从社会再生产过程以及国民经济运行角度研究证券经济关系和证券经济活动规律的证券经济学。《证券投资通论》的主要任务在于,通过对证券投资活动及其规律的研究,探索投资主体如何正确处理证券投资中的各种矛盾和各种经济关系,实现其最佳的投资效益。在具体讨论证券投资过程之前,我们先分析一下投资以及证券投资活动的产生过程及其具体内涵。

投资行为的产生,需要有可供追加投入的社会剩余财富。在人类社会的早期,剩余财富只以物的形式存在,交换也是物物交换,整个经济处于自给自足的封闭状态,投资基本上无从谈起。货币产生之后,剩余财富主要以货币形态出现。货币不仅在交换过程中充当交易媒介,而且也作为农牧场主和手工作坊主追加投入的代表形态,执行着货币资本的职能。只是这时借贷资本尚未高度发展,投资活动主要体现为直接开办农牧场或手工作坊。18 世纪末 19 世纪初,英国工业革命后,机器大工业替代了手工业,资本有机构成越来越高,这一方面为从事大规模生产获取规模经济效益,提高

社会生产力,建立了物质技术基础;另一方面则需要聚集大量资金,以建造和购置厂房、设备等,而这靠单个投资者的直接投资是不可能做到的。股份制应运而生,它借助于入股分利的方式,把分散的属于不同所有者的生产要素集为一体,适应了生产力发展的需要,成为现代经济的重要组织形式。随着股份制的发展,股票、债券等融资工具日益成为剩余资金拥有者所喜爱的投资工具。另一方面,公债制度的形成和发展,尤其是凯恩斯之后的西方各国纷纷以赤字财政对付有效需求不足和高失业率,使公债的发行量越来越大,而且为了能与其他融资工具竞争,其形式也日趋多样化,加之公债的财务风险几乎为零,因而它也成为投资者的重要投资工具。股份制度和公债制度的形成和发展,使证券制度也得以高速发展,证券投资日益成为现代投资活动的主要形式,对经济增长和经济发展起着很大的作用。

从经济学最一般的意义上来说,投资是与储蓄相对应的一个概念。储蓄为货币收支主体的总收入与消费支出的余额,储蓄资金的再投入即为投资。由于储蓄是延期的消费,是为了将来更多的消费而牺牲目前的消费。因此,美国学者威廉·夏普教授认为,投资就是为了获得可能但并不确定的未来值而作为确定的现值牺牲的行为^①。这个定义,指出了投资的两大特征:一是时间性,就是说投下去的价值或者说牺牲了的消费是在现在,而可能获得的价值或消费是在将来,从现值支出到将来值的获得,或长或短要经过一定的时间间隔;二是不确定性,即投资者支出的现值是确定的,而将来可能获得的价值是不确定的。当然我们还可以从其他角度定义并认识投资的经济属性。从投资者的角度可以将投资定义为投资主体买进金融资产和实物资产以获取由该资产产生的与所承担风险相对应的收益的一种经济行为。这里可明确两点:其一,投资

^① 徐文通、任映国主编:《现代西方投资学》,中国金融出版社1991年版,第2页。

的对象有金融资产和实物资产之分；其二，投资中的收益与风险是相对应而存在的。从投资收益来看，投资还可看成是投入现在的资金，以期在将来获取利息、股息、红利、租金、退休金等收入和本金增值的一种行为。这里说明的是投资报酬可分为收入和本金增值两项，即所谓的所得收益和资本收益。从保值和产权角度，我们可以进一步把投资看成为为保存财富或赢得收入而拥有任何资产或财产的权利的一种行为。这里明确的有两点：其一，投资的目的除了获得收入外，还有保存财富，即保持财富价值的意图；其二，投资的对象并不一定是实实在在的资产，也可以是各种资产的权利。至此，我们可以将投资界定为：投资主体将现在所持有的资金，运用于金融资产、实物资产，或对这些资产的权利，以保值或获取未来可能的收入和本金增值的一种经济行为。

投资行为的经济特征表现为收益性、风险性以及时间性。投资的收益包括经常收入和资本收益两部分。投资的风险有不同的表述，占主流的有两种定义：一种是美国学者 Hayes 提出的，风险是损失发生的可能性；另一种是 A. Williams 的定义，风险是指在某个特定状态下和给定时间内可能发生的结果的变动。现代投资分析理论一般把风险定义为收益的分散性和变异性，也就是收益相对于期望收益的可能偏离。投资者一般都是风险的反对者，讨厌投资中带有风险。但是在投资中，风险又是不可避免的。想要本金绝对安全，收益丰厚且确定，是不可能的。而要使投资者愿意承担投资风险，必须给以一定的收益作为补偿。由于投资工具种类很多，其收益与风险各有不同。投资者面临的是尽可能高的收益和尽可能低的风险这样两个相互冲突的目标。收益和风险的权衡构成投资的中心问题，自然也构成我们这本《证券投资通论》研究证券投资的基本思路。

就投资对象而言，投资是投资主体拥有资产或对这些资产的权利的一种经济行为。由于这里的资产具有多样性，按不同的投资对象，投资分为不同的类型。按照经济学中的通常定义，资产是“由

企业或个人拥有并具有价值的有形的财产或无形的权利。资产之所以对物主有用,或者是由于它是未来事业的源泉,或者是由于它可以用于取得未来的利益”。^① 作为资产它具有收入性。资产的收入有货币形式,即货币收入,也有非货币形式,即服务收入或者实物性收入。服务收入是一个资产所有者从拥有的资产上获得的实际服务。比如房屋可为其所有人提供居住、使用和出租等服务;机器可为其所有人提供生产产品的服务等。依据能够为其所有人提供收入的性质,经济中最主要的资产可以分为实物资产和金融资产两大类。实物资产也称有形资产,是指那些主要产生服务收入而不是货币收入的资产。金融资产是和实物资产完全不同的资产范畴,它是一种代表对实物资产所创造的一部分收入的索取权,能够为持有人带来货币收入的资产。这种资产代表着对实物资产所创造收入的一部分的索取权,是附属于实物资产的资产范畴。由于资产分为实物资产和金融资产,投资也就分为实物资产投资和金融资产投资。证券投资的实质就是金融资产投资,它是相对于实物资产投资而存在的。

证券投资简单而言就是证券的买卖行为。这种行为的经济属性一方面受投资的一般经济属性所规定,同时又以其具体的内涵丰富了投资的经济属性。这种功能可通过证券投资活动中投资与投机的区分得到充分的体现。在证券投资中,投机和投资均表现为一种证券的买卖行为,都是投入一定的资金以谋取盈利,同时承担本金损失的风险,因而投资和投机很难明确地予以区别。一些学者曾试图以不同的标准把投资与投机加以区分,虽然这些区分都面临着不同的困难,但却有助于我们进一步认识投资的经济属性。

1. 以风险(本利损失的可能性)的大小作为区分的标准。投资被认为是具有有限的风险,所购买的一般只限于其预期收入比较确定,本金又相对比较安全的证券;投机则具有较高的风险,即预

^① [美] D. 格林沃尔德主编:《现代经济辞典》,商务印书馆 1983 年版,第 27 页。

期收入不确定,本金也有损失的可能性。据此,投机被称为“高风险的投资”。这种区分一般而言容易被人们所接受。人们在日常生活中也常把投机与冒险联系在一起,把投机者看成是冒险家的化身。在证券咨询服务界也常常利用这一标准把证券分成“投资级”和“投机级”。但是,这种区分有两点困难:其一,许多投资对象的风险程度难以测定;其二,在所有为获取未来收入和本金增值的投资中,都涉及到一定程度的风险。比如国家债券就其利息和本金的到期支付来说是无风险的,但仍有购买力风险和利率风险。这说明风险是一个程度问题,而不是有和无的问题;同时,风险的高与低又是相对的。如果将投机界定为高风险的投资,那么,高风险与低风险之间的界线必然纯属主观判断,难以具有真正的划分意义。

2. 以投资的期限作为区分的标准。一般认为投资者的兴趣在于长期持有,做长线,目的在于获取到期收入和资本增益,而投机者则热心于短期的周转交易,获取价差收益。这种划分有一定的真实性。但是,短期周转性交易不一定是投机行为,比如许多公司常常购买短期证券以提高资产的安全性,避免风险较大的长期投资。另一方面,投机者也可能购买长期证券,以期望在一段较长的时间内获取巨额的收入。同时,在具体的投资活动中,证券买卖者的目的也是动态可变的。比如 A 交易者为了获取甲股票预期每股 30 元的股息,投入 100 元买入甲股,充当投资者,但如果该股票受突发消息的刺激价格上涨到 180 元, A 极有可能卖出甲股,获取 80 元价差收益,而放弃预期的 30 元收入,从而转化为短期投机者。反之,若投机者高价位买进被套,在一定条件下他也有可能转为长期持有,靠所得收入减少自己的亏损。可见,以期限为标准仍难以区分投资和投机。

3. 以交易的动机作为划分的标志。一般认为,投资者的动机在于获取证券的经常收入(债券的利息收入、股票的股利收入),而投机者的动机在于获取证券的资本增值。这种区分的难点在于投资性普通股票排除在投资之外;而把那些目前能产生较高收益,但

明天有可能化为乌有的股票和债券却包括在投资之中。这是因为，投资性普通股票在短期内公司不宣布分配股息，而把当年未分配盈利再投资于公司。这种再投资，扩大公司营业规模，导致股票价值提高，并使以后的股息支付逐步增加，具有很高的投资价值。而从动机来看，说购买此类股票不属投资，这显然是错误的。

4. 以交易者的分析方法作为划分的标志。一般认为，投资通常须对各种证券就其价值进行缜密的分析和评价，以证券的内在价值作为选购证券的尺度；而投机者不对证券本身进行分析评估，只注重市场的变动、价格的走势，以此决定是买进还是卖出。然而，即使是投机者，他们虽然对价格的走势十分关心，但也不是对证券的质量绝对不做一点分析，否则其行为就具有很大的风险性。

上述划分的矛盾性说明，明确投资与投机之间的界限是十分困难的，一项好的投资，往往就是一项成功的投机。收益和风险的不同组合构成不同类型的投资行为，收益是风险的报酬，风险则是收益的代价，投资与投机均包含有收益性、风险性和时间性。

人们从事于各种证券的投资活动，首先必须进行投资分析，即对影响投资活动的各种因素和投资对象加以全面的考察和分析，寻求投资机会，为投资决策提供依据。由于人们对问题的看法不同，研究的侧重点也有所不同，这就产生了不同的证券投资分析理论和方法。归纳起来，对证券投资的研究，有三种不同的方法：基本分析法、技术分析法和证券投资组合理论。

所谓基本分析法即利用丰富的统计资料，运用多种多样的经济指标，采用比例、动态的分析方法，从研究宏观的经济环境开始，依次研究行业、公司的经营、盈利现状和前景，从中对各种证券本身的内在价值作出接近于现实的评价，并尽可能预测其未来的变化，以作为投资决策的依据。而技术方法是根据市场过去的统计资料，研究证券市场未来的变动，从中得出有用的信息，作为投资决策的依据。该方法认为，所有影响价格各种的因素，都能归结在统计资料的总结上，只要研究市场本身的情况，不必去研究那些外部

因素。而且该方法认为,如果市场上某种活动模式在过去已经产生过,则很可能在未来的什么时候再次出现。因此,基本分析和技术分析的区别在于,前者往往向前看,注重未来盈利、股息、风险,以及未来收益贴现率等的预期;而技术分析法则是向后看。实际上两种分析方法各有侧重,对证券投资决策均能提供出相应的有价值的依据。

在传统投资理论中,往往只着眼于个别投资者的投资收益追求行为,对每个人在什么样的状态下才能得到满足是很难说明的。而对这个问题作出回答的是马柯维茨于1952年提出的“投资组合理论”,该理论经过威廉·夏普的发展,构成当今证券投资分析的主体理论。在投资组合理论的基础上,夏普、林特和摩森提出了“资本资产定价模型(CAPM)”,史帝夫·罗斯提出了“套利定价理论”;到1973年费希尔·布莱克和迈伦·斯科尔斯提出了“期权交易评价模型(OPM)”。这些理论与方法,构成现代证券投资的主体内容。

我们正是按照证券投资理论和方法的上述演变思路,构造了本书的写作框架。各章分工如下:导言、第一章(范从来),第二章(范从来、周勤),第三章(夏江),第四章(范从来、夏江),第五、六章(夏江),第七、八、九章(姜宁、夏江),第十、十一、十二章(安同良),第十三、十四章(夏江)。

复习思考题

1. 证券投资的研究对象是什么?
2. 投资和证券投资各指什么?
3. 实物资产和金融资产有何区别?
4. 怎样认识投资与投机?

第一章 证 券

证券投资以各种各样的证券为投资工具,股票、债券、期货、期权等构成庞杂的证券体系。不同的证券具有不同的筹资特性和投资特性,从而形成了证券的有效供给和有效需求。证券一词在日常生活中已被广泛使用,但其内涵常常被人们所误解,比如人们往往把证券等同于有价证券,把证券等同于股票、债券。事实上,证券范围很广,有价证券只是其中的一部分。相应地,即使是股票、债券也并不构成证券的全部。认股权证、期货合同、期权、基金券等也构成现代证券投资的重要投资工具。故此,在本章中,我们首先从性质、职能等角度对证券作出一般界定,然后分别就几种主要的证券讨论其内涵及其所代表的经济关系。

第一节 证券的一般界定

一、证券的构成

证券在一般意义上是指用以证明持有者有权按其所载取得相应收益的各类权益凭证。其构成有三类:证据证券、所有权证券和有价证券。证据证券只是单纯证明某种事实的凭证。诸如借据、收据等。所有权证券是认定持有人是某种财产所有权的合法享有者,证明对持有人所履行的义务是有效的文件,诸如存单、存折、土地

所有权证书等。有价证券则是证明某项财产权利的凭证,诸如支票、汇票、债券、股票等。日本学者津村英文认为:“有价证券是某种权利的化身,持有人有权取得一定的收入,要行使该项权利就必须保有该项证券,要转移该项权利,也必须转移该项证券”^①。有价证券作为某种权利的化身,有了有价证券,持有人即根据证券所表明内容,实现其财产权利;而对有价证券负有义务的人,则履行证券所要求的义务。有价证券表现出权利与证券紧密相联、不可分离这一基本特点。有价证券按其所表明财产权利的不同性质,又可分为三类:商品证券、货币证券及资本证券。商品证券是证明某种商品所有权的凭证,是一种物权。这里的物指占有一定空间,有一定使用价值和交换价值,并且可由民事主体所支配,以满足人们生产或生活需要的一切客观存在的物质资料。商品证券作为某种商品物权的凭证,其拥有者对该证券上所载明的商品享有合法权利。提货单、栈单、运货单等就属于商品证券。货币证券是证明某种商品的所有权转化为对货币的索取权的凭证。这种证券因商品交易而产生,代表着索取与某种商品价值相符的货币的权利。如期票、汇票、支票等。资本证券是证明投资这一事实以及投资者拥有相应权利的凭证。如股票、债券等。

在法律上,有时将货币证券称为有价证券,但在证券投资中所指的有价证券或简称证券,多指资本证券。在证券市场上交易的证券基本上就是资本证券,如股票、债券等。但随着证券制度本身的创新,其交易工具又有所扩展。比如像优先认股权证,它本身并不反映投资的事实,从而不具备资本证券的条件,但是因为它是预定要转化为股票的证券,而且在证券市场上交易,因而也包含在有价证券中。也有人称之为“相关证券”或“派生证券”。派生证券除优先认股权证外,还有基金券等。股票、债券、认股权证、基金券等资

^① [日]津村英文著,张友栋、白若愚译:《证券市场学》,中国经济出版社1988年版,第13页。

本证券和派生证券构成证券投资的主要工具,而从最新发展来看,证券投资工具还包括期货与期权。

二、证券的特性

从证券投资的角度来看,证券具有以下特性:

1. 期限性

证券有不同的期限,作为有价证券,其期限一般比较长。股票由于不能退股,相应也就没有到期日,可以说是无期限的,证券的期限性对证券投资双方有着不同的涵义,对购买者而言,期限性主要指购买证券到归还本金的时间,对发行者而言,则指发行证券到支付本金之间的时间。这种差别决定了期限可以分为绝对期限与相对期限,从证券发行日开始计算的期限为绝对期限,以发行后某个时点开始计算的期限为相对期限。对证券发行者来说,最关心的是绝对期限,因为它反映了所筹集的资金可以使用的时间长短;而对于证券的购买者而言,最关心的却是相对期限,因为它反映了购买证券后还需多长时间才能偿还。

2. 收益性

证券以一定的收益为条件,这是证券投资的目的,也是证券发行的前提,比如债券,是以按照一定的利率支付和约期还本为条件的。证券的收益,包括经常收入和资本收益两部分。经常收入即投资人在债券到期或赎回之前的整个时间内按期以利息形式获得的收益;资本收益则是债券实际价格高于或低于面值所产生的增值或损益,股票一般是没有所谓到期日的,所以普通股票买进后如不卖出,它的收益就只有经常收入,即每年的股息收益。但是投资者买进普通股票后大都要出售,永远不出售的是极少的。一旦卖出,在买卖价格上就会有差别,这就产生股票持有期间的资本增益或资本损失。所以普通股票的收益,与其他证券一样,也包括股利收益(经常收入)和资本收益两部分。

3. 流动性

这是指一种资产转换为货币的能力。某种资产一经需要可随