



高等院校精品课程系列教材

广东省级高等学校精品教材

投资学原理 及应用 (第3版)

Investment Principles and
Applications

贺显南 著



机械工业出版社
China Machine Press



高等院校精品课程系列教材

广东省级高等学校精品教材

投资学原理 及应用 (第3版)

Investment Principles and
Applications

贺显南 著



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

投资学原理及应用 / 贺显南著. —3 版. —北京: 机械工业出版社, 2017.4
(高等院校精品课程系列教材)

ISBN 978-7-111-56381-5

I. 投… II. 贺… III. 投资经济学—高等学校—教材 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 049487 号

本书保持了 2011 年第 1 版和 2014 年第 2 版的特色, 书中材料、数据和分析主要基于中国当前的投资市场, 力图将投资学理论和投资实践融为一体, 以使其适合中国学生学习。在本次修订过程中, 作者将许多高校教师的意见和建议融入其中。为使老师能够更好地将第 3 版用于教学, 作者还编辑了配套练习题、试卷、阅读材料和视频材料。

本书适合高等院校金融学、管理学、经济学类学生使用, 也可以作为证券、金融实务工作者了解投资学的参考用书。

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 孟宪劭

责任校对: 殷虹

印刷: 北京诚信伟业印刷有限公司

版次: 2017 年 4 月第 3 版第 1 次印刷

开本: 185mm × 260mm 1/16

印张: 17.75

书号: ISBN 978-7-111-56381-5

定价: 40.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 88379210 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光/邹晓东

前 言

最近几年，中国投资市场迅猛发展，金融产品创新层出不穷，投资市场也因此跌宕起伏，并出现千股涨停、千股跌停、千股停牌等奇观。这些都表明，中国投资市场仍然具有鲜明的中国特色，创新和监管都要以中国现实为基础。这也对高等学校“投资学”教学提出了新的更高的要求，必须用投资学理论对投资现实发展做出合理分析和解释，对投资市场未来发展给予前瞻性研究。《投资学原理及应用》（第3版）在此背景下和读者见面了。

本书保持了2011年第1版和2014年第2版的特色，书中材料、数据和分析主要基于中国当前投资市场，力图将投资学理论和投资实践融为一体，以使其更适合中国学生学习。在此基础上，第3版教材在以下三个方面有所拓展。

第一，理论更加丰富充实。投资学理论在许多投资问题上存在不同的观点，不同的观点都有其适宜的环境和土壤，学习时不能偏废。本次修订，不仅全面介绍和分析了各种理论观点，而且着重研究了不同的理论观点在中国投资市场的适应性，使理论具有更强的指导意义。

第二，更加强调现实针对性。本次修订采用最新数据和资料，解释和分析投资领域中不断出现的新情况、新问题，保证了投资学理论鲜明的时代特色。

第三，对中国投资市场未来发展的一些方向性问题进行了展望。虽然在一本入门教材中不可能对投资市场未来发展展开深入研究，但基于最基本的一些投资学理论，仍然可以找寻投资市场的未来发展方向，这对于学生更好地理解投资学理论大有益处。

在本次修订过程中，作者将许多高校教师的意见和建议融入其中。为使教师能够更好地将本书用于教学，以及表达对各位教师的衷心感谢，作者编辑了配套练习题、试卷、阅读材料和视频材料。

希望本书能够给更多有兴趣学习投资学的人带来福音。作者恳请使用本书的教师和学生多提宝贵的意见和建议，以帮助作者下次修订能够更加完善。我始终在等待着你们的批评和意见，我的邮箱是：200210483@oamail.gdufs.edu.cn。

贺显南

2016年11月于白云山下

教学建议（教学大纲）

教学目的

本课程教学目的是让学生了解基本投资产品，理解投资市场运行机制，掌握基本投资理论，学会用理论指导实际投资活动。

前期需要掌握的知识

经济学、货币银行学等课程相关知识。

课时分布建议

各学校根据总课时数，可以参考下表选择。

教学内容	学习要点	课时安排	案例使用建议
第1章 导论	(1) 收益和风险的关系 (2) 牛熊市周而复始 (3) 尊重市场、适应市场 (4) 分散投资，降低风险	3 学时	视频材料《华尔街》第六集、《股票大时代》等
第2章 各具特色的 投资产品	(1) 明确股东的责任和权利 (2) 限售股和非限售股的关系 (3) 可转换债券主要条款 (4) 基金主要分类 (5) 期货、期权的基本特性	3 学时	引导案例、炒股软件、视频材料《蓝色梦想—第三篇：交易型开放式指数基金-01》《分级基金》《警惕金融衍生品陷阱》等
第3章 透视投资市场	(1) 公司发行股票的利益及约束 (2) 认识盘面变化 (3) 融资融券保证金比率计算 (4) 除权与复权的含义、计算及其实践价值 (5) 股票停牌、复牌与退市	3 学时	引导案例、炒股软件、视频材料《国泰君安证券官方宣传片2012年新版》《创业板高送转是散户陷阱》等

(续)

教学内容	学习要点	课时安排	案例使用建议
第4章 投资收益与 投资风险	(1) 持有期收益率 (2) 年化收益率基本原理及其公式推导 (3) 用实际数据计算收益率和方差 (4) 用专家估计推算收益率和方差 (5) 变异系数及其应用	2 学时	引导案例、视频材料《世纪骗局之一：末日神话》《蓝色梦想—第八篇：证券投资风险》等
第5章 投资组合	(1) 投资组合收益率计算 (2) 用实际数据计算协方差、相关系数 (3) 投资组合风险计算 (4) 可行集、有效集基本形态 (5) 无差异曲线和最优投资组合	5 学时	引导案例、视频材料《教你做基金投资组合》《张恩聚，冠军之路》等
第6章 风险定价理论	(1) 市场组合的性质及其实践价值 (2) 贝塔系数含义及实践价值 (3) CAPM 模型及其应用 (4) 单指数模型和多因素模型 (5) 套利定价理论及其应用	4 学时	引导案例、视频《巴菲特选择指数基金》等
第7章 有效市场假设 和行为金融学	(1) 随机游走假设 (2) 有效市场假设及其三个层次 (3) 有效市场争论及其实践意义 (4) 投资人基本行为假定	2 学时	引导案例、视频材料《炒股赚钱的心理战术》等
第8章 债券投资分析	(1) 债券定价基本公式推导 (2) 债券价格变化六大定理 (3) 到期收益率及其计算 (4) 久期计算及其应用	5 学时	引导案例
第9章 股票投资 信息分析	(1) 信息分类 (2) 信息背后的利益博弈 (3) 信息分析方法	2 学时	引导案例、视频材料《攀钢钒钛 豪言研报 乌龙还是炒作》《公司买通证券分析师操纵股票市场》《吕小奎先生做客浙江经视》等
第10章 股票价值分析	(1) 三大财务报表及主要财务指标 (2) 戈登模型及其实际应用 (3) 市盈率计算及市盈率高低评判 (4) PEG 公式及其应用 (5) 对股票投资价值分析报告的使用	5 学时	引导案例、视频材料《股市黑幕揭秘：银广夏骗局》等
第11章 技术分析	(1) 技术分析及其三大假设 (2) 量价关系和时空关系 (3) K线图, MA, KDJ, MACD (4) 对技术分析的争论	3 学时	引导案例、炒股软件、视频材料《财富非常道：技术的力量(下) - 技术之美》等
第12章 期货市场	(1) 期货保证金制度和逐日盯市制度 (2) 期货价格与未来即期价格关系 (3) 现货 - 期货平价定理 (4) 股指期货及其在实践中的价值	3 学时	引导案例、视频材料《土豆网：带您参观芝加哥期货交易所》《国债327事件》《上海期货交易所宣传片》等
第13章 期权市场	(1) 期权合约的要素和分类 (2) 期权内在价值和期权的时间价值，期权到期时损益图 (3) 期权价格影响因素 (5) 看跌 - 看涨平价定理及其应用 (6) 期权和标的股票的组合	5 学时	引导案例、《期权的起源》《期权的境外发展》等上海证券交易所关于期权的系列视频
课时总计		45 学时	



目 录

前言	
教学建议（教学大纲）	
第1章 导论	1
本章提要	1
重点难点	1
1.1 投资收益和投资风险形影相随	2
1.2 牛熊市周而复始	5
1.3 尊重市场、适应市场	8
1.4 分散投资，降低风险	9
关键概念	12
本章小结	12
视频材料	12
问题和应用	12
延伸阅读	13
第2章 各具特色的投资产品	14
本章提要	14
重点难点	14
引导案例	14
2.1 股票及其分类	15
2.2 债券	20
2.3 基金：便捷投资的工具	23
2.4 衍生产品	28
关键概念	30
本章小结	31
视频材料	31
问题和应用	32
延伸阅读	32
第3章 透视投资市场	33
本章提要	33
重点难点	33
引导案例	33
3.1 投资市场参与者	34
3.2 发行市场和流通市场	38
3.3 多层次股票市场	43
3.4 融资和融券	44
3.5 股票除权	50
3.6 股票停牌、复牌与退市	54
3.7 股价指数	55
3.8 对投资市场监管的理想与现实	57
关键概念	59
本章小结	59
视频材料	60
问题和应用	60
延伸阅读	61

第4章 投资收益与投资风险	62	6.3 套利定价理论	117
本章提要	62	关键概念	120
重点难点	62	本章小结	121
引导案例	62	视频材料	121
4.1 投资收益	63	问题和应用	121
4.2 投资风险	68	第7章 有效市场假设和行为	
4.3 收益与风险的关系	75	金融学	123
关键概念	76	本章提要	123
本章小结	77	重点难点	123
视频材料	77	引导案例	123
问题和应用	77	7.1 股价波动无规律可循	124
第5章 投资组合	79	7.2 有效市场假设	125
本章提要	79	7.3 有效市场假设的争论及其实践	
重点难点	79	意义	127
引导案例	79	7.4 有效市场假设的反对者：行为	
5.1 投资组合的基本含义	80	金融学	130
5.2 投资组合的收益	81	7.5 行为金融学的实践意义	133
5.3 投资组合的风险	82	关键概念	134
5.4 投资组合的可行集和有效集	88	本章小结	134
5.5 最优投资组合	99	视频材料	135
关键概念	101	问题和应用	135
本章小结	101	PK 话题	135
视频材料	102	延伸阅读	135
问题和应用	102	第8章 债券投资分析	136
PK 话题	103	本章提要	136
延伸阅读	103	重点难点	136
第6章 风险定价理论	104	引导案例	136
本章提要	104	8.1 债券估价	137
重点难点	104	8.2 债券价格变动六大定理	141
引导案例	104	8.3 债券到期收益率与利率期限	
6.1 资本资产定价模型	105	结构	144
6.2 单指数模型与多因素模型	114	8.4 久期	147

关键概念	155	第 11 章 技术分析	197
本章小结	155	本章提要	197
问题和思考	155	重点难点	197
第 9 章 股票投资信息分析	157	引导案例	197
内容提要	157	11.1 技术分析的基本假设	198
重点难点	157	11.2 技术分析的基本要素	200
引导案例	157	11.3 最常用的几种技术分析方法	201
9.1 股票投资信息分类	158	11.4 有关技术分析的争论	207
9.2 股票投资宏观信息分析	161	关键概念	208
9.3 股票投资中观信息分析	163	本章小结	208
9.4 信息成为利益之争的载体	165	视频材料	209
9.5 信息应该如何解读	168	问题和应用	209
关键概念	169	第 12 章 期货市场	210
本章小结	169	本章提要	210
视频材料	170	重点难点	210
问题和应用	170	引导案例	210
延伸阅读	170	12.1 期货的交易机制	211
第 10 章 股票价值分析	171	12.2 期货的经济功能	215
本章提要	171	12.3 期货价格的确定	217
重点难点	171	12.4 中国股指期货及其在投资实践 中的应用	220
引导案例	171	关键概念	225
10.1 股票价值评估的基础：公司 财务状况	172	本章小结	226
10.2 绝对价值评估	178	视频材料	226
10.3 相对价值评估	184	问题和应用	226
10.4 对公司投资价值分析报告的 评估和使用	192	延伸阅读	227
关键概念	194	第 13 章 期权市场	228
本章小结	195	本章提要	228
视频材料	195	重点难点	228
问题和应用	195	引导案例	228
延伸阅读	196	13.1 期权合约的要素和分类	229
		13.2 美式看涨期权分析	232

13.3 美式看跌期权分析	238	视频材料	259
13.4 美式期权多头或空头选择	241	问题和应用	259
13.5 欧式期权分析	245	延伸阅读	260
13.6 期权交易策略	249		
13.7 中国内地投资市场内嵌某些 期权要素的投资产品	252	各章“问题和应用”参考答案	261
关键概念	258	中国证券市场大事记	266
本章小结	258	参考文献	274

导 论

本章提要

投资收益和投资风险形影相随；“牛市”“熊市”交替运行；尊重市场、适应市场是投资人的生存法则；分散投资可有效降低投资风险。

重点难点

- 明确投资收益和投资风险的相互关系
- 理解“牛市”“熊市”交替运行的经济规律
- 了解尊重市场、适应市场和分散投资降低风险的投资法则

仰望天空时，什么都比你高，你会自卑；俯视大地时，什么都比你低，你会自负；只有放宽视野，把天空和大地尽收眼底，才能在苍穹沃土之间找到你真正的位置。

——无名氏

假设你有较稳定的收入，善于安排各项开支，经常有资金结余。你希望打理好自己的钱财，积累财富，以应对未来各种紧急需要，以及购置房屋、国外旅行、子女教育、养老等特定需求。你知道普通中国人打理钱财的主要途径有：

- 提供既便利又安全的多种服务，以及带来较稳定利息收入的银行储蓄；
- 防御各种难以预料的天灾人祸，并能积攒一笔不菲养老金的保险产品；
- 规避不时出现的通货膨胀威胁的有效工具——黄金；
- 能够分享中国经济蓬勃发展成果的股票、基金；
- 可以吸纳大量资金，且长期有升值潜力的房产、艺术收藏品；

……

当你把结余资金配置在上述一种或多种产品上时，你就走进了本书的主题——投资，因为投资（investment）就是为了在未来获取更多资金，或规避资产价值大幅波动，而在今天进行的各种资金投放活动。

投资市场涨跌犹如潮起潮落，引领潮流者有时是黄金，有时是房地产，有时又是股票。从中国居民资产房地产化^①向资产证券化（securitization）^②过渡的大趋势看，预期中国居民投资股票、债券、基金等证券产品的资金比例因以下原因很可能趋于上升：

（1）投资股票、债券等证券产品的资金门槛较低，特别适合中小投资者。

（2）投资股票等证券产品所需信息较容易获得，股票交易非常便捷。

（3）买卖股票等证券产品所需交易费用较低，且不像其他投资产品（如艺术品、贵金属等）还需要管理费用等一些其他费用。

（4）股票、债券等证券产品的长期收益率高，如以 1802 ~ 2006 年为考察周期，1 美元投资于黄金、债券和股票的最终价值为 1.95 美元、1 083 美元和 755 163 美元。^③

虽然证券产品投资便捷、长期盈利高等特点使其深受普通投资者青睐，但证券价格波幅极大，证券市场运行非常复杂，做好证券投资需要掌握并灵活运用有关投资理论和投资方法。在导论中，我们将主要以证券投资（虽然也适合其他投资）为例，阐述投资市场的四大基本准则。即使你开始时对有些名词一知半解，或者有些怀疑所阐述的原理，也无须焦虑，因为随着学习的深入，你会逐渐领悟，投资学理论就是对四大基本准则所蕴含的朴素投资思想的深入分析和研究。

1.1 投资收益和投资风险形影相随

投资的最终目标是提高投资人的生活水平，而要达成这个目标，投资人必须赚钱，即要获得资本增值，这些资本增值通常被称为投资收益。中外投资界有一些获得极高投资收益的传奇人物，如美国股神巴菲特^④、金融大鳄索罗斯^⑤，中国股神林园^⑥、杨百万^⑦等。这些传奇人物的事迹被广泛传诵，其投资方法被众多投资者模仿和学习。但投资收益着眼于未来，而未来的情况难以预料，资产价格的波动经常与投资人的预期相反：当投资人预期资产价格上涨而买入时，资产价格却下跌甚至大幅度下跌；当投资人预期资产价格下跌而卖出时，资产价格却上涨甚至持续上涨。我们将资产价格大幅度波动特别是下跌称为投资风险。在投资市场因价格下跌遭受投资亏损甚至严重亏损的不仅有数不胜数的普通投资人，而且世界名人和公众人物也大有

① 中国家庭金融调查与研究中心 2015 年报告显示：中国家庭房产拥有率达 83.43%，拥有两套以上房产的家庭占比为 40.07%；房产占总资产的比重接近 70%，是美国家庭的 3 倍以上。

② 资产证券化泛指将缺乏流动性但能够产生可预见的现金流资产，转化为可在金融市场出售和转让的证券的一种融资技术和融资过程。

③ 杰里米 J 西格尔. 股市长线法宝 [M]. 范霖瑶, 译. 北京: 机械工业出版社, 2009.

④ 巴菲特, 1930 年 8 月 30 日出生于美国内布拉斯加州奥马哈市, 7 岁开始阅读父亲有关股票的书籍, 11 岁开始购买股票。巴菲特运作伯克希尔 - 哈撒韦公司的 50 年 (1965 ~ 2015 年) 间, 公司净资产年均增长率达 19.2%。

⑤ 索罗斯 1930 年 8 月 12 日出生于匈牙利布达佩斯一个犹太人家庭。他所管理的量子基金在 1969 ~ 1997 年间增值了 1 000 倍, 年复利收益率为 35%。索罗斯善于利用金融动荡牟取暴利, 故被称为金融大鳄。

⑥ 据 2009 年 3 月 20 日凤凰网《调查中国“股神”林园的“股道”之行》报道：林园 1989 年开始接触股票，以 8 000 元进入股市，到 2007 年资金增值到 20 多亿元。

⑦ 杨百万真名杨怀定，因 1988 年从事国库券买卖赚取其人生第一桶金而成名，随后成为上海滩第一批证券投资大户，并在 1998 年被中央电视台评为“中国改革开放二十年风云人物”。

人在，如科学巨匠牛顿投资英国南海公司股票赔上10年薪水，英国前首相丘吉尔在一天之内几乎赔光投入股市的本钱，中国香港影星李嘉欣在2008年股市大跌中损失近半，等等。

早在2001年，北京电视台《证券无限周刊》栏目记者杜欣根据中国投资市场经常暴涨暴跌的现实编撰了《输家·赢家》^①一书，其扉页上的警示语形象地阐释了投资收益和投资风险的紧密关系：如果你爱他，把他送到股市，因为那儿是天堂；如果你恨他，把他送到股市，因为那儿是地狱。

基于投资收益和投资风险的密切关系，每个投资人进入投资市场时必须明确：我希望获得多高的投资收益？我能够承担多大的投资风险？理论上认为，投资人有风险偏好、风险中性和风险厌恶三大类型：风险偏好者在收益率一定时，喜好风险较高的投资产品；风险中性者只考虑收益率高低；风险厌恶者（risk aversion）在收益率一定时，倾向购买风险较低的投资产品。实证研究表明，绝大多数投资人都有风险厌恶倾向，可细分为高风险厌恶、中等风险厌恶和低风险厌恶^②等三类：

- (1) 高风险厌恶者投资保守，不愿承担本金损失风险以换取额外收益。
- (2) 中等风险厌恶者投资稳健，愿意且能承受资产价格短期波动，以此换取较高收益。
- (3) 低风险厌恶者投资激进，愿意且能承受资产价格大幅波动，以此换取高额收益。

另外，股票投资收益、投资风险与投资期限密切相关：股票价格短期波动大，长期则随着经济发展、公司盈利增加呈现不断上涨的趋势。因此，当我们将目光持续聚焦在最新市场价格上时，情绪会受价格涨跌即投资风险的强烈影响；反之，经过较长时间再回首，不经意间股票价格已是“轻舟已过万重山”，较过去有了可观涨幅，体会到投资收益不断增加的愉悦。

基于上述分析，可将投资学^③（investment）定义为：以投资人风险厌恶为前提，专门研究股票、债券等证券产品投资收益、投资风险及两者相互关系的科学。

即问即答

投资收益和投资风险形影相随是否适合黄金、房地产等其他投资产品？

背景材料 ●●●● >>

测试你的风险厌恶程度

登录上海证券交易所理财测试区^④，回答问题：

1. 如果收到25万元意外财产，您将投资：
- | | |
|-------------|---------|
| A. 股票或股票型基金 | B. 房地产 |
| C. 债券或债券型基金 | D. 银行储蓄 |

① 杜欣. 输家·赢家：中国股市大起底 [M]. 北京：新世界出版社，2001.

② 高风险厌恶、中等风险厌恶、低风险厌恶经常等价表述为低风险偏好、中等风险偏好和高风险偏好。

③ 传统上中国内地学术界将研究证券投资的科学称为证券投资学。

④ 登录程序是：①上海交易所主页；②页面上方“投资者”；③页面下方“投资者教育平台”；④页面上方“模拟交易”；⑤页面上方“证券模拟交易”；⑥页面上方“理财测试区”。

2. 在投资中想到“风险”一词时，下面哪个词最先出现在您的脑海？
- A. 机会
B. 挑战
C. 不确定
D. 危险
3. 在抽奖游戏中有多项选择，您会选哪一项：
- A. 5%的机会赢取100 000元
B. 25%的机会赢取10 000元
C. 50%的机会赢取5 000元
D. 确定赢取1 000元
4. 以下哪项说法最能表达您投资的风险程度？
- A. 偏好短期投资，不担心价格短期波动
B. 希望短期获得收益，不喜欢价格波动太大
C. 偏好长期投资收益，不担心价格波动
D. 希望长期获得收益，不喜欢价格波动太大
5. 您在一年投资期内能承受亏损的百分比是：
- A. 25%及以上
B. 15%~25%
C. 5%~15%
D. 5%以下
6. 您目前的年龄是：
- A. 30岁以下
B. 30~40岁
C. 40~60岁
D. 60岁以上
7. 您目前的就业情况是：
- A. 企业管理层
B. 企事业职员
C. 自营事业
D. 待业
8. 您对目前的财务状况满意吗？
- A. 特别好，想买什么就买什么
B. 还行，一直按规划进行
C. 刚好，我要特别小心打理
D. 不太好，有时要借钱
9. 您目前的居住情况是：
- A. 有房无房贷
B. 有房须还房贷
C. 无房与父母同住
D. 无房租房住
10. 您投资的首要目标是：
- A. 赚取差价
B. 获得长期利得
C. 子女教育或养老
D. 对抗通胀
11. 您投资股票或基金的时间是：
- A. 10年以上
B. 5~10年
C. 2~5年
D. 1年及以下
12. 以下产品中哪项风险最高？
- A. 股指期货
B. 融资融券
C. 股票
D. 股票型基金
13. 您认为您的证券知识背景为：
- A. 缺乏股票投资常识
B. 略有了解，但不懂投资技巧
C. 懂一点股票投资技巧
D. 股票投资的专业人士

14. 您认为炒股时最重要的买卖依据是：

- A. 根据市场可能制定并执行相应策略 B. 凭当时感觉
C. 根据盘面变化决定是否交易 D. 根据盘前分析决定是否交易

15. 如果将20万元资金投入股市，您觉得同时持有多少只股票比较合适？

- A. 1~5只 B. 5~10只
C. 10~15只 D. 15只以上

回答完后系统会显示你的风险偏好。你可将其转化为相应的风险厌恶程度。

1.2 牛熊市周而复始

“牛市”“熊市”是股票市场两种典型运行态势^①。牛市（bullish）也称多头市场，指股票价格普遍且持续较长时间的上升市场。熊市（bearish）也称空头市场，指股票价格普遍且持续较长时间的下降市场。

投资人大多喜欢牛市，政府经常也愿意促成牛市，如2015年4月21日《人民日报》发文称，“4000点才是A股牛市的开端”，希望股市财富效应^②间接推动经济发展。

股市财富极具虚幻性，它能在牛市迅速膨胀，也会在熊市瞬间破灭。投资人因此困惑：股市财富何以在熊市消失，是谁动了我的奶酪？可设计如下案例来解答疑惑。

设投资市场仅有一只股票，总股数为1亿股，投资人张一、张二……张十分别持有1000万股，股价为10元，每人财富都是1亿元。此后依序有如下交易：①李一以11元/股买入张一所有股票，股价上涨到11元，张一实现盈利1000万元，张二等九人账面盈利1000万元。②李二以15元/股买入李一所有股票，股价上涨到15元，李一实现盈利4000万元，张二等九人账面盈利4000万元。③李三以20元/股买入李二所有股票，股价上涨到20元，李二实现盈利5000万元，张二等九人账面盈利5000万元。因此，股价上涨时只有张一、李一和李二等少数人真正盈利，其他人赚的只是账面利润。

股价上涨到20元后，依序有如下交易：①李三以18元/股向李四卖出所有股票，股价下跌到18元，李三亏损2000万元，张二等九人账面亏损2000万元。②李四以14元/股向李五卖出所有股票，股价下跌到14元，李四亏损4000万元，张二等九人账面亏损4000万元。③李五向李六以8元/股卖出所有股票，股价下跌到8元，李五亏损6000万元，张二等九人账面亏损6000万元。在股价由20元下跌到8元时，张二等九人总计亏损为1.2元×9000万股=10.8亿元，但这些亏损并没有成为他人的利润，这些财富直接“蒸发”了。

牛市迅速增加投资人财富，但毁灭投资人财富的熊市总是在牛市后出现，大牛市后往往就是大熊市。股市总是运行在“牛市—熊市—牛市”的循环之中。牛熊市循环具体表现为：牛市和熊市各分为三期，牛市第一期与熊市第三期期末，熊市第一期与牛市第三期期末交织在一

① 在中国还有用猴市来比喻股票市场大幅度震荡的情形。

② 股市财富效应指：在一定条件下，股票价格上涨（或下跌），导致投资人财富增长（或减少），进而影响其消费支出增加（或减少）。中国股市是否存在财富效应，理论界存在较大分歧。

起展开；熊市持续时间通常短于牛市^①，为牛市的1/3~2/3。图1-1和图1-2显示了中美股市牛熊变化的基本脉络。

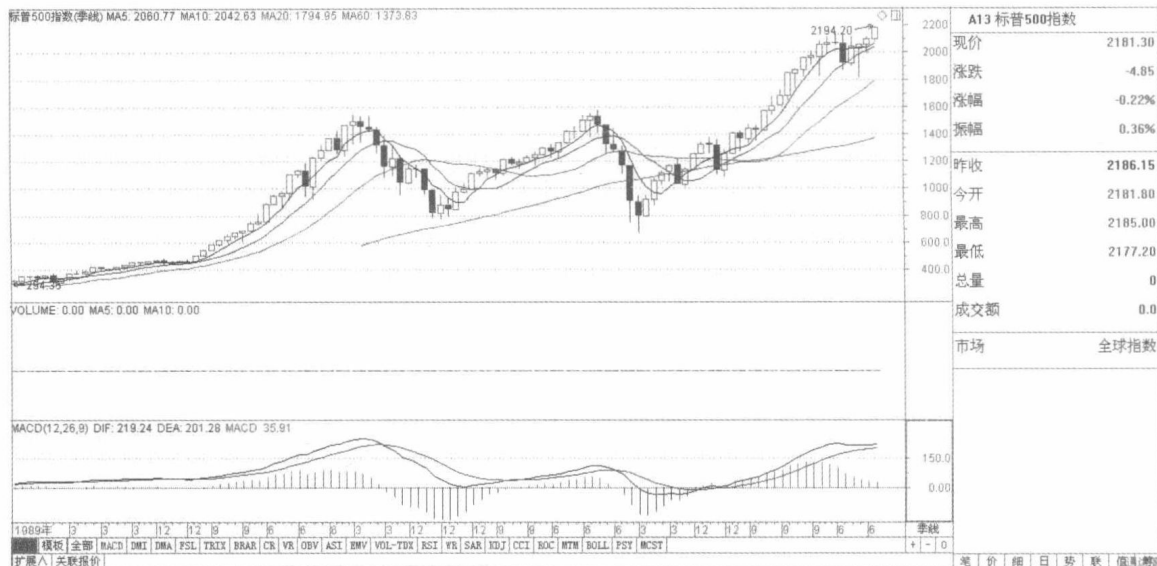


图 1-1 美国股市 1985 ~ 2016 年牛熊周期

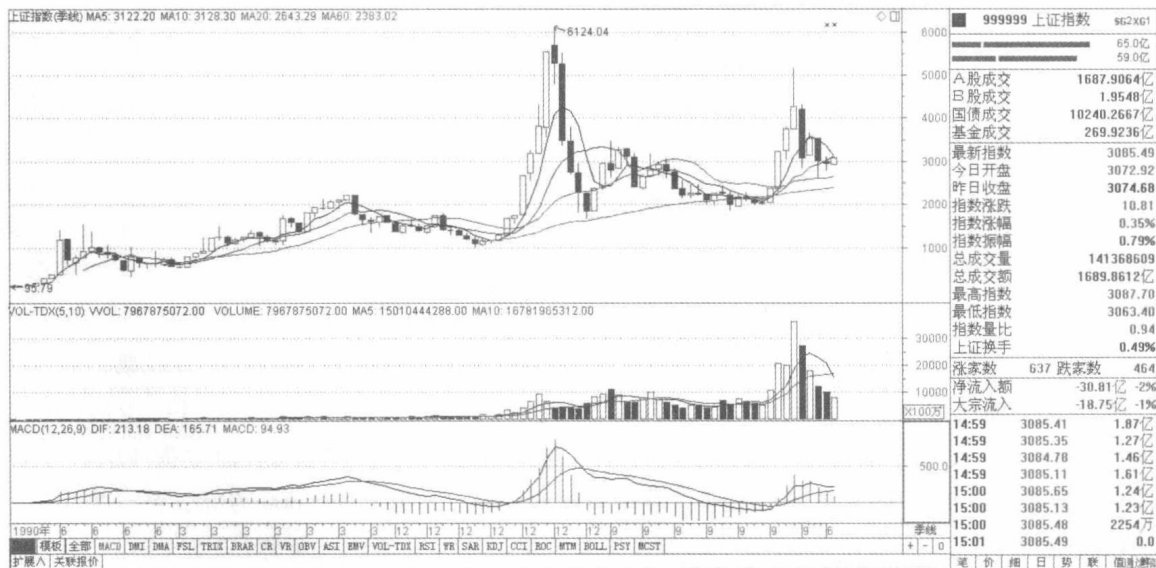


图 1-2 中国股市 1990 ~ 2016 年牛熊更替

牛熊市为什么交替进行？其背后隐藏着何种规律？投资界认为，投资市场牛熊变化主要由经济周期、投资者信心涨跌等因素造成：

(1) 经济周期 (business cycle) 是指总体经济活动扩张和收缩交替出现的过程。在经济周期上行阶段，企业经营状况不断改善，投资者买入股票的热情不断高涨，股市相应上涨；在经

① 与国外投资市场不同，中国投资市场熊市时间通常长于牛市时间，这被称为“牛短熊长”。

济周期下行阶段，企业经营状况下滑明显，投资者持续卖出股票，股市相应下跌。

(2) 投资者信心涨跌虽然与经济周期有一定关联，但主要受贪婪、恐惧等人性本能或者动物精神^①的影响。投资者信心涨跌可用投资者信心指数^②衡量。投资者信心上升（回落），与股价上涨（下跌）存在正反馈^③效应：

- 在股价漫长下跌后，投资者恐慌情绪逐渐消散，信心有所上升，开始加大股票的买入力度，推动股价止跌回升。
- 股价回升使投资者更有信心，买入股票力度持续加大，股价不断上涨。这种信心上升推动股价上涨，股价上涨又提升信心的循环会持续下去，直至股价泡沫（bubble）^④最终产生。
- 某种未预期因素刺破股价泡沫，投资者信心回落而抛售股票，股价开始下跌。
- 股价下跌导致投资者信心继续回落，更大的抛售又使股价继续大幅下跌。这种信心下降导致股价下跌，股价下跌又使信心进一步下降的循环也会持续下去，直到股价跌无可跌。

.....

黄金价格牛熊交替同样非常明显。在20世纪70年代黄金牛市中，黄金价格由200美元/盎司上涨到852美元/盎司。随后是长达20年的熊市，黄金价格在1999年8月最低下跌到251美元/盎司。进入21世纪，黄金又开始了长达10多年的大牛市，到2011年9月，黄金价格最高上冲到1920美元/盎司，接着进入熊市循环，到2016年1月，黄金价格下跌到1045美元/盎司。

房地产价格也有牛熊变化。美国学者霍默·霍伊特、英国学者哈里森等人的研究都表明，房地产价格存在一个18年的周期性波动。中国房地产价格是否存在18年的周期，现在还无法证实，但从国外房地产市场一般发展规律和中国人口未来呈下降趋势来看，中国房地产价格恐怕很难摆脱周期性下跌的影响。

即问即答

牛熊市周而复始对投资人最重要的启示是什么？

新闻摘录

炒股被指成败家方式 小伙子找对象以不炒股为荣

据央行统计，目前居民炒股意愿降至3年来最低，相当多的投资者不愿谈论股票，不愿承认自己炒股，认为炒股丢人。

2007年媒婆介绍小伙子的优点，说某某会炒股，姑娘特喜欢，觉得小伙子有出息；现在媒婆说某某人本分，不炒股，姑娘乐了，多好的男孩儿。炒股在老百姓心中已经从投资理财变

① 动物精神由经济学家凯恩斯首先提出，是指经济行为中与理性经济动机相对应的概念，意指非沉稳的动机、情绪化本能式行为和非理性的行为。

② 中国证券投资者保护基金有限责任公司将投资者信心指数设置为0~100，50为中性值，指数越高表明投资者越乐观，反之越悲观。

③ 正反馈是指系统的输出正向反馈回输入端，形成闭环，并循环往复，一波更比一波高。

④ 泡沫指股票市场价格远远高于股票合理价格，最终股价会下跌，向股票合理价格回归。