

丛书主编

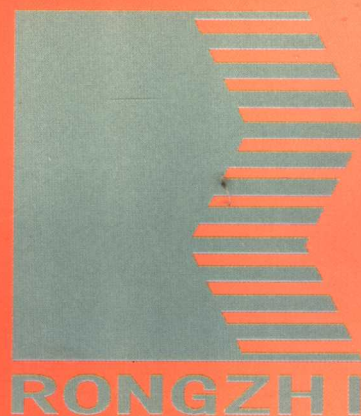
董辅初

证券投资系列

Z H E N G Q U A N T O U Z I X U E

证券投资学

胡昌生 主编

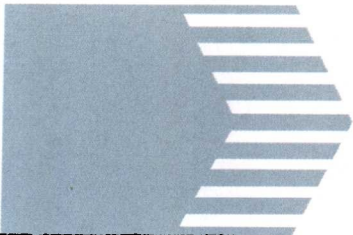


中央广播电视大学出版社

Z H E N G Q U A N T O U Z I X U E

证 券 投 资 学

胡昌生 主编



江苏工业学院图书馆
藏书章



中央广播电视大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券投资学 / 胡昌生主编. —北京: 中央广播电视大学出版社, 2004.7

(融智大学丛书·证券投资系列)

ISBN 7-304-02612-X

I. 证… II. 胡… III. 证券投资—电视大学—教材
IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 068136 号

版权所有, 翻印必究。

融智大学丛书·证券投资系列

证券投资学

胡昌生 主编

出版·发行: 中央广播电视大学出版社

电话: 发行部: 010-68519502 总编室: 010-68182524

网址: <http://www.crtvup.com.cn>

地址: 北京市海淀区西四环中路 45 号

邮编: 100039

经销: 新华书店北京发行所

策划编辑: 李 朔

责任编辑: 李永强

印刷: 北京密云胶印厂

印数: 0001-1000

版本: 2004 年 4 月第 1 版

2004 年 7 月第 1 次印刷

开本: 787×1092 1/16

印张: 29.5 字数: 591 千字 插面: 2

书号: ISBN 7-304-02612-X/F·439

定价: 49.00 元

(如有缺页或倒装, 本社负责退换)

融智大学丛书总编辑委员会

总 主 编:

董辅初 著名经济学家、教授、博士生导师

副总主编:

冯 并 经济日报社总编辑、传媒经济学家
朱相远 全国人大常委、民建中央副主席、经济学家
聂庆平 中国证券业协会秘书长、经济学家
常 清 中国期货业协会副会长、经济学家
赵宇辉 教授、资深传媒管理专家
童宛生 教授、资深期货专家
王 艺 金诚国际信用管理有限公司董事长、资深信用专家
毛振华 中国诚信信用管理有限公司董事长、资深信用专家
齐 亮 友邦华泰基金管理有限公司董事长、资深投行专家
王崇举 重庆工商大学校长、教授、计量经济学家
张 杰 证券日报社社长、总编辑、传媒经济学家
钱辉镜 中央广播电视大学出版社社长、传媒经济学家
张循礼 北京融智兴业投资管理有限公司总经理、投行专家

编 委:

王朝中 教授、融智研究发展中心研究员
庞 毅 教授、融智研究发展中心研究员
熊光远 教授、融智研究发展中心研究员
张继緬 教授、融智研究发展中心研究员
李 岳 教授、融智研究发展中心研究员
刘成碧 教授、融智研究发展中心研究员
肖 铁 重庆工商大学融智学院院长
许建钢 重庆工商大学融智学院常务副院长

融智大学丛书执行编辑委员会

执行总编：张循礼

执行副总编：王朝中 孙庆武 任 岩 杜 伟 李 辉

执行编委：庞 毅 熊光远 张继缅 李 岳 刘成碧

证券投资系列

主 编：聂庆平

执行主编：刘成碧



RONGZHI

总序

由计划经济转向市场经济是我国经济体制的根本转变，相应地，我国的经济理论也要发生根本的转变。改革前的经济理论是为了研究、论述、分析计划经济条件下如何配置社会资源以及如何运行、发展和管理。经济体制转变了，经济理论需要研究、论述、分析市场经济是如何配置社会资源以及如何运行、发展和管理的。过去我们把西方的经济理论称为资产阶级经济理论，将其完全排斥，实际上那是关于市场经济的经济理论，与计划经济自然是格格不入的。如今，我们的经济转向了市场经济，那些关于市场经济的经济理论当然也适用于我国了，因此，发达国家的大量的经济理论和著作被引入到我国。对计划经济下生活了很长时间的我们来说，这无疑是很有帮助的，对于推进我国市场经济的建立、发展和完善起了重要的作用。但是我们也注意到，引入的那些经济理论也有不大适合我国国情的问題。虽然我国正在发展和完善市场经济，与其他国家的市场经济相比，从社会资源的配置方式、经济的运行机制看大体相同。但实际上，各国的市场经济彼此的差别还是存在的。而我国的市场经济与发达国家的市场经济相比差别更为明显，其中最主要的差别在于：

（一）发展程度和阶段不同。西方发达国家已经进入“后现代化时期”，那里的市场经济早已是现代的市场经济了。例如，金融极其发达，已深入到经济机体的各个细胞。举例而言，人们在日常生活中已很少使用现金，而是使用信用卡等金融工具。而我国的市场经济，离现代化还有相当长一段距离，金融业更是如此，现金仍是人们主要的支付手段。

（二）与市场的关系不同。例如，美国的市场经济更自由化，政府对市场的干预很少；而在日本、韩国的市场经济中政府的干预就较多。而在我国，至少在目前，政府的干预仍是很强的，远远强过西方发达国家。即使到将来，由于政治体制的不同，政府对市场的干预程度可能仍比许多国家强。

(三) 对外开放的程度不同。日本市场的对外开放程度就不及西方的发达国家。而在我国, 由于市场的对外开放是随着市场经济的发展和完善以及对市场的管理水平提升而逐步进行的, 因此不可能在短期内达到西方发达国家的水平, 虽然在加入世界贸易组织后, 这个进程明显加快了。

(四) 公平与效率的关系上不同。在市场经济中, 如何处理公平与效率的关系是共同关注的问题, 但各国对待这个问题的态度却有很大不同。例如, 与那些社会民主主义传统较强, 从而更注重公平的一些欧洲国家相比, 美国更注重效率。法国在战后实行社会市场经济, 与我们实行的社会主义市场经济很相似。所谓社会主义市场经济, 按我的解释, 就是社会主义加市场经济, 也就是社会公平加市场效率, 即社会公平与市场效率的结合。因为社会主义最本质的内涵就是实现社会公平。作为社会主义国家, 我国重视市场经济中的公平问题是理所当然的, 但在当前则仍以效率优先, 兼顾公平。

(五) 实施状况的不同。在市场经济中, 法制的作用在于为市场经济的运行创造良好的环境, 规范和维持市场运行的秩序并促进市场经济的发展。不同市场经济国家在法制上有其共同点, 同时又有差别。法制及其实施状况的不同影响着市场经济的运行和发展。例如, 美国在废除规定金融业分业经营的法律后, 才使金融业最终由分业经营转向混业经营。我国在转向市场经济的过程中法制建设也起着巨大的作用。但是, 我国的法制建设仍远不能适应市场经济规范运行和发展的需要, 市场中出现的许多问题都与法制不完善有关。

有鉴于此, 在借用从国外引入经济专业各类著作的同时, 需要编写适合于我国经济实际的教材和参考资料。这项工作许多高等学校都在做, 但确切地说是正在起步。因此, 融智研究发展中心也想为改变这种状况尽一份力量。

重庆工商大学的融智学院是由重庆工商大学、证券日报社和北京融智兴业投资管理有限公司三方合作于 2001 年组建的, 一所依托公立大学, 广泛吸纳社会办学资源, 按照新的办学模式和新的办学机制组建和运作的独立学院。学院开设了国内奇缺而又急需的一些新专业, 包括投资银行、证券投资、期货投资、信用管理、传媒经济、经纪人、保险等。在建立这些专业后, 教材建设和师资培养的问题, 成为必须解决和突破的瓶颈。单就这些专业而言, 从国外引入教材的不甚适用已如上述, 国内自编的教材不仅在内容上尚不能令人满意, 而且也不成系列。为此, 融智研究发展中心成立了编委会, 决定组织编写一套系列教材。这套教材与融智学院开设的各专业骨干课程相配套, 以满足学院教学的需要, 同时也可以作为其他高等院校相关专业和课程的教材, 还可以作为从事实务操作和理论研究人员的参考读物。第一批出版的共有六个系列, 二十八种教材, 即投资银行系列共五种、证券投资系列共五种、期货投资系列共五种、信用管理系列共五种、传媒经济系列共四种、经纪人系列共四种。今后, 随着市场经济的发展, 新

的专业、新的人才需求还会不断产生，丛书编委会将适时地推出为之服务的系列教材。

以往大学中经济管理类专业教材一般是由大学教师编写的，这对于经济理论课程如宏观经济学、微观经济学等而言是合适的；但对于实务性强的专业，特别是其中的实际操作课程，单由或者主要由大学教师来编写就有困难了。因为他们缺乏相应专业的实践，特别是实际操作的经验。鉴于此，该套丛书从编委会的组成到各本教材编著者的选聘，不仅考虑编著者的理论功底，而且特别注重他们的专业实践背景。也就是，必须从业内寻找理论功底厚实、从业经历丰富的专家担纲，把业内专家与大学教授结合起来。我们从各分编委的负责人就可以看到，他们大多受过系统的理论教育，获得博士学位，同时还多年从事有关行业的实际工作并有着丰富的实际操作经验。做这样的安排是希望通过这套教材，把教学与实践联系起来，把学生的学习与将来的就业联系起来，把专业的设置与社会发展的需要联系起来。

丛书注意知识学习的系统性，每个系列的教材均有四五种，基本囊括了该专业骨干课程的主要内容。在编写安排上，既考虑每本教材的相对独立和完整，又尽量避免与相关教材在内容上过多的交叉和重叠。每个系列的第一本多安排为概论性质的教材，以此来引领相应专业课程。这样的安排，不仅对在校学习的学生是必要的，而且对于在职人员的自学也是恰当的。

社会主义市场经济对于中国来说，是一次深刻的社会和历史变革；它必将极大地促进生产力的发展，增强我国的国力，提高广大人民的生活水平。只有掌握了现代市场经济理论，懂管理、会操作的复合型人才，才能够胜任发展和完善社会主义市场经济的历史使命。我们期盼着广大读者能从这套丛书中受益并取得事业的成功。

董辅弼

2004年3月28日

序

融智研究发展中心组织专门力量编写这套证券投资系列教材，我觉得很有意义。从1990年成立上海和深圳证券交易所至今，我国的证券市场从无到有，从小到大，从地方性市场发展为全国性的市场，市场规模和行业水平实现了历史性跨越。伴随着证券市场的发展，证券投资业也成为一个新的发展中的行业。党的十六大已经明确提出，要推进资本市场的改革开放和稳定发展。资本市场是社会主义市场经济体系的重要环节，对实现国民经济从实体经济向虚拟经济的转化有重要作用，具有广阔的发展空间。

培养大批知识结构合理、掌握证券投资实用技能的优秀金融人才是我国经济腾飞的重要一环。融智学院作为一个培养金融人才的摇篮，力求编写出一套实用性强、贴近资本市场实务、有一定深度和广度的证券投资教科书，在金融与证券教育领域进行大胆创新，这是非常有益的探索。目前国内的证券投资类书籍虽多，但真正适用的教材却很匮乏，它们或太偏重理论探讨而实用性较差，或太偏重实际操作而缺乏理论高度。

基于这种情况，我非常高兴地接受了融智研究发展中心的委托，牵头组织了一批以中青年学者为主的教材编写队伍，他们都在证券投资业的理论或实践部门工作多年，既有较深厚的经济学理论素养，同时又熟悉国际和国内证券业的运作过程和实际情况，有着丰富的投资实践经验。这就为编写出一套理论与实践相结合、具有新意与深度的教材奠定了良好的基础。在这套教材的写作过程中，这些作者始终坚持两个原则：一是贴近市场、切合实际，使学生们通过本书的学习，能学到真正适用的知识，对证券投资有一种全面的理解以及感性的认识，从而能够尽快适应未来的工作岗位。二是注重借鉴国外先进经验与描述中国实际情况相结合，以国际的眼光解读中国证券市场的问题，以利开拓学生的视野。

这套证券投资系列教材共计5本。《证券投资学》作为基础性的教材，系统地介绍了证券市场的基本构成，包括股票、债券、衍生工具在内的证券投资品种以及现代投资理论，概括证券投资常用分析方法和分析流程，为其他4本教材展开论述奠定了基础。《投资市场技术分析》较全面地介绍了包括技术与基本分析在内的主要投资分析技术，尤其强调了分析的具体运用，即正确使用各种方法的条件和辩证关系。《固定受益证券》则通过对债券、优先股等固定收入证券的风险—收益结构的分析，解读了发行人、投资人在面对该类证券时行为选择的

一般规律。《基金与投资组合理论》一方面阐述了证券投资基金的有关概念、原理等理论问题，又根据实际需要，对证券投资基金的设立过程、组织运作、投资管理及其绩效评价进行了深入剖析。《证券期货业监督管理》则系统介绍了证券期货市场监管理论，比较分析了国内外有关信息披露制度、公司治理结构以及市场交易行为等在内的主要监管内容，追踪概述了国际证券监管发展的最新动态。

当然，本套教材的写作只是一个探索，我衷心地希望这套教材能够起到抛砖引玉的作用，促进更多更优秀的同类书籍的出现。我愿意将本套丛书推荐给有志于从事证券投资事业的读者以及广大证券业内同行，相信这套丛书的出版能为证券投资人才的培养，以及证券市场的进一步稳定发展起到推动作用。

中国证券业协会秘书长

聂庆平

2004年5月8日

目 录

1	第一章 导 论
2	第一节 投资及其特征
3	第二节 投资的类别
7	第三节 投资与投机
9	第四节 证券及其种类
15	第五节 证券投资过程
19	第二章 投资的风险与收益
20	第一节 投资的收益
26	第二节 投资的风险
31	第三节 风险与收益的关系
39	第三章 证券市场：一级市场
40	第一节 证券市场概述
44	第二节 证券发行
49	第三节 证券的发程序
54	第四节 我国证券发行方式的演进
59	第五节 我国证券市场发展简介
66	第四章 证券市场：二级市场
67	第一节 二级市场概述
72	第二节 证券交易流程
79	第三节 证券中介机构与二级市场运作
83	第四节 股票价格指数
87	第五节 证券市场的监管
93	第五章 证券投资组合选择
94	第一节 证券投资组合理论概述
99	第二节 风险和收益的分散化效应
108	第三节 有效组合与最优分散化
111	第四节 无风险借入和贷出

118	第六章 资产定价理论
119	第一节 全市场组合与市场均衡
124	第二节 资本市场线与证券市场线
134	第三节 CAPM 的应用
138	第四节 市场模型与因素模型
148	第五节 套利定价理论 (APT)
156	第七章 证券投资分析：基本分析
157	第一节 证券投资分析概述
159	第二节 宏观经济分析
167	第三节 行业分析
176	第四节 公司分析
186	第八章 证券投资分析：财务报表分析
187	第一节 财务报表
193	第二节 财务报表分析概述
197	第三节 财务比率分析
208	第四节 综合财务分析方法
214	第九章 证券投资分析：技术分析
215	第一节 技术分析概述
219	第二节 技术分析的主要理论及方法
241	第三节 技术指标分析
250	第十章 权益证券的估价
251	第一节 估价理论概述
259	第二节 权益证券的价值确定
270	第十一章 固定收入证券
271	第一节 固定收入证券的特征
273	第二节 固定收入证券的定价
278	第三节 固定收入证券的风险
281	第四节 期限与收益：利率的期限结构
283	第五节 固定收入证券的组合管理
298	第十二章 公司管理决策与估价
299	第一节 投资决策与估价
301	第二节 股息政策与估价

309	第三节	融资决策与估价
318	第四节	兼并与估价
325	第十三章	期货和期权
326	第一节	期货概述
329	第二节	期货市场的制度安排及交易程序
332	第三节	期货的价格决定
335	第四节	金融期货合约
343	第五节	期权和期权交易
350	第六节	期权定价和期权组合策略
363	第十四章	投资管理战略与国际分散化
364	第一节	投资目标与投资选择
366	第二节	投资管理战略
373	第三节	投资组合的调整、分散化和限制性因素
379	第四节	投资的国际分散化
387	第十五章	证券投资基金与投资绩效评价
388	第一节	证券投资基金概述
391	第二节	投资基金的种类及特点
394	第三节	投资基金实务
399	第四节	证券投资基金的投资绩效评价
417	第十六章	有效市场假说与行为金融理论
418	第一节	有效市场假说
425	第二节	行为金融理论概述
435	第三节	行为金融理论运用
444	参考答案	
453	参考文献	
456	后 记	

第一章 导 论

【本章提要】

本章是从投资者对投资定义的理解开始的，揭示了人们从事投资活动的原因。随着对投资定义的引申，我们发现投资者面临的投资类别是丰富多样的，而了解和熟悉各种投资机会，则成为投资者做出正确投资决策的前提。本章介绍了证券投资的几个基本内容，具体包括：投资的定义、投资的分类、各种投资机会和投资的过程。这些内容是以后各章的基础，而对证券投资概貌的描述将有助于读者顺利把握全书的结构。

【关键词】

投资 证券投资 实物资产 金融资产 一级市场 二级市场 可转让性（流动性） 长期投资 短期投资 直接投资 间接投资 货币市场工具 短期国债 大额可转让存单 商业票据 银行承兑汇票 回购协议 固定收入证券 中期国债 长期国债 公司债券 市政债券 普通股票 优先股票 原生证券 衍生证券 期货合约 期权合约 消极投资组合战略 积极投资组合战略 基准

第一节 投资及其特征

一、投资的定义

在经济生活中,人们往往希望通过各种合法的手段,不断增加他们的财富或赚取利润,以满足未来的消费。这样就会经常碰到或使用“投资”这一名词。那么,什么是投资呢?很多情况下,人们往往把能够带来报酬的支出行为称为投资。这里的“支出”行为,实际上是牺牲了现在的一定消费,而“报酬”则代表了将来的消费增加。一般来说,投资(investment)是指为了获得可能的不确定的未来消费(价值)而做出的确定的现在消费(价值)的牺牲。

从上面对投资的定义可以看出,人们之所以要从事投资活动是由于投资可以改变一段时期内个人可得收入中用于消费的数量和模式,投资者牺牲今天的消费是期望未来能够得到更多的物品和服务消费。例如,某投资者今天购买1 000元的债券,希望一年后能够得到1 100元用以消费,该投资者购买债券减少了现期消费1 000元,而下期预期消费将增加到1 100元,投资活动改变了该投资者现在和将来的消费权益。再如,现在花费8万元购买一辆汽车将提供超过5年的服务,导致在2~5年中用于交通服务的费用低于现在不买汽车的情况,即现在投资8万元将使消费者(投资者)在未来时期以一个更高的比率消费。

投资者可以是个人或机构投资者,他们进行投资的目的是为了获得收益,但有收益必然存在着风险,如上述购买债券的投资者,如果他投资的是国债,其要承担通货膨胀的风险,如果是公司债,则还要承担债券违约的风险。因此,投资者在进行投资时,要针对不同资产收益和风险的性质,对其加以比较和选择。广义地讲,资产是指在交换中具有价值的任何财产,包括金融资产(如债券、普通股票、衍生证券等)和实物资产(如小汽车、住房、机器设备等),而投资也可以相应地理解为:个人或机构投资者通过持有金融资产或实际资产,获得该资产产生的与其所承担的风险成比例的收益的过程。从这个意义上讲,证券投资就是人们购买金融资产以达到预期投资目标的过程。

二、投资的特征

第一,投资是一种有目的的经济行为,是现在支出一定价值的经济活动。从静态的角度来说,投资是现在垫付一定量的资金;从动态的角度来说,投资则是为了获得未来的报酬而采取的经济行为。

第二，投资具有时间性，即投入的价值或牺牲的消费是现在的，而获得的价值或消费是将来的。也就是说，从现在支出到将来获得报酬，在时间上总要经过一定的间隔，这表明投资是一个行为过程，这个过程越长，未来报酬获得的不确定性就越大。

第三，投资的目的在于得到报酬（即收益）。投资活动是以牺牲现在价值为手段，以赚取未来价值为目标的。未来价值超过现在价值，投资者方能得到正的收益。投资的收益可以是各种形式的收入，如利息、股息等，可以是价格变动的资本利得，还可以是各种财富的保值或权利的获得。

第四，投资具有风险性，即不确定性。现在投入的价值是确定的，而未来预期获得的收益由于受政治、经济、社会、科技、心理等诸多因素的影响，很难事先确定，这种收益的不确定性，特别是遭受损失的可能性，即为投资的风险。可以说，风险在投资过程中是不可避免的，对于投资者而言，他必须尽可能地将风险置于控制之下，这就需要在证券投资中，采取一系列措施，使风险降低到最低程度。

总之，投资是个人或机构对自己现有资金的一种运用，其来源或是延期消费，或为暂时闲置；而资金的运用可以为购买实际资产或金融资产，也可为取得这些资产的权利；投资的目的是为了在一定时期内预期获得与风险成比例的收益。

第二节 投资的类别

按照不同的划分方法，投资的类别也不同。本节我们将介绍几种主要的投资分类。

一、实物资产与金融资产投资

实物资产（real assets）投资是指直接拥有实物资本。实物资本包括：土地、建筑物、知识、机器设备以及人力资本等。当然，实物资本一旦被人们投资拥有，就必须能够提供预期的服务流或现金流，从而影响人们的未来消费机会。购买实物资产可以包含投资和现时消费。例如，某人想拥有一套住房，他可能纯粹出于投资的角度来评价对该建筑物的持有，并依据该住房产生的风险和收益的性质来分析和决定其价值的大小；同样的人，若从另外的角度来考虑，他拥有了住房，既可以提供投资收益又可以提供现时消费服务，他的房屋购置决策就可能是基于对房屋的将来转售价值和居住服务功能的考虑而做出的。一般来说，实际资产的生产能力越强，其产生的现金流或收入就越大，其价值也就越高。例如，人

力资本就是一种最典型的实物资产，对学费、书籍以及时间的投资，导致受教育者获得各种技能，从而影响他们的未来产生收入的能力以及他们的人力资本的价值。实物资产决定了一个社会成员提供产品与服务的能力，从而决定了一个社会物质财富的数量。

金融资产（financial assets）投资是对实物资本的间接持有。金融资产是脱离实际生产过程的第一步。例如，普通股票或债券的市场价值来源于发行这些证券的公司的所有实际资产创造的收入。股票拥有者不必自己去购买机床、经理才能和其他生产要素，他们通过购买公司的普通股票就已间接地投资于这些生产要素，而这些生产要素的生产能力将决定证券的价值和这些金融投资者的财富是否增加，以及增加多少。由于金融资产对实物资产所创造的利润或收入有要求权，因此，金融资产能够为持有它们的个人或机构投资者带来财富。证券发行者利用实物资产创造收入后，依据投资者持有的证券资产所有权比例将收入分配给投资者。当金融资产持有者基于利率和证券的面值来确定获得的收入流时，此时的要求权是固定的，对于这类金融资产，我们称之为债务类工具，如国债、公司债等。股票持有者则对公司支付债务类工具持有者以后的剩余收入享有要求权，而具有这种收入特征的金融资产我们称为权益类证券，如普通股。有些证券的属性介于上述两种类型之间，如优先股是赋予投资者接受固定支付权利的一种权益要求证券，然而，这种支付是有先决条件的，即只有完成了对债务类工具的支付后才能产生这种支付。另一种混合证券是可转换债券，它允许投资者在特定情况下把债务转换为权益。我们又把具有固定现金流偿付的债务和优先股统称为固定收入证券。

二、可分割与不可分割投资

某些金融资产为资本资产所有权和融资提供了可分割性。金融资产能够使许多分散的中小投资者有机会拥有一项数额巨大的不可分割的实物资产。例如，一家大型的钢铁联合企业，通过大量的个人融资，使他们中的每一个人都能拥有钢铁企业资产价值的一小部分。我们知道，由于直接的实物投资的不可分割性，单个人投资制造汽车几乎是不可能的，但我们可以通过购买“东风汽车”、“上海汽车”发行的股票或债券参加这两家汽车公司的利润分配。同样的情况对于大型政府项目的融资也是成立的，我们每个个人付不起建设省际高速公路所需资本设备的费用，但我们能通过购买政府债券为该设备融资，从而参与分享公路建成后的运营利益。可以说，正是金融资产的可分割性，便利了人们的投资，促进了经济社会中资本的形成与增长。由于金融资产是由大量的投资者分散持有的，这就大大降低了实物资产投资的风险，金融资产的可分割性是人们进行分散投资的基础。