

Finance

金融博士论丛 (第七辑)

投资与投机

——机构投资者投资
行为研究

宫玉松◎著

**Investment and
Speculation**
——A Study on Investment
Actions of Institutional
Investors

 中国金融出版社

Finance

金融博士论丛 (第七辑)

投资与投机

——机构投资者投资
行为研究

宫玉松◎著

Investment and
Speculation

——A Study on Investment
Actions of Institutional
Investors

 中国金融出版社

责任编辑：亓 霞 李 融

责任校对：孙 蕊

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

投资与投机——机构投资者投资行为研究/宫玉松著.
—北京：中国金融出版社，2004.10
(金融博士论丛·第7辑)
ISBN 7-5049-3469-0

I. 机… II. 宫… III. 金融机构—投资—经济行为—研究 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 078260 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63286832 (010) 63287107 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010) 63365686

读者服务部 (010) 66070833 (010) 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 东方七星印刷厂

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 13.5

字数 327 千

版次 2004 年 11 月第 1 版

印次 2004 年 11 月第 1 次印刷

印数 1—2090

定价 32.00 元

如出现印装错误本社负责调换

目 录

导 言	1
第一章 有效市场理论、行为金融学理论及其他	6
第一节 有效市场理论	6
第二节 证券组合投资理论	11
第三节 行为金融学理论	15
第四节 羊群行为理论	21
第五节 稳固基础理论、空中楼阁理论、 随机行走理论等	27
第二章 各种胜场的投资策略	
——机构投资策略述评	31
第一节 长期持有投资战略	31
第二节 价值投资战略	40
第三节 增长投资战略	48
第四节 积极投资和消极投资战略	58
第五节 资产配置策略	63
第六节 自上而下投资与自下而上投资	71
第七节 势头投资与反向投资	72
第八节 好公司与差公司的投资	76
第九节 小盘股效应	78
第十节 基本分析与技术分析	82
第十一节 定量投资与定性投资	89

第三章 “新兴 + 转轨”

- 我国股票市场透视 91
- 第一节 规模、结构与市场化 91
- 第二节 我国股市特征透析 96
- 第三节 我国资本市场发展方略 103
- 附 从市盈率看未来市场趋向 107

第四章 揭开神秘的面纱

- 机构投资者概述 114
- 第一节 机构投资者的内涵与投资行为特征 114
- 第二节 机构投资者与市场稳定 119
- 第三节 机构投资者与公司治理 127
- 第四节 机构投资者的监管与规范 131
- 第五节 我国机构投资者的发育状况及构成 135
- 附 机构大户为何落入广夏陷阱
——银广夏机构大户投资行为剖析 158

第五章 巨舰入海浪滔天

- 社保基金和保险公司投资行为研究 163
- 第一节 社保基金投资行为研究 163
- 第二节 保险公司投资行为研究 181
- 附 保险资金运用风险控制指引（试行） 200

第六章 市场的领跑者

- 证券投资基金投资行为研究 216
- 第一节 我国证券投资基金发展概述 216
- 第二节 基金投资理念研究 222

第三节	关于封闭式基金与开放式基金的 几个问题·····	231
第四节	关于指数基金·····	243
第五节	基金持股对个股及市场波动的影响·····	246
第六节	基金能否显著战胜市场·····	253
附 1	投资理念：基金运作的“定海神针”·····	263
附 2	基金经理的楷模·····	266
附 3	基金经理的魔法石·····	268
第七章	天涯任我行	
	——私募基金投资行为研究·····	271
第一节	私募基金的定义与特征·····	271
第二节	国外对冲基金研究·····	275
第八章	与边缘化抗争	
	——证券公司投资行为研究·····	292
第一节	我国券商的发展与不发展·····	292
第二节	券商自营证券投资·····	297
第三节	券商投资理念批判·····	301
第四节	券商投资理念的悄然变化及未来趋向·····	307
第五节	券商委托资产管理业务研究·····	316
附	证券公司客户资产管理业务试行办法·····	326
第九章	风风火火闯股市	
	——三类企业投资行为研究·····	343
第一节	三类企业入市概述·····	343
第二节	三类企业入市途径·····	345

第十章 真正的市场大鳄	
——庄家现象研究·····	372
第一节 庄家与机构投资者·····	372
第二节 庄股的特征·····	375
第三节 庄家的行为特征·····	381
第四节 庄家的作用分析·····	386
附1 崩裂的54亿元资金链	
——“中科创业”股价操纵事件始末·····	390
附2 亿安科技操纵案·····	395
附3 啤酒花股价操纵案·····	398
结 语 ·····	405
参考文献 ·····	418
后 记 ·····	423

导 言

(一)

投资机构化、机构主导市场是证券市场发展的**大势所趋**，也是我国证券市场走向成熟的关键。

作为一个最有代表性的新兴市场，中国证券市场用十几年时间走过了发达国家证券市场上百年的路程，可谓**突飞猛进、快速成长**。以投资者结构而论，散户市场的议论言犹在耳，机构主导时代已扑面而来。近年来乘管理部门加快培育和发展机构投资者之政策东风（1998年开始进行证券投资基金试点，1999年允许券商增资扩股和保险资金、三类企业入市，2000年提出超常规培育和发展机构投资者，2001年推出开放式基金，2002年中外合作基金的试点，2003年推出QFII，依托我国经济良好的基本面，机构投资者迅速崛起。种种迹象表明，我国正在加速进入机构投资者主导市场时代。这不仅表现在机构投资者数量、规模的急剧扩张上，如基金不断扩容，券商加快增资扩股，机构数量迅速增长；还表现在机构投资者投资理念日益成熟、投资行为日益规范上；更表现在结构优化上，随着开放式基金尤其人们呼唤良久的社保基金入市及QFII入市

壁垒的打破，机构投资者的内在结构得到了根本性优化。目前已形成由证券投资基金（包括封闭式和开放式基金）、证券公司、保险公司、社保基金、QFII、三类企业、民营企业、私募基金等组成的多样化的机构投资者队伍，以往由券商和证券投资基金包打天下的局面得到根本改观，社保基金、保险资金等更加规范、更加注重长期投资的机构在日增月长，全新的国外机构投资者已浮出水面。

随着机构投资者的飞速发展，机构与散户的力量对比发生了根本性变化，机构在掌握和调动的资金量上、尤其在对市场影响力和控制力上，显然已成为主导力量，“蚂蚁雄兵”时代已渐去渐远。未来机构投资者还有很大的发展空间，其实力和市场影响力、控制力将进一步增大。

从散户主导到机构主导，这是具有里程碑式意义的质的飞跃。随着机构主导时代的到来，我国证券市场正在发生巨变，目前这一变化才刚刚开始。可以断言，机构投资者将在促进市场稳定发展、改善公司治理、推动金融创新方面发挥更大作用。

当然，机构投资者不是万能的，也不是完美的，事实上其短期性、投机性、暴利化特征也很突出。但是，机构投资者的规范化程度，与其资产负债性质及所依托的市场环境有着密切关系。也就是说，由于资产负债的性质不同，资金来源期限不同，对风险收益的态度不同，机构投资者的投资理念与行为特征颇具差异。不同类型的机构投资者其规范化程度是不同的，如公募基金与私募基金（对冲基金），养老保险基金与共同基金，商业银行与非银行金融机构，非银行金融机构与企业法人，它们的资产负债性质、运作方式有着很大的区别，规范化程度的差异也就很大。在不同的市场环境下，机构投资者的规

范化程度也有很大差别，所起的作用也就不同。鉴于机构投资者能量巨大，如果放松监管，其破坏力尤甚，因此，对机构投资者应发展与规范并重。

我国机构投资者不仅存在着规模不足和行为失范、规范化程度较低的问题，还面临着“成长的烦恼”——中国证券市场已开始进入机构主导时代，但缺乏与之相称的市场广度和深度，市场规模较小特别是金融创新不足导致投资工具单调、投资渠道狭窄，即“浅水难容大龙”的问题，以及系统性风险过大、上市公司质量不高、历史遗留问题过于复杂、股权结构割裂、庞大的国有股与法人股等待流通等问题。因此，培育发展我国的机构投资者实为一项系统工程。一方面应继续拓宽机构投资者融资渠道，使其拥有稳定的长期资金来源，推动更大规模、更多种类的机构投资者入市，将保险资金直接入市、银行资金入市、混业经营等提上议程，以从根本上解决证券市场 and 机构投资者的“源头活水”问题；另一方面，应积极营造有利于机构投资者健康发展的外部环境，如实行金融创新，增加投资工具，完善市场品种，完善交易制度，拓展机构投资者运作空间，尤其要着力提高上市公司质量，提高证券市场投资价值，增强证券市场对机构投资者的吸引力。同时，还应强化监管和自律，提高机构投资者的规范化水平，加快机构投资者的产权、治理结构改革，不能以牺牲规范、牺牲中小投资者利益的方式来换取虚假繁荣和机构发展。

(二)

运用现代金融理论、证券投资理论，借鉴国外证券市场的经验，密切结合中国证券市场实际，系统、完整、深入地研究

投资机构化这一新现象，研究机构时代的市场变化，研究机构化背景下作为市场主导力量的机构投资策略、方式、理念，研究如何将西方经典投资理论、投资策略与我国证券市场实际相结合以便更好地为我所用，研究如何对机构投资者实施有效监管，是一个有重要意义的课题。

面对机构投资者逐渐成为市场主导力量的现实，国内对机构投资者的研究逐渐增多。研究领域和重点包括对投资基金的研究，对机构投资者投资策略的研究，对战略投资者的研究，对社保基金入市及外资入市的研究，对机构投资者与公司治理关系的研究，对机构投资者羊群行为的研究，对行为金融学与我国证券市场弱式有效性的研究等，目前已取得不少研究成果。但是，目前的研究仍存在问题，如深度的理论分析不足，描述性判断较多，对现象的过多描述使薄弱的理论分析相形见绌。另外，缺乏深层次的中外比较研究，对国外多种模式并存状况以及原因研究不足，缺乏对机构投资者的国情特色、各种模式不同的制度安排与各国国情的关系的研究，片面地将某国模式（如美国）当成惟一和理想模式，无条件地加以推崇和运用，而未深入分析其生成条件、适用条件和适用范围。应着力探讨既适合我国国情又与国际规范接轨的发展模式，闭门造车、敝帚自珍或食洋不化这两种极端的倾向都是应当避免的。

本书重点研究机构投资者的性质、特征、构成，机构投资者与市场稳定及公司治理的关系，机构投资者的投资行为与投资策略。通过深入分析机构投资者与稳定市场及公司治理的关系，有利于正确地、实事求是地认识机构投资者的作用；通过分析机构投资者的内在缺陷与局限性，着重分析由于先天不足、后天失调造成的中国机构投资者行为的扭曲并导致的负面

影响，有利于突出规范和监管的必要性和紧迫性；通过对不同类型机构投资者投资行为的分析，总结其优劣并发现规律，更全面、更深刻地理解机构投资者；通过对各种投资理念、投资策略的分析，寻找出较优投资策略，并为机构投资者及个人投资者制定正确的投资策略、树立正确的投资理念、为证券主管部门采取对症下药的规范与发展措施提供有益的参考。

第一章 有效市场理论、行为金融学理论及其他

第一节 有效市场理论

一、有效市场理论

有效市场是指市场价格可以充分、迅速地反映所有相关信息的市场状况。有效市场理论认为，市场的有效性集中表现在证券价格上，证券价格在任何时点上都是证券内在价值的最佳评估。

有效市场的特征是：（1）每种证券的价格等于其投资价值即内在价值。（2）有效市场能公平、合理地配置社会资金。（3）在有效市场上，证券价格的波动呈随机游走的方式。（4）在有效市场上，证券的价格能迅速、准确地对新的信息作出反应。投资者只要随机选取若干种投资对象，就能获得市场的平均收益。

既然证券价格作为一种正确的信号能充分反映一切可取得的信息，那么，可取得的有关信息就成为价格能否作为正确信号的决定因素。按照可获得信息的分类不同，有效率的资本市

场分为三种类型。

1. 弱式有效市场。在这种情况下，证券的现行价格所能反映的是有关过去价格和过去收益的一切信息。按照这一假设，现在股票价格的任何变动都完全独立于其过去的运动。因此，投资者不可能利用技术分析方法，获得对应于投资对象风险水平的投资收益以上的超额收益。这就否定了技术分析方法——考察过去的股票价格的使用价值及存在价值。

2. 半强有效市场。在这种情况下，证券的现行价格不仅能反映过去价格和过去收益的一切信息，而且能够体现一切可以公开得到的信息，如关于公司公开的财务状况报表、公司重大决策的通报等。证券价格根据这些可获得的信息及时作出调整。按照这一假设，当前股票价格已经充分反映了当前全部的公开信息，因此，投资者不可能利用公开信息得到超额利润，不管是使用技术分析方法还是基本分析方法。这就同时否定了技术分析方法和基本分析方法的使用价值及存在价值。

3. 强有效市场。此时，证券的现行价格所包括的信息面最广，不仅充分反映过去价格和过去收益的一切信息、充分反映一切可获得的公开信息，还反映了全部非公开的相关信息。在这种情况下，任何投资者都无法凭借其地位或某种信息渠道来获得超额利润。按照这一假设，不仅技术分析方法和基本分析方法被否定，而且同时否定了任何内线交易人获得超额利润的基础，即市场上不可能存在依靠内幕信息获得超额利润的“庄家”。

对效率市场类型的划分，得出一个重要结论是：证券价格总是不同程度地反映各类经济信息。对三个市场各自信息来源的分析又显示出，价格反映信息的范围越广、反映的速度越快，投资者就越难通过证券买卖获得超额利润，投机行为越难

奏效，而价格将趋于相对稳定。此时，平均利润能更充分地得到体现，资金便有效地被导向各生产领域。

关于有效市场假设，一直存在激烈的争论。在很长一段时间里，赞成者占了上风，就连有“证券基本分析之父”美誉的格雷罕姆也最终加入到支持者之列，他在1976年去世前宣布放弃基本分析技术，投向“效率市场”学派。他说：“我不再是为了寻求良好的价值机会而采用完善的证券分析技术的倡导者了。我站在效率市场学派一边。”

但从该假说诞生之日起，质疑和反对之声就不绝于耳。在美国北卡罗来纳大学莱泰尼博士指导下进行的SUE研究发现，股票的价格根据公司每季度的财务报表的信息进行的调整通常要滞后90天。这就意味着投资者通过分析公司财务报表的资料并迅速采取行动就能获得超额收益。1977年巴苏发表文章，用实例说明投资者购买低市盈率、低风险系数的股票往往能获得超额收益。还有研究说明一月效应、小盘股效应等“异象”的存在。这些研究说明，证券的价格并不完全是随机游走的，投资者如果能够掌握某种股价变动的规律，就能够获得超额收益，从而否定了有效市场假设。

至于那些从事证券投资实务并取得巨大成功的投资大师更对有效市场理论表现出不屑一顾的态度。巴菲特曾诙谐地说：“如果市场总是有效率的，我将会流落街头，沿街乞讨”。奥尼尔指出：“股市既无有效，也非随机漫步，因为有太多错误的观点与解释，太多诸如骄傲、疑惑、恐惧与希望的情绪。有时因错误的判断、众多复杂的变量以及快速改变的环境，使得研究员不能适当权衡他们所掌握的信息。”^①

^① 杨朝军：《决胜华尔街》，上海人民出版社，2002年版，第288页。

尽管大多数“学院派”是有效市场的信奉者，但也有少数“学院派”对有效市场理论提出质疑。麻省理工学院教授保罗·克鲁格曼提出造成市场效率低下的“有重大缺陷投资者七大习惯”行为特征：短期行为、贪婪、过分相信那些大傻瓜、随波逐流、以偏概全、追赶时髦、以及玩弄他人资金，“我所见到的，不是一群意在扑食的饿狼，而是一群身处险境的金融绵羊。”^①伯恩斯坦指出：“虽然越来越难于在市场上取得成功，但还是有越来越多的人正在不断地努力进取”，“有效市场是被理论家幻想出来的自然状态。它精巧、优雅甚至高贵，与真实世界中你我每日做决策的不确定性并没有什么联系”，“在充满精力充沛、永不停息而喧嚣的投资市场中，保持均衡价格是不现实的”，“当今市场上数额巨大的交易显露出一个重要的信号，即纯理论意义上的市场有效性与现实投资领域没有什么必然的联系。”^②

关于有效市场的争论还没有结束，但对立双方之间也存在某种共识：否定者不再怀疑在绝大多数的时间里证券价格确实呈现随机游走的特点；支持者也开始承认在个别情况下，证券的价格会遵循非随机游走的规律。

美国金融协会的前主席勃兰克于1986年作题为“噪音”的主席演讲时，将掌握的信息不够全面产生误导作用的技术分析与愿意跟风、追涨杀跌的投资者的证券交易行为称为证券交易中的“噪音”。这些噪音的存在，常常使证券的价格偏离其价值，影响市场的有效性。不过，它们提高了资产的流动

① 杨朝军：《决胜华尔街》，上海人民出版社，2002年版，第288页。

② 迪恩·利巴朗等：《投资理念制胜》，中国标准出版社，2000年版，第216页。

性，也不失为对市场的重要贡献。勃兰克重新定义了有效市场：“证券的价格围绕其内在价值周围波动，只要不小于内在价值的一半，不大于内在价值的两倍，这个证券市场就是有效的市场”。大多数证券理论研究人员都认为：尽管从严格的意义上讲，现实生活中的证券市场无论从哪个层次上考虑都不是完全有效的，但证券的价格确实能够及时反映绝大多数现有的信息。搜寻现行价格中还没有考虑到的因素，发现价格与价值的背离现象，能够为投资者带来超额利润的机会。但在现实生活中，这种机会微乎其微，转瞬即逝。在这个基础上，有效市场的概念是可以被绝大多数人接受的。^①

二、关于中国股市有效性的争议

1994年俞乔应用国外检验弱有效性的经典方法——收益率的随机游走检验，对沪深两市是否满足有效市场假设的问题进行了研究，发现1994年4月以前的中国股票市场还没有达到弱式有效性。宋宏兴和金伟根（1995）通过对上海证券市场的有效性研究，认为应将我国证券市场分为两个阶段，1991年4月3日到1992年6月12日是第一阶段，第二阶段是从1992年6月13日（该日开始放开股价限制）开始。他们对沪市1993年初至1994年10月的29只股票的周收益率进行了随机游走的实证分析，结果这29只股票价格具有随机游走的特征，这就表明1993年以后沪市达到了弱有效市场。

关于半强式有效性，杨朝军、邢靖（1996）以1993~1995年沪市100家上市公司的送配方案为样本，对各家公司

^① 葛开明：《现代证券投资学》，世界图书出版公司，1998年版，第33~34页。