



5haoxue.net
好学教育

2014

证券业从业资格考试通关宝典

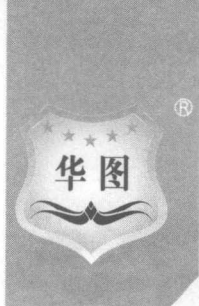
证券投资分析

证券业从业资格考试研究中心 编著
好学教育金融研究院 审定



教育科学出版社

ESPH Educational Science Publishing House



5haoxue.net
好字教育

2014

证券业从业资格考试通关宝典

证券投资分析

证券业从业资格考试研究中心 编著

好学教育金融研究院 审定



教育科学出版社

ESPH Educational Science Publishing House

出版人 所广一
责任编辑 张新国
版式设计 贾艳凤
责任校对 曲凤玲
责任印制 曲凤玲

图书在版编目(CIP)数据

证券投资分析 / 证券业从业资格考试研究中心编著.
—北京:教育科学出版社,2013.12
(证券业从业资格考试通关宝典)
ISBN 978-7-5041-8170-1

I. ①证… II. ①证… III. ①证券投资—投资分析—
资格考试—自学参考资料 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 296866 号



证券投资分析

ZHENGQUAN TOUZI FENXI

出版发行 教育科学出版社

社 址 北京·朝阳区安慧北里安园甲 9 号

邮 编 100101

传 真 010-64891796

市场部电话 010-64989009

编辑部电话 010-64981275

网 址 <http://www.esph.com.cn>

经 销 各地新华书店

印 刷 三河市延风印装厂

开 本 185 毫米×260 毫米 16 开

印 张 16.75

字 数 418 千字

版 次 2013 年 12 月第 1 版

印 次 2013 年 12 月第 1 次印刷

定 价 40.00 元

如有印装质量问题,请到所购图书销售部门联系调换。



前言

FOREWORD

证券业从业人员资格考试是由中国证券业协会负责组织的全国统一考试,证券从业资格是进入证券行业的必备证书,是进入银行或非银行金融机构、上市公司、投资公司、大型企业集团、财经媒体、政府经济部门的重要参考。参加证券业从业人员资格考试是从事证券职业的第一道关口,证券业从业资格证同时也被称为证券行业的准入证。证券业从业资格考试科目分为基础科目和专业科目,基础科目为《证券市场基础知识》,专业科目包括:《证券交易》《证券发行与承销》《证券投资分析》《证券投资基金》。基础科目为必考科目,专业科目可以自选。考试题目类型包括单项选择题、多项选择题和判断题。

为了帮助广大考生迅速了解考试动向、熟悉考试题型、提高应试能力,并针对证券业从业资格考试内容多、考点细等特点,华图教育特组织专家、学者在深入研究近年来证券业从业资格考试考情的基础上,适时推出《证券业从业资格考试通关宝典》系列教材,本系列辅导书包括《证券市场基础知识》《证券交易》《证券发行与承销》《证券投资分析》《证券投资基金》。本系列教材具有以下鲜明特点:

一、知识全面,体系完整

本套教材包含大纲考点、知识点解析和同步强化训练等板块,全书一气呵成,帮助考生完整、系统地进行复习。华图教育各位专家在分析知识点时,力图做到简洁精准,准确把握重点、难点,透视考试热点,跟踪最新动态,全面指导考生复习,同时拓展考生的知识面,以达到举一反三、触类旁通的效果。

二、全新真题,以“题”为纲

本套教材包含了近年证券业从业资格考试的真题,练习真题有助于考生充分了解考试的难度及题型、题量,帮助考生复习、巩固高频考点,准确把握考试动向。真题解析是在众多权威专家的论证分析后得出的最为精准和科学的答案,专家组在认真探索、剖析每一类型题目解答规律的基础上,整理出了最权威、最具说服力的答案解析。

三、设计科学,实用性强

本书中每章后都配置了同步强化训练题,帮助考生边记边练,巩固知识点。同步强化训练中的习题都是专家根据历年真题精心编写的,具有很强的预见性和前瞻性,使考生掌握复习的方向,提高应试成效。

最后,我们衷心祝愿各位考生在考试中顺利过关,实现自己的梦想。由于编者水平有限,本书如有疏漏之处,欢迎广大读者批评指正。

电子邮箱:htbjb2008@163.com

编者

2013年12月

目 录

22	第一章 证券投资分析概述	1
27	本章结构	1
27	大纲考点	1
27	知识点解析	2
27	第一节 证券投资分析的含义及目标	2
27	第二节 证券投资分析理论的发展与演化	2
28	第三节 证券投资主要分析方法和策略	9
28	第四节 证券投资分析的信息来源	14
29	同步强化习题	14
	第二章 有价值证券的投资价值分析与估值方法	22
100	本章结构	22
101	大纲考点	22
101	知识点解析	24
101	第一节 证券估值基本原理	24
101	第二节 债券估值分析	26
101	第三节 股票估值分析	31
128	第四节 金融衍生工具的投资价值分析	36
131	同步强化习题	41
	第三章 宏观经济分析	50
141	本章结构	50
141	大纲考点	50
141	知识点解析	52

第一节	宏观经济分析概述	52
第二节	宏观经济分析与证券市场	57
第三节	证券市场的供求关系	63
	同步强化习题	67
第四章	行业分析	75
本章结构		75
大纲考点		75
知识点解析		77
第一节	行业分析概述	77
第二节	行业的一般特征分析	79
第三节	影响行业兴衰的主要因素	84
第四节	行业分析的方法	87
	同步强化习题	92
第五章	公司分析	100
本章结构		100
大纲考点		101
知识点解析		103
第一节	公司分析概述	103
第二节	公司基本分析	104
第三节	公司财务分析	109
第四节	公司重大事项分析	128
	同步强化习题	134
第六章	证券投资技术分析	142
本章结构		142
大纲考点		142
知识点解析		143

第一节	证券投资技术分析概述	143
第二节	证券投资技术分析主要理论	146
第三节	证券投资技术分析主要技术指标	157
	同步强化习题	165
第七章	证券组合管理理论	173
本章结构		173
大纲考点		174
知识点解析		175
第一节	证券组合管理概述	175
第二节	证券组合分析	177
第三节	资本资产定价模型	184
第四节	套利定价理论	190
第五节	证券组合的业绩评估	192
第六节	债券资产组合管理	195
	同步强化习题	200
第八章	金融工程应用分析	208
本章结构		208
大纲考点		208
知识点解析		209
第一节	金融工程概述	209
第二节	期货的套期保值与套利	212
第三节	风险管理 VaR 方法	219
	同步强化习题	222
第九章	证券投资咨询业务与证券分析师、证券投资顾问	231
本章结构		231
大纲考点		232

知识点解析	233
第一节 证券投资咨询业务	233
第二节 证券投资咨询相关法律法规及规范制度	243
第三节 证券分析师自律组织	253
同步强化习题	255
173	75
174	75
175	77
175	77
177	79
184	84
190	87
192	91
195	96
200	100
208	102
208	103
208	103
209	104
209	109
213	128
216	134
222	142
231	142
231	143

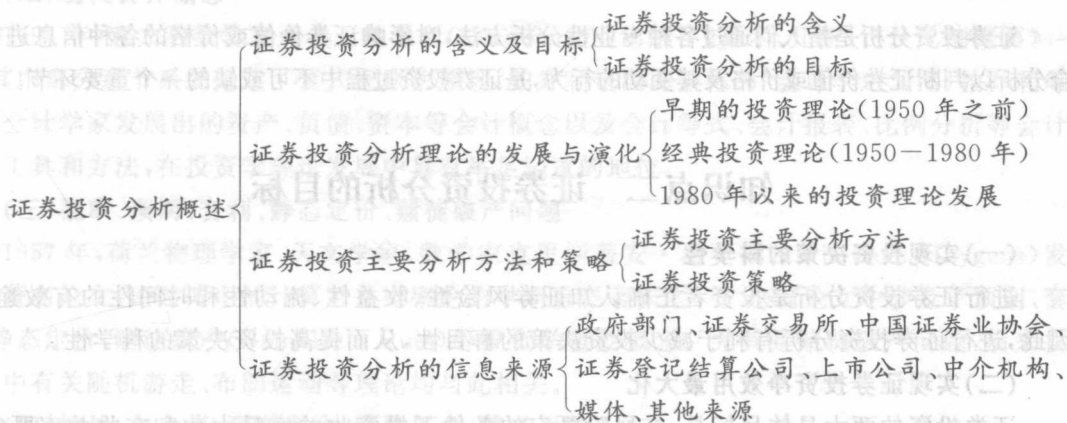


第一章

早期的投资理论(1950年之前)

证券投资分析概述

本章结构



大纲考点

节名	大纲考点
第一节 证券投资分析的含义及目标	掌握证券投资的含义及证券投资分析的目标
第二节 证券投资分析理论的发展与演化	熟悉证券投资分析理论发展的三个阶段和主要代表性理论
第三节 证券投资主要分析方法和策略	熟悉证券投资分析的基本要素
	熟悉我国证券市场现存的主要投资方法及策略
	掌握基本分析法、技术分析法、量化分析法的定义、理论基础和内容
第四节 证券投资分析的信息来源	熟悉证券投资分析应注意的问题
	掌握证券投资分析的信息来源



《 知识点解析 》

第一节 证券投资分析的含义及目标

知识点一 证券投资分析的含义

证券投资分析是指人们通过各种专业性分析方法,对影响证券价值或价格的各种信息进行综合分析以判断证券价值或价格及其变动的行为,是证券投资过程中不可或缺的一个重要环节。

知识点二 证券投资分析的目标

(一)实现投资决策的科学性

进行证券投资分析是投资者正确认知证券风险性、收益性、流动性和时间性的有效途径。因此,进行证券投资分析有利于减少投资决策的盲目性,从而提高投资决策的科学性。

(二)实现证券投资净效用最大化

证券投资的两大具体目标是:在风险既定的条件下投资收益率最大化和在收益率既定的条件下风险最小化。

在投资决策的过程中,证券投资分析的作用有:

- ①有利于正确评估证券的投资价值;
- ②有利于降低投资者的投资风险。

【2012-6-多选】投资者进行证券投资的具体目标有()。

- A. 收益率最大化
- B. 风险最小化
- C. 风险既定的条件下投资收益率最大化
- D. 收益率既定的条件下风险最小化

【答案】CD

【解析】证券投资的目的是证券投资净效用(即收益带来的正效用减去风险带来的负效用)的最大化。因此,证券投资的两大具体目标是在风险既定的条件下收益率最大化和在收益率既定的条件下风险最小化。C选项和D选项符合题意。

第二节 证券投资分析理论的发展与演化

美国伯克利加州大学著名金融经济学家马克·鲁宾斯坦(Mark Rubinstein,2006)按投资



学主要理论以及各种理论术语产生的时间顺序,将投资理论发展分为三个阶段。

知识点一 早期的投资理论(1950年之前)

(一)复利与现值

哈雷彗星的发现者,英国天文学家艾尔蒙多·哈雷在其1761年遗作《论复利》中,已经推导出了年金现值计算公式。1907年,美国经济学家埃尔文·费雪(Irving Fisher,1907)首次提出,任何资本项目均应按其现值进行评估。不过,直到美国金融学家乔尔·丁《资本预算》(Joel Dean,1951)一书出版后,现值概念才开始在投资领域被广泛使用。

(二)现代会计概念

1494年,意大利数学家卢卡·帕乔利(Luca Pacioli)出版了《算术、几何、比及比例概要》一书,其中部分章节系统论述了复式记账法原理,帕乔利也因此被称为“会计学之父”。帕乔利等早期会计学家发展出的资产、负债、资本等会计概念以及会计等式、会计报表、比例分析等会计分析工具和方法,在投资学理论发展中具有举足轻重的地位。

(三)概率、预期、套利、静态定价、赌徒破产问题

1657年,荷兰物理学家、天文学家、数学家克里斯蒂安·惠更斯(christiaan Huygens)发表了著名论文《论赌博中的计算》,是概率论的早期重要著作之一。这篇论文中涉及了预期、套利、静态定价、赌徒破产(Gambler's Ruin)等投资学重要概念。尤其是赌徒破产问题,后来投资学中有随机游走、布朗运动等理论均与此相关。

(四)统计、生命表、预期寿命、寿险年金、养老保险

1662年,英国统计学家约翰·格兰特(John Graunt)出版了《关于死亡率的自然观察和政治观察》,分析了60年来伦敦居民死亡的原因及人口变动的关系;首次提出通过大量观察,可以发现新生儿性别比例具有稳定性和不同死因的比例等人口规律,并且第一次编制了“生命表”,对死亡率与人口寿命做了分析。此后,克里斯蒂安·惠更斯及其弟弟路德维格·惠根斯(Ludwig Huygens)、荷兰政治家约翰·德·维特(Johan de Witt)、英国天文学家艾尔蒙多·哈雷(Edmond Halley)、法国数学家亚伯拉罕·棣莫弗(Abraham de Moivre)等改进了年金计算方法,将其进一步应用于保险和投资分析。

1835年,“近代统计学之父”凯特勒(Lambert Adolphe Jacques Quetelet)出版其著作《论人及其才能发展》(后改名为《社会物理学》),提出了后来被投资理论广泛使用的“代表性个人”概念,并对正态分布进行了深入研究。

(五)效用、风险回避、分散化、心理感受

投资者总是追求风险与收益平衡后的效用最大化。1738年,瑞士数学家和物理学家丹尼尔·贝努利(Daniel Bernoulli)发现,由于人们存在风险回避特点,赌局的价值总是低于其期望值,并提出了对数效用函数以及风险分散概念。1851年,德国心理学家韦伯(Ernst Heinrich Weber)发表其实验心理学奠基作《触觉与一般可感性》,提出最小可觉差与标准刺激之比为常数的所谓“韦伯定律”,他的学生费希纳(Gustav Theodor Fechner)将其扩展为心理感受与刺激之比为常数的“费希纳定律”。1934年,奥地利数学家K.门格尔(奥地利学派著名经济学家C.门格尔之子)提出有界效用函数(Bounded Utility Function)的概念。



(六) 布朗运动、随机游走、正态分布、期权定价早期理论

1900年,现代量化金融的奠基者路易·巴舍利耶(Louis Bachelier)在其博士论文《投机理论》中,将概率论直接运用于分析证券价格,首次给出了连续时间、连续变量随机过程(算术布朗运动)的数学表达,并试图为期权定价。1906年,他在《连续概率理论》一书中,又提出了包括马尔科夫过程在内的几种随机过程的数学表达。不过,他的这些贡献在当时并未引起广泛关注。)

(七) 风险、不确定性和企业利润来源

1921年,芝加哥学派创始人弗兰克·奈特(Frank Hyneman Knight)的博士论文《风险、不确定性和利润》出版,他将“风险”和“不确定性”进行了区分。按他的说法,风险是一种人们可知其概率分布的不确定,但是人们可以根据过去推测未来的可能性。而不确定性则意味着人类的无知,因为不确定性表示人们根本无法预知没有发生过的将来事件,它是全新的、唯一的、过去从来没有出现过的,并认为它是企业利润的来源。

(八) 即期价格、远期价格与期望价格

1923年,英国最伟大的经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯在其《商品市场的某些问题》一书中对现货与期货价格之间的关系进行了研究,认为一般情况下,期货价格将低于预期未来现货价格,套期保值者必须向投机者支付风险溢价才能诱导后者进入市场,并将这种现象称为“正常的反向市场”。1949年,美国经济学家沃金(Holbrook Working)发现,期货价格与预期现货价格之间的关系比凯恩斯的研究更为复杂,认为持有现货会带来一定的“方便收益”,从而改进了期货价格决定的存货成本理论。

(九) 证券基本面分析

1934年,本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)和戴维·多德(David L. Dodd)出版了证券分析史上最著名的名著《证券分析:原理与技术》,倡导采用基本面数据对证券价值进行分析,并提出了对资产负债表和损益表进行分析的基本方法。1949年,格雷厄姆再度出版名著《智慧的投资者》,对市盈率、红利率等基本面分析指标高度重视,被称为“价值投资之父”。不过,尽管格雷厄姆等人的理论在投资界拥有大量的信徒,学术界对其理论的评价相对而言就要低得多。

威廉姆斯(John B. Williams)1938年提出的公司(股票)价值评估的股利贴现模型(DDM)也具有重要地位,到今天仍然广泛应用。

(十) 其他理论发展

在1950年之前,还发展出大量与现代投资理论之间存在关联的理论萌芽,例如有效市场理论、前景理论、动态投资策略理论、信息与市场理论等。

【2013-3-单选】下列被称为“会计学之父”的是()。

- A. 弗兰克·奈特
- B. 丹尼尔·贝努利
- C. 克里斯蒂安·惠更斯
- D. 卢卡·帕乔利

【答案】D

【解析】1494年,意大利数学家卢卡·帕乔利(Luca Pacioli)出版了《算术、几何、比及比例概要》一书,其中部分章节系统论述了复式记账法原理,帕乔利也因此被称为“会计学之父”。



知识点二 经典投资理论(1950—1980年)

(一)现代资产组合理论

现代资产组合理论(MPT)是经典投资理论的主体,按照理论发展的时间顺序,大致可以分为下列几个部分。

1. 资产组合选择理论

1952年,美国金融学家马柯威茨(Harry M. Markowitz, 1952)首次在英语世界中以数学化的方式解释了投资分散化原理,发展了资产组合理论,标志着资产组合理论的开端。马柯威茨资产组合理论的核心是要解决长期困扰证券投资活动的两个根本性问题。

第一个问题是,虽然证券市场客观上存在着大量的证券组合投资,但为何要进行组合投资,组合投资究竟具有何种机制和效应?针对这一问题,马柯威茨建立了均值方差模型,首次用方差作为股票风险的计量指标,使得股票的风险得以量化,并阐述了证券收益和风险水平确定的主要原理和方法。

第二个问题是,证券市场的投资者除了通过证券组合来降低风险外,将如何根据有关信息进一步实现证券市场投资的最优选择?对于这一问题,马柯威茨的现代资产组合理论运用数理统计方法全面细致地分析了何为最优的资产结构和如何选择最优的资产结构,其实用价值在于其解决了投资决策中投资资金在投资组合中的最优化配置问题。

马柯威茨资产组合理论的意义在于,他揭示出,对投资者而言,重要的不是单个证券本身的风险大小(方差),而在于该证券对资产组合总体风险和收益的贡献。于是,证券分析的要害不是对单个证券进行孤立的研究,而在于研究证券组合整体表现。

2. 分离定律

马柯威茨等人的证券组合理论研究的是风险证券的最优选择,1958年,美国经济学家托宾(James Tobin)将其扩展到无风险证券,他发现,投资者的投资决策可以分为相互独立的两个步骤。首先,投资者要对总投资中的风险资产组合部分进行选择,这称为投资决策。在给定的风险资产组合收益与无风险资产收益的情况下,投资决策与投资者的风险偏好及财富总量无关;其次,投资者需要确定风险性资产与无风险资产的比例,这称为融资决策。简言之,投资者的投资决策与融资决策是独立的,可以分别考虑。

1981年,托宾获诺贝尔经济学奖。

3. 市场模型

马柯威茨的均值一方差分析需要大量的计算,由 N 只股票组成的组合即需要计算 N 个预期收益率、 N 个方差和 $N(N-1)/2$ 个协方差。以纽约证券交易所大约3000家上市公司为例,为了从这些股票中产马柯威茨的最优风险资产组合,至少需要计算450万个数据,在当时计算机还未普遍使用的条件下,这是很难实际操作的。1963年,马柯威茨的学生威廉·夏普(William F. Sharpe)建立了单因素模型(或市场模型),将单个证券的超额收益表达为单一市场指数超额收益的回归方程,从而将需要计算的数据减少到 $2N$ 个,使资产组合选择理论应用于实际市场成为可能。

4. 资本资产定价模型

1964年、1965年和1966年,威廉·夏普、约翰·林特耐(John Lintner)和简·摩辛(Jan



Mossin)三人几乎同时独立地提出了著名的资本资产定价模型(CAPM)。根据这一模型,证券收益可以表达为无风险收益与该证券因承担系统性风险而获得的系统性风险溢价之和,从资产组合的意义上说,个别风险可以相互抵消,重要的是系统性风险。资本资产定价模型成为金融学和投资学最重要的内容之一,是当今人们确定股权资本成本的重要依据。

1990年10月,诺贝尔经济学奖授予马柯威茨和威廉·夏普。

5. 套利定价理论与多因素模型

尽管资本资产定价模型非常简洁明了,但是由于存在较多的理论假设(例如需要假设存在一个市场组合,假设投资者可以按相同的无风险利率自由借贷,假设投资者具有单一投资期限,假设投资者均使用均值一方差分析等等),在经验数据研究中也经常发现有关参数不稳定,受到很多挑战。1976年,美国金融学家史蒂芬·罗斯(Stephen Ross)发展出了套利定价模型(APT)。根据这个理论,证券的收益受到多种因素的影响,可以表达为多个因素收益的线性组合,进而不同证券组合在一起,可以产生只对一种因素敏感的纯因素组合。产生纯因素组合的方式很多,但在套利压力下,这些不同的组合方式应该具有相同的收益率。

套利定价模型与资本资产定价模型尽管假设前提和理论逻辑不同,但是,其结果是一致的,资本资产模型也可以视为套利定价模型或多因素模型的一种特殊形式。

(二) 证券市场的竞争性均衡理论

1953年,美国经济学家肯尼斯·阿罗(Kenneth J. Arrow)发表了金融经济学历史上最重要的论文《风险最优配置中的证券作用》。在这篇论文中,阿罗首次提出了状态证券(State Security)概念(也称“阿罗—德布鲁证券”或“纯证券”)。这种抽象的证券仅在未来某一确定状态下产生1个单位的现金回报。通过这样的简化,证券市场上存在的各类证券便可视为不同的状态证券的组合,继而,在竞争性市场环境下,证券定价就转化为对不确定状态条件下的“状态价格”确定。1959年,美国经济学家德布鲁(Gerard Debreu)更严格地对竞争性均衡的存在性作出了数学上的证明,在以后金融理论建模中被广泛引用。

阿罗于1972年,德布鲁于1983年分别获得诺贝尔经济学奖。

(三) 资本结构理论

在企业资本中,权益性资本(如发行股票融资)与债务性资本(如发行债券融资)之间的比重称为资本结构。早在1930年,经济学家费雪(Irving Fisher)就提出,企业的生产决策与融资决策相分离。此后,1938年,威廉姆斯(J. Williams)进一步提出投资价值守恒定律(Law of the Conservation of Investment Value),认为企业价值与其资本结构无关。1958年,美国经济学家莫迪利安尼(Franco Modigliani)和米勒(Merton Howard Miller)通过无套利方法,比较巧妙而精确地得到关于资本结构的两个重要理论结果(合称MM定律):第一个结果与威廉姆斯等人相一致,资本结构与企业价值无关;第二个结果是,股票的预期收益率等于股票与债券混合组合的预期收益加上用混合组合收益与债券收益之差和债权/股权比率之乘积。换言之,企业的总资本成本等于债务资本与权益资本的加权平均数。除资本结构和资本成本理论外,莫迪利安尼和米勒还合作研究了股利政策,也成为今天公司金融理论的重要部分。

此后,经济学家斯蒂格利茨(Joseph E. Stiglitz, 1969, 1974)、罗斯(Ross, 1976)、哈坎森(Hakansson, 1978)等人进一步发展了MM理论。

莫迪利安尼、米勒、斯蒂格利茨分别于1985年、1990年、2001年获诺贝尔经济学奖。



(四) 随机游走与有效市场理论

前文提及,早在1900年,巴舍利耶就已经提及证券价格变动具有随机变化的性质。美国经济学家肯多(Maurice G. Kendall, 1953)是最早通过经验数据研究发现证券收益率具有随机性的金融学家,他发现,尽管不同行业指数之间具有显著相关性,但每个行业指数并不存在时间序列上的相关性。也就是说,通过历史数据的研究,并不能预测股票投资收益。同时,他也首次提出,股票价格变化大致呈正态分布。

1959年,奥斯本(M. F. M Osborne)提出了随机漫步理论,认为股票价格的变化类似于化学中的分子布朗运动(悬浮在液体或气体中的微粒所做的永不休止的、无秩序的运动),具有“随机漫步”的特点,即它变动的路径是不可预期的。与肯多的另一个不同点是,奥斯本发现了证券价格具有对数正态分布的性质。

随机游走理论受到来自证券技术分析师的挑战,1961年,亚历山大(Sidney S. Alexander)通过对1897—1959年的证券市场数据进行分析,发现利用技术分析中常见的过滤器规则进行投资,可以获得超额收益。不过,此后三年,亚历山大(1964)在新的论文中承认,他原先的研究有较大缺陷,超额收益其实并不显著。

1965年美国芝加哥大学著名教授尤金·法玛在(Eugene Fama)《商业学刊》上发表了一篇题为《股票市场价格行为》的论文,并于1970年对该理论进行了深化并提出有效市场假说。这个理论假设参与市场的投资者有足够的理性,能够迅速对所有市场信息作出合理反应。有效市场假说理论认为,在一个充满信息交流和信息竞争的社会里,一个特定的信息能够在股票市场上迅即被投资者知晓。随后,股票市场的竞争将会驱使股票价格充分且及时地反映该组信息,从而使得投资者根据该组信息所进行的交易不存在非正常报酬,而只能赚取风险调整的平均市场报酬率。只要证券的市场价格充分及时地反映了全部有价值的信息、市场价格代表着证券的真实价值,这样的市场就称为有效市场。

法玛(1970)根据市场对信息反应的强弱将有效市场分为三种,即弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场。在弱式有效市场中,证券价格充分反映了历史上一系列交易价格和交易量中所隐含的信息,从而投资者不可能通过分析以往价格获得超额利润。也就是说,使用当前及历史价格对未来作出预测将是徒劳的。要想取得超额回报,必须寻求历史价格信息以外的信息。在该市场中,信息从产生到被公开的效率受到损害,即存在内幕信息。投资者对信息进行价值判断的效率也受到损害。并不是每位投资者对所披露的信息都能作出全面、正确、及时和理性的解读和判断,只有那些掌握专门分析工具和具有较高分析能力的专业人员才能对所披露的信息作出恰当的理解和判断。在半强式有效市场中,证券当前价格完全反映所有公开信息,不仅包括证券价格序列信息,还包括有关公司价值、宏观经济形势和政策方面的信息。如果市场是半强式有效的,那么仅仅以公开资料为基础的分析将不能提供任何帮助。因为针对当前已公开的资料信息,目前的价格是合适的,未来的价格变化依赖于新的公开信息。在这样的市场中,只有那些利用内幕信息者才能获得非正常的超额回报。因此,在半强式有效市场中,已公布的基本面信息无助于分析师挑选价格被高估或低估的证券,基于公开资料的基础分析毫无用处。在强式有效市场中,证券价格总是能及时充分地反映所有相关信息,包括所有公开的信息和内幕信息。任何人都不可能再通过对公开或内幕信息的分析来获取超额收益。在该市场中,有关证券产品信息的产生、公开、处理和反馈几乎是同时的,而且有关信息的



公开是真实的,信息的处理是正确的,反馈也是准确的。结果,在强式有效市场上,每位投资者都掌握了有关证券产品的所有信息,而且每位投资者所占有的信息都是一样的,每位投资者对该证券产品的价值判断都是一致的。证券的价格反映了所有即时信息。在这种市场中,任何企图寻找内部资料信息来打击市场的做法都是不明智的。强式有效市场假设下,任何专业投资者的边际市场价值为零,因为没有任何资料来源和加工方式能够稳定地增加收益。对于证券组合的管理者来说,如果市场是强式有效的,管理者会选择消极保守的态度,只求获得市场平均的收益水平。管理者一般模拟某一种主要的市场指数进行投资。而在弱式有效市场和半强式有效市场中,证券组合的管理者往往是积极进取的,在选择证券和买卖时机上下大功夫,努力寻找价格偏离价值的证券。

有效市场假说提出后,成为证券实证研究的热门课题,支持和反对的证据都很多,是目前最具争议的投资理论之一。同时,该理论对指数化投资、指数化产品(尤其是ETF)在实践中的发展起到了积极的推动作用。

(五)期权定价理论

1973年,美国经济学家布莱克(Fischer Sheffey Black)和休尔斯(Myron S. Scholes)发表了具有划时代意义的论文《期权与公司债务定价》。同年,美国经济学家默顿(Robert C. Merton)以相近的方法发表了《理性的期权定价》,得出了不付红利股票的欧式看涨期权定价解析模型,后来成为布莱克-休尔斯模型(BS)或合称布莱克-休尔斯-默顿模型(BSM)。该模型以股票收益服从几何布朗运动为基本假设,在无套利基础上构建了包含股票和期权的微分方程,然后在边界约束条件下求解这个方程,得到了包含五个变量的相对简明而清晰的看涨期权定价模型。1973年,布莱克与休尔斯获得诺贝尔经济学奖。

1979年,美国经济学家科克斯(John C. Cox)、罗斯(Stephen A. Ross)、鲁宾斯坦(Mark Rubinstein)发表了《期权定价:一种简化方法》,同年,雷德曼(Richard J. Rendleman Jr)和巴特勒(Brit J. Bartter)发表论文《二状态期权定价》,他们提出的二叉树定价方法开创了以数值模拟为期权及其他复杂衍生定价的数值方法,至今在业界被广泛使用。

【2012-9-单选】1952年,哈理·马柯威茨发表了一篇题为()的论文。这篇著名的论文标志着现代证券组合理论的开端。

- A. 《证券组合策略》
- B. 《证券组合选择》
- C. 《证券投资分析》
- D. 《证券组合理论》

【答案】B

【解析】略

知识点三 1980年以来的投资理论发展

大致可以认为,到1980年,经典投资理论的大厦已基本完成,在之后的时间中,金融学家做的只是一些修补和改进工作。例如对影响证券收益率的因素进行进一步研究,对各种市场“异相”进行实证和理论分析,将期权定价的假设进行修改等等。相对成体系的理论贡献大致有两个方面。

(一)市场微结构理论

按照美国金融学家奥哈拉(Maureen O'Hara, 1995)的定义,市场微结构理论主要研究“在