

XI FANG TOU ZI XUE

西方投资学

戴玉林 编著

中国财政经济出版社

西方投资学

戴玉林 编著

中国财政经济出版社

(京)新登字038号

西 方 投 资 学

戴玉林 编著

*

中国财经出版社出版

(北京东城大佛寺东街8号)

新华书店北京发行所发行 各地新华书店经售

通县西定安印刷厂印装

*

850×1168毫米 32开 16.375印张 329 000字

1992年1月第1版 1992年1月北京第1次印刷

印数: 1—5 300 定价: 7.30元

ISBN 7-5005-1441-1/F·1358

序

戴玉林同志所著的《西方投资学》是我国第一部以一门学科的形式系统地介绍、分析和评价现代西方国家金融投资的制度、理论和方法的著作。这不仅对于我国人民了解和认识西方金融投资的制度、理论和方法，而且对于我国已悄然兴起且有广阔前景的证券交易市场的建设和理论研究的开展，都是大有裨益的。

从18世纪开始，伴随着产业革命的发展，金融投资也迅速地在西方国家蓬勃地扩展起来，并对各国工业化起到了加速和促进的作用。“假如必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度，那么恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是，集中通过股份公司转瞬之间就把这件事完成了。”^①基于经济发展现实的需要，金融投资的理论和方法不仅引起了工商业投资者的关注，而且还引起了自那时以来的大多数著名经济学家的兴趣。从亚当·斯密、大卫·李嘉图、马歇尔、凯恩斯到70年代荣获诺贝尔经济学奖的萨缪尔森、夏普、米勒、马科维兹，都对金融投资理论有所涉及或有所贡献，特别值得提出的是，马克思、恩格斯也曾就金融投资的性质、形式及其功能作了相当精辟的分析和阐述。此外，今年荣获诺贝尔经济学奖的三位美国经济学家马科维兹、夏普、米勒正是因为他们对金融投资理论的卓越建树，才受到如此的奖励。戴玉林同志所著的《西方投资学》中的第五篇大

① 《马克思恩格斯全集》第23卷，第688页。

约用了6万字的篇幅较为系统地介绍和评价了包括这三位学者在内的主要经济学家的研究成果。

在西方发达国家，证券投资不仅是一项相当多数的公民所热衷的经济活动，而且也是各大学经济类专业必学的课程，从而以投资学为中心的各种金融投资方面的著作和教科书可谓洋洋大观。客观地说，其中不乏具有科学价值的精品，但也有一些形而上学和唯心论色彩较浓的所谓“技巧”、“捷径”的理论，特别是让人感到遗憾的是，近几年来，我国的某些作者不分精华糟粕地盲目予以“引进”，这对我国金融投资的开展和研究将会产生某些消极的影响。值得庆幸的是，戴玉林同志能够不急功近利、不唯“洋说”，以马克思列宁主义为指导，花了将近5年的时间，研读了几十部西方投资理论和方法的著作，翻译近百万字的资料，写就此书，并对各种邪说进行了分析和批判（见本书第十七章）。

从1979年开始，中国开始了举世瞩目的经济体制改革，证券市场和股票交易所也先后在中国经济发达地区和城市形成与建立，并在资金筹措和资金调节方面发挥着越来越重要的作用。没有科学的理论，便没有科学的实践。戴玉林同志所著述的《西方投资学》，尽管是以西方主要发达国家为背景和为分析对象的，但他所选的分析和介绍的角度还是从中国的需要考虑的，其中所介绍的一些属于方法论方面和带有规律性的内容，对于我们来说，也是有一定的参考意义的。相信这部书的出版，对于发展和完善我国的证券投资市场和理论研究的深化，会有积极的作用的。

作为一种新的尝试和探索，该书也不可避免地存在着某些缺陷，例如，有些章节阐述得不够充分，显得单薄一些；对于新兴工业化国家的证券市场及其理论未能给予足够篇幅的介绍，等。当然，这些缺陷并不构成这部书供理论研究和供实际参考的障

碍。提出这些缺陷，是希望作者和广大理论工作者和从事实际工作的同志们共同努力，借他山之石，攻我国金融投资理论和实践之玉。

林继育

1990年11月

目 录

第一篇 结 论 篇

第一章 西方投资学导言	(1)
第一节 西方投资学的性质与研究对象	(1)
第二节 西方投资学的产生与发展	(11)
第二章 西方投资运行调节机制	(21)
第一节 西方投资运行调节机制的特点	(22)
第二节 西方投资运行调节主体	(26)
第三节 西方投资运行调节的内容	(35)
第四节 美国投资运行的自我调节机制	(42)
第五节 西方投资运行中主要违法行为的调节	(47)

第二篇 市 场 篇

第三章 西方证券市场总论	(52)
第一节 西方证券市场的概念	(52)
第二节 西方证券市场的类型	(53)
第三节 西方证券市场的功能	(57)
第四节 西方证券市场的形成条件与发展过程	(61)
第五节 西方证券市场运行指示器	(65)
第四章 西方证券发行市场	(71)
第一节 西方证券发行市场运行的主体结构	(71)
第二节 西方证券的发行方式	(74)

第三节	西方政府对证券发行市场的规范·····	(81)
第五章	西方证券流通市场·····	(89)
第一节	西方证券流通市场的经济基础与作用 考察·····	(89)
第二节	西方证券流通市场的组织形态与结构 框架·····	(93)
第三节	西方证券交易所的运行·····	(100)
第四节	OTC 及其它 市场·····	(106)
第六章	西方证券市场业务·····	(114)
第一节	经纪人的作用·····	(114)
第二节	经纪人(公司)的类型与选择·····	(119)
第三节	经纪人的帐户·····	(122)
第四节	经纪人的指令类型·····	(125)
第五节	证券交易成本·····	(130)
第六节	证券买卖业务操作总过程·····	(134)

第三篇 评 估 篇

第七章	固定收益证券·····	(138)
第一节	政府债券·····	(138)
第二节	公司债券·····	(145)
第三节	优先股·····	(151)
第八章	固定收益证券评估·····	(154)
第一节	固定收益证券评估的基本原理·····	(154)
第二节	债券的收益率·····	(157)
第三节	利率的变动·····	(162)
第四节	利率变动的投资策略·····	(167)
第五节	债券折价的投资策略·····	(171)

第六节 债券的评等分级	(174)
第九章 普通股及其评估	(185)
第一节 普通股	(185)
第二节 普通股评估	(197)
第十章 期货合约及其评估	(209)
第一节 期货合约的概念、性质及其类型	(209)
第二节 期货合约市场及其交易过程	(221)
第三节 利率、股票指数和外汇期货	(234)
第十一章 期权及其评估	(242)
第一节 期权的类型与经济功能	(242)
第二节 期权交易方法与策略	(252)
第三节 期权评估模型	(271)
第十二章 不动产投资	(276)
第一节 不动产投资的特征	(276)
第二节 不动产投资的风险	(282)
第三节 不动产投资抵押的形式	(284)
第四节 不动产抵押市场	(287)
第五节 不动产投资创新	(292)

第四篇 分 析 篇

第十三章 国民经济运行宏观分析	(295)
第一节 政府宏观经济政策	(296)
第二节 经济周期及其指示器	(303)
第三节 宏观经济预测模型	(307)
第四节 经济周期和行业分析	(309)
第五节 行业寿命周期	(312)
第十四章 财务报表分析	(316)

第一节	主要财务报表	(316)
第二节	关键财务分析比率	(323)
第三节	比率的使用	(335)
第四节	财务报表在分析中的局限性	(343)
第十五章	技术分析	(348)
第一节	技术分析的假设条件	(348)
第二节	道理论	(349)
第三节	相反的判定规则	(355)
第四节	信心指数与市场幅度	(358)
第五节	相对坚挺分析与移动平均分析	(362)
第十六章	股票市场价格特性分析	(367)
第一节	市场机制	(367)
第二节	证券市场效率假设	(369)
第三节	股票价格的特性	(379)
第十七章	传统的投资获利方法分析	(383)
第一节	“挫败市场”的含义	(383)
第二节	现金红利与内部信息交易获利法分析	(386)
第三节	低本益比股票和低价普通股收益获利 法分析	(391)
第四节	资金成本平均数获利法分析	(395)
第五节	比率计划获利法分析	(398)

第五篇 组 合 篇

第十八章	资产结构选择	(403)
第一节	分散资产风险原理	(404)
第二节	分散风险法对风险与收益的影响	(412)
第三节	资产结构选择	(424)

第十九章 资本资产定价	(438)
第一节 资本资产定价模型	(438)
第二节 证券的风险与收益	(445)
第三节 证券市场线	(451)
第四节 放宽假设条件	(458)
第二十章 资本资产定价实证	(470)
第一节 市场模型	(470)
第二节 资本资产定价模型的验证	(483)
第三节 套期定价模型	(497)
附录：主要参考书目	(505)
后记	(510)

第一篇 绪 论 篇

第一章 西方投资学导言

第一节 西方投资学的性质与研究对象

西方投资学是什么性质的学科，它以什么为自己的主要研究对象？要回答这两个问题，我们必须对“投资”一词有一个正确的理解。因为它在不同的社会形态与经济运行的格局下，有着不同的涵义。同时，从不同的角度上看，它的内涵也可能大相径庭。显然，不对“投资”一词作出明确而严格的规定，我们便无法正确地回答上述两个不可回避的问题。

一、投资的定义

从最一般的意义上说，投资是人类进行和组织社会生产和再生产的主要行为之一。在任何社会发展阶段，人类都必须不断地对有限的资源进行新的组合、分配，并且不断地利用这些有限的资源维持和扩大社会生产（包括人类自身的生产与再生产），以期增加社会财富，满足人类不断增长的物质需要和精神需要。否则，人类社会就不能延续和发展下去。

然而，作为人类主要行为方式之一的投资，在不同的社会经济形态和发展阶段上，必然要被打上各个不同阶段所反映出来的“印记”。或者说，在这些不同的阶段，投资所表现出的方式，是有着迥然不同的形式。在原始社会，由于生产力发展水平极其低下，投资只表现为人的体力与脑力的一种支出。例如原始人制作一把石斧，作为猎取动物和植物的工具。在共产主义社会，投资可能只是生产要素的再投入。因为，此阶段的生产力极为发达，商品货币关系已不复存在，只有实物的运动形式。而在商品货币关系的社会形态中，从不同的角度看，投资的涵义亦有所差异。从整个社会来看，投资是指社会剩余价值及由部分C和V转化而来的资本积累过程及其转变为扩大和简单再生产的物质手段，其结果是增加整个社会的财富；从企业来看，投资则指一座工厂的形成、一套设备的购置与安装，其结果是维持和扩大企业的生产规模和竞争能力；从个人的角度看，投资是指能够为个人带来收益或能够减少边际支出的购买行为。例如，个人购买有价证券，而有价证券能够带来收益，因而购买有价证券的行为就是投资行为。再如，个人购买一套价格看涨的公寓，自己有了公寓，就可以使原有的购买费用增值，并可减少日后租金的支出，从而，可以认为，这种购买就是一种投资。

那么，在西方的投资学中，“投资”究竟是指什么？我们试举两本西方的投资学对投资涵义的表述：

“投资可以定义为由个人或机构对在未来投资期内能产生与风险成比例的收益的金融资产的购买。”^①

“投资可以定义为现有资金的投入，这种投入预期在未来获

① 福雷达锐克·艾密林著《投资学：管理和分析入门》，普伦梯斯-霍尔公司1984年第5版，第36页。

得更大的资金流量。”^①

显而易见，这两个定义都认为投资是一种预期获得更大收益资金投放行为。不同之处在于前者着重强调了收益与风险的比例关系，后者则着力强调了资金在不同时期流量上的差异。

但是，进一步分析和推理，是否一切预期获得更大收益的购买或投入行为都可以定义为“投资”呢？回答是肯定的。因为，在西方资本主义社会中，有形资产投资的目的与金融资产投资的目的都是为了获得利润、利息等收益。同时，由于西方国家普遍存在着通货膨胀问题，个人的货币时刻面临着购买力下降的风险，而另外一些耐用消费品和物品将保持或提高价格，这样，如果人们早一些时候购买，那么，购买者便会获得收益，或者至少不至于降低真实的购买力。此外，在西方社会中，有一些物品如邮票、珍宝、古玩、字画等因其稀有，随着时间的推移，它们的价值也会不断提高，从而就会给持有人带来收益。这些购买行为，从结果上看，都与有形的物质资产和金融资产的投资并无实质性的差别。所以，西方的投资学认为，这些购买行为都是投资行为。

应当指出的是，把投资定义为为获得收益的一种购买行为，尤其是定义为对金融资产的购买行为，从宏观上看，与实物性的投资行为，仍然存在着重大的差别。因为金融资产的买卖只反映了资金与资金所有权在不同占有者手中的单纯转移，其本身并不能直接增加社会物质财富，其所获收益最初来源于生产领域，是对剩余价值的再一次分割或分配，在整个社会再生产过程中，它充其量只是流通环节中的“润滑剂”，只起到促进社会物质再生产的作用。

① 乔福艾·A·赫特等著《投资管理和策略的基本原理》，理查德·D·艾文公司1983年英文版，第4页。

二、投资与投机

对金融资产等的购买行为，有时被认为是一种投资行为，有时又被认为是一种投机行为。这样，要进一步理解投资的复杂涵义，还要对“投机”一词有所理解。

（一）投资与投机的区别

根据一些西方投资学资料的介绍，投资与投机的区别，主要是预期收益量、假设风险程度以及时间长度上的差异。

1. 在预期收益量上的差别。一般说来，单纯投机性证券的购买所预期的收益量要大大高于投资性证券的购买所预期的收益量。

2. 在假设风险程度上的差别。在西方，有一条原则：预期收益越高，所冒风险越大。由于投资者一般说来主要购买那些有相对稳定利息和红利的证券，因而，其所冒风险也是较低的。而投机者一般说来主要购买那些预期高收益而又极不稳定的证券，因而，其所冒风险也是很大的。特别是，投机者抱着对证券价格乐观的态度，依靠一些分析和侥幸心理去购买证券，偶尔的确能够取得极高的收益，但是，在大多数场合，往往是失败的。相对说来，投资者购买证券的失败概率要远远低于投机者的失败概率。

3. 在时间长度上的差别。投机对时间的要求是非常短的，从一周到数月不等，而投资对时间的要求则比较长，3年或更长的时间。由于对时间要求的差别，投机的重点只放在获得资本获利或涨价方面，而不是放在红利或利息收入方面，后者则是投资的侧重点。

（二）投资与投机的联系

从投资与投机区别的分析中，我们看到，两者只是程度上的

差别，并无本质上的区别。例如，就收益来看，投机者预期的收益高于投资者预期的收益。但是，有时投机者预期的收益并未高于投资者的预期收益，那么到底谁是投机者、谁又是投资者呢？就风险来看，任何投资无可避免地要冒一定的风险。从而在一定程度上又具有投机的因素。任何投机不会总以失败而告终。否则，便不会有投机的行为了。

当然，无可置疑的是，在证券投资市场的发展史上，的确存在过一种操纵市场、进行造谣、欺诈活动的投机行为，这与投资是有本质区别的。但是，随着证券投资市场的不断完善，这些投机现象基本上不存在了，即使偶然出现，也必将受到法律的制裁。

基于投资与投机的难以区别和西方国家的基本事实，我们认为，关键不在于对投资与投机作如何的区别，而是要重新清理一下“投机”这个词的含义及正确地估价投机的作用。

（三）投机的译法及其功能

投机一词在人们的观念中是一个贬义词，特别是在我国，“投机”总是与“倒把”连在一起，成为法律所不允许的犯罪行为。那么，投机是不是一种不正当行为呢？

为了说明这个问题，我们首先要弄清楚在西方国家“投机”（Speculation）到底是指什么。

在西方国家，投机者大多数是交易所的会员、经纪人。他们可分成四种，一种是“抢帽子者”，他们注意交易所的行情变动，随时不断地买进卖出，以期获得买进与卖出的价差和佣金；第二种是“一天交易者”，他们只是从1天的行市上下中得到利润；第三种是“维持交易地位者”，他们关心的是长期供求关系所形成的价格变动，预测价格涨落趋势，进行买卖以获得利润；第四种是“差价交易者”，他们注视同一种期货在不同日期或不同地点的价

格差异，或不同时期的价格变化，低买高卖，赚取利润。从这4种人的行为中，我们可以看到，他们的投资行为都是在对市场行情进行分析和预测基础上形成的，并未采取非法的手段。因此，把Speculators译成投机者或把Speculation译成投机似乎是欠确切的。同时，在英文中，Speculation还有思索、沉思、推测的意思。有鉴于此，把Speculation即投机译成“行市预测交易”可能更切实际一些。

另一方面，从行市预测交易的作用看，它又是证券市场不可缺少的，从初级证券市场来看，如果想要购买证券的人们都小心谨慎地想找一个百分之百地稳妥可靠、万无一失的证券来投资，那新证券就不可能发行。因为任何证券都有一定的风险，即使公债有时也难免有风险。从次级证券市场来看，买卖证券的价格，几乎每天都有涨有落，这也是任何市场都避免不了的风险。证券价格的涨落，代表了买卖证券的人们的综合判断。在投资者都认为某种证券看好，都想买进，由于人同此心，心同此理，大家都想买，就无人想卖。于是，想买的人就无从买进。反之，在投资者都想卖出的时候，无人想买，也就无从卖出。行市预测交易者的作用就在于：他们敢于、善于承担一般投资者不愿意承担的风险，在跌价时敢于买进，在涨价时敢于卖出。他们自己不仅可以获得买卖差价中的利润，而且还为证券市场连续运转创造了条件，有时他们甚至还可以起到平抑和稳定证券价格的作用。

三、西方投资学的性质

西方投资学是一门以众多学科为基础、专门研究投资活动的应用性的经济学科。

(一) 西方投资学拥有广泛的现实基础

西方投资学产生于西方国家的经济现实，生产力的发展要求