

投资学

TOU ZI XUE

• 李春杰 主编 苏 蕾 张 岩 副主编



 哈尔滨工程大学出版社
Harbin Engineering University Press

投资学

主 编 李春杰
副主编 苏 蕾 张 岩

江苏工业学院图书馆
藏书章

哈尔滨工程大学出版社

内 容 简 介

本书共 15 章,从定义与内涵、运作过程、风险投资管理、退出形式、创业市场介绍、公共政策支持、风险投资的国际化等不同方面,详细叙述了风险投资的融资、投资、管理退出的全过程,全面系统地介绍了投资发展的特点和规律。

图书在版编目(CIP)数据

投资学/李春杰编. —哈尔滨:哈尔滨工程大学出版社,
2008.4

ISBN 978 - 7 - 81133 - 341 - 1

I . 投… II . 李… III . 投资学 IV . F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 060134 号

出版发行 哈尔滨工程大学出版社

社 址 哈尔滨市南岗区东大直街 124 号

邮政编码 150001

发行电话 0451 - 82519328

传 真 0451 - 82519699

经 销 新华书店

印 刷 哈尔滨工业大学印刷厂

开 本 787mm×1 092mm 1/16

印 张 17.75

字 数 420 千字

版 次 2008 年 5 月第 1 版

印 次 2008 年 5 月第 1 次印刷

定 价 29.00 元

<http://press.hrbeu.edu.cn>

E-mail: heupress@hrbeu.edu.cn

前言

随着我国社会主义市场经济目标的确立和现代企业制度的推进,各类企业都将相继转换成自主经营、自负盈亏的法人实体。企业的投资融资活动成为商品经济社会普遍存在的经济现象。投资也成为每个人、每个家庭都要参与的一项重要经济活动。投资是经济生活的一部分,也是我们的人生中极复杂又多变化的一环。在投资领域中,为减少投资人的投资失误和风险,每一次投资活动都必须建立一套科学的,适应自己投资活动特征的理论和方法。

本书秉承西方投资学的思想和理念,在研究投资定义、种类及过程的基础上,主要研究目前市场上最基本的投资工具,以及每种投资工具的特点、收益和风险,研究证券市场构成及运作,研究证券投资的方法和常用的分析指标。本书是金融专业的基础课程,通过学习《投资学》,使学生了解投资的理论、知识和操作方法,认识和理解证券投资活动和证券投资过程,从而树立正确的投资理念,掌握常用的基本分析和技术分析方法,在实践中争取获得较大的投资收益,并控制和防范可能遇到的各种风险。

本书具有以下特点:

1. 通过实例来教学。
2. 是所有流行的经济管理类教材的补充。
3. 丰富的教学内容。
4. 简单易学的理论。
5. 由丰富的例子入手,再到实践和实际应用。
6. 网络资源的借鉴与使用。
7. 内容上的本质变化。

本书对旧有教材内容进行了较大的补充和更新,坚持了内容的连续性和知识体系的完整性,增强了专业内容的实用性,突出了理论研究的系统性。本书不但在体系上注重学科的系统性、完整性和科学性,在内容安排和材料引用上,也十分注重专业性、权威性和实用性。本书引用了大量的历史资料、最新发展动态和相关理论,并且将内容、问题、案例融为一体,体现了理论与实务紧密结合的特征,突破了传统教材只注重理论与知识介绍的固化模式。

本书共 15 章,从定义与内涵、运作过程、风险投资管理、退出形式、创业市场介绍、公共政策支持、风险投资的国际化等不同方面,详细叙述了风险投资的融资、投资、管理退出的全过程,全面系统地介绍了投资发展的特点和规律。本书除了可以作为金融投资专业、工商管理专业本专科生的教材,还可供研究生学习,同时可作为风险投资或科技管理从业人员的参考用书。本书编写具体分工

为:黑龙江工商职业技术学院李春杰主编(第七、八、十三、十四章)、东北林业大学苏蕾副主编(第二、三、四、五章)、哈尔滨工程大学张岩副主编(第十二、十五章)、黑龙江工商职业技术学院王金妍参编(第一章)、张雯(第六章)、窦琳琳(第九章)、郝强(第十章)、徐金然(第十一章)。

我们的目的很简单,就是想改变目前以理论教学为主要的投资学课程教学的状况,使案例、网络利用成为投资类课程教学中的基础方法。在今后使用此书的过程中,我们会力促学生进行更多的应用和实践,且在我们的指导下,主动的学习将成为可能。

本书在编写的过程中参照了大量国内国外已有的资料与文献,在此一并致谢,同时在编写过程中由于能力所限会存在一定的缺陷,希望读者不吝赐教,以便及时更正。

编者

2008年1月

目 录

第一编 概 论

第一章 投资学概述	1
第一节 投资学概述	1
第二节 投资与投机	4
第三节 投资过程	7
第四节 投资环境	10
第五节 投资监管	13

第二编 投资工具

第二章 债券	18
第一节 债券概述	18
第二节 债券的投资收益	24
第三节 债券的信用评级	28
第三章 股票	31
第一节 股票概述	31
第二节 股票的类型	34
第三节 股票的投资收益和价值	39
第四节 股票价格指数	43
第四章 投资基金	48
第一节 投资基金概述	48
第二节 投资基金的类型	52
第三节 投资基金的收益和费用	58
第四节 投资基金的业绩衡量	62
第五章 衍生证券	65
第一节 衍生证券概述	65
第二节 金融期货	69
第三节 金融期权	77
第四节 金融互换	85

第三编 投资市场

第六章 证券发行市场	89
第一节 证券发行市场的含义和构成	89
第二节 证券发行分类	90
第三节 股票发行市场	92
第四节 债券发行市场	100

第七章 证券交易市场	106
第一节 证券交易的原则和种类.....	106
第二节 证券交易市场的类型.....	108
第三节 证券上市制度.....	110
第四节 证券交易程序.....	115
第五节 证券价格指数.....	116
第八章 投资组合理论	123
第一节 货币的时间价值.....	123
第二节 风险与效用.....	125
第三节 资产组合的风险与收益.....	128
第四节 风险资产与无风险资产之间的资本配置.....	132
第九章 资本市场均衡理论	136
第一节 资本资产定价模型.....	136
第二节 套利定价理论.....	145
第三节 有效市场理论.....	151
第四编 证券投资分析	
第十章 投资的基本分析	156
第一节 宏观经济分析.....	156
第二节 行业分析.....	165
第三节 公司分析.....	171
第十一章 投资的技术分析	185
第一节 技术分析概述.....	185
第二节 主要技术分析理论.....	186
第十二章 项目投资	214
第一节 项目投资概述.....	214
第二节 项目投资的决策程序和内容.....	216
第三节 项目投资的环境分析.....	218
第四节 项目投资的决策方法.....	222
第十三章 风险投资	230
第一节 风险投资概述.....	230
第二节 风险投资运作.....	233
第十四章 企业兼并与收购	240
第一节 企业并购概述.....	240
第二节 企业并购的形式.....	243
第三节 企业并购的运作与管理.....	248

第十五章 国际投资	256
第一节 国际投资概述	256
第二节 国际投资与国际贸易	263
第三节 国际投资环境	268

第一编 概 论

第一章 投资学概述

能力目标:

- ★ 掌握投资的基本概念、投资与投机的区别、投资监管的内容。
- ★ 能够对投资学有一个整体的印象,为以后的学习打下基础。

知识目标:

- ★ 掌握投资的概念、投资与投机的区别。
- ★ 了解投资的环境、投资的过程。
- ★ 掌握投资监管的内容。

第一节 投资学概述

一、投资的内涵

投资是市场经济中普遍存在的现象,如购买股票、债券、房地产和保险等。那么究竟什么是投资呢?国外理论界对投资一词有以下不同角度的表述。

(一)从投资和消费的关系来界定投资。诺贝尔经济学获得者威廉·夏普将投资定义为“为了将来可能的不确定的消费而牺牲现在的消费的价值。”

(二)从投资的基本过程来界定投资。权威性的《简明不列颠百科全书》将投资定义为投资是指一定时期内期望在未来能产生收益而将收入变换为资产的过程。

(三)将投资区分为广义投资和狭义投资。美国著名的投资学家德威尔在《投资学》中将投资定义为:“广义的投资是指以获利为目的的资本使用,包括购买股票和债券,也包括运用资金以建筑厂房、购置设备和原材料等从事扩大生产流通事业;狭义的投资指投资人购买各种证券,包括政府公债、公司股票和金融债券等。”

通过投资的定义,我们对投资可以从以下几个方面来认识。

1. 投资是现在投入一定价值量的经济活动。从静态的角度来讲,投资是现在垫付一定量的资金;从动态的角度来讲,投资则是为了获得未来的报酬而采取的经济行为。
2. 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,从现在投入到将来获得报酬,在时间上或长或短,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,发生不可预测事件的可能性就越大,未来报酬的

获得就越不稳定。

3. 投资的目的在于得到报酬。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。未来价值超过现在价值,投资者方能得到正报酬。投资的报酬可以是各种形式的收入,如利息、股息,可以是价格变动的资本利得,也可以是本金的增值,还可以是各种财富的保值或权利的获得。

4. 投资具有风险性,即不确定性。现在投入的价值是确定的,而未来可能获得的收益是不确定的,这种收益的不确定性即为投资的风险。

根据投资的定义,投资一般包括投资主体、投资客体、投资目的和投资方式四个方面的要素,四者缺一不可。投资主体指投资者,可以是自然人、法人及国家;投资客体指投资对象,可以是建设项目或有价证券及其他;投资目的是指投资者的意图及所要获得的效果,如通过投资的保值、增值以获取经济或社会效益;投资方式是指资金运用的形式与方法,如购买厂房、机器设备等的实业投资,购买有价证券的证券投资等。

二、证券投资的概念

证券是用以表明各类财产所有权或债权的凭证或证书的统称。证券上记载有一定的财产或权益内容,持有证券即可依据卷面所载内容取得相应的权益。证券投资是指自然人、法人及其他社会团体通过有价证券的购买和持有,借以获取收益的投资行为。随着证券投资的发展,它已成为现代社会中重要的投资方式,在拓宽投资渠道、优化资源配置以及促进经济发展等方面发挥了重要作用。

三、我国证券业的发展

我国证券公司诞生于 20 世纪 80 年代末,在近 20 年的发展中对国民经济的发展和经济体制的改革起到了重要的推动作用。其自身也经历了从无到有,快速膨胀的辉煌阶段。但是近年来,证券公司普遍出现经营困难,问题公司也逐步出现。随着加入 WTO 之后,我国经济格局将发生很大的变化,证券行业更是面临着前所未有的机遇与挑战。在如此“内忧外患”的情况下,我国证券公司要如何把握机会,迎接挑战,及早研究解决自身的发展战略和面对国际化的市场定位,是我国证券公司面临的重要问题。

(一)我国证券公司的发展历程

证券行业在我国出现仅仅 20 余年的时间,从其发展的实际历程看,已经过了形成期和成长期,正步入成熟期。1984 年 11 月,中国第一股——上海飞乐音响股份公司成立。1986 年 9 月 26 日,新中国第一家代理和转让股票的证券公司——中国工商银行上海信托投资公司静安证券业务部宣告营业,从此恢复了我国中断了 30 多年的证券交易业务。此后,我国证券公司历经了四个发展阶段。第一个阶段是 1989 年到 1992 年,这是证券市场的初创时期。在这一时期中央政府对证券市场基本持一种观望的态度,有关的法律、法规、监管制度都尚未建立。证券市场处于一个监管缺位的状态,市场发展迅速,但运作极不规范。这一时期的证券公司处于萌芽状态,其业务源起于国债发行和代理。由于市场初期的卖方垄断和爆发式增长,证券公司通过简单的规模扩张提供低水平的通道服务就能获得丰厚的利润。第二阶段是从 1992 年到 1995 年,这是证券市场的制度建设阶段。市场混乱所带来的一系列经济、社会问题引起管理层注意,相关的法律、法规逐渐建立,集中统一的证券市场开始形成,监管主体、监管制度也逐步确立。这一阶段的证券公司数量和规模都在迅速扩张,竞争

加剧,利润空间缩小。由于自身定位不明确,市场容量小,业务空间有限,证券公司普遍介入实业、房地产和违规融资活动等等。第三个阶段是1996年到2000年,中央政府将证券市场与国有企业改革联系起来,开始有意识地推动市场发展,监管错位,政府对市场干预严重。这一阶段的证券公司进一步发展壮大,由于市场缺乏其他机构投资者,监管层将活跃市场的责任放在了证券公司身上,对证券公司自营投资监管不严。证券公司“坐庄”进行投资操作在这一时期成为非常普遍的现象。保底收益的资产管理业务应运而生,并迅速扩张。第四阶段是在2001年至今,管理层的监管理念开始转变,政府干预股指的意识淡化,开始提出市场化、规范化、国际化等概念,逐渐强化信息披露、对市场违规行为进行打击和对投资者利益进行保护。正是在这一阶段,证券公司投资业务的过度膨胀发展到了顶峰,并由于市场行情的冲击而出现风险的集中爆发。

(二)当前我国证券公司存在的问题

经历辉煌之后,近几年来我国证券公司却陷入了全行业亏损的困境。更有个别证券公司因经营失败被重组、关闭、撤消。其中既有制度环境和市场环境等外部因素的影响,也有自身规模小、业务拓展不足、风险控制差等内部因素的作用。

1. 交易制度和发行制度的缺陷使得证券公司经纪业务和承销业务的价值创造空间受限,证券公司对这两项业务难以拓展。

2. 监管不当,一方面对证券公司正常业务和融资渠道监管过度;另一方面对投资业务监管投鼠忌器。在扩张业务的迫切冲动下,证券公司将赢利的来源放到了自营投资业务上,由于缺乏正常的融资渠道,又产生挪用客户资金和违规资产管理等行为。

3. 与国外证券公司相比,我国证券公司具有结构雷同、业务单一、创新不足、粗放经营等特点,远不能适应国际竞争的需要。

4. 证券公司内部治理结构的不完善也是导致其偏好高风险投资业务的一个重要原因。

(三)我国证券公司未来的发展方向

加入WTO后,外在经营环境的变化,使得过去国内证券公司发展业务的竞争手段不再有效,问题更加突出。依靠强实力、高质量和优服务来发展壮大自身的全新时代即将到来。国内证券公司应审时度势,积极调整经营思路,及早研究自身的发展战略和市场定位,加快内部改革,才能变不利为有利,变挑战为机遇,真正获得与世界同步的发展。

1. 经营战略的调整。

长期以来,我国证券公司的粗放经营和关系经营特征明显。随着信息技术的进步、交易方式的无形化和网络化,证券营业部传统经营方式的优势正在不断减少。关系经营不再有效。上市制度从审核制转变到核准制,证券公司承担上市公司的质量保证责任、政府的干预影响力较弱等对做一级市场承销的证券公司提出了更高的要求,承销业务不再主要靠固有的关系网或政府的行政指令方式取得,而是依赖于证券公司自身的实力与服务水平。因此,证券公司必须将自己的经营战略调整到追求综合竞争实力上来。综合实力的提高,依靠良好的管理体制、先进的营销战略、优秀的人才、特色的品牌及较强的研发能力。

2. 加强证券公司的治理和监管。

在治理方面,一是调整组织结构,减少营业部数量,加强产品开发专职部门和国际业务部门;二是加强内部控制体系,主要是建立风险控制委员会,其成员可以由公司高层、部门领导和有关专家组成,负责制定有关风险的控制政策、执行程序,以及评价与监控各种风险;三是开发人力资源,重点应放在投资银行业务人员与研究开发人员。一流的研究队伍是证券

公司最重要的核心竞争力,是开展其他业务的基础。

在加强监管方面,一是应改善当前的发行制度,将发行的审核权、定价权放归市场,以恢复证券公司产品设计、定价、销售、以及融资理财服务整个业务链的价值创造空间;二是监管当局在放开证券公司正常的业务空间的同时,应加强证券行业信息披露和诚信体系建设,加大对证券公司投资业务的监管,严厉打击违规操作;三是从市场交易制度着手,可以考虑引入做市商制度以提高经纪业务的附加值并抑制自营投机的冲动。

3. 扩充资本,实现规模优势。

资本市场上的单笔并购规模和交易规模十分巨大,证券公司需有雄厚的资本金与总资产实力方能参与。解决我国证券公司规模过小的途径有证券公司行业内部的并购重组、增资扩股、重组上市、发行长期债券、资产抵押融资。

4. 拓展赢利增长点。

除传统的证券承销、经纪和自营业务以外,投资银行还应深入到并购重组、资产管理、投资咨询、项目融资、风险投资和金融衍生工具等诸多领域。加入 WTO 后,境内企业境外上市必然增多,外国企业也会到中国上市,这些都为国内投资银行提供了市场机遇。

要真正使得我国证券公司健康、可持续发展,从外部因素角度看,要正确定位证券市场功能;要培养治理结构清晰且业绩优良的上市公司;要引导投资者形成一种投资而非投机的市场气氛。与此同时,从内部因素角度看,最关键的还是要解决证券公司存在的自身问题。提高监管,加强治理。随着“稳定、长期、多赢”成为指引未来中国资本市场发展的重要政策取向,相信中国券业在洗牌以后即将迎来与国际资本市场融合发展的第二个春天。

第二节 投资与投机

一、投资与投机的含义

证券市场的产生和发展已有上百年的历史,其间市场涨涨跌跌、起伏不定,引发了广泛的社会关注,吸引了众多的市场参与者,各种投资思想和投资理念层出不穷,令人眼花缭乱。人们满怀热情地投入到证券市场,指望通过“投资致富”,证券价格的涨跌似乎也确实为投资者提供了这个舞台,但多年来的现实却无情地证明,除了极少数“幸运者”外,大多数人最终都是忙忙碌碌却一无所获或所获甚微。其原因除投资者的“理性局限”外,更重要的是投资者并没有真正清楚自己在证券市场到底在做什么,即到底是在“投资”还是“投机”? 思想上的盲目性是导致“投资”失败的主要因素(无论个人投资者还是机构投资者都是如此)。多年来,无论在学术界或在实务界,有关证券“投资”和“投机”的讨论始终不绝。“证券分析之父”本杰明·格雷厄姆认为意图比外在表现更能确定购买证券是投资还是投机。格雷厄姆提出了一个定义,“投资是一种通过认真分析,有指望保本并能有一个满意收益的行为。不满足这些条件的行为就叫投机。”他把“仔细分析”解释为“基于成熟的原则和正确的逻辑对所得事实仔细研究并试图作出结论”。根据这个思路,我们可以把证券投资策略总分为两大类,即“价值投资策略”和“价格投机策略”。证券投资的首要问题是确立符合自己需求的合理的“投资策略”,以之为指导进行投资实践;其次才是综合利用各种理论和分析方法进行投资实践的问题。实际上,投资者在市场上面临的首要风险就是不知道自己在做什么的风险。没有正确“投资策略”指导,则如“暗夜行路”极易迷失方向,也很难科学规避市场风险获得较好收益。

二、价值投资策略及其应用价值

价值投资策略及其应用价值投资思想是人们在证券投资实践中逐步形成的,早在 1900 年便已有人提出了这种投资思路,但其真正完善成熟的标志则是 1934 年本杰明·格雷厄姆和戴维·多德《证券分析》一书的出版。在《证券分析》中作者全面深入地阐述了价值投资的思想 and 证券分析的方法。另外,还创造性地提出了“安全边际(Margin of Safety)”的思想。该书多次修订再版,被许多人奉为证券投资的“圣经”,格雷厄姆被称为“证券分析之父”。总体来讲,价值投资的基本思路是不去理会证券价格的外在波动,而将注意力专注于正确估价证券的内在实质价值,以“合理”的价格购买证券,主要通过证券资产的实际收益获得投资回报。这种投资思想从资产创造实际价值的角度评估所购资产的价值,思路清晰符合“投资”的界定。当然它的主要问题在于如何对证券的实质价值进行界定和估价。

那么证券的内在价值或实质价值到底是什么呢?约翰·伯尔·威廉姆斯(John Burr Williams),在写于 50 多年前的《投资价值理论》(The Theory of Investment Value)指出,今天任何股票、债券或公司的价值取决于在资产的整个留存期间能够期望产生的以适当贴现率贴现的现金收入。这里实际上就牵涉到两个因素,一是贴现率的确定,二是未来现金流收益的估测。对这两者的准确估计是价值投资的关键。由于这二者估计中的主观性非常大,使得对同一证券内在价值的估计见仁见智,有时甚至相差很大。所以价值投资的思想容易理解但操作很难。它更多的是一种指导思想和原则,在实践中,其追随者在遵循其基本思路的前提下,发展了各具特色的投资方法。在众多的市场参与者忙碌于预测市场价格走势,忙碌于使用种种技术分析方法追涨杀跌而最终所获甚微甚至多有亏损时,价值投资者已利用“价值投资”的思想和策略积累了大量的财富。其中最著名的有本杰明·格雷厄姆、戴维·多德、彼得·林奇、沃伦·巴菲特等。沃伦·巴菲特是全球最著名的投资大师,被称为“股神”。他是一位坚定的“价值投资者”。他在进行投资时,只注意公司本身,而极少关注市场价格表面的波动。反之,大多数投资者只盯着股票价格,他们用了太多的时间、精力来观望、预期和预测股票未来的价格变化,而几乎没有花时间去理解他们拥有部分所有权的公司。巴菲特的基本投资原则有如下四点。

1. 企业原则。简单且易于了解;稳定的经营史;产业长期前景看好。
2. 经营原则。管理层是否理智;管理层对他的股民是否坦诚;管理层是否能拒绝机构跟风做法。
3. 财务原则。有令人满意的股东权益报酬率和合理的利润分配制度。
4. 市场原则。决定实质价值;以合理的价格买入。

可以看出,前三条原则的主旨都是在尽可能地提高预测的准确度,减少不确定性。第四条原则则强调了“安全边际”的作用。价值投资者面临的主要任务便是如何不断提高预测准确性的问题。既然是对未来的预测,自然会受到不确定性因素的影响。为了减轻不确定性的影响、降低投资的风险,需要采用“安全边际”的思想,即购买价格必须低于估测证券的实质价值,通常应有 30% 以上的折扣。通过“安全边际”保护,保证了投资者投资的安全性和稳定性。“安全边际”还附带地为投资者提供了由于市场错误定价而可能获得的“价差收益”。

当然,巴菲特的投资策略还有如集中投资、长期持有,合理组合及如何正确评估企业价值、利用复利增长获得超额回报等,但归纳起来,其投资的基本思路依然是“价值投资”的思想。

三、价格投机策略及其应用

价格投机策略及其应用与“价值投资”相对应,在理论和实践上还有另一类所谓“价格投机”的思想。其思想的着眼点在于事先预测出证券价格的走势,从而低价买进、高价卖出,获取“价差”收益。由于其显而易见的诱惑力,使得大多数“投资者”深深迷恋其中而不可自拔。那么证券市场价格变动是否有固定的规律性呢?这是一个充满争议的问题,主流金融学认为,天下没有免费的午餐,要获得更高的收益就必须承担更大的风险。更致命的是,根据巴契里耶(Louis. Bachelier)、法马(Eugene. Fama)、特雷诺(Jack. Treynor)等人发展完善的“随机漫步理论”、“效率市场假说”等理论,市场价格是随机漫步的,所以在理论上,没有人能够打败市场,市场价格的预测也是不可能的。当然,人们并不甘心。一方面,理论上有关主流理论假设与结论的研讨争论始终都没有停止过;另一方面,实践中,相当多的人致力于道氏理论、波浪理论、K线分析理论、江恩理论、四度空间理论及其他各类技术指标分析方法的应用与研究。另外还有诸如基本面分析法,再如题材、比价、筹码集中度、跟踪庄家动态等种种方法也为许多人所津津乐道。但从目前看来,他们都只具有部分的有效性,实际情况依然是绝大部分投资者忙忙碌碌却收获甚微,其收益无任何真正的保证。价值投资虽然看来更安全可靠一些,但其时间成本较高昂;而价格投机虽然风险和不确定性较大,但似乎较为快捷灵活。这也许就是众多投资者热衷于价格投机的原因之一吧。价格投机究竟是否具有理论可行性?笔者认为,可从长短期两个角度来分析,从长期看证券价格是呈随机游走的,而从短期来看,则可利用分析当期影响价格的最重要的几个因素来预测,即短期有迹可循。短期和长期的划分取决于不同影响因素的具体特性。我们可以通过下面这个式子来分析证券价格的变动方向: $F = F_1(P_i, P) + F_2(P, P_e)$ [P_i 代表证券内在价值, P 代表证券当前市场价格, P_e 代表所有市场参与者的预期价格, F 表示最终决定证券价格变动的合力]。它由两类力共同决定,第一类力是 F_1 , 它表示向心力,其大小与证券市场价格和证券内在价值之差成正比,方向指向证券内在价值;第二类力是 F_2 , 它表示其他影响证券价格变动的力,其大小与市场参与者预期的证券价格和证券市场价格之差成正比,方向指向预期价格。 F_1 和 F_2 的方向可能相同也可能相反。证券价格变动的方向和大小由 F 的方向和大小决定。根据上式我们可以得出以下一些推论。

第一,市场价格的变动取决于 F_1 和 F_2 的实力对比和共同作用。决定证券价格变动的因素除了市场价格与证券内在价值的偏离度外,还受市场预期价格的影响,这也就是为什么市场价格已严重偏离内在价值却还会涨了再涨或跌了还跌。

第二,由于 F_1 具有较强的稳定性,且与证券价格偏离其内在价值的程度成正比,所以,当证券价格高于证券内在价值时, F_1 (偏离度)越大,则潜在市场风险越大,此时必须时刻警惕;当证券价格低于证券内在价值时, F_1 (偏离度)越大,则潜在获利机会越大,此时则应积极把握获利机会(当然这里依然面临对该证券内在价值的估计问题)。

第三,由于 F_2 取决于市场预期价格,而市场预期价格由主、客观多种因素决定,具有较大的不确定性和复杂性,所以 F_2 也相应具有较大的不确定性和复杂性。这决定了通过预测价格变动获利的不确定性和困难性。

第四,对价格投机者而言,除了需正确估价证券内在价值外,还要做到正确估计市场预期价格。利用价格投资的方法虽然可能降低了时间成本,但也大大增加判断的难度和可能

出错的机会。

第五,市场预期价格的判断和当时的市场形势密切相关,可利用凯恩斯的“选美理论”及行为金融学的相关理论进行判断。

第六,对价值投资来讲,其收益实质上是通过证券资产的实际收益来获得和保证的,所以市场价格是否回归到内在价值,并不具有决定性。当然,从长期来讲,市场终会修正其错误定价。价值投资者也可以通过市场对错误价格的修正而获得额外的收益。就如何提高预测市场预期价格准确性问题而言,在不同的市场和市场不同的阶段,侧重点应有所不同。在投机性较强的市场,应以“博弈”思想为指导,顺势而为,结合行为金融学及其他分析方法进行判断;在相对均衡的市场,应结合技术面、基本面、心理面、博弈面及行为金融学的有关理论为指导进行判断。当然,在进行实践操作时,也必须注意到证券价格与其实质价值的偏离程度,提高“投资”的安全性。另外,除了把握“相机抉择”和“市场博弈”的原则外,还应重点关注媒体信息对投资者的影响,此时可不分其是否是“噪音”。当进行中、长线判断时,则需深入研究分析“噪音”和非理性判断的影响及其变化情况。总之,“价值投资”在理论上具有较强的合理性和逻辑性,在实践中也已为成功者所证实,它适合于那些希望通过证券投资获得持续、稳定、安全且有合理满意回报的投资者。这些投资者应在价值投资策略的指导下,积极提高投资决策的能力和水平,运用适合自己的投资方法和技巧进行证券投资,获取投资收益。以价格投机的思想和策略进行证券操作,理论和实践上都仍处于探索阶段,对大多数投资者而言,具有很大的风险性和不确定性,其收益缺乏有效的保证,它只是少数“幸运者”的天堂。

第三节 投资过程

在对投资定义的基础上,本节从一个完整的投资项目实施的角度介绍投资的过程。一般来说,一个完整的投资过程可以分为五个步骤:投资目标的设定、投资策略的选择、资产的价值分析、投资组合的构建以及投资的业绩评价。在本书的分析中,我们将以证券投资分析为例,介绍投资的过程。

一、投资目标的设定

投资目标的设定作为投资过程的第一阶段,确定了投资的路径和投资的风格。

在投资目标的确定过程中,有两个因素非常重要:投资者行为偏好,以及对风险和收益的衡量。在对投资定义的分析中,我们曾经指出,投资者的行为偏好通过自选择过程,把不同偏好的投资者区别开来,并使其在不同的金融市场中进行投资。在既定的投资者行为偏好下,投资者展开对风险和收益的衡量,并通过可对选择的投资项目的风险和收益的权衡,进行投资决策,同时确定投资目标。所以,投资目标的确定事实上是对投资机会的一个认识过程。在这个认识过程中,投资者行为偏好以及对风险和收益的权衡这两个因素相互影响,并最终决定了投资目标。

为了理解投资者行为偏好,有必要对比传统经济学的理性概念和行为金融学的理性概念。两者的差别,关键表现在认识维度上的完全理性与有限理性,以及整体理性和个体理性之间的差异。在分析中,我们通过对信息的认识和反应角度讨论上述差异,这一思路将贯穿全书。在收益与风险的衡量方面,本书着重介绍了单一资产的风险与收益、资产组合的风险

与收益、市场模型与系统性风险、风险度量的下半方差法等方法。

二、投资策略前选择

一旦投资目标设定以后,接下来就是选择投资策略。投资策略的选择与市场的属性、投资者具备的条件和其他投资者状况密切关联,所以只有在理解这三个条件的基础上,才能够作出最优的投资策略选择。

从市场属性的角度看,对市场的认识构成了对投资环境的基本认识。对一个市场来说,其微观结构由五个关键的部分组成:技术、规则、信息、市场参与者和金融工具。市场的属性和市场的特征是客观存在的,并随上述五个因素的变化而变化。但是,人们对市场的认识是有差别的。在不同的市场认识理论中,最优的投资策略是不一样的。例如,有效市场理论认为,从长久来看投资者不可能击败市场,其隐含的投资策略是被动投资策略。然而,当市场并非有效时,价格行为就具有某种可预测性,那么就应该选择主动投资策略。所以,对市场的认识决定着投资策略的选择。

从投资者对自己和其他投资者认识的角度看,其知己知彼的程度对投资策略的选择有着重要影响。在一定的投资市场环境下,由于一项交易事实上是作为市场参与者的交易双方之间的博弈,所以投资策略的选择是一种动态调整的过程,并且随着交易的进行而彼此互动。在这种策略互动的过程中,投资者需要不断地获取信息并通过贝叶斯(Bayes)学习过程而调整投资策略。市场微观结构理论认为,由于存在信息对价格的重要影响,知情交易者将利用自身的信息垄断优势而在交易中获取最大收益,同时未知情交易者一方面要尽量避免信息劣势导致的交易损失,另一方面要尽可能地达到自己的交易目的,所以两者的投资策略存在显著差异。

三、资产的价值分析

投资过程的第三个阶段是资产的价值分析,反映到证券投资中就是证券的价值分析,即对具体的可供选择的投资产品进行精确的价值计算,从而为投资品的选择奠定基础。

以证券投资为例,证券的价值分析主要包括债券价值分析、普通股价值分析以及衍生证券价值分析。从原理上看,证券价值分析方法与投资收益分析方法,都以预期收益的折现为基础进行分析。在时间价值分析方法中,证券价值分析的关键是确定预期收益和折现率。在本质上,证券价值的分析是一种预测行为,并且是用对未来现金流的预测去分析资产的未来价值,这种价值分析的预测行为通过指导交易反映到市场供求上,就形成了证券的价格。在有关证券价值分析的各种理论中,一直存在着关于价格的可预测性以及可预测性的时间属性等的争论。尽管如此,对于具体的投资实践来说,我们仍然需要进行与投资目标和投资策略相匹配的证券投资价值分析,否则就属于一种“不选择也是一种选择”的投资。

在债券的价值分析中,我们将着重分析收入资本化法与债券价值分析、债券属性与价值分析、债券定价原理等内容;在普通股价值分析中,我们将着重分析收入资本化法与普通股价值分析、股息贴现模型、市盈率模型等内容;在衍生证券的价值分析中,我们将着重分析远期与期货价值分析、互换价值分析、期权价值分析等内容。这些内容从资产类别的角度概括了证券价值分析的各种基本方法,并且有助于理解一般的资产价值分析方法。

四、投资组合的构建

上述三个步骤之后,就需要进行投资组合的构建,以实现投资收益——风险的最优匹配。构建投资组合之前,首先需要进行投资组合的价值分析。与第三步骤中资产价值分析不同的是,因为组合中各种资产在收益和风险方面的不同相关性,使得投资组合的价值有别于各种资产价值的简单加总。所以,有必要对各种资产的相关性进行分析,并在此基础上以实现最大组合价值为目标进行投资组合构建。

以证券投资组合的构建为例,投资组合的理论一直处于一种发展状态,并指导着不同阶段的投资实践。在理论发展脉络中,经典的投资组合理论主要包括:托宾的资产组合理论、马柯维茨的证券组合理论、资本资产定价模型和套利定价模型。这四种理论都在不同程度上把有效市场假设和投资者理性作为两项基础的理论假设。这之后,投资组合理论又有了许多新的发展,其中包括跨时资本资产定价模型(ICAPM)和消费资本资产定价模型(CCAPM),以及在批判性地审视有效市场和投资者理性假设基础上发展起来的行为资产定价理论(BAPM)。

在广义的投资组合构建过程中。应该首先考虑消费与投资的最优组合。在离散时间和连续时间两种模型中,如何从单期的静态组合构建扩展到跨期的动态最优组合构建,都是最优组合构建的研究内容。

五、投资的业绩评价

最后,为了检验投资的业绩是否与预期的投资目标相吻合,有必要进行投资过程的第五个步骤——业绩的评价。从时间上看,业绩评价可以分为过程评价和事后评价两种。过程评价是一种阶段性的评价,为投资过程的动态调整提供了信息。事后评价是一种检验性和总结性的评价,为以后的投资提供了必需的经验性信息。事实上两种业绩评价在投资过程中是不断交替进行的。业绩评价最重要的作用是为投资者的投资组合调整提供指导。在现代投资实践中,由于品种繁多、市场复杂且专业分工细密,绝大多数的投资是由职业投资经理人通过委托——代理关系代表投资者进行的。如何评价职业投资者的职业经验和投资业绩,不仅成为投资者选择投资代理的必要参考信息,同时也是约束和激励职业投资者的重要手段。所以,业绩评价为投资过程的良性循环提供必要的检验和支持。在业绩评价中,主要包括投资组合的风险评价和投资组合的业绩评价。投资组合的风险评价着重讨论组合风险管理中的事后评价,为市场风险管理、信用风险管理、流动性风险管理和操作风险管理提供反馈性信息;投资组合的业绩评价着重讨论组合业绩评价基准的选择,以及如何通过跟踪投资收益与评价基准之间的误差,来分析导致这些误差的原因,并总结经验为下一阶段的投资过程提供指导。我们将着重从单因素整体业绩评估模型、多因素整体业绩评估模型、时机选择与证券选择能力评估模型、投资组合变动评估模型等方面,分析如何进行投资组合的业绩评价。

至此,当投资的业绩评价完成后,一个完整的投资过程就结束了。需要强调的是,在投资实践中,投资过程五个步骤的工作并不是机械地进行的,而是应该根据投资实践的动态变化而不断地作出适应性调整。上述五个步骤之间是一种动态反馈与调整的关系,而投资过程就在这种反馈与调整循环中不断地进行着。