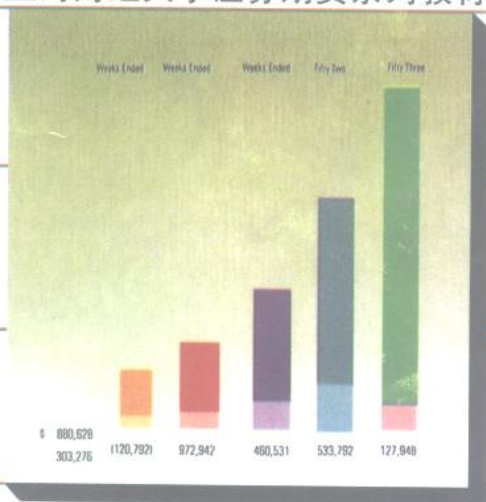


ZHENGQUANTOUZIXUE

证券投资学

霍文文 胡乃红 著

上海财经大学证券期货系列教材



上海三联书店

ZHENGQUANTOUZIXUE

证券投资学

上海财经大学证券期货系列教材

霍文文 胡乃红 著

上海三联书店

F830.91-43/6

证券投资学

著 者 / 霍文文 胡乃红

责任编辑 / 倪为国 张 帆

装帧设计 / 宋珍妮

责任制作 / 朱美娜

责任校对 / 孙 士

出 版 / 上海三联书店

(200233) 中国上海市钦州南路 81 号

发 行 / 新华书店上海发行所

上海三联书店

制 版 / 上海三联读者服务公司电脑排版

印 刷 / 江苏吴县文化印刷厂

装 订 / 江苏吴县文化印刷厂

版 次 / 1996 年 3 月第 1 版

印 次 / 1999 年 11 月第 7 次印刷

开 本 / 850×1168 1/32

字 数 / 375 千字

印 张 / 15.75

印 数 / 33501—38600

ISBN7-5426-0904-1

F·232 定价 20.80 元

证券期货学院系列教材

总 序

樊 浩 成

我国的证券市场从1984年发行第一张股票算起,至今已有12年了;从第一家证券交易所成立算起,至今也将近6年。这期间,我国的证券市场发展迅速。仅以上海流通市场为例,在1984年到1985年间,年交易量仅20万元;而1991年上海证券交易所成立后的第一年里,交易量就达到了63亿元(以单向统计计算),增长了3万多倍。1994年上海证券交易所成交量达25,000亿元,比1991年又增长了400倍。可以想见,随着我国市场经济体制的不断确立和推进,证券市场仍将以较快的速度向前发展。

证券市场的快速发展对证券业人才的培养提出了新要求。目前我国证券从业人员近20万,与其相关行业比较,总体知识水平不算太低,其中也不乏大学本科学历以上的从业人员。但也应该看到,我国的证券市场是在近6年内发展起来的,从业人员大多是从其他行业转入的,即使是高学历人员,相当一部分人的知识结构也与证券业所需的知识结构存在很大差距。所以,加快培养大批合格的证券期货专门人才,已成为我国证券期货市场健康发展的关键因素。有鉴于此,上海证券交易所与上海财经大学合作创办了我国第一家证券期货学院,旨在为我国证券市场的发展提供教学、科研和培训等方面的配套服务。目前,学院正在本科教育、研究生教育和社会从业人员培训三个方面进行着卓有成效的工作。

目 录

导 论	1
第一章 证券投资要素	9
第一节 证券投资主体	9
第二节 证券投资客体	18
第三节 证券中介机构	42
第四节 投资基金	53
第二章 证券市场结构	65
第一节 证券发行市场	66
第二节 证券流通市场	82
第三节 证券市场管理	97
第四节 世界主要的证券市场	110
第三章 证券交易程序和方式	124
第一节 证券交易程序	124
第二节 证券交易委托方式	140
第三节 现货交易与信用交易	145
第四节 期货交易	164
第五节 期权交易	206

第四章 证券投资的收益和风险	227
第一节 证券投资的收益.....	228
第二节 证券投资的风险.....	241
第三节 证券风险的衡量.....	251
第五章 证券投资对象的分析	270
第一节 债券分析.....	270
第二节 股票分析.....	292
第三节 其他投资工具分析.....	327
第六章 证券投资的基本分析	340
第一节 质因分析.....	341
第二节 量因分析——财务分析.....	373
第七章 证券投资的技术分析	393
第一节 图形分析.....	394
第二节 市场指标分析.....	438
第三节 证券投资方法.....	461
第八章 现代证券投资理论	470
第一节 马柯维茨的资产组合理论.....	471
第二节 资本资产定价理论.....	479
第三节 资本资产套价理论.....	491
参考书目	497
后 记	499

导 论

随着我国社会主义市场经济的确立与发展,证券投资学作为一门新兴的经济学科,在社会生活中必将占据日益重要的地位。证券投资是一个比较复杂的过程,从证券的发行到流通,其间要经过一系列的中间环节,为了便于人们全面了解证券投资学原理,我们首先对投资的一些基本概念作概要性介绍。

一. 投资的定义

在商品经济社会中,投资是普遍存在的经济现象,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,“报酬”则是将来的消费增加。西方投资学家威廉·夏普在其所著《投资学》一书中将投资概念表述为:投资就是为获得可能的不确定的未来值而作出的确定的现值牺牲。

根据我们对上述概念的理解,将投资定义为:投资是指经济主体为了获得未来的预期收益,预先垫付一定量的货币或实物以经营某项事业的经济行为。

对投资的定义我们可从以下几个方面来认识:

第一,投资是现在支出一定价值的经济活动。从静态的角度来说,投资是现在垫支一定量的资金;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,未来报酬的获得越不稳定,风险就越大。

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。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。

第四,投资具有风险性,即不稳定性。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。

由于收入是未来的价值,而未来的世界是不可预知的,受政治、经济、社会、科技、心理等诸多因素的影响,投资的收益很难事先确定,因而风险是投资过程中不可避免的。风险的大小与投资的时间长短有关,时间越长,不确定性越大;风险也和投资的预期报酬有关,预期收益越高,所含风险越大。风险与收益往往呈现相同的趋势,即高收益往往隐含着高风险,而高风险又会给投资者带来高收益。但是收益和风险之间关系复杂,两者不一定成正比例关系,追求额外的风险,不一定有额外的收益,具有相同的风险,也不一定具有相同的收益。因此,作为投资者而言,投资的基本目标,是在一定的限制条件下,取得最大可能的利润。为此,就必须尽可能地将风险置于控制之下,这就需要在证券投资的实务中,采取一系列措施,使风险降低到最低程度,即在风险相同的条件下,追求收益的最大化,或者在收益既定的情况下,寻求风险最低的投资。

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,用来购买实际资产或金融资产,或取得这些资产的权利,为的是在一定时期内预期获得与风险成正比例的适当收入和本金的升值,或者是为了保持现有财富的价值。

根据投资范围不同,投资有狭义和广义之分。广义投资是指为了获得未来报酬或收益而垫支一定资本的任何经济行为。这样,不管是开工厂、办农场,还是买股票都可称为投资。狭义投资仅仅是指投资于各种有价证券,进行有价证券买卖,也称证券投资。本课程主要研究狭义投资,即证券投资。

二. 证券投资的定义

(一)定义

所谓证券投资,是指个人或法人对~~有价证券~~的购买行为,这种行为会使投资者在证券持有期内获得与其所承担的风险相称的收益。

在现代社会中,投资活动占突出地位的是证券投资。它是目前发达国家最主要和最基本的投资方式,是动员和再分配资金的重要渠道。证券投资可使社会上的闲散货币转化为投资资金,也可使一部分待用资金和信贷资金加入投资活动,对促进社会资金合理流动,促进经济增长有重要作用。

(二)证券投资与实物投资

证券投资是以有价证券的存在和流通为前提条件的,是一种金融投资或间接投资,它和实物投资之间既有密切联系,又存在一定的区别。

首先,实物投资是对现实的物质资产的投资,它的投入会形成社会资本存量的直接增加;证券投资所形成的资金运动是建立在金融资产的基础上的,而金融资产是一种虚拟资产,虚拟资产的运动与实物资产的运动虽然有一定的关系,但又有其独特的运动形式,与实物资产不同。对虚拟资产投入的增加,并不直接增加社会资本存量,而是属于一种信用活动。

其次,证券投资和实物投资并不是竞争性的,而是互补的。实物投资在其无法满足巨额资本的需求时,往往要借助于证券投资。

证券投资的资金来源主要是社会储蓄,这部分社会储蓄虽然没有直接投资于生产经营活动,而是通过证券市场间接投资于实物资产,但由于证券市场自身机制的作用,不但使资金在盈余单位和不足单位之间重新配置,解决资金不足的矛盾,而且还会促使社会资金流向经济效益好的部门和企业,提高资金利用效率和社会生产力水平。高度发达的证券投资使实际投资更为方便迅捷,通过金融投资可使实物投资筹集到所需资本。此外,证券投资者利用自己所固有的责任和权力、风险和利益去关心、监督、决策、参与实物投资的管理。

尽管证券投资在发达商品经济条件下占有重要的地位,但我们还应看到,实物资产是金融资产存在和发展的基础,金融资产的收益也最终来源于实物资产在社会再生产过程中的创造。因而证券投资的资金运动是以实物投资的资金运动为根据的,实物投资对证券投资有重大影响;同时,企业生产能力的变化会影响到投资者对该企业证券的前景预期,从而使金融投资水平发生变化。

三. 证券投资步骤

(一)筹措投资资金

投资的先决条件是筹措一笔投资资金,其数额的多少与如何进行投资、投资对象的选择有很大关系。就个人投资者而言,应根据收入情况,以闲置结余资金进行证券投资,避免借贷。

(二)明确自己对收益和风险的态度

收益和风险是形影相随的,收益以风险为代价,风险用收益作补偿。投资者应根据自己的年龄、健康状况、性格、心理素质、家庭情况、财力情况等条件确定自己对风险的态度。投资者对风险的态度,可分为风险喜爱型、风险厌恶型,投资者应先衡量自己能承受多大的风险,然后决定投入多少资金,以及选择何种投资对象。

(三)全面了解各种金融资产特征和金融市场结构

要广泛了解各种投资对象的收益、风险情况。投资对象的种类很多,其性质、期限、有无担保、收益高低、支付情况、风险大小及包含内容各不相同,应全面了解后,才能正确选择。

另外,证券交易大都经过证券经纪商进行,所以要进一步了解证券市场的组织和机制、经纪商的职能和作用、买卖证券的程序和手续、管理证券交易的法律条例、证券的交易方式和费用等,否则无法进行交易或要蒙受不应有的损失。

(四)分析阶段

投资者对证券及市场情况有了全面了解后,还要对证券的真实价值、上市价格以及价格涨跌趋势进行深入分析,才能确定购买何种证券以及买卖的时机。证券的质量决定于真实价值,价值表现为市场价格,但市场受多种因素影响经常变动,并不完全反映其真实价值,因此需要作深入细致的分析,才能作出正确选择。

进行深入分析,要充分利用有关信息,运用基本分析法、技术分析法和当代证券组合理论进行。基本分析法重点是分析证券,特别是股票的内在价值,技术分析主要是根据证券市场过去的统计资料来研究证券市场未来的变动,而证券组合理论则是利用数学公式或方法,计算证券之间的风险通过相关作用影响后的定值,来求出一个有效的组合。

(五)决策、管理阶段

投资者要按照自己所拟定的投资目标,针对本身对收益和风险的衡量,考虑到今后对现金的需要和用途及未来的经济环境和本身财务状况等,作出判断和决策。选择合适的证券,并决定各种证券占多大比重,分散程度应限于多少证券数量的范围之内,才能构成最有效的搭配,使其在一定收益水平上风险最小,或风险一定收益最高。

组合构成后,还要进行严密管理,因证券市场变幻莫测,要针对市场变动情况,随时调整组合的种类和比例结构,以保持组合应

有的功效,使投资目标不致落空。投资组合的构筑和管理,对投资巨大的机构投资者,如各种基金会、商业银行、人寿保险公司而言,尤为重要。

四. 证券投资与证券投机

在证券市场上有证券投资,也有证券投机,二者同时并存。证券市场是投资的主要场所,也是投机的最好地方。在证券实务操作中,二者往往难以明确地区分开,因此,为了进一步认识证券投资,有必要从理论上分析一下什么是投机、投机的作用以及投机与投资的关系。

(一)什么是证券投机

所谓证券投机,是指在证券市场上,短期内买进或卖出一种或多种证券,以获取收益的一种经济行为。它是证券市场一种常见的证券买卖行为。当投机者认为可以预测证券商品价格的未来走势,为了在短期的股价变动中获取价差利益,甘愿用自己的资金冒险,不断买卖证券。这种投机,不是欺骗伪造、违法乱纪、操纵股市的行为,而是遵守有关的法律制度,利用自己对价格变动的判断和预测谋取高利。因此,可以说投机是以获取较大的收益为目的,并愿意冒较大风险的投资行为。

(二)证券投机的作用

在证券市场上,投机活动永远无法绝迹,它必然存在,而且有一定的积极作用:第一,具有价格平衡作用。投机者的目的在于通过价格波动获取利润,因此必然是低价买进,高价卖出,因而通过投机者贱买贵卖的活动,使不同时间、不同市场、不同品种的价格趋于平衡,适应正常的供求状况,如同套汇套利。第二,增强证券的流动性,有利于证券交易正常顺利进行。由于投机者主要在交易中牟取差价,只要有利可图,就会频繁地买卖,当投资者要买卖某种证券而没有交易对手时,投机者便会乘虚而入,既使交易正常延

续,又能从中获取利润。第三,有助于分散价格变动风险,成为风险承担者。投资者往往为了保值而需要回避风险、转嫁风险,可采取期货交易、期权交易等手段,但这种交易若没有人出来承担风险,则交易难以成功,投机者为牟利而甘愿承担风险,成了风险的承担者。

恶性投机也会有消极作用,甚至剧烈的破坏作用。例如利用某种信息或时机哄抬价格,推波助澜,造成市场混乱,甚至也有欺诈骗假冒,内外勾结,操纵行情,垄断市场,损害大众投资者利益,对这类恶性投机,证券管理机构应严格加强管理,情节严重的应通过法纪、法规进行严格的法律制裁。

(三)证券投资与证券投机的区别

不管是证券投资活动还是投机活动,都是买卖证券的交易活动,二者往往难以明确区分。但二者的不同之处是多方面的:

1. 对风险的态度不同。投资者希望回避风险,希望风险降低到最低程度,他们购买证券一般限于预期收入较稳定、本金又相对安全的证券;投机者希望从价格的涨跌中牟取厚利,可以说是风险喜爱者,往往买高风险的证券。

2. 从投资的时间长短来看,投资者着眼于长远利益,买入证券往往长期持有,坐享按期收入股息和资本增值;投机者则热衷于交易的快速周转,从买卖中获取差价收益。

3. 从交易方式来看,投资者一般从事现货交易并实际交割;投机者则往往从事信用交易,买空卖空,或不进行现货交割。

4. 从分析方法来看,投资者注重对证券的内在价值进行分析和评价,常用基本分析法;投机者不注重对证券本身进行评估,而是关心市场价格的变动,多用技术分析法。

但实际上很难把证券投资和证券投机截然分开,二者在一定情况下会相互转化。长期投资者购买证券后,一旦证券市场出现突变,出现某种证券价格持续上涨或自己持有的证券价格暴跌时,便

会抛出手中证券,转而购买价格仍在上涨的证券或另外选择资金运用方式,以求得更多的差价收益或避免更大的损失,这时投资者就变成投机者。相反,投机者在购入证券后,如捕捉不到好的销售时机,也可能继续持有证券成为长期投资者。

西方谚语说得好:一项良好的投资,即是一次成功的投机。投资是稳健的投机,投机是冒险的投资。

复习思考题

1. 什么是投资? 如何正确理解投资的含义?
2. 什么是证券投资? 证券投资与实物投资有何异同?
3. 试比较证券投资与证券投机的异同。

第一章 证券投资要素

在导论中我们已解释了证券投资的定义,现在来研究证券投资的基本要素。证券投资要素只能从证券投资活动的过程中分析、引出,证券投资活动是指个人投资者和法人投资者通过对证券和证券市场的分析、研究、判断,进而作出投资决策以及购买、持有、管理和出售证券的整个经济活动过程。在这个经济活动过程中,投资活动的参加者,我们称之为证券投资主体;被交易买卖的对象,我们称之为证券投资客体;由于证券交易有其特殊性,通常不是买卖双方直接进行交易,而要借助于某一专门的金融机构进行,这种专门的金融机构称之为证券投资中介。证券投资主体、客体和中介机构可组成证券投资活动,它们构成证券投资要素。更深入地说,证券投资要素还应包括证券投资方式和证券市场的组织形式(市场结构)。关于这两个问题,我们将在第二、第三章中分别加以论述。

第一节 证券投资主体

证券投资的主体,是指进入证券市场进行证券买卖的各类投资者,它包括四类:一是个人,包括其家庭;二是政府,包括中央政府部门和地方政府;三是金融机构,主要有商业银行、保险公司、证券公司及各种基金组织等;四是企业,广泛包括各种以盈利为目的的工商企业。后面三类合称为机构投资者。

一. 个人投资者

(一) 资金来源

个人投资者是以个人的名义,将自己的合法财产投资于证券。其投资资金的主要来源是储蓄,即当年收入减去为维持生活所必需的消费以及其他必要的费用(如纳税)后的剩余部分。从宏观经济角度看,个人部门是净顺差部门(即收入 $>$ 支出,又称净储蓄部门)。个人部门将收入大于支出的净顺差通过储蓄活动转化为投资(这里的储蓄是广义的储蓄,包括银行储蓄、证券投资活动、参加人寿保险、养老基金会等),使消费基金转化为生产基金,满足企业部门和政府部门需要,实现国民收入的流量平衡。在国外,个人投资者的资金还可来自于向证券公司、商业银行和人寿保险公司的贷款,这种融资投资有很大的投机性和风险性,我国证券管理部门不允许个人投资者做融资投资。

(二) 个人投资者的投资目的

证券投资的目的是使证券投资的净效用(即收益带来的正效用减去风险带来的负效用)最大化。即在风险相同的条件下,追求最大可能的收益,或在收益既定的条件下,寻找最低风险的投资。就个人投资者来说,投资的目的是多种多样的,主要有以下几种:

1. 本金安全

这是投资者的主要目标,只有本金安全了,才能藉以取得收入和谋求增长。本金安全,不仅指维持原有的投资资金,而且还包含保持本金的购买力,即要防止因通货膨胀而导致本金的贬值。因此,要保持本金的安全,应购买本金偿还有安全保证、在市场上容易脱手且价格稳定的证券,一般说政府证券、优良企业债券符合本金安全的要求。但在实际购买时,并不这么简单。如长期债券,虽然收入固定,但因期限长,无法弥补购买力贬值的损失;外国政府债券,由于政治军事等原因也会有本金偿还与否的风险;企业债券

存在倒闭、破产、改组合并等风险。

2. 收入的稳定

这是获利的动机,稳定的当前收入比不确定的未来收入对投资者更有吸引力。对低收入的投资来说,他们需要用投资收入来补充其他收入来源的不足,因而更关心当前(每期)收入的可靠性和稳定性。稳定的收入主要来自于债券利息和股息,因此他们大都选择固定收入的证券,如质量高的债券,资信好、经营情况良好的大公司股票,一般股息高且稳定,又有增值前景;另外,公用事业股票,股息稳定且可靠,也是合适的投资工具。

3. 资本的增值

资本增值是股票投资者的共同目标,可通过两种途径达到目的,一是将投资所得的股息、利息再投资,日积月累,使资本增加。这种办法适合于收入较高的投资者,他不需要靠经常投资收入来维持家庭开支;二是投资于增长型股票,通过股息和股价的不断增长而增加资本价值。但这种股票价格波动大,有获得资本增值的好处,也有可能遭受股价下跌的损失。这种方法适合于在财力上和心理上都有承受风险能力的投资者。这二种方法,对不同的投资者有不同的选择。一般来说,资本增值的目的在短期内不易达到,投资者需要作长期打算。

4. 通货膨胀的抵补

着眼于当前收入的投资者,照顾不到通货膨胀的危害,作长期投资打算的人,则会尽可能设法弥补通货膨胀带来的损失。一般来说,固定收入的证券,因其利率是事先固定的,不会因通胀而提高,到期还本,也仅按面值归还,不会发生本金增值。但也不排斥特殊年份的特殊情况,如我国目前对1992年的三年期、五年期国库券的保值贴补问题,就取决于届时的政策选择。普通股股票,一般会因物价上涨而增加盈利,从而增发股息红利,有可能部分地弥补通胀损失。浮动利率债券、可转换证券等也是弥补通胀损失的可选择