

HZ BOOKS  
华章经管

中国金融在线 推荐  
www.CF99.com

财金  
前沿

Investment Management

# 投资管理

(美) 彼得 L. 伯恩斯坦/阿斯瓦斯·达摩达兰 编著  
Peter L. Bernstein/Aswath Damodaran

李丹 郑爽 译



机械工业出版社  
China Machine Press

财金前沿

# 投资管理

Investment Management

(美) 彼得 L·伯恩斯坦  
阿斯瓦斯·达摩达兰 编著  
李丹 郑爽 等译



机械工业出版社  
China Machine Press

153 12

Peter L. Bernstein, Aswath Damodaran: Investment Management.

Copyright © 1998 by John Wiley & Sons, Inc. All rights reserved.

Authorized edition for print, publish and sale the translation in volume form throughout the world.

本书中文简体字版由John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行, 未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

本书版权登记号: 图字: 01-1999-2751

### 图书在版编目(CIP)数据

投资管理 / (美)伯恩斯坦 (Bernstein, P. L.), (美)达摩达兰 (Damodaran, A.) 编著; 李丹, 郑爽译. 北京: 机械工业出版社, 2000.1

(财经前沿)

书名原文: Investment Management

ISBN 7-111-07736-9

I.投… II.①伯… ②达… ③李… ④郑… III.投资-基本知识 IV.F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(1999)第55504号

机械工业出版社(北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037)

责任编辑: 张渝涓 版式设计: 陈子平

北京牛山世兴印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行

2000年5月第1版第1次印刷

850mm × 1168mm 1/32 · 17.375印张

定价: 38.00元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

# 推 荐 序

---

“财金前沿”丛书英文版系国际知名财会类出版公司、西方出版金融学著作最著名的WILEY公司组织出版，著者中既有许多业界人士，也有知名的金融学教授，都是投资界明星人物，集多年投资实战经验与理论研究之大成，具有很高的权威性。同时此套丛书还具有观点鲜明，实例丰富，实用性强的特点。

此套丛书涵盖的内容极其广泛，涉及到公司财务、价值评估、固定收益证券、权益投资策略、汇率分析和国际投资、金融衍生工具、甚至宏观经济变化对投资活动的影响等多个方面，其最显著的特点是在直接面向企业经营和市场交易的实践活动的同时也探讨了目前国际金融学研究的前沿课题，适合广大投资者和金融、证券从业人员、MBA及财会金融专业师生、相关的研究机构、企业经营管理人员及决策者等参考应用。

此丛书由机械工业出版社华章公司引进，由清华大学、厦门大学等相关领域的专家担当译者，除了通过传统的发行渠道发行外，还与《中国金融在线》网站通过互联网进行推广。

《中国金融在线》(<http://www.CF99.com>)是于1999年10月成立的，是国内首家通过利用现有网络和软件资源整合组建的大型金融证券资讯服务网站。现已与国内

数十家单位、媒体、网站结为战略合作伙伴和媒体伙伴。

《中国金融在线》的长期目标是涵盖金融投资的各个领域，为投资者提供全面的个性化投资交流服务，并开展相关行业的电子商务。

2000年初，《中国金融在线》与华章公司合办了华章网上财经图书专卖店，受到了广大网民的欢迎。

本次《中国金融在线》与华章公司联合策划发行“财金前沿”系列丛书，也是将互联网的宣传优势与传统出版业进行结合的一次有益尝试。希望能够得到广大读者和网民的支持！

最后，我们再次向广大读者郑重推荐机械工业出版社华章公司引进翻译、出版的“财金前沿”丛书。

**董事长 尤晓东**

**《中国金融在线》**

**<http://www.CF99.com>**

**2000年4月**

## “财金前沿”丛书序言

金融学(Finance)是一门非常年轻的学科,一般认为,马柯维茨(H. Markowitz)在1952年发表投资组合选择理论,把数理工具引入金融研究,可以看做是金融学的发端,但也有人认为,应该是到1958年莫迪格里亚尼(F. Modigliani)和米勒(M. Miller)发表研究企业资本结构和企业价值关系(即所谓的MM理论)的研究成果时,最先采用“无套利(No-Arbitrage)”分析方法,才是金融学真正的方法论革命,使金融学的研究从方法论的角度与一般的经济学研究相分离。上述两项工作成果先后获得诺贝尔经济学奖,对于金融学的奠基性意义是显然的。但不管怎么算,金融学从经济学中分离出来成为一门独立的学科还不到半个世纪。无疑,经济学是金融学的基础,金融学的发展过去、现在和将来都必须不断地从经济学的研究成果中汲取营养。从大的学科分类看,金融学仍应是经济学的一部分。但是,金融学又特别强调财务决策和金融市场的实际操作,所以又应当从属于管理学。在西方发达国家(例如美国),金融学的发展主流在商学院,绝大部分重大的金融学研究成果都是在商学院诞生的。可以肯定的是,金融学从内容、方法到工具,都已经形成了自己独有的学科特色,已经真正作为一门独立的学科在发展。

在国外优秀的商学院发展的金融学,主要包括公司财务和资本市场两个组成部分(后者在课程设置上常常称做投资学),这两个部分是互相紧密联系的,因为金融系统只有通过企业的财务活动才能真正和实体经济发生联系,而企业的价值又要经过金融市场的交易才能得到正确的评估,由此出发,因为金融学研究的核心问题是金融/财务决策,尤其是强调实际的市场交易和运作,所以数量工具的使用是必不可少的。金融学的基本分析技术,不是一般的经济学中的需求供给均衡分析,而是从前

述MM理论的分析方法中引伸和发展出来的一整套无套利均衡分析技术。马柯维茨在投资组合选择理论中所开始的数量化研究和无套利分析思想相结合，酝酿了后续一系列重大的金融学理论突破，包括资本资产定价模型(CAPM)、套利定价理论(APT)，一直到布莱克-舒尔斯期权定价公式。到20世纪七八十年代，金融学的基本理论框架已经确立，金融经济学基本定理(即等价鞅测度模型(EMM))、有效率市场假设(EMH)和不完全市场一般均衡理论等重要研究成果纷纷问世。许多重要的理论成果经过反复地辩驳和大量的实证检验，验证了其内在逻辑体系的一致性，金融学研究的好几项重大成果都获得了诺贝尔经济学奖。

金融学的理论和金融活动的市场实践是平行发展的，二者之间又紧密地结合并产生了深刻的交互影响。七八十年代以来，金融创新和金融自由化的浪潮汹涌澎湃，这种发展趋势在很多方面是由金融学理论研究的进展来驱动的。一方面，因为国际货币制度的布雷顿森林体系瓦解，汇率波动传导至利率变化加剧和商品价格(加上石油危机的冲击)起伏不定，金融市场更加充满变数，风险加大，重大金融事故屡见不鲜，几次大的金融危机对各国乃至全球经济都产生了巨大的影响，世人为之谈虎色变。另一方面，欧洲中央银行的建立和欧元启动，使金融的全球化发展势不可挡，降低汇率风险、建立更为和谐稳定的国际金融新秩序亦在酝酿之中。企业财务管理和市场交易实践都在不断地向现有的金融学理论提出挑战，甚至向原有的理论基础发起冲击。进入90年代以后，金融工程开始大规模发展，一方面给金融创新以巨大的技术支持，另一方面公司财务和资本市场的金融工程活动又提出了许多现有金融学理论尚未能解答的问题。

在现代金融研究中，已经出现了业界走到学界前面，商务实践的需求拉动理论学术研究的趋势。许多前沿研究课题都是企业财务管理和市场交易实践中提出的，对于这些问题的研究，又动摇着原有的理论基础，尤其是在资本预算、资产定价、

金融市场效率和价格的可预测性等方面。例如，传统的项目评估的净现值法(NPV)已经招至很多批评，实物期权(real options)理论在资本预算中呈现出巨大的应用前景；资本资产定价模型的适用性也引起质疑，新的实证检验结果不对其提供支持；市场的有效率性假设看来是过于笼统，许多问题需要发展有关市场微观结构的研究才能给出正确的说明；而在价格的可预测性方面，新的研究进展则在更深的层面上重新为技术分析辩护，等等。这些前沿研究，驱使金融学教授们走出商学院的“象牙之塔”，密切地结合于企业和市场的实践活动；而在实践第一线工作的训练有素的专业人士，也兴致勃勃地参与到学术研讨中来。新的重大的理论突破已经初露端倪，虽然重构新的理论大厦还有待时日，但这些前沿研究势必产生重要的历史影响。

因此，组织翻译和编辑出版这套“财金前沿”丛书，对于目前国内的金融学科建设和教育培训具有重大的意义。由于历史的原因，中国国内金融学科的教学和研究体系，与国际上金融学的发展主流还存在不接轨的地方。最近这种情况已经开始有较大的转变，大批讲解规范的金融学理论的书籍被翻译介绍到国内，对金融理论界和实务界都产生了很大的影响。在建设具有中国特色的社会主义市场经济的发展过程中，我们要充分发挥后发优势，直接利用最先进的科学技术，避免走别人已经走过的弯路。对于金融学来说，亦是如此。我们不但要引进成熟的经典理论，也要向国内的读者介绍最前沿的研究工作。这样，将可帮助读者把握金融科学发展的方向，迅速地将国内的教学研究推向前沿。

从这套丛书第一批出版的书籍内容看，其涵盖的内容非常广，涉及公司财务、价值评估、固定收益证券、权益投资策略、汇率分析和国际投资、衍生工具，乃至宏观经济环境变化对投资活动的影响，等等，其显著特点是直接面向企业经营和市场交易的实践活动。这套丛书的英文版是由西方出版金融学著作最著名的约翰·威利出版公司(John Wiley & Sons, Inc.)组织出版的，因此具



有较高的权威性。著者中有许多是业界人士，也有知名的金融学教授，而这些教授们又都与企业和市场实践有紧密的联系。书中讨论的问题都是与实际的管理决策和交易活动密切相关的，同时确实都涉及目前金融学研究的前沿课题。因此，这些书不仅是很好的教学和研究的参考资料，而且还特别适合业界人士阅读，对于他们的业务实践具有直接的指导意义。书的内容都写得相当深入浅出，因而适合于不同程度的读者。对于金融学理论和实务有兴趣或有需要的读者，选读这套丛书将能大大拓宽自己在金融领域的知识面，对提高业务水平和继续深造都大有裨益。

金融市场充满挑战和机遇，金融危机和金融的全球化发展趋势更向世人提出了许多严峻的课题。在一个动荡不安而充满风险的金融海洋里，要想驾驭航船搏击风浪，驶向光辉的彼岸，一定要掌握高超的趋利避险的技术，这套丛书讲解的就是这样的技术，它们实际上就是金融领域本身的高新科技。由于内容涉及前沿研究，因此具有一定的尖端性。在新世纪到来之际，中国金融系统的改革和发展正面临巨大的机遇和挑战。中国在加入世界贸易组织(WTO)后，国内金融系统势必加快与国际接轨的步伐，逐步融入金融全球化的潮流。金融学的教学、研究和培训体系，也就有迅速进行知识更新的任务。无论是学者、从业人员还是有志于学习金融学的学生，都有接触学科前沿发展的迫切需要。可以说，这套丛书的出版适逢其时，为此，我诚挚地将它推荐给读者。

宋逢明

国际金融工程师学会会员  
中国数量经济学会常务理事  
金融研究部主任委员  
一九九九年十二月一日

# 译者序

---

一提到投资管理，许多人就会自然而然地坠入投资管理理论海洋，而辨不清前进的方向。诚然，任何实践如果失去了理论的指导，都将成为无目的的盲目摸索。但投资管理学无论在国内或是国外都是一个比较新的理论学科。在西方，也只是在20世纪30年代中期，格雷厄姆与多德合著出版了《证券分析》一书后，投资学方引起各界的关注。中国的投资管理学则起步于本世纪的50年代，但社会主义市场经济体制的发展与完善逐渐对现有的投资学理论提出了尖锐的挑战，许多投资管理学理论亟待更新与探索。

在理论的初创阶段，各种观点都以相互冲突、相互补充的方式呈现出来，有的观点在相互争论、相互撞击中逐渐壮大，有的观点则因经不起实践的检验而自行淘汰。处于这个阶段的人们，对理论的认识尚不能算清晰，拿什么理论来指导实践、如何指导实践则是一项更为艰巨的任务了。

其实，世界上本来许多事情并非如此复杂，如此学院派。有些人习惯于将简单的问题复杂化，举轻若重，而另外一些人则能够容易看清事物的本质，举重若轻，化繁为简。显然，彼得·伯恩斯坦与阿斯瓦斯·达摩达兰就属于后者。投资管理是一门比较复杂的学问，但两位投资学家更愿意把投资管理看成一种看得见、摸得着的、实实在在的操作过程。正如两位编者所言，“投资不是股票、债券、衍生产品的集合体，也不是一组事物的两个独立方面，一

个分析市场，另一个分析决策。投资者的决策方式就是按市场规律办事”，“投资是个永不间断的过程”。

的确，投资管理学是一门极为复杂的实用管理学，要研究有关的投资理论，但更关键的是将理论及相关学科技术融通、贯穿于实际问题之中。投资的根本目的是为了获取利益，增加价值。因此，投资管理就是为了获取最大投资收益，而对投资活动进行决策、计划、组织、实施和控制的过程。实用性应当是这门学问的突出特点。而这本《投资管理》的最大特点也正是其鲜明的实用性。

该书将投资视为一个连续不断的过程，自然地将了解客户、资产分配、资产优选、实施投资组合和业绩评估等环节联系起来。对每一个环节，作者从实际操作者的角度，探讨实际运行中会出现的各种问题，努力寻找每一个问题的答案。使读者不仅了解了理论，更掌握了投资管理的要诀。译者也不是投资管理学专家，对该门学问尚有深奥难懂、敬而远之的感觉，但译完此书，发觉自己对投资管理学的理解突然清晰了许多，发现投资管理竟然是这么一种实实在在的行为过程，并非那么高深莫测。

在本书中，与实用性相关的另一个特点便是语言的简明朴实，平易近人。在学习投资管理学时，处处可以遇到复杂的图表和繁琐的公式。正如编者所言，“投资一直是一个数字问题，这决定了它本身的数学特性。投资还是资产交易价格与利率、通货膨胀、税收、收益及汇率等变量之间的动态关系问题。对这些系统关系的分析本质上也是一个数学问题。”但编者巧妙地将这些数学问题转化成平实的语言，用实际案例与亲身体会自然地表达出来，使读

者易于接受，易于掌握。

无论是长期从事投资管理的工作者，还是初涉投资管理领域的新手，都会发觉这是一本非常实用的工具书。一册在手，可免去许多理论的困惑，增添许多实践的勇气。这的确是一本值得细读的好书。

本书的翻译过程中，得到了众多朋友的大力支持。其中，蒋小敏、徐陆对本书进行了统校；李丹、李雪梅校对了第1章；郑爽、王燕校对了第2章；吴叶娟、赵爽校对了第3章；杨柳、杨松校对了第4章；范涛、潘文华校对了第5章；吕影、孙要全校对了第6章；陈海英、王力校对了第7章；王玉梅、常虹校对了第8章；刁小星、马学彬校对了第9章；李景平、王嘉伟校对了第10章；吴桂兰、那秀英校对了第11章；柴旭、李萍萍校对了第12章；王艳丽、王丽艳校对了第13章；韩文、王小兵校对了第14章；高树义、吕飞校对了第15章。

在此，译者对上述朋友致以真诚的谢意。

蒋小敏

# 前 言

---

以前，华尔街很少相信像“低价买进、高价卖出”、“不入虎穴，焉得虎子”、“不要把鸡蛋放在同一个篮子里”、“牛市多有收获，熊市有所收获，猪市一无所获”等说教。同所有经得起时间考验的俗语一样，这些简单的话语中蕴含着丰富的哲理，尽管这些哲理不是绝对的真理。当这些最根本的智慧俗语包装成一个理论体系，再加上逻辑及一套系统的原理的支持后，它们就具备了强大的力量。今天，华尔街就笃信这些理论体系。

但是，既然这个理论如此一贯适用、符合逻辑、强大有力，那么华尔街流传的另一句俗语就会反问：“假如你这么优秀，为什么你还没发财？”答案很简单：投资理论的实质就是，优秀的品质并不是发财致富的充分条件。本书讨论的就是投资成功所必需的要素。

投资是一个过程，今天做出决策，而直到明天才能取得结果。没有人知道明天的结果，因为谁也无法控制明天将要发生的事情。不可改变的现实，也就是投资理论形成的基础是，偶尔犯错误是不可避免的，即使十分精明的人也是如此。投资理论解释了犯错误不可避免的原因，并阐述了在不如人意的现实面前如何以最佳方式管理业务。

因为本书讨论的是如何决策及市场行为方式，所以我邀请为本书撰文的作者不仅具备对理论的理解，同时还有所有投资者经历过的对喜悦和挫折的亲身体验。这些作者熟谙做出投资判断时在逻辑与直觉之间的选择之道。

尽管无法预测未来给我们的成败投下的阴影，但投资一直是一个数字问题，这决定了它本身的数学特性。投资

还是资产交易价格与利率、通货膨胀、税收、收益及汇率等变量之间的动态关系问题。这些关系受我们对未来的期望、理智和逻辑的影响。对这些系统关系的分析本质上也是一个数学问题。快速翻阅本书，你就会发现，多数章节中数学公式频繁出现。

尽管笔者用朴实的语言解释了用数学原理也能表达的内容，但数学是不可或缺的，因为当前投资概念的运用正是来自这些公式。如果你想了解职业投资者在做什么，那么与这些公式打交道就是不可避免的了。无论何时，这些令人望而却步的公式实际上不过是逻辑上某个变量如何对其他变量的变化做出反应的表述。我敢许诺，一旦掌握了其中的窍门，这些数学公式将不再令人头痛。

最后，也许是最重要的，本书将投资视为一个过程。投资不是股票、债券、衍生产品的集合体，也不是一组事物的两个独立方面，一个分析市场，另一个分析决策。投资者的决策方式就是按市场规律办事。本书还忽略了传统上的人为障碍，如国内投资与国外投资之间的壁垒。

投资是个永不间断的程序，起初要理解时间和不确定性的作用以及从事决策活动所处的机构的作用。一旦知道了哪里有陷阱，该如何应对，投资者就必须考虑在自己所处的形势下应以何种方式影响决策，以避免风险，取得预期的回报。没有两个投资者会做出完全一致的反应。这些是投资前奏的关键组成部分。

只有经过这些步骤之后，我们方可开始考虑如何根据自身条件选择证券组成投资组合。我们不但要研究投资菜单左侧提供的选择，也要研究右侧的价格。左侧提供的是投资项目，但评估的基本原则是看我们选择的是股票还是债券，是国内的还是国际的，还是任何一种投资机会。

现在，为了确定尽可能降低风险、扩大预期收益的战略，我们可以看一看投资组合与市场之间的相互作用。但是风险总是存在的，所以我们必须发掘更多工具，以帮助我们控制无法避免的风险。最后，我们可以将注意力转向管理税收、评估投资组合业绩和评价被投资公司的管理结构。

将投资视为一个过程的理念说明了本书的结构。与多数投资书籍不同，本书不为不同的资产类别设置单独的章节。国际投资与国内投资同时讨论，因为二者涉及的事宜是一致的——资产就是资产。外汇波动是国际投资中的一个风险，但是管理外汇风险在原则上与管理投资者必须面对的其他不确定的风险因素并无二致。前面的章节中出现过的某些问题在其他章节中会重复出现，我特意保留了这些重复内容，因为有些观点需要重复以便加强理解，还因为尽管有人在讨论投资问题的某个方面，但贯穿整个投资问题的基本原则却寥寥无几。

你将从本书中获益匪浅。我羡慕你能有这种体验。

彼得 L.伯恩斯坦

# 绪论：投资过程

---

作为投资者，我们都喜欢轻松漫步市场，凭本能选取重大的投资项目。但是，即使直觉正确，这也仅是投资过程的一部分。多数投资者宁愿将精力和努力的方向放在投资哲学和策略上，而不是放在投资过程上。阅读一下有关彼得·林奇（Peter Lynch）如何选取股票或者是什么使沃伦·巴菲特（Warren Buffet）成为一名伟大投资者的书籍比谈论建立投资组合或实施交易的步骤要有意得多。然而，对每一位投资者而言，对投资过程的理解是最关键的，对该过程功能最有发言权的人应该是专业顾问。投资过程如下：

1. 从了解投资者的风险偏好到选择、分配资产然后评估其业绩，列出建立投资组合的步骤，强调有关行动的前后次序。通过突出前后次序，该过程就为投资者提供了一个有序的方式，使其可以建立个人投资组合或者为别人建立投资组合。

2. 提供一幅结构图，使投资者看到新闻界和投资报道中描述的不同投资策略及投资哲学的来源，追溯到他们的共同根源。

3. 突出确保投资策略成功所需的各种成份，从而揭示出有些战略为什么理论上合理却不适用的原因。

本书谈到，不管一个人的投资哲学如何，投资过程都是一样的。书中没有突出个人投资者或者推崇某种投资哲学，也未大肆渲染所谓的击败市场策略，尽管对此也并非只字未提。

投资过程必须从了解投资者的需求和偏好入手。对一



个投资组合的管理者来说，每个投资者都是一个客户，他有特殊的需要，特别的纳税身份，最重要的是他有自己的风险偏好。对建立个人投资组合的个人投资者来说，第一步是了解自己的需要、财务局限性和风险偏好，这些对投资组合管理者一样重要。

投资过程的下一步，即投资组合的实际操作，分为以下三个部分：

- 决定在不同资产类别中如何分配投资组合，资产类别可以粗略地分为股票、固定收益证券和不动产（如房地产、商品和其他资产）。资产分配决定还应考虑国内资产和国外资产投资以及支配这种选择的有利和不利因素。
- 在每个资产类别中挑选单个资产，以形成一个完整的投资组合。
- 实际操作包括将选定的投资组合综合在一起。投资者可以靠交易速度降低交易成本。所采取的投资策略不同，实际操作的重要性也不相同。

投资过程的最后一步，常常是专业资金管理人员最痛苦的一件事，即业绩评估。投资的目标只有一个：在某个投资组合面临的现有风险约束下，尽其可能赚更多的钱。投资者不能原谅失败，他们不愿接受哪怕是最好的理由，并非所有客户都能忠实于资金管理者。业绩评估对建立投资组合的个人投资者同样重要。评估结果必将在很大程度上决定个人投资者未来的投资组合策略。下面是投资过程图，我们将在全书行文过程中参考该图。