

21世纪金融学教材

证券投资学

ZHENGQUAN TOUZIXUE

谢百三 主编



清华大学出版社

21 世纪金融学教材

证 券 投 资 学

谢百三 主编

清华大学出版社

北 京

内 容 简 介

本书的体系独特,内容全面,主要包括:证券与证券市场、现代投资理论、证券投资分析方法与理论、债券投资、股票投资、基金投资、金融衍生证券投资、证券市场监管与展望等。为了使读者更好地了解国际证券市场的发展态势,在注重中国实际的基础上学习外国证券市场的经验教训,本书特别增加了美国、英国、德国、日本与中国的股票市场、国债市场、可转债市场及基金市场等分析内容。读者可进行比较阅读,从中获得启迪。

全书内容翔实,在全面构筑证券投资学框架的同时,注重论述当代证券投资领域的热点问题,突出可操作性,使证券投资活动建立在科学、理性、实用的基础上。本书适用作大专院校经济管理与金融学相关专业大学生、研究生教材,也适合于金融证券部门从业人员、科研人员与企业领导者、财会人员、机关公务员,特别是股市、债市、基金市场等证券市场实际投资者使用。

版权所有,翻印必究。举报电话:010-62782989 13501256678 13801310933

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

本书防伪标签采用清华大学核研院专有核径迹膜防伪技术,用户可通过在图案表面涂抹清水,图案消失,水干后图案复现;或将表面膜揭下,放在白纸上用彩笔涂抹,图案在白纸上再现的方法识别真伪。

图书在版编目(CIP)数据

证券投资学/谢百三主编. —北京:清华大学出版社,2005.2

(21世纪金融学教材)

ISBN 7-302-10236-8

I. 证… II. 谢… III. 证券投资 IV. F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2004)第140825号

出 版 者:清华大学出版社 地 址:北京清华大学学研大厦

<http://www.tup.com.cn> 邮 编:100084

社 总 机:010-62770175 客 户 服 务:010-62776969

组稿编辑:吴颖华

文稿编辑:谢海珍 杨红林

封面设计:姜凌娜

版式设计:郑轶文

印 装 者:三河市春园印刷有限公司

发 行 者:新华书店总店北京发行所

开 本:185×260 印 张:29.5 字 数:664千字

版 次:2005年2月第1版 2005年2月第1次印刷

书 号:ISBN 7-302-10236-8/F·1043

印 数:1~5000

定 价:43.80元

本书如存在文字不清、漏印以及缺页、倒页、脱页等印装质量问题,请与清华大学出版社出版部联系调换。联系电话:(010)62770175-3103或(010)62795704

前 言

清华大学出版社约我主编一部《证券投资学》，我想这是一件很有意义的事。因为：第一，恰逢《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》发表，文件指出：大力发展资本市场、证券市场是中国“从全局和战略出发作出的重要决策”，“各地区、各部门务必高度重视，树立全局观念，充分认识发展资本市场的重要性……”可以肯定，将会有更多的人学习、研究证券市场和证券投资，因而急需理论联系实际的高质量教材。第二，我在复旦大学已带教过几十名硕士生和 18 名博士生，方向就是“金融产业与证券投资”，因此对一些理论上和实践上的问题有较多、较深的思考。第三，受学校委托，我一直在给研究生、大学生讲授《证券投资学》、《金融市场学》等方面的课程，故对于《证券投资学》这门课的重点、要领有所理解，能较好地进行取舍。第四，更重要的是，作为一名证券市场的参与者、实践者，十多年来我一直与中国证券市场几千万投资者在一起同甘苦、共患难，能较多地理论联系实际地去观察研究，有较深的领悟。因此，我欣然接受了主编这本书的任务，并和众教授、博士们在两年多时间里全力以赴，在学习、研究、参考了多本教材及文献的基础上，一切从教学出发，再三考虑，精心编撰。参加本书编撰的专家学者为谢百三、倪勇、赵明勋、焦巍巍、陆梅婷、王巍、王黎明、曾鸣晓、许弘林、王香双、丁燕玲。范龙振、杭行两位教授对本书的部分章节作了认真审阅。孙成刚、郭飞舟、龙云、沈艳、沈文莹、孙雯、陈小明、汪军红、王喆等同志也为本书付出了不少辛劳，作了很多协助工作。大家齐心协力，努力拼搏，历经两载多，终于成书。我坚信本书一定能够受到学术界专家学者、教学界老师与同学们以及我国几千万投资者的欢迎。

本书的出版还要感谢清华大学出版社胡苏薇副总编和吴颖华编辑的关注与努力，在此深表感谢。本书在编写过程中参考了不少教材及相关书籍，在此，我们也对这些书籍的作者一并表示感谢。

谢百三

2005 年 1 月 28 日

目 录

绪论	1
----	---

第一部分 证券与证券市场

第一章 证券——股票、债券、基金、金融衍生证券	13
第一节 证券概述	13
第二节 股票：A股、B股、H股、N股、S股	14
第三节 债券：企业债券、政府债券、金融债券、国际债券	17
第四节 证券投资基金：封闭式基金、开放式基金	22
第五节 金融衍生证券	25
第二章 证券市场主体：个人与家庭、企业、政府、金融机构	27
第三章 证券市场媒体	33
第一节 证券承销人和证券经纪人	33
第二节 投资银行、证券公司、商人银行	35
第三节 证券交易所	38
第四节 信托投资公司、基金公司等其他金融市场媒体	42
第五节 证券评级机构	43
第四章 证券的发行市场与交易市场	44
第一节 证券发行市场（一级市场）	44
第二节 证券交易市场（二级市场）	53
第五章 证券投资收益和风险	61
第一节 证券投资收益	61
第二节 证券投资风险	64
第六章 证券投资佣金与税收	68
第一节 证券投资佣金	68
第二节 证券投资税收	68

第二部分 现代投资理论

第七章 投资组合理论	77
第一节 资产组合投资收益和风险的衡量	77
第二节 马柯维茨的资产组合理论	80
第三节 加入无风险资产后的最优资产组合	82

第八章 资本市场理论	85
第一节 资本资产定价模型(CAPM)	85
第二节 因素模型	90
第三节 套利定价理论(APT)	93
第九章 证券市场价格及效率市场理论	97
第一节 证券市场的价格机制	97
第二节 效率市场理论	101
第十章 行为金融理论	108
第一节 行为金融理论的提出	108
第二节 行为金融理论的研究基础	110
第三节 行为金融投资模型	113
第四节 行为金融理论应用	115
第五节 行为金融理论评述	117
第三部分 证券投资分析方法与理论	
第十一章 证券投资中的基本分析方法	121
第一节 基本分析方法概述	121
第二节 宏观政治经济分析	122
第三节 行业分析	128
第四节 公司分析	131
第十二章 上市公司财务分析	135
第一节 财务报表分析简介	135
第二节 财务报表分析方法	141
第三节 财务比率分析	145
第四节 财务分析应注意的问题	156
第十三章 证券投资技术分析理论	158
第一节 技术分析概述	158
第二节 道氏理论	161
第三节 艾略特波浪理论	163
第四节 K 线图理论	165
第五节 切线理论	178
第六节 反转与持续整理图形理论	182
第十四章 技术分析的研判指标	185
第一节 趋向指标	186
第二节 超买超卖指标	197
第三节 强弱指标	202
第四节 停损指标	205
第五节 压力支撑指标	207

第六节 大盘专用指标	210
第七节 能量指标	215
第八节 量价指标	221

第四部分 债券投资

第十五章 债券价值、风险与投资	231
第一节 债券内在价值与价格	231
第二节 债券收益与风险	236
第三节 债券投资策略	240
第十六章 国债投资	243
第一节 国债与国家信用	243
第二节 国债发行与回收	244
第三节 国债交易方式	250
第四节 国债现货、回购、期货市场投资运作	255
第十七章 关于物价、通货膨胀与保值贴补率计算	261
第一节 保值贴补的含义与由来	261
第二节 通货膨胀与价格指数的关系	262
第三节 中国价格调查、指数编制方法	262
第四节 “保值储蓄贴补率”物价指数和“保值储蓄贴补率”计算公式及经济含义	265
第五节 环比指数与同比指数的区别	266
附 中国历年储蓄利率变动情况	267
第十八章 美国、英国、德国、日本与中国的国债市场	270
第一节 美国、英国、德国、日本的国债市场	270
第二节 中国的国债市场	284
第十九章 可转换公司债券投资	291
第一节 可转换公司债券	291
第二节 可转换公司债券的发行与流通	298
第三节 可转换公司债券投资价值分析	300
第四节 可转换公司债券投资策略	305
第二十章 美国、欧洲、日本及中国的可转换公司债券市场	310
第一节 可转换债券的全球市场	310
第二节 美国的可转换公司债券市场	311
第三节 日本的可转换公司债券市场	312
第四节 欧洲的可转换公司债券市场	313
第五节 亚洲(除日本)的可转换公司债券市场	313
第六节 中国的可转换公司债券市场	314

第五部分 股票投资

第二十一章	股票的价值分析·····	321
第一节	股票内在价值评估·····	321
第二节	股票转让价格及主要影响因素·····	326
第二十二章	股票价格指数·····	330
第二十三章	美国、英国、德国、日本及中国的股票市场简介·····	336
第一节	美国股票市场·····	336
第二节	英国股票市场·····	342
第三节	德国股票市场·····	344
第四节	日本股票市场·····	346
第五节	中国股票市场·····	349

第六部分 基金投资

第二十四章	证券投资基金投资·····	357
第一节	证券投资基金的设立、发行、交易与管理·····	357
第二节	证券投资基金的估价与收益分配·····	362
第三节	证券投资基金的投资运作·····	364
第四节	证券投资基金的业绩评估·····	367
第二十五章	美国、英国、德国、日本及中国的基金市场·····	371
第一节	美国、英国、德国、日本的基金市场·····	371
第二节	中国基金市场·····	381

第七部分 金融衍生证券投资

第二十六章	金融期货投资·····	387
第一节	金融期货的功能、交易和投资·····	387
第二节	利率期货投资·····	391
第三节	股票指数期货投资·····	393
第二十七章	金融期权投资·····	399
第一节	金融期权市场及其投资·····	399
第二节	股票期权定价·····	402
第三节	期权应用·····	408

第八部分 证券市场监管与展望

第二十八章	证券市场监管·····	415
-------	-------------	-----

第一节	证券市场监管概述	415
第二节	证券市场监管的对象和主要内容	420
第三节	证券市场监管体系	434
第四节	证券市场法律体系与法律责任	438
第二十九章	世界证券市场发展的回顾与展望	445
第一节	世界证券市场发展回顾	445
第二节	世界证券市场的发展趋势与挑战	456
第三节	世界证券市场发展对中国证券市场建设的启示	459
参考文献		462

绪 论

一、研究证券投资的必要性、紧迫性及重要意义

谈到证券投资,首先要谈投资。20世纪70年代末,当改革开放刚刚开始时,中国绝大多数人根本不懂投资,更谈不上懂证券投资,人们认为投资在社会主义中国与个人无关。那时,人们到银行存款从不问利率高低,有的著名经济学家在“经济学”教科书中还把银行利息定义为“社会主义国家对于劳动人民到银行储蓄,支援国家建设的一种奖励、鼓励”。现在回过头去看,真令人哑然失笑。

当时很多人,包括大学经济系的师生都认为投资是国家的事情,由财政拨款多少来决定投资项目的大小。后来改革了,搞了“拨改贷”,地方与企业的投资渐渐地从财政拨款变为银行贷款。但投资额度、资金款项等还是由中央政府、国家计委、地方政府、地方计委等来决定,有选择地批给企业到银行去贷款的。企业为获得贷款,就要向县市领导争取,县市领导再向地区、省、中央领导争取。匈牙利著名经济学家亚努什·科尔耐所批评的“投资饥渴症”在中国也相当严重。但是,对于家庭来说,个人投资简直仍是不可想象的,这似乎是只有西方国家中才有的事,一些理论权威也视个人投资为“潘朵拉盒子”。当时中国的国民经济也是大起大落,以至于到1978年12月改革开放前夜,中国城乡居民的存款仅210亿人民币,绝大多数人完全没有投资意识,过着“新三年,旧三年,缝缝补补又三年”的贫困日子,整个国家的发展步伐非常缓慢。

改革开放20多年来,经济迅速发展,市场经济观念深入人心,随着中国允许个体户、私有企业、乡镇企业的存在和发展,股份制经济应运而生。加之,财政金融体制的改革,股票、债券等证券投资品种活生生地出现在人民生活中。投资,尤其是证券投资逐渐成了千家万户关心的大事。这一进程从无到有,从小到大,推进极快,到2004年12月,中国证券市场上的上市公司已从1990年的13家发展到1400多家。到2003年5月,上市公司在深圳、上海等股市募资9056亿元,上交印花税1636亿元,深沪两市股票市场的流通市值达1万多亿元,总市值达4万多亿元。在深圳、上海开户的中小投资者达7千多万人^①,而1990年,投资者人数仅几万人。这种证券市场高速发展的态势在美国、欧洲、日本都是罕见的,中国证券市场在十多年间走过了发达国家走了一百多年的路。这个浩瀚如海的证券市场在中国经济中地位极为重要:一是增加了中国的投融资渠道,二是促进了资源的优化组合与最佳配置,三是推进了国有企业的产权改革,四是促进了对企业、上市公司的民主监督管理……它不仅成为中国金融市场的重要组成部分,而且确实推动着中国金融市场乃至整个中国经济高速发展。可以十分肯定地说,

^① 由于很多人同时在深圳、上海开户,因此实际人数约5000万人。

如果没有证券市场,中国的改革开放、中国的经济发展将推迟、延缓很多年。

中国证券市场一开设,就充满了魅力,它给 13 亿中国人提供了一个广阔无垠、充满生机活力的投资场所,也给很多人以市场经济的切肤之感与深层次思考。

从长远来看,中国证券市场前途无量。

从证券市场主体——投资者来说,我国城乡居民存款和外汇存款节节上升,到 2004 年 6 月,我国城乡居民存款余额高达 12.04 万亿元,外汇存款余额达 900 多亿美元。由于人民币在资本项目下不能自由兑换,投资渠道相对较少,加之,中国实体经济还在高速发展;再与欧美国家的大比例城乡居民入市相比,可以预计中国将来一定还有几亿城乡居民会加入到证券市场中来。从这个意义上看,现在的所有投资者都是中国证券市场的先行者。

从证券市场客体——股票、债券、基金、金融衍生品来说,股份制公司已星罗棋布遍布全国,而乡镇企业、民营企业多达几千万家^①,中外合资企业等多达 50 多万家,这些企业中相当大部分上市愿望十分强烈。因此,中国证券市场将会成为世界上上市公司最多的证券市场。而国债、金融债券等,到 2003 年底中国的发行余额已达 3 万多亿元,从国际通常认定的国债负担率安全线来看,仍有发行空间。此外,很多企业打算发行企业债券和可转换债券,到 2004 年 2 月,深圳、上海证券市场上企业债券仅 23 只,可转换债券仅 19 只,这相对于我国巨大的综合实力及经济规模来讲实在是太少了。从金融衍生品种来讲,我国 1993—1995 年开设过国债期货市场,后来由于种种历史原因而被迫中断了。但经济规律是不可抗拒的,从世界各国来看,凡有一个庞大健康的现货交易市场之处,必然配备有一个庞大的、发达的期货、期权等金融衍生品市场。中国经济迅猛发展,长期没有金融衍生品的证券市场是不可想象的。因此,对于金融期货、期权、金融互换、远期市场的知识,从现在起就应该认真学习、准备,以免在市场快速发展时,管理层和投资者都措手不及。

而证券市场的媒体——证券公司、信托投资公司、基金管理公司也会发展更快,不仅是数量上,而且是质量上的。可以预计,大批民营证券公司、股份制证券公司、公募或私募基金都会涌现出来;甚至连民营的公司制的第三家证券交易所也可能出现,这是整个中国经济与证券市场蓬勃发展之使然。

总之,从世界证券市场几百年历史来看,中国证券市场还是一个仅出生十多年的少年,还有不少制度缺陷有待完善。同时,中国证券市场又赶上了经济起飞的好时代,赶上了世界各国投资者看好中国经济,急于到中国投资的好时代。因此,研究、学习证券投资不仅有深远的历史意义,也有很强的现实意义。

二、投资与证券投资

在经济学中,投资就是以取得预期收益为目的的资金投入及其运动过程,正常的投资结果应表现为资产的增加。由于资产可分为实物资产和金融资产,投资也相应地分为实物投资和金融投资。金融投资是指经济主体通过购买或转让证券等金融产品以取得现金收入(利息、股息、红利等)或价差收入的行为。金融产品有很多,如黄金、外汇、证券等,我们开设的“证券投资

^① 中国仅乡镇企业在 20 世纪 90 年代已多达 2000 万家;到 2004 年,中国民营企业已达 240 余万家,而且还在迅速增加之中。

资学”主要研究的是证券与证券投资。

在证券投资中,按照投资者的目的和行为方式的不同,在习惯上还可以分为投资行为和投机行为。所谓投资行为,是指较长期持有证券,到期收取票面规定收入的行为;而投机行为则是主要从证券价格波动中博取价差收入的较短期行为。但在实践中,二者往往交织在一起,正如大经济学家保罗·萨缪尔森所说,没有人能够在冒险的投机和稳妥的投资之间划出界限。

总之,证券投资即投资主体将资金投向股票、债券等有价值证券,以获取现金收益或买卖价差收入(即资本利得)的行为。

一般来讲,证券投资由如下三个基本要素构成:

1. 收益。它由两部分组成,一部分是证券上载明的持有人可获得的收益(如利息、股息、红利等),另一部分是证券流通转让过程中的差价收益。

2. 风险。它指影响证券投资收益的各种不确定性。一般分为系统性风险和非系统性风险,二者之和称为总风险。

3. 时间。它是指证券投资的时间长短。时间长短直接决定了投资者收益和风险大小。

一般来说,收益和风险成正相关关系;风险和时间也成正相关关系。往往是高风险高收益,低风险低收益;或是收益一定,投资时间越长,收益率越低。

三、证券投资的一般过程

证券投资是一个动态的、连续的、循环往复的过程,这个过程由七个基本步骤组成,即理论学习、筹措资金、确定投资目标、选择投资工具、制定投资策略、实施投资策略和投资监控。

(一) 理论学习

必须先行学习宏观经济学、金融市场学、证券投资学等理论知识。中国目前存在的不分妇幼老少、退休工人、下岗工人等,没有进行必要的理论学习而匆促上场、一拥而入的局面是非常危险的。进行证券投资必须要有相当的理论准备。

(二) 筹措资金

证券投资是需要资金的。初始,可以将家庭储蓄的 $1/5\sim 1/10$ 用于证券投资,因为证券投资风险是相当大的。在运作了一段时间之后,经过几次大亏大盈,并一步步取得稳定增长收益时,方可将证券投资的资金比例上升到 $1/2\sim 2/3$ 。对一些短期国债、企业债券投资,可视为储蓄,相当安全,且收益往往比银行存款高很多。企业、机构在筹措资金阶段也要严格制定计划,小心谨慎运作为上。

(三) 确定投资目标

不同类型的投资者、不同用途的资金有不同的投资目标,要么是希望从证券投资中得到经常收入,要么是期望资本的增益。为了保证上述目标的实现,还应提出若干财务上的基本要求,主要包括以下4个方面:

1. 本金安全。本金安全是证券投资的首要问题。它包含两层意义:一是收回本金的原来货币数额,二是保持本金的原来价值。一般而言,要实现第一点,债券比股票更可靠;但要实

现第二点,投资股票反倒比债券有利。这就要对证券品种进行选择、搭配,使其安全系数尽可能达到最高。安全问题极为重要,投资大师沃伦·巴菲特指出:投资金融,第一条是要安全,不亏本;第二条是要牢牢记住第一条。

2. 收入稳定。即从证券投资中获得一笔经常性的收入,这往往是投资者的基本要求。

3. 资本增长。资本增长会给投资者带来安全感。为了实现资本增长,可直接购买增长型证券(组合),也可把证券投资收益进行再投资。

4. 其他。还应考虑证券的可销性、流动性、分散化和交税的有利性等,以确定一个总体上适合自己的、趋利避害的投资目标。

(四) 选择投资工具

选择投资工具的关键是对证券投资收益和风险的权衡。在证券市场上有四种基本类型的证券——债券、股票、证券投资基金和金融衍生品种。投资债券的风险相对较小,收益较稳定但较低;投资股票收益较高,但风险也较大;投资证券投资基金个体差异较大,要谨慎挑选;投资金融衍生品种风险最高,但收益也可能最大,如下表所示。因此,特别讲究安全的投资者如沃伦·巴菲特就明确反对投资金融衍生品种。

证券类型	潜在风险	潜在收益	变现性	利息或股息收入
短期债券	低	低	尚可,差异较大	中
普通股股票	中/高	中/高	通常良好	低
中期投资基金	中	差异较大	通常良好	差异较大
金融衍生品种	很高	可能高	差异很大	无

(五) 制定投资策略

大多数人认为市场是比较有效的,因此他们一般会把资金分散地投向价格波动不相关的几种证券,这样既可以获得较高的收益,又避免承担过大的风险。为了实现分散化的投资策略,必须进行资产配置(asset allocation),即确定证券组合中不同类型资产所占的比例。具有不同目标的投资者会选择不同的证券组合结构,比如为了取得稳定收入的组合中,债券可能占到50%以上的比例;而在为了实现资本增长的组合中,股票要占较大的比例。但在中国证券市场中,由于系统性风险很大,一些成功的投资者主张要集中资金投资1~2种安全系数较高的证券品种,实践效果往往也很好。

(六) 实施投资策略

由于证券有多种,所以投资者要精心选择。有时需要出售某些证券再买进另一些证券,因为宏观经济因素如利率、通货膨胀率等在不断变化,而投资者的资产、收入、对风险的偏好程度等也在变化。

此外,在具体实施投资策略时,应该选择股市阶段性低位买入,实施战略性与战术性的配合运作,以取得最大收益。

(七) 投资监控

证券投资风险较大,由于市场的变动、税法的修改、企业突发事件以及其他一些重要的变化,必须定期检查投资策略,找出偏差,及时调整投资策略,设立止损点与止盈点,以争取资本增长在每年上一个台阶。

四、证券投资分析方法

人类在几百年的证券投资中,初步形成了一些行之有效的投资分析方法。这些方法在各国投资实践中被总结和提炼,与各国国情相结合,对于证券市场规律的理解与证券投资机会的把握与运作,有相当重要的作用。

证券投资的分析方法,主要分为基本分析法和 technical 分析法。二者均是分析的重要工具,其中,基本分析法又尤为重要。

(一) 基本分析法

所谓基本分析法,就是对证券,如对债券与股票的本身的内在价值(含金量)进行分析、研究,并通过对宏观政治、经济环境的分析,根据 GDP 增长的快慢、货币供应量的大小、通胀率与利率的走势,来分析债券(尤其是长期国债与长期企业债券)和股票的中长期走势,或通过对经济环境、发行者所在的行业与上市公司本身的情况进行基本分析,再结合股票价格的高低,来决定取舍。

在正常情况下,证券市场是宏观经济的晴雨表,其反应极为敏感。宏观政治、经济环境对证券市场影响极大。在政治上,如领袖人物(总统)等的更替、政局的变化、和平与战争的进程、事关国际国内的政治事件等都会敏感地影响债市、股市。

此外,还应对发行债券和股票的上市公司所处的行业及该公司在这一行业中所处的地位进行分析。看其是处于朝阳行业还是夕阳行业;是高科技产业还是传统产业;是重工业还是轻工业或农、林、牧行业。例如,我国进入 21 世纪后,经济发展加快,电力奇缺,这将促使电力行业在一段时间内处于供不应求的瓶颈状态中,相关公司的股价就必然会上涨。而产品过剩行业的公司的股价就会下跌,应该尽量避免。

当然投资于一些稳定、成熟的产业,也会带来不错的收益。

对公司本身的分析也极为重要。首先,应分析其股东,尤其是董事长、大股东的状况。有时,主要负责人、掌舵人对一家公司是至关重要的。其次,应分析公司的股权结构,产权是否清晰,法人治理结构是否完善,这些都相当重要。再次,还应分析该公司的产品处于生命周期的何阶段、市场占有率如何、是否有独占性、产品更新换代能力如何。最后,还应分析公司的财务指标,如资产负债表、损益表,从中注意该公司近年的总资产、每股净资产、生产负债率、净资产收益率等重要的财务指标。要通过公司的各项重要经济指标来分析公司的稳定性、收益性、危险性及成长性。对市场前景好的成长性公司,应予以较多的重视。

总之,基本分析方法,就是运用各种历史的和现实的统计数据、资料及各项经济指标,采用静态和动态等各种方法,从宏观政治、经济环境,产业、行业发展状态到企业的产权结构、法人治理结构、市场前景、经营管理能力和盈利态势的前景进行分析,再对该公司发行的债券、股

票、可转债等证券作出评估,对该证券的走势进行预测、估计,供人们取舍时作依据。

(二) 技术分析法

技术分析法在证券市场有十分广泛的群众基础,应高度重视。

技术分析法是根据市场过去发生过、运作过程中所反映出来的统计资料来研究市场未来的发展态势和变动。技术分析法的最大特点是基本上不考虑公司的财务状况和收益能力,而集中对证券的价格和数量进行分析,根据价格、数量的变化来预测证券价格的涨跌趋势,并对今后的投资作出决定。技术分析认为,影响证券的各种因素都会反映在股票的价格水平和交易量上。这种方法认为历史是会重演的,即:如果市场上的某种活动、现象,包括价格的变动幅度、周期等在过去出现过,市场会有记忆,它极可能在将来再出现。

技术分析主要是通过证券的价格和交易数量的统计图表来进行分析。技术分析具体又分为:K线图、道氏理论、艾略特波浪理论、移动平均线、点形图、棒状图等。

笔者经多年来的观察及研究认为:基本分析法与技术分析法这两种方法都是行之有效的,但基本分析法显然更重要,基本分析是决定方向、战略、大趋势的;而技术分析方法是相对起辅助作用的,是决定中短线投资策略及“抢帽子”行为的。如果要量化它们的比重,基本分析为70%,技术分析为30%。笔者根据自己多年来的体会提醒读者:在基本分析法与技术分析法得出的结论相左时,必须以基本分析法的结论为主要参考依据。因为技术分析的数据是过去的总结和记忆,而基本分析是考虑未来大趋势的。但决不能因此而完全轻视技术分析,好的买进、卖出时间和灵活的中短线策略也很重要。此外,技术分析比基本分析更容易为普通投资者掌握,而几千万人约定俗成的投资习俗的力量也是巨大的,它宛如家家都有的皇历,影响很多人的出人行居及人们的从众行为。

如果能较较好地将基本分析法与技术分析法结合起来,以基本分析法为主,配以技术分析法,则能取得较好的效果。

五、证券投资理论

到2005年,荷兰的股市已395年了,英国的股市已232年了,美国的股市已188年了,中国的股市也已十多年了。以20世纪50年代为界,世界证券投资理论分为传统投资理论与现代投资理论两个阶段。

(一) 传统投资理论

在1929年资本主义经济危机以前,西方各工业国的证券市场还处于较不成熟的阶段,法制建设很差,市场运行无序,投机行为严重,与这种情况相对应的是证券投资理论的不成熟。尽管著名的经济学家亚当·斯密、大卫·李嘉图、卡尔·马克思和穆勒等在他们深邃的经济学理论中涉及到证券市场,但没有完整、系统的证券市场的原理及理论。

1929年10月至1932年11月,美国股市成为经济危机中遭受损失最沉重的领域,道·琼斯工业指数从358点跌到41点,股市与整个宏观经济体系形成互动的恶性循环,银行破产、企业歇业,成千上万人失业……。

在这一事件前后,伴随着股市的衰退、复苏、繁荣,涌现了一些经济学者专门论述证券市场

的著作,如 1920 年出版的 H E Dougall、F J Corrigan 的《投资学》;1922 年出版的 W Hamilton 的《股票市场的晴雨表》;1934 年出版的 S S Huebener 的《股票市场》;1948 年出版的 F M Hirst 的《股票交易》等。经济学家们的努力使证券投资分析的两大理论体系即基本分析法和 技术分析法基本形成,并得以流传开来。尽管这些投资理论还不够严谨,但却是那个时代的精华。半个多世纪过去了,人们仍能深受影响并感受到这些著作的魅力,即使是在法制不够健全、市场不很成熟、有一定制度缺陷的中国证券市场也一样。

(二)现代投资理论

证券市场的现代投资理论的代表人物及代表著作是哈里·马科维茨及其《资产选择:投资的有效分散化》。马科维茨的学生威廉·夏普和林特纳、莫森等分别独立推导出的资本资产定价模型,罗斯的套利定价理论,法码的有效市场假说理论这三大理论被称为现代金融投资的主要理论。在 20 世纪 70 年代,期货、期权等金融衍生证券诞生并迅速发展,布莱克和索尔斯又提出了欧式期权的定价模型;默顿对 Black-Scholes 模型予以完善和变形,给出了以连续支付红利的股票为标的物的期权定价公式。

20 世纪 90 年代以来,尤其是 1997—1998 年亚洲金融危机的冲击,默顿等人支持科学家火箭共同基金的巨亏,又使现代证券投资理论受到了人们的质疑和挑战,行为金融理论则成为证券投资理论的一个新的领域,受到了诺贝尔经济学奖评委会及世人的关注。

本教材将选择重点作一介绍:

1. 证券组合理论

该理论运用数学和统计方法来分析和计算不同证券之间的风险相关关系,进而求出一个“有效”的证券组合。这里的“有效”是指在一定的收益水平上,该证券组合风险最小;或在一定的风险水平上,其收益最高。该理论运用一个约束条件下的极值模型求得了最优投资决策的问题的机会集,即有效边界,并且严格证明了以期望收益最大化为决策准则的理论投资者必然在有限边界上作出投资选择。

证券组合理论后来被扩展为资产组合理论,包括金融资产和实物资产的组合,适用范围和用途更广了。

2. 资本市场理论

由于证券组合理论反映了有效的证券组合作为一个整体的风险与收益关系,但难以表现出每一个证券本身的风险与收益关系,因而出现了资本市场理论。资本市场理论和在该理论的基础上产生的资本资产定价模型,试图回答在均衡的市场上每一证券的风险和收益关系。

实际上,资本市场理论和资本定价模型成功揭示了资本和证券市场的运动规律,为证券投资者提供了很重要的参考。

3. 有效率资本市场假设理论

这一理论主要讨论证券价格对各种影响价格的信息的反应能力和反应速度。有效率市场理论是一种假说,它指出如果证券市场的价格能对有关信息做出迅速和有效的反应,则证券市场是有效率的。根据证券市场对信息的敏感程度不同,分为弱式效率市场、半强式效率市场和强式效率市场。因此,应该研究资本市场是否有效率及有效率的程度,并结合其他的市场分析来作投资参考,以便将风险降到相对小的程度,并提高收益。

有效率资本市场假设理论与现代资产组合理论及资本资产定价理论,无论其产生、发展过

程还是其被证券市场运用的过程都是互相促进,又紧密联系的。当证券市场的效率水平较低时,人们可以通过资本资产定价理论等证券分析来发现被错误定价的证券(股票、债券等),逢低买进,采取积极进取的投资策略,以获得超额收益。当证券市场具有充分的效率时,成熟的投资者不会忽略、浪费能够获利的充分信息,也不会有较多的可以盈利但无人从事的交易,在这种情况下,投资者不可能通过证券分析来击败市场。此时,投资者采用多元化组合、稳健、保守的投资策略,以获得宏观经济和证券市场全面上升带来的平均利润。

当然,资本资产定价模型的基础就是有效市场假说理论,而前者又恰恰证实着有效市场假说理论。

这些理论对指导证券市场投资、研究有一定的理论和现实意义。但应该指出的是,这些理论又都有其自身的局限性。因为这些理论都以一定的假说为前提,以均衡、成熟、完全充分的市场为前提,而现实生活中,无论是在美国、欧洲、日本等发达国家,还是在中国这样的发展中国家,其市场尤其是证券市场往往有重大缺陷,往往是非均衡、不完全竞争的。此外,信息又往往是不对称、不充分的。因此,理论讲述的结论经常与实际不符。而且,在实际搜集资料中,计算分析过程十分复杂,而证券投资的运作不可能每次经过这么严谨的计算。

总之,除了这三大理论外,还应该紧密结合中国证券市场的实际情况,研究其他的投资理论。为此,本书还对20世纪90年代以来广受人们关注的行为金融理论作了介绍。

六、证券投资学的研究内容与研究方法

证券投资学研究的内容主要集中在证券市场上,即对整个证券市场以及证券诸品种的分析研究、取舍选择及决策上,因此,这门课研究的内容如下:

1. 证券:即证券市场的客体,如有价证券,包括商品证券、货币证券、资本证券。在资本证券中,又包括股票、债券、证券投资基金和金融衍生证券。
2. 证券市场的一级市场和二级市场:即证券发行市场与证券流通交易市场。
3. 证券投资的主体:个人与家庭、企业、政府、金融机构。金融机构又分为存款性金融机构与非存款性金融机构。
4. 证券投资的媒体:证券交易所,场外交易系统,证券公司(投资银行、商人银行),证券投资基金及其管理公司、证券评级机构和证券咨询公司。
5. 证券市场的有关法律、法规、政策。
6. 证券投资方法和证券投资理论:基本分析法与技术分析法,以及前述的资产组合理论、资本资产定价理论和有效率市场假说理论和行为金融理论。
7. 对证券市场有重大影响的宏观政治、经济环境。

本教材是这样安排的:

由于资产证券化的发展态势,有价证券在本书中指资本证券,重点研究股票与债券。在债券中由于我国实行稳健的财政政策,本书重点介绍了国债投资;又鉴于我国证券市场的系统性风险较大的情况,本书重点研究介绍安全性较好的可转换公司债券。此外,对证券投资基金的组织、管理及投资等也进行了研究与介绍。还对期权、期货等金融衍生品依次作了适当研究。对于证券,只做一般性介绍。但对于证券投资收益与风险、佣金与税收作了较重点的研究介绍。证券投资分析方法,即基本分析法与技术分析法,对中国证券市场投资都是行之有效