

北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY

何小锋/主编

投资管理

Investment Management

冯 科/著



中国发展出版社

北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY

何小锋/主编

投资管理

Investment Management



中国发展出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

投资管理/冯科著. —北京: 中国发展出版社, 2009. 11

(北大投资银行学丛书/何小锋主编)

ISBN 978 - 7 - 80234 - 486 - 0

I. 投… II. 冯… III. 投资 - 经济管理 IV. F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 186860 号

书 名: 投资管理

著作责任者: 冯 科

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号: ISBN 978 - 7 - 80234 - 486 - 0

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 北京大地印刷厂

开 本: 670 × 990mm 1/16

印 张: 21.5

字 数: 308 千字

版 次: 2009 年 11 月第 1 版

印 次: 2009 年 11 月第 1 次印刷

印 数: 1—6000 册

定 价: 50.00 元

联系电话: (010) 68990630 68990692

购书热线: (010) 68990682 68990686

网 址: <http://www.developress.com.cn>

电子邮箱: bianjibul6@vip.sohu.com

版权所有 · 翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换

总·序

Preface

在经济科学中，金融学无疑是最显赫的富矿，而以研究资本市场的运作为主旨的投资银行学，则是其中最璀璨夺目的宝石。然而这门学科引进中国不过十年时间，其华丽的外表、复杂的内涵，至今让人难识真面目，有待于莘莘学者去不断挖掘。

作为一门新兴学科，投资银行学在理论上研究投资学、公司财务、资本市场理论、金融中介理论、金融发展理论、公共政策理论、金融工程理论等学科；在业务上，投资银行学研究证券的发行与交易、并购重组、信托投资基金、资产管理、金融衍生工具、资产证券化、财务顾问等内容；在方法上，投资银行学运用各种经济计量与统计分析、经济与财务分析、比较分析等复杂手段。可以说，投资银行学是创新性与实用性高度结合、专业性与多样性和谐统一的典型知识领域。

纵观中国资本市场 15 年的发展历程，走的是一条渐进式的改革模式。什么是“渐进式”？坊间有很多描述和总结。在我的眼里，就是利益格局平衡与不平衡的交替发展的过程，即在对现有的利益格局不满意的情形下，作出某些资本市场的“创新”，从而形成一种新的利益格局；新的利益获得者自然要维护这个利益格局，因此维护一定时期的稳定性；但由于此格局的发展充满矛盾和变化，暂时平衡的格局又自我演化出越来越多的不平衡因素，新格局又被越来越多的不满动机所突破，从而又通过资本市场的创新形成新的利益格局。

这种渐进式是“螺旋式上升”的发展，是哲学上的“否定之否定”

的辩证关系。非身在其中，难以知味；但陷在其中，又往往不觉其味。

何以见得？最典型者表现在证券发行市场上。几年前我曾经提出“IPO 悖论”，正是股票发行市场的自相矛盾、似是而非现象的总结。中国某个地方的真正优秀的企业如果要争取上市，眼前横亘着两大关口，一道是政府审批关，一道是市场考验关，往往过了前一关，第二关的“天时地利人和”的时机失去了，能够过了两大关的企业可能只有 1% 的成功率，真是“一将成名万骨枯”。

就谈第一道关：政府审批关。某个优秀的地方企业面对的是三座大山：第一座是包括中央政府的各个机构；第二座是省、市一级政府的各个机构；第三座是有关中介机构（如审计机构、评估机构、法律机构、承销机构、公关顾问等），他们都依附在政府身上享有某些行政特权。就谈第一座大山，一般由三座山峰组成（例如三个政府部门），每个部门都会有三级机构（例如部、局、处级机构）“经手”申报企业的材料，其中一级（例如“处”）就会有三个平行机构的话语权，每级又会有三层级别的人（例如处长、副处长、主办人）过手；要“活动”每一个人都要经过三个左右的“中间人”穿针引线；每结识一个人都要应酬三次，每次应酬（连吃、喝、玩、乐带出差费用）平均在 3000 元以上。这样就要花费 $(3^7 \times 3000 \text{ 元}) = 6561000 \text{ 元}$ 。

这就是我所总结的“溜不溜”（谐音“656”万元）现象。企业就像一条狗被人们反复“遛弯儿”。这 656 万元只是台面上花的钱，都是有发票可报销的。如果加上台底下花的钱，则可能要加 10 倍（且看“王小石事件”）。如果这个企业“溜顺”了，有幸成功上市，那么这笔几千万的费用或者入发行主体的账，就必然引起做假账；或者入控股股东的账，就必然要“侵占”上市公司的利益，以符合其经济利益补偿的原则。这些费用（或收益）都是围绕“行政特权”展开的，在经济学上就叫做“租金”，整个过程就叫做“寻租”（Rent Seeking）。

上市公司花费了“租金”，必然就要争取“超额利润”。于是乎，整个体制被设计为：发行价（计划价）与交易价（市场价）之间必须有巨大的“价差”（Price Spread）。既得利益阶层就可以从中各得其利，从而维持一种利益平衡。至于企业，在现有体制下只能“愿打愿挨”。

一个真正优秀的公司要申请上市，在证明其“真正优秀”的过程中，被

这么反复“遛弯儿”（其实是一种折磨），人财物颇有损耗，等到证明完毕——批准上市时，这个企业已经是满身伤痕，它已不是“真正优秀”的企业了。所以这个冠冕堂皇的“证优”过程其实是“证伪”过程——这就是“IPO 悖论”！

假如这个企业真有“不败之身”，能够持续优秀，从而符合“配股”条件，则其大股东（国有股、法人股的股东）则可能要花 10 元/股的价格（稍低于市场价，后者可能是 12 元）买配股；但是如果他以后要卖这些股，只能以 3 元/股的价格（以每股净资产考虑定价）。这么离奇的事，在我们的制度框架下，被各方认为是“无异议”的。这种格局显然蕴藏着不平衡的因素，因而是暂时的，必然要被新的格局所取代。时代毕竟是进步着的，不断的创新是资本市场的生命力，我们的资本市场只能用这么一句话来总结：“前途是光明的，道路是曲折的。”

总体上的“螺旋式上升”，不排除在局部上可能表现出某种倒退。例如，中国产业投资基金的“创新”路程就更艰难。某种程度上说，与其说目前中国产业投资基金有待“创新”，还不如说有待于“复辟”。因为，现在基本上是空白状态的产业投资基金在 13 年前就已产生，当时以“淄博基金”为代表的“老基金”就有 60 多个，分布在全国各地。“中农信淄博乡镇企业投资基金”是 1992 年由国家主管部门——中国人民银行批准成立的、在上海交易所上市的产业投资基金，我曾经是它的策划人、申报文件的主要起草人之一。而现在正在难产的产业投资基金管理办法，即使出台了，也做不到 13 年前的公募发行和上市交易。这是为什么？说白了，利益——特权格局已经变化了，僵住了。

什么是大学问？研究史无前例的中国特有的资本市场的原创性理论，能够扎扎实实地解决中国的实际问题的策略，就是大学问。这是中国经济学家的历史使命和挑战。套用一句马克思引用《伊索寓言》的话说：“这里就是罗陀斯，就在这里跳吧！”

从 90 年代初开始，北京大学的教师和研究生们就开始研习投资银行知识。他们不仅如饥似渴地吸吮来自外国的相关知识，研究中国资本市场的特性，甚至亲赴实践领域学习操作，推动中国资本市场的拓展。正是这种长期“只顾耕耘，不问收获”的精神，使投资银行学在北京大学的课堂上，成为一门以理论的原创性和案例的亲历性相结合的经典课程。我们总

结的“以资产经营的一般模式为基石，以对企业和资产的现金流进行分析为中心，以广义资产证券化和企业重组为两条主线，以投资银行的内部管理和外部监管为两条辅线”的投资银行学理论体系和框架，声名渐远，广受认同。

本丛书包含投资银行学最具特色的几个专题，作者群是北京大学的教授、博士生导师和金融学博士的组合，亦是长期的理论研究和实践经验的结晶。我们推出这套丛书，作为北京大学金融学研究生、本科生和进修生重要课程的总结，祈望与同行们及有志者交流，并得到积极的反馈和升级。

感谢中国发展出版社的编辑们的辛勤工作以及广大读者的热心支持！

何小锋

于未名湖东畔

目·录

Contents

第一章 导论	1
1. 基本概念	3
【1】 投资	3
【2】 金融投资	5
【3】 投资的主体与客体	7
【4】 投资管理	10
2. 投资的意义	11
【1】 财富的增值	11
【2】 财富的保值	11
3. 投资的基本理念	13
【1】 货币的时间价值	14
【2】 投资组合	16
【3】 风险管理	17
4. 投资环境	18
【1】 政治和法律环境	18

【2】 经济环境·····	20
【3】 社会文化环境·····	20
【4】 技术环境·····	21
【5】 金融市场·····	22
 5. 投资发展史·····	24
【1】 古代的萌芽和缓慢发展·····	24
【2】 资本主义兴起后的投资·····	26
【3】 现代投资·····	28
 6. 投资在中国·····	30
【1】 经济高速发展与人民收入大幅提高·····	31
【2】 金融体系逐渐发达·····	32
【3】 投资在中国文化中的巨大转变·····	34
 第二章 投资工具·····	39

1. 股票·····	41
【1】 概述·····	41
【2】 股票价格指数·····	43
【3】 股票估值·····	46
 2. 债券·····	49
【1】 概述·····	49
【2】 债券的基本类型·····	51
【3】 债券的收益与风险·····	55
【4】 债券估值·····	56

3. 基金 57

- 【1】 概述..... 57
- 【2】 基金的组织结构..... 58
- 【3】 开放式基金与封闭式基金..... 59
- 【4】 基金的募集和认购..... 60
- 【5】 基金的交易..... 61
- 【6】 我国基金业的发展..... 63

4. 衍生金融工具 66

- 【1】 远期..... 66
- 【2】 期货..... 67
- 【3】 期权..... 69
- 【4】 互换..... 71

5. 其他投资工具 73

- 【1】 房地产投资..... 73
- 【2】 外汇投资..... 75
- 【3】 黄金投资..... 78
- 【4】 收藏品投资..... 79

第三章 投资管理的理论基础 83

1. 投资的收益与风险 85

- 【1】 收益与风险的内涵..... 85
- 【2】 收益与风险的度量..... 87
- 【3】 投资者对于风险的态度..... 89

2. 资产组合理论	92
【1】概述	92
【2】理论假设	92
【3】主要思想	93
3. 资本资产定价模型	97
【1】模型假设	97
【2】引入无风险借贷假设后的投资组合有效前沿	98
【3】资产配置线 (CAL) 与资本市场线 (CML)	100
【4】资本资产定价模型与证券市场线	102
4. 有效市场理论	104
【1】概述	104
【2】有效市场假说对投资政策的含义	107
【3】有关有效市场理论的争论	109
5. 因素模型	111
【1】单因素模型	112
【2】两因素模型	113
【3】多因素模型	113
6. 套利定价理论	114
【1】理论假设	114
【2】单因素套利定价理论	115
【3】多因素套利定价理论	116
7. 现代管理理论	117
【1】决策理论	117

【2】 系统管理理论	118
【3】 管理科学	119
【4】 经验主义	120
【5】 经理角色理论	121
 第四章 投资组合管理	123
1. 投资组合的类型	125
【1】 收入型证券组合	125
【2】 增长型证券组合	125
【3】 收入与增长混合型证券组合	126
【4】 避税型证券组合	126
【5】 货币市场型证券组合	126
【6】 国际型证券组合	126
【7】 指数型证券组合	126
2. 制定投资政策	132
【1】 收益要求和风险容忍度	132
【2】 识别约束	134
【3】 确定偏好	138
3. 开发投资策略	139
【1】 投资心理策略	139
【2】 市场博弈策略	140
【3】 价值型投资策略	142
【4】 增长型投资策略	143
4. 形成并量化预期	144
【1】 形成投资预期	144

【2】 量化收益和风险	147
-------------------	-----

【3】 量化投资期限	147
------------------	-----

5. 资产配置	148
---------------	-----

【1】 战略性资产配置与战术性资产配置	149
---------------------------	-----

【2】 构建投资组合	151
------------------	-----

【3】 资产配置的三种策略	154
---------------------	-----

6. 投资组合的动态调整	157
--------------------	-----

【1】 监控外部环境的变化	158
---------------------	-----

【2】 监控投资者自身变化	161
---------------------	-----

7. 投资组合管理的应用——基金公司运作流程	162
------------------------------	-----

【1】 基金经理	162
----------------	-----

【2】 投资调查研究	165
------------------	-----

【3】 投资决策流程	166
------------------	-----

第五章 通过基本面分析选股	171
---------------------	-----

1. 概述	173
-------------	-----

【1】 宏观环境分析	173
------------------	-----

【2】 行业分析	173
----------------	-----

【3】 公司分析	174
----------------	-----

2. 宏观环境分析	174
-----------------	-----

【1】 经济周期	174
----------------	-----

【2】 宏观经济指标	176
------------------	-----

【3】 宏观经济政策	179
------------------	-----

【4】 经济预测	181
3. 行业分析	183
【1】 行业概述	184
【2】 如何展开行业分析	188
【3】 股票收益的行业表现	189
4. 公司分析	191
【1】 公司基本信息分析	192
【2】 公司价值创造能力分析	193
【3】 关注“高送配”公司	195
5. 财务分析	202
【1】 概述	202
【2】 财务分析方法	204
【3】 财务比率分析	205
【4】 财务分析要注意的问题	215
第六章 通过技术分析选时	217
1. 概述	219
【1】 什么是技术分析	219
【2】 技术分析的基本要素	219
【3】 技术分析的假设前提	221
【4】 技术分析的优势和不足	222
2. 道氏理论	223
【1】 道氏理论的发展和内容	223

【2】 道氏理论的基本原理和前提	223
【3】 道氏理论基本要点	223
【4】 道氏理论的不足	225
 3. K 线理论	226
【1】 什么是 K 线	226
【2】 K 线的基本形态	227
 4. 切线理论	230
【1】 趋势定义	230
【2】 趋势线	231
 5. 形态分析	236
【1】 反转形态	236
【2】 整理形态	240
 6. 波浪理论	242
【1】 波浪的基本形态	242
【2】 基于波浪理论的选时策略	243
 7. 其他技术分析工具	246
【1】 量价关系理论	246
【2】 随机漫步理论	246
【3】 相反理论	246
 8. 技术分析指标	246
【1】 MACD 指标	247
【2】 KDJ 指标	247

【3】 RSI 指标	248
【4】 WMS 指标	249
 第七章 投资的风险管理	253
1. 概述	255
【1】 投资面临的风险	255
【2】 投资风险的特点	257
【3】 风险管理的过程	259
2. 非系统风险及其管理	260
【1】 非系统风险的类型	260
【2】 非系统风险的识别、分析、衡量	263
【3】 非系统风险的管理方法	266
3. 系统风险及其管理	267
【1】 我国证券市场的系统风险	268
【2】 系统风险管理技术	271
4. 内部风险及其管理——以基金为例	274
【1】 基金的内部控制机制	274
【2】 我国转型时期基金面临的内部风险	281
 第八章 投资业绩评估	287
1. 建立评估框架	289
【1】 投资业绩评估要考虑的问题	289

【2】 建立投资业绩评估框架	290
2. 测量投资业绩	293
【1】 收益率	293
【2】 风险调整测度	295
【3】 我国基金业绩评价实例	301
3. 业绩评价	306
【2】 业绩基准	306
【2】 机构评级标准	308
【3】 结果和偏差	310
4. 业绩归因	311
【1】 内部归因	311
【2】 外部归因	321
5. 偏差纠正	323
参考文献	324