

WILEY FINANCE

“十一五”国家重点图书出版规划项目
世界财务管理经典译库子项目



威立金融经典译丛·达摩达兰系列

Aswath Damodaran

Investment Philosophies

Successful Strategies and
the Investors Who Made Them Work

投资原理

——成功的策略和成功的投资者

(美) 阿斯沃斯·达摩达兰 著

胡英坤 吴迅捷 译

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press


WILEY

WILEY FINANCE

“十一五”国家重点图书出版规划项目
世界财经管理经典译库子项目

威立金融经典译丛·达摩达兰系列

Aswath Damodaran

Investment Philosophies

Successful Strategies and
the Investors Who Made Them Work

投资原理

——成功的策略和成功的投资者

(美) 阿斯沃斯·达摩达兰 著

胡英坤 吴迅捷 译

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press
大连


WILEY

© 东北财经大学出版社 2009

图书在版编目 (CIP) 数据

投资原理 / (美) 达摩达兰 (Damodaran, A.) 著; 胡英坤、吴迅捷译. —大连: 东北财经大学出版社, 2009. 12

(威立金融经典译丛)

书名原文: Investment Philosophies

ISBN 978 - 7 - 81122 - 870 - 0

I. 投… II. ①达… ②胡… ③吴… III. 投资 - 基本知识 IV. F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 235703 号

辽宁省版权局著作权合同登记号: 图字 06 - 2007 - 167 号

Aswath Damodaran: Investment Philosophies

Copyright © 2003 by John Wiley & Sons, Inc.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning or otherwise, except as permitted under Sections 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act, without either the prior written permission of the Publisher, or authorization through payment of the appropriate per-copy fee to the Copyright Clearance Center, Inc., 222 Rosewood Drive, Danvers, MA 01923, (978) 750 - 8400, fax (978) 750 - 4470, or on the web at www.copyright.com. Requests to the Publisher for permission should be addressed to the Permissions Department, John Wiley & Sons, Inc., 111 River Street, Hoboken, NJ 07030, (201) 748 - 6011, fax (201) 748 - 6008, email: permcoordinator@wiley.com.

This translation is published under license.

All rights reserved.

本书简体中文翻译版由威立有限公司授权东北财经大学出版社独家出版发行。未经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可, 不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连美跃彩色印刷有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm × 240mm 字数: 478 千字 印张: 23 插页: 1
2009 年 12 月第 1 版 2009 年 12 月第 1 次印刷

责任编辑: 孙冰洁

责任校对: 贺 鑫

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

ISBN 978 - 7 - 81122 - 870 - 0

定价: 48.00 元

目 录

第 1 章 概论	1
1.1 什么是投资原则	1
1.2 需要投资原则的原因	3
1.3 投资概览	3
1.4 投资原则分类	5
1.5 制定一个投资原则：步骤	7
1.6 结论	9
第 2 章 积极的和消极的：了解风险	10
2.1 什么是风险	10
2.2 股权风险和预期收益	11
2.3 风险与收益模型的比较分析	22
2.4 违约风险的模型	25
2.5 结论	29
第 3 章 数据不会骗人——或者它们会吗？	31
3.1 基本的会计报表	31
3.2 资产的衡量和评价	33
3.3 衡量筹资组合	38
3.4 计算收入和盈利率	43
3.5 衡量风险	47
3.6 会计准则及实践的差别	51
3.7 结论	52
第 4 章 看到现金利益：估值的基础	53
4.1 内在价值	53
4.2 相对估价	69
4.3 评估具有或有现金流量的资产的价值（期权）	76
4.4 结论	77
第 5 章 许多负累：交易、执行和税收	79
5.1 交易成本障碍	79
5.2 交易成本的组成部分：交易的金融资产	81
5.3 非交易性资产的交易成本	91

5.4	交易成本的管理	93
5.5	税款	95
5.6	结论	101
第6章	真的好得令人难以置信吗？检验投资策略	103
6.1	市场有效性与投资原理	103
6.2	市场有效性：定义与含义	104
6.3	最后意见	115
6.4	结论	125
第7章	是烟雾还是镜子？图表与技术分析	127
7.1	随机游走与价格模式	127
7.2	投资者的非理性	138
7.3	技术分析的基础	148
7.4	技术指标与图表模式	149
7.5	结论	160
第8章	Graham 准则：价值投资	162
8.1	价值投资者是什么样的人	162
8.2	被动筛选者	163
8.3	反向价值投资者	180
8.4	积极的价值投资	185
8.5	结论	196
第9章	增长投资的诱惑力：小盘投资与增长型投资	198
9.1	增长型投资者何许人也？	198
9.2	被动的增长型投资	199
9.3	积极的增长型投资	223
9.4	结论	228
第10章	信息的回报：依据信息进行交易	230
10.1	信息与价格	230
10.2	根据私人信息交易	233
10.3	根据公共信息进行交易	244
10.4	实施以信息为基础的投资策略	256
10.5	结论	256
第11章	可靠的利润：套利的本质	258
11.1	纯套利	258
11.2	近似套利	274
11.3	投机性套利	279
11.4	长短期策略——对冲基金	281
11.5	结论	284

第 12 章 选择市场时机是不可能实现的梦想吗?	287
12.1 选择市场时机: 利益与成本	287
12.2 选择市场时机的方法	289
12.3 选择市场时机的证据	308
12.4 选择市场时机策略	313
12.5 把市场时机的选择与证券选择联系起来	317
12.6 结论	317
第 13 章 准备放弃? 指数化的诱惑力	319
13.1 指数化机制	319
13.2 指数化的历史	321
13.3 赞成指数化的理由	325
13.4 为什么积极投资者不能表现得更好?	339
13.5 指数化的其他途径	344
13.6 结论	350
第 14 章 选择投资原则的道路图	352
14.1 自我评估	352
14.2 寻找投资原则	355
14.3 结论	358

第 1 章 概论

主要观点

每个人都梦想成为超级投资者，并且在投资这一活动中投入大量的时间和资源。这样，我们很可能会祈求一些神奇的投资方法和那些急切的销售人员在推销时使用的“秘方”。虽然我们非常努力，但是我们中的大部分人仍只能是“处于平均水平”的投资者。尽管如此，我们仍在不断地尝试，希望自己能更像传奇投资人物（成为另一个沃伦·巴菲特（Warren Buffett）或彼得·林奇（Peter Lynch））。我们不断地阅读由成功投资者编写的或介绍成功投资者的书籍，以期从中获取他们成功选择股票的关键因素，这样我们就能够模仿他们并且迅速致富。

在我们对这些因素的探求过程中经常会受到矛盾和异例的困扰。在投资领域中，有的顾问会极力推荐人们购买拥有强大现金流和流动资产的企业的股票，因为这就是巴菲特的投资原则；又会有其他投资专家警告投资者，这一方法在现在的高科技时代已经不管用了，投资者应该对那些有成长前景的企业进行投资；另外还有雄辩的销售人员，他们用生动的图表向人们证明他们有能力让我们在完全正确的时间进入和退出市场。在面对这种种不同的论断甚至相反的论断后，难怪我们会比以往更加困惑。

在这一章中，我们会提出各种关于成功投资策略的论述。我们首先会提出本质上一致的投资原则，这些投资原则不仅与人们投资的市场相匹配，并且与人们的个性特征相匹配。换句话说，促成成功投资的关键因素并不在于了解彼得·林奇成功的原因，而是在于找到能够使你成功的方法。

1.1 什么是投资原则

投资原则就是关于市场的一致思考方法，包括市场是如何运作的（有时是如何失效的）和你所认为的投资者行为中的普遍错误类型。为什么我们需要对投资者的失误做出假设？就像我们将要讨论的，绝大部分投资策略都是利用一些或大部分的投资者对价格的错误掌握。这些错误是受更本质的关于人类行为的假设驱使的。进一步解释，人类从众的理智和非理智趋势能够导致价格动量，即最近价格涨势最快的股票

在近期更可能会持续增长。那么首先我们来考虑一下投资原则的组成要素。

1.1.1 人的弱点

投资原则的背后隐含的是对人类行为的分析，事实上传统金融和估价的一个弱点是倾向于反映投资者心理的短期变换。这并不是说我们假设（在传统金融中）所有的投资者都是理性的，而是我们假设非理性的投资行为会随时发生和消失。这样，对每一个紧随大众的投资者（动量投资者）来说，我们假设有一个投资者作了逆向投资，并假设这样的投资对价格产生的作用最终使价格变得合理。虽然这种情形在长期来看是非常合理的假设，但在短期这却不太现实。

金融领域的理论家和实践家长期以来对理性投资者假设持怀疑态度，他们开创了新的金融学科分支，即行为金融。他们将心理学、社会学引入到金融领域，试图解释投资者做出投资行为的原因，以及由此制定的投资策略。在本书中我们会讨论不同的投资原则，并从各个原则探求有代表性的基本人类行为假设。

1.1.2 市场有效性

紧密相关的第二个投资原则构成要素是使投资原则成立的市场有效性（或有效性缺失）观点。虽然所有有效投资原则都建立在市场是无效的基础上，但是它们对于哪部分市场最有可能无效以及这种无效会持续多久存在着分歧。一些投资原则的基础是认为在大部分时候市场是有序的，但是当有关单个企业的大量信息发布时，它有可能会反应过度——正面信息使股票价格飙升，负面信息使股票价格狂跌。一些投资原则则是建立在认为总体上市场会出错，即整个市场可能被高估或被低估，以及某些投资者（如共同基金经理）更容易出错这种错误的信念上的。还有一些投资原则的基础是认为在有足够多的信息——财务报表、分析报告和财务报告——的前提下市场能够很好地为股票定价，但当信息不足时市场会系统地降低股票价格。

1.1.3 策略和战术

一旦你掌握了投资原则，你就能制定出建立在核心原则基础上的投资策略。以上述市场有效性分析为例，认为市场会对信息反应过度的第一类投资者可能会采取的投资策略是在企业发生出其不意的负收益（企业对外宣布的收益大大低于预期值）时购入该企业股票，而在企业意外取得正收益时卖出股票；认为市场总体上会出错的第二类投资者可能会关注技术指标（如共同基金现金状况和短期销售率）以确定股票是过度购入了还是过度售出了，从而采取与之相反的投资策略；认为市场在信息缺失的情况下更容易失效的第三类投资者可能会购入一些不被分析家关注或不为机构投资者所有的股票。

如果同一投资原则能够衍生出多种投资策略，这显然是毫无意义的。投资者始终会高估增长的价值并低估已有资产的价值，这一思想会体现在许多不同的投资策略中——从买进低市盈率股票的被动策略到买入这类公司然后尝试着将其资产变现

的更为主动的策略。换句话说，投资策略的数目会大大高于投资原则的数目。

1.2 需要投资原则的原因

大部分投资者都不需要投资原则，而且一些货币经理（money manager）和职业投资顾问也不需要投资原则的指导。他们会采用一些（对其他投资者）看似有用的投资策略，而当这些策略失效时他们就放弃这些策略。你也许会问如果是这样为什么还需要投资原则呢？答案很简单，如果没有投资原则，你就会倾向于以某个鼓动者的言论或某次近期可预见的成功为基础不断地变换投资策略。那么你的投资组合可能会出现三种负面的后果：

(1) 当缺少主要的投资策略或一套核心理念时，你很容易受鼓吹者或妄求者的影响，因为他们都会宣称自己有战胜市场的神奇策略。

(2) 当你变换各种策略时，你就必须改变投资组合，这会给你带来更高的交易成本和税收负担。

(3) 虽然有一些投资策略对某些投资者来说是有用的，但是鉴于你的目标、风险厌恶度和个性，这些策略可能并不适合你。除了投资组合产品可能在市场上表现不佳外，你也很可能发现你的投资结果非常糟糕或更加恶化了。

一旦你对核心信念有了更强的认识，你对你自己的命运就会有更好的把握。除了能拒绝采用与你对市场的核心信念不同的投资策略外，你还能制定出适合你需要的投资策略。同时你还能对各种策略之间的不同点和相同点有更为广泛的认识。

1.3 投资概览

在判断哪种投资原则能够适用于投资之前，我们需要先看一下创造投资组合的过程是怎样的。虽然个人创建投资组合会比拥有各种顾客的养老基金管理者创建投资组合容易得多，但我们会发现无论是业余的还是职业的投资者都会遵循下面所述的过程。

1.3.1 第一步：了解客户

投资过程总是从投资者和了解投资者的需求及喜好开始的。对于投资组合经理来说，投资者是客户，投资过程中的第一步，也是格外重要的一步是了解客户的需求、税务状况，以及最重要的，他们的风险偏好。对于个人投资者来说，这个过程看上去可能会比较简单，但是在第一步中了解自己的需求和偏好的重要性并不比投资组合经理了解客户情况的重要性低。

1.3.2 第二步：构建投资组合

过程的第二步是真正构建投资组合，我们将它分为三个子部分：

- 首先是决定如何在各种资产——所有者权益、固定收入证券和不动产（包

括房地产和货物)——之间分配投资组合产品。你也可以通过其他的方式来做出资产分配决定,如投资于国内资产和国外资产的比例,以及促成这种决定的因素。

●第二个组成部分是资产选择决策,在这个部分中你将从每个资产分类中选择具体的资产作为投资组合的构成部分。从实践上说,这一步就是决定你选择构成所有者权益部分的股票,构成固定收入部分的债券和构成不动产部分的具体不动产。

●最后的部分是执行,在这一部分中投资组合真正形成。投资者必须衡量所需交易的交易成本与实现快速交易的需要。由于执行的重要性随投资策略的不同而不同,许多投资者在投资过程的这一步都会失败。

1.3.3 第三步:评估投资组合表现

投资过程的最后一步——通常对于职业货币经理来说也是最痛苦的一步——是投资组合的表现评估。毕竟投资的目的,也是唯一目的,是在给定特殊的风险偏好的情况下尽可能地多赚钱。投资者不会原谅导致投资失败的失误,也不愿意接受任何理由,即使理由非常充分。投资者对货币经理的忠诚更不是常见的。与之类似的,投资组合表现评估对于自己构建投资组合的个人投资者也同样重要,因为这些反馈信息能在很大程度上决定投资者今后的投资方式。

图1—1总结了投资过程的各个部分,在我们考虑各种不同的投资原则时,我

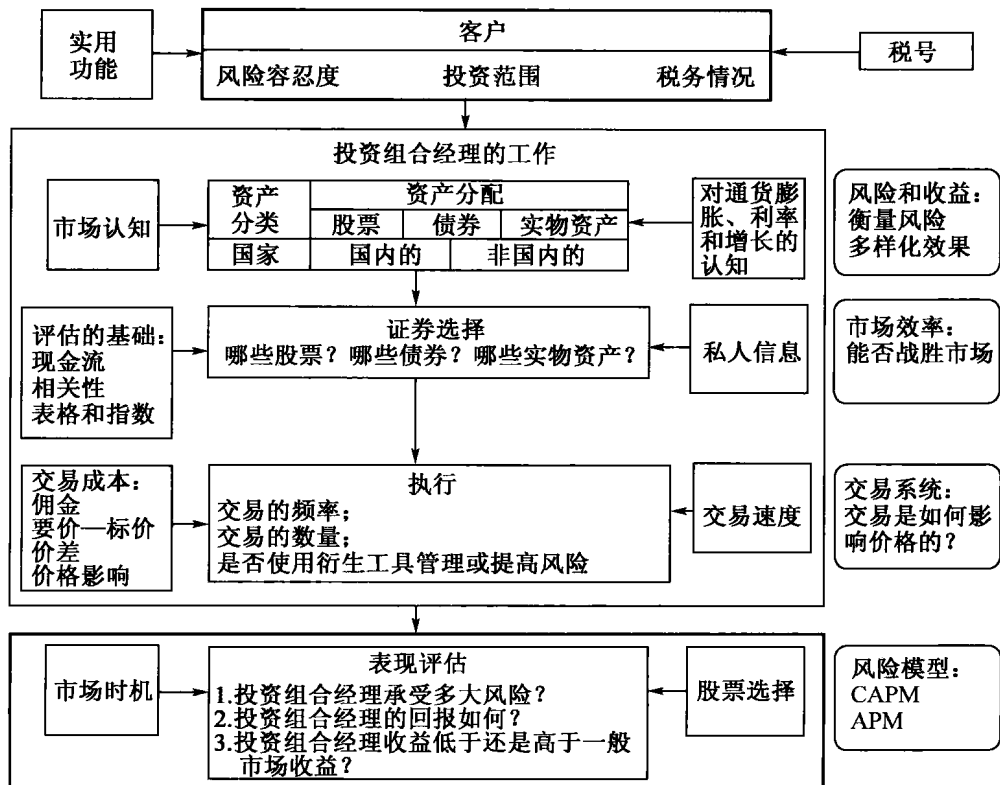


图1—1 投资过程

们还会回顾该图以强调投资过程的步骤。你将会发现虽然大部分的投资原则的最终目标都一致，即获得收益，但是每个原则都会强调投资过程的不同部分，而且都需要不同的取得成功的技能。

1.4 投资原则分类

我们会在这部分用投资过程来介绍一系列的投资原则。虽然关于这些投资原则的细节我们在以后的章节中才会详细介绍，但在这里我们起码会涉及每个投资原则的核心内容。

1.4.1 市场时机选择 v. s. 资产选择

投资原则最宽泛的分类法在于判断它们是建立在整个市场的时机选择上还是建立在寻求错误定价的单个资产上。我们称前者为市场时机选择（market timing）原则，称后者为证券选择（securities selection）原则。

在每一类投资原则中，根据不同的市场观点都会有无数的投资方式。首先考虑一下市场时机选择原则。我们大部分人只在股票市场范畴中考虑市场时机选择，但也有投资者认为市场时机选择涉及更广泛的市场范围，即包括货币市场、债券市场以及房地产市场。证券选择原则中选项的范围更宽，包括图表、技术指标、基本因素（收入、现金流和增长情况）以及信息（收入报告和并购通知）。

由于当我们准确掌握时机时，市场时机投资原则能给我们带来巨大的收益，这种原则对我们很具吸引力，但也同样因为这个原因，使用这种原则进行投资很难成功。经常会有许多投资者试图选择市场的时机，他们想要获得持续的成功是非常困难的。如果你决定选择投资于股票，那你如何决定是根据图表、基本因素还是增长潜力来选择股票呢？答案就像在后文中所提及的那样，将不仅取决于你对市场的看法和经验性证据，还取决于你的个性特征。

1.4.2 主动投资 v. s. 被动投资

从最宽泛的层次看，我们可以将投资原则分为主动投资原则和被动投资原则。使用被动投资原则的投资者对某个股票或公司进行投资，然后等待投资得到回报。假设你的策略很成功，这个回报将来自于市场认可和纠正错误估值。这样，投资组合经理如果购买具有低的价格收益比率以及稳定收益的股票，那么他就是采用了被动投资策略。通常购买指数中所有股票的指数基金经理也是如此。采用主动投资策略时，投资者投资于公司，然后通过改变公司的经营方式以使其投资更具价值。我们认为风险资本家是主动投资者，因为他们不仅针对有前景的公司建仓，而且还会对公司的运营方式进行大量的投入。近年来，我们目睹了 Michael Price 和加利福尼亚养老基金（California state pension fund, Calpers）这样的投资者将主动投资原则运用于上市公司，通过持有头寸改变公司的运营方式。我们现在需要将主动投资

行为与被动投资行为进行比照，我们可以说，任何试图战胜市场的投资者都是主动投资者。主动投资者既可以采取主动投资策略又可以采取被动投资策略。

1.4.3 时间范围

不同的投资原则要求不同的时间范围。如果投资原则建立在市场会对新的信息反应过度的基础上的话，它就会产生短期的策略。比如，你可能在一个差的收益公告发布后立即就购买该公司的股票，持股几个星期后高价出售（期望当市场纠正过度反应时，股票价格会上升）。相反，如果投资原则建立在购买被忽视的公司的股票（分析家或机构投资者不购买的股票）的基础上，它就可能会需要更长期的策略。

影响投资原则时间范围的因素之一是你从成功策略中收获回报所作的调整的性质。持被动价值观的投资者在购买他们认为被低估的公司股票后，即使这些股票的价格确实被低估了，他们可能也得等上好几年才能等到市场纠正错误的定价。由于认为市场不可能对收益报告做出正确反应而在公司收益报告公布前后进行交易的投资者可能只会持股几天。另一个极端是投资者发现相同（或非常相似）的资产在两个市场上的定价不同，他们可能会在定价低的市场上买入该资产，在定价高的市场上卖出该资产，在短短几分钟内获得“套利”收益。

1.4.4 相互矛盾的策略同时存在

投资原则中的一个最不可思议的方面是建立在对市场完全相反的看法上的不同投资原则可以并存。这样，有的投资者是依据价格动量（投资者获取信息很慢）交易的市场时机选择者，而有的则是逆向投资（认为市场会反应过度）的市场时机选择者。在使用基本原则的证券选购者中就会有价值型投资者（value investor），他们认为市场会对增长定价过高，因而购买成熟公司的股票；又有成长型投资者（growth investor）因完全相反的论断而购买成长型的股票。这些相反的投资动机的并存会被认为是荒谬的，但这其实是正常的，而且也正是市场平衡的原因。除此之外，我们还可能发现在投资市场中存在着因投资时间范围、风险态度和税负状态不同而持有互相对立的投资原则的投资者。例如，免税的投资者认为支付大量股利的股票很有吸引力，而应税的投资者则会拒绝购买这类股票，因为他们需要为股利支付税率很高的税款。

1.4.5 具体情况下的投资原则

如图 1—1 中所描述的那样，我们可以在投资过程中考虑使用不同的投资原则。市场时机策略主要影响的是资产分配决策，这样认为资产被过低定价的投资者就会将他们风险偏好所能承受的投资组合中的更大部分投资于股票。各种形式的证券组合策略——技术分析、基本原理和私人信息——都将重点放在投资组合管理过程的证券选择构成上。你可能会认为通过利用市场中资产的错误定价，而非根据市场有

效性整体观点制定的策略（如套利）是以执行部分投资组合管理为中心的，这样，成功的投机策略依靠的是快速交易以利用错误定价和保持低交易成本这一点也就不足为奇了。图 1—2 展示了不同的投资原则。

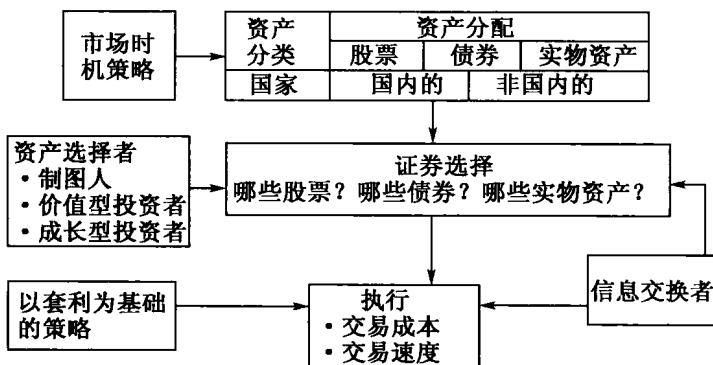


图 1—2 投资原则

1.5 制定一个投资原则：步骤

如果每一个投资者都需要一个投资原则，那么制定投资原则的步骤是什么呢？虽然这整本书都是探讨这一问题的，但我们在这里还是列出了与本部分相关的三个具体步骤。在本书中，我们将不断地参照在作者的网站（www.damodaran.com）上提供的各种数据。在这个网站上我们不仅可以免费下载各种资源，包括空白表格、公司模型和评估工具，而且这些数据都会定期更新。

1.5.1 第一步：了解风险和价值的基本因素

在你开始制定投资原则之前，你应该先了解你所需要的财务工具，最起码你知道以下这些概念：

- 如何衡量一项投资的风险并将它与预期收益相结合；
- 如何对一项资产进行估价，无论这项资产是债券、股票还是商业机构；
- 了解交易成本，并了解如何在交易速度和交易成本之间寻求平衡。

我们迫不及待地告诉你，在以上所列的各项活动中你并不必成为数学天才，我们的这本书将从提供这些基本的概念开始。

1.5.2 第二步：对市场如何运作以及可能导致市场失败的原因有一定的认识

每一个投资原则都植根于对人类行为（和无理性）的观点中。虽然个人经验经常会决定我们如何看待人类的行为，但在我们形成最终判断之前还是应该将这种观点延伸，以更广泛地考虑从市场中投资者行为而来的证据。

在过去的几十年中，随着数据的可获得性日益增加，测试不同的投资策略变得越来越容易。现在在研究投资策略方面出现了一种基本的体系，如研究者已经找到有说服力的证据，表明价格与账面价值比率（price-to-book value ratio）低的股票所获得的收益远远高于相同风险但是价格与账面价值比率较高的股票的收益。在制定投资原则时不考虑这个证据将是十分鲁莽的。然而，同时你也需要谨记与这个研究相关的三个忠告：

●由于它们的依据产生于过去，它们代表的仅是“后视镜”的功能。在20世纪90年代赚取大量收益的策略现在可能就不再切实可行了。事实上，无论是通过直接途径（书刊或杂志），还是通过间接途径（投资组合经理的具体操作）公之于众的成功策略，你应该能预见到它们将变得不再如此有效。

●许多研究都是建立在投资组合的假设基础上的，即以历史价格购买或出售股票而对交易成本考虑很少，或根本不考虑。当交易会引引起价格变动时，策略的实际回报与假设的组合相比将会有很大的出入。

●对于投资策略的测试总是与风险模型的测试相结合的。想要知道原因吗？考虑这一结论，即价格与账面价值比率低的股票，其收益高于具有相似风险（起码通过我们所使用的测量工具测出具有相似风险）的价格与账面价值比率高的股票收益。当我们错误评估或忽视了一项主要风险，那么更高的收益完全有可能是由于与价格与账面价值比率低的股票相联系的更高风险的回报。

由于理解策略是否在市场上有效对于投资来说非常重要，我们将考虑测试策略的方法，也就是在测试时需要遵循的一些基本规则和在测试时经常会（有意或无意）犯的错误。当我们关注每一个投资原则时，我们需要回顾从投资原则演化而来的策略中所包含的证据。

1.5.3 第三步：寻求最适合自己的投资原则

一旦你了解了投资基础、投资者行为及癖好、在不同的投资原则中积累的证据，你就可以制定自己的投资原则了。从我们的观点看，虽然每一个投资原则（是的，甚至是图表）都有成功的可能，但是成功的先决条件却是不同的。特别地，成功将依赖于如下因素：

●你的风险厌恶度。一些投资策略本身就比其他策略更具风险，比如对风险资本或私人资本的投资。你将你的资金投资到小的、私人的、有发展前途的公司中，这本身就比购买价值型股票——大的、稳定的、上市公司的股票——包含更多的风险，当然回报也会更高。比较厌恶风险的投资者将会避免第一种策略而选择第二种策略。选择风险高于你的承受能力的投资原则对你的健康和你的投资组合都将很危险。

●你的投资组合的规模。一些投资策略需要较大的投资组合规模，而其他的一些策略只需要较小的投资组合规模。例如，如果你的投资组合只有10万美元，你就很难成为一个积极的价值型投资者（activist value investor），因为被投资公司不

可能倾听你的抱怨。另一方面，拥有1 000亿美元的投资组合经理不可能运用购买小的、受到忽视的公司所要求的策略。有如此之大的投资组合规模，她在每一个公司都会成为主要持股人，而且她的每一次交易都将影响到股票价格。

●你的时间范围。一些投资原则是在长期时间范围的前提下制定的，而其他投资原则则需要在短期时间范围内操作。如果你的投资资金是属于自己的，那么时间范围的长短由你的个性（有的人比其他人更有耐心）和你对现金的需求（对流动性需求越大，时间范围越短）决定。如果你是为他人管理资金的专业投资人员（投资顾问或投资组合经理），你对投资原则和策略的选择由顾客的时间范围以及他们对现金的需求度决定。

●你的税务情况。由于你所获得的资金中的很大一部分将上交给税收人员，那么他们将对你的投资策略，甚至是你所采取的投资原则有很大的影响。在某些情况下，由于税务因素，你将不得不放弃税前收入非常可观的投资策略。

这样，正确的投资原则应该能够反映出你特殊的优势和劣势。所以很自然的，对某些投资者非常适用的投资原则对于其他投资者可能并不奏效。结果是，世上不存在对于所有投资者来说都是“最好的”投资原则。

1.6 结论

投资原则代表了关于投资者行为和市场运作的一系列核心信念。想要成为成功的投资者，你就必须既考虑市场因素，又综合自己的优势和劣势以形成最适合自己的投资原则。没有核心信念的投资者将会不断地变换投资策略，受到传闻或最近的成功案例的影响，增加交易成本，最终导致投资失败。有明确定义的投资原则的投资者会有更加一致和更严格的投资选择。

在这一章，我们考虑了比较广泛的投资原则（从市场时机到套利），并将它们放在了更加广泛的投资组合管理框架中。我们也讨论了制定投资原则的三个步骤，从了解投资工具——风险、交易成本和估价——到实践性证据，即对市场是否、何时及如何失效的评估，最后根据自己的风险厌恶度、时间范围和投资组合特点来制定最适合自己的投资原则。

第 2 章 积极的和消极的： 了解风险

主要观点

风险是投资的一部分，了解它是什么以及如何测量它对于制定投资原则来说是非常重要的。在这一章，我们将讨论分析投资风险的基础。我们将介绍几种可供选择的风险衡量模型并将这些风险衡量转换成预期收益。我们还将探讨投资者评估他们风险厌恶度的方法。

我们从讨论风险开始并将我们的分析分为三步。第一步，我们将风险定义为描述不确定未来收益的专业术语。未来收益的不确定性越大，投资风险就越大。第二步，也是我们认为的关键步骤，是将风险划分成投资者通过多样化投资可以化解的和不可以化解的风险。第三步关注在金融领域不同的风险和收益模型是如何衡量不可通过多样化投资化解的风险的。我们将对最广泛使用的模型，即资本资产定价模型和其他模型进行比较和对照，说明这些模型在衡量风险时是如何有别的，以及产生区别的原因，同时解释它们对股权价值的意义。在这一章的第二部分我们将考虑债券的违约风险以及信用等级评定机构如何衡量这种风险。同时我们还将讨论债券违约利差的决定因素，以及利息发生变化的原因。

2.1 什么是风险

对于大部分人来说，风险是人一生的活动中得到不被期望的后果的可能性。比如，开车过快的风险是被开超速罚单，甚至是发生车祸。韦斯特字典对风险的定义为：“暴露于危险之中。”这使得我们认为风险完全是一个消极术语。

在金融界，风险的定义不仅与上述定义不同而且范围更加宽泛，风险指的是实得投资收益不同于预期投资收益的可能性。由此，风险指的不仅是坏的结果，如比预期少的收益，同时也指好的结果，如比预期收益更多。事实上，我们在衡量风险的时候，必须考虑这两种可能性。其实在金融界中的风险定义之精髓充分地体现在表示风险语意的汉字中（如图 2—1 所示）。

危機

图 2—1 表示风险语意的汉字

图 2—1 中，第一个字是“危险”的意思，而第二个字是“机会”的意思，也就是说风险是危险和机会的混合体。这清楚地表明了每个投资者和经营主体都必须权衡好的一种关系，即来自机会的高收益和来自危险的高风险。

这一章旨在提出能够在所有投资活动中都最佳地衡量危险的模型，然后将它转换成能够抵消危险的机会。在金融术语中，我们将危险定义为风险，将机会定义为收益。

2.2 股权风险和预期收益

为了解释我们在金融学领域中如何看待风险，我们将风险分析分为三步。首先定义风险。然后区分只影响特定一个或几个投资行为的风险和影响更加广泛投资活动的风险，人们通常认为在投资者非常多样化的市场中，只有后一种风险，即被称为市场风险（market risk）的才会得到回报。最后我们将探讨衡量市场风险和与之相伴而来的预期收益的可供选择的模型。

2.2.1 定义风险

购买资产的投资者希望在他持有资产的期间获得收益。他在资产持有期间获得的实际收益和预期收益可能会有很大的差别，这个差别就是风险的来源。例如，假设你是一位投资者，你购买了一年期的国库券（或其他没有违约风险的一年期债券），它的预期收益率为 5%。在到期后其实际收益率为 5%，与预期收益率相同，则这一投资活动的收益分布如图 2—2 所示。

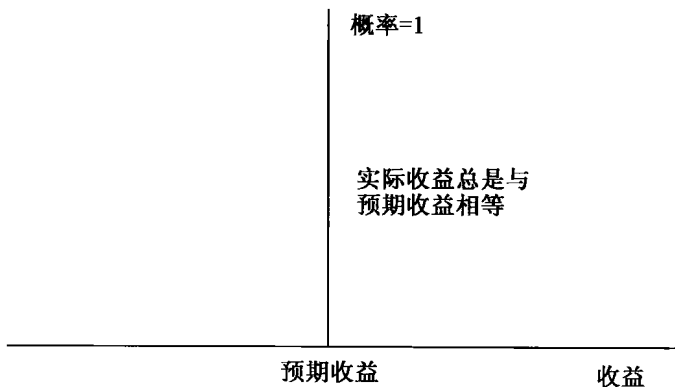


图 2—2 无风险投资概率分布