



WALL STREET BROWSER,
VOLUME II

美國金融投資導覽(一)
投資策略之戰

卓越財經系列
世界投資

美國康乃爾大學金融投資博士
高潮生 著

作者簡介：

高潮生

▲美國康乃爾大學金融投資博士 (Ph.D.)

▲美國康乃爾大學財政金融碩士 (M.S.)

▲美國康乃爾大學工商管理碩士 (MBA)

▲曾任：

美國西北航空公司財務分析師

美國邁阿密國際資產服務公司基金經理

▲現任：

美國波士頓興匯國際金融投資公司副總裁及投資經理。

▲著作：

美國金融投資導覽之(一)——投資風險之探

美國金融投資導覽之(二)——投資策略之戰

美國金融投資導覽（二） —投資策略之戰

(Wall Street Browser, Volume II)

作者序

經過兩百多年來的不斷發展和充實，美國已經形成了一套完整、龐大、高效、穩定的金融市場體系。其信息發達，設施完備，手續簡便，成交迅速，投資靈活，市場完善，加之聯邦政府與州政府的監督管理，先進技術與電腦設施的發展運用，以及大量輔助公司的諮詢服務工作，為投資者提供了衆多的投資手段和獲利機會。尤其是作為世界金融交易的中堅核心，其重要地位是世界上任何其他金融市場所無可比擬的，其投資方式的多樣性和廣泛性也是世界上首屈一指的，其一舉一動都影響到全球金融市場的各個角落。因而，從某種意義上來講，作為全球的金融投資王國，它的運動取向就決定了整個世界金融市場未來的發展趨勢。

為了幫助廣大投資者全面、深入、及時地了解美國金融投資市場的特點概貌、運作過程以及發展動向，作者近來先後撰寫了一系列文章，既從橫的方面廣泛介紹了金融市場及其各種投資工具的概念和知識，也從縱的方面深入分析了它們的特點及其應用，還從歷史和現實的角度向廣大投資者介紹一些具有投資潛力的股票以及其

他金融有價證券。並將陸續以系列文集的形式出版發表。

與普通的金融投資教科書相比，這套系列文集的特色主要在於以下四點。

1. 專題性。文集中每篇文章集中於一個特定的專題，自成一體，獨立成文。力求系統、完整、詳細、深入地介紹和分析某一具體的投資工具、重大事件、股市現象或者市場趨勢。廣大讀者可以有針對性、有側重點地選讀其中某篇文章，而無須通覽全書。

2. 時效性。金融投資市場的無窮魅力既在於它能無聲無息地創造出貨幣財富，也在於它的瞬息萬變、高深莫測，同時還在於它的不斷創新和發展，新生事物層出不窮，繁衍不絕。這套文集希望始終能夠站在金融投資市場的前沿，及時、準確、迅速地把握最新、最近的金融信息、投資工具和市場動向介紹給廣大讀者。例如長期股票期權至今僅有三、四年的歷史，兼併期券一九九五年七月底剛剛問世。也正是因為如此，作者希望這些文章能夠以系列文集的形式陸續出版發表，力爭盡快與讀者見面。文不在多但在於快，套用金融投資的名言就是“時間就是金錢”。

3. 實用性。這套文集既對金融市場和投資工具加以理論上的闡述和說明，如它們的產生背景與發展歷程等，也對它們的現實應用進行了充分而可靠的探討，如不同投資方式的對比分析、選擇標準以及投資原則等。同時還列舉了當前市場上的若干實例，深入淺出、圖文並茂。既可以幫助讀者加深理解，也為他們的實際投資提供了指南。無論讀者是初出茅廬還是飽經風霜，相信都能從中得到有益和有用的啓迪和幫助。

4. 廣泛性。考慮到廣大讀者文化背景、投資閱歷和閱讀口味的

不同，這套系列文集力圖言簡意賅、生動形象、循序漸進、深入淺出，避免古板而冗長的理論說教和嚴謹但繁瑣的數學推證。同時在關鍵名詞和著名人物之後附註了英文原文，既可以使讀者避免由於譯法不同所產生的混淆和誤解，也便於他們閱讀和參考一些英文的有關書籍和資料。

這套文集的第二冊《美國金融投資導覽之〈二〉—投資策略之戰》共分兩個部分，包括作者一九九四至一九九五年中所完成的十四篇文章。第一部分是金融投資的交易策略分析，其中包括十二篇文章。它們分別詳細分析了股票交易下單的四種形式與八種條件，投資憑證的四種保管形式，股市交易的變化莫測，股價變化與買賣平衡之間的內在關聯，資金流動分析的意義，洞察股票補空虛漲的方法，指數加入效應的市場含義，槓桿股票的投資實例，臨近年底的六種省稅投資策略，股息調整的投資含義，股票投資的兩大派別—價值派與增長派以及高科技股票近來的跌宕之迷。以下是這十二篇文章的內容簡介。

1. 《股票交易下單的四種形式與八種條件》。文章分兩個部分詳細介紹了股票下單買賣的四種形式與八種條件。這四種形式分別是市場價格、限制價格、停止價格及停止限制價格。八種條件依次為全都或全無、非自行下調、當日有效、開盤收盤執行、有效直至取消、成交或取消、即刻或取消、授權下單。

2. 《投資憑證的四種保管形式及其比較》。全文詳細對比和分析了投資憑證的四種主要保管形式及其各自的特點與缺陷，即經紀人代為保管，投資者自行保管，不同公司分散保管以及註冊托管相分離。

3. 《風雲詭譎、撲朔迷離的股市交易》。文章共分十個部分、以一九九五年四月十七日到四月廿一日這段期間內公布財務報表的十九個具體公司為例，揭示了股市的變化多端與玄妙莫測，分析了一些影響股票價格的內在與外在因素，並探討了這些因素的多重性、矛盾性和複雜性。例如公司盈利賺錢不足以構成推動股票價格上漲的動力；盈利持續增長也不能保證股價就處於上升趨勢；即便實際盈利超過市場預測，股價走向如何也還要取決於其它若干因素，從公司銷售營業額的增長速度到行業的平均水平，從競爭對手的發展狀況到邊際收益的增減幅度，從生產成本的變動情況到產品庫存的數量高低，從經營戰略的調整與變化到公司股票的回購與發行，從市場預測和股票等級的改變到投資者對於公司未來的信心與期望等等。

4. 《在股價變化與買賣平衡的背後》。全文分三個部分討論了股價變化與買賣平衡之間的內部關聯與互動機制。第一部分分別介紹了驅動股價變化的三類不同性質的股票交易。第二部分深入探討了股價變化與買賣平衡之間的四種不同情況。第三部分舉例分析了如何從股價變化與買賣平衡之間的相互關係來預測股票價格的未來走勢。

5. 《從資金流動分析看股價變化趨勢》。全文共分三個部分。第一部分簡要介紹了股票的價帶分析及其歷史。第二部分概括綜述了平衡股數分析的基本原理與不足之處。第三部分詳細分析了股票資金流動分析的理論基礎、計算方法以及應用實例。

6. 《如何洞察股票補空虛漲的假象》。文章分四部分介紹了股票的賣空與補空交易。第一部分扼要介紹了賣空交易的基本概念、交易過程、產生原因以及市場現狀。第二部分深入討論了賣空指標

的理論依據和應用原理，如賣空量理論、賣空擠壓、賣空規則以及賣空度等。第三部分具體分析了杭門能源公司與英泰爾晶片公司這兩個近期中所發生的典型的賣空與補空案例。最後一部分概括論述了賣空指標在實際應用中的三點局限性。

7. 《指數加入效應下的股價變化規律》。全文的三個部分圍繞著指數加入效應而展開。第一部分簡單介紹了股市指數的意義、類型、及其計算方法。第二部分深入分析了指數基金的五大特點，投資分化、收益領先、費用低廉、選擇多樣以及節省稅收。最後一部分集中介紹了股票的指數加入效應及其五大注意事項。

8. 《介紹七對具有代表性的“叔侄股票”》。叔侄股票，同時也被稱為表親股票是指兩個法律上平等獨立、但商業上彼此關聯的公司。長輩公司是在某一行業領域占居主導地位或扮演先鋒角色的大公司，而晚輩公司則在業務上依附於這些大公司，為其提供零件、配件或者其他服務。這種特殊的藕合關係可能會使小公司股票在大公司的刺激和推動下非凡出眾。本文列舉了七對具有典型性和代表性的叔侄股票，講解了公司的歷史背景和發展歷程。它們分別涉及到電腦生產、體育運動、汽車製造、國防科技、醫院診所和電腦網絡等行業。

9. 《歲尾的六種省稅投資策略》。文章分為六個部分分別深入探討了臨近年底時所應採用的六種簡便易行的省稅投資策略：賣出共同基金避免賦稅；賣空手中股票拖延繳稅；買入待賣期權擴展收益；運用投資損失抵消收入；轉換持有債券抵稅保息；申請破產股票要求抵稅。

10. 《股息調整的投資含義》。本文分五個部分研討了股息調整的投資含義。第一部分簡要概述了股息的投資意義與公司的三大

基本類型。第二部分詳細介紹了股息發放的具體過程與四個日期。第三部分深入探討了股息的衡量標準以及當前的市場趨勢。第四部分具體分析了股息調整對於股票價格的影響及其成因。最後一部分概要說明了股息調整指標的三點局限性。

11. 《價值與增長—股市投資策略之戰》。本文分十二個部分詳細介紹了價值與增長這兩大投資派別的八點區別以及它們在現實投資中的實際意義。第一部分是兩派選股標準的不同。第二部分是兩派選股對象的不同。第三部分是兩派股息見解的不同。第四部分是兩派承受風險的不同。第五部分是兩派投資期限的不同。第六部分是兩派分析手段的不同。第七部分是將兩派選股方式的不同。第八部分是兩派實用評價的不同。第九部分是對於兩大派別所做的綜合評述。第十部分簡要介紹了這兩大派別的傑出代表人物。第十一部分概括討論了這兩大投資派別在近期內的市場動態。最後一部分扼要闡述了了解和掌握這兩大投資原則的實際意義。

12. 《高科技股票的悲泣》。本文共分七個部分。前六個部分分別詳細分析了造成科技股崩潰的六個主要原因，即以往規律的背棄、行業指標的迷思、衡量標準的確定、供需平衡的轉移、電腦銷售的漸緩以及買賣趨勢的轉向。最後一部分扼要闡述了筆者對於科技股未來發展的六點看法。

文集的第二部分包括兩篇文章，概要介紹了美國金融投資市場的概況，以及金融政策的制定與管理。這兩篇文章分別論述了美國聯邦儲備系統的特點與職能以及美國商業銀行的發展與變化。其具體內容概述如下。

1. 《美國的中央銀行—聯邦儲備系統》。全文共分三個部分。

第一部分概述了聯邦儲備系統的結構和四大組成部分，聯邦儲備理事會、聯邦儲備銀行、聯邦公開市場委員會和公開市場交易廳。第二部分闡明了聯邦儲備系統的六大職能，決策職能、立法職能、管理職能、督察職能、銀行職能和研究職能；並研討了聯邦儲備系統的三大特點。最後一部分分析了聯邦儲備系統用於實現貨幣政策所採取的六個技術手段和政策工具。

2. 《立法管制與美國商業銀行的發展》。全文共分四個部分。第一部分敘述了商業銀行立法管制的四個核心問題。第二部分追述了商業銀行與立法管制交錯發展的歷史。第三部分概述了商業銀行立法管制的七大基本內容。最後一部分剖析了八十年代以來商業銀行的現狀和立法管制所面臨的八項新挑戰以及若干重大改革。

作者高潮生曾先後獲得美國康乃爾大學 (Cornell University) 的財政金融碩士 (M.S.)、工商管理碩士 (MBA) 以及金融投資博士 (Ph.D.) 學位，系統學習、詳細分析、深入研究了美國的金融市場和有價證券。畢業後曾就職於美國西北航空公司，從事於公司的財務利潤分析，對美國的會計制度、財務報表及其經營管理有著充分了解和實際經驗。爾後又曾就職於邁阿密一家金融投資公司，負責上億美元的證券交易和投資分析工作，進而獲得了豐富的市場感性知識，奠定了堅實的理論研究基礎，積累了廣泛的實際投資經驗，培養了卓越的基金管理能力。目前他擔任美國波士頓興匯國際金融投資公司的副總裁和投資經理 (Portfolio Manager)。

一九九六年一月十九日 於波士頓

第一 部 分

投資策略分析

1-1 股票交易下單的四種形式與八種條件

衆所周知，絕大部分的股票交易需要經由股票經紀人 (Broker) 作為仲介人，這乃是金融投資的一般常識和規矩。但是應當如何向經紀人下達買賣股票的指令，即下單 (Place order)，卻頗有一番奧妙和學問。下單的方式和種類之所以五花八門、形形色色，就是為了滿足不同投資者千姿百態、奇奇怪怪的投資需求與市場策略。採取正確、及時、合理、穩妥的下單方式既可以讓投資者確保到手的收益，也可以使投資者減少無謂的損失，還可以給投資者帶來額外的獲利。具體來講，股票交易下單擁有五大要素，這也是投資者在下單時必須向其經紀人詳細申明的。

(1) 公司名稱或者股票代碼 (Symbol)；

(2) 買入還是賣出；

(3) 成交股數多少 (Size)；

(4) 成交價格的確定；

(5) 其它附加條件，如下單的有效期限長短等等。誠然，其中前兩點是成敗攸關、最為關鍵、也最受矚目的，但後三點也同樣息息相關、不容忽視。本文擬就這三點做一番簡明扼要的概述，至於前兩點將陸續留給日後的其它文章做詳細探討。

文章將分兩個部分詳細介紹股票下單買賣 (Place Order) 的四種形式與八種條件。這四種形式分別是市場價格、限制價格、停止價格、及停止限制價格。八種條件依次為全都或全無、非自行下調、當日有效、開盤收盤執行、有效直至取消、成交或取消、即刻或取消、授權下單。

一. 股票交易下單的四種基本形式

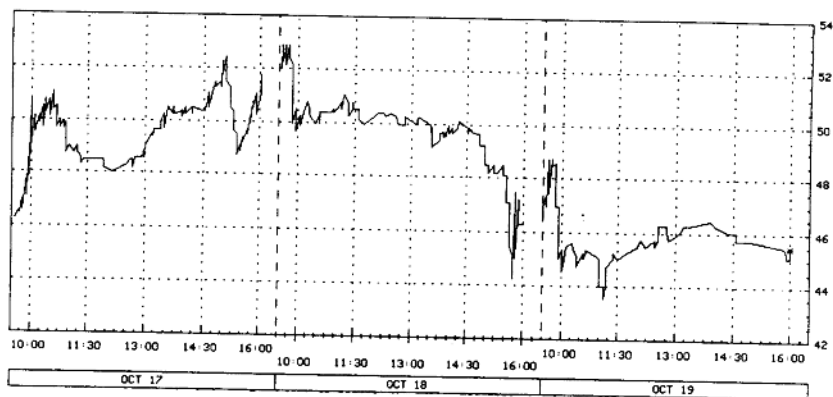
根據成交價格確定方法的不同，股票交易下單可以具體分成爲以下四種基本形式 (Type)，即市場價格、限制價格、停止價格以及停止限制價格。由於股票市場的變化莫測以及投資策略的錯綜複雜，沒有任何一種下單方式是萬能、完美、放之四海而皆準的。市場價格的時效性，限制價格的約束性，停止損失價格和停止限制價格的保護性，使得它們各有千秋，相得益彰，分別適合於不同的投資場合和決策要求。投資者應當根據具體的投資環境和自己的投資目標靈活地加以運用。

(1) 市場價格 (Market Order) 是最基本、最普通、最流行的下單方式之一。股票買賣中有“出價”與“要價”之分。出價 (Bid) 是經紀人接受賣方投資者出售要求所出的價格，即投資者脫手股票的賣出價。要價 (Ask) 是經紀人對買方投資者購買要求的索取價格，即投資者購取股票的買入價。二者的價差 (Spread) 就是股票經銷商 (Dealers) 的收益，譬如交易所中的交易專員 (Specialists) 和電腦股市系統 (NASDAQ) 中的市場股商 (Market Makers)。對於交易活躍的大型公司股票，平均價差在四分之一美元左右。以市場價格下單就是要讓經紀人馬上以最有利於投資者的價格即刻成交，即對於買者來講要價要盡可能低，對於賣者來說出價要盡可能高。利用這種方式下單，可以確保交易的立刻完成，但成交的價格無法確定，最多只能對於大概的價格範圍略有所知。它非常適合於兩種特定的投資場合。第一種情況是當有關公司股票乃至整個股市的重大要聞瀕臨之際，山雨欲來風滿樓，這種下單方式的時效性可以使得投資者

不計成本、不講條件地迅速進場或者離場。無庸置疑，經紀人的效率、誠信、經驗和規模在此時至關重要。第二種情況是投資者嚴格遵守其既定方針和交易模型 (Trading Models) 所給與的買賣信號，確保交易的如期完成，以避免貪婪過度、頭腦發熱、感情用事和情緒波動等人為因素對於正常交易的干擾。

(2) 限制價格 (Limit Order) 是由投資者明確規定的某一具體的成交價格，不到此價位不會成交。這樣就確保了股票的買入價不會高於某一價位，限制了買入的頂價 (Ceiling)；而賣出價不會低於某一水準，規定了賣出的底價 (Floor)。至於交易能否實現，則取決於市場的運行狀態與價格的變化幅度。以這種方式下單，投資者可以對於成交價格有絕對把握，但卻不能保證交易一定實現。它通常在以下三種投資環境中最為常用。一是當股價變化極為劇烈、難以捉摸時，貿然進退可能差之毫厘，謬以千里。例如位於紐約的 SFM 公司 (股票代碼 SFM，在美洲交易所上市交易) 雖然只有員工一百三十多人，但以生產暢銷玩具——“強力別動隊員” (Mighty Morphin Power Rangers) 而嶄露頭角。股價從八月三日的 8.75 美元攀升到了十月十八日的 53 美元，兩個半月就增長了六倍之多，氣勢如虹，摧枯拉朽。然而股票四對一分股和與 Exx 公司合併等消息混合交織在一起，開始使得股票抽搐不斷，變化莫測。如圖一所示，股票十月十七日以 46.50 美元開盤，僅一小時就暴漲到 51 美元；中午時分又跌回到 48 美元，三小時後再次竄升到 52.50 美元；半小時後又突然掉頭回歸到 49 美元，但臨收盤前的半小時又急速爬升到了 51.50 美元。十月十八日開盤時更是驚人地衝上了 53 美元的歷史最高水平；但無奈高處不勝寒，好景不長，持續僅廿分鐘便開始一瀉千里，直到近收盤時的 44.50 美

圖一 SFM 股票價格的日內變化曲線
1994.10.17.-1994.10.19.

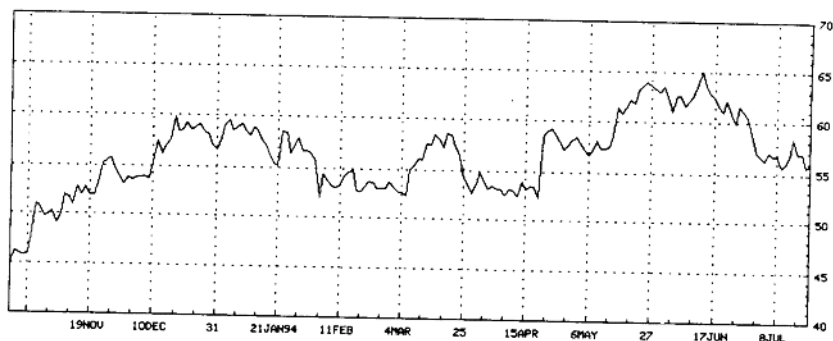


元。然而十九日開盤後，或許是由於眾多賣空者紛紛急於補空，股票居然又戲劇性地漲到了49美元的價格；隨後便大踏步南下直到43.50美元；可收盤時竟然又神奇般地折回到了45.50美元的水平。這種神經質的股價變化，每天漲跌6、7美元有如家常便飯，著實令人五臟不寧，驚嘆不已。二是當有關公司的消息進入市場而一時難辨真偽與好壞時，不妨確立一個限制價格，待股票上升衝量 (Momentum) 積蓄到一定程度或上升趨勢 (Trend) 已經成形之後再悄然進場。通常市場對於喜訊的應變速度和強度要慢於和弱於噩耗，因而需要相對稍長的時間來咀嚼和消化正面信息。如若確實是對公司的中長遠發展將會產生重大影響的好消息，市場的相對有效性 (Efficiency) 無疑會使它逐步反映在股價的變化上，投資者到時再欣然加入依然為時不晚 (不要幻想你總是比其他人都高明！切記眾人拾柴火焰高的

普通哲理)。三是當投資者需要建立一套簡單而又嚴格的交易原則和策略迫使自己執行時，這種約束性的下單方式尤為適用。譬如股價上漲30%後一定脫手兌現獲利、防止過度貪婪等等。

(3) 停止價格 (Stop Order, STP)，或稱做停止損失價格 (Stop-loss Order)，通常是投資者用於保護帳面收益和限制賣空損失的一種下單方式。停止價格是一種特殊的下單形式。對於賣出指令，它低於當時的市場價格；反之，對於買入指令，它高於當時的市場價格。只有在下單之後股票的交易價格等於或者超過它時，停止價格才會被啟動，轉化成為市場價格，使得交易在下一個出現的市場價位上完成。故此，停止價格又被稱為“有條件的市場價格”。停止價格的保護性表現在它對於股價波動的屏蔽性能上。當股價在重大新聞的推動下輾轉反側、大起大落時，投資者可以有效地利用它保護自己。其中鎖定 (lock in) 收益就是一種最為常用的停止價格策略之一。例如一九九三年十月廿五日以45美元的價格買進國際商用機器公司 (IBM) 的股票後，幾經風雨，數度冰霜。隨著股價上漲到七月廿日的55美元，投資者已經穩獲每股10美元的賬面收益 (Paper profits)，收益率超過了22% (如圖二所示)。當時對於IBM公司依然是毀譽參半，褒貶不一。面臨七月廿一日IBM公司將宣布其第二季度財政狀況，有的分析員悲觀地預計股價將跌回五十以下，有的分析員則樂觀地相信股票會衝上六十。對於一家公司盈利額預計的分歧如此之大，在華爾街的歷史上並不常見。面對這種眾說紛紜、莫衷一是的局面，投資者確實是進退維谷、左右為難。況且從股價的近期表現來看，似乎是悲觀派略占上風。若脫手股票，可能會目睹股價飛漲而坐失獲利良機；但保留股票，又可能讓到手的收益頃刻

圖二 IBM 股票價格的變化曲線
1993.10.25.-1994.7.20.



間付諸東流，令人痛心疾首，悔恨不已。此時，較穩妥的辦法莫過於採用停止價格，比方說是 52 美元。倘若公司盈利盡如人意而致使股票狂飆，52 美元的停止價格指令不會被啟動，投資者的帳面收益額仍會與日俱增，錦上添花。但若公司報表未如人願而導致股價暴跌，股票會在 52 美元的水平上出手，使投資者依然可能保的住每股 7 美元的實際收益 ($52-45=7$)，不至於前功盡棄、顆粒無收。因此，停止價格這種形式在一定程度上為投資者提供了收益保護 (Protection)。但是值得注意的是，當使用停止價格下單時，下單的結果怎樣，成交的價格如何，投資者全然不知。尤其是當股價一瀉千里時，最後的成交價格很可能與停止價格面目全非、相去甚遠。假若 IBM 股票在接到負面消息後急劇跌宕，迅速跌破 52 美元的水平，真正的成交價位有可能是 50 美元而遠離 52 美元的停止價格水平。

(4) 停止限制價格 (Stop Limit Order, STP LMT) 就是為了克服