

华夏证券研究所文丛

主编 林义相

证券投资基金 投资分析和运作

林义相 陈仕华 孙建冬 陈朝阳 著

Mutual Funds: Analysis & Practice

上海远东出版社

证券投资基金投资分析和运作

林义相 陈仕华 孙建冬 陈朝阳 著

上海远东出版社出版发行

(上海冠生园路393号 邮政编码:200233)

新华书店经销 上海市印刷七厂印刷

开本 787×1092 1/32 印张 12.25 千字 272

1998年12月第1版 1998年12月第1次印刷

印数 1-3000

ISBN 7-80613-840-4/F·317 定价:14.00元

华夏证券研究所文丛

名誉主编 邵 淳

主 编 林义相

副主编 张志雄 张 望 齐 亮

编 委 (按姓氏笔画排序)

齐 亮 孙鹏勃 何媛媛

张 望 张志雄 陈仕华

陈朝阳 林义相 彭砚革

本书引用的材料均来源于公开的资料和信息,我们力求所述内容及分析结果的客观公正,但是文中的观点和建议只代表研究人员的个人观点,仅供投资者参考,据此构成的任何投资结果与华夏证券研究所及研究人员无关。

总 序

研究工作在证券公司中的地位十分微妙。从理论上来说,如何强调其重要性都不为过,但在实际工作中,即使没有任何研究工作,公司也能照常运作,并且在短时期内很少会造成明显的损失。在我国的证券市场中,究竟如何看待研究工作的重要性?研究工作应涵盖哪些领域?证券研究的方法应有什么特点?研究工作应如何组织?如何建立职业化的研究队伍?对于任何一个证券公司的管理层来说,这些问题在事实上都是不能回避的,区别仅在于是否清楚地意识到这些问题,是否明确地针对这些问题作出决策。

一、证券研究的重要性

证券公司各项业务中带有普遍性的前提、原则和问题以及看起来截然无关的不同业务之间共通的领域是研究工作的重要内容。正是在这个意义上说,研究是证券公司各类业务的起点和交叉点。基于这种认识并有意识地发挥研究工作的这一特点,研究就有可能为证券公司各项业务的开展提供有力的支持,并能推动证券公司不同业务的整合,通过合力推动各类业务的发展和创新。

对于证券公司的投资银行、经纪和自营等传统业务来说,研究能发挥什么样的作用呢?不言而喻,对于宏观经济形势和政策取向以及对于证券市场基本走势的分析和判断是证券

公司各项业务的前提,这方面的研究工作成为证券公司经营战略决策的最重要依据。具体到业务操作层面,研究工作也并不是简单的“务虚”,研究是具体业务取得成功的基础。对投资银行业务(目前我国证券公司的所谓投资银行是狭义的,主要是企业融资)来说,出色的行业分析和企业财务分析是为客户制定成功的融资方案的基础,也是对企业收购兼并等资本运营提供顾问服务的前提;对经纪业务来说,只有加强对市场的研究,提供高水平的投资咨询服务,与客户探讨和共享研究成果,提高客户对金融产品和投资风险的认识,并不断推出新的金融产品和服务,才能吸引和保持更多的客户;对自营业务来说,只有进行宏观经济、金融市场和上市公司的研究分析,才能把握市场大势,发掘适当的投资对象,处理好自营中的风险和收益关系。从目前的市场发展阶段来看,投资银行方面的研究,关键是研究国有企业管理体制和国有企业的改革;经纪业务方面的研究,关键是认清广大的散户投资者和正在形成的大中投资者的不同需求,并提供相应咨询产品;而自营方面的研究,关键是处理短期与中长期以及基本面投资与短期价差交易之间的关系。

研究工作是证券公司业务创新的源泉。证券业是一个不断发展的行业,证券市场是激烈竞争的市场。证券公司为了在不断变化的市场中生存,就必须进行各项业务的创新,创新是证券公司生存和发展的命脉。但是,业务的创新必须以研究为先导,只有建立在充分研究基础上的创新才有可能成功,盲目和草率的“创新”只会导致证券公司遭受损失,甚至会使证券公司遭受灭顶之灾。

在我国证券市场发展的现阶段,很多人误认为市场运作不够规范,政府干预较多而无法进行创新。其实,正是在这样

的证券市场上,才有更多的创新机会,谁能否认我国证券市场在其发展初期的近十年时间内经历了根本性的创新呢?毫无疑问,每次创新的具体内容和具体形式,创新的效果以及新制度或新产品的命运,在很大程度上取决于先期的研究工作是否充分,是否正确。可以肯定地说,在现行的市场框架中,无论是在投资银行业务还是在经纪业务或自营业务中,都还有不少创新的机会,而对于这些机会的把握和运用,有赖于研究工作的深入以及各业务部门与研究部门之间的更紧密的配合和合作。

研究工作的开展对现阶段我国的证券公司尤显重要。我国的证券市场发展时间还较短,从业人员对一些成熟市场上比较传统的证券业务如股票承销、经纪代理、资产管理等的认识都处在初级阶段,更谈不上对其他复杂的金融产品和金融服务的熟练掌握和正确应用。可以说,任何证券业务在我国都处于摸索阶段。同时,我国证券市场运行的外部环境也有自己的特色,简单照搬国外的运作体系和业务方法是行不通的。因此,证券公司只有加强研究,在深刻理解发达证券市场(这是我国证券市场的未来)的运作机制和准确把握证券业务原则和技巧的基础上,结合我国证券市场实际,开展业务并不断进行创新,才能在日益激烈的市场竞争中立于不败之地。

在我国目前的证券市场中,研究的重要性还没有取得共识。“投行靠关系,经纪靠回扣,自营靠消息”虽然不完全正确,但毕竟从一个侧面说明了我国证券市场的现状,所以研究的价值难以得到体现。我们认为,这种状况是由目前市场发展的某些阶段性因素的制约造成的。我国证券市场尚处于发展初期,市场发展的一些基础性的东西还没有完全确定下来,还在不断发生变化;法规建设和监管措施的欠缺,使得价格操

纵和内幕交易等违法违规行为比较普遍,理性投资还没有形成市场的共识。同时,在现行的国有资产管理 and 公司治理结构下,上市公司的资产重组等资本运作行为有着很大的随意性,并且普遍存在过度的包装行为,这使得上市公司分析所面临的不确定因素很多,难以准确把握,制约了研究工作的开展。但是,我们应当看到,这些现象只是暂时的。随着短期制约因素的减少,研究的价值会日益显现。可以预计,证券立法的完善和执法力度的加大,上市公司信息披露的进一步规范,使得通过价格操纵和内幕交易等不法行为获取暴利将变得更加困难,并要冒更大的风险,理性投资必将成为市场的主流,研究工作的优劣也将真正成为证券公司竞争力的决定因素之一。同时,市场运作是有内在逻辑的,即使在目前不规范的条件下,研究人员也可以从上市公司的分析中发现公司经营存在的问题,了解企业的发展经营策略,对企业未来的发展有着更加理性的认识。所以,无论从短期还是从长远来看,证券研究工作对于证券业务的开展和证券公司的成长都能够发挥重要的作用。

二、证券研究的领域和方法

我国经济建设和证券市场所处阶段决定了我国的证券研究工作在研究的具体领域以及研究方法上应有自己的特点。证券公司的研究只有涵盖宏观、中观和微观等不同层次,包括国民经济形势、行业发展状况到上市公司经营等不同领域,才能为公司各类业务的开展提供更加有力的支持。至于研究对象、研究方法以及研究成果的应用,我们必须以我国的国情作为出发点,不能生搬硬套国外的东西。我们认为,从研究的角度来看,最大的国情是以公有制为基础、以国有企业

为主导的经济结构。在这种经济结构中,无论是宏观经济的运行、行业的发展、公司的运作,还是政府与市场的关系,都有其独特的地方。与此相应,研究工作所选取的角度,对于问题的分析,对于解决问题的建议,对于未来趋势的预测,对于宏观经济周期以及政府政策的分析,对于证券市场的发展与规范运作,等等,都不能陷于纯理性推导而忽视其现实特点。证券公司的研究虽然没有官方机构的权威,也没有专业研究机构的理论修养,但是,证券公司的研究工作也有其特有的优势。首先,证券公司在人才、信息和资源方面有着得天独厚的优势。证券公司的研究人员大部分是具有高学历和接受能力较强的年轻人,他们具有对像证券市场这样的新事物的理解和适应能力方面的优势;证券公司的信息收集和处理能力是一般的研究机构所不及的;证券公司在研究工作中的投入以及研究机制的灵活性也是传统研究机构无法比拟的。同时,证券公司的研究成果能在相对较短的时期内得到市场检验,这将有力地推动证券公司研究工作的不断修正和完善,对于研究人员具有很大的鞭策和推动作用,有利于研究人才的培养和研究队伍的建设。

宏观经济研究应当在证券公司的研究活动中占有重要地位。证券市场的走势和上市公司的经营业绩与宏观经济形势密切相关,脱离了宏观经济的分析便无法对行业发展和企业经营作出准确的判断,宏观经济研究是行业和上市公司研究的前提和方向。在我国目前的条件下,证券公司的宏观经济研究有着更深远的意义。在我国,市场经济的发展刚刚开始,市场经济体制对国人来说是全新的,传统的研究机构在宏观经济研究方面的积累优势并没有充分发挥,证券公司在研究方面的上述特点更能得到体现。同时,证券市场是市场经济

最核心的组成部分,也是最能体现市场经济基本原则的组成部分之一,证券公司作为证券市场的直接参与者进行宏观经济研究有其独到的优势。证券公司的宏观经济研究不是过分抽象的东西,对理论探讨和实际操作都有重要意义。所以,证券公司的宏观经济研究不但不能削弱,而且应当在我国宏观经济研究领域发挥更加重要的作用。

行业研究是对上市公司进行分析的前提,也是联接宏观经济分析和上市公司分析的桥梁。从长远看,除极个别特殊行业外,所有行业的企业都可能登上证券市场的舞台。同时,全球经济的一体化趋势和我国对外开放的加快,使得我国各行业迟早会受到来自国际同行的冲击。这就要求我们在进行行业研究时,不能局限于现有上市公司的行业,也不能局限于行业在国内的发展,而是应当从全球的角度来研究各种行业。不但要研究行业发展的特点、行业的现状和存在的问题,更要研究行业未来发展的趋势。在我国经济转轨时期,行业研究对我国经济发展模式的转变、产业结构的调整、国有企业的改革、社会资源的优化配置以及企业的资本经营等众多方面具有很重要的参考价值。

上市公司分析在证券研究中的重要地位是不言而喻的。企业是社会资源的具体组织者,是社会生产的细胞,而上市公司正是众多企业中的佼佼者。更为重要的是,上市公司是证券市场投资者的直接投资对象。忽视上市公司研究工作,证券公司的主要业务就无法顺利开展,宏观经济研究和行业研究对证券公司业务发展的意义也会大打折扣。有人认为,上市公司运作不规范,国有企业管理随意性太大,证券市场上还没有形成理性投资的环境,因此,对上市公司的研究意义不大。其实,这种观点有失偏颇。上市公司的发展和演变从总

体上讲是有一定规律可循的,只要研究人员的能力和经验丰富到足够的程度,总是可以对行业的发展趋势、行业的基本结构、不同公司之间的竞争关系、国有企业的重组可能以及上市公司的发展前景、重大决策、治理结构、管理模式和产品竞争力等等作出有价值的判断。而这些判断是证券投资的理性基础。不妨设想,在对政策、行业和上市公司研究的基础上,认为一家上市公司的利润能在5年内按平均不低于30%的速度增长,并且在5年后该公司的价利比还可以保持在30倍的水平上,那么在今天可投资的价利比就可以达到100倍以上。不论市场在短期如何波动,只要这些研究是可靠的,这样的投资就是非常理性的,并很可能是有利可图的。近几年的市场实践已经证明,频繁买卖,随市投机,最终的收益往往不会超过理性买入后长期持有的回报,而理性投资和准确选股的基础正是到位的上市公司研究。

此外,证券公司还应当开展专题研究,尤其是证券市场建设方面的研究工作。在国外成熟的证券市场上,市场的运作框架、法律法规和监管体系等都已基本成型和相对稳定,研究工作只须在既定的架构内进行。而在我国,市场的基本运作框架还处于不断完善的阶段。证券公司作为最直接的市场参与者,开展对证券市场基础建设的研究,既能为公司开展具体业务打下良好的基础和提供一些先导性的设想,也可以从市场操作者的角度为我国证券市场的发展提供建设性的意见。我相信,证券公司在该领域的研究大有文章可作,也必定能取得优秀的研究成果。

三、证券研究工作的组织

证券公司的研究工作必须处理好实用性和理论性之间的

关系。我们认为,实用性和理论性是研究的两个方面,二者之间并不矛盾。证券公司是盈利性的商业机构,因此研究的最终目的是为公司的经营服务,为公司创造利润服务。研究工作的实用性也就是强调研究工作应以公司的业务发展为主线,如果偏离了这条主线,证券公司的研究工作就会沦为“学院式”的研究,失去其在证券公司存在的价值。研究工作的理论性是指在研究的方法上应当是深入的、建立在一定理论基础上的研究,而不是停留在找消息、汇集信息等低水平上,否则证券公司的研究就可能成为“股评式”的报告,难以推动公司的业务发展。同时,证券市场的创新要求我们的研究工作必须具有一定的前瞻性,而不能仅仅停留在现有业务的短期需求上。

研究作为公司业务发展服务并不意味着研究可以或应当丧失其相对独立的主体性。研究部门应当按照自己的思路来开展研究,不应为了一时的业务需要而放弃研究的原则。只有保持研究的独立性,研究的成果才能客观、有价值,才能对公司的整体发展战略的制订提供参考,才能对相关的业务活动提出研究部门自己的看法。保持研究工作与具体业务活动的相对独立性,不仅可以从研究的角度推动业务的发展,还可以在一定的情况下起到提醒的作用,提高业务决策和操作的正确性。我们成立华夏证券研究所,正是希望能开辟一条独立研究的道路,在研究的方式方法、研究的职业道德上突破现行常见模式的局限。华夏证券研究所对所有的客户都一视同仁,给总公司提供的研究报告与提供给其他客户的报告没有任何区别。虽然我们会尽可能满足客户提出的特殊要求,专门就特定客户的特殊需要组织专项研究并提供相应的成果,但是,研究所不会根据总公司的承销或自营或经纪业务的

需要不负责任地向投资者推荐股票,对总公司发起的基金的服务我们也要遵循公平公正的原则。

研究工作的相对独立并不等于研究工作可以不顾公司业务发展的需要,更不等于研究部门可以与业务部门完全割裂。研究工作的价值一方面取决于研究成果本身的质量和数量,另一方面也取决于业务部门对于研究成果的运用以及更一般意义上对研究部门的运用。例如,研究部门对一个金融产品的价格提出明确的看法,如果自营部门不采纳(这是自营部门的权利),不能产生效益或避免损失,并不能说明研究成果不实用或不正确;如果经纪部门不向客户提供相应的咨询,也不能说明研究工作脱离证券市场的实际,不能满足客户的需求,无益于经纪业务。

为了保证研究工作的独立性和客观性,就应当尽量避免有可能对这种独立性和客观性构成危害的业务活动。比如代客理财、财务顾问等都可能导致研究报告的不公正,带来研究人员的精力分散,甚至使研究人员的心态媚俗。但另一方面,我们也要十分关注市场的波动,目的是为了更好地了解客户的需要和市场的现状,而不是参与市场操作。

四、研究人才的培养和研究队伍的建设

与成熟市场相比,我国目前还没有形成真正的研究队伍,也没有形成有效的研究人员市场。研究人员的培养和研究队伍的建设是一个关系到我国证券市场规范建设和长期健康发展的大事。在目前情况下,研究人员只能依靠各证券公司自己培养。由于我国的证券公司都是国有企业,公司在为自身利益培养研究人员的同时,也是在为整个市场的发展提供合格的人才。可以说,研究人员的培养是一件有利于公司、有利

于市场、有利于社会的大事。

从事研究工作对于研究人员本人来说也是一项长期有利的职业。许多人不愿意从事研究工作,误认为研究工作是空的,是虚的,在研究工作中学不到证券业务,积累不了经验。事实上,从事研究工作可以对市场整体运作和跨部门的证券业务进行相对全面和冷静的思考。从知识积累和思考能力的培养来看,研究工作可能是最佳途径。尤其是在现阶段的中国证券市场,市场规范不健全,业务规则不完整,具体操作程序多变,行政性流程过多,业务量大起大落(如投资银行工作一二年可能做不成一个项目),从事具体的业务操作所学到的东西相对较少,并且有效期很短。从机会成本和相对收益来看,利用市场发展初期的机会从事研究工作,努力在研究中学到更多的知识,而这些知识是长期有效的,可以受益一辈子。随着时间的推移,研究人员会越来越成熟,越来越有后劲。并且,市场的规范发展使得研究工作越来越重要,研究人员在市场上也会越来越有价值。从研究人员的职业前景来看,由于研究工作可以与各项具体业务相通,因此,研究人员可以转向投资银行业务,可以从事客户服务与经纪业务,可以从事自营业务,可以从事基金管理业务或代客理财,当然,还可以长期从事研究工作。研究人员的这些职业前景,已在各国证券市场上得到印证。对于年轻的证券从业人员来说,今后的发展道路还很长,利用证券市场发展初期从事研究工作可谓是最优的切入点。

研究工作的特点决定了研究人员需要不断的知识积累和研究工作经验的积累,研究人员成长的过程就是长期经验积累和沉淀的过程。根据国外证券公司的经验,培养一个合格的行业分析师至少需要 3 至 5 年的时间。因此,研究人员的

培养必须先人一步,具有前瞻性,才会取得主动。如果等到市场需要时再进行研究人员的培养则为时已晚。研究工作的长期性还表现在研究成果见效的长期性和间接性上。因此研究人才的培养和研究方面的投入一定要从长远出发,避免急功近利。要根据市场长期发展方向和发展阶段,根据数年以后的业务发展需要培养和积蓄人才。需要强调的是,证券行业的特点决定了我们要将职业素质的培养放在重要位置,研究人员不但要精通业务,更要有良好的职业道德、高度的职业敏感性和吃苦耐劳的精神。在关键时刻,能够勇于迎接挑战,经受得起高强度的连续作战,及时完成任务以满足证券业对于时效的要求。只有这样,才能建立一支合格的职业化研究队伍。

在研究人员的培养上还应当注重培养的连续性。有些人认为市场情况好时需要研究人员,而在市场低迷时则应当首先裁减研究人员。我们认为,这种做法在成熟的证券市场上或许可行,但在我国却是得不偿失的。正如前面所言,研究人员的成长需要长期的知识和经验积累,市场低迷时的解聘将会打断人才培养的过程,这对研究人员个人的成长是极其不利的,并且也是不公正的。同时,我国还没有形成一个研究人员的市场,优秀的研究人员是“解聘容易、招聘难”,如果证券公司轻易放弃研究队伍的持续建设,那无疑是在不断地耗巨资为自己的竞争对手培养人才,得不偿失。由于高素质的业务人员都必须有相当的理论基础和对一般性问题的思考,因此,在适当的时候将已有一定基础的研究人员充实到业务操作岗位上,将对造就高水平的业务骨干起到积极的作用。

在保持研究队伍稳定性的同时,也需要保证研究人员的收入和待遇的稳定性。诚然,研究队伍的收入和待遇离不开

证券公司本身的总体状况,但正如我们前面已经讲到的,研究人员的工作性质与业务部门尤其是与直接创利部门有着很大的差异,因此,有必要保证他们大部分收入和待遇的相对稳定。

不断的研究实践对于研究人员的成长是必不可少的,但培训也是非常重要的方式。因此,我们华夏证券研究所投入了很大的精力和财力,聘请国外著名证券公司的优秀分析师对我们的研究人员进行培训,使研究人员能学习国际先进的分析方法,研究水平能得到较快的提高。这种培训方式加快了研究人员培养的速度,提高了研究人员培养的质量。

华夏证券研究所自 1998 年正式成立以来,研究人员的培养和研究工作的开展都取得了一定的进展。我们编辑出版华夏证券研究所文丛,希望能为研究人员提供一块园地,与同仁共享辛勤劳动的成果。同时抛砖引玉,期待丛书的出版能让更多的人士来研究证券市场,关心我国证券市场的健康发展。

由于研究人员的学识水平有限,文中定有错漏之处,恳请广大读者提出宝贵意见。

林义相

1999 年 1 月

序 言

20 世纪 70 年代以来投资基金的蓬勃发展,可以说是本世纪金融市场最重大的事件之一,称之为基金革命也不为过。它不仅使投资基金自身步入了崭新的时代,更引发了金融业整体的深刻变革。

投资基金的快速发展始于货币市场基金。1973 年布雷顿森林体系的解体,石油危机的发生,全球经济周期性波动的日益显著,利率水平的大幅波动,令利率风险管理变得十分必要并有利可图,货币市场对投资者产生了巨大的吸引力。大量的储蓄通过货币市场基金进入货币市场,推动货币市场基金迅速发展,开创了近 30 年来投资基金空前成长的局面。截至 1997 年底,美国的共同基金资产达到 4.5 万亿美元,欧洲国家的基金资产达 2.1 万亿美元,亚太地区基金的资产也超过 7000 亿美元。从目前全球基金的构成来看,以货币市场基金和债券市场基金为主体的利率产品基金占了基金总数的 54%,成为基金业的主力军。在利率产品基金蓬勃扩张的同时,股票市场基金也获得了长足发展,在基金总数中占了 39%。此外,外汇基金、抵押证券基金、衍生产品基金和对冲基金等也成为基金大家庭中的重要成员。

投资基金的发展推动了全球金融体制的变革。货币市场基金具有收益率相对高、风险有限、进出方便等特点,吸引了大量社会储蓄,对以商业银行为代表的传统金融体系构成巨