

21世纪高等学校金融学实践创新系列教材

新编投资学教程

NEW INVESTMENT

主编 © 徐 强

- 学以致用用的编写思路
- 知识的延伸与扩展
- 系统的基础训练

新编投资学教程

主 编 徐 强

东南大学出版社

内容提要

本书介绍了现代投资学的基本理论、基本方法和基本技巧,主要内容包括从“投资”角度去认识的投资工具、投资市场,从研究分析的角度去介绍的基本面分析和技术面分析,从实用角度介绍的证券投资制度、方式、流程、策略和技巧等,从系统性角度去认识的证券投资中介和监管,以及适应正在变化中的金融改革角度介绍的大数据金融投资、量化投资、互联网金融投资等。所有这些内容的安排,都在充分体现“三基”训练的要求之上,反映了当今对培养学生发散思维、逻辑思维等研究性教学的需求。本书每章都配有学习要点、学习重点难点、基本概念提示、专栏延伸知识、案例分析讨论、专题研讨和能力训练题等内容,方便使用者进行自我训练。

本书可作为金融学专业学生学习“证券投资学”的教材使用,也可以作为各类经济与管理专业学生学习“(证券)投资学”的教材使用。作为落地的教材,对于进行金融投资的投资者也会有很大的帮助。

图书在版编目(CIP)数据

新编投资学教程/徐强主编. —南京:东南大学出版社,2014.12

ISBN 978-7-5641-5361-8

I. ①新… II. ①徐… III. ①投资经济学—教材 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 281594 号

出版发行:东南大学出版社
社 址:南京市四牌楼 2 号 邮编:210096
出 版 人:江建中
责任编辑:刘庆楚
网 址:<http://www.seupress.com>
经 销:全国各地新华书店
排 版:南京星光测绘科技有限公司
印 刷:江苏徐州新华印刷厂
开 本:787mm×1092mm 1/16
印 张:25.5
字 数:620 千字
版 次:2014 年 12 月第 1 版
印 次:2014 年 12 月第 1 次印刷
书 号:ISBN 978-7-5641-5361-8
定 价:48.80 元

本社图书若有印装质量问题,请直接与营销部联系。电话:025-83791830

前 言

随着金融投资实践的不断深入,投资学的理论和方法也日新月异,过去我们为了区别中国传统的基本建设投资等产业投资学,而将现代投资学称为“证券投资学”,这在很大程度上限制了金融投资的领域,也制造了概念上的混乱。在中央的文件中,已经多次强调了在我国建立和发展多层次资本市场的必要性和任务,这给我们金融投资教学的教师提出了新的任务。为了还本溯源,本教材将过去的《证券投资学》改名为“投资学”,并因为框架设计上的许多变化,所以定名为《新编投资学教程》。

本人长期从事“(证券)投资学”的教学工作,但一直为没有一本适合我校金融微观特色的专业教材而发愁。已有的教材或者是过于理论化,对我校这类的希图落地学习的学生不一定有利,特别是理论色彩过浓的学习,不能适应我国正在不断变革中的金融投资实际,对培养金融学生的投资敏感性不利;还有些教材的教学内容过于陈旧,或者照搬了西方相关的内容,许多东西跟不上不断变化的我国金融改革,也不具有时代性。也正是基于这样的想法,2005年我曾经组织过一套金融实践性教材的编写组织工作,但其中的《证券投资学》的编写质量不高,使用中问题较多,也促发了我自己主编这本教材的想法。

过去的五年多,我一直在探讨“证券投资学”这门课程的“研究型”教学,希图在教给学生知识的同时,提高学生研究性思维的能力,面对未来的金融投资实践,这种研究性思维能力是非常重要的。这次借着这本教材的编写,也可以将多年来一些思考和在证券投资学教学中的体会融入进去,实在是一次难得的机会。

本教材的主要特点是:

1. 研究性。本教材是为了适应现代大学教学的研究性思维能力的训练而编写的,教材在体系上贯穿了研究性的理念,因而许多学术性的内容也被编入了教材。在内容的安排上,每章都安排了案例讨论和专题探讨的题目,教师可以结合自己的实际,使用教材在教学中组织引导学生讨论式学习。

2. 新颖性。教材除了传统的证券投资学的教学内容外,在编排上更加注重适应当今金融学子在未来就业后的岗位特点要求,在投资分析的逻辑性上给予更多的内容。譬如在内容逻辑性上,教材基本是从“投资”的角度去探讨各种工具和市场,避免了过去教材常见的融资和投资不分的错误逻辑。

3. 时代性。投资是一个与制度变化和经济结构变化密切相关的领域,本教材在保留证券投资的基本框架下,导入了更多时代变化带来的内容,譬如在第十章大数据与互联网时代的金融投资中,我们讨论了量化投资的新情况,关注了余额宝、P2P等新型投资形式。

4. 实用性。除了每章之前的学习要点、学习重点难点、基本概念的提示,和每章之后的案例讨论、专题研讨和能力训练题方便学习之外,本教材还配有大量的专栏内容,有利

于扩展性学习。不仅如此,本教材在内容上也更加注意了实用性观点和方法的介绍,所有观点做到落地,充分结合了中国国情。

本教材由南京航空航天大学经济与管理学院徐强教授策划并主编,各章节的编写分工如下:南京航空航天大学徐强教授编写第一章、第二章、第三章、第四章的部分内容、第六章的专栏和能力训练题、第七章的专栏和能力训练题、第八章、第九章第二节、第十章、第十一章,以及全部的专题研讨题;沈阳工业大学经济学院金融系李倩副教授编写第四章部分内容、第五章;福建农林大学金融系潘邦贵副教授编写第六章、第七章和第九章大部分内容,教材由徐强统稿、修改并定稿。

在教材编写过程中,参阅了大量文献,其中的大部分列示在最后的参考文献中,教材引用部分也多数标出了出处,但依旧可能存在疏漏。对所有这些作者表示衷心感谢,相关疏漏的责任由主编承担,并请来信指正,主编的电子邮箱是 xq8xq8@126.com。

无论作者如何努力,教材的错误都难免,请广大读者批评指正,以便再版时修改。

为了教学的方便,本教材配有相应的教学 PPT,每章后面的能力训练题也有参考答案,需要的读者请与主编联系。

目 录

第一章 投资导论	(1)
第一节 投资与证券投资	(1)
第二节 投资学的基本原理	(9)
第三节 证券市场的发展阶段	(18)
第二章 证券投资工具	(27)
第一节 股票	(28)
第二节 债券	(38)
第三节 证券投资基金	(45)
第四节 金融衍生工具	(52)
第五节 其他投资工具	(58)
第三章 金融投资市场	(67)
第一节 金融投资市场概览	(67)
第二节 资本投资市场结构	(76)
第三节 证券发行市场	(93)
第四节 证券流通市场	(100)
第四章 证券投资交易制度、方式和流程	(116)
第一节 证券交易制度与交易方式	(116)
第二节 证券交易程序	(124)
第三节 证券交易价格	(130)
第四节 证券交易规程	(137)
第五章 证券投资中介机构	(144)
第一节 证券经营机构	(144)
第二节 证券登记结算机构	(156)
第三节 证券投资服务机构	(159)
第六章 基本面分析：宏观和中观分析	(167)
第一节 宏观经济分析概述	(167)
第二节 行业分析	(190)
第七章 基本面分析：公司分析	(206)
第一节 公司基本素质分析	(206)
第二节 会计数据分析	(210)

第三节 公司财务分析 (219)
 第四节 其他重要因素分析 (229)
 第八章 投资技术分析 (243)
 第一节 概述 (243)
 第二节 分时走势图及其基本分析 (260)
 第三节 K线图及其基本分析 (265)
 第四节 趋势线 (281)
 第五节 移动平均线的涵义 (284)
 第六节 常见指标的技术分析 (286)
 第九章 证券投资策略与操作方法 (301)
 第一节 证券投资的一般原则和理念 (301)
 第二节 证券投资策略 (303)
 第三节 证券投资的计划操作方法 (308)
 第四节 证券投资的灵活操作方法 (311)
 第五节 证券投资术语 (314)
 第十章 大数据与互联网时代的金融投资 (328)
 第一节 大数据时代数据的特征及带来的改变 (328)
 第二节 新量化投资时代的到来 (335)
 第三节 余额宝能否带来新的金融投资形式 (343)
 第四节 P2P的投融资模式分析 (347)
 第五节 大数据和互联网时代的未来金融投资展望 (355)
 第十一章 证券市场监管 (363)
 第一节 证券市场监管的意义、原则和目标 (363)
 第二节 证券市场监管要素、类型及特点 (372)
 第三节 金融创新与证券市场监管 (382)
 参考文献 (400)

第一章 投资导论

【本章学习要点】本章主要引入投资的涵义。介绍投资学国内外的差异,介绍投资概念的经济学和金融学的差异,分析了融资和投资的关系,给出了现代投资的基本特点和构成要素,以及投资、投机和赌博的市场异同,指出一般个人投资者投资的原则。本章学习的核心在于区别现代投资学下对投资的不同理解,以及建立在此基础上的现代投资与传统投资的不同。

【本章学习重点难点】本章的重点是对投资本质的把握,以建立起新型投资分析立足点,为后面的分析打下良好的基础。学习的难点在于如何理解经济学中对投资的认识与金融学中对投资的认识的进展,如何把握金融证券投资的收益、风险和流动性的关系。

【本章基本概念】投资 融资 证券投资 金融投资 收益 风险 流动性 投机

第一节 投资与证券投资

一、投资的涵义

“投资”一词在人们的生活中并不陌生,但投资的定义却是存在争议的。

一般而言,投资是指投资主体为获取未来效益而进行要素投入并形成资产的活动。这个“投资主体”则既可以是政府、事业单位,也可以是企业或自然人,因为投资主体的性质有着很大的不同,它们所追求的投资目标也就不同,因而投资所要获得的“效益”就可能是经济效益(即收益),也可能是社会效益和生态环境效益,或者兼而有之。而为投资所要投入的“要素”则既包括资金,也包括技术、土地和人力资源等其他要素;投资所形成的“资产”则既包括实物资产,也包括金融资产。

在商品经济社会中,投资(investment)是普遍存在的经济现象,可以说没有投资就没有经济规模的增长。但商品经济领域的投资主要是指实体经济的投资,而这种投资的前提是融资,因此过去投资被认为是融资的结果。在很多情况下,对投资的理解,人们是从获得未来报酬的支出行为上来理解的,但实际上“投资”是决策之后的具体行为,根据考察的要素不同,在实体经济领域的“投资”概念和在证券领域的“投资”概念存在着一些不同。

经济学认定实体领域的投资需要考虑的主要因素是投资收益和投资风险,西方投资学家威廉·夏普在其所著《投资学》一书中将投资概念表述为,投资就是为获得可能的不确定的未来值而作出的确定的现值牺牲。可见,未来收益充满不确定性,因此经济学认

为投资活动要在“收益一定的情况下,选择风险最小的投资”,或者在“风险一定的情况下,选择收益最大的投资”。然而收益与风险具有正相关性的说法,又使得这样的选择充满矛盾。

如果我们考察过去成功的企业就会发现,几乎所有的成功企业家,过去的投资都有着惊险的冒险过程,没有历史上的惊险一跃,也就不能成就事业。换句话说,成功的企业在初期投资决策的时候,基本考虑的要素是收益,而忽视风险,因而在投资的定义中,我们往往只说投资是为了获得未来的收益而牺牲现在的消费,牺牲的结果则是为了将来消费的增加。

然而,金融学中将这种投资收益、投资风险的两要素扩展成了三要素:收益、风险和流动性。当我们的投资对象不是实体,而是证券的时候,收益和风险这对矛盾体变得更加不可琢磨,要克服未来收益不确定性的风险,似乎不能仅仅考量收益和风险大小本身,从时间坐标上考察,增加投资证券品种的流动性就是一种必然选择。可见,仅仅从收益和 risk 的角度定义投资只能适用于经济学范畴,从金融范畴定义投资就需要考虑流动性要素。基于此,按照西方经济学家的观点,微观涵义的投资就仅仅是指证券、金融投资了,在以他们的理论为核心的现代金融学的体系中,投资学成为核心课程之一,而这个投资学即为证券投资学,投资就是证券投资(所以本教程的所谓“投资学”实际是指“证券投资学”,或者说是“金融投资”,这符合国际惯例)。至于实体领域的投资活动,他们认为应属于经济体系的内容,由经济学去研究,不属于金融的范畴(如此区分,实际上是建立在经济学科和金融学科存在较大差异的基本认识上的)。

改革开放之前,我国的投资实践主要是在实体经济投资领域,来源于马克思的投资理论也主要是解决实体投资的问题,因而长期形成的投资概念主要是指实体投资的概念。改革开放后,逐步恢复了证券金融的投资体系,因而目前我国经济学界的“投资”概念既包括实物投资,也包括金融投资。不过,从金融学专业的角度,主要研究证券投资这种狭义的“投资”是比较恰当的一种定位,虽然看上去是微观的,但正是这种微观性,决定了投资学在整个经济活动中的重要地位。

很多人认为从本质角度讲,投资主要应该指实体投资,因为只有实体投资才能增加一国经济生产的能力,才是经济增长的因素。但是,实体经济的“投资”需要追求投资效果,这需要资金在整个社会范围进行合理配置,如果没有合理配置的实体投资,结果反而是经济资源的浪费,这种投资就没有意义!观察金融投资的发展历史,它恰恰是要实现实体经济领域的这种资金的合理配置。换句话说,虽然金融投资仅表现为所有权的转移,本身并不构成生产能力的直接增加,但是在现代经济条件下,金融投资将在很大程度上影响实体投资的规模 and 效果,能够为实体投资提供足够的资金,能够推动资金向合理的资源配置方向流动,因而金融投资有利于实体投资能力的提高,甚至在现代经济发展条件下,金融的资源配置作用是其他配置方式不能替代的,从而,金融成为经济发展的核心。

二、证券的涵义

在投资领域,我们常常将金融领域的投资称为“证券投资”,这个“证券”的涵义似乎

比较明确,但实际上也是存在分歧的,在不同领域、从不同角度都会对“证券”产生不同的理解。

由于市场经济实际上在很大程度上是需要法律规范的经济,所以经济活动中广泛流行的是从法律的角度对“证券”的理解。但是法律的定义是从其实用角度出发的,因而从某种意义上看,仅仅是操作性强一些而已。为了这种可操作,《中华人民共和国证券法》(简称为《证券法》)对“证券”定义采用的是列举法,《证券法》指出,所谓证券是指“股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券”,“政府债券、证券投资基金份额的上市交易”属于证券交易。显然这个“证券”的界定仅仅是一种狭窄的定义。而美国国会在1933年《证券法》和1934年《证券交易法》中对证券的定义也是列举法,但相对宽泛:“证券是各种票据、股票、国库券、债券、无抵押债券、债务证明、证明参与任何利润共享协议或在其中有利益的证书、担保信托证、筹建经济组织证或认购证、可转让股权、投资合同、委托投票证书、证券存托证明、油矿、气矿或其他矿藏开采权未分配部分的权益;任何证券、存款证明或者组合证券、指数证券(包括根据价格而计算出来的权益)的卖空期权、买空期权、买空卖空期权、选择权或者特权;任何在全国交易所上交易的有关外币的卖空期权、买空期权、买空卖空期权、选择权或者特权;或者总的来说,任何被普遍认为是‘证券’的利益和工具,或者是对上述项目的任何利益的参与证明、临时性证明、收据、担保或认购权。”

社会生活中,证券(security)是一个外延广泛的概念。对证券的涵义可以有多方面、多角度的认识,至少可以区别为广义和狭义两大类。广义的“证券”包含一切用以证明或者设定一些权利为目的所做成的凭证,这些凭证可以仅仅记载发生的事项,也可以说明相应的权利,或者证明曾经的行为等。广义证券的范畴显然超出了一般认识上的证券涵义,也不仅仅是(证券)投资学所讨论的范畴。狭义的“证券”是指以一定书面形式或其他形式,记载并代表特定民事权利的书证。《证券法》所确定的“证券”是狭义证券中的一种。

从现代经济层面上看,“证券”概念是使用最多的一种,所以经济学家们对证券的涵义做过很多的讨论,基本形成了大致一致的看法。不过目前的“证券”定义多是从经济学层面定义的。具有代表性的是吴晓求在其所编《证券投资学》(2009年第三版)中给证券的定义:“证券是各类财产所有权或债权凭证的通称,是用来证明证券持有人有权取得相应权益的凭证。股票、公债券、基金证券、票据、提单、保险单、存款单等都是证券。凡根据一国政府有关法规发行的证券都具有法律效力。”或许是因为这样的定义更加偏重于经济学,而不是金融学,所以,吴晓求在其主编的新版《证券投资学》(2014年第四版)中,刻意回避了“证券”的定义,从中或许也可以看出对证券定义存在的争议。

吴晓求的同事赵锡军在其《证券投资分析》(2011年第五版)中对证券做了这样的定义:“证券从广义上指各类记载并代表一定权利的法律凭证,它用于证明持有人有权以其所持凭证记载的内容而取得应有的权益。”并进一步指出证券的三个属性:“证券是一种财产所有权的证明。”“证券是一种金融工具,它反映了一种信用关系,是资本需求方向资本供给方借入资本时所出具的凭证。”“证券具有收益性和风险性。”

从证券投资的角度看,停留在经济学层面的这些概念和涵义,都不能准确描述用作投资意义的“证券”。作为投资工具的“证券”,其原有的基本要素和性质已经被它在投资中的

作用所替代,人们拥有证券的目的和出发点都可能随之改变,从而改变了对证券的认识。

一般来说,投资者对一定财产或财富的权力以及行使这些权力的条件是以一纸凭证为代表的。例如:借钱时留下的借条,支付时开出的支票,筹资时发行的股票等。但当投资者不是为了证券自有的这些权力和行使权力而持有的时候,证券的涵义就发生了变化,这个变化是在现代投资背景下发生的,此时,证券的投资者(持有者)是为了获得投资收益才持有,而投资收益更多是在证券二级市场(交易市场)的交易下实现的,因此证券的经济学层面的涵义归属到了现代金融学的层面去认识,变得更加狭窄而实效了。

从法律的范畴讲,只有根据一国政府有关法规发行的证券才具有,而且必定具有法律效力。法律角度上证券可以分为“有价证券”和“证据证券”。在“证据证券”中,有一种具有特殊效力的证券,被称为“免责证券”;从经济的范畴讲,证券是一种产权凭证,它用以证明持有人有权依其所持凭证记载的内容而取得应有的权益,并行使相应的权利。经济上,证券可被分为“有价证券”和“无价证券”两大类。但是从证券投资的角度讲,只有具有投资价值的有价证券才会被作为对象进行研究,因而证券仅仅是有价证券的一部分,证券就是一种金融投资工具,仅此而已!当然这种充当投资工具角色的证券是建立在前面法律和经济范畴的基础上的。

特别要说明的一点是,投资学中所研究的对象,经常超出了任何语言所定义的“证券”的范畴,所以,将“证券投资”换称为“金融投资”或许更加恰当,内涵更深刻。

根据以上两段的理解,可以将证券投资领域的“投资”定义为:投资是指经济主体付出一定量的货币(或其等价物),以获得当前具有流动性和未来可能具有预期收益的证券等金融工具的经济行为。本教程不加以特别说明时所指的“投资”,都是指这个意义上的“证券投资”。

专栏 1 - 1

证券涵义的多角度解读

1. 语义上证券的涵义

古汉语中,“券”作为名词,是指契约。较早的借据式契约被称为“券书”。中国古代刻竹木为之,一分为二,并于分开处加刻特殊标记,以便辨识而防假冒,双方各执一半,债务人执右券,债权人执左券,相合为信。成语“有券在手”、“胜券在握”均由此而来。后泛指票据、凭证。

在现代汉语中,“券”是指票据或者作为凭证的纸片。“证券”是指有价证券。“有价证券”则是指对货币、资本、商品或其他资产等有价物具有一定权利的凭证,如股票、债券、各种票据、提单、仓库营业者出具的存货栈单等。

在英语中,securities 一词是指一种文件或证书,以表示拥有股票、债权、股份等。证券这一术语常用来指股票、债券和对政府、地方权力机关或公司的类似请求权。但它只限于能够因证券中可强制实现的权利而提起请求的证券持有者或者其代表(如证

券受托人)所拥有的请求权利,而不用来指股票。

2. 学理上证券的涵义

在学理上,学者对证券的涵义理解各有不同,但大体相似。如谢怀拭先生认为,证券一词的涵义有二:其一,指具有一定形式的一张纸,是一种权利的载体;其二,指具有一定形式并表示一定权利的一张纸,是以权利为内容,以一定形式的一张纸为形式的结合物。赵万一先生认为,证券是证明持有人享有一定权益的凭证,是一种权利义务的规范表现形式,也是现代社会经济和信用高度发达的产物。郭明瑞先生认为,证券是代表一定权利的书面凭证,它的特点是权利与证券密切结合。覃有士先生认为,证券是指用以证明或设定某种权利的凭证,而且常常是指有价证券,法律上给证券下的定义也是针对有价证券而言的,并不指属于证券范畴的其他证券。叶林先生认为,在法学上证券是在专用纸单或其他载体上借用文字或图形表彰特定民事权利的书证。它具有双重含义,有时指描述民事权利的载体,此载体既可以是纸张,也可以是记载和表彰民事权利的其他载体;有时也指纸张或其他载体所表彰的民事权利。在此意义上,证券是民事权利与民事权利载体的结合物。

若以上述证券之内涵为标准,具体分析,证券有广义、中义和狭义之分。广义的证券指记载和代表一定权利的书面凭证,包括有价证券和无价证券。有价证券是指具有一定财产内容,表明持有人享有按照约定期限取得证券上记载的物权或者债权的证书,例如提单、债券。无价证券指证明持券人享有券面上一记载的某种非财产性权利,而无法或难以用价值尺度衡量的凭证,比如计划经济时代的粮票、油票、肉票等。中义的证券指有价证券,即记载和表示一定财产权利的书面凭证。根据有价证券上记载或表彰的财产权利的不同,以及权利人行使相关证券所记载权利的差异性,有价证券又可以分为商品证券、货币证券和资本证券。狭义的证券是指证明持券人对其投资享有收益分配请求权的凭证,即资本证券。

3. 《证券法》中的证券

在民商法中,证券多指有价证券,表示一定的财产权,即上述分类中的中义证券。而在证券法上,证券的含义范围,一方面较民商法上的证券的范围窄,它一般不包括商业上支付的证券,如支票、汇票等货币证券;另一方面,证券的种类和范围视各国立法的差异而有所不同,也可随本国情况的变化而有所调整。我国《证券法》规定,《证券法》调整在中国境内的股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易活动。同时《证券法》未规定的,适用公司法和其他法律、行政法规的规定。政府债券的发行和交易,由法律、行政法规另行规定。所谓国务院依法认定的其他证券,是指经国务院或者国务院证券监督机构根据法律或者行政法规等规定许可发行和交易的有价证券。我国《证券法》所调整的证券种类,限于资本证券,而不包括货币证券和其他财物证券。这些证券衍生出来的期货期权交易也未直接纳入证券法调整。

(以上摘自杨庆硕学位论文《企业法外融资与证券法中证券定义研究》,上海:复旦大学,2009年)

三、证券投资的组成要素

证券投资必须具备的基本要素包括：证券投资主体、证券投资工具、证券投资目的和证券投资方式。

证券投资主体。在进行证券投资活动时，当然需要有拥有一定资金和投资决策权的投资活动主体的存在。理论上，证券投资主体可以是任何具备以上两个要件的组织和个人，包括政府、法人和自然人。但各个国家因为发展阶段的不同，对证券投资主体的限制也就不同，譬如我国根据货币资金币种的不同，将上海证券交易所和深圳证券交易所的股票区别为使用人民币进行交易的 A 股，和使用美元或港币交易的 B 股，只有持有美元或港币的人士才能够成为投资 B 股的投资主体。

证券投资工具。从法律意义上，证券需要具有持有人、证券的标的物、标的物的价值和权利等要素，所以证券投资工具首先应该是具有法律特征的凭证。但作为证券投资工具，则应该更多地从工具角度去理解。证券投资工具就是投资主体进行投资的一种工具。特别说明，很多人认为证券投资的不是工具，而是产品，这也一定程度上反映了投资在经济学和金融学方面的差异。（参见【专栏 1-2】的讨论）

专栏 1-2

证券工具，还是证券产品？

目前在投资领域，对“工具”和“产品”概念的使用，实际是存在混乱的，譬如金融衍生工具，也可以称为金融衍生（产）品，似乎两者是通用的，这可能是对“derivatives”这个英文单词翻译的约定俗成。但证券到底是产品还是工具，应该是对证券功能认识的不同而造成的，我认为这个不同的认识应该是区别“经济学”和“金融学”不同的关键点之一。

一般理解，工具是工作时使用的器具，被引申为达到或完成或促进某一事物的手段。而产品是可以让人注意、获取、使用，或能够满足某种需求和欲望的东西。

按照古典经济学的理论，“产品”进入流通领域变成“商品”，商品具有使用价值和价值，“工具”进入流通领域同样具有使用价值和价值，此时两者没有区别，都是商品。但显然，从生产过程看，工具是用来生产产品的，这时是有区别的。

如果从经济学和金融学两个学科的内涵来看，证券是“工具”，还是“产品”，似乎更加清晰。

譬如一件处于交易中的商品，买卖双方的角度是完全不同的：卖者是要通过交易实现价值和利润，而买者是要通过交易获得其使用价值，因而买卖双方达成交易可以建立在双方满意的共赢基础上。经济学提出了均衡价格的理论。而一个处于交易中

的股票,买卖双方的角度则是完全相同的:卖者是要通过交易实现利润,买者也是要通过交易获得利润,此时买卖双方达成交易则是因为买卖双方对股票价格后期走势的不同认识所造成的。金融学因此提出了选择权的理论。

如此看,证券到底是产品(商品)还是工具的问题,就变成了对证券的功能的认知的差别上了。如果将证券看做实现融资的手段,则其是满足了融资需求的,它就具备了产品(商品)的功能,所以融资的证券会有利率和股息率的价格表达;如果将证券看做投资,实现小资本到大资本的增值过程,则其是具有了杠杆的作用,它就具备了工具的功能,所以各类证券都不是买卖的目的,通过它们实现盈利才是目的。

如此看,作为原始证券,从经济学的意义看,还存在产品的属性,从金融学的意义看,则可以看做工具;而作为衍生证券,则无论从哪个角度看,都只剩下作为工具的属性了。因此,金融衍生工具不应该称为金融衍生品。

(摘自徐强的博客: http://blog.sina.com.cn/s/blog_56962e4e0101f2no.html)

证券投资目的。投资目的是指投资者的意图及所要获得的效果。证券投资的目的除了直接的投资收益外,还有其他的目的。一般来说,这些目的可以包括:暂时存放闲置资金;与筹集长期资金相配合;满足未来的财务需求;满足季节性经营对现金的需求;获得对相关企业的控制权;等等。但是从投资学的角度看,证券投资的目的应该只会是:增加收益性、降低风险性、提高流动性。因此根据投资目的的不同,投资主体可以区别为投资(投机)者、套利者、套期保值者等。

证券投资方式。投资方式是指资金运用的形式与方法。投资可以运用多种方式:按照投资目的的不同方式有投资、投机、套利、套期保值等;按照投资标的的不同方式有股票、债券、期货、期权等;按照直接和间接进行投资的方式有直接利用市场进行自我操盘、间接利用投资基金进行专业操盘。需要说明的是,证券投资一般被归为经济学的间接投资方式之中,这是指通过购买有价证券所进行的间接实体投资。但这种说法也是在经济学中认识金融学所造成的。证券投资的具体方法实际上包含做多、做空等多种。

专栏 1-3

证券投资到底属于直接投资,还是间接投资?

证券投资到底属于直接投资,还是间接投资?提此问题似乎很奇怪,大多数人都会说这个答案是确定的:间接投资!

确实,证券投资的教科书基本上都是说证券投资是间接投资。

但是证券从业资格考试的教材中,将证券投资定义为直接投资的一种。这促使我们要仔细思考一下了。

我们先来看看直接投资和间接投资的定义。

一般地说,直接投资(DI)是指以各种混业、合资、独资等形式直接进入企业,进行生产、贸易的活动。间接投资(II)是指以购买金融证券(如股票、债券、衍生金融工具)等,获得利益分成的投资行为。

这个定义不能解惑!好的,我们再来看看投资的定义。

经典的定义是这样的:所谓投资,就是投资主体为获得未来收益,或经营、实施某项事业,预先垫付货币或其他资源,以形成资产的经济行为。简言之,投资就是投入某种资源,获得某种资产及收益的过程。

如果这个定义没有问题,则直接投资和间接投资的定义就是明确的,那么证券投资归属就是清楚的。遗憾的是,投资的这个定义是从经济学角度定义的!按照经济学原理,资源的配置是本质的东西,而投资仅仅是促使资源配置的方式。

但是我们必须看到,在每一项资源的配置中,都是由人的参与完成的,而人是有思想、有情感的,所以,不能简单地从一个标准衡量投资的目的。如此,“获得资产和收益”就不是最恰当的定义了。

现在我们仅仅从证券投资者证券投资的目的来看他们的行为。在现代股权分散的背景下,大多数的证券投资者投资证券仅仅是为了获得投资收益,尽管这个收益可以来自证券发行者的分红,也可以来自交易市场交易价格的差异,但我想,作为少量资金的投资者,几乎没有人为了从证券发行者获得分红收益而购买证券,尤其是中国的股票投资者,这种情况更加普遍。

在此目的下的证券投资,你只能确定他们的投资行为是间接投资。不过你千万不要错误地以为这和间接融资有什么对应关系!

证券市场的投资者,除了上述的间接投资行为外,还存在着一种特殊的投资行为,就是为了控制证券发行企业而做的投资。事实上,在股权分散的背景下,在交易市场购买股权凭证,只要购买不多的份额就能够成为发行企业的实际控制者。譬如拥有10%左右的股权份额就能够成为上市公司的第一大股东之类。这种投资的存在具有巨大的意义。他们遏制了证券发行者的错误融资和资金投向,遏制了证券发行者的错误决策和不合理的决策。正是这种力量的存在,企业才会理性,社会资源才可能会是合理配置的。这类证券投资者的投资行为显然不是间接投资,而是直接投资。

可见,区别证券投资属性并非重要,作为监管者,培育市场的两种力量,是市场健康发展的基础。

(摘自徐强博客: http://blog.sina.com.cn/s/blog_56962e4e0100ucer.html)

第二节 投资学的基本原理

投资实际上是在风险、收益、时间三要素均衡下的一种选择,是对同时满足三个要素的证券品种的一种选择,而选择过程就是决策过程,决策需要分析,因此,投资的基础是分析,投资学的核心内容是对投资的分析。

一、投资和融资的关系问题

投资和融资是一个问题的两个方面:从出资者的角度,是投资;从受资者的角度,是融资。

但是在金融投资学的角度,投资和融资存在诸多的不同:

1. 投资者和融资者的利益关切不同。投资是投资主体为了获得预期的效益而投出资金的行为或过程,他们关注的是投资的安全性、收益性和时间性。而融资是指各类经济部门和单位为了某种经济目的所进行的资金借贷和筹集活动,他们更关心的是筹集资金的成本。因此,投资者和融资者存在利益冲突,平衡好这种利益冲突,是投资市场的主要任务之一。

2. 投资是按照投资者类型分型的,而融资者是按照融资的阶段分型的。按照投资者对风险—收益—流动性的认识不同,对投资进行分类研究;按照融资者的不同发展阶段下,能够承受的不同的收益—风险—时间的能力不同,对融资进行分类研究。

3. 投资首要考虑的是风险,而融资首要考虑的是成本。作为投资者,选择证券品种进行投资,需要在风险—收益—流动性三方面综合考量,但风险应该是第一位的,如果要冒较大的风险,一定要求预期的收益回报会很大。作为融资者,选择不同的融资方式,需要重点考虑的是成本的大小,如果没有期望的成本,再小的风险也是没有价值的。

现在有一个问题:在社会发展过程中,我们应该以融资为核心构架金融市场,还是以投资为核心构架金融市场呢?

从经济和金融的发展历程看,金融市场基本经历了由以融资为核心,向以投资为核心的转变过程。

在经济金融发展的初期,金融仅仅是作为一种中介出现的:由于银行的出现,将原来随机出现的借贷关系,转变成可以常态进行的融资关系。此时,银行为了自己的利益,负责对融资对象融资资格进行审查,银行对整个社会资金合理流动、合理配置的影响巨大,因而银行是金融体系的核心,市场、政策和投资品种因为银行存在而存在。但是在竞争的背景下,银行经常会对贷款项目的不深入审查,对银行存贷资金的时间错配,对社会发展的资金流是否合理不加关心的错误。不过,由于此时整个金融体系还处于一种以商业银行这种金融机构为核心的金融体系下,因而,金融系统构建的就是一个以融资为核心业务的体系。

随着经济金融的发展,融资这种需求的满足需要借助市场来完成。一个以金融市场为核心的新的金融体系就建立起来了,此时,满足投资需求的除了各种金融机构外,大量

满足不同风险—收益—流动性需求的投资品种出现,金融机构和金融政策都只是为了让这种投资品种能够顺利在市场上实现交换而发挥作用。在这样的背景下,整个金融流转的核心力量在于投资者对投资品种的选择,因而金融市场以投资为核心构架体系。

在市场以投资为核心时,资金是否由出资者流动到需要受资的融资者那里,完全取决于投资者所进行的投资评估。这样,理论上就只有有着发展前途的企业和项目才会得到投资者的青睐,合理的资源配置有可能实现。但实际上,如果金融体系不能提供投资者进行投资评估所需要的信息和资料,市场规则不利于投资者作出理性的投资决策,金融机构仅仅是中介,这种合理配置资源就成为空想。

二、现代投资的基本特征

在现代经济中,金融之所以成为经济的核心,主要是因为证券市场已成为生产要素市场的龙头,因而作为证券市场的主要活动——投资就成为核心力量。由于投资的存在,才有了因融资而快速成长的企业;因为投资的选择性,才有了社会结构性的快速增长;因为投资的活力,才有了社会资源的最佳利用。这些都是基于投资本身所固有的基本特征的。

1. 投资是价值投资,但保值增值是建立在流动性的基础之上的

证券投资的目的是为了获得收益,换句话说是为了资本的保值增值,但无论是保值还是增值,都是在流动性的前提之下实现的,这是现代投资的显著特点之一。与过去的投资和证券投资不同,现在的证券投资不是过去没有市场下的投资,通俗地讲,投资不是投资之后简单等待分红拿利息的过程,市场发达的结果,使得资金在整个社会的范围变得更加流动,这才导致资金的高效运动。所以,投资者总是在寻找合适的买卖时机,实现资金的增值。结果也可能因为时机把握不对,出现减值的状况,这就是投资风险。投资者在其投资的保值和增值的过程中,不仅仅要看到资本收益的大小,还需要看到资本变现的难易程度。能够随时处置变现,一方面是要应对资金的不时之需,另一方面也是跨期选择性的要求。不同时间,资本的收益性可能会发生变化,如果没有流动性,则随着时间推移,在出现有利于自己的变化时就难以获得更高的收益。

2. 投资对象的可分性和标准化处理

相比较过去的各种其他类型的投资对象(譬如实体经济投资)而言,证券投资是将投资对象进行了分割,譬如股份有限公司是将公司的资本进行了等额的分割,这就增加了投资的便利,使得参与投资的群体大幅度增加了。天津文化艺术品交易所采用这种方式对文化艺术品的分割份额交易,结果使得不著名的当代画家的画作,其价格还高出了齐白石等名家同尺寸的画作的价格,就反映出这种分割性带来的投资的巨大的“价值”空间。在对投资品进行分割处理时,既可以对其份额进行等额的分割,也可以不进行等额的分割,但越是现代的证券交易,其标准化处理的色彩就越浓,这是因为标准化处理之后的投资对象更加便于流通和投资。除了收益性、流动性的增强外,对投资对象进行分割标准化处理的另外一个重要的原因是将风险进行了分割,投资者有可能因为被分割的证券,选择证券投资组合来降低投资的风险。