



高等院校财经类系列精品教材

证券投资学

Security Investment

主编 刘继兵

UNIVERSITY PRESS

大学出版社



高等院校财经类系列精品教材

证券投资学

Security Investment

主编 刘继兵



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

证券投资学/刘继兵主编. —武汉:武汉大学出版社,2017.4
高等院校财经类系列精品教材
ISBN 978-7-307-18840-2

I. 证… II. 刘… III. 证券投资—高等学校—教材 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 274974 号

责任编辑:陈 红 责任校对:汪欣怡 版式设计:马 佳

出版发行:武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件:cbs22@whu.edu.cn 网址:www.wdp.com.cn)

印刷:湖北金海印务有限公司

开本:787×1092 1/16 印张:17.5 字数:416千字 插页:1

版次:2017年4月第1版 2017年4月第1次印刷

ISBN 978-7-307-18840-2 定价:37.00元

版权所有,不得翻印;凡购买我社的图书,如有质量问题,请与当地图书销售部门联系调换。

前 言

随着股票发行注册制改革的实施，中国资本市场迎来了发展新阶段。与此同时，在经济转型、产业升级的宏观背景下，我国资本市场在经历了数年的萎缩之后，迎来了新繁荣发展期，指数屡创新高，交投日益活跃，资本市场的融资基本职能也得到了充分的体现。此外，普通民众投资证券市场的热情空前高涨，以开放式基金为代表的机构投资者也获得了极大发展。分离交易式可转债、股指期货、融资融券等新型证券投资工具也在我国证券市场首次出现，并得到了较快的发展。

我国证券体制的新变化、证券市场的新发展是本书编写的大背景，它们都将在本书中得到充分反映。本书编者多年从事证券投资学专业课程教学，在结合证券投资实践、借鉴和吸收其他相关研究著作经验与优点的基础上编写而成。本书的特色主要体现在以下几个方面。

第一，内容和结构全面系统。系统、全面地阐述证券投资的基本理论与实践。为了使读者在学习过程中思路更加清晰明了，编者在结构安排上突出了先理论后实践的逻辑顺序。这样的结构安排更符合理论指导实践的逻辑关系；同时，随着读者对实践认识的不断升级，又有助于提高读者对相关理论的理解。

第二，理论与实践高度结合，同时注意内容的时效性。证券投资学是一门对理论性与实践性要求都很高的专业课程。因此，在本书的编撰过程中，尤其注重理论与实践的有机结合。特别是在当前我国证券市场发展日新月异的大背景下，本书着重突出了实践性的特点。本书安排了大量的证券投资案例，并对它们做了深入剖析，以培养读者理论与实践相结合的能力。此外，在案例的选择上始终坚持最新原则，以突出阐述内容的时效性。

第三，深入浅出，通俗易懂。本书的受众读者是高等院校金融专业的师生，同时，也可以作为广大证券投资爱好者学习相关专业知识的参考书籍。本书在编撰过程中，注重用平实、精练的语言，深入浅出地阐述证券投资的基本理论与实践技巧。

本书由刘继兵担任主编，负责设计框架结构与编撰大纲，并且进行了最终的统稿工作。硕士研究生马环宇、徐婷、王贵玲、夏玲、汪婵、王琪、朱家佩、陈雅婷等，参与了本书各章节的编撰工作，在案例收集与整理过程中做了大量工作。

本书不仅可以作为金融学专业本科生的教材，也可以作为金融学专业研究生的主要参考书。此外，还可以作为证券、银行与保险系统以及其他经济管理部门的专业培训与学习用书。非金融专业人员也可以将本书作为其认识证券市场、从事证券投资事业的指导性书籍。

本书在编撰过程中参考了大量国内外相关领域的著作资料，并引用了其中部分内容，在此，向有关作者表示诚挚感谢！本书在编撰与出版过程中，得到了武汉大学出版社的大力支持，并且提出了许多宝贵意见和建议，在此也表示诚挚的谢意！

限于编者水平所限，书中难免有疏漏之处，敬请广大读者批评指正，使之日臻成熟。

目 录

第一章 证券投资学概述.....	1
第一节 证券.....	2
第二节 证券投资.....	7
第三节 证券投资与投机	12
复习思考题	15
第二章 证券投资工具	17
第一节 债券	17
第二节 股票	22
第三节 证券投资基金	25
第四节 金融衍生工具	30
复习思考题	36
第三章 证券市场	37
第一节 证券市场概述	37
第二节 证券发行市场	42
第三节 证券流通市场	48
第四节 证券市场监管	52
复习思考题	59
第四章 证券交易	60
第一节 证券交易程序	61
第二节 现货交易与信用交易	68
第三节 期货交易	75
第四节 期权交易	86
复习思考题	93
第五章 证券内在价值与价格决定	94
第一节 债券价格决定	94

第二节 股票价格决定	100
第三节 基金的价格	105
复习思考题	110
第六章 证券投资收益与风险	112
第一节 证券投资收益	112
第二节 证券投资风险	126
第三节 证券投资风险衡量	132
第四节 VaR 模型度量风险	135
复习思考题	139
第七章 证券投资基本分析	140
第一节 基本分析概述	141
第二节 宏观经济分析	144
第三节 行业分析	149
第四节 公司分析	153
复习思考题	170
第八章 证券投资技术分析	171
第一节 技术分析概述	171
第二节 K 线理论	176
第三节 切线理论	186
第四节 形态理论	196
第五节 技术指标	212
第六节 波浪理论	217
复习思考题	224
第九章 证券投资策略	225
第一节 证券投资策略概述	228
第二节 价值投资策略	229
第三节 主题投资和概念投资策略	237
复习思考题	248
第十章 现代证券投资理论	250
第一节 现代资产组合理论	250
第二节 资本资产定价模型	252

第三节 套利定价模型.....	256
第四节 效率市场理论.....	260
第五节 行为金融理论.....	261
复习思考题.....	272
参考文献.....	273

第一章 证券投资学概述

【案例】

股票的诞生

1603年，在共和国大议长奥登巴恩维尔特的主导下，荷兰联合东印度公司成立。它是第一个联合的股份公司，为了融资，发行了股票，不过不是现代意义上的股票。人们来到公司的办公室，在本子上记下自己借出的钱，公司承诺对这些股票分红，这就是荷兰联合东印度公司筹集资金的方法。

他们筹集了650万荷兰盾，通过向全社会融资的方式，东印度公司成功地将分散的财富变成了自己对外扩张的资本。成千上万的国民愿意把安身立命的积蓄投入这项利润丰厚但同时也存在着巨大风险的商业活动，不仅是出于对财富的渴望，更重要的是荷兰政府也是东印度公司的股东之一。政府将一些只有国家才能拥有的权力，折合为25000荷兰盾，入股东印度公司，这就大大增加了东印度公司的信誉。

在一切准备妥当之后，东印度公司的船队出航了。西班牙国王几乎是用鄙夷的态度对待这个不自量力的挑战者。但是，在东印度公司成立后的短短五年时间里，它每年都向海外派出50支商船队，这个数量超过了西班牙、葡萄牙船队数量的总和。

前十年东印度公司没有付任何利息，因为投资者喜欢把钱投到造船、造房子，以及在亚洲建立一个贸易王国上。做完这些，十年后，公司第一次给股东派发了红利。连续十年不给股东们分红利，这样的经营方式为什么能够得到投资者的认可？这是因为荷兰人同时还创造了一种新的资本流转体制。1609年，世界历史上第一个股票交易所诞生在阿姆斯特丹。只要愿意，东印度公司的股东们可以随时通过股票交易所将自己手中的股票变成现金。早在四百多年前，在阿姆斯特丹的股票交易所中，就活跃着超过1000名的股票经纪人。他们虽然还没有穿上红马甲，但是固定的交易席位已经出现了。

这里成为当时整个欧洲最活跃的资本市场，前来从事股票交易的不仅有荷兰人，还有许许多多的外国人。大量的股息收入从这个面积不超过1000平方米的院子，流入荷兰国库和普通荷兰人的腰包，仅英国国债一项，荷兰每年就可获得超过2500万荷兰盾的收入，价值相当于200吨白银。

资料来源：<http://www.caian.net/cjyw/zqyw/31793.html>

证券投资学（security investment）是一门研究证券投资理论和方法的学科，它随着证

券市场的发展而不断完善。外国的证券市场经过长期的发展,在健全的市场体系下,目前已经非常完善。随着金融新方法的开创,新的证券投资理论和方法也不断涌现。相比之下,国内的证券市场还不够完善,有很多值得改进的地方。证券投资者要进行证券投资必须掌握有关证券投资的基本知识,本章主要阐述有关证券、证券投资、证券投资与投机的基本知识和概念。对于证券投资者而言,要学会投资,就要树立正确的投资观念,提高证券投资素质,区分投资与投机。

第一节 证 券

【知识链接】

美国证券法之证券含义探讨

美国法律中证券的内涵很丰富,1933年的《证券法》和1934年的《证券交易法》都没有给出一个概括式的定义,而是采取包括但不限于的列举方式。以1933年的《证券法》第2节(1)的定义最具代表性:证券一词是指任何票据、股票、国库券、债券、无担保债券、任何利润分享协议的利息或参与证、从属信托证、公司设立前的证书或认股证、可转让股权、投资合同、表决权信托证、存款证、一组证券或指数(包括任何利益或基于价值所生利益)的任何卖出期权、买入期权、买入卖出选择权或优先权,或者总而言之,通常称为证券的任何利益或工具,或上述任何一种的利益证书或参与证书,或上述任何一种的暂时或临时证书,或接收、担保、认购或购买的授权或权利证书。1934年的《证券交易法》中3(a)(10)也有非常类似的定义。不过,美国最高法院一直认为这两个定义的实质是完全一致的。

美国司法对股票债券性质的认定,一般是根据实际经济情况,由法官的自由心证来掌握证券法的调整范围。正如美国学者所言,证券应当被认为是一个有弹性的概念,可以被法院适用,以确定涉及未被列举所包括的投资工具的交易是否能被证券法规制。

资料来源:蓝寿荣,李成.美国证券法之证券含义探讨[J].光华法学,2009(2):144-157.

一、证券的概念及特征

证券是一个含义相当广泛的概念。它是各类经济权益凭证的统称,用来证明证券持有者可以按照证券所规定的内容取得相应的权益。例如股票、支票、票据、公司债券等,它们被用来证明或规定某些权益,是权益的具体表现形式。证券可以分为无价证券和有价证券两大类。无价证券又称为凭证证券,一般只作为某种资产或物品的所有权证明,并不能给证券持有者带来定期的收益,如行李存单、购物发票。无价证券一般不具有市场流通性。而有价证券意味着其表明的权益可以用一定的货币额来衡量,证券持有者根据券面所

载内容可以行使权利并有权按期取得一定的收入，还可自由转让和买卖。我们所说的证券指的就是有价证券。

面对范围如此广泛、内容如此复杂的证券，我们很难用一句话为它下一个比较全面的定义。尽管我们在前面对证券所下的定义基本上能够对证券的基本属性作出界定，但显然没有涵盖这一复杂事物的全部属性。对证券的基本特性我们可以概括为以下几点：

(1) 收益性。对投资者来说，收益是指购买证券所取得的利息、股息和买卖证券的差价收入。对筹资者来说，收益则表现为通过证券筹集资金，扩大生产规模，提高企业获利能力或改善国家的财政状况。

(2) 流动性。也称变现性，指证券资产转变为现金的能力。由于存在着证券流通市场，证券持有者可以随时转让证券，以换取现金。证券市场越发达，证券的信用等级越高，证券的期限越短，其流动性就越强。

(3) 风险性。这里所讲的风险是广义上的风险，指证券所涉及的方方面面都存在着很多不确定的地方。投资者投资证券存在着投资风险，他可能并没有全面了解所投资的对象，也不能准确地预见到未来的投资收益。发行者面临着发行风险，如发行的证券品种是否适当、发行数量是否符合投资者的需求、发行方式是否有利。中介机构在介入证券活动时面临着代理风险、承销风险等。市场监管者则存在着制度风险、监管风险、信息风险以及社会风险。

(4) 相关性。一方面，证券作为一种重要的资金融通工具和金融产品，是市场机制的重要组成部分，现代经济活动不能没有现代的证券经济活动；另一方面，现代证券活动又不限于经济活动，它是社会经济运行体系中的一个重要元素，与政治、法律、新闻、心理等社会活动有着密切的复杂的联系。社会经济活动的变化，会极大地影响证券经济活动，同样，当证券经济活动发生较大的改变时，社会经济活动也会受到明显的影响。这种相互的影响在不同的时空条件下并不表现出一个固定不变的模式，而是呈现出比较大的变异。

二、证券的分类

证券从广义的角度看，包括无价证券和有价证券。无价证券包括证据证券和凭证证券两种。其中证据证券是指单纯证明某项事实的文件。例如信用证、书面证明等。此外，提单作为“免责证券”也是证据证券中较为特殊的一种。凭证证券指的是能够认定证券持有人是某种私权的合法权利者，并证明其履行义务的有效文件。例如，我们在银行存款所持有的定期存折、存单、借据等。与有价证券相比，凭证证券不能作为所有权证书行使权利，这类证券一般不具有市场流通性。而有价证券主要指的是对某种有价值物具有一定权利的证明书或凭证。

从狭义的角度看，证券主要指的是有价证券。有价证券就是一种有一定的票面金额，能够证明其持有人有权按期获取一定收入，并能在市场上自由转让和买卖的所有权或债券证书。一般来说，有价证券需要具备两个基本特点：一是券面必须载明财产的内容和数量，并且财产内容和数量需以一定的金额来表示。这是因为它直接代表财产权，并且有利于在市场上进行流通。二是证券所表示的财产权和证券自身不可分离，证券持有者的变更

代表权利的转移。有价证券自身并不具有价值，它是虚拟资本的一种形式，是资金需求者筹措资本的重要手段。虽然有价证券券面往往会注明一定的金额，但并不代表其自身就有这样的价值。有价证券的价值受多方面因素影响，其中最主要的影响因素是预期利息收入和市场利率。

按照不同的标准，可以对证券进行不同的分类。按其性质的不同，可以将证券分为证据证券、凭证证券和有价证券。因有价证券是证券投资的主要对象，这里将主要介绍有价证券的分类。有价证券多种多样，依据不同的标准，可以对其进行不同的分类。

（一）按照发行主体的不同分类

按照发行主体的不同，有价证券可分为政府证券、金融证券、公司债券。

（1）政府证券。政府证券是指政府为筹集财政资金或建设资金，利用其信誉按照一定程序向投资者出具的一种债权债务凭证。一般而言，政府证券基本上是债务性质的证券，包括中央政府债券和地方政府债券两种。

（2）金融证券。金融证券是指商业银行或其他非银行类金融机构为筹措信贷资金向投资者发行的承诺支付一定利息并到期偿还本金的一种有价证券。主要包括金融债券、大额可转让定期存单等。

（3）公司债券。公司债券是指公司为了筹措资金而发行的有价证券。公司债券的内容比较多，本身设计也比较复杂，主要有股票和公司债券等。股票是股份有限公司按照公司法，为筹集公司资本公开发行的用以证明股东身份和权益的凭证。

股票是股份公司发给股东的一种所有权凭证，股票的持有人即为公司的股东。股东一旦认购了公司的股票就不能再退回，只能通过转让和出售变现。公司债券是公司依照法定程序发行、约定在一定期限还本付息的有价证券。与股票相比，公司债券具有返还性，债券持有人在债券到期日可以获得债券的本息。但债券证明的是债券持有人是公司的债权人，债券持有人无权参与公司的经营管理。

（二）按照证券是否在证券交易所挂牌交易分类

按照证券是否在证券交易所挂牌交易，有价证券可分为上市证券和非上市证券。

（1）上市证券。上市证券是指在某一证券交易所注册，有资格在该证券交易所进行公开交易的有价证券。上市公司需要经过证券主管机关审批，满足一定的条件，遵守交易所各项规章制度才能获得上市资格，并在证券交易所进行上市证券的买卖。

（2）非上市证券。非上市证券是指未向证券交易所登记，没有挂牌进行交易的有价证券。非上市证券也称为非挂牌证券或场外证券。非上市证券主要是公司或企业自行发行和推销的证券。一般而言，非上市证券不能在证券交易所内进行买卖。因此，我们将这种交易方式称为“场外交易”，把这类交易场所称为“场外交易市场”。非上市证券没有在证券交易所进行买卖，并不意味着该证券没有达到上市条件。有些公司会由于某些原因而不愿意在证券交易所上市。

总的来看，我国非上市证券占绝大多数，因此，非上市证券的交易要远远多于上市证券。当前，先进的网络技术为非上市证券的交易提供了更为便捷的方式，为场外交易市场

提供了更大的发展空间。

（三）按照证券的用途和持有者的权益不同分类

按照证券的用途和持有者的权益不同，有价证券可分为货币证券、资本证券和商品证券。

（1）货币证券。货币证券是指对货币享有索取权的证券。货币证券在一定程度上可以代替货币使用，例如汇票、支票、本票等。单位之间进行商品交易或者支付劳务报酬都可以用货币证券进行结算。汇票是指由出票人签发的，委托付款人在见票时或者在指定日期无条件支付确定的金额给收款人或者持票人的票据。支票是指由出票人签发的，委托办理支票存款业务的银行或者其他金融机构在见票时无条件支付确定的金额给收款人或者持票人的票据。本票是指由出票人签发的，承诺自己在见票时无条件支付确定的金额给收款人或者持票人的票据。

（2）资本证券。资本证券表明了投资事实，它是资本投入或者借贷的凭证。主要包括股权证券和债权证券。通常我们所说的证券基本上就是指资本证券。

（3）商品证券。商品证券也被称为货物证券，是对货物有提取权的证明。货物证券主要包括提单、货运单、购物券等。有价证券的分类方式多种多样，除了上面提到的以外我们还可按照收益是否固定将其分为固定收益证券与变动收益证券；按照发行方式和发行范围，将其分为公募证券和私募证券；按照流动性大小将其分为适销证券和不适销证券；按照发行地点不同将其分为国内证券和国外证券，等等。总之，我们可以根据研究目的的不同对有价证券进行不同方式的分类，这里不再赘述。

三、证券的功能

（一）转化功能

转化功能是证券的基本功能，是证券其余功能存在的基础。证券可实现外部（国外、区域外、行业外、企业外等）资金向内部资金（国内、区域内、行业内、企业内等）的转化、消费资金向生产经营资金的转化、零散小额资金向大额资金的转化、短期流动资金向长期稳定资金的转化。在这一系列转化过程中，证券充当了媒介，它是促使资金功能转化的工具。

（二）融资功能

融资是相对于资金需求者而言的，帮助发行人融入资金是证券的重要功能，也是证券之所以产生和不断发展的主要原因。需求资金的主体多种多样，政府和企业运作中都可能出现资金短缺的情形。政府财政资金不能保证政府履行其职能或者需要筹集资金用于发展公用事业时，可能会作出发行债券筹资的决策。企业为扩大生产经营规模，提高市场占有率和竞争力，在单靠内部资本无法满足资金需求时，也会在外以直接融资或间接融资方式筹资。

直接融资是指企业利用资本市场，通过发行证券直接向资本所有者（证券投资者）

融入资金，主要包括股权融资和债券融资两种方式；间接融资是指企业通过银行借入资金。两种融资方式相比，直接融资在资金的使用时间、融资的数量和融资的主动权等方面有较明显的优势。

（三）配资功能

配资功能即证券的配置资金功能，它是证券实现转化功能的具体过程的表现，包括集中资金、分配资金和引导资金流向三个方面。

（1）集中资金。证券以其标准化的形式，可能的额外高收益，较强的流动性，把社会各方面的零散资金集中于发行人手中，使闲散资金得到更有效的利用。

（2）分配资金。证券不仅可把闲散的社会资金集中起来，还可依靠品种的多样性和价格的波动性，把有限的社会资金分配到最需要和最能有效使用的资金需求者手中。

（3）引导资金流向。投资的资金总是追求利润的，哪里利润率高并具增长潜力，哪里的证券就有吸引力，证券的发行价就高，资金就会流向哪里。当利润率下降或缺乏增长潜力时，资金就会流走。

（四）投资功能

投资功能是相对于市场中证券需求者即资金供给者而言的。投资者在持有证券过程中，有获得证券发行者支付的债息或股利收入的权利，同时证券持有者还可以利用证券在市场中价格波动所形成的价差获取收益，因而证券成为广受社会公众欢迎的投资工具或投机工具。当然市场中的投资者对风险偏好是有差别的。有些人不愿承担风险，以长期稳定收益为第一收益目标，因此，他们往往长期持有某些低风险型证券；有些人主动承担较大风险，以追求高额差价收益，他们会选择市场价格波动幅度较大的证券，且在持有过程中会频繁地买进卖出，做个精明的投机者。不同品种的证券，其风险性、收益性和流动性是不同的，同一证券在不同时期、不同条件下，其风险性、收益性和流动性也是有差异的，而且受多种因素影响在不断转化。对证券这些方面的特征进行准确分析和把握，是投资或投机成败的关键。

（五）反映功能

证券的市场价格和买卖成交量，是证券供求双方对宏观经济形势、行业和区域发展前景、公司盈利能力等基本因素分析、判断和预期的结果，因而证券市场行情变化能在相当程度上反映甚至提前反映实际经济运行的状况，成为“晴雨表”或“预警器”，把信息传递给发行者、投资者、中介机构和监管机构。

（六）调控功能

证券的调控功能可以从宏观、中观和微观三个层次分析。在宏观层次上，证券的调控功能有两个方面：一方面中央政府作为发行主体通过发行证券弥补财政收入的不足，以保证调控经济运行和发展所需的资金；另一方面中央银行在公开市场上通过买卖高信用等级的证券如国债来调控货币供给量，实施其货币政策，以抑制经济的衰退和过热。在中观层

次上，政府监管机关和交易所通过对不同行业、不同区域证券发行和上市的区别对待，调控行业、区域的发展节奏，实现一国行业间、区域间的协调发展。在微观层次上，通过证券市场企业可以增减其注册资本、扩大或缩减其营运资金和经营规模、扩大或调整其经营方式和经营方向、进行重组以及对外投资和并购等。

第二节 证券投资

【案例】

A 股 2015 年大事记：大震荡带给资本市场成人礼

2015 年“过山车”式的行情，至今让市场心有余悸。从年初激流上扬至 5000 点，到年中的断崖式下跌，再到管理层入场的强力干预，这一年的资本市场，经历了短期内的快速疯长，又在瞬间被打回原点。其间，融资融券、场外配资等杠杆工具的兴衰成为左右股指起落张弛的关键性力量。无论是管理部门对两融业务的规制，还是对场外配资活动起初的疏忽和后来的彻底整肃，都给市场情绪及指数本身造成了冲击。

“大震荡”带给资本市场制度层面反思与修缮的意义也是长久的。维稳主体的临危确立、熔断机制的意见征求、证监执法的密集化、资本市场反腐效能的提升乃至对现行分业监管体系进行改革的呼吁，都成为大震荡后的新动向。更为重要的是，新股发行注册制等资本市场制度变革的确认和持续推进，或许也象征着经过此轮震荡考验的资本市场，在完成其“成人礼”后，将向着新的历史阶段前行。

大震荡始末。年内，以场外配资为主的杠杆工具成为 A 股牛熊转换的助推器，但随着监管尺度的变化，其更在一定程度上加剧了行情的两极化。一方面，信用账户的快速开立，让沪深两融余额从 1 万亿元最高增长至 2.26 万亿元；另一方面，一条由券商、配资公司、信托、基金子公司、分仓软件商共同组成的配资活动利益链也在牛市中起舞；此外，分级资管产品、收益互换等融资工具的一并涌入，共同推动股指持续飙高。在 6 月 11 日之前的交易日里，上证指数上涨逾 1800 点，累计涨幅达 55.69%，这一上涨率超过 2007 年的水平。其间监管层虽采取了“提高两融开户门槛”、“禁止券商代销伞形信托”等口头限制措施，但终究未能阻止新增资金疯狂涌入。

成也萧何，败也萧何。最终引爆融资盘坍塌，并诱发 A 股急速下跌的导火索，恰恰来自对部分场外配资交易接口的实质性斩断。6 月 12 日，证监会称将对场外配资等非法活动采取措施。其间非机构类的分仓账户，成为监管机构与券商的首轮清理对象。

事后证明，最先遭遇清理的这些账户反而是幸运的，证监会清理整顿配资接口后，股指大幅下跌引发了存量融资盘遭遇“强制平仓”的连锁反应，而“大震荡”也由此来袭——6 月 15 日之后的 52 个交易日里，上证指数暴挫 2247.13 点，累计回

撤 43.43%。

杠杆张弛与救市进退。在下跌过程中，管理层颁布的各项利好政策也无济于事。7月6日，出于对系统性风险的防范，高层决定以证金公司为载体、以商业银行为资金来源、以中国人民银行为担保方合力出手护盘。回过头看，证金公司的干预效果是明显的，但政府主导的救市也给市场留下诸多后遗症，一方面其衍生了道德风险，救市机构过大的权力形成了潜在的利益输送空间，另一方面最终并未能阻挡市场的进一步下挫——8月中旬，A股的“千股跌停”现象再次上演。

危机得以平复的同时，监管部门对A股的各类杠杆工具展开了“秋后算账”。先是曾参与配资业务的各类机构、软件商纷纷遭到查处罚没；继而针对伞形信托、结构化信托等配资渠道彻底清理，并对分级资管、收益互换、融资融券等杠杆工具采取收紧政策。事实上，仅保留融资融券的一刀切式“去杠杆”，已与监管层去年呼吁券商补充资本、扩大业务规模的讯号形成鲜明背离，这也反衬出同一监管者在不同市场状态下所面临的摇摆与游离。此刻去杠杆的理由并非无迹可循，一来可以让A股杠杆的结构性失控尽快得到控制；二来当下股指已较峰值时存在明显低估，降杠杆对市场的负面冲击有限。但也有业内人士认为，场外杠杆的适当存在也是提高资本市场活力不可或缺的一部分。数据显示，早在2014年，沪深两市日均成交额仅有3000亿元左右，而在场外杠杆活跃的2015年，沪深日均成交额站上1万亿元大关，同比增长超过200%。而这之中更大的疑问在于，在管理层加减杠杆时，是否对政策持久性、市场影响等因素进行了调研和全盘考虑，以避免去杠杆陷入“一放就乱、一乱就收、一收就死”的悖论？

A股的2015年“成人礼”。必须承认，2015年的“大震荡”，是资本创新活动日益增多、股票市场交投迅速活跃、杠杆工具疏于监管及市场应对机制有待成熟等多重矛盾，共同交织所诱发的阵痛。大震荡留给市场的反思可能有很多，其中针对某一具体现象的设问和立论，都具有成为研究课题并被广泛、深入探讨的价值。比如，在股票市场杠杆工具的政策供给与限制上，监管部门应当具备怎样的风险应对策略？在千股“连日跌停”的状态下，管理层是否应当入场干预以拯救流动性？政府如何保证救市载体有效独立，避免陷入利益输送和代理危机？应该怎样调整当下的分业金融体制，以应对类似场外配资活动的跨业监管套利活动？

反思过后，则是重建。而这也正是资本市场继“大震荡”考验后经历的一次“成人礼”。A股的相关制度也的确在修缮和弥补。一方面，股灾确立了证金公司维护市场稳定的主体地位，研究推出了针对A股剧烈波动的股指熔断机制；另一方面，针对A股活跃度提高衍生的内幕交易、市场操纵等违法乱象的整顿，也已日渐常态化；此外，证监会原副主席姚刚、原主席助理张育军等官员的落马，也标志着资本市场改革进程在突破利益荆棘上进入了一个更高维度。

变革浪潮下，最关键的改变莫过于新股发行体制的脱胎换骨。12月27日，全国人大常委会表决决定，将于2016年3月1日起正式实施股票发行注册制；这一事件或将成为未来两年内资本市场的各种改革因素中，最被关注的变量。在对改革的种种期待中，人们需要的是一个活跃、繁荣，能够获得可观回报的资本市场，同样也是一

个平稳运行、健康发展、公平法治的资本市场，从更长远的角度观望，两者在实现路径上必然存在共识。可以预见，在经历过“大震荡”的洗礼后，一个更加健康、稳定、繁荣，更加尊重法治与规则，更加重视投资者保护、教育以及更加鼓励价值投资的制度环境，仍将成为未来资本市场所追求的主旋律。

资料来源：21 世纪经济报道，2015-12-31。

一、证券投资概述

证券投资是指投资者（包括个人和法人）购买股票、债券、基金券等有偿证券以及这些有偿证券的衍生品以期获取红利、利息及资本利得的投资行为和投资过程，是直接投资的重要形式。它实际上就是投资者在金融市场中进行各种金融工具交易的活动。更准确地说，证券投资是投资者充分考虑了金融工具的风险与收益之后，运用资金进行的一种以盈利或者避险为目的的金融活动。这里所指的并不包含所有的金融产品，例如银行储蓄存款、金币买卖都不在这些买卖产品之内。当然，我们也不能把证券投资单纯地理解为股票投资。

实际上，证券投资的范围非常广泛，除了股票投资外，还包括债券、基金等一些能够带来收益，同时又具有一定风险的金融产品。因此，有些学者也把证券投资定义为投资者根据每种金融工具的风险确定它的合理价格，然后在金融市场上购买那些定价低于合理价格的工具，卖出或者卖空那些定价高于合理价格的工具。

与证券投资相对应的是实物资产投资，实物资产投资的投入会直接增加全社会的资本存量。而证券投资是以有偿证券的存在和流通为条件的间接金融投资。因此，证券投资除了具有收益性、风险性、流动性和时间性之外，还有其自身的特性：

（1）派生性。从经济学的角度来看，不论是何种制度的社会，只有形成用于生产的社会物质资本，才会真正有利于经济的增长和发展。而证券投资行为只是实物资产在社会中各生产部门和消费部门中进行资源优化配置的手段和补充。投资者进行证券投资可以实现对实物资产所有权和收益权的转移，因此证券投资行为是基于实物资产派生而来的经济行为。

（2）虚拟性。证券投资的虚拟性是指如果把投资活动中各行为主体的资产与负债进行加总，那么这些证券资产将消失，而仅剩下物质资产作为全社会的净财富。因此，我们可以看出，证券作为一方资产的同时也将成为另一方的负债，它的存在并不增加社会总财富。虽然证券不能增加社会财富，但是证券所具有的流动性所引致的证券投资选择机制，有利于提高物质资产投资的经营效益。

二、证券投资的基本步骤

理性的证券投资过程通常包括以下五个基本步骤：

（1）确定证券投资政策。证券投资政策是投资者为实现投资目标所遵循的基本方针和基本准则，它包括确定投资收益目标、投资资金的规模和投资对象三方面的内容以及应采取的投资策略和措施等。