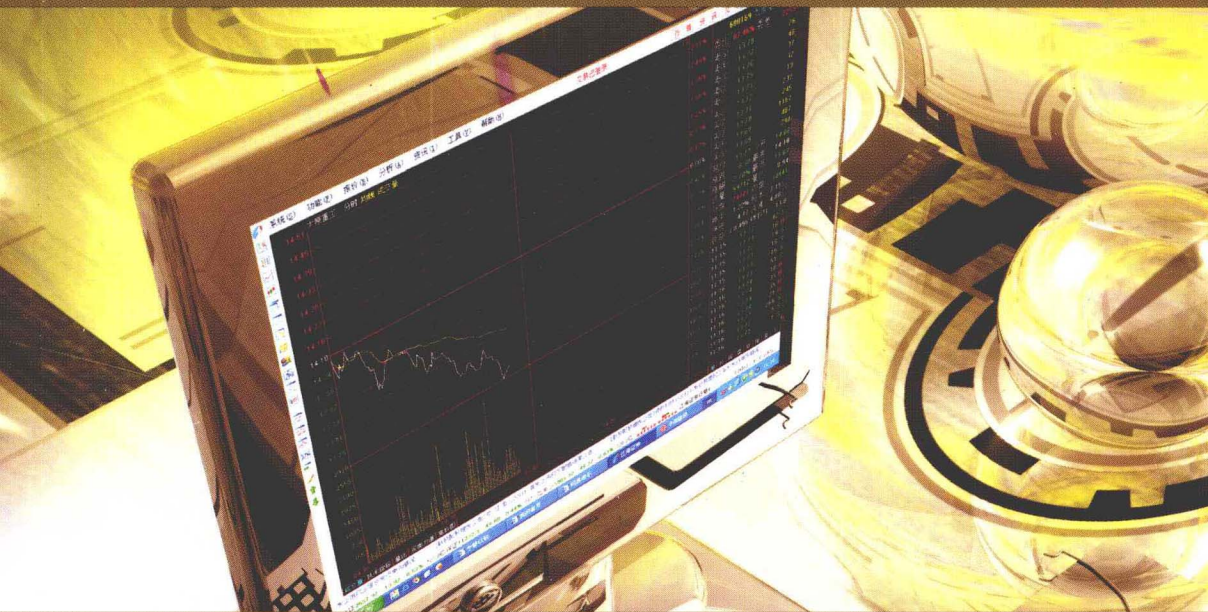


新世纪高校金融学专业系列教材
上海市教委重点学科建设项目 (J51201)

金融投资

Financial Investment

(第二版)



傅连康 编著

上海财经大学出版社

新世纪高校金融学专业系列教材
上海市教委重点学科建设项目(J51201)资助

金融投资

(第二版)

傅连康 编著



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融投资/傅连康编著. —2版. —上海:上海财经大学出版社,
2010.8

(新世纪高校金融学专业系列教材)

ISBN 978-7-5642-0839-4/F·0839

I. ①金… II. ①傅… III. ①金融投资 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 147932 号

☐ 责任编辑 张惠俊

☐ 封面设计 张克瑶

JINRONG TOUZI

金 融 投 资

(第二版)

傅连康 编著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海华业装璜印刷厂印刷装订

2010 年 8 月第 2 版 2010 年 8 月第 1 次印刷

710mm×960mm 1/16 21.75 印张 367 千字

印数: 3 001—6 000 定价: 36.00 元

目 录

1 投资分析概论 1

作为现代人,无论喜欢与否,都无法离开金融市场,即使你不想成为巴菲特、索罗斯、罗杰斯,但只要手中拥有货币和资产,金融市场储蓄和投资是不可避免的。从某种意义讲,金融市场并不是一个让人获利的场所,对大多数人而言,可能反倒是让人亏钱的地方,但你依然无法回避它。

§ 1 投资的基本概念 2

§ 2 金融投资收益的计算 11

§ 3 金融投资风险的测定 14

§ 4 投资风险与必要收益率 21

§ 5 金融市场投资的发展 25

2 投资决策过程 27

投资这件事,其实很简单,由于信息不对称和市场的复杂性,大多数人被少部分人赚钱,因此不是人人玩得了的,事先得三思而行。要成为成功的投资者,了解投资决策过程必不可少,了解投资决策过程不一定能赚钱,但不了解投资决策过程一定亏钱,除非上帝对你特别眷顾。

§ 1 个人投资生命周期 28

§ 2 投资决策管理过程 30

3 金融市场的结构及其功能 41

金融市场令人眼花缭乱,商业银行、证券公司、投资基金,股票、债券、理财产品,我们越来越卷入了它的漩涡,不能自拔,有人欢喜有人愁。当然,金融市场肯定不应该是一个赌场,而是现代市场经济的重要组成部分,对经济发展具

有基础性功能。

§ 1 投资市场的结构与功能..... 42

§ 2 金融衍生市场和衍生工具..... 47

4 有效市场假定..... 64

金融市场投资结果并不总是让人满意的。教科书会告诉你,金融投资有长期平均的一般期望收益率,煞有其事地教你如何计算,方法不一而足,而现实总是让人失望。原因是投资理论假定金融市场是有效的,但事实是市场往往并不是有效的。如果金融市场是有效的,可能大家一定会失去学习投资理论和知识的兴趣,因为在有效市场上,投资者不可能获得超常收益,既然大家结果一样,何苦劳心费神?

§ 1 有效资本市场概述..... 65

§ 2 有效资本市场假说的形式..... 66

§ 3 有效资本市场形式假设的检验..... 67

§ 4 有效资本市场理论的现实意义..... 76

5 投资组合理论..... 79

有位哲人说过:“哲学家只是用不同的方法解释世界,而问题在于改变世界。”现代投资理论并不十分好懂,而且过多的假设使其实用价值大打折扣,痴迷于理论本身可能反而导致投资失败。不过,千万不要低估理论的现实意义,如果没有投资组合理论,共同基金、资产管理公司、机构投资者会失去生存的基础和投资的基本方向。与其批判理论,不如对其真正理解、合理应用。不要浅尝辄止、生搬硬套。

§ 1 马克维茨的投资组合理论..... 80

§ 2 资本市场理论..... 84

§ 3 资本资产定价模型..... 91

§ 4 套利定价理论..... 98

6 投资定价的基本方法 102

投资分析的核心是什么?把投资资产进行一个合理的估值,以低于估值的价格买下来,好比用一元钱买价值两元的青菜,就是如此简单。当然,投资定价不像买青菜,很容易知道它的市场价格。例如,你养了一头奶牛,如果以

牛肉出售是一种价格,而养起来不断挤出牛奶卖又是一种价格。在估值中,经常会出现“公说公有理,婆说婆有理”的情况,因为大家的估值角度和方法可能根本不同。有没有判别标准?可能接近市场实际价格是硬道理。

§ 1 投资定价方法概述	103
§ 2 投资定价理论	106
§ 3 投资工具定价方法	108
§ 4 相对定价分析技术	117
§ 5 估计变量:必要收益率和价值预期增长率变量	119

7 债券投资分析与管理 124

如果你有足够的资产,又不具备企业家所具备的创新能力,还不想承受太高的投资风险,玩的就是心跳已经不再是投资追求,想过一种安宁而舒适的生活,固定收益投资工具可能是最好的选择。在全球投资工具中,固定收益投资工具占有相当大的比例,实体经济中公司对长期投资的资金需求、投资回报可以通过各种方法稳定化、资产证券化的设计原理、固定收益投资者的参与热情,形成固定收益投资的坚实基础。

§ 1 债券投资基本原理	125
§ 2 债券定价的基本面分析	131
§ 3 债券收益率的测定	133
§ 4 未来债券定价方法	140
§ 5 使用利率对债券定价	143
§ 6 债券价格波动性分析	151
§ 7 债券组合管理策略	158

8 权益投资分析和管理 167

原始创投基金(VC)、私人股权基金(PE)的发展和影响逐步扩大,使我们对股东权益投资有了全新的认识。原来,权益投资不仅仅局限于上市公司股权和股票市场,现代金融市场把非上市公司股权带进了金融投资领域。朱新礼有句话:“养猪的目的是为了把猪卖掉”,道出了现代企业家和创新团队对企业价值实现模式的新认识。权益投资分析和管理是现代投资银行和资产管理业务的重要内容。

§ 1 现金流贴现定价模型	168
---------------------	-----

§ 2	自由现金流量法	173
§ 3	相对定价方法	175
§ 4	权益投资组合管理策略	189
9	宏观经济分析	198
宏观经济形势决定了金融投资的总体方向,经济发展阶段和经济周期决定了投资成败和收益高低,当上证指数从6 124点坠落到1 664点,相信无人能幸免于难,金融投资的系统性风险主要由宏观经济形势决定。面对趋势,我们实在无能为力。重要的是,除了理解宏观经济形势对行业和公司收益的影响之外,我们必须十分注重宏观经济对投资必要收益率总体水平和成长性的影响。		
§ 1	经济活动和金融市场	198
§ 2	用周期性指标预测宏观经济	199
§ 3	经济指标和证券价格	202
§ 4	宏观经济背景分析	205
10	行业分析方法	209
《福布斯》杂志每年会给风险投资家打一次分,这个分数由风险投资家过去5年加权平均投资回报率构成。迈克尔·莫瑞茨的分数曾经是最高的。1986年,把莫瑞茨招进红杉资本的是唐·瓦伦坦。除了机会,唐·瓦伦坦给迈克尔·莫瑞茨最重要的东西是这样一个观点:选择赛马,不如选择跑道。我们可以设想,一级方程式赛车的顶尖好手在严重拥堵的城市道路会有何种表现,而即使驾驶技术十分糟糕的司机在空旷无人的高速公路上也能达到惊人的速度。行业分析的作用可想而知。		
§ 1	行业分析概论	210
§ 2	商业周期与行业周期	212
§ 3	影响行业的因素分析	214
§ 4	预测行业回报率	216
§ 5	相对估价分析方法	219
11	公司分析方法	227
在投资中,大家很想找到会下金蛋的母鸡,好公司就像会下金蛋的母鸡,		

会给投资者不断的惊喜和高额的回报。成功投资者的历史往往伴随着对公司独具慧眼的选择,所谓大师总是以一系列公司分析的成功案例而令世人瞩目的。值得注意的是,选择优秀的公司并不是成功的充要条件,如果没有合理的估值,成长性公司照样会成为投资中的鸡肋。因此,股票选择的主要原则是公司的投资价值分析,而不是公司一般状况的分析。以公司的成长性取代投资的成长性,是金融投资中的常规错误。

§ 1 公司分析和股票选择	228
§ 2 公司状况分析	230
§ 3 公司价值分析	235
§ 4 成长公司分析	241
§ 5 股票的选择和投资过程	254

12 财务报表分析..... 257

没有什么比财务报表分析更枯燥乏味了,除非对细枝末节的数据具有特殊的兴趣和偏好,一般人总是不愿意花很多功夫在具体的财务报表和数据上,各类纷繁复杂的会计处理方法更使粉饰后的财务素材变得晦涩难懂。财务报表分析需要很大的耐心甚至是勇气,在国际知名会计师事务所拿一个高薪其实是青春的加速折旧,考虑到使用年限的缩短,其收入并不可观。不过,财务报表分析是其他基本分析乃至数量分析的基础,离开财务数据,一切分析方法都会变得苍白乏力。

§ 1 主要财务报表分析	258
§ 2 财务比率分析	260
§ 3 财务比率的计算	261
§ 4 财务报表分析的价值及财务比率的应用	269

13 技术分析..... 273

技术分析是大家太熟悉的分析技术。曾几何时,分析中充斥着 K 线组合、波浪理论、趋势和形态,加上数也数不清的指标。离开技术分析,人们不知道是否还有其他可以用于投资分析的方法,似乎离开技术分析,我们寸步难行。不能否认,技术分析有其独到之处,好的技术分析专家以其超群的投资业绩说明了一切,技术分析最直接地反映了市场趋势和信息。如果结合有效的的基本分析和数量分析手段,投资者离成功之路可能更近一步。

§ 1 技术分析的基本理论	274
§ 2 K线图分析	281
§ 3 趋势分析	286
§ 4 形态分析	288
§ 5 移动平均线(MA)	293
§ 6 波浪理论	295
14 专业性资产管理公司	297
对于中国的投资者而言,并不信服专家投资,因为基金和专业性资产管理公司的投资绩效实在乏善可陈,与专业性资产管理公司叫板的散户英雄大有人在,民间股神层出不穷,业绩差的基金往往成为嘲笑的对象。可别忘了,散户时代必将过去,当个股投资不再成为市场主流、投机风格烟消云散之时,专业性资产管理公司一定会展示其魅力和风采,谁笑到最后,才笑得更好,时间会说明一切。	
§ 1 资产管理业结构与演进	298
§ 2 我国资产管理业结构与演进	309
§ 3 资产管理公司的绩效评估	311

1

投资分析概论

引 言

作为现代人,无论喜欢与否,都无法离开金融市场,即使你不想成为巴菲特、索罗斯、罗杰斯,但只要手中拥有货币和资产,金融市场储蓄和投资是不可避免的。从某种意义讲,金融市场并不是一个让人获利的场所,对大多数人而言,可能反倒是让人亏钱的地方,但你依然无法回避它。

我们首先讨论投资的基本定义以及投资的收益与风险之间的关系,掌握如何计算金融投资收益率的方法,了解投资风险的含义以及如何计算投资风险;接着介绍决定金融投资必要收益率和投资风险的各种因素,理解为什么投资组合可以降低风险;最后介绍为什么金融投资必要收益率会变化。

本章要点

1. 金融市场投资的基本概念与原理。
2. 如何计算金融投资收益率。
3. 如何衡量金融市场投资风险。
4. 金融市场投资风险与收益率之间的关系。
5. 影响金融投资必要收益率的各种因素。

§ 1 投资的基本概念

1. 投资的基本定义

投资活动是现代生活的重要组成部分,人们取得货币后,必须以各种形式持有货币,如果不是把货币用于消费,必然会把货币换成各类非货币性资产,因此,货币性资产与非货币性资产的相互转换就成为现代投资的主要内容。从某种角度讲,即使是把现在的货币性资产转化为将来的货币性资产、非货币性资产转化为货币性资产,其也属于广义的投资的概念,因此,只要在现代社

会生存,投资是必不可少的活动。现在,大家理解,投资活动就像一只无形之手,把我们每个人牢牢抓住,除非你拒绝货币。

投资资产的形式是多种多样的。首先,某些商品由于在特定条件下价格上涨速度很快,就成为投资中的重要选择。历史上著名的“郁金香”案例说明了商品性资产投资的存在理由,很疯狂也很刺激。到此,大家可以理解,君子兰、普洱茶、兰花、房地产为什么都可以让人着迷,成为重要的投资对象。其次,出于许多原因,人们需要把现在的货币转化为将来的货币,货币性资产也成为投资的重要对象,我们可以把货币性资产理解为无风险的金融资产,货币市场可能是货币性资产的主要交易场所;现代企业融资结构的变化和现代金融市场的发展,使金融市场出现了与企业投资经营紧密相关的风险性金融资产,股票、企业债券等证券和各类投资基金是风险性金融资产的主要代表。最后,你也可以参与传统意义的企业投资,以企业收益为主要目的,进行直接投资,拥有企业性资产。

从图 1-1 中可以看到,商品市场、金融市场、企业投资市场都可以成为投资场所,而各类资产具有不同的特点和规律。

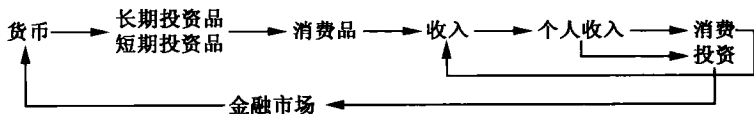


图 1-1 各类不同的资产及其投资场所

为了理解投资的基本概念,我们应该了解投资产生的原因、投资的主体、

投资的过程、投资的分类、投资的动机、投资的对象、投资的收益、投资的风险等有关投资的基本概念。

1.1 投资的原因

在现实生活中,个人和企业都会面临一段时间货币收入大于货币支出,而另一段时间货币收入小于货币支出的状况。由于现代金融市场的存在,货币收入大于货币支出的经济主体(政府、企业、居民)会把货币交给货币收入小于货币支出的经济主体使用,这就是投资活动产生的最根本原因。一般消费者一生中主要的经济活动是赚取和使用货币,但其货币收入正好等于货币支出的时间很少,有时其货币收入多于消费需求,有时消费需求又会大于他们可以承担的水平,收支的不平衡导致人们为了使长期收入的效用最大化而进行借贷活动。同样,企业也会由于各种原因产生货币收支不平衡而参与借贷活动。当然,现代投资活动的原因不会如此简单,但各种原因引起的货币收支不平衡应该是投资的主要原因。

1.1.1 等待消费的货币需求与储蓄

如果我们把货币用于消费,货币已转化为各类有形和无形的商品(服务),货币已不在手中,就不会有投资的和储蓄的货币存在。

但是,除了现在的消费需求以外,客观上存在各种等待性消费。实际生活中,人们总是把收入的一部分储存起来,以应付将来各种可以预期的消费需求。养老金、教育基金是可以预期的比较稳定的产生等待性消费的原因,除此以外,子女婚嫁、汽车、住房等大额消费品的购置也是产生等待性消费的原因。由于等待性消费,他们会把一部分货币储蓄起来,以现金形式保存货币,货币性资产是储蓄的表现形式。其基本性质决定了它的投资周期相对较短,投资风险承受能力相对较差,是低风险投资资金的主要来源。

持有货币性资产实际上是把现有货币转化为将来的货币。要理解持有货币的必要回报,必须明白把现有货币转化为将来的货币会产生哪些损失,能够弥补这些损失你就得到了必要的回报,否则收益再高,你也没有得到必要的回报。

无风险真实利率是指在预期通货膨胀为零时的收益率,它有时被称为“纯粹利率”。把现有货币转化为将来的货币其实是放弃了现在的消费机会,得到了一个将来的消费机会。一般而言,人们认为现在的消费机会的满足程度大,将来的消费机会的满足程度小。这主要是因为:第一,现在的消费是确定的,将来的消费是不确定的,确定的消费比不确定的消费效用大。第二,随着收入的不断增加,原有消费在收入中的比例降低,重要性下降,因此满足程度也会

降低。纯粹利率实际是对等待消费后满足程度降低的补偿,是对放弃当前消费的回报,回报金额的多少与递延消费的时间长短相联系,因此称为货币的“时间价值”。

通货膨胀溢价,是指持有货币期间的平均通货膨胀率。由于通货膨胀,在将来货币的购买力会降低,如果没有相应的补偿,持有货币会出现很大损失。因此,持有货币的必要回报应该是纯粹利率(真实的实际利率)加通货膨胀溢价。如果持有货币性资产不能得到必要回报,货币就会不断缩水。

在我国,货币性资产为普通老百姓的主要资产形式,但由于货币性资产是将来的客观消费需求,不能承受较高的投资风险,其收益期望较低。如果居民有 10 万元低风险资产,实际投资结果可能是:投资正常期望收益率 2%,投资风险波动 2%,正常年份投资收益 0.2 万元($10 \text{ 万元} \times 2\%$),收益较高年份投资收益 0.4 万元 $[(10 \text{ 万元} \times (2\% + 2\%))]$,收益较低年份投资收益 0 万元 $[10 \text{ 万元} \times (2\% - 2\%)]$;不会出现大的投资损失,也没有很高的投资收益。20 年长期投资收益为 $10 \text{ 万元} \times (1 + 2\%)^{20} = 10 \text{ 万元} \times 1.486 = 14.86 \text{ 万元}$ 。考虑到 20 年的生活费用上涨幅度,货币性资产的实际价值是在下降的。

1.1.2 预防动机与保障体系

除了各种可以预期的将来消费需求外,人们还存在无法预期的消费需求,我们把为了将来无法预期的消费需求而持有的货币称为预防动机。养老金、教育基金是可以预期的比较稳定的产生预防动机的原因;失业金、医疗费用等则是相对无法预期的产生预防动机的原因。由预防动机产生的储蓄与投资资金的数量取决于社会保障体系和企业福利制度的发达程度,社会保障体系和企业福利制度越发达,由预防动机产生的储蓄与投资资金的数量就越少;社会保障体系和企业福利制度越不发达,由预防动机产生的储蓄与投资资金的数量就越多。

随着我国社会收入水平和金融保险意识的提高,由预防动机产生的储蓄与投资资金的数量会渐渐增加,并成为金融市场投资来源的重要组成部分。如果保险品种可以有效防止通货膨胀的影响,保险应该成为预防动机产生的储蓄与投资资金的主要形式,如果保险品种不能有效防止通货膨胀的影响,人们只能选择其他投资形式。

1.1.3 资金剩余与投资

在安排好正常消费需求和用于等待消费的储蓄以及预防动机产生的储蓄或投资资金之后,人们开始真正拥有剩余资产,剩余资产的主要特点是其增加

和减少不会影响人们的正常生活,只会导致其资产规模的变化。因此,剩余资产是金融市场中真正可以用以投资的资金来源,并且,可以承受较高的投资风险。当然,如果投资得当,其投资收益也相当可观。

如果居民有 100 万元剩余资产,实际投资结果可能是:投资正常期望收益率 20%;投资风险波动 40%;正常年份投资收益 20 万元($100 \text{ 万元} \times 20\%$);收益较高年份投资收益 60 万元 $[100 \text{ 万元} \times (20\% + 40\%)]$;收益较低年份投资收益 -20 万元 $[100 \text{ 万元} \times (20\% - 40\%)]$;投资风险较高,会出现投资损失,但投资收益也相对较高;20 年长期投资收益为 $100 \text{ 万元} \times (1 + 20\%)^{20} = 100 \text{ 万元} \times 38.338 = 3\,833.8 \text{ 万元}$ 。这不仅抵消了通货膨胀的侵蚀,而且资产的实际价值不断上升。

与货币性资产相比,20 年后,原有财富总额差为 $100/10 = 10$ 倍;现有财富总额差为 $3\,833.8 \text{ 万元}/14.86 = 257.99$ 倍;投资收益差为 $(38.338 - 1)/(1.486 - 1) = 76.83$ 倍。可以看出,剩余性投资资产的多少,将会在很大程度上决定家庭和个人的财产增长能力。

长期投资、高风险投资的资金来源则主要产生于人们消费以后所剩余的资金,这一部分资金投资周期相对较长,投资风险承受能力强,是真正的投资资金来源。

1.1.4 公共投资与机构投资

政府在提供公共产品和对经济生活的调控过程中,也会以投资者的角色出现在投资市场上,政府公共投资除了具有和民间资本相同的牟利倾向外,有时则着重于对投资市场的干预和调控。另外,由于投资组合理论的出现,出于风险管理和多元化的动机,企业和投资基金等机构投资者也在投资市场上充当重要角色。

1.2 投资的形式

在投资过程中,原始投资者以各种不同的形式把货币投向最后借款人手中,依据投资过程的不同,可以把投资分成直接投资与间接投资。

1.2.1 直接投资

直接投资是指原始投资者自己把货币投入到投资项目中,自己承担所有的投资责任,如直接投资兴办企业和投资项目。在市场经济和工业社会的初级阶段,独伙企业和合伙企业是直接投资的主要形式,而在现代经济社会中,直接投资形式逐步转向企业原始发起阶段的投资和公司企业进行再投资为主。直接投资者承受的投资风险大,并没有得到相应的风险回报,在现代企业投资中,投

资者往往是具有创新能力的企业家,由于其所参与的投资具有超过正常投资收益的能力,就成为直接投资的主要推动者,一般投资者参与直接投资的比例大幅度下降,其通过金融市场参与企业投资成为企业投资的主要形式。

1.2.2 间接投资

间接投资则是利用各种金融工具来进行投资,原始投资者并不直接参与实际的项目投资和生产过程,如购买企业所发行的有价证券、在银行存入货币等。间接投资又可以分成直接融资与间接融资,直接融资是指购买企业的股票与债券,由于投资者知道自己的资金投向,借款人直接向投资者承担融资过程的相应责任,故称为直接融资;间接融资是指投资者通过在银行存款然后贷给企业的形式进行投资,由于投资者并不知道自己的资金投向,借款人向银行等金融机构承担而不是直接向投资者承担融资过程的相应责任,所以称为间接融资。

由于基金投资形式的发展,直接融资的投资者又转向通过基金和资产管理公司进行投资。

1.3 投资的过程

现代金融市场的发展和企业融资形式的变化密不可分,随着金融市场的发展,通过金融市场对企业投资可以涵盖企业融资的各个方面。

1.3.1 企业原始发起阶段

实际的投资过程往往并不是简单割裂成直接投资和间接投资,而是把直接投资和间接投资结合在一起。企业原始发起时主要是采用直接投资形式,除了中小企业创业板市场外,大多数企业最早由企业原始发起人通过直接投资形式创立,企业原始发起人直接承担投资活动的所有投资责任,享受所有投资收益,承担全部投资风险,企业处于非公众公司阶段。

原始创投基金参与企业原始发起阶段的投资,通过企业原始发起的权益投资,原始创投基金成为现代企业原始发起的重要力量。新兴产业的发展和壮大离不开原始创投基金的作用,当然,原始创投基金通过对原始发起企业的投资和股权退出,也获利丰厚。

1.3.2 权益融资阶段

企业进入稳定发展期后,开始在企业外部和内部通过权益融资的形式发行普通股和优先股,权益融资使企业扩大和发展得到足够的内部资本。而社会公众投资者则以股票投资的形式对企业进行投资,其投资收益来源于企业投资的收益,投资收益率相当于企业以权益形式融资的成本。

私人股权基金是非上市公司内部权益融资的重要参与者,尽管主板、中小板、创业板的发展几乎解决了所有公司的公开发行股票的技术障碍,但还是会有大量非上市公司存在,私人股权基金成为各类资金通过金融市场参与公司投资的重要形式。

同样,股票市场继续成为投资者参与上市公司外部权益投资的活动场所。

1.3.3 长期负债融资阶段

企业为了满足生产发展所需要的资金来源,又会通过发行债券、银行长期贷款等形式来进行外部融资,长期负债融资为企业选择投资项目、添置固定资产解决了资金来源,同时降低了资本成本。在资本市场上,由于企业债券的发行,投资者找到了一种有固定收益、流动性强的投资工具,企业债券成为资本市场长期投资的主要手段之一。

资产证券化、福费廷、租赁等金融工具与债券、银行长期贷款等传统长期负债融资工具一起,为企业长期负债融资提供了新的途径。

1.3.4 短期负债融资阶段

在日常生产经营活动中,企业为了解决短期经营的流动资金和部分长期投资所需的资金缺口,还会以间接融资形式向银行和其他金融机构借入贷款。这样,现代金融市场为企业的正常发展以各种不同形式提供了有利的资金保障,保证了企业长期稳定高效的发展。

商业银行无疑是提供企业短期负债融资的主要金融机构,但货币市场共同基金、短期票据市场等也为企业短期负债融资做出了一定贡献。

2. 投资的收益

2.1 纯粹利率和货币时间价值

在投资活动中,一部分人放弃了一段时间对货币的直接支配,要求在将来得到更高的货币收益;而另一部分人则在借入货币的同时同意在将来支付给投资者比现在所借入的更多的货币,双方都同意这种交换活动,并且都得到了自己想要得到的东西。这种现在货币和将来更多的货币的交换比率被称为纯粹利率。而货币持有人只要放弃一段时间对货币的直接支配就可以在将来的金融市场得到更高的具有货币收益的货币时间价值,货币的时间价值成为金融市场活动的重要基础。纯粹利率建立在金融市场的基础上,没有成熟和发展的金融市场,就不可能形成真正意义的纯粹利率,也不可能有货币的时间价值。

纯粹利率和货币时间价值水平由金融市场上的货币供给和需求状况决定,如果储蓄水平超过对货币的需求,市场上货币供给大于需求,纯粹利率就会下降;如果储蓄水平不能满足投资和提前消费对货币的需求,市场上货币供给小于需求,纯粹利率就会上升。最后,纯粹利率和货币时间价值水平在金融市场上的货币供给等于需求时趋于平衡。如果以现在的 100 元换取将来的 104 元,无风险投资的纯粹利率和货币时间价值为 4%。

2.2 通货膨胀

如果无风险投资的纯粹利率和货币时间价值为 4%,投资者希望以现在的 100 元换取将来的 104 元,这时假定经济生活中总体物价水平保持不变,通货膨胀率就为 0。但在实际经济生活中通货膨胀率通常会发生变化,有时甚至会发生很剧烈的变化,例如 20 世纪 80 年代末和 90 年代中期,我国都经历了剧烈的通货膨胀。在通货膨胀发生时,投资者会要求更高的投资收益率来弥补通货膨胀的损失;反之,如果发生通货紧缩,投资收益率可能会低于纯粹利率。例如,如果投资者预测同期通货膨胀率为 2%,则上述投资收益率上升为 6%,纯粹利率和货币时间价值为 4%,通货膨胀溢价为 2%。

考虑到通货膨胀因素,投资收益率通常会产生更大波动,名义投资收益率通常会产生与实际投资收益率的背离,这是分析投资收益率时必须考虑的。

2.3 其他投资风险

通货膨胀只是使名义投资收益率产生与实际投资收益率背离的一个原因,在实际经济生活中,影响投资收益率的因素是十分复杂的,这些因素都会使投资收益率与纯粹利率和货币时间价值不一致,产生投资收益的不确定,这种投资收益的不确定性被称为投资风险。由于投资风险的存在,投资者要求在投资中得到超过纯粹利率加通货膨胀的投资收益率。投资收益率中超过纯粹利率加通货膨胀的部分为风险溢价。例如,在我们上面所举例子中,投资者要求的投资收益率上升到 10%,增加的 4%被认为是投资的风险溢价。

风险溢价概念的出现使投资分析变得更加复杂,在以后的章节中,我们会发现,风险溢价和风险因素的分析成为当代投资理论中的重要组成部分。

2.4 投资的必要收益率

根据以上分析可以得到,通常投资者在投资过程中要求得到以下补偿:(1)放弃现在消费换取将来消费而应补偿的纯粹利率和货币时间价值;(2)由于通货膨胀因素而应该补偿的通货膨胀溢价;(3)由于将来收益的不确定性而要求补偿的风险溢价。我们把含有以上三部分的投资收益率称为投资的必要