

• 大众投资丛书 •

庄乾志 李洪江 编著

股市宏观面分析

市场运筹话大势

华文出版社

大众投资丛书



中财 B0086095

股市宏观面分析

——市场运筹话大势

庄乾志，李洪江 编著

华文出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股市宏观面分析/庄乾志著. — 北京: 华文出版社, 1998.1

(大众投资丛书)

ISBN 7-5075-0689-4

I. 股… II. 庄… III. 股票-金融市场-宏观经济学-中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (97) 第 25097 号

股市宏观面分析——市场运筹话大势

编 著: 庄乾志 李洪江

出版发行: 华文出版社

责任编辑: 李舒娅

封面设计: 赵岩君

版式设计: 赵培合

经 销: 新华书店

社 址: 北京西城区府右街 135 号

电 话: 63099271 63097990

邮 编: 100800

印 刷: 机械工业出版社京丰印刷厂印刷

开 本: 850×1168mm 1/32

字 数: 200 千字

印 张: 9.625

版 次: 1998 年 1 月第 1 版 1998 年 1 月第 1 次印刷

印 数: 0001~6000 册

书 号: ISBN 7-5075-0689-4/F·14

定 价: 12.50 元

华文版图书, 版权所有, 盗印必究
华文版图书, 印装错误, 随时退换

大众投资丛书编委会成员

编委会主任：郭道夫

副 主 任：郑功伦 翟志敏 张平义
何 宪

主 编：李舒娅 王丽英

编 委：(按姓氏笔划为序)

王丽英 李舒娅 何 宪
郑功伦 张平义 郭道夫
翟志敏

目 录

绪论 宏观面分析—股市投资之根本	1
第一章 懂一点经济学	17
第二章 投资中的数学	47
第一节 风险与收益的数学计量	47
第二节 β 系数对股票风险的度量	63
第三章 宏观政策分析	69
第一节 宏观政策分析的一般原理	69
第二节 宏观政策的手段和目标	75
第三节 不确定性和时间选择的考虑	78
第四节 现代货币需求与货币幻觉的政策分析	79
第五节 利率与宏观面分析	81
第四章 通胀、失业和股市分析	87
第一节 物价、通胀与股市趋势	87
第二节 通货膨胀的类型与计量	96
第三节 失业的定义、特征与衡量	107
第四节 经济监测的通胀和失业的社会选择	116
第五章 周期、增长和宏观分析	123
第一节 经济增长	123
第二节 周期与波动	139
第六章 结构分析与股市宏观面	153
第一节 经济结构分析与股市	153

第二节	金融结构调整与股市·····	155
第三节	我国目前的股市结构·····	159
第七章	长短线分析——投资的期限结构·····	167
第一节	长线是金——持有绩优股·····	167
第二节	长线择股的基本依据·····	172
第三节	长短线的优化组合·····	175
第八章	开放经济与股市分析·····	183
第一节	开放经济的开放度·····	183
第二节	国际收支与股市·····	188
第三节	汇率变动与股市·····	193
第四节	汇率波动与各国经济的相互依赖性·····	204
第五节	人民币汇率的发展趋势·····	211
第九章	上市公司财务分析·····	215
第一节	报表分析方法·····	215
第二节	公司财务状况分析·····	222
第三节	公司资本结构分析·····	230
第四节	公司经营效益分析·····	236
第五节	投资获利能力分析·····	242
第六节	阅读财务报告应该注意的几个问题·····	252
第十章	重点市场指标分析·····	255
第一节	市盈率分析·····	255
第二节	市值分析·····	263
第三节	股票未来价位分析·····	265
第十一章	行业结构分析·····	271
第一节	行业分析的基本理论·····	271
第二节	农产品市场状况分析·····	276

第三节	房地产业发展——未来的支柱产业·····	278
第四节	国内商业——稳定发展·····	282
第五节	医药行业——机遇与挑战并存·····	285
第六节	其他行业分析·····	287
参考书目	·····	295

绪论 宏观面分析—股市 投资之根本

股市投资者和市场人士必须对市场进行不断分析，才能把握大势，而对大势的把握又是投资者制胜的关键。没有一个在股市上叱咤风云的人物不善于投资分析的。投资分析分为基本面分析和技术分析，基本面分析中最为关键的是宏观面分析。

一、基本面分析与宏观面分析

1. 基本分析

股市投资基本面分析（fundamental analysis）是指对公司股价构成影响的基本因素进行分析，从这些因素的变动中，找出其对股价产生的影响，从而预测股市和某种股票的**未来趋势**。

信奉基本面分析的投资人士称为基本分析派，基本分析派相信，每一种股票都有其内在的价值（intrinsic value）。内在价值就是根据对股票未来各期获得的收益折现后得到的现值，它是股价的内在的决定因素。内在价值的计算通常采

用 DDM 模型：

$$IV = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots$$

其中 IV 为内在价值；

D_i 为每年派发的股息或者红利；

r 为折现率。

需要指出的是，这只是个理想化的模型，在实际运作中会遇到许多的困难：

- (1) 对各年派发的股息和红利进行预测。
- (2) 没有确切的到期日；但是任何一家股份公司都不可能无限期地经营下去。
- (3) 在利率没有市场化的条件下，折现率的确定是一个难题。

如果市价小于内在的价值，即股价偏低，未来的股价将会攀升至均衡水平；反之若目前的市价已经超过了股票的内在价值，投资者便可预测到未来股价的变动趋势是下调至均衡水平。投资者通过这种基本分析，预测股市的长期趋势，其准确性主要取决于折现率的确定。

任何一种方法都不是十全十美的，基本分析方法也不例外。基本分析方法最大的问题是涉及面太广，我们对于相关信息的把握往往是不全面和不准确的。特别是许多相关因素是相互矛盾的，到底哪一种力量占有优势，投资者难以得到一个准确的结论；另一方面，基本分析对投资者基本素质的要求高，它广泛涉及到宏、微观经济学、货币金融理论与实务、产业经济学，企业管理与企业财务等，一般的投资者是难以胜任的。另外，基本分析依赖于各种信息的披露，而对市场提前的变化反应较慢，所以只是比较适合做中长期投

资，短线投资只能起到参考作用。

当然，对于任何投资者来讲，只有坚持不懈地进行基本分析，才能深刻认识股市的基本的发展规律，才能面对瞬息万变的市场作出正确的结论。

虽然基本分析难于掌握，而且存在很多缺陷，但是基本分析方法是任何一种方法都不能代替的。投资市场上的每一位大师，无论是贺希哈，还是巴菲特，无不是基本分析的高手。基本分析告诉投资者在何时进入市场，何时退出市场，何时选择某种股票，何时抛出某种股票。如果投资者掌握了股市的基本分析方法，清楚地知道了投资股票的内在价值，无论庄家如何打压振仓诱你出局或者抬拉股价诱你跟进，都骗不了你。

基本分析在我国股市发展的目前阶段具有尤其重要的意义。我国股市尚处于发展和完善的时期，各种股票的变化趋势基本上是一致的，就是它们往往说上升一同上升，说下降谁都抵挡不住。因此，很多情况下没有必要对个股有很深的了解，而需要投资者对股市发展的总趋势有一个很好的把握。只要投资者很好地掌握了股市投资的基本分析方法，投资者就可以攻无不克、战无不胜。

基本分析实际上包括两部分内容，其一是宏观政治经济分析；其二是上市公司分析。宏观政治、经济形势的分析告诉投资者何时入市、何时离市；上市公司分析则是告诉投资者购买哪种类型的股票或者哪一只股票。行业分析很重要，但是它实际上是融合在二者之间了。

有人认为，基本分析就是定量分析，技术分析就是定性分析，从而在基本面分析时排斥了数量方法的应用，这是极

端错误和有害的。同时，投资分析时，一定要将基本面分析和技术分析结合起来。

2. 宏观面分析

在众多的影响股市的基本因素中，宏观政治经济形势的分析对股市的影响是最全面、最深刻和最为敏感的，宏观政治经济形势分析构成了基本分析的基础。

政治包括国内政治和国际政治，因此，影响股市的政治因素包括国际政治和国内政治两个方面。其中国际政治包括国际形势、国际间的重大的政治活动或者重大的政治事件，如政府的更迭、战争、国家关系等。国内政治包括国内领导人的变更、国家政治法律制度的公布和变化等。因为这些因素不仅会改变上市公司的发展战略、经营成本，从而影响上市公司未来的收益，而且直接影响市场资金的数量和流向。

股票市场是金融市场的组成部分，所以投资者必须把股票市场放在整个的投资市场上加以考虑。用金融眼光研究宏观经济的变化，才能深刻地认识宏观经济对股市的影响。宏观经济的金融体系，通俗地讲，可以概括为两个方面；其一是社会资金的来源及其运用形态，包括储蓄存款余额及其变化趋势，储蓄存款的期限结构；流通中的现金；外汇储备量；固定资产投资额；债券市场的资金；股票市值；资本净流入的数量。其二是影响资金流动的因素，主要是价格因素。包括银行存贷款利率；通胀率；国债发行利率和二级市场的收益率、同业拆借市场的利率水平、汇率的变化；股市交易量；期货市场和国债市场的交易量等。

3. 华尔街是怎样进行宏观经济分析？

谈起股票和股市，人们自然想到了华尔街，华尔街是美

国投资和投机的中心，美国每年有一大批 MBA 毕业生到华尔街，开始了他们的证券业生涯。在以后的几年里，大浪淘沙，据说过几年剩下的也只有十之一二。美国最优秀的经济学子都集中在华尔街的金融大厦里。

华尔街的经济巨子是如何进行宏观经济分析的呢？了解这些，对我们应该有很大的启示。

（1）先导经济指标

美国人较看重联邦商业部经济分析研究所每月统计公布的先行经济指标（Leading Economics Indicators, LEI），它通常预示着未来 6 个月到 9 个月的国民经济发展状况，并由 11 个独立的经济指标组成：

失业人数，货币供给量，股市状况，库存储备，交货效率，原材料价格，消费者期望，劳工使用率，房屋新建率，工业品订单，消费品订单。

华尔街认为国民经济的发展为公司盈利创造了条件，也就为整个股市的兴旺奠定了基础。

（2）通货膨胀

华尔街认为，经济发展与通货膨胀必须协调一致，为求得经济快速发展而放任物价上涨，或者为求得物价相对稳定而听任经济停滞，都被认为是国民经济的病态表现。较高的通货膨胀，会侵蚀投资者的真实的收益；而经济停滞又会使上市公司业绩增长乏力，使股市对投资者来讲缺乏吸引力。

（3）利率水平

华尔街认为，金融市场是紧密联系在一起的，而利率是调节资金在各个市场的分布的最重要的因素。例如，当利率上涨到某种程度后，债券的价格就会变得有吸引力，资金就

会从股票市场转移到债券市场。而且不同利率的调整对股市的影响力度是不一致的。因此投资者除了关注联邦贴息率、基本贷款利率外，还密切注意短、中、长期的联邦债券利率。

(4) 汇率

金融业务的广泛开展和现代科学技术的推进，使得全球金融市场日趋整体化和协调化，资本可以自由在全球的各个投资市场之间往复运动。在这里，汇率起着关键的作用。例如，美元贬值虽然有助于美国产品的出口，但是却使投资者对以美元计价的投资品失去兴趣。

我国目前距离资本项目的可兑换还有相当长的一段时间，如果人民币走向完全的可兑换，投资者在投资决策时，必须仔细考虑汇率的影响。

(5) 行业发展周期

在经济发展的不同阶段，各行业会有迥然不同的表现。因此，某一行业在经济周期中所处的不同位置，大致确定了该行业股票当前的市场表现。反之，某一行业股票的市场表现也能反应出目前经济发展所处的阶段，进而成为整个趋势变动的前兆。

华尔街普遍认为公用事业股对利率反应敏感，因此这些股票被视为整个股市的发展的前奏和序幕；而化工、钢铁类股票通常被看作股市的尾声和落幕，这些股票的高涨通常会在此后的6—9个月内为繁荣的股市划上句号，因此它们被投资者称为“后周期股”(late-cycle stocks)。

4. 基本面分析与宏观面分析的关系

如前所述，基本分析是对股市的基本因素进行的分析，

实际上包括两部分内容，其一是宏观政治经济分析；其二是上市公司分析。而宏观经济分析是指从上市公司以外的角度分析影响股票价格的外部环境因素。宏观经济分析是股票基本分析的一个组成部分。狭义的宏观经济分析只是分析影响股市的经济环境因素，例如国民经济发展形势、各种利率水平的发展变化、物价指数、政府的宏观经济政策等。广义的宏观面分析除了狭义宏观面分析的内容外，还包括行业分析（主要是行业生命周期的发展阶段）、市场类型等。

进行股票市场的宏观经济分析是十分重要的。首先，股票市场是连接国民经济诸方面的纽带，股票市场的兴衰严重影响着国民经济发展的好坏与快慢。但是，从根本上说，国民经济发展决定着股票市场的发展，而不是相反。因此国民经济的发展状况、影响国民经济发展的一些因素都将对股票市场产生显著的影响。对于这些因素及其作用，投资者必须了然于胸。不然，投资者何以作出正确的投资决策？

其次，股票的投资前景和价值，与上市公司的经营和财务状况有着密切的关系。如果上市公司的经营和财务状况好，则股票投资前景和价值看好；反之，则看淡。但是，发行公司经营和财务状况的好坏除了取决于其本身的情况外，还有受到公司以外的环境因素的影响，特别是宏观经济周期的影响。经济处于经济周期的上升时期时，上市公司的订单、销售量和利润都将增加；相反，如果整个经济不景气时，则发行公司的销售下降，新订单减少、利润下降，公司发展受到阻碍。

第三，就单只股票而言，其有关特性与国民经济活动有着紧密联系。下面以股票价格为例说明它和整个经济活动的

关系。

股价理论中有一个模型，就是股利以固定比率增长，价格的确定公式如下：

$$V_0 = \frac{D_1}{(k - g)}$$

式中， V_0 为基期股票价格， D_1 为第一期（一般是一年）股息额， k 为股票投资者期望的或者要求的收益率， g 为股息增长率，且 $g < k$ 。

这个式子表明，股票价格通过预期股息和预期收益率将股票和宏观经济活动联系起来。一般说来，宏观经济变动的方向决定公司的收入，进而与股息变动的方向一致。当经济景气时，公司的所得和股息收入增加；当经济前景看淡时，公司的收入预期将会下降，一些公司会削减利息发放。理论上讲，由于股价是资本化的股息，股息变动方向与价格变动的方向是一致的。然而，二级市场上，股票价格的变动还受到其他因素的影响：（1）股票价格变化通常要先于商业经济活动的变化，在商业周期改变方向以前达到顶峰与波谷。（2）股票价格的变化除了取决于公司的利润外，还受到其他因素，尤其是利率的影响。就预期收益率 k 而言，它与市场利息率有密切联系。股票预期收益率受到其他收益率如银行存款利率、国债利率等的影响，总趋向是略高于由银行存款利率等所反映的市场利息率，并与之同向增减变动。否则，如果股票收益率低于或者等于市场利率，而股票投资又有高风险，投资者就不会投资于股票市场而是寻求其他安全的投资品。从上面的公式可以看出，股价和预期收益率成反方向变化，即股票价格与市场利率水平的变化方向相反，当市场利率水平提高时，股价下降，反之则上涨。当然，这种

关系并不是绝对的，有些成长股很少支付股息，这种股票的价值不在于近期股息，而在于发展前景和未来股息；有些公司则不断调整股息支付数额，从而减少股价波动的幅度。

二、宏观面分析和技术分析关系

1. 技术分析

技术分析是以预测市场价格变化的未来趋势为目的，以图表为主要手段对股市进行的研究。同基本面分析一样，技术分析在市场上形成了一个派别称为“股市的技术派”。技术派投资者相信技术分析的结果，并且根据技术分析的结果进行操作。世界著名的投资家，没有一个不善于技术操作的。

技术分析法有三个基本的假设前提：

其一，市场价格包容一切：技术分析派认为，能够影响股票价格的任何因素——基础的、政治的、心理的或者其他的其他方面，实际上都反映在其价格之中。这一前提的另一个解释是“市场永远是对的”。因此技术分析人士通常不理睬价格涨落的原因，尽管他们知道这里面肯定有原因。他们关心的是价格变动的趋势，而不是价格变动的原因。

其二，趋势会继续：研究价格图表的全部意义，就是在一个趋势发展的初期或者前期及时把它揭示出来，从而达到顺着趋势交易的目的。按照牛顿的惯性定律，下一步常常是沿着现存趋势方向继续演变，而反向调头的可能性要小得多，类似于傻瓜预期理论。对技术派来讲，不同的发展趋势对应着不同的操作模式，因此正确揭示这种趋势对于股市投

资是十分重要的。

其三，历史会重演。对这一点的理解可以包括三部分：价格图表会经常重复，而且它们对市场方向的影响是以其固定的模式出现的；市场会在某些重要的价格水平上经常性受到阻拦或者支撑；投资者不会从过去的经历中吸取经验或者教训。

技术分析面对的是价格和成交量，而另外的一个因素是时间，时间因素因为是间接的，所以经常被忽略了。按照在技术分析中的重要性，技术分析的三要素是：

（1）价格：价格的作用在实际应用中常常被低估了，国内流行的价量理论中的“成交量比价格更重要”“量比价先行”等似是而非的观点对人进行了误导。实际上这种观点违背了技术分析的一个基本的假设前提“市场价格包容一切”。

（2）时间：无论是江恩理论、循环周期分析法，还是菲波那契神奇数字都离不开时间的因素，而且技术分析承认“历史是会重演的”，那么历史在什么时间重演自然是一个很重要的因素。从另一个角度讲，投资者及其所从事的交易活动本身都是自然界的一部分，而时间是自然界唯一永恒的因素。技术分析大师们都推崇时间的重要性。

（3）成交量：即使是经典的道氏理论也只是认为成交量在验证价格图表信号时才具有重要的价值。中国股市的实践表明道氏理论中的“成交量必须验证趋势”的现象是少见的。

如何正确认识技术分析？技术分析的理论体系是十分严谨的，每种理论，每种方法要有其不同的适用环境和严格的成立标准，因此投资者必须对技术分析的基本概念和复杂的