

教育部金融学核心课程规划教材

证券投资学 (第三版)

Investments

■ 胡昌生 熊和平 蔡基栋 编著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

总 序

一个学科的发展，物质条件保障固不可少，但更重要的是软件设施。软件设施体现在三个方面：一是科学合理的学科专业结构，二是能洞悉学科前沿的优秀的师资队伍，三是作为知识载体和传播媒介的优秀教材。一本好的教材，能反映该学科领域的学术水平和科研成就，能引导学生沿着正确的学术方向步入所向往的科学殿堂，作为一名教师，除了要做好教学工作，另一个重要的职能就是总结自己钻研专业的心得和教学中积累的经验，以不断了解学科发展动向，提高自己的科研和教学能力。

正是从上述思路出发，武汉大学出版社准备组织一批教师在两三年内编写出一套《21世纪经济学管理学系列教材》，同时出版一批高质量的学术专著，并已和武汉大学商学院达成共识，签订了第一批出版合作协议，这是一件振奋人心的大事。

我相信，这一计划一定会圆满地实现。第一，合院以前的武汉大学经济学院和管理学院已分别出版了不少优秀教材和专著，其中一些已由教育部通过专家评估确定为全国高校通用教材，并多次获得国家级和省部级奖励，在国内外学术界产生了重大影响，为编写教材和专著的工作提供了丰富的经验。第二，近些年来，一批优秀中青年教师的脱颖而出，他们不断提高教学质量，勤奋刻苦地从事科研工作，已在全国重要出版社，包括武汉大学出版社，出版了一大批质量较高的专著。第三，这套教材必将受到读者的欢迎。时下，不少国外教材陆续被翻译出版，在传播新知识方面发挥了一定的作用，但在联系中国实际、建立清晰体系、贴近我们习惯的思维逻辑、发扬传统的文风等方面，中国学者有自己的优势。

《21世纪经济学管理学系列教材》将分期分批问世，武汉大学商学院教师将积极地参与这一具有重大意义的学术事业，精益求精地不断提高写作质量。系列丛书的出版，说明武汉大学出版社的同志们具有远大的目光，认识到，系列教材和专著的问世带来的不只是不小的经济效益，更重要的是巨大的社会效益。作为武汉大学出版社的一位多年的合作者，对这种精神，我感到十分钦佩。

谭崇台

2001年秋于珞珈山

第三版前言

《证券投资学》第三版的修订工作依然沿用第二版的思路，采用“理念、过程和视角”的逻辑关系贯穿全书的内容。所谓“理念”，意指投资者进行理性投资所应具备的一般理论和观念。之所以首先强调理念，是因为证券市场是一个“逐利场”，其间既存在利益的诱惑，又充满巨大的不确定性或风险，投资者在投资决策过程中必须进行风险和收益的权衡，在不确定的环境中选择适当的投资策略，才能获得与风险相匹配的投资收益。所谓“过程”，意指投资者在不确定条件下进行投资活动的前后程序，包括投资目标的确定、收集相关信息进行投资分析、构建投资组合、修正投资组合和投资绩效评价等内容。所谓“视角”，意指从投资者的角度，而不是从融资者、中介和监管者的角度，来做投资和决策分析。这样就便于我们抛开许多复杂问题的细节，抓住影响投资者决策的主线。

本书的第三版在第一版和第二版的基础上做了增删调整，主要有以下几个方面：一是内容的增删调整。删减了原书中的部分过时内容，如对第二版中的财务报表分析(第九章)进行了压缩，归并至基本分析(第九章)的一节。增补了学科最新发展的前沿内容，如适应性市场假说理论(Adaptive Markets Hypothesis, AMH)、行为金融学中的情绪理论。二是书中的数据更新。第三版中最新的市场数据更新至2015年。三是配合本书的理论部分，在大部分章节相应增补了扩展阅读，从而增加了读者阅读的趣味性。最后是对原书中的错漏进行了修订，调整了部分习题。总之，第三版的修订系统地反映了整个学科的发展趋势，更好地体现了理论体系的完整性和前沿性、阅读的友好性和趣味性。

全书经修订后共分十九章，我们将其划分为以下几个部分：第一部分既是投资问题的总括，又是全书的入门，包括了第一章和第二章。这一部分主要讨论了各种金融资产的属性特征和发展情况、投资的过程、投资收益和风险的衡量及两者间的关系，为全书提供了一个“理念、过程和视角”的分析框架。第二部分讨论的是投资环境问题，包括第三章和第四章。该部分帮助投资者了解证券市场的历史沿革和制度安排、一级市场和二级市场的制度选择以及市场的定价机制等。第三部分是资本市场理论部分，包括第五、六、七、八章。该部分的投资选择理论描述了在一个有效的市场中，具有均质信念的理性投资者追求效用最大化的过程，资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model, CAPM)给出了在严格假设下的收益和风险之间的对应关系，说明了风险资产的收益是如何由单一的基本面因素决定，套利定价理论(Arbitrage Pricing Theory, APT)揭示了经典投资理论中非常有名的“一价定律”，这部分的内容一并构成了经典资产定价理论的思想基础，即投资者理性、追求效用最大化、个体非理性而群体理性以及无风险无成本

套利。新增的第八章，总结和归纳了有效市场假说的主要内容，列举了金融市场中的各种金融异象，最后介绍了新近提出的适应性市场假说理论，该理论为理性与有限理性金融理论构建了具有内在一致性的分析框架。第四部分包括第九、十章，属于证券投资分析部分。它包括了基本分析和技术分析两大方法。第三版将这一部分加以重新整合，更新了大量案例和扩展阅读，使这一部分的内容更具直观性和趣味性。第五部分是证券估值部分，包括第十一章至第十四章。这一部分包括权益证券的估值、固定收益证券的估值以及公司管理决策对股东财富的影响等。第六部分包括第十五章和第十六章，讨论了期货和期权这两类有代表性的衍生金融资产在投资组合中的作用，这两类衍生资产为投资者进行风险管理提供了有用的工具。第七部分包括第十七章和第十八章。第十七章我们考察了投资管理策略的应用和资产进一步的国际分散化问题。第十八章则对市场上有代表性的机构投资者——证券投资基金的性质及其投资绩效评价进行了介绍。以上讨论的“理念、过程和视角”是奠定在“经济人”理性选择和有效市场假说基础之上的，描述了有效市场中理性投资者应该怎样进行投资选择的问题。然而，随着金融市场中越来越多的异象的出现，线性分析范式已经不能作出令人满意的解释，取而代之的是行为分析范式。本书的最后一部分用一章的内容介绍了20世纪80年代兴起的行为金融理论，这部分内容可划归投资理论发展的第四个阶段。其中，套利限制和心理学是行为金融理论的两大基石。这一部分描述了在现实市场中投资者实际上是怎样作出投资选择的。此次修改，在第二版的基础上又增添了行为金融近十年发展起来的最新研究成果——投资者情绪理论。该理论为我们理解各类金融市场异象提供了一个全新的视角，反映了金融资产定价理论的新的发展趋势。

本书由胡昌生起草修订工作的大纲并担任主编，熊和平、蔡基栋等参与大纲的讨论并担任副主编。参与各章修订工作的人员如下：胡昌生，对全书的修订工作进行指导和审查；杨建龙，第一章、第三章；高玉森，第二章、第四章；夏凡捷，第五章、第六章、第七章、第八章；陶铸，第九章、第十章、第十四章、第十五章；程志富，第十一章、第十二章、第十三章；彭桢，第十六章、第十七章、第十八章、第十九章；杨建龙、高玉森、夏凡捷、陶铸、程志富、彭桢，参加了全书的习题修订。最后，由胡昌生对全书进行了统稿并审订。本书第三版的修订历时四年，受到了武汉大学2013年研究生精品课程建设项目和武汉大学2015年本科教材规划建设项目的资助，在此一并致谢。

胡昌生

2017年6月于武昌珞珈山

第二版前言

《证券投资学》第一版自 2002 年面世以来，受到读者的普遍欢迎和认可，我们甚感欣慰。读者的支持是给我们的鞭策和动力。此次修订历时 4 年，是汇集了很多智慧及劳动的结果。修订本对第一版的结构进行了较大的调整，采用“理念、过程和视角”的逻辑关系贯穿起来。所谓“理念”，意指投资者进行理性投资所应具备的一般理论和观念。之所以首先强调理念，是因为证券市场是一个“逐利场”，其间既存在利益的诱惑，又充满巨大的不确定性或风险，投资者在投资决策过程中必须进行风险和收益的权衡，在不确定的环境中选择适当的投资策略，才能获得与风险相匹配的投资收益。所谓“过程”，意指投资者在不确定条件下进行投资活动的前后程序，包括投资目标的确定、收集相关信息进行投资分析、构建投资组合、修正投资组合和投资绩效评价等内容。所谓“视角”，意指从投资者的角度，而不是从融资者、中介和监管者的角度，来作投资和决策分析。这样就便于我们抛开许多复杂问题的细节，抓住影响投资者决策的主线。

全书经修订共分十九章，它们分属以下几个部分：第一部分包括第一章和第二章。这一部分既是投资问题的总括，又是全书的入门。这一部分主要讨论了各种金融资产风险和收益的属性、投资的过程、投资收益和风险的衡量及两者间的关系，为全书提供了一个“理念、过程和视角”的分析框架。第二部分讨论的是投资环境问题，包括第三章和第四章。该部分帮助投资者了解证券市场的制度安排、证券的发行和交易业务流程以及市场的定价机制等。第三部分是资本市场理论部分，包括第五、六、七章。该部分的投资选择理论描述了在一个有效的市场中，具有均质信念的理性投资者追求效用最大化的过程。其中介绍了经典投资理论中非常有名的“一价定律”，它构成套利定价理论的思想基础。第四部分包括第八、九、十章，属于证券投资分析部分。它包括了基本分析和技术分析两大方法。其中基本分析的结果是证券估值的基础。第五部分，第十一章至第十四章，是证券估值部分。这一部分包括权益证券的估值、固定收入证券的估值以及公司管理决策对股东财富的影响等。第六部分包括第十五章和第十六章，讨论了期货和期权这两类代表性的衍生金融资产在投资组合中的作用。第七部分包括第十七章和第十八章。第十七章我们考察了投资管理策略的应用和资产进一步的国际分散化问题。第十八章则对市场上有代表性的机构投资者——证券投资基金的性质及其投资绩效评价进行了介绍。以上讨论的“理念、过程和视角”是奠定在“经济人”理性选择和有效市场假说基础之上的，描述了有效市场中理性投资者应该怎样进行投资选择的问题。然而，随着金融市场中越来越多的异象的出现，线性分析范式已经不能作出令人满意的解释，取而代之的是行为分析范式。本书的最后一部分用一章的内容介绍了 20 世纪 80 年代兴起的行为金融理论，这部分内容可划归投资理论发展的第四个阶段。其中，套利限制和心理

学是行为金融的两大基石。这一部分描述了在现实市场中投资者实际上是怎样作出投资选择的。

本书由胡昌生起草写作大纲并担任主编，熊和平、蔡基栋等参与大纲的讨论并担任副主编。参与各章修订工作的人员如下：胡昌生，第一章、第二章、第八章、第十章、第十一章、第十二章、第十四章、第十五章、第十六章和第十七章；蔡基栋，第三章、第四章；熊和平，第六章、第七章、第十三章；李常青，第九章；王东，第十八章；朱迪星，第三章第五节；张翼，第十七章第五节；王东、陈吉煜、陈云帆、朱迪星、彭春成、侯雨佳参加了全书的习题修订。此外，要感谢张晟佳、汪祖曾、朱鹏、李孔毅、熊德超、王永峰、陈杨、龚茂强、徐明萌、王巧灵等对本书修订所做的贡献。最后，由胡昌生对全书进行了统稿并审订。

胡昌生

2009年3月于武昌珞珈山

第一版前言

证券投资学是一门以众多学科为基础，专门研究人们从事证券投资活动及其规律的应用性的经济学科。伴随着投资实践活动的演进，证券投资理论在西方经历了四个世纪的发展，按照人们公认的划分，证券投资理论经历了三个发展阶段。第一个阶段是证券投资理论的萌芽阶段(17世纪初至19世纪末)，由于这一阶段的股票和债券交易规模较小，不足以达到影响一个国家或地区经济运行的程度，政府和公众对于证券交易活动未给予足够的重视，证券交易活动缺乏有效的、规范化的约束，从事证券投资活动的人们仅仅凭借经验和直觉来决定买卖的对象和时机。虽然有人从投资实践中总结出各种投资的格言，如“不要把全部鸡蛋装在一只篮子里”、“何时买卖比买卖何种证券更重要”、“人弃我取、人取我予”、“有损失时应该忍痛了结”、“牛市能赚钱，熊市亦能赚钱，惟有畏首畏尾的贪婪者永远不能赚钱”等。这些格言，即使在今天，仍然有一定的指导意义，但它们毕竟是人们总结出来的经验法则，没有上升到系统的投资理论。

第二个阶段是证券投资理论的形成阶段(19世纪末至20世纪上半叶)。在这一阶段西方的证券市场经历了一场膨胀、崩溃、再恢复和再繁荣的过程，证券市场的跌宕对一国经济产生了严重的影响，西方国家的政府开始意识到，证券投资业的无约束的自由化具有极大的破坏性，必须严格规范证券投资的市场秩序，各国政府制定了一系列的法律。如，美国1933年颁布的《证券法》和1934年颁布的《证券交易法》，至此西方国家的证券市场逐步走向了规范化和法制化的轨道。这一时期，证券投资理论开始从传统的经济学中独立出来，形成自己新的研究对象和研究体系。布拉脱、牧笛、菲布纳以及赫斯特等人对影响股价变动的因素的分析，哈奇的趋势投资计划理论和查尔斯·道理论奠定了“基本分析法”和“技术分析法”的基础。此间创立的道·琼斯30种工业股平均指数成为至今仍有十分重要影响的反映经济运行状况的“晴雨表”。然而，这一时期的证券投资理论存在严重的缺陷，主要表现在：第一，对证券投资活动的研究仅仅是从某一侧面展开的，研究的对象主要集中于股票和债券，系统性不强。第二，一些理论仍然停留在经验的归纳上，例如对证券的类型、本质、证券市场的组织以及证券交易的一般方法等停留在表面的罗列和介绍上，对证券的选择、风险的分散等亦仅是从经验的角度进行十分粗略的阐述和解释，缺乏坚实的理论和实证支撑。

第三个阶段是西方投资理论发展的成熟阶段。经过长期的经验和知识的积累以及众多专家学者们的潜心研究，从20世纪50年代开始，西方投资界发生了一场深刻的科学革命，这场投资理论上的科学革命首先是由美国的哈里·马可维茨创立了投资组合选择理论，这一理论对于证券市场的一系列谜团具有相当的解释能力，有重要的科学价值和实用价值，从而引起投资理论界和金融产业界的极大兴趣。此后，西方的许多金融经济

学家对此进行了长期不懈的努力，这些努力不仅完善和发展了投资组合选择理论，而且还创立了一大批新的理论，最具代表性的有夏普的单因素模型、夏普-林特纳-默森的资本资产定价模型、罗斯的套利定价理论、法玛的高效市场理论、米勒-默德格利安尼的股利分析模型、布莱克-斯科尔斯-默顿的期权定价模型等。此外，还有从其他经济理论引申和借用过来的理论，如市场预期理论、流动性溢价理论、市场分割理论等。这些理论极大地丰富了投资理论的内涵，促进了投资学向科学化方向的发展，使之成为一门真正的科学。近几十年来西方学者还一直致力于对这些理论模型的修正，并进行了大量的实证研究，从而使投资理论更加精细化和更加贴近现实。有许多理论模型已被编成计算机程序，成为指导投资者从事投资活动的实用“武器”。

我国目前的证券市场与西方成熟的证券市场相比存在很大的差距，因而在投资环境上，两个市场也存在很大的不同。我国证券市场的形成和发展的历史不长，只有短短的10年多一点的时间，有着这样或那样的问题和种种的不规范，如上市公司隐瞒重大事项，甚至披露和公告虚假信息坑害广大中小投资者，大股东掏空上市公司资产，机构大户操纵股价，内部人通过内幕交易谋取不法利润，市场投机猖獗，政策市和消息市等等。我国证券市场的不规范现象在很大程度上与80多年前发生在西方国家市场的情况类似，但又不完全相同。我国的证券市场是发展中的、新兴的证券市场，有许多问题是发展过程中必然要发生的事情，对于这类问题只能在发展过程中逐步去规范。尤其应当指出的是我国的证券市场产生于特殊的历史国度，脱胎于计划经济体制，带有鲜明的中国特色。由于我国走的是一条增量式渐进改革的道路，因而这反映在证券市场中就是在国家股股权的基础上增量发行社会公众股，前者被设计成不可以流通的，后者被设计成可以流通的，本质上，我国的证券市场属增量市场。我国上市公司的股权结构被人为地割裂为非流通股股权和流通股股权，非流通股股东处于控股地位，而流通股股东则沦为“沉默的多数”。股权结构的分裂以及控股股东和流通股股东利益的不一致是导致我国证券市场不规范的制度根源，这一点是与所有的成熟市场不同的，也是我国证券市场最大的国情。要搞好中国的证券市场，不了解中国的国情，盲目照搬西方的成功经验注定是要付出代价的。

同样，作为投资者，不了解中国的国情就不可能成为市场上的赢家。随着我国证券市场的发展，个人理财和专家理财的需求迅速增加，证券投资的理论和方法引起了越来越多的人的广泛关注和兴趣。出于教学和市场需求的考虑，我们组织了武汉大学金融系在证券投资领域从事多年教学且颇有造诣的教师编写了这本《证券投资学》教科书，我们的愿望是该书既能结合中国国情，又能系统反映现代投资理论的最新研究成果。但愿我们的设想能够得到读者的认可。本书作为我校金融专业教材被列为武汉大学出版社21世纪经济学管理学系列教材。本书由胡昌生起草写作大纲并担任主编，熊和平、蔡基栋参加了大纲的讨论并担任副主编。各章写作分工为：胡昌生，前言、第一章、第二章、第十二章、第十三章、第十七章、第十八章、第十九章；熊和平，第十章、第十一章、第十四章；蔡基栋，第三章、第四章、第九章；万恬、吴圣涛，第五章；彭燕燕，第六章；丰赋，第七章；郭继华，第八章；蔡芳芳，第十五章、第十六章；蔡芳芳、彭燕燕、张喜玉、郭莎莎等参加了部分章节的练习题和题解工作；最后，由胡昌生对全书

进行了订正并统稿。

鉴于本书作者的有限学识，书中错漏之处在所难免，恳望业内同仁不吝赐教。

作者

2001年11月10日于武昌珞珈山

目 录

第一章 导论	1
第一节 投资及其特征	1
第二节 投资的类别	3
第三节 各种投资机会	6
第四节 投资过程	17
练习与思考	19
第二章 投资的收益与风险	26
第一节 投资的收益	26
第二节 投资的风险	32
第三节 风险与收益的关系	37
练习与思考	43
第三章 一级市场	47
第一节 证券市场概述	47
第二节 证券发行制度	54
第三节 证券发行方式	61
第四节 证券发行价格	69
第五节 我国证券市场发展历史和特征	74
练习与思考	83
第四章 二级市场	88
第一节 二级市场概述	88
第二节 证券交易流程	99
第三节 保证金交易	104
第四节 股票价格指数	114
第五节 证券市场的监管	118
练习与思考	123
第五章 投资组合选择	128
第一节 风险管理	128

第二节 证券间的关联性	135
第三节 风险和收益的分散化效应	137
第四节 有效组合与最优分散化	144
第五节 无风险借入和贷出	149
练习与思考	153
第六章 资本资产定价	157
第一节 市场组合与市场均衡	157
第二节 资本市场线	162
第三节 证券市场线	166
练习与思考	173
第七章 因素模型与套利定价理论	181
第一节 市场模型与单因素模型	181
第二节 多因素模型	190
第三节 套利定价理论	197
第四节 APT 与 CAPM	200
练习与思考	202
第八章 金融市场有效性与金融异象	208
第一节 市场有效性	208
第二节 金融异象	213
第三节 适应性市场假说	218
练习与思考	222
第九章 基本分析	225
第一节 宏观经济分析	225
第二节 行业分析	236
第三节 公司分析	245
第四节 财务报表分析	251
练习与思考	263
第十章 技术分析	269
第一节 技术分析概述	269
第二节 技术分析的理论基础	271
第三节 图形分析	278
第四节 指标分析	293
练习与思考	305

第十一章 权益证券的估值	309
第一节 估值理论概述	309
第二节 权益证券的价值确定	318
第三节 普通股票的收益与风险	325
练习与思考	327
第十二章 固定收益证券的估值	332
第一节 固定收益证券的特征	332
第二节 固定收益证券的估值与收益率	336
第三节 固定收益证券的风险	343
第四节 期限与收益：利率的期限结构	346
练习与思考	355
第十三章 固定收益证券组合管理	358
第一节 久期	358
第二节 组合免疫	367
第三节 凸性	370
第四节 积极的债券管理	373
练习与思考	376
第十四章 管理决策与估值	380
第一节 投资决策与估值	380
第二节 兼并与估值	383
第三节 融资决策与估值	387
第四节 股息政策与估值	395
练习与思考	402
第十五章 期货	405
第一节 期货合约	405
第二节 期货合约的定价	409
第三节 金融期货	414
练习与思考	421
第十六章 期权	427
第一节 期权概述	427
第二节 期权存在的原因和期权交易	433
第三节 期权的损益	437
第四节 期权定价	448

练习与思考	459
第十七章 投资管理策略和国际分散化	462
第一节 投资目标与投资选择	462
第二节 被动管理策略	464
第三节 主动管理策略	466
第四节 主动和被动混合管理策略	469
第五节 被动与主动组合的构建	474
第六节 投资组合的调整、分散化和限制性因素问题	482
第七节 投资组合的国际分散化	486
练习与思考	490
第十八章 证券投资基金及其投资绩效评价	493
第一节 证券投资基金概述	493
第二节 投资基金的种类及特点	496
第三节 投资基金实务	500
第四节 基金的投资绩效评价	507
练习与思考	518
第十九章 行为金融概述	522
第一节 行为金融的兴起与套利限制	522
第二节 行为金融与心理学	525
第三节 投资者情绪	531
第四节 行为金融理论应用	536
练习与思考	544
附录 部分习题参考答案	549
主要参考文献	559

第一章 导 论

投资是一种以资本保值和增值为目的的经济行为。随着金融市场的发展,各种金融资产的数量与日俱增,这就为人们的投资理财活动提供了可能。本章以投资的定义为出发点,揭示了人们从事投资活动的原因。随着对投资定义的引申,我们发现投资者面临的投资类别是丰富多样的,由于本书研究的是证券投资方面的问题,所以,金融资产就成为我们关注的目标。证券投资简单地讲就是人们购买金融资产以达到预期投资目标的过程。金融资产具有许多实物资产所没有的投资特性,为投资者提供了各种可供选择的投资机会,了解和熟悉各种投资机会,是投资者做出正确投资决策的前提。本章介绍了证券投资的几个基本内容,具体包括:投资的定义、投资的分类、各种投资机会和投资的过程,这些内容是以后各章的基础。对证券投资概貌的描述将有助于读者更好地把握全书的结构。

第一节 投资及其特征

一、投资的定义

人们之所以要从事投资活动,是因为投资可以改变一段时期内个人可得收入用于消费的数量和模式。投资者牺牲今天的消费是期望未来能够得到更多的物品和服务消费,这里强调了投资的时间要素和不确定性。就时间而言,任何投资活动都存在一段时间间隔,在现在投入,在将来收获。然而,现在的投资价值是确定的,而将来预期获得的投资价值是不确定的,有遭受损失的可能,而且投资的时间越长,投资价值的不确定性就越大。例如,某投资者今天购买1000元的债券,希望1年后能够得到1100元用于消费,该投资者购买债券减少了现期消费1000元,而下期预期消费增加到了1100元,投资活动改变了该投资者现在和将来的消费权益,当然该投资者要承担投资的风险,如果他投资的是国债,就要承担通货膨胀风险,如果是公司债,则还要承担违约风险。

投资者可以是个人或机构,他们进行投资的目的是获得收益,有收益就必然存在风险,这就要求投资者针对不同资产的收益和风险的性质做出投资选择。广义地讲,资产就是交换中具有价值的任何财产,包括金融资产和实物资产。投资可以理解为:个人投资者或机构投资者通过持有金融资产或实物资产,获得该资产产生的与所承担的风险成比例的收益的过程。购买小汽车这种实物资产也可以看作一种投资。现在花费8万元购买的一辆汽车将提供超过5年的服务,导致在2~5年中用于交通服务的费用低于现在不买汽车的情况。如果这辆小汽车的价值1年以后预期为6.5万元,那么可以将8万元

购买的这一部分视为一项“投资”，结果，现在投资 6.5 万元使消费者（投资者）在未来时期以一个更高的比率消费。因此，这一购买具有一项投资的所有特征。当然，人们在进行投资时，要对各种不同的投资机会加以比较和选择，各种投资选择可以是金融资产，如债券、普通股票等，也可以是实物资产，如小汽车、住房、机器设备等。

二、投资的一般特征

根据以上分析，我们可以把投资活动的一般特征归纳为以下几点：

第一，投资是一种有目的的经济行为，是现在支出一定价值的经济活动。从静态的角度来说，投资是现在垫付一定量的资金；从动态的角度来说，投资则是为了获得未来的报酬而采取的经济行为。

第二，投资具有时间性。即投入的价值或牺牲的消费是现在的，而获得的价值或消费是将来的，也就是说，从现在支出到将来获得报酬，在时间上总要经过一定的间隔，这表明投资是一个行为过程，这个过程越长，获得未来报酬的不确定性就越大。

第三，投资的目的在于得到报酬（即收益）。投资活动是以牺牲现在价值为手段，以赚取未来价值为目标的。未来价值超过现在价值，投资者方能得到正的收益。投资的收益可以是各种形式的收入，如利息、股息等，也可以是价格变动的资本利得，还可以是各种财富的保值或权利的获得。

第四，投资具有风险性和不确定性。现在投入的价值是确定的，而未来预期获得的收益由于受政治、经济、社会、科技、心理等诸多因素的影响，很难事先确定，这种收益的不确定性，特别是遭受损失的可能性，即为投资的风险。可以说，风险在投资过程中是不可避免的，对于投资者而言，必须尽可能地将风险置于控制之下，这就需要在证券投资中采取一系列措施，使风险降到最低程度。需要特别强调的是，对于投资者而言，风险性使其持有的资产在未来遭受损失的可能性是客观存在的，例如投资者通常会认为普通股票的风险高于公司债券的风险，公司债券的风险高于国债的风险。相对风险性而言，不确定性则是指投资者现在对将来的盈亏在主观上没有把握。

三、投资与投机

从投资活动的一般特征中，我们可以引申出另外一个相关的概念——投机（speculation）。在证券市场中，总有部分投资者频繁地“追涨杀跌”、“炒底”和“逃顶”，这些人积极地从事证券的买卖交易，热衷于从短线炒买炒卖中赚取价差收益，这就是典型的投机行为，具有这一行为特征的投资者也被称为投机者（speculator）。由于证券未来价格的变化具有很大的不确定性，投机者事先也很难确知能否赚取价差收益，这就使得投机者的证券买卖行为具有相当大的风险，且不可避免地具有“赌一把”的特征，因此，投机行为又常常被称为“高风险的投资”。从持有证券的时间长短看，标准投资者的持券期限较长，他们愿意进行实物投资或长期持有证券，不会过多理会证券价格的短期波动；而投机者则热衷于进行证券的频繁快速买卖，持券期限较短。从获利形式看，投资者更看重利息和股息形式的长期收益；而投机者则只是着眼于证券的短期价格涨跌，希望通过证券买卖的差价来谋取短期收益。不同的投资动机决定了不同的决策标

准，由于投资者更加注重长期收益，他们会侧重于对证券本身的内在价值进行分析评估，以此作为投资决策的依据，他们更加依赖基本分析；而投机者则不大关心证券的内在价值，他们关注的只是证券市场上证券价格的波动，他们更加依赖技术分析。

投机活动是证券市场上常见的现象，适度的投机可以活跃市场，增加市场的流动性，但市场中的投机活动不能过度，过度投机会给实体经济带来负面影响。在过度投机的情况下，证券价格会脱离现实的经济条件，脱离上市公司的业绩，不断暴涨，形成虚假的市场繁荣和需求，造成泡沫经济。而当价格过高时，一旦出现利空消息，过度投机又会即刻引起证券价格暴跌，股市崩盘，进而导致经济运行的不稳定。我们应当看到，证券市场是由投资者和投机者构成的，投资和投机都是证券市场上不可缺少的行为，因为如果一个证券市场缺乏长期稳定的投资者，这个市场就会动荡不安；反之，如果没有投机者的积极参与，证券市场又将会是一潭死水、毫无生机。

第二节 投资的类别

按照资产的属性和投资方式等不同，我们可以把投资划分为几种不同的类别，常见的分类有以下五种：

一、金融资产投资与实物资产投资

实物资产(real assets)投资是指直接拥有实物资本，实物资本包括土地、建筑物、知识、机器设备以及人力资本等。当然，实物资本一旦被人们投资拥有，就必须能够提供预期的服务流或现金流，从而影响人们的未来消费机会。购买实物资产的行为可能是投资，也可能是现时消费。例如，某人想拥有一套公寓，他可能纯粹出于投资的角度来评价其对该建筑物的持有，依照住房产生的风险和收益的性质来分析和决定其价值的大小；同样的情形若从另外的角度来考虑，他拥有了住房，既可以提供投资收益又可以提供现时消费服务，他的房屋购置决策就可能是基于对房屋的未来转售价值和居住服务功能的考虑而做出的。实物资产的生产能力越强，其产生的现金流越大或收入越高，其价值也就越高。又如，人力资本就属于一种最典型的实物资产，对学费、书籍以及时间的投资，使得受教育者获得各种技能，从而影响他们的未来收入产生能力以及他们的人力资本价值。实物资产决定了一个社会成员提供产品与服务的能力，从而决定了一项社会物质财富的数量。

金融资产(Financial Assets)投资是对实物资本的间接持有，金融资产脱离了实际的生产过程。例如，普通股票或债券的市场价值来源于发行这些证券的公司的所有实际资产创造的收入。股票拥有者不必自己去购买机床、经理才能和其他生产要素，他们通过购买公司的普通股票以间接地投资于这些机器设备，最终，这些设备的生产能力将决定证券的价值和这些金融投资者的财富是否增加以及增加多少。由于金融资产对实物资产所创造的利润或收入有要求权，金融资产能够为持有它们的个人或机构投资者带来财富。证券发行者利用实物资产创造收入后，依据投资者持有的证券资产所有权比例将收入分配给投资者。当金融资产持有者基于证券面值和息票利率来确定获得的收入流时，

此时的要求权是固定的，我们称这类金融资产为债务类工具，如国债、公司债等。股票持有者对公司支付债务类工具持有者以后的剩余收入享有要求权，具有这种收入特征的金融资产我们称为权益类证券，如普通股等。有些证券的属性介于上述两种类型之间，如优先股，它是赋予投资者接受固定支付权利的一种权益要求权，然而，这种支付是有先决条件的，即只有在完成了对债务类工具支付后才能产生这种支付。另一种混合证券是可转换债券，它允许投资者在特定情况下把债务转换为权益。我们又把具有固定现金流偿付的债务和优先股统称为固定收益证券。

二、可分割投资与不可分割投资

某些金融资产为资本资产所有权和融资提供了可分割性。金融资产的出现使得许多分散的中小投资者有机会拥有一项数额巨大的不可分割的实物资产，如一家大型的钢铁联合企业，通过向大量的个人融资，使得他们中的每一个人仅占钢铁企业资产价值的一小部分。由于直接的实物投资的不可分割性，单个个人投资制造汽车几乎是不可能的，但我们可以通过购买“东风汽车”、“上海汽车”发行的股票或债券参与这两家汽车公司的利润分配。同样的讨论对于大型政府项目的融资也是成立的，我们单个个人付不起建设省际高速公路所需资本设备的费用，但我们能通过购买政府债券为设备融资，参与分享公路建设的利益。正是金融资产的可分割性，便利了人们的投资，促进了经济社会中资本的形成与增长。由于金融资产是由大量的投资者分散持有，这就大大降低了实物资产投资的风险，金融资产的可分割性是人们进行分散投资的基础，分散投资的结果也分散了风险。但是，在金融投资中，可分割性是不完全的，如对最低交易数额的限制等。

三、可转让投资与不可转让投资

在金融市场上，同意在未来进行现金流支付的金融资产的发行者向金融资产的购买者即投资者发行金融证券，这就构成了资产的初次交易，所有新发证券的交易市场被称为一级市场(primary market)。一段时期后，金融资产可以通过上市(listing)，在投资者之间转让，从事这种活动的市场就称为二级市场(secondary market)。

金融市场提供了三个主要的经济功能：首先，通过买卖双方的相互讨价还价，市场决定了资产的交易价格，这称为价格发现过程(price discovery process)。其次，降低了交易成本(transaction costs)。与交易有关的成本有两种：搜寻成本(search costs)和信息成本(information costs)。搜寻成本包括显性成本(explicit costs)和隐性成本(implicit costs)，前者是指为了传达买卖一项金融资产的意愿而实际花费的资金；后者是指为选定交易对手所花费的时间价值。信息成本是为评估一项金融资产的投资价值而必须付出的成本。有组织的金融市场的存在既可以降低搜寻成本也可以降低信息成本，大量的交易者和信息都汇聚到市场之中。最后，金融市场为投资者提供了金融资产的交易机制，即可转让性或流动性(liquidity)，即把一项资产转换为现金的能力。

具有流动性的资产通常要满足三个条件：第一，有明显的、大规模的交易而不引起市场价格的上下波动；第二，营业时间内存在连续的买价和卖价；第三，存在“微小”的买卖价差。如果证券的价格随着增量出现的卖单和买单而发生变动，那么，就说明该