

“十三五”普通高等教育应用型规划教材

金融系列



证券投资分析

(第二版)



主 编 田文斌

 中国人民大学出版社

“十三五”普通高等教育应用型规划教材

金融系列



证券投资分析

(第二版)



主 编 田文斌

常州大学图书馆
藏书章

中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

证券投资分析/田文斌主编. —2版. —北京: 中国人民大学出版社, 2017. 7
“十三五”普通高等教育应用型规划教材·金融系列
ISBN 978-7-300-24526-3

I. ①证… II. ①田… III. ①证券投资-投资分析-高等学校-教材 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 123501 号

“十三五”普通高等教育应用型规划教材·金融系列
证券投资分析 (第二版)

主 编 田文斌
Zhengquan Touzi Fenxi

出版发行 中国人民大学出版社

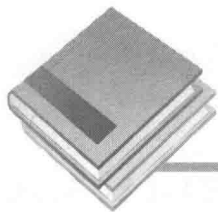
社 址 北京中关村大街 31 号 邮政编码 100080
电 话 010-62511242 (总编室) 010-62511770 (质管部)
010-82501766 (邮购部) 010-62514148 (门市部)
010-62515195 (发行公司) 010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>
<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京七色印务有限公司 版 次 2013 年 12 月第 1 版
规 格 185 mm×260 mm 16 开本 2017 年 7 月第 2 版
印 张 21.5 印 次 2017 年 7 月第 1 次印刷
字 数 502 000 定 价 42.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换



出版说明

随着金融成为现代经济运行的核心，社会对金融教育和人才培养提出了更深的要求：分层培养人才。既要着力于培养研究型人才，又要培养大批应用型人才，这已是共识。许多非研究型院校师生反映，市场上现有的金融学教材大多重理论轻实践，重国际化轻中国化。根据这些院校的特点和培养目标，他们认为在教材内容上不仅要包含本领域的基本理论问题，让学生对于基本概念、基本原理有完整的掌握，同时还要包含本领域的基本实践问题，让学生掌握一定的实务操作方法，以应对未来工作的挑战。本着这一要求，由李小牧教授和李嘉珊教授牵头，中国人民大学出版社组织中国人民大学、西安交通大学、北京第二外国语学院、北京外国语大学、首都经贸大学、对外经济贸易大学、北京工商大学等若干所学校以及国家外汇管理局、保险公司、证券公司、商业银行等的专家，设计和推出了这套教材。该套教材突出了以下三点：

第一，所列课程完全根据教育部“高等教育面向 21 世纪教学内容与课程体系改革规划”编写。

第二，根据应用型人才培养目标，教材强化了各项业务的操作规程和实践做法，通过对案例的分析和点评让学生对实务操作有一个真切的体验。

第三，压缩教材的篇幅，学习资料、练习题等相关内容学生可以通过网络获取，减轻学生负担。

这里说明的是，出于对应用型人才培养探索的要求，出版社并没有提出过分严格的要求，只是在教材的定位、篇幅、编写体例上提出了一些原则性建议，具体编写工作则实行主编负责制，由各位主编和作者全权处理各教材的编写工作，并对各自的内容

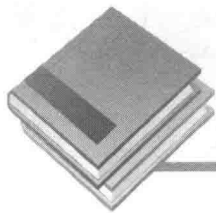


负责。

教材的出版凝结了所有参编专家、教授的辛劳和智慧,在此一并表示感谢。
真诚地期待广大教师、学生和其他读者的批评和意见。

中国人民大学出版社





第二版前言

本教材自 2013 年 12 月第一版出版以来,已经连续印刷了多次,不仅在高校中被广泛使用,而且深受社会上广大读者的欢迎。在过去的几年里,中国资本市场出现了不少新生事物,优先股试行,沪港通、深港通相继推出。金融创新大行其道,互联网金融兴起,P2P 理财、场外配资催生了始自 2014 年 7 月 22 日的“杠杆牛市”,不到一年的时间上证指数直上 5 178.19 点,两市成交量迭创新高,积聚了巨大的市场风险。在清查场外配资、查伞形信托、降两融的去杠杆声浪中,“杠杆牛市”轰然坍塌并发生踩踏事件,千股跌停的场面不断发生。受股灾的影响,进入倒计时已经启动立法程序的新股发行注册制改革也被迫押后。资本市场的这些新变化、新特点、新业务、新知识,有必要及时地反映到教材中。在此背景下,我们与时俱进,修订出版了本教材的第二版。

第二版继承了第一版的特点和优势,坚持理论和实践相结合的基本原则,注重将现代金融的前沿思想和创新实务纳入其中,力图充分反映国际国内资本市场的最新变化。

第二版修订时对部分章节进行了调整,比如第一版第四章中的第四大类指标——大势型指标在多个行情分析系统中已经不存在了,在第二版中我们也不再介绍,并在前三类指标中增加了一些新指标;在第七章财务报表部分我们将所分析公司的财务报表更新为 2015 年的年报数据;对教材中的大部分案例进行了充实和更新,对各章所涉及的政策法规也都及时做了更新。本教材附录中的中国资本市场大事记也已经更新至 2016 年年底。总之,各章内容均有不同程度的增删和修改。

为便于教师授课,本书配有 PPT 课件,可向中国人民大学出版社索取。

本教材第二版的修订工作由沈阳师范大学金融学教授田文斌担任主编,有数年证券投资分析课程授课经验的贾峤副教授参与到了第二版的修订中。田文斌提出编写大纲和要



求,经本书全体作者多次集体讨论后分工撰写而成稿,最后由田文斌负责对全书进行总纂和定稿。参编人员的具体分工如下:

第一章:邵若(沈阳师范大学)、贾峤(沈阳师范大学)

第二章:邵若、田文斌

第三章:贾峤

第四章:贾峤、田文斌

第五章:贾峤、田文斌

第六章:贾峤、田文斌

第七章:田文斌

第八章:贾峤、邵若、田文斌

第九章:贾峤、田文斌

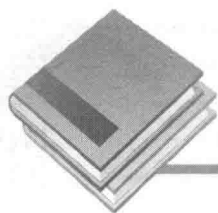
第十章:邵若

由于工作原因,本教材第一版的部分作者不再参与第二版的编写工作,但他们为第二版的成稿奠定了基础;我的学生银河证券沈阳营业部的李志怀对本教材的数据更新亦有贡献,在此一并对他们的贡献表示由衷的感谢。

在修订的过程中,我们充分征求和吸收了任课教师、学生和金融机构等社会读者的建议。本书编写者将一如既往地与读者共同向市场学习,以期共同进步。

田文斌
2017年





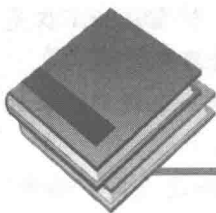
目 录

第一章 证券投资分析概述	1
第一节 证券投资分析的含义和目标	2
第二节 证券投资分析的主要方法和步骤	3
第三节 信息不对称下的博弈	7
第四节 投资与投机的区别	13
第二章 有价证券的估值方法	21
第一节 证券估值基本原理	22
第二节 债券的价值分析	26
第三节 股票的估值原理	32
第四节 其他有价证券的价值分析	38
第三章 证券投资技术分析理论	44
第一节 证券投资技术分析基础	45
第二节 K 线理论	48
第三节 切线理论	53
第四节 形态理论	57
第五节 波浪理论	65
第六节 量价关系理论	67
第四章 证券投资技术分析主要技术指标	73
第一节 技术指标法简述	73
第二节 主要技术指标	75
第五章 宏观经济分析	98
第一节 宏观经济分析概述	99
第二节 宏观经济分析的主要内容	113



第三节 制度建设对证券市场运行的影响	127
第六章 行业分析	142
第一节 行业分析概述	144
第二节 行业的一般特征分析	154
第三节 影响行业兴衰的主要因素	163
第四节 行业投资的选择	172
第七章 公司分析	179
第一节 公司基本分析	180
第二节 公司财务分析	188
第三节 研究报告	208
第八章 证券投资组合理论	214
第一节 证券组合管理概念	215
第二节 证券组合分析	219
第三节 资本资产定价模型	230
第四节 套利定价理论	237
第五节 证券组合的业绩评估	242
第六节 证券投资基金与组合理论	244
第九章 风险管理	260
第一节 期货合约在风险管理中的应用	262
第二节 股指期货和风险管理	269
第三节 期权合约在风险管理中的应用	276
第四节 风险管理 VaR 方法	283
第十章 证券分析师的职业规范	291
第一节 证券分析师的含义与职能	292
第二节 国际上主要的证券分析师自律组织	293
第三节 我国证券分析师的职业规范	299
参考文献	305
中国证券市场大事记	307
参考答案	329





第一章

证券投资分析概述

◎本章要点◎

1. 基本分析法、技术分析法、量化分析法、行为分析法；
2. 证券投资分析的主要步骤；
3. 信息不对称和市场效率；
4. 证券市场的信息传播；
5. 投资与投机的区别；
6. 安全边际的含义。



【本章导读】

聪明的投资者

股市向来被人视为精英聚集之地，华尔街则是衡量一个人智慧与胆识的决定性场所。本杰明·格雷厄姆作为一代宗师，他的金融分析学说和思想在投资领域引起了巨大的震动，影响了几乎三代重要的投资者，如今活跃在华尔街的数十位身价上亿美元的投资管理人都自称为格雷厄姆的信徒，他享有“华尔街教父”的美誉。

在微观基本分析方面，格雷厄姆成为沃伦·巴菲特、彼得·林奇等股王股圣的启蒙大宗师。巴菲特曾虔诚地说过：在许多人的罗盘上，格雷厄姆就是到达北极的唯一指标。大卫·刘易斯甚至说：格雷厄姆的证券分析学说是每一位华尔街人士的《圣经》，而他则是当之无愧的华尔街教父。格雷厄姆之所以被公认为“财务分析之父”，是因为在他之前还



没有财务分析这个专业,只是在他之后人们才开始意识并接受这个概念。格雷厄姆不仅是他生活的那个时代的最佳投资人之一,而且是有史以来最伟大的实践投资思想家。

格雷厄姆曾经告诉他最喜欢的学生巴菲特两条最重要的投资规则:第一条规则,永远不要亏损;第二条规则,永远不要忘记第一条。

过去20年来,两次大的市场崩盘、无数次财务和会计丑闻、《萨班斯-奥克斯利法案》及相关法规、国际市场环境的变化……这些都从根本上改变了证券分析和商业估值的基础。那么,如今,在实际投资操作中,我们应该如何运用格雷厄姆告诫巴菲特的两条规则,成为聪明的投资者,获得投资的成功呢?通过本章的学习,我们将了解相关的内容。

资料来源:根据本杰明·格雷厄姆编著的《聪明的投资者(第4版)》(2016)和杰弗里·C. 胡克编著的《华尔街证券分析:股票分析与公司估值(第2版)》(2016)等书籍改编,编者根据教材需要略作调整。

第一节 证券投资分析的含义和目标

一、证券投资分析的含义

证券投资是指投资者(法人或自然人)购买股票、债券、基金等有价值证券以及这些有价值证券的衍生产品,以获取红利、利息及资本利得的投资行为和过程。证券投资分析是指人们通过各种专业性分析方法,对影响证券价值或价格的各种信息进行综合分析以判断证券价值或价格及其变动的行为,是证券投资过程中不可或缺的一个重要环节。

二、证券投资分析的目标

(一) 实现投资决策的科学性

投资决策贯穿于整个投资过程,其正确与否关系到投资的成败。尽管不同投资者做出投资决策的方法可能不同,但科学的投资决策无疑有助于保证投资决策的正确性。由于资金拥有量及其他条件的不同,不同的投资者会拥有不同的风险承受能力、不同的收益要求和不同的投资周期。同时,由于受到各种相关因素的影响,每一种证券的风险—收益特性都并不是一成不变的。

此外,由于证券一般具有可流通性,投资者可以通过在证券流通市场上买卖证券来满足自己的流动性需求。因此,在进行投资决策时,投资者应当正确认识每一种证券在风险性、收益性、流动性和时间性方面的特点,借此选择风险性、收益性、流动性和时间性同自己的要求相匹配的投资对象,并制定相应的投资策略。只有这样,投资者的投资决策才具有科学性,以尽可能保证投资决策的正确性,使投资获得成功。进行证券投资分析正是投资者正确认知证券风险性、收益性、流动性和时间性的有效途径,是投资者进行科学决策的基础。因此,进行证券投资分析有利于减少投资决策的盲目性,从而提高投资决策的科学性。

(二) 实现证券投资净效用最大化

证券投资的理想结果是证券投资净效用(即收益带来的正效用与风险带来的负效用的

权衡)最大化。因此,在风险既定的条件下使投资收益率最大化和在收益率既定的条件下使风险最小化是证券投资的两大具体目标。证券投资成功与否往往是看这两个目标的实现程度。但是,影响证券投资目标实现程度的因素有很多,其作用机制也十分复杂。只有通过全面、系统和科学的专业分析,才能客观地把握这些因素及其作用机制,并做出比较准确的预测。证券投资分析正是采用专业分析方法和分析手段对影响证券回报率和风险诸因素进行客观、全面和系统的分析,揭示这些因素产生影响的作用机制以及某些规律,用于指导投资决策,从而在降低投资风险的同时获取较高的投资收益的。

1. 正确评估证券的投资价值

投资者之所以对证券进行投资,是因为证券具有一定的投资价值。证券的投资价值受多方面因素的影响,并随着这些因素的变化而发生相应的变化。例如,债券的投资价值受市场利率水平的影响,并随着市场利率的变化而变化;影响股票投资价值的因素更为复杂,包括宏观经济、行业形势、公司经营管理和市场等多方面的因素。所以,投资者在决定投资某种证券前,首先应该认真评估该证券的投资价值。只有当证券处于投资价值区域时,投资该证券才有利可图,否则可能会导致投资失败。证券投资分析正是对可能影响证券投资价值的各种因素进行综合分析,来判断这些因素及其变化可能会对证券投资价值带来的影响,其有利于投资者正确评估证券的投资价值。

2. 降低投资者的投资风险

投资者从事证券投资是为了获得投资回报(预期收益),但这种回报是以承担相应风险为代价的。总体来说,预期收益水平和风险之间存在一种正相关关系。预期收益水平越高,投资者所要承担的风险就越大;预期收益水平越低,投资者所要承担的风险也就越小。因此,就某些具体的证券而言,由于判断失误,投资者在承担较高风险的同时未必能获得较高的收益。理性投资者通过证券投资分析来考察每一种证券的风险—收益特性及其变化,可以较为准确地确定哪些证券是风险较大的证券,哪些证券是风险较小的证券,从而避免承担不必要的风险。从这个角度讲,证券投资分析有利于降低投资者的投资风险。

第二节 证券投资分析的主要方法和步骤

一、证券投资分析的主要方法

证券投资分析有三个基本要素:信息、步骤和方法。其中,选择什么样的证券投资分析方法对投资者的投资决策非常重要。在证券投资过程中,投资者运用的分析方法虽有很多,但大体上可以分为以下四类:基本分析法、技术分析法、量化分析法和行为分析法。

(一) 基本分析法

基本分析法(fundamental analysis)又称基本面分析法,是指证券分析师根据经济学、金融学、财务管理学及投资学等基本原理,对决定证券价值及价格的基本要素,如宏观经济指标、经济政策走势、行业发展状况、产品市场状况、公司销售和财务状况等进行分析,评估证券的投资价值,判断证券的合理价位,提出相应的投资建议的一种分析方

法。基本分析法的理论基础在于:

(1) 任何一种投资对象都有一种可以称为“内在价值”的固定基准,且这种内在价值可以通过对该种投资对象的现状和未来前景的分析而获得。

(2) 市场价格和内在价值之间的差距最终会被市场所纠正,因此市场价格低于(或高于)内在价值之日,便是买(卖)机会到来之时。基本分析流派是指以宏观经济形势、行业特征及上市公司的基本财务数据作为投资分析对象与投资决策基础的投资分析流派,是目前西方投资界的主流派别。基本分析流派的分析方法体系体现了以价值分析理论为基础、以统计方法和现值计算方法为主要分析手段的基本特征。它的两个假设为:股票的价值决定其价格和股票的价格围绕价值波动。因此,价值成为测量价格合理与否的尺度。基本分析的内容主要包括宏观经济分析、行业和区域分析、公司分析三大内容。

1. 宏观经济分析

宏观经济分析主要探讨各经济指标和经济政策对证券价格的影响。经济指标分为三类:

(1) 先行性指标。这类指标可以对将来的经济状况提供预示性的信息,如利率水平、货币供给、消费者预期、主要生产资料的价格、企业投资规模等。

(2) 同步性指标。这类指标的变化基本上与总体经济活动的转变同步,如个人收入、企业工资支出、国内生产总值(GDP)、社会商品销售额等。

(3) 滞后性指标。这类指标的变化一般滞后于国民经济的变化,如失业率、库存量、银行未收回贷款规模等。

经济政策主要包括货币政策、财政政策、信贷政策、债务政策、税收政策、利率与汇率政策、产业政策、收入分配政策等。

2. 行业和区域分析

行业和区域分析是介于宏观经济分析与公司分析之间的中观层次的分析。行业分析主要分析行业所属的不同市场类型、所处的不同生命周期以及行业业绩对证券价格的影响。区域分析主要分析区域经济因素对证券价格的影响。一方面,行业的发展状况对该行业上市公司的影响是巨大的。从某种意义上说,投资某家上市公司实际上就是以某个行业为投资对象。另一方面,上市公司在一定程度上又受到区域经济的影响,尤其是我国各地区的经济发展极不平衡,产业政策也有所不同,从而对我国证券市场中不同区域上市公司的行为与业绩有着不同程度的影响。

3. 公司分析

公司分析是基本分析的重点,无论什么样的分析报告,最终都要落实在某家公司证券价格的走势上。如果没有对发行证券的公司状况进行全面的分析,就不可能准确地预测其证券的价格走势。公司分析侧重对公司的竞争能力、盈利能力、经营管理能力、发展潜力、财务状况、经营业绩以及潜在风险等进行分析,借此评估和预测证券的投资价值、价格及其未来的变化趋势。

(二) 技术分析法

技术分析方法(technical analysis)是以证券过去和现在的市场行为为分析对象,运用图表形态、逻辑和数学的方法,探索证券已有的一些典型变化规律,并据此预测证券价



格的未来变化趋势的技术方法。证券的市场行为可以有多种表现形式,其中证券的市场价格、成交量、价和量的变化以及完成这些变化所经历的时间是市场行为最基本的表现形式。技术分析的理论基础是建立在三个假设之上的,即市场的行为包含一切信息、价格沿趋势移动、历史会重复。技术分析理论的内容就是市场行为的内容。

技术分析理论以道氏理论为基础,经过长时间的发展和演化,形成了多种分析流派。比较流行的有:K线理论、切线理论、形态理论、量价关系理论、技术指标理论、波浪理论和循环周期理论。技术分析流派认为,股票价格的波动是对市场供求偏离均衡状态的调整。该流派以价格判断为基础、以正确的投资时机抉择为目的。从最早的直觉化决策方式,到图形化决策方式,再到指标化决策方式,直到最近的模型化决策方式以及正在研究开发中的智能化决策方式,技术分析流派投资分析方法的演进遵循了一条日趋定量化、客观化、系统化的发展道路。投资市场的数量化与人性化管理之间的平衡是技术分析流派面对的最艰巨的研究任务之一。

(三) 量化分析法

量化分析法(quantitative analysis)是利用统计、数值模拟和其他定量模型进行证券市场相关研究的一种方法,具有“使用大量数据、模型和电脑”的显著特点,广泛应用于解决证券估值、组合构造与优化、策略制定、绩效评估、风险计量与风险管理等投资相关问题,是继传统的基本分析法和和技术分析法之后发展起来的一种重要的证券投资分析方法。

有些教材直接将量化分析法称为证券组合分析法,但随着组合理论的发展以及出于具体应用的需要,尤其是我们目前处在一个“大数据”时代,称为量化分析法时其内涵更丰富并具时代感。

(四) 行为分析法

行为分析法(behavior analysis)也称为行为金融学,源于20世纪80年代证券市场上不断出现的一些与经典理论相悖而经典理论又无法解释的“异象问题”,如周末现象(一些下周一的信息提前反映到本周五的股票价格上)、假日现象、盘中异动并迅速修复等,一些投资者利用这些“异象”进行投资确实获得了超常收益。

因此该方法是以这些“异象”为研究对象,从对标准金融理论的质疑开始,以行为科学为基础来研究投资者的心理行为、进行投资决策的分析方法。该方法以古典金融理论的严格假定与现实市场相悖为出发点,如假定市场无摩擦、投资者是完全理性的,而在证券市场中并不是每一个投资者都会用投资理论中的复杂数学方法来推导所谓的理性与均衡价格来指导自己的投资行为,投资者并不总是根据基本面来进行投资决策,有时会根据噪音来决策,成为所谓的噪音交易者(noise traders)。因此,行为分析学派提出投资者是“有限理性的”“有限自利的”以及具有“有限自制力”三个假设,并以此为依据来分析和解释投资者的投资行为。

二、证券投资分析应注意的问题

证券分析师进行证券投资分析时,应当注意每种方法的适用范围及各种方法的结合使用。



基本分析法的优点主要是能够从经济和金融层面揭示证券价格决定的基本因素及这些因素对价格的影响方式和影响程度,使得投资人的投资决策依据性较强。缺点主要是对基本面数据的真实性、完整性有较强的依赖性,对短期价格走势的预测能力较弱,适合立足中长期选择投资标的。

技术分析法直接选取公开的市场数据,采用图表等方法对市场走势做出直观的解释。它缺乏牢固的经济金融理论基础,对证券价格行为模式的判断有很大的随意性,更适合于短期买卖时机的把握。

量化分析法较多采用复杂的数学模型和计算机数值进行模拟,能够提供较为精细化的分析结论。但它对使用者的定量分析技术有较高的要求,不易为普通公众所接受。同时,量化分析法所采用的各种数学模型本身存在模型风险,而且所涉及的系数难以确定,一旦外部环境发生较大变化,原有模型的稳定性就会受到影响。此外,量化分析法往往需要和程序化交易技术相结合,对交易系统的速度和市场数据的精确度有较高的要求,这也在一定程度上限制了其应用范围,较适合最优投资组合的构建和风险管理。

行为分析法的优点是能够使投资者在证券投资过程中保持正确的观察视角,特别是在市场重大转折点的心理分析上,往往具有很好的效果。巴菲特的名言“在别人贪婪的时候恐惧,在别人恐惧的时候贪婪”也暗合了行为分析的思想。行为分析法的缺点是该方法基于人的不同理性行为和心理假设,很难得到一个统一的结论用于指导投资者的行为。该方法并不常用,只是在上述分析方法无法给出解释时,其重要性才凸显出来。

事实上,并不存在完美的证券分析方法,任何投资分析理论或分析方法都有其适用的前提和假设。投资分析是一种兼有科学性和艺术性的专业活动,对分析人员的知识、技能和经验都提出了很高的要求。

三、证券投资分析的主要步骤

证券投资分析作为证券投资过程的一个重要环节,对投资的成败起着十分重要的作用。分析结论的正确程度实际上取决于三个方面:(1)分析人员占有信息量的大小以及分析时所使用的信息资料的真实程度;(2)所采用的分析方法和分析手段的合理性与科学性;(3)证券分析过程的合理性与科学性。一般来说,比较合理的证券分析应该由以下四个步骤构成:

1. 资料的收集与整理

资料收集与整理阶段的主要工作包括:(1)证券投资分析信息资料的收集。(2)信息资料的分类。(3)信息资料的保存和使用管理。

2. 案头研究

首先是根据自己的研究主题和分析方向,确定所需的信息资料;其次是利用证券投资分析的专门方法和手段,对占有的资料进行仔细的分析;最后是做出分析结论,存有疑问而不能做出结论的还需要实地调研加以核实。

3. 实地调研

实地调研是指分析人员就自己的研究分析主题到实际工作部门或公司企业等单位进行实地的调查研究。证券投资分析过程中的实地调研主要出于两个目的:一是就信息资料的



真实性到实际工作部门或公司企业进行调查核实；二是就某些阶段性分析结论的公正性和客观性到实际工作部门或公司企业进行调查核实。

4. 形成分析报告

形成分析报告也就是将分析人员的分析结论通过书面的形式反映出来。分析报告一般都应该包括以下几个方面的内容：(1) 研究分析的主题；(2) 所使用数据的来源和数据种类；(3) 采用的分析方法和分析手段；(4) 形成分析结论的理由；(5) 所得出的分析结论及建议；(6) 分析结论和建议的适用期限；(7) 报告提供者或撰写者；(8) 分析报告形成日期。

第三节 信息不对称下的博弈

有效市场假说是研究市场对信息如何做出反应来判定市场效率的，不论我们处在什么样的效率市场，哪怕有效市场假说并不成立，信息在证券投资分析中都起着十分重要的作用，是进行证券投资分析的基础。来自不同渠道的信息最终都将通过各种方式对证券的价格产生作用，导致证券价格的上升或下降，从而影响证券的收益率。因此，信息的多寡、信息质量的高低这种信息的不对称性将直接影响证券投资分析的效果，影响分析报告的最终结论。进一步来讲，证券投资分析的更高层次是尽量避免和消除信息的不对称性对分析结果的影响。

一、有效市场假说

芝加哥商学院教授法马（Fama）1970年正式提出有效市场假说（EMH）。法马认为，当证券价格能够充分地反映投资者可以获得的信息时，证券市场就是有效市场，即在有效市场中，无论随机选择何种证券，投资者都只能获得与投资风险相当的正常收益率。

有效市场是指这样一种市场，在该市场上，所有信息都会很快被市场参与者领悟到并立刻反映到市场价格之中。这个理论假设参与市场的投资者有足够的理性，能够迅速对所有市场信息做出合理反应。有效市场假说认为在一个充满信息交流和信息竞争的社会里，一个特定的信息能够在股票市场上迅速被投资者知晓。随后，股票市场的竞争会驱使股票价格充分且及时地反映该信息，从而使得利用该信息所进行的交易不存在非正常报酬，而只能赚取风险调整的平均市场报酬率。只要证券的市场价格能充分及时地反映全部有价值的信息、市场价格代表着证券的真实价值，这样的市场就被称为“有效市场”。

（一）有效市场的三个层次

法马根据投资者可以获得的信息种类，将有效市场分成了三个层次：弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场。

1. 弱式有效市场

弱式有效市场假说认为，在弱式有效的情况下，市场价格已充分反映出所有历史的证券价格信息，包括股票的成交价、成交量、卖空金额及融资金额等，所以利用移动平均线和K线图等手段分析历史价格信息来预测未来价格走势的技术分析法是无效的。



2. 半强式有效市场

半强式有效市场假说认为价格已充分反映出所有已公开的有关公司营运前景的信息。这些信息有成交价、成交量、盈利资料、盈利预测值、公司管理状况及其他公开披露的财务信息等。假如投资者能迅速获得这些信息,股价应迅速做出反应。因此,利用获得的所有公开信息进行分析的基础分析法也是无效的。

3. 强式有效市场

强式有效市场假说中的信息既包括所有的公开信息,也包括所有的内幕信息,例如企业内部高级管理人员所掌握的内部信息。如果强式有效市场假说成立,上述所有的信息都已经完全反映在当前的价格之中,所以,即便是掌握内幕信息的投资者,也无法持续获取非正常收益。

(二) 有效市场的前提假设

1. 市场有效性假设是以一个完美的市场(perfect market)为前提的

(1) 整个市场没有摩擦,即不存在交易成本和税收;所有资产完全可分割、可交易;没有限制性规定。

(2) 整个市场充分竞争,所有市场参与者都是价格的接受者。

(3) 信息成本为零。

(4) 所有市场参与者同时接受信息,所有市场参与者都是理性的,并且追求效用最大化。

2. 理想和现实的差距

在现实生活中,以上这些假设条件是很难成立的。投资者进行投资都必须考虑以下成本:

(1) 交易成本。投资者每做一次交易,都要付给经纪人一定的费用。

(2) 税收。投资者必须按每次交易的金额或收入,以一定比例纳税,即交易印花税和资本利得税。

(3) 投资者为了挖掘各种信息,也必须支付一定的费用。

(4) 机会成本,包括时间、精力等。

二、信息不对称与证券市场效率

市场经济发展了几百年,都是处于不对称信息的情况之下,但信息不对称理论的推出却只是近几十年的事情。当人们没有发现信息不对称理论的时候,比如亚当·斯密的时代,理论界并没有注意到市场的这一先天缺陷,斯密甚至对“看不见的手”推崇备至,自由的市场经济理论学者都宣扬市场的自由调节,反对对市场的干预。

今天,信息经济学逐渐成为新的市场经济理论的主流,人们打破了自由市场在完全信息情况下的假设,才终于发现信息不对称的严重性。

(一) 信息不对称和信息分配

1. 信息不对称

信息不对称理论是由三位美国经济学家——约瑟夫·斯蒂格利茨、乔治·阿克洛夫和迈克尔·斯彭斯于20世纪末提出的。该理论认为:市场中卖方比买方更了解有关商品的

