



复旦博学·微观金融学系列

SECURITIES ANALYSIS

PERSPECTIVES FROM FINANCIAL STATEMENTS
AND MARKET ACTIVITIES

证券投资分析 (第二版)

——来自报表和市场行为的见解

邵宇 秦培景 主编



 復旦大學 出版社



复旦博学·微观金融学系列

SECURITIES ANALYSIS

PERSPECTIVES FROM FINANCIAL STATEMENTS
AND MARKET ACTIVITIES

证券投资分析 (第二版)

——来自报表和市场行为的见解

邵宇 秦培景 主编

 復旦大學 出版社

图书在版编目(CIP)数据

证券投资分析——来自报表和市场行为的见解/邵宇,秦培景主编. —2版. —上海: 复旦大学出版社, 2019. 11

(复旦博学·微观金融学系列)

ISBN 978-7-309-14343-0

I. ①证… II. ①邵…②秦… III. ①证券投资-投资分析 IV. ①F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2019)第091390号

证券投资分析——来自报表和市场行为的见解

邵宇 秦培景 主编

责任编辑/岑品杰 李 荃

复旦大学出版社有限公司出版发行

上海市国权路579号 邮编:200433

网址:fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com

门市零售:86-21-65642857 团体订购:86-21-65118853

外埠邮购:86-21-65109143

杭州日报报业集团盛元印务有限公司

开本787×1092 1/16 印张28 字数630千

2019年11月第2版第1次印刷

ISBN 978-7-309-14343-0/F·2572

定价:58.00元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社有限公司发行部调换。

版权所有 侵权必究

前 言

每天,全球各地的证券市场都有数百万上千万的证券进行交易。买卖这些证券的投资者都在反复问自己:我的交易价格合理吗?这些证券的实际价值是多少?如果拿这些问题向九个人请教,他们可以给出你九个五花八门的答案。在新闻媒体中,证券评论家们通过报纸、电视财经频道和网络通信平台谈论着他们关于证券价格的不同观点。投资者向投资顾问咨询,但投资顾问给他们提供的是需要筛选的大量信息和建议。投资者会听到有人宣称某些证券价格被高估了;某些证券价格被低估了,甚至会听到证券市场会赶时髦,会有羊群效应,甚至会发疯的理论;还会听到证券市场有“投机热”(Speculation Mania)和“非理性繁荣”(Irrational Exuberance)这些十分奇特的症状。据说,这些情形能拉动证券价格偏离合理价位。那么,如何才能透过这些纷纷扰扰的市场现象来进行合理的投资,做出明智的投资决策呢?本书试图系统地提供对于这个问题的答案。

学习指南

学习本书的最好方法是把自己看作从事投资行业的职业人士,如证券公司的投资分析师或大型企业的财务总监,尝试从冷静和清醒的职业角度去设定投资分析的目标和合理地提出自己关心的问题。如果你从一个企业外部分析师的角度进行思考,就会问自己:我如何才能为我的用户提供一项优秀和经得起时间考验的证券定价技术?我如何才能写出可信的投资研究报告?如果你从一个企业内部分析师的角度进行思考,就会问自己:我如何才能写出企业的战略报告或投资评估报告?这不仅会使你的学习更加集中、更加有针对性,而且这种有针对性的思考会使你对本书和你自己提出很多要求,从而有助于你掌握本书提供的众多的证券分析技术的核心部分。

一项好的技术由三个部分组成:好的思想、好的应用,以及在成本和收益之间的一个好的平衡。本书提供了清晰的概念,并一步一步地从概念出发建立起实际应用技术。利用本书的知识去建立你对企业经营活动的思维和适用于它们的定价模型。许多分析都能通过电子数据表格进行。当你在进行自己的分析时,也可以建立这种电子数据表格,这种分析方法可以在你的职业生涯中一直使用。而且使用本书会使你认识到成本收益平衡的意义。什么时候值得写得更详细?忽略一些会损失什么?你会主动采用性价比比较高的分析技术。

特点和创新

本书的鲜明特色和创新就体现在广泛吸收现代金融理论研究的最新成果以及大量新分析技术的应用上,它们有希望在一段教学实践和实际操练后成为主流证券投资分析行业的新基准(Benchmark),这主要体现在:

- 采用新兴的价值模型和工具,如剩余收益模型(RIM)和经济增加值方法(EVA)等,并通过比较阐发它们的相应适用范围,以反映价值模型研究的发展趋势和最新动态;
- 提供强化的宏观分析和行业分析框架,为价值评估、公司分析以及技术分析提供层次清晰和重点明确的基本面信息支撑;
- 提供全新的财务报表分析框架,以公司的经营活动为主要线索对传统报表进行重构并加以细化,以获得对于企业运作和价值增值过程更深入的透视和理解;
- 详尽解剖财务报表预测技术,全面覆盖简单预测和完全信息预测,在经过优化的一体化分析框架内纳入影响商业和企业经营的关键性驱动因素,尽可能客观地描绘企业的未来发展轨迹和趋势;
- 在技术分析中加入行为金融学(Behavior Finance)的最新成果,突破现有框架的纯粹经验面貌,在透析市场行为本质特征的基础上掌握各种基于经验的主要技术分析方法;
- 结合教学实践经验,全程进行案例分析,自始至终采用国内外著名上市公司的全部相关真实数据和相关材料,以提供对实践环境的全方位仿真模拟。

结构安排

在导论中,我们探讨证券投资分析的步骤、方法和逻辑。作为整个分析过程的引导,它的主要目的在于描述证券投资分析的一般过程,提供可供选择的方法集合,并设定分析思维逻辑的合理基础。本书的其余内容分为四个部分。

第一部分(第一、二章)是证券投资基础知识。这部分提供对于投资环境和证券类金融产品的介绍。因为证券投资是在具体的投资环境下进行的,因此投资环境是任何一项投资计划开始前所必须熟悉的内容,而不同的投资环境以及环境中的规则和内部关系的变化都将引起投资和投资分析方法的调整。所以,深入了解投资环境有助于投资过程的计划、实施和调整。这部分主要是对于一级市场(第一章)和二级市场(第二章)的介绍,提供对证券特性及它们的生产过程和交易市场特征的描述。

第二部分(第三章至第六章)是价值模型分析。这一部分用来建立对股票、公司和公司战略进行评估的适用定价模型体系。价值模型的作用在于教会读者如何把对未来的收入预测转化为企业及企业策略的价值评估。这是比较具有技术性的章节,从最基础的单利、复利、内部收益率和净现值等的金融计算,到收入资本化方法以及它在给债券类产品定价中的运用(第三章);再到收入资本化方法,即绝对价值模型具体在股票价值评估中的应用,以及更为先进的基于财务数据的FCFF、EVA、FO等价值模型和价值工具(第四章);也对较为简单的相对价值模型作为竞争性的技术加以描述(第五章);也涉及现代金融理论提供的投资组合理论和资产定价模型等数理型定价工具(第六章)。此外,为了加强对这些可替代方法适用范围的鉴定能力,我们还同时检验了这些可替代方法对不同类型投资的每个模型的效果,以使读者能有一个进行实际分析的构架。

第三部分(第七章至第十一章)介绍基础分析。首先是宏观分析(第七章),这部分以宏观经济指标体系为核心,介绍了宏观经济形势和宏观经济政策的基本分析方法,并把重点放在宏观经济环境对证券市场的影响,及其在股票市场整体走势的预测的应用上。其次是行业分析部分(第八章),这部分提供了一个紧密的行业分析的框架结构,这一结



构围绕着行业同经济景气的联系、行业自身的发展规律和行业内部的竞争结构这三个核心问题展开。在这两部分的最后都专门拿出一节进行案例分析,以加强读者对文中介绍的基本分析方法的认知程度。第三是整个基础分析的核心微观企业层次的分析,具体包括基本素质分析(第九章)、财务报表分析(第十章)以及财务预测(第十一章)。基本素质分析探讨了如何利用各种可得信息对企业的竞争优势、经营能力、发展战略、资本运营等方面做出定性分析和评价,读者还将了解一些进行实际基础分析的有用工具。财务报表分析是下面财务预测章节的准备,涉及对核心报表的介绍、优化传统报表框架以及众多财务指标的计算,读者将学会如何通过报表来了解“数字背后的故事”,并对公司的盈利能力和成长性做出判断。企业和其股票的价值取决于其产生的损益对投资者的价值,因此,财务预测分析(第十一章)这一部分将告诉读者如何利用由财务报表分析得出的信息来预测损益(收入和支出),主要讨论在简单的运营条件下未来企业业绩和现金流的预测技术,也在更为复杂的投资和融资决策下,讨论对这些现金流的预测。在每一章的最后一节,我们都将以国内上市公司为案例来展示文中介绍的分析方法。

第四部分是技术分析(第十二章至第十四章)。市场价格的行为远比内在价值的评估更为丰富,它在本质上是市场参与者心理的集中反映,因此常常会显示出非理性的特征。这一部分从心理和行为的角度出发,向读者展示市场行为的内在特征,并进一步将技术分析这一传统上主要基于经验的投资分析方法构建在市场行为的内在特征之上(第十二章),围绕价格趋势这一技术分析的核心,通过图形(第十三章)和指标(第十四章)将技术分析的概貌展示在读者面前。

这种结构安排实际上依据的是证券投资分析的基本步骤。更重要的是,这一流程框架会保证整个分析是可信的。该框架将从基本原理开始逐块搭建,以便读者清楚地看到分析是从哪里开始,直到本书结尾,读者就会有一个对证券分析原理的明确了解,就会感觉自己已经掌握了这些步骤,能够有信心做出投资决策,并可以区分来自其他分析师的好的或者坏的分析。

如何使用本书

1. 知识背景

要理解本书的内容,需要掌握基本的财务会计和金融知识。但实际上由于我们的课程基本上是自完善的,也就是说,它提供了包括金融学和财务学的基础知识要点的介绍或者回顾,因此高级财务会计、投资学以及公司财务等知识虽有帮助但并不要求。事实上,在阅读本书之后,你会感到自己有主动学习这些知识的渴望。

2. 课程设计

每一章都以本章学习目标开始,介绍了在本章中读者应该理解的一系列要点,以及在读完这一章后,你应该能完成的一系列分析任务。正文覆盖全部证券投资分析所涉及的基础知识和相关技术的实际运用。

3. 知识框文(来自网络支持)

相关知识和热点框文,提供了在实践和理论上的热点讨论和应用案例,使读者会觉得有必要深入相关问题的开放式窗口。学习进程中放松地阅读一下它们,会给读者带来更多的感悟和学习的兴趣。

4. 案例分析(来自网络支持)

每章后的小型案例是该章知识的综合应用,均采用现实中的公司案例,并根据章节内容,在不同章节有不同的着眼点。为了有助于读者查看同一公司的不同材料,这些案例会标以易于确认的与实际的联系。同时它们还有一个重要作用就是提供分析报告的模块蓝本给读者作参照。

5. 关键概念和小结

好的分析来源于好的理解,好的理解则由概念构架得来,它帮助学习者组织自己的思想。在每章结尾都归纳了这一章介绍的重要概念,并扼要评述本章学习要点。

6. 网络支持

本书中的内容在支持网站(<http://m.lnxianghui.com/3000000109/home.html>,微信号为 TheGildedAge)上有更多详细的解释,它们使得本书知识更加完整。该网站将提供企业的真实财务报表和许多其他信息资源,也提供大量辅助的案例分析报告和不同层次的投资分析报告。该网站还提供了对信息、分析的基本原材料和金融媒介网站的大量链接,并且指引读者在互联网上获得更多的资源。学生读者还能借助它筛选和分析股票,建立自己的定价模型和分析工具。事实上,你可以把它作为投资分析基地,甚至借此进入自己的投资生涯。同时它也为教师读者提供了丰富的教学资源,例如 PowerPoint 幻灯片、投资分析的实用应用程序以及测试用的题库和评价标准。

7. 阅读指南(来自网络支持)

在适当的地方,我们会给出进一步深入研究的提示,对于那些要求严格的研究者,文献索引提供了更为专业和详尽的阅读指南。

8. 习题(来自网络支持)

我们为每一章都配了一些概念问题和应用性质的练习,放于支持网站上。它们以巩固读者的学习努力为设计特色,对它们的思考会在相当程度上增强读者的理解。每一道题都涉及一个知识点。概念问题是巩固对该章的理解,练习则更多地选取现实公司的事例,并突出本章中特定的论点。当你对这些方法运用纯熟时,你就会明白这些分析是如何进入你的生活的。

感谢

本书是我们在多年的教学实践和投资行业中历练的心得积累,这样一本教材是团队协作的成果。参与编写的有秦培景、姚晨曦、张波、张稷,这是一个自身学习、共同成长、团队协作和有所收获的过程。教学相长,本书框架的形成、素材的积累以至内容的改进和优化,都来自学生们的反馈和激励。本书的现代化行文也是这种活力的体现,因此首先要感谢的就是秦培景、姚晨曦、张波、张稷、刁羽、姚秦、董昕皓、何晓宏、朱敏、方一达、杨志伟、李郑青、孙雯、尹绣凤、李瑾。他们中的多数将要成为或已经成为了这个行业中的一员。

同时也感谢复旦大学国际金融系的同事们——刘红忠、攀登、宋军和张宗新等提供的启发性建议和意见,特别是刘红忠教授提出的编写一套复旦自己的微观金融本科教材的构想成为这本书最初的源起。也感谢从业的朋友——刘峻、金晓斌、潘立彬、张锋、陈波、陈俊豪、郑木清、王广学、张柱、辛强,同他们的广泛交流和深入探讨使我们受益匪浅。最后,特别感谢复旦大学出版社徐惠平和李荃两位老师为本书出版所提供的支持和付出的辛劳。

目 录

导论 证券投资分析的步骤、方法和逻辑	1
第一节 投资过程和步骤	1
第二节 证券投资分析的意义	5
第三节 证券投资分析的流程	7
第四节 证券投资分析的方法和内容	11
第五节 证券投资分析的逻辑	17

第一部分 证券投资基础

第一章 证券发行：一级市场	27
第一节 产品与工具	27
第二节 证券的发行与承销	39
第二章 证券交易：二级市场	51
第一节 交易场所	51
第二节 市场信息：价格和数量	54
第三节 价格指数	60
第四节 交易流程	67

第二部分 价值模型

第三章 金融计算基础及债券价值分析	79
第一节 金融计算基础	79
第二节 债券价值分析	90
第四章 绝对价值模型	106
第一节 股利贴现模型	107
第二节 自由现金流模型	116
第三节 剩余收益模型	126
第四节 新型价值模型	131

第五章 相对价值模型	137
第一节 市盈率模型	138
第二节 市净率模型	146
第三节 销售倍数模型	149
第四节 现金流倍数模型	151
第五节 其他相对价值模型	152
第六章 现代价值模型	155
第一节 收益和风险的衡量	155
第二节 均值方差分析	165
第三节 资本资产定价模型	172
第四节 套利定价理论	185
第三部分 基础分析	
第七章 宏观经济分析	195
第一节 宏观经济分析概述	195
第二节 宏观经济周期与股票市场	202
第三节 宏观经济政策分析	206
第八章 行业分析	212
第一节 行业的定义及分类	212
第二节 行业发展过程	216
第三节 宏观经济环境与行业发展	221
第四节 行业结构与行业竞争	224
第九章 公司基本素质分析	228
第一节 竞争地位分析	228
第二节 经营能力分析	233
第三节 公司战略分析	235
第十章 财务报表分析	244
第一节 财务报表基础	245
第二节 财务报表分析	258
第三节 比率分析	272
第四节 盈利性和成长性分析	288
第十一章 财务预测	300
第一节 简化定价模型	301

第二节	简单预测	309
第三节	完全预测准备：商业信息转换为会计计量	318
第四节	完全信息预测	327

第四部分 技术分析

第十二章	技术分析理论	337
第一节	市场行为的特征	338
第二节	技术分析概述	347
第三节	技术分析理论	351
第十三章	技术图形分析	372
第一节	技术图形基础	372
第二节	线形分析	378
第三节	价格形态	386
第十四章	技术指标分析	400
第一节	确认性指标	401
第二节	动能指标	410
第三节	市场结构指标	425
参考文献	434

导 论 证券投资分析的步骤、方法和逻辑



学习目标

- ◆ 了解理性投资过程应该包含的步骤,以及每一步骤具体涉及的操作内容;
- ◆ 评论证券投资分析的意义和分析师在证券投资分析中的作用;
- ◆ 了解证券投资分析的操作步骤以及每一步骤所需开展的具体工作;
- ◆ 了解一个有效研究报告的内容和格式,以及分析师在传达分析结果中的责任;
- ◆ 了解证券投资分析所采用的主要方法和内容及其理论基础;
- ◆ 讨论在传统及现代市场效率背景下积极投资策略的用途;
- ◆ 理解并掌握应用证券投资分析的内在逻辑。

生活在现代社会,投资(Investment)几乎是每个人经济生活的必然构成部分。投资是一种以牺牲或者推迟当前消费来换得未来更高消费水平的一种资源跨期配置(Intertemporal Allocation)形式。具体而言,投资可以有各种实现形式,例如,对于个人来说,把钱存银行就是一种最简单的投资,而熟练的投资者可能会尝试艺术品、不动产(Real Estate)等类型的投资,甚至可以投资于自身的人力资源(Human Resources)。但毫无疑问,在众多的备选投资类型中,最为常见的还是在金融市场上对有价值证券(Securities)的投资了。

所谓证券投资,就是指投资者购买股票、债券、基金单位等有价值证券以及(或者)这些有价值证券的衍生品(如期货、期权等)以获取红利、利息及资本增值的投资行为和投资过程。它是直接投资(Direct Investment)的重要形式。

第一节 投资过程和步骤

对于投资者来说,取得一定的投资回报是他们最直接的目标,但自然环境和经济体系中的风险(Risk)使得这种回报存在不确定性(Uncertainty)。因此,合理的投资决策都会在未来的收益和风险之间寻找某种平衡。

为了获得既定的投资效果,就需要科学的投资过程和投资技术。投资过程包含了三个关键环节——计划(Planning)、实施(Execution)和反馈(Feedback)。每个环节又具有具

体的步骤划分。

一、计划

在计划环节,投资者要分辨投资目标(Investment Objectives)和约束条件(Constraints)(对投资活动的内外限制),换句话说,投资者必须学会同时面对个人主观偏好和市场实际约束两方面的考虑。相应地,计划环节也就包括三个更具体的步骤。

1. 确定投资目标

作为投资过程的第一阶段,确定投资目标将在主观方面确定投资的路径和投资的风格。每个人在生存的每个阶段都会有不同的投资目标,一个刚刚进入职业生涯的大学毕业生的和依靠固定退休金生活的老年人的投资目标肯定是不同的。

让我们考虑以下这个具体的例子:简·瑞安博士(Dr. Jane Ryan)——女性,30岁;未婚、没有孩子;心理学家、大学教授;位于最高税收类别;拥有价值1 200 000元的住宅,每个月偿还3 000元的住房抵押贷款;金融资产包括国家的个人退休账户计划(IRA)和大学的养老保险计划、股票和短期大额存单。如何确定这样一个投资者的特定投资目标呢?它至少可以包括以下要素。

- 回报要求(Return Requirements):投资者目前的职业不需要每年有额外的可支配收入,寻求长期的资本增值。

- 风险承担(Risk Tolerance):由于比较年轻,投资者愿意承担高于平均水平的证券资产组合风险。她清楚地认识到投资于债券和股票所包含的风险。

- 流动性要求(Liquidity Requirements):投资者目前职业和收入水平不需要来自证券投资的额外的流动性支持。即便有什么紧急情况发生,她在短期大额存单上的大量投资也能够提供足够保障。

- 税收(Taxes):由于较高的收入水平,投资者位于一个高的税收等级中,希望通过投资工具使得税收最小化。

- 投资期界(Time Horizon):寻求长期的投资策略,这个策略能够使得她在退休以后保持现有的生活水平。

可以看到任何投资者的投资目标都是多维度的。要组织和澄清投资目标,我们会综合评估投资者的各种行为偏好。在这个评估过程中风险和收益这两个因素显得非常重要,如果把它们理解成两种商品,可以设想我们最终会在收益/风险的两维空间中找到属于特定投资者个人的无差异曲线(Indifference Curve)。

2. 进行证券分析

证券分析是指人们通过各种专业的分析方法,对影响投资对象价值或价格的各种信息进行综合分析,以判断投资对象价值或价格及其变动的行为,是投资过程中不可或缺的一个重要环节。这也正是本书的主题。它的核心是对资产价值的分析,反映到证券投资中就是证券价值的分析,即对具体的可供选择的投资产品进行精确地价值计算,从而为投资品的选择奠定了基础。本质上说,就是在客观方面确定可供选择的投资对象在收益/风险空间中的实际位置。

证券价值的分析主要包括债券价值分析、股票价值分析以及衍生证券价值分析。从原理上看,证券价值分析方法与投资收益分析方法,都以预期收益的折现为基础进行分

析。在时间价值分析方法中,证券价值分析的关键是确定预期收益和折现率。在本质上,证券价值的分析是一种预测行为,并且是用对未来现金流的预测来分析资产的未来价值,这种价值分析的预测行为通过指导交易反映到市场供求上,就形成了证券的价格。在有关证券价值分析的各种理论中,一直存在着关于价格的可预测性以及可预测性的时间属性等的争论。尽管如此,对于具体的投资实践来说,我们仍然需要进行与投资目标和投资策略相匹配的证券投资价值分析。

3. 确定投资策略

在主观偏好和客观约束两方面结合的基础上,计划环节接下来的重要任务就是确定投资策略(Investment Strategy),并对它进行具体的描述。应当说,投资策略的选择与市场的属性、投资者具备的条件以及其他投资者状况密切关联,只有在理解这三个条件的基础上,才能做出最优的投资策略选择。

在这里我们仅仅强调第一个条件,即对市场属性的理解。人们对市场的认识是有差别的。在不同的市场认识理论中,最优的投资策略是不一样的。这里的关键是投资者对市场效率的判断。根据投资者对有效市场假设的认同情况,可以把投资策略分成主动(Active)和被动(Passive)两大类型——有效市场理论认为,从长久来看,投资者不可能击败市场,其隐含的投资策略是被动投资策略;然而,当市场并非有效时,价格行为就具有某种可预测性,那么就on应该选择主动投资策略。

在上面的例子中,可以推荐给简·瑞安博士的基本是积极的投资策略——使用多样化的资产组合。就她的年龄、收入水平和风险承受力来说,该组合的风格应当是比较激进的。

- 建议在投资组合中,股票约占90%,剩余的10%为债券。

- 在股票的组合中,15%将被安排在投资于国际性中小型股票的共同基金(Mutual Fund)上,而固定收益资产所占的10%也将持有共同基金。这主要是考虑到个人很难充分地分散投资,而使用共同基金有利于投资者。固定收益基金也是一个更好的选择,因为它能被积极管理,并可以有效地应对利率变动及市场风险。

- 至于组合的部门配置策略,最好将其集中在标准普尔500指数中有最佳增长潜力的特定部门上。选择的重点将放在科技、保健和电信部门,而较少持有能源、消费品及金融部门数量的股票。

- 之所以将重点放在科技、保健和电信部门,是预期这些部门的表现将超出其他部门。药品行业和生物技术行业对保健品的需求呈上升态势,这是由于美国婴儿潮一代的需求造成的。当人口最多的婴儿潮一代步入五六十岁时,他们对药品及更多复杂医疗品的需求相应上升。这种需求伴随着保健品市场的发展,使得保健行业非常有吸引力。因此,建议选择将资金投入以下具体三个行业——药品(如Amgen)、生物技术(如Medtronic)和护理用品(如Bristol Meyers Squibb)。科技部门显示出超过平均增长的潜力。一项技术的周期是2—3年。由于近期经济衰退,许多公司推迟了对其系统的升级。然而许多公司系统都有升级的需要,因为他们正面临着系统无法改进以适应需求的问题。计算机、服务器和打印机都有这种需要。在科技部门里,建议选择硬件行业以及科技服务类企业(如First Data)。电信部门也可以作为投资的重点。因为个人及企业在无线及有线通信上的需求,这个部门的公司将会有所发展;

■ 其他诸如金融、消费品及能源等部门潜在的发展可能不如以上几个部门。投资这些部门的作用在于使资产组合更多样化。

二、实施

投资者在获得投资策略后,就要着手实施。在实施环节中,投资者将投资策略和预期结合起来构建投资组合(Portfolio Selection/Composition Decision),所谓投资组合就是选择产品和确定每种产品的投资数量。当然,把握投资组合的时机(Market Timing)和节奏也很重要。

构建投资组合之前,首先需要进行投资组合的价值分析。与计划环节中的第二步骤证券分析不同的是,因为组合中各种资产在收益和风险方面的不同相关性,使得投资组合的价值有别于各种资产价值的简单加总。所以,有必要对各种资产的相关性进行分析,并在此基础上以实现最大组合价值为目标进行投资组合构建。

投资组合的理论和实践一直处于一种发展状态,并指导着不同阶段的投资实践。在理论发展脉络中,经典的投资组合理论主要包括:托宾的资产组合理论、马柯维茨的证券组合理论、资本资产定价模型和套利定价模型。

三、反馈

随着投资组合的实施,对投资策略效果的评估和再调节就十分必要了,因此在反馈环节实际上也包含两方面的内容,一方面是修正投资组合,即监控和重新平衡组合头寸,另一方面则是评估投资目标的实现情况,即投资组合的绩效。

1. 修正投资组合

投资组合的修正作为投资过程的第五个步骤,实际上就是定期重温前四个步骤。随着时间的推移,一方面,投资者在主观方面会改变投资目标,从而使当前持有的证券投资组合不再成为最优组合,为此需要卖掉现有组合中的一些证券和购买一些新的证券以形成新的组合。而另一方面,有些证券的收益/风险形态客观上发生了变化,一些原来不具吸引力的证券现在变得有吸引力了,而另一些原来有吸引力的证券则变得没吸引力了,这样投资者就会想在原来组合的基础上加入一些新的证券和减去一些旧的证券。这一决策主要取决于交易的成本和修正组合后投资业绩前景改善幅度的大小。

2. 评估投资组合的绩效

为了检验投资的业绩是否与预期的投资目标相吻合,有必要进行投资绩效评价。从时间上看,绩效评价可以分为过程评价和事后评价两种。过程评价是一种阶段性评价,为投资过程的动态调整提供了必要的信息。事后评价是一种检验性和总结性评价,为以后的投资提供了必需的经验性信息。事实上两种绩效评价在投资过程中是交替进行的。

绩效评价最重要的作用是为投资者的投资组合调整提供指导。在现代投资实践中,由于品种繁多、市场复杂且专业分工细密,绝大多数投资是由职业投资经理通过委托-代理关系代表投资者进行的。如何评价职业投资者的职业经验和投资业绩,不仅成为投资者选择投资代理的必要参考信息,也是约束和激励职业投资者的重要手段。所以,绩效评价为投资过程的良性循环提供必要的检验和支持。

投资组合的业绩评价着重讨论组合业绩评价基准的选择,以及如何通过跟踪投资收

益与评价基准之间的误差来分析导致这些误差的原因,并总结经验为下一阶段的投资过程提供指导。现代的业绩评估方法可以比较准确地甄别出投资业绩的获得是通过对市场时机的捕捉,还是对产品的正确选择,或是纯粹碰运气。

在评价投资绩效的同时,投资者对投资组合的风险评价也很关注。风险评价着重考察组合风险管理中的事后评价,为市场风险管理、信用风险管理、流动性风险管理和操作风险管理提供反馈性信息。有关投资风险的测算与控制的指标和方法较多,大体可以分为两类:一是基于公司财务状况的风险预警与控制,主要通过财务风险分析来预测与控制风险。用财务风险分析方法来测算和控制风险,主要是由于财务指标或比率之间存在一定的关系。通过横向比较、纵向比较等多种财务分析方法进行比较分析和综合评价,构建出财务风险过滤与预警,进而为投资者提供分析上市公司的财务状况,判断企业报表的质量和有无恶化情况,发现和揭示风险的便利途径。它可以帮助投资者迅速便利地深入上市公司进行追踪调查,从而揭示和发现风险。二是基于投资组合的数量化方法,现代技术尝试在一个统一的框架中给出对金融风险的测度指标。这主要体现在风险价值(Value at Risk, VaR)的应用上。VaR是一个绝对指标,它可以直观地测算出某一投资组合(可以是某一证券)在一定置信水平下和一定持有期内的最大潜在损失。

当绩效评价完成后,一个完整的投资过程就结束了。需要强调的是,在投资实践中,投资过程六个步骤的工作并不是机械地进行的,而是应该根据投资实践的动态变化而不断做出适应性调整。上述六个步骤之间的关系是一种动态反馈—调整的关系,而投资过程就在这种反馈调整循环中不断进行着。

第二节 证券投资分析的意义

毫无疑问,作为投资过程在客观方面努力的主要部分,证券投资分析是证券投资过程的一个核心环节。科学的证券投资分析是投资者获得投资成功的关键,它的重要意义主要体现在以下三个方面。

一、有利于提高投资决策的科学性

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。尽管不同投资者投资的方法可能不同,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作用,每一种证券的风险—收益特性并不是一成不变的。此外,由于证券一般具有流通性,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,从而尽可能保证投资决策的正确性,以使投资获得成功。进行证券投资分析正是使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、有利于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的影响,并随着这些因素的变化而发生相应的变化。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,受宏观经济、行业形势和公司经营管理等多方面因素的影响。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,投资该证券才是有的放矢,否则可能会导致投资失败。而证券投资分析正是通过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,因此它有利于投资者正确评估证券的投资价值。

三、有利于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。从总体来说,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;预期水平越低,投资者所要承担的风险也就越小。然而,每一证券都有自己的风险-收益特性,而这种特性又会随着各相关因素的变化而变化。因此,对于某些具体的证券而言,由于判断失误,投资者在承担较高的风险的同时却未必能获得较高收益。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,就可以较为准确地确定哪些证券风险较大、哪些证券风险较小,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。

这种意义重大的分析工作由谁来开展呢?投资分析的主体就是证券分析师(Security Analyst)^①。正如有两种类型的索取权(股权和债权)一样,也有两种主要类型的证券分析师。

一是信用分析师,例如在标准普尔公司(Standard Poor's Corporation)和穆迪公司(Moody's Investor Service)这类债券评级机构的分析师,或者银行信贷人员,他们评估风险,从而评估商业债务的价值。

二是权益分析师。权益分析师在众多组织和职位上工作——在投资管理公司,信托公司和银行信托部门以及类似的机构里,分析师会将投资分析判断报告给资产组合经理或投资委员会^②。

在经纪行里,分析师的投资研究报告被广泛传递给当前和将来的零售或机构经纪人客户。分析师的职责重大,他们在搜集、组织、分析和传递公司信息,以及根据良好分析推荐适当投资行动上都发挥了关键的作用。他们的工作包括以下几方面。

■ 推荐选择股票。分析师必须解决每个普通股票的相同问题——这支股票我的客

① 他们实际是外部分析师,还有一种内部分析师。在公司里,职业经理把公司筹集的资金投资于经营性资产。经营性投资始于一个想法或战略。这些战略可能包括开发新的产品、开辟新的市场、采用新的生产技术和进入一个全新的行业。战略可能要求收购其他公司或与其他公司合并。为了评估他们的战略,职业经理像外部投资者一样,也需要分析他们的想法可能创造的价值。这类价值评估称为战略分析。这时他们就是内部分析师。

② 这类分析师为买方分析师(Buy-side Analysts)。与在经纪行里工作的卖方分析师(Sell-side Analysts)形成对比。经纪行向诸如管理公司的机构提供服务,解释这些术语。经纪行(Brokerage)是为买家和卖家充当代理人的公司,通常收取佣金作为回报。

户是应该买,还是应该卖,或是继续持有呢?权益分析师试图根据市场价格和真实价值,将股票区分为平价、高估或低估。

■ 推断市场预期。市场价格反映了投资者对企业未来前景的预期。分析师可能会问,对于企业未来表现怎样的预期才能与当前企业股票的市场价格一致呢?

■ 评价企业重大事件。合并(Mergers)、收购(Acquisitions)、资产剥离(Divestitures)、分拆(Spin-Off)、管理层收购(MBOs)和融资资本结构调整(Leveraged Recapitalizations)等事件都会影响企业的未来现金流以及权益的价值。在兼并与收购中,企业自己的普通股通常用作收购的货币支付,然后投资者想知道股票是否被公允地估价。而合并的各方会要求从分析师那里寻求一个合理的意见。

当他们将这些工作做好时,他们使客户做出更好的买卖决定,从而帮助客户实现投资目标;通过提供引导出充足信息的买卖决定的分析,分析师使资产价格更好地反映潜在价值。当资产价格准确地反映出潜在价值时,资金能更容易地流向最有用的地方,从而促进资本市场的有效运行;通过监督企业管理层表现,能使包括股票所有者的资金提供方获益;还可以通过监控经理人来阻止他们利用公司资源去追求自身的利益^①。

证券投资分析的能力需要很高程度的训练、经验和纪律。分析师的专业技能很重要,这不仅体现在包括基于细致企业分析的证券选择的投资技术上,也体现在高度的定量投资技术上——定量分析师致力于发展、检测和更新证券选择方法。此外,职业分析人士需要对公众、客户、雇主、雇员和下属都有信任和道德行为标准。从作为职业人士而不是商业交易者来组织投资分析的一开始,一个基本的原则就是分析师必须使他自己对其能力的标准和行为的标准负责。这些法律和标准引导分析师进行独立和深入的分析^②。

第三节 证券投资分析的流程

那么分析师是如何开展证券分析工作的呢?这就要把证券分析从整个投资过程中独立出来,并划分为更具体的操作步骤。合理地确定进行证券投资分析的各个步骤,并科学地安排每一个阶段的各项工作,对提高证券分析的效率,形成正确的分析结论都有着十分重要的意义。一般来说,在操作层次上,比较合理的证券分析应该由以下四个步骤构成。

一、信息资料的收集与整理

作为证券投资分析的起点,这个阶段的主要工作包括以下三方面。

(1) 证券投资分析信息资料的收集。分析师通过订阅各种书报资料和研究出版物、参加各种会议、进行计算机联网查询、跟踪交易所实时行情、购买和阅读各种电子出版物以及实地访查等方式获取有关证券投资方面的信息资料。一般来说,不论是通过公开渠道或是商业渠道获得,进行证券投资分析的信息主要来自于以下三个方面:① 历史资

① 参看 Jensen 和 Meckling (1976) 寻找对股东-经理冲突成本的经典分析。

② 参见中国证监会颁布的从业人员职业道德规范,和 AIMR 的从业道德准则(Code of Ethics)和职业标准(Standards of Professional Conduct)。