

# 市场理性与理性投资

## —— 代序

“吃不穷、穿不穷，算计不到就受穷”，虽然贵为前王妃、戴安娜也要为她的后半生早做打算。英国前王妃戴安娜在离婚时得到 2250 万美元的赡养费，美国《纽约时报》在旧金山请了两位颇有名气的投资顾问艾里奥特和科齐思，为这位贵妃出主意。<sup>①</sup>

有那么多钱还愁没钱花？我们先看一下下面这笔帐：时年 36 岁的戴安娜大约还有 50 年的寿命，而英国的通胀率大约维持在 3% 的水平。就是说，如果戴安娜将这笔钱压在床底，那么在她 85 岁时，这笔钱就只值 500 万美元了；如果她仍以每年 120 万美元的惯例花钱，到 50 岁时，她将一文无存。可见，金钱的保值与增值是多么重要。而选择合适的投资品，是保持金钱购买力和增值力的唯一方法。艾里奥特建议戴安娜用 32% 的钱去购买政府债券；46% 的钱购买一般股票，其中一半投资于英国股市，而另一半投资于外国股市。艾里奥特还建议，用 13% 的钱投资于高投资回报的私

<sup>①</sup> 不幸的是：本书还未定稿，戴安娜在巴黎为摆脱记者追踪，遇车祸死亡。

人公司，还要用 200 万美元去买房子。

在中国，投资，是国家、企业和个人面临的共同课题。

国家财政吃紧，可以找银行借钱，也可以发行各种国债，还可以到国际金融市场上融资，无论采取哪一种弥补财政赤字的方式，国家都必须首先懂得各种融资方式的优劣及其适应的环境。从这个角度看是融资工具，而换一个角度看就是投资工具。

企业经营，前几年我认为关键是融资，“融资比投资更重要”，现在看来并不这么简单。企业的理财，重要的是投资，投资中致命的问题还是效益。企业作为微观经济主体，没有效益肯定不行。国有企业效益不好，国家、企业职工个人日子都不好过。企业要懂得投资，也要掌握融资的技巧，而居民的投资品，往往就是企业的资金来源。所以，企业要知道各种投资品的优劣。传统体制下的企业都是重视企业的规模、产值，而忽视效益，投资利益的约束机制没有建立起来，投资“饥渴症”长期存在，但投资效益没人负责，所以投资效益很差，与其说国有企业的问题是劳动生产率问题，不如说是投资的生产率问题。现在，经济市场化，投资“饥渴症”不能得逞，企业必须在金融市场找出路。

改革开放以来，国民收入结构发生了很大的变化，个人投资已经成为广大居民的需求，投资市场的发育，居民可支配收入的提高，使这种可能性的需求变为现实。

经济发展了，中国人的腰包渐渐鼓起来。正当的财富不再受到非议，追求财富的最大限度增值，正在成为人们追求的目标。与此同时，银行已经不是钞票的唯一去处，社会为人们提供了越来越多的投资品和投资机会，股票、债券、期

货、房地产、黄金、古董、邮票……，现在的问题是如何作出正确选择。面对如此林林总总的投资品，你该选择哪一种？你适合哪一种？中国的通胀率绝对不是英国 3% 的水平，即使你有了一点钱，难道你就忍受由它去“洗礼”吗？

在中国，投资不仅是男人的事情，也是女人的事情。

越来越多的女性这样说：“亲爱的，我不需要你的钱”。女人们说：如果那是你挣的，你就有权说如何使用它。过去，无论男女都认为，一个女人如果在挣钱上过于精明，就说她缺乏女人味。但如今，“时代不同了，男女都一样”。女性的投资正在增加，并且取得了很好的成绩。

美国的著名财经杂志《金钱》（Money）最近以 25 页的篇幅刊登了一组特别报道，探讨了美国妇女个人投资活动的各个层面。他们得到的三个结论是：1. 学习投资技巧并且控制个人财务的女性越来越多；2. 女性投资比以前更加果断；3. 女性投资者正在做出和男性一样好的成绩——有时甚至更好。

中国的女性在社会经济生活中的地位在世界上已经出于超前的水平。很多家庭中女性，特别是受过高等教育的女性，其收入甚至比男性高。女性自主财力的增强使女性成为投资市场上的主角。前不久我的一批学生中，拿几十万资金在证券市场上游戏的全是女性。

在中国，投资不仅是城市人的事情，也是乡镇和农村人的事情。

经过几年的发展，证券交易营业部已经发展到县一级或者大的乡镇。县城和乡镇的投资者越来越多，甚至一些农村人面对各种新生的事物，也跃跃欲试。

中国证券市场在经历了 1996 年的火爆行情后，1997 年开始跌荡起伏。随着利率降低之后，全民炒股，股民队伍已经从城市发展到农村。投资、投资，成为响彻神州的名词。谁都知道，股市有风险，但是仍然乐此不疲，原因何在？中国证券市场发育尚处在初创时期，供投资者选择的金融产品（投资工具）还很有限。但是，中国人的投资意识毕竟已经调动起来了，甚至这种意识远远比西方人强烈，有人把这归因于中国人“好赌”，有投机的天性，实际上并不这么简单，这是市场化的必然结果。随着中国市场化进程和资本市场的发育，人们在市场活动中不断总结经验和教训，中国的投资者会逐步走向成熟。

前几年上海有个“杨百万”，因为是股票市场上的“能手”而出名，他在各种报刊杂志介绍经验时说，他每天要看各种报纸收集信息。可见，就是在最初的中国证券市场上，知识、信息都是重要的。如果没有专业知识，在市场上瞎碰，迟早是要碰得头破血流、血本无归。近期内，我们注意到这种现象：在股市持续牛劲十足的冲击下，很多人想成为股市中的“感觉派”，他们在股市价位已经很高的情况下匆忙入市，而对股票市场一无所知或者只是知道一点皮毛。中国资金实力雄厚的个人或者机构早就入市了，新人市的股民大多都是资金实力不够雄厚，经不起大的风浪，赢得起而输不起。从长期看，无论是“基础派”，还是“技术派”，投资必须是理性的，没有理性，盲目乱炒，迟早会把自己炒进去。而理性的一个基本前提就是掌握最基本的“知识”。有了知识不一定在股市上取胜，而没有知识肯定不能在股市上取胜。

经过几年的发展，我国的投资市场逐步走向了成熟，从非理性走向了理性。理性的市场对投资者提出了更高的要求。如果仍然在市场上做一个“感觉派”，将成为非理性事故的“殉葬品”。

市场走向理性，理性的市场需要理性的投资者。



# 第一篇 投资品分析基础

## 第一章 大众投资品

成熟的投资者，必须熟悉各种投资品，掌握一定的基本投资理论。在市场走向理性以后，如果不掌握投资基础知识和基本投资理论，想在竞争性的市场中立于不败之地是很困难的。

如前所述，无论国家、企业还是个人（家庭），只要求生存，就不能不去理财，不面临投资问题。因此，学习投资，知道各种投资品的优缺点，懂一点投资理论对任何人，无论是为自己还是为了国家，都是必须的。

### 第一节 投资

要掌握投资品。必须先了解投资。 1990 年诺贝尔奖金

得主夏普先生认为：投资是为了获得未来的价值（可能是不确定的）而牺牲一定的现在的价值。投资涉及两个不同的属性——时间和风险。<sup>①</sup> 时间因素就是说，可投下去的价值或者说牺牲了的消费是在现在，而能获得的价值或消费是在将来，在时间上有一段距离；风险，是指现在投下的价值是确定的，但是将来可以获得的价值是不确定的，价值有损失的危险。同时，可以体会到风险的大小，与时间长短有关，因为时间越长，不确定性越大<sup>②</sup> 有一位外国朋友说：Put into money for more money（译文：投入金钱为的是得到更多的钱）。其中关键的问题是选择金钱的投入地点和投入方式。

这个概念非常朴素，也很实在，大众化的理解就是这样。根据这个理解，很多经济学中不是投资的东西，如家庭把钱存到银行，是私人储蓄，在这儿却理解为家庭的一种投资方式。而在经济学中看成投资的东西，如存货变动，也不是大众所关心的投资。与此相似，农村的住房建设，看成是一种纯粹的消费行为，而不是投资行为。

从投资者的角度出发，投资可以定义为：一个私人或机构投资者在买进金融资产或者实物资产（投资品）后的一定时期内，可以获得与该资产所产生的与承担的风险成比例的收益。<sup>③</sup> 实业投资是指直接从事产业（Industry）活动，包括工业、农业、商业、建筑业等，可以说是直接投资；金融投资是指通过购买和出售金融产品获利的活动，可以说是间

① “Principle of Investment” Printlin-Hall Publishing House 1989  
在西方经济学中 不确定性和风险是两个不同的范畴，以后我们将展开论述。

③ Fredrick Analin “Investment AN Introduction to Analysis and Management”，five edition.

接投资。<sup>①</sup>

对投资进行分类，依据不同的标准有不同的方法。

1. 固定收入投资与不定收入投资。投资的主要目的是为了获得超过本金的利息（盈利）。但是投资的种类很多，由于其性质、期限等因素各有特色，因而其收入的高低和支付方式也有所不同。归结起来，可以分为两类：其一，固定收入投资；其二，不固定收入投资。固定收入投资是指投资收益事前固定，在投资之前就确定投资的固定不变的投资回报率，并确定盈利的分配时间；不固定收入投资是指盈利额不固定，或者支付的期限不是事前确定。大部分投资是不固定收入投资。

以证券投资为例，证券市场上的证券，大体上可以分为三类：股票、债券和商业票据。其中，债券不管其到期的时间长短、哪个单位发行，均属于固定收入证券，因为它在发行前，即在债券合同中规定利率的计付方式（是计单利还是计复利）、利率的具体数字（例如是百分之十还是百分之八）、利率的支付时间（是每年支付一次还是到期一次支付），这些“规则”是不能随意变换的。如果到期不能支付，债券持有人有权向法庭提起诉讼，要求赔偿。股票的情况不同，股票（普通股）的股息何时发放、发放多少，均由公司的董事会根据企业的盈利状况、经营目标，以及当前的宏观经济环境等各种因素，开会决定，公开发布。由于企业的经营业绩各个年度是不确定的，因此，各年分红派息的数字是

<sup>①</sup> 对于直接投资与间接投资的理解不尽一致，本文的理解参照潘金生主编《证券投资理论与实务》，中国财政金融出版社1994年版。

很不固定的，不能事前确定，而且极其容易变动。因此，普通股属于不固定收入证券，投资于普通股就成为不固定收入投资。商业票据是一种短期证券，大都期限在一年以下，具有债权债务的性质，与债券基本相同。它的利率也是事前规定好的，不得中途变更，也属于固定收入证券。投资于商业票据，也是一种固定收入投资。

固定收入和不固定收入投资的划分是相对的。债券按事先的规定发放利息，但是投资于债券并不一定为了到期支付利息，而是中途在合适的时机把它卖掉，从而赚取价差。价差是多少，是不固定的。因此，债券也不是固定收入投资。实际上，目前大多数的家庭投资债券，都是等待到期还本付息，而作为一个真正的投资者，则其购买债券大都中途在市场上卖掉。

收入可以分为名义收入 (Nominal Income) 和实际收入 (Real Income)。固定收入投资，收入的固定性是对于名义收入而言的，即使各年支付的投资回报或说投资回报率一致，其实际投资回报也是不一致的。我国 1996 年以前的人民币三年期以上储蓄存款的保值贴补为的是保证存款者 (投资者) 获得固定的实际投资利息 (投资回报)。

$$\gamma = R - \pi$$

式中  $\gamma$ ——实际投资回报率；

$R$ ——名义投资回报率；

$\pi$ ——通货膨胀率。

2. 长期投资和短期投资。就投资的时间长短来分，有长期投资和短期投资之别。前者指投资的获利时间比较长，一般在一年以上；后者指获利的时间低于一年。在长期和短

期之间，有人划出一个所谓中期投资，即一年到五年的投资，实际上，一般把中期和长期合在一起，称为中长期投资。

股票没有到期日，除非在市场上卖掉，否则无法实现。从本身性质而言，股票是当然的长期投资，债券有长、中、短之分，我国 1995 年以前发行的国库券都是中长期的债券，而 1996 年为了配合中央银行的公开市场操作，发行了三个月的短期国债。商业票据是当然的短期投资。

中长期投资和短期投资完全按照证券本身的期限划分是不合理的。同样投资与股票，有的人为了短期获利，做“短线”就是短期投资，如果做“长线”。购买股票为了控股、或者为了分红派息，则为长期投资。所以说长期投资和短期投资，主要是看投资者的投资目的或意图，另外，如果短期投资时，因为预期的情形没有出现，例如股市“套牢”，被迫称为长期投资者。

3. 直接投资和间接投资。直接投资和间接投资的概念始终没有统一，有人把证券投资称为间接投资，而把资本品投资（Capital Construction）称为直接投资。还有人在证券投资内部又划分了直接投资和间接投资，将投资者直接到证券市场去购买证券称为直接投资，而通过购买金融机构的证券称为间接投资。按照这种定义，共同基金是一种典型的间接投资，居民购买基金券或基金受益凭证，是间接投资行为。还有一种观点，根据投资者对企业是否控股，是否参与企业的经营管理来划分直接投资与间接投资，这种划分方式

① 朱元《证券投资学原理》第 4 页 立信会计图书用品社

的难点在于：控股数额或比率到底是多少才算直接投资，没有一个确定的数字。

直接投资和间接投资的界定，对居民或家庭来讲，有意义的还是直观的解释。投资者直接购买或经营投资品，称为直接投资；投资者通过投资的中介代理机构投资，称为间接投资。投资者经营实业，当然是直接投资，购买股票债券则是间接投资；投资者经营房地产获利，是直接投资，购买房地产股票就是间接投资；直接购买股票是直接投资，通过股票投资基金购买则为间接投资。直接与间接是相对的。

到底是直接投资好、还是间接投资好，或换句话说，投资者进行直接投资有利、还是间接投资有利？对于资金雄厚的投资者，直接投资比间接投资更好一些；而对于小额投资者，间接投资，找个可靠的人代为投资，可以减少交易成本和信息费用，比盲目在股市上“跟风”好得多。

## 第二节 投资品

投资者要在各种投资工具中选择适合自己的投资品，必须了解目前存在哪些可供选择的投资工具，以及未来可能出现的投资品。目前我国的投资品还是较少的，主要原因是我国的市场经济刚刚开始，证券市场刚刚发育，处在初创时期。因此，目前中国的广大投资者可以选择的投资品还是十分有限的。

1. 存单。存款被看作是一种投资。最普遍的形式是储

蓄帐户，支付一定的利息。一般存在商业银行、城市信用社或者农村信用社，大都把余额加上利息登载在存折上。存款者得到的那张存单，就是一种最基本的投资品。

大型可转让定期存款单作为一种存款凭证，由银行或其它金融机构发行，可以转让，面额较大，一般都在万元以上，时间以短期为多，按贴现率折价出售，到期不另付利息。

2. 国债 (treasury bonds)。国债，素有“金边债券 (golden bonds)”之美誉。它是以国家的信用作为保证的，由财政部发行，用于弥补财政赤字 (财政资金收不抵支)。其资金的安全性没有问题，不会蚀本，利息率也是固定的，而且，利率比同期的银行储蓄存款利率高。中国的国债市场从 1981 年恢复，是为解决国家建设资金不足，开始每年发行一期，后来逐步发展为每年发行多期。国债的期限结构也趋向多元，发行对象是个人或单位，发行方式、利息支付方式 (既有贴现债券，又有付息票债券，而且实行了复利) 等多样化，以配合央行执行公开市场操作。

3. 股票 (stocks)。股票是由股份公司发行的，由股东持有。投资者向企业投资入股，并据此享有作为投资者的各项权利的凭证，是一种所有权证书。股票持有者称为股东，如果你购买了企业的原始股或在股票二级市场上购买了股票，那么你就成了股东了。

4. 公司债 (corporation bonds)。它是企业或公司依照法定程序发行的、约定一定时期内还本付息的债务凭证。企业债券代表企业的债权。我国的公司债券发行始于 1983 年，在最初的几年里，是以企业内部集资的形式出现的。1987

年 3 月 27 日国务院发布了《企业债券管理暂行条例》，1993 年 8 月 2 日国务院发布了《企业债券管理条例》，暂行条例同时废止。我国的企业债券的发行、转让、管理等逐步走向了规范化、法制化。

目前，我国有重点企业债券、地方企业债券、企业短期融资券三种。一般地，企业债券的利率比政府债券的利率要高，但其安全性、流动性较政府债券和金融债券差，而且利息收入要征收个人收入调节税。80 年代以来，针对长期以来我国银行信贷资金财政化、企业负债结构单一和借钱不还，银行贷款大量逾期，周转循环日益困难的现实，理论界提出调整负债结构，容许企业通过发行债券的方式向市场直接融资，这一方面可以缓解银行的压力，另一方面通过发债强化企业的债务意识。当时，鼓励企业发债还是针对银行与国有企业的信贷软约束，国有企业借银行的钱，因为同属国有而不还，而企业发债借的钱是老百姓的钱，到时必须偿还，否则老百姓会不愿意的。然而良好的愿望没有实现，已发行的债券半数以上不能到期偿还，特别是国有企业债券的兑付率更低。在我国特殊的体制下，企业债券到期兑付出现困难时，兑付压力全部转移到银行。因为企业债券大都通过银行代理发行，企业到期不能兑付，债券持有人不是去找发债的企业，而是去找代理发债的银行。政府为了保持社会稳定，迫使银行代替企业偿付，于是，企业和居民之间的债务变成了银行与企业的债务，同原先的银行直接贷款给企业没有多少区别。

5. 金融债券 ( financial bonds)。金融债券是指银行和非银行金融机构为筹集资金向投资者发行的债务凭证。在欧美

大部分国家，由于商业银行和其它金融机构是以股份公司的形式存在的，因而这些机构发行的债券，与其它工商企业发行的债券是一致的，其发行、流通、管理与公司债一样受相同的法规管理。在日本，金融债券的管理有特别的法规。1985年，中国工商银行和中国农业银行发行了我国的首批金融债券，以后每年均有发行。1994年国家开发银行成立后，除了国家拨付的资本金外，又向其它几家商业银行发行了800亿元的金融债券。在我国，国家银行实际上有国家作担保，信誉、流动性仅次于国债，风险小，与存款收益和其它债券收益相比，其收益也较高。

6. 期货 ( futures)。期货交易与现货交易相对应，是指买卖双方交付一定数量的保证金，通过交易所进行在将来某一特定的时间和地点交割某一特定品质、规格商品的标准合约的买卖。我国自1991年以后组织了一些期货交易所，开展了部分商品期货交易，金融期货交易以国债期货交易试点而开始，同样以暂停国债期货交易而结束。

7. 互助基金 ( Mutual Funds)。它又称共同基金，是指通过发行基金股份或收益凭证，汇集不特定多数且有共同投资目的的社会公众投资者的资金，建立基金，并委托专门的投资管理机构进行投资，借以分散风险并享受投资收益的一种投资方式。这种投资方式的特点是：(1) 基金由多数投资者的资金组成；(2) 基金投资于有价证券；(3) 基金投资的目的是获得利息、股利、资本利和资本增值；(4) 为保证资金的安全，必须进行组合投资；(5) 基金的运用管理是通过专门的投资管理机构进行的；(6) 投资收益分配给投资者；(7) 基金以有价证券的形式募集，该有价证券称为基金股

份、受益证券，或基金券等；（8）一旦发生风险，由全体投资者共同分担。概括起来说，共同基金的主要特征是：集体投资，专家经营，分散风险，共同受益。我国的共同基金是从在国外金融市场上推出国家基金开始起步的，标志是1987年中国银行和中国国际信托投资公司在海外组建“中国投资基金”。1992年沪深两地股市的火爆，国内纷纷组建共同投资基金或类似性质的金融产品，截至1996年底，全国各地共设立基金75个，基金类凭证47个，总募集规模约为73亿，在证券交易所上市的有22个（含交易中心联网），占两个交易所上市品种的5%，基金市值近100亿元，在各个证券交易中心上市的有38个。共同基金实际上已经成为我国证券市场品种中一个重要的组成部分。美国有一种叫投资公司的东西，是一种“开口”的共同基金，它发行股票也发行债券，所筹集的资金专门用于经营证券，得到盈利，以息金的形式分配给股票或债券的购买者。由于投资者不是资金直接到市场去购买金融证券，而是在公司中占有证券组合的股份，因而买了该公司的证券就拥有一份权益，所以称为间接的证券投资。

8. 人寿保险单。人寿保险是保险者的间接投资，保险者购买了保险单，相当于投资者把钱投在人寿保险上。人寿保险公司常把保险单收入的一部分投在证券上，形成“证券组合”以谋利，每份保险单在这个组合中占有一份权益。中国保险市场的竞争和对外开放，相当一部分的城乡居民参加了人寿保险。

9. 房地产 (real estates)，包括未开发土地。荒山荒地，可以倒手转卖，也可以进行一定程度的开发，例如三通一

平，然后卖出，以及住宅、商业中心、公寓房屋、楼宇等开发。

10. 收藏品 (collections)。它包括字画、古玩、邮品、磁卡、小人书等。

11. 贵金属 (precious medal)。如金、银、铂等。

12. 珠宝 (jewelry)。如玉石、珍珠、玛瑙、钻石等。

### 第三节 投资品市场

投资具有市场魅力。例如，股市不仅给人提供了一种投资渠道，还给人民提供了一种与储蓄截然不同的投资机会，更重要的是它给人们提供了一个呼风唤雨、叱咤风云的公平竞争舞台：置身股市，你不必在意自己和他人的职位高低、身份贵贱，用不着看谁的眼色行事；你不会有怀才不遇的感觉，更不用担心冷枪暗箭，一切都掌握在自己手中，都取决于填单下令那一刻。有志者可以尽显自己的聪明才智，马失前蹄者也怨不得天怨不得地。这一切，对于向往机会均等但在现实中又往往不能如愿以偿的老百姓来讲，其本身不就是一个难得的机遇吗？<sup>①</sup>那么什么是市场？什么是市场机制呢？

市场机制就是通过市场、在供求基础上的自由竞争的方式决定价格的机制。机制，好像就是机器的运转的意思。市场的价格决定机制，在证券市场上表现的特别明显。证券市

<sup>①</sup> 《中国证券报》 1997 年 1 月 30 日第五版