

第一章 证券投资分析概述

第一节 证券投资分析

一、证券投资分析的定义

证券投资是指投资者(法人或自然人)购买股票、债券、基金券等有价值证券以及这些有价值证券的衍生品以获取红利、利息及资本利得的投资行为和投资过程,是直接投资的重要形式。

证券投资分析是通过各种专业性的分析方法和分析手段对来自于各个渠道的、能够对证券价格产生影响的各种信息进行综合分析,并判断其对证券价格发生作用的方向和力度。证券投资分析作为证券投资过程不可或缺的一个组成部分,是进行投资决策的依据,在投资过程中占有相当重要的地位。

理性的证券投资过程通常包括以下几个基本步骤:

(一) 确定证券投资政策

政策是为实现一定目标所制定的基本方针和基本准则的总和。证券投资政策是投资者为实现投资目标所应遵循的基本方针和基本准则,它包括确定投资收益目标、投资资金的规

模和投资对象三方面的内容以及应采取的投资策略和措施等。投资收益目标是指在投资者承担一定风险的前提下，希望获得的投资收益率。由于证券投资属于风险投资，而且风险和收益之间呈现出一种正相关关系，所以，投资者如果把只能赚钱不能赔钱定为证券投资的目标，是不合适和不客观的。客观和合适的投资收益目标应该是在盈利的同时，也承认可能发生的亏损。因此，投资收益目标的确定应包括风险和收益两项内容。投资资金的规模是指投资者可以用于证券投资的资金，它取决于投资者的实际财务能力。投资对象是指投资者准备投资的证券品种，它是根据投资收益目标而确定的。确定证券投资政策是证券投资的第一步，它反映了投资者的投资风格并最终反映在可能的投资组合中所包含的金融资产的类型特征上。

（二）进行证券投资分析

证券投资分析是证券投资的第二步，它是指对投资过程第一步所确定的金融资产类型中个别证券或证券组合的具体特征进行考察分析。这种考察分析的一个目的是明确这些证券的价格形成机制和影响证券价格波动的诸因素及其作用机制，考察分析的另一个目的是发现那些价格偏离价值的证券。进行证券投资分析的方法很多，这些方法大致可分为两类，第一类称为技术分析，第二类称为基本分析。

技术分析的目的是预测证券价格涨跌的趋势，即解决“何时买卖证券”的问题。技术分析偏重证券价格的分析，并认为证券价格是由供需关系所决定，不过，技术分析并不研究影响供需状况的各种因素，而只是就供需情况、证券市场行情表上的变化加以分析。

基本分析是指通过对各公司的经营管理状况、行业的动态及一般经济情况的分析，来研究证券的价值，即解决“应该购买何种证券”的问题。据此，基本分析试图预测这些现金流量的时间和数量，再利用适当的折现率把它们折算成现值。具体来说，不仅需要预测折现率，而且还必须预测这种证券未来的收益（股息、利息）流量（对于股票投资来说，这相当于预测企业的每股平均收益和派息率）。如果预测的证券真实价值低于其当前的市场价格，则该证券的价格被高估；反之，则该证券的价格被低估。真实价值和市场价格差异部分地影响着投资者对证券价格偏离的判断。基本分析人士相信，任何较大的价格偏差都会被市场纠正，即被低估的证券价格会有较大幅度的上升，被高估的证券价格会有较大幅度的下跌。

（三）组建证券投资组合

组建证券投资组合是投资过程的第三步，它是指确定具体的证券投资品种和投资者的资金投入各种证券的比例。在这里，投资者需要注意个别证券选择、投资时机选择和多元化这三个问题。个别证券选择，主要是预测个别证券的价格走势及其波动情况；投资时机选择，涉及到预测和比较各种不同类型证券的价格走势和波动情况（例如，预测普通股相对于公司债券之类的固定收益证券的价格波动）；多元化则是指依据一定的现实条件，组建一个在一定收益条件下风险最小的投资组合。

（四）投资组合的修正

投资组合的修正作为投资过程的第四步，实际上是指定期重温前三步的过程，即随着时间的推移，或是投资者会改变投资目标，或是投资对象发生变化，从而出现当前持有的证券

投资组合不再成为最优组合的状况，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。这一行为主要取决于交易的成本和修订组合后投资业绩前景改善幅度的大小。

（五）投资组合业绩评估

投资过程的第五步是对投资组合进行业绩评估，它主要是指定期评价投资的表现。其依据不仅是投资的回报率，还有投资者所承受的风险，因此，需要有衡量收益和风险的相对标准（或称基准）。

二、证券投资分析的意义

（一）提高投资决策的科学性，减少盲目性

进行证券投资分析是实施投资决策的依据和前提。不同的投资者由于资金拥有量及其他条件的不同，会拥有不同的风险容忍度、不同的风险—收益率态度和不同的投资持有周期。同时，每一种证券的风险—收益率特性由于受到各种相关因素的作用，并不是一成不变的。某一时期风险相对较高的证券，过了一段时间，其风险可能会有所下降；而某一时期风险相对较低的证券，在一段时间以后，其风险可能会有所上升。证券的收益率也是如此。再者，证券的风险可以通过证券的流通加以转移。因此，在具体实施投资决策之前，投资者需要明确每一种证券在风险性、收益性、流动性和时间性方面的特点。只有这样，投资者才可能选择到在风险性、收益性、流动性和时间性方面同自己要求相匹配的、合适的投资对象，提高投资决策的科学性，减少盲目性。

（二）降低投资风险，提高投资收益

证券投资分析是规避风险的需要。投资者选择投资证券，目的是获得预期收益，但这种回报是以投资者承担了相应的风险为代价的。投资者在持有证券期间会获得与其所承担的风险相对称的收益。预期收益率与风险之间是一种正向的互动关系。预期收益率越高，投资者所要承担的风险也就越大；预期收益率越低，投资者所要承担的风险也就越小。每一种证券都有自己的风险—收益率特性，而这种特性又处于各相关因素的作用之下，随着各相关条件的变化而变化。通过考察分析每一种证券的风险—收益率特性，投资者就可以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，从而选择风险—收益率特征与自己投资政策相适应的证券进行投资。

证券投资分析是能否降低投资风险、获得投资成功的关键。证券投资的目的是证券投资净效用（即收益带来的正效用减去风险带来的负效用）的最大化。因此，投资收益率的最大化和风险最小化是证券投资的两大具体目标。证券投资的成功与否，往往是看这两个目标的实现程度。但是，影响证券投资收益率和所承受的风险这两个目标实现程度的因素很多，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，才能客观地把握住这些因素及其作用机制，作出比较准确的预测。证券投资分析正是采用了基本分析和技术分析等证券投资分析方面的专业分析方法和分析手段，通过对影响证券回报率和风险的诸因素的客观、全面和系统的分析，揭示出其作用机制以及某些规律，用于指导投资决策，从而保证在降低投资风险的同时获取较高的投资收益率。

三、证券投资分析的信息来源

信息在证券投资分析中起着十分重要的作用，是进行证券投资分析的基础。来自各个渠道的信息最终都将通过各种方式对证券的价格发生作用，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。一般来说，进行证券投资分析的信息主要来自于以下三个渠道：

（一）历史资料

历史资料是指过去通过各种渠道发布或获得的影响证券市场或对证券投资分析有借鉴意义的信息资料。它包括有关世界政治经济、某个国家的政治经济以及某个地区经济政策方面的信息，还包括某个行业发展状况、某个公司生产、销售、管理、财务、股票状况的信息以及某项产品生产与销售状况的信息。

（二）媒体信息

媒体信息主要是指通过各种书籍、报纸、杂志、其他公开出版物以及电视、广播、互联网等媒体获得公开发布的信息。它包括国家的法律法规、政府部门发布的政策信息、上市公司的年度报告和中期报告，等等。

媒体信息内容繁多，提供的信息量极为庞大。某些商业机构便将各种信息进行筛选、分类，使用者在支付一定的费用后，可以利用这些经过整理的信息资料，从而节省时间，大大提高工作效率。如会计师事务所、银行、资信评估机构、咨询机构、证券公司等有专门的人员进行资料的收集、整理、分析

工作，并撰写研究报告，这些报告通常会以有偿的形式向使用者提供。这些也属于媒体信息。

随着计算机网络技术和远程通信技术的发展，投资者和证券分析人员可以通过 Internet 直接提取和阅读所需要的境内外信息。

（三）实地访查

实地访查是指证券投资分析人员直接到有关的上市公司、交易所、政府部门等机构去实地了解进行证券分析所需的信息资料。通过实地访查去获取信息资料的做法，具有较强的针对性，信息资料的真实性也有相当的保障；但是，实地访查所花费的时间、精力都比较多，成本比较高，而且具有一定的难度。因此，通常将这种方法作为上面两个信息来源的补充。

信息的收集、分类、整理和保存是进行证券投资分析的最基础的工作，是进行证券投资分析的起点。分析人员最终所提供的分析结论的准确性，除了与采用的分析方法和分析手段有关外，更重要的是取决于占有信息的广度和深度。

四、证券市场效率理论与证券投资分析

（一）有效市场假设理论

20 世纪 60 年代，美国芝加哥大学财务学家尤金·法默提出了著名的有效市场假设理论。该假说认为，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证券市场上迅即被投资者知晓，随后，股票市场的竞争将会驱使证券价格充分且及时反映该组信息，从而使得投资者根据该组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。只要市场充分反映了现有的全部信息，市场价格代表着证券的真实价值，这样的市场就称为有效市场。

（二）有效市场的分类

与证券价格有关的“可知”的资料是一个最广泛的概念，它包括三类资料。第Ⅰ类资料包括有关公司、行业、国内及世界经济的所有公开可用的资料，也包括个人、群体所能得到的所有私人的、内部资料。第Ⅱ类资料是第Ⅰ类资料中已公布的公开可用的资料。第Ⅲ类资料是第Ⅱ类资料中对历史证券市场价格进行分析得到的资料。这三类资料是一种包含关系，我们可用图 1.1 来表示这种关系。

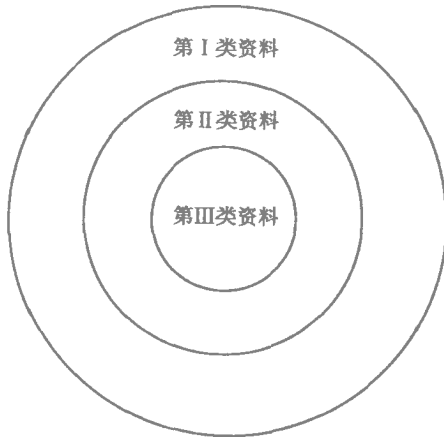


图 1.1 三类资料的关系

依据有效市场假设理论，结合实证研究的需要，学术界一般依证券价格对三类不同资料的反映程度，将证券市场区分

为三种类型：

1. 弱式有效市场。证券价格被假设完全反映包括它本身在内的过去历史的证券价格资料。

2. 半强式有效市场。所有公开的可用信息假定都被反映在证券价格中 不仅包括证券价格序列信息 还包括公司财务报告信息、经济状况的通告资料和其他公开可用的有关公司价值的信息，公布的宏观经济形势和政策方面的信息。

3. 强式有效市场。这是最大程度的市场效率概念，在这种形式的假设下，所有相关信息（包括内部信息和公开信息）都在证券价格中反映出来。

（三）有效市场假设理论对证券分析的意义

1. 有效市场和技术分析

如果市场未达到弱式下的有效，则当前的价格未完全反映历史价格信息，那么未来的价格变化将进一步对过去的价格信息作出反应。在这种情况下，人们可以利用技术分析和图表从过去的价格信息中分析出未来价格的某种变化倾向，从而在交易中获利。如果市场是弱式有效的，则过去的历史价格信息已完全反映在当前的价格中，未来的价格变化将与当前及历史价格无关，这时使用技术分析和图表分析当前及历史价格对未来作出预测将是徒劳的。如果不运用进一步的价格序列以外的信息，明天价格最好的预测值将是今天的价格。因此在弱式有效市场中 技术分析将失效。

2. 有效市场和基本分析

如果市场未达到半强式有效，公开信息未被当前价格完全反映，分析公开资料寻找误定价格将能增加收益。但如果市场半强式有效，那么仅仅以公开资料为基础的分析将不能

提供任何帮助，因为针对当前已公开的资料信息，目前的价格是合适的，未来的价格变化与当前已知的公开信息毫无关系，其变化纯粹依赖于明天新的公开信息。对于那些只依赖于已公开信息的人来说，明天才公开的信息，他今天是一无所知的，所以不用未公开的资料，对于明天的价格，他的最好预测值也就是今天的价格。所以在这样的一个市场中，已公布的基本面信息无助于分析家挑选价格被高估或低估的证券，基于公开资料的基础分析毫无用处。

3. 有效市场和证券组合管理

如果市场是强式有效的，人们获取内部资料并按照它行动，这时任何新信息（包括公开的和内部的）将迅速在市场中得到反映。所以在这种市场中，任何企图寻找内部资料信息来打击市场的做法都是不明智的。这种强式有效市场假设下，任何专业投资者的边际市场价值为零，因为没有任何资料来源和加工方式能够稳定地增加收益。对于证券组合理论来说，其组合构建的条件之一即是假设证券市场是充分有效的，所有市场参与者都能同等地得到充分的投资信息，如各种证券收益和风险的变动及其影响因素，同时不考虑交易费用。但对于证券组合的管理来说，如果市场是强式有效的，组合管理者会选择消极保守型的态度，只求获得市场平均的收益率水平，因为区别将来某段时期的有利和无利的投资不可能以现阶段已知的这些投资的任何特征为依据，进而进行组合调整。因此在这样一个市场中，管理者一般模拟某一种主要的市场指数进行投资。而在市场仅达到弱式有效状态时，组织管理者则是积极进取的，会在选择资产和买卖时机上下功夫，努力寻找价格偏离价值的资产。

五、证券投资分析史简述

（一）证券投资分析发展史简述

证券投资分析这一职业起源于美、英等金融发达国家。在证券市场起步之初，由于市场不规范，证券投资分析人员不受重视，地位很低，这种情况在美国、日本等国都曾出现过。随着证券市场的发展壮大，目前证券投资分析队伍已经发展得相当成熟，证券投资分析师已经成为证券市场中的一个非常重要的职业。随着境外证券市场的不断创新和发展，证券投资分析的业务范围不断拓展，证券投资分析的业务分工不断细化，分别服务于企业、基金管理者和证券公司等不同的社会部门。证券投资分析的对象不断延伸，从微观的企业、中观的产业到宏观的国民经济，从国内市场到国际市场。证券投资分析方法不断创新，从以技术分析和基础分析为主的传统分析方法发展到资本资产定价模型、资本资产套利模型等现代投资分析方法。目前，从国际上来看，证券投资分析师在提高市场的公平与公正性、引导市场理性投资、维护证券市场的稳定性等方面有着重要的意义。

从我国证券咨询业的发展历程来看，自从证券市场出现以来，证券分析人员就开始进行证券投资分析，为投资者服务。当时他们从事着较为初级的股评业务，最早为描述性的，讲讲当天的最高价、收盘价、成交量，描述当天证券行情变化情况等等。之后的股评在描述中增加了分析，但当时主要以技术分析方法为主，股评在投资咨询领域占据着主导地位。

1996年以来，证券咨询业发生了分化：一方面，相当一部分证券投资分析人员开始进入一级市场，辅导企业股份制改

制，探索从事财务顾问工作；另一方面，股评的内容进一步发生变化，证券投资分析人员在做投资分析时，开始注重对宏观经济形势与上市公司业绩的分析。与此相伴随的是 1996 年到 1997 年证券研究机构经历了较大发展，证券公司纷纷成立研究部门，还出现了设立专门研究宏观经济以及行业上市公司的机构。

1998 年之后 随着《证券、期货投资咨询管理暂行办法》的颁布实施，对证券投资咨询业及其从业人员的管理开始纳入法制轨道；《证券法》的颁布实施 又进一步明确了该行业的法律地位。两年多来，随着该行业的法律法规、规章制度的不断完善，监管体系的支部建立，从业机构及其人员不断规范经营管理，证券投资分析业务开始进入规范发展的新阶段。2000 年 7 月 5 日，我国的证券投资分析师自律组织——“中国证券业协会证券投资分析师专业委员会”的成立，标志着它将在加强行业职业道德教育，培训从业人员技能，加强自律管理等方面发挥积极的作用。

（二）主要投资分析流派及其特点

随着现代投资组合理论的诞生，对证券投资分析方法的研究，开始形成了界线分明的四个基本的分析流派，即基本分析流派、技术分析流派、心理分析流派和学术分析流派。其中，基本分析流派和技术分析流派是完全体系化、理论化的分析流派，而心理分析流派与学术分析流派，目前还难以据此形成完整的投资决策。但是心理分析流派在市场重大转折点的心理把握上，往往有其独到之处，而学术分析流派在投资理论方法的研究、大型投资组合的组建与管理以及风险评估与控制等方面，具有不可取代的地位。

1. 基本分析流派

基本分析流派是指以上市公司的基本财务数据作为投资分析基础与投资决策基础的投资分析流派。基本分析流派是目前西方投资实务界的主流派别。在美国，如果不熟练掌握基本分析流派的理论和方法，则不可能考取财务分析师或投资顾问等行业执业资格。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。基本分析流派的两个假设为“股票的价值决定其价格”、“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。

2. 技术分析流派

技术分析流派是指以证券的市场价格、成交量、价和量的变化以及完成这些变化所经历的时间等市场行为作为投资分析基础与投资决策基础的投资分析流派。该流派以价格判断为基础，以正确的投资时机的抉择为依据。从最早期的直觉化的决策方式，到图形化的决策方式，再到指标化的决策方式，直到最近的模型化的决策方式，以及正在研究开发中的智能化的决策方式，技术分析流派投资分析的演进，遵循了一条日趋量化、日趋客观化、日趋系统化的发展道路。对投资市场的数学化理解与人性化理解两者之间的平衡，是技术分析流派面临的最艰巨的研究任务之一。

3. 心理分析流派

心理分析流派的投资分析主要有两个方面：个体心理分析和群体心理分析。其中个体心理分析基于“人的生存欲望”、“人的权力欲望”、“人的存在价值欲望”三大心理分析理论进行分析，旨在解决投资者在投资决策过程中产生的心理

障碍问题。群体心理分析基于群体心理理论与逆向思维理论进行分析，旨在解决投资者在研究投资市场过程中如何保证正确的观察视角的问题。

4. 学术分析流派

学术分析流派的分析方法的重点为长期持有投资战略，即在长期的时间区段内不断吸纳并坚持有所选定上市公司股票的投资战略 其分析投资哲学基础是“效率市场理论” 投资目标为“按照投资风险水平选择投资对象”。学术分析流派的重要观点之一，即效率市场理论的含义：当给定当前的市场信息集合时，投资人不可能发展出任何交易系统或投资战略以获取超出由投资对象风险水平所对应的投资收益率的超额收益。长期持有证券投资战略以获取平均的长期收益率为投资目标的原则，是学术分析流派与其他流派最重要的区别之一，而其他流派大多都以“战胜市场”为投资目标。表 1.1 列示了以上四种投资分析流派的特征及基本区别，而表 1.2 则列示了以上四种投资分析流派对证券价格波动原因的解釋。

表 1.1 各主要投资分析流派的基本区别

分析流派	对待市场的态度	所使用数据的性质	所使用判断的本质特征	投资规模适用性特征	风险控制能力
基本分析流派	市场永远是错的	只使用市场外数据	所作判断只具肯定意义	适合战略规模的投资	极弱
技术分析流派	市场永远是对的	只使用市场内数据	所作判断只具否定意义	适合战术规模的投资	极强
心理分析流派	市场有时是对的,有时是错的	兼用市场内、外数据	可以肯定,也可以否定	无严格规模限制	较强
学术分析流派	不置可否	兼用市场内、外数据	只作假设判断,不作决策判断	适合战略规模的投资研究	—

表 1.2 各投资分析流派对证券价格波动原因的解釋

分析流派	对证券价格波动原因的解釋
基本分析流派	对价格与价值间偏离的调整
技术分析流派	对市场供求均衡状态偏离的调整
心理分析流派	对市场心理平衡状态偏离的调整
学术分析流派	对价格与所反映信息内容偏离的调整

第二节 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。其中证券投资分析的方法直接决定了证券投资分析的质量。目前，进行证券投资分析所采用的分析方法主要有两大类：第一类是基本分析，第二类是技术分析。前者主要是根据经济学、金融学、投资学等基本原理推导出结论的分析方法，后者则是主要根据证券市场本身的变化规律得出结果的分析方法。

一、基本分析法

(一) 定义

基本分析又称基本面分析，是指证券投资分析人员根据经济学、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。

（二）理论基础

基本分析的理论基础建立在以下一个前提条件之下，即任何金融资产的“真实（或“内在”）价值等于这项资产所有者的所有预期收益流量的现值。

（三）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。经济指标又分为三类：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；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；滞后性指标，这类指标的变化一般滞后于国民经济的变化。除了经济指标之外，主要的经济政策有货币政策、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，等等。

2. 行业分析与区域分析

行业分析和区域分析是介于经济分析与公司分析之间的中观层次的分析。前者主要分析产业所属的不同市场类型、所处的不同生命周期以及产业的业绩对于证券价格的影响；后者主要分析区域经济因素对证券价格的影响。一方面，产业的发展状况对该产业上市公司的影响是巨大的，从某种意义上说，投资于某个上市公司，实际上就是以某个产业为投资对象；另一方面，上市公司在一定程度上又受到区域经济的影响，尤其在我国，各地区的经济发展极不平衡，从而造成了我国证券场所特有的“板块效应”。

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

终都要落实在某个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，藉此评估和预测证券的投资价值、价格及其未来变化的趋势。

（四）优缺点

基本分析的优点主要是能够比较全面地把握证券价格的基本走势，应用起来也相对简单。

基本分析的缺点主要是预测的时间跨度相对较长，对短线投资者的指导作用比较弱；同时，预测的精确度相对较低。

（五）适用范围

基本分析主要适用于周期相对比较长的证券价格预测、相对成熟的证券市场以及预测精确度要求不高的领域。

二、技术分析法

（一）定义

技术分析是仅从证券的市场行为来分析证券价格未来变化趋势的方法。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。

（二）理论基础

技术分析的理论基础是建立在以下的三个假设之上的。这三个假设是：市场的行为包含一切信息；价格沿趋势移动；历史会重复。