

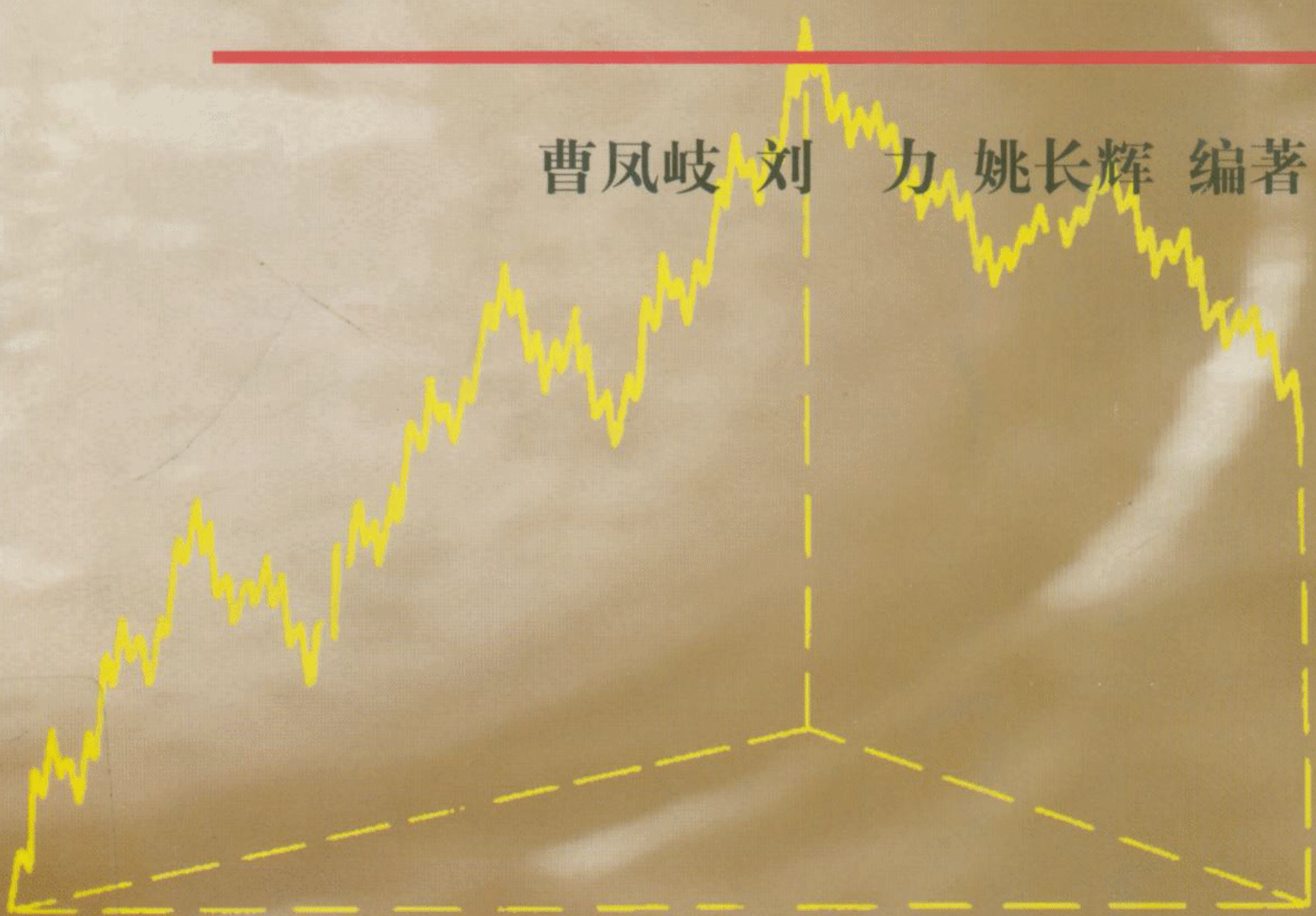
经济与金融管理教材



证券投资学

(第二版)

曹凤岐 刘力 姚长辉 编著



北京大学出版社

经济与金融管理教材



证券投资学

(第二版)

曹凤岐 刘力 姚长辉 编著



北京大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券投资学/曹凤岐, 刘力, 姚长辉编著. —2 版.

—北京: 北京大学出版社, 2000. 7

ISBN 7-301-02741-9

I. 证… II. ①曹…②刘…③姚… III. 证券投资-高等学校-教材 IV. F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 39226 号

- 书 名:** 证券投资学
著作责任者: 曹凤岐 刘力 姚长辉
责任编辑: 梁鸿飞
标准书号: ISBN 7 301 02741 9/F·223
出版者: 北京大学出版社
地 址: 北京市海淀区中关村北京大学校内 100871
电 话: 出版部 62752015 发行部 62754140 编辑室 62753121
电子信箱: zpup@pup.pku.edu.cn
排 版 者: 北京大学出版社激光照排中心
印 刷 者: 北京大学印刷厂印刷
发 行 者: 北京大学出版社
经 销 者: 新华书店
787·1092 毫米 16 开本 28 印张 450 千字
2000 年 8 月第 3 版 2000 年 8 月第 1 次印刷
定 价: 46.00 元

目 录

绪 论	(1)
第一章 证 券	(12)
第一节 证券的概念及特征	(12)
第二节 股票	(15)
第三节 债券	(20)
第二章 证券市场	(29)
第一节 证券市场概述	(29)
第二节 证券发行市场	(37)
第三节 证券交易市场	(52)
第四节 股票价格指数	(58)
第三章 证券投资收益与风险	(66)
第一节 证券投资收益	(66)
第二节 证券投资风险	(72)
第三节 投资者的效用函数	(76)
第四章 资产组合理论	(82)
第一节 资产组合的收益与风险	(82)
第二节 资产组合的效率边界	(86)
第三节 投资组合的风险分散效应	(94)
第四节 资产组合理论的应用与局限	(101)
第五章 资本市场理论	(103)
第一节 资本资产定价模型	(103)

第二节	因素模型与套利定价理论·····	(115)
第三节	关于资产定价理论的实证研究·····	(136)
第六章	效率市场·····	(147)
第一节	效率市场假说·····	(147)
第二节	关于效率市场假说的实证研究·····	(152)
第三节	有效率资本市场的启示·····	(164)
第四节	行为金融·····	(166)
第七章	债券价值与风险·····	(173)
第一节	债券种类创新·····	(173)
第二节	债券价值评估·····	(178)
第三节	债券风险分析·····	(188)
第四节	债券评级·····	(200)
第八章	债券投资策略·····	(209)
第一节	债券投资策略·····	(209)
第二节	债券组合策略·····	(217)
第九章	股票价值评估·····	(226)
第一节	股票价值评估概述·····	(226)
第二节	折现法·····	(227)
第三节	每股盈余估价法·····	(232)
第四节	其他估价方法·····	(240)
第十章	股票投资基本因素分析·····	(243)
第一节	股票投资分析概述·····	(243)
第二节	市场因素分析·····	(245)
第三节	行业因素分析·····	(249)
第四节	公司因素分析·····	(251)
第十一章	上市公司财务分析·····	(256)
第一节	财务分析概述·····	(256)

第二节	共同比分析·····	(265)
第三节	五力分析·····	(268)
第十二章	股票投资技术分析 (一) ·····	(280)
第一节	道氏理论·····	(280)
第二节	K线图分析·····	(283)
第三节	形态分析与买卖点研究·····	(296)
第十三章	股票投资技术分析 (二) ·····	(314)
第一节	趋势线·····	(314)
第二节	移动平均分析·····	(317)
第三节	成交量分析·····	(323)
第四节	相对强度指标·····	(327)
第五节	其他技术分析工具·····	(331)
第十四章	期 权 ·····	(339)
第一节	期权概述·····	(339)
第二节	股票期权·····	(343)
第三节	股票期权定价·····	(354)
第四节	其他期权·····	(366)
第十五章	认股权证, 优先认股权与可转换证券 ·····	(371)
第一节	认股权证·····	(371)
第二节	优先认股权·····	(374)
第三节	可转换证券·····	(378)
第十六章	期 货 ·····	(384)
第一节	期货概述·····	(384)
第二节	商品期货·····	(389)
第三节	利率期货·····	(394)
第四节	指数期货·····	(399)
第五节	货币 (外汇) 期货·····	(402)

第十七章 投资基金	(407)
第一节 投资基金概述.....	(407)
第二节 投资基金的作用.....	(416)
第三节 中国对证券投资基金的管理.....	(419)
第四节 投资基金的专家化管理.....	(424)
第五节 投资基金的业绩衡量.....	(428)
第二版后记	(438)

绪 论

一、研究证券投资的意义

在相当长的时间里，投资的概念在普通人的眼里是很生疏的字眼。因为在计划经济条件下，投资是国家的事。国家每年下达投资指标，确定投资规模，并由财政拨款和国家银行贷款来分配资金。在计划经济体制下，企业可以进行部分投资，但对于国营企业来说，受国家总投资规模的控制，所有投资计划都需报批，没有自行投资的权利。集体企业有部分自行投资，但规模很小，速度很慢，效率很低。无论是国家还是企业投资，其资金来源基本是财政、银行和少部分的自我积累。而投资对象基本是实际资产（即再生产过程中的固定资产和流动资产），因为在理论上不允许非金融机构投资金融资产，而且事实上不存在金融市场和可供金融投资的金融工具。在计划经济条件下，可以说基本上堵塞了个人参与投资的渠道，城镇职工收入来源单一，扣除吃穿用外，所剩无几，而且不允许参加直接投资。农村社员主要是实物分配，货币收入很少，处于刚够温饱的状态，更谈不上用余钱进行投资。城乡居民实际上参与了部分投资，即通过银行储蓄积累部分资金，由国家进行再投资。但是几乎没有人认识到这是投资，而且到1978年底，全国城乡居民储蓄存款余额才210亿元人民币！

改革开放以来，随着市场经济的不断发展，我国融资与投资渠道和方式都发生了根本性的变化。首先，改变了单纯依靠国家进行投资的状况，形成了国家、企业、个人包括外国投资者的多渠道筹资、融资进行投资的局面。第二，中国证券市场的迅速发展。1990年底，我国上市公司只有13家，全年股票成交额只有20亿元。而到1997年底，我国股份公司已达到1万多家，其中上市公司达到745家。深沪两市流通股本合计为1771亿元，总市值达到17000亿元，全年累计成交额30000亿元，沪深两市投资者达到3200万人。这不仅增加了我国的融资和投资渠道，促进了资源通过市场方式在社会范围内的优化组合，加速了经济市场化的进程，重要的是，它给我国广大公众（包括机构投资者）提供了广阔的投资场所，增加了投资渠道和投资机会，他们不仅可以投资于实际资产（经商、办企业），而且可以投资于金融资产。居民资产持有形式

已多元化。居民不仅可以得到按劳分配收入，而且可以得到资产投资收益。居民的投资意识、风险意识有所增加，对培养适应现代经济需要、有现代意识和素质的人材也有重要意义。

应当承认，我国的证券市场刚刚建立不久，是一个发展中的市场、不完善的市场和不成熟的市场。我国的投资者仍是不成熟的投资者。面对变化莫测的市场，有些投资者不知所措，有些投资者盲目投资，亏本套牢者甚多。应当说，市场有自己的变化规律，只有懂得这些规律，才能利用它。投资本身是一门学问，它包括投资理论、方法、策略、投资组合等。只有合理投资，才能以最小风险获最大收益。中国的投资理论与方法的研究起步很晚，尤其是证券投资理论与方法的研究几乎还是个空白。为了适应证券市场发展的需要，为了提高我国投资者的整体素质，为了使更多的投资者掌握投资策略和方法，也为了培养更多的能够懂得证券理论与实务，并能进行操作的人材，必须对证券投资进行深入研究。

二、证券投资的内涵

(一) 证券投资定义

投资本身是一个复杂的概念，并具有复杂的内涵。在我国原有的计划经济体制下，投资的内涵却是十分简单：如有的辞书对投资是这样定义的：“为了扩大再生产，用于新增固定资产和流动资金”。^①显而易见，这个定义过于狭窄，主要是指直接再生产的投资。实际上，投资包括的领域甚为广泛，既包括生产投资、教育投资、科技投资、卫生投资等实际资产，也包括金融资产，如居民储蓄、购买股票、债券等。

从经济学上说，投资与储蓄、消费、收益和风险是密不可分的。进行投资必须有资金来源，广义上说，全部投资来源于全部储蓄，而储蓄来自于消费剩余或牺牲。牺牲消费的目的是为了得到回报和收益，获得更大的价值或资产。正是有牺牲，应当有回报，有投资收益。因此，对于投资者来说，投资可定义为：

投资者运用自己持有的资本，用来购买实际资产或金融资产，或取得这些资产的权利，目的是在一定时期内预期获得资产增值和一定收入。

证券投资就是运用投资购买有价证券及其衍生工具以期获得收益的一种行为。

^① 《中国企业管理百科全书（增补卷）》第354页。

（二）投资的分类

根据投资的对象、时间、收益方式等，投资可划为不同种类：

1. 直接投资与间接投资。

从广义上说，投资于实际资产（固定资产、流动资产等）为直接投资；投资于金融资产，包括银行和金融机构储蓄、购买股票、债券等有偿证券为间接投资。就投资于金融资产而言，投资于银行储蓄、购买金融机构债券及各种投资基金为间接投资；而从证券市场上直接购买股票、企业债券等有偿证券为直接投资。

2. 短期投资与长期投资。

一般地说投资周期为一年以下的为短期投资；一年以上的为长期投资；严格地说，一至五年或七年为中期投资，五或七年以上的投资才是真正意义上的长期投资。选择短期投资还是长期投资，是很重要的事，它直接涉及投资者的收益、资金周转速度及机会成本等问题。一般地说，短期投资相对于长期投资来说收益率相对低些，如投资于短期国库券（一年以下）比投资于10年期债券收益要低些，否则无人进行长期投资了。但短期投资风险相对小些，资金周转快，也许会从再投资中获取新的收益。进行短期投资还是长期投资，一般是由投资者的投资偏好决定的。另外，长期投资和短期投资是可以转化的。购买股票是一种长期投资，无偿还期，但股票持有者可以在二级市场进行短线操作，卖出股票，这又是短期投资。

3. 固定收益投资与非固定收益投资。

进行证券投资，其目的是获取收入。证券种类繁多，其投资性质、期限各有不同，收入高低和支付方式也不同。一般地说可分为两类，即固定收益投资和非固定收益投资。固定收益投资，是指该种证券预先规定应得的收入，用百分比表示，按期支付，在整个证券投资期限内不变。非固定收益投资是指证券的投资收入不预先规定，收入不固定。多数债券和优先股的收入是固定的，而普通股的收入则是不固定的。一般地说固定收益投资风险小，但收益也小；非固定收益投资风险大，但收益高。

三、投资与投机

根据以往的习惯看法，投资与投机是两个截然不同的概念，投资是正常行为，投机则是不正当甚至非法行为。

从经济学意义上讲，投机几乎是投资的同义反复。投机是寻找和掌握投资的机会，正是千百万人在市场上寻找投资机会，才能形成市场的均衡价格和社

会平均利润。在股票市场交易中，投资者为了获得更高的预期利润，卖出自己认为企业效益低、或风险大、未来行情下跌的股票，买入自己认为企业效益好、或风险小、未来行情上涨的股票。有人先买后卖，有人先卖后买；有人低价买进高价卖出，获取差价。人们常把从事股票短线操作的人称为“投机者”。但通过证券买卖，企业的效益得到了社会评价和承认，效益好，资产增殖的企业，股价上升；反之，股价下降。另外，通过证券交易，证券市场的社会集资功能得到充分发挥，资金向效益好的方向流动。因此，可以说，投机是投资的一种手段或方式。

在使用投资与投机概念时，人们习惯于用以下方式将投资与投机加以区别。

1. 以投资时间长短来划分。投资时间短，在市场上频频买入或卖出有价证券为投机；长期保留证券，不轻易换手，按期坐收资本收益者为投资。

2. 以投资风险大小来划分。投资风险大的为投机，投机为高风险投资；投资风险相对小的为投资，投资是稳健的投机。

3. 以是否重视证券实际价值来划分。投资者着重对各种证券所代表的实际价值，公司的业绩和创利能力，进行分析，选择投资对象；而投机者主要注重市场的变化，注意证券市场行情的变化，频繁买进卖出，以获市场差价为主。投资者注重证券内在价值，而投机者则注重证券的市场价格。

正常的投机对平衡证券价格，增强证券的流动性，加速资金周转，维持证券市场正常运转具有积极作用。从某种意义上说，没有投机，就没有证券市场。

当然要警惕和防止过度投机。过度投机会对市场乃至经济造成危害。过度投机行为容易造成盲目性，出现各种风潮。比如，股票行情看涨时，大家都盲目购进，造成股票价格远高于其实际价值，潜伏着暴跌危机；当有风吹草动，行情看跌时，又可能出现纷纷抛售，造成股价惨跌，投资者损失惨重的情况。

应当禁止不正当的、非法的投机。不正当的、非法的投机行为，主要是指通过各种权力或其他关系，事先获取行情，从而牟取非法暴利，买空卖空、囤积居奇、制造谣言、内幕交易、操纵市场等行为。这些行为对证券市场的危害是相当大的，应予严厉打击。

四、投资选择

投资是一个复杂的过程，需经过几个阶段或步骤才能做出恰当选择，同时还有投资管理问题。

(一) 投资准备阶段

投资准备包括心理准备,必要的投资知识准备和投资资金准备。

投资者在决意投资时,应做好充分的心理准备,因为市场变化莫测、风险与收益并存。参与投资者必须有承担风险的心理准备,才能在市场的顺境或逆境中均能镇定自若。

掌握一些投资知识,减少投资的盲目性,对于投资者尤其是初次进入证券市场的投资者来说是十分必要的。

最重要的准备是资金准备。投资必须有资金来源。从大的方面来说,资金来源无非是两个部分,一部分是自有资金,另一部分是借入资金。在自有资金中,主要来自自己的积累和结余。这就需要计划一下,有多少资金用于消费,可以拿出多少资金进行投资不至于影响正常消费,这些资金要投到哪里去,有可能减少风险或增加收益。借入资金不是不可用于再投资,但应格外谨慎。这里有投资成本和风险问题,如果再投资收益不抵支付借贷利息,就会亏本;如果到期不能偿还借入资金本息,就有可能破产。对于固定收入的中小投资者来说,尽可能不用借入资金进行再投资。

(二) 了解阶段

进行投资要了解整个市场状况和投资环境。更要了解证券本身的状况。

对证券市场来说,既要了解一级市场又要了解二级市场状况。一级市场上主要了解发行人和承销商的情况。要选择可靠的、有经营能力的发行人所发行的证券。二级市场上主要了解证券的流动性,上市交易情况。还要了解证券经纪商的情况。

投资股票和公司债券一定要对公司的情况有所了解,重点了解公司的业绩、财务状况、创利能力等。

除此之外,还应了解有关证券投资的法律、法规和税收情况等。

(三) 分析阶段

投资者对各种证券的收益与风险,发行人及承销商、经纪商及整个证券市场的情况做了大致了解后,应对所准备投资的证券及发行人进行具体分析。对证券的真实价值、上市价格和价格涨落趋势进行认真的分析。决定证券价格最根本的因素在于它所代表的实际价值,分析某种证券的真实价值是非常重要的。当然,影响证券市场价格的因素很多,价格与其所代表的真实价值相背离的情况是经常的。因此,分析证券行情的变化趋势,从价格变化中掌握证券价格与所代表的真实价值的关系,对于把握时机,及时买入卖出证券也是比较重要的一环。

对证券投资进行深入研究分析，需要具有广博的知识，掌握分析方法并借助于一定的分析工具，这对于一般投资者来说是困难的。但是投资者可以根据发行人及上市公司公告的有关资料进行分析，作投资决策参考。

（四）投资决策阶段

通过以上阶段和步骤，投资者可以做出投资选择，决策把资金投到何种证券或一组或几组证券上去。

投资者做出投资决策时，应综合考虑所购买证券的风险与收益，并考虑自己今后一段时期对资金需要及其他用途，本人未来财务状况的变化等。

分散风险是投资的重要策略方法。俗话说，不要把鸡蛋放在一个篮子里。资金较多者，应把资金分散地投到几种或几组证券上去。

（五）投资管理阶段

投资者决定购买证券后，便进入投资管理阶段。这个阶段对投资者来说是非常重要的，对于投资者来说，特别需要注意以下四个方面的问题。

1. 保持长期投资和短期投资的恰当比例。长期投资收益率相对高些，但资金周转相对慢，不够灵活。因此，要保持长期投资与短期投资的一定比例，既保持资金的周转与变动能力，又能获得较高收益。

2. 现货交易与期货交易结合。一般地说，现货交易受市场价格变动影响大，风险也大些。期货交易则是减少或降低风险的一种形式。因此，在条件允许的情况下，投资者应既做现货交易又做期货交易。在买入现货的同时，卖出期货；或卖出现货时，买进同额期货，这样可以通过套期保值，把风险降低到最小限度。

3. 自有资金与借入资金进行投资要保持适当比例。前文述及，尽量少用或不用借入资金。但对于机构投资者或投资大户来说，完全不用借入资金投资是不现实的。对于证券经纪商来说，他们也需要通过信用交易，扩大业务量，收取贷款利息和佣金。投资者利用借入资金进行投资，应有限度，这个限度就是自己的清偿能力。用借入资金投资应尽量投资于风险小的或有固定收入的证券。

4. 保证证券的最佳组合。如何选择适当的证券，每种证券在每组证券占多大比例，才能构成最有效的组合。这就需要投资者确定各种投资占总投资的恰当比例。比如银行储蓄，购买债券，股票的比例。在债券中，各种长短期债券、政府债券和企业债券的比例；股票中，不同行业，不同业绩公司股票的比例等。