

# 第一篇 投资环境篇



## 第一章 投资概述

投资 (Investment) 这个词在当今社会经济活动中使用的频率越来越高,使用的范围也越来越广泛。不仅企业和政府部门涉及投资,而且越来越多的城乡居民进入了投资领域。这是 20 世纪 80 年代末、90 年代初我国经济生活中出现的新气象,也是改革开放深入发展的结果。

第一章阐述投资的意义和投资的要素,并论述证券市场的投资和投机。

### 第一节 投资的意义

#### 一、投资的含义

一般意义上来说,投资是人类生存和发展过程中一种主要的行为方式,即人类为了组织社会生产和再生产,就要不断地将有限的社会资源加以分配,以获取更多的财富。然而,人类在不同的社会经济形态和历史阶段,对投资的认识和理解并不完全相同。

在我国,对于投资的含义,随着社会主义经济体制的变化,在认识上也有所不同。

20 世纪 80 年代以前,我们对投资的理解是:“在社会主义制度下,一般是指固定资产投资。”(《辞海》,1989 年版)这种观点是因袭苏联而来的,是高度集中的计划经济体制下的产物。因此,在计划经济体制的制约下,建国至 20 世纪 80 年代后期,我国的投资理论实际上就是固定资产投资的理论。20 世纪 80 年代后期至

今，我国社会主义市场经济体制逐步形成，投资被赋予新的含义和新的实践内容。在我国，投资已成为一种比固定资产投资含义更广、更深的经济行为。

那么，如何给投资下定义呢？

经济学对投资的定义，可以说是各抒己见，众说纷纭，不仅研究的角度不同，界定的范围也不一样，但大体上可归为两类。

一类定义从价值与资本的角度加以界定：

《经济大辞典》(工业卷)把投资定义为：“经营盈利性事业时预先垫付的一定量的资本或其它实物”。

萨缪尔森 Paul A. Samuelson 在《经济学》一书中写道：“投资的意义总是实际的资本形成——增加存货的生产或新工厂、房屋或工具的生产……只有当物质资本形成产生时，才有投资。”

夏皮罗 (Edward J. Shapiro) 的《宏观经济分析》一书认为：“投资在国民收入分析中只有一个意义——该经济在任何时期以新的建筑物、新的生产耐用设备和存货变动等形式表现的那一部分产量的价值。”

另一类定义是从投资行为与过程的角度加以界定：

《经济大辞典》(金融卷)中对投资的定义是：“经济主体以获得未来收益为目的，预先垫付一定量的货币或实物，以经营某项事业的行为。”

英文版《帕格雷夫经济辞典》的定义是：“投资是一种资本积累，是为取得用于生产的资源、物力而进行的购买及创造的活动。”

《简明不列颠百科全书》第七卷中写道：“投资指在一定时期内期望在未来能产生收益而将收入变换为资产的过程。”

威廉·夏普 William Sharpe 在《投资学》(第 5 版)一书中是这样定义的：“投资就是为获得可能的不确定的未来值而作出的确定的现值牺牲。”

归纳起来，两类定义的共同之处在于都是强调一定数量的货币、资本及实物的投入，而带来新的实际生产要素的扩大和未来收益的增加。

实际上，投资的含义究竟如何，或者说，怎样对投资下一个准确的定义，东西方学者存在很大的差别。即使西方学者对投资概念的界定，不同的经济流派也有不同的表述。我国过去将投资的含义，限定在固定资产投资范围。西方从事投资学研究的学者，虽然认为广义的投资含义，也包括进行基本建设的直接投资，但投资一词，主要指金融投资，特别是指通过金融市场进行的证券投资。

## 二、两种投资概念的差异

东西方对于投资概念不同的认识源于不同的经济体制背景，具体表现在两个方面：投资主体的差异和投资方式的差异。

### 1. 投资主体的差异

在计划经济体制下，投资主体指的仅仅是政府，包括中央政府及地方各级政府。其原因在于：

(1)在高度集中的计划经济体制下，财政统一收支，银行统一存贷，物资统一调配，固定资产投资项目由政府预算拨款，银行信贷不涉及项目投资。这样的体制下，只存在政府财政直接投资一条途径。

(2)在计划经济体制下，企业折旧基金全部上交，企业自身没有投资的财权。所以，企业不可能成为投资主体。

(3)政府实行高积累、低消费、低工资政策，个人及家庭收入的绝大部分都用于生活消费。所以，个人也不可能成为投资主体。

西方投资学意义下的投资主体的范围则大得多。由于购买金融资产都属于投资行为，从这个意义上来说，投资主体的范围就更广泛了。20世纪90年代以来，我国证券市场、期货市场、外汇市场及房地产市场等的兴起为个人及法人开辟了多渠道的投资机

会、政府、金融机构、各种基金和经济组织、个人以及国外的法人和自然人，都可以成为投资主体。这就构成了我国国民经济中多元化的投资主体结构。

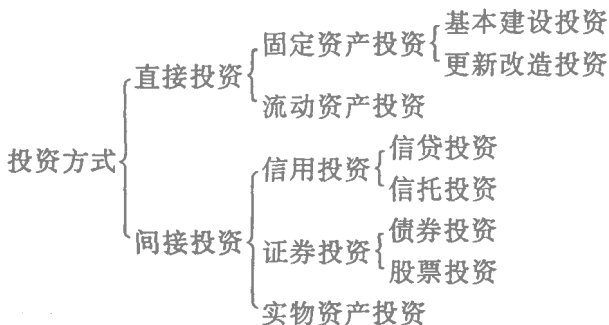
## 2. 投资方式的差异

计划经济体制下的投资含义仅仅指的是固定资产投资，即把投入资金运用于购置和建造固定资产。如投入资金运用于流动资产，以满足生产和经营中周转需要的，称为流动资金投资。这两种投资方式都称为直接投资。而西方投资学中投资的含义是广义的投资，既包括直接投资，也包括间接投资（即金融资产投资），因为在现代市场经济社会中，光有直接投资是远远不够的，必然会产生间接投资，而且成为一种重要的资本经营方式。

两种投资方式的差别在于，直接投资涉及与自然界的联系，如盖工厂、开矿山、修铁路等，间接投资并不涉及自然界，只涉及人与人之间的财务交易。现代社会中，后者的作用日益显著。

## 三、投资方式的分类

投资方式可作较细的分类如下：



间接投资最终是为了转化为直接投资。下面介绍各种投资方式的含义。

**固定资产投资**——指投入资金运用购置和建造固定资产。固

定资产是指在社会再生产过程中，能够在较长时期（通常在一年以上）为生产、生活等方面服务的物质资料。固定资产按其经济用途，可分为生产性固定资产和非生产性固定资产两大类。

**基本建设投资**——指投入资金运用于建筑、购置和安装固定资产的活动，以及与此相联系的其他工作，其范围包括通过新建、扩建、改建、恢复、迁建等形式实现的固定资产再生产的投资。

**更新改造投资**——指投入资金运用于原有固定资产的更新和技术改造，也是实现固定资产再生产的重要形式。

**流动资产投资**——指投入资金用于增加流动资产，以满足生产和经营中周转的需要。在任何时候，流动资金是以货币计量的流动基金（生产储备资金、生产资金和流通基金、成品资金、货币资金）的总和。铸币、黄金和外汇储备属于国民经济中的流通基金。流动资金的数量同生产和经营的规模成正比，同流动资金的周转速度成反比。流动资金投资是对国民经济中原有流动资金的增加，应以在加速周转的条件下满足生产和经营需要的原则。

投资主体进行直接投资的资金，并不一定是自己所有的，而可以通过银行中介进行直接融资。如可以向资金所有者直接融资，从而取得资金的所有权，进行直接投资。资金所有者则可以通过银行中介，对直接投资的主体让渡资金使用权，进行间接投资，分享投资效益。

**信贷投资**——指将资金贷款给借款者，由后者作直接投资，前者从直接投资主体以利息形式分享投资收益。

**信托投资**——指将资金委托银行的信托部或信托投资公司代为投资，并以信托受益形式分享投资收益。

**信用投资**——信贷投资和信托投资都属于信用投资，是以资金换得借据或信托受益权证书。

**债券投资**——指投入资金用于购买债券，让渡资金使用权给

债券发行者进行直接投资，并从直接投资主体以债息形式分享投资收益。

股票投资——指投入资金用于购买股票，让渡资金使用权给股票发行者（股份公司）进行投资，并从股份公司以红利形式分享投资收益。

证券投资——债券和股票都是有价证券，对发行证券的公司而言，都属于直接融资的工具。购买债券、股票都称为证券投资。

实物资产投资——是一类特殊的投资方式，西方投资学将其纳入间接投资范畴，尽管其投资的内容及性质与上述几种投资方式有较大的差异。它包括购买房地产、贵金属、首饰、宝石、古董、邮票、各种名贵艺术品等有形资产的投资，其目的是为了保值和增值。这种实物投资要求投资者必须了解或熟悉所投资领域的专门知识，如购买名贵艺术品，则必须具备相应的鉴赏能力。

明确了投资方式的分类之后，有必要进一步阐明间接投资（这里的含义排除实物资产投资）与直接投资之间的关系。就投资的性质而言，间接投资是将货币资金转化为金融资产，并没有实现为社会的实物资产，所以并不引起社会总需求的增加。然而，间接投资的归宿是直接投资，金融资产只有转化为资本存量即固定资产总量时，才成为直接投资，才引起社会总需求的增加。所以，计算社会固定资产总投资时，应以直接投资总量为根据，不能把间接投资计算在内，以免造成重复计算。

综合以上所述，投资概念包括内涵和外延两部分。在内涵上，投资既是指为获得预期收益的一定量货币、资金，也是指这种预期的实现过程。在外延上，投资既是指固定资产投资及实际资本的形成，同时又是指金融资产投资及虚拟资本的运动。并且，投资在外延上一般有广狭之分。广义的投资包容了直接投资、间接投资等，既包括经济意义上的投资，也包括金融意义上的投资。现代投

资学意义上，狭义的投资仅仅指金融投资（Financial Investment）其主要内容是证券投资（Securities Investment）。因此本书的内容将围绕证券投资的理论及实务问题而展开。

## 第二节 投资的要素

### 一、投资者的目标

作为一个证券投资者，应对投资有清醒的目标。首先，应理解投资的三要素。

#### 1. 投资三要素

从投资的含义，可以看到，投资必须具备三个要素：

(1) 收益。投资是为了获得未来报酬而采取的一种经济行为，收益即投资所取得的报酬。

(2) 时间。投资是一个行为过程，从投入到可能的未来报酬的获得，要经过一定的时间间隔。

(3) 风险。获取的报酬是不确定的，即是以风险为代价的。时间间隔越长，由于不可测因素越多，不确定性就越大，即风险越大。

#### 2. 投资者的目标

投资者的目标是什么？可能各人的回答不尽相同。有人将投资的目标仅仅看作是取得最大的利润或回报，那就将证券投资的目标看得过于简单化了。应该看到，投资必然涉及一定的风险，换句话说，投资可能得不到回报，甚至有一定的损失。投资完全有可能出现这样的后果。因此，期望将风险控制一定的限度内，是证券投资的一个重要因素。也就是说，投资获利的主要约束是使风险最小化，这称作为避险心理。可以这么假设：若面临两种证券投资选择，其预期收益相同，但风险有别，那么，一个理智的投资者

将选择风险最小的证券；如果两种证券风险程度相同，理智的投资者将选择预期收益大的证券。因此，投资要在两个重要的目标之间加以权衡：使利润最大或者使风险最小。

## 二、持有期回报

### 1. 持有期

人们作证券投资，购买股票或债券，心理上有一个未来的到期日，即兑现日。从购买日到最终兑现日的时间长度称作为持有期。如果购买金融资产的持有期很短，那么，不是真正意义上的投资，只能称为投机，甚至是赌博。

赌博和投机之间，投机和投资之间的持有期很难作一个精确的划分。美国国税局（The Internal Revenue Service 对长期资本所得征收所得税的税率给予优惠。这里，长期资本所得指的是一年以上拥有资产的增值。我国证券市场是个新兴的发展中的市场，规范化程度不高，市场具有较强的投机性，这样的背景下，长期投资还没有成为股票市场的主流，投资者购买股票的平均持有期比西方成熟股市投资者的平均持有期要短得多。

### 2. 持有期回报

为了衡量投资者在一定持有期内的收益，我们定义了持有期回报 Holding Period Return 简记为 HPR)。这是个重要的概念，可测定投资者财富增加或减少（如遭受损失）的速度。HPR 的定义由公式 (1.1) 表示：

$$HPR = \frac{\text{持有期的总收入}}{\text{购买价格}} \times 100\% \quad (1.1)$$

以普通股投资收益为例，投资者能够得到以下两种收入：

(1) 股票价格的上升所得收入，或者股票价格下跌造成损失这称作为资本所得或所失。

(2) 从现金红利的支付得到收入。

这样 普遍股的 HPR 可用公式表示，如式 1.2)：

$$HPR = \frac{\text{价格变化} + \text{现金红利}}{\text{购买价格}} \times 100\% \quad (1.2)$$

如通用汽车公司的股票在 2 月 9 日以 64 美元的价格购买，一年后的 2 月 9 日以 66.50 美元卖出。这一年持有期中股票价格上升 2.50 美元。如果一年中还派发现金红利 3.90 美元 那么投资者的 HPR 是：

$$HPR = \frac{2.50 + 3.90}{64.00} \times 100\% = 10\%$$

### 第三节 证券市场的投资和投机

证券市场的买卖行为，有时被认为是一种投资行为，有时被看作是一种投机行为。如何理解这种现象，首先应从证券市场投资行为的形成来考察。

#### 一、证券市场投机行为产生的历史原因

证券市场在世界上已有两百多年的历史，投资行为与投机行为自始至终贯穿其中。为此，我们必须追溯证券市场投机行为产生的历史原因。

证券是一种有价证券，无论是作为债权证书的债券，还是作为所有权证书的股票，其投资的初衷都是为了获取债息或股息，作为其投资回报，将证券投资看作金融资产保值增值的一种手段。然而，证券市场的发展，特别是股票市场的发展，使得当前世界上单纯指望获取股息和红利作为投资目的的投资者人数比例有很大的下降。道理很简单，股票流通市场的价格是不断变化的，投资者经常可以从股票价格的波动中获取价差收益，股息及红利与价差收益相比往往显得微不足道。于是，许多投资者非常重视股票市场的供求关系和股票价格的变动趋势，通过买卖交易获取价差收益。

当然，他们要为此承担一定的风险。这就是证券投机行为的起因。

那么，造成证券市场投机行为的市场原因是什么呢？或者更深一层地剖析，证券市场本身构造了怎样的机制，从而导致投机活动的产生和发展？

首先要认清证券市场的性质。证券投资是指法人或个人用货币购买股票或债券等有偿证券，藉以获取收益的行为。它并不涉及资本存量的增加，是一种长期信用活动。证券市场的流通关系使得资本市场增加了新的内容，同时又使证券市场与实物资本市场分离，逐步形成了自身发展及运行的规律。这种规律表现在两个方面。一方面，证券发行市场与流通市场的分离。这两个不同层次的市场与处于实物资本市场中的企业各自有不同的关系。证券发行的依据是企业经营或政府、金融部门筹资的要求，因此，证券发行市场直接反映了实物部门的具体需要。但证券在一级市场上往往匆匆而去，停留的时间很短，短则几天，长则几个月，一级市场发行的证券就流入了二级市场。证券的生命周期大部分是在二级市场度过的。许多证券从一级市场创造出来以后不再与一级市场发生联系。证券在二级市场的流通活动与投资者的各种动机相联系。有为取得债息、股息收益的投资行为；有为资金周转需要的买卖行为；有为博取价差而获高额盈利的投机行为；也有为了参与某公司经营决策，控制或收购某公司股权的股票购买行为等。证券一旦进入二级市场，就成了一种金融工具，各种投资者出于各自的利益动机，实施其市场行为。另一方面，证券市场上的投资活动几乎没有特定的地点要求，可以通过任何中介机构进行买卖活动，投资周期也无特定的限制，可长可短，视投资者愿望而定。证券交易的清算交割也无特定的时空限制。而实物资本市场上的投资活动要遵循一般的经济运行的周期性规律。正是由于证券市场流通活动与实物资本市场活动的脱离，证券市场流通活动实际上形成

了一种虚拟资本的活动，这为证券投资活动向投机活动转化提供了种种可能性。

我们不妨回顾和分析一下世界证券史上证券投资向投机转化的背景与原因。

### 1. 股票交易方式的演变

交易方式的演变大致经过以下四个阶段：(1) 现金与股票交易；(2) 股票与股票交易；(3) 跨时间的股票交易；(4) 象征性的股票交易。现金与股票交易是最早的交易方式，也是最常用的货币与金融商品互相交换的方式，投资者之间的交易在证券交易所法规的指导下进行。股票与股票交易往往在不同公司的股票中间进行。当两种不同股票的市场价格一致时，这种交易只是两个公司股东之间的地位转换。由于价格一致，交易双方是平等的，既节约了两笔交易费，又节省了人力。当两个公司的股票价格不一致时，由于考虑佣金和经营上的不确定因素，股票交易是按其内在价值进行交易的。交易行为与风险连接在一起。跨时间的交易活动依赖于投资者正确的预见。一旦预见与实际的交易情况发生背离，投资者必定受到不同程度的损失。所谓跨时间的交易就是期货交易，股票的期货交易主要指股票指数期货交易。这种跨时间交易行为与实物资本市场的发展前景和经营状况有关，有时又可以脱离实物资本的发展而运动，理论上就进入到了投机阶段。因此，判断投资行为与投机行为是十分复杂的。到 20 世纪 70 年代，证券交易发展到了一种象征性的交易。1973 年美国芝加哥交易所首先开创了期权 Option 交易，并为这种交易的规范化创造了一系列条件。期权交易购买的是某种证券将来某时候的买入或卖出的选择权，通过准确预测某种证券的价格趋势而取得盈利。期权交易节省了投机的资本，使证券更加虚拟化，导致证券市场虚假繁荣。期货和期权交易使交易量大大突破了证券交易的实际数量。无

疑，这种以小博大的杠杆效应，使投机的成分几倍、几十倍地扩大了。在证券市场，投资者认为行情看涨时，先买后卖，这种行为称为“多头”(Long position) 反之 投资者认为行情看跌时 从经纪人处融券卖出，价格下跌到一定程度时，再以低价买回，这种行为称为“空头”(Short position)。这种买空或卖空行为并没有促进实物资本市场融通资金，没有促进实物资本的运动，因此，买空卖空行为是证券投资走向投机的重要步骤。

## 2. 经纪人行为的演变

经纪人的作用主要是充当投资者的中介人。但随着证券交易的发展，经纪人的作用也不断发展变化。经纪人作用的演变是这样的。起初，买卖双方投资者找同一个经纪人，即该经纪人成为买卖双方的中介人。后来演变为每个投资者有自己的经纪人，买卖双方的交易由各自的经纪人代理进行。由于经纪人长期从事证券交易，他与信用机构的关系越来越密切。经纪人通过向信用机构贷款和自己拥有的资金，可以向投资者提供一定数量的融资。政府用法律限制经纪人的这种活动，规定投资者的保证金 (Margin) 比率在 30% ~ 50%，不能低于这个水平，以控制风险。同时投资者要求经纪人参与投资，可以防止经纪人的欺诈行为，经纪人参与投资后要关心投资者的利益。这样，经纪人行为变得复杂了。以保证金作融资交易的投资者与经纪人联系在一起，经纪人的中介作用开始动摇。

## 3. 上市公司行为的转变

上市公司虽以经营为主，但也不得不参与证券投资。这是因为实物资本市场与货币市场发生分离后，竞争在两个市场都有反映。为了确保董事会要求的公司利益，经营管理人员需要随时了解证券市场的动向，以扩大经营，同时，必须影响和吸引公司的所有者——股东。因此，股份公司参与证券市场的投资与投机有以

下四种行为：

(1)用发行新证券影响市场。一种是单纯为筹集资本发行新债券，另一种是可转换债券，若干年后可转换为普通股，体现了公司的发展意图。

(2)发行短期认购权证。它是公司在配售新股时，给予老股东的一种配股认购权证。由于配股权证可以流通转让给第三者，又增加了投机性。

(3)发行长期认购权证。它可以长期流通，在流通阶段无普通股所拥有的权利，权证持有者最终是否认购股票，取决于他们对股票价格趋势的预期。因此，长期权证在流通阶段的买卖交易，本身就是一种投机活动。

(4)股票面值的改变。面值的拆细或合并，将在流通市场造成一定的效应，使其投机性增强了。

#### 4. 投机行为的多重化

投资公司的加入使证券投资复杂化，助长了投机行为。由于投资公司的投资管理比较专业化，能分散风险，信息来源广，具有独立性等优势，投资公司活动十分频繁。占投资公司业务活动很大比例的是共同基金 (Mutual fund)。投资公司利用共同基金从事各种不同形式的投机活动。它们的主要形式有：

(1)增长型基金 投资于交易活跃、收益又较高的证券 属于风险性较大的投资。

(2)活跃型基金，专门投资于那些价格低、波动幅度大的股票。

(3)货币市场基金，从事短期的货币交易业务。

(4)收益型基金，投资于收益高且比较稳定的股票或债券。

(5)平衡基金，选取一部分最有风险但预期收益最大的股票和债券，同时买进最稳定的大公司股票。

证券市场发展的过程表明了，证券市场的投机活动是伴随着

市场本身的发展而共生的。虚拟资本的投资活动必然伴随着投机活动，投机是投资的孪生子。证券市场从它诞生之日起，它的交易机制就决定了市场的性质。投机性伴随着投资性而生。投资是证券市场赖以生存的基础；投机则是润滑剂，它加速了证券的周转，促进了市场的活跃，使之更具生命力。

## 二、从股票流通市场功能看股票投机的实质

我们可以从股票及股票流通市场的功能出发来剖析股票投机的实质。这也是有效地管理和参与股票市场投资活动的一个出发点。

### 1. 股票的性质决定其投机性

#### (1) 股票是动态的财产所有权。

从法权关系上看，股票是一种财产所有权证书。但对这种所有权的理解不应局限于静态，而应是动态的。因为这份财产是一种经营性资产，从经济发展的眼光看，公司的资产是在不断运营过程中逐渐增值的。于是，股票持有者拥有的股权也是不断地在自我增值，股票的含金量在扩张。

#### (2) 股票的增值在流通中得到反映。

股票使所有权市场化，使抽象意义上的资产转化为资本市场交换过程中用价格度量的标准化金融商品。股票流通本质上就是资源的重新配置。它引发了市场经济体制下资源配置方式的革命，导致社会资源的优化配置。股票的增值也只有在流通中通过不断变化的价格得到反映。

#### (3) 股票的增值是一种预期。

股票投资者对财产所有权增值的评估只能是一种预期，而不是现实。对它的评估是由市场作出的。股票的市场价格是由全体投资者的共同行为产生的，这就决定了股票的属性必然是投机的。

投机是什么？英文原文叫 *Speculation*，它的含义是思索、推测

和预测。因此，一个合格的投资者，必须持有理性的投资观念，在对证券未来价值预期的基础上，寻求较好的买入或卖出的时机。事实上，即使你标榜自己是个投资者而非投机者，但在购入证券之前，总要理性地分析某种证券的投资价值，期望在某一时间阶段中以该证券的较低价格买入，便于获取较高的投资收益率。寻找合适的买卖时机，恐怕就是投机的本意，这是任何投资者回避不了的现实问题。从这个意义说，任何证券投资都包含有投机的成分。

## 2. 投机的划分

证券市场挂牌上市的证券很多，对其预期各不相同，投资和投机很难严格划分。我们可以对投机活动从理论上加以区分。从逻辑角度划分，投机可分为理性投机与非理性投机；从法律角度划分，投机可分为合法投机与非法投机。

理性投机者对于证券的投机是建立在对宏观经济的发展、行业与市场前景、公司业绩的预测以及国家政策取向等因素综合分析的基础上，挖掘证券收益的潜力。这种投机行为实际上体现了一种价格发现功能，证券市场的理性投机无形中形成了证券价格发现机制。如果没有这种价格发现机制，证券市场将成为死水一潭 缺乏价格的波动 缺乏充分的流通 缺乏资源优化配置的功能。这样的证券市场势必缺乏生命力，是难以持久的。证券市场的理性投机是活跃证券市场不可缺乏的有机组成部分。它与证券的投资观念是不矛盾的。而非理性投机则是撇开了理性投机赖以存在的基本分析，不顾宏观经济情况，不顾证券的内涵质地，采用“博傻”手法炒作证券，使证券价格完全脱离实际，脱离人们普遍的预期收益。由于非理性投机缺乏基础，最终必然以失败而告终。18世纪英国南海公司股票的暴涨暴跌，1999年至本世纪初美国纳斯达克市场追捧网络股的狂热投机，直至网络泡沫的破灭等事例都反映了证券市场非理性投机造成的严重恶果及其对参与这种非理