



第 1 篇 基础知识篇



第 1 章

证券投资导论

本章学习目标

- 金融体系与证券定义
- 证券的主要经济功能
- 投资的内涵及其分类
- 系统风险与非系统风险
- 证券投资分析基本要素
- 证券投资分析方法的主要流派
- 证券投资分析的信息来源

第 1 节 证券内涵与功能

任何学科的产生,均源于特定的研究目的,均有其特定的研究对象与任务,而特定的研究对象与任务,又决定着该学科整个研究体系、研究内容及研究方法。因此,对证券投资的内涵与功能等作深入的认识和把握,是开始本课程学习的首件大事。本节介绍了证券的概念及其分类、特征、主要功能。

一、证券概念及其分类

(一) 金融体系、金融市场与证券

金融体系是一个经济体中资金流动的基本框架。现代金融体系主要包括金融调控与金融监管体系、金融组织体系和金融市场体系。美国金融学家 Levine 等将全球各国金融体系划分为两大类:一类以银行为主体,代表性的国家是德国和日本;另外一类是以资本市场为主体,代表性的国家是美国和英国。大量实证研究表明,以市场为主体的金融体系更具有弹性,对经济增长的推动作用更为显著。表 1-1 是我国的金融体系框架及其简介。

表 1-1 我国金融体系框架一览表

机构分类	机构名称	机构职能
监管机构	中国人民银行	国务院组成部门,是中华人民共和国的中央银行,是在国务院领导下制定和执行货币政策、维护金融稳定、提供金融服务的宏观调控部门。
	中国银行业监督管理委员会	简称银监会,国务院直属事业单位。根据国务院授权,统一监督管理银行、金融资产管理公司、信托投资公司及其他存款类金融机构,维护银行业的合法、稳健运行。
	中国证券监督管理委员会	简称证监会,国务院直属事业单位。依照法律、法规和国务院授权,统一监督管理全国证券期货市场,维护证券市场秩序,保障其合法运行。
	中国保险监督管理委员会	简称保监会,国务院直属事业单位。根据国务院授权履行管理职能,依照法律、法规统一监督管理全国保险市场,维护保险业的合法、稳健运行。
银行类 金融机构	政策性银行	国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行,主要分别承担国家重点建设项目融资、支持进出口贸易融资和农业政策性贷款业务的任务。
	大型商业银行	包括中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行及交通银行。大型商业银行是我国银行体系的主体,以获取利润为经营目标,以经营存贷款、办理转账结算为主要业务,以多种金融资产和金融负债为经营对象,具有综合性服务功能,对我国经济金融的发展起着重要作用。
	股份制商业银行	是指大型商业银行以外的全国性股份制商业银行、区域性股份制商业银行的总称。中信银行、招商银行等属于全国性股份制商业银行。
	城市商业银行	城市商业银行是中国银行业的重要组成和特殊群体,其前身是 20 世纪 80 年代设立的城市信用社,当时的业务定位是:为中小企业提供金融支持,为地方经济搭桥铺路。从 20 世纪 90 年代中期,以城市信用社为基础,各地纷纷组建城市商业银行。
	农村金融机构	主要包括农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行、农村资金互助社和贷款公司,主要从事农村地区的银行金融服务业务。
	中国邮政储蓄银行	中国邮政储蓄银行是在邮政储蓄的基础上组建的。中国邮政储蓄银行主要依托和发挥网络优势,以零售业务和中间业务为主,为城市社区和广大农村地区居民提供基础金融服务。
	外资银行	外资银行指依照有关法律、法规,经批准在中华人民共和国境内设立的外商独资银行、中外合资银行、外国银行分行、外国银行代表处。

续表

机构分类	机构名称	机构职能
证券类 金融机构	证券交易所	证券交易所是为证券集中交易提供场所和设施,组织和监督证券交易,实行自律管理的法人,目前包括上海证券交易所和深圳证券交易所。
	证券公司	证券公司指经批准而成立的专门经营证券业务,具有独立法人地位的有限责任公司或者股份有限公司,可以承销发行、自营买卖或自营兼代理买卖证券。普通投资人的证券投资都要通过公司来进行。
	证券服务机构	证券服务机构是从事证券投资咨询、证券资信评估服务、证券集中保管等证券服务业务的法人机构。
	期货公司	期货公司是指依法设立的、接受客户委托、按照客户的指令、以自己的名义为客户进行期货交易并收取交易手续费的中介组织,其交易结果由客户承担。期货公司是交易者与期货交易所之间的桥梁。
	基金管理公司	基金管理公司是指依据有关法律法规设立的对基金的募集、基金份额的申购和赎回、基金财产的投资、收益分配等基金运作活动进行管理的公司。证券投资基金的依法募集由基金管理人承担。基金管理人由依法设立的基金管理公司担任。担任基金管理人应当经国务院证券监督管理机构核准。
保险类 金融机构	保险公司	保险公司是依照法律法规设立的经营商业保险和政策性保险的金融机构。
	保险中介机构	保险中介机构是介于保险人和被保险人之间,专门从事保险业务咨询与推销、风险管理与安排、保险价值评估、损失鉴定与理赔等中间服务活动,并获取佣金或手续费的组织。
其他类 金融机构	金融资产管理公司	金融资产管理公司指经国务院决定设立的收购国有银行不良贷款,管理和处置因收购国有银行不良贷款形成的资产的国有独资非银行金融机构。
	信托公司	信托公司是指依法设立的,以营业和收取报酬为目的,以受托人身份承诺信托和处理信托事务的金融机构。
	企业集团财务公司	是以加强企业集团资金集中管理和提高企业集团资金使用效率为目的,为企业集团成员单位提供财务管理服务的非银行金融机构。
	金融租赁公司	金融租赁公司是指经国务院银行业监督管理机构批准,以经营融资租赁业务为主的非银行金融机构。
	汽车金融公司	是指经国务院银行业监督管理机构批准设立的,为中国境内的汽车购买者及销售者提供金融服务的非银行金融机构。
	货币经纪公司	货币经纪公司是指经批准在中国境内设立的,通过电子技术或其他手段,专门从事促进金融机构间资金融通和外汇交易等经纪服务,并从中收取佣金的非银行金融机构。
	消费金融公司	是指经国务院银行业监督管理机构批准,在中华人民共和国境内设立的,不吸收公众存款,以小额、分散为原则,为中国境内居民个人提供以消费为目的的贷款的非银行金融机构。

续表

机构分类	机构名称	机构职能
金融行业自律组织	中国银行业协会	中国银行业协会是经中国人民银行和民政部批准成立，并在民政部登记注册的全国性非营利社会团体，是中国银行业自律组织。2003 年中国银监会成立后，中国银行业协会主管单位由中国人民银行变更为中国银监会。
	中国证券业协会	中国证券业协会是依据《中华人民共和国证券法》和《社会团体登记管理条例》的有关规定设立的证券业自律性组织，属于非营利性社会团体法人，接受中国证监会和国家民政部的业务指导和监督管理。
	中国期货业协会	中国期货业协会是依据《中华人民共和国证券法》、《期货交易管理条例》和《社会团体登记管理条例》的有关规定设立的期货行业自律性组织，属于非营利性社会团体法人，接受中国证监会和国家民政部的业务指导和监督管理。
	中国证券投资基金业协会	依据《中华人民共和国证券法》、《中华人民共和国证券投资基金法》和《社会团体登记管理条例》的有关规定设立的证券投资基金业自律性组织，属于非营利性社会团体法人，接受中国证监会和国家民政部的业务指导和监督管理。
	中国保险行业协会	中国保险行业协会是经国务院保险监督管理机构审查同意并在国家民政部登记注册的中国保险业的全国性自律组织，是自愿结成的非营利性社会团体法人。
	中国银行间市场交易商协会	是由市场参与者自愿组成的，包括银行间债券市场、同业拆借市场、外汇市场、票据市场和黄金市场在内的银行间市场的自律组织。其是经国务院、民政部批准成立的全国性非营利性社会团体法人。

金融市场的基本组成部分包括：货币市场、资本市场、外汇市场等。其中，货币市场是短期资金市场，是指融资期限在一年以下的金融市场。由于该市场所容纳的金融工具，主要是政府、银行及企业发行的短期信用工具，具有期限短、流动性强和风险小的特点，在货币供应量层次划分上被置于现金货币和存款货币之后，称之为“准货币”，所以将该市场称为“货币市场”。货币市场由同行业拆借市场、票据市场、国库券市场等构成。资本市场是指期限在一年以上各种资金借贷和证券交易的场所。资本市场上的交易对象是一年以上的长期证券，该市场是全部中长期资本(一年以上)交易活动的总和，例如股票市场、债券市场、基金市场和中长期信贷市场等，其融通的资金主要作为扩大再生产的资本使用。因为在长期金融活动中，涉及的资金期限长、风险大，具有长期较稳定收入，类似于资本投入，故称之为资本市场。外汇市场，是指在国际间从事外汇买卖，调剂外汇供求的交易场所。它的职能是经营货币商品，即不同国家的货币。

资本市场与证券市场两个概念如何区分？一般地，资本市场至少应包括：证券市场（股票市场、长期债券市场——长期国债、企业债券、金融债券等）、长期信贷市场（例如长期抵押贷款、长期项目融资等）、衍生工具市场（例如期货市场、期权市场等）。证券市场是证券发行和交易的场所。从广义上讲，证券市场是指一切以证券为对象的交易关系的总

和。从经济学的角度,可以将证券市场定义为:通过自由竞争的方式,根据供需关系来决定有价证券价格的一种交易机制。证券市场是市场经济发展到一定阶段的产物,是为解决资本供求矛盾和流动性而产生的市场。证券市场以证券发行和交易的方式实现了筹资与投资的对接,有效地化解了资本的供求矛盾和资本结构调整的难题。在发达的市场经济中,证券市场是完整的市场体系的重要组成部分,它不仅反映和调节货币资金的运动,而且对整个经济的运行具有重要影响。

什么是证券?《辞海》的解释是:用以设定或证明具有一定权利或价值的凭证。它包括有价证券和无价证券。前者代表一定的财产所有权、债权或货币持有权,例如股票、国债、公司债券、栈单^①等,通常可以在一定条件下流通和转让。后者往往是在市场商品供应不足的情况下,国家为保证居民生活基本需要,而发给的定量配给票证,如粮票、布票、油票等。

中国证券业协会出版的《证券市场基础知识》一书对证券的解释是:证券是指各类记载并代表一定权利的法律凭证。它用以证明持有人有权依其所持凭证记载的内容而取得应有的权益。从一般意义上来说,证券是指用以证明或设定权利所做成的书面凭证,它表明证券持有人或第三者有权取得该证券代表的特定权益,或证明其曾经发生过的行为。证券可以采取纸面形式或证券监管机构规定的其他形式。

本书所要讲解的证券,可以简要地归纳为:权利、有价、可转让凭证。这里所谓的“权利”,指的是它代表着财产求偿权(或者称之为索取权),持有人可凭它可以取得一定数量的商品、货币等收入。所谓“有价”,指的是它标有票面金额。所谓“可转让”,即它可以在市场上买卖流通,因此客观上就具有了交易价格。人们把针对证券进行交易的场所,称为证券市场。

(二) 证券的分类

若要理解证券的分类,首先必须了解金融市场的分类,二者似鱼水关系不可孤立。一般地,我们把资金需求者与供给者之间资金的融通场所,称之为金融市场。金融市场的内容结构,包含货币市场、资本市场、外汇市场和衍生品市场。提供一年期以下短期金融资产交易的场所即为货币市场,其一般包括短期票券市场(例如商业本票、银行承兑汇票)与同业拆借市场等。提供一年期以上金融资产交易的场所即为资本市场,其一般包括债券市场与权益证券市场两大内容。外汇市场是外汇交易的场所。作为国际金融市场的重要组成部分,它的存在使国际间的货币支付和资本转移得以实现,保证国际经济交易顺利进行。衍生品市场是以杠杆或信用交易为特征,在传统金融资产如货币、债券、股票等的基础上派生出来的金融工具的交易市场,如期货市场、权证市场、远期合约及互换市场等。

1. 广义证券与狭义证券

根据前文对金融市场分类的简要回顾,按照持有人求偿物的不同,一般可以把证券分为商品证券、货币证券和资本证券,它们统称为广义证券。而狭义证券特指资本证券。具

^① 栈单(zhàn dān)是指货栈收受托存货物时发给货主的凭证。一般载有托存货物的名称、规格、数量等。货主凭栈单可向货栈提取托存货物。栈单属于商品证券。(广义的有价证券包括:商品证券,货币证券,资本证券)

体分析,求偿物是特定商品的证券,称为商品证券。它是持有人对特定商品所有权或使用权的求偿凭证。常见的商品证券有提货单、运货单、仓库栈单等。求偿物是货币的证券,称为货币证券。它是持有人对一定数量的货币的求偿凭证。商业方面的货币证券,主要指商业汇票和商业本票;银行方面的货币证券,主要指银行承兑汇票、银行本票和支票。求偿物与企业未来收益相关的证券,称为资本证券。企业的资本包括债务资本和权益资本,资本证券是有价证券的主要形式。

2. 上市证券与非上市证券

按是否在证券交易所挂牌交易,有价证券可分为上市证券与非上市证券。上市证券是指经证券主管机关核准发行,并经证券交易所依法审核同意,允许在证券交易所内公开买卖的证券。非上市证券是指未申请上市或不符合证券交易所挂牌交易条件的证券。非上市证券不允许在证券交易所内交易,但可以在其他证券交易市场发行和交易。凭证式国债、电子式储蓄国债、普通开放式基金份额和非上市公众公司的股票属于非上市证券。

3. 公募证券与私募证券

按募集方式分类,有价证券可以分为公募证券和私募证券。公募证券是指发行人向不特定的社会公众投资者公开发行的证券,审核比较严格,并采取公示制度。私募证券是指向少数特定的投资者发行的证券,其审查条件相对宽松,投资者也较少,不采取公示制度。目前,我国信托投资公司发行的信托计划以及商业银行和证券公司发行的理财计划均属私募证券,上市公司如采取定向增发方式发行的有价证券也属私募证券。

4. 权益证券、固定收益证券与其他证券

按证券所代表的权利性质不同,有价证券可以分为权益证券(Equity Securities)、固定收益证券(Fixed Income Securities)和其他证券三大类。这里讲的权利性质不同,指的是——求偿权利是否固定?是否具有剩余索取权(Residual Claim)?即能否有资格拿到发行人根据企业盈利状况向证券持有者支付的红利。

公司资本一般划分为股权资本和债务资本。股权资本是资产扣除负债之后,由所有者享有的剩余权益,会计上称之为“所有者权益”,它包括股本、资本公积、盈余公积和未分配利润。因此,权益证券即是代表着一家公司所有权的证券。最典型的权益证券是普通股(Common Stock)。随着境外融资的蓬勃发展,公司奔赴海外,发行一种同样代表着普通股权利的证券以供境外投资者投资,我们称之为存托凭证(Depository Receipts, DR, 参见本书第2章)。普通股票和债券即分别属于权益证券和固定收益证券,它们是证券市场两个最基本和最主要的品种。其他证券包括基金证券、证券衍生产品等,如金融期货、可转换证券、权证等。

值得注意的是,从表象上看,一些证券具有双重特性,比如优先股(Preferred Stock),近年来在我国发展迅速,它也代表着一家公司的所有权,从表象上看,它属于权益证券;但是,从股东权利、股息支付等本质上分析,持有者只能得到固定的支付,因此优先股属于类似于债券的固定收益证券。再比如可转换债券,它在一定的条件下允许持有人将债券转换成为权益。但是,从本质上看,债券与优先股的求偿权在数量上都具有固定性,因此它们又称为固定收益证券。

二、证券的特征

前文已述,本书所要讲解的证券,其定义可以简要地归纳为:权利、有价、可转让凭证。有价证券的特征主要包括:

1. 产权性

有价证券记载和代表着一定的财产权利,证券持有人享有对财产的占有、使用、收益、处分的权利。例如,股权类资产是拥有某公司资产的凭证,并随着公司业绩的变化拥有收取股息及转让收益的权利。

2. 收益性

证券的收益性是指持有证券本身可以获得一定数额的收益,这是投资者转让资本所有权或使用权的回报。证券代表的是对一定数额的某种特定资产的所有权或债权,投资者持有证券也就同时拥有取得这部分资产增值收益的权利,因而证券本身具有收益性。

3. 流动性

证券的流动性是指证券变现的难易程度。证券具有极高的流动性必须满足三个条件:很容易变现、变现的交易成本极小、本金保持相对稳定。证券的流动性可通过到期兑付、承兑、贴现、转让等方式实现。不同证券的流动性是不同的。

4. 风险性

证券的风险性是指实际收益与预期收益的背离,或者说是证券收益的不确定性。从整体上说,证券的风险与其收益成正比。通常情况下,风险越大的证券,投资者要求的预期收益越高;风险越小的证券,预期收益越低。

5. 期限性

债券一般有明确的还本付息期限,以满足不同筹资者和投资者对融资期限以及与此相关的收益率的需求。债券的期限具有法律约束力,是对融资双方权益的保护。股票没有期限,可以视为无期证券。

6. 价格波动性

在有价证券交易过程中,受到发行者的经营状况及政治、资金、心理状况等各种因素的影响,导致证券价格的上下波动。对于不同股票而言,所谓“股性”,是指某只股票在运行中,价格波动所表现出一定的特性或规律。一般而言,股票的股性可以划分为两大类:

(1) 股性“活跃”的股票。这类股票通常盘子不大,要么有长庄进驻;要么业绩优良;要么有炒作题材等。每当股市有行情时它们往往率先启动,即使在大盘低迷之时也会常常有所表现。毫无疑问,股性活跃的股票总是最受投资者的追捧。

(2) 股性“呆滞”的股票。这类股票要么盘子较大;要么业绩太差;要么缺乏大资金关注等,这类股票股性僵化,每当股市有行情时它们也是慢半拍,而且昙花一现;如果大势低迷,它们更会率先下挫。

三、证券的功能

一定意义上说,股票、债券这些证券的诞生,其作用可与电灯的发明相媲美。它以资

本融通实现资本集中,推动实体经济的发展。马克思在《资本论》中这样写道^①:假如必须等待单个资本增长到能够修建铁路的程度,那么恐怕今天世界上还没有铁路。但是,集中通过股份制转瞬之间就把这件事情完成了。美国耶鲁大学教授弗兰克等人在他们的名著《金融市场与金融机构基础》中,论述了证券作为金融资产的两大经济作用^②:**转移资金和转移风险**。他们这样写道:金融资产与有形资产是相联系的,有形资产的所有者通过发行一些债务证券或者权益证券等金融资产来融资。由经济实体所购买的厂房、机器设备等都是有形资产,它与金融资产有一个共同特征,即它们都被期望在未来为所有者生产现金流。金融资产具有两个主要经济功能。第一个是将部分人手中多余的资金转移到那些需要资金投资的人手中,促进有形资本形成;第二个是将有形资产所产生的风险在资金供求双方之间重新配置。

弗兰克等教授通过一个精彩的故事,来阐述证券的两大作用。乔治获得了一个生产品牌手表的执照。他估计需要100万美元来购买工厂与机器设备。遗憾的是他只有20万美元的个人积蓄可以用来投资,而且他并不想全部用它们来投资,即使他很自信地认为手表的市场潜力足够大。苏珊近期继承了73万美元的遗产,她的财务计划是在购买珠宝、家具、旅游中花费3万美元,用余下的70万美元进行投资。拉里则是纽约一家律师事务所颇有前途的一位律师。他得到一笔税后奖金25万美元,他计划花5万美元购买一辆宝马汽车,余下的20万美元用来干投资。假定在一个相当偶然的社交活动中,上述三人碰面。在他们的交谈中,他们聊到了各自的理财计划。秉烛夜谈之后,他们达成如下协议,乔治从自己的积蓄中拿出10万美元用来举办手表厂;苏珊用70万美元出资,占有公司50%的股份;拉里同意借出20万美元给乔治,借期为四年,每年利息率为18%,乔治全权负责公司运营。苏珊和拉里不参与公司经营。此时,乔治已经顺利地拿到了100万美元,开工生产手表。

有两个财产求偿权在这个协议中诞生。一个是乔治所发行的权益证券,由苏珊支付70万美元对价购买;另一个是乔治所发行的债务证券,由拉里出资20万美元购买。这两个金融资产,让资金从苏珊和拉里手中转移到了乔治手中,前两者均有富余的资金,而后者需要资金来投资生产手表。这种资金的转移,是金融资产的第一个经济功能。更深层次地看,乔治不愿意将其所有的20万美元积蓄全部用于投资手表厂,这意味着他想转移一部分风险。他向苏珊出售50%的权益,即将企业未来一半的经济利益出让给她。当然,未来可能的损失也一起共担。另外,乔治从拉里那儿得到了所需要的资金,拉里不愿意承担除了信用风险之外的任何商业风险,拉里有权利获得固定的现金流,而不用去担忧公司未来的前景。这种风险的转移就是金融资产的第二个经济功能。

实践中,证券的发行和流通,实现了价值的交换、财产权利的交换、风险的交换。有价证券既是一定收益权利的代表,同时也是—定风险的代表。有价证券的交换在转让出一定收益权的同时,也把该有价证券所蕴含的风险转让出去。所以,从风险的角度分析,金融市场也是风险直接交换的场所。

① 《资本论》第一卷第7篇,北京,人民出版社,2004年,第688页。

② 弗兰克等著:《金融市场与金融机构基础》,孔爱国等译,北京,机械工业出版社,2010年,第4页。