

本章为全书内容的简要概括,希望使读者对于证券投资过程、投资工具、投资分析内容、投资决策有一个大致了解,见林见木,更系统地学习本书知识。

## 第一节 投资准备

### 一、投资活动

#### (一) 投资的内涵

投资(investment)是一种支出,将现金资产转换成其他资产。也可以说投资是进行一项交易,使用现金购买其他资产。例如,花钱购买股票、债券、大额银行存单等都属于投资活动。当然,使用非现金资产交换其他资产也可以算作投资,如使用债券换股票。多数情况下,提到投资,一般指使用现金购买其他资产。

在使用现金交换其他资产的行为中,有些不属于投资。按照持有目的,资产可以划分为资本性资产(capital assets)和消费性资产。资本性资产有两个重要特征:①具有市场价值;②持有者可能获取未来现金流入。消费性资产也具有市场价值,但不能为持有者提供未来现金流。例如购买了一辆车用于出租,就属于资本性资产;但购买的汽车自用,就属于消费性资产。两者的主要区别在于是否用于获得未来经济收益,出租汽车能够给购买者带来预期的出租收入,而自用汽车不能给购买者带来未来经济收益。投资指购买资本性资产,而不是购买消费性资产。所以,通俗地讲,投资就是用现在的钱换未来的钱。

作为投资标的的资本性资产主要包括实务资产(real assets)和金融资产(financial assets)。实务资产指个人或企业用于生产产品和提供服务的工具,如厂房、设备,甚至专利、商誉、知识等。金融资产指规定了持有者(所有者)拥有未来某种权利而非义务的合约,如股票、债券、期权等。例如,股票代表持有者拥有投票权及获取未来剩余现金流的权利,债券通常代表持有者获取未来固定现金流的权利,期权代表持有者将来按照一定条件购买或者出售标的物的权利<sup>①</sup>。相对于实务资产,金融资产通常具有更好的市场流动性,交易更便利。股票和债券属于传统的证券(security)金融资产,期权则属于衍生(derivative)金融资产。本书的投资内容仅涉及金融资产,不包括实务资产。

衍生金融工具(derivative financial instrument)的出现拓展了金融投资含义,从购买金融资产的行为,拓展到从事金融工具交易,以达到获利目的的行为。传统的证券金融资产包括股票、债券等,是获取将来一定现金流的凭证。而衍生金融工具是以传统金融资产为标的物所形成的一种合约,主要类型包括远期(forward)、期货(futures)、期权(option)

<sup>①</sup> 在后面的股票和期权的有关章节,会对相关概念做详细解释。

和互换(swap)等。随着金融不断创新,金融衍生工具标的物也逐渐多样化,如以期货为标的物的期货期权、以股票价格指数(stock price index)为标的物的指数期货等。

## (二) 投资特征

投资是牺牲当前价值以期换取将来更大价值的一种行为。例如,今天购买某支股票,支出金额为每股10元,1年后出售,得到15元。这笔投资就是使用现在的10元,交换1年后的15元,其中的5元差价是投资收益。人们进行投资,就会抑制当前的消费(牺牲当前价值)。例如,现在拥有20万元,可以购买一辆家庭自用汽车,也可以进行投资。将20万元投资出去,不能购买汽车,就会失去很多有车的乐趣。在经济学中,将不能购车而失去的乐趣称为机会成本。将20万元购买股票,不仅失去购车机会,也失去很多其他机会,当然也包括其他投资机会。在所有失去的机会中,最大的机会损失,就是本项投资的机会成本。机会成本决定人们进行投资的期望收益,形成投资收益的基准。机会成本越高,要求的投资收益就会越高。而在投资收益不变的情况下,机会成本越低,人们就越愿意进行投资。

投资是一项决策。由于存在机会成本,投资者总是希望通过投资获得超过机会成本的收益。影响投资收益的两个重要因素分别为时间和风险(risk)。所谓时间因素,指每一项投资都要经历一定的时间过程,如1年期投资或者2年期投资。一般情况下,投资时期越长,投资期末所获得的总收益越高,这是时间累计的结果。风险是指投资行为的结果不确定,无法事前确认投资实现的结果。例如,投资者购买股票后,准备投资1年期,1年后究竟能够获得多少收益,只有投资结束时才成为确定性信息。当然,投资者总是在事前对于投资预设收益,使用专业术语就是预期收益率。投资风险就是投资实现的收益与预期收益不一致。两者不一致是投资的常态,因此投资通常面临风险。实现结果与期望结果可能的差距越大,风险越大。不同的投资有不同的风险,例如,投资国库券风险很小,投资者几乎可以准确预测投资期末的收益;而投资于期货等衍生金融工具,则风险很高。不同的风险特性决定了不同的收益特征。在均衡(equilibrium)和有效市场(efficient market)中,投资者所承担的风险越高,所期望获得的收益越高。进行投资,需要在收益、时间和风险之间进行权衡。

投资是一个过程。当企业或者个人决定进行投资后,首先需要确认可投资金额和投资目标。所谓投资目标,指投资者对于投资期、投资的风险和预期收益以及其他方面特殊的要求。不同的投资者对于风险的承受能力不同,愿意承担的风险高低不同。也就是不同的投资者有不同的风险偏好,有人偏好高风险,有人偏好低风险。因为风险高低会影响投资收益高低,因此在进行投资之前必须予以明确,以便使投资的预期结果满足投资者要求。其次,需要研究金融资产、金融市场和金融机构,也就是研究可供投资的金融资产种类、如何买卖金融资产等,熟悉投资的环境和环节。最后,决定购买哪些金融资产,什么时候购买,通过什么方式购买,购买后如何管理。概括地说,从准备投资开始,一直到投资后管理,所有的环节合在一起,形成完整的投资过程。完整的投资过程,需要按照一定的程序,经过一定的时间完成。投资的各个环节也是有机结合在一起的过程,前期、中期与后期相互影响。例如,投资目标会影响购买什么金融资产,也会影响投资后管理。而反过来,对于投资管理的事前判断,也会影响其他两项决策。

### （三）投资目的

投资者可以分为多种类型,如自然人、金融机构、实产公司等。不同类型投资者的要求不同,投资目的也随之变化。投资目的大致可以划分为两大类,即平衡收支目的和增值目的。所谓平衡收支目的,指平滑不同时间点的现金流;增值目的指使财富获得尽可能高的增长。

对于个人来说,投资的一项重要功能是摊平人生的收入和支出,提高效用。通常,一个人的收入随年龄表现出单驼峰的形态。年轻时收入低,中年时收入高,退休后收入再变低。然而,人们支出形态与收入形态差距较大。例如,老年时虽然收入低,但是支出可能较高。人们使用在壮年时的高收入进行投资,可以增加年长时各种消费支出,补充收入的不足。企业的收入也经常会表现出周期性,如生产季节性产品的企业,产品上市季收入大于支出,产品淡季支出大于收入。为应对上述要求而进行的投资,是应用时间价值的基本原理进行不同时间段的收入与支出的规划。

相当一部分投资与摊平收入的周期性无关,而是为了追求财富的增长,尤其是财富的快速增长。金融投资与实务投资一样,都是实现财富积累的重要手段。通过投资实现财富增长,通常指获得高于社会平均的财富增长速度。世界上有很多依靠金融投资而积累巨额财富的投资者,他们的故事大量地以畅销书的形式传播。尽管金融投资的世界变化万千、纷繁复杂,但入门条件低、程序简便,所以也成为众多追求财富梦想的造梦场。实现财富梦想的前提是发现金融市场错误定价。因此,为满足财富增长而进行投资,是应用定价原理以及投资经验,发现错误定价的过程。

## 二、投资学

### （一）投资学的内容

投资学是研究投资规律的一门学科。所谓投资规律,主要指资产价值的形成、变动规律,投资行为与资产价值间关联的规律,市场规则对于资产价值的影响等。资产既可以指单一资产,也可以指资产组合或者称为投资组合(portfolio)。

投资中的规律,既包括理论规律,也包括经验规律。例如,资产价值是市场对于未来预期收益的累积折现值,折现率根据未来预期收益的风险确定,这是理论规律。资产价值会随着对未来预期收益的变化而变化,也会随着市场对于风险偏好的变化而变化。而现实中,投资者也会根据历史经验,对于资产价值的波动寻找出某种历史规律性,如某些技术分析中的波动规律,很多技术趋势属于经验规律。众多经验规律只是现象的总结,具有不确定性,很难或者根本无法准确判断现象背后的原因。不可否认,经验规律在某些投资实践中起着极其重要的作用,甚至关键性的作用。实际上,很可能在每一种市场波动和市场现象背后都有深刻的原因,只是人们尚未认识而已。对浩瀚宇宙,人类所知甚少。在缤纷的投资世界中,又何尝不是如此。不论如何,本书的投资学理论主要指投资中所谓的理论规律,或者说已经认知的理论规律。

### （二）投资学与其他知识的关系

投资学与多个学科相关。投资首先是市场上的一种经济活动,必然与经济学相关。

投资学研究资本市场规律,研究资本市场上可交易资产的价值变动规律。资本市场是市场参与者进行交换的场所,交易价格和交易行为反映了参与者的判断和心理活动,以及市场实现均衡的过程。其次,资产价值取决于发行人的经济或者经营状况。以股票为例,股东未来预期获得的现金流与发行公司的经营状况密切相关。对于资产价值的评估涉及对发行公司战略、商业模式、组织行为等方面的评估,因此投资学又与管理学相关。最后,投资学越来越多地体现了数学的应用。自从约翰·威廉姆斯构建了股票的累计红利折现模型之后,随着金融资产构造的复杂化,其定价越来越依赖数学模型,如投资组合理论、期权定价理论,都依赖严谨的数学推理。金融工程就是数学工具不断在金融领域应用的结果。近些年来不断壮大的行为金融学,将心理学融入投资行为中,认为人们的主观认知和心理活动,会影响金融资产价值及其波动。甚至有些人将天文学与金融市场也联系在一起,认为天象影响金融资产价值。不论如何,与投资学关系最密切的还是经济学、管理学和数学。

### （三）投资学的作用

投资学知识首先帮助投资者评估金融资产价值。金融理论认为,在市场有效的状态下,市场价格反映价值。在现实世界中,市场有效是个理想状态,即使出现,也未必是常态,市场上经常会出现错误定价。投资者利用市场的错误定价,低买高卖,可以实现财富增值。利用投资学的知识,可以更好地掌握评估资产价值的方法,洞悉资产价值的影响因素。其次,投资学知识可以帮助投资者更好地权衡投资收益与风险,进行合理的投资组合选择。在资本市场中,收益与风险是孪生兄弟,进行投资,势必需要进行收益与风险规划。最后,投资学能够帮助投资者更科学地评价投资结果,找出投资失败原因,以利于未来更好地进行投资。

应用投资学知识进行科学的投资,不仅有利于增加个人财富,也有利于整个社会的健康发展。投资活动的场所是资本市场,无论是有形还是无形,基本规律相同,即有效资本市场有助于有效的资源配置。而有效的资源配置,有利于社会资源更有效利用,从而提高社会财富水平,提高社会福利。资本市场有效,既与资本市场制度、结构有关,也与投资者对于金融资产的认识有关。投资者提高对于优良资产的识别水平,不仅是个人投资成功的前提,在客观上也通过资本市场为优秀企业提供更多可用资源,促进社会资源向优秀企业流动,从而为社会经济发展作出贡献。无论以何种形式参与资本市场,规则制定者、市场监管者、基金经理、个人投资者等,通过学习投资学,掌握其中的规律,以一己之力为社会作出应有的贡献,也是每一个社会人应该具备的基本素质和应承担的社会责任。

## 第二节 投资环境

投资环境指投资活动赖以发生的外部条件的总和。投资总要在一定的环境下进行,而且环境也为投资提供重要的信息。尽管投资与各种外部环境均有关系,但主要受经济环境、金融市场环境、制度环境的影响。

## 一、经济环境

投资作为一项经济活动,必然同经济环境存在密切关联。经济环境主要指经济发展状况、经济体制和经济政策。

### (一) 经济发展状况

经济发展状况可以从经济发展水平、经济发展速度和经济安全程度三方面进行考察。

(1) 经济发展水平。经济发展水平指一国经济实力达到的程度,一般可以用 GDP(国内生产总值)和人均 GDP 来反映。GDP 越高,表示经济整体实力越强。人均 GDP 越高,表示一个经济体越富裕。经济整体实力强,市场容量就大,人们越富裕,购买力就越强。经济发展水平高,金融发达,制度健全,金融工具丰富,可进行投资的选择空间大,投资机会就多。

(2) 经济发展速度。经济发展速度以动态形式反映一国经济的情况,通常以 GDP 增长速度、人均收入增长速度等指标表示。经济发展速度快的国家和地区,需求扩展与增长快,企业扩张和发展快。一般来说,经济发展速度快,投资品价值提升空间大,获得高投资收益的机会就多。

(3) 经济安全程度。经济安全程度含义广泛,与投资活动密切相关的是金融安全性,一般通过币值、汇率、股指的稳定性和外债情况以及银行的不良资产、资本充足率加以测定。一般而言,经济安全程度低的国家,投资风险大。经济安全程度在金融投资中,主要表明风险的大小。新兴经济体投资机会多,但同时由于经济体制不够健全,经济发展过程中发生很多问题,因此也带来相应的投资风险。

### (二) 经济体制

经济体制指经济体系中的组织以及组织权限和行为约束,包括组织机构设置和相关的制度规定。一个国家或者地区的经济体制决定了其资源配置形式。一般来说经济体制包括三方面主要内容,即资源占有制度、资源配置制度、经济运行监管与协调。经济体制可以按照不同维度进行不同的分类。例如,按照资源占有制度,可以划分为公有制、私有制、混合所有制等,按照资源配置方式可以划分为计划配置和市场配置,按照监管与协调方式可以划分为行政协调和市场协调等。

经济体制既影响投资主体,也影响投资对象,对于投资主体和投资对象形成约束。关于对投资主体的影响,包括投资主体的形成、组织形式以及投资权限等。例如,投资基金属于一类投资主体,按照基金资金募集方式可以划分为公募(public offer)和私募(private offer)。一般情况下,各国对于公募基金<sup>①</sup>管理严格,而对于私募基金(private fund)监管较少。

经济体制影响投资对象的形成与组织形式、业务范围、产品市场机制和行业监管等,因此影响投资对象的商业模式和盈利能力,影响对投资对象的分析。当一个公司的产品价格以及原材料价格都属于外生变量时,盈利的来源只能来自降低运营成本,如提高设备

<sup>①</sup> 通常指共同基金(mutual fund)。

使用率、节约人力与原材料等。以我国的石油公司为例，原油成本按照国际市场随行就市，而成品油根据我国现行的全国统一成品油定价机制进行定价。这样，以石油为原料的炼油公司的盈利，重要的影响因素在于产品质量、内部运营和管理，市场营销的作用就大打折扣了。

### （三）经济政策

经济政策是国家或者各级政府为了促进或者调节经济发展，在一定期间内对于经济活动所采取的一些行动措施以及要求和规定。国家的经济政策主要包括宏观财政政策和宏观货币政策。宏观财政政策包括政府直接投资，也包括税收政策，如政府出资建设基础设施、政府减免税政策等。国家为了调节产业结构，鼓励新兴产业发展，甚至可能实施贴息或者免息贷款政策。宏观货币政策主要涉及货币供应量的调节，如调整商业银行准备金率、中央银行公开市场操作，以及中央银行直接调整基准利率等。地方政府也可能采取一些措施鼓励投资、促进经济发展，如地方政府对于外来投资实施一定时期的减免税政策。

经济政策与投资之间的关系更为明显。政府财政投资，会直接推动某些产业的发展。政府贴息或者免息贷款，会降低鼓励产业的资本成本，促进该产业的规模化发展，提升企业价值。政府减免税政策，提高了企业可支配现金流，缓解了企业融资约束，对于成长期的企业具有很大的支持作用。政府的政策支持方向，既表现为企业可能从中直接获得实惠，因此惠及投资者，也可能表现为未来产业发展方向的信号，或者至少是政府认定的未来产业发展方向。因此，分析政府政策作用，把握政策方向，是投资分析中不可缺少的环节。

## 二、金融市场环境

金融市场是金融资产交易的场所。进行投资，必然与金融市场打交道。金融市场环境指金融市场类型、金融中介和金融市场运行环境。

### （一）金融市场类型

按照不同维度，金融市场可以划分为很多类型。例如，金融市场可以是有形的，也可以是无形的。所谓有形，指具有交易场地，交易双方或者代理人能够直接见面沟通。随着现代通信手段的发展，通过各种通信工具进行的交易越来越多，如通过互联网下单交易，这类市场属于无形市场。现代市场有形、无形相结合，已经很难划分开。又如，按照金融产品类型，金融市场可以划分为资本市场和货币市场，如股票、债券、大额存单、商业票据、银行承兑汇票市场等。再如，按照证券来源，金融市场可以划分为一级市场和二级市场。一级市场指新发证券交易市场；二级市场指已经流通证券的交易市场。不同市场有不同交易规定，因此影响投资决策。

### （二）金融中介

金融中介种类繁多，如银行、券商，甚至投资基金也具有金融中介的性质。金融中介的主要作用是促进金融交易，提高金融市场流动性。一般投资者买卖资产产品并不能直接进入金融市场，而是需要通过金融中介。例如，投资者买卖股票和债券，需要通过券商进

行委托,才能实现交易。金融中介对于投资的影响包括中介费、服务类型和质量,以及金融中介对于资产的再加工能力。金融中介向客户收取佣金作为其收入的重要来源,同时很多金融中介提供资产品有关信息和分析服务。银行类金融中介则进行资产品再加工,银行投资企业债券,经过加工,再出售给其他投资者。银行充当了现金流和信用转换角色。

### (三) 金融市场运行环境

资产品定价以及价格波动受到各种市场信息、交易双方讨价还价能力的影响,也受到金融市场运行环境的影响。金融市场运行环境主要包括价格形成机制、市场信息披露和交易方行为约束等。典型的金融市场价格形成机制分为拍卖制(auction system)和做市商制(dealer system)。拍卖制指交易双方各自出价,交易所撮合成交。在做市商制市场中,做市商对于各种资产进行双向报价,即公布买价和卖价,由其他交易者决定接受还是拒绝。市场信息披露分为强制性披露和自愿性披露。为了所有交易者更好地了解各种相关信息,交易所或者相关监管机构通常要求具体的强制性信息披露。交易行为约束限制投资者在什么情况下可以交易,什么情况下不能交易,交易时应该遵循什么规则,如新三板规定必须合格投资人<sup>①</sup>才能参与。

## 三、制度环境

制度指一系列与政治、经济和文化有关的法律、法规,以及人们在长期交往中自发形成的行为规范。形象地说,制度就是游戏规则和行为规范,规定了在社会经济活动中每一个参与者的权利和义务。一般来说,制度可以划分为四个层次,即宪法、法律、行政法规和非正式制度。制度当然也对人们参与金融交易提出各种约束和要求。

一个社会的整体制度环境的各个方面都与投资相关,但形成直接影响的是金融交易制度,如公司经营的制度、公司治理的制度、股票上市和退市的制度、股票流通的制度、股权激励制度等。这些制度主要涉及证券发行人、中介机构、证券交易者三个方面参与人。例如,中国证监会在《上市公司股权激励管理办法》(中国证券监督管理委员会令〔2019〕第148号)中规定:“上市公司全部在有效期内的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不得超过公司股本总额的10%。非经股东大会特别决议批准,任何一名激励对象通过全部在有效期内的股权激励计划获授的本公司股票,累计不得超过公司股本总额的1%。”

不论是针对公司、中介机构,还是交易者的制度规定,均会对投资行为以及投资结果形成影响。例如,《中华人民共和国证券法》和《上市公司收购管理办法》均有类似规定,当投资者及其一致行动人通过二级市场购买上市公司已发行股份5%时,应当及时履行报告和信息披露义务,之后投资者继续买卖上市公司股份的,持股比例每增加或者减少5%,应当继续履行报告和信息披露义务。

<sup>①</sup> 合格的自然投资人需要满足三方面要求:①投资知识;②投资经验;③货币资金额。

### 第三节 投资工具

按照提供收益的形式,投资工具(investment instruments)基本上可划分为固定收益(fixed income)工具、剩余收益(residual income)工具、衍生(derivative)工具和其他(alternative)<sup>①</sup>投资工具。

#### 一、固定收益工具

固定收益工具,通常指在投资期初就约定好未来收益的投资工具。银行大额存单(certificate of deposit, CD)、国库券(treasury bill)、长期国债(treasury bond)、公司债券(corporate bond)等均属于固定收益工具或者固定收益证券(fixed income securities)。多数情况下,这种投资工具属于债权性资产,有些优先股(preferred stock)也被归类为这类资产。持有固定收益类资产,投资者能够在将来确定的时间获得约定数额的现金流,即将来所获得的收益是事先可知的,通常包括定期支付的利息、优先股股息,债券到期需要偿还的本金。债权性资产的利息和本金的支付是强制性的,如果发行者不能按期支付应付利息和本金,则构成违约。

#### 二、剩余收益工具

剩余收益工具是指享有剩余收益索取权限的一种股权性资产。股权性资产通常的表现形式是普通股票(common stock),是投资者拥有发行公司资产收益权的凭证。购买股票后,投资者成为公司股东,公司的盈利在支付债权人利息后的剩余部分,归全体股东所有,因此股东收益权是一种剩余索取权(residual claim),股东的收益是剩余收益。购买公司一份股票后,就意味着对公司收益拥有相对应的一份索取权。当公司将归于股东的收益进行分配后就形成股东所获得的股息(dividend),形成股权投资收益的一部分。股息没有固定的数额约定,由发行公司根据具体情况而定。投资者进行股权资产投资的收益,还包括买入和卖出之间的价差收益,也称为资本利得(capital gain)或者资本损失(capital loss)。价差收益多少取决于市场状况,无法在投资前预知。当然,股息收益也不是确定性的。一般来讲,权益性资产的投资风险高于债权性资产,期望收益也高于债权性资产。

还有一种权益,称为优先权益(preferred equity)<sup>②</sup>,是介于普通权益(common equity)和债券之间的金融资产。优先权益或者优先股票的股息收益通常情况下是固定的,因此理论和实务界通常将其归类为固定收益工具。与债权性资产区别之处,是其收益不具有强制性。优先股息的支付顺序在公司使用现金流支付负债利息后,支付普通股息之前,其股息收益较普通权益稳定一些。有些优先股合约规定,如果由于现金流不足,本期股息无法支付,则可以累积到下一期,与下一期股息一同支付。这种优先股被称为累积

<sup>①</sup> alternative 也翻译成另类,本书将随机使用“其他”和“另类”两种翻译方法。

<sup>②</sup> 权益性资产指股票资产,本书对这两个名词不做区分,优先权益指优先股票,普通权益指普通股票。严格来说,权益和股票有区别。公司的权益可以以股票形式存在,也可以不以股票形式存在。对于股份有限公司,两者的含义相同。

优先股。累积几期后仍无法支付,则可能转换成普通权益。

### 三、衍生工具

按照产生的先后顺序和相互之间的依赖关系,金融工具可以分为原生性金融工具和衍生性金融工具。原生性金融工具通常指传统意义上的证券,如股票和债券等。衍生性金融工具则是在原生性金融工具基础上派生出的金融工具。衍生性金融工具的标的物通常就是一种金融产品(可以是原生性的,也可以是衍生性的)。按照衍生金融合约规定,衍生性金融工具持有者拥有在某种条件下买卖某种标的金融工具的权利或者义务。远期(forwards)、期货(futures)、期权(options)和互换(swaps)是四种最基本的衍生性金融工具。衍生性金融工具还可以是在衍生性金融工具基础上再衍生的金融工具。

利用衍生工具,将固定收益工具与剩余收益工具相结合形成的金融工具,称为混合金融工具(hybrid financial instrument),如可转换债券(convertible bonds)、可回购债券(callable bonds)等。在固定收益工具的基础上,结合各种衍生工具,所形成的金融工具称为结构性金融产品(structured financial product),如信用违约互换(credit default swap)。

### 四、其他投资工具

随着人们生活水平的不断提高,人们的投资理念也在不断改变,投资渠道在逐渐拓宽,黄金、艺术品、邮票等都成为人们投资的选择。

#### (一) 黄金

黄金作为投资品自古有之。黄金投资主要指金属本身,不包括黄金工艺品、首饰。黄金有极强的保值、抗通货膨胀的功能,能保证投资者减少经济危机、政治动荡、自然灾害等的影响。

#### (二) 艺术品

字画、篆刻、雕塑等艺术品,也是重要的投资对象。艺术品投资的升值空间大,价值通常难以把握,投资者需要具备较高的艺术修养,而且其价值受文化等因素影响大。

#### (三) 邮票

邮票投资是一种相对大众类的投资。一般投资者购买新发邮票后进行收藏,一段时间后,由于收藏邮票的稀缺性及其欣赏价值,邮票会获得升值,因此获得投资收益。

除了以上提到的几个种类,另外还有名酒、金银币、玉石等在内的投资种类,均属于另类投资(alternative investment)。非公开交易的金融品,如私募(非公开发行)股票和债券等,也属于另类投资。例如,黑石公司(Blackstone)将它们的业务界定为另类投资,主要进行非公开发行股权投资。因为黑石公司主要投资对象为私募权益(private equity),公司也自称为PE公司。

## 第四节 投资过程

所谓投资过程,指投资者进行投资决策以及实施投资行动的过程,可以分为两个阶段(即投资准备阶段和投资实施阶段)、五个步骤。投资准备阶段包括确定投资政策和证券

分析,投资实施阶段包括构造投资组合、修正投资组合和投资业绩评估。五个步骤在时间上存在交叉重合。

## 一、投资准备阶段

投资准备阶段包括确定投资政策和证券分析两个步骤。

### （一）确定投资政策

#### 1. 确定投资目标

投资机构、企业和个人在投资开始前,都应该有明确的投资目标。很多投资基金的目标在成立之初就已经确定,如“在保证资金安全的前提下,尽可能提高资产价值”。多数投资是进行收支平衡。很多工业企业进行金融资产投资,是为了应对经营周期,在收入多于支出的季节,将余钱进行投资;在支出大于收入的季节,结束投资并获得投资收益。个人投资也多数以摊平收入、支出的结构性差异为目的,收大于支,则做投资;收小于支,则收回投资。毫无疑问,投资的目标也包括财富积累,通过科学合理的决策,获得财富的最大增值。

不论是收支平衡还是财富增值,在投资之初都应该认真、慎重地设定投资的预期收益和风险。高风险高收益是资本市场的一般规律。高收益对每个投资者都有诱惑力,但是获得高收益需要以承担高风险为代价。进行投资,需要做收益和风险的权衡。一般来说,如果以收支平衡为目标进行投资,则需要尽可能降低风险,以保证未来必要的支出。如果单纯以财富增值为目的,则可以适当提高投资风险水平。毕竟承担了高风险,可能使得财富增长速度更快,即所谓“不入虎穴,焉得虎子”。

#### 2. 确定投资目标时考虑的因素

将投资目标大致划分为收支平衡和财富增值,不足以规定投资方向、确定投资约束,还需要进行如下几个方面的细化。

第一,考虑风险偏好。不同投资工具的风险特性不同,因此在投资决策之前必须明确投资者的风险取向。投资风险受制于收支平衡还是财富增值的投资目标,也受投资者的风险偏好程度的影响。投资者越偏好风险,对于风险感知越弱。风险偏好不同,投资选择就会不同。保守型投资者应投资于低风险投资工具,如国债、高等级公司债券、银行定期存单等;偏好风险的投资者可以投资于高风险投资工具,如公司股票、低等级公司债券、衍生金融工具等。

第二,考虑收益类型。投资于股票和债券,投资者所获收益分为资本收益和股息或者利息收益。一般情况下,两类收益存在一定的平衡关系。例如,零息债券没有利息收益,但是资本收益较高。而高票息债券利息收益较高,但是资本增值的可能性就小得多了,甚至可能出现资本损失。股票投资也是如此。一些高成长公司股票具有很大的资本增值潜力,但是股息很低,甚至不发放股息;相反,平时发放高股息的公司,其股票增值可能性则较小。出于不同的投资目的,投资者对于投资收益可能会有不同的要求,因此需要在投资决策之前予以明确。以投资收益弥补支出的投资者更应倾向于股息或者利息收益,而不是以投资收益作为支出来源的投资者可以更倾向于资本收益。

第三,考虑流动性(liquidity)。流动性指资产按照其内在价值(intrinsic value)或者

公平市场价值(fair market value),立即转换成现金的可能性。立即指时间很短暂。流动性好,指投资者能够在需要时很快将资产转换成现金,而可能遭受的损失很小。例如,证券交易所交易的证券比非交易所交易证券的流动性好。如果投资者随时可能使用投资本金,则投资于流动性高的资产是合理的选择。当然,投资者承担流动性差的风险,也应该获得相应的补偿,称为流动性风险溢价(liquidity risk premium)。所以,如果可行,投资于低流动性资产或许能够获得较高的收益。

第四,考虑投资期。证券在短期内和长期内可能会表现出不同的特性。短期内,证券价格可能会出现随机的波动。而长期内,证券价格表现主要取决于发行者的经营业绩。因此,进行长期投资和短期投资的决策依据会有所不同。投资者对于投资期的选择有可能是被动的,也有可能是主动的。所谓被动,指投资者根据自己的资金使用计划确定投资期,如父母为子女上大学准备的资金,最长的投资期到缴纳大学学费及其他费用为止。所谓主动,指投资者投资的资金没有具体消费支出计划,那么投资期则完全根据投资收益和风险情况而确定。研究表明,对于大部分投资者而言,主动型投资<sup>①</sup>收益也很难超过市场收益。因此,如果客观情况允许,长期组合投资不失为一种明智的选择。

第五,考虑税收。投资者投资于证券所获投资收益要按照税法规定纳税,通常指所得税。不同类型的投资收益所应纳税的税率可能不同,因此会影响投资决策。例如,在美国不同收入水平的投资者所获股息或者利息应按照各自适用的不同税率纳税,低收入投资者纳税税率较低,而高收入投资者纳税税率较高。另外,股息或者利息与资本收益纳税的方法也不一样,尽管税法修改的结果使得两类收益税率相近,但是资本收益在实现时缴纳,还是存在着推迟纳税的好处。《中华人民共和国个人所得税法》(2018年)第三条第三项规定:“利息、股息、红利所得,财产租赁所得,财产转让所得和偶然所得,适用比例税率,税率为百分之二十。”对于任何投资者而言,股息和利息收益所应缴纳的税收都一样。企业的投资收益也是按照比例税率纳税。对于个人投资者,目前资本收益暂时不征收所得税。

## (二) 证券分析

根据投资者的投资政策要求,大致可以确定投资范围,如投资于债券还是股票,投资于成长股还是收益股等。确定了投资范围之后,在具体实施投资之前,还要在众多的证券中确定究竟购买哪些证券。这一过程就是证券分析。证券分析就是使用一定的方法,考察、评估投资范围内的证券,确认证券是否出现了错误定价,投资的收益和风险情况怎么样,是否值得进行投资,投资后能否获得满意的收益。如果市场价格比价值低,买进能够获得超额收益。如果市场价格高于价值,卖出能够获得超额收益。进行证券分析的方法有很多,基本上可以归结为基础分析(fundamental analysis)和技术分析(technical analysis)两大类<sup>②</sup>。

<sup>①</sup> 或称为积极型投资(positive investment),指投资者通过主观判断,找出错误定价资产,或者利用不同资产在不同周期阶段的表现特征进行投资的行为。

<sup>②</sup> 两类分析也称为基本面分析和技术面分析。

基础分析的依据是,证券价格是证券内在价值的市场反应,是与公司经营相关的各种因素以及公司经营成果的反映。基础分析根据基本的经济因素,如国内生产总值、通货膨胀率、利率,或者行业、企业的营业额、盈利等,估计某一证券的现金流及其变化趋势,或者估计证券价格与各种基础经济变量之间的关系,并由此估计证券的内在价值,根据目前证券市场价格,预测证券投资收益和风险,作出投资选择决策。

技术分析的依据是,证券价格有其自身的变化规律,其各种变化模式会重复出现。因此,技术分析师使用过去积累的价格和交易量变化资料,从中寻求市场价格的变化规律,从而估计股票市场价格的变化趋势。技术分析师认为,排除微小的变动,价格的变化规律可以持续一段时间。技术分析主要根据价格和交易量来预测价格。

尽管分为两大类,证券分析并不局限于上述两类方法,影响证券价格的因素也不局限于基本面和技术面。例如,金融学家发现,证券价格变化与天气相关,在好的天气股票价格比较高,而坏天气股票价格较低。

## 二、投资实施阶段

### （一）构造投资组合

投资组合是指投资者所持有的由多种资产构成的资产组合,如其中可能包括部分政府债券、若干只公司债券,以及公司股票,等等。构造投资组合能够使投资者在获得较高回报的基础上,分散非系统风险,尽可能降低投资风险,可以使投资者对于投资业绩作出更准确的预测,因此更好地满足投资目标要求。

通过证券分析,投资者根据投资政策,确定在可选择的证券中投资于哪些证券,以及什么时候投资购买。投资组合构造不仅包括分散化(diversification),还包括择股(selectivity)、择时(timing)。择股是指进行单个证券价格变动分析,寻求错误定价证券。择时是指选择购买证券的时机,观察各种类型证券价值的相对变化,如固定收益证券和普通股之间价格的相对变化。分散化要考虑的是如何构造投资组合才能使风险分散的效果最好。

### （二）修正投资组合

投资风格可以是积极型的,也可以是消极型的。积极型投资指投资者在持有投资组合的过程中,根据市场的变化不断作出投资组合的调整,以获得最大投资回报。消极型投资是指投资后不再对投资组合作出调整。实际上,即使消极型投资,也要根据市场变化,以及投资组合与投资目标的吻合程度,对于投资组合作出适当调整。随着时间的变化,各种证券的价格以及风险均可能发生变化,这样过去构造的投资组合可能在风险收益方面变化,不再能够满足投资政策的要求,因此有必要对投资组合进行调整,出售目前持有的失去吸引力的证券,购入具有足够吸引力的证券。另外,随着时间的变化,即使证券本身未发生变化,投资者的投资目标也有可能发生变化。在这种情况下,仍然要对原有的投资组合进行修正。

### （三）投资业绩评估

投资业绩评估,是指投资者在投资期末,或者投资过程中的某个时间段,如每年年末,对所构造投资组合的业绩进行测算,与投资目标进行对比,考察投资目标的实现情况。投资决策基于历史信息。投资者根据证券的历史业绩,以及基于当时所能获得的其他信息,对将来作出预测,并据此预测作出投资决策。在一个投资期或者一段时间后,考察投资实现的业绩,既是对投资决策过程是否科学合理的检验,也是为进一步调整、修正投资组合提供依据。因为投资收益高低与风险大小相关,投资业绩评估应考虑收益和风险两个方面。通常使用的方法是用风险对收益进行调整,调整后的收益与某一评价基准(benchmark)进行比较,由此评估投资业绩的高低。同时,在评估业绩时,要特别注意预期值与实现值具有一定程度的不可比性。很可能实现值仅仅是预期值的一个随机结果。因此,在进行业绩评估时,要对投资的主客观因素进行综合分析。

## 参 考 网 站

查阅有关投资信息可参考如下网站:

1. 中国证券监督管理委员会, <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/>
2. 中国证券报, <http://www.cs.com.cn/>
3. 上海证券报, <http://www.cnstock.com/>
4. 金融时报, <http://www.financialnews.com.cn/>
5. 上海证券交易所, <http://www.sse.com.cn/>
6. 深圳证券交易所, <http://www.sse.org.cn/>
7. 中国债券信息网, <https://www.chinabond.com.cn/>
8. 新浪财经网(有关投资基金信息), <http://finance.sina.com.cn/nz/fund/index.shtml>
9. 东方财富网, <http://www.eastmoney.com/>
10. 雅虎财经网, <https://finance.yahoo.com/>
11. 有关投资的专业词汇(国际网), <http://www.investorwords.com>

## 习 题

1. 什么是投资? 到银行存钱是投资吗?
2. 实务资产和金融资产有什么区别和联系?
3. 据你所知的证券投资品种有哪些?
4. 购买金融资产后,投资者承担什么义务?
5. 进行证券投资一般需要哪些步骤?
6. 某股票年投资收益率为12%,另一只股票的年投资收益率为15%,是否应该投资第二只股票而不是第一只股票? 为什么?

7. 你认为不同的投资者投资于不同类型的投资工具,其主要影响因素是什么?
8. 你认为近些年发展起来的另类投资与传统投资有什么区别?做这些投资时需要注意些什么?
9. 比较积极型投资和消极型投资的异同。
10. 学习投资学有什么作用?
11. 有人认为金融投资行为属于虚拟经济,不创造社会财富,你持有什么观点?
12. 举例说明投资环境影响投资行为和收益。

## 即测即练

