

ZHONGGUO ZHENGQUAN BAIKE QUANSHU

中国证券百科全书

第三卷 投资基金卷

法律·经济大全
青苹果电子图书系列

中国证券百科全书

第三卷 投资基金卷

目 录

第一篇 投资基金理论

第一章 投资基金概述	(3)
第一节 投资基金基本概念及其理念	(3)
一、投资基金的概念	(3)
二、投资基金的产生和演变	(4)
三、投资基金的理念及其主要特点	(7)
第二节 投资基金的主要类别及其作用	(12)
一、根据组织形态的分类	(13)
二、根据交易方式的分类	(15)
三、根据风险与回报的分类	(16)
四、衍生市场投资基金	(18)
五、其它种类的基金	(19)
六、投资基金的服务创新	(22)
第三节 投资公司与投资基金管理	(23)
一、投资公司的分类	(23)
二、共同基金的特征	(27)
三、投资公司的登记注册	(31)
四、投资公司证券的登记注册	(32)
五、投资公司管理	(33)
第四节 我国目前投资基金发展状况	(38)
一、中国投资基金的产生与现状	(38)
二、中国投资基金的特点及局限性	(42)
三、中国投资基金的发展模式构想及发展前景展望	(46)

四、中国香港、台湾地区的投资基金概况	(50)
第二章 投资基金的理论构建	(57)
第一节 现代投资的风险性与投资理论构建	(57)
一、投资目标	(57)
二、投资风险	(58)
三、组合投资	(61)
四、投资组合理论	(62)
五、资产组合模型	(63)
第二节 投资者分析	(70)
一、中小投资者的评估及影响基金选择的因素	(71)
二、中小投资者对投资基金的选择	(74)
三、中小投资者的投资组合	(84)
四、机构投资者对投资基金的选择	(87)
第三节 投资基金的目标选择与分析	(92)
一、证券投资的经济分析	(92)
二、证券投资的行业分析	(93)
三、证券投资的公司分析	(95)
第四节 投资基金各种选择因素的组合模型	(102)
一、层次分析法简介	(102)
二、基金组合的 AHP 思路	(103)
三、基金组合递阶层次结构的确定	(103)
四、基金层次结构中的权重确定	(104)
五、运用举例	(104)
六、综述	(106)
第三章 投资基金的组建与运行	(108)
第一节 投资基金的发起与设立	(108)
一、发起人	(108)
二、发起人应具备的资格条件	(108)
三、发起人向主管机关提交的文件及具体内容	(109)
第二节 现代投资公司的基本章程与有关协议	(110)
一、现代投资公司的基本章程	(110)
二、基金的信托契约	(111)
第三节 投资基金的招募与委托	(113)
一、基金的招募说明书	(113)
二、委托管理协议书及委托保管协议书	(114)

第四节 实际运作中的投资基金	(115)
一、基金的发行和认购	(115)
二、基金的转让和交易	(118)
第四章 投资基金与其他融资方式的联系与区别	(122)
第一节 投资基金与股票的关系	(122)
一、所有权的权属关系不同	(123)
二、投资本金的退让、赎回、变现等方式不尽相同	(123)
三、收益与风险不同	(123)
四、投资管理方式不同	(124)
五、投资的操作方式不同	(124)
第二节 投资基金与债券的关系	(124)
一、二者在权属关系上的表现方式不同	(124)
二、收益回报具有确定性和不确定性的差别	(125)
三、产权处理方式方面的差别	(125)
四、风险方面的差别	(125)
第三节 投资基金与期货、期权的关系	(125)
一、投资基金与期货	(125)
二、投资基金与期权	(126)
第四节 投资基金与集资	(127)
一、集资的内涵与外延	(127)
二、投资基金与集资的关系	(127)
第五节 投资基金与其他基金的关系比较	(128)
一、传统会计中的专用基金	(128)
二、保险基金	(129)
三、房改基金	(130)
四、偿债基金	(130)
五、消费基金与积累基金	(130)
六、文教科卫基金	(131)
七、国际货币基金	(131)

第二篇 投资分析理论

第一章 心理分析理论	(135)
第一节 投资者的投资动机分析	(135)
一、资本增殖动机	(135)
二、投机动机	(135)
三、灵活性动机	(136)
四、参与决策动机	(136)
五、安全动机	(136)
六、选择动机	(136)
七、自我表现动机	(137)
八、习惯动机	(137)
九、情绪动机	(137)
十、避税动机	(137)
第二节 投资者的投资行为分析	(138)
一、投资行为分析	(138)
二、投机行为分析	(138)
三、赌博行为分析	(139)
第三节 投资者的心理状态分析	(140)
一、投资者心理状态分类	(140)
二、一般投资者心理	(140)
第二章 学术分析理论	(143)
第一节 证券投资风险与收益	(144)
一、证券投资风险的含义与分类	(144)
二、证券投资风险的计量	(146)
三、收益与收益率	(146)
第二节 投资组合理论(一)—引论	(148)
一、马柯维茨理论的基本假设	(148)
二、证券收益率的期望、标准差与相关关系	(148)
三、证券组合收益率的期望与标准差	(153)
四、证券组合线与可行集	(154)

五、最小方差集与有效集	(159)
六、无差异曲线与最优证券组合	(159)
七、证券组合的过程	(164)
第三节 投资组合理论(二)——模型与运用	(164)
一、证券投资组合的数学模型	(164)
二、组合模型求解	(168)
三、最小方差集与有效集(续)	(170)
四、模型的扩展	(174)
五、模型的简化	(175)
第四节 资本市场理论	(175)
一、资本市场理论的基本假设	(175)
二、无风险借贷与证券组合	(177)
三、资本市场线	(180)
四、证券市场线	(181)
五、特征线	(187)
六、投资分散化	(189)
七、CAPM 的扩展	(192)
第五节 因素模型与套利价格理论	(196)
一、因素模型	(196)
二、CAPM 的检验	(200)
三、套利价格理论	(202)
四、APT 与 CAPM 的综合	(205)
五、APT 的检验	(206)
第六节 债券组合专题	(206)
一、债券资产管理概述	(206)
二、利率的期限结构	(207)
三、债券免疫	(210)
四、主动债券组合管理	(212)
第七节 期权期货定价	(214)
一、欧洲期权定价	(214)
二、美国期权定价	(219)
三、远期合同的定价	(222)
四、期货合同的定价	(224)
第八节 投资组合绩效	(227)
一、投资组合绩效概述	(227)
二、收益率的测量	(227)
三、按风险调整投资组合绩效的必要性	(228)
四、以 CAPM 为基础的投资组合绩效测定	(228)
五、以 APT 为基础的投资组合绩效测定	(233)

第九节 市场效率与随机行走理论	(234)
一、市场效率	(234)
二、有效市场	(235)
三、有效市场对投资活动的影响	(236)
四、有效市场的特征	(236)
五、关于市场有效性的实证检验	(237)

第三章 基本分析理论 (239)

第一节 基本分析理论概述及其原理	(239)
一、基本分析理论概述	(239)
二、基本分析理论的原理	(241)
第二节 经济分析	(249)
一、经济指标分析法	(250)
二、经济指示器分析法	(253)
三、经济计量模型分析法	(254)
第三节 行业分析	(257)
一、行业的定义及分类	(257)
二、行业的市场类型	(259)
三、行业的周期分析	(261)
四、行业分析资料的收集与应用	(269)
第四节 公司分析	(271)
一、公司财务报告的分析	(271)
二、公司实质分析	(291)
三、公司证券的评级	(294)
第五节 对基本分析的评价	(302)

第四章 技术分析理论 (304)

第一节 道氏理论	(304)
一、道氏理论的由来	(305)
二、道氏理论的主要内容	(305)
三、道氏理论的缺陷	(310)
第二节 波浪理论	(311)
一、波浪理论的基本形态	(311)
二、各类波浪的基本特性分析	(313)
三、特殊形态的推动浪	(315)
四、特殊形态的调整浪	(321)
五、波浪理论形态的基本原则	(328)

六、黄金分割率与波浪理论	(335)
七、波浪理论小结	(337)
第三节 图形分析	(337)
一、K 线图分析及其应用	(348)
二、直线图分析及其应用	(348)
三、趋势线理论与图形形态分析	(351)
四、跳空分析	(359)
五、OX 图分析方法及其应用	(362)
六、甘氏角度线分析	(373)
第四节 指标分析	(375)
一、移动平均线分析	(375)
二、成交量指标分析	(384)
三、乖离率指标分析	(389)
四、MACD 指标分析	(390)
五、动量指标 MTM 和震荡量指标 OSC 分析	(393)
六、相对强弱指标 RSI 分析	(395)
七、趋向指标 DMI 分析	(398)
八、抛物线指标分析	(405)
九、威廉氏 %R 指标分析	(409)
十、随机指标分析	(411)
十一、逆势操作系统 CDP 指标分析	(413)
十二、人气指标心理线 PSY 指标分析	(415)
十三、买卖气势指标 AR 分析	(415)
十四、买卖意愿指标 BR 分析	(416)
十五、成交量比率指标 VR 分析	(417)
十六、涨跌比率 ADR 指标分析	(417)
十七、TAPI 指标分析	(418)
十八、腾落指标 ADL 分析	(419)
十九、超买超卖指标 OBOS 分析	(420)
二十、成交笔数指标分析	(421)
第五节 周期分析	(421)
一、周期分析的基本原理	(421)
二、周期的分类及其应用	(424)
三、周期的分离	(428)
四、周期分析的优缺点	(430)
第六节 计算机交易与程式设计	(431)
一、电脑(计算机)交易简介	(431)
二、电脑程式 Compu Trac 软件系统介绍	(432)

第七节 技术分析的最新方法简介	(433)
一、人工智能模拟简介	(433)
二、混沌理论的应用	(434)

第三篇 投资基金实务

第一章 投资基金基本运营实务	(437)
----------------	-------

第一节 投资基金的设立与经营机构	(437)
一、投资基金的经营机构	(437)
二、投资基金的资产管理	(444)
三、投资对象的选择	(449)
第二节 投资基金的发行与认购	(451)
一、基金券的发行	(451)
二、基金券的发行方式	(452)
三、投资基金券的认购	(454)
四、投资基金券的卖回与转让	(455)
第三节 投资基金的上市与交易	(456)
一、基金销售方法	(456)
二、基金股份价值决定	(457)
三、基金定价	(459)
四、投资基金上市	(462)
五、基金的转让与交易	(465)
六、基金价格的确定	(472)

第二章 投资基金操作技巧与实务	(478)
-----------------	-------

第一节 投资前应注意的事项	(478)
一、投资者的自我评估	(478)
二、对投资者的特别提示	(480)
三、谨慎地行动	(483)
第二节 投资要素选择评估基本技巧	(484)
一、基金选择一般因素	(484)
二、了解基金的基本状况	(489)

三、评估基金的表现	(490)
四、如何选择第一个基金	(493)
五、如何选择投资时机	(501)
六、如何选择海外基金	(503)
七、如何买卖基金	(504)
第三节 投资基金组合管理实务	(506)
一、怎样建立自己的投资组合	(506)
二、应否投资新基金	(508)
三、股灾怎么办	(509)
四、传奇基金	(510)
五、警惕基金投资中常犯的错误	(513)
第四节 投资顾问管理	(515)
一、如何评估基金经理的表现	(515)
二、基金经理易人,业绩可能改变	(516)
三、基金经理风格对投资的影响	(516)
四、专业投资者未必胜人一等	(518)
五、如何选择投资顾问	(519)
六、如何鉴定基金顾问素质	(519)
七、选择一个以上的投资经理	(520)
八、加入基金行业迎接挑战	(521)
第五节 投资基金操作基本技巧与实务	(522)
一、投资基金要诀	(522)
二、通过基金投资可望续增	(523)
三、突发事件投资六种策略	(524)
四、稳操胜券投资法	(528)
五、投资基金基本过程综述	(531)
第六节 基金投资的误区及其避免	(536)
一、预期获利定值过高	(536)
二、为抢时机进进出出	(536)
三、只因基金去年表现较佳就贸然投资	(536)
四、所选的基金投资组合太过集中	(537)
五、所投资的基金组合周转率太高	(537)
六、追高杀低,不是套牢就是大赔	(537)
七、不知道基金的投资目标和组合的策略	(537)
八、基金单位价太贵就不宜投资吗	(537)
九、地区及债券基金是否比较安全	(538)
十、单一地区基金风险是否太高	(538)
十一、基金不宜长线投资	(538)
十二、基金跌了五成则抵买	(539)

十三、买基金要定止蚀位、获利位·····	(539)
十四、买入基金后价位下跌,表示入错市·····	(539)
十五、基金应该低买高卖·····	(539)
十六、基金储蓄计划是每月自己找位入市·····	(540)
十七、基金收费太高·····	(540)
十八、证监会认可的基金比较安全·····	(540)

第三章 投资基金风险收益分析····· (542)

第一节 投资基金价格走势及影响因素分析·····	(542)
一、投资基金的价格·····	(542)
二、影响投资基金价格的因素·····	(547)
第二节 投资基金风险分析·····	(550)
一、衡量基金风险的指标·····	(550)
二、风险与业绩的关系·····	(554)
第三节 投资基金费用支出分析·····	(556)
一、基金费用种类·····	(556)
二、标准费用表·····	(558)
第四节 投资基金收益·····	(559)
一、投资基金收益概述·····	(559)
二、股票基金的收益·····	(565)
三、债券基金收益·····	(569)
四、期货基金的收益·····	(573)
五、房地产基金收益·····	(579)
第五节 投资基金收益分配与税收·····	(584)
一、投资基金分配·····	(584)
二、投资基金税收·····	(590)
第六节 基金投资及投资回收计划·····	(601)
一、基金账户分类·····	(601)
二、基金投资金额·····	(603)
三、基金投资期限·····	(604)
四、基金投资目标与资产分配·····	(604)
五、基金投资回收·····	(606)
六、基金投资诀窍·····	(610)

第四章 现代企业投资基金管理实务····· (612)

第一节 投资基金的基金托管人和管理人·····	(612)
一、投资基金的基金托管人·····	(612)

二、投资基金的基金管理人	(613)
三、投资基金的持有人权利与义务	(615)
第二节 投资基金的投资规定	(615)
一、投资目标与政策	(616)
二、投资政策	(617)
三、投资范围与限制	(618)
第三节 投资基金的财务管理	(619)
一、投资基金的费用	(620)
二、基金的收益分配与税赋	(621)
三、投资基金的财务情况报告	(624)
第四节 投资基金的人事管理	(625)
一、投资基金人事管理概述	(625)
二、投资基金的员工录用	(627)
三、投资基金的员工培训	(628)
四、投资基金的员工工资与福利管理	(629)
第五节 投资基金的监管	(631)
一、基金监管与基金发展的关系	(631)
二、投资基金监管主体、监管手段与监管体制	(633)
三、国外投资基金监管模式及其利弊分析	(636)
四、中国投资基金监管模式的选择与构建	(641)

第四篇 投资基金案便

第一章 中国投资基金现状及其规范化发展	(651)
第一节 中国投资基金的产生与现状	(651)
一、中国投资基金市场状况分析	(651)
二、天骥投资基金简介	(665)
第二节 中外投资基金总体比较	(669)
一、投资基金活动空间方面	(669)
二、基金发展的时间安排方面	(670)
三、投资基金监管机制方面	(671)
四、保护基金投资人利益方面	(671)

第二章 亚洲主要国家和地区投资基金比较 (672)

第一节 日本投资基金.....	(672)
一、日本投资基金的产生和发展	(672)
二、证券投资信托的分类及特征	(673)
三、投资基金的运作	(674)
四、投资基金的监管	(676)
第二节 韩国投资基金.....	(678)
一、证券市场的发展	(678)
二、投资基金重点案例介绍	(678)
第三节 新加坡投资基金.....	(682)
一、投资基金的产生与发展	(682)
二、单位信托基金	(682)
第四节 香港投资基金.....	(683)
一、投资基金的类型及特点	(683)
二、投资基金的运作	(684)
三、投资基金的监管	(684)
第五节 台湾投资基金.....	(685)
一、投资基金的类型	(685)
二、投资基金的运作	(686)
三、投资基金的监管	(686)
第六节 比较与借鉴.....	(687)

第三章 欧美主要国家投资基金经营管理实务 (689)

第一节 英国投资基金.....	(689)
一、投资基金的产生与发展	(689)
二、投资基金的类型	(689)
三、基金的运作	(690)
四、基金的监管	(691)
第二节 美国投资基金.....	(691)
一、投资基金的产生与发展	(691)
二、投资基金的主要类型	(692)
三、投资基金的运作	(693)
四、投资基金的监管	(694)
第三节 加拿大投资基金.....	(695)
一、投资基金的产生与发展	(695)
二、投资基金的类型	(696)

三、共同基金的运作	(697)
四、共同基金监管	(698)
第四节 德国投资基金	(698)
一、基金的类型	(698)
二、基金的运作	(699)
三、基金的监管	(699)
第五节 比较与借鉴	(700)

第四章 国外投资基金运作成功案例

(703)

第一节 温莎基金	(703)
一、奈夫的成长与创业	(704)
二、奈夫原则	(706)
三、“价值”原则	(706)
四、奈夫的买进原则	(707)
五、奈夫的卖出原则	(708)
六、耐心原则	(708)
七、反向投资原则	(709)
八、风险投资原则	(709)
第二节 艾抗基金	(709)
一、寻找公司原则	(710)
二、基金运作准则	(711)
第三节 伯克夏基金	(714)
一、出于蓝胜于蓝	(715)
二、特殊商品型企业 and 一般商品型企业	(716)
三、优秀企业的特征	(717)
四、现代投资理论的欠缺	(718)
五、投资的安全系数	(719)
六、成功信条	(719)
七、功成名就	(720)
第四节 史但普基金	(721)
一、华尔街策略型交易大师	(721)
二、史但哈特策略	(723)
三、随机应变投资组合	(724)
四、筛选消息	(724)
五、交易法则	(725)
六、短线原则	(726)
七、空头原则	(727)

第五节 麦哲伦基金	(728)
一、多多益善	(729)
二、以变应变	(730)
三、林奇忠告	(731)
第六节 量子基金	(737)
一、量子基金	(737)
二、“君临”东南亚	(739)
三、投机理念	(740)
第六节 对冲基金	(745)
一、对冲基金的种类	(745)
二、对冲基金的特点	(746)

第五章 中国投资基金运作成功案例 (748)

第一节 境外中国基金案例	(748)
一、山一中国股票投资基金	(748)
二、华登中国风险基金简介	(752)
三、道亨中国基金	(753)
四、柏克莱中国基金	(756)
五、中国航空技术基金简介	(757)
第二节 中国大陆投资基金案例	(762)
一、龙江基金经营业绩分析	(762)
二、上海金龙基金直接投资经验介绍	(763)
三、温州温信基金	(765)
四、汕头银城基金	(765)
五、珠海海鸥基金	(766)
六、广东广发投资基金简介	(768)
七、部分广东联网基金简介	(775)
八、中国诚信证券评估有限公司对上海万国宝鼎投资基金信用评级的分析报告	(784)
九、万国宝鼎基金的投资策略与风险防范经验介绍	(791)

第一篇

投资基金理论

第一篇

第一章 投资基金概述

第一节 投资基金基本概念及其理念

投资基金是随着股票、债券市场的发展而产生的,它创始于 19 世纪 60 年代的英国,繁荣于第一次世界大战后的美国,目前正以不可估量的速度向世界各地扩展,并成为世界金融市场上最流行的投资工具之一。

一、投资基金的概念

尽管投资基金经过 100 多年的发展已成为当今国际上十分流行的大众投资工具,但它在各国之间并未形成一个统一的称谓。美国称之为‘共同基金’或‘互惠基金’(Mutual Fund);英国和我国香港地区称之为‘单位信托基金’(Unit Trust);日本和我国台湾省称之为‘证券投资信托基金’。本书所用‘投资基金’(Investment Fund)一语则是我国报刊和有关文件中对此类组织所赋予的常用名称。

虽然投资基金在国际上称谓颇多、名称各异,但其内容和操作却存在诸多共性,这些共性的集合反映出投资基金所具有的共同的本质内涵,即它是通过信托、契约或公司的形式,借助基金券(如受益凭证、基金单位、基金股份等)发行将不确定多数投资者不等额的出资汇集起来,形成一定规模的信托资产,交由专门机构的专业人员按照资产组合原理进行分散投资,获得收益后由出资者按比例分享的一种投资工具。鉴于各国的具体情况不同,投资基金的投资对象可以是资本市场上的上市股票和债券,货币市场上的短期票据与银行同业拆借,也可以是金融期货、黄金、期权交易和不动产等。

在国外,许多学者曾从不同方面对投资基金进行过界定。美国权威的《银行术语词典》将其解释为现金或其等价物,即易变现的金融工具。这一释义较为笼统,使人们难以准确把握投资基金的实质。更多的学者倾向于从组织方式和形成过程来进行定义。例如美国学者雅可布·斯泰纳认为,投资信托是由多数的投资者共同出资成立基金,并设立基金管理者,从事比个人投资有更高安全性和收益性的投资,再由投资者分享其投资收益的制度。日本学者藤田国之助认为,投资信托是由有价证券专家向大众投资者募集小额资金,以分散风险的方式受托从事

各种有价证券的投资,并妥善保管这些证券,且将获得的收益分配于大众投资者的制度。

在我国,中国人民银行颁布的《投资基金管理试行办法》中也对投资基金进行了界定,指出,投资基金是‘一种集合投资制度。通过发行基金券,将投资者的资金集中,交由基金托管人托管,基金管理人管理,主要从事证券等金融工具投资,利益共享,风险共担。’其职能是把众多投资者的零星资金汇集起来,交由专门的投资机构进行投资,收到基金增值和获利的效果,而投资者拥有投资收益,代理投资机构作为资金管理者收取一定的服务费用。

上述各种定义尽管具体表述互有差异,但就实质而言则是一致的,它说明:

(1)投资基金是一种投资制度,它从不确定多数的投资者手中募集资金,组建投资管理公司,由对投资具有专门知识和经验的人进行专业化管理和经营。在这种制度下,资金的运营受到多种监督。

(2)投资基金发行的基金券是一种面向社会大众的投资工具,投资者通过购买基金券完成投资行为,凭之分享基金的投资收益并承担风险,至于投资机构本身则作为资金管理者获得一定的服务费用。因此,投资基金实际上是一种集腋成裘的组合投资方式。

二、投资基金的产生和演变

任何事物的产生、发展和完善都呈现为一个过程,投资基金也不例外。自 19 世纪 60 年代投资基金在英国产生至今已有 100 多年的历史,纵观投资基金 100 多年的演变历程,大致可以分为英国时代、美国时代和全球时代三个阶段。审视投资基金的发展历史,有助于加深对投资基金的认识和了解。

1. 投资基金在英国的起源

投资基金的故乡在英国。通常认为,英国 1868 年建立的‘国外及殖民地政府信托’(Foreign and Colonial Government Trust)是投资基金的最早形态。该基金设立的宗旨是:‘运用共同基金,分散投资于国外及殖民地证券,借以分散投资风险,以便中小投资者能与大投资者一样享受投资利益为目的。’该机构在伦敦《泰晤士报》上刊登招股说明书,公开向社会发售认股凭证,将募集的资金投于伦敦证券交易所上市的 17 种政府债券,包括埃及、波斯、美国、俄国等国债券,募集的资金达 100 万英镑。虽然该基金类似于股票,不能退股,也不能将基金单位兑现,认购者的权益只限于分红和派息,但因它许诺有丰厚的回报(当时为设立基金而发行的基金券固定利率 6%,投资者实际可得年收益率超过 7%,比当时政府债券利率高出一倍),且没有任何风险,故深受广大投资者欢迎。1868 年 3 月 28 日出版的英国《经济学家》杂志评论说:货币市场已经很久没有推出具有真实利益的新产品,所以‘国外及殖民地政府信托’的成立将创造更多的收益,并促使市场更加活跃。

继‘国外及殖民地政府信托’之后,又有一些类似的基金诞生。到 1890 年,营运的英国投资信托基金已达 101 家。这些基金有一个共同点即均以对外证券投资为目的,并以公债为主要投资对象。之所以如此,是因为:

(1)当时股份有限公司的信用还很薄弱,可以作为安全投资对象的股票微乎其微;

(2)伦敦证券交易所上市的证券以国内外债券为主,并且伦敦证券市场历史上就是一个国际证券市场,上市的外国债券较多;

(3)当时对外债券投资比对内债券投资相对有利,能获得更高的资本报酬。

早期的基金管理没有采取设立管理公司的形式,而是采取合作的方式,即一些投资人通过签订契约,推举出代表大家管理资金的人,代理人接受委托,但非专职地管理和运用基金的资产。直到 1873 年罗伯特·佛莱明开办了“苏格兰美洲信托(Scotish America Trust),专门办理美洲新大陆的铁路投资,聘请专门的管理人对基金进行专门管理,投资信托才成为一种专门的赢利业务。基金管理公司这种机构出现后不久,股份公司形式的投资基金又应运而生。特别是 1879 年英国《股份有限公司法》颁布后,投资基金不得不脱离原来的契约形态而发展为股份有限公司组织,这是投资信托史上的一大变迁。公司型投资基金的经营方式与一般企业公司相同,区别只是在于它既没有工厂,也不从事一般工商企业的营运活动,其唯一经营对象就是投资证券和各类金融商品。但由于在制度上已经企业化,因而它多少已失去了“信托”的意味。

投资基金之所以最早在英国萌生,是有深刻的经济背景的。18 世纪末,英国发生产业革命,使其一跃成为号称“世界工厂”的头号强国。随着生产力的迅猛发展,社会财富和个人财富急剧增加。鉴于国内投资成本日渐升高,众多的巨商大贾便将私人财产和资金转移到劳动力价格低廉的海外市场进行投资,以期获得最大的资本增殖。但由于许多人缺乏海外投资知识,加之地域限制和语言障碍,因而便萌发了集合众人资金、委托专人经营和管理的设想,这一设想得到了英国政府的支持。为扩张经济势力,英国政府特许一批达官贵人共同出资组成海外投资实体,专门聘请一批理财专家管理和运用他们的财产,同时委托律师签订文字契约以确保投资的安全与增殖。这样便产生了早期的投资信托公司,以不同投资目的为号召的“信托契约”也开始陆续出现,这便是投资基金的最早形态。

2. 投资基金在美国的发展

投资基金虽起始于英国,但却发展于美国。第一次世界大战后,美国经济空前繁荣,国民收入急剧增长,国内外投资活动异常活跃,同时,经济活动也日趋复杂化。在这种情况下,英国投资信托制度便引入美国。1921 年 4 月美国出现了第一个投资基金组织“美国国际证券信托”(The International Securities Trust of America),该基金的运作与此前的英国基金基本雷同,亦为封闭基金,即基金发行在外的受益凭证数量固定不变,投资者只能在市场上进行受益凭证的交易,其价格由供求关系调节。1924 年 3 月 21 日在波士顿又成立了被认为真正具有现代面貌的投资基金——“马萨诸塞投资信托基金”(Massachusetts Investment Trust),它由哈佛大学 200 名教授出资 5 万美元组成,宗旨是为投资者提供专业化投资管理,其管理机构是“马萨诸塞金融服务公司”(Massachusetts Financial Services)。这一基金发展到今天,资产已超过 10 亿美元,有 85000 多个投资人。管理该基金的马萨诸塞金融服务公司目前还经营着数十个其它基金,经手资产总额超过 150 亿美元。同以前的基金相比,该基金的特殊性在于基金公司必须按基金的资产净值持续地出售股份给投资者或随时准备赎回它发行在外的股份,因此它被认为是开放式投资基金的始祖。

此后,美国投资基金发展迅速,并远远超过了英国。据统计,自 1926 年至 1928 年 3 月间,美国建立的公司型投资基金多达 480 家,到 1929 年底投资基金资产高达 70 亿美元,为 1926 年的 7 倍。但由于当时有关法律不完备,因此随着 20 年代末资本主义世界经济危机的爆发和全球股市的崩溃,刚刚兴起的美国投资基金业遭受沉重打击,大部分投资基金纷纷倒闭、结束营业,少数残存者也被美国证券管理委员会认为是操纵股市而倍受冷落。此后整个 30 年代投资基金的发展一直处于低速迟缓阶段。

1940 年美国政府制定了“联邦投资公司法”和《投资顾问法》,详细规定了投资基金的组成

及管理的法律要件,对有关财务公开、董事监事的任命、经理公司的选择以及销售和宣传方式等都做了相应规定,从而使投资公司被置于严格的管制与监督之下,为投资者提供了完整的法律保护。这就为投资基金的进一步健康发展奠定了良好的法律基础,促进了投资基金业在美国的再度兴起。特别是第二次世界大战后,随着美国经济的强劲发展和投资者信心的恢复,投资基金更加活跃,基金资产规模逐年上升。1940年美国仅有68家投资基金,投资者共设立了30万个投资基金持股账户,基金总资产为4.48亿美元。到1986年,美国投资基金已达1843个,平均年增长70%。投资人开立的投资基金持股账户达4610万个,平均年增长11%。投资基金总资产达7163亿美元,平均年增长17%。到1996年初,美国投资基金达4000多家,总资产达3万亿美元。今天,每5个美国人中就有1个持有投资基金股份,每4户美国家庭中就有1户投资了投资基金。而且拥有巨额资本的机构投资者,包括银行信托部、信托公司、保险公司、养老基金以及各种财团或基金会等,也开始大量投资于投资基金。1960年各种机构投资者对投资基金的投资总额为12亿美元,1985年便上升到1681亿美元,占美国投资基金总资产的比例高达33.9%。美国已成为世界上基金业最发达的国家。

值得提出的是,根据“格拉斯——斯蒂格尔法案”(Glass-Steagall Act),尤其是根据1933年银行业公司法的规定,银行不得从事投资基金业务。但因投资基金已发展成为一种主要的投资工具,为投资公司带来了巨额利润,因此银行也通过各种方式逐步间接地参与了投资基金业务。1986年6月,联邦政府规定银行持股公司可以通过其附属经纪机构销售投资基金的股份,这意味着美国当局对银行业和基金业分门别类的管制开始放松。但银行界并未对此感到满足,继续要求准许其随意从事银行、证券、保险和投资基金等各种业务。1991年2月5日,变革美国金融业的“新一揽子方案”终于出台,该方案制定银行除从事银行业务的经营外,还可以从事其它业务,包括投资基金业务。这一改革无疑会对美国投资基金企业的进一步发展产生巨大促进作用。

3. 投资基金在全球的扩散

本世纪五六十年代后,投资基金开始在世界各地扩散。从50年代起,投资基金正式进入亚洲国家和地区运作。早在1948年7月,日本证券交易委员会就公布了“证券投资公司法”,这是仿效1904年美国投资公司法而制订的法案。1951年6月日本又颁布实施“证券信托法案”,它奠定了现行日本投资信托的法律基础,为投资基金的发展铺平了道路。此后,除受50年代中期股市狂跌和60年代后期经济衰退的影响而引起的暂时萎缩外,投资基金在日本发展一直都很顺利。1967年10月,日本政府修订了“证券投资信托法”,决定建立委托公司独立营运制度,并改革单位信托基金制度,从而使投资基金制度日臻完善。之后又增订了“委托管理公司对受益人的信托规定”一条。到1984年3月底,日本投资基金的净资产总额达150兆日元。目前日本已成为世界上基金投资行业最庞大的国家之一,其实力与美国不相上下。

香港的投资基金产生于60年代初。1960年香港成立第一个单位信托基金,该基金期限为10年,受托人为汇丰银行。1969年又设立了海外投资基金。由于当时正值香港股市攀升时期,因此该基金一度倍受投资者青睐。但随之而来的70年代初的股市风潮,使刚起步的基金企业遭受巨大挫折。1978年6月,香港政府颁布实施“香港单位信托及互惠基金守则”,为香港基金企业提供了较为完善的监管制度,致使投资基金数目和资产总值都有大幅度上升,新的基金不断涌现。1980年香港只有69个基金,到1987年基金数量便增加到504个,8年中增长幅度为7.3倍,平均每年增加91%。到1987年底,由于香港政局稳定,没有外汇管制、法制健

全、税率低,以及银行业、律师业和会计服务的高效率等因素的综合作用,基金经理数目达到 35 个,资产总值高达 106 亿美元,已成为日本以外亚洲最大的基金管理中心。日本主要为当地投资者服务,香港主要经营国家基金,为整个亚洲地区提供基金管理服务。

泰国的投资基金制度建立于 70 年代中期。1975 年 3 月泰国政府特许设立了一家投资基金公司,负责管理和操作国内外的各种投资基金。1977 年 4 月,由该基金公司参与设立的第一个投资基金——永盛基金(Sinpinyo Fund)宣告成立。以后几年该国又分别设立了几个投资基金,既有国内基金,也有国家基金。为了加快通过投资基金利用外资的步伐,泰国政府采取包括放宽外国人通过投资基金投资泰国股票的限制、放宽投资于投资基金所得收益汇出的限制、减免投资于投资基金的税收、增加投资基金的销售渠道等在内的一系列措施,从而促进了投资基金 80 年代末的空前发展。到 1990 年底,泰国投资基金总资产达 10 亿美元,仅国家基金就有 20 多只。

台湾投资基金的发展起始于 1983 年。进入 80 年代后,台湾游资过剩,大多数投资者缺乏适当的投资工具。为保护中小投资者的利益,健全证券市场,台湾当局所谓“证券管理委员会”1983 年相继颁布了“证券投资信托管理办法”“证券投资信托事业管理规则”“华侨和外国人投资证券及结汇办法”,并于 10 月批准成立了第一家证券投资信托公司——国际证券投资信托股份有限公司,开始经营投资基金业务,并在欧洲发行台湾基金(Taiwan Fund)。此后到 1986 年,“证管会”又依照标准陆续批准成立了光华、建弘、中华投资信托公司。每家公司均从在境外市场发行国家基金开始,经过一段时间运行后才被批准在境内发行基金。到 1992 年 9 月底,4 家公司共计募集发行证券投资信托基金 28 种,其中国外募集投资于境内市场的有 6 种,境内募集投资于国外市场的有 4 种,境内基金有 18 种。同期这些基金的净资产合新台币 824 亿多元。与此同时,台湾当局还设立证券投资顾问公司,批准其引进国外投资基金,供岛内投资人选购。1988 年,上述四家证券投资信托公司又分别推出了面向外国证券市场的国际基金,这标志着台湾投资基金业基本框架的形成。

60 年代后,亚洲其它国家的投资基金也开始出现和发展。例如印度 1960 年引入投资基金,1961 年国内投资基金数目就多达 1203 家。到 1990 年底,韩国共有 14 个国家基金,基金投资者占总人口的 10%,而作为投资基金发展大国的美国,这一比率也不过 25%。此外,南美一些国家(如智利、巴西等),投资基金在 70 年代末、80 年代初也开始获得一定程度的发展。

以上情况说明,投资基金已从最初单位的个人理财工具转变为大众化的投资新方式,并成为国际资本流动的一条重要渠道和发展中国家吸引外资发展本国经济的有效形式。投资基金之所以能在近 50 年时间内获得如此快速的成长,固然与各种外部因素(如市场经济的成熟与发展、贸易自由化浪潮的冲击、以电子计算机为代表的新技术革命的推动等)密切相关,但从投资基金本身看,最根本的原因在于这种投资工具适应了发达市场经济的要求,它具备其它投资工具所没有的独特优势,即投资者个人可以通过投资基金在证券市场中或金融市场中进行投资,这比独立的个人投资要安全得多,因为投资者可以将风险作最大程度的分散。

三、投资基金的理念及其主要特点

投资基金作为一种大众化的投资工具,具有其内在属性和特点,只有充分了解认识这种属性和特点,把它上升为一种理念,才能更好地把握和认识投资基金的全貌,从而在今后的经营

运作过程中感受到它所带来的好处。

1. 投资基金的性质

投资基金的性质可以从以下几方面来考察：

首先,投资基金是一种间接投资工具。它存在于投资者与投资对象之间,起着把投资者的资金转换成金融资产、通过专门机构在金融市场上再投资,从而使货币得到增值的作用。对投资者来说,他并不直接控制自己所出的资金在金融市场上的具体运作,而是通过购买投资机构发行的股份或投资受益凭证,把自己资金的投资使用权委托给投资机构,由投资机构进行实际操作,投资者只按照出资比例分享投资收益,并承担投资风险。因此,对投资者而言,投资基金实际上是一种再投资。由于投资基金是这样一种由一方出资,另一方管理和投资的金融投资形式,所以投资者与投资机构之间也就因资金的这种现实联系而荣辱与共。如果基金投资赚了钱,投资者所持有的基金单位就会溢价,即投资者也可赚钱。如果基金投资蚀了本,投资者所持有的基金单位就会缩小,即投资者也会蚀本。

其次,投资基金是一种长线投资工具。因为多数基金都要收取首次购买费作为基金机构和中间人的佣金,有的还要收取投资及财务费或赎回费。两项相加,大约要占投资额的5%—7%。所以,投资者不能随意抽回自己的投资,即使基金在投资与赎回之间的短暂期限由赚了钱,但若立即赎回,所赚的钱也会被佣金等费用支出所抵消。因此,投资基金投资的时间都比较长,一二年为短线投资,三四年为长中线投资,五至十年为长线投资。

再次,投资基金是一种‘钱生钱’的投资方式,即把众多投资者的资金集聚起来投资获利,起到‘钱换钱’的作用。就此而言,它与期货交易相似。因为期货交易也是买卖双方通过商品交易所进行在将来某一特定时间和地点交割某一特定品质、规格商品的标准合约交易,达到套期保值和套期图利的目的,对于投机者来说是获得一种差价。然而,投资基金又与期货交易有着明显的不同,表现在：

(1)期货交易对于生产者来说是企图避免价格风险。通过整期达到保值目的,而投资基金的投资者则是为了通过投资在未来取得一定的资本报酬。

(2)期货市场上投机者的行为多为短期行为,投资基金的投资则一般着眼于中长期投资。

(3)期货合约并不是一种有形的证券,甚至不是一种有形的票据,它只是交易者根据自己的意图采取的一种决定,不具有内在的固有价值,而投资基金发行和交易的基金券则是一种有价证券,是一种代表投资者有权获得利益的书面凭证,持有者可以凭其在规定的时间内获得一定的货币收入,因此是一种具有‘内在价值’的现实资产。

(4)期货交易在一定条件下必须进行实物或现金的交割,投资于投资基金则不存在这一问题。

(5)期货合约的拍卖交易在商品交易所进行,而投资基金的基金券的认购和销售则在基金经理公司或由其委托的金融机构进行,其中封闭型基金若要变现则需在证券交易所交易。

最后,投资基金也是一种国际性投资工具。通过投资基金,投资者不仅可投资于本地区、本国金融市场上的所有金融品种,而且可以进行跨国投资,甚至足不出户即可满足其离岸投资的愿望。所以,基金公司大都是跨国性机构,而且大都在有‘租税天堂’之称的小国家注册,如卢森堡、巴拿马、百慕大、开曼群岛等,因为这些国家对个人投资的资本利润、股息和股利收入都不课税。投资者投资于这类跨国性基金机构,可以实现资金的离岸化,且不受所在地政治、经济变化的影响,因而可以实现投资的安全性和可靠性。

2. 投资基金的特点

投资基金作为具有特定内涵的经济范畴,其特点寓于它同其它基金和投资工具的区别中。

(1) 投资基金与基金。

投资基金与我们通常所说的基金无论在内涵和外延上都有很大不同。后者一般是指通过国民收入分配与再分配所形成的具有专门用途的资金,它根据用途不同,可以分为许多类型,如:①财政后备基金,即在一定财政年度内,国家预算中设置的用以准备应付意外事故和保证预算资金临时周转需要的资金;②储备基金,即企业为保证生产经营活动正常进行而购进各种物资所占用的资金;③社会保险基金,即按照保险原则建立并用于解决居民退休、医疗、待业、伤残等方面物质需要的专门资金;④国家管理基金,即国家预算中用于国家管理费用的专项基金。上述这些基金虽均冠以“基金”之名,也有类似于投资基金的组织形态,但与投资基金却有实质性的不同。它们一般从事与本事业有关的业务,不用作再投资,即使投资,也非常强调安全性,至于投资目的则往往是为了保证资金的购买力,即抵销通货膨胀的负作用,而不是追求投资利润。投资基金则不同,其首要任务就是投资,根本目的就是通过投资赚取利润。至于投资风险往往随基金目标不同而异。如果投资基金追求资本积极成长,必投资于股票、金融期货、期权等风险大的项目;如果追求固定收入,就投资于债券、短期票据等风险相对较小的项目。

(2) 投资基金与信托。

所谓信托即凭信用接受他人委托、经营代办业务的行为。信托可分为贸易信托和金融信托。前者经营的是商业性质的委托代理业务;后者则指经营金融委托代理业务的行为,它以代理他人运用资金、买卖证券、发行债券、股票、管理财产等为主要业务内容。投资基金就是金融信托的一种形式,它与信托既有联系又有区别。二者的联系表现在:作为金融信托的一种形式,投资基金也是代理他人运用资产;两项业务的当事人都有受托人、委托人和受益人,其中受托人与委托人间订有信托契约;二者的作用都是有效融通资金,把社会闲散资金集中起来,化短为长,更好地促进金融事业的发展。投资基金与信托的区别主要表现在:首先,信托业务范围更广,既有贸易信托又有金融信托,按照信托资产不同,还可划分为资金信托、动产信托、不动产信托,信托部门可运用代理、租赁、出售等形式进行财产处理。而投资基金则属于金融信托,主要从事有价证券投资。其次,投资基金当事人中还有一个不可或缺的保管机构,它不能与投资基金经理公司(受托人)由同一机构担任,而且投资基金受托人一般是法人,不能由个人承担。而信托的当事人中不一定都有保管人,其受托人可以是法人,也可以是个人。最后,正因为信托业务范围广泛、形式多样,因此它除了有效融通资金外,还能融通财物(如财产信托等),还可以使钱与物更好地结合,能够发挥银行业务所不能发挥的作用。而投资基金则主要是为投资者尤其是中小投资者投资于有价证券开辟新道路,它并不能起到融通财物的作用。

(3) 投资基金与证券公司。

证券公司是专门从事有价证券经营及相关业务的金融企业,其主要业务包括有价证券的自营买卖、委托买卖、认购、销售等。证券公司既是证券交易所的重要组成成员,又是有价证券转让柜台交易的组织者、参加者。而投资基金经理公司则不同,它并不从事自营买卖或销售等业务,而是将从投资者那里筹集到的资金分散投资于经过选择的有价证券上。它不是证券交易所的成员,与有价证券发行者也没有必然的联系。事实上,投资基金只是一个机构投资者。

(4) 投资基金与股票债券。

投资基金本身属于有价证券的范畴,它的发行凭证即基金券(或受益凭证)与股票、债券一起构成了有价证券的三大品种,它们的投资者都是希望通过购买这些有价证券获得更大的经济利益,就此而言它们之间并无实质性差别。但是,投资基金与股票、债券反映的关系却不相同,由此带来的收益和风险也互有差异。就股票来说,它反映的是一种产权关系,即投资者购买了某一公司的股票,就意味着他成为该公司的一个所有者,对该公司的经营决策拥有相应的发言权。而且投资者一经购买股票就不能通过退股来收回资金,只能通过转让而变现。投资基金反映的则是一种信托关系,除公司型基金外,不涉及所有权的转移。投资者购买基金券并不是为了取得所购有价证券发行公司的经营权,也不需要参加证券的发行、销售活动。而且投资基金的投资在一定条件下可以赎回(当然封闭型基金也可在市场上转让)。同时,股票投资者的收益和股本取决于多种因素的影响,既取决于所投资的公司经营业绩的好坏,也取决于股票市场上股价的波动,还取决于投资资金数额的大小以及能否在众多股票上分散投资。如果所投资的公司经营不善、股价下跌、又不能分散投资而使风险分散,投资者就会蒙受损失乃至亏本。因此股票投资风险较大,收益具有不固定性。相反,投资基金由专家进行操作,按照组合投资原则进行分散投资,因而能把风险减到最低限度而将收益提到最高限度。当然,不可否认,由于基金投资风险较小,故其收益有时无法与股票相比,这也是合理的。再就债券来看,它反映的是债权人和债务人之间的一种借贷关系,并不存在所有权的转移。债权债务双方通常事先确定利率,无论债务人的经营状况如何,到期必须还本付息于债权人,且债券投资在确定的时间内不能抽回资金,只能到证券市场上进行贴现。由此,其收益固定,投资风险较小。公司型投资基金则不同,由于其设立等同于股份公司,因而它体现的是一种所有关系而不是借贷关系。至于契约型基金则是一种信托关系,也不是借贷关系。而且投资基金可以通过赎回方式抽回资金,为投资者的进退提供了便利。所以,投资基金的投资风险虽然小于股票,但却大于债券,其收益一般也大于债券投资。

(5) 投资基金与国际基金组织。

在国际上有许多基金组织,例如国际货币基金、联合国资本发展基金等。这些组织相当于跨国性的协调、互助机构,之所以称为“基金”,是因为每个组织都有一笔来自成员国的资金,且用途明确。但这类基金组织的资金并不投资于有价证券,其目的不是为成员国赚取收益,而是为成员国的建设服务。例如,由各国政府或其它方面以现金或实物形式自愿认缴而筹集组建的联合国资本发展基金,其主要任务是以赠款、贷款,尤其是以长期无息或低息贷款方式,协助发展中国家发展本国经济,加速社会发展。因此,从根本上说,这类基金组织与投资基金毫无共同之处。

通过以上几对概念的对比,可以归纳出投资基金的以下特点:

- ① 投资基金是将不确定多数投资者的资金汇集成一个基金;
- ② 投资基金运用汇集的资金投资于有价证券,但并不参与证券的发行、销售等活动;
- ③ 投资基金以获取资本利润或股息收入为目的,而并不是一种借贷资金,也不是为了取得所购有价证券发行公司的经营权;
- ④ 投资基金运用风险分散原则对多种证券投资;
- ⑤ 投资基金由对证券投资有专业知识和经验的人进行管理和运用。

3. 投资基金在我国经济中的作用

投资基金在我国虽然起步较晚,但却以其独特的优势而引起人们的极大关注,并在我国经

济发展中发挥着越来越突出的作用。

(1)发展投资基金可以促进我国证券市场的不断完善和健康发展。

建国后的前 30 年,证券市场在我国基本属于空白,十一届三中全会后证券市场才开始萌芽和起步,而证券市场的真正兴旺和深入人心则是近几年的事。由于建立的时间不长,我国的证券市场还很不完善,而发展投资基金则不失为完善证券市场的一个重要途径。表现在:

①发展投资基金可以推动股票市场规模的扩大,有利于股市的稳定和成熟。目前我国股票市场规模过小,随着人们金融投资意识的不断增强和自愿参与证券市场的人员的不断增多,导致了股票市场上尖锐的供求矛盾。这不仅容易造成股价的剧烈波动,而且易于引发社会问题(1992 年深圳‘8.10’事件中抢购认股证就是一例)。而发展投资基金可以有效解决上述矛盾,因为,首先,发展投资基金可以为投资者提供一种新的投资选择,人们可以通过买进基金单位来参与证券市场,尤其是在规定党政干部不能买卖股票的情况下,投资基金更是他们进入证券市场的良好途径。其次,发展投资基金能够直接推动股票市场规模的扩大。因为,投资基金的发展必须以一定数量企业股票的发行和上市交易为前提,投资基金在进行资产选择时总是要购进一定量的股票以获取资本利益,这在客观上要求更大比例的股票上市。由于发展投资基金可以扩大股票市场规模,缓和 market 组织矛盾,因此对股市稳定必然具有促进作用。

②发展投资基金可以推动我国证券市场的国际化。随着对外开放和金融改革的不断深化,我国证券市场的国际化亦是大势所趋。而投资基金尤其是国家基金的发展无疑会加快证券市场国际化的步伐。因为,设立国家基金需要进入国外证券市场募集资金,需要在外国证券市场设立一定数量的证券经营机构,亦需要外国证券机构在我国建立分支机构,这本身就意味着证券机构的国际化。而且,通过国家基金外国投资者可以间接进入我国证券市场进行投资,这也表明我国证券市场开始走向世界并成为国际金融市场的一部分。此外,与外国证券机构合作设立国家基金,既可使我国基金业务符合国际惯例,促进证券市场的规范化,又可培养精通国际金融市场业务的专门人才,可以获得管理投资基金及有关证券投资的先进经验和技能,这对我国证券市场的国际化发展极其有利。

③发展投资基金可以改善证券市场投资者的结构,从而有利于证券市场的繁荣与稳定。证券市场的投资者可以分为两大类:个人投资者和机构投资者。我国证券市场经过几年的发展,个人投资者在二级市场交易中仍占主导地位。这种低层次的投资者结构存在很多问题:其一,个人投资者大都是有固定职业的工人、工作人员等,他们没有精力和时间跟踪市场发展、研究行情走势,一旦涉足股市,难免影响本职工作,甚至有可能影响社会稳定;其二,工薪阶层的投资者大都本钱不多,没有足够的实力同时投资于各类股票、债券以分散风险;其三,证券投资专业性很强,个人投资者大多缺乏专业知识,极易盲目跟风,糊里糊涂输钱蚀本;其四,个人投资者一般以短线操作为主,随意性大,投机性强,容易造成证券市场的不合理波动。以上情况说明,我国目前以个人为主的投资者结构弊端颇多,因此必须予以改变。而发展投资基金就是解决问题的根本途径。投资基金作为机构投资者,其资本庞大,实力雄厚,有能力聘请专业人员精心管理,可以广泛搜集各种投资信息并加以分析、整理,从而能够最大限度地避免投资损失,保证证券市场的稳定与繁荣。

(2)发展投资基金可以促进现代企业制度的形成和推动国有产权制度的改革。

十四届三中全会明确指出,以公有制为主体的现代企业制度是社会主义市场经济体制的基础,建立现代企业制度是发展社会化大生产和市场经济的必然要求,是我国国有企业改革的

方向。现代企业制度的核心就是法人财产权为特点的现代股份公司制度。而投资基金的一个重要方面就是进行股权投资。投资基金的管理人一般都是具有丰富的证券投资经验和股份制改造经验的投资专家,他们可以通过参股投资方式帮助企业进行资产评估,界定产权,组成规范化的股份公司。正是在这种意义上,大力发展投资基金将会有力地推动企业的股份制改造,为我国现代企业制度的建立开辟道路。另外,在我国产权制度中,“产权虚置”和“政企不分”始终是一对悬而未决的难题,即国有产权到底由谁来代表的问题一直未能很好解决。其实,在理论上这一问题非常简单,既然国有财产就是全民所有的财产,它理所当然就应由全民来代表。但在现实经济生活中,却一直是由国家代表来代替真正意义上的全民代表,即一直没有一种适应的形式来体现社会主义公有制这一基本特征。而投资基金的出现则为产权制度改革提供了一个突破口,这是因为,一方面投资基金就是为广大民众提供理财服务和投资管理,因而国家可以将国有资产或国有股份交由投资基金的管理人进行管理,也可将其各项专项基金和财政拨款投入到投资基金中去,通过基金管理人的运作使资金得到最大效率的作用,从而解决产权虚置、政企不分和效益低下问题;另一方面,通过将国有资产或股份信托给投资基金来运作,还可以推动国有股份的尽快上市和流通,打破现在国有资本僵化凝滞的局面,从而在更深刻意义上实现国有资产的优化配置。

(3) 发展投资基金是通过证券市场吸引外资的有效方式。

利用外资是我国筹集建设资金的一条重要途径。我国利用外资的渠道较多,如国外贷款、外商直接投资,在国际金融市场上发行债券等。但相比之下,通过发展投资基金来吸引外资对我们显得更为有利,因为:第一,通过这种方式吸引外资,我国承担的风险较小,无论利率风险还是汇率风险均由外国投资者承担;第二,封闭式基金的股份或受益凭证都只能转让,不能退回,因而所筹资金可长久沉淀于企业,不需偿本付息,不会增加偿债负担;第三,投资基金股份或受益凭证可在市场流通,因而可以解除投资者的后顾之忧;第四,通过投资基金吸引外资不存在企业丧失所有权和经营权的问题。可见,发展投资基金确实不失为我国利用外资的一种独具优势的方式。值得指出的是,在利用投资基金吸引外资的方式中,设立国家基金更具有普遍意义。即通过在境内或境外组建投资基金管理公司,面向国外投资者发行股份或受益凭证,筹集一笔外资投资于国内证券市场,外国投资者按出资比例分享利润,分担风险。目前,我国通过国家基金方式吸引外资已有一定规模,除香港设立的近 20 个中国基金外,还有一些地方性基金,如 1990 年 11 月法国东方汇理银行设立的“上海基金”等。另外,中国国内一些公司也开始在境外建立投资基金,以股权投资形式吸引外资,如中国新技术创业公司 1992 年 4 月在香港公司上市“中国置业”基金。事实证明,设立国家基金是我国当前吸引外资有效而可行的方式。

第二节 投资基金的主要类别及其作用

投资基金是一个庞大的家族,很难用一个标准将所有的基金划分清楚。根据基金组织形态的不同,有公司型基金和契约型基金两种形式。根据基金交易方式的不同,即根据基金证券是否可以赎回,投资基金又可以划分为开放式基金和封闭式基金。这是最基本的分类。以上

四种基本类型的不同组合,产生了现实基金市场中最常见的四种基金类型:即封闭-契约型基金,封闭-公司型基金,开放-契约型基金即单位信托基金,开放-公司型基金即共同基金。

美国投资公司协会根据基金投资对象的不同期限,将投资基金分为长期基金(Long-term Funds)即资本市场基金,短期基金(Short-term Funds)即货币市场基金两种类型,长期基金又划分为股票基金(Equity Funds)、债券与收入基金(Bond and Income Funds),短期基金也进一步划分为纳税货币市场基金(Taxable Money Market Funds)与免税货币市场基金(Tax-exempt Money Market Funds)。如果从基金投资的市场进行划分,那么除了资本市场基金和货币市场基金之外,还应该衍生市场基金。按照美国投资公司协会的统计,美国投资基金品种有 21 种,但是这 21 种基金的分类并不是根据同一个标准。

根据基金投资对象的不同将投资基金进一步划分为股票基金、债券基金、期货基金、期权基金、指数基金、认股权证基金、房地产基金、货币市场基金、贵金属基金和小型公司基金等。根据投资风险与收益目标的不同,可将投资基金划分为积极成长型基金、成长型基金、成长与收入型基金、平衡型基金、收入型基金。根据投资来源和运用的地域不同,可将投资基金划分为国内基金、国际基金、离岸基金、国家基金和地域基金等。根据基金是否收费,可将投资基金划分为收费基金和不收费基金。根据投资计划可变更性,可将投资基金分为固定型基金、半固定型基金和融通型基金。根据投资货币种类不同,可将投资基金划分为美元基金、日元基金、马克基金、英镑基金、法国法郎基金、欧洲货币单位基金等。根据投资资产的形态不同,可将投资基金划分为证券投资基金与直接投资基金。除此以外,还会有其它划分标准。事实上,任何一只投资基金都可以根据不同的标准划分为不同种类。

一、根据组织形态的分类

1. 公司型基金

公司型基金(Corporate Funds)依公司法成立,通过发行基金份额将集中起来的资金投资于各种有价证券。公司型投资基金在组织形式上与股份有限公司类似,公司资产为投资者(股东)所有,由股东选举董事会,由董事会选举公司的总经理,由总经理负责管理基金公司的业务。公司型基金的设立要在工商管理部和证券交易委员会注册,同时还要在股票发行和交易所在地登记。

公司型基金的组织结构主要有当事人、基金投资人、基金公司(Fund Company)、投资顾问(Investment Adviser)或基金管理人(Fund Manager)、基金保管人(Custodian)、基金转换代理人(Transfer Agency)、基金主承销商(Principal Underwriter)。基金股东指基金股票的持有者。基金公司就是基金本身,按照股份公司组织形式建立,基金公司可分为封闭型基金公司与开放型基金公司两种。封闭型基金公司是指公司发行的股份数量是固定的,以后不再追加资本,因此也称作固定股份基金公司;开放型基金公司,是指公司只发行一种普通股票,发行数量不固定,发行之后可以根据投资者需求随时增发基金份额,因此也称其为不固定股份基金公司或追加型基金公司。

实际管理和经营基金资产的是一个独立的基金管理公司,即基金的投资顾问。投资顾问一般负责基金的投资组合和日常经营活动,其所负职责和所得报酬由基金公司和基金管理公司订立的顾问协议(Advisory Contract)或委托管理协议规定下来。投资顾问的主要职责包括

有价证券的研究分析、制定投资组合和从事日常的基金管理。基金保管人一般是银行,它的主要职责是保管基金资产及股息核算等,保管人也要同投资公司签订保管契约并收取保管费。转换代理人通常也由银行或其它金融机构承担,由其负责基金股票的转移以及股利分配等。基金承销商负责股票发售的具体工作。基金承销商是管理公司的代理机构,负责按净资产价值购买基金的股份并按净值加佣金卖给证券交易商或其他人,再由他们负责卖给投资者。

2. 契约型基金

契约型基金(Contract Funds)是指依据信托契约(Trust Deed, or Trust Agreement of Indenture),通过发行受益凭证而组建的投资基金。这类基金一般由管理公司、保管公司及投资者三方当事人订立信托契约。基金管理公司是基金的发起人,通过发行受益凭证将资金筹集起来组成信托财产,并根据信托契约进行投资。基金保管公司一般也是由银行担任,它根据信托契约负责保管信托财产,具体办理证券、现金管理以及有关的代理业务等。投资者即受益凭证的持有人,它通过购买受益凭证投资于基金,并根据其购买份额分享投资收益。基金的受益凭证是一种有价证券和基金的所有权证明。

3. 两种类型的比较

(1)从法律角度看,公司型基金根据《公司法》成立,因此基金公司具有法人资格,公司型基金除了两个当事人,即基金公司及其股东外,其它方面的当事人之间的关系与契约型基金一样,基金公司及其股东之间的权利与义务以及基金的运作必须遵守公司法的要求。基金公司如果本身不是管理公司,则基金公司与基金管理公司之间也需要通过委托管理协议来规范。契约型基金根据《信托法》组建,基金本身不具有法人资格,契约型基金有三个当事人,即委托人、受托人和受益人,他们之间的权利与义务以及基金的运作遵守信托法的规定,二者的法律依据不同。

(2)公司型基金经营信托财产凭借的是公司章程,就像股份公司需要订立公司章程一样,而契约型基金则凭借信托契约来经营信托财产,二者依据的规章不同。

(3)从基金发行的凭证看,公司型基金组织公司的信托财产是通过发行普通股票筹集起来的,契约型投资基金组织信托财产是通过发行受益凭证筹集起来的,前者是一种所有权凭证,后者是一种信托关系。

(4)从投资者的地位看,公司型基金的投资者即公司的股东,他们有权对公司的重大决策进行审批,发表自己的意见,并以股息形式获取投资收益。契约型基金的投资者是信托契约的当事人,通过购买受益凭证获取投资收益,对基金如何运用所做的重要投资决策通常不具有发言权。由此可见,公司型基金的投资者比契约型基金的投资者权利要大一些。

(5)从基金融资渠道看,公司型基金由于具有法人资格,因此可以向银行借款,这比较有利于公司扩大资产规模,公司发展有雄厚的资本做保证。契约型基金因不具备法人资格,一般不向银行借款来扩大基金规模。

(6)从基金具体运作看,公司型基金募集资金在发售证券方面有很多优势,可以迅速将股票销售完毕,这当然要对承销商和经销商支付一定费用,投资者办理股票移交手续后即成为股东。对于契约型基金而言,投资者只要向基金管理公司购买受益凭证,即可成为该基金的受益人。在基金运营中,公司型基金同一般股份公司一样,除非根据《公司法》到了破产清算阶段,一般情况下基金公司都具有永久性,这有利于公司稳定经营。从宏观经济角度看,基金公司不随意成立和终止,这有利于一个国家证券市场的稳定和国民经济的平稳发展。由于契约型基

金依据信托契约建立和运行,随着契约期满基金运营也就终止,这不利于基金的长期经营,也不利于证券市场的稳定。

就两类基金的共性而言,无论是公司型基金还是契约型基金,都涉及到四个方面当事人:基金受益人或基金投资人(公司型基金的投资人包括基金公司的投资人和基金公司两个层次)、基金管理人即基金管理公司(有的基金公司本身即是管理公司)、基金保管人即基金保管公司和基金代理人即承销公司,它们通称为基金组织的四要素,在基金的运作过程中发挥着不同的作用。从世界基金业的发展趋势看,公司型基金除了比契约型基金多了一层基金公司组织外,其它各方面都有与契约型基金趋同化的倾向。

二、根据交易方式的分类

1. 封闭型基金

封闭型基金(Close-end Funds)是相对于开放型基金而言的,是指基金资本总额及发行份数在发行之前就已确定下来,在发行完毕后和规定的期限内,基金的资本总额及发行份数都是固定不变的投资基金,因而有时也称作固定型投资基金。由于封闭型基金的股票或受益凭证不能被追加认购或赎回,投资者只能通过证券经纪商在证券交易市场进行基金的买卖,因此有人又称其为公开交易投资基金。基金收益以股利、利息和可实现的资本利得(或损失净值)等形式支付给投资者,其中可实现的资本利得是从出售高于买价的有价证券中取得的。封闭型基金的价格虽然也以基金净资产价值为基础,但更多的是反映了证券市场供求关系。通常情况下其价格或高于基金净资产价值(溢价)或低于净资产价值(折价),这主要是由于市场供求变动所致。

2. 开放型基金

开放型基金(Open-end Funds)是指基金的资本总额或股份总数可以随时根据市场供求情况发行新份额或被投资者赎回的投资基金。由于资本总额可以随时追加,因此又被称为追加型投资基金。开放型基金价格根据基金净资产价值加一定手续费来确定。有时投资人不必另外购买也可以增加其基金中的资产份额。这种情况是指基金管理机构将所得的股利(包括利息)和资本利得按比例用于再投资而不是用于分配。基金投资的证券价格上升可以增加投资者所持份额的价值。

3. 两种类型的比较

(1)从发展历史看,封闭型基金早于开放型基金,这已为各国基金发展历史所证实。在投资基金初创阶段,人们总是希望基金运作更具稳定性,加上缺乏良好的市场环境,因此封闭型基金最先出现。到了本世纪20年代,证券市场上投机活动开始猖獗,许多封闭型基金也参与了投机与欺诈活动,在1929年经济大危机中许多封闭型基金纷纷倒闭,此后开放型基金开始在证券市场上逐渐取得主要地位。

(2)封闭型基金与开放型基金主要区别在于基金所持份额是否能够赎回,或者基金资本规模是否可以变动。

(3)基金的买卖方式不同。开放型基金的投资者可以随时直接向基金管理公司购买,封闭型基金的投资者必须根据这类基金的不同阶段采用不同购买方式。在封闭型基金刚发起设立时,投资者可以向基金管理公司或经销机构按面值或规定价格购买;当发行完毕或基金已经上

市交易,投资者则只能通过经纪商在证券交易市场上按市价买卖。因此,开放式基金的流动性要高于封闭型基金。

(4)从两类基金的买卖价格看,开放式基金买卖价格直接反映其净资产价值,不会出现折价现象,投资者投资于此类基金至少可以保持其净资产价值,这就大大降低投资风险。封闭型基金的买卖价格却随时根据市场供求关系变化而变化。这将会对投资产生不同影响,如当市价上涨时,基金买卖价格可能上涨到很高,这时投资者的基金资产价值可能增加;反之,当基金价格下跌时,基金价格可能下跌得很低,这时投资者就要承受其资产价值的损失,因此封闭型基金的投资风险相对大一些。

(5)从基金的买卖费用看,在买卖封闭型基金时需要缴纳相同比率的手续费及证券交易税,而买卖开放式基金则不一样,加上买卖封闭型基金一般要通过证券商进行,因而买卖基金的费用要高于开放式基金的费用。

(6)对基金的管理公司来说,开放式基金可以随时追加资本,基金管理公司在获取资本方面较为便利,使基金规模呈扩大趋势。基金资产规模扩大可以带来规模效益,有利于分散投资风险和参与大额投资,提高投资的平均回报率。但也容易丧失大量有利的机会,有时为维持基金稳定收益率,不得不购买部分债券,这又影响基金平均收益率。开放式基金的管理公司必须承担买回义务,因此需要保留部分现金,以应付基金赎回时的急需,这样投资基金的资本额不能 100% 地用于投资,从而影响基金投资收益;另外开放式基金资金进出频繁将不利于基金资本额的稳定,进而影响到基金经理投资决策的执行。

从基金的经营表现看,由于开放式基金多限于选择流动性强的投资,加上基金不能全部用于投资,都会影响基金的长期绩效。封闭型基金相对来说在经营上较为稳定,其资产可全部用于投资,有利于取得长期投资回报。但是由于基金价格随市场价格变化,基金管理公司必须及时了解市场行情做出正确投资决策,否则基金资产将面临较大风险。尽管封闭型基金资本额变动不大,因而具有经营稳定的优势;另一方面也因此限制了基金发展的规模,特别是基金发展前景看好时却不能随时追加资本,从而失去发展机会。

三、根据风险与回报的分类

1. 风险与回报的类型

风险与回报是基金投资时需要考虑的两个重要因素,不同的投资者对二者有不同的偏好。一般而言,风险与回报之间是一种正比关系,回报愈高,风险愈大。这种函数关系反映了资本市场的固有属性,因此体现这一关系的曲线称作“资本市场线”。证券价格波动的幅度可以用来衡量该证券的风险大小。根据证券风险的低、中、高,可以将投资基金划分为:货币市场基金、债券基金和股票基金等三种类型。三种基金的特点如下表所示:

基金种类	价格波动幅度	投资回报潜力	基金增长潜力
货币市场基金	无	中	无
债券基金	低至中	低至中	低至中
股票基金	中至高	中至高	中至高

2. 货币市场基金

货币市场基金(Money Market Funds)是一种比较保守的投资工具,适合作短期投资或不想让本金承受任何损失的投资人。它是指投资于货币市场(一年以内,平均期限为 120 天)有价证券投资的一种基金。该基金主要投资于短期货币工具如国库券、银行大额可转让存单(Certificates of Deposit of Large Banks)、商业票据(Commercial Paper)、公司债券等短期有价证券。货币市场基金一般有多种不同货币的选择,是除存款之外货币市场投资的另一途径。货币市场基金为投资者提供两大主要的优点,即本金保值和定期收入。

货币市场基金与股票基金的不同点有:该基金的股份价格固定,通常是每股美金 1 元。投资该基金后,投资收益就不断累积,增加投资者所拥有的股份,这与其它基金以净资产价值增值获得不同。货币市场基金的优点是:收益高、流动性强、购买限额低、资本安全性高,并且由专家经营,管理费用低,不收取赎回费用。这些特点主要由于货币市场是一个低风险、流动性高和买卖短期债券的市场。货币市场基金按风险大小可划分为:国库券货币市场基金(Treasury Money Funds)、分散型货币市场基金(Diversified Money Market Funds)和免税货币基金(Tax-exempt Money Funds)等三种类型。

3. 债券基金

债券基金(Bond Funds)是一种主要投资于大机构、政府或有关部门发行的债券的基金,它的投资期限由三年至十年或更长不等。根据债券的期限长短,可以将债券基金划分为短期债券基金、中期债券基金和长期债券基金。债券基金根据投资地域可划分为国际债券基金、欧洲债券基金、美国债券基金、英国债券基金等。国际债券基金指投资于多个国家债券市场上的基金。按照币种划分,债券基金又可划分为美元债券基金、日元债券基金、马克债券基金等。这类债券基金投资组合中可能既有国内债券也有国际债券,但它们受汇率影响较大。美国债券基金按照不同发行主体可以划分为:政府公债基金(Government Bond Funds)、市政债券基金(Municipal Bond Funds)和公司债券基金(Corporate Bond Funds)三种类型。

债券基金定期分红派息,适合于追求稳定收益的投资者。如货币市场基金一样,派息的金额收入需要视债券市场的情况而定。债券基金规模仅次于股票基金,它基本上属于收益型基金,一般情况下基金定期派息。由于债券基金风险较低,其回报率往往也很低,通常比股票基金低。债券基金与货币市场基金有两点不同之处,前者一般提供较高利息率,同时价格也会波动。换句话说,投资者可能有损失部分本金的机会,因此在买入及卖出基金时要仔细辨别。投资于长期债券或低品位债券所提供的收益最高,但其价格的波动也最大。投资于短期和较高素质债券所提供的收益较低,但其价格波动也较低。一般来说,所承受的价格波动越大,获得较高收益的机会越多。基金的赎回期限会对基金的风险与回报产生影响,不论基金平均赎回期限为多久,投资人均可随时买入或卖出基金份额。基金赎回期限对风险与回报的影响如下表所示。

债券基金种类	平均赎回期限	价格波动幅度	提供经常性收入潜力
货币市场基金	低于一年	无	中
短期债券基金	三年或以下	低	较高
中期债券基金	三至十年	低至中	高

长期债券基金	十年或以上	中	最高
--------	-------	---	----

4. 股票基金

股票基金(Equity Funds)是一种最重要的基金品种,它以股票为主要投资对象。股票基金按股票分类可划分为优先股基金和普通股基金。优先股基金是一种可获取稳定收益和风险较小的股票基金,其投资对象以各公司发行的优先股为主,收益分配主要是股利。普通股票基金以追求资本利得和长期资本增值为投资目的,基金大部分资本将投资于普通股票,只有少部分投资于短期政府债券或商业票据,以方便资本周转或适应投资机会变化。这类基金的优点是资本成长潜力较大,投资者不仅可以获得资本利得,而且还可以通过该基金使得较少的资本能够分散投资于各类普通股票,这比投资者个人直接投资于普通股票的风险要小得多。按基金投资分散化程度可将普通股基金划分为一般普通股基金和专门化基金。前者指必须把资产的75%以上分散于各类普通股票,这种基金风险相对较小。后者把资产专门投资于某个部门、行业和地区的普通股票上,这类基金风险相对大些。股票基金通常适合于具有长远计划的投资人,“长远”意味着几年甚至数十年的时间。虽然股票价格每天都会上下波动,但从历史记录来看,股票在长线上会提供比债券和货币市场投资更高的收益。

四、衍生市场投资基金

1. 期货基金

期货基金(Future Funds)是一种以期货为主要投资对象的投资基金。期货是一种合约,只需缴纳5-10%的保证金即可买进全部合约,以赚取合约差价。期货市场可分为商品期货市场和金融期货市场。由于期货不仅有套期保值功能,而且是一种高收益和高风险的投资方式,只要预测准确,就可以小博大,短期内获得很高的投资回报。著名的期货基金有宝源黄金基金、柏克莱环球资源基金等。

2. 期权基金

期权基金(Option Funds)是以期权作为主要投资对象的基金。期权是一种合约,合约持有人在特定到期日以前用特定的价格买卖投资标的,当该投资标的市价不利时,可以放弃履行合约,在取得这项权利前,须付给合约的买方一笔权利金。进行期货交易,主要是降低风险,合约持有人在未履行合约时,最大损失是付给买方的这笔权利金。其投资目的是为获取最大的当期收入。当期收入主要来自股利分配、出售期权的收入、买卖组合证券的期权中净短期利得及从结束购买交易中所得任何利润,期权基金风险较小,适合于稳定收入的投资者。期权交易开始出现于1973年,目前,其交易范围已经从股票扩大到债券、股票指数、外币以及其它债务凭证。

3. 认股权证基金

认股权证基金(Warrant Funds)是指以一种以认股权证为主要投资对象的基金,该基金通过认股权证买卖,以获取资本成长。认股权证是指持有人有权在指定的期间预定的价格购买发行公司一定数量的股份。其特点是持有者无权获得派息,也无股东的其它权益,如投票权;转换成股票的价格在到期之间的任何时候都固定不变,有固定期限,在到期前换股有效,过期作废,在股票二级市场上具有放大或杠杆作用。认股证交易价基本上是股票市场与认股价之

差。所以认股权证价格市场波动幅度要比通常的股票大几倍,投资风险也相应大几倍。当股市为多头时,认股权证资本增值能力很强;反之股市为空头时其亏损也很严重,甚至蚀掉本金。认股权证可用作认购新股或债券。股份公司发行股票时,一般规定附送一定比例的认股权证以提高认购新股的吸引力,有助于实现筹资计划,有利于吸引更多资金,这是因为认股权证的交易价一般都高于股票发行价,当持有者行使认股权时筹资者可获得更多资金,有利于控制股权,当大股东控制股权受到威胁时可抛售部分股票,购入超过抛售股票数量数倍的认股权证,控制公司股权。

4. 对冲基金

对冲基金(Hedge Funds)是一种利用对冲投资技巧进行投资的投资基金。基金经理在进行投资时利用股票市场上认股权证和期货指数走势是同步的,因此两者在图上表现为直线;认股权证是一种杠杆性投资工具,本身具有放大效应,因此其走势图为非直线的而呈弧线状。当股市呈牛市指数上升时,持有认股权证所赚取的利润将超过出售期所带来的损失;反之,当股市呈现熊市指数下降时,出售的期指所得利润大于持有股权证的损失。因此,不论股市怎样波动,只要做好对冲都会有利可获。认股权证和期指均属高风险、收益稳定的基金,这种基金适合于既想保本又希望增值的投资者。

5. 套利基金

套利基金(Arbitrage Funds)是指利用套利技巧进行投资的一种基金。证券套利是证券商利用两个证券市场上某种证券差价,或利用同一市场某种现货价与期货之差进行套利。只要掌握套利技巧,基金就能盈利,且风险可降到零,每年基金资产回报率可望达到25%以上,目前套利基金也有利用各金融市场利率之差进行套利。套利基金运作也是有前提的,首先必须各个金融中心某种证券或汇率差价存在,套利基金才有可能获取收益。由于现代化的通讯设备发展,使各个金融市场部的差价不大,最多相差不过千分之几。利用套利技巧也只能赚取微利。不过这种交易周期很短,只用几分钟即可完成,因此可增加交易次数来积少成多。其次,必须进行大宗交易,方可在扣除交易费和人工费之后有所剩余。套利基金也属于低风险和收益稳定的投资基金。

五、其它种类的基金

1. 创业基金

创业基金(Venture Funds)是一种以未上市公司股票为主要投资对象的投资基金。与其它基金不同点在于,该基金不投资于上市公司发行的股票,而是投资于未上市公司、甚至尚在构思中的公司股票。创业基金对于需要融资又没有上市的公司来说是种最佳的融资方式。创业基金的投资是根据公司发展阶段而做出投资考虑的。一般公司的发展可分为四个阶段:①筹办期。公司资金尚处于初步构思,产品也只处于研究开发中,此时公司资金主要来自企业家自身。②创建期。公司已正式运行,产品或服务已在发展并进行投资。虽然该阶段资本需求量大,但公司经营风险也最大,随时有倒闭破产可能。③扩展期。公司已有业绩纪录,一切尚待扩展,如资本增加、市场开拓扩大等。④成熟期。公司已能稳定经营,这一阶段的融资是为上市做准备。创业基金一般只在公司发展后两个阶段上才为该公司融资。因为在第三阶段公司已具有销售量和盈利能力,又急需大量投资,这时创业基金进行融资已有较大把握,在第四阶

段公司发展规模已较大,盈利水平已达到一般公司的水平,但公司资本仍不能使公司高速增长,创业基金对其融资是一种好的选择,一旦公司实力增加,便可申请上市。创业基金投资的重要目的是为了在公司上市后,出售其所持股份以获得增值,因此创业基金的投资总是与企业包装和企业并购活动相伴而行的。

2. 房地产基金

房地产基金(Real Estate Funds)是一种主要投资于房地产或与房地产抵押有关的公司发行的股票投资基金。按照是否直接投资房地产可以将其划分为两类:一类是直接投资房地产公司发行的股票上,如加拿大怡东太平洋房地产股票信托基金,就主要投资于香港和东盟各国房地产股票上;另一类是间接投资房地产业的基金,即房地产抵押基金(Mortgage Funds),该基金主要是通过投资房屋抵押市场而间接投资房地产。

3. 贵金属基金

贵金属基金(Precious Metals Funds)是一种主要投资于黄金、白银及其它与贵金属有关的证券和黄金期货的投资基金,最典型的是投资于生产成本低、开采期限长、管理较好的金矿公司的股票。由于黄金具有保值作用,所以对投资者来说具有吸引力,尤其在美元贬值时黄金基金有很大的成长潜力。投资者投资于黄金基金比直接购买黄金更有利,这是因为在金市看好时金矿公司赚钱,投资者可以分配到股利,并且基金分散投资于各国金矿公司,也是购买黄金无法实现的。

4. 小型公司基金

小型公司基金(Small Companies Funds)又称新兴成长基金(Emerging Growth Funds)。该基金以追求资本成长而不是当期收入为目的,主要投资于新兴产业中具有成长潜力的小公司或高成长潜力行业(如高科技)的中小公司发行的股票。在很多情况下,基金投资的小型公司的股票比那些已经稳定的老公司股票具有更好的发展前景,因此成长潜力很大。但是小公司的股票也具有较高的风险,因而这类基金也属于高风险基金。

5. 指数基金

指数基金(Index Funds)是20世纪70年代以来出现的新的基金品种。为了使投资者能获取与市场平均收益相接近的投资回报,产生了一种功能上近似或等于所编制的某种证券市场的价格指数的基金。该基金的特点是它的投资组合等同于市场价格指数的权数比例,其收益随着当期的某种价格指数上下波动,当某价格指数上升时基金收益增加,反之基金收益减少。基金因始终保持当期的市场平均收益水平,因而收益不会太高,也不会太低,同时基金风险由于基金本身具有的特殊功能而被分散掉,因此这类基金适合于稳健的投资者。

6. 收费基金与不收费基金

根据买卖基金凭证时是否需要投资者支付手续费,可以将基金划分为收费基金(Load Funds)和不收费基金(No-Load Funds)。买卖手续费或销售费是指支付基金宣传及支付经纪人佣金所收缴的费用。费用可分为两种:一是认购费,即购买基金时所交的手续费;另一是买回费,即退出基金时应付的手续费。美国称认购费为前收费(Front-end Load),称买回费为后收费(Back-end Load)。根据收费的多少还可以作以下进一步划分:

(1)收费基金或前收费基金。在美国这类基金约占基金总数的50%,费用比率大约从4.5%到法律规定最高界限9%不等。费用必须在基金销售时缴纳,如果进行再投资,则从股利分配中扣除。

(2)低收费基金。在美国这类基金数量很少,其费用比率大约在 1% 到 3% 之间,并且费用一般由基金机构本身承担,而不是交给经纪人。低收费基金所收费用还包括用于向投资者提供信息服务方面的费用。

(3)后收费基金。该基金向投资者收买回费,在美国这类基金大约占 10%。后收费基金采用机动延期收费方法(Contingent Deferred Sales Charges),收费开始为 4% - 6% ,以后递减,经过 4 至 6 年后就不再收费。延迟付费不必按前收费基金那样付给经纪人或经销商佣金。

(4) 12b-1 收费基金。80 年代以后美国交易委员会根据其 12b-1 规则,批准一种叫 12b-1 收费基金,允许基金以其资产支付广告和销售费用,以吸引更多的投资者。

(5)杂合收费基金(Miscellaneous Load Funds)。该基金是少有的收取特殊费用的基金,如认购费、账户维持费和退出费。

(6)不收费基金。该基金仅收取少量买回费(1%),以防止经常性的买回,除此之外不再收取任何费用。

7. 雨伞基金与基金中基金

雨伞基金(Umbrella Funds)通常在一个母基金之下再设立若干子基金,基金的各子基金独立进行投资决策,其最大特点是在基金内部可以为投资者提供多种投资选择,方便投资者转换基金来吸引投资者。由于市场行情变化和投资者自身投资需求的改变,都可能导致投资者进行基金种类的再选择,但是转换基金总是需要时间和费用,并且容易失去投资机会。雨伞基金可以避免这种情况发生,投资者可以在雨伞基金中随时转换又不需要支付转换费。如果基金的种类多并且绩效好,能够为投资者提供较大的选择余地,则基金的吸引力就大;反之,如果基金品种单调并且绩效差,则不利于吸引投资者。

基金中基金(Funds of Fund)是一种以其它投资基金的受益凭证或股票为投资对象的投资基金。其特点是具有双重保护功能,即双重的专家经营和双重的分散风险,保护了投资者的利益,不利之处是加大投资者的投资成本。基金中基金向投资者收取首次认购费用,这实质上由投资者承担双重的投资成本,因此减少了投资收益。

两类基金的不同之处在于,雨伞基金不是基金,基金中基金却是一种典型的基金;另外,基金中基金是否改变投资由基金经理做决定,而雨伞基金则完全由投资者决定。

8. 国内基金、国际基金,离岸基金、国家基金

根据基金资本来源和运用的地域的不同,可以将基金做如下分类:基金资本来源于国内并且运用到国内金融市场上的基金称为国内基金(Domestic Funds);基金资本来源于国内但运用到境外的基金称为国际基金(International Funds),如果既投资国外金融市场,又投资于国内金融市场则称为环球基金(Global Funds);基金资本从国外投资者那里筹集并运用于国外金融市场的基金称为离岸基金(Off-Shore Funds),离岸基金的特点是两头在外;基金资本从国外投资者那里筹集运用于国内金融市场的基金叫国家基金(Country Funds)。本书中的国内与国外都是相对基金设立的公司所在地而言的。

	资金来源	资金运用
国内基金	内	内
国际基金	内	外

离岸基金	外	外
国家基金	外	内

一般而言,国内基金在一国基金市场上应该占据主导地位。由于各国经济和金融市场发展的不平衡性,因而在不同国家会有不同的投资回报,通过国际基金的跨国投资可以为本国资本带来更多的投资机会。国际基金有国际股票基金(International Equities Funds)、国际债券基金(International Bond Funds)和全球商品基金(Global Commodity Funds)等种类。国际股票基金又可分为优质股票基金、中小型股票基金、高技术产业股票基金等;国际债券基金可以分为美元债券基金、英镑债券基金、欧洲货币基金等;全球商品基金又可分为黄金基金、能源基金、资源基金。

与国际基金相反,一些发展中国家为了充分利用外资,纷纷在国外设立基金,吸引外国投资者间接投资于国内金融市场,这类基金称为国家基金。如香港新鸿基中国基金、日本山一中国股票基金等。其操作过程是以一国为特定投资对象,以国外投资者作为基金发行销售对象,采用证券信托投资方式,在发行完毕后,在国际证券市场上公开上市交易。国家基金对投资者和筹资者都有好处,如采用国家基金的受资国没有还本付息的债务压力,再加上投资基金一般并不干预公司的经营管理,因此不必担心本国公司为外国资本势力所控制。认购基金的证券不在本国境内的证券市场上交易,不会给本国证券市场带来冲击,而且国家基金操作起来简便易行,对投资者来说是种低风险和低成本的投资方式,所以国家基金受到国外投资者和国内筹资者的普遍欢迎。

离岸基金的资产注册登记不在母国,而是在母国以外的地方。为了吸引全球投资人的资金,离岸基金一般都在素有“避税天堂”之称的地方注册,如卢森堡、开曼群岛、百慕大等,因为这些国家和地区对个人投资的资本利得、利息及股利收入都不课税。加之,将个人资产寄存国外具有较高的安全性。

六、投资基金的服务创新

1. 股息滚动投资

投资基金机构的服务创新之一便是股息滚动投资。一些基金管理公司允许投资人将投资收入和资本收益分配等作为资产进行再投资,即所谓的股息滚动投资。股息滚动投资对于基金管理公司来讲,有利于扩大资产规模和增加管理费收入。对于投资者来讲,则节省了认购新的基金证券时所花的认购费用,由于自动滚存,因此非常方便。

2. 定期投资计划

定期投资计划是指每隔一定时间间隔进行一定数量的投资,通常与股息再投资一起进行。新的基金证券最初购买的最小额度以及以后的正常购买额度都是预定的。这种定期投资计划对投资时间和投资总额没有严格规定,投资者可随时从该协定中退出,其具体操作过程类似银行的零存整取储蓄。

3. 定期退股计划

定期退股计划是为了方便一些投资人而设计的。投资人在进行一定额度初始投资后,由

于将来消费支出的需要,可能每隔一定时期从基金机构退取一定的股金。这种投资服务在退休市场比较流行,一些投资人为了将来定期消费的需要,非常乐于参加定期退股计划。当然,基金管理机构为了弥补这种定期支付,有时可能不得不将资本从投资中抽出,或者需要储备更多的流动资金。这主要取决于基金的投资收益、资产价值的增加或减少,以及抽出的额度。定期退股计划往往是同定期投资计划结合起来进行的,投资人在年轻时的数十年里可以参加定期投资计划,在晚年则从定期退股中获得稳定的收入。

4. 自由转换基金

一些基金管理集团为了适应投资人不同风险偏好的需要,专门设计了一组雨伞基金,供投资人自由选择投资。自由转换基金这种服务可使投资人将其资产从一个基金转移到同一公司管辖范围内的另一个基金。例如投资人根据其投资目标的改变,要求从一个增长型基金向收入型基金转移,转移时只需支付一小笔费用而无需支付销售费用。自由转换基金服务大大方便了投资人,同时也因此为基金管理公司吸引了更多的客户。

第三节 投资公司与投资基金管理

投资公司是从事筹集投资者资金并代其投资于证券行业的机构。投资公司为投资者管理资金,力图比个人投资者更有成效。投资公司将汇集在一起的由各个投资者拥有的资金以单一的账户进行操作和投资。

在 20 世纪头几十年,美国国会委托“证券交易委员会”(SEC)对投资信托和投资公司的组织机构、投资政策及其影响进行研究。这一研究最终导致了“1940 年投资公司法”的产生,该法为 SEC 提供了管理投资公司及其业务活动的操作准绳。

“1940 年投资公司法”立法的必要性在于,投资公司在下列方面影响了公众利益:①投资公司发行的证券在所有公开发行的证券中占有重要的比例。②发行可赎回证券及其赎回的过程是持续不断的。③并且,投资公司的投资、再投资及交易在全国证券市场的交易量中占有重要的比例。

像其他公司一样,投资公司通过向公众出卖股份来筹集资本。投资公司必须遵守“1933 年证券法”所规定的公司注册和公告的条款,同时,“1940 年投资公司法”增加了更多关于投资公司公开出售股份及行为方式的严格限制。

投资公司有一个共同特点:汇聚公众资金并代其进行投资。在公众心目中,投资公司的基金经理人理应比市场中一般投资者表现更好,这也是公众投资于投资公司的一个重要原因。

一、投资公司的分类

“1940 年投资公司法”将投资公司划分为三大类:

- ①面值凭证公司(Face - Amount Certificate Companies FACs);
- ②单位投资信托(Unit Investment Trusts, UITs);
- ③管理投资公司(Management Investment Companies)。其中,管理投资公司是最普遍的。

图 1.1.1 列示了不同类型的投资公司。

1. 面值凭证公司

面值凭证(Face – Amount Certificate)是投资者与面值凭证发行人之间的一种合同。该凭证(合同)中,发行人承诺在未来某一设定的日期支付投资者一固定的金额作为投资回报。为取得这一未来的回报,投资者同意一次或分期多次支付给发行人一定的资金。如果投资者选择一次性付款,这时,这笔投资就称作“已完全付清的面值投资凭证”。面值凭证的发行人被称为“面值凭证公司”。

面值凭证通常以特定的资产作为支持,如美国政府债券、公司债券或优先股等。通常,面值凭证与支持它的债券具有相同的到期日,这样,面值凭证的本金和利息就得到了保障。当面值凭证到期对投资者进行支付后,该面值凭证投资基金就终止了。

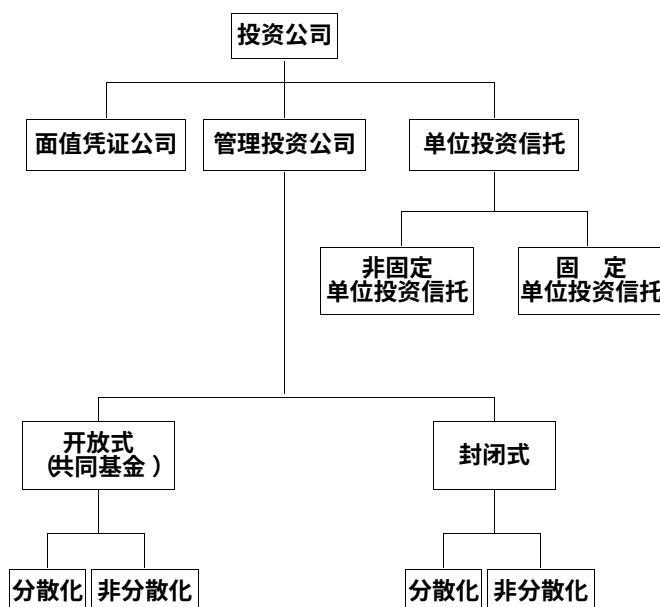


图 1.1.1 投资公司分类

面值凭证公司持续不断的向投资者提供其凭证(或合同)。比如,一个典型的面值凭证公司将要求投资者在连续 10 年内每半年支付 1000 美元(共支付 20 次,累计 20000 美元)。作为回报,公司将保证在 10 年到期日,投资者将得到 25000 美元。目前,在美国因为税法的变化,仍在运作的面值凭证公司已经为数很少。

2. 单位投资信托

一个单位投资信托就是一个在信托契约约束下组建的投资公司。单位投资信托与其他投资公司的主要不同在于:①不设立董事会;②不聘请投资顾问;③不积极进行证券交易。

一个单位投资信托的基本功能是投资者的持股公司。它的经理人通常进行组合投资,包括持有其他投资公司发行的股份(受益凭证)、固定收益证券(如美国政府债券、市政债券)。由于单位投资信托是非管理性的,一旦投资组合中的证券卖出、到期或清偿后,所得的资金必须分配给投资者。单位投资信托不设董事会、不聘请投资顾问,因此,没有能力将收回的资金进行再投资。

单位投资信托可以是固定的,也可以是非固定的。一个典型的固定单位投资信托可能购入一揽子债券。当这些债券到期时,该信托就终止了。非固定单位投资信托常购买其他共同基金发行的股份(受益凭证)。

根据“1940 年投资公司法”,单位投资信托须维持二级市场,以保证其持股人所持信托股份的流动性。

3. 管理投资公司

在美国,最常见的投资公司是管理投资公司。管理投资公司为达到其公开说明书中所设定的目标,积极的对证券投资组合进行管理。不同类型的管理投资公司间最重要的区别在于其地位是开放的还是封闭的。但开放式公司或封闭式公司都向公众出售其股份,其区别又在于他们出售的股份的类型及公众投资者买卖其股份的场所。

(1)封闭式投资公司。像许多股份公司一样,当一个封闭式投资公司想要为其投资而筹集资金时,是采用发行证券的方式。初次发行时,公司将在“ 证券交易委员会 ”的许可下,通过承销团在一定的期限内公开发售固定份额的股份。当既定的股份份额发行完毕后,公开发售就结束了。该基金的资本金就基本上固定下来(除非再一次公开发行)。

封闭式投资公司更多的被称作“ 公开交易基金 ”。当基金股票(凭证)发行完毕后,任何人想要买、卖基金股票,须通过二级市场(交易所或柜台交易市场)。此时,供求将决定投资者的买卖价格。许多大投资公司的基金股票的买卖价格将每日刊登在主要报刊的财经版上,这些价格反映了公开市场上该基金股票的当前价值。

(2)开放式投资公司。一个开放式投资公司(或称共同基金)与封闭式公司不同,没有固定数量的股份,经“ 证券交易委员会 ”许可,保持开放股份份额。通过不断出售新的股份,开放式公司的投资资本是不受限制的。同样,当投资者赎回其在共同基金中的股份时,基金的资本将会减少。由于公司发行的股份数量不受限制,发行时间永无终止,当一个投资者想投资或增加投资时,可以直接从公司或其承销商处以公开报价(基金单位净资产值加一定的销售费用)购买。

开放式投资公司的股份被归入特定的一个范畴,称为“ 可赎回证券 ”(redeemable securities)。公司股份的买卖不是在一个公开的市场上(如封闭式公司那样)。当投资者决定卖出股份时,公司自己按净资产值将其赎回。表 1.1.1 提供了开放式和封闭式管理投资公司的比较。

表 1.1.1 开放式与封闭式管理投资公司

特 征	开 放 式	封 闭 式
资本	不受限制,持续发行股份	固定
证券种类	只发行普通股,不发行债券,允许借贷	可发行普通股、优先股及债券
份额	不足一股也可发行	最低发行单位为一股
股份发行与交易	基金自己出售或赎回,持续发行,必须赎回	一次性发行,二级市场交易,不须赎回股份

定价	净资产值 + 销售费用, 卖出价以公开说明书中所列公式计算	价格由供求决定
决定投资者权利	红利、投票权	红利、投票权、优先权

(3)分散化与非分散化。在共同基金业中,若广告标明本基金是一个开放的分散化投资的投资管理公司,是吸引投资者的一个重要之处。分散化是风险管理技巧与投资方法相结合,使共同基金广为流行的重要因素。但是,并非所有的投资公司都进行多样化的投资组合。

根据“1940 年投资公司法”,一个管理公司要成为分散化的投资管理公司,须满足以下“75-5-10”的条件:一是基金总资产的 75% 以上必须投资于其他公司发行的证券,而不是投资于投资公司自己及其附属机构。现金及等同于现金的投资(短期政府证券和货币市场证券),属向外投资 75% 以内。二是投入任一公司证券的资产不得超过基金总资产的 5%。三是基金拥有任一公司发行的普通股不得超过该公司普通股总数的 10%。

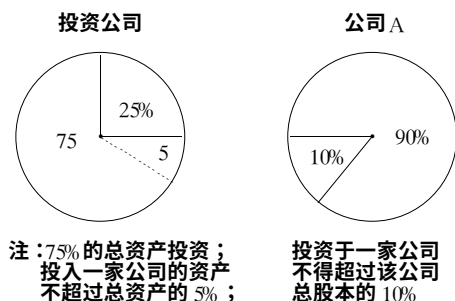


图 1.1.2 分散化投资运行图

图 1.1.2 阐明了共同基金的分散化是怎样运行的。

以下的例子是“75-5-10”条件的运用。假设一个管理投资公司(共同基金)拥有 100000000 美元的资产:一是基金必须使至少 75000000 美元投资于公开发行的证券。二是为保证充分的分散化,投入某一公司证券的资产最多不超过 5000000 美元。三是基金不得拥有任一公司 10% 以上有表决权的普通股。

假设某公司发行的总股本为 40000000 美元,基金允许持有该公司普通股的金额最多不得超过 4000000 美元。

一个非分散化公司是指该公司不能同时满足上述“75-5-10”3 个条件。为了集中投资于某一地区或行业,有些投资公司选择非分散化的方式。如某些投资公司仅投资于自然资源、贵金属股票。

但是,专门投资于某一行业并不一定就是非分散化公司。即使一投资公司将其所有投资集中于某单一行业,它也可能满足上述“75-5-10”的条件。

二、共同基金的特征

1. 共同基金的概念

共同基金本质上是为达到投资公司目标的投资者金钱的一种联营。一旦某投资者投入开放式基金,他的钱就加入了这一联营。开放式基金(共同基金)的所有投资者都是共同的参与者,没有哪个投资者比其他投资者享有更优越的地位。换句话讲,共同基金只发行普通股,不发行优先股和债券。每一位投资者通过投资公司的投资组合共同获取盈利和分红。

共同基金的投资者拥有基金的股份与拥有其他普通公司的股份不尽相同,不足 1 股也可以买卖。例如 ABC 共同基金每股价值 15 美元,某投资者投入 100 美元,可购入 6.666 股。

投资公司的投资组合是弹性的,资金可能通过购买股份而投入公司,也可能因赎回而支付出去。共同基金的价值随资金投入或流出,以及持有的证券的价格的升跌而波动。投资者账户的价值也随共同基金的价值成比例的波动。

2. 共同基金的优势

共同基金给投资者的第一个优势是提供一系列便利。对投资者而言,最重要的优势是共同基金有保障的市场性(Guaranteed Marketability)。有保障的市场性是指出售投资的能力,一个开放式共同基金必须按净资产价值在 7 日内赎回基金份额。

共同基金的第二个优势在于基金提供专业的投资组合管理。基金的投资决策是由专职的投资顾问制定的。

第三个优势是共同基金提供分散化投资。共同基金提供比个人独立投资更大程度的分散化投资。

其他优势如下:

(1) 共同基金资产由独立的保管人保管,保证了安全性。

(2) 投资者可以随时投入任何数量的资金,因为共同基金持续发行,且不足 1 股的金额也可以接收。

(3) 大多数基金投资起点很低,通常 500 美元就可开设一账户,开设账户后,每次的投资可少至 25 美元。远远少于其他证券投资的起点金额。

(4) 基金可能提供投资‘复原’(reinstatement)服务。“复原”允许在急用现金的情况下,从其账户中抽回投资并且在一定期限内再投入进来,对再投入的资金不再第二次收取销售费用。“复原”的一些具体规则为:复原期限不得超过 30 天;复原金额不得超过抽回的资金。

(5) 投资者拥有投票权,如投票决定董事会成员、投资顾问的任免、投资目标、某些费用及基金清算。

(6) 许多基金提供自动再投资服务,而不再收取费用。

(7) 基金可能提供‘投资回收计划’,允许投资者选择投资支付及投资回收的方式。

表 1.1.2 是公司普通股与共同基金股份的比较。

表 1.1.2 公司普通股与共同基金份额

股份公司普通股	共同基金份额
代表对某一公司的所有权	代表对某一投资公司的所有权
收益无保证	收益无保证
红利来自于公司利润	红利来自净投资收益
股票价格由供求决定	股份价格取决于净资产价值及价格政策
在证券交易所上市或柜台交易市场交易	无二级市场,直接在投资公司处买入或赎回
以整数股买卖	不足 1 股也可买卖
公司发行的证券之一	投资公司发行的唯一一种证券
财务风险高	因分散投资,财务风险较低
有投票权	有投票权
拥有公司清算后剩余财产的所有权	拥有对剩余投资资产的所有权

3. 投资目标

由于汇聚了投资者的大量资金,共同基金投资分散化的程度比任何个人投资者更大,其投资组合可以包括股票、债券或其他证券。投资的分散化可以因介入不同的公司、行业或投资工具而形成。

一旦开放式投资公司的投资目标决定下来,其投资组合就必须与其目标相匹配。投资目标必须在投资公司的公开说明书中载明,其变更必须经拥有多数表决权的股东投票决定。投资者可选择与其自己投资目标相近的投资公司。在美国超过 5000 个的共同基金中选择一个与自己投资目标相合的基金,是肯定可以做到的。

(1) 分散化的普通股股票基金。

分散化的普通股股票基金可能是所有投资公司中最流行的,其投资组合由范围广泛的普通股股票组成。

①成长型基金。成长型基金投资于成长型公司权益性证券,以期获得超过大市上升幅度的增值。成长型公司倾向于将其盈利用于研究、开发及再投资,而不是分红。其投资目标是资本的长期增值。

②收益型基金。收益型基金的重点放在现金收益。投资于那些建立时间长、股利分配较高的公司股票(如公用事业公司、蓝筹股等)或投资级债券。这样的基金也可能会牺牲一定的安全性而寻求增加潜在的高收益(如投资于低等级公司债券)。选择收益型基金的投资者通常对基金的现金收益比潜在的资本增值更感兴趣。

③混合基金。混合基金企图将成长的目标与现金收益的目标结合起来,因此,分散投资于那些有长期资本增值潜力的公司和现金股利优厚的公司。

(2) 专门化(部门)基金。

许多基金投资于特殊的部门或行业。通常,这类基金将 25% 以上的资产投资于特殊的专门领域。例如,投资于金矿股票(黄金基金)、公用事业基金或仅投资于低等级(非投资级)债券。

专门化(部门)基金可能带来很高的增长潜力,但也可能带来较高的风险。

(3) 平衡基金。

许多基金通过投资于不同的投资工具来达到成长性目标与收益目标的组合。平衡基金即投资于公司股票以求增值和投资于债券以取得现金收益。

某些平衡基金较为保守,将投资分散于优先股和债券。一个平衡基金中,为达到平衡,一般事先设计一个投资比例,并按此投资于不同的证券。例如,一个平衡基金可能将 60% 的资产投资于股票,而将 40% 的资产投资于债券。

(4) 资产分配基金。

这类型基金使用资产分配的技巧来取得投资回报。基金将投资分配于股票、债券、货币市场工具或现金。基金的投资顾问将根据不同证券的业绩或预期业绩调整投资于股票、证券、货币市场工具或现金的资产比例。

例如,某基金可能将资产的 60% 分配于股票, 20% 分配于债券, 20% 作为现金。如果股市预期将上升,投资顾问可能将现金或债券投资于股票,结果可能持有 80% 的股票、10% 的现金、10% 的债券。另一方面,如果股市混乱或不安全,基金将减少股票持有量,转而持有更多的现金或债券。

(5) 债券和优先股基金。

如果投资目标主要在于现金收益,基金通常投资于债券。但债券可能很少会增值。某些基金仅投资于公司债券,有的为寻求增加安全性,仅投资于政府债券。但仍有一些基金为寻求高收益,而投资于高利息的低等级债券(“垃圾债券”)。

(6) 免税债券基金。

免税基金投资于市政债券或其他免缴联邦收入税的证券。其中最典型的有:市政债券基金和免税货币市场基金。

(7) 美国政府及代理机构证券基金。

美国政府债券基金投资于美国财政部或政府代理机构发行的证券。寻求现金收益和最佳安全性的投资者,将选择这类型基金。

(8) 指数基金。

指数基金投资于组成股市指数(例如标准普尔 500 指数)的证券。按组成指数的股票及其权数而持有。指数基金并不打算通过积极的管理而取得超过指数的业绩,它的业绩将紧贴指数的运作。指数基金中证券的周转(变动)保持最低,因此,基金的管理费用较低。

(9) 货币市场基金。

货币市场基金通常是低费用的开放式共同基金,对投资者来说,没有首次购买费用(销售费用)和出售时的清算费用。基金投资于具有高利息的短期货币市场工具,如财政债券、商业票据、存单等。货币市场基金的利息率不是有固定保证的,而是每日变化的。基金获得的利息将每日计算并按月转入投资者账户。许多基金提供给投资者以支票签发权,一般要求起点为 500 美元以上。投资者购买货币市场基金最大的费用是管理费用,约为 5‰。

货币市场基金的单位净资产值总是维持在 1 美元,不随市场的变化而变化。这是货币市场基金的重要特点之一。要做到每股价格不变,就是要将基金的获利(利息收入)不断分配出去。

最近,美国证券交易委员会对货币市场基金的投资作了某些限制,对基金的信息披露也作了相关的要求。这些限制和要求主要有以下几点:

①在货币市场基金的“公开说明书”中,必须在显著的位置,说明货币市场基金的投资没有

得到美国政府的保险和保证,并且基金不保证维持稳定的单位净资产值。以上申明还必须在所有推销基金的文字材料中载明。

②投资于某一发行人的证券不得超过基金资产的 5%。

③基金投资的证券的到期日不得超过 13 个月,基金投资组合的平均到期期限不得超过 90 日。

④投资只限制在风险最小的‘合格’证券。所谓‘合格证券’,是指被全国性的证券评级公司(如标准普尔公司,穆迪公司等)评为最高的两个等级(AAA 级和 AA 级)的证券。且投资于 AA 级的证券不得超过基金资产的 5%。未评级的证券也必须符合评级机构关于‘安全性’的定义(免税货币市场基金不受只投资于高等级评级债券的限制)。

4. 共同基金的比较

每个基金有各自的投资目标。在投资之前,投资者应该对现有基金进行仔细的考察。

在比较时,投资者应从确定自己个人的投资目标开始。一旦个人的投资目标确定了,就可以从那些与自己目标相符的基金中进行选择。投资者将发现,许多基金具有相似的投资目标,这时,需要进一步缩小范围。

当比较投资目标相似的基金时,投资者应详察基金公开说明书中的信息,包括:业绩、费用、周转率、税负及服务。

(1) 业绩。

投资者应考察基金一段时期以来的业绩,以及为达到公开说明书中所设定的投资目标的管理状况。“1933 年证券法”要求每个基金列示至少 10 年的业绩(如果有的话)。这些历史是非常宝贵的信息资源,因为它显示了基金在好年头和坏年头的表现。10 年的历史必须显示出,假设连续持有 10 年所能得到的回报。这提供了相似基金间的一种有价值的比较。

投资者还需要考察为达到基金目标的管理是否奏效。例如,一个成长性基金具有高比例的现金分红,就说明该基金违背了成长性的目标及其投资政策。

(2) 费用。

销售费用、管理费用及操作费用将减少投资者从投资中得到的回报。管理费和操作费用简明地列在基金的费用率中,可进行比较。

①销售费。历史上,共同基金收取销售费用高达投入资金的 8.5%,这一收费减少了实际投资及其运作的资金。并不是所有的基金均按此高限收费,许多低费用基金收费在 2~5%。另外,基金还可能在投资者抽回投资时再收一次费用。

不管使用何种方法,对投资者而言,基金费用都是对潜在投资回报的一种成本的削减。收费是对基金公司提供服务的一种补偿。投资者须考察为获取服务及回报是否值得付出这一费用。

②费用率。费用率与操作基金的费用和基金的净资产有关,即基金的操作费用(如行政费用、支付保管人的费用、支付投资顾问及承销商的费用等)除以基金的平均净资产。通常,管理越积极,基金的费用率越高。例如,由于更经常的进行交易,一个成长型基金的费用率将高于一个 AAA 级债券基金的费用率。

通常,股票基金的费用率在 1~1.5% 之间,债券基金的费用率为 0.5~1.0%。超过这一标准费用率的基金是相当昂贵的,除非一个基金因优秀的业绩直接导致管理费用的增高。个人投资者最好还是选择较低费用率的基金。

(3) 税负。

共同基金持有证券所得的利润将被课税。在美国,过去不管利润是短期的还是长期的,都使用同一税率。现在,长期投资的利润将得到税收优惠。因此,投资者取得长期利润将比取得短期利润更好。

(4) 周转率。

投资顾问在买卖证券时,投资者将因此而付出一定的代价,包括证券买卖的佣金。用来衡量这一代价(费用)的指标是基金资产组合的周转率。一个突出成长型基金的周转率高达 100% 或以上,并非不同寻常的。换句话说,这些基金每年将其资产组合变换一次。如果能取得优秀的业绩,这一策略就算奏效,否则,其代价就太大了。

周转率反映了基金对某些证券的持有期。如果某基金周转率为 100%,表现该基金持有证券的平均期限低于 1 年。所得的利润因此将是短期利润,适用于最大的税率。相反,某基金周转率为 25%,其平均持有期则为 4 年,适用的将是较低的长期税率。

(5) 基金服务。

基金使投资变得更容易和轻松。共同基金为投资者提供的服务包括 投资计划、支票签发、电话转换、转换权、支取计划等。当然,服务是要花钱的,投资者可以对服务与成本进行不断的权衡。

三、投资公司的登记注册

一个公司在被证券交易委员会接受注册为投资公司并公开发行受益凭证之前,必须满足某些最基本的要求。

(1) 一个管理公司(或其他类型的投资公司)是不允许向公众发行证券的,除非:

- ① 私人资本(种子资金)至少超过 10 万美元;
- ② 100 位投资人以上;
- ③ 明确定义投资目标。

如果某投资公司没有 100 位投资者及 10 万美元资产,但能在 90 天的注册期内达到上述要求,也可以被证券交易委员会接受注册为公开发行股份的投资公司。

公司必须清晰地定义计划操作的投资目标。一旦目标确定,无论是成长目标、收益目标或其他目标,只能在公司发行的多数股权的投票决定下才能变更。

(2) 另外,“1940 年投资公司法”对开放式公司还规定:

- ① 只发行同一等级的普通股;
- ② 最低资产负债比率($\frac{\text{资产}}{\text{负债}}$)为 300%。

因为开放式投资公司只允许发行同一等级的普通股(不允许发行债券等),因此,可以从银行借款(只要公司的资产与负债的比例不低于 3:1)。开放式投资公司不能发行债券及优先股。

(3) 管理公司必须向证券交易委员会提供一系列申请文件,通常与其他非投资公司公开发行的程序相同。向证券交易委员会申请注册为投资公司,公司必须在申请资料中提供以下信息:

- ①投资公司类型(如开放式或封闭式)；
- ②公司筹集资金的计划；
- ③公司集中投资于某单一行业的企图(如果有的话)；
- ④欲投资于不动产或商品的计划；
- ⑤投票决定投资政策变更的条件；
- ⑥每一位关联人的姓名及地址；
- ⑦每位管理人员及董事近 5 年的从业经历。

(4)一旦某公司满足注册为一个投资公司的上述条件,证券交易委员会将赋予其某些权力和对其行为作出某些限定。当一个公司注册成为投资公司后,公司将在以下方面受到严格的限制:

- ①寻求对其他公司的控制；
- ②为获得佣金以经纪人的资格进行证券交易；
- ③作为一个银行、保险公司或进行存款和贷款；
- ④少于 100 位股东或少于 10 万美元的资产。

(5)上述规则存在一些例外,根据法律,下列公司不被强制注册为投资公司,除非他们超过 40% 的资产投资于证券:

- ①承销商及经纪人；
- ②银行、保险公司；
- ③抵押银行；
- ④证券持有人保护委员会；
- ⑤不动产信托(REITs)。

(6)开放式管理公司股份的销售是持续不断的,这意味着它的股份的销售只能通过发布公开说明书一种方式进行。公开说明必须在每 13 个月内更新一次。而公开交易基金(封闭式基金),只在首次出售股份时采用公开说明书方式。

(7)由于共同基金是持续不断发行新股份的,因此不允许在购买共同基金股票时采用保证金(margin)的方式。如果能在 30 天内完全付款的话,共同基金份额可作为其他保证金交易的抵押担保品。

四、投资公司证券的登记注册

为注册成为一个投资公司,投资公司像其他公司一样,必须为其计划发行的证券进行登记注册。且须符合“1933 年证券法”的有关规定。

公司登记注册的声明书必须包括两个部分。第一部分是公开说明书。其副本必须送达给每一位投资者。第二部分是载有某些信息的文件。它虽不必送达每一位购买者,但须提供公众备查。总的说来,公开说明书须载明证券交易委员会规定的与公众利益有关须公开揭示的信息。

1. 投资公司发行的证券

(1)普通股。

投资公司,无论开放式或封闭式,允许投资者购买基金份额而参与。普通股代表了投资者

在公司投资组合中不可分割的利益,投资者的利益与他持有的基金份额的数量成正比。

开放式公司不允许发行优先股和债券,但允许从银行借款。

(2) 债券。

只有封闭式公司才允许发行债券,且须维持资产/负债比率至少达 300%。例如,某封闭式公司有普通股 2 亿美元,它最多可发行 1 亿美元的债券。发行债券后,该公司拥有 2 亿美元普通股,1 亿美元现金,总资产为 3 亿美元,债券(应付)1 亿美元,符合 300% 的比例。从另一个角度看,公司发行债券的最大比例可达普通股资产的 50%。

(3) 优先股。

封闭式公司经其普通股股东同意,也可发行优先股。发行优先股必须维持资产/优先股的比例为至少 200%。也就是说,公司发行优先股的最大比例可达到占普通股价值的 100%。优先股有权优先得到股息。当任何股息分发后,公司仍须维持至少 200% 的资产/优先股的比例。

“1940 年投资公司法”设定了某些规则,限制共同基金的某些行为,以保护投资者。包括:

①以保证金方式购买证券;②证券卖空;③与他人联合投资或共用交易账户;④除了通过承销商,不得自行作为红利的分派人。

2. 登记注册声明的变更

在大多数股东投票批准之前,管理公司的投资目标、资本组成方式、组织机构、股东服务等不得随意变更。基金规则与投资目标的变更必须由股东批准。大多数股东,是指股权的大多数,而不是指股东人数的大多数。如果某一位股东持有 51% 的股份,他就可以主宰投票的结果。须大多数股权投资决定的事项有:

(1) 开放式公司借款的变更(开放式公司允许从银行贷款,而封闭式公司则不允许);

(2) 发行其他证券(封闭式公司允许发行优先股与债券,开放式公司则不允许);

(3) 购买不动产;

(4) 对外放贷;

(5) 次级分类的变更(例如,从开放式转成封闭式,或者,从分散化转成非分散化);

(6) 销售费用政策的变更(例如,从无销售费用基金转成有销售费用基金);

(7) 公司性质变更(例如,终止作为一个投资公司);

(8) 投资政策的变更(例如,从收益型变更为成长型,或从债券基金变更为小型公司股票基金)。

除上述权利之外,投资公司的股东享有任何股份公司股东享有的所有权利。

五、投资公司管理

1. 董事会

像其他一般的公众持股公司一样,管理投资公司拥有行政主管和董事会,为投资者提供服务。董事会与行政主管关心投资目标、长期战略、基金组合、现金流量、会计、行政等重大事项,但他们自己并不直接管理投资。像任何类型的公司一样,股东选举出董事会来执行决策与监控的职能。管理投资公司董事会成员的选举、名额的增加或更换须经股东同意。

“1940 年投资公司法”规定,至少 40% 的董事会成员必须是独立的,这意味着有利益关系

的人,包括其法定代理人、财会人员、公司雇员的董事人数不得超过董事会总人数的 60%。

任何在证券行业犯有轻罪刑及其他行业犯有重罪刑者,不得进入董事会。另外,任何承销商、经纪人、投资公司不能进入董事会。

2. 投资顾问

一旦投资公司注册并选举了董事会,董事会接着将与外部的投资顾问(投资组合经理)签订合同。基金的投资顾问可以是个人也可以是投资顾问公司。一旦受聘,投资顾问将负责基金投资操作的具体实施,包括将现金投入证券、日常交易、红利分派及税负的计算等。自然,投资顾问必须遵循基金公开说明书中所设定的投资目标。投资顾问不得将其管理基金投资组合的职责转移给第三者,董事会对基金投资目标的责任,也不能因聘请了投资顾问而得以推卸。

投资顾问因提供服务而收取管理费用,每年以基金净资产的一定比例支付(例如,所管理的资产的 5%)。另外,如果投资顾问表现出色,超过一定标准,将得到一笔激励奖金。相反,如果表现不佳,则可能被解聘。

为保护投资公司股东的利益,“1940 年投资公司法”规定:

(1)投资公司与投资顾问的合同须是书面的,首次签定需经大多数股东投票批准,方可生效。以后每年仍需由大多数股东或董事会批准。

(2)合同最长不超过两年。

(3)合同须包括:

- ①付给投资顾问所有报酬的精确描述;
- ②关于董事会或大多数股东决定终止合同 60 天通知日的条款;
- ③关于如果投资顾问将合同转让给第三者时必须终止合同的条款;
- ④关于任何形式的合同转让需经投资公司股东批准的条款;
- ⑤关于合同的修订与更新需经大多数独立董事批准的条款。

投资公司禁止与犯有证券罪的投资顾问签订合同,除非该投资顾问已得到证券交易委员会的豁免。另外,投资公司不得借款给投资顾问。

3. 有隶属关系者和利益相关者

“1940 年投资公司法”及随后的修正条款对某些可能控制或影响投资公司的个人或实体进行了确认,并对他们的行为设置了一些规则和限制。

一个有隶属关系者是处于对公司的控制地位,通常他能控制投资公司的操作。一个利益相关者处于影响投资公司操作的地位。

(1)有隶属关系者(Affiliated persons)。能以任何方式控制一个投资公司操作的人,被称为有隶属关系者。法律设置了一系列限制以禁止他们使用控制能力而谋求私利。被认为有隶属关系者,包括:

- ①任何拥有某投资公司有表决权的股份达到或超过该公司总股份的 5% 的人;
- ②投资公司持有其发行证券 5% 及以上的公司;
- ③被投资公司全部或部分控制的个人或实体;
- ④投资公司所有的行政主管、董事、合伙人及雇员;
- ⑤投资顾问。

如果一个有隶属关系者(如董事)在某一证券上有利益关系,“1940 年投资公司法”将限制基金对该证券进行投资。基金不得向有隶属关系者持有超过 1.5% 的目标公司股票的股票证进

行投资。因为,董事的影响是巨大的,这一限制,将排除了基金的投资决策使持有目标公司大量股份的董事获利的可能。

(2)利益相关者(Interested Persons)。根据 1970 年的修正条款,利益相关者范围扩大了,其行为受到证券交易委员会的限制。包括经纪人、法律顾问、有隶属关系者的家庭成员,以及证券交易委员会认定的其他人。下列人员被认为是利益相关者;

①投资公司的合作者与他们的家庭成员;

②受雇于投资公司者;

③最近 2 年内曾为有隶属关系者充当律师者;

④经‘1934 年证券交易法’注册登记的经纪人;

⑤因为与投资公司有商业往来而被证券交易委员会认定为利益相关的任何人,以及他们的投资顾问或主要承销商。

投资公司的董事被排除在利益相关者之外,董事是有隶属关系者。

有隶属关系者或利益相关者被禁止:①从投资公司借钱;②向投资公司或其他由投资公司控制的公司出售证券或其他财产(所有权)。

4. 保管人(Custodian)

作为保护投资者资产的一种方法,“1940 年投资公司法”要求每一个投资公司将证券置于保管银行(资产不少于 50 万美元)或证券交易所会员经纪人处。作为保管人的银行或经纪商发挥了对公司证券及现金进行安全监管的重要作用,并因此收取一定的保管费(像投资顾问费一样,从基金的净资产中支付)。保管人经投资公司许可,可以将其受托保管的证券存入由全国证券交易者协会(NASD)或纽约股票交易所(NYSE)所建立的中央系统中。这样一来,证券的转移和抵押就变得十分容易,大多数的证券转移仅通过简单的簿记工作就可完成,再不必进行证券实物的移交。

一旦保管人被投资公司指定,它将遵守一系列规定,如:

(1)将投资公司的资产在任何时候都单独隔离保管;

(2)只有在符合证券交易委员会规定的情况下,才允许投资公司抽回资产;

(3)严格限制投资公司行政主管及雇员接触资产账目。

董事会通过多数投票决定可以接近资产账目的雇员。为了进一步保证安全,“1940 年投资公司法”详细指明每次至少有两人在场,才能查阅基金资产账户。另外,允许接近账户的人员是检查证券的独立注册会计师及任何由证券交易委员会授权的雇员。

账户中的证券每年需由独立的注册会计师至少查证三次。一次是为编制年度报告,其余两次由会计师提出要求,不必预先通知投资公司。

5. 过户代理商(Transfer Agent)

又称“客户服务代理商”(Customer Service Agent)。其职能是多方面的,包括发行和赎回基金股份,处理基金投资者名册的变更、向客户(投资者)发送成交确认书并发送红利。

过户代理商可以由基金的保管人担任,也可由独立的服务公司充当,基金因其提供的服务而向他们支付一定的费用。

6. 承销商(Underwriter)

承销商,通常又称为“主办人”(Sponsor)或“分配人”(Distributor),销售基金股份、准备销售的有关文件,作为回报,取得基金支付的一定比例的销售费用。承销商的报酬是投资者购买

基金股份时支付的购买费用的一部分,不属于日常的费用。

通常,开放式投资公司不是自己充当承销商。例如,XYZ 基金的承销商虽然亦被称为 XYZ 承销商,但独立于 XYZ 共同基金的。承销商通过向公众销售基金股份而收取一定费用,最高不超过基金股份净资产价值的 8.5%。承销商作为投资公司的主要销售者,处于十分重要的地位。有时,只有当承销商需要向公众出售基金股份时,开放式公司才依其要求以单位净资产价值向其出售基金股份。承销商将以净资产价值购入的基金股份,加上一定百分比的销售费用,向公众出售。

承销商自己不得持有开放式公司的股份。

表 1.1.3 列了一个典型的基金是怎样构成的。

表 1.1.3 共同基金的组织

经 理	保管人/过户代理人	承销商
制定投资决策 获取净资产的一定百分比 二年期合同 合同每年重订一次	持有资产 发行和赎回股份 事务性工作 由基金支付一定费用	分配股份 获取销售费用 二年期合同 合同每年重订一次

7. 董事、雇员契约

投资公司与有可能接触到公司现金及证券的每一位行政主管或雇员之间必须订立契约。公司可单独与每一位相关的个人订立契约,也可订立一个总的契约而包括所有的相关人员。

契约的内容需由大多数的独立董事至少每 12 个月重新投票决定一次。契约订立后,投资公司应将契约的副本送呈证券交易委员会。如果因契约发生争议,投资公司应书面将争议的性质及内容上报证券交易委员会,争议的解决也应在 5 个工作日内报告证券交易委员会。

行政主管和董事可能因疏忽而违反契约。任何契约都不会保护行政主管及董事在履行职责时的有意渎职、不忠、疏忽及鲁莽。

8. 发布给投资者的信息

(1) 公开说明书。

为了简化和增加可读性,公开说明书通常分成两个部份,即公开说明书和补充信息的报表。公开说明书必须在销售或申请销售之前公布。投资者在提出书面申请后,可以从基金公司获得补充信息报表。

公开说明书包括基金投资目标、投资政策、销售费、管理费、服务和 10 年来每股资本变化(业绩)的历史资料。补充信息报表包括统一格式的基金资产负债表,损益表和报表日的资产组合清单。

(2) 财务报告。

“1940 年投资公司法”要求,投资者至少应每半年收到一次财务报告。报告包括:

- ① 投资公司的资产负债表;
- ② 投资公司投资组合中所有证券的价值(投资组合清单);
- ③ 投资公司的损益表;
- ④ 支付给董事会和投资顾问的全部报酬;
- ⑤ 报告期内所有证券买入和卖出的金额。

及时、准确反映报告期末投资公司的状况是一项重要的义务。另外,在半年的报告期内,任何一位投资者如果提出书面申请,公司需将最近的资产负债表送达。

投资公司有义务至少一年接受一次审计,并且将经审计的报告送达每一位股东。

(3)信息披露的补充要求。

为了提供给投资者更多的信息以便其评估基金,证券交易委员会一直不断的在作出种种努力。它要求基金在公开说明书或年度报告中包括:

- ①讨论最近一年内对基金业绩具有实质性影响的因素和策略;
- ②以图表方式,将基金的业绩与宽范围的市场指数作比较;
- ③日常管理基金投资组合的主要人员姓名、头衔。

浓缩财务信息的‘单位基金表’(见本书第五章),必须包含在公开说明书中。通过‘单位基金表’,投资者可以清楚地看到上一年该基金每股净资产价值年初到年末的业绩变化。

比较每股业绩与宽范围的市场指数(如 SP500 指数)的曲线图表也是必须具备的。例如,当 SP500 指数在一年内上涨 28%,而某分散化的股票共同基金每股净资产价值在同一时期内上升 18%,该基金就应当被认为是失败的。

许多投资顾问由于业绩出众,具有较高的声誉和吸引力。因此,基金在促销时,可能会称基金是由某‘明星’顾问管理的,而实际上是由一个并不包括广告上提到的明星顾问的委员会在操作。为澄清和消除这一虚假的情况,公开说明书中还必须披露日常基金投资管理者的真实信息。但货币市场基金和指数基金除外,不必披露投资顾问的信息。

9. 资产管理的原则

(1)安全性。

指基金承担风险的大小。一般要求投资本金的收益率要超过通货膨胀率。

(2)收益性。

指基金取得投资回报的能力,投资回报包括基金取得的股息、利息及资本增值利润。由于投资支付了各种基金费用(如销售费、管理费),要求基金投资比个人投资者有更好的业绩。

(3)流动性。

指基金资产变现的能力,包括及时性及不因变现而引起价格波动所遭受损失。一般来说,投资于货币市场工具的变现能力最高(类似于现金),其次是债券,再次是股票,另外,外汇和期货合约等衍生产品也具有较高的流动性,而不动产等实业投资流动性较低。

现实中,很难找到收益性高而安全性、流动性也高的投资工具。任何基金资产都是在三者之间寻求一种平衡。一般来讲,根据‘有效市场假说’,风险与收益成正比,风险越大,收益才可能越高。这一点,已被股票基金的长期收益率高于固定收益证券(债券及货币市场工具)所证明了的。安全性与流动性成正比,流动性与收益性成反比。

10. 基金投资目标

基金投资目标由基金发起人设立,其变更需经大多数股东或董事会投票批准。

基金投资目标反映了基金的市场定位,表明了该基金是为哪一类投资者服务的。公众投资者由于各自收入、年龄、心理、资金来源等不同,对投资的目标各有其特殊的偏好。

11. 基金资产管理程序

通常基金资产管理程序有以下几方面:

- (1)确定投资政策,包括投资目标、投资范围和投资策略;

- (2)实施证券分析；
- (3)建立资产组合；
- (4)监督并调整投资组合；
- (5)业绩评估。

12. 基金资产配置

资产配置,是指在基金投资目标的指导下,进行投资组合管理。通常是由董事会授权投资顾问具体实施。一般来说,包括两方面:一是证券品种的选择。二是证券比重的选择。

证券的品种选择及持有比重的选择,是十分复杂的,也是决定基金业绩的关键所在。既涉及到十分复杂的现代投资理论,也涉及到一般投资者常用的基本分析和技术分析方法。有时,在很大程度上取决于投资顾问个人的经验和直觉。

第四节 我国目前投资基金发展状况

投资基金被引入中国只是近十年来的事,在短短的时间内,已获得了长足的发展。投资基金的出现,不仅为我国投资者提供了一种风险较低、收益较高的新的投资工具,而且为我国的证券市场乃至整个社会主义市场经济提供了新的发展动力和稳定机制。可以预见,投资基金在中国拥有非常广阔的发展空间。但是也要看到,我国目前的投资基金尚处于探索与试验阶段,不论在理论上还是实践中都还存在一些问题和局限性,这需要在投资基金的进一步发展过程中加以解决。

一、中国投资基金的产生与现状

1. 中国投资基金的兴起与背景

投资基金在我国的起步始于 80 年代后期。1987 年,由中国银行和中国国际信托投资公司首先在海外组建“中国投资基金”,开创了中国投资基金业务之先河。1989 年 5 月,香港新鸿基信托基金管理有限公司推出第一只中国概念基金,即“新鸿基中华基金”;1990 年 11 月,法国东方汇理银行亚洲投资有限公司创立“上海基金”;1992 年 3 月,香港景泰投资公司推出“景泰深圳中国基金”;同年 4 月,由中国新技术创业投资公司与汇丰集团和渣打集团共同创立的“中国置业基金”在香港联交所上市;9 月,中国国际信托投资公司与英国 K·B 银行联合发起“中国投资发展基金”;10 月,香港中银集团发起设立“中银中国基金”。以上均为面向外国投资者销售而以中国证券市场为投资对象的国家基金,它们在 90 年代初获得了率先发展。

国家基金的蓬勃发展带动了国内投资基金热潮的兴起。1991 年 10 月,由深圳南方证券公司、交通银行深圳分行发起,深圳南山区政府批准设立的“南山风险投资基金”正式成立。它是国内最早成立的一家投资基金。1992 年 4—5 月,沈阳陆续发行了富民、通发、兴沈、公众和万利 5 种基金受益凭证,共筹集资金人民币 2.2 亿元。这 5 种凭证分别于 7 月、9 月和 10 月在沈阳证券交易中心挂牌交易。同年 5 月和 6 月,大连发行了利民、大信、农行投资信托和共同投资基金 4 种基金性证券,共集资人民币 1.6 亿元,4 种基金券于 10 月 27 日在大连证券交易

中心开业之日上市。值得注意的是 1992 年 11 月,由中国农村发展信托投资公司、中国农业银行淄博分行、山东证券公司和中國工商银行山东信托投资公司共同发起推出的‘淄博乡镇企业投资基金’得到中国人民银行总行的批准设立。这是中国人民银行批准的大陆第一个投资基金,第一个公司型基金,第一个投资于乡镇企业的专业基金,第一个被批准可在异地上市的基金。1993 年 8 月 20 日淄博基金在上海证券交易所上市。淄博乡镇企业投资基金的成立和上市,标志着我国国内投资基金事业的实质性兴起。

继淄博基金之后,国内各地以基金名义推出的投资工具不断出现。1992 年 10 月,国内首家被正式批准成立的专业性基金管理公司——深圳投资基金管理公司成立,随即发行了天骥基金,接着深圳又推出了蓝天基金。这两家基金于 1994 年 5 月在深圳证券交易所上市交易;同年,海南推出了富岛、怡和、仙乐、万国、三亚 5 种基金,广州推出了广发基金,天津推出了开信受益券和天信基金。此外,武汉、黑龙江、江苏、江西、汕头等地亦发行了若干种基金。整个 1992 年,全国共发行基金 40 余个。1993 年,国内基金热继续升温,各地又陆续组建和发行了一批基金,如广东的南方、广证、广信、华信、海鸥等基金,上海的金龙、建业、宝鼎等基金。截至 1994 年 5 月,国内共成立了 73 个投资基金,基金规模逾人民币 58 亿元。特别是 1994 年 3 月,沈阳证券交易中心和上海证券交易所,南方证券交易中心和深圳证券交易所双向交易联网系统顺利开通,此举使沈阳的农信、富民、远发、公众、兴沈、万利、银海、久盛等基金和在南方证交中心上市的华信、南方、广证、广信、广发二期、海鸥等基金进入全国性市场。从此,我国证券市场在债券、股票之外,又增添了基金这一新品种。到 1996 年底,我国已有投资基金品种 75 个,基金类凭证 47 个,总募集资金规模达 73 亿元人民币。可见,在短短的几年时间里,我国的投资基金的发展从无到有,已初具一定的规模。

投资基金这一新生事物在我国的兴起不是偶然的,它是我国经济发展到一定阶段的必然产物。

自 1979 年我国开始实行改革开放以来,经济得到迅速的发展,国民收入大幅度增长,与此同时,我国居民的个人收入也增长很快。到 1991 年底,我国城乡居民的储蓄存款额已达到 9110 亿元,金融资产则高达 1.3 万亿元。居民储蓄存款中有相当大的部分属于闲散资金,有着保值和增值的本能要求。而另一方面,我国投资渠道相对较少,且通货膨胀又相对较高。投资基金作为一种大众化的投资工具,适合于收入不同、风险承受能力不同和风险偏好不同的投资者,特别适合于资金分散又没有精力进行股票交易的投资者,能为个人投资者所拥有的资金达到保值、增值的目的。因此,投资基金一出现,就颇受我国投资大众的青睐。

在经济高速发展的同时,我国的市场经济逐步发育,并向更高层次发展,特别是 90 年代初上海证券交易所和深圳证券交易所的建立,标志着我国证券市场正在向着规范化方向迈进。纵观投资基金的发展历程,证券市场是其发展的温床,中国市场经济发展的大环境和证券市场的发展为投资基金在我国的生根发芽提供了条件。而 90 年代初期我国掀起的股票热、房地产热唤醒了公众的投资热情,但投资渠道的不畅通、股票市场的高风险使很多投资者望而却步,这在一定程度上形成了对投资基金的内在需求。与此同时,我国的资本市场不发达,资金供求矛盾突出,急需寻求新的融资工具,这成为促使我国投资基金发展的外在动力。可以说,投资基金在我国的迅速发展,与中国金融机构的大力推动是分不开的。

此外,值得一提的是,我国改革开放的巨大成就,吸引了国际投资机构的注意。他们看好中国金融市场的发展潜力,纷纷推出旨在以‘中国概念股’为投资对象的‘中国基金’。这些中

国基金成为中国投资基金的先驱,并给中国同行以刺激和示范作用,这也在一定程度上推动了中国国内投资基金的发展。

2. 中国发展投资基金的重要意义

投资基金除了可以为大众提供一种风险较低、收益较高的投资工具外,对于我国经济的发展还具有重要的作用与意义。

(1)发展投资基金是促进我国证券市场不断完善和健康发展的主要途径。我国的证券市场起步较晚,十一届三中全会以后才开始兴起,而真正形成规模并深入人心,则是近十年的事。与发达国家相比,我国的证券市场尤其是股票市场还存在许多问题。如股市规模小、法制不健全、运作不规范等,这都影响和制约了我国证券市场的繁荣、稳定与发展。而发展投资基金,无疑将是完善和进一步发展我国证券市场的一条重要途径。

首先,发展投资基金能够推动我国股票市场规模的扩大。股市规模过小一直是困扰我国证券市场的一个突出问题。随着人们收入水平的提高和金融意识的不断加强,参与证券市场的投资者越来越多,于是投资品种、数量的供需缺口越来越大。这种供需矛盾一方面容易造成股市暴涨暴跌和股价的剧烈波动,另一方面也可能导致一些社会问题。而投资基金的发展,不仅为投资者提供了一种新的投资选择,从而吸引部分投资者,缓解股市规模过小的矛盾,而且其发展又能直接推动股票市场的扩大。因为投资基金的发展必须以一定数量企业股票的发行和上市交易为前提,在进行投资资产组合时也要购进一定量的股票以获取资本利得和股息、红利。为此,在客观上就要求上市股票的增多和股市规模的进一步扩大。

其次,投资基金的发展可以改善证券市场的投资者结构,有利于证券市场的繁荣与稳定。证券市场上的投资者一般可分为两大类:一类是个人投资者,另一类是机构投资者。目前我国证券市场尤其是二级市场上,个人投资者占据了主导地位。由于这些投资者大多精力和时间有限,而且没有足够的资金实力分散投资,降低风险,再加上投资专业知识缺乏,因此,在操作上一般以短线为主,盲目性大,投机性强,往往会造成股市价格的不合理波动。而投资基金的出现则在很大程度上有助于解决这一问题。投资基金作为一个机构投资者,资本庞大,实力雄厚,并聘请专业人士进行管理,能通过合理的投资组合降低投资风险,并为投资者谋求较高的资本增值,从而保证了证券市场的稳定和繁荣。

再次,发展投资基金也为政府对证券市场实行间接管理提供了操作手段,有助于我国证券市场管理的健全和完善。由于投资基金在进入证券市场前,必须接受管理机构的监督,并按规定保留一定比例的现金,而且在交易发生时要交纳一定数额的手续费,这样,管理机构就可以通过调整现金保留比率和交易手续费的高低来调节证券供求,防止证券价格剧烈波动。另外,在特定阶段,投资基金的资产可由政府用作“股价波动平准基金”,当股市不振时,通过大量买进绩优股票来刺激股市,当股市过热时,则大量抛售所持股票以稳定股市。

最后,投资基金的发展也有助于我国证券市场的国际化。随着我国对外开放的不断深化,证券市场必将朝国际化方向迈进。而投资基金尤其是国家基金的发展,无疑会加快证券市场国际化的步伐。由于设立国家基金需要进入国外证券市场募集资金,需要在国外设立一定数量的证券经营机构,这无疑将推动我国证券机构的国际化,而且国家基金的设立意味着外国投资者可以间接进入我国证券市场进行投资,这要求我国证券市场的进一步开放。另外,通过与国外证券机构合作设立国家基金,一方面可使我国基金业务与国际惯例接轨,促进证券市场的规范化,另一方面也可以培养一批精通国际金融业务的专业人才,获得国外投资基金管理和证

券投资的先进经验和技能。这些对于我国证券市场的国际化来说无疑是大有裨益的。

(2)发展投资基金有利于我国投资体制的改革和产业结构的调整。由于投资基金具有集聚社会资金进行组合投资的功能,因此利用集中化的资金向社会经济的各个领域进行规模投资,就可以改变过去投资由国家包干,“只问耕耘,不问收获”的局面。投资基金不仅投入资金,而且也参与企业的决策和管理,因而对投资的应用和投资的效益都有了可操作可控制的管理,这有利于提高投资的运行效率。同时,投资基金的运用,还使过去完全由国家承担的投资风险转化成由国家、基金本身和投资者个人共同承担,从而减轻了国家的负担。如国家的许多财政补贴可以降低或取消,也可减少过去由国家行政职能部门所进行的对企业的过多行政干预。更重要的在于,投资基金把消费资金转化为投资资金,把短期资金转化为长期资金,从而拓宽了投资资金的渠道,扩大了投资资金的力量,这对于我国国民经济的发展,无疑具有重要的作用。

此外,投资基金的发展对于我国产业结构的调整也具有重要的现实意义。在我国的产业结构中,基础产业如交通、能源、通讯等,长期以来属于“瓶颈产业”,制约着我国经济的发展。这些基础产业一般具有投入资金量大、建设周期长等特点,而通过发行专项投资基金和综合性投资基金来筹资发展基础产业,不失为一条新思路。另外,设立“风险实业投资基金”也有利于我国产业的升级换代。这类基金的主要投资对象是各类高、新、精、尖的科技企业,它们中的绝大部分都具有极好的发展前景,但往往在创业初期规模较小,资信也不足,因此需要投资基金对其进行扶持。

(3)发展投资基金有利于推进我国现代企业制度的建立和完善。投资基金是一种集合投资制度。这一性质要求投资基金必须在充分保护投资者利益的前提下,将投资的效益放在首位。投资效益也成为影响投资基金资产净值的一个主要因素,它影响投资者持有的受益凭证的价值。投资基金在进行投资的时候,为了保证投资的安全性,必须在产权明晰、资产评估准确、财务健全的条件下才能进行。同时,投资基金对资产的管理、运营和保管是分开的,要求权责的进一步明确。这样,在我国社会主义市场经济中,投资基金已经不是一种单纯的投资行为,而是担负着推进我国现代企业制度形成,推动企业股份制改革的创新行为。基金管理人为了给投资者谋求更高的投资回报,在对投资对象的选择上,不仅通过仔细分析,认真论证,寻求最为合适的投资对象,最为科学的投资组合,而且在资金的使用决策上必然会把资金的产业效益作为重要的依据,同时实行监督和控制。这将真正形成对企业的产权约束,给投资企业以外在的压力,促进其合理地经营,转换经营机制,优化资源配置,强化资金的高效运用。这无疑将对现代企业制度的建立和完善起到不可低估的作用。

(4)发展投资基金也是我国吸引和利用外资的一种有效方式。目前我国利用外资的方式主要有四种:外国直接投资、国外贷款、在国际金融市场上发行债券以及利用本国证券市场吸引海外证券投资。其中最后一种方式是指面向国外投资者发行股票或投资基金受益凭证。这是一种间接吸引外资的方式,在我国证券市场尚未充分发育并且尚未实现国际化的条件下,这种方式比起其他几种引进外资方式来有着自身的独特优点:一是我国承担的风险较小,不论是利率风险还是汇率风险都由外国投资者承担;二是封闭式投资基金的股份或受益凭证只能转让,不能退回,因此不必还本付息,不会增加我国的偿债压力;三是投资人手中的股票和投资基金受益凭证可以在市场上流通,投资者可随时变现,因而解除了外国投资者的后顾之忧;四是由于股东多,单个持股者持股比例低,无法控制企业,因而不会丧失企业的所有权和经营权。

由于具有以上优点,因而证券市场尤其是投资基金无疑是我国吸引外资的一条有效渠道。在利用投资基金吸引外资的方式中,设立国家基金更具有普遍意义。即通过在境内或境外组建投资基金管理公司,面向外国投资者发行股票或受益凭证,并将筹集的资金投资于国内证券市场,外国投资者按出资比例分享利润,分担风险。我国通过国家基金方式吸引外资已有一定的规模,如香港就已设立了近 20 个中国基金。此外,我国国内的一些公司还在境外建立投资基金,以股权投资形式吸引外资。实践证明,通过国家基金吸引外资是我国当前一种有效而可行的方式。

当然,投资基金对于我国经济发展的重要意义不仅仅局限于以上四个方面。总而言之,发展投资基金,是我国经济发展的必然产物,是我国市场经济建设和金融体制改革的客观要求,也是世界投资基金发展潮流的必然结果。

二、中国投资基金的特点及局限性

1. 中国投资基金的类型及特点

(1)中国投资基金的类型。目前,与中国有关的投资基金主要有两种类型:一类是面向中国投资者销售并以中国证券市场为特定投资对象的国内基金;另一类是面向外国投资者销售并以中国证券市场为投资对象的国家基金。从我国投资基金的发展历程看,国家基金的发展走在了国内基金的前面。

从国家基金的设立模式来看,基本上可分为三种类型:

①由国外有关投资基金经营机构单独设立。其中,基金受益凭证的销售、外汇的兑换、经营方针的制定等均由其负责,有的也聘请中方投资顾问公司,并将有关证券交易委托中方代理人执行。基金受益凭证的上市交易或柜台转让也在境外进行。这类国家基金有 1990 年 11 月法国东方汇理银行亚洲投资有限公司所设立的“上海基金”。此外,由香港各投资公司设立的“中国基金”、“B 股基金”等也属于此类。

②由我国的投资基金管理公司与大陆以外的有关投资基金经营机构合作设立。基金受益凭证的销售由国外有关投资基金经营机构负责,筹集的资金用于中国上市企业或未上市企业。1992 年 4 月 15 日在香港公开上市的“中国置业基金”就属于此类。

③由我国有关投资基金管理公司单独设立。其受益凭证的销售、外汇与人民币的兑换、经营方针的制定和执行等均由该投资基金管理公司负责。由于不熟悉国际金融市场行情及缺乏经验,以这种方式设立的国家基金没有出现。

继国家基金之后,国内基金在中国得到了迅速发展。这类基金由国内有关证券金融机构或投资基金经营机构自己独立发起、组建和管理,它的发展标志着中国投资基金业的真正兴起。国内基金主要以国内居民和机构为募集对象,募集的资金主要投资于国内上市企业的股票、债券和其他有价证券,也可投资于实业和贵金属。因此,它的发展基础和市场都在国内。

从我国现有的国内投资基金的组建和运作方式上来看,可大致将其分为以下四种类型:

①专项投资基金。这是一种非常接近国际规范的投资基金。这类基金有明确的专门投资方向,但为分散风险,也投资于证券市场。它由专门的基金管理公司负责经营,由指定的托管银行负责保管,单独立账,独立核算,收益由基金的效益决定,风险由投资者承担。这类基金的代表如淄博投资基金公司,保管人是中国农业银行淄博分行,委托人是由中国农村发展信托投

资公司等 5 家机构共同发起设立的淄博乡镇企业投资基金公司。基金的投资策略是以不少于基金总资产的 60% 投资于淄博市乡镇企业或为乡镇企业服务的有关企业,同时也以不高于基金总资产的 40% 的资金投资于国家债券、企业债券、金融债券和上市公司股票。设立于 1992 年 11 月的深圳天骥基金也基本上属于此类。

②共同投资基金。这类基金比较接近国际惯例。由证券经营机构发行并基本投资于证券市场,基金单独立账,收益单独核算,基本体现了专家经营的特点。如 1992 年 5 月由中国农村发展信托投资公司发行的金额为 8000 万元的“证券投资基金”。其投资策略主要为国债、企业债券、具有高风险的有价证券和其他投资。在深圳上市的“君安 1993 年国库券再投资受益券”(简称“君安受益”)和“开元证券投资基金”(简称“基金开元”)也属于这一类。

③信托基金。这类基金主要是由信托投资公司发行,也有少数由证券公司发行。在资金的使用上相当于信托存款,一般不单独开账户,与信托公司的资产混为一体,并由信托公司自己经营,不另设管理人和托管人,收益分配是与信托投资公司的总体经营成果一体化。属于这一类型的如沈阳富民、沈阳公众、沈阳万利等基金以及天津创业基金等。

④受益基金。这类基金为单个投资项目募集资金而发行,其投资基金构成项目投资的一部分,但单独核算,其收益主要依据项目本身的收益而定。如海南富岛基金。这一基金主要以房地产投资为主导,投资对象也主要选择在海南。

(2)中国投资基金的特点。如果不论及我国的国家基金(这类基金只是投资于中国证券市场及其他领域,而非在国内设立和集资,且其发行和上市均按国外有关法规和国际惯例进行),仅就国内投资基金而言,目前我国的投资基金大致表现出以下几个特点。

①发展上的自发性和福利性。我国以往的改革,都是自上而下,由中央到地方,先有政策和相应制度法规,再试点取得经验,然后逐步推广。而投资基金的产生,则是自下而上,由地方政府和企业自行发起,自定章程,自主审批,再由中央主管机关总结经验,制定法规并加以管理。此外,为调动本单位、本地区干部职工的积极性,提高他们的收入水平,通过设立投资基金,将一些利润丰厚的投资项目的经济效益转化为本单位和本地区居民的个人收益或集体收益。这也使我国一部分投资基金的产生带有福利性的特点。

②基金市场的单一性。首先表现为基金组织形式单一。目前国内所有投资基金都是封闭型基金,没有开放型基金,而且主要是契约型,公司型基金只有深圳南山风险投资基金和山东淄博乡镇企业投资基金等少数几个。其次是投资市场单一。基金的投资范围仅限于国内,与国外的区域基金和环球基金相比,具有明显的投资市场的单一性。再次是基金种类单一,品种不多。

③投资领域的综合性。与西方基金市场上存在大量的单一投资领域的基金如股票基金、债券基金、期货基金等不同,我国现有的投资基金,除极少数外,绝大部分都是“全能基金”,投资领域相当广泛,除可以投资股票、债券、实业外,还可投资于房地产、高新技术项目,甚至从事贸易。

④地区发展的不平衡性。目前国内投资基金主要集中在沿海经济发达地区和内地个别大城市,特别是广东、深圳、上海、沈阳等省市,而在广大的中西部及经济不发达地区,投资基金发展得还很不够,有的地区甚至还是空白。

⑤基金运作和管理的欠规范性。由于国内投资基金仍处于起步阶段,不可避免地在许多方面存在不够规范的现象。首先,在基金的设立上存在关系人划分不够明确的现象;其次,基

金托管人产生的程序及管理人之间的关系也不够明确;再次,对基金的管理法规也不够健全。此外,在基金的投资经营、信息披露等方面,与国外成熟的基金市场相比,也存在许多欠规范的现象。

从以上特点来看,我国目前国内的投资基金基本上还处于基金的原始形态。从某种意义上说,许多基金只是简单的社会集资手段。因此,我国投资基金尚处于不成熟的发展阶段,其重要意义迄今远未得到充分体现,还需在日后发展中不断加以完善。

2. 中国投资基金存在的问题

投资基金在我国产生以来,已得到一定程度的发展。但由于投资基金在中国还是新事物,发展尚属初期,再加上我国经济体制尚未完全转型,证券市场规模有限等因素的制约,使其在发展过程中也产生了一些问题,其重要作用也未得到充分发挥。这些问题主要表现在:

(1)基金运作不规范。这种不规范主要有以下几个方面的表现:

①基金发起人不规范。在我国,大部分基金发起人都是由多家金融机构先发起设立基金管理公司,或是独家非银行金融机构发起设立基金,这两种形式的发起人都不具有独立法人资格。而这类投资基金占到了我国现有投资基金数的80%左右。这与国际惯例要求的发起基金必须有两个以上独立法人,一般由大财团或基金管理公司推出的要求不相一致,不利于我国投资基金与国际接轨;

②基金的资本构成不规范。规范的基金发起人必须认购一定比例的基金份额并规定在基金存续期内的任一时间,保持不低于某一比例的基金份额。但我国除极少数基金(如淄博基金、天骥基金、基金金泰等)外,一般的发起人都未认购本基金的份额,特别是非银行金融机构发起设立的基金更是如此。

③基金内部结构不规范。主要表现在基金管理人与基金托管人缺乏相互独立性。在我国现有的许多投资基金中,基金管理人是在发起人内部设立一个不具法人资格的基金管理部或公司来充当管理人,而发起人又同时充当基金托管人,没有实行经营管理与资产保管分开的原则。这些情况的出现,使基金管理人的投资行为容易受业务主管部门或大股东左右,严重地损害投资者的利益。

④基金性质不明确。我国大部分基金在招募书或公开说明书中不注明该基金是公司型还是契约型,有的说是封闭式,却又不确定存续期,甚至任意扩大基金份额,而且在实际操作中把本来是受益债券或可转换债券当作投资基金。

⑤基金信息披露不及时或不完全。从国际惯例来看,定期公布基金资产净值是基金信息披露的一个重要方面,但我国目前大多数基金无法做到这一点。即使必不可少的募集公告或年度财务报告,有的也未经严格审核,造成信息失实,或是该披露的信息不向投资者报告。这些都造成投资者不能判断或不能正常判断基金的运作,更无从监督,从而严重损害了投资者的正当权益。

(2)对基金的认识存在偏差。很多人(甚至包括基金业的从业人士)对投资基金的基本概念与根本属性认识不清。基金实务的操作者往往仅把基金作为一种便捷的筹资方式而忽视其风险性,不顾投资的基本规律而大量涉足高风险投资领域。有些地方对基金的趋利性认识不足,将基金投资引入“扶贫”领域。还有的地方将基金作为福利措施,利用一、二级市场上的价差为优惠来进行“收入再分配”。另外,在投资方面,也对基金的性质认识不足。往往表现在把基金券当作一种债券来投资,以为可保底保本;有的人又把基金当作股票来炒作,而使其价格

严重背离基金单位的资产净值。此外,投资人对于自己在基金中充当的角色不甚了解,不知自己的权利和义务。以上种种认识上的偏差,使我国投资基金业的健康发展受到了损害。

(3)基金的市场体系尚不完善。我国投资基金市场是由全国性交易市场、地方性交易市场和柜台交易三个层次组成的。全国性交易市场是指在深圳和上海两个证券交易所挂牌和联网上市的基金所构成的市场,地方性交易市场主要是指在天津、武汉、南方和大连证券交易中心上市的基金所形成的市场。此外,浙江证券交易中心、四川金融市场证券交易中心、湖南证券交易中心等地方证券中心也有基金上市。其余未上市的基金大部分都通过柜台交易流通。到1996年底,全国共有投资基金和基金类受益券122个,其中,在全国性市场上流通的仅25个,占总数的21%,在天津、武汉、南方和大连这几个主要地方性市场上上市的共38个,占总数的31%。在这几个市场之间,尤其是后两个层次的市场内部,往往存在着条块分割、诸侯割据的格局。这种市场体系方面的不完善,不仅容易造成不公平竞争和市场体系的低效率,而且也不利于基金的流动性。

(4)基金专业人才匮乏。投资基金的管理和操作对人才素质的要求,可以说比任何其他领域都要高。这是因为基金投资主要投向金融产品,而要把瞬息万变的金融市场行情及其变动趋势,就要求投资人士具备广博的经济、金融乃至政治、社会方面的知识以及灵敏的反应能力与果断的决断力。同时,基金投资的一个突出特点是组合投资,如何将一笔庞大的资金分散投资于不同地区的不同金融商品,以取得最佳的收益与风险组合,也需要基金管理者具有深厚的专业知识和相关知识以及丰富的经验。而在我国,具备这样素质的专业人才还为数不多,普遍的状况是很多基金的管理和操作人员既缺乏必要的专业知识,更无投资经验可言,不少基金的管理和操作人员是仓促上阵,临时拼凑。此外,基金托管人不熟悉托管业务,投资咨询顾问业不发达,一些基金律师、会计师、审计师更是形同虚设。所有这些,都直接影响到投资基金业务在我国的顺利开展。

由于存在以上问题,与国际上规范的投资基金相比,我国的投资基金不论在设计、发行和上市、管理上都有一定的差距和局限性,突出表现在:

(1)基金债券化。投资基金是一种风险性投资形式,收益的高低与风险大小成正比。这一点不同于债券的保底保息,收益固定。但我国有些基金在设计上倾向于债券化,在公开说明书中对受益人作不同程度的收益承诺,如保底分红等。

(2)实业投资比重大。投资基金应当是,实际上也是一种金融投资工具,它理应投资于证券市场上的不同金融产品。但在我国,投资基金的资产却有很大一部分投向了实业。这既容易造成资金回收困难,变现不易等问题,也影响基金的收益,损害投资者利益。

(3)公开性不够。主要在于对基金审计不严,报告制度不规范,信息披露制度不健全等因素,使其缺乏足够的透明度。

(4)信托关系模糊。基金当事人职责不明,分工不清,有违基本的信托关系。

(5)基金流动性差。这主要由于我国投资基金基本上都是封闭式基金,且基金流动市场不完善所致。

(6)关于基金的法规建设滞后于投资基金的发展。

(7)有关基金的理论研究滞后,不能很好地指导基金实务的发展。

(8)对基金投资者的培育不足。

以上这些表现,一方面展示了我国投资基金与国际基金市场之间存在的差距;另一方面,

也说明了我国发展投资基金的巨大潜力。只要继续实践,不断总结经验教训,并逐步解决上述问题,就一定能使我国的投资基金事业逐渐向国际惯例靠拢,最终实现与国际接轨,跻身于投资基金的世界市场,并发挥自己的作用。

三、中国投资基金的发展模式构想及发展前景展望

1. 中国投资基金的发展模式构想

在投资基金的发展过程中,各国都根据自身的特点,找到了一条适合自己国情的发展道路。同样,我国也应借鉴发达国家成熟基金市场的经验,建立起一套符合中国特色的投资基金发展模式。具体来说,可从以下几个方面着手:

(1) 关于投资基金类型的选择。投资基金按其组织形式的不同,有公司型和契约型之分。美国大部分基金采用公司型,日本、新加坡等大部分国家都采用契约型。在二者的选择上,我们认为在发展初期,我国创设的投资基金应以契约型为主。这是因为:①契约型便于操作。由于契约型基金不受公司约束,它以信托契约为基础加以组建,涉及的当事人较少,结构简单,操作也比较方便。②契约型易于形成。这是因为契约型基金虽然资产的经营权转归经理人,所有权与经营权处于分离状态,但由于信托契约的形成比较简单,投资者选择契约的过程包含着投资的决策过程,是产权的一种体现,其权益比较直接,因而易于接受,相应投资基金也就比较容易组建。由于公司型基金的操作比较复杂,组建难度较大,基金市场在中国现阶段难以迅速形成,因此在起步阶段还是契约型基金更有现实可行性。当然在条件具备后,也可适当发展部分公司型基金。

投资基金按设立后能否变动投资份额,分为封闭式和开放式两种。目前世界基金市场的主流是开放式基金,而我国主要为封闭式基金。虽然封闭式基金在期满前不能赎回,基金管理机构因此可获得相当稳定的资金,这使得该类基金比较容易运作,且便于管理,但是,封闭式基金的最大缺陷在于缺乏流动性。这一方面会阻碍基金对投资者的吸引力,抑制广大储蓄主体的投资热情,不利于基金本身的发展与壮大;另一方面,基金券的流动性、开放性实质上是保障基金安全、维护投资者利益的重要举措,缺少这一机制,基金投资的收益性、独立性和公开性将难以保障,投资基金也就失去其生存和发展的内在基础。虽然目前我国的证券市场正处于发展阶段,市场规模有限,资金变现性较差,因而封闭式基金适合于现阶段中国的实际情况,而且设立开放式基金在技术上、法律上还不成熟,但从长远看,封闭式基金只能是暂时的过渡形式,发展我国的投资基金应尽快顺应市场经济的本质要求以及国际惯例,逐步设立开放式投资基金。

(2) 关于投资基金品种的设定。国际上常见的基金品种有股票基金、债券基金、货币基金等,每种基金又按不同地区和国家分为若干种,并可以相互转换。国外发达的金融市场中,实力雄厚的基金组织推出的基金品种一般都会有多种,供广大投资者按各自需要进行选择。因此基金种类的多样化也是基金市场发展成熟的一个重要标志。

在基金品种的设定上,我国应考虑优先鼓励发展证券投资基金和海外中国基金。鼓励发展证券投资基金,是因为这种基金的投资对象大都是已上市的股票和各种债券。虽然我国上市公司还未完全规范化,但与那些未公司化的工商企业相比,行政干预少,企业自主经营权大,经济运行信息的透明度高。这既便于基金投资机构的投资操作,也便于广大投资者对基金投

资机构的社会化监督,体现基金投资的社会性、收益性和公开性。到境外组织中国基金,将境外大量分散的资金汇集起来,再转入中国资金市场,这不仅拓宽了引进外资的渠道,而且还避免了外商直接进入股市后操纵股市的可能性,并可以提高我国公司在海外的知名度,促进我国上市公司及股市运作向国际惯例靠拢,向规范化迈进。因此,应大力扶持海外中国基金的发展。

在优先发展证券投资基金及海外中国基金的同时,我国还应结合实际情况,适时推出以下基金:

①创业基金。在我国经济建设中,急需发展的产业很多,而国家财政的力量有限。通过发展创业基金,可配合国家产业政策创立市政建设基金、原材料投资基金、风险实业投资基金等,或在基金投资组合中优先考虑交通、能源、通讯等大型项目,从而配合企业经营机制的转换,加速我国瓶颈产业的发展和整个产业结构高度化的进程。

②货币市场投资基金。这种基金收取小额投资者的存款,然后集聚起来,在货币市场上进行投资,购买由公司、银行和政府发行的短期付息票据,如国库券、公司短期债券、商业票据、银行大额存单等。在我国发展货币市场投资基金,可以为投资者提供多样化的服务,并能繁荣货币市场,提高短期资金的运用效率,加快短期资金市场的发展,对于稳定货币流通,控制通货膨胀也有积极意义。

③房地产投资基金。这种基金通过筹集中小投资者资金,集中投资于房地产行业获取收益。目前,我国正在进行住房制度、用地制度等改革,房地产投资基金在配合这些改革方面具有独特的优点,国家可通过住房投资基金的形式解决住房短缺和商品化问题。

④企业债券基金。这种基金为个人投资者提供了分散投资于企业债券的途径。由于我国企业债券不涉及所有权问题,因而建立此类投资基金具有很大的可能性,在操作上也比较容易。

⑤乡镇企业发展基金。我国乡镇企业由于责、权、利明确,经营灵活,改革开放以来,发展一直很迅速。但乡镇企业由于缺乏资金、技术,发展也受到一定的限制。建立乡镇企业发展基金,不仅能够解决资金短缺的问题,为乡镇企业开辟一条新的筹资途径,而且还可以通过基金成员的分散化,实现乡镇企业的横向联合。

(3)关于投资基金的发展步骤。由于我国投资基金尚处在不成熟的发展阶段,也缺乏利用投资基金的经验,因而在具体发展过程中,要经过试点,有步骤分阶段地推动我国投资基金的发展。首先应着重发展国内基金,在取得经验,获得成功后,树立起良好形象,再逐渐扩大基金范围和种类。在起步时应以开发某些重要产区、区域为特定对象组建基金,这样做目的明确,有吸引力,易于筹资,且投资潜在收益大。起步时还应注重建立稳定型或稳定增长型基金。这种基金可采用封闭式,投资于收益率较高(或有固定收益)、回收期较短的企业和项目,进行投资组合。这样做既分散了风险,又可得到较稳定的收益,使投资者放心,有利于树立基金的良好形象。在资金来源上,国内基金除吸引企业法人资金外,也可吸收社团法人的资金,如养老金、待业基金、保险基金。

在国内基金取得一定发展后,应逐步发展国家基金,一般可通过在海外组建中国基金来进行。为了建立好国家基金,起初可利用在国际上知名度高、资本雄厚的金融机构作为基金管理机构或委托单位,以增加国家基金的吸引力。通过国家基金筹集的外资,应主要投资于国内企业和国家重点建设项目。在条件成熟后,通过国家基金方式在国外发行的股票,可以上市交

易。这样,既达到了使我国不增加债务负担就可以吸引到外国资本的目的,又有助于发展我国的资本市场,并提高我国企业在国际金融市场上的知名度,扩大在国际市场上的影响。

在建立国内基金和国家基金的同时,我国可逐步发展中外合作基金。中外合作基金是指经我国有关主管部门批准,在我国境内设立而在境内外同时筹集资金的投资基金。通过这种基金的设立,既可以避免其他吸收外资方式所带来的偿债压力,又可以掌握资金的运作控制权。同时,在中外合作基金的组建过程中,由于外国投资者的参与,必然要求我国基金的运作符合国际惯例,因而有利于吸取外国经验,加速我国投资基金规范化的进程。在组建这种基金的过程中,可首先在上海、深圳、广州等证券市场相对发达的地区进行试点,并选择国内资本雄厚且具有证券投资经验的信托公司或证券公司与国外一些有较高声望和影响的金融机构合作,待取得成功后再逐步铺开。

(4)关于投资基金的管理体系。在投资基金的发展过程中,通过加强对基金的监管,促使其健康发展,是非常重要的一个环节。为了规范我国的投资基金,我国应借鉴国外的经验,在确立有关基金立法的基础上,建立起一个层次分明、权责明确的管理体系。这一管理体系应由主管部门管理、基金组织自律管理和社会中介部门管理共同组成。政府主管部门主要通过政策法规约束基金的投资行为,并负责日常监督工作;基金组织的自律管理由投资基金行业协会负责,通过设定行业规则在基金之间进行互相监督和自律,并通过全行业的信息披露工作,加速基金在社会公众中的普及与推广,依此维持行业竞争秩序;社会中介部门管理,主要是指一些社会化资信评估机构,通过对基金信用级别、风险程度的评级、公布,实施对基金投资行为的社会约束,帮助投资者权衡投资收益风险,进行基金投资的选择。三大管理组织互为依据,相互交叉,构成一个较为完善的基金管理体系,从而保证投资基金的顺利运作。

就我国而言,要建立上述的基金管理体系,当务之急是设立全国管理委员会和投资基金行业协会。从国外投资基金管理的情况看,一般都有对投资基金管理的专门机构。我国也可以采取此模式,设立全国投资基金管理委员会。其主要职责应是:制定有关行业管理的标准,审批基金上市交易申请,监督基金经营行为,对违规行为进行处罚等。另外,目前世界基金业比较发达的国家和地区都设立了基金行业协会,作为对基金主管机构管理的补充。我国也应设立类似的投资基金行业协会,其主要职责是:制定全国投资基金行业守则,监督基金日常运作,培训基金管理人才,推广宣传基金知识,代表基金与主管机构及海外同行联系沟通等。

在建立上述基金管理体系的同时,加强基金内部的管理也是促使我国投资基金规范化不可缺少的条件。投资基金的内部管理最关键的是使基金管理人和托管人独立,彼此成为相互独立的利益主体,并形成较为完善的分权制衡体系,以充分保障投资者权益。此外,投资者的监督也是加强对基金业监管的一个重要方面。为了保障自身投资利益,投资者应有权调阅管理人、投资顾问及托管人有关基金的最新账目,有权适时获知基金管理人每年两次向投资者提供的基金经营状况详细报告等。

综上所述,为使我国的投资基金业得到迅速健康的发展,在建立上述发展模式的过程中,可具体采取如下对策:

(1)加强基金立法。虽然《证券投资基金管理暂行办法》已出台,但应尽快在这一管理办法下辅之以实施细则,使之更具有可行性和可操作性。相关的法律如投资顾问法、投资人保障条例以及中外合作基金管理条例等配套法律应同时制定。另外,有关基金的会计、审计、税收、报告制度等等亦应详加规定,制定标准格式,做到有法可依。

(2) 加快基金管理体系的组织机构建设, 尽快建立全国投资基金管理委员会及基金业的行业自律机构——投资基金行业协会。

(3) 严格对基金当事人的监管, 特别是要规范托管人的行为, 使之与基金管理人相互独立, 以建立起基金当事人各方相互制衡的内部运行机制和科学监督机制, 充分保护投资者的权益。

(4) 开拓基金管理业务, 努力实现金融品种创新, 以此丰富投资基金品种, 增强对投资者的吸引力, 并扩大基金的筹资来源, 加快自身的发展壮大。

(5) 加快投资基金市场体系的建设, 打破地区分割的格局, 促使更多基金在全国性市场上交易, 以增强基金的流动性。

(6) 加大对投资基金知识的宣传力度, 使投资者认识投资基金的实质, 掌握基金的操作技术。

(7) 加强对从事基金经营管理人员的培训, 培养一批高素质的、有丰富经验的专业人才和投资专家。

2. 中国投资基金的发展前景展望

纵观当今投资基金发展的各种因素, 我们有理由相信, 中国的投资基金必将有一个光明的发展前景。

首先, 我国经济增长的潜力依然很大, 今后若干年内, 仍然会保持较高的国民经济发展速度。经济的持续稳定增长和市场化的纵深推进, 证券市场的繁荣, 金融产品的不断丰富, 为投资基金的发展提供了一个广阔的活动空间。

其次, 市场经济体制的初步确立和逐渐完善, 已使社会保障制度的改革箭在弦上, 各类退休、养老、保险等专项基金将为投资基金提供更加充裕的资金来源。同时, 随着人民收入水平的提高, 不断增大的居民储蓄存款余额亦在投资意愿的推动下寻求有效的利用途径, 投资基金无疑将在未来的资金社会化中扮演重要角色。

最后, 金融体制的改革, 竞争的加剧, 使我国银行和非银行金融机构愈加注重金融业务。作为金融品种和金融手段的创新, 发展投资基金业务, 将是它们参与竞争, 增强实力的有效武器。

展望未来几年, 特别是近一两年内, 我国的投资基金将会有如下的发展趋势:

(1) 稳定和规范是投资基金市场发展的主旋律。受股市大势稳中求进趋势的影响, 投资基金也将以稳定中求发展为主, 在稳定的基础上尽可能地规范。

(2) 投资基金品种不断丰富, 特别是开放式投资基金有可能在不久的将来出现。这将是我国投资基金发展的一个新起点。

(3) 科学化的投资组合管理将成为投资基金的核心。市场的动荡和几年来投资基金管理的经验和教训, 已使越来越多的基金管理人员深切感受到了科学化管理在基金管理中的重要地位。

(4) 随着基金市场的不断完善, 将有更多的投资基金在全国性市场上市交易, 以满足投资者的变现要求。

(5) 随着各类投资市场的日益发展和完善, 基金的投资领域可能趋于专门化, 效益亦将可观。

(6) 在有关投资基金的知识得到迅速普及的同时, 更多的人将加入基金, 对投资基金的理论研究也将走向深入。

(7)投资基金事业的发展,必将推动一大批优秀的投资经纪人、顾问和管理人才登上经济舞台。

总之,只要不断地摸索和实践,并吸取经验和教训,我国的投资基金必将经历一个由不规范到规范,不完善到完善,不成熟到成熟的发展阶段。可以预见,中国的投资基金事业必将迎来一个更加光辉灿烂的明天。

四、中国香港、台湾地区的投资基金概况

1. 香港投资基金

香港的投资基金在本世纪 60 年代末才开始萌芽,80 年代后得到迅速发展。与发达国家和地区相比较,它的起步较晚,但由于香港是重要的国际金融中心,金融业发达,各种投资工具齐全,外汇管制宽松,所有这些得天独厚的条件,使香港的投资基金一出现,就成为投资热点。

受英国传统的影响,投资基金在香港被称为“单位信托基金”。在体制上与英国基本一致,都是吸纳投资者款项,将资金统一委托专业投资管理公司进行分散风险的投资组合,以使投资者获取收益。

(1)香港投资基金的产生和发展。

1969 年,香港设立了第一个投资基金,即“海外投资基金”。当时正逢香港股市活跃,由此吸引了大批投资者。但由于当时香港对投资基金尚无完善的监管法规,因此在 1973 年的香港股市风潮中这一投资基金随之倒闭,损失惨重。为此,香港当局颁布了一系列法规,给投资基金以有力的法律保护,才使香港的投资基金得到长足的发展。

1974 年,香港当局首先颁布了《保障投资者条例》。1978 年香港证券及期货事务监察委员会又颁布了《单位信托基金与互惠基金守则》,并于同年成立了“单位信托基金委员会”,专门负责执行这项守则。1976 年还成立了信托基金行业自律性组织——香港单位信托基金公会(1993 年初更名为“香港投资基金公会”),加强了业内自律。通过以上措施,使香港的投资基金有了较完善的监管制度。从 70 年代后期开始,香港的机构投资者和海外投资者纷纷投资于香港的单位信托基金。进入 80 年代以后,基金投资再度活跃起来。从 1980 年到 1990 年这 10 年间,经香港证券及期货事务监察委员会认可的基金从 68 个发展到 936 个,增加了近 13 倍。加上 1992 年纷纷设立的“中国概念基金”和非认可的香港报价的基金,其数量超过上千个。

到目前为止,香港共有 87 家获授权的基金管理公司、35 家国际基金管理公司。在 1995 年香港认可的单位信托基金和互惠基金共有 1183 个,投资总资产达 560 亿美元。从规模上看,香港已迅速发展成为亚洲仅次于日本的投资基金管理中心。作为香港投资基金公会会员的 45 家专业基金管理公司管理的基金资产已超过 1010 亿美元,67.2% 来自境外投资者。其中,4 家大基金管理公司即怡富投资、汇丰资产基金、AIG 投资、巴林资产管理公司掌握的基金额均已超过 100 亿美元,而在亚洲前十大基金排行榜上,香港占了 9 席。香港投资基金市场的实力由此可见一斑。

香港的基金市场之所以能够在 80 年代后得到如此迅速的发展,除上述已经建立起来的比较完善的法律法规和监管体系的原因外,还与它在国际经济中所处的地位直接相关。首先,香港在 80 年代已确立了亚太地区国际金融中心的重要地位,通讯设备发达,市场功能完备,为投

资基金的发展提供了必要的市场条件。其次,香港是一个自由港,资金可以自由出入,可以经营离岸业务,适应基金离岸经营的需要,而且,在香港免征基金所得税和利息税,这为基金投资者大大降低了成本,从而深受投资者青睐。另外,由于 80 年代香港周边地区经济蓬勃发展,东南亚各国与地区及中国内地经济的持续高速发展,引起了各国投资者的极大兴趣,世界各大基金组织纷纷到香港设立机构。它们迎合投资者需要,创立了众多的国家与地区基金,如远东基金、东南亚基金、中国基金等。这也极大地推动了香港投资基金市场的发展。

香港投资基金的发展,还有巨大的潜力。首先,从个人投资方面看,香港参与单位信托基金投资的人数只占人口的 1.6%,远远低于其他发达国家和地区,这方面可供挖掘和利用的市场潜力还很大。其次,香港于 1993 年通过了强制性退休金计划条例,据估计,每年因此将有 100 亿港元流入市场,这也为投资基金的发展开辟了新的空间。最后,随着中国经济的腾飞和香港及世界投资者对中国内地投资前景的看好,以及‘九七’回归后香港与内地经济联系的进一步加强,香港将是国际基金进入中国的最好的基地。而且,香港也是理想的离岸基金管理市场,是国际基金进入亚洲地区的首选的基地。因此,香港的投资基金市场将有一个更加美好的未来。

(2) 香港基金的种类。

随着香港投资基金市场的发展,投资基金的数目不断增加,种类也发展到多种多样。现分述如下:

①按照基金成立的宗旨,可分为增长基金、收益基金与平衡基金。增长基金的目标是为投资者提供获取资本增值的机会,使投资者的资金可在一定的时间内获得可观的增长。这类基金的投资组合以股票为主。收益基金的目标是为投资者赚得一个较高的稳定收益。这类基金一般集中在高息的定息证券方面。平衡基金是一种同时强调资本增值与收益的基金。这类基金除定期派发一定的收益给投资者外,还将其部分收益留在基金内,以便进行再投资。

②按基金所投资的金融对象,可分为股票基金、债券基金、黄金基金、货币基金、港元货币市场基金、“基金中的基金”和创业基金。股票基金主要投资于香港或外国股市,以赚取股息和资本利得。这种基金是香港注册认可的基金中最多种的一种。债券基金主要投资于债券,通常是以现金收益为目标,派息较高,但资本增值较慢。黄金基金是投资于黄金矿产公司股票的资金。这类基金的价值主要取决于金价的涨落。货币基金是指由货币存款构成的基金。投资者可获取较优惠的利率,并享有货币升值的收益。港元货币市场基金,又称“金融市场基金”。投资对象局限在以港元为结算单位的货币市场票据,如存款证、商业票据等。基金以港元报价,法律规定最低投资金额为 5 万港元。这种基金 1986 年出现于市场。“基金中的基金”是单位信托基金中较为特殊的一种。其投资对象是市场上可经买卖交易的单位信托基金。它是分散投资于基金本身或不同管理集团的单位信托基金,可分散或减低风险。这类基金 1986 年 11 月出现在市场上。创业基金是一种特殊的基金,是以股本方式投资于一些有发展潜力的企业,以赚取利润。1986 年 1 月出现第一个创业基金,名为“香港科技投资基金”,随后有多个创业基金成立。

③雨伞基金。雨伞基金是在一个“母基金”之下,再组成若干“成分基金”,或是在同一商号下,设立若干“成分基金”。这类基金允许投资者根据环境变化,将其投资在各成分基金之间转换。由于这种投资可在各成分基金之间转换,所以,受到投资者的青睐。这类基金于 1983 年出现在市场上。

(3) 香港投资基金的特点。

①绝大部分是契约型开放式基金。在香港注册成立的基金几乎都属于契约型开放式基金。它根据信托契约组成信托基金,涉及到经理人、信托人和基金单位持有人三方当事人。其中,基金经理人通常是财务机构的附属公司,尤以商业银行居多,信托人必须是有限公司团体,并且不能与基金管理公司有任何联系。由于香港的投资基金大多是开放式的,基金单位发行数量不受限制,如市场反应良好,可随时追加发行量,因此很受基金经理人的青睐。对投资者来说,随时可以把基金赎回,流动性大,变现性好,特别对于海外投资者来说,很有吸引力。

②多数是海外基金。所谓海外基金是专供母公司所在国以外地区的投资者投资的基金。香港的单位信托基金很少是由香港当地公司设立的,大多是欧美,尤其是英美两国的著名投资公司或单位信托公司在香港设立,主要目的是为了吸收海外投资者的资金。香港的投资基金多数是海外基金,其原因正如前文所述,与香港是重要的国际金融中心,又是个自由港的条件有关,再加上香港是个“避税天堂”,因此海外基金在香港注册成立,必定能吸引各国和各地区投资者前来投资。

③投资对象遍布全球。香港的单位信托基金种类繁多,投资对象也非常广泛,这同样是因为其拥有国际金融中心地位及众多的海外基金。香港基金的投资遍及世界各国的股票市场、债券市场、外汇市场、期货市场、期权市场及贵金属等市场,既有投资于某一个国家的国家基金,如英国债券基金,也有投资于一个大的区域的地区性基金,如欧洲股票基金,还有分散投资于许多国家和地区的国际基金或全球基金,如国际债券基金等等。所以,香港的投资基金,还有明显的国际性的特点。

(4) 香港投资基金的运作。

①投资基金的主体。香港投资基金是属于契约型的运作方式。投资基金把分散的个体投资者的资金,通过信托契约的形式集中起来进行投资。它的运作涉及三个主体:委托人,即作为基金经理人的专业性投资受理公司;信托人,即代表投资者权益的有限公司团体;受益人,即购买基金单位的个体投资者。投资基金的运作,实质上是个体投资者通过信托人,把资金集中交给委托人进行投资。

委托人即经理人是投资基金运作的关键。它负责所筹集基金的运用和投资。根据规定,基金经理人必须是一专业基金管理的有限公司,并至少有 100 万港元的资本储蓄金。在一般情况下,经理人是基金的发起人。他们创办基金的主要目的是吸引投资者购买基金单位,将资金汇集后由自己代为分散投资,通过提供投资管理的服务收取费用,增加本身的收入。经理人除了负责基金的投资管理外,还须负责维持基金买卖市场,计算交易价格,宣传推广基金等任务。

信托人是基金持有人权益的代表。基金信托人一般是信托公司、挂牌银行或其附属公司,或是根据《信托人条例》注册登记成立的信托公司。基金信托人根据信托契约赋予的权力进行工作,其职责主要有:保管基金内的各项资产,控制基金单位证明书的发放和注销,监督经理人的投资工作等。

受益人是指购入并持有基金单位的一般投资者,是基金单位持有人,享受资产的一切权益。根据惯例,单位持有人在其基金内的权益全交由基金信托人保管。单位持有人仅凭所购基金单位(或受益证书)分享投资成果,投资风险也由投资者自行承担。

投资基金三个主体之间的关系及各自的权责是通过基金成立时订立“信托契约”规定的。

“信托契约”是基金组织的基础,其内容包括基金的成立、运作以及终止等方面,具体的有基金成立的宗旨、投资政策、投资限制、派息政策等。

香港的投资基金是契约型的,不是一般的公司。所以,它不受香港《公司法》的保护和监督,而受证监会制定的《单位信托基金及互惠基金守则》与《保障投资者条例》监管。

②单位信托基金的买卖。投资基金设立后,就成为以某一投资额为计算单位进行买卖的一种金融工具。它属性上类似于股票和债券。因此,投资基金的运作,实质上表现为基金单位的买卖。

单位信托基金以某一标准数量为单位,如100元为一个投资单位,拥有1万元的投资者就可购入100个基金单位。香港一般传统的单位信托基金最低投资单位为5000港元或1000美元,但一些金融机构推出的投资信托基金,其最低投资额都比较高。

投资者买卖信托基金手续十分简便,既可以直接向基金公司联系购买,也可以委托证监会认可的投资顾问公司介绍购买。投资者在决定买卖时,通常不会确知基金单位交易的价格,要待经理人进行资产评估计算后才能确定,然后将成交价告知投资者。但投资者也可以将第一次交易成交价作参考进行估算。香港的财经类报刊每天都刊登各种基金的报价,报出买入价和卖出价,也有的只报出每单位资产净值。投资者可根据报价自由选择购买,亦可随时将所持的基金单位卖出。

基金交易的时间,各基金管理公司也不一致,有些基金是每天都可进行交易,有些基金每周只在指定的一天买卖。

投资基金的认购和赎回的手续也很简便。认购时,投资者只需将申请表格填妥,连同款项交给基金经理人即可。基金经理人收到申请表及款项后,就转递给信托人核收。经复核后,信托人便在持有人名册上增加投资者的记录,并发出所持单位单据作为证明,投资者便正式成为基金的持有人。投资者出售单位时,亦只需填一份特备的赎回通知,按其规定程序向经理人提出赎回申请,经信托人批准即可注销。

投资者买卖单位信托基金须付一定的费用。基金经理人和信托人会分别收取管理费用和托管费用,收取多少各基金并不完全相同。一般来说,以年度计算的两项费用加起来约达基金资产的1%—2%。

此外,还有基金买卖的手续费用,即申请时需缴纳首次费或加入费,一般收费为基金买卖差价的5%—6%。

(5)香港投资基金的管理。香港的基金行业,主要受以下条例管制:

①《证券条例》,该条例授权香港证券及期货事务监察委员会负责批准基金的认可地位;

②《信托人条例》,主要管制基金信托人的委托和运作;

③《保障投资者条例》,主要规范基金的宣传和推广;

④《单位信托基金及互惠基金守则》和《香港单位信托基金公会执业守则》,规范投资基金的成立和运作。

在以上条例的基础上,香港建立了一个比较完善的投资基金监管体系。香港对基金市场的管理采取行业内部自律的方针。香港证券及期货事务监察委员会(证监会)是管理香港基金市场的最高权威机构。为协调管理,证监会下面专门成立了一个单位信托基金委员会,代表证监会负责对香港基金市场的具体管理事宜。该委员会由一名投资基金公会主席、两名信托公司代表、两名基金管理公司代表组成。

具体说来,香港对投资基金的管理主要在以下四个层次上进行:

第一个层次,由证监会下属机构——单位信托基金委员会负责对基金上市的审批与监督。其主要任务是审查基金是否符合上市条件,除了事前审查外,事后还要监督。

事前审查侧重以下三个方面:①基金说明书的要件是否齐备,内容是否翔实;②基金公司向投资人提供的资料是否反映实际情况;③基金公司及其主要业务人员是否按有关规定向证监会注册登记,以确保业务人员符合一定的资历和执业操作水平。对于基金公司的董事资格也有严格要求,他必须有良好的声誉及丰富的执业经验。

事后监督由证监会下属专门小组负责考察基金公司的经营行为是否违反基金说明书,损害投资者利益。

第二个层次。由基金行业组织——香港投资基金公会负责,主要监管基金的日常操作,以确保其会员即各投资基金管理公司及其从业人员的职业道德,更好地为投资者服务,同时为基金树立良好的声誉。

第三个层次,是基金内部的监管,即基金的主要当事人——基金管理人、托管人和投资者三方面明确职责,各负其责,互相监督。香港证监会制定的《单位信托基金及互惠基金守则》对基金的构架、职责、运作均作了明确规定,要求在基金内部信托人、受托人之间进行监管,不得违反规定。

第四个层次,由投资者进行监督。对于基金管理人来说,投资者就是上帝,基金经营管理者的的一切活动都是为投资者服务,对投资者负责的,因此也要主动接受投资者的监管。投资者有权随时查阅基金经理人、投资顾问及受托人的最新账目,而基金管理公司也有责任每年分两次向投资者主动提供经营状况和基金详情报告。另外,由投资者参加组成的单位持有人大会,有权决定修改信托契约,撤换委托人,任免管理公司及终止基金等。

2. 台湾投资基金

(1) 台湾投资基金的产生、发展及种类。

早在1962年,台湾当局在制定《证券投资信托法》时,就已明确信托公司可以经营证券业务。但由于当时证券市场不健全,这项业务一直未开展。到60年代中期,为了活跃刚刚起步的证券市场,台湾当局曾计划引入侨资和外资,以促进岛内经济发展。1967年5月,台湾颁布了《华侨及外国人投资证券实施办法》,规定侨资和外资投资证券采用直接投资方式。但因限制过严、收效不佳。直到1980年7月,台湾当局核定实施《健全当前证券市场方案》时,才进一步重视引进侨资和外资计划。1982年1月,通过了《引进侨外资投资证券计划》,对投资简化了手续,放宽了限制。该计划于同年9月正式颁布,台湾投资基金市场开始起步。1983年8月,台湾第一家投资基金管理公司——国际证券投资信托公司成立,台湾投资基金由此开始发展。在此后的3年间,另3家证券投资信托公司也相继成立,即1985年的光华证券投资信托公司、1986年的建弘证券投资信托公司和中华证券投资信托公司。这4家证券投资信托公司都先后发行投资于岛内证券市场的共同基金。在积累了丰富经验并取得较佳成果后,这4家证券投资信托公司又推出岛内基金,以迎合台湾市场资金充裕,寻求出路的需求。1987年7月15日,当局又核准了外国基金在台湾代理销售。于是,上述4家公司又开始推出“国际基金”,参与区外证券市场的投资。

1983年10月,台湾发行第一个基金,但一直到1992年,基金市场规模仍较小,基金品种也比较单一。基金品种按投资标的物划分,只有股票基金、债券基金和股票与债券混合的平衡

基金;从投资地域划分,台湾只有本地市场基金和环球基金两种。在1992年5月以前,在台湾筹建、组织和管理基金的公司,一直只有国际、光华、建弘、中华4家,到1992年12月,岛内基金才发展到26个。这些基金类型主要有:

①开放型基金,即投资者可随时将手头的基金转卖给基金公司的基金。这类基金共有4个:第一基金(由国际证券投资信托公司筹建)、光华基金、建弘基金和中华基金。

②封闭型基金,是指基金发行销售后,在到期之前,投资者只能在证券交易市场上买卖,基金公司没有赎回的义务。目前这类基金也只有6个:国际国民基金、光华鸿运基金、鸿福基金、建弘福元基金、中华成长基金和成功基金。

③“国外基金”,指台湾投资基金信托公司在外筹集基金而投资岛内证券市场基金。目前共有4个:国际台湾基金、建弘台北基金、中华台湾基金等。

④“海外基金”,指在台湾本土筹集资金而投资于国际证券市场的基金。目前有4个:国际全球基金、光华环球基金、建弘泛太基金和中华万邦基金。

⑤平衡型基金,是指投资标的物既有增值型的投资工具,又有收益型的投资工具,即既投资股票又投资债券的基金。目前有4个:国际万全基金、光华鸿利基金、建弘双福基金和中华安富基金。

⑥债券基金,也属封闭型基金,只有4个:国际万宝基金、光华鸿扬基金、建弘广福基金、中华成龙基金。

经过几十年的努力,台湾的经济发展很快。但是,台湾投资基金的发展情况,却与台湾地区的经济实力很不相称,投资基金的种类同国际基金市场比较,显得相形见绌,数量、品种都很少。造成这种状况的原因,主要有两个方面:第一,台湾的基金业起步非常晚,1983年才推出第一个投资基金,而筹建和管理基金的公司只有4家;第二,台湾金融当局对投资基金这一新兴的行业管理过于严格,使其难以自由发展。从1986年初到1991年底,台湾共发行3批基金,全部都在证券管理委员会统一指导下进行。4家证券投资信托公司发行的基金,无论在筹集额度、持续时间、基金性质,还是在管理费用、保管费用和首次购买费方面,都按统一规定进行。例如,规定证券投资信托公司以股份有限公司为限,其资本总额不得少于1亿新台币;华侨及外国投资人所持股份总额不得超过45%;基金筹集资产最低应不少于20亿新台币;每个基金的小投资者应不少于2000人,申购总额不低于4亿新台币;等等。这些严格的规定,使基金管理人在发行基金时,没有自由设计的余地。因此,每批推出的基金都是一个种类,而且规模相差无几,收费一样,使得投资者没有更多的选择余地。

进入90年代以后,随着台湾推行经济自由化政策,金融市场逐渐开放,投资基金业的活动空间也逐步增大。1992年5月28日,台湾“证券管理委员会”批准11家新的证券投资信托公司成立,并于11月30日发给了营业执照,从而打破了原有4家投资信托公司垄断台湾基金市场的局面。另外,“证券管理委员会”还决定,从1993年7月起,这15家投资信托公司可以自由申请筹集资金,并且可以自由设计自己的基金内容,从而使台湾基金业跨入了自由竞争的新阶段。可以预见,台湾的投资基金,在不久的将来,会有更充分的发展。

(2) 台湾投资基金的特点。

①台湾投资基金属于契约型。根据《证券投资信托基金管理办法》规定,台湾证券投资信托公司在募集或追加募集证券投资信托基金前,应将证券投资信托契约报经“证监会”批准。证券投资信托契约是规范证券投资信托公司、基金保管机构和受益人之间权利义务的契约。

②台湾投资基金属于开放型兼封闭型特点的基金。根据《证券投资信托基金管理办法》规定,受益人可以依据受益凭证的记载事项,以书面形式请求证券投资信托公司赎回受益凭证,也可以追加发行受益凭证。证券投资信托公司对于受益权凭证赎回的请求不能拒绝,并应在受益人请求的第二天起,5天之内支付赎回金。可见,它是属于开放型的。同时,根据该办法规定,受益权凭证也可以记载为不可赎回,则证券投资信托公司可以不准赎回受益权凭证。这又属于封闭型基金的做法。所以,台湾投资基金是属于开放型兼有封闭型特点的基金。

③台湾投资基金的买卖方式主要靠银行推销。在成熟的金融市场上,买卖基金一般有两种途径:一种是投资者直接向基金管理公司认购或赎回;另一种是投资者通过投资顾问公司购买基金。台湾在基金购买方式上则有不同。台湾的投资基金在认购和赎回时,投资者主要与银行进行交易(约占全部基金的80%左右),而不是在基金管理公司或投资顾问公司进行。这是台湾基金市场的一个重要特色,表现在:第一,在投资方式上,投资者的资金实际上成了一种指定用途的信托基金,银行按照投资者指定的用途,以银行的名义购买基金。第二,银行不仅要向基金管理公司收取2‰—3.5‰的佣金,而且每年还要向投资者收取3‰—5‰的信托管理费。第三,通过银行购买的基金,只能向原购银行赎回。

通过银行在台湾推广基金的好处,在于可以逃避台湾‘证券管理委员会’的监督。同时,银行网点多,到银行买卖基金比到基金管理公司或投资顾问公司方便。但是,通过银行买卖基金也有缺点:首先,银行不会像投资管理公司或投资顾问公司那样,为投资者提供投资意见和建议;其次,市场上基金很多,银行对代理推销基金的品种有一定的限制,只能代理一部分基金管理公司的基金,投资者挑选的余地也有限。

④台湾的‘国际基金’发展迅速。与台湾本土基金发展不同,在台湾推广的‘国际基金’发展很快,到1992年12月底,在台湾推广的‘国际基金’达到230多个。它们大多数是来自英、美投资管理公司名下开设的基金,如亿顺、富达、怡泰、景泰、巴林、巴克莱等。这些‘国际基金’之所以能在台湾得到迅速发展,主要是因为进入80年代后,台湾的外汇储备越来越多,岛内无法消化。1985年,台湾‘中央银行’为了消化过多的外汇,便让外汇银行开办指定用途的信托基金业务。从1987年开始,台湾各银行依据台湾《银行法》第100条的规定,纷纷开办信托投资业务,为台湾投资者提供投资‘国际基金’的服务,而海外基金管理公司也争先恐后地同台湾银行联系,请它们代理推销自己的基金。这都导致了‘国际基金’在台湾的大发展。

(3) 台湾对投资基金的监管。

台湾投资基金与引进侨资、外资投资台湾证券有着密切的关系。1967年5月,台湾‘行政院’发布了《华侨及外国人投资证券实施办法》。经数年的实践,决定采用设立证券投资信托业发行受益凭证的单位投资方式。1982年9月,台湾当局颁布了《引进侨外资投资证券计划》,1983年5月,又发布了《证券投资信托事业管理规则》。同年8月后,又陆续制定发布了《证券投资信托基金管理办法》、《证券交易法》、《华侨及外国人投资证券及其结汇办法》、《证券投资公司管理规则》等。这些规则、办法是台湾金融当局依法对基金市场实施监督的主要依据。

第二章 投资基金的理论构建

第一节 现代投资的风险性与投资理论构建

投资基金作为一种崭新的投资方式,应是投资经济学研究的主要内容,尤其是发展经济学所应予特别重视的内容。投资基金理论则是从投资经济学的角度,研究投资基金这种新方式产生的历史必然性和实践上的操作机制,探讨其成立的经济学原理及其运用。

从宏观理论上讲,投资基金方式的产生是生产力与生产关系矛盾运动的结果。尤其是在市场经济体制条件下,当生产力如何向高层次发展以及社会分配方式改变以后,要研究如何改变投资机制以适应生产关系的变革,促进生产力进一步发展;同时,投资方式作为社会上层建筑,也要研究如何变革投资方式以适应经济基础的要求,为巩固和发展经济基础服务。从微观理论上讲,投资基金方式产生是投资风险与利益两者矛盾运动的必然产物,这是本篇研究的重点。当然,从微观到宏观这是我们研究问题的可行方法与思路。

在研究投资基金基本原理以前,必须重新确认与阐述以下假设条件:①人们并不是把所有财产都用于本金安全的、收益固定的债权式投资,必然有部分资财用在本金不确保、收益不固定的风险投资中;②每个投资人具有承担风险,规避风险,追求变动中收益的意识;③社会需要风险投资,并且有提供各种风险投资的投资商品(产业、项目、金融商品)与投资工具、投资方式供人们选择。

上述三个前提事实上是存在的,也是很必要的,否则,我们就没有必要来讨论投资基金这种投资方式。

一、投资目标

从微观上讲,任何投资主体参与投资的目的都是为了追求最大或最佳的投资收益。不论是一个民族、一个国家、一个企业、一个自然人,也不论他是白人、黑人都是如此。否则人们宁可将剩余资产锁在仓库里,留作消费之用,也不会去投资,即使投资也失去意义。

但是,不是所有的投资都有一样的规模、期限与技术水平,所以也不可能有相同的收益。同时也由于投资主体的技术水平、投资欲望、承受风险能力的不同,会在追求最大投资收益的

前提下,设定个体的投资目标:

- (1)投资追求最大的投资利润,能够承受本与利的损失;
- (2)投资追求本金安全条件下的最佳收益,适度承受利润的变动风险;
- (3)投资追求本金安全和确定的收益;
- (4)投资追求本金的安全与保值。

从社会意义上说,投资的最终目的是为了取得社会效益,以此来满足社会各阶层(全体人民)日益增长的物质与文化生活水平的需要,这一目的通过宏观引导的各个投资主体的投资活动予以实现。当然在不同社会发展阶段,由于人们消费水平与生产力提供的消费品、投资品的种类、档次的限制,其投资目标也是不同的。社会发展初期,人们的目标主要是衣食住行,社会发展的高级阶段,在衣食住行满足的基础上,人们要求不断提高生活质量,增进社会福利,以及满足精神文化方面的需求。因而,投资的重点随着社会的需求改变及技术水平的可能而相应改变。总之,不管是宏观还是微观,投资的实质目的都是为了投资主体本身的利益,只是侧重点不同而已。从经济学意义上讲,投资是货币转化为资本的活动,不能发挥资本功能的投资不是经济意义上的投资,如赞助、捐献、救济等行为,都不能认为是投资活动。以投资为手段谋求投资利益达到满足或改善投资者各种需求目的的活动,才能算是真正的投资。

投资目标确定以后,就需要确定投资组织方式,包括筹资方式、经营方式、成果分配方式、再投资方式等。根据投资要达到的目标层次以及利益享受范围的划分,分别有国家组织投资、银行债权投资、企业与个人自我投资、投资基金投资等。

为什么会产生各类投资方式,则应从生产力与生产关系矛盾运动中找原因,最基本的也是最重要的矛盾关系是生产力中的风险与投资利益分配关系的矛盾。

二、投资风险

追求最大投资收益是投资主体的本能要求,这是主观的,是投资活动中的自变量,主要动能。正像马克思所指出的那样,如果有 300% 的利润,投资人就会挺而走险,这就是投资动机的最生动、最形象的写照。

然而,在现实经济生活中,一切都不可能不折不扣地按人们的主观愿望行事,否则就是主观唯心主义。在投资活动中影响与制约人们投资利益充分实现的对立物就是投资风险。投资风险可以说是无处不在、无时不有,它伴随着整个投资活动的全过程,制约着人们的投资行为。投资风险乃是人们投资活动的结果与人们的初始愿望不相一致的可能性,即人们有可能造成投资损失的概率,它可能发生,也可能不发生,也可能部分发生;之所以有投资风险的存在,主要是由于投资活动中存在着许多人们不可能预知的因素,即人们的主观认识与客观存在的不一致性,而且有时有很大差异。如自然灾害、技术缺陷、社会变迁等,这是人们无法预知的,即便有些可以预测,但也无法预防和消除。物理的和化学的风险来源于自然界,是自然科学、专业技术要研究的问题,经济的和社会的风险来源于社会活动,是社会科学要研究的问题。

任何投资都必然存在风险,只是程度不同而已,即使是存款与国债也存在一定程度的风险。因此,我们首先要研究风险种类,其次研究风险程度,再研究风险防范的技术与机制。

从总体上分,风险分为系统性风险与非系统性风险。系统性风险是指某些因素对所有的单项投资都会带来损失的可能性,它发生在投资主体与投资对象外部,投资本体(主要是指企

业)不能控制与防范,如大规模的自然灾害、市场因素,还有政治、政策等风险。前者为生产力风险,后者为生产关系与上层建筑风险。非系统性风险是指某些因素对单项投资本体造成损失的可能性。如设计或施工不科学、不周密造成某个投资项目失败,经营管理不善造成单个企业效益下降,市场变化使某种产品需求减少或被淘汰,造成无效生产、资源浪费等。通常说,系统性风险难以有效回避与消除,非系统性风险可以通过投资主体自身努力予以降低或者避免。

具体来分,风险可分为市场风险、企业风险与社会风险。

1. 市场风险

是指由于整个国民经济形势和国际经济形势的变化以及偶然信息的变化对所有投资者、投资本体带来损失的可能性。这里主要包括:

(1)政治、经济、法律等宏观因素的影响。当政治体制发生变革时,势必对所有企业与投资者产生影响,经济政策的变化、法律的颁布、修改或废止同样如此。

(2)货币政策的影响。当实行扩张的货币政策时,必然带来货币供应量的增加,就业的增加,投资机会的增加,也就会带来投资利益的增长。同时也可能引起通货膨胀,影响购买力,反之,当实行紧缩的货币政策时,就会减少社会货币供应量,影响产品价格,影响就业水平,影响投资扩张,影响投资收益,同时,也可能提高货币购买力和货币流通速度。

(3)利率风险,指市场利率变动影响投资品的市场成本与价格,从而给投资者带来损失。市场利率与投资品收益成反向变化,如在证券市场上,当市场利率上涨时,必然影响证券所代表的企业收益下降,成本升高,同时还影响证券收益与利率的比例关系,使证券虚拟价格(证券价格=收益/利率)下降。反之,当市场利率下跌时,证券价格必然上升。当市场利率上升,证券价格下跌时,固定利率的投资者此时出售证券在价格上必然要受损失,如不出售证券,则利息上受损失。如投资者在市场利率为4%时,以100元价格购买了一张收益率为4%的证券,若干时间后,欲出售该证券,此时市场利率涨至8%,那张以100元价格购买的证券只能以50元($100 \times 4\% \div 8\%$)的价格出售,损失50元。如果不出售,市场收益率上涨,而持有证券收益率事先固定,又遭受了利息上的损失。另一方面,利率风险对待有不同期限证券的投资者有不同的影响。一般说来,长期债券对利率变动的敏感性大于短期债券。利率上升,长期债券持有者遭受的损失大于短期债券;利率下降,长期债券获利要高于短期债券。

(4)购买力风险,也叫通货膨胀风险。它主要是由于货币流通量增加,造成物价上涨和货币贬值而使投资者遭受损失的可能性。购买力风险对于固定收益投资影响很大。因为,通胀使投资者所持货币和名义收入的实际购买力下降。例如,一张面值为1000元、期限为20年的债券,每年可得利息为100元。若目前通胀率为7%,则在每一年里,该债券的实际购买力都比上一年减少7%,到期后利息收益与本金的实际购买力将分别下降为25.84元和258.40元;另一方面,投资者还要遭受资本价值降低的损失。因为在通货膨胀时期,市场利率往往联动上升,固定收益证券的市场价格往往也会下降。由此可见,通货膨胀风险会使投资者蒙受购买力减少和证券资本价格降低的双重损失。

(5)财政政策风险。当实行扩张的财政政策时,会使税收下降,公共投资增加,就业机会增加,使投资者收益增加;反之,实行紧缩的财政政策,就会使税收上升,公共投资减少,企业投资成本增加,效益下降,企业雇用人数减少,造成社会失业率上升,减少投资者收入,同时市场证券价格就下跌。

2. 企业风险

是指投资者所投资的企业不能创造良好的收益,乃至亏损倒闭致使投资者蒙受损失的可能性。

(1)投资失败的风险。指企业在进行项目投资决策时,由于可行性研究和市场预测不正确,技术工艺水平不成熟,财务预算不准确等原因,而造成投资失败的可能。

(2)违约风险。指企业到期不能按期还本付息或支付股票红利而使投资者遭受损失的可能性,或叫做财务风险。企业由于种种原因,盈利率经常发生变动。当盈利增加时,往往增加对投资者的回报,而当盈利减少时,则减少这种回报。总之,企业的财务状况决定着投资者的投资价值与收益。

(3)破产倒闭风险。是指由于企业自身经营不善或其他原因使企业倒闭破产而给投资者带来的损失。这种风险对于投资者来说是灾难性的,因为他会因此而损失全部或部分的投资资本及收益。

(4)企业经营风险。是指企业在经营管理过程中的失误而给投资者造成的风险。如产品适销不对路、销售渠道选择失误、信息来源失真、领导者本身的决策失误、管理不利等而造成企业盈利下降,从而影响投资收益,影响企业股权或股票价格,使投资者达不到投资的预期目标。

3. 其他风险

是指偶然的、突发性的、事先难以预料和防范的风险。如：

(1)政治事件的发生,领导人的更迭,意外的打击；

(2)战争的发生造成生产停顿乃至被破坏,人心恐慌；

(3)自然灾害如水灾、风灾、地震和流行病疫等造成生产停顿、设备损坏、人员伤亡等,都将大大影响部分企业或一个地区经济乃至全国经济的正常发展,从而给投资者造成不应有的损失。

总之,投资风险是多种多样的,产生的原因也是多种多样的,必然对投资者产生不同程度的影响,如图 1.2.1 所示。

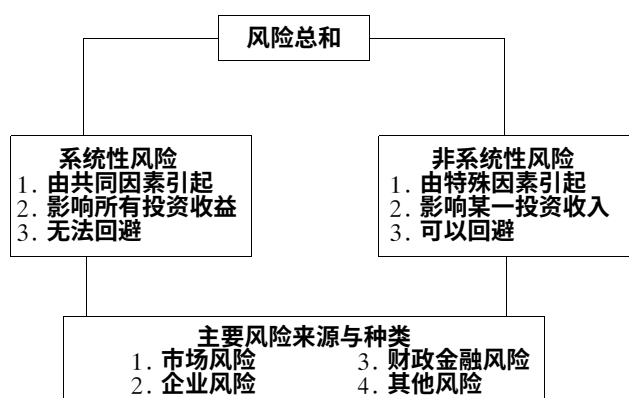


图 1.2.1

三、组合投资

投资存在种种风险,是不以人们主观意志为转移的客观存在,这是否就意味着或告诫人们不去投资,而将自己的储蓄、财富锁在保险柜里、存放在仓库之中呢?回答是否定的。(实践证明,即使不去投资,也仍然面临通货膨胀或意外事故的相对风险)经济发展的理论告诉我们,人类生存与发展的客观经济规律决定着人们必须将自身储蓄或剩余资产用于投资与再投资,进行不断的扩大再生产,追求未来更大的收益,以满足人类未来不断扩大的物质文化生活需要。

面对各种风险,人们总是想方设法地分散它、降低它、规避它,进而战胜它,从而保证投资活动能顺利进行,并达到预期较佳效益。规避风险的本能,要求人们在长期的实践与斗争中,探索出种种有效防范风险的办法,其中最为典型的的就是组合投资(或叫投资组合)。

分散与规避风险的途径和手段分为三个层次。第一层次是转移风险,即将投资风险转移给他人承担或自己承担最低风险,同时也让出部分利益。转移风险的工具主要有银行储蓄存款、各类债券或商业票据、银行贷款等,即债权人将风险转移给债务人,债务人通过再转移变成债权人,将风险转嫁给另一债务人。银行存贷款即是典型例证。存款人将投资风险转嫁给银行,银行再通过贷款方式将风险转嫁给贷款人。当然,这其中存款人与贷款人也要承担一定风险,如存款人要承担购买力风险、利率风险、银行破产风险。银行则要承担贷款人破产风险、拖欠风险、经营风险等,但比直接投资风险要小得多。第二层次是共担风险,同时也是分散风险。即投资人共同承担投资中的风险,同时也共享投资中的收益。如股权投资、股票买卖投资、合作经营投资等。前二者承担有限风险,后者在约定条件下承担无限风险。第三层次是组合投资。组合投资是对第一、二层次的创新与综合,即组合投资而达到降低风险的目的。组合投资是将各类投资按一定条件组成一个集合投资,从概率论的角度看,分散可以降低风险产生的概率,单项投资出现风险的概率是 $1/2$,两项投资同时出现风险的概率是 $1/4$,依此类推,分散度越高,所有投资同时出现风险的概率就越低,即分散度 Q 与风险度 R 成反比,用图示显示如下。用网络语言表示,即“不要将鸡蛋放在一个篮子里”

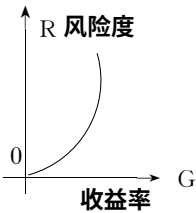


图 1.2.2

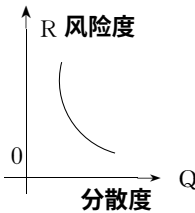


图 1.2.3

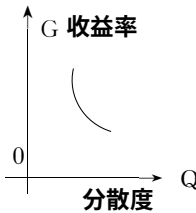


图 1.2.4

在集合与分散双重条件下的组合投资,分散是组合的前提,分散是经验型、定性型、低层次的简单投资,组合是在分散条件下,对分散进行科学性、定量型、高层次的提炼。分散固然能降低风险,但并不是越分散越好。事物是矛盾对立的统一,分散度太高,在充分降低风险的同时也降低了收益。在一定条件下,分散与收益也成反比,而且过于分散也失去了降低风险的作用,同时投资管理也不方便,造成成本提高,效益降低。分散的适度与科学的分散在定量上的

体现就是组合,组合投资就是研究寻找组合、风险和效益三者之间的最佳关系。如图 1.2.5 所示:

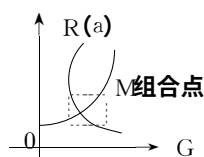


图 1.2.5

四、投资组合理论

投资组合理论与技术的产生使投资基金制度的产生有了技术理论上的依据,它既解决了在投资活动中人与风险的抗争关系,又解决了风险、收益与组合之间的矛盾统一关系。

投资组合理论经历了一个从简单到复杂、从定性到定量、从经验到科学的发展过程。

在本世纪 50 年代以前,西方金融资产投资理论经历了一个漫长的发展过程。大体来说,本世纪 50 年代以前,西方金融资产投资理论具有以下几个特征:①具有显著的经验性。在本世纪 30 年代以前,西方金融投资市场,尤其是金融的证券市场已初具规模。但由于法规不健全,投资知识与技术水平不高,人们对如何进行投资,怎样选择投资工具与品种,如何避免和减少风险损失,大多是依赖于从实践中总结出来的经验和教训。此时的理论主要以定性的格言方式表达出来。例如,“不要把所有的鸡蛋放在一个篮子中”;“分散投资”;“选时比选股更重要”;“顺势而为”;“有损失时应该忍痛了结”等等。②具有机械唯物主义的倾向。在 20 世纪初,西方金融资产投资理论已有逐步从经验与格言中解放出来的趋势,出现了一批在格言基础上发展起来的投资理论。这些理论基本上都是以历史经验为基础,要求投资者按照某种固定的或机械的方法进行投资活动。如“固定投资法”、“加倍买入法”、“定额或定量投资法”、“定时买入法”等,实践结果表明这些理论并不能给投资者带来高于平均水平的收益率。③具有过分定性化倾向。过去的理论大多只从抽象的原则、原理、概念定义出发,往往导致投资者无法操作。例如早期的金融投资理论主要从宏观经济与行业经济周期以及从公司内部来分析证券及其价格。但是,对于一个并不以此为生的一般投资者而言,分析的结果往往会使他们无所适从,无法应用。因为宏观经济的指示器也是自相矛盾的,即使不相互矛盾,在经济衰退时期,也存在许多与经济周期相反的高质量的金融投资对象,在经济高涨时期,也有可能给投资者造成损失的投资对象。从微观经济入手,也存在许多困难,如各公司普遍存在造假账现象,还有大量财务指标往往自相矛盾,特别是公司经营多方位、多元化,除非专家,一般投资者仅凭表面现象很难作出正确的判断,从而也无法给投资者指明具体的投资方向和时机选择。

1929 年,美国发生了经济危机,股市出现大崩溃,促使理论学者对此作深入研究。特别是第二次世界大战后,一方面,西方各国经济处于复兴和发展阶段,迫切需要筹集大量建设资金;另一方面,传统的金融投资方式面临着新的投资方式的挑战。新的投资方式,尤其是证券方式对投资者有更大的吸引力。投资者追求最大投资收益,证券方式优越于存款等债权方式,但投资者又希望降低与分散投资风险,这就要求产生新的投资理论。怎样才能够做到风险最小,收

益最大呢？为了适应这种要求，出现了投资组合理论。尤其是在集合投资与分散投资相结合的投资基金出现以后，就更需要科学的量化的投资组合理论。适应这种实践的需要，产生了马科维兹等人创立的现代资产组合理论。现代资产组合理论是运用概率论与线性代数方法相结合以数学模型来表达的定量性理论。

资产组合模型和其他经济模型一样，是建立在一系列假设条件之下的模型。这些假设条件是：

(1) 投资的目的是预期收益率，风险度是预期收益率的方差。在相同风险条件下，投资者偏好较高的收益率；在相同的收益率条件下，投资者偏好较低的风险。

(2) 投资的收益率是该投资结果的恰当概括，投资者能够看到各种可能的收益率的概率分布。

(3) 投资者对风险的估计与可预测的收益率变化是相对称的。

(4) 在一个投资期末，投资者为了在下一期进一步极大化资产组合效应，可以修正其资产和负债。

(5) 资产和负债具有完全的流动性，即资产和负债具有供给的无限弹性，从而资产组合的购买和销售不影响市场价格和预期收益率。

(6) 资产组合的预期收益率为事件发生的数学期望值附近的结合的离中和离散程度，用方差和标准离差可以测出期望值和离中趋势。资产组合中各项资产投资量所占比例为权数，一项资产组合的权数为 1。

五、资产组合模型

根据以上条件，就可以推导出资产组合模型。

1. 首先建立单一资产单一时期的分析模型

单一资产的收益率 = [(期末价格 - 期初价格) + 红利] / 期初价格 (1)

预期收益率公式(2)是：

$$E(r) = \sum_{i=1}^T P_i r_i = P_1 r_1 + P_2 r_2 + \cdots + P_T r_T$$

这里的 $E(r)$ 为预期收益率； P_i 是第 i 投资结果的概率， $0 \leq P_i \leq 1$ ； r_i 是第 i 资产的收益率。根据风险是预期收益率的方差的规则，单个随机变量的收益率的方差就是：(3)

$$\begin{aligned} D_r &= \sum_{i=1}^T P_i [r_i - E(r)]^2 \\ &= E[r - E(r)]^2 \\ &= P_1 [r_1 - E(r)]^2 + P_2 [r_2 - E(r)]^2 + \cdots + P_T [r_T - E(r)]^2 \end{aligned}$$

收益率的标准离差为方差的方根，即有(4)：

$$\sigma_r = \sqrt{\sum_{i=1}^T P_i [r_i - E(r)]^2} = \sqrt{E[r - E(r)]^2}$$

由于资产组合中各资产收益率、风险变化方向决定着该种资产组合分散风险的能力，从而就必须考虑各项资产收益率的协方差。证券 i 和证券 j 的协方差可以用 $Cov(r_i, r_j)$ 表示，其公式是：(5)

$$Cov(ij) = E \{ [r_i - E(r_i)] \cdot [r_j - E(r_j)] \}$$

$$= \sum_{t=1}^T \{P_t [r_{it} - E(r_i)] \cdot [r_{jt} - E(r_j)]\}$$

$$= P_{ij}(O_i)(O_j)$$

这里的 P_{ij} 代表第 i 项资产和第 j 项资产收益率之间的相关数,公式为:(6)

资产组合中所有权数的总和为 1,即:(7)

$$\sum_{i=1}^n X_i = 1$$

$$P_{ij} = \frac{Co(i,j)}{O_i O_j} = \frac{E \{ [r_i - E(r_i)] \cdot [r_j - E(r_j)] \}}{O_i O_j}$$

2. 根据以上基本公式,建立资产组合分析模型

资产组合的预期收益率等于构造资产组合的各资产预期收益率的加权平均数,以公式(8)

表示:

$$E(r_p) = \sum_{i=1}^n X_i E(r_i) = \sum_{i=1}^n X_i \left(\sum_{t=1}^T P_{it} r_{it} \right) = X_1 E(r_1) + X_2 E(r_2) + \cdots + X_n E(r_n)$$

由 n 种资产构成的资产组合的方差公式(9)是:

由 n 种资产构成的资产组合的标准离差公式(10)是:

$$V_{ar}(r_p) = \sum_{i=1}^n X_i^2 O_i + \sum_{j=1, j \neq i}^n \sum_{i=1}^n X_i X_j O_{ij}$$

$$= \sum_{i=1}^n X_i^2 O_i + \sum_{i=1, i \neq j}^n \sum_{j=1}^n X_i X_j P_{ij} O_i O_j$$

$$O_{rp} = \sqrt{V_{ar}(r_p)}$$

为了说明通过投资组合达到降低风险,提高投资收益的理论命题与实践功效,给人以更为具体与直观的感受,下面以例证予以说明。

(1) 风险的正式衡量。将风险定义为未来结果的不确定性。第一步是找出预期未来结果的概率分配,做到这一点并非轻而易举的事,可能的结果及其发生概率的正确确认,通常取决于经济预测、以往的实践经验、主观的判断以及其他许多变数,这需要有专家的智能(在以后论述)。事实上是把许多已知的(包括信息资料积累)和主观的猜测都综合进去,找出概率之后,接下来是计算期望值及其离散程度,离散程度愈大风险也就愈大。

(2) 计算期望值。为了计算出期望值,我们将每个可能的结果乘以发生的概率,假定我们正考虑两个投资计划 E 代表该计划的可能结果, P 代表该结果可能出现的概率。如果此一投资是股票, E 是可能的涨价比率加上股利率,假定第一项投资 i 的资料如下:

投资 i	E	P	经济周期
	5%	0.20	衰退期
	7%	0.30	复苏期
	13%	0.30	成长期
	15%	0.20	繁荣期

我们知道 Ei (投资 i 的期望值) 等于 $\sum EP$, 即 $\Sigma = \sum EP$, 因此这里的结果是 10%。

E	P	EP
5%	0.20	1.0%
7%	0.30	2.1%
13%	0.30	3.9%
15%	0.20	3.0%
$10\% = \Sigma EP$		

(3)计算标准差。衡量离散程度时最常用的工具就是标准差,也就是各个结果与期望值的差距,其计算公式为:

$$O_i=\sqrt{\Sigma(E-E_i)^2P}$$

投资*i* 的标准差计算如下:

E	EP	P	$(E-E_i)$	$(E-E_i)^2$	$(E-E_i)^2P$
5%	10%	0.20	-5%	2.5×10^{-3}	5×10^{-4}
7%	10%	0.30	-3%	9×10^{-4}	2.7×10^{-4}
13%	10%	0.30	+3%	9×10^{-4}	2.7×10^{-4}
15%	10%	0.20	+5%	2.5×10^{-3}	5×10^{-4}
$\Sigma=(E-E_i)^2P=15.4\times10^{-4}$					

$$Q_j=\sqrt{\Sigma(E-E_i)^2P}=\sqrt{15.4\times10^{-4}}=3.9\%$$

投资*i* 的标准差 3.9%,为了了解这一投资的相对风险,我们再以第二次投资来作比较:

假设投资*j* 是反经济景气的投资,这可能是房地产投资。因为房地产在经济萧条时期,表现相对较佳,低利率使得人们可以用低成本的融资来购买房地产,经济高涨时期,利率会快速上升,房地产的融资成本升高而使买方怯步。因此,这项投资的表现可能与经济景气相悖。投资*j* 的可能结果与机率如下:

投资 <i>j</i>	E	P	经济周期
	20%	0.20	衰退期
	8%	0.30	复苏期
	8%	0.30	成长期
	6%	0.20	繁荣期

投资*j* 的期望值为 $E_j = \Sigma EP$

E	P	EP
20%	0.20	4.0%
8%	0.30	2.4%

投资基金

8%	0.30	2.4%
6%	0.20	1.2%
$E_j = 10.0\%$		

投资 j 的标准差为：

$$O_j = \sqrt{\sum (E - E_j)^2 P}$$

E	E_j	P	$(E - E_i)$	$(E - E_i)^2$	$(E - E_i)^2 P$
20%	10%	0.20	+ 10%	100×10^{-4}	20.0×10^{-4}
8%	10%	0.30	- 2%	4×10^{-4}	1.2×10^{-4}
8%	10%	0.30	- 2%	4×10^{-4}	1.2×10^{-4}
6%	10%	0.20	- 4%	16×10^{-4}	3.2×10^{-4}
$\Sigma = (E - E_i)^2 P = 25.6 \times 10^{-4}$					

$$Q_j = \sqrt{\Sigma (E - E_j)^2 P} = \sqrt{25.6 \times 10^{-4}} = 5.1\%$$

从上述计算可以看到两个投资的期望值都是 10%，但是在不同的经济景气状况下表现各异，而且标准差也不相同，投资 j (5.1%) 大于投资 i (3.9%)。

(4) 组合效应。如果将两种投资纳入一个投资组合，且二者权数相同，则新的投资组合之期望值仍为 10%，即

$$E_p = X_i E_i + X_j E_j = 0.5 \times 10\% + 0.5 \times 10\% = 10\%$$

那么，该投资组合的标准差(风险)又是多少呢？如果只将两项投资的标准差加权平均，则得到新的标准差为 4.5%，即

$$X_i O_i + X_j O_j = 0.5 \times 3.9\% + 0.5 \times 5.1\% = 4.5\%$$

显然这种计算不正确。投资组合的标准差不是由个别标准差加权平均而得，而是必须考虑两种投资间的相互关系，如果在某种景气状况下，一种投资表现良好，而另一种难以令人满意，而在另一种景气状况下两种投资表现又相反，则说明二者存在负相关关系，则两种投资组合后可大大降低风险，即新投资组合的标准将小于两种投资中任一标准投资的任一标准差，其计算公式应该是

$$O_p = \sqrt{x_i^2 O_i^2 + X_j^2 O_j^2 + 2X_i P_{ij} O_i O_j}$$

这个公式中的唯一的新项是 P_{ij} ，即两个变数的相关系数。如果两个变数完全反向变动，则相关系数为 -1，如果两个变数完全同向变动，则相关系数为 +1。对于大部分变数而言，相关系数在 -1 与 +1 两个极值之间变动。我们假设前两项投资的相关系数为 -0.7，将这一数字代入上述公式，就可以计算出两项投资组合后的标准差：

$$(\text{其中 } X_i = 0.5 \quad O_i = 3.9 \quad X_j = 0.5 \quad O_j = 5.1 \quad P_{ij} = -0.7)$$

新计算出来的组合标准差为 1.8%，低于投资 i 的标准差(3.9%)和投资 j 的标准差(5.1%)，也低于个别投资的加权平均标准差(4.5%)，只要两种投资的相关系数小于 +1 (即完全正相关)，则投资组合的标准差就小于个别投资的标准差的加权平均。从而得到可能产生降低风险，提高收益的效果。根据数学推导，我们可以得到多项投资组合的标准差计算公式：

$$O_p = \sqrt{0.5^2 \times 3.9^2 + 0.5^2 \times 5.1^2 + 2 \times 0.5 \times (-0.7) \times 3.9 \times 5.1} = 1.8\%$$

$$O_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n X_i^2 O_i^2 + 2 \sum_{i=1}^{n-1} \sum_{j=i+1}^n X_i X_j P_{ij} O_i O_j}$$

(其中 :N 是组合中投资的项数)

在现实经济生活中,大部分投资都是正相关关系,因为任何单个投资或某一产业都离不开大的经济宏观环境,走不出经济运行的周期,因此在投资组合中,正相关程度的尽量降低决定着风险的降低程度,决定着组合投资的作用发挥。相关方向与相关程度的研究与确认是投资组合中至关重要的研究课题。通过试验表明,选用不同的相关系数,前述两项投资组合的标准差(风险度)是大不一样的。

P _{ij} (相关系数)	O _p (标准差)
+ 1	4.5 %
+ 0.5	3.9 %
0	3.2 %
- 0.5	2.3 %
- 0.7	1.8 %
- 0.1	0

(5)效率组合。如上所述,我们看到了两项投资组合后,收益仍能维持在 10%,而其标准差即降低到 1.8%,同时也看到由不同的相关系数会使投资组合的标准差改变,精明的投资组合经理会根据个别投资的期望值、标准差和各种投资间的相关系数考虑许多期望值与标准差各不相同的投资组合,即同样的原理以适用于任何数量的资产所构成的组合。假定已知八个投资组合的报酬与风险特性如下:

编号	E _p	O _p
1	10 %	1.8 %
2	10 %	2.1 %
3	12 %	3.0 %
4	13 %	4.2 %
5	13 %	5.0 %
6	14 %	5.0 %
7	14 %	5.8 %
8	15 %	7.2 %

将各投资组合的报酬与风险标于图 1.2.6。

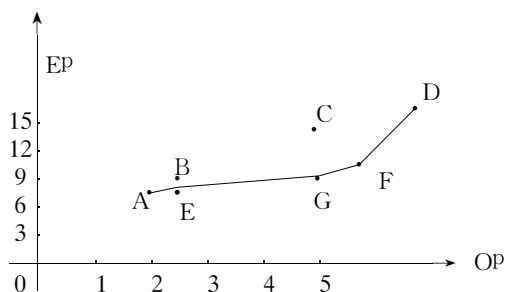


图 1.2.6

虽然只标出八个点,但我们看到在 ABCD 线上有许多效率投资组合,这就是效率前缘。在这条线上我们能够以既定的风险获得最高报酬,或者是在既定报酬下达到最低风险。在这条线以上点都假定是不存在,即无法达到的组合,而在这条线以下的点不如线上的点优越,即不是最佳点,线上之点为最佳点。如 C 点,在 5% 的风险度下可获得 14% 的报酬,而在 C 点下方的 G 点,风险度也为 5% 而所获报酬只有 13%,因此,C 点优于 G 点。再以 A 点为例,在 1.8% 的风险度下可获得 10% 的报酬,而在 A 点右方的 E 点报酬也是 10%,但风险度却是 2.1%,因此 A 点优于 E 点。由此,组合投资理论导出了效率前缘理论,如图 1.2.7。

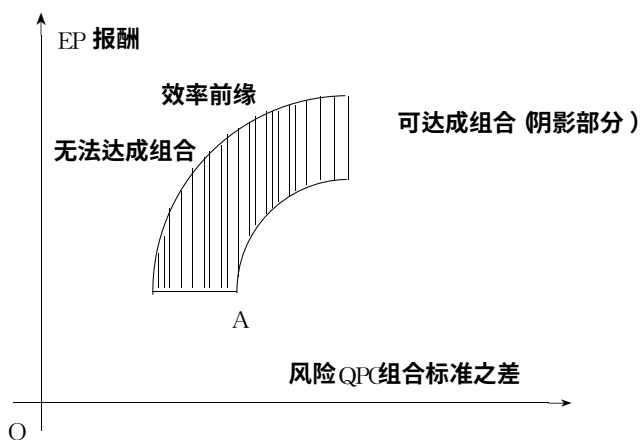


图 1.2.7

分析告诉我们,在效率前缘上的各点都是可能的最适宜的投资组合,投资人可以根据自己对风险与报酬的偏好特性而在其中选择最适当的点,保守的投资者可选择低风险、低报酬的点(如 A 点),效率前缘上的点,都是投资者在自己既定冒险倾向下达到最佳报酬率的选择。

(1) 风险——报酬无差异曲线。无差异曲线是投资人对于风险与报酬的权衡曲线,斜度愈大,则投资人愈为趋避风险。如图 1.2.8 所示,投资人 B 的无差异曲线 I_B 比投资人 A 的无差异曲线 I_A 陡峭,这就意味着投资人 B 对于每多增加一个单位的风险要求的报酬比投资人 A 要高。同样是承担了风险 $X - Y$,投资人 B 所选择的报酬率要大于或优于投资人 A。这就要

求我们在进行投资组合时要寻找尽可能高的无差异曲线,从而提高在既定风险水平下的收益率。

(2)最适投资组合。理论上投资人必须以自己的风险——报酬无差异曲线与效率前缘上的各点配合,如图 1.2.9 我们可以看到投资会在 C 点达到最佳状态,这点 C 也就是无差异曲线 I_B 与效率前缘的切点。

(3)资本资产定价模式。效率前缘的论证使我们得以在某种风险报酬条件下确认最适投资组合,然而多重投资组合的推导论证是十分复杂困难的,因此夏普(Sharpe)等人创立了资本资产定价理论,将效率组合的概念带到较为一般而且较有实用意义的境界。

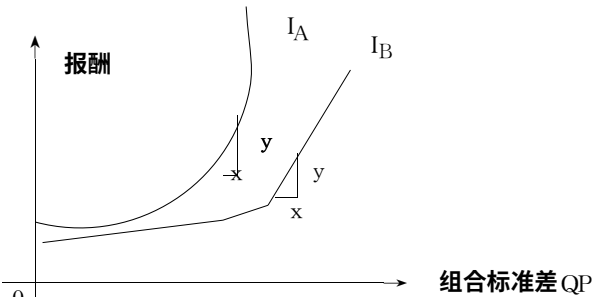


图 1.2.8

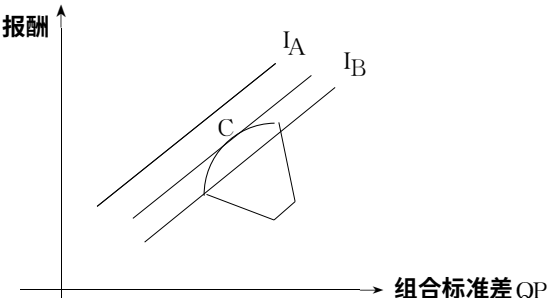


图 1.2.9

资本资产定价理论的起点是引进一项无风险投资(如国债券等),合并了无风险资产(R_f)和效率前缘上的一点 M,就可以形成一个投资组合并达到效率前缘本身无法达到的无差异曲线如图 1.2.10 所示。

在图 1.2.10 中,我们看到 O 点与 P 点所提供的效用都高于效缘上的任何一点,效率前缘上只剩下 M 具有作用。这也是从 R_f 延伸出来的直线与效率前缘相切之点。

在图 1.2.11 中,我们可以用许多方法来达到 $R_f M Z$ 线上的点。在 R_f 点时,我们只是投资于无风险资产。在 R_f 与 M 之间的点上,是同时投资 R_f 和 M 点的组合。在 M 与 Z 之间的点时,我们用所有资金投资于 M 组合。只要 M 高于 R_f 我们就可以以等于或略高于 R_f 的利率借入资金投资于 M 组合,以获得更高的报酬,M 点是最佳的市场组合。如果某个时候,M 点不是最佳投资组合,则我们应假定市场会立即有所变化,使 M 点恢复均衡,成为最佳组合。

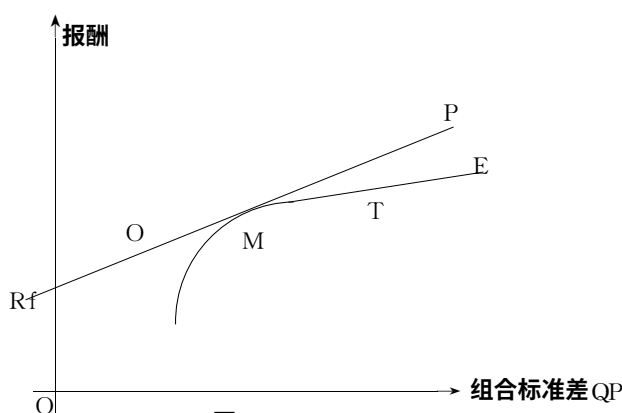


图 1.2.10

我们称 R_fMZ 为资本市场线,其公式为

$$E_p = R_f + \left(\frac{E_m - R_f}{O_m - 0} \right) O_p$$

也就是说,任何投资组合的报酬率应等于无风险报酬率加上该线的斜率乘以横轴之值。
(与直线方程式 $y = a + bX$ 相同)

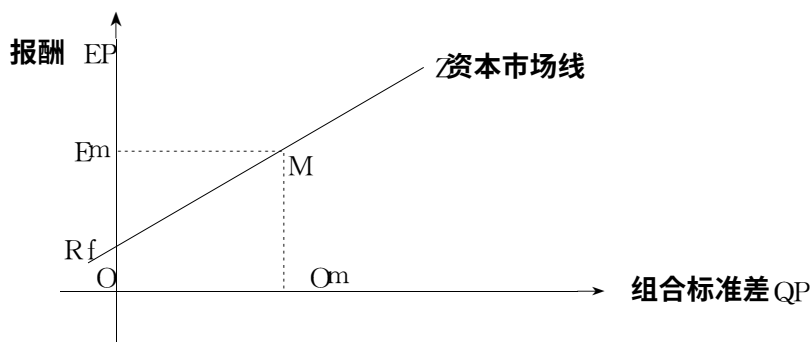


图 1.2.11

资本市场线的实质在于,获取较大报酬的唯一方法是承担较大的风险,评价投资组合效果的最佳做法,是评价其相对于风险的报酬。低风险的中等报酬可能优于高风险的高报酬,要想在风险与报酬两方面同时突破市场限制是很难做到的。唯一的办法是在控制风险的前提下力争较高的报酬,或者在既定的期望报酬下尽力降低风险。

第二节 投资者分析

对于基金投资者来说,能否盈利的关键在于选择好投资基金。基金的选择首先应弄清影响基金选择的各种因素,然后对自身及基金的状况进行正确地评估,进而设计出投资方案,采用各种巧妙的方法进行选择投资。本章主要分析中小投资者和机构投资者如何选择投资基金。

一、中小投资者的评估及影响基金选择的因素

1. 中小投资者的自我评估

(1) 中小投资者自我评估包括的主要内容。中小投资者在投资之前,通过各种渠道对基金的运作程序及相关知识进行了解,具备了有关基金的基本常识之后,还要对自身状况进行评价,其主要内容包括以下几项内容:分析自身的生活状况,弄清楚自己的投资目标,检查自己对风险的承受能力,测定自己的投资者类型。

(2) 中小投资者对自身生活状况的评估。中小投资者对自身生活状况的评估是投资前进行自我评估的首要内容。对于一个投资者来说,如果不顾自身的投资条件盲目进行投资,当投资出现亏本或血本无归时,就会直接影响到自身的生活,更有甚者会酿成家庭悲剧,所以对于每一个想要投资的人来说,投资前首先对自身的生活状况进行评估显得十分必要。投资者在投资前应计算出现在的并预期未来的收入水平,进而还要计算出现在的并预期未来的支出水平,然后测算出未来的储蓄水平。每年的储蓄水平等于该年的预期收入减去支出的余额。这就为投资者制定将来的资金安排计划提供了一个依据。投资者制定好了一个可行的储蓄计划后,就应该决定如何投资、何时投资以及在什么地方投资。值得一提的是,投资者在计算自己的收入和支出时,一定要留有余地,即不能高估收入,也不能低估支出。

(3) 投资者对自身投资目标的确定。对于投资者来说,投资于基金的目的都是为了获利,但依据获利后的用途不同,投资者所选择的投资目标会有所不同。一般来说,投资目标可分为以下几类:当前或即期收入,即期收入与资本利得并举,资金长期增长,积极性的资金成长。清楚了各类投资目标后,投资者就可以根据自身的实际情况,确定自己的投资目标。如果投资者是一个年青富有的单身男女,就应该以积极成长的投资目标为主,资金成长为辅,重点考虑资金的积累。如果投资者有一定的家庭负担,应该以当期收入和资本利得并重为主,而以资金长期增长为辅进行投资。等孩子长大成人各自独立以后,投资目标就应该调整到更安全、稍保守的投资上,以当期收入与资金成长并重作为投资目标。退休人员投资的固定收入就是其生活的主要来源,只能把少部分钱放在追求长期成长的基金上。

(4) 投资者对自身风险承受能力的评估。风险承受能力来自各个方面的影响,即有经济方面的因素,又有心理方面的因素。投资者在投资前应充分考虑自身的风险承受能力,如果经济条件差,心理承受能力弱的投资者就应该选择一些风险小的基金,反之,则可以选择一些风险高的基金。投资风险包括内在风险和外在风险两部分,内在风险是指基金管理公司经营管理能力和可靠程度。财务顾问、受托人、投资经理的经验与才干。外在风险包括:①财务风险,指由于投资的财务强度变动而引起的投资总风险中的相应部分。②证券市场风险,指由空头或多头等市场条件所引起的投资总收益变动中的相应部分。③利率风险,指利率变动对投资者带来的损失。④购买力风险。这是因为通货膨胀和物价上涨会使投资者手里的钱丧失原有的购买力。⑤政治和经济风险。指政治和经济发生变化所引起的许多金融商品行情变化导致的风险。

(5) 投资者对自身投资类型的评估。投资者的类型大致可分为积极型、中庸型、保守型和极端保守型四类。积极型的人愿意接受相当高的风险来追求投资的高收入。中庸型的人则愿意接受部分风险进行投资,企求取得高于平均的获得。保守型的人,往往为了安全或获取眼前

的收入,宁愿放弃可能高于一般平均的收益。极端保守型的人是一点也不愿意承担风险,不会把钱投资于股市,宁可把钱放在银行里,拿一点较低的利息,这种人严格来说只能算是‘准投资者’。

判断投资者属于哪种类型。应通过以下七条标准:①投资者是否喜欢带有赌博性质的游戏或活动?②在有压力的情况下,投资者是否尚能发挥得很好?③投资者是否能缓解过多的疑虑?④投资者是否宁愿购买股票而不愿意将钱存入银行?⑤投资者是否对自己的投资决定具有信心?⑥投资者是否宁愿管理自己的投资?⑦在投资时,投资者是否能成功地控制自己的情绪,做到沉着、冷静?如果答案中有六或七个是肯定的,那么投资者有可能属于激进型。如果答案只有一个肯定的,投资者可能属于极端保守型。如果答案中有两个到六个是肯定的,投资者可能是属于中庸型或保守型。当然,以上标准只是粗略的评估,正确地判断投资者的类型还应结合心理及财务等方面的因素来进行。

2. 中小投资者对基金的评估

(1)评估基金表现的方法。投资者经过对自身状况进行评估以后,对基金要精心地进行初选和复选,然后就会把自己的钱投到某一支基金上去。当投资者把钱投出去以后,就开始关心该基金的报酬率,因为表现好的基金,报酬率就高,就会给投资者带来较高的盈利,反之,投资者很难获得较高的回报,评估基金表现的方法如下:①从净资产价值看基金盈亏。②评估基金的其它方法还包括:寻找专门评估、排名各基金表现的有关报刊杂志,计算投资报酬率。

(2)根据净资产价值评估基金表现。净资产价值,是由基金的净资产总值除发行在外的基金单位或持份总数得来的。而净资产总值则是以基金总资产价值扣除总负债得来的,总资产的价值是以基金投资组合中的现金、股票、债券及其它有价证券的总实际价值来计算的。负债主要包括基金付给经理公司的经理费、付给托管机构的托管费以及基金购买证券、基金赎回的应付款,还有基金发放利息、股利的应付款,即:

$$\text{净资产价值} = \frac{\text{净资产总值}}{\text{发行在外的持份总数}}$$

$$\text{净资产总值} = \text{总资产} - \text{总负债}$$

$$\text{总资产} = \text{股票价值} + \text{债券价值} + \text{现金} + \text{其它有价证券价值}$$

一般情况下,基金发行在外的单位总数的变动是不会太大的,所以净资产价值的大小主要取决于净资产总值,总负债中管理费、托管费等一般是事前就有规定,变动较小。所以,净资产总值的大小主要取决于总资产的大小,这样,如果基金经理公司经营得当,投资组合中的股票或其它资产增值,净资产价值就会相应提高;反之,如果投资失误,净资产价值就会下降。机构投资者通过考察净资产价值的升降就可以判断自己的投资是盈利还是亏损。另外,当净资产价值增值时,机构若将手中的持份卖出,还可以获取资本增值的收益。

由于基金总是或多或少地投资于股票,所以净资产价值一般随股市走势而变动。一个好的基金通常在多头市场时其净资产价值的涨幅会高于股价平均指数的涨幅,而在空头市场时净资产价值的跌幅会小于股价平均指数的跌幅。投资者若想判断一支基金的大致表现,可以观察一段时间净资产价值的变化情况,并与股价指数的变动幅度加以对比。通过对比,可以大致确定基金表现的好坏。

另外,还可以利用净资产价值来计算基金单位份额的交易价格。对于不收费基金,例如美国的许多基金,其买价与卖价都与交易日的净资产价值相等。由于每一天中净资产价值是随

时变化的,所以在美国,规定以当天纽约时间下午四点计算的净资产价值为准。对于收费基金,则基金单位份额的卖价是净资产价值加上手续费。投资者卖掉基金持份时,基金的买回价格就是净资产价值扣除手续费,手续费一般在1%左右。

(3)利用报刊资料及投资报酬率对基金表现进行评估。有关报刊杂志经常登载基金的业绩报告及对基金表现进行客观公正地评价,有时还按照一定的标准把评估出来的基金逐一排名。投资者可根据基金的业绩报告及排名先后对基金表现进行评估,一般而言,排在前面的基金被认为是表现好或者较好的基金,而后边的则差一些。

投资者还可以通过自己亲自动手来计算投资报酬率的方法来评估基金的表现。投资报酬率越高,说明基金的表现越好,对于投资者越有利。计算投资报酬率的简便公式如下:

$$\text{投资报酬率} = \frac{\text{期末净资产价值} - \text{期初净资产价值}}{\text{期初净资产价值}} \times 100\%$$

如果投资者投资于基金,所得的利息和股息提不出来,而是放在基金里进行投资,这时计算报酬率就得把这两项加进去,投资报酬率的计算就会变成:

$$\text{投资报酬率} = \frac{\text{期末净资产价值} - \text{期初净资产价值} + \text{利息} + \text{股息}}{\text{期初净资产价值}} \times 100\%$$

3. 影响基金选择的因素

(1)基金的目标与策略对基金选择的影响。投资者在选择投资基金之前,充分了解基金的目标与策略,对自己投资的盈利状况影响很大。基金类型不同,其投资目标也不同。如成长型基金的目的是追求资金的长期成长,而收入基金则重视当期的高收入。面对一系列的基金,投资者应对照个人的投资目标选择基金,使基金的投资目标与自己的投资目标相吻合。即一般情况下,要求有正常收入保证的投资者应该选择管理良好,有盈余的收益基金,货币市场基金等。一些甘冒风险追求较高资本利得的投资者应选择成长型基金。如果投资者个人的投资目标是保证正常收入却选择了成长基金,那么在变幻莫测的股市风云中,很可能使投资者的愿望落空。

对于投资者来说,有两种可供选择的策略:其一是在成长型基金或价值型基金中选择一种主流股票基金并且希望在总体上具有连贯一致的边际优势。其二是在成长型基金,价值型基金或特别股基金中选择收益与风险在总体上都随市场显著变化的基金。投资者由于社会地位、年龄、收入水平、家庭投资和理财观的不同,因而投资者的投资目标也就有很大差异。投资者投资目标,可分为三类:①着重取得经常性效益。②既想保本又求增值。③主要追求资本增值。投资策略是为投资目标服务的,有什么样的投资目标,便有什么样的投资策略。因此,投资策略也相应地划分为保守型、稳健型和进取型三类。作为中小投资者,首先要明确自己投资目标。如果家庭资本很少,并以此为生计,就应以取得经常性效益为投资目标,采取保守型的策略;如果资本较多,可以考虑既保本又求增值或主要追求增值的投资目标,采取稳健型或进取型策略。

(2)基金的规模对基金选择的影响。基金规模的大小是投资者选择基金时应考虑的一个重要因素,特别是对于初次投资于基金的投资者来说尤其如此。基金规模较大能提供适当的多样化,既可以通过分散投资来减少投资风险,能支持有效管理的财力而不致因付管理费和经营费而花费过多的收入。资产规模过大也有很多缺点,如敏捷度、弹性及流动性就要差一些。一个大的基金,变动投资组合,往往会影响到股市走势,也会影响机动性和流动性。

一般而言,基金资产越大,投资者的投资费用也会相对减少,基金支付给经理人的保管年

费的平均率也会降低。因为经理人的保管年费一般都有一个最低的收费率,当基金资产超过某一数量之后,保管年费才根据某一个百分比收取。如果资产太小,保管年费所占比例会影响到基金的收益,特别是对收益型基金的影响更大。并非基金资产越大越好,因为基金投资守则规定基金所持有某公司的股份不得超过该公司总股份的 10%,资产规模较大的基金,较难买到升值潜力较大的小型公司股份。如果投资市场前景暗淡,基金资产不是套牢就是闲置,基金表现自然成为问题。

资产规模小的基金可能运作灵便,弹性大,能迅速从一种投资方式转移到另一种投资方式,但资产规模太小的话,也有经营不稳的弊端,如难以负担昂贵的研究分析费用,同时也容易受基金股份持有人的影响。如何确定基金资产的合适规模,不同国家具有不同的标准。英国最理想的基金资产总值在 500 万英镑上下最为合适。美国的积极成长型、中等成长型及保守成长型的基金最大资产限额为 2 亿、4 亿及 8 亿美元。中国基金的规模在 8000 万到 3 亿人民币之间比较合适。

(3)基金过去的经营绩效对基金选择的影响。投资者投资于基金的目的是为了获利,为了获利就必须对基金的经营绩效进行清楚的了解,准确的预测未来的经营绩效较为困难,但对基金过去的经营绩效进行考察作为选择基金的依据则较为可取。一般说来,表现较稳定的基金,表明它的设计是正确的,基金经理人员的投资策略是成功的。如果它的表现一向都比较好,则有理由对他将来的表现给予信任。所以,投资者应该选择过去几年或创立以来较为稳定的基金。

投资者值得注意的是,有的基金经理在宣传广告中会片面地宣传该基金的最佳表现时期,而隐藏业绩较差的时期。所以,投资者若比较基金的表现,除了与它的过去相比较,还应将之与同类基金相比较,拿它的投资业绩同有关的指数相比。在比较两种基金的表现时,应选择相同的时期。比较基金表现时要弄清各种比较数字所代表的含义。反映基金行情的数据,有的是指定时间内的升降的百分比,有些是一定的投资额在一定时间内所能获得的收益。在比较时,还应注意各基金货币的币种。如外汇市场的波动、汇率的升降会影响到基金本身的表现,可能同样的增长幅度,一种基金的收益是从市场的差价中获得,另一种是从汇价波动中获得的,比较时就不能同等看待。

此外,基金的价格变动,支付费用的多少,提供服务项目的多少等因素都直接影响着投资者对基金的选择。

二、中小投资者对投资基金的选择

1. 中小投资者对基金管理公司的选择

无论是国内的开放型基金还是封闭型基金,大多数人都了解不够,所以投资者只能对基金的管理公司进行一些选择,通过了解基金管理公司的经营业绩,来大致推断所选基金的好坏和适合自己需要的程度。选择基金管理公司的方法有以下几种:

(1)通过比较各基金管理公司以前经营的其它基金的表现来选择。一般说来,基金管理公司在推出新的基金以前,曾经管理过其它的基金。通过对以前管理的基金绩效的考察,可以大致了解管理公司的经营能力。如果以前管理的基金表现良好,说明该公司有较强的经营能力;如果以前管理的基金表现甚差,则说明该公司没有能力经营好这支基金。前者意味着公司将

会对投资者所投资的基金有一个良好的业绩,会给投资者带来较高的回报,后者则很难判定会把其所推出的基金经营的特别好,可能会给投资者带来较低的回报甚至亏损或血本无归。

(2)通过比较各公司在不同的股市态势下的经营业绩来选择。除了上述根据基金管理公司对过去基金管理的业绩来选择外,还应该根据基金管理公司在不同股市态势下的表现业绩来选择,尽管股市变动不定,但仍有规律可循,它总是时涨时落周而复始,形成一个又一个周期。考察一家基金在股市上的表现,不能只看在股价高涨时的表现业绩,更重要的是看其在股市出现熊市、狂泻不止的态势下的表现。如果在股价一跌再跌的态势下,基金管理公司的表现仍然良好,那么就说明该管理公司值得信赖,进行投资将来会带来一个较好的回报。反之,经营业绩随股市一起衰减,说明该公司的经营业绩并不能令人满意。

(3)根据基金管理公司的类型来选择。依据基金管理公司的不同经营目标,可以把其划分为稳健型、保守型、激进型三类。根据投资风险与投资回报成正比例变化的原理,可作图如下:

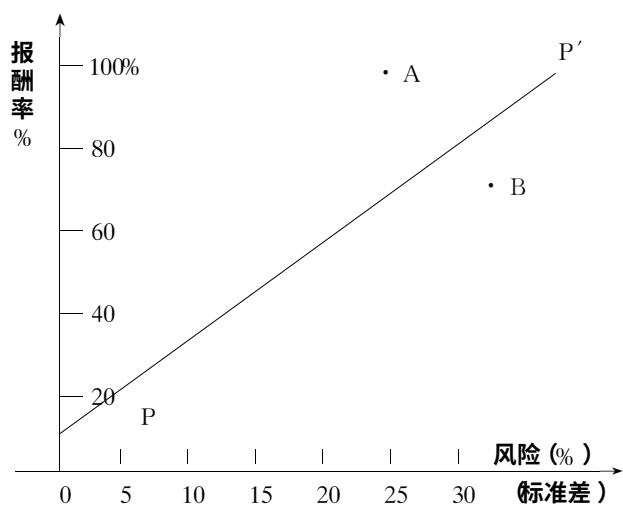


图 1.2.12 风险报酬图

上图横轴为风险,纵轴为报酬率,PP'为资本市场线,其中风险大小的程度用标准差来表示,即根据基金的每日实际净值与平均净值的差价来计算。当价格波动较大时,差价愈大,说明风险愈高;反之,风险就愈小。PP'线上为最佳绩效区,指基金运作风险低于市场平均风险,报酬率高于市场平均报酬率,PP'线以下为绩效较差区,表示风险较大,而报酬率低于市场平均报酬率。如果投资者挑选的公司被评判处于图中A点,说明该公司的经营风险较低,但报酬率高于市场平均报酬率,如果投资者投资于这类公司的新基金,可能会有较高的回报。如果投资者挑选的经理公司处于图中的B点,说明其经营风险高于资本市场,而报酬率低于资本市场的报酬率,投资者如投资于该公司的新基金,其未来的回报率,也不会太高。

除此之外,投资者在选择基金管理公司时,还应该对基金管理公司的背景、财力、规模、信誉和管理方式进行全面的了解。因为基金管理公司本身的基础是否牢固,内部管理制度是否完善,特别是基金经理人的投资经验和业务素质、管理方法及信托人、会计师、核数师的资历和经验,都足以影响到基金业绩。

2. 投资者对投资机会的选择

(1)影响投资者选择投资机会的因素。投资者在选择投资机会时应考虑以下几个因素 ①

投资金额。当投资者进行第二个基金投资时,必须有足够的“闲钱”,而且不会因此而影响投资者现在的生活标准,或者使投资者的资金调度发生困难。②空闲时间。投资者每周中一定要有一段充裕的时间去留意所投资的基金的变动情况,进而决定是否应该变更一下投资计划,是否应该马上采取这些变更行动。投资者的基金数目增加,花在管理基金上的时间也要相应增加。如果投资者每周都有充足的闲置时间,则可考虑买进第二个基金。③市场周期。当市场呈现空头,同时行情将更趋低迷的时候。正是投资者买进的良好时机,因为此时投资者可以用原先同样的资金购买更多股数的基金。投资者要安心地进行自己的投资计划,等待谷底的过去及另一个高峰的来临。当市场行情攀升时,投资者不一定非得延迟投资下一个基金,尤其是第二个基金的价格并不完全随着市场攀升时。此时选择一个攀升速度较慢的基金也未尝不可,因为它在市场行情下降时,可能表现的反而稳健得多。实际上没有人完全掌握真的高峰会在什么时候出现,如果投资者为了等待好的价钱买进,投资者可能要等待其价格波动的半个多周期,这个时间可能相当长。

(2)投资者对投资机会的选择。理论上说,低价时进行投资是最佳机会,但事前没有人能准确知道什么时候是最低价格,因此,较保险的做法是在低价时多买一点股份,高价时少买一些股份。此外,选择投资机会的另一种作法是“固定金额平均投资法”(又称为定时定量投资法)。具体作法是每隔一段固定时间就以固定金额的资产投资于某一支基金。采用这种方法,投资者可以不必太在意市场价格的起伏,在股价低时,同样金额可以购买较多的基金单位,股价高时,买进的基金单位较少。但是从长期来看,买到的基金单位会比一次花大笔资金买的多,平均每个基金单位的价格也较低。这是因为采用此法后,实际上就把基金价格变动对购买基金股份多少的影响抵消掉,在一定时期内分散了高成本认购基金的风险。

表 1.2.1 固定金额平均投资法

投资时间	基金价格	买到的股份
1 月 1 日	20	50
3 月 1 日	25	40
5 月 1 日	20	50
7 月 1 日	15	67
9 月 1 日	20	50
11 月 1 日	20	50

依据上表举例如下,假定投资人出资 6000 元,在一年分 6 次投资于某支基金,每两个月投资一次,每次 1000 元,其投资情况如表 1.2.1。该投资者一年总共买到 307 股基金,购买的平均价格为 20 元。

若该投资者一次投资 6000 元,以每股 20 元(平均价格)算,所购基金单位为 300 股,比分 6 次投资的基金单位还要少,而且,分 6 次投资实际购得的每股成本是 19.5 元($6000/307$)比市场上的平均价格还要低。当然,并不排除投资人在价格为 15 元时,一次投入 6000 元得到更多的基金单位,但股市起伏不定,无法保证在这个低价时买进。

在使用固定金额平均投资计划时,投资者所投资的金额不能太少。而只有投资在无销售费用型基金时才不会因为量小而导致高销售费用与佣金的花费。当开始投资时,要算出预计每年投资额,再减去最低起始投资额后除以最低后续投资额以决定要分多少次投资,投资间隔

有多久。然后就可利用固定金额平均投资法来投资而不管投资时价格的高低。投资时还要注意,如果投资的时间刚好在发布股利、分配资本利得前,最好是延期等到分配后再投资,以免有投资者不想要的资本利得或股利税要缴。

投资者在开始进入时,最好分批慢慢地投入,除非投资者有一次性投入大笔资金的偏好和需要,在考虑如何进入市场时,货币市场投资基金可以帮助投资者达到目标。尤其是基金的最低投资额比投资者现有的资产还多时,投资者可以先投资在货币市场的基金,以累积资本达到投资基金的标准。同样,也可以运用货币市场基金来暂存资金以备持续投资之用。

当股价下跌时,正是投资者低价买更多股份以获利的机会,而在市场高点时也不必认为在此时买股份不合时机。事实上无人知道何时是市场最高点,只有事后才知道。而如果投资者有一套系统化的持续投资法则,不管价格多少、时机怎样,都无所谓。

(3)投资者赎回基金机会的选择。投资者买入基金一定时间后,因种种原因,往往都有赎回现金的要求,这就要求选准兑现的最佳时机。对于短线投资者来说,要及时掌握市场波动的行情,密切关注基金结算的日期,以选准基金兑现的最佳时机。对于长线投资者来说,应遵循以下三条原则:

①当投资者准备赎回时,市场价格已经开始下降,投资者的赎回价未动则是最佳时机,投资者如果能预计自己需要现金的日期,最好提前一个月就考虑自己的赎回计划。

②基金是一种长线投资工具,不大适宜于作短线投机。如果市场发生短期的波动或调整,但长期走势并没有改变,投资者就不要急于兑现手中的现金。因为扣除掉赎回费用后,投资者未必有机会以有利的价格买回。但如果有其他更好的投资机会,亦不妨果断一点,忍痛割爱,立即卖出所持的基金。

③投资者手中的基金何时出售或更换,应掌握以下准则:当自己的收支状况发生重大变化时;当基金管理公司发生重大的人事变动时;当所投资基金的净资产值急剧下跌时;当整个证券市场大势下滑时。

(4)投资者退出或转换其它基金机会的选择。投资者在投资于基金以后,在管理自己的投资组合时如果某些基金的表现不尽人意,业绩平平,就应该考虑及时退出该基金或更换到其他基金上去。

影响基金退出或转换其它基金的因素很多,归纳起来有以下几点:基金表现不佳;基金原来目标发生了变化;投资者自己的财务状况发生了变化;市场的态势对投资者不利等。作为一个一般的投资者,他可能会因自己的年龄、家庭状况的变化不断地改变自己的投资目标。在他年青时,可能更愿意追求一些有风险的投资目标,中年时只是要求收入与增长并举,而到了老年就会只求获得即期收入。因此,投资者首先应当根据自己的年龄等自身状况不失时机地进行转换或退出基金投资。其次,由于基金多数都是投资于股票或债券,其表现自然与证券市场有密切的联系。如果整个证券市场的变化态势不利于投资者,就应当考虑退出或转换到如国库券、政府公债等方面。等到证券市场,尤其是股市变到有利于投资者时,再重新投资进去。

3. 投资者对第一支基金的选择

(1)利用基金筛选表进行初选。投资者在利用基金筛选表进行初选时,应注意以下几个方面:

①考察基金的历史绩效。投资者虽然只关心基金未来的收益,但是对基金过去长期资料的分析,可以大致预测到基金在未来的表现。所以在初选时应该从过去有长期良好绩效基金

中来考虑。

这里把投资基金的绩效定义为总报酬,即一段期间内每股净值的增、减加上同时期内每股股利与总资本利得。为评估基金过去的绩效,投资者可以从投资基金行业中一些独立的资讯出版物,例如统计手册、期刊、报纸中取得一些客观的有用资料。这些机构与资讯并非只把基金发布的资料收集起来,它们为了各个基金能相互比较,还将资料整理为可比较的型式。这绝不是个人自己能够取得或加以整理计算而可以得到的。

依据资讯报道公司提供的 5 年和 10 年的资料为期,以美国道琼公司每周发行的巴伦周刊的资料为准来进行分析。巴伦周刊在每季末刊出由立普分析公司所提供的投资基金统计资料,它提供了一千多个投资基金的不同绩效情况及其它资讯,同时也提供了长期以来到上季末时(含 5 年、10 年)总报酬排名前 25 名的基金名称。有了这些资讯,投资者就可以运用筛选评点系统,并且使用第一个筛选表来给每一个基金评分(见表 1.2.2)。根据基金绩效筛选表的规定,给予十年来累积绩效排名 25 名内者 25 分。给最近 5 年来绩效排名 25 名内者 25 分,在此情况下,如果能得 50 分,那么这一支基金就值得再进一步考虑是否值得投资。

表 1.2.2 第一筛选表

评选标准	得分
最近 5 年绩效排名前 25 名	25 分
最近 10 年绩效排名前 25 名	25 分
在史坦普 500 股价指数下降的 年度基金绩效超过股价指数的基金	50 分

②观察股市下跌年度的绩效。找出在股市空头时基金绩效比史坦普 500 股价指数绩效还好的基金,同时给予 50 分。在寻找的过程中发现,无销售费用型基金的绩效在空头市场年代,平均起来绩效较好,同时也可发现并非在 5 年绩效好的基金在 10 年的排行榜中也会上榜。因为 5 年的期间并不一定会经过一个股市完全低潮的时期,所以应忽略那些只有 5 年期间绩效好的基金。投资者所要考虑的是那些在股市低落时期其绩效比史坦普 500 股价格指数下跌少,甚至不跟着下跌的基金。股价上升时期基金操作好并不是一件特别值得一提的成就,虽然这也并不是每一个基金经理或投资者都可以达到的;比较值得重视的是能在股价滑落时避免或减少基金损失而获得真正长期的投资成就。

(3)评估基金组合经理。通过以上两个步骤以后,还要从基金经理身上来比较三项特性以缩小范围(如下表)。

表 1.2.3 基金和基金经理筛选表

评 选 标 准	得 分
基金经理和创造基金优良记录的经理是同一人	50 分
基金资产有 20% 或 20% 以上的现金	25 分
基金净资产低于 10 亿美元	25 分

实践证明,大约有 $1/4$ 的基金能达到投资者对基金要求 5 年或 5 年以上的绩效比股价指

数优异的成绩。那些能达到的管理者,通常都放弃了一些在短期有好绩效而且排名能够靠前,但从长期来看却不一定有好绩效排名不一定靠前的风险承担方法。在市场反转时能有领先绩效的基金通常在3—5年期间绩效常不能名列前茅。

通常基金的投资政策取决于董事会的决定,而且基金公司在与基金的投资顾问签定合同时也要求基金投资公司有义务执行此项策略。但是这一政策是由基金经理来转换成每日的操作决策,也由基金经理负责成败责任。因此,基金经理的素质对于投资者选择第一支基金来说,就显得非常重要,找出保持良好绩效的基金经理人与寻找现在的经理人同样重要。由于证监会和投资公司都没要求基金经理人不能更换,而且在公开说明书中基金不会注明也不愿注明,因此在投资者向基金索取资料时必须询问清楚该基金历年所有经理人的资料。

假如投资者发觉建立基金优良记录的经理仍在操盘,投资者就可以大胆地假设该经理以后也可以同样的应付市场变化而保持同样的绩效。当然,也无法保证该经理一定会有好的成绩。不过除非基金规模过大或者市场环境变得让该基金经理不熟悉而不知如何应付。如果发现是一位新基金经理,那么最好舍弃这一基金。因为对一位新人而言,投资者无法取得有关的资料来判断该基金经理对付各种不同环境的能力。

④考察基金资产的配置。基金公开说明书描述了基金的投资政策与目标,也说明了这一基金是寻求收益、资本增值或二者兼顾的基金。同时,也会指出基金可能买的证券种类,以及它们的最大数量与最低数量限制。在这些原则指导下,基金经理必须决定如何适应市场状况的变动而妥善地分配基金资产于现金或各种不同的证券之上。

资产配置情况在一定意义上决定了一支基金在多头市场时基金净值增加的程度以及在空头市场时基金净值受损的程度。有资料表明,依产业的不明,有25%到60%的股票变动可归因于总体市场的因素。为了降低这种市场风险,基金经理会以投资不跟股票波动同步的其他资产(主要是准现金,也可以用固定收益证券、可转换证券等)来降低基金资产组合风险。

投资者如果了解基金资产配置的情形,就可以了解基金经理为达成基金目标所愿意承担或能够承担的风险程度或类型。如果投资者发现,一个基金投资在现金的资产已经达到基金资产20%的上限比例时,投资者则可以判断,如果这一基金仍会达成其目标,则选择的股票必有高利,而且这一基金所承担的风险也较小。故此基金是投资者所要选择的。

另外一种极端的情况是,假如有一支基金将其基金资产几乎全部投入普通股,而且绩效也很好时,投资者可以确定这支基金经理虽然成功,但是承担了很大的风险。如果它的资产配置不改变,在空头市场来临时的绩效可能就会很差。

依据不同时期的公开说明书或期刊、报纸对基金资产配置的报道,投资者可以找出一支基金是如何应付变动中的市场风险的。此外,投资者也可以把每日该基金净值变化趋势曲线与股价指数曲线相对照,如果股价指数变动幅度大,基金净值变化稳定,那么就可以判断该基金的现金保存率高。

⑤考虑资产的规模。基金的总净资产同样是投资者考虑的重要因素之一。如果股票基金的规模过大,那它在市场涨跌变动时就有翻船的情况发生,很难操作得较好。一个上10亿资产的基金,当其要购买股票时,绝对不可能在不引起市场价格上升的情况下集中购买某一公司的股票。同理,当它要卖出手中的股票时,也不可避免地会引起市场价格的滑落。同时,由于有这么庞大的资产,基金也可以很容易地从股份的取得来控制规模较小的公司。

由于大型基金必须将其资产分散于很多产业与公司上,因此,其报酬率只会在平均水准而

不会高。而投资者所要追求的是高于平均的报酬,因此必须对长期投资的对象予以规模上的一些限制。投资基金的规模最好在 10 亿元以下。

投资者可以从很多的统计资料中看出规模大小与资金绩效的关系,除了少数例外的情况,规模大的基金比规模小的基金绩效还差。投资者要考虑的是一般性指导原则,而不是去赌特殊情况 因此,选择规模低于 10 亿元的基金而且其绩效超过平均绩效的概率比选择基金规模大的机会大。

(2)投资者对初选结果的处理。

①可能出现的三种情况,投资者运用上述提到的两个筛选表来进行筛选时,其结果可能会出现三种情况:a. 有一支明显合适的基金出现。b. 没有合适的基金。c. 有一个以上合格的基金可供投资者选择。

②有一支明显合适基金的情况。筛选的结果正好有一支基金符合筛选条件,那么投资者就应该准备投资,选择合适的投资机会,并在投资后关注其发展动向。

③没有合适的基金。如果投资者找不到合适的基金时,就应放宽条件,采取下列两种方法继续筛选:a. 把筛选的期限往后延伸,直到下一季的基金统计资料公布后就有新的候选基金名单可以应用。再用同样的筛选过程来找出合适的基金以投资。在此期间,可以把资金暂时投资在货币市场基金上。b. 放宽及格标准。只要是绩效排名前 25 名的基金,如果只有一个筛选表没过,也认为它通过,或是加总两表的得分找出分数最高的基金 将候选入筛选程序的基金绩效排名放宽至 30 名或 50 名之内。

④有一个以上的合格基金可供投资者选择。假如经过筛选的过程产生了一个以上的合格基金可供投资者选择,应按如下考虑:为了保证第一支基金使投资者安心,必须比较基金的风险程度和投资者所考虑的基金控制潜力,选择风险程度适中而且能够在相应的风险程度下有最大获利潜力的基金。

评估风险水准可用下列 3 项指标:a. 在最近一次股票市场下跌的年度里,基金的总报酬,基金是否有正的报酬?若无,它对股价指数下跌比率好多少。b. 在最近一期的季报中,基金投资在股票的百分比。c. 基金所拥有股票的公司数。公司数较少的基金比公司数多的基金波动性大,即风险较大。获利潜力可以用最近一期的基金绩效排行榜作为评估依据。如果排行较前则获利潜力大,如果基金在排行上相差不多,则最好再找它们在股市不好时的绩效排行,以判定到底哪一支基金是真正的好基金。

(3)投资者复选时应考虑的主要因素。利用筛选表把不合格的基金淘汰掉,只是基金选择的第一步,第二步还要在淘汰后剩下的基金中选择出比较好的基金。但是在准备实际投资之前,投资者还应针对下列各点深入研究各种基金。为方便投资者进行第二步选择,现列表说明:

表 1.2.4 基金复选步骤

考 虑 项 目	基 金 种 类					
	A	B	C	D	E	F
1. 过去的经营绩效						
2. 潜在的经营绩效						
3. 资产组合						
所购证券有几种						

证券所属产业有几种						
4. 基金操作						
经营动机						
经营手段						
操作费用						
购回费用						
5. 可能的陷阱						
新成立,无经验						
有官司在争讼中						
6. 其它考虑						
资本利得的分配						
股利分配						
购买及赎回						

上表每栏的设计是用来填写每种基金的有关资料。利用这种简易的方式,投资者就可以把每个基金进行全面的比较,以便投资者选择。在讨论复选过程所列的各个因素之前,首先应衡量每一项的重要性。1—4项是正面因素,这些项目所得的结果越好,说明这个基金将更适合投资者的目标,第一项是最重要的,第四项是最不重要的,第五项是可能导致基金经营不良的陷阱,第六项是其它应考虑的因素,尽管这些因素并不重要,但作为投资者必须知道。

(4)投资者选择基金时可能遇到的陷阱。投资于基金可能遇到的陷阱包括以下几个方面:未上市的股票、期权交易、卖空、新基金、争讼、是否上行情表等。一般规定,前三项都应在公开说明书的投资限制栏目中加以说明,第四项看其是不是新基金,主要看其从什么时期开始向大众募集资金,当然也可以从其公开说明书中找到。第五项基金是否有与人争讼,一般也要在公开说明书中载明,而基金的净资产价值,有没有列上行情表,找一下有关的报纸即可得到。现就以上几个方面分别加以说明。

①未上市的股票。这种股票由于不符合证券交易所规定的上市条件,而未能予以登记注册。未上市股票不能在证券交易所内出售,只能由发行股票的公司直接卖给投资者。一般规定这种股票通常在持有两到三年以后才能转手出售,所以买这种股票的风险很大。

②期权交易。有些基金把资产投资于期权交易,这是指在特定时间内以特定的价格买卖某种股票的权利。期权交易的权利,不是股票本身。期权交易既有利也有弊,主要在于如何运用。如果是利用期权交易来减少风险,那么应该考虑,如果是用来增加基金的投资组合而借贷则是不可取的。

③卖空。卖空是一种特殊的股票操作技术,投资者在股市看跌情况下,先融券卖出股票,等股票下跌到一定程度时,再补回获取利润。这种操作风险很大,一旦判断失误,将会遭受很大损失。有些基金允许基金经理做卖空,但一般来说,做成功的为数不多,所以投资者在复选时最好不要考虑那些做卖空的基金。

④新基金。新基金是指那些上市不到一年的基金,这种基金是没有经营业绩可查的。表现会怎么样,无从知道。也很难预测,最好的办法是观察一个时期。有时一些基金经理公司推出一些新基金,很受欢迎,而且也证明这种新基金的表现确实不错,如果有同样表现的,而且有

良好的业绩记录,投资者也可优先考虑这样的基金。

⑤争讼。有些基金或基金经理与他人有法律纠纷,投资者必须密切注意,因为这种争讼,有时与基金无关,有时会直接或间接影响到基金的收益。最好先搞清楚原因以及可能对基金造成的影响,如果会对基金造成反面影响,最好不要选择这支基金。

⑥行情表。经过精心地挑选,其结果必然是这些基金都会在有关的评估部门评估榜上有名,排得上行情表。如果投资者选择的基金在行情表上没有,则将无从观察该基金的表现,至于何时追加投资,何时退出,都难以决断,所以投资者应重新考虑该基金是否合适。

(5)利用投资顾问买卖基金的好处。购买基金除了直接到基金管理公司认购外,也可以通过投资顾问公司选择认购。利用投资顾问公司买卖基金的好处在于:

①由于对基金管理公司的各种情况掌握有限,个体投资者较难直接从基金公司方面获得符合本身需要的投资方案。基金公司也由于人力与时间所限,无法照顾到众多对基金常识了解不深的投资者,于是便委托投资顾问公司为代理人,服务零售客户,投资顾问公司作为帮助投资者选择基金的参谋。投资者可以透过这些公司,选择最符合自己需要的目标基金。

②顾问公司除了可作为买卖基金的中间人,为投资者的投资活动出谋划策外,亦可为投资者进行资金管理、基金户口管理、安排离岸私人信托、海外物业投资等,还可以为投资者设计投资组合,把投资者有限的资金合理地安排在不同的投资工具上。

③由于基金报价时间与购买时间的差异,基金的真实购价与报价也不完全一样。若投资者仅依靠一些公开性文件及基金报价再去投资基金,待到真正购买或卖出时,因出价与市价差别太大而无法以最满意的价钱成交。如咨询顾问公司,便能得到较及时的资料,在决策上可能会更为准确和有效。

4. 投资者对海外基金的选择

(1)投资者怎样选择海外基金?海外基金即境外基金。这类基金为了吸引全球各地的投资者,多数在采取免税的小国或地区,如卢森堡、百慕大、开曼得海峡群岛等地注册。这些地区对个人投资的资本利得、利息及股利收入都不征税,许多基金都愿意落脚于此。

海外基金的投资范围及标的相当广泛,按投资标的来划分,可分为股票市场基金,货币及债券基金,黄金市场基金等。股票市场基金投资于单一国家股市或多国股市,货币及债券市场基金投资于各种债券或各国货币,黄金市场基金则投资于金矿股票、黄金现货、黄金期货等。按投资地区来划分,海外基金可分为国家型基金,全球型基金。

投资者应按照有关标准来选择海外基金。首先应当找到有关的资料,观察每个基金前一天的收盘价,并进行逐日比较,从而了解各种基金的涨跌态势,看其表现。

投资者还可以利用报刊杂志上刊登的行情表来选择海外基金。行情表包含下列内容:如基金名称、净资产价值、卖价和价格变动率。投资者通过看行情表,可以知道上述变化。此外,在基金名称的后面,可能有一个小的英文字母,如果是 r ,表示这个基金收取卖回持份时的手续费。 x 表示这个基金刚发过利息和股利,因利息和股利是从总资产中拿出来发放的,总资产必定减少,净资产价值会随之减少,如果净资产价值因配息配股而下跌,这与基金的表现无关,不必担心。 f 表示昨天价格不详,所列为前天价格。

(2)投资者对海外基金的评估。投资者对海外基金的评估可采用如下方法:

①逐日比较涨跌。对行情表有所了解后,投资者就可以逐日比较各个海外基金的涨跌情况,大致了解基金的表现。首先找到行情表,研究价格变动栏目,把上涨的基金列出来,再把上

涨的基金相互间进行比较,其中净值最高而销售费用最低的就是最好的,也就是投资者应该选择的基金。

②依照投资者能够承担风险的类型来选择。如果投资者较为保守,不愿承担太大风险,就不应该挑选积极成长型基金。如果投资者只是为了追求资本利得最大化,那就应该把货币市场基金排除在外。海外基金同样可以分成不同的类型,而且能够在行情表上反映出来。如写有现金字样的,多属货币市场基金;有高收益字样的,多为债券基金;有收入字样的,多为收入型基金;有成长字样的,是成长型基金;有资本增值字样的,多为积极成长型基金。

③谨慎对待基金推销代理。有些海外基金在一国销售其基金持份是通过销售代理进行的。他们一般有关于该基金的介绍资料,投资者可以通过他们了解这类基金的情况,但投资者必须注意,不能轻易相信他们的过分宣传,最好能找到佐证的材料。如果他们推荐的基金在行情表报告中找不到,投资者最好不要冒险投资。如果行情表上有,也要看看是否像代理说得那样好,然后再决定是否投资。

(3)投资者购买、退出海外基金的程序。投资者选择好了某支海外基金并对此进行了评估,决定购买时,其程序如下:投资者决定投资并动意申购,然后自行填写申购函,并到国内外汇银行结汇,再把款项以银行或个人支票方式寄到海外基金经理公司的指定账户,或由银行的书信或电报通知经理公司,表示银行已收到投资者所投资的款项。经理公司收到款项的10天内,会先寄给投资者一份单据,以资证明,并在一到十二周内将受益凭证汇寄给投资者。在受益凭证上记载投资者申购的金额、当时基金的净资产价值和买到的单位数。如图1.2.13。

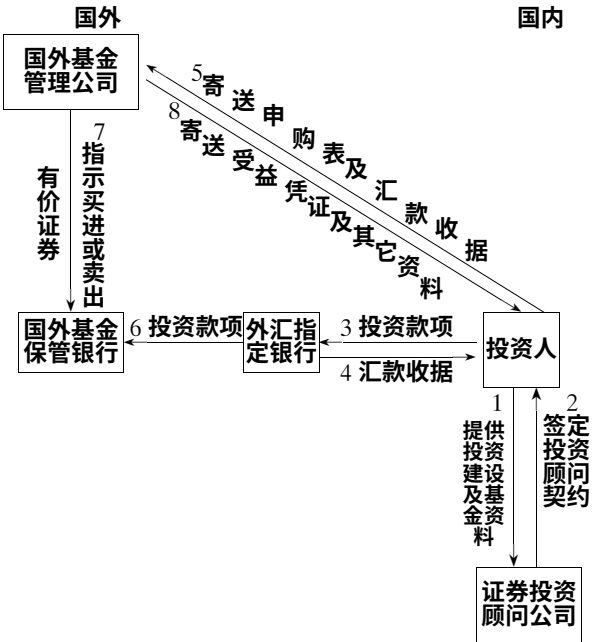


图 1.2.13 购买海外投资基金的申购手续

一定时期后,海外基金就开始发放股利并以记名支票的方式把投资者应得的股利寄给投资者,投资者再到指定的外汇银行进行兑换本国货币。如图1.2.14:

如果投资者要把受益凭证或股份赎回给基金经理公司兑现,可以向在本国的代理推荐机构索取申请书,并按要求填写连同受益凭证寄往经理公司,等买回完成后,基金经理公司将在

七天内把价款以支票的方式寄给投资者。完整程序如图 1.2.15：

购买海外基金的好处是没有税的负担,所以获利不会打折扣。但是购买海外基金的持份应特别注意汇率问题,特别是近年来,汇率变化使人难以预料,如果基金的获利因为汇率的变动而最后抵消掉了,或者有可能造成成本的损失,那就得不偿失了。

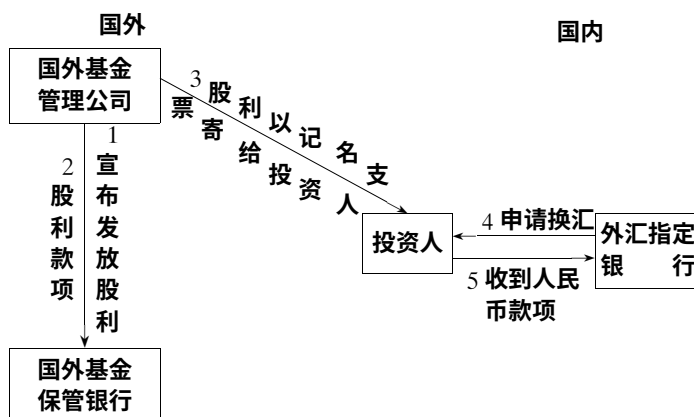


图 1.2.14 海外投资基金的分配手续

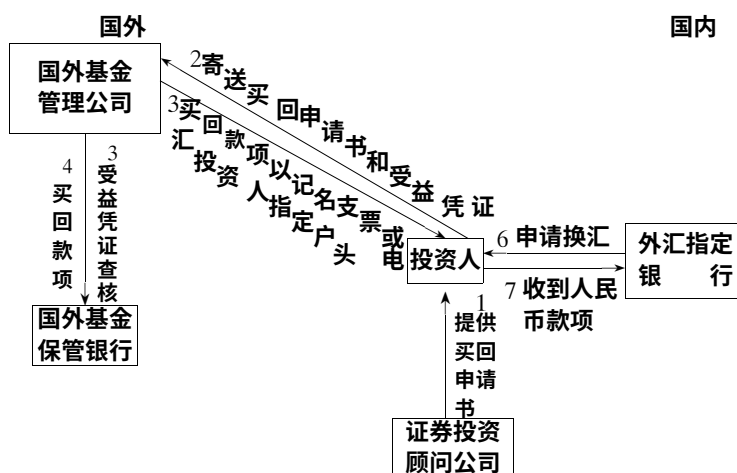


图 1.2.15 购买海外投资基金的买回手续

三、中小投资者的投资组合

1. 中小投资者的投资组合及管理

(1) 中小投资者如何建立自己的投资组合？基金作为机构投资者要建立投资组合,同样,购买基金的投资人(受益人)也可以对基金进行挑选,从而建立起基金投资人的基金组合。

投资基金就其实质来说就是一种投资组合,其运行的性质就是为了达到特定的投资目标

而降低投资风险。一般说来,某种投资基金在创立时就基本上确定了其大致的投资组合,以适应于该基金的既定的投资目标,投资目标的区别就形成了不同种类的投资基金。这正是基金投资人选择基金、建立基金组合的基础。

前述可知,投资基金如同其它任何一种投资方式一样,存在着一定的投资风险,尽管基金已经通过其专家管理、组合投资等尽可能分散风险。因此,投资人同样不应把其全部可投资金都投入到同一个基金里,而应尽可能地把资金按投资目标分散投资于不同的基金,从而形成投资人个人的投资组合。

投资人在建立自己的基金组合时。首先应该掌握如何评价各类基金的表现,然后以评价结果和投资目标为基础选择基金,构成基金组合,以后还需根据情况的变化适时地进行调整,最终达到通过基金的有效组合与管理,实现最大收益和投资目标。

基金组合的建立和调整应根据投资者个人的投资目标和基金的目标而定,尽可能做到两种目标的吻合。成长基金,预期收益是随时间的推移而使资本增值,通常投资于普通股票;成长及收入基金,主要注重于预期资本增值,也兼顾预期股利收入。该类基金投资于股利较多的股票,以及少量优级债券;收入及成长基金,主要目标是预期股利和债息收入,次要目标是预期资本增值,这类基金采用股利稳定的股票与债券组合;固定收入基金主要投资于各类债券、优先股股票、可转换债券及其它付息证券,以达到获取相对稳定的当期收入的目的。投资人应根据个人的投资目标、可投资金数量和不同类型基金的运行特点,投资方向,结合具体基金的评价结果确定个人的投资组合。为了便于投资者进行投资组合,现通过表格举例如下:

表 1.2.5 投资基金组合表

目 标 比 例	成 长
40 %	股票基金或积极成长基金
30 %	一个或一个以上的成长及收入基金
20 %	利息率高的债券基金或固定收入基金
10 %	货币市场基金或银行存款
目 标 比 例	成 长 及 收 入
50 %	成长及收入基金
20 %	成长基金或积极成长基金
20 %	债券基金或固定收入基金
10 %	货币市场基金或银行存款
目 标 比 例	收 入
50 %	一个或一个以上的收入及成长基金
25 %	债券基金或固定收入基金
25 %	货币市场基金或银行存款

(2)投资者对基金组合管理的方法。对基金组合的管理可视投资人的时间多少而定,其基本方法如下:

- ①根据基金表现随时调整基金组合;
- ②根据基金经理的人事变动调整投资组合;
- ③根据基金资产配置的变化调整投资组合;
- ④根据基金资产的增减来调整投资组合;
- ⑤根据基金投资目标的改变来调整投资组合;
- ⑥根据投资费用的变化调整投资组合。

2. 投资人对基金组合的调整

(1)投资人根据基金表现调整投资组合。投资人须每隔一段时间就考察一下自己所投资的基金的NAV变化情况,基本掌握基金净值的走势。既可以利用有关报刊上固定登载的基金行情表,也可以从基金管理公司直接了解该基金的NAV数据,进行逐一比较,以把握行情。留意基金的表现,定时分析基金走势,可以确定是否选对了与个人投资目标相吻合的基金以及表现好的基金,有利于及时调整基金组合。

(2)投资人根据基金经理的人事变动调整投资组合。依据国外基金运作的有关经验,基金经理的人事变动有时会影响到基金的表现,特别是在基金表现不错的时候更换人员,就不是一个好兆头。研究结果表明,更换基金经理而使基金表现得到改善的情况并不多见。当然,对于那些表现奇差的基金而言,经理人事变动说不定是改善基金表现的契机,应当仔细分析判断。我国基金尚处于草创阶段,距规范化管理还有较长的路要走,基金经理的人事变动会比较频繁,也应注意加以分析。

(3)投资人根据基金资产配置的变动调整投资组合。基金资产配置指的就是基金的投资组合,即基金投资于不同的有价证券及留存现金的不同比例。基金资产配置的变化当然会影响基金的投资绩效。一般而言,各个基金会根据不同的目标和策略设计不同的投资组合,多数基金的投资组合情况都要在公开说明书上载明,未经受益人大会同意,一般不能更改。但也有少数基金没有严格执行。因此,投资人必须注意基金资产配置的调整,相应调整个人的基金组合。

(4)投资人根据基金资产的增减调整投资组合。基金资产的变动是由两方面的原因引起的,其一是投资得当,资产增加;投资失误,资产减少。其二是投资人投入新资金或退出基金。当基金资产减少以至基金规模过小时,投资人最好考虑退出。因为规模过小的基金分散投资的能力有限,自身也难以负担庞大的研究分析费用等固定成本。然而,当基金规模过于庞大时,也会影响到投资表现。这是因为规模庞大的基金往往持有大量股票,当这些股票行情看涨时,如果基金管理公司乐于抛出,那么相对而言是较容易的,但是,当这些股票行情看跌时,或某家公司处于衰退状况而公众都在争相抛售其股票时,规模过于庞大的基金往往反应迟钝,难以很快卖掉所持有的大量这类股票。因而对基金资产的变动及基金规模均应慎重分析,进而加以调整。

(5)投资人根据基金投资目标的改变调整投资组合。当资金市场多样化,投资对象繁多时,要注意基金目标的变动。一般而论,投资目标决定投资对象,相应地,投资对象有变化,也会影响投资目标。投资目标与基金投资组合紧密相关。如果基金的投资目标因故改变了,投资人有必要重新衡量该基金是否符合个人的投资目标,从而决定是否调整个人基金组合。

(6) 投资人根据投资费用的变化调整投资组合。投资基金可分为收费与不收费两种。投资人有时会发现本来声称不收费的基金转变成收费基金,或收费基金提高了其收费标准。这时,已经投资于这种基金的投资人如果要增加投资,势必要多支出一些费用。投资人如觉得多支付这些费用不合算,就应考虑停止继续投资这类基金或干脆退出。

总之,投资人在建立了自己的基金组合后,还应密切关注基金的表现和变化,特别是不能忽略那些影响到投资人预期目标实现的因素的变化,以便适时地进行基金组合调整。

四、机构投资者对投资基金的选择

1. 机构投资者与投资基金的关系

(1) 机构投资者投资于基金的好处何在? 投资基金最初主要是中小投资者参加投资,最近几年,许多大的机构投资者也加入了这个行列,主要是信托机构、雇员退休基金会、各种奖励基金会、保险公司等。在美国,这些大的机构投资者已持有全部基金资产的 37% 以上。在机构投资者中,有很大比例是企业。许多企业在其经营过程中,并不是运用全部资金,而是通常把一小部分资金用于合适的证券投资,投资于基金后,企业不仅可以稳定地取得高于银行存款的收益,同时,企业财务主管可以把更多的精力用于企业财务的管理、分析和决策。由于基金证券可随时出售,企业财务可以更有效地管理现金流动。作为自身拥有投资管理机构的金融性公司来说,投资基金也有很大的吸引力,这些公司可以把基金作为另一种选择,把一部分资金投资于基金,使他们有更多的时间和精力运筹其它投资工具,以使股东的财富最大化。

(2) 机构投资者的特征。机构投资者与一般中小投资者相比,具有许多不同的特征。与此相应,机构投资者与投资基金的关系同一般中小投资者与投资基金的关系相比也有许多不同的特征,具体表现在以下几个方面:

① 机构投资者最显著的特征就是资本实力雄厚,拥有比一般投资者数额大得多的投资资金,可以持有数量很大的基金受益凭证或基金持份。

② 机构投资者更具有投资理性。也就是说,机构投资者在投资过程中其投资性一般大于投机性,而不像许多小投资者一样有很强的投机性。

③ 机构投资者在投资于基金时,更注重长期收益,而不像许多小投资者一样重视短期收益。因此,机构投资者更关心基金的长期表现,更注意基金的长期增长。

④ 由于资金优势,机构投资者更能够施行投资组合管理,更有条件把资金投资于不同类型的基金。比如,可以分散投资于成长型基金、成长收入型基金和收入型基金,并根据投资目标而确定投入各种类型基金的投资比例。因此,投资的风险性更小,获得收益的可能性更大,而一般中小投资者则不具备这些优势。

⑤ 机构投资者一般不受基金最低投资额的限制。由于不同的基金之间最低投资额有很大的不同,许多小投资者其投资数额可能达不到一些基金的最低投资额,而不能够投资于该基金。这样,机构投资者比小投资者有更大的投资选择性。

(3) 机构投资者的种类。投资于基金的机构投资者一般分为以下几种:

① 信托机构。信托是指依照一定的目的,将自己的财产、资金委托他人代为管理和处理的行为。在市场经济不断发展的条件下,人们为了有效地经营某种经济事务,以达到预定的目标和经济效益,在自己无力兼顾的情况下,把自己拥有的财产或资金委托给有能力的和可以信赖

的部门去处理,而处理这种业务的机构就是信托机构。

信托分为贸易信托和金融信托两种。贸易信托是指经营商业性质的委托代理业务,金融信托是指经营金融委托代理业务的信托行为,它以代理他人运用资金、买卖证券、发行证券、管理财产等为主要业务。信托业务的主要关系人有信托人、受托人和受益人。信托人是提出信托并向受托人授权的人,是设定信托时的财产的所有者;受托人是接受信托并按约定的信托条件,受权对信托财产进行管理和处理的人;受益人是信托人指定享受信托资金或财产经营管理后产生的利益的人,受益人可以是信托人,也可以是他人。

②各种社会基金组织。一般意义上的基金是指专门作某一项用途的资金,即专款专用。基金根据其用途不同可以区分为若干种,如退休基金、各种奖励基金、后备基金、储备基金、养老基金、医疗基金、待业基金等。这些社会基金的组织、设立、筹资的目的非常明确,用于与本事业有关的事务,保证其资金的购买力,抵销通货膨胀的负作用。因此,这类机构投资者的资金实力非常雄厚,其资产总额非常庞大,但其投资于投资基金时非常注重投资的安全性,几乎没有任何投机性,也非常注重投资的长期收益,是最典型的机构投资者。

③保险公司。保险公司可用其筹集的保险资金投资于投资基金,由于投资基金具有风险分散,收益可观的特点,因此非常适合保险公司投资,保险公司利用投资基金可使其资产保值增值,并且这种投资非常安全可靠。保险公司作为机构投资者,具有资金实力雄厚的特点,并且保险公司注重投资的长期成长和收益,投资的短期性、投机性很少。

④各种类型的企业。一些效益比较好的企业把一部分富余资金投资于投资基金,这样,企业既可以防止这部分资金由于通货膨胀而降低购买力,又可以定期取得高于银行存款利息的收入,还可能获得意外的资本增值。企业作为投资基金的机构投资者,其资金数额一般不是很大,因为它必须首先维持企业正常的生产经营需要,而且企业的投资目标也多种多样,有的注重当期收入,有的注重资本增值,有的注重长期收益,也有的注重短期收益,有的则投机性非常强,而且企业投资于基金的投资目标也会经常改变,企业由于其生产经营状况的变化,财务状况也经常发生变化,在投资目标改变的同时,投资组合也经常发生变化。因此,企业作为投资基金的机构投资者对其的影响是多方面的。

(5)基金的发展对机构投资者的重要意义。机构投资者的参予无疑对投资基金的发展起到了极大地推动作用,反过来讲,基金的发展,又对机构投资者的资产保值增值产生了巨大的作用和深远的影响,这种作用和影响可通过以下几点来说明:

①基金可以使机构投资的风险分散。机构投资者虽然一般都有数额庞大的资金,但其资金一般都有专项用途,许多机构投资者的目的除了获取收益外还在于使其资产免受通货膨胀的影响以保持购买力,同时,许多机构投资者担负风险的能力是很有限的,而投资基金恰好具有分散风险的特点,它投资于不同的股票,不同的证券,也可投资于货币资金市场,能够极大地降低投资风险,满足机构投资者的需要。

②投资基金比一般机构投资者更具专业性。投资基金其实也是机构投资者,但它是一种特殊的机构投资者,它与一般机构投资者相比,具有更强的投资专业性。投资基金是由专业投资经理管理和操作的,他们具有专业知识,分析证券市场和资金市场行情,对基金投资组合作出明智选择,制定切实可行的投资计划,根据市场变化及时调整投资策略,可以为投资者争取最高的投资回报率。

③投资基金的投资目标更符合机构投资者的需要。投资基金尽管有多种类型且每种基金

的投资目标不同,但总的说来,基金通过分散投资、资金组合管理,可以大大降低风险,同时获得可观收益,因此,基金更适合长期投资,而机构一般都是较理智和稳健的投资者,他们非常愿意投资于既分散风险,又能长期成长获益的投资基金。

2. 机构投资者对投资基金的选择

(1)机构投资者对投资基金的初选。机构投资者由于投资数额较大,因此,投资前要慎重选择。选择的过程可分为两步,第一步是初选,第二步复选。初选时应注意下列问题:

①与基金有关的法规。在证券投资较发达的国家和地区,一般都订有较严密的法律来规范各种投资行为,如一般的证券交易法、证券法、投资法以及信托投资管理法等等。如果基金的设立、运作、投资行为不符合当地的法规,投资人的资金和收益当然得不到保障。所以,在挑选基金之前必须熟悉该国和该地区的有关基金、证券投资方面的法律法规,并将所有与基金有关的资料查阅一遍,以核实其是否合法,做到有备无患。例如在美国,投资法规定,公司持有的共同基金必须在美国证券管理委员会登记后才能在美国合法销售,这样就可最大限度的保护基金投资者,因为证券管理委员会对申请登记的基金的审核非常严格,在登记后可以随时检查监督指导,有权要求共同基金将其有关资料确切载明于公开说明书中,如有遗漏或说明不符合规定的情况,该基金就不得销售。因此,当有机构投资于美国共同基金时,应该首先明确该基金是否向美国证券管理委员会登记过,并且还要注意,美国各州对基金的发行和运作规定不完全相同,有的基金在一个州可以销售而在另一个州可能不允许销售,投资者必须明确这些。机构投资者尤其要注意有关机构参予基金买卖的规定,有些地区对于机构参予基金有特殊规定,所以,机构必须首先了解有关规定,以避免因违反规定而遭受损失。

②基金的特征。如果基金的特征不适合机构的投资目标则可将其排除在外。比如,如果机构投资是希望得到经常性收入,那么挑选时就应排除那些成长型基金,而如果机构是希望得到长期增长利得,则应排除收入型基金。再如,基金规模大小不同投资的结果亦不同,各有利弊。规模小的基金,经营灵活,运作灵便,弹性大,能迅速从一种投资方式转移到另一种投资方式,可能获得较高的收益,但规模较小的基金一般各项费用较高,也容易受人操纵,有经营不稳的弊端,难以负担昂贵的分析研究费用,容易受基金持有人的影响,假定某机构拥有基金一定比例的份额,一旦该机构想把持有的份额卖掉兑现,基金必然要卖掉投资组合中的部分股票或其它证券资产,才能取得资金付款,这样就有可能牺牲一部分赚钱的股票而影响基金的收益。特别是在市场波动较大时,因其基金资本不雄厚,能购买的股票种类有限,投资风险较难分散,很容易发生亏损,而在市场看好时,也因其资本较小,规模效应受到影响,因此绩效比资本雄厚的基金为差。资本额较大的基金与之相反,资产规模过大极易丧失其敏捷的反应能力,流动性差,会使基金经营不顺畅,在某些情况下,会增加风险,一个大的基金,变动投资组合往往会影响到股市的走势,这是基金经理所极力避免的,这也就影响了基金的机动性和流动性。

③基金是否分散投资于不同的产业。投资基金最大的优点就是广泛地投资于不同的产业。分散投资,通过一定的投资组合来减少投资风险,使投资基金的收益更能接近市场和平均利润,而投资于单一产业的特殊基金虽然可能获得较高的利润,但与此同时,较高的风险也紧密相随。分散投资不仅指投资于不同的证券,如股票、企业债券、政府公债、国库券等,同时也指投资于不同的产业,如化工、能源、电子、建筑、房地产等,这样才可避免由于某一行业的变动而遭受高风险。当然,也有一种产业基金,又称特殊基金,将资产投资于同一个产业或有产业关联的企业中,这种集中地投资于单一产业,有时确实可以获得极高的利润,但是,某个产业的

发展前景如何是非常不确定的,尤其是在科学技术飞速发展的今天尤为如此,将全部资产投资于此,风险也就无法分散。所以产业基金的表现往往是大起大落,不论对个人投资者来说还是对机构投资者来说,这种高风险的特殊基金都是不太合适的。

④基金是否有过高的隐蔽性费用。有些号称不收费基金确有后收的名目繁多的手续费、附加费,应引起注意,因为机构投资数额较大,各种费用的绝对额也较大,虽然最后的选择要以基金的绩效为基础,但在基金的绩效相同的情况下,应尽量选择销售费用低的基金,选择前应仔细阅读公开说明书及有关资料,明确其收费情况,特别是一些隐蔽的收费。

(2)机构投资者对基金的复选。经过初选,可以把明显不符合自己需要的基金淘汰掉,然后对剩下的基金进行更为仔细、更为慎重的考察,选出适合自己需要的基金。对基金进行复选时应考虑下列因素:

- ①基金过去的经营绩效;
- ②基金潜在的经营绩效;
- ③基金资产组合效率的高低;
- ④基金操作情况;
- ⑤基金可能存在的缺陷;
- ⑥其它因素。

3. 机构投资者的投资策略

机构投资者的投资策略有以下几种:平均成本投资法、固定比例投资法、适时进出投资法;更换操作投资法、分散投资策略等。下面分别介绍这五种投资策略。

(1)运用平均成本法投资于基金。该方法适合于作长期基金投资时采用。所谓平均成本,是指以平均价格认购基金单位。这种投资策略的做法是,每隔一段固定的时间,比如一个月、一季度或半年,以固定数额的资金去购买某种基金单位数。由于基金单位价格是经常变动的,因而每次以相同金额购买的基金持份的数量是不一样的,当价格较低时,可以买到较多的基金持份,而当价格较高时,只能买到较少的基金持份,因此,如何选择适当的时机投资于基金,避免以较高的价格投资于基金的风险就成为一种投资策略,而当投资者采用平均成本投资法时,实际上就把基金单位价格的波动对购买基金持份的影响抵消掉,在一定时期分散了投资基金以较高价格认购的风险,长期下来,就降低了购买每个基金单位的成本。

实践证明,以同样资金认购基金单位,采用平均成本法所能买到的基金持份往往比一次性投资所能购买的基金持份多。有些投资者总是习惯于一次性把所有资金投资于某一基金,如果正好遇上价格下跌则会被套住,只好等到基金回复到原来的价位,才能脱手解套,结果白白浪费了几个月的时间。如果使用平均成本投资法,一部分资金虽被套牢,但在低价位时可以有相同的资金买入更多的基金持份,等价格反弹至当初的价位时,投资者就已经赚取了一些差价。

采用平均成本投资法还需具备以下两个条件:一是投资者必须做长期投资的准备,持之以恒、连续不断地进行投资,如果时间较短,这种策略的优势就发挥不出来;二是投资者必须有相当数额的稳定的资金来源,可以经常而且固定地投资,资金来源不稳定不适宜这种策略。机构投资者更有条件采用平均成本投资法。

(2)运用固定比例法投资于基金。这种方法的特点是把投资资金按固定的比例投资于股票资金、债券基金和货币市场基金等不同种类基金,当由于某类基金净资产变动而使投资比例

发生变化时,就迅速卖出或买进这类基金的持份,从而保证投资比例能维持原有的固定比例。例如,某机构决定把 50% 的资金投资于股票基金,把 35% 的资金投资于债券基金,把 15% 的资金投资于货币市场基金,当股票市场价格上涨时,股票基金就会增值,假如这部分增值使股票基金投资比例上升了 20%,这时就卖掉部分股票基金,使股票基金投资比例仍维持 50%,或者再相应买进债券基金和货币基金,使其投资也各上升 20% 从而保持原有的投资比例,如果股价下跌,股票基金贬值,就卖掉部分债券基金和货币基金,或购进适当的股票基金,以恢复原有的投资比例。

这种投资策略并不一定是随着行情变化经常性调整,有经验的投资者不致遵循这样的公式:股票基金上涨 20% 时就卖掉一部分,而其跌 25% 时就增加投资;或者投资者每隔一段时间,如三个月或半年就调整一次投资组合比例。

固定比例投资法的优点是能使投资经常保持低成本状态,当某类基金价格上涨得比较高时,就补进价格低的其它基金品种,而当这种基金的价格跌得较低时,就补进这类低成本的基金;同时,采取这种投资法还能使投资者保持已经赚得的利益,不至于因过度奢望价格进一步上涨而使已到手的收益成为泡影。另外,这种投资策略保持各类基金按一定比例分配投资金额,能有效抵御投资风险,不至于因某类基金表现不佳而使投资额大幅度亏损。

此种方法不适合股价持续上涨或长期下跌的情况,因为如果股价持续上升,投资者在股价上升到一定阶段时,就会出售股票而购进债券,从而失去了股价继续上升时投资者可以获得的利润;相反,如果股价持续下跌,则投资者不断出售债券而买进股票,就要遭受股票继续下跌而带来的损失。

(3) 运用适时进出法投资于基金。适时进出法是指完全以市场行情为进出依据,当预测市场行情要涨时,就增加投资额,当认为市场行情要下跌时就减少投资额。采用这种策略的投资者,其进退程度因人而异。有些人看好市场时,就把资金全数投进去,看坏时就全部撤出,有些人则在看好市场时,把 95% 的资金投入,看坏时仍在市场上留有一定比例投资。主观上,每个投资者都希望能成为适时投资者,但问题是如何才能看准市场行情。根据投资专家的经验,要靠适时进出获利,必须要有 70% 至 80% 的情况下判断正确,否则交易手续费和纳税金会抵消掉投资的利益。

适时投资又称为做短线或抢短线,这在基金投资中相当盛行,由于基金买卖是以净资产值计算,所以投资者更容易做短。依照信托契约的规定,开放式基金的买卖价以前一日的基金净资产为准,因此,只要股市大涨,当日购买的基金持份差不多已赚到价差,连涨数日后即可抛售获利。投资者做短线操作基金,如果碰上了涨一日跌数日的行情,则极有可能亏本。

(4) 运用更换操作法投资于基金。更换操作法又称为换股操作,其基本假定是:每种股票、债券,每种基金都在随市场状况的变化而上下波动。投资于基金应追随强势基金,必要时应割舍业绩不佳的基金而换为业绩最佳的基金。这种投资法通常在多头市场较适用,而在空头市场里就不一定行得通,因为这时差不多每种基金的业绩都不佳而无强势基金可追。

更换基金的做法因人而异,通常许多基金经理公司或投资指南会提供这方面的咨询,并且会告诉投资者何时该换何种基金,何时该买或卖哪类基金。在具体操作过程中,很多人经常选择最近表现较好的基金进行投资,例如最近 3 个月的优绩基金。更换操作的缺点是增加费用,因为每次更换不仅有手续费,而且还牵涉到资本利得税。

(5) 运用分散投资法投资于基金。投资基金最大的特点之一就是分散投资风险,但基金本

身也有风险,而且不同类型的基金其风险大小是不同的,如股票基金风险较大,而债券基金、货币市场基金就次之,基金中的基金风险最小。机构投资者与个人投资者相比一个最大的优势就是资金力量雄厚,因而有能力也有可能进行分散投资。这样,当股价下跌时,债券基金可能表现不错,而当市场利率变动影响债券基金和货币市场收益时,股票基金可能表现很好,这样,基金表现不好的损失就可以用表现好的基金的收益来抵消。

第三节 投资基金的目标选择与分析

由于投资基金的投资对象是有价证券,所以投资基金在决定其资金投向之前,必须进行必要的分析。证券投资的基础分析包括经济分析、行业分析和公司分析,其范围由大到小,由整个市场到个别证券,并把目标盯在证券价值上,这样就比较容易找出证券价格变动的规律。

一、证券投资的经济分析

经济分析从收集经济信息入手,最终得出关于经济形势的概况。哪些行业具有良好的投资机会?哪些行业是应当放弃的?经济分析主要包括对国内外的经济情况的分析。

经济状况对投资基金的投资有着极其重大的影响,例如,当经济稳步增长,发展情景看好时,投资于普通股就更有利可图;当经济形势暗淡时,投资于固定收入的债券则比较安全。经济分析所依据的资料主要有以下几种:

1. 国民经济总体状况的指标

衡量总体经济状况的最为常用的经济指标是国民生产总值(GNP)。国民生产总值就是一国在一定时间内生产的最终商品(包括商品和劳务)的市场价值的总和。这是衡量总体经济形势时最为常用的指标。但是,由于通货膨胀因素的存在,国民生产总值常被高估,为了反映国民生产总值的实际增长状况,常用不变价格来衡量。如果国民生产总值的真实值持续增长,那么普通股投资的收益率将大大提高,如果国民生产总值的名义值不断提高,而真实值不变,即发生持续的通货膨胀,那么股票价格不但不会有大的提高,而且有可能降低,从而使普通股投资收益率降低。

构成国民生产总值的几项具体项目即个人消费支出、国内私人投资总额、净出口额和政府购买额等,它们各代表着不同的意义,投资基金应对这些项目加以分析。

(1)个人消费支出。这一项反映了个人和非盈利性机构购买的商品和劳务的市场价值,这些商品和劳务包括耐用消费品、非耐用消费品和劳务。耐用消费品指使用寿命在三年或三年以上的消费品,如家用电器、汽车等,它是消费支出中最容易变化的部分。非耐用消费品通常指使用寿命在三年以下的消费品,如食物、衣服等,非耐用消费品比耐用消费品稳定。劳务是指运输、医疗、娱乐等无形商品。分析这三方面的消费支出的变化,有利于投资基金的投资方向的选择。

(2)国内私人投资总额。这一项包括固定资产投资额和商业存货的变动额。前者是指企业、非盈利性机构和个人购买或建造生产设备、厂房、商店、学校、医院、住宅等的投资额,固定

资产投资的作用在于为将来的消费提供商品和劳务的生产能力。后者是指商业企业存货的货币价值的变动额。国内私人投资总额通常呈周期性的波动状况。

因此,必须认真分析这些周期性的波动,以便抓住由此带来的有利投资机会。例如,如果居民建造住宅的数量急剧增加,那么,生产木材、水泥、家用电器、家具的公司的利润就会大增。这时,投资基金若将资金投资于这些部门的证券,就可以收到比较好的效果。

(3)净出口。即出口额减去进口额后的净额,包括商品和劳务的净出口。它表明该国的经济实力以及各种产品在国际市场上的竞争能力。

(4)政府购买额的多少反映了政府在经济中作用的强弱 政府支出的趋向反映了政府的意向,同时也反映了政府在经济中的作用。

总之,根据国民生产总值及其构成因素的有关资料判断整个经济总的前景以及各部门的发展趋势来评定各种证券的价值,即可判断以后的股市和具体行业的动向,从而抓住有利的投资时机。

2. 商业指标

最有用的一种商业指标是周期指标,用来分析现行经济形势及其前景。经济周期的波动可以通过很多指标来预测和衡量,如果按照时间的迟早来划分,这些指标可以分为三类:即先导指标、一致性指标和滞后性指标。

(1)先导指标是指在总体经济活动之前到达高峰和谷底的经济时间序列,这些指标可用于预测未来经济周期的波动趋势。最常用的先导指标有货币政策指标、财政政策指标、国民生产总值缩减指数、劳动生产率、消费支出、住宅建设、市场证券价格指数等。

(2)一致性指标是跟总体经济活动同时到达高峰和谷底的经济时间序列,这些指标可用于确定经济到达高峰和谷底的时间。一致性指标常用的有以不变价格计算的国民生产总值、公司的利润率、工业生产指数、失业率等。

(3)滞后性指标是指在经济总体活动之后到达高峰和谷底的经济时间序列。其常用的指标有商业票据利率、存货、资本支出、优惠贷款利率、商品零售额、零售物价指数等。

通过上述的各种指标分析,投资基金管理公司即可判断经济的发展趋势。如,住宅建设的增加说明经济情况看好;失业率降低表明经济的回升或增长加快;公司利润提高说明经济好转;外贸逆差和本国货币汇率下降说明本国经济疲软;个人收入增加而且消费者信心增强是经济好转的标志;在通货膨胀的情况下,商业存货的增加说明经济有了起色,而在物价稳定的情况下商业存货增加则说明经济增长速度将减慢;在经济萧条时期,财政赤字的增加将有利于经济的起色,而在通货膨胀时期则不利于经济发展,在一般情况下,利率水平的提高不利于经济的发展,特别是利率提高将使股价下跌;在经济衰退时期,储蓄增加会使经济恶化,而在通货膨胀时期则会导致经济好转。投资基金可以根据分析结果采取相应的投资策略。

二、证券投资的行业分析

行业分析,简而言之即对国民经济的各个行业进行分析:一般从行业的经济结构入手,分析产品的供应和需求等情况,使共同基金对各行业的增长有比较系统的把握,从中确定投资的方向。

1. 经济结构分析

行业的经济结构分析即分析各行业中企业的数量、产品的性质、企业控制价格的程度等因素。各行业的经济结构可分为四种：即完全竞争、不完全竞争即垄断竞争、寡头垄断、完全垄断。它们之间的区别主要表现在企业的数量、产品差别、企业对价格的控制程度等几个方面。从企业的数量来看，完全竞争的企业数量最多，其次是不完全竞争，寡头垄断的企业数量相当少，而完全垄断的企业则只有一个。从企业生产的产品的差别来看，完全竞争的企业的产品是同一的，而不完全竞争的企业的产品则存在着观念上或实际上的差别，寡头垄断的产品是同一的或仅存在微小的差别，完全垄断的产品则只有一种，当然也就谈不上差别。从企业对价格的控制程度看，是依完全垄断、寡头垄断、不完全竞争、完全竞争的顺序不断下降的。

在现实的经济生活中，大多数行业处于不完全竞争和寡头垄断这两种情况之间，它们既有完全竞争的特征，又有完全垄断的特征，而且很多行业的产品部有替代品，当一种产品的价格过高时，消费者就会转向价格较低的产品。各行业的经济结构决定其发展前景、盈利潜力和风险的大小。一般说来，竞争程度越高的行业，其产品价格和企业利润受供求关系的影响越大，因此该行业证券投资的风险也就越大。

2. 行业成长周期分析

行业成长周期就是行业的不同发展阶段，它跟人的生命周期差不多。在早期发展阶段，其增长率很高，到中期发展阶段，增长率逐渐变慢，经过一段较长的成熟期后，甚至会出现停滞和衰退。大致来说，行业的周期可以划分为创业阶段，扩展阶段和停滞阶段三个阶段。

(1) 创业阶段。行业的第一个发展阶段即创业阶段的出现，是行业新产业的‘孩提’时期，其出现主要是技术进步所引起的。这一阶段的主要特征是产品的销售量在强劲的需求推动下迅速增加，没有成功的经验和十分成熟的技术。许多公司在利润的吸引下加入该行业，加剧了竞争。其结果是弱小企业被大企业所吞并，利润急剧下降。到了创业阶段的晚期，该行业将只剩下几家竞争实力雄厚的主导公司。

(2) 扩展阶段。扩展阶段的主要特征是从创业阶段生存下来的企业继续增长，企业的数量减少，利润很高，但已有下降趋势，生产技术成熟，市场趋向稳定、竞争比较激烈，少数几家大企业控制了整个行业，它们通过合并和接管等形式联合起来。这些大企业在创业阶段的晚期成功地渡过了财务逆境，因此资金充足，财务状况良好。它们有既定的股利政策，可以通过内部筹集资金来扩张，从而比较相对地独立于资本市场。

(3) 停滞阶段。在停滞阶段，市场规模和利润都过了最高点而开始向下滑动，很多行业由于需求的下降而停止了增长，从而导致了该行业竞争地位的削弱。某个行业竞争地位的下降主要有以下几个原因：

① 劳动力成本的提高。由于需求的减少，为了保持竞争能力，产品的价格必须降低。但是产量的减少使产品的单位成本特别是劳动力成本提高了，该行业就无法降低价格，这就导致该行业竞争地位的下降。

② 技术进步。技术进步是削弱某些行业的竞争地位的另一因素。技术进步有利于行业在国内外市场上的竞争能力，但同时也使被机器进步所代替的那些旧机器行业的竞争地位削弱。

③ 社会潮流的改变。每个时代都有适合时代需求的产品，而社会的习俗和潮流是不断地变化的，社会潮流的改变会导致产品过时，从而削弱生产该产品行业的竞争地位。例如，当吸烟与癌症存在着一定的因果关系的研究结果公布后，很多人就戒烟了，这种情况无疑会导致烟

草行业的衰退。

④政府的影响。政府对行业的影响首先表现在它对行业不同程度的管制和干预。政府管制的更改或实行新的管制有可能削弱受管制行业的竞争地位。例如,政府颁布最低工资法案、提高外国投资者的税率、颁布环境保护法、改变折旧办法等都会影响到行业的竞争地位。

同时,政府还是一个最大的购买者,它的军费以及其他各方面需求减少也会使某些行业的竞争地位下降。

通过上述的各个阶段中行业的特征分析,我们即可找出其产业周期的位置,然后看其前景如何,是否值得投资。一般地,在创业阶段虽然整个行业的增长率很高,盈利机会较多,但是,由于情况不断变化,很多经营不善的企业往往会倒闭,因此这一阶段风险和收益率都很高,较适合积极成长型的投资基金的口味。在停滞阶段的行业,因为处于这一阶段的行业没有发展前景,投资收益率比较低,风险也比较大,投资基金最好不要投资于这一阶段的行业。而处于扩展阶段的行业,各公司的竞争实力比较强,而且有一定的发展潜力,通常是稳定增长的状态,因此这一阶段被称为投资成熟期,是共同基金投资的最好时期,当然对于扩展阶段行业的投资也不能盲目地进行,基金选择扩展阶段的行业进行投资,最好是选择那些竞争能力强,有较大发展潜力的公司进行投资。衡量行业的竞争实力可以通过两种办法来完成,一是比较行业增长率和国民经济的增长率,该方法一般被称为相对法。另一方法是衡量该行业本身的增长率。该法也称为绝对法。由于经济存在周期性波动,相对法比绝对法较为合理,因此常被使用。

投资基金管理公司为了通过这种方法分析行业竞争能力,基金必须首先获得各行业产量或销售量的可靠数据,并计算出年变动率,然后用国民生产总值增长率、国民收入增长率或者个人可支配收入增长率比较,通过比较就可以发现哪些行业增长率快于国民经济增长率,哪些行业与国民经济同步增长,哪些行业增长较慢。通过比较,如果某行业产值占国民生产总值的百分比上升,表明该行业增长率大于国民经济增长率,如果百分比下降,表明前者小于后者,不变则表明两者相等。一般他说,行业的增长率大于国民经济增长率则表明该行业较具投资价值。相反,其投资价值则比较小。同时,基金的分析者也可以把各行业产量和国民生产总值标在图上,并且用最小二乘法找出两者的关系曲线,即趋势线,然后通过这条趋势线预测各行业的未来产量和增长率。看看这种行业的将来发展趋势,然后再决定是否投资及投资的时限。

三、证券投资的公司分析

1. 公司竞争地位分析

公司在行业中的竞争地位是由以下几个因素决定的:即年销售额、年销售额增长率和年销售额的稳定性。因而,对公司的竞争地位的分析主要是对这三个因素进行分析。

(1)年销售额。公司的竞争地位一般是与其年销售额成正比的。年销售额越大,表明公司的竞争地位越强。年销售额越小,其在行业中的竞争地位就越弱,这一点大概大多数人已经认识到了。销售额在整个行业中占前几名的公司通常被称为主导公司。一般说来,市场主导公司比次要的公司更能应付经济与财务的逆转情况,更能应付经营中出现的不可预料的情形。从公司的发展过程看来,现在的主导公司在将来很可能还是主导公司,如美国的福特汽车公司、日本的丰田汽车公司以及可口可乐公司几十年来一直处于主导公司的地位,相反一些小公司则很可能在竞争中消亡。

投资基金管理公司可以根据各公司的销售额多少把它们从大到小排列起来,以确定其中的主导公司,然后根据各主导公司销售额和盈利的预期增长率选择发展潜力最大的公司进行投资。

(2) 销售额年增长率。在判断公司的竞争地位时,公司销售额的年增长率跟年销售额的绝对值是同样重要的。公司的销售额的年增长率与公司的竞争地位也是成正比的。销售额的年增长率越高,说明公司的盈利能力越强。销售额的年增长率低,则说明该公司的竞争地位较弱或正在削弱。在这里,增长是相对的概念,是指一个公司跟同行业其他公司的对比。如果一个公司比同行业其他公司的增长速度快,则称这家公司为增长公司。至于公司是通过外延还是通过内涵的扩大再生产来促使销售额增长,这并不是判断公司是否是增长公司的标准。在判断某公司是否为增长公司中,最为重要的是公司能否获得更大的市场份额以便最终获得最大的利润。

基金判定一个公司的增长速度是否比同行业其他公司快的通常的做法是将该公司的销售额的年增长率跟全行业的销售额的年增长率相比较,如果公司销售额的年增长率超过全行业增长率,那么它就是增长公司。由于公司的行业性质不同,还可以采用不同的比较方法,较为常用的是将增长率同国民生产总值、国民收入或个人可支配收入的增长率相比较。例如,零售行业公司的增长率可同个人可支配收入增长率比较,工业建筑业公司的增长率可同国民生产总值的增长率相比较。

同时,对于单一行业的公司和跨行业公司,判定他们的销售额增长率的做法也是不同的。这里所称的单一行业公司指的是生产同类型而不同花色品种的产品的公司。而跨行业公司指的是生产毫不相干的产品的公司。对单一行业公司而言,可用上述方法判断它是不是增长公司,而对跨行业公司来说,基金应分别计算该公司不同产品的销售额年增长率,然后分别跟这些不同产品所在的不同行业的销售额年增长率相比较,最后再加权平均,权数是该公司不同产品销售额占该公司总销售额的比重。如果这样做有困难,共同基金也可把跨行业公司销售额的年增长率跟国民生产总值等增长率相比较,来判断该公司的增长状况。

(3) 年销售额的稳定性。年销售额是否稳定,也是考察公司竞争地位的一个重要因素,基金在进行投资时,也必须分析公司的销售稳定性,一般地,在其他条件一样时,公司的销售收入越稳定,它的盈利水平也越稳定,说明基金投资面临的风险越小。相反,则表明共同基金的投资必须承受较大的风险。公司销售收入的稳定程度是由该公司所在行业的性质所决定的。一般说来,提供基本劳务和生产生活必需品公司的销售收入较为稳定,而生产生产资料或高成本耐用消费品公司的销售收入较不稳定。

(4) 公司销售状况的预测。通过各种不同公司的发展情况的分析表明,公司未来的销售情况是与公司过去、现在的销售情况紧密联系在一起。一般说来,过去竞争实力强、增长速度快的公司在将来仍会继续保持雄厚的竞争实力和较快的增长速度。但事实也并不尽是如此。有普遍性就会有特殊性,为做到有充分的把握,基金在决定其资金投向前,还必须对公司未来的销售状况作尽可能准确的预测。

预测公司未来销售状况的方法主要有以下几种:①运用最小二乘法找出公司销售额的趋势线;②算出公司销售额占全行业销售额的百分比,然后运用回归分析法预测未来二者的百分比;③销售额与人口增长率比较法。即把公司销售额同人口增长率联系起来,估计人均销售额;④消费者分析法。具体的做法是通过分析消费者的种类,分析对公司产品的需求,如把需

求分为军事和非军事需求、农业需求、工业需求、消费需求、国内需求和国外需求等,把产品分为奢侈品和必需品,耐用消费品和非耐用消费品,高价和低价商品,然后分析这些因素对产品需求的影响。通过以上几种方法,即可分析出一个公司将来的增长速度及在将来某段时间内的竞争地位如何。

总之,投资基金在选择公司作为投资对象时,应当遵循以下几个原则:应选择行业中占主导地位的公司;应选择预计增长速度比其他竞争对手快的公司;并且所选择的公司在其所生产的不同产品所在的不同行业中都应有强大的竞争实力。这样,共同基金即可达到风险小、收益大的投资目的。

2. 公司盈利能力的分析

任何主要的证券的基础分析都必须包括公司的盈利能力分析,这是因为,基金投资的主要目的也是为了盈利,如果其投资对象不能获利,那么,投资的目的也将难以实现。对于一个公司来说,强大的竞争实力固然有助于公司利润的增长,但是公司在取得销售收入之前,必须支付一定的成本、税收、行政费用以及其他的支出费用,只有当公司的销售收入大于销售成本、税收、行政支出和其他费用时,公司才能盈利。因此,公司的盈利并不仅仅通过销售额就能表现出来,还必须通过一系列的分析。一般地,衡量公司的盈利能力的指标主要有毛利率、资产周转率、投资收益率、销售收益率、普通股产权收益率和每股平均盈利收益率等。

(1) 毛利率。毛利率是指公司营业利润跟营业收入或销售收入的比率。毛利率所反映的是公司每百元销售收入或营业收入的盈利水平,它是衡量公司销售收入和盈利水平之间关系的重要指标。在这里,营业利润是指销售收入或营业收入扣除营业费用和商品成本后剩余的部分,所得税、利息以及其他非营业性费用和收入都不计在内,毛利率可以通过以下公式来计算:

$$\text{毛利率} = [\text{营业利润} / \text{销售收入(营业收入)}] \times 100\%$$

(2) 资产周转率。资产周转率虽然并不直接衡量公司的盈利能力,只是反映公司经营效率的指标。但是在其他条件相同的情况下,资产周转率和公司的盈利能力成正比例关系。资产周转率越高,公司的盈利能力也越强。资产周转率越低,公司的盈利能力也就越弱。这是因为,公司的经营效率跟盈利能力之间有着非常密切的关系。资产周转率可以通过下面的公式来计算:

$$\text{资产周转率} = [\text{销售收入(营业收入)} / \text{平均资产总值}] \times 100\%$$

(3) 投资收益率。投资收益率是指公司每百元平均资产总值所能获得的税后净收益,它反映了公司运用资产的经营效益,它等于税后纯收益和平均资产总值的比率。税后纯收益等于营业利润加非营业收入再扣除利息、所得税后的余额,投资收益率用公式来表示即为:

$$\text{投资收益率} = (\text{税后纯收益} / \text{平均资产总值}) \times 100\%$$

(4) 销售收益率或营业收益率。销售收益率或营业收益率是反映公司盈利能力的重要指标,它等于税后纯收入和销售收入或营业收入的比率,用公式来表示即:

$$\text{销售收益率} = (\text{税后纯收入} / \text{销售收入}) \times 100\%$$

$$\text{营业收益率} = (\text{税后纯收入} / \text{营业收入}) \times 100\%$$

(5) 普通股产权收益率。普通股产权收益率是投资普通股基金,特别是成长型和积极成长型基金必须特别加以注意的比率。在其他条件相同的情况下,普通股产权收益率与公司的盈利能力成正比例关系。用公式来表示即为:

普通股产权收益率 = $[(\text{税后纯收入} - \text{优先股股息}) / \text{平均普通股产权}] \times 100\%$

(6) 每股平均盈利额。每股平均盈利额反映公司发行在外的每一普通股的平均盈利能力，它比每股红利的范围更广，不仅包括每股红利，同时也包含未支付给股东而留于公司里用于扩大再生产及各项支出的公司留利。每股平均盈利和发行在外普通股平均股数是成反比的。用公式来表示即为：

$$\text{每股平均盈利} = \frac{\text{售后纯收入} - \text{优先股利息}}{\text{发行在外普通股平均股数}}$$

通过以上各项指标分析，可以判断公司的盈利能力的强弱，但是，共同基金管理公司通过某行业各主导公司盈利能力指标之间的比较判断公司盈利能力的强弱，仅仅反映了过去的盈利情况，共同基金在决定其资金的投向之前，不仅要注意现在的或过去的公司的盈利能力，从某种程度上说，分析公司过去的盈利能力的目的在于预测其未来的盈利情况。

因此，为了达到投资的收益性、安全性和流动性的目标，还必须对公司的未来盈利能力进行分析。预测公司的盈利能力的方法很多，我们在这里主要介绍两种。

(1) 以过去每股平均盈利为根据，预测未来每股平均盈利额。具体的做法是 根据公司过去每股平均盈利额资料找出趋势线，并向未来延伸，然后据此估计未来每股平均盈利额。这种预测方法可能不是很准确，因为公司盈利额的多少取决于很多内外部因素，而有的因素可能是意外的，即过去没有发生过的，因此，每次发现影响公司盈利水平的重大因素时，基金的分析者就要调整趋势线。

我们可以通过具体的操作来加深对这一方法的理解，如图 1.2.16 所示，共同基金可根据 1987 年至 1993 年每股平均盈利额资料找出趋势线，并将它向前延伸，然后，据此估计 1994 年至 1997 的每股平均盈利额。

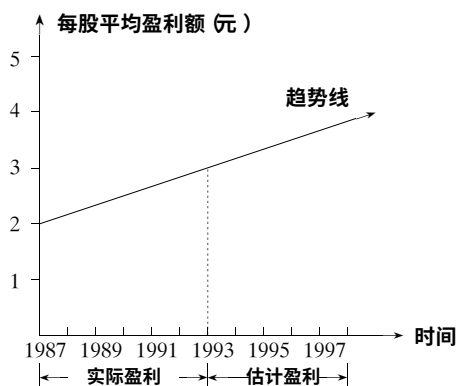


图 1.2.16 每股平均盈利额增长趋势图

(2) 以公司过去销售收入和每股平均盈利额之间的关系和未来销售收入的预期值为根据，预测公司未来的每股平均盈利额。如根据 1984 年至 1994 年某公司销售收入和每股平均盈利额的数据，找出两者关系的趋势线，然后向外延伸，再根据该公司未来的预计销售收入预测该公司未来相应年份，如 1997 年的每股平均盈利额。如图 1.2.17 所示。

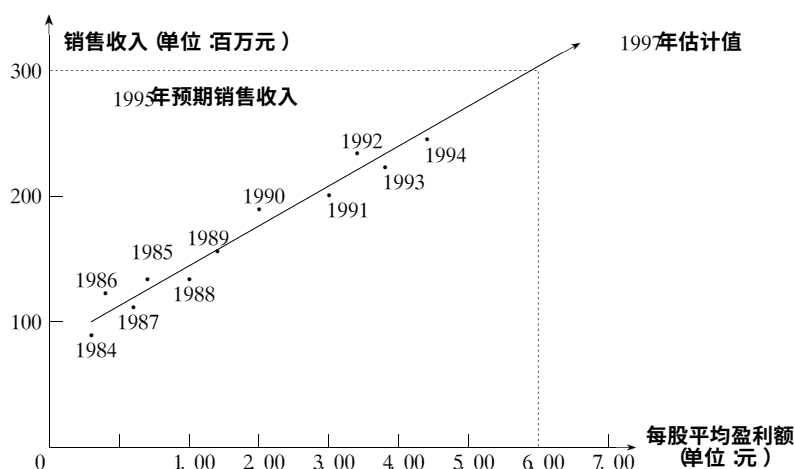


图 1.2.17 销售收入和每股平均盈利额关系图

3. 公司管理水平分析

在证券投资的分析中,必须考虑公司的管理水平,因为一个公司的卓越管理是公司的一项重要资产,公司管理水平主要体现在以下几个方面:

(1)是否能维持公司在市场上的竞争地位的能力。公司管理水平的高低,管理是否有效,主要是看该公司的管理系统是否能维持该公司在市场上的竞争能力。如果公司的管理系统能使公司所占据的市场份额不断扩大或公司通过扩张、兼并、接管等形式提高公司竞争地位,那就说明该公司管理系统在维持公司在市场上的竞争地位的能力比较强。相反,则说明其能力比较弱。

(2)保持较高的毛利率的能力。公司管理的一个重要目标就是保持高水平的毛利率。但是,如果公司只能通过增加成本和减少利润来增加销售量,那么,该公司管理就不是很有效率。相反,如果整个行业的毛利率处于下降阶段,那么只要该公司毛利率的下降幅度低于本行业其他公司,就不能说该公司管理能力差。如果该公司能降低营业费用和成本从而维持或提高毛利率,能够充分利用生产能力,并使经营水平维持在盈亏平衡点之上,则更说明该公司具有卓越的管理能力。当然,降低成本不能以牺牲新产品的开发为前提,因为这样做会降低公司长期的盈利能力。

(3)公司的融资状况。公司的融资状况决定它到期支付债务的能力。同时,它反映了公司持有足够现金或流动资产应付意外事故的能力,公司的流动资本是其在流动资产上的投资,如现金、有价证券和存货等。因为流动资产会产生足够现金以偿还公司的流动负债,并满足日常经营的需要。所以,流动资产的状况对一个公司来说是相当重要的。如果公司能充分动员内部积累资金,并适当利用债务融资,及时、足量地满足公司各方面的资金需要,那就说明该公司管理系统方面的能力还比较强。

(4)处理公司和职工关系的能力。公司的管理中,对人的管理是相当关键的,从某种程度上说,人是一个公司运行的决定性因素。因此,公司能否使职工的收入随劳动生产率的提高而增加,能否正确处理公司和职工的分配关系,能否实行严格的奖惩制度,以便充分调动职工的积极性,是判断一个公司管理系统是否有管理能力,及其管理能力强弱的另一重要因素。

(5)运用现代管理办法的能力。卓越的管理必须能够跟上社会的潮流和节奏,必须能及时地把现代科学技术和管理技术运用到经营管理中,如计算机、成本管理、质量管理等。以提高管理效率。

此外,基金还可以通过公司的科研经费的投入,新产品开发计划、公司适应环境变化能力等方面来考察管理的能力,最后把各方面能力的考察结果综合起来,得出对该公司管理水平的总体评价。

4. 公司的财务状况分析

公司的财务状况的分析,是证券投资分析的主要内容,其目的是判断公司的财务和经营状况是否良好,并以此为根据预测公司的未来,财务分析可以从公司的短期财务状况和长期财务状况两个方面加以分析。

(1)公司的短期财务状况分析。公司短期财务状况分析的目的是为了判断公司支付到期债务的能力,从而分析公司是否有足够的流动性。流动性对公司的盈利水平有比较大的影响,如果公司的流动性不足,那么公司就有可能因无法偿还到期债务而破产,如果公司流动性过高,则会使公司盈利水平过低。因此公司财务管理的一个重要目标是保持适当的流动性。公司的短期流动性状况通常由流动比率和速动比率反映出来。

流动比率是指流动资产与流动负债的比率。它是变现力比率中最一般性及常用的比率之一。这里所说的流动资产包括现金、有价证券、应收账款、存货等项目。而流动负债包括应付账款、短期应付票据、一年以内到期的其他债务、应付未付的工资以及应付未付的税收等。在一定范围内流动比率与公司的支付流动负债的能力成正比,流动比率越高,说明公司支付流动负债也即短期付债的能力越强。但是流动比率太高则会影响公司盈利水平。至于流动比率保持在什么样的水平较为合适,并没有适用于所有公司的统一标准。例如,公用事业公司的流动比率标准就不同于制造业流动比率标准。但通常认为流动比率为2是较为适宜的。

速动比率又称为酸检比率,它是用以补充说明流动比率的指标,是将流动比率中扣除存货的部分与流动负债的比率。因为在计算流动比率时,流动资产包括了存货部分,但是当公司需要偿还流通负债时,存货一般很难马上出售变为现金。如果公司的存货太多而流动负债又需要清偿时就可能导致公司出现短期性资金周转不灵的现象。由于该比率着重于现金、有价证券及应收账款等与流动负债之间的关系,因此就变现力而言,较流动比率更能提供透彻的衡量。

如果速动比率等于或超过流动负债,就说明该公司的短期财务状况是良好的。换句话说,只有当公司的应收账款可以容易地转化为现金时,大于等于1的速动比率才能保证公司有足够的流动性。如果公司应收账款中大部分是呆账,那么速动比率也不能确切地说明公司的流动性状况。

为了保证流动资产能确保立即支付流动债务,必须把应收账款中呆账部分扣除掉。但是一般的基金很难确切知道呆账的数目,因此通常认为速动比率略大于1较为合适。同时,速动比率若与同行业相比过低,表明该公司在资产流动方面冒更大的风险。若比率过高,则表明低收益资产为数过多,或应收账款的回收上存在问题。

(2)公司长期财务状况分析。长期财务状况分析就是通过分析公司资本结构中长期债务的比例以及它对公司盈利水平和稳定性的影响来判断公司长期的流动性状况。其目的是为了判断公司偿还长期债务的能力,长期财务情况分析包括优先股分析,资本结构中债务分析等几

项。

资本结构中优先股的分析 对发行公司而言,优先股是一种灵活的融资工具,而对于共同基金来说,评价优先股是比较困难的,优先股的股东和普通股股东对资本结构中优先股比例的看法是不同的。

优先股股东所关心的是如果公司经营不善而发生倒闭的情况,其股息是否有保证,优先股权利是否能履行。因此,优先股股东要判断的是当公司盈利发生正常或不正常的波动时,公司在支付税收和利息之后,是否有足够的税后利润支付优先股股息。优先股的股东为了明白在公司倒闭后,是否会满足其要求权,还要检查公司资产的性质以及对资产的要求权。公司的资本结构中存在优先股虽然会产生一定程度的盈利杠杆效应,但是由于优先股的股息一般不能从应税的利润中扣除,而只能在税后利润中支付,因此,优先股的杠杆效应不如债务的杠杆效应大。尽管如此,如果公司盈利趋势较稳定,高于优先股股息率,而且有不断升高的趋势,那么即使考虑到税收因素,优先股杠杆效应也会使普通股每股盈利额增加。相反,如果公司盈利水平不稳定,那么公司资本结构中优先股过多会导致普通股收益的不稳定。特别是如果公司资本结构中有较多的可转换优先股,当公司的盈利较多时,可转换的优先股就会转换成普通股,而当公司的盈利减少时,公司又必须首先得将其盈利用于支付优先股的股息,两种情况都会使普通股的收益受影响,因而投资于普通股的基金应当了解公司的优先股所占的比例,至于公司资本结构中优先股应占多大比率,并不存在一条固定不变的标准。但共同基金在进行公司分析时应明确以下几点:首先,优先股的使用必须有助于加强公司的财务实力,过多地使用优先股会给公司带来难以承受的股息负担。其次,优先股的使用应使普通股的盈利最大化,并使普通股每股盈利额趋于稳定。如果公司盈利水平本来就不稳定,还使用优先股,那么势必造成更大的不稳定,这对投资于普通股的基金来说是极为不利的。再次,特殊种类的优先股(如可转换优先股)的使用应以不减少普通股盈利为原则。同时,优先股和债务总额不能超过公司的有形资产净值。

资本结构中债务分析 基金在研究某家公司的财务状况时,首先应该注意的是该公司资本结构,因为任何不精心规划负债与权益的公司都会面临很严重的财务风险,一家公司的财务结构中,负债融资比例对投资者的决策将产生影响。适当使用债务会给普通股股东带来很大利益,但是如果使用不当,也会导致普通股每股盈利额的不稳定甚至迫使公司破产而损害投资于普通股的基金的利益。一般说来,如果公司的盈利水平比较稳定,那么,与公司股东或收入再投资有关的公司增长极大地依赖于负债基金。如果公司的盈利水平很不稳定,那就要慎重使用债务。分析债务使用应注意几个界限:

①固定资产界限。债务数量应跟公司固定资产总值保持适当的比例;②负债与资本净值的比例一般不能超过1,负债与资本净值比率就是负债总额除以股东权益。这个原则一般适用于工业公司的融资;③债务保障倍数,主要用来衡量公司支付利息能力的强弱,通常债务保障倍数与债权人所得到的利息是成正比的。债务保障倍数等于公司的营业纯收益,即支付利息和所得税之前的收益除以债务利息总额,又称为盈利利息比率。这三个原则都不是绝对的,共同基金在分析时应具体问题具体分析。在有的情况下,公司资本结构中债务比重似乎太大,但仔细分析了公司财务状况和发展前景后,共同基金可能会发现这种债务比重是合理的,它有助于公司的发展。而在有的情况下,虽然公司的债务数量很小,但它仍会危害到公司的长期财务状况。

总之,共同基金通过经济分析、行业分析和公司分析后,就可以预测各种证券的收益和风险,算出各种证券的内在价值,并同各种证券的市场价格比较,以便选择价格被低估的证券。关于证券的内在价值可以通过以下的公式来计算 股票价值的计算公式是:

$$S_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_t}{(1+R_t)^t} = \frac{d_1}{1+R_1} + \frac{d_2}{(1+R_2)^2} + \cdots + \frac{d_{\infty}}{(1+R_{\infty})^{\infty}}$$

式中 S_0 ——第 0 期股票的价值;

d_t ——第 t 期股东预期可以得到的股利;

R_t ——第 t 期适当的折扣率。

这一公式表示,股票的价值等于未来各期所有预期股利的现值的和。

一般来说,股票是没有到期日的,但它可以通过证券市场转让,如果共同基金打算在第 n 年把股票卖出,那么股票的价值为:

$$S_n = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_t}{(1+R_t)^t} + \frac{S_n}{(1+R_n)^n}$$

式中 S_n ——第 n 期该股票的价值。

同样,债券的价值也可以通过公式来计算,即:

$$S_0 = \frac{C_1}{1+R_1} + \frac{C_2}{(1+R_2)^2} + \cdots + \frac{C_n}{(1+R_n)^n} + \frac{F}{(1+R_n)^n}$$

式中 S_0 ——第 0 期债券的价值;

C_n ——第 n 期的债券息票收入;

R_n ——第 n 期适当的折扣率;

F ——债券面值。

第四节 投资基金各种选择因素的组合理型

投资基金作为一种金融投资工具,其最大特点是 把中小投资者的资金集中起来形成一定的投资规模,使得投资专家可以进行适当的投资组合,以获得最大利润,并最大限度地分散和规避投资风险。可见,投资组合是基金运作过程的关键。

但是,在投资组合中,我们总是会遇到很多矛盾的因素。比如,为了增加基金的收益,势必增大基金中风险资产的比例,而这样的结果是资产本身的风险也增大了。为此,国内外的基金组织、研究学者进行了大量的基金组合研究工作,期望寻求一种适当的投资组合,将收益增到最大,风险降至最低。近一个世纪的探索研究,可以说已经取得了令人瞩目的成果,但基金系统本身的矛盾性,使得在目前任何一种理论下得出的投资组合都不可能达到绝对完善的效果,总是各有优劣。本节试图通过引进层次分析法(也称 AHP),在专家所确定的几种可以选择投资组合中进行优劣比较,以确定不同基金不同时期的最佳组合。

一、层次分析法简介

AHP 是由美国运筹学家 T.L.Saaty 等人在 70 年代末创立的,它是一种实用的多维决策

方法,其思想是把一个复杂的问题表示为一个有序的递阶层次结构,再通过专家对结构中元素重要性的比较得出判断矩阵,最后经过对判断矩阵的计算得出决策方案的一个优劣排序。

二、基金组合的 AHP 思路

我们知道,影响基金组合因素的多样性和复杂性常常给基金运作者带来了诸多感性判断难度。比如,在基金股权投资产业市场较好的情况下,显然这部分股权投资比例大的组合优于比例小的组合;但另一方面,由于国家产业政策的限制,或者资金紧张等来自政策方面的不利因素,又会表现出这部分比例小的组合优于比例大的组合。我们引进 AHP,希望能够将所有的因素系统化,从基金目标到最后的组合方案形成一个递阶层次结构,把这些复杂的影响因素简化为两两重要性比较,并表示成数量关系,然后再根据数学的方法进行计算,最后得出不同组合的优劣排序,这样就将基金组合中的定性判断转化为有层次的定量判断,相信最后的决策会更趋向科学化,决策的准确性会更高。

三、基金组合递阶层次结构的确定

对于任何一种基金来说,首先,其优劣最终反映在其收益率和风险的大小上,这是基金预定目标的基本准则层;其次,影响收益率和风险的因素从三个方面考虑,即政策因素、利率因素、市场因素(这一层元素应该进行更细、更周全的划分,这里为讨论问题方便只简单选择这三个方面);最后,不同的基金组合构成这个结构的方案层,具体表示为下表 1.2.6。

表 1.2.6

目标层	基金目标			
准则层	回报率	风险		
子准则层	政策因素	利率因素	市场因素	企业因素
方案层	基金组合 I	基金组合 II	基金组合 n	

在这一结构中：

基金组合——指风险资产与非风险资产(包括债券、国库券、现金库存)的比例,以及风险资产中实业股权与证券二级市场的比例。

政策因素——指国际国内的经济政策、政治动向以及对整个投资结构的影响的制度、消息等因素。

利率因素——指市场利率的变化情况,这主要是影响非风险资产收益的因素。

市场因素——指风险资产部分市场供求关系变化因素,在实业股权投资方面,表现为投资产业的市场变化情况;在证券二级市场,表现为多头与空头市场。

企业因素——指基金组合中所选择某一企业的股票、债券收益率变化的风险。收益率集中反映企业经营决策、企业管理、财务管理的水平,也反映了该企业所在行业受经济环境、市场因素的影响程度。

四、基金层次结构中的权重确定

基金层次结构确定后,接下来需要根据各元素的相对重要性来确定判断矩阵以及权重的计算。一般地,两个元素相比较的权数由 1~9 标度表示,数字的大小表示一个元素相对另一个元素的重要程度。

1. 准则层权重的确定

基金宗旨基本上确定了该层收益率和风险的权重,比如,以追求获得较高收益为主的基金,收益率权重就高于风险权重。

2. 子准则层权重的确定

首先需要分别在收益和风险两个准则下进行子准则层中两两元素相对重要性的比较,得出两个判断矩阵后,再计算出这一层的相对权重。这步的关键是进行两两元素相对重要性的比较,比较的基础应该是对这些元素的前景预测、以往的实际情况以及基金的种类。比如,以能源产业为主的能源基金,它的收益率受政策限制等因素的影响就会高于能源市场供求关系的变化,因此,政策因素在这里就比市场供求因素重要;反之,一只以证券二级市场为主的股票基金,其收益率受政策因素的影响就小于市场供求关系的影响。

3. 方案层权重的确定

同样,这一步首先确定的是各方案在子准则层下两两重要性的比较。比如在利率因素下,显然非风险资产比例小的组合的相对重要性就小一点。然后通过对形成的判断矩阵的计算以及上一层的权重,得出各方案在一定基础目标下的优劣排序。

五、运用举例

我们拟定两种当前形势下的组合方案 A、B,为说明方便,我们把组合尽量简化,具体如下:

表 1.2.7

组合	实业股权	二级市场	债券国库券	现金
A	55 %	20 %	10 %	15 %
B	65 %	15 %	15 %	5 %

1. 准则层权重

我们考虑较为安全的基金投资宗旨,收益率风险权重定为(0.4、0.6)。

2. 子准则层权重

以 Z_1 表示政策因素, Z_2 表示利率因素, Z_3 表示市场因素。

(1)在收益率准则下两两重要性比较权数为:

表 1.2.8

收益率	Z1	Z2	Z3
Z1	1	5	1/3
Z2	1/5	1	1/5
Z3	3	5	1

其中第三行中的‘5’表示政策因素对利率因素的重要程度,第三列中的‘1/3’表示市场因素对政策因素的重要程度为‘3’。

由此得到判断矩阵 $\begin{bmatrix} 1 & 5 & 1/3 \\ 1/5 & 1 & 1/5 \\ 3 & 5 & 1 \end{bmatrix}$

经过计算得出权重为(0.30、0.09、0.61)

(2)在风险准则下两两重要性比较权数为：

表 1.2.9

风险	Z1	Z2	Z3
Z1	1	5	3
Z2	1/5	1	1/3
Z3	1/3	3	1

得到判断矩阵 $\begin{bmatrix} 1 & 5 & 3 \\ 1/5 & 1 & 1/3 \\ 1/3 & 3 & 1 \end{bmatrix}$

经过计算得出权重为(0.63、0.10、0.27)

3. 方案层权重

(1)在政策因素下,两两重要性比较权数为：

表 1.2.10

Z1	组合 A	组合 B
组合 A	1	1/3
组合 B	3	1

说明 :该表表示组合 B 对组合 A 的优越程度为‘3’,这是因为国家经过宏观调控以后,经济政策在向好的方面发展,在这种情况下,风险资产比例高的组合预示着有可能获得更高的收益,故组合 B 优于组合 A。

经过计算得出的权数为(0.25、0.75)

(2)在利率因素下两两重要性比较权数为：

表 1.2.11

Z2	组合 A	组合 B
组合 A	1	3
组合 B	1/3	1

说明 该表表示组合 A 对组合 B 的优越程度为“3”，这是由于目前资金紧张导致利率上升，从而使债券、国库券价格下跌，显然这个比例高的组合不如比例低的组合。

经过计算得出权重为(0.75、0.25)

(3)在市场因素下两两重要性比较权数为：

表 1.2.12

Z3	组合 A	组合 B
组合 A	1	5
组合 B	1/5	1

说明 该表表示组合 A 对组合 B 的优越程度为“5”，这是由于前段时间的宏观调控影响到投资股权企业的产业市场，这部分市场的萎缩势必使这部分投资比例大的组合 B 不如比例小的组合 A 另一方面，二级证券市场从各方面表现出多头市场迹象，也使这部分投资比例大的组合 A 有可能获得更多的收益。

经过计算得出权重为(0.83、0.17)

最后，根据上面算出的各层权重，通过下面的计算，我们就可以得到组合 A 和组合 B 相对基金目标的权重。

$$(0.4 \quad 0.6) \begin{pmatrix} 0.30 & 0.09 & 0.61 \\ 0.63 & 0.10 & 0.27 \end{pmatrix} \begin{bmatrix} 0.25 & 0.75 \\ 0.75 & 0.25 \\ 0.83 & 0.17 \end{bmatrix} = (0.53 \quad 0.47)$$

这样，我们就得出了组合方案 A 优于组合方案 B 的判断。

六、综述

——基金组合系统层次分析模型的建立，将投资基金这个复杂的系统进行层次分解后，从根本上将一个复杂的、多维判断分化为许多小范围的比较判断，这就简化了判断系统，为决策提供了一种简洁实用的方法。

——基金组合系统层次分析模型的建立，将决策者的感性判断转化为许多两两因素权数的确定，使决策从定性向定量深化，这就增加了基金组合决策的科学性。

——基金组合系统层次分析模型的难点之一是两两因素比较权数的选定。这是将定性转化为定量分析最关键的一步，而选定比较基础和比较数据库则是难度较大的工作，这还需要专门深入的研究探讨。

——基金组合系统层次分析模型的难点之二是基金组合递阶层次结构的选定。我们知道，影响收益率和风险的因素是多种多样的，怎样选出主要的影响因素形成子准则层是需要作

进一步详细研究讨论的。

——基金组合系统层次分析模型的难点之三是怎样解决结构中元素间的相互影响关系问题。比如,政策的变化势必影响到市场因素的变动,这就需要对基金组合层次结构进行改革,建立反馈层次分析系统或模糊层次分析系统,这些也有待进一步地研究讨论。

第三章 投资基金的组建与运行

第一节 投资基金的发起与设立

投资基金是一种特殊的金融投资工具,它的设立和组建必须按照国家规定的有关条件和程序申报和审批。

一、发起人

基金发起人是以基金的设立和组建为目的,并采取必要的措施和步骤来达到设立和组建基金目的的法人。

基金发起人在各国基金管理法规中都有一定的资格条件规定,基金发起人在设立和组建基金的过程中必须签订发起人协议书以明确各自享有的权利和承担的义务和责任。基金的发起过程中,发起人要负责起草申请设立报告,信托契约等文件,负责设计基金实施的具体方案等事务。同时,发起人还要为基金的设立承担一定的责任,如基金设立不能成功时,发起人要承担由此引起的一切费用,在设立过程中,由于发起人的过失导致基金受到损害时,发起人负连带赔偿责任。

契约型基金的发起人,在基金成立后一般成为该基金的管理人,或组建一家专门的基金管理公司去管理该基金,而发起人将成为基金管理公司的主要股东,在公司型基金中,发起人是基金管理公司的主体,它以发行股票的方式筹措资金,其股东就是基金券的持有人即受益人。

二、发起人应具备的资格条件

为了保证基金业的健康发展,各国都对本国基金的设立和发起做出了一定的资格条件限制。只有具备一定条件的法人机构,才能作为基金的发起人,申请设立和组建基金。

如在英国,要发起设立基金,必须首先成为英国基金行业协会的会员,而能否成为会员,要看发起人是否符合“会员资格与要求。”这种资格的要求是与英国基金业发展的历史,法律法规的完善,行业自律性组织健全等相适应的。由于我国投资基金业起步较晚,在理论和实践上与

国外基金业还相差一段距离。在我国,已经成立了 70 多支基金,各地也出台了一些地方性的投资基金管理办法,1997 年 11 月 14 日国务院证券委发布了《证券投资基金管理暂行办法》。

由于投资基金是一种特殊的金融投资工具,根据《证券投资基金管理暂行办法》,我国投资基金的设立必须经中国证券监督管理委员会批准,由中国证监会根据金融市场规模、结构,统一布设,稳妥推进。因而凡申请设立投资基金,必须符合一定条件,提交有关文件。一般来讲,基金发起人须同时具备下列条件:

(1) 主要发起人按照国家有关规定设立的证券公司,信托投资公司,基金管理公司;

(2) 每个发起人的实收资本不少于 3 亿元,主要发起人有 3 年以上从事证券投资经验、连续盈利的记录,但是基金管理公司除外;

(3) 发起人、基金托管人、基金管理人具有健全的组织机构和管理制度,财务状况良好,经营行为规范;

(4) 基金托管人、基金管理人具有符合要求的营业场所,安全防范设施和与业务有关的其他设施;

(5) 中国证监会规定的其他条件。

申请设立开放式基金,还必须在人才和技术设施上能够保证每周至少一次向投资者公布基金资产净值和申购、赎回价格。

基金发起人可通过组建基金公司的形式发起公司型基金,也可通过订立信托契约形式发起契约型基金。

三、发起人向主管机关提交的文件及具体内容

基金发起人必须向主管机关(即中国证监会)提交下列文件:

(1) 申请报告。申请报告须说明设立基金的必要性和可能性。申请报告是基金发起人为设立基金而向基金主管部门即中国证监会提交的请示报告。

申请报告须包括说明基金设计方案,设立基金的必要性和可行性。基金设计方案一般包括基金名称、基金类型、存续方式、存续时间、发行价格、发行对象及范围、基金券的申购与赎回等事项。如果设立开放式投资基金需说明基金开放的时间,开放的期限等等。设立基金的必要性,首先要考虑设立基金的目的,投资方向,对市场经济的发展程度,以及我国经济体制改革的动向,国家的经济法规、金融政策、社会的需求和广大投资者对基金品种的认识程度。设立基金的可行性,一般从下面几个方面来考虑: a 国外基金运作的成功经验; b 市场经济体制发展的要求; c 我国金融市场及产业政策不断发展的需求; d 基金发起人的资金实力和良好的经营管理经验。

基金发起人应根据设立基金的特点对设立基金的必要性和可行性进行全面准确的判断,以便于中国证监会的审批和通过。

(2) 发起人名单及协议书。发起人名单包括: a 公司的名称; b 法人代表; c 注册资本; d 公司地址; e 公司成立时间; f 公司经济性质; g 公司过去几年的经营业绩及未来的发展前景; h 公司营业执照复印件; i 公司其它情况。

发起人协议书是两个或两个以上的发起人就基金设立和组建等事宜达成共同一致的协议,以明确发起人之间各自的权利和义务。在基金的设立过程中,为了避免不必要的民事和经

济纠纷,发起人在进行设立行为之前缔结旨在设立基金的发起人协议书是十分必要的。

发起人协议书包括:a 基金的名称和地址;b 基金的性质和目标;c 基金筹集方式;d 基金规模和投资方向;e 基金发行日期和地点;f 基金存续期间;g 发起人认购份额;h 基金发行价格;i 承销团成员;j 基金发起人的权利、义务和责任;k 基金管理体制;l 基金管理公司的设立;m 管理公司发起人的权利、义务和责任;n 本基金与管理公司筹备事宜;o 有关本基金与管理公司的其他事项;p 发起人签字盖章。

(3) 信托契约和托管协议。

(4) 招募说明书。

(5) 证券公司、信托投资公司作为发起人的,经会计师事务所审计的发起人最近 3 年的财务报告。

(6) 律师事务所出具的法律意见书。

(7) 募集方案。

(8) 中国证监会要求提交的其他文件。

第二节 现代投资公司的基本章程与有关协议

一、现代投资公司的基本章程

公司章程是为了完善公司的管理体制和规范公司的行为,保障公司股东和债权人的合法权益,使公司在自我发展、自我约束的良好机制中运行,根据国家有关法律、法规,由发起人各方共同制定的根本大法,它是组建公司的核心文件之一。

无论是公司型基金还是契约型基金都必须相应的成立和组建基金公司或基金管理公司。公司章程作为基金公司处理内外事务的依据,从根本上规定了基金的类型、宗旨、组织原则、财务准则、业务活动范围和方式、持有人的权利和义务、董事会组建原则及职权、收益分配方式、基金终止等方面,为基金的活动提供基本的行为规范。公司章程不仅对基金公司成立作具体说明,而且也是投资者、债权人了解基金的重要文件,为投资者进行投资决策提供依据。

基金公司章程应包括以下主要内容:

(1) 总则。包括章程制订的依据,基金名称、地址、法定代表人,基金类型,组建公司的宗旨,基金经理人及信托人的名称,地址及法定代表人。

(2) 基金券的有关规定。基金券是证明基金券持有人对基金拥有资产的所有权,收益权和剩余财产支配权的凭证,在章程中应对基金券作详尽说明。

(3) 基金的发行与转让。包括发行对象,发行规模(发行总额、每股金额,各类股份总额),发行方式,认购最低额度,发行期限及存续期间。

(4) 投资目标、投资政策、投资范围及投资限制。为了保障投资者的利益,基金公司有责任设法降低风险,公司章程应明确基金的投资目标,为实现投资目标所选择的投资证券种类,各类证券所占比例,及基金资产如何有效地分配于各投资工具之间。

(5)持有人的权利和义务。即指持有人利益共享,风险共担,不得违背公司章程。

(6)管理人和保管人的职责,其它有关当事人如会计师、律师等的职责及他们相应的权利。

(7)资产估值和经营情况公布。包括估值时间间隔,估值方法及结果公布方式,经营情况公布时间及公布方式。

(8)费用。基金运作总要支付一定费用,费用多少直接影响投资者收益,故应明确规定费用种类,及其计算标准和计算方法。

(9)收益分配。收益为投资所得扣除费用后的净值,在章程中应明确收益计算方法、支付方式及支付时间。

(10)基金证券持有人大会。持有人大会是公司型投资基金的最高权力机构,由全体基金证券持有人或委托代表参加,其权利主要有:选举董事会,基金管理人,保管人及修改公司章程。

(11)基金公司董事会。董事会是基金的执行机构,在公司章程中应明确董事会组成人员及产生的方式,董事会任期、职权及董事长职责,董事会召开程序,表决方式及权力范围。

(12)会计及税收,包括会计原则及会计年度、税收原则等。

(13)终止与清算。主要包括基金存续期延长申报程序,终止理由及终止后基金清算方法和净资产的处理方法。

(14)附则。包括章程解释权归本基金董事会及生效日期的规定。

二、基金的信托契约

信托契约是基金经理人、基金信托人(即托管人)之间为创设投资基金而订立的用以明确双方权利与义务关系的书面文件,信托契约是投资基金运作的基础。根据信托契约的有关规定,基金经理人对基金的资产具有经营权,并有责任实现基金收益最大化;基金信托人对基金的信托财产具有保管权,有责任保证基金资产及其收益的完整无损;投资人则对基金获取的投资利润享有收益权。信托契约不但规范了经理人与信托人之间的行为准则,而且还规范了投资基金及其它当事人如基金持有人、投资顾问、律师、基金财务顾问等的地位与责任,及豁免所承担责任的条件,各方保证赔偿的条款。同时,信托契约也为制定投资基金及其它有关文件提供了依据。这些文件是基金说明书、上市申请书、基金募集及发行计划、单位证明书和基金报告等。如果这些文件与信托契约规定发生抵触,则必须以信托契约为准。因此,信托契约是投资基金得以正常运作并保护投资者权益的纲领性文件。投资者在进行基金投资时不可不了解信托契约。

信托契约作为契约型投资基金设立与运作的首要文件,其内容是非常广泛的,它囊括投资基金从设立、运作、到终止全过程中当事人的行为、权力与义务,具体来说,主要包括以下几个方面:

(1)基金发起人、经理人、信托人的名称、地址、法定代表人。

(2)基金名称、发行规模(发行总额、单位面额、受益凭证单位总数等)、基金类型(开放式还是封闭式)。基金存续期间、基金资产构成及对资产运用的规定。

(3)基金单位发行及交易的规定,包括基金认购费用标准、认购最低单位数、发行期限、基金成立的条件、基金逾期未募足款项的处理方法、受益人名册编制及基金单位交易方式。

(4)基金的投资目标,投资范围及投资限制。投资目标表明基金发展方向,应指明基金以何种目标为主,是收入型,还是成长型或二者兼有;投资范围是依投资目标而确定的基金投资对象;投资限制主要指投资证券的种类及其比例。

(5)基金经理人的职责、权利和义务。其职责主要包括负责管理基金,编制各种计划、报表,制定分配方案等;其义务主要是严守契约规定并对基金经理人的行为承担责任;其权利主要是有权对与其不相关的行为不承担责任,有权获取经理人管理费及业绩报酬等。

(6)信托人的职责、权利和义务。信托人主要负责保管好基金资产及有关凭证,负责分配收益,并有严守各项契约规定的义务;信托人有权对其不相关的行为不承担责任,有权获取信托人报酬并有权维护和监督基金资产的完整。

(7)受益人的权利和义务。受益人有权监督经理人和信托人的行为,行使表决权,享有分配收益权;其义务是遵守基金契约规定。

(8)基金所使用的费用种类及其计算标准和计算方法。基金费用主要包括基金首次发行费、基金管理费、基金保管费及其它与基金运作有关的费用。

(9)基金估值。主要是对基金净资产值进行估算,包括估值日期确定、估值的原则、估值标准及其计算方法。

(10)基金收益分配。主要包括收益计算标准,分配方式及分配日期等。

(11)受益人大会。受益人大会是受益人维护自身权益的最高权力机构。信托契约应对受益人大会作出必要的规定,包括召开时间、地点、会议人员构成、召开程序、表决方式及权力范围等。

(12)经理人和信托人的免责,辞职或撤换。主要包括经理人和信托人可获免责的原由,及经理人和信托人辞职或撤换的程序。

(13)基金的结束及清盘处理。主要包括结业原由及清算方法,返还受益人资金时间和付给方式。

(14)争议的解决。契约修改或增补及终止。主要包括争议解决的依据、方式、修改或增补的程序及终止的理由。

(15)其它方面的内容。包括公告、其它公开发行人资料、报告与会计准则、投资顾问、开户银行、契约生效及备份等。

开放式投资基金的信托契约除应载明以上内容外,还应载明基金认购、赎回的程序、方法、时间、地点及其价格计算方法和买卖方式。

信托契约和基金章程是由发起人共同拟定的,在其后基金创立大会上对初始章程进行修改,然后经创立会决议通过,最后才能成为基金设立的正式文件。信托契约和基金公司章程起草后,必须得到全体发起人一致同意才能与组建基金的其他文件一起报送政府有关部门审批。信托契约和基金公司章程应经基金信托人、基金管理人双方法定代表人签字盖章,通过政府有关部门批准并在工商行政管理机关备案后,才具有法律约束力。政府有依法保证其实施的义务和监督检验其实施的权力。信托契约和公司章程的修改属法律行为,亦应依照法定程序进行,否则视为违法行为。

第三节 投资基金的招募与委托

一、基金的招募说明书

基金的招募说明书又称为公开说明书,它是投资基金向投资者提供的经国家有关部门认可的一项法律性文件。招募说明书的阅读对象是广大投资者,招募说明书编写的目的是让广大投资者了解基金详情,以供投资者作出是否投资该基金的决策。

招募说明书的特点是:①招募说明书是基金自我介绍文件。招募说明书的内容不仅是对信托契约或公司章程的解释,也是对信托契约或公司章程的延伸。它进一步向投资者提供基金管理公司的详细情况,介绍基金经理人、信托人、法律顾问、投资顾问、财务顾问等背景、经验、相互关系及通讯地址,还介绍基金概况及详细的经营规定;②附带向投资者提示的内容 提醒投资者注意该基金的所有可能的风险,投资者若有不明确的方面可向有关当事人咨询;③招募说明书也是基金经营的行动纲领,它对基金经营的全过程和各有关方面都作了详细规定和说明,投资者阅读基金说明书,便可了解基金经营的全过程。④招募说明书不仅是法律性文件,还是保护投资者权益的保障。当投资者利益受到侵犯时,投资者可依此说明书行使权利,维护自身利益。

招募说明书包括的主要内容有:

1. 绪言

主要说明基金说明书确立的依据,基金设立的背景及对投资者进行的必要提示,如风险等问题。

2. 行政与管理

主要包括董事会、基金经理人、信托人、投资顾问、法律顾问、财务顾问等相关机构或人员的名称、地址及法定代表人,介绍它们的背景、注册地及它们之间的关系。

3. 投资基金的性质说明

基金是开放型还是封闭式,及转型的条件。

4. 基金发行规模、发行价格、发行原则和发行对象

公开说明书应对基金将要募集、销售的基金券的总额、单位数、发行价格确定方法、发行条件及发行对象作出详细说明。

5. 认购交易、赎回手续及暂停赎回的规定

认购手续指明投资者购买基金券的最低数额、认购途径、认购时间、付款方式及填写认购表,最后公布认购结果。基金交易手续指明基金交易方式、条件等。基金赎回手续指明投资者如何将所持受益凭证或持份卖回给基金公司并取得现金,包括赎回途径、赎回时间、填写赎回申请表等。一般来说,基金公司在收到赎回申请后 7~20 个交易日内将赎回单位的款额及其收益退还给投资者。若是伞型基金,基金说明书还应列明基金转换的条款,包括转换途径、转换方式等。暂停赎回规定是指在出现异常情况时,基金经理有权暂停办理赎回手续。说明书

同时应规定基金交易时间。

6. 投资目的、投资政策、投资范围及投资限制

基金种类主要是依基金投资目标和策略划分的,投资目标和策略说明投资组合,如何投资及所要达到的目的,在投资目标上应指明基金是谋求资本增值还是固定收入或二者兼顾。在投资组合策略上应指明基金预定选入组合的准则及所造的有价证券的种类,如在成长—收入型基金中,股票、债券各应占多大比例,基金资产如何有效地分配于各种投资工具之间。投资范围指明投资对象的范围。为保障投资者利益,在投资限制上应有遵循的准则,如确定投资于某家公司的百分比 确定在非上市公司、股权证、期货、期权上的百分比 确定基金持有的百分比 确定基金借贷投资不得超过百分比 为减少投机活动,确定不能抛空基金并不持有的股票;确定对个别基金的投资市场限制 确定与基金经理及董事利益有关的证券投资的限制等。

7. 基金的估值及暂停估值的规定

基金根据交易时间,每个交易日都估值一次。基金单位资产净值是根据基金持有的金融资产当日的市价计算出来的。估算出的价值在公开发表的刊物上进行报价。报价有买入价和卖出价。暂停估值是基金遇到意外情况时不对基金估值和报价。

8. 费用

费用通常在基金设立之时起就要计算,包括首次购买费(由投资者支付。有的基金只收认购费或只收赎回费)。经理人费用(即每年从基金总资产净值中提取的费用)。托管人费用(即每年从基金总资产净值中抽取的费用)。除此还包括行政费用、管理费用、交易费用、注册费、书面材料编印费、单位持有人会议费等。在公开说明书中,对投资者应支付哪些费用,这些费用各占投资额的比例及何时支付等都要作详细说明。

9. 派息和税项

招募说明书中应列明基金将收益(包括股票、利息、资本利得)分配给投资者的时间;分配方式(按时分配或累积分配) 税项条款应按国家有关税收规定,确定是否缴纳所得税,及缴纳时间和方式。

10. 基金财会制度、报告及账目应列明

应列明基金财务会计准则 报告(分年报、中期报告等)。主要说明基金及其市场状况,报告及账目条款对报告编制,账目审核及两者寄发时间的规定。

11. 结业与清算

主要包括基金结业原由和清算方法等。

12. 基金当事人

基金当事人(主要指基金公司、基金管理人、基金托管人、收益人)的权利与义务的规定,及章程的修改办法等。

总之,基金招募说明书主要以保障投资者的利益为出发点,尽可能全面,准确地反映该基金的情况,让投资者以此做出正确的选择。

二、委托管理协议书及委托保管协议书

1. 委托管理协议书

委托管理协议书是公司型基金与基金管理公司就基金资产一事达成委托管理协议书,从

法律上确定基金公司和基金管理公司之间的责、权、利。

发起人向主管机关提交的公司型基金的申请材料中,除包括公司章程,发起人协议书等报告外,还应包括委托管理协议书,以明确基金资产由谁(基金管理公司)来负责投资运作。发起人在选择基金管理人时,应仔细考察其是否具备进行基金管理的资格条件,其已往的经营业绩如何,基金经理的素质是否较高。总之,选择适当的基金管理人,对于保证基金的收益,维护广大投资者的利益有着重大意义。

委托管理协议书是基金公司和基金经理人之间责、权、利的合同书,因而其主要内容就是为了确定双方的权利和义务及责任。具体讲,它应包括以下几个方面的内容:

- (1) 双方各自的名称、简介;
- (2) 甲乙双方就委托管理基金资产的情况说明;
- (3) 甲乙双方各自的权利和责任,应承担的义务;
- (4) 协议书的修改程序及方法。

2. 委托保管协议书

委托保管协议书是基金公司或基金管理公司与基金托管人(一般是商业银行)就基金资产保管一事达成的协议书。协议书以合同的形式明确委托人和托管人的责任和权利、义务关系。

委托保管协议书是基金发起人向管理机关提交的申报材料之一,在基金发起成立之前,由发起人与托管人签定的一项协议。

基金托管人又称为基金保管人,是负责监督基金资产的经营运作并保管基金资产的重要机构。发起人在选定基金托管人时,应仔细考察其是否具备托管人资格,是否具备良好的信誉。托管人在基金资产运作过程中可以根据信托契约代表投资者对基金经理人进行有效的监督,因而,选择适当的托管人对于维护投资者利益有重要意义。

委托保管协议书是用来确定委托人和托管人双方的责任、权利和义务的,而且着重是确定托管人一方的。托管人的责任与义务主要有:

- (1) 按照基金管理人或基金公司的指示,负责保管基金的全部财产;
- (2) 负责投资项目的清算,负责基金买卖证券的交割、清算和过户,负责向基金证券受益人派发投资受益和扩股认购等;
- (3) 根据信托契约或基金公司章程对管理人进行有效监督等。

第四节 实际运作中的投资基金

一、基金的发行和认购

1. 基金的发行

基金的发行是指基金公司或基金管理公司在基金发行申请经主管机关批准同意后,将基金券或基金受益凭证向广大投资者(主要指居民个人和法人机构)推销出去的经济活动。基金发行是投资基金整个运作过程中的一个基本环节,也是基金市场的一个重要组成部分。

由于投资基金分为公司型基金和契约型基金,对于公司型基金而言它表现为公司股票,我们称之为基金券。对契约型基金而言,基金券则表现为基金受益凭证。

基金券或受益凭证的发行办法包括特定的发行对象、发行日期、销售形式、发行价格、发行数额、发行地点等一系列规定。一般来说,基金的发行与债券、股票的发行是大致相似的。如我国第一家投资基金即淄博乡镇企业投资基金,其基金券的发行采用银团承购包销的形式。从发行对象来看,在国外,基金是对个人和法人发行的,往往数额巨大,只向个人投资者发行不能完成其发行计划,机构投资者认购基金券占全部发行基金数额的比例都相当高。在我国,现有的投资基金大多数是向个人投资者发行的,少数向机构投资者发行,对机构投资者发行的办法一般是采用定向配售,对社会公众发行的办法大多采用认购证。随着我国基金市场的发育、发展,我国投资基金将大量向机构投资者和广大社会公众发行,发行认购的形式与方式也将日益多元化。

基金的发行方式一般分为定向发行和公开发行为两种。采取定向发行的原因主要是:基金的规模较小,基金的投资范围比较狭小,管理基金的经验不足,发行总额在规定的范围内由特定的投资者认购便可完成发行计划,因而没有必要向社会公众公开发行。采取公开发行的原因主要是:发行总额较大,急需募集资金参与有利时机的投资,出于公平、公正原则考虑,对所发行的基金受欢迎程度把握不准,采取向全社会公众发行的方式,以便在尽可能短的发行期内完成销售计划。

基金发行方式应根据发行规模以及投资范围大小等因素决定。无论哪种方式,发行时都要在基金的招募说明书或公开说明书中让广大投资者有充分的了解和认识。

封闭型基金在发行时,除规定了发行价、发行对象、申购方式、认购手续费、最低认购额外,还需要规定基金的发行总额和发行期限。一旦发行总额认购结束,无论是否到期,基金就进行封闭,不再接受认购申请。倘若在规定的发行时间里,发行总额未被认购完毕,基金公司或基金管理公司则会相对延长发行期限,此后若仍无法完成发行计划,则该基金不能成立。基金公司或基金管理公司应将已认购基金的款项退还给认购者。

开放型基金,虽然其总额是变动的,但在初次发行认购时,基金公司或基金管理公司必须设定基金的发行总额和发行期限。一般而言,基金按计划完成了预定的工作程序正式成立三个月后,才允许投资者赎回。同封闭型基金一样,在规定的发行期限或在已延长了认购期限内仍无法募集到设定的基金总额,则该基金不能成立。基金公司或基金管理公司有责任会同基金托管人将已收的认购款退还给投资者。

一般而言,基金的发行方式主要有两种:一是自行发行,一是通过承销机构代发行。具体来说,常见的基金发行方式有以下四种:①直接销售发行;②包销方式;③销售集团方式;④计划公司方式。

(1)直接销售方式。基金单位不经过任何专门的销售组织而直接面向投资人销售。这是最简单的发行方式。在这种销售方式中,基金单位按净资产价值出售,出价与报价相同,一般不收销售费用。

(2)包销方式。基金单位通过经纪人包销。其中,经纪人相当于批发商。他们先按资产价值购买基金单位,然后再以公开销售价格转卖给投资者,以赚取买卖差价。

(3)集团销售方式。为了更有效地推销基金单位,有些包销人会牵头组成一个或数个销售集团,而每个销售集团又由一定数量的经纪人组成。各个经纪人分别代理包销人销售一部分

单位的基金,包销人则支付给每个经纪人一定数额的销售费用。

(4)计划公司方式。这是将一定比例的基金单位采用分期付款的计划方式销售。这样在包销人与投资人之间出现了另一个当事人,即计划公司。计划公司一方面与包销人订立销售协定,另一方面与投资人订立延期付款销售合同。一旦收到某投资人一定比例的款项,计划公司就会向包销人认购相当数量的基金单位,并向该投资人提供一笔款项,存放于投资者在计划公司开立的专门账户上,确保该投资人有能力按合同购买其余的基金单位。计划公司实际上充当着销售经理人或延期付款销售合同协调人的角色。一般计划公司比其他销售集团向投资人收取更高的手续费。

在当今发达的国际基金市场上出现了银行和保险公司参与基金的分销业务。银行参与分销基金,首先可以增加它们对顾客提供的服务品种。其次,银行的客户基础比较广泛,银行又往往与相当大部分的客户维持一种稳定的往来关系,由银行推荐分销基金可增强投资者的信心。再次,投资散户对大银行的信誉较信任,银行代销基金可以吸引许多非银行客户购买基金。基金市场人士普遍认为,利用银行现有分销网络代理基金买卖,将是发展基金零售市场的一种较佳途径。故一些基金公司或基金管理公司已开始选择那些分行数目多,拥有较多客户基金及能够提供专业服务的银行来发展基金的零售分销。同时,作为商业银行为开辟新的业务,也积极与其它非银行金融机构,如基金公司、保险公司等开展各种代理服务。

除此之外,一些国家还出现了银行推出某种与储蓄存款相结合的基金,例如香港市场上新出现的“定期投资计划”、“月买愈有”、“分股吸纳法”等,就是这类混合体。投资者通过银行转账或直接交付的方式,逐月将存款中的一笔定额款项转拨给基金管理公司,购入单位信托基金,并规定有最低投资额。投资者如有财务困难,允许暂时停止供款,也可选择赎回基金,并随时转入存款账户。

2. 基金的认购

基金的认购是与基金的发行相对应的一个概念。基金的发行是基金的信托投资机构将已批准发行的基金券向居民个人和法人机构推销的一种经济活动。投资者参与基金投资的实现方式因基金类型不同而有差异。对于契约型基金而言,投资者通过认购受益凭证来实现。对于公司型基金而言,投资者则是通过购买公司股份来实现的。

基金券在首次发行时,其认购价为面值加上一定的销售费用。在以后的追加认购或购买中,则因开放式、封闭式而有所不同。在一般情况,基金价格由单位基金资产净值(NAV)为标准的,其它任何形式的报价都是以此为依据计算出来的。

基金券的认购手续很简单。一般是投资者将有关申请表格填好,连同付款单交给基金经理人即可。经理人收到申请书及付款后,转递给信托人核收,信托人经过复核,便把投资人记入基金券持有人名册中,同时给投资者发出受益凭证或持股证明。这样,投资者便正式成为基金券的持有人了。

投资者对基金券或基金受益凭证的认购有多种方式,如有自行认购,委托认购,直接认购和间接认购。同时由于基金分为开放式和封闭式以及海外基金等,其认购方式也不尽相同,下面介绍一下开放式和封闭式以及海外基金的认购方法。

(1)开放式基金的认购方法。开放式基金的认购,投资者一般只需携带身份证、印鉴和价款到基金公司或基金管理公司以及指定的代销机构,填写申购表格,表格上详细列明基金的交易价格,购买基金单位份额,并交纳价款,就完成了申购手续,基金在发行时还需交纳一定的手

续费。基金公司或基金管理公司在收到申购表及付款后,发给投资者基金单位持有证(即基金券)投资者便成为该基金的受益人。认购开放式基金的价格,在首次发行期内,按面值加上一定的销售费用计价。如初次发行结束后要追加认购,或者以后基金开放,则要以基金管理公司的报价为准,各种基金报价的方式不尽相同,但通常是以单位基金净资产价值为准加减一定的手续费就构成了开放式基金的认购价格和赎回价格。

(2)封闭式基金的认购。封闭式投资基金由于限制了基金的总规模,投资者只能在基金发行期内认购,其认购手续和方式与开放式基金相同,认购价格也按面值加上一定的费用构成。发行期结束后,投资者如想再投资或转让基金券,则只能通过证券商在交易市场上竞价买卖,其认购价格按当时挂牌的交易价格计算,手续和购买股票相同。

(3)海外基金的认购。上述两种是国内基金的认购方式。若是认购海外基金,一般有两种购买方式。一是通过证券投资顾问公司向国外购买。即由顾问公司推荐,协助(填写申请表和顾问公司签约),然后直接汇款向国外的基金管理公司购买;二是到该基金的国内代销机构购买,投资者以‘指定用途信托资金’的方式,直接缴款,购买所选中的基金单位。

二、基金的转让和交易

按照国际惯例和基金的有关规定,基金在发行结束募集成功后,就需要安排基金券或受益凭证的交易事宜。这样做的主要目的是为了增强基金的流通性,方便广大基金投资者的变现要求和降低投资风险,从而吸引更多的投资者加入到投资基金这一领域来。

基金的转让与交易是指基金券或基金受益凭证的一种买卖活动。即基金持有人按照一定的基金交易规则和程序在基金交易市场从事基金券或基金受益凭证的认购和出让(赎回)的经济行为。一般来讲,开放式基金在基金的开放期内可以认购或赎回,以满足广大投资者对基金的交易。而封闭式基金可以上市流通,通过市场竞价来买卖交易。在发达的基金市场即证券资本市场发达的国家,不仅封闭式基金可上市交易,而且开放式基金亦可遵照一定的规则挂牌流通。基金券或基金受益凭证能够转让或交易,是投资基金的一个本质特征,也是投资基金市场能够得以发展的重要因素。

1. 开放式投资基金的买卖

从基金的类型来看,开放式基金是基金业发展的主流。国际上的基金大部分都是开放式基金。由于我国基金业起步较晚,受诸多条件的限制,如管理经验、证券市场的发展等等因素,我国 70 多支基金基本上都是封闭型的投资基金,只有极少数是开放式的投资基金,但都还不是完全的开放式投资基金。根据国际惯例,开放式投资基金在发行成功后的一段时间(一般为三个月)可接受投资者的赎回和认购申请。申请赎回或认购的投资者,可在任何一个营业日内附带基金券(受益凭证)或款项向基金管理公司或基金管理公司的代销营业网点提出赎回或认购申请。一般情况下,赎回或认购申请都是以基金单位的整数(例如 1000 个基金单位)或整数倍进行赎回或认购基金份额。

开放式投资基金赎回或认购价格都是以基金经理人计算的基金单位资产净值加减一定的费用构成。按基金的有关规定和投资限制,基金管理公司必须保持基金资产有一定比率的流动资产,以保证投资者随时能够兑付持有的基金券或基金受益凭证。同股市的股价一样,基金的价格也分门别类地刊登在当地的主要报刊上。基金的买卖手续也比较简单,它不需要中间

人,投资者可以直接到基金管理公司或其代理网点去买卖,其买卖程序已有详述。

2. 封闭式投资基金的买卖

封闭式投资基金正式成立三个月后,基金公司或基金管理公司将会申请基金在交易所上市。按照基金业国际惯例,封闭式投资基金的投资者不能直接向基金公司或基金管理公司赎回或认购基金券,但投资者可以在证券交易市场上自由买卖。封闭式基金一般在其正式成立三个月后按照一定的程序规则上市交易。投资者转让封闭式基金券或受益凭证的方式,与股票转让方式一样,可以通过证券商,经纪商在股票二级市场上随行就市,进行转让交易。另外,尚未上市的封闭式基金,按有关规定,亦可在交易所之外通过柜台方式进行转让。在我国,封闭式投资基金是在沪深两个交易所和全国证券交易中心进行转让和交易的。

从目前的情况来看,我国在深交所上市的基金共有 10 家,它们分别是:天骥基金、蓝天基金、君安受益、广发基金、南方基金、广证基金、华信基金、富岛基金、广证受益、海南银通。在上交所上市的基金共有 15 家,它们分别是:淄博基金、沈阳农信、沈阳富民、沈阳通发、沈阳公众、沈阳兴沈、沈阳万利、沈阳银海、沈阳久盛、广东广发、广东海欧、广东广信、金龙基金、宝鼎基金、建业基金。在天津证券交易中心上市的基金共有 9 家,它们分别是:开信基金、创业基金、银城基金、金星基金、赣农受益、赣中受益、苏建受益、龙江基金、海湾基金。在南方证券交易中心上市的基金共有 7 家,它们分别是:广发基金、南方基金、广征基金、华信基金、海欧基金、广信基金、广发二期。在武汉证券交易中心上市的基金共有 12 家,它们分别是:金信基金、长江基金、武汉基金、西北基金、中盛基金、盐信基金、珠信基金、通信基金、常信基金、南京基金、建皖基金。在沈阳证券交易中心上市的基金共有 8 家,它们都与上海证券交易所相互联网,它们分别是:沈阳农信、沈阳富民、沈阳通发、沈阳公众、沈阳兴沈、沈阳万利、沈阳银海、沈阳久盛。在大连证券交易中心上市的基金共有 9 家,它们分别是:大征利民、工信可转、农信证券、建信证券、大信证券、金券基金、陕建基金、国游债券、国游二期。

投资者从事上市基金的交易与转让与从事股票的买卖有许多相似之处,具体来说,包括如下环节:

(1) 开户。委托人(投资者或基金券持有人)在证券交易中心开立证券账户,在证券商处开立资金账户。

(2) 委托买卖。委托人买卖基金券或受益凭证,须到证券商处办理委托手续。即委托人持“证券账户卡”、“资金账户”和本人身份证(代理人还须持代理人身份证),填写委托买卖书,办理委托买卖。

(3) 受理委托、受理委托人委托买卖基金券的,必须是经证券交易所或证券交易中心批准可在交易厅经营经纪业务的证券商的本部营业机构和分支营业机构,以及经证券交易所或证券交易中心批准的证券交易业务的代理机构。证券商对委托人交保的资金和基金券,必须有详实的记录和凭证。

(4) 执行委托。证券商的业务员在受理委托后,立即通知证券商在证券交易所或中心内的驻场交易员,由他们负责执行受理的委托,并处理其他相关事宜。

(5) 场内交易。证券商驻场交易员接到受托通知,立即按一定方式依照委托要求进行公开申报竞价,完成交易。现在证券交易所或中心一般都采用计算机终端申请竞价交易方式,按照价格优先、时间优先,客户委托优先原则,计算机主动撮合配对成交。

(6) 清算交割。在证券交易所或中心成立的基金券,由证券交易所或中心与证券商办理一

级清算,券商与委托人办理二级清算。

(7)支付佣金。基金券委托买卖成交后,委托人应向券商支付占成交金额一定比例的佣金。

(8)过户。委托买卖基金券成交后,基金券持有人应到基金托管人处办理过户手续。

3. 投资基金的价格

基金券作为一种有价证券,象股票、债券一样也有价格。基金券的价格包括发行价格和市场交易价格两种基金类型。基金券的发行价格是指基金发行时由基金发行人所定的初始价格。基金券的市场交易价格是基金券在基金市场如证券交易所或证券交易中心挂牌买卖的价格,它可分为开盘价、收盘价、最低价和最高价,反映该上市基金交易日内行情的涨落变化。开盘价是指基金券在证券交易所或证券交易中心每个营业日开市后在该证券交易所或交易中心挂牌交易的第一笔成交价。如果某基金券在开市三十分钟后仍未产生开盘价,则取前一日的收盘价作为当天的开盘价。收盘价是指某基金券在证券交易所或证券交易中心每个营业日挂牌交易的最后一笔成交价格。最高价格指营业日当天某种基金成交的最高价格,最低价格指营业日当天某种基金券成交的最低价格。

作为开放式基金,基金券的价格应指基金券持有人向基金公司或基金管理公司认购和赎回时的价格,它们分别为买入价和卖出价,它们构成了开放式基金的交易价格。基金券的价格随基金品种及基金类型的不同而有差异,但基金价格最基本的确定依据应是基金单位净资产价值及其变动。

开放式投资基金根据其基金章程及信托契约等规定。在开放期内投资者可随时认购和赎回基金券。认购价是投资者认购基金单位的价格,赎回价是投资者向基金公司或基金管理公司沽出的基金单位价格。开放式基金的认购价和赎回价是根据基金的“净资产价值”来确定的。“单位基金资产净值”是按某一时点计算的基金资产总值,再将总值除以已发行基金单位数目计算出来。一般基金的卖出价已包括一项首次认购费,而买入价则包括一项赎回费,我们称之为手续费。其认购价格和赎回价格就是以“基金单位资产净值”加减一定的手续费构成。

封闭式基金由于其发行总额是固定不变的。在基金的存续期内投资者不能向基金公司或基金管理公司赎回,因而是为了满足广大投资者变现及交易的要求,大多数国家或地区都允许封闭式基金上市。

封闭式基金的价格主要有两种,一种是发行价格,一种是上市后的交易价格。发行价格一般为基金券面值,即平价发行,但由于市场供求关系的影响,也可以适当溢价或贴现发行,平价发行时,可以附收一定比例的手续费,但不计入基金资产。基金上市后的交易价格是不固定的,随行就市,但主要取决于下列五个因素:

(1)基金资产净值。这是决定基金单位/股份价格的主要因素,就像任何可交易物的价格主要取决于其价值一样。因此,基金二级市场投资者应密切注意该项指标。

(2)基金市场供求关系。投资者看好基金市场,但基金供给固定,其价格就可能上涨;相反,基金供给大于需求,则价格就会下跌。

(3)股票指数等。基金主要投资于证券市场,是证券投资信托的一种形式。一般来说,股票指数、债券指数上涨,基金表现亦佳,价格就上扬;相反,则下跌。

(4)封闭期长短。通常封闭期越长,价格可能越高;相反,则越低。因为基金封闭期越长,

其性质愈接近股票,价格偏离价值的可能性就愈大。当然,风险也愈大。

(5)政府有关基金政策。比如,基金税收政策,对基金二级市场有较大影响。

4. 基金的净资产价值(NAV)

NAV 是英文 Net Asset Value 的缩写,意指净资产价值,是指某一时点上某一投资基金每一单位(或每一股份)实际代表的价值估算,它是衡量一个基金经营好坏的主要指标,也是基金单位买卖价格的计算依据。

投资基金是集聚众多投资者资金并分散投资于金融市场的各种金融工具。而在证券市场上,股票、债券等金融工具行情在不断变动,时升时降,基金的资产价值必定也随证券市场行情变动而增值或遭损。因此,对于基金在某一时点的净资产价值(NAV)估算就显得非常必要了。

NAV 的估算方法是:当天的总资产扣除负债后所得的净额除以发行在外的股份或基金数。用公式表示为:

$$\text{NAV} = \frac{\text{总资产} - \text{总负债} - \text{有关费用}}{\text{基金单位(股份)总数}}$$

计算基金单位资产净值的方法,以计算日划分有两种:

(1)按已知价计算。已知价是基金管理公司根据上一个交易日的证券市场的收市价计算出来的。公式是:以上一个交易日收市价计算的基金所掌握的金融资产(包括股票、债券、期货合约、期权证券等)总值加现金除以已售出的基金单位总数就得出每一个基金单位资产净值。采取已知价交易,投资者当天就可知道基金的买入价或赎回价,可很快地办交易手续。

(2)按未知价计算。未知价是基金管理公司根据当日证券市场上各种金融商品的收市价计算出来的。投资者要在当天交易结束的第二天才能知道基金单位价格。

计算 NAV 值首先要计算基金资产总值,通常有如下规定:a. 上市股票,以计算日集中交易市场的收盘价为准。b. 公债、公司债及金融债券,已上市的以计算日的收盘价为准,没有上市的以其面值加上计至计算日止应收的利息为准,投资所产生其他利息或收益时,应予列入资产价值内。c. 短期票券,以买进成本加计自买进日起到计算日止应收的利息为准。d. 现金与相当于现金的资产、应收款项、已付及迟延费用,列计其全价或市价。e. 尚未履行的资产取得或处分契约,应视同已履行。

NAV 是投资者评估基金表现的重要工具。NAV 上升,意味着基金投资组合中的各类股票、债券及其它金融工具在增值;NAV 下降,含义与上述相反。

基金净资产价值是基金单位价格的内在价值。因此,基金单位价格与其净资产价值一般是趋于一致的,净资产值增长,基金单位的价格也跟着增长。特别是开放型基金,基金单位的认购或赎回的价格都是直接以净资产价值计价。当然,有时二者也会产生偏离,由于封闭式基金是在证券交易市场上市,其价格除了受净资产价值影响外,还受到市场供求情况、经济形势、政治环境多方面因素的影响。因此,二者不可避免地会产生偏差,有时甚至是反向趋势。

第四章 投资基金与其他 融资方式的联系与区别

证券是有价证券的简称,表示财产权的证明文件。以记载所有者权利的行使、处分、让渡和占有的必要条件。在经济学上,有价证券专指货币证券和资本证券而言。货币证券是商业上的支付工具,如本票、支票、汇票等等。资本证券是表示投资的凭证和收益的请求权,又可分为股权证券或所有权证券和债权证券。投资基金由于可以将以大众手中筹集到的资金通过专家管理而投资于各种有价证券上,所以它同各种有价证券之间不无关系。以下将对投资基金同股票、债券、期货期权等有价证券以及同其它一些融资方式的联系与区别作一些简要的对比分析说明。

第一节 投资基金与股票的关系

根据本书第一章对投资基金所下的定义及分析,从投融资的目的上看,投资基金的投资者同股票的投资者并没有什么本质的区别,其目的都是想通过投资活动取得一定的经济利益,获取一定收益。它们的联系是极其密切的,投资基金融通到资本之后,用于证券投资中,在证券投资中,有优先股基金和普通股基金。

优先股有固定的股息率,当然可分为累积和非累积,但无论是哪种优先股,都没有到期日,公司破产清算优先于普通股,优先股是一种固定收入证券,在收益上同债券相似,基金投资于优先股上,因而这种基金就更受股市波动的影响,起伏波动大,与股价走势一致。

作为股票代表的普通股,是基金投资的最重要对象,普通股基金是广泛采用的一种基金形式,基金的大部分资金投资于普通股票上,只有一小部分资金投资于短期政府债券或商业票据上,以方便资金周转或适应选择投资的时机。普通股票的投资目标侧重于追求资本利得和长期资本增值。按其投资分散化的程度可分为一般普通股基金和专门化基金。前者指必须把其75%以上的资产分散投资于各类普通股票上,后者是指把资产投资于某个部门、行业、地区以及‘特殊情况’公司的股票上。也就是说,基金投资通过‘投资组合’来规避风险,从而实现平稳的较高投资收益率。

在理论界有一种观点认为,基金投资可以通过投资组合,分散投资,从而规避风险,同时获得高收益、低风险的并存。这种观点有失偏颇。我们说投资基金具有规避风险功能是毫无疑问

义的,但风险降低的同时,利润率也必然降低,这是因为高收益股票与低收益股票并存,也即优质股和劣质股并存,甲股票的高收益被乙股票的低收益扯平。基金投资能获得平稳的较高收益,较高收益的原因是基金的经营管理者都是投资专家,而且又有投资顾问公司咨询,同时,投资的规模化经营能够达到规模效益,而中小投资者却难以做到这一点。投资的专家经营、投资顾问公司的咨询、投资的规模效益决定了基金投资的高收益。而投资风险的规避,投资分散于不同证券上又压低了这种高收益,使基金投资只能获得较高投资收益率。

作为基金投资经理人员,投资目标的选择只能是低风险和较高收益,而不能追求极高收益,因为高收益与高风险并存,无论是契约型基金还是公司型基金,委托者(投资者)都不愿承担太高风险。

投资基金投资与股票投资尽管有如上所言的密切关系,但毕竟作为两种投资方式,二者有着很大程度上的不同。其具体区别主要表现在以下几个方面:

一、所有权的权属关系不同

股票投资所涉及的是所有权的转移,凡是投资者购买了某公司的股票,那就意味着他就是这个公司的一个所有者,是公司的股东,股票融资是公司的资本金,或言自有资金,代表所有权。股票是企业融通自有资金的一种工具和手段,股东投资于公司,对公司的经营决策有相应的发言权,通过股东大会参与企业经营管理,这种参与权随着股票买卖行为的发生而产生,随着另一次相反行为的发生而丧失。而投资基金的投资(公司型基金除外)并不是所有权的转让,严格意义上讲它是一种信托投资——证券投资信托,属于间接投资的范畴。公司型基金通过发行股票筹集资金,但投资对象一般不是实业,而是有价证券。

二、投资本金的退让、赎回、变现等方式不尽相同

股票投资一经把资金投入股份公司就不能要求退股,这和封闭型基金相同,但同开放型基金截然相反,开放型基金可以随时按资产净值赎回基金单位,因而基金公司的基金单位数量是随时变化的。但股票可以在二级市场(包括有组织的证券交易所和 OTC 市场)转让变现,价格随行就市,变化无规律,受政治、经济、文化等多种因素影响,而投资基金的投资在一定条件下可以向公司赎回,当然封闭型基金可以在市场上转让。

三、收益与风险不同

股票投资是一种风险投资(广义),投资者投资于某公司的股票,他的收益就取决于该公司的经营业绩,如果公司经营业绩良好,那么该种股票投资者可以获得较高的资本利得和红利,收益率很高 相反,如果公司经营不善,那么该种股票的年分红派息很低,甚至于在二级市场上股票价位大大降低。更重要的是,如果公司破产倒闭,股东会丧失全部股本,股票便是废纸一张。另外,股票还受股票市场波动的影响,股市上股价上升,对股票投资者有利 如果股价下跌,股票投资将受损失。股票投资之收益与风险成正比,一般投资者(特别是中小投资者)不能用投资组合规避风险,又无力找顾问公司咨询,因而只能听天由命,根据自己的判断做出投资

决策。而投资基金的风险较为平稳,因而能达到低风险和较高收益。

而且,投资于股票的投资者(一般指中小投资者)由于其资金有限,不能在众多的股票上进行分散投资,而只能选择一两种自己认为比较好的股票,因而风险不能分散。而投资基金的投资恰恰能够弥补这一点,投资基金由专家操作,其投资的原则就是分散,即把小额资金集中起来,用于各种股票的投资,因而风险降到较小的程度。当然应当承认,由于投资基金的投资风险较小,因而其收益有时不能同股票相比,这是合理的。投资于一两种股票,投机性很强,有可能大赚一笔,也有可能跌得头破血流,这方面的例子已经屡见不鲜。

四、投资管理方式不同

投资基金的投资者不伤脑筋,由专家代为策划。入市的考虑只在选定适合自己的基金(按投资类别及投资策略选),便一劳永逸。投资者买卖方便,不用伤脑筋去保管股票债券及办理诸如过户收息等麻烦事。股票投资者则不同,购买股票时要对股市做宏观上分析,对每只股票发行公司的财务状况进行考察,股票上手之后又得关心股票价位的升降,股票交易要办理过户手续,分红派息也得事必躬行,不像投资于基金那么便捷。

五、投资的操作方式不同

投资基金投资者的决策完全不由自己操纵,过于被动。基金在好市时一般不如大市的平均升幅,遇到股灾时又不能由投资者采取他认为最好的直接对策。后者意味着他可能损失更大(尽管遇到股灾时,也可能以不变应万变更有利)。但统计资料显示,遇到‘灾难’时,增长基金跌幅大于大市,而收益基金跌幅略低于大市。只有分散投资的基金往往跌幅远低于大市。基金的买卖虽然方便,但总不如直接买卖外汇或股票快速而灵敏。

第二节 投资基金与债券的关系

了解股票的人,一定对债券不陌生,因为债券比股票要简单得多。因而投资基金也广泛地投资于这一领域。

债券作为投资基金的一个重要投资对象,按照投资品种的不同,形成不同种类的债券基金。广义的债券基金包括货币市场基金、政府公债、基金、公用债券基金、公司债基金等。可见,投资基金投资于债券时,二者在投资目的和操作方式上具有紧密的联系和一致性。当然它们之间的区别也是十分明显的。这主要表现在:

一、二者在权属关系上的表现方式不同

债券只反映债权人和债务人之间的借贷关系,而不存在所有权的转移,债务人事先必须确定到期还本付息于债权人。而投资基金则不同,公司型投资基金由于设立等同于股份公司,投

资者投资于该类公司,就成为这类公司的股东,因此是一种所有的关系而不是借贷关系。拥有该基金的股份即代表一定资产产权,而契约型基金则是一种信托关系,属于证券投资信托,也不是一种借贷关系。

二、收益回报具有确定性和不确定性的差别

债券的利息和借贷时间是事先确定的,比如年息是 20% 或 25%,债务人的这种承诺是不管其经营状况如何,都必须在确定的时间内,按照确定的利息率,还本付息。而基金的投资者,在其投资时,并不会得到一个确定的利率。如果基金运营良好,他的报酬率相当高,如果基金运营状况不佳,则投资回报相当可怜。这一点和普通股是一致的。

三、产权处理方式方面的差别

债券投资在未到期以前不能要求发行单位提前转化为现金,当然可以贴现或在二级市场上进行买卖。而投资基金则可以通过赎回的方式,为投资者进退提供了便利,因而投资者可以进行灵活投资(主要指开放式基金)。

四、风险方面的差别

债券投资由于利率和到期日都是固定的,可以说在这方面没有什么风险(当然还存在市场风险、财务风险),报酬稳定。而投资基金的投资风险,虽然小于股票,但收益的不确定性本身就是风险的核心内容。

第三节 投资基金与期货、期权的关系

投资基金投资于期货、期权,便形成了期货、期权基金,所以它们之间有着密切的联系。这里主要讲一下它们之间的异同。

一、投资基金与期货

(1)期货交易主要是一种交易方式,它是同现货交易相对应的,期货市场同样与现货市场相对应。生产者通过期货市场,以避免价格风险,通过套期以达到保值之目的。当然我们并不否认期货市场的投机功能,而且我们也承认投机对维持期货市场的稳定还是相当重要的,但是必须指出的是:从经济学意义上说,套期保值是期市的主要功能。通过套期保值,它可以使人们因受价格不利变动的影响而须承担的责任或风险消除或减少到最低限度。另一方面,它也有利于企业保持成本之稳定性。

而投资基金的投资者,是通过基金组织投资达到在未来取得一定的资本报酬,所以两者的

投资主体是不同的。投资者之所以要采取基金这种形式,主要是规避风险和获得较高收益。因而投资基金的投资一般着眼于中长期。期货市场上的投资者实际是投机者,其行为多为短期行为。实际上我国初期发展的期市在很大程度上是一个投机市,厂商或农业劳动者通过期货市场规避风险的意识还没培养起来,可以说在这方面中国人还是弱智的,而期市参与者多为投机分子,通过保证金交易,以便以一搏十,一本万利,迅速发财致富,这实际对大多数人来说是不可能实现的,特别是一些散户,往往成为牺牲品。

(2)进行期货交易按规定要缴纳一定数量的保证金才能进行,保证金的数额一般都很大,因为期货标准合约数量都相当大,因而一般中小投资者很难涉足,而投资基金的投资则需很少的经理费,因而小户、中小资金持有人可以非常容易地进入,实际上基金之创立,也即为中小投资者规避风险之用,大额投资者可以自我通过组合投资来避险,无须采用基金这种形式。

(3)期货交易在一定条件下,必须进行实物或现金的交割,而投资基金的投资就不存在这个问题。

二、投资基金与期权

从投资基金同期权的关系来看,二者既有一定的共同点,又有一些差别。

期权和投资基金都同证券相联系,期权是一种买入或卖出一定数额有价值证券的权利,当然到期可以实际买入这些证券,也可以放弃这些权利。投资基金作为一种受益信托形式,基金管理公司将资金用于有价值证券的购买,一般是证券投资信托,在我国近期内把投资基金吹得玄玄乎乎,实际是很可笑的。期权作为一个专门术语而言,是指对有关普通股票买卖的权利而言,当然现在已经推广到其他方面,如货币期权等,前面已有所论述。投资基金在基金投资组合中,绝大多数是各家公司股票的比例组合。

另一方面,投资基金是投资手段之一,资金持有者可以通过投资基金这种形式获得投资收益,尽管不可能得到很高的投资收益率,但风险也相当小,因此对中小投资者还是很合算的。期权的投资功能也是存在的,但往往我们称之为投机,投资与投机没有什么本质区别,投机是为追求高收益而不顾及风险的投资,投资是保守的投机。我们主张稳健地使用资金,不要将资金放在同一个盘子里投机。当然,投资学中的投机同我们平常所说的投机倒把是不同的,投机在英文中是 speculate,从事投机的人称 speculator,实际是市场预测者。期权买入者或卖出者必须对期权所依托的有价值证券的市场走势做出合理判断,才能完成自己的投资决策。在这里,投机没有任何贬义色彩。实际上,一个成熟的市场,既需要有稳健的投资者,也需要有投机者,否则市场将会崩溃。买入期权除套期保值外,投机者也不乏其人,因此利用期权市场投资(机)取利同利用投资基金权利是相同的。

当然,我们必须承认,期权投资和投资基金投资是不同的:

(1)期权是一种权利,买入期权和卖出期权实际是一种权利的购买,投资者买入这种权利,购买费用即是投资额,投资者可以兑现这种权利,这种权利兑现之后,投资者即可获得投机收益,如果投资者觉得兑现权利并不合算,他当然可以放弃这种权利,但权利自动放弃,则投资将全部损失。投资基金的投资者仅仅是利用了基金这种形式来达到自己的投资目的,投资者可以根据自己投资额获取收益。

(2)期权的价格决定于股市趋势和期权卖主的熟练技巧。大多数期权在执行时并不上算,

所以很少期权是被实际执行的,买主大都放弃了这一权利,这就造成期权购买的风险很大,而利益往往为出售期权者所获得。

归纳起来说,期权的买方和卖方所承担的风险,分别如下列情况:

如果有关股价未能涨过规定的价格,则这个期权到期时将毫无价值,期权买者担负在相对的短期内损失全部投资(期权价值)。

空头期权的卖主,在期权合同有效时期内如果依托的有关股票价位上升,他将受损失。因为他要花较高的价格买进有关股票,让期权买主按较低的协定价格买进。

保证期权的卖主,为换取期权的价格,将承受他所拥有期权有关股值的损失的全部风险。只要他还是卖主,在有关股价涨过协定价格时,他就失去从中分享涨价所带来的利益。

另外的风险属于期权的二级市场的交易和清算的机制有效与否。就是说,期权的买方和卖方在任何时候想结清他们的期权交易,以保住利益或减少损失时,在市场上买入或卖出期权是否容易和方便。

投资基金投资本身风险很小,这在以前我们已经分析过,中小投资者由于资金有限,无法或者很难通过投资组合分散风险,而通过契约或参股投资基金,则可达此目的。

(3)期权投资操作相对困难,而投资基金则是专家经营,投资者不必考虑,因此对投资者来说,操作起来十分容易,甚至可以说没有什么操作可言。

第四节 投资基金与集资

集资一词,有广义和狭义之分,广义的集资即筹集资金,或称融资;狭义集资即自筹资金,集有集合的含义,即将广大小额资金聚合起来,以供某种特殊需要。本节讲述集资与投资基金的关系,主要论述狭义集资,同时在一些地方,也照顾一下广义集资。

一、集资的内涵与外延

集资就是融资,或称资金的取得。国家为满足日常行政事业费支出、公共投资,社会保障支出,需要获取一定资金支持,而这种资金的取得即国家之财政收入。财政收入的主要形式是国家税收,还有国库券、公债等。税收实际是将广大纳税人的钱集中起来,属强制集资,国库券、国家公债是通过有借有还的信用原则取得财政资金的形式,属于国家融资信用。另外,中央政府还可以以国家名义从外国政府、外国的银行及非银行金融机构、国际性金融机构或其他国际组织取得优惠贷款或信用贷款。发展中国家最大的发展障碍是资本短缺,资本是瓶颈,从国外融通资金是发展中国家摆脱贫困的重要途径。

二、投资基金与集资的关系

(1)投资基金对投资者来讲,主要是通过投资达到在未来取得一定的资本报酬;集资对投入者来讲则是出于自愿或非自愿的资金投入,有时收益和风险能令投资者满意,有时则未必,

因此有时带有强制储蓄的性质。

(2)投资基金有一套完善的组织和管理程序,是金融市场发达、资本市场发展到一定阶段的产物。集资则是不规范的融资形式,它与我国向市场经济转轨的特定历史阶段相联系,随着我国市场机制完善,这种不规范的融资形式必然为适应现代市场经济发展的融资形式所代替。

(3)集资的强制性使资金投入者无法提前收回其资金,有的甚至就没有还本付息之说,实际是对他人的一种剥夺,而投资基金则可以通过赎回的方式,为投资者的进退提供便利。

(4)集资利率一般是事先确定的,而投资基金的投资者,在其投资时并不会得到一个确切的利率。如果基金运营良好,他将得到较好的报酬,如果不佳,则报酬较低。

(5)集资风险视集资主客体而定,有的一点风险都没有,有的则风险相当大,而投资基金风险是确定的,而且一般不会很大。

第五节 投资基金与其他基金的关系比较

国内外以基金命名的资金集合或组织很多,本书讲的投资基金与这些不同类型的基金组织是不同的,本章将就这个问题展开论述。

一、传统会计中的专用基金

传统计划经济,强调对整个经济的计划管理,要求企业除了要建立必需的经营资金以外,还要建立一定数额的各种专用资金,以满足企业发展生产、改善和提高职工生活福利的需要。

专用资金按其资金来源来说,称为专用基金。按其存在形态和占用来说,称为专用资产。

专用资金是指由特定来源形成的,并有专门用途的资金。它同经营资金既有明显的区别,又有密切的联系。它们的区别在于:①经营资金直接用于企业的商品生产,或商品流通过程。而专用资金则用于商品生产、商品流通过程有关的固定资产购建、更新、改造、修理、增拨流动资金、开发新产品、提高职工文化福利水平,以及作为“以丰补歉”之用等。因而经营资金处在直接的生产流通过程之中,而专用资金则处在直接的生产流通过程之外。②经营资金是周转性资金,它的支出是一次性垫支,必须要得到补偿,而专用资金则处于特定用途之中,它的支出是一种耗用,不需要得到补偿。

专用基金的建立,取决于国家的企业财务管理制度。我国在未进行财务制度改革之前,曾设立过更新改造基金、大修理基金、职工福利基金、职工奖励基金、新产品试制基金、后备基金、风险保证金、承包风险金。

专用基金实行专款专用、专户存储原则。

现行财务制度做了重大调整,大修理基金、职工福利基金、职工奖励基金属负债性质,应分别转入“预提费用”、“应付福利费”和“应付工资”科目,结转前,如有借方余额的应分别情况处理。大修理基金的借方余额,应转入“待摊费用”科目,其中摊销期在1年以上的应转入“递延资产”科目;职工福利基金、“职工奖励基金”科目的借方余额,按照规定转入其他有关专用基金明细科目和“工资基金”科目。

“风险保证金”明细科目核算实行租赁经营的企业将未分配的承租方收入转作的风险保证金。风险保证金可以交纳租金、抵扣承租方预付的生活费、发给承租方或弥补亏损,转作生产发展基金。按前三项用途界定,此项基金应属于负债性质;按后二项用途界定,此项基金应属资本性质。所以在承租期未届满时,此项基金的属性难以界定,因此这项基金应增设“专项应付款”科目,暂列在负债类,待承租期届满时,再分别情况转销,属于留在企业的部分,再转入“盈余公积”科目。类似情况还有“未分配承租收入”科目,企业也应将“未分配承租收入”科目的余额转入“专项应付款”科目。

关于“工资基金”科目,按照新制度的规定,企业应支付职工的工资,无论是基本工资,还是附加工资,还是奖金,均应通过“应付工资”科目核算,不再设置“奖励基金”“工资基金”科目。企业调账时,应将“工资基金”科目的余额转入“应付工资”科目。应该注意的是:企业福利基金、奖励基金如有超支的,且其超支应用“工资基金”弥补的,企业应先用工资基金弥补福利基金、奖励基金的超支,弥补后,仍有余额的,再转入“应付工资”科目。

二、保险基金

保险基金有广义和狭义之分。

广义的保险基金亦称社会保险基金,是为了使社会再生产顺利进行,在国民收入的再分配中扣除下来的,用于补偿因自然灾害或意外事故造成的经济损失的社会资金。它的建立一般有三条途径:①由国家财政预算内提存的后备基金;②由各经济单位提存的后备基金;③通过保险企业用收取保险费的办法建立起来的后备基金。

广义保险基金,就是通过上述三条途径形成、并由这三部分基金构成的。

狭义的保险基金,亦称“保险形式的后备基金”,是指由保险企业根据不同的保险费率,通过向参加保险的单位和个人收取保险费的形式建立起来的一种专门用于补偿被保险人受到的经济损失或满足给付需要的货币形态的后备基金。严格地说,保险形式的后备基金,应称为“商业形式的后备基金”或“商业形式的保险基金”。它是保险责任期限内保险人承担经济赔偿。

广义保险基金或后备基金的形式,按照一般说法,主要有自保、合作、商业和集中4种形式。

(1)自保形式的保险基金。简称自保基金,是指企业或经济组织自行提存的、用以补偿经济损失、保证经营过程的连续性和稳定性而设立的一种后备基金。

(2)合作形式的保险基金。是指社会上对某些风险有同一保障要求的个人或经济单位,通过事先缴付一定数额的赔偿金或管理费的方式集中的一部分资金。这项资金是用来补偿任何一个成员所遭受的经济损失的。也就是说,任何一个入股的成员所遭受的经济损失,要由其他成员共同承担,它具有互保的性质。入股成员既是投保人或被保险人,又是保险人。

(3)商业形式的保险基金。是指由保险组织——保险公司根据不同保险费率,向参加保险的单位或个人收取保险费的方式筹集的专门用于补偿被保险人经济损失或满足其给付要求的货币形态的保障基金。

(4)集中形式的保险基金。亦称财政后备基金,是从国家预算中提取的,用以应付自然灾害,或弥补意外事故损失和满足国家经济中特殊需要的货币资金。

从上面的分析我们可以看出,保险基金是基于风险而建立的,用以规避或分散风险的一种资金群,它的目的是通过转嫁危险和集合危险的办法来达到事后补偿损失的目的,而投资基金的参股者或资金投入者是以获取较高收益为目的,尽管在采取投资基金这种形式时,本身有规避风险的意思,但作为投资活动本身,它是以获取预期收益为目的的,如果没有收益,谁也不会参与投资基金。因此保险基金的资金投入者称投保人或被保险人,而投资基金的资金投入者称为投资者。

保险基金会或保险公司是机构投资者,筹集的资金也必须按照一定的投资组合投资出去才能给投保人以稳定的赔偿,因而,用好保险基金也必须注意投资效益。投资基金的基金投资也属机构投资,也以获取最大收益为目的。因此二者在追求资本增值和分散投资风险方面又有很多完全相似和一致的地方。

三、房改基金

我国从 80 年代中期就开始了房改试点,经过几轮试点,取得了一些成绩,但总是雷声大雨点小。阻碍我国住房改革的因素很多,其中体制性因素当居主导地位。

为支持房改,各地筹集一部分资金,然后专户存储,甚至建立房地产信贷部,专门经营房地产信贷业务。这部分资金来源于地方财政、企业单位或个人,专门用来支持房改、支持个人买房建房。

四、偿债基金

偿债基金是指在规定的时间内,在每期期末存入相同数额的款项,以便到期后,连同利息聚积成一笔预定数额的款项。设置偿债基金的目的是为了在未来某一特定时期获得一笔预定数额的资金,以便满足既定的需要,如偿还一笔债务或为设备更新提供资金。

偿债基金同投资基金的区别是显而易见的,偿债基金本身也是一种投资活动,即每年年末的等额投资,但这种投资是有目的的,而且利息固定,未来收回本息正好满足预定需求。投资基金的未来收益是不固定的,要根据基金运营状况而定,偿债基金是投资者本身的一种活动,而投资基金的运营则主要由基金管理公司来完成,运营复杂,风险相对较大,收益也高一些。

在技术经济学或投资项目技术经济评价中,偿债基金主要是作为一个系数方便使用,可以通过查表,甚至直接在计算机中运行,因此,更多情况下不视为投资,但它的用途是很广泛的。

五、消费基金与积累基金

社会总产品在分配中,用于补偿消耗掉的生产资料的价值部分属于补偿基金;用来扩大生产的追加部分作为积累基金;用来应付不幸事故、自然灾害等的后备基金和保险基金性质尚未确定,但通常列作积累基金。这三项扣除之后用于社会消费和个人消费的部分,如用来满足共同需要的部分,如学校、保健设施等,为丧失劳动能力的人设立的基金,国防费用。社会消费基金和个人消费基金合在一起是消费基金。

消费基金和积累基金是国民收入分配与再分配的最终成果,这种基金只是代表社会财富

的最终归宿,而不包含盈利性因素,投资基金则是投资活动的一个重要组成部分,属投融资经济范畴。

当然,投资基金的来源,是国民收入分配成果的一部分,经过投资基金作用,一部分消费基金可以转化为积累基金,用于社会再生产的投资活动。投资基金将消费基金转化为积累基金,经过社会再生产过程,创造国民收入,国民收入经过分配与再分配,最终又形成消费基金和积累基金。

六、文教科卫基金

这部分资金一般由人们馈赠,如诺贝尔奖基金,我国的孙冶方经济学奖基金,希望工程基金会。这种资金主要用于发展文化、教育、体育、科学事业。

我们这里所说的投资基金或基金,同以上分析的各种基金是不同的,传统意义上的基金是通过国民收入的分配与再分配形成的有专门用途的基金,如奖励基金、福利基金、发展基金、保险基金、偿债基金、退休基金、救济基金。根据基金的不同用途,这些基金大致可分为三类:一是基金会,如鲁迅、茅盾文学奖励基金,主要用于文教科卫事业发展;二是社会福利基金,如退休基金、救济基金等;三是保险基金,主要是投保人交纳的保险费,用于因受到不可抗力的自然灾害或发生意外事故的偿还,弥补经济损失之用,如人寿保险基金。

七、国际货币基金

国际货币基金组织是对成员国的国际收支不平衡提供短期和中期贷款的国际金融机构。基金组织成立于1945年12月,于1947年3月开始营业。总部设在美国首都华盛顿。

1944年7月,44国代表在美国新罕布什尔州布雷顿森林举行联合国货币金融会议(俗称布林顿森林会议)。会议通过了《国际货币基金组织协定》,国际货币基金组织就是根据这一协定成立的,1947年,基金组织与联合国签订协议,成为联合国的专门机构。

根据《国际货币基金组织协定》第一条的规定,该基金组织的宗旨有以下六项:

- (1)通过设置一常设机构,便于国际货币问题的商讨与协作,以促进国际货币合作。
- (2)便利国际贸易的扩大与平衡发展,以促进和维持高水平的就业和实际收入,以及所有会员国生产资源的发展,作为经济政策的首要目标。
- (3)促进汇率稳定,维持会员国的有秩序的外汇安排,并避免竞争性的外汇贬值。
- (4)协助建立会员国间经常性贸易的多边支付制度,并消除妨碍世界贸易发展的外汇管制。
- (5)在充分保障下,以基金的资金暂时供给会员国,使其有信心利用此机会调查其国际收支的不平衡,而不致采取有害于本国的或国际的繁荣的措施。

(6)依据以上目标,缩短会员国国际收支不平衡时间,并减轻其程度。

联合国机构对于成员国的投票权一般采取一国一票的原则。但基金的组织则不同,它是按各成员国向基金组织缴纳的份额的多寡确定各国投票权数。基金组织每一成员国均拥有250票基本投票权,另外各国向基金组织缴纳的份额每10万特别提款权单位增加1票;两项票数相加,即成为该国拥有的投票权数。因此一国缴纳的份额越多,则其投票权越大;反之,一

国缴纳的份额越少,则其投票权越少。美国缴纳的份额最多。

基金组织的主要领导机构是理事会和执行董事会。理事会是基金组织的最高权力机构,由各成员国指派理事和副理事各一名组成。各成员国大都指派本国财政部长或中央银行行长担任理事。有关批准接纳新成员国、批准修改基金份额、批准成员国普遍改变货币平价、决定成员国退出基金组织等,均属理事会职权。执行董事会是负责处理基金组织日常业务的机构;执行董事应常驻基金组织总部办公。执行理事会审查成员国提出的贷款申请,制订一般政策性决定,并就接纳新成员国,增加基金组织的资金及其他需经理事会投票表决事项。

基金组织的资金来源有三项:成员国缴纳的份额、借款、信托基金。

基金组织的主要业务活动,是在成员国出现国际收支不平衡时,向该成员国提供短期贷款和中期贷款。基金组织只向成员国政府提供贷款,而不向成员国的私营公司企业、银行等单位提供贷款;贷款只用于解决成员国国际收支上暂时出现的不平衡,用于贸易和非贸易的经常性项目支付;各成员国贷款的额度依存于该国所缴份额的多寡:一国所缴纳份额越多,则所能获得借款就越大;反之,一国所缴份额越少,则所能获得借款就越小;贷款采取由借款成员国以本国货币向基金组织申请换购外汇(即其他成员国货币)的方式,称为‘购买’或‘提款’,成员国归还贷款时,则以黄金和外汇买回本国货币,称为‘购回’,贷款无论采取哪种货币,均按特别提款权单位计值;贷款利息也用特别提款权单位支付;基金组织成立之初,仅提供一种普通贷款,60年代初期,特别是70年代中期起,逐步发展成提供多种贷款,以适应各成员国在各种不同情况下的需要,此外还提供利息补贴。

第二篇

投资分析理论

第二篇

第一章 心理分析理论

投资分析理论是西方市场经济发展的一大理论成果,它对于投资基金的投资及其运作具有重要的指导意义。迄今为止,西方投资分析理论共有四大流派,这就是心理分析流派、学术分析流派、基本分析流派和技术分析流派。这四大流派都从不同的角度,在一定程度上揭示了证券投资活动中基本规律,因而都有其存在的合理性。从本章开始介绍心理分析理论,以后各章将分别介绍学术分析理论,基本分析理论和技术分析理论。

第一节 投资者的投资动机分析

随着证券投资形式的多样化,与之相适应,证券投资的功能也进一步多元化。投资者不仅可以通过长期投资获得与其所承担的风险相适应的收益,还可以利用证券市场行情的波动进行短期投资以获取差价收益。也正因为于证券投资形式的多样化、功能的多元化,使得投资动机也呈现出多样性。通常,证券投资的动机表现为以下几种:

一、资本增殖动机

参与证券投资活动,最基本的动机就是获取股息或利息收入,以实现资本的增殖。投资者在投资决策时,一般非常注重各种证券的收益率差异,在认真分析计算的基础上,尽可能地将资金投放于股息或利息收入相对丰厚的证券上。

二、投机动机

这类投资者,不以获取股息或利息收益为目的,而是利用市场波动所引起的证券价格升降来获得差价收益。他们认为通过这种手段获得的收益往往远远高于股息或利息收入。而且,为获得股息或利息需要等好长时间,不如作短线投资来得快。因此,这类投资者极为关注证券市场的供求关系和证券行市波动的趋势及幅度,把资金投放于价格波动幅度较大的证券上,在买卖证券时,往往要进行技术分析,所选择的证券的价格波动也比较频繁,他们宁愿承担更大的风险去获取更大的收益。

基于这种投资动机的投资者,在因公司收益持续增长或市场因素诱导而使股票价格出现上涨势头时,并不期望追求正在增长的股息收益,而是谋求从价格波动中获得差价收益。

三、灵活性动机

灵活性动机介于投资动机与投机动机之间。这类投资者买进股票后同时希望获取股息或差额利益。他们持有股票的期限常在 1 年以内,有时仅为一两个月,一旦投资者需要资金或股价暴涨时就迅速脱手,伺机在价格回落后再买进。他们常常需同时进行基本分析和技术分析,研究影响股市的各种因素,以选择适合他们的股票和在适当时机的买进卖出动机。

四、参与决策动机

就广大个人投资者来说,进行证券投资的目的只是在于获取收益,而对于参与企业的经营活动并无兴趣。但是,对于一些机构投资者和少数资本雄厚的个人投资者来说就不同了。他们为达到控制某一公司和参与公司的经营决策,会大量购买该公司的股票。

由于股权日趋分散,一个股份公司中的大股东只是极少数,也只有他们才有参与决策的实际能力,大部分股东无法真正参与决策。因此,实际上绝大多数小股东不太关心所谓公司决策,而更注意股息的收益高低和差价收益的多少。

五、安全动机

有的投资者进行证券投资,还往往出于安全上的考虑。认为用现金购买证券可以防止意外灾害或被盗造成的损失,使现金更有保障。

此类投资者也重视投资收益的问题,他们认为把钱存入银行和购买证券的安全程度相差无几,但证券投资能获得更大收益。由于他们更侧重安全性问题,在投资时多把资金投放于价格波动幅度小和收益稳定的证券上。在购买证券时,他们往往要求领取寄存证而不是证券本身以提高安全程度。

六、选择动机

在一般商品的购买活动中,边际效用递减规律在发挥作用。这个规律的基本内容是:随着购买数量的增加,消费者从每一个购买单位中得到的满足是逐渐递减的。由于这个规律的作用,消费者不会把大量现金花费在一种商品上,尽管这种商品可能对他有极大的吸引力。同样,在证券购买活动中,边际效用递减规律也起作用,投资者如果总是购买一种证券就会感到乏味,没有一种证券能满足投资者的全部需要。由于这个原因,投资者总会不断地更换他的投资对象,在这个过程中获取最大的边际效用。

七、自我表现动机

这种动机的核心是自我炫耀,从中得到心理上的满足。腰缠万贯者和社会名流以拥有巨额证券资产来显示自己的富有、地位和声望;一些自认为能力超群的人通过证券投资赚取比别人多的收益来显示自己能力的卓绝;一些退休者和家庭主妇则因期望借此得到社会承认而从事证券投资,而一些青少年参与证券投资以表明自己已经成熟。

八、习惯动机

这类投资者曾长期从事证券投资活动,已经形成一种习惯,证券投资成为他们生活中必不可少的重要内容。如果不参与证券投资活动,就会显示出不安和烦躁。他们几乎时刻关注着证券市场行情的变化。这种投资动机容易造成不理智投资。

九、情绪动机

有些投资者出于好奇、好胜、嫉妒的心理而从事于证券投资活动。由这种动机引致的投资行为,往往缺乏必要的技术和心理准备,因而具有冲动性和欠稳定的特点。比如有人从未买卖过证券,看到别人买卖证券,自己也想体验一下;还有的人眼红人家炒股赚了钱,出于好胜心理,也开始买卖证券,等等。

十、避税动机

避税动机是指高税阶层的投资者为逃避收益纳税而选择收益免税的证券或者可提供税收保护的证券进行投资的心理趋向。例如,他们愿意选择可获得利息免税的市政债券进行投资,或者选择能源交通建设方面的证券投资,因为这些证券可以为投资者提供税收保护。

在现代西方社会,许多金融专家已提醒投资者勿被投资活动的税收优惠所蒙蔽,而应同时注意考虑经济方面的因素。

可见,投资者进行证券投资的动机是复杂的、多方面的,可以说是五花八门、各有其图。一个证券投资者可能是在一种动机驱使下进行证券投资的,也可能是在多种动机的合力作用下进行证券投资的。但是,在种种动机中,获取收益是最根本、最主要的动机。总的来说,大多数投资者是出于前三种动机而进行证券投资的,而且有时候投机的动机可能占大多数。从这里我们也可以发现,证券市场既是一个投资的场所,同时又是一个投机的场所,证券市场的投机特性不可能也不应该完全消除掉。因为证券市场离开了投机的因素,其市场本身就失去了活力,证券市场发挥合理配置资源的功能也无从谈起。

第二节 投资者的投资行为分析

一个股票投资者之所以进入股市,其目的在于获取投资报酬。投资报酬由两部分组成。一是投资的本期收益,也即在投资期内上市公司派给的股息;二是投资的资本所得,即由于股价变动,投资者买卖股票所获得的差价。

由于投资报酬由股息和价差两部分构成,因而对股市的投资就引出了三种投资行为:对股市的投资行为、投机行为、赌博行为。下面分别加以分析:

一、投资行为分析

这里所指的投资行为,不是广义的投资行为,而是狭义的投资行为,即投资者购买股票,准备长期持有,以取得定期收益的那种投资行为。

投资行为的显著特点是,投资者购买股票的目的,主要是为了获得长期的资本所得,也就是说,他希望定期地获得稳定的股息收入,同时也希望能在较长时期内通过股票价格的变动而获取差价收益。

投资行为的另外一个特点是,投资者购买股票时,一般都选择质量较高的股票进行投资。所谓质量较高的股票,是指那些经济实力雄厚、经营管理好的上市公司发行的股票。在股市中,一般的‘蓝筹股’都具有这些条件,可算是优质股。

投资者在进行投资行为之前,一般要在掌握较充分的信息情报资料的基础上,对所要购买的股票的各种风险和预期的收益率做出判断,决不可凭空臆测来进行投资决策。

二、投机行为分析

投机行为是股票市场上一种常见的股票买卖行为。投机者从事股票买卖的目的,与投资行为不同,是希望能在短期内的股价变动中获得差价收益。

投机者在买卖股票时,一般不注重对上市公司的经济实力和经营管理等方面的分析。他们进行投机行为的前提是了解或掌握某方面的内幕消息,并据此作出投机决策。因此,从投机行为中作出的股票买卖,其未来的不确定性或未知数是很大的,但投机者愿意承担较大风险,因此投机者往往会在短期内获得预期的收益。当然,一旦失算,其损失也将是惨重的。

投机行为的特点与投资行为也迥然不同。投机行为是期望在短期内获取较大的利润,并愿意承担较大的投机风险。

投机与欺诈是不同的。欺诈是不正当的投机行为,通常欺诈被认为是非法的。当然,投机和欺诈也有联系。有些投机者为达到投机的目的,可能施展各种手段,来攫取尽可能大的收益,例如同上市公司或证券公司内部人员串通、散布谣言等。

欺诈不是投机行为的本质。投机行为虽然有时会造成股价的猛跌狂升,不利于股市的安定。但它也有有利于股市的一面:

(1) 投机者敢于承担新股票发行的风险,因而在一定程度推动了新股票的发行工作。

(2) 投机者的投机行为本身,由于买卖行为频繁,交易数量巨大,从而活跃了股票市场。否则,离开了一定程度的投机行为,股票市场也不可能发展到今天繁荣的地步。

(3) 由于投机者不注重定期的稳定的收入,而是关注股票价格波动带来的利益,所以能在股价下跌时购买,在股价上升时抛售。这对调节股市的供求关系,稳定股票市场,起到了积极的作用。

三、赌博行为分析

赌博行为是以运气机遇为基础,凭借侥幸心理来买卖股票。这种投资者希望多费些气力,在很短的时间内谋取巨额收益。

在股票市场中,赌博行为的特点是,投资者进行股票买卖是在毫无信息资料分析的情况下,或只凭点滴内幕便作出股票交易的大胆决策。

赌博行为是盲目冒险的行为,往往只是得到风险,而很难得到预期收益。

股票交易中的投资行为、投机行为和赌博行为三种行为的界限是很难严格区分的,但从以上对三种投资行为的分析中,还是可以找出其差别。这种差别表现为四个“不同”:股票买卖目的不同、承担的风险程度不同、投资的决策根据不同、持股的时间长短不同。

(1) 各自买卖股票的目的不同。在股票交易中,采用投资行为的投资者,其投资目的在于获取稳定的股息和长期的资本所得;采用投机行为的投资者,其投资目的是为了在短期内获得资本所得;采用赌博行为的投资者,与采用投机行为的投资者的投资目的一样,只不过前者希望在更短的时间内股价发生更大的暴涨或暴跌,从中获取更大的买卖差额。

(2) 各自承担风险的程度不同。采用投资行为的投资者,关心的是资本安全,并不期望有很高的收益,因此这种投资者不会投资风险较大的股票;采用投机行为的投资者,则倾向于投资那些能获得较高预期收益的股票,因为他们愿意承担较大的投资风险;而采用赌博行为的投资者,则根本不考虑风险与收益之间的关系,因此他们愿意承担的风险是三种投资行为中最大的。

(3) 各自投资决策的依据不同。采用投资行为的投资者,一般在投资决策前要对上市公司的资料及市场各方面的信息进行认真的分析,并以此作为投资决策时的依据;采用投机行为的投资者,就不如投资行为的投资者那样很注重对上市公司的资料及市场信息的分析,他们往往更依赖于内幕消息;采用赌博行为的投资者,投资的决策则是凭主观臆测和侥幸心理进行盲目的冒险买卖。

(4) 各自持股的时间长短不同。抽样调查表明,一般地采用投资行为的投资者,购买股票后,持股的时间在1年以上;采用投机行为的投资者,买入股票后,持股时间在几个星期到几个月之间;而采用赌博行为的投资者,购入股票后持股时间往往很短,可能几天后就抛售了,因为他们追求的是这期间的价格差额。当然,时间的划分不是区分投资行为、投机行为、赌博行为的根本标志,比如有时持股在1年内也算是短期的投机行为。而且,由于投资者投资动机的多样性和复杂性,投资者的投资行为在一定条件下会有所改变。

第三节 投资者的心理状态分析

一、投资者心理状态分类

证券市场变幻莫测,有风险,但同时也可能给投资者带来丰厚的收益。从投资者角度来说,他们对投资风险的承受偏好是不同的。一般地,依据投资者对风险的不同承受偏好,可以将他们分为:风险喜爱型、风险中性型和风险厌恶型。

1. 风险喜爱型

风险喜爱型的投资者大多敢于冒险,在选择投资对象时,往往倾向于那些投机股。他们期望用较大的风险换取较高的收益。其结果通常走向两个极端:投资成功了,收益就相当可观,财产会迅速增加;反之,投资失败了,亏损也非常彻底,落得身无分文,一无所有。

2. 风险中性型

风险中性型投资者往往采取折衷态度并付诸行动,在进行投资决策时往往尾随别人后面。他们缺乏自己独立的思考和判断,在选择投资对象时也常常采取‘随大流’的投资策略。例如,有些个人投资者看到别人大量购进某种股票时,就以为这种股票风险不大,不能错失良机,便草率地盲目跟进;当看到别人大量抛售某种股票时,就以为这种股票不牢靠,便跟着抛出。这种不加分析地跟风投资,造成的后果有时是相当严重的。

3. 风险厌恶型

风险厌恶型投资者通常是稳健的保守者,多选择历史悠久、信誉高的股票,因为他们往往更注重股票收入。当然,一旦这种股票飞涨时,他们也可以出售这种股票,从中获取丰厚的差价收益。这类投资者往往不愿承担较大的投资风险而注重获取较稳定的股息收入。

二、一般投资者心理

诚然,发行公司业绩变动、派息情况、银行存款利率调整等因素会影响股价的变动,但是,投资者的心理对股价的影响也是非常重要的一个方面,有时甚至起着比以上几个因素更大的作用。

投资者的心理主要有以下几种情况:

1. 无主见心理

具有这种心理的投资者往往不能形成很好的投资组合。他们即使在投资前已制订了投资计划,考虑好了投资策略,但极易受群体心理的影响,进入股票市场后,四顾周围左右,感到无所适从,不能有效地实施自己的投资方案。以下四例是典型的无主见心理:

(1) 本该买入 A 种股票,临场听人说 B 种股票要上涨, A 种股票要下跌,便临时作出决定,购入 B 种股票。可结果是 A 种股票上涨了。

(2) 事先已经发觉自己所持的股票价格偏高了,是抛出股票的时机,同时也作出了出售股

票的决策。但在临场时,听到别人你一言我一语与自己看法不同的评论时,其出售股票的决策马上改变,而放弃了一次抛出股票的好时机。

(3)事先已看出某种股票价格较低,是适时进仓的时候,并作出了趁低买入的投资决策,但到临场一看,见到的是卖出股票的人挤成一团,纷纷抛售股票,这时又临阵退缩,放弃了入市的决策,从而失去了一次发财的良机。

(4)事先并无打算入市的意图,但当看到许多人在入市,经不住这种气氛的诱惑,从而作出了不太理智的入市投资决策。

2.“羊群心理”

投资者的“羊群心理”,又称盲目跟风心理。这种心理对股市影响很大,有时谣言四起,股市就会掀起波澜。一旦群体跟风抛售,市场供求失衡,供大于求,股价就会一泄千尺。具有这种心理的投资者,往往会上那些在股市中兴风作浪的做手的当,往往还会被这些人所吞没而后悔莫及。以下两例是投资者“羊群心理”的典型表现:

(1)看到群体纷纷抢购,也唯恐落后,在不了解股市行情和上市公司情况的前提下,买入自己不熟悉情况的股票,买入股票时还有发财之感。

(2)看到别人抛售某种股票,也不问他人抛售的缘由,稀里糊涂地跟着抛售自己手中后市潜质很好的股票。

3. 贪婪的心理

贪婪心理的投资者,总想追求最大的收益。在股市趋升时,期望能升得更高,迟迟不愿出售自己手中的股票。在股市行情下跌时,总想还会继续下跌,等待买入更便宜的股票,以至于贻误时机。股票投资以获取收益,本是无可厚非的,但是如果求利过于心切,走向极端,就会适得其反,遭受不应有的损失。具有这种心理的投资者,往往不仅不能获取更多利润,而且会因错过时机而蒙受重大损失。

4. 赌博心理

具有这种心理的投资者发迹心切,渴望把握住几种股票,以便摇身变成百万富翁。他们一旦在股市获得小利便欣喜若狂,想把所有资本都投到股票上。而当其在股市失利时,往往失去理智,孤注一掷,最后倾家荡产。这类投资者在进行投资决策时,不是基于对股市行情和相关因素的周密分析和全面判断,也不是充分利用准确的市场信息和有效的技术手段,而是抱着侥幸心理以期在股票市场上大捞一把。

投资者怀着碰运气的想法投资于股票,是不理智的。而应当冷静地、客观地分析股市行情的变化趋势,否则,其作出的投资决策往往给投资者带来无法挽回的损失。

5. 恐慌心理

在股票投资新手中,有些由于缺乏必要的心理准备,往往会对股票市场产生莫名的惊慌,在听到未经考证和分析的不利消息时就惊魂不定,无所适从,把手中的股票视为异物而拼命抛售,似乎不快一点脱手,就会大祸临头。经验表明,莫名其妙的恐慌常常是一场虚惊,股市上各种信号,尤其是来自投资大众中的信号,真真假假并不奇怪,有些则是某些人故意制造出来的用以迷惑他人。其目的在于通过散布不利消息,引起某种股票的抛售风,造成股价下跌,以便乘机以低价购入,从而坐收渔利。如果此时不明此理的一般投资者信以为真,因恐慌而抛售股票的话,正好落入别人的圈套,遭受损失也就必定无疑了。因此,初涉投资者一定要扫除心理障碍,力避市场恐慌症,在各种消息面前要保持冷静,建立对自己的信心,运用一定的知识和经

验,仔细分析消息的真伪,尽可能准确地判断其可靠性并据以采取相应的对策,而不必仓惶地处置手中的股票。妥善的做法是,当遇到不利消息时,应静观细察,不要急于采取行动,经过分析考证,如果不利消息果真可靠,此时再抛也为时不会太晚,其损失也有限,如果不利消息纯属谣言,就不必有所动作,只当没有听到这一消息。

6. 避贵求廉心理

部分投资者一心想买入价格低的股票。他们忽视了股票质量与股票价格间的紧密关系,而一味追求低价。无论一种股票的前景有多好,他们是不会买入这种价格大幅度上升的股票。相反,他们对价格还没有上升或很少上升的股票却非常热衷,不管这种股票的质量有多差。

具有这种心理的投资者,其成功的机会是很小的。

7. 偏颇心理

初涉股市的投资者,往往由于缺乏对股票投资的全面认识,存在片面性。如认为一旦进行股票投资总是能带来收益的。其实这是一种天真的想法。殊不知股票市场风云莫测,股票市场受到各种因素的影响而出现震荡也是常有的事。要知道股票投资是一种风险投资,它比投资于其它经济活动的风险程度要大得多,有赔有赚才是股票的魅力所在。

还有些投资者认为赚到手的钱才是最可靠的,一旦手持股票的价格上升,就急不可待地抛出获利。他们显然对自己的投资经验和投资能力信心不足,没有勇气赚取更多的钱。当然,采取这种策略的投资者有时可能是正确的,因为股市风云变幻莫测,当他抛出股票后,股价因某种因素的影响而下跌了。但是,从总的情况来看,投资者获取更多利润的机会丧失了,而且投资者也根本没有分析股市的变化趋势,一旦股市继续上扬,他只好眼睁睁看别人赚钱了。

8. 犹豫心理

有些投资者在事先已制定好自己的投资计划和实施方案,但具体实施时却受到大众心理和其他因素的影响而犹豫不决。例如,已经判断股市行情会看涨,准备购入股票,但当真正要购入时,对自己的判断产生怀疑,对是否购入股票犹豫不决。其结果可能会丧失了入市的良机。具有这种心理的投资者主要缺乏对自己判断能力的信心。

第二章 学术分析理论

在证券投资中,一般把投资活动的全过程分为以下五个步骤:

1. 确定投资方针

对一个投资基金来说,投资的对象主要是证券市场上的各类金融商品如股票、债券等有价证券及其派生形式如股价指数期货、期权等。证券投资必然要与风险、收益、时间和流动性等因素发生联系。投资方针的确定,首要问题是要衡量基金承受风险的能力,寻求风险与收益的平衡,否则就不能有效地管理好顾客所委托的资产。

2. 证券投资分析

包括基本分析和技术分析,它们主要回答购买什么证券和什么时间去购买的问题。

3. 购买证券,持有资产,并进行投资组合管理

实际上,这是一系列的长期而又复杂的工作,包括证券估价、证券组合等重要内容以实现预期收益并尽可能回避风险。

4. 投资绩效的评价

投资的目的是要实现净效用的最大化,评价绩效也就是要衡量投资目的的实现程度。对投资基金来说,投资组合绩效的测定是评价的主要内容。

5. 持有资产到期,出售证券并将所得用于消费或再投资

上述五个步骤是对一般投资者而言的,对投资基金来说,也是适用的。由于投资基金需要连续的运作,因而上述第一、二、三、四个步骤的工作就成为投资基金管理的主要内容。这些工作是相互联系甚至交错进行的,其中第二个步骤的工作是投资基金日常管理的主要内容,第三个步骤的工作则是投资基金管理的基础和核心。

投资活动在微观上、宏观上所表现出来的各种现象、联系和规律,都是投资分析研究的对象。在研究过程中,产生了各种各样的观点,也形成了不同的“学派”,学术分析理论就是其中重要的学派之一。就所研究的问题、对象来看,投资学术理论可以大致分为两类。第一类是资产理论,包括风险与报酬理论、复利与现值理论、证券组合理论以及在此基础上发展起来的资本资产定价理论、套利价格理论、期权定价理论、投资组合绩效理论等等。第二类是市场运行理论,包括效率市场理论以及以此为基础的随机漫步理论、宏观管理理论如证券税收理论等等。一些有关证券分析(即前述第二步的工作)的研究成果,尽管它们为证券分析提供了一系列的方法和工具如道氏理论,但仍属于具体的、操作性的东西,具有较强的实务性,就其广度、深度和严谨性而言,一般不作为具有高度概括性、自成体系的学术理论。投资学术理论对投资基金的运作有着重要的作用。随着证券投资的发展和证券市场的成熟,证券估价和证券组合

日益成为投资分析的核心,而这正是投资学术理论的主攻方向。在西方发达国家,投资学术理论已成为指导投资基金运作的重要理论分析工具。

本书投资分析理论这一篇的结构是按照从理论到实践、由规范到实证的顺序安排的。学术理论这一章对各主要学术理论的介绍也是先谈内容再谈检验,很少涉及对该理论的发展回顾和应用说明,保留了较强的‘理论’色彩。

第一节 证券投资风险与收益

正是有了对‘风险’概念的重新理解,才产生了现代投资理论,因此,这一章就从风险开始谈起。

一、证券投资风险的含义与分类

风险,一般是指使人们受到损失或伤害的可能性及其程度。在现代投资理论中,一般把风险定义为投资收益的不确定性。这样,收益的变动都称为风险,不管期终收益与预期收益相比较是上升还是下降。

按照引起风险的具体因素,可以把证券投资风险分为财务风险、利率风险、管理风险、市场风险、购买力风险、外汇风险、政治风险等类型,它们共同组成了证券投资的总风险。

1. 财务风险(Financial Risk)

财务风险是指由于证券发行者的财务能力(Financial Strength)变动而引起的投资收益的变动,又称拖欠风险(Default Risk)。财务风险的大小既与证券发行者的财务状况有关,也与证券的种类有关。发行者的财务状况主要取决于其资本结构,可以通过一系列的财务指标来衡量。很明显,发行者的财务状况好,支付能力强,证券(尤其是债券)的风险也就小。证券种类不同,证券持有者要求发行者支付其收益的先后权利就有差别。一般地,按照公司税后利润分派的次序,普通股财务风险最大,优先股次之,无担保债券较小,而有担保债券更低。财政公债没有财务风险,这一特征在现代投资理论分析中经常用到。

2. 利率风险(Interest Risk)

利率风险是由于市场利率水平的变动而引起的投资收益的变动。利率变动对固定收入证券的收益有较大的影响,即利率风险的大小除利率本身变动幅度外主要取决于证券的种类。对于债券来说,利率风险是除财务风险外的主要风险。利率的变动,影响证券发行公司资本成本,导致公司盈利的变动从而影响股票的股息。另一方面,股票的估计价值是其未来现金股利的现值,即使股息不变,股票的市场价格也会涨跌。因此,股票也存在利率风险。相比较而言,债券的利率风险较大,优先股次之,普通股较小。

3. 管理风险

一般来说,证券投资者并不参与实际资产的经营。管理风险就是投资者所聘请的资产管理人员作出的管理决策而引起的投资收益的变动。管理风险的大小取决于管理人员的知识水平和经验阅历。影响财务风险的主要是公司的清偿能力,主要表现为在证券到期时发行者不

履行或延期履行收益的支付,一般不影响投资本金,故称拖欠风险。而影响管理风险的主要是公司的盈利能力,主要表现为投资收益的减少甚至资本的损失(即形成负收益)。可见,财务风险与管理风险是有区别的。

4. 市场风险

市场风险是由于证券市场总体价格变动而引起的投资收益的变动。当熊市和牛市交替出现时,市场风险往往较大。值得注意的是,个别证券的市场价格涨跌与市场总体趋势并不一定相同。经济周期是诱发牛市和熊市交替出现的重要原因。

5. 购买力风险

购买力风险是由于价格总水平的变动而引起的投资收益的变动。价格总水平的变动(通常就是通货膨胀)使得同样数量的一笔货币在不同时期的购买能力产生差异,一定资产的市场价值也不相同,‘实际’投资收益也随之出现涨落。

6. 外汇风险与政治风险

外汇风险是由于本国货币和外国货币之间市场汇率的变动而引起的投资收益的变动。当投资者投资于外国证券时,就要承受外汇风险。

7. 政治风险

政治风险是由于意外政治事件的发生而引起的投资收益的变动。

上述风险类型是按照它们在一般情况下在总风险中的比重大小依次排列的。其中,财务风险、管理风险都源于所有权与经营权的分离并与实际经营者相关,有时候又合称为企业风险。利率风险、购买力风险、外汇风险都与货币有关,所以有时候又合称为货币风险。

除前面已列举出的一些风险因素外,还存在其它一些风险因素。例如,我们可以说出证券流动风险、证券回购风险、证券调换风险、证券税收风险这些特殊的证券风险来。证券流动风险是由于证券的市场流动能力的变动而引起的投资收益的变动。证券流动能力可以用证券交易的范围和市场上买方、卖方出价的对比来衡量。证券的流动能力差,证券持有者就可能不得不以较低价格出售,这样就引起收益的变动。有些证券如某些债券、优先股在发行时附有允许发行者购回(对债券来说是提前购回)证券的条款规定,若发行者执行回购权力,必须引起收益变动而造成回购风险。当投资者投资于可调换证券如可调换债券、可调换优先股时,就存在执行调换的可能性引起收益的变动,这就是调换风险。由税收因素如一般情况下财政公债利息免税、公司股票股息则需纳税而引起的投资收益变动就是税收风险。

众多的风险因素并不是对所有证券都有同等效力的影响。例如,A公司的财务能力变动会影响到A公司的债券收益但一般不会波及B公司的债券,而价格总水平的变动则对A、B两公司的债券‘实际’收益都会有影响。

证券投资风险,按照其影响范围和能否分散为标志可划分为两大类,即系统性风险和非系统性风险。系统性风险(Systematic Risk)是由对市场上所有证券都有影响的因素而引起的投资收益的变动,通过进一步的投资组合分析,我们将会发现这种风险不能采用证券种类多样化的方法予以消除或减小,故又称不可多样化风险(Undiversifiable Risk)。非系统性风险(Non-systematic Risk)是由对市场上部分(某一种或某一类)证券有影响的因素而引起的投资收益变动,它可以通过证券多样化消除或减小,又称可多样化风险(diversifiable Risk)。例如,一般地,购买力风险、利率风险、市场风险属于系统性风险、而财务风险、管理风险属于非系统性风险。

总之,如前所述,风险是指投资收益的不确定性,反映为投资收益的变动,然而它并没有说

明投资收益是指未来收益还是现在收益或过去的收益,也没有说明是名义收益还是实际收益,这似乎很不合理。实际上,站在现在这个时点,过去的收益和现在的收益都是确定的,只有未来收益才有可能变动,因此所谓‘投资收益的不确定性’只能指未来收益。另一方面,由于某些因素(如价格总水平的变动),证券(如债券)的名义收益与实际收益会有所差异,但由于我们的证券市场是一个运转良好的市场(这里已涉及到效率市场理论),那些因素的影响已经反映到证券的市场价格中来(这里已涉及到证券估价方面的理论,高明的投资者就善于利用被错误定价的证券谋求较高收益并回避风险),这样,联系到证券的流动性,通过市场价格表现的投资收益就已经不再有所谓名义收益与实际收益的区别了(请进一步参看风险的计量及证券投资收益部分)。

从本质上说,风险源于我们行动的未来结果只是一个概率事件,这对于理解现代投资理论是非常关键的。西方有的学者进一步限定,风险是基于概率分布的不确定性。这里隐含着这样一个假定,即使从现在到未来的过程完全是一个“黑箱”,但未来会出现怎样的结果却是明确的即结果的状态是清晰的,其概率分布也是可以清晰描述的。如果结果是模糊的或者‘概率分布’(如果有)是模糊的,那么现有证券组合理论就不再适用了。不确定性不等于模糊,正如模糊数学最终不能脱离公理化严密而精确的数学(一个近似的说法,叫清晰数学)一样,我们可以采用适当的方法把‘模糊’的不确定性转化为清晰的。例如,购买某种股票,投资者并不知道将来如何分红派息、不知道股价如何变化,好象投资收益就是模糊的,但我们可以想办法列举出有限个可能的结果来——事件的状态是清晰的,还可以估计出每种结果发生的可能性大小并用数字表示——事件的概率分布也是清晰的,这样,我们就可以用数学方法来定量研究风险问题了。

二、证券投资风险的计量

20 世纪初,就设立了一套反映债券质量的等级标志,逐步形成了证券(仅指债券、股票、而且主要是债券)评级制度。最主要的评级机构是美国的穆迪(Moody)公司和标准·普尔(Standard & Poor)公司。证券发行者的财务能力是证券评级的主要依据。证券等级越低,该证券所包含的财务风险越大。证券发行者的财务能力分析属于基本分析的范畴,证券评级制度也属于宏观管理的范畴,这里不再多叙。需要指出的是,证券评级并没有精确的数学公式,评级机构在确定证券等级时加入了大量的主观因素,因此,尽管证券的等级为衡量证券的风险提供了一种参照物,但证券评级并没有解决精确计量证券投资风险的方法和尺度的问题。

1952 年,马柯维茨(Harry M. Markowitz)发表了题为《证券组合选择》(Portfolio Selection)的论文,标志着现代投资理论的诞生。按照马柯维茨的理论,风险是未来收益与期望收益(Expected Returns)的偏差(Dispersion),风险可以用未来收益的标准差(Standard Variance, 又称均方差)来衡量。这就给出了风险的计量方法,同时也给出了在一般情况下衡量风险的尺度——标准差。当然,有时候,我们还可以采用其他一些尺度如 β 系数。

三、收益与收益率

通常,收益是指人们支付一定的代价从事经济活动所获得的报酬,是用货币直接表现的价

值量。通常所说的收益就是指净收益(Net Returns),即所得(产出)与所付(投入)之间的差额。

在证券投资中,投资者依据(并不是唯一地)他们对收益的预期作出投资决策,从深层次来看,是依据对收益率(Returns Ratio)预期来作出判断的。实际上,证券投资风险也是根据收益率来计算的。

马柯维茨理论假定 现在,投资者支付一定数量的货币购买证券,并持有一段时间,在持有期结束后,投资者出售所购证券,获得货币收入再用于消费或投资。因而马柯维茨理论被认为是关于单一时期的投资理论,购买证券时 $t=0$,持有期终出售时 $t=1$ 。

在一段时间内一种证券的收益率 r 为:

$$r = \frac{\text{期末财富} - \text{期初财富}}{\text{期初财富}} \quad (2.2.0)$$

期初财富是 $t=0$ 时购买一个单位该证券的价格,期末财富是 $t=1$ 时单位证券的市场价格加上持有期内证券持有者所得到的现金。

如果投资者购买的是一组证券,收益率 r_p 为:

$$r_p = \frac{W_1 - W_0}{W_0} \quad (2.2.1)$$

W_0 是 $t=0$ 时所购证券的总价格($W_0 \neq 0$), W_1 是 $t=1$ 时这些证券的市场总价格加上持有期内所获得的现金总收入。分子就是收益。

根据(2.2.1)式,有:

$$W_1 = W_0(1 + r_p) \quad (2.2.2)$$

从数学角度,(2.2.1)式与(2.2.2)式是等价的,但它们的经济含义却不一样,(2.2.1)式在证券估价中经常用到。

当 $t=0$ 时,投资者需要作出购买证券决策,但此时,投资者并不知道那些证券未来的收益率,不知道期末财富和收益,因此,根据马柯维茨理论,这种收益率就成为一个随机变量(Random Variable)。

现在,就可以转入用数理统计的方法来研究这个随机变量了。我们知道,矩是随机变量的一种数字特征,我们可以利用两个重要的矩来描述收益率 r_p 这个随机变量。其中一个就是一阶原点矩数学期望 $E r_p$,另一个就是二阶中心矩方差 $D r_p$ 。我们用期望值 $E(r_p)$ 来衡量证券的业绩或者说表现(Performance),用方差值 $\sigma^2(r_p)$ 或标准差 $\sigma(r_p)$ 来衡量证券的风险(Risk)。

如前所述,马柯维茨理论是关于单一时期的投资理论。在投资活动中,投资者对一组证券中的各种证券持有期限可能并不一致,在共同的持有期内,各证券带来的现金流量大小和发生时点也不尽相同,因此在应用马柯维茨理论时应首先把各种或各组证券的各种形式的收益率换算为同一基准的收益率如年内部收益率。收益率的换算将放在后面叙述,这里只讨论收益与收益率的概念。

第二节 投资组合理论(一)—引论

一、马柯维茨理论的基本假设

马柯维茨认为,在期初($t=0$ 时),投资者购买的是一组证券,投资者的决策等同于从各种可能的证券组合中选择一个最佳结合,因此,这种决策就被称为证券组合选择。马柯维茨理论也就是关于证券组合的理论。证券组合理论所揭示的一般原理,对一般的投资决策来说也是适用的,因而又被扩大地称为投资组合理论。证券组合中的决策对象被称为“证券”,但它可以代表一般的金融资产或者实物资产、无形资产,在一个证券组合中的众多证券也可以分别代表不同种类的资产。一个证券组合中,所有证券都是股票就称为“股票组合”,所有证券都是债券则称为“债券组合”。目前,使用最普遍的证券组合是股票组合。

马柯维茨理论是有其限制范围的。它的第一个前提是所有证券都是风险证券,即证券的未来收益(期末财富)和收益率都是不确定的;第二个前提是不允许使用金融杠杆(Financial Leverage),即不允许投资者把借入的资金和自有资金(期初财富)一起来购买证券。我们将逐步突破这些限制,扩展马柯维茨理论的应用。

马柯维茨理论假定:

- (1) 投资者根据他们对收益与风险的预期来决策投资行为;
- (2) 投资者喜好收益,即在其它条件一样时,选择 $E(r_p)$ 较高的那种证券组合;
- (3) 投资者厌恶风险(risk averse),即在其它条件一样时,选择 $\sigma(r_p)$ 较小的那种证券组合。

二、证券收益率的期望、标准差与相关关系

现在我们来考察一种证券的收益率 r 。

假定 r 是一个离散型随机变量,所有的可能取值为 $r_1, r_2, \dots, r_n$, 相应取各值的概率为 $p_1, p_2, \dots, p_n$, 即 r 有如下分布:

r	r_1	r_2	$\dots$	r_i	$\dots$	r_n
p	p_1	p_2	$\dots$	p_i	$\dots$	p_n

则 r 的期望值为:

$$\begin{aligned}
 E(r) &= r_1 \cdot p_1 + r_2 p_2 + \dots + r_n p_n \\
 &= \sum_{i=1}^n r_i p_i
 \end{aligned}
 \tag{2.2.3}$$

r 的方差为

$$\sigma^2(r) = [r_1 - E(r)]^2 \cdot p_1 + [r_2 - E(r)]^2 \cdot p_2 + \dots + [r_n - E(r)]^2 \cdot p_n$$

$$= \sum_{i=1}^n p_i \{r_i - E(r)\}^2 \tag{2.2.4}$$

标准差为：

$$\sigma(r) = \sqrt{\sum_{i=1}^n p_i \{r_i - E(r)\}^2} \tag{2.2.5}$$

有时候,投资者可以估计出 r 的取值范围,但 r 不一定是离散型随机变量,我们仍可以采用适当的办法利用上述公式求出 r 的期望与方差。

例如,我们‘知道’A 股票的收益率 r_A 在 5% 到 8% 之间,我们可以估计出 r_A 在其中某个更小的区间内发生的可能性,假定有如下结果：

区 间	5~5.5%	5.5~6.5%	6.5~7.5%	7.5~8%
可能性	0.1	0.35	0.45	0.1

我们就可以近似地给出 r_A 的分布：

r_A	5%	6%	7%	8%
p	0.1	0.35	0.45	0.1

值得注意的是要保证 $\sum_i p_i = 1$,另外 r_A 的取值 r_{Ai} 要能保证代表所有 r 可能的取值结果。在例中, r_A 取值 5% 代表 r 处于 5% 到 5.5% 之间,其余可类推。

本章不打算详细讨论如何预测收益率 r 的概率分布。需要指出的是,按照效率市场理论,我们不能利用过去的记录去预测未来,但记录可以反映先前预测的实际结果,因而我们可以利用过去的记录去‘检验’投资理论。实际上,在证券组合中, $E(r)$ 、 $\sigma(r)$ 这两个结果显得更加重要。

证券市场上不止一种证券,证券的收益率之间也会相互影响,这就需要我们进一步讨论证券收益率之间的相关关系。描述这种关系常用的统计量是协方差和相关系数。

考察两种证券 A、B,如果其收益率 r_A 、 r_B 的联合分布为：

$$P \{r_A = r_{Ai}, r_B = r_{Bi}\} = P_i$$

那么 r_A 、 r_B 之间的协方差定义为：

$$COV(r_A, r_B) = \sum_i p_i \{r_{Ai} - E(r_A)\} \{r_{Bi} - E(r_B)\} \tag{2.2.6}$$

有时候,我们也用符号 σ_{AB} 来表示 r_A 、 r_B 之间的协方差。

从上述定义可见,我们是利用每一对 r_{Ai} 、 r_{Bi} 来研究 r_A 、 r_B 之间的相关关系的。一般地,若 $COV(r_A, r_B)$ 大于零,那么当 r_A 的取值高于其期望值时, r_B 的取值很可能也高于其期望值。但从(2.2.6)式可以看出, σ_{AB} 的值域是 $(-\infty, +\infty)$,而且随着 r_A 、 r_B 数值不同, σ_{AB} 的数值有很大变动,这就给我们用协方差描述收益率间相关关系、比较相关程度带来一些不便。为些,我们引入相关系数。

收益率 r_A 、 r_B 之间的相关系数 ρ_{AB} 是如下定义的：

$$\rho_{AB} = \frac{\sigma_{AB}}{\sigma_A \cdot \sigma_B} \tag{2.2.7}$$

在(2.2.7)式中,当然要求 σ_A 、 σ_B 不为零。

由数学知识,成立

$$|\rho_{AB}| \leq 1$$

ρ_{AB} 是一个域值为 $[-1, 1]$ 的无量纲的数值, 因此, 我们可以用 ρ_{AB} 比较方便地描述 r_A 、 r_B 之间的相关关系。

(1) $\rho_{AB} = 1$, 此时称 r_A 、 r_B 之间存在完全正相关关系。如图 2.2.1 所示, r_A 、 r_B 之间的关系就是完全正相关关系。每一对 r_A 、 r_B 用黑点表示。

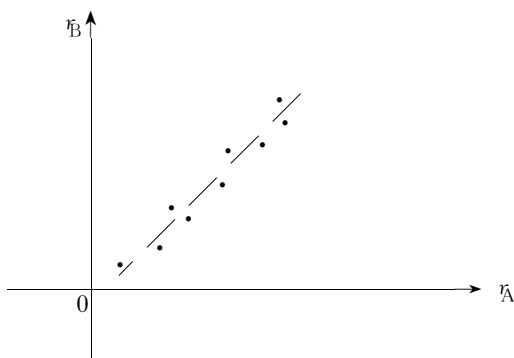


图 2.2.1

(2) $0 < \rho_{AB} < 1$, 此时称 r_A 、 r_B 之间存在正相关关系。从总体上看, r_A 、 r_B 会同向变化, 此增彼增, 此减彼减。如图 2.2.2 所示。

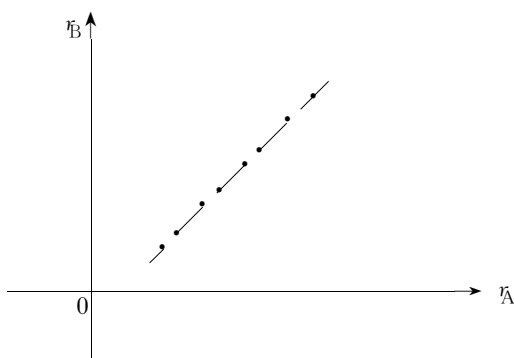


图 2.2.2

(3) 当 $\rho_{AB} = 0$, 亦即 $COV(r_A, r_B) = 0$, 称 r_A 、 r_B 存在零相关关系, 即不相关。如图 2.2.3 所示。

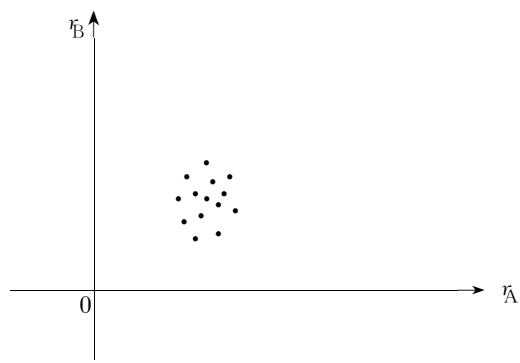


图 2.2.3

(4)当 $-1 < \rho_{AB} < 0$, 称 r_A 、 r_B 之间存在负相关关系。从总体上看, r_A 、 r_B 之间反向变化, 此增彼减, 此减彼增。如图 2.2.4 所示。

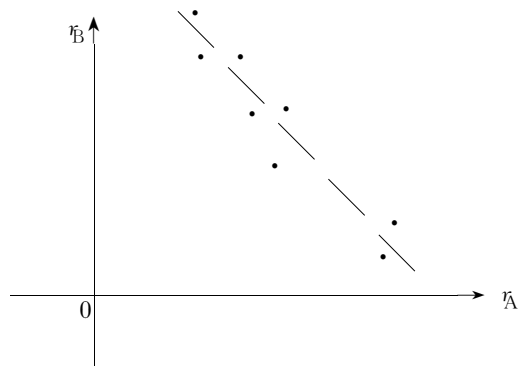


图 2.2.4

(5)当 $\rho_{AB} = -1$ 时, 称 r_A 、 r_B 之间存在完全负相关关系。如图 2.2.5 所示。

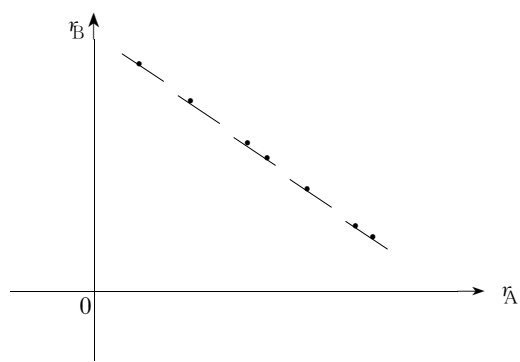


图 2.2.5

相关系数 ρ_{AB} 是描述 r_A 、 r_B 之间线性关系程度的一种量度。当 $\rho_{AB} = \pm 1$ 时, r_A 、 r_B 之间存在线性关系; 反之亦然。当 $\rho_{AB} = 0$ 时, r_A 、 r_B 不相关, 但并不等于 r_A 、 r_B 相互独立, 它们之

间还是可能存在某种函数关系。

有时候,我们也使用决定系数(the coefficient of determination)来描述相关关系。决定系数被定义为相关系数的平方,它表示一个变量的变化在多大程度上可以用另一个变量的变化来解释。

在证券市场中,证券价格的变动是相当频繁和难以确定的,但证券价格的变化常常表现为一定的“连动性”,例如,E、F 两公司的产品是互补产品,当 E 公司股票价格上扬时,我们常常看到 F 公司股票价格也在上涨。更进一步说,证券 A、B 的收益率 r_A 、 r_B 的变动难以预计,但 r_A 、 r_B 之间的相关关系却相对比较明显、比较稳定。这就是说,我们利用过去的时间序列样本去估计期望与方差难以让人感到信服,但利用时间序列样本估计相关系数还是能为多数人所接受。

假定有如下时间序列样本：

抽样时点	1	2	...	t	...	n
r_A	r_{A1}	r_{A2}	...	r_{At}	...	r_{An}
r_B	r_{B1}	r_{B2}	...	r_{Bt}	...	r_{Bn}

假定收益率在各期均服从同一概率分布,那么我们可以作如下估计：

$$\hat{E}(r_A) = \overline{r_A} = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n r_{At}$$

$$\sigma^2(r_A) = \frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (r_{At} - \overline{r_A})^2$$

$$\hat{E}(r_B) = \overline{r_B} = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n r_{Bt}$$

$$\sigma^2(r_B) = \frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (r_{Bt} - \overline{r_B})^2$$

$$\hat{\delta}_{AB} = \frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (r_{At} - \overline{r_A})(r_{Bt} - \overline{r_B})$$

$$\hat{\rho}_{AB} = \frac{\hat{\delta}_{AB}}{\hat{\sigma}(r_A) \cdot \hat{\sigma}(r_B)}$$

上述式子中, $\hat{\rho}_{AB}$ 表示 ρ_{AB} 的估计值,其余可类推。通常我们就可以用 $\hat{\rho}_{AB}$ 来代替 ρ_{AB} ,公式(2.2.7)可以改写为：

$$\sigma_{AB} = \rho_{AB} \cdot \sigma_A \cdot \sigma_B \quad (2.2.8)$$

这样,在我们算出 σ_A 、 σ_B 以及 ρ_{AB} 时,就可以根据上式求出 σ_{AB} 来。

现在,我们来观察一组记录。下表揭示了 1926—1982 年间美国几种证券年收益率变动的一些情况。

表 2.2.1 几种证券年收益率的变化状况

	普通股票	长期公司债券	长期政府债券	短期国库券
平均值	11.58	4.44	3.78	3.18
标准差	21.52	7.62	7.41	3.20

资料来源 夏普著《投资学》,普林斯顿出版社 1985 版。

表 2.2.1 表明,平均年收益率高的证券,其标准差也大。面对风险与收益并存的状况,投

投资者应如何决策呢？证券组合理论将回答这个问题。

三、证券组合收益率的期望与标准差

假定在单一时期的一个证券组合中,包含了 n 种证券,我们以 x^i 表示期初在总投资中用于购买第 i 种证券的比例,即第 i 种证券在期初财富中所占比重,这样,该证券组合就是这 n 种证券的线性组合,显然有

$$\sum_{i=1}^n X_i = 1 \quad (2.2.8)$$

由(2.2.0)、(2.2.1)、(2.2.2)式知,以 r_p 表示该组证券的收益率,以 r_i 表示第 i 种证券的收益率,那么

$$\begin{aligned} r_p &= X_1 r_1 + X_2 r_2 + \cdots + X_n r_n \\ &= \sum_{i=1}^n X_i r_i \end{aligned} \quad (2.2.9)$$

考察 r_p 的概率分布即 $r_1, r_2, \cdots, r_n$ 的联合分布, r_p 处于第 j 种状态当且仅当 $r_1, r_2, \cdots, r_n$ 均处于第 j 种状态,记

$$\text{概率 } P(r_p = r_{pj}) = P(r_1 = r_{1j}, r_2 = r_{2j}, \cdots, r_n = r_{nj}) = p_j,$$

显然 $\sum_{j=1}^m p_j = 1$, 其中 m 为 r_p 可能的取值个数。

在第 j 种状态下,由(2.2.9)式有:

$$r_{pj} = X_1 r_{1j} + X_2 r_{2j} + \cdots + X_n r_{nj} = \sum_{i=1}^n X_i r_{ij} \quad (2.2.10)$$

如同证券的期望收益率一样,证券组合的期望收益率定义为:

$$E(r_p) = \sum_{j=1}^m p_j \cdot r_{pj}$$

根据(2.2.10)式,又有

$$E(r_p) = X_1 \sum_{j=1}^m p_j \cdot r_{1j} + X_2 \sum_{j=1}^m p_j \cdot r_{2j} + \cdots + X_n \sum_{j=1}^m p_j \cdot r_{nj}$$

联系到(2.2.3)式,有

$$E(r_p) = X_1 E(r_1) + X_2 E(r_2) + \cdots + X_n E(r_n) = \sum_{i=1}^n X_i E(r_i) \quad (2.2.11)$$

现在,考察 r_p 的方差,其中涉及到前面已有等式不再一一罗列。

$$\begin{aligned} \sigma^2(r_p) &= \sum_j p_j [r_{pj} - E(r_p)]^2 \\ &= \sum_j p_j \{X_1 [r_{1j} - E(r_1)] + X_2 [r_{2j} - E(r_2)] + \cdots + X_n [r_{nj} - E(r_n)]\}^2 \\ &= X_1^2 \sum_j p_j [r_{1j} - E(r_1)]^2 + X_2^2 \sum_j p_j [r_{2j} - E(r_2)]^2 + \cdots + X_n^2 \sum_j p_j [r_{nj} - E(r_n)]^2 \\ &\quad + 2X_1 X_2 \sum_j p_j [r_{1j} - E(r_1)] [r_{2j} - E(r_2)] + \cdots + 2X_1 X_n \sum_j p_j [r_{1j} - E(r_1)] [r_{nj} - E(r_n)] \\ &\quad + \cdots + 2X_{n-1} X_n \sum_j p_j [r_{n-1,j} - E(r_{n-1})] [r_{nj} - E(r_n)] \\ &= \sum_j X_i^2 \sigma^2(r_i) + 2 \sum_{i \neq k} \sigma_{ik} X_i X_k \quad (\text{此时 } i \neq k) \end{aligned} \quad (2.2.12)$$

由于 $\sigma^2(r_i) = \sigma_{ii}$, (2.2.12)式又可写为:

$$\sigma^2(r_p) = \sum_i \sum_k X_i X_k \sigma_{ik} \quad (2.2.13)$$

由于 $\sigma_{ik} = \rho_{ik}\sigma(r_i)\sigma(r_k)$, 上式又可写为:

$$\sigma^2(r_p) = \sum_i \sum_k X_i X_k \rho_{ik} \sigma(r_i) \sigma(r_k) \quad (2.2.14)$$

在叙述中,我们常把(2.2.11)、(2.2.14)式用向量和矩阵形式表示。

记:

$$R = (r_1, r_2, \dots, r_n)^T$$

$$ER = [E(r_1), E(r_2), \dots, E(r_n)]^T$$

$$X = (X_1, X_2, \dots, X_n)^T$$

再记这几种证券之间的协方差矩阵为 A :

$$A = \begin{bmatrix} \sigma_{11} & \sigma_{12} & \cdots & \sigma_{1n} \\ \sigma_{21} & \sigma_{22} & \cdots & \sigma_{2n} \\ \cdots & \cdots & \cdots & \cdots \\ \sigma_{n1} & \sigma_{n2} & \cdots & \sigma_{nn} \end{bmatrix}$$

注意到 $\sigma_{ij} = \sigma_{ji}$, 故 A 为对称矩阵。

于是

$$E(r_p) = E(x^T R) = X^T ER \quad (2.2.15)$$

$$\sigma^2(r_p) = \sigma^2(X^T R) = X^T A X \quad (2.2.16)$$

当不允许使用金融杠杆时,不存在证券卖空,此时对 X_i 的限制条件为:

$$\begin{cases} \sum_{i=1}^n X_i = 1 \\ 0 \leq X_i \leq 1 \quad (i=1, 2, \dots, n) \end{cases}$$

如果允许使用金融杠杆,对 X_i 的限制条件只有一个,那就是

$$\sum_{i=1}^n X_i = 1$$

在上式中, X_i 可正可负。 X_i 为正数,表明买进第 i 种证券,取得多头位置; X_i 为负数,表明卖空第 i 种证券,处于空头位置。 X_i 仍然表示用以“购买”第 i 种证券的“投资额”在证券组合总投资中的比例。

通常,把 X_i 称为组合系数或组合权数。

证券组合的组合、原理同一般证券的组合,这里不再多述。

这里,顺便介绍一下市场证券组合(Market portfolio)的概念。市场证券组合,是指包含市场上每一种证券的证券组合,其中每种证券的组合权数等于该种证券的市场价值在市场上全部证券的总价值中所占比例。市场证券组合具有一些独特的性质,以后我们将经常提到。

四、证券组合线与可行集

如果已知几种证券的收益率期望向量 ER 和协方差矩阵 A , 则给定一个组合系数向量 X , 就得到一个相应的证券组合,并能通过(2.2.15)、(2.2.16)式确定该组合的期望收益率 $E(r_p)$ 与标准差 $\sigma(r_p)$ 。以 $\sigma(r)$ 为横轴, $E(r)$ 为纵轴建立平面直角坐标系^①, 取不同的 X , 就会形成

^① 也有人习惯于以 $E(r)$ 为横轴, 以 $\sigma(r)$ 或 $\sigma^2(r)$ 为纵轴。

不同的证券组合,从而在 $\sigma(r)$ — $E(r)$ 坐标平面上形成若干个点,这些点要么形成一条曲线——组合线,要么就形成一个区域——可行集。

1. 组合线

首先来看看由两种证券构成的证券组合。组合线(Portfolio Line),就是在 $\sigma(r)$ — $E(r)$ 坐标系上,由一定组合系数确定的两种证券构成的证券组合的期望收益率和标准差所给出的点的集合。

假定两种证券的期望收益率分别为 $E(r_1)$ 、 $E(r_2)$,标准差为 $\sigma(r_1)$ 、 $\sigma(r_2)$,相关系数为 ρ_{12} 。设向两种证券投资的组合系数为 α 和 $1-\alpha$ 。那么该组合的期望收益率和标准差为

$$\begin{cases} E(r_p) = \alpha E(r_1) + (1-\alpha) E(r_2) \\ \sigma(r_p) = [\alpha^2 \sigma^2(r_1) + (1-\alpha)^2 \sigma^2(r_2) + 2\alpha(1-\alpha)\rho_{12}\sigma(r_1)\sigma(r_2)]^{\frac{1}{2}} \end{cases}$$

两式可以改写为

$$\begin{cases} \sigma^2(r_p) = \alpha^2 \sigma^2(r_1) + (1-\alpha)^2 \sigma^2(r_2) + 2\alpha(1-\alpha)\rho_{12}\sigma(r_1)\sigma(r_2) \end{cases} \quad (2.2.17)$$

$$\begin{cases} \alpha = \frac{E(r_p) - E(r_2)}{E(r_1) - E(r_2)} \end{cases} \quad (2.2.18)$$

由(2.2.17)、(2.2.18)式可见,组合线一般是二次曲线。

下面,分析一下在几种特殊情况下,组合线的性质。

(1)当 $\rho_{12}=0$ 时,(2.2.17)、(2.2.18)方程组改写为

$$\begin{cases} \sigma^2(r_p) = \alpha^2 [\sigma^2(r_1) + \sigma^2(r_2)] - 2\alpha\sigma^2(r_2) + \sigma^2(r_2) \\ \alpha = \frac{E(r_p) - E(r_2)}{E(r_1) - E(r_2)} \end{cases}$$

可见,此时组合线是椭圆或者双曲线。

(2)当 $\rho_{12}=1$ 时,前述方程组可改写为

$$\sigma(r_p) = \left| \frac{\sigma(r_1) - \sigma(r_2)}{E(r_1) - E(r_2)} \cdot [E(r_p) - E(r_2)] + \sigma(r_2) \right|$$

在 $\sigma(r)$ — $E(r)$ 坐标系下,进一步改写为

$$E(r_p) = \frac{E(r_1) - E(r_2)}{\sigma(r_1) - \sigma(r_2)} [\sigma(r_p) - \sigma(r_2)] + E(r_2)$$

或

$$E(r_p) = \frac{E(r_1) - E(r_2)}{\sigma(r_2) - \sigma(r_1)} [\sigma(r_p) + \sigma(r_2)] + E(r_2)$$

可见,此时组合线为以 $[0, \frac{E(r_1) - E(r_2)}{\sigma(r_2) - \sigma(r_1)} \cdot \sigma(r_2) + E(r_2)]$ 为端点、向右发射的($\sigma_p \geq 0$)、

斜率分别为 $\pm \frac{E(r_1) - E(r_2)}{\sigma(r_2) - \sigma(r_1)}$ 的两条射线。

(3)当 $\rho = -1$ 时,同理可知两条直线(更准确地说是射线)方程分别为:

$$E(r_p) = \frac{E(r_1) - E(r_2)}{\sigma(r_1) - \sigma(r_2)} [\sigma(r_p) + \sigma(r_2)] + E(r_2)$$

和

$$E(r_p) = \frac{E(r_2) - E(r_1)}{\sigma(r_1) + \sigma(r_2)} [\sigma(r_p) - \sigma(r_2)] + E(r_2)$$

图 2.2.6 给出了在这三种情况下,组合线的形状。

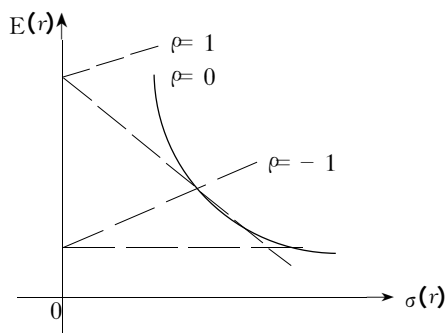


图 2.2.6

我们继续讨论在一般情况下组合线的性质。为简化起见,这里先限定组合系数均为非负。

性质 1. 在 $\sigma(r) — E(r)$ 坐标系上,记证券 1、2 所确定的点 $(\sigma(r_1), E(r_1))$ 、 $(\sigma(r_2), E(r_2))$ 分别为 A、B,那么由这两种证券构成的证券组合线必定经过 A、B 两点。

性质 1 是很明显的,只要取组合系数向量分别为 $(1, 0)$, $(0, 1)$ 即知。

性质 2. 在 $\sigma(r) — E(r)$ 坐标系上,组合线是左凸的。

当 $\rho_{12} = \pm 1$ 时,广义地,组合线可以认为是左凸的。

当 $|\rho_{12}| < 1$ 时,因为

$$E(r_p) = \alpha E(r_1) + (1 - \alpha) E(r_2)$$

即 $E(r_p)$ 是 $E(r_1)$ 、 $E(r_2)$ 的线性组合而 $\sigma^2(r_p) = \alpha^2 \sigma^2(r_1) + (1 - \alpha)^2 \sigma^2(r_2) + 2\alpha(1 - \alpha)\rho_{12}\sigma(r_1)\sigma(r_2) < [\alpha\sigma(r_1) + (1 - \alpha)\sigma(r_2)]^2$

$$\sigma(r_p) < \alpha\sigma(r_1) + (1 - \alpha)\sigma(r_2)$$

这说明,在相同收益率下,组合线上的点在线段 AB 上的点的左边。也就是说,组合线是左凸的。

下面,我们突破组合系数非负的限制,进一步给出性质 2 的证明。

考虑 $E(r) — \sigma^2(r)$ 坐标系,为简化起见,我们记为 $E — V$ 系。注意到 V 、 E 均是 α 的函数,根据参数求导的知识,有

$$\frac{\frac{d^2 V}{dE^2}}{\frac{d^2 V}{dE^2}} = \frac{\frac{d(dV/dE)}{dE}}{\frac{d(dV/dE)}{dE}} = \frac{\frac{d((dV/d\alpha)/dE/d\alpha)}{dE}}{\frac{d((dV/d\alpha)/dE/d\alpha)}{dE}} = \frac{d((dV/d\alpha)/dE/d\alpha)/d\alpha}{dE/d\alpha} = \frac{2\sigma^2(r_1) + 2\sigma^2(r_2) - 2\rho_{12}\sigma(r_1)\sigma(r_2)}{[E(r_1) - E(r_2)]^2}$$

注意到 $|\rho_{12}| \leq 1$, 于是

$$\frac{d^2 V}{dE^2} > 0$$

因此,在 $E(r) — \sigma^2(r)$ 中,组合线是下凸的。再进一步,在 $E(r) — \sigma(r)$ 中,也是下凸的,这样,在 $\sigma(r) — E(r)$ 中就成为左凸的。

推论 1. 当组合系数非负时,对组合线上各点,成立 $\sigma(r_p) \leq \max \{ \sigma(r_1), \sigma(r_2) \}$ 。

推论 2. 组合线存在 $\sigma(r_p)$ 最小的点,即可以求出风险最小的证券组合。

在推论 2 中所指明的那点,一般就是使得 $dV/dE=0$ 的那一点。

性质 2 表明,通过适当投资组合,可以降低风险,这是现代投资组合理论的基础。

性质 3. 随着 ρ_{12} 的减小,组合线曲率增大,组合线弯曲程度增加。

先考虑 $E-V$ 系,根据数学知识,组合线的曲率 $K = \frac{|E'V'' - E''V'|}{(V'^2 + E'^2)^{\frac{3}{2}}}$ ① 在组合系数非负

时,限定其区域,会有 $dK/d\rho_{12} < 0$, $K(\rho_{12})$ 为递减函数。在 $\sigma(r) - E(r)$ 下,上述结论仍然成立。

实际上,性质 3 是很明显的,对同一个 α 值, ρ_{12} 较小时, $\sigma(r_p)$ 也较小。

性质 3 表明,当相关导数较小时,利用组合降低或说分散风险就更为有效。

我们已经看出,在由两种证券构成的组合中,给定一个该组合的期望收益率 r^* ,即 $E(r_p) = r^*$,那么根据 (2.2.17)、(2.2.18) 式就可以唯一地确定一个 $\sigma(r)$ 。这表明在 $\sigma(r) - E(r)$ 系中,两种证券构成的组合是一条曲线。那么由三种证券构成的组合呢?

假定有 A、B、C 三种证券,已知 ER 和 A

$$ER = (E(r_1), E(r_2), E(r_3))^T$$

$$A = \begin{bmatrix} \sigma_1^2 & \sigma_{12} & \sigma_{13} \\ \sigma_{21} & \sigma_2^2 & \sigma_{23} \\ \sigma_{31} & \sigma_{32} & \sigma_3^2 \end{bmatrix}$$

设组合向量为 $X = (X_1, X_2, 1 - X_1 - X_2)^T$, 则

$$E(r_p) = X_1 E(r_1) + X_2 E(r_2) + (1 - X_1 - X_2) E(r_3) \quad (2.2.19)$$

$$\sigma^2(r_p) = X_1^2 \sigma^2(r_1) + X_2^2 \sigma^2(r_2) + (1 - X_1 - X_2)^2 \sigma^2(r_3) + 2X_1 X_2 \sigma_{12} + 2X_1 (1 - X_1 - X_2) \sigma_{13} + 2X_2 (1 - X_1 - X_2) \sigma_{23} \quad (2.2.20)$$

给定一个 $E(r_p) = r^*$, 由 (2.2.19) 式有

$$X_2 = \frac{E(r_3) - E(r_1)}{E(r_2) - E(r_3)} X_1 + \frac{r^* - E(r_3)}{E(r_2) - E(r_3)}$$

这说明,给定一个 r^* , 向量 X 有无穷多组解,联系 (2.2.20) 式,也就有无穷多个 $\sigma(r_p)$ 与之对应。这表明在 $\sigma(r) - E(r)$ 坐标系中,由三种证券构成的组合已不再可能是一条曲线,而是一个区域。

2. 可行集

可行集(Feasible Set),是在 $\sigma(r) - E(r)$ 坐标系上,由 n 种证券组成的证券组合所代表的点的集合。可行集表明了投资者用这 n 种证券可以达成的所有证券组合,投资者就将从中选择最佳的证券组合,故又称机会集(Opportunity Set)。

现考虑证券组合的组合。

假定有 n 种证券,并有对这 n 种证券的 m 个组合,其中第 j 个组合的组合系数向量为 $X^j = (X_1^j, X_2^j, \dots, X_n^j)^T$,当然其中某个 X_k^j 可以为零,即不包含第 k 种证券。现对这 m 个证券组合进行再组合,设再组合系数向量 $Y = (Y_1, Y_2, \dots, Y_m)^T$,显然对新构成的组合来说,相对于第 i 种证券的组合系数为

① 均对参数 α 求导。

$$X_i = Y_1 X_i^1 + Y_2 X_i^2 + \cdots + Y_m X_i^m = \sum_{j=1}^m Y_j X_i^j \quad (2.2.21)$$

记该组合的证券组合系数向量为 $X = (X_1, X_2 \cdots X_n)^T$, 同矩阵形式表示上述结果为

$$X = (X^1, X^2 \cdots X^m) \cdot \begin{bmatrix} Y_1 \\ Y_2 \\ \vdots \\ Y_m \end{bmatrix}$$

证券组合的组合可以归结为‘原始’的证券组合。证券组合的组合原理如同证券的组合,也就是说任何一种证券组合均可视为某种证券。在 $\sigma(r)$ — $E(r)$ 坐标系中,前面于两种证券构成之组合的叙述对两组证券组合之再组合同样适用。

特别地,如果规定一个证券组合中对某种证券的组合系数的范围,例如第 i 种证券组合系数上界为 N ,下界为 M 。设有 m 个证券组合,均合乎此限定,即以 X_i^j 表示第 j 个组合中对 i 证券的组合系数,成立 $M \leq X_i^j \leq N$ 。那么我们对这 m 个证券组合进行再组合,在新的组合的组合系数非负的条件下,记新组合对第 i 种证券的组合系数为 X_i ,根据(2.2.21),必然成立 $M \leq X_i \leq N$,即新组合也满足原有限定。

由于投资者可能面临一些限制(如规定投资基金对某种证券投资不能超过总投资的10%),实际上可行集不会充满整个 $\sigma(r)$ — $E(r)$ 平面(本身也有 $\sigma(r) \geq 0$ 的限制),而只能位于一定的区域。一般地,如果两个证券组合是可行的(投资者能达到的),那么对这两个证券组合的再组合也是可行的,特别是非负系数再组合。这就是说,可行集一般呈弹头形状,如图2.2.7所示。对每一个可行的证券组合,在 $\sigma(r)$ — $E(r)$ 平面上的可行集中都有唯一的点与之对应,但反过来,可行集上的每一点却并不唯一地表示一种证券组合。

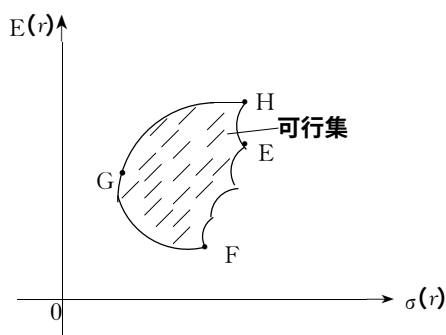


图 2.2.7

可行集有一个重要的性质,那就是可行集的上缘是上凸的。“上缘”在图2.2.7中,是点 G 到 H 之间的实曲线,其中 G 具有可行集中最小的标准差, H 具有最大的期望值,上缘上每一点的期望收益率与方差都界于 G 、 H 的期望收益率与方差之间。可行集的这个特性,可以用反证法给予证明。实际上,这个性质是比较直观的,假如有证券组合1、2分别是可行的,那么对组合1、2的非负系数组合也是可行的,由组合线的性质可知,组合线不会是严格下凸的。

五、最小方差集与有效集

我们知道,对于 n 种证券,给定一个期望收益率,就会对应无穷多个 X 、无穷多个标准差,亦即无穷多个证券组合的方差。在这些证券组合中,有一个组合的方差最小,我们就把由在相同期望收益率下,具有最小方差的证券组合所代表的点的集合(实际上就是这些证券组合的集合),称为最小方差集(Minimum Variance Set)。显然,在图 2.2.7 中,最小方差集就是可行集左部的边线——曲线 $\widehat{GHF}$,其中点 F 具有可行集中最小的方差。在一定期望收益率水平下,投资者要寻找具有最小方差(风险)的证券组合,就可以在最小方差集中去寻找。

换一个角度,在一定风险的(标准差)的条件下,投资者要寻找具有最大期望收益率的证券组合,该在什么边界寻找呢?观察图 2.2.7,知道可以从可行集上边界 $\widehat{GHE}$ 中寻找,其中点 E 具有可行集中最大的标准差。

投资者通常是在期望收益率与风险中权衡决策的,这就进一步提出了有效集这个问题。

如果一组证券组合,在所有的证券组合中,满足:

- (1)在相同期望收益率水平下,具有最小的风险;
- (2)在相同风险水平下,具有最大的期望收益率。

这组证券组合就称为有效证券组合(Efficient Portfolios),即有效集(Efficient Set)。

有效集位于可行集中。在 $\sigma(r) - E(r)$ 系中,有效集就是可行集中左上部的边界,即图 2.2.7 中,左上部(西北部)的曲线 $\widehat{GH}$ 。因此,有效集又称为有效边界(Efficient Frontier)。

这样,投资者就不需要考察所有的证券组合即可行集,考察有效集,就可以从中选择其最佳的证券组合形式了。有效集是最小方差集的一部分,更一般的情况下,投资者将以最小方差集为工具来寻找最优证券组合。

很明显,一般地,有效集是上凸的。有效集中有时也会有一段是线段,如果两种证券组合落在有效集的线性部分,那么这两个证券组合的收益率是完全相关的(相关系数为 1)。

最小方差集与有效集的寻找,属于数学技巧,有关最小方差集与有效集的性质也是数学推导的结果,这将放在下一节中叙述。

六、无差异曲线与最优证券组合

1. 无差异曲线

在现实生活中,有的人喜欢养猫,有的人则喜欢养狗,这说明在选择宠物这件事上人们是有所偏好的。偏好反映人的价值取向。偏好有一个重要特征,就是偏好的传递性,即按照某人的偏好,A 比 B 好,B 又比 C 好,那么 A 就比 C 好。

在证券投资领域,也存在偏好,它反映人对未来事件状态的选择意愿。对投资者来说,期初财富是确定的,期末财富是不确定的,期末财富的未来状态只是一个随机事件。多大的期末财富及其多大的可能性被认为与多大的一笔期初财富是等价的呢?不同的投资者有不同的回答,这些不同的回答就表现出投资者的不同偏好。把期初财富和期末财富联系起来的变量是收益率,因此,证券投资领域的偏好问题主要就集中在投资者对期望收益率与风险的态度之

上。

马柯维茨理论,对投资者的偏好作了两个基本假设。第一个是投资者的非满足性(Non - Satisfaction),指出投资者总是偏好具有较高期终财富的证券组合。如图 2.2.8 中,证券组合 1、2 有相同的风险,但 $E(r_1) > E(r_2)$,那么投资者会选择证券组合 1。第二个是投资者的风险回避性(Risk Aversion),表明投资者总是偏好具有较小风险的证券组合。也就是说,在证券投资这场‘赌博’中,投资者将选择对自己更有利的赌博方式而尽量避免胜负各半的‘公正’赌博。如图 2.2.8 中,证券组合 1、3 有相同的期望收益率,但 $\sigma(r_1) < \sigma(r_3)$,那么,投资者会选择证券组合 1。

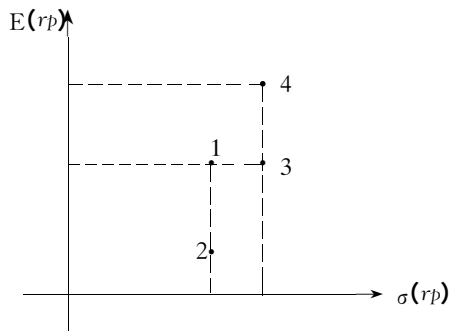


图 2.2.8

马柯维茨的两个假定,描绘出投资者偏好的基本取向,但没有描绘出偏好的程度。如图 2.2.8 中,证券组合 1 的期望收益率小于证券组合 4,但组合 1 的风险也小于组合 4,那么投资者会如何选择呢?这就需要作进一步的研究。

首先来看看一般消费者行为分析中的效用,效用是商品或劳务存在于消费者心目中的满足欲望或需要的能力,换个角度说,效用就是消费者在消费商品或劳务时所感受到的满足程度。

在西方经济学中,存在两种效用理论,其一是基数效用理论,二是序数效用理论。

我们先来看看基数效用理论及其在证券投资中的应用。

基数效用理论有两个假设条件。第一个假设,效用是可以度量的,即可以用基数 1、2、3 等等来表示效用的大小,计量效用大小的单位被称做效用单位。如对一个消费者来说,他可以衡量出一只面包对他的效用是 5 个效用单位,一件衣服是 10 个效用单位。第二个假设是,边际效用递减。例如,对一个干渴的人来说,第一杯水的效用最大,第二杯水的效用就要小些,第三杯更小,第四杯就可能引起负效用了。基数效用论认为,效用随着消费的商品量的变化而变化,并用效用函数来描述这种变化。以 U 表示效用,如果消费某种商品,消费量是 q ,那么效用函数就可以写为: $U = f(q)$ 。根据边际效用递减的假定,还存在边际效用函数 $MU = \frac{dU}{dq} = f'(q)$,且 $f''(q) < 0$ 。

在证券投资中,效用被视为投资者的心理满足程度,被视为收益率的函数。一般地,证券投资中的效用函数被认为具有二次形式,以 u 表示效用, r_p 表示证券组合收益率,那么效用函数可记为

$$u = f(r_p) \quad (2.2.22)$$

其中, $f(r_p)$ 是二次式,一般还有 $r_p \geq 0$ 。

按照边际效用递减的原则, $f''(r_p) < 0$,这表明 $f(r_p)$ 中二次项系数为负。在一定范围内,

r_p 增大,则 u 增大,因而又有在一定范围内 $\frac{du}{dr_p} = f'(r_p) > 0$ 的条件,故 $f(r_p)$ 中一次项系数应该为正。当 $r_p = 0$ 时,投资者一无所获,因此 $f(r_p)$ 的常数项应为负(至少为零)。于是(2.2.22)式可改写为

$$u = -c + br_p - \alpha r_p^2$$

其中, a 、 b 、 c 均为正常数。

由于 r_p 是一个随机变量,那么作为 r_p 函数的 u 也是一个随机变量。

$$Eu = -c + bE(r_p) - \alpha E(r_p^2)$$

注意到 $\sigma^2(r_p) = E(r_p^2) - (E(r_p))^2$

$$\text{又有 } EU = -C + bE(r_p) - \alpha E^2(r_p) - \alpha \sigma^2(r_p) \quad (2.2.23)$$

(2.2.23)表明,一组 $E(r_p)$ 、 $\sigma(r_p)$ 可能会有相同的期望效用。另外,请注意投资者根据(2.2.23)式所作证券组合选择与马柯维茨的两个假定也是吻合的,其中 r_p 是有一定范围限制的。

给定一个 $EU = U^*$,由(2.2.23)式就可以求出若干组 $(\sigma(r_p), E(r_p))$,它们对投资者来说都是有相同的期望效用,即投资者会认为它们是无差别的,这些组 $(\sigma(r_p), (E(r_p)))$ 在 $\sigma(r_p)$ —— $E(r_p)$ 坐标系上就构成了一条无差异曲线(Indifference Curve)。根据马柯维茨的假定,显然无差异曲线是下凸的。

(2.2.23)式给出了在我们所作的那些假设下,无差异曲线的函数形式。对不同投资者来说,有不同的无差异曲线。无差异曲线也反映了投资者的不同偏好。

亨利·A·拉塔纳和大卫·L·塔特尔的研究结论认为,在投资者追求财富最大化情形下,无差异曲线具有如下形式

$$E(r_p) = \sqrt{K + \sigma^2(r_p)}$$

其中, K 为常数。

马柯维茨给出的更精确的无差异曲线形式为

$$K = \ln(1 + E(r_p)) - \frac{1}{2} \left[\frac{\sigma^2(r_p)}{1 + E(r_p)^2} \right]^2$$

其中, K 为常数, $\ln$ 是自然对数符号。

由于偏好、效用、无差异曲线的数学描述相当复杂,因而人们常常采用图示的方式予以说明。

接下来,再看看序数效用理论及其在证券投资中的应用。

序数效用论认为,基数效用论的假设条件过于严格,因而难以成立。序数效用论主张,不用基数表示效用数值的大小,而用第一、第二、第三等序数来表示效用水平和消费者的偏好。这样,避免了苛刻的假设条件,同时也能取得相同的结果。

序数效用论对消费者偏好作了三条假设。第一,消费者对若干种商品的任意组合(每一组合中含有的商品种类和某种商品数量不能完全相同) A 、 B ,能够明确地表达出自己的偏好:偏好 A 还是偏好 B 或者无所谓。第二,消费者的偏好具有传递性。第三,消费者对含有数量多的商品组合的偏好永远大于数量少的组合。例如, A 组合中对第 i 种商品含有量大于 B 组合,其余相同,则 A 必定优于 B 。也就是说,组合中对每种商品的含量均不超过某个饱和量(转折点)。

序数效用论直接使用无差异曲线来分析消费者行为。无差异曲线仍是从效用函数中得出的。效用函数形式为

$$u = f(q_1, q_2, \dots, q_i, \dots, q_n)$$

值得注意的是,两种理论的效用函数形式相同,但含义是有区别的。 q_i 表示第 i 种商品的数量,这是一致的,但基数论中 u 代表效用,而序数论中 u 代表效用指数,效用指数只表示效用大小和顺序而不代表效用大小的数量。

无差异曲线可以利用无差异表给出。在无差异表中,给出若干种“商品组合”,其中消费者没有表现出偏好的那些组合是在同一效用下的无差异组合。在只有两种商品的情况下,用横、纵轴分别表示两种商品的数量,把给消费者带来同等程度的满足水平(或者说效用指数)的各组合点连接起来,这就是平面上的无差异曲线。

序数效用理论在证券投资中的应用是很方便的,我们直接把 $E(r)$ 、 $\sigma(r)$ 、作为两种商品就可以得出无差异曲线了。

如图 2.2.8 中,证券组合 1、4,究竟哪一个更好,就要看它们对投资者的效用水平了。投资者将选择两者中效用更高的那种组合。如果两者效用水平一样即二者处于同一条无差异曲线上,那么投资者不论选择哪一种组合都无所谓。

证券投资中的无差异曲线,反映投资者对收益和风险的偏好。对不同投资者,有不同的无差异曲线。图 2.2.9 给出了一般情形下的无差异曲线图。

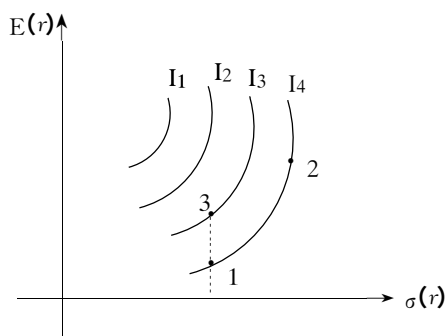


图 2.2.9

无差异曲线具有如下一些性质,这些性质都是显而易见的。

性质 1. 处在同一条无差异曲线上的各证券组合对投资者具有同样的效用水平。如图 2.2.9 中无差异曲线 I_4 上点 1、2 对投资者来说是没有区别的。

性质 2. 无差异曲线间不能相交。假如对同一投资者的无差异曲线 I_e 、 I_f 相交于点 P ,由性质 1 知, I_e 、 I_f 上各点与点 P 对投资者的效用水平都一样,投资者不存在任何偏好,这就与 I_e 、 I_f 代表不同的偏好水平(效用水平)相矛盾。

性质 3. 任意两条无差异曲线间,存在第三条无差异曲线。这是因为每条无差异曲线都代表一定的效用水平,在两个效用水平间,必然可以列举出第三个效用水平,这就是可以说可以给出第 i 条无差异曲线。一个投资者面对的不是一条无差异曲线,而是一族无差异曲线。

性质 4. 在 $\sigma(r)$ — $E(r)$ 平面上,无差异曲线是上倾的,即其斜率为正。这是由对投资者偏好所作的两个假定所决定的。

性质 5. 在 $\sigma(r)$ — $E(r)$ 坐标系中,越在上的无差异曲线对投资者的效用越大。如图 2.2.9 中,位于无差异曲线 I_3 上的点 3 就比位于 I_4 上的点 1 效用大,投资者将偏好点 3。类似地, I_4 、 I_3 、 I_2 、 I_1 的效用将依次增加。

性质 6. 在 $\sigma(r)$ — $E(r)$ 坐标系中,无差异曲线的陡峭程度,更确切地说,无差异曲线的凸凹程度,反映了投资者的偏好程度。一般地,无差异曲线斜率增加得越快,下凸程度越高, $\frac{d^2E(r)}{d\sigma(r)^2}$ 值越大,投资者回避风险的程度也越厉害。图 2.2.10、2.2.11 分别是两个投资者的无差异曲线族。可以看出,图 2.2.10 所代表的投资者不如图 2.2.11 的投资者愿意冒险。

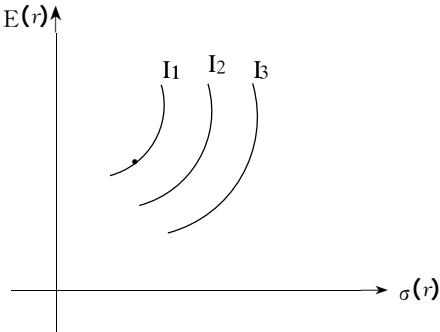


图 2.2.10

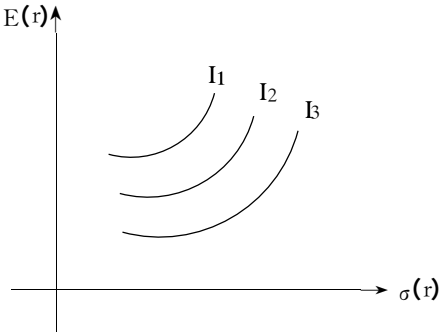


图 2.2.11

2. 最优化证券组合

把投资者的无差异曲线图与有效集相“叠合”,就会发现最优证券组合 (Optimal portfolio) 就位于无差异曲线与有效集的切点。如图 2.2.12 所示,点 A 固然效用水平高,但它是不可行的,点 B 虽然可行并位于有效集上,但点 C——无差异曲线与可行集的切点却比点 B 更好。由于风险回避者的无差异曲线呈下凸,而有效集呈上凸,这就保证了无差异曲线与有效集有且只有一个切点,即投资者的最优证券组合有唯一解。

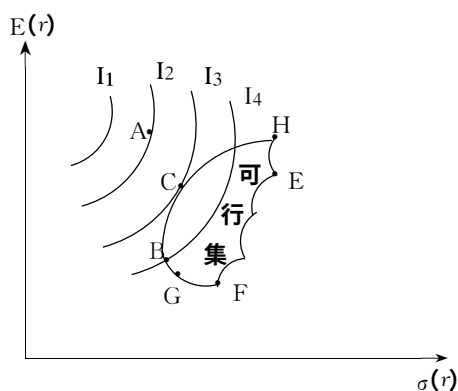


图 2.2.12

七、证券组合的过程

根据马柯维茨理论,证券投资组合的过程可以分为四个阶段。

第一阶段,投资者考察各种证券组合,以确定可行集。主要内容是分析组合系数向量的约束条件。

第二阶段,进行证券分析。马柯维茨理论中的证券分析,主要是计算证券的期望收益率方差(或标准差)和协方差(或相关系数)。

第三阶段,确定有效集。主要内容是分析各可行证券组合的期望收益率和方差(标准差)。

第四阶段,寻找最优证券组合、最优证券组合位于无差异曲线与有效集的切点。

通过以上四个过程,就完成了证券的组合分析,找到了最优的证券组合。

第三节 投资组合理论(二)——模型与运用

一、证券投资组合的数学模型

证券组合分析最终归结为构造一个数学模型并求最优解。

建立一个证券组合模型,需要解决这样几个问题:(1)确定决策变量;(2)确定约束条件;(3)确定最优化的目标。

对于 N 种证券,组合系数向量不同,构成的证券系数就不同。寻找最优证券组合,决策变量就是投资于不同证券上的比例,即组合系数向量 $X = (X_1, X_2, \dots, X_N)^T$ 。这就解决了第一个建模问题。

证券组合投资中的约束条件,主要体现在对组合系数的限制上。我们知道,对于任意证券组合,都有这样一个基本的限制: $\sum_{i=1}^N X_i = 1$ 。这表明,在模型中,基本的约束条件是 $\sum_{i=1}^N X_i = 1$ 。记 $I = (1, 1, \dots, 1)_{N \times 1}^T$, 基本约束条件也就是 $I^T X = 1$ 。在某些情况下,不允许卖空,即不允许

某个 $X_i < 0$ 在某些情况下,还规定了投资于一种或几种证券的比例下限或上限。因此,还存在其它的一些约束条件,具体条件取决于投资者的实际状况。这就基本回答了建模的第二个问题。

第三个问题是最优化的目标。在证券投资组合中,投资者的目标是寻找最优的证券组合,这一证券组合就是无差异曲线与有效集的切点,换句话说,投资者的目标是在效用水平最高的无差异曲线上寻找可行的证券组合。

我们知道,用 $\sigma^2(r_p)$ 或者 $\sigma(r_p)$ 来代表风险是没有什么根本性区别的。因此,记 $V_p = \sigma^2(r_p)$, $E_p = E(r_p)$,在 $V_p - E_p$ 图中的无差异曲线与可行集(或说最小方差集、有效集)均与 $\sigma(r) - E(r)$ 中是一一对应的。

考察一个特定的投资者,在 $V_p - E_p$ 图中,他的无差异曲线是一族相互平行的直线,当然在 $\sigma(r) - E(r)$ 图中,他的无差异曲线就是一族二次曲线。自然,直线(或曲线)愈在上,该投资者愈感满意。该投资者的目标是寻找可以实现的最佳无差异曲线上可行的 E_p, U_p 的组合,在图 2.2.13 中,这就是点 A,即无差异曲线族与可行集的切点。

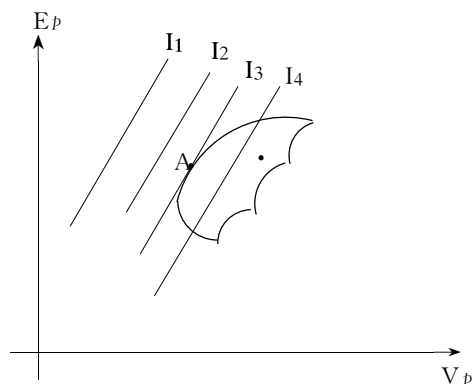


图 2.2.13

该投资者的无差异曲线是直线族,其中任何一条的方程均可写为如下形式

$$V_p = \alpha + \lambda E_p \quad (2.2.24)$$

λ 表示直线的斜率, α 表示水平截距。

很明显, α 的值越小的无差异曲线对该投资者的效用水平越高,于是该投资者的目标就转化为使 α 最小化。

由(2.2.24)有

$$\alpha = -\lambda E_p + V_p$$

因此该投资者的目标就是

最小化 $-\lambda E_p + V_p$

其中 $E_p = \sum_{i=1}^N X_i E_i$ (注: E_i 为 $E(r_i)$ 简写)

$$V_p = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N \sigma_{ij} \cdot X_i X_j$$

于是,该投资者的组合模型就成为

决策变量——选择 $X_1, X_2, \dots, X_N$

目标——最小化 $-\lambda \sum_{i=1}^N X_i E_i + \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i X_j \rho_{ij}$

约束条件—— $\sum_{i=1}^N X_i = 1$ 及其他约束。

如果该投资者简单地希望 E_p 最大化,即 $-E_p$ 最小化,注意到 λ 描述了 E_p 与 V_p 之间的关系,给出一个 λ , α 最小化的目标也就是在一定 U_p 下使得 E_p 最大化,那么对所有的 λ 来说, α 最小化就等同于一系列的 E_p 最大化。该投资者的目标成为

最小化 $-\lambda E_p + V_p$

对所有可能 λ 。

注意到我们早就对投资者偏好所作的非满足性和风险回避假定,上述目标成为:

最小化 $-\lambda E_p + V_p$ 对所有可能的 $\lambda \geq 0$ 。

实际上,这就转化为普遍的寻找有效集的目标了。

证券组合分析,从数学计算来看,其模型主要因约束条件的不同而不同。

只有 $\sum_{i=1}^N X_i = 1$ 这个基本约束条件的证券组合分析问题可作为一个基本问题。其模型为

$$\min Z = -\lambda \sum_{i=1}^N X_i E_i + \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i X_j \sigma_{ij}$$

对于所有可能的 $\lambda \geq 0$

满足 $\sum_{i=1}^N X_i = 1$ 。

除了 $\sum_{i=1}^N X_i = 1$ 这个条件外,有时会(普遍地都会)遇到其它形式的约束条件。例如,要求, $X_2 > 0, 2X_3 + X_4 < 0.1, X_5 < 0.05$ 等等。这些约束条件通过适当的数学处理,都可以化为如下形式。

当一个约束含有两个或两个以上的变量 X_i 时,化为等式约束:

$d_{j1}X_1 + d_{j2}X_2 + \cdots + d_{jn}X_n = C_j$

$j = 1, 2, \cdots, m$, 表示共有 m 个这样的等式约束。具有这种线性形式的约束可称附加等式约束。

当约束条件只含有一个决策变量 X_i 时,化为如下不等式约束:

$L_i \leq X_i \leq V_i$

一般来说,共有 N 个这样的约束,可称之为附加不等式约束。

当证券分析问题含有基本约束外,只含有附加等式约束和附加不等式约束时,该问题被称为标准问题。一般模型为:

$$\min Z = -\lambda \sum_{i=1}^N X_i E_i + \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i X_j \sigma_{ij}$$

对所有可能的 $\lambda > 0$,

满足 $\sum_{i=1}^N X_i = 1$ (基本约束)

及 $\sum_{i=1}^N d_{ji}X_i = C_j$

对 $j = 1, 2, \cdots, m$ (一般等式约束)

以及 $L_i \leq X_i \leq V_i$

对 $i = 1, 2, \cdots, N$ (附加不等式约束)

上述证券组合模型具有普遍性,对上述模型的目标函数或约束条件作适当的调整,就可得到一些实用的具体模型。

下面,就是几个实用模型的例子。

1. 股票组合风险最小化模型

该模型的一般形式为:

$$\text{目标: } \min \sigma_p^2 = X^T A X$$

$$(\text{或 } \min \sigma_p = \sqrt{X^T A X})$$

$$\text{约束条件: } I^T X = 1$$

$$0 \leq X_i \leq 1, i = 1, 2, \dots, n$$

其经济含义是 按上述模型的解 $X^* = (X_1^*, X_2^*, \dots, X_n^*)^T$ 所构成的股票组合,在所有这 n 种股票构成的组合中(组合系数非负),具有最小风险。

协方差矩阵 A 是半正定的,一般情况下,可以假设 A 是正定矩阵,因为股票收益率完全相关的可能性是几乎不存在的,这样上述模型有唯一最优解。

2. 收益率不小于市场平均收益率下,股票组合风险最小化模型

记市场上共有 n 种股票,各股票的期望收益率(此时也可利用样本平均收益率 $\bar{K}_i$ 代替)为 $E(r_i)$,则市场平均收益率为

$$\bar{R} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^N E(r_i)$$

因此,模型一般形式为:

$$\text{目标: } \min \sigma_p = \sqrt{X^T A X}$$

$$\text{约束条件: } E(r_p) = X^T E R \geq \bar{R} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^N E(r_i)$$

$$I^T X = 1$$

$$0 \leq X_i \leq 1, i = 1, 2, \dots, n$$

其经济含义是 按该模型的解 X^* 所构成的股票组合是所有收益率不低于市场平均收益率的股票组合中风险最小的。这里同样要求组合系数非负。

3. 股票组合单位风险收益率最大化模型

我们已知道, n 种股票的组合的期望收益率为 $E(r_p) = X^T E R$, 风险 $\sigma(r_p) = \sqrt{X^T A X}$ 那么这 n 种股票构成的股票组合的单位风险收益率为:

$$\frac{E(r_p)}{\sigma(r_p)} = \frac{X^T E R}{\sqrt{X^T A X}}$$

因此,模型一般形式为:

$$\text{目标: } \max \frac{X^T E R}{\sqrt{X^T A X}}$$

$$\text{约束条件: } I^T X = 1$$

$$0 \leq X_i \leq 1, i = 1, 2, \dots, n$$

该模型的经济含义也是很明显的:由上模型的解 X^* 所构成的股票组合的单位风险收益率最大。

二、组合模型求解

模型的求解主要有两种方法,一是代数求解法,二是几何求解法。目前,对几种重要模型已研制出相应的计算机求解程序。下面,介绍几种一般模型的求解思路。

1. 基本问题的求解思路

基本问题的数学模型为:

$$\min Z = -\lambda \sum_{i=1}^N X_i E_i + \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i X_j \sigma_{ij} = -\lambda E_p + V_p$$

对于所有可能的 $\lambda \geq 0$ 满足 $\sum_{i=1}^N X_i = 1$

我们采用拉格朗日乘数法求解该模型。

设置一个新目标函数:

$$Z' = Z + \lambda f \cdot (1 - \sum_{i=1}^N X_i) = -\lambda E_p + V_p + \lambda f (1 - \sum_{i=1}^N X_i)$$

现在的问题是要寻找一组 $X_1, X_2, \dots, X_N, \lambda f$ 使得 Z' 取极值。而这组解必然满足下述方程组:

$$\begin{cases} \frac{\partial Z'}{\partial X_1} = 0 \\ \frac{\partial Z'}{\partial X_2} = 0 \\ \dots \\ \frac{\partial Z'}{\partial X_N} = 0 \\ \frac{\partial Z'}{\partial \lambda f} = 0 \end{cases}$$

该方程组中,最后一式最简单,也就是原基本约束条件。

现在,分析前 N 个方程。

$$\frac{\partial Z'}{\partial X_i} = \frac{\partial(-\lambda E_p)}{\partial X_i} + \frac{\partial V_p}{\partial X_i} + \frac{\partial[\lambda f(1 - \sum_{i=1}^N X_i)]}{\partial X_i}$$

$$\frac{\partial(-\lambda E_p)}{\partial X_i} = \frac{\partial(-\lambda \sum_{i=1}^N X_i E_i)}{\partial X_i} = -\lambda E_i$$

$$\frac{\partial V_p}{\partial X_i} = \frac{\partial(\sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i X_j \sigma_{ij})}{\partial X_i} = 2 \cdot \sum_{j=1}^N \sigma_{ij} X_j$$

$$= 2\sigma_{i1}X_1 + 2\sigma_{i2}X_2 + \dots + 2\sigma_{iN}X_N - \frac{\partial[\lambda f(1 - \sum_{i=1}^N X_i)]}{\partial X_i} = -\lambda f$$

$$\therefore \frac{\partial Z'}{\partial X_i} = -\lambda E_i + 2\sigma_{i1}X_1 + 2\sigma_{i2}X_2 + \dots + 2\sigma_{iN}X_N - \lambda f = 0$$

这就是原方程组中第 i 个方程。注意它是一个线性方程。

因此,原方程组可化为由 $(N+1)$ 个方程组成的 $(N+1)$ 元线性方程组。

该方程组的增广矩阵为:

$$\begin{bmatrix} 2\sigma_{11} & 2\sigma_{12} & \cdots & 2\sigma_{1N} & -1 & \lambda E_1 \\ 2\sigma_{21} & 2\sigma_{22} & \cdots & 2\sigma_{2N} & -1 & \lambda E_2 \\ \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots \\ 2\sigma_{N1} & 2\sigma_{N2} & \cdots & 2\sigma_{NN} & -1 & \lambda E_N \\ 1 & 1 & \cdots & 1 & 0 & 1 \end{bmatrix}$$

这种线性方程组的求解方法已相当成熟。当采用消元法求解时,已有完整的计算方法和相应计算机程序,这里不再多述。

当给出一个 λ 时,基本问题就有一组解。而且,一般地,两种证券收益率不会完全相关,因此,给出一个 λ ,会有唯一一组解。一般地,基本问题的解可以表述为如下形式:

$$\begin{cases} X_1 = K_1 + k_1 \lambda \\ X_2 = K_2 + k_2 \lambda \\ \cdots \cdots \cdots \\ X_N = K_N + k_n \lambda \end{cases}$$

其中, K_1, K_2, K_N 是当 $\lambda = 0$ 时的特殊解,为常数,且有 $\sum_{i=1}^N K_N = 1$; $k_1, \cdots, k_n$ 也为常数。

2. 带有附加等式约束基本问题求解

记第 j 个附加等式约束为:

$$d_{j1}X_1 + d_{j2}X_2 + \cdots + d_{jN}X_N = C_j$$

共有 M 个这样的约束。

同样采用拉格朗日乘数法。

新目标函数为:

$$Z' = -\lambda E_p + V_p + \lambda_1 (C_1 - d_{11}X_1 - d_{12}X_2 - \cdots - d_{1N}X_N) + \lambda_2 (C_2 - d_{21}X_1 - d_{22}X_2 - \cdots - d_{2N}X_N) + \cdots + \lambda_m (C_M - d_{M1}X_1 - d_{M2}X_2 - \cdots - d_{MN}X_N) + \lambda f(1 - \sum_{i=1}^N X_i)$$

此时共有 $M+N+1$ 个自变量:

$$X_1, X_2, \cdots, X_N, \lambda_1, \lambda_2, \cdots, \lambda_M, \lambda f$$

Z' 依次对上述变量求偏导,令偏导数为零。同样,可化为线性方程组。

增广矩阵为:

$$\begin{bmatrix} 2\sigma_{11} & \cdots & 2\sigma_{1N} & -d_{11} & \cdots & -d_{M1} & -1 & \lambda E_i \\ \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots \\ 2\sigma_{N1} & \cdots & 2\sigma_{NN} & -d_{1N} & \cdots & -d_{MN} & -1 & \lambda E_N \\ d_{11} & \cdots & d_{1N} & - & \cdots & 0 & 0 & C_1 \\ \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots \\ d_{M1} & \cdots & d_{MN} & 0 & \cdots & 0 & 0 & C_M \\ 1 & \cdots & 1 & 0 & \cdots & 0 & 0 & 1 \end{bmatrix}$$

求解同基本问题。

3. 标准问题求解

标准问题求解的难点在于有附加不等式约束,我们加入松弛变量、人工变量后,可以把这些不等式约束全部化为线性等式约束,再采用大 M 法或二阶段法求解。这就成为一个数学规划问题。

针对证券组合的标准问题,还专门提出了一种算法,称为‘临界线’算法,并已开发出相应计算机程序。当一个标准问题满足库恩——塔克条件时,有最优解。

三、最小方差集与有效集(续)

1. 最小方差集的代数算法

求最小方差集的数学模型为：

$$\min X^T A X = \sigma_p^2 = V$$

$$\text{约束条件(S.t)} \quad X^T (ER) = (ER)^T X = r$$

$$I^T X = 1$$

其中, r 是某一期望收益率水平。当 r 变动时,由上述模型得出的解 X^* 构成的一系列证券组合就成为最小方差集。其中 A 设为正定的。

作拉格朗日(Lagrange)函数：

$$Z = X^T A X + \lambda_1 [(ER)^T X - r] + \lambda_2 [I^T X - 1] \text{ 据条件极值定理,有}$$

$$\frac{\partial Z}{\partial X} = 2AX + \lambda_1 ER + \lambda_2 I = 0$$

$$\frac{\partial Z}{\partial \lambda_1} = (ER)^T X - r = 0$$

$$\frac{\partial Z}{\partial \lambda_2} = I^T X - 1 = 0$$

我们把这些式子改写为线性方程组形式,这是一个 $(N+2)$ 元一次方程组。

$$\begin{cases} 2\sigma_{11}X_1 + \cdots + 2\sigma_{1N}X_N + E(r_1)\lambda_1 + \lambda_2 = 0 \\ \cdots \quad \cdots \quad \cdots \quad \cdots \quad \cdots \\ 2\sigma_{N1}X_1 + \cdots + 2\sigma_{NN}X_N + E(r_N)\lambda_1 + \lambda_2 = 0 \\ E(r_1)X_1 + \cdots + E(r_N)X_N = r \\ X_1 + \cdots + X_N = 1 \end{cases}$$

下面,我们采用克莱姆(Cramer)法则求解此线性方程组。

该方程组系数矩阵行列式为：

$$D = \begin{vmatrix} 2\sigma_{11} & \cdots & 2\sigma_{1N} & E(r_1) & 1 \\ \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots \\ 2\sigma_{N1} & \cdots & 2\sigma_{NN} & E(r_N) & 1 \\ E(r_1) & \cdots & E(r_N) & 0 & 0 \\ 1 & \cdots & 1 & 0 & 0 \end{vmatrix}$$

$$D_i = \begin{vmatrix} 2\sigma_{11} & 2\sigma_{1,i-1} & 0 & 2\sigma_{i,i+1} & 2\sigma_{1N} & E(r_1) & 1 \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \\ 2\sigma_{N1} & 2\sigma_{N,i-1} & 0 & 2\sigma_{N,i+1} & 2\sigma_{NN} & E(r_N) & 1 \\ E(r_1) & E(r_{i-1}) & E(r_{i+1}) & E(r_N) & 0 & 0 & \\ 1 & 1 & 1 & 1 & 1 & 0 & 0 \end{vmatrix}$$

根据克莱姆法则：

$$X_i = \frac{D_i}{D}$$

$$\text{即 } X = \left(\frac{D_1}{D}, \frac{D_2}{D}, \dots, \frac{D_N}{D} \right)^T$$

注意到每一个 D_i 中,元素 $\alpha_{N+1,i}$ 为 r ,其余元素为常数,则每个 X_i 都是 r 的一次函数,即有 $X_i = C_i + b_i r$,记 $C = (C_1, C_2, \dots, C_N)^T, B = (b_1, b_2, \dots, b_N)^T$,那么

$$X = C + Br$$

最小方差集

$$\begin{aligned} V_{\min} &= (C + Br)^T A (C + Br) \\ &= (C^T + B^T r) A (C + Br) \\ &= C^T A C + (C^T A B + B^T A C) r + B^T A B r^2 \end{aligned}$$

记 $a = C^T A C, b = C^T A B + B^T A C, c = B^T A B$,这里 a, b, c 均成为常数,于是：

$$V_{\min} = a + br + Cr^2$$

由此可见,在一般情况下(非退化) $V_{\min}$ 是 r 的二次函数。在 $\sigma(r) - E(r)$ 坐标系中,最小方差集是双曲线 在 $V_p - E_p$ 坐标系中,它是抛物线。

最小方差集有一个重要的性质,那就是最小方差组合的线性组合,仍然是最小方差组合,即最小方差集具有“封闭性”。

下面,我们将证明这一性质。根据数学知识,只要证明两个最小方差组合的线性组合仍是最小方差组合,那么上述性质即已得证。

记 E, F 为最小方差集上的点,期望收益率为 $E(r_E), E(r_F)$,它们所代表的证券组合的组合系数向量 X_E, X_F 可由前述最小方差集模型求得,模型中的 r 分别取 $E(r_E), E(r_F)$ 即可。记解分别为：

$$X_E = \frac{1}{D} (D_{E1}, D_{E2}, \dots, D_{EN})^T$$

$$X_F = \frac{1}{D} (D_{F1}, D_{F2}, \dots, D_{FN})^T$$

现在,对 E, F 进行再组合。设向 E 组合再组合系数为 μ ,向 F 投资的组合系数为 $1 - \mu$,记新组合为 G, G 的期望收益率为：

$$E(r_G) = \mu E(r_E) + (1 - \mu) E(r_F)$$

在期望收益率为 $E(r_G)$ 下的最小方差组合可仍由前述模型求得,现在 r 取值为 $E(r_G)$ 。

记这个新模型的解为：

$$X_G = \frac{1}{D} (D_{G1}, D_{G2}, \dots, D_{GN})^T$$

我们考察 D_{Gi}, D_{Ei}, D_{Fi} ,将会发现三者位于第 $N + 1$ 行、第 i 列上的元素分别为： $\mu E(r_E)$

$+ (1 - \mu)E(r_F)$ 、 $E(r_E)$ 、 $E(r_F)$ ，其余元素相同，而且第 i 列上其余元素均为 0 或 1，由行列式的性质知：

$$D_{Gi} = \mu D_{Ei} + (1 - \mu) D_{Fi}$$

于是

$$\begin{aligned} X_G &= \frac{1}{D} [\mu D_{E1} + (1 - \mu) D_{F1}, \mu D_{E2} + (1 - \mu) D_{F2}, \dots, \mu D_{EN} + (1 - \mu) D_{FN}]^T \\ &= \mu X_E + (1 - \mu) X_F \end{aligned}$$

可见，在所有期望收益率等于 $\mu E(r_E) + (1 - \mu) E(r_F)$ 的组合中，由组合 E 、 F 按 μ 和 $1 - \mu$ 组合系数组成的组合是最小方差组合，即，最小方差组合的再组合仍是最小方差组合。

2. 最小方差集的几何算法

前面已经指出，当证券种类数不小于 3 时，存在最小方差集。

先看看有三种证券的情形。记这三种证券的期望收益率向量、协方差矩阵分别为：

$$ER = [E(r_1), E(r_2), E(r_3)]^T$$

$$A = \begin{bmatrix} \sigma_{11} & \sigma_{12} & \sigma_{13} \\ \sigma_{21} & \sigma_{22} & \sigma_{23} \\ \sigma_{31} & \sigma_{32} & \sigma_{33} \end{bmatrix}$$

让这三种证券以 X_1 、 X_2 、 $1 - X_1 - X_2$ 比例组合，有：

$$E(r_p) = E(r_1)X_1 + E(r_2)X_2 + E(r_3)X_3 \quad (2.2.25)$$

$$\begin{aligned} \sigma^2(r_p) &= \sigma_{11}X_1^2 + \sigma_{22}X_2^2 + \sigma_{33}(1 - X_1 - X_2)^2 + 2\sigma_{12}X_1X_2 + 2\sigma_{13}X_1(1 - X_1 - X_2) + 2\sigma_{23}X_2(1 - X_1 - X_2) \end{aligned} \quad (2.2.26)$$

先考察(6.2.25)式。

以 X_1 为横轴， X_2 为纵轴建立一个直角坐标系，(2.2.25)式就表示一条直线，其斜率为 $-\frac{E(r_1)}{E(r_2)}$ ，截距为 $-\frac{1}{E(r_2)}[E(r_p) - E(r_3)X_3]$ 。当 $E(r_p)$ 取一个数值时，就得到一条直线，而这条直线上任意一点所代表的证券组合的期望收益率都等于给定的 $E(r_p)$ 的值，这条直线就称做等收益线。当 $E(r_p)$ 变动时，由(6.2.25)式就得到一组平行的直线。很明显，这一族直线的斜率都相同，且都为负值，即直线都是左倾的，而且 $E(r_p)$ 的值越大，直线的截距就越小，直线越靠右。

现在来考察(2.2.26)式。

由解析几何知识，当 $\sigma^2(r_p)$ 取一定数值时，(2.2.26)式在 X_1 — X_2 坐标系上是一个椭圆。由该椭圆上任意一点构成的证券组合都具有同样的方差，故称等方差椭圆。当 $\sigma^2(r_p)$ 变动时，就得到一组同轴椭圆。椭圆越在外，所代表的方差就越大。

现在，将等收益线与等方差椭圆给在同一 X_1 — X_2 坐标系中，如图 2.2.14。

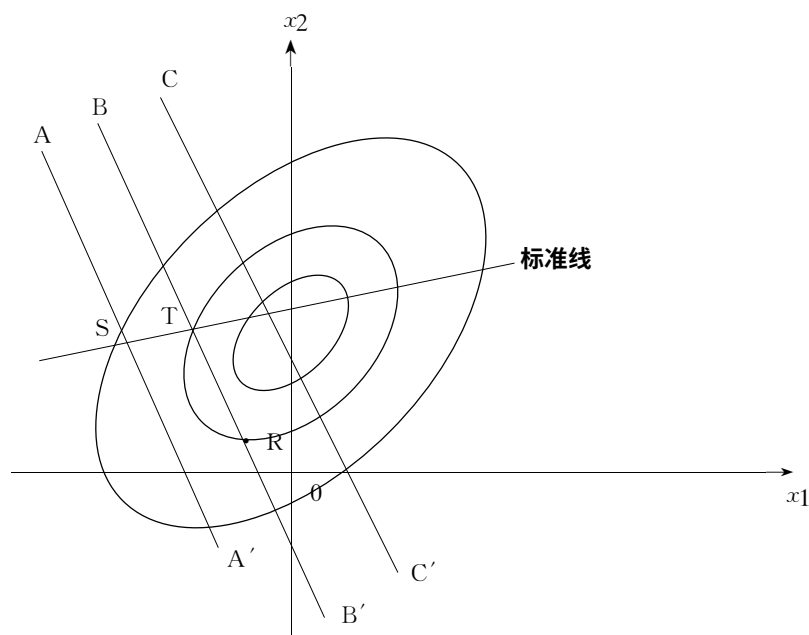


图 2.2.14

图 2.2.14 中,等收益线 BB' 上各点所代表的证券组合具有相同期望收益率 E_B , 如 T 与 R 点,但这些点所代表的证券组合中,只有 BB' 与等方差椭圆相切的点 T 所代表的证券组合方差最小,即 R 的方差必然大于点 T 。因此点 T 所代表的证券组合就是期望收益率为 E_B 的所有组合中的最小方差组合。

一般地,我们联立 (2.2.25)、(2.2.26) 式,求解,消去 X_2 (也可消去 X_1), 得到关于 X_1 的一个一元二次方程,可化为如下形式

$$aX_1^2 + bX_1 + C = 0 \quad (2.2.27)$$

其中, $E(r_p)$ 、 $\sigma^2(r_p)$ 含于系数之中。

由于最小方差组合的点是等收益线与等方差椭圆的切点,因此 (2.2.27) 式有唯一解。根据重根的条件,又得:

$$b^2 - 4ac = 0$$

即可得到最小方差集。

把上述方法推广到有四种证券的情形。记组合系数向量为 $(X_1, X_2, X_3, 1 - X_2 - X_3)$ 。在 $X_1 - X_2 - X_3$ 的三维直角坐标空间中,分别可获得等收益平面: $aX_1 + bX_2 + CX_3 + d = 0$ 和等方差椭球: $\sigma^2(r) = F(X_1, X_2, X_3)$ 。同样在二者切点处得到相应期望收益率下的最小方差组合。根据解析几何知识,有

$$\frac{\alpha}{F'_{X_1}} = \frac{b}{F'_{X_2}} = \frac{C}{F'_{X_3}}$$

将该式与 $aX_1 + bX_2 + CX_3 + d = 0$ 联立求解,得切点坐标,代入 $\sigma^2(r) = F(X_1, X_2, X_3)$ 即得所求最小方差集。

一般地,对有 N 种证券,求解方程组:

$$\begin{cases} a_1 X_1 + a_2 X_2 + \cdots + a_{N-1} X_{N-1} + a_N = 0 \\ \frac{a_1}{F'_{X_1}} = \frac{a_2}{F'_{X_2}} = \cdots = \frac{a_{N-1}}{F'_{X_{N-1}}} \end{cases} \quad (2.2.28)$$

得到 $X_1, X_2, \cdots, X_{N-1}$, 代入 $\sigma^2(r) = F(X_1, X_2, \cdots, X_{N-1})$ 中即得最小方差集。

最后,我们再简单地讨论一下标准线。

标准线,是 X_1 — X_2 坐标系中,代表具有最小方差组合的点的连线。此时,它是一条直线。如图 2.2.13 所示直线 ST 。标准线又称临界线。在三种证券的情形下,标准线的方程很容易求得,因为每一组合系数都是期望收益率 $E(r_p)$ 的函数,消去 $E(r_p)$ 即得标准线方程。在 N 种证券情形,也存在所谓 $N-1$ 维空间的“标准线”,我们指出,其方程就是(2.2.28 式)。

3. 有效集

首先,我们讨论所有证券组合中具有最小方差的那组证券组合。

求该组合的模型为:

$$\min \sigma^2(r_p) = X^T A X$$

$$s.t. \quad I^T X = 1$$

求解方法如前所述。

$$\text{其解为: } X = \frac{A^{-1} \cdot I}{I^T A^{-1} I}$$

$$\text{此时 } \min \sigma^2(r_p) = \frac{1}{A^T A^{-1} I}$$

这一组合,被称为(Global Minimum Variance Portfolio),简称 GMVP。它相当于图 2.2.7 中的 G 点。记其标准差为 σ_g 。

有效集的求得也可采用代数算法或几何算法。但现在已无此必要。在上一节,我们已经指出,有效集是最小方差集的一部分,即点 GMVP 以上的(注 $\sigma(r)$ — $E(r)$ 系或 V_p — E_p 系)最小方差集。我们可以在求出最小方差集后,利用最小方差集求有效集。

最小方差集为:

$$\sigma_p^2 = aE^2(r) + bE(r) + C$$

注意到 $a > 0$

$$\text{有效集为 } E(r) = \frac{-b + \sqrt{b^2 - 4a(c - \sigma_p^2)}}{2a} \quad (\sigma_p \geq \sigma_g)$$

在纯风险证券组合中,有效集的地位并不突出。当加入一种无风险证券时,有效集将变得格外引人注目,这将在后面叙述。

四、模型的扩展

到目前为止,我们的证券组合仍然是有一定限制的。

第一个限制是,所有的证券都是风险证券,即在持有期内每一种证券都有不确定的收益,如果存在无风险证券而投资者也把它纳入证券组合之中,证券组合将会发生什么变化呢?这是第一个问题。

第二个限制是,仍然不允许投资者充分使用金融杠杆。尽管我们已经允许投资者卖空,即使证券组合中对某些证券的组合系数可以为负,但仍然没有充分考虑借入货币的情形。假如投资者可以以固定利率借入货币用于投资,即存在无风险借入问题,证券组合将会发生什么变化呢?这是第二个问题。

对这两个问题的深入讨论,就产生了资本资产定价模型及资本市场理论,这将在后面涉及。

五、模型的简化

回想一下我们的证券组合模型。假如要从 N 种证券中选择一种有效证券组合,需要哪些条件呢?

首先,要知道每种证券的期望收益率,这就需要有 N 个数据。

其次,需要知道这 N 种证券的协方差矩阵。这是一个 $N \times N$ 矩阵,共有 N^2 个元素。考虑到协方差矩阵是对称的,因此共有 $\frac{N^2 + N}{2}$ 个不同元素。如果我们想利用相关系数矩阵也是一样的,因为相关系数矩阵有 $\frac{N^2 - N}{2}$ 个未知元素,再加上 N 种证券的收益率标准差 N 个元素,也需要 $\frac{N^2 + N}{2}$ 个数据。

由此可见,在证券组合模型中,我们至少需要 $\left(\frac{N^2}{2} + \frac{3N}{2}\right)$ 个数据。这个工作量是很大的。

另外,市场上每种证券价格的变动,都要求我们去修正模型,这无疑又增大了工作量。

因此,要利用组合模型去解决实际问题,即使借助于计算机,也不是件容易的事。

如果我们能把每种证券的收益率都与一种或几种因素联系起来——当然这是需要检验的——那么,证券之间的关系由它们与这一个或几个因素的关系描述,原证券组合模型就可以转化为因素模型,从而减少建模和求解的工作量和难度。

这种设想的深化就导致了证券组合因素模型或者称指数模型的产生,与此相联系,在对资本市场理论批判继承的基础上,又提出了套利价格理论。

第四节 资本市场理论

一、资本市场理论的基本假设

资本市场理论(Capital Market Theory)是在马柯维茨的证券组合理论上发展起来的关于证券投资和资本市场的理论,其核心是资本资产定价模型(The capital asset pricing model,简称 CAPM)。

在讨论证券组合时,我们是把一种证券的收益与风险独立开来再研究证券组合的。现实

告诉我们,收益与风险是有一定联系的,例如公司债券的利率一般要比财政债券利率高,我们在第二节表 6-1 中列出的一些统计数据也表明了收益率与风险之间是存在某种关系的。那么风险与收益之间究竟存在什么关系?更进一步,一种证券(资产)的价格在市场上是怎样确定的,还能否找到衡量风险的合适尺度?威廉·夏普(William F·Sharpe)、约翰·林特纳(John Lintners)、简·莫辛最早研究了这些问题,几乎同时独立地发现了资本资产定价模型。

一般认为,证券组合理论属于规范经济学范畴,它告诉投资者在某种情况应该做什么,而资本市场理论属于实证经济学范畴,它研究的是在某些条件下将会发生哪些事情并描述各因素之间的关系,在本质上,它不涉及价值判断而是一种预测。因此,对证券组合理论的检验主要是衡量它帮助投资者实现其目标的能力,对资本市场理论的检验则主要是考察它的预测能力。

资本市场处于均衡状态,是资本市场理论展开的前提。

资本市场理论假定:

(1)每位投资者都根据对证券未来行为的预期——期望收益率,收益率的标准差及相关关系进行投资决策,根据证券组合的期望收益率和标准差选择证券组合;

(2)在其他条件相同时,投资者将选择具有较高期望收益率的一种证券组合;

(3)在其他条件相同时,投资者选择具有较低标准差的一种证券组合。

上述假定与证券组合理论是吻合的。除此之外,资本市场理论还假定:

(1)每位投资者都可以按同样的无风险利率任意借入或贷出货币;

(2)资产可以无限分割,即任意一资产的所有权均可利用证券分割开来,而投资者能够按任意的比例购买他所企望的资产;

(3)每一投资者,都可以免费、不断地获得有关信息;

(4)所有投资者对证券的收益率、标准差和相关关系有相同的预期;

(5)不存在税收和交易成本;

(6)市场上包含众多的投资者,他们中任意一人的行为,都不会控制市场价格;

(7)投资者有相同的持有期。

这些假定,使得资本市场理论的研究有了一个简化的背景。每一个投资者有同样的信息和对证券未来同样的预期,表明投资者将以相同的方式分析和加工信息、作出判断;证券市场是完善的(*perfect*),表明不存在有限可分性、税收、交易成本、不同借贷无风险利率等等投资障碍。这使得问题的焦点从应该如何投资转向如果每个投资者以相同方式投资的话证券价格会发生什么变化上,即从规范分析转向实际分析。

当这些假定并不完全成立时,资本市场理论的基本结论仍具有普遍的意义。因此,资本市场理论在证券估价、风险与收益分析、投资绩效评价等方面有着广泛的影响。

资本市场理论试图去预测均衡状态下重要变量之间的相互关系。其中,最重要的两个关系是:

(1)证券组合的期望收益(率)与风险间的关系是什么?

(2)证券的期望收益(率)与风险间的关系是什么?

隐含的两个问题是:

(1)衡量一种证券组合的风险的尺度是什么?

(2)衡量一种证券的风险的尺度是什么?

二、无风险借贷与证券组合

1. 无风险借贷

风险被定义为投资收益的不确定性。因此,无风险证券就是具有确定投资收益的证券,也就是说,当投资者在购买证券时就清楚地知道持有期结束时证券的期终财富和它所带来的投资收益。

由无风险证券的定义知,无风险证券具有两个重要的性质。第一,无风险证券收益率标准差为零。第二,一种无风险证券与任何一种风险证券收益率之间的协方差也等于零,此时我们也定义它们之间的相关系数为零。

由无风险证券的定义知,股票不可能是无风险证券。公司债券具有拖欠(*default*)的可能,因此也不是无风险证券。长期财政债券,其持有期一般超过投资者的持有期,由于市场利率的变动,投资者无法确定这种证券在其持有期结束时的市场价格,其投资收益也就是不确定的,因此也不能算作无风险证券。换句话说,任何一种财政债券,只要到期日大于投资者持有时间,都不是无风险证券。如果一种财政债券(例如某短期国库券)的到期日少于投资者“持有期”,由于投资者不知道该债券到期后的利率,也就无从知道再投资这种债券的利益,因此在持有期——预定的投资期内这种债券的收益也是不确定的,不能作为无风险证券。所以,只有证券到期日恰好等于投资者持有时间的财政债券,才可以作为无风险证券。

对无风险证券的投资被称作无风险贷款(*riskfree lending*),因为这相当于投资者给财政的一笔贷款。

前面我们已经允许投资者对某一证券卖空,即在证券组合中对该证券的组合系数为负,这相当于投资者借入了一笔货币,动用了金融杠杆。借款,对整个证券市场来说是金融杠杆,对特定投资者来说就是其财务杠杆(也是 *Financial Leverage*)。广泛地讲,现在,投资者在期初不仅可以适用自己的期初财富,也可以动用借入的货币。投资者借入货币的借款利率是确定的,称为无风险借款(*risk-free borrowing*)。

无风险借款等同于投资者卖空无风险证券。如果证券 1 是无风险证券,则 $X_1 > 0$, 为无风险贷款; $X_1 = 0$, 投资者既不借也不贷; $X_1 < 0$, 为无风险借款。

当允许无风险借贷时,前面证券组合关于纯风险证券和不使用金融杠杆的两个限制已被突破。

2. 一种风险证券与一种无风险证券的组合

记风险证券为 A , 无风险证券为 B , 向风险证券 A 投资比例为 X_A 。考察由 A 、 B 构成的证券组合的收益率 r_p 。

$$E(r_p) = X_A \cdot E(r_A) + (1 - X_A) \cdot E(r_B) = X_A \cdot E(r_A) + (1 - X_A) \cdot r_B \quad (2.2.29)$$

$$\sigma^2(r_p) = X_A^2 \cdot \sigma^2(r_A) + X_B^2 \cdot \sigma^2(r_B) + 2X_A X_B \sigma_{AB} = X_A^2 \cdot \sigma^2(r_A) \quad (2.2.30)$$

由 (2.2.29)、(2.2.30) 式可知:

$$E(r_p) = r_B \pm \frac{E(r_A) - r_B}{\sigma(r_A)} \cdot \sigma(r_p) \quad (2.2.31)$$

从纯数学的角度,此时证券 A 、 B 的组合线仍如同第二节中所指出的那样是两条射线。

但事实上,由于 $E(r_A)$ 一般都会高于 r_B , 因此,投资者不可能卖空 A 去购买 B , 我们从

(2.2.29)、(2.2.30)及(2.2.31)式中也可看出这会使得 $E(r_p) < r_B$ 。所以,当一种风险证券与一种无风险证券组合时,组合线是一条射线。如图 2.2.15 所示。

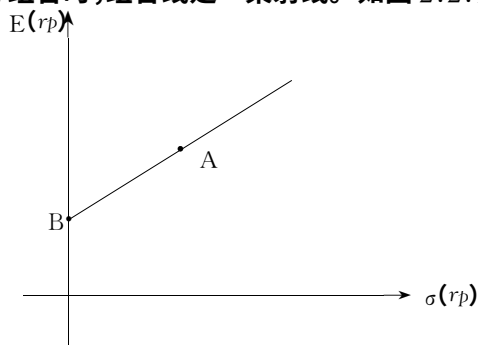


图 2.2.15

在该组合中,当 $X_A = 0$ 时,表明投资者全部购买无风险证券 B ,该组合在图 2.2.15 中表示为点 B ;当 $X_A = 1$ 时,表明投资者全部购买风险证券 A ,该组合在图中记为点 A 。可见,此时组合线是从点 B 出发、终点 A 、斜率为 $\frac{E(r_A) - r_B}{\sigma(r_A)}$ 的一条射线。

当 $0 \leq X_A < 1$ 时,亦即 $X_B > 0$,证券组合中存在无风险贷款时,该组合位于点 B 与点 A 之间。当 $X_A > 1$,即 $X_B < 0$,有无风险借款时,该组合位于组合线上 A 点以上部分。在理论上,当投资者可以无限制地无风险借款时,证券组合将沿组合线向右上方无限制移动、延伸。

无风险贷款,降低了证券组合的期望收益率,但也减少了风险;无风险借款,使得证券组合期望收益率增加,但风险也增大。是借或是贷,投资者必须权衡,并依据其无差异曲线作出决策。风险增大所引起的收益率的增加,通常被称做风险溢价(Risk Premiums)。

3. 无风险借贷对有效集的影响

现在,考察 N 种风险证券与一种无风险证券相结合的情形。

这 N 种风险证券的最小方差集与有效集如图 2.2.16 所示。我们把这种风险证券的有效集称为马柯维茨的有效集。记风险证券期望收益率为 i ,在图 2.2.16 中该证券记为点 I 。

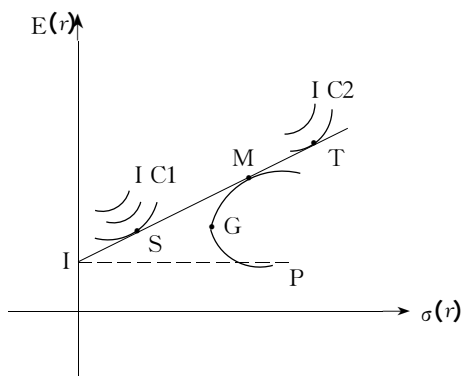


图 2.2.16

现在是 $N+1$ 种证券的组合。显然,点 I 所表示的组合肯定是 $N+1$ 种证券的组合的一个最小方差组合,因为 I 点就是那 N 种风险证券的组合系数均为零而无风险证券组合系数为 1 的新组合,而该组合的风险为零。这样,原最小方差集中具有期望收益率为 i 的证券组合已

不再是最小方差组合了。这说明,最小方差集已发生变化,有效集也会受到影响。

前面已经指出,原有效集是上凸的($\sigma(r)$ — $E(r)$ 系或 V_p — E_p 系,以后不再证明),我们过点 I 向原马柯维茨有效集作切线,记切点为 M 。显然点 M 所代表的证券组合也是原马柯维茨有效集上的一种证券组合。现在考虑组合 M 与无险证券 I 的组合,根据前面的结论知,新组合的组合线就是射线 IM 。既然组合 M 与 I 均是可行的,那么由 M 与 I 的再组合也是可行的,射线 IM 上任意一点都代表这 $N+1$ 种证券的某种组合。射线 IM 在马柯维茨有效集及最小方差集的左边,在有相同期望收益率时, IM 上的点比马柯维茨有效集上的点具有更小的标准差,也就是说马柯维茨有效集在无风险证券存在时将不再有效,新的有效组合除点 M 外,均包含无风险证券,新的有效集是射线 IM 。

现在,我们来计算新的有效集。

注意到马柯维茨有效集是最小方差集的一部分,我们可以利用最小方差集来导出新的有效集。

记点 M 的坐标为 $(\sigma_m, E(r_m))$,那么新的有效集为:

$$E(r) = i + \frac{E(r_m) - i}{\sigma_m} \cdot \sigma \quad (2.2.32)$$

我们只要求出点 M 的坐标就可以算出有效集方程了。

设原最小方差集方程为:

$$\sigma^2 = aE^2(r) + bE(r) + C$$

上式对 $E(r)$ 求导,有

$$2\sigma \frac{d\sigma}{dE(r)} = 2aE(r) + b$$

$$\frac{dE(r)}{d\sigma} = \frac{2\sigma}{2aE(r) + b}$$

注意到过 M 的切线的斜率 K 正好等于曲线在 M 的斜率 K ,而

$$K = \frac{E(r_m) - i}{\sigma_m}$$

$$\left. \frac{dE(r)}{d\sigma} \right|_M = \frac{2\sigma_m}{2aE(r_m) + b}$$

$$\text{于是} \frac{E(r_m) - i}{\sigma_m} = \frac{2\sigma_m}{2aE(r_m) + b} \quad (2.2.33)$$

由于点 M 是原马柯维茨有效集与最小方差集上的点,又有

$$\sigma_m^2 = aE^2(r_m) + bE(r_m) + C \quad (2.2.34)$$

由(2.2.33)、(2.2.34)得

$$\begin{cases} r_m = \frac{bi - 2c}{b + 2ai} \\ \sigma_m = \sqrt{\frac{4a^2ci^2 + 3ab^2i^2 - 4abci + 4ac^2 - cb^2}{(b + 2ai)^2}} \end{cases}$$

代回(2.2.32)式即可得有效集方程。

一般情况下,我们均使用(2.2.32)式所代表的有效集的简洁形式。

当允许无风险贷款时,有效集为线段 IM 加马柯维茨有效集点 M 以上部分;当允许无风险借款时,有效集为马柯维茨有效集中曲线 GM 段加射线 IM 中 M 点以上部分;当允许无风

险借贷时,有效集为射线 IM 。

无风险借贷使得有效集成为线性。被给予同样无风险借贷机会,投资者的选择仍将依赖于其无差异曲线。投资者的最优证券组合位于他的无差异曲线和线性有效集的切点。如果投资者的无差异曲线如图 2.2.16 中 IC_1 所示,那么投资者的最优证券组合 S 是含有风险证券与无风险证券(组合系数不为负)的组合。如果投资者的无差异曲线如图 2.2.15 中 IC_2 所示,即投资者更敢冒风险,那么投资者的最优证券组合 T 将包括无风险借款,并把借入资金与自有资金全部投入证券投资。

到目前为止,我们的讨论仍限于规范的证券组合分析范畴,但我们已经得出了无风险借贷使有效集线性化的结论,这为转入实证的资本市场理论奠定了基础。

三、资本市场线

1. 分离定理

1958 年,詹姆斯·托宾(*James Tobin*)提出,如果能以相同利率自由借款和贷款,证券组合将会怎样?现在,我们已经得出结论,有效集是线性的。

在 $CAPM$ 的假定下,所有投资者对证券收益率、方差、协方差的预期相同而且有相同的无风险利率,因此所有投资者都面临相同的线性有效集。这样,投资者选择不同证券组合的唯一理由是他们拥有不同的无差异曲线。注意到,此时有效集是由证券组合 M 与 I 的组合,因此,尽管投资者对证券组合的选择不同,但对风险证券组合选择是相同的,即每一个投资按同样相对比例地把资金分散投向各种风险证券上,再加上无风险的借和贷,以达到对风险和收益不同偏好的最佳组合。

可见,对投资者来说,最优风险证券组合与无差异曲线无关。投资者在决定最优风险证券组合时,不需要考虑其对风险与收益的任何偏好。最优风险证券组合中,各风险证券的相对比例是一致的。 $CAPM$ 这一特点,通常被称作分离定理(*Separation Theorem*)。

2. 市场证券组合

证券组合 M 是最优风险证券组合。每一个投资者,不管他的无差异曲线如何,他对每一种风险证券的相对投资比例都与证券组合 M 相同。

$CAPM$ 假定市场处于均衡状态。在均衡状态下,风险证券的最优组合 M 必然包括所有的证券,而且每种证券的比例都等于其作为一个整体在市场上相应的比例值。

假如组合 M 中对某一证券 K 的组合系数为负,那么所有的投资者都会卖空证券 K ,可他们卖给谁呢?在均衡条件下,做不到。假如组合 M 为证券 K 的组合系数为零即不包含证券 K ,那么所有的投资者都不会购买 K 证券,证券 K 的市场价格就会下跌,预期收益率就会上升,直到 M 中 K 证券出现非零的投资比例,实现证券市场的均衡。假如均衡条件下,组合 M 中某一证券 K 的比例不等于证券 K 作为一个整体在市场上相应的比例值,那么所有的投资者都会这样做,由所有投资者所构成的市场怎么会对证券 K 的投资比例出现两个不同的结果呢?因此,证券组合 M 不包含某种证券或者对某种证券的比例不等于其作为整体在市场上相应比例,就与均衡状态的假定相矛盾。

在均衡市场上,每一个投资者都要持有一定数量的每一种风险证券,每一种证券的市场价格都使得证券的需求量等于已发行的数量,相同的无风险利率也使得借款量等于贷款量。均

衡状态下的最优风险证券组合必然是市场证券组合。

市场证券组合是包含所有证券的组合,其中每一种证券的比例值都等于它的相对市场价值。一种证券的相对市场价值等于这种证券总的市场价值除以所有证券总的市场价值。

市场证券组合(*market portfolio*)概念是法马(*E. Fama*)于1968年提出的,它在CAPM中有着重要的地位。在理论上,市场证券组合不仅包括普通股,还包括优先股、债券和不动产,实践上难以找到这样的证券组合,人们普遍认为市场证券组合可以用一些覆盖面比较大的股票价格指数来表示,如标准·普尔500种股票价格指数(*standard & poor's 500—stock Index*)和道·琼斯价格指数(*Dow—Jones Average Index*)。

市场证券组合不包括无风险证券。市场证券组合由证券组合 M 表示,令 X_i^m 表示投资于证券 i 的比例,那么

$$X_i^m = \frac{P_i Q_i}{\sum_{i=1}^N P_i Q_i}$$

对于 $i = 1, 2, \dots, N$

其中, P_i 表示证券 i 每股的市场价格, Q_i 表示发售的股份数。

市场证券组合的期望收益率用 E_m 表示,标准差用 σ_m 表示。

$$E_m = \sum_{i=1}^N X_i^m E(r_i)$$

$$\sigma_m = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i^m X_j^m \sigma_{ij} = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i^m X_j^m P_{ij} \sigma_i \sigma_j$$

3. 资本市场线

CAPM中的线性有效集称为资本市场线(*Capital Market line* 简称CML)。除了市场证券组合和它与无风险借贷构成的证券组合外,其它所有证券组合都位于CML的下方。

现在,我们设无风险证券收益率也就是资本市场上的纯利率为 r_f ,设有效证券组合的期望收益率为 E_p 、标准差为 σ_p ,资本市场线的方程就被表达为:

$$E_p = r_f + \frac{E_M - r_f}{\sigma_M} \sigma_p = r_f + r_e \cdot \delta_p, r_e \text{ 为常数}$$

回过头去看看我们在基本假设中提出的一个问题——证券组合期望收益(率)与风险间的关系是什么?现在我们用资本市场线CML给出部分回答:在均衡状态下,对于有效证券组合,期望收益率与风险之间存在线性关系。

资本市场线的纵轴截距是纯利率 r_f ,通常被解释为时间的价格。资本市场线的斜率 r_e 指出了期望收益率与风险之间的比例关系。斜率能够被看成风险减小所必须付出的期望收益率的代价,经常被称作是风险的价格。

四、证券市场线

资本市场线CML描述了均衡状态下有效证券组合收益与风险间的关系。非有效证券组合(包括单个证券,很显然单个证券不是市场证券组合,也就不是有效证券组合)将不落在CML上,更进一步是落在CML的下方。因此,CML没有描述出非有效证券组合及单个证券收益与风险之间的关系。这一任务就交给了证券市场线。证券市场线(*Security Market Line* 简称SML)提供了一个新的描述证券组合收益与风险的方法,同时提供了一种衡量风险的尺

度。证券市场线不仅对有效证券组合适用,对非有效证券组合也适用;不仅对证券组合适用,对单个证券也适用(当然单个证券可以视为特殊的证券组合)。

图 2.2.17 显示了一个典型的均衡状态。直线 BMZ 是资本市场线, M 点代表市场证券组合,点 i 表示某一特定风险证券,它处于资本市场线之下,反映了单个证券非有效的事实。

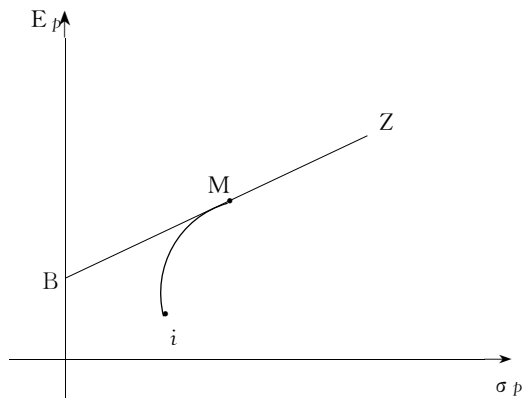


图 2.2.17

现在考察证券 i 与市场组合 M 的组合。令 X_i 为投资于证券组合 i 的比例, X_M 为投资于证券组合 M 的比例。自然, $X_i + X_M = 1$ 。令所得证券组合为 P 。为简化起见,我们又把证券 i 的期望收益率记为 E_i 。那么

$$E_p = X_i E_i + X_M E_M \quad (2.2.35)$$

$$\sigma_p^2 = X_i^2 \sigma_i^2 + X_M^2 \sigma_M^2 + 2 X_i X_M \sigma_{iM} \quad (2.2.36)$$

这里, σ_{iM} 是 i 与组合 M 的协方差,其余符号含义如前约定。

让我们来考察证券 i 与证券组合 M 的组合线的斜率。

在(2.2.35)、(2.2.36)式中,用 $1 - X_i$ 代替 X_M ,并对 X_i 求导。

$$\frac{dE_p}{dX_i} = E_i - E_M$$

$$2 \cdot \sigma_p \cdot \frac{d\sigma_p}{dX_i} = 2 X_i \sigma_i^2 + 2 X_i \sigma_M^2 - 4 X_i \sigma_{iM} + 2 \sigma_{iM} - 2 \sigma_M^2$$

$$\frac{d\sigma_p}{dX_i} = \frac{X_i (\sigma_i^2 + \sigma_M^2 - 2 \sigma_{iM}) + \sigma_{iM} - \sigma_M^2}{\sigma_p}$$

$$\text{于是: } \frac{dE_p}{d\sigma_p} = \frac{dE_p/dX_i}{d\sigma_p/dX_i} = \frac{E_i - E_M}{[X_i (\sigma_i^2 + \sigma_M^2 - 2 \sigma_{iM}) + \sigma_{iM} - \sigma_M^2] / \sigma_p}$$

求组合线在 M 点的斜率。注意到此时成立 $X_i = 0, \sigma_p = \sigma_M$,那么

$$\left. \frac{dE_p}{d\sigma_p} \right|_M = \frac{(E_i - E_M) \cdot \sigma_M}{\sigma_{iM} - \sigma_M^2}$$

我们指出,组合线在 M 点的斜率等于资本市场线的斜率。

现在,我们给出一个证明思路。

在前面,我们已经证明此时组合线为二次曲线。我们记组合线方程为 $E_p = f(\sigma_p)$,它是一条光滑曲线。假如,组合线在 M 点的斜率 $f'(\sigma_M)$ 大于资本市场线的斜率 r_e ,那么由数学知识,有

$f'(\sigma_M) = f'(\sigma_M + 0)$

必然存在某个正数 g , 当 $\sigma_p^* \in (\sigma_M, \sigma_M + g)$ 时, $\frac{f(\sigma_p^*) - f(\sigma_M)}{\sigma_p^* - \sigma_M} > r_e$

又有 $f(\sigma_M) = E_M, \sigma_p^* > \sigma_M$, 于是 $f(\sigma_p^*) > E_M + (\sigma_p^* - \sigma_M) \cdot r_e$

注意, 上式右边正好是资本市场线上横坐标为 σ_p^* 的点的纵坐标。

因此, 组合线与资本市场线上对应各有一点 $S、T$, 它们的横坐标都为 σ_p^* , 但组合线上那点 S 的纵坐标 $f(\sigma_p^*)$ 却要大于资本市场线上的点 T 的纵坐标。也就是说, S (实际上, $r_e > 0$, 组合 S 是卖空证券 i) 比 T 更“有效”!, 这就与资本市场线是有效集矛盾。

同理, 利用左导数, 可以证明组合线在 M 点的斜率也不可能小于 r_e 。

实际上, 这一点是很直观的。图 2.2.18、图 2.2.19 分别给出了组合线在 M 点斜率大于和小于 r_e 的情形, 可以看出这是不可能的。

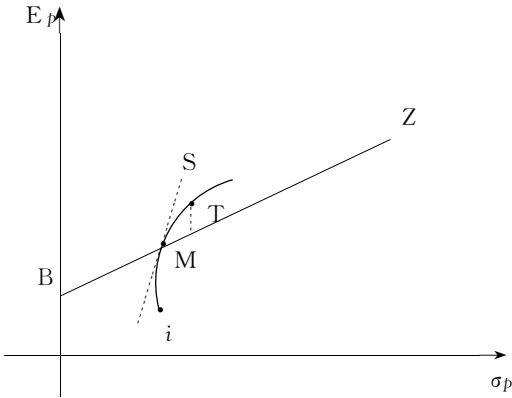


图 2.2.18

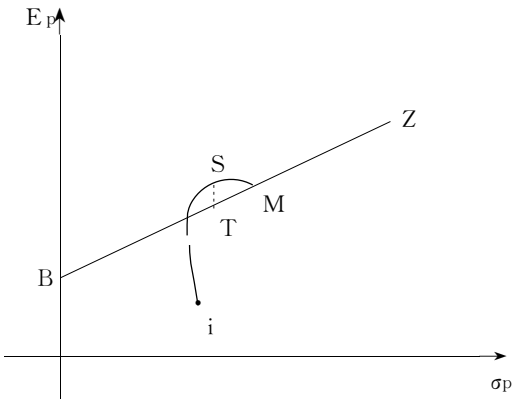


图 2.2.19

于是 $\frac{(E_i - E_M) \sigma_M}{\sigma_{iM} \sigma_M^2} = r_e = \frac{E_M - r_f}{\sigma_M}$

$$\text{即 } E_i = r_f + \frac{E_M - r_f}{\sigma_M^2} \cdot \sigma_{iM} \quad (2.2.37)$$

我们以 σ_{iM} 为横轴、以 E_i 为纵轴建立坐标系,那么 (2.2.37) 式在 σ_{iM} — E_i 坐标系中就是一条直线。在均衡条件下,所有的证券都将落到这条直线上,因此这条直线被称为证券市场线。如图 2.2.20 所示。

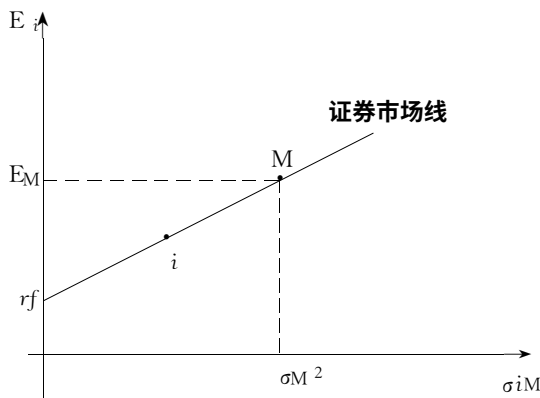


图 2.2.20

证券市场线方程可以改写为：

$$E_i = r_f + r_s \cdot \sigma_{iM} \quad (2.2.38)$$

其中 $r_s = \frac{E_M - r_f}{\sigma_M^2}$

r_s 指出了每单位市场风险的减少所必须付出的代价,也被称为风险的价格。此处,风险是由证券收益率与市场证券收益率之间的协方差来衡量的。

到现在为止,本节在基本假设部分提出的问题已经得到解答。对于有效的证券组合而言,衡量风险的尺度是 σ_p ,所有的这些证券组合都将落在资本市场线上,资本市场线描述了这些证券组合期望收益率 E_p 与风险 σ_p 之间的关系;对于证券来论,衡量风险的尺度是 σ_{iM} ,所有的证券都将落在证券市场线上,证券市场线描述了证券的期望收益率与风险 σ_{iM} 之间的关系。实际上,每种证券组合也必将落在证券市场线上。

现在,我们讨论市场证券组合的风险 σ_M 与由 σ_{iM} 表示的单一证券风险之间的关系。

首先,看看 σ_{iM} 。

令 p_K 表示 i 与市场证券组合 M 相结合的收益率可能出现的第 K 个状态的概率,那么

$$\sigma_{iM} = \sum_K p_K (r_{iK} - E_i)(r_{MK} - E_M)$$

其中 r_{iK} 、 r_{MK} 分别是在第 K 种状态下 r_i 与 r_M 的值。

注意到对市场证券组合,有

$$r_M = \sum_{j=1}^N x_j^M \cdot r_j$$

上式在第 K 种状态仍然成立。

$$\text{同时有 } E_M = \sum_j x_j^M E_j$$

$$\begin{aligned} \text{于是 } \sigma_{iM} &= \sum_K p_K \cdot (r_{iK} - E_i) \cdot \left[\sum_K x_j^M \cdot r_{jK} - \sum_j x_j^M E_j \right] \\ &= \sum_K p_K \cdot (r_{iK} - E_i) \cdot \left[\sum_j x_j^M (r_{jK} - E_j) \right] \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 &= \sum_K \sum_j x_j^M \cdot p_K (r_{iK} - E_i) (r_{jK} - E_j) \\
 &= \sum_j x_j^M \cdot \left[\sum_K p_K (r_{iK} - E_i) \cdot (r_{jK} - E_j) \right] \\
 &= \sum_j x_j^M \cdot \sigma_{ij}
 \end{aligned}$$

接下来,看看 σ_M 。

$$\sigma_M = \left[\sum_i \sum_j x_i^M x_j^M \sigma_{ij} \right]^{\frac{1}{2}} = \left[\sum_i x_i^M \cdot \sum_j x_j^M \sigma_{ij} \right]^{\frac{1}{2}} = \left[\sum_i x_i^M \cdot \sigma_{im} \right]^{\frac{1}{2}} \quad (2.2.39)$$

(2.2.39)式清晰地表达了 σ_M 与 σ_{iM} 之间的关系。它证明一种证券与市场证券组合的协方差 σ_{iM} 是对这种证券风险的相对测定。更清楚地说,就是在均衡状态下,既然具有较大 σ_{iM} 值的证券在证券市场组合中占有较大的风险,那么具有较大标准差的证券并不能视为比具有较小标准差的证券的风险大。

令

$$\beta_i = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2} \quad (2.2.40)$$

那么,证券市场线的方程可以改写为:

$$E_i = r_f + (E_M - r_f) \beta_i \quad (2.2.41)$$

其中, β_i 项称为证券 i 的 β 系数 (Beta Coefficient)。

(2.2.41)式给出了证券市场线的另一种表达形式,在 β_i — E_i 坐标系中,它也是一条直线(更确切地说,是一条射线,因为 $\beta_i \geq 0$)。所有的证券和证券组合都将落到这条直线上。如图 2.2.21 所示。

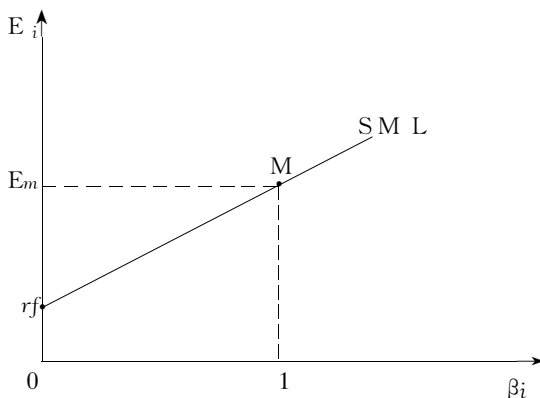


图 2.2.21

β 系数提供了一种衡量风险的新尺度。当 $\beta_i = 1$ 时,证券 i 的风险大于市场证券组合 M 的风险;当 $\beta_i = 1$ 时,证券 i 的风险等于组合 M 的风险;当 $\beta_i < 1$ 时,证券 i 的风险小于组合 M 的风险。

现在我们讨论证券组合 p 的 β 系数。记 x_j^p 表示组合 p 中对 j 证券的组合系数。

我们在前面讨论 σ_{iM} 与 σ_M^2 的关系时,曾计算过 σ_{iM} ,实际上它指出了计算证券组合的协方差的基本思路,给出了协方差的性质。我们就利用已得出的性质来计算证券组合 p 与市场证券组合 M 的协方差 σ_{pM} 。

把 σ_{iM} 中的组合 M 视为 σ_{pM} 中的证券 i , 把 σ_{pM} 中的组合 p 视为 σ_{iM} 中的组合 M , 那么

$$\sigma_{pM} = \sigma_{Mp} = \sum_j x_j^p \cdot \sigma_{Mj} = \sum_j x_j^p \cdot \sigma_{jM}$$

于是证券组合 p 的 β 系数为

$$\begin{aligned} \beta_p &= \frac{\sigma_{pM}}{\sigma_M^2} = \frac{1}{\sigma_M^2} \cdot \sum_j x_j^p \cdot \sigma_{jM} \\ &= \sum_j x_j^p \cdot \left(\frac{\sigma_{jM}}{\sigma_M^2} \right) = \sum_j x_j^p \cdot \beta_j \quad (2.2.42) \end{aligned}$$

(2.2.42) 式表明 证券组合的 β 系数是组成它的各种证券 β 系数的加权平均, 权数就是组合系数。

证券组合也都落在用 β 系数表示的证券市场线上, 因此前面把 β 系数作为衡量证券风险尺度的陈述对证券组合也同样成立。

用 β 系数表示的证券市场线的斜率为 $E_M - r_f$, 它同样指出了降低每单位用 β 系数表示的风险所必须付出的代价。

证券市场线指出, 证券及证券组合的期望收益率是无风险利率 r_f 与风险溢价之和, 风险溢价由 $r_s \cdot \sigma_{iM}$ 或 $(E_M - r_f) \cdot \beta_i$ 来衡量。

现在, 我们可以对证券市场线给出一个总结了 均衡状态下, 所有的证券及证券组合都落在证券市场线上, 证券市场线描述了期望收益率与风险之间的关系。这就是资本市场理论的核心。证券市场线的方程, 尤其是用 β 系数表示的证券市场线方程, 通常就被称做资本资产定价模型。

最后指出两点。一是证券市场线也表明了证券期望收益率与市场证券组合期望收益率之间的关系, 如图 2.2.22 所示。此时, β 系数又被称为证券的期望收益率相对于市场证券组合期望收益率的灵敏度。二是正如一般认为相关系数可由样本测定一样 (参见本章第二节), 一般认为 β 系数也可由样本计算。

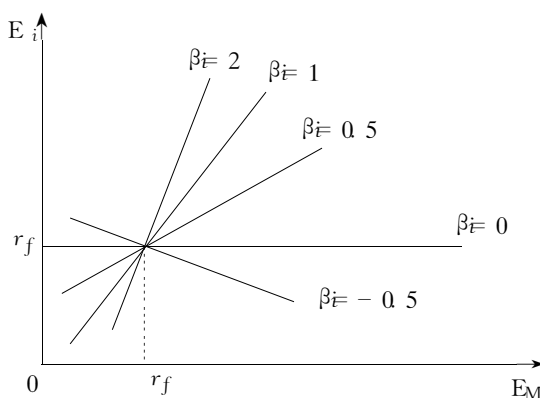


图 2.2.22

五、特征线

根据 CAPM,在均衡条件下,具有相同 β 系数的证券具有相等的期望收益率,证券的期望收益率应与其 β 系数保持恰当的关系。如果某证券的期望收益率与其 β 系数不符合那种‘恰当’的关系,那么这种证券被错误定价(*mispriced*)。证券被错误定价有两种类型。如果一种证券的期望收益率比起它的 β 系数来讲高于它应得的期望收益率,那么,这种证券就被低估价格(*underpriced*)。如果一种证券的期望收益率比起它的 β 系数来讲低于它应得的期望收益率,那么,这种证券就被高估价格(*overpriced*)。这里,“应得的期望收益率”是依据其 β 系数按 CAPM 模型所确定的期望收益率。

证券的期望收益率(证券价格可以由收益率导出)既可以符合 CAPM 也可以不符合,如果不符合,那么根据资本市场理论,该证券就处在非均衡状态下。

值得注意的是,投资者对证券是否被错误定价的看法并不一致。一些投资者也许会认为某种证券被低估价格,另一些投资者也许会认为它是被高估了,还有一些人会认为估价是正确的。

投资者用 α 系数来测定一种证券被错误定价的程度。一种证券的 α 系数是它的期望收益率与应得的期望收益率之差,即

$$\alpha_i = E(r_i) - E_i \quad (2.2.43)$$

按照这个投资者的看法,如果 α 系数不为零,它的期望收益率就不等于在均衡状态下的期望收益率,这种证券就被错误定价和处在非均衡状态。

把(2.2.41)式代入(2.2.43),得:

$$\alpha_i = E(r_i) - [r_f + (E_M - r_f)\beta_i] \quad (2.2.44)$$

(2.2.44)表明,在 $\beta_i - E(r_i)$ 坐标系中,一种证券的 α 系数等于它的期望收益率与证券市场线的纵轴距离。如图 2.2.23 所示。一个具有正的 α 系数的证券如图中证券 A 位于 SML 的上方并被认为被低估价格。一个具有负的 α 系数的证券如证券 B 位于 SML 的下方并被认为被高估价格,只有具有零 α 系数并位于 SML 上的证券如图中证券 C 才被认为是正确估价。

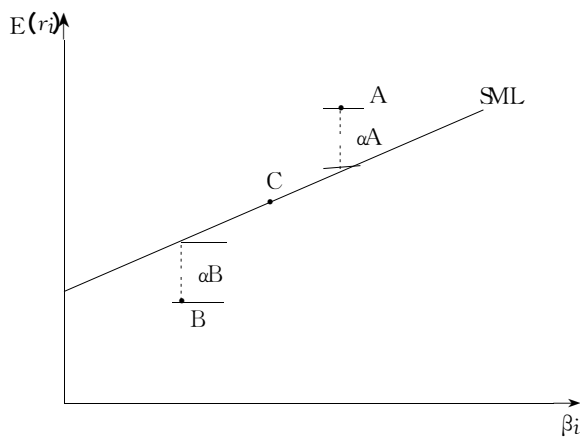


图 2.2.23

那么,投资者为什么认为证券的价格在市场上被错误估价了呢?一个投资者将怎样估计一种证券的 α 系数呢?

从纯利率 r_f 点向风险证券组合的曲线有效集作切线,在均衡状态下,切点必然是市场证券组合 M ,但在非均衡状态下(此时,证券市场正处于从非均衡到均衡过渡的过程中),切点 M' 并不是市场证券组合,即投资者认为此时的最优风险组合并不是市场证券组合,一些证券的期望收益率在市场中的估计与投资者自己的估计不一致,于是这些证券就被错误定价了——当然,这取决于投资者个人的观点。被谁错误定价那就得看站在这个投资者的角度还是站在市场的角度了。投资者如何估计某种证券的 α 系数呢?投资者自己估计该证券的内在价值(参见基本分析的有关内容),估出其在持有期内的期望收益率,然后把它和按 $CAPM$ 确定的期望收益率相比较,也就求出 α 来。当然,从投资者个人的角度,他是先估计 α 系数,再得到非均衡的结论的。

方程(2.2.44)可以改写为:

$$E_i - r_f = \alpha_i + (E_M - r_f) \beta_i \quad (2.2.45)$$

(2.2.45)式表明,在未来的持有期内,证券期望超额收益率(*excess return*)即证券期望收益率与纯利率之差由两部分组成。第一部分是证券的 α 系数;第二部分是市场证券组合期望超额收益率(即市场证券组合期望收益率与纯利率之差)与这种证券 β 系数的乘积。

然而,未来持有期内证券的实际收益率该怎样描述呢?我们给出其实际超额收益率的模型:

$$r_i - r_f = \alpha_i + (r_M - r_f) \beta_i + \epsilon_i \quad (2.2.46)$$

其中, r_i 是在未来持有期内证券 i 的实际收益率, r_f 是这一时期内的纯利率即无风险证券收益率, r_M 是市场证券组合的实际收益率。 ϵ_i 是这种证券的随机误差项(*random error term*)。

一种证券的随机误差项也是一个随机变量。它的期望值为零(即无偏),标准差 σ_{ϵ_i} 一般不为零,实际上 σ_{ϵ_i} 表明了我们按(2.2.46)式估计 r_i 的准确程度。

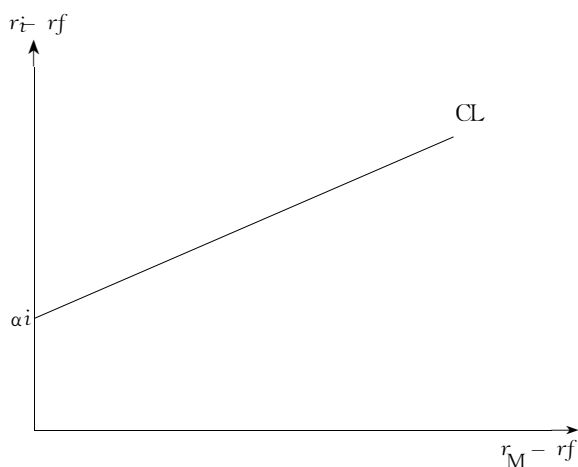


图 2.2.24

我们以 $(r_i - r_f)$ 为纵轴、以 $(r_M - r_f)$ 为横轴来建立一个坐标系,方程(2.2.46)式就代表一

条‘直线’，其斜率为 β_i ，纵轴截距为 x_i 。这条‘直线’展示了实际的证券超额收益率与市场证券组合超额收益率之间的关系，揭示了实际的证券收益率与市场证券组合收益率之间的关系，被称为证券的特征线 (Characteristic Line)。实际的证券特征线并不包含 ϵ_i 。如图 2.2.24

最后，指出一点，证券的特征线也可在 r_m — r_i 坐标系中给出，从而更直观地反映 r_i 与 r_m 的关系，此时只需将原特征线作简单的坐标平移即可，其图形类似于图 2.2.22 的证券市场线。

六、投资分散化

回忆我们在第三节给出的最小方差组合模型。我们已经给出了它的解为

$$X = \frac{A^{-1}I}{I^T A^{-1}I}$$

$$\text{此时 } \min \sigma^2(r_p) = \frac{1}{I^T A^{-1}I}$$

现在，我们考察一个特例。

如果协方差矩阵 A 每一行上各元素之和相等 (由于 A 的对称性，行和相等与列和相等是一致的)，即

$$\sum_{j=1}^N \sigma_{1j} = \sum_{j=1}^N \sigma_{2j} = \cdots = \sum_{j=1}^N \sigma_{Nj} = C$$

根据前面介绍的求解方法可知，此时模型的解为：

$$X = \frac{1}{N}I$$

即对各证券组合系数均相等，一般称为等权投资。

$$\text{此时 } \min \sigma(r_p) = \sqrt{\frac{C}{N}}$$

再进一步假设这 N 种证券两两互不相关，且标准差都为 σ^* ，那么由上式知此时风险为

$$\min \sigma(r_p) = \frac{\sigma^*}{\sqrt{N}}$$

这一式子清楚地表明，在我们所列举的特殊条件下，证券组合的风险随着证券种类的增加而减小。

通过把资本投向多种证券以降低风险的方法，通常称为证券的分散化 (Diversification)。

那么分散化能不能无限制地降低证券组合的风险呢？现在，我们研究这一问题。

证券特征线只是近似地给出了证券实际收益率 r_i 与市场证券组合收益率 r_M 之间的关系。不在证券特征线上的点也很可能满足 (2.2.46) 式所揭示的关系。 r_i 、 r_M 和 ϵ_i 都是随机变量，(2.2.46) 式还表明， r_i 的不确定性来源于两个方面：(1) r_M 的不确定性；(2) 实际点与特征线的偏差 ϵ_i 的不确定性。

根据 r_i 不确定性的两个来源，我们把证券 i 的风险分为两类。第一类是由 r_M 的不确定性引起的风险，称为系统性风险；第二类是由 ϵ_i 的不确定性引起的风险，称为非系统性风险。现在，我们对系统性风险和非系统性风险的定义就比在第一节中定义得更‘规范’了，而且可以量化了。

先考察系统性风险。对位于特征线上的点，系统性风险是全部风险的唯一来源。此时成

立

$$r_i - r_f = \alpha_i + (r_M - r_f)\beta_i$$

由方差的性质：

$$\begin{aligned} Dr_i &= D(r_i - r_f) = D[\alpha_i + (r_M - r_f)\beta_i] \\ &= D[(r_M - r_f)\beta_i] \\ &= \beta_i^2 D(r_M - r_f) \\ &= \beta_i^2 Dr_M \end{aligned}$$

注意在上述演化过程中, d_i 、 β_i 、 r_f 均为常数。

于是,一般情况下,证券 i 的系统性风险 σ_i^s 就可以用 $\beta_i \sigma_M$ 来衡量了。

非系统性风险是总风险,它与系统性风险之差,用方差形式表述有：

$$\text{证券 } i \text{ 非系统性风险 } (\sigma_i^u)^2 = \sigma_i^2 - (\sigma_i^s)^2 = \sigma_i^2 - \beta_i^2 \sigma_M^2$$

注意到非系统性风险是由 ϵ_i 引起的,它的大小就由 σ_{ϵ_i} 来衡量,于是：

$$\sigma_i = (\beta_i^2 \sigma_M^2 + \sigma_{\epsilon_i}^2)^{\frac{1}{2}} \quad (2.2.47)$$

现在,我们可以看出了,证券的系统性风险与市场证券组合的风险有关,也与其 β 系数有关。前面已经指出, β 系数反应了证券对市场组合也就是市场的灵敏度,因而具有较大 β 系数的证券也将有较大市场风险。在 CAPM 中,具有较大 β 系数又有较大的期望收益率。所以,系统性风险由证券市场引起,而且能得到期望收益率的补偿。反观非系统性风险,它与市场无关,也不能得到补偿,投资者应避免冒这种无价值的风险。这就是把风险分为系统性风险和非系统性风险的意义之一。正因为系统性风险来源于市场而非系统性风险与市场无关,因此,系统性风险又被称为市场风险(*market risk*),非系统性风险又被称为非市场风险(*nonmarket risk*)。

接下来,考察证券组合的风险。

证券组合的超额收益率为

$$r_p - r_f = \left(\sum_{i=1}^N x_i r_i \right) - r_f = \sum_{i=1}^N x_i (r_i - r_f) \quad (2.2.48)$$

把(2.2.48)式代入上式：

$$\begin{aligned} r_p - r_f &= \sum_{i=1}^N x_i [\alpha_i + (r_M - r_f)\beta_i + \epsilon_i] \\ &= \sum_{i=1}^N x_i \alpha_i + \left(\sum_{i=1}^N x_i \beta_i \right) (r_M - r_f) + \sum_{i=1}^N x_i \epsilon_i \\ &= \alpha_p + (r_M - r_f)\beta_p + \epsilon_p \end{aligned} \quad (2.2.49)$$

$$\text{其中, } \alpha_p = \sum_{i=1}^N x_i \alpha_i \quad \beta_p = \sum_{i=1}^N x_i \beta_i \quad \epsilon_p = \sum_{i=1}^N x_i \epsilon_i$$

(2.2.49)式表明,证券组合也具有与单一证券相似的特征线。同样,类似于对证券风险的分析,证券组合的总风险可表述为：

$$\sigma_p = (\beta_p^2 \sigma_M^2 + \sigma_{\epsilon_p}^2)^{\frac{1}{2}}$$

假定各证券收益率的随机误差项互不相关,即当 $i \neq j$ 时, $\text{cov}(\epsilon_i, \epsilon_j) = 0$ 。那么

$$\sigma_{\epsilon_p}^2 = \sum_{i=1}^N x_i^2 \sigma_{\epsilon_i}^2$$

与单一证券相类似,任何证券组合的总风险也包含两个部分, $\beta_p^2 \sigma_M^2$ 代表系统性风险, $\sigma_{\epsilon_p}^2$ 代表非市场风险。系统性风险在 CAPM 下可以获得期望收益率的补偿。

注意到 $\beta_p = \sum_{i=1}^N x_i \beta_i$, 因此投资的分散化, 即 N 的增大和 x_i 的相应减小, 将不会引起 β_p 系数的明显变化。也就是说, 投资分散化导致市场风险的平均化, 但对市场风险的减小没有明显作用。从理论上讲, 当 N 趋近于无穷大时, 单个的 β_i 在 β_p 中所起的作用微乎其微, β_p 的值将是很稳定的, 因而证券组合的市场风险也就是系统风险将不会有什么明显变化, 特别是在等权投资情况下。通过对证券市场的观察已证实了这一点。

对证券组合的非系统风险, 情况就不一样了。考察到 ε_i 的不相关性, 在等权投资情况下, 有

$$\sigma_{\varepsilon p}^2 = \sum_{i=1}^N (x_i)^2 \cdot \sigma_{\varepsilon i}^2 = \sum_{i=1}^N \frac{1}{N^2} \cdot \sigma_{\varepsilon i}^2 = \frac{1}{N} \cdot \sum_{i=1}^N \frac{\sigma_{\varepsilon i}^2}{N}$$

上式表明, 证券组合的非系统风险只是各证券非系统风险平均值的 N 分之一。投资越分散化, N 越大, 非系统风险就越小。

记 $\sigma_{\varepsilon*}^2 = \max \{ \sigma_{\varepsilon 1}^2, \sigma_{\varepsilon 2}^2, \dots, \sigma_{\varepsilon N}^2 \}$, 很显然 $0 \leq \sigma_{\varepsilon p}^2 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \frac{\sigma_{\varepsilon i}^2}{N} \leq \frac{1}{N} \sigma_{\varepsilon*}^2$

由夹挤原理可知, 当 $N \rightarrow \infty$ 时, $\sigma_{\varepsilon p}^2 \rightarrow 0$ 。

因此, 投资分散化可以大大地减少非系统风险。

总之, 投资分散化可以降低证券组合的总风险, 其中非系统性风险随着投资分散化程度的增加而大大地减小, 但系统性风险几乎保持不变。这就是我们将总风险分为系统性风险和非系统性风险的意义之二。

实践也证实了投资分散化对证券组合风险的影响。霍恩 (Horne) 根据实验, 绘制了一条反映证券组合投资风险与其包含的证券种类数之间关系的曲线, 如图 2.2.25 所示。其含义是不言自明的。

一般认为, 当 N 超过 20 时, 投资分散化对证券组合风险的减少将不再有什么明显作用。

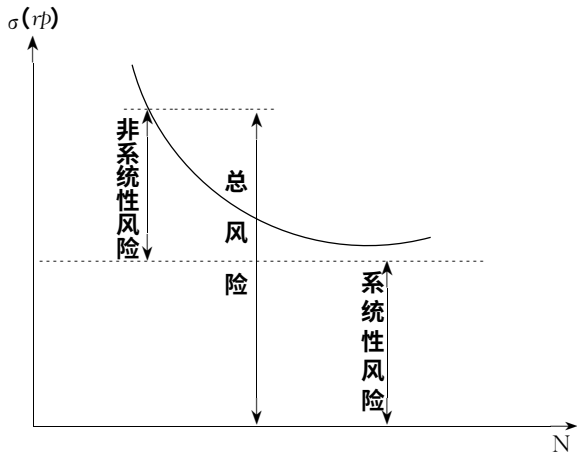


图 2.2.25

七、CAPM 的扩展

1. 不存在无风险贷款

由于通货膨胀, 财政债券即使到期日正好与持有期一致, 也只是名义利率是确定的, 而实际利率由于未来持有期内通货膨胀率是变动的, 因而事实上是不确定的。所以, 我们假定不存在无风险证券、不存在无风险贷款是有现实意义的。现在, 我们讨论此时的 CAPM。

不存在无风险贷款, 但证券市场处于均衡状态仍是成立的——事实上 CAPM 研究的就处于均衡状态下的证券市场。

根据前面关于市场证券组合的讨论, 已经知道, 在均衡状态下的最优风险证券组合是市场证券组合 M 。

如前所述, 市场证券组合 M 必在风险证券组合的有效集上, 而且有效集是上凸的。过 M 点, 作有效集的切线, 显然此时除 M 点外, 有效集上所有点都处于切线的下方, 而且切线必有正的斜率, 否则与有效集的性质相矛盾。如图 2.2.26 所示。图中, $\widehat{SS'}$ 是最小方差集, $\widehat{SG}$ 为有效集。

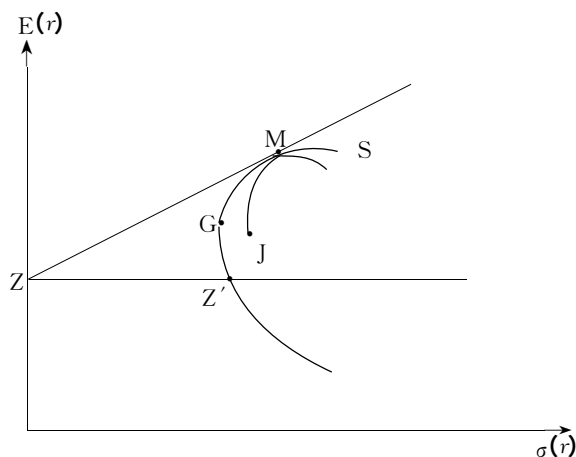


图 2.2.26

记切线与 $E(r)$ 轴相交于点 Z , 对应的期望收益率为 $E(r_z)$, 那么切线 MZ 的斜率为:

$$\frac{E_M - E(r_z)}{\sigma_M}$$

现在, 考虑任意一证券 J 与市场证券组合 M 的组合。正如我们在本节关于证券市场线部分所指出的那样, 组合线 $\widehat{MJ}$ 在 M 点的导数即切线的斜率为:

$$\frac{(E_j - E_M) \cdot \sigma_M}{\sigma_{jM} - \sigma_M^2}$$

现在, 我们指出组合线 $\widehat{MJ}$ 在 M 点的导数即在 M 点切线的斜率应等于切线 MZ 的斜率。

类似于在本节证券市场线中的证明一样,假如两斜率不等,那么都会存在组合线 $\widehat{MJ}$ 上的一点,代表一个可行的证券组合,比具有相同标准差的切线 MZ 上一点有更高的期望收益率,而切线在有效集上方,这就出现矛盾,因此,我们有:

$$\frac{E_M - E(r_z)}{\sigma_M} = \frac{(E_j - E_M)\sigma_M}{\sigma_{jM} - \sigma_M^2}$$

$$\text{即 } E_j = E(r_z) + \frac{E_M - E(r_z)}{\sigma_M^2} \cdot \sigma_{jM} \quad (2.2.50)$$

$$\text{或 } E_j = E(r_z) + (E_M - E(r_z))\beta_j \quad (2.2.51)$$

由此可见,在不存在无风险贷款的条件下,CAPM的基本原理依然成立。上两式也就是不存在无风险贷款下的“证券市场线”方程,只不过纯利率 r_f 改成了 $E(r_z)$ 。

现在就分析这个 $E(r_z)$ 。

从 Z 点作 $\sigma(r)$ 轴的平行线,与最小方差集 $\widehat{SS'}$ 相交于点 Z' 。显然,证券组合 Z' 是最小方差证券组合,且均有期望收益率 $E(r_z)$ 。

现在转入讨论证券组合 Z' 。

把证券组合 Z' 视为证券 J ,由(2.2.51)式得:

$$E(r_z) = E(r_{z'}) = E(r_z) + [E_M - E(r_z)]\beta_{z'}$$

$$\text{即 } [E_M - E(r_z)]\beta_{z'} = 0$$

$$\text{显然 } E_M \neq E(r_z)$$

$$\text{于是 } \beta_{z'} = 0$$

由此可见证券组合 Z' 是零 β 组合。

从上述过程还可以看出,位于直线 ZZ' 上所有可行的证券组合都具有零 β 系数,反过来,所有具有零 β 系数的可行证券组合都位于直线 ZZ' 上。所以,我们还可以得出如下结论:

证券组合 Z' 是所有 β 为零的证券组合中风险(用标准差衡量)最小的。

正因为 Z' 具有上述性质,我们通常把(2.2.51)式称为零 β 模型(Zero- β model)。

随便也可看出,由于 $\beta_{z'} = \frac{\sigma_{z'M}}{\sigma_M^2} = 0$,故有 $\sigma_{z'M} = 0$,即组合 Z' 与市场证券组合线性无关。

现在转入考察证券组合 G ,即所有可行证券组合中具有最小方差的组合。

由于 M 、 G 、 Z' 均在最小方差集上,由最小方差集的“封闭性”(参见第三节中最小方差集与有效集(续)),知,组合 G 一定能表示成 M 、 Z' 的线性组合。记 $X_{z'}$ 是这个线性组合中对 Z' 的组合系数。注意到 Z' 与 M 线性无关,那么

$$\sigma_G^2 = X_{z'}^2 \sigma_{z'}^2 + (1 - X_{z'})^2 \sigma_M^2 \quad (2.2.52)$$

由于 G 是所有组合中方差最小的,那么 $X_{z'}$ 的取值,应使 σ_G^2 最小。联系(2.2.52)式,有

$$\frac{d\sigma_G^2}{dX_{z'}} = 2X_{z'}\sigma_{z'}^2 - 2(1 - X_{z'})\sigma_M^2 = 0$$

$$\text{故有 } X_{z'} = \frac{\sigma_M^2}{\sigma_M^2 + \sigma_{z'}^2}$$

可见 $0 < X_{z'} < 1$

注意到 $E_M > E(r_z)$,那么

$$E(r_G) = X_{z'}E(r_z) + (1 - X_{z'})E_M > X_{z'}E(r_z) + (1 - X_{z'})E(r_z) = E(r_z)$$

根据有效集定义,凡有效证券组合的期望收益率都不会低于组合 G ,因此,证券组合 Z' 一定不是有效集上的点。这是关于 Z' 的又一性质。

综上所述,在不存在无风险贷款下,资本市场理论的基本原理仍然具有普遍意义,只不过原有资本资产定价模型中的纯利率修正为零 β 最小方差组合 Z' 的期望收益率而已。

2. 借款利率高于贷款利率

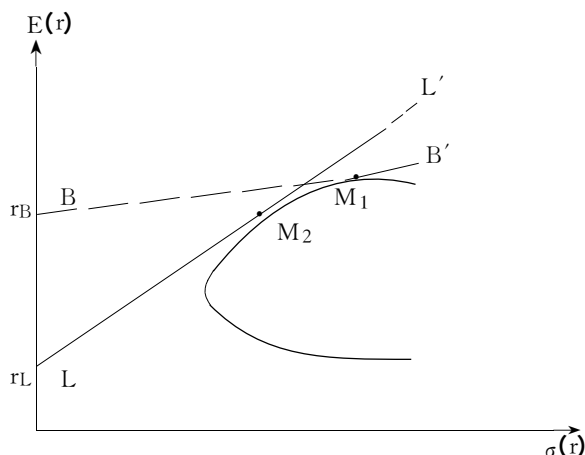


图 2.2.27

资本市场理论曾假定 每位投资者都可以按同样的无风险利率任意借入或贷出货币。事实上对投资者来说,借款利率要高于贷款利率。我们就考虑在这种状况下的 CAPM。

如图 2.2.27 所示, r_B 为无风险借款利率, r_L 为无风险贷款利率, $r_B > r_L$, SG 为原马柯维茨有效集。在图中,无风险借贷分别记为 B 、 L 点。分别过 B 、 L 两点作马柯维茨有效集切线,记切点分别是 M_1 、 M_2 。

切线 BM_1B' 中, B 至 M_1 点间的组合是不可行的。因为 BM_1 线段中的“证券组合”(不含 M_1 点)是组合 M_1 与收益率为 r_B 的无风险证券非负系数组合的结果,即 M_1 加无风险贷款组合的结果,而无风险贷款利率应该是 r_L 而不是 r_B ,因此线段 BM_1 是不可行的,在图中用虚线表示。切线 BM_1B' 中, M_1 以上部分,即 M_1B' 射线是 M_1 加无风险借款组合的结果,是可行的,注意到切线 BM_1B' 在马柯维茨有效集上方,因此,射线 M_1B 是此时的有效证券组合的集合。

同样,切线 LM_2L' 中,射线 M_2L' (不含 M_2 端点)代表风险证券组合 M_2 加利率为 r_L 的无风险借款的组合,也是不可行的。而线段 LM_2 是可行的,而且在此时是有效的。

曲线段 $\overline{M_1M_2}$ 是既不借也不贷,因而它在借贷利率高于贷款利率情形下,也是有效的。

因此,在借贷利率高于贷款利率下,有效集分为三个部分:线段 LM_2 、曲线段 $\overline{M_1M_2}$ 以及射线 M_1B' 。

(1) 线段 LM_2 上,由于 M_2 是有效证券组合,依据我们在证券市场线部分的陈述,有:

$$E(r_j) = r_L + (E_{M_2} - r_L)\beta_i(M_2)$$

$$\text{其中, } \beta_i(M_1) = \frac{\sigma_j(M_1)}{\sigma_{M_1}^2}$$

此时, 证券 j 并不需要限制其范围。

(2) 曲线段 $\overline{M_1M_2}$ 上。由前述‘封闭性, 市场证券组合 M 可以表述为 M_1 、 M_2 的组合。对市场证券组合 M , 存在一个与它不相关的零 β 组合 Z , 如前所述, 有

$$E(r_j) = E(r_Z) + (E_M - E(r_Z))\beta_j$$

此时, β_j 含义同前。

(3) 射线 M_1B' 部分。 M_1 是有效的, 故有

$$E(r_j) = r_B + (E_{M_2} - r_B)\beta_j(M_1)$$

$$\text{其中, } \beta_j(M_1) = \frac{\sigma_j(M_1)}{\sigma_{M_1}^2}$$

综上所述, 资本市场理论的基本原理仍然具有意义。

3. 不同预期

资本市场理论假定 所有投资者对证券的收益率及标准差、相关关系有相同的预期。事实上, 不同投资者可能作出不同的预期。现在, 我们就讨论在预期不同 (*heterogeneous expectations*) 条件下的 CAPM。

由于投资者有不同预期, 因此不同投资者的马柯维茨有效集是不一样的。投资者都面对相同无风险借贷利率时, 过纯利率点 r_f 作马柯维茨有效集切线, 当然对不同投资者来说这是不同的切线。设对投资者 K 切点为 M_K , 那么对投资者 K 而言, 依然成立:

$$E(r_j) = r_f + (E_{M_K} - r_f)\beta_j(M_K)$$

$$\text{其中 } \beta_j(M_K) = \frac{\sigma_j(M_K)}{\sigma_{M_K}^2}$$

可见, 对投资者 K 来说, 只需将原来的市场证券组合 M 改为他自己的最优风险证券组合 M_K , 即可构造他自己的 CAPM。

如果, 我们构造一个所有投资者的最优风险证券组合 M_K 的加权平均组合 M^* , 我们就可以利用 M^* 构造出对证券市场总体的 CAPM 了。

简言之, 当预期不同时, 对单个投资者或者证券市场, 资本市场理论仍具有普遍意义。

4. 存在税赋

资本市场理论假定 不存在税收和交易成本。现在, 我们简单讨论一下存在税收、其它假定仍成立时的 CAPM。

存在税赋时, 原马柯维茨有效集改为‘税后有效集’。

布雷纳(Brennan)给出了考虑所得税时的证券收益率与风险的关系式:

$$E(r_j) = r_f + (E_M - r_f) \cdot \beta_j + f(\delta_i, \delta_M, T)$$

其中, δ_i 、 δ_M 、 T 分别代表此时证券 j 及 M ——股票及股票组合的方差和税收。它们都与股息率相关。

可见, 此时原 CAPM 加入一个修正量 f 即可。

5. 存在通货膨胀

由于通货膨胀引起实际收益率的变化, 如前所述, 我们可以用零 β 模型来描述证券的期

望收益率与风险的关系。

把通货膨胀率认为 π , 它也是个随机变量, 通过 π 可以把实际收益率转化为名义收益率。

弗雷德(Frend)给出了名义利率下的 CAPM:

$$E(r_j) = r_f + \sigma_{j\pi} + \frac{E_M - r_f - \sigma_{M\pi}}{\sigma_M^2 - \frac{\sigma_{M\pi}^2}{\alpha}} \left(\sigma_{jM} - \frac{\sigma_{j\pi}}{\alpha} \right)$$

其中, α 表示名义风险资产价值和市场上所有资产的名义价值之比。

当通货膨胀率 π 是固定的时, 或者 π 为零时, 显然 $\sigma_{j\pi} = \sigma_{M\pi} = 0$, 上述模型也就归结于原 CAPM。

最后, 我们指出, 当资本市场理论的假定条件放宽时, 它仍然具有普遍意义, 作适当推广和修正即可适应新的条件而并不违背其基本原理。实际上, 下一节的套利价格理论不过是资本市场理论的修正而已。

第五节 因素模型与套利价格理论

一、因素模型

证券组合理论为投资者选择最优证券组合提供了基本的手段。资本市场理论提供了线性有效集, 使得投资者能够依据自己的无差异曲线更加方便地进行投资决策。同时, 资本市场理论还揭示了证券风险与收益之间的关系。在这一节里, 我们将进一步讨论证券收益的大小是怎样确定的或者说证券收益是怎样产生的。

回忆上一节的证券特征线。我们已经指出, 证券的特征线描述了证券收益率与市场证券组合收益率之间的关系, 此时证券的 β 系数反映了证券的期望收益率对市场证券组合期望收益率的敏感程度。更进一步说, 证券特征线实际上描述了证券的收益率是怎样确定的、怎样产生的, 描述了一种“收益产生方式”(return-generating process)。普遍地讲, 通过对证券市场的观察, 人们发现证券收益率受到各种因素的影响, 个别因素对证券收益率甚至起着决定性的影响, 这就促使人们去研究各种因素对证券收益率的影响大小或者说证券收益率对这些因素变动的敏感程度, 研究能不能利用这些因素的水平去比较精确地估计未来时间证券收益率的大小以至于把证券收益率大小归结于这些因素的水平。证券收益率与因素之间的关系以及证券收益的产生方式的抽象表达就是证券收益的因素模型(Factor Model), 或者称指数模型(Index Model)。在因素模型中, 认为每种证券的收益率都与同一种或几种因素的水平有关, 而证券之间的关系则是由各证券与这些因素之间的关系来反映的。

1. 单因素模型

把影响任一证券收益率的事件或者说因素分为三类。

第一类是宏观事件。如国民生产总值或通货膨胀等。这些事件对所有的企业进而对所有证券都会产生影响, 只不过不同企业、不同证券受到的影响程度不同而已。

第二类是微观事件。它属于一个企业内部的事件,影响本企业发行的证券(更直接说例如是股票)的收益率,而对其它企业和其它证券不产生影响。

第三类是行业事件。它只对某一行业的企业及证券产生影响。但我们先排除这种影响,而近似地把它归入微观事件影响的范围。

现在,我们认为,所有证券收益率都受到同一宏观事件的影响——这一宏观事件被称为因素(*Factor*),而微观事件只影响个别证券,被称为随机误差项(*random - error term*)。于是,我们就可以建立证券收益的单因素模型(*Single - factor model*)了。

如果证券收益的产生方式中只涉及一种因素,这种因素模型就是单因素模型。

单因素模型具有如下表达式:

$$r_i = a_i + b_i F + \epsilon_i \quad (2.2.52)$$

其中, r_i 是证券 i 的收益率, F 是因素的水平, b_i 是证券 i 对因素 F 的灵敏度, ϵ_i 是随机误差项, $\text{cov}(\epsilon_i, F) = 0$,而且假定 $E(\epsilon_i) = 0$,并有 $\text{cov}(\epsilon_i, \epsilon_j) = 0, (i \neq j)$,一般还认为 ϵ_i 服从正态分布。 a_i 是与 F 的水平无关的系数项。

由(2.2.52)式有

$$E(r_i) = a_i + b_i E(F)$$

因此, a_i 代表因素 F 的期望值为零时证券 i 的期望收益率。

实际上,单因素模型主要有三个假定,前面已用数学形式表达,这里再用文字描述一下。第一个是假定随机误差项与因素不相关 第二个是任意两种证券的随机误差项之间不相关 第三个假定是随机误差项的数学期望值为零。

接下来,考察证券的方差和协方差,虽然有

$$\sigma_i^2 = b_i^2 \sigma_F^2 + \sigma_{\epsilon_i}^2 \quad (2.2.52)$$

$$\sigma_{ij} = b_i b_j \sigma_F^2 \quad (2.2.53)$$

第四节中的特征线就是一个单因素模型的特例。我们把(2.2.46)式稍作变形即知

$$r_i - r_f = a_i + (E_M - r_f) \beta_i + \epsilon_i$$

因此

$$\begin{aligned} r_i &= r_f + a_i + (E_M - r_f) \beta_i + \epsilon_i \\ &= [a_i + r_f - r_f \beta_i] + \beta_i E_M + \epsilon_i \end{aligned}$$

可见,特征线也是一个单因素模型,因素是市场证券组合的收益率, a_i 、 b_i 分别是 $[a_i + r_f - r_f \beta_i]$ 和 β_i 。实际上,单因素模型最初就是根据证券收益率与证券市场存在密切联系通过回归分析而提出的。

根据单因素模型,一种证券组合的收益率为:

$$r_p = \sum_{i=1}^N x_i r_i = \sum_{i=1}^N a_i x_i + \sum_{i=1}^N x_i b_i F + \sum_{i=1}^N x_i \epsilon_i$$

因此

$$E(r_p) = a_p + b_p E(F)$$

$$\begin{aligned} \sigma_p &= \left[\left(\sum_{i=1}^N x_i b_i \right)^2 \sigma_F^2 \right. \\ &\quad \left. + \sum_{i=1}^N x_i^2 \sigma_{\epsilon_i}^2 \right]^{1/2} \\ &= (b_p^2 \sigma_F^2 + \sigma_{\epsilon_p}^2)^{1/2} \quad (2.2.54) \end{aligned}$$

$$\text{其中 } a_p = \sum_{i=1}^N x_i a_i \quad (2.2.55)$$

$$b_p = \sum_{i=1}^N x_i b_i \quad (2.2.56)$$

$$\sigma_{\varepsilon p}^2 = \sum_{i=1}^N x_i^2 \sigma_{\varepsilon i}^2 \quad (2.2.57)$$

(2.2.52)、(2.2.54)表明,单一证券和证券组合的总风险都可以分为两个部分,这与我们在上一节中关于投资分散化的陈述很相似。我们把由因素 F 引起的风险称为因素风险(*factor risk*),由随机误差项 ε_i 引起的风险称为非因素风险(*nonfactor risk*)。依照上一节,我们有如下结论 投资分散化导致了因素风险的平均化 投资分散化减少了证券组合的非因素风险。

最后,我们分析单因素模型在证券组合分析中的应用,即所谓单因素组合模型。

在单因素模型下,目标函数成为

$$Z = -\lambda a_p - \lambda b_p E(F) + b_p^2 \sigma_F^2 + \sigma_{\varepsilon p}^2 \quad (2.2.58)$$

为求解这一基本问题,我们需要多少项数据呢?很显然,根据(2.2.54)式,需要 N 个 a_i 才能确定 a_p , 根据(2.2.56)式,需要 N 个 b_i 才能确定 b_p , 根据(2.2.57)式,需要 N 个 $\sigma_{\varepsilon i}^2$ 才能确定 $\sigma_{\varepsilon p}^2$, 另外,还需要一个 $E(F)$, 一个 σ_F^2 。因此,总共需要估计出 $3N+2$ 个数据。回忆我们在第三节中为求解一个证券组合问题需要 $(\frac{N^2}{2} + \frac{3N}{2})$ 个数据项,当 N 较大时,很明显,前者比后者的工作量小得多。另外,根据单因素模型,一个数据项如 a_i 的变动,不会引起其它数据项的连锁变动,这又减少了建模和求解的难度。所以,单因素模型大大减少了证券组合分析的工作量,因而具有较强的适用价值。

单指标模型中,数据项的取得也比较容易,相对地还可长期适用。对 a_i 、 b_i 、 $\sigma_{\varepsilon i}$ 等,人们均可依据样本采用相当成熟的数理统计方法进行估计,并用估计值代入模型求解。实践表明,单指标模型的准确度已达到 90%。因此单指标模型得到了广泛的应用。

值得注意的是,单指标模型只是实际状况的近似反映,因此,它并不能取代原马柯维茨组合模型。

2. 多因素模型

单因素模型把所有的证券的收益率变动都归结为一个因素,但是对所有的证券都有影响的宏观事件显然不止一个,例如国民生产总值的增长率、市场利率、通货膨胀率等都有这样广泛的影响,因此,更接近于现实的做法是用多因素模型(*Multi-factor Model*)来代替单因素模型。

认为证券收益产生方式中涉及多种因素的因素模型就是多因素模型。作为多因素模型的一个范例,我们先考察两因素模型。

两因素模型的表达式如下:

$$r_i = a_i + b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + \varepsilon_i$$

其中, F_1 、 F_2 分别是影响证券收益率的两个因素, b_{i1} 、 b_{i2} 是证券 i 相对于这两个因素的灵敏度, a_i 是这两个因素的值均为零时证券 i 的期望收益率,其余符号含义同前。

两因素模型中的假定也如同单因素模型。

分析一下此时 r_i 的期望收益率标准差就会发现,当 F_1 、 F_2 相关时, $\sigma(r_i)$ 的表达式将会比较复杂。但我们不能假定因素 F_1 、 F_2 不相关,因为事实上这些因素如国民生产总值增长率与

通货膨胀率是有关联的,怎么办呢?我们可以采用数学中的正交化方法,使得基于 F_1 、 F_2 的两个新因素 F_1^* 、 F_2^* 不相关,同样也满足因素模型。以后,我们假定已经过处理使得 F_1 、 F_2 不相关。另外一种方法,那就是不怕麻烦,仍使用相关的因素,从表面上看,这种方法比较笨拙,但有时却依然是有效的。

假定 F_1 、 F_2 已不相关,那么

$$E(r_i) = a_i + b_{i1}E(F_1) + b_{i2}E(F_2)$$

$$\sigma_i^2 \rightarrow 1 = b_{i1}^2 \sigma_{F1}^2 + b_{i2}^2 \sigma_{F2}^2 + \sigma_{\epsilon_i}^2$$

$$\sigma_{ij} \rightarrow 1 = b_{i1} b_{j1} \sigma_{F1}^2 + b_{i2} b_{j2} \sigma_{F2}^2$$

对证券组合来说,有

$$r_p = \sum_{i=1}^N x_i r_i$$

因此

$$\begin{aligned} r_p &= \sum_{i=1}^N x_i (a_i + b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + \epsilon_i) \\ &= \sum_{i=1}^N x_i a_i + \sum_{i=1}^N x_i b_{i1}F_1 \\ &\quad + \sum_{i=1}^N x_i b_{i2}F_2 + \sum_{i=1}^N x_i \epsilon_i \\ &= a_p + b_{p1}F_1 + b_{p2}F_2 + \epsilon_p \end{aligned}$$

其中

$$a_p = \sum_i x_i a_i$$

$$b_{p1} = \sum_i x_i b_{i1}$$

$$b_{p2} = \sum_i x_i b_{i2}$$

$$\epsilon_p = \sum_i x_i \epsilon_i$$

$$E(r_p) = a_p + b_{p1}E(F_1) + b_{p2}E(F_2)$$

$$\sigma^2(r_p) = b_{p1}^2 \sigma_{F1}^2 + b_{p2}^2 \sigma_{F2}^2 + \sigma_{\epsilon_p}^2$$

$$\text{其中 } \sigma_{\epsilon_p}^2 = \sum_i x_i^2 \sigma_{\epsilon_i}^2$$

现在,我们已完成了两因素模型下对证券及证券组合的期望收益率和标准差的演算。

从标准差的表达式可知,在双因素模型下,总风险仍然可以分为因素风险和非因素风险,因此前面关于投资分散化对因素风险和非因素风险影响的陈述依然成立。

现在,我们讨论两因素模型在证券组合分析中的应用。

为进行证券组合分析,在两因素模型下需要估计的数据项有: N 个 a_i , N 个 σ_{ϵ_i} , N 个 b_{i1} , N 个 b_{i2} , 一个 $E(F_1)$, 一个 $E(F_2)$, 一个 σ_{F1} 、一个 σ_{F2} , 总共 $4N+4$ 个数据。

在实践中,常用的单因素模型一般以市场股价指数为因素,常用的两因素模型是所谓‘行业指数模数’(Industry Index model),其中的两个因素分别取市场指数和行业指数。注意此时对不同证券其行业指数值是不同的。如果有 L 个行业,那么在组合分析中所需数据项为 $4N+2L+2$ 个。

现在,我们简单地讨论一般多因素模型。

记有 L 个因素,多因素模型为

$$r_i = a_i + b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + \cdots + b_{iL}F_L + \epsilon_i$$

其中各符号及参数含义同前,假设条件也同前。

投资分散化对风险的影响,在多因素模型下,同单因素模型是类似的。

多因素模型在证券组合分析中,需要估计 $2N + 2L + LN$ 个数据项。

最后,我们指出在因素模型下,投资者仍然是先推导出马柯维茨的曲线有效集,再结合无风险利率、最优风险证券组合等,最后选择其最优证券组合。

二、CAPM 的检验

1. 概述

由夏普首创的资本市场理论提出了许多假设条件,这些假设对于简化分析、推导基本结论和揭示问题的实质有着重要的作用,但这些假设与现实相比较毕竟真是太“苛刻”了,使得 CAPM 在理论上和实践上都遭到了一些“责难”,因此人们把夏普等人最初所提出的 CAPM 称作原始 CAPM (Original Capital Asset pricing Model)。后人放宽了原始 CAPM 的假设条件,也建立了多种相应条件下的资本资产定价模型,这些在放宽了条件下推导出的资本资产定价模型被称为扩展 CAPM (Extended Capital Asset pricing Model)。其中,希莱克(Black)所建立的零 β 资本资产定价模型(zero - Beta CAPM)并不需要有无风险证券存在的条件,将原始 CAPM 大大地推进了一步,更具有现实性而易于为人所接受。通过研究,许多人认为,当原始 CAPM 的一些假设条件并不成立时,它所揭示的基本原理仍具有普遍意义。但这些结论毕竟仍然是理论分析的结果,资本市场理论作为实证经济学,仍然有待于检验。CAPM 的检验。引起了许多争论。

关于 CAPM 需不需要检验。1983 年,马柯维茨发表论文认为,在实际运用资本市场理论时,并不需要对它作出肯定的检验。但有人认为,未经检验的 CAPM 对投资决策的指导作用难免要打折扣,仍然对 CAPM 的检验抱有浓厚的“兴趣”。

关于检验的对象,CAPM 预言,市场证券组合是有效证券组合。实际上这一点难以直接检验,因而对 CAPM 的检验最初都集中在检验由证券市场线导出的有关性质上,这些检验被称作是传统检验。但有人指出,传统检验不能代替对 CAPM 预测能力的检验,检验的对象还是要放在 CAPM 的预言上。

关于检验的基础。对 CAPM 的检验实际上只能依据历史资料,能不能依据历史资料作出结论是关于检验基础的争论之一。第二是,由于市场组合包括了每一种资产,对 CAPM 检验的操作只能控制在市场的一部分。尽管有人经研究指出,我们把用以检验的市场组合的代表进行扩充时,结论的实质不会受到影响。但也有人指出受控检验是不具有说服力的。

关于检验的方法。在 CAPM 检验中,传统的做法是把 β 系数作为衡量风险的尺度而把证券市场线作为基准去测定投资组合的绩效,从而间接检验 CAPM,可不可以这样做呢? 罗尔(Role)对之提出了批评。这又是一个引起争论的地方。

关于 CAPM 能不能被检验。传统检验给 CAPM 以一定的支持,但是有人指出,对样本——即选择的市場组合的代表——的检验不能代表对总体的“检验”,即使对总体的性质作出一个结论也不能代表它将来也符合这个结论。既然我们不能确知股票价格究竟怎样确定、不能确知市场组合是否有效,那么,CAPM 就永远无法检验。

在 CAPM 的检验中,最有影响的事件是 1972 年作出的 BJS 检验、1974 年的 FM 检验以及 1976 年的罗尔批评。

2. BJS 检验

希莱克(Black),詹森(Jensen)和斯科尔斯(Scholes)——合称 BJS——没有直接检验市场投资组合是有效组合的预言,而是选择证券市场线作为研究对象。如果市场证券组合是有效的,那么证券及证券组合的期望收益率与其 β 系数必然存在一个线性关系。如果投资者能够在无风险贴现利率之下借款和贷款,那么一个零 β 的证券或组合就应该被预期产生一个等于无风险贴现率的收益率。BJS 检验了证券市场线的这些性质。

BJS 的样本是 1926—1965 年间在纽约股票交易所(NYSE)交易的所有股票。所使用的分析技术是双程回归分析。BJS 把 NYSE 中所有股票的等权组合作为市场指数计算每一种股票的 β 系数。然后根据 β 值将股票分成 10 个投资组合,第一个组合由 β 值最高的股票组成,依次类推。然后根据每个组合的月收益率和它们与市场指数的关系估计每一个组合的 β 系数。研究表明,10 个组合的平均月收益率与其 β 系数的最佳拟合线具有如下形式:

$$\bar{y} = 0.00519 + 0.01081\beta$$

这与证券市场线的方程非常相似。

BJS 的工作表明:第一,从时间序列回归中,发现证券与组合的收益率与市场指数有明显线性关系;第二,从一个时间点上,各组合的收益率与其 β 系数间存在明显线性关系。由此,BJS 推断他们的结果与允许无风险贷款但不允许无风险借款时的 CAPM 的形式是一致的。BJS 检验对 CAPM 提供了有力的支持。

3. FM 检验

法马和麦克斯——合称 FM——也是选择证券市场线的性质作为研究对象。

FM 也使用了 1926—1968 年间 NYSE 的所有股票时间序列样本。同样采用了回归分析技术。分成 20 个投资组合。

FM 检验与 BJS 检验最根本的区别在于: BJS 检验中, β 和平均月收益率是在同一时期计算的,而在 FM 检验中, β 和收益率是在不同时间计算的,在前一个时期估计的 β 值应用于预测下一时期的收益率。

FM 共设计了三种回归形式来检验证券市场线。

第一个回归方程形式为:

$$r_{p,t} = a_0 + a_1\hat{\beta}_p + \varepsilon_{p,t}$$

其中, p 表示投资组合, t 是时间点。

第二个形式为:

$$r_{p,t} = a_0 + a_1\hat{\beta}_p + a_2\hat{\beta}_p^2 + \varepsilon_{p,t}$$

其中加入 $\hat{\beta}_p^2$ 项实际上是为检验证券市场线中是否会出现非线性迹象。

第三个回归形式为:

$$r_{p,t} = a_0 + a_1\hat{\beta}_p + a_2\hat{\beta}_p^2 + a_3Rv_p + \varepsilon_{p,t}$$

其中

$$Rv_p = \frac{\sum_{i=1}^M \sigma^2(\varepsilon_j)}{M} \quad M \text{ 是组合的股票数。}$$

加入 Rv_p 一项是为了研究随机误差项方差(在回归分析中称为残方差)对收益率的影响。对于上述三种回归方程,根据 CAPM 可以作出如下关于其系数的预言:

- (1) a_0 为正,应等于或大于债券市场中的无风险贴现率;
- (2) $a_1 > 0$,因为证券市场线有正的斜率;
- (3) a_2 应接近于零,因为证券市场线是线性的;
- (4) a_3 应接近于零,因为残方差不应影响股票的期望收益率。

FM 的回归分析结果如下:

$$r_{p,t} = 0.0061 + 0.0085\hat{\beta}_p + \varepsilon_{p,t}$$

$$r_{p,t} = 0.0049 + 0.0105\beta_p - 0.008\hat{\beta}_p^2 + \varepsilon_{p,t}$$

$$r_{p,t} = 0.0020 + 0.0114\hat{\beta}_p - 0.0026\hat{\beta}_p^2 + 0.0516Ru_p + \varepsilon_{p,t}$$

上述结果与预测是比较吻合的。

FM 认为,他们的结果与允许无风险贴现率下贷款但不允许借款下的 CAPM 的形式是一致的。

4. 罗尔的批评

理查德·罗尔(Richard Roll)对传统的检验提出了批评,他的主要观点如下:

第一,BJS 和 FM 那样的传统检验是同义反复,不能真正检验 CAPM。因为 BJS 和 FM 都用组合的收益率和 β 系数去检验证券市场线,只要所选用的市场指数平均收益率大于有效率中 G 点的收益率就会得出与 CAPM 一致的结果。即使证券市场线得到证实,也没有证实所选用的市场指数是有效的,即使市场指数是有效的也不能说明真正的市场组合是有效的。

第二,CAPM 在原则上是不可检验的。因为可供观察的市场组合只是真实的市场组合的一部分。

5. 小结

传统检验给予 CAPM 一定的支持,但要真正检验 CAPM 需要检验 CAPM 的独立预言“市场投资组合是有效组合”,这一点恰恰又是难以做到的。现有的检验实际上既没有肯定 CAPM,也没有否定 CAPM。

CAPM 的检验问题为我们提供了哪些有用的东西呢?

第一,CAPM 的检验问题推动了套利价格理论的发展。这是我们即将接触的东西。

第二,投资者应该根据自己的判断来选择是否接受某种理论和运用某个理论。归根结底对投资者来说,任何一个规范理论的价值在于它是帮助投资者实现其目的的能力,而实证理论的价值则在于它能否为投资者提供更准确的预测。在许多情况下,投资者必须综合运用多种理论,才能作出明智的决策。

三、套利价格理论

1. 基本假设

1976 年,罗斯(Stephen A. Ross)发表了《资本资产定价的套利理论(The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing)》的论文,标志着套利价格理论(简称 APT)的诞生。

同 CAPM 一样,APT 也是一个均衡资产定价模型,与 CAPM 相比,APT 并不需要有严格的假设条件,因而 APT 更具有普遍意义。

APT 的基本假定是 收益是由一个因素模型所产生的。

APT 的假设条件有：

- (1) 投资者具有相同的预期；
- (2) 投资者是厌恶风险者和追求最大效用者；
- (3) 市场是完善的, 没有交易费用等市场障碍。

2. 因素证券组合 (Factor portfolio)

罗斯认为, 在整个经济活动中存在一些具有普遍影响的因素 F , 它们在不同程度上对各种证券的收益都产生影响。对某一特定证券来说, 其收益包括三部分。第一部分是在没有这些因素 (或者称期望值为零) 时的期望收益 第二部分是由这些因素所产生的收益 第三部分是证券的个别风险收益。因此, 证券的收益率可以由因素模型确定。

但是, APT 并没有指出有多少因素和这些因素是什么。APT 的这一特色, 一方面有助于投资者不把目光仅局限于证券及证券市场本身, 另一方面也为 APT 的运用带来了“不确定性”。

一般地, 设有 2 个因素, 此时的因素模型为：

$$r_i = a_i + b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + \cdots + b_{iL}F_L + \epsilon_i$$

前面已经讨论了因素模型下证券及证券组合的期望收益率与标准差, 下面我们讨论一种特殊的证券组合策略, 即构造一个“纯因素作用 (pure factor plays)”的证券组合。在纯因素作用证券组合中, 组合对某一种因素有单位灵敏度——即灵敏度为 1, 对其它因素的灵敏度为零并且不存在非因素风险。

现在, 我们构造一个对因素 F_1 灵敏度为 1, 对其它因素灵敏度为零的证券组合 p_1 。

根据我们在前面的讨论, 构造证券组合 p_1 等同于求解下述方程组：

$$\begin{cases} b_{p1} = \sum_{i=1}^N x_i b_{i1} = 1 \\ b_{p2} = \sum_{i=1}^N x_i b_{i2} = 0 \\ \vdots \\ b_{pL} = \sum_{i=1}^N x_i b_{iL} = 0 \\ \sum_{i=1}^N x_i = 1 \end{cases}$$

很显然, 当 $N \geq L + 1$ 时, 上述线性方程组有解。特别地, 当 $N \geq L + 2$ 时, 有无穷多组解。

根据我们在因素模型中的讨论, 当 N 足够大时, $\sigma_{\epsilon p}^2$ 将会非常小, 也就是说非因素风险可以忽略不计。

因此, 证券组合 p_1 已经是一个纯因素作用的证券组合了。

从理论上讲, 当证券种类足够多时, 我们可以构造出一个纯因素作用的证券组合, 该组合仅对一种因素有非零灵敏度并且有非常小的非因素风险。当然, 在现实中, 我们只能构造出一个近似的纯因素证券组合, 它对一种因素的灵敏度大大高于对其它所有因素的灵敏度并且非因素风险很小, 但这并没有否定 APT 的意义, 因为 APT 的预测能力对投资者来说才是真正重要的。

当我们构造出一个因素 j 的灵敏度为 1 的纯因素组合 p_j 时,该组合的收益率为:

$$r_{p_j} = a_{p_j} + F_j \quad (2.2.59)$$

值得注意的是, p_j 并不是唯一对因素 j 的灵敏度为 1 的纯因素证券组合,只要存在足够多的证券种类。

3. 因素证券组合及证券的期望收益率

对同一因素灵敏度为 1 的纯因素证券组合在构成上并不是唯一的,这是因为当 N 足够大时,前述方程组有多个解,但是在均衡条件下,针对同一因素的纯因素证券组合都有相同的期望收益率。

设想有两个纯因素 j 的证券组合,由(2.2.59)式可知,它们有不同的收益率仅仅是因为有不同的‘ a ’值。假定纯因素组合 p_j^1 的‘ a ’的值要高于组合 p_j^2 ,那么无论因素 j 怎么处于什么状态,组合 p_j^1 都会比 p_j^2 带来更多的期望收益率。这就引起了投资者的套利(arbitrage)活动,大家将购买证券组合 p_j^1 而出售 p_j^2 ,于是前者的价格上升、期望收益率下降而后者的价格下跌、期望收益率上升,一直到两种证券组合具有相同期望收益率为止。因此,在均衡状态下,对同一纯因素 j 的证券组合将具有相同的期望收益率。即有:

$$E(r_{p_j}) = a_j + \lambda_j$$

其中, λ_j 是每单位灵敏度下,由因素 j 引起的期望收益率,即风险溢价。对所有纯因素 j 的证券组合而论, a_j 都是相同的。

我们进一步构造一个对每一种因素的灵敏度为零、非因素风险可以忽略不计的证券组合 p_0 ,很明显,在均衡状态下,它的预期收益率将是无风险收益率 r_f 。注意到 a_j 是当因素 j 的期望值为零,即不存在任何因素影响时,证券组合 p_j 的期望收益率,那么在均衡状态下, a_j 的值必然等于 r_f 。因此,组合 p_j 的期望收益率为:

$$E(r_{p_j}) = r_f + \lambda_j$$

可见,对一因素证券组合,它的期望收益率依赖于无风险利率和相关因素的期望值。

接下来考察证券的期望收益率。

假定证券 k 与因素 1、2、 $\cdots$ 、 L 有如下关系:

$$r_k = a_k + b_{k1}F_1 + b_{k2}F_2 + \cdots + b_{kL}F_L + \epsilon_k$$

那么

$$E(r_k) = a_k + b_{k1}E(F_1) + b_{k2}E(F_2) + \cdots + b_{kL}E(F_L)$$

我们可以用无风险证券组合和纯因素证券组合再组合成一个新的证券组合 k ,它与证券 k 一样对各因素具有相同的灵敏度。

记无风险证券组合和纯因素证券组合分别为 $p_0, p_1, p_2, \cdots, p_L$,其中 p_i 是对因素 i 有单位是灵敏度的纯因素证券组合。设组合系数向量为 $x = (x_0, x_1, x_2, \cdots, x_L)^T$,显然 x 如下取值即可构造出我们所需要的证券组合 k :

$$\begin{cases} x_1 = b_{k1} \\ x_2 = b_{k2} \\ \vdots \\ x_L = b_{kL} \\ x_0 = 1 - \sum_{i=1}^L x_i \end{cases}$$

此时,证券组合 k 的期望收益率为:

$$\begin{aligned} E(r_{pk}) &= \sum_{i=0}^L X_i \cdot E(p_i) \\ &= r_f + b_{k1}\lambda_1 + b_{k2}\lambda_3 + \cdots + b_{kL}\lambda_L \end{aligned}$$

比较证券 k 和证券组合 k 的期望收益率。如果证券 k 的期望收益率大于证券组合 k , 精明的投资者就会卖空证券组合 k 而购买证券 k , 以期从二者期望收益率的差异中获取利润; 反之, 证券 k 的期望收益率小于证券组合 k , 投资者就卖空证券 k 去购买证券组合 k 。其中涉及到证券 k 的非因素风险收益也可通过投资分散化来消除。通过投资者的套利活动, 证券 k 与证券组合 k 的期望收益率日趋接近。最终在均衡状态下, 证券 k 的期望收益率等于证券组合 k 的期望收益率。即有:

$$E(r_k) = r_f + b_{k1}\lambda_1 + b_{k2}\lambda_2 + \cdots + b_{kL}\lambda_L \quad (2.2.60)$$

(2.2.60) 式就是套利价格理论中的资产定价方程。它表明: 一种证券的期望收益率与它周围的因素线性相关, 起点是无风险利率。

(2.2.60) 式适用于每一种证券, 那么它也必然适用于各种证券组合。

(2.2.60) 式指出了在均衡状态下各证券的期望收益率。与 CAPM 相似, 当在方程右边加入 α 系数时, 它也适用于非均衡状态下的证券期望收益率。如果证券有正的 α 值, 将吸引投资者去购买, 这与我们在特征线时的叙述是一致的。

四、APT 与 CAPM 的综合

APT 断定证券的期望收益率与证券对各因素的灵敏度呈线性关系; CAPM 断定证券的期望收益率与其 β 系数之间存在线性关系。可见, 二者的结论是相似的。

尽管 CAPM 并没有假定收益是由一个因素模型产生的, 这并不意味着 CAPM 的结论将与 APT 是冲突的。假定证券的收益是由一个因素模型产生的, 而且 APT 与 CAPM 的假设条件都成立, 我们将会出现 APT 与 CAPM 将得到一致的结果。

假定证券 i 的收益是由一个 L 个因素的因素模型产生的, 根据 APT 我们有

$$r_i = r_f + b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + \cdots + b_{iL}F_L + \epsilon_i$$

于是证券 i 的收益率 r_i 与市场证券组合的收益率 r_M 之间的协方差为:

$$\begin{aligned} \text{cov}(r_i, r_M) &= \text{cov}(b_{i1}F_1, r_M) + \text{cov}(b_{i2}F_2, r_M) + \cdots + \text{cov}(b_{iL}F_L, r_M) + \text{cov}(\epsilon_i, r_M) \\ &= b_{i1}\text{cov}(F_1, r_M) + \cdots + b_{iL}\text{cov}(F_L, r_M) + \text{cov}(\epsilon_i, r_M) \end{aligned}$$

证券 i 的 β 系数就为:

$$\begin{aligned} \beta_i &= \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2} = \frac{\text{cov}(r_i, r_M)}{\sigma_M^2} \\ &= \sum_{j=1}^L b_{ij} \cdot \frac{\text{cov}(F_j, r_M)}{\sigma_M^2} + \frac{\text{cov}(\epsilon_i, r_M)}{\sigma_M^2} \end{aligned}$$

令

$$\beta_{Fj} = \frac{\text{cov}(F_j, r_M)}{\sigma_M^2},$$

β_{Fj} 被称为因素 β 系数 (Factor Beta - Coefficient)。

注意到 $\frac{\text{cov}(\epsilon_i, r_M)}{\sigma_M^2}$ 非常小, 可以忽略不计, 于是

$$\beta_i = \sum_{j=1}^L b_{ij} \cdot \beta_{Fj} \quad (2.2.61)$$

(2.2.61)式表明,证券*i*的 β 系数是各因素 β 系数的加权平均值,权数是证券*i*对各因素的灵敏度。推而广之,该式对证券组合也是成立的。

因为CAPM与APT的假设条件都成立,那么就同时成立下列两式:

$$\begin{aligned} E(r_i) &= r_f + (E_M - r_f) \beta_i \\ &= r_f + (E_M - r_f) \cdot \sum_{j=1}^L b_{ij} \cdot \beta_{Fj} \\ &= r_f + \sum_{j=1}^L b_{ij} \cdot [(E_M - r_f) \cdot \beta_{Fj}] \end{aligned} \quad (2.2.62)$$

$$\begin{aligned} E(r_i) &= r_f + b_{i1} \lambda_1 + b_{i2} \lambda_2 + \cdots + b_{iL} \lambda_L \\ &= r_f + \sum_{j=1}^L b_{ij} \cdot \lambda_j \end{aligned} \quad (2.2.63)$$

比较(2.2.62)与(2.2.63)式,当下式成立时,APT与CAPM就是一致的。

$$\lambda_j = (E_M - r_f) \beta_{Fj} \quad (j=1, 2, \cdots, L) \quad (2.2.64)$$

换句话说,当APT中的 λ_i 取(2.2.64)式所指出的特殊值时,我们就得出了CAPM。

从另一个角度,就APT自身来讲,它并没有指出对因素*j*的 λ_j 的值的大小,然而如果CAPM成立,那么CAPM就有助于我们给出 λ_j 的值——也就是由(2.2.64)式所给出的 λ_j 。

从对CAPM与APT的应用研究结果来看,多数人认为二者是相互补充而非相互抵触的。如果在实践中把二者结合的话,就比单独运用APT或者CAPM能提供更准确的预测,从而更好地为投资决策服务。

五、APT的检验

最后,简单介绍一下APT的检验。

一些APT的支持者认为:第一,APT的假设条件更为宽松;第二APT,能够在经验上不被驳倒或证实,因此APT比CAPM更“科学”。

但是,直到今天,APT能否被检验仍是一个悬而未决的问题。1980年,罗尔和罗斯(*rr*)最先对APT进行了经验检验,他们所使用的方法与BJS检验CAPM大同小异,他们发现4或5个因素的APT是有说服力的,而且证券的残方差($\sigma_{\epsilon_i}^2$)与平均收益没有多大联系,对APT提供了一定的支持。然而,以后的检验并没有能够证实或驳倒APT。

第六节 债券组合专题

一、债券资产管理概述

投资者在进行组合投资时,并不仅仅以普通股作为组合对象。对投资基金来说,它的投资对象可以是普通股,也可以是优先股、债券以至不动产等等。前面所讨论的证券组合及资产定

价理论在实践中主要应用于对普通股的投资,但它们所揭示的基本原理也适用于其它资产的组合管理。鉴于债券与债券组合的特殊性,本节以债券资产的组合管理为研究对象,作专题论述,本节所涉及的一些思想方法也可推广应用于一般的资产组合管理中去。

当前债券资产管理所运用的方法大体可以分为两类——被动管理与主动管理。

被动管理所运用的各种方法都基于债券市场效率较高的基本假定,即认为现行债券价格准确地反映了所有公开可获得的信息。因此,管理者相信市场债券价格都是合理的,债券投资的收益率与债券所包含的风险是相称的,证券选择(确定被错误定价证券)和市场时机选择(如当预测利率会下降时购买长期债券,预测利率会上升时则购买短期债券)的努力都不可能成功地给投资人带来超过平均水平的收益率。对管理者来说,证券的基本分析和技术分析将不再占有重要地位,管理者主要进行证券组合资产的分析工作;而在证券组合分析中,管理者的主要目的是尽可能减少组合资产的风险。对债券组合资产来说,管理者希望构造一个对风险具有免疫能力的债券组合,因此利息免疫是被动管理的主要方法。

主动管理方法则以债券市场并非高效这一假定为基础。主动管理者认为凭借他们确定被错误定价债券的能力和掌握市场机会的能力可以获取高于平均水平的收益率。对管理者来说,证券的基本分析和技术分析以及证券组合分析同等重要,在证券组合分析中,管理者在尽可能地获得高收益率的同时也尽可能回避风险。对债券组合资产来说,管理者积极开展预测,将多种资产定价理论应用于鉴别被错误定价的证券,选择‘恰当’的市场机会,主动地调整组合资产构成,对他们来说,利息免疫仅仅是一种手段而已。由于本章都是为投资基金的资产管理提供原则性的思路与方法,因此,本节中涉及的一些债券基本分析内容便不再详细介绍。

二、利率的期限结构

债券,从利息支付方式来看可以分为贴现债券和付息债券,从利率形式来看可分为固定利率债券和浮动利率债券。尽管债券的种类多种多样,但在本节中不会‘区别’对待,因为它们都是大同小异,例如,对贴现债券和付息债券来说只不过是现金流入流出的时点、流量差别而已,对固定利率债券和浮动利率来说,只要预测出市场利率,利率形式的差别也就无关紧要了。本节所阐述的内容采取普遍形式,具体应用时注意各公式、符号的具体含义。

在 CAPM 和 APT 中,我们主要讨论的是证券的风险与其收益率之间的关系,这种关系可以称为利率的风险结构(*Risk Structure of Interest Rate*)。本节讨论利率的期限结构(*Term Structure of Interest Rate*)。所谓利率的期限结构是指债券的到期期限与到期收益率之间的关系。严格地讲,债券的风险大小与债券的期限长短是离不开的,债券利率的期限结构只是风险结构的特殊形式而已。债券的到期期限(*Term to Maturity*)是指债券到期所需要的年限,即从现在持有某种债券算起一直到该债券最后一次偿付完毕为止所需要的年份数。债券的到期收益率(*Yield to Maturity*)是在到期期限内债券的平均收益率,即投资者从现在开始直到债券连本带利全部收回为止所获得的平均收益率。严格地说,债券利率的期限结构用于描述那些违约概率相同、税收暴露程度相同的债券。

1. 到期收益率

按照假定条件不同,到期收益率具有下列三种不同的计算方法。

(1) 算术平均到期收益率。它是不考虑收益再投资时的到期收益率(对债券来说,这里的

收益就是利息收入)。

要求算术平均到期收益率,应先求到期期限内各期的收益率。

记第七期证券期初价格为 p_{t-1} , 期末价格为 p_t , 该期内证券净现金收入为 I_t , 则该期收益率为:

$$r_t = \frac{P_t - p_{t-1} + I_t}{p_{t-1}}$$

对债券来说, I_t 就是第 t 期内的利息。

一般所说的“期”是以年计的, 如果 r_t 不以年计, 应折算到“年期”。记年收益率为 r_e 。

不考虑收益再投资时,

$$r_e = r_t \cdot n$$

其中, n 是 1 年所包含的期数。

如果考虑收益再投资, 一般运用复利公式, 如下折算为年收益率:

$$r_e = (1 + r_t)^n - 1$$

有时候, 需将名义收益率(名义利率)转化为实际收益率(实际利率), 此时, 实际收益率(实际利率)为名义收益率(名义利率)与通货膨胀率之差。

以下均假定, 每期收益率是换算为同一标准的年收益率。

计算出各期收益率后, 算术平均到期收益率为:

$$\bar{r} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N r_t$$

其中, N 为到期期限。

(2) 几何平均到期收益率。它是考虑收益(利息)再投资时的到期收益率, 计算公式为:

$$\bar{r} = [(1 + r_1)(1 + r_2) \cdots (1 + r_n)]^{1/n} - 1$$

(3) 内部到期收益率。就一般情况来说, 内部收益率(Internal Rate of Return)是指在计算期内各年现金流量的现值总和等于零时的折现率。其计算公式为:

$$\sum_{t=1}^n (CI - CO)_t (1 + IRR)^{-t} = 0$$

其中, CI 代表现金流入量, CO 代表现金流出量, $(CI - CO)_t$ 代表第 t 年发生的净现金流量, n 表示计算期, IRR 是内部收益率。

债券的内部到期收益率(Internal Yield to Maturity)可如下简化计算:

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{I_t}{(1 + Y)^t} + \frac{P_N}{(1 + Y)^N}$$

上式中, P_0 代表债券现在的市场价格, I_t 为第 t 年的利息收入, P_N 第 N 年末收回的金额, Y 为到期内部收益率。

内部到期收益率的精确计算并不是一件轻而易举的事, 相当于求解一个数学方程, 一般情况下可用夹挤法和牛顿迭代法求解。

通常所说的债券到期收益率即就是内部到期收益率, 即使能使债券未来的约定现金流动的现值等于债券现行市价的贴现率。如果债券可以被提前赎回, 则将能使债券今后提前赎回时现金流动的现值等于现行债券市价的贴现率即债券提前赎回收益率作为到期收益率看待。

上述计算实际上并未考虑风险, 但它们是考虑风险时债券收益率计算的基础。

研究一个投资者所持有债券的期限结构时, 使用的是这个投资者所持有债券的收益率。

当我们研究市场收益率期限结构时,以财政债券为研究对象,此时,常涉及到即期利率和远期利率这两个概念。

即期利率(*Spot Rate*)是以某一特定时间点为到期日计算的贴现债券的到期收益率。

如果市场上正好有期限为 t 年的财政贴现债券,那么期限为 t 年的即期利率可按下式求出:

$$P_t = \frac{M_t}{(1 + S_t)^t}$$

其中, S_t 表示期限为 t 年的即期利率, P_t 表示该债券现行市场价格, M_t 为债券面额即到期价值。

如果市场上本身没有券面期限为 t 年的财政贴现债券,但有到期期限为 t 年的财政贴现债券, S_t 计算方式同上。

一般地,市场上会有持有到期期限较短的财政贴现债券,故当 t 较小时, S_t 容易求得。当 t 较大时,可能只有相应时期的财政付息债券,此时, S_t 可如下计算:

$$P_t = \sum_{i=1}^K \frac{C_i}{(1 + S_i)^i} + \sum_{i=K+1}^{t-1} \frac{C_i}{(1 + S_i)^i} + \frac{M_t}{(1 + S_t)^t}$$

其中, P_t 、 M_t 分别是期初、期末价值。 C_i 是第 i 年利息收入,当 $i \leq k$ 时的 S_i 已经得知。

即期利率相当于是现货贷款合同的利率,即现在贷款、将来还款的利率。

远期利率(*Foward Rate*)是未来某一时点发行的、下一时点到期的贴现债券的到期收益率。通常所说的远期利率是 1 年期远期利率,即未来某一年份的 1 年期债券的到期收益率。

一般来说,年份 $t-1$ 年到 t 之间的远期利率 $f_{t-1,t}$ 与即期利率之间,存在如下关系:

$$(1 - S_{t-1})^{t-1} \cdot (1 + f_{t-1,t}) = (1 + S_t)^t$$

远期利率相当于是期货贷款合同中的利率,即将来贷款、下一时期还款的利率。注意远期利率与即期利率的区别,从本质上讲,远期利率是预测性的,而即期利率是现实性的。

2. 几个利率期限结构理论简介

如前所述,市场利率的期限结构是根据财政债券描述的。债券的到期收益率与到期期限之间的关系可以用收益率曲线直观地表示。收益率曲线(*Yield Curve*)是表明不同到期日(一般在横轴表示)的证券(一般指财政债券)的到期收益率(纵轴)的图形。

收益率曲线的形状是多种多样的。很多的收益率曲线是向右上方爬升的曲线,表明一般情况下,债券到期期限越长,到期收益率越高。

解释利率期限结构的理论主要有三种:市场预期理论、流动性偏好理论和市场分割理论。

(1) 市场预期理论(*The Market Expection Theory*)。

市场预期理论首先由费希尔(*Fisher*)提出,经卢茨(*Lutz*)和希克斯(*Hicks*)等予以发展和完善。

市场预期理论把金融市场作为一个整体,认为不同期限证券可以相互替代,其主要假定是:①金融市场是完善的,没有进出壁垒;②金融市场是有效的;③没有交易成本;④投资者追求利润最大化;⑤投资者对未来利率的变动有相同预期。

市场预期理论的主要内容是,市场对未来利率变动的预期是决定期限结构的唯一因素,远期利率反映了投资者对未来相应时期的即期利率的共同认识。通俗地讲,一个几年期债券的到期收益率等于这几年中各年的 1 年期债券到期收益率的平均值。

记第 $t-1$ 到 t 年的即期利率的期望值为 $e(S_{t-1,t})$, 那么

$$e(S_{t-1,t}) = f_{t-1,t}$$

在市场预期理论中,影响投资者预期的因素主要是通货膨胀,投资者对实际利率和通货膨胀率的预期发生变化,按名义利率计算的未来即期利率就发生变化,从而影响到期限结构。例如,投资者预计通货膨胀率将会下降,那么收益率曲线将会向右下方倾斜。

从逻辑上讲,按照市场预期理论,收益率曲线向右上方爬升和向右下方倾斜的可能性是相当的。但实证结果表明,收益率曲线向右下方倾斜的时候要少些,对此,流动性偏好理论给出了补充解释。

(2) 流动性偏好理论 (*The Liquidity Preference Theory*)。

流动性偏好理论认为,不同期限的证券不能相互替代。影响利率期限结构的因素除市场预期外,还有投资者的流动性偏好——投资者更愿意购买短期债券的倾向。

投资者的流动性偏好主要来自两个方面,一是投资者意识到他们自己可能很快或者随时就有对资金的需求,二是投资者认为购买短期证券所面对的风险要小些。

投资者的流动性偏好,要求长期资金的借款人提供较高的预期收益率。远期利率和未来预期利率之差被称为流动性溢价 (*liquidity premium*),也译为流动性升水。用公式表示即

$$f_{t-1,t} = eS_{t-1,t} + L_{t-1,t}$$

其中, $L_{t-1,t}$ 就是第 $t-1$ 到 t 期的流动性溢价。

于是

$$\begin{aligned} (1 + S_{t-1,t})^{t-1} \cdot (1 + eS_{t-1,t} + L_{t-1,t}) \\ = (1 + S_t)^t \end{aligned}$$

$$\because L_{t-1,t} > 0$$

$$\therefore (1 + S_{t-1,t})^{t-1} \cdot (1 + eS_{t-1,t}) < (1 + S_t)^t$$

当 $eS_{t-1,t} = S_{t-1,t}$ 时,有 $S_{t-1} < S_t$ 。这就是说,投资者估计未来的即期利率不下降时,收益率曲线也会下降,这与市场预期理论是不同的。

简言之,按照流动性偏好理论,收益率曲线上升可能是流动性偏好引起的,只有当上升幅度较大时才可能是由于市场预期即期利率上升引起的,而收益率曲线下降只有在预期未来即期利率有较大幅度下降时才会发生。因而,收益率曲线上升的情况要多一些。

(3) 市场分割理论 (*The Market Segmentation Theory*)。

市场分割理论认为投资者和借款人都受到法律、偏好或者习惯的限制,不同的投资者有各自的投资范围,不同期限的债券市场被一个个分割开来,整个金融市场中各个期限的市场都有各自的投资者,资本从一个市场到另一个市场部分地流动存在障碍,因此,即期利率取决于各个市场各自的资金供求状况,收益率曲线的形状取决于各种期限债券的供求关系。

三、债券免疫

被动的债券组合管理目的就在于降低风险。一般地,把风险为零的债券组合称为免疫债券组合。

债券免疫在养老金基金中比较流行,这是因为养老金基金需要定期向退休职工支付一定的年金,它希望‘简单’地做到现金匹配,即每年投资债券所得的现金流入和支付年金的流出相适

应。债券免疫对一般的投资基金来说也是需要的,它对于投资基金防止利率变动风险、保证现金支出有重要的作用。

要构造免疫债券组合,需要先计算债券的持续期限。

1. 持续期限

持续期限(Duration)是债券一系列货币支付的平均到期时间,进一步讲,它是债券对剩余的所有货币支付额进行支付所需时间的加权平均。

债券的持续期限 D 一般可用下叙公式计算

$$D = \frac{\sum_{t=1}^T PV(C_t) \times t}{P_0} \quad (2.2.65)$$

其中, $PV(C_t)$ 是以债券到期收益率为贴现率计算出来的在时间 t 可以收到的现金流的现值, P_0 是债券现行市场价格, T 为债券余下的到期时间。

因为债券的市场价格 P_0 等于以其到期收益率为贴现率计算的各现金流入的总现值,即

$$P_0 = \sum_{t=1}^T PV(C_t)$$

因此, (2.2.65) 式可改写为

$$D = \sum_{t=1}^T \left\{ \frac{PV(C_t)}{P_0} \times t \right\}$$

很显然,贴现债券的持续期限等于到期期限,付息债券的持续期限小于到期期限。

实际应用中,测定持续期限的方法主要有以下几种:

(1) 麦考利持续期限。

麦考利持续期限计算公式如下:

$$D = 1 \times \frac{C_1 / (1+Y)^1}{V} + 2 \times \frac{C_2 / (1+Y)^2}{V} + \dots + n \times \frac{(C_n + P_n) / (1+Y)^n}{V}$$

其中, Y 是内部收益率, C_i 是第 i 年的利息, P_n 是第 n 年归还的本金, n 是到期期限, V 是债券现行市场价格。

麦考利持续期限中到期收益率是内部到期收益率。

(2) 费希尔——韦尔持续期限。

为适应利率的变化,可采用费希尔——韦尔持续期限。计算公式如下:

$$D = 1 \times \frac{C_1 / (1+\gamma_1)}{V} + 2 \times \frac{C_2 / [(1+\gamma_1)(1+\gamma_2)]}{V} + \dots + n \times \frac{(C_n + P_n) / [(1+\gamma_1)(1+\gamma_2)\dots(1+\gamma_n)]}{V}$$

其中, γ_i 是第 i 年的利率。

(3) 考克期——英格索尔——罗期持续期限(CIR 持续期限)。

为适应更为复杂的利率变化,可采用 CIR 持续期限,其计算公式同费希尔——韦尔持续期限,区别在于对 γ_i 的估算。在费——韦方法中,各 γ_i 是单独估算的,可用前面介绍的方法估算,而 CIR 方法中 γ_i 是‘推移’估算的。CIR 估算 γ_i 的方法如下:

$$\gamma_t - \gamma_{t-1} = E(\gamma_t - \gamma_{t-1}) + \sigma_\gamma \cdot Z_t \cdot \sqrt{\gamma_{t-1}}$$

其中, Z_t 是第 t 期影响利率的某一因素的水平。上式右边前一项是预计的利率变化,后一项是随机变化。预计的利率变化如下计算:

$$E(\gamma - \gamma_{t-1}) = a(\bar{\gamma} - \gamma_{t-1})$$

其中, a 是系数项, $\bar{\gamma}$ 是一段时期来利率的平均值。

麦考利持续期限是 1938 年提出的, 费希尔——韦尔持续期限是 1971 年提出的, CIR 持续期限是 1979 年提出的。后人对它在债券免疫中的效力进行了检验, 表明其准确性是逐步提高的, 但麦考利持续期限法最简单, 因此一般可选用麦考利持续期限。

当计算出投资于债券组合的到期收益率和现金流量时, 债券组合作为一个整体其持续期限计算方法与债券相同。

持续期限不仅可以衡量债券货币支付的平均时间长度, 还可以估计债券价格与收益率间的关系。

在麦考利持续期限条件下,

$$D \approx - \frac{\text{债券价格的变化率}(\%) }{1 + \text{内部收益率变化率}(\%)}$$

在费希尔——韦尔持续期限条件下,

$$D \approx - \frac{\text{债券价格的变化率}(\%) }{1 + \text{几何平均收益率变化率}(\%)}$$

如果两个债券组合具有相同的持续期限, 那么, 利率变动对二者价格的影响将是很接近的。如果利率期限结构是平的, 即收益率曲线是水平的, 那么具有相同麦考利持续期限的债券组合对利率变动有相同反应。如果两种组合具有相同费希尔——韦尔持续期限, 如果利率变动在任何形状的期限结构中有相同变动幅度, 收益率曲线形状不变, 两组合对利率变动的反应也是一致的。

2. 构造免疫债券组合

构造免疫债券组合的原理很简单: 先计算约定现金支出的持续期限, 再选择一组债券使之具有相同的持续期限。

值得注意的是债券组合的收益率和持续期限应将组合作为一个整体计算, 而不是各债券的内部收益率和持续期限按组合系数来加权平均求出, 除非期限结构是平的。

另外, 具有相同持续期限的债券组合并不止一个, 因此可以求出具有较大(甚至最大内部收益率的)免疫债券组合。免疫债券组合的构造将依赖于数学技巧和计算机工具的运用。

免疫债券组合也有可能失去效力, 这主要来自以下几个原因:

(1) 拖欠和提前赎回。债券免疫是在债券约定的现金流动会保证支付前提下操作的, 债券被假定无提前赎回风险和拖欠风险。为防止出现这种失效, 操作时可使债券组合的持续期限略小于负债支出的持续期限。

(2) 利率期限结构变形。为操作上的简便, 实际上一假设收益率曲线是水平的, 今后的变动也是平行移动——此时债券组合的持续期限可按各债券持期限以组合系数加权平均, 对于利率的复杂变动, 原免疫债券组合将失去免疫能力。为防止这种状况, 应力求把债券组合作为一个整体来计算持续期限, 并注意根据市场利率的变动不断地进行再免疫组合。

四、主动债券组合管理

主动的债券组合只是一般投资组合原理的具体应用。

在债券组合中, 投资者对债券的持有期并不等于债券的到期期限, 这是在计算债券的期望

收益率、方差、协方差时值得注意的问题。

在持有期内债券的收益率为：

$$\gamma = \frac{I + P_1 - P_0}{P_0}$$

其中, I 表示期内的利息, P_0 表示期初价格即现行市场价格, P_1 表示期末的市场价格。 P_0 是确定的, I 、 P_1 都是随机变量。

债券收益率期望值为：

$$E(r) = \frac{EI + EP_1}{P_0} - 1$$

对于财政债券来说, I 是确定的, 即有

$$EI = I$$

对公司债券来说, I 有违约的可能, 因此

$$EI = \text{承诺的利息支付} \times (1 - \text{违约概率})$$

P_1 的计算就涉及到内部收益率的问题了。

我们先按前面所叙方法, 求出该债券的到期内部收益率 Y 。假定从持有期末为新起点, 把 P_1 作为‘现在’的市场价格, 列出新的到期内部收益率公式, 只不过现在的内部收益率已求出, 把 P_1 作为未知数, 求解即得。估计 P_1 时所使用的 Y 从本质上说是一个“远期利率”, 实际上需要依据市场利率的期限结构进行调整, 因此, 此时求出的 P_1 是不“准确”的, 投资者对它的期望值可以大于或者小于解出的 P_1 。

估算持有期内收益率的方差或协方差比较困难。

一般可以将整个持有期分成若干‘期’的区间, 如每期可按月计。计算出按月的——更一般是按期——收益率 γ_t , 再利用此时间序列样本估算方差和协方差。

如果持有债券为财政债券, 那么首先依据利率期限结构计算出各期期初、期末时的到期收益率 Y_1 、 Y_2 , 由于期限结构并不是平的, 所以得出的 Y_1 、 Y_2 并不相等, 第 t 期的收益率为：

$$\gamma_t = Y_1 + \frac{1-D}{t^*} (Y_2 - Y_1)$$

式中, t^* 是一期的时间长度, 若为月, 则 t^* 取 $\frac{1}{12}$, 余类推。 D 是该期期初为起点, 以该债券到期内部收益率计算的麦考利持续时间。

利率的期限结构或者说收益率曲线方程一般具有如下形式, 其中 a_1 、 a_2 、 a_3 、 a_4 均为系数

$$Y = (a_1 + a_2 T) e^{-a_3 T} + a_4$$

实际上, 上式中 a_4 代表了长期利率, a_1 是长期利率与短期利率的差额, a_2 、 a_3 决定着收益率曲线的形状。 Y 、 T 分别代表到期收益率和到期期限, 这是显而易见的。

上述收益率曲线方程可供在估算 Y_2 、 Y_1 时参考。

对公司债券可参考财政债券估计方差、协方差。

当然, 如果能直接描述出在持有期内收益率 γ 的概率分布, 那就可以接第二节和第三节中所叙方法直接操作了。

债券组合也涉及到寻找被错误定价债券的问题。基本思路是, 投资者估计债券的内在价值并与市场价格相比较或者估算债券内在的到期收益率并与市场价格决定的到期收益率相比较, 找出那些被错误定价的债券, 抛出被市场高定价债券、购入被低定价债券, 获取超过一般水

平的更大收益。债券内在价值的估计属于基本分析范畴,投资者估计债券内在价值的依据是债券的本息大小、到期期限、流动性、税收待遇、提前赎回规定、拖欠的可能性等,估计的基本方法是“资本化定价方法”。

第七节 期权期货定价

存在两种类型的买入和卖出期权,其中欧洲期权(*European Option*)指在到期时才给它们的拥有者行使合约的权利,而美国期权(*American Option*)却可以在到期或到期之前的任何时候均可以执行合约的权利。在期权定价讨论时,我们主要分析欧洲期权定价问题,美国期权定价放在后面讨论。讨论欧洲期权定价时以买入期权为例,卖出期权定价原理与之相似。

一、欧洲期权定价

在分析欧洲期权定价时,我们假定市场是有效的、完善的。为简化起见,假设原股票在到期日前不派发股息。

我们按逐步深入的原则来研究欧洲期权的定价问题。第一步,假定在到期日原股票价格是确定的,揭示期权定价的基本原理;第二步,允许原股票价格变动,把在到期日前股票价格变动分为有限个阶段,揭示能够接近于实际的期权定价二项分布模型;第三步,研究原股票价格连续变动,即第二步中的阶段成为“瞬时”下的期权价格,得出布莱克——斯科尔斯期权定价模型。

1. 期权定价原理

对买入期权来说,如果在到期日原股票的市场价格大于协议价格,期权购买者就会执行合同,在到期日期权购买者获得的收益就是市场价格与协议价格的差额,如果到期日市场价值低于市场价格,期权购买者就放弃执行合同,期权所带来的收益为零。记期权所带来的收益为 V_c ,协议价格为 E ,到期日原股票市场价格为 S_t ,那么

$$V_c = \begin{cases} 0 & \text{当 } S_t \leq E \text{ 时} \\ S_t - E & \text{当 } S_t > E \text{ 时} \end{cases} \quad (2.2.66)$$

同理,对卖出期权,期权所带来收益 V_p 为:

$$V_p = \begin{cases} 0 & \text{当 } S_t \geq E \text{ 时} \\ E - S_t & \text{当 } S_t < E \text{ 时} \end{cases}$$

回到买入期权上来。我们假定 S_t 是确定的,那么期权购买者必然在知道 $S_t > E$ 的情况下才会购买买入期权,此时期权所带来的收益就是

$$V_c = S_t - E$$

V_c 也就是期权的期终财富。记买入期权价格为 C ,它就是投资者对期权的投资额,也是期权所代表的期初财富。期权价格与期权收益间是什么关系呢?由于 S_t 是确定的,投资者购买期权是无风险投资,又由于投资者买、卖入期权的机会是均等的,因此投资者所获得收益率就应该是从期权合同成立至到期日的无风险利率 γ_f 。期权价格也就是期权收益按无风险利

率折算的现值,即

$$C = \frac{S_t - E}{1 + \gamma_f}$$

上式也可以作为期权的定价模型了,只不过还不具有现实意义。

从中,我们可以看出,期权价格和期权收益分别是期初和期终期权所代表的价值。对投资者来说,期权同股票、债券在本质上没有什么区别,都可以成为投资组合中组合的对象。

2. 期权定价的二项式模型

假设从合同成立到到期日原股票价格分别有两种可能的变化,一种是上升,一种是下降,这显然是合乎实际的。股票价格每发生一次周期性的上升或下降作为一个阶段。首先,我们假设整个期权合同有效期作为一个变化周期,研究在单阶段下期权的定价方式。

记股价上升时,在该阶段期末源股票价格为阶段期初的价格 u 倍,下降时为 d 倍,这种假定相当于源股票价格是按比例变化的。记源股票期初价格为 S_0 ,那么期终价格为 uS_0 或 dS_0 。期权收益即期权在期终时的价值也呈现两种状态。

$$V_1 = \max \{0, uS_0 - E\}$$

$$\text{或 } V_2 = \max \{0, dS_0 - E\}$$

人们在期权定价中的研究多年来没有进展,主要的原因是期权的价值既依赖于源股票价格又脱离源股票价格,在有厌恶风险投资者存在的情况下,难以确定期权价值期终值即期权收益的概率分布。1973年,布莱克和斯科尔斯发表论文,利用股票和期权建立了无风险投资组合,为揭示期权定价问题开辟了道路。

现在,我们构造无风险投资组合,这个投资组合通过买入源股票、卖出期权或者卖空源股票、买入期权构成。在这个组合中,股票价格上的损失正好由期权收益来弥补,期权上的损失,正好由股票来弥补,从而源股票价格的变化不影响投资组合的价值。在这个投资组合中,首先要解决的是买进每一股源股票需售出的买入期权的份数或者买进每一份买入期权需卖出的源股票的数目。这个问题不难解决。

假定我们的无风险投资组合是由卖出一份买入期权和买入 m 股源股票构成。根据我们的要求,这一组合应满足源股票价格上升或下降时到期日的组合价值是一样的,即

$$m \cdot uS_0 - V_1 = m \cdot dS_0 - V_2$$

$$m = \frac{V_1 - V_2}{uS_0 - dS_0} \quad (2.2.67)$$

用文字叙述就是:

$$\frac{\text{售出一份买入期权}}{\text{需买进的源股票数目}} = \frac{\text{期权的高低价值差(收益差)}}{\text{股票的高低价格差}}$$

由于这个投资组合的期终财富是稳定的,它的收益率应是期权合同成立至到期日的无风险利率 γ_f 。同样期权价格为 C ,那么该组合在期初时的总投资即期初财富为 $mS_0 - C$,期终财富为 $muS_0 - V_1 + mdS_0 - V_2$,我们有

$$mS_0 - C = \frac{mdS_0 - V_2}{1 + r_f}$$

记 $1 + r_f = r$,则

$$C = \frac{m \cdot r \cdot S_0 + V_2 - mdS_0}{r}$$

把(2.2.66)式代入上式得：

$$\begin{aligned} C &= \frac{1}{r} \left\{ \frac{V_1 - V_2}{S_0(u-d)} \cdot rS_0 + V_2 - \frac{V_1 - V_2}{S_0(u-d)} \cdot dS_0 \right\} \\ &= \frac{1}{r} \left\{ V_1 \cdot \frac{r-d}{u-d} + V_2 \cdot \frac{u-r}{u-d} \right\} \end{aligned}$$

记 $q = \frac{r-d}{u-d}$, 那么 $\frac{u-r}{u-d} = 1-q$ 。于是

$$C = \frac{1}{r} [V_1 \cdot q + V_2(1-q)] \quad (2.2.67)$$

上式就是单阶段下期权定价的二项分布模型,不过仍然不具备现实意义。

(2.2.67)式称为二项分布模型是因为我们是假定源股票价格变化只有两个状态下得出的。从形式上看该式也具有二次分布的数学形式,但其中的 q 并不是源股票价格的概率。

推导(2.2.67)式时,我们假定源股票价格只变化一次,而事实上从期权合同成立到到期日源股票价格可能变化若干次,即股票价格有若干个变化阶段。现在,推导多阶段下的期权定价模型。

记从期权合同成立至到期日,源股票价格变动 N 次,即从期初到期末有 N 个阶段。

假定各阶段源股票价格变动方式与单阶段相同,且各阶段内源股票价格变动幅度也相同,即阶段末价格为阶段初的 u 或 d 倍。

先考察 $N=2$ 时的情形。

股票价格变化为：

$$\begin{array}{ll} & u^2 S_0 \quad (\text{源股票价格两次上升}) \\ & \swarrow \quad \searrow \\ S_0 & \swarrow \quad \searrow \\ & uS_0 \quad \swarrow \quad \searrow \\ & \swarrow \quad \searrow \\ & dS_0 \quad \swarrow \quad \searrow \\ & \swarrow \quad \searrow \\ & d^2 S_0 \quad (\text{两次下降}) \end{array}$$

(期初)阶段 1 阶段 2(期末)

期权价值变化形式为：

$$\begin{array}{ll} & V_{11}^2 = \max \{0, u^2 S_0 - E\} \\ & \swarrow \quad \searrow \\ V = C & \swarrow \quad \searrow \\ & V_{12}^2 = \max \{0, udS_0 - E\} \\ & \swarrow \quad \searrow \\ & V_{22}^2 = \max \{0, d^2 S_0 - E\} \end{array}$$

(期初)阶段 1 阶段 2(期末)

其中, V 的上标表示第几个阶段,下标 1 表示高价值状态,下标 2 表示低价值状态。

由(2.2.67)式知,在第二个阶段初、第一个阶段末期权价值为：

$$V_1^1 = \frac{1}{r} [q \cdot V_{11}^2 + (1-q) V_{12}^2]$$

$$V_2^1 = \frac{1}{r} [q \cdot V_{21}^1 + (1-q) V_{22}^2]$$

再由(2.2.67)式,在第一个阶段初即期初时期权价值——期权价格为:

$$\begin{aligned} C &= \frac{1}{r} [q V_1^1 + (1-q) V_2^1] \\ &= \frac{1}{r^2} [q^2 V_{11}^2 + 2q(1-q) V_{12}^2 + (1-q)^2 V_{22}^2] \\ &= \frac{1}{r^2} \sum_{i=0}^2 \frac{2!}{(2-i)! i!} \cdot q^i (1-q)^{N-i} \\ &\quad \max \{0, u^i d^{2-i} \cdot S_0 - E\} \end{aligned}$$

一般地,

$$C = \frac{1}{r^N} \sum_{k=0}^N \frac{N!}{(N-k)! k!} q^k (1-q)^{N-k} \cdot \max \{0, u^k d^{N-k} \cdot S_0 - E\}$$

注意到源股票价格连续下降有可能低于 E , 即当 k 比较小时, 可能 $\max \{0, u^k d^{N-k} \cdot S_0 - E\} = 0$ 。设存在正数 m , 使得当 $k < m$ 时,

$u^k d^{N-k} \cdot S_0 - E < 0$, 而当 $k \geq m$ 时,

$u^k d^{N-k} \cdot S_0 - E \geq 0$, 那么

$$\begin{aligned} C &= \frac{1}{r^N} \sum_{k=m}^N \frac{N!}{(N-k)! k!} q^k (1-q)^{N-k} \cdot (u^k d^{N-k} S_0 - E) \\ &= \frac{1}{r^N} \sum_{k=m}^N \frac{N!}{(N-k)! k!} q^k (1-q)^{N-k} \cdot u^k d^{N-k} S_0 - \frac{N}{r^N} \\ &\quad \sum_{k=m}^N \frac{N!}{(N-k)! k!} q^k \cdot (1-q)^{N-k} \end{aligned}$$

记得 $P = \frac{u}{r} q$, 那么

$$C = S_0 \sum_{k=m}^N \frac{N!}{(N-k)! k!} p^k (1-P)^{N-k} - \frac{E}{r^N} \cdot \sum_{k=m}^N \frac{N!}{(N-k)! k!} q^k (1-q)^{N-k}$$

利用二项分布的数学表示式, 上式可记为:

$$C = S_0 B(m, N, p) - E \cdot r^{-N} \cdot B(m, N, q) \quad (2.2.68)$$

(2.2.68) 就是期权定价的二项分布模型。

当 $N \rightarrow \infty$ 时, 二项分布趋向于正态分布。根据我们以前对源股票价格变化的假设, 此时股票价格 S_t 服从对数正态分布——这与实际情况是比较吻合的! 于是我们就得到正态分布的期权定价模型 布莱克——斯科尔斯模型 (Black——Scholes Model)。

3. 布莱克——斯科尔斯期权定价模型

现假定股票价格连续变化, 记 r 为无风险复利利率, μ 为源股票年收益率期望值, σ^2 为年收益率的方差。

期权价格 C 就是期权价值 V 期望值的现值, 即

$$C = e^{-r} E(V)$$

V 是随机变量。

记 $f(V)$ 为 V 的密度函数, 联系(2.2.66)式, 有:

$$\begin{aligned} C &= e^{-r} E(V) = e^{-r} \int_{-\infty}^{+\infty} V \cdot f(V) dV \\ &= e^{-r} \cdot \int_{-\infty}^0 0 \cdot f(S_t) dS_t + \int_E^{+\infty} (S_t - E) f(S_t) dS_t \end{aligned}$$

$$= e^{-r} \int_E^{+\infty} (S_t - E) f(S_t) dS_t \quad (2.2.69)$$

$f(S_t)$ 是 S_t 的密度函数, 而 S_t 服从对数正态分布, 故

$$E(S_t) = e^{u + \frac{1}{2}\sigma^2}$$

$$\text{而 } S_0 = e^{-r} E(S_t)$$

因此:

$$S_0 = e^{-r + u + \frac{1}{2}\sigma^2}$$

$$\text{即 } u + \frac{1}{2}\sigma^2 = \ln S_0 + \gamma$$

回到(2.2.69)式, 我们把它表示为两段, 即

$$C = e^{-r} \int_E^{+\infty} S_t f(S_t) dS_t - e^{-r} \cdot E \cdot \int_E^{+\infty} f(S_t) dS_t = A + B$$

代入 S_t 的密度函数

$$A = e^{-r} \int_E^{+\infty} S_t f(S_t) dS_t = e^{-r} \int_E^{+\infty} S_t \cdot \frac{1}{S_t \sqrt{2\pi\sigma^2}} e^{-\frac{(\ln S_t - u)^2}{2\sigma^2}} dS_t$$

$$\text{令 } S_t = e^s$$

$$= e^{-r} \cdot \frac{1}{\sqrt{2\pi\sigma}} \int_{\ln E}^{+\infty} e^s \cdot e^{-\frac{(s-u)^2}{2\sigma^2}} ds$$

$$= e^{-r} \cdot \frac{1}{\sqrt{2\pi\sigma}} \int_{\ln E}^{+\infty} e^{-\frac{(s-(u+\sigma^2))^2}{2\sigma^2} + u + \frac{\sigma^2}{2}} ds$$

$$= \frac{S_0}{\sqrt{2\pi\sigma}} \int_{\ln E}^{+\infty} e^{-\frac{(s-(u+\sigma^2))^2}{2\sigma^2}} ds \quad (\because e^{-r} \cdot e^{u + \frac{\sigma^2}{2}} = S_0)$$

$$\text{令 } g = \frac{s - (u + \sigma^2)}{\sigma} = \frac{S_0}{\sqrt{2\pi}} \int_{\frac{\ln E - (u + \sigma^2)}{\sigma}}^{+\infty} e^{-\frac{g^2}{2}} dg$$

利用正态分布数学表达式, 有:

$$A = S_0 N\left(\frac{u + \sigma^2 - \ln E}{\sigma}\right)$$

$$= S_0 N\left[\frac{\ln S_0 + r + \frac{\sigma^2}{2} - \ln E}{\sigma}\right]$$

$$= S_0 \cdot N\left[\frac{\ln \frac{S_0}{E} + r + \frac{\sigma^2}{2}}{\sigma}\right]$$

$$\text{同理 } B = -e^{-r} E \int_E^{+\infty} f(S_t) dS_t$$

$$= -E \cdot e^{-r} \cdot N\left[\frac{\ln \frac{S_0}{E} + \gamma - \frac{\sigma^2}{2}}{\sigma}\right]$$

$$\therefore C = S_0 N\left[\frac{\ln \frac{S_0}{E} + \gamma + \frac{\sigma^2}{2}}{\sigma}\right] - E e^{-r} N\left[\frac{\ln \frac{S_0}{E} + \gamma - \frac{\sigma^2}{2}}{\sigma}\right]$$

由于 γ 和 σ 都以年为单位得出的, 而期权的有效期限 t 一般不超过 1 年, 根据数学知识, 应该用 γt 和 $\sqrt{t}\sigma$ 代替上式中的 γ 和 σ , 于是

$$C = S_0 N\left[\frac{\ln \frac{S_0}{E} + (\gamma + \frac{\sigma^2}{2})t}{\sigma \sqrt{t}}\right] - E \cdot e^{-rt} N\left[\frac{\ln \frac{S_0}{E} + (\gamma - \frac{\sigma^2}{2})t}{\sigma \sqrt{t}}\right] \quad (2.2.70)$$

(2.2.70)式就是买入期权定价的布莱克——斯科尔斯模型。

令

$$d_1 = \frac{\ln \frac{S_0}{E} + (\gamma + \frac{\sigma^2}{2})t}{\sigma\sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t} = \frac{\ln \frac{S_0}{E} + (\gamma - \frac{\sigma^2}{2})t}{\sigma\sqrt{t}}$$

(2.2.70)式可以写成如下简化形式：

$$C = S_0 N(d_1) - E \cdot e^{-\gamma t} N(d_2) \quad (2.2.71)$$

布莱克——斯科尔斯模型表明,期权价格与 S_0 、 σ^2 、 t 、 γ 呈正相关关系,与 E 呈负相关关系。

4. 一般布莱克——斯科尔斯期权定价模型

(2.2.70)或(2.2.71)式是买入期权的布莱克——斯科尔斯定价模型。

卖出期权的布莱克——斯科尔斯定价模型为：

$$P = C + \frac{E}{e^{\gamma t}} - S_0 \quad (2.2.72)$$

其中, P 是卖出期权价格。同前面一样, C 是买入期权价格, E 是协议价格, γ 是无风险年利率, t 是期权合同成立日至到期日的期限(以年计), S_0 为源股票现行价格。

如果源股票在期权有效期内支付股息红利,且红利为 D ,那么布莱克——斯科尔斯期权定价模型修改为：

$$C^* = (S_0 - \frac{D}{e^{\gamma T}}) N(d_1) - E \cdot e^{-\gamma t} N(d_2) \quad (2.2.73)$$

$$P^* = C^* + \frac{X}{e^{\gamma t}} - S_0 - \frac{D}{e^{\gamma T}} \quad (2.2.74)$$

其中, T 为红利支付所需年限,即从签订期权合同至红利支付的时间。

最后,我们指出,布莱克——斯科尔斯模型除用于解释期权价格外,还有着广泛的用途。例如,某些债券的提前赎回规定也相当于一种期权,可利用期权定价模型去研究这种债券的定价问题。再如,利用期权定价模型可以反过来去分析股票收益率的方差。(2.2.72)、(2.2.74)式也为投资者利用期权进行套利提供了理论指导。期权定价模型形式上的‘复杂’并没有成为该模型应用的障碍,反而成了促进计算机在投资领域内广泛应用的动力之一。

二、美国期权定价

1. 期权的底价

底价,是理论上均衡条件下期权所代表的最低价值。在期初,就是期权的最低价格。

前面,我们已经分析了欧洲期权的定价问题,这为我们研究美国期权的定价提供了有力的支持。

首先,看看欧洲期权的底价。仍以买入期权为例。

构造一个投资组合 A ,它由购买协议价格为 E 的买入期权和购买一组总票面价值为 E 的债券构成,其中,债券为财政债券,记从期权合同成立日至到期日的无风险利率为 γ_f 。再构造

一个投资组合 B , B 只包含一项投资,即购买组合中的买入期权的源股票。数量均为单位期权或股票。

组合 A 的期初财富为:

$$A_{\text{期初财富}} = C + E / (1 + \gamma f)$$

而组合 B 的期初财富为源股票价格 S_0 。

接下来,考察两个组合的期末财富。

记到期日源股票价格为 f_t ,那么

$$A_{\text{期末财富}} = \begin{cases} (S_t - E) + E = S_t & (\text{当 } S_t > E) \\ 0 + E = E & (\text{当 } S_t \leq E) \end{cases}$$

显然,组合 B 的期初财富为 S_0 。

由此可见,组合 B 的期末财富无论如何也不会超过组合 A ,即, $A_{\text{期末财富}} \geq B_{\text{期末财富}}$ 。

由于我们假定市场是完善和有效的,也就是说期权、股票价格已被合理地确定。很显然,此时获利高的投资组合必然需要有更高的投资额——期初财富。因此

$$A_{\text{期初财富}} = C + \frac{E}{1 + \gamma f} \geq S_0 = B_{\text{期末财富}}$$

即

$$C \geq S_0 - \frac{E}{1 + \gamma f}$$

注意到 $C \geq 0$,

因此,欧洲买入期权的期初底价表示为

$$C \geq \max \{0, S_0 - E / (1 + i)\}$$

很显然,欧洲买入期权的期末底价如前所述为:

$$V_c = \max \{0, S_t - E\}$$

到现在,我们已经多次使用了“期权价值”这个概念,期权价值就是期权所代表的财富。对欧洲期权来说,期权的价值很简单,只有期初和期末两个价值,分别是期权价格和期权期末收益。对美国期权来说,由于美国期权在有效期内可以随时执行,期权的价值在到期日之前一直是变动的。研究期权价值的意义在于,期权价值的大小决定着期权是否被执行。很显然,期权价值小于零的话,美国期权就不会执行。将期权的底价与市场价格相比较,从中可以发现期权套利的机会,也为我们利用欧洲期权研究美国期权创造条件。值得注意的是底价是在期权有效期内不支付股息红利下适用的。

一般所说的底价是指期初底价,即期权最低价格。它与我们所讨论的期权定价息息相关。

如前所叙,对欧洲买入期权来说,底价是:

$$\max \{0, S_0 - \frac{E}{1 + \gamma f}\}$$

对美国买入期权来说,它有两个底价,分别称为硬底价和软底价。

记美国买入期权的协议价格为 X ,很显然,底价不会低于 $S_0 - X$,因为美国期权随时都可能被执行,因此美国买入期权的硬底价为:

$$\max \{0, S_0 - X\}$$

美国买入期权底价不会(按情理)低于欧洲买入期权在均衡状态下的底价,同样因为二者执行方式的差别。欧洲买入期权在均衡状态下的底价被称为美国买入期权的软底价,即

$$\max \{0, S_0 - \frac{E}{1 + \gamma_f}\}$$

如果市场价格低于硬底价,那么通过美国买入期权立即就可以套利;“硬底价”在现实中是没有意义的。而在均衡状态下,期权价格也不会低于软底价。

同样,对美国卖出期权来说,硬底价为:

$$\max \{0, X - V_s\}$$

$$\text{软底价为: } \max \{0, S_0 - \frac{E}{1 + \gamma_f} - S_0\}$$

对卖出期权来说,硬底价是均衡状态下所要求的期权最低价格。由上我们得出如下结论:如果,美国期权到期前源股票不支付股息的话,那么,因为:

- (1) 市场力量将维持期权价格不低于硬底价,对美国买入期权来说,还要求不低于软底价;
- (2) 如果期权价格不低于硬底价,那么期权在到期前不会执行,因为它不会带来更多的收益。

这样,在均衡条件下,美国期权不会提前执行,欧洲期权与美国期权具有相同的市价价值。布莱克——斯科尔斯欧洲期权定价模型也可用于评估在到期日前不支付股息的美国期权的价值。

2. 布莱克——斯科尔斯模型的误差

研究表明,布莱克——斯科尔斯模型会出现如下倾向:

- (1) 低估低方差股票的买入期权,高估高方差股票的买入期权。对卖出期权也存在同样问题。
- (2) 低估股票价格大于协议价格现值的买入期权,高估股票价格小于协议价格现值的买入期权;低估股票价格小于协议价格现值的卖出期权,高估股票价格大于协议价格现值的卖出期权。
- (3) 低估美国期权,特别是快到期的美国买入期权。

有人专门研究过用布莱克——斯科尔斯模型估计买入期权价值所带来的误差,结论如下:

$$\frac{V_{C,M} - V_{C,BS}}{V_{C,BS}} = a_1 + a_2 \log \left[\frac{V_s}{X} e^{\gamma t} \right]$$

式中 $V_{C,M}$ 是买入期权市场价格;

$V_{C,BS}$ 是布莱克——斯科尔克模型下的估计值;

X 是协议价格;

V_s 是源股票市场价格;

γ 是年无风险复利率;

t 是期权期限;

a_1 、 a_2 均为系数。

在实际运用布莱克——斯科尔斯模型估计美国期权价值时,应考虑误差因素。

3. 专门的美国期权定价模型

布莱克——斯科尔斯模型用于估计到期前不支付股息的美国期权价值是有一定效力的。

除此之外,罗尔于 1977 年提出了在到期前支付确定股息的股票的美国期权定价模型,经格斯克、沃利两人修正,该模型如下。

$$V_c = S_0 W_1 - \frac{X}{e^{\gamma t}} W_2 + a \frac{D}{e^{\gamma T}} W_3$$

式中 V_c 表示美国买入期权价格；

D 是股息；

S_0 是源股票价格；

t 是期权到期时间(年)；

T 是期权成立至股息支付时间(年)；

γ 是年无风险复利率；

X 是协议价格；

a 是一个函数数值。

如果股息不派发时,股票价格下降 $\triangle S$,那么 $a = \triangle S$ 。

W_1 、 W_2 、 W_3 如下确定：

$$W_1 = N(k_1, -m_1, -\sqrt{T/t}) + N(m_1)$$

$$W_2 = N(k_2, -m_2, -\sqrt{T/t}) + N(m_2)e^{\gamma(t-T)}$$

$$W_3 = N(m_2)$$

$$k_1 = \frac{\ln(S_0/x) + [\gamma + \frac{1}{2}\sigma^2]t}{\sigma^{(\gamma)}\sqrt{t}}$$

$$k_2 = k_1 - \sigma\sqrt{t}$$

$$m_1 = \frac{\ln(\frac{S_0}{S_0 - \triangle S}) + [\gamma + \frac{1}{2}\sigma^2]T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$m_2 = m_1 - \sigma\sqrt{T}$$

三、远期合同的定价

期货有两种形式,在西方分别是弗切斯期货合同(Future Contracts)和金融福沃德期货(Forward Contracts),在本书中将前者姑且称作期货合同,后者称作远期合同。二者的区别除交易场所外,主要的区别就是二者的会计处理不同。对远期合同来说,鉴订合同时,合同的价值为零。随着合同所指商品的市场价格的上升,合同的价值对买入方来说也就上升,也就是说合同的价值在整个合同有效期内是变动的。但是,无论对买方还是卖方来说,只有在合同到期日才实际交货,只有这个时候,才会发生实现的税金流进流出,合同的价值才得以实现——除非到期前把合同转让出去。期货合同所代表的市场价值都在整个期间内是维持零不变,但期货合同条款是不断修改的,每天都会当在当事人的账户上产生现金流量。

1. 投资者风险中立下的远期合同定价

记 T 年到期的无风险债券到期内部收益率为 TY_0 ——如前约定,未予说明的均以年计。假定现有一种 T 年到期、协议价格为 TF_0 的远期合同,每一份合同在到期日以价格 TF_0 购买一单位商品。

现在,我们构造一个投资组合,它包括：

(1) 签订 $(1 + TY_0)^T$ 份这种购买远期合同。

(2) 投资 TF_0 去购买那种无风险债券。

在这个投资组合中,远期合同不需支付代价,即投资额为零,因此,期初财富即总投资为 TF_0 。

现在考察 T 年后的投资组合期终财富。

这每一份远期合同的期终价值为：

$$\widetilde{CT} - TF_0$$

其中 $\widetilde{CT}$ 表示期终时该商品的市场价格,它是一个随机变量。

投资组合中远期合同部分的期终财富为：

$$(1 + TY_0)^T \cdot (\widetilde{CT} - TF_0)$$

它的期望值为：

$$E(1 + TY_0)^T \cdot (\widetilde{CT} - TF_0) = (1 + TY_0)^T E\widetilde{CT} - (1 + TY_0)^T \cdot TF_0$$

无风险债券的期终财富为：

$$(1 + TY_0)^T \cdot TF_0$$

因此,该投资组合的期终财富期望值为：

$$(1 + TY_0)^T \cdot E\widetilde{CT}$$

市场是完善和有效的,进行这种组合投资的机会对人人都是均等的,因此该组合的期初财富就是期终财富按无风险利率即 TY_0 折算的现值。即

$$TF_0 = \frac{(1 + TY_0)^T \cdot E\widetilde{CT}}{(1 + TY_0)^T} = E\widetilde{CT} \quad (2.2.75)$$

因此,在风险中立的情况下,远期合同的协议价格等于到期时商品价格的期望值。

2. 投资者为风险厌恶型下的远期合同定价

继续考察上面的投资组合,该组合的期初财富仍为 TF_0 ,期终财富仍为 $(1 + TY_0)^T \widetilde{CT}$,但投资者为风险厌恶型,就不能简单地利用无风险利率折现来确定协议价格,而只能依赖于效用理论了。

根据效用理论,在均衡状态下,投资者因支付货币用于投资而不用于消费在现在所放弃的效用,应等于未来从投资带来的收入用于消费而产生的效用。

一个典型的风险厌恶者的效用函数具有这样的特征:随着时间 T 的消费量的增加,效用也增加,但边际效用递减;同样数量的消费水平,在近期所带来的效用大于它在远期所带来的效用。

设 U_0 表示现在每增加一个单位(如 1 美元)的消费所产生的效用,在前述的投资组合中,现在所放弃的总效用为 $U_0 \cdot TF_0$ 。

设 $\widetilde{UT}$ 表示将来 T 时刻每增加一个单位消费所产生的效用, $\widetilde{UT}$ 是不确定的,它是一个随机变量,上述投资组合在 T 时刻的期望效用为 $E\{\widetilde{UT}(1 + TY_0)^T \widetilde{CT}\}$ 。

因此,

$$U \cdot TF_0 = E\{\widetilde{UT}(1 + TY_0)^T \widetilde{CT}\} = (1 + TY_0)^T \cdot E\{\widetilde{UT} \cdot \widetilde{CT}\}$$

$$TF_0 = (1 + TY_0)^T \cdot E\left\{\frac{\widetilde{UT}}{U_0} \cdot \widetilde{CT}\right\}$$

$$\text{记 } \widetilde{MT} = \frac{\widetilde{UT}}{U_0}$$

$\widetilde{MT}$ 也是一个随机变量,它表明时间 T 的单位消费效用与现在效用之间的关系,称为时间 T 消费的边际替代率。

于是

$$TF_0 = (1 + TY_0)^T E\{\widetilde{MT} \cdot \widetilde{CT}\} = (1 + TY_0)^T \cdot \{E(\widetilde{MT}) \cdot E(\widetilde{CT}) + COV(\widetilde{MT}, \widetilde{CT})\}$$

在均衡状态下,边际替代率的期望值就是无风险利率贴现因子,即

$$E(\widetilde{MT}) = \frac{1}{(1 + TY_0)^T}$$

因此

$$TF_0 = E(\widetilde{CT}) + (1 + TY_0)^T \cdot COV(\widetilde{MT}, \widetilde{CT}) \quad (2.2.76)$$

上式,右边第二项 $(1 + TY_0)^T \cdot COV(\widetilde{MT}, \widetilde{CT})$ 被称为保值溢价(*hedging premium*)。

可见,在投资者为风险厌恶型下远期合同的协议价格是期望商品价格与保值溢价之和。

如果 $TF_0 > E(\widetilde{CT})$,则称商品处于期货溢价(或升水)状态,否则称商品处于现货溢价状态。

如果投资者为风险中立型,他们的效用函数是线性的,边际效用是一个常数,边际替代率也不因消费水平的变化而变化,即 $COV(\widetilde{MT}, \widetilde{CT}) = 0$, (2.2.76) 式就化为 (2.2.75) 式。

3. 远期合同的市场价值

如前所述,一份远期合同在到期前是可以转让的,这份已签订的远期合同可以以多少价格转让呢?这就需要分析在 t 时刻该远期合同的市场价值。

这份远期合同刚签订时,其市场价值为零,随着时间的推移,在 t 时刻同一到期日的新远期合同的协议价格就会改变,原来的远期合同市场价值就可以大于或小于零。为简化起见,仍然假定所有合同都购买一个单位的商品。新合同与旧合同市场价值的差额就体现在协议价格的差额上,这个协议价格的美额是常数,旧合同的市场价值就是这个协议价格差额以到期日到 t 时刻的按无风险利率的折现值。即有

$$FC_t = \frac{T - tF_t - TF_0}{(1 + F_tY_t)^{T-t}}$$

式中, FC_t 表示一份先前签订的远期合同在 t 时刻的市场价值, TF_0 表示先前的远期合同的协议价格, $T - tF_t$ 表示在 t 时刻签订的 T 时刻到期的远期合同协议价格, $T - tY_t$ 是从 t 到 T 时刻的无风险债券年收益率。

四、期货合同的定价

1. 风险中立下的期货合同定价

为分析期货合同(*Future Contracts*)的定价,我们同样需要构造投资组合。该组合包括①

期货合同。②债券。但是,由于期货合同每天都产生现金流入流出,现在的投资组合就不像远期合同时那样有稳定的构成。我们设计这个投资组合的目的是,既然期货合同每天都产生一个现金流量,那么我们就相应购买 1 天期的债券,债券所产生的现金流量正好相当于期货合同产生的现金流量,于是这个投资组合所代表的财富(价值)就完全由债券的价值和期货合同中的协议价格来确定。问题是,在组合中,我们要买多少债券和期货合同?

在第一天开始时,我们购买当天期货合同协议价格 Tf 数量的债券,然后购买当天 1 天期债券价值 $(1+1Y_0)$ 的期货合同,其中, $1Y_0$ 是第 0 天(即第一天初)时 1 天期债券的收益率。在第一天末,投资组合所带来的收入是债券投资收入与期货合同当天现金流量之和。

第一天末,债券投入收入为: $Tf_0(1+1Y_0)$, 期货合同的现金流量为 $(1+1Y_0)(T-1f_1-Tf_0)$, 其中, $T-1f_1$ 是在第一天末签订的到期日为 T (期限为 $T-1$) 的期货合同协议价格。因此投资总收入为:

$$Tf_0(1+TY_0) + (1+1Y_0) \cdot (T-1f_1-Tf_0) = (1+1Y_0) \cdot T-1f_1$$

第二天,我们以昨天总收入再投资于 1 天期债券,以这些天连读几何利率的债券价值 $(1+1Y_0) \cdot (1+1\tilde{Y}_1)$ 数量签订期货合同,产生的总收入为:

$$(1+1Y_0)(1+1\tilde{Y}_1) \cdot T-2f_2$$

类推下去第 t 天的总收入为:

$$(1+1Y_0) \cdot (1+1\tilde{Y}_1) \cdots (1+1\tilde{Y}_t) \cdot T-t_f t_t$$

在合同期满时 $\tilde{of}_T = \tilde{C}_T$

因此,到期总收入为:

$$(1+1Y_0)(1+1\tilde{Y}_1) \cdots (1+1\tilde{Y}_T) \cdot \tilde{C}_T$$

记 $\tilde{R} = (1+1Y_0)(1+1\tilde{Y}_1) + \cdots (1+1\tilde{Y}_T)$

那么,到期总收入为: $\tilde{R}\tilde{C}_T$ 。

而总投资——实际上就是第一天初的投资为 Tf_0 。

因此,在均衡状态下,风险中立时,期货合同的协议价格 Tf_0 就是总收入期望值按无风险利率折算的现值,即

$$Tf_0 = \frac{E(\tilde{R}\tilde{C}_T)}{(1+TY_0)^T} = \frac{E(\tilde{R}) \cdot E(\tilde{C}_T)}{(1+TY_0)^T} + \frac{cov(\tilde{R}, \tilde{C}_T)}{(1+TY_0)^T}$$

在风险中之下,期限结构没有流动性溢价,即:

$$E(\tilde{R}) = (1+TY_0)^T$$

因此,

$$Tf_0 = E(C_T) + \frac{cov(\tilde{R}, \tilde{C}_T)}{(1+TY_0)^T} \quad (2.2.77)$$

2. 风险厌恶下的期货合同定价

采取同样的债券与期货合同的组合,利用效用理论,有:

$$Tf_0 = E(\tilde{M}_T \tilde{R} \tilde{C}_T)$$

$\widetilde{M}_T$ 是现时消费与 T 时消费之间的效用边际替代率。

上式变形：

$$Tf_0 = E(\widetilde{M}_T) \cdot E(\widetilde{R}\widetilde{C}_T) + cov[\widetilde{M}_T, (\widetilde{R}\widetilde{C}_T)] = E(\widetilde{M}_T) \cdot [E(\widetilde{R}) \cdot E(\widetilde{C}_T) + cov(\widetilde{R}, \widetilde{C}_T)] \\ + cov[\widetilde{M}_T, (\widetilde{R} \cdot \widetilde{C}_T)]$$

由于

$$E(\widetilde{M}_T) = (1 + TY_0)^{-T}$$

因此

$$Tf_0 = E\widetilde{C}_T \cdot \frac{E(\widetilde{R})}{(1 + TY_0)^T} + \frac{cov(\widetilde{R}, \widetilde{C}_T)}{(1 + TY_0)^T} + cov[\widetilde{M}_T, (\widetilde{R}\widetilde{C}_T)] \quad (2.2.78)$$

(2.2.78) 式中, $\frac{E(\widetilde{R})}{(1 + TY_0)^T}$ 称为期限溢价。期限溢价是因为期货合同的市场标志缩短了资金流量的平均到期时间, 它必然为正值, 如果存在正值流动性溢价, 那么期限溢价要小于 1。

(2.2.78) 式中第二项 $\frac{cov(\widetilde{R} \cdot \widetilde{C}_T)}{(1 + TY_0)^T}$ 称为再投资溢价, 对各种金融期货来说, 该项一般为负值。

(2.2.78) 式中第三项 $cov[\widetilde{M}_T, (\widetilde{R}\widetilde{C}_T)]$ 被称为风险溢价, 一般来说对财政债券, 该项取正值, 而股票期货取负值。

3. 股票价格指数期货合同的应用

股票投资组合掉期股价指数期货保值是常用的降低风险手段。在这里, 把股票投资组合与股价指数期货的组合称为混合组合。这种掉期保值的作用可以通过投资组合的 β 系数反映出来。

掉期保值系数可以如下计算：

$$H = \frac{\text{出售的指数单位数量}}{\text{指数单位表示的投资组合现值}}$$

例如, 一个单位的 NYSE 指数等于 500 乘以指数值。假定指数值为 50 美元, 一个指数单位是 25000 美元, 如果股票投资组合现值为 250000 美元, 该投资组合就表示为 10 个指数单位。如果出售 6 个单位的指数期货, H 就等于 0.6。

记股票组合的 β 系数为 β_p , 混合组合的 β 系数为 β_p^* , 那么

$$\beta_p^* = \beta_p - H$$

也就是说, 通过股价指数期货可以调整投资组合的 β 系数。

第八节 投资组合绩效

一、投资组合绩效概述

投资组合绩效是投资组合所取得的成绩和效能。测定投资组合绩效实质上是评价证券资产管理者——亦即投资组合的实际操作者的工作成绩、判断其工作技能。

无论对证券资产的经营者来说还是对投资基金的顾客来说,测定投资组合的绩效都是必要的。对经营者来说,好的投资组合绩效鼓励他继续采用现在的投资方法,差的投资组合绩效促使他改变投资方法,对顾客来说,好的投资组合绩效证明他所选择的经营者是称职的,差的投资组合绩效表明应该改变对经营者的约束条件、改变给予经营者的投资目标、改变该经营者所负责的资产数量以至于更换经营者。投资组合的绩效对投资基金是一个重要的评价尺度,对投资基金的内部管理也有着重要的作用。

投资组合绩效的测定包括两个方面的任务。第一,确定投资组合的经营成果是好还是坏。第二,努力区分经营成果是由于经营者的技能还是运气所取得的,或者是别的什么原因引起的。

投资组合绩效的测定包括几个层次的内容:第一,测定投资组合的平均收益率;第二,测定投资组合的风险;第三,综合测定投资组合的平均收益率和风险。投资组合的平均收益率是基本的投资绩效,但按风险调整的投资绩效才能更清楚地反映出资产经营者的技能。投资组合绩效并不一定能完全反映出经营者的真实能力,因此运用它对经营者进行评价时,需要谨慎。

二、收益率的测量

如果顾客在一段时期内,既不增加也不减少用于投资的货币量,那么证券资产经营者亦即投资组合操作者所取得的收益率可以直接根据收益率的定义计算。

记投资组合期初总财富和期末总财富分别为 V_b 和 V_e ,那么该组合的收益率为:

$$\gamma_p = \frac{V_e - V_b}{V_b} \quad (2.2.79)$$

其中, V_e 、 V_b 必须是期末和期初两个时点上以市场价格表示的总财富。

由于顾客可能会增加或减少投资的货币额,这样投资组合财富变动的比例并不一定是这段时期真实的投资收益率。

如果投资货币额的增减正好发生在期初或期末,收益率的计算只需作简单的调整。例如,如果顾客在期末增加用于投资的货币额,那么从期末总财富里扣除这部分金额,即可按(2.2.79)式计算收益率。

如果顾客正好在期初和期末之间增加或减少投入的货币量,就应该使用时间加权收益率(Time-Weighted Returns)。

时间加权收益率是这样计算的。首先,计算出各次货币投入量调整期间的收益率 γ_1 、 γ_2 、 $\dots$ 、 γ_n ,其次,计算整个考察期间的收益率 γ_p 。

$$\gamma_p = (1 + \gamma_1)(1 + \gamma_2) \cdots (1 + \gamma_n) - 1$$

另外,还有一种方法称为货币加权收益率(Dollar Weighted Returns)。它的计算方法类似于内部收益率,其中把整个考察期分成若干个相等的时间间隔,而在其中某个区间内追加的货币投入作为现金流出,减少的作为现金流入,期终和期初总财富计算方式不变。此时,货币加权收益率按以下计算:

$$V_b = \sum_{i=1}^{n-1} \frac{(CI - CO)_i}{(1 + \gamma_p)^i} + \frac{V_e}{(1 + \gamma_p)^n}$$

一般认为,时间加权收益率更能真实反应经营者的水平。

在实际操作中,一般以一个季度为一个考察期计算 γ_p ,进行比较时再化为年度收益率。记四个季度投资经营者的收益率分别是 γ_1 、 γ_2 、 γ_3 、 γ_4 ,那么年度收益率 γ 为:

$$\gamma = (1 + \gamma_1)(1 + \gamma_2)(1 + \gamma_3)(1 + \gamma_4) - 1$$

为评价投资组合绩效,需要进行收益率对比,用于对比的对象应是具有可比性的。

三、按风险调整投资组合绩效的必要性

以投资基金在某一年或几年的平均收益率对投资基金的绩效进行排序,得出的结论几乎年年变化。实际上,在以收益率为依据的排序中,各基金的顺序可能依赖的并不是投资基金管理者的技能,而是投资基金的运作目标和市场本身的绩效。

如果一个投资基金的目标就是冒高风险追求高收益,而另一个投资基金则要保持较低的风险水平,自然前一个的收益率要高。但对顾客来说,把资本交给哪一个基金更让人放心呢?单纯用收益率不能说明投资基金的绩效。

假定有两个投资基金,分别具有较高 β 系数和较低 β 系数。假设两个基金的期望收益率相同,在空头市场上(市场实际收益率小于期望收益率),具有较低 β 系数的基金就产生较大收益率;而在多头市场上(市场收益率高于期望的收益率),具有较高 β 系数的基金有较大实际收益率。可见,相对收益率和以此为基础的排序,很大程度上依赖于市场绩效和相对的 β 系数,不能更好地分辨投资基金经营者的技能高低。

按风险调整投资组合绩效,实际上就是要寻找对相对风险和市场自身绩效都不灵敏的绩效测定方法。

按风险调整投资组合绩效,主要是依据资本资产定价模型或套利定价模型,一般来说,以前者更常用。

四、以 CAPM 为基础的投资组合绩效测定

按风险调整投资组合绩效,首先需要计算投资组合的收益率标准差和 β 系数。

设在评价期内共有 N 个观察期,第 t 期的收益率为 γ_{pt} ,则平均收益率为:

$$\bar{\gamma}_p = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N \gamma_{pt}$$

收益率的标准差实际上依据 $\bar{\gamma}_p$ 计算,是事后标准差,由数理统计知识,有

$$\hat{\sigma}_p = \left[\frac{1}{N-1} \sum_{t=1}^N (\gamma_{pt} - \bar{\gamma}_p)^2 \right]^{1/2}$$

投资组合事后 β 系数计算时,是把某种具有代表性的股价指数作为市场证券组合。

记第 t 期无风险利率为 γ_{ft} ,投资组合在第 t 期的超额收益率为 $e\gamma_{pt} = \gamma_{pt} - \gamma_{ft}$,市场证券组合(如标准·普尔 500 种股票价格指数)第 t 期的收益率为 γ_{mt} ,超额收益率为 $e\gamma_{mt} = \gamma_{mt} - \gamma_{ft}$,投资组合的 β 系数可如下计算:

$$\hat{\beta}_p = \frac{(N \sum_{t=1}^N e\gamma_{ut} e\gamma_{pt}) - (\sum_{t=1}^N e\gamma_{pt} \cdot \sum_{t=1}^N e\gamma_{mt})}{(N \cdot \sum_{t=1}^N e\gamma_{mt}^2) - (\sum_{t=1}^N e\gamma_{mt})^2}$$

当然, β 系数也可直接利用其定义计算,市场证券组合均值和标准差计算同前。协方差计算方法:

$$\hat{\sigma}_{pm} = \frac{1}{N-1} \sum_{t=1}^N [(\gamma_{pt} - \bar{\gamma}_p)(\gamma_{mt} - \bar{\gamma}_m)]$$

最终 β 系数计算公式形式与前式相同。

以 CAPM 为基础,结合投资组合风险,用于测定投资组合绩效的指数主要是詹森指数、特雷诺指数和夏普指数。

1. 詹森指数与事后特征线

詹森指数(1969 年由詹森提出)以证券市场线作为基准,它是投资组合期望收益率和位于证券市场线上的投资组合的期望收益率之差。詹森指数的方程是:

$$J_p = E(\gamma_p) - \{\gamma_f + [E(\gamma_m) - \gamma_f] \beta_p\}$$

我们可以看出詹森指数的方程实际上就是证券特征线方程。

我们以 $\bar{\gamma}_f$ 表示平均无风险利率, $\bar{\gamma}_m$ 表示平均市场证券组合收益率,结合 β 系数的估计值 $\hat{\beta}_p$,事后证券市场线方程为:

$$E(\gamma_p) = \bar{\gamma}_f + (\bar{\gamma}_m - \bar{\gamma}_f) \hat{\beta}_p$$

该组合事后 α 系数为:

$$\hat{\alpha}_p = \bar{\gamma}_p - E(\gamma_p)$$

事后特征线方程可以表示为:

$$\hat{\alpha}_p = \bar{\gamma}_p - [\bar{\gamma}_f + (\bar{\gamma}_m - \bar{\gamma}_f) \hat{\beta}_p] + \varepsilon_p$$

而以样本计算的詹森指数为:

$$\hat{J}_p = \bar{\gamma}_p - [\bar{\gamma}_f + (\bar{\gamma}_m - \bar{\gamma}_f) \hat{\beta}_p]$$

可见,詹森指数就是事后 α 系数。一个投资组合位于证券市场线的上方,它拥有一个正的詹森系数,被认为有较好的绩效;反之,投资组合位于证券市场线下方,拥有一个负的詹森系数,被认为绩效较差。

在实际操作中,可以利用线性回归的方式直接求出证券市场线和特征线以计算詹森指数。

2. 特雷诺指数与证券市场线

特雷诺指数(1965 年由特雷诺提出)实际上是每单位风险所获取的风险溢价。其中风险是按照 P 系数来衡量的,它实际上也以证券市场线为基准。

特雷诺指数计算公式如下:

$$T_p = \frac{E(rp) - \gamma_f}{\beta_p}$$

特雷诺指数的样本估计值为：

$$\hat{T}_p = \frac{\bar{\gamma}_p - \bar{\gamma}_f}{\beta_p}$$

特雷诺指数是在 $\beta - E(r)$ 坐标系中,投资组合与无风险利率连线的斜率。特雷诺指数越大表明投资组合单位风险溢价越高,投资组合绩效越好。

将詹森指数与特雷诺指数相比较,具有相同 β 系数两个投资组合,用詹森指数和特雷诺指数评判绩效可得到相同的结论,如果两个组合具有相同的詹森指数,那么低 β 系数的组合有较高特雷诺指数。如图 2.2.28 所示。

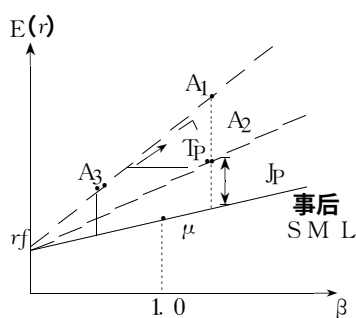


图 2.2.28

3. 夏普指数与事后资本市场线

夏普指数(1966年由夏普提出)以资本市场线为基准,它度量的是单位风险带来的风险溢价,此时风险以标准差衡量。

夏普指数的计算公式为：

$$S_p = \frac{E(\gamma_p) - \gamma_f}{\sigma(\gamma_p)}$$

夏普指数的样本估计值为：

$$\hat{S}_p = \frac{\bar{\gamma}_p - \bar{\gamma}_f}{\sigma(\gamma_p)}$$

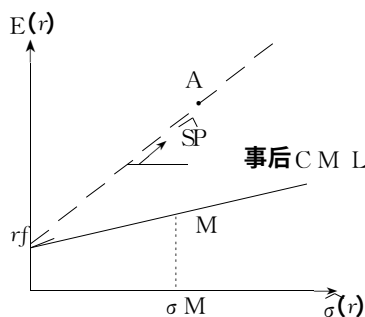


图 2.2.29

夏普指数是 $\sigma(\gamma) - E(\gamma)$ 坐标系中投资组合与无风险利率连线的斜率。夏普指数的使用与特雷诺指数相似,高夏普指数的投资组合具有较好的绩效,如果一个投资组合的夏普指数低

于资本市场线斜率——市场夏普指数,那么该组合的绩效低于一般水平。如图 2.2.29 所示。

4. 市场时机选择评价

利用证券市场线或特征线方程,可以看出如果市场行情上涨,那么具有较高 β 系数的投资组合有相对高的期望收益率,如果市场行情下跌,较低 β 系数的投资组合将有相对高的期望收益率。可见,利用 CAPM 也可以评价市场时机是否选择得当。

恰当的市场时机选择表现为,使一个投资组合在市场行情上涨时期具有较高的 β 系数,而在市场行情下跌时具有较低的 β 系数。一组时机选择得当的证券资产比具有固定的平均 β 系数的资产产生更高的收益率。

从根本上说,市场时机选择评价依据超额收益率坐标系中的证券特征线(参见本章第四节图 2.2.24)。我们对投资组合和市场证券组合的超额收益率作线性回归,若拟合良好,求出该投资组合在超额收益率坐标系中的证券特征线,如果该特征线具有一个正的事后 α 系数,表明资产经营者选择稳定 β 系数,但正确地利用了被错误定价的证券,说明经营者的证券选择得当。再进一步,由于证券资产者进行证券市场时机选择,投资组合的超额收益率与市场证券组合的超额收益率之间并不呈线性关系,对之作二次回归,如果回归线呈明显下凸,且两端均高出事后证券线,表明经营者在市场收益率高时选择高 β 系数,在市场收益率低时选择了低 β 系数,这说明正值 α 系数是由于证券资产经营者成功进行市场时机选择的结果。

测量经营者市场时机选择的能力,有两种方法,其一是二次回归,其二是分段参数回归。

(1) 二次回归。

作事后特征线二次回归方程:

$$\gamma_{pt} - \gamma_{ft} = a + b(\gamma_{mt} - \gamma_{ft}) + c[(\gamma_{mt} - \gamma_{ft})^2] + \varepsilon_{pt}$$

利用样本求出上述方程中各参数 a 、 b 、 c 。如果 $c > 0$,该事后特征线将是下凸的,表明经营者恰当地进行了市场时机的选择。如果 $c = 0$,此时 a 、 b 分别相当于事后 α 、 β 系数,表明经营者在市场时机选择方面没有作什么工作。如果 $c < 0$,经营者市场时机选择不当,如果此时 α 也为负,经营者的操作那就比较糟糕了。见图 2.2.30。

(2) 分段参数回归。

对证券资产的超额收益率和市场证券组合超额收益率作如下分段参数回归:

$$\gamma_{pt} - \gamma_{ft} = a + b(\gamma_{ut} - \gamma_{ft}) + c[D(\gamma_{ut} - \gamma_{ft})] + \varepsilon_{pt}$$

其中, D 是一个符号函数,定义

$$D(x) = \begin{cases} 0 & x = 0 \\ -1 & x \geq 0 \\ -1 & x < 0 \end{cases}$$

求出参数 a 、 b 、 c 的值。实际上, b 表示市场行情上涨时的 β 系数, $b - c$ 表示市场行情下跌时的 β 系数, c 是二者之差。如果 $c > 0$,表明经营者恰当地进行了市场时机选择。参见图 2.2.31。同样, α 也是证券选择能力的标志。

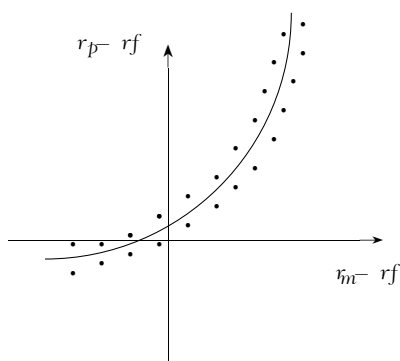


图 2.2.30

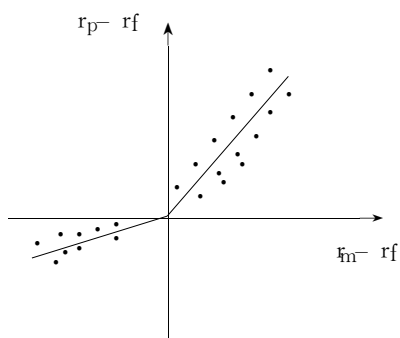


图 2.2.31

5. 以 CAPM 为基础测定绩效值得注意的几个问题

(1) 评价前提。

詹森指数、特雷诺指数、夏普指数测定投资组合绩效都是以 CAPM 成立为前提的。如果实际证券并没有按照这一模型定价,那么我们的绩效评价就会有误差。

在本章第五节 CAPM 的检验部分指出,BJS 检验和 FM 检验为 CAPM 提供了支持,但其结论也是允许无风险利率下贷出不允许借入下的 CAPM 是‘成立’的。因此,CAPM 成立也需要对其作扩展,在允许无风险贷出不允许借入的 CAPM 下,证券市场线的纵轴截距将不是 γ_f 而是 $E(\gamma_z)$,此时运用詹森指数和特雷诺指数测定绩效时将不得不依赖于零 β 组合的期望收益率进行调整。

夏普指数的调整将更为复杂,因为 CAPM 的条件不成立,那么资本市场线将不再是一条直线而是一条曲线,用夏普指数评价绩效时会给低风险组合绩效以一个较高的评价而给高风险组合一个低的评价。

(2) 无风险利率的确定。

SML 和 CML 都需要确定无风险利率,实际操作中,都是以国库券利率作为无风险利率的,这容易引起两个倾向,一是普遍地给予投资组合绩效以好的评价,二是有利于低风险的投资组合,不利于高风险的投资组合。

(3) 市场证券组合的选择。

在本章第五节 CAPM 的检验中的罗尔批评部分叙述了罗尔对 CAPM 传统检验的批评,同时罗尔也对投资组合绩效的詹森指数直接提出了批评,实际上也批评了特雷诺指数。实际上詹森指数中除了投资组合的风险溢价部分外,还包含了所选择‘市场证券组合’的风险溢价。这样,所选择市场证券组合的代表不同,就会得出不同的结论。真正的市场证券组合是难以找到的,只能选用‘替代品’,这无疑给绩效评价带来误差。

(4) 考察期限。

要区分一个表面上成功的经营者究竟是源于其投资技巧还是运气,需要相当长的一段时期。一般来说,运气不会长期持续,考察期限越长,评价越准确。一般认为,运用上述指数评价投资绩效至少需要 4 年的考察期。

最后,我们指出,尽管上述指数用于测定投资组合绩效可能存在一些误差,但要找到一种有效的替代方法却不太容易。从实践价值上看,上述指数还是可取的。

五、以 APT 为基础的投资组合绩效测定

根据 APT,投资组合的期望收益率与灵敏度之间存在线性关系,即

$$E(\gamma_p) = \gamma_f + b_1\lambda_1 + b_2\lambda_2 + \cdots + b_L\lambda_L$$

按 APT 得出的投资组合期望收益率就作为测定投资组合绩效的基准。投资组合在一定时期的实际收益率与按 APT 得出的期望收益率之差就作为投资组合的绩效,差额越大绩效越高。实际上,APT 测定投资组合绩效是为了找出一定时期内经营者获取相应成果的原因。

具体操作步骤可如下进行:

(1) 选择因素个数,假定为 L 个。

(2) 构造一个具有广泛构成的对这 L 个因素的 L 个纯因素作用投资组合,记其收益率分别为 $\gamma_1^*, \gamma_2^*, \cdots, \gamma_L^*$ 。

(3) 利用时间序列样本估计各证券的灵敏度 b 。

所使用的回归方程为:

$$E(\gamma_{j,t}) = \hat{A}_j + \hat{b}_{j1}\gamma_{1,t}^* + \hat{b}_{j2}\gamma_{2,t}^* + \cdots + \hat{b}_{jL}\gamma_{L,t}^*$$

$\gamma_{j,t}$ 表示证券 j 在 t 时间收益率。 $\gamma_{i,t}^*$ 表示纯因素组合第 t 期的收益率。

(4) 运用整个考察期各证券的灵敏度与平均收益率,估计因素的水平。

回归方程为:

$$\bar{\gamma}_j = \hat{\gamma}_f + \hat{b}_{j1} \cdot \hat{\lambda}_1 + \hat{b}_{j2} \cdot \hat{\lambda}_2 + \cdots + \hat{b}_{jL} \hat{\lambda}_L$$

其中灵敏度估计值是第三步得出的。

(5) 计算投资组合的灵敏度 $\hat{b}$, 参见第五节。

(6) 运用 APT, 求投资组合的期望收益率, 方程为:

$$E(\gamma_p) = \hat{\gamma}_f + \hat{b}_1 \hat{\lambda}_1 + \hat{b}_2 \hat{\lambda}_2 + \cdots + \hat{b}_3 \hat{\lambda}_3$$

(7) 计算绩效 $(\bar{\gamma}_p - E(\gamma_p))$ 。

用 APT 测定投资组合仍然存在一些不确定的因素,很明显得出的结论将依赖于 APT 中因素的选择,这是值得注意的。

第九节 市场效率与随机行走理论

一、市场效率

在研究证券市场时,人们经常假定市场是完善的(*perfect*)或有效的(*efficiency*)。市场的完善性讨论的是是否存在市场进出和市场交易的障碍,例如资本市场理论中的第五条、第八条假设就是关于市场完善性的。市场的有效性研究的是市场运行的效率,例如资本市场理论中的第六条假设。

效率一词在不同的场合下具有不同的含义。所谓市场效率是指与市场运行有关的信息被有效利用的程度。市场效率的高低从根本上说,与 market 价格的‘准确’程度是一致的。

与证券市场运行有关的信息可以分为三个层次的集合:与证券价格有关的过去的信息是一个子集,所有公开的信息是一个更大的子集,这两个集合又都是所有可利用的信息这个集合的子集。如图 2.2.32 所示。

证券的市场价格是由供求关系所决定的均衡价格,供求关系取决于市场主体的行为,而市场主体的行为又取决于他们对信息的掌握、理解和利用的程度。信息利用越充分,证券市场价格就越准确,就越接近于证券的市场投资价值(*investment value*)。因此,市场效率的高低就表现为市场价格所包含的信息内容。

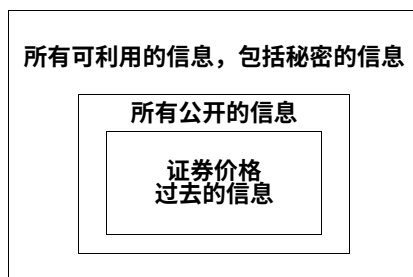


图 2.2.32

根据证券市场价格所反映的信息层次可以把市场效率大致分为三种类型:低市场效率、半强市场效率和强市场效率。

1. 低市场效率

低市场效率(*weak form market efficiency*)指这样一种情形:证券价格已经反映过去的有证券价格信息;分析过去的价格信息不可能预示未来价格的变动,分析过去的价格来决定何时买卖证券以赚取非正常利润也是不可能的。

2. 半强市场效率

半强市场效率(*semi-strong form market efficiency*),又被称为弱市场效率,指的是这样一种情形的市场效率:所有公开可用的信息都被反映在证券价格中,包括所有证券价格过去的

可得到的信息、公司财务报告信息、相关公司财务报告信息、经济形势的公报信息和其它所有公开可得到的信息 利用这些信息已不能预测证券价格未来的变动、不能判别证券是否被错误定价,试图利用这些信息决定何时买卖证券、买卖何种证券以赚取非正常利润也是徒劳的。

3. 强市场效率

强市场效率(*Strong form market efficiency*),又称高市场效率,描述的是这样一种情形:所有的信息都将在证券价格中反映出来,包括公开的信息以及内部的、私人的信息等等所有可利用的信息 不管利用什么样的投资分析手段,要赚取非正常利润是不可能的。

值得注意的是,市场效率是针对有一定发育的、有秩序的证券市场而言的,市场效率研究的是信息被有效利用的程度而不是被无效利用甚至错误利用的情形。

二、有效市场

有效市场(*efficiency market*)有广义与狭义之分。广义的有效市场是指一定范围的相关信息已被充分、有效利用的市场。

1970 年法马首先提出了有效市场三种形式的假设。市场有效的程度完全取决于市场效率的高低,这样有效市场的三种形式很自然地分别是高效市场(又称完全有效市场)、弱效市场和低效市场,这三种形式的市场的基本特征见表 2.2.2。

表 2.2.2 有效市场的三种形式

市场有效的程度	市场效率的高低	证券价格所反映的信息	是否存在非正常利润
低效市场	低	证券以前的价格信息	存在
弱效市场	半强	所有可得到的公开信息	存在
高效市场	强	所有的信息,公开的和秘密的	不存在

狭义的有效市场是指完全有效市场,即高效市场。

假设,①所有投资者都可以免费获得有关的信息;②所有投资者都是优秀的证券分析专家;③所有投资者都密切注视着证券市场价格的变化并能恰当地调整自己所拥有的证券,那么这样一个市场就是完全有效市场。

完全有效市场的定义可如下表述:

一个完全有效市场是一个每种证券的价格在任何时候都等于其投资价值的市场。

完全有效市场也可以如下描述:

在一个信息至关重要的有效市场里,想利用任何信息获取非正常利润是不可能的,利用秘密信息作出买卖决定也是不可能的。

理解完全有效市场是理解有效市场的核心,研究市场效率的意义最终也体现在完全有效市场对投资活动的影响上。

一个市场价格与价值严重背离以至于‘反技术操作’盛行的证券市场不可能是有效市场,而只能是疯狂市场。证券市场的发展将最终从疯狂状态走向有效状态,而各种投资分析手段的作用也就越来越体现出来。

三、有效市场对投资活动的影响

证券市场效率的高低将决定着各种投资分析手段的价值。

如果证券市场是一个低效市场,那么证券价格反映了任何通过对证券的过去价格历史考查所获得的关于证券未来期望收益的信息,利用证券过去价格的信息无法预测它未来的变动,那么各种以选择时机为目的的技术分析都是无效的,但是投资者仍然有希望运用基本分析去获取超过一般水平的利润。

如果证券市场是一个弱效市场,那么证券价格反映了所有公开可用的信息,投资者试图利用这些信息去寻找被错误定价的证券,或许他真的找到了,但实际对证券价格进行错误估计的不是市场而是投资者自己,他的判断将引导他走向错误的道路,因此投资者此时所作的技术分析和以公开信息为基础的基本分析都是没有价值的。在这种状况下,投资者要获取超过平均水平的利润只有求助于那些未被公开的信息。

如果证券市场是一个高效市场,那么它的影响就远不止局限于投资领域了。

在高效市场里,证券市场价格反映了所有可利用的信息,没有非正常利润、没有有利投资和无利投资的区别,所有投资者都获得他应得的利润,所有投资分析无论是技术分析还是基本分析都是徒劳的。那么,一个投资基金还需要那么多证券分析人员吗?公众还相信专业投资者会更‘聪明’吗?答案是很清楚的。

在高效市场里,证券的市场价格无论是现在还是将来都是准确的,各种证券(包括股票、债券、期权、期货等等)的市场价值都等于其投资价值,那么公司就不必考虑自己的股票是否被市场低估而回购股票了,公司也不必考虑是用股票还是用债券来筹措资金了,公司也不必考虑是发行一般债券还是可提前赎回债券了,公司为保证投资者对本公司股票的信心而去在金融杂志上作宣传广告了——广告里的信息已经被利用了。

正因为市场效率将对投资活动产生这么大的影响,投资者才不得不考虑证券市场的效率再决策其行为,这已经不是专家们所应该关心的事了。

如何分析一个证券市场的效率、如何鉴别一个证券市场是高效、弱效或者低效的呢?这就需要考察有效市场的特征。

四、有效市场的特征

如果市场是高效的,它应该显示出以下特征:

(1) 证券价格应充分、迅速、准确地反应收集来的关于证券定价的信息。

每天都有大量的信息涌入证券市场而影响证券的市场价格。如果市场是高效的,那么这些有关证券定价的信息就应该得到充分的利用,而从市场价格上反应出来。如果市场是高效的只要一收集到信息,证券价格就应该迅速地反映出来,当然这种反映不是瞬间完成的,但从信息的发出到价格反应之间的时间差应该由最有效的利用途径和处理技术所确定。如果市场是高效的,证券市场价格对信息所作出的反映也应该是准确的,例如在得到‘利好’的消息后,证券市场价格就应该迅速而恰当地达到它应该具有的水平,不会出现市场价格过度上升而不得不再回落的情形。

如果一个证券市场不能达到这一点,那么它就不是高效的,而只能看它是否达到弱效的水平。

(2) 证券价格从一个阶段到下一个阶段的变化应该是随机性的,今天发生的价格变化与昨天或过去任何一天的价格变化无关。

如果市场是高效的,那么今天的证券价格已经反映了有关证券价格的所有可得到的信息,影响价格变动的将是那些没有收集到的信息和未来的信息,而这些信息将是什么样的呢?不清楚。既然这些信息本身是随机性的,其也将随机地进入市场,那么市场价格迅速、准确地对之作出反应,证券的市场价格也就是随机性的了。

单独考察股票价格的变动。

以某种股票价格的离差(即某一时点的价格与考察期平均价格的差)以纵轴,以时间为横轴,在平面坐标系中描出相当长一段时期的变动情况,将会发现价格的变动是毫无规律的,就像在漫无人际的荒原上随机地行走(*random walk*)一样。股票市场价格的未来变动是随机性的,利用过去和现在的价格资料不可能预测未来的价格水平,这就是股票价格随机行走理论的基本内容。

再回到证券市场效率上来,严格地说,在高效市场中,股票的收益率之间也可能存在负相关趋势,但从总体上,根据过去平均收益率的离差不可能预测平均收益率的未来离差。

(3) 以现阶段已知的资料,不可能鉴别出将来某段时期内的有利投资机会和投资场所。更清楚地说,不可能构造一个投资组合,依据于现在的资料,它会比具有相同风险水平的其它投资组合具有未来更高的期望收益率。

(4) 把专业投资者和普通投资者分为两组,那么这两组的投资绩效没有明显的差别。更进一步说,组与组之间以及组内之间绩效的差别是很小的,而且这种差别来自于“运气”,不可能长期、稳定地持续下去而体现出收集信息和投资分析能力的差距来。

上述四个特征都是可以实证检验的。通过检验一个证券市场是否具有上述特征或者与上述特征相符合的程度就可以鉴别一个证券市场的有效程度。

五、关于市场有效性的实证检验

1. 证券价格反映新信息能力的检验

人们研究了股票市场对信息如宣布的收益、股息和股票分股事件的反应能力。研究方法是先估计股票的特征线,以一定时期股票实际收益率与按特征线的期望收益率之差作为标志(这个差额就是特征线的随机误差项,在统计检验时被称为残差),通过考察事件前后多种股票的累计平均差额的变化情况对股票价格的反应能力作出判断。

(1) 股票价格对股票分股的反应。

法马、费希尔、詹森和罗尔研究了纽约股票交易所的情况,他们的研究结果表明 在股票分股之前,累计平均残差就开始上升。分股后,累计平均残差基本不变,当分股之后预期的股息增加成为现实时,累计平均残差没有出现上升或下降的倾向,这种情形占样本总数的 80%,表明股票价格没有对分股事件作出不反应或过度反应的迹象;另有 20% 的样本,分股之后股息实际上减少了,累计平均残差出现回落,表明有少部分情况下股票价格对分股事件作出了过度反应。总的说来,股票价格对分股信息的反映是基本符合高效市场特征的。

(2) 股票价格对季度收益报告的反应。

伦德曼、琼斯、拉坦³人研究了股票价格对季度收益报告公布事件的反映状况。其研究结论表明,股票价格直到报告发表后 90 天为止才充分反映出这一公开信息的内容,结论是市场与高效、弱效形式假定不一致,应视为低效市场。

2. 股票价格随机变化的检验

考察一段时期内各时点股票价格变化的百分比,通过分析各时点股价变化率的相关关系,可以揭示股票价格是否是随机性变化的。

(1) 1 周内每天的股价变化。

弗伦奇研究了这一问题,之后,吉本斯和赫斯又进行了独立的研究,其研究表明,1 周内每天的价格变化有明显差别,这与市场高效的假设基本吻合。尽管 1 周内的同一天可能出现相同的价格变化趋势,但已不具备赚取非正常利润的经济价值。

(2) 股票价格在 1 月份的变化。

1 月份股票平均收益率比较高是一个普遍性的特征。罗泽夫和金尼发现了这一趋势并被布朗、克莱登、马什和凯姆所证实。对这一特征,有人解释为税收的影响,也有人解释为进出口贸易补偿制度的影响。对这一实证结果的解释也出现差别,有人认为实证结果与低效市场假设矛盾,也有人认为相反正说明与高效市场假设相吻合。

3. 投资组合效力检验

巴苏对这一问题作了专门研究,其研究表明,其有较小价格——收益率比(或者说较低市盈率)的投资组合具有较大的风险绩效(即按风险调整的投资组合绩效)。这一实证结果与市场是弱效假设不一致。

4. 专业投资者绩效差别检验

詹森检验了一些共同基金的绩效,科恩和杰恩进一步作了研究。由于绩效标准的差别,会出现一些不同的结果,但在一个问题上还是比较统一的。根据选择被低估价格证券的能力可以将专业投资者的技能区分开来。更进一步说,市场将不会是高效的,因为高效市场本身就不存在被错误定价的证券。

根据以上检验结果,一般认为美国证券市场是具有一定市场效率的,大致处于低效市场状态,市场是有机可乘的。

现在,可以对市场效率水平和投资分析工具的运用作一个总结了。一个证券市场是逐步走向成熟的,市场效率的高低取决于市场发育的程度。当市场处于从无效向低效状态演化过程时,技术分析将得到普遍的重视和运用;当市场进一步向弱效、高效发展时,各种基本分析、定价理论和组合分析工具就成为投资分析的主角。

第三章 基本分析理论

在证券投资过程中经常碰到两个问题：一是‘买什么样的股票？’二是‘什么时机购买股票？’一般来说，基本分析理论专门回答前一个问题，即‘买什么样的股票’；技术分析理论则回答后一个问题，即‘什么时机购买股票’。基本分析家关心的是未来的收益和股利，而技术分析家注重的是某种证券（如股票）在什么时间将会升值或贬值。可见，对于一个证券投资者而言，在投资决策时往往要进行基本分析和技术分析，有时主要采用基本分析，有时主要采用技术分析。这主要取决于投资者当时的投资动机和目的。本章将论述基本分析理论的原理及其主要内容。

第一节 基本分析理论概述及其原理

一、基本分析理论概述

基本分析，简言之就是通过对影响证券的各种市场以外的因素进行综合分析，从而了解证券发行公司的经营前景，并进一步判断证券‘内在价值’的证券投资分析方法。对于一个高效率的资本市场而言，它是一个不可缺少的工具。因此，曾有一段时间西方发达国家基本分析的应用非常广泛。“从本质上讲，华尔街的专业人员都是基本分析家”这句话，从侧面可以反映出美国纽约华尔街证券经理们对基本分析的普遍看法。

基本分析理论认为：每一种投资工具，无论是一种普通股股票，还是一项不动产，均有某种叫做‘内在价值’的稳固基础，它可以通过仔细分析现在的情况及未来的前景而得出。当市场价格低于（或高于）这一稳固基础内在价值时，就会出现一个买进（或卖出）的机会，因而这一价格波动最终将被纠正。这样，投资活动就成为将某物的实际价格与其稳固基础内在价值进行比较，并作出投资决策的一种简便易操作的事情了。

基本分析理论最初是由约翰·B·威廉斯开创的，威廉斯在他的《投资价值理论》一书中，提出了一个求出股票内在价值的计算公式。他认为，一种股票的内在价值等于其未来的全部股息的现在值。有鉴于此，他向投资者建议对未来获得的钱款价值进行‘贴现’，将贴现值和股票价格进行比较。如果前者低于后者，则该种股票的价格被高估，就建议投资者卖掉该种股票；

相反,如果该种股票的价格被低估,投资者就应该买进该种股票。

这一理论以股息收入为其分析方法的基础,并将‘贴现’概念引入这一方法,这样‘贴现’这一概念逐渐在投资者间广泛使用,后来在著名经济学家和投资家耶鲁大学教授欧文·费雪的倡导下,这一概念受到了进一步推崇。这样,基本分析理论在经济学界被广泛运用,不仅如此,还影响了整整一代华尔街的证券分析家,尤其在格雷厄姆和多德合著的著作《证券分析》出现以后。

那么,是什么决定某种股票的内在价值?基本分析家在估计某种证券的稳固基础价值时考察的基本因素又是什么呢?基本分析理论家提出了影响股票价值的四个决定因素(可以用四条概括性准则来描述),投资者可以用它们来判断所考虑的股票的内在此价值。遵循这些准则,投资者可以避免或减轻投资狂潮所带来的危险。

第一个决定因素是预期增长率。在美国,人们常常用下面的例子来说明复合增长对金融决策的含义。过去时常认为印第安人于 1626 年以 24 美元的价格出售曼哈顿岛是受了白人的骗,但现在看来,印第安人可能是极其精明的卖主。如果印第安人将 24 美元按 6% 的年利率存入银行,每半年复利一次,这笔钱现在将大大超过 300 亿美元,用它可以买回大部分现在已开发的土地。同样的道理,我们可以得到各种增长率下未来股息多少的变动情况,如表 2.3.1 从表中可以看出,15% 的增长率意味着股息将每五年增加一倍,随着股息增长率提高,股息收入翻一番所需的时间将越来越短。因此对于一个投资者而言,股息的预期增长率是他所考虑的决定因素之一。

表 2.3.1

股息增长率(%)	现时股息	5 年后股息	10 年后股息	25 年后股息
5	1 美元	1.28 美元	1.68 美元	3.39 美元
15	1 美元	2.01 美元	4.05 美元	32.92 美元
25	1 美元	3.05 美元	9.31 美元	264.70 美元

由此,我们可以得到用基本分析理论进行证券估价的第一条准则。

准则 1. 股息的增长率越高,有理性的投资者应该愿意为这一种股票支付的价格就越高。

但是,正如大家所知道的,一个行业或者一个公司都有其生命周期,从初创期到成长期,又从成长期进入稳定期,最后是衰退期。在这么一个发展过程中,各个时期的增长率是不一样的。投资者关心的是这种增长率会持续多久,持续的时间越长,投资者就越愿意为该公司的股票支付更高的价格。因此又得到一条重要的推论 预期增长率持续时间越长,有理性的投资者应该愿意为这一种股票支付的价格就越高。举一简单的例子可以说明这一问题 如果一家公司预计可在 10 年内有 20% 的高速增长率,而另一家公司预期只能在 5 年内保持 20% 的增长率,如果其他条件相同,对投资者来说,前一个公司比后一个公司有较高的投资价值。

第二个决定因素是预期的股息支付。基本分析理论派认为,在其他条件都相同时,股息发放金额越大,股票价值就越大,投资者就更愿意支付较高的价格购买该种股票。这里强调的是“在其他条件都相同”这句话。因为在增长前景不佳的情况下,以其收益中的较高比率支付股息的那些股票可能是比较差的投资。相反,很多公司在其增长最有力的时期经常只有收益的极小部分支付股息,或根本不发放股息。但是,对于预期增长率相同的两家公司而言,投资者

就更愿意购买股息发放额较高的那家公司的股票。因此,第二条准则可以总结如下。

准则 2. 在其他条件都相同时,支付的现金股息占一家公司的收益的比例越大,一个有理性的投资者就越是应该愿意对这种股票支付较高的价格。

在准则 2 中,关于强调以现金股息占收益中的比例这一点需要特别注意。因为用股票形式发放的股息,它对投资来说是不利的。当已发行股票的数量增加一倍时,每股股票所代表的公司股份只有原来的一半,每股收益以及所有其他与这家公司有关的每股股票的统计数据也将减少为原来的一半。

第三个决定因素是风险程度。任何投资活动都存在或多或少的风险,对于充满‘投机’行为的股票市场更是如此。对整个市场来说,某一公司的股票价格(或其年度总收益,包括股息)波动越大,则风险越大。大多数投资者均偏爱风险较小的股票,也正因为如此,第三条准则可以概括如下。

准则 3. 在其他条件都相同时,这家公司的股票的风险越小,一个有理性的(且不愿冒风险的)投资者越是应该愿意对该公司股票支付较高的价格。

第四个决定因素是市场利率水平。股票价格和市场利率水平的关系,可以这样来说明:当现时的利率较高时,未来股息收益的任何流量的现值就会较低,在其他条件都相同时,这会使股票价格下跌。反之,则会使股票价格上升。当然,利率跟股票价格之间的关系有时会更复杂,因为投资者有时还要考虑预期的通货膨胀率、公司预期收益和股息的增长率等等因素。这里不再详细论述。

基本分析理论的最后一条准则可以概括如下。

准则 4. 在其他条件都相同时,利率越低,一个有理性的投资者越是应该愿意为股票支付较高的价格。

综合以上四条准则,可以用一句话概述为:公司的增长率越高和增长持续时间越长,公司的现金股息支付额越高,公司股票的风险越小,一般利率水平越低,某种证券的稳固基础内在价值就越高。

二、基本分析理论的原理

1. 收入的资本化定价方法及其在证券投资中的运用

通过基本分析方法可以识别错误定价的证券,而进一步提出是购买还是出售这种证券的理论根据是收入的资本化定价方法。这种方法的基本意思就是,任何资产的‘真实的’或‘内在的’价值跟持有这种资产的投资者在未来时期中所接受到的现金流息息相关。这些现金流经过贴现后,可以反映出货币的时间价值,其中的贴现率(*discount rate*)不仅反映了货币的时间价值,而且还反映了现金流的风险程度。具体来讲,一种资产的内在价值(V)等于预期现金流的贴现值,用公式表示为:

$$V = \frac{C_1}{(1+K)^1} + \frac{C_2}{(1+K)^2} + \frac{C_3}{(1+K)^3} + \cdots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t}{(1+K)^t} \quad (2.3.1)$$

其中, C_t 表示在时间 t 时这种资产预期的现金流, K 表示在一定风险程度下现金流的合适的贴现率。在这个方程中,假定在各个时期贴现率是一样的。

现在引出净现值这一概念。假定现在时刻为零,即 $t=0$,并假定在 $t=0$ 时购买该资产的

成本是 p , 那么, 净现值 (NPV) 等于内在价值 (V) 与成本 (P) 之差, 即:

$$NPC = V - P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t}{(1+K)^t} - P \quad (2.3.2)$$

在具体的投资项目决策中, 净现值的计算结果可以帮助投资者判断这个投资项目的可行性。如果 NPV 是正的, 这个项目可行; 反之, 如果 NPV 是负的, 这个项目就不可行。正的 NPV 表明所有预期的现金流入的净现值之和大于投资成本, 负的 NPV 表明所有预期的现金流入的净现值之和小于投资成本。净现值在一般的工程建设项目中运用得已经非常普遍, 其实这一方法同样可以用来解决证券投资中的决策问题。比如在股票买卖中, 当 $NPV > 0$ 时, 购买该种股票是可行的 (因为这种股票的价格被低估)。相反, 当 $NPV < 0$ 时, 购买该种股票是不可行的 (因为这种股票的价格被高估)。

在工程建设项目中, 判断该项工程是否可行时还可以采用内部收益率 (IRR) 这一概念。通过计算既定项目的内部收益率 (用 K^* 表示), 并将它与类似风险水平的投资项目的必要的收益率 (用 K 表示) 相比较。如果 $K^* > K$, 则项目是可行的; 如果 $K^* < K$, 则项目是不可行的。这一方法同样适用于证券投资的决策。内部收益率的计算方法也可以用公式表示出来。因为一个既定项目的内部收益率是使投资净现值等于零的贴现率, 所以可以表示为:

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t}{(1+K^*)^t} - P = 0 \quad (2.3.3)$$

根据上述公式就可以计算出内部收益率, 只是在一般情况下很难具体表示出来, 这里也不再展开论述。

前面我们已经讲过, 基本分析就是运用收入的资本化定价方法来决定某种股票的内在价值。在这里, 与购买任何一种特定的股票相联系的现金流是未来时期预期支付的股息, 我们用 D_t 代表 C_t 来表示时期 t 内与某一特定股票相联系的现金流。(2.3.4) 的公式就变成:

$$V = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_3}{(1+K)^3} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t} \quad (2.3.4)$$

采用上述方法, 可以提出一系列在不同的股息预期增长率情况下的模型, 这些模型就是股利贴现模型 (DDMS)。这些模型有: 零增长模型、不变增长模型和多元增长模型。为什么会提出这些模型呢? 我们不妨回到方程 (2.3.4) 上来, 我们可以看出, 运用这个方程来求出某种股票的内在价值, 会有一些困难。但通过一些假定条件, 求解就变得方便多了。而这些假定条件主要是围绕股利增长率设定的。这样的话, 在时刻 t 每股股利看成是在时刻 $t-1$ 时每股股利乘上股利增长率 g_t :

$$D_t = D_{t-1}(1+g_t) \quad (2.3.5)$$

例如, 如果预期在 $t=2$ 时, 每股股利是 4 美元, 预期的股利增长率为 10%, 那么在 $t=3$ 时每股股利是 4.4 美元。从另一个角度来看, 如果预期在 $t=2$ 时, 每股股利是 4 美元, 在 $t=3$ 时每股股利是 4.4 美元, 那么也可以求出股利增长率为 10%。

2. 股利贴现模型之一——零增长模型

在这个模型中, 我们假定未来的股利按一固定的数量支付。也就是说, 去年支付的每股股票股利 (D_0) 等于今年要支付的股利 (D_1), 也等于未来年份支付的股利。即:

$$D_0 = D_1 = D_2 = D_3 = \dots$$

从另一角度来看, 这种模型假定股利增长率 (g) 为零, 也即 $D_t = D_{t-1}$ 。在这里, 方程

(2.3.4)就变为：

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0}{(1+K)^t} \quad (2.3.6)$$

方程(2.3.6)进一步可简化为：

$$V = D_0 \cdot \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+K)^t} \quad (2.3.7)$$

根据数学中无穷级数的性质,如果 $k > 0$,则可知：

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+K)^t} = \frac{1}{K} \quad (2.3.8)$$

将(2.3.8)式代入方程(2.3.7),零增长模型就变为如下形式：

$$V = D_0 / K \quad (2.3.9)$$

这样,投资者就可以根据零增长模型来决定是购入还是售出某种股票。例如,假定国际商用机器公司在未来无限时期支付每股股利为 10 美元,公司必要的收益率为 10%。运用零增长模型,可以得到国际商用机器公司股票的内在价值为 10 美元 / 0.10 = 100 美元。而目前每股股票价格是 80 美元。因此,每股股票的净现值为 100 美元 - 80 美元 = 20 美元,即 $V = 100$ 美元大于 $P = 80$ 美元,每股股票被低估 20 美元,所作出的选择是建议投资者购买该种股票。

利用内部收益率的办法,会得出同样的结果。在零增长模型中,方程(2.3.3)就表示为：

$$D_0 / K^* - P = 0$$

也即：

$$K^* = D_0 / P \quad (2.3.10)$$

用方程(2.3.10)计算国际商用机器公司的内部收益率,其结果是 $K^* = 10 \text{ 美元} / 80 \text{ 美元} = 12.5\%$ 。可见内部收益率大于国际商用机器公司的必要的收益率($12.5\% > 10\%$),同时也就表明该公司股票被低估,建议投资者购买该种股票。

零增长模型是股利贴现模型的特例,其应用也就受到客观情况的限制。因为一般普通股股票所支付的股利每个时期是不一样的。但是在特定的情况下,这种模型也是有用的,比如在决定优先股的内在价值时,零增长模型完全适用。

3. 股利贴现模型之二——不变增长模型

不变增长模型,就是假定股利永远按不变的增长率增长。也就是说,上一年支付的股利将预期以不变的增长率 g 增长,那么下一年的预期股利 $D_1 = D_0(1+g)$ 再下一年 $D_2 = D_1(1+g)$,即 $D_2 = D_0(1+g)^2$ 。依此类推,可得出如下的一般形式：

$$D_t = D_{t-1}(1+g) = D_0(1+g)^t \quad (2.3.11)$$

这样,方程(2.3.11)转变为：

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+K)^t} \quad (2.3.12)$$

上述方程式进一步简化,得到：

$$V = D_0 \cdot \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+K)^t} \quad (2.3.13)$$

运用数学中无穷级数的性质,如 $K > g$,可知：

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+K)^t} = \frac{1+g}{K-g} \quad (2.3.14)$$

将(2.3.14)式代入方程(2.3.13),不变增长模型就变为如下形式:

$$V = D_0 \cdot \frac{1+g}{K-g} = \frac{D_1}{K-g} \quad (2.3.15)$$

这样,我们就可以用不变增长模型为投资者提供决策参考。例如,去年柯柏公司支付每股股利为 1.80 美元,预期未来柯柏公司股票的股利增长率为每年 5%。因而,下一年该公司发放的股利就是 1.89 美元,由 $1.80 \text{ 美元} \times (1+0.05) = 1.89 \text{ 美元}$ 得到。假定公司必要的收益率是 11%,由方程(2.3.15)可得柯柏公司每股股票的内在价值为:

$$V = 1.80 \text{ 美元} \times [(1+0.05)/(0.11-0.05)] = 31.50 \text{ 美元}。$$

而目前每股股票价格是 40 美元。可见 $V = 31.50 \text{ 美元} < P = 40 \text{ 美元}$,该股票被高估,所以作出的选择就是建议投资者出售其股票。

跟零增长模型一样,利用计算内部收益率的办法,也会得出相同的结论。在不变增长模型中,方程(2.3.3)就表示为:

$$D_0(1+g)/(K^*-g) - P = 0$$

也即:

$$K^* = \frac{D_0(1+g)}{P} + g \quad (2.2.16)$$

用方程(2.3.16)计算柯柏公司的内部收益率,其结果是

$$K^* = 1.80 \text{ 美元} \times (1+0.05)/40 \text{ 美元} + 0.05 = 9.725\%$$

可见,内部收益率低于柯柏公司必要的收益率 $9.725\% < 11\%$,同时也表明了该公司的股票被高估,建议投资者出售持有的柯柏公司的股票。

不变增长模型,假定的是股利预期增长率保持不变,然而现实情况中不会完全这样,但它是研究多元增长模型的基础,因而这种模型是极为重要的。

4. 股利贴现模型之三——多元增长模型

多元增长模型是用得最普遍的股利贴现模型。这种模型讲的是,经过一段时间后,假定此时为 T 时刻,股利有特定的不变增加模式,而在时刻 T 之前,股利没有任何特定的模式可以预测。那么对投资者来说,不仅要预测从 $t=0$ 到 $t=T$ 这段时间的股利 $D_1、D_2、D_3、\cdots、D_T$,而且还要预测 T 时刻以后以不变增长率(假定为 g)增长的股利,即 $D_{T+1}、D_{T+2}、D_{T+3}、\cdots$,这些股利用公式可以表示为:

$$D_{T+1} = D_T(1+g)$$

$$D_{T+2} = D_{T+1}(1+g) = D_T(1+g)^2$$

$$D_{T+3} = D_{T+2}(1+g) = D_T(1+g)^3$$

.....

图 2.3.1 说明了股利的时间线与多元增长相联的增长率。

在确定多元增长模型下股票的内在价值时,可以把股利流分为两部分,即 T 时刻以前那部分和 T 时刻以后的部分,找出每一部分的现值,然后把这两部分现值加起来。

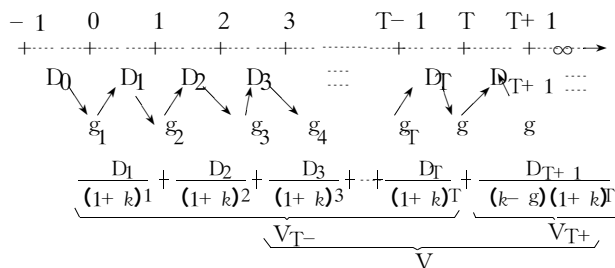


图 2.3.1 多元增长模型的时间线

第一部分包括从 $t=0$ 到 $t=T$ 的所有预期股利的现值。用 V_{T-} 表示这一部分的现值。

$$V_{T-} = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+K)^t} \quad (2.3.17)$$

第二部分包括了时刻 T 以后的所有预期股利的现值。前面已经讲过,投资者在时刻 T 以后对股票股利有不变增长率的预测。这样,在时刻 T 的股票内在价值遵循不变增长模型的方程,用公式表示如下:

$$V_T = D_{T+1} \cdot \frac{1}{K-g} \quad (2.3.18)$$

V_T 表示在时刻 T 时,且 T 时刻以后的股票的内在价值,但是,投资者考虑的是在 $t=0$,而不是在 $t=T$ 时的股票的内在价值。因此,对 V_T 进行再贴现,从而得到 T 时刻之后 $t=0$ 时的所有股利的贴现值,用 V_{T+} 表示:

$$V_{T+} = V_T \frac{1}{(1+K)^T} = \frac{D_{T+1}}{(K-g) \cdot (1+K)^T} \quad (2.3.19)$$

根据方程(2.3.17),可以得到直到 T 时刻的所有股利的现值;又根据方程(2.3.19)得到 T 时刻以后的所有股利的现值,加总这两部分的现值就可得到这种股票在 $t=0$ 时的内在价值:

$$V = V_{T-} + V_{T+} = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+K)^t} + \frac{D_{T+1}}{(K-g)(1+K)^T} \quad (2.3.20)$$

跟前面两种模型一样,可以用实例来说明多元增长模型的运用。假定麦格利公司上一年支付的每股股利是 0.75 美元,下一年预期每股股利可达到 2 美元。因此

$$g_1 = (D_1 - D_0) / D_0 = (2 \text{ 美元} - 0.75 \text{ 美元}) / 0.75 \text{ 美元} = 167\%$$

再下一年,预计支付的每股股利可达到 3 美元,则

$$g_2 = (D_2 - D_1) / D_1 = (3 \text{ 美元} - 2 \text{ 美元}) / 2 \text{ 美元} = 50\%$$

从 $T=2$ 时起,预期在未来的无限时期内,每股股利将按年增长率为 10% 的速度增长,此时

$$D_{T+1} = D_3 = 3 \text{ 美元} \times (1 + 0.10) = 3.30 \text{ 美元}$$

同时假定麦格利公司必要的收益率为 15%,则我们就可以计算出 V_{T-} 和 V_{T+} :

$$V_{T-} = \frac{2}{(1+0.15)} + \frac{3}{(1+0.15)^2} = 4.01 \text{ (美元)}$$

$$V_{T+} = \frac{3.30}{(0.15 - 0.10)(1 + 0.15)^3} = 49.91 \text{ (美元)}$$

加总 V_{T-} 和 V_{T+} , 就可以得到该公司股票的内在价值 V 为 4.01 美元 + 49.91 美元 = 53.92 美元。此时, 如果目前的股票价格为每股 55 美元, 那么可以认为, 麦格利公司股票的定价是比较公平的, 麦格利公司的股票没有被错误定价。

前面的零增长模型和不变增长模型, 可以很方便地得到求解内部收益率的计算公式, 但对于多元增长模型, 就显得复杂些, 不能找到求解内部收益率的简捷的表达式。然而我们可以采用试差法, 找到多元增长模型中内部收益率的近似值, 将这个近似值跟给定的必要的收益相比较, 从而作出判断。由于内部收益率是净现值等于零时的贴现率, 在多元增长模型中就有:

$$P = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1 + K^*)^t} + \frac{D_{T+1}}{(K^* - g)(1 + K^*)^T} \quad (2.3.21)$$

根据方程(2.3.21), 就可以估计内部收益率 K^* , 用试差法估计内部收益率的思路是这样的, 当代入一个假定的 K^* 后, 如果方程右边的值大于 P , 则说明假定的 K^* 太小, 反之, 当代入一个 K^* 值后, 方程右边的值小于 P , 则说明选定的 K^* 太大。就这样不断地继续试, 最终就可以找到使方程等式两边近似相等的内部收益率。仍以麦格利公司为例, (2.3.21) 方程就有如下表达式:

$$55 \text{ 美元} = \frac{2 \text{ 美元}}{(1 + K^*)^1} + \frac{3 \text{ 美元}}{(1 + K^*)^2} + \frac{3.30 \text{ 美元}}{(K^* - 0.10)(1 + K^*)^2} \quad (2.3.22)$$

第一次我们选 $K^* = 14\%$, 结果方程(2.3.22)右边的值是 67.54 美元; 然后再选 $K^* = 15\%$ 时, 方程(2.3.22)右边的值就等于 53.92 美元。因为 55 美元介于这两个值之间, 就可以断定所要求的内部收益率一定位于 14% 与 15% 之间。接着, 在 14% ~ 15% 之间选一些值代入方程的右边, 看结果会是怎样? 用 14.5% 代入方程, 结果是 59.97 美元, 再以 14.8% 和 14.9% 代入, 又得到 56.18 美元和 55.03 美元, 由于 55.03 美元与 P 更接近, 至此就决定麦格利公司股票的内部收益率是 14.9%。将它与给定的必要收益率 15% 进行比较, 可以看出麦格利股票的定值相当公平。

现在, 我们来看看多元增长模型的两个特例, 即两元模型和三元模型。两元模型是假定在时间 T 以前股利以 g_1 的不变增长率增长, 在时间 T 以后, 则以另一个不变增长率 g_2 的速度增长。三元模型是假定在 T_1 时间前, 不变增长率为 g_1 , 在时间 T_1 和 T_2 之间, 不变增长率为 g_2 , 在 T_2 时间以后, 不变增长率为 g_3 。这两种模型的有关求解过程, 这里就不再仔细论述了。

5. 股利贴现模型在有限持有股票阶段的适用性

在分析股利贴现模型时, 我们是将未来时期所有的股利进行贴现, 这里就提出了一个问题, 即假定在未来某一时刻 T , 投资者将股票出售掉, 那么股利贴现模型同样适用吗? 回答是肯定的。此时, 我们将预期的现金流分为两部分, 一部分是到出售时刻的所有股利和, 另一部分是预期出售股票的价格。在给定的必要的收益率下, 对这两部分现金流进行贴现, 其表达式如下:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1 + K)^t} = \frac{P_T}{(1 + K)^T} \quad (2.3.23)$$

这里 D_t 表示在 t 时期的股利, P_T 表示在时刻 T 出售股票时的股票价格。

如果假定股票每年支付一次股利, 且某个投资者计划在一年后出售这种股票, 那么式(2.3.23)就变成如下的形式:

$$V = \frac{D_1 + P_1}{1 + K} = \frac{D_1}{1 + K} + \frac{P_1}{1 + K} \quad (2.3.24)$$

为了使用方程(2.3.24),就必须估计在 $t = 1$ 时的股票预期价格。最简单的办法就是基于出售以后预期支付的股利,这样便可以得到 $t = 1$ 时预期的股票出售价格:

$$P_1 = \frac{D_1}{(1 + K)^1} + \frac{D_3}{(1 + K)^2} + \frac{D_4}{(1 + K)^3} + \dots = \sum_{t=2}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K)^{t-1}} \quad (2.3.25)$$

将方程(2.3.25)代入方程(2.3.24),便可得到:

$$V = \frac{D_1}{1 + K} + \left\{ \frac{D_2}{(1 + K)^1} + \frac{D_3}{(1 + K)^2} + \frac{D_4}{(1 + K)^3} + \dots \right\} \cdot \frac{1}{1 + K} = \frac{D_1}{1 + K} + \frac{D_2}{(1 + K)^2} + \frac{D_3}{(1 + K)^3} + \frac{D_4}{(1 + K)^4} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K)^t}$$

上述情况可以扩展到一般的情况,即在未来任何某一时刻出售股票时的情况也一样适用。也就是说,在未来某一时刻出售股票后,对两部分现金流的贴现和等于所有时期所有股利的贴现之和。因此股利贴现模型适用于有限持有股票这种情况。

6. 价格—收益比率模型

从前面的分析可以看出,股利贴现模型存在固有的灵敏性,但在证券分析家看来,可以采用更简单的方法来估计股票的内在价值。这种方法,首先估计在未来时期每股股票的收益,然后再去估计股票‘正常的’价格—收益比率。这两个数字的积就给出对未来价格 P_1 的估计。如果给出在 $t = 1$ 时估计的股利 D_1 和当今价格 P ,就可决定 $t = 1$ 时的股票预期收益率:

$$\text{预期收益率} = \frac{(P_1 - P) + D_1}{P} \quad (2.3.26)$$

一些分析家进一步扩展了这一方法,去估计每股收益和最优价格—收益比率。另一些分析家把股票实际的价格—收益比率与‘正常的’价格—收益比率相比较,以决定股票价格被低估还是被高估。这里,提出了一个新的概念,即‘正常的’价格—收益比率,那么这个‘正常的’价格—收益比率是怎么确定的呢?下面我们就此展开论述。

首先,我们来看看股利支付率(P_t)、每股收益(E_t)与每股股利(D_t)的关系,用公式表示是这样的:

$$D_t = P_t E_t$$

因此,如果能预测到每股收益和股利支付率,那么就可以得到每股股利。

然后,将股利贴现模型引进来,并且用 $p_t E_t$ 来代替模型中的 D_t ,那么我们就有以下的表达式:

$$\begin{aligned} V &= \frac{D_1}{(1 + K)^1} + \frac{D_2}{(1 + K)^2} + \frac{D_3}{(1 + K)^3} + \dots \\ &= \frac{P_1 E_1}{(1 + K)^1} + \frac{P_2 E_2}{(1 + K)^2} + \frac{P_3 E_3}{(1 + K)^3} + \dots \\ &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{P_t E_t}{(1 + K)^t} \quad (2.3.27) \end{aligned}$$

正如引入股利增长率 g_t 来反映邻近年份股利的关系一样,通过引入每股收益增长率 g_{et} ,也就可以反映出邻近年份每股收益的关系,即:

$$E_t = E_{t-1} (1 + g_{et})$$

这样就有一系列表达式:

$$\begin{aligned} E_1 &= E_0(1 + g_{e1}) \\ E_2 &= E_1(1 + g_{e2}) = E_0(1 + g_{e1})(1 + g_{e2}) \\ E_3 &= E_2(1 + g_{e3}) \\ &= E_0(1 + g_{e1})(1 + g_{e2})(1 + g_{e3}) \\ &\dots\dots \end{aligned}$$

其中, E_0 是上一年每股的实际收益水平, E_1 是当年预期的每股收益水平, E_2 是下一年每股的预期收益水平, 以此类推。将上述表达式代入方程(2.3.27)得到:

$$V = \frac{P_1[E_0(1 + g_{e1})]}{(1 + K)^1} + \frac{P_2[E_0(1 + g_{e1})(1 + g_{e2})]}{(1 + K)^2} + \frac{P_3[E_0(1 + g_{e1})(1 + g_{e2})(1 + g_{e3})]}{(1 + K)^3} + \dots\dots \quad (2.3.28)$$

得到上述方程后, 再将方程两边同时除以 E_0 , 就得到决定‘正常的’价格—收益比率的计算公式:

$$\frac{V}{E_0} = \frac{P_1(1 + g_{e1})}{(1 + K)^1} + \frac{P_2(1 + g_{e1})(1 + g_{e2})}{(1 + K)^2} + \frac{P_3(1 + g_{e1})(1 + g_{e2})(1 + g_{e3})}{(1 + K)^3} + \dots\dots$$

从上式可以看出 在其他条件不改变的情况下, 预期的股利支付率($P_1, P_2, P_3 \dots\dots$)越大, 每股收益的预期增长率($g_{e1}, g_{e2}, g_{e3}, \dots\dots$)越大, 公司必要的收益率(K)越小, 股票‘正常的’价格—收益比率将越大。这里要提醒一点, 公司不应采取增大股利支付率的手段来提高其股票的内在价值。因为增大股利支付率的同时会减小每股收益的预期增长率。即在假定公司的投资政策不发生改变的情况下, 减少每股收益的预期增长率的影响正好抵消增大股利支付率的影响, 从而使股票的内在价值不发生变化。

前面已经讲过, 如果 $V > P$, 股票的价格被低估, 反之则被高估。不等式两边同时除上一个正的常数 E_0 不改变不等式的方向, 即有当 $V/E_0 > P/E_0$ (‘正常的’的价格—收益比率大于实际价格—收益比率), 股票的价格被低估; 反之, $V/E_0 < P/E_0$ (‘正常的’价格收益比率小于实际价格—收益比率), 股票的价格被高估。可见, 价格—收益比率模型是股利贴现模型的延伸和扩展。

同股利贴现模型一样, 为使问题简化, 作出一些假定条件, 价格—收益比率模型也有零增长模型及不变增长模型, 下面将专门论述。

现在, 我们应作出一些假定条件。如果假定在未来所有时期里, 公司保持 100% 的股利支付率, 每股收益也保持固定的数量, 就可以得到价格—收益比率的零增长模型。也就是假定在未来所有时期里 $P_t = 1$ 和 $E_0 = E_1 = E_2 = E_3 = \dots\dots$ 。具体的推导过程是这样的, 从方程(2.3.9)出发, 就可以发现如下等式, $D_0 = E_1 = D_1 = E_2 = D_2 = \dots\dots$, 方程(2.3.9)也就变为:

$$V = E_0/K \quad (2.3.30)$$

方程(2.3.30)的等式两边同除 E_0 , 就有:

$$V/E_0 = 1/K \quad (2.3.31)$$

这也就是‘正常的’价格—收益比率的计算公式。举一例子可以清楚地反映出来, 例如仍以国际商用机器公司为例, 该公司支付的每股股利为 10 美元, 出售一股的股票价格是 80 美元, 必要的收益率是 10%, 那么在这里就有 $E_0 = 10$ 美元。这样就可以求得该公司‘正常的’价格—收益比率为 $1/0.10 = 10$ 实际的价格—收益比率是 $80 \text{ 美元} / 10 \text{ 美元} = 8$ 。因此可以判断出国际商用机器公司的股票价格被低估。

如果假定在未来所有时期,股利支付率保持不变的比率 P (即 $P_t = P$), 每股收益增长率也保持不变的比率 g_e (即 $g_{et} = g_e$), 就可得到价格—收益比率的不变增长模型。通过上述的假定, 就有:

$$E_1 = E_0(1 + g_e)$$

$$E_2 = E_1(1 + g_e) = E_0(1 + g_e)^2$$

$$E_3 = E_2(1 + g_e) = E_0(1 + g_e)^3$$

.....

$$E_t = E_0(1 + g_e)^t$$

这样, 我们就可以得到:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{PE_0(1 + g_e)^t}{(1 + K)^t} = PE_0 \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1 + g_e)^t}{(1 + K)^t} \quad (2.3.32)$$

利用无穷级数的性质, 就可得到如下表达式:

$$V = PE_0 \frac{1 + g_e}{K - g_e} \quad (2.3.33)$$

$$\frac{V}{E_0} = P \cdot \frac{1 + g_e}{K - g_e} \quad (2.3.34)$$

式(2.3.34)就是在不变增长率的条件下, 股票‘正常的’价格—收益比率的计算公式。这里需要强调一点 收益增长率 g_e 和股利增长率 g 是一致的, 即($g_e = g$)。这可以从有关推导来说明。我们知道 $D_t = D_0(1 + g)^t$, $D_t = PE_t = PE_0(1 + g_e)^t = D_0(1 + g_e)^t$, 由此可以看出这两个增长率必然相等。即 $g_e = g$ 。举例说明价格—收益比率在不变增长模型下的应用。假定柯柏公司上一年支付的每股股票股利是 1.80 美元, 预计股利每年的增长率为 5%, 公司必要的收益率是 11%, 当今的股票价格是 40 美元, 目前的每股收益是 2.70 美元。则可以求得股利支付率是 $1.80 \text{ 美元} / 2.70 \text{ 美元} = 66.667\%$, 根据方程(2.3.34)又可求得股票‘正常的’价格—收益比率为 $0.6667[(1 + 0.05) / (0.11 - 0.05)] = 11.67$ 。而股票实际的价格—收益比率为: $40 \text{ 美元} / 2.70 \text{ 美元} = 14.81$, 因此可判断出该公司股票的价格被高估。

价格—收益比率模型在实际分析中很有用处, 投资者通过计算‘正常的’价格—收益比率和实际的价格—收益比率, 就可以由此作出判断, 即某种股票的价格是被高估还是被低估。

第二节 经济分析

上一节我们简要地介绍了有关基本分析的原理和方法, 从本节开始的三节将对基本分析的主要内容作一介绍。我们知道, 基本分析的内容主要包括经济分析、行业分析、公司分析等等。本节将介绍经济分析。

经济分析就是通过对影响证券价格变动的宏观经济因素的分析, 来判断证券价格变动的趋势, 从而帮助投资者作出正确的投资决策。对宏观经济因素的分析方法很多, 这里介绍三种方法 经济指标分析法、经济指示器分析法和计量经济模型分析法。

一、经济指标分析法

通过经济指标来研究经济形势及经济周期的变化,是经济分析常用的方法。因为通过一系列经济指标数字,能够明确具体地反映当前的经济发展情况,这些经济指标的变化常常意味着经济形势的变化。这里我们着重介绍一些反映经济形势变化的宏观经济指标。

1. 国民生产总值

国民生产总值是指一个国家在一定时间内(通常为一年)所生产和提供的最终产品和劳务总量的货币表现。它反映特定时间内国民经济所生产的全部商品和劳务的市场价值。它包括四部分,即个人消费开支、国内私人总投资、政府购买和净出口,用公式表示为:

$$Y = C + I + G + N_x$$

其中, Y 表示国民生产总值, C 表示个人消费开支; I 表示国内私人总投资, G 表示政府购买; N_x 表示净出口。

国民生产总值是分析和预测国民经济状况及发展趋势的综合性最强的指标,也是衡量和反映国民经济宏观运行状况的最常用的同步指标。

从长期来看,股票、债券价格的变动是与国民生产总值的变动一致的。以美国为例,1897年到1976年间,国民生产总值的年平均增长率是5%,同期道·琼斯工业平均指数的年平均增长率是4.7%。在这79年中,国民生产总值并不是直线上升的,中间也有起伏。比如在1929年~1933年,1970年和1974年,国民生产总值下降了,道·琼斯工业平均指数也随之下跌。国民生产总值作为一项综合性指标,这个指标下降表明国家经济不景气,大多数公司的营业状况不太好,它们的股票价格也自然要下跌。相反,国民生产总值上升,反映在股市上,行情就会看涨。

从国民生产总值的结构来看,各个构成部分的变化也是影响证券市场行情的重要因素。

我们从国民生产总值的各个组成部分出发,看看各组成部分的变动是怎样影响证券市场的。

(1)个人消费开支。它包括耐用消费品开支、非耐用消费品开支和劳务开支。耐用消费品是指使用年限在3年以上的商品,如汽车、家用电器、住房等;非耐用消费品是指使用年限在3年以下的商品,如食品、普通衣物和卫生用品等;劳务是指个人对各种服务、交通、医疗、保险等无形商品的消费。

三个构成部分各有其自身的特点。耐用消费品是个人消费开支中最容易发生变动的部分,因而市场需求波动大,当经济不景气或消费者开支别有用途时,对耐用消费品的购买常常会被推迟或取消。非耐用消费品是个人消费开支中最大最稳定的部分。劳务开支在现代生活消费中所占的比重有明显上升的趋势。

一般来说,耐用消费品行业对经济形势的影响比非耐用消费品行业及劳务行业的影响都要强,原因在于市场对耐用消费品的需求波动大。例如,由于石油短缺与油价上涨的缘故,消费者对豪华型汽车的需求量就会下降,而对经济实用型的中低档汽车的需求量就会上升,最终会影响到汽车行业的生产。其他耐用消费品也是如此。

因此,对投资者来说,正确认识和把握个人消费开支中各个组成部分的变动对不同行业景气趋势的影响,是十分重要的。只有这样才能正确把握证券市场的运行动态。

(2)国内私人总投资。国内私人总投资包括两部分,即固定资产投资和企业库存。固定资产投资是指企业、非盈利组织和个人对固定资本物品(使用年限一年以上)的投资,它包括企业厂房、机器设备、运输工具等。其功能在于为以后的产品生产提供新的生产能力。企业库存是指企业所持有的原材料、半成品和制成品的实物存货。两者同宏观经济运行周期都有密切的关系。固定资产投资的大量增加是经济周期由复苏阶段转向高涨阶段的重要标志。相反,投资的大量减少则表明经济趋于萧条。库存变动也可以反映经济周期的变化,库存的减少表明经济由复苏向高涨演进,库存的增加,则往往表明经济繁荣阶段的尽头已经来临,不久将转向萧条。对于这一点,资本主义国家的经济危机很能说明这一情况。当生产出来的产品卖不出去,市场供给量超过了有效需求量时,商品销售困难,库存增加,繁荣的景象将被萧条的景象所代替,经济周期由繁荣阶段转向萧条阶段。由此可以看出,库存变动也是预测经济行情时较有预兆性的指标。

(3)政府购买。它反映政府在经济中的干预和作用,主要包括以下几部分:

- ①社会基础设施,公用事业及科学文教,社会福利和社会救济等支出;
- ②军事采购与国际援助;
- ③国有企业的建设及对高科技产业扶植所费的支出;
- ④各种形式的减免税和补贴支出。

政府购买总量的增减及结构的改变,都会影响到经济的整体增长速度及行业的增长速度,进而影响证券市场的行情波动。例如,政府增加军事采购,扩大在这方面的费用支出,就会推动整个军火工业的生产,这个行业中的上市公司的财务状况就会得到好转,其股票价格一般地有上涨趋势。可见,对于政府购买,投资者也必须有清醒的认识。

(4)净出口。净出口是指一定时期出口减去进口而得出的国内商品和劳务的净输出。这里的商品包括各种原材料、消费品、半成品及制成品等,劳务包括运输、通讯、保险、旅游等服务项目。通常说来,净出口的增长可以推动外贸企业的生产和销售,并带动其他与外贸企业有联系的相关行业的发展,对国民经济增长起乘数的推动作用。反之,净出口的减少甚至出现负增长,则对国民经济的发展产生不利的影响,对经济增长是一个不利的信号。

2. 经济行情指标

经济行情指标包括三种指标,即同步指标、先行指标和后行指标。同步指标是指与一般经济活动大致同时进入经济周期各个阶段的时间序列指标,该指标是衡量经济总体活动的重要标志,它主要包括工业产值、农业产值、个人收入、制造业产值及商品销售额等。

先行指标先于同步指标,是指先于经济周期发生变动的时间序列指标。如新订单、承包契约的增减、原材料价格和库存的增减等。它们通常比那些衡量同类经济活动的同步指标早几个月发生变动,是预测经济行情变动趋势的重要经济指标。有些先行指标反映人们对近期未来的经济活动所作的承诺,如新订单、承包契约,有些先行指标反映一些非常敏感的经济活动情况,如原材料价格、库存的增减。

后行指标是指滞后于经济周期各阶段的时间序列指标,如单位产品的劳动成本、抵押贷款的利率、未清偿债务和全部投资支出等。后行指标是经济失衡程度的指标。

在经济分析中,为避免个别指标的局限性及波动的过分敏感性,增加经济指标的综合性、稳定性和实用性,常常将一些具有代表性的指标编制成综合指数,如先行指数、同步指数和后行指数。例如,美国编制了由12个先行指标组成的先行指标综合指标来对经济行情进行预

测。统计结果表明,这个综合指数自 1948 年以来在每个经济周期的峰顶之前 11 个月左右发生下降,在每个经济周期的谷底之前 2 个月左右出现回升。

3. 货币指标

一国政府的货币政策对整个经济活动以及证券市场动态产生着巨大的影响。一般地讲,膨胀性的货币政策将会扩大社会的货币供应量,提高银行的信贷能力和压低资金市场的利率,从而推动生产和消费的增长,刺激经济的发展。相反,紧缩性的货币政策则会阻碍经济的发展,使经济增长的速度放慢。

但是,如果一国中央银行长期推行膨胀性的货币政策,则不仅会导致经济陷入滞胀的困难之中,而且还会导致名义利率的提高,从而造成证券市场行情的下跌,增加投资者的风险,影响证券的收益。相反,一国中央银行长期推行紧缩性的货币政策,市场名义利率迟早会下降,证券市场的行情又趋回升。

一国中央银行贯彻货币政策,调节货币供应量的手段主要有三个:

①调整法定存款准备金 ②调整再贴现率 ③公开市场业务。

当一国政府为了防止经济衰退、刺激经济增长而实行膨胀性的货币政策时,中央银行就会采取降低法定存款准备金率、降低中央银行的再贴现率、在公开市场上买进国家公债等方式来增加货币供应量,提高资金市场的信贷能力,以扩大社会的有效需求。

当一国经济持续高涨,通货膨胀日益加剧时,为防止危机,稳定物价,政府往往要采取紧缩的货币政策,中央银行往往采取提高法定存款准备金率、提高中央银行的再贴现率、在公开市场上出售公债等方式来减少货币供应量,达到紧缩信用,稳定物价,保持社会总供给与总需求平衡的目的。

可见,通过分析法定存款准备金率、再贴现率以及公开市场业务交易量的变动,来预测证券市场的动态,具有实际的意义。

4. 能源指标

证券市场动态分析中的能源因素是指能源价格的变动、能源业新技术的运用而带来的生产率的提高、以及新能源开发对经济的推动。这些因素的变化将直接影响到证券市场行情的变化。能源跟经济发展的关系十分密切,它有‘现代经济发展的血液’的美誉。

本世纪 70 年代石油危机以前,廉价的石油直接推动了战后石化工业、汽车工业、钢铁工业和造船工业的迅猛发展,从而带动了几乎所有经济部门与行业的生产和销售活动。70 年代,两次石油危机,使石油价格大幅度提高,随之而来的全球性石油短缺对世界经济和各国经济的发展产生了难以估量的影响,引起了全球性经济、贸易和金融结构的大调整。较高的石油价格,增加了人们对各种高效节能性商品的需求,从而导致了生产企业由能源密集型向技术密集型等方面转变,推动了各种新能源和替代能源行业的发展。

可见,能源价格以及新能源的开发,也是影响整个经济和行业发展的重要因素。在进行证券分析时不可忽略这方面因素的影响。

我们可以从上面的分析看到,在复杂纷繁的现代经济中,反映经济变动的一系列指标是研究经济形势和经济周期变化的重要依据,因此,在进行证券市场动态的分析时,它们是十分重要的参考指标。

二、经济指示器分析法

经济指示器分析是指通过设立一些综合性经济指示器,来预测经济周期性运动情况的分析方法。这种分析方法弥补了经济指标分析方法在预测商业循环上具有偏差的局限性,可以使投资者更全面地了解整个经济活动情况,从而帮助投资者作出正确的投资决策。

美国国家经济研究局制定了 77 种周期性综合指示器,分三大类 超前指示器、滞后指示器及综合指示器。如表 2.3.2 所示。

表 2.3.2 周期性经济指示器的总分类表

经济过程 周期性分类	就业和 失业	生产,收 入,消费与 交易	固定资 产投资	存货与 存货投资	价格,成 本利润	货币信贷
超前指示器	边际就业 调节		工商企业 构成新的 投资契约	存货投资 及购买	敏感性商 品价格 股票价格 利润及边 际利润 现金流量	货币及信 贷流量 信贷障碍
综合指示器	职业定额 综合就业 综合失业	综合生产 综合收入 综合消费与 交易	尚未履行 交货手续 的投资契约		综合批发 价格	银行储备 利率
滞后指示器	长期失业		投资支出	存货	单位劳动 成本	未清偿债 务利率

资料来源 美国商业部经济分析局,《商业状况摘要》,1982 年 3 月。

从统计数据来看,超前指示器大约在总经济变化之前的 6 个月达到顶点或低谷,滞后指示器则在总经济变化后的 6 个月达到顶点或低谷,综合指示器达到顶点或低谷的时间大致与总经济相同。

为了更直观、更清楚地反映这些经济指示器与经济过程和循环时间的关系,常常作一些曲线图,具体做法就是将指示器所反映的指标在各个时期的数据按时间序列标在坐标图中,然后用光滑的曲线将这些点连接起来,形成一曲线图。根据所作出的曲线图,投资者和金融分析家就可以找出指示器变动与经济周期变动的规律性联系起来。具体分析时,我们常常将数个指示器的运动结合起来,建立一种复合指数来解释与经济周期之间的内在联系。而不是孤立地考察个别指示器运动的曲线图,因为那样往往带有片面性。

在总经济变动之前,超前指示器是能够显示经济变动方向的。这是因为有些超前指示器既反映了参与商业兴旺的投资决策,同时也反映了推进兴旺的投资决策。例如新企业的形成参与了市场的扩张,这已成为事实,而扩张的市场将会吸收增加的产品,提供新的就业机会,同时在其发展过程中消费追加的原材料。相反,在经济变动之后,滞后指示器所反映的决策影响

会延续更长的时间。比如,用于资本扩张时的未偿还的银行贷款的归还还需要一定的时间,而在债务偿还之前,商情有可能变得更糟。

可见,经济指示器能够合理地预测经济循环运动,指明经济变动的方向。但是它并不是没有缺点,比如它不能指出这种变动的程度大小及变动延续的时间有多长。因此,我们通过经济指示器的分析把握证券市场动态时,必须考虑这方面的因素。在实际分析过程中,我们常常把它与其他方法结合起来运用。

三、经济计量模型分析法

用经济计量模型对一国宏观经济进行分析和预测,在西方发达国家非常流行。一些投资机构常常使用大型计量经济模型,用有关政府预算、预期的消费支出额以及计划的企业投资等因素来预测未来的国民生产总值、通货膨胀率和失业率等。

经济计量模型是一种有效的预测手段,它是在定性分析的基础上,运用经济理论、统计和数学方法,对经济作出合理的预测。它为预测某些需要确定的变量水平提供手段,这些变量称为内生变量;同时为达到预测目的,它还必须建立在对一些变量的假设的基础上,这些变量称为外生变量。经济计量模型的方程可能是单个的方程式,也可能是联立的方程组。

用经济计量模型来预测,基本程序如下:①明确要求,确定目标,收集资料,全面了解所要研究的经济系统情况;②设计构造理论模型;③数据的准备与收集,建立数据库;④模型的识别与参数估计;⑤模型验证;⑥预测外生变量;⑦预测与分析;⑧预测评价。

值得注意的是,为使经济计量模型预测性能好,就必须每隔一段时间(一般2~3年)根据新的数据、新的情况调整模型,修订参数,修改外生变量赋值。有时候,还基于对不同外生变量的假设,提供几套‘标准’的预测模型,并标出不同预测模型的可信度。

通过经济计量模型可以用来分析和预测外生变量的变动对经济产生的影响。例如,1973年后期,在石油输出国组织作出石油禁运决定的最初阶段,有几个著名的经济计量模型被用来预测石油价格大幅度上涨后对经济产生的影响,如麻省理工学院的经济计量模型、密执安州立大学的经济计量模型等等。

经济计量模型也有它自身的局限性,一般来说,经济计量模型在进行短期预测时才显示出其精确性,而且需要对计算机和资料积累工具的巨大投资作为模型必要的补充,更需要很高程度的技术和理论论证才能构成和维持一个有意义的模型。此外,经济计量模型还有与经济指示器相同的缺陷,即资料滞后性。因此,任何一种模型单独预测的结论都不能被简单地接受,必须同时运用其他经济分析法。

下面,我们来讨论影响证券价格变动的宏观经济因素。它既包括商业周期波动这种较纯的经济因素,也包括政府经济政策及特定经济行为等混合因素。

1. 经济周期

股票价格的变动通常是与经济周期相适应的。在经济高涨时期的初期,预期股息提高,金融借贷业务越来越多,利率水平也会提高,但由于有增息的可能,股票价格也会提高。到了高涨时期的中期,利率大幅度提高,企业设备投资也大量增加,增息的期望越来越大,于是股价趋高。在高涨时期的末期,股票价格的涨势将停止,由于银根紧缩,利率上升,企业的收益也相对

减少,因此在衰退阶段来临之前,股票价格就先下跌了。

在衰退阶段,生产停滞,失业率剧增,企业增资后预期增息的可能性很小,甚至会出现减息的可能。大众投资者竞相抛售股票,股票价格直线下跌。

在萧条阶段,大众对经济前景难以掌握,多数投资者处于观望状态。同时,经济不景气,虽然利率不会提高,但预期股息也不高,所以股市行情低落,股票价格仍然在低水平上沉浮。

当经济走出低谷逐渐向复苏阶段过渡时,实际的增息还没有可能,由于萧条时期带来的不安,股市依然消沉,但随着复苏阶段的到来,投资者又有了一线希望,各种原来只认为可能增息的预测成为现实,于是企业又逐渐提出增资计划,增资又使增息成为现实。另一方面是利率的动向,在复苏初期,强大的资金需求尚未开始,利率水平仍停留在萧条时期的低水平上。复苏可能比较迟缓,但对股市的影响却很大,因为预期的股息增加,而利率变动又不大,甚至有可能减少。如果政府采取积极的刺激政策,放松银根,降低利率,则股票价格将更快地提高,股价的上升比实际的复苏要快。

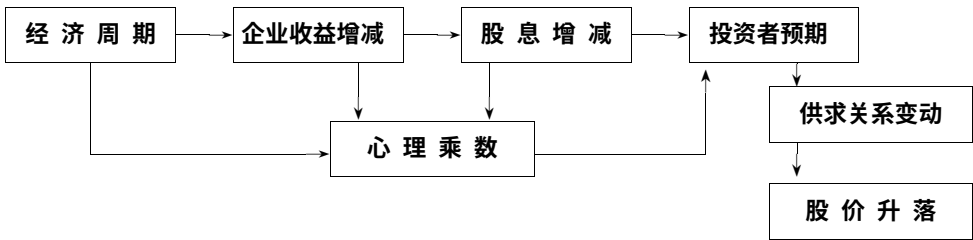


图 2.3.2 经济周期对股市影响的机制

可见,经济周期是影响股市的重要因素之一。例如,1929~1933 年,西方各国发生了严重的经济危机,工业生产萧条,市场购销萎缩。受此影响,美国股市下跌,仅钢铁公司的热门股票就由经济危机前的最高点,跌至 1930 年的最低点 21 点。而进入 80 年代以后,西方各国经济开始好转,股票价格随即又作出灵敏反应。仅从 1982—1986 年,西方国家各主要股市价格均有不同程度的上涨。如英国股市价格上涨了 99%,日本股市价格上涨了 321%,美国股市价格上涨了 147%,其中意大利股市上涨最多,达 365%。

2. 利率

金融市场利率是影响股票价格升降变化诸因素中最敏感的因素。从理论上讲,股票价格 = 股息/利率。在股息不变的条件下,利率调高,股票价格会下跌,利率调低,则股票价格会上涨。从实际情况来看:当金融市场利率上升时,一方面会使企业经营成本增加,直接减少其利润,因为企业经营大都离不开信贷;另一方面利率的上升还会使消费信贷萎缩,社会购买力下降,企业销售额减少,从而直接影响企业利润。企业利润的减少,可供分配的股息减少,甚至不能分配股息。因此,持有它的股东会把这种股票卖掉,把资金转移到有高利息收入的其他债券上去,如购买政府发行的国库券和公司发行的公司债券等。由于要卖这种股票的人多,想买股票的人少,造成这种股票在市场上供大于求,致使股票价格下跌。相反,当金融市场利率下降时,会使股票价格上涨。例如,英国于 1987 年 8 月提高利率一厘,随后股票价格即作出敏感的反应,伦敦金融时报指数先下跌了 56 点后,又继续下跌到 64.4 点。又如,美国 1982 年 6 月开始下调短期利率,8 月 13 日再次降低贴现率 1/2 个百分点,由 11% 降到 10.5%,从而使投资于美国短期国库券和商业票据上的 390 亿美元资金转移到股票市场上来,结果有力地刺激了股票价格的上涨。由此可见,股票价格升降变化受金融市场利率变动的影响是十分敏感的,并

且存在着反比变化关系。

3. 物价水平

通货膨胀对股票价格走势的影响比较复杂,它既有刺激股票价格的作用,又有压抑股票价格的作用。

通货膨胀主要是由于过多地增加货币供给量而大大超过流通中所需要的货币量而造成的。货币供应量增加,开始时能刺激生产,扶持物价,增加公司利润,从而使可分配的股息增加。股息增加使股票更具吸引力,于是股市行情就上涨。但是,当通货膨胀达到一定程度,将会推动利率上涨,从而促使股票价格下跌。当刺激作用大时,股市的走势将跟通货膨胀的趋势一致;反之,当压抑作用大时,股市走势将与通货膨胀的趋势相反。

4. 税收政策

一些国家的政府为刺激企业投资的增长,经常采用一系列税收优惠政策,如减税、免税、避免重复征税等。由于税收优惠,企业的税后利润将会增加,可分配的股息也随之增加,这样的话,这些企业的股票对投资大众的吸引力就大,其股票价格也将上升。另外,对证券投资者收益的税收政策变化,会引起股票的结构性价升降。例如,当宣布对能源工业的股票收益实行税收保护时,将会推动这类股票价格上升。

5. 其他因素

除了上述影响股票价格变动的因素外,还有其他经济因素也影响着股市的变化。诸如失业率、市场上资金的数量以及产业结构等因素。这里,我们将把影响证券价格变动的政治因素考虑进来,因为人们常说,政治是经济的延伸,政治跟经济是密不可分的。这方面的影响表现在以下几方面:

(1)国内政局。政局长期稳定对股市有良好的影响;反之,政局不稳是导致股市下跌的重要因素。

(2)国际政局。发达国家首脑更换或产油国的动乱等等都是影响股市的重要因素。

例如,美国的历届总统选举表明:自1949年以来,民主党当政的第一年,股票价格均上涨(只有1977年例外)而共和党当政的第一年股票价格均下跌。见表2.3.3。

表 2.3.3

时 间	总统名称	所属党派	股价变化
1949 年	杜鲁门	民主党	升 12.9%
1953 年	艾森豪威尔	共和党	降 3.8%
1957 年	艾森豪威尔	共和党	降 12.8%
1961 年	肯尼迪	民主党	升 18.7%
1965 年	约翰逊	民主党	升 10.9%
1969 年	尼克松	共和党	降 15.2%
1973 年	尼克松	共和党	降 16.6%
1977 年	卡 特	民主党	降 17.2%

(3)战争。战争是政治因素中最具决定性作用的因素,世界上某一国家或地区爆发战争,

都会直接或间接地影响该国家、该地区,乃至全球股市震荡。例如,1990年8月2日伊拉克以武力吞并科威特到1991年1月17日多国部队空袭巴格达这段时间,由于受石油价格的影响,美国股市清淡,道·琼斯工业股票平均指数跌至1991年1月8日的1636.9点。开始,人们寄希望于和平解决这场危机,但1月9日美伊外长日内瓦和谈破裂后,舆论普遍认为:只有武力解决这场中东危机时,道·琼斯工业股票平均指数从1月10日的1650.3点猛涨到2501.49点,涨幅达851.18点,创下了单一第二大涨幅记录。

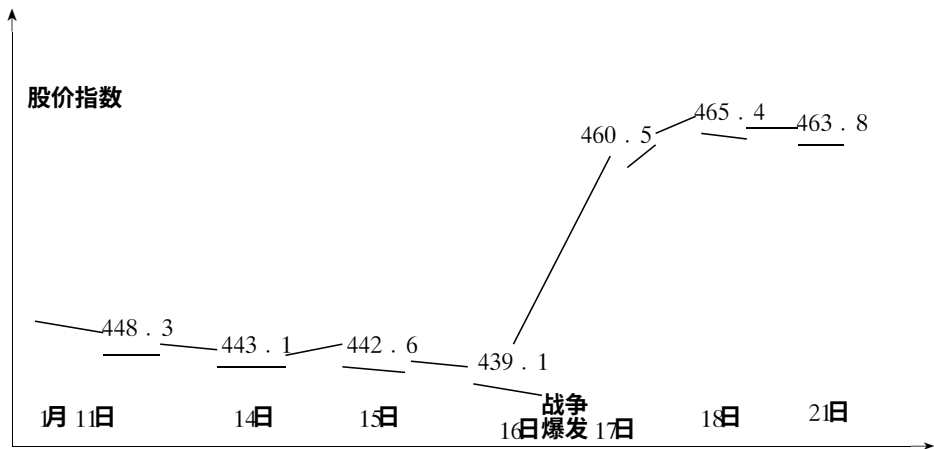


图 2.3.3 1991 年 1 月 11 日~21 日摩根·斯坦利世界股票指数上涨曲线

由于人们普遍认为以美国为首的多国部队在这场战争中必定取胜,石油价格也会随之降到原有水平。这对依靠进口中东石油进行生产的西方国家来说,无疑是个极好的消息,人们对工业生产继续抱有信心,对股票投资依然很乐观,而且战争开始越早,结束越快,对西方国家经济的影响就越小。在这种环境下,当美国总统布什1月17日通过电视向全世界宣布多国部队对伊战争已经开始后,全球股市当日均有不同程度的上涨。如美国道·琼斯工业股票平均指数由前一天的2508.91点涨至当日的2623.51点,涨幅达114.6点;日本日经指数猛升了1004.11点,由1月16日的22442.70点涨至23446.81点;香港恒生指数同样出现猛涨,达到3087.83点。除美、日、香港股市有上涨外,世界其他各主要股票市场均有很大波动。这种波动我们可通过反映世界股市行情的摩根·斯坦利世界股票指数来看出。见图2.3.3。

第三节 行业分析

一、行业的定义及分类

行业,简言之就是指由于产品在很大程度上可相互替代而处于彼此紧密联系状态的企业组合。

在国民经济中,一些行业的增长与国民生产总值的增长保持同步,另一些行业的增长率高

于国民生产总值的增长率,还有一些行业的增长率低于国民生产总值的增长率。一般来说,某一企业的增长与其行业的增长是保持一致的。鉴于这一原因,如果投资者的投资目标更趋向于增长型导向的话(而非趋向于收入型导向),那么,则应该选择与国民生产总值增长保持一致的行业。

投资者在投资过程中,对行业的选择是非常重要的。通常对行业的选择和判断有两个尺度:

第一,产品生产的相似性;

第二,生产过程所运用技术的一致性。

但是,在实际中由于某种需要,就会产生不同的分类方法,如道·琼斯分类法、标准行业分类法等等。这里只介绍这两种分类方法。

1. 道·琼斯分类法

道·琼斯分类法是最通常的分类法之一,通过它我们可以了解在纽约证券交易所上市交易的各行业股票的平均市场价格的变化。

道·琼斯分类法将国民经济分为三个行业,即工业、运输业和公用事业,虽然每一组并不包括这类行业中的所有企业,但所选择的这些股票足以反映该行业的一种趋势。

其中,工业类股票取于工业部门的 30 家公司,包括了采掘业、制造业和商业。这个行业都有明显的增长趋势,有些不断扩张,有些则出现下降,有些增长率超过了国民生产总值的增长率,有些公司企业的增长速度明显慢于国民生产总值的增长率。

运输业包括了铁路、航空、船运和汽车运输业。它们的成功与否受到政府决策的极大影响。例如,许多铁路公司经常受到财务的制约,在某些地区还存在着类似于政府的占有。但是,在过去的 10 年中,由于政府干预的减少甚至取消,一些长距离的运输业公司也获得了竞争的成功。

公用事业的增长率始终是稳定的。它包括邮电通讯公司,私营电话公司、电力公司和煤气公司等。但是这个行业的公司受通货膨胀、投资资本过大和生态等因素的影响很大。

2. 标准行业分类法

为了传递经济活动的巨大信息量,建立一个标准的行业分类系统是非常必要的,不仅对一国政府而且对广大投资者来说都是如此。标准行业分类体系是根据企业所从事的主要活动来进行划分的。首先,它将各种经济活动划分为 10 个部门,比如第一部门为农业、林业与渔业,第二部门为采掘业等。然后将各部门划分为许多行业。在每一层次上,该行业的主要经济活动都能被更精确地描述。标准行业分类体系不仅对各行业进行划分归类,而且提供了经济活动的大量信息,例如行业中产品的总值及企业的数量,该行业中的雇员和生产工人数量及其他重要的数据资料。美国国家统计局编制的《制造业调查》报告,就反映了这方面的大量经济信息,所以广大证券分析家非常重视这个《制造业调查》报告。

那么,投资者怎样运用某一行业分类表来辨别行业业绩的变化呢?在美国,最可靠并广为人知的一种方法是,分析美国联邦储备委员会公布的行业生产指数。这些指数定期地在每月出版发行的《联邦储备公报》中公布。这些材料中不仅包括了最新的统计分析,而且还将历年的数据资料进行汇集,便于投资者对行业的发展在时间上作前后的比较,从而考察各行业组成的变化。《联邦储备公报》中公布的行业生产指数没有作更细的分类,例如,对消费品一项,在其他出版的刊物中又可分为耐用消费品和非耐用消费品,并且还可以对这种分类继续下

去。虽然《联邦储备公报》公布的资料中没有进行如此详细的划分,但对于投资者了解经济趋势,仍是很有价值的,因为分析这些指数能够迅速地看出哪些行业发展比较快,哪些行业发展比较稳定,哪些行业发展比较慢。例如,1982年3月公布的《联邦储备公报》中,以1967年为基期,1980年的消费品增长为45.4%,设备数增长为45.2%,工业产品增长为47%。如果继续保持这种趋势,投资者便会选择这些增长比较快的行业。

在这些指数中,有些指数与国民经济的联系十分密切。如非农业就业指数,它指明了生产商品和劳务的就业人数,以及工资收入和最终的支出。由于国民经济的增长取决于生产和购买商品和劳务的就业人口,因此,这一指数的变化能够反映国民经济的变动状况。又如零售指数,它可以反映在短期内消费者的支出及信心。当这一指数下降时,也许是一种警告,表明经济开始衰退,因为消费者或是减少了支出,或是改变了支出的愿望,这一指数上升时,则相反。相类似,建筑合同指数可以反映各时期的建筑水平,当建筑业徘徊不前时,将会影响整个经济。

还有一些指数也逐渐为人们所关注,比如说消费价格指数。由于它可以反映通货膨胀的程度,所以在进行经济分析时,必须考虑这一因素的影响。大家都知道,只有当生产的增长或国民生产总值的增长快于通货膨胀率时,经济才是增长的。消费价格指数的增长,一方面意味着消费者购买力的损失,另一方面也表明这个“经济增长”是有水分的。

二、行业的市场类型

根据行业中企业的数量,产品的性质,价格的制定及其他一些因素,各种行业可区分为四种市场类型,即完全竞争、不完全或垄断竞争、寡头垄断和完全垄断。

1. 完全竞争

完全竞争是指许多企业生产同质产品的市场情形。初级产品市场大致归属此类。其特点是:

- (1)生产企业众多,各种生产资料可以完全流动;
- (2)生产的产品(有形和无形的)是同质的,无差别的;
- (3)由于生产企业众多及产品的同质性,因而没有一个企业能够影响产品的价格,企业永远是价格的接受者而不是制定者;
- (4)企业的盈利基本上由市场对产品的需求来决定;
- (5)生产企业和消费者对市场情况非常了解,并可自由进出这个市场。

从上述特点可以看出,完全竞争是一个理论性很强的市场类型,其根本特点在于所有的企业都无法控制市场的价格和使产品差异化。

2. 垄断竞争

垄断竞争是指许多生产者生产同种但不同质产品的市场情形。制成品市场通常归属这个类型。其特点是:

- (1)生产企业众多,各种生产资料可以流动;
- (2)生产的产品同种但不同质,即产品之间存在着差异。产品的差异性是指同种产品之间存在着实际或想象上的差异;
- (3)由于产品差异性的存在,生产企业可借以树立自己产品的信誉,从而对其产品的价格有一定的控制能力。

3. 寡头垄断

寡头垄断是指相对少量的生产企业在某种产品的生产中占据很大市场份额的情形。资本技术密集型产品以及少数储量集中的矿产品多属这种类型。其特点是：

- (1) 这类市场产品的生产必需巨额投资和复杂的技术,或者说产品储量的分布比较集中；
- (2) 少数生产者的产量非常大,他们对市场的价格和交易具有一定的垄断能力；
- (3) 少数生产者生产同一种产品,每个生产者的价格政策和经营方式及其变化都会对其他生产者产生重大影响；
- (4) 这个市场上通常存在一个起领导作用的企业或企业集团。

4. 完全垄断

完全垄断是指独家企业生产某种特质产品的情形,特质产品则是指那些没有或缺少相近的替代品的产品。公用事业、稀有资源开采业及某些资本技术密集型行业属于这种类型。

完全垄断可分为：

表 2.3.4 四种市场类型情况

市场结构	厂商数量	产品差异情况	厂商对价格的控制程度
完全竞争	许多	产品同质(如初级产品)	无控制能力
垄断竞争	许多	产品存在实际或想象上的差异(如各种制成品)	有一定的控制能力
寡头垄断	少数	同质或略有差异(如钢铁、汽车、发动机、石油等)	有相当的控制能力
完全垄断	一家	单一产品(如水、电等公用事业及其他)	有很大的控制能力

(1) 政府完全垄断,如国营铁路、邮电等部门；

(2) 私人完全垄断,如根据政府授予的特许专营权或根据专利权产生的独家经营,以及由于资本雄厚、技术先进而建立的排他性私人垄断经营。

这类市场的特点是：

(1) 由于市场被独家企业所控制,产品又没有(或缺少)合适的替代品,因此垄断者能够根据市场的供需情况制定理想的价格和产量,在高价少销和低价多销之间进行选择,以达到利润最大化。

(2) 垄断者在制定产品的价格与生产数量方面的自由性是有限度的,它要受到反垄断法和政府管制的约束。政府对垄断企业进行管制的目的通常是只允许其获得正常的利润(即足以吸引并维持该行业所需资源的利润),而限制其获得额外的经济性利润,即超过资源机会成本的那部分销售收入。

上述四种市场类型的情况可用表 2.3.4 来概括。

三、行业的周期分析

1. 行业生命周期

每个行业都要经历一个由成长到衰退的发展演变过程,这个过程就是行业的生命周期。行业的生命周期可分以下四个阶段,即初创期、成长期、稳定期和衰退期。这四个阶段的情况和各自的特点可用图 2.3.4 和表 2.3.5 表示。

接下来,我们将具体介绍行业不同发展阶段的情况。

图 2.3.4

表 2.3.5

	初创期	成长期	稳定期	衰退期
厂商数量	很少	增多	减少	很少
利润	亏损	增加	较高	减少以至亏损
风险	较高	较高	减少	较低

(1) 初创期。

在新行业的初创期里,由于新行业刚刚诞生或初建不久,因而只有为数不多的创业公司投资于这个新兴行业。由于初创期里行业的创设投资和产品的研究、开发费用比较高,而产品的市场需求又较小(因为大众对其尚缺乏了解),销售收入又比较低,因而这些创业公司财务上不但没有盈利,反而普遍亏损。同时,较高的产品成本和价格与较小的市场需求还使这些创业公司面临很大的投资风险。在初创期后期,随着行业生产技术的提高,生产成本的降低和市场需求的扩大,新行业便逐步由高风险低收益的初创期转向高风险高收益的成长期。

(2) 成长期。

新行业生产的产品经过广泛的宣传和顾客的试用,逐渐以其自身的特点(如新用途、新设

计等)赢得了广大消费者的欢迎或偏好,市场需求开始上升,新行业也随之繁荣起来。与市场需求的变化相适应,供给方面相应地出现了一系列变化。由于市场前景良好,投资于新行业的厂商大量增加,产品也逐渐从单一、低质、高价向多样、优质和低价的方向发展。因而新行业出现了生产厂商和产品相互激烈竞争的局面。竞争的结果有两方面,一方面是促进了产品品种、性能和用途的多样化和产品质量的提高,生产成本及价格的降低;另一方面是导致了生产厂商的两极分化。

随着市场竞争的不断发展和产品产量的不断增加,市场需求日趋饱和,生产厂商不能再单纯地依靠扩大产量,提高市场份额来提高收入,而必须依靠追加生产投资,提高生产技术,降低成本,以及研制和开发新产品的的方法来争取竞争优势,战胜竞争对手和维持企业的生存。但 these 方法只有资本和技术力量雄厚、经营管理有方的企业才能做到。而那些财力和技术较弱,经营不善,或新加入的企业(因产品成本较高或不符合市场需要)则往往被淘汰或被兼并,因而这一时期企业的利润虽然增长很快,但其所面临的竞争风险也非常大,破产率和兼并率高是这一时期的显著特点。

到了成长期的后期,由于行业中生产厂商与产品竞争优胜劣败规律的作用,市场上生产厂商的数目在大幅度下降后开始稳定下来。由于市场需求基本饱和,产品销售增长率减慢,迅速赚取利润的机会减少,整个行业开始进入稳定期。

(3) 稳定期。

行业的稳定期持续的时间较长。在这一时期里,在竞争中生存下来的少数大厂商垄断了整个行业的市场,每个厂商都占有一定比例的市场份额。由于彼此势均力敌,市场份额比例发生变动的程度较小。厂商和产品之间的竞争手段逐渐从价格手段转向各种非价格手段,如提高产品质量,改善产品性能和加强售后服务等。行业的利润,由于一定程度的垄断,达到了很高的水平,而风险却因市场比例比较稳定,新企业难以与老企业相竞争而下降。新企业难以打入稳定期市场的原因是市场已被原有大企业比例分割,产品的价格比较低,因而新企业往往会由于大量创业投资无法很快地得到补偿或因产品销路不畅,资金周转困难而倒闭或转产。

(4) 衰退期。

经过较长的稳定期,由于新产品和大量替代品的出现,原行业的市场需求开始逐渐减少,产品的销售量也开始下降,某些厂商开始向其他更有利可图的行业转移资金。因而原行业出现了厂商数目减少、利润下降的萧条景象。至此,整个行业便进入了生命周期的最后阶段。在衰退期里,厂商的数目逐渐减少,市场逐步萎缩,利润额停滞或不断下降。当正常利润无法维持或现有投资折旧完毕后,整个行业便逐渐解体了。

通过上述对行业生命周期的介绍,我们了解到了其发展过程的一般情况。但行业的实际生命周期由于受行业性质、政府干预、国外竞争和能源结构的变化等许多因素的影响要复杂得多。有些行业由于创业投资需求量较小,产品比较符合消费者的需要,因而初创期可能很短,甚至一开始就可能盈利。比如投资省、见效快的轻工或手工行业。但上述有关行业生命周期的说明毕竟概括了众多行业的增长形态,以便投资者在选择投资行业时作仔细的审度和慎重的考虑。

许多行业的增长率在成长期的后期会由于市场需求量的日趋饱和与市场竞争而减慢,但这时如果产品的需求由于政府的大量采购或国外市场的开辟而提高时,则该行业的厂商数目、产品的销售额和利润增长率就都会重新升高,从而相应延长了行业的成长期。例如美国的军

火工业由于美国政府庞大的国防开支和世界武器市场需求的不断增加而经久不衰,就是很典型的说明。

进入稳定期的行业市场已被少数资本雄厚、技术先进的大厂商所控制,各厂商分别占有自己的市场份额,整个市场的生产局势和份额比例在通常情况下不会发生巨大的变化。但如果我们引入国际竞争和国际投资等因素,情况就会发生变化。如过去美国的汽车市场作为一个稳定期的市场长期被通用、福特和克莱斯勒三大汽车公司所控制,本国其他的汽车公司一直无法与之进行有效的抗衡。因而对三大汽车公司的投资不仅收益高,而且风险小,但近年来美国的汽车工业受到了来自日本、西欧、甚至最近的韩国汽车的挑战。这种国际竞争不仅打破了原先的垄断市场,而且影响到汽车行业生命周期的发展。随着统一的世界市场的进一步发展,各国经济与行业间的这种相互影响作用会更大。

行业的衰退期与人的老年期相似,但它们两者存在着一个重要的差别:人进入老年后要想返老还童是不可能的,但处于衰退期的行业却可具有这种独特的本领。70年代全球性石油短缺和油价暴涨导致传统的煤炭工业重新复苏就是一个很好的证明。

研究行业生命周期的主要目的不仅仅在于客观地描述行业的一般发展过程,而在于通过研究,能在一定程度上帮助人们选择合理的投资行业,起到投资指南的作用。现举例说明(如图2.3.5)。

从图2.3.5可以看出,遗传工程行业正处于行业生命周期的初创阶段,并由此可以知道如下投资信息 ①如果打算对该行业进行投资的话,可供选择的厂商只有为数不多的几家;②投资于这个行业的风险很大;③投资于该行业可能会获得很大的收益。但是最终是否投资要取决于风险与未来收益的权衡比较。

家用计算机行业正处于成长阶段的初期,医疗服务行业处于成长阶段的中期,大规模计算机和快餐服务业处于后期,由此便可知道家用计算机行业将会以很快的速度增长,但企业所面临的竞争风险也将随之不断增大,而医疗服务、大规模计算机和快餐服务行业其增长速度要低于计算机行业,但竞争风险则相对较小。在此分析基础上,投资者还必须考虑哪些企业能够生存并安全地进入稳定期。

石油加工、超级市场和公用电力行业已进入稳定期,因此这些行业将会继续增长,但增长速度要比前面各阶段的行业慢。稳定期的行业通常是盈利的,而且投资的风险相对较小。

而铁路和采矿行业已进入衰退期,因而对这些行业的投资,收益较少,而且从长期来看,这种投资是不安全的。

可见,投资者在进行证券市场动态分析时,必须注意行业周期的判定,以选择自己适宜的投资对象。

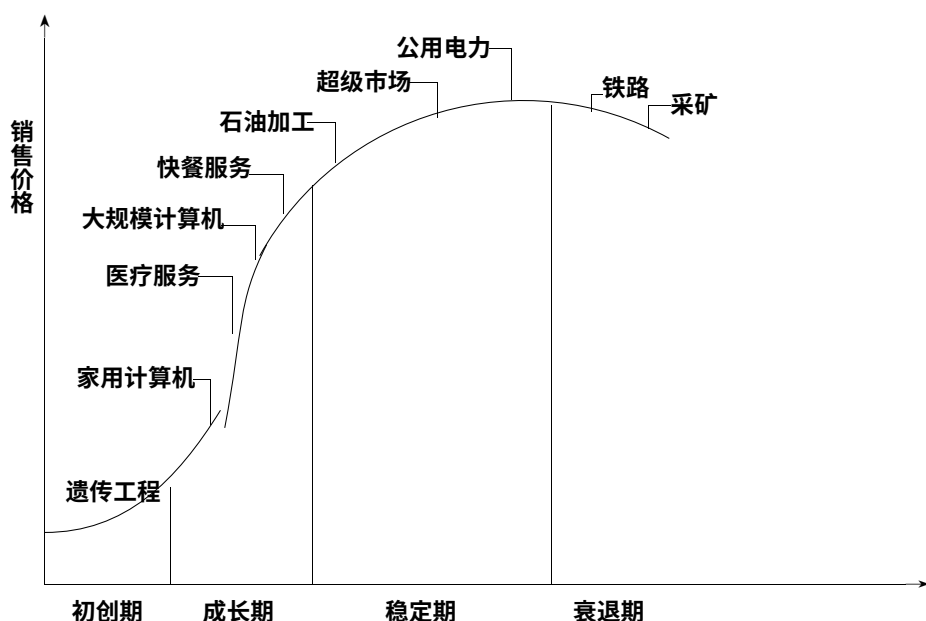


图 2.3.5 行业生命周期示意图

2. 行业周期与经济周期

行业周期与经济周期存在着互动的关系。经济周期一般包括衰退、萧条、复苏、高涨四个阶段，行业周期则分为初创期、成长期、稳定期和衰退期四个阶段。处于不同生命期的行业对经济周期的反应是不一样的。

处于成长期和衰退期的行业与经济波动的周期及其振荡幅度关系不大。因为成长期行业主要依靠技术的进步、新产品的开发和更优质的服务，经常呈现出持续增长状态。而衰退期行业由于产品过时，市场需求减少以及技术陈旧，行业水平呈持续下落状态。

处于稳定期的行业，它要持续很长一段时间，与经济波动直接相关。通常，当经济处于高涨时期，它们的盈利会大幅度上升，在经济处于衰退时，它们的盈利就大量减少。但是总的来说，由于稳定期行业中的厂商都是在激烈的市场竞争中生存下来的有较强技术、资本实力的厂商，经济的周期性波动一般不会出现该行业大量的企业倒闭。

行业周期与经济周期的互动关系表明，当经济处于衰退时期，并不意味着所有行业都处于停滞不前的状态，相反，有些呈现出增长的形态。因此，作为一个投资者必须充分认识到这一点。

3. 行业业绩预测与证券投资决策

行业业绩预测是指对未来一定时期各行业的经营成果的估计。它主要预测行业未来的销售额和收益。各国的商业性投资服务公司定期公布的行业范围的分析调查资料，投资建议资料，大都包含了对某一行业经营模式和现行困难的分析以及未来业绩的预测。掌握这些信息，对投资者慎重地进行投资决策是必需的。

行业业绩预测需考虑的因素很多，包括历史的、社会的、技术的、经济的等等。现概括为以

下几方面：

(1)历史资料。历史资料为计算某一行业的销售和收入规模及稳定性提供了必要的基础。通过对历史资料的分析,可以了解该行业的成本结构,掌握该行业总负债中的固定负债比例等情况。

(2)技术因素。它包括产品性质的稳定性和技术的进步性。产品性质较稳定的行业(如钢铁工业和化学工业),其产品的市场需求有着较长期的稳定性。相反,仅仅以一时风行的产品为基础的行业将很快被淘汰。一个不断追求技术进步的产业,优良的替代品‘源源不断’地进入市场,就会在激烈竞争的市场中立于不败之地;而技术停滞的行业必须是未来业绩差的行业,最终将被排除在市场之外。

技术因素在现代经济中的含量日益增加,并推动经济不断增长。现在,人类社会正处于科学技术日新月异的时代,不仅新兴学科不断涌现,而且理论科学也日益向实用技术转化,转化的过程大大缩短,速度大大加快。战后几十年里一系列新兴的高科技工业部门,如原子能工业、电子工业、高分子合成工业、激光工业、生物遗传工程、海洋工程和宇航工业等相继兴起,直接而有力地推动了工业的迅速发展和水平的提高。战后工业发展的一个显著特点是,新技术在不断地推出新行业的同时,也在不断地淘汰旧行业。如在较短的时间里,喷气机就代替了螺旋桨飞机,大规模集成电路计算机代替了一般的电子计算机。通讯卫星代替了海底电缆等等。这些新产品在定型和大批量生产后,市场价格大幅度地下降,从而很快地被消费者所使用。上述这些特点使得新兴行业能够很快地超过并代替旧行业,或严重地威胁原有行业的生存。如彩色电视机代替黑白电视机,激光唱片代替普通唱片,电子表超过机械表,以及最近日本研究成功的数字式高保真磁带对普通磁带行业生存的严重威胁等情形就是证明。因此,充分了解各种行业技术发展的状况和趋势,对证券投资者来说是至关重要的。

(3)社会倾向。消费者和政府越来越强调经济行业所负的社会责任,政府通过产品责任法对许多行业的生产及产品做出种种限制性规定,以防止环境污染,保持生态平衡,这种强烈的社会意识不能不对许多行业的未来业绩产生影响。

例如,美国政府在公众的强烈要求和压力下,对许多行业的生产及产品作出了种种限制性规定。在汽车制造业方面,政府要求汽车制造商加固汽车保险杆,安装乘员安全带,改善燃油系统,提高防污染系统的质量。对医药行业,则通过设立专门的机构(如食品与药品管理委员会)来进行监督。

防止环境污染,保持生态平衡目前已成为工业化国家一个重要的社会趋势,在发展中国家也逐渐被重视起来。现在,发达国家的工业部门每年都要花费几十亿美元的经费来研制和生产与环境保护有关的各种设备,以便使工业排放的废物、废水和废气能够符合规定的标准。其他的环境保护项目包括对有害物质(如放射性废料)和垃圾的处理等。

表 2.3.6 社会倾向对企业可能产生的影响

社会成分	经济型转向社会型	工业化转向后工业化	技术型转向后技术型	国家型转向国际型
股东	鼓励企业与社会加强联系,但在很大程度上仍保留经济利润的观念。	鼓励通过使用与信息有关的技术来提高生产率,增加盈利。	在新技术的开发上寻求与政府共同承担费用的途径。	鼓励发展新技术来迎接国际的挑战,寻求跨国投资的机会。
雇员	寻求有意义的工作和较宽松的工作环境。	寻求在企业中的发言权,寻求较短的工作日和更高的收入。	寻求规避失业、不安定和新技术带来的额外损失	寻求减少由于国外竞争而给雇员带来的不稳定。
消费者	要求真正符合消费者需要的优质、安全和信得过的商品。	要求公开和通告生产状况的资料,寻求对企业经营的发言权。	坚持对影响消费者利益的新技术作全面的考察。	鼓励能够降低消费者商品成本的多种贸易措施。
政府	重新研究和制定优先反映公共利益的国家政策目标,通过制定必要的法律和提供金融优惠的方法来刺激私人企业主动关心公共利益。	改进劳工的再培训和职业转换等方法,鼓励提高劳动生产率。	鼓励新技术的平衡发展。	促进国际贸易的发展。
公众	寻求企业目标更多地反映社会目标日益增长的作用。	寻求公众更多地参与企业经营和决策的途径。	要求公司企业认识到新技术对环境的影响。	支持使国际贸易得到平衡发展的措施。

资料来源:罗伊·阿默拉,“企业社会责任的考察”,刊载于《1990 年商业了解》,华盛顿。

如前所述,社会倾向对企业的经营活动、生产成本和利润收益诸方面都会产生一定的影响。表 2.3.6 列出了现代社会倾向对企业经营可能产生的某些影响。

(4) 劳工因素。劳工因素也是影响行业业绩的一个方面,因此也不可忽视。劳工状况在很大程度上能够影响到分析家对某一特定行业经营状况的预测。尤其是在劳工控制着生产过程的大部分或关键部分时,投资者更需注意罢工所产生的影响。因为资本密集型行业,它拥有很高的固定成本,它的开支与生产或收益水平无关,当这些行业发生持续罢工时就会蒙受严重的损失,而非资本密集型行业,罢工时期仍然会发生固定成本开支,损失虽然相对小一些,但失去了消费者,对该行业的打击同样是惨重的。

(5) 竞争因素。投资分析家还应考虑行业受到某种保护而不受竞争侵害的程度,有一些重要因素会使新企业进入现有行业市场感到困难。一般说来,某一行业受竞争刺激的敏感性越弱,那么该行业越安全,因而它所属的公司是理想的投资场所。

例如,一个成熟的行业,现有市场已被少数几家大企业所分割,因而其市场份额发生变动的程度较小,新企业要想打入该行业市场已是非常困难,因此这一行业受竞争刺激的程度就比

较小,投资者选择该行业作为投资对象时,风险就小,收益比较稳定。

(6)政府的影响。政府对行业的影响作用是相当广泛的。实际上,几乎所有行业都要受到政府的管理,只是程度不同而已。政府的管理措施可以影响到行业的经营范围、增长速度、价格政策、利润率及其他许多方面。政府实施管理的主要行业包括:

- ①公用事业 煤气、电力、供水、排污、邮电通讯、广播电视等;
- ②运输部门 铁路、公路、航运、航空和管道运输等;
- ③金融部门 银行与非银行金融机构、保险公司、商品与证券交易市场、经纪商、交易商等。

以上行业都是直接服务于公共利益,或与公共利益密切相关的。公用事业是社会的基础设施,投资大,周期长,收效慢。允许众多厂商投巨资竞相建设是不经济的。因此政府常常通过授予某些厂商在指定地区独家经营某项公用事业特许权的办法来对它们进行管理。被授权的厂商在指定地区也就成为这项公用事业的合法垄断者。但是,这些合法的垄断者跟一般的垄断者不一样,它们不允许任意规定不合理的价格,其定价要受到政府的调节和管制。政府一般只允许这些厂商获得合理的利润率,而且政府的价格管理并不保证这些企业一定能够盈利。成本的增加,管理的不善和需求的变化同样会使这些企业发生亏损。

交通运输业与大众生活和经济发展有着密切的联系。这些行业服务的范围广(国内外运输),涉及的问题多(各地不同的法律、税收和安全规则),因此有必要由政府统一管理。

金融部门,尤其是银行部门,是国民经济的枢纽,也是国家政策影响和干预经济的主要渠道之一。它们的稳定关系到整个国民经济的繁荣和发展,因而是政府重点的管理对象。

政府除了对上述有关国计民生的重要行业进行直接管理外,通常还制定有关的反垄断法来间接地影响其他行业。如在美国,政府相继制定了 1890 年谢尔曼反垄断法(*The Sherman Antitrust Act*, 1890)、1914 年克雷顿反垄断法(*The Clayton Antitrust Act*, 1914),和 1936 年罗宾逊—帕特曼法(*The Robinson - Patman Act*, 1936)等法律对行业的经营活动进行管理。

政府的行政管理部门在执行其职能时也将考虑反垄断的问题。例如,美国联邦储备体系在审查银行合并或银行持有公司股份申请时通常要考虑反垄断的情况。此外,政府作为国家商品市场上的最大买主对军火工业和许多民用工业也起着重要的影响作用。

政府可以采取各种方法来影响行业的发展。如通过补贴、优惠税法、限制外国竞争的关税、保护某一行业的附加法规等措施来促进某一行业的发展,这叫促进干预;当考虑到生态、安全、企业规模和价格因素,对某些行业实施限制时,就制定和实施限制性的法规,以限制这些行业的发展,这叫限制干预。促进干预措施的实施有利于降低该行业的成本,并刺激和扩大其投资规模;限制干预措施的实施,则相反。

影响行业业绩的因素决不仅限以上六个方面,在不同时期影响行业业绩的因素也有差异性,投资者应该根据具体的情况,作出判断。

正是由于以上因素的影响,或推动行业不断发展,或导致行业走向衰退。那么,如何来预测行业是不断增长还是趋于衰退呢?即对行业业绩的预测应采取什么办法呢?一种方法是销售预测,另一种方法是投入产出预测。

(1)销售预测。销售预测是利用销售指数来合理评估行业的未来销售状况。销售指数是将代表性基年与其他年份相比较,用百分比来表示销售额的变化情况。如果将这一指数同国民生产总值相比较,则能表示出某行业增长与国民生产总值的相应关系。这种关系可以通过相关分析和回归分析勾勒出图形。相关分析考虑两个变量(国民生产总值与销售),在坐标图

中确定的时点上,这些变量的关系得到了描述。这样,用一个清晰简单的相关曲线所反映的趋势,便暗示了销售与国民生产总值的未来关系,这种方法对短期预测是精确的。复合回归分析是对某些事项相互作用的多个变量的影响所做的分析,往往运用计算机来建立回归线。(标准普尔公司对行业调查就采取复合回归分析法)

表 2.3.7 是用回归分析方法建立起来的指数形式。这些指数与回归线的建立提供了行业分析的重要信息,它们即可用绝对数、也可用相对数(有关的商业指数)来表示其一行业的增长速度。在分析中,被选择的企业和时期是十分重要的,因为它们将代表一个行业,如果这一前提确立,那么个别有代表性企业的业绩就能够用来评估整个行业的状况。

表 2.3.7 家具行业统计

生产指数：				批发物价指数：				
家用商品总计				地毯及家具		家具		地毯
(1967 = 100)				(1967 = 100)				
年	1975	1976	1975	1976	1975	1976	1975	1976
月								
1	117.5	126.8	135.1	139.2	145.4	150.8	123.8	130.3
2	114.0	127.0	132.3		145.5	150.5	123.6	130.8
3	112.3		127.9		145.3	150.8	123.6	130.8
4	115.9		127.8		145.4		123.4	
5	117.8		128.6		145.3		123.1	
6	118.8		131.1		145.3		123.1	
7	121.0		135.5		145.4		123.9	
8	121.9		136.0		145.5		123.6	
9	125.0		137.6		146.1		126.8	
10	123.6		137.9		147.8		126.9	
11	124.2		139.3		148.5		126.9	
12	124.5		137.2		149.6		127.2	
年	120.1		133.7		146.3		124.9	

资料来源 标准普尔公司展望,第 54 册, No. 23。

(2)投入产出法。投入产出预测是一项巨大的统计分析工作,这种分析提供的信息,对行业分析是十分重要的。因为它能使投资者估算所有行业提供的必需投入的产出变化效应。也就是说,如果一个行业的产出增加,那就能估算出增加的产出在各所需产品上的分配情况。在扩张的行业气候中,这种行业之间的相互依赖程度,对行业业绩的未来预测当然是十分重要的。

例如,从表 2.3.8 中,我们就可以得到如下信息 :每生产 1 美元煤,所需投入的电力为 0.20 美元,化工原料为 0.20 美元,劳动力为 0.60 美元 ;电业行业每生产 1 美元电力,需要投入 0.70 美元的煤和 0.10 美元的化工原料 ;化工行业每生产 1 美元产品,需投入的煤是 0.20 美元,电力是 0.30 美元。联邦政府为美国所有主要行业编制的投入产出表格式构成与此表类

似,但它所包含的行业分类将更加细致,其数据也更为详尽。

表 2.3.8 投入—产出表

投入种类	行业产出分配		
	电力	煤	化工
电力	\$ 0.05	\$ 0.20	\$ 0.30
煤	0.70	—	0.20
化工	0.10	0.20	0.35
劳动力	0.15	0.60	0.15
总额	1.00	1.00	1.00

通过以上分析,我们知道要准确有效地预测未来收益是困难的。例如,某行业也许显示出其未来增长的潜力很大,但是该行业的证券价格相对太高,以致没有充足的理由证明它是值得购买的。相反另一些有适度收入的行业,如果其证券价格很低,并预计其未来收入的变动很小,那么,这些证券就是值得购买的。因此,投资者必须对该行业有深入细致的考察,才能判断是高估了还是低估了证券的价格。在许多时候,市场中的投资者和投机者之间的相互作用和影响,足以驱使证券的价格过高和过低,以致偏离其真实价值。大多数市场运动的变化都导源于投资者对某一企业或行业真实价值的感觉,而并非产生于影响该企业或行业未来收入基本因素的变化。

投资者要确定某一行业证券的购买合理性,就必须辨别现实价格所真实反映的未来收入的机会有多大,所反映的投机需求程度有多大,投资者还应该考虑其他一些因素如消费者的偏好和收入分配的变化,以及外国竞争者的介入等。只有综合系统地评估这些因素,投资者才能期望做出一个正确的行业分析,并最终作出明智的行业投资决策。

四、行业分析资料的收集与应用

行业分析资料来源的渠道主要有：①政府公布的有关文件；②一般期刊和商业期刊；③投资与金融期刊及日报；④金融信息服务机构；⑤金融机构,包括经纪公司和投资公司；⑥投资咨询公司等等。

政府公布的有关国家的产业政策及其长远规划是投资者决策时考虑的首要问题。投资者可以从政府颁布的有关文件中了解到政府的产业政策,如政府对哪些行业将采取鼓励发展的政策,哪些行业将被限制发展。商业期刊中的信息可以帮助投资者了解某一行业的具体情况以及该行业中各企业的经营状况。投资者对这些信息收集和整理后,就能判断出行业的发展前景,最终作出正确的投资决策。

在美国,投资者可以获得许多投资信息。除了政府公布的之外,一些私营公司,如标准普尔公司、穆迪氏投资服务公司也为广大投资者提供经整理的行业和经济分析。还可以利用经纪行的分析和其他独立研究组织的研究报告来作为补充。

商业性投资服务公司定期公布生产行业范围的分析或调查资料(附有投资观点和建议的

补充资料),对于个别投资者来说,在慎重进行投资决策时,这些信息是非常有用的。就调查报告来说,其包含的范围和详尽程度不一,从而满足了不同投资者的需要。绝大多数信息的来源都包含了对某一行业未来的展望,并描述了其规模和经济重要性,从而概括出了一个行业经营模式,目前的困难及发展的可能性,它们对行业未来若干年中的业绩会有很大的影响。其次,这些调查报告论及行业的作为及其属类,其活动的广度、获利的程度及未来最有可能的增长潜力。因此,个别投资者需熟悉投资服务公司提供的各种行业分析资料及其来源。对个别投资者来说,行业评价和意见的资料是很有价值的,因为个别投资者往往不可能也不能够对必要的大量资料作出精确的计算,而这些投资服务机构雇佣了大量金融分析人员,他们专长于各行业,并且提供以行业和经济分析为基础的报告。

许多投资者对专业货币经营者在特定时间内的活动很感兴趣。当互助基金、养老基金、银行信托部和保险公司投巨资于某一行业时,就表明了专业货币经营者所认为的、能够取得较高报酬的最佳投资机会在何处。这些资料在金融刊物上经常刊载,而运用最广泛的资料则由投资公司专门汇编。例如从互助基金每季公布其持有、主要购买及卖出的信息中,投资者就可以确定专业货币经营者投资重点的动向。表 2.3.9 列举了 1970、1975 年及 1980 年专业货币经营者投资于主要行业的情况及变化。

表 2.3.9 互助基金资产组合投资多元化分布(1970、1975、1980 年投资于各行业普通股的比率)

	1970	1975	1980
农业设备	0.14	0.41	0.88
航空制造及航天业	0.90	1.71	2.26
航空运输	1.47	1.91	1.32
汽车及附件工业	3.15	2.42	1.01
建筑材料与设备	4.31	2.41	1.85
化工	5.46	8.15	5.51
通讯	0.90	1.90	1.57
集装箱	0.44	0.46	0.28
化妆品	5.96	8.04	6.96
电力设备及电力	6.45	4.46	8.52
食品及饮料	4.59	3.89	2.52
金融业	9.12	7.21	7.56
机器工业	1.42	1.72	1.56
金属及采掘业	3.60	3.12	3.00
办公设备	7.53	7.87	7.47
石油	10.41	14.20	22.39
纸张	1.69	3.03	1.87

公用事业	10.52	5.43	4.83
铁路	1.43	1.55	1.21
铁路设备	0.30	0.30	0.58
零售贸易	5.27	3.46	3.60
橡胶	1.75	1.13	1.32
钢铁	0.24	2.07	1.22
纺织	0.48	0.46	0.13
烟草	2.05	2.41	1.61
其他	10.42	10.23	9.96
总计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源 《Mutual Fund Fact Book》,Page29,19

第四节 公司分析

一、公司财务报告的分析

证券发行公司的财务状况及其前景是影响证券价格波动的基本因素之一。因此对于广大证券投资者来说,对公司财务报告的分析是非常重要的。

1. 公司主要的财务报表及其构成

在发给或向股东公布的各种报告中,年度报告是最重要的。在年度报告中,投资者可以了解公司上一年的经营成果及有关影响将来经营新发展的因素等情况,其中对投资者最有用的是公司的财务报表。它主要包括资产负债表、损益表、财务状况变动表和其他附表以及财务状况说明书。这些财务报表及财务状况说明书集中、系统、概括地反映了企业的财务状况和经营成果等财务信息。对其进行财务分析,投资者可以详细地了解企业的财务状况、偿债能力、资产管理水平、获利能力等重要信息。下面主要介绍进行财务分析常用的财务报表。

(1)资产负债表。

资产负债表反映的是公司在某一特定日期(通常为年末)的财务状况。它以‘资产 = 负债 + 所有者(股东)权益’这一会计等式为依据,按照一定的分类标准和次序反映企业在某一时点上资产、负债及股东权益的基本状况。资产负债表的结构见表 2.3.10。资产是指公司所拥有的或所掌握的,以及其他公司所欠的各种资源或财产;负债表示公司所应支付的所有债务;股东权益表示公司在清偿各种债务后公司股东所拥有的资产价值。

①资产。资产主要包括流动资产、固定资产、长期投资和无形资产等。流动资产主要包括现金、适销证券、应收账款、存货,期限通常在一年以内。现金包括公司手头所有的现钞和银行里的活期存款。当公司现金过多而超过需要的持有量时,公司就可将超额部分投资于短期的

适销证券或商业票据。应收账款是由于赊销或分期付款所引起的。存货包括各种原材料、在制品和制成品。

固定资产包括公司的财产、厂房、机器设备、仓库、运输工具等等,其使用年限一般在一年以上,是企业用以生产商品和提供劳务的资本商品。

长期投资是指企业为了使资产多样化,或为了扩大企业规模、兼并其他企业而进行的期限超过一年的投资,如债券、股票投资。无形资产指像商标、专利和商誉这些没有实际形体、但对公司来说确有价值的资产。

②负债。负债包括流动负债和长期债务。流动负债是一年以内到期的债务,它包括应付账款、应付票据、应付工资、应付税金等。应付账款是指公司由于赊购而欠其他公司的款项,应付票据则是指公司欠银行或其他贷款者的债务,它通常是由于公司短期或季节性的资金短缺所造成的,应付税金是公司应缴纳税款的金额。长期债务指的是一年以上到期的债务,包括应付债券、抵押借款等项目。

一般地,公司通常借入短期资金来融通短期资产,用长期债务来融通长期或固定资产,从而使资产结构和负债结构相匹配,否则有可能造成严重的影响,甚至会使公司面临破产倒闭的风险。例如,如果公司用短期债务来进行长期投资,当短期债务归还期限已到,但公司账目没有足够的现金和可变现的有价证券,此时,各种债权人纷纷来讨债,对公司的信誉造成不良影响,甚至影响到银行等其他金融机构对公司资信的怀疑,最终对公司是非常不利的。

③股东权益。股东权益表示除去所有的债务后公司的净值,它反映了所有股东所拥有的资产净值的情况。股东权益包括股东股本和保留收益两部分,股东股本还可分为以面值计算的股本项目和股东溢价项目两部分。保留收益表示公司利润中没有作为股息支付而重新投资于公司的那部分收益,它反映了股东对公司资源权益的增加。保留收益虽增加了公司的收益资产,但其本身却不能作为股息来分配,它大部分都被投资于存货、厂房、机器设备之中,或用于偿还债务。

表 2.3.10 甲公司资产负债表

1994 年 12 月 31 日 单位:万元

资产	年初数	年末数	负债及所有者权益	年初数	年末数
流动资产:			流动负债:		
货币资金	80	155	短期借款	16	12
短期投资	3	5	应付票据	4	3
应收票据	0.2	1	应付账款	60	40
应收账款	108	120	应付工资	18	30
预付账款	19	24.5	未付股利	50	80
其他应收款	1	0.5	一年内到期的长期负债	12	15
存货	80.8	88	流动负债合计	160	180
流动资产合计	292	394	长期负债:		
长期投资:			长期借款	20	35

第二篇 投资分析理论

长期投资	40	45	应付债券	10	15
固定资产：			长期负债合计	30	50
固定资产原价	250	280	所有者(股东)权益：		
减：累计折旧	75	88	股本(普通股)	150	180
固定资产净值	175	192	资本公积	50	70
无形资产：			留用利润(含盈余公积和未分配利润)	130	160
无形资产	5	4	所有者权益合计	330	410
递延及其他资产：					
递延资产	5	3			
其他资产	3	2			
资产总计	520	640	负债及所有者权益总计	520	640

资产负债表是进行财务分析的一张重要财务报表,它提供了企业的资产结构、资产流动性、资金来源状况、负债水平以及负债结构等财务信息。投资者通过对资产负债表的分析,可以了解企业的偿债能力、资产管理水平等财务状况,为投资者提供决策的依据。

(2)损益表。

损益表反映的是一个公司在会计年度里的盈利或亏损情况。这种盈利或亏损是通过营业收入和营业费用的对比来体现的。资产负债表反映的是某一时点(通常是年末)公司的财务状况,而损益表反映的是一定时期(通常是一年)公司的生产经营成果。损益表是以‘利润=收入-费用’这一会计等式为依据编制而成的。通过损益表可以考核企业利润计划完成的情况,分析企业的获利能力以及利润增减变化的原因,预测企业利润的发展趋势,从而为投资者提供决策依据。在损益表中,通常按照利润的构成项目来分别表示,其结构见表 2.3.11。

表 2.3.11 甲公司损益表

1994 年度 单位:万元		
项 目	上年累计	本年累计
一、营业收入	1150	1500
减:营业成本(销售成本)	690	850
二、毛利润	460	650
减:销售费用	45	50
管理费用	60	70
财务费用(利息支出)	20	20
进货费用	3.5	4
营业税金(5%)	57.5	75
三、营业利润	274	431

投资基金

加 投资收益	5	7
营业外收入	6	5
减 营业外支出	5	3
四、税前利润	280	440
减 所得税(50%)	140	220
五、税后净利润	140	220

① 发行在外股票数,1993 年为 100 万股,1994 年为 120 万股,其平均市价分别为 4 元/股和 5 元/股,1994 年分派股利 40 万元。

损益表包括三个部分。第一部分是营业收入或销售额;第二部分是与营业收入有关的生性费用和其他费用;第三部分是利润和利润在股息与留存收益之间的分配。

① 营业收入。营业收入是指企业通过销售产品或对外提供劳务而获得的新的资产,通常表现为现金或应收账款等形式。对某一公司来说,销售收入是该公司最重要的营业收入来源。

② 营业费用。营业费用是指企业为获得营业收入而发生的有关费用,主要有销售成本、销售费用、管理费用、折旧、利息费和摊销费等。销售成本包括原材料费、工资和一般费用;销售费用是指企业在销售产品、自制半成品和提供劳务等过程中发生的各项费用以及专设销售机构的各项费用支出,如广告费、销售人员工资等;管理费用是指企业行政管理部门为管理和组织经营活动的各项费用,如行政管理费等;利息费是指用以偿还债务的费用;折旧费和摊销费属于非现金支出,折旧费的增加表示企业固定资产价值的下降,摊销费的增加则表示企业所拥有的资产的减少。

这里需要指出的是,折旧费用的计算方法有许多种,包括直线折旧法、折旧年限积数法、余额递减法和成本加速补偿法。下面以前三种折旧方法为例,介绍折旧费用的计算方法。

直线折旧法。它是一种使用最广,同时也是最保守的折旧方法,这种折旧方法在资产的有效使用年限里每年提取等量的折旧费。其计算公式为:

$$\text{每年折旧费} = \frac{\text{成本} - \text{残值}}{\text{估计有效使用年限}}$$

例如,某台机器的成本是 24000 美元,估计有效使用年限为 4 年,残值是 4000 美元,那么每年应提折旧费用就是 $(24000 \text{ 美元} - 4000 \text{ 美元}) / 4 \text{ 年} = 5000 \text{ 美元/年}$ 。

折旧年限积数法。每年折旧费的计算公式为: $\text{每年折旧费} = \frac{\text{本年起算所剩的使用年限数}}{\text{使用年限积数}} \times (\text{成本} - \text{残值})$

分子表示从本年起所剩下的有效使用年限。仍以上述例子为例,在第一年时它所剩的使用年限为 4 年,在第二年时所剩的使用年限为 3 年。以此类推。那么该资产的使用年限积数为 $10(4 + 3 + 2 + 1)$ 。一般地,某一资产的使用年限积数是 $n(n+1)/2$,其中 n 代表该资产的有效使用年限。在上例中,每年的折旧费是:

$$\begin{aligned} \text{第一年} &: \frac{4}{10} (24000 \text{ 美元} - 4000 \text{ 美元}) \\ &= 8000 \text{ 美元;} \end{aligned}$$

$$\text{第二年} : \frac{3}{10} (24000 \text{ 美元} - 4000 \text{ 美元})$$

= 6000 美元；

第三年 $:\frac{2}{10}(24000 \text{ 美元} - 4000 \text{ 美元})$
= 4000 美元；

第四年 $:\frac{1}{10}(24000 \text{ 美元} - 4000 \text{ 美元})$
= 2000 美元；

余额递减折旧法。每年折旧费的计算公式为：每年折旧费 = $\frac{2}{\text{估计使用年限}} \times (\text{成本} - \text{累积折旧额})$

上述例子中每年的折旧费分别是：

第一年 $:\frac{2}{4} \times 24000 \text{ 美元} = 12000 \text{ 美元}$ ；

第二年 $:\frac{2}{4} \times 12000 \text{ 美元} = 6000 \text{ 美元}$ ；

第三年 $:\frac{2}{4} \times 6000 \text{ 美元} = 2000 \text{ 美元}$ 。

为什么第三年的折旧费按计算公式是 3000 美元，而实际只是 2000 美元呢？这是因为在余额递减折旧法中，显然忽略了资产残值，但这种方法不允许资产被折旧到残值以下。

三种计算方法的结果，可用表 2.3.12 来表示。

表 2.3.12 不同折旧法折旧额比较

年份	直线折旧法	折旧年限积数法	余额递减折旧法
1	\$ 5 000	\$ 8 000	\$ 12 000
2	5 000	6 000	6 000
3	5 000	4 000	2 000
4	5 000	2 000	0

从表 2.3.12 可以看出，余额折旧法在资产的最初使用年限里折旧的费用最高，折旧年限积数法次之，而直线折旧法最小。因而在最初的使用年限里，直线折旧法的应缴税额和税后利润最高，折旧年限积数法次之，余额递减折旧法最小。正是由于上述原因，有些公司在申报纳税时使用一种折旧法，而在编制财务报告时则使用另一种折旧法。如某些公司在缴税时使用成本加速补偿法，以增加营业费用，减少利润总额，从而在初期达到少纳税的目的。而在计算公司净收益时则使用直线折旧法，以使资产的折旧费用减少，利润总额增加，从而可以向股东报告较多的收益，宣传公司所取得的成绩。

③利润。税前净利润由通常的营业收入与营业费用之差来决定。从税前净利润中减去税款，再经非常项目的调整，剩余的利润就是税后净利润。税后净利润中，一部分是支付给股东的股息，另一部分是公司的留存收益。如果公司亏损的话，公司的留存收益将减少，公司有可能停付现金股息。如果公司收益充分的话，这些收益首先用于支付优先股股息，然后再支付普

普通股股息。如果公司收益不足以支付优先股股息,那么会出现两种情况:若优先股是累积优先股,则本年度的所有股息转入到期未付的债务中,待有收益时再优先偿付;若优先股是非累积优先股,则优先股和普通股一样得不到股息。

投资者在分析损益表时,最重要的是了解每股收益(等于普通股的收益除以已发售的普通股股数),因为只有它才能反映公司增长的情况。同时,还应该将不同年份的损益表合并起来编制一比较损益表,从而了解企业的财务状况变动的趋势。

(3) 财务状况变动表。

财务状况变动表,也称为资金来源和运用表。它反映了在本会计年度里所有流进公司的资金来源和这些资金如何被运用的情况。公司资金的流动情况可用图 2.3.6 来说明。

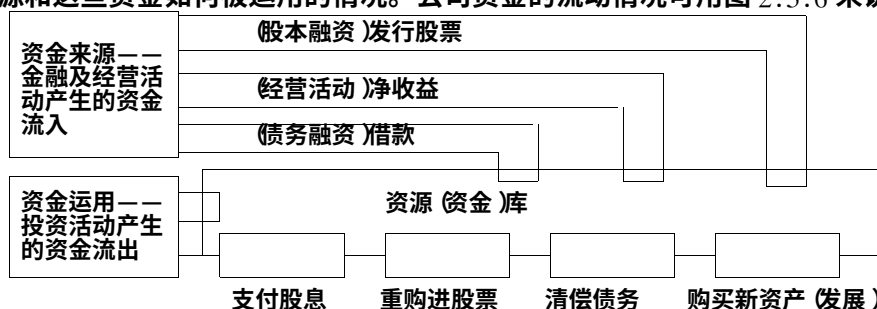


图 2.3.6 公司资金流动情况

财务状况变动表有以下作用：

①它向企业的股东、管理部门及贷款者提供了报告期内公司财务状况变动的全貌。财务状况变动表说明了企业资金的各种来源和运用的情况,反映了资产负债表期初与期末各项目的增减情况及其发生增减变动的原因,体现了公司的经营和投资方针。同时,还回答了有关企业财务的重大问题。如购入新资产的资金来源是依靠企业积累,还是靠负债;营业所得的资金与负债资金的比例是否适当;企业生产的产品正在售出还是增加库存,等等。

②财务状况变动表是沟通资产负债表和损益表这两种财务报表的桥梁。它是根据资产负债表和损益表及有关注释中可得到的财务数据,经过分析加工之后编制而成的,反映了企业财务的动态变化。财务状况变动表所提供的资料不是在前两种财务报表中现成就有的,它弥补了资产负债表和损益表的某些不足,使净收益、其他收益或损失同资产、负债和其他权益的变化相互结合起来。

③财务状况变动表通过反映企业资金来源和运用的具体情况,可以体现出企业的经营方针和策略,如企业是在扩展经营还是在缩减经营。此外,通过对财务状况变动表的分析,还能反映出企业对营业收入、股本或负债依赖性的强弱,反映出企业的财务政策与过去年份或与同行业的其他企业相比,两者是一致的,还是有差别的等各种情况。

2. 公司财务报表分析

(1) 偿债能力分析。

偿债能力是指偿还各种到期债务的能力,它对广大投资者来说,是十分重要的。偿债能力分析主要分为短期偿债能力分析和长期偿债能力分析,下面作具体论述。

①短期偿债能力分析。短期偿债能力是指企业偿付流动负债的能力。在资产负债表中,

流动负债和流动资产形成一种对应关系。一般地,流动负债是指在一年内或超过一年的一个营业周期内需偿付的债务,这种债务需以流动资产来偿付。因此,可以通过分析企业流动负债与流动资产之间的关系来判断企业的短期偿债能力。评价企业短期偿债能力的财务比率主要有两个:流动比率和速动比率。

a. 流动比率。流动比率是企业流动资产与流动负债的比率,即流动比率 = 流动资产 / 流动负债。用此公式可以计算出表 2.3.10 所列甲公司的流动比率。从表 2.3.10 计算出甲公司的流动比率是 $394/180 = 2.19$,这可以说明甲公司每元流动负债有 2.19 元流动资产作偿还的保障。

流动比率是衡量企业短期偿债能力的一个重要财务指标,这个比率越高,说明企业偿还流动负债的能力越强,流动负债得到偿还的保障越大。但是,过高的流动比率并非是件好事。因为流动比率过高,可能使企业滞留在流动资产上的资金过多,未能有效地加以利用,可能会影响企业的获利能力。虽然较充分的流动性可能是人们所需要的,但过度的流动性对企业的利润则会产生相反的效果。

根据一般的经验表明,流动比率在 2:1 左右比较合适。在实际中,对流动比率的分析应该结合不同的行业特点和企业流动资产结构等因素。有的行业流动比率较高,有的行业较低,不可一概而论。甲公司的流动比率为 2.19,属于正常范围。但是,单凭一般的经验判断并非是不可靠的,因为有时流动比率较高,其短期偿债能力未必就很强。可能是由于企业存货积压严重,也可能是由于企业财务上做了“手脚”,伪造这个比率,从而掩饰其偿债能力。比如,在年终时故意将借款还清,下年初再借入等。假定某一企业拥有流动资产 20 万元,流动负债 10 万元,则流动比率为 2:1,如果该企业在年终编制会计报表时,故意还清 5 万元短期借款,待下年初再借入,那么该企业的流动资产就变成了 15 万元,流动负债变成了 5 万元,流动比率为 3:1。其结果是提高了流动比率,从而掩饰其短期偿债能力。因此,利用流动比率来评价企业的短期偿债能力,存在着一定的缺陷。

b. 速动比率。流动比率在评价企业短期偿债能力时,存在一定局限性,如果流动比率较高,但其流动资产的流动性较差,那么企业的短期偿债能力仍然不强。在流动资产中,短期有价证券、应收票据、应收账款的变现能力均比存货强,存货需经过销售,才能变为现金。如果存货滞销,那么其变现就成问题。这样,就要求有一个更好的指标来评价企业的短期偿债能力,即速动比率。

一般地,流动资产扣除存货后的资产称为速动资产,主要包括现金(即货币资金)、有价证券、应收票据、应收账款等。速动比率是根据速动资产跟流动负债的比值来计算的,其计算公式可表示为:

$$\text{速动比率} = \frac{\text{速动资产}}{\text{流动负债}} = \frac{\text{流动资产} - \text{存货}}{\text{流动负债}}$$

通过速动比率来评价企业短期偿债能力比用流动比率进了一步,因为它撇开了变现能力较差的存货。根据一般的经验,速动比率为 1:1 比较合适。根据表 2.3.10 的有关数据,计算甲公司的速动比率是 $306/180 = 1.7$,属于正常的范围以内。在实际的分析中,投资者还应该根据企业的性质和其他因素来综合判断,不可一概而论。

需要指出的是,对速动资产的理解,即速动资产应包括哪几项流动资产,目前尚有争议。有人认为速动资产不仅要扣除存货,而且还应该扣除待摊费用、预付货款等其他变现能力较差

的项目。

②长期偿债能力分析。对于企业的长期债权人和所有者来说,不仅需关心企业短期偿债能力,更应该关心企业长期偿债能力。因此,在对企业进行短期偿债能力分析的同时,还需分析企业的长期偿债能力,以便于投资者全面了解企业的偿债能力及其经营风险。评价企业长期偿债能力的财务指标主要有以下四个:负债比率、权益乘数、负债与股东权益比率和利息保障倍数。

a. 负债比率。负债比率是企业负债总额与资产总额的比率,也称为资产负债率或举债经营比率。它反映的是企业的资产总额中有多少是通过举债而得到的。其计算公式可表示为:

$$\text{负债比率} = \frac{\text{负债总额}}{\text{资产总额}}$$

从表 2.3.10 中的有关数据,可以计算出甲公司的负债比率为 $(180 + 50) / 640 = 0.36$ 。这表明甲公司每 36 元的债务,有 100 元的资产作为其偿还的后盾。负债比率可以反映偿还债务的保障程度,这个比率越高,企业偿还债务的能力越差,相反,这个比率越低,其偿还债务能力越强。

企业的债权人和股东往往从不同的角度来评价这一比率。对于债权人来说,他们总是关心其贷给企业资金的安全性。如果这一比率过高,说明在企业的全部资产中,股东所提供的资本所占的比重太低,其结果,企业的经营风险就主要由债权人来负担,其贷款的安全性也缺乏可靠的保障。而对于企业的股东来说,其关心的主要是投资收益的高低,企业借入的资金与股东投入的资金在生产经营中可以发挥同样作用,如果企业负债所支付的利息率低于资产报酬率,股东就可以利用举债经营来取得更多的投资收益。因此,股东所关心的往往是全部资产报酬率是否超过了借款的利息率。这样,股东可以通过举债经营,以有限的资本、付出有限的代价而取得对企业的控制权。在财务分析中,举债经营比率也因此而被人们称为财务杠杆。负债比率作为财务杠杆不仅反映了企业的长期财务状况,也反映了企业管理当局的进取精神。如果企业不利用举债经营或负债比率很小,说明企业比较保守,对前途信心不足,相反,负债比率较高,说明企业有进取精神,对前途充满信心。然而,企业的负债也必须有一定限度,负债比率过高,企业的财务风险将增大。

b. 股东权益比率与权益乘数。评价企业长期偿债能力的另一财务指标是股东权益比率。股东权益比率是股东权益与资产总额的比率,该比率反映的是企业资产中有多少是所有者投入的。其计算公式可表示为:

$$\text{股东权益比率} = \frac{\text{股东权益}}{\text{资产总额}}$$

从表 2.3.10 中的有关数据,计算得到甲公司的股东权益比率是 $410 / 640 = 0.64$ 。可以看出,股东权益比率与负债比率之和等于 1。这两个比率从不同的侧面反映了企业的长期财务状况,股东权益比率越大,负债比率越小,企业的财务风险也就越小;反之,企业股东权益比率越小,负债比率越大,其财务风险就越大。

股东权益比率的倒数,称为权益乘数,即资产总额是股东权益的多少倍。该乘数越大,表明股东投入的资本在资产中所占比重越小。其公式可表示为:

$$\text{权益乘数} = \frac{\text{资产总额}}{\text{股东权益}}$$

甲公司的权益乘数为 $640 / 410 = 1.56$ 。

c. 负债与股东权益比率。这个比率反映的是债权人所提供的资金与股东所提供资金的对比关系。其计算公式可表示为：

$$\text{负债与股东权益比率} = \frac{\text{负债总额}}{\text{股东权益总额}}$$

可以看出,负债与股东权益比率实际上是负债比率的另一种表现形式,它反映了企业负债与股东权益的比例关系。这个比率越低,表明企业长期财务状况越好,债权人贷款的安全就越有了保障,企业财务风险就越小;反之,企业财务风险就越大。甲公司该比率为 $230/410 = 0.56$ 。

d. 利息保障倍数。利息保障倍数是税前利润加利息费用之和与利息费用的比率。其计算公式可表示为：

$$\text{利息保障倍数} = \frac{\text{税前利润} + \text{利息费用}}{\text{利息费用}}$$

利息保障倍数反映了企业的经营所得支付债务利息的能力。如果这个比率太低,说明企业难以保证用经营所得来按时按量支付债务利息,这会引起债权人的担心。一般地,企业的利息保障倍数应至少大于 1,否则,就难以偿还债务和利息,严重的话,可能会导致企业破产倒闭。甲公司的利息保障倍数为 $(440 + 20)/20 = 23$ 。

(2) 资金周转状况分析。

企业资金周转状况反映了企业的营运能力,对它进行分析,投资者可以了解企业的营业状况以及经营管理水平。资金周转状况好,表明企业的经营管理水平高,资金利用效率高。企业的资金周转状况跟供、产、销各个经营环节密切相关,其中任何一个环节出现问题,都会影响到企业的资金正常周转。资金只有顺利地通过各个经营环节,才能完成一次循环。在供、产、销各个环节中,销有着特殊的意义,因为只有产品顺利地销售出去,才能实现其价值,收回期初所投入的资金,最终完成一次资金周转。资金周转状况分析,就是通过产品的销售情况与企业资金的占用量来分析企业的资金周转状况。评价企业资金周转状况的财务指标主要有 存货周转率、应收账款周转率、流动资产周转率、固定资产周转率和总资产周转率。

① 存货周转率。存货周转率是指企业一定时期的销货成本与平均存货的比率。其计算公式可表示为：

$$\text{存货周转率} = \frac{\text{销货成本}}{\text{平均存货}}$$

其中：

$$\text{平均存货} = \frac{\text{期初存货} + \text{期末存货}}{2}$$

根据表 2.3.10 和表 2.3.11 的有关资料,可以得甲公司的平均存货为 $(80.8 + 88)/2 = 84.4$,其存货周转率为 $850/84.4 = 10.07$ 。

存货周转率反映了一定时期内企业存货周转的次数,用它可以测定企业存货的变现速度,衡量企业的销货能力及存货是否过量,从而进一步了解企业销售效率和存货使用效率。在正常的情况下,如果企业经营顺利,存货周转率越高,表明存货周转越快,利润率就越高,营运资金用于存货的余额就越小。但是,存货周转率过高,也可能说明企业管理方面存在一些问题,如存货水平太低,甚至经常缺货,或者采购次数过于频繁,批量太小等。而存货周转率过低,常常是库存管理不利,存货积压,资金沉淀,销售状况不好的结果,但也有可能是企业调整了经营方针,因某种原因增大库存的结果。因此,对存货周转率的分析,投资者还需作进一步的调查,

从而弄清存货周转率高低的真实原因。

②应收账款周转率。应收账款周转率是企业赊销收入净额与应收账款平均额的比率。它反映了企业应收账款的流动程度。其计算公式可表示为：

$$\text{应收账款周转率} = \frac{\text{赊销收入净额}}{\text{应收账款平均额}}$$

其中：

$$\text{应收账款平均额} = \frac{\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款}}{2}$$

在上述计算公式中,应收账款平均额可以根据资产负债表中的有关数据计算求得。赊销收入净额是指扣除了销货退回、销货折扣及折让后的赊销净额。如果我们假设甲公司全年的销售都是赊销,那么其应收账款周转率就可以计算出来：

$$\text{应收账款平均额} = \frac{108 + 120}{2} = 114 (\text{万元})$$

$$\text{应收账款周转率} = \frac{1500}{114} = 13.16 (\text{次})$$

这表明甲公司一年内从赊销到收回货款的周转次数为 13.16 次。

应收账款是一项重要的流动资产,而应收账款周转率是评价应收账款流动性大小的一个重要财务比率。它可以用来分析企业应收账款的变现速度及管理效率。这一比率越高,表明企业催收账款的速度越快。由于坏账损失的可能性越小,而且资产的流动性强,短期偿债能力也强,在一定程度上可以弥补流动比率低的不利影响。但是,如果应收账款周转率过高,可能是企业奉行严格的信用政策、付款条件过于苛刻的结果。这样会限制企业销售量的扩大,进而会影响到企业的盈利水平。这种情况还往往表明为存货周转率同时偏低。投资者在分析这一财务比率时,应清醒地注意这一点。相反,如果企业的应收账款周转率过低,则表明企业催收账款的效率太低,或者信用政策太松,这样会影响企业资金利用率和资金的正常周转。

反映应收账款周转状况的指标,还可以采用应收账款平均收账期这一指标。它表示企业从应收账款产生至收到现金所需的平均时间。这个平均期限的计算分两步,首先确定每天的赊销净额,然后再用它去除应收账款平均额。其计算公式可表示为：

$$\begin{aligned} \text{应收账款平均收账期} &= \frac{\text{应收账款平均额}}{\text{每日赊销净额}} \\ &= \frac{\text{应收账款平均额}}{\frac{\text{每年赊销净额}}{365 \text{ 天}}} \\ &= \frac{365 \text{ 天}}{\text{应收账款周转率(次数)}} \end{aligned}$$

根据上述公式,就可以求出甲公司应收账款的平均收账期是 $365 / 13.16 = 27.74$ 天。也就是说,甲公司从赊销到收回账款的平均天数为 27.74 天。应收账款平均收账期与应收账款周转率成反比例变化,对该财务比率的分析是很有用的,投资者由此可以了解到企业的信用政策。

③流动资产周转率。流动资产周转率是销售收入与流动资产平均总额的比率,它反映了企业全部流动资产的利用效率。其计算公式可表示为：

$$\text{流动资产周转率} = \frac{\text{销售收入}}{\text{流动资产平均总额}}$$

其中：

$$\text{流动资产平均总额} = \frac{\text{期初流动资产} + \text{期末流动资产}}{2}$$

根据上述公式及表 2.3.10 和表 2.3.11 的有关数据,可得到甲公司流动资产周转率为:
 $1500 \div [(292 + 394) \div 2] = 4.37$ 次。

流动资产周转率是分析流动资产周转状况的一个综合性指标,这一指标越大,表明流动资产周转速度越快;反之,这一指标越小,表明流动资产周转速度越慢。

④ 固定资产周转率。固定资产周转率也称固定资产利用率,是企业销售收入与固定资产净值的比率。其计算公式可表示为:

$$\text{固定资产周转率} = \frac{\text{销售收入}}{\text{固定资产净值}}$$

这一财务比率是用来分析和衡量厂房、设备的利用效率的,比率越高,说明利用率越高,管理水平越好。在分析这一比率时,应该将它跟同行业平均水平相比较。如果低于同行业平均水平,则表明企业对固定资产的利用效率偏低,其结果会影响到企业的获利能力。在公式中,固定资产净值一般采用年初年末的平均数,但如果固定资产净值变动不大,也可用年末数来代替。根据表 2.3.10 和表 2.3.11 的有关数据资料,就可计算出甲公司的固定资产周转率。固定资产净值按年平均数计算,其固定资产周转率是: $1500 \div [(175 + 192) \div 2] = 8.17$ 次;按年末数计算,则为: $1500 \div 192 = 7.81$ 次。

⑤ 总资产周转率。总资产周转率也称总资产利用率,是用来衡量企业所有资产的利用和周转情况的财务指标。它是企业销售收入与资产总额的比率。其计算公式可表示为:

$$\text{总资产周转率} = \frac{\text{销售收入}}{\text{资产总额}}$$

通过这一比率的分析,投资者就能了解到企业全部资产的使用效率。如果这一比率较低,表明企业利用其资产进行经营的效率较差,因而其获利能力也差。在公式中,资产总额可采用年初年末平均数,也可采用年末数,视具体情况而定。根据表 2.3.10 和表 2.3.11 的有关数据资料,就可以计算出甲公司总资产周转率。资产总额按年初年末平均数计算,甲公司总资产周转率为: $1500 \div [(520 + 640) \div 2] = 2.59$ 次;按年末数计算为: $1500 \div 640 = 2.34$ 次。

(3) 获利能力分析。

获利能力指的是企业赚取利润的能力。获利能力分析是企业财务分析的重要组成部分,也是评价企业经营管理水平的重要依据。前面介绍的有关企业偿债能力、企业资金周转状况的财务比率,只是向投资者提供了关于企业经营方式的信息,而获利能力的有关财务比率则显示了企业偿债能力、资产管理对经营成果的综合影响。

评价企业获利能力的财务比率主要有 资产报酬率、所有者(股东)权益报酬率、毛利率、销售利税率、净利润率、成本费用利润率、每股利润、每股股利、股利发放率、市盈率和股利报酬率等。

① 资产报酬率。资产报酬率也称投资报酬率,是企业一定时期内的净利润与总资产的比率。其计算公式可以表示为:

$$\text{资产报酬率} = \frac{\text{净利润}}{\text{资产总额}}$$

公式中,资产总额可用年初年末平均数,也可用期末数。根据表 2.3.10 和表 2.3.11 的有关数据,甲公司的资产报酬率就可以计算出来。资产总额按年初年末平均数计算,其资产报酬率为: $220 \div [(520 + 640) \div 2] = 37.93\%$ 按年末数计算为: $220 \div 640 = 34.38\%$ 。

资产报酬率主要用来衡量企业利用资产获取利润的能力,它反映了企业总资产的利用效果。如果企业的资产报酬率低,说明该企业的资产利用效率低;反之,则说明该企业资产利用效率高。

②所有者(股东)权益报酬率。所有者权益报酬率是一定期企业净利润与所有者权益的比率。其计算公式可表示为:

$$\text{所有者权益报酬率} = \frac{\text{净利润}}{\text{所有者权益}}$$

上述公式中,所有者权益可用期初期末平均数,也可用期末数。根据表 2.3.10 和表 2.3.11 中的有关数据,可以计算出甲公司的所有者权益报酬率。所有者权益按期初期末平均数计算该比率为 $220 \div [(330 + 410) \div 2] = 59.46\%$ 按期末数计算为 $220 \div 410 = 53.66\%$

③毛利率。毛利率是指企业的毛利与净销售收入的比率。其计算公式可表示为:

$$\begin{aligned} \text{毛利率} &= \frac{\text{毛利}}{\text{净销售收入}} \\ &= \frac{\text{净销售收入} - \text{销售成本}}{\text{净销售收入}} \end{aligned}$$

这一比率反映了企业的销售成本与净销售收入的比例关系。毛利率越大,表明企业的净销售收入中销售成本所占的比重越小,企业通过销售获取利润的能力越高。根据表 2.3.11 中有关数据可得甲公司的毛利率为: $(1500 - 850) \div 1500 = 43.33\%$ 。

④销售利税率。销售利税率是指企业利税总额(即税前利润总额)与净销售收入的比率。这一比率说明了企业利润占销售收入的比例,通过它可以用来评价企业获取利润的能力。这一比率越高,表明企业通过扩大销售量获取收益的能力越强。其计算公式可表示为:

$$\begin{aligned} \text{销售利税率} &= \frac{\text{利税总额}}{\text{净销售收入}} \\ &= \frac{\text{税前利润总额}}{\text{净销售收入}} \end{aligned}$$

根据表 2.3.11 中有关资料,甲公司的销售利税率为 $440 \div 1500 = 29.33\%$ 。

⑤净利润率。净利润率也称作销售利润率,是净利润与净销售收入的比率。这一比率可以反映企业每元销售净收入可实现的净利润是多少,该比率越高,表明企业的获利能力越强。在分析时还应结合不同行业的具体情况进行分析。如这一比率低于行业平均值,可能是其售价偏低的缘故,也可能是其成本相对偏高。其计算公式可表示为:

$$\text{净利润率} = \frac{\text{净利润}}{\text{净销售收入}}$$

根据表 2.3.11 中有关数据,可得到甲公司的净利润率为 $220 \div 1500 = 14.67\%$ 。

在实际的分析中,可以发现资产报酬率与总资产周转率、净利润率有如下关系:

$$\begin{aligned} \text{资产报酬率} &= \frac{\text{销售收入}}{\text{资产总额}} \times \frac{\text{净利润}}{\text{销售收入}} \\ &= \text{总资产周转率} \times \text{净利润率} \end{aligned}$$

由此可以看出,资产报酬率主要取决于总资产周转率和净利润率两个因素。也就是说,企业的净利润率越大,总资产周转速度越快,其资产报酬率就越高。因此,企业在加强资产管理,提高资产利用率的同时,加强销售管理,增加销售收入,提高利润水平,将大大促进资产报酬率的提高。

⑥成本费用利润率。成本费用利润率是指企业利润总额与成本费用总额的比率。其计算

公式可表示为：

$$\text{成本费用利润率} = \frac{\text{利润总额}}{\text{成本费用总额}}$$

这一比率越高,表明企业为获取收益而付出的代价越小,企业的获利能力越强。同时还可以评价企业对成本费用的控制能力和经营管理水平。根据表 2.3.11 有关数据,得到甲公司的成本费用利润率是 $440/(1500 - 431) = 41.16\%$ 。

⑦每股利润。每股利润也称每股收益,主要是针对普通股股东来说的。通过这一指标,可以看出企业股利分发的可能性及企业的盈利能力。如果企业资本构成只有普通股,每股利润是净利润除以普通股发行在外的平均股数 如果企业资本构成包括普通股和优先股,则优先股息必须从净利润中减去。其计算公式可表示为：

$$\text{普通股每股利润} = \frac{\text{净利润} - \text{优先股股利}}{\text{普通股发行在外平均股数}}$$

根据表 2.3.11 有关数据,得到甲公司普通股每股利润为 $220/120 = 1.83(\text{元})$ 。

反映普通股利润还可以用普通股权益报酬率。普通股权益报酬率的计算公式可表示为：

$$\begin{aligned} \text{普通股权益报酬率} &= \frac{\text{净利润} - \text{优先股股利}}{\text{平均普通股权益}} \\ &= \frac{\text{普通股每股利润} \times \text{普通股发行在外平均股数}}{\text{平均普通股权益}} \end{aligned}$$

⑧每股股利、股利发放率和股利报酬率。

a. 每股股利。它也称每股股息,是指普通股每股获得的现金股利。其计算公式为：

$$\text{每股股利} = \frac{\text{支付普通股的现金股利}}{\text{普通股发行在外股数}}$$

b. 股利发放率。它是每股股利与每股利润的比率。它表明的是企业的净收益中有多少被用于股利的分派。其计算公式为：

$$\text{股利发放率} = \frac{\text{每股股利}}{\text{每股利润}}$$

c. 股利报酬率。它是普通股每股股利与每股市场价格的比率。它反映了股票投资在股利方面所获得的报酬。其计算公式为：

$$\text{股利报酬率} = \frac{\text{每股股利}}{\text{每股市价}}$$

从上述三个公式,就可以得到甲公司的每股股利为 $40/120 = 0.33$ 元;股利发放率为 $0.33/1.83 = 18.21\%$ 股利报酬率为 $0.33/5 = 6.67\%$ 。

⑨市盈率。市盈率又称价格收益比率,是评价股份公司股票质量好坏的一个重要指标,也是对上市公司盈利的稳定性及潜在增长能力的一个反映。其计算公式为：

$$\text{市盈率} = \frac{\text{普通股每股市价}}{\text{普通股每股利润}}$$

这一比率越小,说明股票越便宜,企业的获利能力越大;反之,股票越贵,企业的获利能力越小。市盈率主要用于横向比较。强大而快速发展的公司市盈率比弱小而成长缓慢的公司市盈率低。

根据有关数据,得到甲公司的市盈率为 $5/1.83 = 2.7$ 。

(4)财务状况的趋势分析。

前面对财务报表的分析,主要是从静态的角度出发的。下面将从动态的角度出发,来分析企业财务的变动状况。因为一个企业在某一年里的经营状况好坏,不能完全说明企业的真实情况,用连续几年的企业经营记录进行分析,可以消除许多偶然因素的影响,分析结果就越能更接近企业的真实面貌。

企业财务状况的趋势分析,就是通过比较企业连续几年的财务报表及有关财务比率,从而了解企业财务状况变化的趋势,并进一步来预测企业未来的财务状况。进行趋势分析的方法主要有:比较财务报表、比较百分比财务报表、比较财务比率和图解法。

①比较财务报表。比较财务报表是通过对企业连续几年财务报表历史数据的比较,分析其增减变化的幅度及其变化原因,从而判断企业财务状况的发展趋势。这种方法选择的期数越多,分析的结果就能更真实地反映企业的财务状况。同时需注意的,在进行比较分析时,必须考虑各期数据的可比性。因为由于某种特殊原因,某一时期的财务数据变化较大,缺乏可比性。有鉴于此,在分析过程中应该排除掉非可比因素,使各期财务数据具有可比性。表 2.3.12 是乙公司 1992~1994 年连续三年的比较资产负债表。

表 2.3.12 乙公司比较资产负债表 1992 年、1993 年、1994 年 12 月 31 日

单位 万元

项 目	1992 年	1993 年	1994 年
资产			
流动资产：			
货币资金	50	55	62
应收账款	150	165	180
存 货	220	240	262
流动资产合计	420	460	504
固定资产：			
固定资产原价	500	500	540
减：累计折旧	110	120	132
固定资产净值	390	380	408
无形及其他资产			
无形资产	10	40	38
资产总计	820	880	950
负债与权益			
流动负债：			
短期借款	80	100	115
应付账款	20	40	55
应付工资	10	12	15
未付利润	30	25	35

流动负债合计	140	177	220
长期负债：			
长期借款	120	120	120
应付债券	68	73	40
长期负债合计	188	193	160
负债合计	328	370	380
所有者权益：			
实收资本	400	400	440
资本公积	20	20	25
留用利润	72	90	105
所有者权益合计	492	510	570
负债与权益合计	820	880	950

从表 2.3.12 中,投资者就可以看出乙公司三年中各项目的变动情况。1993 年乙公司资产比 1992 年增加了 60 万元,主要是由流动资产和无形资产的增加所引起的。而 1994 年乙公司资产比 1993 年增加 70 万元,主要是因为固定资产和流动资产的增加。从资金来源方面来看,呈现出流动负债持续增长,长期负债没有增长的趋势,所有者权益虽有增长趋势,但其增幅不大。从这三年的发展趋势来看,一方面资产中存货和应收账款增长较快,这两种资产占用的资金较多,这样很可能会降低其周转速度,不是个好现象;另一方面流动负债增长较多,而长期负债与所有者权益增长相对较慢,这可能会加重企业的偿债负担。总的来看,乙公司资产的流动性降低了,债务负担加重了,可能会造成偿债能力下降。

②比较百分比财务报表。比较百分比财务报表是在比较财务报表的基础上发展而来的。用百分比分析的比较财务报表,能够揭示比较财务报表中各项目之间的比例关系,因而比用绝对金额进行比较优越。百分比分析分横向分析和纵向分析两种。横向分析是将前后期财务报表上的相同项目作横向的百分比比较;纵向分析是以报表上某一项目的数字作为 100% 来计算其余纵向排列的项目相当于该数字的百分比。比较百分比财务报表既可用于同一企业不同时期财务状况的比较,也可用于不同企业之间或与同行业平均数之间的比较。

表 2.3.13 和 2.3.14 分别是乙公司的比较损益表与比较百分比损益表。从乙公司的比较百分比损益表中,可以发现该公司三年中营业及管理费用有所下降,但营业成本没有降低,因此其利润上升幅度不大。

投资基金

表 2.3.13 乙公司比较损益表 1992~1994 年 12 月份

单位 万元

项 目	1992 年	1993 年	1994 年
营业收入	2 050	2 112	2 250
营业成本	1 000	1 030	1 100
营业及管理费用	600	610	630
营业税金	204	212	240
营业利润	246	260	280
所得税(50%)	123	130	140
净利润	123	130	140

表 2.3.14 乙公司比较百分比损益表
1992~1994 年 12 月份

项 目	1992 年	1993 年	1994 年
营业收入	100%	100%	100%
营业成本	48.8%	48.8%	48.9%
营业及管理费用	29.2%	28.9%	28%
营业税金	10%	10%	10.7%
营业利润	12%	12.3%	12.4%
所得税(50%)	6%	6.15%	6.2%
净利润	6%	6.15%	6.2%

③比较财务比率。比较财务比率是通过对企业连续几期的财务比率的比较,来分析企业财务状况发展趋势的。这种方法是比率分析法和比较分析法的结合,它更加直观地反映了企业各方面财务状况的变动趋势。仍以乙公司为例,表 2.3.15 是该公司 1992~1994 年几种主要财务比率的对比表。

表 2.3.15 乙公司 1992~1994 年几项财务比率

项 目	1992 年	1993 年	1994 年
流动比率	3	2.6	2.29
速动比率	1.43	1.24	1.1
负债比率	0.40	0.42	0.40
应收账款周转率(次)	13.67	12.8	12.5

存货周转率(次)	9.32	8.8	8.6
资产报酬率	15%	14.8%	14.7%
成本费用利润率	6.8%	7%	7.1%
净利润率	6%	6.2%	6.2%

从表 2.3.15 中有关数据可以看出,乙公司三年里负债比率没有太大变化,但是其流动比率及速动比率都呈下降趋势,应收账款周转率与存货周转率也呈下降趋势,这些情况表明该公司资产的流动性降低,短期偿债能力下降,同时该公司在资产管理等方面也存在着某些问题。如果照此发展下去是很危险的。另外,投资者还可以发现,尽管该公司净利润率有所上升,但其资产报酬率是下降的,因而其获利能力总体上是下降的。

④图解法。图解法就是将企业连续几期的财务数据或财务比率绘制成图来加以反映。这种方法比较直观地反映了企业财务状况的发展趋势,能使分析者发现一些通过比较法所不易发现的问题。例如,假定丙公司 1989~1994 年成本费用利润率分别是 28.2%、30%、18.1%、25%、29.3%、34.4% 净利润率分别是 13.8%、14.5%、9.8%、12.6%、14.8%、15.9%。见图 2.3.7。

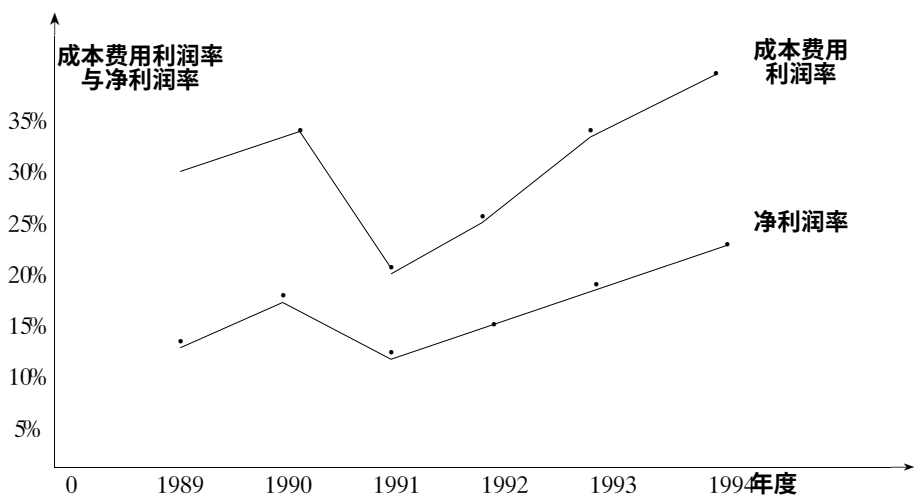


图 2.3.7 丙公司成本费用利润率与净利润率示意图

从图 2.3.7 可以明显地发现丙公司从 1989~1994 年两种财务比率的变动趋势。从总体上来说,该公司成本费用利润率与净利润率都呈上升趋势,其经营状况是良好的。

(5) 财务状况的综合分析。

要全面系统地评价企业的财务状况和经营成果,还必须对企业的财务状况进行综合分析。企业财务状况的综合分析,就是通过对各种财务指标的分析比较,来全面了解企业的财务状况。对企业的财务状况进行综合分析,其常用的方法有两种 财务比率综合分析和杜邦分析法。

①财务比率综合分析法。财务比率反映了企业财务报表各个项目之间的对比关系,并以此来揭示企业的财务状况。但是一项财务比率只能反映企业某一方面的财务状况。要进行综合的财务分析,需编制财务比率汇总表,如表 2.3.16。利用这种方法进行综合分析时,可以结

合比较分析法。我们可以从两个方面来进行财务比率的比较分析：一方面可以将企业本期财务比率同过去几期的比率进行比较(这是纵向比较),从而来分析企业的发展趋势,这已经在前面作过介绍;另一方面可以将企业的财务比率与同行业平均比率或同行业其他企业的比率作比较(这是横向比较),可以了解到企业在同行业中所处的水平,从而综合评价企业的财务状况。

通过财务比率汇总表,可以全面了解企业的偿债能力、资金周转状况和获利能力等各方面的财务状况。为获得一个总的认识,可以运用指数法计算一个综合指标。为简便起见,这里从表 2.3.16 中选用 10 个财务比率计算编制成综合分析表,见表 2.3.17。

运用指数法编制综合分析表的程序如下：

a. 选定评价企业财务状况的代表性比率。具体作法是,从偿债能力、周转能力和获利能力三类比率中,挑选若干项具有代表性的重要比率。

b. 根据各项比率的重要程度,确定重要性系数。各项比率的重要性系数之和等于 1。重要程度的判断,应根据企业经营财务状况、发展趋势以及企业所有者、债权人和管理人员的态度等具体情况来确定。

c. 确定各项比率的标准值。财务比率的标准值可以是同行业的平均比率,也可以是本企业现时条件下最理想的数值,即最优值。

d. 计算企业在一定时期各项财务比率的实际值。表 2.3.17 中各项比率的实际值取自表 2.3.16 中甲公司的实际财务比率。

e. 计算各项财务比率实际值与标准值的比率,称之为关系比率。

f. 求出各项财务比率的综合指数及其合计数。各项比率的综合指标是关系比率与重要性系数的乘积,并以其合计数来综合评价企业的财务状况。一般地,综合指数合计数为 1 或接近 1,表明企业的财务状况基本上达到标准要求;而如果与 1 有较大差距,表明企业的财务状况离标准要求较远。在此基础上,还进一步分析具体原因。

表 2.3.16 甲公司财务比率汇总表

类别	财务比率	计算公式	1994 年
偿债能力比率	1. 流动比率	流动资产/流动负债	2.19
	2. 速动比率	速动资产/流动负债	1.70
	3. 负债比率	负债总额/资产总额	0.36
	4. 权益乘数	资产总额/股东权益	1.56
	5. 负债与股东权益比率	负债总额/股东权益总额	0.56
	6. 利息保障倍数	(税前利润 + 利息费用)/利息费用	23
资金周转状况比率	7. 存货周转率	销货成本/平均存货	10.07 次
	8. 应收账款周转率	赊销净额/应收账款平均额	13.16 次
	9. 流动资产周转率	销售收入/流动资产平均总额	4.37 次
	10. 固定资产周转率	销售收入/固定资产净值	7.81 次
	11. 总资产周转率	销售收入/资产总额	2.34 次

获利能力比率	12. 资产报酬率	净利润/资产总额	34.38 %
	13. 所有者权益报酬率	净利润/所有者权益	53.66 %
	14. 毛利率	毛利/净销售收入	43.33 %
	15. 销售利税率	利税总额/净销售收入	29.33 %
	16. 净利润率	净利润/净销售收入	14.67 %
	17. 成本费用利润率	利润总额/成本费用总额	41.16 %
	18. 每股利润	(净利润－优先股股利)/普通股发行在外的平均股数	1.83 元
	19. 每股股利	股利/普通股发行在外股数	0.33 元
	20. 股利发放率	每股股利/每股利润	18.21 %
	21. 股利报酬率	每股股利/每股市价	6.67 %
	22. 市盈率	普通股每股市价/普通股每股利润	2.7

表 2.3.17 财务比率综合分析表

财务比率	重要性系数	标准值	实际值	关系比率	综合指数
	(1)	(2)	(3)	(4) = (3) ÷ (2)	(5) = (1) × (4)
流动比率	0.15	2	2.19	1.10	0.1650
速动比率	0.10	1.5	1.70	1.13	0.1130
负债比率	0.10	0.4	0.36	0.90	0.0900
存货周转率	0.10	12 次	10.07 次	0.84	0.0840
应收账款周转率	0.05	15 次	13.16 次	0.88	0.0440
总资产周转率	0.15	2.5 次	2.34 次	0.94	0.1410
资产报酬率	0.15	30 %	34.38 %	1.15	0.1725
销售利润率	0.10	25 %	29.33 %	1.17	0.1170
每股利润	0.05	1.75 %	1.83 元	1.05	0.0525
股利报酬率	0.05	15 %	6.67 %	0.45	0.0225
合 计	1.00	—	—	—	1.0015

现在,我们分析一下甲公司的综合财务状况。从表 2.3.17 中,可以得到甲公司各项财务比率综合指数的合计数是 1.0015,近似于 1。因此,可以判断甲公司的财务状况基本良好。但通过进一步分析,可以看出反映甲公司资金周转状况的存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率还不够理想 ;反映企业偿债能力的负债比率较低等。

②杜邦分析法。利用财务比率进行综合财务分析,虽可以了解企业各方面的财务状况,但却不能反映出企业各方面财务状况之间的关系。例如比率分析法可以分析企业的偿债能力、资金周转状况以及获利能力等财务状况,但它不能反映出三者之间的关系。实际上,各种财务比率之间都存在一定的相互关系。因此,在进行财务分析时,应该将企业的财务状况看作一个系统,内部各因素都是相互依存、相互作用的,投资者只有对整个系统进行综合分析,才能比较

全面地了解企业的财务状况全貌。杜邦分析法就是利用几种主要的财务比率之间的关系来综合分析企业的财务状况的。这种分析方法是由美国杜邦公司的经理们首先提出来的,故称为杜邦分析法。可用图 2.3.8 来表示,图中的有关数据取自表 2.3.10、表 2.3.11 和表 2.3.16。图 2.3.8 也称作杜邦图。

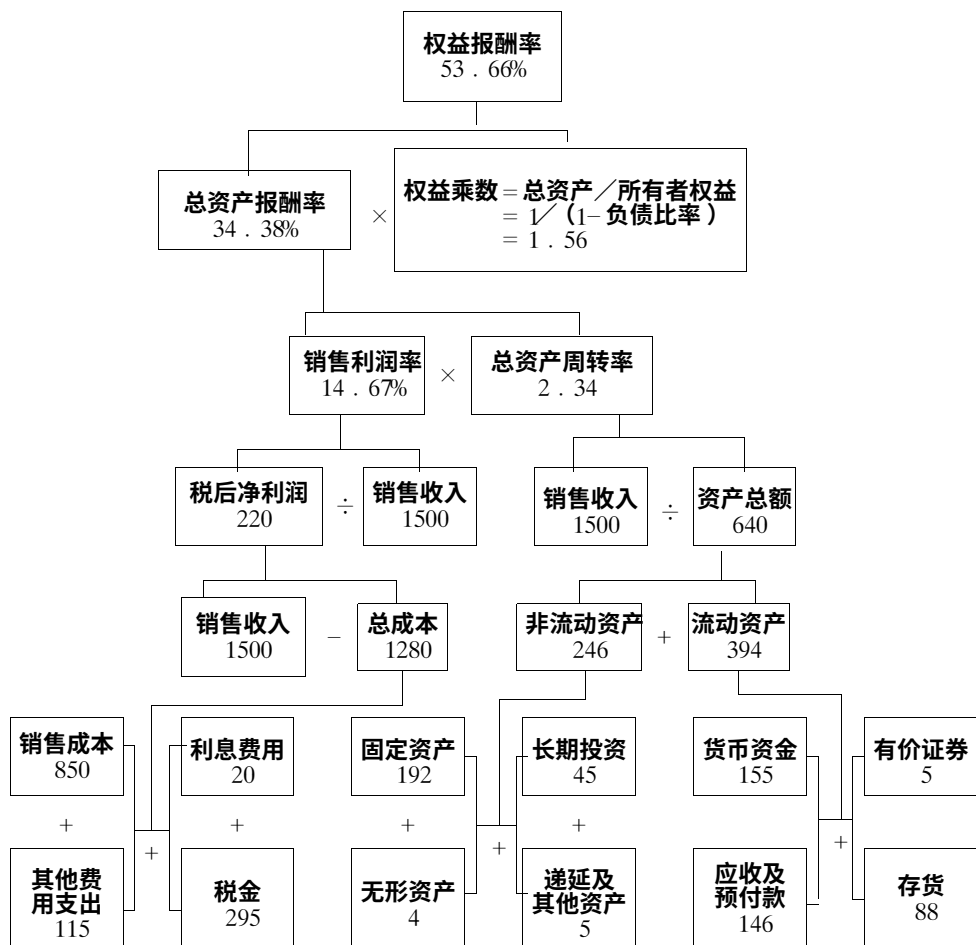


图 2.3.8 杜邦系统图

从杜邦图可知,该系统反映了以下几种主要关系:

$$\begin{aligned}
 \text{权益报酬率} &= \frac{\text{净利润}}{\text{所有者权益}} \\
 &= \frac{\text{净利润}}{\text{资产总额}} \times \frac{\text{资产总额}}{\text{所有者权益}} \\
 &= \text{总资产报酬率} \times \text{权益乘数}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{总资产报酬率} &= \frac{\text{净利润}}{\text{资产总额}} \\
 &= \frac{\text{净利润}}{\text{销售收入}} \times \frac{\text{销售收入}}{\text{资产总额}} \\
 &= \text{销售利润率} \times \text{总资产周转率}
 \end{aligned}$$

$$\text{销售利润率} = \frac{\text{净利润}}{\text{销售收入}}$$

$$\text{总资产周转率} = \frac{\text{销售收入}}{\text{资产总额}}$$

其中,“总资产报酬率 = 销售利润率 × 总资产周转率”这一等式,称为杜邦方程。

杜邦分析是对企业的财务状况进行的综合分析。它通过几种主要财务指标之间的关系,直观、明了、全面地反映出企业的财务状况。从杜邦系统,投资者可以了解到如下有关企业的财务信息:

a. 从杜邦图可以看出,所有者权益报酬率是一个综合性极强、最有代表性的财务比率,它是杜邦系统的核心。这一比率反映了企业筹资、投资等各种经营活动的效率,同时,它也反映了所有者投入资金的获利能力。因此,投资者必须重视对这一比率的分析。权益报酬率主要取决于总资产报酬率和权益乘数。资产报酬率反映了企业生产经营活动的效率如何,权益乘数反映了企业的筹资情况,即企业资金来源的结构如何。

b. 总资产报酬率是销售利润率和总资产周转率的乘积。因此,可以从销售与资产管理两方面来分析。销售利润率实际上反映了企业的净利润和销售收入的关系。销售收入增加,企业的净利润也自然增加,但是,销售利润率的提高取决于两方面的因素,一是销售收入的提高,一是各种成本费用的降低。对于企业来说,提高销售收入具有特别重要的意义,因为它不仅可以使企业净利润增长,同时还会提高总资产周转率,从而使资产报酬率升高。

c. 从杜邦图中,也可以分析企业成本费用的结构是否合理。比如企业的利息费用过多,是不是由于企业负债比率欠合理所造成的等等。

d. 在资产方面,通过杜邦图还可以用来分析流动资产与非流动资产结构的合理性。因为资产的流动性既体现了企业的偿债能力,同时它也影响到企业的获利能力。如果企业流动资产中存货或应收账款过多,说明企业的存货周转率或应收账款周转率可能比较小,其偿债能力就比较弱。

e. 总的来说,从杜邦图中可以看出,企业的获利能力涉及到企业经营活动的方方面面。所有者权益报酬率与企业的筹资结构、销售、成本控制、资产管理密切相关,这些因素构成一个系统。投资者只有分析系统内每个因素间的内在联系,才能把握住企业的综合财务状况。

二、公司实质分析

通过对企业有关财务报表的分析,投资者就可以对企业的财务状况作出正确的评价。此时,投资者千万不能马上根据所得到的财务评价结果来决定买入或不买入某一公司的股票。投资者还必须对该公司实质进行认真分析,从而证明所选定的有吸引力的那家公司,不但财务状况良好的评价结果是正确的,而且这一公司还有很大潜力,是个成长型公司,未来的财务状况会更好,预期的每股利润和股息会更高。

公司实质分析就是对公司的经营管理、科研开发能力等诸多方面进行考察和分析,以了解公司财务状况以外的有关信息。进行公司实质分析不像对其进行财务状况分析那样有一定的方法和指标可循,一般地,主要是就代表公司实质的几个重要方面进行评价。下面就对这些代表公司实质的重要方面进行分析,供投资者在决策前参考。

1. 对公司概貌的考察

考察、分析公司概貌是进行公司实质分析的前提。通过对公司概貌的详细调查,投资者就可以对公司的概况有一个全面的认识。了解公司概貌的基本情况,主要从以下方面入手:

- (1)公司的经营范围包括哪些?其主要经营范围又是什么?
- (2)公司的经营规模如何?
- (3)公司有何特点或特长?
- (4)公司在国内外市场的竞争力如何?
- (5)公司的历史沿革?
- (6)公司的现状及前景如何?

2. 对公司管理层人事的考察

一个企业经营管理水平的高低,人的因素,尤其是企业高层管理人员的素质往往起着决定性的作用。比如,当年濒临倒闭的美国克莱斯勒汽车公司,由于企业巨子艾柯卡的加盟,该公司的经营管理水平大大提高,经营业绩也大为改善,公司的股票价格也从1980年的每股3美元,涨到日后的每股35美元。可见,一个企业的管理者能力对企业经营好坏的影响是多么巨大。

在同样的条件下,优秀的企业管理者可使企业发展得更快,利润增长得更多。好的管理者不仅为企业带来眼前效益,而且还会从根本上提高企业的素质,培育企业文化,修正企业的缺陷,使企业在竞争中坚强有力。而当企业的高层管理人员有所变动,例如更换董事长、总经理等事项,其影响往往会波及到企业的发展方向、营销策略、利润分配办法及其他方面。这些最终将会影响到股东收益及该企业股票的市场价格。正因如此,证券交易法规通常都要求证券上市公司如遇董事会成员或高级管理人员发生人事变动,必须在规定期限内向有关部门和证券交易所送交情况报告书,以利于公众及时了解企业经营方针可能出现的变化。

除了了解现有领导层外,证券投资者还应了解企业的人事决策程序、重要领导人组合和可能的人事变动,只有高效的人事决策机构和程序才能造就出优秀的经理,合理的搭配才能使管理动作协调,不致出现马牛同拉一辆车的情况。当企业领导者有重大变动时,投资者应考察新的管理层是否符合自己的标准,以决定是否投资。此外,还应对上市公司职工队伍的素质作些了解,包括年龄结构、专业培训情况、技术人员和熟练工人的比例等等。因为企业高层领导的计划、设想和要求,最终要由具体的人去实现。一支高素质、会操作、懂技术、守纪律的职工队伍既是企业的宝贵财富,也是投资者收益的重要保证。

对公司管理层人事的考察,主要应从下面几个方面来进行:

- (1)董事会成员或高级管理人员持有本公司股份情况是否发生变化;
- (2)是否有正常的人事变动,如原任者退休、死亡或调离等;
- (3)原任者是否辞职或被撤职、或被追究法律责任;
- (4)继任者的年龄、学历、任职经历;
- (5)公司内部人事组织机构的设置等。

3. 对公司科研开发能力的考察

一个公司要想在现在和未来都始终保持其较强的竞争力和较高的获利能力,除了加强公司经营管理外,还必须重视并大力支持公司的科技开发。因为,如果说,企业的经营管理是着眼于其现在的利润和竞争力的话,那么科技开发则展示了企业未来的潜力和美景。

投资者对公司科研能力的考察,应从两方面入手。首先应考察技术发展和技术进步对企业提出了哪些要求,增加了哪些风险。其次要看企业进行技术改造,新产品开发行为本身需冒怎样的风险,企业能否承受,如新技术,包括新技术的标准,给企业的正常生产经营活动造成的人力、物力和资金重新配置等一系列困难,企业能否承受得住。

对公司科研能力的分析,应从以下几方面着手:

(1)考察公司的科研状况。对公司科研状况的考察,可以通过对公司科研技术开发人员的数量、结构、年龄等方面的调查而获得,再将它与同行业的其他公司进行比较,就可以得到更清晰的了解。考察公司的科研状况,还应看它是否研制一代、开发一代、生产一代、淘汰一代。如果有这样一种趋势,那么它的后继产品就有保证,能有新产品不断地择机推向市场。对公司的这类新产品,投资者事先可能不知道,但可以根据公司各方面情况加以推测。如在分析某一公司的财务报表时,若发现该公司在利润稳定增长、股票股息支付增加的同时,新产品试制费或其他有关费用也大量增加,就可以认为该公司发展后劲很足,证券持有人的远期投资风险较小。若公司在一段时间里净利润额、股息支付额略有下降而用于新产品研制等费用相应增加,则说明企业可能出于被动,要么正处于更新产品、要么正处于转产其他产品的困难境地,远期投资具有相当的风险性。若公司利润、股息支付虽有变化,而研制开发新技术的费用很小,除非该公司产品基本不受新技术影响,否则对这类公司只能做短期投资。

(2)调查分析公司实际的科研开发能力。除了对公司科研能力进行评价外,还必须对其实际开发能力进行调查分析,以确定其科研开发能力发挥的程度。其评价方法是:①将近几年公司已成功地开发出的新产品品种与同行业公司的平均水平相比较,看是否超过了平均水平;②近期公司推出的新产品占去年销售额的比重是多少?看这一比例是增加了,还是减少了。

(3)考察公司对科研开发的重视程度。这主要是通过从事同行业的公司相比较,看公司用于研制和开发的费用比例是高还是低。

公司拥有的科研开发能力,在一定程度上代表着公司未来的发展潜力和竞争力。科研开发能力强的公司,其未来的发展潜力和竞争力也强;相反,则无发展潜力,竞争力也弱。公司推出一项新技术或一新产品,在证券市场反应主要有两种:一是该公司的股票价格将立即上升,一部分其他投资被吸引过来;二是由于相关或同类产品市场份额将可能被新产品取代,引起有关公司股票价格下跌。

4. 考察公司生产类型及行业特点

不同生产类型的企业,其利润水平是不一样的。通常,金融类企业比流通性企业利润率高,而流通性企业利润率又高于生产性企业。而且,即使在利润率相同的条件下,技术密集型企业与劳动密集型企业股息率也是不同的。因此,投资者在选择投资对象时,应了解企业的生产类型,并以此制定相应的投资组合和投资的期限长短。

前面我们已提到过,一个行业都有其自身的发展规律,即存在一个包括从初创期、成长期、稳定期和衰退期的生命周期。处于不同阶段的行业,其发展潜力、盈利前景及市场竞争力是不同的。投资者对公司进行行业特点考察时,应分清哪些企业属于夕阳工业,哪些企业属于朝阳工业。投资决策应选择处于成长期的行业作为投资对象,当然这主要取决于投资者自身的因素,如一个保守的投资者可能更愿意选择处于稳定期的行业作为其选择的投资对象。

5. 考察公司的经营方式

对公司进行实质分析,考察其经营方式也是必需的。公司是单一经营还是经营多元化,其

经营风险就不一样,这样,投资者购买其股票的风险程度也就有差异。一般说来,购买单一经营公司的股票比购买多元化经营公司的股票的风险要大。这是因为经营单一产品的公司风险集中。当它所经营的那种产品恰好市场上销路不畅,该公司就会因市场不景气而被迫停产或倒闭。这种公司的命运仅系于一种产品的兴衰上,经不起风浪,投资者选择这种公司作为其股票投资的对象,是十分危险的。而经营多种产品的公司风险相对分散,它可能会由于某一产品的销售下降而使其盈利减少,但它可以从事其他几种产品上得到补偿,其公司的盈利不会因此而受到大的影响。投资者选择这类公司进行股票投资,相对来说比较安全。

但是,投资者也不能因此一概而论。因为公司经营过于多元化,往往会给经营管理带来难以克服的困难,管理人员不可能对众多经营业务十分熟悉,无法保证作出的各项决策都是正确的,公司盈利也就得不到保障。相反,一些经营历史悠久、商誉很好的单一经营的公司,由于其经营产品的独占性,常常获利稳定且十分丰厚。

6. 考察公司产权动态

在市场竞争日益激烈的情况下,企业被收购、被兼并是常有的事,当收购者想收购一家企业时,他们常常以高于市场价格来收买该公司的股票,特别当出现几家竞买时,股价更有可能出现一路高升的状况。可见,投资者考察上市公司是否有产权变更的可能性,是证券投资者获取额外收益的一个重要方面。通常,被收购的企业有如下特点:①有良好条件,但目前经营不善。这种企业的股价偏低,买入后改善管理可使它幡然改进;②存有巨额流动资金,现金特别多;③掌握宝贵稀缺的资源;④占有特殊专利或特殊人才。

7. 考察公司未来的发展前景

对公司未来发展形势的展望,对证券长期投资者来说是十分重要的。一个着眼于未来更大收益的投资者,他宁愿购买一家目前经营管理较好、且有很大发展潜力和未来竞争实力强的公司的股票,而不愿投资于一家目前经营管理较好,但无发展潜力和缺乏未来竞争实力的公司的股票。对公司未来发展前景的预测,应对公司的财务状况、经营管理、行业发展情况、科研开发能力以及其他影响公司未来发展的各个方面作通盘的分析。只有这样,才能对公司的未来发展前景作出正确的判断。

三、公司证券的评级

风险机制是证券市场的重要机制,各种证券投资工具的风险水平是极不相同的。投资者要对众多证券的风险作出正确的估计从而找到最佳的投资机会,凭他自己所掌握的有限信息往往是很难做到的。为了帮助投资者确定所选证券的投资价值,国外的新证券在发行之前,一般都要经过专门的证券评级机构对其进行严格的评级。

1. 证券评级的含义及其作用

证券的评级就是对证券发行者的信誉及其所发行的特定证券的质量进行评估的综合描述。从本质上说,证券评级评估和信用风险的计量,对证券投资者是很重要的,因为只有通过比较各种证券的级别,才能保证投资的质量,降低投资风险。

在金融市场上的一些证券,特别是一些有固定收益的证券,除中央政府债券外,都要在上市以前先经过评级机构对其进行信用评级,然后才能进入市场发行和交易。级别评得高的,发行时的利率可以低一些,价格可以卖得高一些。因为每一个投资者在决定投资方针以前,必

须综合考虑证券的安全性、盈利性和流动性。安全性是指证券发行人的信用如何,是否有违约的可能,以及违约可能性的大小。盈利性是指投资于这种证券能带来多少收益。流动性是指这种证券是否易于在市场上随时售出,换取所需的现金。一般来说,安全性高,流动性就好,易于随时售出,但安全性高意味着风险小,获利性可能就差些。这三方面都与发行人的信用有关。

西方发达国家,如美国、日本、加拿大、澳大利亚等国,对证券评级都是通过一些专门从事证券评级的机构来办理的。这些机构都是私营的公司,但他们的评级结果,一直受到投资者的重视,被公认为对证券发行人的信用有较客观的评价。这是因为,他们属于服务性的企业,本身业务与商品的生产、流通无关,也不是金融业,与被评的证券发行人没有借贷关系,更不涉及任何证券的发行与流通业务,因此他们对证券的评级,处于一个比较超脱的立场。证券发行的成败,跟他们没有什么利害冲突,也正是因为这个缘故,投资者才相信他们的评级结果。他们标榜的是公平、准确、及时和客观性,只有如此,他们的评级结果才能广泛地为人们所接受,他们自己也才能生存和发展。评级机构一直强调,评级工作并不是受投资者的委托而进行的,更不是评级机构向投资者推荐哪些证券可以投资或哪些不可以投资,而仅仅是作为投资者的参考而已。是否投资于某些证券,投资多少,都要由投资者自己做出决策。投资者可以用评级的结果作为参考,但评级机构对投资者在法律上是不负任何责任的。

证券的评级制度最早起源于美国。1909年,美国穆迪公司在《穆迪铁路投资分析》一书中首先提出了证券评级的分析方法。从此,证券评级的方法便逐渐得到推广,并为许多国家所采用。现在,无论在国际金融市场(要求相对较低),还是在主要西方发达国家,发行证券(股票或债券)一般都要经过国际知名的证券评级机构的评级。

证券评级的作用是多方面的,从证券评级本身的特征来看,它主要有以下几方面的作用:

(1) 证券评级有利于各银行,特别是中小银行合理地选择它们的投资证券组合。这在发达国家是很明显的;

(2) 证券经纪商可利用评级作为其投资决策的参考,并可为顾客提供证券投资的咨询服务;

(3) 证券评级有利于提高证券发行者的经济地位和社会知名度,从而能够降低发行者的筹资费用,方便其证券的销售和流通,吸引投资者踊跃投资;

(4) 证券评级有利于广大投资者正确合理地选择投资对象与投资组合,提高证券投资的安全性和收益性;

(5) 证券评级机构的建立使证券市场的参与者能够超越自身的局限性,对证券市场上各种证券的信用程度和风险水平有一个较客观的认识,并根据自己的偏好作出选择。这些选择通过证券市场机制的运行能够使各种证券高质高价、低质低价,从而体现证券市场的公平,有利于证券市场的稳定。

2. 债券的评级方法

各个国家对债券的评级方法与债券级别的划分基本上是相同的。一般都是由知名的证券评级机构根据申请者向证券管理部门和评级机构所提供的档案资料和有关财务报表进行评定。评级者对申请者拟售债券质量的评定不负任何法律上的责任,其评定的结果仅作为投资者的参考。

对债券等级的划分,是建立在许多定性和定量因素的分析基础之上的,这些因素主要应包括以下各个方面:

- (1)流动比率和速动比率。
- (2)负债比率和负债与股东权益比率。
- (3)利息保障倍数。
- (4)应收账款周转率。
- (5)固定资产周转率和总资产周转率。
- (6)资产报酬率。
- (7)毛利率和净利润率。
- (8)抵押条款。债务是否有抵押作保证。若有,并且假如该财产的价值高于债券债务的总额,则该债券的等级就提高了。
- (9)从属条款。债券是否从属于另一债务?若是,它的等级则至少比不从属于其他债务时低一个等级。
- (10)保证条款。如果一个弱小的公司债务得到一个强大公司(通常是小公司的母公司)的担保,则其债券的等级就是强大公司的等级。
- (11)偿债基金。该债券是否有偿债基金作保证按期归还?若有,则该证券的等级将得到提高。
- (12)海外经营。公司的销售、资产、利润中有多大比例来自海外经营?海外经营所在国的政治气候如何?
- (13)环境因素。公司是否很可能为控制污染而花巨资购买处理污染物的设备。
- (14)劳工因素。如劳资关系等因素。
- (15)资源问题。公司是否将面临资源短缺而缩减经营规模的问题。
- (16)有关公司的经营管理水平、人员素质,以及公司的特许经营权、租赁关系和专利等无形因素。
- (17)有关公司的历史、现状及未来前景及其在同行业中的地位、商誉等。

表 2.3.18 债券等级划分表

标准普尔公司	穆迪公司	性质	级别	说明
AAA	Aaa	投资性	最高级	信誉最高,债券本息支付无问题
AA	Aa		高 级	有很强的支付本息的能力
A	A		中上级	仍有较强的支付能力,但当在经济形势发生逆转时,较为敏感
BBB	Baa		中 级	有一定支付能力,但当在经济发生逆转时,较上述级别更易受影响
BB	Ba	投机性	投 机 级	有投机因素,但投机程度较低
B	B			投机的
CCC-CC	Caa			可能不还
C	Ca			不还,但可以收回很少一点
DDD-D	C			无收回的可能

前面已提到过,各国的债券评级方法及等级的划分基本上是不同的,但是各国还是有差异的。下面将分别介绍有关国家的债券评级情况。

(1)美国。

在美国,对证券进行评级的公司共有 5 家,其中最著名的是标准普尔公司和穆迪投资者服务公司,均设在纽约。5 家公司中穆迪公司的资格最老,自 1909 年开始评级工作,标准普尔公司是在 20 年代才从事评级工作的。评级的对象包括公司债、商业票据、优先股股票、地方政府中短期债券等。见表 2.3.18。

(2)加拿大。

加拿大的评级机构有两家:一家是加拿大债券评级公司(CBRS);另一家是多米宁债券评级公司(DBRS)。评级对象主要包括国内的企、事业债券和商业票据。它们是在 70 年代初成立的。

加拿大评级机构在评级程序和方法上与美国评级机构大致相同。级别的顺序划分为四等,公司债券的前四级属于投资型债券(A++至B++,AAA至BBB),商业票据的前三级是投资型的(A-1至A-3,R-1至R-3)。见表 2.3.19。

(3)澳大利亚。

澳大利亚的评级公司是 1981 年成立的一家澳大利亚的民间机构。该公司主要是对企业的负债进行评级,并且重点放在无抵押债务的评定上。该评级公司的评级对象是企业、金融公司和商业银行,它在评级定义及级别顺序上与美国大致相同,级别按公司和商业银行分别划分为 A 至 C 三等九级和 R₁ 至 R₅ 五级。见表 2.3.20。

澳大利亚评级公司在评级过程中,一般是根据公开的资料和本公司收集到的信息来进行的,有时偶尔也以评级对象提供的资料为基础来进行评级。该公司对能获取公开发表资料的企业免费提供评级服务,并对负有无抵押债务的企业优先提供服务。该公司评级的方法主要从分析商业风险和财务、金融风险两方面进行。商业风险的分析是讨论有关产业风险、销售能力、生产率及经营能力方面的风险,财务、金融风险的分析则是围绕各种财务报表及其有关比率来进行的。具体方法和内容与美国评级机构使用的相同。

现在,我们以美国评级机构的评级为例,来详细说明债券的级别及其特点。

A 级债券是最高级别的债券,它们有共同的特点:①本金及收益的安全性最大;②它们受经济形势影响的程度较小;③它们的收益水平较低,但同时筹资成本也较低;④对这些债券来说,利率的变化比经济状况的变化更为重要。

B 级债券被称为“投资家的债券”。因为这些债券对富有冒险精神的投资者来说是很有吸引力的。虽然这些债券风险相对来说大了一些,但它们的收益有时会比 A 级债券高出好多。B 级债券的共同特点是:①债券的安全性、稳定性及利息收益往往受到经济中不稳定因素的影响;②经济形势的变化对这类债券的价值影响很大;③投资于这类债券风险较大,但同时收益水平也较高,筹资成本与成本也相对较高。选择这类债券作为投资对象,投资者必须具有选择与管理证券的良好能力。

表 2.3.19 加拿大评级机构的级别划分表

公 司 债 券			商 业 票 据		
级 别	CBRS 公司	DBRS 公司	级 别	CBRS 公司	DBRS 公司
最高级	A+ +	AAA	最高级	A - 1	R - 1
高 级	A +	AA	上 级	A - 2	R - 2
中上级	A	A	中 级	A - 3	R - 3
中 级	B+ +	BBB	下 级	A - 4	U
中下级	B +	BB	不评级	—	NR
下 级	B	B			
投机级	C	CCC			
不履行					
债 务	D	CC,C			
不评级	S	NR			

表 2.3.20 澳大利亚的评级级别划分表

公 司		商 业 银 行	
AAA	偿债能力最高	R ₁	最适合投资
AA	同上,有时受经济波动的影响	R ₂	比较适合投资
A	偿还能力较高,但易受外界经济环境的影响	R ₃	可以投资
BBB	同上,更易受外界经济环境的影响	R ₄	不适合投资
BB B	极容易受外界经济情况摆布	R ₅	前景不好
CCC CC C	偿还能力很差,纯属投机型		

C 级和 D 级债券则属于投机性或赌博性的债券。从正常的投资角度来看没有多大的经济意义。

3. 股票的评级方法

与债券的评级相比,股票评级的科学性及实用性都不如前者。因为股票投资缺少一般有效投资所具有的许多特点,比如股票的市场价格不稳定,股息收入缺乏保证,股息量难以估算等等。而这些特点都是决定投资安全性的一些基本因素。

因此,股票评级所采用的方法与债券评级是不一样的。在美国,股票的评级是采用公式来进行的。这种公式只利用每股收益和股息这两个基本因素来评定。股票分析专家认为,所有

决定优质或低质股票的因素最终都会反映到股票的每股收益和股息上来。综合股票的收益及股息的稳定性情况,美国的评级机构将所有股票分为七级:A⁺最高级,A 高级,A⁻中上级,B⁺中级,B 中下级,B⁻低级,C 最低级。见表 2.3.21 与债券评级相比,股票评级的实用性和准确性都较低。

表 2.3.21 股票评级表

标准普尔公司	级 别	性 质	说 明
A ⁺	最高级	投资性	无风险
A	高 级		基本无风险
A ⁻	中上级		一般水平以上
B ⁺	中 级		一般水平
B	中下级	投机性	低于一般水平
B ⁻			远低于一般水平
C			需要改组

虽然证券的评级在提高证券的安全性、收益性,维护证券市场的稳定与发展等方面都起着十分重要的作用。但证券的评级行为作为一种检验证券质量的技术手段来说,其科学性和准确性都还有一定的限度。这种局限性主要表现在以下几方面:

(1) 证券信用评级需要考虑众多的经济因素,而这些因素是在不断发展变化的。因此,证券评级的动态性与评级机构静态的分析方法的结合,就决定了证券评级本身就具有预测和实验的性质。

(2) 证券信用评级的级别并不全是进行证券市场投资的指南,其原因在于证券的评级并非以证券的市场价格为基础。如‘AAA’级证券在市场上并非总是最佳的投资对象,因为其市场价格除受其自身质量的影响外,还要受证券市场供求关系及其他许多因素的影响。

(3) 从证券评级的依据来看,其重要的统计资料和财务报表,主要来源于公司过去的业绩记录,这就在一定程度上影响了评级的有效性。随着经济的迅速发展和竞争机制的增强,许多过去实力雄厚的大公司变得越来越不安全了,而许多很有发展前途的行业正是从最初高度不稳定的状态中成长壮大起来的。

(4) 管理对所有公司,特别是对产业公司来说是非常重要的,其重要性常常超过公司的资产,甚至过去的盈利。而评级机构对管理状况的评价常常只是一个推测,缺少深入细致的研究。

(5) 随着证券市场的不断发达,需要评级的证券非常多,工作量也非常大。这样,评级机构对每一次评级是否考虑了所有应考虑的因素也就值得怀疑。

因此,正如评级机构所宣称的那样,评级的结果只能作为投资者的参考,而不能仅以此作为投资决策的唯一根据。投资者需综合多方面的因素,进行通盘的考虑才能作出正确的选择。

4. 证券评级的程序

证券评级的程序大致包括三个阶段:

(1) 由证券发行者或其代理人提出评级申请,同时送交用于评级审查使用的资料。评级机

构则组成一个评级小组。

(2) 评级小组对证券发行者提供的资料进行审查和分析。首先对证券发行者进行调查,必要时需进行实地考察,在此基础上,评级小组将评级初步的分析结果提交给评级委员会讨论,最终由委员会表决以决定级别。

(3) 定级结果通知发行者或其授权代表。如证券发行者没有意见,就作为正式的级别。如证券发行者对评级结果有异议,可写明理由再次申报,由委员会进行重审,但第二次讨论的结果为最后决定,不得推翻。

由于评级的过程涉及到好多细节,所以其评级过程有时是比较复杂的。证券评级的详细过程见图 2.3.9。

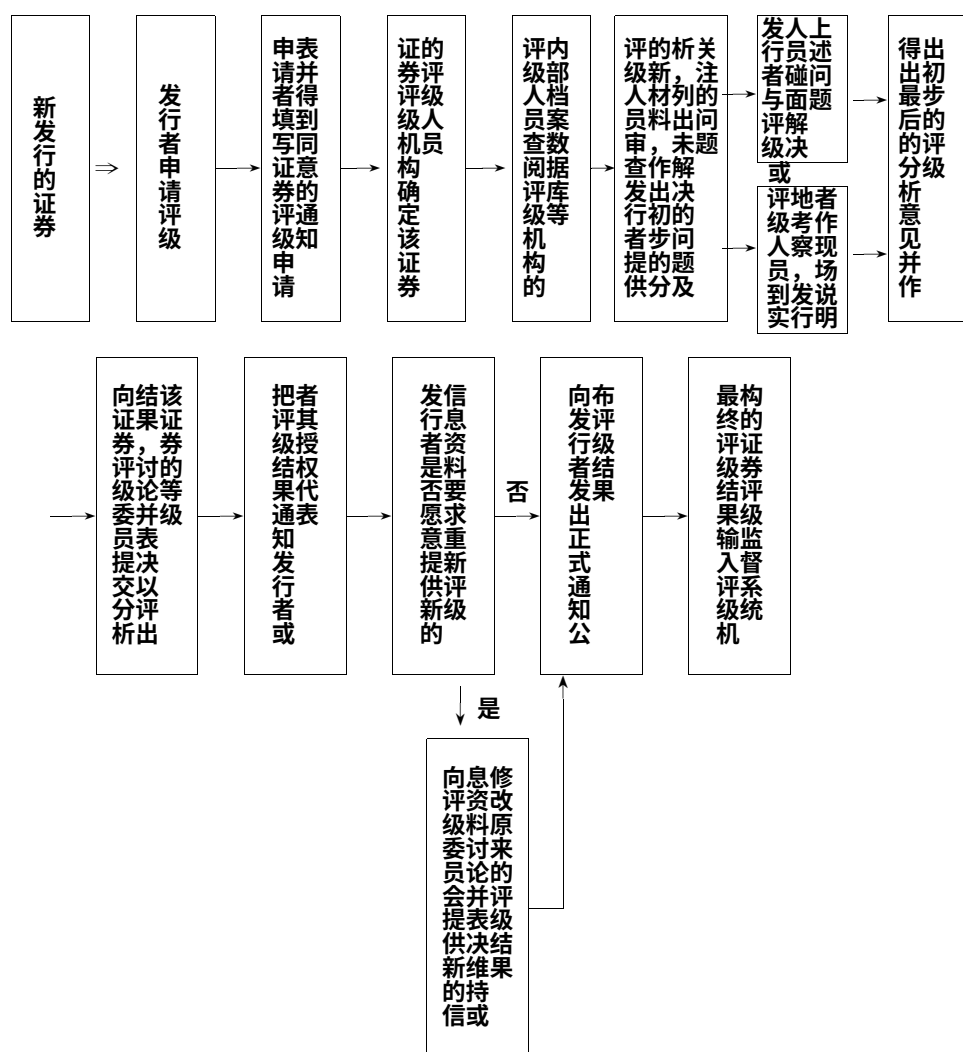


图 2.3.9 证券评级详细过程图

在证券评级的过程中,还有一些重要的问题需要说明:

(1) 证券发行者向证券评级机构提供的主要资料。

证券评级机构接受某企业的评级申请后,为了便于评级机构详细了解发行者的信用、历史和偿还证券本利的能力,发行者须将有关资料(如财务报表等)送交证券评级机构。这些资料主要包括:

- ①企业过去 5~10 年的经营记录,包括资产负债表、损益表、财务状况变动表等;
- ②同其他类似企业的比较;
- ③筹资方案;
- ④有关企业的历史、经营目标、组织机构、经营范围、产品销售和财务政策等情况;
- ⑤企业未来 3~5 年的发展前景预测。

上述资料,是评级机构进行证券评级工作的重要依据。

(2) 关于评级人员的选派问题。

在国外,各评级机构虽然组织结构不完全相同,但对雇佣人员的要求基本相同,而且要求也极其严格。一般地,要求雇佣人员须在工商界供事多年而且经验丰富,最好是获得工商管理硕士学位并且持有“金融分析家”证书。如标准普尔公司拥有 150 名证券分析家,穆迪公司有 80 余名拥有股票权的分析家,占其职员总数的 40%。

(3) 情报资料的保密问题。

证券发行者向评级机构提供的大部分情报资料都是其内部的保密材料,只能用于评级,而不能随意向外泄露。评级机构只能将这些重要资料的使用严格限于评级业务,未经发行者同意不能在其他业务中使用。

为证券发行者保密是维护证券评级机构信誉的一个重要方面。因为这些保密资料有时将关系到企业在市场中的生存问题,一旦这些资料被企业的竞争对手获得,那么该企业就会面临被击败的危险。因此,如果评级机构的保密工作不健全,企业就会因为担心泄密而不提交真实材料,从而使证券评级失去客观依据。

(4) 评级指标与方法的选用。

证券评级机构在进行证券评级时,要根据发行者的实际情况及证券的不同种类采用不同的指标和方法。就是同一种类的证券,由于期限长短不同、发行者的用途不同也应有所区别。

一般来说,对于期限较长、筹资用途广泛的证券评级,应进行全面的分析和评估,花费的时间、人力要多一些,对有关指标的预测时间也应长一些。而对于短期证券的评级,在保证评级结果准确的前提下,可相应调减有关指标,因为对这类证券的评级要比长期证券简单得多。

(5) 证券等级的监督与调整。

一个企业的证券经过评定后,并不意味着整个评级工作的结束。评级机构本着对证券市场及投资者负责的精神,还将随时密切注视发行者的经营状况,定期检查,若遇到有重大变动,须随时重新进行评定,根据变动的情况作出相应的调整。因此,证券评级机构通常要求证券发行者定期呈送最新信息资料,如果证券、发行者没有及时提供必要的信息资料,证券评级机构就会中止对该发行者所发行证券的评级业务以免证券评级不准确而影响自己的声誉。对证券等级的监督和调整程序,与发行证券时的评级程序完全相同。

第五节 对基本分析的评价

至此,我们对基本分析的原理和主要内容有了较全面的了解。但是,对投资者来说,他关心的不仅仅是基本分析理论本身,而主要是依据基本分析理论,是否能给他带来更多的获利机会。通过前面几节,我们知道,基本分析是建立在对未来收益预期的基础上的。也就是说,对未来收益的预期是影响证券价格的最重要的单一因素。那么,这里就提出一个问题:对未来收益(以及由此而引起的股息支付能力)的预期,其精确性如何呢?

提出上述问题,从某个方面来说是有道理的。一个美国学术小组为此还专门进行了调查研究。他们写信给从事基本分析的 19 家华尔街主要公司(包括主要的经纪人商行、共同基金管理公司、投资咨询公司以及从事信托管理的银行),并要求取得关于这 19 家公司认为某些特定公司的收益在未来 1 年及 5 年期间的变动状况。然后将这些在不同时期作出的估计与实际的结果相比较,以看出基本分析家预测短期及长期收益变化的精确程度。结果出乎人们的意料,这些基本分析家不仅五年预测成绩很差,而且一年预测也很糟糕。据一项研究资料表明,分析家平均每年的错误在五年期内为 31.3%。正因为这样,有人就认为:金融预测好像是一种占星术,令人难以捉摸。

由于上述原因,有人提出:基本分析存在三个致命的缺陷:

第一,分析家所获取的信息和以此所作的分析可能是不正确的。有的批评家甚至认为,基本分析家跑遍各家公司并同工业专家商议得到的大量基本信息根本是毫无价值的。而且,分析家还可能没有能力将正确信息变成对未来数年收益的精确估计。

第二,基本分析家对‘内在价值’的估计会有错误。因为要将特定的增长及其估价因素变成单一的内在价值估计会遇到巨大的困难。即使基本分析家所获取的信息是正确的,而且对未来收益增长的影响也得到正确的估计,他们仍可能作出错误的价值估计。

第三,证券市场不会因为分析家对‘内在价值’的错误估计而有所改变,从而使证券市场价格与估计价值不一致。从另一个角度来说就是某一证券的价格与价值的任何差异可能只是由于对价值的错误估计。举例来说,假设某一公司股票价格为其收益的 20 倍,而且分析家预计其收益能保持 25% 的长期增长率。如果平均而言预期增长率为 25% 的股票价格为其收益的 30 倍,基本分析家就可能得出结论,认为该公司股票是一种‘便宜’股票并建议投资者购买。但是,数月或更长一段时间后,增长率为 25% 的股票价格仅为其收益的 20 倍。即使作出增长率估计的分析家是绝对正确的,其客户仍将遭受惨重损失,因为市场重新估价了其对未来增长股票的估计。市场可能降低所有股票的重新估价,而不是提高该公司股票的价格以此来改正其“错误”。

从上面,我们也确实认识到基本分析有一定的局限性。但是不管怎么说,基本分析还是给投资者提供了一种基本的分析方法。同时也正是由于基本分析理论的局限性,才促进了投资理论的新发展。技术分析理论和投资组合理论的出现正说明了这一点。总的来说,基本分析理论有以下作用:

第一,为投资决策提供了最基本的信息。通过经济分析、行业分析和公司分析,投资者可

以了解整个经济的发展形势及有关行业、公司的具体情况。这些都是投资决策时所必须考虑的基本因素。

第二,证券市场的变化总离不开特定的经济环境,也离不开证券发行公司特定的经营发展状况。因此,基本分析是投资决策的基本前提。离开了对特定经济环境、公司过去经营记录的分析,难免会遭到挫折。

第三,推动了投资理论的新发展。正由于基本分析理论的局限性,使得投资理论不断向前发展。

第四章 技术分析理论

上一章已经介绍了基本分析理论的内容和方法,本章将进一步介绍另一种重要投资分析理论,即技术分析理论。概括起来,两种分析方法主要有以下几点区别:

(1)基本分析的主要目的在于分析证券的内在投资价值,而技术分析则着重于分析证券市场价格的运动规律。

(2)基本分析的方法是证券市场的外部决定因素,如从各种政治、经济和其他因素入手,并从这些外部因素与证券市场的相互联系的角度进行分析。技术分析的方法则是直接从证券市场本身入手,根据证券的供求关系、市场价格和交易数量等市场因素来进行分析。

(3)基本分析具有长期的性质。它不仅分析整个证券市场的情况,还研究单个证券的投资价值;不仅关心证券的收益,也关心证券的升值。技术分析一般来说侧重于短期的性质,它所关心的只是证券市场上证券价格的波动情况和如何获得证券投资的短期收益,很少对单个证券及证券市场以外的因素进行分析。

(4)基本分析是通过对经济形势、行业形势和公司形势的分析,帮助投资者了解证券市场的发展状况及趋势和各种证券的投资价值,引导投资者正确选择投资对象。技术分析是通过对证券市场价格波动型式、证券的成交量和证券市场的投资心理等市场因素的分析,来帮助投资者选择适当的投资机会和投资方式,对实际的证券投资操作具有重要的指导作用。

技术分析的各种分析方法都是建立在一系列假设条件上的。美国的爱德华兹和约翰·麦哥将证券技术分析的假定归纳为如下方面:

- ①股票的市场价格是由股票的供给和需求关系决定的;
- ②股票的供给和需求又是由诸多合理的和不合理的因素决定的;
- ③从长远看,股票的市场价格运动有一定的趋势;
- ④股价的变化趋势会随着市场供求关系的变化而变化;
- ⑤不论是什么原因而引起供给和需求的变动,这种波动迟早会在图表上反映出来;
- ⑥许多图型势必会重复出现。

第一节 道氏理论

道氏理论是分析证券市场主要变动趋势最早、也是迄今为止最大众化的方法。它由查里

斯·道创立,并经一些用其基本原理分析和研究股价变动的人发展起来。其核心就是利用纽约证券交易所 30 种工业股票的平均指数及 20 种铁路运输股票的平均指数来观察判断股价的变化趋势。

一、道氏理论的由来

查里斯·道(Charles·Dow)创办了道·琼斯公司并出版《华尔街日报》,他在 1900~1902 年期间担任该报总编辑。在此期间,他发表了大量有关经济与金融市场方面的分析文章与评论,开创了证券市场技术分析的先河。早期的道氏理论见于这些文章与评论之中,后来该报记者纳尔逊撰写了《投资入门》一书,开始较系统阐述道氏理论并正式使用了“道氏理论”一词。而后,《华尔街日报》的继任总编辑威廉·汉密尔顿进一步补充和发展了这个理论,逐渐形成了现在的道氏理论。

30 年代,道氏理论广泛流行,成了最主要的投资分析工具。1929 年 10 月 23 日,《华尔街日报》发表了一篇题为“潮流的转变”的评论,用道氏理论正确说明了股票行情看涨已经结束,看跌已经开始。10 月 24 日,这个被称为“不吉利的星期四”,(10 月 29 日,纽约证券交易所开始崩溃,即历史上有名的“黑色星期二”),主要的股票价格平均数下跌了 40 点。自此,股票价格连续下跌了近三年。道氏理论因此而闻名于世。

有人曾作过估算,如果哪位投资者在 1897 年到 1981 年间严格按照道·琼斯指数提供的信号指导卖出和买入股票,那么,44 美元的原始投资到 1981 年将增至 18000 美元。相反,如果投资者将 44 美元的原始投资保持到 1981 年而不做任何买卖,则资本只能增加到 960 美元。即使考虑买卖股票的各种费用和税收,按道氏理论进行转手投资也比依靠股票收取股息经济得多。由此可见,道氏理论具有重要的实际应用价值。

二、道氏理论的主要内容

1. 认为股价平均指数能够有效地反映影响股票供求关系的各种因素

虽然很多因素能影响股票价格的波动,但这些因素对股票价格的作用都是通过直接或间接地影响证券投资者对股市的基本判断和心理预期,进而影响股票的供求关系来实现的。反过来说,股价的波动反映了证券投资者对股市的基本判断和心理预期的变化,也间接地反映了各种因素对股市的影响。据此,道氏理论认为,反映股价变动的平均指数能够反映影响股票供求关系的一切潜在或现实的因素。

2. 认为股票市场存在三种运动趋势

道氏理论的分析方法将股价运动趋势分为三种:长期趋势、中期趋势和短期趋势,有时也称为主要趋势、次级运动和日常波动。

(1) 短期趋势(日常波动)。

短期趋势反映了股价每天的波动。这种波动受好消息或坏消息及其他一些技术因素的影响,是随机波动的,既无规则也无法预测它的变动幅度,其持续的时间只有几个小时到几天。由于持续时间太短,除了对一些随进随出的投机者从事买卖活动有意义外,对一般投资者来说指导作用不大。

(2)中期趋势(次级运动)。

中期趋势是指在股价上升的趋势中发生急剧的下跌,或是在股价下跌的趋势中出现迅速的回升。也就是说,在看涨市场中突然出现中期回跌现象,或者看跌市场中突然出现的中期反弹现象。因为中期趋势经常与长期趋势的运动方向相反,并对其产生一定的牵制作用,因此也被称为股价的修正趋势。这种趋势持续的时间一般为3周至数月不等,它可使股价上升(或下降)的幅度一般为股价长期趋势的 $\frac{1}{3}$ 或 $\frac{2}{3}$ 。例如,如果工业股平均值上升了60点,则修正趋势至少可使其下降20点,但不会超过40点。

(3)长期趋势(主要趋势)。

长期趋势是指股价广泛地或全面性上升或下降的变动情形。如果股价出现长期上涨趋势,即看涨市场;如果股价出现长期下跌趋势,即看跌市场。这种变动持续的时间通常为1~4年,股价总升(降)的幅度超过20%。对于投资者来说,看涨市场就形成了买空或多头市场,也就是通常所说的牛市;看跌市场就形成了卖空或空头市场,也就是通常所说的熊市。

在三种趋势中,长期投资者最关心的是股价的长期趋势,目的是想尽可能早地在牛市上买入股票,而在熊市形成时及时地卖出股票。非长期投资者则对股价的中期趋势感兴趣,他们的目的是想从中获取短期的利润。短期趋势的重要性较小,且容易被人操纵,因而不便作为趋势分析的对象。除了国家的财政部门可能进行有限的干预外,人们一般很难操纵股价的长期趋势和中期趋势。

为了帮助理解股价的运动趋势及其相互间的关系,有人形象地把股价的运动比作海水的运动。股价的长期趋势犹如海潮,中期趋势犹如海浪,而短期趋势就像微波。海潮既有涨潮也有退潮,海浪寄于海潮之中,虽排空大浪也无法抗逆海潮;微波寄于海浪之中,几股微波相结也可形成海浪,只是规模较小而已。股价运动的三种趋势及其相互关系可用图2.4.1来形象地说明。

图 2.4.1

3. 认为平均股价稳定线表示一种运动趋势

平均股价稳定线是指一种延续二到三周或更长时间的直线式股价运动,在此期间道·琼斯工业股票平均指数及交通运输股票的平均指数仅在5%左右的范围内波动。道氏理论认为,这种运动意味着股市即将看好,或者说明股市即将看跌。当平均指数在稳定线以上波动时,可以预见股价即将上升;当平均指数在稳定线以下运动时,预示着股价将要下跌,熊市即将到来。

4. 认为股价与交易量之间的关系可作为判断股市趋势的背景资料

在正常的股市中,股价与交易量的关系是:股价上升时交易量增加,股价下跌时交易量减少。因此,如果股价处于上升趋势时交易量减少,或者股价处于下降趋势时交易量增加,这将

预示着上升股市会迅速转为熊市,而下降股市会迅速转为牛市。当然,这种判断方法只能作为背景资料,帮助人们做出大致的判断,只有用两种平均指数的变动情况才能提供比较可靠的分析依据。

5. 依据股价平均指数的变动来确定股市运动趋势

(1)当平均指数波动过程中出现波峰和波谷的水平都稳步上升的情形时,就可以断定股市处于长期上升趋势,即处于牛市状态。如图 2.4.2 所示:

图 2.4.2 牛市状态趋势图

(2)如果平均指数波动出现相反情形时,即平均指数波动过程中出现波峰和波谷的水平逐渐下降时,说明股市处于长期下降趋势,即处于熊市状态。如图 2.4.3 所示,平均指数波动连续出现 5 个依次下降的波谷及波峰。

图 2.4.3 熊市状态曲线

但是,平均指数的运动是极其复杂的,因此,上述两种运动趋势很可能被某种相反的态势所干扰,此时,判断牛市及熊市就应十分小心谨慎才行。

首先我们分析牛市被干扰的情形。如图 2.4.4 所示,开始时股价平均指数波动连续出现了 3 个波谷和波峰,且每个波谷或波峰均高于前一个的水平。然而在第三个波谷之后,平均指数的回升没能超过第三个波峰,且第四个波峰之后平均指数回落到低于第三个波谷的水平。这说明点 X 已处于熊市状态。又如图 2.4.5 所示,在牛市的第三个波峰之后,股价平均指数

一下回落到低于图中第二个波谷的水平,因而表明熊市已经开始。

图 2.4.4

显而易见,图 2.4.4 和图 2.4.5 所示的情况并不完全相同。在图 2.4.4 中,点 X 以前的波谷(即第三个波谷)已处于熊市,而图 2.4.5 中,点 X 以前的波谷仍然是牛市的一部分。因此,许多证券分析家并不把图 2.4.5 中平均指数在点 X 的持续下降(低于前一个波谷)作为转向熊市的标志。他们往往采取保守一些的态度,也就是等到平均指数再次回升,出现一个低于前一水平的波峰,并在随后的回落过程中在 Y 点开始向低于前一波谷的水平下降时,才判定已经出现了熊市。

图 2.4.5

需要说明的是,当出现牛市被干扰的情形时,明智的做法是利用辅助手段帮助做出判断。如果股价与交易量之间的关系也表明出现了熊市的迹象,并且牛市的投资活动已经实现,这时判断熊市出现才是可靠的。反之,如果没有这些特征出现,最好还是谨慎行事。

其次,图 2.4.6 和图 2.4.7 表示出了熊市被干扰的情形。利用和上面类似的分析方法可以判断,在图 2.4.6 中点 X 是熊市开始转为牛市的转折点,从图 2.4.7 中 Y 点开始出现牛市。

图 2.4.6

图 2.4.7

6. 道·琼斯工业平均指数与交通运输指数必须是互证的

道氏理论最重要的要求之一就是要将工业股票的平均指数与交通运输平均指数的波动结合起来加以分析,以预测股价变动的长期趋势。但两者必须是互证的。由于道·琼斯工业平均指数是依 30 种主要工业股票进行编制的,这 30 家大工业公司的订货量和生产量反映了整个经济的发展趋势,而股价的变化又反映了这些公司的未来收益。交通运输股价平均指数是依据主要运输企业的股票来编制的,交通运输的业务量代表了全国商品的流动规模,因而,该指数的变动反映了运输行业的业务量及未来收益的变化。所谓两种指数‘互证’就是指两种股价平均指数发生某种相联系的变动。当两种指数朝同一方向变动时,一种指数就被另一种指数证明,这样股市的中、长期运动趋势就会形成。假如两种指数的变动是反方向的,则没有发生互证,也就不能说明股市的中长期运动趋势已经形成。

互证的方法有两种方式,一种是两种股价平均指数同时出现新高峰和新谷底,它主要用来判断长期趋势的变动;另一种是两种股价平均指数在小幅度内波动后,突然同时上升或同时下降,这种方法主要用以判断股市的中期运动趋势。

(1) 同时出现新高峰或新低谷的互证。

在这两种股价平均指数出现价格高峰后,又不断上升,当它们在同一时间内出现的新高峰都比以前的旧高峰还高时,这就表明熊市即将转为牛市。新高峰的互证强调时间的一致性,如果在同一时期内,交通运输股价平均指数出现的新高峰高于以前任何的旧高峰,而工业股价平均指数达到的高峰却比以前的低,等到工业股价平均指数出现新高峰时,交通运输平均指数的

高峰却比前面的低。这种情况就表明互证没有发生,因而就无法预测股价长期运动趋势的变动。

新低谷的互证是指两种股价平均指数都出现了价格的低谷,并且还不断地下降,在同一时间内,如果两种指数出现的新低谷都低于以前的旧低谷,这就预示着股价长期运动趋势即将发生改变,即由原来的牛市变为熊市。新低谷的互证同样也需要时间上保持一致性。

(2)同时上升或同时下降的互证。

这种方式是指两种平均指数在一个狭窄的范围内起伏波动,上下的浮动幅度不超过三、四个百分点的范围,时常持续几周而无重大变化,这就说明股票的供求基本平衡。如果两种平均指数突然同时上升,超出了三、四个百分点时,预示着股价将要上升,同样,如果它们同时下降超出了这个狭窄范围时,则表明股价将要下跌。也就是说,在看涨市场中出现回跌的中期趋势,或者在看跌市场中出现反弹的中期趋势。这种互证方法同样要求时间上的一致性。如果两种股价平均指数的变动方向完全相反,则没有发生互证现象,因而就无法预测市场趋势。

如果两种指数不能互证,就可能导致人们得出错误的结论。例如,1929年股市下跌以后,在1930年6月两种指数都跌至波谷。此后的回升过程中,工业股票指数首先回升到前一波峰的水平上。于是,许多人都认为这预示着熊市的结束,股票趋势转换只是一个时间问题。然而,事实证明,未被交通运输业股票指数证明的工业股票指数引出了错误的结论,熊市又持续了两年的时间才转化为牛市。道氏理论并没有明确地指出两种指数必须在多长的时间间隔内互证才算有效,但是,一般而言,互证需要的时间间隔越短,两种指数预示的股市运动趋势就越强。

总之,该理论的目的只是在于指出新的看涨市场或看跌市场是否已经出现,长期趋势是否会持续。投资者通过运用这种理论,可以达到保护自己的投资利益的目的。目前,道氏理论的分析方法已不像以前那么流行,许多新的投资分析方法已经取而代之,但它的基本原理仍然指导着某些股票投资的实际操作。

三、道氏理论的缺陷

道氏理论的主要缺陷表现为以下四个方面:

一是预测股价存在迟钝性。道氏理论主要用于预测股市行情的趋势,但它说明的是看涨市场或看跌市场‘已经出现’或者还在继续。然而经常是股市已经变化后它才能指出股市转向,因此在时间上落后于股价趋势变动的的时间。这种反应的迟钝性使投资者不能在最低价格买进,最高价格卖出,并有可能遭受损失。

二是互证的不明确性。在第一种互证方法中,新高峰比旧高峰高出多少,新低谷低于旧低谷的幅度又是多少,道氏理论都不能明确地说明,因此在实际运用中很难用它来判断股价的趋势。而且,很有可能在一段时间里不出现互证,这样道氏理论就无法预测股价变动趋势。

三是对中、短期投资者用处不大。道氏理论虽然能说明股价运动的长期趋势,但对中期趋势和日常波动却难以正确预测。因此对于从事几周或几个月股票买卖的中、短期投资者来说没有多大的实际意义。

四是道氏理论虽能对整个股票市场的长期趋势进行预测,但它不能告诉投资者买卖何种股票。也就是说它无法对投资者持有的个别股票提供选择的时机。

第二节 波浪理论

波浪理论是 1939 年由技术分析大师艾略特(R.Nelliott)提出。这是一种价格趋势分析工具,也是目前全世界运用最多,又最难于了解的分析工具。波浪理论认为不论是股票还是商品价格的波动,都与大自然中的海潮一样,具有一定的规律性。价格的波动就像潮汐一样,一浪接着一浪,周而复始,循环往复,投资者可以根据这些规律性的波动来预测价格的走势,获取投资收益。

一、波浪理论的基本形态

根据波浪理论,一个价格的波动周期,即从‘牛市’到‘熊市’的过程,通常包括 5 个上升波浪与 3 个下降波浪,总共有 8 个波浪。如图 2.4.9 所示。

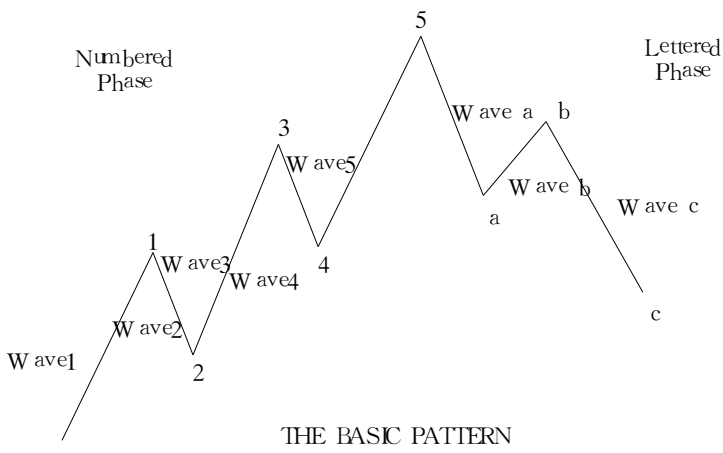


图 2.4.8

我们把每一个上升的波浪称为‘推动浪’,如图 2.4.8 中的第 1、3、5 波浪就是推动浪。每一个下跌波浪称为前一个上升波浪的‘调整浪’,如图 2.4.8 中的第 2、4 波浪就是调整浪。第 2 浪为第 1 浪的调整浪,第 4 浪为第 3 浪的调整浪。

对于整个大循环而言,第 1 浪至第 5 浪是一个‘大推动浪’,A、B、C 三浪则为‘大调整浪’。在每一对上升的‘推动浪’与下跌的‘调整浪’的组合中,大浪又可细分小浪,可同样以 8 个波浪来完成较小的波动周期。如图 2.4.9 所示,在一个大的价格波动周期中包括了 34 个小波浪。在图 2.4.10 中,一个价格波动就包括了 144 个更细小的波浪。

图 2.4.9 艾略特波浪理论

对于整个大循环而言,第 1 浪至第 5 浪是一个“大推动浪”,A、B、C 三浪则为“大调整浪”。在每一对上升的‘推动浪’与下跌的‘调整浪’的组合中,大浪又可细分小浪,可同样以 8 个波浪来完成较小的波动周期。如图 2.4.9 所示,在一个大的价格波动周期中包括了 34 个小波浪。在图 2.4.10 中,一个价格波动就包括了 114 个更细小的波浪。

人们一般将波浪循环划分为九级。在不同的级数中,每一波浪数字的标示法都有习惯性的区别。各种习惯表示法如表 2.4.1 所示。

图 2.4.10 波浪理论(大循环周期)

表 2.4.1

波 浪 级 数	推 动 浪 代 码	调 整 浪 代 码
超级大周期波浪	无代码……	……
大周期波浪	(Ⅰ)(Ⅱ)(Ⅲ)(Ⅳ)(Ⅴ)	(A)(B)(C)

周期波浪	I II III IV V	ABC
基本大浪	12345	abc
中型浪	(1) (2) (3) (4) (5)	(a) (b) (c)
小型浪	12345	abc
细浪	①②③④⑤	
细微浪与最细微浪	无代码……	……

二、各类波浪的基本特性分析

对比一下“波浪理论”与“道氏理论”，我们可以发现艾略特深受道氏理论的影响。道氏理论认为，在一个上涨的多头市场中，可分为三个上涨阶段。而艾略特则将其比作自然界的潮汐循环，提出了“波浪理论”。然而，艾略特本人并没有将这些波浪的特性加以详细说明。这一工作由后来的波浪理论大师——罗伯·派瑞特(Robert·prechter)完成。他在《艾略特波浪理论》一书中，对不同波浪的个性进行了详细的解说。(这本书是他于1978年与 Alfred John Frost 合作出版)。下面分别介绍每种波浪的特性：

1. 第 1 浪

实践证明，大约有一半以上的第 1 浪属于垫底(Basing)的形态。紧跟的第 2 浪通常调整幅度很大。由于在此波段中行情上涨，如果是在空头市场跌势后的反弹，可能会因买力缺乏和空头卖压使之回档很深。另外，大约半数的第 1 浪，通常出现在长期盘整底部完成之后，在这种情况下此段行情上升幅度很大。如图 2.4.11 所示的美国 1942 年的道·琼斯工业指数就属于后一种情形。然而，从整体上来看，第 1 浪的涨幅经常是 5 浪中最短的行​​情。

图 2.4.11 道琼工业平均指数图

2. 第 2 浪

第 2 浪紧跟着第 1 浪，是第 1 浪的调整浪。这一浪往往下调的幅度相当大，几乎可以吃掉第 1 浪的升幅。只有在行情下跌到接近第 1 浪起涨点时，惜售心理才开始起作用，成交量慢慢缩小，第 2 浪的调整结束。

3. 第3浪

第3浪的涨势往往被认为是最大、最有爆发力。这段行情持续的时间和上涨幅度经常也是最长的。这种情形下,市场上的投资者恢复了信心,成交量大幅度上升。尤其在突破第1浪的高点时,正是道氏理论中所谓的买进信号。这段行情的走势很激烈,一些图形上的关卡,很容易被突破,甚至产生跳空,出现狂涨的局面。由于涨势过猛,第3浪经常会出现‘延长波浪(Extended Wave)’的情况。

4. 第4浪

第4浪的形态通常比较复杂,常常出现倾斜三角形的走势。此浪的最低点常高于第1浪的高点,此浪是第3浪的调整浪,常以图2.4.12A所示的情形出现。

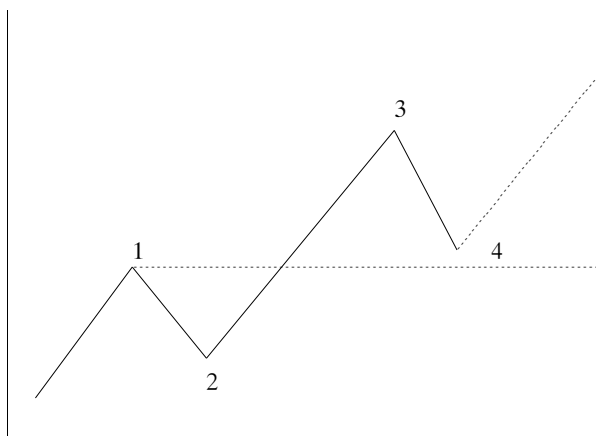


图 2.4.12A

5. 第5浪

在股市中,第5浪的涨势通常小于第3浪。而且常有失败的形态出现,即此段涨幅不见得会很大。这种失败形态的情形如图2.4.12B所示。但在商品期货市场中,会出现相反的情况,第5浪通常是最长的波浪,且常常出现‘延长波浪’。在第5浪中,第2、3类的股票往往是股市上的主导力量,其上涨幅度常常会大于第1类股票(绩优蓝筹股和大型股)。

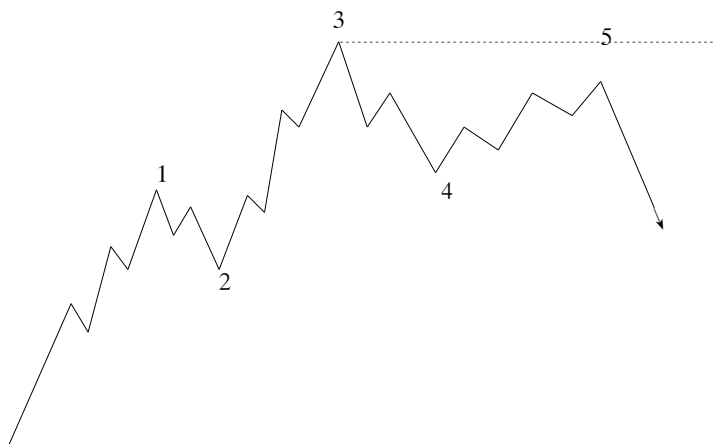


图 2.4.12B 失败形态

6. 第 A 浪

在 A 浪出现时,市场内的投资者大多数都认为股市行情尚未逆转,此时往往出现一个暂时回档的现象。实际上,A 浪的下跌,通常在第 5 浪时就已发出了警告信号,如价量背离或出现技术指标上的背离。

7. 第 B 浪

B 浪通常成交量不很大,一般来说是多头的逃命线。然而由于其以上升的形态出现,经常很容易使投资者误认为是另一波段的涨势,形成‘多头陷阱’。例如在 1988 年 10 月中旬,台湾股市中 B 浪的反弹就诱使不少人惨遭套牢。当时的股票加权指数日线图如图 2.4.13 所示。

8. 第 C 浪

C 浪的特点常常是跌势强烈,具有与推动浪第 3 浪类似的特性,跌幅很大,持续时间也较长。在图 2.4.13 中,股票加权指数于 4796 点以单日反转信号见顶回落。1988 年 10 月 19 日美国的股市崩盘,逐步加深了 A 浪的跌幅深度。A 浪跌幅达到 47%,B 浪的跌幅为 26.7%。

图 2.4.13 加权指数日线图

1988 年 9 月 24 日,台湾公布证券税后,形成了无量崩盘。如图 2.4.14 所示,在 A 浪跌势中,大户索性放弃护盘,甚至还有打压行情的嫌疑,待到低点摊平进货后,又在 B 点高点大举出货。A 浪的跌幅达 30% 以上,C 浪跌幅为 38.9%,大致与 A 浪跌幅相等。

三、特殊形态的推动浪

推动浪会有种种特殊形态,一般有‘延长波浪’‘二次回档’‘倾斜三角形’与‘失败形态’等不同的形态。下面分别介绍这几种特殊形态的特点。

1. 延长波浪

在正常的情形下,‘推动浪’的上升形态是以 5 个波浪的序列存在。而在某些特殊情形下,会出现所谓的‘延长波浪’,也就是说在第 1、3、5 浪中的任一波段,会出现较次一级划分的 5 个波浪走势。在图 2.4.15 中,表示出了延长波浪分别在第 1、3、5 浪中出现的情形。有时,会出现较难观察的延长波浪,它以 9 段波浪上升的形态出现,如图 2.4.15 中最后一个形态所示。

图 2.4.14 加权指数日线图

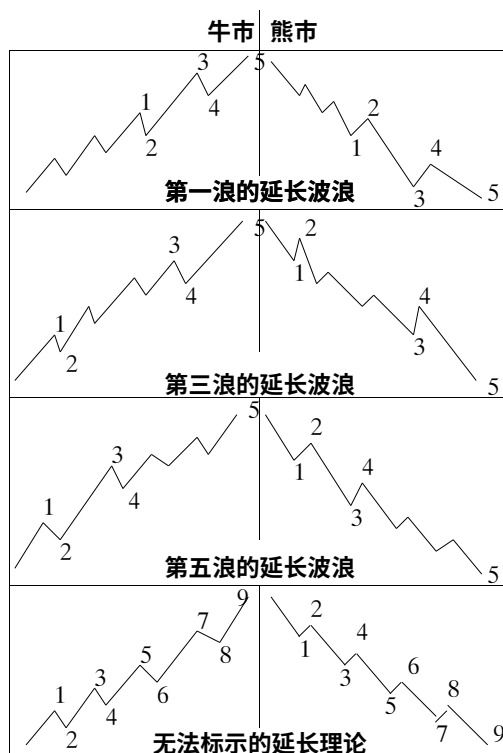


图 2.4.15

“延长波浪”的存在,有助于对未来波段走势的预测及其分析。根据经验法则,延长波浪仅出现在第 1、3、5 推动浪中的某一段。因此,假如第 1 浪与第 3 浪的涨幅相等,则第 5 浪出现延长波浪的可能性就会增加,特别是在第 5 浪中的成交量高于第 3 浪的状况出现时,延长波浪出现的可能性很大。与此类似,如果延长波浪出现在第 3 浪中,则第 5 浪的形态中,其涨幅约与第 1 浪相等。

延长波浪还有可能再衍生出次一级的延长波。如图 2.4.16 所示,延长波浪发生在第 5 推动浪中,而在延长波浪的第 5 浪中又发生了较次一级的延长波浪。1988 年台湾股市从 2241 点上涨到 8831 点就是以延长波浪的方式进行。如图 2.4.17 所示。

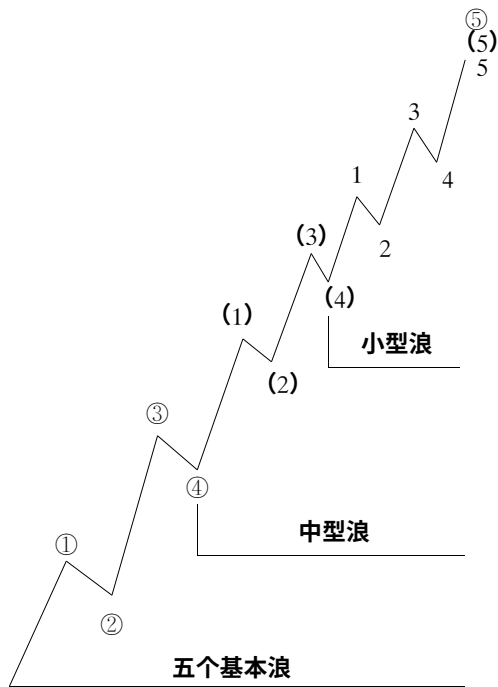


图 2.4.16

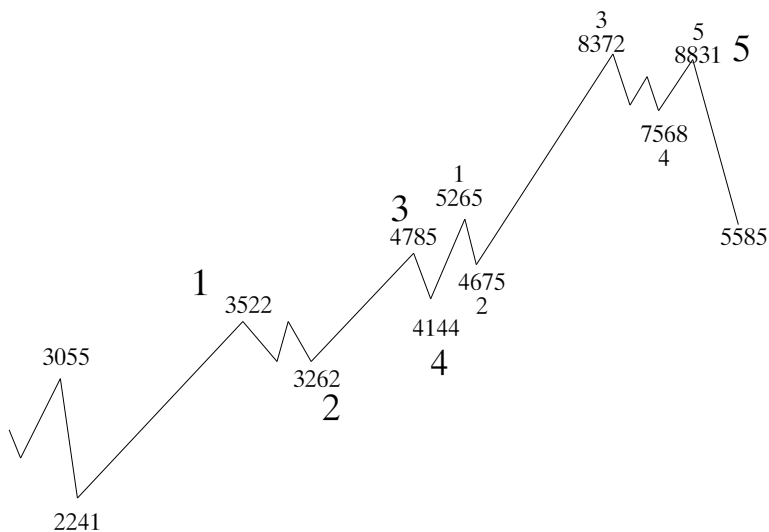


图 2.4.17 台湾股票加权指数日线图

但是这种延长波浪中的延长波浪,较常出现在第 3 推动浪之中,如图 2.4.18 所示。如果在第 5 浪中出现了延长波浪的现象,那么在接下来的调整浪中下跌 3 浪,就会跌到延长波浪的起涨点,并且紧接着便会出现反弹,创下整个循环期的新高价。即第 5 浪的延长波浪,经常伴随着‘二次回档’(Double Retraced)的调整,第一次回档回落至延长波浪的起涨点,另一次回档则反弹回升到创新高价的高点。

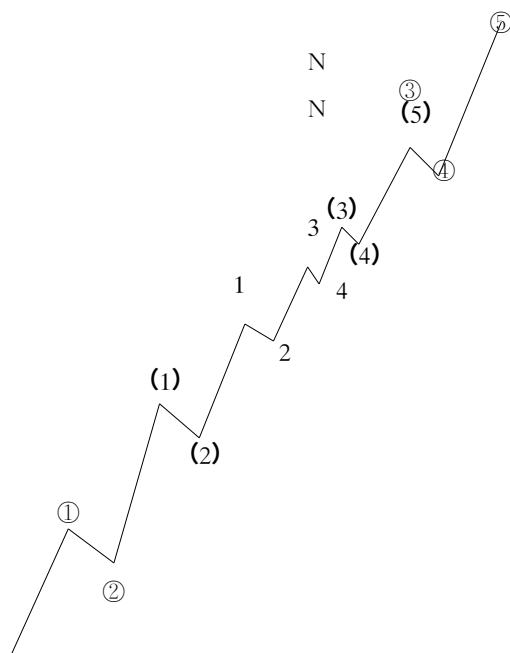


图 2.4.18

2. 二次回档

二次回档的形态,一般又可分为两种:

一是当其整个‘价格波动周期’属于较大周期中的第 1 大浪或第 3 大浪时,其第一次回档回落至延长波浪的起涨点,成为大周期中的第 2 浪或第 4 浪的低点,而第二次回档则反转回升形成第 3 浪或第 5 浪的高点。这一形态如图 2.4.19 所示。

二是当其整个周期属于较大周期的第 5 浪时,第一次回档回落至延长波浪的起涨点,也就是调整浪 A 浪的低点。第二次回档,则反弹创造新高价(这一高价比第 5 大浪的高点还高),也是 B 浪的高点, C 浪则以 5 浪下跌的形态出现。这一形态如图 2.4.20 所示。

3. 倾斜三角形

倾斜三角形的形态发生在第 5 浪中,经常处于一段既长又快的上涨行情之后,是第 5 浪的特殊形态之一。倾斜三角形一般由两条收敛缩小的支撑线与压力线形成,第 1 小浪到第 5 小浪都包含在此两条趋势线之内。图 2.4.21 表示出了这种形态。此外,倾斜三角形还存在两种特例。其一是第 1 至第 5 小浪均可再细分次一级波浪,不同于延长波浪只出现在第 1、3、5 浪其中之一浪的原则。二是第 4 小浪低点可以低于第 1 小浪高点。

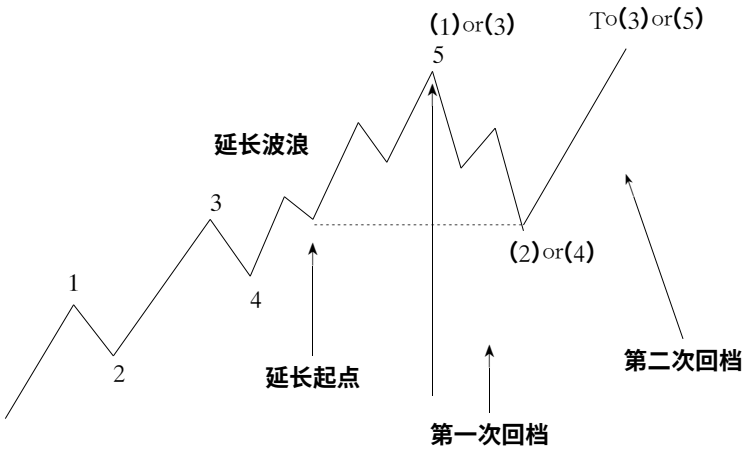


图 2.4.19

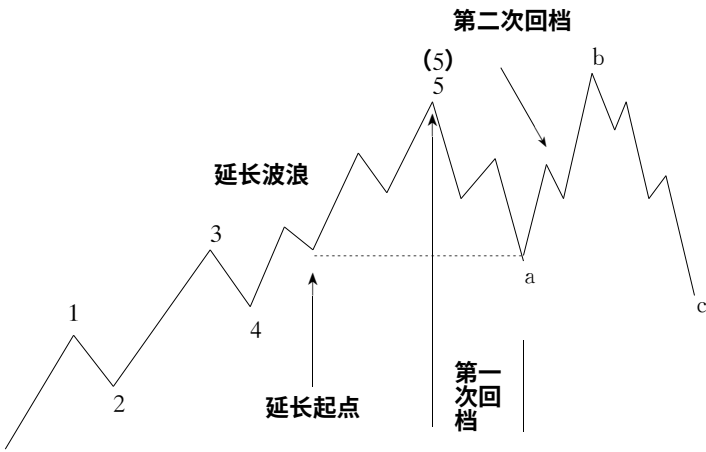


图 2.4.20

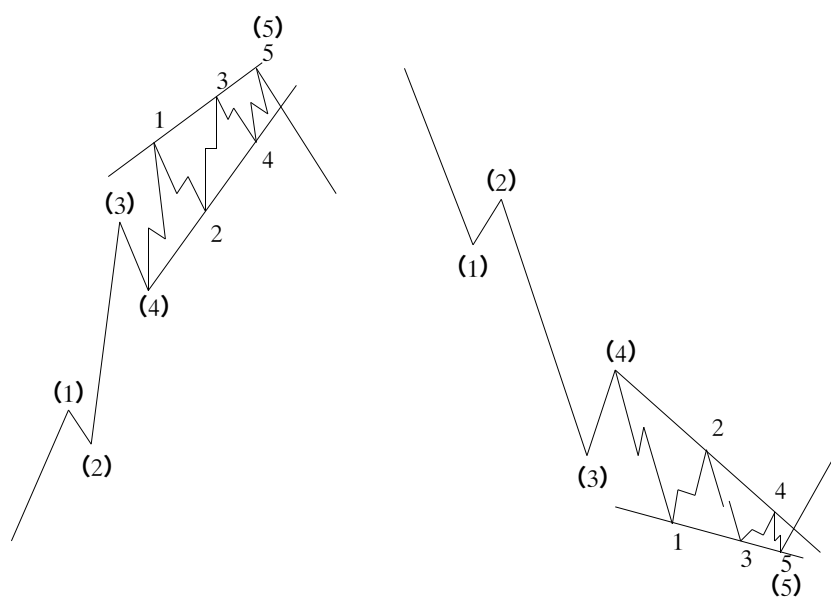


图 2.4.21

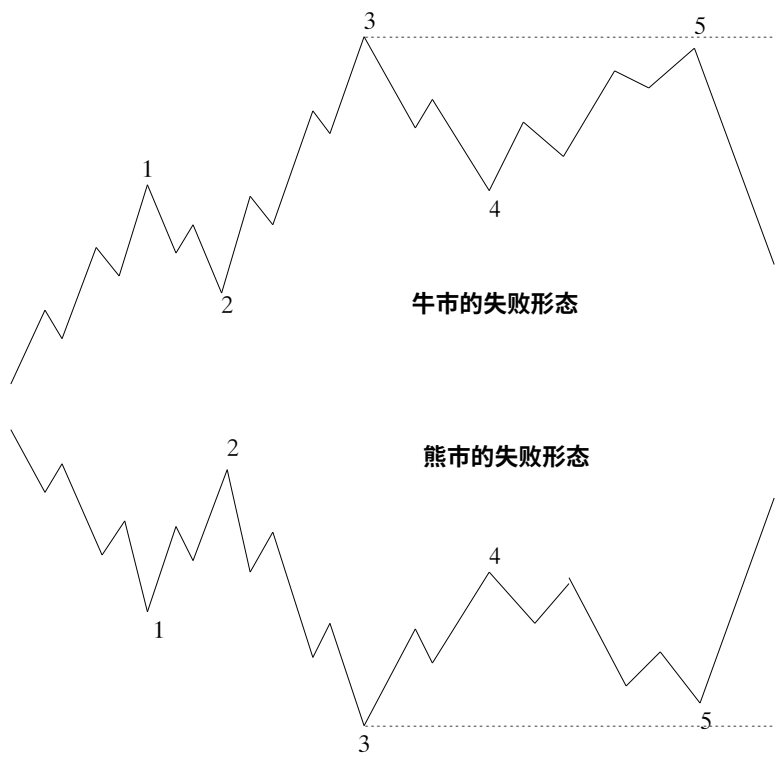


图 2.4.22

4. 失败形态

失败形态经常出现在第 5 浪中。失败形态是指第 5 浪的上涨幅度,没有超过第 3 浪的高点,形成所谓的‘双头形’(或双底形)。图 2.4.22 表示了失败形态的情形。

在股市实际中,这些特殊形态会时常出现。例如,在 1992 年 7 月中,日经指数日线图的最后第 5 浪的跌势,就是以下降收敛三角形结束了 1 年多以来的空头跌势。(如图 2.4.23 所示)

图 2.4.23 日经指数日线图

四、特殊形态的调整浪

调整浪的级数与浪数的辨别,一般说来较推动浪困难、复杂,因而难以及时辨别,往往到事后才得以证实。波浪理论中有一个最重要的原则可以帮助分析者辨认调整浪的形态,这就是“调整浪数绝不会是 5 浪”的原则。一般而言,调整浪可分为四种形态:

(1)曲折型(Zigzag)。曲折型是以 5—3—5 的 3 浪形式来完成调整过程,它包括了“双重曲折型”(Double Zigzag)。

(2)平缓型(Flat)。平缓型是以 3—3—5 的 3 浪形式来完成调整过程,它包括“普通平缓型”、“不规则平缓型”和“顺势调整型”三类。

(3)三角型(Triangle)三角型是以 3—3—3—3—3 的 5 浪形式来完成调整过程,它有 4 种不同的形式,即上升、下跌,收敛和扩张三角型。

(4)双重 3 浪(Double Three)与“三重 3 浪”(Triple Three)。

下面分别介绍这四种形态的调整浪。

1. 曲折型

曲折型在一个多头市场中,是个简单的三浪下跌调整形态,可将其细分为 5—3—5 的波段,一般 B 浪的高点低于 A 浪的起跌点。图 2.4.24 表示出了多头市场曲折型调整浪的形态。

当曲折型出现在一个空头市场中时,A—B—C 三浪的形态则以相反方向向上调整。如图 2.4.25 所示。

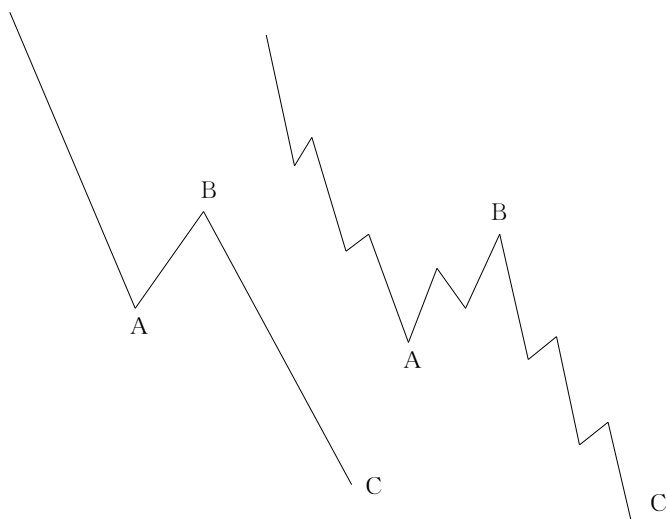


图 2.4.24 多头市场曲折型调整浪

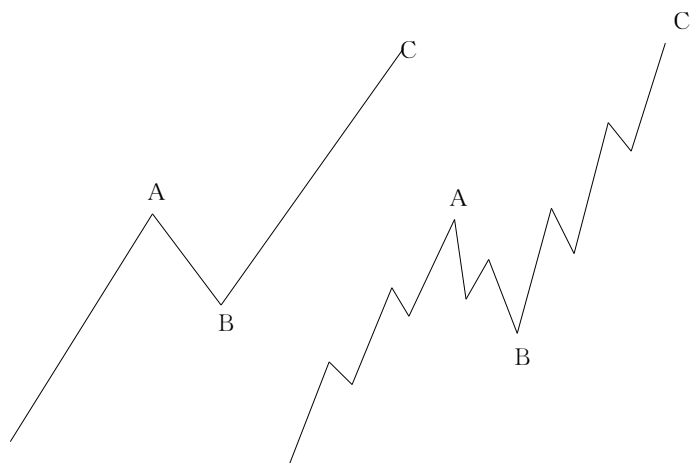


图 2.4.25 空头市场曲折型调整浪

在较大的波动周期中,常常会出现‘双重曲折型’的调整浪。如图 2.4.26 所示。

2. 平缓型

平缓型与曲折型的不同之处仅在于较小级数的划分不同,平缓型是以 3—3—5 的形态完成调整浪。如图 2.4.27 和图 2.4.28 所示。在平缓型中,A 浪的跌势较弱,一般以 3 浪完成 A 浪,并不像曲折型中的 A 浪是以 5 浪完成的。

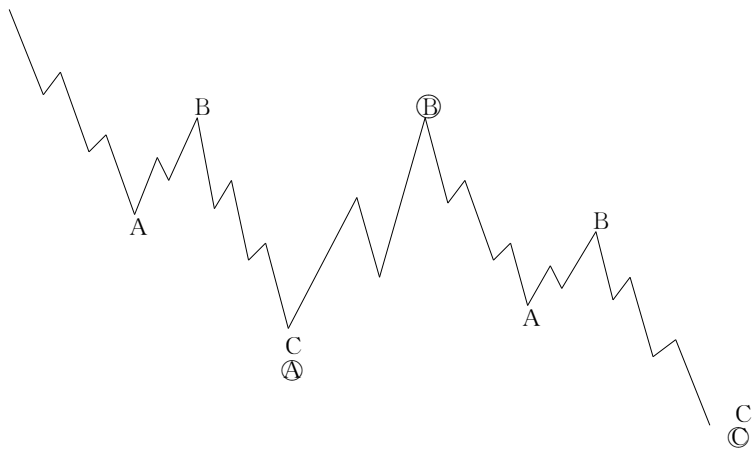


图 2.4.26 双重曲折型

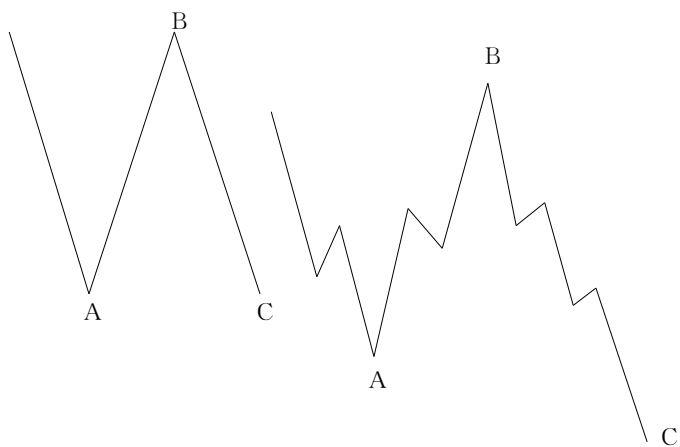


图 2.4.27 普通平缓型调整浪(多头调整)

平缓型中又可再细分为以下三种形态：

- (1)“普通平缓型”。这种形态中 B 浪的高点约在 A 浪的起跌点附近。C 浪低点与 A 浪低点相当。如前面的图 2.4.27 和图 2.4.28 表示的就是这种形态的调整浪。
- (2)“不规则平缓型”。在这种形态中 B 浪的高点超出了 A 浪的起跌点,而 C 浪的低点一般会跌破 A 浪的最低点。如图 2.4.29 和 2.4.30 所示。如果 B 浪高点不能高于 A 浪的起跌点,则 C 浪的跌幅低点将不会低于 A 浪的低点。如图 2.4.31 和图 2.4.32 所示。

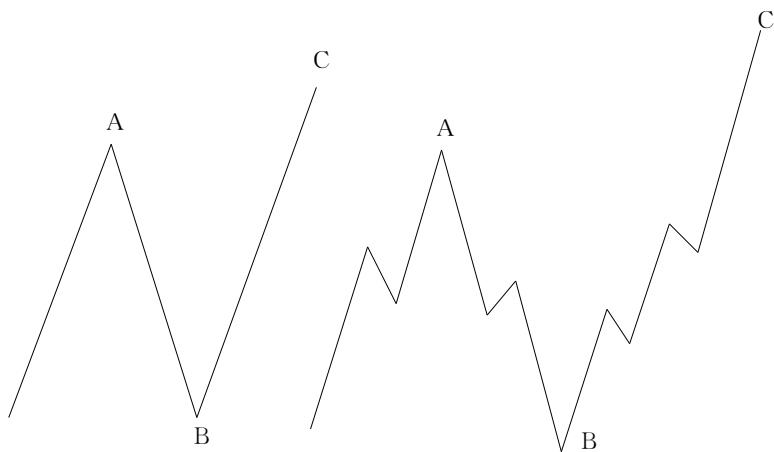


图 2.4.28 普通平缓型调整浪(空头调整)

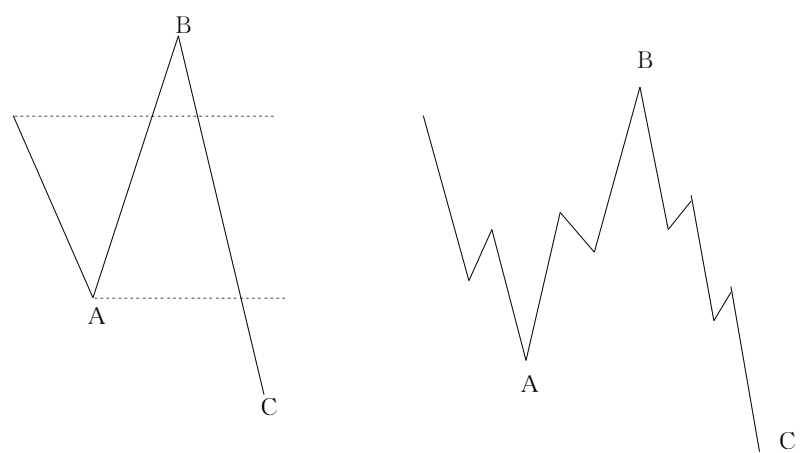


图 2.4.29 不规则平缓型调整浪(多头调整, 穿头破底)

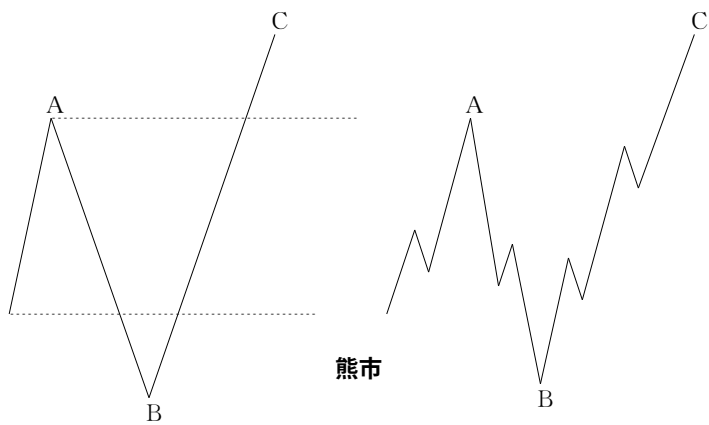


图 2.4.30 不规则平缓型调整浪(空头调整,破底穿头)

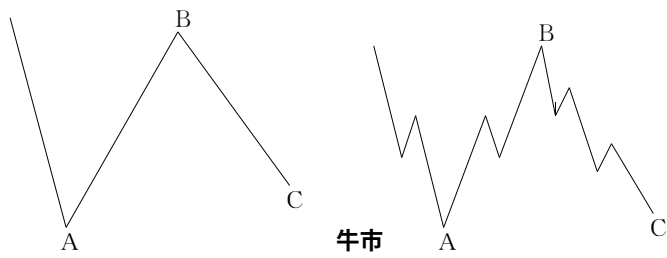


图 2.4.31 不规则平缓型调整浪(多头调整,缩头缩底)

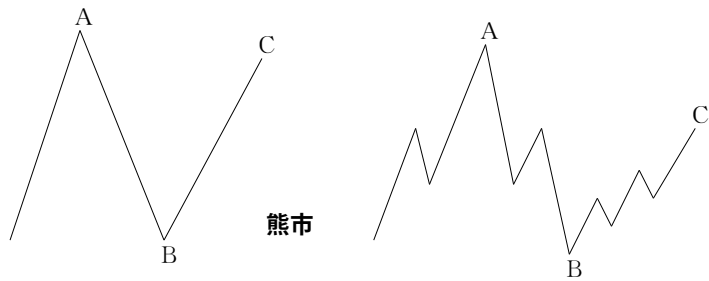


图 2.4.32 不规则平缓型调整浪(空头调整,缩头缩底)

(3)“顺势调整型”。经常出现在一个明显的多头涨势中,沿着涨势以 A-B-C 的向上倾斜形态完成调整浪。在这种形态中,C 浪的最低点通常比 A 浪的起跌点还要高,如图 2.4.33 的第(2)浪。

图 2.4.33 现货马克日线图(一种破底穿头形态的不规则平缓型调整浪)

在图 2.4.33 中,有一条相当重要的原则,那就是 B 浪是以 3 浪形式上升,如果是 5 浪则形成‘推动浪’,应划归为第(3)浪(图 2.4.34。),以符合‘调整浪绝不会是 5 浪’的原则。

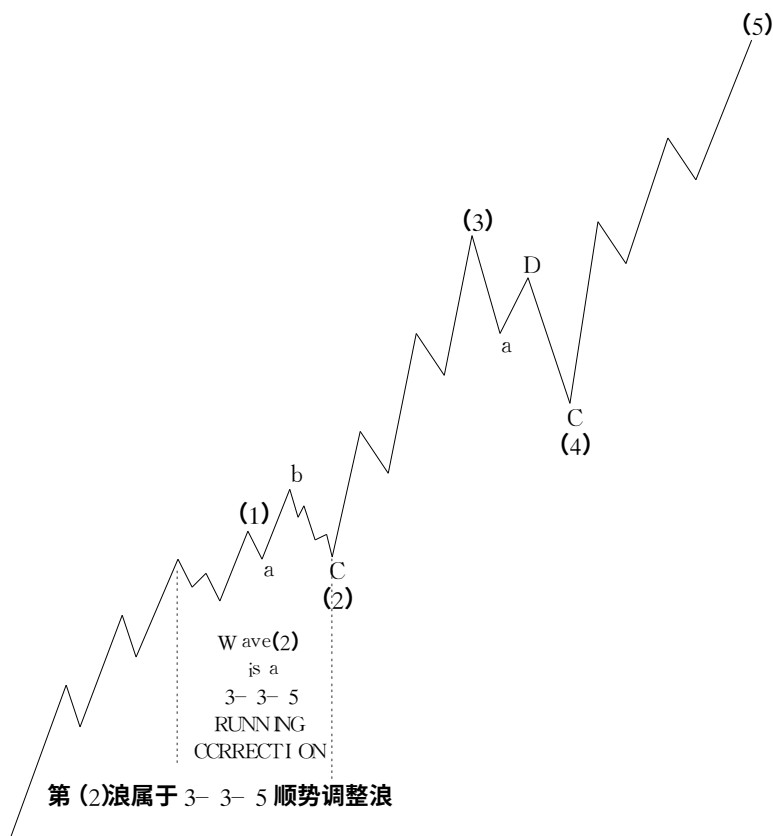


图 2.4.34 顺势调整浪

图 2.4.35 三角型调整浪的 4 种形式

3. 三角型

一般情况下,三角型的调整形态仅仅出现在第 4 浪中。在这种情况下,多空双方力量相当,形成了牛皮式的盘档,成交量往往不大。其调整过程常常表现为 3-3-3-3 共 15 个小浪。其形态又可细分为 4 种情况,如图 2.4.35 所示。

4. 双重 3 浪与三重 3 浪

所谓‘双重 3 浪’或‘三重 3 浪’就是指以双重或三重的形式,出现‘曲折型’或‘平缓型’。图 2.4.36 和图 2.4.37 分别是‘双重 3 浪’和‘三重 3 浪’的例子。

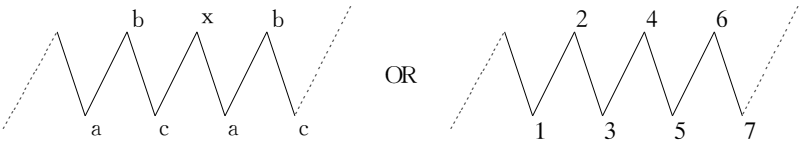


图 2.4.36

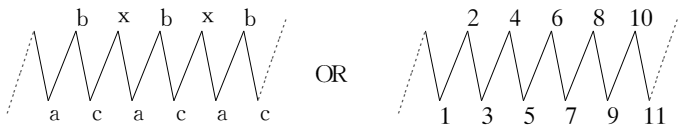


图 2.4.37

在图 2.4.36 和图 2.4.37 中,每一重 3 浪之间,夹杂着一段上升的‘X’浪,‘调整 3 浪’一再

重复。通常意味着行情趋势不明朗。在这种情形下,多空双方都持观望态度,以等待有利于自己的基本分析消息。这种走势一旦突破行情常常会出现急剧变化。

五、波浪理论形态的基本原则

利用波浪理论进行技术分析时,我们通常要考虑以下几个原则:

1. 交替原则(The Rule of Alternation)

交替原则是指‘调整浪’的形态是以交替的方式出现。比如:‘调整浪’以单式(Simple)与复式(Complex)两种方式交替出现。

一般说来,如果第2浪是‘单式’调整浪,那么第4浪便会是复式调整浪。如果第2浪为复式调整浪,则第4浪便可能是单式调整浪。这一交替规则如图2.4.38所示。

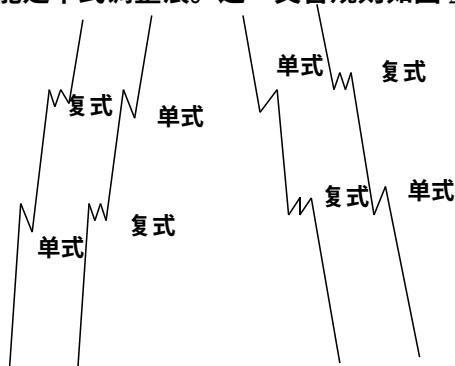


图 2.4.38

在其他的状况下,一个较大级的调整浪,如果它是以‘平缓型’ $a-b-c$ 来完成大A浪,则接着便有可能以‘曲折型’ $a-b-c$ 来完成大B浪。这种交替如图2.4.39和2.2.40所示。如果在较大级数中的A浪是以‘单式’完成,则在接着出现的B浪中才有可能出现‘复式’。这一情形如图2.4.41和2.4.42所示。

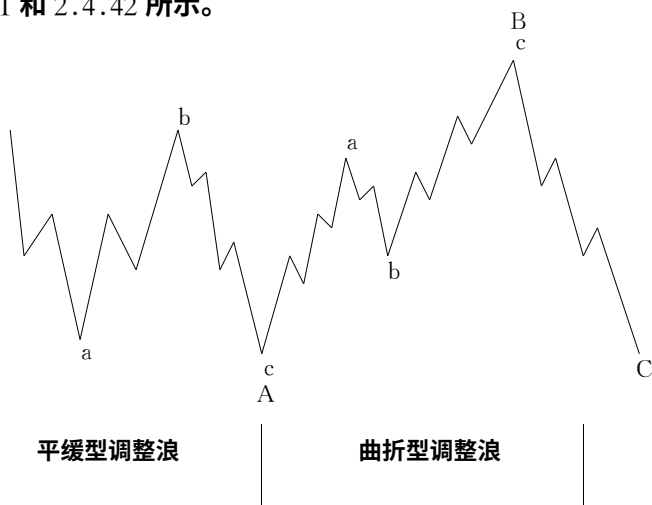


图 2.4.39

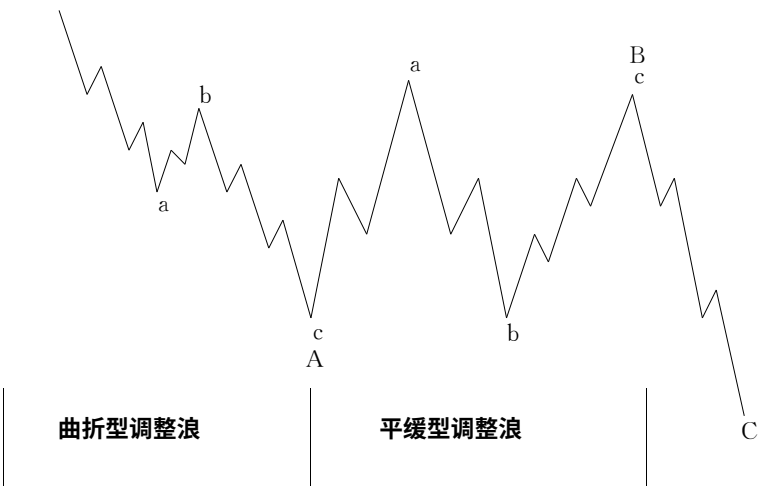


图 2.4.40

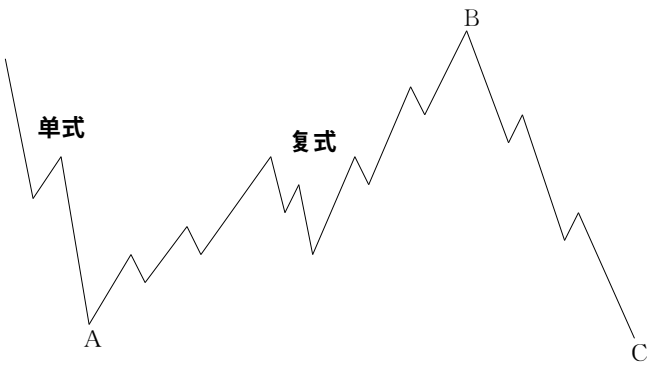


图 2.4.41

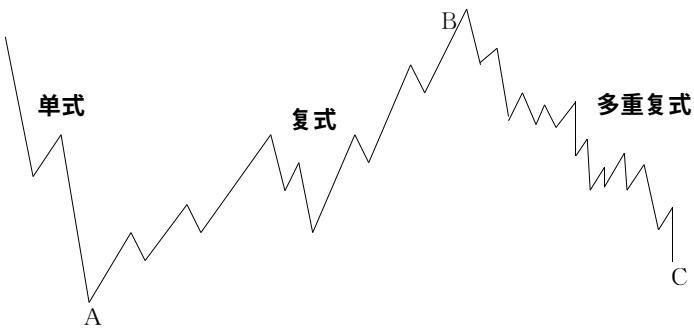
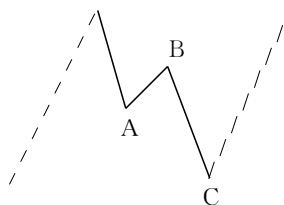


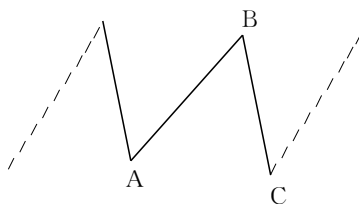
图 2.4.42

2. 调整浪的形态对后市行情的影响分析

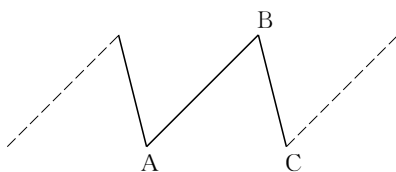
股市行情趋势的强弱,可以通过调整浪的盘整形式来加以预测。图 2.4.43 列举了经常出现的几种盘整形式的分析说明。



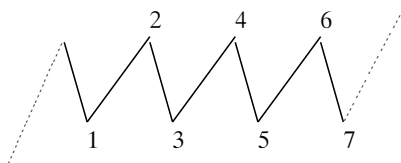
A : 曲线型与双重曲线型 :一般强势



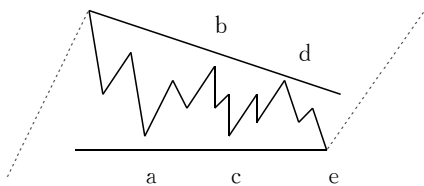
B : 平缓型与不规则平缓型 强势



C : 顺势调整型 超级强势



D: 双重浪与三重浪 强势



E：三角型调整浪冲势强势，但行情不大

图 2.4.43

3. 调整浪的浪数辨认原则

艾略特提出了辨认调整浪浪数的两条“自然法则”：

- (1)第 4 浪的低点不能低于第 1 浪的高点；
- (2)第 3 浪的波幅通常是最长的,而且绝对不是波幅最短的一个推动浪。

图 2.4.44,2.4.45,2.4.46 列举了 3 个实例进行分析,从中可以看出正确的辨认方法。

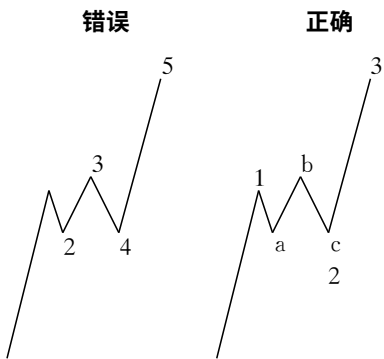


图 2.4.44

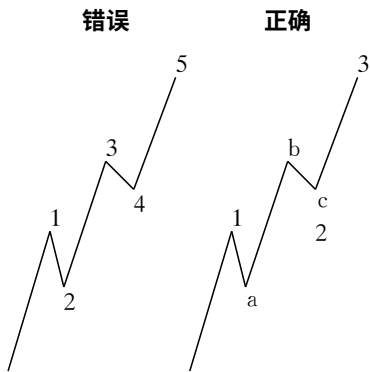


图 2.4.45

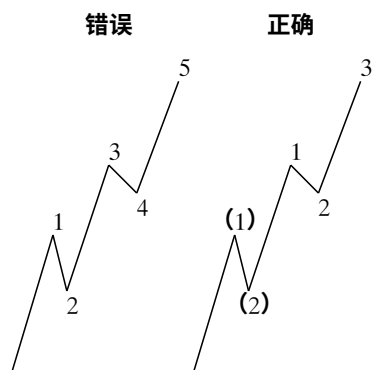


图 2.4.46

4. 波浪幅度相等原则

波浪幅度相等原则是指,在第 1、3、5 浪三个推动浪中,最多只有一个浪会出现延长波浪,而其他两个推动浪则大约相等。即使不相等,它们仍会以 0.618 的黄金分割率出现互相对等的关系。在较大级数的价格波动周期中,浪与浪之间的关系,不能单纯以波动幅度来计算,而应改用百分比来计算幅度。

5. 轨道趋势原则

艾略特认为波浪理论的走势,应该在两条平行的轨道之间,这就是轨道趋势原则。

艾略特认为应采用较长时间的数据来作图,且在绘制时应使用‘半对数图表’,这样可以表示价格膨胀的倾向。以免在特别的高价圈中出现失真的图形趋势。“轨道”的绘制必须在第 1 浪完成之后进行。也就是说有了第 1 浪的起涨点‘0’,与第 1 浪的最高点‘1’,然后根据第 1 浪的涨幅(0 至 1)乘以 0.618 便得到了‘2’的假设位置。0.618 的比率是波浪理论中引用黄金律原理来假设、判断行情回档的幅度。

在得到了‘0、1、2’这 3 个点之后,由 0 到 2 划一条直线,再过 1 点划一条平行线,就可得到一个“轨道趋势”。如图 2.4.47 所示。

如果实际发生的第 2 浪的低点,无法接触到前面假设的支撑线时,便须将原轨道修改,如图 2.4.48 所示。

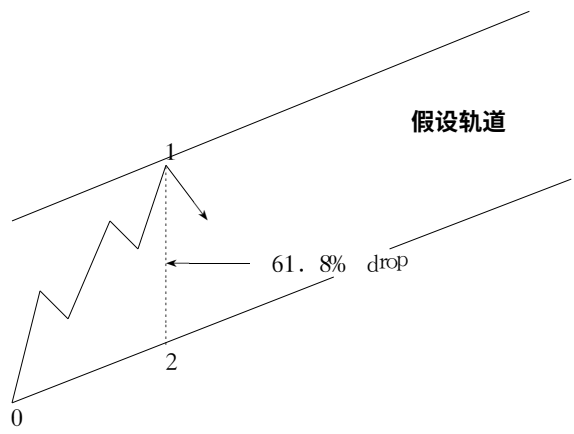


图 2.4.47

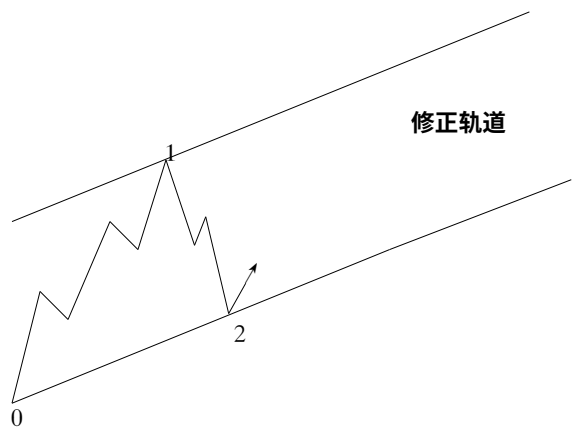


图 2.4.48

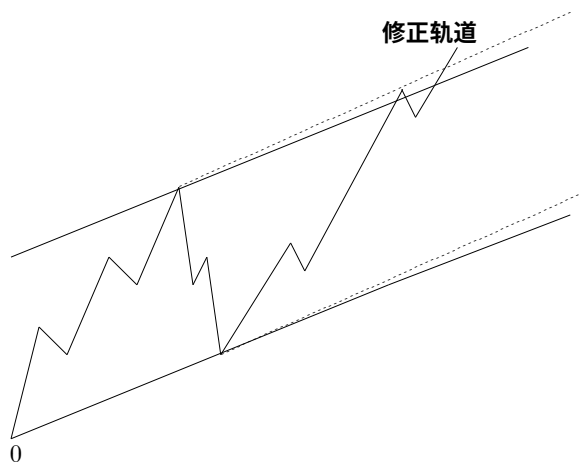


图 2.4.49

当第 3 浪开始发动,如果不能与上面修正过的平行线接触,或者超出了平行线的范围,都需要进行修正,如图 2.4.49 所示。

第 4 浪下跌调整时,如果仍有误差,也要进行修正。如图 2.4.50 所示。当根据 2、4 两点和 3 的平行轨道划出之后,就是最后正确的轨道。在图 2.4.50 中,对上平行线的判断,有时要依靠个人的经验。

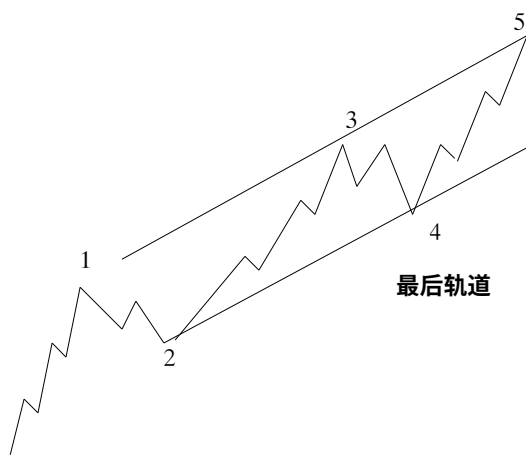


图 2.4.50

六、黄金分割率与波浪理论

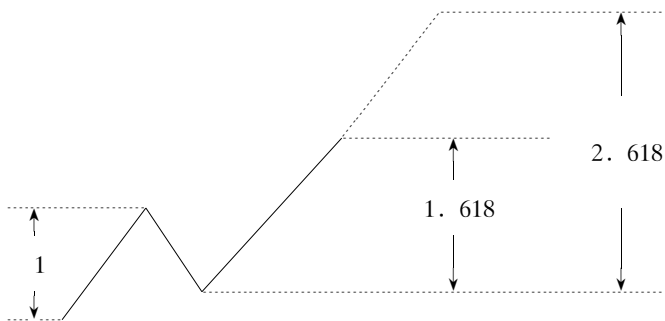


图 2.4.51

在波浪理论中,每一波浪之间的比例,包括波动幅度与时间长度的比较,均符合“黄金律”即“0.618”律的比例。除了前面提到的“波浪幅度相等原则”之外,黄金律的比例分析,还经常用到以下原则:

(1)第3浪的波动幅度,是第1浪起涨点至第1浪最高点之间的幅度的某“黄金律”比例数字,包括0.382,0.500,0.618,1.00,和1.618等类似的比例幅度。如图2.4.51所示。

下面以台湾加权指数周线图(图2.4.52)为例,分析一下这条原则的正确性。如果第1浪以636点为起涨点,到1977年底的4796点(收盘指数是4673点)为第一浪的最高点,则涨幅为4037点。乘以1.618,则与第3浪实际高点8813点相差不大。(但较合理的计浪,仍应以421起涨,8813为第5浪结束。此后则为穿头破底的调整形态。)

图 2.4.52 台湾加权指数周线图

(2)第2浪的调整幅度,约为第1浪涨幅的0.382、0.500和0.618倍。如图2.4.53所示。

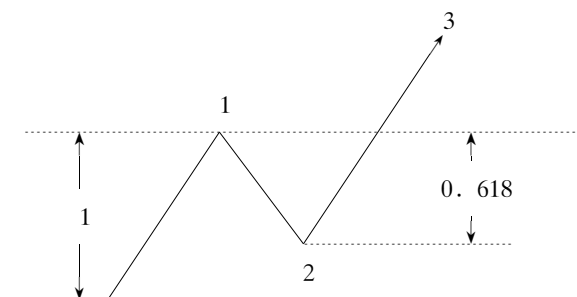


图 2.4.53

(3)在调整浪中,C浪和a浪波幅之间的比例,也与黄金律的比例数字相吻合。通常C浪的波幅为a浪的1.618倍。如图2.4.54所示。在某些情况下,C浪的底部低点经常低于a点之下,为a浪波幅的0.618倍。

以现货黄金周期图(图2.4.55)为例,分析以上原则的正确性。第1浪跌幅79.5美元;第2浪反弹44.2美元,约为第1浪跌幅的0.618倍。第3浪跌幅为80.7美元,约为第1浪波幅的1.00倍。第4浪反弹45.0美元,约与第2浪的反弹幅度相等。

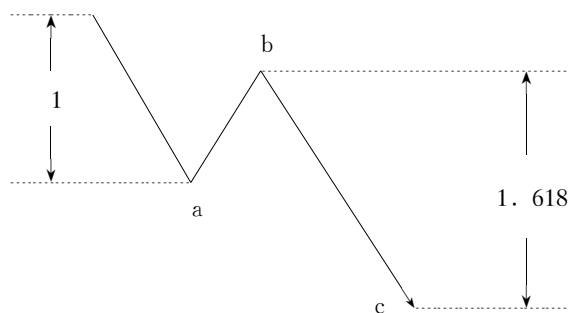


图 2.4.54

图 2.4.55 现货黄金周线图

- (4)第 1 浪至第 5 浪的完整波浪幅度,其极限约为第 1 浪涨幅的 3.236 倍。
- (5)在倾斜三角形的震荡走势中,每一浪的长度约为前一浪的 0.618 倍。
- (6)第 5 浪的涨幅,有时可能是第 1 浪至第 3 浪全部涨幅的 1.618 倍。

七、波浪理论小结

综合以上我们所介绍的波浪理论的内容,可以总结出波浪理论主要包括以下要点:

- (1)一个完整的价格波动周期,包括 8 浪,其中有 5 个上升浪,3 个下降浪;
- (2)5 浪的上升趋势,只是一个较大周期趋势的次级浪;
- (3)调整浪可划分为 3 浪;
- (4)两种比较简单的调整浪形态有“曲折型”5-3-5 与“平缓型”3-3-5;
- (5)三角型一般出现在第 4 浪中,也就是在最后的第 5 浪之前出现,或者在 b 浪的调整浪中出现;
- (6)波浪可以结合,组成更大周期的波浪,相反,波浪也可细分为更小的次级波浪;
- (7)如果一个推动浪出现延长波浪,则其它两个推动浪的幅度与时间大约相等。这就是所谓的对等原则;
- (8)“黄金分割率”为波浪理论的数学计算基础;
- (9)“交替原则”可以警告投资者要注意行情的变化;
- (10)在熊市中,调整的底部不会低于第 4 浪的低点;
- (11)第 4 浪低点不会低于第 1 浪高点(在期货市场上则可能例外);
- (12)波浪理论主要使用综合平均指数,对于个别股票,其功能不一定显著;
- (13)波浪理论较适合于投资者大量参与的股票、商品期货;
- (14)波浪理论中以波浪的形态最为重要,其次是比例和时间。

波浪理论是世界上最难了解,也是最难运用的一种技术。运用这一理论时,最忌讳的是“钻牛角尖”。因此,在实际运用中,要注意把握这一理论的思想精华,忽略细节的条文反而会使自己运用自如。波浪理论的实际运用需要长时间的经验积累与研究,“只要功夫深,铁杵也能磨成针”。

第三节 图形分析

股价图形分析法的基本思想是,股价的波动型式(Patterns)能及时告诉投资者进行证券买卖所需的一切信息。在这种分析方法中,投资者甚至根本不需知道证券的名称或证券发行公司的行业性质,他所需要的只是对股价波动的型式作出正确的解释。图形分析法中经常采用的图形有:点线图、直线图(Bar Chart)、K 线图(Rosokuashi Chart)和 OX 图等等。由于点线图只是将每天的价格(主要是收盘价)连接起来,用来表示股价大致上的走势,因此其目的只是让投资者了解一个简单的走势,而对实战分析的意义不大。在此不再进行详细研究,下面主要研究其他几种图形分析法。

一、K 线图分析及其应用

1. K 线图基本知识

K 线图,也称为‘蜡烛线’或‘阴阳线’、‘酒井线’等。据说,它起源于日本的德川幕府时代,大孤的米商用以记录一天(或一周、一月)当中米价的波动变化。

K 线图的构造包括三部分,即上影线、下影线和中间实体,分别表示当天股市的开盘价、最高价、最低价以及收盘价。如图 2.4.56 所示。在图 2.4.56 的 A 中,收盘价高于开盘价,其中间实体部分以白色方格表示,也可用红色来标示,表示当日‘收红盘’。在图 2.4.56 的 B 中,收盘价低于开盘价,其中间实体部分则以黑色标示,表示当日‘收黑盘’。上影线的最高点与下影线的最低点,分别表示当天行情所到达的最高价与最低价。

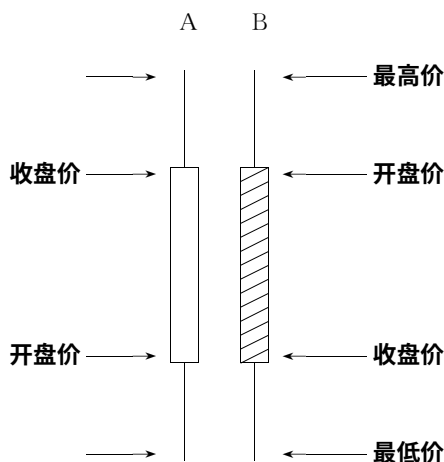


图 2.4.56 K 线图的绘制法

K 线图的基本理论,在于以阳线或阴线来区别多头力量与空头力量的强弱程度。K 线图分析一般分为单日(周)K 线分析、双日 K 线分析和多日 K 线分析。

2. 单日 K 线分析判别

(1)阳线。收盘价高于开盘价,表示股市上多头力量强于空头。如图 2.4.57 所示。如果阴线实体的长度较长,同时没有出现上影线,在这种情况下,可以判定股市处于超强的涨势中。如果出现了较长的上影线,则显然涨势较虚。

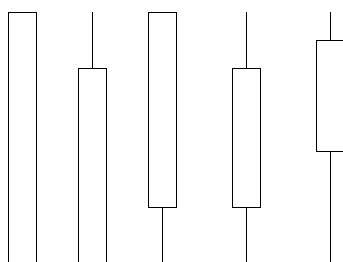


图 2.4.57

(2)阴线。收盘价低于开盘价,表示空头卖压气氛较重,将价格向下打压到较低的价格收盘。这时股市上空头的力量较强。如图 2.4.58 所示。

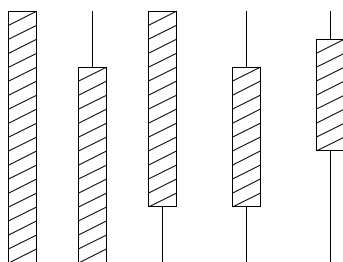


图 2.4.58

(3)十字线。开盘价和收盘价处于同一个价位,表示多空双方几乎是势均力敌。在这种情况下,上影线愈长,代表卖压愈重;反之,下影线愈长,表示买力旺盛。上、下影线看似等长的十字线又可称之为转机线,视其位于高价圈还是低价圈,可用来判别行情是否转折。一般来说,在高价圈或低价圈中,出现这种多空相当的走势,起码意味着反转变盘的迹象。十字线的情形如图 2.4.59 所示。

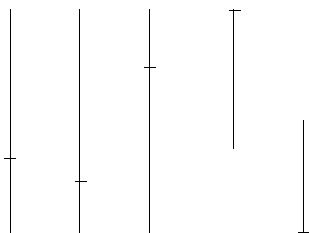


图 2.4.59

(4)一字线。开盘价、最高价、最低价均处于同一个价位。通常出现在跳空的涨停或跳空跌停的价位,表示一种极端的涨势或跌势。

以前许多讨论 K 线图分析的书籍,常常将实体部分看作是积极的换手,而将上下影线视为震荡地带,这是没有根据的。从图 2.4.60 可以看出,一根单纯的 K 线中可能有好几种不同的情形,也可能包涵着不同的意义和走势。

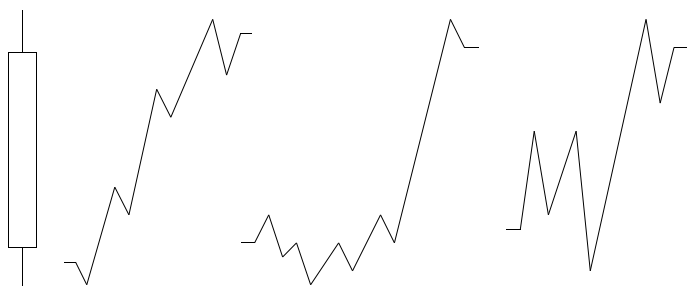


图 2.4.60

日式 K 线图虽然表达的意义较多,但仍有其力所不及之处。例如一根带有上、下影线的 K 线图,其走势在一天之中究竟是先拉高还是先杀低,对于次日走势的影响是大不相同的。

3. 双日 K 线的分析判别

双日 K 线的研究和分析是为了弥补单日 K 线判别上的不足。如果只是根据单日 K 线来判别,有时未免过于简单。也许主力和大户对大势并没有举足轻重的控制能力,但对单日或短期走势必然会产生较大影响。为了避免分析判断上受到这些大户和主力作价和骗线的影响,有必要针对连续两日以上的 K 线加以分析和判别。

(1)覆盖线。前一日为大阳线,第二日却为相当长的阴线所覆盖。此种形态表示短期有可能出现反转。如图 2.4.61 所示。

(2)迫切线。如图 2.4.62 所示,昨日为大阳线,今日却产生了小阴线,表示涨势受到了阻碍。反之,则表示跌势受到了阻碍。

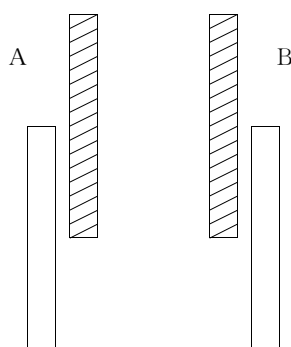


图 2.4.61

(3)迫入线。昨日为大阳线,今日却产生了小阴线,且收盘价比昨日低,和迫切线一样表示涨势受阻,有回档下跌的可能性。反之,则表示有回档上涨的可能性。如图 2.4.63。

(4)切入线。如图 2.4.64 所示,昨日为大阳线,今日却出现了大阴线,且今日的收盘价低于昨日大阳线的中间值。此种情形表示昨日买方力量已尽,可能近日内价格将跌到大阳线的底部以下。反之,则表示近日内价格将升到大阳线的顶部之上。

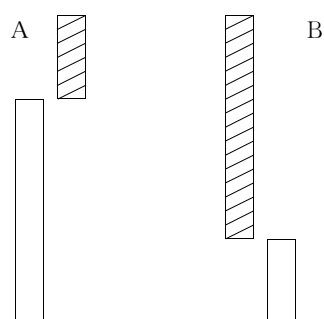


图 2.4.62

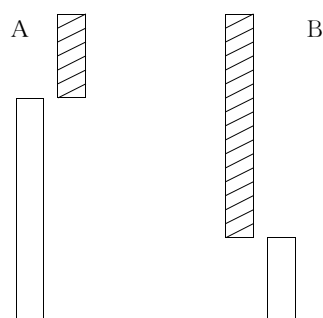


图 2.4.63

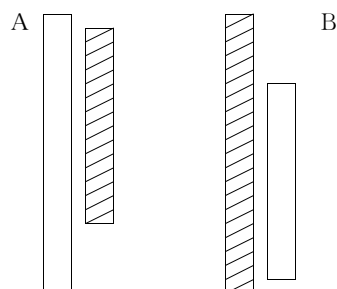


图 2.4.64

(5)包入线。今日的大阳线或大阴线完全吃掉了昨日的阴线或阳线,这种情况表示反转已经出现。如图 2.4.65 所示。

(6)怀包线。今日的 K 线,范围缩至昨日的大阳线或大阴线中,这种情况表示反转的信号出现。如图 2.4.66 所示。

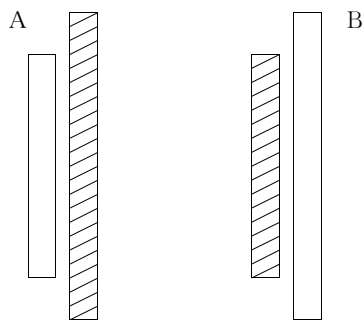


图 2.4.65

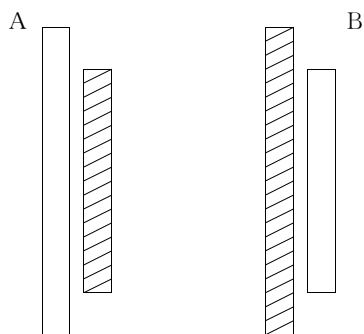


图 2.4.66

(7)回转线。今日的开盘价开在昨日的阳线之中,但走势却与昨日相反,或者今日的开盘价开在昨日的阴线之中,但走势也与昨日相反。这种情况表示反转现象已很明显。如图 2.4.67 所示。

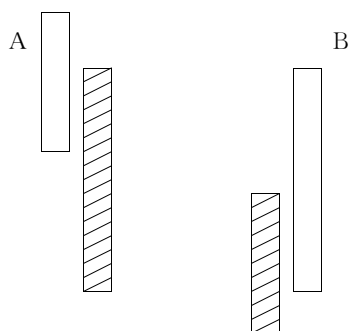


图 2.4.67

(8)星线。大阳线之后的出货现象,当日跳空高开之后一路走低收盘,次日如果不再跳空往上冲的话,就有可能形成大回档。反之亦然。如图 2.4.68 所示。

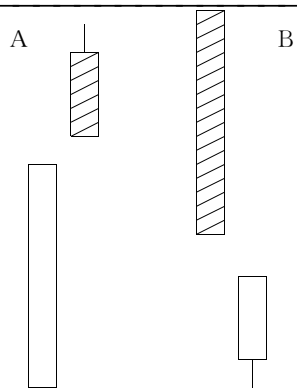


图 2.4.68

(9)相逢线。今日走势与昨日相反,但收盘却极为接近。如图 2.4.69 所示。

(10)相反线。与相逢线类似,但分别是以最高价与最低价收盘。反线和相逢线都是主力短线来回操作的特有现象。如图 2.4.70 所示。

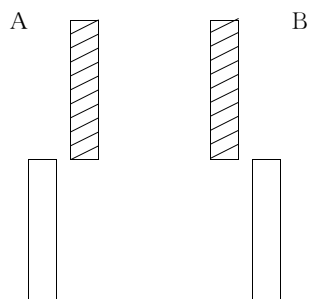


图 2.4.69

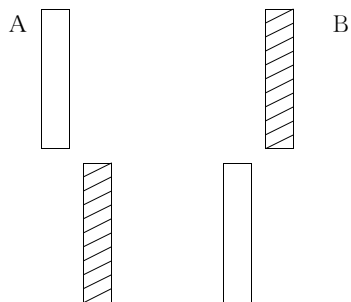


图 2.4.70

(11)平行线。今日的阳线延续前一日的阳线,表示买气的延续。今日的阴线延续昨日的

阴线,则表示压卖的延续。如图 2.4.75 所示。

双日 K 线主要有以上几种判别方法。图 2.4.61 至图 2.4.71 中的 A 图与 B 图,分别表示涨、跌不同方向的判别。由于收盘价为一日行情中多空双方争斗的结果,因此投资分析者可以用收盘价来判别上、下影线的长度,以此分析和判断多头与空头的力量。

4. 多日 K 线的分析与判别

(1)三条同高型。连续 3 天的涨幅大致相同,这种形态出现的概率不大。如果连续 3 日都是中、长阳线,则表示涨幅已很大,可能会有获利回吐的浮额出现,这时可以考虑暂时卖出以观望形势,但这并不是绝对的。这种情形与连续的涨停,盘中靠不断换手将价位拉高的情况不同。在筹码比较多的情况下,最后总会出现卖盘大于买盘的情况。如图 2.4.72 所示。

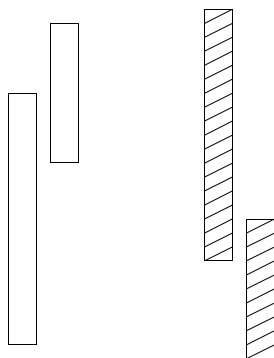


图 2.4.71

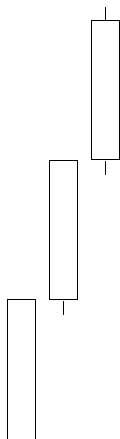


图 2.4.72

根据这种形态来判别,有时仍会有例外的情形出现。如果涨势既成,再加上强而有力的环境因素,有可能会连拉 5 或 6 天的长阳线。

(2)前长后短型。第一日行情大涨,随后出现涨势减弱的现象。虽然在第二日或第三日仍以阳线收盘,但这种情形已表示跟进力量减弱,不宜在高价位进货。如图 2.4.73 所示。如果行情往下跌破第一日的最低点,则可退出观望。如果出现图 2.4.73 的图形,长阳线之后连续

出现 2、3 日的小阴线,且这 2、3 日的阴线又都无法跌破长阳线的中间价(a 线)或最低价(b 线)时,要提防这是主力的诱空,待形成轧空时,将有大幅度的上扬出现。

(3)前短后长型。前两日涨幅较小,第三日出现大阳线,摆脱了前两日的行情局面,这种情形是一种空头回补,表示市场上投资者买卖气氛看好。如图 2.4.74 所示。

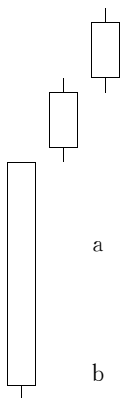


图 2.4.73



图 2.4.74

(4)阶梯上升型。连续多天出现较长的上影线与下影线。这种情形表示低价位有人买进,在高价位时也有许多人卖出,行情呈现出胶着挣扎的状况。这种形态常常出现在头部或底部。因此,如果行情涨势已久而出现此型时,应为卖出信号。如果行情下跌已久而出现此型时,则应考虑买进。如图 2.4.75 所示。

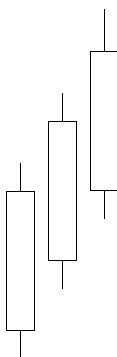


图 2.4.75

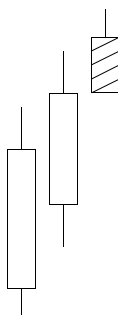


图 2.4.76

(5)上升待变型。这种图形与阶梯上升型有些类似,只是在第三日时有小幅度回跌,这种情形表示买气转弱。但如果第四日的收盘价能够站稳在第二日的最高价之上时,则应再追高买进。如图 2.4.76 所示。

(6)缓步上升型。第一日出现长阳线之后,第二日以后的行情则以短阳线收市,接着再以长阳线突破。这种情形表示空头的力量已暂时退出。如图 2.4.77 所示。

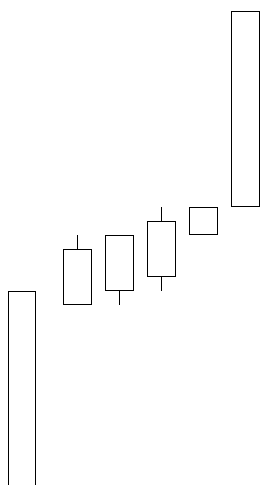


图 2.4.77

(7)上升抵抗型。它与缓步上升型类似,只是在第四日时出现一条小黑线,表示经过了洗盘和诱空。由于具有轧空的味道,后续的涨势中将会出现很长的阳线。如图 2.4.78 所示。

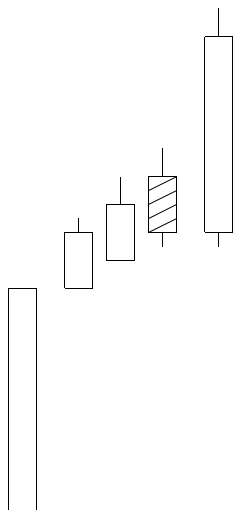


图 2.4.78

(8)上升中继型。指在多根阳线中,夹杂着小阴线的回档调整,然后再往上拉出阳线,缓步地推动价格上涨。其特点是阴线的最低价位均未跌破前面两日阳线的收盘价格,而且阴线当日的行情波动幅度不大。此型经常出现在多头市场中,缺乏强有力的主力操作的股票,其态势仅随大势上涨,本身并无主力支撑。如图 2.4.79 所示。

(9)跳空上升型。当发生盘档情形时,多为主力开始重新考虑涨跌的方向(吃货与出货)。盘档突破出现跳空上升情况时,通常是有突发性的利好消息,或者是主力已暗中收集了足够多

的筹码,想在此时将股价拉高。在这种情况下,应立刻以市价追买。如图 2.4.80 所示。

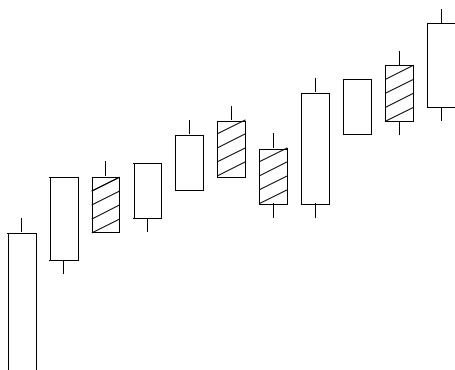


图 2.4.79

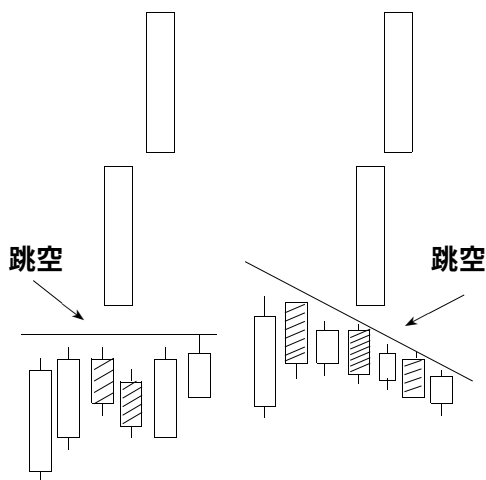


图 2.4.80

上面介绍的是 K 线图的各种基本判别方法。一根看似简单的 K 线,却能将神奇莫测的证券市场的变化趋势和盘托出,由此可见学习 K 线图有着多么重要的实际意义。

二、直线图分析及其应用

1. 直线图的基本知识

直线图的构造比 K 线图简单,如图 2.4.81 所示。它是欧美投资分析人员的主要绘图方

式。直线图的直线部分,表示了当天(或当周)行情的最高价与最低价之间的波动幅度。左侧横线代表开盘价,右侧横线则代表收盘价,在绘制时,习惯上省略左侧的开盘价,仅用最高价、最低价和收盘价加以表示。通常开盘价只对当天行情走势有所意义,而对于图形上的长期趋势不具备任何意义。因此,省略掉开盘价不会影响对股价的长期趋势分析。

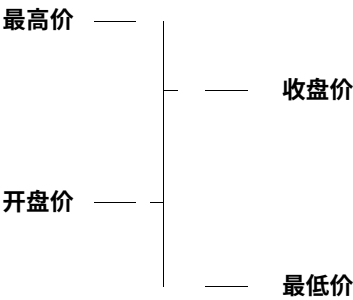


图 2.4.81 直线图的绘制法

2. 直线图的应用

欧美技术分析专家经常采用直线图来分析行情的反转信号。下面将介绍几类主要反转图形的分析。

(1) 岛型反转。对于头部的反转线而言,价格跳空创新高之后,次日随即会跳空低开。如图 2.4.82 所示。跳空,在图形分析上有着极其重要的意义,此种线形一般属于必杀之盘。

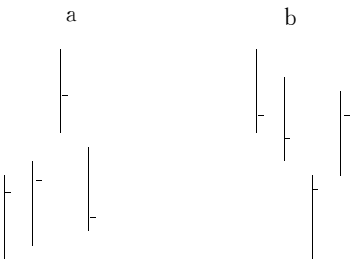


图 2.4.82

(2) 跳空反转。价格位于高价区内时,突然之间跳空低开低走,从而使头部的形状确定下来。如图 2.4.83 所示。

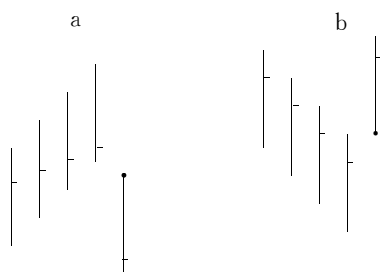


图 2.4.83

(3)三日最低价反转。在高价区内,某一日的收盘价低于前三日的最低价,就出现了反转警告信号。如图 2.4.84 所示。

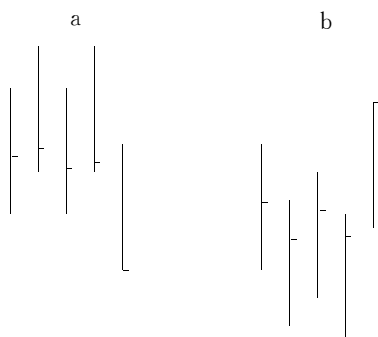


图 2.4.84

(4)三日收盘价反转。在高价区内,某一日收盘价低于前三日的收盘价,就为反转警告信号。如图 2.4.85 所示。

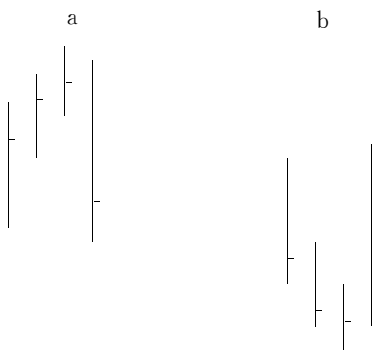


图 2.4.85

(5)单日反转。在高价区内,某一日连创新高(也许是跳空高开高走)之后,后劲不足,在最低价附近收盘,而且收盘价比前一日(或二日)的收盘价还低,而留下了极长的上影线,这就是

单日反转信号。如图 2.4.86 所示。这种线形,以头部的单日反转而言,在线形上出现了明显的拉高和出货动作。上影线越长,从理论上分析,表明大反转的信号已经出现,切莫错失良机。

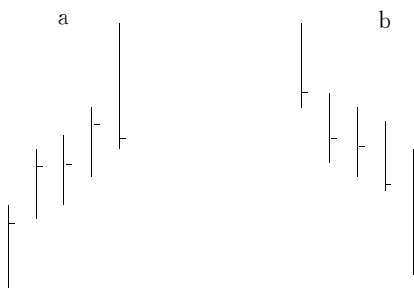


图 2.4.86

三、趋势线理论与图形形态分析

1. 趋势线理论

前面所讨论过的 K 线图与直线图是股票或商品价格技术分析上最基本的判别工具,也是价格变化上最简单的表示方法。股价行情的变化起伏,构成了判别分析股价涨跌的题材,这就是所谓的图形分析。

图形分析开始于近百年前的道氏理论。道氏理论中最重要的是趋势线与支撑、压力线原则。

趋势线是图形分析中最基本的技术。趋势线是指在图形上每一波浪顶部最高点之间,或每一谷底最低点之间的直切线。趋势线在性质上可分为‘支撑线’及‘压力线’。

支撑线是图形上每一谷底最低点间的直切线,也就是说价位在此线附近具有相当高的购买意愿。如图 2.4.87 的 A 所示。

压力线是指图形上每一波浪顶部最高点间的直切线,也就是说价位在此线附近具有很高的卖出意愿。如图 2.4.87 的 B 所示。

图 2.4.87

我们把两条平行的压力线与支撑线之间形成的范围称为‘轨道’,轨道又可分为上升轨道和下降轨道。如图 2.4.88 所示。几乎所有的图形分析都离不开上述趋势线的概念与原则。

图 2.4.88

当价位在图形上处于趋势线附近时,正是交易者进行交易的一个良好时机与信号。当价格向下跌破支撑线时,应随即卖出,同时反向操作“空头”。同样,当价格向上突破压力线时,应结束空头操作,同时反向操作“多头”。如图 2.4.89 所示。

图 2.4.89

经验表明,压力线的突破或支撑线的跌破,必须有 2% 或 3% 以上的幅度,否则容易受到假突破的诱骗,这就是所谓的骗线。上述买卖交易的原则,可以应用到其他各种图形的变化之中。图 2.4.90 和图 2.4.91 中表示的压力线与支撑线是一种水平的价位线,这个价位线也可称为“关卡价”,常常发生在整数价位。如百元价位或千点大关。

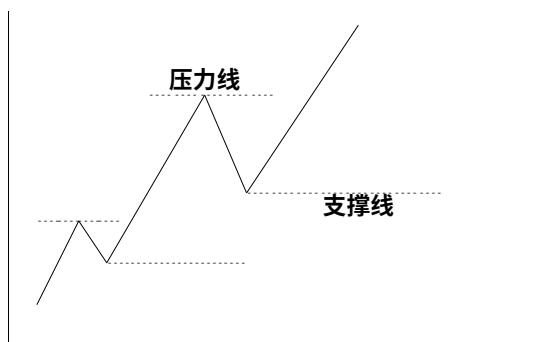


图 2.4.90

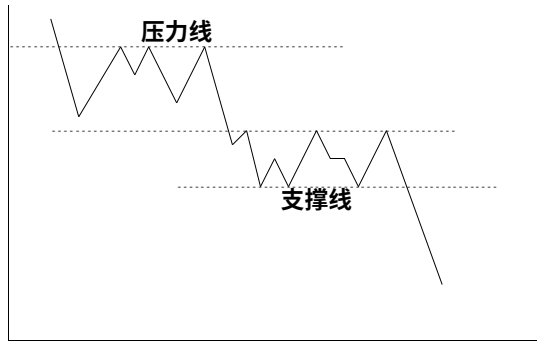


图 2.4.91

通常这种关卡的压力线被突破之后,即为买进信号,此时压力线反而成为了支撑线。如图 2.4.92 和 2.4.93 所示。

支撑线跌破之后,即为卖出信号,此时支撑线反而成为压力线,如图 2.4.94 和 2.4.95 所示。

这种支撑与压力的观点,在道氏理论中有着重要的地位。我们可以用楼中的地板或者天花板来形容每一道支撑线或压力线。当价位由下往上突破之后,就好像有人从一楼走上了二楼。本来具有压力作用的天花板此时就成了二楼的地板,反而具有了支撑的作用与效果。假如在一楼的价位套住较多的空头,行情价格一般是不会让一楼的空头有解套机会的,这时二楼地板的支撑作用,就显得尤为重要了。

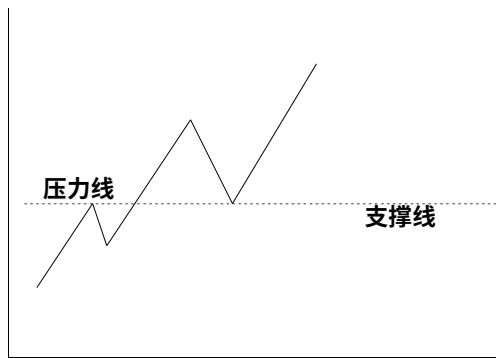


图 2.4.92

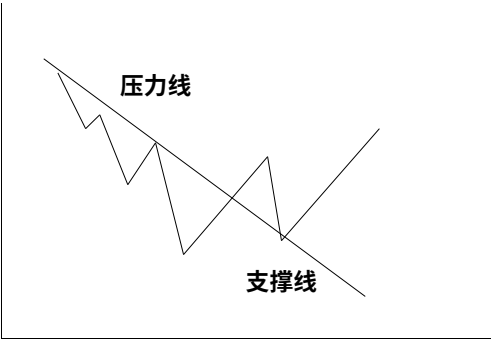


图 2.4.93

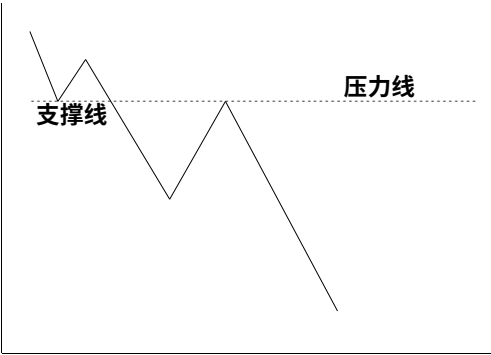


图 2.4.94

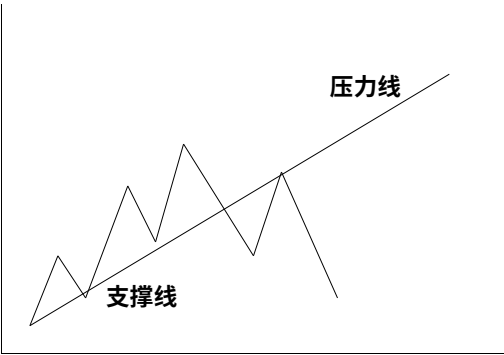


图 2.4.95

2. 图形形态的分析与判别

图形的分析,除了利用趋势线分析外,还有许多其他的图形形态判别方法。通过许多技术分析人员的总结和归纳,图形形态主要有以下几种：

(1) 头肩顶型。如图 2.4.96 所示,这是一种较常出现的图形。这种图形包括了尖锐的头部与左、右肩。

①表示左肩。它出现在上涨行情的尾声。股价刚开始有很强的上升趋势、且上升了一段距离,那时成交量很大。接着是一个次级下跌,此时成交量开始萎缩,比其上升到顶点时的成交量要少得多。这样就形成了所谓的“左肩”。

②表示头部。它出现在回涨的状况下。当股价爬升超过左肩高点时,成交量随之增大。然后另一个成交量较少的下跌又使股价接近前一个下跌的底部水平。有时低些,有时高些,但无论如何,总是低于左肩顶点。这样就形成了所谓的“头部”。

图 2.4.96

③表示右肩。它出现在股价的第三次回升过程中。此次回升,成交量经左肩和头部均明显减少。无法在另一个下跌产生之前达到头部的水平。这样就形成了所谓的“右肩”。

④表示形态的完成。在第三次下跌时穿过颈线,而且收盘价在此线下的距离大约为市价的 3%,这就表示形态已经完成,或称为颈线的突破。

随着这种形态的完成,反转下跌的行情便将正式开始。不过通常在完成颈线的突破后,还会有一次反弹向上但未能超过颈线压力的行情,此时是空头逃命的机会,一般称为逃命线。对投资者来说,这是重要的关键时刻,必须特别注意。

(2) 头肩底型。如图 2.4.97 所示,它也是比较常见的图形,和头肩顶型有类似之处。也包括了尖锐的头部和左、右肩。

①表示左肩。它出现在下跌行情的尾声。股价下跌趋势较大,但此时交易量开始大增。接着就出现了成交量比最后几天的下跌和底部还要少的次级上升,这样就形成了“左肩”。

②表示头部。另一个下跌,使得股价跌到比左肩还要低的价格,这时的成交量比前面一个回升的成交量有一点增加,但是通常比形成左肩下跌时的成交量还要少,接着便发生超过左肩最低点的回升,而且成交量可能增大。但无论如何,它会在左肩时的成交量大,这样就形成了“头部”。

图 2.4.97

③表示右肩。第三个下跌,使成交量明显地少于左肩和头部的成交量,而在其开始回升之前不会跌到头部的价格水平,这样就形成了“右肩”。

④表示形态的完成。最后一个成交量大量地上升,它上升穿过颈线,并且以高出颈线大约3%的市价收盘,而且在穿过颈线时的成交量特别大,这就表示形态已经完成。

从事技术分析的投资者,往往苦苦等待着这一颈线的突破。这是多头绝对不能错过的好机会,它是强烈的全力买进信号。但要注意,头肩顶下跌突破颈线时,并不必考虑成交量的大小,但头肩底的上涨突破,一定要有较大的成交量,才能确信。

(3)圆弧型。如图 2.4.98 所示,它是股价反转形态的基本类型之一。无论是圆弧顶还是圆弧底,其反转的趋势在由上而下或由下而上时都是缓慢的,并且呈现弧形的走势。在一个重大的行情变动之后,价位常常会在供应与需求之间产生缓慢的,稳定的走势,即会形成上或下圆弧走势。这种走势常发生在高价圈或低价圈,它意味着有一段新的行情即将开始。

图 2.4.98

(4)M 头与 W 底型。有时也称为双重顶型和双重底型。如图 2.4.99(a)和(b)所示。这种图形很少出现在长期趋势中,经常发生在短期走势中重要关卡的压力线或支撑线上。这种图形要在价格两次到顶滑落,跌破颈线时方告形成。过去有很多人喜欢在颈线尚未跌破前就预测 M 头和 W 底的出现,这未免有些妄加论断。毕竟在颈线未跌破前,看似 M 头的图形,有可能扭转成为 W 底的图形。

图 2.4.99(a) M 头型

图 2.4.99(b) W 底型

(5)箱形型。有时也称为矩形型,它是一种很普遍的形态,价格被局限在一个固定的上下限之内移动。这种形态经常发生在低价圈。如图 2.4.100 所示。矩形越长,表示买卖双方僵持的势态越久,并且将来突破上限或下限所引起的上升或下跌行情也会越大。投资者面对这种箱形型态,要特别注意其突破的趋势,掌握行情。与一般情形一样,当股价向上突破时须有大的成交量配合,方可确信上升;当股价向下突破时则不一定要有大的成交量配合,就可以确信下跌。

图 2.4.100

(6)三角形型。它也是经常出现的一种反转形态之一。所谓三角形型,就是指由于一系列

股价的波动,且每次股价波动幅度比前一次小,每一股价变动的距离比前一次短,第二次上涨的顶点无法达到第一次上涨顶点的高度。同样,第二次下跌的最低点要高于第一次下跌的最低点,由此而在股价图上就形成了逐渐紧缩的三角形。如图 2.4.101 所示。

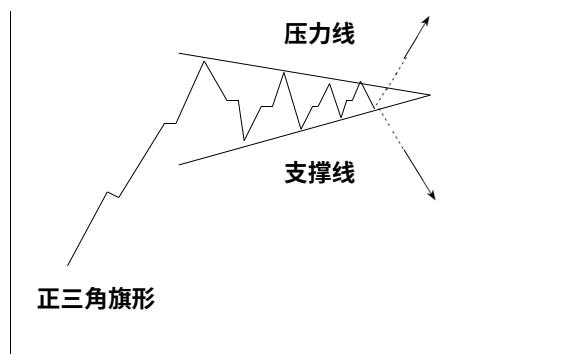


图 2.4.101

如果买方的力量大于卖方的力量,则会形成上升三角形的形态,价位有可能向上突破压力线。如图 2.4.102 所示。反之,如果卖方力量大于买方力量,则会形成下降三角形,价位有可能向下跌破支撑线。如图 2.4.103 所示。

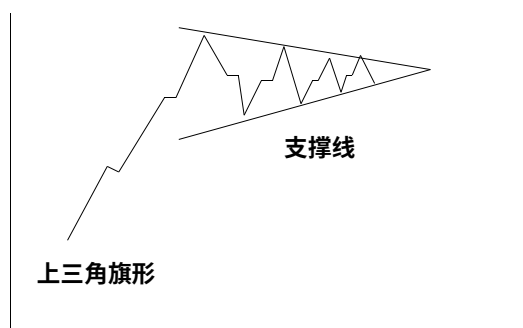


图 2.4.102

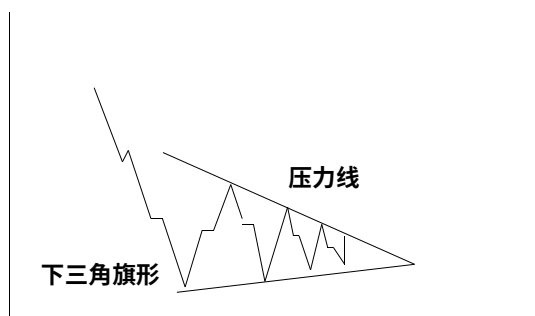


图 2.4.103

我们可以根据三角形的图形来推测涨跌的幅度目标。如图 2.4.104 所示,图中价格向上突破压力线时,其目标价格大约在三角形顶点与支撑线的平行线附近。

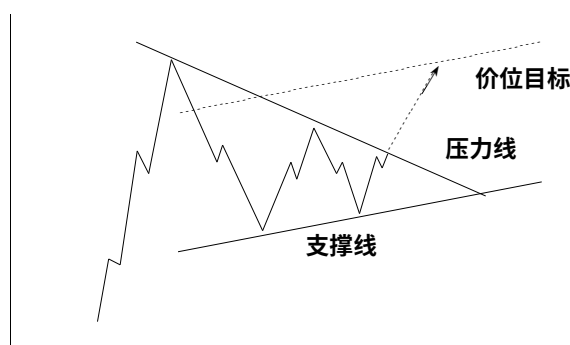


图 2.4.104

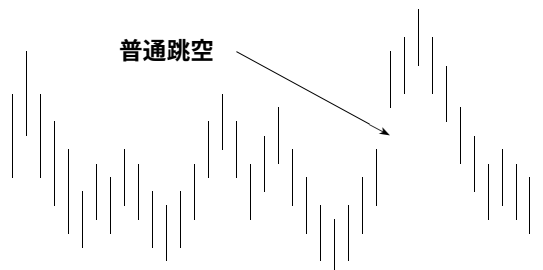
四、跳空分析

在股价的走势之中,我们可以认为今日的开盘价是昨日收盘价的延续,也可看作是昨日行情的延续。当股市处于持续上涨的行情时,今日的开盘价会高于昨日的收盘价,股价保持上涨势头。而当股市处于持续下跌的行情时,今日的开盘价会低于昨日的收盘价,形成股价节节下降的趋势。然而,当某一天开盘之前,有可能由于某种突发事件的发生,导致供求关系极度失衡。此时一旦开盘,便会使得多空之间的力量出现一边倒的情形。也就是说,股价行情在很短时间内势如破竹,开盘价可能远远地开在昨日的最高价之外,或者远远地开在最低价之外。出现这种情形时,图表上将出现一个类似缺口的图形,一般称之为“跳空”,或“跳空缺口”。

根据跳空出现的特点,一般可将其分为四类。即 普通跳空、突破跳空、逃逸跳空和竭尽跳空。

1. 普通跳空(Common Gaps)

在股市交易之中,由于交易受到营业时间的限制,在停市的期间,由于短期内供求关系出现了失衡,或由于突发性的谣言,造成了股价的突然上涨(或下跌),这样就形成了普通跳空现象。出现普通跳空后,通常会在较短的时间内立即补空(Fill Gaps)。图 2.4.105 表示了普通



跳空的情形。

图 2.4.105

2. 空破跳空(Break Gaps)

在多空双方交战激烈、而且出现拉锯战的情形下,经常会出现突破性的跳空。比如在三角形或头肩形的走势中,比较容易出现这种跳空。一旦出现这种跳空,获胜的一方,不是一路轧空上涨,就是一路杀多下跌,而且获胜的一方经常是加速赶尽杀绝。因此,这种跳空出现后,常常不会马上回头补空,而往往要经过一段较长的时间才回头补空。图 2.4.106 表示了出现突破跳空时的情形。

3. 逃逸跳空(Runaway Gaps)

逃逸跳空,如图 2.4.106 所示。这种跳空形态,一般出现在一段较短时间内急剧上涨的行情之后,而这段上涨的行情往往出现在刚突破底部的盘整之后。股价急涨之后,往往只作小幅度的获利回吐,然后继续上涨。空头眼见行情难以下跌时,纷纷地不计价格认赔回补,这样就会再度形成猛涨缺口。这种跳空,有时也称为测量跳空。紧接着跳空后的上涨幅度,约等于跳空前的股价上涨幅度。

4. 竭尽跳空(Exhaustion Gaps)

在一大段猛涨的行情中,最后出现的一个跳空缺口,称之为竭尽跳空缺口。此时行情急剧猛涨,使得大多数的多头丧失了理智。行情越往上冲高,多头越不择手段地抢购,导致了跳空开盘的超强态势。这种跳空出现时,空头往往最大限度地保存实力,以等待反转信号的出现,伺机放空。这一跳空情形如图 2.4.107 所示。

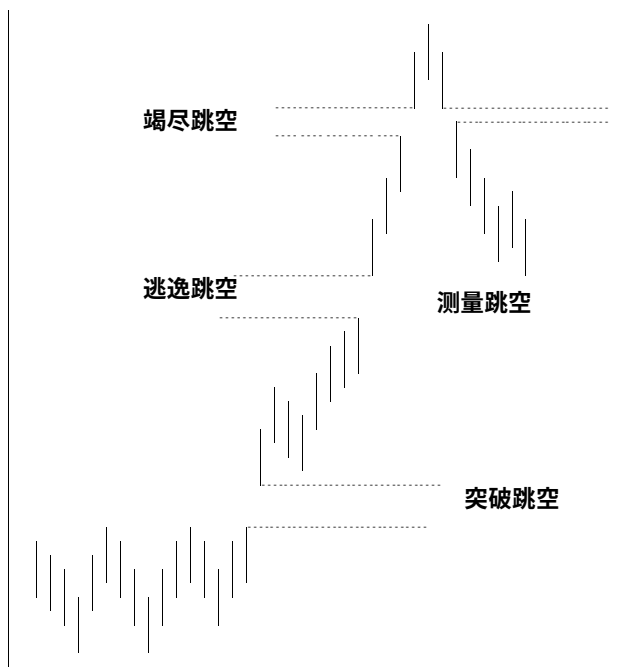


图 2.4.106

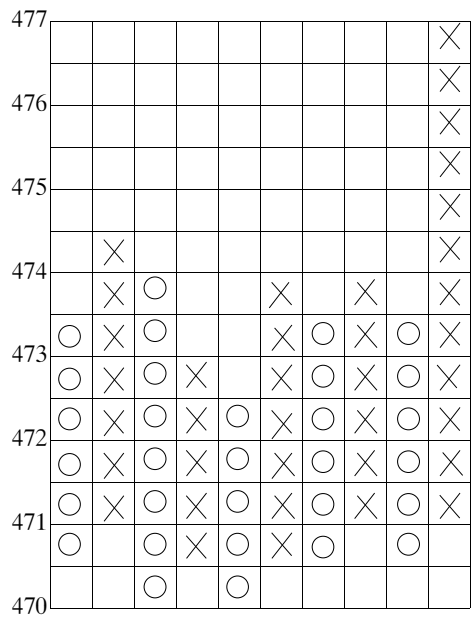


图 2.4.107 OX 图的绘制法

有许多人认为,跳空之后一定会补空。其实这是似是而非的观点。通过对实际股市的研

究,发现在涨涨跌跌的行情中,时间一长就自然会补空。但有时也出现不补空的例子。

如果跳空受到涨、跌停板的限制(如在台湾股市中,过去有 3%,5%,现在有 7% 的限制),寻么其意义就需重新考虑。因为如果涨、跌停板幅度过小,再加上筹码稀少时,大户就很容易造成供需不平衡的假象,从而轻而易举地操纵股市行情。

一般说来,在行情急涨的情况下,可能会出现连续地跳空。因此,在行情未反转之前,尽量顺势操作,则获利机会较多。

五、OX 图分析方法及其应用

1. OX 图基本知识

除了 K 线图与直线图外,人们还常采用 OX 图来绘制图表。OX 图(Point and Figure Chart)是一种十分有用的技术分析工具。不论价格是否改变涨、跌的方向,或是出现创新价位的情形,OX 图都能使投资者充分掌握有效、实际的买卖信号。和其他图形的绘制方法一样,OX 图也是依据价位的变化来进行绘制。直线图的绘制,是每日各划一条线,比较容易看出一个固定时段的价位变化,而 OX 图则不考虑时间上的因素,完全以涨跌方向的变化来绘制,用以充分表现股价或商品的价格所具有的涨者恒涨、跌者恒跌的特性,同时也能较好地表现图形上的变化。

绘制 OX 图用方格纸,如图 2.4.107 所示,方格纸左侧表示一系列的价位。每一小方格,代表价位变动的幅度大小,一般称之为“格值”,不同的股票或商品可以规定不同的格值。

每一格值所代表的价位大小,会影响到图形的变化。一般说来,格值设定愈小,则图形变化愈敏感,但也会愈复杂。对于长期投资者来讲,最好设定价位较大的格值。

绘制 OX 的传统方法是,当价格上涨时,以“×”记号划进方格里;当价格下跌时,则以“○”记号划进方格里。绘制的原则可以参考图 2.4.108,图 2.4.108 是 3 格转折数 OX 图绘制原则,转折数是指人为规定的可以改划 OX 符号的上涨或下跌的幅度。

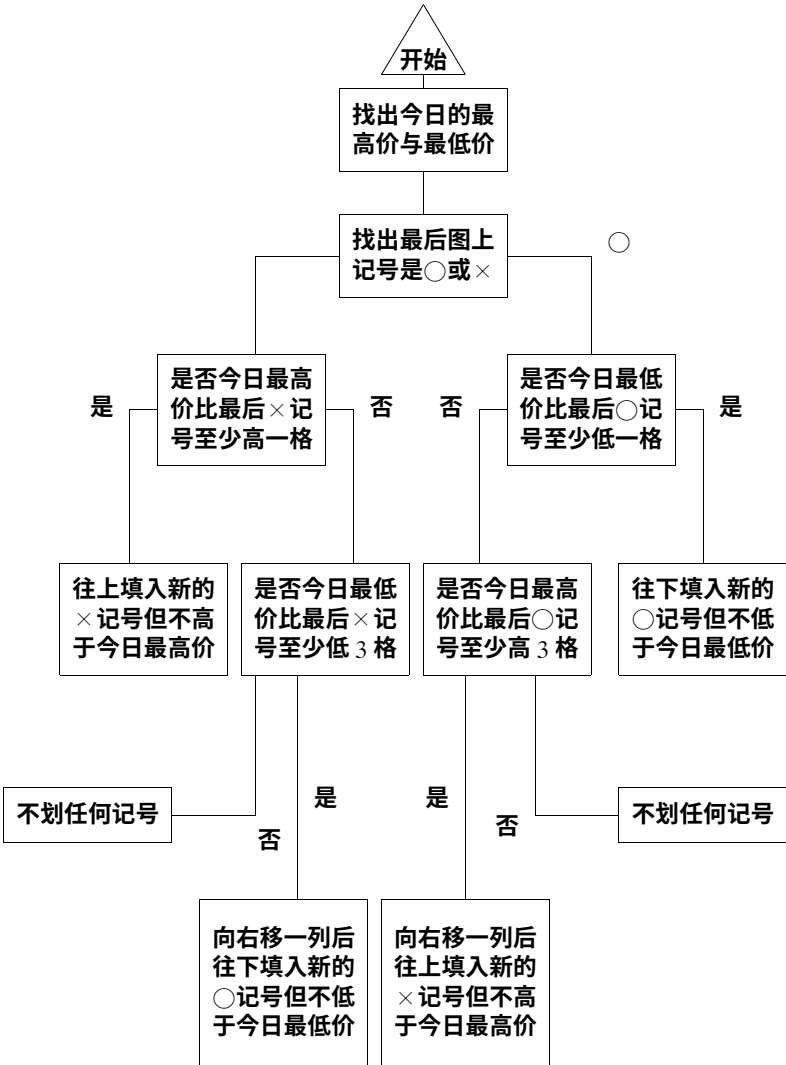


图 2.4.108 ○×图绘制原则

2.OX 图分析及其应用

我们根据 OX 图,可以清晰地判断出支撑线与阻力线。同时,我们也比较容易掌握买卖点和设定停损点。

在图 2.4.109 中,水平线即为价格突破双头的压力线,突破点就是买进点,也是空头回补的停损点。与此类似,在图 2.4.110 中,水平线表示突破双底的支撑线。突破点即为卖出点,也是多头抛售的停损点。

图 2.4.111 表示了价格突破上升趋势的压力线情形。在 OX 图上,价格突破压力线之前,是一浪高过一浪,多头节节逼进,直到空头弃守导致价格突破压力线。突破点就是买进点,也就是一种买进信号。反之,图 2.4.112 中的突破点是卖出点,表示了一种卖出信号。

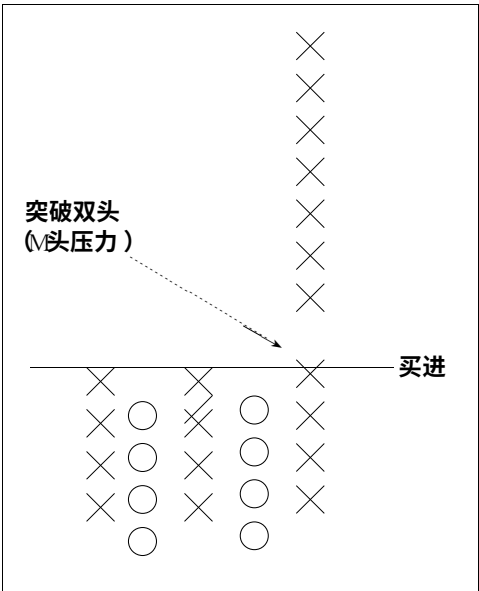


图 2.4.109

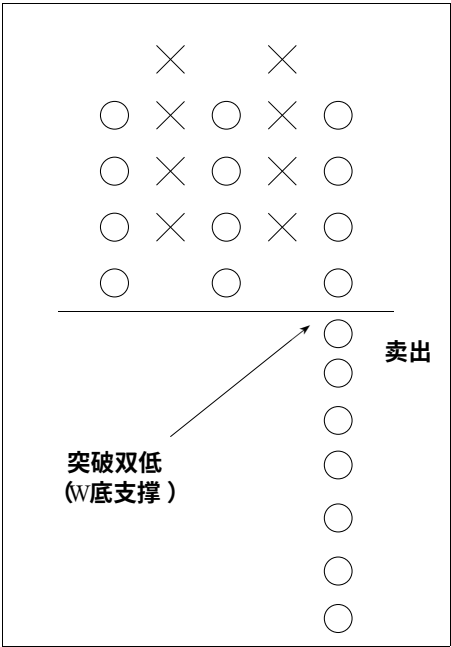


图 2.4.110

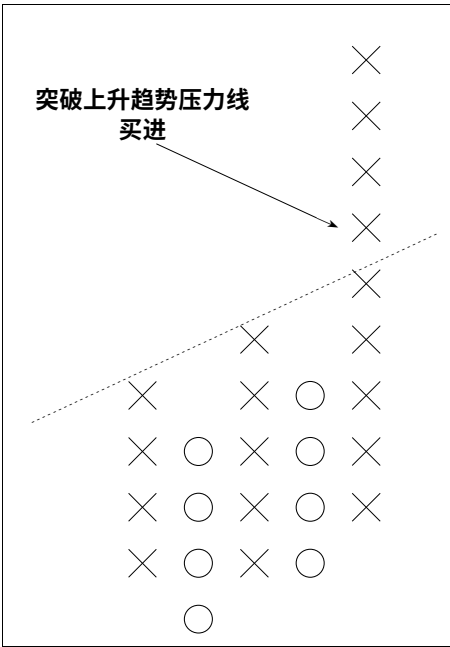


图 2.4.111

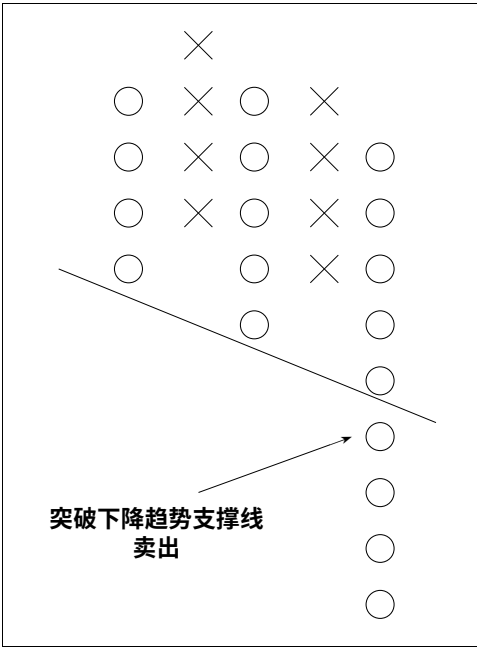


图 2.4.112

图 2.4.113 表示了价格跌破上升趋势的支撑线的情形。在这种情况下,跌破点就是卖出点,代表了一种卖出信号 图 2.4.114 中的突破点是价格突破下降趋势的压力线的突破点,该点就是买进点,表示了一种买进信号。

图 2.4.115 表示了价格向上突破敏感正三角形的压力线时的情形。出现这种情形之前，多空双方往往势均力敌，直到多头力量逐渐加强，超过了空头后，价格就会向上升涨。此时突破点就是买进信号点。反之，在图 2.4.116 中，价格向下跌破了敏感三角形的支撑线时，就是卖出信号，跌破点就是卖出点。

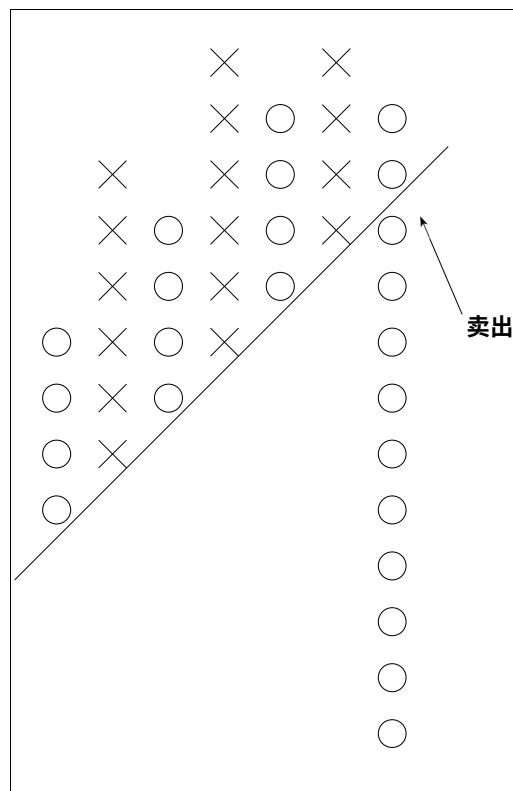


图 2.4.113

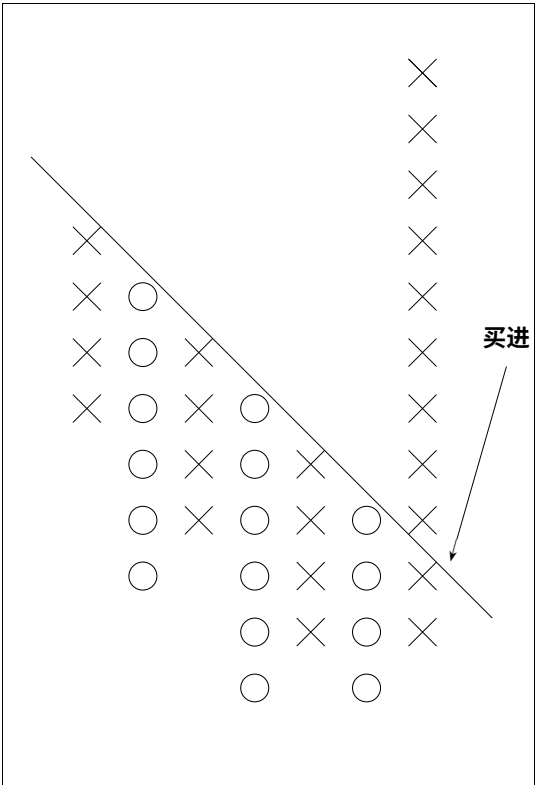


图 2.4.114

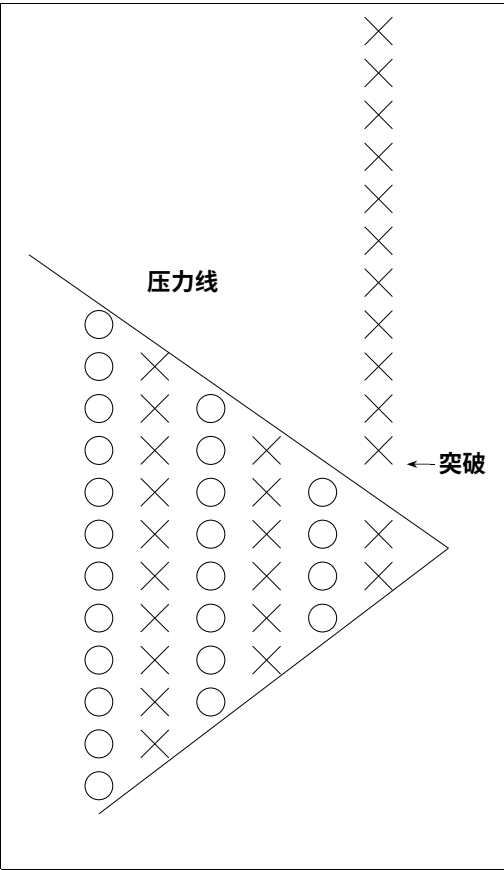


图 2.4.115

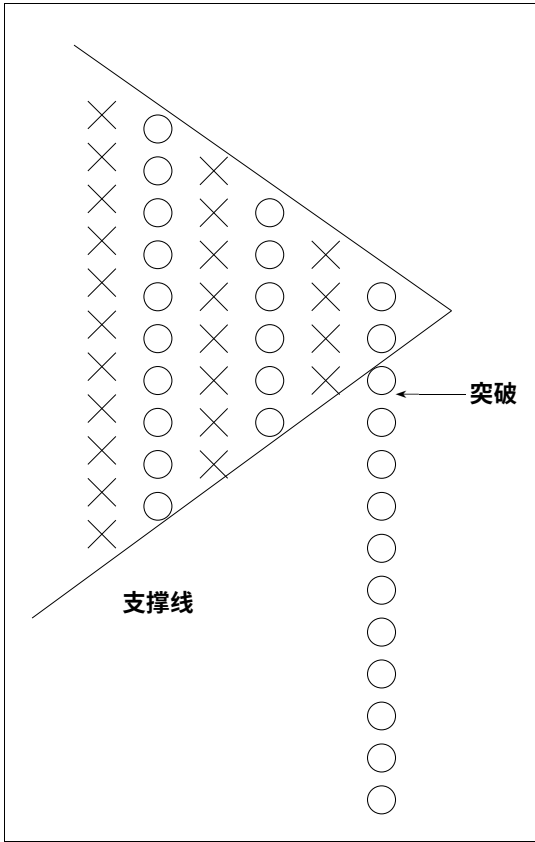


图 2.4.116

图 2.4.117 表示了价格上涨突破上升三角形的压力线的情形。此时突破点就为买进点。出现这种情形时就是一种买进信号。与此类似,在图 2.4.118 中,价格向下跌破了下降三角形的支撑线。出现此种情形即为卖出信号,突破点为卖出点。

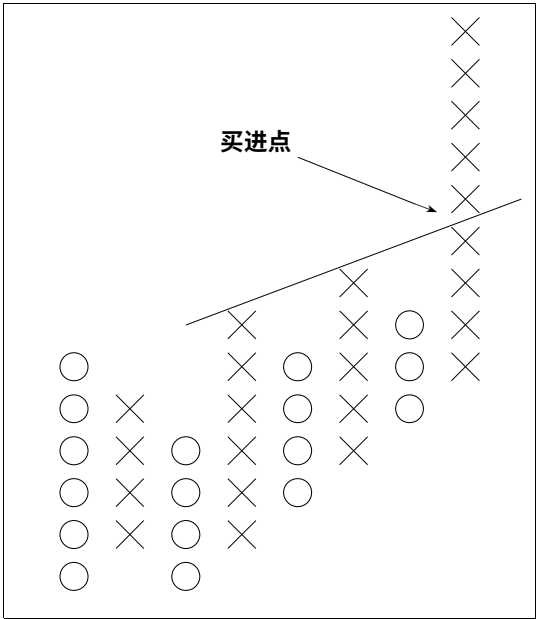


图 2.4.117

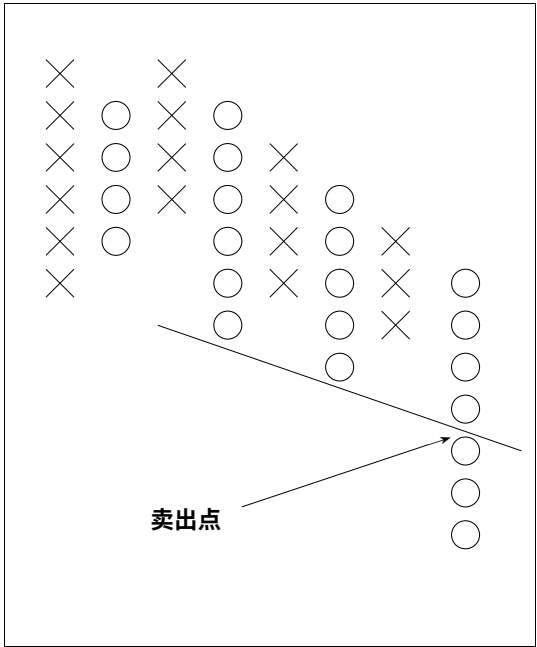


图 2.4.118

3.OX 图的目标价格预测

OX 图在计算目标价格时,通常根据两种基准来作为测量价位涨跌的目标。一个是横轴

行数目标价格,另一个是直列数目标价格。

在预测价位目标之前,首先应界定出压力线与支撑线的关卡位置。只有界定出了关卡以后,才可以知道价格突破之后,会涨跌到什么目标。

(1)横轴行数目标价格的测量。

该测量方法是根据价格在一个幅度之内,上下来回往复的次数来计算目标价格。一般说来,来回的次数愈多,所积聚的力量就会愈大。

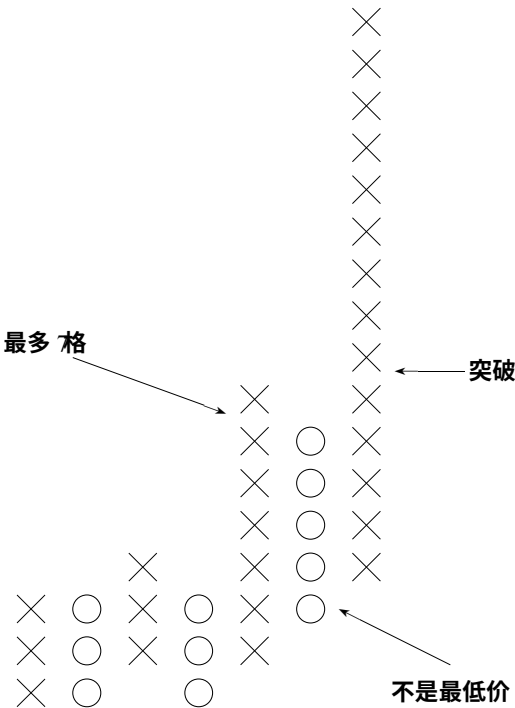


图 2.4.119

目标价格的计算公式为：

$$H = PE + (W \times RV)$$

其中 H——价格上涨或下跌的目标价位；

PE——价格的基期最高价或最低价；

W——基期的横轴行数,但不包括突破的一行；

RV——“格值 X 转折数”。

这一测量方法如图 2.4.119 和图 2.4.120 所示。

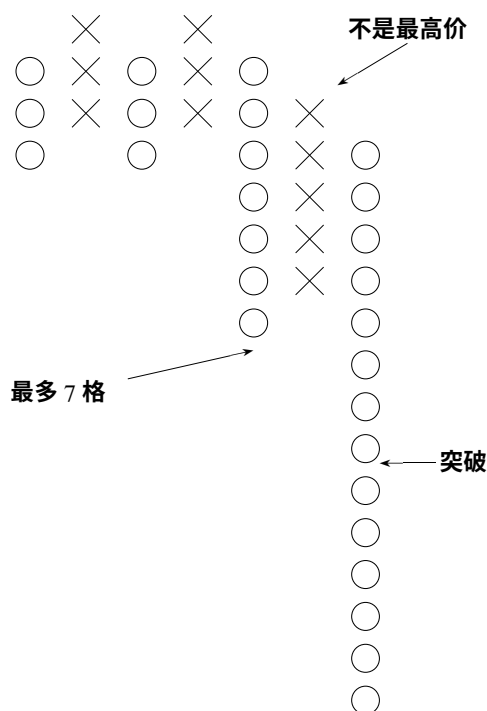


图 2.4.120

(2) 直列数目标价格的测量。

这种测量方法是根据前一波涨跌的幅度来计算目标价格。第二波涨跌的目标价格近似等于基价加上第一波的涨跌幅度,也就是说,第二波的涨跌幅度应近似等于第一波的涨跌幅度。这一测量方法如图 2.4.121 所示。

图 2.4.121 上证指数日线图

OX 图不但可以用来判断长期或中短期趋势的变化,还可以适用在日常的短线操作上。

不过,在这些图形的绘制上,会有各种不同的表现和绘制方法。OX图分析的重点在于对密集区的分析,所谓密集区,就是在一段时间内价格在顶部或底部保持水平不动的区域。分析密集区的主要目的在于帮助分析者推测出下一个突破点。分析的一般原则是,在密集区的交易活动较多,如果 $\times$ 和 $\circ$ 接近顶端,则表示市场有卖的趋势,反之则为买的趋势。如果密集区比较大,那么最近的交易影响会很强,也就是说,如果早期交易在顶端,但最近降到了底部,则市场上价格上涨的机会会多于下跌的机会。另外,OX图还有许多形式的变体图,这里不再详细介绍。

六、甘氏角度线分析

1. 甘氏角度线理论简介

甘氏(William D. Gann)是半个世纪前一位杰出的投资交易员。甘氏利用数学、几何学与星相学的知识发展出了一套很深奥的交易买卖系统,成功地应用于他的投资交易中,取得了很高的盈利记录。甘氏理论很复杂难懂,但其理论重点大致反映在以下四个方面:

(1)甘氏角度线(Gann Angles)当市场上价格的趋势是向上或向下时,趋势线在图形中会显示出一个重要的角度,而在此重要的角度线上形成阻力或支撑的效果。

(2)重大日期(Anniversary Date)。市场价格是一种周期性的反复,对于未来的反转日期以及价格的波动,均可以进行预测。

(3)主要方阵图(Cardinal Squares)。交易者可以将某一时段之内出现的最低价置于方阵图的最中央,接着以螺旋盘状将最小价格依次向外延伸。然后再以中心最低价向外选取一条重要的角度线作为未来价格的支撑阻力线来加以研究。

(4)价格——时间方阵图(Price—Time Squares)。在某一时段之内,使最高价和最低价之间的幅度与时间形成对应关系,从而寻找价位和时间的阻力线和支撑线。

由于甘氏理论过于复杂难懂,目前国内外大多数电脑技术分析软件都只采用了甘氏理论中的角度线分析。因此,我们也只介绍甘氏角度线分析的基本内容。

2. 甘氏角度线分析方法

在讨论甘氏角度线之前,先介绍一下甘氏理论中的‘百分比值’概念。“百分比值”是指将一波段的价位中,最高价与最低价之间细分为8等分,即 $1/8$ 、 $2/8$ 、 $3/8$ 、 $4/8$ 、 $5/8$ 、 $6/8$ 、 $7/8$ 等,再加上最高价与最低价之间的3等分比,即 $1/3$ 与 $2/3$ 。这样总共可以得到9个百分比值:

$$1/8 = 12.5\% \quad 3/8 = 37.5\% \quad 2/3 = 66.0\%$$

$$2/8 = 25.0\% \quad 4/8 = 50.0\% \quad 6/8 = 75.0\%$$

$$1/3 = 33.0\% \quad 5/8 = 62.5\% \quad 7/8 = 87.5\%$$

在以上的9个百分比值中,甘氏认为50%是最重要的百分比值,其次是37.5%和62.5%。这些百分比值,有可能是价格反弹或回档时变化的幅度,而且恰好接近黄金律中的0.382,0.5和0.618的数值。有了上面的9个百分比值后,就可利用前述的8等分与3等分的比例,求出9条角度线的相互位置。

我们可以利用长、宽各8格的方形图,找出8比1(图形上代号为 8×1)的角度线(7.5度角线)。如图2.4.122所示,在该正方形图中,纵轴表示价格,横轴表示时间,所有9条角度线的表示方法如图中所示。图中 $8 \times 1 = 7.5$ 度角; $11 \times 2 = 63.75$ 度角;

$4 \times 1 = 15.00$ 度角 ; $1 \times 3 = 71.25$ 度角 ;
 $3 \times 1 = 18.75$ 度角 ; $1 \times 4 = 75.00$ 度角 ;
 $2 \times 1 = 26.25$ 度角 ; $1 \times 8 = 82.50$ 度角。
 $1 \times 1 = 45.00$ 度角 ;

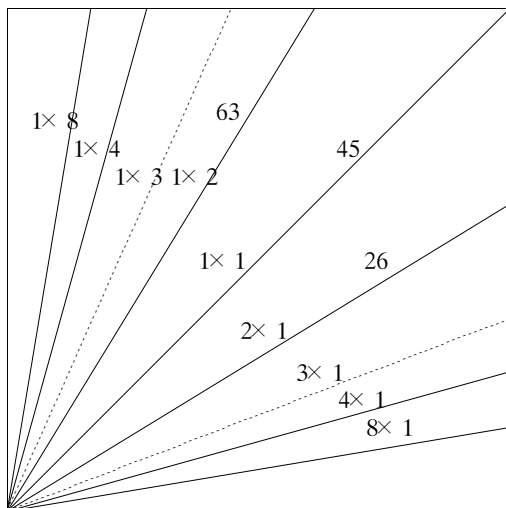


图 2.4.122

上面 9 条角度线形成了一个扇形的延伸。如图 2.4.123 所示,每一条角度线都有可能成为支撑线或压力线。在这 9 条角度线中,甘氏认为较重要的是 26.25 度角、45.00 度角和 63.75 度角三条角度线。在实际使用时,投资者还可利用不同高低点形成的角度线,找出双重支撑与压力的关系,从而更好地研究和判别买进和卖出点。如图 2.4.124 所示。

由于甘氏理论内容较广,角度线仅仅只是其理论的一部分,因此使用角度线来作为交易系统,有时显得有些牵强附会。从图 2.4.124 之中可以发现,分析者可以从许多价格点上延伸出无数条角度线,当然会与支撑线产生巧合。总之,分析者可以将甘氏角度线作为一种辅助分析工具,不必死钻“牛角尖”。

图 2.4.124 上证指数日线图

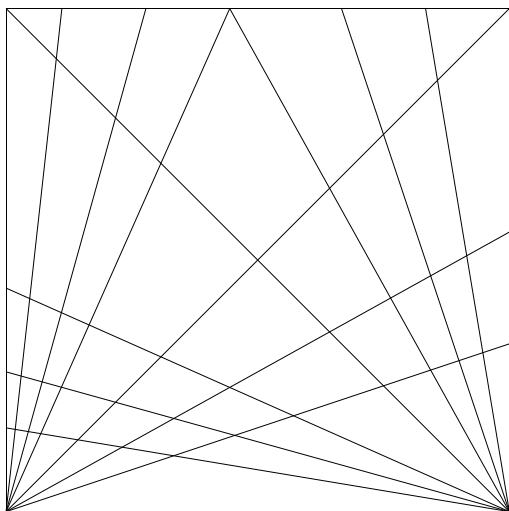


图 2.4.123

第四节 指标分析

股市行情的变化,往往会引起各种技术指标的变化。反过来说,各种技术指标变化的趋势也可反映股价的变动趋势。从而可以通过对各种技术指标的分析,预测行情的变化。用于技术分析指标有很多,下面介绍几种常用的技术分析指标。

一、移动平均线分析

移动平均线是技术分析指标中应用最广泛也是在目前最基本的技术分析指标,它在顺势法系统中得到了广泛应用。我们知道图形分析大部分具有主观性,且难以去测试。因此图形分析师并不完全依靠电脑。相反,移动平均线就很容易列入电脑程式中,可以精确地找出买进点和卖出点。当两位技术分析人员对于价量变化的看法有分歧时,移动平均线就可以帮助其精确研判行情变化趋势。

1. 移动平均线的分类及其计算方法

计算移动平均线时,应采用哪一个价格?是收盘价、最高价、还是最低价呢?一般说来,人们常常采用的是收盘价。也有一些技术分析人员喜欢采用中间价。一种中间价是将当天最高价和最低价加起来除以“2”得到,另一种中间价是把最高价加上最低价再加上收盘价除以“3”求得。平均移动线可按不同的标准进行分类。一般来说有两种标准。下面将分别讨论:

(1)按平均的时间长短分类。可分为短期、中期和长期移动平均线。一般而言,短期移动平均线是指周期在 10 天以下的移动平均线,中期移动平均线是指周期在 10 天到 20 天之间的

移动平均线 ;长期移动平均线是指周期在 20 天以上的移动平均线。

在欧美市场上,投资人或投资机构都非常重视 200 天的长期移动平均线,并把它作为年线,作为长期投资的依据 ;行情价格如果在此长期移动平均线下,则属于空头市场 ;反之,如果行情价格在此长期移动平均线之上,则为多头市场。

综合短、中、长期的移动平均线,可以帮助投资者研判市场上的多空倾向。如图 2.4.125 所示,在一个持续上涨的多头市场上,行情价格(收盘价)在上面 ;短期移动平均线位于第二位 ;紧接着是中期移动平均线 ;长期移动平均线由于必须平均过去较低的价格,因而明显地是最低的一条线。反之,在空头市场上,各种移动平均线的排列次序从上而下依次为长、中、短期移动平均线,最下一条则为行情价格(收盘价)。

图 2.4.125

一般来说,长期移动平均线在价格较牛或较疲时有效,因为价格在此情况下波动不是很大。而短期移动平均线则适合于交易员去作短期的炒作。当价格开始产生趋势时,不论是上升还是下降趋势,这时期移动平均线就会显示出优势。长期移动平均线不太敏感,离趋势线有较远的距离,并不随其而发生较小的波动或盘整,因此会随着主要趋势线而延伸发展。有时也因此而将长期移动平均线称为“慢速移动平均线”。相反,短期移动平均线则对行情价格涨跌的速度反应比较灵敏,有时也称之为“快速移动平均线”。短期移动平均线比较适用于价格反转的情形。

(2)按计算方法不同又可分为三类,即 算术移动平均线、加权移动平均线和指数平滑移动线。

①算术移动平均线是一种比较常用的移动平均线。它的计算方法就是将一组数字相加后,除以该组数字的个数。其计算公式为 :

$$MA = \frac{1}{n} (P_1 + P_2 + \cdots P_n) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n P_i$$

其中 :MA——价格算术平均数 ;

P_1 ——第 1 天的收盘价 ;

P_n ——第 n 天的收盘价 ;

n——移动平均线周期。

下面,我们以某连续 5 日的黄金价格为例,说明算术平均数的计算方法。计算结果如表 2.4.2 所示。

表 2.4.2

日期	最高价	最低价	收盘价	算术移动 平均线	
5/1	386.70	381.80	385.10		1
	385.30	383.70	384.60		2
	387.40	384.00	384.60		3
	385.90	383.50	383.80		4
	384.00	381.00	383.40	384.30	5
5/8	385.70	381.00	382.60	383.80	6
	384.70	381.80	384.40	383.76	7
	385.20	382.80	382.90	383.42	8
	386.00	383.10	385.70	383.80	9
	385.80	381.20	382.40	383.60	10
5/15	380.30	378.60	380.00	383.08	11
	383.00	379.80	379.80	382.16	12
	379.60	375.10	377.50	381.08	13
	377.409	373.00	373.90	378.72	14
	372.50	369.50	369.90	376.22	15
5/22	367.60	363.80	366.79	373.56	16
	370.50	367.00	367.20	371.04	17
	368.30	366.40	367.40	369.02	18
	371.00	368.00	369.90	368.22	19
	372.70	367.80	368.70	367.98	20

由于算术移动平均数,并不计较基期中某一天价格对未来价格波动的影响份量,而将每一天的影响力认为相同,这在统计学的理论上是不尽合理的。同时,当某种股票发生析股时,会导致平均数发生不合理的下降。因此,为了弥补这些不足,有人建议采用加权的方式来补救算术平均数的缺陷。

②加权移动平均线认为在移动平均数的周期内,最近一天的收盘价对未来价格的波动影响力最大,因此应赋予较多的加权份量。加权的方式一般又可分为三种,即‘ 阶梯式加权 ’‘ 线性加权 ’和‘ 平方系数加权 ’。

阶梯式加权移动平均线的计算方式是在选定周期之后,再选定每一阶梯式的天数,然后乘以权数。计算公式为：

$$\begin{aligned} MA &= [(P_1 + P_2 + \cdots + P_m) \times 1 + (P_2 + P_3 + \cdots + P_{m-1}) \times 2 + \cdots + (P_{n-m+1} + P_{n-m+2} + \cdots + P_n) \times (n-m+1)] \div [m \times 1 + m \times 2 + \cdots + m \times (n-m+1)] \\ &= \sum_{j=1}^{n-m+1} (P_j + P_{j+1} + \cdots + P_{j+m-1} \cdot j) \bigg/ \sum_{j=1}^{n-m+1} mj \end{aligned}$$

其中 P_j ——第 j 天的收盘价
 n ——移动平均线周期

m ——阶梯式的天数

例如,如果 $n=5, m=2$ 时,上述公式就可变为:

$$MA = [(P_1 + P_2) \times 1 + (P_2 + P_3) \times 2 + (P_3 + P_4) \times 3 + (P_4 + P_5) \times 4] \div (2 \times 1 + 2 \times 2 + 2 \times 3 + 2 \times 4)$$

线性加权移动平均线的计算方式是将某一天的收盘价乘以其权数,然后求和后除以各权数之和。一般规定第 1 天的权数为 1,第 n 天的权数为 n 。计算公式为:

$$MA = (P_1 \times 1 + P_2 \times 2 + \cdots + P_n \times n) \div (1 + 2 + 3 + \cdots + n)$$

$$= \sum_{i=1}^n P_i \cdot i / \sum_{i=1}^n i$$

平方系数加权移动平均线是在线性加权移动平均线的基础上加以变化而得到。也就是将每一加权数平方后再与当天的收盘价相乘。其计算公式为:

$$MA = (P_1 \times 1^2 + P_2 \times 2^2 + \cdots + P_n \times n^2) \div (1^2 + 2^2 + \cdots + n^2)$$

$$= \sum_{i=1}^n P_i \cdot i^2 / \sum_{i=1}^n i^2$$

③算术移动平均数和加权移动平均数计算时都需要储存大量的数据资料,运算也比较复杂。例如计算 200 天的移动平均线,若采用前述的两种方法,除了需要储存 200 天以上的数据外,还必须靠电脑来辅助计算,否则将会非常吃力。为了解决上述麻烦,技术分析者提出了指数平滑移动平均线(EMA)。其计算方法是先用算术移动平均线计算出第一个移动平均数,然后再以平滑公式计算出后面的移动平均数。计算公式为:

$$EmA_t = P_t \times 1 \div n + EmA_{t-1} \times (n-1) \div n$$

指数平滑移动平均数也可以加权型式加重。一般习惯上加重最近一天(当天)收盘价的权数。计算公式为:

$$EmA_t = P_t \times m \div (n + m - 1) + EmA_{t-1} \times (n-1) \div (n + m - 1)$$

式中: m ——加权的倍数。

对此三种移动平均线的计算方法之后,我们可以发现,指数平滑移动平均线 EmA 是比较简便的方法。

2. 移动平均线的应用

许多技术分析专家,对如何应用移动平均线提出了许多不同的技巧与方法。其中最为人们所熟悉的是技术分析大师葛兰碧所提出的“移动平均线八大买卖法则”。这一技巧是单纯依据股价与移动平均线的关系作为研判的理由。然而只以股价与移动平均线的关系作为判别依据常会碰到行情震荡幅度较激烈的情况,交叉买卖的信号过于频繁与杂讯过多的问题。因此,有人提出用短期的移动平均线取代当天的股价,与较长期的移动平均线配合来共同研判,这样就可修正偶发的变动和震荡。有人甚至还提出采用三条不同周期的移动平均线组合来作为修正工具。

由于移动平均线反应的是多天的延迟效果,一般来说不适应于短线的操作,往往会产生假信号。在某些情况下,为了避免假突破的错误信号,可在移动平均线的上下各设定 2% 或 3% 的宽限区间,形成所谓的“轨道移动平均线”。有时也采用以最高价、最低价计算的移动平均线来作为修正之用。

(1) 葛兰碧八大买卖法则。

①当平均线从下降逐渐转变为盘局或上升,而股价从平均线的下方突破平均线时,为买进

信号。如图 2.4.126 所示。

②当股价虽然跌破平均线,但又立刻回升到平均线之上,此时平均线仍然继续上升,则为买进信号。见图 2.4.127。

③当股价趋势线位于平均线之上,股价下跌但未跌破平均线且立刻反转上升,则为买进信号。见图 2.4.128。

④当股价突然暴跌,跌破平均线,且离平均线较远,则有可能反弹上升,这时也是买进时机。见图 2.4.129。

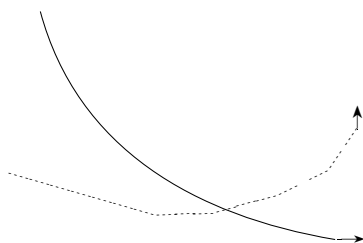


图 2.4.126

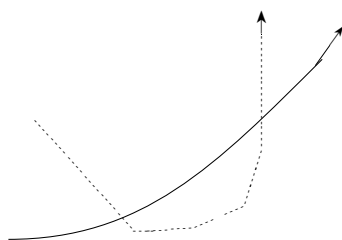


图 2.4.127

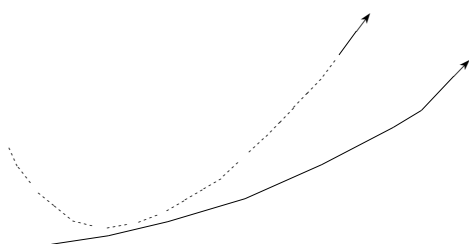


图 2.4.128

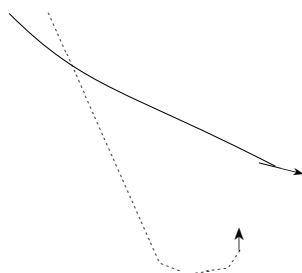


图 2.4.129

⑤当平均线从上升逐渐转为盘局或下跌,而股价又向下跌破平均线时,则为卖出信号。见图 2.4.130。

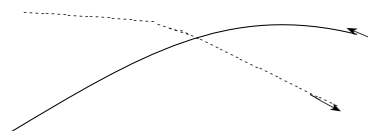


图 2.4.130

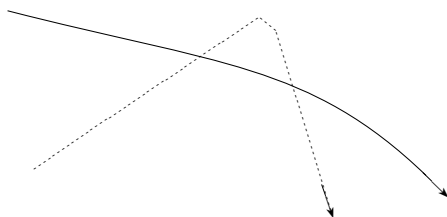


图 2.4.131

⑥当股价虽然向上突破了平均线,但又立刻回跌到平均线以下,且此时平均线仍然持续下降,则为卖出信号。见图 2.4.131。

⑦当股价趋势线位于平均线之下,股价上升并未突破平均线且立刻反转下跌,这时就是卖出信号。见图 2.4.132。

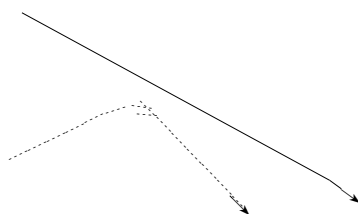


图 2.4.132

⑧当股价突然暴涨,突破了平均线,且离开平均线较远,则股价有可能反弹回跌,这时仍然是卖出时机。见图 2.4.133。

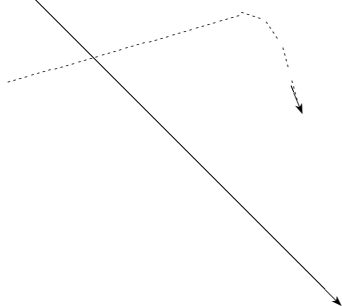


图 2.4.133

葛兰碧倾向于使用较长期的移动平均线周期,如使用 200 天的长期移动平均线。使用类似的这种周期,在一定程度上可以修正和避免杂乱的信号,在实际运用中必须灵活运用上述的观点与法则。

(2)移动平均线轨道的应用。

移动平均线还可以用来预测一项交易的利润与风险程度。当股价在趋势线上呈锯齿状来回游动时,可以在主要的移动平均线上下决定出一个轨迹。如图 2.4.134 所示。在价位向上突破轨道时,则为买进信号,这时该轨道的宽度就是可能的风险损失。

图 2.4.134

敢于冒险的投资者,可以在价位突破主要移动平均线时就立刻买进。比较保守的投资者,则应在行情有一个明确的走向后,也就是当股价有效地突破了移动平均线的轨道后,才买进做多头。股票交易者本身要具有风险评估的观念。一般说来,利润与风险成正比。移动平均线上下的轨道设定并没有严格的限制。有的投资者喜欢用 10 日移动平均线,上下各乘以 102% 和 98% 来作为轨道;也有投资者使用 101% 和 99% 的不同比值来设定轨道。在实际运用中由投资分析者灵活掌握。

(3)最高价、最低价移动平均线的应用。

在进行技术分析时,有的技术专家以最高价、最低价和收盘价来计算其移动平均线。在一个急剧变动的股市上,投资者经常可以发现,股价突然跌破主要的移动平均线,随即又回头向上突破了平均线的情形。使用最高价和最低价来计算移动平均线,其目的就在于能够较好地修正各种干扰信号。

(4)长、短期移动平均线的配合运用。

技术分析专家常常将长期与短期移动平均线配合起来运用,这样可以提高获利的机会。一般来说,短期移动平均线(10 日左右)所代表的是短期内多空价位的平衡点,变动速度比较快。长期移动平均线(25 日左右)所代表的是长期内多空价位的平衡点,变动速度较慢,图形走势较稳定。因此投资者就可以利用速度快、慢不同的移动平均线来决定买进与卖出的时机。如图 2.4.135 所示。当现时行情价位处于长期与短期移动平均线之上时,则为买进时机;当价位跌破短期移动平均线时,就应立即卖出,将手上的股票或商品的买仓平仓。等到行情跌破长期移动平均线时,则应放空新单。

图 2.4.135

另外,快、慢移动平均线的交叉,也是一个相当有效的买进与卖出信号。快速移动平均线若是跌破慢速移动平均线,通常是一个明显的空头信号。反之,如果快速移动平均线向上突破慢速移动平均线,则为一个反转多头的信号。

当行情价位跌破短期移动平均线时,通常会在长期移动平均线获得支撑。如果价位跌破了长期移动平均线,且又无法立即拉回使短期移动平均线与长期移动平均线交叉,则表明大势必然下跌。两条线的交叉被称为‘死亡交叉’或‘黄金交叉’。

(5)移动平均线的周期天数的确定。

在使用移动平均线时,首先必须要确定移动平均线的周期天数。这个周期天数如何确定的问题,有许多技术分析专家进行过大量的尝试,提出了各自的观点和看法。

1978 年 Mr.Hocbheimer 曾经利用电脑帮助计算算术移动平均线的买卖利润,所选用的样品是 1970 年到 1976 年间 13 种不同种类的商品期货,移动周期天数从 3 天到 70 天不等。结果发现各种商品都存在着不同天数的最佳组合。如表 2.4.3 所示。美国商品预测周刊则利用 4 天、9 天和 18 天三条不同天数的算术移动平均线,作为各种商品期货走势的配合分析。

表 2.4.3

商 品	最佳平均 线日数	交 易 次 数	盈 利 次 数	亏 损 次 数	累积净盈利 或净亏损
可可	54	600	157	443	87.987
粟米	43	565	126	439	24.646
糖	60	492	99	393	270.402
棉花	57	641	121	520	68.685
白银	19	1393	429	964	42.920
铜	59	432	158	274	165.143
黄豆	55	728	151	577	222.195
豆粉	68	704	148	556	22.506
小麦	41	480	124	356	65.806
猪腩	19	774	281	493	97.925
豆油	69	586	122	464	89.416
木材	68	372	98	274	1.622
活猪	16	1093	318	775	35.595

在香港,人们通常采用的移动平均线组合为 10 天、50 天和 250 天三条移动平均线。其中

将 250 天周期的长期移动平均线作为牛市与熊市的分界线,10 天和 50 天的移动平均线作为买进与卖出信号的判断线。香港股市的技术分析者经常采用的买进信号和卖出信号如下:

买进信号:

- ①当恒生指数由下向上突破 10 天移动平均线时;
- ②当恒生指数由下向上突破 50 天移动平均线时;
- ③当 10 天移动平均线向上突破 50 天移动平均线时。

卖出信号:

- ①当恒生指数跌破 10 天移动平均线时;
- ②当恒生指数跌破 50 天移动平均线时;
- ③当 10 天移动平均线跌破 50 天移动平均线时。

然而,几乎每一位技术分析专家使用的移动平均线周期天数都不尽相同,同时也会使用不同条数的移动平均线,当然其作用与效果也各有差别。即使是使用相同周期的移动平均线,各人的看法也不会一样。这主要是由于使用者的经验和研判技巧各不相同所造成。

3. 移动平均线的优缺点

(1)移动平均线的主要优点有:

①运用移动平均线进行分析,在买卖交易时,可以评估风险程度,将亏损的可能性降至最小;

②在行情趋势变动时,买卖交易的利润非常大;

③移动平均线的组合可用来判断行情价格的变化趋势。

(2)移动平均线的主要缺点有:

①当行情发生‘牛皮’盘档时,买卖信号过于频繁,往往会使人无所适从,甚至做出错误判断;

②无法确定移动平均线的最佳天数与组合;

③仅凭移动平均线的买卖信号,投资者往往感到信心不足。通常还需要利用其他技术指标进行辅助分析。

二、成交量指标分析

成交量是指某一种股票在一天的交易中所撮合成交的股数。成交值是指某种股票在一天的总成交价值。在技术分析中,价、量、时间是研究股价趋势的三个重要参数。有的分析专家甚至认为‘量领先于价’,可见对成交量的研究具有相当重要的意义。

一般来说,股价与成交量的变化是同步和同向的。成交量增大说明市场上的投资者认同当时的股价,愿意进行交易活动。这样就会自然而然地推动股价上涨,成交量减少表明市场上投资者信心不足,股价将会随之回落。当股价继续上升,而成交量却后继无力不能随之上升时,就出现了‘量价背离’的现象,这是趋势反转的前兆。

1. 成交量指标的应用

对于成交量指标的分析,各个技术分析专家有不同的看法。根据技术分析大师葛兰碧的观点,成交量和股价趋势之间的关系可以归纳为下列 9 种:

(1)价格随成交量的增加而上涨,这是市场行情的正常特征。这种量增价涨的关系,表示

股价将会继续上升。

(2)如图 2.4.136 所示,在一个波段的涨势中,股价随着成交量的增加而上涨,突破了前一波的高峰后继续上涨,并创下了新的最高价。然而此波段股价上涨的整个成交量水准却低于前一波段上涨的成交量水准。此时,价位虽有创新,但成交量却没有突破,则此波段股价涨势令人怀疑,同时这也是股价趋势潜在反转的信号。

图 2.4.136

(3)股价随着成交量的减少反而回升。这时,股价上涨,成交量却逐渐萎缩,如图 2.4.137 所示。成交量是股价上涨的原动力,原动力不足则显示出股价趋势潜在反转的信号。

图 2.4.137

(4)股价随着缓慢递增的成交量而逐渐上涨,渐渐地走势突然成为垂直上升的喷出行情,成交量急剧扩大,股价跃升暴涨。紧接着成交量大幅度萎缩,股价急剧下跌,如图 2.4.138 所示。这种现象表示涨势已到了末期,可能会出现反转。反转时跌幅的大小受到前一波股价上涨幅度的大小以及成交量扩增程度影响。

图 2.4.138

(5)当股价走势随成交量的增加而上涨时,是十分正常的现象,并没有特别暗示趋势反转的信号。

(6)在一波段的长期下跌形成谷底后,股价开始回升,但成交量并没有因股价上涨而递增。从而股价上涨乏力,然后再度跌落到先前的谷底附近,或者高于谷底,如图 2.4.139 所示。当第二个谷底的成交量低于第一个谷底时,是股价将要上涨的信号。

图 2.4.139

(7)如图 2.4.140 和 2.4.141 所示,股价往下跌落很长一段时间后,出现了恐慌性的卖出,此时随着日益扩大的成交量,股价大幅度下跌。在恐慌卖出之后,预期股价可能上涨,同时恐慌卖出所创造的低价不可能在很短的时间内跌破。恐慌性卖出之后往往标志着空头市场的结束。

图 2.4.140

图 2.4.141

(8)如图 2.4.142 所示,股价往下跌,跌破了股价形态、趋势线或移动平均线,同时成交量被放大,这是股价下跌的信号,也表明趋势会很快出现反转。

图 2.4.142

(9)当股市行情持续上涨数月之后,出现了急剧增加的成交量,而股价却上涨乏力,在高档盘整,却无法向上大幅度上涨。这显示了股价在高档大幅震荡,卖压沉重。这是股价即将下跌的先兆信号。如图 2.4.143 所示。

图 2.4.143

当股价连续下跌之后,在低档出现大成交量,股价却没有随之进一步下跌,价格仅仅出现小幅度的波动。这表明股价将要上涨,是进货的好时机。如图 2.4.144 所示。

图 2.4.144

2. 能量潮 OBV 指标的应用

OBV 指标是 On Balance Volume 的缩写,它由技术分析大师葛兰碧最早提出。主要是利用成交量的累计来判断市场上的人气是否汇集或涣散。下面先介绍两个专有名词,一是‘收集’(accumulation),另一个是‘派发’(distribution)。所谓‘收集’是指大户做手暗地里在市场内逢低进货,逢高出货。在大户本身尚未吃够筹码之前,大户一边出货来打压行情,一边暗地里吃进,出少进多而不让行情上涨。等到大户已经握有足够的筹码之后,“收集”即告完成,大户才开始大量地买进以促使行情大幅上涨。与此相反,“派发”是指大户做手在暗地里逢高卖出、逢低买进,此时出多进少,等到大户手上的筹码出脱得差不多时,才一起抛出,以求获利了结。

“收集”与“派发”几乎都是在暗地里进行的。OBV 理论就是希望能够从股价变动与成交量增减之间的关系,推测出市场内的情况是在‘收集阶段’,还是‘派发阶段’。

OBV 指标的计算把今日的收盘价高于昨日收盘价时,今日的成交量记作‘正值’。而当今日的收盘价低于昨日的收盘价时,则将今日的成交量记作‘负值’。一段时间内一连串正负值累计相加,就得出了 OBV 指标的数值。计算过程如下表所示。

OBV 计算法

日 期	每日收市价	成交量	OBV (积累成交量)
1	27.09	—	—
2	27.15	+ 3,000	+ 3,000
3	27.22	+ 2,500	+ 5,500
4	27.07	- 800	+ 4,700
5	26.85	- 1,200	+ 3,500
6	27.01	+ 2,500	+ 6,000

我们分析上表 第 1 日为基点,无法比较。第 2 日收盘价高于第 1 日,因此当日的 OBV 值即为第 2 日的成交量,等于 + 3000。同理,第 3 日收盘价高于第 2 日。因而 OBV 值加上第 3 日的成交量就成了 + 5500。第 4 日收盘价低于第 3 日,因此成交量记为负值,OBV 值累计第 4 日的负值成交量,就变成了 + 4700,以后各日的 OBV 值均可依此类推。

技术分析专家认为,如果只观察 OBV 数值的增减,意义并不大。OBV 值必须配合图表的

走势才有实质的效用。通常情况下,股价走势或多或少与成交量的变化有关。这时 OBV 的曲线则表现出与股价趋势几乎平行的移动。这种情形并无多大实际分析意义。

当 OBV 曲线与股价趋势线出现‘背离’走势时,就可以判别目前市场内是处于‘吃货’还是‘出货’状态。一般的判断法则如下:

- (1)OBV 曲线上升,而股价却下降时,市场处于‘吃货’状态,投资者应跟进买入;
- (2)当 OBV 曲线由下跌转为缓慢上升时,表明买方力量在逐渐加强。此时大户可能正在‘吃货’,应及时买进;
- (3)OBV 曲线下降,而股价却上升时,表明买方的购买能力已经减弱,此时应立即卖出;
- (4)OBV 线急速上升时,表示大户即将准备‘出货’,因此应立即卖出。

OBV 指标分析是一种较早期的技术分析工具,使用比较普遍。这一指标既有优点,又有不足。优点主要表现在当交易市场内的资金流向以不动声色的方式进行时,OBV 虽然无法很明确地提出资金流向的理由,但当不寻常的大成交量在高价圈或低价圈内出现时,可以警告投资者抢先研判市场内多空倾向。OBV 的缺点主要表现在以下三个方面:

(1)OBV 的计算原理过于简单,其出现的信号通常无法区别是否当随机产生的进发性消息有关。一条突发性的谣传消息,往往会使成交量出现异常波动。

(2)在计算 OBV 值时,只用收盘价的涨跌作为计算的依据,显然会出现失真现象。

(3)OBV 指标无法有效地运用于商品期货。各种商品期货均有一定的到期交割日,在越接近交割的日期,交易越活跃,成交量增减越有着周期性的变化。因此对使用长期累计的 OBV 计算来说,会产生扭曲的信号。

为了避免 OBV 指标的失真,麦克·柴金提出了成交量多空比率净额法(Volume Accumulation)来修正 OBV 指标。计算公式为:

$$VA = [(C - L) - (H - C)] \div (H - L) \times V$$

式中:VA——成交量多空比率净额

H——最高价

C——收盘价

L——最低价

V——成交量

这种修正方法是根据多空的力量来加权修正当天的成交量值。在图形分析中,我们曾假设,收盘价是一日中多空双方的均衡点。因此收盘价减去最低价,表示多头买进的力量幅度;而最高价减去收盘价,则代表着空头卖出力量的幅度。因此,在此修正公式中,多头力量的幅度(C-L)减去空头力量的幅度(H-C)就为当天中多头的净额力量幅度。以此净额幅度乘以当日成交量就能够得到比较合理的 OBV 计算数值。

三、乖离率指标分析

乖离率(Bias)是根据葛兰碧移动平均线八大法则推导出来的。葛兰碧认为,当股价距平均线太远时,便会向平均线靠近。但他并没有明确指出距离多远时,股价才会向平均线靠近。后来人们发现这一距离与股市的强弱程度有关。因此为了测量这一距离,人们提出了乖离率指标。乖离率是指当日指数或个别股当日的收盘价与移动平均线之间的差距。计算公式为:

$$\text{BIAS} = (C_T - M_{AN}) \div M_{AN}$$

式中 C_T :当日指数或收盘价；

M_{AN} :N 日移动平均线。

在前面移动平均线的讨论中,我们曾假设,移动平均线为一段时间中多头与空头力量的均衡点。乖离率表示的是和均衡点之间的差异和乖离程度。一般说来,距离越远,则表示获利回吐的可能性越大。

很多技术分析专家提出了对乖离率的研判准则。对于这一指标,比较普遍的研判法则要点如下：

(1)乖离率分为正乖离率和负乖离率两种,当股价位于平均线之上,则为正乖离率；当股价在平均线之下,则为负乖离率；当股价与平均线相交时,乖离率为零。正的乖离率数值愈大,表明短期内多头的获利愈多,那么获利回吐的可能性也就愈大；负的乖离率的绝对值愈大,则空头回补的可能性就愈大。

(2)经验表明,股价和 10 日平均线的乖离率达到 +8% 以上时,就为超买现象,应及时卖出股票；而当乖离率达到 -8% 以下时,就为超卖现象,应及时地买入股票。不过这一数值因时间、环境的变化而改变。

(3)股价与 30 日平均线的乖离率达到 +16% 以上时,就为超买现象,是卖出的大好时机；而当乖离率达到 -16% 以下时,就为超卖现象,是买进的好时机。这一数值也是一个经验数据。

(4)对于个别股票,由于受多空双方激战的影响,股价和各种平均线的乖离率容易偏高,因此运用中要随之而变。

(5)当行情、股价与平均线之间的乖离率达到最大百分比时,就会向零值逼近,有时也会低于零或高于零,这都属于正常现象。

(6)多头市场的暴涨和空头市场的暴跌,都会使乖离率达到意想不到的百分比值,但出现的次数极少,而且持续时间也很短,因此可以将其看作一种例外情形。

(7)在大势上涨的行情中,如果出现负乖离率,就可以在股价下跌时买进,此时受损失的风险较小。

(8)在大势下跌的行情下,如果出现正乖离率,可以在股价回升时脱手卖出。

(9)在乖离率的分析和判断中,只用单一乖离率来作为研判的根据,有时会出现偏差。如果遇上了大涨或大跌的行情,就有可能错过大好行情的机会。如果在大涨的情况下,多头只是小赚,那么当行情下跌时,所赚的钱可能不够弥补损失。因此,有些技术分析专家提出用乖离率和乖离值的移动平均线,形成类似快、慢速移动平均线来进行分析。MACD 指标就是根据这种思想发展起来的。

四、MACD 指标分析

MACD 的全名为 Moving Average Convergence and Divergence,译为中文就是 指数平滑异同移动平均线,有时也简称为指数离差指标。

1. MACD 理论简介

MACD 的原理是利用快速和慢速移动平均线加以双重平滑运算,用来判断买进与卖出的

时机和信号。这一技术分析工具目前在欧美各国颇为流行。

运用移动平均线作为买卖时机的判断,最大的不足就是不适用于当股市处于牛皮盘档的行情。但是当股价走势明显时,移动平均线则可以帮助投资者获得最大的利润。根据移动平均线原理发展而来的 MACD 指标,就是要能除掉移动平均线频繁出现假信号的缺陷,同时又能确保移动平均线最大战果的优点。

根据移动平均线的特性,当行情处于一段真正持续的涨势时,股价的快速(短期)移动平均线与慢速移动平均线之间的距离必将愈拉愈大(就是说两者之间的乖离率愈来愈大)。当涨势趋于缓慢时,两者之间的距离则必然会缩小,甚至会出现互相交叉。同样,当股市处于持续下跌的行情之中时,快速线将位于慢速线之下,两者之间的距离也会愈拉愈远。如图 2.4.145 所示。

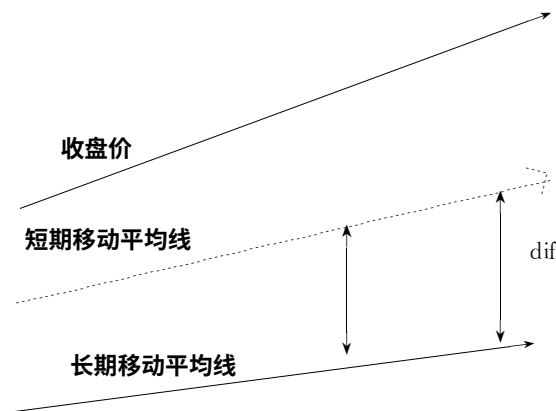


图 2.4.145

在运用 MACD 指标时,应首先计算出快速移动平均线(例如 12 日的 EMA 平滑计算平均值)和慢速移动平均线(例如 26 日 EMA)。用这两个数值作为测量两者(快、慢速线)之间‘离差值’的依据。“离差值”DIF 就是 12 日 EMA 数值减去 26 日 EMA 数值之差。

从理论上讲,在持续的涨势中,12 日 EMA 线应在 26 日 EMA 线之上。他们之间的正离差值(DIF)会越来越大。反之在持续的跌势中,负离差值的绝对值也会越来越大。所以在行情开始回转时,正或负离差值就会缩小。如图 2.4.146 所示。MACD 指标就是利用正负的离差值与离差值的 9 日平均线之交叉信号作为买卖信号的依据。

2. MACD 指标的应用

技术分析专家提出了很多对 MACD 指标的研判准则,比较普遍的准则要求如下:

(1)‘离差值’与‘离差平均值’在 0 轴线之上时,市场将趋向为‘牛市’(多头市场)。两者在 0 轴之下时,则表明‘熊市’(空头市场)即将到来。

(2)‘离差值’向上突破‘离差平均值’与 0 轴线时,则为买进信号。当在 0 轴以下交叉时,适合进行空头平仓(空头回补)。如图 2.4.146。

图 2.4.146

(3)当‘离差值’向下跌破‘离差平均值’与 0 轴线时,则为卖出时机。当两者在 0 轴以上交叉时,则比较适合进行多头平仓(多头卖出)。如图 2.4.147。

图 2.4.147

(4)对‘背离信号’的判断。所谓‘背离信号’就是指在 K 线图或直线图的图形上,价位出现了一头比一头高的头部,但在 MACD 的指标图形上,却出现了一头比一头低的头部。这种背离信号的出现,一般表明行情将出现下跌的趋势。

五、动量指标 MTM 和震荡量指标 OSC 分析

1. 动量指标 MTM 分析

动量是一种用来测量股价涨跌速度的重要工具。在一个自由开放的市场中,价格由供求关系来决定。当需求大于供给时,价格就会上涨。与此同时,价格的上涨又会使生产者增加生产或使需求者寻求代用品,这样又会改变供求关系使价格下跌。因此,在买与卖的过程中,价格平衡的状况是不存在的。而且在价格的波动中,经常会出现反转局面,在反转出现之前,涨跌速度会有快慢的变化。如图 2.4.148 所示。

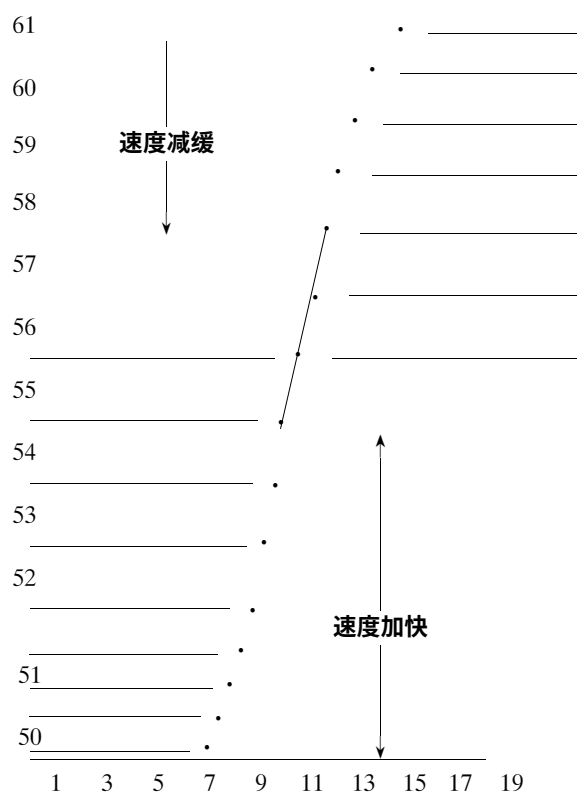


图 2.4.148

动量指标的计算,是依据匀速的原则判断价格涨跌。根据匀速原则,在涨势中,相等时间内的涨幅应该一致 在跌势中,每一段时间的跌幅也应该相同。

动量的计算就是根据这一思想,以当天的收盘价减去固定的几天前的收盘价,求得‘动量值’来进行比较分析的。

MTM 公式：

$$MTM = C_T - C_{T-N}$$

C_T ——今日收盘价
 C_{T-N} ——N 日前收盘价

表 2.4.5 就是利用了 3 日的周期参数来计算动量值的实例。在该表中,当动量值减少或反转增加时,就是买进或卖出的时机。如在第 5 天,行情价格虽然继续上涨,但动量值反而减少,这时就应卖出做空头。而在第 10 日,动量值有较大增加时就可以买进平仓。

表 2.4.5

日 期	收盘价 Close	动量值 MTM(MF)	
1	49.25		
2	49.75		
3	50.25	+ 1.00	
4	50.75	+ 1.00	
5	51.10	+ 0.85	卖出 51.10
6	50.75	0.00	
7	51.00	- 0.10	
8	49.75	1.00	
9	49.25	- 1.75	
10	49.50	- 0.25	买进 49.50

对于动量周期天数的设定,各技术分析专家有所不同。一般来说,以 8 天到 20 天之间比较恰当,多数人选用 10 天作为动量的周期。

图 2.4.149

在动量值束分析研究的基础上,有人提出最好是把动量值配合动量值的移动平均线一起使用,这样就可形成快慢速移动平均线的交叉现象。图 2.4.149 就是 10 日动量值与其 10 日动量平均线的图形。从该图中可以看出,在一段涨势中,图形的头部一头比一头高,而动量线却一波比一波低,可以明显地看出股价变动的速度在减慢,这是一种‘背离’信号。在涨势中出现这种背离信号时,表明行情即将下跌,应立即卖出;反之,在跌势中出现这种背离信号时,就应立即买入。图 2.4.149 中,1992 年 4 月初上证指数就与动量线出现了背离现象,读者可以自己验证上述分析。

2. 震荡量指标 OSC 分析

动量指标还有另外一种表现方式,就是用震荡量指标来表示。震荡量指标一般用百分比值来计算。以 10 日动量指标为例,其 10 日动量值等于当日收盘价减去 10 日前收盘价,而震荡量则等于当日收盘价除以 10 日前收盘价,再乘以 100。OSC 的计算公式为:

$$OSC = (C_t \div C_{t-N}) \times 100$$

计算出来的震荡量 OSC,其数值一般在 100 上下。因此在绘图时,就可以用 100 为基准横轴。当动量值在 100 以上时,就为行情上涨倾向,而当动量值在 100 以下时,则为行情下跌倾向。震荡量指标的研判方法和动量指标 MTM 的研判方法一样。事实上,OSC 指标和 MTM 指标的构造大同小异,指标线路的反应也大致相同。因此,只要熟悉了动量指标的研判方法,对于 OSC 指标的研判也就可以得心应手了。

六、相对强弱指标 RSI 分析

1. RSI 理论简介

相对强弱指标 RSI(Relative Strength Index)是目前流行最广,使用最多的技术分析工具之一。在一个正常的市场中,供求双方取得平衡,才能使价格稳定。然而,在一般情况下,由于受到许多因素的影响,供给和需求都在不断地发生波动。在测定一个市场的平衡点时,我们可以假设这个市场中有 100 个人,那么最佳的平衡点就是,50 人供给等量的商品(或股票),而另外 50 人接受这等量的商品。

假如供应者多于 50 人,即供过于求,就会使商品的价格下跌;供给者如果少于 50 人,求大于供,则商品价格上涨。

RSI 指标就是根据供求平衡的原理测量某商品市场买卖力量的强弱程度的指标。

在现实的市场中,无法统计真正供应者与需求者的数量,在计算 RSI 指标时,只能利用买卖双方争斗的结果——收盘价的涨跌来评估市场上买力的强弱。如图 2.4.150 所示。

用 14 日周期为例说明如何计算 RSI 指标。RSI 首先将 14 日中涨势(当日收盘价减前一日收盘价为正值者)的总和,看作是买方(需求者)的总力量,也就是 14 天中的总买力;而将这 14 日中的跌势的总和(当日收盘价减前一日收盘价为负值者之和),看作是这 14 日中的总卖力。

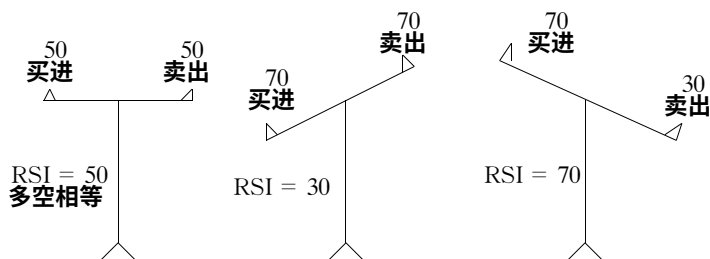


图 2.4.150

在计算 RSI 时,首先必须求得每一天收盘价跟前一天收盘价相比的涨跌幅度。由于要与前一日相比较,在 14 日周期的 RSI 中,需要有 15 天的收盘价数据。在计算时,先将 14 日涨幅

总和除以 14,就得到了 14 日的涨幅平均值(up average) 然后将 14 日的跌幅总和除以 14,就得到了 14 日的跌幅平均值(down average)。

RSI 把涨幅平均值看作是买力,而把跌幅平均值看作是卖力。因此,用 14 日涨幅平均值 $\div$ (14 日涨幅平均值 + 14 日跌幅平均值) $\times 100$ 就得到了 14 日的 RSI 值。

因此,RSI 的计算公式为:

$$RSI = VP_{AVG} \div (VP_{AVG} + DOWN_{AVG}) \times 100$$

在计算完一日的 RSI 值后,再计算下一日的 RSI 值时,可以不厌其烦地使用算术平均数,计算下一日的涨跌幅平均值,但比较简单的计算方法是采用平滑计算法运算。计算公式如下:

$$\text{当日涨幅平均值} = \text{前一日涨幅平均值} \times 13 \div 14 + \text{当日涨幅} \times 1 \div 14$$

$$\text{即 } VP_{PAVG} = VP_{PAVGt-1} \times 13 \div 14 + UP_t \times 1 \div 14$$

$$\text{当日跌幅平均值} = \text{前一日跌幅平均值} \times 13 \div 14 + \text{当日跌幅} \times 1 \div 14$$

$$\text{即 } DOWN_{PAVG} = DOWN_{PAVGt-1} \times 13 \div 14 + DOWN_t \times 1 \div 14$$

2. RSI 指标的应用

RSI 指标的数值总是介于 0 与 100 之间。不像动量指标和震动量指标在 O 轴线上上下摆动,正负值难以确定,不便在图形上进行绘制,而绘制 RSI 指标则很方便。所以 RSI 指标是一种方便而实用的辅助分析工具。

RSI 指标在运用时,主要配合直线图或 K 线图来进行股市行情的研判。RSI 指标的主要功能如下:

(1)在头部或底部形成征兆。

当 RSI 值上升到 70 以上时或降到 30 以下时,在 RSI 的图形上,通常会比 K 线图提早出现到顶或到底的征兆。也就是说,在 70 以上提前出现超买现象,而在 30 以下就会提前出现超卖现象。如图 2.4.151 所示。



图 2.4.151

(2)图形形态清楚。

RSI 的图形形态比 K 线图上所出现的图形形态更加清楚,如头肩顶底,三角形、双头,双底等。这样在图形上就比较容易判断突破点、买进点和卖出点。

(3)虚弱反转信号(虚弱周转信号)。

RSI 值在 70 以上或 30 以下的反转,是市场趋势即将反转的强烈信号。如图 2.4.152 所示。

图 2.4.152

(4) 背离信号。

在实际的日线图上,形成的头部是一头比一头高,而在 RSI 的图形上,却出现了一头比一头低的情形。这就是所谓的背离信号。这种背离信号的出现,表现出了价格虚涨的现象,通常是较大的反转下跌的前兆信号。

3. RSI 指标的优缺点

RSI 指标最早由威尔德提出,当时他只是简要地提出了上述几个研判上的要点。但在实际运用 RSI 指标时,还需解决以下几个问题:

(1) 周期如何确定。

威尔德在他的《技术分析新观念》一书中偏好使用 14 日的周期参数。但在实际运用中,则要根据股票或商品价格波动的幅度和特性来决定周期。一般而言,周期短则信号比较敏感,周期长则信号较迟缓。如图 2.4.153 所示。

(2) 超买区和超卖区如何确认。

把 70 以上视为超买区,把 30 以下视为超卖区,这并不是绝对的。在特殊情况下,RSI 值涨到 95 或跌到 5 都很正常。因此在 RSI 值为 70 时就贸然卖出,或 RSI 值在 30 以下时就贸然

图 2.4.153

买进,都存在着相当的风险。

根据 RSI 指标的特性,当 RSI 值位于 40~60 之间时,股价涨跌 1 元,RSI 值则可能上下 3 到 5 个点。而当 RSI 值在 80 以上或 20 以下时,股价涨跌 10 元或 20 元,RSI 值却可能只波动 1 到 2 个点。由于 RSI 值在 80 以上和 20 以下有失真的现象,因此在使用上必须小心谨慎。

(3)背离走势如何事前确认。

背离走势的信号对一般 RSI 的使用者来讲,都是事后历史。而且背离走势发生之后,行情并无反转的现象也时有所见。有时行情究竟是在一次背离,还是二次、三次背离后才出现真正反转,这是一个很难确认的问题。

(4)支撑线和压力线如何确定。

在 RSI 图形上,当 RSI 值徘徊于 40 到 60 之间时,一般常属于牛皮的盘档行情。在 RSI 值突破阻力线或压力线时常常会出现股价并不真正上扬或下跌的现象。

(5)用收盘价计算 RSI 值的可靠性如何。

当一日行情的波幅很大,上下影线很长时,RSI 值的涨跌就不足以反映该段行情的波动了。因此,在实际运用中,还得考虑 RSI 指标的可靠性。

综上所述,RSI 指标有许多缺点,然而作为一种辅助分析工具,仍然是相当重要的指标。

七、趋向指标 DMI 分析

1. 趋向指标的理论简介

趋向指标,其英文全名为 Directional Movement Index,通常简称为 DMI。趋向指标的基本原理是,在商品价格涨跌的波动中,根据新创造的最高价或最低价的动能,分析多空双方的力量,从而进一步寻找买卖双方力量的均衡点以及价格在一多空双方争斗下波动的循环过程。

(1)趋向变动值(DM)。

计算趋向指标之前,首先要确定出‘趋向变动值’是上涨还是下跌。用 +DM 和 -DM 来分别表示涨与跌的趋向变动值。在图 2.4.154(a)中,可以明显地看出第二天的价位趋向是向上变动。它的趋向变动值等于 C 点的价格减去 A 点的价格,也就是当日的最高价减去前一日最高价,得出了一个正趋向变动值(+DM),它表示当日与前一日相比,创新高变动的幅度。

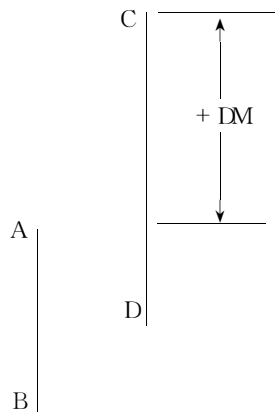


图 2.4.154(a)

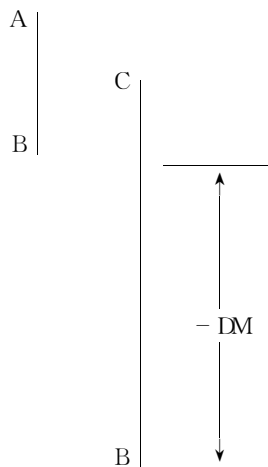


图 2.4.154(b)

在图 2.4.154(b)中,价位的变动趋向明显向下,因此可以得到一个负趋向变动值,它等于 D 点的价格减去 B 点的价格。 $-DM$ 表示当日与前一日相比,创新低价变动的幅度。

如图出现了图 2.4.155 和图 2.4.156 的情形,应如何计算趋向变动值呢?一般而言,某一日的趋向变动值,只能在两个趋向变动值中取其绝对值最大的一个作为该日的趋向变动值,而不能两者并取。因此,在图 2.4.155 中,当日的趋向变动值应为正趋向变动值。而在图 2.4.156 中,当日的趋向变动值就应取为负趋向变动值。

如果出现图 2.4.157 和图 2.4.158 的情形时,则当日的趋向变动值等于 0。

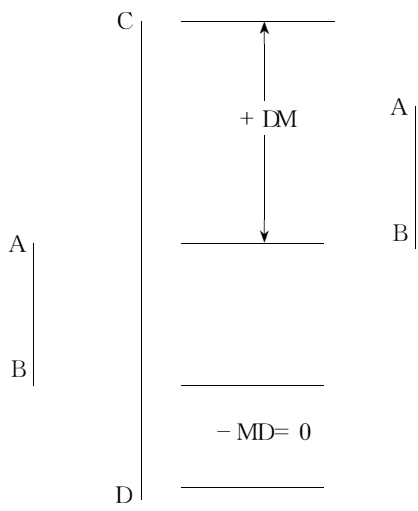


图 2.4.155

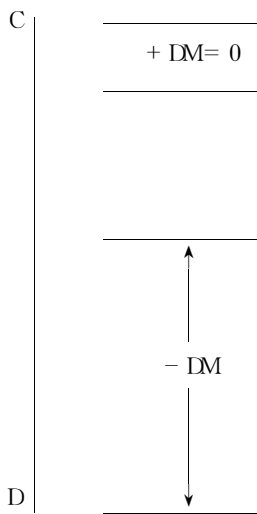


图 2.4.156

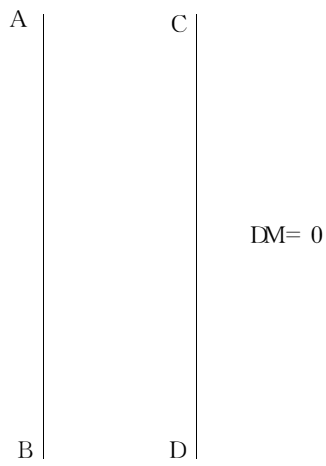


图 2.4.157

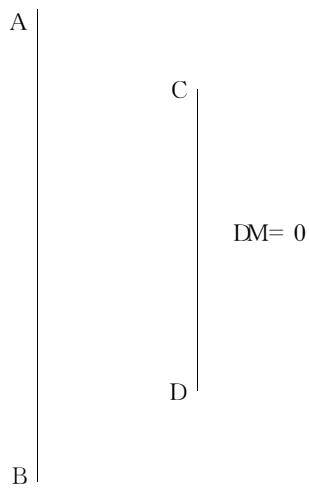


图 2.4.158

如果出现图 2.4.159,则当日的正趋向变动值就为 C 点减去 A 点。

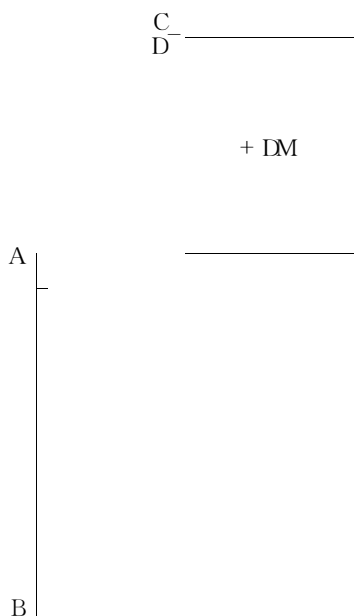


图 2.4.159

如果出现图 2.4.160 的情形,则当日的负趋向变动值就为 D 点减去 B 点。

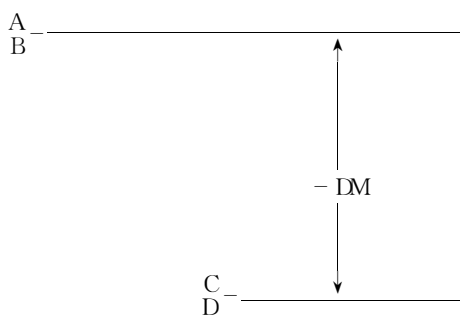


图 2.4.160

从以上各种情形和计算原则可知,趋向变动值就是当日价格波动幅度大于昨日价格的部分的最大值。因此,趋向变动值表示出了价格波动增减的幅度。

(2) 真正波幅(TR)的计算。

在计算出一日的趋向变动值后,接着还要算出该日的‘真正波幅’。真正波幅,就是指当日价格与前一日价格比较之后,最大的变动值。比较有下面三种方式：

- ①当日最高价与最低价的差距,也就等于当日最高价减去当日最低价($H_T - L_T$) ;
- ②当日最高价与昨日收盘价的差距,也就等于当日最高价减去昨日收盘价($H_T - C_{T-1}$) ;
- ③当日最低价与昨日收盘价的差距,也就等于当日最低价减去昨日收盘价($L_T - C_{T-1}$)。

比较上述三个差距,找出绝对值最大者,就为当日的真正波幅。

算出了正负趋向变动值和真正波幅之后,还要做的事情就是要找出“方向线”(Directional Indicator)。

(3)方向线(DI)的计算。

方向线是探测价格上涨或下跌的指标,分别以正负表示上升方向线和下跌方向线。上升方向线(+DI)有时也称为创新涨势幅度比率;下跌方向线(-DI)有时也称为创新跌势幅度比率。上升或下跌方向线的计算方法如下:

$$+DI_1 = +DM_1 \div TR_1 \times 100$$

$$-DI_1 = -DM_1 \div TR_1 \times 100$$

要使方向线真正具有实用价值,就必须使用一段时间内的累进运算值。威尔德认为最适当的时间期限为14天。在计算时,分别将14天内的+DM、-DM和 TR 进行累计,所得到的数值分别用 $+DM_{14}$ 、 $-DM_{14}$ 及 TR_{14} 来表示。

因此,14天的上升或下跌方向线的计算方法为:

$$+DI_{14} = +DM_{14} \div TR_{14} \times 100$$

$$-DI_{14} = -DM_{14} \div TR_{14} \times 100$$

注意:负趋向变动值并不是负数,负号仅代表下跌方向。

往后计算第15天的 $\pm DM_{14}$ 或 TR_{14} 时,我们可以利用平滑移动平均数的运算方法来计算。

其计算公式如下:

$$(TR_{14})_T = (TR)_{T-1} \times 13 \div 14 + (TR)_T$$

式中: $(TR_{14})_T$ 表示今天的14日真正波幅;

$(TR_{14})_{T-1}$ 表示昨天的14日真正波幅;

$(TR)_T$ 表示今天的真正波幅。

利用类似的公式也可算出 $\pm DM_{14}$ 。

在得到正负方向线($\pm DI$)的数值后,由于其数值介于0与100之间,因此作图时很方便。14天上升方向线(+ DI_{14})表示最近14天以来实际上涨的百分比。而14日下跌方向线(- DI_{14})则表示最近14天以来股价实际下跌百分比。

如果价格持续下跌,则会不断出现负趋向变动值,从而使下跌方向线的数值不断升高。相对而言,上升方向线表现出下降的趋势。反之,当价格持续上涨时,就会在图形上出现相反的趋势。在盘档(牛皮盘)时,上升与下跌方向线的差异将变得很小。

(4)趋向平均线。

趋向指标中还有一条供作研判的重要指标线,那就是“趋向平均线”(Average Directional Movement Index),有时简称为ADX。要计算趋向平均线,首先应算出趋向值(DX)。

趋向值的计算公式为:

$$DX = DI_{DIF} \times DI_{SUM} \times 100$$

式中:DX——趋向值

DI_{DIF} ——上升方向线与下跌方向线之差(数值取绝对值)

D_{ISOM} ——上升方向线与下跌方向线之和。

由于趋向值的变动性很大,因此,一般以 14 天的周期来进行平滑运算,就能得到所要的趋向平均值(ADX)。

2. 趋向指标的应用

在实际运用时,由于趋向指标本身属于一个趋势判断的系统,因此会受市场行情趋势是否明显的限制。在市场行情价格的波动趋势十分明显的情况下,根据该指标的买进信号和卖出信号进行操作,获利的可能性是非常大的。如果行情处于牛皮盘档时,这个指标的买卖信号的效果就不太理想。因此,该指标是一种判别市场较长期趋势的交易指标。

趋向指标分析中,最主要的目的在于分析“上升方向线”(+ DI)、“下跌方向线”(- DI)和“趋向平均值”(ADX)等三条线之间的关系,找出买卖信号。其主要的研判法有以下几条:

(1)利用上升方向线(+DI)与下跌方向线(-DI)之间的关系进行分析。当图形上 + DI 从下向上递增,突破 - DI 时,表明市场上有新的多头进入,愿意以较高的价格买进,(因为有创新高的价格出现,从而使 + DI 上升, - DI 下降。)因此这种情形为买进信号。反之,当 - DI 从下向上突破 + DI 时,表明市场上有新的空头进入,因此这种情形为卖出信号,如图 2.4.161 所示。

(2)利用趋向平均值(ADX)分析行情趋势。当市场行情变动非常明显时,不论是上升还是下跌,ADX 值都会逐渐地增加。也就是说,当 ADX 值持续上升时,我们可以判定此时的市场行情,维持在一个固定方向的变动趋势,读者可以对照图 2.4.162 来验证这条法则。

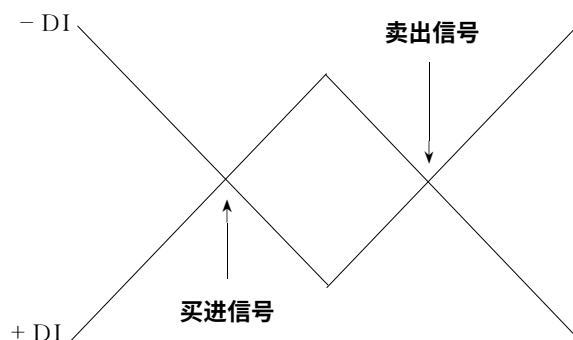


图 2.4.161

(3)利用 ADX 来研判行情是否牛皮盘档。当市场行情反复地涨跌时,ADX 就会出现递减。这是因为市场行情处于牛皮盘档时,价格虽然有新高价出现,但同时也会有新低价出现,因此会使得 + DI 和 - DI 的数值愈拉愈近,这样 ADX 的值就会逐渐减少。当 ADX 的数值降低到 20 以下,且呈现横方向前进时,我们就可以断定此时的市场行情为“牛皮盘档”。此时,投资者应立即出场观望,不要再用“趋向指标”作为买卖交易的根据。

(4)利用 ADX 来研判行情是否到顶或到底。

图 2.4.162

当 ADX 的数值从上升的倾向转为下降之时,则表示行情即将出现反转。也就是说,在涨势中,当 ADX 在高位由升转跌时,表示涨势将告结束,在跌势中,当 ADX 在高位由升转跌时,则表示跌势即将结束。ADX 的数值在高位反转的标准并没有一定的依据,实际观察的方法是,在 ADX 由高位掉头下跌之际,就是行情到顶或到底的信号。

八、抛物线指标分析

威尔德提出的停损点转向操作系统(Stop and Reverse)是市场上最常用的一种时间价格反转系统,有时将此系统简称为 SAR。由于 SAR 中反转点的设定和图形形状与抛物线类似,因此也将其称为抛物线指标。这种技术分析工具在图形上和运用上都与移动平均线原理颇为相似,是一种价格与时间并重的分析工具。

1. 停损转向点 SAR 的计算

如图 2.4.162 所示,当投资者进货之后,其停损点一般设在“极点价”,所谓“极点价”就是最近数日之内的最高价或最低价。在该图中,投资者在第 4 天入市后,SAR 就设为近期的极点价,即 50 元。在行情价格持续上涨时,SAR 要随着时间向上推移。因此,次日的 SAR 应向上调整,其调整幅度为前一日(第 4 日)的最高价与 SAR 间的差距,乘上调整系数(AF)0.02,计算公式为:

$$SAR_5 = SAR_4 + AF \times (H_4 - SAR_4)$$

式中 SAR_5 ——第 5 日的 SAR；

AF ——调整系数；

H_4 ——第 4 日的最高价。

则 $SAR_5 = 50 + 0.02 \times (52.5 - 50) = 50.05$ 。

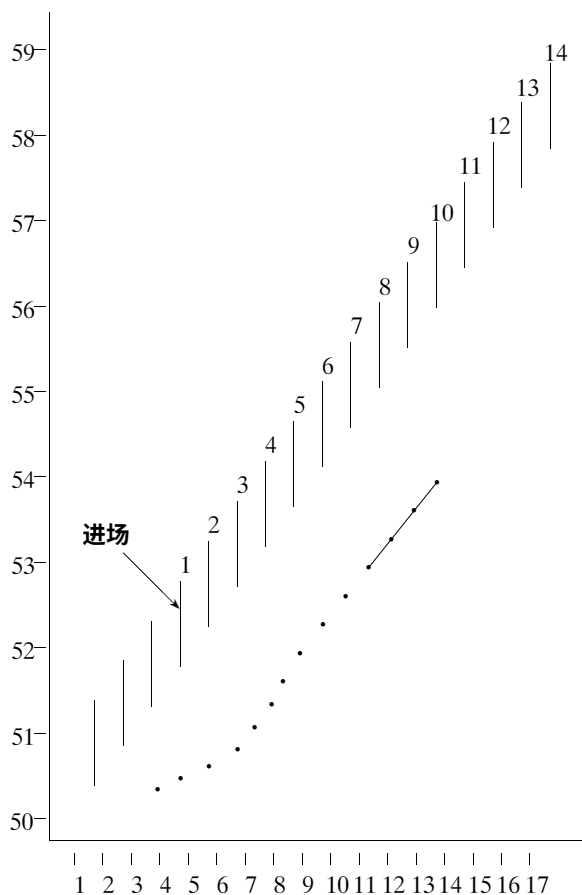


图 2.4.163

因此第 5 日的 SAR 值为 50.05。在这里,调整系数 AF 是一个累计增加的数值。开始第 1 日为 0.02,每一次累计 0.02 直至 0.2 为止。当每一日的行情价格有创新高价的情况出现时(即当日最高价高于前一日最高价时),调整系数的值要再增加 0.02。如果新的一天并无新高价出现,则调整系数沿用前一天的数值。当行情价格与停损点交叉时,这一轮 SAR 值的计算就告结束,应开始新一轮 SAR 值的计算。以图 2.4.163 为例,其余几天的 SAR 值计算如下:

$$SAR_6 = SAR_5 + AF \times (H_5 - SAR_5)$$

$$= 50.05 + 0.4 \times (53 - 50.05)$$

$$= 50.17$$

$$SAR_7 = 50.17 + 0.06 \times (53.50 - 50.17) = 50.37$$

$SAR_8 = 50.37 + 0.08 \times (54.00 - 50.37) = 50.66$

$SAR_9 = 50.66 + 0.10 \times (54.50 - 50.66) = 51.04$

$SAR_{10} = 51.04 + 0.12 \times (55.00 - 51.04) = 51.52$ 等等。

计算停损点 SAR 有以下几条原则：

(1)开始计算时,第一个 SAR 应为极点价。在买进时,为最近期底部的最低价 ;反之,在卖出时,为最近期头部的最高价。

表 2.4.6

A 日期	B 最高价	C 最低价	D SAR	E EP	F EP± SAR	G AF	H (F×G)	I 进场价位	J 平仓价位	K 利润
4	52.53	51.50	50.00	52.35	2.35	0.02	0.05	52.20		
5	52.10	51.00	50.05	52.35	2.30	0.02	0.05			
6	51.80	50.50	50.10 50.15	52.35	2.25	0.02	0.05			
7	52.10	51.25		52.35	2.10	0.02	0.04			
8	52.50	51.70	50.19	52.50	2.31	0.04	0.09			
9	52.80	51.80	50.28 50.43	52.80	2.52	0.06	0.15			
10	52.50	51.50		52.80	2.37	0.06	0.14			
11	53.50	52.30	50.57	53.50	2.93	0.08	0.23			
12	53.50	52.50	50.80	53.50	2.70	0.08	0.22			
13	53.80	53.00	51.02	53.08	2.78	0.10	0.28			
14	54.20	53.50	51.30	54.20	2.90	0.12	0.35	56.62	56.62	4.42
15	53.40	52.50	51.67	54.20	2.55	0.12	0.31			
16	53.50	52.10	51.96	54.20	2.24	0.12	0.27			
17	54.40	53.00	52.10	54.40	2.30	0.14	0.32			
18	55.20	54.00	52.10	55.20	3.10	0.16	0.50			
19	55.70	55.00	52.60	55.70	3.10	0.18	0.58			
20	57.00	56.00	53.16	57.00	3.84	0.20	0.77			
21	57.50	56.50	53.93	57.50	3.57	0.20	0.71			
22	58.00	57.00	54.64	58.00	3.36	0.20	0.67			
23	57.70	56.50	55.31	58.00	2.69	0.20	0.54			
24	58.00	57.30	55.85	58.00	2.15	0.20	0.43			
25	57.50	56.70	56.28 56.62	58.00	1.72	0.20	0.34			
26	57.00	56.30	58.00	56.30	1.70	0.02	0.03			
27	56.70	56.20	57.97	56.20	1.77	0.04	0.07			
28	57.50	56.00	57.90	56.00	1.90	0.06	0.11			
29	56.70	55.50	57.79	55.50	2.29	0.08	0.18			
30	56.00	55.00	57.61	55.00	2.61	0.10	0.26			
31	56.20	54.90	57.35	54.90	2.45	0.12	0.29			
32	54.80	54.00	57.06	54.00	3.06	0.14	0.43			
33	55.60	54.50	56.63	54.00	2.63	0.14	0.37			
34	54.70	53.80	56.26	53.80	2.46	0.16	0.39			
35	54.00	53.00	55.87	53.00	2.87	0.18	0.52			
36	52.50	55.15	55.35	51.50	3.85	0.20	0.77			

A 日期	B 最高价	C 最低价	D SAR	E EP	F EP±SAR	G AF	H (F×G)	I 进场价位	J 平仓价位	K 利润
37	51.00	50.00	54.58	50.00	4.58	0.20	0.92			
38	51.50	50.50	53.66	50.00	3.66	0.20	0.73			
39	51.70	50.20	53.93	50.00	2.93	0.20	0.59			
40	53.00	51.50	52.34				52.35	52.35	4.27	

(2)第 2 日以后 SAR 值的计算则根据下列原则进行：

①调整系数 AF 从 0.02 开始递增,直到最高点 0.2 为止。即使再创新高价,也不宜超过 0.2 的极限。

②SAR 值不得取为当日的行情价格,或前一日行情价格的幅度之内。如果在买进的期间,计算出次日的 SAR 值比今日或昨日的最低价高,则应以今日或昨日的最低价为次日的 SAR。反之,如果是在卖出的期间,计算出次日的 SAR 值比今日或昨日的最高价低,则应以今日或昨日的最高价为次日的 SAR 值。

图 2.4.164 是某一段时间的股市行情图,在该图中还绘出了抛物线曲线。抛物线是根据表 2.4.6 所计算出的 SAR 值来绘制的。读者可以对照上面介绍的 SAR 计算方法来检验该表计算的数据是否正确。

图 2.4.164

2.SAR 指标的应用

该指标的运用与移动平均线的原理很类似。当行情价格持续上涨时,停损点 SAR 值将随着时间向上推移。当行情价格与停损点接触交叉时,此时投资者就应将手头上的买进合约平仓,同时反向做空卖出。反之,当行情价格持续下跌时,停损点 SAR 值将随时间向下推移。当行情价格与停损点接触交叉时,此时投资者就应将手头上的卖出合约平仓,同时反向做多买入。

图 2.4.165 是 92 年 11 月到 93 年 5 月的上证指数日线图,该图上还绘制出了 SAR 曲线。读者可以对照该图验证上述研判法则。

图 2.4.165 上证指数日线图

在每一个行情能大幅度拉开的商品或股票市场中,利用 SAR 指标就可获得很高的利润。如果在一个盘档的行情中,SAR 指标的研判效果就不理想了。

九、威廉氏 %R 指标分析

1. %R 理论简介

“%R”指标是最早由拉瑞·威廉在 1973 年提出。他在《我如何赚取百万美元》一书中,首先使用了该指标。该指标原来称为“威廉氏超买超卖指标”,后来简称为“WMS%”或“%R”。

在计算 %R 指标时,首先要确定计算的周期天数,周期天数一般取一个买卖循环期限的一半时间。欧美的技术分析专家一般认为一个买卖的循环期为 28 天,除去周六与周日后,实际交易天数是 20 天。因此周期天数就应取 10 天。一个较长的买卖循环期一般为 56 天,其中实际交易日为 40 天。因此,此时的周期天数就应取 20 天。但也有技术分析专家取 5 天作为周期天数。

下面以 10 日 %R 为例,说明其计算方法。该指标的计算公式为:

$$\%R = (H_{10} - C_t) \div (H_{10} - L_{10}) \times 100$$

式中 H_{10} ——10 日内最高价;

L_{10} ——10 日内最低价;

C_t ——第 10 日收盘价

%R 指标在大行情趋势当中,会形成高档盘旋的局面。不过这种缺点是所有技术指标的通病。威廉能用 1 万美元赚到 100 万美元,说明该指标必定有其奥妙。

2. %R 指标的应用

%R 的值和 RSI 指标一样,总是介于 0 和 100 之间。许多技术分析专家都对 %R 指标提出了自己的研判法则,但比较流行的研判法则如下:

(1)当“%R”的值高于 80 时,市场就处于超卖状态。此时就表明行情即将见底,应立即买进。80 这条横线水准,有人把它称为买进线。

(2)当 %R 之值低于 20 时,市场就处于超买状态。此时就表明行情即将到顶,应立即卖

出。20 这条横线水准,人们把它称为卖出线。

(3)当 %R 之值由超卖区向上爬升时,表明行情正在转变,如果 %R 突破了 50 中轴线,这就表明涨势转强,可以考虑追买。

(4)当 %R 由超买区向下滑落,跌破 50 中轴线后,就可以确认跌势已转强,可以进一步追卖。

(5)当 %R 进入超买区时,并不表示行情会立刻下跌。%R 在超买区内的波动,只是表明行情价格仍处于强势中。直到 %R 之值回头跌破卖出线时,才是真正的卖出信号。

(6)从 %R 的见顶和见底,可以判断商品价格的周期。

图 2.4.166 是 %R 指标买进线与卖出线的示意图。图 2.4.167 是某段时间内的股票指数日线图,在该图上还绘制出了 %R 曲线,读者可以对照上述的研判法则进行分析,验证法则是否正确。

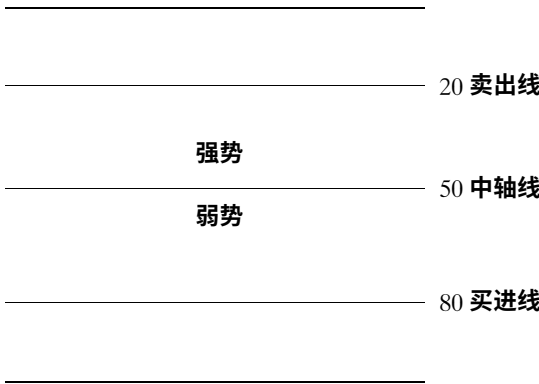


图 2.4.166

图 2.4.167

十、随机指标分析

1. 随机指标简介

随机指标最早由乔治·蓝恩博士提出,是一种十分新颖、实用的技术分析方法,现在人们习惯称之为 KD 线。该指标设计的思路与计算公式都起源于 %R 理论,但它比 %R 指标更具价值。

%R 指标的用途,一般只限于用来判断商品价格的超买和超卖现象。但随机指标却融合了移动平均线速度上的思想,对买卖信号的判断更加准确。随机指标 KD 线的信号在商品期货交易取得了巨大的成功,目前是美国商品市场非常重要的技术指标。

下面以 9 日周期的 KD 线为例,说明如何计算随机指标。

首先要算出最近 9 天的 RSV 值,RSV 值表示‘未成熟随机值’(Row Stochastic Value)。RSV 的计算公式如下:

$$TSV_t = (C_t - L_9) \div (H_9 - L_9) \times 100$$

式中 C_t —— 第 9 天收盘价;

L_9 —— 9 天内的最低价;

H_9 —— 9 天内的最高价。

从计算公式可以看出,RSV 指标和 %R 的计算很类似。事实上,同周期的 RSV 值与 %R 值之和等于 100,因而 RSV 值也介于 0 与 100 之间。图 2.4.168 是 RSV 计算的示意图。

在《商品期货预测》周刊中,K 值就取为 RSV 值的 3 日平滑移动平均线而 D 值为 K 值的 3 日平滑移动平均线。因此根据快、慢移动平均线的交叉原理,K 线向上突破 D 线(即 K 值 > D 值)为买进信号;K 线跌破 D 线(即 K 值 < D 值)为卖出信号。K、D 值计算公式如下:

$$K_t \text{ 值} = RSV_t \times 1 \div 3 + K_{t-1} \times 2 \div 3$$

$$D_t \text{ 值} = K_t \times 1 \div 3 + D_{t-1} \times 2 \div 3$$

如果没有 K_{t-1} 、 D_{t-1} 的数值,就可以用当日的 RSV 值或 50 代替前一日的 K_{t-1} 、 D_{t-1} 之值。

2. 随机指标的应用

在实际运用中,我们可根据随机指标 KD 线来对行情进行研判。主要的研判法则有以下几条:

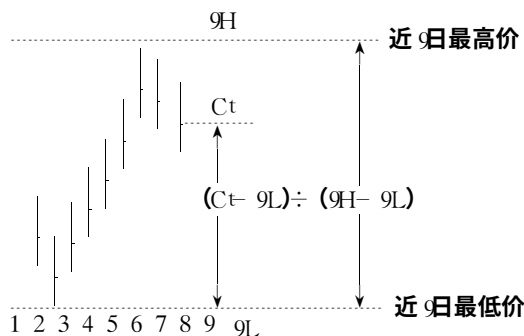


图 2.4.168

(1) D 值在 70 以上时,市场呈现出超买现象,这种情形为卖出信号;当 D 值在 30 以下时,

市场则呈现出超卖现象,此时为买入信号。

(2)当 K 线发生倾斜度趋于平缓时,这是一种警告信号。应提防行情的随时反转。如图 2.4.169 所示。

(3)当 KD 线在 75 以上或 25 以下发生交叉时,通常出现的买进和卖出信号比较准确。如图 2.4.170 所示。

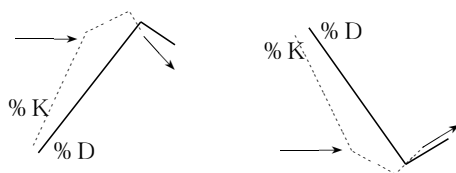


图 2.4.169

图 2.4.170

(4)当行情指数与 KD 线发生背离时,此时出现的买进和卖出信号也很准确。在图 2.4.171 中,左边所示图形是买进信号出现时的背离情形,右边所示图形是卖出信号出现时的背离情形。

图 2.4.171

(5)KD 线不但可以用在日线图上,而且对于较长周期的周线图和日常的分时图也有很高的使用价值。投资者可将该指标运用于长、中、短线的操作上。

图 2.4.172 是纽约 1988 年 2 月期黄金日线图,在该图上还绘制出了 KD 线。读者可以对

照该图验证上述的分析法则。

十一、逆势操作系统 CDP 指标分析

逆势操作系统来自于期货交易的技巧。逆向操作系统的操作,首先应利用前一天的最高价、最低价和收盘价来计算出需求值 CDP。计算公式为:

$$CDP = (H + L + C) \div 3$$

图 2.4.172

有时,也采用下列公式进行计算:

$$CDP = (H + L + 2C) \div 4$$

式中 H——前一天的最高价;

L——前一天的最低价;

C——前一天的收盘价。

在算出 CDP 之后,再分别求出其最高值 AH、近高值 NH、最低值 AL 及近低值 NL。计算公式为:

$$AH = CDP + P_T$$

$$NH = CDP \times 2 - L$$

$$AL = CDP - P_T$$

$$NL = CDP \times 2 - H$$

$$P_T = H - L$$

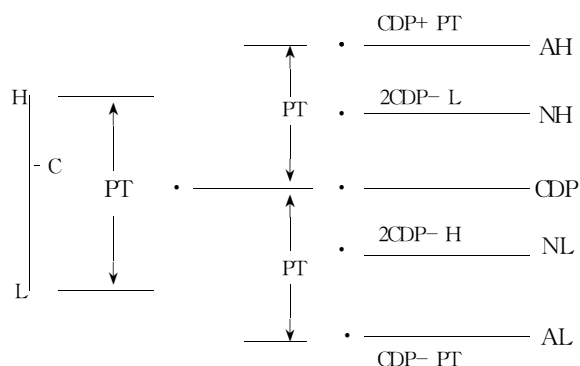


图 2.4.173

上述各个指标的含义如图 2.4.172 所示。

求出上述 5 个指标后,从上图可以看出,它们的数值由大到小的排列顺序是:最高值 AH、近高值 NH、需求值 CDP、近低值 NL 和最低值 AL。投资者利用这个高低等级的区分来分析当天的行情。

开盘价格往往是由市场上买卖双方所期望的合理价折衷后形成,它对当天的行情走势会产生一定的影响。因而,开盘价开在 CDP5 个数值的哪个位置,是一个重要的判断依据。

在行情波动不大的情况下,开盘价一般开在近高价和近低价之间,投资者就可以在近低值的价位买进,而在近高值的价位卖出,或者先在近高值的价位卖出,再在近低值的价位买进。如图 2.4.174 所示。

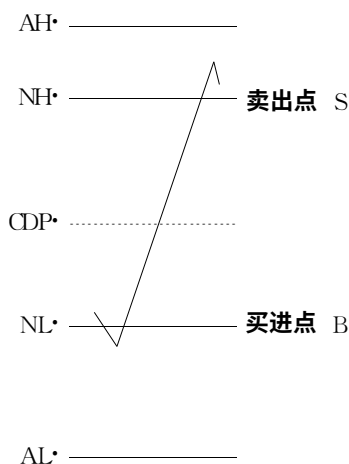


图 2.4.174

这套系统可以进行两面操作,因为是属于短线进出,因此务必要当天平仓。如果当天无法以满意的价格平仓,则应选择收盘价进行平仓。

上面介绍的是行情波动较小时的操作方法。如果波动较大,则应采取其他操作方法。例如,当天盘价开在最高值或最低值附近时,就表明一个大行情即将发生。此时,投资者可以在最高值的价位追买或在最低值的价位追卖。通常一个跳空的开盘价,意味着一个强烈的涨跌行情即将到来。这时,投资者按此操作可以获取相当的利润。

十二、人气指标心理线 PSY 指标分析

人气指标心理线(Psychological line)是研究一段时间内投资者趋向于买方或卖方的心理,作为买进或卖出股票的信号。目前,一般技术分析专家习惯以 12 日、24 日周期的人气指标心理线作为短、中期的投资分析指标。该指标的计算公式为:

$$PSTN = N \text{ 日内上涨天数} \div 12 \times 100$$

运用人气指标心理线进行分析时,其研判要点如下:

- (1)一般而言,心理线指标介于 20 至 75 之间是正常合理的变动。
- (2)超过 75 或低于 25,就表明发生了超买或超卖现象。这种情形即为交易的信号,投资者应准备卖出或买进。需要注意的是,在大多头或大空头市场的初期,可将超买,超卖点调整为 83 和 17,到行情接近尾声时,再调回到 75 和 25 的水准。这是一个很有价值的经验。
- (3)在一段上涨行情展开之前,通常超卖现象的最低点会出现两次,同样,在一段下跌行情展开之前,超买现象的最高点也会出现两次。
- (4)当高点密集出现两次时,是卖出时机,而当低点密集出现两次时,就是买进时机。
- (5)当心理线指标低于 10 或高于 90 时,这是真正发生了超卖或超买现象,行情即将反转的可能性很大,此时投资者就应买进或卖出。

图 2.4.175 是上证指数日线图,在该图上同时绘出了 12 日人气指标心理线。读者可以对照该图验证一下上述分析方法的正确性。

图 2.4.175

十三、买卖气势指标 AR 分析

AR 指标是以当日开盘价为基础,通过与当日最高价、最低价比较来衡量买卖气势强弱的

指标。根据许多技术分析专家的研究,一致认为最好的方式是以 26 天的统计数据为基础,来研究市场上每天买卖气势的强弱变化。AR 指标计算的公式是:

$$AR = \sum_{t=1}^n (H_t - O_t) \div \sum_{t=1}^n (O_t - L_t)$$

式中: n ——所选取的周期天数,一般取 26 天;

H_t ——第 t 天的最高价;

O_t ——第 t 天的开盘价;

L_t ——第 t 天的最低价。

实际运用 AR 指标时,其研判法则如下:

(1) AR 指标能显示出某一段时间内的买卖气势。

(2) 当 AR 指标值介于 0.8 到 1.2 之间时,可以判断市场处于盘整行情,股价的波动不会很大。

(3) 当 AR 指标上升超过 1.5 时,股价就有可能回档下跌,这时应准备卖出,但必须参照以往出现的高点加以分析。

(4) AR 指标值大,表示市场交易非常活跃,但过大时则表示股价已达到了顶点,应考虑卖出;而 AR 指标值小,就表示股市上人气仍在充实之中,过小时则预示股价已达底部,应考虑买入。

(5) AR 指标在股价达到顶峰前,它已升至最大值;而在股价回落到谷底前,它已降至底部。因此,AR 指标具有超前的特性。投资者可依此进行操作。

十四、买卖意愿指标 BR 分析

BR 指标是以昨日的收盘价为基础,将其与今日的最高价、最低价比较,从而反映买卖意愿的强弱指标。一般而言,BR 指标也以 26 天的统计数据为基础,BR 指标的计算公式如下:

$$BR = \sum_{t=1}^n (H_t - C_{t-1}) \div \sum_{t=1}^n (C_{t-1} - L_t)$$

式中: n ——所选的周期天数,一般 n 取为 26 天;

H_t ——第 t 天的最高价;

C_{t-1} ——第 $t-1$ 天的收盘价;

L_t ——第 t 天的最低价。

在实际运用 BR 指标时,可根据下列要点来进行分析和研判。

(1) 当 BR 指标值介于 0.7 到 1.5 之间时,可以判断市场处于盘整行情,股价的波动将比较平稳;

(2) 当 BR 值高于 3 时,表示股价有可能出现回档下跌,这时应考虑卖出;

(3) 当 BR 值小于 0.3 时,暗示股价有可能反弹上升,这时应考虑买入;

(4) 当 AR、BR 急剧下降时,表示股价已快接近高峰,投资者应准备及时卖出;

(5) 如果 BR 低于 AR,则可逢低买进;

(6) 当 BR 从高价下跌,跌幅达到 50% 时,投资者应趁低价买入;

(7) 当 BR 急速上升,而 AR 却处于盘整或小回档时,应及时逢高出货。

总之,与 AR 相比,AR 指标可单独使用,而 BR 指标则需要与 AR 并用,才能发挥其分析行情的功能。

十五、成交量比率指标 VR 分析

VR 指标 (Volume Ratio) 是利用某一段时间内股价上涨日的交易总金额,与股价下跌日的交易总金额的比值统计而得。VR 指标可以反映股市上买卖的气势和股市的活跃程度,因而可利用它来判断股价的趋势走向。VR 指标的计算公式为:

$$VR = (UP_n + \frac{1}{2} SAn) \div (DOWN_n + \frac{1}{2} SAn) \times 100$$

式中: UP_n —— n 天内股价上涨日的成交值总金额;

SAn —— n 天的成交值总和;

$DOWN_n$ —— n 天内股价下跌日的成交值总金额。

一般而言,在实际运用 VR 指标时,可根据下列要点来进行分析和判断。

- (1) 当 VR 值介于 80 到 150 之间时,表示行情处于盘整状态,股价波动较小;
- (2) 当 VR 值大于 350 时,表明股价已进入了超买警戒区,此时投资者应及时卖出;
- (3) 当 VR 值小于 60 时,表明股价已进入了超卖区,此时投资者可见机买入;
- (4) 当交易金额突然增加,而 VR 值也随之直冲上升时,常常是大涨行情的开始。此时,投资者应及时买入;
- (5) 在低档时,如果 VR 值增加,而股价却没有上涨,此时则应买入;
- (6) 在高档时,如果 VR 值增加,而股价也同时上涨,投资者则要考虑高档出货;
- (7) 当 VR 值上升到 160~180 以后,成交量往往会逐渐减少,在上升到顶点后,很快就会进入下跌的调整期。反之,当 VR 值低于 40~60 以后,股价就很容易探底而反弹;
- (8) 一般说来,在低价圈内时,VR 值指标的可信度比较高,而在高价圈内时,则应参考其他指标进行分析。

然而,VR 指标和 AR、BR 指标一样,都无法显示出同股价保持一致趋势的效果。尤其是当股市处于空头行情时,如果股市筹码不足,则 VR 值的研判效果就会变得很差。因此,投资者在使用该指标分析时,应结合其他指标共同进行分析和判断。

十六、涨跌比率 ADR 指标分析

涨跌比率 (Advance - Decline Ratio) 分析,也称为回归式腾落指数分析。ADR 的计算公式如下:

$$AR = n \text{ 天内股票上涨家数的移动合计} \div n \text{ 天内股票下跌家数的移动合计}。$$

在股市行情波动较大,而且很频繁的情况下,技术专家认为 n 取 10 天比较合适。将 10 个交易日,个别股涨跌的情形加以统计,代入涨跌比率的公式,求出每天的涨跌比率,这样就得出 10 天的涨跌比率。在实际运用 ADR 指标时,可根据下列要点来分析和研判。

- (1) 当 ADR 值介于 0.5~1.5 之间时,表明股市处于正常的波动状态,当 ADR 值在 0.5 以下或在 1.5 以上时,表明股市的波动出现了非常态现象。ADR 值大于 1.5 时,表示股价长期

上涨,已经脱离了常态,产生了超买现象。这时股价很可能回跌,因此是卖出的好时机;反之,当 ADR 值低于 0.5 时,股价就容易出现反弹,因此要及时买进。

(2)在大多头市场和大空头市场里,ADR 值介于 0.4 到 1.9 之间时,表明股价处于正常的波动状态。

(3)只有在股价进入大多头市场或处于第二段上升行情的初期时,ADR 值才有可能出现 2.0 以上的绝对超买数字。在其余的次级上升行情中,当 ADR 值超过 1.5 时,就应卖出。

(4)一般情况下的多头市场涨跌比率值,大多介于 0.6 到 1.3 之间。当 ADR 值大于 1.3 时,投资者应准备卖出;而当 ADR 值小于 0.6 时,投资者又可逢低买进。如果出现 ADR 值小于 0.5 的情况,则此时是最佳的买入时机。

(5)涨跌比率 ADR 有超前警示的功能。在行情出现短期反弹或回档时,ADR 图形往往比行情超前出现征兆。涨跌比率的功能就是在于显示股市买盘力量的强弱,从而可以帮助投资者判断可能出现的短期行情的反转。如果行情图形与 ADR 指标曲线形成背离现象时,表明行情即将反转。

(6)在多头市场中,如果涨跌比率不断下降,当小于 0.75 时,则通常是短线买进的好时机。在空头市场初期,如果 ADR 值降至 0.75 以下,则暗着即将出现中级反弹;而在空头市场末期,如果 ADR 值降至 0.5 以下时,则是投资者进货的好时机。

图 2.4.176

(7)ADR 值下降到 0.65 之后,再回升到 1.4,但却无法突破 1.4 时,则表示股价上涨的气势不足,投资者应准备出货。当 ADR 向上冲破 1.4 时,则表示股市行情的上涨至少还有两波以上的力量,此时,投资者应考虑进货。

图 2.4.176 是一段时间内的股市行情图,在该图上还绘制出了 ADR 曲线。读者可以对照该图检验上述的分析方法。

十七、TAPI 指标分析

TAPI 指标的英文全名为 Total Amount Weighted Stock Index,意思是每一加权指标数点的成交值。TAPI 指标是根据成交量的变化会反映股市购买股票的强弱程度并且能够预示未

来行情而设计的。该指标的计算公式为：

$$\text{TAPI} = \text{每天成交总值} / \text{当天加权指数}$$

在实际运用 TAPI 指标时,可以根据下列要点来进行分析和判断。

(1) 加权指数上涨,成交量会随之递增,TAPI 值也会增大,反之,TAPI 值就会减小。如果发生背离现象,即指数上涨时,TAPI 值反而下降,此时投资者应逢高卖出;或指数下跌时,TAPI 值却上扬,此时投资者应逢低买进。

(2) 在上涨行情中股价的明显转折处,如果 TAPI 值异常缩小,则表明行情即将反转,投资者应逢高卖出;反之,在下跌行情中股价的明显转折处,如果 TAPI 值异常放大,则表示行情即将反转,投资者应考虑逢低买进。

(3) TAPI 值没有一定的高点和低点,不能单独使用,必须结合其它技术指标或图形一起进行研判。

(4) 当行情由下跌转入上涨时,TAPI 值只有超过了 110,且能保持 110 以上时,才能确认涨势已经出现。

(5) 当 TAPI 值小于 40 时,表示成交值已经探底,此时投资者应及时买入。

(6) 当 TAPI 值持续扩大到 350 以上时,表示股市交易过热,随时会出现回档,此时投资者应逢高卖出。

(7) TAPI 值一般随加权股价指数的上升而增大,当股价指数创新高时,TAPI 值也应同时创新高点,这是一种正常的量价配合关系。在上涨行情的最后一段中,如果加权股价指数再创新高,而 TAPI 值却赶不上前段上升行情时,此时就出现了价量分离现象,表示行情有可能出现大幅度回档,投资者应考虑出货。

十八、腾落指标 ADL 分析

ADL 指标的英文全名是 :Advance - Decline Line。该指标主要用来反映行情上涨力量的强弱。它属于一种趋势分析指标。其设计原理是利用简单的加减法计算每天个别股票涨跌累积的情形。该指标在运用时,必须结合大势(即加权指数)来分析其特性,这样才能用来研判目前的股价变动情形,达到预测未来行情变动趋势的目的。该指标的计算公式为：

$$\text{ADL} = \text{每天股票上涨家数} - \text{每天股票下跌家数} + \text{前一天 ADL 值。}$$

在实际运用中,可以根据下列要点来进行分析和研判。

(1) 如果加权指数持续下降,并且继续创新低点,同时,ADL 值也随之下降,并创新低值,则表明在短期内行情可能不会出现反转,投资者应考虑出货;反之,如果加权指数持续上升,并继续创新高点,同时 ADL 也随之上升,并创新高值,则表示短期内行情有可能继续上涨,投资者应考虑进货。

(2) 当 ADL 值连续下降 3 天时,则表示行情继续维持涨少跌多的状况。但如果此时股价指数却连续上涨 3 天,则表明行情即将回档。投资者应考虑及时卖出。

(3) 当 ADL 值连续上升 3 天时,则表示行情继续维持涨多跌少的状况。但如果此时股价指数却反而连续下跌 3 天,则表明行情即将反弹。此时,投资者应考虑及时买进。

(4) ADL 指标的走势与股价指数的走势很类似,因此可用趋势线的研判方法来分析支撑线的位置。

(5)在高价圈内,ADL 曲线形成了 M 头或在低价圈内,ADL 曲线形成了 W 底时,则投资者应考虑卖出或买进。

(6)ADL 指标的计算是以股票涨跌的家数为基准,不受权值大小的影响。因此在指数持平或小幅上扬而 ADL 值却下跌时,则表明股市行情即将反转,投资者应考虑出货。反之,由空头市场转为多头市场时,情形正好相反。

(7)当股市处于上涨行情时,ADL 也应呈现上升趋势。如果 ADL 值突然出现急速下跌,接着又立刻扭转向上,并创下新高点,则暗示行情有可能再创下新高峰。此时,投资者可以考虑买进。反之,当股市处于下跌行情时,ADL 也应呈现下降趋势,如果 ADL 突然出现上升现象,接着又回头下跌,并创下新低点,则暗示着行情有可能再创新低谷。此时,投资者应考虑卖出。

图 2.4.177

图 2.4.177 是某一段时间内的加权指数日线图,在该图上还绘制出了 ADL 曲线。读者可以对照该图检验上述的分析方法。

十九、超买超卖指标 OBOS 分析

OBOS 指标的英文全名是 Over Bought and Over Sold。它主要用来反映行情涨跌的气势。OBOS 是一种大势分析指标,它主要是通过股票涨跌家数的差异来了解大势买卖气势的强弱及走向。技术分析专家一般采用 10 天 OBOS 指标来分析大势的走向。该指标的计算公式如下:

$$OBOS = n \text{ 天内股票上涨家数总和} - n \text{ 天内股票下跌家数总和}$$

式中: n ——所选周期天数,一般取 10 天。

在实际运用 OBOS 指标时,可以根据以下要点来进行分析和研判。

(1)当 OBOS 值达到一定数值以上时,表示发生了超买现象。此时,行情有可能随时反转,投资者应及时卖出;当 OBOS 值小于某一数值时,就表示发生了超卖现象。此时,投资者要注意大势的反转,考虑及时买进。在不同的股市上,这个超买超卖的数值并不相同,不同的技术分析专家都有自己的经验数据。

(2)当指数与 OBOS 走势发生背离时,大势有可能随时出现反转。

(3)OBOS 指标也可运用趋势线方式来分析行情的走势。

(4)在高价圈内时,如果 OBOS 曲线形成了 M 头或在低价圈内,OBOS 曲线形成了 W 底,

则投资者应考虑卖出或买进。

(5)如果加权指数持续上升,而 OBOS 值却下跌时,则表示出现了背离现象。此时,行情可能会出现反转,因此投资者应考虑及时卖出。反之,如果加权指数持续下跌,而 OBOS 值却持续上升时,则表明出现了背离现象。此时,行情有可能反转上升,因此投资者应考虑及时进货。

(6)OBOS 指标是大势分析的参考指标,对个别股走势无法提供明确的指示,因此不能用该指标对个股进行分析判断。

二十、成交笔数指标分析

成交笔数指标是根据成交笔数的多少来了解人气的聚散,从而分析判断股价可能产生的趋势而设计的技术分析指标。在实际运用该指标时,一般可以根据下列的要点来进行分析和研判。

(1)在高价圈内时,成交笔数放大,而股价却出现下跌,此时投资者应及时卖出。

(2)在低价圈内时,如果成交笔数放大,而股价却反而上升,此时投资者应及时买进。

(3)当股价处于高档时,如果成交笔数放大,且股价也同时上升,则表示行情还会上涨一段。此时投资者应及时买进。反之,当股价处于低档时,如果成交笔数放大,且股价也同时下跌,则表示行情还有可能下跌一段。此时投资者可以考虑卖出。

(4)当股价处于低档时,成交笔数如果缩小,则表示行情即将反转。此时投资者可以考虑买进。

(5)成交笔数分析一般只用于趋势分析,对于短线操作则不大适用。

第五节 周期分析

在前几节的技术分析方法中,时间因素的影响常常被忽视,而周期分析专家却认为时间周期是掌握行情涨跌的最关键因素。周期分析主要探讨‘什么时候’市场会达到最高或最低点,或者‘什么时候’市场开始发生变动。在股市的变动中,周期分析专家把时间周期作为多头和空头市场的决定因素,因此时间被认为是最有力的因素,其他技术分析工具如果和综合性的周期相结合,其效果一定会得到改善。

周期分析大师爱德华·R·狄威(Edward·R·Dewey)曾对周期分析提出了两个惊人的观点:一是,许多事物,表面上看起来毫无关联,但是却成群地环绕在相似的周期上;二是,这些相似的周期具有同步的现象,也就是说它们会在相同的时间发生转变。

一、周期分析的基本原理

利用周期对价格波动进行分析主要依据下面四个基本原理:

(1)加法原理(Principles of Summation)。

加法原理认为,所有活动的周期,其价格的变动都是其他活动周期的叠加。在图 2.4.178 中,就是一个利用加法原理将两个不同周期的(A)图和(B)相叠加形成(C)图的实例。混合波

C 中出现了双重顶,这是加法所产生的结果。

我们假设所有的价格行为都正好是不同周期的叠加,而且还进一步假定每一个周期都能被分离和测量出来。这样一来,如果每一个周期在将来仍会不断地波动,那么就以简单的方式将每一个周期延续到未来,将它们再一次求和,就可以得出未来价格的趋势图形。这就是周期分析中的加法原理。

图 2.4.178

(2)调和原理(Harmonicity)。

调和原理是指相邻的周期波之间常存在一个小的整数关系,这个整数通常为 2。例如,如果有一个 20 天的循环周期,那么下一个较短的周期经常是它的周期长度的一半,即 10 天。另一个较长的周期就可能是它的周期长度的两倍,即 40 天。

(3)同时性原理(Synchronicity)。

同时性原理是指不同长度的周期波,具有强烈的在同一时段到达底部的倾向。图 2.4.179 就显示出了调和性和同时性的原理。在该图中,底部的周期波 B 是周期波 A 长度的一半,波 A 包含了两个波 B,这就表明波 A 和波 B 之间存在调和性,同时,我们可以看出波 A 和波 B 的底部同时出现,这就说明两波之间有同时性。

(4)成比例原理(Proportionality)。

成比例原理是指周期波的波段和波幅之间存在着一种比例关系。较长波段的周期,其波幅则比较宽,例如,40 天的周期波,其波幅大约是 20 天周期波的两倍。

图 2.4.179 调和性和同时性

图 2.4.180 轨道的形成

利用周期分析的原理,我们可以对标准的技术分析图形进行解释。例如,我们可用周期分析的原理来说明趋势线和轨道。如图 2.4.180,在该图的下方是一个平底周期波,当它加上上方代表长期上涨的趋势线时,那时这个周期波就成为了一条代表价格上涨的轨道。采用其他不同的周期波,还可以说明双重顶、三角形等图形的形成。

二、周期的分类及其应用

周期按其长度可以分为:长期周期(2 年或 2 年以上),季节周期(1 年),中间周期(9 周到 26 周)以及交易周期(4 周)。除了这些主要的周期外,还有许多其他的周期。在某些市场上,主要周期和交易周期之间,还有一个 $1/2$ 的主要周期,交易周期也可再细分为两个较短的 α 和 β 周期,每个周期平均为两个星期。

1. 康德拉季耶夫周期(The Kondratieff Wave)

在长期周期中,最有名的是周期长度接近 54 年的康德拉季耶夫周期。这是一个被争论了多时的经济活动的长周期,它首先在 1920 年左右被一位名叫尼古拉 D·康德拉季耶夫的俄国经济学家发现。事实上,该周期对所有的股票和商品的价格都有影响。特别是,这一 54 年周期已经在利率、铜、棉花、小麦、股票和批发商价格上得到了验证。

2. 组合式周期

一般来说,长期周期和季节周期决定了主导市场的倾向。市场每年都有其季节周期型态,该周期在 1 年的时间内会出现波峰和波谷。例如:谷物市场经常在丰收的时候被打击到它的最低点,而且又会从此点重新恢复元气。季节性周期的移动,常常会持续几个月。

为了达到交易的目的,需要将主要周期组合起来运用。例如:3 到 6 个月的主要周期相当于中间型趋势,一般可用来决定市场上是哪一方在交易,是多头还是空头在控制交易。下一个较短的周期,4 星期交易周期通常被用来作为买卖进出点的分析。如果主要是上涨趋向,交易周期上的波谷就是买进的信号。如果主要是下跌倾向,交易周期上的波峰就是卖出的信号。而 10 日的 α 和 β 周期,常被用作调整的依据。

3. 季节性周期

几乎所有的商品期货市场都要受到每年季节性周期的影响。季节性周期或型态,能够显示市场在 1 年中某特定时间内存在某一特定走向的趋势。谷物市场是季节性周期的典型例子。它的季节性低点总是发生在收获时期。拿大豆来说,70% 的季节性高点发生在 4 月和 7 月,75% 的季节性低点发生在 8 月和 11 月。一旦季节性的高点和低点形成,价格通常就会上涨或下跌数个月。因此,季节性趋向对于交易来说非常有用。

虽然季节性高点和低点在农作物市场上比较明显,但理论上讲,所有的市场都应用相同的季节模式。一个似乎适用于所有市场的季节模式就是月高价的突破。在突破时,就代表多头市场的开始。在金属市场上,季节性模式也比较明显。例如:黄金市场在 1 月和 8 月会有季节性的低点发生。银价在 1 月会有低价,而在 3 月一般会有较高的价格出现。

季节图形可以借助于研究过去的资料来建立。可以通过过去同一时期发生的次数来确定季节性走向可能产生的影响。一般而言,如果发生的次数达到 80% 以上,就可认为具有强烈的季节模式。如果发生的次数低于 65%,则表明季节性模式较弱。在研究季节性周期时,我们必须注意以下两个问题。一是资金的季节性大多是以每月的平均价格为基础,并且常常与期

货市场的季节型态有差异。二是期货市场时常表现出两种不同的季节型态。同时,投资者还必须考虑到相对的季节性移动。这就是说,一旦价格没有按照期望的季节性型态移动时,这种移动常常会经历好几年的时间。此时,投资者应该警觉到底错在哪里,然后立即检视相对的季节性型态,往往可以获取相当高的利润。一种季节型态的失败,通常暗示着行情走向了另一个相反的方向,投资者如果能及早知道自己何时犯了错误,利用季节性分析就能获得相当可观的利润。

4. CRB 期货价格指标中的 9 到 12 月周期

每个个别的期货市场都有它自己独特的周期长度组合。但也有某些一般性周期长度,似乎对所有的商品市场都有影响。这些周期最能从一般商品价格指标的曲线上体现出来。如从商品研究局的期货价格指标曲线上就可以看出这些周期。上面我们已介绍过 54 年周期,还有一些更短的周期是 $5\frac{1}{2}$ 年和 11 年。但从交易的观点来看,在 CRB 期货指标的范围内,最有用的周期大约为 9 到 12 个月,平均为 $10\frac{1}{2}$ 个月。

CRB 期货价格指标可以帮助决定一般商品行情的走势。任何商品市场的分析,都必须从整个商品市场行情的变动着手。如果整个商品市场行情正在上涨,就可以认为任何个别的市场行情都是上扬的趋势。因此,CRB 指标中的 $10\frac{1}{2}$ 月周期,在任何交易策略中,常常都会创造出丰厚的利润。一般而言,商品市场存在集体波动的倾向,所以当 CRB 期货指标的下一波的头部和底部出现时,就会产生买卖的信号。这些信号肯定会影响交易商对个别市场的评估,甚至连集团也会考虑这个因素。

CRB 指标的 $10\frac{1}{2}$ 周期,可以追溯到 1950 年左右。但这一周期不见有对称性。也就是说,从波峰到波峰之间的测量不比从波谷到波谷之间的测量更有效。对于该周期高点的设置,则具有很重要的意义。如果一般商品行情的走势上升,则这个周期的高点会比预期的发生得晚。如果行情走势下跌,则该周期的高峰走势就发生得比较早。

5. 28 天交易周期

28 天交易周期是又一个对大部分商品市场有影响力的短期周期。有些技术分析专家认为,这个遍及所有商品市场的强有力的周期倾向可能是月蚀周期。在 1930 年左右,技术分析专家布登·帕夫(Burton Pugh)在研究小麦市场的 28 天周期时,认为月亮对价格反转点会产生影响。他的理论是小麦必须在满月时买进,而在新月时卖出。然而,帕夫也承认月蚀的影响是温和的,而且可能受到较长的周期影响,或被重要的新事件所取代。

不论该周期是否与月亮有关,28 天平均周期都确实存在,而且曾被用来说明短期指标和交易系统的发展的许多数字。首先,28 天周期是以日历的天数为基础,如果换算成交易日,这个数字就是 20 天。我们知道,许多广泛应用的移动平均线,振荡指标都是以 20 天这个数字作为其计算周期。另外与它相协调的周期 10 天和 5 天也得到了广泛的应用。同时它的衍生数字 4、9、18 也在许多指标中得到了应用。40 天移动平均线被 CRB 期货图表研究局广泛使用,40 这个数字是 20 的另一协调相关的长周期,其长度等于 20 的两倍。

技术分析专家理查德·道基(Richard Donchian)发现了 4 周获利原则,该原则表明:当市场移动到 4 星期的新高时,就会产生一个买进信号;而当一个 4 星期的低点形成时,就会产生一个卖出信号。4 周交易周期的存在,可以帮助人们洞察上面提到的各个数字的意义。4 周获利

原则好似一个自然法则,经过了多年的检验一直很有效果。当市场超过了前 4 周的高点时,根据周期逻辑的经验,我们就可以知道,其次长周期(8 周周期)此时已经到底,而且正在反转。此时,投资者就可利用这一信息来分析其买卖的时机和策略。

6. 左右移转

左右移转原则和周期波峰的变换之间存在着紧密的联系,不论是理想周期的中点向左移还是向右移都是如此。所谓左右移转就是指由于各种原因使一个周期的波峰偏离了理想的中点,周期高峰发生在理想中点左边时,称为左移转,而当周期高峰发生在理想中点右边时,则称为右移转。例如 20 天交易周期其理想的周期高峰应发生在这个周期中的第 10 天或者说是中点上。这样就会出现 10 天上扬之后接着有 10 天的衰退。然而,理想的周期高峰确实很少发生。周期的高点一般会随着其次长周期的走势而发生变化。如果次长周期的走势是上涨,则周期的高点就会移到理想中点的右方,形成靠右移转。反之,如果次长周期的走势是下跌,则周期的高点就会移到理想中点的左方形成靠左移转。因此,靠右移转表示多头市场,而靠左移转则表示空头市场。这也就是说,在多头走势中,价格上涨所花的时间比下跌的时间长,而在空头走势中,价格下跌的时间则比上涨的时间长。

图 2.4.181

左右移转原则图 A 为一简单周期,图 B 为一大周期的趋势。图 C 为 AB 结合的效果。当趋势往上,波峰往右移转。当趋势往下,波峰往左移转,右移转为多头市场,左移转为空头市场。

我们知道,上升走势就是指价格出现了一连串上扬的高峰和波谷,下跌走势就是指价格出现了一连串较低的波峰和波谷。因而,我们可以把这些波峰和波谷看成是周期的高点和低点。下面我们将把走势和移转这两个观点结合起来分析。如图 2.4.181 和 2.4.182 所示。只要价格行情上涨,周期的峰顶就一定会发生在理想周期中点的右方,而当行情下跌时,周期的峰顶就必定会发生在中点的左方。如果周期的峰顶正好发生在中心,则表明此时没有替代的走势影响出现。也就是说,此时空头和多头的力量达到了平衡,行情处于盘整的状态之中。

图 2.4.182

左右移转理论对于投资者来说具有现实意义。如果投资者能够观察到中点发生的地方,我们就可根据该理论来判断定势是上扬还是下跌。如果峰顶产生是靠右方,也就是说,如果最近上扬所花的时间长于下跌所花的时间,我们就能断定上涨走势会继续保持。当我们看到波峰移到左方时,这就表示行情走势可能要发生反转了。在日线图上,我们可以很简单地比较最新周期中的上升天数和下降天数来加以判断。同样地,这种方法也适用于周线图和月线图。一般而言,投资者在 7 周内会遇上一个价位低的买点,此时投资者就知道在这个买点上走势必定会反转,而且情况往往如此。如果没有发生反转,投资者也会知道反转走势和考虑逆向操作。

前面介绍过,4 周交易周期可以分成两个两周的较短周期,即 α 和 β 周期。 α 周期的峰顶在交易周期的左方产生, β 周期的峰顶则发生在交易周期的右方。因此,在靠左移转中,交易周期的峰顶应和 α 周期的高点同时发生。在靠右移转中,交易周期的高峰应和 β 周期的高点同时产生。

左右移转的分析是一种非常有效的分析工具,事实上,它适用于任何走势或周期长度。当然,它和其他技术分析工具一样,只有使用者充分抓住了它的要点,才能发挥它的效用。

7. 周期和其他技术分析工具的结合运用

许多周期分析专家都认为,如果把周期分析和其他技术分析工具结合起来运用,那么预测分析的效果就会更好。下面,以周期和振荡指标的结合运用来说明这种结合的优势。

振荡指标配合周期使用是技术组合分析中很有价值的研究方向。很多技术分析专家都认

为,如果将周期的时间部分用在振荡指标的计算中,那么就能加强振荡指标的效果。假设一个交易周期中平均的日历天数为 28 天,我们把它转换为交易日就是 20 天。当使用振荡指标去标定周期反转点时,振荡指标计算公式中所使用的周期天数 n 就应取 10 天。当然,对于每一个特定的市场,应采用适用的周期长度。这个例子采用的是一般市场的平均数字 20、10 和 5。这三种振荡量指标可以绘制在同一图表上,也可以分开绘制。但不同周期的振荡量指标的交互作用就能给投资者提供很有用的买卖信号。

振荡量指标和周期结合的另一种方法就是使用时间带作为过滤器。当价格进入时间带,形成波峰或波谷时,投资者就应注意振荡量曲线的头部和底部,当头部或底部出现时,就是行情即反转的信号。

振荡量指标和周期进行结合的方法适用于任何一种振荡量指标的计算方式。为了使这种组合更容易实现,许多电脑软件上都提供了这种组合方法。

三、周期的分离

为了更好地研究影响多种市场的许多周期,首先必须找到一种方法将有效周期分离出来。分离周期的方法有很多种,最简单的方法就是用眼睛来观察。例如,通过阅看每天的直线图,投资者就可以确认许多重要的峰顶和底部,从而就可以找出那些周期的峰顶和底部之间的平均时间间隔,也就可以发现某些平均周期的长度。

“艾礼克周期设定”是分离周期的又一方法,该方法是以发现者史丹·艾礼克命名的。这个周期测定工具就像座标尺一样,将其放在行情图上,就可用来观察周期。该工具上各点之间保持等距离,而且可以伸缩,适合于任何一个周期长度。在两个周期的低点之间,可以测出它们的距离,如果存在其他相同长度的周期低点,它就能够在很快地把它确认出来。

电脑软件是分离周期的又一方法。电脑软件可以帮助人们分离出基本的周期。使用者首先须将行情图放在荧幕屏上,然后再挑选出图上突出的底部作为起点,那么屏幕上每隔 10 天就会显现一条垂直线(原始设定值,可以改变)。然后按电脑键,周期波段就可以放长,缩短或移到图形的左右方,从而就可帮助投资分析者找出正确的周期。

还可利用统计学上先进的技术来分离周期。如包氏·杰基技术(Box-Jenkins)和付立叶分析(Fourier)。电脑程式中一般也包括了常规付立叶分析和快速付立叶变换程式(FFT)。因此,利用电脑程式就能帮助分析者分离出周期。

另外还有一种方法就是凭着视觉观察和简化走势来分离周期。长期以来,移动平均都被用作平滑的工具。移动平均有平滑和排除短期周期走势不定的作用,在长周期的图形简化过程中使用,效果更加明显。排除周期中比移动平均长的部分,就可使短期周期变得比较明显,这样就可以有效地排除走势中不必要的影响因素。

简化走势的方法很简单。如图 2.4.183 到 2.4.186 所示。它可以用手做,但使用电脑会更容易。首先要选定移动平均的长度,这一般由使用者希望分离的那些周期来决定。我们以 40 天移动平均为例加以说明。首先建立一个 40 天的移动平均图形,然后定位这个平均线。如图 2.4.183 所示。这就是说,在资料的第 21 天,就把平均数划出来,或者是在波段的中间将其划出,而不应在最后一天进行。然后在图线底部划一条零线(有时也称基准轴),再将各价格相对平均线的差额分别划在零线的上下方。这样一来,比 40 天短的各周期就变得显而易见

了。同样的方法可运用到更短的周期上,直到主要周期发现为止。

图 2.4.183

S&P500 的 40 天移动平均线的定位

图 2.4.184

图形简化后,价格分别于水平 10 天平均线的上下、短周期因而明显多了。

图 2.4.185

40 天的简化移动平均帮我们分离出 S&P500 期货合约中明显的 32 天周期,注意价格低点在简化图上多么明显。

图 2.4.186

20 天平均的定位,使 16 天的周期认定简单许多,平均数越短,简化图形越敏感。

四、周期分析的优缺点

投资者不必都成为周期分析方面的专家,重要的是要将周期和其他技术分析工具结合起来运用,这样往往能取得更好的预测效果。一般来说,周期分析在市场的动向方面提供了极大的线索。无论其对错,现在至少无人怀疑周期分析的确是或多或少地提供了一些线索。

然而,周期分析也有缺点。一般而言,在牛市时,运用周期分析效果较好,而在熊市时则效果欠佳。这一缺点可能和周期理论的本质及其特别强调波谷而非波峰有关。因为周期分析专

家认为波谷比波峰更可信赖,且一般以波谷之间的距离来度量波长,所以将注意力都放在周期的低点上。这样就造成了一种比较重视上涨趋势而非下跌趋势的结果。因此,投资者应特别注意这种倾向,在熊市时可以忽略周期分析,但在牛市时则需多加观察。

第六节 计算机交易与程式设计

一、电脑(计算机)交易简介

近 20 年来,电脑在技术分析领域里发挥着越来越重要的作用。在这之前,技术指标的计算和分析需要耗费大量人力,使用电脑后,投资者就能很迅速地获得所需要的技术分析指标和图形。同时,计算机还能排除许多人为因素的干扰,利用人工智能模拟的方法还能帮助投资者制定买卖策略。

当然,在使用电脑分析之前,分析者本身要了解各种技术指标的含义。如果使用者不了解各种技术指标的含义或不会使用电脑对这些指标的解释,他就会觉得自己很难使用电脑软件来进行分析。也许,他就会对电脑打出的资料产生错误的认识。或者会认为电脑就是一个很高明的技术分析专家,逐渐开始轻信屏幕上所显示的数字,使一些人因此赔钱。

有一点,必须一开始就清楚,电脑对那些娴熟技术分析的投资者来说,才是一种相当有价值的工具,实际上,我们分析一下电脑的例行作业,就会发现许多指标和分析工具都是相当基本的,而且都是前面几节介绍过的指标。当然,借助电脑可以省去许多繁杂的计算,投资者就可节省大量的时间,从而能把更多精力用于指标的分析 and 判断上。

有一位刚开始从事交易且完全依赖于电脑的投资者说,如果没有电脑的帮助,他就几乎不能进行交易。但是,许多技术分析专家都不赞成这种观点。投资者在市场上进出赚钱的时间,远在科学家发现电脑之前。事实上,许多交易都是靠着一流的技术分析专家来完成,而不是电脑所能完成的。有些基本分析功能用一个简单表格和规则要比电脑列表方便得多,而有些长期的基本型态分析是使用电脑之前必须由投资者来完成的。总而言之,电脑仅仅是一种工具,它可以使一个技术分析专家变得更好;但无论如何,它也不可能使一个外行变成一个行家里手。

一言以蔽之,计算机交易就是投资者利用技术分析软件系统来进行买卖和交易。这种交易方式在投资机构、各类投资基金中得到了广泛的应用。人们一般认为,设计结构严谨的技术指标一般都可以有 7 成左右的成功把握。然而,在实际操作中,投资者不是嫌 7 成过低,就是在心理上无法按技术分析指标的信号来进行买卖。而电脑交易就完全除掉了投资者心态上的弱点,只要买卖信号出现,就立即下达买卖的指令进入交易所执行。这样一来,7 成的盈利,3 成的亏损,投资者仍可获得 4 成的盈利。

总之,电脑交易虽然克服了人类心态上的弱点,但电脑的程式交易仍然无法完全取代人的智慧。而且电脑的交易软件也是由人设计出来的,因此在设计上也会有不够周详之处。所以,在实际中,投资者不能完全依靠电脑进行交易,必须将电脑交易与自己的判断和决策结合起

来。

二、电脑程式 Compu Trac 软件系统介绍

1. Compu Trac 软件系统使用简介

Compu Trac 软件是由美国新奥尔良的 Compu Trac 公司所设计的一套技术分析软件系统,它是目前全世界应用最广泛的技术分析系统之一。该软件可用于股票、选择权和期货交易等方面的理财和投资。这套系统可在 IBM-PC、XT、AT 以及 IBM-PC 的兼容机上使用,该软件的操作比较简单,系统可以提供详细的功能表格供用户选择。

Compu Trac 软件本身并不能提供任何市场资料。用户只有将市场资料输入电脑后,该软件系统才能提供有益的分析信息。市场资料可以通过磁盘输入电脑,或者利用电话线与电脑联线的资信传真方式输入电脑。市场资料在电脑中通过一个商业资料库来自动进行存取。Compu Trac 软件系统还能给使用者提供资料卖主的名册,这些资料卖主能给使用者提供所需要的一切软件和设备,同时将资料档案放在磁盘里供用户使用。

当上述工作准备好后,使用者就可先将过去的资料调出来好好整理一下。然后,将有用的资料逐日整理好。如果使用者有时间的话,可以对每个交易日的交易资料逐项进行分析。使用者在运用每天的交易资料时,一定要注意当天的收盘价格。运行该软件系统,使用者就可得到所需的各种分析资料。这些分析结果均可通过打印机或绘图机输出,用户使用这些资料非常方便。

2. Compu Trac 软件系统使用的分析工具简介

Compu Trac 软件系统大约可以提供 40 种不同的运用程式供用户选用。它包含了几乎所有的常用技术分析指标,主要有以下几类:

- (1) 基本图形分析。包括直线图、OX 图,价差套利和百分比比例图;
- (2) 图形比例分析。包括标准规格图和半对数图;
- (3) 直线图分析。包含价量分析、未平仓合约指标分析;
- (4) 成交量分析。能提供一般表列和方格图,能量潮分析,累积成交量分析以及等量分析;
- (5) 基本分析工具。包括趋势线、轨道线、移动平均线和振荡指标等等;
- (6) 移动平均线分析。能够绘制出移动平均线曲线;
- (7) 振荡指标分析。包括动量指标分析,振荡指标分析,MOCD 指标分析,%R 指标分析,RSI 指标分析等等;
- (8) 循环周期分析。包括趋势线分析和付立叶分析等等;
- (9) 艾略特波浪理论分析。包括黄金分割率、时区等方面的研究;
- (10) 杂录。包括安氏分析法,线性回归加权收盘分析和变异率分析等等;
- (11) 威尔德理论分析。包括 BSI 指标分析,抛物线指标分析和趋向指标分析等等。

3. 电脑程式交易的优缺点:

电脑程式交易是一种机械化的交易方式,它兴起于 70 年代。70 年代的通货膨胀使当时的期货空头市场持续了几年的时间,这种交易方式在这种空头市场的气候中产生了很好的效果。技术分析因此被广泛流传,而且获利成效卓著。商品基金也开始变得和股市共同基金一样广为人知。当空头市场持续下去时,这套交易系统表现极佳,商品基金也由此变得十分抢

手。但是到了 80 年代末,通货膨胀压力解除后,这套交易系统就不再适用了。许多大型基金都开始研究自己的一套分析系统。根据最近一些年来的资料表明,如果投资者过于依赖电脑指标研判的交易系统,则获利并不是很明显。一般而言,许多技术分析专家都认为电脑交易具有以下的优缺点。

电脑交易的优点有:

- (1) 可以排除人为感情因素的干扰;
- (2) 分析有较好的一致性;
- (2) 可根据走势来进行买卖;
- (4) 趋势出现大反转时,一定会产生买卖信号,使投资者下场交易;
- (5) 可以从交易中获利;
- (6) 损失可以减少到最小。

电脑交易的主要缺点有:

- (1) 大部分自动交易分析系统都是顺势交易系统;
- (2) 顺势交易系统过分依赖行情的变动才能获利;
- (3) 在市场行情变动没有明显走势时,通常这套交易系统无法获取利润;
- (4) 市场上大多数的时间行情都没有明显的走势,因此趋势研判的效果不是很好。

使用这种交易系统有时可能会获得极大的成功,有时也可能使投资者失望。问题的关键在于顺势研判系统无法辨别市场何时不是一个趋势变动市场,在此时它无法自动停止研判。一个好的分析系统,不仅可以在行情变动的市场中获利,同时能在行情盘整的市场中减少损失。这种交易系统的另外一个缺陷就是它不能在大势反转的时候继续使用。趋势交易系统在大行情变动之前特别有效,但是它们不能确定市场长期走势何时达到支撑或反弹水平。例如:在振荡指标明显出现背离或者艾略特波浪分析已清晰可辨时,趋势分析系统仍然无法确认。因此,在这个时候,投资者应该小心操作,一定不要完全依赖电脑的分析。

第七节 技术分析的最新方法简介

一、人工智能模拟简介

电脑的广泛应用使得运用大量的分析工具和指标变得越来越容易,与此同时,技术分析专家的工作也变得越来越困难。以前,一位技术分析专家只需处理几个较常用的技术分析工具,而现在则需要同时处理大约 40 种不同的技术指标。根据心理学的研究,人脑同时辨认的变量达到 3 个以上时就会发生困难,同时分析 4 个以上的指标变换,就会造成混淆。因此,如果分析专家使用 3 种不同的指标来进行分析,那么在一定条件下,哪 3 种指标最好呢?然而,电脑的主要功能是计算和保存资料,以节省人们的时间。但电脑的另一项重要作用在于它能将分析好的资料加以解释。也就是说,电脑具有为我们进行逻辑分析的能力。人工智能模拟正是这种逻辑分析能力的运用。

所谓‘人工智能’就是指电脑和人脑一样,动用‘启发式’的程式来解决问题。这样解决问题的电脑被称为智能型电脑。人工智能模拟就是利用电脑进行学习,然后根据学习得来的经验对问题进行决策。人工智能的程式设计能使电脑知道如何下决定,同时基于许多不同指标分类来进行预测。这个程式的第一步就是在所有可用的指标当中,找出一个最好的,第二步就是找出一对最大的指标,第三步就是找出最好的3个指标,然后将它们结合在一起。这一过程一直要持续到最新的指标加入也无法改进其结果为止。在使用这一程式前,电脑必须进行‘学习’和‘测试’,而且学习资料所得的结果必须确定是来自不同的测试资料。

使用人工智能模拟进行技术分析,可以在许多矛盾的指标资料中得出一个最佳的决策。在处理这些相互矛盾的资料时,电脑会计算出所有的指标,然后选择一个最佳的组合来进行研判。然而,到目前为止,这种分析方法只能作为一种学术讨论,而在实际中尚未得到真正的运用。这是因为使用的代价过于昂贵,一方面需要超强的电脑能力,另一方面还需对这种系统不断地进行测试。然而,我们可以预测,随着科学技术的不断发展,这种新型的技术分析方法一定会在实际中得到广泛地应用。

二、混沌理论的应用

混沌学是最近几年才兴起的一门新兴学科,它的研究对象就是混乱无序的各种现象,寻求这些混沌现象的规律是混沌学的基本任务。近年来,美国的一些科学家正在尝试用混沌学来预测股市行情,并且已经取得了一定的成果。

在瞬息万变的股市中,到底有没有规律可循?一些迷信各种技术分析工具的人反而赔得很惨,这是为什么?传统的经济学告诉人们,金融市场对新信息的反应是瞬间的,由于分析家们只能事后确证有关事实,很难事先准确预知有关证券涨落、股票与债券价格的波动与其他公债的随机变化,因而准确预测金融市场是不可能的。然而,混沌学家们认为,虽然市场对新信息会按复杂的方式作出反应,其涨落从开始到结束可能要经历几天或几周时间,看起来并没有什么规律,但是混沌理论可以找到一组方程去描绘这种变化,从而能对金融市场的走势作出较精确的短期预测。

来自美国新墨西哥州国立拉斯阿拉莫斯实验室的非线性动力学专家们说,他们从研究复杂的物理现象中得到启示,掌握了足以让金融界震惊的成果。他们于1991年9月在新墨西哥州创立了“预测公司”。关于操作的细节目前仍未公开化,公司副总裁杜瓦尔·法莫把这种高技术称作“状态空间非线性时间系列预测”。

目前,类似预测公司运用混沌学理论进行证券投资研究和预测的公司,在欧美已有4、5家,法莫认为在不久的将来这种分析手段必将流行于世。

第三篇

投资基金实务

第三篇

第一章 投资基金基本运营实务

第一节 投资基金的设立与经营机构

一、投资基金的经营机构

基金由于性质的不同,其组织形式各不相同。公司型基金的运行涉及投资公司、基金管理人、基金托管人和基金承销机构等四个经营机构,契约型基金的运行涉及基金管理人、基金托管人和承销机构等三个经营机构。这些机构分别负责基金信托财产的经营、保管、募集与销售。尽管两类基金的机构设置不同,但各机构之间是相互独立的,拥有自己特殊的权力,从而形成相互监督、相互制约的机制,充分保证投资人的合法权益不受侵害。

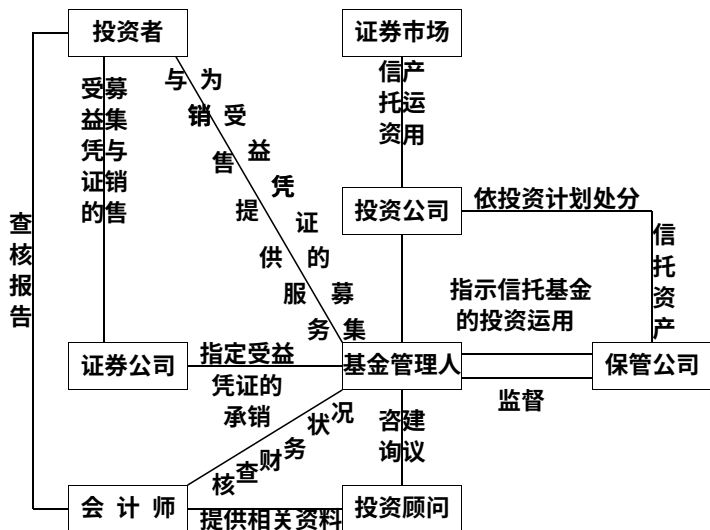


图 3.1.1

除了基金信托财产的经营、保管和募集机构外,通常还有投资顾问、会计师事务所、律师事

务所等机构独立地为基金的经营管理提供服务。各机构间的关系及基金营运程序如上图。

1. 投资公司

对采用公司型投资信托的基金来说,其经营机构的主体是投资公司。投资公司的实质即为基金股份公司,也就是为组建基金而专门成立的金融性股份公司。它的性质与普通的股份公司一样,唯一不同的是它所经营的业务是证券投资信托业务。它通过自身发行普通股票募集投资者的资金,投资者为公司股东,公司设有董事会,负责制定基金投资政策,管理证券资产,并选聘投资顾问和公司经理。一个投资公司的实权往往掌握在公司的创办机构手中,创办机构可以是投资银行、经纪商或保险公司等。公司的所有事务包括行政、财会、股票销售和投资管理一般由公司自己的工作班子来承担,但基金的投资管理有时也聘请其他管理人来操作,再委托某个金融机构保管基金的财产。

投资公司发行的股票可以在证券市场上买卖,投资者可根据市场价格购买,其股价根据投资公司的资产决定,并受证券市场供求规律的影响。但有一点需要说明的是,投资公司的股票与普通企业发行的股票不同。普通企业股票在发行时作为企业的资本,具有现实经济活动职能。而投资公司股票的职能只能与其本身特点相符。投资公司发行的股票面额较小,适宜小额投资者购买。

投资公司的职能可以概括为以下几点:

(1)以特殊形式广泛筹集社会公众手中的零星款项,通过投资于各种证券形成经济发展所需要的长、短期资金,有利于国民经济的发展。

(2)通过其所拥有的经验丰富、精力充沛、精通业务的证券投资业务专门人才,为个人投资者提供各项咨询、服务工作,充分发挥其专业职能。

(3)作为特殊的投资中介机构进行各类组合投资,借以分散风险,避免个人投资者所常有的缺陷。

(4)作为机构投资者,能够按照国家宏观金融调控政策对证券市场上的股市交易程序进行有效的制约,以利于证券市场的管理。

(5)充分利用自身的业务特点,根据金融业的发展需要进行开拓性的金融业务创新,不断创造出新的投资工具,尽可能多地吸收社会闲散资金。

投资公司按组织形式可分为三种类型:公司类型、信托类型和其他类型。其中公司类型的投资公司一般为股份形式,大多数由证券商组成,雇用经验丰富的证券专业人员从事证券业务的经营。信托类型的投资公司是指经营信托业务的机构,接受社会公众的委托,办理以第三者为受益人的信托投资业务。信托类型的投资公司一般都根据委托人和受托人签订的‘信托契约’的规定从事经营。其他类型的投资公司有保险公司、银行信托部等,如保险公司将其收入的固定数额的年金投资于证券获得一定的收益。在这三个类型中,公司类型和信托类型的投资公司在西方国家的投资公司中占有很大的比重。

鉴于投资公司在经济发展中的重要地位、特殊的融资功能及其早期发展受挫的教训,各国政府相继制定了有关法律加强对投资公司的宏观管理。现就美国 1940 年《投资公司法》作一简单说明。

美国 1940《投资公司法》要求投资公司公布其财务状况和投资方针,以向投资者提供有关本公司活动的全部信息。此外,该法还要求:

(1)禁止投资公司没有经过大多数股东同意,就从实质上改变公司的经营性质或投资政

策；

- (2) 公司董事的多数(最低限度为 40%)不得由证券承销商、投资银行家或经纪人组成；
- (3) 禁止公司的高级雇员或董事进行欺诈活动；
- (4) 证券的管理合同(及其实质性的改变)须征得证券持有人的同意；
- (5) 除得到证券交易管理委员会的批准外,禁止投资公司与本公司董事、子公司或其人员进行交易活动；
- (6) 除特殊情况以及根据有关法律的特别条款外,禁止投资公司发行带有优先权的证券；
- (7) 禁止各投资公司之间进行相互投资和证券互渗；
- (8) 借款及新发行证券要经过证券交易管理委员会核准。新的借款,除了纯属临时性的小额外,应有 300% 的资产作备抵,新的证券发行至少要有 200% 的资产作备抵；
- (9) 禁止开放型投资公司以低于资产价值出售股票；
- (10) 证券交易管理委员会有权制定会计方法的统一规定、性质及范围,并经常向股东报告。公司的财务报表必须经过独立的会计师的审核；
- (11) 证券交易管理委员会有权,确定在何种情况下证券可交投资公司保管。现行条例规定,证券应由银行或信托保管,但也可由全国证券交易的委员会保管。

《投资公司法》的其他条款包括:咨询费用与投资顾问的受托业务不相匹配时的处理、投资公司所发行的证券的出售与重购、证券交易的出价事项、投资公司的其他有关活动。

当投资公司的重整方案不利于证券持有人的不公平之处时,证券交易管理委员会有权向法院提起诉讼,以取缔该方案。如果管理人员本身从事违法活动,则证券交易管理委员会也可向法院提起诉讼,要求免去行为人的职务。

投资公司所发行的证券必须依证券法进行注册。投资公司必须定期将报表呈交证券交易管理委员会,并遵守证券交易管理委员会有关投票委托规则和‘内部知情人’的交易规则。

2. 基金管理机构

基金管理机构在契约型基金中称为‘投资信托委托公司’,亦称为‘基金管理人’。在公司型基金中称为‘基金管理人’。称谓虽然不一,但职能差不多。

基金管理机构是基金的发起人和管理人,从法律意义上看,则相当于委托人。基金管理机构对基金的信托资产有直接的信托责任,其主要职责是:①负责基金成立的报批、筹建、实施等一切业务事宜。②设计基金品种,与信托人签订‘信托契约’,严格按照信托契约的条款进行基金的正常操作与管理。③自行或委托代理人为理基金受益凭证的发行、转让和赎回事宜,并定期公布信托的净资产和交易价格。④制定信托基金的营运方针和投资策略,加强投资对象的可靠性分析,组织具有金融管理、投资经营经验的专业人才或投资顾问,尽可能地获取基金资产的安全与增值。⑤定期编制并向投资者公布有关基金的财务报告。⑥管理人不保证通过其经营管理及投资活动而令基金取得增值,但应担保以认真及负责的态度进行管理,并将获得的增值收益合理地分配给投资者。⑦接受信托人、基金主管机构的监督和核查。

对上述的⑤、⑥两条可以有更详尽的阐述如下:

(1) 在进行证券投资时,管理人负责选择适当的证券经营机构并与之订立委托买卖协议,负责将该投资指令送达基金托管人,督促其及时办理有关清算、交割及本息或红利的收取事宜。

(2) 在进行股权等非上市证券投资时,管理人代表基金公司签署有关法律文件,行使该投

资的权利与义务并负有该投资的监督与管理职责。同时负责将该投资指令送达基金托管人,督促其及时办理有关资金拨付、收益结算等事宜。

(3)管理人负责制定基金的会计制度和核算办法。对基金资产单独设置会计账册进行会计核算,并不得将其自身资产和受托管理的其他基金资产混淆。

(4)管理人负责按基金章程规定的估值方法、计算标准及日期对基金的资产净值进行估值,并按基金章程规定的方法和日期进行公告和向有关方面呈报。

(5)管理人负责按基金章程规定的日期和编写内容,编制基金的会计报表(资产负债表、损益表、收益分配表)和经营财务报告,经基金托管人复核签署,基金公司注册会计师审核签证,报送基金公司董事会通过,按章程规定的日期和方式进行公告和向有关方面呈报。

(6)管理人负责按基金章程规定的收益分配原则,拟定基金收益分配方案,报经基金托管人签署,基金公司注册会计师审核签证和基金公司董事会批准通过后,按基金章程规定的日期和方式向有关方面呈报和公告。

(7)管理人应妥善保管每项投资或交易的记录及文件、资产净值估值报告、会计账册、会计报表和经营财务报告等资料。

(8)管理人受基金公司委托办理基金证券在证券交易所的上市申请和向该证券交易所呈报所需资料等事宜。

(9)管理人负责办理基金有关税收事宜。

(10)管理人负责于每年基金公司董事会和基金证券持有人大会召开前向董事会提出本年度经营计划、上年度会计报表、经营财务报告和收益分配方案。

(11)管理人负责向社会和基金持有人答复质询。

(12)基金终止清算时,管理人负责向清算委员会提供资金的所有资料。

我国的《证券投资基金管理暂行办法》第二十六条规定基金管理人应当履行下列职责:

(1)按照基金契约的规定运用基金资产投资并管理基金资产;

(2)及时、足额向基金持有人支付基金收益;

(3)保存基金的会计账册、记录 15 年以上;

(4)编制基金财务报告,及时公告,并向中国证监会报告;

(5)计算并公告基金资产净值及每一基金单位资产净值;

(6)基金契约规定的其他职责。

作为基金管理人,需要具有一定的条件,各个国家和地区也有不同的规定,通常要依照该国家和地区的证券投资信托法规,经政府证券交易的管理部门审核。审核内容包括公司是否具有一定的资本实力和良好的证券经营业绩,是否具有经营管理基金的专门人才和良好的投资计划等等。审核合格并取得核发执照者才有资格作为基金管理人受理基金业务。

设立基金管理公司应当具备下列条件:

(1)主要发起人为按照国家有关规定设立的证券公司、信托投资公司;

(2)主要发起人经营状况良好,最近 3 年连续盈利;

(3)每个发起人实收资本不少于 3 亿元;

(4)拟设立的基金管理公司的最低实收资本为 1000 万元;

(5)有明确可行的基金管理计划;

(6)有合格的基金管理人才;

(7)中国证监会规定的其他条件。

申请设立基金管理公司,应当按照中国证监会的要求提交有关文件。

为了防止管理人员的失职和舞弊行为,保证投资者的利益不受侵害,投资基金事业有严格的行为规范。

《证券投资基金管理暂行办法》第三十四条规定 基金禁止从事下列行为:

- (1)基金之间相互投资;
- (2)基金托管人、商业银行从事基金投资;
- (3)基金管理人以基金的名义使用不属于基金名下的资金买卖证券;
- (4)基金管理人从事任何形式的证券承销或者从事除国家债券以外的其他证券自营业务;
- (5)基金管理人从事资金拆借业务;
- (6)动用银行信贷资金从事基金投资;
- (7)国有企业违反国家有关规定炒作基金;
- (8)将基金资产用于抵押、担保、资金拆借或者贷款;
- (9)从事证券信用交易;
- (10)以基金资产进行房地产投资;
- (11)从事可能使基金资产承担无限责任的投资;
- (12)将基金资产投资于与基金托管人或者基金管理人有利害关系的公司发行的证券;
- (13)中国证监会规定禁止从事的其他行为。

总之,管理人应尽职尽责地为基金证券持有人谋取最大利益,但必须指出的是,管理人不对资金的必然盈利负责任。在办理资金投资事宜时,因违反法律、法规和基金章程或管理人的故意过失造成的损失,管理人负有赔偿责任。但在管理人发出的投资指令与成交后所形成的资产不一致时,在投资指令无误的情况下,受托方不负任何责任。

3. 基金保管机构

基金保管机构是基金的信托人,是受益人权益的代表,是基金资产的名义持有人或管理人。根据海外的证券信托法规,为了保障广大投资者的利益,防止信托财产被挪为私用,任何基金都必须委托基金保管机构。基金的组成与运作要实行经营与保管分开的原则。根据这一原则,基金管理人只负责基金的日常管理和操作,对投资者提供基金买卖和咨询服务,下达投资决策指令,基金托管人则为基金资产设立独立的专户,投资人的出资存放在托管人的独立账户内,由基金托管人依据基金管理人的指令保管和处分基金的资产。基金管理人或基金托管人因经营不善而倒闭,其债权方都不能动用基金的财产。日本和德国的证券投资信托法规定:基金托管人是基金信托的受托人,基金信托财产应转到基金托管人名下,托管人根据管理人的指令保管信托财产,审查信托资产的投资组合事务,并对管理人投资计划的实施进行监督。但是,由于信托人的主观原因未能接受基金管理人的正确指令致使基金财产遭受损失时,一切后果均由信托人负责。

托管人根据信托契约所规定的权利和义务,具体行使下列职责:

- (1)设立独立的基金专用账户,对基金的所有信托财产和证券投资资产进行妥善保管;
- (2)依照信托契约和管理人的指令提拨、分配、处分基金资产所投资的证券组合;
- (3)处理基金受益凭证的购回以及签证事宜;
- (4)监督管理人投资管理。如认为管理人的指令违反信托契约或有关规定,可不依管理人

的指令办理,并向证券管理部门呈报;

(5)对受托管基金资产的经营好坏及盈亏不负责任。

具体的划分如下:

(1)托管人在进行有关基金保管资产的处理时,应遵从管理人的指令,除非托管人认为这些指令与委托管理契约及有关文件法令相互抵触,方可拒绝管理人的指令,但应立即报告证券管理部门;

(2)托管人须依照委托管理契约和管理人的指令,负责基金公司资产的投资与运用事项的资金划拨、证券交割、过户以及清算事宜;

(3)托管人必须根据管理人的指令,负责收取由基金保管资产所产生的各种收益,并根据管理人的指令负责向投资者派发收益;

(4)托管人负责保管基金公司持有人登记名册;

(5)托管人负有监督管理人按委托管理契约履行职责的义务,并在一定的时间内向委托方提交一份管理人履行委托管理契约情况的报告;

(6)托管人应复核、审查管理人有关本基金公司资产的财务和业绩报告,并有据实签署管理人有关基金公司资产财务及业绩报告的义务;

(7)托管人应据管理人要求提供有关基金保管资产会计财务数据;

(8)托管人应主动与管理人定期对照、核实基金保管资产账目,以确保基金公司资产完整无误;

(9)托管人应将自有资产与基金保管资产严格区分,分账管理,不得以任何理由擅自将基金保管资产与其他资产相混;

(10)托管人应在一定的时间内向委托方提供一份基金公司资产的财务报告。在委托方认为必要时,受托方还有提供其他文件的义务;

(11)除非基金公司指定了新的托管人,托管人将不允许放弃或停止其作为托管人的职责;

(12)托管人应履行为基金公司保密义务,未经委托方或管理人同意,不得随意将与该基金公司有关的信息向外泄漏,但主管机构需获得上述信息时,不受此限;

(13)托管人应接受管理人对其履行保管契约的监督。

我国《证券投资基金管理暂行办法》规定,基金托管人应当具备下列条件:

(1)设有专门的基金托管部;

(2)实收资本不少于 80 亿元;

(3)有足够的熟悉托管业务的专职人员;

(4)具备安全保管基金全部资产的条件;

(5)具备安全、高效的清算、交割能力。

基金托管人应当履行下列职责:

(1)安全保管基金的全部资产;

(2)执行基金管理人的投资指令,并负责办理基金名下的资金往来;

(3)监督基金管理人的投资运作,发现基金管理人的投资指令违法、违规的,不予执行,并向中国证监会报告;

(4)复核、审查基金管理人计算的基金资产净值及基金价格;

(5)保存基金的会计账册、记录 15 年以上;

(6) 出具基金业绩报告,提供基金托管情况,并向中国证监会和中国人民银行报告;

(7) 基金契约、托管协议规定的其他职责。

基金托管人必须将其托管的基金资产与托管人的自有资产严格分开,对不同基金分别设置账户,实行分账管理。

有下列情形之一的,经中国证监会和中国人民银行批准,基金托管人必须退任:

(1) 基金托管人解散、依法被撤销、破产或者由接管人接管其资产的;

(2) 基金管理人 有充分理由认为更换基金托管人符合基金持有人利益的;

(3) 代表 50% 以上基金单位的基金持有人要求基金托管人退任的;

(4) 中国人民银行有充分理由认为基金托管人不能继续履行基金托管职责的。

新任基金托管人应当经中国证监会和中国人民银行审查批准 经批准后,原任基金托管人方可退任。原任基金托管人托管的基金无新任基金托管人承接的,该基金应当终止。

4. 基金承销机构

基金管理机构和保管机构均负有办理基金受益凭证的发行、募集、交易、赎回和分红派息等工作的责任,但在社会分工日趋专业化的今天,此项工作一般都委托承销机构来办理,称为“基金承销公司”。基金管理与保管机构由投资银行担任的概率并不大,但基金承销却几乎完全由投资银行承担。

在美国,大多数基金在发行基金凭证时,都以代销或包销的方式批发给当地的投资银行,再由它们分售给投资者。基金上市或进行基金的赎回时,则委托投资银行办理买卖和交割手续。

在日本,基金的承销公司则为指定的证券公司(即投资银行),主要由野村、日兴等几家证券公司受理。上述指定的证券公司在接受基金承销业务后,通过与其他较小的投资银行签约,由它们代为销售,基金收益的分配、本金的解付等也由它们办理。

我国淄博乡镇企业投资基金公司第一期发行的基金受益凭证是由中国农村发展信托投资公司、淄博市信托投资公司、交通银行淄博分行、山东证券公司和 中国工商银行山东信托投资公司等单位组成的银团承购包销的。中国农村发展信托投资公司为承购包销银团主干事,淄博市信托投资公司和交通银行淄博分行为副主干事。

5. 投资顾问

基金管理人在营运基金时,由于缺乏经营经验或对一定地区的投资和状况缺乏了解,往往聘请有经验的基金管理人或声誉卓著的投资机构或金融财团参与管理,以取得基金资产的投资收益,减少投资风险。经签订顾问契约后,这些管理人或机构就成为基金的投资顾问。

投资顾问虽不是基金不可缺少的组成要素,但它在为基金管理人提供市场分析决策和咨询、协助推广发行等多种领域已发挥了越来越重要的作用。投资顾问掌握着大量关于国内外的经济、政治、金融形势、产业发展、市场动态、上市公司业绩的丰富信息,并对证券投资、资金管理、财务咨询和融资服务等方面有深入的研究和丰富的经验。基金管理人能从中得到很多帮助与服务。大多数投资者投资基金时,一般都会先咨询有关的投资顾问,因为投资顾问不附属于任何基金管理人,其意见或建议比较客观,更能符合投资者的利益。它可以根据投资者自身的经济状况、承受风险能力为其设计一套适宜的基金投资方案 同时,投资顾问给投资者提供的咨询和买卖基金服务都是免费的,其得益在于每给基金管理人介绍一个客户,将从基金管理人处得到一定的佣金。基金管理人通过投资顾问可以争取到大量的客户,扩大自身的影响。

鉴于投资顾问在金融投资市场上扮演着主要的中介角色,海外金融管理当局除了要求投

资顾问必须独立于任何商业机构外,还要求他们具备一定的学历、资历和资产等条件。目前在香港,投资顾问必须在证监会注册登记。一般来说,只有商业机构大股东、董事或大的商业机构高层行政人员才可以申请注册为投资顾问。

目前一些发展中国家和地区的基金管理人,由于证券投资信托业务发展时间短、经验少,因而往往找国外著名的基金管理人参与顾问管理,而一些国际性的海外基金,特别是有特定投资对象的国家基金,由于缺乏对投资国家或地区经济、产业情况的深入了解,则一般要聘请当地著名的金融、咨询机构担任投资顾问。

美国 1940 年制定了《投资顾问法》,该法是专门为管理投资顾问而制定的。该法的某些规定与《证券交易法》中有关经纪人和自营商的规定相似。不同的是,《投资顾问法》规定,以向他人提供证券投资咨询而取得收益的个人或法人,必须在证券交易管理委员会注册,并应符合为保护投资者而制定的法律。

如果证券交易管理委员会发现投资顾问行为不符合法律的规定,并影响到公众的利益,就可以拒绝、暂停或撤销其注册。不符合法律规定的行为包括:违反财经法规或违反证券法律的行为;违反邮件欺诈条例的行为;故意向证券交易委员会提交虚假报表;故意违反《投资顾问法》、《证券法》、《证券交易法》、《投资公司法》、市政证券立法局的规则等等。除了上述拒绝、暂停或撤销注册等行政制裁外,证券交易管理委员会还制定了其他强制措施,以阻止进一步违反投资顾问法的行为,直至建议司法部向违法的投资顾问提起诉讼,控告其欺诈行为或故意违犯法律和委员会规定的行为。

《投资顾问法》中还规定了有关反欺诈条款,同时授权证券交易管理委员会依法解释何为欺诈、欺骗或不法操纵等行为和活动。该法还要求投资顾问要公布其委托人从事代理交易活动所得利益的性质,按照证券交易管理委员会的规定妥善保存有关表册、案卷,向证券交易管理委员会提供有关表册、案卷以备审查。

二、投资基金的资产管理

基金资产管理是我们讨论的投资基金管理业务的核心部分,是指在基金投资目标和投资原则指导下,按照一定的投资规则和程序,把通过发行基金份额募集的资产,分散投资到证券、不动产、实业及实物等资产中,取得投资收益。资产管理是集现代会计、信息技术、工程技术为一体的高度综合的知识密集型投资活动。

1. 基金资产管理的基本要素

这里的基金资产管理,主要是指通过一定的投资组合以达到降低风险,获取较大收益的过程。它主要包括以下几个要素:

(1) 目标。基金投资组合管理最重要的要素就是投资目标。不同的目标决定着不同的行为,没有目标,必然会导致行为混乱。因此,投资基金第一步就要确定明确的投资目标。

(2) 计划。有了目标后,就应制定周密的投资计划。必须事先确定投资基金准备承担多大风险,然后通过周密的计划使投资组合在这个风险水平约束下带来最大可能的收益。

(3) 时机选择。时机选择是投资能否成功的另一重要因素。证券市场随着整个政治经济气候的变化而波动,因而基金必须选择恰当的时机执行投资计划,也就是尽量在证券价格最低时买进而在价格最高时卖出。

(4)理性主义。在进行投资决策时,基金应采取理性主义的态度。因为投资的一个重要方面是减少风险,并时刻为持有受益凭证的投资者着想。不能轻率地承担不必要的风险。风险是和收益成正比的,承担风险要有相应的收益作补偿。特别是收入型基金和平衡型基金更应注意这一原则。

(5)调整。基金在确定投资组合后,并非一劳永逸,一方面是基金的目标会发生变化,另一方面各种证券也在不断地发生变化。基金必须不断地检查自己投资组合中的证券是否都是最理想的证券,并及时地把自己不满意的证券卖掉,补进较理想的证券。

2. 投资组合管理原则

为了证券的组合投资,基金必须确定其投资目标,如体现资本的长期增长或短期投资收益,或者资本增长和收益并重。基金目标都是在其愿意承受的风险水准上确定的,以获得最高的收益。具体地说,确定投资组合管理目标有以下几个原则:

(1)安全性。安全性是指基金避免投资风险的能力。安全性首先要求保证基金原始资本的安全,即投资的本金能够按期收回;其次要求保证基金投资收益率超过通货膨胀率,使资金在通货膨胀时能保持购买力不变。基金管理中必须对各种风险进行预测,采取措施控制风险。有两种基金常常忽视本金安全,从而承担不必要的风险。一种是规模比较小的基金。这类基金由于资金比较少,为了获得较高的收益率不得不进行风险较大的投资或投机,这样就需要很强的市场预测和分析能力,一旦发生错误,便有可能损失本金。另一种是规模相当大的基金。这类基金对市场的反应能力相对来说比较迟钝,有时会因为资金充足,不把个别损失当作损失,可能产生大量的资本损失,从而损失本金。

(2)收益性。收益性是指基金资产增值能力。作为一种金融产品,并且由专家进行资产的管理,基金通常能取得比个人投资者较高的和稳定的收益,这是基金迅速发展的原因。资本增长是投资组合管理的一个重要目标,但这个目标并不意味着每个基金都必须投资于增长股票,(即迅速增长公司的股票),因为许多增长股票并不符合许多基金的需要。资本增长既可以通过购买增长股票来实现,也可以通过投资股息和利息收入来实现,相对来说,前者的风险比较大。对于成长型或积极成长型基金来说,资本增长是必须加以慎重考虑的,因为该类型基金的投资目标在于随着时间的进展而增加投资总值。

(3)稳定性。在现实股利和股息收入与将来的股利和股息收入承诺之间,投资者总是更喜欢前者;在稳定收入与不稳定或不确定收入之间,投资者总是偏好前者。因而,投资基金在确定投资目标时,收入的稳定应是重点考虑的因素。因为,只有稳定的收入才能吸引投资者。特别是对于收入型的投资基金来说,稳定的收入是至关重要的。

(4)流动性。又称为变现性,是指各种金融资产无损失的变现能力。现金具有100%的流动性,而股票、债券的变现性要受到交易时价格的影响,至于像不动产、实业等资产,由于手续复杂,难以及时找到合适的买主,其变现性更差。在开放型基金中,通常至少要保持10%的现金资产,作为基金单位赎回备用金。基金红利的发放也要求基金资产有较好的变现性。

影响基金变现性的因素是多方面的,如证券的价格和市场规模,而证券的市场规模又取决于发行该证券的公司的规模,持有该证券的投资者的人数等。例如高价格证券的变现性较低价格证券差,小公司的股票比大公司的股票变现性略差。大公司一般比较稳定,股票质量往往比较高,而且发行在外的股份数量也比较大,其交易量的增加有利于股票保持一个连续的市场,这就使规模较大的公司的股票具有较强的变现性。

收益性、安全性和流动性之间是互相制约、互相影响的。其相互制约表现在：从投资的期限上看，期限越长，收益率就越高，但流动性就越低。因此，为了追求较高的收益，基金就必须牺牲流动性而投资于长期的、高风险的证券；为了追求较强的流动性，基金就必须牺牲证券投资的收益而投资于短期的、低风险的证券。至于采取何种做法取决于投资基金确定什么样的投资目标。如果基金是成长型的或积极成长型的，一般采取前者；如果基金是收入型的，一般采取后者。两者的相互依存表现为：只有保持较强的流动性，基金才能抓住突然出现的富有吸引力的盈利机会，才能避免不利的市场环境造成过大的损失。因此，基金通常要维持一定的流动性。这方面对于开放型的基金更是如此，因为开放型的基金的投资者往往要求基金赎回其所持的受益凭证。尽管基金通常将一部分资金存放于银行以备急需，但当大量的受益凭证的持有者都要求赎回时，存放于银行的资金就可能不够。因而，对于开放型的基金来说，保持适当的流动性是必要的。

3. 基金投资目标及限制

在上述资产管理四原则指导下，基金的发起人（或董事会）制定基金的投资目标。基金的投资目标即关于基金收益、风险和投资对象的计划，是基金性质及特征最明显的反映，也是基金管理人制定投资政策和投资计划的基本依据。基金在发行前，必须明确基金的投资目标，否则会造成盲目投资，难以吸引投资者，损害基金投资者的利益。

投资目标的选择对发起基金的投资银行特别重要，因为这反映了基金发起人的市场定位。社会投资大众由于各自的社会经济条件、薪金收入、年龄结构和心理因素的影响，对基金投资目标有特殊的偏好，如以养老金为收入来源的投资者倾向于稳定收益的目标。另外，社会的总体偏好也会随时间发展并通过经验累积和学习认识过程发生转移，如指数基金的盛行就是因为大多数基金的收益表现比市场总体差，导致了投资者对指数基金的认同。好的基金目标会吸引众多的投资者，有利于基金资金的募集。因此，确定合适的目标，是投资基金业务的第一个关键之处。

如淄博基金在公司章程的第五章中有：

（第二十四条）本基金主要投资于淄博乡镇企业以及为乡镇企业提供服务的有关产业的债券或股票。这部分投资应不少于本基金投资总额的 60%，选择投资的乡镇企业必须具备以下条件：

- （1）符合国家产业政策；
- （2）经济效益好；
- （3）有发展潜力；
- （4）已经进行规范化股份制改造或经过严格的资产评估划分股权的。

（第二十五条）为分散投资风险，减少资金闲置损失，本基金也可投资于其他金融资产。其他金融资产是指国库券、政府债券、金融债券、企业债券和股票及其他经管理机关批准发行的有价证券。这部分投资不高于本基金总资产的 40%。

又如，深圳蓝天基金公司的招募说明书中，第五条投资范围及目标：本基金通过投资于在中国境内的上市公司股票、债券、房地产、股票以及主管机关许可的其他投资项目，以实现基金资产的长期增值，并为投资者带来较高的投资回报。

基金投资目标确立后，作为基金管理人的投资银行在日常管理中就要遵循这些目标，按基金章程进行管理活动，不能超越投资对象范围，不能过度利用财务杠杆。此外，还必须遵循一

些约定俗成的限制：

- (1) 不以基金资产提供任何担保义务；
- (2) 不从事证券信用交易；
- (3) 不在同一基金管理人下的基金间作证券交易；
- (4) 不得投资于与基金公司、基金管理人和基金托管人有利害关系的公司发行的证券；
- (5) 不从事承担无限责任的投资；
- (6) 投资于某一上市公司的股票不得超过基金净资产价值的 10%；
- (7) 投资于某一家公司的证券不得超过该公司总股本的 10%。

这些限制是保证基金安全的要求。

4. 基金资产管理程序

各基金资产管理的程序虽各不相同,但通常都包括如下五个步骤：

- (1) 确定投资政策。确定基金的风险、收益偏好特征,并确定投资目标、投资范围和投资策略。
- (2) 实施证券分析。分析投资范围内各种资产的风险、收益,寻找错误定价的证券。
- (3) 建立资产组合。确定投资品种及各种资产的投资数量,使组合的风险、收益特征符合基金的目标。
- (4) 监视并修正资产组合。根据市场的变化,确定资产的买进和卖出,以便进行组合调整。
- (5) 评估资产组合。对基金资产管理水平进行综合评估,包括基金的收益、风险、目标完成情况 & 同类基金中的排名等。

其中前四个步骤又称为‘基金投资决策管理’,参见下图。

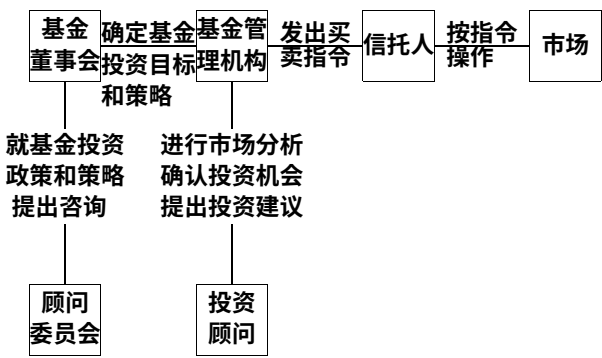


图 3.1.2

5. 基金的投资组合

基金资产管理的核心内容是确定基金的投资组合。

讲到现代资产组合理论,不能不提及哈里·马科维兹。他因对资产组合理论的研究而荣膺 1990 年诺贝尔经济学奖。马科维兹认为:人们可以将资金分散投资到不同的证券上去,每一种投资比例形成一种投资组合,相当于产生一种新的证券,投资者可以通过投资组合创造出无限种新的投资机会。

假设某基金管理人拥有 1000 万元的资金,该公司的管理专家以稳定追求收益为目标来制定投资计划,于是股票作为投资对象。但股票价格波动很大,其风险也很大,因此,最后选择股票、债券各 500 万元来分散投资风险,并视日后行情的动态来调整投资对象的比例(即选择适合的投资目标)。

像这样配合某种投资计划(目标)来选择组合投资对象,叫作投资组合。假设该基金管理人另有 1000 万元的基金,则可考虑按其他的投资计划来管理。也就是说,这项新投资基金 1000 万元,又必须以另一种投资计划来选择其基金,重新组合。这也是另一种投资组合。所以,该公司的基金有两种投资组合。

基金在创立时就基本上确定了它的大致的投资组合,例如东盟基金投资组合基本上包括东盟各国证券市场上的产品,基金投资组合的第一步是必须视投资者的条件、特点和需要,确定组合应达到的目标,然后是依照所确定的目标适当选购相应的证券。一般来讲,一个充分分散的投资组合,约在 15—25 种证券之间,数额的分配也应有一个适当比例,不使各种证券的权数有偏重偏轻之弊。

规划基金投资组合是一项艰巨而又重要的工作。所谓“花一分钟时间去赚钱,但要花两分钟时间去理财”,正是这个道理,它一语道破了投资组合的深刻含义。

基金投资组合主要是债券组合与股票组合。

债券组合风险小但收益也相对较低。通常可包括政府债券和公司债券,因为它们的风险较小。但债券有长短期之分,若组合的目标是经常性收入,则组合由高质量的长期债券构成;如果组合以本金安全为目标,组合将由高质量的短期债券组成。

股票组合的目标比较复杂,它可以是专为收入的组合,也可以是专为增长的组合,还可能是两者兼顾、有所侧重的组合。收入组合的作用是为投资者提供最大可能的收入和最低限度的风险。基金进行这样的收入组合时,所需投资的证券应保证本金安全并有经常和稳定的收入。

与收入组合不同,增长组合的目标不在于当期收入的多寡,而在于组合将来价值的增加。因此,在证券的总收益中较多地侧重于资本增值,较少地考虑经常收入。各种证券中,普通股票最适合于体现这种目标。这种组合往往将基金资产投放在风险较高的金融商品上,如升值潜力较大的小型公司股票、二三线股、认股权证等,着重选择一些质优股票、债券、房地产等能增加资本利得的投资工具,甚至冒极大风险以较高成长潜力的科技、创业公司的股票为投资标的。

选择增长股票的标准是 盈利和股息有大量增长 盈利增长率很稳定 发放低股息 高预期收益 预期收益的变动较低。为此,必须重视股票的基本分析,对有关行业、公司进行深入细致的分析。

每个基金都有各自分散投资资产的方式,对于为获取资本增值的成长性基金来说,基金资产的投放地域较广。它往往只保持较小量的现金,牛市时甚至通过借贷把资本额增大,投向广阔的金融领域。对于获得收益与增值并重的基金来说,现金持有量会较大,投资地域范围不会太散,投资组合比较稳定和集中。

基金的投资政策也反映在其投资的比重上,比如基金注重的是取得经常性收入或追求较高的资本利润,管理人往往会把绝大部分资产投资在各类金融商品上,而有的基金则可能依据金融市场的前景在短期票据、债券和普通股票间转移。

三、投资对象的选择

基金管理人确定了基金的投资政策后,接下来便是如何运用基金资产的问题,具体地讲,就是如何选择投资对象——各种有价证券。

一般而言,基金管理人运用基础分析和技术分析来选择证券。

1. 基础分析

基础分析是根据供给和需求关系形成的长期价格趋势来预测价格。我们知道在其他条件不变时供给超过需求,价格下跌,反过来,需求超过供给,价格上涨。基础分析要研究影响供给和需求关系并进而使价格变动的各种因素,无论是政治的、政策的和经济的因素都在考虑的范围之内。

(1)宏观经济影响。政府每隔一定时间都要公布各种经济指数,这些指数对证券市场有着很大影响。它们包括:

①国内生产总值。它指的是一个国家在一年内的最终产品和劳务的货币价值,标志了一个国家的经济实力。国内生产总值高、增长快,国家经济形势好,证券价格就随之上涨,相反价格下跌。目前,国内一些报纸,如《人民日报》、《上海证券报》等会定期发布国内生产总值的增长率。

②通货膨胀指数。最常用的通货膨胀指数是生产者价格指数(PPI)和消费者价格指数(CPI)。通货膨胀率的上升会引起投资者对央行会调节利率来控制货币供应量的担忧。1993年5月12日,美国政府公布4月份生产者物价指数比3月份上涨0.5%,为二年半来最大涨幅。5月13日,美国股票市场掀起了抛售风,道琼斯工业指数下跌了34点,其他重要指数如S&P500股票指数,纽约证券交易所综合指数等都有所下跌。

一般而言,下列指数反映了一个国家所处的经济周期,可用于预测经济形势,有时也称为“前导指数”:货币供应量、敏感原材料价格的变化、工厂和设备订单、消费者信心、固定资产投资。

(2)政策影响。

①财政政策。财政政策分为长期、中期、短期政策,手段上主要包括国家预算、税收、国债、财政补贴、财政管理体制、转移支付制度等。在我们国家,财政政策主要是发挥‘相机抉择’的作用。财政政策可以分为松、紧、中性三种,总的来说,紧的财政政策将使过热的经济受到控制,证券市场也将走弱,而松的财政政策则刺激经济发展,使证券市场走强。

财政政策对股市的影响是十分深刻的,也是十分复杂的。正确地运用财政政策来为证券投资决策服务,应把握以下几个方面:

- a. 关注有关的统计资料信息,认清经济形势;
- b. 从各种媒介中了解非常时期经济界人士的看法、政府官员日常活动和讲话,分析其经济观点、主张、性格,从而预见政府可能采取的经济措施和采取措施的时机;
- c. 分析过去类似形势下的政府行为及其经济影响,以作前车之鉴;
- d. 关注政府人士安排的变动,它常常反映政府的政策动向;
- e. 在预见和分析政策的基础上,进一步分析相应政策对经济形势的影响(比如通货膨胀、利率等)和个股的变化趋势。

②货币政策。货币政策指的是政府为实现一定的宏观经济目标所制定的关于货币供应和货币流通组织管理的基本方针和基本准则,它对经济的调控是全方位的。在我国,自1984年中国人民银行行使中央银行职能后,所使用的货币政策工具主要是贷款计划与存款准备金、利率等,其中最主要的是贷款计划。(但自1998年开始,中央银行取消贷款规模管理,这标志着央行今后不再使用贷款限额这个货币政策工具)。根据国务院关于金融体制改革的决定,中国人民银行今后使用的货币政策工具主要有法定存款准备金率、中央银行贷款、再贴现率、公开市场操作、中央银行外汇操作、贷款限额、中央银行存贷款利率等。

从总体上来说,松的货币政策将使得证券市场价格上扬,紧的货币政策将使得证券市场价格下跌。

在财政政策中应该把握的五个方面同样适用于货币政策。

③产业政策。国家产业政策主要通过财政政策和货币政策来实现。优先发展的产业将得到一系列政策优惠和扶植,因而将获得较高的利润和具有良好的发展前景。这势必受到投资者的普遍青睐,股价自然会上扬。债券价格也会因为这些产业具有较低的经营风险,从而具有较低的还本付息风险而上涨。即使在从紧的财政货币政策下,这些产业也会受到特殊照顾,因而产业政策的影响是长期而深远的。

“九五”计划明确提出,我国产业政策是重点支持机械、电子、石化、汽车等支柱产业,加大农业、能源、交通、通信等基础产业的投资力度。这些产业将直接受惠于产业政策,具有良好的发展前景。

(3)产业分析和区域分析。对证券投资分析而言,产业和区域经济情况是介于宏观和微观之间的重要的经济因素。一方面,产业的发展状况对于该产业中上市公司的影响是巨大的,从某种意义上说,投资于某上市公司,实际上就是以某产业为投资对象;另一方面,上市公司又摆脱不了区域经济的影响。尤其在我国,区域经济发展极不平衡,分析这一因素显得尤为重要。

股票市场的“板块”效应是我国证券市场的特殊现象,风靡整个市场。这些特征往往就是产业上的,如“房地产板块”、“金融板块”、“化工板块”,有的可能是地域上的,如“浦东板块”,“福建板块”等。同属一个板块的股票之间往往在价格变动上有很高的相关性。

(4)公司经营状况。股份公司是股票市场的微观基础,是股票价格波动的物质基础和根本所在。在众多的因素分析中,公司本身的经营状况无疑是至关重要的。在国外,基金管理人一项很重要的工作便是拜访公司,了解公司实际的经营运作情况,而不仅仅是面对办公桌上的电脑。除此之外,我们还要利用公司的财务报表(资产负债表、损益表、财务状况变动说明书)对公司的经营状况进行具体分析。在实际操作中,主要使用趋势分析法、比率分析法和垂直分析法。

财务分析的主要目标有:公司的获利能力;公司的财务状况和偿债能力;公司筹资和投资的合理状况。

财务报表分析的原则是:趋势(动态)分析和比率(静态)分析相结合;数量(金额)分析和质量(百分比)分析相结合;获利能力分析和财务状况分析相结合;分析过去和预测将来相结合。

2. 技术分析

技术分析是指直接对证券市场的市场行为所作的分析。其特点是通过对市场过去和现在的行为,应用数学和逻辑上的方法,归纳总结一些典型的行为,从而预测证券市场未来的变化趋势。其理论基础是基于三项合理的市场假设:市场行为涵盖一切信息;价格沿趋势移动;历

史会重演。其基本要素是成交量、成交价和时间。

一般来说,可以按差异性大小或约定俗成,将技术分析主要分为如下五类:指标派、切线派、形态学派、K线派、波浪派。

(1)指标派。指标派要考虑市场行为的各个方面,建立一个数学模型,给出数学上的计算公式,得到一个体现股票市场的某个方面内在实质的数字。这个数字叫做“指标值”。指标值的具体数值和相互间关系,直接反映股市所处的状态,而这从行情报表中是直接看不到的。目前,世界上用在证券市场上的各种各样的技术指标数不胜数,至少在1000种以上,例如相对强弱指标(RSI)、随机指标(KD)、趋向指标(DMI)、平滑异同平均线(MACD)、能量潮(OBV)、心理线、乖离率等。

(2)切线派。切线派是按一定方法和原则在由股票价格的数据所绘制的图表中画出一些直线,然后根据这些直线的情况推测股票价格的未来趋势。这些直线就叫“切线”。切线主要是起支撑和压力的作用。切线的画法有很多种,著名的有趋势线、通道线等,此外还有黄金分割线。

(3)形态学派。形态学派是根据价格图表中过去一段时间内走过的轨迹的形态来预测股票价格未来趋势情况的方法,著名的形态有M头、W底、头肩顶(底)等十几种。

(4)K线派。K线派的研究手法是侧重若干天K线的组合情况,推测股票市场多空双方力量的对比,进而判断股票市场多空双方谁占优势,优势是暂时的还是决定性的。

(5)波浪派。波浪理论把股价的上下变动和不同时期的持续上涨下降看成是波浪的上下起伏一样。波浪的起伏遵循自然界的规律,股票的价格也遵循类似的规律。

以上五类技术分析流派是从不同的方面理解和考察股票市场的,有的有相当坚实的理论基础,有的则没有。它们考虑的方式不同,所使用的方式不同,有的注重长线,有的注重短线;有的注重价格的相对位置,有的注重绝对位置,有的注重时间,有的注重价格。在使用时,必须注意:

(1)技术分析必须与基础分析结合起来使用,才能提高其准确程度,否则单纯的技术分析是不全面的;

(2)注意多种技术分析方法的综合研究,切忌片面地使用某一种技术分析结果;

(3)前人的和别人的结论要经过自己的实践验证后才能放心地使用。

第二节 投资基金的发行与认购

一、基金券的发行

基金券的发行即投资基金的募集,在得到主管机关批准后,投资基金的发起人即可进行基金券的发行工作。基金券的发行方式、定价以及公布基金募集说明书是基金券发行工作的主要内容。

基金券是基金发起人或其委托的证券机构向投资者发行的,表示其持有人有按其所持基金份额享有基金资产所有权、收益分配权、剩余财产分配权和其他相关权利,并同时承担相应义务的可转让或可赎回的凭证。基金券是一种有价证券。对公司型基金来说,基金券就是受益凭证。现在的基金券已趋向无纸化。

投资基金在募集资金时,为了正确计量投资者的投资份额及受益权份额,必须确定基金单位。基金单位又称受益权单位。从某种意义上讲,基金单位也可看作是投资最低额。如某个基金在发行时规定认购基金需以 10 元或 10 元的倍数金额,这表明该基金单位是 10 元,投资 100 元即为 10 个基金单位,投资 5000 元即为 500 个基金单位。基金单位的价格不是固定的,它随基金资产价值和收益的变化而变化。基金单位在首次发行时通常确定一个整数票面价格,首次发行结束后,不管是认购价还是赎回价,基金单位都是以净资产价值来计价。

受益凭证是常见的基金券形式。受益凭证多是无面额的可自由转让的有价证券。它记载着投资者认购的基金单位数,表明受益人可依基金单位数比例分享本基金权益的资格,以及对基金管理机构或保管机构行使基金管理办法和信托契约所规定的权利。受益凭证分记名和不记名两种,由基金管理机构和保管机构共同签署并经公证后发行,投资人可以根据自已的要求选择记名式受益凭证或不记名式受益凭证,并可随时申请变换。

受益凭证通常有规定记载内容,其内容包括:

- (1) 投资基金名称,受益权单位总数,受益凭证发行日期及能否追加发行;
- (2) 基金管理机构和保管机构的名称、地址;
- (3) 该受益凭证的受益权单位数,及购买每一受益权单位的金额与费用;
- (4) 基金投资的基本方式和投资范围;
- (5) 投资基金的存续期限;
- (6) 受益权单位净资产价值的计算及公告方法;
- (7) 受益人请求回购受益凭证的程序、时间、地点、回购价格及回购费用的计算方式,基金管理机构给付回购款项的时间、方式;
- (8) 基金管理机构和保管机构所收费用的计算方法、给付方式及时间;
- (9) 基金收益分配的项目、时间和方式;
- (10) 基金不再存续时,基金的清算方法和受益人请求返还金额的计算方法、给付方式及时间 如果是记名式受益凭证,还应记载受益人的姓名;
- (11) 信托契约变更、终止的程序及其公告方法。

受益凭证上记载的受益权包括受益人享有的受益凭证本金的受偿权、收益的分配权及其他权利。

二、基金券的发行方式

基金券发行方式有私募与公募两种。私募由基金发起人私下与投资者接洽,让投资者认购基金,基金发起人承担全部募集基金的工作。公募是由基金发起人委托证券机构承担发售任务,向大众推销。公募有两种不同做法。所以总的来说,基金券发行方式有三种不同的做法:

- (1) 直接销售法。这是最简单的一种发行方法。基金券不经过任何专门的销售组织而直

接向投资人销售,即私募。在这种发行方法中,基金券的出价与报价都按净资产价值确定。其操作方法比较简单,如下图所示:

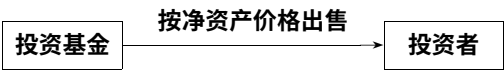


图 3.1.3

(2)承销法。这是通过证券承销商来发行基金券的一种做法。证券承销商一般由投资银行或证券公司来担任,它们先按净资产价值购入投资基金券,然后加上一定的销售费用,以公开销售价格将基金券出售给投资者。其发行过程如下图所示:

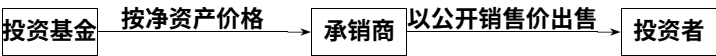


图 3.1.4

(3)集团承销法。当投资基金规模较大、发行任务较重时,证券承销商独自承购销售有困难,这时,它们会牵头组织一个或数个承销集团。每个承销集团又由数个承销商组成,每个承销商都承担部分销售任务,以求将该投资基金全部推销。未能销售出去的部分,由各承销商按事先约定比例自行买下,牵头承销商支付给每个承销商一定的销售费用。其发行过程如下图所示:

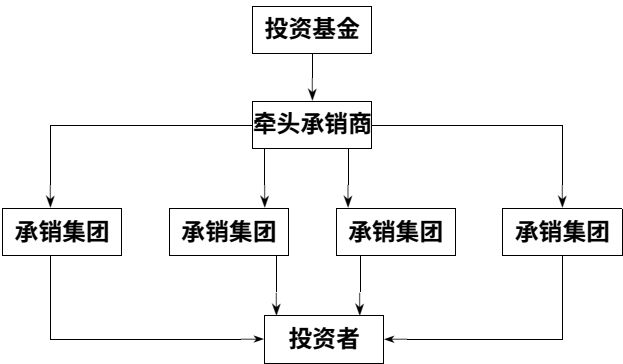


图 3.1.5

在集团承销的发行方式中,还演化出一种新的发行方式。为了吸引投资者加入投资基金,有些投资基金采用分期付款方式推销一部分基金券。为了适应这种需要,就在承销商与投资者之间产生了一个销售管理人——计划公司。计划公司一方面与承销商订立销售合同,另一方面与投资者订立延期付款购买合同。当计划公司收到投资者一定比例的款项后,就向承销商认购约定数量的基金券,并向该投资者提供一笔贷款,存在投资者在计划公司开立的专门账户上,以此来保证投资者按合同规定购买基金券。在这种发行方式中,计划公司充当着延期付

款销售合同协调人的角色。它为投资者延期付款购买基金券提供了服务和方便,自然要向投资者收取较高的手续费。此外,还要向投资者收取贷款利息。这种计划公司一般由投资银行等金融机构来担任。其发行程序如下图所示。

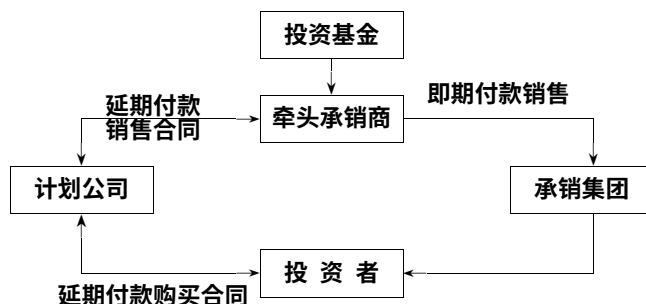


图 3.1.6

许多国家除了使用传统的发行基金券方法,即通过投资银行或证券公司来销售基金券外,近十多年来,还越来越多地通过商业银行和保险公司来促进基金券销售。利用商业银行和保险公司参与分销基金券至少有以下三个好处:

- (1) 商业银行和保险公司或营业网点众多,或客户基础广泛,有利于推销基金券。
- (2) 商业银行在社会上有较高的信用,利用银行推销基金券,有利于增强投资者的信心,并能吸引许多非银行客户购买基金券。
- (3) 商业银行和保险公司可以结合其自身已有的相关业务推出有利于促销的新业务,来扩大基金券销售。如香港市场上的‘定期投资计划’就是让投资者通过银行转账的方式,根据最低投资额规定,按月将其存款中的一部分款项转拨给基金管理人,购买单位信托基金。一旦投资者遇到财务困难,也可将基金卖给基金公司,并将资金转入投资者的银行存款账户。

三、投资基金券的认购

投资者的投资行为,是从认购有价证券开始的,投资于基金也同样如此。投资者通过购买契约型基金的受益凭证或购买公司型基金的股份实现其投资。在一般情况下,投资者购买投资基金券的数额,都有一个最低限制,即至少要购买若干份额。基金券的认购手续比较简单,但在具体操作程序上,不同类型的基金又有不同的认购方式。

(1) 开放式基金的认购方式。开放式基金的认购方式主要是:

- ① 投资者凭身份证、印章到管理机构或指定的承销机构,填写申请认购表并留下印鉴;
- ② 按所认购的份额缴纳价款和手续费,取得缴款单,等候领取基金券的通知;
- ③ 通常在几天后,投资者得到领取基金券通知,再凭通知和缴款单到指定地点领取基金券,完成认购过程。

同一开放式基金的认购价格不完全一样。在首次发行期内认购,按发行面额计价。发行结束后认购,就按前一营业日的单位净资产价值计价。投资者在认购时无法确切知道其所认

购的受益权单位数,须等到管理人对销售日每受益权单位净资产价值进行核算后才能知道。通常,每份受益凭证所代表的受益权单位只算到小数点以下一位,小数点以下第二位四舍五入。

(2) 封闭型基金的认购方式。封闭型基金的认购方式比开放式基金认购方式简单,投资者只能在基金发行期内认购,认购手续和方式与开放式基金一样,认购价格也按面额计算。发行期过后,投资者若要拥有这类基金券,则只能通过证券二级市场上竞价购买,其价格按当日挂牌的交易价计算,购买手续与购买股票一样。

(3) 海外基金的认购方式。投资者认购海外基金有两种方式:一是寻找一家证券投资咨询公司作顾问,然后委托该公司向海外购买,由该公司办妥申请认购的手续(填写申请表等)后,直接汇款向海外的基金管理人购买。二是直接到该海外基金在国内的代销机构(一般为指定银行)购买,投资者以“指定用途信托资金”的方式,购买所中意的基金。

在发行期内认购投资基金券后,投资者应当注意该基金的发行情况。不管是开放式基金还是封闭型基金,在首次发行时一般都要设定发行总额和发行期限。如果是封闭型基金,只要发行总额认购已满,不管是否到期,基金都要封闭,不再接受认购申请。开放式基金则不作此限制。如果在发行期间认购不足,则不管哪种基金都可延长认购期限。但是,如果延长期满,发行总额仍未被认购完毕,那么该基金就不能成立。基金管理人应通知托管机构将已收的认购款并加计利息退还给投资者,让投资者及时领回投资款。

四、投资基金券的卖回与转让

投资者可以通过购买基金方式加入基金,也可以通过将持有的基金券卖回给管理人或转让给其他投资者而退出基金。对于不同类型的投资基金而言,投资者退出基金的方式也不一样。

若投资基金是开放型的,投资者可向基金管理人申请,要求基金管理人购回基金券。开放式基金的管理人在基金券发行期满一定时期后(通常是3个月),接受投资者的卖回申请。申请卖回的投资者可在发行期满一定时期后的任何一个营业日携带基金券和卖回申请书,到基金管理人或指定的卖回申请收受地点,或者以挂号邮寄办法,向管理人提出全部或部分卖回申请。如果是申请部分卖回,对投资者所持有的剩余单位额度,有的国家和地区有限制,例如香港新鸿基太平洋基金规定,投资者在卖回基金券后,其所持有的剩余基金单位不得少于1000个。管理人或其指定的卖回申请收受人在收到卖回申请时,应给投资者签发代理保管单,保管单内要注明领取价款的日期,同时,应将卖回申请内容通知管理人。

基金券每受益权单位的卖回价格在提出卖回申请日并不知道,卖回价格是按卖回申请书到达基金管理人指定收受人的下一个营业日时每受益权单位资产净值计算的,所以申请卖回的投资者要等管理人按卖回日(即卖回申请书到达管理人的次一营业日)受益权单位资产净值核算卖回价格后,才知道其卖回基金券后所能得到的价款总金额。

按照有关规定,基金管理人要保持一定比例的流动资产。在这种情况下,如果任何一个营业日内卖回价款总额减去基金券销售后的所得总额后的净额(即净买回金额)超过了基金当日所应当待有的流动资产总额时,管理人可以暂停计算卖回价格,并延缓给付卖回价款。

对于申请部分卖回者,保管机构除了按规定支付卖回价款外,还应当在付款期限的第一天

起 7 天内(付款期限通常为 5 天),向投资者换发新的受益凭证。

封闭型基金的投资者不能向基金管理人申请卖回基金券。封闭型基金成立 3 个月后,基金管理人可向证券交易所提出上市申请。一经批准,投资者可以在证券交易市场上,像转让股票一样,将基金券拿到市场上自由买卖转让。买卖价格受市场供求影响,价格上扬时容易脱手,而价格下跌时、市场疲软时,就有可能无法出售。

基金券转让市场每天都有报价,基金报价分门别类地刊登在当地主要财经报刊上。如香港基金市场行情刊登在《亚洲华尔街日报》、《南华日报》和《信报·财经新闻》上。而我国内地的基金行情主要刊登在《中国证券报》、《上海证券报》、《金融时报·证券新闻》上。

第三节 投资基金的上市与交易

一、基金销售方法

一个基金可以使用多种方式向公众出售其股份,下面是几种常用的方法。

1. 基金→承销商→销售商→投资者

投资者将购买基金份额的订单下达给销售商,销售商再将其传达给承销商。然后,基金以当前净资产价值将股份出售给承销商,承销商在基金净资产价值基础上加上一定比例销售费用给销售商。最后,销售商以完全的公开报价(Public Offering Price,POP)将基金份额出售给投资者。

2. 基金→承销商→投资者

投资者将购买基金份额的订单下达给承销商(承销商同时充当销售商,运用自己的销售力量向公众出售股份),然后以当前净资产价值将基金份额出售给承销商,承销商在基金净资产价值的基础加上销售费用,以完全的公开报价将基金份额出售给投资者。

3. 基金→投资者

有些基金直接向公众出售股份,不利用承销商或其他销商网络,同时,不收取销售费用。

如果一个开放式投资公司直接向公众出售股份,不收取销售费用,这样的基金称为“无负担基金”(no-load Fund)

4. 基金→承销商→计划公司→投资者

为定期购买共同基金份额而出售“契约性计划”(contractual plans)的组织称为“计划公司”(Plan Companies)。“计划公司”购进共同基金份额,而投资者从其手中分期付款购进基金份额。“计划公司”收取的销售费用率最高可达 9%。(承销商为 8.5%)

无论以何种方式销售基金份额,提供给顾客(即普通投资者,非全国证券交易者协会会员)的价格只能是公开报价(POP)。无论是“基金→投资者”还是“基金→承销商→销售商→投资者”,非会员的普通投资者只能以公开报价买到基金份额。只有全国证券交易者协会(NASD)会员作为一个销售商或承销商才能从基金发行人手中以折扣价购得基金份额。

二、基金股份价值决定

美国 1940 年投资公司法要求共同基金至少每一工作日计算一次基金股份的价值,因为购买或赎回的价格是以基金股份的净资产价值为基础的。虽然有的基金可能计算得更频繁,但大多数基金都是在每天纽约证券交易所收市后(东部时间下午 4:00)才进行一次计算。

1. 每股净资产价值(Net Asset Value Per Share)

基金的净资产价值是基金向投资者出售新的股份的基础。投资者实际以公开报价(即每股净资产价值加上销售费用)购买。当投资者卖出基金股份时,价格等于当时的每股净资产价值。为计算每股净资产价值,保管人将基金所有的资产价值进行加总,计算出总资产,然后减去基金的总负债,得出基金的净资产价值。每股净资产价值等于基金净资产价值除以基金发行的总股份数。其公式是:

资产(现金 + 持有证券的当前价值) - 负债 = 基金净资产价值

$$\frac{\text{基金净资产价值}}{\text{发行的股份数}} = \text{每股净资产价值}$$

假设,某共同基金总资产为 4 亿美元,负债总额为 1 亿美元,已发行的股份数为 1.5 亿美元,那么,每股净资产价值为 2 美元,即: $(400000000 - 100000000) \div 150000000 = 2$ 美元。

在计算净资产价值时,基金的总资产包括基金拥有的所有价值,而不仅是其投资组合的价值。

由于基金投资组合市场价值的变化,基金的净资产价值可能每日都在变化。如果基金发行的股份数保持不变,而其投资组合价值增加,那么,基金的每股净资产价值也会增加,反之亦然。

基金投资组合的价值增加或减少也称为“未实现的损益”。例如,某基金以 100 美元/股的价格购入若干 A 股票,当 A 股票的市价上升至 110 美元/股时,这一升值将会反映在基金净资产价值中。由于基金并未实际出售 A 股票,这一利润(增值)就被称为“未实现的”。

每股净资产价值可能因以下原因而变化:

(1) 投资组合中证券的增值或收到现金收益(如债券利息),每股净资产价值将上升。

(2) 投资组合中证券跌价或基金向投资分红派息,每股净资产价值将下降。

(3) 当销售或赎回基金股份,买进或卖出证券(即使以前未实现的损益已实现),每股净资产价值保持不变。此时,基金只是将证券变成现金或现金变成证券,每股净资产价值未变化。

例如,XYZ 共同基金有 100 美元资产,发行股份为 10 股,每股净资产价值为 10 美元。某投资者以 100 美元购买 10 股 XYZ 基金股份(不计销售费),此时,基金总资产变为 200 美元,发行股份数为 20 股,每股净资产价值仍为 10 美元。这一交易只是改变了基金的股权结构(比例),即原来 10 股代表对 XYZ 基金 100% 的所有权,而现在 10 股仅代表对 XYZ 基金 50% 的所有权。

2. 销售费用

承销商是投资公司聘请的主要销售组织。承销商通过在每股净资产价值上附加销售费用而获得报酬。

全国证券交易者协会(NASD)禁止其会员收取超过公开报价(POP)8.5%的销售费用。

封闭式基金设有销售费用,投资者在买卖时支付交易佣金。

所有的销售佣金和费用都从销售费用中支付,包括承销商、销售商、经纪人和注册代表的佣金,以及广告和有关销售材料的费用。大多数开放式基金都由承销商准备销售材料,因为他们最熟悉证券交易委员会的规章制度。

共同基金发行人收取销售费用有三种不同的方式:①前期收费(购买价格与净投资额间的差额);②后期收费(或有递延销售费);③12b-1销售费用(以资产为基础的收费)。

(1)前期收费(Front-end Loads)。前期收费是在投资者购买基金份额时附加在每股净资产价值上的部分,是承销商提供销售服务而收取费用的最常见的方式。等于公开报价与每股净资产价值之间的差额。

(2)后期收费(Back-end Load)。后期收费又称“或有递延收费”(Contingent deferred Loads)是在赎回共同基金份额时收取的费用,是一种每年递减的费用(例如,第一年8%,第2年7%,第三年6%)。当一定年限(最多为8年)后,后期收费将降为零。

例如,ALF共同基金后期收费见表3.1.1。

表 3.1.1 ALF 共同基金后期收费

百 分 比	年 数
8%	1
7%	2
6%	3
5%	4
3%	5
1%	6
0	7

假设 ALF 共同基金的公开报价为 10 美元/股,某投资者以 1000 美元购买 100 股。当该投资者在 6 个月后赎回股份,收回的资金将是 920 美元($1000 - 1000 \times 8\% = 920$ 美元)。假设该投资者直到第 5 年才赎回股份,那么,他将收到 970 美元($1000 - 1000 \times 3\% = 970$ 美元)。本例中,假设每股净资产价值不变。

(3)12b-1 费用(12b-1 fees)。12b-1 费用是“1940 年投资公司法”12b-1 条款允许投资公司为促销其股份而收取的一种费用,每年收取一定的金额或根据公司平均净资产价值的一定百分比收取。

按净资产价值收取 12b-1 费用的百分比必须合理,通常为 0.5—1%,这一年度收费的比例最高不得超过公开报价的 8.5%。

12b-1 费用的收取必须每年经基金大多数股东或董事会及大多数独立董事投票批准。

当基金收取的递延收费或 12b-1 费用超过平均净资产价值的 1.25%,不能称作“无负担基金”。

共同基金提供不同种类的股份,允许投资者选择不同类型的销售费收取方式。下面是某基金因收费方式不同而将股份划分为不同种类的实例:

(1)A 级股份,前期收费,购买时支付,等于买入价与净投资额的差额;

(2) B 级股份,后期收费,赎回时支付,一种或有递延收费;

(3) C 级股份,水平收费,以资产为基础每年支付;

(4) D 级股份,资产为基础的收费加或有递延收费。

三、基金定价

封闭式管理公司(公开交易基金)的股份像其他公司一样,在证券交易所或柜台交易市场买卖。相反,开放式管理公司的股份,是通过公司授权的销售商以公开报价(每股净资产价值加销售费用)买入,以当时每股净资产价值卖出,而不是在一个公开交易的市场上卖出。

1. 共同基金股份的定价

共同基金股份公开报价(POP)计算公式为:

每股净资产价值 + 销售费用 = 公开报价

销售费用代表承销商因发行基金股份而收到的资金,包括了承销商的报酬、销售商的报酬和支付的广告及销售材料费。

销售费用的基本公式为:

公开报价 - 每股净资产价值 = 销售费用

共同基金的公开说明书中必须包括计算基金每股净资产价值及销售费用的公式,以及计算的频率。

下面公式用来计算公开报价:

$$\frac{\text{每股净资产价值}}{100\% - \text{销售费用率}} = \text{公开报价}$$

上面公式之所以重要,是因为销售费用是以公开报价为基础而确定其比例的(百分比),而不是以每股净资产价值为基础。

例如,某基金每股净资产价值为 10 美元/股,销售费用率为 7%,

则: $\text{公开报价} = \frac{10}{100\% - 7\%} = 10.75 \text{ 美元},$

而不是: $10 \times (100\% + 7\%) = 10.70 \text{ 美元}。$

再如,某基金每股净资产价值为 20 美元,销售费用率为 8.5% (最高限额),则:

$$\text{公开报价} = \frac{20}{100\% - 8.5\%} = 21.86 \text{ 美元}$$

2. 销售费用率的计算

如果已知每股净资产价值和公开报价,那么销售费用率可以下公式计算:

公开报价 - 每股净资产价值 = 销售费用

$$\frac{\text{销售费用}}{\text{公开报价}} = \text{销售费用率}$$

如上例中,公开报价为 21.86 美元,每股净资产价值为 20 美元,那么:

$$\text{销售费用率} = \frac{21.86 - 20}{21.86} \times 100\% = 8.5\%$$

3. 可允许最大销售费用率的限制

可允许的最大销售费用率为 8.5%,如果投资公司未提供某些服务,其销售费用率必须降

低至 8.5% 以下。如果最高收费率要达到 8.5%，投资公司必须提供：① 现金收益自动再投资，以净资产价值作价（即再投资无销售费用）；② 大量投资的销售费用折扣；③ 累积权。

(1) 股息再投资。

在派息登记日至少 10 天前提出要求的投资者，有权将股息进行自动再投资（以净资产价值作价，不再收取销售费用）。另一方面，投资公司有权为股息的再投资设定一最低限额，但不得超过 1200 美元。

(2) 数量折扣。

如果未向投资者提供一定的数量折扣，投资公司的最高销售费用率也不允许达到 8.5%。像其他行业一样，开放式公司通过提供费用折扣鼓励投资者大量投资。投资 500 美元与投资 100000 美元的销售费用率是不同的，后者每一元投资承担的费用将较少。

共同基金折扣的计划称为“临界点”(breakpoint)，“临界点”可以供任何人所利用。任何“人”，是一个宽松的概念，例如，大多数投资公司允许一个家庭作为一个“人”。另外，投资协会或俱乐部不能利用“临界点”。表 3.1.2 是一个“临界点”的例子：

表 3.1.2 “临界点”举例

购 买 量	销售费用率
1 ~ 9999 美元	8.5 %
10000 ~ 24999 美元	7.5 %
25000 ~ 49999 美元	7 %
50000 美元及以上	6.5 %

投资者有几种方法可利用“临界点”：一是一次性大量投资；二是共同基金鼓励投资者连续投资以达到“临界点”，即投资者可以利用“意向声明”(Statement of intention)和累积权(Right of accumulation)。

如果投资者在首次投资时资金达不到“临界点”，那么他可以签署一份“意向声明”，在声明中，承诺在最近 13 个月内连续投资，以达到“临界点”规定的某一金额。这样，他将可以在首先购买时享受折扣的销售费用率。

“意向声明”是一种单向性合同，只对基金公司具有约束力。在达到某一规定的投资金额前，基金公司将持有因减少的销售费用而购买额外的基金份额。如果投资金额一旦达到规定的金额，基金公司就将折扣的销售费用购买基金份额转入该投资者名下。基金份额的资本增值及收益分派形成的再投资不计入连续的累计投资额内。

假设某共同基金的“临界点”计划如表 3.1.3：

表 3.1.3 某共同基金“临界点”计划

投 资 额	销售费用率
1 ~ 9999 美元	8.5 %
10000 ~ 24999 美元	7 %
25000 ~ 49999 美元	6.5 %

某投资者首次投资 9000 美元,同时承诺 13 个月内再投资一定金额(如 1000 美元),那么,此时他就可以享受低于 8.5% 的销售费用率。

如果在 13 个月到期时,投资者未能完成声明中承诺的投资额,那么,他需用现金(支票)或者出售基金份额以偿还销售费用的差额。

由于大多数投资公司希望投资者大额投资,因此,通常允许投资者在首次购买后有 90 天签署‘意向声明’的宽限期。也就是说,在首次购买的 90 天内,投资者有权随时签署‘意向声明’,而不必一定要在首次购买时签署。例如,某投资者在首次购买 60 天后决定签署‘意向声明’,那么意味着他在签署声明后即有权享受折扣销售费用,不同的是仅还有 11 个月(而不是 13 个月,因为已过去了 2 个月)去完成声明。

(3) 累积权。

累积权,像‘意向声明’一样,允许投资者取得销售费用折扣,无论何时,当投资者以前购买的基金份额的价值加上当前正在购买的基金份额的价值,超过‘临界点’规定的某一金额时,就可以享受折扣销售费用。

在计算投资者以前购买的基金份额的价值时,有三种不同的方法,分别是：

- ① 基金份额的当前价值(当前净资产价值或公开报价)；
- ② 以实际报价计算的总投资价值；
- ③ 当前净资产价值与实际总投资价值孰高。

假设,某投资公司提供表 3.1.4‘临界点’计划：

表 3.1.4 某投资公司‘临界点’计划

投 资 额	销售费用率
1 ~ 9999 美元	8.5 %
10000 ~ 24999 美元	7 %
25000 ~ 49999 美元	6.5 %

A 投资者原来投资 10000 美元(销售费用率为 7%),其当前价值为 15000 美元,现在他打算再投资 10000 美元,使用累积权,A 投资者再投资的 10000 美元将以 6.5% 计算销售费用(因为 15000 + 10000 = 25000 美元),而原来首次投资的 10000 美元的销售费用率(7%)不再调整。大多数基金对投资使用累积权达到‘临界点’的时间期限未作限制。

(4) 合并权(Combination Privilege)

同一公司可能拥有两个或更多的基金,公司常允许投资者将其分散在公司名下不同基金的投资合并计算,以达到‘临界点’计划规定的金额。

例如,A 投资者在 XYZ 成长型基金中投资 10000 美元,同时,在 XYZ 收益型基金中投资 10000 美元,XYZ 投资公司可以允许 A 投资者享有‘合并权’,将两笔投资合并计算为 20000 美元,以确定相应的销售费用率。

如果基金提供这一权利,必须在公开说明书中载明,且必须每年对基金份额持有者至少发出一次通知。

4. 基金内的转换

承销商通常提供一个以上的基金并指明这多个基金属于同一基金家族(family of funds)。

提供基金家族内的转换权是承销商鼓励投资者继续投资的方法之一。

“转换权”允许投资者将持有的某一基金股份的价值以相等金额转移到同一基金家族内的另一个基金。有些基金为进一步提供方便,允许投资者通过电话完成这一转换。在同一基金家族内转换的好处在于不再收取销售费用(但基金的转换视同销售,需申报纳税)。

有关转换的一些规则是:

- (1) 转换购买的金额不得超过售出(赎回)的金额;
- (2) 赎回可能不涉及销售费用退款;
- (3) 转换需在赎回后 30 天内进行;
- (4) 销售商及交易商不得因再投资而收取任何报酬。

5. 基金股份赎回

根据法律,开放式公司在收到书面赎回申请 7 天内应赎回基金股份,赎回的价格等于净资产价值,每一交易日至少必须计算一次。下列情况出现时,赎回可能会暂时中止:

- (1) 除周末或节假日以外纽约股票交易所休市(关封);
- (2) 纽约股票交易所的交易活动受到限制;
- (3) 出现紧急状态,使公司处置所持证券无效;
- (4) 为保护公司证券持有人的权益,证券交易委员会下令暂停购回。

除上述情况外,基金必须遵照投资者的申请赎回股份。

赎回价格是投资公司收到赎回申请后下一次计算而得出的每股净资产价值,称为“前趋价格”(Forward Pricing)。例如,如果某基金今日收到赎回申请,那么必须等基金下一次计算每股净资产价值后,才依计算出的结果进行赎回。(在购买基金股份时,也使用前趋价格)。

下一次计算,可能是在当天,也可能是下一个工作日的第一次计算,取决于收到申请的时间及该基金计算价格的频率。

基金可能收取赎回费用,通常占每股净资产价值的 1.5~2%。

封闭式基金的每股净资产价值与其股份的市价没有直接关系,因为其股份市价取决于市场供求。其每股净资产价值仅是众多衡量其股份当前价格的因素之一。

另外,许多投资公司还提供“回购”(Repurchase)服务,允许投资者以基金股份作抵押并在一定时期内回购而进行短期融资。在订立“回购协议”(Repurchase Agreement)情况下,一方面投资者可以立即赎回基金股份,另一方面,其赎回费用可能超过正常水平。

四、投资基金上市

投资基金的上市即基金证券(股票或受益凭证)的上市,是指基金证券获准在证券交易所或证券交易中心(场外交易柜台)内挂牌买卖,即某基金证券符合证券交易所或证券交易中心所规定的基金证券上市条件,履行规定的程序使基金证券获得在交易所或交易柜台内挂牌买卖的资格。目前我国基金证券上市主要是指基金证券在上海证券交易所和深圳证券交易所以及沈阳证券交易中心、大连证券交易中心、武汉证券交易中心、天津证券交易中心、海南证券交易中心和云南证券交易中心等几家证券交易中心挂牌买卖。一般说来,基金证券的上市包括封闭型基金和开放型基金的上市。我国目前批准和已发行的基金大多是封闭型基金,故我国基金上市主要是指封闭型基金的上市。随着我国基金市场的发展以及证券资本市场的国际

化,我国基金上市将像国际发达基金市场一样,有大量的封闭型基金和开放型基金上市,而且现在《证券投资基金管理暂行办法》中也规定上市基金可以是封闭型,也可以是开放型。

1. 基金上市对基金公司和投资之意义

基金上市,对于基金公司(管理公司和保管公司)和投资者都有十分重要的意义。

对于基金公司来说,基金上市的好处有:①基金管理公司可获得某种广告性好处。因为如果其管理的基金在基金交易市场的交易很活跃,其管理的基金是社会公众经常议论的话题,那么基金管理公司的声誉和形象很快就会为社会公众所知晓。②可提高其基金的市场流通性。因为基金上市后,其知名度提高,公众很容易了解情况,从而易于接受,③有利于基金管理公司新发行基金的销售,争取到更多的基金投资者。④有利于基金证券价格的决定。

对于投资者而言,基金上市的好处有:①有利于获得基金公司的经营、投资、管理、财务等方面的资料,了解基金的品质、价值及特性,从而做出正确的投资决策。②基金证券的抵押价值可能比同等非上市基金证券的低押价值更大。③由于竞价买卖的缘故,基金的交易价格一般比较合理。④由于基金二级市场的流动性,投资者在需要时可随时将基金证券变现。

我国现有批准的基金才几十家,且多数为封闭型基金。封闭型基金由于其不可赎回性,为了满足投资者对有价值证券流动性的需要,封闭型基金一般都有上市流通的必要。我国基金上市有如下几方面的重大意义:

(1)满足投资者的变现要求。封闭型基金在封闭期内不能要求赎回,因此,要变现必须允许基金上市,在证券商处抛出。

(2)满足新的投资者的参与要求。封闭型基金在封闭期内不能随时申购加入,只能通过二级市场买进基金才能加入。

(3)扩大基金的影响,提高基金的声誉。

(4)增加基金的透明度,确保基金市场公开原则。

(5)加强基金约束力和市场监督,促进基金稳健发展。

现阶段我国基金上市是由中国证监会负责审核批准的,基金上市的总要求是:凡是经中国证监会总行批准发行上市的基金,发行期满可以向指定的交易所或证券交易中心的上市委员会提出上市申请,上市申请经批准后即可上市。

截止到1997年底,在沪深两个交易所和各地证券交易中心上市的基金(证券或受益凭证)共约75余家,资金约为80亿元。

2. 基金交易规则

基金与股票、债券不尽相同,制定基金上市规则、细则或管理规定,对交易所、交易中心来说是必要的。一般讲,基金交易规则应包括建立的目的和法律依据、适用对象与范围、基金主管机关、基金上市条件、上市推荐商、上市文件目录和审查程序、信息披露、停牌与除牌等内容。

(1)基金的募集。

按照国际惯例和我国些地方性法规,对基金募集工作大体上有如下要求:

①经管理机关批准发起设立的基金,方可进行募集工作;

②募集工作可由基金发起人承担,也可由其委托的证券机构承担;

③募集方式分公募与私募两种;

④采取公募方式时,应于募集工作开始前3天在管理机关指定的报刊上登载招募说明书。

采取私募方式时,应让定向投资者在认购前获悉招募说明书的内容;

⑤基金的募集期限为自该基金批准之日 3 个月内。募集未结束,基金管理人不得动用已募集的资金进行投资;

⑥封闭型基金募集期满时,其所募集的资金小于该基金规模的 80% 时,或开放型基金募集期满时,其所募集的资金规模小于 2 亿元时,该基金不能成立,基金发起人须承担募集费用,所募集的资金连同档次银行存款活期利息在 30 天内退还给基金认购者;

⑦基金可采取实物形式或非实物形式。采取实物形式的,其票面须载明:a 基金的名称、性质、票面价值及管理机关批准文号。b 持有人栏目。c 基金发起人、基金管理人、基金托管人的名称和法定地址。d 基金发起人的印章、签发日期等;

⑧基金在募集期限结束时,须经管理机关指定的部门验资证明,报管理机关核准后,方可正式成立。

(2) 投资基金的招募说明书。

根据国际惯例和我国一些地方性法规的规定,在发起设立的基金招募说明书中须载明如下内容:

①基金的名称、类型、规模及管理机关批准的文号;

②基金发起人、基金管理人、基金托管人的名称、法定地址;

③基金承销商名称及募集方式、募集时间、地点、价格、手续费;

④最低和最高认购额度;

⑤封闭型基金须说明基金存续时间及其期满后的清盘处理方法;开放型基金须说明基金的申购程序、赎回程序、方法、时间、地点及价格的计算方法与给付方法;

⑥基金的投资范围、投资政策及投资限制;

⑦基金管理人的管理费、业绩报酬和托管人的托管费等收费标准;

⑧若基金招募失败,已募款项的处理方法。

3. 封闭型基金上市和开放式的申购或赎回

对封闭型基金允许其上市,对开放型基金允许其申购或赎回,总的规定如下:

封闭型基金正式成立后,基金管理人可向管理机关指定的交易场所的上市委员会提出上市申请,由上市委员会审查批准,同时分别报管理机关和中国证券监督管理委员会备案,抄报国务院证券委员会。开放型基金可在管理人指定的场所申购或赎回。

封闭型基金本身类似普通股份有限公司,所以其基金受益凭证的交易也很像上市股票的交易。第一,基金单位的买卖也采用‘公开、公平、诚实信用’的原则和‘价格优先、时间优先、数量优先’的‘三优先’交易原则。第二,以标准手数为单位进行集中、无纸化交易、电脑自动撮合、跟踪过户。第三,基金单位的价格以基金单位资产净值为基础,受市场供求关系的影响而波动,基金交易行情每日在当地主要报刊上刊登。第四,在证券市场的每个营业日内都可以进行基金单位的买卖。第五,由于证券市场的规模效益,交易过程中所收取的佣金(手续费)也很低。但与股份公司的上市相比,基金的上市要简单得多。不过,有部分投资者把基金和股票混为一谈,这是一种认识误区。股份公司一般在运营两年以后才能申请上市,封闭型基金则在发起设立后 3 个月即可申请上市。

4. 封闭型基金上市的审批要求

封闭型基金份额相对固定,较易管理,资产亦易于评估,基金经理人不负责基金单位的赎回事宜。该种基金通常在基金设立、运营 3 个月后,基金经理人提出上市可行性报告。

基金上市可行性报告一般包括以下四个方面的内容:基金的发起、设立过程;目前的基金总规模、投资者分布情况,基金投资结构,制订的经营管理规章制度,以及已取得的经济和社会效益等;基金上市的必要性和意义;基金上市的可行性分析,主要说明基金在规模、人才、管理、效益等方面符合投资信托事业发展的宗旨和上市的条件。

五、基金的转让与交易

基金的转让与交易是指基金证券或受益凭证的买卖活动,即基金证券或受益凭证的持有人按照一定的基金交易规则在规定的基金交易市场从事基金证券或受益凭证的购回、出让或买卖的经济行为。一般来说,开放型基金都可以购回赎回,以满足投资者变现的需要,体现出基金作为有价证券应有的流动性。在新兴的基金市场上,一般封闭型基金可以上市交易,开放型基金可以赎回。而在发达的基金市场即证券资本市场发达的国家,不仅封闭型基金可上市交易,而且开放式基金亦可遵照一定的规则挂牌流通。基金证券或受益凭证能够转让或交易,是投资基金的一个本质特性,也是投资基金市场能够得以发展的重要因素。

1. 上市基金的交易与转让

投资者从事上市基金的交易与转让与从事股票的买卖有许多相似之处,具体来说包括如下几个环节:

(1)开户。委托人(投资者或基金证券持有人)在证券交易所或证券交易中心开立证券账户,在证券商处开立资金账户。

(2)委托买卖。委托人(投资者或基金证券持有人)买卖基金证券或受益凭证,须到证券商处办理委托手续。即委托人持“证券账户卡”、“资金账户”和本人身份证(代理人还须持代理人身份证),填写委托买卖书,办理委托买卖。

(3)受理委托。受理委托人委托买卖基金证券的,必须是经证券交易所或证券交易中心批准可在交易厅经营经纪业务的证券商的本部营业机构和分支营业机构,以及经证券交易所或证券交易中心批准的证券交易业务的代理机构。证券商对委托人交保的资金和基金证券,必须有详实的记录和凭证。

(4)执行委托。证券商的业务员在受理委托后,立即通知证券商在证券交易所或中心内的驻场交易员,由他们负责执行受理的委托,并处理其他相关事宜。

(5)场内交易。证券商驻场交易员接到受托通知,立即按一定方式依照委托要求进行公开申报竞价,完成交易。现在证券交易所或中心一般都采用计算机终端申请竞价交易方式,按照价格优先、时间优先、客户委托优先原则计算机主机撮合配对成交。

(6)清算交割。在证券交易所或中心成立的基金证券,由证券交易所或中心证券商办理一级清算,证券商与委托人办理二级清算。

(7)支付佣金。基金证券委托买卖成交后,委托人(投资者或基金证券持有人)应向证券商支付占成交金额一定比例的佣金。

(8)过户。委托买卖基金证券成交后,基金证券持有人应到基金托管人处办理过户手续。

我国基金业的有关主管机关,对基金持有人转让或申购、赎回基金作如下规定:持有人“享有转让或申购、赎回基金的权利,其中基金向持有人支付赎回款项最多不超过 30 天”。

另外,各证券交易所或证券交易中心对在該处上市的基金证券的交易制定了操作规则。

规则一般对如下各环节定出规定：①开户；②委托买卖；③受理委托；④执行委托；⑤集中交易；⑥清算交割；⑦登记过户；⑧支付佣金，等。

按基金市场的一般惯例，无论是公司型基金还是契约型基金，其所发行的基金券均可自由转让。记名式基金证券是指已发行认购的基金证券上记载有持券人姓名等情况的一种基金证券，不记名式基金证券是指已发行认购的基金券不记载持券人姓名（只代表基金单位）的一种基金证券。记名式基金证券一般通过背书即持有人在转让时签字盖章的方式交付转让交易；不记名式基金证券是通过交付方式转让交易。

按照国际惯例，基金在发行结束一段时间后（通常为3~4个月），就需要安排受益凭证的交易事宜。这样做主要是为了增强基金的流通性，满足投资者的变现要求和降低投资风险，从而吸引更多的投资者加入基金。

基金受益凭证的交易方式有两种：对于开放式基金，除非特殊情况，基金经理人在每一个交易日都有责任以每一型基金单位资产净值的价格赎回投资者出卖的基金单位；对于封闭式基金，基金经理人则不负责基金单位的赎回，而是申请基金单位在证券交易所上市交易或在指定的证券商处进行柜台交易。

那么，在什么情况下需变更基金的交易方式呢？

变更基金交易方式，来自于基金经理人扩大基金规模的动机。因为基金管理人的管理费用是按基金净资产的一定比例提取的，所以经理人希望基金的规模越大越好。如果基金的业绩良好，投资者踊跃认购，基金的总规模就必然不断扩大。封闭式基金由于其份额固定，不能适应发展的需要。所以封闭式基金一般在设立两三年后，经营管理比较成熟的时候转为开放式基金。这时基金单位的交易方式就由在证券交易所上市变为基金经理人（基金公司）出售、赎回基金单位。但上述变更需经基金持有人大会通过、主管机关批准。

2. 基金的赎回与交易

对于封闭式基金来说，必须在其正式成立3个月后上市交易。投资者想买入或卖出基金，可以通过经纪商、证券公司，在股票二级市场上随行就市进行买卖。对于开放式基金来说，也是在基金正式成立3个月后，可以在基金管理公司自设或委托证券公司开设的内部柜台进行基金单位的转让。一般是每天报一次买入价和卖出价。同股市的股价一样，基金报价也分门别类地刊登在当地的主要报刊上。基金的买卖手续比较简便，它的买卖不需要通过中间人，投资者可以直接到基金管理公司或其代理点去买卖即可。如果投资者认购或买入后，想退出投资，可将手头的基金单位按当时的报价卖给基金管理公司。

(1) 封闭式基金的转让与交易。

按基金市场的国际惯例，封闭式基金的投资人不能向基金管理机构申请购回基金证券，但可以将基金证券拿到证券市场上自由买卖。为了维持基金证券的流动性，满足投资人对基金证券变现和减少风险的需要，基金证券允许在基金市场上流通。封闭式基金一般是在基金正式成立3个月后才允许按一定的交易规则上市交易。投资者转让封闭式基金证券或受益凭证的方式，与股票转让方式一样，可以通过证券商、经纪商在股票二级市场上随行就市，进行转让交易。另外，尚未上市的封闭式基金，按有关规定，亦可在交易所之外通过柜台方式进行转让。在我国，封闭式基金证券是在沪、深两个交易所和全国各地证券交易中心进行转让交易，即可通过固定交易所的集中竞价方式和场外柜台交易方式进行买卖。封闭式基金的转让由于是通过市场竞争、随行就市，其转让容易受到市场行情的影响，当价格下跌、行情看跌时，可能

无法脱手。

(2) 开放式基金的赎回与交易。

按投资基金交易的国际惯例,封闭型基金可在证券交易场所挂牌上市交易,开放式基金可在基金管理机构(基金管理公司)自设的或委托券商开设的内部柜台进行基金证券或受益凭证(基金单位)的赎回与转让。

通常,基金自受益凭证发行期满一定时期(比如 3 个月)后,接受买回申请。但受益人不得自受益凭证申购日起 3 个营业日内申请买回该受益凭证。申请买回的投资者,可在任何营业日附带受益凭证、买回申请书亲自向经理公司或其指定的买回申请收件地点或挂号邮寄经理公司提出全部或一部分买回申请。受益人请求买回部分受益凭证的,其所持剩余单位额度,有的国家无限制,有的有限制,如香港太平洋公司规定基金为受益人买回后所持剩余单位不少于 1000 个。经理公司或其指定的买回申请收件人收到买回申请时,应交付受益人或其代理人保管单,在保管单内载明领取买回价款的日期,并在买回申请的同一营业日,将买回申请内容通知经理公司。

受益凭证每受益权单位的买回价格,一般以买回日(即买回请求书到达经理公司或指定的买回申请收件人的次一营业日)的每受益权单位净资产价值计算。申请买回者在提出买回申请之日并不知道其可以得到的买回价款,而要等到经理公司依照买回日的受益权单位净资产价格核算买回价格后才能得知。

但如果已经按照有关管理部门规定比率保持基金流动资产而在任何一个买回日净买回金额(即当日的受益凭证买回价款总额扣减受益凭证销售价款总额所得余额)超过基金当日持有的流动资产总额时,经理公司可以暂停计算买回价格,并延续给付买回价款。

请求部分买回者,保管公司除依规定给付买回价款外,应在买回价款给付期限(通常 5 天)的第一天起 7 日内,换发受益凭证给受益人。

同股市的股价一样,基金报价也分门别类地刊登在当地的主要报刊上。基金的买卖手续比较简便,它的买卖不需要通过中间人,投资者可以直接到基金管理公司或其代理点去买卖即可。如果投资者认购或买入后,想退出投资,可将手头的基金单位按当日的报价卖给基金管理公司。

3. 封闭型基金何时和如何转为开放式基金

按基金运作的惯例,封闭型基金可在证券交易场所挂牌上市交易,开放式基金可向基金管理公司回购或赎回转让。在基金市场高度发展成熟的情况下,封闭型基金与开放式基金的界限划分不是绝对的,而是相对的,即随基金市场的创新与投资者需要的变化而不断产生新的变化。这主要表现在,封闭型基金在运作一段时期,具备一定经验、条件时,可转换为开放式基金,当然少数开放式基金亦有转换为封闭型基金。变更基金及其转让交易方式类型的原因主要有二:一是来自于基金经理人扩大基金规模的动机;二是来源于基金持有人对基金证券的流动性、安全性变化兴趣的需要。从前者来分析,基金管理人的管理费用是按基金净资产值的一定比例提取的,故基金经理人希望基金的规模越大越好。如果基金的经营业绩良好,投资者踊跃认购,基金的总规模就必须不断扩大。封闭型基金由于其份额、数量固定,此时就不能适应基金进一步发展的需要,因此需要转换为开放式基金。从后一因素分析,基金持有人对基金的经营业绩和红利、资本利得回报比较满意,对基金经理人比较放心满意、信任,而且对流动性、安全性的需求兴趣发生改变,比较喜欢向基金管理机构赎回与转让(出售给经理人)的方式,故

此,亦要求封闭型基金转换为开放型基金。由封闭型基金转换为开放型基金,一般是在封闭型基金设立运作两三年后,基金的运作经营管理比较成熟的时候,发生转换。转换建议或由基金经理人提出,或由基金持有人提出,但都需经基金持有人大会通过、主管机关批准。封闭型基金转换为开放型基金后,基金证券的交易方式随即发生改变,即由在证券交易场所(中心)自由上市流通变为基金券持有人与基金经理机构之间的定向转让(出售、赎回)。

4. 海外基金受益凭证的买卖方式

海外基金受益凭证的买回或转让,一般通过两个渠道:一是通过证券投资顾问公司办理买回、转让手续;二是通过国内代理银行办理买回、转让手续。

(1) 国外基金对基金单位的赎回。

国外基金一般对基金单位的赎回有具体规定。这里以怡富基金为例说明这一问题。

怡富基金对基金单位的赎回有如下规定:

根据信托契约,经理人须在下文所述之规限下接受单位赎回之申请,在交易日购入单位或安排注销单位。

如欲在某一交易日赎回单位,有关之赎回申请须在该交易日下午4时(香港时间)前送达经理人;于该指定时间过后始到的赎回申请将会在下一交易日处理。经理人可更改接受赎回申请的截止时间,以便在某一交易日处理赎回申请。

单位在某一天交易日之赎回价格,均以该交易日办公时间完结时的价格(即预期计价)计算,直至另行通知为止,并可在经理人认为特殊之情况下作出修订。计算方法为:①厘定信托基金一个单位所占的资产净值,②扣除一笔相等于该资产净值0.5%的赎回费用(该笔款项将由经理人保留),③扣除一笔相等于该资产净值0.5%或由经理人酌定的其他款额(惟不得超过1%)的款项(该笔款项将予保留作为信托基金的部分资产,并用以支付赎回成本),以及④将除余额下舍至最接近之值。

赎回单位所得的款项通常由该等单位赎回,有关交易日后5个营业日内(无论如何均在4个星期内),以支票方式寄予赎回单位之单位持有人。如有邮误,概由单位持有人负责。无论如何,在香港代表人收到有关单位证明书(如已发出)之前,将不会发放有关款项。

经理人有权从赎回款项中扣除及保留因单位持有人不在香港居住而引致的任何额外支出及有关赎回单位的任何印花税或其他应缴款项。

如上所述,根据信托契约,经理人有权在给予现有单位持有人不少于1个月之通知后更改单位的一般定价基准,由预期定价改为实际定价(即于发行或赎回单位的任何交易日之前1个营业日办公时间结束计算单位的价格)或由实际定价改为预期定价。

倘经理人已决定赎回或购买单位之价格以实际定价(如上所述)基准计算,信托契约规定,倘经理人有理由相信该交易日每单位之资产净值如按预期定价基准计算会与按实际定价基准计算者相差2.5%或以上,则在经衡量单位持有人的利益并获信托管理人同意之情况下,经理人有权在价格波动时不经通知而将定价基准改为预期定价(亦如上所述)。惟此项权力仅适用于某一交易日的单位赎回事宜。

(2) 国外基金对基金券的赎回限制条件。

在国外,基金券的赎回并不全是无条件的,在某些情况下,基金经理人可以通知信托人,暂停接受赎回的申请,或者延迟支付赎回款项。怡富基金对单位赎回的暂时中止及限制的一些说明如下:

在下列期间的全部或部分时间内,经理人可经衡量单位持有人之利益并向信托管理人发出通知后,暂时中止单位持有人赎回单位之权利,及或延迟支付任何赎回款项:①当信托基金之重大部分投资通常挂牌、上市或买卖之市场停止或暂停交易;或②经理通常用以厘定信托基金资产净值之方法失效;或③经理人基于任何其他理由而认为信托基金所持投资之价格不能合理地确定;或④经理人认为出现若干情况,引致出售投资并非合理地可行或不能在不损害单位持有人利益之情况进行;或⑤经理人认为,信托基金投资之赎回或付款或认购或赎回单位之付款所涉及或可能涉及之资金汇寄,不能按正常之价格或正常汇率进行。

同时,为保障单位持有人之权益,经理人可全权决定在信托管理人批准下将任何一个交易日内所赎回(不论是以售予经理人或由信托管理人注销之方式进行)之单位数目限制为不超过已发行单位总数之10%。在此情况下,该项限制会按比例实施,所有希望在该交易日将单位赎回之单位持有人均可赎回相同比例之单位,原应赎回而未获赎回之单位会在受相同限制下顺延至下交易日赎回。倘若赎回要求按此顺延,经理将通知会受影响之单位持有人。

(3) 如何办理申购及退出海外基金的手续。

投资者决定投资并动意申购,然后自行填写申购函,并到国内外汇银行结汇,再把款项以银行或个人支票方式寄到海外基金经理公司的指定账户,或由银行的书信或电报通知经理公司,表示银行已收到投资者所投资的款项。经理公司在收到款项的10天内,先寄给投资者一份单据,以资证明,并在1~12周内将受益凭证汇寄给投资者,并在受益凭证上记载投资者申购的金额、当时基金的净资产价值和买到的单位数。

一定时期以后,海外基金就开始发放股利并以记名支票的方式把投资者应得的股利寄给投资者,投资者再到指定的外汇银行进行兑换本国货币。

如果投资者要把受益凭证或股份卖回给基金经理公司兑现,可以向在本国的代理推荐机构索取申请书,并按要求填写,连同受益凭证寄给经理公司,等卖回完成后,基金经理公司将在7天内把价款以支票的方式寄给投资者。

购买海外基金的好处是没有税的负担,所以获利不会打折扣。但是购买海外基金的持份应特别注意汇率问题,特别是这几年来,汇率变化难以预料,因为汇率的变动,基金的获利会被最后抵消掉,甚至造成亏本的可能。

5. 基金的购入和赎回怎样讲究时效

时间就是金钱,投资更应讲究时效。为了更有效地把握投资时机,以下两点值得注意:

①基金初次发行时认购能够获得较多的优惠。除了有折扣外,主要还在于新基金的推出通常是市场上升之际,有可能获得较多的升值。

②若投资者无法确定基金购入和赎回的最佳时机,可采用基金分期投资法和定期赎回策略,以减少时间性的风险,避免坐失良机。在价格下跌时,及时购入更多的基金单位;而在价格上扬时,及时赎回更多的利润。

(1) 投资者通过投资顾问买卖基金。

购买基金除了直接到基金管理公司认购外,也可通过投资顾问公司选择认购。利用投资顾问公司买卖基金,好处在于:

①由于对基金管理公司的各种情况掌握有限,个体投资者较难直接从基金公司方面获得符合本身需要的投资方案。基金公司也由于人力与时间有限,无法照顾到众多对基金常识了解不深的投资者,于是便委托投资顾问公司为代理人,服务零售客户。投资顾问公司作为投资

者选择基金的参谋,可以使投资者透过这些公司,选择最符合自己需要的目标基金。

②投资顾问公司除了可作为买卖基金的中间人,为投资者的投资活动出谋划策外,亦可为投资者作资金管理、基金户口管理、安排离岸私人信托、海外物业投资等,还可为投资者设计投资组合,把投资者有限的资金合理安放在不同的投资工具上。

③由于基金报价时间与购买时间的差异,基金的真实购买价与报价也不完全一样。若投资者仅依靠一些公开性文件及基金报价去投资基金,待到真正购买或卖出时,因出价与市价差别太大而无法以最满意的价钱成交。如咨询投资顾问公司,便能得到较及时的资料,在决策上可能会更为准确和有效。

(2) 投资者购买基金以后应注意的情况。

购买基金以后,可以等待基金增值。在投资者赎回之前,需要关心以下情况:

①留意报刊上的各种综合信息。基金公司会定期在报刊上公开报价,有关的年报、基金市场指数及种类基金,每日、每周的升降名次亦会通过有关的传媒向投资者披露。通过报告,投资者了解到所投资的基金的最新的买卖价、净资产值及投资结果。此外,投资者还须对整个客观经济形势有一个基本的了解,对基金公司经营状况的资料要经常进行研究。基金公司一般都备份年报、中期业绩报告或季报供投资者查阅。

②随时注意基金大股东的变动及基金经理人的人事变迁。基金的主要持有人是谁,他们持有基金的数目占基金单位总额的比例,是影响该基金稳定性的两大因素。如果基金的大部分持有者是机构投资者,当他们大规模赎回基金时,则会对基金投资产生较为不利的影响。所以,投资者在购买基金后,要随时留意持有人方面的变动,以免受大户的操纵和摆布。基金经理人的变动亦是影响基金稳定性的因素之一。人们投资基金时,都期望选择一个经营良好、管理严谨的基金公司,而一个投资基金公司成功与否与其管理人员有着直接的关系。挑选经纪人,就是为自己未来的金融投资选择向导 加入基金,也就是为自己选择可靠的理财帮手。在准备购买该基金前如果遇上重大的人事变动,那么应该看结局如何再作定夺。

(3) 投资者如何选择赎回基金的最佳时机。

投资者买入基金一段时期后,由于种种原因,都有赎回的要求,即随时都可能卖出基金或重新买入基金。这就需要选择最佳的赎回时机。对于短线投资者来说,最重要的是掌握市场的波动,同时注意基金结算的日期。但对于大部分长线的基金投资者来说,应遵循以下三点:

①如果准备赎回时的市场价格已开始向下,而投资者的赎回价未动,则是最佳时机。因此投资者如果预计需要现金,最好提前一个月便开始考虑赎回计划。

②基金是一种长线的投资工具,不太适宜作短线投机。如果市场发生短期的波动或调整,但长期走势并没有改变,就不要急于赎回手中的基金。因为扣除掉赎回费用后,投资者未必有机会以有利的价格买回。但如果有其他更好的投资机会,投资者亦不妨果断一点,忍痛割爱,立即卖出所持的基金。

③投资者手中的基金何时出售或换马,应掌握四个准则: a 当自己的收支状况发生重大变化时; b 当基金管理公司发生重大的人事变动时; c 当所投资基金的净资产值急剧下跌时; d 当整个证券市场大势下滑时。

(4) 分期购入法。

分期购入法是每隔一段固定的时间(月、季或半年),以固定、等额的资金去购买一下数量的基金单位。该方法的功能是在一定时期内分散了投资基金以较高的价格认购的风险,长期

下来,就总体上降低了购买每个基金单位的平均成本。如果投资者做好了长期投资基金的准备,同时又有一笔相当数额的稳定资金,不妨采用分期购入法进行基金的投资。

(5) 定期赎回法。

定期赎回法是一次性认购或分期投资某一基金,在一段时间后,开始每月赎回部分基金单位,投资者每月收回一笔现金,买卖基金的方法因人而异,有人看好行情就会将钱全投进去,反之就全盘撤出,有人则分期购进,定期赎回。实践证明,后者比前者更胜一筹。因为在不同的价位上赎回,既减少了时间性的风险,又避免了在低价位时无可奈何的斩仓。因此,这种方法尤其适合一些退休老人作为定期支付生活费之用。

(6) 固定比例投资法。

该办法是将一笔资金固定的比例分散买进几种不同种类的基金,当某种基金价格飚升后,就补进其他价格较低的基金品种,而当这种基金价格跌得较低时,就补进这种低成本的基金单位,从而使原定的投资比例保持不变。比如,投资者打算按 40%、25%、35% 的比例,将资金分别用于买进股票基金、债券基金和货币市场基金。由于股市大涨,股票升值,使股票在投资者全部投资中的比例上升了 15%,投资者就可以卖掉 15% 的股票基金,使股票资金在全部投资中仍然占 40% 的比重。或者在股票升值后,不出卖股票,而是通过追加投资增购债券基金和货币市场基金,使三者仍然维持 40%、25%、35% 比例。通过采用这种固定比例投资法,不仅可以分散投资成本,抵御投资风险,还能见好就收,不致于因某种基金表现欠佳或过度奢望价格会进一步上升而使到手的收益成为泡影或使投资额大幅度上升。当然,这种投资策略并不是经常性地一有变化就调整,有经验的投资者大致遵循这样一个准则:每隔 3 个月或半年才调整一次投资组合的比例,股票基金上涨 20% 就卖掉一部分,跌 25% 就增加投资。

(7) 个人投资基金时应注意它的缺陷。

① 投资基金不能完全消除风险。虽然基金由专家经营管理,实行多元化投资组合,能使风险降到尽可能低的水平,然而,由于证券市场的影响因素过于广泛和复杂,有时也会超越专家的预料和判断。因而,投资者应有心理准备,仍须承担以下三种风险: a 投资风险; b 基金管理不善风险; c 基金发起、组织者的欺诈行为带给投资者的本金丧失风险。

在我国,由于投向主要是国营企业,而上市公司又经过严格挑选,因此投资风险不会太大。至于后两种风险,政府应制订严格的法律、条例,对组织者和经营人员的资信和理财能力进行审查,对其行为进行监督。

② 共同基金利润平平。收益与风险一般情况下是连在一起的。高收益往往有高风险,相反,风险较小的投资,收益报酬率往往也相对较低。首先,多角化分散投资,使得基金投资利润平均化。如股市上涨时,某基金拥有 100 种股票,可能 45 种上涨,15 种下降,另外 40 种价格不变,此时,私人投资能都投资于不涨的股票,这样收益才更可观。其次,基金经营费用大约是投资额的 0.5~1%,虽然费用不高,但无形中就减少了股东收入,收费基金的股东还要支付销售佣金。再次,收益与风险在基金成员之间共享与分散,也使得利润平均化。此外,如果基金拥有某公司数 10 万股的股票或债券,当这些股票或债券上涨时,出售不会发生困难,但当该公司股票在下跌时,则基金要抛数 10 万股,自然会使股份下跌更厉害,而散户买卖就相对灵活、方便些。

③ 有些基金在赎回现金时会遇到障碍,使时间拖长或者现金打折扣。封闭型基金则根本就不允许赎回,使得在股价暴跌时,股东利益缺乏保证。

④投资基金有垄断股市的潜在危险。当股市中基金的规模和数目达到一定比例的时候,由于资金实力雄厚,基金就有可能垄断股市的价格变动,操纵股市。

⑤基金减少投机和控制股价剧烈变动等积极作用的发挥具有局限性,基金虽然相对于个人投资者来说,更偏向于长期投资,但基金也是以盈利的最大化为目标的,而且基金种类繁多,有些基金(如杠杆基金)专门从事投机。纽约股市机构投资比重超过 50%,基金比重也很高,但股市投机仍很猖獗。股价频繁地暴涨、狂跌,就是一个例子。

总而言之,基金经理人应全面考虑投资者的各种行为,以期应付各种突发情况,利于自己更好地操作基金。

六、基金价格的确定

基金证券作为一种有价证券,像股票、债券一样也有价格。基金证券的价格包括发行价格和市场交易价格两种基本类型。基金证券的发行价格是指基金发行时由基金发行人所定的初始价格。基金证券的市场交易价格是基金证券在基金市场如证券交易所或证券交易中心挂牌买卖的价格,它可分为开盘价、收盘价、最低价和最高价,反映该上市基金交易日内行情的涨落变化。开盘价是指基金证券在证券交易所或证券交易中心每个营业日开市后于该证券交易所或中心挂牌交易的第一笔成交价。如果某基金证券在开市 30 分钟后仍未产生开盘价,则取前一日的收盘价为当天的开盘价。收盘价是指某基金证券在证券交易所或证券交易中心每个营业日挂牌交易的最后一笔成交价格。最高价指营业日当天某种基金证券成交的最高价格;最低价指营业日当天某种基金证券成交的最低价格。

基金证券的交易价格还可指基金证券持有人向基金公司申购(认购)或赎回(沽出)时的价格,分别为买入价和卖出价。这主要是指开放式基金的转让价格。

基金证券的价格随基金设立的方式和基金类型的不同而有差异,但基金各种价格确定的最基本的依据是每基金单位净资产值及其变动。

(1) 基金的报价。

基金交易的报价通常采用卖出价和买入价两种报价方式。基金的卖出价均比买入价高。

卖出报价公式是 $\text{卖出价} = \text{基金单位资产净值} + \text{首次购买费} + \text{交易费}$

基金的首次购买费一般在 3%~7% 之间。有些新创立的基金为了吸引投资者,在首次推出时,不收首次购买费。交易费是基金管理公司在进行金融资产交易时所支付的费用。交易费一般占基金单位资产净值的 0.5%~1%。但也有相当一部分基金在交易时不收交易费。

买入价有三种计算方法:①基金买入价 = 基金单位资产净值,即基金经理公司用单位资产净值价法赎回基金单位。②基金买入价 = 基金单位资产净值 - 交易费。③基金买入价 = 基金单位资产净值 - 赎回费。

(2) 开放式基金价格的确定。

开放式基金可以随时填单申购(认购)、赎回(沽出)或转移,均以‘卖出’及‘买入’两项价格报价。卖出价又称认购价,是投资者认购单位的价格;买入价又称赎回价(较卖出价低),是投资者向基金公司沽出单位的价格。

卖出价和买入价根据基金的‘资产净值价’确定。“资产净值价”是按各地有关市场的当天收盘价计算出的基金资产总值(包括股票、债券及现金),再将总值除以已发行基金单位数目计

算出来。一般基金的卖出价已包括一项首次认购费(比如怡富基金为5%),而买入价则包括一项赎回费(比如怡富基金约为0.5%)。因此卖出价减去5%(首次认购费)后便等于“资产净值价”,而资产净值价减去0.5%(赎回费)后便等于买入价。

投资者也可以由一项基金转换到另一项基金,一般基金公司会让其享有所转入基金卖出价的折扣优惠。但转入以资产净值价发售的基金除外,这种基金转入别的基金时亦不享受优惠,即以卖出价认购所转入基金的单位。

一般而言,开放型基金的价格有如下两种分别:一是对基金公司或基金发行机构而言,有卖出价和买入价;二是对基金投资人而言,有认购价和卖出价。这两种对概念是相对应的,只是所占的角度不同。

从基金公司角度看,开放型基金的卖出价和买入价之间有内在联系,即都是根据基金的“资产净值价”确定的。一般基金的卖出价已包括一项百分数的首次认购费,而买入价包括了一项赎回费。以怡富基金为例,该基金规定卖出价包括5%的首次认购费,买入价包括0.5%的赎回费。卖出价与买入价之间的联系为“卖出价减5%(首次认购费)等于每基金单位的净资产值,每基金单位的净资产值减0.5%(赎回费)等于买入价。一般来说,卖出价比买入价高,卖出价比每基金单位的净资产值高,买入价比每基金单位的净资产值低。

(3) 封闭型基金价格的确定。

封闭型基金由于其发行总额固定,存续期限亦固定,投资者不可要求基金公司赎回单位股份,也不可要求随时申购,为了满足投资者变现的要求,大多数国家或地区都允许封闭型基金上市。

封闭型基金价格主要有二种,一种是发行价格,一种是上市后交易价格。发行价格一般为基金面值,即平价发行,但由于市场供求关系的影响,也可以适当溢价或折价发行。平价发行时,可以附收一定百分比的手续费,如2%~5%,但不计入基金资产。

上市后的交易价格是不固定的,随行就市。但主要取决于下列五个因素:

①资产净值价。这是决定基金单位股份价格的主要因素,就像任何可交易物的价格主要取决于其价值一样,因此,基金二级市场投资者应密切注意该项指标。

②基金市场供求关系。投资者看好基金市场,但基金供给固定,价格就可能上涨;相反,基金供过于求,则价格下跌。

③股票指数等。基金主要投资于证券市场,是证券投资信托的一种形式。一般说来,股票指数、债券指数上涨,基金表现亦佳,价格就上扬;相反,则下跌。

④封闭期长短。通常,封闭期越长,价格可能越高;相反,则越低。因为基金封闭期越长,其性质愈接近股票,价格偏离价值的可能性就愈大,当然,风险也愈大。

⑤政府有关基金政策。比如,基金税收政策,对基金二级市场有较大影响。

开放型基金市场投机性很小,投资者或者其委托的私人财务顾问选择基金时的水平差别主要表现在投资所得获利上。选择较好的基金进行投资与选择较差的基金进行投资,所得获利的差别非常大,所以不能因为没有投机刺激而忽视投资分析的重要性。封闭型基金市场投机性较大,二级市场上的投资者必须综合上述几个因素慎重抉择。

1. 深圳证券交易所对该所上市的基金的估值规定

(1)基金以每星期五为基金资产的估值日,如遇公众假日,则估值日提前到公众假日前一个交易日。

基金经理人和信托人应于每星期一公布上一估值日的每基金单位的资产净值。

如果基金投资所涉及的证券交易等在非法定的公众假日因故暂停营业,经理人可按前一估值日数据估值。如因任何经理人无法控制的原因致使经理人无法准确评估基金资产净值时,经理人在上述情形消除之前可以暂停估值。

(2)基金经理人应于每个估值日计算本基金的资产净值。该资产净值按已发行的基金单位总量平均分割,得出每基金单位的资产净值,该基金单位净值应计算至 0.01 元人民币,不足 0.01 元的部分四舍五入。

(3)资产净值的计算应根据一般公认会计准则,依下列会计公式计算:

基金资产值 = 基金资产总额 - 基金负债总额

(4)基金资产按下列原则估值:

①任何上市流通的有价证券以其估值日在挂牌的证券交易所的收市价计算。上市证券中未能在二级市场流通部分以其市值扣除按市值的当年年利率计算的年息(360 天)计算。

②上柜交易的有价证券以估值日之经营该等有价证券买卖的证券商柜台(或交易中心)交易的收市价(或证券管理部门公布的该等有价证券在估值日的买卖中间价)计算。

③未上市证券以原始成本加上按 360 天分摊的年预测税后利润值计至估值日应能获取的利润数计算。

④前述原则规定之外的股权投资应按投资原始成本加上按 360 天分摊的该公司年预测税后利润值计至估值日应能获取的利润数计算,或者根据该公司年度审计报告,按投资比例乘以被投资公司最近一年度的年末净资产额计算。

⑤未到期之定期存款及未到付息日之活期存款以本金加计至估值日为止的应计利息额计算。

⑥未到期应付基金借款所发生的利息应计至估值日作为本基金的负债金额。

⑦外汇折算人民币的价格以估值日当日的外汇交易市场的买卖中间价计算。

⑧基金负债应包括基金信托契约规定的各项基金费用。

⑨前述‘预测税后利润’应以注册会计师审计结果为准。若无法审计的,应以经理人所作的该公司的可行性报告中的预测税后利润值为准。

2. 确定基金价格应注意的问题

(1)不同类型的基金证券转让价格的确定有何不同?

基金证券转让价格的确定因基金类型不同而有差异。上市交易或柜台转让的基金,其价格由当时市价确定,可以说是竞价产生或由基金证券买卖双方协议产生。所以由基金管理机构赎回的基金证券价格就要视基金报价了。大多数基金公司按每基金单位的净资产值(NAV)报价,不收费基金的赎回基金证券价格就是 NAV,收费基金的实际赎回价则是 NAV 减去一定比例的退出费。

(2)债券基金的价格为什么会出现波动?它受到哪些因素的影响?

债券基金的买卖价格从长远的角度来看,比较稳定。但有时也出现波动,原因主要有:一是利率变动。一种债券如果其升值货币利率下降,该债券的价格就会上升;相反,如果升值货币利率上升,该债券的价格就会下跌。债券价格的波动必然会导致债券基金价格的波动。二是汇率变动。基金债券的计值货币如果上升,基金资产就会增加,基金的价格也会上升;相反,如果计值货币贬值,基金资产的价值就会减少,基金的价格就会下降。三是债信影响。根据债

券发行者的债信可将债券划分为优质债券、次级债券、垃圾债券。债券发行者的债信变化会引起它所发行的债券价格的波动,进而导致债券基金买卖价格的变动。

(3) 如何通过净资产价值计算和评估来判断基金投资的盈亏?

净资产价值是基金持份在市场上的价值,它会按投资的表现而涨跌,每天都不相同。那么,净资产价值是如何计算出来的呢?请看公式:

$$\text{净资产价值} = \frac{\text{净资产总值}}{\text{发行在外的股份(或单位)总数}}$$

$$\text{净资产总值} = \text{基金总资产价值} - \text{总负债}$$

其中总负债主要是基金付给经理公司的经理费、付给保管机构的保管费等其他必要的开支。

投资基金总资产价值,是按基金投资组合中的现金、股票、债券及其他有价证券的总实现价值计算得来的。

一般,基金持有的上市公司股票的价值,是以计算当日股市的收盘价格为准计算。公债、公司债及金融债券,凡是上市的,都按计算日的收盘价为准,没有上市的,则以面值加上至计算日为止的应收利息为准。

基金中的短期票据,则以买进时的成本,加上至计算日为止的利息成本为计算标准。

如果恰好是基金发放利息和股息的时候,总资产价值还要扣除应发放的利息、股利的总值,这样才能较为准确地估算出净资产总值。

不管怎么说,只要基金的经理人员投资得当,投资组合中的股票和其他资产就会增值,基金的净资产价值就会因此而提高,反之,如果投资决策失误,基金的净资产价值就会往下降。

基金投资是盈还是亏,就要看基金的净资产价值是增值了还是跌价了,经过一段时间的跟踪观察,大体上就可以看出基金的大致表现。一般说来,基金的净资产价值是随股市的态势而变动。一个好的基金,在股市多头时,其净资产价值的涨幅可能会高于股价指数的涨幅;碰到空头市场,跌幅则小于指数的跌幅。

此外,基金持份的交易价格是按基金净资产价值作为计价标准的,投资者欲购买经理公司的受益凭证,是以当日前一天的基金净资产价值,再加上手续费为价格标准的。而当投资者要求公司买回他的基金持份时,他所持基金的卖价则是交易日前一日的净资产价值再减去手续费而得的。

所以买卖基金持份时,投资者务必搞清楚,净资产价值和买价、卖价到底是多少钱,否则亏了钱也找不到亏的原因。

(4) 对基金单位所含的净资产值(NAV)如何具体进行科学计算?

NAV 是英文 Net Asset Value 的缩写,意指净资产价值,是某一时间点上某一投资基金每一单位(或每一股份)实际代表的价值估算。

我们知道,投资基金是集聚众多投资者资金又分散投资于金融市场的各种金融工具,而在证券市场上,股票、债券等金融工具行情在不断变动,时升时降,基金的资产价值必定也随证券市场行情变动而增值或遭损。因此,对于基金在某一时间点的净资产价值(NAV)估算就显得非常必要了。

NAV 的估值方法是:当天的总资产扣除负债后所得的净额除以发行在外的股份数或受益凭证单位数。用公式表示就是:

$$NAV = (\text{总资产} - \text{总负债} - \text{有关费用}) / \text{股份总数}$$

现举一简单例子演算 若一公司型投资基金股份为 2000 股,每股面值 5 美元,一个月后,投资国外各种股票共 800 股,按当时市价计算总额为 15000 美元,则投资基金每股净资产值 (NAV) 为 7.5 美元 (15000 美元/2000 股),NAV 增长 50% ($\frac{7.5-5}{5} \times 100\% = 50\%$)。

这里涉及基金资产的价值计算方法。我国台湾地区颁布的《证券投资信托基金管理办法》中规定基金资产的计算方法如下:

①上市股票 以计算日集中交易市场的收盘价格为准。

②公债、公司债及金融债券 已上市的,以计算日的收盘价格为准;没有上市的,在证券商营业处所买卖的以计算日台北市证券商同业公会公告的参考价格为准;其他的则以其面值加计到计算日时应收的利息为准。

③短期票券 以买进成本加计自买进日起到计算日止应收的利息为准。

其中第①②项中,若规定的计算日没有收盘价格或参考价格,则以最近的收盘价格或参考价格代替。

各个基金的 NAV 情况一般都在公开发行人刊物上载明,投资基金管理机构或者每天公布 NAV,或者事先规定 NAV 估值日。NAV 是投资者评估基金表现的一个重要工具,NAV 上升,意味着投资基金投资组合中的各类股票、债券及其他金融工具在增值;NAV 下降,则含义与上述相反。

(5) 如何根据基金的净资产值来合理确定基金单位(基金证券或受益凭证)的内在价值和交易价格?

基金的净资产值是衡量一个基金经营好坏的主要指标,也是基金单位买卖价格的计算依据。根据规定,基金经理公司须在每一营业日计算并公布基金净资产值。

基金净资产价值总额,按一般公认会计原则,以基金总资产价值扣除负债计算。其计算方法是:

①上市股票、公债、公司债、金融债等 以计算日证券交易所的收盘价格为准。

②未上市公债及金融债券 以其面值加计至计算日应收的利息为准,投资所产生其他利息或收益时,应予列入资产价值内。

③短期票券 以买进成本加计自买进日起至计算日止应收的利息为准,投资所产生其他利息或收益时,应予列入资产价值内。

④若第①条规定的计算日无收盘价格,则按其前日的收盘价格计算。

⑤现金与相当于现金的资产 应收款项、已付(如果其未在未计算日或其前扣除的话)及迟延履行应列计其全价或市价。

⑥经理公司会同会计师如认为有任何资产可能无法全部收回时或基金有或将有负债时,可以预留适当的折价或提列准备。

⑦尚未履行的资产取得或处分契约,应视同已履行。

⑧债务应包括依信托契约规定至计算日止对保管公司或经理公司应付而未付的报酬。

⑨债务应以逐日提列方式计算。

⑩如遇特殊情况而无法或不宜依上述标准确定净资产价值时,经理公司应依照主管机关规定办理。

每个受益权单位净资产价值,以计算日的基金净资产值总额除以已发行在外的受益权单位总数,计算至币值分单位,不满一分者四舍五入。

但如果与基金资产有关的证券交易所不是因为法定假日而停止营业,或证券交易受限制而暂停,或通常使用的通信中断,或非经理公司所能控制的其他事由发生导致不能计算基金资产价值或计算有实质困难的话,经理公司可以暂停计算基金净资产价值。

基金净资产值是基金单位价格的内在价值,因此,基金单位价格与其净资产值一般是趋于一致的,净资产值增长,基金单位的价格也跟着增长,特别是开放式基金,基金单位的认购或购回的价格都是直接以净资产价值计价。但是,有时二者也会产生偏离。由于封闭型基金是在证券交易市场上市,其价格除了受净资产价值影响外,还要受到市场供求情况,经济形势、政治环境等多方面因素影响,因此,二者不可避免地会产生偏差,有时甚至是反向趋势。

(6)正确认识基金净资产值所含的‘水分’。

就基金净资产价值来看,由于基金投资的各种有价证券,特别是股票的市场价格与其内在价值常常背离,因此建立在这一基础上的基金净资产价值必然含有‘水分’,尤其是在股市大起大落之时。从这个意义上说,基金净资产价值并不能真正反映某个基金的资产拥有情况。

一般说来,在牛市的时候,基金投资组合中股票的成分越多,净资产中‘水分’就越大;反之,在熊市当道期间,基金的净资产值中,‘水分’的因素就会少一些。若从投资的收益——风险角度看,基金净资产值中‘水分’越大,收益与风险就同时递增。

所以,对于各种基金的净资产值的多寡孰好孰坏的评判标准,主要应该根据以下几个标准来看:

①基金投资的有价证券质量。如果投资者想购买的基金所选择的投资对象为收益稳定、市场价格波动幅度小的有价证券时,基金净资产值当然越高越好。

②基金投资的目的在于获利,其中资本利得是不可忽视的因素,这项收入本身就靠有价证券在市场‘低进高出’获取的。从这一标准看,基金净资产值中‘水分’太小也是不行的,在此情况下,基金的净资产值应该在资产结构,特别是有价证券组合结构方面常有变化。这种变化表明基金的操作者在证券投资方面比较注意有价证券的市场价格变化,在投资中采用了比例较大的短线作业。

第二章 投资基金操作 技巧与实务

第一节 投资前应注意事项

一、投资者的自我评估

如果你是一个相当富裕的投资者,拥有大量的资产,同时,充足的财富又保证了你不必去为生计奔波,这样,你便会拥有充分的时间和精力来理财。如果更甚一点,你又善于观察学习,拥有丰富的证券投资知识,同时还善于寻找到各种投资机会,那么相信你不难依靠自身的优势在商品经济大潮中获得成功。但假如你只是一个拥有少量资产的小投资者,既没有时间、专业知识及各种信息去管理你的财产,又没有足够的能力去聘请专业顾问人才代你理财,那么,投资基金便是你理想的投资工具。

对基金的操作原理有了一定了解后,投资者准备进行投资,而在投资之前,应做一番自我评估,俗话说不打无准备之仗,要做到‘知己’。自我评估主要有以下几方面的内容:

- (1)分析自己的生活状况;
- (2)弄清楚自己的投资目标;
- (3)检查自己对风险的承受能力;
- (4)测定自己属哪种投资者类型等。

1. 你的生活状况

投资前的自我评估的第一个内容就是对自己的生活状况加以评估。影响个人的投资因素主要有以下几个方面:家庭状况、家属的个性、收入水平、个人经济负担、对未来收入的预期以及人生观等。

这些因素的交替变动,对个人投资来说影响是很大的。一个收入较低,又有家庭负担的人与一个没有家庭负担而又收入较高的人相比,其投资的条件就有很大的差异。现实当中有许多投资者往往忽视这些具体因素而造成投资失误,有时还会酿成悲剧,所以对于每一位想要投资的人来说,应该小心地评估自己的具体情况。首先,投资者应该先计算现在的并预期未来的

收入和支出。尽管这种估计也许十分粗略,但是仍然很有用。这样不仅可以帮助投资者避免严重的失误,而且可协助投资者计划未来以及拟定完善的投资策略。这种估计并不是永远不变的,投资者应当不断地根据自己的目的、态度以及生活状况的变化重新进行评估。

除了对收入进行估计以外,投资者还必须对其未来支出作出小心的估计。许多人往往容易低估支出项目的成本,如房屋、家具以及小孩的教育费用,另外如保险费、医疗费等意外事故所需的准备金也常常为人们所忽视。

对收入和支出评估了以后,投资者就可以预算出未来的储蓄水平。每年的储蓄水平等于该年的预期收入减去支出的余额。这就为投资者制定将来的资金安排计划提供了一个依据。投资者制定好了一个可行的储蓄计划后,就应该决定如何投资、何时投资以及在什么地方投资。

2. 你的投资目标心理状况

任何投资都是为了取得收益,但是不同的人可能把相同的获利用于不同的用途。有的人投资是为了眼前的收入,有的人则着眼于长期的资金积累。一般来说,投资目标可分为以下几种:

(1) 当期收入。即投资者的投资就是为了获取眼前的固定收入,以维持部分或全部的生计。

(2) 当期收入与资本利得并举。投资者除了希望获得固定的收入外,也希望资金能不断地成长壮大。

(3) 资金长期增长。投资者重视资金的长期成长,并不依赖目前的投资收入来维持生计。

(4) 积极性的资金成长。投资者的目的在于追求资金最大增值,不在意投资的短期收入,愿意冒较大风险投资于获利较大的投资项目。

了解了投资目标以后,投资者可根据自己的个性倾向,作出投资决策。假如投资者是一个年青富有的单身者或年青夫妇,应该以积极成长的投资目标为主,资金成长为辅,重点考虑资金的积累。投资者如果有了子女,就要稍保守一些,因为除了积累一些资金外,还有许多现时的需要,如房子、家用电器、小孩的花销等,这就要求投资者应当以当期收入和资本利得并重为主,而以资金长期增长为辅进行投资。等孩子长大各自独立,投资目标就要调整到更安全、稍保守的投资上,以当期收入与资金成长并重作为投资目标。退休人员投资的固定收入就是其生活的主要来源,只能把少部分钱放在追求长期成长的基金上。

投资者除了对自己的生活收入状况作评估,并在这个基础上确定自己的投资目标外,还要注意风险的承受能力也左右着你的投资选择。

投资风险主要有:①市场风险。指证券市场上的证券价格变化可能造成的经济损失;②利率风险。指利率变动给投资者带来的损失;③购买力风险。这是指因通货膨胀导致货币购买力下降而给投资者带来的损失。

3. 测定自己属于哪种类型的投资者

投资者在了解了自己的生活状况、明白了自己的投资目标、以及各种风险的类型之后,就应该测定自己是哪种类型的投资者。

一个人面对风险所表现出来的态度,大致可以分成四个等级,即积极型、中庸型、保守型和极端保守型。

积极型的人愿意接受相当高的风险来追求投资的高收入。中庸型的人则愿意接受部分风

险进行投资,企求取得高于平均的获利。保守型的人,往往为了安全或获取眼前的收入,宁愿放弃可能高于一般平均的收益。极端保守型的人是一点也不愿意承担风险,不会把钱投资于股市,宁可把钱放在银行里,拿一点较低的利息,这种人严格来说只能算是“准投资者”。

一般可根据对以下七个问题的态度大致确定投资者属于哪种类型:

- (1)投资者是否喜欢带有明显赌博性质的游戏或活动?
- (2)在有压力的情况下,投资者是否尚能发挥得很好?
- (3)投资者是否能缓解过多的疑虑?
- (4)投资者是否宁愿购买股票而不愿意将钱存入银行?
- (5)投资者是否对自己的投资决定具有信心?
- (6)投资者是否宁愿管理自己的投资?
- (7)在投资时,投资者是否能成功地控制自己的情绪,做到沉着、冷静?

如果答案中有六或七个是肯定的,投资者可能是属于激进型。如果答案只有一个是肯定的,投资者可能属于极端保守型。如果答案有两个到六个是肯定的,投资者可能是属于中庸型或保守型人。应当指出的是这种粗略评估的结果应同投资者对风险承受能力的自我评估相结合,才能得出比较准确的结论。另外,还必须从心理和财力两方面评估自己,从心理方面看,投资者自己很具有冒险精神,是属积极型的,但如果财力不够,必须划入保守型。同理,当投资者财力雄厚,完全可以投资于风险较大的基金,但心理上对风险的承受力很脆弱,那么真正投资时,还是应将自己列入保守型。总之,作为一个理性的投资者,要客观地考察自己,以在投资中作出明智的抉择。

之所以要测定自己投资类型的原因在于:虽然基金经营公司是由有投资经验的专家组成,加上投资比较分散,个人将钱给基金经营公司比直接去投资,一般来说风险要小,收益要大,但投资者仍要承担风险。要充分认识到购买基金是一种投资行为,而不是某种福利的分配。在市场经济条件下,任何投资都是有风险的。基金由于其合理的机制,可以而且能够避免很多经营风险,但它不可以完全消灭风险。基金单位的价格及收益程度时时会随着基金单位资产净值和市场因素的变化而升降。要想得到较银行存款为高的回报,就一定要承担风险,收益越高,风险愈大。

基金是一种中长线的投资,不如卖出股票那样在两三天内就可以收到现金,更不像银行存款那样随时可以取用,选择基金作为投资工具,意味着投资者全部个人资产中有一部分在较长时期内不准备动用。所以投资者要预测好未来收支状况和家庭的支付能力。

二、对投资者的特别提示

不管你如何去确定你的投资目标和策略,在做抉择之前,再认识如下几点是非常重要的。

1. 把钱交给了基金经理,并不代表你完全不要承担风险

首先一点是,任何投资者都必须认识到购买基金是一种投资行为,而不是某种福利的分配。在波动频繁的市场机制条件下,任何投资都带有一定的风险性,都存在着盈利和亏损的两种可能性。投资基金虽然可以凭借它合理的机制,可以而且能够避免很多经营风险,但它并不能完全消除风险,正如基金公开说明书上所说的,基金单位的价格及收益程度时时会随着基金单位资产净值和市场因素的变化而升降。因此,要想得到比银行存款较高的回报,就一定要愿

意而且能够承担一定的风险。风险愈高,收益愈大;反之,如果不愿多承担风险的话,则只能获得小的收益,这永远是支配着各种投资活动的定律。

2. 注意你的投资目标

基金的一般投资目标是以分散投资风险的投资组合方式投资于基金限定的投资领域,以求获得卓有成效的投资收益,寻求连续性的中长期的资本成长及资本增值。

影响基金市场波动的因素是很多的,除了证券市场价格的波动会直接影响基金的资产净值外,国内外经济形势和政局的动荡、变幻,以及国家间的政策变动及有关法律、法规的变更等都会影响到基金的投资收益和资本增值。所以,基金经理在以往所表现的证券投资业绩,并不代表经理人在未来的投资活动中也能获得同样的收益,变化是永远存在的。基金经理除了应认真负责地履行经理人的责任和义务外,不负责基金投资的盈亏,也不能保证基金的最低收益。这是任何基金经理公司在发行基金时都会作出的声明,那么,这就要求所有认购及买卖投资基金的投资者应该表明他已对该投资基金的风险、性质与功能等一切资料都有了明确的认识及认可。一句话,基金经理只负责替投资者运用资金,但并不能代替投资者承担运用基金的风险。但是,基金经理人必须是以尽职尽责的态度去运作投资共同基金的。

3. 仔细阅读基金说明书

基金说明书是介绍基金的正式书面材料,它载明基金创立、运作、投资目标及策略、行政与管理资料,是投资者选择基金时必须认真阅读的资料。投资者想投资何种基金,基金经理或投资顾问就会向投资者提供有关的基金说明书和基金报告书,帮助投资者了解这只基金的基本情况。作为介绍文件,基金说明书向投资者介绍基金管理公司概况,介绍基金经理、受托人、法律顾问、核数师等背景、经验、相互关系及通讯地址,介绍基金概况及详细经营规定,同时也载有对投资者提示内容,提醒投资者注意该基金的风险。投资者如对该基金说明书有疑问,可咨询自己的股票经纪人、银行经理、律师、会计师或其他财务顾问,提醒投资者要了解本国政府对投资涉外基金有关规定和税务。投资者在认真仔细研究基金说明书的基础上才能作出好的投资决策。

4. 基金是否符合国家及地方的有关法律规定

凡是设立基金,都要向固定的证券管理部门申请登记,只有在证券管理部门审核通过以后,基金才能成立并得以发行。对于证券管理部门,必须负起临床监督责任,要审查基金管理单位是不是把有关资料都列在公开说明书中,有没有误导投资者的宣传或广告,有没有违法行为。这些做法,都是为了保护投资者。所以投资基金必须经过证券管理部门的核准才有保障。

5. 看基金的最小投资额

基金有没有最低投资额,在进行选择时必须加以关心。一般来讲,每个基金都有一最低投资限额,你首先必须搞清楚这个基金的最低限额是多少。如果这个最低限额超过了你想投资的数目,那自然要将它淘汰。

如果投资者没有选择基金的经验,也没有时间去选择,最简便的途径就是请投资顾问帮忙。只要投资者把投资目标和自己的财政状况告诉投资顾问,他就会帮助投资者挑选较理想的基金,并协助办理投资基金的手续。

6. 把握投资基金入市、赎回的最佳契机

任何投资都应把握住有利的契机,这就是说投资要讲求时效。

投资的时效性的基本原则是 低价时买进,高价时卖出。然而,市场行情瞬息万变,难以预

测,即使是投资顾问,也只能一定程度上建议你避免在最高的价位买进,或者只是技术性地提醒你 跌市六个月时入市,会是最适当的入市机会。那么,投资者应如何把握入市、赎回的最佳时机呢?下面,我们大概地提供一些参考:

(1)基金初次发行时认购能获得较高的优惠。这种情况类似于我们平常所指的原始股的购买。因为初次发行基金时,除了打一定的折扣以外,主要还是新的投资基金的推出,通常是配合市场上升之际,且新基金一般来讲,其前景处于上升之势,那么,购买了初次发行的基金,就很有可能获得基金单位的价值。

(2)若你无法决定基金购入和赎回的最佳时机,请你多多研究以后所讲的几种投资方法和投资策略,以减少时间性的风险,避免坐失良机,以便有机会在价格下跌时,购入更多的基金单位,而在价格上升之时,卖出以赎回更多的利润。

7. 购买基金以后

有些投资者认为,在购买了投资基金以后,就可以撒手不管,坐享其成,等待着自己的基金随着时间的推移而增值。但是,一旦你把资金投资出去,你所购买的只是不同种类的基金,它们并不能代表现实的货币,并不能充当现实的购买力。同样道理,你所期望中的基金的增值也只反映基金数量的成长,这些只代表纸上的数字,并不能转换成现金。那么,依据常人的心理,不能兑现的资产总是代表了一定空缺的购买力。有些可能认为基金还会有定期的分红派息,而这部分红利和股息是可用作购买力的,但这些股息只是投资收益的很少的一部分,在你真正撷取投资于基金的成果之前,任何投资者都不可掉以轻心,而应该密切关注你所投资的基金的表现,随时收集各种信息,联系基金经理人,以便调整策略。在这里,投资者应该尽量做到以下几点:

(1)留意报刊上的各种综合信息。

我们知道,基金公司每日都会定时在公认的报刊上公开报价,有关的年报、基金市场指数及各类基金每日、每周的升降名次也都会通过有关的新闻媒介向投资者披露。这种公开的信息系统为投资者了解投资基金的动向提供了有利的信息源,投资者可以凭借这些公开的信息了解到自己的所投资的基金的最新的买卖价格、净资产值以及投资的结果。但有一点需提醒投资者注意,新闻媒体上的基金报价由于估值时间以及买卖方法各有不同,只能作为投资者买卖基金时的参考依据,并不表示投资者可以按此报价进行及时的基金买卖。投资者在递单买卖前,需要把所获得的各项数据和各种信息综合起来加以考虑,以便分析出比较有利的价值再进行买卖。此外,投资者还必须对所投资的基金市场的大趋势和发展前景有一个大概的认识,对自己所投资基金流向的基金公司前后的经营状况和发展前景等状况有一个全面的了解。一般来说,基金公司都备印有年报、中期业绩报告或季报供投资者查阅。在这些报告中,基金经理都会总结过去一段时间内基金市场的行情变化,分析原因,同时对今后基金市场发展的前景作出一定的预测。此外,报告中还必须记录各项重要指标的变化,如基金所持有的投资项目、各自的投资额及股份数量所占投资组合中的百分比,或公布投资项目买入的价格及价格升降的改变,甚至包括以往曾作买卖的项目及派息记录。在公司的收支报告表里,也有认购、赎回基金的统计数字和基金的费用支出、派息的数目、股息、收入等。有很多基金公司甚至把这些数字计算成不同的比例来作比较。如从支出及平均净资产的比例及净股息收入与平均净资产值的比率中可以看出,一个基金种类的内在成本是否很高及其回报率是否可观。因此,从以上基金公司所汇编的各种报告里,投资者可以分析、掌握该基金公司的历史和现在的经营状况,

从而为将自己的资金交给哪一个基金公司去使用提供了判断的依据。我们前面讲了,投资者进行投资要走好的第一步就是‘知己’,那么,在完成了对自我的评估后,了解到市场和基金公司的状况,才算做到了又‘知己’又‘知彼’,这样,才能保证投资者有实现‘百战不殆’的可能。

(2)随时注意大股东的变动及基金经理人的人事变迁。

基金的主要持有人是谁,他们持有基金的数目占基金单位总数的比例,是影响该项基金的稳定性的两大因素。也就是说,大股东所作出的任何变动都会影响到该项基金在市场上的价格,从而引起价格的波动,甚至是较大幅度的价格升降,这对其他小额投资者来说,影响也是非常大的。如当基金内的大部分持有者是机构投资者,那么该项基金的稳定性就不如持有者大部分为个人投资者的基金强。这是因为机构投资者的投资数额一般都较大的缘故。在这种情况下,如果机构投资者大规模地赎回时,由于大量的基金被卖出,则会导致该项基金的市场价格猛降,从而会对其他的基金投资者产生极为不利的影响。所以,基金公司为了保持基金资产的相对稳定,都会想方设法采取各种措施使资金持有者按大、中、小的划分保持一定的比例关系,避免出现比例失调或严重倾斜的情况。对于投资者而言,在买卖基金时,一定要对该项基金的持有者的状况有所了解,随时留意跟踪该项基金持有人的变动情况,及时地做出调整,以避免受到大户的操纵和控制而遭受损失。

基金经理人的变动也是影响基金稳定性的重要因素之一。人们在投资基金时,都期望选择一个经营良好、管理严谨、人才济济、投资目标与本人的投资目标相一致的基金公司。如果这一切都归功于某几个基金经理人的话,在你准备购买该基金前,公司的经营者恰恰又有重大的人事变动,那么我们劝你还是耐心等一等,看看结局再作定夺。如同其他行业一样,一个投资基金公司成功与否与其经营管理人员有着密切的关系。

根据国外的经验,基金经理人的变动有时会影响到基金的表现。而且在一个基金表现不错时,如果更换基金经理人,并不是什么好现象。根据统计数字的研究,更换基金经理人而使基金表现改善的情况十分稀少。通常,只有表现奇差的基金,在更换基金经理人之后,才有经营绩效、基金表现改善的现象发生。例如著名的曼哈顿基金在1978年更换经理人后,表现得跟以往截然不同,业绩始终处于高涨的状态,这就是更换基金经理人所带来的显著变动。

所以,投资于股票、期货的投资者都知道,在挑选经纪人时,就是为自己未来的金融投资选择好理想的向导之际,同样道理,在你加入投资基金的投资行列之时,也就是为你自己选择可靠的理财帮手之际。千万记住,不要把钱交给那些缺乏投资经历、业绩贫乏的经理人手,特别对于我国国内,投资基金的投资潮才刚刚兴起,一切还都处于发展阶段,更要注意对基金经理人的选择了。

以上几点,是先期给投资者提个醒,我们将在以后的投资技巧介绍中详细述及。

三、谨慎地行动

尽管还没有众所皆爱的理想投资方式,但投资基金已来到我们中间,为我们拓展广阔的天地以实现投资的理想。从小心谨慎到大胆进取,投资基金帮助投资者实现每一个具体目标。

最近几年是股票和基金的好时代,是异常好的时代,而回顾这些年,最坏的事情是人们常坐等良机导致错失良机。对长期投资者而言,最重要的是不是什么时候投资而是去投资。如果股票有长期的高收益,为什么不倾向投资它们呢?一个原因是它价格波动大,所以绝大多数

的股票投资者是失败的,这并非因为我们的市场功能不完善,而缘于投资者的盲目草率,结果导致他们常常在高价时吃进,低价时卖出,陷入悲观主义的泥潭。要避免你的投资决策情感化,投资基金是你理智的选择。公众投资者常有的另一个问题是:既然投资基金所购买的证券是大众化的,那何不如我自己购买呢?相信读过上述的关于基金精辟论述的朋友都清楚,除非你拥有巨额资金投资于股票市场或任意花费大量时间操纵你的投资,否则你自己不会取得理想的效益。而投资基金则由于专业化的经营管理、多样的资金组合和各种全面的服务能实现这一目标。

如果你有一个周密的计划,要聚集财富是不困难的,最好的办法尽早开始并建立自己的投资体系。积聚财富中最重要的特点之一是你不必是世界上最精明的、最成功的人。你可能很聪明,但若无规可循并不能始终坚持它,成功的机会大大降低。我们中多数人没有巨额财富,但有额外的钱,因此我们可以投资于基金,可以利用这个机会。人们都渴望有一些工资之外的收入,而基金让你毋须从很多钱开始。基金给了你一把致富的钥匙。

投资基金这个工具能成为多数投资者的选择,它不是没有风险,但它提供了一个合理的成功的投资机会,并且已有严格的法规作保障。

剩下的是,马上开始你的行动吧,你有忍耐力使你所投资的基金在往后给你无穷的回报。

第二节 投资要素选择评估基本技巧

一、基金选择一般因素

中小投资者由于资金有限,而且不是专业基金运作人员,只有通过选择合适的基金进行投资,以期实现利益最大化。投资者认识了解各种基金基本特征之后,在投资之前必须在这众多的基金之中,选择一个适合于自己的具体情况,能够满足自己的投资目标的一种或数种基金。这个选择过程本身是非常复杂的,也是非常重要的。

基金类型不同其投资目标也不同。如成长型资金的目的是追求资金的长期成长,而收入基金则重视当期的高收入。而对一系列的基金,投资者应对照个人的投资目标选择基金,使基金的投资目标与自己的投资目标相吻合。即一般情况下,要求有正常收入保证的投资者应选择管理良好、有盈余的收益基金、货币市场基金等。一些甘冒风险追求较高资本利得的投资者应选择成长型基金。如果投资者个人的投资目标是保证正常收入却选择了成长基金,那么在变幻莫测的股市风云中,很可能使投资者的愿望落空。

现以普通股为例进行说明。当今世界上有 1500 多种普通股基金,决定采用何种普通股投资基金进行投资是一种挑战。如何选择则取决于同主战略一致的投资目标与投资策略。普通股投资基金可分为以下五种基本类型:

(1)成长型基金。旨在长期资本增值,还有或多或少的股息收入。

(2)价值型基金。旨在寻求成长型基金与经常收益型基金的结合,常常青睐那些高平均收益而且低于平均股票价格收益比率的股份。

(3) 产权收益基金。旨在通过高于平均值的经常收益和股票投资而构成总收益的主要部分。

(4) 泛基特别股基金。主要由积极成长型基金、小公司股票基金和全球股份基金构成。

(5) 集中特别股基金。指集中投资于单一的工业、卫生、公共设施或金矿。

决定对五种基金中的哪一类进行投资则是一件麻烦事,更不消说在每一类基金中进行的多种选择。此外,长期投资者,对于基金过去经营结果的关心程度不亚于其对投资目标是否合适的关心程度。一般来讲,在寻求梦寐以求的理想长期运作时,有两种策略可供选择。第一种是在成长型基金或价值型基金中选择一种主流股票基金并且希望在总体上具有贯连一致的边际优势。这次由多数基金股份持有者实际采用的方案提供了最广泛的基金分散。第二种策略是在成长型基金、价值型基金或特别股基金中选择收益与风险在总体上都随市场显著变化的基金。在这两种情况下,都可以知道假定接受分散基金所带来的额外风险。换言之。在一定时期内持有的全部基金中 10% 最好的基金的潜在收益,同时伴随着拥有那 10% 最次的基金所带的风险,即“祸兮福所倚,福兮祸所存”。

由于投资者社会地位、年龄、收入水平、家庭投资和理财观的不同,投资的目标也大不一样。投资目标可分为三种:①着重取得经常性效益;②既想保本又求增值;③主要追求资本增值。投资策略是为投资目标服务的,有什么样的投资目标,便有什么样的投资策略。因此,投资策略也相应地可划分为三种类型:保守型、稳健型和进取型。作为中小投资者,首先要明确自己的投资目标。如果家庭资本很小,并以此为生计,就应以取得经常性效益为投资目标,即保守型;如果资本较多,可以考虑既保本又求增值或主要追求资本增值的投资目标,即稳健型或进取型。

明确了自己的投资策略以后,就应该选择与自己投资策略相一致的基金。如果按基金的投资目标分类,可相应地分为三类:收益型基金(入息基金),平衡型基金和增值型基金。入息基金适合保守型投资策略的需要,既为投资者带来比较稳定的经常性收入,又有较能保证资金安全与容易变现的优点,如货币市场基金、债券基金、优先股基金、蓝筹股基金等。平衡型基金一般适应稳健型投资者的需要,以平均投资组合的形式出现,基金既投资于股票,又投资债券,尽量将基金资产分散投放在不同的投资市场和投资工具上。其所选择的股票亦以低息的大公司为主,投资风险较增值型基金为低。增值型基金为进取型的投资者而设计,这类基金一般投资在小型公司股票,认股权证、期权等风险较高的金融商品上。

1. 基金的投资风险

任何投资均有风险,且在正常情况下,要取得较高的收益,必须以承担较高的风险作为代价。投资基金的投资风险主要有以下几种:

(1) 财务风险。财务风险有时也叫拖欠风险,亦称为公司风险,主要是由于基金所投资的公司经营不善而带来的风险。若个人只投资于股票或债券,在公司经营不善时,常会使股票狂跌或无法分配股利,或使债券持有人无法收回本金加利息,更有甚者,公司破产倒闭而使投资者血本全无。而投资于投资基金,因基金管理专家会仔细分析将予投资的公司各方面经营状况,力求避免对可能有问题的公司投资,一般投资基金所选择的公司是比较可靠的,其财务风险较小。但世界上基金组织之多,不可能是同一层次上的高水平投资组合,故财务风险在所难免。

(2) 利率风险。利率风险是由于市场利率的波动而导致某种证券报酬的潜在变动。证券,

如债券的价格与银行利率的高低成反比,利率上升会使债券价格下跌,使债券持有人蒙受损失。所以,在利率上升时,投资者应选择专生利息的货币市场基金,在利率下跌时,情况恰好相反,应该考虑返回投资股票或债券的基金,以此来减免利率风险。

(3)购买力风险。购买力风险是由价格总水平变动而引起的资产的总购买力的变动。通货膨胀及物价上涨会使投资者手中的钱贬值,丧失原有的购买力,如果投资者在投资基金的投资利润不及通货膨胀的水准,事实上投资者亏损。

(4)市场风险。市场风险是指证券交易市场的波动对投资收益带来的风险,由于基金往往不是投资于一种股票,而是一个投资组合,各个基金的投资组合不同,因而所受的市场风险也不相同。

2. 考察基金过去的经营绩效

投资于基金的最终目的是为了最大的获利。未来收益如何比较难以预计,但一般可以通过对基金过去经营绩效的考察估计未来前景。在购买基金时,首先要留意该基金过去的业绩。一般认为,表现较稳的基金,表明它的设计是正确的,基金经理人员的投资策略是成功的。如果它的表现一向都比较好,则有理由对他将来的表现给予信任。所以,投资者应该选择过去几年或创立以来都较为稳定的基金。

应当注意的是,有的基金经理在宣传广告中会片面地宣传该基金的最佳表现时期,而隐藏业绩较差的时期。所以,投资者若比较基金的表现,除了与它的过去相比较,还应将之与同类基金相比较,拿它的投资业绩同有关的指数相比。在比较两种基金的表现时,应选择相同的时期。不是同一时间的基金,其业绩没有可比性。比较基金表现时要弄清各种比较数字所代表的含义。反映基金行情的数据,有的是指定时间内的升降的百分比,有些是一定的投资额在那段时间内所能获得的收益。在比较的时候,还要注意各基金货币的币种。如外汇市场的波动、汇率的升降会影响到基金本身的表现,可能同样的增长幅度,一种基金的收益是从市场的差价中获得,另一种是汇价波动中获得的,比较时就不能同等看待。

3. 根据基金的规模来选择基金

基金规模的大小也是选择基金时要考虑的因素,对那些初次投资于基金的投资者来说尤其如此。基金规模较大能提供适当的多样化,即可以通过分散投资来减少投资风险,能支持有效管理的财力而不致因付管理费和经营费而花费过多的收入。资产规模过大也有很多缺点,如敏捷度、弹性及流动性就要差一些。一个大的基金,变动投资组合,往往会影响到股市走势,也会影响机动性和流动性。

一般而言,基金资产越大,投资者的投资费用也就会相对减少,基金支付给经理人的保管年费的平均率也会降低。因为经理人的保管年费一般都有一个最低的收费率,当基金资产超过某一数量之后,保管年费所占的百分比会影响到基金的收益,特别是对入息基金的影响更大。

规模太大的基金也并非合宜。因为基金投资办法规定基金所持某公司的股份不得超过该公司总股份的10%,规模较大的基金,较难买到升值潜力较大的小型公司股份。如果投资市场前景暗淡,基金资产不是套牢就是闲置,基金表现自然成为问题。

资产规模小的基金可能运作灵便、弹性大,能迅速从一种投资方式转移到另一种投资方式,但资产规模太小的话,也有经营不稳的弊端,如难以负担昂贵的研究分析费用,同时也容易受基金股份拥有人的影响。如何确定基金资产的合适规模,这要根据各国具体情况而定。研

究表明 英国最理想的基金资产总值在 500 万英镑上下最为合适 美国的积极成长型、中等成长型及保守成长型的基金最大资产限额应为 2 亿、4 亿及 8 亿美元,超过这些数目就算过大规模了 中国基金的规模在 8000 万到 3 亿人民币之间比较合适。

此外,基金价格的变动与投资者个人投资效益紧密相关,价格变动也伴随着投资者的风险的高低变化。对于基金投资者而言,一般均希望基金价格稳定,这样可试图通过投资个人持份的回收和销售实现流动。

4. 投资者投资于基金时一般须支付哪些费用

基金的投资者需支付基金一定的管理费用。管理费用和基金其他经营费用与收入和资产管理形成一种合理的对应关系。就开放基金来说,费用在投资收入的 10%~15% 之间,在资产净值的 0.5%~20% 之间。有些新设立的基金或专门性基金的比例会更高些。随着基金规模的扩大,其费用不会因比例增加。因为总费用中总有一些基本的、必不可少的费用,使较小规模基金的总费用率较高。费用率高会影响到投资者的投资效益,但基金的绩效仍是最重要的,理性的选择是宁可选择费用率较高而绩效显著的基金,而放弃那些管理节约但表现一般的基金。

一般来说,进行基金投资时,存在下列三种交易费用:

(1) 进入基金的成本。投资于基金时最让人关心的成本就是销售佣金或称为销售费用。基金根据其销售费用的有无分为有销售费用型基金和无销售费用型基金,有销售费用型基金的销售费用如较低的话,称为低销售费用型基金。在基金绩效略同的情况下,应选择无销售费用或低销售费用型的基金。由于无销售费用型基金不必付销售费用而比较受欢迎。有观点认为,有销售费用型基金并不比无销售费用型的基金差,而付少许的销售费用可取得较多的咨询服务和其他有价值的服务。

现以美国为例说明投资者投资于基金时伴随而来的成本。在美国,市场上有很多无销售费用型基金,而仍有些基金其销售费用则高达 8.5% 的上限。同时,近几年来有些有销售费用的基金已将其费用收取降低到 2%~3% 而成为另一类称为低销售费用型的基金。

不论销售费用是多少,投资者要了解的是当投资者投资 1 元在基金时,是否完全的 1 元投资在基金上,还是一部分偿付了销售费用。例如,当投资者投资了 1000 元在有 8.5% 销售费用的基金时,实际上得到的基金股份只有 915 元,而其中的 85 元付给了销售基金的经纪商或代理公司,算得确切一点的话,投资者付出的销售费用是 $9.3\% (= 85/915)$ 而非 8.5%。假使投资者投资于无销售费用基金,就不计入基金成本了,即投资者以 1000 元投资于无销售费用型基金,若基金净值同样不变的情况下,投资者隔日卖出基金便又得到 1000 元。

当然,就基金发起人而言,它希望提供销售费用来鼓励基金销售代理多卖其基金,有些基金甚至把红利分配再投资基金的部分也算作销售费用给了经纪商,以提供更大的销售诱因。

(2) 保有基金的成本。投资者一旦购买了基金,就必须付一些成本,成本中有些是投资者可以不接受的,但有些是不可避免的,投资者所能选择的,就是找一个成本较低的基金。

例如美国证监会在 1980 年规定允许基金用其资产来偿付一些配销成本,这些成本包含促销文件的印制、寄送费用及销售人员的报酬。这种费用每年可能高达资产的 1.25%,如果抱着长期持有基金的态度来投资则其累积成本将很庞大。有很多基金将上述的成本由投资顾问或基金管理公司来吸收,而不是由基金本身来负担,所以,投资者可以选择不用负担此成本的基金来投资,以节省成本。基金还有一些费用和成本如下:

(1) 投资管理费。该费用是基于投资顾问契约而收取的,同时在公开说明书上会有所说明。如果基金操作得好,事实上等于没有付此费用,因为从基金的增值就可以补偿回来,如果基金操作得更好则有超额的利得。当然,如果基金操作不好则相当于收费更多。投资顾问的费用并没有公开表示收费,通常是包含在其他费用项下从投资收益项中减除。

(2) 其他费用。这一些费用包括托管费、法律费、会计费用及转换代理成本,每年约占净资产的 1% 左右。根据美国的法令,基金的财务报表必须表示每股总费用以及占基金净资产的百分比,同时规定投资管理费加上其他费用之总额不得超过基金净值的 1.25%。

(3) 经纪成本。基金买入、卖出证券时必须付经纪商佣金、手续费。投资者都希望找一个能享受较低手续费的基金,但这项成本并没有在基金财务报表上单独列出来,所以投资者并不知道基金是否真的享受到较低的佣金。投资者能用来避免承担高佣金的方法就是找一个周转率较低的基金,因为周转率就表示交易量,当交易量大时不论其佣金率高或低,其佣金额就比较高。100% 的周转率就表示该基金在一年内将所有投资的证券全部换过一次。平均来说,60%~70% 的周转率是比较合适的,投资者可以用这一标准来选择较低周转率的基金。

(4) 所得税。基金的操作行为可能会使投资者花费更多的成本。例如,基金必须分配其净投资收益与一些资本利得给其股东,这样基金本身不用付所得税。这相当于把课税转移到投资者身上,而不管投资者是分配现金或是再把现金转移投资于基金份额。基金若是常出售证券以实现资本利得,当然就有较高的资本利得分配率,同时投资者也要承担较多的所得税。资本利得若保留不分配,那么与分配资本利得再投资于基金的累积效果一样,甚至还有延迟支付所得税的效果,所以出售的股票下跌,否则最好是延迟分配资本利得较好。

(3) 退出基金的成本。退出基金的成本只有一项,那就是投资者实现利得的所得税。但是,有些基金要收取赎回费用,且此费用可能达净资产的 4%,有些基金对这项费的收取是依基金投资年数的不同而订不同的赎回费用率,投资持有期愈长,费率愈低。同样地也有很多很好绩效的基金是不收赎回费用的,或是只对一两个月内即要求赎回的人收取费用。当然,投资者可以尽可能选择那些不用付赎回费用的基金。

5. 基金有时会提供的特殊服务

机构投资者在选择基金时应明确基金是否提供特殊服务及其条件。这些特殊服务包括以下几种:

(1) 股息自动再投资(包括收入和资本收益的分配)。以资产价值投资,在新的受益凭证发行时无需销售费用。

(2) 自愿积累计划。据此每隔一定时间机构进行一定数量的投资,通常与股息再投资一起进行。新的受益凭证最初购买的最小额度以及以后的正常购买额度都是预定的。这是一种清算账户协定,对投资时间和投资总额没有严格的规定,投资者可随时从该协定中退出。其具体操作过程类似银行的零存整取储蓄。

(3) 退股计划。机构在进行最小额度初始投资后,可能每隔一定时期都要向基金支付一定的金额,有时机构的资本可能不得不抽出以弥补这种支付,这主要取决于基金的投资收益、资产价值的增加或减少,以及抽出的额度。

(4) 转移权利。这可使机构从一个基金转移到同一管辖范围内的另一个基金。如根据其投资目标的改变要求从一个增长型基金向收入型基金转移,转移时只需支付一小笔费用而无需支付销售费用。

(5) 贸易账户。贸易账户在积累和股息再投资账户中很有好处。基金由于投资可能不时增加现存股份,而股份尽管可以赎回,但一般情况下不能得到担保,投资者因此而承担着一一定的风险。交给投资者的定期报告说明随着股息和再投资的增加其持有的现存股份的变化情况。

二、了解基金的基本状况

基金在申请核准中一般提供哪三类资讯材料?这是广大投资者必须清楚的。

一般各国政府为了保护基金投资者免于受骗(不是防止价格下降或损失),都修订一些法令来限制基金公司,要求基金在开始募集前,必须先向主管机关登记核准。在申请核准的过程中,每个基金必须提供完整的资讯和报表,通过这些报表,投资者可以了解一个基金的基本状况。

这些资讯和报表基本上分为三类:

- (1) 公开说明书。这份说明书必须提供给所有潜在的投资者。
- (2) 附加资讯报表。该报表亦提供给有兴趣阅读而来索取的投资者。
- (3) 附加报表。只送证管会审核。

1. 学会看懂公开说明书

对于一位基金潜在的投资者而言,没有一样资讯比基金的公开说明书更重要。这一说明书的目的在于提供一些详细重要的资讯,以帮助投资者作出是否投资此基金的决策。而在附加资讯报表里的资讯可能有助于一些想要寻求更多资讯的投资者,但并不是每个人都需要。在公开说明书中,基本上应包含下列资讯:

(1) 基金型态及投资目的简述。

(2) 近年或历年每股简明财务报表。里面包含投资收益、费用、净投资收益、净投资收益中之股利、净实现和未实现损益、净实现利得之分配、净资产价值的增减、年初及年末净资产价值。

(3) 其他相关简明财务资讯主要有:平均净资产之费用比率、平均净资产之净投资收入比例、组合周转率及每期末的在外发行股数。另外,假如如此基金的投资顾问改变,改变的日期必须在财务报表的附注中注明,因为投资顾问的改变与投资者可预期得到的报酬有相当大的关系。

另外还应尽量看清楚附加资讯报表的内容。

本报表是用来提供那些不是必需的,以及对公开说明书所包含内容所补充的资讯。它包含下述资讯:投资目标与政策,董监事及经营管理阶层,主要股东、投资顾问、经纪代理商配置与其佣金,承销商及其手续费。

2. 通过基金的其他报表了解基金

基金必须向证管会及股东提供即时的定期报表,对证管会必须每季提供季报,但对股东只须提供半年报(有些基金亦提供季报予股东),同时也要把每次所发行的促销文件提报证管会。在半年报中必须有资产负债表与损益表以及基金拥有证券的价值和期间内进出情况详表。

报表的基本规定大致上都一样,唯有财务报表,必须有会计师鉴证的证明文件才有效,才可以公布。在许多对投资基金运作实务的限制规定中,以下几点应引起投资者的足够注意:

(1)对董监事成员的规定。任何一基金的董事成员中不得有 60% 以上的内部董事。不收销售佣金的基金则可以容许一位外部董事。

(2)以保证金买证券以及借钱买证券的限制。

(3)基金能买其他公司股份的最大股份比例限制。

(4)政策的改变。非股东投票不能改变的基本投资政策。

(5)与投资顾问的关系。每一个投资顾问必须和基金签订一次经大多数股东同意的契约,此契约必须注明酬劳,期限亦不得超过两年。

(6)基金现金与股票的托管。基金必须将其现金与投资的证券放在一合格的商业银行或者有证券交易所席次的经纪商处托管。

(7)股利只能从投资收益中提出。

(8)赎回条款。基金不得拖延顾客的赎回要求以及拖延付款不得超过 7 天。

(9)销售费用不得超过 8.5%。

三、评估基金的表现

经过初选和复选,投资者选到了一个较为满意的基金,然后果断地把钱投了进去。此时,投资者开始关心的问题就是所选择的基金的报酬率是多少?一般来讲,基金表现好,它就会给投资者带来一个较高的报酬率,而表现较差的基金,投资者则很难得到高的报酬率。评估基金表现的方法如下:

(1)从净资产价值看基金盈亏。

(2)评估基金表现的其他方法,即利用有关材料分析计算,这包括:①寻找专门评估、排名各基金表现的有关报刊杂志;②计算投资报酬率。

1. 根据净资产价值评估基金表现

净资产值是由基金的净资产总值除发行在外的基金单位或持份总数得来的,而净资产总值则是以基金总资产价值扣除总负债得来的,总资产的价值则是以基金投资组合中的现金、股票、债券及其他有价证券的总实际价值来计算的。负债主要包括基金付给经理公司的经营费、付给托管机构的托管费以及基金购买证券、基金赎回的应付款,还有基金发放利息、股利的应付款。

一般说来,基金发行在外的单位总数的变动是不会太大的,所以净资产价值的大小主要取决于净资产总值,总负债中管理费、托管费等一般是事前规定好了的,变动较小。所以,净资产总值的大小主要取决于总资产的大小,这样,如果基金经理公司经营得当,投资组合中的股票或其他资产增值,净资产价值就会相应提高;反之,如果投资失误,净资产价值就会下降。机构投资者通过考察净资产价值的升降就可以判断自己的投资是盈利还是亏损。另外,当净资产价值增值时,机构若将手中的持份卖出,还可以获取资本增值的收益。

由于基金总是或多或少地投资于股票,所以净资产价值一般随股市走势而变动。一个好的基金通常在多头市场时其净资产价值的涨幅会高于股价平均指数的涨幅,而在空头市场时净资产价值的跌幅会小于股价平均指数的跌幅。投资者若想判断一个基金的大致表现,可以观察一段时间净资产价值的变化情况,并将之与股价指数的变动幅度加以对比,通过对比,可以大致确定基金表现的好坏。

净资产价值的另一个重要用途是用它来计算基金单位份额的交易价格。对于不收费基金,例如美国的许多基金,其买价与卖价都与交易日的净资产价值相等。由于每一天中净资产价值是随时变化的,所以在美国,规定以当天纽约时间下午4时计算的净资产价值为准。对于收费基金,则基金单位份额的卖价是净资产价值加上手续费。投资者卖掉基金持份时,基金的买回价格就是净资产价值扣除手续费,手续费一般在1%左右。在台湾,基金单位的卖价是以交易日前一天的净资产价值加上2.15%手续费,基金赎回的价格是交易日后一天的净资产价值减手续费,手续费0.5%~1%。

总之,不论是评估基金表现好坏、买卖基金,还是投资者计算自己的盈亏情况,净资产价值都是一个关键因素,投资者必须密切注意和跟踪研究净资产价值的变化。

利用报刊资料了解基金表现,是一种相当便捷的方法。

有些报刊和杂志经常对基金表现进行客观公正的评估,然后按照一定标准把评估出来的基金逐一进行排名并刊载出来。排在前面的基金被认为是表现好或者较好的基金,而后边的则差一些。

报刊杂志对不同基金的评估是经常变化的,有些基金可能在报刊杂志上找不到,这时,投资者最好自己亲自动手来计算投资报酬率。投资报酬率越高,说明基金的表现越好,对于投资者越有利。

计算投资报酬率涉及的方面很多,计算起来非常繁杂,初次投资者也许很不愿意做这些事情,现有一简便公式如下:

$$\text{投资报酬率} = \frac{\text{期末净资产价值} - \text{期初净资产价值}}{\text{期初净资产价值}} \times 100\%$$

如果投资者投资于基金,所得的利息和股息提不出来,而是放在基金里进行再投资,这时计算报酬率就得把这两次加进去,投资报酬率的计算就会变成:

$$\text{投资报酬率} = \frac{\text{期末净资产价值} - \text{期初净资产价值} + \text{利息} + \text{股息}}{\text{期初净资产价值}} \times 100\%$$

2. 如何挑选基金管理公司

国内的基金,无论是开放型的还是封闭型的,多数人都了解得甚少,或者由于资料难于得到,因而对各种基金进行科学准确的对比有一定的困难,所以投资者只能对基金的管理公司进行一些选择,通过了解基金管理公司的经营业绩,来大致推断所选基金的好坏和适合自己需要的程度。挑选基金经理公司的方法主要有如下几种:

(1) 比较各基金管理公司以前经营的其他基金的表现。许多经理公司在推出新的基金以前,可能经营过其他基金,这些基金经营的绩效如何,能够反映这个公司的经营管理能力。如果该公司过去经理的基金表现甚好,说明公司具有较强的经营能力,如果经理的基金表现不佳,则反映公司经营能力较差。前者意味着公司将会对投资者所投资的基金有一个良好的业绩,会给投资者带来较高的回报,后者则很难判定会把其所推出的基金经营的特别好。

(2) 比较各公司在不同的股市态势下的经营业绩。如前所述,挑选基金经理公司要看其过去经营基金的好坏,但作为投资者,还应当看到基金的经理公司在不同股市态势下的业绩表现,股市虽然变动不居,但是仍然有规律可循,它总是时涨时落周而复始,形成一个又一个周期。基金经理公司在股市高涨时期,自然会有一个良好的经营业绩,使人感觉很好。但是这些公司在股市价格一跌再跌,狂泻不止时,经营状况如何,更是至关重要。如果在股市不景气时,经理业绩也还说得过去,那么这个经理公司是可信赖的,将来投资的基金也能有一个好的回

报。如果此时经理公司顶不住股市的压力,经营的业绩随同股市一起衰减,说明该公司的经营业绩并不能令人满意。

(3)从管理公司的类型判断将来投资的回报。根据基金经理公司的经营宗旨,可把其划分为激进型、稳健型和保守型。投资风险越大,报酬率越高,反之亦然。根据此原理,可作下图。

图中横轴为风险,纵轴为报酬率,PP'为资本市场线,其中风险大小的程度用标准差来表示,即根据基金的每日实际净值与平均净值的差价来计算。当价格波动较大时,差价愈大,说明风险愈高;反之,风险就愈小。PP'线以上为最佳绩效区,指基金运作风险低于市场平均风险,报酬高于市场平均报酬率。PP'线以下为绩效较差区,表示风险较大,而报酬率低于市场平均报酬率。如果投资者挑选的公司被评判处于图中A点,说明该公司的经营风险较低,但报酬率高于市场平均报酬率,如果投资者投资于这类公司的新基金,可能会有较高的回报。如果投资者挑选的经理公司处于图中的B点,说明其经营风险高于资本市场,而报酬率低于资本市场的报酬率,投资者如投资于该公司的新基金,其未来的回报率,也不会高到哪里去。

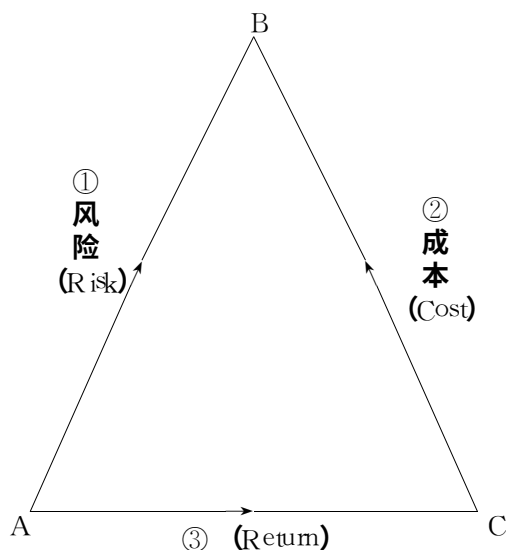


图 3.2.1

除上述问题之外,投资者在挑选基金管理公司时还应注意以下问题。由于基金是由基金管理公司设计和管理的,因此,投资者应对基金管理公司的背景、财力、规模、信誉和管理方式有个全面的了解。基金管理公司本身的基础是否牢固,内部管理制度是否完善,特别是基金经理人的投资经验和业务素质、管理方法及信托人、会计师、核数师的资历和经验,都足以影响到基金业绩。

不同的基金,因管理体制的差异,个人素质在投资决策中所起的作用也大不一样。有些基金的投资决策是由一组投资经理及分析人员负责的,有的则由一两个经理人主管。后者的个人因素较重,如遇上人事变动时,对基金的运作影响较大。有的基金投资公司有一套完善的管理制度并注重集体智慧,其决策程序往往比较规范。投资者参考他们以往的业绩来选择,较为可靠。所以说,由大投资机构或金融机构管理的基金较有保障。

基金公司内部建立了哪些基金品种,以及每一种基金是否适销,亦是投资者必须考虑的因素之一。如果基金公司内部设立的基金品种比较多,则在同一家基金公司的名下转换两种基金或基金中基金可节约不少认购费用。

除了比较基金单位价格和基金资产值的变化外,还要计算基金的分红派息率及资本增值的分派情况,因为它们也是基金回报的一部分。将实现利润流入基金进行再投资,不进行单个分红派息的基金一般不如分红派息的基金。

考察基金的表现,既要分析个别市场的趋势,也要考察市场本身的结构。一般来说,新兴市场的基金普遍比成熟市场的基金回报率高。基金的表现还会因为基金买卖价及管理费的变化而受到影响,这种影响会因为投资时间愈长而愈大。当然,如果基金经理表现出色,投资费用虽然比较高,但效益也更高,扣除费用,回报率也高。

四、如何选择第一个基金

在了解选择基金的因素后,就面临选择一个基金投资,即基金初选,也就是对众多的投资基金进行第一次的选择的问题。这个选择是初步的也是粗略的。基本的方法采用排除法,其方法如下:

- (1)应用基金筛选表进行初选;
- (2)处理初次筛选结果;
- (3)考虑有关因素进行复选;
- (4)直到选出合适的第一个基金。

1. 应用基金筛选表进行初选

(1)看一下基金绩效历史。虽然投资者关心的是基金未来几年的绩效,但所有可作为未来绩效指标的资料中,可能以长期历史资料为最好的预测值。所以还是从过去有长期良好绩效的基金来考虑。

这里所指投资基金的绩效定义为总报酬,即一段期间内每股净值的增减加上同时期内每股股利与总资本利得。为评估基金过去的绩效,投资者可以从投资基金行业中一些独立的资讯出版物,例如统计手册、期刊、报纸中取得一些客观的有用资料。这些机构与资讯并非只把基金发布的资料收集起来,它们为了各个基金能相互比较,还将资料整理为可比较的型式。这绝不是个人自己能够取得或加以整理计算而可以得到的。

基金资讯报道公司通常提供5年和10年的资料,故以此为期。现以美国道琼斯公司每周发行的巴伦周刊的资料为例。《巴伦周刊》在每季末刊出由立普分析公司所提供的投资基金统计资料,它提供了一千多个投资基金的不同绩效情况及其它资讯,同时也提供了长期以来到上季末时(含5年、10年)总报酬排名前25名的基金名称。有了这些资讯,投资者就可以运用筛选评点系统,并且使用第一个筛选表来给每一个基金评分。根据基金绩效筛选表的规定,给予10年来累积绩效排名25名内者25分,给最近5年来绩效排名25名内者25分。在此情况下,如果能得50分,那么这一个基金就值得再进一步考虑是否值得投资。

表 3.2.1 第一筛选表

评选标准	得分
最近 5 年绩效排名前 25 名	25
最近 10 年绩效排名前 25 名	25
在史坦普 500 股价指数下降的年度	50
基金绩效超过股价指数的基金	

(2)观察股市下跌年度的绩效。找出在股市空头时基金绩效比史坦普 500 股价指数绩效还好的基金,同时给予 50 分。

在寻找的过程中发现,无销售费用型基金的绩效在空头市场年代,平均起来绩效较好。同时也可发现并非在 5 年绩效好的基金在 10 年的排行榜中也会上榜,因为 5 年的期间并不一定会经过一个股市完全低潮的时期,所以应忽略那些只有 5 年期间绩效好的基金。投资者所要考虑的是那些有股市低落时期其绩效比史坦普 500 股价指数下跌少,甚至不跟着下跌的基金。股价上升时期基金操作好并不是一件特别值得一提的成就,虽然这也并不是每一个基金经理或投资者都可以达到的,比较值得重视的是能在股价滑落时避免或减少基金损失而获得真正、长期的投资成就。所以应远离那些在股价下跌的时期,绩效还比平均市场报酬差的基金——通常这些基金之所以这样差,原因在于基金组合本身的风险性质较差,不过有时候这类型的基金在市场情况恢复时能骤然地大量增加其资产价值获得超额的报酬。

现在考虑一些基金经理可能会遇到的状况。当市场好转,为了获得较高的利得,基金经理必须全部地投资到股票、证券上;而当市场状况转坏时,基金的投资者开始恐慌,希望持有现金,因此基金经理人被迫在市场最差的情况下出售其资产(即股票投资)以准备一些现金随时等待基金投资者来要求赎回基金。基金经理人为了对抗股价下跌的年代及希望绩效比史坦普 500 股价指数好,通常在市场状况不佳时,以大量保有现金及充分分散且发放高股利的股票组合为主要策略,尤其是保有大量现金以备基金投资者赎回基金的要求和等待在市场即将反转时能把握时机买一些低价格的股票。

当找到在股价下降时期也能保有高于市场平均报酬率的基金时,按照筛选表给予 50 分后,就可以找出得 75 分以上的基金来进行下一步的筛选。从这一标准也可看出,基金是否在 5 年,10 年内保持良好的绩效并不是最重要的,最重要的是要能在股市萧条时尚有高于平均的绩效表现。

(3)评估基金组合经理。由上面的两个步骤可能已找到了一些‘候选基金’以供选择,不过还要从基金经理身上来比较三次特性以缩小选择范围。

表 3.2.2 基金和基金经理筛选表

评选标准	得分
基金经理和创造基金优良记录的经理是同一人	50
基金资产有 20% 或 20% 以上的现金	25
基金净资产低于 10 亿美元	25

实践证明,大约有 1/4 的基金能达到投资者对基金要求 5 年或 5 年以上的绩效比股价指数优异的成绩。那些能达成的管理者,通常都舍弃一些能使其在短期有好绩效而排名前者但

长期却未必的风险承担方法。在市场反转时能有领先绩效的基金通常在 3~5 年期间绩效不能名列前茅。

通常基金的投资政策是依董事会的决定,而且基金公司在与基金的投资顾问签订会约时 also 要求基金投资公司有义务执行此项策略。但是这一个政策是由基金经理来转换成每日的操作决策。也由基金经理负责成败责任。因此基金经理的素质就显得很重要了。

在董事会政策与投资顾问会约中的指导原则内,基金经理也需要有一些判断事项,在选择基金时比较有关的是:

- ①有多少比例的资产应该投资在普通股、债券和准现金;
- ②要多投资在哪一种产业或少投资在哪一种产业;
- ③产业中哪一个公司的证券可以投资 哪一个公司的证券要避免 而且要依哪一种标准来选择、判断;
- ④何时改变进、出所投资的证券。

因此,找出保持良好绩效的基金经理人与寻找现在的经理人同样重要。由于证管会和投资公司都没要求基金经理人不能更换,而且在公开说明书中基金不会注明,也不愿注明,因此在投资者向基金索取资料时必须向其询问清楚基金历年所有经理人的资料。

假如投资者发觉建立基金优良记录的经理仍在操盘,投资者就可以大胆地假设该经理以后也可以同样地应付市场变化而保持同样绩效。当然,也无法保证该经理一定会有好的成绩。不过除非基金规模过大或者市场环境变得让该基金经理不熟悉而不知如何应付。如果发现是一位新基金经理,那么最好舍弃这一个基金。因为对一位新人而言,投资者无法取得有关的资讯来判断该基金经理对付各种不同环境的能力。当然,从长期的基础上看,将此基金略过,对投资者或基金经理都是不公平的。不过,重点在于投资者必须降低其投资的风险,必须有可以考虑判断的依据。

(4)考察基金资产的配置。基金公开说明书描述了基金的投资政策与目标,也说明了这一基金是寻求收益,资本增值或二者兼顾的基金。同时,也会指出基金可能买的证券种类,以及它们的最大数量与最低数量限制。在这些指导原则下,基金经理必须决定如何因应市场状况的变动而妥善地分配基金资产于现金或各种不同的证券之上。

从某种角度而言,资产配置情况决定了一个基金在多头市场时基金净值增加的程度以及在空头市场时基金净值受损的程度。有研究指出,依产业的不同,有 25%~60% 的股票变动可归因于总体市场的因素。为了降低这种市场风险,基金经理会以投资不跟股票波动同步的其他资产(主要是准现金,也可以用固定收益证券、可转换证券等)来降低基金资产组合风险。

投资者如果了解基金资产配置的情形,就可以了解基金经理为达成基金目标所愿意承担或能够承担的风险程度与类型。如果投资者发现,一个基金投资在现金的资产已经达到基金资产 20% 上的限比例时,投资者则可以判断,如果这一基金仍会达成其目标,则选择的股票必有高获利,而且这一基金所承担的风险也较小。故此基金是投资者所要选择的。

另外一个极端的情况是,假若有一个基金将其基金资产几乎全部投入普通股,而且绩效也很好时,投资者可以确定这个基金经理虽然成功,但是承担了很大的风险。如果它的资产配置不改变,在空头市场来临时的绩效可能就会很差了。

由不同时期的公开说明书或市场期刊、报纸对基金资产配置的报道,投资者可以找出一个基金是如何地应付变动中的市场风险的。另外投资者也可以把每日该基金净值变化趋势曲线

与股价指数曲线相对照,如果股价指数变动幅度大时,基金净值变化稳定,那么就可以判断基金的现金保存率高。

(5)考虑资产的规模。基金的总净资产值也是投资者要考虑的因素之一。如果股票基金的规模太大时,那它在市场涨跌变动时就有跌宕情况发生,很难操作得较好。

一个有上 10 亿资产的基金,当它要购买股票时,绝对不可能在不引起市场价格上升的情况下集中购买某一公司的股票。同理,当它要卖出手中的股票时,也不可避免地会引起市场价格的滑落。同时,由于有这么庞大的资产,基金也可以很容易地从股份的取得来控制规模较小的公司。

由于大型基金必须将其资产分散于很多产业与公司上,因此,其报酬率只会在平均水准而不会高出,而投资者所要追求的是高于平均的报酬,因此必须对长期投资对象予以规模上的一些限制。投资基金的规模最好在 10 亿元以下。关于规模大小与资金绩效的关系,投资者可以从很多的统计资料看出,除了少数例外的情况,规模大的基金比规模小的基金绩效还差。投资者要考虑的是一般性指导原则,而不是去赌特殊状况,因此,选择规模低于 10 亿元的基金其会超越平均绩效的概率比选择规模大的基金大。

在第二个筛选表中,同样地必须得到 75 分才算通过。在筛选中,可以容忍基金的规模大,也可以允许基金的配置异,但不能忍受对基金经理的不熟悉,那样基金面临的不可预测风险太大。

2. 怎样处理初次的筛选结果

(1)三种筛选的结果。当运用上述两个筛选表来评判基金,给予分数并加总选择后(两表都要达到 75 分以上才合格),投资者可能面临下列三种状况之一:

- ①有一明显合适的基金出现;
- ②没有合适的基金;
- ③有一个以上合格的基金可供投资者选择。

(2)有一个明显合格基金的情况。如果刚好只有一个基金符合了上述两个筛选过程,就可以准备投资,选择合适投资时机,并在投资后注意其动向。

(3)没有合适的基金。如果找不到合适的投资基金时,投资者可以采取下列两种方法:

①把筛选的期限往后拖延,直到下一季的基金统计资料公布后就有新的候选基金名单可以运用。再用同样的筛选过程来找合适的基金以便投资。在此期间,可以把资金暂时投资在货币市场基金上。

②放宽及格标准。只要是绩效排名前 25 名的基金。如果只有一个筛选表没过,也认为它通过,或是加总两表的得分找出分数最高的基金,将候选入筛选程序的基金绩效排名放宽至 30 名或 50 名之内。

(4)有一个以上的合适基金可供投资者选择。假如经过筛选的过程产生了一个以上的合格基金可供投资者选择,应按如下考虑。为了保证第一个基金使投资者安心,必须比较基金的风险程度和投资者所考虑的基金控制潜力,选择风险程度适中而且能够在那个风险程度下有最大的获利潜力的基金。

①风险水准。可用下列三项指标来评估:a 在最近一次股票市场下跌的年度里,基金的总报酬。基金是否有正的报酬?若无,它对股价指数下跌比率好多少。b 在最近一期的季报中,基金投资在股票的百分比。c 基金所拥有股票的公司数。公司数较少的基金比公司数多的基

金波动性大,即风险较大。

②获利潜力。获利潜力可以用最近一期的基金绩效排行榜作为评量依据,如果排行较前则获利潜力大。如果基金在排行上相差不多,则最好再找出它们在股市不好时的绩效排行,以判定到底哪一个基金是真正的好。

如果每个基金在上述几项标准下均旗鼓相当,则考虑销售费用、赎回费用或每年应付基金的配销费用。

3. 复选应考虑的因素

选择基金的第一步,是把不合适的基金淘汰掉,第二步则是在淘汰后剩下的基金中选择出比较好的基金。但是在准备实际投资之前,投资者还应针对下列各点深入研究各种基金:即基金的①过去的经营业绩;②潜在的经营绩效;③资产的组合;④基金的操作;⑤可能的陷阱;⑥其他各种考虑因素。

4. 如何考察基金过去的表现

基金过去的表现是最重要的参考因素。尽管过去的表现并不能保证以后的成绩,但一个好的基金总是经过时间的考验。这里有三个重要指标对基金评估有重要参考价值。

(1)回收期。回收期是指目前价格下收回投资所需要的时间,通常以年计算。例如某公司的盈利是每股1元,而当前的每股价格为10元,那么要赚回投资者付出的10元,就需要10年时间,也就是说10年还本。

选择基金,当然是以回收期越短越好,要想计算回收期,可以通过基金经理公司的季报或年度报告,这里面有基金购买的所有股票的种类和名称,找出10种占投资组合比重最大的股票,再通过有关资料了解这些股票的现在市价和市盈率,然后把股票加以平均,这样就可以看到基金的年平均增长率。根据这一数据,就可以大致算出投资回收期。

经验证明,回收期在8年以下者为最佳,当然这种方法只是一种粗略的办法,没有把复合增长的因素考虑进去,但只要每个基金都这样算了,也还是具有可比性的。

(2)现金存量比例。现金存量是指基金所保留的现金,它包括容易变现的现金工具如政府公债、定期存单等,现金存量的比例越高,通常表示基金经理认为股价可能下跌。相反,比例低则表示基金经理认为股市行情看涨。

计算现金存量的比例很容易的,只要向经理公司要来公开说明书,从财务报表中把基金保留的现金总数和扣除银行借贷,再除以其余的总资产就可以得到。有时这个比例在公司的季报告和年报告中就已列明,可直接查询。如果这个比例是负值,说明基金同银行有借贷关系,现金存量比例低,在股市看涨的情况下,有较好的表现。不过因为这个比例是变动的,应当密切注意,以备将来投资。

(3)净现金进账。净现金进账也是评估基金未来表现的一个非常重要的因素,它是指基金持份卖出与买进之间的差值,如果卖出的基金持份比买进的多,基金的资产就会减少,这时就有净现金流出。

一般而言,基金有净现金进账要比流出为好,因为在股市看涨时,投资良机就多一些,有进账的基金可以不改变原有的投资组合,就可以把握投资机会。再者,如有投资者卖回持份时,有进账现金的基金可以不必变动现有的投资组合而支付卖回的金额。另外,当股市出现盘整时还可以乘机买一些额外的股票,基金经理作一些决定也较容易,因而提高了投资的效能。

那么如何才能判断基金是进账还是外流呢?简单的办法是比较基金的净资产价值或持份

卖价的变动幅度和净资产总价值的变动幅度。如果净资产总值的变动幅度大于持份价格的变动幅度,说明基金有现金进账。例如,某基金有 100 万元,两个月后,基金的资产增加到 150 万元,每股增为 12 元。那么,这个基金是有净现金进账。因为净资产增加了 50%,每股价格增加 20%,其中投资结果所得到的资本增值只有 20 万元,50 万元资产增值中,另外的 30 万元就是净现金进账。所以,作为投资者应当选择有净现金进账的基金。

复选的第三个标准应该是基金的投资组合效能的高低。其含义是:基金是否有效地分散投资于不同行业或产业的公司股票上。在初选过程中,假如投资者已把投资于某一行业风险较大的基金排除了,但是有一些基金的投资也确实很分散,不过这并不符合投资者复选的原则。投资者应在初选的基础上,再进行比较,选择那些投资组合效能高的基金而不是其他。

了解投资组合的办法,是从投资经理公司找来其季报或年度报告,其中就有基金的所有投资项目、投资股票种类、资金数量、股份数量多少,都一目了然。合理的分散投资于某一种股票的资金不超过总资产的 5%,所有股票分散于 10 个以上的行业。所以,分散性良好的投资组合,应该有 20 多种股票,投资在十几种的行业上。如果一种基金的组合不能满足这个条件,最好把它也排除掉。

5. 怎样看待基金的操作及相关费用

为了使基金有一个好的绩效,很多基金都有不同的操作方法,那就是投资表现的奖励、借贷情形、操作费用及卖回费用。

有的基金有一种奖励投资表现的制度,如果基金在某一段时间里的表现好于同期的股市指数,就要给予基金经理人一定的奖励,当然这笔费用由基金的资产支付。反之,如果基金的表现比股市的指数差,则要求退回部分经理费。应当说,这种制度是有利于投资者的,因为虽然由于奖励基金经理人支付了一笔费用,但由于经理人出色的经营为投资者多赚了超过所支付奖励费的收益。

借贷操作,就是利用杠杆原理进行的操作,主要是指花小的代价以获取最大的收益。比如投资者有 1 万元钱,可同时向银行借来 5 万元贷款,然后投资于某一获利高的产业或行业,获取更多的利润。

就投资基金来说,向银行贷款所增加投资组合的资产总值,在运作良好的情况下,就可以为基金带来更多的收益。当然一般规定,贷款的数额不能超过基金总资产价值的一半。而每个基金自身也有一个借款的内部限制,通常不能超过总资产的三分之一。

利用借贷来从事基金的投资,可以说利弊参半。如果运用的好,可以获取更大的利润,如果运用的不好,基金资产损失得也很快。因为借贷总是要付一定利息的,而且一旦股市出现下滑,可能要遭致亏本。所以投资者在选择时,必须再次衡量自己能承担风险的能力,并检查基金过去的业绩情况。

基金的操作同其他行业一样,肯定会有各种费用支出和花销,这些费用包括:经理顾问费、资产保管费、法律和结算费、注册登记费、公开说明书及季报、年度报告的印制费、邮寄通讯费、股票买卖的佣金费等。

这些费用的记载和计算,都会在公开说明书中列明,通常以股为单位计算,分析这个基金操作费用的简单办法是看其费用比率,一般在 0.5%~1.5% 之间,当然这个比率越低越好,许多不收费基金为了防止投资者短线,可能会向投资者收取卖回的手续费。不过,多数基金在投资者把钱放一段时间后,就不收取这项费用了,这个时间究竟需要多长,各个基金规定不一,有

的可能是3个月,有的半年,也有的是一年不等。对于那些长线投资者来说,这个费用就没有必要考虑,因为其投资时间肯定会超过基金规定的收费时间。

6. 选择基金时可能遇到的陷阱

投资于基金可能遇到的陷阱,包括未上市的股票、期权交易、卖空、新基金、争讼及是否上行情表等几个方面。

一般规定,前三项都应在公开说明书的投资限制栏目中加以说明,第四项看其是不是新基金,主要看其从什么时候开始向大众募集资金,当然也可以从其公开说明书中找到。第五项基金是否有与人争讼,一般也要在公开说明书中载明,而基金的净资产价值,有没有列上行情表,找一下有关的报纸即可得到。现分别说明这些因素。

(1)未上市股票。这种股票由于不符合证券交易所规定的上市条件,而未能予以登记注册。未上市股票不能在证券交易所内出售,只能由发行股票的公司直接卖给投资者。一般规定这种股票通常在持有两到三年以后才能转手出售,所以买这种股票的风险很大。

(2)期权交易。有些基金把资产投资于期权交易,这是指在特定时间内以特定的价格买卖某种股票的权利。期权交易的权利,不是股票本身。期权交易也是既有利也有弊,主要在于如何运用。如果是利用期权交易来减少风险,那么应考虑,如果是用来增加基金的投资组合而借贷则是不可取的。这是现阶段我国证监会所限制的。

(3)卖空。卖空是一种特殊的股票操作技术,投资者在股市看跌情况下,先卖出股票,等股票下跌到一定程度时,再补回获取利润。这种操作风险也很大。一旦判断失误,那将遭受很大损失。

有些基金允许基金经理做卖空,但一般来说,做成功的为数不多,所以投资者在复选时最好不要考虑那些做卖空的基金。

(4)新基金。新基金是指那些上市不到一年的基金,这种基金是没有经营业绩可查的。表现会怎么样,无从知道,也很难预测,最好的办法是观察一个时期。有时一些基金经理公司推出一些新基金,很受欢迎,而且也证明某种新基金的表现确实不错,如果有同样表现的,而且有良好的业绩记录,投资者也可优先考虑这样的基金。

(5)与他人争讼。有些基金或基金经理与他人有法律纠纷,投资者必须密切注意,因为这种争讼,有时与基金无关,有时会直接或间接影响到基金的收益。最好搞清楚是怎么回事以及可能对基金造成的影响,如果会对基金造成反面影响,最好不要选择这种基金。

(6)行情表。经过了精心的挑选,其结果必然是这些基金都会在有关的评估部门评估榜上有名,排得上行情表。如果投资者选择的基金在行情表中没有,则将从无从观察该基金的表现,至于何时追加投资,何时退出,都难以决断,所以投资者应重新考虑该基金是否合适。

(7)弄清楚收益分配日期表。上面基金复选步骤表中第六项是其他因素,它涉及资本利得和股利分配。基金什么时间分配其收益,投资者是不应忽略的。

一般来讲,基金投资的结果,会有两种收益,一种是资本利得,即是基金卖掉投资组合中的股票所获得的利润,基金会转而把利润分配给投资者,一般为一年一次。另一种收益是股利和利息,股利来自股票发行公司,利息来自投资现金工具。这两种收益通常是每季、每半年或每年分配一次,不同的基金,有不同的作法。

(8)购买基金持份的方法。基金复选步骤表中最后的一项为购买和赎回基金的方法,在美国购买持份可用邮寄、电汇、电话或者直接找经纪人等方式,不同的基金有不同的购买做法。

如果投资者是第一次投资,通常要填写申购表,表中有姓名、住址、身份证号码、国籍、电话号码和投资额。

关于收益分配,常有三种方式:一种是把资本利得与股利转入再投资;一种是资本利得转入再投资,其余取来分配;最后一种是所有收益全部领出来。投资者采取哪种方式,在申请表中慎重选择。

投资者一经填完了表,签上名字,附上支票寄出去,就完成了购买手续。基金发给投资者受益凭证,或证明投资者已进行了投资的其他证件,整个购买过程就结束。

关于卖回兑现的程序是:寄出书面通知单,注明卖多少持份,账户号码、银行的名称住址、银行的转账号码、投资者在银行的账号、账户种类等。

(9)追踪。在遵循上述原则,且投资者选择了自认合适的基金之后,仍不要以为万事大吉,还必须追踪所购买的基金。投资者应当不断地检查已持有的或者是打算购买的基金经理情况。为了把这件工作做好,投资者最好把所追踪的基金的每周价格作成记录,及时观察其经营效果,以作出再投资或撤回的决策。

7. 利用投资顾问买卖基金

购买基金除了直接到基金管理公司认购外,也可通过投资顾问公司选择认购。利用投资顾问公司买卖基金,好处在于:

(1)由于对基金管理公司的各种情况掌握有限,个体投资者较难直接从基金公司方面获得符合本身需要的投资方案。基金公司也由于人力与时间所限,无法照顾到众多对基金常识了解不深的投资者,于是便委托顾问公司为代理人,服务散户,投资顾问公司作为帮助投资者选择基金的参谋。这样,投资者可以透过这些公司,选择最符合自己需要的目标基金。

(2)顾问公司除了可作为买卖基金的中间人,为投资者的投资活动出谋划策外,亦可为投资者进行资金管理、基金户口管理、安排离岸私人信托、海外物业投资等,还可以为投资者设计投资组合,把投资者有限的资金合理地安放在不同的投资工具上。

(3)由于基金报价时间与购买时间的差异,基金的真实购买价与报价也不完全一样。若投资者仅依靠一些公开性文件及基金报价再去投资基金,待到真正购买或卖出时,因出价与市价差别太大而无法以最满意的价钱成交。如咨询顾问公司,便能得到较及时的资料,在决策上可能会更为准确和有效。

怎样选择一个满意的投资顾问,这是我们接着要谈的问题。

要选择一个满意的投资顾问,首先要看他们掌握的信息是否全面和准确。例如他们是否掌握了世界各主要市场的金融形势分析、各基金公司的动态等。其次,要看他们的分析是否客观、可靠。为此,一方面要观察他们的分析能力,另一方面要看基金顾问是否属于某一家基金公司的市场推广人员,能否愿意为投资者搜集及分析各基金市场及基金的真实信息。由于基金一般是长线投资,如投资者的投资顾问时常建议转换基金,即使他不是有意以此来增加他的来回佣金,也表明他的分析及建议不太准确,投资者就要考虑是否有咨询其他顾问的必要了。

最后,即使投资者找到了一个最好的投资顾问,但如果他不了解投资者的收支情况及需求,也没有办法为投资者设计一个符合其实际需要的投资组合,那么投资者一定要与其投资顾问保持经常的联络,随时告诉投资顾问最新的财务资料和投资意向。

五、如何选择投资时机

投资成功与否,部分地决定于低价时投资。由于没有人知道什么时候的价格最低,因此,一个较谨慎的做法是在低价时多买一点股份,价高时少买一点。另外一种被证明有效的方法称作“固定金额平均投资法”(也称作定时定量投资法)。它的作法是每隔一段固定时间就以固定金额的资产投资于某一个基金。采用这种方法,投资者可以不必太在意市场价格的起伏,在股价低时,同样金额可以购买较多的基金单位;股价高时,买进的基金单位较少。但是长期平均下来,买到的基金单位比一次花大笔资金买的多,平均每个基金单位的价格也较低。这是因为采取此法后,实际上就把基金价格变动对购买基金份额多少的影响抵消掉。在一定时期内分散了高成本认购基金的风险。

现以一个实例说明,假定投资人出资 6000 元,在一年 6 次投资于某个基金,每两个月投资一次,每次 1000 元,其投资情形如下表:

表 3.2.3 固定金额平均投资法

投资时间	基金价格	买到的股份
1 月 1 日	20	50
3 月 1 日	25	40
5 月 1 日	20	50
7 月 1 日	15	67
9 月 1 日	20	50
11 月 1 日	20	50

该投资者一年总共买到 307 股基金,购买的平均价格是 20 元。

若该投资者一次投资 6000 元,以每股 20 元(平均价格)算,所购基金单位为 300 股,比分 6 次投资的基金单位还要少,而且,分 6 次投资实际购得的每股成本是 19.5 元($6000/307$),比市场的平均价格还要低。当然,并不排除投资要在价格为 15 元时,一次投入 6000 元得到更多的基金单位,但股市起伏不定,无法保证在这个低价时买进。

在使用固定金额平均投资计划时,投资者所投资的金额不能太少。而只有投资在无销售费用型基金时才不会因为量小而导致高销售量费用与佣金的花费。

当开始投资时,要算出预计每年投资额,再减去最低起始投资额后除以最低后续投资额以决定要分多少次投资,投资间隔有多久。然后就可利用固定金额平均投资法来投资而不管投资时价格的高低。

投资时另外要注意的是,如果投资的时间刚好在发布股利、分配资本利得,最好是延期等到分配后再投资,以免有投资者不想要的资本利得或股利税要缴。

除非投资者需要或偏好一次性大笔的投入基金投资,否则最好在开始时谨慎一些,慢慢地投入。在考虑如何开始进行时,货币市场投资基金或许可以辅助投资者达到目标。尤其是基金的最低投资额比投资者现有的资产还多时,投资者可以先投资在货币市场的基金,以累积资本达到投资基金的标准。同样,也可以运用货币市场基金来暂存资金以备持续投资之用。

当股价下跌时,正是投资者低价买更多股份以获利的机会,而在市场高点时也不必认为在

此时买股份不合时机。事实上无人知道何时是市场最高点,只有事后才知道。再如果投资者有一套系统化的持续投资法则,不管价格多少、时机怎样,都无所谓。

1. 选择正确的投资时机应考虑哪些主要因素

任何一个投资专家都不能告诉投资者一个放之四海而皆准的法则来帮助投资者决定投资的时机。因此,在进行投资决策时需考虑以下因素:

(1)投资金额。当投资者进行第二个基金投资时,必须有足够的‘闲’钱,而且不会因此而影响投资者现在的生活标准,或者使投资者的资金调度发生困难。

(2)空闲时间。投资者每周中一定要有一段充裕的时间去留意所投资的基金的变动情况,进而决定是否应该变更一下投资计划,是否应该马上采取这些变更行动。投资者的基金数目增加,花在管理基金上的时间也要相应增加。如果投资者每周都有充足的闲置时间,则可考虑买进第二个基金。

(3)市场周期。当市场呈现空头,同时行情更趋低迷的时候,那正是投资者买进的良好时机,因为此时投资者可以用原先同样的资金购买更多股数的基金。投资者要安心地进行自己的投资计划,等待谷底的过去及另一个高峰的来临。

当市场行情攀升的时候,投资者也没必要非得延迟投资下一个基金,尤其是第二个基金的价格并不完全随着市场攀升时。此时选择一个攀升速度较慢的基金也未尝不可,因为它在市场行情下降时,可能表现的反而稳健得多。实际上没有人完全掌握真正的高峰会在什么时候出现,如果为了等待好的价钱买进,投资者可能要等待其价格波动的半个多周期,这个时间可能相当长。

当投资者从事长期投资计划时,要进行长期的展望。就长期而言,基金的表现将优于其他金融资产,从而能保护投资者避免因通货膨胀而造成实际所得的降低。

2. 何时赎回基金

投资者买入基金一段时间后,由于种种原因,都有赎回的要求,这就需要选择最佳的兑现时机。对于短线投资者来说,最重要的是掌握市场的波动,同时注意基金结算的日期。对于多数长线的投资者来说,应遵循以下三点:

(1)当投资者准备赎回时,市场价格已开始下降,投资者的赎回价未动则是最佳时机,投资者如果能预计自己需要现金的日期,最好提前一个月便开始考虑赎回计划。

(2)基金是一种长线的投资工具,不太适宜作短线投机。如果市场发生短期的波动或调整,但长期走势并没有改变,投资者就不要急于兑现手中的现金。因为扣除赎回费用后,投资者未必有机会以有利的价格买回。但如果有其他更好的投资机会,亦不妨果断一点,忍痛割爱,立即卖出所持的基金。

(3)投资者手中的基金何时出售或换马,应掌握几个准则:当自己的收支状况发生重大变化时;当基金管理公司发生重大的人事变动时;当所投资基金的净资产值急剧下跌时,当整个证券市场大势下滑时。

3. 何时退出或转换到其他基金

投资者在管理自己的投资组合时,如果有些基金的表现不尽如意,就要考虑退出或转换到其他基金上去。

影响退出或转换基金的因素很多,大体上有‘基金表现不佳’基金的原来目标发生了变化;投资者自己的财务状况发生了变化’或者市场的态势对投资者不利。作为一个一般的投资者,

可能会因自己的年龄、家庭状况的变化不断地改变自己的投资目标。在年轻时,可能更愿意追求一些有风险的投资目标,中年时只是要求收入与增长并举,而到了老年就会只求获得当期收入。因此,投资者首先应当根据自己的年龄等自身状况不失时机地进行转换或退出基金投资。其次,由于基金多数都是投资于股票或债券,其表现自然同证券市场有密切的联系。如果整个证券市场的变动态势不利于投资者时,就应当考虑退出或转换到如国库券、政府公债等方面。等到证券市场,尤其是股市变到有利于投资者时,再重新投资进去。投资者如果把握到了退出投资的时机,就不要犹豫。

六、如何选择海外基金

海外基金即境外基金。这类基金为了吸引全球各地的投资者,多数在采取免税的小国或地区,如卢森堡、百慕大、开曼群岛等地注册。这些地区对个人投资的资本利得、利息及股利收入都不征税,许多基金都愿意落脚于此。

海外基金的投资范围及目标是相当广泛的,按投资标的来划分,可分为股票市场基金、货币及债券基金、黄金市场基金等。股票市场基金投资于单一国家股市或多国股市,货币及债券市场基金投资于各种债券或各国货币,黄金市场基金则投资于金矿股票、黄金现货、黄金期货等。

按投资地区来划分,海外基金可分为国家型基金,如韩国基金;地区型基金,如东协基金;全球型基金,如国际基金。

投资者如果对海外基金感兴趣,可以到有关的顾问咨询公司了解,如果投资者打算购买海外基金,就要慎重选择。选择的标准自然也是看这种基金的表现。首先应当找到有关的资料,观察每个基金前一天的收盘价,并进行逐日比较,从而了解各种基金的涨跌态势,看出其表现。

在许多报刊杂志上,刊登着基金的行情表,行情包含下列内容:如基金名称、净资产价值、卖价和价格变动率。投资者通过看行情表,可以知道上述变化。此外,在基金名称的后面,可能有一个小的英文字母,如果是 r ,表示这个基金收取卖回持份时的手续费; x 表示这个基金刚发过利息和股利,因利息和股利是从总资产中拿出来发放的,总资产必减少,净资产价值当然也减少,如果净资产价值因配息配股而下跌,这与基金的表现无关,不必担心; y 表示昨天价格不详,所列为前天价格。

1. 评估海外基金

投资者可应用如下办法对海外基金进行评估。

(1)逐日比较涨跌。了解了行情后,投资者就可以逐日比较各个海外基金的涨跌情况,大概了解基金的表现。首先找到基金行情表,研究价格变动这一栏,把上涨的都列出来,再把上涨的基金相互间进行比较,其中净值最高而销售费最低的就是最好,也就是投资者应当挑选的基金。

(2)按投资者能承担风险的大小对号入座。如果投资者较为保守,不愿承担太大风险,就不应该挑选积极成长型基金。如果投资者一心想追求资本利得最大化,就没必要考虑货币市场基金。

海外基金同样可以分成不同的类型,而且能够在行情表上反映出来。如写有现金字样的,多属货币市场基金;有高收益字样的,多为债券基金;有收入字样的,多为收入型基金;有成长

字样的,是成长型基金 有资本增值字样的,多为积极成长型基金。

(3)小心基金推销代理。有些海外基金在一国销售其基金持份是通过销售代理进行的。他们一般有关于该基金的介绍资料,投资者可以通过他们了解这类基金的情况,但投资者必须小心,不能轻易相信他们的夸奖言辞,最好能找到佐证资料,如果他们推荐的基金在行情报告中找不到,投资者最好不要冒险投资。如果行情表上有,也要看看是否像代理说得那么好,然后再决定是否投资。

2. 购买与退出海外基金

投资者选择了某个海外基金并对此进行了评估,决定购买某种海外基金,其程序大致如下 投资者决定投资并动意申购,然后自行填写申购函,并到国内外汇结汇,再把款项以银行或个人支票方式寄到海外基金经理公司的指定账户,或由银行的书信或电报通知经理公司,表示银行已收到投资者所投资的款项。经理公司收到款项的 10 天内,会先寄给投资者一份单据,以资证明,并在一到 12 周内将受益凭证汇寄给投资者。在受益凭证上记载投资者申购的金额、当时基金的净资产价值和买到的单位数。

一定时期以后,海外基金就开始发放股利并以记名式支票的方式把投资者应得的股利寄给投资者,投资者再到指定的外汇银行进行兑换本国货币。

如果投资者要把受益凭证或股份卖回给基金经理公司兑现,可以向本国的代理推荐机构索取申请书,并按要求填写连同受益凭证寄往经理公司,等卖回完成后,基金经理公司将在 7 天之内把价款以支票的方式寄给投资者。

购买海外基金的好处是没有税的负担,所以获利不会打折扣。但是购买海外基金的持份应特别注意汇率问题,特别是近年来,汇率变化使人难以预料,如果基金的获利因为汇率的变动而最后抵消掉了,或者有可能造成高成本的损失,那就不合算了。

七、如何买卖基金

怎样获取有关基金的信息资料?这是买卖基金时遇到的第一个问题。

最常用的获取基金有关资料的方式是直接打电话到基金公司索取有关公开说明书、定期报告等资讯。另外也可从一些报纸、期刊、杂志的广告中得到消息,也可函索资料。得到书面资料后,投资者可能觉得还有一些事情在书面资料中没有记载,或者不清楚时,可以再打电话给基金公司要求它详细解说。如果有些问题基层管理人员不太了解或回答不了,此时可以要求会见更高层的人员。这种要求应该被接受,甚至可以约见基金经理本人。

1. 购买基金的方法

封闭型基金在封闭以前,投资者随意购买,而开放型基金是持续提供新股给投资者的,除非在某些特殊的情况下基金宣布暂时停止销售给新的投资者或全部的人。

想要购买基金的人可以直接从基金公司邮寄、电话或亲自到公司申购,或者经由代销商、经纪商、银行、金融机构或信托保险公司等机构购买。

申购者只要填写申请表格,缴交申购金额给基金或由销售人员转交就可以等待基金公司的核准、确认函,告诉投资者所购买的股数与购买价格。注意必须遵守公开说明书中所指示的方法。

除非投资者有特别的要求,否则基金公司不会发给投资者购买凭证 因为事实上投资者并

不需要此凭证,只要有确认函而且定期收到财务报告就已证明投资者拥有股份也不需寻求保障的证明了。

在第一次投资于基金时,有些基金不要求有最低投资额,但是大部分的基金都要求有最低的起始投资额。例如在美国,这些最低起始投资额大部分都在 1000 美元左右,也有达 2500 美元上的。有了起始投资以后,后续投资则要 100 美元甚至更少。至于封闭型基金。除第一次募集外,其买入手续和公开上市的公司股票完全一样。基金要求更低起始投资的原因在于,如果低于起始投资额,则意味着基金的交易费用比例较高,也意味着该基金的运作费用将偏高,故用起始投资额来降低基金交易运行费。

2. 卖出基金时

投资者可以用电话或信函向基金或基金代理商申请赎回基金,基金或其代理商应电汇赎回的金额或寄一张支票入此投资者的银行账户,或者付给经纪代理商再由其付给投资者。根据规定,基金公司必须在一定时间内付款赎回基金。而封闭型基金的出售只能仍公开市场挂牌卖出。

3. 查询基金买卖的价格

每个营业日结束后,基金公司都会根据当日的市价来计算其资产、负债的价值来决定它的净资产价值,同时会更进一步地把总净资产价值除以在外股数以计算出每股净资产价值。对于投资无销售费用型基金的投资者而言,其购价应是净资产价值加上销售费用的所谓报价。当出售基金时,所有的投资者收到的价格均是净资产价值,但若有收取赎回费用的基金,就必须再扣掉赎回费用。

基金的净资产每天可以从报纸的财务金融版或者证券版看到。下面列举我国台湾的一些基金及一些海外基金在报纸上的净资产价值,供投资者参考。

表 3.2.4 振通一岂盛投资基金一周净资产价值表

基金名称	币别	上周收盘 (6/25)	6/28	6/29	6/30	7/1	7/2	与上周比较 涨幅(%)
老虎	美元	20.32	20.28	20.21	19.99	20.00	20.15	-0.84%

在基金名称后面若有✓,表示该基金收到赎回费用。当基金宣布发放股利或分配资本利得时,在发放登记截止日当天(类似于股票的除权,除息日),基金的净值必须减掉所发放的股利或资本利得,并加上“×”字符以表示此基金的净值为发放股利后或加上“d”字母表示资本利得分配后。因为所有基金当天结算的净值必须透过资讯网络传到通讯社以让新闻媒体次日刊登,如果净值资料未能及时送到,那么就以字母‘z’表示缺资料而不登其净值。

4. 基金交易的方便性

虽然不同的基金之间有不同的目标、操作方法与规定,但是索取申购表格、公开说明书及投资者对账都很方便。同时基金也提供很方便的买进、卖出程序,尤其是投资者想在同一基金管理公司下的各种基金之间转换时,提供了即时、快速、方便的转换服务。

此外,基金都有一份关于投资者投资于基金的记录,每当投资者有进出基金记录时,基金公司都会寄给投资者确认函对账,同时也定期寄送对账单,让投资者对自己的投资能有记录保存,也方便将来所得税的申报。当一年结束时,基金公司会寄给一张一年来的积累进出状况表

让投资者对自己一年来的情况有所了解,其中包含买卖的股数和金额,以及股利和资本所得的分配。同时,基金会寄一份给税务局,让其作为课税依据。

第三节 投资基金组合管理实务

基金作为机构投资者要建立投资组合,同样,购买基金的单个投资者(受益人)也可以对基金进行挑选,从而建立起基金投资者的机会组织。

一、怎样建立自己的投资组合

投资基金的含义可以说是一种投资组合,其运行的性质就是为了达到特定的投资目标而降低投资风险。一般来说,某种投资基金在创立时就基本上确定了其大致的投资组合,以适用于该基金既定的投资目标,投资目标的区别就形成了不同种类的投资基金,这正是基金投资人选择基金、建立基金组合的基础。

如前所述,投资基金如同其他任何一种投资方式一样,存在着一定的投资风险,尽管基金已经通过其专家管理、组合投资等尽可能分散风险。因此,投资人同样不应把其全部可投资金都投入到同一基金里,而应尽可能地把资金按投资目标分散投资于不同的基金,从而形成个人的投资组合。

投资人在建立自己的基金组合时,首先应该掌握如何评价各类基金的表现,然后以评价结果和投资目标为基础选择基金,构成基金组合,以后还需根据情况的变化适时地进行调整,最终达到通过基金的有效组合与管理,实现最大收益或既定的投资目标。

基金组合的建立和调整应根据投资者个人的投资目标和基金的目标而定,尽可能做到两种目标的吻合。成长型基金,预期收益是随时间的推移而使资本增值,通常投资于普通股票;成长及收入型基金,主要注重于预期资本增值,也兼顾预期股利收入。该类基金投资于股利较多的股票,以及少量优级债券;收入及成长型基金,主要目标是预期股利和债息收入,次要目标是预期资本增值,这类基金采用股利稳定的股票与债券组合;固定收入型基金主要投资于各类债券、优先股股票、可转换债券及其他付息证券,以达到获取相对稳定的当期收入之目的。投资人应根据个人投资目标、可投资金数量和不同类型基金的运行特点、投资方向,结合具体基金的评价结果确定个人的投资组合。例如投资人的目标是希望资金增值,那么其相对理想的基金组合应是近半数的资金投资于股票基金或积极成长型基金,而成长及收入型基金、固定收入型基金或债券基金,甚至货币市场基金,则应由高到低占相应的比例。

典型的基金组合见下表,供基金投资人参考。

表 3.2.5 投资者基金组合表

目 标 比 例	成 长
40 %	股票基金或积极成长型基金
30 %	一个或一个以上的成长及收入型基金
20 %	利息率高的债券基金或固定收入型基金
10 %	货币市场基金或银行存款
目 标 比 例	成长及收入
50 %	成长及收入型基金
20 %	成长基金或积极成长型基金
20 %	债券基金或固定收入型基金
10 %	货币市场基金或银行存款
目 标 比 例	收 入
50 %	一个或一个以上的收入及成长型基金
25 %	债券基金或固定收入型基金
25 %	货币市场 基金或银行存款

1. 基金组合管理的方法

对基金组合的管理可随投资入的时间多寡而量力进行。基本管理方法如下：

- (1)根据基金表现随时调整基金组合；
- (2)根据基金经理的人事变动调整投资组合；
- (3)根据基金资产配置的变化调整投资组合；
- (4)根据基金资产的增减来调整投资组合；
- (5)根据基金投资目标的改变调整投资组合；
- (6)根据投资费用的变化调整投资组合等。

①根据基金表现调整投资组合。投资人须每隔一段时间就考察一下自己所投资的基金的NAV变化情况,基本掌握基金净值的走势。既可以利用有关报刊上固定登载的基金行情表,也可以从基金管理公司直接了解该基金的NAV数据,并加以逐一比较,以把握行情。留意基金的表现,定时分析基金走势,可以确定是否选对了与个人投资目标相吻合的基金以及表现好的基金,有利于及时调整基金组合。

②根据基金经理的人事变动调整投资组合。根据国外经验,基金经理的人事变动有时会影响基金的表现,特别是基金表现不错的时候走马换将,就不是一个好兆头。研究结果还表明,更换基金经理而使基金表现得到改善的情况并不多见。当然,对于那些表现奇差的基金而言,经理人事变动说不定会成为改善基金表现的契机,这须仔细分析判断。我国基金尚处于初

创阶段,距全面规范化管理还有较长的路要走,基金经理的人事变动会比较频繁,也应注意加以分析。

③根据基金资产配置的变动调整投资组合。基金投资配置指的就是基金的投资组合,即基金投资于不同的有价证券及留存现金的不同比例。基金资产配置的变化当然会影响基金的投资绩效。

二、应否投资新基金

投资并没有必胜之术,任何的理论或图表只能用作分析,不过,在投资中,我们经常遇到一些相似的问题,不妨与大家一起探讨。

以往有些投资者以为投资新基金如投资新股一样,可以在上市时赚取一笔厚利,结果新基金并没有超额认购这回事,而且新基金初期的价格表现,往往是先跌后升。不过,话说回头,很多新基金在固定价发行时,已能够收集到数亿元的认购,证明新基金是值得考虑的。

一般而言,推出新基金就如推出新产品一样,首先要考虑是市场有没有这个需要。要知道,新基金初生时,是一文钱也没有的,基金公司很少会先放钱进内的,所以一定要包装得吸引人,才可以成功。通常新基金有两个种类:

第一是普通基金,例如东南亚基金、日本基金或债券基金等。这些基金基本上是没有时间限制的,并且很多新基金公司都会优先推出这类基金。

第二类是一些较专门的基金。这些便要考基金公司的眼光了,因为基金公司在推出这些新基金时,是真真正正的新产品。普通人不喜欢基金公司太花哨,同一类市场推出数种基金,但打开年报看,会发觉其投资组合是相近的。遇着这些基金的资产值太细,便麻烦了,因为‘巧妇难为无米之炊’。

几乎所有新基金在推出之初是跌价的,有些投资者憧憬着基金经理会在两个星期的固定价发行期间先作出投资,不过,事实上,基金经理是不会如此的,因为很多时候认购金额在最后数日才确定;再者,在信托契约上,亦说明基金经理不可以在这段时间内投资的。其实,固定价发行是该基金能够先搜集到一笔钱来用作投资。有时,有些新基金是真的在第一日已劲升,这纯粹是基金经理偷步,但这只限于未认可基金。

由于新基金是刚开始运作,未有任何投资成绩时,便要扣除一些费用,例如开办费、行政费及律师费等,不过,这个费用不会很大,一般是1%之内,筹得的款项愈高,相对的百分比愈低。

投资新基金的两大好处是风险比较低及回报期望值理想。先谈风险,由于新基金初期是全现金,所以遇到跌市时亦不怕。此外,基金本身并没有任何仓底货,相对的组合素质高,并且基金经理是买入在当时有潜质的股票,假以时日,自有出色的表现。很多新基金配合市场情况,确是有斐然的表现。

针对以上各点,可以了解到新基金不会有即时的急速表现,因为基金经理不会买入一些投机股票,而只会买入一些有潜质的股票,当环境配合时,自会有出众的表现。

综合而言,笔者认为大部分新基金都是可以考虑的,不过亦要考虑该基金的投资方式及市场预期。有一点要留意,新基金的资产值太细或太大都不适宜,太细根本没法投资,太大便有点消化不良,遇着一些市场有一定的投资困难时,便要费很大劲才可以完全投资,令投资大打折扣。

三、股灾怎么办

所谓股灾是指股市突然出现大幅的下跌,情况便一如刮台风般,其破坏力,有时是轻微的,例如香港的 1989 年迷你股灾,极严重的例如 1987 年的大股灾,跌幅达四成,有些地区的跌幅甚至高达六成。另外有些时候,股灾可以延续一段时间,例如 1990 年的中东事件,影响的时间便长达半年。

一场风暴若没有预防,可能会伤亡惨重,不过,若能够提早预防,便可以减少损失。同样地,若我们作出准备,在投资上,是可以减少所带来的损失。不过,话虽如此,股灾是极难预防的。

通常股灾是因为三种原因所造成的:第一类为政治原因;第二类是经济问题,例如加息所带来的震撼;而最后一类则是因为市场问题,例如因为太过投机令市场不合理地过高而带来的震荡,1991 年日本股市大跌或 1987 年股灾都是个好例子。

面对后面的两种情况,确是有点矛盾,因为当时正值市场高峰期,投资者受到市场所吸引,争相入市,并且往往只需一两日的功夫,便可以获取利润。而正当大家兴高采烈之际,黑色的日子便突然降临。

股灾发生时,大部分投资者都不能避开大难,甚至是基金经理,亦唯有一同受害。面对一日间所带来的损失,很多投资者会即时出货止蚀,这是错的。面对股灾,我们应该以不变应万变。

首先若在股灾之后出货,你便是已经损失了,并且没办法挽救,而这个损失,可能是非常严重。须知投资基金,不同于投资股票,因为股票的佣金较低,而投资股票只是针对一两种股票,不同基金针对一揽子股票,所以投资股票可能要快速行动。股灾的一输虽然可能有损失,但止蚀再趁低吸纳便可以收复部分失地,再者投资股票可能会用扩展形式,跌下来导致一输斩全盘而引致股市再下跌。

再者,股票价格虽然是跌了,但股票本身仍然是有一定的价值。因为最终我们会看那上市公司的业务,股灾可以打击股价,但未必能打击其业务,只要业务正常,每年总有盈利,市盈率吸引,股价是会上升的,尤其是蓝筹股,其规模庞大,胜算更有把握。

股票价格的变动,不同一般的定息投资,它是反复向上的,这个反复波动可能是很大,但中间牵引着的是其市盈率。

1987 股灾至今,很多股票仍未上回股灾前水平,但大部分基金已收复失地了,并且有颇出色的表现。

所以面对任何一次的股灾,事后不要出货,因为所出现的损失,只是一个账面的损失,假以时日,便可以收复失地,大部分的股票基金或地区基金都可以进行,但一些特别基金便要特别小心。

四、传奇基金

1. 两种传奇基金的介绍

若细致地分类,环球基金可以分为两大类,分别是美国互惠基金(U.S.Mutual Fund)及离岸基金。前者不是指投资美国股市的基金,而是指供美国人购买的基金,外国人通常不能够买入这类基金。

至于离岸基金,便天空海阔了。不过,它亦可以分为两类,一类是英国及欧洲销售的基金,这类基金并没有特别限制,但美国人是不能够购买的。不过,这类基金并不太受投资者欢迎,因为收费贵及投资限制多。

另一类则是我们经常可以接触到的离岸基金。环球而言,这类基金的数目超过 3000 种,单是在香港销售的便接近 1000 种。

基本上,这类基金的设计都是大同小异,但当中亦有一些代表作,这里特别找出两种传奇的基金与大家分享。

第一种是怡富忍者基金,基金在 1990 年 9 月推出,在当时正值中东事件,环球股市萧条,所以这种基金亦是淡然,不过忍者基金在推出第一日便创记录,急升 25%,并且在一个月内存近 100%。忍者基金的宗旨是非常灵活的,基金经理有很大的自由度,甚至一般基金不敢接触的期权或卖空亦容许。不过,正因为如此,所以并没有向证权会申请认可资格。

2. 忍者基金表现反复

忍者基金的表现是极为反复的,原因是类似忍者这类的传奇基金,颇看重基金经理的能力,所谓“胜者为王”。当然若看错了,便一子错,满盘皆错。

附表可以看出忍者的投资组合变化,与其他基金完全不同,差不多全球都被此基金考虑过。再仔细的看投资资料,便知此基金不平凡,略为一提的包括有 美国及香港认股证及期权、马克债券、香港黄金、德国购入认股证、法国购入认股证等。总之,基金经理认为是好的,便去投资。

忍者才初出 3 个月内,令投资者哗然,纷纷抢购,一度售清。之后,基金表现反覆,投资者亦撤退,基金资产值维持在 3000 万美元左右。

类似忍者的基金香港另有两种 第一种为太阳基金,不过只局限在货币及黄金,有关此基金的评论,以前说过,不赘。总之一句 唉!真的不明白,已免收交易费用,仍然有如此不济的表现!第二种为百富勤推出的基金,但只集中亚洲,成绩尚算有交代。

忍者投资者面对基金的反覆,并没有怨言,因为清楚知道基金是高风险的。且放眼天下,忍者与量子基金相比,可谓“小巫见大巫”。

忍者基金投资组合变化							
1993 年 %	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	9 月	10 月
日 本	49.6	72.0	59.6	25.0	32.1	64.5	4.3
德 国	22.2	18.6	0	0	5.3	0	2.2
法 国	21.5	0	0	0	0	0	0

香 港	4.4	3.6	20.1	39.1	15.4	4.3	38.6
美 国	2.4	5.8	8.2	14.0	19.6	1.7	0.1
中 国	0	0	4.3	0	0	0	0
澳 洲	0	0	6.7	4.0	10.9	0	0
黄 金	0	0	1.1	0	0	0	0
印 度	0	0	0	0	11.4	0	0
马来西亚	0	0	0	0	5.3	30.7	32.1
现 金	-26.9	-4.3	-23.3	17.9	-12.4	-20.4	-19.8
泰 国	0	0	0	0	0	0	22.7

3. 量子基金光芒四射

提起乔治索罗斯,相信大家都听过,尤其是过去两年,有买卖黄金外汇时,更对此君既爱且恨。因为 1992 年 9 月、1993 年初及 1997 年的三次金融风暴,到投资者措手不及;再加上 1995 的黄金梦,令部分人仍有这个梦想。

对基金投资者来说,更不会陌生,因为其管理的量子基金(Quantum Fund),成绩斐然,只是投资者苦无投资途径。

观乎量子基金的结构,其实如一般的互惠基金一样,是 1973 年在荷兰成立的互惠基金,其投资目标如下:本基金的投资目标为资本增值。基金会环球投资,主要在分开买卖的股票及债券证券。此外基金亦投资在期货及货币期货合约,并且是用作对冲及投机目的。

三言两语,已道出基金的方向,其中最吸引及最令基金成功的是最后四字——“投机目的”。

量子基金初出时,亦如一般基金,资产值不算大,不过其卓越的成绩,令其可以富者愈富。

1969 年时,基金单位价为 53.37 元,总资产值 600 万美元;1979 年,单位价 912.9 美元,总资产值 178 百万美元。两者分别升 17 倍及 29 倍。1989 年升至 15340.04 美元及 21 亿美元,1992 年 12 月是 21609.83 美元及 37 亿美元。没有几个基金公司有如如此的资产值。

4. 基金大洒金钱

量子基金的作风与一般基金不同,开宗名义,是投资与投机兼备。

1992 年可说是其丰收之年,大家一定会认为是因为在 1992 年的英镑风暴,大获全胜。有关此点,索罗斯亦承认英镑风暴有一定的贡献,但整年来算,只占利润的 40%,而 1992 年的整年利润是 68.6%,在离岸基金中排名第二,仅次于克来东南亚基金的 78.17%。

大家或会认为太少了,不过,若在 1969 年投资 10 万元,1992 年变为 1.3 亿美元,也不错吧。

不要以为投资很容易,若没有足够财力,可随时滑跌,例如近期的期指交易便是非一般投机者可以进行。而英镑风暴可以说是索罗斯自编自导自演之杰作。

1992 年 12 月底,量子基金的总资产值为 44 亿多美元,加上杠杆效应,这笔资金足以左右市场的去向。

不过,由于总资产值太大,基金经理亦感到不舒服,所以自 1989 年开始派息。大家或以为是一般基金的象征式派息,那便大错特错了,1992 年每单位派息 7500 美元,总派息额达到 6900 万美元。而 1989、1990 及 1991 年的派息,分别是 500、2200 元及 4000 元。

由于量子基金大受欢迎,而基金又不会再发行新的单位,所以只有等候有人赎回才可以购入,而另一个办法是买入近半年才推出的量子基金系列。

5. 买量子基金先付溢价

1992 年量子基金每单位派息 7500,总派息额达到 7 亿美元。当时单位持有人有两种选择,一是全数以现金支付,或最高至 50% 投资在新推出的量子地产基金。

量子地产基金(Quantum Realty Trust)的最大资产值为 3.5 亿美元,全数认购一空。

1993 年 6 月基金又再每单位派息 3000 元,据基金的解释是为了令到基金可以保持在一个可管理的体系内。

再说量子地产基金。此为封闭型基金,主要投资在现成、高素质的办公大楼,并且以美国或加拿大的主要城市为主。

相信大家很想知道如何买卖量子基金,基金的买卖价只在伦敦金融时报报价。不过,留意其买卖不等于基金的资产净值,因为基金在卖出单位时,会在资产净值加上一个溢价,原因是为应付供求问题。1993 年 1 月时,此溢价为资产净值加 32%。大家放心,此资产净值不是基金经理袋袋平安,而是大部分退回给基金,而在购回时亦会有相似的溢价,令投资者得益。从每单位价及溢价,大家可以算到每单位的入价至少要 30 万港元。

量子基金及其系列基金以投机为主的投资方式,非一般基金能比拟,其表现及行事作风令基金充满传奇,基金经理因此而获利不少,不过投资者亦享受到丰厚利润。

6. 忍者与量子作风迥异

忍者及量子的基金经理都是非常出名的,细看他们的作风,是迥然不同的。

忍者的基金经理有‘怡富神童’之称,尤其专长日股,不过,日股低潮,怡富召回总部打理亚太投资事宜。忍者的投资作风是以搭顺风车为主,即那个市场或项目吃香时,便涌入去,分享利益。这个投资方式的缺点是不能百发百中。不过,纵使失手,亦可快速转移。

至于量子,则是带领市场的趋向,例如大家记忆犹新及为人津津乐道的 1992 英镑风暴、1992 欧率危机、1992 黄金小牛市、1997 东南亚金融风波,都可以说是索罗斯的操作。要达到量子效果,不是件容易事。一些不知天高地厚的基金经理,以为手中的几千万是一个大数目,但放诸海外,便只是沧海一粟。以量子来说,银弹便是最佳武器。从以上两个例子,大家可以看到基金的资产值不是左右基金发展的主要因素,就算是小基金,基金经理亦可以巧妙地进行投资。事实上,我们一般投资的东南亚基金,便不用太大的资金,否则是会拖慢表现。怡富及景泰是在这方面积极控制的基金公司。

此外,上述的两位基金经理都是以投资者利益为依据,尽力争取最大的利益。观乎另一些基金经理的表现,实在有点不敢恭维。不过人各有志,或者他不想有表现,或不想基金的资产值增加,但这可苦了投资者了。

7. 传奇基金的特性

量子基金及忍者基金都有的特性是强调基金经理的能力、市场的选择及资产的控制。

有关最后一点,基金经理主动要求派钱或暂停新钱进入。

市场选择方面,两种基金经理都会因时制宜地作出改动,务求为投资者赚取最大的回报。量子基金由于透明度不高,所以资料欠奉。下表为忍者基金的变化图,可见基金经理都晓得把握投资机会。

1994 年 2 月第一个星期,忍者基金跌了 30%,令人心寒及失望,但这只是心理上的即时反

应,投资者应该即时分析,是市场原因还是基金经理的错?很明显基金经理在一月初时的投资组合是正确的,但突然其来的事件——美国加息及中日谈判破裂,情况便如地震,所有基金都受损害。

不过,基金并没有改变,并且由于市场改变,令之更加吸引人,结果基金在一周内,反弹15%。而事实上由于汇价问题,折回美元,跌幅只少于10%。

忍者基金投资组合变化								
%	1993 年 3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	9 月	10 月	1994 年 2 月
日 本	49.6	72.0	59.6	25.0	32.1	64.5	4.3	22.8
德 国	22.2	18.6	0	0	5.3	0	2.2	0
法 国	21.5	0	0	0	0	0	0	0
香 港	4.4	3.6	20.1	39.1	15.4	4.3	38.6	32.6
美 国	2.4	5.8	8.2	14.0	19.6	1.7	0.1	5.6
中 国	0	0	4.3	0	0	0	0	0
澳 洲	0	0	6.7	4.0	10.9	0	0	41.9
黄 金	0	0	1.1	0	0	0	0	5.3
印 度	0	0	0	0	11.4	0	0	0
马来西亚	0	0	0	0	5.3	30.7	32.1	0
现 金	-26.9	-4.3	-23.3	17.9	-12.4	-20.4	-19.8	-12.2
泰 国	0	0	0	0	0	0	22.7	0
韩 国	0	0	0	0	0	0	0	3.4
英 国	0	0	0	0	0	0	0	0.6

从这次事件,可见投资分析的重要性及基金经理的重要性。不过,这类基金在市场上不会多,因为好的基金经理难寻,基金经理的压力大,基金资产便不会大,及证监会是否认可这类基金均对基金表现有所影响。

五、警惕基金投资中常犯的错误

投资的目的是为了获利,但是并不是每一个投资于投资基金的人都能获得预期的利润。当然,影响投资失败的原因很多,有主观的原因,但最重要的还是投资者本身在运作时的失误和疏忽。如果在投资基金时屡犯错误,那么投资者的获利概率就会大大减少。我们的主要任务就是帮助投资者认识投资于基金时常犯的一些错误,分析错误产生的原因,从而达到时刻警惕、趋利避害的作用,使投资者在具体操作中尽量减少不必要的失误。从而减少损失,增加获利的机会。

在这里,我们归纳出国内外基金投资者常犯的一些错误,以供投资者联系自身,作出分析和比较,从而修正自身的错误。这些常犯错误主要有：

1. 预期获利定值过高

基金是以分散投资的形式投资于证券市场的,为消除风险,投资策略一般较为保守,再加上必须保留若干现金以备投资者买回受益凭证,因而收益会比股市差。因此,基金投资者必须明白,投资基金的收益不仅与风险有关,也受整个资本市场条件的影响,不要因预期过高而失

望,或贸然抽身而蒙受损失。

2. 为抢时机进进出出

通常,投资者投资于股票大都有做短线、“抢帽子”等急于求成的毛病,同样的,投资于基金的投资者也如法炮制,希望迅速获利。因此,投资者为掌握基金投资的有利时机,往往根据基金价格的涨跌情况,抢作短线,在各类基金间频繁调换。这种作法实在是非常危险的。

类同的基金由于种类繁多,加上转换简单,有不少号称能掌握市场走势的专家便出版各类作品,指导投资者的买卖时机,并认为只有这样做才能获得巨大利润。但据《哈佛商业评论》的研究指出,要做到基金市场的获利高于长期持有股票的收益率,需正确判断80%以上,当然不能保证这些所谓专家的投资指南的正确率能达到如此之高,因为即使是这些指南也无法及时把握当时市场的走势。

另一方面,很多投资者还根据小道消息或大户动态更换进出,这样危险性更大,也少不了要赔钱。再加上买卖要付手续费。可能还会加重损失。

3. 只因基金去年表现较佳就贸然投资

这种现象很普遍,很多投资者选择某个(或某些)基金,是因为这个(或这些)基金前一年的绩效优异。而真正成功的投资者,是在出现这些良好的表现前就选择了这个(或这些)基金,并非事后才纳入自己的投资组合。根据国外的基金投资经验,很少有表现优异的基金会一再重复优异绩效,很多明星基金第二年甚至表现不如整个市场的平均绩效。

因此,虽然过去的表现很重要,但也必须考虑相关的风险因素,因为高获利可能是高风险带来的结果,如果第二年碰到大利空就难免损失惨重了。

4. 所选的基金投资组合太过集中

对个人投资而言,投资基金的优点之一就是分散投资,为分散风险而不惜牺牲长期效益。但对于有些特殊性基金而言,情况就不同了。比如,有些特殊基金是集中投资于某一特定行业,如高科技、咨询业、垄断行业等这样的基金容易有“大好大坏”的表现,特定行业看好,获利就高,特定行业不景气,赔得也惨。因此,对这类基金的投资切忌过猛、过集中,以免出现“爬得高、跌得重”的结果。

5. 所投资的基金组合周转率太高

基金经理人买卖股票或其他有价证券越频繁,基金的组合周转率就越高,这样就会增加操作费用,减少投资报酬,同时也会啃蚀基金的净资产值(NAV)。

6. 追高杀低,不是套牢就是大赔

很多基金投资人总是慢了一拍,看人家赚钱,心痒痒的,就贸然投资,不管价位是不是已过高,结果行情转坏,就被套牢。等市场看淡时,多数投资者往往对长期的低价位感到不耐烦。纷纷出清手中持份,迫使基金必须卖掉持份,结果引起基金净资产值一跌再跌。相反,聪明的投资者是遇低档时再买进一些持份,将来脱手的速度可快些,缩短亏损的时间。

7. 不知道基金的投资目标和组合的策略

各类基金因投资工具多,投资目标也五花八门,差异很大,每种目标的获利情形和风险大小不同,投资者如果事先没有明确这些情况,常常发生了“所遇非人”的憾事,希望取得长期资本增值的投资者,却投资了收入基金,而希望取得稳定的经常收入的投资者,却投资了成长基金。

因此,投资者为避免遇到这种情况,最好仔细看看公开说明书,衡量基金的投资目标是否

合自己的胃口,其次是看年报中的基金投资组合,组合中的股票(或其他证券)种类,若实在难以接受,就该放弃这个基金;最后,也该留意基金的逐年表现,与股市指数对照一下,若涨跌情形与指数相差太多,就该提醒自己,这种基金风险较大,须慎重选择投资。

第四节 投资顾问管理

一、如何评估基金经理的表现

一个专业性的大机构如何去评估、监察基金经理的表现?私人基金对基金经理表现的量度,是很重要的。首先观察自己订立的投资目标,包括:①回报率应高于薪金增长率;②超过通胀率;③高过或接近一般股票的升幅等,投资经理的表现是否能如所愿。无论有保证基金或无保证基金的回报率,都希望超过存款利息,而无保证基金的回报率更应高于股票平均增长率。

其次是关于投资保险方面,要量度投资风险的程度,必须包括:①套现能力——因为一旦出现这样或那样的问题时,投资者首先考虑的是能否套取现金;②资本如何保障;③订下自己可以接受的风险——选择有保证基金或无保证基金,或宁愿冒风险仅取百分之五的回报率。

手上拥有一大笔钱,并订下投资目标,同时又已选定了基金经理,便应该进一步去量度基金经理的表现。在具体监察方面,注意的是:

(1)每季应与基金经理见面一次,这是起码的要求。基金经理每季举行一次例会,了解其投资策略,解释其过去表现记录的得与失,以及对于基金额的分配。更可要求基金经理论述未来3个月或半年内,或长达一年的投资策略,以求具体知道无保证基金的投资风险程度与回报目标。

(2)要审阅基金经理每月的投资表现报告,以了解投资回报率升降的走势和月内的投资意见。

(3)设立委员会进行下列几方面的调查研究:

①量度基金经理的回报率是否符合自己投资目标,或差距又有多大;②量度其资金分配,例如在本地投资,是否按规定不超过总投资额的特定百分率;③量度与雇员薪金增长率的正常比例;④量度与通胀率的比例。

同时,并与其他基金经理的表现比较。因为,通常一家大规模的公司,会同时选择数个基金经理,便可以在这些基金经理的表现中进行比较,去了解谁的回报率较高、谁的基金策略较佳。

如果属中小型的公司,要量度基金经理的表现也非难事,可以通过雇员去了解。此外,还可以从基金表现去比较。

此外,并可与股票指数作一比较。因为投资者本地公司,当然希望投资回报率不会低于股票数。

量度基金经理的风险,通常是以其起落幅度和回报作比较。观察其属于高回报或是低回报、低风险,而起落越大显示风险也高。

二、基金经理易人,业绩可能改变

各大公司之间,由于大挖墙角,以致基金界、金融界经常大换班,同时大幅度抬高年薪。这个行业没有特别训练人才以取得专业资格的地方,从业人员大都是从大公司的实践中锻炼出来的,经历过牛熊市。而基金公司多了,人才短缺的问题亦严重了。

基金经理换人,究竟对基金表现有无影响?1993年美国研究公司作了一个调查,在四十种区域或分散基金中,发觉有六成九表现不好的基金,在转换基金经理后于五年内减至二成七。相反在同时期有三成一好表现的基金在基金经理转换后有一成转差。单看上面的数据,有的投资者可能因为某基金经理离去而抛售有关基金。其实不必,一定要了解基金经理离职的原因。一些表现欠佳甚至最差的基金,在转换基金经理后,表现转好的机会比较大。因为新的基金经理刚接管的基金表现已不好,可以尽量做好,即使做得不好也不会再坏到哪里去。

即使不论谁是基金经理,仍有很多问题要关注:

(1)投资手法改变。有些是因外来因素如基金公司发生收购合并、人事大改组、大跌市后投资风格改变和亏损太多而投资手法要改变。这种改变一般皆不易,后两类由进取变保守是不利。因为当市场转好时可能不能全部掌握市势获利,但有所改变是好的,如美国以往大公司股价表现好,但至1993年小型企业下跌了差不多7年,故投资手法应跟随市场变化,由大公司转为小型公司是对的。

(2)一类行业基金。“月有圆缺”,每一行业皆有盛衰。当某一行业或某一地区的经济循环是低潮时,再好的基金经理也不能再缔造佳绩,如1990年和1991年的美国生化基金,当时一年的回报达百分之百,但1992年已下跌二成二。虽然上述的调查没有包括某一行业或单一市场基金,但这些参加调查的基金若大部分集中一个地区或行业,投资就会有影响。

(3)投资限制。有些公司规模很严,例如92年美国有一家基金公司规定要公司的国际基金投资一定百分率。在日本表现不振。虽然基金经理并不看好日本,而最后此基金经理离去而成立自己的基金,成绩斐然。

(4)公司传统。全球最令人瞩目莫过于前富达著名基金经理彼得林奇所管的220亿意元的Magelk基金,1993年已是第三位,基金经理的表现仍然如故,这与富达的传统有关。基金经理如坐音乐椅,不断在一千四百多种基金中转换。

(5)基金委员会管理。若基金由一个委员会管理,其中一位基金经理离职影响不大,还有其他委员可维持基金的运作,基金的表现得以持续。

三、基金经理风格对投资的影响

以往的基金投资表现,读者可以参考基金榜,分析一只基金在一个完整的经济循环下的表现,尤其是在股灾、突发事件及大牛市时的表现,详细将此基金或投资项目与相关的指数、同类型的竞争者,以及平均数和中间数去比较。因此,若基金的历史太短或新推出,便只能靠基金经理的经验及部署的投资工具的潜质来决定。虽然,但凡投资者都知道数字上的分析十分重要,然而各位不要忘记,投资基金及所有投资皆由人决定,就算电脑程序式买卖也是靠人来预先设定的,所以投资经理的风格会直接影响基金或投资的未来表现。但究竟读者如何量度,真

是谈何容易,现在笔者尝试由浅入深加以分析。

首先,一只基金或一项投资计划,其基金经理的投资风格,足以影响他决定投资于哪一种投资工具,例如货币、债券、股票、认股权证、期权、地产等。上述投资工具的风险由保守至进取皆有,当然在组合或基金里,会将上述不同的投资工具的比例混合,才决定投资目标的进取与保守之分别。如果认股权证占有组合百分之三十,肯定比只占组合百分之十进取,所以一般投资组合,都会用增长、平衡和保守来区分。一般增长型的组合或基金通常不只投资于股票,有些更进取的基金甚至投资认股权证或期权,平衡型基金则投资股票和债券,而最多只投资百分之十于认股权证;保守型的一般只投资债券及现金。以上的分类方法已是老生常谈,毫无新意,不过,这却是最基本的划分。其实,无论出任任何投资组合或基金的经理,他们的投资都关系着把握回报与控制风险,缺一不可。

在选择投资经理或考虑其风格时,不妨把以下的因素一并考虑:

- (1)公司的背景 稳定性、利益冲突、专长、弱点、架构管理阶层风格、中央制抑或分散制;
- (2)人事 公司高层的背景、经验、制度、属于个人或集体创作;
- (3)投资策略 在全球方面,在某地区某类行业,以及风险的管理等;
- (4)投资的流程 研究分析、如何决定、管理阶层如何有效管制,以及整个系统的效率;
- (5)基金及投资组合的管理费、赎回费、经纪佣金;
- (6)过去一个经济循环的表现 找出其表现优劣的原因。

若要深入分析基金经理风格,就得要先知道投资经理在设计投资组合时,一般只有三种取向:一是固定百分率,基金经理会尽量将组合比例跟指数如股票指数等相同;二是根据基本分析,分析不同投资的价值风险和回报,从而设计投资组合,目标皆是中、长线,对短期波动并不理会,一般的基金经理或退休基金经理皆属这一类;三是掌握入市时机,此类风格的基金经理在世界上非常少见,尤其是在亚洲地区。

表 3.2.6 三种投资风格的特性

风格	固定比率型 (Berchmark)	基本分析(价值) (Value)	掌握出入市时间 (Timer)
特点	随时保持组合在固定百分比	投资取决于对不同投资工具及地方的回报预期,不理短期波动	喜欢在波动打滚中获利
归因	1. 组合比例固定。 2. 一般以指数成分为准。 3. 不会因市场短期波动而影响投资组合	1. 以投资价值来调整组合。 2. 市场下跌加码,上升即减磅。 3. 组合调整比较小,但必要时也会作重大改动	1. 投资组合不断变化。 2. 一般在地区或行业中来转换。 3. 随时改变主意,行动也一样受市场波动左右
有利环境	在平稳市场最佳,尤其是市场消息太多	避免大幅下跌,投资相对价值较便宜的投资工具或地区	对消息反应非常敏感,股市愈波动,若估计正确,在短时间获利最丰,适合牛市

不利环境	不利于大牛市场或急升的市场,尤其是市场在改变大方向的前夕	要耐心等待其他投资者皆发觉该工具或地区的价值为止	若估计错误,在熊市中较难获利。
------	------------------------------	--------------------------	-----------------

总的来说,读者最关心的是这三种调配投资组合的风格对投资表现有何影响。投资于不同投资工具,关乎选择能力、时间及风险管理,这全决定于投资的策略,但现在我们要看的是掌握时机出入对表现的影响。如表所示,我们可看到三类基金经理分别在不同时期的做法,从而了解三种风格所带来的结果。

由于国内基金刚开始不久,还不能举以足够例证,因此这里只以香港为例。笔者对三年,即 1994、1995、1996 三年的香港基金进行了统计,将地产股、工业股、银行股、债券、现金等的回报制图,发觉在 1996 年牛市中,固定比率投资风格的回报最差,因为上升得愈快的投资,就会在组合里减持,而落后的投资则会增持,但在 1996 年,急升的投资继续攀升,相对就不变,故表现后劲不继。另外两种风格的投资,则较易在 1996 年的牛市获厚利。

综合而言,基金经理的投资风格可能是三种或两种混合体,虽然基金经理的羊群心理使基金经理互相影响,但其实他们的投资风格截然不同,投资者可以透过多个不同风格的基金经理来分散风险,那么在不明朗投资环境下可以互补长短,减低风险,但当市场转趋明朗时,两者便可一齐获利,这便是最佳的投资方法。

四、专业投资者未必胜人一等

投资,在不少人的心目中是非常重要的决定,辛辛苦苦赚来的血汗钱,岂可儿戏,但有时过份紧张反而不妙。当然,笔者并不是劝各位在投资时敷衍了事,而是视投资为“游戏”,以平常心,但认真去做。相信读者的愿望是希望能在游戏中成为赢家,不过要达到这个目的,需要一定的技巧和运气。

有投资游戏中失败的人,往往认为自己运气太差。要知道,工多艺熟,玩得多技巧自然愈高,只要能够不断总结经验吸收教训,运气就会渐渐与你同在。但不少人认为投资成功,运气是果,而平时的准备工夫是因,一旦遇到机会得以发挥,运气不会差到哪里去。

一般投资者会认为,一开始自己便处于不利的地位,因为对手是职业投资者(例如基金经理等),花了不少人力物力在研究、分析及投资技巧上,拥有最新及最好的分析资料,但他们也有不少投资限制,如一只股份不可占基金总值百分之十,既要与基金的投资目标吻合,又要符合公司的方针,当然有些做得很好,有些做得较差。

机构投资者的买卖行动,最重要是分析他们买卖背后的动机,以及所介绍买卖的投资项目是否可靠。当一个地区或一只股票上升时,第一批入市的多是内幕人士,如 1991 年,正值中东战争如火如荼之际,港股欲振乏力,但期指仍高出一两百点。当时的基金经纪皆摸不着头脑,只知港股抵买,但不知为何高出,原来新机场兴建计划正式获立法局通过,港股立即大幅标升。这些预早投资期指的人士,相信便是所谓的内幕人士,跟着入市的是机构投资者,最后才是大众。

一般而言,我们应当信任一些有名望的机构投资者或著名专家所作的介绍,因为他们要保持名望及声誉,必须有审慎的研究证据支持,不会胡乱推荐任何基金、股票或外汇。不过读者

也不应毫不考虑地跟从机构投资者所提供的分析,因为市场的升跌不是基于专业人士的分析,还有不少其他难于预计的因素,加上市场的谣言实在太多。笔者一再强调审慎,并非建议投资者别相信专业人士的分析,事实上他们大多有专业操守,但作为投资者必须经过思考才采纳他人的意见,不要盲目跟从。

很多大金融机构、基金公司皆拥有庞大的资金用作投资或投机用途,当机构投资者购买一只公司股票或投资地区股市,他们便利用传媒向大众推荐。那时不少普通大众信以为真,跟着下注,其实这些主催者早已下了注,当公众人士听取他们意见而加入追捧行列,这些投资便因需求大增而急升甚至暴升。你认为这是因为机构投资者推荐准确,还是应归功于广大投资者集体购买力呢?

机构投资者同你一样——要赚钱。不少经纪或基金投资顾问建议投资波动大的二、三线股或单一市场基金,利用波动进进出出赚取佣金,所以,我提议读者最好能给予他们表现费,以便在佣金及表现费之间取得平衡。当然有不少好的投资顾问是以客户利益为重,但对于基金公司来说,他们最主要的收入是管理费而非佣金,因此会尽量劝你作长线投资,不建议赎回,虽然有些时候是现金至上,但考虑他们的立场及动机,各位就会心中有数地接纳他们的建议。

五、如何选择投资顾问

面对通胀问题,读者要在基金投资上找寻机会,希望能达到保本增值的目的。

事实上,几千元就可以投资基金,无论外地、本地,进取、保守都任君选择,笔者不想卖花赞花香,大说基金的好处,而是提供一些指引去选择投资顾问。

投资基金的途径不外乎透过银行或基金公司的投资顾问,你除了解投资顾问所属的机构在基金行业的专业水准外,还要了解投资顾问的个人专业水平及服务态度是否诚实。

此外该投资顾问最好要持有证监会的投资顾问投资资格证,才可向投资者提供投资意见。曾有几间大金融机构就曾犯此错误。好的投资顾问一定要跟客户一起成长,客户有钱赚才会加码,资金才长时间由固定的投资顾问管理。

至于独立的投资顾问,主要收入本来就是基金佣金,由基金公司支付,投资者毋须额外付出,投资费用与在基金公司或银行购买一样,没有附加费,所以有好些不好的投资顾问,为了赚取佣金,时常转换基金。

至于投资顾问的表现则较难量度,不像基金、债券等有认可的机构评估,故一定要查问他过去在哪个著名公司工作、工作岗位是什么、有没有投资经验、战绩如何……所谓名师出高徒,名校的学生一般素质较高,虽然不是绝对,但也提供一定的保证。

总而言之,基金公司及银行属先天不足,可供选择的基金非常有限,而各种投资顾问亦有其局限,故先了解顾问的立场,才可以对其投资作出甄选。

六、如何鉴定基金顾问素质

基金的认购费虽然是投资基金费用的一部分,但占整项投资的比重并不太大,最重要是你能否得到优质的服务,假若因此获利,则无须太过吝啬那些费用,只要是合理便可。

市面上的基金投资顾问,收费参差,有平有贵,但所有的基金投资顾问皆没有额外收取客

户费用。即是说,你无论在银行、个别基金公司或基金投资顾问皆没有额外收取客户费用。即是说,阁下无论在银行、个别基金公司或基金投资顾问购买基金,费用都是一样,但有部分基金投资顾问会给予折扣。其实是否给予折扣(购买基金费用高低),某种程度上也代表基金顾问的服务素质,刻薄点说,折扣愈大的基金顾问,服务素质颇成疑问,可能客路不足,公司实力、人才等不够,才以减价促销。

短期减价促销或做推广是可以的,但长期则有问题,因为投资不是一件简单如买菜的事,要认真去做,投资顾问要花时间了解你的投资需要,目标回报如何,接受风险程度和目前的投资组合分配是否恰当。即使你做了一些不大适当的投资决定,投资顾问也会切实地提出忠告,但有时也要小心,一些投资顾问能特别推荐某只基金或股票,可能是情有独钟,亦可能是佣金较高,这样的长线对两者皆有损害。

一个好的投资顾问,除了解你的情况及投资经验,更会就现在及未来的情况,推荐适当的投资地区或投资工具如现金、债券、股票、外币等等,解释应该在哪一个水平入市,选哪一只基金,为什么选此基金及其基金经理,目标在哪里,甚至可以做到估计甚么时候或何种情况下达到目标。当然好的投资顾问还会说出风险在哪里,跌幅有多大,止蚀位在哪里,能提供这些服务的投资顾问已具专业水准,这些对一些新投资者非常重要,但对于一些老练的基金投资者则用处不大。除此之外,好的顾问做了每一项或全部基金投资都会用电话通知客户,征询客户是决定购买或赎回基金?且切实依照大家同意的方向或客户的指示进行,绝不延误。当遇到会影响客户投资的突发事件,基金投资顾问应第一时间通知客户。符合以上的条件的基金投资顾问便是第一流的。

七、选择一个以上的投资经理

投资界长期以来强调的传统的智慧,就是分散风险。最耳闻目睹的,是所谓“不要将所有鸡蛋放在一个篮子里”。这就是如何利用衍生工具局限风险,但回报可更高。故衍生工具被视为股票、货币、债券等的另一个篮子,以前一般是通过直接交易或经个别投资经理,投资在关系指数为零或负数的投资工具或市场上。但近几年更进一步,是经多个具代表性的投资经理负责投资。

根据最新的组合理论,投资一定要分散,而通过一个投资经理或顾问往往可见投资波动大,当然风险也大。所以一种基金或本身的投资组合,应该找一个以上的投资顾问或经理。很多人喜欢自己也当投资经理,故可以将本身也计算在内。不同的投资顾问,不但投资不同市场而且采取不同投资策略,可能有不同的投资结果。目的不外风险分散,波动减低,而回报增大。

究竟要找多少投资顾问才合理?根据美国一项研究,理论上应该是8~12个投资经理,但实际上根本不可能。因为一种好且有效率的投资组合肯定要有一些金钱,所以投资额的大小是最适合投资顾问数目的一个函数,一般是6~10个。怎样选这些投资顾问?人们希望一些顾问其关系指数为负数,但所有数据皆根据过去的纪录而作的假设,况且很多假设是为了满足客人的需要。因此,有些专家认为选择投资经理或顾问不应单从数据上评估。因为只要抽取不同的时空,其关系指数应会迥然不同,所以在最新投资组合理论里,最危险的地方是设计最佳投资组合所用的资料是过去的。故在选取投资经理或顾问时,除了注重美国理柏基金数据外,其实还要注意其投资经理、顾问的素质,例如其资历、以往表现、是否经历过牛熊市、在牛熊

市分别表现如何、能否同你沟通、了解你的投资需要,比如目标、年期风险的承受力等。另外,是否喜欢他的风格,因为将自己辛辛苦苦赚来的钱交给他们管理,是应该从这些大方面考虑的。为了节省时间才买基金,而却要自己选择投资顾问或经理,不是更麻烦吗?其实,现在已有一些雨伞基金可帮助你选择投资交易商,如法国里昂银行等。

八、加入基金行业迎接挑战

据非正式统计,现在的发达国家毕业生不少都喜欢投身金融事业,有人认为这是世纪末风情,人人急功近利,年轻人想在进入金融业后,取其近水楼台之利。当然不排除这个可能性,但另一方面,却也要说句公道话,在 20 世纪 90 年代的今天,生活在全球一体化的世界,应该认识到现时的金融业发展神速,从事这行业的人,不但要具备专业知识,也要有丰富的普通常识,更要有敏锐的触觉、缜密的头脑、有系统的分析力,加上胆识和魄力,绝非不学无术之人可以胜任。从事金融业同样讲求实力,其中基金业的发展前景极为乐观,所以笔者在此时向年轻人招手,呼吁在摸索中的青年趁早加入,及早充实自己伺机待发。在目前当基金经理将大有可为,因为大展拳脚的机会多的是。

随着我国落实深化改革、扩大开放措施,经济建设加快,我国定会成为具有增长活力和广阔发展前景的国家。现时已开始引进外商把劳动密集型产业的投资方向,转至技术密集型和资本密集型行业,逐步对外开放第三产业,允许外商涉足金融、地产、零售百货市场,扩大外商内销市场比重,将开放区适当地向中西部地区扩展。这些进展和动向,对吸引外资无疑十分有利。以最近而言,就有不少华中的省市如安徽、浙江、江西、湖南、湖北、上海、宁波等地向外国投资者招手。可供发展投资的项目种类繁多,包括化工、机械、药物、手工艺、冶金各种原料工业等,应有尽有。

现代大企业的管理法有两种 其一是地区性管理 其二是专业性管理。地区性管理即以地区作划分,如美国、英国分公司等 若从某行业来说,则是基金经理专门研究某一地区或国家的单一市场如专门研究和投资泰国、新加坡或香港市场。专业性管理则是以行业作区分,如专门管理生化、汽车、矿产。以香港为例,股票主要受地产股带动,基金经理一般都要专门研究和投资地产股。再如美国这个庞大的市场,股票类型多元化,每个行业的数量也很多,因而有专人专门研究和投资单一项目,如化工、航空等。根据现在中国的发展方向来看,以一个这么大而又新近发展的国家,其市场的广度一定不比今日的美国逊色,可供投资的项目俯拾皆是,庞大的市场空间为投资者带来不知多少机会,而且也更需要真正专业的专业人士去分析和管理的,总有一天研究中国市场的专家不再是传统的地区性专家,而是像美国一样,很可能有专门研究投资中国矿业或专门投资中国地产的专家。

试想想,作为一个有冲劲、有魄力和见地、肯试肯闯的基金经理,在偌大等待发掘的中国市场中,有机会一展身手是多么畅快。所谓“春江水暖鸭先知”,做事最重要能先知先觉,先发制人,若能在中国各项投资事业刚起步时早作准备,充实自己在这方面的知识和经验,等待他日时机成熟,自然能胜任一名好的投资经理。所以,年轻人不妨考虑现在就加入基金行业。

第五节 投资基金操作基本技巧与实务

一、投资基金要诀

投资基金是以较省(有基金经理做顾问及代劳,省时省力),及较稳(分散风险)的方法去积累金钱,更是很多人乐于采用的手段。在这里,向投资者和准投资者介绍几点投资基金的基本要诀。

1. 了解自己,做好投资前的准备。

(1)首先要分析个人的实际环境、条件,是进取型、保守型,还是两者之间的中庸型。

(2)分析个人承担风险的能力,即是个人的资金来源、收入支出情况,以至家庭的结构形式,比如是单身汉、双亲家庭、单亲家庭,或三代同堂(见图表)。这些都是我们决定投资时要考虑的因素。因为,大家都知道,每种投资都有其一定程度的风险。

(3)了解个人对投资回报时间的要求,无论短线、中线、长线,都是根据个人的要求去选择。每种基金都有其本身的特点和投资的目标,有些是短期回报率高的,有些是长期增长稳定的。正确的选择可避免影响个人资金的周转运用。

根据以上三点去了解自己,便是投资踏上稳固的第一步。我们从附图可以看出各类型投资者的特性,一般来说,年纪愈大所能承担的风险则愈低,年纪较轻,所能冒的风险就愈高。例如单身汉及没有子女的夫妇,而夫妇皆出外工作时,当年纪渐大,对定期收入的需求会逐渐增加,会愈不想冒险。

2. 选择基金经理公司

因每家公司都有不同种类的基金,而每种基金的目标都不同,因此有必要先咨询多家公司搜集初步资料,以便从中作出比较。在挑选公司的过程中,有几点要注意:

(1)公司的背景及其基金的历史。也即是开办时间的长短。开办时间长,就会拥有一班经验丰富的基金经理,并且有一套较完善的制度猎取和分析资料,并在有限的时间内作出结论及适当的行动。因这两方面的条件,对正确分析投资环境和处理方法上,提供了一定的保证。

(2)公司是属于全球性,还是地区性。从这方面可以了解公司的资讯来源是否广泛。一家世界性各地都设有分行的公司,当然会比一家地区性公司的资讯丰富、广泛和快捷。而一些地区性的公司,他们一般对当地的资料也会比较深入和独到,但其他地方联系少,反应就比较慢了,因此,投资者便要根据各自的投资目标和投资地区去选择。

(3)公司所管理的基金种类是否多样化。一家资历深而基金种类多的公司,便可以说明其经营比较有经验,发展比较成熟,同时基金种类多,投资者也有多选择的机会,而付出比在不同基金公司转换基金的费用更为便宜。

(4)经过以上三部分资料比较后,从中选出两家或三家公司作投资已经足够。其好处是,首先,有两三家公司的资讯来源便于多方面的分析比较,其次,又可避免将鸡蛋全放在一个篮子里的弊端,只选一家难免片面,选多家则个人精力有限,照顾不全。其三,资金不至于太分

散,有利于节省买卖费用,获得公司折扣也高些。其四,有两、三家公司保持经常联络,人事关系良好,便会得到更好的服务,消息也会灵通一些。

二、通过基金投资可望续增

根据统计,美国个人投资者投资美国股票市场的数目一直在减少,1965 年时个别投资者占整个美国股票市场的 84.1%,但至 1995 年则降至只有 53.5%。当然,所谓减少在股票市场上投资,并不等于他们对美国金融投资的兴趣减少,只是以个人身份进行投资减少而已。资金去了哪里呢?是转向投资基金,通过基金,间接投资美国股票。

表 3.2.7 家庭背景与投资策略关系一览表

家庭类型	特点	投资策略类型
单身族	专心事业,延迟结婚	年轻是承受风险的本钱,是进取型投资者
传统家庭(男主外,女主内)	家庭经济重担一人挑	首先照顾家庭,有余力才投资,应选择稳健路线
双薪无子女家庭	两人收入,两人消费,负担少	此类家庭财力较丰裕,更应采取积极计划投资,就算没有子女,将来年老同样有保障
双薪家庭	夫妻两人工作忙,无暇理家及照顾小孩,只好以金钱换取时间,开销也较大	应掌握双重收入的优势,订出投资的目标,应以‘精’为主,属稳健型
单亲家庭	带着孩子,独力承担家庭一切责任	这类家庭应考虑一旦发生意外,收入便成问题,投资只能稳健渐进,属中庸型
三代同堂	是‘三明治’,也是全家的支柱	孩子及父母都要兼顾,投资需要谨慎。若父母有积蓄,也可协助父母投资,但更应慎重,以保守稳妥为目标
同居	不要契约的结合,明天是未知境界,双方财务独立	应利用两人的财力,共同策划投资,不妨大胆进取,但最好分别以个人名义持有,以免日后纠缠不清

从以上的趋势看来,不久的将来,美国股票市场会产生一种前所未有的变化,大部分甚至超过 50% 的股票会投入机构投资者手中,即由退休金、基金等掌握。

根据同一统计,基金的比例一直在上升,1985 年前,基金所持有的美国股票,在美国股票市场中比重不超过 50%,但自 1985 年后,比例便一直上升,其中主要的原因是 1987 年股灾、中东危机后,不少个人投资者失去信心,于是转向请教及聘用专家,所以投资基金的比例便一直上升。而且,除了股票基金外,已扩展至外汇、地产等林林总总的品种。

基金持有股票的比例逐渐增加的趋势对投资方向是否有影响呢?答案是肯定的。一直以来,金融投资均在一定程度上受到所谓群众心理或羊群心理影响,即个人投资者会一窝蜂地投向某种股票或市场,有时更因此而引起恐慌性抛售或疯狂式抢购。现在市场上有很大部分的股票是由机构投资者所持有的,即是说主宰交易的有许多是专业人士,他们对市场情况、公司结构等认识较深入、较全面,从而能作出较冷静、理智的抉择,因此基金经理的重要性也相应增加。另一方面,当考虑市场问题时,以前个人投资者的群众心理因素往往也会在考虑之列,现

在个人投资者的比例减少,加上在这些人中,中长线投资者会占一定比重,因此短线炒卖者的比重则相应减少。基于以上两个原因,股票市场亦会更趋健康。

1. 渐形成基金市

目前国内在沪深挂牌上市有 25 只基金,渐成“基金市”,所以今后考虑投资因素时,基金经理及机构投资者的心理及抉择,将会是不容忽视的一环。

对个别投资者而言,应注意什么问题呢?第一,当然可以慧眼识英雄,请好的基金经理代筹谋。如果喜欢亲自上马的话,便要多下功夫,选择基金经理将会垂青的股票,在他们买入之前抢先买入,待价而沽,或者在他们沽出时,趁低吸纳。这里所指的不是有问题或无价值的股票,而是公司健全、有实力,只是基金经理因换马而抛出的股票。读者要想事先知道基金经理的看法然后捷足先登,谈何容易,他们是不会随便向外透露“想法”的。笔者且介绍一招,不妨一试,即以一笔资金请基金经理代为管理,从其负责情况、每月报告及定期与之洽谈,从而了解其看法及投资策略,经过自己再整理,便不难找到答案。

美国股市中个人投资者的比重减少,而投资基金则增加,原因非常简单:

(1) 世事常变,难以捉摸——这几年间国际风云多变,1987、1988 年大小股灾,东欧浪潮、1990 年日本股灾、中东危机,1991 年经济放缓、苏联风云等,不但突发事件多,而且因资讯发达,消息迅速传遍世界,从而引起不同程度的影响。这么多突发事件及国际间的相互关系,又岂是一般个人投资者可以应付的!

(2) 价格具爆炸性——无论股市、汇市、金市的价格,波动均相当大,经常暴起暴跌,从昔日的波浪式渐成升降机式上落,较难应付。

(3) 连锁性反应大——股市、汇市、金市、利率等,关系重大,而国际间发生的事往往对以上各种投资工具影响大,常常引起连锁性反应,很容易令个人投资者恐慌而不知所措。

2. 基金普及不难

(1) 观念改变——中国人喜欢事必躬亲,所谓“力不到不为财”,但随着时代改变,并不是人懒了,而是已懂得利用专业人士为自己工作和赚钱,懂得找基金经理。

(2) 眼光放远——短线炒卖者仍然存在,但也有一部分投资者开始视金融投资为中长线的投资而转向基金。

(3) 教育水准提高——一直以来,股票在中国而言均比较普遍,已深入一般家庭。说到基金,则很多人均以为十分复杂以致敬而远之,但随着教育水准的提高,传媒的推广,已减少了不少人的疑虑,加上这几年许多回来的留学生和回国的人士,更对国外早已流行的基金有一定认识,回国后继续购买也是很自然的事。

(4) 投资工具多——金融市场内投资工具愈来愈多,股票、基金、认股证、外汇、黄金、地产等,不胜枚举,令人眼花缭乱,还是请教专业人士划算。

三、突发事件投资六种策略

1990 年中东事件持续呈胶着状态,且战争机会看涨,不明朗气氛相当浓厚。在这种情况下,部分地区的基金赎回数字相当惊人,以台湾为例,该地区在 1990 年 8 月份海外基金市场几乎完全受到伊科事件的影响,投资者担心投资受损纷纷赎回基金单位。根据台湾的官方统计显示,台湾海外基金 8 月份赎回的金额高达四十四亿二千七百多万新台币(约 15 亿港元),打

破了海外基金单月份赎回的最高纪录。其实若没有中东事件,台湾的销售数目应该远胜香港,但8月份台湾的赎回数目亦远远胜过香港。以台湾地区为例,为什么台湾投资者未能在适当的时候赎回基金,以至损失不菲呢?这里归纳了一般台湾投资者认为他们未能分段赎回的主要因素以供国内投资人作参考。

1. 台湾基金未能在适当时机赎回原因

(1) 基金公司未明显发出警讯。一般而言,除台湾外,国际股市在伊科事件发生后早段的波幅其实相当有限。两天之内全球股市却下挫逾3%,虽然不是罕见,都多少提供了某种警示讯号。不过,在8月4日的那周结束前,各基金公司似乎并未明显地就这个现象向投资者提出警告,分析当时状况,可能的原因是:

① 基金经理普遍对中东事件抱乐观态度;

② 基金公司或基金经理有意避免庞大的赎回压力;

③ 资讯的传达因时差或周末的关系,未能立即传达,留下日后投资者受损扩大的主因;

④ 轻视本次事件 部分投资经理及一般投资者曾经历1987年股灾、小型股灾、日本股市下跌等,而认为自己身经百战,轻视本次事件,被杀个措手不及。

(2) 长线投资成为标准答案。在1990年8月6、7两日间,当投资者开始逐渐了解中东突发事件可能导致严重的后果(如通胀急升及经济衰退)后,国际股市开始受挫,日经平均指数在两天内跌了162点、恒生指数跌258点、泰国SET跌175点,而美国道琼斯工业平均指数也重挫99点。在这种危急的环境下,台湾投资者开始大量赎回基金,并向代理海外基金的基金公司查询有关投资的意见。不幸的是,一些代理海外基金公司的人员,因深受基金投资的教诲,又未经历过股市崩盘的洗礼,加上若干基金经理也对长期投资胜过短期投机的信仰深信不疑,因而在投资者询问投资意见时,他们也多直觉地以‘采取长期投资’作为解答。

(3) 投资者未能自己掌握基金的适当买卖时间。由于基金投资本是较长线的投资工具,主要由于台湾的3.5%颇高的认购费,再加上其管理费也必定较投资者在其居住的本地市场购买股票为高,故投资者对基金买入及卖出的时间掌握也不会如股票买卖般敏捷。此外,由于台湾证监处规定基金管理公司不能在传播媒介提供投资者买入及卖出基金时机的告示,因此,在面临中东危机这种特殊情况下,基金投资公司即使想以最短时间主动告知广大投资者立即赎回以减少损失,也无能为力了。至于投资者方面也应该了解,基金投资与其他投资一样,仍离不开利润/风险法则(即两者成正比)的规范。如果投资者选择高回报率的单一市场基金(如日本认股权证及单一市场的泰国),他也必须同时面对这个股市可能出现大幅回落的风险,不然的话,他不如选择低报酬、低风险的债券或货币基金。此外,在理论上投资者可以采取低进高出,赎回或再转换到另一个股市或债券货币基金,以追求高利润而避开高风险。不过,能确切掌握各股市动向并不是简单的事,何况,中东事件令全球股市全军覆没,仅有大跌小跌之分,投资者如何精明,也难全身而退。

(4) 基金经理与市场推广经理的矛盾。一般来说,为了减少基金经理的投资操作及影响基金的表现,基金经理希望市场推广部门尽可能说服基金投资者作长期、稳定的投资,故在可能的情况下,基金公司大都不会鼓励投资者在短期内赎回基金。事实上,市场推广部处于基金经理与投资者利害关系冲突的夹缝中,的确相当难为,假若他们鼓励投资者在很短时期内赎回的话,这便会损害公司的利益,因此,不管他们如何决定,其结果如不损及投资人利益,通常就会损及公司的利益(基金表现被拖低)。

其实台湾投资者大量赎回基金的现象与香港在 1987 年股灾后大量的基金赎回有很多雷同之处。大量的基金赎回,除了与一般投资者对基金的运作方式不甚了解及在中东事件影响下的恐慌性抛售之外,这多少也反映了单一市场基金的风险。以台湾为例,由于台股曾在这一两年间创出了 12000 多点的‘骄人’纪录,大部分台湾投资者都认为股市的合理回报率应在 50% 以上,为了配合一些爱好高风险、高回报的投资者的需要,很多基金公司都趁势推出各种单一市场基金,但有利必有弊,假若某单一市场被全面看涨的话,该市场的升幅的确十分惊人,但单一市场基金也同时削弱了基金作为一种分散风险的投资工具的功能。因此,作为一个真正的中、长线投资者,笔者建议投资者宜选择具有优良分散风险功能的投资工具为佳。

2. 长线与短线之争

从基金管理的角度看,长线投资的理念是——较少顾及市场短期内的波动,这亦是最具争论的焦点,只把注意力集中在优质股份的选择及地区经济分析上。因为基金公司认为基金应作为一种中、长线的投资工具,假若投资者炒意甚盛的话,还不如去投资个别股票。此外,假若基金成为一种短线投资工具的话,亦会带来以下各种问题:

(1) 在买入及卖出时间上甚难掌握,频繁的认购及赎回活动会严重影响基金经理的工作。举例说,甲公司拥有一个有现金水平 20% 的基金组合,在正常的情况下(赎回情况并不频密),这组合已占投资金额约 80%。但假若赎回情况频密的话,基金经理便很可能被迫将部分组合好的投资也要卖掉而使组合的现金水平提高多于 20%,以应付大量的赎回活动,以致基金的表现受到影响。

(2) 若投资者只顾赎回,就算基金经理已将基金组合部分持有现金,可能因为赎回基金而令基金所持的现金耗尽,故当股市反弹前,基金经理根本没有余资再趁低吸纳,表现就不会突出,这就是为什么基金经理喜欢封闭型基金,若赎回情况恶劣就发生上述情况。

(3) 正所谓人之所好,各有不同,部分投资者假若喜欢作比较短线投资的话,市场上适合比较短线投资者的基金服务亦相当多(如雨伞基金),不论长线与短线投资者须紧记的是——找出配合自己投资目标的基金(不论是证券或债券也好)及基金经理,以求在投资上得心应手。尤其是一些突发事件,若投资经理与你看法不同,一个悲观一个乐观就应当机立断,赎回你自己的基金,一般基金经理对经济问题分析比较到家,但突发的政治事件要看个别经理的经验与胆识和时间的掌握。

3. 当机立断的困难——羊群心理

商业社会竞争剧烈,基金管理这一行亦不例外,为了令投资者对基金公司管理的表现满意,良好的基金回报率是最佳的参考。事实上,因为要维持基本的表现(最低限度与大市表现同步),基金经理经常在困难和决定性的时刻下(如中东事件的困难便相当大)做出决断。

另一个增加基金经理当机立断困难的因素是与基金经理及市场经理的立场分别有关的。市场经理一般都十分关心公司本身的客户数目及生意额,但基金经理则把注意力集中在客户资金的长期增值上。正所谓两害相权取其轻,两者立场上的差异一定会影响基金经理的决定(如应否叫大部分客户赎回基金),在这种情况下,似乎最好的解决办法便是找出较中立的投资顾问代为管理资金,或可以认购不局限投资于自己公司基金的基金中基金(减少在同一家基金公司与客户间的直接利害矛盾)。

4. 其他投资基金的考虑

考虑投资费用的负担,一般基金的认购费用约为投资额的 5%,另加每年 1% 或以上的管

理费,由于交易费颇高,长线的投资策略较为上算,但若投资额较大的话,认购费用可以缩减至1%投资组合。投资者可以用作非常灵活的买卖,只要其升幅或跌幅多过5%。而投资者认为自己可以掌握卖出及有胆识在低点买入而按自己的投资额及投资策略(长线或短线、高风险或低风险),为自己选择合适的投资组合,如单一市场基金(高风险高回报)或基金中基金(高回报低风险)等。

只知价或不知价交易,所谓知价交易其意思为投资者可在认购基金时同时知悉基金的价格(通常以让购日前一日的投资市值为准)。在市况运作正常时,知价认购无疑可以令投资者更容易计算投资须动用的资金及赎回时的价格,但在市况波动时,来不及赎回的投资者的损失很可能会扩大。比方说大市在今早大幅下泻,假若投资者知道今天市况而能赎回基金的话,他便可以避免今天下跌了的损失(因为他是以昨天价赎回),但剩下今天没有赎回的投资者就会蒙受损失。因为以昨天的收市价,赎回的投资者所减少的损失其实由其他基金的持有人来填补,相反若收市今天反弹5%,其他的投资者就以昨天的收市价(比今天的收市价便宜5%)买入,他们买入的便宜价格是现有基金投资者的津贴。

基金是每周交易还是每日交易为佳。因其价格是每周才调整一次,在90年代,投资市场变幻莫测,愈来愈期货化,股票价格又具爆炸性,故下周的基金结算价格经过一周五个工作日的变化,可使投资者大吃一惊。因此,为了方便投资者容易掌握买卖时间,争取最大回报及尽量减少损失,笔者建议基金投资者还是选择每日交易基金为佳。

5. 留意骑师更换及基金目标改变

投资者须留意基金经理(行内人称为骑师)、投资组合是否有变及基金发展过程中不同基金经理的管理。由于管理人员不同,其管理基金的方式亦不同。以世界著名的基金经理为例,马德勤在当年管理香港吉懋东方特别投资基金时相当进取,表现突出,在短短两年内(1985年5月至1987年股灾前),令基金由认购价10美元上升至110美元,升幅超过10倍。但在股灾后,该基金价格由高峰滑落至20多美元,由于英国总公司的介入,吉懋香港的管理阶层亦由积极进取转而趋于保守,故虽然投资经理没有改变,但基金投资目标改变,所以最后该基金与过去的表现亦有异。

同样的投资工具都有其长处及不足之处,投资者必须在投资前认识清楚基金的投资功能。基金的优点是:①分散风险;②令投资者可以透过基金很容易涉足股票、债券、货币及期货市场;③适合一般的小投资者;④对象为缺乏时间或没有这分兴趣、胆识投资股票的人士;(5)投资简单方便,文件处理减至最低。除了认清自己所需外,投资者还需要寻找一个中立的投资顾问,基金中的基金可为私人投资组合服务,以便灵活掌握长线与短线的矛盾,就是什么时候要长线,什么时候当机立断要短线。至于投资顾问的选择除了要选态度诚恳和保持中立外,他们也要国际化,掌握一流的资讯,因为选对投资时间、地区或投资种类(货币、股票或债券),是比选择那一种基金更为重要。

6. 突发事件投资策略

(1)订下目标。现在通讯发达,股市期货化,由波浪型至梯型,价格具爆炸性,令投资者无所适从,但若投资者订下一个目标不要太贪心。当突发事件来临时,已经减了磅的投资者就可以减少损失或保障自己的利润,至于那些高位买进的投资者更应小心自己的投资。

(2)投资者情绪变化。投资者的投资心态非常重要,一般人的惯性心态是开始时比较难接受突然改变,容易抱乐观的态度或没有那样悲观,后来事件愈拖得久,心态就会由乐观转到极

度悲观。举例 1990 年中东事件,世界股市由 8 月 1 日起开始下跌至 8 月 24 日,投资情绪由乐观变为悲观恐怕战事爆发,但估计油价在 30 美元以下,美国经济不致衰退。跟着 8 月 28 日,由于投资情绪在美苏会谈稍为乐观,部分由于一些短线投资者博取短线反弹入市,令股市反弹,尤以美国为甚,到后来投资情绪又由乐观转为极度悲观,除了恐怕战事爆发外,还恐祸及油田设施令油价飞升,美国经济陷入衰退。但始终战争并没有爆发,故投资者不能在事件发生前赎回,而应在反弹时当机立断沽出全部或一半。

四、稳操胜券投资法

有不少的投资者,时常希望自己能准确把握出入市时间,又没有时间去分析及投资,结果错过不少获利机会。就算是专业基金经理也会有同样缺点——就是能够趁低吸纳,但不能在高点离场。

大部分人包括专业人士太早离场和离开得太迟,往往不能尽量获利,但要尽量获利又谈何容易。能够在极度悲观的情况下入市,已是很好了。至于能否把握机会,在极度乐观的情况下卖出你的投资,就要看你的自律性和定力了。不仅是股票,基金也一样,怎样去准确判断牛市的终结点从而使你能够顺利抛出,到达极度乐观的情况,除了市场包括机构投资者情绪高涨外,买股票者已觉得股票太贵不想购入,基金投资者已觉得其投资的股市指数太高而买不著手。

另外,当股市集资容易、超额认购、种种新基金超额认购、投资者只问回报不理风险,那时应是趁高抛出的时候,等待熊市或风潮过去再投资,进取者可转而购买认股期权或股期指,但风险很大。极度悲观则与前者条件刚好相反,连机构投资者也完全投降,能够在这两个极端入出谈何容易,除了有胆识有能力,还要有一定的经验。

1. 投资要诀——时间便是金钱

相信读者一定看了不少有关投资之道的文章,其中不乏技术分析、基础分析,或如何磨练自己性格的方法等,其实皆殊途同归,目的只是找寻一个最佳的入市时机和最好的卖出时间。

(1)宏观经济展望。经济合作及国家的经济增长情况、利率趋势、货币政策及公司业绩,均直接影响当地及其他地区的股票和债券的表现。除了解这些大国的经济循环外,还要考虑投资哪些市场或地区,尤其是新兴市场的特点及其经济情况。

(2)循环周期。要了解各地区的投资工具、利率、各行各业的周期,如利率上升、投资债券周期,所以未来一两年不宜长期持有债券。

(3)市盈率估值扩张及收缩。当经济衰退和公司盈利下跌,而市盈率上升时,即为扩张期。最佳投资时间是由扩张期转变为收缩期,因为当公司由亏转盈或盈利大幅增长时,市盈率因而收缩,相反,市盈率由收缩期转为扩张期正是出货的时候。

(4)与其他投资工具比较。一般投资应与银行存款利率作比较,因为这是没有风险的投资,除非银行倒闭,所以存款利率上升皆对所有地产、股票等投资造成竞争。

(5)机构投资的股票债券现金比例。因为基金拥有庞大的资金,故他们的看法及实际持现金比例对大市颇为重要。

(6)资金流向,要根据基金的资产分配而了解资金流入流出股市、债券、商品期货、基金赎回情况和各基金的投资分布。

(7) 市场情绪。投资者最好选利淡时投资, 尤其是股票, 除了选股容易外, 购买价亦较便宜。

(8) 成交量。当市场成交量大增至不能再升时, 就是短期到顶的信号, 相反成交量大减时便是短期到底的迹象, 所以若细心和耐心等待, 每年总有一次主要入货或出货时间。

(9) 借贷比率/衍生工具。当两者增至百花齐放时, 也是大户套现或到顶的迹象, 宜小心应付。

2. 不同类型的基金投资者

通过对多份参加基金比赛表格的分析, 会发现多种不同类型的投资者, 他们的不同心态影响着投资决定, 当然也影响了回报。在此列出其类型供参考。

(1) 无所适从型。大部分投资者均属此类型, 多本着分散投资以期分散风险, 但又对市场及基金类别不甚了解, 于是只得渔翁撒网式投资, 大小不拘, 看不出投资的重心和风向, 回报自然欠佳。

(2) 情有独钟型。这类投资者只投资在某一类基金, 如债券或认股证。

(3) 孤注一掷型。这类投资者经过选择后, 在单一项目上重捶落注。

(4) 畏首畏尾型。假设比赛金额为 2 万元, 有些投资者可能比较保守, 也可能怕风险, 于是把资金分作很多小份, 有的甚至小至以 1500 元作单位, 然后作极度分散型投资, 似乎略欠大志, 在此消彼长下, 回报率自然不理想。

(5) 无头苍蝇型。有两三位参赛者掉以轻心, 在投资额上乱调配, 有位自动将金额调升, 结果自然被取消资格; 虽然这只是游戏, 但也体会有些人因粗心大意而平白失去机会, 见微知著, 他日很可能误大事。

(6) 精打细算型。有些参加者刚巧相反, 非常认真, 在表格中详细列明投资金额、投资比例及方向等, 充分表现参加者认真其事, 不会轻视任何事, 那怕只是游戏比赛也是经过精打细算才下手。

从以上各类型投资者中, 读者会否在其中找到一些自己的影子。如果说有的话, 可能你是属于最后这两类之一。

(7) 乐观型。永远是形势大好, 再不就是明天会更好, 市道好时固然作进一步乐观估计, 市势逆转时也死不开头, 以至跌入深渊, 难以自拔。

(8) 悲观型。这类投资者则刚好相反, 凡事悲观, 经常有这样的人, 不管你怎样说, 他们也是灾难心态, 走为上着, 白白错失不少赚大钱的机会。

3. 十大不投资理由无一成立

(1) 不识基金。以前非投资者因不了解而会觉得这是洋玩意, 又没有中文, 没有投资基金 ABC 的通俗简介, 基金公司及投资顾问公司缺乏知名度及报道不够深不够广。基金在欧美日发展这样好, 一定有其优点, 我们要了解它, 这样, 当投资机会到来便不会错过, 所以应该多做研究, 不要待“投资用时方恨少”。应保持少许投资于基金, 持之以恒, 到适当时便可以出击。其他投资也一样。

(2) 没有时间。没有时间去了解, 没有时间去投资。要知道基金是给没有时间的人去投资。

(3) 没有钱。有些人没有多余钱, 连子女教育及基本需求也不能满足, 有些有钱的人更加不够, 为何? 太多投资或想法, 又想定期旅行, 又想创业或投资更多其他生意, 但当碰到现在的投资环境, 资金就显得更紧绌, 所以一定要找投资顾问安排。

(4) 不信人只信自己。不相信基金公司、投资顾问等,因为不了解基金运作,不知道基金是由信托银行持有,资产分开,基金公司或投资顾问不可挟带私逃,加上现在愈来愈专业化,每样事都要找专人处理,所以一定要相信人,只须在选择上下工夫。

(5) 风险高。与存款比较每一个投资都风险较高,但风险程度不同,依次为债券、平衡债券及股票基金、股票、股票黄金、认股权证等,风险高低由你选择。

(6) 别有用途。有些资金迟些用来做生意或作其他用途也可放在货币基金赚取利息,要用时拿出来用,有机会也可以作短线操作,转换费用便宜。

(7) 收费太贵。不少投资顾问已经给客户一个大额优惠折扣,另外在同一个基金公司转换费(卖/买)只有1%。

(8) 亲自出马。读者希望自己选股或投资项目,选择出入时间,自己做资产分配,这些均可通过基金组合去做,自己分配资产如股票债券等基金,或不同地区,按不同比例选最适合的基金,按比例时间加减,一样乐趣无穷。

(9) 懒。总是提不起劲,又没有迫切需要,为什么要投资,但那些人不知道通货膨胀一路蚕食他们的资金。在存款收息里,资金保证仍不断地增长,但其实通货膨胀增长更快,购买力一路下跌。

(10) 不知怎样跟进。自己投资好不好,时间、目标怎样选择,止蚀位在哪,获利位在哪,这些问题最好就是找你的投资顾问作进一步了解。

总的来说,只要花些时间了解基金运作,做些研究,便会觉得不投资于基金的十大理由不能成立。

4. 基金投资十诫

随着基金在国内的推广,相信基金将愈来愈普及,不少新的投资者加入其中以期一试。由于他们是初次投资,有鉴于此,笔者将投资基金的重点用十诫表示出来,一来容易记忆,二来显示出投资是门严肃和有规律的学问。

(1) 知己知彼百战百胜。先知道自己投资的目标、风险度等,然后了解所投资的基金的目标,所投资的工具或地区的上升潜力,那样胜算较高。

(2) 上中下三策。投资有如三国庞统献计,要考虑多方面,上策是当有利润回报时应该怎样做,目标利润是多少,客观分析影响回报的有利因素的变化,不要贪得无厌;中策是当投资基金没有升跌时怎么办,耐心等待机会来临或转而寻找更佳的投资机会;下策是当投资亏本时,读者要考虑是否尽快离场,设下止蚀位保留实力或者是增加投资,即投资再战而获利,当然也要考虑投资尽没的危险性。

(3) 便宜莫贪。买卖基金的费用如特别低,投资者便要小心,可能没有任何服务提供才以薄利多销政策促进销售,但极可能此等公司没有能力提供其他服务,只得靠便宜。因为每一样服务均要成本。总之收费合理,不是最贵便可。

(4) 不要误信基金广告。当一家基金公司推出一种基金的广告,很可能因为该市场或基金表现已经不错,广告才有吸引力,但这是过去的表现,未来怎样投资者要冷静分析,听取投资顾问的意见,当然有些全球性基金或不以表现来推广的基金另作别论,总之要了解基金所投资的地区或投资工具是否在谷底或有再上一层楼的潜力。

(5) 不要转换太频繁。因为基金投资牵涉费用,除了认购较高外,一般在同一个基金公司转换费为1%,虽然收费不是太高,但最主要是转换的市场或基金估计要约有10%或以上的回

报空间才值得做,不然就徒劳无功。

(6)不要过分分散。不要将所有鸡蛋放在一个篮子里,这种分散风险的做法当然重要,但也不要过分分散,因为若分得太散,一得一失可能打个和。况且投资基金是想节省时间,投资太多,花于研究的工夫也多,另外还要不断了解基金的组合及变动。

(7)善用人才。现今社会日趋专业化,所以在投资于基金时应该选取一个可信赖、跟你配合得宜的投资顾问。这不是一朝一夕可以实现的,它需要时间,所谓日久见人心,能够持之以恒的不多。

(8)软硬兼施。投资基金前软硬件都要了解,所谓硬件是基金的收费,如开始的认购费、每年管理费、表现费、赎回费及基金的大小基金公司的背景等等;基金的软件为基金公司的管理哲学、基金经理如何分工、基金经理的经验、投资风格、理想及未来目标等,一如一个公司的管理层,是非常重要的,没有好的软件,再好的硬件也不能发挥作用。

(9)长短线皆可。基金投资一如其他投资,没有必赚这回事,假若一买就跌,可能要止蚀,因为分析与判断错误或有其他突发事件存在的可能。但若投资的水位不高,可能值得长线持有,所以投资的资金一定不能借贷以免因被人迫仓而失去主动权。

(10)十足把握。这里要强调的是你决定投资基金时,须做足准备,研究分析后,信心十足才投资,就像有十足把握,不然自己对自家所投资的项目或工具均没有信心,还不如不投资。

五、投资基金基本过程综述

1. 怎样认清投资的目标

大部分投资者投资的首要‘目标’是考虑‘钱赚钱’,但更重要的是大家在开始着手运用资金作放资决定之前,最好先有明确的投资目标,切忌漫无目的的盲目投资。

明智的投资者应对本身的年龄、收入及未来的生活,这些基本因素作出分析后,才能在不同的时间确定不同的投资目标。

由于投资者的目标不同,便有投资工具的不同选择,基金的收益回报与分配也就不同了。投资者若为了追求成长,便应选择投资于有成长潜能股票的基金;若为获取高收益,则考虑应投资在利息高的货币市场或债券基金。货币市场基金所得之利息收益,一般都高过银行定期储蓄存款之利息;债券基金和收入基金则为投资者带来较高的当期收益。

就因为各人的投资目标有差异,不同类型的基金就有不同的投资风险。当然,任何投资的道理都是一样——风险越高的利润越大,风险较低的,回报率亦相应递减。

投资者以适合个人所需和根据上述基金类型来挑选出投资的对象,其中就包含了个人能承担的风险程度和投资的目标了。

普遍的概念是投资者的年龄越大,对风险承担的程度减少;而年纪越轻,则其冒险性与所能承受的风险也就越高。故不同的年龄,或随着年龄的增长,其投资目标应作出适当的变动。

2. 怎样权衡投资利弊

基金聚集众多客户的零散资金而集中使用,一方面增加了在股市上和大户相抗衡的能力,令小额投资者避免少数大户‘造市’带来的亏损。

另一方面,无形中扩大了小额投资者的投资范围。由于一般基金规定投资于同一种证券不能超过资产净值的10%,故基金选择之证券最少可达九十种之多,风险自然较在股市中只

买一种股票大为减少,收益更见稳定。

投资基金虽有不少好处,但亦有其不足之处。由于基金概念为分散投资,因此只能尽最大可能降低投资风险而不能完全避免风险,尤其是当股市行情全面下挫,或发生股灾之时,基金投资之收益亦同样会受到影响。

就投资风险而言,个人投资者尚要考虑其他方面的因素:

(1)参与性——由于在基金投资的整个过程中,投资者无权参与制订投资策略,故基金公司和基金经理才是真正决策的主角。

(2)效益——基金投资回报率的高低主要取决于基金经理的营运能力和工作质量,并非能由投资者所左右,故观点角度不尽相同。

(3)法律约束——证监会或有关方面的管理暂行条例,只属行政性质,并不具备法律上的约束力,而且条例内容亦无惩罚性或赔偿性的具体条文。若基金管理人违反条约规定,或因出现决策上的失误、管理漏洞等所造成令基金资产蒙受损失,亦无追究赔偿等事宜。

因此投资者在作出种种权衡与分析后,如投资于规模较大的基金公司,其所承担的风险有可能相应减低。

3. 为什么性格特别保守的人不宜投资

投资者在自我评估之时,首先要考虑自己的生活状况,包括家庭状况、成员个性、现有财力、目前与将来收入情况、以及确定投资目标。

投资者有多少能充分动用的资金,来源包括银行存款或其他投资的财产,亦可来自每月收入中的剩余部分。在评估财力时,应列出现有资产中,可随时变现的总额。当然,并不是将这些资金/资产悉数投入基金市场内,当中应保留一部分作急用的款项以应付日常生活中突如其来的意料之外所需。另外,亦应考虑投资者或家人的生、老、病、死等自然规律所带来的对原有投资计划的影响。

一般而言,急用的备用款项总额,估计相当于3~6个月的平均生活费用已然足够。在可变现的投资金额中扣掉这些急用备用款项后,便是可以投资的金额了。

至于投资者对风险的承受能力的大小,是正式进行基金投资的最重要决定因素之一。能力因人而异,亦与投资金额的大小有直接关系,更与投资目标、个人心理因素不可分割。

考虑的风险包括利率、财务、购买力以及市场风险等。个人理财如收入和经济负担的比重可以作出启示。

投资者个性若属积极型者,均能接受较高的风险以谋取较高的回报;中庸型者则次之;保守型的较注重本金的安全性,而追求稳定,较现时生活水平稍高即可。至于特别保守型则不愿在任何时间承受市场风险,故将资金投资于基金或股市中的机会甚微。所以此类投资者是无法或无力承受投资时的风险的。

4. 基金投资要明确哪些原则

与其他投资原则并无不同,投资基金亦需以收益回报、安全性与流动性高为主要前提。

风险与收益关系紧密,投资者尽量希望以最低的风险获取最高的回报,而安全性则与流动性相辅相成。在这两项因素互相配合的组合下,寻求最佳投资的收益最为必要。

投资者亦须事前制定具体的投资目标。明确而实在的目标是依照个别投资者自身的情况与需求,结合不同的基金目标而订立的。

投资而无目标,便是盲目投资,实为不可取。

一个详尽的投资计划,须继投资目标后制定。计划应包括资金的数额、采用的投资方式、购买基金的对象、价格、何时出售与预期回报率等,越详尽越好。成功的投资计划可消除或减少投资所出现的判断错误。

投资亦须注意灵活性。基金经常会受到外来与内在的种种政治和经济因素影响,如整体的经济发展模式、政府对基金发展政策的变化、市场的波动等,都会影响基金的年度收益与预期回报。而且在不同的时期会有不同的表现,投资者需要定期重新衡量一种基金是否值得持有,以及时、灵活地调整投资策略。

在投资者结合以上的投资原则,定下投资对象策略后,便要进一步对自己所能承受的风险能力作出评估,再在投资顾问的专业协助下,找出最适合自己的基金投资对象。

对投资者而言,正确选择投资对象前,遵循一定的原则,具备一定的投资策略,则可使投资者处于有利地位。

5. 投资原则与方法的关系

基金投资涉及风险,因此基金公司在投资方面会遵循基金资产投资时的基本原则,自然也须遵守当地市场或国家有关法律和规定来运作。

由于基金的资产是一种信托资产,基金管理公司不能令其蒙受过大的风险。因此,对各项投资组合须先预估最大可能损失额及可予接纳程度。基金不能承担无限的责任。

其次,基金不能着眼于谋取控股权。基金投资在一些实业,甚至基建项目中,主要是为了分享其利润,并非要控制有关实业而具体经营该项目。

基金一般以股份有限公司和有限责任公司作为投资对象,分散投资风险和按所持股份比例来分享利润。如果所持某一公司股份比例过高的话,较难轻易地变现售出,令资产流动性受影响。

基金管理公司也宜将风险投资作合理的组合,分散于各行业、企业与项目,以降低过分集中的投资风险度。

基金公司实施风险控制目的是为了降低预期投资损失,提高投资回报。并主要施行回避、损失控制、组合等措施。回避是通过中断投资风险,放弃以前承担的投资风险,避免了潜在的投资损失;至于损失控制可透过分析风险产生的原因加以预防,比较损失控制之成本和收益;而投资组合则为通过分析风险,预期损失在个别投资对象之比重,采取增加个别风险单位数量与类别,以降低投资风险和提高投资收益。

6. 投资前怎样作自我评估

基金投资者在理解了全面的基金的概念,并掌握投资的基本理论后,即可付诸实行,进行具体的投资操作和挑选适合自己的基金。

但凭“纸上谈兵”,依赖有关的理论来投资仍然不够,故此在真正进行投资之前,仍须留意以下一系列的“事前准备”。

事前准备有助投资者在作出决定前根据本身情况而作出明智的投资选择。

没有一个深思熟虑的投资设计,不可能是一个成功的投资者。

由于不同的投资人士有不同的客观情况和不同的风险承受能力,故在基金投资前,宜对本身先作一清晰透澈的理解,来自我评估。其中包括:投资者对风险承受能力、投资者生活状况的自我评审、投资者所属个性类型的自我评估等。

正所谓“知己知彼,百战百胜”,只有了解自己的能力和,才能在投资的“战场”上无往而不胜。

但也有‘知人易、知己难’的说法,若要有自知之明,应留意实事求是的评估准则。

投资者主要的投资目标、可用于投资基金的款项、投资时间的长短,以及投资风险的态度和能力等,都是考虑之列。若投资者未能首先了解自己的优势与劣势,即使有极富经验的基金经理或基金投资顾问的协助,亦可能功败垂成。

事前的准备工作,相当于上战场前先检查好武器,在投出资金之前先作自我评估。仓猝上阵到头来仍是失败的占大多数。

7. 投资前考虑的因素有哪些

在挑选基金作投资对象之前,要考虑的因素不少,主要有基金的投资目标、基金的规模与过去的历史、价格变化、股息收益、费用和成本、服务等。

(1) 投资目标因不同的基金而互异,投资者应衡量个人目标及基金的投资目标和资金的投向是否大致上吻合?

(2) 基金规模是初次投资基金者率先要考虑的因素。规模越大,其提供分散风险和多元化的可能性亦越多。

(3) 基金价格变化与投资收益关系密切,更随着风险高低而不同。不同基金价格波动,可从其各自历史经营纪录中获得。集中对照一下,方便于比较基金的表现。

(4) 基金投资的有价证券周转率较高者,均能有利地纠正以往的投资失误,尤其对于成长型基金而言,更是显著。投资者宁挑选较佳绩效的高周转率,也不会取表现差而低周转率者。

(5) 股息特征中,投资公司往往从税收目标而将净投资收入和短期资本收益,全部或部分实现的长期资本收益作为股息加以分配。

(6) 费用成本方面,投资者需支付管理费用,但随着基金规模扩大,费用则不会同比例增加,较小规模的基金总费用率相对地昂贵。投资者宜选择成效显著之基金,费用率虽较高,也比费用低,表现一般的基金强。

(7) 投资方便与服务亦是考虑因素,其中包括股息自动再投资,自愿积累及退股计划、转移到同一管辖范围内另一基金的权利,转移时只须付小笔费用而无须支付销售费用等。此外,尚有贸易账户,包括编制及寄给投资者的月结单以便定期说明投资变化的情形。

8. 怎样评估风险承担能力

基金是中小型投资者的理想选择,但与任何投资工具相同,一样是有风险要承担的。投资基金的人士,在作出投资决定前,须正确地评估自己所能承担的风险程度与能力。

不同的风险承受能力,直接影响到投资者所选择的投资对象——基金亦不相同。投资基金的风险可概括为利率、财务、市场与通胀几方面。

(1) 利率风险。

利率上升促使基金价格下降而造成损失,因此也具有若干程度的风险。

(2) 财务风险。

若有基金公司或投资顾问公司出现经营不善问题而造成的无股息分配,甚至因倒闭而令基金投资者无法收回本金与利息的风险。

(3) 市场风险。

市场受到内外因素影响,令基金价格出现升降波动,也将造成投资者有所损失。

(4) 通货膨胀风险。

由于通货膨胀与物价上升幅度超逾投资所得之利润回报率,将构成资金购买力相应下降

带来的‘无形损失’。

基金投资者随着年龄的增长,而对其所能承担的风险能力与程度亦有不同的改变。一般而言,年龄越轻,越敢于冒险而不重视当期收益;年龄越大则越偏重于固定的收益,而不愿太过冒风险。因此,对一些已退休的人士而言,越低风险的投资对象,对其越发重要。资金是不容有所流失的,故多会选择一些风险极低的收入基金或货币市场基金来投资。

9. 为什么说选基金如选美

投资者在了解本身目标和明白所能承担的风险程度后,在考虑了各项投资因素后,接着便可用‘初选’和‘复选’来挑选适合自己的基金,就如选美差不多。

初选时可先根据自己的喜好选择不同类型的基金。例如喜欢成长型的,可摒弃保守型的基金;属意小规模基金的,亦可放弃大型基金等,都是其中例子。

其次则应考虑该基金是否分散投资在不同市场或产业而令风险分散。而投资于单一市场的特殊基金,固然可能有较高回报,但其风险亦成比例地相应提高。

投资者也应留意有关基金是否有过高的‘隐蔽性销售费用’。因为有些声称不收费基金是有后收之名目繁多的手续费和附加费的。若有其他合适基金可供考虑的话,则无须要选择此类有附加费用的基金了。在复选时则要考虑基金的过去表现、潜质、资产组合、基金操作等等因素。

基金的旧绩虽不可能保证以后同样成功,但较好的基金可经得起时间的考验。考察其潜质包括其回收期越短越好、现金存底超过一定比例则意味基金经理对市场缺乏信心,高于15%的现金存底,则此种基金应不加考虑。

基金持份卖出较卖回者多,资产便相应提升便有‘净现金’的流入,此较流入好,因可避免因投资者净卖回而改变基金的投资组合。基金收益情况亦为重要因素,每期有稳定利息和股利分配或为一定的增值配额之基金,应为投资者优先考虑。

10. 基金买卖的途径有哪些

无论是互惠基金或单位信托基金,其做法都是将许多个别投资者有限的资金齐集起来交由基金经理将它分别投资于不同的组合和市场,令基金投资者获得理想的回报。

如此‘积少成多’的概念,可令基金投资在一些需要庞大资金的投资项目,使得只持有限资金的中小投资人士得以从中分享成果。

个别投资者更无须担心没有足够的资源和时间来为自己的投资事务操心,因为基金经理的专业知识与实战经验,不但可减低各种投资风险,更为投资者争取最大的回报率。

基金经理无论制定投资策略,组合和市场的分析,利率或汇率的走势,以至包括收购合并等消息,均应了如指掌,为所管理之基金作出最大效益的部署。

投资基金一般可通过以下几个途径:

首先,投资者可以直接向发行该类基金的基金公司来购买;其次,也可以通过独立或非独立的投资顾问公司推荐而向前者购买。最后,也可通过一些银行的基金部门,或其附属联营的投资顾问公司而买卖。

除了一些极少数的基金只能通过直接向基金公司购买外,投资顾问公司事实上在目前的市场上扮演了颇为重要的角色。而且,也在推广基金投资这个概念上起了相当大的作用。

虽然,任何行业都有良莠不齐现象存在,但在证监会的监察下,绝大部分基金公司都有能力维护其专业资格与操守,除推广基金业务外,更能致力于提高业内的素质,为基金投资作出

贡献,功不可没。

第六节 基金投资的误区及其避免

投资的目的是为了获利,但是并不是每一个投资于投资基金的人都能获得预期的利润。当然,影响投资失败的原因很多,有主观的原因,但最重要的还是投资者本身在运作时的失误和疏忽。如果在投资基金时屡犯错误,那么投资者的获利概率就会大大减少。我们的主要任务就是帮助投资者认识投资于基金时常犯的一些错误,分析错误产生的原因,从而达到时刻警惕、趋利避害的作用,使投资者在具体操作中尽量减少不必要的失误。从而减少损失,增加获利的机会。

在这里,我们归纳出国内外基金投资者常犯的一些错误,以供投资者联系自身,作出分析和比较,从而修正自身的错误。这些常犯错误主要有:

一、预期获利定值过高

基金是以分散投资的形式投资于证券市场的,为消除风险,投资策略一般较为保守,再加上必须保留若干现金以备投资者买回受益凭证,因而收益会比股市差。因此,基金投资者必须明白,投资基金的收益不仅与风险有关,也受整个资本市场条件的影响,不要因预期过高而失望,或贸然抽身而蒙受损失。

二、为抢时机进进出出

通常,投资者投资于股票大都有做短线‘抢帽子’等急于求成的毛病,同样,投资于基金的投资者也如法炮制,希望迅速获利。因此,投资者为掌握基金投资的有利时机,往往根据基金价格的涨跌情况,抢作短线,在各类基金间频繁调换。这种作法实在是非常危险的。类同的基金由于种类繁多,加上转换简单,有不少号称能掌握市场走势的专家便出版各类作品,指导投资者的买卖时机,并认为只有这样做才能获得巨大利润。但据《哈佛商业评论》的研究指出,要做到基金市场的获利高于长期持有股票的收益率,需正确判断 80% 以上,当然不能保证这些所谓专家的投资指南的正确率能达到如此之高,因为即使是这些指南也无法及时把握当时市场的走势。

另一方面,很多投资者还根据小道消息或大户动态更换进出,这样危险性更大,也少不了要赔钱。再加上买卖要付手续费,可能还会加重损失。

三、只因基金去年表现较佳就贸然投资

这种现象很普遍,很多投资者选择某个(或某些)基金,是因为这个(或这些)基金前一年的绩效优异。而真正成功的投资者,是在出现这些良好的表现前就选择了这个(或这些)基金,并

非事后才纳入自己的投资组合。根据国外的基金投资经验,很少有表现优异的基金会一再重复优异绩效,很多明星基金第二年甚至表现不如整个市场的平均绩效。

因此,虽然过去的表现很重要,但也必须考虑相关的风险因素,因为高获利可能是高风险带来的结果,如果第二年碰到大利空就难免损失惨重了。

四、所选的基金投资组合太过集中

对个人投资而言,投资基金的优点之一就是分散投资,为分散风险而不惜牺牲长期效益。但对于有些特殊性基金而言,情况就不同了。比如,有些特殊基金是集中投资于某一特定行业,如高科技、咨询业、垄断行业等这样的基金容易有‘大好大坏’的表现,特定行业看好,获利就高,特定行业不景气,赔得也惨。因此,对这类基金的投资切忌过猛、过集中,以免出现‘爬得高、跌得重’的结果。

五、所投资的基金组合周转率太高

基金经理人买卖股票或其他有价证券越频繁,基金的组合周转率就越高,这样就会增加操作费用,减少投资报酬,同时也会啃蚀基金的净资产值(NAV)。

六、追高杀低,不是套牢就是大赔

很多基金投资人总是慢了一拍,看人家赚钱,心痒痒的,就贸然投资,不管价位是不是已过高,结果行情转坏,就被套牢。等市场看淡时,多数投资者往往对长期的低价位感到不耐烦。纷纷出清手中持份,迫使基金必须卖掉持份,结果引起基金净资产值一跌再跌。相反,聪明的投资者是遇低档时再买进一些持份,将来脱手的速度可快些,缩短亏损的时间。

七、不知道基金的投资目标和组合的策略

各类基金因投资工具多,投资目标也五花八门,差异很大,每种目标的获利情形和风险大小不同,投资者如果事先没有明确这些情况,常常发生了‘所遇非人’的憾事,希望取得长期资本增值的投资者,却投资了收入基金,而希望取得稳定的经常收入的投资者,却投资了成长基金。

因此,投资者为避免遇到这种情况,最好仔细看看公开说明书,衡量基金的投资目标是否合自己的胃口,其次是看年报中的基金投资组合,组合中的股票(或其他证券)种类,若实在难以接受,就该放弃这个基金,最后,也该留意基金的逐年表现,与股市指数对照一下,若涨跌情形与指数相差太多,就该提醒自己,这种基金风险较大,须慎重选择投资。

八、基金单位价太贵就不宜投资吗

有些投资者视基金是一种产品,同一款基金才 10 元一单位便低买,另一种要 100 元便觉

得太贵。不过,大家会说,股票及外币不是也有平贵之分吗?

大家首先要明白,由于外币是一种非常直接及没有牌子的投资产品,所以我们很容易便可以从其汇价的升贬了解其‘平’与‘贵’。股票里所谓‘平’与‘贵’,一定要用市盈率来判断,否则长虹这样‘贵’的股票便一定没有投资者考虑。

基金由于是间接投资工具,所以虽然是同一类基金,不同公司会作出不同的定价,有些会以1元价开售,目的便是想吸引投资者,以为价廉物美。基金基本上没有市盈率可言,因为基金是投资在多种股票,基金会经常换马,所以单位价不能直接反映‘平’与‘贵’。

打开报纸,确实有些基金的单位价很高,但很显然,假如有关市场开1%,10元单位价的便升0.1元,100元单位价的便升1元,升幅一样。有些基金公司会在单位价高时拆细,目的是令投资者心理上感觉基金‘不贵’。

其实,有关基金是‘平’抑或‘贵’,一定要将它投资的地区比较,才可以分辨基金在这个时候是‘平’或‘贵’。

九、地区及债券基金是否比较安全

一般投资者会有一个错误观念,便是地区及债券基金比较安全。书本上说,地区基金由于分散投资在不同市场,所以风险会下降。债券由于是定息投资项目,所以下跌有限。

但经历过几年的慢性投资后,会发现原来各地区基金的跌幅与单一地区基金的跌幅是一样的。1994年,香港的投资者意想不到债券基金的跌幅可以一年超过10%,不过,日元债券基金的投资也意想不到半年可以升30%。

地区基金的风险实与一般基金的风险不相上下,相反,假如基金经理管理不善,经常左转弯,表现会愈来愈差。单一地区基金的经理,由于局限于一个市场,所以不会偏离太远。

十、单一地区基金风险是否太高

很多投资者都有一个错误观念,以为单一地区基金的风险很高,但从每年的结算看,地区基金的风险不算低,单一地区基金的风险却未必高,其实风险高与低是一个相对名词。

或者简单讲,任何产品都有平与贵之分,消费者会根据产品的质量、原材料成本与商誉等来衡量是否物有所值。同一件产品,若标价太高时,便无人问津,因为可以在别处以较低价买到。

投资的情况亦相似,所不同的是,我们会以当地的经济情况,公司及股市运作等来衡量在这个水平上,地区股市的平与贵。所以,我们只可以讲单一地区基金的波动性比较大,就风险而言,某个阶段反而会比较低。

十一、基金不宜长线投资

基金是一种间接投资工具,当中有基金经理提供专业管理,大部分基金经理都以稳健的方式提供服务。所以一般而言,表现是跟大市的走势相同。历史告诉我们,股市是一个累积财富及保本增值的有效投资途径,所以一般的股票基金长线投资都可以获利。债券基金亦是长线

必胜的投资方式。

不过,不是所有基金都适宜长线投资的,其中尤以高风险基金绝对不宜长线投资,因为这类基金所投资的都是有时间限制的产品。另外,高风险基金往往视发展形式进行投资,偶一不慎,容易失败。尤其高风险基金倚仗基金经理的能力,因而太受主观因素影响,所以这类基金长线投资未必有利,并且可能永不翻身。

十二、基金跌了五成则抵买

人人都钟意买平价货,例如一只原本标价 10000 元的手提电话,另家商店才卖 5000 元,相信大家一定会买 5000 元那只,因为两种电话的性能完全一样。

在投资上,大家或会有相同的概念,某基金下跌了五成,抵买,因为已比原价打了五折,不过,跌了五成是否不会再次下跌呢?答案当然是否定,在任何情况下,价位仍然可以波动的。记住,不能单从价位的升跌去决定是否适合入市。我们要了解下跌的原因,是因为基金经理无能,抑或市场下跌?同类基金情况是否相同,有关的产品是高风险,还是中风险呢?所投资的项目前景如何呢?

十三、买基金要定止蚀位、获利位

有些投资顾问告诉投资者,买基金要定止蚀位、获利位,听后哗然。因为要赚钱有两个方法 投机与投资。前者是短线及波动大的,因为投资项目的年期短,投资者却只需付出少量按金便可以开仓,但只要有一定的波动,便随时要补钱,或者输掉全部资金。为免祸上身,投机者会定出止蚀位及获利位。

但投资上,却不用定下止蚀位及获利位。因为投资股票是基于公司有盈利,而公司的盈利情况是基于地区经济,所以只要投资在有实力的股票,长期是必胜的,市场的波动是常见的,但无论如何,投资于股票或债券基金,不会出现血本无归的结局。

十四、买入基金后价位下跌,表示入错市

买入基金前,当然希望是在最低位买入,然后价位逐步上升获利,于是努力地研究市场,找寻一个合适的入市良机。找到了,入市,怎料不出一个星期,基金价位下跌,甚至跌幅超过 10%,明显证明自己入错市。

须知每日大市的变动,都是可升可降,并且没有人可以预测明天的走势,所以若有人认为自己找对了最低位入市那肯定是观念错误。不过,我们却可以找寻一个比较低的价位入市。记住,大市的走势受三个主要因素影响,分别是经济、政治及市场气氛。

尤其留意第三个因素,可以令人信心动摇。只要不是投机,只要不是经济有变,便不可怕。

十五、基金应该低买高卖

人人都希望在投资时,可以做到低买高卖,因为这样才可以赚到钱。不过,往往事与愿违,

即变成高买低卖,投资失败。

什么是高?什么是低呢?其实这是一个相对词,举例,恒生指数从 10000 点跌至 9000 点,相对而言后者算低,但跟着跌至 7000 点,后反弹至 8000 点横盘一段时期。假如在 9000 点入市便变得无利可图,但若真的在 7000 点入市,似乎最有利。要衡量高与低,一定要与实际情况配合,有些时候在低价位呆一段时间,不要紧,因为基金是稳健投资,当市况变好时,便自然可以高位出货。

在实际情况下,投资者或基金经理往往是高买低卖,原因是投资者没考虑清楚市场情况及未作出客观分析,心理上受到大市的变化所影响,结果成绩差强人意。

要真正做到低买高卖,其实不难,不过,也不是那么简单。投资基金时,就算真的高位入市也不怕,长线必胜。

十六、基金储蓄计划是每月自己找位入市

有关基金储蓄计划,很多人开始接受这个概念,不过,有些投资者认为,假如每月固定一日入市,可能会高位入市,结果要花多些时间,才可以有利可图,既然如此,倒不如每月找寻低位入市,岂不是更理想?

答案当然是错的。第一,世上没有人可以找寻到最低位,否则也不用采用这种方法投资了,索性在‘最低位’押下巨注入市赚取厚利。第二,每月的供款额不高,实在不用费神为那少量的投资,花上大量的精神及时间。再者,基金储蓄计划是讲恒心及简易,利用自动转账,可以不用花精神及固定地供款,便达到长期资本增值。

若采用自选日期供款,往往拿不定主意今天是否低位,结果一日拖一日,一个月就过去了。既然这个月不供了,下个月停供也不是大问题,最后一事无成。

十七、基金收费太高

相信其中一个重要原因,令一些投资者对基金却步的是基金的收费。首次认购费再加管理费,一年的收费大约是 7%~10%,相对炒外汇或股票,似乎高了些,其实基金收取这个费用,是有原因的,否则贸然收取,相信没有人会付。

首先,基金是一种间接投资,当中涉及一个基金经理去管理的过程,普遍基金都能跑赢大市,所以这些费用其实是用作基金经理的费用,并且有出色表现时,其实已抵消这些收费。

第二,若大家想投资债券时,发觉成本亦不轻,可能甚至与基金的收费相同。此外,一些投资涉及的银码比较大,但通过基金却可以轻易进行。

十八、证监会认可的基金比较安全

基金都经证监会认可,证监会亦提醒投资者不要买未认可基金,大家或会认为认可基金比较安全,但事实上,所谓认可基金,其实只是符合证监会定下的要求,并不代表基金比较安全。

例如在基金表现劣势时,基金经理乱来,但是要其所作所为符合规则,投资者亦无可奈何;又或者基金资产值太少使得成本上升,也不会被证监会取消认可资格。

所谓未认可基金,主要是该基金在某方面未符合证监会要求,包括基金经理的素质未符合要求、基金投资地区未认可或基金的运作未根据要求的设计等。

证监会未认可,并不代表风险大,因为环顾认可基金,很多基金的风险亦不少。

有些基金不打算向本地投资者集资,便不用浪费金钱去申请认可。

其实现时很多未认可基金的安全程度是与认可基金相同,所以基本上,要根据自己的情况去选择合适基金。

第三章 投资基金 风险收益分析

第一节 投资基金价格走势及影响因素分析

一、投资基金的价格

1. 基金价格的确定

基金证券作为一种有价证券,像股票、债券一样也有价格。基金证券的价格包括发行价格和市场交易价格两种基本类型。基金证券的发行价格是指基金发行时由基金发行人所定的初始价格。基金证券的市场交易价格是基金证券在基金市场如证券交易所或证券交易中心挂牌买卖的价格,它可分为开盘价、收盘价、最低价和最高价,反映该上市基金交易日内行情的涨落变化。开盘价是指基金证券在证券交易所或证券交易中心每个营业日开市后于该证券交易所或中心挂牌交易的第一笔成交价,如果某基金证券在开市 30 分钟后仍未产生开盘价,则取前一日的收盘价为当天的开盘价。收盘价是指某基金证券在证券交易所或证券交易中心每个营业日挂牌交易的最后一笔成交价格。最高价指营业日当天某种基金证券成交的最高价格;最低价指营业日当天某种基金证券成交的最低价格。基金证券的交易价格还可指基金证券持有人向基金公司申购(认购)或赎回(沽出)时的价格,分别为买入价和卖出价。这主要是指开放式基金的转让价格。

基金证券的价格随基金设立的方式和基金类型的不同而有差异,但基金各种价格确定的最基本的依据是每基金单位净资产值及其变动。

(1) 基金的报价。基金交易的报价通常采用卖出价和买入价两种报价方式。基金的卖出价均比买入价高。卖出报价公式是: $\text{卖出价} = \text{基金单位资产净值} + \text{首次购买费} + \text{交易费}$

卖出价和买入价根据基金的‘资产净值价’确定。‘资产净值价’是按各地有关市场的当天收盘价计算出的基金资产总值(包括股票、债券及现金),再将总值除以已发行基金单位数目计算出来。一般基金的卖出价已包括一项首次认购费(比如怡富基金为 5%),而买入价则包括一项赎回费(比如怡富基金约为 0.5%)。因此卖出价减去 5%(首次认购费)后便等于‘资产净

值价”,而资产净值价减去 0.5% (赎回费)后便等于买入价。买入价有三种计算方法:①基金买入价=基金单位净值,即基金经理公司用单位资产净值价法赎回基金单位。②基金买入价=基金单位资产净值-交易费。③基金买入价=基金单位资产净值-赎回费。

(2) 开放型基金价格的确定。开放型基金可以随时填单申购(认购)、赎回(沽出)或转移,均以‘卖出’及‘买入’两项价格报价。卖出价又称认购价,是投资者认购单位的价格;买入价又称赎回价(较卖出价低),是投资者向基金公司沽出单位的价格。

卖出价和买入价根据基金的‘资产净值价’确定。“资产净值价”是按各地有关市场的当天收盘价计算出的基金资产总值(包括股票、债券及现金),再将总值除以已发行基金单位数目计算出来。一般基金的卖出价已包括一项首次认购费(比如怡富基金为 5%),而买入价则包括一项赎回费(比如怡富基金约为 0.5%)。因此卖出价减去 5% (首次认购费)后便等于‘资产净值价’,而资产净值价减去 0.5% (赎回费)后便等于买入价。

投资者也可以由一项基金转换到另一项基金,一般基金公司会让其享有所转入基金卖出价的折扣优惠。但转入以资产净值价发售的基金除外,这种基金转入别的基金时亦不享受优惠,即以卖出价认购所转入基金的单位。

一般而言,开放型基金的价格有如下两种分别:一是对基金公司或基金发行机构而言,有卖出价和买入价;二是对基金投资人而言,有认购和卖出价。这两种概念是相对应的,只是所站的角度不同。

从基金公司角度看,开放型基金的卖出价和买入价之间有内在联系,即都是根据基金的“资产净值价”确定的。一般基金的卖出价已包括一项百分数的首次认购费,而买入价包括了一项赎回费。以怡富基金为例,该基金规定卖出价包括 5% 的首次认购费,买入价包括 0.5% 的赎回费。卖出价与买入价之间的联系为:卖出价减 5% (首次认购费)等于每基金单位的净资产值;每基金单位的净资产值减 0.5% (赎回费)等于买入价。一般来说,卖出价比买入价高,卖出价比每基金单位的净资产值高,买入价比每基金单位的净资产值低。

(3) 封闭型基金价格的确定。封闭型基金由于其发行总额固定,存续期限亦固定,投资者不可要求基金公司赎回单位股份,也不可要求随时申购,为了满足投资者变现的要求,大多数国家或地区都允许封闭型基金上市。

封闭型基金价格主要有两种,一种是发行价格,一种是上市后交易价格。发行价格一般为基金面值,即平价发行,但由于市场供求关系的影响,也可以适当溢价或折价发行。平价发行时,可以附收一定百分比的手续费,如 2% - 5%,但不计入基金资产。

上市后的交易价格是不固定的,随行就市。取决于下列五个因素:

① 资产净值价。这是决定基金单位/股份价格的主要因素,就像任何交易物的价格主要取决于价值一样,因此,基金二级市场投资者应密切注意该项指标。

② 基金市场供求关系。投资者看好基金市场,但基金供给固定,价格就可能上涨;相反,基金供过于求,则价格下跌。

③ 股票指数等。基金主要投资于证券市场,是证券投资信托的一种形式。一般说来,股票指数、债券指数上涨,基金表现亦佳,价格就上扬;相反,则下跌。

④ 封闭期长短。通常,封闭期越长,价格可能越高;相反,则越低。因为基金封闭期越长,其性质愈接近股票,价格偏离价值的可能性就愈大。当然,风险也愈大。

⑤ 政府有关基金政策。比如,基金税收政策,对基金二级市场有较大影响。

开放型基金市场投机性很小,投资者或者其委托的私人财务顾问选择基金时的水平差别主要表现在投资所获利得上。选择较好的基金进行投资与选择较差的基金进行投资,所获利得上的差别非常大,所以不能因为没有投机刺激而忽视投资分析的重要性。封闭型基金市场投机性较大,二级市场上的投资者必须综合上述几个因素慎重抉择。

1998年初,我国发行了两只新的证券投资基金,即‘开元基金’和‘金泰基金’。这两只证券投资基金不采用溢价发行,而是按基金单位面值发行。基金单位的面值是人民币1元。每份基金单位的发行价格为1.01元,其中发行费用0.01元。发行费用在扣减基金发行中的会计师事务所审计费、律师签证费、发行公告费、材料制作费、上网发行费等后的余额计入基金资产。

2. 深圳证券交易所对该所上市基金的估值规定

(1)基金以每星期五为基金资产的估值日,如遇公众假日,则估值日提前到公众假日前一个交易日。

基金经理人和信托人应于每星期一公布上一估值日的每基金单位的资产净值。

如果基金投资所涉及的证券交易等在非法定的公众假日因故暂停营业,经理人可按前一估值日数据估值。如因任何经理人无法控制的原因致使经理人无法准确评估基金资产净值时,经理人在上述情形消除之前可以暂停估值。

(2)基金经理人应于每个估值日计算本基金的资产净值。该资产净值按已发行的基金单位总量平均分割,得出每基金单位的资产净值。该基金单位净值应计算至0.01元人民币,不足0.01元的部分四舍五入。

(3)资产净值的计算应根据一般公认会计准则,依下列会计公式计算:

基金资产值 = 基金资产总额 - 基金负债总额

(4)基金资产按下列原则估值:

①任何上市流通的有价证券以其估值日在挂牌的证券交易所的收市价计算;上市证券中未能在二级市场流通部分以其市值扣除按市值的当年年利率计算的年息(360天)计算。

②上柜交易的有价证券以估值日之经营该等有价证券买卖的证券商柜台(或交易中心)交易的收市价(或证券管理部门公布的该等有价证券在估值日的买卖中间价)计算。

③未上市证券以原始成本加上按360天分摊的年预测税后利润值计至估值日应能获取的利润数计算。

④前述原则规定之外的股权投资应按投资原始成本加上按360天分摊的该公司年预测税后利润值计至估值日应能获取的利润数计算,或者根据该公司年度审计报告,按投资比例乘以被投资公司最近一年度的年末净资产额计算。

⑤未到期之定期存款及未到付息日之活期存款以本金加计至估值日为止的应计利息额计算。

⑥未到期应付基金借款所发生的利息应计至估值日作为本基金的负债金额。

⑦外汇折算人民币的价格以估值日当日的外汇交易市场的买卖中间价计算。

⑧基金负债应包括基金信托契约规定的各项基金费用。

⑨前述‘预测税后利润’应以注册会计师审计结果为准,若无法审计的,应以经理人所作的该公司的可行性报告中的预测税后利润值为准。

3. 确定基金价格应注意的问题

(1)不同类型的基金证券转让价格的确定有何不同?基金证券转让价格的确定因基金类型不同而有差异。上市交易或柜台转让的基金,其价格由当时市价确定,可以说是竞价产生或由基金证券买卖双方协议产生。所以由基金管理机构赎回的基金证券价格就要视基金报价了。大多数基金公司按每基金单位的净资产值(NAV)报价,不收费基金的赎回基金证券价格就是NAV,收费基金的实际赎回价则是NAV减去一定比例的退出费。

(2)债券基金的价格为什么会出现波动?它受到哪些因素的影响?债券基金的买卖价格从长远的角度来看,比较稳定。但有时也出现波动,原因主要有:一是利率变动。一种债券如果其升值货币利率下降,该债券的价格就会上升;相反,如果升值货币利率上升,该债券的价格就会下跌。债券价格的波动必然会导致债券基金价格的波动。二是汇率变动。基金债券的计值货币如果上升,基金资产就会增加,基金的价格也会上升;相反,如果计值货币贬值,基金资产的价值就会减少,基金的价格就会下降。三是债信影响。根据债券发行者的债信可将债券划分为优质债券、次级债券、垃圾债券。债券发行者的债信变化会引起它所发行的债券价格的波动,进而导致债券基金买卖价格的变动。

(3)如何通过净资产价值计算和评估来判断基金投资的盈亏?

净资产价值是基金持份在市场上的价值,它会按投资的表现而涨跌,每天都不相同。那么,净资产价值是如何计算出来的呢?请看公式:

净资产价值 = 净资产总值 / 发行在外的股份(或单位)总数

净资产总值 = 基金总资产价值 - 总负债

其中总负债主要是基金付给经理公司的经理费、付给保管机构的保管费等其它必要的开支。投资基金总资产价值,是按基金投资组合中的现金、股票、债券及其它有价证券的总实现价值计算得来的。

一般,基金持有的上市公司股票的价值,是以计算当日股市的收盘价格为准计算。公债、公司债及金融债券,凡是上市的,都按计算日的收盘价为准,没有上市的,则以面值加上至计算日为止的应收利息为准。

基金中的短期票据,则以买进时的成本,加上至计算日为止的利息成本为计算标准。如果恰好是基金发放利息和股息的时候,总资产价值还要扣除应发放的利息、股利的总值,这样才能较为准确地估算出净资产总值。

不管怎么说,只要基金的经理人员投资得当,投资组合中的股票和其它资产就会增值,基金的净资产价值就会因此而提高。反之,如果投资决策失误,基金的净资产价值就会往下降。基金投资是盈还是亏,就要看基金的净资产价值是增值了还是跌价了,经过一段时间的跟踪观察,大体上就可以看出基金的大致表现,一般说来,基金的净资产价值是随股市的态势而变动,一个好的基金,在股市多头时,其净资产价值的涨幅可能会高于股价指数的涨幅,碰到空头市场,跌幅则小于指数的跌幅。

此外,基金持份的交易价格是按基金净资产价值作为计价标准的,投资者欲购买经理公司的受益凭证,是以当日前一天的基金净资产价值,再加上手续费为价格标准的。而当投资者要求公司买回他的基金持份时,他所持基金的卖价则是交易日前一日的净资产价值再减去手续费而得的。所以买卖基金持份时,投资者务必搞清楚,净资产价值和买价、卖价到底是多少钱,否则亏了钱也找不到亏的原因。

(4)对基金单位所含的净资产值(NAV)如何具体进行科学计算？

NAV 是英文 Net Asset Value 的缩写,意指净资产价值,是某一时间点上某一投资基金每一单位(或每一股份)实际代表的价值估算。

我们知道,投资基金是集聚众多投资者资金又分散投资于金融市场的各种金融工具。而在证券市场上,股票、债券等金融工具行情在不断变动,时升时降,基金的资产价值必定也随证券市场行情变动而增值或遭损。因此,对于基金在某一时间点的净资产价值(NAV)估算就显得非常必要了。

NAV 的估值方法是:当天的总资产扣除负债后所得的净额除以发行在外的股份数或受益凭证单位数。用公式表示就是:

$$NAV = (\text{总资产} - \text{总负债} - \text{有关费用}) / \text{股份总数}$$

现举一简单例子演算:若一公司型投资基金股份为 2000 股,每股面值 5 美元,一个月后,投资国外各种股票共 800 股,按当时市价计算总额为 15000 美元,则投资基金每股净资产值(NAV)为 7.5 美元(15000 美元/2000 股),NAV 增长 50% [(7.5 - 5) / 5 × 100% = 50]。这里涉及基金资产的价值计算方法。我国台湾地区颁布的《证券投资信托基金管理办法》中规定基金资产的计算方法如下:

①上市股票:以计算日集中交易市场的收盘价格为准。

②公债、公司债及金融债券:已上市的,以计算日的收盘价格为准;没有上市的,在证券商营业处所买卖的以计算日台北市证券商同业公会公告的参考价格为准;其它的则以其面值加计到计算日时应收的利息为准。

③短期票券:以买进成本加计自买进日起到计算日止应收的利息为准。

其中第 1、2 项中,若规定的计算日没有收盘价格或参考价格,则以最近的收盘价格或参考价格代替。各个基金的 NAV 情况一般都在公开发行刊物上载明,投资基金管理机构或者每天公布 NAV,或者事先规定 NAV 估值日。NAV 是投资者评估基金表现的一个重要工具,NAV 上升,意味着投资基金投资组合中的各类股票、债券及其它金融工具在增值;NAV 下降,则含义与上述相反。

(5)如何根据基金的净资产值来合理确定基金单位(基金证券或受益凭证)的内在价值和交易价格？

基金的净资产值是衡量一个基金经营好坏的主要指标,也是基金单位买卖价格的计算依据。根据规定,基金经理公司须在每一营业日计算并公布基金净资产值。基金净资产价值总额,按一般公认会计原则,以基金总资产价值扣除负债计算。其计算方法是:

①上市股票、公债、公司债、金融债等:以计算日证券交易所的收盘价格为准。

②未上市公债及金融债券:以其面值加计至计算日应收的利息为准,投资所产生其它利息或收益时,应予列入资产价值内。

③短期票券:以买进成本加计自买进日起至计算日止应收的利息为准,投资所产生其它利息或收益时,应予列入资产价值内。

④若第 1 条规定的计算日无收盘价格,则按其前日的收盘价格计算

⑤现金与相当于现金的资产、应收款项、已付(如果其未在前计算日或其前扣除的话)及迟延履行应列计其全价或市价。

⑥经理公司会同会计师如认为有任何资产可能无法全部收回时或基金有或将有负债时,

可以预留适当的折价或提列准备。

⑦尚未履行的资产取得或处分契约,应视同已履行。

⑧债务应包括依信托契约规定至计算日止对保管公司或经理公司应付而未付的报酬。

⑨债务应以逐日提列方式计算。

⑩如遇特殊情况而无法或不宜依上述标准确定净资产价值时,经理公司应依照主管机关规定办理。

每个受益权单位净资产价值,以计算日的基金净资产值总额除以已发行在外的受益权单位总数,计算至市值分单位,不满一分者四舍五入。

但如果与基金资产有关的证券交易所不是因为法定假日而停止营业,或证券交易受限制而暂停,或通常使用的通信中断,或非经理公司所能控制的其它事由发生导致不能计算基金资产价值或计算有实质困难的话,经理公司可以暂停计算基金净资产价值。基金净资产值是基金单位价格的内在价值,因此,基金单位价格与其净资产值一般是趋于一致的,净资产值增长,基金单位的价格也跟着增长,特别是开放型基金,基金单位的认购或购回的价格都是直接以净资产价值计价。但是,有时二者也会产生偏离。由于封闭型基金是在证券交易市场上市,其价格除了受净资产价值影响外,还要受到市场供求情况、经济形势、政治环境等多方面因素影响。因此,二者不可避免地会产生偏差,有时甚至是反向趋势。

(6)正确认识基金净资产值所含的‘水分’。就基金净资产价值来看,由于基金投资的各种有价证券,特别是股票的市场价格与其内在价值常常背离,因此建立在这一基础上的基金净资产价值必然含有‘水分’,尤其是在股市大起大落之时。从这个意义上说,基金净资产价值并不能真正反映某个基金的资产拥有情况。所以,对于各种基金的净资产值的多寡孰好孰坏的评判标准,主要应该根据以下几个标准来看:

①基金投资的有价证券质量。如果投资者想购买的基金所选择的投资对象为收益稳定、市场价格波动幅度小的有价证券时,基金净资产值当然越高越好。

②基金投资的目的在于获利,其中资本利得是不可忽视的因素,这项收入本身就靠有价证券在‘低进高出’获取的。从这一标准看,基金净资产值中‘水分’太小也是不行的,在此情况下,基金的净资产值应该在资产结构,特别是有价证券组合结构方面常有变化。这种变化表明基金的操作者在证券投资方面比较注意有价证券的市场价格变化,在投资中采用了比例较大的短线作业。

二、影响投资基金价格的因素

1. 主要因素

基金资产净值是基金单位价格的内在价值。因此,基金单位价格与其资产净值一般是趋于一致的。资产净值交易市场上市,其价格除了受资产净值影响外,还要受到市场供求情况、经济形势、政治环境等多方面因素的影响。因此,二者不可避免地会产生偏差,有时甚至是反向趋势。

就基金资产净值本身来看,由于基金投资的各种有价证券,特别是股票的市场价格与其内在价值常常背离,因此建立在这一基础上的基金资产净值必然含有‘水分’,尤其是在股市大起大落之时。一般来说,在‘牛市’的时候,基金投资组合中股票的成份越多,资产净值‘水分’就

越大;反之,在‘熊市’的时候,资产净值的‘水分’因素就相对小一些。若从投资的收益风险角度看,基金资产净值中‘水分’越大,收益与风险就同时递增。通常地讲,影响基金资产净值的因素也就是影响基金单位价格的因素,主要有以下两个方面:

(1)基金投资的有价证券的质量。基金的净资产价值随股市的态势而变动。一个好的基金,如果其基金管理人投资得当,则在股市多头时,其净资产价值的涨幅可能会高于股价指数的涨幅;碰到空头市场,跌幅则小于股价指数的跌幅。

(2)基金管理人的管理水平。基金的投资目的在于获利,其中资本利得是不可忽视的因素。如果基金的操作者在进行证券投资时,比较注意有价证券市场的价格变化,在资产结构,特别是有价证券组织结构方面常有变化,在投资中采用比例较大的短线投资方式,从而依靠“低进高出”赚取较高的资本利得收入。

封闭式基金上市后,其交易价格除受基金资产净值的影响外,还要受到以下因素的影响:

- ①基金市场供求关系;
- ②股票指数等;
- ③封闭期长短;
- ④政府的有关基金政策。

总之,封闭式基金市场投机性较大,交易价格不固定,随行就市,所受的影响因素较多。

2. 基本因素

(1)经济周期对基金价格的影响。经济周期的变动对基金价格变化将产生重要影响。若经济发展由危机转为复苏,投资者会预测投资于基金的收益将会提高。因为基金投资在各种不同的金融商品上的收益提高了,所以基金价格将会上升。相反,经济发展由高涨期步入萧条期,甚至进入危机期,由于基金投资在各种金融商品上的收益下降,将导致基金价格不断下降。所以投资者应学会根据经济发展周期的变化,适时选择投资于基金的最佳时机。

(2)利率政策对基金价格的影响。利率政策变化对基金价格的影响主要表现在由于利率高低的改变,将影响投资者的投资选择。若市场利率提高,存款这种方式对投资者来说可能带来更多的收益,他就可能会减少对基金的投资而转向存款,这就会导致基金价格的下降。同时由于利率上升,企业的借款成本将提高,若销售价格不变,企业的利润将由于借款成本上升而下降,这样基金投资在企业发行的有价证券如股票或直接投资在实业获得的收益将下降,同样会带来基金价格的下跌。相反,市场利率下降,基金的价格就可能会上升。所以投资者必须密切注意国家利率政策的变化。

(3)货币政策对基金价格的影响。货币政策是中央银行对信贷规模、货币供求量进行调节的方针政策。货币政策的宽松与紧缩将对基金价格产生影响。例如,当经济发展中出现了不稳定因素,如市值不稳、物价上升过快等情况时,中央银行为防止这种非良性循环的出现,必定采取紧缩的货币政策,而紧缩的货币政策的实施将会影响企业的生产、销售,导致企业利润的减少。而基金投资的利润也会随之下降,投资者投资基金所获的收益也就会减少,这样,基金价格将会下跌。反之,中央银行实行扩张的货币政策,最终将导致基金价格的上升。投资者在投资过程中,要密切注意中央银行货币政策的改变。

(4)财政状况对基金价格的影响。财政收支状况无非有三种情况:第一,财政收入大于财政支出,有财政节余;第二,财政收入等于财政支出,财政收支平衡;第三,财政收入小于财政支出,有财政赤字。尤其是出现财政赤字状况,对基金价格影响较大。其主要原因是出现财政赤

字,若以发行货币方式弥补,极有可能引发通货膨胀,而通胀将会影响投资者基金的获利水平,导致基金价格下降。同时,由于通胀影响到企业的生产与流通,影响企业的利润水平,使基金投资获利水平下降。投资者投资于基金的收益减少,基金价格也会下降。

(5)基金市场的供求状况对基金价格的影响。作为一种投资工具,基金的供求对价格的影响与其它金融商品价格与供求的关系是一样的。若基金的供应增加,而需求在减少,基金价格将会下跌;反之,若基金的供应减少,需求不变甚至于增加,基金价格将会上升。

(6)通货膨胀对基金价格的影响。通货膨胀是因为纸币的供应量大于需求量引发的物价上升,货币贬值的现象。发生通货膨胀,尤其是严重的或恶性的通胀,对投资于基金的投资者来说,最不利的影响是导致投资收益的下降,特别是对于投资于货币市场基金或债券基金等固定收益基金的投资者来说,尤为不利。为了保证投资收益不下降,投资者应注意调整自己的投资组合,转投资于股票基金或者其它投资,以增加名义收益额,尽可能维持实际收益水平,避免因较高通胀而导致收益水平的下降。所以投资者还要注意通胀率的变化。

除了上述因素外,还有其它不少因素也会影响到基金价格及其变化。例如,政治局势的稳定与否,汇率的变化,商品市场状况,投资者的投资心理变化等等,这些因素是投资者在投资基金过程中应该密切关注的,尽可能地了解、分析这些因素的变化及其对基金价格的影响,适时地调整自己的投资组合,以降低投资风险,获取较高投资收益。这里还需要强调的一点是,基金不同于股票,不能将基金当作股票来买卖。这里提及的对基金价格的分析与预测方式与对股票行市的分析与预测方法有类似之处,也只仅局限于封闭式基金。因为封闭式基金可以上市挂牌交易,则它的价格在一定程度上受到市场力量及其它各种因素制约决定,所以在这一点上看类似于股票价格的决定及变化,才可以运用基本因素和技术分析等方法对基金价格进行分析预测。

(7)除基本因素的影响外,上市交易的基金价格还会受到资产净值、封闭期长短、基金市场供求关系的影响。一般说来,封闭期越长,价格可能越高,因为封闭期越长,其性质愈接近股票,价格偏离价值的可能性就愈大。

(8)在我国,由于交易所与证券交易中心的差别,使各地基金价格也会出现较大差异,如上海的久盛基金和武汉的昌久基金同为江西基金,两者在投资经营与收益上相当,但价格相差却较大,以下因素的分析或许能说明中国基金市场的特殊之处。

①交易市场自身发展状况是形成基金价格差异的最根本因素。一个经验丰富,运作规范,交投活跃的市场是基金交易活跃的保证。沪市已有5年的发展积累,有了相当的市场基础和其它物质基础,交易方式完善,有国际先进的卫星通讯网技术传递资料,行情提示迅速,市场规模宏大,已成为全国性证券市场。

②投资者是影响基金价格的最直接因素。投资者的数量和成份决定了市场的活跃程度,基金投资者的数量决定基金交易量,只有达到一定的交易量,基金交投才能活跃,基金价格才有上升的可能。如由于国内大多数投资者对武汉市场不甚了解,市场拓展不力,开户人数明显低于沪市,投资者队伍较小,且基金交易缺乏大券商和机构投资者的参与,使基金交易量很小,价格僵持。操作上,即使偶尔有主力做庄,往往也是虎头蛇尾,散户对主力操盘较为胆怯,难以形成基金交易的高潮。沪市由于其会员单位遍布全国,投资者人数众多,市场活跃,资金雄厚的机构投资者和个人投资者以其资金大量购买基金,对基金价格上涨起推动作用。

③市场是否具有较强的投机性。投机是证券市场的一个重要属性,大多数投资者关心的

并不仅仅是红利收入,还包括资本的增值。他们在基金交易中低价买进,高价卖出,从价格变动中获取差价,目标是差价收入的最大化并愿意为此而承担风险。这种一定程度上的投机行为活跃了市场,使基金价格的上升成为可能。沪市基金市场之所以具有较强的投机性在于它的炒作题材和想象空间及主力庄家的介入。长期以来,沪市股票交易占主导地位,股票与基金在收益上的差异,使沪市基金在价格定位上具有可比性,想象空间很大,人们对《投资基金管理办法》、《中外合作基金管理条例》等有关法规的期待,更是支持基金价格走强的重要因素。例如沈阳基金在上涨过程中,关于上海三只教育基金即将上市的炒作起了一定的推波助澜作用,而久盛等小盘基金被炒到5元以上则是小盘基金可能扩募的影响所致。由于投资者十分自觉地到处发掘可能会给他们带来丰厚利润的潜在热点,主力操盘者正是利用人们对市场热点题材的追求,以大手笔领先一步介入了比股票更具投资价值的基金,这样的市场号召力当然会激发散户投资者一浪高于一浪的入市冲动,使基金价格急剧上升。

④资金因素。资金对基金市场的影响是显而易见的。只有在充裕资金的保证下,投资者才能踊跃购买,基金价格才可能上升。沪市潜在的资金自给能力十分巨大,具体表现在券商和机构手中的巨额游资不时进出市场,游资的高成本决定了游资只能在高风险的投机中追求高额利润。当沪市基金的投机价值被发现时,游资的风险责任虚置决定了游资在这种气氛下对其进行炒作,以获取高收益,从而造成沪市基金价格的不断上涨。

⑤信息披露与宣传力度的影响。基金投资者是基金的受益人,基金管理人定期向公众报告经营业绩,并及时披露变动着的宏观环境对公司经营的影响,即合情合理,也是法律之要求。沪市基金在信息披露方面做得较好,同时,沪市基金利用报纸等传媒加强自身的宣传报道,与投资者紧密相连,成为基金市场的明星。正是这种‘明星’效应,使得投资者积极购买,促进了沪市基金价格上扬。

造成不同市场基金价格差异的原因是多方面的,这些因素相互影响,相互联系。基金投资、投机价值能否为人们发现利用,除基金自身提高经营业绩外,还有赖于成熟的市场和它条件的不断完善。

第二节 投资基金风险分析

一、衡量基金风险的指标

所谓风险,是指价格或投资总回报率的波动。它有两方面的含义:一方面,价格下跌或投资总回报率降低,可以使投资者遭致损失。另一方面,价格上升或投资总回报率的提高,对于那些未持有证券或基金份额的投资者来说,也是一种损失。这后一种损失常常为许多投资者所忽视。实际上,对证券市场和基金市场的长期研究表明,后一种损失往往更大。试想,如果错过了价格上升的时机,剩下的就只有价格持平或价格下降的机会了。即使价格持平,考虑到年复一年的通货膨胀率,其真实的投资利润率必将是负数。

定量计算基金的风险,对投资者来说,是十分必要的。用统计学上的不同方法,计算基金风险的指标有两种:一种是贝它(Beta)系数;另一种是标准差。

1. 贝它(Beta)系数

开放式基金,常以其投资回报率的波动程度来表示其风险。既然是波动,就必然有一个参照标准。贝它系数正是以股市大市作为参照标准来衡量股票基金风险的一个指标。

基金的贝它系数,反映了基金投资回报率的变化与股市大市指数变化之间的关系。即指数每增加或减少 1%,基金投资回报率将增加或减少幅度。

(1)根据定义,将股市大市的贝它系数设定为 1,那么,某一基金的贝它系数可能有几种情况:

①基金的贝它系数等于 1。表示该基金的风险与股市大市一致,大市指数增加或降低某一定的百分比,该基金的投资回报率也将上升或下降同一百分比。

②基金的贝它系数大于 1。表示该基金的风险高于大市。贝它系数越高,风险越大。如果某基金贝它系数为 3,表示如果大市指数上升 1%,该基金的投资回报率将上升 3%;反之,如果大市下降 1%,该基金的投资回报率也将下降 3%。

③贝它系数小于 1。表示该基金的风险小于大市的平均风险。贝它系数越接近于 0,风险越小。假设某基金的贝它系数为 0.2,那么大市上升或下降 1%,该基金的投资回报率只上升或下降 0.2%。

④贝它系数为 0。表示该基金的投资回报率与所选定作为参照标准的大市毫无关系。例如,某一货币市场基金的贝它系数就可能为 0,因为它与股市变化毫无关系。

⑤贝它系数为负数。表示基金投资回报率的变化与所选定作为参照标准的大市变化方向正好相反。大市上升,该基金回报率下降;反之,大市下降,该基金回报率则上升。例如,某些贵金属基金,其相对于股市的贝它系数,可能就是负数。

在实际计算时,常选用 36 个月的基金每月投资回报率和每月指数升跌的百分比来计算贝它系数。时间太长或太短都不能准确反映基金的贝它系数。

表 3.3.1 列举的是由美国辰星公司计算的美国各类基金的贝它系数和标准差,截止日期为 1992 年 12 月 31 日。

表 3.3.1 各类基金的风险

基金分类	标准差	贝它系数
(一)一般股票基金		
(1)突出成长型	6.3%	1.19
(2)小型公司	5.9	1.16
(3)成长型	4.7	1.01
(4)成长收益型	4.0	0.87
(5)收益型	3.4	0.76
(二)其他股票基金		
(1)健康保健部门基金	6.4	1.17
(2)贵金属基金	6.3	-0.01
(3)自然资源基金	4.2	0.73
(4)公用事业基金	4.2	0.63
(5)可转换证券基金	3.1	1.29
(6)公用事业基金	3.0	0.51
(7)平衡基金	2.9	0.64
(8)资产分配基金	2.7	0.53

(2) 贝它系数是一种应用较早的指标,但它存在一些不可克服的缺点,因此,近年来受到了很多批评。

① 贝它系数所反映的风险,只是基金的市场风险,而不是其全部的风险。

② 贝它系数不能用来衡量与股市无关或关系不密切的基金的风险。如债券基金和货币市场基金等。

③ 在衡量某些专门化的基金时,贝它系数不能说明事实的真象。由于专门化基金常集中投资于某一行业,其分散化程度低,风险常较大。而贝它系数常常很低,不能反映其真实的风险。从表 9-1 中就可以看出,风险通常较高的部门基金,其贝它系数比风险较低的收益型基金的贝它系数还要小。

④ 贝它系数在衡量国外基金时不起作用。因为国外的股市与国内股市指数的变化几乎毫无关系。

⑤ 由于指数选择不同,贝它系数也不同。同一股市中常有多个指数,同一基金以不同的股市指数为标准,结果将大不相同。

⑥ 贝它系数并不完全可靠。例如,某一贝它系数为 2 的基金,当大市上升 1% 时,其回报率不一定能相应上升 2%,甚至可能下降。美国芝加哥大学的两位教授 Eugene Fama 和 Kenneth French 在这方面提出过令人信服的证据。

2. 标准差

正是由于贝它系数的诸多缺点,在衡量基金风险时,现在更多的是使用标准差这一指标。标准差,也称“根方差”,是一个数理统计学上的概念。简单地说,标准差,就是一组数据中的任一随机值与该组数据平均值之差。换句话说,基金的标准差,反映了某基金任一投资回报率与其平均回报率的差,标准差在衡量基金投资回报率时的参照标准是该基金的平均回报率。

(1) 标准差,作为衡量基金风险的指标,有以下好处:

① 标准差可以反映基金的全部风险。如公司风险、市场风险、利率风险等,是基金风险的综合体现。

② 标准差可用于衡量各类基金。如股票基金、债券基金、货币市场基金、国外基金等。

③ 能真实反映专门化基金的风险。无论基金的分散投资程度如何,标准差均可以真实反映其风险。即使是单一的股票或债券,其风险也可用标准差来反映。

④ 便于基金风险的比较。无论是哪一种基金,或者是证券及指数,都可以计算出标准差,从而进行横向比较,使投资者清楚地了解它们的风险。

(2) 标准差的计算公式在一般的数理统计教材中均可找到,下面我们列出其计算步骤,使未学过数理统计的投资者也可自行计算。

表 3.3.2 列举了某年 12 个月份 A、B 两基金的月投资回报率及某指数月涨跌百分比。

表 3.3.2 月回报率的标准差

			月回报率
月份	某股市指数	A 基金	B 基金
(1)	6%	10%	3%
(2)	3	-6	2
(3)	2	11	-1
(4)	-4	2	-1

(5)	-1	-7	2
(6)	2	-1	1
(7)	3	10	-2
(8)	6	3	3
(9)	3	-2	2
(10)	-3	5	-2
(11)	-1	5	-1
(12)	1	2	-1
标准差	3.04%	5.72%	1.19%

以表 3.3.2 中 A 基金的数据为例。

①将 A 基金 12 个月的月回报率列表 3.3.3,共二行,第一行为 A 基金的每月回报率乘以 100,第二行为 $\frac{1}{2}$,如果是以 24 个月的资料来计算,第二行则为 $\frac{1}{24}$,依此类推。

表 3.3.3 A 基金 12 个月的月回报率

10,	-6,	11,	2,	-7,	-1,	10,	3,	-2,	5,	5,	2
$\frac{1}{12},$	$\frac{1}{12},$	$\frac{1}{12},$	$\frac{1}{12},$	$\frac{1}{12},$	$\frac{1}{12},$	$\frac{1}{12},$	$\frac{1}{12},$	$\frac{1}{12},$	$\frac{1}{12},$	$\frac{1}{12},$	$\frac{1}{12}$

②将表 3.3.3 中第一行的数字与第二行相应的数字相乘,再加在一起得一数值 X,并求出 X²。

$$X=10\times\frac{1}{12}+(-6)\times\frac{1}{12}+11\times\frac{1}{12}+\cdots+5\times\frac{1}{12}+2\times\frac{1}{12}=\frac{32}{12}$$
$$X^2=(\frac{32}{12})^2=\frac{1024}{144}$$

③将上表 9-3 第一行的数字的平方与第二行相应的数字相乘,再加在一起,得一数值 Y

$$Y=10^2\times\frac{1}{12}+(-6)^2\times\frac{1}{12}+11^2\times\frac{1}{12}+\cdots+5^2\times\frac{1}{12}+2^2\times\frac{1}{12}=\frac{478}{12}$$

④Y-X² 得一数值 Z

$$Z=\frac{478}{12}-\frac{1024}{144}=32.72$$

⑤求 Z 的平方根,再除以 100 即为标准差

$$\text{标准差}=\frac{\sqrt{32.72}}{100}=\frac{5.72}{100}=5.72\%$$

依上述步骤计算 A、B 基金及股市指数的月回报率标准差分别是 5.72%、1.19% 和 3.04%。数字越大,表明基金的回报率波动越大,风险也越大。比较 A、B 基金及股市指数,其标准差的大小与其回报率的波动情况是一致的。

据美国的基金研究表明,较保守的股票基金的标准差通常低于 3.5%,而进攻性较强的股票基金的标准差可能达到 6% 及以上。表 3.3.1 列举了相关的数据。

标准差为 0,表示某基金的回报率每月保持一致,毫无波动和风险。但这样的基金几乎是找不到的。

根据基金的标准差,可以大致估计该基金回报率波动的范围。如 A 基金的月标准差为

5.72%，再用第四章介绍的方法计算出其月平均回报为 2.5%，那么，在约 $2/3$ 的时间里，A 基金的月回报率的波动范围是 $-3.22\% \sim 8.22\%$ ，下限是基金月平均回报率减基金月标准差，上限是基金月平均回报率加基金月标准差。

如果将上述基金月回报波动的范围的上下限再加上和减去一个标准差，即将波动范围扩大为 $-8.94\% \sim 13.94\%$ ，那么，该基金在约 95% 的时间内将在这个范围内波动。对照 A 基金某年 12 个月的月回报率，100% 的时间是在 $-8.94\% \sim 13.94\%$ 范围内波动，约 53% 的时间是在 $-3.22\% \sim 8.22\%$ 的范围内波动。

实际的计算中，常选用 36 个月的数据来计算基金的月标准差。如果基金历史较长，也可计算其年标准差，所取年限通常应在 15 年以上，方法与月标准差的计算方法是完全一样的。

3. 基金市盈率

基金的平均市盈率也可以作为衡量股票基金风险的一个指标。在横向比较时，原则上说，平均市盈率越高的基金，风险越大。各类基金的市盈率可能小于 10，也可能比 30 更高。在纵向比较时，同一基金的市盈率有时高，有时低，原则上，市盈率高时，风险更大。基金市盈率相对于大市平均市盈率的倍数，也可反映基金的风险。例如，某一时刻，大市平均市盈率为 20，某基金平均市盈率为 30，那么，倍数为 1.5。一般来讲，市盈率倍数越高，风险越大。

4. 现金持有比率

现金持有比率是基金某一时刻持有的现金占其总资产的比例。基金的现金持有比率各不相同，有的可高达 40%，有的则为 0。原则上讲，现金持有比率越高，风险越小。

二、风险与业绩的关系

风险与业绩的关系，是一个十分令人感兴趣的问题。几乎每一个投资者都希望找到一种完全没有风险但却有着较高投资回报率的基金。但现实中，有这种可能吗？自 80 年代兴起的“有效市场理论”，对风险与业绩的关系问题，提供了较充分的证据和答案。

1. “有效市场理论”

又称“有效市场假设”。根据这一理论或假设，当市场效率充分的情况下，市场上的商品都将按其实际的价值定价，不存在价格高于或低于其价值的商品，市场处于均衡状态，任何获利的可能性都不存在。以股市为例，来具体说明这一理论。

股市效率的研究始于 60 年代，美国芝加哥大学是这方面的先驱。通过研究，得出的观点是：一般来说，股价是正确定价的，不存在连续获得意外投资回报的可能。

早期的研究集中于对过去股价的研究，得出的全面结论是：股价的长期运动是随机的。这意味着，研究股价过去的运动是没有意义的，投资者不可能从中找到规律。

后来，又研究了各种公开信息（如公布的股利、利润率、市场利率等）对价格的影响。结论是：根据对这些信息作出及时的反映，很难获得超过大市平均水平的投资回报率。

另外，还对基金进行了研究。看是否有基金获得较高的投资回报率而同时风险较低？结论是否定的。获得较高回报率的基金，风险也相应较高。

根据上述的“有效市场理论”，我们可以说，如果证券市场是效率充分的市场，那么，无论是股票、债券或基金投资，获取高回报率的必要条件是冒高风险。

证券市场的效率是在不断的发展中得以提高的。过去的证券市场的效率较低，依靠某些

不为大多数人知晓的证券分析方法常可以获取很高的回报。但现今情况已大不相同,现代的通讯技术使得信息传播的速度大大提高,投资者素质也大不相同,几乎所有的人都可以熟练应用各种证券分析方法。这两方面的原因,使当今的成熟的证券市场的效率已相当充分,很难再依靠证券分析方法或抢先一步得知消息来获取高额利润。

但是,现今的证券市场的效率并非是完全充分的。市场效率不充分的例子也不少,如某些发展中的证券市场,或者,一些交易不活跃未被充分研究的证券等。在这些效率不充分的市场或证券投资中,依靠内幕消息和证券分析方法依然有很大的优势,往往可以获取高额的利润而同时风险较低。这就是某些个人投资者或基金可以创造很高回报率的原因。

图 3.3.1 展示了市场效率充分和市场效率不充分的两种价格运动模式。

图 3.3.1 中的实线代表价值,虚线代表价格。

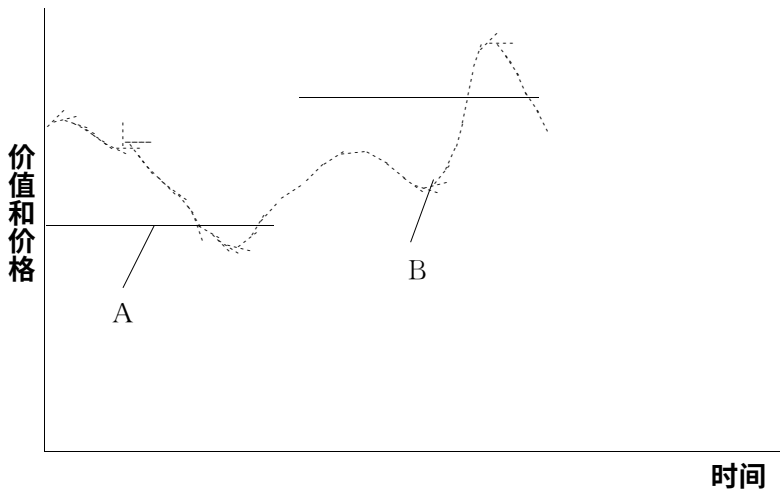


图 3.3.1 效率充分和不充分的市场价格

A 市场是效率充分的市场,其价格与价值总是相同,故 A 市场的价格曲线与价值曲线重合。在 A 市场中,不存在投机获利的可能性。

B 市场是效率不充分的市场,其价格围绕价值上下波动。在 B 市场中,当价格低于价值时买入,当价格高于价值时卖出,就可获取利润。

2. 风险调整后的回报率

将第五章的业绩指标与本章中风险指标结合起来,还可以得到一个相当有用的指标——风险调整后的回报率。它反映了单位风险带来回报率。

假设 A 基金的月平均回报率为 2.5%,月标准差为 5%,同期无风险的短期国库券的月平均回报率为 0.5%,那么:

$$A \text{ 基金风险调整后的回报率} = \frac{2.5\% - 0.5\%}{5\%} = 0.4$$

风险调整后的回报率用于基金间的比较,是相当有意义的。它兼顾了回报率与风险两方面的因素。在比较两个回报率相同而标准差不同的基金时,或者在比较两个标准差相同而回报率不同的基金时,以及在比较两个标准差和回报率均各不相同的基金时,运用风险调整后的回报率这一指标,其间的差别和投资价值就会一目了然。

第三节 投资基金费用支出分析

本节介绍基金费用的构成和种类。由于我国的基金发展尚处于起步阶段,基金费用也无规可循。本节参照美国共同基金的收费情况来作一介绍,相信对投资者及我国基金业的发展也是有益的。

一、基金费用种类

基金的费用大体上有销售与服务费用、管理费用和交易费用三种。

1. 销售与服务费用

是指发行基金份额和提供各项服务而向投资者收取的费用。按美国共同基金的惯例,这种费用包括以下几项:

(1) 前期费用。

基金的发行有两种方式:一种是由基金公司直接向投资者销售;另一种是通过承销商(通常由多个承销商组成的承销团)间接向投资者销售基金份额。收取的前期费用,主要用于支付给承销商。而采用直接销售的基金,一般不收取此项费用。

前期费用是在投资者购买基金份额时一次性收取的,在投资者持有份额期间不再收取此项费用。但如果投资者将持有的基金份额卖出后又重新购买时,仍需支付此项费用。

此项费用的收取方式是按投资金额的一定比例收取的。大约占投资金额的 4%~5%。此项费用的最高比例为 8.5%。例如,某基金的单位净值为 20 元,前期费用率为 5%,那么,投资者购买该基金份额的单位价格将是 $20 \times (1 + 5\%) = 21$ 元。

同一基金的前期费用率通常不是固定的,一次性购买金额越大,费用率越低。

当投资金额超过 100 万美元时,将不收取前期费用。这一措施特别有利于大额投资者。但小额投资者也可从中间接受益。因为能吸引许多大额的投资者,必然会扩大基金的规模,从而产生规模效益。例如,减少了单位基金分摊的广告费等固定费用。

(2) 12b-1 费用。

是指美国证券交易委员会 1980 年核准的 12b-1 规则中容许收取的费用。12b-1 规则允许基金动用一部分基金资产来促进基金的市场销售,吸引更多的投资者。此项费用通常包括推广基金的广告费、宣传费、支付给承销商的服务费等。其最高限额为基金净资产的 1%,每年收取一次。

并不是所有的基金都收取此项费用,有的基金完全不收取此项费用,有的则将此项费用的比例限制在基金净资产的 0.25% 以下。

(3) 后期费用。

是基金公司在投资者赎回基金份额时向投资者收取的费用。其方式是按赎回金额的一定比例收取。此项费用也通常是那些通过承销商间接销售基金份额的基金公司才收取的。直接销售基金份额的基金公司一般不向投资者收取此项费用。

收取此项费用的目的是为了保障承销商的利益。如果投资者持有基金份额的年限足够长,承销商就可以从每年收取的 12b-1 费用中得到补偿,但如果投资者持有基金份额的时间很短,承销商提供的服务就难以得到补偿。正因如此,此项费用的费用率是不固定的,投资者持有时间越长,费用率越低。

投资者持有基金份额的时间超过 5 年,赎回时就不必支付此项费用。这一措施对长期持有的投资者很有利,也说明基金公司希望投资者长期持有该公司的基金份额。

(4) 其他销售与服务费用。

①赎回费用。此项费用是在投资者赎回基金份额时按赎回金额的一定百分比向投资者收取的费用。与后期费用不同,赎回费用的费用率是固定的,且较低,约为 1%。其目的是为了使投资者不要在买入基金份额后很快就赎回。此项费用的收取并不普遍,大多数基金不收取此项费用。

②再投资费用。大多数基金允许投资者将基金派发的红利按基金的单位净值购买新的基金份额,而不再收取新购买份额的前期费用。但有少数基金对此要收取一笔数量不大的固定金额的费用,称为“再投资费用”。

③转换费用。大型的基金集团同时管理着若干个基金,在这些基金之间,投资者可以自由地从一个基金转移到另一个基金。进行基金转换时,大多数基金公司不向投资者收费,而一些基金公司则向投资者收取一笔数量不大的固定金额的费用,称为“转换费用”。

(5) 弹性收费。

是 1988 年由美林公司(Merrill Lynch)最先使用的。所谓弹性收费,并不是一种新的独立的费用,而是一种收费方式。

实行弹性收费的基金,通常为同一个基金设计 A、B 两种不同的收费方式,供投资者自由选择。

A 种收费,包括前期费用和 12b-1 费用。

B 种收费,包括后期费用(或赎回费用)和较 A 种收费比例更高的 12b-1 费用。

A、B 两种收费,对不同投资额和持有时间的投资者来说,利弊是不一样的。一般来说,大额投资者更适合于选择 A 种收费。因为当投资额达到一定限额时,A 种收费中的前期费用是可以免除的。而打算持有基金份额时间为 5 年左右的投资者,选择 B 种收费更合适。因为 B 种收费中没有前期费用,而随着时间的推移,B 种收费中的后期费用率是逐年缩小,甚至完全免除的。但打算更长期限的持有基金份额时,选择 B 种收费未必有利。因为 B 种收费中的 12b-1 费用率较 A 种收费更大,而 12b-1 费用是每年都要收取一次的。

2. 管理费用

(1) 管理费。

主要是支付给直接管理基金的基金经理及投资顾问。它每年按基金净资产的一定百分比提取一次,约占基金净资产的 0.4%~1%。一般来说,基金越大,费用率越低。同一基金,通常会承诺当基金规模达一定限额后,减少其管理费用率。

(2) 保管费。

主要用于支付给基金的保管人。它也是每年按基金净资产的一定百分比提取一次,费用率通常为 0.2% 左右。

(3) 其他费用：

- ①投资者服务费；
- ②会计、审计费；
- ③律师费；
- ④贷款利息；
- ⑤董事费。

3. 交易费用

指基金进行证券交易支付给证券经纪商的代理费。一般来说,基金周转率越高,交易越频繁,交易费用率就越高。

二、标准费用表

标准费用表是基金定期公布的‘公开说明书’中的一个重要部分。在美国,自 1988 年起,证券交易委员会规定所有的基金都必须定期公布格式统一的标准费用表。表 3.3.4 就是一个假设的标准费用表,其中列举了两个假设的基金—— A、B 基金的各项费用。

表 3.3.4 基金费用表

(一)投资者交易费用		A 基金	B 基金	
(1)前期费用(最高限额)		6 %	0	
(2)再投资费用		0	0	
(3)后期费用		0	0	
(4)赎回费用		0	0	
(5)转换费用		0	0	
(二)操作费用		0.70 %	0.70 %	
(1)管理费		0.70 %	0.70 %	
(2)12b－1 费用		0	0.75 %	
(3)其他费用		0.50 %	0.50 %	
操作费用合计		1.20 %	1.95 %	
投资年限				
	1	3	5	10
A 基金	\$ 72	\$ 99	\$ 127	\$ 207
B 基金	\$ 20	\$ 61	\$ 105	\$ 227

每 1000 美元投资所需支付的费用金额,假定 ①基金年回报率为 5 % ②在每一个假设年限的年底赎回。

标准费用表分三大部分：

1. 投资者交易费用

包括前期费用、后期费用、再投资费用等一次性收取的费用,合称“投资者交易费用”。

2. 操作费用

包括管理费、12b-1 费用、保管费等每年按基金净资产的一定百分比逐年计提的费用,合称“操作费用”。

3. 举例

按上述费用率计算,每 1000 美元投资在不同的时间赎回须交纳的实际费用的金额。

从表中可以看到,A、B 两基金的收费种类是不同的,代表了两种典型的收费方式(参见上面提到的“弹性收费”)。比较 1、3、5、10 各年的实际费用额,投资者就可以很容易结合自己打算投资的年限,选择合适的收费方式。

第四节 投资基金收益

一、投资基金收益概述

1. 什么是投资基金收益广义的投资基金收益与狭义的投资基金收益有何区别

任何资产均能给投资者带来一定的收益,以作为对投资者减少消费的一种补偿。投资基金把募得的基金用于购买、持有各种类型的资产,如股票、债券、期货、期权、房地产等基金从中取得收益,投资基金收益有狭义,广义之分。狭义的投资基金收益是指委托人/受托人(契约型)或投资管理公司/投资托管公司(公司型)对筹集到的基金进行科学地、合理地运用而取得的货币收益。广义的投资基金收益,则要考虑取得上述收益的风险与成本。因为任何特定收益总是与相应的成本、风险相联系。它们的关系可通过图 3.3.2 投资永恒三角形(ternal triangle of investment)来说明:

①边代表风险。向上箭头意味着在给定成本(最大)条件下,风险愈大,则收入愈高,因而利润也越高。这是因为作为一般的投资者而言,总是厌恶风险的,为了吸引人们进行投资,高风险的资产往往有较高的利率。

②边代表成本。向上箭头意味着在给定风险(最大风险)条件下,成本愈大,则利润愈小。

③边代表利润。右向的箭头说明利润增加的方向。

A 点意味着风险最小,成本最大,及在此条件下的最小利润。

B 点意味着风险最大,成本最大,及在此条件下的利润。

C 点意味着风险最大,成本最小,及在此条件下的最大利润。

投资永恒三角形清楚地向我们阐明了收益的内涵:风险、成本、利润在一定程度上可以替换。这种替换的方向是风险与利润成正比,成本与利润成反比,通过更进一步的分析,我们可得出下列结论:投资永恒三角提供了一个收益的可能性边界,即任何投资的收益均将落在该三角形的内部,而不是其外。

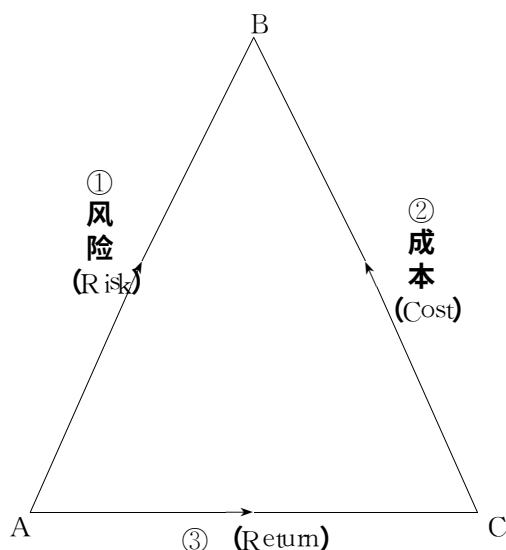


图 3.3.2 投资永恒三角形

毫无疑问,利润或狭义的投资基金收益是核心,在下一章我们分析投资基金收益的分配时,也主要采用基金收益的广义概念,但在这一节我们详细分析收益时,将采用广义概念。因为前者不能提供一个完整分析框架所需的基础,而且不能说明为什么一些资产收益低却依然存在的根本问题。

2. 基金收益有哪几种主要形式

投资基金通过积聚投资者的小额投资来从事各种形式的资产的投资。其收益的来源主要是基金所持有资产的收益。具体地说有利息收入(interest income)、股利收入(dividend income)、资本利得(capital gain)、资本增值(capital appreciation)及其它收入等五种形式。

3. 什么是基金的利息收益

基金的利息收益包括两种情况。一是指在基金运作时,会保持一部分资产为现金或银行存款,从银行取得一定的利息收入。这或许是因为基金管理部门的规定,如台湾规定要留出基金净值 5% 的现金以备赎回基金持有者的股份/单位,或因为资本市场正处于下跌行情,基金管理者出于保护投资的考虑,而暂时地持有现金。

另一种情况是指基金投资于一般的债券或商业本票、可转让存单及其它短期票券。它们是货币市场基金持有的主要资产。这些资产都明确地规定了其利息率、成熟期及发放利息的时间、方式等,持有这些资产也可带来利息收入。

4. 什么是基金的股利收入

基金的股利收入是指投资基金通过在一级市场或二级市场购入、持有各公司发行的股票(普通股、优先股),凭借其股东地位而从公司取得的一种收入。股利一般有两种形式,即现金股利与股票股利。现金股利,又称红利,有点类似于利息收入。股票股利,又称红股,它按一定比例送给股东该公司股票。对公司而言,这只是其权益(Equity)内部结构的改变,而毫无成本,对于股东而言,有人作过研究 如果所送股数低于已发行上市股票数量的 25%,则对二级

市场上的股价不会有影响,因而股票股利也可带来丰厚的收益。另外,公司往往赋予股东低于二级市场价格配股的权力,如果配股后股价不成比例下降,则配股也可得到可观收益。

5. 什么是基金的资本利得

任何证券的价格都受到资本供求量的影响。如果投资基金能够在资本供应充裕、价格较低时购入证券,而在资本需求旺盛、价格上涨时卖出证券,所获价格差称为该项资本的资本利得收入。资本利得在收益中往往占有很大比重,要取得高的资本利得,就需要基金管理者具有丰富、全面的资本知识,能对证券价格的走向作出大致准确的判断。一般来说,基金管理者具有更多的基金知识及能掌握更全面的信息,因而比个人投资者更可能取得更大的资本利得。

6. 什么是基金的资本增值

基金的资本增值是指投资基金所购买、持有的资产由于种种原因而出现升值。如基金所投资的股票,当股票发行公司获得利润但尚未分配时,股票价值有所增加,这时出售股票所获利润即为资本增值。资本增值与资本利得的区别在于资本增值是由于基金所持有资产的内在价值增加而产生的,而资本利得是由于资本的供求因素影响而产生的。

7. 基金收益的风险有哪些它对收益有何影响

关于风险的现代理论、风险的衡量与计算都已在前面详细地进行了讨论。我们就不再进行分析。这里我们将讨论投资基金收益的各种风险及其对收益的影响。

一般地,把基金的风险分为外在风险与内在风险。

内在风险指基金管理公司的经营管理能力和可靠程度,以及财务顾问、受托人及投资经理的经验与水平。

外在风险是指基金持有资产所具有的风险。它是一种间接风险。这些风险主要包括财务风险、市场风险、利率风险、购买力风险(通货膨胀风险)。

(1) 财务风险(Financial risk)/拖欠风险(Default risk)。

它是指基金所持有的资产,由于其财务强度的改变而给资产带来损失的可能性。具体地说指公司无力支付已发行的债券的利息、本金或两者都有,或无力支付股票的股息的可能性。如果基金从事房地产经营,则指它筹不到足够的收入来支付经营中的各项费用的可能性。由于基金管理由专业人才进行,这种风险已大为降低,但风险并不能消失。而且一旦出现损失其对收益的影响往往也是致命的。

(2) 市场风险。

它是指基金所投资资本的整个市场的一种风险。虽然这种风险不是由个别投资者所能影响的,但是所有的独立投资者作为整体在该资本市场上买卖资产时就会产生这样的风险。它是由资本市场内在的不稳定本质所决定的。以股票市场为例,固然牛(熊)市的产生需要外界的影响,但一旦它已经开始某一过程,就不需要进一步的推动,而是自己能不断创造自身,表现为股价的连续攀升(下跌)。

(3) 利率风险。

这里的利率是指货币市场的利率。任何资产价格都受到利率的影响。人们根据各项资产的利润、风险、流动性来决定把其财富配置于何种资产之上。如果货币市场的利率增加,就会减少其它资产,如债券、股票等的吸引力,而增加了持有货币的吸引力,将引起其它市场上资本价格的下降,给这些资产的持有者带来损失。

货币市场利率变化分为两种情况:一种是由货币资本市场本身的供求状况发生改变引起

的。它主要是由于人们对市场上各种资产的偏好、各种有利的投资机会等的利用所引起的。另一种是由于中央银行改变货币供给量对货币市场利率造成的波动。从长期看,货币市场的利率变化轨迹如图 3.3.3 所示:

i_0 为资本市场的稳定利率。我们假定中央银行减少货币供给,则短期内引起利率的上升,在 t_1 时间又表现为利率低于稳定利率,在 t_2 时间后利率再次稳定在稳定利率之上并保持不变,如果能确切地了解 t_1, t_2 等的长度,就可避免这种风险,但这实际上是不可能的。因此这种利率风险始终存在。

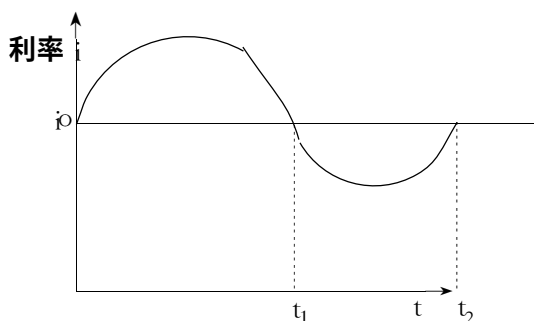


图 3.3.3 货币市场的利率变动示意图

(4) 购买力风险 (Purchase Power Risk)

它是指由于价格水平变动而引起的基金净资产购买力的变动,及基金收益购买力的变动。通货膨胀对基金的不同部分有不同影响。对于以现金形式持有的基金来说,因其只能得到很少的利息收入,往往难以抵消通货膨胀的作用,而对于基金的大部分而言——投资于不同类型的证券,是否能抵消通货膨胀的影响,实现保值增值,要视不同资本而定。

8. 基金收益有哪些种类

投资基金的收益可根据不同的标准加以分类。通过对其种类的分析,可对投资基金收益的各种形态有充分的了解。

(1) 根据投资基金主要投资对象不同,其取得的收益可分为以下几类:股票基金投资收益、债券基金投资收益、货币市场基金投资收益、房地产基金投资收益、期货、期权基金投资收益、离岸基金投资(海外基金投资)收益等。在本章的后几部分中,我们将依据上述分类而对各种不同的投资收益进行分析、比较。

(2) 根据基金取得收益是否考虑通货膨胀影响,可将其分为名义收益与实际收益。二次大战后,现代国家的政府不断干预经济,政府的多种目标如维持充分就业、降低通货膨胀率等在特定时期出现冲突,其结果往往是以通货膨胀为代价取得短暂的经济增长。在现代国家中,与通货膨胀作斗争是一项长期的任务。年通货膨胀率在长期投资中具有与利率的复利效应大致相同的效应。年通货膨胀率的不同,在长期投资中就会表现为投资缩水的巨大差异。这一点我们可通过表 3.3.5 来加以说明。

从表 3.3.5 中可以清楚地看到不同的持续年通货膨胀率对基金所购买的资产的现值造成令人吃惊的差异,时间越长这种差别越明显。如表 3.3.5 所示,连续十年通货膨胀率保持 18%,则 1 元投资在十年后其购买力将不到原来的 $1/5$ 。

表 3.3.5 在不同年均通货膨胀率下 1 元投资在若干年后的现值表

现 值 年均通货膨胀率	第一年	第三年	第五年	第十年
年通胀率 3 %	0.971	0.915	0.863	0.144
5 %	0.952	0.864	0.784	0.676
10 %	0.909	0.751	0.621	0.386
18 %	0.847	0.609	0.437	0.191

考虑到基金投资会带来一定的收益,不妨设年收益率为 r ,当年通货膨胀率可设为 e ,再设投资额为 I ,比较名义收益与实际收益的区别:

名义收益 = $I \times (1 + r)$

实际收益 = $I \times (1 + r) / (1 + e)$

可见 e 越大,实际收益与名义收益的区别越大。因此在通货膨胀率很高时,人们很关心名义收益与实际收益的区别。但是考虑到在长期中,即使小的通货膨胀率的差别在长期累积中由于类似复利的效应,也会使投资差别变得很大,因此作为投资基金的管理者应密切地关注通货膨胀对投资基金收益的影响。

(3) 根据投资基金的收益是已经实现的或是基金管理者的预期,收益又可分为既得收益与预期收益。基金管理者的预期收益深刻地影响着既得收益。管理者对收益的预期可基于各种先进的预测技术和经济计量模型及时间序列分析法等。还可根据财务分析技术、技术分析技术以及管理者个人的经验、对各种资本的了解程度来作出。一旦这种预期收益引起投资决策,经过一段时间后,就会变为既得收益。既得收益往往很难恰好等于预期收益。这种偏差往往会帮助基金管理者改进其对预期收益的预测,使之趋向于实际值,但这是一个无限接近的过程。实际上,预期收益是现在既得收益与未来既得收益间的桥梁,通过它来实现二者的转换。现在的既得收益是以前预期收益引起决策的结果。

9. 基金的费用有哪些它是怎样影响收益的

投资基金从其建立、营运直至消亡都会伴随着各种费用。总的来说,由于各基金在成立时的约定以及对费用会计处理的规定不同,各项费用对基金收益有不同的影响,有的费用因不列入基金之中故对基金收益几年没有影响,而有些则对基金投资收益有直接影响,并可能很重要。下面我们通过把基金在不同时期的费用加以分类,来分析说明投资基金费用与投资基金收益的关系。

按不同的时期,基金的费用可分为期初费用、期中费用及期终费用。

(1) 期初费用,它是在基金正式发行前和发行时所发生的费用,包括宣传费、招募章程费、申请费等。基金发起人要对基金持有者收取一定费用,作为其收入来支付上述费用。这种费用一般占到所发行基金总额的 3%~2%。对于这种费用的处理有两种办法:一是按基金面值的一定百分比(如 3%)列入发行价格,但不列入基金公司资产(如我国的淄博基金即如此)。

由于该费用不列入基金公司资产,并不作为基金收入的扣减项,因而不会影响基金收益。另一种处理办法是允许基金用其资产来偿付一些配销成本。典型的作法是美国在 1980 年规定的允许 12b-1 费用列入基金资产报销。这些费用主要有股票经纪人及财务顾问的佣金、银行介绍金、促销文件的印刷、寄送费用及销售人员的报酬等。

如 在基金支付 12b-1 费用时,基金的资产负债表(B/S)上有:

某基金 B/S	
现金 -	
12b-1 费用 +	

在取得现金收入后,由于首先要摊销 12b-1 费用,则有:

某基金 B/S	
现金 +	
12b-1 费用 -	

只有在现金收入完全偿付掉 12b-1 费用后,以后的现金收入才表现为收益的增加,因此这种费用的处理方法大大影响了基金收益。

(2)期中费用。这包括基金在运行中所发生的各种费用。为了更好地了解期中费用,从分析投资基金每一年度所公布的财务报表中的损益表开始。

表 3.3.6 损益表

投资收入	
收入	
股利	
利息	
费用	
管理费	印刷费
托管费	税捐
信托费	保险费
转换代理费	报项费用
稽核费	
法律费	
净投资收益	
投资之实现与未实现利得	

从表 3.3.6 中可清楚地看到期中费用的最重要一项是转换代理费,它包括基金管理者为管理基金而不断地转换基金资产所花费的费用,也包括处理基金投资者在各种基金间转换时的费用,它取决于基金管理者对基金管理的能力,并且由于投资基金买卖的交易量比较大,在费用上可获得规模效益,比个人投资更加节省。另一项重要的费用是所谓的管理费用,它作为基金管理者的收入,一般在基金成立前即已规定,以该基金资产净值的一定百分比计算。还有

一项费用是保管费,它是一项固定费用,是托管公司的收入,一般也在基金成立前即已规定,并按托管资产金额的一定百分比计收。至于其它费用其意义很明了,我们就不再一一加以叙述。

(3) 期末费用。它是在基金清算时所发生的各种费用。一般规定从基金资产中提取,这无疑减少了基金最后一期的收入。

二、股票基金的收益

1. 股票基金的收益有何特点

在讨论股票收益的时候,我们讨论的是股票的总收益,在不涉及资本投机增值的情况下,股票的收益由两个关键因素决定:股息和利润。但如果收益包括资本增值在内,那么股票的收益主要体现在股息、红利和买卖的价差方面。投资收益有短期、中期和长期的区分,因此投资者追求收益的方式不同,收益的时效也就不同,他的投资技巧亦是不同的。如果投资者追求的收益是股息和红利,投资者就会着重分析该公司的财务、经营状况和发展的前景,投资的着眼点也必然放在长期,并不看重短期的股息和红利水平。因为如果公司把派息部分用于扩大再生产,则公司发展前途就很大,以后可能分派更多的股息和红利。

股票基金有时也追求买卖价差,这种追求买卖价差也叫做投机。在股息交易中,最基本的投机技术是买空和卖空。

2. 买空的收益是怎样获得的

买空一般是指股票的投机者预测到将来某股票股价要上涨,因此他在缴纳一定保证金后买进大量该股票,然后在议定的远期进行交割,从低买高卖中赚取收益。

假如投资者 I 利用分析技术仔细分析了股市行情后,认为 S 股票在未来一个月后将大幅上涨,这时他可有两种办法:第一,如果他手中拥有大笔资金,他可以立即按即期交易的方式买进大量 S 股,一个月后再卖出等量的 S 股,这样他就赚取了一笔收益;第二,投资者手中没有大量现金,那么他可以采取买空的方式,交纳部分保证金而后购买,假定当时 S 股票 50 元/每股,首次保证金比率为 50%,他以 50.00 元买进 200 股,经纪人垫付 5000 元,若一个月股价上涨 10 元,则可获利 2000 元($200 \text{ 股} \times 10 \text{ 元}$),利润率为 40%,较不买空时多 20% 的利润(即单纯投入 5000 元只能购买 100 股,获利 1000 元)再假设经纪人借入 5000 元的利息为 10%,扣除利息 500 元后,投资者净收益 1500 元。

投机者 I 这笔买空交易获得收益的原理可用图 3.3.4 来表示:

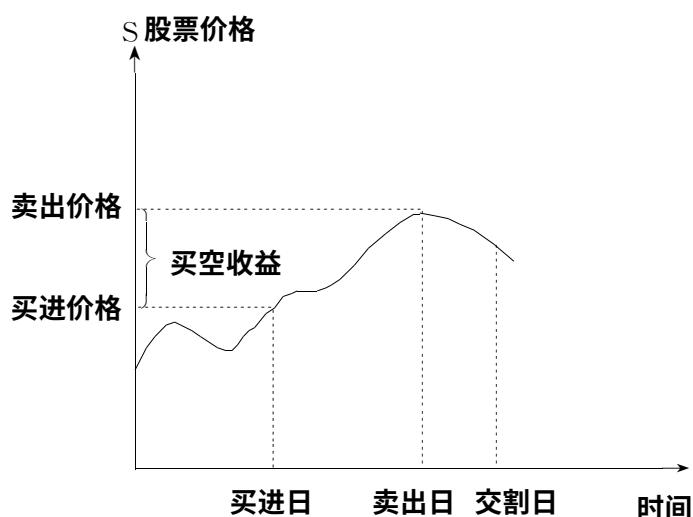


图 3.3.4 买空交易示意图

由图 3.3.4 可以看出,买空交易获取收益的实质,就是基于股价看涨的判断,买进低价再伺机高价卖出冲销,从中赚取价差。

买空交易的不利在于它比现金交易具有更大的风险,一旦价格下跌,损失的速度要快得多。

假定上述投资者以每股 50 元的市价委托经纪人买空 200 股,首次保证金比率为 50%,维持比率为 25%,投资者需投入 5000 元,若股价下跌到 30 元时卖出,可得现款 6000 元,除了 5000 元归还借款外(不计利息和佣金),剩下的 1000 元,还不到所持 200 股股票现值 $200 \times 30 = 6000$ 元的 25% (1500 元),投资者就必须补足保证金。如果股价下跌 50%,则投资者的保证金就全部被吞噬,但如果投资者是在做现金交易,股价下跌 50%,他只损失 50%。

3. 卖空的收益是怎样获得的

卖空与买空相反,通常是指在预计某股票的价格必将下跌时利用远期交割方式卖出该股票,以期在交割期到来时依下跌的价格将其买进冲销,从贵卖贱买中赚取差价。

例如,上述投资者 I 经过分析后认为 S 股票在未来一个月内有较大幅度的下降,这时,如果他手中持有 S 股票,他当然可以将 S 股票先行卖出,在价格下跌后再将其买进,从中赚取价差,但往往这种情况很少见,因为多数的股票投机者手中并不持有股票。

假定当时 S 股票价格为 50 元/股,投资者 I 判断其在一个月内将下跌到 30 元/股,于是投资者在缴纳部分保证金后,便可按 50 元/股的价格卖出 20,00 股远期交割的 S 股票,收益是 100,000 元,一个月后,若 S 股票果真下跌到 30 元/股的水平,投机者 I 便可以以此价格买进 20,00 股股票,应付款为 60,000 元,他的一卖一买便获得价差 40,000 元,(不考虑利息和佣金)

投机者 I 卖空的收益原理可由图 3.3.5 表示:

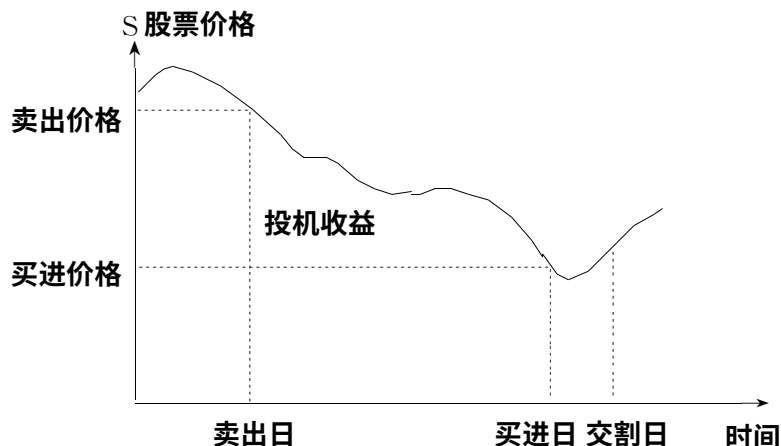


图 3.3.5 卖空交易示意图

从图 3.3.5 可以看出,卖空获得收益的原理是基于价格看跌的判断,卖出手中没有的股票看准时机买进冲销,从中谋取差价。

卖空也有风险。如果 S 股票在未来没有下降而是升高,就上例来说,假定未来股价上升到 70 元/股,那么按照预定的契约,投资者 I 在一个月后也不得不以 70 元价格买进 S 股票来冲销,这样投资者就损失 $70 \times 20,00 - 50 \times 20,00 = 40,000$ 元。这个损失尚未计算佣金和利息。

以上仅举小数额的例子来说明基金投资股票获得收益的过程。实际上,基金投资的数量大得多,过程也复杂得多。

由于股票基金数额很大,因此存在着操纵的可能性。操纵也就是由几个资金实力雄厚的投资者联合起来操纵股市价格,从而谋取暴利。但操纵属于股市欺诈行为,在股票交易所是禁止的,而投机行为则一般被认为是合法的,这是因为这种交易是基于对价格的不同预测之上的自愿买卖,没有强迫性,交易双方是平等的,投机的机会也是均等的。

4. 股息和红利有何区别它们是怎样影响基金收益的

股息是指股份公司按股票份额的一定比例支付给股票持有者的收入。顾名思义,股息就是股份公司把每股投资应得的收入作为利息派给股东,一般来说,优先股的股息是按一定的比率事先规定的,而普通股的股息则是依公司利润多少而定:公司的利润多,则股息相应增多,公司的利润少,则股息相应减少。股息通常以股票面额的百分比来表示,比如 10 元面额的股票,如股息为 20%,则每股每年可分得股息 2 元。无面额股票则以每股若干元来表示。单纯股息并不足以反映公司的经营状况,但股息分派的多少往往能影响该股票的价格以及投资者的信心。

分红是股份公司在盈利中每年按股票份额的一定比例返付给股票持有者的收入,一般来说,普通股的股东可以享受分红,而优先股的股东一般不享受分红。

股息和红利是有区别的。

(1) 从数量上看。股息的比率是固定的,而红利却随公司的经营状况而定,比率不固定;

(2) 从时间上看。股息发放一般在年底或次年年初,亦可分期多次发放,而红利一般固定在次年年初发放;

(3)从来源上看。股息不一定从盈利中发放,而红利则必须从红利中分派。没有盈利则没有红利;

(4)从对象上看。优先股的股东有股息的保障,而普通股的股息则不一定能获得,这要视公司利润的有无和多少来定。普通股的分红随公司利润的增减而增减,而优先股一般不参与红利分派。

上面曾说到股票基金一般是为了资本增值,赚取价差收益,但由于股票基金是一种大规模的投资,因此股息和红利赚得的收入也就相当可观。股票基金的投资对象是普通股,因为普通股有股息和红利,而且也具有一定的风险性。这种风险性的判断依赖于公司的经营状况。对于股票基金的投资者来说,他关心的是以下两个收益指标:

收益率。收益率指标反映的是单种股票,它与投资密切相关。计算公式为:

$$\text{收益率} = \frac{\text{股息}}{\text{股票价格}}$$

一般成长型公司的股票收益率较低,而一些稳定产业的股票收益率较高。

市盈率。市盈率主要是弥补收益率没有考虑到的预期收益这一因素。计算公式为:

$$\begin{aligned} \text{市盈率} &= \frac{\text{股价}}{\text{每股税后纯利}} \\ &= \frac{\text{股息}}{\text{每股税后纯利}} \times \frac{\text{股份}}{\text{股息}} \\ &= \frac{\text{股息支付率}}{\text{收益率}} \end{aligned}$$

市盈率表示的是经过多少年投资者才能赚回本金。市盈率太高和太低都不好,一般认为十倍比较合理,但也不绝对。收益率不变的情况下,市盈率高,则表示公司当前分派股息增多。

对于股票基金投资者而言,则是追求收益率和市盈率高的股票,因为唯有如此,才能获得基金的高收益。

5. 影响股票基金收益的因素有哪些

影响股票基金收益的因素一般来说是指影响公司利润和股价的因素,因为股票基金收益一般是由公司利润(股息和红利)和股价(投机)决定的。这些因素主要有:

经济因素

(1)公司的盈利和经营状况。

如果公司没有盈利,经营状况不好,则股票基金收益中的资本收益这一部分就不可能取得。

(2)公司的财务状况。主要包括:

- ①公司的资产净值;
- ②总资产(负债+资产净值);
- ③自有资本率(自有资本/总资本);
- ④每股票面价值(资产净值/公司股票发行数量)。

这些指标都影响公司的收益状况,特别是对公司股票价格影响较大,所以也就影响股票基金投资的收益。

(3)公司的股利政策。

(4)利息率。因为股票价格和利息率成反比,所以利息率直接影响股价,从而间接影响基金收益。

(5)经济周期的变动。这一点对股价影响很大。在经济的不同周期阶段——繁荣、危机、萧条和复苏阶段,股价有大幅度的波动。

(6)货币供应量。货币供应量一般与股价成正比关系,主要表现是:

①前者的增加使对股票的需求增加;

②前者的增加引起价格上涨,引起通货膨胀、货币贬值。保值意识使人们倾向于把货币投向于贵金属和有价值证券(如股票)上。从而使股票基金增加,收益增加。

政治因素

(1)重大的政治事件,比如政治风波以及总统的换届选举;

(2)国际间政治经济形势的变化,比如石油危机和世界大战;

(3)政府对经济的调整和该国的经济政策。这些也影响股票基金对该国股票投资的收益。

技术因素

这种因素由股票基金中专业投资者的技术决定,股票基金公司中一般聚集了各种股票的投资专家从事股票投资,这些投资专家的水平如何,直接影响股票投资的收入水平,这些投资专家要考虑诸多影响股价的因素。包括以上的一些因素和投资者的心理因素,操纵因素、汇率变动因素等等,从事低买贵卖的投机交易,获取价差收入。如果投资失败,则股票基金就会遭到重大损失,不过这种情况一般很少出现。

三、债券基金收益

1. 债券基金收益概说

债券投资基金是指把基金资产投资于不同种类、不同等级的债券之上的基金。理论上,基金可购买私募或公募的债券,但由于私募债券转让起来很不方便,其收益也主要来源于利息,因此,大部分基金主要投资于公募债券,我们也只分析这种情况下的基金收益。

债券是债券发行人承诺在一定时间发放事先决定的利息,并规定成熟期,以便到时按面值收回。因此债券收益较为稳定,债券投资基金多被人们认为是收益型基金。

债券投资基金收益主要来自于利息收入及资本利得。因为债券本身要支付利息,因此取得利息收入是自然的。债券投资基金所以能取得资本利得主要是因为债券风险的改变,如财务风险,利率风险等,这通常会使债券的价格发生变化。综合考虑以上两个因素,投资专家更常用下面两个概念——即现期收益率(current yield)和至成熟期收益率(yield to maturity)来讨论债券收益。

现期收益率为债券所得利息除以债券的买入价格。由于债券的买入价格很可能与其面值不同,因此现期收益率可能高于或低于债券的利息率,如一债券面值为 1,000 元,其利息率为 12%,以 900 元买入,则其现期收益为 $120/900$ 即 13.33%,高于利息率 12%。

一个更有意义的概念是至成熟期收益率。它是把各年收入流按复利计算至成熟期,由此计算出投资的收益率。仍以上例为例,考虑债券在 10 年后到期,因为债券按面值赎回,又可获利 100 元,可计算得其至成熟期收益为 13.88%,其方法为:设至成熟期益为 r ,则:

$$900(1+r)^{10} = \sum_{i=0}^9 120(1+r)^i + 100$$

债券投资基金的所用费用与一般基金无大的区别。值得一提的是购入始发债券时,需支

付投资银行与经纪人的发行费用。而且如果所购债券市场流动性不大时,将增加持有债券的成本。

债券的风险可由其等级衡量。一般地,等级越高,风险愈小,该项资产的安全性愈好,因而其利息率也相对较低,反之则相反。因此投资于高等级债券基金的利息收入要低于投资于低等级债券的基金。债券的评级是债券评级机构对债券发行人是否能按时支付利息、偿还本金能力的评估,债券的等级并非固定,它随着债券发行者财务状况的改变而可能变好或变坏。如果债券等级提高,这就会给其持有者带来不小的资本利得。另外,债券的价格强烈地受到货币利率的影响,在货币利率上涨时,为使投资者愿意持有已发行的债券,则这些债券价格必须下降。这带来资本利得减少。债券的最后一个风险是时间风险,一般地说时间越长风险越大,因而在正常的市场竞争条件下长期债券利息率要高于短期债券的利息率,但这也存在着特殊情况。

下面我们谈一下新的债券条款及其对收益的影响。首先是债券的可回购条款。回购条款规定了债券发行者在债券发行若干年后以一定的价格(通常高于债券的面值)来赎回其已发行的债券。这有利于债券发行人在市场利率较低时发行新债券来赎回以前较高利率的债券。因此对于债券持有者而言,可赎回条款尽管使短期内收入较理想,但往往使其长期收益减少。其次讨论的条款是设立债券赎回基金条款。它是指债券发行人设立一定数量的基金来作为赎回债券的保证。一般只有 B 级债券才会加上这一条款,这样会使其等级有所提高可少付一些利息。因此持有这类债券的利息收入要低于同等级债券。

2. 公司债券基金收益有何特点

投资基金投资于公司发行的各种债券,所取得的收益称为公司债券投资基金的收益。二次大战以后,西方主要国家的公司债券发行量迅速扩大,公司债券的品种也日益丰富,以前通过商业银行来进行的间接投资,很大一部分改为通过发行公司债券进行直接投资。

公司债券一般说比其它债券有更高的收益,但公司债券有不同形态,因而其收益并不相同。如下例:

美国的三基石麻省债券基金有三种类型基金 B-1, B-2 和 B-4 投资于公司债券。

B-1 基金是最为保守的一种投资基金。通常它持有一部分由美国政府机构发行的 AAA 债券,其持有的公司债券全部评为 AA 或 A 级,在 1982 年其年收益率为 11.81%。

B-2 基金则较为保守。其主要投资于等级为 A 或 BBB 的公司债券,在 1982 年其年收益率为 11.31%。

B-4 基金则全部投资于折价债券,其评级为 BBB 或更低。因其债券级别较低,所以其资产净值变动要大于 B-1, B-2 基金。尽管其风险大,但可获取更大的收益,在 1982 年其年收益率为 12.06%。

总的来说,投资于各种公司债券时要考虑这些债券的等级、利息率、成熟期是否有回购条款及货币市场利率等等对收益的影响。对它们的分析与一般债券并没什么不同,因此也不再详述。

另外有一些新型的公司债券,因其有不同于传统债券的形式,因而在其收益方面有其自身的特点。我们在这里重要讨论以下几种新型公司债券:始发折价债券(original issue discount bonds),零息债券(zero Coupon bond),可兑现债券(put bond),可延期票据(extendable note)。

(1) 始发折价债券和零息债券。始发折价债券以其面值很大的折价发行,其利息率要比可

比的同等成熟期的传统型债券低得多。零息债券接近于上者,只不过折价发行程度更大,因此没有利息。这两种类型债券收益主要来源于资本利得与资本增值。其风险主要是利率风险。由于税收的关系,它主要吸引机构投资,而非个人投资。因为只有基金投资才可能取得一定收益,个人投资则不可能取得收益。

(2)可兑现债券。它与其它债券的不同在于债券持有者可以在债券到期前,把债券按全部面值加以变现。有时它规定,债券持有者只能在债券发行若干年后,在给定的日子里,有一次机会把债券按其面值变现,而在其它时间里,债券持有人要分年度地变现其债券,在变现时,债券持有人要交一定的罚金。这种债券对于投资者的好处在于当货币市场利率升高时,因其可在债券到期前变现,故价格下降不会像传统型债券下降的那么厉害,有利于保护投资。正因如此,这种债券的利息率要稍低于有同样成熟期及同等级的传统型债券。

(3)可延期票据。它是长期债券的一种替代物,其具体规定有多种多样,但根本内容是允许债券持有人在债券发行若干年后或者变现全部本金,或者接受一个按事先约定的计算公式所确定的新利息率,即其利息率随市场状况的变化而变化。这种债券无论对于发行者或持有者均可避免在长期中市场利率变化的风险。

3. 可转换债券基金收益有何特点

投资基金将其大部分资产投资于可转换债券之上,取得的收益称为可转换债券投资基金收益。

可转换债券是一种介于股票和债券之间的金融产品。它规定这种债券按一定的转化比例(转化率)可转化为一定数目的股票,通常为普通股,有时也为优先股。这为投资者提供了在企业赢利良好的情况下通过转化为股票的方式来分享更高股利的机会。更现实的情况是发行可转换债券的公司如果业绩良好,或股市本身处于牛市,股价上升,这就会带动可转换债券的价格上升,为投资者带来资本利得的机会。同时可转换债券的利率一般低于该公司发行的同种的传统型债券,其差别可从百分之一至百分之几,而且多为溢价发行。因此,我们可以说投资于可转换债券将放弃从传统型债券中可得到的安全性及较高利息收入而来换取超过平均水平的资本利得。

可转换债券在股市为牛市时,可转换为股票,取得股价上升的收益。而在股市处于熊市时,又如同一般债券一样,价格不会下跌很多,因而被人们认为是一项理想投资。可转换债券价格的上下限可通过下列两个概念加以说明。一是投资价值(investment value),是指只把可转换债券看作普通债券时,其债券的价格,它构成可转换债券价格的下限。另一个概念是转换价值(conversion value),它是指债券转化为股票时所得股数与股价的积。因为在实际转换时,债券持有人要支付一定的费用,所以为可转换债券的价格定了上限。每一份债券的转换价值与可转换债券价格之差定义为转换升水(conversion premium),转换升水越大,则可转换债券价格上涨的潜力越大。

以上分析可知,可转换债券直接受到股市的影响,因此其价格波动远大于一般债券的价格波动,这往往也增加了持有者的风险。同样地,与一般债券一样,可转换债券的利息率成熟期,是否有回购条款及货币市场利率等都影响其收益,其原理与其它债券无重大区别,我们就不再一一加以叙述。

4. 政府公债基金收益有何特点

政府公债基金(Government Bond Funds)或政府单位信托(Government unit trust)投资于由

政府或有关政府机构发行的债券,如国库券、财政部票据(treasury note)等之上所取得的收益称为政府公债投资基金收益。这些收益主要是利息收入与资本利得。

政府公债以政府的信誉及税收能力作为偿还公债利息及本金的保证,因而在所有投资中风险最小,而且在现代西方国家中买卖政府公债,尤其是国库券的公开市场业务已成为政府管理经济、调节经济活动的一大手段(我国目前正处于向这一阶段的过渡时期),因此政府、公债市场规模很大,流动性强。正由于政府公债的风险相对小,流动性强,同时因为政府公债的利息收入一般免税,因此其利息率往往比较低。

对政府公债收益影响最深刻的是政府行为。首先政府发行公债的主要目的在于弥补其财政收入的不足。因为政府发行的公债本身往往不会带来一定的收益,为了偿还公债的利息及本金,往往需要不断地借债还息,这样公债本身就有一种自我膨胀的趋势,其规模越来越大。为了吸引更多投资者购买公债,政府会提高新发行债券的利率,引起旧公债的价格下降,使其持有者的资本利得减少。同样,如果政府通过减少政府支出、削减公债规模、减少新发行公债的数量,其利率就会低于旧公债的利率,则旧公债的价格就会上升,使持有旧公债者的资本利得增加。在更短期来看,有时政府为筹措足够的现金以供支出,亦会提高短期公债利率,其影响与上述分析相同。总之,政府公债的价格波动强烈地受到政府行为的影响。这是其它类型债券所不具备的。

另外,如果政府公债存量很大,则人们往往不愿持有长期(如十年、十五年等)的公债。因此公债的成熟期就会变得越来越短,这无疑也影响到公债的收益。

5. 公益事业债券基金收益有何特点

投资基金通过持有由地方政府或机构发行的公益事业债券(Municipal bonds)所获得的收益称为公益事业债券投资基金收益。

公益事业债券被认为是一项非常安全的投资。因为它往往以地方政府的信誉及税收能力作为其偿还本金及利息的担保。我们通过表 3.3.7 来说明各类公益事业债券的风险程度:

表 3.3.7 各类公益事业债券的风险程度

名 称	担 保 物	风险
一般义务债券 (Govral obligation bonds)	以地方政府全部收入作担保,具有第一偿还权	最小
有限税收,一般义务债券 (Limited tox, general abligation bonds)	以地方政府的一定的税收权力(比如可能限制其增级财产税还偿还债券本金及利息)作为担保,有第一偿还权	很小
特种税债券 (Special-tax bonds)	用一些特种税来偿还债券本金及利息	小

收 益 债 券 (Revenue bonds)	用债券筹建的工厂或公共设施等的收入来偿还债券本金及利息	中等
工业发展债券 (Industrial development bonds)	由债券筹集款项建设厂房等,再出租给工业制造企业,由租金支付本金、利息	中等

投资于公益事业债券的另一好处在于其可获得税收减免 (Tax - exempt), 即其收入可免交地方税或国家税。这样做的一个重要原因是如果没有税收减免, 公益事业债券将不得不多付利息, 而这又往往会增加地方税税率, 因而这种公债债券就不会被投票通过^①。

正因为以上两个原因, 公益事业债券的利息率往往很低。另外, 公益事业债券越来越与公司债券趋同, 如也有可兑现债券形式, 也可获得资本利得等。

四、期货基金的收益

1. 期货基金收益有何特点

期货基金是用集中起来的资金进行期货合约 (或期权) 的买卖的投资方式。期货基金收益则是指把基金投资于期货业带来的收入。

期货基金收益来源于利息收入、红利收入、资本增值和资本利得。但最主要来源也是最重要的来源是资本利得。即是说, 资本利得在期货基金收益中占很大比重, 其他收入形式占期货基金收益的比重较小。

期货基金投资于期货业主要是遵循着‘ 买低卖高 ’ 的原则, 以低价位买进期货合约或期权, 而后在适当时候又以高价位卖出上述的期货合约或期权, 基金公司通过这种‘ 买低卖高 ’ 方式赚取价差收入, 即获得了期货基金的资本利得。而‘ 买低卖高 ’ 是期货基金的最基本经营原则, 因此资本利得是期货基金收益的最主要来源。

利息收入使任何开放式基金公司会得到的一笔收入。开放式基金公司必须保留一定数量现金以备投资者赎回时付现, 而这些现金存放在一些金融机构中就产生了利息收入。

红利收入对于期货基金而言可以理解为, 当期货基金投资于金融资产期货交易时在实物交割之后所可能得到的股利或红利收入。但是期货交易中通过实物交割方式的合约仅占 2% ~ 3%, 在期货交易中金融资产存在的时间或比例很小, 因而红利收入在期货基金收益中所占份额很小很小。

资本增值一般是投资基金的净资产值的增加。这种情况的发生主要由于基金公司经营运作得好及社会对其期望较高 (炒股) 造成的。这种资本增值的大小是不稳定的, 它要随着市场和自身经营状况的变化而发生改变。对于期货基金来说, 资本增值在收益中的比重小于资本利得。

^① 注 在我国, 由于政府体制不顺及税收体制上的原因, 所发行的公益事业债券都不规范, 其利息率相当高, 又因为对资产收入的税收不完全, 亦不收税, 因此如果除去通货膨胀影响, 是一项理想投资 (缺点是流动性差)。

期货基金的净收益是指期货基金收益中扣除各种费用之后的部分。由于期货基金的各项费用小,因而期货基金净收益相对其他基金来讲很高。下面举例说明一点。

一般地,股票指数期货是以 500 个单位进行交易的,美国标准普尔股票指数每单位约 200 \$,那么最小的一笔期货交易费用 $500 \times 200 \$ = 100,000 \$$ 。对于直接用现金投资股票指数来说,每一张股票至少要收 $\frac{1}{8} \$$ 费用,如果一张股票的价格为 50 \$,则投资者就得付给经纪公司 0.25 % 的费用。然而在期货交易中这种费用较小,一份股票指数合同仅 25 \$,就可推动 100,000 \$ 资产运行,显然费用只占 0.025 % ($25/100,000$),这比现金投资股票要省钱得多。

在佣金上也是同样道理,为了说明这一点,我们假定一个基金投资者正在考虑是投在 500 单位一张的股票指数期货交易上还是投在优先股票上。同样假设每单位售价 200 \$,这样这笔合同交易就有 $200 \times 500 = 100,000 \$$ 的价值。而其佣金费用为 25 \$。现在假设这位基金投资者去购买优先股票,假定每股 50 \$,他就要用 100,000 \$ 买 2,000 张 ($100,000 \div 50 = 2,000$),而每张要付 0.5 \$,他就要付 $2,000 \times 0.5 = 100 \$$ 。这显然比买期货合同花费了更多的佣金费用。这仅是一笔交易的比较,如果是大量交易,这笔费用的差异就十分明显了,并且在期货市场上投资费用相当低廉而收益又相当可观。

期货基金是一种杠杆型投资工具,采用按金(保证金)交易,以小博大,带有很大的投机性,既可使投资获得高回报,又蕴藏着很高的风险。假设,按金是期货资产值的 10 %,当期货资产价格在合约规定的期间上升 10 %,购入期货合约的基金投资者获得投资回报率(收益率)可高达 100 % 相反,如果期货资产价格在此期间内下降 10 %,那么,购入期货合约的基金投资者会落得血本全无。不过期货交易是每个交易日结算一次,当按金减少到一定比例时,投资者必须补仓,否则就会被迫斩仓。基金经理投资期货一般有两个目的:一是为了利用期货对冲,减少购入现货风险;二是为了谋求资本高增值。鉴于期货是一种高风险投资工具,所以基金市场管理当局对期货基金的经营一般均有严格的规定:投资期货的按金不得超过资产净值 70 %;未平仓的合约不得超过资产净值的 5 %;基金经理借贷不得超过资产净值的 10 %;期货基金经理必须具备管理期货基金所需的资格及经验;基金必须在相当大的程度上分散投资,而且必须在正式交易所进行期货投资;基金说明书必须写明该基金内在风险及应付的管理、顾问及经纪费用,这些规定大都是为了维护投资者的利益。只有避免一些可能避免的风险(比如套利交易),这样才能获得更加稳定的收益。因而收益是与风险息息相关的,风险愈大,得到的收益也愈大,但是如果损失的话,损失也愈大。

综上所述,期货基金投资收益因其费用相对低廉,且能推动大规模资本运行,所以一有盈利,是相当可观的。但是同时要避免风险损失,才能达到更大的收益。

2. 影响期货基金收益的主要因素有哪些

对于每一笔期货合约来讲,其收益就是卖出价格与买入价格之差。对于整个期货投资来讲,期货收益就是每一份期货合约收益相加之后的总和。因此,这种价格差就决定着期货收益的大小,同样,价格差也决定着期货基金投资收益的大小。

影响期货基金收益的因素主要是影响期货交易中的价格差因素。这些因素有市场供求因素、货币因素、政治局势和政策措施因素、投机和心理因素、自然因素、经营管理因素等。

(1) 商品的供求变化因素。

期货市场上的供求关系是基本因素分析法预测未来价格走势的最重要依据。由于期货市

场的交易月份可长达一年半以上,其交易的方式可以先卖空或先买空,因此商品的供求关系对期货市场的影响往往是一种市场的预期心理。商品市场的供应量包括期初库存、期内产量和进口量,需求量包括国内消费量、出口量和消费者手中存货量。商品的供求与价格的基本关系是,价格的高低与商品的供给成反比,与商品的需求成正比。供求关系的变动与价格的波动是互相影响的,不但供求关系影响价格变动,而且价格的变动也会影响供求关系的变化。

需要说明的是,多数商品的供求变化对价格的影响多是无差别的,而反过来价格的波动对不同商品的供给影响则是有差别的。也就是说,由于供给的价格弹性不同,同样的价格波动,对不同商品的供给影响其程度是不一样的。这是预测期货价格走势时不容忽视的因素。

(2) 货币因素。

对于期货基金来说,货币因素对其收益的影响主要在汇价和利率两方面。

一般地,各国货币的汇价变化和利率波动对期货市场价格有着极为明显的制约作用。因此,从事期货交易的专家对金融货币因素的变动十分敏感。特别是美元、英镑等国际流通货币的汇价与利率变化,更成为人们预测国际期货市场价格时所关注的重要内容。由于利率升高,加重了期货市场投资者的负担,增大了交易风险,迫使一些交易者退出期货市场或进行平仓,促使期货市场价格走入跌势。反之,利率降低,又会刺激投资者对期货市场的兴趣,扩大交易量,活跃市场交易,有利于期货价格的提高。当证券价格、外汇兑换率及黄金价格上升时,金融利率及物价水平一般也会连动上涨,这时期货价格因受高利率条件下的过热期货抛空影响,呈相反的走势,当证券价格、外汇兑换率及黄金价格下跌时,一般会引引起期货价格的上涨。

(3) 政治局势和政策措施因素。

政治与经济历来是密切相关的,一个地区、一个国家乃至世界政局变化,对经济的影响都是很大的。当政局稳定时,人民安居乐业,经济得以稳定发展,期货交易才能顺利进行,否则,将会走向反面,即期货价格动荡不稳、波动太大。

政治局势包括战争、经济制裁、战略性物资的囤积、政变、罢工、内战及大选等。这些因素都将影响期货价格走势,进而影响投资者收益。另外,政策和措施对期货价格也有影响。往往对期货市场中某一商品价格产生重要影响,有时涉及整个国际期货市场或相关商品的期货价格。

(4) 投机和心理因素。

在期货市场上,大投机商经常利用某些消息或价格的波动,人为地进行投机性的大量抛售或补进,从而对期货价格的波动起着推波助澜的作用。与此相关,投机者的心理因素也会对期货价格产生影响。这种心理主要是指投机者对市场的信心。

(5) 自然因素。

主要是指气候条件、地理变化和自然灾害等。

(6) 经营管理因素。

不同的操作经营方式导致不同的收益。而操作经营方式的好坏优劣主要取决于基金公司的专家们的知识经验水平和对以上众多因素分析的正确与否,以及具体运行人员有无疏忽错误。对同一种期货合约,不同公司有不同的操作经营方式,这样就会形成操作经营上的差异。在收益上也就有很大不同。

另外,不同经营方针比如不同的资产组合也会有不同的收益。有的以投资交易为主,有的以套期保值为主,显然会形成两种不同的交易情况,从而其收益也不同。

3. 期货基金在多头与空头交易部位收益与亏损的关系是怎样的

在期货交易中,交易者的亏损与收益关系无论对于做多头还是做空头来讲都是相互对应的。多头期货的持有者在期货价格上升时将会有赚,而在期货价格下降时将会有亏。空头期货的持有者在期货价格上升时将会有亏,而在期货价格下降时将会有赚。在期货交易的实际运作中买卖双方的盈利与亏损同时存在,互为因果。也就是说,风险与收益始终存在于买卖者之间,一方的亏损就是另一方的盈利,另一方的盈利就是这一方的亏损。双方的亏损与收益值是相等的。

如图 3.3.6 所示,通过收益与亏损交易部位、收益与亏损值、期货价格、期货合约买进价格之间的关系,反映出期货交易部位的数值变化。从图中可以看出,收益与亏损交易部位与期货价格线、收益与亏损线均成 45 度角,其数量的递变关系也表现为等值递变。

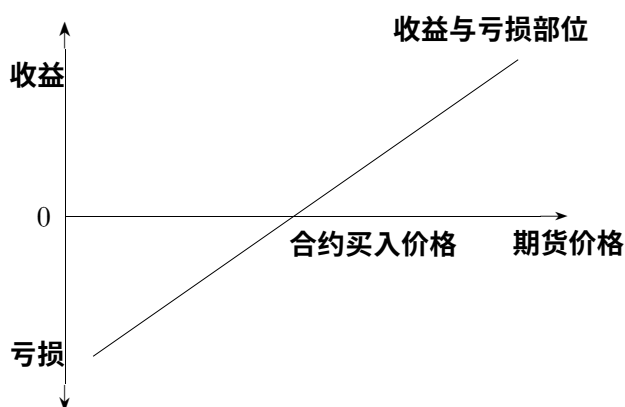


图 3.3.6 多头期货收益与亏损结构图

如图 3.3.7 所示,空头期货交易部位收益与亏损也是同样道理。结构图：

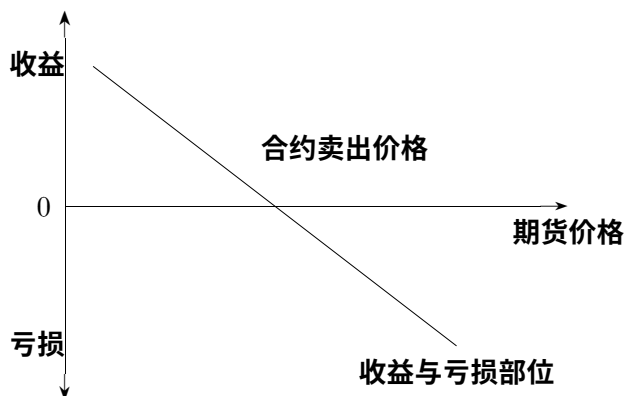


图 3.3.7 空头期货交易收益与亏损结构图

以上我们分析了期货交易中多头与空头交易部位的收益与亏损间的内在关系。应当说,其变化关系是相互对应,均等变化的。

4. 期权基金收益有何特点

期权基金是指基金公司把主要基金投资于期权买卖的形式,期权基金收益即基金公司把基金投资于期权买卖的收入。

期权基金收益有着独特的优点,即可以将风险限制在某一量化的期权费(权利金)之中,并同时能得到无限的收益。

在期货交易中,无论市场价格如何波动,买卖双方的收益与损失值均是无限的,买方的收益越大,卖方的收益值越小,就是说,在价格走势的直接影响下,买卖双方的风险和收益均不可估计和加以限制,因此,风险与利益共存并举且无限。在进行期权交易时,卖方的收益值始终是有限的,损失值则是无限的,而买方的收益值是无限的。损失值是有限的,两者的收益与损失值成反比关系。

具体来讲就是,如果期货市场价格走势有利期权的买方时,对于期权的卖方(期货合约履约权的卖出者)而言,其收益值是有限的,因为合约的无限收益均已被期权的买方所获得,而对于期权的买方(期货合约履约权的所有者)而言,其损失值将是有限的,因为他付出的只是一定金额的期权保险,而在市场价格对其十分有利的情况下,其收益值将是无限的,他将远远超过所付出的这笔期权费用。

反之,若期货市场价格走势不利于期权的买方时,期权卖方的收益值仍将是有限的,即期权买方所付的一定金额的期权保险费,其损失值将是无限的,因为这时期权的买方将放弃期货合约的履行权利,市场价格走势对期权买方的不利因素,将随之转移给期权的卖方,其可能产生的损失值将是无限的,而对于期权的买方来讲,因市场价格走势对自己不利,所以他将放弃期货合约的履行权利,即放弃或损失了他所付出的一定金额的期权保险费,其损失值是有限的,其收益值仍将是无限的,因为他及时放弃期货合约的履约权利,在无形之中避免了可能造成的损失,形成了一种无形的收益。

5. 多头期权及空头期权的收益与亏损关系是怎样的

在多头期权交易中,其亏损与收益并非对称,而是一方无限,另一方有限。

这里我们假定期货合约的履约价格为 25 美元,期权权利金为 5 美元,那么,对于买进看涨期权的一方来讲,其最大的损失是 5 美元。随着期货价格的不断增长和接近到期日,看涨期权的买方将逐步扩大收益,其收益值是无限的。与此同时,对于卖出看涨期权的一方来讲,其最大收益值是买方所付的期权权利金,即这里所假设的 5 美元,而随着期货价格的不断上升,期权卖方的损失逐步扩大,其亏损将是无限的。

这里还应注意的是,无论对于买进看涨期权还是卖出看涨期权的交易者来说,都是一个期权向何处转化的问题,即所谓向实值(有价)、虚值(无价)及平值(平价)期权转化的问题。从图 3.3.8 中可以看出,买进看涨期权与卖出看涨期权在实值和虚值期权部位上是刚好相反的,二者在平价期权点处交汇。

与多头期权的收益与亏损关系相比较,空头期权交易部位的收益与亏损变化在曲线方向上是刚好相反的。

仍以上述为例,假定期权合约的履约价格为 25 美元,期权权利金为 5 美元,那么,对于买进看跌期权的一方来讲,其最大的收益值为 5 美元,随着期货价格的逐步降低和到期日的临近,看跌期权的买方亏损逐步扩大,其损失值是无限的。而对于看跌期权的卖方来说,其最大的损失就是期权买方所付的期权权利金 5 美元,随着期货价格的逐步降低和到期日的临近,其

看跌期权的卖方的收益将逐步扩大,其收益是无限的。

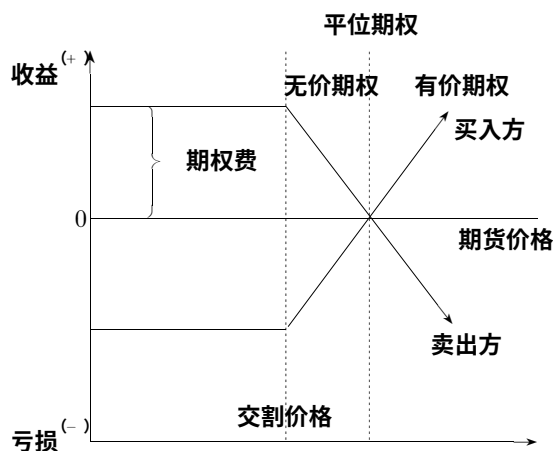


图 3.3.8 看涨期权买卖转化结构图

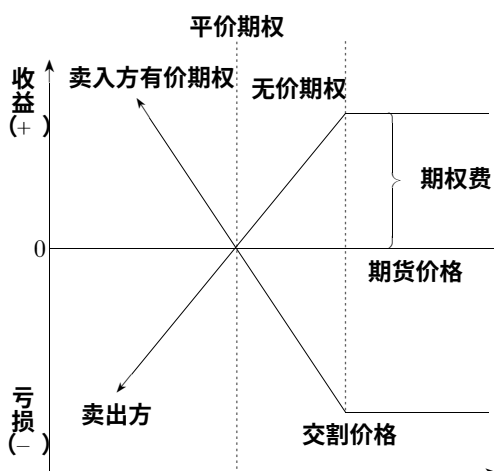


图 3.3.9 看跌期权买卖转化结构图

此外,在空头期权交易中,也存在着期权向实值、虚值及平值转化的问题,它与多头期权交易类似,买方与卖方的实值与虚值相互对应,二者在平值期权点处交汇。

6. 期货基金与期权基金在收益方面有何异同

只要有经济活动存在,就必然会有交易风险,有交易风险,其交易结果不外乎两种情况,即要么亏损,要么获得收益。从期权与期货交易相比较而言,期权交易的亏损较小,收益较大,优于期货交易。期权交易可以将风险限制在某一量化的期权权利金之内,并同时能得到无限的收益,使期权交易方式拥有强大的生命力,并以其特有的形式存在、发展。

五、房地产基金收益

1. 什么是房地产基金收益它是怎样计算的

房地产基金是投资基金公司把主要基金投资于房地产业,从而获得各种利润的投资形式。房地产业在我国发展前景广阔,而投资基金更增强了房地产业的发展,有如虎添翼之势。但只要是投资就会有各种风险,这样就会有收益与亏损情况的出现。

房地产基金的收益是指投资基金公司把主要基金投资于房地产业而获得的各种收入。房地产基金费用包括投资基金公司在房地产业投资的全部费用。如果减去这些投资全部费用就得到房地产基金净收益。

房地产基金收益主要来源于:

(1)利息收入。房地产基金也同其他基金一样,保留一定比例的现款,以备投资者赎回基金持份时付现。这些现款在各金融机构可以存储,从而形成了利息收入。

(2)资本增值。房地产基金投资于房地产开发与经营,经过一段时间后,房地产的净资产值就不断增长,这部分增加额即为基金的资本增值。也可以描述为:房地产基金由于所投资的房产、地产的价值随着时间、价格的变化而发生变化,由低价格上升到较高价格,这之间的差额总和即为资本增值额,房地产基金收益主要来源于资本增值。

(3)房地产基金的资本利得。当基金投资于房地产业时,会在最有利的时机下,比如房地产价格可观时将房地产卖掉,以赚取巨额房地产价差。这种收入即为资本利得。

(4)股利收入。在房地产基金投资中,一般是投资于房地产业的开发与经营,同时也有一部分投资于房地产股票或债券公司(房地产证券公司),这样,基金公司就可以凭借其股东地位从公司取得股利收入。它可以是红利,也可以是配股收益分配方式。

房地产基金的收益率计算公式:

设房地产基金总收益为 M ,总投资资本为 V_0 ,则收益率 m 为 $m = \frac{M}{V_0} \times 100\%$

如果现在房地产基金价值为 V ,则 $M = V - V_0$,这样 $m = \frac{M}{V_0} \times 100\% = \frac{V - V_0}{V_0} \times 100\%$

房地产基金的净收益率计算公式为:

净收益率 $m' = \frac{M - C}{V_0} \times 100\% = \frac{M'}{V} \times 100\%$

其中 C 为各种费用总和。 M' 为净收益, $M' = M - C$

2. 房地产基金收益的特点是什么

在市场经济条件下,社会平均收益率起着社会资金投放的平衡作用。当然,房地产基金的收益率也取决于社会平均收益率的高低。但是由于房地产经济运动和资金运动的特殊性,房地产基金收益特点是风险大,收益较高。

为什么房地产基金收益风险大、收益高呢?

(1)房地产基金运转周期较长。

由于房地产开发周期少则二、三年,多则四、五年,占用资金时间长,层层关节都要发生费用,因此,房地产基金收益不能不受到资金周转时间因素的影响。这种影响包括减少基金的利息收入,增加了投资的风险。这样,房地产基金的流动性较差,因此,投资风险较大。

(2) 房地产基金投放量较大,这样更增大了投资风险。

(3) 房地产基金投资操作费用较高。因为房地产经营的复杂性、长期性,需要一些有经验的专家作为基金投资顾问,这样需要很高的经理基金费用,另外,还有其他类型费用,由于这些费用的存在,当然对基金净收益的大小有所影响。

同样,收益递增、递减规律也适用于房地产基金投资。收益递增递减是指在投资量增加时,在一定限度内收益随之增加,但当收益达到顶点时,投资与收益就会成反比变化,即投入增加,收益反而减少。这个规律运用到房地产中,就是在某地段建设高楼大厦,当超过某一层数时,其收益就很难成正比例增加,所以收益达到最高点的层数时,在经济上是最有利的。为了确定这一损益的关键点,我们就不同层次、高度的房产所需要的资本、预计收益、经营支出等加以设定计算,从而找到总收益上升和下降的转折点。这样,可以找到房地产的边际效用点,这个边际效用点即为最大收益点。

3. 影响房地产基金收益的因素有哪些它们分别是怎样影响房地产基金收益的

影响房地产基金收益的因素主要有:房地产市场因素、国内、外经济形势及政策因素、社会因素、区位因素、投资规模、社会购买力变化、投资管理因素等。

(1) 房地产市场因素。

房地产市场的供求状况决定着房地产市场的价格变化,如果房地产价格向正方向变化,即上升的话,则房地产基金表现为正收益;反之如果房地产价格向反方向变化,即下降,则房地产基金表现为负收益。可见房地产市场供求状况和房地产价格决定着房地产的投资收益,前者是最基本的因素。

在房地产商品的供求问题上,竞争中供给与需求双方呈现了另外一种情形,即由于房地产具有不动性、不增性和个别性,使得在房地产商品的供给者之间不易引起竞争。竞争主要在需求之间进行,而需求者之间的竞争,又是在房地产的价格下降而收益下降的情况下进行的。也就是说,当利用房地产能获得超额利润时,那么房地产的需求增加,竞争将激烈化。

房地产供求因素反映在供给和需求两方面。房地产供给主要表现在自然供给变化和经济供给。自然供给主要指土地,它的价格变动一般取决于地租量的多少;经济供给是指房屋,它的价格取决于生产成本的高低。影响房地产需求的因素主要有:①投资商的数量。一个地区的投资者增加,就必然导致房地产内涵和外延扩大再生产的出现,使土地的需求量增加,房地产生产成本增加,价格上涨。②市场发展潜力,即某一地区经济发展趋势及房地产市场变化,包括土地利用发展结构,房屋供应与需求总量,价格趋势及变动规律,经济增长速度、国民收入水平、通货膨胀及相对投资机会等。

(2) 国内外经济形势及政策因素。

国内外的综合经济形势从客观上决定着对房地产的需求状况,从而决定着价格的上下波动程度,进而影响着投资者收益的大小。例如,改革开放以来,我国经济繁荣、形势大好,沿海及部分内陆省份的房地产价格急剧上升,已成为中外投资者的投资热点,以期获得可观的投资收益。

政策变化是房地产开发项目中不可忽视的软要素。如金融紧缩,将影响投资需求和房地产领域的开放,不利于开发和繁荣;控制农用地转向非农用地的转化,将导致土地供给的减少;鼓励个人拥有住宅,将引起房地产市场需求结构和购买力的变化;土地拍卖,有可能引起土地成本增加;税收政策的调整,将引起投资效益的变化等等。由于房地产开发周期长,所以政策变化的影响就大,在可行性分析中应有所预见,并适时调整。

在土地国有制情况下,政府的土地管理政策对地价影响很大,这些政策包括 城市规划、地租税、住宅政策、土地供应与出让方式。这些政策当然影响着房地产投资的收益。

(3) 社会因素。

① 社会稳定状况。社会稳定,百业昌盛则房地产业事业兴旺,房地产价格上涨;反之,如果社会动荡不安,没有安全感,房地产业必然萧条,房地产价格必然下跌。

② 人口增长状况。人口密度及其素质等,都会影响对房地产的需求,从而影响房地产的价格及收益。从我国的现实状况来说更是如此。我国的人口不断增长,而人均住房面积的狭小已经惊人的地步,从而使我国房地产价格一直居高不下,并且有持续上涨之势。而房地产价格的持续上涨,必然引起房地产基金的正收益。

③ 城市化的发展程度。如果城市化的发展速度较快,农地变为商地、住房、工业、办公用地,那么地价就上升,从而带动这一区域房地产价格的上涨。原有房地产价值增大,其收益增加,随着需求不断增加,新开发房地产业也有得到很大收益的可能。反之,如果城市化发展较慢,一些矿藏的枯竭、城镇的迁移等,都会引起原有房地产价值的下降,从而降低房地产的收益。

(4) 区位因素。

所谓区位因素包含两层含义:一是决定房地产价格水平的整体区位。主要是指城市或地区在整个国民经济中的政治、经济、文化地位及其自然地理位置和对外经济关系等。二是城市内部具体地理位置的差异。某宗房地产价格的首要因素,应首推区位因素,尤其对商业地段来讲,位置变化对经营收益影响最为敏感。

(5) 房地产基金投资规模对收益的影响。

根据投资收益递增递减规律可以知道,有一种投资规模能使投资收益达到最大,那么这时的投资规模叫做最佳投资规模。高于这个投资规模的资本不会得到充分利用,其收益率并不最大;而低于这个投资规模,资本有些短缺则不够用,无法达到充分开发的目的。因此,研究房地产基金投资规模与房地产收益的关系很有意义。

经过计算可知,当边际投资现值与它所带来的边际净收入现值之和相等时,其投资规模为最佳投资规模。在图 3.3.10 中,投资现值以横坐标表示;与横坐标成 45° 角的斜线代表净现值为零(即投资现值与各年净收入现值之和相等)时的曲线。图中 A 点的切线斜率与净现值为零的直线斜率相同(均为 1)。根据上面结构可知,A 点所对应的投资规模 K_p^* 即为最佳投资规模。这一投资规模下的净现值最大。

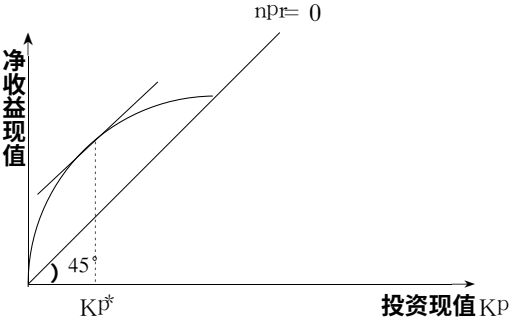


图 3.3.10 最佳投资规模示意图

在实际过程中,基金投资于房地产业的规模少则几万元,多则几亿元,问题是应该懂得有

多少基金可干多大的事业,从而确定投资方向。即在资金约束条件下求得最佳项目。这实际上与最佳投资规模确定的性质相一致,当实际资金大于 K_p^* 时,这时获得的净现值不是最大,即资金有浪费,可缩小投资规模。当可获资金小于 K_p^* 时,即小于所对应的规模就是小于最佳投资规模时,通常可根据投资选择项目,如几十万元可用于小型公寓、商店,上百万元投资可用于大型购物中心、办公楼等。对于大规模房地产投资基金来讲,如果最佳投资规模小于基金量,可以将基金投资于其它行业,比如证券、期货等。同时还要考虑保留相当数量的基金以便投资者赎回基金时付现。不过这只对开放型基金公司而言,封闭型基金公司没有这种情况。

表 3.3.8 基金规模对利润和基金收益率的影响

基金规模	总成本	税前利润	基金收益率
2,000,000	33,135,503	3,821,872	33.97%
2,500,000	322,919,369	4,038,006	30.58%
3,000,000	32,727,081	4,230,294	28.31%
3,500,000	32,548,698	4,408,677	26.70%
4,000,000	32,370,315	4,587,060	25.37%
4,500,000	32,191,931	4,765,444	24.26%
5,000,000	32,013,548	4,943,827	23.33%

(6)基金的经营管理因素。

这里涉及到投资组合和投资时机问题,所以分别讨论。

①关于投资组合。“不要把所有的蛋放在一个篮子里”。这是投资所熟知的名言,就是说“风险风散化”投资要选择一组项目,建立最佳组合,以达到期望的利润及风险。例如：

项目组合	A	B	C	(A+B)D	(A+B)E	(A+B)
X_A (A 的比例)	1.0	0		0.6	0.6	-0.2
X_B (B 的比例)	0	1.0		0.4	0.4	1.2
期望报酬率	5%	10%		7%	8%	11%
期望风险	0%	20%		8%	12%	24%

总之,要达到有效的投资组合,须认识到：a. 如不在乎风险因素,则投资到利润最大的项目上即可 b. 如只关心最小风险,则必须进行投资组合使风险最小 c. 如兼顾二者,则要进行风险评估。

②关于投资时机。前面说过,影响房地产开发收益的因素很多,这些因素都在不时发生变化,有的朝有利于投资收益的方向变化,有的朝不利于投资收益的方向变化。因此,准确及时地进行房地产投资和回收,将会赚取丰厚利润(回报)。这是一个科学性和艺术性的良好结合。

比如,在房地产投资前要正确预测经济发展规律,政治形势等是否有利于投资。如果经济呈上升趋势,政策相对宽松,则可以进行投资。如果经济衰退,市场不景气,就要谨慎行事。

在此重点介绍一下房地产本身的生命周期与投资时机的选择。

房地产作为一种产品,同其他产品一样,有着生命周期。一般来讲,房地产从找地、贷款、规划设计、兴建完工、到出租(或出售),大约要 1~5 年的时间,其间所涉及的风险与利润不尽相同,开始时,风险较高,到完成时风险较低。从房地产开始进入到房地产老化,需要更新再开发,所经历的时间大约 40~50 年其间房地产投资的利润与风险亦有差别,越到后来风险

越大,可用图 3.3.11 表示。

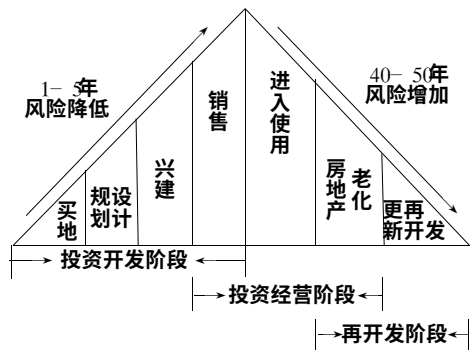


图 3.3.11 房地产投资风险示意图

在房地产投资中,也可根据房地产处于周期的哪一阶段确定投资与否及具体措施,这是投资时机问题的另一个方面。

(7) 社会购买力因素和通货膨胀水平。

社会购买力因素即是指社会购买商品或劳务的能力大小。通货膨胀程度正是影响社会购买力的关键要素。当社会发生严重通货膨胀时就会发生货币贬值,房地产价格也要上涨。如果房地产价格上涨水平小于通货膨胀率时,基金收益表现为实际收益下跌 如果房地产价格上涨水平高于通货膨胀率时,基金收益表现为实际收益上升。可见,社会购买力和通货膨胀程度也是影响基金收益的一个重要因素。

(8) 投资成本对基金收益的影响。

投资成本对基金收益的影响主要表现在对基金净收益(线收益)的影响上。净收益也叫利润,等于总收益(M)减去总费用(C)。显然成本提高,则基金净收益要减少。所以众多投资者努力选择成本低又有较高收益的投资方向。

房地产基金成本是基金普通费用与房地产成本之和。

房地产成本就是房地产开发或销售时发生的物化劳动和活劳动的消耗。包括房地产开发成本:土地征用及拆迁补偿费、前期工程费、房屋建筑安装工程费、公共配套设施费、基础设施费、开发间接费用。

要想得到较可观的净收益就必须把成本支出降低到最低点。这就需要首先作好成本计划,计算出每个开发项目所占总成本的比率。同时要加强成本核算和成本管理,使得达到更大的开发收益。

从成本敏感性分析中可以看出,预估项目建筑成本变化对基金盈利率(收益率)产生的影响。见表 3.3.9。

表 3.3.9 基金成本对基金收益率有多大敏感性的模拟表

基金成本	基金收益率	差值
31,915,421	29.9%	1.57%
32,232,060	28.33%	1.63%
32,548,698	26.7%	1.67%
32,865,336	25.03%	1.70%
33,181,975	23.33%	1.73%
33,498,613	21.60%	1.77%
33,815,251	19.83	

第五节 投资基金收益分配与税收

一、投资基金分配

1. 什么是基金的分配

分配在整个基金的运行中处于十分重要的地位。投资基金在其诞生的一百多年间,获得了长足的发展,为世界经济带来了强大的动力和冲击,尤其在美国,已成为继商业银行和人身保险公司之后的全美第三大金融实体。究其原因,关键的因素是较高、较稳定的收益。微观意义上的投资是预期收益的垫付行为,是生产要素通过投入社会再生产来谋求预期收益的经营活动。可见,预期收益是投资行为内在的驱动力,而变预期收益为现实收益的渠道是分配。投资基金的优势也是通过分配来体现的,可以说,分配是投资者选择基金时首要关注的问题。

分配不是简单的给付,而是一个复杂的、追求系统最优的过程。分配从来不是孤立地进行着的,总是同一定的社会生产关系相联系,体现这一生产关系下各分配参与者的经济利益关系,而各分配参与者之间的利益要求及同一参与者的近期、远期要求存在着冲突和矛盾,由此决定了分配行为是一个互动的过程,是由许多的因素共同调节、互相影响而确定的,是博弈。具体到投资基金来讲,矛盾是显而易见的:一方面,受资本趋利性的影响,投资者要求获得更多的收益,从投资基金有关机构来讲,为了达到吸引投资及提高自己业绩评价的目标,也倾向于派发更多的收益,而另一方面,考虑到基金长期的经营需要及一些未为一般投资者所了解、认知的信息等因素,基金公司又往往需要降低分配份额。如何处理这一矛盾,使各方都更为满意,显然不是水到渠成那样简单。如果再考虑分配方式的选择(涉及分配使用现金还是受益凭证,或者二者并用,其比例为多少,是否接受持有者将收益滚入本金再投资等一系列的问题)、分配时间、以及税收对各方收益的影响,则问题更为复杂。虽然各国一般都规定了基金必须分配的最低百分比,但可供挑选与设计的余地仍然很大,制定一套合理的分配方案是一个系统的需技术处理的问题。

2. 基金分配的内容有哪些

分配的内容是投资基金在运营期间内的各种收益,包括利息、股息、红利、资本利得、资本增值等。由于各基金类型不同,上述各收益之间比例也不相同,如收入基金的利息、股利较多,

成长基金的股利很少,注重资本利得,而积极成长基金几乎没有股利。扣除各种费用(如管理费、贷款利息、保管费、各项税负、投资损失等,透过中介组织进行的投资,还有其中的佣金及杂费)之后的净收益。在我国现阶段,大致有 $\frac{1}{3}$ 的基金投资于证券, $\frac{1}{3}$ 投资于房地产, $\frac{1}{3}$ 投资于实业,故有些基金的净收益还包括资产变现收益及项目投资收益。上述构成分配内容的价值形态。

基金持有的现金、存款、各种有价证券、实业资产等,是构成分配内容的物质形态。其中有价证券是最主要的部分,价值按下述规定计算:

(1)基金购买上市证券的价值等于基金购买该证券的数量乘以计算日该证券在交易场所的收盘价。计算日无交易的证券,以最近一次收盘价为准;

(2)基金购买未上市股票价值等于基金购买该股票的数量乘以该股票的发行价(计算日在会计年度结束前)或每股股东权益(计算日在会计年度结束后);

(3)基金购买的未上市债券价值等于该债券发行价加至计算日止应收利息。

上述分配内容物有多大比例实际地转移给投资者,各国是有不同规定的(详见附录),依我国《投资基金管理办法》(第七稿)规定:“基金持有人收益分配比例不得低于基金净收益的80%。”转移给基金机构的部分为“基金经理人可以在基金达到目标资产净值后,获得会计年度完成日超额资产净值的20%,作为每年的业绩红利”。

3. 投资基金红利分派的程序是怎样的

基金公司在决定分派基金红利以后,应由董事会将分派红利的事项向股东宣告。对于一般基金公司来说,董事会要宣布股票红利支付额(每股红利)、股权登记日、除息日以及发放日等事项。

(1)宣布日。即董事会决定要在某日发放基金券红利的日期,也就是宣布分派基金券红利的当天。董事会一般应根据发放基金券红利的周期(每年一次或每季一次)举行董事会会议,讨论并宣布将要进行的基金券红利分派。在宣布日基金公司应登记有关基金券红利。

(2)股权登记日。基金公司规定获得此次基金券红利分派的最后股权登记日,是决定基金券持有者能否取得红利的日期界限。凡在这一天之前列于基金公司股东名册上的股东,都将获得此次分派的红利,而在这一天之后才列入基金股东名册的股东,将得不到这次分派的红利,其基金券红利仍归原股东所有。这一基金券红利差异将影响股票价格。

(3)除息日。即除去基金券红利的日期。凡在除息日当天或以后购买基金券的股东,将不能领取最近一次红利。因为基金券买卖的交易日和办理完基金券过户的手续相差有数天时间,因此,只有在基金公司规定的股权登记日数天前进行的股票交易,其新基金券持有者才能列入股权登记日的股东名册。为此,一般规定股权登记日之前的第四天(若逢节假日顺延)为除息日。自此日起(含除息日),该企业的股票交易称为除息交易,这种基金股票称为除息股。除息日对基金券的价格有明显影响,在除息日之前进行的基金券交易,基金券价格包括应得的红利收入在内,除息日之后进行的基金券交易,基金券价格不包括股利收入,应该略有降低。

(4)红利发放日。即将基金券红利正式发给基金券持有者的日期,亦称付息日。在这一天开始的几天内,基金公司应通过各种手段(邮寄支票,汇款等等),将基金券红利付给基金券持有者,同时冲销红利负债。

4. 基金分配过程是怎样的

执行分配行为的机构在不同的基金中是有不同规定的。在投资公司的收入和支出报表中

显示公司各类项目的收入及支出情况,其中包括持有证券的股息和利息收入,一般投资和管理费用,以及其它债券利息。所得税等信息。在基金的招募说明书(公开说明书)中也要提供股息和资本收益分配一览表,并说明投资者的纳税结果。通过这些信息,我们可获得有关分配的实际进行过程。

我国淄博乡镇企业投资基金的分配操作是这样的 在投资基金公司章程中制定收益分配原则→基金经理公司制定收益分配方案^{经批准后}→保管公司进行拨付和结算。具体为:

(1)在公司章程中规定分配原则(详见附录);

(2)在委托管理协议书中规定:

受托方(淄博投资基金管理公司)按规定的收益分配原则,拟定基金收益分配方案,报经基金保管人签署,基金公司注册会计师审核签证和委托方(淄博乡镇企业投资基金公司)董事会批准通过后,按基金章程规定的日期和方式向有关方面呈报和公告;

③在委托保管协议书中规定:

受托方(中国农业银行淄博分行,为保管公司)分别设立“中国农业银行淄博分行受托保管淄博乡镇企业投资基金公司资产账户”以及“中国农业银行淄博分行受托保管淄博乡镇企业投资基金公司资产分配账户”,分别进行账务记录与处理。每次分配收益时,应将核准的可分配总金额从“基金公司资产账户”提存于“基金公司收益分配账户”,并根据基金公司收益分配方案,进行拨付与结算。

5. 基金分配方案一般应包含哪四方面的内容

基金的分配方案一般包含四方面的内容:

(1)分配比例。指已分配给投资者的收益占应分配收益的比例。其涉及两方面的内容,其一,在基金实现的收益中哪些为应分配收益。不同国家、地区的不同基金是有不同理解的,比如有的基金就不对资本利得分配,其二即分配比例。不同国家也有不同的规定。如我国规定,持有者分配比例不得低于净收益的80%,美国要求分配投资利润的95%,日本要求封闭型基金的所有股利和利息收入都分配。在符合上述分配比例要求的基础上,具体的政策可能有:

①固定分配率政策。即收益分配随公司经营业绩升降,有较好的灵活性,但投资者承担的经营风险较多。

②固定分配率加额外分配政策。即将收益分做两部分,一部分随业绩升降,另一部分在一定条件下(比如第一部分分配的绝对额过低时)额外支付。

(2)分配时间。基金收益大多一年分配一次。只有美国共同基金的健全办法例外,规定货币市场基金每月分配一次,债券基金每月或每季分配一次,股票基金每年分配一次。具体派发时间,各基金不同。

(3)支付办法。一般地讲,现金支付,由受益人领取,或汇至受益人的银行账户;派送基金单位,由证券公司将分派的基金单位份额打印在投资者的基金单位持有证上,如派发其它有价证券,则可由受益人领取。

(4)分配方式。主要有下列三种方式:

①持份选择。即基金受益凭证持有者的全部收益再投资于股东指定的基金(同一投资基金公司名下的各基金)中,滚入本金,获得增多了的持份。其增多部分可能收也可能不收有关费用。不收费用的服务可使投资者享受到利滚利,复合成长的优点;

②收入选择。即投资者以现金(各方约定的任意币种)、或其它有价证券(非指受益凭证,而是指基金投资组合中的有价证券)获得全部收益;

③交叉选择。即投资者的收益部分即期取得,部分用于再投资。

上述三种分配方式实质上是对即期收益与远期收益的不同预期和安排,同时考虑了税收的影响。

国外的一些投资基金公司,还为小额投资者创造了许多有利条件,有关分配部分有:

积累计划。即指投资者在一定时间内投入一定数量的美元购买股份,这些股份的所有股息和分配额可自动进行再投资而不收取销售佣金。新股份的最初购买和其后定期投资购买新股份的美元总额是有规定的。这是一种开立账户的安排,没有确定时期或投资总额的要求,投资者也可在任何时候退出该计划。

提款计划。就是在投资者已经进行最低限度的股票最初投资以后,投资公司根据投资者所持有股票的收益、股票价值的增减和提取的美元数量每月支付其一定金额,据此投资者每月可获得一笔固定收入。如果投资者的股息收入不足以支付这笔固定收入,投资公司允许将投资者一部分股份变换为现金。

单位信托投资公司的分配要求为:以受托人名义收到企业大宗股票的股息时,必须将之全部分配,不论这些股息收入是现金形式,或是其它的权利形式。购买单位信托投资公司证券的股东们将得到上述收益。

不同基金在分配倾向上是不同的。收入型基金注重获得即期收入,分配比例较高,现金比重大一些;成长型基金的长期报酬率不低,但由于其侧重于增长潜力,在一定时期内实现的收益可能少一些,分配比例低一些,投资公司也更乐于采用增加投资者持份的方法分配;有的积极成长基金甚至几年才进行一次分配,或者在运作期满后一并分配。开放型基金由于投资者可随时增减所持份额,更注意分配政策的稳定及每次分配的绝对额。相比之下,封闭型基金则可能对上述两方面不很重视,但它集中注意力于整个基金运作期间的总收益。此外,同一基金在不同时期的投资目标也是不同的,比如在基金刚成立及运作期将满时,目标可能差异很大,相应的分配方案也就不同了。

6. 制定分配方案时一般应遵循哪些原则

一般说来,制定分配方案时要遵循如下几个原则:

(1)兼顾长期利益与短期利益的原则。

(2)公平透明原则。

(3)稳定性与灵活性结合原则。投资者最关心的部分要稳定,其余可灵活处理。

7. 怎样评价基金分配方案

对一个分配方案作出恰当的评价是很难的,我们只能给出一般性的标准——总目标。它是各方综合满意程度最高的标准。

(1)适当的分配方案不应是分配比例过高的方案。这是出于几方面的考虑:①基金公司在运作中,掌握的资金越多,则越易把握投资机会,反之,基金应变能力减弱;②投资者购买基金受益凭证,是因为有预期收益,同样,过高的分配比例虽然可能在短期内吸引大量的投资者,但也将错误地引导投资者,使其对未来收益产生不切实际的期望。一旦基金运作不佳,受分配刚性影响,投资者的热情会受很大打击,或者会使基金公司被迫维持高分配比例,疲于应付,后劲乏力。

(2)适当的分配方案不宜是分配比例过低的方案。①过低的分配比例不利于销股集资。尤其在同期银行储蓄利率升高,通货膨胀率升高时,更是如此;②过低的分配比例意味着投资者的部分资金被套牢,承受基金经营风险,损害到投资者的即期利益。一旦基金运作不良,获利能力下降,则投资者的远期收益受损,基金信誉下降,对国家来讲,则等于资源配置效率不高,综合效益低下。

(3)适宜的分配比例应大致相当于社会上同类基金的平均水平。对于投资者来讲,不仅要分配比例上评价分配方案,更要注意从分配方式上评价分配方案。分配可能以现金或有价证券的形式分配给投资者,也可能以增加受益凭证的方式接受投资者的再投资,或者二者兼而有之。现金分配方式是明白清楚的,但发放受益凭证涉及到基金价值估值问题。受益凭证的价格是以基金净资产价值为基础计算出来的,基金净资产中又包括很多的有价证券,而有价证券的价格同其实际价值并不都是吻合的,受到市场供求情况、经济形势、政治环境等各方面因素的影响,处于不断的变动中,从而决定了基金净资产价值含有“水分”。一般来讲,“牛市”时,净资产中“水分”就多一些,反之“熊市”时,则少些。故而,投资者分配得到的受益凭证份额其实际价值可能同应得之现金收益不相吻合。在以其它有价证券分配时,也涉及这一问题。因此,当基金公司决定以这两种形式分配收益时,投资者一定要详细了解公司的财务情况,同时,了解有关证券的走势,以免受到不应有的损失。

8. 我国在基金分配方面应注意哪些问题

(1)在分配方式中,增大收益滚入本金再投资的比例。在我国,目前的收益分配若当年不领取,次年可一并领取,但不计复利。在美国,投资者对于分配到的收益可作三种选择:①领取利息和股利,资本利得滚入本金再投资;②领取资本利得,利息和股利再投资;③所有股利和资本利得都再投资,且不须付佣金。投资者享受到利滚利复合成长的好处,不断累积资产,公司也利于掌握更多的资金。用表 3.3.10 和表 3.3.11 表示这种复合成长的效果。假设二者均最初投资 10000 元于不收费基金,表 3.3.10 为收益滚入本金再投资,表 3.3.11 为收益不滚入本金。(不考虑税收的影响)。^①

表 3.3.10 收益滚入本金再投资 单位:美元

年数	年平均复合成长率					
	5%	10%	15%	20%	25%	30%
0	10000	10000	10000	10000	10000	10000
5	12763	16105	20114	24883	30518	37129
10	16289	25937	40456	61917	93132	137858
15	20789	41772	81370	154070	284216	511857
20	26533	67275	163664	383375	867359	1900490
25	33863	108346	329188	953959	2646960	7056380
30	43219	174493	662114	2373750	8077900	26199800
35	55160	281022	1331740	5906650	24651700	97278000

① 资料来源:《共同投资基金—投资致富新道路》P145、P146

通过表 3.3.10 和表 3.3.11 可以看出二者的收益差距是很明显的。如在复合成长率为 10% 时,前者 35 年后收益本金和为 281022 美元,而后者仅为 45000 美元。收益滚入本金再投资的分配方式在美国受到大多数基金与投资者的欢迎。表 3.3.12 表现了这种情况 :^①

表 3.3.11 收益不滚入本金 单位 美元

年数	年平均复合成长率					
	5%	10%	15%	20%	25%	30%
0	0	0	0	0	0	0
5	12500	15000	17500	20000	22500	25000
10	15000	20000	25000	30000	35000	40000
15	17500	25000	32500	40000	47500	50000
20	20000	30000	40000	50000	60000	70000
25	22500	35000	47500	60000	72500	85000
30	25000	40000	55000	70000	85000	100000
35	27500	45000	62000	80000	97500	115000

表 3.3.12 美国共同基金的实现股利及再投资 单位 :十亿美元

年度	投资收入股利	再投资股利	再投资比例
77	1.9	1.3	65.8
78	2.5	1.8	71.3
79	5.2	3.7	72.2
80	10.4	8.5	81.3
81	21.7	19.7	91.7
82	25.8	22.9	88.8
83	18.8	15.7	83.5
84	23.7	18.4	77.6
85	28.9	20.4	70.6
86	35.8	25.5	71.2
87	47.4	30.9	65.2
88	52.6	33.2	63.1
89	62.7	43.6	69.5
90	63.0	47.5	75.4
91	64.0	47.1	75.6
92	79.0	45.1	73.6

(2)在确定分配方案时,最好采用实验法逐步确定。在社会资源配置中,有帕累托最佳配置之说,在分配中也可参考进行,即对分配方案中各有关因素依次加以向好的方向变动,如果没有对其它未调整因素产生坏的影响,则可认为整体方案比以前进了一步。不断进行下去,便大致可得到一个较适宜的分配方案。自然,这也是需不断调整的。

(3)规范分配、防止基金债券化。基金有分散风险的优点,但不是没有风险,这应该体现在本金的保证和分配上,但目前国内许多基金都提前规定了投资获酬率(比如至少不低于当期银行储蓄的利率),有的还有保本的规定,这无疑使基金发行的受益凭证等同于债券,这是不符合基金的本质要求的,也不利于其长期的健康发展。

① 资料来源 《MUTUAL FUND FACT BOOK》

(4)完善有关分配的配套改革,尤其是有关财务的监督问题。现在虽然对资产净值评估有规定,但如果没有强有力的监督,则可能发生许多问题:之一,如前所述,客观上对作为分配基础的资产净值准确评估是困难的,从而为下述情况提供了可能:即投资公司有意或无意地提高分配比例,增加基金控制的资金额,也给投资者带来更多的即期收益,但事实上,这种分配可能已侵蚀到基金的本金,对投资者的影响在于在基金运作期满后分配基金剩余资产时,遭受事实上的损失,也就是说,以前的分配只是投资者自己本金的预期而已。如果这种情况是无意或客观发生的(比如在基金分配后,基金投资组合中的大多数有价证券价格大幅下降而侵蚀本金),那么是正常而符合基金原则的,但要注意防止有意地钻政策空子,使广大投资者受损。

目前,在我国通行的做法是,基金管理人可以在基金达到目标资产净值后,获得会计年度完成日超额资产净值的20%,作为每年的业绩红利,这一做法比较有利于提高基金管理人的积极性。

9. 美国基金分配有何特点

在美国,有关法律规定,基金至少必须把获利的95%分配给投资者,很多基金都把利润全部分配给投资者。货币市场基金的收入全部是利息,通常每月分配一次;债券基金收益包括利息和资本利得,每月或每季分配一次;其它购买股票的基金,通常为每年分配一次,包括利息、股利和资本利得。允许再投资。

10. 日本基金分配有何特点

在日本,受益凭证的持有人得到的分配是在作了许多扣除之后进行的,扣除部分包括:

(1)股票买卖费用等本期所支出的费用;

(2)期末结算时要将股票重新估价,如有亏损,需扣除亏损额;

(3)扣除股价变动准备金,基金型是在期末结算将股票重新估价后,扣除亏损或加上盈余部分的20%。

剩余收益部分原则上每年分配一次。所有股利和利息要求全部分配;资本利得分配须扣除上期亏损,剩余部分的10%分配给投资者;对基金所投资的有价证券因价格上升而发生的利润,累积到运作期满后,连同本金一并分配。

11. 台湾基金分配有何特点

在台湾,基金分配一般为每年一次,于会计年度结束后3个月内进行。利息、股利全部分配,实现的资本利得一般也分配。一般以现金方式分发,再投资不像美国那样折为新的基金受益凭证,而是基金单位净资产值的增加。但当投资者是华侨及外国人时,则分配现金股利及利息收入,而资本利得及股票股利则并入基金的资产内进行再投资,不予分配。

二、投资基金税收

1. 投资基金税收有何特殊性

原则上讲,投资基金是将投资者分散的资金集中起来,再分散投资于各种有价证券和其它金融商品,其收益大部分来源于信托资产(各国一般都有投资公司持份的最低限额要求,此部分不为信托资产),而信托资产归投资者所有,基金公司只是委托代理机构,其实现的收益绝大部分应分配给投资者,此为基金之根本特殊性,由此决定了其税收的特殊性。

在我国现阶段,受市场发育程度等诸多因素影响,现有投资基金的投资方向并不符合上述

原则。有资料表明,大致有 $\frac{1}{3}$ 的投资基金投资于实业, $\frac{1}{3}$ 投资于房地产, $\frac{1}{3}$ 投资于有价证券。鉴于上述三者的税收不尽相同,这里将现有投资基金的投资划分为两大类:Ⅰ类基金投资,指投资于实业和房地产(指直接从事房地产开发、经营,而不包括投资于房地产抵押债券,房地产公司股票的部分),其经营目的、方法可能同从事上述活动的股份公司不同,但在税收上是一致的;Ⅱ类基金投资,指投资于有价证券和其它金融商品,牵涉到的税收较为复杂。公司收益中的股利部分是作为有价证券持有人获得的,利息部分是银行储蓄和购买债券得来的,资本利得部分是基金公司作为决策主体,适时进行买卖取得的;至于资本增值部分,则是投资者主体加入基金(即购买基金受益凭证)与退出(卖掉受益凭证)的时机适当而实现的。各类收益取得的途径不同,税收亦不相同。作这种分类的意义在于,可以依此对基金实现的收益进行区分,分别予以税收处理。

投资基金税收的特殊性还有其它一些表现:其一,在我国及一些国家的有关规定中,都有关于发起者自有资金占全部基金总额一定比例的要求,我国投资基金发起设立的惯例是:基金发起人首次认购基金份额/单位的比例不低于基金规模的 20%,基金存续期内持有的基金份额/单位的比例不低于基金规模的 10%。在现阶段一些发起人认购的股份并不上市流通,上市流通的绝大部分是公众股份,这样,基金发起人自有资金实现的收益,就需要另有税收规定;其二,基金管理人分配得到的业绩红利,基金运营中有关机构获取的手续费、佣金等收入,亦应分别征税;其三,基金以增加受益凭证份额或分派其它有价证券的形式分配收益时,如何对此征税,何时征收,也是一个难点。

2. 我国现行有关基金的税收规定有哪些

通过上述的分析,我们可以看到,目前投资基金的税收涉及许多税种,主要有房地产税体系、证券税收体系(包括证券交易税、交易所得税等等)、个人所得税、企业所得税等,大多可以变通套用。现将其介绍如下:

(1) 企业所得税。

Ⅰ类基金投资、发起人自有资金实现的收益、经理公司取得之业绩红利、有关机构获得之佣金、手续费等,应交纳企业所得税。Ⅱ类基金投资实现之收益,是否应征收企业所得税,目前尚无定论。按现有税法规定,纳税人应纳税额,按应纳税所得计算,税率为 33%。缴纳企业所得税,按年计算,分月或分季预缴。年度终了后四个月内汇算清缴,多退少补。

(2) 个人所得税。

这是基金公司所有投资者都要涉及的税种。按《中华人民共和国个人所得税法》规定:“在中华人民共和国境内有住所、或者无住所而在境内居住满一年的个人,从中国境内和境外取得的所得,依照本法规定缴纳个人所得税。在中国境内无住所又不居住或者无住所而在境内居住不满一年的个人,从中国境内取得的所得,依照本法规定缴纳个人所得税”“特许权使用费所得、利息、股息、红利所得、财产租赁所得、财产转让所得、偶然所得和其它所得,适用比例税率,税率为 20%”“国债和国家发行的金融债券利息,免纳个人所得税”“利息、股息、红利所得、偶然所得和其他所得,以每次收入额为应纳税所得额”“个人取得的应纳税所得,包括现金、实物和有价证券。所得为实物的,应当按照取得的凭证上所注明的价格计算应纳税所得额;无凭证的实物或者凭证上所注明的价格明显偏低的,由主管税务机关参照当地的市场价格核定应纳税所得额;所得为有价证券的,由主管税务机关根据票面价格和市场价格核定应纳税所得额”。此外“对股票转让所得征收个人所得税的办法,由财政部另行规定,报国务院批准施

行”。在证券委和证监会向国税局了解股票转让所得征税问题时,有关负责人讲到,对股票转让所得何时开征、怎样计算纳税、如何管理等实际操作中的具体问题,都需在该办法(指上述由财政部另行规定之办法)中明确,在公布前,是不能征税的。

(3) 印花税。

这是适用于所有投资基金的税种。Ⅰ类基金投资分别涉及购销合同,资产租赁合同、产权转移书据、营业账簿、权利许可证照等有关方面。Ⅱ类基金投资中的证券交易行为征收印花税。其中对股票交易征收印花税产生的背景是1990年6月深圳股价大幅度上升,为平抑股市,规定对股票卖方按股票成交额征6‰的印花税。上海于1991年10月也规定向股票买卖双方各征3‰的印花税。另外,在《国务院批转国家税务总局工商税收改革实施方案的通知》中讲到:“把现在对股票交易征收印花税的办法,改为征收证券交易税。由于全国人大常委会正在审议《中华人民共和国证券法》,为了便于衔接,开征证券交易税拟缓一步出台”。

(4) 房产税。

这是目前适用于投资房地产开发经营的基金税种。是国家以房屋为征收对象,按房屋的计税余值或出租房屋的租金收入征收的一种税。其纳税义务人是产权所有人。按现行税法规定,房产税分为从价计征和从租计征两种。从价计征的均按账面原值一次减除10%~30%的残值计算交纳,税率为1.2%。没有房屋价值作计税根据的,由房产所在地税务机关参考同类房产核定计算。其它出租房屋的,以租金收入为计税依据,税率为12%。房产税按年征收,分期缴纳。

(5) 契税。

这是投资于房地产开发经营的基金涉及到的税种,为我国传统税种。主要是为了保障不动产所有人的合法产权,由国家对房屋所有权转移登记时,向不动产取得人征收。即是在房屋买卖、典当、赠与或交换订立契约时,由承收人交纳的一种税。我国现行《税法》规定,买卖房屋时,由买方按买价的6%交纳契税。

(6) 土地增值税。

这也是涉及投资于房地产开发经营基金的税种。主要目的是对房地产交易中过高的利润进行适当的调节。其纳税人为“转让国有土地使用权,地上的建筑物及其附着物,并取得收入的单位和个人”。土地增值税在房地产的交易环节,对交易收入的增值部分征收。房地产增值额为纳税人转让房地产所取得的收入减去扣除项目金额后的余额。扣除项目主要包括:取得土地使用权时支付的价款、对土地进行开发的成本和费用、建造商品房及配套设施的成本和费用、销售税金等。土地增值税实行四档累进税率,房地产增值额未超过扣除项目金额50%的部分,税率为30%;超过50%未超过100%的部分,税率为40%;超过100%未超过200%的部分,税率为50%;超过200%的部分,税率为60%。纳税人应当自转让房地产合同签订之日起七日内向房地产所在地主管税务机关办理纳税申报,并在税务机关核定的期限内缴纳。

(7) 营业税。

这是涉及所有投资基金的税种。投资于各实业的基金按分属门类,依不同税率征收。投资于房地产和有价值证券的基金涉及到的营业税包括如下:纳税人依营业额和规定的税率计算应纳税额:应纳税额=营业额×税率。纳税人转让无形资产(包括土地使用权,是指土地的使用者转让土地使用权的行为。土地所有者出让土地使用权和土地使用者将土地使用权归还给土地所有者的行为,不征收营业税)及销售不动产(销售建筑物及其它土地附着物),其营业额

为纳税人转让无形资产或销售不动产向对方收取的全部价款和价外费有,税率为 5%。在销售不动产时,连同不动产所占土地使用权一并转让的行为,比照销售不动产征税。金融机构(包括银行和非银行金融机构。证券公司属直接融资金融机构,为筹资者和投资者双方牵线搭桥。投资基金公司属间接融资金融机构,通过各种负债业务活动集聚资金,然后再通过各种资产业务活动分配这些资金)从事的外汇、有价证券、期货买卖业务(此处期货指非货物期货,即商品期货、贵金属期货以外的期货,货物期货不征收营业税)其营业额为卖出价减去买入价后的余额,税率为 5%。(但个人买卖外汇、有价证券和期货,不征收营业税,也就是说,投资基金从事上述活动,其收益比个人从事要多征一次税)。

纳税人兼有不同税目应税行为的,应当分别核算不同税目的营业额,未分别核算营业额的,从高适用税率。

应纳税额以人民币计算。纳税人以外汇结算的,应按外汇市场价格折合成人民币计算。折合率可以选择营业额发生的当天或当月 1 日的国家外汇牌价。纳税人应事先确定选择采用何种折合率,确定后一年内不得变更。

此外,可能涉及到的税收还有城市维护建设税、城乡维护建设税、城镇土地使用税、耕地占用税等,因其普遍适用性,不作特殊的介绍。

上述所列各项即为在目前税收和投资基金实际情况下,可能牵涉的税种。由于各基金的不同,可能对其中的几种或全部套用。同时,我们还必须看到,由于这种变通处理,税收的收入、调节两大功能未能得到很好的发挥,有些规定还相当混乱。在下面,我们将结合国外有关规定及税收的一般影响,给出税收的判断标准,提出一些适当的建议。

3. 美国对基金税收有哪些法律规定

根据美国 1942 年税法规定,投资公司的股息收入、利息收入和任何资本增值在一定条件下是免税的。条件为 第一,投资公司必须是经证券管理部门登记注册的合格公司 第二,投资公司为‘受控’公司。“受控公司”须满足:①公司 90% 以上的总收入来自于股息、利息以及证券销售所得;②来自 3 个月以内证券销售所得的总收入不得高于 10%;③至少有 50% 的资产是现金、政府证券和多样化证券;④在任何一个应税年度,像应税股息那样的分配不得低于总投资收入(利息和股息收入减去费用)和短期资本收益的 90%。

根据美国的《国内收入法》,注册投资公司所得红利、利息和来自市场的资本利得不需交纳联邦所得税,条件为基金必须将其 90% 或更多的收入分配给投资者。

收益分配给持有者之后,投资者承担收入分配和资本利得两项纳税义务,而不管是实际得到的收入还是进行了再投资。

基金投资于市政免税债券和其它免税债券时,投资者得到的利息收入可免缴联邦所得税,但资本利得仍需纳税。

投资者得到的利息、股利收入和资本利得被视为普通收入,并入综合所得税项一并缴纳。

1986 年税法改革后,要求持有者在计算应纳税额时,将他们分摊到的基金费用部分也作为附加收益,并依此缴纳联邦所得税。而且,只有当‘各种扣除’总量已超过总收入的 2% 时,此附加收益才可以被免税。

再投资是应课税的,但增加的受益凭证份额在被出售时,原有的再投资部分不必作为收益二次征税。

对投资于美国政府国库券的货币或债券基金的投资者来讲,是否纳州税,要参照所在州的

规定。多数州对从市政债券或货币基金中获得收益的投资者要征税。

近年,美国各州征税大为增加。纽约州的所得税最高,为 7.875% (对纽约市居民加征 6%) ;加利福尼亚所得税为 11% ;马萨诸塞州为 5.95% ;新泽西州为 7% ;宾夕法尼亚州为 2.8%。在此情况下,出现了一种新型的单州市政债券基金,它要求基金投资于某一特定州的市政债券,则其收益可免纳联邦税、州税及各地方税。

非美国投资者从基金所获股息,需缴 30% 的所得税。

投资公司可保留已实现的长期资本收益,并就此纳税。投资者在其所得税收益中报告制造此项收入与支付(即已纳税),然后投资者以收益减去税收的差额增记股票成本,获得增多的受益凭证持份。

在美国,投资于下述项目可缓税:

(1) 个人退休计划 (IRAs);

(2) 为那些非为雇主或不专为某一雇主而工作的人员(如店主,作零工的园丁等)而设立的合格抚恤和利润分享计划 (Keogh 计划);

(3) 401(K) 计划。这一计划经常由公司为其雇员而设计;

(4) 403(b) 储蓄计划。此为大多数的教育和慈善机构职员设计。

在税收征管上,美国政府通过下述办法得知投资者每年获利情况:付给投资者利息、股利或资本利得的机构,在年初把投资者前一年的获利用一种“1099 表”载明寄给投资者,同时寄一份给国税局。表上载有投资者的姓名和社会安全号码,国税局可依此找到投资者。故而,美国基金公司都要求投资者在基金股份认购单上填写社会安全号码,如未填,则基金经理公司从其投资收益中预扣 20%。

4. 日本对基金税收有哪些法律规定

日本税法规定,基金经理公司运用信托财产取得收益,只要依规定办理,不必缴纳所得税,经理公司不被视为法人,不必缴纳所得税。

对投资者征税,不同基金有不同的方式。对于股利所得,扣缴 20% 的税款后再并入其它收入,计算综合所得税,但原来扣缴的 20% 税款可抵缴,而对利息收入则并入个人其它应税收入,扣缴 20%。当然,依日本特别税法的分离课税规定,投资者个人还可做如下选择,即从股票基金和债券基金中分得的股利和利息交纳 35% 的所得税。受益人转让受益凭证的利润不必纳税,但投资股票基金的转让须缴纳 0.55% 的证券交易税,债券基金则交纳 0.45% 的交易税。投资者可享受小额储蓄的免税制度:若投资股票基金在 300 万日元以下,其收益可免税;若投资债券基金,则投资额连同其它储蓄面额不超过 300 万日元的,可免税。

当受益人为法人时,从基金中取得的利润须缴纳 20% 的所得税,但可依持有受益凭证的时间,按比率从法人税中抵除;对买卖转让受益凭证的利润也应缴纳 20% 的所得税,同时交纳 0.55% 或 0.45% 的证券交易税。

另外,一般情况下,非日本居民的受益人,其分配利润税率为 20%;与日本订有租税协定国家的居住者或法人,对其受益人的扣缴税率,视协定内容而定。许多国家在股票基金收益上适用 15% 的税率,而债券基金利息收入税率为 10%。但如果受益人在日本有永久住所,则其课税方式同日本国内的个人或法人相同。

5. 英国对基金税收有哪些法律规定

英国法律规定:投资公司需缴纳印花税。

将投资由一家公司分类基金调为另一家公司的分类基金,构成课税出售行为。

信托基金无须缴纳资本增值税,但对于英国的基金单位持有人因转让、出售、赎回或以其他方式出售受益凭证之所得收益须缴纳英国之资本增值税或公司税。

英国 1988 年《收入及公司税务条例》第七百三十九条规定:‘居住或通常居于英国之投资者在一离岸基金持有重大之权益,而该基金在该投资者持有此权益期间未能被认可为‘分派基金’,则该投资者在 1984 年 1 月 1 日以后因售买、赎回或以其它方法出售该项权益所获累积收益,在征税时,将会被视作收入而非资本增值,分别处理。依英国 1988 年金融法,个人所获之收益如被界定为最大收入部分,则其缴付之资本增值按入息税率计算。

该条例还规定了获得‘分派基金’认可所需的条件:①该基金在有关之会计期完结后 6 个月内将其净收入的 85% 以上予以分配;②基金已分派不少于英国应缴税收入的 85% 的收益。此处应缴税收入是假设基金公司为一驻英国之公司,依据英国公司税务准则而计算得出的;③该基金遵守其它若干限制。

6. 香港对基金税收有哪些规定

香港法律规定:豁免信托基金所获利息及资本利得等缴纳香港税项。

基金的投资者无须就受益凭证所得之收益或出售或购回受益凭证所得之收益缴纳香港税项。但如买卖受益凭证会成为投资者在香港进行贸易、专业或业务之一部分时,另当别论。

7. 台湾对基金税收有哪些法律规定

在台湾,对投资基金不征收营利事业所得税及营业税。但收取手续费等,则需上缴所得税及营业税。受益凭证之申请、买回及转让等有关单据免纳印花税。

受益人转让受益凭证,由受让人按成交价格的 3‰ 代缴证券交易税。受益人申请买回、或于基金解散时缴回受益凭证注销者,不须交纳交易税。

如果受益人不是以有价证券买卖为专业,则基金所分配之资本利得可以免征证券交易所得税。

对非居民投资收益中的股息、红利、利息等,扣缴 20% 税;资本利得则适用证券交易所停征的规定。

基金实现的各项股息、红利及利息,由给付人以基金名义办理扣缴,分配给投资者时,公司开具扣缴凭单,载明分配额及分配额中已扣缴税额,以使投资者依此办理分配年度所得税之申报,并用以抵缴其应纳税额或退税。受益人为非在台湾居住之华侨或外国人时,按非居住者之扣缴率扣缴。受益人为个人时,分配得到的利息、红利、股利在规定的限额内,可免纳所得税。受益人分配得到的短期利息收入,在扣缴所得税后,无须并入个人综合所得或营利事业所得申报课税。

基金的证券交易所得于上市证券交易所得税停征期间享有免征证券交易所得税,于停征期间实现的证券交易所得,在证券交易所得税开征后或在其延后分配年度内仍适用免征规定。

受益人申请买回受益凭证时,其买回价款中包含的证券交易所得在上市证券交易所得税停征期间,适用停征规定免纳所得税。

受益人转让受益凭证于上市证券交易所得税停征期间免纳所得税。

受益人为公司组织之营利事业者,其所分配收入,适用所得《税法》第四十二条规定,其免计入所得之金额,由经理公司开具证明与受益人。

基金解散时,投资者所得基金剩余财产中内含免征证券交易所得税之所得,依比例分配

后,仍免征所得税。

投资基金利得若在国外,不需课征综合所得税。

8. 以美国为例来说明基金税收对收益有什么影响

由于税收的存在,资金的所有者及经营者将无法获得足额的回报[税后收益 = 税前收益 × (1 - 税率)]。因此,税收的强制性对投资者产生强烈的影响。

由于我国基金业尚不发达,专门的税收法规尚未出台,下面仅以美国为例,说明基金税收对收益的影响,供大家参考。

表 3.3.13 向我们展示了现代社会里,税收对三种基本的投资类型(普通股票、长期债券和现金存储)收益的影响。事实上,由于必须按名义收益(通货膨胀前)纳税,但税收要从真实收益(通货膨胀后)中扣除,税收的影响更为巨大。

表 3.3.13 税后真实收益 (1926 - 1992 年)

投资类型	名义收入	税收影响	税后名义收入	通胀影响	税后真实收益
普通股票	+ 10.3 %	- 1.1 %	+ 9.2 %	- 3.1 %	+ 6.1 %
长期债券	+ 4.8 %	- 1.2 %	+ 3.6 %	- 3.1 %	+ 0.5 %
现金存储	+ 3.7 %	- 0.9 %	+ 2.8 %	- 3.1 %	- 0.3 %

由于税收的存在,不同的股票投资策略会带来不同的收益。表 3.3.14 显示了下述三种投资方案的不同收益。

(1) 第一种为高周转率策略,即假定像钟表一样每年都实现资本利得,并纳税,表上用①表示;

(2) 第二种为有限周转率策略,即假定每年分红,并交纳所得税,但每十年才获得一次资本利得,并一次纳税,表上用②表示;

(3) 第三种为零周转率战略,即假定每年交纳因获红利须缴的所得税,但一直持有原始有价证券,没有资本利得收入,表上用③表示。

表 3.3.14 联邦税收对债券和股票投资的影响

参 数 \ 投 资 方 案	债券	①	②	③
税前名义收入 %	+ 7.0	+ 10.0	+ 10.0	+ 10.0
所得税 %	- 2.3	- 1.0	- 1.0	- 1.0
资本利得税 %	0.0	- 2.0	- 1.6	- 0.0
税后名义收入 %	+ 4.7	+ 7.0	+ 7.4	+ 9.0
通货膨胀率 %	- 3.0	- 3.0	- 3.0	- 3.0
税后真实收益 %	+ 1.7	+ 4.0	+ 4.4	+ 6.0
税前真实收益 %	+ 4.0	+ 7.0	+ 7.0	+ 7.0
税收占真实收益比重	58 %	43 %	36 %	14 %

表 3.3.14 同时假定投资债券收益率为 7.0%，证券的全部收益率为 10%（3% 的收入和 7% 的资本成长）。且假定资本增值在不同的时期被实现。

如表 3.3.14 所示，税收对不同投资策略的影响差别是巨大的，如果基金公司从某种目的出发而选择了某种投资策略，投资者将不得不承担由此而来的税赋。

在现实生活中，许多金融工具（包括投资基金）的收益率比表 3.3.14 假设的还要低，税后收益更少。比如一个 33% 的税率会使收益率从 4.0% 降低到 2.7%。如果同期通货膨胀率为 3.0%，收益甚至降为 -0.3%。

作为债券基金的股东，投资者获得的利息收入是要纳税的，正如他们直接拥有债券一样。其中二者的区别是：第一，基金情况下，是对扣除基金费用后的净利息收入征税；第二，直接拥有债券时，可积累债券不实现资本利得，以避免纳税，但在基金情况下，是否实现资本利得是由基金经理人根据其理解而决定的，尤其是同期银行利率降低时，资本利得的实现就更为频繁。

作为股票基金的股东，投资者亦需就其分配之红利纳税，但是，股票基金收益中包括的资本增值部分，适用于较低的税率，从而带动整个基金投资者的税赋下降。

频繁地实现与分配资本利得，会增加投资者的税赋。但投资基金经理会出于以下原因而忽视此种税收影响。第一，经理人的业绩评价是按他们实现的总收益进行的，这一总收益是当前收入而不考虑可能的潜在税收影响；第二，由于投资者所处的纳税状态不同，有的高，有的低，有的可免税，有的可缓税，因而，以相同的税率对基金分配收益征税，对有的投资者而言，高了一些，而对另外的投资者，可能低了一些（以其本身的纳税状态为标准）；第三，经理个人认为投资者在选择基金时，已考虑了税收潜力，即投资者能接受他们这种投资安排。

表 3.3.14 表现的是投资者个体资本利得实现程度同税收影响的关系。在基金情况下，也有类似的影响。如表 3.3.15 表示了 3 种基金投资方案（最初投资都是 10,000 \$，资金收益率也相同，但资本利得实现程度不同）在税收前后的收益。表 A 部分为未对资本利得征税时的收益，表 B 表示对资本利得征税，剩余部分再投资增加基金持份。

可见，随着基金资本利得实现率的上升，投资者的税后收益率递减。

仅从表 3.3.15 分析还是不够的，因为无论现期资本利得实现多少，在一定时期之后，所有的利得都要被实现，当期实现率低的基金，以后实现率会升高，税收潜力增大，考虑到此因素各基金的收益差别如表 3.3.16 所示：

表 3.3.15 税收对基金资本收益的影响
(1992 年 12 月 31 日的前十年)

	基金 A	基金 B	基金 C
利得实现率	96 %	41 %	13 %
A. 税前			
首次投资	10,000	10,000	10,000
资本利得分配	18,211	7,830	2,450
未实现资本利得	850	11,070	16,460
价值增值	19,061	18,900	18,900
总税前价值	29,061	28,900	28,900
B. 税后			
首次投资	10,000	10,000	10,000
资本利得分配	15,834	7,288	2,411
税收(税率为 28 %)	- 4,434	- 2,041	- 675
未实现资本利得	660	10,488	16,132
价值增值	12,060	15,735	17,868
总税后价值	22,060	25,735	27,868
资本收益率			
税前	11.3 %	11.2 %	11.2 %
税后	8.2 %	9.9 %	10.8 %

从表 3.3.16 可以看到,收益差别降低到一个百分点左右。

表 3.3.16 考虑潜在税收时,各基金收益情况
(截至 1992 年 12 月 31 日的十年)

	基金 A	基金 B	基金 C
资本利得实现率	96 %	41 %	13 %
最终税后价值(卖前)	22,060	25,735	27,868
未实现的资本利得	660	10,488	16,132
税收潜力(28 %)	- 185	- 2936	- 4516
最终税后价值(卖后)	21,875	22,799	23,352
资本收益率	+ 8.1 %	+ 8.6 %	+ 8.9 %

对比表 3.3.14 与表 3.3.16,我们可得出一个粗略的结论:即低周转率战略与低资本利得实现率的基金都有助于降低投资者税赋水平。一些不很完整的数据也表明低周转率能明显地延缓资本利得的实现。

投资于各种免税有价证券时,税收的影响依投资者所处纳税状态及边际联邦税率(Marginal federal tax rate)高低而定。一般而言,投资者应税税率愈高,联邦税率愈高,则免税价值愈大。如表 3.3.17 所示:

表 3.3.17 不同联邦税率对免税收益率的影响

边际联邦税率	免税收益率	相当的应税收益率
25 %	6.0 %	8.0 %
30 %	6.0 %	8.6 %
35 %	6.0 %	9.2 %
40 %	6.0 %	10.0 %

通过上述分析,我们看到税收的影响的确是普遍而巨大的,投资者在选择基金时一定要详加考虑,尤其要注意其投资策略中的周转率、利得实现率、实现时间等因素,以免承担不必要的税赋。

9. 建立我国基金税制应遵循哪些原则

我国目前适用于投资基金及与之相关的证券、房地产的税制存在一些缺陷,从而既导致了国家财政收入的流失,也不利于投资者根据税收导向,选择合理的投资策略。也可以说,基金的专业管理优势因此而无从发挥。因此,适宜的投资基金税收愈早建立,各方面愈早受益。

根据我国投资基金的现状、发展趋势及其内在的客观规律,建立我国投资基金税制除了要遵循经济原则、分配原则、财政原则、管理原则等一般原则外,要格外注意下列几点:

(1)阶段性原则。第一,投资基金同证券市场发展关系至为紧密。证券市场的发展有明显的阶段性,一般认为可分为停滞、操纵、投机、巩固或崩溃、成熟五个阶段。我国目前大致处于第三、第四阶段。因此,税制要注意到这一现实 第二,税制的设计也要注意投资基金本身的阶段性要求,目前我国投资基金有这样几个特点:一为不平衡,二为不规范,三为总体力量还小。因此,建立税制一不宜直接采用其它国家地区的某些做法;二不宜一刀切,大的框架内各地方应有适度的调整权(比如在税率范围内的选择),三宜有明确、易行的适当优惠,以利市场发展与资本积累。

(2)征管制度优先严格发展的原则。只有这样,税收作用才可能被充分发挥。尤其在目前,严格与优先发展征管制度是连接目前变通税制与将来完善针对税制的桥梁,意义重大。

(3)刚性与弹性相结合的原则。为此,应该对各投资主体所获收益的途径、性质、数量等加以细化、分类,对费用扣除也做如此处理。然后,在部分类别中严格征收,而在另外类别中可享受减、免、缓税的待遇,以最大限度地体现政策意图。比如对符合产业政策的证券投资、对持有期限长的、公开上市交易的实行轻税,反之重税等。

(4)尽量避免但不必过虑重复征税的原则。重复征税有悖于税赋公平,但完全避免很困难,也没有必要。各国现行税制均存在重复征税问题,但并没有严重后果产生。我国职工获得的工资是按超额累计税率征收的,但工资本身就是公司交纳所得税后的余额。拿美国来讲,公司付给股东的股息,应做为公司所得一部分交纳公司所得税,但分配给个人的股息仍须按一般收入纳税。如此等等。而且,税收本身就带有国家无偿、强制占有劳动者部分劳动的成份,对收入分配领域中产生的不公平有调整的职能,因此,一次调节(指征税一次)力度不够,二次调节也是完全说得通的。故而,建立税制中不宜受此掣肘过多。

(5)适应改革开放及国际惯例的原则。

10. 建立我国基金税制应注意哪些问题

(1)有关资本利得税问题。我国现行税法中没有专门规定此类问题,与此相关的税种有一

些,比如个人所得税中的财产转让所得、其它收入所得,房地产税制中的土地增值税等。但有些含义规定不清楚,比如财产转让所得就可能和土地增值有太多交叉内容,其它收入所得也过于笼统,建议明确上述概念。同时应注意资本利得是有其特殊性的。其一,其获得的收益性、风险性同证券、房地产市场发展密切相关,一般而言,在证券市场发展初期,各项制度不完善,资本利得较易获取,但风险也大;随着证券市场的逐步完善,资本利得获取会较为困难,风险降低。其二,由于证券毕竟是一种虚拟资本,再加上各种杠杆作用影响,资本利得能否实现及实现程度并不能真正代表现实生产要素的供求关系。其三,投资者持有有价证券,延缓资本利得实现,事实上等于获得了一种缓税优惠,或者说等于获得了政府的一笔无息贷款。鉴于上述特点,结合国外一些做法,建议将资本利得税单列出来,并依投资者持有有价证券的时间长短、买卖的集中程度、一定时期内累计实现的资本利得总量等标准,按不同税率征税。

(2)基金公司是否纳税问题。一般而言,基金由于经营的是信托资产,没有所有权,不必纳税。但在我国,I类基金投资所获收益是必须依法交纳所得税的。II类基金投资中,基金公司所取得之各种费用、业绩红利、及公司自有资产实现之收益等应纳税。至于由基金实现,而最终要分配给投资者的收益,对于公司型基金来讲,其本质为金融股份公司,一般股份公司也经营着股东的资产而非其独有,股份公司交纳公司所得税,则公司型基金亦应纳税。但考虑到二者之间的一些差别(如投资目的、分配比例不同等),建议:

①基金实现之收益,在一定的数量范围内免税,超出部分依规定纳税;

②基金公司交纳所得税之税率,随着收益分配比例的升高而降低,以利保护投资者。在《投资基金管理办法(第七稿)》中规定:基金须将实现之净收益的80%以上分配给投资者。此比例低于其它国家、地区的规定。故在80%—100%之间再划分几个档次,以便征税税率标准可行且方便操作。

(3)有关交易行为税问题。一个完善的交易行为税对于证券市场的繁荣和稳定有极大的作用。英、美等发达国家都曾在证券市场发展初期开征此税,以平抑股市,加强对证券交易行为的控制。我国目前套用印花税,但没有相应的税目,建议尽快完善或以另行的证券交易税取代之。

(4)有关营业税问题。现行税法规定,金融机构从事有价证券买卖交纳营业税,纳税额为卖出价减去买入价的差额,税率为5%。个人和非金融机构买卖有价证券不纳营业税。这样,一是同样的行为主体,获得不同的税收待遇;二是卖出价减去买入价的差额,即为利得,在营业税中按5%征收一次,再纳资本利得税为太过明显的重复征收,建议完善,统一。

(5)关于收益分配以增加投资者受益凭证份额或以其它有价证券(非基金公司的受益凭证)方式进行时,是否纳税、如何征税的问题。按现行规定,上述收益需作价纳税,但产生的问题是,当上述有价证券被持有者出卖时,如何纳税?如果卖价比征税时作价高,可对超出部分再行征税,但必须有记载当时作价之证明,增加了税收征管的难度。如果卖价比当时作价低,是否要作退税处理,而且也有上述重重困难。因此,建议对基金分配之受益凭证及其它有价证券在持有期不予征税,在变现时,一并按有关规定征收。

(6)关于工资薪金和利息、股利、红利收入分别征税的问题。在新税法中,对前者采用了5—45%的超额累进税率,对后者采用20%的比例税率。在目前,获取后一种收益的显然多为高收入阶层,可考虑增大对一定数量上的股利、利息、红利收入的征税税率,或者参照一些国家的作法,将二者合并征税。

(7)关于房屋出租金收入的归属问题。一方面其构成所得税的应税所得,另一方面也按房产税征收。因此,要进一步明确。

(8)其它的配套税制问题。比如房产税的课税范围、税率、计税依据、契税、城乡建设维护税等,都需作相应的调整。

我们相信投资基金税制建立后,投资基金会获得一个新的发展。

第六节 基金投资及投资回收计划

一、基金账户分类

1. 开放式账户

在一个开放式公司开户,投资者需存入该公司要求的最低金额。开放式账户,即指当基金分红时,投资者有权选择收取现金或再投资。如果投资者选择收取现金,那么,每次分红后,他在基金中所占的比例将会减小。投资者选择再投资时,开放式账户将不限制再投资的最低金额,也就是说,法律上没有对再投资起点金额作限制。

例如,A投资者选择收取现金分红,B投资者将分红进行再投资。假设A、B原来各持有100股基金股份,每股净资产价值为10美元,本次分红为每股1美元,那么,A将收到100美元现金,同时仍持有100股,而B将拥有110股,较A拥有更多的股份。

2. 累积计划(Accumulation Plans)账户

(1)自愿累积计划(voluntary accumulation Plan)。

自愿累积计划允许投资者在自愿的基础上以事先确定的金额分期进行投入。设计这一计划是为了帮助那些习惯定期投资的客户,同时又提供一定的灵活性。

在这一计划下,投资者开设账户并自愿分期投资,公司可能要求一定的首次投资额及每次定期投入的最低金额。基金可以采用从投资者银行存款账户中定期自动转账的方式来简化投资者每次投资的手续。大多数自愿累积计划是建立在将分红自动再投资的基础上的,并且对再投资的销售费用通常会提供减免优惠。因为这一计划是自愿性的,当投资者不能按期支付投资金额时,基金公司无权对其作出处罚,并且,投资者有权随时终止这一计划。

(2)合同累积计划(Contractual accumulation Plan)。

合同累积计划与自愿累积计划的区别是投资者与公司需订立一份合同,承诺在规定的时期内定期投入某一金额。虽然称为合同计划,但合同仅对公司有约束,投资者是不受强制投资约束的。

合同计划可能发行有期限的计划凭证(Plan Certificates)。并且,有两种不同的方法计算销售费用。这一切,需在公开说明书中载明。“1940年投资公司法”允许合同计划收取的销售费用的最大比例为9%。

(3)全额账户(Lump-Sum accounts)。

也就是一般的常规账户,即投资者立即将所购基金股份全额交款。

3. 定期支付计划(合同计划)

定期支付计划,也就是上述的合同计划,允许投资者定期(通常为每月一次)投资一定的金额,如每月 20 美元。由于在开始的几年内,销售费用很高(头一年可高达 50%),有的州是不允许发行这种合同计划的。

根据‘1940 年投资公司法’,允许公司在头一年收取的销售费可高达投资者投入金额的 50%,称为‘前期收费计划’。例如,如果某投资者每月投资 100 美元,在前期收费计划下,头 12 个月每月的销售费可能高达 50 美元,其余的 50 美元才用于实际投资。同时,在整个计划期内(例如 15 年),平均的销售费用率不得超过 9%。

而 1970 年投资公司法的修正条款则规定,计划公司在任何一年的销售费用率可高达 20%,但头 4 年平均收费不超过 16%,整个计划期不超过 9%。这一合同计划,称为‘延伸收费计划’。

表 3.3.18 列举了‘延伸收费’的几种实例：

表 3.3.18 销售费用率

	A 计划	B 计划	C 计划
第 1 年	20%	20%	20%
第 2 年	19%	18%	16%
第 3 年	18%	16%	15%
第 4 年	7%	10%	13%
4 年平均	16%	16%	16%

如果某人投资 100 美元/月(每年 1200 美元),按照表 3.3.18A 计划,头一年销售费用为 240 美元(20%),第 2 年 228 美元(19%),第 3 年 216 美元(18%),第 4 年则最多可收取 84 美元(7%),因为头四年平均不得超过 16%。

无论‘前期收费计划’或‘延伸收费计划’,在整个计划期内的平均收费不得超过 9%。例如,某人 10 年内每月投资 100 美元,计划期内总投资额将是 12000 美元,10 年累计的销售费不得超过 1,080 美元(占 12000 美元的 9%)。两种收费方式的主要区别在于达到最大收费限额的方式不同。表 3.3.19 列示了合同计划的比较。

表 3.3.19 合同计划的比较

项 目	1940 年法(前期收费计划)	1970 年法(延伸收费计划)
计划期间最高收入	9%	9%
任何一年的最高收费	50%	20%
头 4 年平均最高收费	不限	16%
45 天免费退款	当时每股净资产价值加任何已收取的销售费用作为退款	当时每股净资产价值加任何已收取的销售费用作为退款

头 18 个月终止计划 当时每股净资产价值加已收取 当时每股净资产价值作为退款
的销售费用超过总投资额的
15% 的剩余部分作为退款

正如前面所述,合同计划对投资者退出是无约束力的,根据 1940 年法,计划公司允许投资若对其购买决策进行再考虑,投资者享有以下权利:

(1)退出权(45 日免费退款)。

基金的保管人必须以书面形式向投资者发出通知,详细列明在合同计划期内总的销售费用,并且需在计划凭证售出后 60 天内。投资者在保管人寄出书面通知 45 日内可以放弃该凭证,并中止该合同,并有权得到:

①100% 的销售费的退款;

②投资的当前价值。

基金股份的当前价值以净资产价值计算,可能盈利或亏损,取决于购进时的净资产价值与当前净资产价值的比较。

(2)退款权(18 个月部分退款)。

在‘前期收费计划’中,在合同计划发行日后 18 个月内,投资者有权部分退款,如下:

①投资的当前价值;

②已支付的销售费超过总投资额 15% 的剩余部分。

假设 A 投资者买入了一份‘前期收费合同计划’,需在 15 年内每月支付 100 美元,支付了 12 个月后,A 投资者决定终止这一合同计划,在每月已支付的 100 美元中,50% (即 50 美元/A) 已收为销售费用扣减。

那么,A 投资者:

总支出金额: $12 \times 100 = 1200$ 美元;

总销售费用支出: $12 \times 50 = 600$ 美元;

总投资金额: $12 \times 50 = 600$ 美元。

当 A 投资者退款时,将得到 600 美元(总销售费用支出) - 180 美元(总支出金额的 15%) + 600 美元(投资的当前价值,假设无盈亏) = 1020 美元(总退款)

二、基金投资金额

投资金额是很难用绝对数字来表示的,因为随着时间的推移,投资者的年龄、职业、收入、财产等都在发生变化,投资的绝对金额也就不可能一成不变。一般来说,投资的金额宜用相对数,即百分比表示。根据投资者自身的年龄、职业、收入的稳定程度、财产的多寡、未来开支的大小或其他方面等的投资,来大致确定一个投资于基金的百分比。

这个百分比的确定,除了上述几方面外,与拟投资的基金的风险也有直接的关系。正如本书前面各章所述,各类基金的风险也是不一样的,从大的分类来看,股票基金风险较大,债券基金相对小得多。因此,在决定投资金额的比例时,应遵循投资额与投资风险成反比的原则。

这一原则,并不是绝对的,只是从尽可能降低风险、减少可能的损失的角度而言的。读过

本书第六章的读者肯定已了解,在一个效率充分的市场上,风险与利润是成正比的,“天下没有白吃的午餐”,低风险通常带来的是低收益,获取高收益的必要条件是承担高风险。因此,投资者心理上对风险的承受能力,或者说,对风险的偏好,也是决定其投资比例的重要因素。

值得一提的是,正如本书前面所述,总的来讲,基金风险是相对较小的,与期货、外汇、黄金等高风险的金融投资工具相比,由于基金本身的特点,风险低得多,即使与股票、债券相比,风险也小得多。

三、基金投资期限

由于基金本身的特点,笔者认为,从本质上,基金更宜于长期投资。基金最显著的特点,在于它是一种分散投资、专业化管理、较低风险的间接投资工具。投资者投资于基金的目的以及基金广受欢迎的真正原因,并不在于基金能够如期货、外汇、黄金、房地产、股票等高风险的投资工具那样,有可能在极短的时间内给投资者带来暴利,基金最大的吸引力,在于它有可能使投资者在不用自己操多少心的情况下,通过基金经理的专门管理,去分享长期经济增长带来的收益,并同时有效地抵御长期的年复一年的通货膨胀。

长期投资的意义,还在于从时间上分散了投资风险。行情有涨有落,但长期来看,是上升的,这一点,已被实践所证实。如果一个投资者长期持有基金,无论如何,都不会错过上升的长期趋势;反之,如果仅是短期投资,就有可能正好碰到下跌的行情,招致损失。

另外,基金作为长期投资工具,较其他投资工具,具有无可比拟的优越性。期货投资,由于交割期限的限制,不能长期持有,同时,各种商品或金融产品的期货价格也并不具备上升的长期趋势。外汇,也是如此,汇率的走势并无一定的长期趋势可循。股票,从整个股市来看,股市确有长期上涨的趋势,而且,股票也因没有期限而可长期持有,但另一方面,单个的股票却不能像基金一样从根本上避免公司风险。任何今日看来赢利而稳健的公司,都可能在未来10年、20年、30年中因这样那样的原因关门倒闭。房地产,虽然也具有良好的长期投资价值,但其投资金额的庞大,不是一般投资者所能问津的。而基金则不同,几百元、几元钱都可以用于基金投资。投资者大可将每年或每月的节余分散投入基金。

再者,从基金费用的角度来看,长期投资也更划算。显然,基金费用有时相当高,可多达投资金额的5%,这比股票或债券投资的费用要高得多,短期的投资,特别是频繁的买卖是很不经济的。

四、基金投资目标与资产配置

1. 投资目标

投资目标也是投资计划的一个重要的组成部分,不同的投资者投资目标是不同的,选择的基金类型也就不同。有的投资者,侧重于经常性的基金分红的收益,有的投资者,侧重于基金的长期增值,还有的投资者,则将投资目标同时放在收益与增值两方面。不同投资目标基金类型,也正是为适应投资者的不同投资目标而设计产生的。

不同的投资目标并无绝对的优劣之分,实际上,如果是长期投资,无论是收益型或增值型的投资,其最后的结果是相差无几的。之所以选择不同的目标,应当根据投资者各自的具体情

况而定。一般来说,那些年纪较轻,收入较稳定的投资者更适于选择增值型的基金;而那些年纪较大,特别是退休者,或者无稳定收入者,更适于选择收益型的基金。一方面,是因为收益型基金的定期分红可以使他们能够支付日常开支;另一方面,也是因为收益型基金风险更低,更能保障投资本金的安全。

在选择收益型或增值型基金时,应当是灵活的,可以将基金按一定的比例投资于这两类型的基金,而且这一比例,也是可随不同的情况而适时调整的。

2. 资产分配

资产分配,也是投资计划的一个重要组成部分。所谓资产分配,是指投资者将投资的资金按适当的比例分配到风险大小不同的各类型基金中。进行资产分配的目的,是为了在风险与收益之间寻找一种适合于投资者自己情况的平衡。一般来说,标准的资产分配,至少需投资于一个风险极小的货币市场基金、一个高等级的债券基金和一个成长收益型的股票基金。投资于各类基金的比例是因人而异的,取决于投资者自己的年龄、风险承受能力、投资技巧、收入稳定程度以及投资金额的大小等。

在讲到投资分配时,国外常使用‘投资金字塔’或‘金字塔式的投资’。所谓投资金字塔,是指将基金及其他投资工具按风险的大小排列组成一个金字塔。而金字塔式的投资,则是按投资金字塔的排列,将资产按与投资工具的风险程度成反比的方式进行投资,也即是风险越小的基金,投资比例越大;反之,则越小。图 3.3.12 是一个常用的投资金字塔,按风险的大小分为五层。

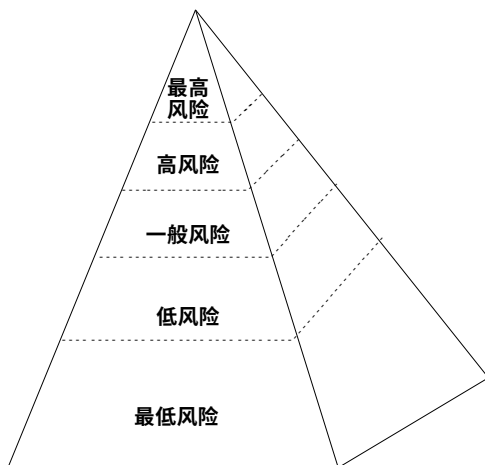


图 3.3.12 投资金字塔

(1)最低风险层:主要是指货币市场基金,这些基金几乎毫无风险,十分安全与稳定,同时具有最好的流动性。

(2)低风险层:主要是债券基金,包括国债及高等级公司债券基金,但不包括垃圾债券基金。

(3)一般风险层:主要是一些较保守的股票基金和其他类型的基金,如平衡基金、收益型基金、成长收益型基金、公用事业基金、转换证券基金、期权收益基金等。

(4)高风险层:是一些风险更大的股票基金和债券基金,如成长型基金、小型公司基金、部门基金、垃圾债券基金、单一国家或地区的外国基金等。

(5)最高风险层:最高风险层内的投资工具,已经超越了基金的范围,如股票、垃圾债券、期

货、期权等投资工具。

正如金字塔的形状所显示的那样,大多数投资者都应将资金更多的分配到风险较低的基金,以确保较大的安全性。

当然,投资于各种风险层次的资金的比例,是因人而异的,但无论如何,资产分配都是必须的,特别是当投资额变得越来越大时。

资产分配不是一劳永逸的工作,因为随着时间的推移,所投资的各个基金的价值会发生变化。当这种变化达到一定程度时,就应当适时调整。例如,某投资在开始时,将 10 万元分别投资于一个货币市场基金、一个成长型基金、一个收益型基金和一个公司债券基金,每一基金各投资 2.5 万元,各占总投资的 25%。假设一年之后,上述 4 个基金的价值发生了变化,占总资产的比例分别为 12%、35%、30% 和 23%,此时,就应当卖出比例较高的成长型基金和收益型基金的部分份额,转而购入货币市场基金,使各个基金仍旧保持原来各占 25% 的比例。相反,如果一定时期后,货币市场基金或债券基金比例过高,也将其卖出一部分并转而购入更多份额的成长型基金或收益型基金。

保持一定的投资比例并定期调整,是有相当理由的。因为,如果股票基金相对于固定收益基金的比例升高,通常意味着股市已上涨,股市风险也同时增高,售出风险已升高的资产,转而购买风险相对较低的资产,就使整个资产的风险程度得以降低。另一方面,如果股票基金相对于固定收益证券基金的比例下降,则意味着股市已下跌,股市风险也同时减低,此时,将投资转移到风险已降低的股票基金,将是较为合理和明智的选择。

但是,过分频繁的调整资产也是不可取的,至少意味着买卖费用上的损失。通常是当比例的变化达到一定程度后,才作出调整。如果是初期投入的投资者,不妨既不出售也不再增加比例已升高的资产,而将以后的资金投入比例较低的基金资产中,直到比例重新平衡。

在进行资产分配时,所选择投入的基金数目不宜过多,通常以不超过 10 个为宜,如果投资额不大,则不宜超过 5 个。否则,过分分散的投资将会给投资者带来某种程度的混乱和不便。

五、基金投资回收

投资回收即是指赎回基金份额,收回投资资金。虽然基金是一种良好的长期投资工具,但基金投资与其他投资一样,都是由买和卖购成的,基金份额的卖出和基金的购买具有同等的重要性。

1. 赎回基金的原因

当投资者考虑赎回基金时,所要考虑的因素与他要购入基金时所需考虑的因素是相同的,只不过是相反的方向着手。一般来说,赎回基金通常有两类原因,即个别原因与一般原因。

(1) 个别性原因。

个别性原因是指某一基金的特殊原因,这些原因促使投资者在继续持有其他基金的同时,赎回某一基金并转而购买其他的基金。个别性原因一般有以下几种:

①业绩。如果某一基金的业绩连续两年以上较同类型的基金的业绩差,或者比相关的大市指数涨幅更低或跌幅更大,此时,就应该考虑赎回该基金。

②费用。如果某基金的费用率连续两年以上明显上升,超过同类型基金的费用率,也应当考虑赎回该基金。费用率的上升,直接影响到基金的投资回报,而且还往往意味着该基金已出

现某种问题。

③管理。基金经理的变动,也可能成为赎回基金的理由。例如,过去一直出色地管理该基金的经理的离职。但有时,某一基金经理的变动,对基金影响不大,特别是那些由多个经理共同管理的基金,或者本来就无太多管理的基金,如指数基金。

④规模。基金规模是变化的,如果持续明显的减小,常常意味着基金内部出现了问题,或者业绩不佳,或者费用升高等,这些,都是赎回基金的理由。但另一方面,基金规模持续明显的扩大,会改变基金原来的性质,例如,一个一直成功运作的中等规模的小型公司基金,在它变得十分庞大后,就有可能改变小型公司基金的本来面目,持有更多的大、中型公司的股票,这时,该基金的性质就发生了变化。该基金就有可能不再符合某些投资者的投资目标了。

(2)一般性原因。

一般性原因不是某一基金特殊的原因。一般性原因通常有以下两种:

①流动性的需要。虽然基金的流动性通常都较高,但各类型基金的流动性也是有差别的。当投资者因某些原因需要增加他所持有基金资产的流动性时,就会考虑赎回流动性较低的一些基金,而购买流动性更高的基金。例如,某投资者因退休,常会卖出股票基金而购买流动性更高的固定收益基金。

②市价过高。当基金价格升高,投资者预计会下跌时,常会赎回基金。例如,当股市已上涨一定幅度后,某基金的平均市盈率已达一定水平,投资者预计接下来基金价格会下跌,此时,他常会卖出该股票基金。再如,当投资者预计利率将提高,某债券基金价格将下跌时,也会卖出该债券基金。

2. 支取计划。

投资回收可以是一次性的,也可以是分期分批的。分期分批回收的好处在于,可以让余下的资金继续工作,尽量获取利润。这一方式,特别适合于那些需定期支付生活费用、教育费用等各种开支的投资者,如退休者、为子女支付学费的父母等。支取计划,就是为这类分期分批赎回基金的投资者设计的。支取计划有若干种,下面,我们举例对常用的几种作一说明。

(1)固定金额的支取计划。

固定金额的支取计划,就是按年或月,每次赎回数量不确定的基金份额,收回固定数额的现金。例如,甲投资者计划自 1995 年末开始回收投资。1995 年初时,他的基金资产总值为 400000 元。他计划每年末支取一次现金,数量为 45000 元。假设他所投资的固定收益基金的年均回报率为 10%。那么,我们就可以计算出甲投资者每年末支取现金的数量、支取后基金账户的余额,以及支取的年限与总金额,详见表 3.3.20。

从表 3.3.20 中可以看到,由于甲投资者分期支取,支取的总额为 947286 元,大大高于 1995 年末时一次性支取的 440000 元。

还可以看到,支取的固定金额 45000 元,占 1995 年年初基金总值的 12.5%,此百分比大于基金的 10% 的年均回报率,因此,账户余额逐年减少,直到零。如果固定支取的金额占开始支取时的基金价值的百分比小于或等于基金的年均回报率,那么,从理论上讲,就可以不断的支取下去,而基金账户余额将不断增大或保持不变。

如果考虑到通货膨胀的影响,甲投资计划每年的支取额以 2% 的速度增加,那么,在本例中其他条件不变的情况下,可得表 3.3.21。

表 3.3.20 甲投资者固定金额支取计划

年末	支取额	账户余额	年末	支取额	账户余额
1995	45000	395000	2008	45000	241138
1996	45000	389500	2009	45000	220252
1997	45000	376795	2010	45000	197277
1998	45000	369475	2011	45000	144205
1999	45000	361422	2012	45000	113626
2000	45000	352564	2013	45000	79879
2001	45000	342821	2014	45000	42988
2002	45000	332103	2015	45000	2286
2003	45000	320313	2016	2515	0
2004	45000	307344			
2005	45000	293079			
2006	45000	277386			
2007	45000	260125			

支取年限 22 年 支取总额 3947286 元
表 3.3.21 甲投资者固定金额支取计划(考虑通货膨胀因素)

年末	支取额	账户余额	年末	支取额	账户余额
1995	45000	395000	2003	52725	289074
1996	45900	388600	2004	53779	264205
1997	46818	380642	2005	54855	235771
1998	47754	370952	2006	55951	203397
1999	48709	359338	2007	57071	166665
2000	49684	345588	2008	58212	125120
2001	50677	329470	2009	59376	78256
2002	51691	310726	2010	60564	25517
			2011	28069	0

支取年限 17 年 支取总额 366835 元
(2)固定期限的支取计划

固定期限的支取计划就是预先设定支取的年限,而每次支取的金额是不固定的。

例如,甲投资者计划支取 20 年,每年末支取一次,第一次支取基金价值的 $\frac{1}{20}$,第二次,支取剩余的基金价值的 $\frac{1}{19}$,第三次支取 $\frac{1}{18}$ ……以次类推。表 3.3.22 反映了甲投资者的支取情况:

表 3.3.22 甲投资者固定期限支取计划

年末	支取额	账户余额	年末	支取额	账户余额
1995	22000	418000	2005	57062	513560
1996	24200	435600	2006	62768	502148
1997	26620	452540	2007	69045	483317
1998	29282	468512	2008	75950	455699
1999	32210	483153	2009	83545	417724
2000	35431	496037	2010	91899	367597
2001	38974	506666	2011	101089	303268
2002	42872	514461	2012	111189	222396
2003	47159	518748	2013	122318	122318
2004	51875	518748	2014	134550	0

支取年限 20 年 支取总额 1260038 元

比较表 3.3.20 与表 3.3.22,虽然后者的支取年限较前者短,但后者在较短的年限内所支取的总金额却更多。这是因为在表 2.3.20 中,开始支取的金额较表 3.3.22 少,使得更多的剩余的基金在继续增值,虽然回报率相同,但增加的绝对值却更多。

(3)固定份额的支取计划。

固定份额的支取计划就是每年赎回固定数量的基金份额。由于基金价值的变化,支取的现金数量是不固定的。

假设甲投资价值 400000 元的基金共为 320000 基金单位,甲投资者计划每年支取一次,赎回 20000 单位,那么,甲投资者将支取 16 年,支取情况如表 3.3.23。

表 3.3.23 甲投资者固定份额支取计划

年末	支取额	账户余额	年末	支取额	账户余额
1995	27500	412500	2003	58949	412641
1996	30250	423500	2004	64844	389063
1997	33275	432575	2005	71328	356641
1998	36603	439236	2006	78461	313844

投资基金

1999	40263	442890	2007	86307	258921
2000	44289	442890	2008	94937	189876
2001	48718	438461	2009	104432	104432
2002	53590	428718	2010	114875	0

支取年限:16 年 支取总额 988621 元

在本例中,由于假设基金价值以 10% 的速度持续增长,因此,支取的金额逐年增加。

上述是几种较为常用的支取计划,投资者可以根据自己的实际情况选择使用,在开始支取之前,计算一下每年或每月支取的金额、支取的年限、支取的总金额,这样,就可以做到心中有数。

应该注意,使用支取计划时,应将基金资产转移到价格波动较小、风险较低的固定收益基金,即使这些基金的回报率不如股票基金高。因为只有这样,才能使制定的支取计划有较大的准确性。否则,如果基金的价格波动剧烈,那么,实际的情况将会与计划大相径庭,使计划失去意义。

同时,在上述例子中,我们假设甲投资者持有的固定收益基金的年均回报率为 10%,而实际的情况并非每年均以 10% 的速度增长,可能高于或低于 10%。在制定支取计划时,应尽量采取保守稳健的态度,如果实际的长期年均回报率为 10% 时,应将 10% 打些折扣,例如只取 8%,这样作出的计划才会更保险。

六、基金投资诀窍

总的来说,基金投资不大可能使人迅速致富,但它却是最方便的长期投资工具。为了取得良好的投资效果,下面是一些值得重视的诀窍。

1. 让时间创造财富

投资时间越长,机会越多,回报率越高。例如,每月初投资 100 元,假设投资回报率为 10%,那么,10 年后,基金的价值将达到 20655 元,20 年后,将达到 76570 元,40 年后,将达到 636678 元。

2. 尽可能多投资

通过基金建立财富的最可靠、最简单的办法就是多投资。在上例中,如果每月投资 200 元,年均回报率仍是 10%,那么 10 年、20 年、40 年后的基金价值将分别是 41310 元、153139 元和 1275356 元。

3. 尽可能投资于股票基金

股票基金的长期回报率大大高于固定收益基金的回报率。在对付通货膨胀方面,股票基金要比固定收益基金有力得多。即使是退休人士,也应根据自己的风险承受能力,尽可能投资于股票基金。

4. 不要忘记投资金字塔

大部分比例的资金应投资于较稳定、流动性更强的货币市场基金和短期债券基金。这样才能有备无患,在满足突然出现的现金需要时,就可以不必被迫于低价时卖出股票基金。

5. 不要高买低卖

这一点,说起来容易做起来难。关键是明白何时在熊市中买入及何时在牛市中卖出,获利。要避免在市场接近高峰时一次性的大量投资,最好能分期分批的买入。

6. 大量的资金转移前宜三思而行

市场预测的最大风险是错失了牛市上升的势头,此时,持有现金的成本是十分高昂的。因此,卖出基金时也应像买入基金时一样的慎重,如无较大把握,最好不要一次性全部卖出。

7. 要有全球眼光

现代科技与金融的发展,已使世界变得更‘小’了。国外证券市场市值庞大,有许多投资机会。跨国界的投资可以提高长期的回报率,并且因分散投资而减低风险。

8. 不要忘记指数基金

指数基金费用最低,同时使你永远跟着大市走,虽不能超过大市的回报率,但也不会差太多。

9. 不要盲目投入

基金的价格波动比股票等其他投资工具的价格波动要慢得多、幅度小得多,因此,不必像其他投资一样,为了抢时间而盲目投入。事前可以有充分的时间去研究和熟悉所要购买的基金。

10. 不要过度分散投资

过度分散投资会带来一定程度的混乱,而且,最终结果也不佳。明智的做法是紧盯几个符合投资目标的基金集团。

11. 保持资产的平衡

根据投资目标,决定持有各类基金的比例,并且,至少每年检查一次,如果有必要,适当作出调整。

12. 尽量利用基金服务

基金通常提供较完善的服务,善用这些服务,可以使投资更为方便自如。

第四章 现代企业投资 基金管理实务

投资基金是集众人之金进行投资,因此保障投资者的权益也就成为其最重要的管理原则。总的来说,投资基金在管理机关的监督下和业者的自律下,应遵循下列具体原则:第一,安全性。第二,独立性,基金操作完全独立,一切以受益人的权益为依托。第三,教育性,定期举办投资说明会,帮助投资人掌握投资机会。第四,产品多样化,增加资金流动的稳定性与获利机会。第五,经营专业化,由专家经营,聚集社会大众资金,作理性投资。第六,手续便捷化,尽量简化各项申购及买回手续,对受益人提供最便捷的服务。第七,费用合理化,收取合理的管理费及销售费,降低投资者的投资成本。第八,资讯公开化,定期公布投资组合,加强基金经理公司与客户的沟通,说明投资目标,争取投资者的认同。

第一节 投资基金的基金托管人和管理人

一、投资基金的基金托管人

投资基金的基金托管人,是指保管投资基金资产,确保基金持有人权益的金融机构。基金持有人,是指在记名的情况下,持有人登记册上注明持有基金的人士或在不记名的情况下,持有基金份额/单位的人士。经批准设立的基金,应当委托商业银行作为基金托管人托管基金资产,委托基金管理公司作为基金管理人管理和运用基金资产。

基金托管人必须经中国证监会和中国人民银行审查批准。

1. 基金托管人必须具备的条件

(1) 基金托管人必须是在行政上、财务上独立于基金管理人的下列金融企业:

- ①根据《中华人民共和国银行管理暂行条例》规定设立的银行、信托投资公司和证券公司。
- ②管理机关特许的其他金融机构。

(2) 基金托管人必须符合下列条件:

①设有专门的基金托管部门,且托管基金与自己的营运资金分别列账核算,并按不同基金管理人的名称及基金的名称、性质,分别设置账户,实行分账管理,独立核算;

- ②实收资本不少于 80 亿元人民币；
- ③有足够的熟悉托管业务的专职人员；
- ④具备安全保管基金全部资产的条件；
- ⑤具备安全、高效的清算、交割能力。

2. 基金托管人的职责

- (1)安全保管基金的全部资产；
- (2)执行基金管理人的投资指令,并负责办理基金名下的资金往来；
- (3)监督基金管理人的投资运作,发现基金管理人的投资指令违法、违规的,不予执行,并向中国证监会报告；
- (4)复核审查基金管理人计算的基金资产净值及基金价格；
- (5)保存基金的会计注册、纪录 15 年以上；
- (6)出具基金业绩报告,提供基金托管情况,并向中国证监会和中国人民银行报告；
- (7)基金契约、托管协议规定的其他职责。

3. 基金托管人退任的规定

有下列情况之一者,基金托管人由管理机关批准必须退任：

- (1)基金托管人解散、依法被撤消、破产或接管人接管其资产的；
- (2)基金管理人认为有充足理由认为更换基金托管人符合基金持有人利益的；
- (3)代表 50% 以上的基金单位的基金持有人要求基金托管人退任的；
- (4)中国人民银行有充分理由认为基金托管人不能继续履行托管职责的。

除委托出新的托管人,而且有关人选事先获得管理机关批准,否则现有的托管人不能退任,托管人的退任日期应为新的托管人的上任日期。原任基金托管人托管的基金无新任基金托管人承接的,该基金应当终止。

二、投资基金的基金管理人

我国投资基金的基金管理人,是指凭借专门的知识与经验,遵守管理机关及自身规定的投资限制,运用所管理的基金名下资金,对各种允许的投资对象进行投资,谋求所管理的基金资产不断增值,并使基金持有人获取尽可能多的收益的金融机构。

基金管理人运用其所管理的基金名下资金,负责基金具体的投资管理和日常操作。作为基金管理人,必须具备一定的条件,经过管理机关批准,履行一定的职责,使所负责的基金不断升值。

申请设立的投资基金,必须委任管理机关认可的管理人。未经管理机关批准,任何法人或自然人不得从事基金管理业务或以各种方式行使基金管理人的职能。

1. 基金管理人资格

基金管理人可以是信托公司、证券公司,也可以是单独成立的基金管理公司。信托公司、证券公司作为管理人时,必须成立相对独立的基金管理部。

设立基金管理公司,应当具备下列条件：

- (1)主要发起人为按照国家有关规定设立的证券公司、信托投资公司；
- (2)主要发起人经营状况良好,最近 3 年连续盈利；

- (3) 每个发起人实收资本不低于 3 亿元人民币；
- (4) 有明确可行的基金管理计划；
- (5) 有合格的基金管理人才；
- (6) 拟设立的基金管理公司的最低实收资本为 1000 万元；
- (7) 中国证监会规定的其他条件。

2. 发起人申请设立基金管理公司

发起人要申请设立基金管理公司,必须首先向管理机关提出书面申请报告,经管理机关核准后才可成立基金管理公司,代其行使管理人的职责。

申请设立基金管理公司的发起人,必须向管理机关提交下列文件:

- (1) 申请设立基金管理公司的报告；
- (2) 发起人名单及资格证明文件；
- (3) 管理公司的章程；
- (4) 主要负责人和业务主管的简历情况资料；
- (5) 管理机关要求提供的其他文件。

3. 对基金管理人的行为约束

(1) 基金管理人必须经过管理机关的批准,方可从事下列业务:

- ① 基金管理业务；
- ② 投资咨询业务。

(2) 基金管理人申请成为任何所设基金的管理人时,必须具备下列条件:

- ① 基金管理业务优良,基金年收益率高于全国基金平均收益率；
- ② 最近两年内无来自管理机关的重大处罚；
- ③ 所管理基金的资产与本身的营运资金已经严格分开,并将其所管理的不同基金分别设置账户、分别管理、分别核算；
- ④ 其董事、总经理以及基金经理具有良好声誉和丰富经验；
- ⑤ 管理机关要求的其他条件。

(3) 基金管理人必须履行下列职责:

- ① 完全以持有人的合法权益作为管理该基金的方针；
- ② 完善保存所有基金的会计账册、记录、编制账目和报告,每一个会计年度终止后一个月内须出版一份上年度业务和财务报告,并呈管理机关,同时在管理机关指定的报刊上公布；

③ 封闭式基金每月 10 日前向管理机关报送经基金公司董事会或基金托管人确认的,其所管理的各项基金上一个月资产净值动态及上月末投资组合情况,并于每季某一天在管理机关指定的报纸上向社会公布基金资产净值及投资组合情况。开放式基金须在每个工作日向社会公布资产净值。

(4) 基金管理人发生下列情况之一者,经过管理机关批准,可以退任:

- ① 基金管理人清盘、破产或已委托托管人接管其资产；
- ② 基金托管人有充分理由认为更换基金管理人符合持有人利益；
- ③ 代表至少 50% 已发行基金份额/单位的面值的持有人(基金管理人持有或视为持有部分除外)向托管人要求任免基金管理人；
- ④ 其他经管理机关核准的情况。

三、投资基金的持有人权利与义务

投资基金的基金持有人,是指在记名情况下,持有人登记册上注明持有基金的人士或在不记名情况下,持有基金份额/单位的人士。基金持有人实际就是投资基金的股份或受益凭证的持有人,是投资基金的投资者,基金持有人享有一定的权利,并承担相应的义务。

1. 基金持有人的权利

投资基金的持有人拥有以下几方面的权利:

(1) 出席或委派代表出席持有人大会。

持有人大会是投资基金管理运行中的最高权力机构,在公司型投资基金中,基金公司董事会是执行机构,在契约型投资基金中,托管人是执行机构。

在发生下列情形之一时,须召开基金持有人大会:

- ①修改基金契约;
- ②提前中止基金;
- ③更换基金管理人;
- ④更换基金托管人;
- ⑤中国证监会规定的其他情形。

前款事项,经基金持有人大会作出决议后,应当经中国证监会批准。

(2) 监督基金经营情况,并定期获悉基金业务及财务状况。

(3) 享有转让或申购、赎回基金单位的权利,其中基金向持有人支付赎回款项最多不超过30天。

(4) 获取基金投资收益及取得基金清算后的剩余资产。

(5) 基金契约规定的其他权利。

任何信托契约或基金公司章程内容均不得豁免基金托管人、基金管理人或该基金的董事。对持有人必须负有的责任或豁免该当事人因诈骗、疏忽而违反信托的责任,并不得因负有此类责任而要求基金持有人赔偿或要求基金持有人支付赔偿费。

2. 基金持有人必须履行的义务

投资基金的持有人还必须履行与所享有的权利相对应的义务:

- (1) 遵守基金契约;
- (2) 交纳基金认购款项及规定的费用;
- (3) 承担基金亏损或终止的有限责任;
- (4) 不得从事任何有损于基金及其他基金持有人利益的活动。

第二节 投资基金的投资规定

为了维护投资基金市场的秩序,促进基金管理公司科学地投资,保障投资者利益,世界各国都普遍制定了相应的法律、制度和有关规定,对投资基金的投资对象、数量和运作方式进行

各种限制,基金管理公司或基金经理人在具体运作过程中,必须遵守这些规定,按照投资目标,在规定的投资范围内,严守投资限制进行投资活动。

一、投资目标与政策

1. 基金的投资目标

投资基金的投资目标就是使基金的资产得到最大程度的增值,要达到这一目标,基金经理人需充分运用它所管理的基金资产进行投资以获取收益,然而任何基金投资在获取收益的同时,由于基金经理人经营管理能力的差异,以及对外部经营环境变化的适应能力不同,都要承担一定的风险。虽然基金投资由于其规模较大,可以采取分散投资的方法降低投资风险,但不可能消除风险,因此基金经理人在运用基金资产进行投资时要权衡收益与风险的关系。投资基金投资目标的确定过程即是测度风险和收益的过程。依据风险和收益的比较,基金的投资目标可以大致分为三种:

(1)高风险高收益型。这类基金成立的宗旨强调为投资者提供资本增值的机会,令投资者的资金在一定时间内获得可观的增幅,当然这类基金其投资所冒风险也较高,它适用于进攻型投资者选择。

(2)低风险长期收入型。其目标是为投资者获取比较稳定的长久收益。这类基金的投资应集中于高息的定息证券上,其投资风险非常小,适合于保守型投资者。

(3)一般风险平衡分散投资型。这是一种兼顾资本增值及稳定收益的基金投资目标,这类基金的投资组合中既包括了高风险高收益的资产也包括低风险的定息证券,因此风险适中符合稳健型投资者的偏好。

由于投资基金种类繁多、性质各异,还需要综合考虑以下因素:

(1)国家对基金管理的法律、法规及其变化。

为了保证投资基金市场的正常发展,规范基金投资行为,维护投资者利益,针对本国实际情况,各国都颁布了相关的法律、法规对基金市场进行管理。如美国 1933 年的《证券法》将投资基金归于证券范畴,必须在 SEC 注册登记,1940 年的《投资公司法》对投资基金的业务范畴规定了标准。1940 年的《投资顾问法》,1986 年的《国内税务署法典增补案》以及 1988 年的《关于确定内幕交易及证券欺诈行为的条例》等。这些法律法规从多方面、多层次对投资基金进行监督和管理。投资基金的建立、运作、分配收益、投资范围等方面都受到有关法律法规的制约,因此,基金经理人在制定投资目标时要在允许的范围内,遵守国家的有关法律法规。

(2)国家的经济政策、金融市场和投资市场状况,大众投资心理。

①基金投资效益的好坏同国家的宏观经济政策、金融市场、投资市场水平和层次有着非常密切的关系,在经济发展的不同阶段,各国政府根据本国经济的具体情况,对基金采取不同的政策,从产业政策导向、税收等方面对各类基金的发展加以鼓励或限制。如许多发展中国家为了吸引外资,大力鼓励国家基金的发展,90 年代以来,中国基金的产生和发展就是如此。

②金融市场的发达程度、金融市场所能提供的金融工具的种类、质量也对基金的投资目标有重要影响。投资市场状况蕴含投资基金发展的前景趋势,基金经理人需要密切关注其动向。

③基金的投资者分为两类:个人投资者和机构投资者,他们的自身状况、资金特征、投资心态、风险承受能力、投资回报要求、对基金市场变化的反应均有较大差异。基金经理人要依据

其管理的基金的性质、特点具体研究投资者的投资心态以及心理预期,确定投资目标。许多企业在经营过程中,并不是把所有资金全部占用,而通常把一小部分资金用于合适的证券投资。当企业将其一部分盈余资金投资于基金后,企业不仅可以稳定地取得高于银行存款的收益,同时,企业财务主管可以把更多的精力用于企业财务的管理、分析和决策。由于基金证券可随时出售,企业财务能更有效地管理现金流通。基金的个人投资者由于其收入不同、年龄不同、对不同基金的偏好程度不同,所以基金经理人除了要考虑基金的环境因素外,还要研究基金投资者的情况,迎合不同的投资者对基金投资目标的要求。

(3)基金的规模、经理人特长。

①各类基金都有许多品种,它们属于不同的投资基金公司管理,由不同的经理人操作投资于不同的市场,投资组合也不尽相同,所以,在确定基金类别,进行投资目标选择时,基金的总体规模与投资市场的关系,也是非常重要的考虑因素,基金规模较大其投资所需要的投资市场要广阔,投资工具要丰富,品种要齐全,但这样操作起来难度也大,操作本身对市场影响较大;基金的规模较小,其投资就较为灵活。

②基金投资的专业优势主要体现在投资经理身上,所以基金经理的素质高低、操作水平如何、擅长于哪类基金的操作等,对基金的投资目标选择有很大关系。

二、投资政策

基金的投资政策是基金性质的特征最明显的反映,它指的是投资行业在一段时间内所奉行的方针。各类基金为了选择最能取得基金投资效益的投资组合及经营方针,往往采取不同的投资政策。由于基金的投资目标要靠基金的投资政策具体来实现,因此它对整个投资运作过程起关键性指导作用。

1. 投资政策的内容要求

(1)基金资产的结构性要求。

基金在发行结束之后,收到的资产一般为货币资金,投资活动会将其转变成不同的资产形态。投资房地产则构成不动产,投资证券市场则构成证券投资,进行项目开发会形成项目投资;投资于企业则会形成投资权益等。各种不同类型的资产所占比重不同则形成了基金内各项资产的不同比例结构。

(2)基金投资的收益性要求。

基金投资的收益可分为两类:一是可分配收益即已经实现的收益;二是基金资产的评估增值即持有投资尚未实现的资产增值。二者均可构成基金的投资收益。但区别在于,前者可以在获取收益的同时即收回,构成收益的货币资金;而后者不能马上变现,只能持有增值。注重当期收益的基金投资往往选择流通性较好的市场进行投资,如证券市场、期货市场、货币金融市场等,注重资产增值性的投资则往往选择增值潜力大,但变现能力可能稍差的不动产或股权投资,如房地产项目及股权投资等,每种基金都要依据其自身的具体情况确定其收益性要求。

(3)基金投资的时间性要求。

基金投资通常被划分为短期投资、中期投资、长期投资,一般而言,在一年内或稍长的时间里能够收回资本金及收益的投资称为短期投资。中期投资、长期投资则是相对于短期投资而言时间较长的投资。中期投资常在3年或5年以上,长期投资甚至可以超过10年或更长。但

需要注意,长期投资的期限不应该长于基金的存在期限。

(4)基金投资的市场种类要求。

目前,国内的投资市场可以分为以下几类:房地产市场、证券市场、金融市场、期货市场及其它市场,因每种基金各自性质和要求不同必然会涉足不同的市场,在基金面临不同的市场情况下,对基金选择哪个投资市场须有明确的要求。

(5)基金投资中风险的要求。

投资风险是指基金进行投资时,由于对未来收益率的不确定性而可能遭受的损失。有的投资风险可以避免或降低,但有的风险则不可避免。以证券投资为例,基金经理在和进行股票投资决策之前,必须对投资风险与回报有全面的分析,从而进行合理的投资组合,以降低投资风险。证券投资总的风险可分为系统风险和非系统风险,系统风险是指由于错综复杂的各类因素对市场上所有证券都可能会带来某种损失的风险,这些复杂因素可能来自政治的、经济的、企业经营状况等诸多方面,而这类风险是无法消除的。非系统风险则是指某些因素对某种证券带来损失的风险,这类风险可以通过投资组合,实现证券投资多元化而消除。这正是基金经理应该考虑的问题,即如何通过最佳投资组合达到减少风险的目的。

2. 制定投资决策

(1)基金管理公司投资研究部负责分析经济动态、利率走势、评估上市公司营运状况及发展,同时分析国外主要股市的动态及各国的经济情况。并根据以上背景资料,作出投资报告(包括各项研究分析结论,如产业分析,利率分析、上市公司分析、趋势分析、各股走势分析、资讯情况分析 & 可行的投资组合比例等),提供投资咨询委员会及投资策略委员会参考。

(2)经理公司的投资顾问通过其全球资讯网络及各项投资分析工具适时提供专业咨询,协助经理公司分析国内外股市、债券市场及其它投资市场。

(3)每月由公司主要负责人召开的投资咨询委员会应依上月投资执行结果作检讨报告,并依据投资研究部提供的投资报告决定投资方向及基金投资比例。

(4)每周由总经理召开的投资策略委员会应依上周投资执行结果作成检讨报告,并依据投资研究部提供的报告及投资咨询委员会的投资决策,决定本周投资个股、进场时机及基金现金比例。

三、投资范围与限制

1. 投资范围

基金作为一种投资工具,具有特定的投资范围。根据各国基金管理办法及信托契约的规定,一般来说,基金的主要投资对象为有价证券,大体包括:上市和未上市的股票、认股权证、地方公债、政府公债、公司债券、政府担保公债可转换公司债券、金融债券、等等。同时,基金还可以一定的现金投放于金融机构或向短期票券交易商买入商业票券,以保持基金资产的流动性及投资者赎回的需要。

不过,基金的投资范围也并非一成不变。一些国家和地区在制定基金业务时,往往会考虑到本国本地区的证券市场发育程度有限,规模不大,创立海外基金的条件尚不具备,或经验不足等原因,为了支持基金市场的发展,保障广大投资者的资金安全与增值,从而允许一些基金经理公司扩大信托财产的投资范围,作一些直接的投资,即所谓的“直接投资基金”。这类基金

与其他基金的最大不同就是可以投资于一些直接的项目上,如房地产业务。这种基金初始设立时一般都以封闭式基金出现,并会尽快安排基金上市,其目的是保持基金资产的相对稳定,一方面可以将基金资产作中长线投资,借以增加中长期的资本收益,另一方面又可以满足投资者资金流动的需要。

2. 投资限制

对于基金的投资限制,各国和各地区均有不同的规定,但如下各项则是通用的:

- (1) 不得从事证券承销业务;
- (2) 不得从事信贷业务和提供借款担保;
- (3) 不得从事承担无限责任的投资;
- (4) 不得从事信用交易;
- (5) 不得在同一经理人的基金间作证券交易;
- (6) 不得投资于其他信托基金的受益凭证;
- (7) 不得投资于与信托人或经理人有利害关系的公司证券;
- (8) 投资于某一上市公司的股票不得超过本基金资产净值的 10%;

(9) 信托基金所持有的商品总值、期货合同总值、认股权证总值均不得超过信托基金最新资产净值的 10%~20%;

(11) 经理人必须把基金的证券投资分散委托于其它证券经纪商,委托某一家经纪商的份额不得超过总份额的 25%。若因基金的投资市值发生变化,或因任何改组计划,或因任何合并计划,或因基金单位套现而致超出上列 8、9、10 三款之限制,基金经理并非必须出售有关投资,惟不可再增加该等超出限制之投资;

(12) 信托契约一般特许基金经理人在能基本保证获得预期收益的前提下进行借贷来应付有利的投资时机或临时周转之用,但规定最高借款额不得超过借款时信托基金最新资产净值的 20%~80%,如香港为 25%。此时,基金资产可用作该借款的抵押物。

第三节 投资基金的财务管理

投资基金的财务管理,包括以下三个方面的内容:①公司所拥有的各项财产的实有额及其增减变动情况;②公司在经营过程中发生的各项费用和成本;③公司在经营过程中获取的各种收入、财务成果以及公司盈利分配情况。

投资基金的财务管理,在投资基金管理中具有十分重要的作用:一是有助于加强基金的经营管理,确保基金财产的完整;二是有利于维护投资者利益。基金的购买人依其股份享有收益权,因而势必会关心基金的盈亏状况。财务管理须制定完备的财务制度,明确规定会计表册的处理程序(编制、查核、备置、公告等),使基金的盈亏都有计算的依据,从而使基金购买人的利益得到保障;三是通过会计表册反映出来的基金的净值变动情况,资产变动情况,有助于增强投资者的投资信心和安全感。

一、投资基金的费用

1. 基金的开支项目

通常基金的开支项目包括有：

(1) 开办费用。

开办费用指的是基金在成立以前所花费的一切费用。

基金管理公司在设计基金或者推出某一种新的基金产品以前,都必须要进行投资市场调查和可行性研究。在基金设计好以后,还需在有关部门注册登记。如果选定在某一金融市场推销,还需有关证券管理当局审批,得到批准后才能上市,这些过程都必须向有关部门缴纳各种费用,这些费用开支都统称为开办费。

(2) 固定资产购置费用。

固定资产购置费指的是基金购买固定资产所花的费用。

基金管理公司经营的基金产品看起来是利用投资者的资金进行投资,无须自身较多的投入,但实际上要让投资者能够把资金投资到这个基金而不是那个基金,除了基金公司要有一定的规模,拥有较为丰富的专业人才资源和良好的信誉外,还必须有发挥这些资源作用的硬件设备,如电脑、通讯网络等,只有完善的资讯系统才能争取时间作出合适的投资决定,及时处理资料信息和分析行情。而这些固定资产设备都是管理公司必须支付的。

(3) 经理费。

经理费指的是支付给经理公司和投资顾问委员会操作、管理基金的报酬。这一笔费用用于基金经理人在该年度的各种必要的开支,通常是从基金股息(或债券利息)中或基金本身扣除,而无须从基金持有人那里直接收取。

(4) 保管费用。

保管费用是指保管公司保管、处分基金资产而开支的费用,同经理费用一样,保管费用也是从基金收益中提取的。

(5) 操作费用。

基金除了支付经理费和保险费用外,还需支付会计费、律师费、召开年会的费用、季(年)报及公开说明书的印刷费、买卖证券的手续费等,这些费用统称为操作费用。基金的操作费用所占的比例较小,一般是按照有关规定或当事人的收费标准适当支付的。

(6) 行政开支费用。

行政开支费用指的是基金支付的办公费、工资、福利及劳务保险等方面的费用。

(7) 其他费用。

如美国的 12b—1 费用,是根据美国证券管理部门 1980 年核准的 12b—1 规则收取的费用。此规则准许基金经理公司动用小部分的基金资产,用来促进基金受益凭证的发行与承销,吸收新的投资人,这类费用包括广告费、宣传品费用、支付给销售人员的佣金费等。

2. 基金收费的标准

一般说来,不同类型的基金,其费用标准有一定的差别,表现不太好的基金,费用往往比较高,因为基金表现不好,投资人就会不断把资金从基金中撤出,资金减缩而固定开销并没有减少,费用比率因此而提高。对于一些最低投资额较小的基金,由于小额投资人多,需要花费更多

的人力、物力,费用比率也因此而相对较高;另外,对一些投资国际股市的海外基金,因为需要支付驻外人员和机构的开支,费用相对也较高。

就不同种类的开支来说,其收费的标准是不一样的,并且不同的国家收费标准也有差别。

(1)管理年费。

管理年费是基金经理公司为经营、管理基金每年从基金收益中提取的费用,一般以基金资产净值为计提的依据,管理年费的计提比例与基金规模成反比关系,与基金风险成正比关系。一般情况下,管理年费是基金资产净值价值 0.25%~2.5%。货币基金收取的管理年费相对较低,约占基金资产净值的 0.25%~1%;债券基金稍高,大约为 0.5%~1.5%;股票基金较适中,大约为 1%~1.5%;认股权证基金收取的管理年费较高,约占基金资产净值的 1.5%~2.5%。在美国,每年提取的管理年费是基金总资产的 1%;在日本为 0.7%,在台湾则为 1.5%。

管理年费的计提一般都是逐日累计,按月支付,逐月应提取的基金管理年费的计算公式为:

每月应提取的基金管理年费 = 该月估值的基金资产净值 × 费率 ÷ 12

(2)保管年费。

保管年费是从基金收益中计提交给基金保管公司为保管、处分基金信托财产的费用。保管年费的费用标准一般是基金资产净值的 0.2%,其计提方式也是逐月累计,按月支付。

(3)经理费用。

经理费用是经理公司和投资顾问委员会为管理、操作基金而收取的费用,是按照基金资产净值的一定比率每年收取,比率的大小与基金的规模有很大关系,基金规模越大的,经理费用比率越低。

在美国,每年的经理费一般不超过基金总资产的 1%,通常都在 0.7%左右;在日本,每年的经理费比率一般为 0.7%;在台湾,这一比率则为 1.5%。经理费用也是逐日累计,按月支付。

(4)12b-1 费用。

一般而言,12b-1 费用一般每年要花去基金资产的 0.2%~1.25%。

二、基金的收益分配与税赋

1. 基金的收益

不同投资目标的基金,有着不同的投资组合。而不同的投资组合,有着不同的收益来源。有的基金投资靠股票获利,有的基金是通过买卖债券获利,有的是通过做期权、认股权证、涉足房地产业务获利,一般说来,投资基金的收益来源有以下几种:

(1)利息收入。

投资基金为了应付投资者随时赎回行为(尤其对开放式基金而言),一般都要保留一定比例的现金。这部分现金往往是以存在银行或其他金融机构的形式存在,并且通常还会寻求利率最高的金融机构,这样下来,每隔一定的时间,基金都有一定的利息收入。

另外,较为保守的基金,还会在政府债券、企业债券等金融工具上进行投资,以求得固定的收入,同时又减少风险,这部分收益也来自于利息收入。尤其是货币市场基金,它的投资目标

是商业本票,可转换定期存单和其他短期债券,则其收入就完全是利息了。

(2)股息和红利。

一般说来,除了债券基金和货币市场基金外,绝大部分的投资基金都把资金投入股票市场,这部分资金每年都有可能从上市公司提取一定数量的股息和红利,这就是基金的股利收入。

(3)资本利得。

资本利得是基金收益中比重最大的一笔收益。因为基金投资于股市与一般的入市者一样,并不看重股息和红利的收入,特别是一些积极成长型基金,更不在乎股利率的大小,而是以“低进高出”原则进行操作,赚取中间的差价利润,这就是已实现的资本利得。随着资本利得的增加,往往基金的资产净值也会不断增长。

资本利得的多少主要是看基金管理公司的操作水平。经理公司一般都集聚有一批投资专家进行操作,他们对何时买进卖出,买卖何种证券进行判断,并且把这些指示传达给指定的保管公司(或者指定的证券公司)执行。

与上面的投资收益来源相对应,对于个人投资者来说,自从购买了基金后,就会定期不定期地获得三笔收益:①从基金收益中分配而来的现金;②基金经理公司扩送的基金单位;③对于挂牌上市的封闭型基金来说,投资者可以在证券交易日通过定价买卖手中的基金而获取基金的资本利得;对于持有开放式基金的投资者来说,还可以从基金净资产报价的买卖中赚取资本利得,不过对于这种收益来说,一方面取决于投资基金的经营状况,另外一方面又决定于投资者的个人选择,即进入基金和退出基金的时机是否恰当。

2. 基金收益的分配政策

基金收益的分配政策主要是指基金决定以多大的比例来分配收益,分配时间的安排以及分配方式的选择等等。

(1)分配原则。

黄金的收益在扣除费用以后,必须把利润分配给受益人。投资基金的投资利润的分配,不同的国家、不同的基金,都有不同的分配原则。

美国有关的法律规定至少必须把获利的95%分配给投资者,而很多基金是把所有的利润全部都分给投资者的。在日本,开放型基金和封闭型基金在分配方式上存在一定的差别,对于封闭型基金来说,往往是所有股利收入和利息收入都作为利润分配,对于资本利得和增值不论是否实现,也可以作为利润分配,但分配时必须扣减上期亏损,而且不超过资本额的10%,对于基金所投资的有价证券因为价格上涨而衍生的利润,一般都要累积到信托期末以后,在偿还本金时一起分配给收益人;对于开放型基金来说,一般都是把扣除费用后所得的投资利润全部分配,不过需要抵补累计亏损,如果累计亏损可由盈余抵销,抵销后盈余的2%保留作为股价变动准备金,其余部分作为分配利润。

台湾基金中利息和股利一般全部分配,已实现的资本利得也要分配,而只是未实现的资本利得滚入基金中再投资,而不发放利润。

(2)分配时间。

基金利润的分配一般都是一年分配一次,唯有美国的投资基金又有另外的规定,货币市场基金的收入几乎全是利息,通常是每月分配一次,债券基金则是每季或者每个月分配一次,而股票基金才是每年分配一次。

(3) 分配方式。

一般说来,基金的收益分配方式有三种。基金可以选择某一种分配方式,也有的基金选择三种分配方式,只是投资者在填写认购基金申请书要写明选用其中的哪一种,并且在更改分配方式时,还须提出书面申请。

分配方式主要有:

①以现金形式发放,这是基金收益分配的最一般形式。

②派送基金单位,把应分配的利润折合成相等额度的新的基金单位送给投资者,这种分配形式增加了基金的单位和资本总额。

③既不派发现金,也不送基金单位,而只是把投资收益按基金单位净值转换成相应的基金单位份额滚入本金再投资。这种分配形式同样增加了资本总额。

(4) 支付方法。

基金收益的支付一般可以采取下列两种方法:

①支付现金时,由信托人通知受益人亲自来领取,或者直接汇款至受益人的银行账户里。

②派送基金单位,则由指定的证券公司将分派的基金单位份额打印在投资者的基金单位持有证上。

3. 基金的税收

从客观上说,基金公司仅是一个委托代理机构,产生收益的来源——信托财产,基金公司并没有所有权,基金公司的义务是将经营得来的收益按比例分配给基金投资者,因此,也就只能对受益人征税。据此,各国和地区的税法一般都是规定基金公司免税。投资者在取得基金分配的收益后所需缴纳的所得税,可由基金公司代为缴纳,也可由投资者直接缴纳。

在英国,税法规定,信托基金可以不缴纳资本增值税,但对于英国的基金单位持有人因为转让、赎回基金单位时所获取的收益均须缴纳个人资本所得税。

在美国,1992年的税法规定,符合一定条件的投资公司的股息收入、利息收入和任何资本增值都是免税的,但是必须有一定的条件,它必须是经证券管理部门登记注册的合格投资公司,并且公司90%以上的毛收入是来自于股息、利息和出售证券所得,并且毛收入中来自短期资本增值的收益不能超过30%,而90%以上的每年投资净收入(资本增值除外),应作为应缴税款的股息发放给股东。对于基金收益人的税收,1988年修订后的新税法规定,基金受益人的所有利息、股利收入和资本利得都视为普通收入,报税时必须并入综合所得税款项。经理公司根据税法规定在年初寄给投资人一份表格,载明各项收益,让投资人核算报税。

日本税法规定,投资基金的经理公司不视为法人,因而其收益不必缴纳营业税和所得税。1986年,日本特别税法采取一种可供选择的分离课税方式来规定税收。其内容是:①在收益人为个人时,投资股票债券基金的利润必须交纳35%的所得税,而受益人转让受益凭证的利润可以不交税,但却必须交纳证券交易税,其中,股票基金和投资债券转让交易税率为0.45%;②投资者可以享受小额储蓄的免税制度,若投资股票基金300万日元以下的,其收益可以免税,而若投资债券基金,在其投资额连同其他储蓄额不超过300万日元时,可以免税;③在收益人为法人时,从基金中获取的分配利润和偿还金必须缴纳20%的所得税,同时还需交纳0.55%或0.45%的证券交易税。

在香港和巴哈马群岛,基金的投资及其收入都免交任何税款。

在台湾,目前的规定是无论是个人投资者还是法人投资者,从基金中获取的利息及股利收入

均有一定额度的免税优惠,超过这个限额就必须缴纳所得税,在受益人转让受益凭证时,由受让人计缴证券交易税,而在买回受益凭证时,一般不须纳税。

三、投资基金的财务情况报告

投资者要了解基金的运作情况,除了通过基金公开说明书、信托契约和每日报价表外,更重要的还是基金年报和财务账目。因此,监督机构往往要求基金经理在公开基金说明书时必须与最近的年报以及基金账目一同派发,并且有关法令也规定投资公司必须定期向股东公布本公司详细的财务情况报告。

(1) 投资结果报告。

投资结果报告是指基金经理人依据投资目标进行投资组合后,定期向投资者公布的反映基金资产的运用情况和投资收益情况的报告。投资结果报告是年报的一项重要内容,一般是由经理公司或投资公司在每一投资期终止时制作,交由代理基金利润分配和偿还本金支付的证券公司或承销人,再发给受益人。在内容上一般包括有:

- ①分析该基金投资市场一年来的发展和变化情况以及基金经理的投资策略;
- ②本期基金资产的营运进展状况;
- ③上期及本期基金信托资产组合的名称、数量及各类证券所占的比例;
- ④本期本基金证券信托资产的市价总额;
- ⑤本期证券资产买卖的品种、总股数和总金额;
- ⑥预测投资市场的未来趋势,或附上投资市场行情动态表,也就是一年中的市场行情的升跌幅度。

除此以外,经理公司还应每日编制并且公布上一营业日收市时的基金单位的净资产值。

(2) 基金账目。

基金账目是年报的另一个重要组成项目,它是了解基金情况的主要依据。对于封闭型基金和开放型投资基金来说,所要求的公开的基金账目并不完全一样。对于封闭型的基金公司,要公布的财务情况报告包括资产负债表,收入与支出报表和盈余报表。对于开放型基金投资公司来说,还包括净资产报表,收入与支出报表,净资产变动报表和至少前三年财务年度每一股份的净资产价值和分配的记录等。

①资产负债表,主要反映三项内容:资产、负债和净资产。资产中包括:投资市值、应收款额、银行存款及现金;负债项目则包括:应付账目、末期分派和应付税款。

②收入和支出报表,反映各类项目的收入和支出情况,其中包括持有证券的股息和利息收入,一般投资和管理的费用,以及其他债券利息、所得税等等。

③资产报告表,又称资本账,主要是刊载基金资产在年度末的形成和构成,资产构成是一年中发行基金单位所得金额、投资增值、年初结余留存等总和减去赎回基金单位支出额、投资亏损、分销商佣金等总和,资产构成还包括基金掌握的各种金融资产和现金。

④经理账目,也就是经理人的财务报告,报告中列举管理该基金的各项收入和支出。

⑤投资组合表,此表详细列举年末基金所掌握的各种金融资产及其在总资产中所占的比例。

⑥投资组合变动表,此表列举基金所掌握的各种金融资产在年初和年末的增减变动情况。

⑦盈余报表,表明资产负债表中实收资本盈余数字的来源,也就是上期公司的实收盈余(包

括一般收入和销售证券的损益)总额减去报告期支付的股息。

⑧业绩记录,列举过去历年的基金表现。

所有上面的基金报告和财务项目都必须经过有关方面的审核,因此,在报告中还有受托人(或托管人)报告和审计师报告。受托人报告是对基金一年中经营管理情况进行审查,可证明基金经理在此期间的经营行为是符合信托契约规定的,而审计师的报告则是说明他们已经按照审计标准对报告书中的各项账目都进行了审核,从而证明这些账目是真实的和清楚的,而且的确是按照信托契约和基金守则的条款编制的。

第四节 投资基金的人事管理

一、投资基金人事管理概述

1. 如何认识投资基金人事管理的重要性

市场的竞争,归根到底是人才的竞争。特别在投资基金的专家管理中,对基金经理和基金从业人员的素质要求十分严格。近十多年来,基金公司开始越来越重视人力资源。成功的公司开始认识到他们的职工比他们的其他资产更为重要。因此,现在大多数基金管理公司都设有人事管理部门,以帮助公司做好人员的挑选和培训工作。这种人事管理部门在制定工资、薪金计划以及其他有关保健、安全和福利等计划方面起着积极的作用。尤其重要的是,投资基金作为一种新生事物,有着现代市场经济中的‘高新技术’的美称,人力资本的占有在基金市场的激烈竞争中有举足轻重的作用,有时它会直接关系到基金公司的生存与发展。

2. 投资基金人事管理的组织机构是怎样设置的

对于投资基金公司来说,人事管理已变得如此重要,它与公司的其它方向的经营管理,如市场销售和财务管理等比较起来,已具有同等地位。中型的或大型基金公司的人事管理组织如图 3.4.1 所示：

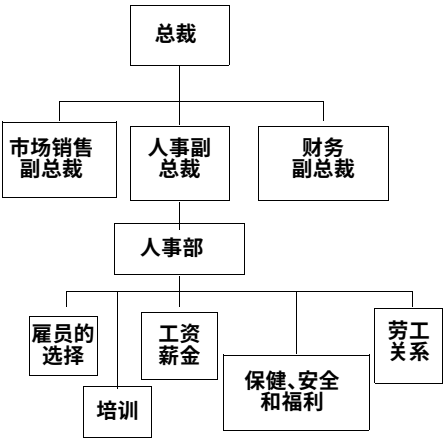


图 3.4.1 基金公司人事管理组织

在一些大型的投资基金公司或管理公司中,都会有专职或兼职的人事副总裁,由人事副总裁来分管人事部门的工作。在较小的基金管理公司中,人事管理方案的人员较少,有些职能可能会合并。

3. 投资基金人事管理的工作职能有哪些

在市场经济条件下,投资基金的人事管理工作必须面向劳动力市场,一般情况下,人事管理部门可以在当地的报纸上登招聘广告,甚至与求职者洽谈,但人事部门也许并不作雇佣与否的最后决定。这种决策最后可能要由录用部门的经理来做。

人事管理的另一个重要职能是培养、训练公司的职工。某些人需要在就职前进行培训,其他人则需在工作岗位上培训,以保证他们能够尽快地胜任工作。这种培训工作有时是在实践中进行的,有时则是在较高的管理层进行。通常,人事部门是根据别的部门提出的要求来提供这种培训的。这里,人事管理部门只是通过自己的服务来协助有关部门做的,它并不参与决定什么样的人可接受这种培训,在决定采取什么培训方式方面也只起有限的作用。

同时,在工资和薪金管理方面,人事管理部门也担负着许多重要的职能,这些职能包括进行职务分析,编写职务说明书,以及了解市场上同类公司对可比性工作所付的报酬等等。但是,最后决定工资和薪金的不是人事管理部门,而是公司的高层管理当局。

在对待保健、安全和福利计划等工作方面,人事管理部门同样只起建议作用。人事管理部门要考查当前的计划并估计职工们的需要。它也要了解同行业其他公司所提供的福利种类,然后根据这些信息,向管理当局提出建议,该公司的现行计划是否需要作何种改动。

人事管理部门在劳工(与管理当局之间)关系方面也起着重要作用。人事管理部门要解决公司与雇员之间所产生的许多问题。这些问题涉及面很广,从工会的抱怨一直到某一个人一周的报酬还短缺10元钱等类事情。有时候,人事管理部门可以直接采取措施处理这些问题但在多种情况下,人事管理部门的工作只是帮助有关方面解决问题。

4. 对投资基金从业人员的素质有哪些一般要求

为了保障投资者权益,国外有关证券的法规,对各自地区的经营证券或从事基金管理公司从业人员的选用有不同的规定。归纳起来有以下两方面的要求:一是从事专业的学历,二是对本专业实际工作的经验。我国《深圳市投资信托基金管理暂行规定》中规定:基金管理公司从业人员必须有 $\frac{1}{3}$ 以上具备2年以上证券投资管理经验的大学本科经济类毕业生或具有相当于经济师职称的专业技术人员。

一般情况下,专业学历通常泛指经济类各学科,本科或本科以上的学历;工作经验则指曾在证券投资、证券投资顾问、证券商的业务及研究分析部门、银行或保险公司的投资部门工作并富有该类业务的实际工作的经验。除此以外,从业人员还必须符合职业道德的要求,具备一定的职业道德水准。职业道德要求通常有以下四个原则:独立、客观、公正、廉洁。只有奉行了以上原则,基金管理公司及其从业人员才会得到社会公众的信任,也才会全心全意地投入运作基金而谋求基金资产最大限度地增值的工作中去。为了考核从业人员的业务水平和道德水准,通常新进公司的员工规定有6个月的试用期。在试用期内,由人事部及相关业务部门予以考察。而且,基金管理公司的业务人员要求为专职,切忌证券从业人员兼职从事基金业务,同时也不允许基金管理公司从业人员在外兼职。

二、投资基金的员工录用

1. 录用员工的初次会见与职务说明书有哪些内容

通常情况下,求职者要比职务空缺多,但也有相反的情况,对于一些关键性领导岗位和特殊人才尤其如此。为了选拔优秀人才,基金管理公司在录用员工时可以先进行初步筛选性会见。在会见时,人事管理部门将该职务的要求以‘职务说明书’的形式提供出来,然后请应聘者填写个人简历和能力自述。

职务说明书的主要内容包括 ①职务名称 ②担任该职务人员的工作职责 ③对应聘人员的学历要求 ④工作经历要求 ⑤能力要求 ⑥个人性格要求 ⑦健康要求。

2. 应聘登记表的主要内容有哪些

应聘登记表主要是提供个人的信息(姓名、通信地址、婚姻状况等)教育的信息(受过高中或大学教育,取得毕业证书或学位)服役的情况(服役的时间、军衔、退役的年龄与类型,现在的军人身份)工作经历(工作的类型,就职的年限,离职的原因)个人健康情况的信息(身体有无病症、目前的健康状况)和介绍人(了解求职者并能作担保的介绍人的姓名及通讯地址)等。

求职表通常是在初步筛选性会见时使用。它对于收集求职者的信息很有帮助。另外,它还可以为下一步的就业面试作指导。

3. 什么是录用员工的就业测验

就业测验是为了帮助公司更好地找出每一项职务的最佳候选人而设计的。最常用的一种测验是用来测定智力和思维力的。其他一些测验则用来测定候选人的兴趣、个性、态度等等。当然,具体采取哪种测验,主要取决于工作的性质。

近几年来,由于就业测验多次被滥用,人们对测验给予极大的注意。因而,今天的基金公司力图采用有效而又可靠的测验。所谓有效的测验是指这种测验能测定应该测定的项目。可靠性测验是指这种测验能够准确和始终如一地测定某个人的能力水平。只要基金公司所采用的测验是有效的和可靠的,那么就能够成功地筛掉那些缺乏必要工作能力的求职者。

就业测验的方法很多,可以采用书面问答式,或是口头问答,还可以就某一专门的工作进行试用测验。试用测验工作主要是为了检验应聘者的潜在工作能力,以此为基础还需要进行必要的培训工作。

4. 为什么要检验应聘者的经历和旁证材料

应聘工作还要求求职者提供经历和旁证材料。它们大多数是要说明求职者以前的工作情况。一种旁证材料是原工作单位写的,因为公司想要了解本人过去工作如何,以及他为什么要离开原工作单位。另一种旁证材料是个人的介绍信,尽管许多公司对这并不重视,因为没有人会故意贬低他所推荐的人。第三种旁证是学校的介绍信,这种介绍信实际上是求职者以前所在学校的教师对他所作的评价。第四种是信用旁证材料,这种旁证用来了解此人过去是否能按时付账,在所有这些材料中,最主要的还是原工作单位的介绍信,因为只有这种介绍信才真正能对该人将来能否努力工作提出看法。由于应聘者的经历和旁证材料能够为招聘者提供正确决策的依据,因此在人事招聘工作中受到越来越多的重视。

5. 如何安排招聘工作的面试

招聘工作的一个重要环节就是就业面试。最近的统计表明,有 98% 的公司采用此种方法。在会见时,面试人有机会在面对面的基础上来对求职者作出判断。此人的语言表达能力如何?仪表风度如何?他对这种工作是否感兴趣?求职者对薪金和工作有什么要求?是否是公司所需要的人?这些都是面试人经常要考虑的问题。

提出这些问题的方式有两种,一种是按照事先准备好的计划一一提问,这种方式有助于收集某些专门资料。另一种提问方式是自由谈心,在提出问题时尽量让求职者感到毫不拘束。两种方式各有其适用性。有时为了检验求职者的心理素质和应变能力,在面试中还可有意设计出让人紧张的局面。总之,面试工作必须根据需要灵活合理安排。

6. 招聘工作中体格检查的必要性是什么

许多录用单位还要求求职者进行体格检查,这样做有几个重要原因。第一,体格检查可以帮助确定此人是否能胜任所担任的工作。第二,如果此人有任何严重的或传染性疾病,公司就能够发现并及时处理。第三,如果此人录用后在工作中受伤,可能会要求企业支付赔偿金,那么,由于他的身体状况在进公司前已经检查过,公司能够很快对他的要求作出评断。

7. 为什么要对录用者进行试用

对录用者实行试用期制度已经越来越普遍。经过前面几道录用工序之后,虽然双方都已经比较满意,然而用人单位与录用者之间还必须有一段时间的相互了解和适应过程。一方面用人单位需要在实际工作中进一步了解和检验录用者的道德品质和工作能力,观察其是否为最佳人选;另一方面被录用者也必须对工作环境作进一步的了解和适应,并且还需要在工作中展示自己的才干。试用期可以是一个月、三个月或半年,试用期的工资待遇由双方事先约定,原则上在试用期内录用者可以自由辞职,也可以自由被解雇。

三、投资基金的员工培训

1. 工作中培训方法有哪些

最广泛采用的培训方法是在工作中培训。最常用的三种方法是 指导培训、工作轮换培训和特殊的委派培训。在大多数情况下,人事管理部门在这种培训工作中只起很小的作用。

(1) 指导培训。在工作中指导受训人与体育教练指导运动员的做法十分相似。负责指导的经理的任务是教给受训人怎样做,激励受训人并向他提出应该如何做的建议。很多人趋向于把这种指导简单地看作是鼓励和帮助某个人,而不是什么正规的培养和训练方法。但这也是教会职工正确地工作的重要方法。

(2) 工作轮换培训。这种培训方法是工作轮换。就是让一个人调换工作,一般是在每一个工作岗位上呆 1—2 个月,其目的是使受训的人能获得不同的工作经验。如果这种轮换是经过详细计划的,那么,这样做不仅可以克服工作的枯燥无味,而且还可使职工直接得到他将来要做的工作的有关知识。

(3) 特殊的委派培训。许多企业临时为某些职工分派特殊的任务,以便为他们提供以后做好工作所需的各种训练。例如指定有培养前途的经理,参加公司的高层决策委员会,以便使这些人有可能取得重要的经验。

2. 什么是员工的脱产培训

脱产培训就是离开现任的工作去接受培训。这种活动多半由人事管理部门组织进行。例如,许多公司有其自己的教室及其他设施。不具备这种条件的公司可在其附近的旅馆的会议室举办这种培训班。实际的培训工作常常是由公司的人事部门来做。可是,在某些情况下,公司要依靠专业的培训组织,如美国管理协会,美国培训学社,或者在某一领域特别内行的当地的大学教授。最广泛采用的脱产培训方法有 新职员培训班 讲课,会议或集体讨论 以及案例教学和角色扮演等。

(1)新职员培训班。新职员培训班,是在与实际工作条件完全一样的工作环境下,教给受训者如何工作。

(2)讲课、会议和集体讨论。有些培训不仅仅是学会‘怎么做’的问题。例如,经理人员需要在诸如信息沟通、激励和领导等方面接受培训。进行这种培训的方法之一是通过正规的讲课。可是,许多公司认为,还需要在受训者之间展开讨论,目的是让他们回答问题和活跃气氛。是否每个人都能理解所学的资料?是否有人想提问题和发表意见?是否有人相似于已经讨论过的问题?他们是否采用了讲课所介绍的方法来解决问题?为了相互之间能够进行这种沟通,许多公司还利用会议或集体讨论的方法来补充讲课的不足。运用这种方法,就可以加强集体成员之间以及他们和教员之间的相互联系和沟通。

3. 什么是案例和角色扮演培训

在员工培训工作中,案例和角色扮演的方法常用来培养受训者的敏感性和分析能力。在案例分析中,常常给受训者一个已写好的案例,它提供的是他们工作中可能要面临的环境和事件。例如可能是关于下属成员经常上班迟到的事,那么,经理应该怎么办?在案例分析中,通常没有正确的答案,但它通过使人们了解各种各样的问题,能使受训者在工作中一旦面临这些情况时好有所准备。

角色扮演就是受训者象演戏那样扮演角色。例如,在处理职工迟到问题时,一名受训者扮演经理的角色,另一名扮演职工,然后各人都演自己的角色。扮演职工的人会得到很多职工的感受,扮演经理的人也会取得处理这类问题的经验。同时,听众也将提高对这个问题的认识,找到解决这个问题的方法。许多公司为什么把角色扮演法作为培训人员的主要方法之一?原因之一就是这种方法能使受训者在将来面临同类问题时,有一个更好的了解。因此角色扮演培训受到了日益增多的公司的重视。

四、投资基金的员工工资与福利管理

1、如何确定员工的工资与薪金水平

人事管理的一个重要职能是帮助制定有效的工资薪金计划。公司需要确定职工工资和薪金水平的方法很多,下面讨论影响工资和薪金水平的一些最一般的因素。

(1)竞争性工资率。在决定工资和薪金水平中起主要作用的因素之一是竞争性工资率。即与本公司相似的工作,在其他公司中付多少工资?人事管理要经常进行有关社团和行业的调查来确定竞争性工资率。然后,把它的工资与薪金和其他公司相对比,以测定本公司的工资水平是太低、太高还是正合适。公司常常能发现在本公司中上述三类情况都是存在的。在这种情况下,公司必须首先关心那些工资太低的人,因为这些人很容易被竞争者雇走。

(2)生活费用。决定工资水平的第二个关键因素是生活费用。特别是在通货膨胀时期,管理当局必须考虑职工所提出的关于随着物价上涨而增加工资以保持原来的生活水平的要求。许多公司每半年或一年给职工增加一次工资以补偿生活费用的提高。不管选择多长的时期,到了期末,人们就要计算该地区生活费用提高了多少,并按照一定公式算出职工应该增加的工资和薪金。这样由制度规定的增加工资,有助于保护职工免受通货膨胀带来的损失。那些不能增加工资来补偿职工生活费用的提高的企业,必然会有压力,因为职工当然会要求他们这样做。

(3)生产率。生产率是效率的别名。如果一个公司的效率越来越高,它就能付得起更高的工资。反之,如果职工的效率下降,公司可能不得不维持原来的工资水平,因为公司的成本在上升,利润在减少。所以,生产率是确定工资和薪金的关键因素。

(4)支付能力。也许决定薪金的最重要因素是公司的支付能力。不管竞争对手提供什么工资水平,公司必须考虑自己的财务状况。有些公司简直没有能力像同行业竞争对手那样支付薪金,它们的工资在同行业中总是处于低水平的。另一些公司则很赚钱,他们的工资总是超过本行业的平均水平。

2. 如何建立员工工资与薪金的等级标准

人事管理的一个重要工作就是为各类工作中所有的职务规定薪金等级标准,为各类工作确定最低的、平均的和最高的工资,定期评价每个人的工作,以确定它的薪金是否公平合理。有些职工发现他们的工资增加了,因为原来给他们定的工资标准太低。有的职工如果薪金太高,就不能再增加工资,除非做这类工作的其他职工的工资能提高到相应的水平。但高层管理人员的薪金不是这样规定的,而通常是由总裁定下总的调子,但每人应得多少并没有一定的规则。常常要根据竞争对手付给他们的经理的工资多高而定。

在通常情况下,如果人事管理人员尽职的话,他就不仅要向公司提供规定中层和基层工作人员的工资薪金和工资标准所需的信息,而且也要提供有关竞争企业经理的薪金水平的资料,以供确定上层管理人员薪金水平之用。

在一个公司内部,不同职位的员工之间应该拉开一定的工资差距,而且每一个员工的工资都应该逐年有所增长,这样做是为了建立起一种激励机制,从而激发员工奋发向上和努力工作的热情。但是,员工工资与薪金的等级差距多大最合适,即最能调动各个岗位上员工的积极性,这并没有一个固定的标准,需要人事管理人员协助公司领导人灵活把握。

3. 什么是员工的保健计划

人事管理通常负责汇总企业的保健、安全和福利计划。许多情况下,这个部门还负责推动这些计划的执行。一旦职工有了病便会影响其对公司做出贡献,因此,公司必须关心人的保健。在美国,自从1970年职业安全和保健法令颁布以来,人们对职工保健一直特别重视。

为了满足职工对看病的需要,几乎每家公司都有某种医疗保险。还有很多公司正制定计划,从帮助因一些不良习惯而使健康受到损害的职工。公司的人事管理者在设计和实施这些计划方面起重要作用。

4. 什么是员工的福利计划

按照惯例,投资基金管理公司还应该为他们的职工提供各种福利措施。典型的例子是人寿保险、养老金、解雇费,休假,带工资的假日、聚会、郊游等。这些福利费用往往占到公司劳动力总费用的25—33%。为了使人们能够以最低的费用,享受到尽可能多的福利项目,许多公

司通过人事管理来协调和贯彻整个公司的福利计划。

第五节 投资基金的监管

纵观世界投资基金 100 多年的发展历史可以看出,投资基金之所以取得今天如此辉煌的成就,能够成为世界金融市场中最为流行的、国际化的投资工具和大众化的投资手段,在世界证券市场乃至整个金融市场中扮演着重要角色,一方面是由于它作为一种投资工具所固有的特点和独特优势,另一方面也是各国加强对投资基金监管的结果。投资基金由小变大,由弱变强,由不规范发展走向规范化发展,由无序走向有序,并非一帆风顺,曾经有过因监管不力而带来的沉重教训,理论的演绎和各国的实践都说明了同样一个主题,那就是加强监管是投资基金重要作用和比较优势得以充分发挥,并实现持续、稳定和快速发展的关键。目前投资基金较为发达的英、美、日等国家无一不是得益于基金监管水平的不断提高。

一、基金监管与基金发展的关系

所谓基金监管,指的是基金监管主体运用一定的监管手段和方法对投资基金的发起成立、运作和管理全过程,进行全面的、全方位的监督、检查、控制和管理,以保证投资基金正常有序发展的一切活动的总称。基金监管是基金发展的基础和保证,基金的发展又离不开有效的监管,相互之间是辩证统一的关系,没有监管就不可能有基金的有序发展,没有基金的发展,监管就失去了目标,也就谈不上监管,基金越是发展,越需要监管水平的提高,基金的监管水平与基金发展水平成正相关关系。总之,离开了监管,基金的发展不可能走向有序和规范,基金监管对基金的发展起着重要的推动和保证作用。由此可见,加强基金监管研究对基金的发展无疑具有重要的理论意义和现实意义。

1. 强化监管是投资基金得以持续、稳定和规范化发展的关键

强化基金监管对投资基金发展的积极意义表现在三个方面:

(1) 只有强化基金监管,才能对投资基金的发展方向、发展规模及基金结构实施有效的调控,从而保证基金业的有序发展。投资基金作为一种投资工具之所以被机构投资者和大众所接受和采用,是因为它能为投资者带来收益或利润。因此追逐利润是投资基金的基本目的。在一定的证券市场或金融市场环境条件下,能为人们带来利润的,可选择的投资方向、投资渠道以及可购买的金融商品多种多样,由于受利益的驱动,人们往往有追逐较高利润而出现相同的或相似的投资欲望及其相应行为的表现,这种利益驱动下的同一行为很容易引起金融市场的剧烈‘震荡’和大起大落,会给金融及经济的发展造成巨大的损失并产生强烈的负面效应,影响投资者的利益,阻碍国家金融乃至整个国民经济的良性循环和持续发展。投资基金作为金融市场中的重要一员,其最初的含义就是‘众人凑钱买证券’获取证券投资收益,随着社会经济的发展 and 金融市场的不断创新,投资基金可选择的投资方向越来越广泛,人们组建投资基金及拓展投资渠道的欲望也会越来越强烈,如果没有基金的监管,或基金监管滞后、监管不力,必然会引发乱集资、乱投资、炒股票、炒债券、高风险投资等不规范运作及其它的投机行为,基金规

模和结构的合理化与优化将受到严重的破坏,基金的有序发展即会由此而无法实现。因此,加强对基金的监管,严格基金的发起成立,规避基金的运行方向、规模和结构,基金对证券市场及整个金融市场的重要推动作用才能得以充分展示。

(2)强化基金的监管,有利于充分发挥政府的功能,对基金进行有效地培育和引导,从而推进投资基金的快速成长壮大。投资基金的产生有其自发性,它是证券市场发展到了—定阶段的产物。但进入二十世纪后,特别是二次大战以后,世界各国投资基金的发展在很大程度上受到政府的培育和扶持,也可以说是政府加强对投资基金的监管,充分发挥政府功能的结果。究其原因,主要是因为投资基金的产生和发展需要—定的外部环境条件,特别是证券市场的发育程度、金融商品的数量和规模、经济发展的水平以及广大投资者的社会心理和文化水平状况等,一句话基金的产生和发展与—国市场经济的发育程度有密切的关系,而且投资基金的产生和发展并走向成熟和规范化发展,需要—定的时间,需要有一个成熟过程。如果任由投资基金自然产生和自然演变发展,投资基金发展的成熟过程可能会因此而延长,其中还可能因为种种原因而发展受阻、停滞、衰退甚至遭受巨大的打击和损失,最终在付出沉重代价之后才慢慢踏上成熟、规范化发展的轨道。而加强对基金的监管,特别是充分发挥政府在基金监管中的积极作用,可以依靠政府及其职能部门强有力的宏观调控功能,采取积极有效的措施,优化基金发展的环境,尽力防范基金发展中可能出现的可预见的问题和缺陷,从基金的产生发展开始就进行有计划、有目的、有步骤地引导、调节和控制,甚至利用政府的力量为投资基金的发展壮大注入强大的动力,迅速而有效地推进基金的成长,从而缩短投资基金发展的成熟过程,争取早日赶上投资基金国际化发展的步伐。

(3)强化基金的监管,使基金市场竞争中有一个共同遵守的行为准则,避免恶性竞争,这是实现投资基金规范化发展的关键。市场经济的基本特征就是竞争,市场竞争是推动经济发展的重要条件。但是市场竞争并非你死我活、可以不择手段的纯粹的“战场”,而是有一定规则的。完全的自由竞争只存在于教科书上,现实中是不存在的,投资基金的发展也必须强调竞争,但基金市场中的竞争如果是无规则的,那只会引导市场的混乱和对经济的破坏,基金最终也会走向灭亡。加强基金的监管从某种意义上讲就是为基金市场的竞争制定出—种共同遵守的“游戏规则”,特别是法律的制定和实施,它是基金运动和发展变化的“边界”。基金监管的建立和完善,使得投资基金的发展演变及其相应的行为有章可循,有法可依,既能为基金发展提供规范运作指导,也能为基金的运行发展提供有效的保护,从而避免基金市场出现无序发展的混乱局面。

2. 强化基金监管是中国投资基金未来发展的战略性举措

中国投资基金的起步比较晚,第一家中国基金于1987年首先在香港推出,而内地基金的发展则始于1991年。1992~1994年是我国基金发展的高潮(至今为止所设立的全部基金大约70%是在这一时期推出的)。由于受大环境的影响,我国的投资基金正好诞生在这样一个市场经济极不规范、法制又不健全的时代,不论是宏观环境还是微观环境,都还带有强烈的计划经济的痕迹,证券市场也起步不久而且发育程度很低,这就决定了投资基金从—产生就难免会带有种种弊端和弱点。投资基金几年来发展变化的实践也证明,我国发展投资基金的经验明显不足,配套措施滞后,广大投资者对基金的认识还十分有限。—方面,我国投资基金的产生和发展具有明显的自发性特点,是证券市场发展到以后自然推动产生的,并非政府的特意扶持,这本应是一件十分有意义的事情,但另—方面,由于我国对投资基金的发展缺乏足够的思

想和行动准备,因而在对基金的监管方面明显不到位。这种基金发展与基金监管之间的错位,势必导致基金发展过程中的混乱和无序状态。现实的情况正是我国投资基金从发起成立到基金的运作和管理各方面出现了许多非国际惯例的作法,不规范现象十分突出,诸如基金资本构成不规范、基金的管理缺乏有效的内部制衡机制、基金信息披露不规范、不完全或不真实、基金市场竞争中无共同遵守的‘游戏规则’等等。此外,我国基金经理人的业务素质和管理水平也比较低,广大投资者(甚至包括一些基金业务人员)对投资基金的根本属性和本质特征缺乏理性的认识,致使基金发展的实际结果与预期出现了巨大的差距。我国投资基金在起步发展时出现一些问题,本来是无可厚非的,也是正常的,但这些问题的持续存在及其严重性,不仅有害于基金自身的进一步发展,而且对我国证券市场及整个金融市场的稳定和有序发展十分不利。采取积极有效的措施消除隐患已成为当务之急。从总体上看,解决这些问题的根本出路在于强化对投资基金的监管,通过监管达到促进基金规范、有序、正常发展的目标。

然而,值得注意的是,面对我国投资基金现存的种种问题,有一种倾向认为这些问题的存在是因为没有相应的法规,只要尽快出台投资基金管理法,这些问题即可迎刃而解。的确,投资基金管理法的出台无疑是至关重要的,但我们认为,考虑中国投资基金的问题需要从深层次上着眼,应立足于投资基金的长期持续、稳定发展的高度来综合审视基金发展的问题,而不能简单地寄希望于一两个法规的建立和实施。即是说应以投资基金管理法的出台为基点,着手构建中国特色的投资基金监管体制模式。从发展的角度来看,建立和完善对基金的监管已经成为推进我国投资基金进一步发展的最为重要的战略性举措。

二、投资基金监管主体、监管手段与监管体制

1. 投资基金监管主体及其评价

(1) 投资基金监管主体的含义及其对基金监管效果的影响作用。

投资基金监管主体指的是在投资基金监管活动中起主导作用的组织或部门。由于投资基金的发展涉及到诸多因素,它与金融市场及经济发展有内在的联系,因而对基金的监管并非易事,需要政府与企业等部门共同配合和协调,合理确定各自的职责,正确选择监管主体,以达到不断提高基金监管水平的监管效果的目的。

投资基金监管主体的选择和确定对基金监管的效果和基金的发展有重要的影响作用。主要表现在:

①影响投资基金发展的效率和效果。投资基金发展的效率和效果主要反映在投资基金发展的速度、投资基金发展中机构投资者和个人投资者的参与度、投资基金的扩散范围和速度、投资基金的资金利用率和管理效率等。不同的基金监管主体,出于自身所处的条件及其利益取向,会采取不同的具体监管策略和行为,因而在基金管理中会表现出不同的主动性和积极性,这对基金监管的效果有直接的影响。

②影响基金发展的方向和规模。基金发展的方向表现为基金运作的目标对象或基金应用范围取向,而基金的规模主要是指基金的资产总量。不同的基金监管主体因其地位、影响力、组织管理能力、信息来源等的不同,从而对投资基金发展过程中的基金凝聚力及投资取向有重要的影响。

③影响投资基金综合效益。投资基金是一种以投资于股票、债券等金融商品为主,为投资

者谋取较高收益率,并力求降低风险的经济活动,其效益不仅体现在直接的经济收益方面,更为重要的是体现在促进证券市场、金融市场发展和繁荣,支持国家经济建设以及为广大中小投资在寻求一种较为理想的投资渠道等社会效益方面。因此,不同的基金监管主体在对投资基金可能带来的社会效益方面的认识会表现出较大的差异,从而使得基金发展所获得的微观效益与在宏观上表现出的社会综合效益不完全一致。

(2) 投资基金监管主体及其比较。

基金监管的主体应该是在基金监管活动中能够独立地开展活动、行使监管职能、责权利统一的监管活动的直接参与者或组织者。由此看来,基金监管的主体可以是政府,可以是基金行业组织,也可以是基金托管公司(企业)。

①以政府为基金监管主体的利弊。政府(严格说来应是执行政府功能的具体职能部门)作为监管主体,其最大的优势就在于它代表了一国所有微观主体的共同利益,因而也是投资基金发展的直接受益者,也是终极受益者,取得了与监管活动相符的利益,它能以行政和经济的双重手段对投资基金的运行和发展产生影响,易于组织和引导全国投资基金协调一致地投身于金融市场和国家经济发展活动之中。但由于政府或政府机构对基金的具体运作和具体管理没有必然的约束,也不可能做到详细具体的监督管理,即是说政府并不直接参与投资基金的经营与管理活动,而主要扮演着组织者、策划者、引导者、监督者的角色,并且政府对投资基金的运行结果并不负责。因此,从长远看,以政府作为监管主体难以实现基金发展责、权、利的有机统一,最终还可能带来一些制度性的障碍。

②以基金行业组织为基金监管主体的利弊。基金行业组织是指基金当事人(包括有关投资基金的相关机构、部门或个人)为了适应市场经济发展的需要,在自愿、互利、平等基础上,为达到一定的目的而组织起来所形成的各种协会。基金行业组织作为监管主体,有利于密切基金当事人之间的联系与协作,也有利于达成共识,并形成共同的行为准则或规范,还能够促进单个的机构或个人与整个金融、社会大市场的衔接,推进投资基金不断向高层次的专业化、多样化、规模化、集团化方向发展,从而实现投资基金在整个社会中的持续、稳定、有序和规范化发展。但是,由于受多种因素的影响,行业组织往往是松散的或半松散的,这些行业组织的形成本身就有一定的难度,因为行业组织对成员的加入没有法律约束力,同时,行业组织内部也很难达到协调统一,在一些关键问题上很容易出现分歧,一旦难以达到共识,行业组织的影响力就会下降,甚至瓦解。

③基金托管公司或基金保管人作为监管主体的利弊。在市场经济条件下,基金托管公司对基金的运作和管理起着重要的作用,它既是基金的保管人,要对广大投资者负责,又是基金经理人或基金管理人从事基金运作的监控人,即又要对基金经理人的经营予以有效监控。以基金托管公司作为监管主体,从一定意义上讲是最好的选择,因为它是连接投资者与经理人中间环节之一,它既了解投资者的情况,又了解经理人的行为。经理人的行为是否符合规范和理性,托管公司是最先了解的,也是最有发言权的,它能够及时发现问题并阻止基金经理公司的不规则、非理性或盲目行为。但是,由于基金托管公司与基金经理的效益并没有完全的直接相关关系,因而难以从物质利益上去关心基金经理的成败。特别是一些基金经理公司与托管公司合二为一,或形式上分离而实质上为一家,或相互之间有某种经济利益上的利害关系时,托管公司就难以真正担当起监管主体的责任。

2. 投资基金监管手段及其特点

投资基金监管手段主要是指基金监管主体在对基金发展与运作管理进行监管活动中所选择或采用的具体的方式方法的总和。在投资基金监管活动中所采用的监管手段多种多样。但应用最多,最为广泛的还是法律手段、行政手段和经济手段三种。

(1) 法律手段及其特点和功能。

法律是由国家制定的,以国家的强制力量保证实施的行为准则的总和。基金监管采用法律手段即是说,通过制定有关基金发展的各种法律、法规、条例及司法、仲裁工作,来调整基金发展中各企业、各部门及有关当事人之间的关系,以保证投资基金顺利发展的一种监管方式方法。基金监管中的法律既包括国家正式颁布实施的,也包括基金主管机构或有关管理组织(系统)所制定的具有法律约束力(或法律效力)的各种社会规范。运用法律手段,实际上包括两个方面:一是立法,即制定法律,解决有法可依的问题;二是司法,解决有法必依、违法必究的问题。

法律手段的基本特点,一是权威性,即法律是一切机构、单位和个人行为的最高或最终准则,它具有普遍的约束力;二是强制性,法律手段与其它调节人们行为规范的手段不同,不存在要不要遵循的问题,而是必须执行;三是严肃性,即法律手段的运用必须严格按照规定的程序进行,不能因人而异,也不能随意改变;四是规范性,即是说法律法规是所有组织和个人行动的统一准则,都是用极严格的语言阐明一定的含义,每一法律法规都有各自特点的内容和相应的解释,相互间不冲突,不矛盾。

运用法律手段是现代科学管理制度区别于传统管理的重要表现。在基金监管中运用法律手段,也标志着基金的管理已进入现代市场经济或规范经济发展的轨道。法律手段在基金监管中的重要作用是:①能够保证必要的基金发展与管理秩序,为基金业的发展创造良好的外部环境和提供指南;②有助于明确界定基金当事人各方的应尽义务和应有权利,从而达到提高管理效率的目的;③能为行政手段的运用提供基本的规范程序。当然,法律手段不是万能的,如果法律制定得不科学、不合理,反而会阻碍基金业的发展。同时,法律手段本身也缺乏灵活性和弹性,不可能解决所有问题。

(2) 行政手段及其特点和功能。

所谓行政手段是指行政组织和领导者以命令、规定、指示和条例等方式,按照行政组织系统和层次,以权威和服从为前提,直接指挥下级行为的一种手段。行政手段的运用,依托的是上级行政主管机关的权威,因而行政手段就具有权威性、强制性、垂直单向性和无偿性等特点。

在基金监管中运用行政手段,一是有利于集中、统一,避免各行其事,减少基金发展的混乱行为;二是有利于集中一定的人力、物力和财力对基金的发展和快速壮大进行重点的培育和扶持;三是有利于灵活处理基金发展过程中出现的一些特殊问题。当然,行政手段不是强迫命令,也不是个人专断的官僚主义和瞎指挥。不过,行政手段的运用及其效果与行政主管机关及领导者的水平(包括知识水平、业务水平、管理水平等)有密切的关系。

(3) 经济手段及其特点和功能。

所谓经济手段,主要是指各种经济杠杆,如价格、税收、信贷、利息、奖金与罚款等。运用经济手段的实质是贯彻物质利益原则,使受调控者从物质利益上去关心其行为结果。经济手段与其他手段相比的显著特点是利益性、有偿性、灵活性,经济手段的运用范围十分广泛。

在基金监管中运用经济手段,能够有效地调动基金发展中有关机构、组织和个人的主动性

和积极性,能够使责、权、利实现有机统一,有利于竞争机制作用的发挥和资源的优化配置,也有利于基金发展中联合与协作的加强。但是,经济手段主要从经济利益上调节人们的行为,并不对基金发展中有关当事人的行为进行直接的干预,因而不利于解决基金监管中的一些具体问题和思想问题,也不利于解决一些特殊问题和紧迫问题。

3. 基金监管体制

基金监管体制是指基金监管主体运用一定的监管手段作用于监管客体(基金)的组织方式和运行方式的总和。不同的监管主体,或选择不同的监管手段以及作用于监管客体的具体方式不同,所形成的监管体制的内涵也有所不同。理论上讲三种不同的监管主体运用三种不同的监管手段以及运用监管手段的具体形式差异,可以形成几十种不同内涵和外延的监管体制。一个国家或地区,由于其国情以及所处的国内外环境条件、社会经济阶段的阶段不同,所选择的监管体制也有较大的差异,也正因为如此,世界上众多的国家和地区,他们的投资基金监管体制不可能完全相同,总是表现出一定的区别和本国特点。

从一般意义上讲,不同的监管主体所选择和运用的监管手段有一定的侧重。作为监管主体的政府或政府行政机构,大多以行政手段为主,辅之以法律和经济手段。而基金托管企业作为监管主体时,往往以法律手段为主,辅之经济手段,行政手段运用极少。只有当基金行业组织作为监管主体时,才是更多地综合运用法律、行政和经济手段。因此,如果一个国家或地区基金监管主体发生了位移,其主要采用的监管手段也会随之发展变化。当然,任何一个国家、采取任何一种监管体制,都不可能只是选用某一种监管手段,即使在同一种监管体制下,其主要采用的监管手段也会因时间、地点和事件的变化而有所变化或侧重。

不同的监管体制有不同的特点,而且在不同的条件和环境下,其监管的效率和效果会呈现出较大的差异。为此,从本国的实际出发,正确分析和把握国情及所面临的国内环境条件,构建适合本国特点和条件的监管体制,是充分发挥监管主体的功能,不断提高监管水平和监管效果,是促进本国投资基金持续、稳定和快速有效发展的关键问题之一。

三、国外投资基金监管模式及其利弊分析

综合考察世界各国对投资基金的监管可以看出,各国都比较重视发挥政府、基金行业组织和基金公司的功能作用,也非常重视法律建设,力求综合运用各种手段来引导和规范投资基金的发展。但由于各国的国情及所处的具体条件和状况以及对投资基金发展的目标要求不同,其基金监管主体的选择和监管手段的运用也表现出很大的差别,因而在具体的基金监管实践中形成了各具特色的基金监管模式。但概括起来,国外投资基金监管模式大体可分为三种基本模式:一是以英国为代表的‘基金行业自律监管’模式,或称为英国基金监管模式;二是以美国为典型代表的‘法律约束下的企业自律管理’模式,又称为美国模式;三是以日本为代表的‘政府严格管制’模式,或称为日本模式。英国、美国和日本三国是世界上投资基金发展相对较早,效果也较显著的国家,他们在长期的基金发展实践中形成了相对较为成熟和完形的基金监管体制,并成为其他国家仿效的对象。除美、英、日三国以外,其它国家和地区的投资基金大多数是本世纪六十年代以后才逐步发展壮大起来的,这些国家和地区对投资基金的监管主要是仿效上述三国中某一国家的做法,并结合本国实际作适当调整后形成了其自身的基金监管体制。从总体上看,所有国家对基金监管体制虽有所差异,但都可以概括到上述三种基本模式之

中。

1. 英国模式——基金行业自律监管模式及其利弊分析

(1) 英国模式的形成和基本作法。

英国是投资基金的发源地,英国投资基金一产生就具有明显的‘信托’特点,无论是基金管理人还是经纪人,他们的收入来源于各种佣金和手续费,即是说他们的收入与基金投资的最终结果和收益并没有太多的关系,也可以说没有直接相关性,而只是与基金数量的多少及交易状况密切相关,基金管理人、经纪人的利益与投资者的利益往往不相符,曾一度出现了为获得更多佣金和手续费而炒基金的行为。为了保护广大中小投资者的利益,英国逐步建立了一套以基金行业自律为中心的基金监管体制。这种模式以基金行业自律为主要特征,强调通过基金行业自身制定出相应的规则进行自我控制、自我约束和自我管理,而政府除适当宏观调控外并不具体干预基金业务。

英国基金监管的基本作法是构建一套以行业组织为中心,包括四个管理层次的监管体制。第一层次或称最高层次为英国财政部,财政部主要负责制定一些大的方针政策;第二层次为英国证券投资委员会,它负责具体的管理工作,委员会成员由财政部任命,该委员会直接向财政部负责,同时又负责制定有关基金管理的不技术性较强的一些具体的政策措施;第三层次即是证券投资委员会下的各种具体的,带有自律性的民间管理协会,这些协会是基金管理的实体,各协会根据本行业的特点制定本行业的投资限制,以达到自律的目的;第四层次是各协会下面的广大会员。英国的基金行业协会都实行“会员制”,并规定只有取得会员资格的机构和个人才能开展相应的各种业务。即是说,任何想要从事有关投资基金活动的人或机构,无论是充当投资顾问、基金管理人或是经纪人等,也无论是开展共同基金业务还是从事投资信托,都必须首先取得相应协会会员资格,有了会员资格即可享有经营协会所允许业务的完全的自由权,若不遵守协会的有关规定,就会被取消会员资格,从而就不能从事相应的基金业务。由此可见,英国模式主要是通过协会严格确定会员的资格,从而达到监管基金业务的目标。

(2) 基金行业组织自律监管模式的优点。

①这种模式能够充分发挥基金行业的自律功能,有利于保持投资基金行业的长期稳定和规范,不易出现大起大落的波动,对金融市场的稳定有积极作用。在这种模式下,任何想要从事基金业务的人或机构,必须先取得会员资格,这就在很大程度上优化了从事基金业务的人员及机构的素质,避免了一些素质和能力不足的人和机构进入基金市场可能带来的不利影响。对会员资格的确定,实际上也从宏观上控制了从事基金业的机构和个人的数量规模,这对有计划地推动基金业务的发展有积极作用。同时,协会对会员的行为有严格的约束,规定了会员从事基金业务的范围和标准以及必须遵守的条款,这在很大程度上使得所有基金业务人员和机构的行为保持一定的规范,因而有利于消除诸如恶意炒作或随意投资的行为。这对整个基金业务的持续稳定发展,以及维护证券市场、金融市场的稳定有重要的意义和作用。

②在这种模式下,由于大政方针的决策权集中在财政部,同时证券投资委员会成员又直接由财政部任命,因而便于政府进行宏观引导和调控。英国模式虽然以基金行业组织为监管主体,主要行使监管职能,但是,基金行业组织(协会)的主管部门——证券投资委员会确具有半官方的性质,其成员由财政部任命,这在一定程度上就可以通过证券投资委员会来具体贯彻和实施财政部有关基金发展的方针政策,从而达到政府既不直接干预基金具体业务,又能对基金行业发展进行宏观引导和调控的双重目的。

(3) 基金行业组织自律监管模式的缺陷。

①这种模式由于强调通过行业组织制定出相应的措施和办法来规范基金业务人员和机构的行为,往往不利于形成全国统一的法律规范,法律的功能相对弱化,这与现代市场经济的发展有一定的矛盾。因为现代市场经济是一种法制经济,法律是一切行为的基本准则,但这种监管体制模式下,有关基金业务的许多行为不是以法律为准绳,而主要是通过行业组织(协会)的类似于行政管制的手段加以控制,因而难免会与市场经济发展的基本要求产生矛盾。

②实行业组织自律监管,对一国投资基金的国际化发展不利,特别是不利于吸引外资。在这种体制下,行业组织对基金实施监管中所采用的具体措施和办法,往往是从本国的实际出发来制定的,它与别国的情况不一定相符合。由于行业组织管理一般比较严格,这就使得本国基金进入国际市场以及外国基金进入国内市场会因此而受到许多限制,特别是国外资本进入国内市场的手续比较复杂,受到的限制因素比较多,无形中就阻碍了外资的进入。

③这种监管模式很容易导致行业协会的垄断,进而形成进入壁垒,致使基金行业的开放度相对较低,市场竞争机制的作用难以得到充分地发挥。如前所述,行业协会都实行“会员制”,要想从事基金业务必须先取得会员资格,否则就不能开展基金业务。这种做法虽然有利于业务规范,但对新进入的会员或不熟悉协会有关规定的人和机构来说,往往失去了许多尝试基金业务的机会,特别是当协会的有关规则出现某些不公时,必然会形成马太效应,即老会员或机会较多的会员越是有机会从事更多的基金业务,新会员或业务较少的会员则处于萎缩状态,最终就会导致协会被少数大公司、大企业或实力较强的会员所垄断,进而形成行业进入壁垒,降低基金行业的开放度,垄断竞争替代了自由竞争,竞争机制对基金业发展的积极作用因此而降低。

2. 美国模式——法律约束下的企业自律管理模式及其利弊分析

(1) 美国基金监管模式产生的背景及其基本作法。

进入 20 世纪以后,美国逐渐取代英国成为经济最发达的国家。随着经济的发展,美国的证券市场发展也很快,这是投资基金自 1921 年引入美国以后就得到快速发展的重要基础和原因。到 1929 年,美国的投资基金多达 500 家,基金资产高达 70 亿美元,比 1926 年增加了 6 倍。但是,美国投资基金发展初期,由于法律不健全,政府也不予管制,这种明显的监管不力,使得投资基金的运作和管理很不规范,“骗人公司”、投机现象十分严重,最终在 1929 年的经济大危机中难逃厄运,遭受沉重打击,多数基金不得不结束营业,少数残存的基金也被美国证券管理委员会认为其操纵股市而备受冷落,投资者损失巨大。经过这次大危机的冲击后,为了保护投资者的利益,美国加快了法制建设的步伐,几年内先后制定了包括证券法、证券交易法、投资公司法、投资顾问法等在内的比较完善配套的法律体系。这些法律详细规定了投资基金的成立、注册登记、运行规则、费用与收益的处理、信息的披露以及如何防止舞弊和欺诈行为等条件,力求对投资基金的发展与运行管理从法律上进行严格地规范和界定,一切以法律为准绳来监督检查和判断基金的行为。从事基金业务的个人和机构在法律的约束下,在法律许可的范围内开展自由竞争,充分发挥其自我规范约束、自我管理和发展的自律功能,借此来推动基金业的发展。而代表美国政府行使职责的美国证券交易委员会只是依据各项法律法规来监督检查投资基金的行为,充当着“裁判员”的角色。

(2) 美国基金监管模式的优点。

①这种模式符合现代市场经济发展的要求,即可以为投资基金的有序发展奠定良好的法

律基础,又能为广大投资者提供完整的法律保护。一般来说,市场经济越是发展,越是要求法律的建立和健全,法律将成为衡量一切经济活动的基本尺度,而政府行政手段的运用将受到限制和减少。因此,这种模式正好与市场经济发展的基本要求相符,从事投资基金业务的个人和机构以及广大的投资者都可以凭借法律作为支持依据和自我保护的武器。

②这种模式为投资基金的发展充满了活力。美国模式强调投资基金在统一的法律约束下,在竞争中实现自律管理,因而这种模式尊重市场规律,政府在基金监管中只承担少部分义务,市场的自律性得到提高。在这种模式下,从事基金业务的机构和个人完全可以根据自身的条件,充分发挥自己的优势,通过加强管理,制定切实可行的发展战略和竞争对策,在市场竞争中不断成长壮大。

③在这种模式下,政府并不对投资基金进行特意的扶持,而是让投资者完全承担风险,从而有利于培养一批高水平的基金专家和机构投资者。这种模式以企业作为监管主体,以法律为依据实行自我监管、自我管理。法律是基金业务运行的边界,市场为基金的发展提供了广阔的活动空间,作为基金业务的个人和机构完全依赖自己的智慧、谋略和胆识开展业务工作,机遇和挑战并存,风险和收益兼有,每一个个人和机构对自己的行为承担完全的风险和收益。这种完全依靠市场机制发生作用的监管模式,使得一大批基金机构和个人迅速适应市场的要求,在市场竞争的风浪中不断成长、成熟。优胜劣汰,适者生存的结果就是一片高水平的基金专家逐步形成和壮大起来,这对推动一国投资基金的快速发展具有重要的推动作用。

(3)美国基金监管模式的不足之处。

美国模式由于强调法律规范和市场自律而对基金的发展注入了强大的动力和活力,有其十分有利的一面。但是这种模式也并非十全十美,它也有不足之处,主要表现在:

①政府功能弱化,不利于投资基金迅速起步和成长壮大。在这种监管模式下,政府的作用仅限于监督检查,由于缺乏政府的有力支持和培育,投资基金的起步和成长时间可能会因此而延长。特别是在市场经济发育程度比较低,经济基础比较薄弱或不利的国内外环境条件下,基金的发展将十分艰难,面对国内外强大的市场竞争压力,基金发展初期的阻力较大,其国际化发展步伐将受到制约。

②由于法律是相对稳定的,不可能随时变更。法律的变更需要一定的时间并按照一定的程序来进行,况且法律不可能(事实上也不必要)对投资基金发展的方方面面都作出详尽的规范,而客观条件和环境又是随时在变化之中,因此,这种监管模式不利于及时、有效地处理投资基金发展演变过程中出现的新情况和新问题,钻法律的空子往往又成为一些基金的新的手段和行为,而解决这些问题还不得不经一个相对比较复杂的法律程序或过程,这期间的间隔和拖延往往会带来较大的损失和社会成本。

3. 日本模式——政府严格管制模式及其利弊分析

(1)日本模式产生的背景及其特征。

日本的投资基金产生于本世纪30年代,1937年日本参照英美等国的经验设立了第一只具有日本特色的投资基金,又称为证券投资信托基金。当时正值战争期间,股市萧条,为了改善股市环境,同时为了组织日本公众资本支持战争,在日本政府的倡导和支持下,日本正式建立了证券信托制度,由此而带动了一大批证券信托投资机构的建立。二次大战后,证券市场极为萧条,对战后的经济建设十分不利,为了解决企业资金筹集的困难,日本政府又将发展证券投资信托业作为一项重要举措而给予高度重视,在政府的扶持和培育下,日本的投资基金从此

踏上了一条快速发展的轨道。特别是 50 年代以后,日本政府对投资基金的管制力度又有所加强,先后采取了一系列改革措施来促进和保证投资信托业的发展,如将原有证券投资信托委托公司成立的登记制改为许可制,以加强对投资信托委托公司的监管;延长证券投资信托的期限;拓宽投资信托财产的运用范围;确保投资信托委托公司的独立经营;限制受益证券时价的恶性竞争;改组证券投资信托协会;严格规定外国资金进入日本证券市场的条件等等。1967 年日本证券投资信托法修订时,虽然明确规定证券投资信托协会为一个独立的团体,并授予该协会以增强其监督权有关的各种权力,但同时也加强了大藏省对该协会的监控权。因此从总体上看,日本投资基金的发展处处都留下了政府的影子,可以说日本投资基金是日本政府积极倡导和大力支持、培育的结果,其迅速起步和成长壮大与政府的严格管制密不可分。

日本模式的最大特征就在于政府对投资基金的发展进行严格监管,投资基金的发展很大程度上受政府的影响、控制和左右。这种模式的基本作法就是由政府通过其职能机构借助于以行政手段为主的监管手段,对投资基金的发展方向、规模和结构进行有计划、有目的地安排和控制,并制定相应的政策和强有力的措施对基金的发展,运行和管理进行引导和调节,以保证投资基金的发展符合国家的产业政策及国民经济发展的要求。

(2) 日本模式的主要优点。

①有利于充分发挥政府的功能,迅速推进投资基金的起步和成长壮大。投资基金的发展一般都要经历一个起步—→初步发展—→快速成长—→发展壮大—→走向成熟发展的过程,而在这一过程中往往又伴随着一些波动和起伏,逐步由混乱(无序)走向有序,由不规范走向规范发展。如果任由投资基金自发地产生和发展,那么基金成长壮大并走向成熟可能会经历一个较长的时期。反之,如果有政府的支持,必将给投资基金的发展注入强大的助推力。日本投资基金监管模式的主要优点之一正是在于充分发挥政府在投资基金发展初期所具有的特别推动作用,依靠政府的力量而非简单的市场引力使本国的投资基金在短期内快速发展,首先达到一定的数量规模,为进一步的发展打下基础,从而缩短基金起步到快速成长的周期。这是加快发展本国投资基金,尽快缩小同基金发达国家的差距,并赶上国际化发展步伐的重要措施。目前亚洲及拉美投资基金相对也比较发达的国家和地区,其基金起步发展的历史即是很好的证明。这些国家的投资基金大多是本世纪 60 年代以后发展起来的,其发展的初期阶段很大程度上就是得益于政府的培育和支持。

②这种模式有利于发挥投资基金在支持国家金融发展和经济建设方面的积极作用。投资基金作为一种投资工具,其根本目的是为了获得稳定而又相对较高的投资收益,同时还要尽量的减少风险。因此,投资基金的投资方向、规模、结构等往往有很强的利益倾向性,哪里有效益,哪里效益高,基金往往就流向哪里。当一国经济发展需要大量投资或资本,而收益又相对不足或表现出较大的收益不确定性甚至较大的风险时,如果仅仅依靠市场是难以调动基金投向及分布的。因此,在这种模式下,由于有政府的积极培育和引导、支持,甚至干预,可以有效地组织大量资本投资于国家金融和经济建设之中,充分发挥投资基金的融资功能和对国家经济发展的促进作用。

(3) 日本模式的主要缺陷。

日本模式以政府作为监管主体,政府的作用和功能得以充分发挥,对投资基金的发展显示出强大的推动作用。也正因为如此,这种模式在充分利用政府作用的同时,也表现出明显的缺陷:

①在这种模式下,基金行业的自律性很差,市场竞争也不充分,难以有效地调动基金业务机构和个人的主动性和创造性。由于政府在基金发展与监管中起着主导作用,有关基金发展的大政方针以及具体的实施办法等都由政府有关部门确定,从事基金业务的个人和机构往往只能依据政府确定的有关政策和措施开展相应的业务工作,基金行业组织没有必要建立,即使建立了也很难独立地开展工作,大多成为政府贯彻落实有关政策和实施具体方案的执行机构。基金行业组织难以脱离政府严格管制之外,也就不可能发挥出行业自律的功能。同时,由于基金业务发展过程中有许多政府行为,并非完全是市场调节的结果,因此,基金市场竞争是不充分的,甚至是不公平的,基金的发展很大程度上不是靠市场竞争,而依赖于政府的某种支持和培育,这就必然会导致基金发展因竞争不充分而缺乏应有的主动性和创造性。

②日本模式不利于培养和造就高素质、高水平的基金人才及基金专家队伍。在政府的严格管制下,基金机构和从业人员的思想和行为均会受到极大的约束,理解、消化、吸收政府的政策、措施,并采取相应的行动,构成了基金从业机构和机构的基本逻辑。在政府严格管制条件下成长起来的基金人才或专家就好比温室里的花朵,并未经过大自然——市场的洗礼,因而很难经受住市场的真正考验。因此,这种模式非常不利于适应现代市场经济发展要求的、高素质的基金人才或专家的培养和脱颖而出。从长期看,有损于一国投资基金的国际化发展进程,也有损于投资基金在金融市场中积极作用的充分显示。

③这种模式带有浓厚的行政和计划色彩,容易滋生腐败和官僚作风,并带来各种后遗症,将来有可能造成更大的变革成本。政府严格管制的主要手段之一是行政手段,这种在一定环境和条件下通过政府干预和推动发展起来的投资基金,必然会带有浓厚的行政和计划色彩。在这种情况下,政府及其职能代表机构和人员扮演着‘教练员’、‘裁判员’、‘运动员’多重角色,因而在推动基金发展过程中就很难避免诸如腐败、官僚作风、瞎指挥等现象和行为,基金的发展也有可能出现畸形,基金运作与管理机制难以有效地建立。随着市场经济的发展以及投资基金的进一步发展,政府严格管制可能产生的问题和弊端逐渐暴露出来,这时就不得不重新进行改革和完善,这种变革成本往往是巨大的。

四、中国投资基金监管模式的选择与构建

中国投资基金虽然起步较晚,至多不足 10 年的历史,而且基金的发育程度也比较低,但是中国投资基金在初步发展阶段必须注意加强监管。为了避免在将来付出更大的监管成本而在基金发展初期就注意理顺监管体制。这是许多国家基金发展的重要经验之一。但是如何才能强化监管,构建何种监管体制或模式才能对投资基金实施有效的监管,是摆在我国政府和广大基金工作者面前的一个现实问题,也是值得人们重点思考的问题。

1. 照搬国外任何一种监管模式都不符合中国的国情

上述三种投资基金监管的基本模式,都是投资基金较为发达的国家在一定的条件下,经过长期的探索、实践,并付出一定的成本和代价之后逐步形成,逐步完善而成的,三种基本模式各有利弊。但从我国的现实情况看,采用任何一种模式显然都不完全符合我国的国情及当前所处的国内外环境条件。这是因为:

①美国模式虽然从长远看是比较理想的,但不符合我国现阶段市场经济的发育程度。美国投资基金发展之初,其市场经济已经走过了上百年的历史,不论是企业还是大众对市场经济

的认识已达到一定的程度,对市场经济有了较强的适应能力和心理承受能力。而我国走市场经济道路,真正说来不过 10 多年的时间,传统的计划经济模式及其影响还或多或少地残留在人们的心里。无论是企业还是个人对市场经济认识和适应能力都还有限,特别是广大投资者还较少接受市场经济的洗礼,对投资风险的认识不足,从某种意义上讲,尚未真正体验到市场竞争带来的风险及其可能遭到的严重后果。因此,市场经济发展程度较低以及相应的法制基础弱、市场建设滞后,环境氛围不足、人们的认识及心理准备不到位等,决定了我们走美国模式的困难。此外,美国投资基金发展初期,投资者曾付出了很大的风险代价,作为一个投资基金起步较晚的国家,我们没有必要再付相同的代价,反而应该(也完全有可能)避免那些可以避免的风险损失。

②选择英国模式也不现实。英国模式虽然能够充分发挥基金行业的自律功能,有利于自觉地踏上规范化发展轨道,但行业协会的构建和完善,进而行业自律功能的发挥需要一个过程,而且可能是一个较长的过程。对于我们这样一个基金刚起步且发展程度还很低的国家来讲,由于受整个大环境的影响,特别是金融秩序、经济秩序和法制建设等尚未进入正轨,正处于变革时期,因此,构建行业组织,组建相关协会本身就有较大的困难,如果依靠行业组织建设来规范、监管基金的发展,至少在近期内是难以实现的。即使我们能够尽快组建各种相关的基金行业协会等组织,这些行业组织自身也需要一个发展完善过程,也需要在实践中不断摸索,经过一定时间以后才能步入正常运转,并真正发挥出监管功能的运行轨道。即是说,在投资基金发育程度较低的时期,基金数量、资产规模、从业人员的数量及素质都不足,基金运作与管理水平不高,有关的制度不健全,在这种条件下成立的行业组织,其自律功能往往是很弱的或很不健全的,在初期可能难以达到真正的自律,这对现代市场经济条件下投资基金的快速发展不仅不利,反而有可能阻碍基金的正常发展。

③日本模式也不符合我国的国情和发展需要。虽然日本模式能够充分利用政府的强大功能培养和推进投资基金的快速起步和成长壮大,但这与我国社会经济发展的要求不相适应。一方面,我国体制改革正在向纵深发展,建立社会主义市场经济体制是改革的目标,现在我国处于体制转轨的关键时期,加快体制转轨步伐要求我们充分发挥市场的作用和功能,努力培育和促进适应现代市场经济发展要求的市场主体以及具有现代市场经济知识和较强市场经济适应能力的新型国民,因此,如果再以政府严格管制的方式来推动投资基金的发展,而削弱市场的功能,势必会对我国的改革和市场经济进程带来一些不利的影响,至少会在心理上给人一种改革倒退的条件反应。另一方面,政府严格管制很容易引发一些制度性弊病,也可能给投资基金的发展造成一些技术性障碍,从而不利于市场竞争机制作用的发挥,也不利于激励机制、约束机制的建立健全,最终导致投资基金发展因缺乏有效的制衡机制而走入误区。即是说,走日本模式容易重复计划经济体制下所出现的种种不良现象。

④当前我国所处的国内外环境条件与美、英、日等国在基金监管模式形成时期所处的条件相比,已经发生了深刻的变化。一方面,各国基金监管体制的形成及其发展历史不仅给我们提供了可供借鉴的经验和启示,而且他们在实践中所表现出的利弊实际上也有利于我们站在一个新的、更高的角度来重新审视基金监管体制的构建和运行。另一方面,世界金融和经济发展国际化步伐的加快已经达到了一个新的阶段,我国金融和经济国际化发展速度加快的趋势已不容怀疑,市场竞争,特别是国际竞争将由此而更加激烈,这对我国投资基金的发展既提供了良好的机遇,同时又提出了严峻的挑战,这种形势同时也对我国的基金监管提出了更高的要

求。因此,为了达到持续、稳定、快速和规范化发展投资基金的目的,我们不应单纯地照搬国外基金监管模式,必须尽量取其所长,避其所短,构建一种适合我国情况的新的基金监管模式。

2. 构建中国特色的投资基金监管模式——权变管理模式

如前所述,中国投资基金监管体制的构建不能单纯地依靠某一监管主体,也不能仅仅依靠某一些监管手段的运用,应该综合考虑和兼顾三大监管主体的监管功能和优势,同时注意发展各种监管手段的积极作用,既要从现阶段的实际情况出发,满足投资基金发展初期的要求,又要考虑长远发展的战略要求,能够适应基金长远发展和不断变化的需要。基于这样的考虑和要求,构建一种法律约束下的政府管制与行业自律相结合的监管体制模式——权变管理体制模式,是较为现实也较为理想的选择。

(1) 权变管理模式的内涵。

所谓权变管理,其一般的含义是指在管理中没有什么一成不变的、普遍适用的最好的办法,而是应该根据管理对象所处的环境及条件的变化随机应变地选择和采用相应的管理手段和方式。权变管理,严格说来并不是一种具体的管理,而是一种指导思想或思维方式,权变管理的真正意义在于指导我们一切从实际出发,进行有准备的方案管理或策略管理。这种管理模式要求我们根据目标要求既要有战略性管理,也要有战术性管理,既要有优化方案设计的充分准备,又要有应变的策略准备,以便在保证管理总目标得以实现的前提下采取灵活的行动策略。

投资基金监管中的权变管理模式可以理解为 根据投资基金发展的实际情况及目标要求,以功能的充分发挥为标准来选择监管主体及其结构,以效率和效果为依据来选择和应用监管手段,在不违背有关法律规定的情况下,采取灵活的监管措施对投资基金的发展实施有效监管的一种管理体制模式。

(2) 构建权变管理模式的意义和作用。

①这种模式强调发挥不同监管主体的功能和不同监管手段的积极作用,因而既有利于通过法律规范促进投资基金行业的良性竞争,又有利于充分发挥政府的特殊功能,对基金业的发展实施有效的培育和引导,促进基金业的迅速成长壮大。这种模式对我国具有重要意义也正是因为它所具有的灵活监管特点比较适合我国现阶段的基金发展状况以及未来发展的需要。目前,我国投资基金刚起步发展,面临着内外两方面的困境和压力,从内部来讲,基金发起成立、运作和管理出现许多不规范问题,基金的推理水平、管理水平也较低,人才不足等,使得基金的发展受到自身先天不足的严重制约和影响;从外部来看,国内金融市场,特别是证券市场发育程度低,金融秩序尚未理顺,金融商品少,金融工具和金融制度创新程度不够,使得投资基金的发展空间十分有限。与此同时,世界金融市场和经济发展国际化水平的提高,对我国金融改革和经济改革的影响,必将推动中国金融和经济开放度的提高,国外资本的进入无疑会对中国国内资本市场带来竞争冲击,中国投资基金的发展也会因此而面临巨大的竞争压力。这种客观现实决定了中国投资基金的发展既需要法制建设步伐加快来规范、约束和保障,也需要依靠政府力量的支持、辅助和保护,以便竞争能够迅速长大,同时还需要基金行业组织和基金企业自身在市场经济大潮中苦练内功,迅速提高自身的水平和实力,不断提高自律能力,从而有效地进行自我保护。中国基金监管中权变管理模式的构建能够有效地兼顾各方面的需要,在推进基金业发展的同时又能防范诸多弊端的出现。

②构建权变管理型基金监管模式,有利于基金行业在竞争中加强合作,发挥出基金行业的

整合功能效应,避免内部的恶性竞争,并尽可能地以合作同盟的形式参与国际竞争,这对起步较晚的我国投资基金早日赶上国际化发展步伐有积极的促进作用。加快市场经济进程是我国改革和发展的基本取向,市场经济的基本特征是竞争,优胜劣汰,适者生存是市场经济的基本法则。中国投资基金的发展无疑会充满着竞争,既有国内竞争也有国际竞争,特别是来自于国际的竞争是我国基金发展的巨大威胁,发达国家资本(大多数资本来自于机构投资者或基金)已开始大量进入中国市场,面对国际资本进入的巨大压力,中国基金业的发展若没有政府的保护和支持以及基金业自身的联合与协作,将经历一个十分艰辛的历程。权变管理模式的构建即能针对中国基金业的处境,达到政府、基金行业组织与广大基金企业之间的协同,既开展有序的竞争,又能构成一种合作同盟,以整体的形象代表中国基金业走出国门,加入国际竞争的行列,迅速踏上国际化发展的轨道。

③构建权变管理模式,与中国大众投资者的心理、认识等相适应,能够在发展中提高大众对投资基金的理性认识,强化大众的投资意识和心理承受能力,从而为投资基金的发挥打下广泛的社会基础。当前,作为刚刚迈入市场经济不久的中国大众,对投资基金的认识还有限,如果没有政府的引导和调控,没有基金行业和基金当事人各方自律功能的强化,很可能会因为大众对基金作理性认识的推动,使投资基金出现较大的波动和“震荡”。另外,中国大众的双重心理——一方面希望有政府严格管制和保护,以免承担风险而造成损失,另一方面又希望放开,加快市场经济步伐,以便在市场经济大潮中一试身手获取良好的收益。这种心理是我国体制转轨时期的必然产物。因此,构建权变管理型监管模式,既能为基金的发展提供条件,创造机会,让广大投资者在基金发展中发挥积极主动作用,获取更多的投资机会和风险收益,同时又能够有效地规避基金发展中的不规范行为,为广大投资者提供强有力的保护,以免遭受不必要的损失。经过一定的适应期以后,大众投资者自然会在实践中不断提高其投资技能和风险承受能力,这对推进我国市场经济的发展以及投资基金的全方位发展有十分重要的意义。

(3)中国投资基金监管模式——权变管理模式构建的基本思路。

①总体思路。鉴于投资基金发展的特点以及我国的现实状况和面临的国际形势,构建中国投资基金权变管理型监管模式的总体思路可以概括为:以法制建设为基础和保障,建立全国统一的、权威性的投资基金主管机构,对基金的发展进程进行宏观引导和协调管理,同时建立和完善基金行业组织及其相应的自律机制,三管齐下,以此来保证投资基金的持续、稳定和有序发展。这一思路的基本思想就是“三管齐下,协同监管”。“三管齐下”指的是同时考虑三种监管方式,一是通过制定法律法规来规范基金企业的行为,使企业在法律的约束下进行自律监管;二是通过建立权威性的、统一的全国投资基金管理机构,代表政府对基金的发展实施监督、检查、引导和控制,进行行政监管;三是通过建立和完善行业自律机制,使基金行业组织进行自律监管。所谓“协同监管”指的是在基金发展过程中,针对基金发展的目标和具体运行状况,恰当地处理和划分政府管制、行业自律和企业自我管理的范围及重点,避免监管中的错位或遗漏,同时做到宏观目标与微观目标、近期目标与长远目标的协调。

②阶段发展思路。中国投资基金监管模式的构建需要逐步完善,而且权变管理模式本身就要求从实际出发,以监管主体功能的有效发挥和监管手段的合理使用为宗旨,在基金发展的不同阶段和时期,各种监管主体的地位和作用不同,对监管手段的使用力度也不同,因此,权变管理模式的具体构建必然会有阶段性变化和特点。在实际当中,投资基金的发展及相应的权变管理型监管模式的具体表现可能会出现多个发展阶段,甚至可能会出现一些反复,但从总体

上可以把投资基金的发展分为四个阶段:起步发展阶段、快速发展阶段、成长壮大阶段、成熟发展阶段。随着基金发展的阶段性演进,权变管理模式的具体监管思路和策略也应随之而变化。

a. 基金起步发展阶段的监管思路和策略。基金起步发展阶段的主要特点是法制建设不健全,基金行业组织尚未建立,人们对基金的认识不足,加之发展经验、管理水平较低,而对基金发展的基本目标要求反映为稳健起步、稳定发展,避免扰乱金融秩序和严重损害投资者利益的现象出现。为此,本阶段的监管思路和策略是:以政府的严格管制为重点和主要手段,通过政府全方位的管制来引导、支持和推进基金稳健起步。同时,不断总结经验,并参照国际惯例,加快基金发展主要法规的建设,尽可能地根据国家金融发展和经济发展目标制定投资基金的发展战略。

b. 基金快速发展阶段的监管思路和策略。基金在经过稳健起步后,逐步进入快速发展阶段。这一阶段的基金以数量扩张为主,基金的种类及其投向随着金融市场和经济的发展而不断发展。这一阶段是基金扩张和走向规范化发展的关键时期,但这一时期往往法律体系不健全,基金行业组织及其功能也比较弱,是基金发展最易出现严重问题的阶段。因此,基金监管的思路和策略是:仍以政府的管制为主,但管制的范围有所收缩,重点放在管制基金发展方向、规模及结构等方面。同时加强法制及基金行业组织的建设,逐步建立基金行业的自律监管机制,以行业自律作为政府管制的补充。

c. 基金成长壮大阶段的监管思路和策略。基金经过数量扩张快速发展以后,就进入到以资产规模扩张为主要特征的成长壮大阶段。这一阶段的基金发展已初步进入规范化发展的轨道,行业内外的竞争也不断加剧,基金行业组织不断完善并显示出较强的自律功能。因此,本阶段的监管思路和策略是:以基金行业组织的自律监管为主,政府的管制为辅,通过健全和完善基金行业组织体系结构及其相应的制度建设,充分发挥行业自律功能,以法律为依据,以行业自律为主要手段来规避基金企业的竞争秩序,使基金在竞争中成长壮大。

d. 基金成熟发展阶段的监管思路和策略。基金成熟发展阶段的主要特征是基金的运作和管理符合统一的规范,基金经理的理性及大众投资者的正确认识,基金业的发展及其竞争态势表现出明显的有序性、规范性。在这一阶段,基金行业组织功能基本健全,基金企业(公司)也表现出较强的自我约束、自我管理和自我发展能力。因此,本阶段基金监管的思路和策略应是:以完善的法律体系为基本的行为准则和指南,以行业组织在宏观上的自律和基金企业在微观上的自我管理为中心,即是说基金发展实行法律约束下的自律监管,而把政府的功能定位于监督和战略性调控。

3. 中国投资基金监管模式形成和发展的三大基础性建设工作

构建权变管理型监管模式,涉及到多个监管主体及多种手段的运用。但是,权变管理模式真正得以形成和不断演变发展,最重要的是取决于三项基础性建设工作的建立和完善情况。这三项工作是:立法工作、政府投资基金监管部门的建立和健全、投资基金行业组织的形成和完善。

(1) 投资基金法规建设。

法律是市场经济条件下强化对投资基金的监管,促进基金业长期稳定规范发展的基础和前提条件。由于我国投资基金是一项自下而上进行金融体制改革的产物,事前并没有整体规划。近几年来,国家有关部门正在积极研究基金立法问题,除深圳、上海等地出台了一些相应的地方性基金管理办法以外,经国务院批准,1997年11月14日国务院证券委发布了《证券投

资基金管理暂行办法》，我国投资基金有了第一部全国性法规，这将使我国投资基金逐步纳入法制的轨道。

基金立法的指导思想是，在保护投资权益和维护市场秩序的总原则下，以规范投资基金的设立、运作和管理为中心来构建配套法规。投资基金法规体系包括若干个相互联系，互不冲突的具体的法律法规。根据国际经验，投资基金的法规体系主要包括证券法、证券交易法、投资基金管理法（或投资公司法）、投资顾问法、投资者保护法、信托法、适应基金发展要求的公司法、税法、中外合资与合作基金公司法管理等。

从我国的现实出发，基金的立法建设不可能一次完成。立法是一项十分严肃的行为，而且在较长时期内有一定的稳定性，因此，法律法规需经过充分地研究讨论，在深思熟虑之后才能正式出台，不能轻易，更不能草率行事。也正是由于立法工作的复杂性和严肃性，因而在开展立法工作必须有计划、有步骤、有目的、有针对性的进行，抓住重点，先主后辅。依据这一思想，现阶段我国首要的是尽快出台证券法、投资基金管理法等基金管理的大法，以便投资基金的发展有一个基本的法律准则和依据。在此基础上，力争在今后几年内逐步完成其余相关法律法规的制定和颁布实施，尔后再根据形势的发展逐步加以修订完善。

（2）全国统一的、权威性的投资基金监管部门和机构的建立与完善。

我国投资基金的发展显然离不开政府的支持、培育和管制，设立全国统一的、权威性的基金管理部门是必要的，也是必需的。但从我国目前的实际情况看，基金业的主要管理权限在中国人民银行，同时证券委、证监会等也参与管理，这种多头管理难以做到协调和提高效率，容易出现政出多门、相互矛盾、扯皮及推卸责任等现象。改变这种状况的唯一出路是统一主管部门，成立一个全面负责对投资基金进行监管的权威性的部门。从世界各国各地区投资基金业的发展历程及其做法来看，大多数国家和地区基金业主管机构都是由中央银行或国家财政部逐步移交给证监会（也有的称为证券投资管理委员会）管理，证监会代表政府行使基金监管职能。在我国，统一基金监管部门有两种选择可考虑：一是以中国人民银行总行（或财政部）作出最高行政主管部门，由证监会最高行政主管部门的领导下具体行使全国投资基金监管的职能。这种选择有利于发挥现有证监会的功能和积极作用，因为证监会已经有了一定的基金监管经验，能够在短时间内把全国基金监管工作推上正轨。只是这种选择必然也会面临着管理任务重，精力分散，基金管理人员数量及结构还难以完全适应基金发展要求等不足；第二种选择是在行政主管部门领导下重新设立全国投资基金管理委员会，由该委员会来具体监管我国基金业的发展。全国投资基金管理委员会可由行政主管部门牵头，证券委、证监会等有关部领导及专家组成。这种选择的好处是，基金管理委员会职能专一，业务集中，有利于提高管理的效率和效果。但其不利之处在于重新组建这一管理委员会涉及的问题比较复杂，难以处理好与现有相关管理机构之间的关系，另外，对全国形成比较统一和集中的证券业务管理机构可能会形成一些冲击和不利影响。当然，如果采取在现有证监会内部设立一个专门的投资基金管理专业委员会的办法，也许是一个较好的选择。

全国投资基金监管机构不论以什么方式确定，从发展的角度看，该监管机构应该具有双重性质，即官方性和民间性。所谓官方性是指该监管机构的成员由行政主管部门任命，主管机关有权根据监管机构成员的业绩、表现及有关制度的规定，定期或不定期地调整（更换或增补）有关人员。基金监管机构直接向行政主管机关负责，并代表政府部门（官方）行使基金监管职能，其一切行为就代表政府行为；所谓民间性是指基金监管机构的成员除政府官员（主要是些文职

官员)以外,主要是由来自投资基金行业各方面的管理专家组成,这些专家一般是来自于不同的渠道,对基金业务比较熟悉,但这些管理专家有一定的流动性,他们只是暂时作为政府基金监管机构的雇员,而非永久性成员。

全国投资基金监管机构行使的主要职责随着基金发展的状况以及所处的国内外环境条件的发展变化而有所不同。一般说来:①在投资基金发展的初期,其职责主要有四,一是加快培育投资基金发展所需的法律环境;二是承担起政府对投资基金进行全面监管的职责,包括审批基金机构的设立和发行、监管基金的运作、对违规行为进行处罚等,旨在对基金发展的方向、规模和结构等进行引导和调控;三是积极采取措施推进基金人才的培养和发展;四是加强对大众投资者的教育,增强投资者的风险意识。②在投资基金成长壮大发展时期,政府基金监管机构的主要职责是在进一步完善基金法律体系建设的同时,积极引导和支持基金行业组织的发展和完善,通过监管基金行业组织的运行来达到对基金监管的目的,许多具体的基金行为监管实际上由基金行业组织代理。③在投资基金成熟发展阶段,政府基金监管机构的职责主要演变为对投资基金的运行和发展进行监督、检查及战略性调控。

(3)全国投资基金行业组织——全国投资基金行业协会的形成和完善。

投资基金的发展离不开基金行业协会的协调与业务管理,这一点已为世界各国各地区投资基金发展的历史所证明。凡是投资基金业较为发达的国家和地区,其基金行业组织的活动都比较活跃,如英国有各种基金行业协会(基金经理人协会、投资顾问协会等)、美国有基金联合会、香港有投资基金公会、台湾证券投资顾问商业同业协会、加拿大有投资基金协会、日本有证券投资信托协会,各国的基金行业协会在推进本国或本地区投资基金发展与管理过程中所起的作用虽然差异比较大,协会所处的地位也有所不同,但从总体上讲都或多或少地对基金的发展起到过良好的促进作用。

在我国,单纯依靠政府基金管理部门和机构难以对技术性较强的投资基金业实施全面而且高效率的管理,引导和组建中国投资基金行业协会,在行业内形成一种自我协调、自我平衡和自我约束的自律机制,充分发挥其自律功能,以此作为政府监管机构监理的补充,这是一项具有长远意义的重要举措。

投资基金行业协会的组建可采取总会制和分会制两种方式。所谓总会制方式组建行业协会,即是说成立全国投资基金协会(总会),这个协会包容了基金业所有的相关机构和业务人员。在总会制下,协会会员的组成既可以采取分散的、直接的会员组成方式,也可以采取在总会内部设立各种专业分会的方式,总会会员即由专业分会组成。所谓分会制,指的是直接组建各种基金专业协会,如基金经理人协会、证券投资信托协会、经纪人协会等,并不在全国设立统一的基金协会总会。这两种协会组建方式从本质上讲并没有多大差异,对行业协会功能的发挥影响并不大,只是协会组建的思路不同而已。采取何种途径建立和完善基金行业协会,这与一国的国情、行业协会在国内的历史发展状况、基金发展的程度和水平等密切相关。就中国目前的情况而言,基金行业协会的组建,宜采取分会制办法,并在时机成熟时由分会制向总会制(总会下设专业分会)过渡。当前,可首先考虑组建基金经理人(基金管理公司)协会,由政府基金监管机构出面引导,在基金业相对发达的地区先行试点,取得经验后再向全国推行,并逐步由基金经理人协会拓展到基金托管人协会、投资顾问协会、经纪人协会等。

为了充分发挥基金行业协会的作用和功能,基金行业协会宜实行会员制,通过制定公平、公正、公开的会员条件或标准来确定会员的资格。同时也要规定只有取得会员资格的机构和

个人才能从事相应的基金业务,若会员不遵守协会的有关规定将被取消会员资格,从而不得再从事基金业务。

投资基金行业协会的主要职责因协会的组成方式不同而有所差异,但从总体上看,基金行业协会的职责包括 制定本行业的执业守则 确定本行业的投资限制(主要有基金借款能力限制、基金投资风险限制、基金券扩大发行的限制等) 监督基金的日常运作和协会会员的行为; 培训基金管理人才,宣传推广基金知识;代表基金行业与政府基金监管机构联系和沟通,贯彻落实政府有关基金业发展与管理的方针政策,并向政府监管机构提供信息和反映有关情况;代表中国国内基金业同海外同行进行联系、沟通、交流与合作等。

第四篇

投资基金案例

第四篇

第一章 中国投资基金 现状及其规范化发展

第一节 中国投资基金的产生与现状

一、中国投资基金市场状况分析

1. 中国投资基金市场概述

证券市场发展到一定阶段,基金必然应运而生。当金融证券的浪潮席卷中国大陆,发展得红红火火,令人眼花缭乱之时,基金也从市场经济的帷幕中走出来。人们在发展市场经济的实践中,由此又找到了一个新的投资工具和投资目标,于是投资基金市场便随之慢慢地形成和发展起来。我国的投资基金市场,从投资基金的特性及其组合的角度看,可基本分为四种类型:一是契约型基金;二是公司型基金;三是开放型基金;四是封闭型基金。在目前我国基金市场发展的初期阶段,投资基金大部分还表现为封闭式基金。若以投资基金操作发行地与投资对象所在地的角度看,我国的投资基金又可划分为国家基金和国内基金。由此,投资基金市场也随之形成成为国家投资基金市场和国内投资基金市场。从国家投资基金市场方面看,现在上市的国家基金已有 25 只。从国内投资基金市场的发展方面看,现在在各地证券交易中心上市的基金已有 75 只,并形成了 9 大投资基金市场板块(以下简称“板块”,以在各地证券交易中心上市为标准划分)。这 9 大投资基金市场板块为:沈阳、天津、武汉、四川、上海、南方等。

随着我国国内基金的兴起和发展,国家基金也在国内基金发展的基础上发展起来。

我国国家基金的整个运作体系由受益人、基金管理公司、保管人(分为境内保管人和境外保管人)以及受托人四个组织机构和利益团体构成,相互之间的利益制衡以基金投资信托契约和协议为依据。其中境内保管人根据委托人做出的投资决策,通过受托人进行交易运作,并根据合同规定,将按期得到股权投资比例的收益。

国家基金按照由境内方单独设立、境外方单独设立和双方合作设立等形式不同分为三种形式。我国目前投资基金市场上出现的主要是由国外基金经营机构单独设立和中外双方合作设立的这两种国家基金。

由国外有关投资基金经营机构单独设立的国家基金来看,其组织运作特点为基金受益凭证的销售、外汇的兑换、经营方针的制定等均由其境外经营机构负责,有的也聘请中方投资顾问公司,并将有关证券交易委托中方代理人执行。基金受益凭证的上市交易在境外进行。以中外有关投资基金经营机构合作设立的国家基金来看,投资基金受益凭证的销售由国外经营机构负责,筹集到的资金运用于中国上市和非上市企业。这两种形式的国家基金目前我国都有相应的发展。前一种类型的国家基金在我国出现的有“上海基金”、“中国基金”、“B股基金”、“高诚中国基金”等。这类基金的发展较快,仅香港设立的中国基金已有 20 多只。后一种类型的国家基金有中国置业基金、厦都开发基金等。前一类以“上海基金”为例,它是 1990 年 11 月设立的我国第一个投资基金和国家基金,由法国汇理银行亚洲投资有限公司牵头组织建立,同年 11 月 9 日正式成立,12 月初在伦敦上市,基金性质属封闭型,投资期限 10 年。投资目标是将国际金融市场上筹措到的资金用于上海浦东开发。投资形式主要表现为:一是进入中国证券市场购买中国的债券、股票等各种有价证券,二是参股未上市的“三资”企业,三是组建新的合资企业。后一类以中国置业基金为例。它是于 1992 年 4 月 15 日在香港上市,由中国新技术创业公司牵头,联合亚洲开发银行、香港渣打银行、汇丰银行等 20 几家信誉卓著的金融机构作为合作伙伴。投资目标是通过招股形式,把境外零散资金集中起来,投资购买国内企业的股权,以期获得长期投资的增值。

国家基金投资对象主要是中国 B 股市场。自从 1994 年 7 月 29 日启动中国股票市场,吸引外资进入中国 A 股市场的决策推出后,国家基金便开始了投资 A 股。由此进一步推动了国家基金市场的发展。

2. 沈阳基金市场板块

(1) 沈阳证券交易中心。沈阳证券交易中心(以下简称“中心”),经中国人民银行辽宁省分行批准设立,于 1992 年 4 月 28 日正式营业。中心以会员制方式组成,为非盈利性的事业法人,注册资金人民币 100 万元。

中心的主要业务是提供证券集中交易的场所,管理上市证券以及提供相关的证券市场业务服务。

会员大会是交易中心的最高权力机构,理事会为会员大会的日常事务决策机构。中心总经理、副总经理均由市人民银行任命。

中心下设的职能部门分别是市场管理部、信息工程部、清算交割部、证券登记部、办公室、《沈阳证券》编辑部。交易中心共有会员 56 家,其中,本地会员 28 家,异地会员 28 家,主要来自省内、吉林、黑龙江、北京、上海、深圳、海南、广东、江西等地从事证券业务的金融机构,异地会员占中心会员总数的 50%。

中心成立至今,上市的证券主要有三大类:国债,地方企业债,投资基金。中心成立初始,采用的是“上板竞价”方式,成交依据“价格优先,时间优先”原则。为提高市场运作效率,从 1992 年 12 月起,采用了 Novell 网下的计算机自动交易系统,并实行了证券无纸化交易,即从委托录入开始,一直到撮合成交、行情发送、一级清算交割、过户等均由电脑系统一次完成。为进一步提高中心交易运作手段,从 1993 年 6 月起,中心开始改造交易系统,将微机系统升级为小型机系统。升级后的小型机系统,采用的是 1993 年从美国 HP 公司进口的电脑设备 HP9000/800G30 计算机。整个系统具有较高的业务处理速度和极强的在线事务处理能力。在系统设计上,中心充分考虑了配合国家建设、发展全国性的基金交易市场的要求以及与其他

交易所、交易中心技术联网的可能性。

中心现有两个交易大厅,可容纳 240 个席位,目前每周开市 5 天,每天开市时间为:上午 9:00~10:00,下午 13:30~15:30。

中心成立至今,根据国家有关政策、法规及市场运作情况,借鉴深、沪两个交易所的做法,先后制定和修订了《交易市场业务规则》、《会员管理暂行办法》、《交易员管理办法》、《记名式投资基金、受益债券上市操作实施细则》、《基金交易账户管理细则》等,保证了市场运作不断完善、规范。

(2)沈阳几个主要的上市基金。沈阳作为我国最早设立投资基金的城市,目前已有 8 只上市基金。它们是:①农信受益债券基金。于 1992 年 4 月 1 日由农业银行沈阳信托投资公司发行受益债券 3000 万元人民币;②富民基金。由工商银行沈阳北方证券公司发行富民投资基金债券 3000 万元人民币;③通发基金。由交通银行沈阳证券公司发行通发基金 5000 万元人民币;④兴沈投资基金;⑤公众投资基金;⑥万利投资基金。此外还有银海基金,它是由汕头人民银行批准,工商银行汕头信托投资公司发起,而在沈阳证券交易中心异地上市的基金。久盛基金是由江西省证券公司发行在沈阳异地上市的另一只基金。

沈阳“投资基金”的发行方式采取先购买认购证,凭认购证在一周以内认购“基金”。每个认购证 10 元,可购买 1000 元基金。基金每 10 元面额为一份。这一种受益债券和五种投资基金债券发行总面值达 2.5 亿元,1992 年 10 月 30 日前,全部在沈阳市证券交易中心挂牌上市。

农信受益债券 5 年还本,面值为 100 元。其他五种投资基金没有还本期限,除了万利基金外均不保息,只视基金的经营收益进行分红派息。其投资方向主要是各种有价证券、工商业。

沈阳上市基金的性质除银海基金为开放型外,其余均为封闭型基金。

(3)沈阳基金交易情况。在基金交易的技术运作上该中心的主要做法是:

①无纸化交易。在沈阳交易中心上市的 7 种基金,均为记名式。为此,中心采用设立投资人基金交易账户并集中管理的做法,即将投资者持有的基金份额全额存入基金交易的账户,投资者买卖基金,凭本人的基金交易账户可办理。

②基金交易采取连续竞价方式,并实施电脑自动过户。投资者将委托买卖基金指令通过券商柜台传至中心券商交易席位上,由交易员将委托指令从席位上的计算机输出传至中心电脑主机依据“时间优先、价格优先”原则撮合成交。成交行情及成交回报,可在每个交易席位上的终端机上随时显示,并将已成交的基金自动过户到投资者账户上。

③基金数量词定为“份额”,每 1 份面值为 1 元人民币,100 份为一个交易单位,实行整数倍数交易。基金交易的申报价格,以 1 份为计价单位,报价以 2 份及倍数升降。零份额交易(不足一个交易单位)放在每周的星期五市上进行,仍采用连续竞价方式。

该中心在组织基金上市审查中,拟定了中心《交易市场业务规则》、《记名式投资基金、受益债券上市操作实施细则》、《基金交易账户管理细则》,以保障基金上市交易的公开、公平、公正三原则。

沈阳上市基金推出以来,和全国上市基金一样,一是由于这种新的投资工具不为人们所熟悉,二是受股市行情大起大落、发展不稳定的影响,走势大多情况下处于低速状态。自 1994 年 7 月,在国家采取稳定和发展股市的新措施以后,沈阳基金也走出了一条坚稳上行之路。

3. 大连基金市场板块

(1)大连证券交易中心。大连证券交易中心(以下简称“中心”),经中国人民银行大连分

行批准,于 1992 年 5 月 26 日成立。其电子交易系统于 1992 年 10 月 27 日研制成功并调试投入运行,运行以来,设备工作正常,达到了技术设计要求。

大连证券交易中心属于非盈利性的事业法人,其职能是为各种上市证券提供集中交易场所,并进行管理和监督。交易中心对公开发行的证券按照国家和政府及交易所的规范化的要求,进行集中托管,完成无纸化准备工作,保障其顺利的公开上市交易,并对内部证券提供登记、集中托管、保障其规范化发行,承担保障在深圳证券交易所及其他异地交易所公开上市股票的托管、转托管、核实、过户、清算交割及分红派息业务。

机构设置为 1 室 5 部即 办公室,电脑工程部、证券交易部、财务清算部、信息调研部、证券登记部。

大连证券交易中心采用现代化电子交易系统,对各种有价证券、股票进行集中交易,公开揭示行情。电子交易系统由六个部分组成:

- ①对各种有价证券、股票进行集中储备库管理,由电脑进行自动核实、过户;
- ②录入系统由电话热线报盘,电脑实时输入,进行核实、查寻、提交、反馈;
- ③遵循时间优先、价格优先的原则,由电脑自动撮合配对成交实时反馈;
- ④通过远程通讯 X25 网向外实时传送公开揭示行情,并对场内三色大屏幕及电脑进行反馈,显示行情;
- ⑤全天交易结束后,由电脑自动清算交割,并打印各种业务汇总表和成交明细表。
- ⑥管理委员会系统对各会员单位及上市证券进行注册、登记、授权、检查、核实、修改完成整个系统管理。

大连证券交易中心根据证券市场的发展需要,先后制订了《交易中心投资受益证券交易规则》、《电脑操作规则》、《场上交易员守则及奖罚规则》、《财务清算规则》、《会员的管理办法》、《异地股票登记、过户管理方法》等规章。这些规章的制订充分体现了公平、公正、公开的原则,使证券交易市场有章可依,逐步做到了证券交易制度化、管理规范化管理,从而保障了投资者的利益。

(2)大连证券交易中心上市基金概况。到目前为止,大连证券交易中心的上市基金有利民基金、大信基金、农信基金、建信基金、工信基金和金券基金、陕建基金以及国游一期、国游二期等。其中金券与陕建为汕头证券投资公司发起和由陕西建设银行信托投资公司发起而在大连证交中心上市的异地基金。下面主要介绍利民基金、大信基金、建信基金和农信基金。

①利民证券投资基金。利民证券投资基金简称为利民基金。该基金由大连证券公司于 1992 年 5 月 28 日对外发行,发行总额为 3000 万元。利民基金为收益型的封闭式基金,期限为不定期。但是当发生下列四种情况之一时,基金即行终止:a. 基金按原发行办法运用与国家公布的规定抵触时;b. 中国人民银行大连分行根据有关政策与需要责令终止时;c. 基金运用将损害投资人利益时;d. 应基金发行总额半数以上的投资人请求终止时。

利民基金的投向是有价证券,发行对象为个人投资者,为了体现风险共担、利益共享的原则,大连证券公司认购基金发行总额的 10%。

利民基金分配收益采取分红的办法,红利根据基金收益扣减公司管理费得出。基金分红率为红利除以基金总额乘 100% 得出。每年 4 月 1 日至 4 月 30 日支付上年度红利。逾期不领则将红利并入下一年度一并领取,但不计复利。

利民基金为记名式,可挂失、转让、过户。

②大连信托投资公司信托投资受益证券。1992年5月28日,大连市信托投资公司向公众推出信托投资受益证券,这也是一种准基金性质的投资工具。

该受益证券发行总额为3000万元,面额为1000元,按面值平价发行。发行后两个月即可到大连信托公司证券营业部或指定地点办理转让过户手续。

该证券发行筹集的基金主要投向有价证券、工商企业和其他金融资产。

发行对象为个人。为共担风险、共享收益,大连信托投资公司认购10%的证券,并承诺不予上市转让。

证券收益由基金红利率决定。每年4月1日至5月1日为向公众分配红利时间。逾期则并入下年度,但不计息。

该证券为无限期型,但若发生下列情况之一者,可进行收盘清算:a 基金适用办法与国家有关新规定抵触时;b 中国人民银行大连市分行根据宏观调控需要责令终止时;c 公司遇到特殊情况不能继续营业时;d 基金运用损害投资人利益时;e 应基金发行总额半数以上投资人请求终止时。

③大连建设银行信托投资公司共同基金。1992年5月8日,建设银行大连市分行信托投资公司向大连市的投资者推出了大连共同基金。

大连共同基金为长期基金,但每5年要以旧券转换一次新券。在一个转换期满后3个月内均可以办理退还本金手续。过期未办的,视为继续参加。

大连共同基金为记名式,可挂失、抵押、转让和继承。每券面值500元。

该基金的投向为国债、企业债券、股票等各种有价证券和经中国人民银行批准的其他投资。

④大连农业银行信托投资公司受益证券。农业银行大连市分行信托投资公司发行的信托受益证券是一种准基金形式的投资工具。它于1992年5月28日对外公布发行,发行总额为3000万元。受益凭证以“千元”为单位。证券面额采用手工填写。

该信托受益证券主要投向于有良好信誉的特级(或一级)企业、有价证券以及经批准的其他金融资产,期限为10年。

红利分配每年一次,从每年的3月1日至4月1日向受益人支付。

(3)大连基金交易情况。截至1997年底,大连证券交易中心已有会员30余家、有7种投资基金证券、数种企业债券和国库券上市挂牌交易。工信基金、农信基金、大证基金、建信基金、大信基金、汕头金券基金、陕建基金、国游一期、国游二期等10种基金及证券陆续挂牌集中交易,基金上市总量达3.5亿元人民币,企业债券1亿元人民币,上市总量为4.5亿元人民币。以北京、广东、陕西、辽宁、深圳等地的大证券公司为中心会员单位。经过5年多的交易运行,区域性的基金、证券交易市场已很具规模。

从1993年初到同年7月期间上市基金的历史最好交易情况为:1993年新年伊始,受分红派息消息的影响,各种基金开始新一轮的涨势,各种基金的价位再创新高,周K线图连拉几根长阳线,涨势凌厉、价涨量增。工信再显“龙头”本色,再次冲上3.5元的高价位,其余各种基金价位也在2.5元以上,3月份成交额达2.4亿元。分红期过后,5种基金高投趋于平稳,基金的价位基本维持在1.80~2.70元之间窄幅盘整。

1997年底,由于原始投资者的抛压,致使金券基金高开低走,并带动大盘缓慢下降,投资者信心受挫。同时,受全国证券市场大气候的影响,基金市场进入低价盘整,高投渐趋稳定,由

于无明显利好消息影响,大势一直呈现盘整局面。

大连基金市场的交易特点有三个:

第一,充分体现‘三公’原则的电子化集中交易手段,严格监督的规范化交易市场,为投资者提供了公平交易的市场,保护了投资者的利益,使投资者对证券、基金市场信心倍增,增强了投资者参与市场的意识。高投活跃的大连基金市场,不仅促进了证券市场的健康发展,也带来了巨大的社会效益和经济效益,为深化改革带来了活力。

第二,信誉度较高的基金发起金融机构,具有丰富经营投资经验的金融专家经理人,严格托管监督的银行机构,优良的基金经营业绩,是基金市场的关键所在,也是投资者操作的主要题材。经过大连证券交易中心严格审查上市的各种基金都以较好的经营业绩和稳定、丰厚的经营收益为显著特征。

第三,受全国证券市场大气候的影响加深,随着异地基金的不断上市及会员单位的发展,交易中心的覆盖面也由北京、辽宁、陕西、广东、深圳等省市逐步延伸向全国,同全国其他证券交易机构的联系也得到加强。大连证券交易中心正逐步突破地区界限,而成为面向全国的基金交易市场。

4. 天津基金市场板块

(1)天津证券交易中心。天津证券交易中心(以下简称‘中心’),经天津市人民政府和中国人民银行天津市分行批准,于1992年8月28日正式开业。中心按证券交易所模式筹建,立足北方,面向全国,是具有一定规模的有价证券集中交易场所。中心是实行会员制、独立核算、实行企业化管理的事业法人。会员遍及24个省、市、自治区。上市证券品种有国家债券、金融债券、企业债券、基金债券共四大类。

(2)天津上市基金简介。到1991年底,天津证券交易中心上市的基金为9只。它们是由天津开发区信托投资公司发起上市的开信受益基金,由天津信托投资公司发起的创业基金,黑龙江省证券公司发起的龙江基金,秦皇岛市信托投资公司发起的海湾基金,锦州金星信托投资公司发起的金星受益基金,汕头工商银行汕头信托投资公司发起的苏建受益基金,农业银行江西信托投资公司发起的赣农受益基金和中行江西信托咨询公司发起的赣中受益基金。这些基金均为封闭型。其中开信受益基金为创业基金封闭式公司型基金,龙江基金、赣农基金和苏建基金为封闭式契约型基金。

(3)天津基金交易情况。截止1997年底,在天津证券交易中心上市的基金、受益券共有4种,分别是天津开发区信托投资公司发行的受益券2800万元、天津信托投资公司发行的创业基金1亿元、汕头工行信托投资公司发行的银城基金7000万元,上市总额2.38亿元。这4种上市证券均是经当地人民银行批准发行,经天津交易中心审查同意,报天津市人民银行核准后上市交易的。其交易通过计算机集中公开竞价、自动撮合、自动过户、自动清算方式进行,充分体现价格优先、时间优先原则,全部过程实现了无纸化交易。

1994年7月金融界高层专家会诊,提出重振股市,吸引外国投资基金进入中国A股市场等三大政策。如果从长期看,随着三大政策逐步到位,中国证券市场就会跃上新的繁荣阶段,天津基金也将出现良好的前景。

5. 武汉基金市场板块

(1)武汉证券交易中心。武汉证券交易中心(以下简称‘中心’),是由中国人民银行湖北省分行、武汉市分行联合组建的不以盈利为目的的有价证券集中交易场所。中心实行会员制,会

员大会是中心的最高权力机构。中心设理事会,作为会员大会闭会期间的常设权力机构,另设监事会,对中心的业务、财务以及其他事项进行监察。中心实行理事会领导下的总经理负责制。总经理为中心的代表。中心于1992年4月成立以来,按证券交易所规范体系及标准建造。目前中心有形交易席位已达372个。中心根据业务需要,现设有交易管理部、清算交割部、财务部、电脑部、主机部、证券管理部、上市稽核部、办公室等8个职能部门。

中心的会员辐射全国大江南北。一大批在全国有影响的证券商成为中心甲类会员。中心会员东起上海,西至青海,南到海南,北抵哈尔滨,异地会员约占会员总数的三分之二,已形成全国性的会员网络,极大地扩大了中心证券交易的辐射面。

中心具有一流的硬件设施。中心引进了世界上主要证交所所选用的美国STRATUS XA/R300容错大型计算机,使每秒成交笔数达1000笔,联网达1000个,安全系数达99.999%。该系统具备硬件双份容错性能,为全世界五大地区(北美、南美、欧洲、中东和亚洲)的28个交易所所采用。同时,全世界大约200多家证券交易公司安装了该系统。股票交易软件采用了专门提供证券业软件的美商FEMCON公司软件,该软件是西方普遍采用的证券交易系统软件。中心的硬件设施和软件水平已达全国先进水平。

目前中心与会员单位之间建立了卫星通讯网络,以中心为主站,实施卫星讯道双向传输,既可发布行情,又可发送实时成交回报,卫星系统采用双备份方式提高了其运行可靠性。异地会员既能接受行情和成交回报的传输,又能在异地直接通过卫星讯道报单。

中心拥有一批优秀的管理人才。中心各项管理工作已逐步走上正轨。各种管理办法、各项规章制度出台标志着中心在规范化建设的进程中已不断趋于完善。

(2)基金发展状况。到1997年底,已有10余只基金在武汉证券交易中心上市。其中武汉基金、金信基金和长江基金为本地上市基金。常信、通信和盐信基金分别为江苏常州市、南通市和盐城市的信托投资公司发起,而在武汉异地上市。昌久基金和中盛基金为建设银行江西信托投资公司和江西中国银行分别发起在武汉上市的基金。珠信基金是于1991年8月由珠海人民银行发起发行,而于1994年1月12日在武汉证券交易中心上市的异地基金。西北基金是由新疆证券公司发起而在武汉上市的基金。上述基金均为封闭式基金,大多是契约型。下面着重以武汉基金为例简介如下。

武汉证券公司于1991年10月4日对外开办了“武汉证券投资基金”简称(武汉基金)。该基金1为封闭型基金,期限为2年。发行总额为1000万元人民币。基金股采取“证券投资协议单”的形式。协议单为记名式,并有面额。每份协议单的面额为500元,共发行2万份。

武汉基金的投资对象限于城乡居民,投资者购买协议单不得超过5000元,即10份协议单。

协议单可以挂失,也可以到发售单位赎回。

武汉基金的投资目标是有价证券,其收益分配采用保息分红的办法,并按年度计算。保证最低限度为按发行当年一年定期储蓄利率计算。分红率则按当年经营收益水平确定。

武汉基金1的到期年限为1993年10月。到期后,将本金退还给协议单的购买者。后来接着又发行了武汉基金2,继续交易。

(3)基金交易情况。武汉证券交易中心是全国最大的国债交易市场,其交易量占全国国债交易总量的三分之二。中心于1993年6月22日开通了基金上市交易,基金主要投资于中国境内公开发行或上市的股票、认股权证及其他有价证券和实业投资、银行存款及主管机关批准

的其他项目。

武汉基金交易市场具有以下特点：

①打破地区界限,吸收异地基金上市。目前,根据中心会员单位的要求以及基金发行后迫切需要上市的现状,已吸收 6 只异地基金在中心挂牌交易。异地基金在中心上市,由于基金的经营和投资规划与本地基金有所不同,给武汉地区的投资者一种新鲜的感觉。汕头的金信基金分红派息前常处于龙头地位,西北基金由于有君安证券公司经营,大有后来居上之势。

②基金交易市场管理的规范化。一个成熟的基金交易市场离不开严格的规范化的管理。根据《证券投资基金管理暂行办法》的基本精神,中心基金上市、交易管理办法几易其稿,终于奠定了基金市场管理规范化的模形。在这一办法中严格规定了上市基金的形式、基金的管理体制、基金上市交易的操作程序、基金经营必须遵守的投资限制和在运行中遇到重大变动的处理规定以及对违反基金上市交易管理条例行为的处罚等一系列制度,为基金的规范运作奠定了基础。

(3)覆盖全国的会员网络和优越的交易设施。中心会员分布的区域东起上海,西至青海,南至海南岛,北抵哈尔滨,形成了一个覆盖全国 20 多个省市的会员网络。异地会员约占中心会员总数的三分之二。为了保证基金交易的顺利运行,中心着力改善交易设施。目前第二交易厅正在运营中。新厅占地 800 平方米,每个席位配有程控电话,18 平方米的大型彩色显示屏,从美国引进的大型计算机,大大加快了中心基金交易的撮合能力,与 100 多家会员单位进行了卫星联网,便于投资者及时了解行情,掌握动态,有利于进一步扩大基金的交易规模。

6. 上海基金市场板块

上海基金主要是为了适应开发浦东,解决资金不足的困难而发起建立的。其基本思想是先建立以境内投资者为主要吸资对象的人民币投资基金,在有条件时再成立以境外居民为主要吸资对象的境外投资基金。

设立人民币投资基金的思路是:人民币投资基金实行封闭型,期限为 5 年。其投资组合以介入证券市场的各类有价证券交易为主。即以证券投资为主要基金资产构成。同时,在条件允许的情况下,也适当对有关浦东开发项目进行股权投资,也可以承购企业私募的未上市股。

人民币投资基金的发行与营运由委托人、保管人、受托人具体操作,规定和约束其行为规范的主要法律文件是《证券投资基金管理暂行办法》、《基金投资信托契约》(以下简称‘契约’)。受益人因购买受益凭证而成为‘契约’的当事人,享有规定的权利和义务。基金可根据运营的需要,由委托人通过聘请方式设立投资顾问会。该会由从事证券、投资、咨询等行业的有关专家组成,定期或不定期地向委托人提供基金投资的经济、技术咨询,为优化基金的投资决策提供条件。基金可确定适当的注册会计师事务所负责基金的估值和审计,并向投资者公告经审核的基金情况报告。基金收益按年分配,每次分配的总额由保管人单位账户进行分配。

到 1997 年底,上海板块的上市基金有淄博乡镇企业基金、金龙基金、宝鼎基金、广发基金、海欧基金、广信基金、久盛基金、银海基金、万利基金等。其中金龙基金是 1993 年 9 月由上海信托公司发起和组建的封闭—契约型基金,宝鼎基金是由上海万国证券股份有限公司发起建立的。这 2 只未上市基金均为封闭型基金。下面分别对金龙基金、宝鼎基金和淄博乡镇企业基金做一简介。

(1)金龙基金。“上投金龙基金”是经人民银行总行批准设立,由上海国际信托投资公司发起和管理的上海首批投资基金之一,规模为 1 亿元人民币。

金龙基金为封闭式契约型的综合性投资基金,存续期 10 年。基金在上海证券交易所上市。金龙基金以增益为目的,主要投资于国内各类公开发行的上市或未上市证券,以及有发展前途的企业股权。根据信托契约的规定,金龙基金有以下主要的投资限制:

——投资于一上市公司的股票,其市价总额不超过基金净值的 10%,其面值不超过该公司股本总额的 5%;

——投资于一未上市或不上市企业的金额不超过基金净资产的 10%;

——不得用基金资产贷款或提供担保。

上海国际信托投资公司授权其直属机构证券投资信托部管理金龙基金,并已申请在其基础上组建“上投投资基金管理公司”,以拓展基金业务。金龙基金的托管银行为交通银行上海浦东分行。按照基金管理公司的架构,证券投资信托部现设四部一室,即:证券投资和调研部,交易管理部,实业投资部,计划财力部及综合办公室。

(2)宝鼎投资基金。上海万国宝鼎投资基金(以下简称“宝鼎基金”)是经中国人民银行总行批准的上海首批三只基金之一,宝鼎基金由上海万国证券公司发起设立,1993 年 10 月 10 日~12 月 31 日向上海市普教系统定向募集,共募集 1 亿元基金。1994 年 1 月 19 日,上海会计师事务所验资确认所募集的 1 亿元“宝鼎基金”已足额到位。

“宝鼎基金”为封闭式契约型基金,封闭期限为 10 年。基金管理人为上海万国证券公司基金管理部,托管人为中国农业银行上海市分行南市支行。

(3)淄博乡镇企业基金。淄博乡镇企业基金(以下简称“淄博基金”)是由中国农村发展信托投资公司、淄博市信托投资公司、交通银行淄博支行、山东证券公司、中国工商银行山东信托投资股份公司共同发起组建的。淄博基金是经中国人民银行总行批准设立的国内第一家公司型封闭式基金,于 1992 年 12 月发行,期限 8 年。该基金规定总额度 3 亿元人民币,分批发行,首期基金券发行额人民币 1 亿元。基金单位发行价格 1.03 元。

淄博基金为项目和证券混合投资工具。一方面,主要投资于淄博乡镇企业和为乡镇企业提供服务的相关产业,这部分投资不少于基金投资总额的 60%。淄博基金的项目投资对象,要求符合国家产业政策、经济效益好、有发展潜力、市场竞争能力强,一般是淄博乡镇企业中的明星企业。另一方面,为了分散投资风险,淄博基金的其余部分用于证券投资,本着市场组合的原则分别投向国家债券、金融债券、企业债券和上市公司股票,品种搭配,长短结合,以期最大限度降低投资风险,但证券投资不得超过基金投资总额的 40%。

淄博基金于 1993 年 8 月 20 日在上海证券交易所挂牌交易,是我国第一家在交易所上市的投资基金。作为证券市场的新品种,淄博基金上市后受到了投资者的欢迎,挂牌后最高价达 5 元多。

7. 南方基金市场板块

南方基金市场板块包括广东概念基金、深圳基金市场和海南基金市场三个部分。

(1)南方证券交易中心。南方证券交易中心于 1993 年 3 月开始筹备,同年 5 月 4 日,经广东省人民银行正式批准成立,并开始运行。

南方证券交易中心是不以盈利为目的的事业法人,其职责是以“公开、公平、诚信、高效”的原则组织证券交易,保障投资者和筹资者的合法权益。中心实施自律管理。

南方证券交易中心主要包括以下业务:为会员提供证券集中竞价交易的设备和场地;监管在中心上市的证券;为会员提供报价、清算、交割服务;组织证券的拍卖、标购以及其他经证券

主管机关批准的业务。

南方证券交易中心采用会员制,其最高权力机构是会员大会,日常决策机构是理事会,并设监督机构监事会,实行理事会领导下的总经理负责制,职能部门包括 4 个,具体分工如下:

业务发展部 对上市证券的申请进行初审,提交南方证券交易中心上市委员会审批;管理和稽核南方证券交易中心的上市公司;负责南方证券交易中心的信息管理、宣传报道、市场分析、业务发展策划等。

交易交收部 对成为南方证券交易中心会员的申请进行初审,提交南方证券交易中心理事会审批;负责维持中心交易场所的正常秩序,处理集中交易的一级清算,管理会员缴纳的交易保证金和清算头寸。

电脑工程部 负责维护交易中心电脑系统的正常运作和系统的开发。

综合部 负责行政、财务等后勤工作。

目前,南方证券交易中心的会员共有 100 余家,上市品种现有 10 余只。运行以来,交易情况正常。

(2) 南方板块基金。

① 广东联网基金。广东联网基金是指广发投资基金(I、II)、广信投资基金、南方投资基金、广证投资基金、华信投资基金和海鸥投资基金。7 家基金总的规模为 6.5 亿多元,其中广发投资基金(I)5000 万元广发投资基金(II)5300 万元,广信投资基金 12875.4 万元,南方投资基金 22630 万元,广证投资基金 11700 万,华信投资基金 11800 万元,海鸥投资基金 5000 万元。南方投资基金规模最大,海鸥投资基金规模最小。广东联网基金除广发投资基金(I)是 1993 年 8 月在南证交上市的,其余均于 1994 年 3 月 3 日在南方证券交易中心挂牌上市,1994 年 3 月 14 日 7 家基金与深、沪证券市场实现双向联网,形成“广东概念基金”板块。

7 家基金均是契约型、封闭式基金。除海鸥投资基金封闭期限为 10 年外,其余均为 8 年。广发一期成立于 1992 年 12 月 25 日,发行价格为 1.00 元,其余 6 家基金均于次年 12 月初发行,发行价格为 1.03 元。

广东联网基金与全国数十家投资基金相比,在许多方面都有优势:广东经济的高速发展和广东基金的优良业绩提供可靠的保障;广东投资基金起点较高,得益于借鉴了其他基金较为成熟的经验,规模化程度相应较高;有严密的组织结构,发起人、经理人、信托人相对独立,权责清晰,而且经过了主管机关严格的资格审查;在发行方式上,真正面向社会公众公开发行;在运作机制上,制定有较为完善的管理制度与决策系统,在监管制度上,主管部门制订有专门的法规,对基金的设立、发行、上市、管理、运作及信息披露等都有严格的规定,规范成为其安全与效益的保障;7 家基金的发起人都具有十分雄厚的经济实力与庞大的业务网络;主要管理人员都具有硕士以上学历和良好的专业背景,高层次,高素质,专业化,规模适中,是广东联网基金的共同特点。同时,在他们各自的投资方向和范围中,他们一致追求安全性、收益性和流动性。采用组合投资的策略,最大限度地规避风险,追求较好的收益。下面分别介绍这些基金。

广发投资基金(I、II)。广发基金,是经中国人民银行广东省分行批准成立的一种较大规模基金,目前已向市场投放两期基金。第一期广东投资基金于 1992 年 10 月以定向募集方式进行。总额为 5000 万个基金单位,1992 年 12 月 25 日正式成立,并于 1993 年 8 月 18 日在南方证券交易中心挂牌交易。在管理与经营第一期广发基金以来,基金经理人依据投资优化组合理论,将基金资产按一定比例分别投资于证券一级市场和二级市场,以及债券、房地产市场,

并根据市场状况,及时检查基金资产的分布情况,认真、积极、灵活地调整投资结构,在不断防范和降低风险的前提下,较好地实现了基金保值及稳定增值之目标。

在成功地发行和管理第一期广发投资基金的情况下,经中国人民银行广东省分行批准,第二期广发投资基金于1993年11~12月以公开募集方式发行,总额为5300万个基金单位,并经广州会计师事务所验资,于1994年3月14日在南方证券交易中心正式挂牌上市。

南方投资基金。南方投资基金由广东省南方金融服务总公司发起成立,实际募集规模为22630万基金单位,是1993年广东发行的六家基金中规模最大的一家,名列“广东概念基金”的榜首。南方投资基金属封闭式契约型投资基金,封闭期为8年。该基金募集成功后,经珠江会计师事务所验资审核。于1993年12月16日正式公告成立并全面投入运作。

基金发起人南方金融服务总公司是经省政府同意,省人民银行批准成立的大型综合性非银行金融机构。其业务范围涉及金融证券市场的大部分领域。下辖南方证券登记公司、南方证券交易中心、南方证券部、南方投资基金管理部、信托投资部、外汇业务部、南方资信评估公司等公司及部门。雄厚的资金实力、广泛的业务网络和良好的专业形象是南方金融服务总公司得天独厚的优势,为其发起及管理南方投资基金提供了良好的条件。

根据国家有关法规和投资基金规范化运作的要求,总公司设立了投资基金管理部作为南方基金经理人。基金部具有独立法人资格,并取得中国人民银行广东省分行颁发的金融许可证,其注册资金为2000万元。

华信投资基金。华信基金是经中国人民银行广东省分行批准成立的契约型封闭式投资基金,自1993年11月27日起向社会公开发售,每单位面值为1.00元的基金券,发行总额为11800万个基金单位。实收人民币11800万元。基金有效存续期为8年。经广东省证监会批准、南方证券交易中心审核,华信基金于1994年3月3日在南方证券交易中心挂牌交易,3月14日在南方证券交易中心与深圳证券交易所实现双向联网,投资者通过证交所券商可买卖该基金。华信基金发起人为广东华侨信托投资公司,是广东省三大地方性非银行金融机构之一。基金经理人为广东华侨信托投资公司投资基金部,它也是经广东省人民银行批准设立的非银行金融机构。该基金部为独立法人,对基金实行独立核算,专户管理,基金信托人为中国银行广东省分行。

海鸥投资基金。珠海海鸥投资基金是由珠海国际信托投资公司等5家珠海金融机构联合发起,经中国人民银行广东省分行批准,向机构和个人募集的封闭契约型投资基金,封闭期限为10年。已于1994年12月31日募集完毕,总规模为5000万元。经广东省证券委员会,广东省证券监督管理委员会,南方证券交易中心批准,于1994年3月3日在南方证券交易中心挂牌上市。

海鸥投资基金依托珠海国际信托投资公司的雄厚实力及业务关系,由珠海人寿保险公司为信托人对基金资产进行监督,采用单独建账,独立运行。主要投资于中国境内上市公司股票或非上市公司股票、债券、企业股权以及主管机关许可的其他项目,充分发挥海鸥基金规模较小、船小好调头的优势,灵活机动,以多元化的投资组合,减少投资风险,提高投资效益。

珠海海鸥投资基金在“广东概念基金”的基础上又加入了“特区”的概念,成为特区第一家挂牌上市的基金。

广证投资基金。广证投资基金是由广东证券公司发起,经广东人民银行批准设立的封闭式投资信托基金,封闭期限8年,首期募集1.17亿个基金单位,其资金准时全额到位,并于

1994 年元月初由广东证券公司基金部正式开始运作。广证基金经有关部门批准于 1994 年 3 月 3 日在南方证交易中心挂牌交易。同年 3 月 14 日与深圳证券交易所联网,投资者通过深交所券商可直接买卖该基金。

广证基金发起人广东证券公司是广东省内 14 家省市金融、财政机构及企业参股组建的股份制金融企业,1989 年 6 月经中国人民银行批准成立,公司实收资本金为人民币 7410 万元,公司除在广州市有 3 个营业部外,省内还设有 15 个营业处,形成了以珠江三角洲为中心,向省内其他地区辐射的机构网络。

投资具体投向结构是:工业企业、外贸企业、证券业以及其他行业,投资结构比较合理。

广信投资基金。本基金共计 12875.4 万元,基金期限为 10 年,于 1994 年 3 月 3 日上市,业绩较好。

②深圳基金。深圳市 1992 年 6 月公布了深圳投资信托基金管理暂行规定(注:现在依照《证券投资基金管理暂行办法》),并于 11 月批准成立了深圳投资基金管理公司,发行天骥基金;1993 年 2 月 28 日蓝天基金经批准也正式成立。1994 年 3 月这两大基金同时在深圳证券交易所上市。由人民银行深圳特区分行批准,君安证券有限公司发起的君安覆盖基金也同时在深交所挂牌上市。下面对天骥和蓝天两只基金简况分别介绍:

天骥投资基金是深圳投资基金管理公司设立的,该公司注册资金为 1 亿元,采取股份有限公司形式。其股东为:农业银行深圳信托投资公司、中国银行深圳国际信托公司、交通银行深圳市分行、招商银行和平安保险分公司,它们各拥有 20% 的股份。天骥投资基金是封闭式基金,期限为 10 年,共发行 3 亿个单位,每个基金单位面额为 1 元人民币。采取定向发售方式,仅限于深圳市内单位的个人投资者。但是基金不接受任何个人的直接申请,而是由深圳局级或相当于局级的单位以工会名义代理本单位职工申请。发行费用每基金单位 0.03 元,故每个基金单位的认购价为 1.03 元。

天骥投资基金的投资范围包括:买卖及持有在中国境内公开发行或上市的股票、认股权证、受益凭证、国库券、地方政府债券、金融债券、企业债券、建设债券及任何其他有价证券;投资参股于未来两年内可能获准公开向中国境内外发行股票或上市的中国境内公司;其他有关项目投资等。

蓝天基金是经中国人民银行深圳市经济特区分行批准,在深圳市设立的投资信托基金。

蓝天基金为封闭式投资信托基金,初始封闭期为 3 年,自基金成立日起计,期满前经受益人大会决定,可延长封闭期(最长不超过 10 年),或转为开放式基金或转为经理人发起的另一名下的投资基金。基金在初始封闭期内不追加发行基金单位(即代表基金一定资产份额的最小等份),但在运作期间可以采用派送基金单位的形式分配收益。

蓝天基金的投资范围为中国境内的上市公司股票、债券、股权等金融资产以及主管机关许可的其他投资项目。基金发行总规模为人民币 3 亿元,每基金单位面值为人民币 1 元,本基金在募集期内募足 1.8 亿个单位。

该基金单位面值为 1 元人民币,发行价格为 1.03 元(其中 0.03 元为发行费)。每一认购者的最低认购额为 5000 个基金单位,超过部分必须为 1000 个基金单位的整倍数。

该基金为了体现‘公开、公平、公正’的发行原则,向个人和机构发售蓝天基金。基金共发行了 30000 万个基金单位,其中公开发行 95%,即 28500 万个基金单位,基金管理公司认购 5%,即 1500 万个基金单位。

③海南基金。海南省主要推出富岛基金,汇通国际信托投资公司还准备成立三亚基金。下面对富岛基金作简要介绍。

海南富岛投资基金是根据中国人民银行海南分行颁发的《海南投资基金管理暂行办法》及琼银(1992)市管字第 23 号文批准于 1992 年 5 月 21 日设立的。该基金依据投资者至上原则,运用资产组合原理,引进风险管理技术,遵照《海南富岛基金章程》所规定的资产组合比率将该基金投向国内上市公司的股票、债券、海南等地的股权及其他实业项目,以实现投资者投资资本的长期增值和保值。

该基金属封闭式信托投资基金,总规模为 2 亿单位,在 20 年的封闭期间内,投资者不能赎回,每单位基金面值为 1 元人民币。1992 年 5 月 21 日基金成立时初始规模为 6000 万单位,1993 年 3 月 20 日起扩至 1.32 亿单位,该基金通过送配股方式增至 2 亿单位后,不再追加发行。

该基金不能进行无限责任投资,不能对外放款,不能以资产为第三者担保,对某一项或某一公司的投资不能超过总资产的 10%,不得与经理人发生资金借贷关系。

(3)基金交易情况。以广东联网基金为例,广东联网基金由于出台时机正遇深沪股市处于最低迷时期,加上宣传不够,很多投资者对七家基金的基本情况甚至对基金的了解都很朦胧,这样,造成了广东联网基金的价位偏低,甚至跌破发行价的局面,基金的表现远远没有显示其真正的面貌。

从华信基金的运营状况看,该基金主要投资于证券、股权、实业等为该基金的投资组合。近期股市低迷,该基金经理人在二级市场上的投资极为谨慎并及时调整了投资策略,优化了投资组合。一方面选择了部分产业结构合理、效益极好,见效很快的项目,准备近期与海外的基金共同投入;另一方面,该基金经理人在客观地分析了房地产市场未来走势的基础上,清醒地认识到,我国房地产业目前仍在低谷徘徊,尤其由于《暂行办法》对基金投资房地产做了限制,据此,该基金调整投资战略的一大举措就是退出房地产投资,并把投资集中在股票和债券上。

8. 四川基金市场板块

(1)四川金融市场证券交易中心。

性质 四川金融市场证券交易中心,是四川省和成都市两级共建,经中国人民银行四川省分行批准,于 1991 年 9 月成立,为组织有价证券承销与集中交易提供服务的场所,是全民所有制的事业单位,实行企业化管理,在人民银行领导下开展证券市场业务。

宗旨 进一步发展和完善证券市场,建立规范、有序、高效的证券发行、转让机制,促进四川经济建设的发展。

原则 公正、公开地组织有价证券承销和集中交易,竭诚为投资人和筹资人服务。

业务 组织承销证券,管理上市证券的集中交易,办理证券集中交易的清算交割,办理上市记名证券和股票的登记、托管、过户、清算工作,开展证券市场信息、咨询服务,证券发行单位和会员委托代理事项,经中国人民银行批准和委托交办的其他业务。

交易中心的证券交易采用公开竞价方式。交易中心组织会员集中在本中心进行证券自营买卖和代理客户买卖。客户委托会员买卖证券可采用当面、电话、电报、传真、信函等方式。会员在本中心开市日派交易人员进场竞价买卖,按照价格优先、时间优先、客户委托优先的原则成交。

交易中心交易大厅拥有现代化设备,面积 500 平方米,设 218 个席位。证券登记部的登

记、清算、过户系统完全采用电脑操作。为全国统一证券市场的及早形成,交易中心已与上海证交所、深圳证交所、北京 NETS 交易系统的电脑联网。除早已开办深圳证交所上市股票的异地清算过户工作外,另外已成为上海证券中央登记结算公司首批结算会员,办理上海证交所股票登记开户业务。

(2)四川板块基金。四川基金市场板块主要由重庆证券交易中心和成都证券交易中心与四川省两级共建的四川金融证券交易中心组成。现已组建 5 只基金。它们是由四川人民银行批准,建设银行四川信托投资公司发起并于 1992 年 1 月开始发行的建设基金;由四川人民银行批准,深圳特区证券公司发起并于 1993 年 1 月开始发行的天府基金;由成都武侯区政府、成都成华区政府分别批准,于 1993 年 4 月由成都武侯科技公司、成都成华区投资公司分别发起的高科技创业基金和富华创业基金。此外还有由重庆人民银行批准,重庆有价证券公司、交通银行、工商银行、建行信托和国投等共同发起,而在重庆证券交易中心上市的三峡投资基金。

以上 5 只基金,除了天府基金为开放型基金之外,其余均为封闭型基金。

9. 浙江基金市场板块

浙江现已对外公开发行的基金有三种,它们分别是金华投资基金、温州投资信托基金和浙江省工商银行信托投资公司的投资基金。

(1)金华投资基金。金华投资基金由金华市信托公司设立。该基金为封闭型基金,期限为 10 年,在期满之前,投资人可凭基金卡到指定的证券交易机构办理转让。

基金总额为 2000 万元人民币,分成 200 万个基金单位,每个基金单位面值为人民币 10 元。通过发行信托受益凭证(即“基金股”的形式)筹集。信托受益凭证采取记账形式。具体通过发给基金卡,载明投资人姓名、购买基金单位数以及金额等。

该基金的投资方向为 80% 投向有价证券,20% 投向其他项目。

根据分散风险的原则,对某一项目的投资总额限制在基金总额的 10% 以内。同时,也不超过该项目拥有企业自有本金的 15%。

基金的收益主要由每个营业年度实现的收入相除经营成本而构成的净收益为基础。年度净收益在提取风险金(10%)和佣金(每年超额累进制从当年净收益中收取。共分为四级:基金盈利率为 10% 以内,佣金提取 5%;基金盈利率为 10% - 20% 时,佣金提取 10%;基金盈利率为 20% - 30% 时,佣金提取 15%;基金盈利率为 30% 以上时,佣金提取 20%)以后,其余收益为分红基金。每个单位分红基金则由分红基金总额除以基金单位数给出。

该基金还是保本的。在基金期满时,若发生本金亏损,亏的部分由设立基金的金华市信托投资公司赔偿。

(2)温州投资信托基金。温州投资信托基金由温州市国际信托公司设立。并于 1992 年 7 月向社会推出。

该基金亦为封闭型基金。发行基金总额为 1000 万元。基金单位为 10000 份。每一单位为 1000 元,基金存在期为 5 年。受益凭证为记名式,可以在指定证券交易机构办理转让。

基金的投向为温州市政建设和符合国家产业政策的重点项目投资及经批准允许上市的有价证券。

基金收益采取保本分红的办法,保证本金完整无缺。本基金到期后,不续存在。

(3)浙江省工行信托投资公司投资基金。浙江工行投资基金为封闭型投资基金。总发行金额为 3000 万元,分成 30 万个基金单位,每一基金单位为 100 元。基金的封闭期为 5 年,从

1992 年 7 月至 1997 年 7 月。1997 到期后已不续存在。

二、天骥投资基金简介

1. 天骥投资基金

天骥投资基金自成立以来,经营管理较规范,业绩较佳。这种规模较大的基金具有巨大的发展潜力,颇具投资价值。

(1) 基金概要。

本基金是根据原中国人民银行深圳经济特区分行公布的《深圳市投资信托基金管理暂行规定》及其他有关规定设立的封闭式基金。

本基金名称为天骥投资基金,是由深圳投资基金管理公司发起和设立的。深圳投资基金管理公司管理本基金,以谋求基金净资产的长期增值为宗旨,但深圳投资基金管理公司并不保证其价值。国内经济形势、国内外政局之变动、有关法律、政策之变更及证券价格的变化,都会影响本基金的收益。本基金的经理将尽职管理好本基金,并仅能在本基金信托契约所规定的范围内进行投资。本基金经理人不负责因遵照本基金信托契约所进行投资的盈亏,亦不保证最低投资收益。

(2) 基金投资目标。

本基金投资目标是为广大投资者提供专业投资管理服务,实行投资多元化,将投资于证券市场、股权市场及其他项目等,以及谋求基金净资产长期增值。选择投资项目时,尤其着重以下的准则:

- ① 高增长潜力;
- ② 日后盈利能力强及有发展前景;
- ③ 在国内及国际市场具有竞争力;
- ④ 具管理效率。

(3) 基金经理人和基金信托人。

基金经理人为中国第一家专业性基金管理公司——深圳投资基金管理公司。深圳投资基金管理公司是由交通银行深圳分行、中国银行深圳国际信托咨询公司、中国农业银行深圳信托投资公司、招商银行及中国平安保险公司各出资 1000 万元人民币组建的一家专门从事基金发起与管理的股份责任有限公司,注册资本为 5000 万元人民币,本公司已于 1992 年 10 月 8 日在中国深圳市注册。

基金信托人为中国工商银行深圳市信托投资公司(以下简称“工行信托”)。工行信托为全民所有制非银行金融机构。工行信托现有资本超过 1 亿元人民币,经营规模达 12 亿元人民币,信誉卓著。作为中国第一家规范化基金的信托人,其主要功能是为本基金受益凭证持有保管基金之资产,负责本基金资产的清算、交割、保管等经济活动,并监督经理人的投资活动不违反本基金信托契约及有关法令。

(4) 投资顾问。

本基金投资顾问为景泰投资经理(亚洲)有限公司。该公司是 1969 年成立的国际投资管理集团英国 G.T. Management PLC 的全资附属公司,主要负责管理景泰太平洋地区的投资。景泰现今管理的资产价值达 140 亿美元,是一家具有丰富经验和雄厚实力的国际性投资管理

机构。

(5)基金规模。

本基金总规模为 581476000 个单位,每单位面额为人民币 1 元,共募得人民币 581476000.00 元。由深圳南山会计师事务所验资,中国人民银行深圳经济特区分行深人银复字(1993)第 509 号文确认。

(6)发行对象。

本基金首次发行仅限于个人投资者(经理人本身不在此限)。

(7)发行价格。

本基金首次发行价格为每单位人民币 1.03 元,其中包括发行费用人民币 0.03 元。

(8)发行方式。

采用向全社会公开发售的方式,以单位工会名义代理个人申请。

(9)申购额。

个人认购基金单位的数目 1000 个基金单位或其整数倍。

(10)基金的交易。

受益单位在本基金成立后就已申请在深圳证券交易所上市交易。受益单位之受益凭证的交易规则按《深圳证券交易所业务规则》及其他有关规定办理。本基金在获准上市后已进入深圳证券交易所上市交易,自然人或法人均可参与二级市场的基金受益单位之买卖。

(11)基金估值。

每星期五为本基金资产的估值日,如遇公众假日,则估值日顺延至公众假日结束后的第一个营业日。本基金经理人将定期估值基金投资之价值,借此评估基金之资产净值。上市公司的股票、认股权证估值依据当地证券交易所的收市价计算;上市债券的估值也按当地证券交易所的收市价计算;对未上市有价证券、股权、项目投资等资产净值的估值由指定的会计师事务所或指定的资产评估机构定期估值。估值须包括任何累计至有关估值日之利息及任何已宣派尚未收取之股息,倘某项投资未有或未能如上文所述进行估值或基金经理人认为采取其他估值方法更能反映公平价值时,则可允许采用若干其他估值方法。

本基金经理人在特殊情况下有权暂停估值。如基金投资所涉及的证券交易所在非法定公众假日因故暂停营业,或任何其他无法控制的原因致使经理人无法准确评估本基金资产净值时,经理人在上述情形消除之前可以暂停估值。

(12)报价。

受益单位之买卖交易情况每日登记于主管机关指定的报刊上。

(13)基金费用。

本基金费用均从本基金资产中拨款支付。其费用包括:

①管理费 按每个估值日基金净资产每年 1.2% 年费率逐日累计至每个月月末一次支付给本基金之经理人;

②信托人费用 按每个估值日基金净资产每年 0.3% 年费率逐日累计至每个月月末,一次支付给本基金之信托人;

③进行基金投资所应支付的价金及有关直接购销成本(如印花税、经纪人佣金等);

④公告、通知、编制、翻译及印刷年、季、月等报告的费用;

⑤上市交易市场的各种费用(如上市初费、月费、年费等);

- ⑥本基金的核数师费用；
- ⑦本基金的法律顾问费用；
- ⑧本基金的投资顾问费用；
- ⑨本基金应交纳的一切税捐及政府机关收费；
- ⑩成立本基金所实际支出的各项成立费用；
- ⑪因本基金所合理支出的广告宣传费用；
- ⑫本基金借款之应付利息；
- ⑬经理人及信托人双方均认为应由本基金支付的任何其他合理费用。

(14)业绩报酬。

业绩报酬根据本基金资产净值增长率的表现,即当年度本基金资产净值的增长率按比例累进收取。基金资产净值的增长率系当年基金资产的净值增加额除以年初基金资产净值之比例。

业绩报酬按下列比例累进收取：

- 基金资产净值增长率在 10% 以下部分,业绩报酬为零；
- 基金资产净值增长率在 10% ~ 20% 部分,业绩报酬率为 10% ；
- 基金资产净值增长率在 20% ~ 30% 部分,业绩报酬率为 15% ；
- 基金资产净值增长率在 30% 以上部分,业绩报酬率为 20% 。

业绩报酬于每个估值日按业绩报酬率计算并累计至每年年终决算。本基金应于核数师审定年度会计报告后 10 日内以分享年度资产净值增值的方式支付给经理人。

(15)借贷。

本基金允许本基金经理人为充分地把握投资良机,不定期地为本基金借款,但借款总额最高不能超过借款时基金资产净值的 25%。借贷利息应从本基金资产账户中拨付。

(16)投资范围。

本基金投资范围包括：

- ①买卖及持有在中国境内公开发行或上市的股票、认股权证、受益凭证、国库券、地方政府债券、金融债券、企业债券、建设债券及任何其他有价证券；
- ②投资参股于经理人有理由相信在未来两年内可获准公开向中国境内外发行股票或其上市的中国境内公司；
- ③中国境内银行活期存款、1 年以内的定期存款,或其所发行的大额可转让存单；
- ④有关项目投资等；
- ⑤投资于经理人认为具有获利潜力的其他项目或中国境内的任何公司。

(17)投资限制。

本基金经理人不可为本基金作为有投资而导致下列结果：

- ①本基金持有任何一家上市公司所发行证券价值超过本基金资产净值的 10% ；
- ②本基金持有任何一家上市公司某一类证券面额超过全部该类已发行证券面额的 10% ；
- ③投资未上市证券之价值超过本基金资产净值的 25% ；
- ④本基金所持有其他与本基金类似之投资基金之价值超过本基金资产净值的 10% ；
- ⑤本基金所持有认股权证价值超过本基金资产净值的 10% 。

上述①、②、③、④和⑤中规定之百分比应依据做出一项基金投资时的有关证券或投资价

值的资产净值进行计算。倘若随后资产净值因有关证券市值有变,或因任何公司改组计划或合并计划,或因遵守《证券投资基金管理暂行办法》或本基金信托契约的规定而导致超出上列限制,经理人并无义务出售超出上列限制之有关证券或投资。

(18)分派政策。

本基金原则上每年年终分红一次。基金业绩将于年度中期及年度结束两次公开向社会公众公告,具体分派与否或分派政策将于年度业绩公告中详细阐明。

(19)受益人大会。

①受益人可以是法人,也可以是自然人。

②经理人或是在经理人不能履行其职责时由信托人在其认为适当的时候召集受益人大会。或经持有至少 $\frac{1}{3}$ 以上已发行受益单位的受益人要求,经理人应在 1 个月以内召集受益人大会。

③受益人大会应在中国深圳市举行。

④上述召集人应提前 14 天向受益人发出通知。

⑤上述召集人在每次召集受益人大会之前根据当时受益人持有受益单位情况确定并公告参加受益人大会的受益人资格。

⑥出席受益人大会的受益人根据其持有受益单位的数量来行使表决权。每 1 万个受益单位为 1 票表决权。

⑦受益人可授权他人代表其出席受益人大会,但需出具受益人签署或盖章之书面委托书。

⑧受益人大会决议应以实际出席受益人大会的受益人所持有总票数的 $\frac{2}{3}$ 以上的赞成票通过,否则无效。

⑨除非本基金契约另有规定,受益人大会决议对所有受益人有效,不论其个人或其授权代表是否出席受益人大会。

⑩受益人大会对下列各项内容进行讨论或作出决议:

- a. 本基金期限之延长,但需经主管机关批准后生效;
- b. 撤换经理人,但新任经理人需经主管机关批准;
- c. 撤换信托人,但新任信托人需经主管机关批准;
- d. 终止本基金。

(20)基金期限。

本基金期限为 10 年,经受益人大会决议并报经主管机关批准可适当延长,但最长期限不得超过 15 年。

(21)报告与会计。

本基金会计年度为公历年,即从 1 月 1 日起至 12 月 31 日止。本基金年中期报告将于年中以后 2 个月内向社会公众公告,年终报告将于会计年度终了后 3 个月内向社会公众公告。本基金财务会计制度按国际惯例,结合国内的政策情况,在符合公认会计原则情况下规定。

(22)到期清盘。

本基金在到期前半年即可开始清盘准备工作,并由经理人、信托人会同核数师和法律顾问等组成清盘小组来实施。

(23)风险因素。

本基金可能受到政治、政策、经济和行业方面的影响,如国家政策、法律、法规之变化,证券

市场价格的波动,市场需求及竞争等不可预见之因素。因而,本基金经理人只能尽心尽意地管理本基金,但不能保证可达到各项投资目标。对本基金之投资可能仅适合于了解各种风险因素,并有能力及愿意承担本基金之投资风险的投资人。

(24)基金投资委员会。

为了保障天骥投资基金的正确决策,特设立天骥投资基金投资委员会。该委员会为天骥投资基金的咨询机构,由有关方面的专家组成。

第二节 中外投资基金总体比较

目前,中国投资基金市场绝对容量太小,甚至不及一般的发展中国家。但从发展的眼光看,投资基金市场具有极大的发展潜力。在中国,当前中国居民拥有近4万亿元金融资产,其中70%以上是银行储蓄和现金,面对低利率政策和通货膨胀的威胁,迫切需要通过实现保值和增值。但是由于我国证券市场还很不成熟,有价证券特别是股票投资的风险很高,并且收益较低,因此居民选择具有低风险和高收益的基金市场进行投资,便是一种最佳选择。据统计,截止到1996年12月31日,中国投资基金市场所吸纳的资金相当于银行储蓄存款的0.2%,相当于全国上市股票总市值的10%。1991年美国新注入股票市场的资金中约有80%来自投资基金;1992年美国上市公司的股票总额中个人持有的比例由1988年的71%下降到49.7%,而投资基金持有的比例则由1988年的5%急剧上升到35%。到1993年,纽约证券交易所拥有2000多个上市股票和2000多个基金公司,个人投资仅占全部股票市值的20%,而基金投资则占55%。金融作为一个服务性产业,通过其多样化的金融服务满足不同的资金需求,投资基金业就是其中具有独特运行机制的金融品种。据估计,目前全球投资基金已有1万多个,规模达6万多亿美元,已经成为国际金融中不可忽视的重要力量。美国的共同基金业已成为世界最大的投资基金业。到1996年底,美国大约有30%的人参与基金投资,基金总资产已达3.3万亿美元,有6000余家共同基金。美国共同基金业资产已经超过了商业银行机构的总资产,这对美国商业银行业无疑是一个严峻的挑战。国际金融领域中的这一变化趋势应该引起我们的注意。现在应该从金融发展战略高度来看我国基金业的发展,使其能成为与银行业、保险业并驾齐驱的金融产业。

此外,衡量资本市场是否成熟的另一个依据是开放式基金。在先进的国外资本市场诸如美国,开放式基金成了一种主流,但我国现阶段封闭式基金占绝对统治地位,究其原因主要是开放式基金管理难度大,要大规模发展它,还有很多事情要做。

从中国资本市场效率来看,不规范的问题很大,投机风气甚浓,市场波动频繁且大。所以,虽然在硬件上,我们并不落后,但在管理方面,我们仅仅还是小学生,资本市场还处于规模小、品种单一、效率低的初级阶段。

一、投资基金活动空间方面

投资基金品种涵盖了整个金融市场,因此应该从整个金融市场的角度给投资基金的活动

空间定位。目前有不少人仅仅从证券市场角度看待中国基金业的发展,这种认识未免有些狭隘。投资基金是金融创新和金融深化的产物,它不仅对资本市场的发展有着积极推动作用,而且在货币市场上也扮演着一个十分重要的角色。事实上,在发达国家的金融市场上,货币市场基金所占比重已经接近 30%,这说明一个健全的现代金融市场离不开资本市场和货币市场的同步发展,二者有着不同的经济功能,不能互相取代。根据美国投资公司协会统计资料,在美国基金市场上,1994 年股票基金、债券与收入基金以及货币市场基金三者的比重分别是 40.1%、31.6% 和 28.3%。近 10 年来,美国货币市场基金的增长速度超过了资本市场基金,以至于 10 年前美国联邦储备银行就把货币市场基金纳入了广义货币(M_2)的范围,货币市场基金乃至资本市场基金对联邦政府的货币政策产生了越来越大的影响。近 20 年来,投资基金品种越来越丰富,投资基金不仅参与资本市场和货币市场的投资,而且涉足于衍生金融工具市场、外币市场和贵金属市场,可以说有多少种金融产品就有多少种投资基金。由此可见,投资基金渗透于全部金融领域,决不仅仅局限于证券市场的范围。

二、基金发展的时间安排方面

关于投资基金,我们应该树立一个科学的发展观。1993 年以来,由于中国人民银行停止审批,中国国内投资基金出现了停滞不前的局面。如果这种停滞是为了加快立法进程和规范现有投资基金发展以求得将来更好的发展,那么这样做是有其道理的。然而,目前中国的证券与基金立法工作进展缓慢,现有基金运作的不规范状况并没有多少改变,这种情况不能不令人担忧。从世界基金业发展历史看,1940 年美国《投资公司法》的颁布促进了美国共同基金业的大发展,其历史仅仅半个世纪,一些亚太地区国家的基金业发展也不过十几年。香港作为一个国际基金管理中心,基金市场规模达 1000 亿美元,其发展也只有 20 年左右的历史。经验证明,基金业发展可以取得超常规的发展速度。在我国,应该吸取亚太地区一些国家政府推动型基金发展模式的经验,在立法先行的基础上,分步实施投资基金发展战略,争取用 20 到 30 年的时间,将我国的投资基金建设成为一个规模略低于商业银行和保险机构的第三大金融产业。具体来说,采取分三步走的发展战略。

第一步 在本世纪内的 4 年时间里,建立一个完善的证券与基金立法和监管体系,国内基金市场在现有 100 亿元人民币的基础上增长到 1000 亿元人民币,基金市场初具规模,为实现第二步发展战略打下基础。

第二步 到 2010 年,我国基金市场达 5000 亿元人民币,比 2000 年基金市场规模增长 5 倍,投资基金开始在金融市场中发挥不可忽视的作用。

第三步 到 2020 年,再增长 5 倍,我国基金市场规模达 25000 亿元人民币,在金融市场中发挥举足轻重的作用,成为略低于商业银行和保险机构的第三大金融产业。

其实,到下世纪 20 年代,我国养老基金市场规模将达 30000 亿元人民币。假如 25000 亿元人民币投资基金的 $\frac{1}{3}$ 被养老基金认购,则只有 $\frac{1}{4}$ (在美国,有 33% 的共同基金被养老基金机构认购)的养老基金委托专业的基金管理公司进行管理,这一目标就能实现。即便是发展到这一规模,与目前美国共同基金规模相比,也只占其规模的 30%。据估计,到下个世纪 20 年代,全球基金市场可达 20 万亿美元,按照不变汇率计算,那时我国基金市场所占份额只有 6%,加上通货膨胀因素,其份额则更低。应该注意,这里的数据估计没有包括国有资产在内,

如果将国有资产委托投资基金机构进行管理的部分包括进去,则我国投资基金市场规模将更大。

三、投资基金监管机制方面

从各投资基金的管理状况看,主要显示出两方面特点:一是严格的管理制度和自律的约束机制,包括对基金管理机构的约束,对托管机构的约束以及管理机构与托管机构之间的约束。各国为了使投资基金管理机构能够做到诚实与民主管理,而不滥用权力,一般都实行投资基金行业许可核准制度,而申请者必须具备经营投资基金的能力方能得到认可。再如对托管机构所行使的职能,各国都一般规定将基金的财产与其自有财产严格分开,独立设立账户,基金的财产不能作清偿债务之用,以保护投资者的利益。这些职能一部分由证券监督管理委员会和投资基金行业公会担任。二是严格的法规管理。为了保障投资者的利益,各国证券主管机构或政府的有关部门还通过法规对投资基金的投资对象、投资数量以及基金运用方式都做出各种限制。如1940年美国颁布的《投资公司法》,对投资基金的创立、组织结构、运作以及投资公司的管理契约和主承销契约做了明确规定,并明确规定要防止证券交易的中的欺诈行为,以此加强了对共同基金市场的管理。所以,为了保证我国投资基金的健康发展,必须建立和健全投资基金监督管理机制,主要包括建立和健全以证监会为主和以投资基金公会为辅的监管机构,以及建立一个以《投资基金法》为核心的投资基金法律体系。而《投资基金法》应是在《证券投资基金管理暂行办法》的基础上建立起来的。

四、保护基金投资人利益方面

在市场经济条件下,顾客是上帝。在基金行业投资者是上帝,因此保护投资人的利益应该是第一位的工作。世界各国对保护投资者的利益都有法律对其进行规定,如在美国就有专门的《投资者保护法》,在其他基金法规中,也都有保护投资者利益的专门条款。在保护投资人利益方面,托管人担当着十分重要的角色。投资基金组织中基金管理人和基金保管人都是基金的受托人,但是他们承担的责任是不同的。基金托管人作为投资者利益的代表,按照基金的“信托契约”(或章程)执行对基金管理人的监督职责。目前,我国投资基金业具有两大“特色”,一是我国投资基金业刚刚兴起,投资基金管理的法规还不完善,对投资基金市场管理经验不足,因此基金经理人在经营过程中容易产生越权等现象而侵犯投资者的利益。二是我国基金投资的领域具有综合性,集投资有价证券(股票、股权、债券)、房地产以及实业项目为一体,这容易导致我国投资基金业中常常出现的“投资无限制”等问题。在这种特殊情况下,有必要加强对投资基金保管人的管理,使基金严格按“信托契约”运作。有效制止基金经理人违规和侵犯投资者利益的行为,从而保障投资基金业的健康发展。虽然《暂行办法》做了一些规定,但总的来说还不能很好地起到上述作用。与此同时,减少对投资基金市场不必要的行政干预,建立和完善财务和重要信息披露制度,建立和完善律师、会计师、审计师、投资顾问等配套管理制度,为侵害投资人利益的行为进行有效的法律制裁。

第二章 亚洲主要国家 和地区投资基金比较

第一节 日本投资基金

一、日本投资基金的产生和发展

日本投资基金的产生和发展是与日本资本证券市场的产生与发展紧密相连的,日本证券市场从 19 世纪 70 年代开始发展,1878 年在东京和大阪建立起了日本最早的证券交易所。在日本的证券市场上,主要交易者是个人的投资者、外国投资者以及国内金融机构。随着日本经济实力的增强和人均国民收入水平的提高,个人投资者在近年来越来越成为左右日本证券市场方向的主力军。进入 70 年代中期,外国资本进入日本证券市场使得证券交易相当活跃,日本政府曾对外国人占有日本证券有一定的限额和限制。但自 80 年代以来,日本政府放宽了这种限制,甚至允许外国人自由购买日本的有价证券。与此同时,国内金融机构纷纷崛起,证券投资信托资产份额猛增。促成这一现象的主要原因是公司和个人更愿意购买新型的诸如指数基金等类的有价证券,一直到 80 年代,日本的货币交易基金和基金信托都在迅速增长,提供着引人注目的收益。

证券市场的迅速发展带动了投资信托业的发展,而投资信托业的发展又进一步带动了投资基金业的发展。投资基金在美国一般指共同基金,而在日本却称为证券信托基金,共同基金也就是金融信托的一种。日本的信托制度是从美国引进的,1902 年,日本兴业银行成立后首次升办了信托业务。日本投资信托的雏形产生于 1931 年,当时已有了法人组织的投资机构,尽管是非信托性质的,但已运用了集中资金、分散投资的原则。1937 年大和证券公司的前身“藤本票据经纪商”引进了英国“单位型信托”的经营方式,组织了合作社投资。1940 年,藤本已募集了 127 个“单位”,金额达 1270 万日元,已颇受投资大众的重视。

日本的证券投资信托业的萌芽可追溯到 1930 年。该年日本人寿保险公司为防止因纽约股价暴跌而影响日本的股份下滑,共同出资组织了“生命证券”公司,这是一个具有法人性质的投资公司。1950 年日本经济进入复兴期,随着财阀的解散,资产流向民间,为吸收大众资金,

加速资本形成,1951年日本政府公布实施了《证券投资信托法》。此法一公布,各大证券公司及一大批中小证券公司都先后登记成立了投资信托委托公司。可以说,日本的证券投资信托业是在政府的直接扶植倡导下成长起来的。

二、证券投资信托的分类及特征

日本证券投资信托的分类细致而繁琐,依据投资对象可分为股票投资信托、企业债券投资信托和证券储蓄型国际投资信托等;依据募集证券形态可分为封闭型和公开型投资信托两种;依据证券投资信托的结构可分为‘单位型’和‘追加型’两种;依据运用的方针来分类,可分为“稳定型、成长型、稳定成长型”等。其它还有如平衡基金、指数基金、外国股票基金、国内外自由型基金、家庭型基金、零存整取型基金等。

股票投资信托是反映股票价格的晴雨表。当经济高涨时,股票价格上涨,购买受益凭证就可获取暴利。相反,当经济萧条时,信托凭证价格就会暴跌。所以,股票价格的高低直接影响着股票投资信托的盛衰。企业债券投资信托是从1961年1月起,以对企业债券投资为主而开办的。企业债券与股票、贷款一起起着筹措产业资金的重要作用。但由于期限较长,通常为7年~10年,又不许轻易买卖,所以尚未普及到一般国民。企业债券投资信托从性质上虽不及股票投资信托那样引人注目,但发展较稳,尤其适合于每月累积一定金额进行投资零存整取储蓄,成为证券公司不可缺少的主要业务之一。

封闭型和开放型投资信托。在日本,量最大的是封闭型投资信托,各公司都在募集。该种投资信托发行期满后就封闭起来,不再增加股份,因此发行在外的股份或受益凭证数量是固定的,因而也称其为固定型投资信托。投资者不得向发行机构请求赎回其持有的股份或受益凭证,但可以将股票拿到证券交易所上市转让。日本的封闭型投资信托的股票面值一般为1万日元,期限为5年,每年分红一次,最后加上涨价的利润一起兑取。当然,在付一定的手续费后可自由中途解除合同或转手买卖,投资者能坚持到期满的情况并不多见。开放型投资信托并不以每次募集为单位划分,完全可以随时出售受益证券或随时解除合同,即加入和退出均完全自由。开放型投资信托没有特定的运用期限,运用总额限制在100亿日元或200亿日元,只要是在该范围内,就可以自由追加发行受益证券。这种受益证券在能够按当时的标准价格追加发行这一点不同于封闭型投资信托。但也不同于美国公司型投资信托。公司型只要发行了股票,该股票将持续到公司解散为止。而开放型虽无期限,但能中途解除合同或让你为委托人的证券公司买下受益证券。然而如果出现解除合同增多,剩余财产减少以至不能运用时,委托公司有可能封闭某个开放项目。公司型在以后需要资金时也可以用适当的价值追加发行新的股票,这与开放型相同。另外,公司型由于是一家公司运用及管理证券,当公司信誉不好时对投资者来讲是很危险的。日本的开放型及封闭型投资信托,因采取委托公司指示运用,证券公司负责实行,而管理由信托公司承担的方式,因而危险性较小。开放型投资信托以没有期限限制,红利比较优厚等优点,其发展势头超过了封闭型。

家庭基金。家庭基金又叫家族基金,是封闭型投资信托的一种。募集时按每一单位分别进行,运用时将其再委托给母基金,集中了一定的资金后再进行运用,1970年开始在日本实施。它由两部分组成,一部分即‘子基金’,是一种5年期的有价证券投资信托基金,每月出售一次,5年还本。另一部分是‘母基金’,由60股子基金组成,即每月一股的子基金,5年期满刚

好构成一笔母基金。因基金无限期。家庭基金从第二年开始每年分红一次,红利多少取决于证券投资收益的高低。家庭基金按投资对象不同可分为‘股票型家庭基金’和‘国债型家庭基金’,前者主要用于股票投资,后者主要用于国债投资。

国债基金。1975年以来,随着国债的大量发行,在投资者都想追求高利率的背景下,出现了很多以国债为主要运用对象的投资信托业务。其中较有代表性的是,1980年出现的‘中期国债基金’和1981年发行的‘新国债基金’。‘中期国债基金’是一种运用带息中期国债为主的开放型企业债券投资信托,也可以说是一种高利率短期储蓄,一个月后随时解除合同。其特点是‘每月结算一次,把每月的分红加入本金,期限不定,只要满一个月,投资者要求还本便不收手续费。’‘新国债基金’是以用低息票带息长期国债为主的封闭型企业债券投资信托,采取提前计算偿还利润的累加方式。另外,从1982年11月起,日本又开办了仅以国债等公共债券利息为接受对象的开放型企业债券投资信托‘利息基金’。

稳定型和成长型基金。稳定型重视收入所得。其目的是为了能稳定地分配收益。因此,其运用的对象,限于跌价风险小的公债、公司债和升值的可能性较大的骨干企业等大型股票。而成长型则重视资产销售所得,即使要担些跌价的风险,也要以有很大升值可能的名牌股票为运用对象。总之,单位型和公债、公司债投资信托多为稳定型,成长型多为追加型。稳定成长型是指为了取得稳定的分红,同时又要追求升值收益的信托。

三、投资基金的运作

日本的投资基金在运作的过程中由5个当事人构成,即 委托人、受托人、受益人、保管人、证券商。

委托人 在日本,投资信托委托公司最初由证券公司兼营,后来从证券公司中分离出来,负责发行受益证券和向受托人发出买卖证券的指示。日本政府对投资信托委托公司的设立有严格的限制,规定资本额达5000万日元以上的股份有限公司方可申请为委托人,大藏大臣再按其人员的组成及对有价证券的投资能力等加以审查,如果认为其具有:①执行委托人业务的充分能力;②若作为委托人,其业务收支展望良好;③受托人的设立适合于证券投资信托及证券市场的情况,大藏大臣给予批准。在取得大藏大臣的核准后,投资信托公司方可开始营业,并且要就一切事宜,接受主管当局的检查。另外,投资信托委托公司经营的每一个基金的信托条款都必须取得大藏大臣的承认,更改它更要经大藏大臣的许可。

委托人的具体业务如下:

- ①申请批准信托契约条款;
- ②签订证券投资信托契约;
- ③运用信托财产的指示;
- ④行使决议权等指示;
- ⑤编制有关信托财产的报告书;
- ⑥编制信托财产等有关账册文件;
- ⑦编制受益证券说明书及信托财产运用报告书;
- ⑧计算受益证券标准价格。

受托人 受托人必须是投资信托公司或经营信托业务的信托银行。其具体业务如下:

- ①提出与申请批准信托契约相关的充当受托者的承诺书；
- ②签订信托契约；
- ③管理和处理信托财产；
- ④计算信托财产(包括计算受益证券标准价额)及认证信托财产报告书、信托财产总报告书；
- ⑤认证受益证券。

以上各项中,最重要的业务是管理和处理信托财产和计算信托财产。由于信托财产的管理和处理权实质上属于委托者,受托者只遵照委托者的运用指示去取得和处理信托财产,才算尽到了责任,所以必须充分保障其权利。另外,由于遵照委托人的指示进行运用,结果即使信托财产发生了损失,受托者也没有责任。不过,当受托者已判断出委托者的指示是违反法令和信托契约条款,却仍遵照执行时,受托者就变成违背了“注意善良管理”义务,对结果所造成的信托财产损失,受托者不能推卸其责任。

关于信托财产的计算,委托者和受托者每日要对其计算的结果进行核对。如果包括外国证券在内时,受托人要在当地的金融机构签订保管契约,由外国金融机构作为保管人,接受外国证券的保管和外币存款。

受益人 以取得受益证券者为受益者,他拥有领取收益分配和偿还金的权利。受益人拥有请求买进权和请求解除一部分信托契约权,对资金如何运用没有发言权。

证券商(证券公司或投资信托销售公司)在日本,投资者无论是购买信托基金受益证券还是将受益证券兑换成资金,领取红利及领回本金,都直接与证券公司或投资信托销售公司联系。证券商的具体业务如下：

- ①办理募集销售受益证券和收购受益证券；
- ②办理收益分配和支付偿还金；
- ③受益证券的兑换代保管；
- ④向委托公司提出请求解除买进受益证券的一部分契约。

保管人 负责境外人士购买国内证券或国内人士购买境外证券的保管,通常是一家外国金融机构或该机构在国内的分支。

日本投资基金的具体运作过程可用下图表示：

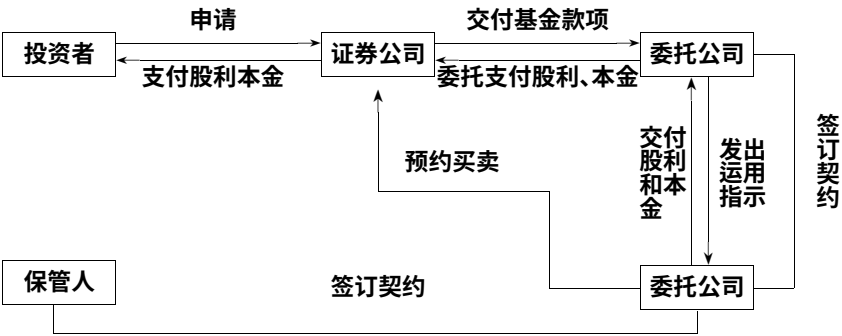


图 4.2.1

四、投资基金的监管

在日本金融证券方面,“自由化的金融机构”成为日本证券市场发展的—大特色,“全能银行”的自由投资信托业的发展,成为日本证券市场发展的目标。但对充分自由竞争的规则,却又制定得十分严格,否则就难以展开平等的自由竞争。具体而言,在对基金业的监管方面,首先规定了认购的人数,作为中、小投资者间接介入证券投资的工具,每个基金的认购人数不得少于 50 名;其次对投资的范围作了限制,不允许对不动产、贵金属和原油等投资,并禁止对关联公司进行投资;再次,对于海外证券投资,只限于由政府指定的海外证券交易所上市的证券投资。在信息披露方面,必须事先向投资者提供“受益证券说明”,对资金资产运用绩效、周转率、从基金资产中支付的手续费、有价证券交易税等,也要分半期报告和年终报告,向有关方面作出定期报告。

日本政府针对证券投资信托业在发展中存在的许多问题和不完善之处,进行了大胆的改革,其改革措施有:

(1)改登记制为许可制。50 年代后期日本证券投资信托发展迅速,但随着国际收支出现赤字,证券市场跌入低谷,中小投资信托委托公司为了求生存,纷纷合并重组。在此同时,日本政府将原来的投资信托委托公司成立的登记制改为核准制,或称许可制,从而限制了证券投资信托公司的成立。

(2)延长证券投资信托的期限。自 1963 年日本政府为了控制国际收支的大幅度赤字而采取紧缩政策后,股市起势艰难,投资信托的募集额急剧减少,解约激增,信托投资纷纷以低于面额的价格偿还给投资人。为支撑股价,维护投资信托的信用,大藏省准许了各证券公司提出的延长偿还期 1 年的要求。后来,无论是公司型的证券投资信托,还是契约型的证券投资信托都改为更为灵活的经营期限了。

(3)拓宽投资信托财产的投向范围。当日本政府采取紧缩政策而使股价停滞不前时,允许投资信托公司将部分剩余资金运用于短期贷款,以充实投资信托的内容。当日本经济再度步入景气,经济高速增长急需大量用于投资设备的资金,而企业向银行大量融资较为困难,发行的公司债又因公司债流通市场尚未建立而销售艰难。在此情况下,野村、日光、山一、大和 4 大证券公司于 1961 年开始承办公司债的投资信托业务。

(4)确保投资信托委托公司的独立经营。证券业务与证券投资信托业务是两项彼此独立的业务,相互之间存在着利害关系。但是,由于投资信托业务是由证券公司开办的,投资信托委托公司一般隶属于证券公司,因而容易出现证券业务侵害投资信托利益的情况。为防止这一弊端。日本政府采取一定步骤确保投资信托公司的独立经营。第一步即实现投资信托委托公司及销售公司的独立,第二步即实现投资信托业务的独立。为进一步确保证券投资信托业务的独立性,日本政府还制订了下列规则:①投资信托委托公司必须独立自主地拟定募集计划;②受益证券必须公开销售,不能仅由一家证券公司代理销售;③股票的买卖代理按各证券公司销售受益证券的比例分散进行。

(5)限制受益证券时价的恶性竞争。证券投资信托的发展壮大,在股票市场上的地位及它们买卖股票行为对股价影响很大。某些投资信托委托公司可能大量买进属于自己信托财产牌名的股票,使之股价上涨,提高信托财产时价;另外,有些公司大量卖出属于其它信托公司信托

财产牌名的股票,使其暴跌,打击其信誉。为防止以上证券投资信托公司之间的恶性竞争,1961年,日本政府制定了一系列限制信托财产适用和收益分配的规则。例如规定证券投资信托要坚持分散投资的原则,信托财产仅限于买卖有价证券,即股票、国债、地方债券、公司债及根据法律规定的公司法人发行的金融、公库债等。一般情况下,证券投资信托的所得收益要全部分配给受益人,契约型的证券投资信托在期中支付,公司型的证券投资信托,股票分红每年可办理两次,债券收益的分配每年办理一次。

(6)改组证券投资信托协会。为防止证券投资信托的募集和信托财产的运用超出常规而影响股市,1966年对“证券投资信托协会”进行改组,改组后协会由10家经理公司及6家专业办理受益凭证买卖及其他交易的证券公司组成,协会的决策机构为董事会,下设6个常设委员会,另成立一个对会员违规给予纪律处置的公正委员会。改组后协会的主要职责是防止信托财产运用上违反受益人利益的事件发生,对公正恰当地运用信托财产进行调查,指导和劝告;防止投资信托公司对其他同业者的诽谤或违法行为,为实现协会的其他目的而进行调查、指导和劝告。

为保障受益人的投资安全,促进投资基金业的健康发展,日本政府对证券投资信托财产的运用和管理制定了一系列规则加以严格限制。其主要内容包括以下几个方面:

(1)信托财产运用范围的限制。日本政府对证券投资信托财产的运用范围有明确的严格规定,根据日本证券投资信托法令及证券投资信托协会颁布的业务规则,信托财产仅限于买卖有价证券,主要有①债券、公司债券:包括政府债券、地方债券、公司债券、银行债券等。②国内上市股票:包括股票及认购权证,每一基金投资一家发行公司不得超过该发行公司股份总额的10%。③信托财产还可用于国内银行存款,金钱信托,通知贷款。④若用信托财产对有价证券投资时,应先在信托条款附表上记载该证券上市交易所名称。⑤可投资于外国股票或债券,但必须受某些限制。

(2)财产运用结构方面的限制。证券投资信托要坚持分散投资的原则,故其信托财产的投资结构由①股票、公司债券、银行债券等有价证券;②短期放款和信托业务;③银行存款等三部分组成,至于各部分所占比例则因信托财产运用人对证券市场行情的分析及投资信托资金的供需情况而定。针对风险较大的股票投资,有几项具体限制数字:单位型证券投资信托投资于股票的资金不得超过信托财产总数的70%,基金型证券投资信托投资于股票的资金不得超过信托财产总数的60~75%,投资于一种股票的资金不得超过信托财产总数的10%,投资于一家公司的股票,不得超过该公司已发行股票的20%。

(3)信托财产购买股票的限制。①该股票发行公司的资本必须在10亿元以上;②该股票最近一年间每月平均买卖数必须超过20万股以上;③该股票股东人数在3000人以上,且未满足5000股的股东所持股数占发行股数的20%以上;④虽上述条件已具备,但股票时价超出常额,亦不得买卖。

(4)股价变动准备金。在日本,信托财产投资于股票的比例还要受股价变动准备金的制约。单位型的证券投资信托,决算时要将除息受益证券时价减去本金,所剩余额的60%作为股价变动准备金,基金型的证券投资信托为20%,这一准备金不得用于股票投资。

(5)投资信托委托公司不得指示受托公司购买委托公司董事、监事或大股东所持股票。

第二节 韩国投资基金

一、证券市场的发展

分析韩国的投资基金离不开分析韩国的证券市场,因为投资基金的发展是以资本证券市场的繁荣发达为基础的。韩国于 1956 年建立了全国唯一的一个证券交易所。该交易所以股份有限公司的形式成立,规模不大,集中作政府债券买卖,1960 年以后,开始发展股票市场,1962 年政府制定了证券交易法,设立了股票交易程序。由于当时缺乏公平、公正、公开的市场交易原则、投机和个人操纵主宰着市场,最终导致了于同年 5 月股票市场的崩溃,1963 年 5 月宣布倒闭,并休业多年。政府从 1961 年开始制定中央计划,刺激经济的发展。第一个五年计划(1962~1966)强调动员国内储蓄,为国内的工业投资提供资金来源。由于经济的发展,国内的股份公司也迅速发展起来,个人所得激增,从而造成资本市场发展的有利的经济环境。另一方面,政府也采取了一系列措施发展资本市场,将发展资本市场作为完善本国金融体制的主要步骤之一。1962 年,随着《证券交易法》、《商法》的颁布,韩国在经济、金融领域的法律机制大为改进。1968 年,颁布了《资本市场促进法》,大力发展资本证券市场。该法刺激了投资者对证券市场的投资。1977 年,财政部新增了两个下属机构:证券交易委员会和证券监事会。前者的主要职能是制定政策。后者则负责政策的贯彻执行。1988 年 12 月 2 日,财政部颁布了开放资本市场计划,依据这一计划,到 1992 年,境外投资者在一定范围内可以直接进入韩国证券市场。同时,国内投资者在一定范围内也可以向境外投资。

二、投资基金重点案例介绍

到 1990 年底,韩国已有 10 种国际投资信托基金,3 种搭配基金及两种封闭型基金。下面通过列表分别介绍这几支基金的概况。

表 4.2.1 国际投资信托概况

	“ 韩国国际信托 ”	“ 韩国信托 ”	“ 韩国发展信托 ”
创始日期	1981 年 11 月 19 日	1981 年 11 月 29 日	1985 年 3 月 29 日
金额	1500 万美元(150 万个信托基金单位),83 年 12 月 16 日又增发 1000 万美元	1500 万美元(100 信托基金单位),84 年 1 月 12 日又增发 1000 万美元	3000 万美元(300 万信托基金单位)
信托类型	国内合同式开放基金	国内合同式开放基金	国内合同式开放基金
上市与否	否	否	香港证券交易所
信托期限	2001 年到期	无	2005 年 3 月 31 日到期
偿还	发行一年之后	发行一年之后	发行一年之后

第四篇 投资基金案例

交易单位	1000 个信托基金单位	1000 个信托基金单位	1000 个信托基金单位
投资管理者	韩国投资信托公司	大韩投资信托公司	国民投资信托公司
投资策略	(1)取得长期资本增殖(2)投资于证券,主要是在南朝鲜股票市场上市的股票(3)规定将其资产 10% 投资于六月期以上的债券	(1)取得长期资本增殖;(2)投资于证券,主要是在南朝鲜股票市场上市的股票;(3)规定将其资产的 10% 以上投资于六月期以上的债券	(1)取得长期资本增殖(2)投资于证券,主要是在南朝鲜股票市场上市的股票;(3)起初,须将其资产的 30% 投资于债券,85 年 12 月 31 日降为 20%
红利策略	(1)分发其即期股红、利息所得(2)不分发实现之资本收益(3)每年财务年度底后的两月内支付	(1)支付其即期股红、利息所得(2)不支付实现之资本收益(3)每年财务年度底后的两月内支付	(1)支付其即期股息、利息所得(2)不支付实现之资本收益(3)每年财务年度底后的两月内支付
财务年度截止日期	3 月 31 日	6 月 30 日	12 月 3 日

续表

	“ 汉城国际信托基金 ”	“ 汉城信托基金 ”	韩国小公司信托基金
创始日期	1985 年 4 月 19 日	1985 年 4 月 30 日	1985 年 12 月 20 日
金额	3000 万美元(300 万个信托基金单位)	3000 万美元(300 万个信托基金单位)	约 615 万美元(110 万信托基金单位),67%在南朝鲜出售
信托类型	国内合同式开放基金	国内合同式开放基金	国内合同式开放基金
上市与否	否	否	南朝鲜证券交易所
信托期限	(若不延期)2005 年到期	2005 年 4 月 30 日到期	1996 年 12 月 31 日终止
偿还	发行日后一年	发行日后一年	1995 年 12 月 31 日至 1996 年 11 月 30 日间
交易单位	1000 个信托基金单位	1000 个信托基金单位	1000 个信托基金单位
投资管理者	韩国投资信托公司	大韩投资信托公司	韩国投资信托公司
投资策略	(1)取得长期资本增殖(2)投资于证券,主要是在南朝鲜股票市场上市的股票(3)规定起初须将 30% 的资产投资于债券,86 年 6 月 30 日降为 20%	(1)取得长期资本增殖;(2)投资于证券,主要是南朝鲜股市上市股票;(3)初定 30% 的债券含量,86 年 5 月 31 日降为 20%,并 10% 于高变现资产;(4)87 年 12 月 20 日,规定至多投资 40% 于上市股票。	(1)取得长期资本增殖(2)起初投资于南朝鲜股市上市之股票,可用 50% 资金投资于非上市股票;(3)至多可用 60% 资金投资于非上市股票。
红利策略	(1)支付其即期股红、利息收益(2)不支付实现之资本收益(3)每财务年度底后两月内支付	(1)支付其即期股红、利息所得(2)不支付实现之资本收益(3)每财务年度底后两月内支付	(1)支付其即期股息,利息所得(2)不支付实现之资本收益(3)每年 11 月内或前后支付
财务年度截止日期	5 月 30 日	9 月 30 日	9 月 30 日

续表

投资基金

	“ 韩国新兴国 ”信托	“ 韩国 1990 信托 ”	“ 韩国产权信托 ”	“ 大韩韩国信托 ”
创始日期	1986 年 3 月 31 日	1990 年 4 月 6 日	1990 年 5 月 9 日	1990 年 5 月 22 日
金额	约 620 万 美 元 (110 万 基 金 单 位) 50% 在 韩 国 出 售	5000 万 美 元 (1000 万 基 金 单 位) 25% 在 美 国 出 售	5000 万 美 元 (500 万 基 金 单 位)	5000 万 美 元 (500 万 基 金 单 位)
信托类型	国内合同式开放基金	国内合同式开放基金	国内合同式开放基金	国内合同式开放基金
上市与否	否	香港证券交易所	香港证券交易所	阿姆斯特丹证券交易所
信托期限	1997 年 3 月 31 日 终 止	2021 年 6 月 30 日 终 止	2021 年 5 月 31 日 终 止	95 年 6 月 30 日 后
偿还	96 年 3 月 16 日 至 97 年 3 月 15 日 间	95 年 6 月 30 日 后	95 年 5 月 31 日 终 止	2021 年 6 月 30 日 后
交易单位	1000 年 基金 单 位	1000 个 基金 单 位	1000 个 基金 单 位	1000 个 基金 单 位
投资管理者	大韩投资信托公司	国民投资信托公司	高丽投资信托公司	大韩投资信托公司
投资策略	(1) 取得长期资本增 殖 ;(2) 投资于证券, 主要是在南朝鲜股市 上市 的股票 ;(3) 起 初, 须 到 少 投 资 30% 于 债 券, 89 年 3 月 31 日 减 至 20%	(1) 取得长期资本增 殖 ;(2) 投资于证券, 主要是在南朝鲜股市 上市 的股票	(1) 取得长期资本增 殖 ;(2) 投资于证券, 主要是在南朝鲜股市 上市 的股票	(1) 取得长期资本增 殖。(2) 投资于证券, 主要是在南朝鲜股市 上市 的股票
红利支付	(1) 支付其即期股红、 利息所得 (2) 不支付 其实现之资本增 殖 (3) 92 年 5 月 31 日 或 后 1 个 月 左 右	(1) 支付其即期股红、 利息所得 (2) 不支付 其实现之资本增 殖 (3) 每财务年度底后 两 月 内 支 付	(1) 支 付 其 即 期 股 红、利息所得 (2) 不 支 付 其 实 现 之 资 本 增 殖 (3) 每 财 务 年 度 底 后 两 月 内 支 付	(1) 支付其即期股红、 利息所得 (2) 不支付 其实现之资本增 殖 (3) 每财务年度底后 两 月 内 支 付
财务年度 截止日期	11 月 30 日	6 月 30 日	5 月 31 日	6 月 30 日

表 4.2.2 混合基金概况

	“ 大韩亚洲信托 ”	“ 韩国太平洋信托 ”	“ 汉城亚洲指数信托 ”
创始日期	1990 年 6 月 28 日	1990 年 7 月 6 日	1990 年 7 月 20 日
金额	1 亿 美 元 (1000 万 基 金 单 位) 40% 在 南 朝 鲜 出 售	1 亿 美 元 (1000 万 基 金 单 位) 40% 在 南 朝 鲜 出 售	1 亿 美 元 (1000 万 基 金 单 位) 40% 在 南 朝 鲜 出 售
上市情况	香港证券交易所	阿姆斯特丹证券交易所	新加坡证券交易所
基金期限	2010 年 6 月 30 日 终 止	2010 年 7 月 31 日 终 止	2011 年 3 月 31 日 终 止
偿还	发行 日 后 三 年 开 始	发行 日 后 三 年 开 始	发行 日 后 三 年 开 始
交易单位	100 个 基金 单 位	100 个 基金 单 位	100 个 基金 单 位
投资管理者	大韩投资信托公司	高丽投资信托公司	国民投资信托公司

第四篇 投资基金案例

投资策略	(1) 将 70% 总资金投资于南朝鲜证券业, 三年后以 60% 为上限 (2) 将 30% 的资金投资于海外市场, 三年后的 40% 为下限	(1) 将 70% 总资金投资于南朝鲜证券业, 三年后以 60% 为上限 (2) 将 30% 的资金投资于海外市场, 三年后以 40% 为下限	(1) 至多投资 60% 的资金于南朝鲜的证券业 (2) 至少投资 40% 的资金于海外市场
红利支付	(1) 支付红利和股息 (2) 不支付实现了的资本增殖	(1) 支付红利和股息 (2) 不支付实现了的资本增殖	(1) 支付红利和股息 (2) 不支付实现了的资本增殖

表 4.2.3 封闭型基金概况

	“ 韩国基金 ”	“ 韩国欧洲基金 ”
基金类型	封闭型	封闭型
地点	美国马里兰	英国吉恩赛
上市情况	纽约证券交易所	伦敦证券交易所
交易单位	纽约股市的一股	通过场外交易市场 500 股
创建日期	1984 年 8 月 29 日	1987 年 3 月 21 日
发行数量	6000 万美元	3000 万美元
第二次发行	4000 万美元 (86 年 6 月 2 日)	3000 万美元 (88 年 6 月 30 日)
第三次发行	5000 万美元 (89 年 8 月 17 日)	5000 万美元 (90 年 3 月 8 日)
发行之总数	2223 万股 (1988 年 10 月 3 股换 1 新股)	2869 万股 (1989 年 12 月 5 股换 1 新股)
报价创始时	由 4 美元调整为 12 美元	由 2.07 美元调整为 10.36 美元
第二次发行	由 32.25 美元拆分为 10.75 美元	由 27.90 美元拆分为 5.58 美元
第三次发行	35.25 美元	6.50 美元
基金管理人	美国斯卡德·史蒂文斯和克拉克	韩国施罗德基金管理公司 (英国)
韩国投资顾问	大韩资本管理公司	“ 幸运 ” 资本管理公司
投资策略	(1) 限制对某一股票发行者投资多于 5% 的资金 ; (2) 限制对某一行业投入多于 25% 的基金 ; (3) 限制对那些靠与证券有关的业务而赢利多于 15% 的公司的投资	(1) 限制对某一股票发行者投资多于 30% 的资金 (2) 限制对某一产业投入多于 25% 的资金
红利支付	至少一年支付一次投资净收益和净长期资本增殖	(1) 支付 85% 的投资净收益 (2) 不支付实现的资本增殖
财务年度截止日期	6 月 30 日	6 月 30 日

资料来源 袁文平 主编 《证券市场的黑马》四川人民出版社, 第 292 页。

第三节 新加坡投资基金

一、投资基金的产生与发展

新加坡第一个单位信托基金——新加坡基金于 1959 年诞生。尽管在 1985 年以前的 26 年里,该基金一枝独秀,但发展并不顺利,直到 1985 年以后,新加坡的基金公司和基金种类在政府的支持下才成倍增加。发展至今,新加坡已有 28 个信托基金,管理的基金净资产值 4 亿美元。特别是当地四大银行的介入,使新加坡的整个基金市场从此有了迅速的发展。具体体现在:①购买基金的人数越来越多,基金投资的比重越来越大。据调查,新加坡有 48% 的人购买基金,其中 43% 的基金投资者为白领阶层。他们把基金看作一项理想的投资工具,主要是看中基金投资既省时、又省力的优点,既不用关心基金投资的细节,又不必去关注股票市场的走势,避免了直接投资证券的辛劳。对那些不满意把钱存入银行或不愿意承担直接投资的风险,或无知识无时间去作直接投资、或想用有限的资金达到多种投资组合的保守者或稳健型的投资者而言,基金成为他们的首选投资工具。②基金种类由单一化向门类齐全的多样化发展。80 年代初期,新加坡的基金主要投资于国内的一级市场和近邻国家的股票市场,基金种类比较单一。80 年代后期,基金公司开始重视推出门类齐全的基金供不同阶层的投资者选择。主要有收入基金、债券基金、保证基金、黄金基金。国家有价证券基金、退休基金、养老基金等。③基金业务由国内走向海外。1989 年,新加坡的多家基金公司就分别在泰国、印度尼西亚、台湾和南韩发行海外基金。海外基金的成功运作,增强了新加坡的金融中心的实力,吸引了众多的国外投资机构进入新加坡国内市场。④基金公司的管理素质和政府的大力支持是新加坡基金业迅速发展的两大动因。

二、单位信托基金

新加坡单位信托业十分发达,这是因为单位信托业除了一般投资基金所俱有的分散风险、制度合理、专业人员管理等优点外,还有自身的一系列优点,概括起来说有:①对资本条件的要求比较低,如发行普通股票,要求数额不能低于 1000 新加坡元,股数不能低于 1000 股,票面价值不能低于 1 新加坡元,而对单位信托就没有这个限制;②以各种形式的有价证券出现,选择范围大;③可在市场销售。所以这种信托基金发行面很广,特别是为想购买多种形式有价证券的投资公众提供了选择机会。

新加坡的单位信托由基金管理人、信托人和单位证券持有人三方组成,其各自的权利和义务及责任均由信托契约规定。这种信托契约在向公众作广告推销之前须经交易所注册人员认可。在基金设立之前,基金的管理人必须是一家公开发行股份的公司,信托人应保护单位证券持有人的利益,通常是一些知名度较大的机构,其职责为:①掌管由基金产生的所有收入;②将收入分配给单位证券持有人;③监护所有投资者和构成信托基金资本的财产;④在所有即将发

行的单位证券证书上副签；⑤确保遵守信托契约；⑥根据单位证券持有人的利益可撤换基金管理人。

第四节 香港投资基金

由于人所共知的原因,香港的基金业与英国的基金业一脉相承,一般把共同基金称为“单位信托基金”。英国的单位信托基金,在 60 年代传入香港,1969 年香港出现了第一家信托投资基金——海外投资基金,尽管该基金曾风靡一时,但因经营不善,再加上没有完善的监管法则作保证,在 1973 年股票风潮中不得不宣告倒闭。进入 70 年代末,香港的基金业走上大发展的道路,随着经济的发展和有关法律、法规的出台,香港已成为继日本之后的亚洲第二大基金管理中心。目前,香港的基金数已达 1300 多家,资产总额已近 500 亿美元。

一、投资基金的类型及特点

香港单位信托基金的种类大致可分为四类：

(1)股票基金。该类基金主要是投资于香港或外国股票,赚取股息和资本增殖。1987 年世界股灾前,股票基金的发展最为理想。

(2)港元货币市场基金。此类基金投资对象只限于以港元为结算单位的货币市场票据,如存款证及商业票据等,基金以港元报价,法律规定最低投资金额为 5 万港元。

(3)基金中的基金。此类基金投资对象是现时市场上可经买卖交易的单位信托基金。普通单位信托基金是借分散投资,以求减低基金的风险,而“基金中的基金”由于是分散投资于基金本身或不同管理集团的单位信托基金,风险可以进一步分散而减低。

(4)雨伞基金。所谓“雨伞基金”,是在一个依照香港法律组成的“母基金”之下,再组成若干“成份基金”,或者在同一商号下,设立若干“成份基金”。雨伞基金通常允许投资者根据环境的改变,将基金投资由一个成份基金转移到另一个成份基金。

除以上几种外,值得一提的是中国基金,所谓中国基金是指主要投资于中国境内,尤其是投资于中国的境内上市外资股(B 股)的信托投资基金。截止到 1992 年上半年,香港的中国基金已达 14 只,资金总额达 500 多万美元,可以说香港的中国基金发展迅速是和中国内地经济发展分不开的。

香港单位信托投资基金的特点表现在以下几个方面：

(1)开放型基金占主导地位,在香港注册成立的投资基金几乎都是开放的。基金单位发售数量不受限制,基金经理人可随时根据市场状况追加发行量,投资人亦可随时抽回现金,流动性大,变现性好。特别是对于海外投资者来说,很有吸引力。

(2)多数为海外基金。香港的投资基金绝大部分是英、美大的管理公司在香港设立的,主要目的是为吸引海外投资者的资金。故香港的多数基金是海外基金。海外基金是指发行公司向本国以外的投资者发售的一种基金。

(3)香港投资基金的投资对象十分广泛,几乎遍及全球,世界各地的股票市场、债券市场、

外汇市场、期货市场、期权市场、货币市场、贵金属市场等都是它们投资的场所,而且香港的投资基金中还有专门投资于某一国家的基金,如英国债券基金,也有投资于一个大的区域的地区性基金,如欧洲股票基金,也有分散投资于许多国家和地区的国际基金,如国际基金债券。

(4)都是收费基金。香港的共同基金都是收费基金,投资者在申请购买基金时,先要缴纳首次费,一般为购买金额的5%。投资者每年还要向基金经理人缴纳管理费,一般为投资额的1%。当投资者要出售手中的基金时,无须缴纳交易费。

二、投资基金的运作

香港的共同基金在运作过程中涉及到三个当事人,即委托人(经理人),信托人(受托人)和受益人(投资者)。

委托人是基金的发起人和设定人,一般为专业投资管理公司,它设计特定类型的投资基金,发行基金受益凭证,并负责所等资金的运用和投资。在香港,经理人通常是认可财务公司的附属公司或商人银行。

受托人根据基金设立时的信托契约,一般为信托公司,商业银行或其附属公司,具体办理证券,现金的管理及其他代理业和核算业务,其职能是确保信托契约载明的受益人的各项权益不被侵犯。受托人必须是有限公司的团体,不能与投资管理公司(委托人)有任何联系。

受益人指投资者,其在投资基金内的权益由受托人代表,并以受托人名义保管和临授所有资产。受益人依其持有的‘基金单位’分享投资成果和风险。

三、投资基金的监管

香港的基金业有较完善的法规监管体系,这些法规主要有:①《证券条例》授权证券及期货事务监察委员会管理基金业的地位;②《信托人条例》管制基金信托人的委托与运作;③《保障投资者条例》管理与限制基金的宣传推广活动;④《单位信托及互惠基金守则》规定基金的成立与运作;⑤《单位信托基金公会执行守则》自律基金行业道德和素质。

香港对基金业的监管主要采取行业自律的方法,基金业的最高管理组织为证券及期货事务监察委员会(证监会),管理手段分为四个层面:

第一,由证监会下属机构单位信托委员会负责,它代表证监会具体管理香港的基金市场,其主要任务是审查基金是否符合上市条件,在审查时侧重以下三个方面:①审查基金说明书的要件是否齐备,内容是否翔实;②审查基金公司向投资人提供的资料是否反映实际情况;③审查基金公司及其主要业务人员是否按有关规定向证监会注册登记,以确保业务人员符合一定的资历和执业操作水平。对于基金的董事资格也有严格要求:他必须是有良好的声誉及足够的执业经验。以上三点属事前审查,事后还有监督,由证监会下属专门小组负责考察基金公司的经营行为是否违反基金说明书,损害投资者利益。

第二,由基金行业组织、香港单位信托基金公会负责,主要监管基金的日常操作,以确保基金公司和行业人员的职业道德不受批评,维护基金业形象。

第三,由基金内部监管,香港单位信托基金及互惠基金守则规定,信托人(受托人)必须是完全独立于基金公司的金融机构,其实收资本不得小于1000万美元,按规定,基金资产以信托

人名义持有,并以信托人名义注册和开立银行账户。信托人的主要任务是监管基金委托人(经理人)的工作,确保基金投资及管理严格遵守基金说明书和信托契约中的规定。

第四,由投资者进行监管。对基金公司来说,投资者就是“上帝”,所以基金公司必须努力提高服务质量和投资效益,以此来吸引投资者。投资者也有权随时查阅经理人、信托人有关基金的最新账目,而基金公司也有义务每年向投资者提供两次基金的经营及财务报告。同时,基金说明书和信托契约上都明确规定了基金单位持有人大会的职权,它有权修改信托契约,更改信托人,任免基金公司及终止基金等。

第五节 台湾投资基金

台湾基金业起步较晚,直到 1983 年,第一家证券投资信托公司——台湾国际投资信托公司才宣告成立,稍后推出了台湾第一家投资基金“台湾基金”。但进入到 80 年代中期,随着台湾经济的快速发展,外汇储备业务的大量增加,台湾当局管制的进一步放松,台湾的基金业得到迅速发展,尤其是在台湾推广的海外基金。到 1992 年 12 月,台湾的本土基金和海外基金已达 250 多家,专门从事基金业的证券投资信托公司已达 15 家。

一、投资基金的类型

台湾基金市场上的共同基金由两部分组成:一是本土基金,即由岛内证券投资信托公司筹组的投资基金;另一部分是境外基金,即由台湾境外基金管理公司筹组的并在岛内推广的投资基金。台湾的本土基金又可以分为以下几类:

(1)开放型基金 指投资者可随时将手中持有的基金单位转卖给基金公司的基金。这类基金有四只:国际证券投资信托公司筹组的第一基金、光华证券投资信托公司筹组的光华基金、建弘证券投资信托公司筹组的建弘基金和“中华证券投资信托公司”筹组的“中华基金”。

(2)封闭型基金 指基金发行销售后,在到期之前,投资者只能在证券交易市场上买卖基金单位,而基金公司无赎回义务的基金。这类基金台湾目前有 6 只,即国际国民基金、光华鸿运基金和鸿福基金、建弘福元基金、“中华成长基金”和成功基金。

(3)国基基金 指台湾投资信托基金公司在海外筹集资金而投资在岛内证券市场上的基金。目前有 4 只,即国际台湾基金、(光华)福尔摩萨基金、建弘台北基金、中华台湾基金。

(4)海外基金 指在台湾本土筹集资金而投资国际证券市场的基金。该类基金在台湾有四只,即国际全球基金、光华环球基金、建弘泛太基金和中华万邦基金。

(5)平衡基金和债券基金:平衡基金指投资标的物既有增值型的投资工具,又有收益型的投资工具,即既投资于股票又投资于债券的基金。债券基金是指仅投资于收益型的投资工具,即仅投资于债券的基金。台湾的万全基金、鸿利基金、双福基金和安福基金属于平衡型基金。万宝基金、鸿扬基金、广福基金、成龙基金属于债券基金。

在台湾岛内推广的海外基金,因数量众多,品种繁杂,这里就不再分类介绍。

台湾的投资基金无论是本土基金,还是海外基金,都具有如下两个特点:

- (1) 属契约型。投资基金在运作框架上,信托契约占有非常重要的地位。
- (2) 从基金交易上分,“本土”基金多为开放型,而“海外”基金多为封闭型。

二、投资基金的运作

台湾的投资基金在买卖方式上与其他国家有所不同,基金主要靠银行推销(80%左右),形成了自身的一些特点:①在投资方式上,投资者的资金实际上成了一种指定用途的信托基金,银行依照投资者指定的用途,以银行的名义购买基金。②在收费方式上,银行不仅要向基金管理公司收取2%至3.5%的佣金,而且每年还要向投资者收取3‰至5‰的信托管理费。③在赎回方式上,通过银行购买的基金,只能向银行赎回。

台湾的投资基金在运作过程中涉及到三个当事人:即证券投资信托公司、基金保管银行和投资者。

(1) 证券投资信托公司。在台湾,证券投资信托公司属特许事业,设立应经台湾“证管会”的核准。证券投资信托公司一般为股份有限公司,其资本总额不得少于1亿元新台币,华侨及外国投资人为股东者,其所持有股份点数合计不得超过49%。目前台湾已有15家证券投资信托公司。

证券投资信托公司是投资基金的发起人如经理人,负责投资基金的组建和运作。但在发行基金券前,应将发行计划、信托契约、公开说明书、财务报告等呈报“证管会”核准。

(2) 基金保管机构。在台湾,只有银行才具有担任投资基金保管人的资格,当银行有下列情况之一的,应先报证管会核准才能担任基金保管机构。①该银行持有证券投资信托公司已发行总股数10%以上的股份。②该银行担任证券投资信托公司董事或监事。③证券投资信托公司持有该银行已发行股份总数10%以上股份。④证券投资信托公司或其法定代表人担任该银行董事或监事。

基金保管银行的一切行为完全依据他同证券投资信托公司签订的信托契约,他对基金的一切资产负完全保管责任,但对于基金的盈亏则不负责任。

(3) 投资者。投资者是指投资基金的依法持有者,一般为台湾岛内外的居民或机构。

三、投资基金的监管

台湾对基金业监管的法律、法规主要有:1983年颁布的《证券投资信托基金管理规则》;1983年颁布的《证券投资信托基金管理办法》《证券交易法》《华侨及外国人投资证券及其结汇办法》《银行法》。

台湾对基金业监管的内容包括以下几个方面:

(1) 确保基金的独立性。台湾《证券投资信托基金管理办法》规定:证券投资信托公司要将信托基金交由基金保管机构进行保管,基金保管机构则为基金单独设立账户使之独立于自身财产之外,若证券投资信托公司或基金保管机构因其自身财产负债,则债权人不得对基金财产请求扣押或行使清偿权。

(2) 维持基金可变现性。证券投资信托公司对每一个基金的资产,要依据证管会规定的10%的比率,保持现金并存放于金融机构或买入短期证券。这样可保证投资者在请求赎回其

持有的基金单位时,能够尽快取得现金。

(3)维持基金资产的存续性。为避免减少基金资产,而使其基金能持续运行,证券投资信托公司不能将基金用于为借款提供担保,或者买入基金本身的受益凭证。

(4)分散基金投资风险。基金投资于任何一家上市公司股票的总金额,不得超过该基金净资产值的 10%,每一个基金投资于任何一家上市公司股票的股份总数,不得超过该公司已发行股份总数的 10%,这种限制除可以分散风险外,还可防止证券投资信托公司利用基金支配公司经营权。

(5)防止与基金发生利益冲突的行为。证券投资信托公司在运用基金进行投资时,不能在它所经营的各个基金间进行证券交易,也不能投资于其它证券投资信托公司发行的基金受益凭证,还不能投资于与本证券投资信托公司有利害关系的公司所发行的证券。有利害关系的公司是指证券投资信托公司已发行股数 5% 以上的股份公司,以及担任证券投资信托公司董事或监事的公司。

第六节 比较与借鉴

通过对亚洲几个主要国家和地区投资基金的分析,我们至少可以得到以下几点启示:

(1)亚洲地区的投资基金大都是从国外输入的,而且起步晚、发展快。日本投资基金的发展与日本信托制度的发展是分不开的,而日本的信托制度是从美国引进的,直到 1902 年日本兴业银行成立后才首次开办了信托业务,1937 年大和证券公司的前身“藤本票据经纪商”组织了合作社投资,采用的“单位型信托”经营方法,则是从英国引进的。与此对应,英国早在 1868 年就设立了世界上最早的投资基金机构——海外和殖民地政府信托。日本经过短短几十年的发展,不仅成为亚洲最大的基金管理中心,而且在国际基金市场上也占有重要位置。新加坡和香港的投资基金是从英国输入的,但新加坡的发展使其自身确立了国际金融中心的地位,而且交易工具、交易方式及交易机构日益多样化、现代化和国际化。香港基金业的发展,成为继日本之后亚洲第二大基金管理中心。目前,香港的基金数已达 1300 多家,资产总额已近 500 亿美元。

(2)投资基金的兴衰与政府的强有力支持与反对是密不可分的。第二次世界大战后,日本政府为了改善股市环境,正式建立了证券投资信托制度。1941 年 10 月,野村证券公司正式开办投资信托业务,带动了一批证券信托机构的相继成立。1951 年日本政府公布实施了《证券投资信托法》。之后,野村、日兴、山一、大和四大证券公司及一大批中小型证券公司都先后登记成立了投资信托公司。可以说,日本证券投资信托业是在政府的直接扶植倡导下成长起来的。韩国投资基金的发展也不例外,同样得到了政府的强有力的支持。1962 年政府制定了证券交易法,设立了股票交易程序。从 1961 年开始,政府就通过制定中央计划来刺激经济的发展、为资本市场的发展创造有利的经济环境,将发展资本市场作为完善本国金融体制的主要步骤之一。1962 年,随着《证券交易法》、《商法》的颁布,进一步推动了韩国资本证券市场的发展。1988 年 12 月 2 日,财政部再次颁布开放资本市场计划。正是政府采取的一系列措施,在推动资本证券市场发展的同时,也带动了投资基金业的发展。到 1990 年底,韩国已有 10 种国

际投资信托基金,3种搭配基金及两种封闭型基金。台湾的投资基金由‘本土基金’和‘外来基金’两部分构成,‘本土基金’不仅发展慢,而且品种单一,这同样是与政府一开始对这一行业管理太严,限制了自由发展是分不开的。

(3)投资基金的发展,除了政府的扶植外,还需要具备一系列的条件。这里主要谈一下促进香港投资基金迅速发展的主要原因。香港单位信托基金蓬勃发展的主要原因体现在以下几个方面:①国际基金投资迅速扩大,促进了香港基金业的发展。80年代初连续几年的全球性股票牛市,使西方各国政府和公司债利息高涨,带动了基金投资热潮。在这些国家开设的基金公司、互助基金和保险公司等,手上持有充裕的资金,谋求在海外开拓新的市场。香港凭借其亚太地区金融中心的地位和拥有良好的通讯设施,广泛应用英语、低税、无外汇管制和健全的司法制度等有利条件,被国际基金选为其在远东地区理想的投资基地。②近几年香港经济持续增长,部分港人的私人财富骤然增加,尤其是中产阶级人数的增加。他们在经济高速增长和通胀的情况下,实际收入和个人积蓄稳定上升,但是银行存款利率长期偏低,缺乏吸引力。因而普遍倾向于将资金投向不同的对象和市场,以减低或避免风险。但又限于个人的时间、精力、专业知识、经验和消息渠道等条件,难以做到分散投资。于是,拥有专业管理的单位信托基金便成为私人投资的较佳选择。③基金公司积极开拓,不断翻新品种,进一步增加了单位信托基金对不同类型投资者的吸引力。④80年代,香港作为一个国际金融中心的地位已经确立。其通讯设备发达,市场功能完备,为基金所发展提供了必要的市场条件。⑤香港作为一个自由港,资金可以自由出入,可以经营离岸金融业务,适应了基金离岸经营管理需要。⑥香港是个免税天堂,不征收基金所得税和利息税,降低了经营成本。⑦80年代东南亚各国和地区经济蓬勃发展,引起了各国投资者的兴趣,各大基金管理公司纷纷在香港设立机构,以香港为基地不断向台湾和东南亚推广。

(4)从投资基金的运作来看,台湾基金业在买卖方式上有其特殊性,与其他国家或地区不同,基金主要靠银行推销(80%左右),这种做法有利也有弊,好处在于可以逃避台湾证券管理委员会监管,同时银行网点多,到银行买卖基金远比到基金管理公司或投资顾问公司方便。弊端在于:①银行不会象投资顾问或投资经理那样,为投资者提供意见和建议;②市场上的基金很多,银行只能代理一部分基金管理公司的基金,投资者挑选的余地有限。

第三章 欧美主要国家 投资基金经营管理实务

第一节 英国投资基金

一、投资基金的产生与发展

投资基金最先在英国产生并得以迅速发展。这是因为：①在 18 世纪末，英国依靠发展工业和对外扩张积累了大量财富，使得国内利率不断下降，为了获取资金的高额回报，不得不向外寻求资金增殖的出路。②英国以外的欧美国家在推进工业化的进程中，急需大量资金，故纷纷到英国发行各种证券筹集资金。当时曾因美国许多公司破产使得英国投资者遭受重大损失。为了避免投资损失，分散投资风险，英国的投资者于 1869 年共同出资设立基金，委托具有专业知识熟悉海外经济情况的专家进行操作和管理。这便是世界上最早出现的“单位型信托投资基金”。③投资信托利率水平大大高出一般公债的利率水平，对众多投资者产生了极大的吸引力。当时设立基金发行的受益证券，固定利率为 6%，信托期限 24 年，投资者实际可得年收益率在 7% 以上，与此同时，美国政府债券的利率只有 3.3%，英国统一公债的利率已低到 2%，处于利益驱动，便吸引了众多的投资者。英国早期的投资基金大都是契约型，其中又以封闭型和固定型为主，直到 19 世纪 80 年代才出现了公司型投资基金。

二、投资基金的类型

英国的投资基金可分为两种类型：一种叫单位信托，是指以投资者为受益人，通过广泛内容的信托投资活动取得、持有一些证券资产，长期进行经营或处分，从而获得利益和收入，属于契约型基金。单位信托又分为固定型信托、可变型信托、分散型信托、积累型信托几种类型。另一种叫投资信托，是根据“公司法”建立的具有法人资格的经济实体，属于公司型基金。单位信托和投资信托既有区别，又有联系。联系是：它们的营运有重大共同因素，即它们都使投资者能在一笔交易中通过买进范围更广、种类更多的证券的权益来分散风险，它们所持有的债权

和它们所创造债权要求是同一性质的。区别是：①两者在信托上的意义不同。投资信托不是指法律意义上的信托，它只能在一定范围内进行融资和投资。单位信托是法律意义上的信托。②投资信托的投资者是买投资信托公司的股票，而单位信托的投资者是买它们所发行的带有一定资产比例的单位。投资信托本身是公开招股的有限公司，其资金来自正常的途径，如发行普通股和发行公司债。参加投资的投资者买进公司股份，则公司的股东所得的是股息，而不是收入分配。投资者如果不想再投资，可以通过证券经纪人把股份卖给其他投资者。单位信托不是出售股份而是出售信托“单位”。单位信托由若干投资者购买若干信托“单位”，由管理人将筹集起来的资金投资于多种多样的公司证券，“单位”购买者则依其持有的“单位”按比例分享从资产组合中的资产所获得的收益。“单位”分得很小，为的是便于投资者随意购买。单位信托组成后，“单位”的实际价值按单位信托持有的公司证券的市价总值除以单位总数计算。经营收入也按单位总数均分。单位总数不是固定的，其发行可以视需要增大或缩小，投资者可以随时买进卖出“单位”，单位信托的经理入也可以随时按反映其所持有的资产的现行价值的市场价格来买卖“单位”。③单位信托的单位价值同持有资产密切联系，而投资信托的股票价值则不一定和公司资产相匹配。④投资信托给予个体投资者两大好处：其一，个体投资者可以借助投资信托对证券投资进行专门的管理；其二，个体投资者可以通过它们将本来只能作单一或较少种类的投资变为可以进行多种多样的投资，有利于分散风险，降低损失。单位信托以投资多样化、有利于分散风险、“单位”分得小、便于购买等优点吸引着众多的小储蓄者。

三、基金的运作

英国的投资基金大都采取开放式运作，其经理人为单位信托公司，围绕基金的筹建、管理、运用，涉及以下当事人：

- (1) 发起人：即建议组建基金的人，一般为基金的经理入；
- (2) 董事会：从基金的投资者中产生，负责监管基金的管理、运作，维护投资者的利益；
- (3) 投资顾问：由投资专家组成，负责基金运作。投资顾问一般为发起人；
- (4) 经销商：具体负责发行基金券的人，可以是经纪人，也可以是一家银行或其它有经销资格的机构；
- (5) 经纪人：按照基金经理人的指示，负责基金所投资证券的日常买卖活动的人；
- (6) 保管人：以实物形态的基金进行投资的日常管理人；
- (7) 登记人：负责基金持有人登记、过户等事宜，可以同时是保管人。

在这七类当事人中，董事会是较独立的一方。一方面，它主要负责维护投资者利益，确保基金经理人的活动是以投资者的利益为出发点；另一方面，它又要向基金的管理当局负责，监管基金的运用、管理符合管理章程。基金的董事会和经理入，必须是分开的，相互独立。

投资信托的最重要文件是招募章程，又可称为招股说明书。它有两个职能：一是推销基金的工具；二是维护投资者利益的依据。如果基金发行公司所拟发行的基金量准备上市交易，则招募章程必须得到证券交易所的认可和批准。在英国，对公司型基金的招募章程，其内容不仅要符合英国的公司法，还必须符合欧共体法。

与此相对应的单位信托的建立，虽然在组织结构上与投资信托不同，但其实质的框架，相互制约、联系的机制还是类似的。在英国，单位信托的主要当事人有发起人（经理入）、受托人

(保管人)。这里最重要的文件是基金经理人和受托人之间签订的委托协议,委托协议的内容与投资信托的招募章程相类似,也明确规定了基金的投资政策、投资限制等基本内容。

四、基金的监管

英国设置了一套以自律为中心的对基金的管理体制,以保护广大中小投资者的利益。英国财政部是这一管理体制的最高层,主要负责制定一些大的方针、政策。在财政部下面是英国证券投资委员会,该委员会对财政部负责,主要制定有关基金监管方面技术性较强的政策和措施。在证券投资委员会下面是众多具体的、带有自律性质的民间性管理协会,如投资顾问、基金经理人协会、共同基金协会、投资信托协会等。这些协会是共同基金管理的实体。其管理方法是采取一种“会员制”的办法,具体为任何想要从事有关投资基金活动的人或机构,无论是充当投资顾问、基金经理人,还是经纪人等,也无论是要搞投资信托还是单位信托,均首先必须获得相应协会的会员资格。申请会员资格能否被批准,主要看它是否符合“会员的资格和要求”。具体说来,分三个步骤进行考察:①填写问卷,目的是了解申请人详细情况,包括业务范围,遵守协会规章的具体措施,该公司的人力、资源及投资经验等;②协会的负责人和申请人的负责人通过面对面的交谈,掌握第一手资料;③实地考察,以便进一步了解申请人的经营情况,对申请人有个更完整的了解。通过以上三个步骤,如果证明申请人均符合要求的话,即被批准为会员。一旦一个机构获得会员资格,那它就享有经营协会所允许的百分之百的自由权。例如,如果是基金经理人协会的会员,则它可以在它认为合适的时候,发行任何数量的基金,而无须得到批准。

在英国以自律为中心的管理体制中,各协会均依据本行业特点,制定出本行业的投资限制,这些限制的具体规定因行业的不同而有所不同,但一般说来,包括以下几项内容:①基金投资于一家公司的股票、债券等不得超过公司发行股票、债券的某一百分比。②该基金资产净值中,某一公司所占比重不得超过某一百分比。③该基金对某一行业的投资不得超过该基金资产净值的某一百分比。④限制基金投资于某些行业。⑤有关基金借款、保值的限制。⑥有关该基金投资于其它基金的限制。⑦有关发行分期付款基金量的限制。⑧有关发行某些派生证券的限制。以上几点,归纳起来可分为三大类:①有关基金借款能力的限制;②有关基金投资风险的限制;③有关基金券扩大发行的限制。以上限制,均有明文规定,在基金招股章程或委托协议中均明确规定本基金遵守哪些限制,以此来保护投资者利益。

第二节 美国投资基金

一、投资基金的产生与发展

英国在把美国变为自己的殖民地的同时,也把当时英国就有一定发展的商品、货币关系直接移植到了美国,这不仅推动了美国经济的发展,而且大大缩短了美国市场经济的建立进程。

随着美国独立战争和南北战争的胜利,美国经济得到了进一步的发展,同时,发展经济又急需大量资金,这就为英国在美国撤出自己的政治和军事力量的同时,继续加强在美国的资本扩张提供了前提条件,英国通过投资管理公司在英格兰和苏格兰银行的信托资金,源源不断地输入美国,投资在农场、铁路以及其它行业中。这样,英国人不仅给美国人带来了资本,也给美国人带来了‘基金’的新概念。

第一次世界大战后,美国经济空前繁荣,国民收入剧增,由债务国变为债权国,与此同时,经济收入也日益趋于复杂化,在这种背景下,英国的投资信托制度引入到美国。以 1924 年 3 月 21 日在波士顿成立的具有真正现代色彩的共同基金‘马萨诸塞投资信托基金’为契机,美国的投资基金得到了迅速发展。“马萨诸塞投资信托基金”是由哈佛大学 200 名教授出资 5 万美元资产组成,发展至今,其资产已超过 10 亿美元,有 85000 多个基金投资人。该基金的管理机构马萨诸塞金融服务公司还经营数十个其他基金,经手资产总额超过 150 亿美元。

美国的基金业尽管比英国发展的晚,但后来居上。在基金数量上,美国比英国高出 1 倍多,在基金资产总额方面,美国是英国的十几倍,在投资者人数方面,美国也是英国的十几倍。当今,全球有一万多只基金,美国就占去 4000 多家,全球基金资产总值为 27000 多亿美元,而美国几乎占了一半。美国基金市场,不论在基金数量上,投资者人数上,还是在基金资产总值上,都居世界第一位。

二、投资基金的主要类型

美国的共同基金是以投资公司的形态出现的。按照美国 1940 年《投资公司法》的定义,投资公司是指任何一个实体:①主要从事证券投资、再投资或交易;②从事或准备从事证券投资、再投资、拥有、持有或交易,并拥有或准备获得超过发行者总资产价值 40% 的投资证券。依据该法案,投资公司可分为以下三类:

(1)面额凭证公司。即由公司发行一定面额债权凭证或债权证券,其付额可分一次或多次,向社会发债以吸收社会公众资金,到期时投资者按面额收回本金和一般数额的投资利益。

(2)单位投资信托公司。这是一种以信托形式出现的不负责管理的证券组合。通常仅限于一类股票。不设董事会,仅发行可赎回证券。除个别例外,其证券组合不得变动,证券出售后的收益按持有单位数分配给投资者。

(3)管理型投资公司。该类型公司通过募股设立。管理公司设有董事会,以管理基金、监督创办人与顾问对基金的自我分配活动,注册管理公司发行的每张股票都必须是投票股,通常与所有的其它普通股一样,有同等的投票权。管理公司的基本政策、顾问合约以及任何分配计划的变动,都必须经过多数投票通过。管理型投资公司依发行的债券可赎回与否可分为股份固定和股份不固定两种类型,即封闭型与开放型。股份固定投资公司有固定数量的普通股份,不轻易变动,而股份不定投资公司可以随时发行新股并不断赎回发行在外的股份。在美国目前的投资公司中,封闭型(股份固定投资公司)逐渐萎缩,已不足 1000 家,而开放型投资公司发展迅速,现已逾 3000 家,已成为典型的美国投资基金的组织形态。从所投资证券的分散程度来看,管理公司又可分为‘多样化’投资公司和‘非多样化’投资公司。“多样化”是指投资公司 75% 以上的资产投资购买多种企业证券,而投资于每种证券的金额不超过该投资公司资产总额的 5%,以保证因证券价格变动而使证券在公司拥有比例变化不影响投资公司‘多样化’性

质。美国税法明文规定：“多样化”投资公司以其所得收入的 90% 以上分配给它的股东时，可享受“税法”上的税收减免待遇。

这里值得一提的是美国的货币市场基金与创业基金：

(1) 货币市场基金。货币市场基金是 70 年代才出现的。其迅速发展是近几年美国互助基金业的显著特征。有人曾将货币市场基金的出现说成是美国 70 年代末 80 年代初“金融革命”的导火线。它的主要投资方向是各种政府短期债券、大额转让存单、商业票据等，特点是以短期投资为主，风险小，收入稳定。一般时间不超过三年，每年分红在 10% 左右，而且可以随时转让买卖或向发行公司按当天资产净值牌价退股，目前这种基金已成为美国共同基金的主流，占基金总量的 60%。

(2) 创业基金。美国的创业基金是 70 年代末和 80 年代初在美国蓬勃发展起来的一种投资机构。当初由于受到高新技术蓬勃发展的吸引，金融界看好此类新兴行业的发展潜力，也看到他们借贷无门，于是纷纷创设创业基金，适应这种市场需要。创业基金经营方针是在高风险中追求高回报，它的投资目标主要是那些不具备上市资格的中小型企业 and 新型企业，甚至是仅仅处在构思之中的企业。这类企业一方面因不能上市，无法通过发行股票筹集资金；另一方面因信用程度低又无可抵押的资产，无法从银行获得贷款，所以只好求助于创业公司。创业基金与其它种类基金不同，它注重掌握监管所投资的企业，甚至参与经营；而其他种类基金，例如股票基金和债券基金，只重视掌握市场行情，而不监管新投资的企业，更不参与企业经营管理。

为了降低投资风险，创业基金对争取基金投资的企业进行严格的挑选，接待那些具有增长潜力，但暂时缺乏发展资金的公司作为投资对象，而且投资额只占该公司股份的 15 - 20%，以实行投资组合，分散投资风险。尽管投资份额较低，但受资公司必须按创业基金的要求给予合作。创业基金的投资是过渡性的投资。投资的目的是不要控股，直接经营受资公司，而是通过资金和技术援助，促进受资公司发展，从而使其获得增值。一旦受资公司发展起来，股票可以上市，创业基金退出受资公司的时机也就成熟了。

三、投资基金的运作

(1) 在美国共同基金的实际操作中，有四个当事人：管理公司、投资公司、承销公司和保管机构。其分工是：投资公司委托承销公司以发行股票的方式筹集资金，资金成为公司法人资本，投资者成为股东。基金成立后，投资公司与管理公司订立契约，请管理公司管理并操作基金，保管机构（一般为银行）则负责基金资产的保管和处理。

(2) 基金的发行与买卖一般要经过以下几个程序：① 投资公司根据国家经济政策、金融市场、投资市场状况、大众投资心理和各种预期，选择投资方向，来确定设立能够获得投资者响应的基金；② 作各种市场分析，尤其是销售市场分析，确定基金筹集、运用、分配等管理办法，写出招募章程，选择投资顾问、进行评估等；③ 进行投资决策，基金公司一般都要设立一个管理委员会，进行大政方针、创设基金等决策。在美国，设立基金公司和一些大的国内基金要经过证券交易委员会批准，而对一般性投资基金进行开放，各基金公司可自由决策，但要受证券交易委员会的监管和社会评估机构的正常评估，投资决策一般为一个月左右；④ 进行基金筹集，通过各种宣传推销基金；⑤ 选择保管人订立契约。

(3) 共同基金股票的销售一般通过三条渠道来完成：

①承销商发挥批发功能,将共同基金的股票批售给零售商(自营商或经纪商),再由零售商分销给一般投资人,承销商则开展各种促销活动来支援分销活动。

②承销商直接销售,不利于零销商。承销商除担任原始承销业务之外,还雇佣推销员直接分销给投资人。

③由基金(投资公司)直接销售。采取该种销售方式的基金,通常不收销售手续费。

(4)基金公司的收入一般来源于基金的管理费和买卖手续费。基金管理费一般是按基金净值总额分年提取,依据情况不同,管理费一般为 1—5% 不等;买卖手续费也不一样,开放型基金一般不收手续费,封闭型基金在发行时一般也不收手续费。发行后如有特殊情况要求退股时,最高可按银行同期存款利率加收 2 个百分点,有些基金发行时加收发起费,有些不加收。

四、投资基金的监管

(1)有关投资基金监管的法规。在 1929 年以前,美国政府基本上不对共同基金施加管制,但自从 1933 年美国公布了《联邦证券法》以来,美国对共同基金业的监管法规已相当完备,而且是联邦监管法规体系和州监管法规体系双轨制运行。其主要法规有:1934 年《证券交易法》、1940 年《投资公司法》及 1941 年《投资顾问法》、1970 年《证券投资者保护法》、《联邦所得税法》等其他法规。在这些法规中,特别是 1940 年《投资公司法》不仅就投资公司的创设、结构及经营等加以规范,还列示了组成董事会的基准,并对制订投资公司的管理契约,主承销销售契约等也作了有关规定。1970 年《联邦投资公司法修正案》又为管理费用、销售佣金等制订了新的标准。

(2)监管的机构。美国基金业的监管机构有以下几个:①全国证券交易委员会。它是投资公司活动的主要管理、监督者,有一定的立法和司法权,专门对投资基金的发行与交易活动进行管理。检查、稽核基金公司的经营活动,监督信托条款法、投资公司法、投资顾问法的执行,以保护投资者的合法权益。

②证券交易所。证券交易所配合并辅助证券交易委员会对投资公司的经营活动进行监督管理。一方面,证券交易所通过贯彻、执行证券交易委员会的管理规定,对投资公司的经营活动进行具体管理和监督,并随时向证券交易委员会报告;另一方面,证券交易所根据本交易所或本地区的具体情况,在不与证券交易委员会管理规章冲突的前提下,制定本交易所的管理规定,控制并引导投资公司在本交易所的经营活动。

③全国证券商协会。它是一个自律性组织,为投资基金(股份)的销售活动设立公平交易等规则。它实际上起着投资公司基金业自我管理的作用,对美国投资基金市场有很大影响。

④保护投资者协会。它是一个非盈利的、管理投资公司风险经营的保险组织,以保护广大投资者利益为管理目标。

⑤投资基金组织中的受托人。它与基金经理人和投资人构成投资基金的三个当事人,然而它却独立于投资基金经理人,根据基金公司章程(或信托契约),监督基金经理人的经营活动,并保护投资者的资产及其收入归投资者所有。

(3)监管的内容。美国对共同基金的管理基本上是依法进行的,所以有关法律的规定就是监管的内容:

①联邦证券法的立法目的和主要条款。该法是美国管理证券市场的重要法律,主要目的

有二：一是要证券发行者向购买者充分披露其财务状况和其他有关资料；二是禁止以不真实的说明及诈骗手段销售证券。该法的重要条款有：a. 证券在按章程出售以前，必须在证券交易委员会注册，招股说明书或业务状况介绍必须每 16 个月补充一次新资料。b. 任何招股通知必须附有开放型基金公司的股份状况介绍，有关人士应明确意识到证券管理委员会对投资的优劣并无意见，它只关心招股说明书是否包括所有的重要资料以供投资者完整的决策。

②联邦证券交易法的目的有二：一是建立证券交易委员会，作为证券市场的主管机关；二是证券交易委员会定期检查上市公司（包括投资基金管理公司）的财务状况。该法于 1939 年做过修订，并组建全国证券商协会。

③投资公司法是美国基金业最重要的法律，它为投资公司设定了程序规则，其主要内容有：a. 任何公司，如果它所拥有的投资证券超过其资产净值的 40%，便可列入为法律定义所规定的“证券投资公司”，必须向证券交易委员会注册登记。b. 公募：公开募集的投资公司，资本金必须达到 10 万美元，未经公司半数以上股东表决同意，投资公司不得随意改变其类型、投资决策。c. 不允许基金公司进行证券店头交易，但允许一部分投资公司作空头。d. 基金公司必须向投资者公布关于运用信托财产的投资政策和投资内容等文件资料。e. 基金公司不得发行复合证券（优先股票、债券），封闭型基金要求更严。f. 基金持有人在满足下列条件后可得以税收的优惠：一是该基金公司必须是纯粹的国内公司；二是公司资产多样化；三是公司总收入至少有 90% 来自股息、利息、贴现、证券、贷款收入、销售收益或其他股票债券转让所得以及某些相关的合法收益；四是公司必须将每一税季内收入的 90% 以上分配给基金持有人。g. 严格掌握公司职员的素质。

上述监管法规都把保护投资者的利益放在重要位置，归纳起来，有关保护投资者利益的重要条款有：a. 根据全国证券商协会的自律要求，其成员在核算基金公司股利时，不得将投资的股本的增值计算在内。b. 随着基金销售量的提高，佣金的比例会下降，管理者不得为维持佣金的比例而限制每个单位的基金的销售量。c. 主包销商除了承销协议中列明的价格回扣让步外，不得向包销成员或注册代理人提供任何实质性的优惠。d. 任何全国证券商协会成员均不得以延迟执行顾客购买基金单位指令为自己谋利。

第三节 加拿大投资基金

一、投资基金的产生与发展

加拿大的共同基金机构最早出现于本世纪 30 年代初期，但是直到战后的 50 年代末，才有较快的发展，目前营业的大部分共同基金机构都是 50 年代以后成立的。早先，大多数投资基金的投资组合都集中在各种公司股票投资，但是近年来由于股票市场的动荡不定，而出现了一大批专门从事各种债券投资和抵押贷款业务的共同基金机构。不同的投资组合反映了不同共同基金各自的经营目标，专门投资于公司股票的共同基金，其经营目的往往是通过所购买股票的增殖来实现其资本额的长期稳定增长，而专门投资于各类债券或抵押贷款的共同基金，其经

营目的通常是要获得长期稳定的收入来源。也有的共同基金,其投资组合比较分散,既有公司股票,也有各种政府和公司债券,其经营目标是要两者兼顾。而有的共同基金,它们的投资组合非常集中,比如专门投资于矿业公司的股票、石油公司的股票、电力和通讯设备业的公司股票,等等。它们是在某一特定领域具有专门的知识,或独有的信息方面的优势。

加拿大基金资产总额 1991 年底达到 435.16 亿美元,基金单位持有者约有 440 万户。加拿大基金市场作为北美基金市场的重要组成部分,必将在北美自由贸易区的发展过程中得以发展壮大。

二、投资基金的类型

加拿大投资基金可分为开放型和封闭型两种。

开放型投资基金在加拿大通常称为共同基金,或投资基金,是最常见的基金形式。共同基金可以不断地向公众出售其股票或单位,投资者可以随时直接向基金购买基金份额。共同基金作为一个组织,发行股票或单位,并在投资者提出申请时或投资者提出请求的特定时间内发给投资者一定股份,其数额等于投资者所出资占共同基金净资产的份额。共同基金份额持有人可以随时通过向基金回交所持股份来收回投资,共同基金这个特性被称为“赎回权”。

封闭型投资基金只占加拿大基金总额的很少部分。与共同基金相同,封闭型投资基金也是将投资者的资金集中起来,按投资政策和投资目标进行投资,所不同的是,封闭型投资公司所发行的股票或单位是比较固定的,或者说,发行的金额是一定的,不是时而增加,时而减少。

封闭型投资公司在创立基金时向投资者发行、出售基金券,基金发行期满后就封闭起来,不再增加股份。但基金公司章程或信托契约往往允许封闭型基金通过发行一种或多种股利水平的优先股来追加基金资本总额,在某些情况下可以举债运营,这样可以发挥普通股在基金的投资组合管理中的杠杆作用。另一方面,封闭型基金股票或单位首先发行以后,投资人不得向基金公司请求赎回其持有的股份,但是可卖给第三者或拿到证券交易所上市转让,加拿大约约有 20 家封闭型基金股票上市交易或柜台转让,股票价格由市场供求决定,可以说由竞价产生或由基金券买卖双方协议产生。

依照投资目标区分,加拿大共同基金还可以区分为以下几种:

①收入基金(或称债券基金)。该基金的投资目标是保全本金,获取当期的高收入。其投资对象主要是高质量、高收益的政府债券和公司债券,还有一些分配股利较多的优先股、普通股股票及抵押票据等。这种基金的资本所得潜力有限,机会少,其股票价格波动也相对较少。

②平衡基金。该基金的投资目标是多重的,既追求本金安全和本期收入,又着眼长远的资本增值。为了实现多重目标,必须选择平衡的投资组合,既包括有固定收入的有价证券以保证资本稳健并获得收入,也要包括各种各样的普通股,以分散风险并求得股利收入和资本成长。多目标协调的平衡基金优点是比较稳健,当股市下滑时,表现比专门买股票的基金好;当股市多头时,成长不如股票基金。

③普通股基金。股票市场是大多数共同基金投资的最重要对象。为分散风险、取得收益并保持一定的变现能力,基金也购买一些短期债券或有固定收入的债券,但是绝大部分基金资产都是投资于普通股,以追求最大化的资本利得。由于与其他证券相比,股票价格更加变化无常,所以股票基金的价格波动幅度要比收入基金和平衡基金大得多。

④伦理共同基金。它是加拿大的一种新型基金。伦理基金依据一定的道德准则进行投资决策,而所依据的道德准则因基金而异,如有的伦理基金可能避免投资于经营烟草、酒类和军火的公司,有的则依据宗教信仰进行基金投资决策。

此外,加拿大的共同基金还有投机基金、专门基金、股利基金、不动产基金等。

三、共同基金的运作

(1)加拿大共同基金作为一个经营机构是一个有机组合的整体,它一般有四个基本要素构成,即基金、基金经理、承销机构、托管人。在加拿大,大约有 $3/4$ 的共同基金是以信托形式组织的。共同基金信托是指基金以信托形式组织,即依据一定的信托契约而组织起来,代理投资活动。契约条文因各个基金而有所不同,但其基本内容是差不多的。契约要列出基金的主要投资目标、投资策略、投资限制,指明已确定的基金经理、主承销商和托管人或者授权人与提供承销服务、托管服务等机构签订合约,设定将要发行、出售的基金单位限额。契约还要详细说明赋予基金单位持有人的权利。基金经理负责基金投资组合的日常管理。在基金证券交易、运作过程中,基金经理要严格遵守基金章程中详细列示的指南(包括投资目标、投资方针等),不能从事所在省证券委员会禁止的活动,不能超出投资限制范围。基金承销机构可以由证券公司担任,也可以由同时控制基金管理和分销的集团公司的销售部门来担任,或者由独立运作的专门销售公司担任,或者由基金直接面向投资人销售而不经任何专门的销售组织。托管人负责保管基金资产,包括接收基金投资者认购所缴资金和基金投资组合收益,安排基金股利分派、投资组合标的物购买、赎回股份中的现金支付。基金托管人还常常作为基金注册、过户登记代理机构,负责保存基金股份持有者的记录。

(2)共同基金券的认购。在加拿大,共同基金券的认购通常有三种方式:一次付款方式、股利再投资方式和累积(追加)认购计划方式。一次付款方式具有如下几个特点:①规定首次认购最低额。一般大型共同基金的首次最低认购额在 200~500 美元之间,目前已有一些基金的最低认购额高达 1000 美元。②大额认购可酌减销售费用。一次性付款认购基金数额在规定限额以下,其销售费用通常为出售价格的 8~9%。③减低销售费用的“意向书”。基金购买者通常向基金公司签发大额认购“意向书”,承诺在规定时间内,购满可享受某一低销售费用比率的大额认购量限额。

股利再投资方式是指许多基金自动地将股份持有者应得股利滚入本金,即将基金持有者的应分得股利以基金股票形式派发给原持有者,新股票价格按当地净资产价值计算,并且不需要支付销售费用。

累积认购计划方式。该种方式又可分为自愿累积计划和契约累积计划两种。自愿累积计划允许投资者进行周期性购买,每一个周期的认购数量可根据投资者情况而定。该计划常常规定首次最低认购额和每个购买周期内的最低认购额。契约累积计划购买是指投资者与基金之间签订合约,规定投资者在一定年份内(通常为 10—20 年)的每一特定周期(季、月、周等)都要购买特定数额的基金股份。投资者可以随时终止契约,通常要交纳少量违约金或终止费用,但共同基金一方不能首先违约。

四、共同基金监管

加拿大大多数基金受各州的证券法管辖。证券监管当局负责管理监控共同基金的组织包括基金管理公司、基金经理、基金承销机构等的经营活动,并通过一系列联邦和州的政策、法规、条例来具体规范共同基金当事人的行为,各州的证券法规则规范证券市场中的所有证券和市场参与者。下面仅就对销售形式的限制作一些简单介绍。

加拿大投资基金研究所列出了一系列必须限制的基金销售方式。如果按照这些不能被接受的方式销售,或有其他形式的虚假宣传和不道德行为,那么证券委员会将宣布这个注册者不再继续适宜进行基金证券交易了,停止其证券交易业务活动。被限制的销售形式有 其他投资形式转换成基金投资形式、基金间转换、虚假宣传、过分强调直接的税收节约、借钱购买或交垫头购买、过度采用部分撤回、不提示投资撤回计划的危机性、夸张性预测、误导性广告、内部交易。

第四节 德国投资基金

德国的共同基金尽管起步较晚,但在经济高速发展和证券市场迅速扩大的带动下,却取得了令人瞩目的成绩。1987 年,德国共同基金的资产只有 910 亿马克,到 1990 年,德国有各类投资基金 2000 多个,资产总额约 2400 亿马克。

一、基金的类型

德国的共同基金从总体上分为证券投资基金和不动产基金两大类。证券共同基金属于开放型,它又有纯股票共同基金、纯债券共同基金、混合型共同基金三类组成。德国的投资者一般偏好选择纯债券共同基金,而不是风险性相对较大的纯股票共同基金。从 1996 年德国首次组建债券共同基金以来,其发展速度和规模远远超过股票共同基金。目前,债券共同基金的总资产约占整个共同基金资产的 85% 以上。

不动产共同基金又可分为开放型和封闭型两种。开放型不动产共同基金对不动产的投资没有限制,发行的受益证券额也不封顶。封闭型不动产共同基金中只有一个或很少几个投资目标,而且是在信托契约中事先明确的。不动产投资公司也没有义务购回这类基金所发行的受益证券。

此外,按基金受益凭证的发行对象划分,德国的共同基金还可以分为大众型投资基金和机构型投资基金。前者受益证券的发行对象是大众投资者,而后者的受益证券是为专业机构和法人团体而设立的,这些机构主要是保险公司,教会、基金会、合作社等,通常只有一个投资者,特殊情况下允许一个以上。机构投资基金有三个特点:①它是开放型基金,因此可随时扩大或缩小基金券的认购量。②享受税收优惠待遇。③简化会计程序。

二、基金的运作

德国的共同基金在运作过程中由资本投资公司,银行和投资者三方组成。

资本投资公司在发行共同基金时应向社会提供四种参考资料:合同条款、销售说明书、工作报告、购买合同,以便通过这些材料向投资者详细介绍投资公司及共同基金的各方面情况。

合同的主要条款包括:基金根据哪些原则投资于有价证券;基金应向资本投资公司和证券储存银行偿付的费用;发行受益证券的附加费金额;按哪些条件以及在何地由公司赎回受益证券;怎样分派和使用共同基金的收益。

销售说明书则主要对资本投资公司和证券储存银行的基本情况,如名称、所在地、资本、信用等权利义务进行说明。

工作报告主要包括资本投资公司所募集的共同基金的投资对象、投资方法、投资原则等进行说明。

购买合同副本中一般注明发行的附加费用和每年投资者需缴纳的费用。

银行办理共同基金的发行、储存及买卖。

共同基金的发行价格是由资本投资公司根据共同基金的投资对象中每种证券的交易时所价的评价额来计算的。在制定受益证券发行时,还必须把共同基金的总资产分类情况和发行量考虑进去,而且发行价格还需加上由发行成本引起的发行附加费,该费用的金额在合同条款中预先确定。

三、基金的监管

(1)监管机构。德国政府认为没有必要成立证券交易委员会,法律能确保证券交易有序进行。德国共同基金的主管机关是联邦银行委员会,它负责监管所有有关投资基金的活动。该委员会既从事投资基金立法活动,又是投资基金司法机构。它审批基金管理公司并颁发营业执照。无照管理是非法的。基金管理公司不得经营除基金管理以外的任何其它业务,比如证券交易、经纪等。在德国,要想获得基金管理执照,必须具备下列条件:①有一批熟悉市场,懂得基金如何运作的专业人员;②有足够的设备,如电脑、路透社显示系统,并确保基金可以正常工作,否则就要吊销执照;③设立内部审计部门,至少有一名专家对基金财务的正确与否进行审计;④有一个隶属部门负责保证所有的法律、法规得到遵守;⑤有一个独立的外部审计机构审查基金是否遵守了各项规定,它的每笔业务是否正确,并签署合格证书。

同时又规定,资本投资公司的实收资本不得低于 500 万马克;常务董事必须取得执照,他们只有向主管机关证实他熟悉市场,具有基金方面的理论和经验,精通证券业务,才有资格获得执照;定期向主管机关报告业务状况,特别是投资组合及投资方式,主管机关接到报告,将审查这些报告是否符合法律规定。

(2)有关监管法规及主要内容。在德国,资本投资公司的经营活动要严格遵守两项重要法规,即 1957 年颁发的《资本投资公司法》及《涉外投资法》。这两项法规除了对如上所述的资本投资公司资格作出规定外,还对基金管理公司的投资组合与投资政策、税收政策等作了明确规定。具体涉及以下主要内容:①只允许资本投资公司组建开放式证券共同基金,而不动产共同

基金则无这种限制。②资金投资公司在同投资者订立合同条款中把该共同基金的净资产同公司本身的资产明确分别列开。③资本投资公司在实施投资计划时,应首先尽可能分散风险,应遵守以下投资限制:基金只能投资于在官方批准的股票交易所挂牌上市的证券,这种交易所必须对公众开放;对非挂牌证券的投资最多不超过基金投资的 10%,这大多数指欧洲和美国的场外交易证券;基金持现金量不得超过 49%;购买某个公司的股票或债券的购入额只能占基金投资额的 5%,若所有的股票购入额不超过基金投资额的 40%,可破例购买不超过 10%的同种股票;基金购买某种股票的金额不得超过这种股票发行量的 10%;基金相互投资不得超过 5%;期权投资不得超过基金投资额的 20%。④对德国资本投资公司组建的投资基金免征法人税、营业税和资产税。但受益证券持有人的收益将作为资本财产予以缴纳。⑤对外国共同基金收益的纳税则根据涉外投资法的有关规定执行。

第五节 比较与借鉴

第一,从投资基金的产生来看,有先有后;但从投资基金的发展来看,却不分先后,只要条件具备,可以后来居上。

投资基金最先起源于英国。这是由当时英国在世界上的独特地位及世界经济环境所决定的,但是随着其自身‘日不落帝国’地位的不断动摇,投资基金也日渐衰落。美国人的‘基金’概念尽管是由英国人带来的,起步要比英国晚,但后来居上,使其在基金数量、投资者人数、基金资产总值上都居世界第一位。这是因为:①美国在发展基金方面一开始就借鉴了英国发展基金的成功经验,使其少走很多弯路;②建立了一系列法律来规范其运行;③具有强有力的监管机构来保证法律的实施。

从创业基金的产生和发展来看,英美两国各有高低,最近几年又朝有利于亚洲的方向发展。美国创业基金起步晚,发展快,到 1987 年,创业基金总额一度接近 50 亿美元。但进入 80 年代,由于英国撒切尔政府执政时带头推行税制改革刺激投资,另一方面欧共体决定 1992 年底实现欧洲市场大统一,均推动了西欧创业基金的发展,到 1987 年资金总额达到 50 亿美元,首次超过美国。不过欧洲创业基金多投资在普通适用技术公司,而美国创业基金多投资于高新技术公司。从投资领域来看,美国要比英国技高一筹。最近几年欧美经济衰退,亚太经济发展仍很强劲,投资前景甚为乐观,既推动了本地区的创业基金发展,也吸引了不少跨国创业基金前来寻找投资机会。仅仅在香港,1988 年至 1991 年的短短三年内,创业基金累计投资就增长了 3 倍,从 5.2 亿美元增长到 21 亿美元。

目前,德国的共同基金市场无论是规模上还是作用上都无法和英美等国的同类基金市场相比,其发育程度仅与意大利共同基金市场差不多。这是由于政府对证券市场的态度所造成的。因为共同基金市场是以发达的证券业为前提的,而德国的证券市场却不尽如人意,而且政府长期以来对证券市场限制过死。这一点又与德国的金融制度有关。德国的经济起步时主要依靠银行来提供长期资本。时至今日这一传统仍牢固地树立在金融业中,使得证券业在为经济进行融资方面一直无显露机会,抑制了证券市场的发育,因而也必然影响共同基金市场的发展。

进入 90 年代以来,这一状况有所改变,这是因为:①两德统一后需要巨额资金,仅靠德国政府是远远不能满足的,这就为共同基金的发展提供了运作空间。②欧共体内部大市场的建立使德国共同基金市场不得不向其他成员国看齐。德国为此修订了一系列的法规,使共同基金更具吸引力,更具货币市场的特点。

根据欧共体投资准则,允许资本在成员国间自由流动。也就是说,若其共同基金已在欧共体一国发行,将自动允许进入其他成员国,从而取消了许多繁琐的审批手续,这即为外国(欧共体成员国)共同基金进入德国打开了方便之门,也为德国共同基金金融资产多元化构成提供了良好条件。

第二,从投资基金的类型来看,不同国家依据的标准不同,划分的类型也就不同,加之近几年新的基金种类层出不穷,使基金划分变得纷繁复杂,要想在有限的篇幅中全面的比较,可以说是不可能的,下面仅就美国个别的投资基金作些比较分析。

我国在发展基金业的过程中,除了结合国情引进国外一切适合我国经济发展的基金种类外,其中创业基金值得深入研究。因为创业基金与其它种类的基金相比,它注重掌握监管所投资的企业,甚至参与经营;而其它基金,例如股票基金和债券基金,只注重掌握市场行情,而不重视监管企业的投资,更不参与企业的经营。这对我国现在企业的改组和改造具有借鉴意义。目前亚洲各国总计有 170 家创投公司,进行淘汰劳务密集产业,引进脑力密集、资本密集、设备密集(自动化)项目及并购、投资。最近外国公司在并购美国公司热潮中,英国及欧洲买主约占 46%,日本约占 13%,其他国家约占 41%。所以,由集团或中小企业配合创投公司去美国作策略联盟并购,具有很大的发展潜力。反之,各国资金在中国及亚太地区作创业投资与企业私有化投资,再将公司股票上市,亦十分可行。为了发展,也为了本业的兴旺,参考美国企业,加入由专业人士掌舵和管理的基金,再策略性横向、纵向介入结盟,投资兴业获利,值得一试。

从收费基金和不收费基金来看,在美国不收费基金是主流,购买基金的持份或股份,可以不交销售费,卖回持份变现时,也可以不扣兑现费。国内的基金既收销售费(大约 3%),又收兑现费,另外,美国投资者在购买或赎回投资基金的持份时,比较方便,购买除亲自与承销人员交易,多数是通过邮寄、电话或电报,最低投资额一般自 250 至 10000 美元不等。最常见的是 1000 美元。有的甚至没有最低限额,号称一块钱便可以开户投资。

当投资者想变现时,可以全数卖掉他的持份,也可以只卖一部分,很有弹性,唯一的限制是投资后一定期限内不能要求赎回。国内的基金因大多是封闭型基金,每张受益凭证一般为 100 元面值,因此其买卖最低为 100 元左右,较没弹性。

第三,从投资基金运作中提供的服务及公开说明书的比较中,我们发现,美国的基金有许多服务,国内目前尚且没有。除前述投资可用邮寄、电话或电报买卖基金的成份外,如果同一家公司有数种不同的基金,投资者可利用电话,让经理公司把一个基金的资金转至另一个基金。对投资者保全自己的资产而言,这种服务十分重要。例如,在股市空头转淡时,投资者如果一直把资金放在专买股票的基金内,难免不损失惨重。他必须尽快把资金移至永远不会损及本金的货币市场基金。同样,当利率低而股市多头时,投资者若总是把资金放在货币市场基金内,那只有眼看着别人赚大钱。

与美国基金的公开说明相比,国内基金编制的说明书不够详尽。这与开办经验有关,比较中国各家基金,有一家比一家不够详细明白的情形。美国公开说明书,除了新办者外,一定有一个简明财务报表,载有投资的所得、费用、资本利得、资产净增值或减值、净资产价值、操作费

用比率、投资组合周转率、发行在外的股份等等项目。投资者可以据此比较各基金的表现、花费及稳定性和安全性。

第四,从对投资基金监管机构的比较中,我们发现,不同国家,拥有不同的监管机构。英国设置的是一套以自律为中心的基金管理体制。这一管理体制的最高层是英国财政部,下设证券投资委员会,证券投资委员会下是一个个具体的、带有自律性质的民间性管理协会。美国的监管机构是以全国证券交易委员会为其最高监管机关。证券交易所配合并辅助证券交易委员会对投资公司的经营活动进行监督管理。全国证券商协会则是一个自律性组织,为投资基金的销售活动设立公平交易等规则。受托人作为投资基金的当事人之一,监督基金经理人的经营活动,保护投资者的利益。加拿大投资基金的监管机关是证券委员会,投资基金研究所负责制定一些规则,大多数基金受各州的证券法管辖。与上述国家有所不同,德国在投资基金的监管中没有设置证券交易委员会,其主管机关是联邦银行委员会,这一点与我国基金管理类似。

从对投资基金监管的法律体系来看,美国的法律体系最为完备,条文最为详细,而德国通过修改资本投资公司法 and 涉外投资法,取消了对社会福利基金进入机构型共同基金市场的限制,允许保险、养老金和福利机构以及教会和基金会手中的资本进入机构型共同基金市场;允许新组建的共同基金可具有货币市场基金的特点,在这类共同基金中流动资金的最高比例可达 49% 等措施,则极大地推动了德国投资基金的发展。与此对比,我国有关投资基金的法规则很不完善,进而导致了在运作中的不规范行为,如德国法律规定基金管理公司不得经营除基金管理以外的任何其它业务,比如证券交易、经纪等,而我国目前已有基金管理人同时充当证券商的事例。

第四章 国外投资 基金运作成功案例

第一节 温莎基金

约翰·奈夫,这位‘市盈率’鼻祖是当今最出色的追求‘价值’的基金经理人,经营温莎基金24年。直到1988年,温莎基金的复利投资报酬率为14.3%,而史丹普股价指数同期的报酬则为9.4%。在过去20年里,他也掌握双子星基金——一个封闭型双重目的投资公司。其投资报酬也是市场的两倍。每年奈夫经营基金表现几乎都名列所有基金排名的前五名。这充分显示出奈夫的理财能力。

奈夫的确是个追求‘价值’的人:只有当一支股票的价格下跌到很低,而且表现极不佳时,他才会进场买入,如果他认为某支股票的价格太高,在市场上仍十分抢手,就会毫不迟疑地将其卖掉。如果股票的市价已上涨到合理水准或甚至超过其应有的价值,即是卖出的时机。单从这一点而言,奈夫是个典型反向思考者。

约翰·奈夫对于收益的观点有自己的看法,他认为市场通常会以过高的价钱购买成长股。但是这类股票有两种缺点:

- (1) 它们的天折率很高,当它们的潜能被认定之后,通常成长率不会持续太久;
- (2) 投资现在正发放厚股利的低成长股,投资报酬率可能会更高。

奈夫用举例法阐述了自己的观点。如果你在元月1日买进一支股票,其盈余和股价一年会涨15%,但是为了这支成长股的业绩成长,公司必须将所有现金进行再投资。因此,你几乎没有股利收入。到了12月31日,你只能希望通过资本利得而拥有15%的获利。反之,你如果持有一支成长率较低的股票,例如10%,由于公司不需要支撑高成长率,就能发放5%的合理股利,到了年底,你的财富同样比年初时增加15%,其中部分原因是股票价格随着盈余成长而上涨10%,另外则是已经握在你手中的5%股利。两者相比较,奈夫认为后者较实际,因为其确定性比较高。而更多的时候,股利收入要比资本利得付出更高的税额,因此,税后成长率的吸引力较大。然而,目前两者的税额差不多。不管怎样,在奈夫经营的基金中,有相当大的比例是由免税资金所组成的。一般情况,基金经理人比较重视成长率的原因,除了免税考虑以外,还有是因为最近个别投资人,只以资产增值来衡量自己的成绩。评估投资组合时,投资人

也只喜欢看到巨额的资本利润,而往往忽略其所获得的股利收入。只有当投资机构主导市场,总投资报酬率才变成衡量标准。而奈夫却反其道而行之,他的经营之法,就是重视往往被投资人忽略的股利收入。

约翰·奈夫尽管管理温莎基金 20 多年,他却仅限于默默地工作,不追名逐利。他住在宾西法尼亚州贝尔温市,鲜为投资圈外的人所熟知。理由是他是一个身材适中、满头灰发而且外表平常的人,行为举止一点也不像华尔街大亨,却像是一名来自中西部的经理。他穿着不追求时尚,普通又有点不修边幅。办公室内没有华丽的排场,反倒像大学里系主任的家,只充斥着杂乱无章的纸张。他不会在报纸中出现,更不写无聊的专栏。主流学会没有听过他的大名。不过,他却是全美最知名的金融人物。事实上,在几份调查中,他都被基金经理选为管理他们资产的适当人选。

一、奈夫的成长与创业

约翰·奈夫是‘市盈率’的创始人。他于 1931 年出生在俄亥俄州的哇先市,正值美国经济大萧条的时代。在他三岁的时候,父母离婚,母亲很快嫁给了一位石油业企业家,小奈夫跟母亲生活在一起。随后,他们举家迁居密执根州,最后在德克萨斯州定居。在那里,奈夫度过了他的童年和少年时代。

奈夫在叶普斯克里斯蒂读中学,这期间他对课业不感兴趣,总是在外面打工,因此,成绩很平常,他和同学也相处得不十分融洽。中学毕业后,他换过几份工厂工作,其中一个制造唱机的工厂。那时,他生父经营的汽车与工业器材公司正蓬勃发展,他父亲说服奈夫到他公司工作,奈夫同意了。

在父亲的公司里,他发现父亲的经验非常具有教育意义,对他以后的生活起到了相当重要的作用。奈夫回忆说,他父亲教他付钱时,要留意价格。他父亲常常说这样一句话:“以好价钱买到的商品,一定能以好价钱卖出。”也就是说,“一分价钱一分货”。

后来,奈夫进入海军服役两年,其间成为一名飞机电子技师。退伍后,他决定继续深造,于是,他进入托瑞多大学就读工业行销。这时他的学习兴趣充分发挥,并以优异的成绩毕业了。在学习公司理财与投资学这两门课后,奈夫认为他已找到奋斗的目标,而以往他认为从事金融工作是‘常青藤’联盟毕业生的专利。在校期间,他与莉莉·涂拉克结婚。当时托瑞多大学财务金融系主任是西尼·罗宾斯,一位非常杰出的投资专家。罗宾斯的一项重要工作就是替葛兰姆与多德的证券分析更新内容。因此,奈夫一开始就接触投资学的价值论,而非传统教学的成长理论。后来,奈夫进入卡斯西部大学,取得银行与财务的硕士学位。

1954 年的圣诞节假期中,奈夫以搭便车的方式到纽约,希望找到一份证券经纪人的差事。巴克公司说他的声音缺乏足够的权威感,因此只愿意让他担任证券分析师。由于夫人莉莉一点也不喜欢纽约,所以奈夫最后到富兰克林的银行担任证券分析师,他在那里待了 8 年多。

经过一段时间的工作,奈夫成为银行信托部门的主管。然而,身为葛兰姆与多德的信徒,他相信最好的投资工具往往是最少人了解的,这使他往往和银行信托委员会的意见不一致,委员会喜欢选择知名的股票,因为这些股票就算不能赚钱,也能让投资人安心。

奈夫的良好师阿特·波那斯是一位不折不扣的基本面分析师,坚持成功的投资方法就是要比其他入探讨得更深,并且随时检查自己的成果。他说,当你下定决心后,就不要反悔,重要的是

要有耐心,这也成为奈夫的投资风格。

1963年,奈夫加入费城的威灵顿管理公司。一年后,即1964年,他就被公司重用,晋升为才成立6年的温莎基金的投资组合经理人。

在温莎基金,奈夫有四名属下,他们和奈夫合作了20年。当然,总公司在波士顿的18位分析师也提供给奈夫必要的资讯。奈夫不愿多谈公司给他的报酬,但他承认七位数的薪水可以让他生活的十分充裕,而他的薪水当中有一部分是绩效奖金,若温莎基金表现良好,奈夫和他的部属便可获得额外收入。奈夫也将他的股票投资哲理运用在家居生活。他居住的房子十分普通,因为他周末要打网球,才盖了一座网球场。

他喜欢描述如何买到便宜的衣服或器具,他在打折商店如卢氏皮鞋广场和西尔斯公司购买鞋子和夹克。当他女儿买一部汽车,待仔细地研究合约后,他叫女儿向经销商索回了500美元的折扣金。他说他喜欢阅读历史,特别有关欧洲的,也热爱旅行。

奈夫俭朴的生活习惯有时候替他制造意想不到的投资机会。有一天他在分析一家名叫布林顿外套公司的股票,他派妻子与女儿到那家公司的一家折扣连锁商店作实地调查。母女俩人带了三件外套回家,并强烈建议奈夫购买那家公司。他听从建议,买下50万股,后来股票大涨,让他又大赚了一笔。

同样地,当福特公司推出金牛型汽车时,奈夫对汽车与公司产生兴趣。奈夫解释为什么想投资福特公司,指出福特只有少量的债务,却有90亿的现金。他说,福特与通用汽车公司管理阶层的差别就好比白天与晚上。通用的管理人员很自负而福特则是由‘普通人’经营,他们知道如何降低成本与避免浮华的幻想。公司总裁与生产线的工人一起进餐,因此他了解员工的想法。一名福特的生产线工人每年可以拿到几千美元的红利,通用的工人却什么也没有。从1984年开始,奈夫大量买进福特的股票。当时,一般投资人对于汽车业普遍丧失信心,股价跌到每股20美元,即盈余的2.5倍,11年之内,奈夫就累积了1230万股,每股平均收购价格低于14美元。3年后,股价涨至每股50美元,温莎基金赚了近5亿美元。奈夫指出,证券分析师在讨论汽车业时,开始总是离不开预测次年可能卖出多少辆汽车。每经过几个月,他们就会修正原先的预测来配合他们现在的想法。他们几乎不谈论货车。但是福特与克莱斯勒两家汽车公司从货车上得到的利润比小客车要高。奈夫相信福特的货车有三分之二是卖给个人,并非企业,而美国的年轻人越来越喜欢买货车和迷你厢型车,旅行车不再受欢迎,这个现象在西南部特别明显。

目前美国厂商在本国货车市场上拥有约85%的市场占有率,由于货车在日本市场并不流行,使日本汽车制造业无法以国内市场的规模做后盾建立外销生产线,因此尚无能力与美国厂商竞争。除此之外,美国对进口货车课征25%的关税。

在1980年,宾州大学要求奈夫管理校产。过去10年间,宾大的基金管理绩效与另外94所大学的校产管理相比较,是非常的差。奈夫还是一如以往,以投资不起眼的便宜公司股票的方式重组其投资组合。少数信托人反对他的作法,要求他买进当时投资人喜欢的热门股。就是这种偏执,使得过去宾大的基金管理表现不好。因此,奈夫婉言回绝了他们的要求。这样,经过十年的经营,宾大校产管理的绩效排名一跃成为同类基金的前五名。对此,奈夫说:“我管理宾大校产的方法没有什么不同,我尽量简单化。”

奈夫曾问当年接管哈佛校产的沃特·卡伯特,为什么不把它全部投入温莎基金?奈夫注意到1980年11月纽约时报的报导,哈佛校产管理单位曾经骄傲地宣称基金持有32%的能源

股,当时,股价正处在顶峰,而且是在石油输出国组织瓦解的前夕。而奈夫却在 1986 年,石油输出国组织瓦解之后、投资人对石油前景无望之际,买进 25% 的石油股。他将基金的 5%,投资单一股票,即皇家荷兰石油公司,另外也投资 5% 到毅牌石油公司。其实这是同一个公司的两个不同组织,从法律角度分析,这属于两种不同的股票。不过这种决定和投资方针,通过实践证明,都是正确的。奈夫与其他成功的投资者一样,有两个共同的特点:年轻时很穷困,成功时是一个工作狂。他回忆说,小的时候,继父的经济情况一直都不好,使全家常在贫困中挣扎。那时,他就下决心,只要时机成熟,他一定要赚大钱。他每星期工作 70 个小时,连周末他也要工作 15 小时。上班时,他全神贯注,工作很勤奋,对属下要求也十分严格。不过,他在做出任何决定时,会请属下参与讨论。

奈夫在总结群体建议后,会对股票基金投资做出正确的选择。当然,在运作过程中,他也和其他伟大的投资者一样,拥有自己独特的方法和技巧。

二、奈夫原则

奈夫对自己的表现持很实际的看法。在某些温莎基金的年报中,特别是有好消息时,他会制作一张他的交易“成绩单”。这些报告书非常坦率有趣,你会希望其他经理人也用同样的方式评估自己。当然,并不是每位经理人都奈夫的绩效。

奈夫的投资技巧较为保守,因此在市场景气时,奈夫管理基金的表现可能会比市场略差,但是在市场低迷之际,基金的获利却不会比市场衰退得快,这点并不令人感到意外。

他指出管理庞大投资组合经理工作的重要性的。好的经理动作快,特别在听到消息时立刻抛出持股。在银行,若持股的价格下跌,负责的经理人最怕到信托委员会前告诉委员他们错了。(当然,如果你赔本卖出股票,你恐怕难逃受益人的责难。)奈夫不需要面对这些委员会,另外,由于他的想法与众不同,因此他不会和其他投资人同时大批卖出某一种股票。他可以近乎无声无息地买卖股票。奈夫不怕将资金大量投入某些产业,例如,1988 年的年报显示汽车业股票占整个基金投资组合的 22.2%,银行业占 16%,而前景不被看好的保险业股票则增加到 13.8%。加上储贷机构、放款部门占奈夫投资组合的 20.8%。若加上保险,则整个金融类股票达到 37%。而在航空工业最低迷的 1987 年,航空公司的股票仍占奈夫投资组合的 7.2%。

用简单的话来说,奈夫虽然没有太多点子,但他一直坚持自己的理念。他 1988 年的报告书显示,前十大投资就占全部 59 亿美元基金的一半以上。因此,我们看到奈夫将超过 3 亿美元的钱押在花旗银行,虽然大部分的投资人怕它倒闭而避之唯恐不及;5 亿美元以上投资于福特汽车,仅仅三家保险公司就押了 7.5 亿美元。那可真需要自信!奈夫敢把大量鸡蛋放在少数几个篮子的主要原因是他的赌局风险不高。

因此,奈夫的基金投资理念是:买最便宜的东西,若不幸失误,损失也不会太大。

三、“价值”原则

奈夫一直都在找寻在市场上不受欢迎的股类。这也是他始终坚信的反向思维理念的运用。他所研究的股票都是属于低本益比,却有着异常的股利率的股票。

事实上,奈夫多年经营的温莎基金,其投资组合的本益比大约低于市场平均本益比的 1/

3,而平均股利率则是超出2%,故此,他被人们誉为“低本益比射手”。与本杰明·葛兰姆不同的是,奈夫注意公司的质地,他认为要选择的公司,首先价格便宜,其次公司质优。他对自己选择的公司坚持下列几项原则:

- (1)良好的资产负债表;
- (2)满意的现金流量;
- (3)股东权益报酬率要高出平均值;
- (4)有能力的管理阶层;
- (5)要有满意的长期成长远景;
- (6)有一项极具吸引力的产品或服务;
- (7)有强大的市场活动空间。

奈夫宣称,投资人出太高的价格购买高成长的股票,不是成功的保证。然而,没有成长则代表公司本身有问题。因此,他通常购买公司成长率在8%左右的便宜货。

奈夫已是被公认的一名杰出的证券分析大师。近些年,虽然他不常造访公司,但仍找时间与公司管理人员谈话。他有一批分析师为他工作,但是若有新股上市,他就会亲自督导。用奈夫的话讲,就是用团体力量解决问题。由于奈夫在金融界有35年的经验,因此,他想要买的公司大概都已买过了,要么早就熟知了。对他而言,投资只是收集更新资料,而无需从头做起。

有时奈夫用一种很有趣的方法比较个别股票或是类股与其他股票以及总体市场的关系。温莎基金投资组合的成长率据估计有9.5%,股利率有4.9%,投资报酬率为14.4%,股票的平均本益比为6。因此,他将总收入14.4除以6得到的2.3这个数字,称为“购买力”或是“终结关系”值。

在1987年初,总体市场的成长率为8.5%,股利率大约是37%,总投资报酬率为12.2%,除以市场本益比11则得出1.15的“购买力”值。这表示奈夫的投资组合要比整个市场的吸引力高出一倍。

奈夫将特定股票的这些数字排列出来,比较它们之间的相对吸引力,他发现他所购买股票的盈余预估值通常会比华尔街股市来得高,用他的话来说就是比较具有“侵略性”。

大概是受到奈夫逢高卖出股利率滑落的股票和遇低买进高股利率股票的策略影响,以复利计算,温莎基金每年成长17%。

四、奈夫的买进原则

在决定以何种价格收购某一支股票时,奈夫会预测以后几年的盈余。然后,他决定正常市场情况对股票未来获利的合理本益比。这就是奈夫几年内的目标价格,接着,他计算出目前市价与目标价格之间的折价比率,从中可以得到股票的增值潜力的百分比。

在分析过程中,主观因素当然占有一定比例。比如说,假如奈夫对成长率的稳定性特别有信心,或者他认为公司的管理者非常优秀,那么,所有的数字都会调整。反之,不利因素就会压低目标价格。他也用相同方式计算出其投资组合的合并数字,并决定“障碍率”。

他想要购买股票的复利成长率比现有投资组合的障碍率低的话,就会等股票价格降到与障碍率相同的水准才买入。但他也会改变这种方式,如果他的投资组合现金增加,而市场行情又看好,他就会买进低于障碍率的股票,把资金投下去。

奈夫在投资组合中,以计算的增值百分比为标准,衡量持股比率。在他的投资组合中有80种股票,这表示每支股票占投资组合的比率平均只超过1%,如果他对某一支股票充满信心,他会增加股量到5%。而事实上,在同一类股中,他也会买进若干个股,持股比率也都增加到5%。也就是说,只要有信心,奈夫通常都很快行动。

在1989年初,他预测到道琼斯指数会在1900点到2000点之间浮动直到投资人相信通货膨胀将被控制,那时候,长期债券价格将下跌,股价将上涨。

奈夫对股市的预测,从不用电脑或者像其他投资机构那样乐于使用机器设备。在这方面,奈夫则很老式。他说:“我真正要进行交易时,立刻变得非常自律。我有目标价格,而且紧盯着市场价格,耐心等待它下跌到所设定的水准。”为此,奈夫会一等再等,如果股价没有落到他想要的价格,他就不买了。通常奈夫能够以低于开盘价的价格买到他所要的股票。不管买进的金额多大,他总是能成功地在当天盘中低点买到。

因此,往往看似十分老式的方法,也往往在新的股市中最能见效。这也是奈夫进场买入能够成功的关键。

五、奈夫的卖出原则

至于卖股票,奈夫的纪律由两部分组成:一是他所愿意卖出的市场价格,二是从事交易的技巧。

卖出价格目标是根据整个投资组合的‘障碍率’确定。当市场看好他所持有的某支股票,股价势必会上涨,经过一段时间后,那家公司未来的增值潜力将会跌到整个投资组合的水准之下。当其增值潜力掉到投资组合整体水准的65%~70%时,奈夫就开始抛售持股。他习惯一开始先大量卖出,接着等股价上扬后再卖掉剩余的持股。如果价格持续下跌,他就停止抛售。若跌得够深,他又会买进。

奈夫在交易所抛售股票时会非常谨慎。他通常会顺着交易日当天的涨势抛售持股,但是尽量避免一次卖出的量超过该股票成交量的四分之一以上。若股价开始狂涨,他就不必在乎卖出的数量。一般而言,奈夫能够以高于交易日开盘价的价格卖出股票。

交易量对市场的影响程度是决定交易成本的最重要因素。因此,奈夫的交易技巧是要在抛售持股时不影响股价的波动。

六、耐心原则

投资人要在股票完全发挥其获利潜力之前卖出,就必须让下一位买主有足够的理由购买其手中的股票,要想做到这一步,投资人就要有足够的耐心。

这也是奈夫投资基金生涯多年来一直恪守的一个原则,即如果他的持股无法充分发挥其获利潜力,他就会耐心等待下去。在这方面,他与那些想在一两年内就有结果、不然就退出的那些‘价值’买家想法不同。只要这家公司经营远景不错,股价比投资组合中其他股票的股价便宜,奈夫会持有数年。直到达到完全发挥其获利潜力,他才肯出手。

七、反向投资原则

奈夫在股票投资中,比较喜欢冷门。他所看好的股票恰恰被市场遗忘,或受到其他投资人怀疑。这些股票常常都具备一个共同的特点,即证券经纪人很难将它们卖给投资者。

像福特汽车,当奈夫大量买进其股票时,投资人普遍不看好汽车制造业。克莱斯勒濒临破产以及日本汽车的大举登陆动摇了他们的信心,因此汽车公司股票跌到极低的价格,诱使奈夫大举购买。

奈夫在处理石油业、金融业,以及其他重大投资上,也是用这种反向投资术,使温莎基金获得很可观的利益。

八、风险投资原则

没有风险就没有大收益,那么奈夫有何诀窍呢?他总结道:

第一,重视思想的独特性与管理的严密性相结合。

举例来说,假如来要求投资的公司中,有人能把木头变成金子,这位朋友可保持股票的80%,但如果是一个普通公司,那么基金的主持者只能保持股票的20%~40%。谁决定股票的比例多少呢?奈夫说:“当然由我决定,我有钱,可以投资,也可以不投资。”

第二,计划一项投资交易时,必须建立一个明确的目标。

例如,你要求达到多少倍。需要投资者介入,除非投资者认为能在三四年内使其钱达到四五倍。当然,这也并非一成不变。奈夫说:“对于一家真正的冒险公司,我要求使我的钱达到10倍,而对一两家普通企业预计3倍就到顶了。”

风险投资是一种贪婪的事业。企业平均预计在四五年内得到的利润为本金的5倍。这就是说年利息在60%以上,换句话说,100万美元在3年内转变成为500万美元。

第三,经过努力,获得的数额不像投掷标枪那样毫无目标。

如果委托人拥有一家出售廉价衣服的商店,我们就要调查一下服装行业的概况,以确定在商店出售时应是什么价格,而利润又是多少。假定我们的公司每股1美元,我们开始投入了100万美元,计划第三年度赚钱,每一美元的利润乘以10,我们的公司3年后的资金应该达到1000万美元。

第二节 艾抗基金

温格经营艾抗基金近20年时间,他运用自己独特的运营手段,使该基金比初成立时有了很大程度的成长,一跃成为全美百大基金排行榜中的知名基金。温格也因此跻身美国当代基金大亨之列。

温格与所有的巨富一样,他是凭着自己的能力和诚恳,加上忘我的工作,才由很普通的职员成为艾抗基金总裁。

温格出生于芝加哥,获得了麻省理工学院工业管理的学士和硕士学位。温格总是说,管理非科学,而是一种建立于心理学、常识和善意上的知识。管理的原则不会变。你只要试着让别人朝你要去的方向工作,你要确定你的方向能被人理解,而且你失败时,试着把错推到别人身上。

温格曾经为大陆集团的前身大陆保险公司工作,但不顺利,1960年他加入经营才两年的芝加哥哈里斯公司而跨入投资行业的大门。他说他喜欢这一行是因为它报酬高而且工作轻松。他开始时担任证券分析师,直到麦克·哈理斯成立了艾抗基金。之后,他当了投资组合经理,1977年2月出任基金总裁。

温格谈到他非凡成就时,对部分政府官僚体系功能迟滞表达了不满。1969年他向证监会提出艾抗基金的申请时,直到6个月后才获得通过。从创设日起到1988年底,不计算税,年复利成长率为17%。如果你从1970年年底(事实上此时该基金已经比创设日上涨了30%)开始计算基金表现,年复利成长率就要下降为15%,这正好说明了如果不好好分析,统计数字是可以骗人的。无论如何,从1978年到1998年这10年,基金以年复利计算平均成长18.8%,而史但普500种股价指数则上扬16.1%。

温格说,富达公司和许多资金管理集团培养新基金的方法,是以少量资金起家,先投入热门股以求初步记录的完美。如果开始表现一帆风顺,他们就会让这基金公开发行,如果差的话,就冻结之或者并入其他基金。所以现在看得到的基金的表现,其实是并入了许多不成功的小基金所致,就好像通用汽车购并了一大堆不知名的小汽车公司一样。他认为,如果年复利投资报酬率能在12%到15%,对投资人而言,应该是一个合理的目标了。的确,大多数人没有必要努力超越这个目标,如果连续六年有12%的上涨,终究可以使你致富,只要你能避开不幸事件。

对艾抗基金或温格而言,休斯顿石油公司可说是一张幸运牌了。从1973到1974年股市表现差劲的那两年,休斯顿石油的表现让他的股价维持在一定水准。温格说:“它让基金在那段日子里不致崩落。的确,如果没有这只股票,可能就没有今天的艾抗基金了”。

他当时看对了大势并且在1967年发表下述看法:既然石油价格一路飙涨,而且还会再上扬,我们应该投资石油生产商,而避开应用大量能源的产业。同样地,人们也应该投资石油生产商的供货商,如卡麦隆钢铁工厂和矿产安全器材公司。

一、寻找公司原则

温格说他的投资观点是:

(1) 寻找好的小型公司,它们比起大企业来说是更好的选择。

(2) 找出主要趋势,但与普莱斯不同的是,它并不找趋势的领导公司,而是投资那些从趋势中获利的公司。

为了积极寻找超潜力的小企业,温格利用了芝加哥大学教授洛夫·班兹1978年对“小公司”现象的研究报告。班兹教授发现低资本额的小公司却有平均水准以上的报酬,甚至经过较高风险的调整,投资报酬率仍高过平均水准。

温格要买经济价值低估的小企业股票,让它们成长,然后等经济价值完全反映其经营成果时,再将它们转手卖出。投资散户总是在经济价值低估时抛售小企业股,且在高价买进步入成

熟阶段的股票,这正提供反向交易的机会。

甚至连大机构聘请的分析师也忽略小企业。1973年温格写道:艾抗基金以1440万美元投资于39家公司,平均每家的投资金额是36.9万美元。这么多投资足以分散风险而且还不致于造成无法仔细研究每家企业的情形。艾抗基金可以随便把一定金额的资金投到任何一家小型企业。超过1亿美元的基金就不太可能投资小企业,而且也不能掌握这么多的投资。所以大机构通常都会将资金投资于大企业。但是现在,他管理的资金也成长到5亿美元以上。他说:“随着投资组合的增长,控制投资组合的数学运作也成长得令人吃惊。小企业的平均投资金额大约为300万美元,所以,如果我们有5亿美元要进行投资,艾抗基金的投资组合就会出现166种公司名称。”

为了吸收这么大量的潜在投资机会,温格只好向所有地区性的小经纪商搜集资讯,他每年对最佳的消息来源会给予奖励。他说:“许多大机构的基金经理人总是抱怨华尔街的市场分析一无是处,但是他们一天还是要接三十几个从那里来的电话。”温格寻找公司的准则比较喜欢投资小公司,但是他需要投资的小公司必须是营运良好的公司。温格认为这样的公司应具备三个必要条件,即成长潜力、财务健全和基本价值。成长潜力包括5个方面,即公司产品的市场具有成长潜力、设计优良、生产有效率、行销稳定以及毛利丰厚。高获利率常常是拥有特别获利的原因,如高科技。以西泰克斯公司为例,这家公司设计绘图程式。温格也偏好市场占有率大的公司,如矿产安全器械公司专门制造安全工具,电视台或地区性购物商场及报社都可能成为地区性独占事业。在媒体之中,温格最喜欢纽约时报,也看好A·H公司,它拥有广播事业和达拉斯晨报。官方公布的盈余数字并没有价值。温格说:“我们应该重视的是现金流量和资产价值。”

温格也对能掌握商机,具有行销技巧以及积极争取消费者的管理阶层很感兴趣,他最看好管理阶层和股东都拥有股票的那类公司。

温格寻找的公司必须确定财务状况是否稳定,应具备低负债、充裕的流动资金,以及保守的会计制度。一份坚实的资产负债表可以保证在不稀释股东权益的情况下,公司还可以成长。股价还必须要具有吸引力。温格认为,机构投资人会经历一段混淆公司股票与公司的时间,一家好公司的股票可能表现极差。

为能确定股票的价值,温格发明了一套可靠的方法,即辞职鉴定法。他说:“你所要做的事就是玩一个假设性的游戏,假设你有一个开银行的朋友要借给你一大笔钱,利息是10%,用这笔钱你可以用市价买下你研究公司的所有股票。如果你在认真研究后说:马上给我贷款,我立刻要辞去现有的工作来经营这家公司。那么,你可能发现了一只很便宜的股票,否则就不大理想。”

二、基金运作准则

为了评估某只股票的价值,温格通常会让他基金里的股票分析师全面估计这家公司两年后的盈余、资产状况和发展潜能等。电脑也会依照传统股利折现模型开始计算本益比,订出目标价格来。如果股票上涨到预期的水准,它也会自动计算获利率。然后他会过滤这些获利率,了解分析师与市场走势哪里不同。

所谓投机权就是猜测市场走势是向上或向下的权力。经由选择权、组合证券或其他衍生

型投资工具,投机客可以在不投资实质工具的情形下买到投机的权利。但对真正的投资者而言,纯投资权就足够了。“审慎投资人原则”几乎要求我们买股票和买房子一样,要抱牢它,而不是像期货一样从事交易;“绝不投机”是这条原则的精髓,其实它很有智慧。许多受托人就是因为不了解这一点,所以赔了受益人的钱,目前这种情形十分普遍。当然,一个杰出的投资人也绝不会满足于股利与盈余的,他也会预测市场走势,因此也在投机上获利,另一方面,他从要求从事投机的人手中赚到的钱并不多。事实上,人们通常为购买投机权而付出了太多的钱。所以也许我们可以利用这点而发他们的财呢。

1. 由上而下准则

温格是个“由上而下”的投资者,他先寻找最吸引他的市场。然后他对这个范围内的几只好股票进行分析。他称之为鲁宾斯坦原则。温格举例说:“要不就是某类股票都有赚头,不然就是都没有搞头。鲁宾斯坦有一次在伦敦担任钢琴比赛评审时,大会要求他打分范围是1到20。赛后,赞助人看到他给数10个参赛者的成绩,大多数都是零分,仅有几个是满分,没有其他分数。有人问鲁宾斯坦:为什么评分如此极端,回答很简单:他们要么不是能弹钢琴的,要么就是不能弹钢琴的。”

温格认为,一个具有吸引力的投资领域可能持续五年甚至更久的优势。他的投资组合周转率很低,每年大约才25个百分点,也就是说,他一年才卖掉 $1/8$ 的投资并转而投资其他。如果开始购买这只股票的原因或理由继续存在,他就会继续持有。由于周转率低,艾抗基金一直是所有基金中费用比率最低的。

2. 长期投资准则

温格的投资技巧有其独到之处,那就是他购买了某种股票后,从不轻易抛出,至少也要“保管”几年。他的这种运作为艾抗基金的大力发展创造了条件。

为获得更高的利润,温格对自己投资购买股票规定了这样几个标准:一是股票所属的股份公司要有公共信用评定机构肯定的“优等”级位,即某种股票的信誉率比较高;二是股票所属公司备有一定数额的可动用资金,即除了公司的成本折旧、再生产基金的支出和股息等纯利润中的开支外,还有流动资金;三是股票所属公司的风险系数比较低。

当然,他的这种苛刻的购股条件,会给购买股票带来许多麻烦。但是精于股市的温格自然有他的秘诀:任何股票,不管其价格如何高,它总有一天会降下来,因而他采取等的方法。有时为了购进某种股票,他一直耐心等待,等到这种股票的所属公司遭到“利空”消息的打击,股价不得不下降,当股价下跌到温格所规定的幅度时,他才进场购买。

3. 安全性准则

温格认为安全性准则就是指能保证自己所投的资金不遭受价值损失的行为规则。无论将资金购买何种股票,如果没有安全系数的保障,非但得不到投资的预期收益,还会出现赔本的可能。股票投资基金是一种风险较大的投资,其风险的存在让你不得不首先考虑投入资金的安全性。股票投资基金风险来源于企业、股票市场和购买力三个方面,投入资金的安全与否首先取决于企业的经营状况。

为了确保投资安全,必须先从不同角度全面地了解企业的情况,尽可能地选择这样一些企业进行投资:基础扎实,资金较雄厚,有持久发展趋势,企业规模大中型,经营管理水平先进,产品专利性强,商标知名度高,有较强的生产能力和市场竞争优势;企业资产分配合理,流动资金与流动负债保持合理的比率;盈利率高,有丰富的原料来源和广泛的市场,或者其股票

是国家重点发展和政府积极扶持的股票。企业自身经营状况好,发展迅速,必然带来大量的盈利,这样不仅可以保证投资者本金的安全,而且还会给投资者带来丰厚的股息和红利。

温格指出对股票投资安全性的保障,还有另一个重要的方面,就是股票投资者自身的保障。所谓自身的保障,就是指股票投资者应用自身的知识和经验,以审慎投资态度判别股票的优势。一个投资知识和投资经验丰富、冷静而慎重、善于分析比较的股票投资者本身就是避免和减少损失的重要保障。

一方面,要考虑自身的经济实力,股票基金投资是为了盈利,投资的前提就是有剩余的资金,有剩余资金才能进行股票投资。股票基金投资者的投资行为要在自己经济条件允许的前提下进行,使用他人资金或把全部生活费都用于股票投资,一旦投资失利,不仅无法保障和补偿投资资金的安全,而且将危及自身及家庭的生活;另一方面,要做好充分的投资思想准备,即要树立风险观念,强化对投资风险的心理承受能力和做好弥补资金损失的准备。股票基金投资者要坚持投资活动的自主性,独立思考,自主判断,靠自己提醒自己,安全第一。

4. 流动性准则

流动性准则是指股票基金投资者保证自己投入的资金能及时转化为现金且不受损失的行为规则。温格指出,股票的安全性越高,股息越高,其流动性越强。股票的流动性对投资的安全具有重要的作用,如果没有股票的买卖交易,也就无从谈起股票投资的安全。

股票投资流动性准则的价值在于,尽可能地减少股票投资的风险,获取最优的投资效益,并且在一定条件下,保证股票基金投资者的支付需要,及时地通过股票市场交易收回资金,不至于使股票投资者在急于融资时遭受损失。对于通过股票市场的价格变动赚取差价的投资者而言,流动性原则是根本的行为准则,是保证和维护其投资资金安全和获取收益的必要条件之一。温格说:“如果投资者所买入的股票因受到当时各种因素的影响,不具有较强的流动性,在投资者需要撤回资金或股市行情变化不利于投资者时,不能及时地在市场上变现或转让,那么,投资者必定要受到损失。”

5. 收益性准则

收益性准则,是指股票基金投资者保证自己投入的资金能够获取预期收益的行为规则。获取收益是每一个股票基金投资者的共同目的,是投资活动的根本特征。收益准则体现在两个方面:一是在已定风险的条件下,尽可能地使投资效益达到最好水平;一是在已定收益的情况下,尽量使风险减少到最低限度。收益是投资的根本目的,因而收益准则是投资的根本准则。

温格说:“股票投资的收益来自两个方面:一方面是股息和红利的收益;另一方面是股票市场价格波动所产生的差价。股息和红利的收益取决于发行企业的盈利率,市场价格变化取决于市场的各种影响价格的因素。换句话说,就是股票基金投资者必须避免来自于企业经营和市场的风险。”

温格认为,股票基金投资者应该做出合理的决策,可以选择价值可靠的股票基金买进并长期持有,这样既可得到股息、红利,也可在其价格上升时卖出赚取差价,投资者也可选择有周期性涨跌的股票,在其价格下跌到最低点时买进,待下一个周期的高峰时卖出。温格还指出,也可以选择那些知名度不高企业的股票来长期持有,以期从该企业的发展中获益。这种观点的理论依据是,已经出名的股票的企业成长性有限,而且在一定阶段有可能发展到极限,而那些未出名的公司的股票,则具有较大的成长潜力,将来的发展必定引起人们的重视,股票的市场

价格也将会大幅度上涨,这样可以给投资者带来稳定和丰厚的收益。

第三节 伯克夏基金

沃伦·巴费特堪称世界级的“天才理财家”。如果在 1956 年,他刚开始从事投资管理时你给他 1 万美元,以后再也不加,到 13 年后的 1969 年你的投资将达到 30 万美元。如果你在 1975 年花上 40 美元买了一股他的投资公司的股票,到 1993 年,这一股就值 17000 美元了。巴费特的投资公司——伯克夏基金的股票现在是纽约证券交易所最昂贵的股票。巴费特本人的财产现达 83 亿美元左右,他是美国最有钱的人之一,也是美国为数不多的靠股市投资成为亿万富翁的人,巴费特从 9 岁开始就对股票市场感兴趣。父亲是股票经纪人,巴费特从小就有机会在父亲的办公室里玩,对证券之类的事耳熟能详。

他 10 岁的时候,曾劝 14 岁的姐姐买一家名叫“城市服务公司”的每股 38 美元的股票。不久股票下跌到 27 美元,姐姐担心自己全部的积蓄将化为乌有,每天责怪巴费特不该让她上当。后来股票回升到 46 美元,巴费特赶快卖掉姐姐的股票,付掉 1 美元手续费后,他自己赚了 5 美元。但是这家公司的股票紧接着上涨到 200 美元一股。从这件事,巴费特得出了两个教训:

第一,投资不能什么都听人指挥;

第二,为客户投资可以,但不应该在投资的当时向客户每事必报。

巴费特 15 岁时,父亲竞选国会议员获胜,举家从内布拉斯加州的奥马哈市迁往华盛顿。巴费特不喜欢华盛顿,中学的成绩很差。他在华府念中学时和另一个同学花了 25 美元买了一架弹子球机器(一种把小球打入插针木板上的凹洞里的游戏机),安装在他们经常去的理发店里供顾客玩。第一天就赚了 4 美元。接着他们成立了一个公司,专门在各理发店里安装弹子球机器。结果,一些理发店欢迎这种玩艺儿。巴费特的小公司每星期能赚 50 美元。到中学毕业时,他一共赚了 1200 美元。巴费特爱好数学,让父亲在国会图书馆借了关于赛马的书,自己编印出版了一张关于赛马消息的小报。他说“我一直知道自己会有钱”。果然,他在 20 岁时就已经赚了 1 万美元。40 年代的 1 万美元超过现在的 10 万美元。除了足够支付上大学的费用之外,他还在家乡内布拉斯加州东北部买了一个 40 英亩的农场。巴费特在内布拉斯加大学毕业后,申请入读哈佛大学商学院,与哈佛招生组的成员谈了 10 分钟的话,被认为不够资格而遭拒。后来进入宾夕法尼亚大学的沃顿商学院。他读了本杰明·格莱姆写的《聪明的投资者》一书后,深受启发,决定前往格莱姆任教的纽约哥伦比亚大学商学院就读。

格莱姆的投资方法以企业本身的价值为基准。至于企业是什么行业倒无关紧要,只要股价低于企业的真正价值就行了。格氏认为市场迟早会认识到企业真正的价值而抬高股价,弥补它与实价之间的距离。这时原先的投资者就能获利。格莱姆自己有一家投资公司,年收益率达 19%,几乎完全如格莱姆所预测。巴费特毕业后在那里工作了 2 年。格莱姆退休后,投资公司解散,巴费特回到了奥马哈,当时他 25 岁,个人资产已有 14 万美元。

那时有亲友询问他投资到什么企业好,于是他在 1956 年组织了一个合伙投资公司,由他负责投资。他告诉投资者,他将像管理自己的钱一样去管理他们的钱,但是不打算经常向他们汇报,解释他投什么,为什么投。因为巴费特认为一来投资人不一定懂,二来这样太麻烦、费

时,占用了本可以用来研究企业潜心投资的时间,而且他会受到这些人的影响,就像外科医生在动手术的时候不能和病人谈话一样,他不想多费口舌解释。他与投资者约定 在投资者收回资本及相当于 6% 的年利后,其余的利润,投资者得四分之三,巴费特得四分之一。

从 1956 年到 1969 年的 13 年,巴费特使投资年收益率达到 30%。

一、出于蓝胜于蓝

巴费特没有让老师的条条框框束缚住自己。格莱姆过于注重财务数字的分析,巴费特则更加深入地分析企业本身,不只是看企业的账面价值。他宁可以中等价格投资购买一家优良企业的股票,而不以低价购买一家业绩平庸的企业的股票。

巴费特投资的灵感来自阅读大量的公司年度财务报告、金融新闻和专业杂志。他根据企业所在行业的前景、产品和企业经理人员使用资金的能力,对企业进行分析,判断企业的内在价值,然后估计企业将来可以赚多少钱,来确定企业股价应该为多少。

一般投资者可以根据企业今后赚钱的能力对它进行估价,也可以根据企业现有的资产能卖多少钱来给企业估价。巴费特认为这两种表面上似乎不同的方法,其实是同一事物的两个不同方面。比如花 2 倍的钱购买股票,即使收益率有 10%,实际上只不过 5%,如果债券利率也是 5%,那么投资股票就不合算。

巴费特只投资于自己熟悉的公司。如果自己不知道如何对企业估价,别人再怎么推荐,他也不投。他不懂生物工程工业、电脑软件工业、激光纤维工业,他就不投。

一家企业的真正价值迟早会在股价上反映出来,问题在于时间的长短,不过一般来说不会太久。好企业股价偏低的不正常现象不会持久,如果价值 10 元一股的股票只卖 6 元,股市迟早会升到 10 元,更可能超过 10 元。

股价过高时,他不投。1969 年,美国股市过热,巴费特找不到适当的投资机会,于是决定卖掉累积了 13 年的股票,把钱发还给投资者。一下子,奥马哈市有 50 多个人成了百万富翁。

1973 年,美国股市低落,巴费特又重新入场,做了一系列投资。其投资如下:

1973 年,他以 1060 万美元买下了 9% 的《华盛顿邮报》的股票,到 1989 年这些股票已价值 14 亿美元;

1974 年,他以 4500 万元买下了一家政府雇员保险公司,到 1989 年这些股票已价值 486000 万元;

1983 年,他以 6000 万美元买下了价值 8500 万美元的一家家具公司;

1986 年,他以 5 亿美元购买了 18.7% 的美国广播公司的股票,到 1989 年年底,这些股票已价值 8 亿美元;

巴费特最近的投资是 1992 年中以 74 美元一股购下 435 万股美国高技术国防工业公司——通用动力公司的股票,到年底股价上升到 113 美元。巴费特在半年前拥有的 32200 万美元的股票已值 49100 万美元了。

他的成功使其一举一动都受到别人的注意,不少投资者索性模仿他的点金术,他买什么也跟着买什么。

1993 年 1 月,巴费特以 8 亿美元购买了大量美国联邦房屋抵押贷款公司的股票。消息公布后,该股票立即上涨 3%。联邦房屋抵押贷款公司的核心业务是把零零碎碎收来的购屋者

的贷款汇总在一起,使之证券化,变为债券这种方便的投资形式以卖给投资人。同时也以收取一笔费用作条件,向为购屋者提供贷款的银行在万一购屋者无法支付本息时提供担保。

二、特殊商品型企业和一般商品型企业

巴菲特认为大多数企业是不值得投资的,股价一般都太贵,但少数优秀的企业股票偶尔会很便宜。

巴菲特把企业分为两大类:一种是一般商品型企业,一种是特殊商品型企业。

一般商品指消费者总是能买得到的商品,如马铃薯、铁矿石、咖啡之类。如果商品的价格提高,更多的商品就会生产出来。商品一多,价格就下跌。商品的高价格会无限制地吸引竞争者制造商品,直到无利可图为止。如果十字路口的小吃店赚钱的话,不久在附近很可能又会出现另一家吃食店。如果这家生意兴旺,在附近又可能有人开一家。这样下去利润一定不高。

特殊商品指独此一家生产这种产品,他人没有能力竞争。一个大城市的日报(报纸作为一种商品)是最好的例子。又如生产名牌雪茄的烟厂也是。外来的竞争者很难与特殊商品型企业竞争。这类企业地位十分巩固,仿佛四周有一道壕沟保卫它一般,他人难以攻克。巴菲特喜欢的就是这类特殊商品的企业。

1963年,美国运通公司因为一家子公司的丑闻,股票从60美元一股暴跌到34美元一股,损失达64万美元,账面上几乎没有净资产了,巴菲特却认为美国运通公司基本垄断的全国旅行支票的业务与美国运通公司的信用卡业务,两者都没有受到丑闻的影响,而这两种业务也没有竞争者与之敌,仿佛周围有一道壕沟在保卫。巴菲特从来不把四分之一以上的资本投入一个公司,这次一反常态,把所有资本的40%—1300万美元购买5%的美国运通公司的股票。2年后,他卖掉这些股票时净赚了2000万美元。

他投资的几家广告公司,垄断了全美的广告业,与寡头统治差不多。这几家广告公司在世界各地都有业务。跨国公司如可口可乐公司要做广告往往在各国同时进行。可口可乐公司如果不找原来为自己做广告的公司,它仍要再找一家有国际规模的广告公司。而具有国际规模的广告公司为数不多,因此客户换来换去还是这几家广告商。巴菲特同时投资在这七八家广告公司,就保证了利润不会漏到圈子外面去。

一千几百家美国的地方独家报纸也是属于这种性质的企业。许多工商企业不管经济情况如何,都要在读者最多的地方报纸上登广告,而且经济不好时还要多登一些广告促销。一份独家报纸要花很长时间才能在当地站住脚跟,建立起名声。读者熟悉了一家报纸的专栏作家的文字风格与版面安排,读该报成了习惯以后,另一家欲竞争的报纸要立足就非常困难。第一流的报纸利润极高,即使一份办得并不好的报纸,只要是独此一家,有读者,也能吸引到广告。

巴费特的朋友请他担任俄亥俄州格林奈尔学院的校董。他平时不大参加学院的活动,就是参加也只喜欢与校董会的同事谈投资方案。1976年,他获悉一家电视台寻求买主。因为他购股的《华盛顿邮报》拥有电视台,按联邦政府反托拉斯法的规定,巴菲特不能再购买电视台了,所以他建议格林奈尔学院把它买下来。但学校方面反复讨论,迟迟不做决定,这家电视台终于被另一家公司收购了。当巴菲特又获悉一家电视台出售时,就干脆先投标1290万美元将它买下,然后再为学院筹措资金。1984年,格林奈尔学院以5000万美元将该电视台卖给“报业大王”赫斯特公司,使该学院的基金按学生人均计算达13万美元,成为全美最富有的大学之

一,仅次于基金人均 18 万美元的哈佛大学。

三、优秀企业的特征

巴费特认为优秀的投资对象,一般有以下一些特征:

(1)企业有特殊商品性质,产品成本上涨后能提高售价而不至于失去客户,这类企业带有垄断性或者是少数几家控制整个行业的寡头。如电视台、大保险公司、大广告公司、地方独家报纸等都是。

(2)企业经理人员对本行的热爱几乎到了狂热的程度。他们不一定是管理天才,但思考问题要像企业的所有者一样。他们应该能干、诚实、不贪,一心一意减低生产成本。绝不利用职权谋取私利。绝不好大喜功,无端扩大规模。绝不以企业为赌注,用大量人力、财力投入某种新项目,以致万一项目失败会导致企业垮台。企业经理应向投资者开诚布公,绝不弄虚作假报军情。

有些大企业的管理人员患了“《幸福》500 家综合症”,一心巴望自己的公司能名列于美国《幸福》杂志 500 家最大公司名次的前茅,而不惜成本地收购别的企业。巴费特最讨厌那些唯唯诺诺、才干平庸、尽管因工作踏实最后爬上高位而滥用职权的人。

(3)企业的业务不宜过于复杂,太难管理,以致限制了管理人员抉择的范围。

(4)利润不应是账面数字,应是现金利润。资本密集型的工业如钢铁、采矿、汽车、石化等工业必须不断地再投资才能保持竞争力,剩下来可供分股息的利润不多,故巴费特不喜欢这类工业。这类工业即使有再好的经理才干,也好不到哪里去,其根本原因在于行业本身。

(5)企业的投资收益率高。库存货品周转快,机械设备利用率高。利润的成长率倒在其次。

(6)企业股价低,债务低。

(7)有的投资者愿意购买一家发生毛病的企业,只要价钱便宜,然后在必要时插一手,协助经理班子经营。巴费特不想卷入这种局面,他只想投资业绩优良的企业。何况优良的企业也有便宜的时候,那时你投资下去要比购买有问题的企业再加以整顿容易得多。

巴费特认为企业只有当把利润用于再投资,能产生更高的利润时才有权使用本来属于股东的利润。如果不能得到满意的投资收益率,就应该把利润以股息方式发还给股东或者干脆收购自己企业的股票。有的企业本身的行业前途黯淡,如果能收购一家有前途的企业当然是很好的。有的企业经理收购别的企业,结果很不满意,这不啻在滥用职权。收购自己企业的股票一般按股东持股的比例收购,因此收购股票后,股东所有的股份百分比不变,却得到额外的现金。股东又可以把这笔钱用于新的投资,发展有前途的企业。这种做法,有助于资金从成熟、老化的工业流向高成长、高技术的工业。

美国多半靠市场经济体制促使资金迟早从老化、无效率的企业里流出来,进入有前途的工业里去。而日本政府则有意识地催化这个过程。但是经济体制受到严重政治干扰的国家如改革开放前的中国却恰恰相反,一直用国民的钱去支撑那些没有竞争力、老化、无效率的工业,这是何等的浪费。

四、现代投资理论的欠缺

巴菲特不同意现代股市效率理论中那种认为‘股价反映了市场上所有的信息’的观点。照这个观点,获得超过股市的利润是不可能的,因而投资者不用花时间去分析企业。对此,巴菲特本人的成绩就做了最好的驳斥。在 1959 到 1969 年的 10 年里,美国股市的平均收益率为 8% 一年,但是巴菲特投资的年收益率达 30%,即使扣除投资管理费后也有 24%。

巴菲特认为股市就像我们周围的世界一样,不一定按严格的逻辑规律运转,不遵循一定的程序。股市的行为与其用经济学来解释,还不如用人类学来解释才对。有时恐慌降临,股价在没有任何原因的情况下一跌再跌,有时可受股民的贪婪所驱使,股价涨了又涨,高到没人敢想象的程度。巴菲特认为股市实际上极无效率,劝人相信股价反映了企业的一切信息,等于叫人打牌时不看牌就出牌一样荒谬。

试想,把股价是所有已知信息的反映这套理论搬到学术界,岂不等于宣告学术界的辩论是多余的吗?因为已知的知识都印在实施书本上,学者专家的意见应该能统一,只要组织一个专门的委员会写一本反映大家统一意见的书就行了。显然,这种理论是站不住脚的。事实上,有的投资者总是能取得超过市场平均数的收益率。

巴菲特信奉的格莱姆投资法的中心思想是:当企业的市面价格低于其价值时即投资。投资者并不关心什么时候买,星期一也好星期四也好,1 月份也好,7 月份也好,只要股票价格比企业价值低就买。

价值投资者最关心的是价值,而不是季度预测利润、年度预测利润。从本质上来说,他们购买的不是股票而是企业本身。巴菲特认为股票的市价走势经常缺乏理性。市价往往受到最容易动感情或最贪婪或最悲观的投资者的行为影响。所以股市价格有时比内在价值高,有时比内在价值低。

在巴菲特看来,股市常常失去理性,在股价上涨时人们往往争相购股,在股价下跌时又不假思索地抛出。理性的投资者要找的是‘睡美人’,找那些价格低于企业账面价值的股,然后等待股市纠正自己的错误而获利。

巴菲特不理睬 β 值,也不理会投资组合中不同股票结合在一起会发生什么影响。他不懂为什么人们对于在什么时候投这么关心,他关心的只是所投每家企业的股票价格及其内在价值。他认为之所以有这么多关于成交量、股价走势、买卖时机等所谓的技术分析,是因为在电脑技术发展的今天,关于股票的信息数据已无穷无尽,理论家可用数学、统计学技术从各种角度分析这些股票,并不是因为这种分析有什么实用。

至于 β 值的荒谬,巴菲特举了一个例子说明:

华盛顿邮报公司在 1973 年的市价值 8000 万美元。该公司拥有《华盛顿邮报》、《新闻周刊》和观众很多的几家电视台。巴菲特认为,它至少值 4 亿美元(10 年后该公司值 20 亿美元)。如果它的股价下跌到 4000 万美元,按 β 值理论来说,风险岂不是更大了吗?但是如果能以 4000 万美元购买原市价为 8000 万实值为 4 亿美元的公司,风险怎么可能变大了呢?任何稍微有点价值概念的人都会明白,以 8000 万美元购买值 4 亿美元的公司,基本上没有风险,而以 4000 万美元买的话,就更没有风险了。

五、投资的安全系数

投资者需要懂得如何去估计企业的内在价值。但不能用过于接近价值的价格去购买企业。例如花 8000 万美元去购买价值 8330 万美元的公司,安全系数就未免太小了一些。

巴费特认为风险和收益的关系并不像局外人所想象的那么公允。风险大未必收益大,风险小收益也未必小。风险与收益的正比例关系,也许可以用于赌博,不过巴费特不是赌徒。他在股市下注时,是只有他这一方有把握赢的时候才下,而且是下大注。他从来没有忘记自己是在管理别人的钱,所以首先关心的是资本的回收,而后才是投资的收益率。因此投资时注重安全系数。他说股市有点像上帝,只帮助那些自助者。但股市又不同于上帝,因为它不原谅无知者。当你花 90 元钱买下价值 100 元的财产,你的投资就有了一点儿保险的余地,如果你花 80 元买下 100 元钱的资产,你的投资安全系数就更高一些。花 70 元、60 元甚至 50 元买下 100 元钱的资产,投资安全系数就越加高了,投资者的安全系数越高越好,这好比一座载重量最高 30 吨的桥,有一辆 10 吨重的汽车通过是很完全的。投资者投资时就要像过这座桥一样安全,当然,如果你花 80 元买了 100 元的资产后,又发现你用 60 元就能买到价值 100 元的别的资产时,你应当卖掉原来的投资,买进新的资产。你虽然赚不到 20 元,却可赚到 10 元了。

巴费特认为这种机会目前已越来越少,但有时也会冒出来。他说价值投资法不是什么祖传秘方,也不那么艰深难懂。格莱姆的书已经问世半个多世纪了,可是人性中有某种乖僻,喜欢把简单的事情弄得复杂,把容易的事情弄得艰难,所以股市上价格和价值之间的差异时时出现,给价值投资者以可乘之机。巴费特不爱谈论自己投什么,很注意保密。他愿意谈的只是自己的投资原则。

巴费特投资奉行少而精的原则。他认为大多数投资者对所投企业的了解不透彻,自然不敢只投一家企业而要做多元投资。但投资的公司一多,投资者对每家企业的了解就相对减少,充其量只能监测所投公司的业绩。多元化投资就像诺亚方舟一般,每种动物带 2 只上船,最后变成了一个动物园。

巴费特主张只投自己真正熟悉的十几家公司,因为人的一生能真正熟悉的东西数量毕竟有限。所以他主张投资组合体的投资过于分散。他认为,投资多元化说穿了是投资者对所投对象了解不足的一种保护性措施。如果投资者真的了解所投对象是优秀企业的话,就没有必要过于分散投资了。如果投资者能做到真正熟悉几个工业后作大量投资,是可以获得巨利的。人的一生中,只要做对几件事就成了。要当专家,不当通才。比如一年只熟悉一两个工业,然后选购股票。有的投资者喜欢动,一听到什么消息就心里发痒,买进卖出。但是过于经常的买卖,结果是有害无益。投资者要有耐心,不能因为时间一长就改变标准。如果股市太热、股价过高,投资者大可歇上一阵子,等市场降温之后再说。

六、成功信条

巴费特认为一个成功的投资者应该做到：

(1) 希望赚钱,但不能利欲熏心,不能贪心过重,不能性急。如果投资者不爱财则会缺乏应有的动力,如果太爱财则有可能失败。投资者对投资过程必须比投资的结果——钱,有更浓厚

的兴趣。

(2)投资者要有耐心。投资的前提是因为企业真正有价值。首先确定企业值多少钱,再决定每股股票值多少钱,然后决定买不买。不要猜测股价的运动,只要公司真正有价值,股价便宜,买好后就不应该担心。即使证券市场关闭几年也无关紧要。

(3)要能独立思考,不要因他人而轻易动摇。别人赞不赞同并不等于你对或者你错。要是你的信息正确,判断正确,就不用担心。如果你没有充分的信息,就不要做决定。

(4)要有自信。自信来自知识。头脑不要顽固,不能草率鲁莽。知之为知之,不知为不知。对自己懂什么、不懂什么绝对诚实。不要投自己不懂的企业行业。即使股价便宜,如果你不懂或者不喜欢这个企业或行业,也不要投。如果你以为买下一种自己不想要的股票,以期卖给我一个比你笨的人,那受害的往往会是你自己。

(5)不要借债投资。

(6)由于很难发现好的公司,发现后就不要轻易卖掉,不能贪图便宜去买不好的公司,也不能为了占一点便宜而把手里的好公司卖掉。一般公司的业务很少按计划进行,全靠领导班子能干。在选股时要选自己愿意长期持股的公司,但也要相机而动。一旦发现股价已超过潜在的价值就应该卖掉。

七、功成名就

巴菲特一直住在内布拉斯加州的奥马哈市,住的仍是 25 年前花 3 万美元买下的普通房屋,远离纽约、芝加哥等大城市的尘嚣。他觉得奥马哈比纽约好。纽约的刺激太多常常使人被迫作出反应,有时甚至还会逼人发疯,而住在安静的奥马哈市容易让人开动脑子。投资这一行在巴菲特看来是一种要求人们动脑筋的有趣的游戏,而且又不太难赢,他的嗜好是玩具火车,有时读读英国哲学家罗素的作品消遣。在从事投资管理的专业人士中,巴费特的机智和学问很少有人匹敌。他每年亲自撰写的年度报告,常常引用托尔斯泰、歌德、帕斯卡尔、凯恩斯等的警句名言。他的投资组合里有广播电视报纸业、软饮料业、制造业、保险业、银行金融业和消费品业等。1991 年度的收益为 39.6%, 1992 年为 30.3%。

对普通人来说,投资年收益率能达到 20% 就应该开瓶香槟酒庆祝了。但巴菲特谈到 1992 年的收益率时说:“这比我们的平均收益率低,简直不能跟我们最好的年头相比。”那年——1976 年他的收益率达 59%。

过去 23 年来,巴费特的投资年均收益率为 29%。巴菲特目前经营的资金有 100 亿美元。他说:“管这么多的钱,就像指挥一艘船一样,虽然还能行动,但动起来不如以前那样快了。”他有 9 个助手,办公室里没有电脑,也没有显示股价瞬间变化的电视屏幕。但他的同事说他思考速度比电脑还快,别人都跟不上。办公室墙上的条幅写着“愚人和他的钱到处受到邀请”的醒目语句。

巴菲特常说,一个优秀的投资者应该像企业经理那样考虑问题,而一个优秀的企业经理思考问题起来,也应该像一个投资者。

1983 年,巴菲特购买了一家在内布拉斯加深受顾客欢迎的家具公司。这家公司创业于 1937 年,当时只是一家地下室,后来这家公司占了整整 3 条街,面积达 40 英亩,年销售额 1 亿美元以上。创始人罗斯·布拉姆金是一位俄国移民,从未受过正式教育。巴菲特见到她的时

候,她已经是 90 高龄,但仍精力充沛地每天上班,坐在打高尔夫球用的三轮车上在公司来回奔波。她经营的宗旨是:“诚实无欺,物美价廉”。曾经有一家与之竞争的家具公司到法院告她买卖不公平,因为她公司的价格太低。布拉姆金在法庭上为自己辩护说,让顾客买到便宜的东西没有什么不好。法官认为她没有错,退庭后还去她店里花了一千几百元买地毯。

有一天,巴费特到她店里问她愿不愿意把她的家具公司卖给他,她当即开价 6000 万元。巴费特没有还价,径直回到办公室开了一张 6000 万元的支票给她。布拉姆金问他怎么没有请律师和会计师,巴费特说他相信她。在清点存货时,她才发现家具公司值 8500 万元。不过布拉姆金一言既出,驷马难追,不愿悔约。只是非常吃惊,因为巴费特当时似乎想都没有多想一下。原来他早已认准这家家具公司值多少钱了。巴费特和布拉姆金从此还成了好朋友。

巴费特的子女没有步他的后尘,大儿子搞农业,二儿子是音乐家,女儿在出版社工作。巴费特只给每个子女几十万美元的基金,不愿再给他们更多的钱。他害怕金钱的腐蚀作用,认为子女应该在世界上找到自己的立足之地。他说:“我支持他们,但不想给他们够一辈子用的财源。”他 80 多岁的老母亲和子女都赞同他的做法。

巴费特认为自己的成就应归功于允许他成功的社会,所以也应该回馈给社会。他成立了巴费特基金,目前的宗旨是赞助计划生育。他将把绝大部分财产留给巴费特基金。以这位当代投资超级明星之豪富,其基金的规模无疑将超过洛克菲勒基金、福特基金或卡尼基金。他说:“就谋生来说,我是世界上最幸运的人。因为我干的这一行我极其喜欢,任何人也不能叫我做我不愿做的事。我也不必跟我不喜欢的人共事。”

第四节 史但普基金

一、华尔街策略型交易大师

迈克·史但哈特被公认为当今全美策略型交易大师。单从这个誉称中,就可以断定他是个头脑灵活而且智慧超群的人。

迈克·史但哈特在 20 多年的股票基金投资生涯中,可以说是相当的成功。比如说,你在 1967 年,他的公司刚起步时,就投资一万美元到他的基金中,那么,20 年后,你就拥有 100 多万美元。要是以年复利率计算,在扣除他收取的费用之后,净报酬率竟高达 27%。这个数据足以说明,作为史但普基金经理人的迈克·史但哈特,绝对是一位投资奇才。

史但哈特每年向华尔街证券商付出的佣金就有 350 万美元。史但哈特花如此巨款只是为收集一些华尔街的股票分析报告、经济预测、国际展望报道吗?史但哈特本人就曾经是财经市场内的消息人士,他曾经在《金融世界》写过报道,做过洛布罗德公司的分析师。

其实,史但哈特最不重视华尔街的市场分析。一般在大多数投资人书桌上都有许多年报或者经纪商对公司未来所做的预测,可是史但哈特的书桌上连一张这样的文件都没有。

那么,史但哈特每年花那么多钱都干什么了?当然,他不会买那些“预言”或“展望”。他希望钱花在刀刃上,能使他所做的交易获利。

另外,小金额的利润并不能完全解释他的成功。他的利润其实主要来自他‘看趋势下赌注’的投资策略。他说:“如果我们现在要做债券,一定是我们预期的利率正在朝某一方向变动……,我都是先找出整体市场的走向,然后再试着为投资组合找出符合我一般看法的股票。这种做法与忽略市场走势、只看某些公司的股价的做法不同。”

史但哈特首先从报纸上获得信息,形成一个整体的概念,例如日元后势看俏,通货膨胀会更加严重,石油股该涨了等。他建立他的架构观念之后,就开始寻找特殊的投资机会了。

由于花了许多佣金,他会不断接到电话,得到足以获利的片断交易消息。“我们正向下修正奇异电器下一季的盈余估计值。”花旗银行将巴西改成以现金基础入账。‘若干华尔街券商对市场具有影响力,只要他们的意见改变,他们本身就会造成市场波动。史但哈特希望接到“第一个电话”,只要主要分析师改变他对这家公司的看法。这并不是因为分析师的见解一定对,而是在他之后接到这类电话的投资人会认为这是真的。因此如果你第二天读报,发现报上说若干市场大户相信德州仪器公司前景看好时,而且股价开始上扬,你不必感到奇怪,因为史但哈特先探听到这段消息。

从券商观点来看,和史但哈特打交道有很大好处,只要他相信你,他就会立刻下单。正因为如此,众多投资者会尽力帮他留意各种变化。当然如果经纪人股票套牢时,只要史但哈特对这些股票感兴趣,价格能稍作让步,一笔大单就能帮他解套。但如果史但哈特独知一项足以打压股价的消息,他也可以迫使经纪人帮他脱手。

史但哈特认为,短期是最实际的,就像赌马的人只讲求现在一样。而长期以及华尔街研究报告中所指的长期则属于梦幻世界。身为交易员,史但哈特对于一再争取 5%、10% 和 15% 的利润感到安心,他不愿意在买进股票之后把它锁起来,等待价好再抛。1983 年,他以每股 117 美元的价格买进国际商业机器公司 80 万股的股票,股票上涨了 15 美元。多数投资人会翻阅报纸,注意到股价在上涨,略发怨言,然后一切都不管了。而后股价跌回 120 美元,失去了大部分的涨幅。差别在于史但哈特融资几十亿美元,以每股 117 美元的价格进场,而且在约 132 美元的价位抛售,赚了至少 1000 万美元,然后,在股价多头时,他放空了 25 万股股票,在股价跌回 120 美元时回补,又赚进几百万美元。

史但哈特说:“我交易十分频繁,并不只是为获利,也有不少是为了发掘其他机会。我有机会获得很多事情,交易只是媒介。我非常羡慕长期投资人,能坚持遥远的目标达数十年,而且能够耐心等待。在历史上,没有任何成功的投资人能比我的表现高两到三倍。我经常只做小动作。”

“尽管如此,我仍然是靠紧抱不放赚到大部分的利润。”这也是史但哈特在发现大势押下赌注之后容许的最长交易时间,不过这还是比大多数交易持续的时间要短。

除了短期股票操作之外,史但哈特的成功还在于随时准确顺着大势从事短线投机。他会融资做多,甚至于转多做空。“我雇用六到七个证券分析师,三到四位交易员,另外有一位经济学家帮我留意即将发生剧变的经济部门。我希望从经济学家的观念中,找出一般认识和特殊认识的差异。”

有些人认为史但哈特是个相当保守的管理者,因为他避免做长期承诺。普通基金的总裁乔治·基恩是迈克·史但哈特的客户,他说尽管迈克·史但哈特的年周转率高达 500% 到 1000% “我们还是认为他是一位风险低的投资经理人。他总是看短期。”

史但哈特经营的基金有三个子基金。其中一个是为国内纳税投资人而特设的,这个基

金大量使用融资——借款；另一个基金使用较少的融资，这个基金是针对国内的免税机构；第三个基金则是针对外国人而设的。它们持有的资产几乎一样，唯一不同的是投资者分属不同领域。史但哈特规定每个基金的投资者不得超过 99 位，如果有更多人要加入，那他就必须把基金登记为投资公司了。有好几年他都谨守这个规定。

有一年，他开放某个基金的投资人名额，看有多少人抽回资金。他因而开放一、两个名额，但是不仅没人抽回资金反而排队要买基金的人却是一长串。

史但哈特最早经营的基金——史但哈特合伙公司，会对他看准的某一特定项目使用融资来投资，有好几个这样实例。1981 年，他当时坚信中期债券会大涨。而史但哈特的合伙人经济学家乔治·亨利，他是前联邦储备银行的官员，同样认为当时 14% 的利率一定会下降。所以他动用基金的现金投资了 5000 万美元，并借了 2 亿美元，买下 2.5 亿美元五年期债券。

然后他就必须焦急地等待利率下降（在其中某一段时间，基金账面上会出现 1000 万美元的损失）。当时他也流失一些客户，不过最后还是证明他押对了宝。在 2.5 亿美元投资中，史但哈特基金只投资 5000 万美元，他总共赚了 4000 万美元的利润。

在 1984 年底，史但哈特回到债券市场买进 4 亿美元的中期公债，其中绝大多数是用借来的钱。这次投资又是赌利率会下降。当时利率处在最高点：基本放款利率 15%，长期利率 13%，到 1985 年 7 月，他赚得 2500 万美元的利润后，才将这些债券全抛出。

史但哈特喜欢大势炒作股票，他对国际商业公司进行收购时，他的同事以为他只会买进 2 万到 5 万股，结果他却一下买进好几百万股。

史但哈特之所以下大赌投大钱，并不是盲目或冲动，他总是通过准确的分析预测才决定行事，他很有谋略而且在长期的股票基金投资中积累了相当丰富的成功经验。

二、史但哈特策略

世界经济的快速发展，使得电子、电信工业在国际股市产生越来越大的影响。电子计算机已经深入到股票交易领域。股票资本的信息化与股票资本国际化已经成为当今世界经济派生出来的重要部分。从另一个角度讲，股票资本信息化，也使得股票基金投资者能获得更理想的利润。

股市的外部效益是由股票价格所反映的信息能力来衡量的。如果股票价格能反映过去价格的升降，这一股市可称为弱效益；如果价格能反映所有可公开获得的信息，可称作中强效益；如果价格能反映所有信息，包括某些公司内部状况的信息就是强效益。史但哈特认为，面对当今的科技水平和股市的发展状况，最好把股市和利用这些股市的个人或机构用最新的电子系统联系起来，推动国际股票市场的发展。

目前，在股市中已经运用电脑系统进行分析预测和交易了，这也是股市的发展趋势。而且，计算机和电子通讯系统已经开拓了一个能够跨国界传递信息的工业。微软组件技术把股票交易中的人和机器、机器和股票市场紧密地结合起来。也就是说，世界股市网络是连结在计算机终端上。

由于计算机和卫星构成信息网络，原有的报纸、电台、电视等通讯手段都能更快地传播股票市场信息。人们共知的伦敦《金融时报》、纽约《华尔街日报》等都为读者提供前一天的股票交易情况，包括开盘价、收盘价、成交量，前一天的变化，升降幅度，各种股票指数，以及一些分

析性报道等,甚至包括国外主要股票市场信息。因此,史但哈特认为,这种情况将给股市带来更大的竞争压力。而要想在这种压力下求胜,必须更新股票交易手段和技巧。

三、随机应变投资组合

史但哈特认为随机应变的基金投资组合是较为上策的投资策略,它是投资者根据股市走向变化而灵活调整证券组合的投资策略。当判定股市走向看好时,则将资金大部分投放在投资股票上,如果认为股市走向看跌时,则将大部分资金转入买公债等风险较小的证券。

随机应变型的投资组合策略具有机动灵活、能适应市场变动的特点,是一种较为受投资者推崇的投资组合策略。

但是,不管怎么说,没有完全恰当的方法可以确定风险和收益各占多大比例,因此,史但哈特在分散投资中认为应把握以下几点:

(1)投资行为的分散。即不集中购买同一行业的企业的股票,以免碰上行业性不景气而使投资者蒙受损失。

(2)投资企业的分散。不把全部资金集中购买某一企业的股票,即使企业绩优也要注意适当的投资分散。

(3)投资时间的分散。可按派息时间叉开选择投资,因为按照惯例,派息前股价会骤然升高,即使购买的某种股票因利率、物价等变动而在这—时间遭遇公共风险而蒙受损失,也还可以期待在另一时间派息分红的股票身上获利。

(4)投资地区的分散。由于各地的企业会因市场、税赋和政策等诸多因素的影响,产生不同的效果,分开投资,便可收到东方不亮西方亮的效果。

总之,史但哈特说:“只要基金在进行股票投资中,能有效地进行投资组合,就能在降低风险的同时,获得较大的收益。”

四、筛选消息

投资于股票基金,风云变幻莫测,人们总迫切地需要了解各方面的信息,以对下一步的股价走势做出正确判断。而股市信息又真假难分,稍不注意,就会掉进陷阱。

史但哈特说:“不了解的公司,我不会要自己的基金建立仓位。”他对股市信息进行分类,认为股市信息无外乎有以下几种:

(1)正式消息。史但哈特认为,这种消息最没有价值。因为所有的内容都已经由官方证实,都以最肯定的语气加以公布。例如在报刊和电台、电视上出现,则以确实无误的形象给予公众。那么,这时,它的传播范围最广,知道的人最多。所以,已失去了“独享之秘”的优先性,在投资中显示不出太大价值。也只是仅作参考而已。

(2)传闻消息。这种消息以街谈巷议、沸沸扬扬者为多,如出现在报刊、电台上,也多以“据悉”、“传闻”、“听说”等开头,而不是以肯定的字句开头。因此,它总会令人半信半疑。这种消息价值稍大些,但是也不是独家享有。因此,其价值也只是比那些官方消息稍大一些罢了。决不能轻易相信,否则就有可能被误导。

(3)内幕消息。这种消息对股民的影响最大,也害人最深。因为它的内容都是全新的,未

经传扬的,接触者也都是范围极小的,所以,它总给人以‘独享之秘’的感觉。这样一来,就很容易对股民的行为产生影响。如果这个消息是确实的,股民就会抢先一步占得有利时机。如果是虚假的,或者是别有用心的,那就会使股民误入陷阱,损失惨重。因此对内幕消息要三思而后行。

(4)公司财务消息。这种消息主要是上市公司的各种经营效益、财务数据等。这类消息可以通过报纸或刊物寻找该公司的招股说明书和年度财务报告来了解。此类消息比较容易了解。

(5)股市行情,股市行情主要包括现时股价如何,股价指数如何,成交额多少、市盈率多少……等等。这是入市股民天天甚至时时都要遇到的资料。在有证券交易所的城市里(或允许经营异地股票的城市里),一般都有这样行情的发布机构和传播媒介。

知道了股市信息的分类,那么如何正确衡量消息呢?史但哈特认为,衡量股市消息的方法,应该是整体的、全面的、周密的、并且有系统的。即先评定消息重要性,再计算其对股票行情的影响,最后作为进出研究和评判参考。史但哈特的做法是:

①收集所有可能影响股票行情的消息。

②将各种消息按正确的、反面的性质分类。

③再按消息的重要性,安排其主次顺序。例如分为极重要消息、重要消息、普通消息、不确定消息五种。

④按消息的主次顺序,分别给予加权点。例如极重要利多消息赋予5点,重要利多消息赋予4点……不确定利多消息赋予1点。对于极重要利空消息,赋予负5点,重要利空消息,赋予负4点,不确定利空消息,赋予负1点。

⑤将所有消息的正负点数加总,以确定所有消息的综合利弊影响。

五、交易法则

史但哈特说:“如果分析师带了案子来,我会研究五分钟,然后决定去做。他将会告诉我有关盈余改善、新管理方式以及其他的事。我的管理是被动式的——我给分析师许多空间去实现他们的点子。如果失败了,我就会一遍一遍地检讨,我的原则是给大的指导方针,决定总风险,和决定可以接受的风险程度。”

“我定义自己的角色是尽可能获取最大的资本报酬,所以我会尽一切能力达到这个目标,不会限定自己只能用某种技巧。每天我都会问自己今天风险报酬比率如何。我们的第一个考虑就是长期投资应如何。第二考虑是如果有新的股票而且具有吸引力,我们就会将大笔资本分配给它。第三,我们也会借股票给经纪人做抛补,在这点上我会要求最高的利息。经纪人以往保有所有收入,不过最近只能保有40%到90%了。第四,我们也有专人做套利,通常是收购破产公司和买进交易账单。第五,我们也让自己全方位接触新的投资工具,如股价指数期货等。我有四五位交易员,他们要应付80或90位股票经纪人,我们的大门是敞开的。我自己绝不可能专靠长期投资而达到这样的成就。”

史但哈特说:“我花了许多时间做市场分析。”

史但哈特不太看得起那些只想买便宜股票基金的投资人,也就是说,只看那只股票股价是不是跌到有史以来的最低价范围之内,那太简单了。你还要考虑本益比、产业发展、竞争对手

的发展和其他因素才行。

“我的大多数长期仓位都是根据基本面远景来选择的。不过我不一定要真的长期持有。我常常对我说的人说,你应依长期基础来选择,即使是你所赌的事实不一定发生。我发现市场总是会对长期展望有所反应,至少会反应一段时间。”

人们总喜欢问史但哈特,他的基金投资是否依照什么共同线索。他说不一定,“1982年,利率决定一切。1985年,一半的盈余来自蒙特迪生。这家意大利公司,我们以50美分买进,而以3美元卖出。1973年,1974年,我们处在空头市场,还逆势上涨了30%到40%。”

在相同产业的许多股票中,史但哈特极度喜欢投资有购回股票计划的股票。这种投资处在涨势,可以有更多的上涨空间,如果时候对了,也可以卖出。

史但哈特就是纯粹的投资者。而且在大多数时候,两、三项投资赚最多的钱。由于他在市场上非常活跃,他会面对无数的投资机会,而且被迫要注意所有市场动向。也就是说,他会挑选。

“我自己是以证券分析师起家的,常常拜访管理阶层,研究不同企业的相对吸引力等。1967年时,人们安于做长期思考,最佳的思考模式就是找寻未来最有成长远景特征的公司,所以常常会引起太注重排名的毛病,人们会为符合条件的股票付出过高的价格。这个想法可以在刚发展的硅晶片工业、海洋养殖等验证。每个人都在找新观念、新服务,他们对价格和本益比不再敏感。这种概念是找到能以复利成长10年、15年的企业。买进成本不重要。预测长期大幅度成长的可能性很高。这种做法终于导致1973年到1974年的经济崩溃。”

“今天所强调的则是极度短期的事,强调交易技巧和电脑化。我们现在这个方面同样做得过度夸张。这种情形会不会结束?我认为迟早会走向长期思考的路子。”

“现在愈来愈多的基金经理人需要学习各种不同技巧,他们要能处理日本市场、黄金、固定收益证券等。举例而言,市场可能突然变动。为什么?常常这就是电脑化股价指数基金的突袭。所以你必须充分了解这些程式的运作模式。”

“我对于斯但普股价指数期货非常着迷,史但哈特曾说。“它们是衡量市场的好工具。指数期货有算数上的一种价格称作溢价,这个价格精确地表示你不握有股票所放弃的价值,减去你的机会成本,即用这笔资本做其他投资所能节省的金额。如果在上午11点到11点15分之间有溢价情形,就表示多头市场,因为表示有人对市场走势表示乐观。不过要是溢价连续多日被高估,这就是空头走势快来的征兆。如果溢价超过正常价值持续扩大,一些程式就会开始运作,最后就不会有新的下注者了。”

股市的基金投资者中,很少有人了解程式交易的动机。主要原因是投资机构中数百亿美元的资金必须保持几周到几个月的流动性,因为它们对资金随时会有巨额需求,如营运资金,支付保险等。

史但哈特说:“当斯但普股价指数期货溢价到达特定水准时,电脑就会叫你放空期货,买进现股。你不必买全部500种股票,顶多买400种就够了,因此,你突然间就要处理如此复杂的大型交易。这种做法是令人吃惊的,如所罗门公司就是运用该技巧增加业务的。”

六、短线原则

史但哈特是短线投资高手,他之所以能够直线收益,遵循的基本原则之一,就是见好就收,

从不贪得无厌。这种短线原则,按史但哈特所言,即指多头者买进股票时,就给自己预定了一个获利(或亏损)目标,当股价一接近目标,就应该售出,以从中获利。

史但哈特在短线投资时,以不受损失或少受损失为主要目标。获利放在第二位置上,这虽说是一种较保守投资策略,但是往往能稳中求胜。史但哈特说:“把股票交易放在一个动态过程中去看,价格的高低变化也是相对的,无所谓高低,只要相对有利,达到预期的目标,见好就收。这就不会因贪心太大而亏了血本。”

预期获利目标的大小视投资者胃口不同而定,根据股市具体情况和投资者习惯特点自行定夺。见好就收作为一种短线投资方法,能够防止因股价下跌给投资者带来的损伤。在预定获利目标时,也同时定好亏损预期目标,即使遇到下跌,也可以做到有限制的亏损。

因此,史但哈特说:“我不会奢望更大的获利机会,即使卖出后,股价上涨也不后悔。”

七、空头原则

史但哈特曾经评论大多数投资者,包括他自己,他认为放空时要先进行一番心理调适,不要觉得这样做是坏人,有害美国、有违母性、或者违反自然规律,以及做空可能会有不很大的损失,以及做多时最严重也只损失百分之百等的心态。

无论如何,史但哈特自己的投资原则是“不入虎穴,焉得虎子”。他在 1972 年大量放空一些有名的成长股或者潜力股。如拍立得、全录和雅芳,当时的本益比是 30 到 35,他曾经提心吊胆地看着这些股票价格上涨成本益比 40 到 45,后来终于在 1973 年股市崩盘时大捞一笔。1976 年黑色一月,公司也在涨势市场里建立了有史以来最大的一次空仓,结果股市大飙。幸运的是,这种损失只是例外。1973 年,史但哈特放空 10 万股的考夫曼·布洛得股票,它是全国最大的房屋建筑商,当时本益比高达 40 多。后来股价因为利率及通货膨胀因素首度下跌到本益比 20 时,史但哈特公司回补空仓,最后它跌到本益比 4 的水准。

史但哈特做多时,喜欢找寻长久没有什么表现、但是有复生潜力的股票。做空时,他喜欢针对美国知名的企业,也就是投机者所在处。他通常会放空市场上被青睐的公司。他放空的股票与他做多的股票正相反。它们都是高本益比,大型法人机构偏好的股票,但是在他看来却不甚理想。他说:“不断困扰我最大的问题,就是很难预测这些投机预期究竟何时会崩溃。”

史但哈特又说:“市场投机的金融面预期是下注的好机会,不过你需要耐心跟它耗,而且还很痛苦。我常常太早放空。我做空基因科技公司,它有 50 亿美元市值,而且只生产一种产品,但利丽公司已经引进一种竞争产品,另一种潜力产品是一种心脏病药。公司的面值只有 2000 万美元。但我这次做空完全失败。”

他提到西岸几个兄弟所创立的一家公司。他们都是基金经理人和股票经纪人。他们专门放空那些快破产的公司,赚取 80%、90% 甚至 100% 的利润。他们也喜欢有伪造及过热的情形。这是一个很可以投资的行业,不过挺吓人的。有一年史但哈特投入非常大的资本放空坎能集团,这家公司在 80 年代初期由两个以色列人接管之后,有许多年每股盈余每年都成长。这家公司就借拍电影和出售权利金来赚钱。因为对他们漂亮的盈余数字,募集到几亿美元。史但哈特说他做空坎能公司时每股是 19 美元,曾经看到它涨到 46 美元。现在,坎能的股价已经跌到 6 美元了。

史但哈特最好的一只股票是国王资源公司。在那家公司破产之前,他在 1968 年赚了投入

成本的七八倍。“其实我们都是笨蛋，”他说，“我完全相信人家告诉我的话。我卖掉它，只因为它涨得实在太多了。”

“我放空一些日本股票，不过赔了钱。我还不了解日本固定收益证券收益率和股票本益比之间的关系。很显然，债券收益率愈低，你可以确定股票本益比会愈高。”当时，他做空 24 种、做多 40 种股票。

在 1960 年和 1970 年，他说，最聪明的人都投入到购并及研究上。很少有有能力的人投入交易。不过过去 20 年来潮流的转变使得形势剧变。巴费特等人不再是众人眼中的英雄，而是掠夺者，像亚瑟·阿德曼，卡尔·伊坎和吉米·哥德史密斯。1975 年之前，从没有听过可以不经过交易所的交易行为。所以套利行为都是发生在第三级市场和交易所之间。有一次有人以 6.875 到 7.125 美元的价格，向他提供 70 万股宝州市中央公司的股票。不久，杰佛瑞（一家第三级市场的公司）打电话向他提供 70 万或 80 万股店头市场股票。他立刻查了查交易所的交易量，发现这是一个强有力的市场，他立刻以每股 6.15 美元收购这种股票，而 40 分钟之后，他就到交易所抛出，结果，史但哈特赚了 400 万美元。

史但哈特每年都与一位高级经济学家见面，这位经济学家每年总觉得奇怪的是怎么今年世界还没有瓦解。所有统计数字，比如储蓄率与负债比，负债与国民生产总额比，负债与第三世界顺差比，都是一年比一年差。按其观点史但哈特说：“人们看见巨变的石油美元，时高时低的通货膨胀率，以及其他种种重大变动，的确要惊叹经济体系如何维持下去。不过，作为投资者我还是倾心于总结过去，针对今天的形势做出正确的估计，以图较好发展。”

史但哈特认为 股市上最可怕的，坑人最多，最深的陷阱就是操纵股价。他说：“股票能给人们带来巨大财富，也能让人一贫如洗。然而股市如战场，股市的陷阱星罗棋布，稍不小心就会身陷其中，亏得一败涂地。”史但哈特经过长期观察发现操纵股市有以下几种：

(1) 一个集团或两个以上的个人结成的团伙，利用不同的身份在一家经纪人公司开立两个以上的账户，以互相冲销转账方式，反复“做价”，只须付出少量的手续费和交易额，就可以轻易地把股价任意抬高或压低。

(2) 在数家不同的经纪人公司开立账户，以“拉锯”方式做价，甚至与经纪人勾结，由经纪人散布不实消息，制造虚假行情。

(3) 利用股市繁荣与衰退循环的市场心理在低价时吸进，然后动用种种外来因素哄抬股价，低进高出，从中获大利。

第五节 麦哲伦基金

巴费特的投资法当然不是唯一的致富途径。巴费特基本上是属于着眼实值股和成长股的长期投资者。有些相当成功的现代派投资家不同于巴费特。他们持股的种类不限于实值股、成长股、绩优股或期权期货。因为当人们都熟悉实值股、成长股、绩优股之后，赚钱就难了。现代派投资家不管什么种类的证券，只要有利可图就买，一旦证券价格超过其价值就卖。他们的操作手法多变，速度快，不拘一格。他们不停地扫描股市全体，以图发现哪怕是很小的可以利用的价差。他们试图及早发现所谓“工业趋势”的发展方向。激光纤维的发展、政府对环境污染

染的新限制、天然气储量的减少、日本汽车的竞争力等,都是决定工业趋势走向的因素。现代派投资家希望顺势投资,以求水涨船高之利。现代派投资家还放眼世界,到中国、日本、东南亚、拉丁美洲和欧洲去寻找新的投资机会。

一、多多益善

现代派投资家的最佳实践者是主管波士顿忠实投资管理公司麦哲伦基金的彼得·林奇。麦哲伦基金的资金达 100 亿美元,是美国最大共同投资基金。投资者达 100 万人。1977 年,当林奇开始主管麦哲伦基金时,如果你投资 1 万元的话,到 1990 年你就有 28 万元了。林奇将 100 亿资金分散投资于 1400 家公司。

麦哲伦基金大致有 4 类股票:

- (1) 林奇希望能够收益 200%~300% 的成长股;
- (2) 股价低于实值的价值股,林奇希望在股价上涨三分之一时脱手;
- (3) 绩优股如公用事业、电讯、食品、广告公司的股票。这类股票带防御性,经得起经济不景气的打击;
- (4) 特殊情况如再生股。

林奇的工作量超人,从每天上午 8 点工作到晚上 7 点,周末也难得休息,自称只有刷牙的时候才有空。他每月打电话 2000 次,一年旅行 16 万多公里到各处实地考察。不过他只有两个分析员做助手,一个专门负责收集华尔街的信息及出席各种会议,另一个专门打电话及走访公司。

林奇无休止地寻找投资的机会。当一家企业有新产品或者营业额比去年好,或某项政策对企业有利,他就购买这家企业的股票。如果总的趋势对某一工业有利,他不像巴菲特那样只买最好的,而是买一批能从中受益的公司股票;也许几家,也许十几家。他不一定做深入的调研,就买下股票,然后待这些股票升值时再筛选最佳的公司保留下来,把其余的卖掉。他不局限于某类股票或行业,成长股、实值股都可以,金融业、制造业也行。他认为如果投资集中于某一类型的股票,当这类股票价格大涨后,投资者如不卖掉,就失去了赚钱的机会。但如果卖掉去投自己不熟悉的行业,往往又会出问题,所以说要有灵活性,要多元化。

林奇以娴熟的技巧把投资从一个方向引向另一个方向,并不等待彻底的分析以免错过时机。例如当日本汽车打入美国市场后,美国三大汽车公司的股票大跌。林奇未做详尽的研究即大量购买这三家公司的股票,等到股价上涨后又悄悄卖掉。他经常改变投资的方向,就像赛艇比赛一样见风使舵。因此,麦哲伦基金的多数公司只在投资组合体里停留一两个月,而整个组合体里的公司一年至少翻检一次。林奇认为也许应该翻检得更勤一些。他自称购买的股票如果在 3 个月后有四分之一仍值得保留,就很满意了。

在他投的 1400 家公司中,最大的 100 家企业占所投资金的一半,其次的 100 家企业占 17%。林奇每天要卖掉 5000 万元的股票,又买进 500 万元的股票。当发现有的公司股票稍稍超过应有的价值时就立刻卖掉,有的股票稍低于应有的市价时,就马上购进。他毫不犹豫地追求哪怕是很小的利润。

林奇喜欢积少成多。如果甲公司股票是 20 元一股,乙公司股票是 30 元一股,他先买进甲公司股,当它上涨到 30 元时即卖掉。那时乙公司股价已下跌到 20 元一股,他又买进乙股。6

次 30 % 的利润就等于把投资收益翻了一倍。他感到每天做一做小决定的犯错机会,要比一下子做几个大决定的少。

二、以变应变

企业发生变化,竞争局面会变化,工厂也可能出现问题。一旦情况改变,就要采取行动。即使企业本身没有什么变化,股价变了也会促使林奇行动。如果他买了一家公司的股票,希望它升值却未升,他会立即将它卖掉。如果他喜欢的一家公司股票原价 20 元,现在跌到 16 元,他又会趁机多买一些。

林奇试图在一个企业发生重大变化时及早掌握信息。从一个企业发生变化到这种变化反映到股价上来,往往有 1 个月到 1 年的间隔。林奇希望抢在人先,利用这个间隙做买卖。他经常找所投资的企业经理通话。这要比等到财务报告出来后再分析,在时间上更有利。因为他可以及时掌握第一手信息,迅速决定股票是买还是卖。他坚持走访所投资的企业,即使是走马观花,久而久之也会对公司有一个感觉,对企业的经理有一个感觉。

他访问所投资的企业时,往往询问管理人员对竞争者的看法。如果管理人员对竞争者表示敬佩,林奇说不定会投资竞争者。

他非常注意企业内部管理人员买卖股票的举动,认为他们买股票的原因只有一个,就是赚钱。所以管理人员大量购买自己公司股票的企业很少会破产。

林奇最喜欢中小型的成长股公司,因为中小型公司股价增值比大公司容易。一个投资组合里只要有一两家公司收益率极高,即使其他的赔本,也不会影响整个投资组合的成绩。例如 如果 1000 美元分别投 5 种股票。其中 3 种赔本,股价下跌了 75 %,一种上涨 20 %,一种上涨 900 %,总的结果将是 :

赔本	赢家	投资组合体总结果
(1)	$200 - 150 = 50$	(4) $200 + 40 = 240$
(2)	$200 - 150 = 50$	(5) $200 + 1800 = 2000$
(3)	$200 - 150 = 50$	
600 变成 150	400 变作 2240	1000 元变成 2390 元

林奇认为投资成功的关键是思想开阔,不怀偏见,尽可能多研究些企业。他认为多数人的头脑不够灵活,思想不够开通,偏见太多,偏重某些行业,而忽视另一些行业。但是行行出状元,每个行业里都有杰出的公司。

林奇在逛街购物时随处留心新事物,以期发现新的投资主意。他看报纸时不但注意好消息,而且特别注意坏消息,因为灾难性的坏消息往往带来异乎寻常的机会。林奇说许多他选购的股票常常是先从 12 元一股下跌到 6 元,然后再上升到 30 元。这一点投资者应该有思想准备。投资者如果对于某个企业特别了解,特别喜欢,那么在市场下跌时反而应该多投一些。在没有发现能吸引你的公司之前,干脆把钱存入银行。

只要所投公司的业绩好,大可以持股五年十年不变。林奇说 : “ 我投资组合里最好的公司往往是购股三五年后才利润大增,而不是在三五个星期后。 ” 林奇注重的是企业的根本业务,而

对宏观经济的预测,利率的变动等并不关心。林奇宁可投资一家不受人欢迎的工业里经营有方的企业,而不投一家热门工业里的热门企业。越是热门的行业,竞争越是激烈,结果人人都赚不到钱。

至于什么时候卖股票,林奇认为有两种情况。一是公司业务从根本上恶化,二是股价已上升过高,超过了盈利的增长。这时卖掉它之后再买另一种股票可以获得更高的收益率。他认为显示过去一二十年内的股价波动的技术图表很有参考价值,可以帮助他判断目前股票市价是否太高或者是太低。

尽管林奇的投资方法属于现代派,他和巴费特一样认为现代投资理论的那一套关于市场有效率、股价反映一切信息的观点是荒唐的。

林奇于 1900 年退休,在他管理麦哲伦基金的 13 年里,基金总收益达 2700%,即年均收益率 29%。

三、林奇忠告

(1)想赚钱的最好办法,就是将钱投入一家成长中的小公司,这家公司近几年内一直都出现盈余,而且将不断成长。

成长性的比率是财务分析中的重要比率之一。它一般反映公司的扩展经营能力,同偿债能力比率有密切联系,在一定意义上也是可用来测量公司扩展经营的能力。因为安全性是收益性、成长性的基础,公司只有制定一系列合理的偿债能力比率指标,财务结构才能走向健全,才有可能扩展公司的生产经营。

林奇认为成长是一个公司的重要特性,成长股也是他投资组合最大的单一类股。然而,成长中的公司绝不是他找寻的唯一目标。在任何时候都有被高估或低估的股票,形成有利的买卖机会。关于成长,林奇尤其重视单位成长的程度甚至超越盈余成长。成长股投资理论大师洛威·普莱斯所寻找的是在每个景气循环都有盈余成长的公司。不过,高成长可能起因于售价调高或高超的购并技术。林奇则注重每一个季度与每一年实际单位销售量的成长。

因此,林奇指出:“想赚钱的最好方法便是将钱投入一家成长中的小公司,这家公司近几年内一直出现盈余,而且将不断地成长。”

(2)一般消息来源者所讲的与他实际知道的中间有很大的差异,因此,在对投资方向做出抉择之前,一定要深入了解并考察公司,做到有的放矢。

林奇在收集信息时,常与访谈对象讨论他的竞争对手。竞争者将一家公司说得一无是处,这是很正常的事情。如果他们说好话,就值得注意了。比如,其他钢铁公司称赞努可公司时,林奇立刻前往探个究竟,然后买进努可的股份。没有人比其竞争者更了解一家公司,因为竞争者必须每天发展新产品,扩大市场占有率。约翰·坦普顿有一个标准公式:“如果你不再为目前任职的公司工作话,你最想为谁工作?”

有一次,林奇拜访联合旅社时,他吃惊地发现公司的管理人员谈到他们的一个同业拉金塔汽车旅馆。第二天,他便打电话到拉金塔。不久,又亲自登门拜访。并在短短数日内,他就把麦哲伦基金的 3% 资金投入这家旅馆。

林奇指出,有时候,向公司经理人查询公司以外的其他事务会有意想不到的收获,比如得知投资其供应商或顾客的构想。当林奇从建筑界获知销售比预期高得多,他马上把思路转移

到林业产品、水泥等建材上。在访问施乐百货公司时,林奇可能发现地毯销量可以在零售商店,他可能发现鞋类产品销售欠佳,球鞋的销售状况却不错。究其原因林奇才知道是制造儿童皮鞋的史泰德公司买下了尤尼瑞尔公司的史柏瑞部门,也就买下了托普斯德。而真正起作用的是柯德,它几乎被迫成为整个交易的一部分,而且其业绩占史泰德公司的一半以上。林奇表示,他为没能抓住先机而十分懊恼。但是有趣的事情是他有一位朋友参与了整个事件,而使林奇能够充分地掌握史泰德公司的各个方面的情况。通过考察,最后林奇买下了整个史泰德公司,而且赚了不少钱。

林奇认为,消息来源者所陈述的和其实际的中间有很大的差异。如果钢铁厂老板告诉你,钢铁业的情况已大为好转,这是个可靠的资讯。若他说光纤业将有重大进展,你最好找比较可靠的人查证。奇怪的是,许多投资人不去请教他想投资的产业专家,却宁愿相信外行人所提供的小道信息,只因为这些人其他产业负有盛名。

林奇也将相同的原理运用于购买美国股票上。就如他所说:“我只喜欢自己拥有这些东西。如果你的决定是错误的,而别的投资机构也买了这只股票,则全部人将同时冲向门外。如果我是对的,也没有什么差别——股价早晚会上涨。”

同样的道理应用于整个市场也很适合。他说:“市场上曾经有许多忧虑:忧虑经济萧条,忧虑臭氧层,忧虑新总统,忧虑干旱等。”他相信这意味着市场是正常的。1982年经济情况恶化时,股市行情跌落谷底。林奇指出:“消息越不好,越是赚大钱的好时机。”

(3)在股市投资中,最好的结果是来自于一连串的惊奇。

在房地产上赚到钱通常会带给投资人意外的惊喜。你买到好东西,它的价格上涨,你什么也不做,它涨得更厉害。林奇说,他从股票中得到多数人从房地产才能得到的乐趣:最好的结果来自于一连串的惊奇。他买股票时,没有心存任何长期目标。当福特汽车宣布1981年不发放股利时,林奇进场收购福特股票,并持有至今。他于七年前买进克莱斯勒股票,十年前买进单一系统公司的股票。买进克莱斯勒股票的九个月后,他发现公司的营运情形比原来想象的要好很多。他买驻足商店的股票,过了不久就传来好消息,然后更多令人振奋的事情发生,慢慢地股价居然上涨了20倍。让林奇赚大钱的股票经常令他吃惊。一开始就被林奇看好的许多股票反而使他赔钱。事情很少会如预期想象那样顺利。

为了赚钱,我们可以安心地假设,他敢买进必定是对他所看到的事物有信心。而一个面临内部人员大量收购压力的公司很少会倒闭。

当公司内部人员购入自己公司的股票,林奇立刻提高警觉。他说,知情者会因不同理由而卖出自己公司的股票。但是,他买自己公司的股票只有一个原因:为了赚钱。我们可以安心地假设,他敢买进必定是对他所看到事情有信心。根据林奇的观察,一个面临内部人员大量收购压力的公司很少会倒闭。他特别找寻那些被公司中阶层员工撑起来的低迷股票,这要比总经理都介入的情势更乐观。

现在富达公司成立一个小组专门注意内部人员的买卖。他们接收来自纽约证券交易所与证监会的报告,将信息精简并制作图表说明人员过去买入的情形。在内部交易报告中,有85家公司被列入买入部分,而50家则在卖出部分。不过,只有当少数经理人大量抛售持股时,卖出部分才有意义。如果一位经理持有10000股,只是为了买别墅才抛出2000股,这并不值得注意。然而他有45000股,却抛出40000股,而且其他经理人也抛出相同数额的持股,那么情况就非比寻常了,需要进行调查研究,或许有必要采取行动。

(4)如果你有胆识,你可能会在国外找到便宜货,因为当地的市场效率较低。

林奇描述了他造访瑞典一家大股票经纪公司的情形。当时,整个公司竟然没有人去过距格登堡数百里的富豪汽车厂。在瑞典,富豪汽车的地位与通用汽车、奇异电子一样,如果是在英国,五六位分析师在一个月内就会走遍所有大公司。然而,这种事情却不会出现在德国、法国、香港。如果你有胆识,你可能会在国外找到便宜货,因为当地的市场效率较低。

林奇从不拒绝在国外投资,他把国外公司与国内的相同产业公司相比较,然后决定投资。比如福特、速霸陆和富豪,他曾在富豪持股最大。另外还有米其林等。

林奇指出:“你可以根据价格从事两种股票之间的套利。譬如以折旧来说。你找出厂房的总账面价值,接着比较 AKZO 与杜邦的年度折旧率。如果 AKZO 的折旧率为 4% 而杜邦为 2%,你知道 AKZO 的利润被低估了。”

有一段时间,德国的公司税率高达 50%,远比其他国家高。德国因此必须降低公司税,否则人们会将工厂搬到赋税较低的西班牙或爱尔兰。因此,投资人可以预期留在德国的公司,其盈余会随着赋税环境的改善而好转。

在瑞典只有几家保险公司的股票上市。当美国保险公司获利率提高,保费上涨之时,大家都预测它们将在世界各地大赚其钱。瑞典的斯堪迪亚公司却在报纸上公布其营运不佳,国内竞争者也纷纷倒闭。在出现盈余之前,公司的股票始终没有起色。林奇抓准时机买进,并赚了八到十倍的钱。

林奇在欧洲投资成功的比率比美国高。在买入股票三个月后,他往往对一半的欧洲公司表现感到不满意,而只有四分之一的美国公司能带给他相同的快乐。不过他说:“法国的股票经纪人非常糟糕。若你有耐心地评估一家公司的每一个部门,你将发觉经纪人的预测完全无法实现。他们不知从哪里变出那些数字。”

林奇最钟爱的几个国家都是其他基金经理人深感不安或不愿投入太多资金的地区。就拿意大利来说,其储蓄率是全世界最高国家之一,几年前才开始引进投资基金的观念,必定吸引大量资金投入股市。当林奇在米兰证券交易所买进 IEL 时,那家公司将菲亚特汽车和其综合公司持股价值的 40% 并入公司资本。而 SIP 电话公司则是以其现金流量 1.5 倍的价格卖出。也就是说,意大利公司的股价太便宜了。

在西班牙他持有不少特莱弗尼卡恩德萨公司的股票。

在墨西哥,墨西哥电话公司是他中意的公司。

林奇最喜欢买其他美国投资机构正开始累积的外国股。它们之中,有些公司市值很高,会吸收大笔资金。当收购进行到某个程度,股票已经被美国人买过头,他就退出找寻下一个目标。

(5)最恐怖的陷阱就是买到令人振奋却没有盈余的公司股票,以及便宜的统计数字。

林奇看到,最恐怖的陷阱之一就是买到令人振奋却没有盈余的公司股票。他曾经购入几十家这类公司,只要故事成真就可以赚十倍的钱,而每次都以赔钱收场。新的故事总是那么诱人,就如同他所说的“只有煎的声音,却看不到牛排”。每次他都忍住咬了下去,却再度品尝失败的苦果。

林奇为这类股票取了一个十分贴切的名字“耳语股”。林奇会看上这些公司,因为他的信息来源(通常很可靠)低声告诉他:“我有一家非常棒的公司,它的规模太小,不适合基金投资,不过你可以考虑自己投资。”

那位可靠的消息来源进一步透露一些令他无法抗拒的情报,若成功真将使他成为大赢家:从牛的淋巴腺抽出抗原的生化以应公司、以木瓜制造特殊药剂的史密斯实验室。而林奇轻信了这些消息,以致于在这些新观念上投资而赔了钱。为此,林奇深有感触,认为有时候,不要太相信最可靠的朋友提供的诱人信息。凡投资前必须做认真全面的调查分析,只有这样,才有可能把损失降低到最小程度。

另外,便宜的统计数字也可能是真正的陷阱,而且账面价值也有可能误导投资人。投资人尽管必须熟记一家公司的各项数字,然而只以资产负债表分析是不够的。

比方说,可口可乐的资产负债表不会列出其商标与名字的价值。也许你所买的有 2000 亿美元的资产与 1 亿美元的负债,看似不错,但有时候资产结果只值 5000 万美元。数字实在有主观的成分。

林奇说:“不过,购买拥有良好资产负债表的公司仍有极大好处。如果它没有好转,我可以损失三分之一的投资额。若好转,我将大捞一笔。”林奇也曾经几乎赔光全部的投资额,通常是因为他过分忽略资产负债表。

(6) 购买股票的两个最佳时段。彼得·林奇总结说,购买股票有两个最佳时段,其一是一年一度的岁末减税抛售时期,这是因为个人或企业为了减税而抛售股票,其价位较低,也容易买进;其二是在股市崩溃或股价出现暴跌、跌动和滑坡的时候。这种情况,几年间或更短时间内总会出现一次的。

股票的买卖除了对象的选择之外,还有时机的选择。相比较来看,可以说后者的把握较前者更为关键和微妙。因为一般来说,除了极个别的情况,股价总是升上去的,起码还要分红配息,血本无归的情况从时间来看是不存在的。但是,股票基金投资的目的就是企图获得高于银行存款利率的利润,因此对股民来说绝对时间是没有多少意义的。股票没有了买和卖,也就没有多少意义。这样买卖之间就要十分重视时机。

以上的这些,似乎有些老生常谈,但天使毕竟是天使。林奇还有一秘诀:如果你能在你的本能叫你抛出的时刻,鼓起勇气,依靠理智的力量买进股票,那你就抓住千载难逢的大好时机。

“何时抛售股票”,这是股票生意十分关键的环节,就连最深思熟虑和最坚定的投资者也会受那些未到抛售时刻就叫喊“抛出”的人的影响。要是股市不能告诉你应在何时抛售股票,那什么能告诉你呢?林奇的经验是:“在利率上升之前抛售股票”或“在下一次经济衰退到来之前抛”,那么,何时抛售自然是心里明白。对此,林奇针对 6 种类型股票的不同情况,分别开出了药方,具体来说就是:

① 抛售发展缓慢型股票的标志是:公司的市场情况连续两年不景气,并且正在准备雇用另一家广告公司;公司没有研制新产品,研究与发展的经费被削减;公司新近兼并了两家互不相关行业的公司;公司没有多余的资金可以用于收购其股票,股息太少。

② 抛售稳健适中型股票的标志是:在过去两年内引进的新产品的效果有好有坏而其他新产品还处于试验阶段;该公司的股票盈利率为 15%,而其他品质与其他类似的公司的股票盈利率为 11% - 12%;在过去一次重大分股只能创造 25% 的盈利;公司的增长率在下降。

③ 抛售周期起伏型股票的标志是:公司与工会签订的两项重要契约将在 12 个月后到期,工会领导正在要求全面恢复他们在上一次契约中所放弃的工资和福利待遇;对产品的最终需求正在减少;公司增加了一倍的财务开支,用于建立一家新工厂,而不是用较少的费用更新改

造旧工厂,公司已经削减了开支费用,但仍然竞争不过外国生产厂家。

④抛售发展迅速型股票的标志是:在上一季度里,同样的商店销售额下降3%;商店最近的营业情况令人失望,两名高级行政人员和几名重要雇员离开公司,转入与之相竞争的公司;公司新近参加了一次展览会,它在参展的两星期内,在12个城市内对企业机构投资者极力宣传自己的经营成就;一种股票在售出时,其P/E率(价格/收益比率)为30,而在后两年内,最为乐观的收益增长率为15%—20%。

⑤抛售可能复苏股票的标志是:公司的债务虽在五个季度内连续有所下降,但是,在最近的一个季度中,又增加了2500万美元;存货积贮的速度是销售增长率的两倍;与收益的增长前景相比,现时的P/E率是抬高了;公司的最主要部分把它50%的产品卖给一个主要客商,但这个客商自己的产品销售量却在下降。

⑥抛售资产隐蔽型股票的标志是:尽管股票的售出是按低于市场价折扣抛出的,但公司的经营部门已经宣布它将另外发行10%的股票用于为一项多样化计划筹措资金;公司预备以2000万美元售出一个部门,但实际上只卖了1200万美元;公司税率的削减在很大程度上减少了公司损失结转的数额;企业机构的股份额从5年前的25%上升到现在的60%。

总之,要是你不能使自己相信‘当我拥有的股票价格下跌25%时,我应该买进’,要是你不能消除‘当我拥有的股票价格下跌25%时,我应该抛出’这种致命的错误观念,那么你永远也不可能在股票生意上得到多大的盈利。

⑦最佳购股企业都有其特点,我们选购时必须掌握,同时,应避免一些危险股票。

林奇首先区分公司的类型有:发展缓慢型,稳健适中型,发展迅速型,周期储存型,资产隐蔽型,可能复苏型。一旦对所选择的公司准确定性后,林奇便可以决定是否购买。

林奇经过多年的实践和他所经手的多种股票的分析,总结出如下13条‘最佳购股企业的特点’。如果某企业完全或大部分具备这些特点,那么去选择并进行投资一般不会有问题。林奇的13条‘最佳购股企业特点’是:

- ①名字听起来索然无味;
- ②产品平淡无奇;
- ③听起来不顺耳;
- ④脱离母公司的子公司;
- ⑤股东中没有企业团体,股票分析师不屑光临;
- ⑥据传与有毒废料有关;
- ⑦令人感到沮丧;
- ⑧无增长行业;
- ⑨自有小天地;
- ⑩人们必须不断购买其产品;
- ⑪技术应用型的;
- ⑫内部知情人员自购股票的;
- ⑬回买股票的。

与最佳购股企业相对,林奇还指出应该避免购买的股票有以下6种:

- ①热门工业中的热门股票;
- ②某公司的第二型股票;

③愚蠢地扩大经营范围的公司股票；

④耳语股票；

⑤依赖他人生存的公司股票；

⑥名称醒目公司的股票。

另外林奇还有一些不好归类的关于购买看涨股票的经验教训，诸如：

①明白你购股公司的性质和你购股的原因。这样你会做到心中有数，从而避开‘歪打正着’侥幸心理。

②把手中的股票分门别类，你即可明白哪些会赚，哪些要赔。

③公司规模大，股票赚头小，大公司赚头小，小公司赚头大。

④期望某种产品可以为公司赚钱，先要搞清楚这种产品在公司占有多大的比重。

⑤寻找已获成功并已证实其计划可以发扬光大的小型公司。

⑥对增长率在 50% ~ 100% 之间的公司务必提高警惕，谨慎从事，这个增长率如果不是人为的，也是不正确的，不可能持续多久。

⑦最好放过初上市的公司股票。

⑧对于一家高竞争复杂型行业中管理有方的优秀企业，一家无竞争简单型行业中管理平平的企业，一定要选择第二种企业的股票。第二种企业的情况简单易懂，容易了解和把握。

⑨非增长行业中发展较迅速的企业（增长率为 20% ~ 25%），是理想的投资场所。

⑩有独家地盘的公司是较好的选择。

⑪购买处于困境的企业的下跌股票时，要选财务地位稳固的公司，不要选择债务过多的公司。

⑫企业的管理能力非常重要，故此其总裁的实际管理能力要纳入考察的范畴，不要只看他的经历和演讲能力。

⑬身处困境的公司一旦复苏，就会赚大钱。

⑭认真考虑价格收益比率，如果股价定得过高，即使一切正常，你还是赚不了钱。

⑮找一条可以追踪的线索，监测公司的进展情况。

⑯在其他条件相同的情况下，要选对管理人才大量投资的公司，不要选择只靠薪水过日子的人管理的公司。

⑰情况不明，先等一等。

⑱仅仅依靠公布的账面价值购买股票是危险的，只有实际价值才能成为买卖的依据。

⑲如果买进了新股票，就必须花很多时间和精力去研究、选择……

对于未来几年的股市发展，林奇持乐观态度。他指出：成长股的本益比将维持在标准产业股的两倍左右。最近成长股的本益比和标准产业股本益比相当，因此，成长股应该还有不少的上涨空间。他说：“投资人最好买素质好、成长率稍低的中型规模的公司，这是股市的发展趋势。”

第六节 量子基金

乔治·索罗斯，1930 年出生于匈牙利的一个犹太家庭。二战期间，全家流落至瑞士。1949 年考入伦敦经济学院，获得国际金融的硕士学位以后，开始正式进军伦敦证券界。1969 年，与另一投资奇才杰姆·罗杰斯合伙成立了“量子基金”，开始了他的国际投资生涯。在纽约、伦敦、法兰克福、香港……只要有证券市场的地方，就随处可见乔治·索罗斯的身影。在 1992 年 8 月到 9 月，短短的一个月内，索罗斯利用欧共体货币体系的不稳定性，在英镑与美元的套利交易中，净赚了 15 亿美元，而且在接下来的几个月里又出于惯性而净赚了 22 亿美元，打破了金融投资界的所有世界纪录。由于索罗斯的天才和颇具哲理的投资理念，他管理的“量子基金”取得了十分骄人的业绩。如果你在 1969 年“量子基金”刚成立时投入 1 万美元，到 1993 年你就拥有 1000 万美元了。公司的成功，也带来了索罗斯个人财富的激增，目前他已拥有了十几亿美元的个人资产，真正跻身于世界超级富豪之列了。

一、量子基金

1960 年，36 岁的犹太人索罗斯发起成立了一家私人募资的基金。这个基金当时名为“双鹰基金”，尽管年轻，索罗斯却是金融界中的老手。他自 20 多岁开始在伦敦进入股票市场。其后又在纽约的股票市场，浸淫其中，耳濡目染，看遍了股票分析市场中的风起云涌，在从事具体的股票分析推销工作的同时，练就了一身本事。

双鹰基金创始时只有 400 万美元的资本额，靠这点本钱自然掀不起大浪来，因此，索罗斯明智地采取了自己的一套策略。这一策略一方面的内容是以利生利。索罗斯在基金中所占的股份微不足道，但作为管理者，他有权从每年的基金收益中获取 20% 的报酬。对别人来说，索罗斯拿走属于他的报酬是天经地义。但索罗斯自己却不这样，他将报酬作为股份再次投入到基金中去。这样做，一方面表明了他本人对基金投资的信心，自信自己有本事以利生利，用小钱赚大钱；另一方面，他又为其他的股东树立了一个榜样，使基金资本额不断增加，从而加大了基金投资力度。其次，索罗斯利用了当时买卖中的通行作法，即巧妙地使用借贷，靠别人的实力发财。可在买进时只付 5% 的现金，其余部份则以按揭方式补足。而在买进供不应求时，他支付的现金可能只是债券面值的 2%。当出售这些股票、债券时，他收回的现金当然也是一个确定的百分比，但由于对盈利利率精确地计算，他已经不知不觉地赚进了。这一条路索罗斯形象地比喻为“杠杆原理”。

在经过了最初四、五年的创业之后，双鹰基金的资本额从 400 万美元增加到 1200 万美元，增长速度之快，在同行中可算得上是佼佼者了。受到自己业绩的鼓舞，索罗斯将基金名称改为“量子基金”。

量子基金的名称由来很有意思。据说，索罗斯非常佩服德国物理学家海森堡，尤其赞成海森堡创立的量子力学原理中的“测不准原理”。在索罗斯看来，金融市场正如微粒子状态下的物理现象一样，经常处于不确定状态，不可能具有确定的、可以检测出来的数值。他认为，在这

样一个市场中,投资者对投资对象的理解判断要更加灵活,只要敢于将赌注押在别人意想不到的方面,在别人说‘是’的时候能够想到‘不’或是众口一辞同声说‘不’时,能够想到的‘是’,那么,获利的可能性就要大一些。

基于这种从现代物理学原理中抽象得出的独到的认识,加之索罗斯的决策和运作,量子基金硕果累累,从开始创立时的 400 万美元发展到现在的 20 亿美元资本。也就是说,当初那些信任索罗斯的投资者如果投入 1 万美元,现在就拥有至少 500 万美元。投资回报 500 倍,这个纪录是迄今世界上最高的投资盈利纪录。对此,所有的专家表示由衷的赞叹,一方面也感到不可能。

欧共体将所属各国的 11 种货币的兑换率统一起来,组成欧洲货币汇率连保体系。该体系允许各国货币在不偏离规定的‘中央汇率’的 2.25% 范围内上下浮动,如果某一成员国货币汇率超出此范围,其他各国中央银行将采取行动出面干预。然而,由于 11 国经济发展不平衡,财政政策根本无法统一,各国货币受到本国利率和通货膨胀率的影响各不相同,因此,所谓的连保体系无异于强迫各国中央银行做出一些愚蠢的举动,如在外汇交易强烈波动时,那些中央银行不得不买进疲软的货币,卖出坚挺的货币,以保证外汇市场稳定。

在当时,欧洲各国货币的稳定状况明显不同,英镑显出相对疲软,德国马克、瑞士法郎等则十分坚挺。由于种种原因,德国马克扮演了连保体系中的‘救世主’角色,法国中央银行总是在为其他几国的货币汇率下跌卖力托底。特别是 90 年代初期,马克的‘大哥大’地位似乎无可非议。而索罗斯却看到了大厦的裂缝。

早在 1989 年柏林墙拆除,德国借统一之机飞速发展、马克地位如日中天的时候,索罗斯预感到欧洲货币汇率机制已经走到头了。因为,该机制的正常运行要有个前提,即欧洲各国的经济发展应是均衡的。但索罗斯注意到,事情并非那么美满。比如,1992 年的英国极不景气,银行利率很高,继续采用提高利率的办法支撑英镑将严重损害英国经济。于是,英国人希望德国人降低马克利率以减轻英镑的压力。可是,德国人也是有苦难言,由于自身经济发展过热,德国政府也必须维护 10% 的高利率以促使经济降温,降低利率无异于自伤元气。尽管,英、德国中央银行大量购进英镑,但无法阻止英镑下跌势头。到 1992 年 9 月,英镑对马克的汇率已降至下限。

就在上述背景下,德国中央银行行长在《华尔街日报》上发表了一篇谈话,谈话中提到‘欧洲货币体制的不稳定只有通过货币贬值才能解决。哪些货币该贬值呢?该行长含糊其词、不明确指出,一般的人也未往心里去,但索罗斯却悟出了这次谈话的真意。本能和经验使他预感到,德国人准备撤退了,马克不再支持英镑,千载难逢的机会到了。他果断决定,放手卖空英镑并买进马克。

英格兰银行被迫宣布提高英镑的利率,但是外汇市场认为这是一种恐慌的表现,因为英国的经济困境不可能维持高利率。英格兰银行提高利率的效果适得其反,反而导致英镑一再下跌。

此时,英格兰银行按照法律必须买进英镑。但是在汇率大跌。外国投机者狂抛英镑的情况下,索罗斯判断英格兰银行已无法维持这种购买力,无法力挽狂澜,唯一的出路是停止硬撑英镑而让汇率自由落体到可以自我维持的水平。

当时,索罗斯以 5% 的保证金大量借贷英镑,购入马克,以期在英镑下跌后再买进英镑还债而净赚一大笔马克。这种保证金方式的借贷使 1 亿美元能够发挥 20 亿美元的威力。于是,

原来 10% 的利润率就变成了 200%。所谓‘四两拨千斤’，说的就是这种情况。而索罗斯当时动用了量子基金的 10 亿美元作担保，使之发挥了极限作用。

果然，英国被迫退出欧洲货币机制，英镑重跌，欧洲各中央银行损失了相当 60 亿美元。索罗斯的卖空相当 70 亿美元的英镑、买进相当 60 亿美元的马克的操作，使他在短短 1 个月赚了 15 亿美元，创造了世界纪录。

索罗斯并不满足于此时的成功，又更上一层楼地预见到随着欧洲货币汇率机制的瓦解和货币重组，欧洲股市将不振，进而利率将下降，于是他再接再励，在卖空英镑的同时购进了 5 亿美元的英国股票。他认为英镑下跌后，英国股票会增值。

他又购入德国债券和法国债券，而卖空这两个国家的股票。他认为马克和法郎的升值将对股市不利，但对债券有利，因为升值会引起利率下降。

简单地说，这是基于马克和法郎的升值将使德法两国货物变贵，影响两国的出口。德法两国的经济是出口型，出口的下降将削弱整个经济，从而将迫使德法两国政府降低利率以刺激经济的发展。

事态的发展正如索罗斯所料，英镑下跌 10%，马克和法郎增值 7%，伦敦股市上升 7%，德法两国债券增值 3%，而这两个国家的股市则处于不振状态。

索罗斯的胜算和一系列的运作得到了丰厚的回报，使量子基金在 1992 年获得了天文数字的利润。

经历过这样一次生死搏斗，同行们送给乔治·索罗斯一个绰号‘英镑终结者’。

二、“君临”东南亚

马来西亚总理马哈蒂尔称，他拥有肯定的情报证明美国富豪索罗斯在 1997 年 7 月中曾涉及狙击东南亚的货币市场。他说：“我们拥有肯定的情报，显示索罗斯涉及投机货币，当然他不是唯一的一个投机商，还有其他人也涉及，不过却是由他开始的。”他还说：“我们努力了三、四十年来发展自己的国家，才能达到今日的水平，突然却有人挟着数十亿美元，在短短几个星期内摧毁了我们的成果。这些小偷般的投机客致使马来西亚贫穷人士增加，损失了 10% 的资产。”马哈蒂尔甚至提出，马来西亚将和其他受货币投机活动打击的国家联合起来，争取把索罗斯颠覆货币市场的行为列为一种国际罪行。他说：“这种行为导致穷人们受害，损失了原有收入的 10%~25%，因此它是一种罪行，只要人们达成共识，把索罗斯的所作所为视为罪行，就可以对他采取行动。”他举例说，美国政府曾经通过反垄断法令，破解洛克菲勒垄断石油生意的局面，现在也可以用同样的手法来对付索罗斯。

面对指责，索罗斯保持沉默，只一再否认自己参与了东南亚地区货币受到攻击的投机活动。索罗斯的闪烁其辞固然是出于商业炒作的需要，他也一向对自己的具体操作手法闭口不提，但从他一贯的投资策略和风格，仍可以对他在东南亚汇市的所作所为有一个大概的了解。

索罗斯观察到，东南亚几国在经过十余年的经济增长之后，出现了许多偏离自然经济秩序的扭曲现象。在泰国，金融机构不良资产上升，金融不稳定性加大，并集中表现为泰铢价值严重高估。这样，泰国货币一触即会引发大落。随着美元不断对日元升值，实行盯住汇率制度的泰铢也随着升值。这种更大幅度的背离给索罗斯提供了绝佳的投机机会。索罗斯和其他一些大投资者悄然地频繁进出泰铢市场，自 2 月份以来一直对泰铢发起进攻。从 4 月下旬起，以美

国保险基金为主的巨额国际游资就大量抛出泰铢,买入美元。据说单单索罗斯就持有 40 亿美元的泰铢空仓。索罗斯在泰国短期资金市场上向泰国金融机构大量拆借泰铢,作为进攻泰铢的筹码,随后便展开第一轮总攻:卖出泰铢,买进美元,在泰铢下跌的压力之下,泰国中央银行为维持盯住汇率制度不得不进行干预:用外汇储备卖出美元,买进泰铢。这时,索罗斯展开第二轮总攻:更大规模地卖出泰铢,买进美元。在泰国的外国投资者预感形势不妙,纷纷抛售手中的泰铢金融资产,兑换成美元。在巨大的压力之下,泰国中央银行眼见回天无力,只得宣布放弃盯住汇率制度,泰铢随即开始大落。当泰铢贬值了近 30% 的时候,索罗斯又开始低价买入泰铢,偿还拆借资金。其卖空利润大于拆借利息的部分,就是索罗斯最终获得的投机利润。

在进攻泰铢得手之后,索罗斯指挥其“量子基金”又以同样的手法转而进攻马来西亚林吉特、印尼盾、菲律宾比索等货币,大都获得成功。

索罗斯在东南亚国家频频得手后,与国际上一批货币“炒家”联手向香港发难。在他们进攻的名单上,香港排在最后。因为对他们来说,这是最难攻克的一个对手。

从 8 月起,投机商就几次试探性地冲击香港汇率和股市。由于香港政府反应迅速、手段有力,投机商无功而返,10 月下旬,投机商动用巨额资金,向香港发起全面进攻。香港金融管理局态度明确:坚决维护联系汇率制的稳定。经过 10 余天的较量,香港汇市奇迹般地保持了稳定。股市在创下跌幅最高纪录后,又迅速以创纪录的反弹升到平稳区域。11 月初,索罗斯终于承认,在这次进攻香港的过程中,其麾下的“量子基金”损失了约 10 亿美元。此外,由于香港股市下跌又引发纽约股市下跌,进而带动全球股市在 10 月 27 日之后全面下跌。

以索罗斯领衔的国际金融投机商受挫于香港,其直接原因,一方面是因为香港金融管理局在察觉到“炒家”动向后及时提高了拆借利率,加大了索罗斯的投机成本;另一方面是由于香港经济运行平衡并且拥有近 900 亿美元的外汇储备。

三、投机理念

索罗斯自称是“金融和哲学投机客”。“我真的很希望被视为务实的哲学家,”索罗斯曾经说,“但也相当乐于被视为失败的哲学家。”的确,索罗斯稟承恩师波普尔的教导,从未放弃对客观世界在哲学层面上的抽象思考,并把他的思考融入对市场的考察和投资策略中。

索罗斯一直试图阐释并发展他所谓的“反射理论”,其哲学思考的基础是承认人类的信念天生有缺陷。他相信可以,而且在他的一生中,他一直由自己会犯错的信念指导。他在传播自己的理念,让大家普遍接受这方面做得并不成功,他承认自己是失败的哲学家,就是这个缘故。

他的这种哲学思绪的来源,受波普尔很大的影响,不只是受他《开放社会》这本著作的影响,他的哲学对索罗斯影响更大,索罗斯接受他这个理念,也就是我们对这个世界的了解天生就不完全的理念,他把这种不完全归于下列事实:我们是自己想了解的世界的一部分,而且我们参与塑造这个世界。

念经济学时,索罗斯觉得奇怪的是,古典经济理论,尤其是完全竞争理论居然假设有完整的知识。索罗斯在数学方面也相当不行,所以他宁可质疑这种假设,不愿研究以这些假设为基础的公式。经过慎重思考后,他断定经济理论是以错误的前提为基础,这就是他发展出自己的反射理论的由来,这个理论承认思考和实际状况之间的双向互动。索罗斯的研究使他利用罗

素的记号理论和逻辑实证主义,从自我指涉的逻辑问题和说谎者的矛盾,得到他自己的反射理论。

古代的克里特哲学家艾披孟尼迪斯说过:“克里特人总是说谎。”但事实上,克里特人未必总是说谎,因此这个陈述是错误的。之所以会形成这种矛盾,是因为艾披孟尼迪斯在作一种自我指涉的陈述。索罗斯尝试自我指涉的理念中,推演出他的反射观念,这样就形成逻辑的不确定。他主张逻辑的不确定和偶像,不确定有关联,因为根据不完全知识运作的参与者塑造了事件的过程。

在对经济的考察中,他进一步运用自己的理论。他认为,古典经济理论中假定参与市场的人是根据完整的知识行事,这个假定显然是错误的。参与市场者的知觉已经足以影响他们所参与的市场,但市场的动向也足以影响他们的知觉。他们无法得到市场的完整知识,因为他们正在思考,假如关于完整知识的假定是对的,市场分析就容易多了。

经济理论必须重新从根本反思,原因是经济过程中还有诸多不肯定的因素,至今仍未得到解释。值得注意的是,社会科学永远得不到像自然科学那么肯定的结果,经济学自然也不例外。

索罗斯把他的这一理论应用于对投资市场的认识。他认为就算基本因素没有任何变化,股票的价格及市场的趋势也会产生反射作用。但是,如果基本因素有所改变,市场又会很快地纠正过来。

股票市场一向认为股价是股票本身价格的反映,从而股价与股票的价格有直接的关系。索罗斯就认为其中的关系是一种微妙的反射关系。他认为投资者通常对股票市场及股票的认可均会有所偏差,而且市场本身亦具有某种程度的预测或估计的能力。索罗斯认为投资者的偏差会造成种种反射作用,并会与投资者所身处的市场形成一种互动的关系。由于投资者仅是市场的一部分,并且他们的预测又会影响市场,这样,索罗斯就以市场的偏差代替投资者的偏差。这种偏差实际上就是在市场上占主导地位的投资者的判断,它会直接影响到股价的走势。看好的市场偏差,将会使股价上扬,看淡的偏差,便会使股价下跌。

不过,在索罗斯的理论中包括另一个因素,即市场的趋势无论是否为投资者所察觉,均能影响股价。但是,这种趋势的影响力有大有小,亦会受投资者偏差的影响。因此,股价的走势是由市场的偏差及市场的趋势两者相互影响而决定的。这两种因素的相互影响方式,就是反射理论所谓的被动式的认知作用及主动式的参与作用的过程。如果是市场的趋势影响了投资者,此为认知的影响,是被动的。当投资者通过对市场的参与而影响了市场,便是主动作用。这样一来,股票的波动进一步影响了投资者及市场的趋势。因此,股价其实就是由市场趋势及市场偏差的反射作用所影响的,但是同时两者却又受股价的影响。这三者均能加强其它两者的影响力,当它们向同一方向加强时,或在此后又往另一方面发展时,它们的形态就是常说的盛或衰。

索罗斯把股价加强市场的走势称为自我加强走势,反之则称为自我调整过程。同样,市场趋势被加强时,市场的预测与实际股价的分歧将会扩大,如果相反,就会自我调整,将分歧缩小。这些现象就称为股票市场的上升或下降。如果市场偏差令股价向上浮动,这是正面的偏差,如果下浮,则为负面的偏差。索罗斯指出,市场的趋势可以令市场的偏差进一步加速或令其调整。这也就是索罗斯的所谓投资市场“大起大落理论”。

索罗斯从他的反射理论出发,否定高效率市场的假设,指出投资者对市场实际的看法是扭

曲的,要注意认知和实际事件间的巨大差距,看出人和事之间的关联,从而必须把对市场的预期也作为市场走向的因素纳入考虑。

索罗斯很少结合特定情形谈他的投机手法,但偶尔现身说法谈他的一般策略和投资风格。其中突出的,有以下几点:

(1)把市场预期纳入考虑。投资人观察金融市场时,期望心理扮演很重要的角色。买进和卖出某样东西的决定,是以他们对未来价格会怎么演变的期望为依据。未来的价格走向又取决于目前所做的买进或卖出决定。因此,索罗斯认为,我们不能假设供给和需求只由外部力量决定,而这些力量和参与者的期望无关。索罗斯说:“在价格不断变动的市场中操作的人,知道参与者深受市场动向的影响。”价格上扬时固然会吸引买者进入,买进这个动作也有助于价格上涨,而使得趋势自我强化。如果供给和需求所依据的因素和市场价格无关,就不可能有自我强化的趋势出现。他认为,这种矛盾的行为,是所有金融市场的特质,金融市场会预先考虑未来情势的发展。股市就是个很好的例子,外汇市场、银行业务以及任何形式的信用都一样。简而言之,索罗斯表示:“市场走向决定了供给和需求状况的演变,而不能反过来说。”

(2)市场欠缺效率。理性主义者认为,由于投资人能针对一家公司取得完全的知识,所以每支股票的价格都恰好定在正确的价位上。也就是说,每支股票的价格都是一组计算的理性结果。这组计算如果做得正确,便会导致“正确”的价格,和我们解答数学问题的过程大致相同。高效率市场学派认为,任何人只要依据这些规则行事,碰到选股问题时,必然能选到最好的股票。股价仍定位在一公司未来盈余的估计值上,或者与这个估计值有合乎理性的关联。这种高效率市场的假设很简单。正由于简单,所以谈到股票市场如何运作时,它是最受欢迎的理论之一。索罗斯则从不同的观点出发看金融市场的运作方式,希望为他的信念找到证据,证明市场不是合乎理性的,市场欠缺效率。简单地说,那些分析师对股价涨跌原因的看法往往是错的。

(3)看出人和事件之间的关联。认为经济生活合乎理性和逻辑的人也表示,金融市场中没有差距或矛盾存在。市场总是对的,从市场价格倾向于反映或考虑未来发展的角度来说,它是对的,即使那些发展不明朗。大部分投资人相信他们能预测将来市场会怎么做,也就是预先把未来的发展纳入考虑。依索罗斯之见,这是不可能做到的。对他来说,“根据定义,关于将来市场会是什么样子的任何想法,都是有偏见和不完整的。我的意思不是说,事实和信念各自独立存在。相反,我在解释反射理论时主张‘信念会改变事实。’事实上,市场不会是对的,因为它总是忽略那些来自和将来自于未来发展的影响力量。市场价格总是‘错的’,因为它所提供的,不是关于未来的理性看法,而是有偏见的看法。索罗斯相信,高效率市场的假设,不能解释金融市场的行为。投资人的偏见和事件的实际进展间的反射关系才能解释。所谓事件的实际进展,是指企业的经济基本面。”

(4)掌握不稳定的状态。认知和真实的差距很大时,事件往往失去控制,这种状况通常可在金融市场连续涨跌不停时看到。索罗斯认为这种连续涨跌不停的情况是一种疯狂,“这种过程刚开始能自我强化,却无法持久,因此最后必然反转”。这种连续涨跌不停的状态很容易发生,因为市场总是处于变动不居和不明确的状态。想要赚钱,就要找出方法,善用这种不稳定状态,以及寻找有没有出乎意料的发展。

当然了,最困难的部分是找出连续涨跌不停的原因。投资人想找出这样一种状况,必须先了解其他投资人对各式各样的经济基本面有怎样的认知。索罗斯的投资技巧本质,就是能在

任何时候,确定市场——这些投资人的集合体——在想些什么,等到弄懂‘市场’在想些什么,就有可能往反方向跳跃,赌意料之外的事件将发生,赌某个连续涨跌的周期将发生或者已经展开。

(5)察觉混乱状态。在索罗斯眼里,金融世界既不稳定又一团乱。投资要诀是找出乱在何处,只有这么做,才能致富。这个世界上找不到数学公式,只要能解出来,就可以说明股价将有何种表现。索罗斯认为,股票市场运作的基础不是逻辑方面,而是心理方面。讲的更精确些,是人们的本能。对索罗斯来说,要确定他的理论在市场的某种情况中能不能帮他,首先是必须找出‘市场正往何处走’,也就是说,人们将何时以及如何拥到某种股票、货币或商品背后。他一直把他的理论应用到欧洲的金融世界,背靠座椅,等着正确时机来临,好奋力一击,等着人们的本能掌控一切。这样的事件一出现,他就随时可以饿虎扑羊,随时能够把握机会。1992年索罗斯正确地发现到欧洲金融体系不稳时,其他大多数人还在否认他的存在。他很高兴地说,他‘沉迷于混乱之中。其实我赚钱的方法是:了解金融市场中的革命性历程。’

(6)利用市场的大起大落。索罗斯认为,投资散户有缺陷的认知,会使市场自行壮大。所谓‘自行壮大’,是说投资人使自己陷入盲目的疯狂,或者产生‘羊群’心理。市场靠本身的疯狂壮大,总会反应过度,走上极端。这样的过度反应,把市场推向极端,产生了连续涨跌不停的现象。因此,投资要成功,关键在于认清在哪个时点,市场开始靠自己壮大。这样的时点找出之后,投资人便知道连续涨跌不停的走势即将开始,或者在进行中。

这个趋势可能不需要其它理由,就能靠惯性而前行。但是等到信念不再强化趋势,整个过程就开始迟滞不前。失去信心会使趋势反转,而且这个过程会达到索罗斯所说的交叉点。于是动作往相反方向前进,出现了索罗斯所称的灾难性大涨或大跌。

总而言之,索罗斯认为,随着趋势持续进行,投机性交易的机率跟着增加。只要趋势存在,趋势和偏见就会彼此交互作用,使得偏见变得愈来愈强。一旦趋势确立,就会开始一路前行。这就是连续涨跌不停现象里的上涨部分。当市场饱和,以及竞争加剧,伤害到该类股的前景,以及个股价格过高之后,游戏便告结束。这个过程展开之后,便换空头上阵。

(7)注意股价影响到基本方面的情况。根据索罗斯以往对连续涨跌不停理论的解释,他似乎认为市场价格完全受参与者的偏见所影响。有些时候,那种偏见不只影响市场价格,也影响所谓的基本面。市价影响到基本面时,他的反射理论便发挥作用。这种行为——市价影响基本面——并非一直发生。一旦发生,市价便不只反映基本面;它们本身甚至成为基本面,而且影响到价格的波动。索罗斯说,只有在市场找到某种方式影响基本面时,连续涨跌不停的过程才会发生。60年代末企业集团欣欣向荣时,发生过这样的事。索罗斯在市场繁荣和崩跌时都赚过钱。起初,他见到高科技公司将掀起收购风,利用它们价格过高的股票做为购买盈余的货币。买到的盈余又使得股价偏高变得合理。机构投资人对这些企业集团产生兴趣。企业集团的股价居高不下,鼓舞企业集团买进更多的公司。机构投资人有个错误的观念,未能了解每股盈余的成长可以经由收购而产生。索罗斯相信,手舞足蹈的基金经理人的这种错误观念,或叫“偏见”,会影响企业集团的股价。确实如此,股价涨得高,因此他买了很多。稍后跌势开始,他改为放空,获得不少利润。

(8)先投资、后调查。索罗斯喜欢说“先投资再调查”。实际上,这表示先形成一个假设,建立小仓位去测试这个假设,然后等市场证明那个假设是对或错。本质上,索罗斯的这个策略可以叫做在市场中‘取得感觉’,索罗斯说,“我想买3亿美元的债券,所以先卖出5000万美元,

我想先感受一下市场是什么样子。我想先感受一下当卖方的情形。如果卖出很容易,如果很容易就失掉这些债券,那我会更想当买方。但是如果这些债券很难卖出,我就无法肯定是不是该买进。”

(9) 预判下一个趋势。索罗斯总是在去找股票市场里突然转变。比方说,投资人长久以来一直不愿建立某种类股票的仓位,后来突然决定大量买进这些股票,这样的转变便会发生。一有这种突然的转变,这些股票可能出现自我强化的走势。自我强化的机制一旦主控全局,股价就会急剧上扬。因为业内公司将借更多钱、收购更多公司,而且发现它们的盈余激升。但遗憾的是,这种现象只会存在一段时间,在竞争开始加剧和市场饱和后,股票价格便显得偏高。接着股价下跌,空头获利良多。

索罗斯的投资秘诀,是比其他人早一步发现这些急剧的变动,正如索罗斯所说的:“我们对一家公司下一季会赚多少钱,有先期的预测。但我们并不是想怎么改变某个行业或某类股一段时间内的命运。如果我们所看到的,和某支股票的市价间有很大的差距,那再好不过了,因为能从中赚到钱。”

(10) 直扑咽喉。索罗斯相信他做的某个投资是正确时,投资仓位绝不嫌大。投资人对市场趋势的观察往往是对的,但是由于他们缺乏索罗斯的自信,到了某个时点,害怕之情油然而生,担心所做的投资变糟。索罗斯对这样的想法嗤之以鼻。以他的看法,投资人所可能犯的最大错误,不是太过大胆,而是太过保守。有人告诉他投资了多少钱在股票上时,索罗斯会问一个重要的问题:“你有信心认为价格会上涨吗?如果回答是肯定的,索罗斯就接着问:“那你为什么投资那么少?”

索罗斯直扑咽喉的一个例子,是发生在 1985 年 9 月 22 日。当时 5 大工业国,美国、法国、德国、日本和英国的财政部长在纽约的广场饭店聚会,认为 80 年代初十分强势的美元汇价过高,需要贬值。索罗斯看出这个决定的重要性。广场协定的意义是,汇率自由浮动的时代已经结束,取而代之的是有管理的浮动。索罗斯于是建立了日元和马克的多头仓。他相信广场协定对他的仓位有正面的效果,想直扑咽喉,于是大量增加投资。而利润也越滚越多。

索罗斯常说,“做对或做错并不重要,对的时候赚多少,以及错的时候赔多少才重要”。他很少批评手下,如果批评,往往是他们对市场的看法真的很对,但没有充分掌握住机会。

(11) 接受自己的错误。索罗斯了解自己建立的投资仓位可能有错,虽然令他失去安全感,但也使他提高警觉,准备随时矫正错误。索罗斯接受不完美的认知是人性的一部分,所以对失败或犯错不抱负面的态度。他说:“做错事不丢脸,错误变得明显时不去矫正才丢脸。”

索罗斯常常运用的一利投资策略,是不断检查所建立的投资仓位是否出错。他总是建好仓位后,不断测试自己的投资假设,希望找出事件的真正走向,是不是和他对市场动向的期望相符。如果事件和他的期待不合,他便知道自己犯了错。他会进一步探索,找出自己什么地方算错了。一旦他认为自己知道了答案,就有可能修正原先的判断,或者完全舍弃。索罗斯不赞成不动如山,忽视事件负面的转变。最要紧的是不断张开眼睛观察,不断监视,不断检查。这样一来,影响仓位的事情真的发生时,他已提高警觉,随时做好准备,设法了解周围到底正发生什么事。

(12) 学会忍受痛苦。索罗斯承认他讨厌赔钱。一个人赔钱时,所做的最糟糕的事是压抑自己的感情。索罗斯认为,赔钱的反应深埋心里,只会使事情变得更糟,“你必须懂得怎么去承受这些损失,如何忍受那样的痛苦。否则,你没办法长久玩下去。简而言之,你必须保持冷静,

泰然自若,不怕和别人谈那些损失。发现别人也曾经赔钱,而且现在还记恨在心,你会觉得很安慰”。索罗斯认为投资人必须不动感情。宣称自己永不出错是没意义的事。股价往相反方向走时,亟欲扳回,重新证明自己没错,一点好处也没有。最好承认自己犯了错,并且毅然平仓。

(13)选最好和最差的股票。索罗斯做的是总体分析,注意大格局,国际政治、各国的货币政策、通货膨胀、利率和汇率的变化。接下来,是注意哪些公司最有希望从预期的国际金融圈新组合形势中获利。如果索罗斯预期利率会上升,他会去找哪些行业会因这种预期而受害。接下来的动作,是放空这些股票。索罗斯使用的技巧,是在一种行业中选两家公司投资,其中之一是那个行业中最好的公司。这家公司是业界骄子,它的股票是其他每个人都想优先购买的。买盘聚多起来,自然就会推高股价。索罗斯会多做这支股票。他们投资的另一家公司,是业内最差的,负债沉重,财务报表糟得一塌糊涂。它的股价偏低最严重,因此如果终于否极泰来,股价翻扬,可以赚很多钱。索罗斯也多做这支股票。

作为一名投机商,索罗斯当然不会百分之百地正确。1987年,由于错误预测日本股市将会出现崩跌,索罗斯赔掉了近8亿美元,成为当时华尔街上的最大的“输家”。索罗斯在这场股灾中果断摆脱投资仓位,承受了巨额损失,用他的话说,这是“放弃战斗,活下来,好在另一天再上战场”。所以,懂得何时放手也是索罗斯的投资风格之一。

第六节 对冲基金

对冲基金的英文名称为 Hedge Fund,意为“风险对冲过的基金”,起源于50年代初的美国。其操作的宗旨,在于利用期货、期权等金融衍生产品以及对相关联的不同股票进行实买空卖、风险对冲的操作技巧,在一定程度上可规避和化解证券投资风险。

在一个最基本的对冲操作中,基金管理者在购入一种股票后,同时购入这种股票的一定价位和时效的看跌期权(Put Option)。看跌期权的效用在于当股票价位跌破期权限定的价格时,卖方期权的持有者可将手中持有的股票以期权限定的价格卖出,从而使股票跌价的风险得到对冲。在另一类对冲操作中,基金管理人首先选定某类行情看涨的行业,买进该行业中看好的几只优质股,同时以一定比率卖出该行业中较差的几只劣质股。如此组合的结果是,如该行业预期表现良好,优质股涨幅必超过其他同行业的股票,买入优质股的收益将大于卖空劣质股而产生的损失。如果预期错误,此行业股票不涨反跌,那么较差公司的股票跌幅必大于优质股,则卖空盘口所获利润必高于买入优质股下跌造成的损失。正因为如此的操作手段,早期的对冲基金可以说是一种基于避险保值的保守投资策略的基金管理形式。

一、对冲基金的种类

(1)低风险基金。主要是在美国和外国的股市投资,一般很少以高于本身资本两倍的借款进行投机交易。这种对冲基金虽然回报率低一些,但比较可靠稳当。在交易方式上,主要是进行长买短卖,即购买可能会上升的股票,借用或出售可能会下跌的股票,待市场出现好转后,再

买回这些股票。从多年来的市场情况看,这种对冲基金的回报率和浮动性与华尔街股市标准一蒲耳氏 500 家股票大致相同。

(2)高风险对冲基金(或称混合性对冲基金)。这种基金经常以高于本身资本 2—5 倍的借贷进行投机交易,而且既在全球股票市场上进行长买短卖,也在全球债券、货币和商品期货等市场上进行各种大规模投机交易。比较典型的是罗伯逊经营的老虎基金和索罗斯经管的量子基金。前几年,量子基金主要在美国、西欧大国、日本以及香港等国际较成熟、较发达的金融市场上进行投机炒作,近几年投机重点和方向转向了俄罗斯以及东南亚和拉美等地的新兴市场国家。

(3)“疯狂对冲基金”。这种基金敢于以高于本身 10 倍甚至几十倍的借款在国际金融市场上进行炒作。最典型的是总部设在美国东北部康州格林威治的长期资本管理公司。该公司在美国及欧洲、东南亚、拉美和俄罗斯等地疯狂进行投机交易,本身仅有 40 多亿美元的资产,但最多时共向美国和瑞士等国的大银行贷款了 100 多亿美元,一度其买进卖出的各种证券和股票市面价值高达 1.25 万亿美元,在国际金融市场的投机炒作中创下了最高记录。结果因为投机面过广,投机交易过大,最近几个月里接连发生投机失利,至今年 9 月初至少亏损了 1000 多亿美元。

经过几十年的演变,对冲基金已失去其初始的风险对冲的内涵,Hedge Fund 的称谓亦徒有虚名。对冲基金已成为一种新的投资模式的代名词,即基于最新的投资理论和极其复杂的金融市场操作技巧,充分利用各种金融衍生产品的杠杆效用,承担高风险、追求高收益的投资模式。

二、对冲基金的特点

(1)投资活动的复杂性。近年来结构日趋复杂、花样不断翻新的各类金融衍生产品如期货、期权、掉期等逐渐成为对冲基金的主要操作工具。这些衍生产品本为对冲风险而设计,但因其低成本、高风险、高回报的特性,成为许多现代对冲基金进行投机行为的得力工具。对冲基金将这些金融工具配以复杂的组合设计,根据市场预测进行投资,在预测准确时获取超额利润。或是利用短期内市场波动而产生的非均衡性设计投资策略,在市场恢复正常状态时获取差价。

(2)投资效应的高杠杆性。典型的对冲基金往往利用银行信用,以极高的杠杆借贷(Leverage)在其原始基金量的基础上几倍甚至几十倍地扩大投资资金,从而达到最大程度地获取回报的目的。对冲基金的证券资产的高流动性,使得对冲基金可以利用基金资产方便地进行抵押贷款。一个资本金只有 1 亿美元的对冲基金,可以通过反复抵押其证券资产,贷出高达几十亿美元的资金。这种杠杆效应的存在,使得在一笔交易后扣除贷款利息,净利润远远大于仅使用 1 亿美元的资本金运作可能带来的收益。同样,也恰恰因为杠杆效应,对冲基金在操作不当时往往亦面临超额损失的巨大风险。

(3)筹资方式的私募性。对冲基金的组织结构一般是合伙人制,基金投资者以资金入伙,提供大部分资金但不参与投资活动;基金管理者以资金和技能入伙,负责基金的投资决策。由于对冲基金在操作上要求高度的隐蔽性和灵活性,因而在美国对冲基金的合伙人一般控制在 100 人以下,而每个合伙人的出资额在 100 万美元以上。由于对冲基金多为私募性质,从而规

避免了美国法律对公募基金信息披露的严格要求。由于对冲基金的高风险性和复杂的投资机理,许多西方国家都禁止其向公众公开招募资金,以保护普通投资者的利益。为了避开美国的高税收和美国证券交易委员会的监管,在美国市场上进行操作的对冲基金一般在巴哈马和百慕大等一些税收低、管制松散的地区进行离岸注册,并仅限于向美国境外的投资者募集资金。

(4)操作的隐蔽性和灵活性,对冲基金与面向普通投资者的证券投资基金不但在基金投资者、资金募集方式、信息披露要求和受监管程度上存在很大差别,在投资活动的公平性和灵活性方面也存在很多差别。证券投资基金一般都有较明确的资产组合定义,即在投资工具的选择和比例上有确定的方案,如平衡型基金指在基金组合中股票和债券大体各半,增长型基金指侧重于高成长性股票的投资;同时,共同基金不得利用信贷资金进行投资,而对冲基金则完全没有这些方面的限制和界定,可利用一切可操作的金融工具和组合,最大限度地使用信贷资金,以牟取高于市场平均利润的超额回报。由于操作上的高度隐蔽性和灵活性以及杠杆融资效应,对冲基金在现代国际金融市场的投机活动中担当了重要角色。

第五章 中国投资基金运作成功案例

第一节 境外中国基金案例

一、山一中国股票投资基金

1. 基金概要

基金名称 山一中国股票投资基金管理公司

基金类型 开放式公司型(遵照 Guernsey 法)

基金规模 :3000 – 5000 万美元

投资方向 中国 B 股, H 股, 及 ADR (存股证) 和有可能上市的非上市股。如得到中国法律的认可, 也将投资于 A 股市场。

基金的投资条件:

对非上市股的投资不得超过该资产的 10 %

选择投资企业时应注意事项:

- (1) 经营者能力;
- (2) 财务状况;
- (3) 技术能力;
- (4) 国际竞争能力;
- (5) 国内同业的地位;
- (6) 基金尽可能投资于多种行业, 分散投资;
- (7) 基金为防止解约和新股上市的情况, 应保持一定的现金头寸。

基金管理人 山一资金管理有限公司(Guernsey)

报酬 基金总资产的 1.35 % (每年)

运用者 : HSBC 香港资产管理有限公司

顾问 山一资金管理有限公司(香港)

报酬 运用, 顾问的报酬由基金管理人支付

管理公司：Midland Bank Fund Managers(Guernsey)Limited

托管银行：Midland Bank Trust Corporation(Guernsey)Limited

销售概要 方式：全球私募,国内已向大藏省呈报

销售时间 9 月上旬到下旬

付款日 预定 9 月 21 日

销售价格 每单位 10 美元(不含手续费)

购买单位：10000 基金单位,超过后以 1000 元为单位递增

销售公司 山一证券株式会社

山一国际香港有限公司

销售手续费 不足 50 万美元的,收取 3% 的手续费;

50 万美元以上 100 万美元以下,收取 2% 的手续费;

100 万美元以上,收取 1% 的手续费

封闭期间 销售后 1 年

分红 以每年 1 回为原则,从利息和实际利益中分配

解约 每周最多可解约 1 次,每次解约额不能超过净资产的 5% (不过这种限制规定在将来可能因中国市场交易额扩大而改变)希望解约者应在净资产计算日(每星期三)的 5 个营业日之前,以书面方式向管理公司提出。解约金原则上在净资产计算日的 4 个营业日之后支付,解约依希望者提出的先后顺序进行,先提出者先处理,未处理者延至下一星期处理。

当交易所暂时停市或股价受到重大影响时,经过基金董事会同意,可以拒绝解约的要求;

(注)基金总资产低于 500 万美元时,董事会有权决定强制偿还。

税务 基金在 Guernsey 设立,免税

2. 投资条件可行性分析

推荐山一中国股票投资基金的理由

世界第一个中国股票投资基金:

近来,市场上出现了很多投资同中国有关企业的所谓中华圈基金,但单纯以投资中华人民共和国股票为目的基金则只有山一中国股票投资基金。作为世界第一个中国股票投资基金,这个基金为适应投资者更高效投资中国的需要而设。向着 21 世纪振翅飞奔的中国:

中国经济已经张开飞翔的双翅。在政府有力的经济振兴政策下,中国经济发展速度名列世界前茅。按现在的发展,到 21 世纪之初,中国经济很可能将超过美国成为世界第一经济大国。很明显,不远的将来,中国将成为领导世界经济经济发展的经济大国。

高速,稳定增长的中国经济:

面对经济过热,中国政府最近开始实行收缩经济的政策,在收缩政策的影响下,中国股价比高峰时期下跌。不过,我们认为,中国的经济收缩政策虽使股价暂时下跌,但它将在近期内削除经济过热现象,保证中国经济随着基础经济的改善而稳定增长,因此从保证中国经济高速,稳定增长的意义上说,这是一件大好事,很快将给市场带来积极的影响。

的确,中国的通货膨胀还在继续发展,但中国最近的经济指标都明确地反映,经济的过热已经降温(见表 4.5.1)另外政府对外国过剩投资的抑制政策也将对控制通货膨胀产生很大作用。

尽管中国政府为抑制通货膨胀而收缩经济,但中国国民的收入继续增加,国内市场需求继

续扩大。加上良好贸易收支的支援,预计 1994 年度中国经济(GNP)增长率将达到 10—11%。中国经济稳定,高速的增长为投资者们提供了理想的投资环境。

表 4.5.1 主要经济数字统计：

(单位 %)	1991	1992	1993	1994 预	1995 预
	7.7	12.8	13.4	10.6	9.3
实质 GDP					
工业生产	14.5	21.7	23.6	18.0	16.0
固定资产投资	18.7	40.7	57.8	25.0	18.0
零售营业额	13.5	18.6	26.1	26.0	24.0
零售价格上升率	2.9	5.4	13.0	15.0	9.0
M ₂	26.7	30.8	23.6	20.0	25.0
人民币/US\$	5.3	5.5	5.8	9.0	10.0
出口额	16.2	18.3	7.9	15.0	25.0
进口额	13.5	26.4	28.9	15.0	25.0
经常收支	11.5	8.0	-12.2	-13.0	-9.6

(出处 :James Capel Asia)

正值最佳投资时机的中国股票(见表 4.5.2)。

中国股价现在已下降到与 1993 年初相同的水平。这是最近中国经济的收缩对中国股票市场的负面影响。但是,从中国经济的发展前景考虑,可以认为股市最近的下跌明显过头。正是这种中国经济发展潜力同中国股价水平的偏差,为投资者提供了绝好的投资机会。中国股票现在的交易价格同 1994 年预期赢利的比为 10—16 倍,价格处于极低的水平。而且,预计中国企业 1995 年和 1996 年度的增长为 20—24%。另外,作为本基金主要投资对象的 B 股又比 A 股价格更低。

表 4.5.2 股市成绩

	$\frac{1993}{Q_1}$	Q ₂	Q ₃	Q ₄	$\frac{1994}{Q_1}$	8/16/94
指数(%) (对前季度)						(前年比)
上海 B 股	23.81	-28.91	25.85	40.61	-37.12	-24.82
深圳 B 股	21.66	-27.76	10.39	20.21	-20.74	-19.93
H 股				57.22	-20.43	-
对 A 股差率						

上海 B 股	- 60	- 75	- 67	- 52	- 63	- 89
深圳 B 股	- 54	- 60	- 55	- 42	- 35	- 30
H 股			- 40	3	- 7	-

中国股市市场数据 (出处：上海,深圳证券交易所)

上市股数	1991	1992	1993	94/5
上海 A 股	8	29	101	164
上海 B 股	0	9	22	28
深圳 A 股	6	24	76	103
深圳 B 股	0	9	19	22
每日平均买卖金额				
上海 A 股	309	9127	88861	102651
上海 B 股		651	3045	4691
深圳 A 股	1173	16243	49465	84175
深圳 B 股		796	1059	690
股票时价总额 (单位 100 万人民币)				
上海 A 股	29.0	520.6	2067.7	2184.8
上海 B 股		37.9	128.0	104.6
深圳 A 股	79.8	457.5	1251.0	951.4
深圳 B 股		32.2	84.3	70.8

3. 投资组合(见表 4.5.3)

公司名称：表 4.5.3

	每股价格 (HK \$) (7/1/94)	百分比 (%) (12/94 基准)	百分比 (%) (12/95 基准)	市值总额 (百万港币)
青岛啤酒	5500	18.5	13.9	1745
上海石油化工	1780	11.5	10.1	2990
北人印刷机器	2600	10.3	9.0	260

投资基金

广州造船	2240	11.6	9.7	352
马鞍山钢铁	2140	11.9	9.7	3708
昆明机床	2600	13.2	11.9	169
仪征化纤	1930	12.3	10.3	1930
天津渤海化工	0800	8.3	7.5	272
东方电机	2900	12.3	12.7	493
洛阳玻璃	365	11.0	8.7	913

本资金实际上由 HSBC 投资顾问公司香港公司负责运用。该公司是香港汇丰银行集团的成员。

二、华登中国风险基金简介

华登(中国)创业投资有限公司(简称 华登中国基金)于 1994 年创立,是华登集团专门设立的以中国大陆为投资对象的投资基金。

华登国际投资集团(简称 华登集团)是一家在亚太地区有着广泛影响的国际风险投资公司。华登集团的宗旨是扶助新兴且具高成长潜力的企业,或为企业扩大资金规模和发挥杠杆效益提供资金。

华登集团于 1974 年创建于美国旧金山。至 1994 年 10 月,华登集团管理的基金已超过 4 亿美元,其中有 3 亿多美元计划投资于亚洲地区。华登中国基金注册于英属凯门群岛,公司资本总额超过 1 亿美元。股东包括一些国际上著名的银行和金融机构,如美国摩根银行,世界银行属下的国际金融公司,新加坡达利银行,新加坡政府出口担保公司,以及美国一些著名的大学和工业公司。

华登中国基金的投资重点是具有持续盈利能力和高成长潜力的高新技术企业,它们可以是中资企业、外方独资企业或中外合资企业,可以是已有企业也可以是新创立之企业。

华登通常投资的金额在 200 万 - 500 万美元之间,在有其他投资伙伴参与的情况下,也可以共同投资较大的项目。华登中国基金的投资涉及任何工业及服务行业项目,以下是投资的重点领域:

- (1) 电子,计算机硬件和软件;
- (2) 通讯服务及设备;
- (3) 医疗保健产品及医药;
- (4) 建筑材料;
- (5) 消费品及服务行业。

华登中国基金将为辅助公司提供资金并会在技术的转让、国际业务的拓展及财务规则方面予以企业大力协助。

华登的投资通常只占投资总额的 20% - 30%,或与其他投资伙伴共同投资而占投资总额

的多数。华登不派员直接在合资企业中参与具体的生产、经营活动,但在合资的企业中应占有董事会席位,并会对企业的管理给予有力的支持。

三、道亨中国基金

1. 基金概要

道亨中国基金(下称“本基金”)乃一单位信托基金,主要投资于中华人民共和国(下称“中国”)之公司的挂牌证券中。根据第一资本基金管理有限公司(下称“投资顾问”)提供的投资意见及建议,本基金将由以香港为基地的道亨基金管理有限公司(下称“经理人”)负责管理,本基金专为私人及机构投资者而设计,使其可从经验丰富的专业投资组合管理中受惠。

本基金乃根据经理人与信托人——Standard Chartered Equitor International Trustee Limited(下称“信托人”)于1992年7月31日在香港法律下签订的信托契约(下称“信托契约”)而成立。所有单位持有人均被视为已获悉该信托契约之条款,享有其订明的利益及受其的约束,信托契约的副本可按载列于第3页的方法取得。

单位将根据于1992年8月24日(或经理人决定之较后日期)下午4时(香港时间)前由经理人接获之认购申请,于1992年8月21日(或经理人所决定之较后日期)以每单位10美元之价格首次发行(不包括初次收费)。

单位于首次发行后,在每日(香港银行办公日,星期六除外)下午4时前(香港时间)由经理人接获的认购申请及赎回要求按当日收市后所计算的资产净值发行及赎回。

初次收费(最高4%)通常缴付给经理人。经理人将按月收费,按本基金每日的资产净值计算,其初步应计的年息率为1.5%,由本基金支付。

申请认购单位的手续载列于第12至第13页。所有认购数目必须为1000美元的倍数。非单位持有人的认购者则最少认购5000美元的单位(不包括初次收费)。有关单位的发行及赎回的款额概以美元支付。如欲以其他货币进行认购或赎回,可与经理人另行安排。

投资者须注意,本基金的投资乃涉及上述的较平均为高的风险与及下列所述“风险因素”一节的特殊风险因素。

2. 投资目标及政策

本基金的主要目标为主要透过投资于中国公司的股本证券争取长期资本增值。经理人在拟定投资决策时,股息收入仅为次要的考虑因素。

经理人拟将本基金的资产投资于中国公司的有报价证券,该等证券通常会在中国之证券交易所挂牌。目前中国设有两间认可的证券交易所,分别设于上海及深圳。经理人预料中国政府日后将会进一步认可更多证券交易所。

现时在上海及深圳两地证券交易所挂牌的股份为A股或B股。然而,A股仅供中国的合法人士及个体投资,故本基金只能投资于B股。此类股份乃中国公司在认可证券交易所挂牌的特别股份,面额以人民币为单位,仅供非中国合法人士及个体投资,且须以外币(目前以美元及港币为主)进行交易。虽然交易货币及获准投资人士各有不同,唯A股及B股均附有相同权利。

经理人并拟将本基金的资产净值最多达15%投资于可能于1年内在中国的证券交易所上市的公司的非上市股本权益。经理人认为此项策略可增加本基金的潜在收益,因本基金可

按最初配售价取得此等公司的股本权益。经理人亦可投资于在中国境外成立而绝大部分资产均在中国或大部分盈利均来自中国的上市股本证券。然而,根据经理人目前之意向,此类投资所占的比例将以本基金的资产净值的 30% 为限。

目前只有少量 B 股(但数目正不断增加)可供本基金投资,故本基金的大部分资产初期将以短期存款或现金(美元或港币)为主。经理人如果预见到没有其它情况出现,于首次发行本基金的单位后 6 个月内,在本基金的资产中,至少 60% 将投资于 B 股及其他股本证券。

经理人日后可考虑安排本基金的单位在香港联合交易所有限公司或深圳、上海的证券交易所上市(如果规例允许)。然而,有关方面并不保证会安排本基金的单位上市。

除股票、现金及存款外,本基金的投资组合可包括定息证券、净息票据及诸如国库券、存款证、银行承兑汇票及短期商业票据等短期票据,如果经理人认为情况有此需要,投资组合内的大部分投资可以现金或存款的形式持有,或投资于上述票据。

经理人在情况许可下可以利用远期外汇合约及其他类似票据对冲美元。此外,根据信托契约,经理人获准在下文所述的限制规限下投资于商品、商品期货合约及金融期货合约,授予期权及抛空证券。然而,除为顾及不利的政治环境、外汇管制、财政或市场形势或汇率或利率上的不利走势或作套戥外,经理人目前并不预期将会运用上述任何投资技巧。

3. 投资限制

任何将会导致出现下列情况的投资均不得进行:

(1) 本基金所持任何一家公司或机构的证券价值超过本基金的净资产净值 10%。就此而言,代表有关证券的托管收据将视作有关证券处理;

(2) 本基金所持任何一家公司或机构的任何一类证券的面值超过所有该类已发行证券的总面值 10%;

(3) 本基金所持非上市投资的价格超逾本基金的资产净值 15%。就此而言,在任何认可市场进行买卖或由一位交易商或一个交易商协会负责买卖而能提供令人满意的市场的证券,将被视为上市投资;

(4) 本基金于开放式集体投资计划所持权益的价值超过本基金的资产净值 10%;

(5) 本基金所持贵金属、商品及有关期货合约的期权价值连同本基金所持全部尚未结算的期货合约(就套戥而订立的金融期货合约除外)的总合约价格合共超过本基金的资产净值 20%;

(6) 本基金所持证券期权及认股权证(就套戥而持有者除外)的价值超逾本基金的资产净值 15%。

倘若因任何资产的价值上升或下跌、收取任何权利或利益、合并或改组、自本基金的资金拨款支付款项、或变现任何单位或本基金的任何资产而致超越上述任何限制,经理人毋须立即降低有关资产之持有量。然而,经理人必须于一段合理时间内在全面照顾单位持有人的利益后优先采取一切必须步骤,谋求补救。此外,信托契约规定,倘若本基金持有‘沽空’期货合约(就套戥而订立的任何期货合约除外),而本基金就有关合约所蒙受的未变现亏损超过本基金的资产净值 20%,则经理人必须为本基金平仓。

上述各项限制并不适用于在任何由本基金全资拥有的公司的投资,唯适用于由任何该等公司进行的投资,犹如由本基金进行。此外,该等限制并不适用于下列投资(“OECD 投资”):

(1) 由经济合作与发展组织的任何成员国(“OECD 国家”)发行或担保支付本金及利息的

证券；

(2)由任何 OECD 国家的任何公共机关或地方当局或国营工业或企业在任何 OECD 国家发行,或由国际复兴开发银行、欧洲投资银行、亚洲开发银行或信托人认为具有同等地位的任何机构所发行之定息证券。

然而,如进行任何一类 OECD 投资将导致本基金持有该类投资的价值超过本基金的净资产净值 30%,则不得进行有关投资。倘若本基金的投资组合只包括 OECD 投资,则此等 OECD 投资必须至少包含 6 种不同投资。

此外,经理人不得代本基金：

(1)投资于某公司或机构的某类证券,而经理人的任何董事或职员拥有所有该类已发行证券的总面值逾 0.5%,或经理人的董事及职员共同拥有该等证券逾 5%；

(2)购入任何由经理人(或与经理人有关连的若干管理公司)管理的开放式集体投资计划的权益,除非在购入有关权益时获豁免支付任何开办或首次费用；

(3)投资于土地(任何有关的期权、权利或权益)；

(4)作出任何可能需要承担无限额负债的投资；

(5)卖空证券,如(a)本基金所有尚未平仓的证券价值不会因此而超过本基金的资产净值 10%,及(b)有关证券在一个获准抛空的认可市场上交投活跃,则不在此限；

(6)自本基金的资产中拨款提供贷款,唯(a)任何存于信托人或获信托人批准的银行或财务机构之存款及(b)认购、购入持有债务或贷款证券除外；

(7)就任何人士之任何债务或债项提供担保或以其他方式承担责任；

(8)提供期权(备兑买入期权除外)；

(9)授予任何期权,而此等期权在与代本基金授予的所有卖入期权的行使价合并计算,将超过本基金的资产净值 25%。

4. 借贷政策

信托契约允许本基金进行借贷,仅以本基金于借贷时的资产净值 25%为限,而本基金的资产可用作任何此等借贷的抵押。然而,经理人目前无意借贷,惟就支付变现单位所得收入而进行的短期借贷,作为本基金的部分日常运作的其他借贷或为抵销相应金额的存款而进行的借贷除外。

5. 派息政策

根据信托契约,信托人必须就每段会计期间向单位持有人作出分派,金额(指如有而言)可由经理人根据本基金于有关会计期限的净收入加以厘定。净收入包括所有已收利息及股息(扣除支出及应自收入中扣除的其他项目后)。经理人有权酌情自资本或收入中扣除支出及其他项目。此外,信托契约批准经理人分派已变现资本增值净额及经理人就任何税务或其他法律规定认为适当的任何其他款项作为收入。

6. 投资组合(见表 4.5.4)

表 4.5.4 截至 1993 年 12 月 31 日
(以美元计算)

中国(42.84%)	数额	市值	资产总值 百分率
------------	----	----	-------------

投资基金

蛇口招商 B 股	106000	107070.60	6.37
上海轮胎 B 股	78000	76596.00	4.56
上海大众出租车 B 股	40000	70000.00	4.17
上海金桥 B 股	50000	68600.00	4.08
上海凤凰自行车 B 股	140000	123200.00	7.33
上海耀华玻璃 B 股	65000	91000.00	5.42
上海英雄 B 股	65000	33800.00	2.01
上海柴油机 B 股	50000	47000.00	2.80
大海大江 B 股	160000	102400.00	6.10
香港(53.57%)			
潮洲城	6000	815.85	0.05
亚洲电力	32600	56570.78	3.37
安权控股	100000	29785.00	1.77
国浩集团九四认股权证	10000	31468.50	1.87
粤海投资	162000	121678.20	7.24
香港电讯	15000	31662.75	1.88
和记黄埔	20000	99715.00	5.94
马鞍山钢铁	100000	55685.00	3.31
新世界发展	10000	53095.00	3.16
香港电灯九五认股权证			
— 富林明	60000	119658.00	7.12
和记黄埔九四认股权证			
— 富林明	21000	58741.20	3.50
上海石化 H 股	160000	67340.00	4.01
蚬壳电器	170000	138694.50	8.26
新鸿基可换股票据	13000	14983.15	0.89
香港电讯九五认股权证			
— 瑞士银行	140000	20124.30	1.20
有牌价投资总额		\$ 1619683.83	96.41
银行现金		(22487.59)	-1.33
应收账款项及股息		102696.06	6.11
负债		(19962.64)	-1.19
资产净值		\$ 1679929.66	100.00
已发行单位总额		70842027	
每单位资产净值		\$ 23.7137	
有牌价投资总额成本值		\$ 1027128.25	

四、柏克莱中国基金

1. 柏克莱中国基金概要

目的是向投资者提供长期资本增值,方法是直接投资于在中华人民共和国证券交易所上市公司,或透过在香港联合交易所有限公司上市的公司在中国间接投资。

目前有 19 间在深圳及上海证券交易所上市的公司发行 B 股以供外国投资者购买(此等公司的 A 股只供中国投资者购买)。据经理人预计,到 1993 年末,至少有 50 家在深圳及上海证

券交易所上市的公司将会发行 B 股。虽然发行 B 股之公司数目可能会显著增加,但鉴于本类别基金的投资宗旨,经理人在选择所投资的 B 股时,将完全以有关股票的投资价值为取舍标准。

经理人展望,届 1993 年末,本类别基金的资产最多会有 8 成用于投资 B 股(视乎有无合适的投资对象而定)。余数则以现金或收息存款及在中国有大量投资及贸易活动的香港公司股份代表。然而,为保证资金周转,经理人将经常确保本类别基金的资产,至少有 15% 到 20% 仍由现金或收息存款及在中国有权益的香港公司股份所组成的储备。

2. 柏克莱中国基金投资背景分析(截至 1993 年 4 月的分析资料)

投资目标在于为投资者在中国股票交易所上市的公司直接投资或在香港股份有限公司上市的中国公司的间接投资中提供长期投资增值。

目前仅有在深圳、上海股票交易所上市的 9 家公司发行的 B 股对外国投资者适用(A 股只适用于中国公司)。据基金管理者观察,到 1993 年底,至少会有 50 家在深、沪股票交易中注册上市的公司将发行 B 股。尽管发行 B 股的公司数会明显增加,但经理公司在整个投资优势上,仍将把选择 B 股作为这种等级基金投资目的。

经理公司打算到 1993 年底,将把这种等级基金资产的 80% 投资于 B 股。

风险因素分析:

(1)政治经济因素。自 70 年代后期以来,中国有许多经济部门鼓励国外投资。这就使许多已确立的特区包括上海浦东开发区和深圳特区给外国投资者提供了投资热情。并且新的法律允许外国投资者加入中国企业建立合资、合作企业和外国独资企业。随后,1991 年的决定又允许外国投资者在深圳、上海交易所注册上市的中国公司获得股票。这表明股票交易正在有计划地成为中国经济的另一部分。

目前,人们期望外国投资包括 B 股投资在中国将继续繁荣。但投资者也应该意识到总是有现实的风险在内:一是中国政府对外国投资的限制政策;二是仍然处于经济改革试验中的由中国公司发行的 B 股的保险程度。

(2)资本总额和偿债能力。由于在深圳、上海股票交易所上市的对数不多的公司中,只有一些适合于 B 股投资的公司,在它刚刚开始阶段对于等级基金是可行的。而由等级基金控制的 B 股中的一些债券因此受到限制,这样,相对于香港的股票市场而言,可能会引起供求方面极大的不平衡。由此可能导致价格的极其不稳定。

(3)法律规则。在中国,法律法规对资本市场和股份公司的管理还处于起步阶段。例如,中国公司法目前仍然没有出台(只是在深圳颁布了地方法规)。外国投资者对这种地方法规的调节管理力度仍存有疑虑和不满足。此外,这种法律、法规的效力仍未得到显示,显然,对于外国投资者来说,问题是他们的权益究竟能在多大的程度上得到保护。

(4)会计标准。会计标准仅在中国国内适用,未反映出国际可接受的会计原理。

五、中国航空技术基金简介

1. 基金概况

(1)基金注册。基金设立目的是想通过该基金的子公司投资于与中国航空航天工业部监管的未上市中国企业。本基金遵从库克岛国际公司法 1981 - 1982 年有关法律文件,于 1993

年4月15日在库克岛注册成立,注册号为2638/93。

中国航空航天工业部通过如下方式参与本基金管理,即派遣2名董事会成员、3名经理人员并持有9%的基金股份和10%的经理人股份。

基金指定瑞士银行的全资子公司即SBCI亚洲财务有限公司为基金的财务顾问。

(2)股份资本。基金拥有的法定股金为1000美元,分为1000股,及至1993年8月25日达到1300000美元,1300000股,且每股均没有优先认购权。

1993年9月28日,基金与中国航空航天部在香港的下属企业Vastford实业有限公司和在英属维尔亦群岛(Virgin)注册的天力国际投资有限公司签订认股合同,基金同意配股给Vastford实业有限公司增发9%的股份,天力公司1%的股份。上述所指的增发股份是指Vastford和天力两家公司完成投资总额和认购任务之后基金持有的股份资本总额。Vastford和天力两家公司认购股份的价格是每股1美元,认购条件以完成发行协议为准。两家公司均同意若在有关股东决议中涉及它们的利益时,放弃股票权

根据1993年8月25日签订的董事协议:

- ①基金总规模已被批准,且董事会可以发配股份;
- ②董事会依照认购协议可以配股给Vastford与天力公司。

在完成基金募集和认购协议之后基金所得股份资本总额以认购包销协议及认购协议所得的实际配发股份为准,但资本总额不得少于5000万美元,500000股份数,不得多于122223000美元,1100000股份数。

条款还规定必须经股东大会授权,否则董事会不得违背投资协议与认购协议发行任何股份。

(3)股东权利。依据公司章程,基金持有人拥有如下权利:投票权、利润分配权、资本收益权及基金终止后剩余资产分享权。

(4)投资目标。本基金通过投资于中国航空航天部的下属未上市公司获取基金资产中期资本增值,等待这些企业发展到一定阶段后,基金便退出这些企业以实现资本利得。退出方式有公开销售证券,关键性权益处置及同业出售等。

(5)投资政策。为实现上述目标,基金采用如下评价标准来评价各潜在投资的利弊。

①管理。参与合资企业的经理应具有相关的管理经验并有能够处理合作中各方面事宜的管理记录,经理能够在寻求基金利益最大化的基础上以合作的成功为宗旨,为便于基金积极监督投资绩效,经理人应定期提供有关管理资料。

②经营策略。公司经营应定位于相关产业之内,能有助于产业和市场发展,具有战略性或竞争优势如牌名、质量或其他显著特点。

③发展阶段。基金投资于未上市企业,但该企业应发展到较成熟阶段,已成功地向更多消费者提供产品或服务,企业应具有较好的财务和商业记录,为未来发展提供可靠的预期保证,企业还应拥有有形与无形资产如生产设备、适宜技术、牌号、专利和劳务合同等。

④参股。企业投资(或有外资参与的)应提供不少于25%的股利,以使合资公司成为名实相符的中外合资企业,并依据中国有关法律获得减税或其他方面好处。基金应能保持若干权利,诸如提名一、两名董事参与合资企业董事会的权利。一些决策应取得合资企业全体董事一致通过,例如,企业年度预算审批、协议及有关条款修订、经营计划改变、出售多余资产等。基金不必参与日常合资企业的经营管理。

(6)投资性质。经与中国航空航天部所属的大量国有企业协商,基金经理人即天力航空投资管理有限公司选择 19 家企业作为初基金投资对象。

在初定的 14 家企业中,基金目的在于为扩大现有生产经营提供必要资本;另外 3 家企业,基金目的是为实现产品生产商业化提供资本;其余 2 家企业,基金为加速设备更新及提高现有生产设备的等级。应注意的是虽然 5 家企业没有达到投资政策要求的所有标准,但基金仍将它们列入投资范围之内,这主要是考虑到这些企业的潜力。

基金投资将得到其子基金的支持,1 家子基金投资目的是为拥有单一 1 项投资,并在英国维尔京群岛为投资于 19 家企业的每一家附属公司注册为有限责任公司。

在完成 19 家合资企业投资后,基金将以现金或流动性资产保存资金,以用于支付基金、19 家合资企业及基金投资创设过程中发生的各种费用和佣金(这些费用和佣金估计达 400 万美元)。任何结余款项可用于向合资企业提供短期贷款、或用于新的投资机会,如增加新的合资企业或扩大原 19 家企业投资规模。基金董事也将在基金投资目标与政策范围之内逐个评价上述投资机会。

(7)投资限制。不经股东大会事先同意,董事不得进行如下投资:

- ①投资于某企业、合资公司、项目或计划的投资额超过基金净资产额的 20%;
- ②变现任何投资的 50% 以上,或变现基金资产净值的 50% 以上;
- ③承诺或投资于承担无限责任的项目;
- ④寻求借款或子基金借款以抵补基金资产,卖空证券或差价交易;
- ⑤投资于上市证券(除非这些证券期初被用作未上市投资的);
- ⑥投资于其他基金、商品、期货、期权或货币对冲交易;
- ⑦取代被投资企业的管理或经理人的管理,及参与日常企业经营管理。

基金章程要求董事必须致力于投资目标与投资政策的实现。不经持有人同意,基金不得随意更改投资目标及投资政策。若持有人同意更改投资目标及投资政策时,要分别作出更改决定,在更改投资目标时必须经过特别决议案批准,改变投资政策时必须经过普通决议案批准。

(8)净资产价值计算。依据净资产价值有关条款,在每年 12 月 31 日或董事随时确定的其他日期,将进行净资产价值计算,并遵照有关规定,将计算结果在证券交易所进行公布。

(9)股利分配政策。依据上述投资目标,获取中期资本增值是基金投资期望所在,除非董事认为有意外的机会出现,一般情况下基金不作短期投资。

基金将每年分配其净收入(当然也可能当年无收入或只有低收入),分配将在扣除基金债务之后进行。同时有条件的话,基金也将在财务年度内分配变现资产所得的净收益。

基金将所得的投资净收入与变现资产的净收益按如下比例分配给持有人或经理人:

- ①在 Vastford 公司和天力公司以外的其它股东获得相当于投资所得的每年 8% 净收益率(该收益率是章程规定的保底收益率)之前,基金收益率 100% 分配给持有人;
- ②在经理人获得奖金占投资净所得的 12% 之前,基金将对给经理人 4 倍于投资回报的奖金;
- ③然后以业绩奖金形式支付给经理人相当于分配给投资者 $1/4$ 的数额。

基金清算之前的分配均以现金形式支付。清算时,分配则可能包括对合资公司的投资或基金其他流动资产。

(10)费用与支出。基金将承担在投资中发生的所有手续费以及在初创的 19 家合资企业和签订有关 19 家合资企业与投资的协议中所发生的所有费用和支出。另外,基金亦承担本身的经营开支,付给第三方如核数师、法律顾问、经纪人、经理人及财务顾问等的费用以及政府向基金征收的税收及费用,基金须保有足够现金储备以满足这些开支需要。

2. 基金管理

(1)基金管理。董事依经理人的建议有责任代表基金进行投资决策。根据经理人同意的管理章程,基金指定天力航空投资管理有限公司做为基金经理人特别负责为基金选定新的合资企业、监管基金对合资企业的投资,协助评估基金运营以及向董事建议进行基金变现方法以适合于基金投资目标、政策、限制及对象等。

(2)基金财务顾问。根据基金与财务顾问之间于 1993 年 9 月 28 日签署的有关协议,财务顾问主要对变现基金资产以实现利得的有关方法提出建议(如股票的期初公开销售、处理基金在合资企业中的关键性权益及同业出售等)。为保证财务顾问向基金提供各方建议,董事将为其提供各种机会如参加董事会议、审阅送给持有人报告、评议有关合资企业的财务报告及其他资料。若董事指定银行或其他财务机构提供有关交易建议时,董事亦将予财务顾问申请提供这类服务的机构机会并对这些建议进行初步考虑。当然,财务顾问不必承担有关投资决策及基金财务状况的任何责任。

(3)基金顾问委员会。完成投资计划后,董事打算立即设立基金顾问委员会,以为基金投资决策提供建议。该委员会由航空航天部 6 名高级官员组成,但其不对基金实施管理或控制。

(4)股东大会。股东大会随时由董事负责召开,董事将按股东注册地址通知给他们开会的有关事宜。根据条款,董事一旦收到持有基金 10% 份数的持份人书面要求就应负责召开股东大会,持份人提出的书面要求须申明会议目的。

(5)账户、报告及资料。基金财会年度结束于每年 12 月 31 日,已审定账户将采用美国美元记账。董事将准备采用国际会计准则建立基金账户。

包括经理人关于基金投资的报告在内的已审定账户复印件将送交持份人,期限是每一会计年度末的 6 个月之内。由经理人提交的半年阶段性报告复印件也将在每年 12 月和 8 月末按持有的注册地址寄送给持有人。

3. 航空航天部在基金中的作用

中国航空航天部曾密切参与 19 家合资公司的筛选工作。该部开始从其监管的企业中选出 66 家适于基金投资的企业,并向经理人做进一步选择的建议性工作。

基金董事预料该部将通过以下方式间接参与基金管理,如通过合资公司股东监督合资公司经营状况并调解基金子公司与各合资公司股东间可能出现的纠纷,同时该部还将协助基金选择基金可投资的新企业。

2 名董事和 3 名经理人代表将由该部高级官员担任。另外,2 名该部官员将协助经理人监督基金投资,但该部无否决经理人决策的权利。

该部期望通过借助专家管理和注入外资来加快其所属合资企业的发展。

4. 天力航空投资管理有限公司介绍

(1)公司简介。依照英国维尔京群岛有关法律,该公司于 1993 年 4 月注册为有限责任公司并成为基金经理人。自 1992 年 5 月创立以来,作为天力国际投资公司的成员,其主要从事在华贸易、房地产投资及投资顾问等工作。

该公司已完成 19 家合资公司的选择任务,并且这些公司初步达到有关协议规定的标准。经理人以后的主要职责是负责选评新的适于基金投资的企业、监督基金在合资公司中间接投资情况,协助基金评估以及向董事建议有关变现基金资产的方法等。

(2)期初投资概览(见表 4.5.5)。

(3)基金保管人。由于对 19 家合资企业投入的资本属非流动性的,转让某合资企业的资本须经合资公司董事会一致通过及中国对外经济关系和贸易部或其分支机构的同意。鉴于基金的投资目标和投资政策,董事会认为目前不宜为基金资产指定保管人。

(4)基金承销人。瑞士银行。

(5)上市地点。爱尔兰股票交易所。

表 4.5.5

合资公司名称	拟定投资额 (美元)	合资公司收入 (%)	基金所占份额 (%)	投资目的	主要产品
金城有限公司 (Jincheng Co.L)	20000	25.00	19.34	扩建	摩托车及其发动机
上海万达有限公司 (Shanghai Wide Co.L)	11057	35.00	10.69	新建	航空电子设备
天津航空电子有限公司 (Tianjin Aviation electrical Co.L)	7950	25.00	7.69	扩建	电子部件和食品包装机
秦岭电子设备有限公司 (Qinling Electrical Machinery Co.L)	6143	26.00	5.94	扩建	电动机和锥形卷动机
沈飞汽车制造有限公司 (Shenfei Maun facture Co.L)	6143	25.00	5.94	扩建	公共汽车和铁路客车
常州兰乡机器制造有限公司 (Chang zhou lanxing Machin- ery Factory Co.L)	6043	30.00	5.84	扩建	摩托车及其发动机
于新机器有限公司 (Yuxin Machinery Co.L)	6000	30.00	5.80	扩建	发动机用的蒸发器压 缩机和空调系统
平原化肥有限公司 (Ping yuan Filter Co.L)	5897	25.00	5.70	扩建	过滤机
哈尔滨轻型飞机有限公司 (Harbin light Aircraft Co.L)	4300	25.00	4.16	扩建	轻型飞机
贵阳水利有限公司 (Guiyang Hydraulic Co.L)	3686	25.00	3.56	扩建	液压部件
凤阳水利有限公司 (Fengyang Hydraulics Co.L)	3071	30.00	2.97	再建/扩建	液压部件
佳丽高技术开发有限公司 (Jiali Hitech DeveLopment Co.L)	2703	30.00	2.61	新建	飞机和客车车座
川江设备制造有限公司 (Chuanjiang machinery Co.L)	2088	29.50	2.02	再建/扩建	螺旋穀盖

投资基金

华新纺织机器有限公司 (Hua Xin Fextile Machinery Co.L)	1843	35.00	1.78	扩建	水喷织布机
洛阳航空电子有限公司 (Luo Yang Aviation Electrical Co.L)	1843	25.00	1.78	扩建	电子插孔和火警系统
宝成纺织机器有限公司 (Baocheng Fextile Machine Co.L)	1597	32.60	1.54	扩建	制图框架
安中第一机器建造有限公司 (Anzhong First Machine Building Co.L)	1351	25.00	1.31	扩建	焊接机、液压举重机、工业锅炉
中原电子测量仪器有限公司 (Zhongyuan Electrical Measuring instruments Co.L)	1229	25.00	1.19	扩建	平面铣刀和应变仪
西安埃弗有限公司 (Xian Aifull Co.L)	1106	30.00	1.07	新建	烟草过滤原料
总计	94050	—	90.93	—	—

注 ①百分数表明在全部投资额 103400000 美元净收入中所占的比例。前提是发行的股份被全部认购且除期初投资外包括基金对上海万达有限公司再投资 3496500 美元。

②对上海万达有限公司期初投资 7560000 美元,追加投资 3496500 美元,应在合资企业取得营业执照 1 年内进行完毕。

③根据有关规定,基金资产不可以一次性全部投资于某一家公司,基金资产投资于公司数目也不少于规定的数目。

第二节 中国大陆投资基金案例

一、龙江基金经营业绩分析

1. 基金概况

(1)基金简况。本基金是经中国人民银行黑龙江省分行银黑金管字(1992)第 836 号文件批准设立的封闭式契约型投资基金,基金有效存续期为 8 年。1994 年 3 月 30 日,本基金在天津证券交易中心上市交易,基金总规模为 8,000 万个基金单位,其中可流通量为 7, 200 万个基金单位。

(2)基金发起人简介。本基金的发起人为黑龙江省证券公司、中国光大银行黑龙江省分行和中国农业银行黑龙江省分行信托投资公司。黑龙江省证券公司是黑龙江省规模最大的证券经营机构,在经营有价证券方面具有省内一流的设备和经营证券的专业人才,在省内外设有九个证券营业部,年交易额居省内各券商之首 中国光大银行黑龙江省分行是国有商业银行,注册资本金 5 亿元,具有经营多元化、综合化、国际化等特点,在资金经营方面具有雄厚的实力;

中国农业银行黑龙江省分行信托投资公司作为经营信托存贷款、证券发行买卖和房地产开发等业务的非银行金融机构,在房地产开发业务上具有一定实力。

(3)基金管理人简介。本基金管理人为黑龙江省证券公司基金管理部,下设财务部、证券投资部、项目投资部和研究咨询部等业务部门,配备专业素质好、投资水平高的专业人员和聘用专家顾问对基金资产进行专业化的投资和管理,为基金谋取最大投资收益和资产长期稳定增殖。

2. 主要财务指标

(1)经营收入	21,659,984.71 元
(2)基金费用	2,275,975.39 元
(3)收益总额	19,384,009.32 元
(4)单位基金收益	0.2423 元
(5)净资产收益率	19.50 %
(6)资产总计	107,384,009.32 元
(7)所有者权益	99,384,009.32 元
(8)单位基金净资产	1.24 元

3. 基金运营情况

(1)经营策略。本报告期内,面临政府实施宏观调控,紧缩银根,证券市场处于不稳定的发展变化中,本基金管理人不断研究经济形势和投资市场的变化,运用投资组合的原理,抓住契机灵活调度。基金的资金投向主要以证券投资、信托投资和短期项目、房地产投资为主,同时在基金运作中与金融机构广泛合作,充分发挥融资的杠杆效应,使基金资产得到满负荷运作,获取最大的收益。

(3)投资结构。截止 1994 年 12 月 31 日,基金资产总额 107,384,009.32 元,其中基金净资产总额为 99,384,009.32 元,流动负债 8,000,000.00 元。投资资产 94,817,033.30 元,占总额的 88.30%,其余 11.70% 为银行存款及其他资产。在投资资产中:

有价证券投资占 49.52%,包括股票、国债及其他有价证券投资,房地产投资占 8.43%,主要投向为哈尔滨市地德里小区等投资短期,收益高、风险低的城镇住宅项目,实业项目投资占 9.38%,主要投向为哈尔滨市太平湖旅游度假区和匈牙利欧龙国际贸易公司等具有高增长潜力,盈利能力强、有发展前景的经济实体。信托投资占 32.01%,即委托其他金融机构进行投资,发挥双方在项目、资金方面的各自优势,降低风险,获取稳定的收益,其它投资占 0.66%。

4. 基金收益实现及分配情况

截止 1994 年 12 月 31 日,龙江投资基金实现全年收入 21,659,984.71 元,费用总支出 2,275,975.39 元,实现净收益 19,384,009.32 元,收益率为 24.23%。根据本基金 1994 年度收益,由基金管理委员会第五次会议讨论决定,经基金监督委员会审议通过,并报经中国人民银行黑龙江省分行批准,决定向投资者分配红利总额 19,200,000.00 元,分红率为 24%,余额 184,009.32 元转入下一年度分配。

二、上海金龙基金直接投资经验介绍

目前我国投资基金仍处于初创时期,现实中的投资基金绝大多数都是综合性投资基金。

这类基金对投资领域有着广泛的选择性。基金运作的基本要求是：安全性、流动性、效益性。虽然证券市场是基金投资的主要方向之一，但金龙基金认为证券市场不是唯一的方向。发展投资基金对稳定证券市场会有一定作用，但基金大规模进入股市并长期持有大量证券资产，必须以股市的规范稳定为前提，两者是互相作用、相辅相成的关系。而目前的证券市场是一个高投机高风险的市场，如果证券投资在基金资产组合中占的比例过高，显然会面临太大的投资风险。所以，在当前的经济环境下，在符合国家产业政策的前提下，在相当长一段时间内，直接投资仍将是基金投资方向的现实选择之一。

金龙基金以稳健操作、追求长期稳定增殖为特色，注重资产的安全和收益的稳定，除证券投资外，直接投资也是其主要的投资方向。金龙基金运作已近一年，根据基金投资安全性、流动性、效益性的基本要求，通过对基金规模、上海地区的投资环境、基金的社会形象等方面进行综合分析和考察，在直接投资方面进行了有益的探索，逐步形成了一些思路 and 做法。其中一种行之有效的策略是：选择某一区域作为投资重点，在当地政府的支持下，先安排固定收益的短期融资性投资，然后深入调研、评估，确定重点投资项目，逐步把短期投资转为股权投资，进行长期合作，具体做法是：

这种做法有很多优点。第一，在基金规模较小的情况下，能集中较多的资金参与某一区域的经济发展，使基金和区域经济共同发展，有利于树立基金良好的社会形象。第二，使基金投资符合国家产业政策和发展规划，并在投入初期即有一定的回报。这在基金运作初期尤其有重要意义。第三，投资安全性较高。在短期投资转为股权投资的过程中，基金管理公司有充分的时间和条件对投资项目进行调研和评估，可以最大限度地避免投资决策失误，确保投资目标的实现。第四，灵活性较大。既能确保基金资产的安全，又能真正做到短期获利和长期增殖相结合。

金龙基金已把上海郊区的金山县列为直接投资的重点区域并已陆续投入部分基金。地方政府对基金给予了很大的支持，当地企业界对基金投资也表现出较大的热忱。金龙基金已在该地区获得了若干个较好的投资项目，如基金已参股的中外合资金海鞋业有限公司，该公司生产的名牌运动鞋“奇安特”畅销国内外市场，公司年利润达 2000 万元，资本收益率高达 100% 以上。通过近一年的实践，金龙基金认为，“从短期投资转化为股权投资”的“二步走”投资方式是基金进行直接投资的有效途径。

(1) 确定重点投资区域。选择的依据是：该地区已有一定的经济规模和实力，有一个正在实施的发展规划，地区发展的环境前景较好，基金有可能分享地方经济发展的潜在利益，地方综合财力较强，基金投入不会有太大的风险，地方行政领导富有进取心，并愿意积极协调基金在该地区的投资行为。

(2) 取得地方政府及其行政领导的支持和赞同，双方有共同发展的共识，有优势互补长期合作的意向，并落实一个联络机构，使合作——投资的过程能落到实处。

(3) 在对该地区现有企业群体的现状、资金需求、在建和规划项目的总体情况进行普遍调研的基础上，初步确定投资意向和规模。

(4) 在当地政府的积极协调下，通过充分协商，先进行协议形式的短期投资，投资收益采用固定比例或保底收益方式。资金通常投入信用度较高的较上层的企业（总公司或控股公司），资金的使用原则上由其自行统筹安排。

(5) 当地有关部门应为基金管理公司深入了解有关企业和项目提供便利。

(6)通过双方充分协商,筛选并确定可以转为股权投资的项目。股权投资项目要经过详尽的调研、论证和评估,原则上主要投资于已运转、效益好、有发展潜力和资产增殖潜力(如拥有房产、地产)的企业,形式上可以采用增资参股,也可通过原投资方向基金转让部分股权。

三、温州温信基金

温州国际信托投资公司于 1992 年 6 月 8 日经中国人民银行浙江省分行批准,向社会公开发行 1000 万元,5 年存续期,契约型封闭式温州国际信托投资公司投资信托基金(下简称温信基金),并于 1993 年 7 月 16 日在温州市温州国际信托投资公司证券交易营业部柜台交易,1994 年 1 月 18 日在浙江省证券交易中心上市。在不损害原基金持有人利益的情况下,经主管机关批准,可分期发行,总规模可达到 1 亿元人民币,持续期为 25 年。现温信基金规模 1150 万元,存续期 10 年。温信基金现致力于投资能源、交通效益较高并具有稳定收益的中长期项目和一定比例证券市场。具体投资组合见表(3.5.6)。温信(基金第一个分红年度,基金净收益率为 20.25%,红利率达 16.32%;94 年度净收益率可达 23% 以上,红利率达 20% 左右。

表 4.5.6 温信基金 1994 年 12 月投资组合情况表

投资行业	企业数量	投资金额(万元)	金额比重(%)
轻 纺	4	350	23.6
交通能源	2	300	20.2
证 券		300	20.2
机械仪表	3	260	17.5
商贸(综合)	3	175	11.8
房地产	1	100	6.7
合计	13	1485	100

四、汕头银城基金

1. 基金概要

(1)基本情况。本基金是经中国人民银行汕头分行(1992)汕银管字第 243 号、(1993)汕银发字 137 号文件批准设立并公开发行的封闭式不定存续期契约型基金。1993 年 6 月 15 日在天津证券交易中心上市交易。目前,银城投资基金总规模为 11750 万个基金单位,其中可流通量为 10575 万个基金单位。

(2)发起人简介 :发起人中国工商银行汕头市信托投资公司是中国工商银行汕头分行属下非银行金融机构,资力雄厚,信誉好。公司下设证券部、投资部、业务部、综合部、外汇业务部、基金管理部、财务部等职能部门,证券部在汕头市区设有四个证券营业网点,在附近县市设有代办处,在上海、深圳、沈阳、天津等大城市设有证券营业部和拥有若干个交易席位。公司成立

至今,信托存贷款、委托存贷款、投资、金融租赁、证券、外汇业务等稳步发展;1992 年分别成功地发行了银城、银海投资基金。到目前累计代理发行各种债券 13 亿元,为企业筹集了大量资金,有力地推动了汕头特区的经济建设。

(3)基金管理人简介 本公司设立基金管理部,配备具有较高的投资水平,专业素质好,有丰富经验的专业人员对基金进行管理、分析、研究,以保障基金的安全运作,确保投资者利益。本着‘受人之托,代人理财’的原则,灵活调整投资结构,以实现基金的稳定增殖,竭诚为广大投资者谋取最高的投资回报。

2. 主要财务指标(1994 年度):

- (1)经营收入 32248797.71 元
- (2)基金费用 2494868.13 元
- (3)利润总额 29753929.58 元
- (4)单位基金收益 0.2532 元
- (5)净资产收益率 20.12 %
- (6)资产总计 149733766.28 元
- (7)所有者权益 147918983.73 元
- (8)流动比率 50.49 元
- (9)单位基金净资产 1.26 元

3. 基金的投资结构(1994 年度):

银城投资基金资产总额为 149733776.28 元,为实现投资资产的长期增值和保障投资者获得最大的收益,我们根据国家宏观经济政策,综合投资项目的实际情况,深入进行投资可行性论证,并对基金资产组合进行了适当的调整,截至 1994 年 11 月 30 日止,投放金额余额为 11766 万元。其中 投资房地产旅游开发项目 8040 万元,占 68.33 % 投资工业生产项目 2000 万元,占 17 % 投资证券市场 363 万元,占 3.09 % 自营房地产项目 1363 万元,占 11.58 %。

4. 基金收益实现及分配情况(1994 年度)

本基金年度营业收入 32248797.71 元,减去基金营业费用 19960 元,按基金章程规定再扣除管理费 1594379.91 元,保管费 220412.64 元,计提风险准备金 318875.98 元,本基金年度实现利润总额 29753929.58 元。加上去年年底收益结余 665,054.15 元,可分配红利 30418983.73 元,根据基金监督管理委员会会议决定,实际分配 29375000.00 元,余下 1043983.73 元转入下一基金年度分配。本基金年度分配以现金红利方式进行,即每份基金单位红利 0.25 元。

五、珠海海鸥基金

1. 珠海海鸥投资基金概况

珠海海鸥投资基金(以下简称海鸥基金)是经中国人民银行广东省分行粤银复(1993) 154 号文和中国人民银行珠海分行珠银管(1993) 290 号文批准设立的珠海经济特区第一家投资基金。海鸥基金由珠海国际信托投资公司发起设立,于 93 年 11 月 26 日向社会公开发行,至 93 年 12 月 31 日止,基金募集完毕,基金规模为 5000 万个基金单位。

海鸥基金性质为封闭式契约型基金,封闭期限为 10 年,1993 年 12 月 30 日经中国人民银

行广东省分行粤银复(1993) 403 号文批准,同意成立“珠海海鸥投资基金部”作为海鸥基金的专门设资管理机构,并核发了《经营金融业务许可证》(编号为 011910),领取了工商行政管理部门的企业法人营业执照,取得独立法人资格。基金信托人为珠海人寿保险股份有限公司。

94 年 3 月 3 日,海鸥基金在南方证券交易中心挂牌上市,成为特区第一家上市基金。同年 3 月 14 日,上海证交所与南方证交中心实现双向联网,海鸥基金成为广东省首批可以在上交所及其会员机构进行交易的基金,极大地扩大了海鸥基金的交易范围。94 年 9 月,经国内最具权威性的金融证券评估机构对海鸥基金进行基金信用等级评估中被评为 AA 级,成为目前国内几家高级基金之一。由此看,海鸥基金有保证维持较高的资产安全性,基金资产产生减殖的可能性很小。

2. 组织结构及人员素质

海鸥基金部设有办公室、财务部、负责证券投资的投资一部、负责房地产、实业投资的投资二部。

海鸥基金部不仅拥有一批长期从事银行经营管理、金融资产投资管理、房地产投资管理、证券市场研究分析、财务管理及行政管理等具有丰富投资经验的专业投资人士,并备有先进的计算机通讯设备和技术分析手段,与海内外多家证券商、基金管理公司建立了密切的信息交流与业务网络,集理性、知识、经验、信息技术于一体。

3. 投资组合及分析

截止 94 年 9 月 30 日止,海鸥基金的投资组合情况如下:

- (1) 上市公众股为 1000 万元,占 20% ;
- (2) 上市法人股为 299 万元,占 5.22% ;
- (3) 股权投资为 85 万元,占 1.49% ;
- (4) 项目投资为 2000 万元,占 40% ;
- (5) 信托投资为 1500 万元,占 30%。

海鸥基金原计划以投资证券市场、房地产项目等领域为主,但由于上半年股市持续低迷,投入股市的资金将会被套牢,海鸥基金及时调整组合,降低股市投资(只占 27%),在化工产品、通讯设备、包装、注塑等行业选定一些优质高效的企业进行投资,并取得了较稳定的短期收益。8 月初,随着股市形势的好转,海鸥基金在股市中增加投资,并取得了一定收益。房地产市场受整个宏观经济形势的影响低迷不振,海鸥基金暂未在房地产市场进行投资。从整体上看,基金管理人投资市场形势的预测是准确的,采取了比较稳健谨慎的投资策略,在上半年比较困难的投资形势下,取得了较好的收益。

4. 经营业绩及分析

海鸥基金自设立后,经过 9 个月的运作,至 94 年 9 月底,实际收益 957.3 万元,每个基金单位净资产为 1192 元,实现收益 0.192 元。

按年初基金设立时的投资计划,海鸥基金的资产将分别在证券市场和房地产市场各投入 35%,其他投资领域占 30%,但由于上半年证券及房地产市场不景气,基金资产在证券市场的实际投资比例缩小,没有对房地产市场进行投资,直到 8 月份股市出现反弹,行情看好时,才加大了证券市场的投入。因此,上半年海鸥基金主要在项目投资领域进行了投资,这些投资一般具 30% 左右的收益,这部分投资保证了资产的稳定收益。今后发展中,海鸥基金拟采取适当方式,在具有较安全性系数和较好收益保障的前提下,在房地产领域进行投资,并准备在地方

基础设施、交通、通讯等建设中进行投资。

六、广东广发投资基金简介

1. 广东广发基金管理公司简介

广东广发基金管理公司是以受托或代理方式经营管理各类投资基金资产的金融机构。是实行独立核算、自主经营,具有法人地位的经济实体。注册资本 1000 万元。经营范围包括发起和设立境内外各类人民币基金 基金资产经理业务 基金转让业务 证券投资及咨询业务 物业投资业务 主管机关批准的其它业务。

广东广发基金管理公司是广东发展银行独资设立的资产管理专营机构,实行基金管理委员会领导下的总经理负责制。按照资产管理特点和专业分工要求,分设综合部、投资部、财务部、技术分析部、投资咨询部等职能部门,拥有一批素质高经验丰富的基金管理及证券投资人才。

广东广发基金管理公司依照国家有关法律、法规、方针及金融政策开展业务活动,以维护投资者利益为根本原则,通过多元化的投资方式和途径,使基金投资分散风险、综合收益、稳定回报,促进基金资产的增值。同时,根据每期基金的设立章程、信托契约和投资组合方案及具体管理要求,对所管理的第一期广发投资基金,第二期广发投资基金分设专户管理,分别独立核算,并将各自所得之投资收益在扣除各项税费之后向基金投资人予以分配,定期公布基金的业绩和财务报告。

广东广发基金管理公司是目前全国唯一一家同时管理两个以上基金(即第一期广发投资基金、每二期广发投资基金)的资产管理机构,其管理的广发基金(1)和广发基金(2)分别通过证券交易联网在上海证券交易所和深圳证券交易所进行交易。

2. 第一期广发投资基金

第一期广发投资基金[简称广发基金(1)]经中国人民银行广东省分行粤银发字(1992)733 号文批准,以定向募集方式发行,并于 1993 年 12 月 25 日正式设立。总额为 5000 万基金单位,每单位面额为 1 元人民币,属封闭式单位信托基金,设定期为八年。基金的受益人(投资者)为法人或自然人,基金经理人为广东广发基金管理公司。基金信托人为基金监事会,其成员主要由投资人组成。基金代理人(承销公司)为广东广发证券公司。

第一期广发投资基金自 1993 年 12 月设立后即投入运作,在 1994 年度内,依据投资优化组合理论,将基金资产按一定比例分别投资于证券一级市场和二级市场、债券、房地产市场,并根据市场变化及时检查基金资产的分布情况,认真、积极,灵活地调整投资结构,较好地实现了基金保值及稳定增值之目标。截止 1993 年 12 月 31 日止,该期基金资产由设立时的 5000 万元增值为 6401 万元,投资回报率为 28%。经该期基金第四次监事会、顾问会通过之议案,该期基金 1994 年度分红率为 23%。

该期基金已于 1993 年 8 月 18 日在南方证券交易中心挂牌上市,并通过联网可在上海证券交易所进行交易。

3. 第二期广发投资基金

第二期广发投资基金[简称为广发基金(2)]依据中国人民银行广东省分行‘粤银复字(1998)158 号’文批准设立,总额 5300 万基金单位,每单位面额为 1 元人民币,属封闭式单位

信托基金,设定期限为八年,最长不超过十五年。该期基金由广东发展银行发起并认购 10%,并于 1993 年 11 月向社会公众发行,于同年 12 月 16 日正式设立。基金经理人是广东广发基金管理公司,基金信托人为中国工商银行广州市分行,广东广发证券公司担任基金代理人(承销公司)和投资顾问。该期基金由广州会计师事务所担任基金的财务审计,广东证券律师事务所为法律顾问。并聘请一批专家为经理人投资顾问。

第二期广发投资基金的管理运作模式 托管人是该期基金资产的名义所有人和保管人,保管基金资产,执行基金经理人的投资指令,负责有关资金往来。协助处置基金资产,审查基金经理人的资产核算,监督基金管理人依照信托契约履行职责。经理人负责该基金的投资与管理,以维护投资者利益为原则管理基金资产并使之增值,代表基金开展经营活动,接受托管人的监督。监事会由主要投资者组成,代表投资人的意志,检查该期基金的账务、收益及期满清盘事宜,保护投资者的合法权益。

第二期广发投资基金遵循安全、稳健、多元化的投资政策,分散投资风险,主要用于有价证券投资及实业投资,并视市场状况和实际经营需要加以调整,最终形成一个包括上市股票及其它证券、股权、房地产、实业投资等多种组合的中长期相结合的有稳健收益的投资组合结构,致力于使投资者获得较高的回报,并实现基金和长期增值。

该期基金已于一九九四年三月十日在南方证券交易中心挂牌上市,并通过联网可在深圳证券交易所进行交易。

4. 广发第一期、第二期投资基金

1994 年度报告

说 明

根据《南方证券交易中心投资基金上市管理办法》的有关规定,广东发展银行基金部作为广发第一期、第二期投资基金管理人,公布广发第一期、第二期投资基金 1994 年报度报告。本基金管理人确信本报告不存在任何重大遗漏或误导并愿对本报告内容进行解释和承担一切责任。

一、基金简介

1. 基金经理人名称 广东发展银行基金部

地址 广州市环市中路 313 号惠州大厦 15 楼

邮编 510095

电话 3507636 3313328-31508,31509

传真 3507636

2. 基金托管人名称 中国工商银行广州市分行

地址 广州市东风东路 754 号

邮编 510080

电话 7779888-227

传真 7779504

3. 基金总份额:

广发第一期投资基金 6000 万份

广发第二期投资基金 5300 万份

4. 基金类型 封闭式基金

投资基金

5. 基金年限 :八年

6. 上市地点 在南方证券交易中心,其中广发一期投资基金通过南方证券交易中心与上海证券交易所联网交易,广发第二期投资基金通过南方证券交易中心与深圳证券交易所联网交易。

7. 上市时间 广发第一期投资基金于 1993 年 8 月 28 日,广发第二期投资基金于 1994 年 3 月 18 日。

二、基金年度财务报表

(一)广发投资基金第一期

1. 简化的资产负债表

单位:人民币元

项 目	期初数	期末数
流动资产		
货币资金	10,550,397.86	2,861,064.24
短期投资	25,411,651.98	39,966,473.36
应收账款净额	1,249,501.00	2,701,000.00
其他应收款	4,000.00	10,000.00
一年内到期的长期债券投资		
其他流动资产		
流动资产合计	37,215,550.84	45,538,537.60
长期投资	24,271,460.00	26,000,000.00
减 投资风险准备金	60,000.00	138,000.00
资产合计	61,427,010.84	71,400,537.60
流动负债		
短期借款		
应付借款		
应付账款		
其他应付款		
所有者权益		
实收资本	50,000,000.00	60,000,000.00
未分配利润	11,427,010.84	11,400,537.60
未实现投资收益		
所有者权益合计		
负债及所有者权益总计	61,427,010.84	71,400,537.60

2. 损益表

本年度实际数

上年度实际数

经营收入		
实业投资收入	8,876,633.05	6,405,011.53
证券投资收入	3,985,451.38	4,647,277.78
利息收入		
其他投资收入	1,840,380.40	1,525,770.17
经营支出		

营业费用	663,418.07	1,151,048.64
财务费用		
其他费用	2,638,509.16	
收益总额	11,400,537.60	11,427,010.84
减:管理人费用	1,080,000.00	
净收益	10,320,537.60	

3. 授表编制说明

(1)以上财务报表中的相关数据取自广州会计师事务所注册会计师审计的本基金年度的审计报告。

(2)主要报表附注说明。

财务报表说明

一、本基金基本情况

本基金系根据中华人民共和国法律、法规的有关规定,经中国人民银行广东省分行粤银复字(1992)733 号文批准,由广发发展银行发起成立的封闭式单位信托基金。

二、本基金重要会计政策

1. 会计年度

本基金会计年度从公历 1 月 1 日起至 12 月 31 日止。

2. 证券计价

本基金日常核算证券按购入时实际成本计算,卖出证券成本采用加权平均法计算。

3. 经营收入与未实现投资收益按权责制核算,利息收益根据未收回的本金和运用的利率,按时间比例计算。

4. 记账本位币

本基金以人民币为记账本位币。

三、附注

1. 短期投资

39,966,473.36

上市股票投资

326,501,910.00

保证金存款

964,563.36

其 他

2,500,000.00

2. 长期投资

26,000,000.00

广东省第三建筑工程公司

20,000.000.00

广东中创债券

5,000,000.00

广东电力债券

1,000,000.00

3. 实收资本

实收资本 60 000 000.00 元,其中本年度增加 10 000 000.00 元是由于 93 年基金按 10 送 2 派送基金单位。

4. 风险准备金是按照金融保险企业财务制度规定,本基金本年度提取投资风险金 78 000 元。

5. 营业费用包括律师费、会计师费、会议费、投资顾问费、宣传广告费。

6. 其他费用是发放 93 年度经利时发生的费用支出。

投资基金

7. 未分配利润

本项目未扣除按照广发基金章程规定的下列费用 经理人年费、信托人费、经理人奖金。

(二) 广发投资基金第二期

1. 简化的资产负债表 单位：人民币元

项目	期初数	期末数
流动资产		
货币资金		5,346,576.62
短期投资		42,359,951.06
应收账款净额		1,740,000.00
一年内到期的长期债券投资		
其他流动资产		
流动资产合计		49,446,527.68
长期投资		15,000,000.00
减 投资风险准备金		45,000. 00
资产合计		64,401,527.68
流动负债		
短期借款		
应付账款		
其他应付款		
所有者权益		
实收资本		53,000,000.00
未分配利润		11,401,527.68
未实现投资收益		
所有者权益合计		64,401,527.68
负债及所有者权益总计		

2. 损益数 本年度实际数 上年度实际数

经营收入		
实业投资收入	10,163,501.61	
证券投资收入	1,194,708.11	
利息收入		
其他投资收入	687,880.28	
经营支出		
营业费用	447,801.24	
财务费用		
其他费用	166,716.09	
收益总额	11,401,527.67	
减：管理人费用	954,000. 00	
净收益	10,447.527.67	

3. 报表编制说明

(1)以上财务报表中的相关数据取自广州会计师事务所注册会计师审计的本基金年度的审计报告。

(2)主要报表附注说明。

财务报表说明

一、本基金基本情况

本基金系根据中华人民共和国法律、法规的有关规定,经中国人民银行广东省分行粤银发字(1993) 158 号文批准,由广发发展银行发起成立的封闭式单位信托基金。

二、本基金重要会计政策

1. 会计年度

本基金会计年度从公历 1 月 1 日起至 12 月 31 日止。

2. 证券计价

本基金日常核算证券按购入时实际成本计算,卖出证券成本采用加权平均法计算。

3. 经营收入与未实现投资收益按权责制核算,利息收益根据未收回的本金和运用的利率,按时间比例计算。

4. 记账本位币

本基金以人民币为记账本位币。

三、附注

1. 短期投资 42 359 951.06

上市股票投资 21 517 407.47

保证金存款 3 332 543.59

其 他 17 510 000.00

2. 长期投资 15 000 000.00

广东中创债券 15 000 000.00

3. 实收资本

本基金股本 53 000 000.00 元,每个基金单位为壹元人民币,股本业经广州会计师事务所粤会所验字(93)第(404)号文验证。

4. 风险准备金是按照金融保险企业财务制度规定,本基金本年度提取投资风险金 45 000 元。

5. 营业费用包括律师费、会计师费、会议费、投资顾问费、宣传广告费。

6. 未分配利润

本项目未扣除按照广发基金章程规定的下列费用 经理人年费、信托人年费、经理人奖金。本基金经理人年费和信托人年费尚未提取。

三、主要财务指标

广发第一期投资基金：

1. 投资收入 1470 万元；

2. 净收益 1140 万元；

3. 资产总计 7140 万元；

4. 所有者权益 7140 万元；

5. 单位基金收益 0.23 元；

6. 单位基金净资产 1.19 元；

7. 净资产收益率 19%。

广发第二期投资基金：

1. 投资收入 1204.5 万元；

2. 净收益 1140 万元；

3. 资产总计 6440 万元；

4. 所有者权益 6440 万元；

5. 单位基金收益 0.22 元；

6. 单位基金净资产 1.22 元；

7. 净资产收益率 21.50%。

本年度分配政策及办法将另行公告。

四、基金投资组合

投资项目	投资比例(%)
证券	40
实业	／
货币	10
其他	50
合计	100

五、经理人报告摘要

1994 年证券市场的特点是市场的规模不断扩大,地区布局和产业结构渐趋合理,采取多种形式加快与国际市场接轨,证券法制建设受到重视。但是从股市表现看,长期处于低迷状态之中,这受制于宏观经济金融形势的发展,也预示着我国证券市场正在发生阶段性转换。作为广发第一期、第二期投资基金的经理人,根据国家有关法规和投资基金规范化运作的要求,面对股市盘整或盘跌的状态,及时调整投资策略,缩小股市投资的比例,并抓住时机投资股票一级市场。同时,较好地利用了 8 月初深沪两地股市大幅上升的机会,取得了较好的经济收益。

1995 年是我国股市走向成熟的一年,特别是在体制创新方面将会有所突破。全国金融工作会议把抑制通货膨胀作为 1995 年宏观经济调控的重要任务,将有利于我国证券市场的平稳发展。根据 1995 年各类市场走势的预测,经理人计划部署如下：

1. 对广发第一期、第二期投资基金资产进一步加强运用管理,继续调整投资结构,拓展投资领域。

2. 1995 年随着各项证券法规出台,我国的股票市场将由短线投机转向长期投资,因此,必须精心挑选业绩优良、具有相当成长潜力的上市公司进行中、长期投资。

3. 密切关注日益扩展的国债市场,逐步增加对国债期货、国债现货市场的投资。同时,积极探索和拓展新业务,如设立“国债基金”。

4. 开展海外基金合作业务。通过已投资参股的“深圳兆惠投资顾问有限公司”开展海外基金业务,设立中外合资基金。

六、信托人报告摘要

广发第二期投资基金经中国人民银行广东省分行“粤银发(1993) 158 号批准,于 1993 年 11 月 27 日起至 12 月 8 日向社会募集,于 1993 年 12 月 8 日全部到位,经确认,本基金于 1993

年 12 月 16 日正式成立。截止 1994 年 12 月 31 日止,本基金净资产为 6440 万元人民币,每单位净资产为人民币 1.22 元,收益率为 21.50%。依据《广发第二期投资基金信托契约》的规定,本信托人对本基金经理人投资行为进行了监督,本信托人认为经理人的投资管理行为严格遵循了国家有关法规和《广发第二期投资基金信托契约》的各项规定,特此报告。

信托人 中国工商银行广州市分行

七、重要事项指示

广发第一期、第二期投资基金本年度无重大诉讼、仲裁事项。

七、部分广东联网基金简介

1. 南方投资基金 1994 年度中期报告

(1)南方投资基金简介。

①基本情况。南方投资基金是经中国人民银行广东省分行(粤银复字[1993]156 号文)批准设立的封闭式契约型投资基金,封闭期为 8 年。1994 年 3 月 3 日在南方证券交易中心上市,上市流通量为基金总额的一半。1994 年 3 月 14 日在南方证券交易中心与深圳证券交易所实现联网后,所有基金单位全部上市。目前,南方基金的可流通数量为 22630 万个基金单位。基金的关联人情况如下:

表 4.5.7

关联人	名 称	法人代表	地址	电话	邮编
(1)发起人	广东省南方金融服务总公司	丘光	中山一路 7 号	7751210	510600
(2)经理人	广东省南方金融服务总公司基金部	任起峰	中山一路 7 号	7933135	510600
(3)信托人	交通银行广州分行	梁杭	广州市小北路 52 号	3308430	
(4) 会 计 师 与财务顾问	珠江会计师事务所	朱文锋	广州市环市东路 336 号七楼	3340627	510060
(5) 法 律 顾 问	中国法律事务中心	王云杰	北京朝阳区雅宝路 8 号亚太大厦公寓楼 403 室	01-5139988-20403	

②发起人简介。广东省南方金融服务总公司是经省政府同意,省人民银行批准成立的综合性非银行金融机构。业务范围涉及金融市场的大部分领域。具有一定的资金实力与广泛的业务网络,公司下设有南方证券交易中心、南方证券登记公司、南方资信评估公司、信托投资部、投资基金管理部、证券营业部、外汇营业部等公司和职能部门。

③经理人简介。本基金经理人为广东省南方金融服务总公司基金部,它具有独立的法人资格和省人民银行颁发的金融业务许可证,注册资本为人民币 2000 万元。基金部下设证券投资部、项目投资部、综合业务部、投资分析部等部门,人员全部为大专以上学历,其中 50% 具有

硕士学位,且均具有一定的投资管理经验。经理人在吸收国内外基金管理经验基础上,制定出一套多元化的投资策略,以求规避风险,取得最大限度的投资收益。

(2)基金投资市场上半年的变化。今年上半年的经济走势,为遏制年初的通货膨胀势头,国家采取了宏观调控政策,收紧货币银根,控制信贷规模,同时还着力整顿金融秩序,进行金融体制改革。在通货膨胀得到一定缓解的同时,企业出现资金紧缺,周转困难的问题。

从证券市场看,深、沪两个股市在去年经历了大半年大幅下滑之后,并没有止住跌势,继续延着漫长的下降通道下行,深证指数从1993年12月的240点跌至6月30日的119.89点,上证指数从850点跌至450点,市场极度低迷,令投资者损失惨重。由于受到巨大的扩容压力,加以资金供应不足,深、沪股市都走到了历史的调整时期。

项目投资方面,房地产市场今年情况较好,特别是广州及珠江三角洲一带,新开工的楼宇、住宅建设项目很多。展望房地产市场前景,随着经济的增长,市场需求必然日趋增多,投资可望有较高的回报。另外,其他如建材、轻工、食品等行业,投资也比较活跃。许多企业为了解决资金紧缺的矛盾,纷纷寻求投资合作伙伴。

(3)基金上半年的运作简况(见表4.5.8)。南方投资基金资产总额为22630万元,从1993年12月16日基金正式成立后开始全面投入运作。基金经理人按照基金章程及省行有关基金管理规定,制定了一套多元化的投资策略,把基金资产分散投资于证券市场、房地产、实业等方面。经理人还设立专门的投资委员会,由资深的专业投资人士组成,基金所有的重大投资决策,都要经过投资委员会审核和批准。经过半年的运作,南方基金已实现投资利润率为7.1%。

①证券投资。证券投资部分初期占基金投资总额的40%,其中大部分投资于上市股票。由于股市持续低迷,探底无期,给基金的证券投资带来一定的损失。基金证券操作人员尽力采取措施,并抓住其中的反弹机会,努力减少损失,同时,基金还及时调整了投资结构,把证券投资的比重减少到占投资总额的30%左右。

②项目投资。基金的项目投资包括房地产投资、实业投资等,其中房地产投资占的比重较大。此外,基金还投资于建材、保健品等行业。同总的投资环境相适应,基金的项目投资进展相对顺利,并取得较好的投资效益。经理人在项目选择上注意行业多样化,立项均须经过严格的论证审查,把提高收益与减少风险结合起来。

③货币资金及其他投资。货币资金及其他投资主要包括大额银行定期票据、短期周转资金及存款等。这部分投资在基金投资总额中占一定比例,其主要特点是有较强的安全性、流动性,给基金带来稳定的收益。

④基金下半年展望。上半年在股票市场入低谷,市场环境恶劣的情况下,基金仍取得了一定程度的增长。在当前价位上不少股票已具长期投资价值。目前国家正加紧有关证券配套法规的出台,着力完善市场机制。展望下半年宏观经济形势,经济将继续稳定增长,资金面也会有一定好转。根据市场变化,本基金亦将适时调整投资策略。可以预期,基金下半年在投资环境变好的同时,通过经理人更加规范、严格、高效的管理,将取得更好的投资效益。

2. 华信投资基金1994年度中期报告

(1)华信投资基金简介。华信投资基金(下称本基金)是经中国人民银行广东省分行粤银复[1993]315号文批准设立的契约型封闭式投资基金。1993年11月成功地向全社会公开发行了面值为人民币1.00元的基金11800万单位。本基金于1993年12月16日正式宣告成

立,有效存续期限 8 年。

经广东省证监会批准、南方证券交易中心审核,本基金于 1994 年 3 月 3 日在南方证券交易中心上市交易,1994 年 3 月 14 日开始在深圳证券交易所联网交易,通过深交所全国各地会员券商均可买卖本基金,本基金上市总额为 11800 万个基金单位。

表 4.5.8 基金投资组合表

南方投资基金	1994.6.30	单位:人民币元	
一、证券投资			
	二级市场	5228000.00	2.4%
	二级市场	69165764.69	27.09%
	证券投资合计	74391764.69	29.14%
	短期投资	120550000.00	47.22%
二、项目投资	长期投资	25300000.00	9.91%
	项目投资合计	145850000.00	57.14%
三、货币资金及其他投资		35016107.17	13.72%
投资组合总额		255260871.86	100%

表 4.5.9 资产负债表

南方投资基金	1994.6.30		单位:人民币元		
总 产	1993.12.31	1994.6.30	负债及股东权益	1993.12.31	1994.5.30
流动资产			流动负债		
现金及银行存款	86950528.19	14818080.12	其他应付款	7183412.00	10403844.93
应收账款		19325510.59	预提费用		2489300.00
其他应收款	12285529.62	872516.54	流动负债合计	7183412.00	12893144.93
证券投资	75034175.00	74394764.65			
短期投资	60000000.00	12055000.00	所有者权益		
流动资产合计	234270232.81	229960871.86	实收资本	226300000.00	226300000.00
			未分配利润	786820.81	16067726.93
长期投资			所有者权益合计		242367726.93
长期投资		25300000.00			
资产总计	234270232.81	255260871.86	负债及股东权益合计	234270232.81	255260871.86

本基金发起人为广东华侨信托投资公司,是广东省三大金融机构之一,属股份制非银行金融机构,注册资本 4.5 亿元人民币。到 1993 年末,资产总额达 44.5 亿元人民币,被国务院发展研究中心和(管理世界)中国企业评价中心联合评为 1994 年度全国 5000 家最大服务企业之一。

本基金信托人为中国银行广东省分行。本基金经理人为广东华侨信托投资公司投资基金部,是中国人民银行广东省分行批准设立的具有独立法人资格的非银行金融机构。本基金实行独立核算、专户管理。经理人由深谙金融、投资的专业人员从事基金的管理工作,其中 75% 以上人员具有硕士学位。经理人坚持以投资者的利益为最高利益,按照安全性、流动性、效益性均衡的原则,充分尊重专家学者、投资顾问的意见,充分发挥管理人员专业性强、素质高的优势,进行广泛的市场信息收集、详尽的投资分析以及科学的可行性研究,最大限度地减少投资风险,取得了较好的经济效益,实现了基金资格的稳定增值。

(2)投资组合状况。本基金主要投资于证券、物业及房地产、实业与企业股权,并保持一定的货币资金比例,以保证本基金的流动性。在 1994 年上半年股市持续下跌的情况下,经理人在证券市场上投资极为谨慎并及时调整投资策略,优化了投资组合,扩大了国债投资的比重。在物业及房地产投资方面,经理人在分析未来趋势的基础上,清醒地认识到低谷中徘徊的房地产业在某些地区仍具较大潜力。因而将物业与房地产投资集中在市场相当稳健、前景良好的广州市内,已初步架构一个长中短相结合的物业与房地产投资组合结构。在实业与股权投资方面,亦选择投入了数个综合效益较好的项目。

(3)本基金经营业绩。至 1994 年 6 月 30 日止,本基金总收入为 1377.60 万元,其中证券投资(含国债投资)收入 240.85 万元,物业及房地产投资收入为 708.75 万元,实业与股权投资收入为 188.13 万元,货币资金及其他收益为 239.87 万元。营业费用 159.12 万元(其中依信托契约规定按基金资产净值 1.8% 计提的经理人年费 106.20 万元,依信托契约规定按基金资产净值 0.3% 计提的信托人年费 19.18 万元)。实现利润总额 1218.47 万元。平均每基金单位获利 0.103 元,此项获利均为已实现利润,尚未包含未实现利润。

(4)下半年计划与展望根据上半年各类投资的运作经验以及对下半年各类市场走势的预测,经理人作如下部署:

①加大广州市区物业及房地产投资的比重,将物业及房地产投资的组合比例增至 35% 左右。

②密切关注证券市场走势。加强对上市公司和国债的研究,精心选择具有高增长潜力、价格偏低的个股和国债投资品种,把握下半年证券市场投资的最佳机遇。

③实业与股权方面,加强与海外投资基金的合作,在充分的可行性研究基础之上,积极拓展产权交易、转让方面的咨询、代理业务,相机适时投入。

根据已签订的各项合同和已有基本意向的项目情况,经理人预测本基金下半年的投资收益为 物业及房地产投资 950 万元,实业与股权投资 160 万元,证券投资 100 万元,货币资金及其它收益 130 万元,总计可收益 1340 万元。这一预测是在充分考虑市场风险的基础上,以较为谨慎的态度做出的。

因此,经理人对在 1994 年为投资者创造不低于 20% 回报的目标有充分的信心。

(5)财务报表(见表 4.5.10)

表 4.5.10 华信投资基金资产负债表

1994 年 6 月 30 日

金额单位:人民币元

资 产	金 额	负债及资本	金 额
流动资产:			

现金及银行存款	22840256.42		
应收账款	513000.00		
短期投资	42210433.13		
流动资产合计	65563689.55		
		股东权益	
长期资产：		实收资本	118000000.00
长期投资	64621033.95	未分配利润	12184723.50
长期资产合计	64621033.95	所有者权益合计	130184723.50
资产总计	130184723.50	负债及资本总计	130184723.50

(6) 财务报表注释及其它。

①本基金自成立之日(1993 年 12 月 16 日)起,按中华人民共和国《会计准则》和金融企业会计制度进行核算。

②以上财务报表未经会计师事务所审计,但经理人本着诚实、信用的原则向投资者披露,并愿就报告内容进行解释、承担一切责任。

③本基金会计年度,自每年公历 1 月 1 日起,至 12 月 31 日止。本报告期自成立之日起,至 1994 年 6 月 30 日止。

④本基金以人民币为记账本位币。

⑤本基金会计核算实行权责发生制,采用借贷记账法记账。

⑥本基金在本报告期内无诉讼事项。

华信投资基金管理委员会
广东华侨信托投资公司投资基金部
1994 年 8 月 4 日
表 4.5.11 华信投资基金损益表
1994 年 6 月 30 日

金额单位:人民币元

项 目	金 额
一、营业收入	
利息收入	2398676.48
二、营业支出	
营业费用	1591225.02
三、投资收益	11377272.04
四、利润总额	12184723.50

3. 广证基金 1994 年度中期报告

(1)财务报表见表(3.5.12)。

(2)财务报表分析。

- ①银行存款占总资产约 0.48%
- ②短期投资占总资产约 78.54%
- ③长期投资占总资产约 20.61%
- ④固定资产占总资产约 0.37%
- ⑤长短期投资中投资比例见图 4.5.14 投资组合表
- ⑥每基金单位半年收效益率 0.12 元/每基金单位
- ⑦每基金单位净资产 1.147 元/每基金单位

(3)广证基金经理人报告。

①上半年经营情况回顾。广证基金成立之初,即遇上宏观经济状况不佳,通货膨胀严重、房地产市场不景气和深沪股市的长期熊市。对此,广证基金管理委员会在深股失守 200 点后,对经营策略进行了及时调整:

- a. 减少证券市场的投资比例;
- b. 增加了短期投资的比重;
- c. 调整了实业投资的方向,以工业能源、原材料项目为重点;
- d. 扩大了实业投资的规模。

因此,尽管本报告期内证券投资亏损 143 万元,基金经理人仍给投资者带来了比较好的回报。上半年实现收益 13948891.49 元,每个基金单位半年实现收益 0.12 元,每个基金单位资产净值为 1.147 元。

②下半年经营计划。本基金管理人和经理人将继续采取谨慎入市,分散风险,多渠道投资,增大长期投资比重,保证投资质量和效果的策略,慎重选择投资项目,以获取较大的收益。

广证基金管理委员会

广东证券公司基金部

1994 年 8 月 4 日

表 4.5.12 资产负债表(简化)

编制单位:广证基金 时间:1994 年 6 月 30 日 单位:元

资 产	金额	负债及所有者权益	金额
银行存款	616648.95	短期负债	1608307.13
短期投资	1011752549.27	投资者权益	127948891.49
长期投资	26700000.00		
固定资产净值	488000.00		
资产合计	129557198.62	负债及所有者权益合计	129557198.62

表 4.5.13 利润表

编制单位 广证基金 时间 1994.1.1 - 6.30 单位 元

项 目	金 额
实业投资收入	15143352.40
证券买卖收入	- 1431142.72
利息收入	833165.88
其他收入	20200.00
收入合计	14565575.56
减管理费用	616684.07
利润总额	13948891.49

表 4.5.14 投资组合表

项 目	所占百分比(%)
证券投资	20.33
房地产投资	10.33
项目投资	68.205
其 他 1.235	

4. 广信基金 1994 年度中期报告

(1)基金经理人 广东国际信托投资公司基金部：

基金信托人 中国人民建设银行广东省信托投资公司摘要

基金总额	128754000 单位
净资产期初余额	128754000 元
本期基金收入	12512000 元
本期基金费用	2178000 元
净资产期末余额	136516000 元
本期每基金单位收益	0.08 元
期初每基金单位净资产	1.00 元
期末每基金单位净资产	1.06 元

(2)经理人报告。

①本期投资市场形势回顾。本基金自 1993 年 12 月投入运作以来所面临的投资市场形势：

- a. 适逢国内投资过热,通货膨胀蔓延,自 1993 年下半年以来,政府实施宏观调控,紧缩银根；
- b. 中央政府大规模发行国库券；
- c. 由于大批新股相继发行上市,上市公司送配股以及部分内部职工股上市流通等原因,致

使沪、深股市不断扩容；

d. 因国家有关证券发行及交易的政策法规尚处于试验、探讨阶段或在拟定之中,以致于证券市场的发展在规模、速度、规范程度和监管力度等方面都存在不同程度的不确定性；

e. 上市公司在经营实绩、分红配股、信息披露、规范运作等方面不尽人意。

由于以上原因,1994 年以来投资市场呈现出以下几个特点：

a. 股市持续阴跌,长期低迷。从 1993 年 12 月 7 日至 1994 年 6 月 30 日,上交所综合指数从 901 点降到 469 点；深交所综合指数从 256 点降到 119 点；STAQ 指数从 102.67 点降到 69.03 点；NET 指数从 68.03 点降到 31.01 点,其跌幅分别为 47.95%、53.52%、32.76% 和 54.42%。自 7 月份以来,沪、深股指又有进一步的下跌。

b. 股票市场上投机性交易越来越占主导地位,股市交易量不断萎缩,股市投资风险明显增大。

c. 受银根紧缩的影响,企业普遍面临较为严峻的市场形势,资金周转困难、“三角债”再度扩展。

d. 房地产市场受‘紧缩’影响显著,价格回落。

上述因素都使得基金投资的选择范围受到限制,投资风险大大增加,而要想取得较高的投资回报却十分困难。而另一方面,由于广东经济增加快,资金缺口大,市场利率高于全国平均水平,受益人对基金投资回报的期望值较高,这又进一步增加了经理人投资操作的难度。

②本期基金投资策略。针对去年下半年以来宏观经济形势的变化及其对投资市场的影响,经理人为了减少投资风险,并尽量降低资金的机会成本,争取较高的投资回报,及时调整了投资策略,将原拟以证券投资为主,其它投资为辅调整为以信托投资为主,其他投资为辅,充分利用本基金发起人广东国际信托投资公司(以下简称广信公司)客户关系广、企业情况熟、投资机会多、选择范围大等优势,在征得信托人同意的情况下,将绝大部分基金以信托投资方式,通过广信公司进行投资,并取得了较好的效果,从资金运用的安全性、盈利性和流动性来看,均达到基金投资管理的要求,其次,本基金经理人也较少部分资金投放于沪、深上市公司股票和有上市前景的公司的股权,以形成相对分散的投资组合。但由于股市持续下跌,使本基金对上市股票的投资遭受到相当程度的亏损。此外,经理还注意使资金保持一定的流动性,以便对可能出现的有利投资机会作出及时的反应。本基金投资详见“广信基金投资明细表”(见表 4.5.15)。

③广信基金投资明细表(见表 4.5.15)。

④当前基金投资形势及经理人对策。本基金经理认为,当前政府对宏观经济的调控已见成效,国民经济的发展可望回归到适度增长的轨道。但由于产业结构的调整和企业机制的转换均需较长时间才能完成,通胀威胁依然存在,故政府对防止经济‘过热’定会坚持不懈。股市经过近一年空前深刻地调整,投资价值日益显著。但由于新股发行仍将有计划地继续展开,并趋于制度化,同时法人股的问题也有待明朗化。因此,经理将密切注意证券市场动向,审时度势,相机扩大证券投资。同时将会遵循分散投资风险的原则,在继续保持相当比例信托投资的前提下,研究扩大基金投资领域的可能性和稳妥的操作方案。经理将在符合国家和主管机关有关法规的前提下,按本基金信托契约设定的原则和规定,兼顾基金资产的现期回报和中长期增值,努力为本基金受益人获取利益。

(3)信托人报告。经中国人民银行广东省分行批准,广信基金以定向预约及公开招募方

式,共发行 128754000 基金单位,实收人民币 128754000 元。上述资金于 1993 年 12 月 14 日全部到位,经安永华明会计师事务所确认并经中国人民银行广东省分行审核批准后,由本信托人实施托管,并由经理人广东国际信托投资公司基金部进行投资运作。截止 1994 年 6 月 30 日,广信基金估值后之资产净值为人民币 135516000 元,每单位资产净值为人民币 1.06 元。本信托人依据《广信基金资产信托契约》的规定,对广信基金经理人的投资管理运作实施了监督。本信托人确认在本期基金运作过程中经理人的投资操作均符合《广东省投资信托基金管理暂行条例》和《广信基金资产信托契约》的有关规定。

(4)财务报告(表 4.5.15)

广信基金信托人 中国人民建设银行
广东省信托投资公司

1994 年 8 月 4 日

表 4.5.15 广信基金投资明细表
广信基金投资明细表
1994 年 6 月 30 日 单位:人民币元

投资类别	市 价	占净资产比例(%)
证券投资	17585615.06	12.88
工 业	9794019.14	7.17
商 业	337973.00	0.25
金 融	1322898.64	0.96
房地产	1513390.00	1.11
公用事业	3361660.00	2.46
综 合	363510.00	0.27
其 他	892164.00	0.66
股权投资	20558000.00	16.06
信托投资	80000000.00	58.60
其他投资	5000000.00	3.66
银行存款	5393384.92	3.95
应收账款	7979000.00	5.58
合 计	136516000.00	100.00

- 注 1. 证券投资全部为深、沪交易所上市流通股票。
2. 股权投资为未上市公司股权和上市公司非流通股权。

表 4.5.16 资产负债表

1994 年 6 月 30 日 单位:人民币千元

资 产		负 债	
流动资产	75958	流动负债	40
银行存款	3681	其他应付款	40
应收账款	7621		
其它应收款	358		
短期投资	64298	受益人权益	136476
		实收资本	128754
长期资产		未分配利润	10334
长期投资	60558	未实现投资收益	- 2612
资产合计	136516	负债与受益人权益合计	136516

八、中国诚信证券评估有限公司对上海万国宝鼎投资基金信用评级的分析报告

1. 概况

(1)基金概况。上海万国宝鼎投资基金(以下简称宝鼎基金)是经中国人民银行总行批准的上海首批 3 支基金之一(总行批准文号为证管办[1992]36 号),1993 年 9 月 10 日,中国人民银行上海市分行发文批复同意发行宝鼎基金等三家基金。

宝鼎基金由上海万国证券公司发起设立,1993 年 10 月 10 日~12 月 31 日向上海市普教系统定向募集,共募集 1 亿元基金。1994 年 1 月 19 日,上海会计师事务所验资确认所募集的 1 亿元宝鼎基金已足额到位。

宝鼎基金为封闭式契约型基金,封闭期限为 10 年。基金管理人为上海万国证券公司基金管理部(以下简称万国基金管理部),托管人为中国农业银行上海市分行南市支行。

截至 1993 年 3 月 1 日,宝鼎基金的资产总额为 145257.01 万元,其中净资产 12275.70 万元,每基金单位的净资产值近 1.23 元。

(2)基金管理人概况。万国基金管理部的详细情况见本报告的第四部分。

(3)基金托管人概况。中国农业银行上海市分行南市支行成立于 1988 年 12 月,截至 1993 年底,其资产总额为 13.05 亿元,实现利润 1040 万元,各项存款余额 5 亿多元,贷款余额 4 亿多元,并开拓了国际业务,吸收外币存款 646 万美元。

目前该支行有职工 151 人,形成了 1 个营业部、4 个营业所及 1 个国际部的业务网络体系,并准备成立托管基金部,年内将托管包括宝鼎基金在内的 4 家基金。该支行正逐步建立起多功能、外向型、综合性的经营框架,努力向国有商业银行机制转换。

2. 投资目标与投资政策及限制分析

(1)投资目标与投资政策及限制。宝鼎基金以追求资金长期成长及维持稳定收益为目标,

注重中、长期投资,其投资将主要集中于国内发行的已上市或非上市证券、实业等投资项目。

按信托契约的规定,宝鼎基金在投资中主要有以下方面的限制:

- ①基金投资于一上市公司的股票,其市价总额不得超过基金资产净值的 10%;
- ②基金投资于一上市公司的股票,其股票面值不得超过该上市公司股本总额的 5%;
- ③基金投资于未上市证券的市价总额,不得超过基金资产净值的 30%;
- ④基金不得认购基金管理人管理的其他任何基金的受益凭证,不得以基金资产从事抵押、担保、经营贷款及信用交易业务;
- ⑤基金不能对外放款,但等待投资时机的款项可对外短期拆借,拆借余额不得超过基金资产净值的 20%;基金在急需资金时也能由外拆入,拆入余额不得超过基金资产净值的 20%;
- ⑥上述投资限制只适用投资日这一时点。若投资后,由于基金全部或部分资产增值或贬值,由于基金的经营活动中支出或收入一定款项而造成投资超出限额,管理人无须对该项投资额进行调整;
- ⑦管理人不得以基金的名义使用不属于基金名下的资金买卖任何证券;
- ⑧托管人有权拒绝其认为不符合契约规定的投资,并可要求管理人及时采取措施,将不符合契约规定的投资作出调整;
- ⑨基金成立之前,不得将认购款项投资;
- ⑩基金存放在托管人处的现金存款利率不得低于当期金融机构的存款利率水平。

(2)基本分析。从上述投资政策中可以看出,宝鼎基金属成长收入型基金,既注重长期增长,同时兼顾稳定收益。但面对中国投资者急功近利的特殊投资心理,基金在投入运作初期,在注重增长的同时,更注重收益所占比重。

宝鼎基金的可投资领域较广,属混合型基金,投资限制中也未对上市证券及实业投资做出明确的比例限制,这使基金在进行投资组合时具有较大灵活性,可根据市场情况的变化,合理调整投资组合比例,以求降低风险。但这种状况的存在也隐含了两方面的风险,一方面由于基金在我国的发展时间较短,基金管理机构的经营历史不长,管理人员相对较为缺乏,不可能各领域的投资经验兼备,因此基金投资采取混合型方针,有可能使得投资领域过于分散,难以有效把握投资的效果,必然加大投资经营难度,相对降低投资水平、增加投资的风险性程度;另一方面,由于未对上市证券及实业方面的投资作比例限制,为迎合持有人目前的普遍心理,追求急功近利、实现短期利润最大的目的,有可能使投资过分集中于某一对象,如果集中投资的对象较为稳定且从事该项投资正是基金管理人所长的话,投资的初衷是可能实现的,如事实并非如此,则这种集中投资将可能对基金资产构成较严重的风险威胁,因此从这一点看,投资限制是不尽完善的,避免这种风险的实际出现,完全有赖于管理人对投资对象的把握、决策的严谨及操作人员的投资业务素质等。

3. 投资组合与投资质量分析

(1)投资组合概况(参见表 4.5.17)。宝鼎基金投资所涉及的领域主要包括股票、期货、房地产、国债等,截至 1994 年 3 月底,宝鼎基金的投资组合情况如下:

表 4.5.17 投资组合表

项 目		金额(万元)	占总投资比例(%)
短期投资	项目投资		
	上市公众股	3662.70	31.24
	国债投资		
	期货投资	1683.39	14.36
	小计	5346.09	45.60
长期投资	项目投资	5300.00	45.21
	股票投资	676.87	5.77
	国债投资	400.00	3.41
	其他投资		
	小 计	6376.87	54.39
合 计		11722.96	100.00

注 项目投资包括即将投入的苏州石湖、金陵商厦、西康路、新闸路项目,共计 5000 万元。

①股票市场 投资 4339.57 万元,占当期净资产的 35.35% ;

②期货市场 投资 1683.39 万元,占当期净资产的 13.72% ;

③项目投资 投资 300.00 万元,占当期净资产的 2.44% ;

④国债投资 投资 400.00 万元,占当期净资产的 3.62%。

总投资额占净资产的比率为 54.77%。但项目投资中,苏州石湖项目、上海金陵商厦项目及西康路与新闸路项目,很快将投资实施,这三个项目的总投资额为 5000 万元,如计这部分投资,则项目投资总额占净资产的比率为 40.73%,总投资额占净资产的比率为 95.5%。

(2)投资质量分析。

①股票市场。信托契约中对投资于该领域的资产数额未做比例限制,目前该部分投资占净资产总额的 35.35%,其中占净资产总额 5.52%的股票拟做中长线投资。

股票二级市场的投资当属宝鼎基金管理人的投资长项,截至 1994 年 3 月底,在基金资产 23% 的增值中,其主要增值来源即是二级市场股票的资本利得收益,这部分收益又主要是 1993 年 11 月份,深沪股指大幅回升期间实现的,从账面看,当时宝鼎基金动用了基金资产总额的 70% 左右投入股市。12 月开始,股指大幅下跌,进入 1994 年,股市持续保持低迷,大市继续下跌,在这种严峻形势下,投资者多数被套,宝鼎基金在这期间也有盈亏,但总体上仍以盈利为主,从这一点上看,宝鼎基金在二级市场股票投资方面,还是较为老练的,基金经理的业务素质是比较高的,能够比较准确地把握和应变股市的变化。因此,目前股市虽仍人气不振,但只要存在可炒作的题材或宏观上出现利于股市的变化,如政策方面、调控力度方面或资金供给方面的变化等,宝鼎基金将能及时把握投资机会,获取资本利得。

在组合比例方面,按基金管理人的计划,投资于股票二级市场及期货等短期投资领域的资

产比例将逐步稳定在 40% 左右,以实现基金追求长期增长、同时兼顾稳定收益的政策目标。

②期货市场。期货市场在我国的发展相对股市而言,时间更短、完善程度更差,期货市场的投资非但是技术和资金的市场,同时也是消息市场,期货市场的投资风险相对其他领域而言,具有更大的不确定性,操作难度更大。

万国基金管理部在期货投资过程中,采取逐渐深入、步步为营的策略,早在宝鼎基金设立前就开始进行运作,1993 年 8 月份,开始在上海金属交易所做国内期货,经过 4、5 个月的实践,到年底基本熟悉了市场、积累了经验,为基金到位后的独立运作创造了条件,94 年春节后,基金又开始在上海粮食交易所进行交易,之后又在建材交易所进行交易。

目前宝鼎基金投资于期货市场的资产约 1500 万元,已实现盈利 140 万元,在这样短的时间内,实现这样高的增值,说明管理者的管理业绩是骄人的。

宝鼎基金在未来期货市场的投资中,仍将保持稳健的投资作风,在现有基础上进一步拓宽期货交易的品种,参与外盘期货的交易,并采取措施,建立套期保值功能,另外将继续加强对期货业务人员素质的提高,加强与海外相关领域的相互学习与交流等。

从以上分析中可以看出,宝鼎基金在期货市场的投资,遵循的是较为稳健的经营策略,不打无准备之仗,在操作上有较严格的投资政策和策略,因此宝鼎基金在期货投资中出现大失误的可能性较小,资产安全性和增值可能性较高。

(3)项目投资(参见表 4.5.18)。项目投资方面,宝鼎基金将主要在房地产领域进行投入,但相对股票投资而言,项目投资是基金管理人的弱项。因此,在项目经理人员方面,选择的是较为内行的人,在项目选择上,采取比较谨慎的投资策略,多接触合作伙伴、多谈各类项目,在谈与接触的过程中认识市场、充实自己并提高自身素质。

表 4.5.18 项目投资明细表

项目名称	投资额(万元)	所属行业	投资日期	占净资产比例(%)
万国工业城	300.00	房地产	94.2.16	2.44
苏州石湖	2000.00	房地产	—	16.29
金陵商厦	1000.00	房地产	—	8.15
西康路新闸路	2000.00	房地产	—	16.29

在项目投资中,宝鼎基金遵循以下几个原则:一是回收期不能太长;二是资金应分散;三是项目的选择应慎重,在区域分布上应集中于上海及周边地区。截至 1994 年 3 月 31 日,宝鼎基金的项目投资仅 300 万元,项目内容为基金参股万国工业开发有限公司的股份。万国工业开发有限公司由上海市松江技术开发建设总公司与万国证券公司合作建立,将着力开发位于松江经济技术开发区内的上海万国工业城,但该部分资金目前还没有真正开始发挥作用,其中 250 万元又拆借回宝鼎基金。

此外,基金近期还将投资以下三个项目:

- ①参与组建苏州石湖开发建设有限公司,对苏州石湖开发区进行规划与开发;
- ②参建金陵商厦的第二层商场,其建筑面积约为 1070 平方米;
- ③西康路、新闸路以南拐角处建设总建筑面积 13000 平方米,高度为 18 层的商、住、办综

合楼。

上述三个项目中,项目①的投资额为 2000 万元,资金回收期为 5 年,如计及动态,则回收期在 5 年以内(约为 3 年)项目②的投资额为 1000 万元,根据两种实施方案(出租与转让),资金回收期分别为 2 年和 6 个月项目③的投资额为 2000 万元,资金占用时间 1 年半左右。

根据三个项目的可行性分析报告及房地产市场的变化情况,尤其是上海地区房地产市场的发展特点,预计投资上述三个项目的基金资产的风险较小,且将会有比较好的投资回报。

(4)国债投资(参见表 4.5.19)。相对于股票市场而言,国债市场的活跃程度较低,以 1993 年为例,国债与股票的交易量之比为 3%:97%,相差十分悬殊。1994 年开始,国家对国债的发行体制进行了重大改革,改革措施的实施,将强化国债市场在资本市场上的作用。

表 4.5.19 债券投资明细表

债券类别	投资金额(万元)	起止期限	购入日期	是否上市	占净资产比例(%)
94 国债	400	94.24-95.2.3	94.2.4	是	3.62

另外上海交易所为实现使上海成为全国最大的国债交易中心的目标,提供了国债现货、期货等交易品种,这些金融品种都具有很强的流动性。此外,1993 年上海的国债交易额为 100 亿,而其中的 53 亿是第四季度成交的,说明国债投资群体正不断扩大,活跃程度也在不断提高。

上述各种因素的存在,都为基金在国债市场投资创造了有利条件。

此外,做为金边债券的国债其信用水平极高,投资风险大大低于其他领域,但同时其投资资产的收益水平也相对较低。

宝鼎基金自 1993 年底开始做国债市场业务,参与了现货及期货的交易,目前的投资额为 500 万元左右,在投资组合中所占比例较低。今后,宝鼎基金在国债市场上将仍以现货交易为主,期货交易为辅,积极参与现货与期货的套期保值交易,为保证最大限度地降低风险和最大限度地获得利益,宝鼎基金在国债市场投资上制定了相应的投资策略,在投资政策上还是比较谨慎的,在投资策略中,包含有多种限制条件。

4. 管理水平

宝鼎基金由万国基金管理部进行投资运作管理,因此,基金的投资组合质量与资产的风险程度直接取决于基金管理人的管理水平。

(1)万国基金管理部概况。万国基金管理部是 1992 年 8 月为配合宝鼎基金的设立而组建的,根据人民银行总行的有关规定和国际惯例,基金管理人应由具备独立法人资格的基金管理公司担任,因此,自 1993 年 5 月开始,上海万国证券公司就一直在为发起组建上海万国投资基金管理公司而努力,虽然由于政策上的原因现仍未成立,但万国基金管理部的管理基本上是以基金管理公司的模式在运行。管理部实行总经理负责制,财务独立核算。

1993 年,总公司(万国证券公司)核定 500 万元资金作为万国基金管理部的启动基金。目前,该部职工总人数为 23 人,下设 5 个业务部门,即国债投资部、股票投资部、风险投资部、房地产投资部和商品期货部,此外还有分析研究部、策划部和财务部。

万国基金管理部的主要经营范围为发起、管理各类基金,开展投资咨询业务及主管机关批

准的其他业务。

今后的发展中,万国基金管理部将努力使宝鼎基金成为全国第一,同时使自身的管理水平成为全国第一,另外争取设立新的基金,以争取使本世纪末管理的资产达到 100~150 亿。

(2)管理水平。由于筹备发行宝鼎基金时间较长,从 1992 年 8 月‘万国基金管理部’正式成立到 1993 年 10 月宝鼎基金发行,其间经历了一年多的时间,基金部在这段时间里,在业务人员培训、规章制度的建立与健全等方面做了大量工作。

在宝鼎基金正式开始运作前,万国基金管理部与基金托管人进行了 4 个月的基金模拟运作,曾进行了 1 年的股票自营操作,从而培养了一批基金管理、证券投资业务骨干,为日后管理“宝鼎基金”打下了坚实基础,这一点从基金运作几个月来的业绩中已得到体现。

在制度建立方面,该部除了执行总公司制定的一系列制度外,并根据基金管理的特点,制定了“万国基金员工岗位责任制”、“各部门职责规定”、“资金管理条例”、“基金经理制等制度”,这些制度的制定,对明确各部门职责、理顺内部管理机制、引进竞争机制、使基金管理向规范化和制度化方向发展都起到了积极的作用。

但也必须看到,由于基金管理部成立时间较短,各项制度还有待于进一步健全、完善、贯彻落实,基金管理人员还须进一步提高有关领域项目的投资管理水平。

5. 经营绩效分析

(1)财务分析(见表 4.5.20)。截至 1993 年 3 月底,宝鼎基金的资产总额为 14525.70 万元,其中负债总额为 2250 万元,股东权益为 12275.70 万元。股东权益中股本为 1000 万元,可分配收益为 2746.77 万元,未实现收益为 -471.07 万元。

表 4.5.20 万国宝鼎基金资产负债表(1994 年 3 月 31 日)

资产		负债及受益人权益	
银行存款	1529870.74	负债	
短期投资	53460895.55	同业往来	20000000.00
应收账款	12962000.00	应付账款	2500000.00
应收利息		应付利息	
应收现金股利		应付管理费	
长期投资	13768711.00	应付托管费	
其他应收款		应付可分配收益	
待摊费用	63535534.07	预收款	
缴存准备金		其他应付款	
		负债合计	22500000.00
		净资产	
		资本账户	95289331.07
		可分配收益	27467680.29
		权益合计	122757011.36
资产总计	145257011.36	负债与权益合计	145257011.36

注 资本账户中包括未实现资本利得 -475.07 万元。每一基金单位净资产 1.23 元。

截至 1993 年 3 月底,宝鼎基金的负债比率为 15.49%,主要是短期拆入资金 2000 万元(向万国公司各部门拆借见表 4.5.21,应付账款 250 万元(投资于万国工业城的资金返回),符合契约中关于拆入资金余额不得超过基金资产净值 20%的规定,因此可以认为该基金短期内

投资基金

无债务压力与风险。

宝鼎基金自 1993 年 10 月开始运作,至 1994 年 3 月份每一基金单位的净资产为 1.23 元,在不足 5 个月的运作时间内净资产增值 23%。已实现可分配收益为 2746.77 万元,而且全部体现为现金形式。

表 4.5.21 宝鼎基金资金短期拆借款明细表

序号	债权人	借入日期	金额(万元)	年利率(%)	归还日期
1	万国交易二部	94.3.15	500	18	94.4.14
2	万国经营三部	94.3.15	500	18	94.4.14
3	万国计财部	94.3.19	1000	18	94.4.18

未实现收益为 -471.07 万元,主要是基金投资于二级市场股票,在估值日的估值总额与成本总额之差,这一部分潜亏的最终实现还有待于股票市场的变化。

(2)经营分析(见表 4.5.22)。

表 4.5.22 万国宝鼎基金损益表
(1993 年 10 月 - 1994 年 3 月 31 日止)

收入	
利息收入	407567.25
现金股利	
已实现股票股利	533967.00
实业投资收入	
已实现资本利得	23355006.11
其他收入	8335923.69
收入小计	32632464.05
支出	
基金管理费用	944327.80
基金托管费用	94432.78
利息支出	120100.00
其他支出	452165.61
期货佣金支出	2058116.37
增值税	1495641.20
费用小计	5164783.76
可分配收益小计	27467680.29
加 期初可分配收益	
期末可分配收益	27467680.29

宝鼎基金自 1993 年 10 月至 1994 年 3 月实现收益为 2746.77 万元,基金现金收益率为 24.6%,这说明基金的短期投资收益非常高,增值部分全部是以现金形式实现的,这体现了基金管理人在面对投资者目前‘急求近利’的特殊投资思想时的应对策略,即先考虑短期效益,后考虑中长期效益。

从已实现收益中看,大部分来自于 1993 年 11 月、12 月股指大幅上升时获得的,1993 年 10 月至 12 月实现收益为 2012.38 万元,占全部实现收益的 73.26%。进入 1994 年,股票市场一直处于低迷状态。投指屡创新低,但即使如此宝鼎基金在公众股市场及期货市场仍取得了一定成绩,1 至 3 月,实现收益 734.39 万元,说明基金管理人的经营水平和实际操作水平较高。

但由于宝鼎基金规模为 1 亿元,总资产额较小,使得基金的规模效益将受到影响,经营效益、分散经营等也都受到一定限制。

6. 综合评价

综上所述,作为经中国人民银行总行批准设立的海万国宝鼎投资基金具有较为灵活的投资政策和较为宽松的投资限制,这在投资组合过程中,具有较大的灵活性,但同时也增加了操作的难度,从目前的投资组合状况看,宝鼎基金根据投资对象特点和自身的管理水平与特点,比较合理地设置了投资组合比例。

由于基金管理人具有相对较高的投资管理水平和稳健踏实的投资作风,宝鼎基金自投入运作以来,表现出了骄人的经营业绩。

宝鼎基金目前主要投资于股票二级市场、期货市场、国债市场和以房地产为主的项目领域。股票二级市场的投资是基金管理人所长,这从以往的投资经历中,尤其在大市处于低迷、股指屡创新低的大环境下,宝鼎基金仍能维持增值的事实中,已可充分证明这一点。相比之下,应进一步加强其他领域的投资管理,但通过采取不同措施,基金管理人目前已基本具备了把握这些领域的市场变化、有效进行投资的能力。

因此,宝鼎基金实现其追求长期成长及维持稳定收益的目标是可能的,资产的安全性很高,产生减值的可能性很小。

九、万国宝鼎基金的投资策略与风险防范经验介绍

万国证券公司基金管理部成立于 1992 年 7 月,1993 年 9 月经中国人民银行总行批准募集设立宝鼎基金,1994 年 1 月 1 日开始运作至今。

宝鼎基金除了借鉴国外的理论和先进经验外,还从中国市场的实际情况出发,根据自身的优劣势来准确地定位。根据风险分散的原则,宝鼎基金的投资方向为股票、债券、商品期货、房地产和风险实业,基金的投资组合是在基金受益人可容忍的风险范围内,追求长期稳定增长的收益,并尽量反映出各个投资市场的情况及基金管理人的优劣势,因此,基金投资组合有赖于基金管理人对相应投资市场的了解和认识。从表面上看,基金的组合方向似乎分散了各个市场的风险,但是在实际操作中,对不同市场的风险控制反而比单个市场的风险控制要复杂得多,也就是说基金的整体风险防范相当麻烦,很难把握住整体风险控制的分寸,这就迫使管理者去寻求一个比较合理的管理模式。万国宝鼎基金在不断的探索过程中,以投资组合理论为指导,寻求适合自身定位所确立的战略目标和决策、管理机制,从而形成了颇具特色的基金管理运作机制。

1. 宝鼎基金建立现行决策与管理机制所考虑的主要因素

宝鼎基金在确立战略目标和决策、管理机制考虑的主要因素有:宏观经济、政治环境与经济政策。

(1)宏观经济、政治环境是参与任何金融市场、制定战略目标所必须考虑的重要因素,这一点在中国尤其重要。准确判断宏观经济、政治环境对决策具有前瞻性的战略意义,是制订投资组合和投资策略的基本依据。但对宏观经济和政治环境的研究并不只是从纷繁复杂的数据或消息中简单断定得出某些无谓的结论,也不只是为政策的制订和实施提供预测的依据或合理与否的评价。

在对宏观经济、政治环境作出整体判断的前提下,一方面分析人们的心理预期和对经济形势的具体反应,另一方面分析我国经济发展过程中有哪些主要矛盾或矛盾的主要方面迫切需要解决,解决的政策措施可能有哪些,这些政策措施将会对各个市场来什么样的影响,这些影响又给基金的发展提供了哪些机遇,增加了哪些压力等。另外,对宏观经济、政治环境的整体判断也有助于对经济政策的理解,便于从全面的角度观察问题,在规范的前提下,实现既定的战略目标。

(2)相关市场的发展。由于宝鼎基金以风险分散为投资决策原则之一,因此,在对宏观经济、政治环境作出准确判断的前提下,对有关投资市场发展趋势的分析就成为决定基金投资组合决策成功与否的关键。若把宏观经济环境作为一个“大气候”,把各个有关市场作为一个“小环境”,那么“大气候”和各个“小环境”的关系就存在着必然的联系,但并不意味着各个“小环境”在“大气候”影响下的表现和反应均是同质的,如股票市场和债券市场在目前就呈此起彼伏的发展格局。只有认清各个“小环境”的大势发展,才能使投资组合避亏就盈。

(3)分析具体市场的特点。宝鼎基金的投资组合主要分布于股票、商品期货、债券、房地产、风险实业等市场,在分析“大气候”下各个市场“小环境”大势发展的基础上,如何在各个市场上具体操作,就需要了解各个市场的具体特点和详细内涵,也就是如何在单个市场上进行有效的投资组合,加强风险防范,如在股票市场上。在大势确定的情况下,一、二、三、线股的选择和组合及买卖时机的确定是贯彻收益最佳、风险最小原则的关键。

(4)本部门人员的基本素质与经验。在确立战略目标时,公司的内部条件至关重要。内部条件包括人员的基本素质与经验、内部激励机制、内部竞争机制、协调机制等,其中人员的基本素质与经验不仅决定着一个公司的整体水平,而且也决定着盈利机会的捕捉能力及公司的发展前景。市场是充满着各种机遇的,能否把握住各种机遇有利于公司的发展并非是股票、债券和期货等市场上一句简单的口头禅,它需要公司员工集中智慧、群策群力。凭借其追求卓越和超越自我的企业文化,万国基金管理部吸引并培养了一批优秀人才,但是在充分发挥自身优势的过程中,也清醒地意识到自己的劣势所在,如在股票、债券、期货与其他股权投资领域比较有专长,在房地产领域则相对薄弱些,这就决定了宝鼎基金投资组合中资金搭配的比例明显侧重于股票与期货投资,对房地产市场的资金投入比较少。因此,在投资组合决策与管理中,只有充分了解员工的素质和层次分布,以及本公司的优劣势,才能在战略谋划和具体决策管理中充分发挥每个员工的潜力,扬长避短,实现基金发展战略目标。

2. 宝鼎基金现行决策与管理机制的特点

宝鼎基金的部门设置:见图 4.5.1

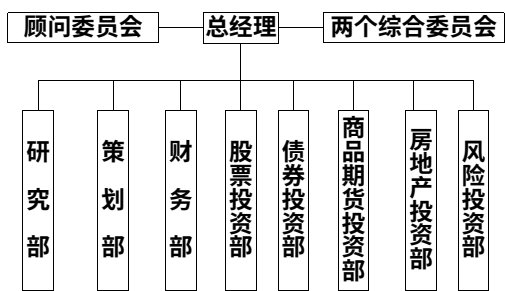


图 4.5.1

从部门的设置上看,宝鼎基金的投资组合方向一目了然,管理体制可能并无特别,但是若从投资决策的程序来看(见图 4.5.2),宝鼎基金就具有一套别具特色的决策与管理机制,这里以股票投资决策与管理机制为例。

以下流程图表明,宝鼎基金决策与管理机制具有以下特点:

(1)科学性与灵活性并重。宝鼎基金整个投资决策与管理机制均建立在严密的分析论证和严格的风险防范的基础上,其中投资草案的策划是经研究组对大量信息的占有和整理分析与操作小组加强信息交流,集中大家智慧的基础上完成的。从上图中可看出,研究组除了从各种市场信息、上市公司信息、公司内部信息中进行基本分析外,还运用各种股票市场大势分析的技术方法加以强化,并落实到具体方案的策划中,同时,在方案的策划过程中,研究组与各操作小组的协作和交流密不可分,这样既可尊重每个人的意见,处理好‘集中’与‘分散’的矛盾,也增强了方案的可行性,充分体现了科学性与灵活性相结合的特色。

(2)在具体运作过程中不断完善和提高。无论是方案被否决,或中止执行,或是方案执行完毕,均需要各自总结经验教训,以利于提高。做完一段行情后专门利用两个多星期的时间,自上而下认真总结,对前段行情中整体操作的经验与教训进行深入探讨,重新调整组织结构,及时地处理好‘计划性’与‘灵活性’、行情研判与个股买卖战术的‘定性’与‘定量’的矛盾,通过决策与管理的程序化来体现整体操作的节奏感。

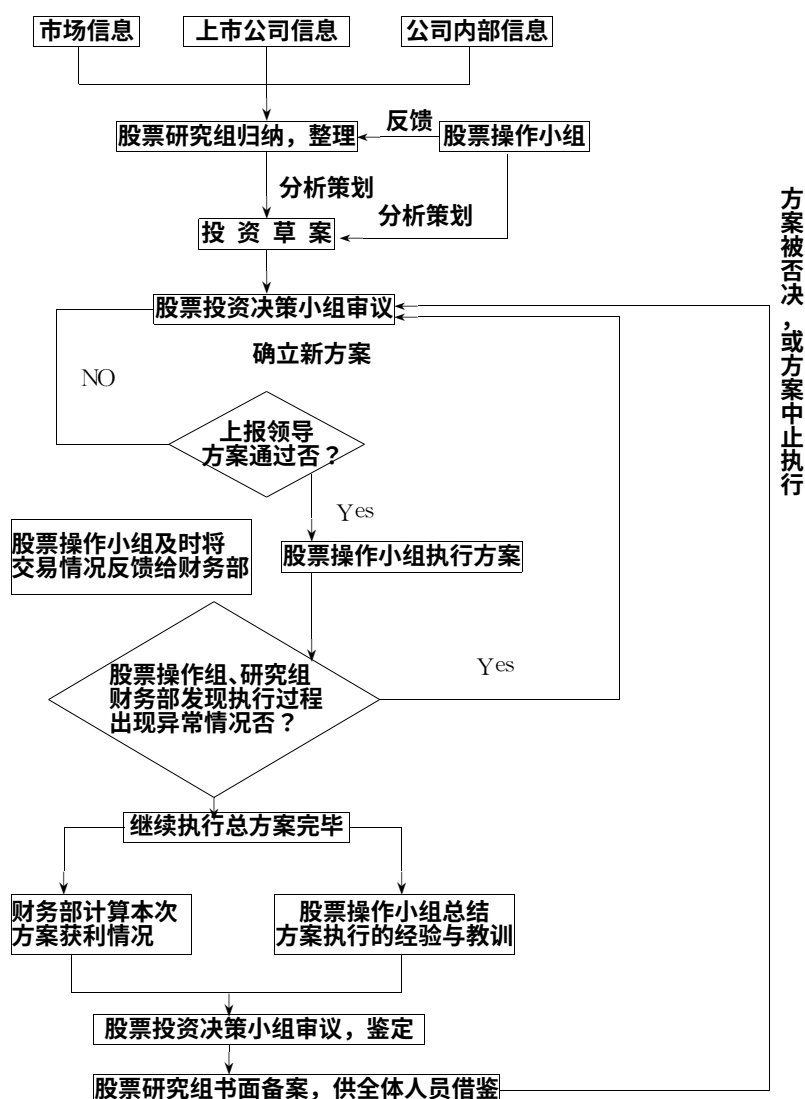


图 4.5.2 股票投资决策流程图

(3) 管理体制强调层次感, 全体人员分为三个层次, 即决策层、操作层、秘书层, 分工明确, 各司其职。另外强调研究组作为决策层的常设机构, 加强其中心作用, 即不仅方案的具体策划由研究组来承担, 而且方案的执行监督也由研究组来负责, 这样既使研究组加强了整体风险的防范, 也使研究组了解到具体方案在实施过程中随时可能出现的问题并及时加以解决。

(4) 投资计划制定的合理性与实施的缜密性。“凡事预则立, 不预则废”。预者, 计划也。在证券市场上, 机构投资者若没有计划, 就很难体现整体操作的“节奏感”和“层次感”, 也很难对各种投资组合加以协调。因此, 投资计划的制订是机构投资者所必需的决策载体, 计划的制订不仅要为实现短期利润目标服务, 还要运用战略发展的眼光, 为实现长远目标服务, 即计划必须兼顾短、中、长期目标, 而不是只求一时之利。宝鼎基金以追求长期稳定增长的收益为目标, 为实现此目标, 我们制订了短、中、长期计划。这些计划在不断滚动中得以实施, 即长期变

中期,中期变短期等,而且这些计划并不是僵化的,而是随着市场环境和内部条件的变化不断修订的。如中国股市仍处于发展初期,股市中各种矛盾尚没有充分解决,市场震荡比较大,风险也比较大,如何在这种环境中避免各种风险,追求长期稳定收益,同时作为机构者也要为中国股市的规范发展作出自己应有的贡献,因而我们更强调短、中、长期计划制订的合理性问题。至于长、中期计划的制订一般均是框架性的,并由短期计划的不断制订和实施来实现中、长期计划目标,所以短期计划既详细又需要衔接好中、长期计划。短期计划的实施缜密性也是我们强调的重点,缜密性并不是保守性,而是指经过缜密的安排与谋划,力争使计划实施得更加圆满。

3. 股票投资策略与风险防范

宝鼎基金在一般行情下,投资于股票的资金比例约在 20% - 30%,若行情比较看好,股票投资比重可达 50% 以上,因此在上海三只基金的比较中,曾有专家称宝鼎基金为“进攻与进取型”基金,但是“进攻与进取”并非盲目,而是在对股市大势进行周密详尽的分析下,看准大势,选择好个股,制订缜密的投资计划与风险防范措施才会使“进攻与进取”达到目的。

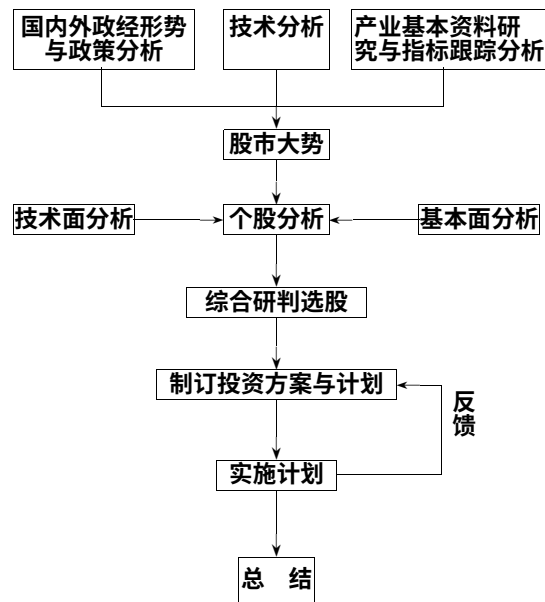


图 4.5.3

(1) 宝鼎基金股票投资分析与投资计划实施系统结构。(见图 4.5.3)。

(2) 宝鼎基金股票投资原则。

- ① 追求利润的稳定增长；
- ② 计划性。做到凡事谋定而后动,并坚持计划实施的完整性；
- ③ 投资多样化,实现风险分散,且不至于在降低风险的同时使收益也有所下降；
- ④ 止损原则。即为了使风险控制规范化,依据我们对风险或亏损的承受能力,设定一综合点数或价位为止损点；
- ⑤ 投资与投机并重的原则。任何股票市场不可能排除投机的存在,目前,中国股票市场上的投机气氛比较浓厚,作为基金管理人既要为股市的稳定发展作出贡献,又要为基金受益人赚

取丰厚的回报,因此投资与投机并重,并寻找一个比较恰当的平衡点是我们的一段行情或时间里采取的主要策略。

至于选股原则一般均须遵照基金信托契约中投资限制条款规定,选股标准主要是制订一些定量与定性的指标进行综合评判来设定。

4. 期货投资策略与风险防范

宝鼎基金对期货的投资包括两部分:国债期货和商品期货。其中,商品期货最重要的是要搞清具体期货品种的现货价格影响因素,历史走势及未来价格的预测。期货的作用之一就是发现商品的未来价格,如上海金属交易所是世界同行业第三大交易所,其铜的交割标准即LME交割标准,因此期铜价格受国际铜市影响甚大。又如上海建材交易所胶合板交割标准是马来西亚进口板,要预测胶合板的未来价格,必须去研究国内需求状况、进口状况及马来西亚的生产状况等等。再如上海粮油交易所,做粮油期货必须对粮食的基本情况有比较深的了解。

宝鼎基金在上海金交所、建交所、粮交所均有交易,由于这些交易市场仍是地区性的,市场容量相对狭小,容易受国家政策、季度变化、地区间价格差异、新旧竞争对手的参与及舆论宣传等因素的影响,加上商品期货市场在我国仍是探索性的,交易所在交易规则和其他行为规范上时有变化,更增加了许多不确定性因素,即使投资者在判定市场大势后,也很难规避风险,因此从资金的安全性出发。针对某次行动,宝鼎基金不仅要制定出更多的备选方案以防不测,尤其对投入的资金量大小、进出场的时机选择等进行一系列周详的谋划,而且为控制风险,必须设立止损区域,使操作人员的行动目标更加明确。

在国债市场上,宝鼎既参与现券交易,也参与期货交易。既可达到套期保值的目的,也可以使投资与投机紧密结合起来实现基金投资收益长期稳定地增长。

5. 风险实业投资策略与风险防范

宝鼎基金实业投资采取风险投资方式,即通过股权参与的方式投资于非上市公司。经过对这些非上市公司进行重组、改造、发展将其培养成上市公司。实质上,风险实业投资也是运用杠杆原理,以较小的资金参与投资量较大的项目,以期获得长期稳定的收益。一般基金经理以董事身份间接参与公司的管理,并不直接在公司的经营层担任任何职务。在选择实业投资项目时,宝鼎基金制订了一系列标准和原则,如地区要求、行业要求、投资规模控制,持股比例要求、企业效益及前景要求等。如宝鼎看好华东的旅游市场,特别是苏州因为以苏州为中心的100公里以内有5000万人口,且有新加坡投资的苏州工业园区正在启动,使苏州的旅游市场前景看好,但是近年来苏州作为旅游城市的地位在下降,其原因就在于没有旅游新项目的开发,基于此,宝鼎以面向大众消费的市场定位,充分利用大资金的优势组建了苏州万川旅游股份有限公司。在具体操作上,宝鼎基金参与该公司的重大决策,但由于投入资金不占绝对优势,所以,它只要求担任董事长职位,而不直接参与经营。

6. 房地产投资策略与风险防范

宝鼎基金投资房地产是以追求稳定和丰厚的投资收益为目标的。在资金投资于房地产开发的具体经营过程中,既有成功的经验也有失败的教训如在苏州石湖开发区,宝鼎利用杠杆原理以少量的保证金获得成片原始地产的开发权利,在开发过程中,又以项目开发为基础,组建了万川旅游股份有限公司,取得了较好的经济效益和社会效益。然而在上海房地产市场上,虽然在项目的选择、分析、决策的专业知识及能力的掌握、对市场环境的了解等方面积累了不少的经验,但是没有理顺基金投资与房地产行业之间的关系,把主要精力集中在项目开发的具体

事宜上,结果扬短避长。如在上海西康路、新闸路设计的鼎立大厦项目上由于出现了一些失误,不得不在上海市场定位、选择合作伙伴、控制资金的流入与风险的防范等方面重新考虑。

7. 宝鼎基金投资策略的探索方向

目前,宝鼎基金的投资组合管理基本上是运用传统的研究与管理方法,即主要是根据基金受益人对投资收益的需求,从经常收入和资本增值等方面进行证券组合分析的。其基本程序就是基金经理首先确定投资目标,根据目标,通过基本分析和技术分析的方法进行国民经济、行业、公司及市场反应、发展趋势分析等,并从中选择出一系列证券作为投资组合对象。因此,仍处于一种定性的管理阶段,对预期的最高收益和所能承担的最大风险,尤其是对证券组合分散到怎样程度才是‘高收益—低风险’的最佳组合等均无法确定,只能凭自己的经验和知识作出某种估计,所以这种定性分析尚缺乏一套严密的逻辑体系作为分析和立论的基础,只能从大概意义上为决策提供指导。

马柯威茨和夏普等创立的当代西方证券组合理论的中心内容‘分散原理’比较好地阐述了预期收益与风险最小的数学逻辑联系,但是其理论的假设条件不仅在中国市场上,即使在西方证券市场上也难以被人们所完全接受。如该理论认为相关系数是未来关系的正确反映、方差是度量风险的一个最恰当指标等在西方证券市场上难以得到验证,也受到其他理论家的批评。再如有效市场假设在目前中国股市上是很难成立的,因为中国股市极不稳定,易受‘政策’和‘消息’及有关题材炒作的影响,这些影响因素对市场的刺激效果和程度往往会令每个投资者均感到吃惊,何谈事先准确预测呢?证券市场上投资者的心理预期往往左右其投资策略的实施效果,心理预期一般均建立在某种期待和失望、间接或直接的消息刺探等基础上,要想把心理预期因素定量化或简化为市场的综合反映是相当困难的。从某种意义上讲,中国的证券市场容量仍相当小,左右市场发展趋势的力量和矛盾纷繁复杂,是很难通过对历史资料的处理用方差来度量风险,用相关系数来反映未来组合关系的。

后来,斯蒂芬·罗斯遵循当代证券组合理论的轨迹,发展了‘资本资产套价理论’,虽扩展了对证券实际收益影响的因素外延,以更综合的经济因素变动的敏感性大小来判断影响效果,也改变了过去证券组合理论的一些基本假设,建立了更详细的‘证券收益因素模型’,但是该理论本身并没有指明影响证券收益的因素是哪些,哪些因素是主要的,哪些因素是次要的等等,因此对当代西方证券组合理论,我们只能作为某种借鉴,在今后的探索中,宝鼎力求以‘定性’和‘定量’相结合的方法研究中国的证券投资组合理论,从而为投资实践寻求有效的理论指导。

中国证券市场稳定和规范地发展,更多地取决于国家宏观经济调控和各项改革措施的顺利实施,即使在经济发展进入良性循环中,证券市场的内在矛盾也对其稳定产生一些重大负作用。从目前情况来看,中国证券市场尤其是股票市场在今后几年内仍存在巨幅震荡的潜在威胁因素,这在任何不成熟的发展中市场上并不奇怪,关键的问题在于巨幅震荡也就意味着风险的增大及基金管理在证券市场上获得长期稳定增长的收益是相当困难的。从比较现实的角度来看,在目前市场比较小或单一的情况下,结合中国国情寻找基金管理业务的新思路是可行的,也是规避市场系统风险的有益探索。尽管今后建立投资基金之重要目的在于促进中国证券市场的稳定发展,投资基金管理人也应该对中国证券市场作出自己应有的贡献,但是在理想与现实之间,在促进市场发展与满足基金受益人的要求之间,任何基金管理者都得寻求一个动态平衡的结合点。

中国的证券市场具有巨大的发展潜力,它意味着证券市场上各种新的投资工具和投资产

品将不断涌现。金融创新将给基金管理带来新的发展契机,同时也促使基金管理的投资策略发生一定的变化。随着越来越多的国外金融机构陆续在中国建立分支机构,国外的先进管理经验和管理模式以及新兴的产品不断引入国内,它既可以使宝鼎基金借鉴以利于我国基金管理机制的完善,也增加了国内竞争的压力,因此宝鼎在探索基金投资策略与内险防范的过程中,必须考虑到金融创新所带来的机遇和压力。