

〔 第 1 篇 〕 投资导论

投 资 概 述

学习目标

- 了解投资学的概念、内容体系和研究对象；
- 掌握投资的含义、特征和构成要素，理解投资与投机的关系；
- 掌握投资的分类和形式；
- 理解投资在现代经济中的重要作用；
- 掌握投资的运动过程，了解投资决策分析的基本方法。



课前导读

在现代经济社会中，投资是一种普遍存在的经济现象，人们往往将能在未来创造报酬的支出行为称为投资。这里的“支出”行为，实际上是投资人牺牲或暂时延迟其一定数额的现时消费，而这里的“报酬”则是投资人预计其在未来可能获得的可实现消费增加的收入。在市场经济中，居民、企业、政府和其他经济组织都可能需要投资，也都在进行各种不同形式的投资。居民家庭会将扣除日常必要开支后结余的货币收入存入银行，或用于购买债券、基金和股票，或炒外汇、黄金和期货。各类企业要从事生产经营都必须建造或租用生产经营场所和购置设备，例如，汽车生产企业要有厂房和生产线，钢铁生产企业要有高炉，商业企业必须事先建设或租用经营场所，水力发电企业要建筑水坝和安装发电机组等。政府需要为居民生活和企业生产提供公共基础设施而投入资金，如建筑交通道路，铺设供排水设施、供电和通信网线，治理大江大河等。在现代经济中，投资在国民经济中的作用越来越大，是经济增长的基本推动力，是经济增长的必要前提。在经济理论界，投资、消费和出口被称为是拉动经济增长的“三驾马车”。随着中国市场化改革的深化，投资成为市场经济活动的主要内容，对经济发展产生了深刻的影响。20 世纪末及 21 世纪以来，尤其是加入 WTO 后，中国加大了对实业投资和金融投资的开放力度，放宽了投资限制，投资软、硬环境不断改善，投资体制更加完善，实业投资和金融投资增长速度都明显加快，这些对我国经济长期、快速、稳定的发展起到了非常重要的作用。同时，金融投资的迅速发展，促进了金融投资理论的大发展。本章作为投资学的开篇，意在勾画出一幅清晰的投资理论框架图，明确投资学的研究对象和内容体系，理解投资的内涵、基本要素、分类、作用和基本过程，为深入掌握投资知识打好基础。

1.1 投资学及其研究对象

1.1.1 投资学的性质与内容体系

1. 投资学的概念和性质

投资学(investments)是研究社会经济运动过程中投资的一般运动规律和不同投资的特殊运动规律的一门经济学科,是经济学的重要分支。

投资学是一门应用经济学科,研究投资活动中的社会经济关系。投资学是随着投资实践活动的产生、发展而逐渐发展起来的,它是一门理论性很强,完全来自实践并为指导实践服务的,是以众多学科为基础的,专门研究投资活动及其规律的应用性经济学科。投资作为一种经济活动过程,反映的是一种社会经济关系,同整个社会的经济关系在本质上是一致的。但投资学作为一门独立的学科,又具有自己特定的研究领域和内容,这种特殊性主要表现为研究投资活动及其运动规律。

投资学是系统研究投资过程和投资行为的应用科学,是金融学的一个分支。投资学是研究市场经济条件下投资运行机制及其各主体行为规律的科学,是一门实践性、操作性和理论性都比较强的学科。它是以现代金融理论为基础,分析各投资主体的投资决策和投资管理的知识体系。同时,投资学是一门涉及范围较广的综合性应用学科,它与政治经济学、西方经济学、金融学、财政学、财务会计学、财务管理学、统计学、产业经济学、国际经济学、企业管理学、数学、社会学、心理学等学科有着密切的联系。

2. 投资理论的产生与发展^①

(1) 投资学的理论渊源

投资是国民经济中的重要经济活动之一,在现代经济社会发展中发挥非常重要的作用。当西方古典经济学(classical economics)第一次把理论考察从流通领域转向生产领域时,投资也就成了西方经济学研究的重要内容。

投资是流量,它的对应物存量是资本,因此,投资学理论的起源可以追溯到古典经济学关于资本问题的研究。在经济学说发展史上,重农学派(physiocrats)将理论考察的视角由流通领域转移到生产领域,涉及资本在再生产中的作用,但是他们并未使用“资本”一词。最早比较系统地论述投资理论的是古典经济学。最先对资本积累做出系统研究的是亚当·斯密(Adam Smith,1723—1790),他明确区分了固定资本和流动资本两个范畴,明确指出增加资本积累对经济发展的作用,研究了增加资本的途径,提出了以绝对成本学说为基础的投资地域和国际分工理论。在斯密之后,大卫·李嘉图(David Ricardo,1772—1823)研究了资本积累的动力以及国民收入分配对投资的影响。他认为,利润是资本积累的动机,也是资本积累的来源。^②同时,他还提出基于相对成本的投资地域和国际分工理

^① 本部分内容主要参考:张中华.投资学.2版.北京:高等教育出版社,2009:10~12.

^② [英]彼罗·斯拉法.李嘉图著作和通信集.第一卷.郭大力,王亚南译.北京:商务印书馆,1962:103.

论。卡尔·马克思(Karl Marx, 1818—1883)研究了剩余价值转化为资本的积累过程,揭示了资本主义积累的一般规律,阐明了资本主义的价值和在剩余价值的实现过程中固有的深刻矛盾。

(2) 现代投资理论的产生

在古典经济学派之后,新古典学派(neo-classical school)将边际分析方法引入经济学,为投资理论的正式形成打下了坚实的基础。以阿尔弗雷德·马歇尔(Alfred Marshall, 1842—1924)为代表的新古典主义厂商理论和以欧文·费雪(Irving Fisher, 1867—1947)为代表的新古典主义资本理论,对投资理论的发展产生了重要影响。

约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes, 1883—1946)开宏观经济学之先河,并将投资置于其理论分析的核心地位。他在《就业、利息和货币通论》(1936)一书中,首次把投资作为一个重要的自变量纳入其国民收入一般均衡模型中。首先,他以“储蓄等于投资($S=I$)”作为整个宏观经济分析的基本框架;其次,他研究了投资的决定因素及投资不足的原因,并以投资不足作为解释西方国家经济危机和就业不足的原因;再次,他用“投资乘数原理”阐述了资源闲置条件下投资对收入增加的倍数作用;最后,他还提出了由社会综揽投资的政策主张。

凯恩斯理论的创立,极大地促进了投资理论的发展,并使之成为经济学的焦点问题。此后的二十多年,投资研究获得迅速发展。在宏观领域,后凯恩斯主义者(Post-Keynesian)不仅提出IS-LM和AS-AD两种模型,形成了以乘数—加速数模型为基础的一系列经济周期理论,同时还建立了几种以投资为关键性变量的经济增长理论模型,其中主要有哈罗德—多马模型(Harrod-Domar growth model)、新古典增长模型(neo-classical growth model)和新剑桥增长模型(neo-Cambridge growth model)。新凯恩斯主义对宏观投资理论的研究主要是对宏观投资理论微观基础的研究。

这一时期,不仅现代产业投资理论得以正式形成,现代证券投资理论也正式建立起来。19世纪末以前,西方国家的金融体系中,间接融资占主导地位,以证券投资为核心的直接融资的规模小,尚无系统的证券投资理论。20世纪初到20世纪50年代,西方证券市场经历了膨胀、崩溃、恢复、繁荣的过程,受到经济大危机冲击,证券市场秩序的重要性凸显,证券投资理论从传统经济学中独立出来,形成了独立的研究对象和体系,奠定了基本分析法和技术分析法的基础。20世纪50年代,哈里·马科维茨(Harry Markowitz)的“最优投资组合”理论的发表被认为是现代证券投资理论形成的标志。此后,许多经济学家对证券投资进行了研究,威廉·夏普(William F. Sharpe, 1959)、约翰·林特纳(John Lintner, 1965)和简·莫辛(Jan Mossin, 1966)分别独立地提出了资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model, CAPM)。他们运用新古典经济学的方法,研究金融资产市场价格的决定机制,不仅为投资学后来的发展奠定了坚实的经济理论基石,同时也为整个现代金融学的发展奠定了坚实的基础,从而确立了投资学和金融学的主流传统。

(3) 现代投资理论的发展

20世纪60年代中后期以来,证券投资理论和产业投资理论都取得了长足的发展。就证券投资而言,费雪·布莱克和迈伦·斯科尔斯(Fischer Black and Myron Scholes, 1973)创立了期权定价模型(Black-Scholes Option Pricing Model),为包括股票、债券、货

币、商品在内的新兴衍生金融市场的定价奠定了基础;斯蒂芬·罗斯(Stephen Ross, 1976)提出了套利定价理论(Arbitrage Pricing Theory, APT)。在这一时期,有关资本资产定价理论和证券市场是否有效的实证研究也十分活跃。尤金·法玛(Eugene Fama, 1970)提出了有效市场假说(Efficient Market Hypothesis, EMH)。20世纪80年代以后,随着公司财务、商业银行、投资银行与证券投资业务的迅速发展,金融工程学(financial engineering)在西方发达国家得到了迅速的发展。金融工程学作为现代金融学的最新发展,标志着金融科学走向产品化和工程化。

就产业投资而言,20世纪40年代后期形成的发展经济学(development economics)是以发展中国家为研究对象,主要研究贫困落后的农业国家或发展中国家如何实现工业化、摆脱贫困、走向富裕的经济学。发展经济学广泛研究了投资的部门分配、地区分配、外资利用、宏观管理等一系列问题。20世纪70年代后,期权定价理论也被引入对不确定条件下的产业投资决策分析,进一步推进了金融投资理论与产业投资理论的融合。

3. 投资学的内容体系

从投资理论的产生与发展过程可以看出,投资学是从经济学中分化出来的学科,系统研究社会投资活动及其运动规律,主要包括宏观投资和微观投资两个方面。在宏观方面,投资学侧重研究宏观经济中的投资问题,主要是分析投资与消费,财政收支、信贷规模、产业结构以及国民收入或国民生产总值等宏观经济因素之间的相互关系。作为学科,投资学在宏观方面,主要是分析研究投资与经济发展、投资规模、投资结构、投资布局以及投资的资金市场等,即宏观经济中的投资规律。宏观投资是研究一定地区内或产业部门内部的投资规律。在微观方面,投资学则研究不同投资主体根据各自的实际,掌握投资机会,分析研究投资项目的实施和管理,以及微观投资运动的一般规律和不同投资的特殊规律。例如,由于投资主体不同,投资方式和投资实施运行机制也不一样,各种不同形式的投资运动各有其特点:风险投资不同于一般投资;直接投资不同于间接投资;固定资产投资与流动资产投资、股票与债券投资等都分别有各自的特点,有其独特的运动规律。因此,投资学在研究微观投资的一般运动规律的同时,还要研究不同投资的特殊运动规律。其中,宏观投资中涉及较多的宏观经济学、产业经济学的内容,是投资经济学(investment economics)的主要研究对象。所以,本书以微观投资作为主要研究内容。

基于上述分析,本书主要介绍实业投资和金融投资这两种基本投资形式的基本理论、基本原理和基本方法,并分析投资实践中的一些现实问题。内容拟分为以下4篇。

第1篇:投资导论。本篇主要介绍投资学的基础知识和投资的一般原理,包括投资学研究的对象和方法;投资的含义和要素;投资的分类和形式;实业投资与金融投资、直接投资与间接投资的联系与区别;投资在国民经济中的地位和作用;投资的基本运动过程;投资决策分析的基本方法。

第2篇:实业投资实务。本篇主要介绍实业投资的理论与方法,包括实业投资的分类和运动过程;项目投资的决策程序、内容和方法;风险投资的特点及运作过程;企业并购的主要形式;企业并购的运作程序与管理;国际投资的特点和分类;国际投资的基本形式;国际投资环境的构成及评价方法。

第3篇：金融投资实务。本篇主要介绍证券投资的理论与方法，包括证券市场的基本结构和交易规则；证券投资的基本工具，包括股票、债券、投资基金、金融衍生工具；证券投资的基本分析，包括理论价值分析、宏观经济分析、行业和区域分析、公司分析；证券投资的技术分析，包括技术分析理论和技术指标分析。

第4篇：现代投资理论。本篇主要介绍现代证券投资决策和管理的基本理论和方法，包括证券投资的收益与风险分析；投资收益与风险的关系；证券投资组合理论；资本资产定价模型(CAPM)；套利定价理论(APT)；有效市场假说(EMH)等。

以上4篇是紧密联系的。第1篇所揭示的一般原理是分别研究实业投资和金融投资的基础。第2篇和第3篇所研究的实业投资和金融投资是投资的两种基本类型，两者既有联系又有区别，需要分别加以研究。金融投资包括证券投资、信贷投资、外汇投资、黄金投资等形式，由于证券投资在现代金融投资中居于主体地位，因此，本书限于篇幅，以证券投资为代表叙述金融投资。证券投资的一些原理和方法也可用在其他金融投资中。同时，在历史上是先有实业投资，后有证券投资。从现实看，发行证券是为了筹集实业投资所需的资金，因此我们先研究实业投资，在此基础上再研究金融投资。另外，国际投资活动既包括国际直接投资，又包括国际间接投资。由于国际间接投资主要是金融投资，其分析方法与一般金融投资类似，所以，本书以国际直接投资为讨论重点，并放入实业投资篇进行介绍。第2篇和第3篇总体上看都是研究投资的实务运作过程。第4篇则是研究投资决策和管理的理论与方法。

1.1.2 投资学的研究对象与研究方法

1. 投资学的研究对象

投资学以实业投资和金融投资这两种基本投资形式的投资过程和投资行为为研究对象，核心问题是投资决策。投资学既要研究实业投资，又要研究金融投资。毫无疑问，金融投资与实业投资具有不同的特点：实业投资需要投入实物形态的经济资源，并形成现实的生产能力；金融投资则不需要投入实物形态的经济资源，也不形成现实的生产能力。但是，两者有着共同的本质属性，并且相互联系、相互影响。事实上，随着金融市场的发展，实业投资理论和金融投资理论的发展已有越来越多的融合和交叉。因此，研究金融投资不能不联系实业投资，研究实业投资问题也不能不越来越多地考虑金融市场的影响。只有将实业投资和金融投资整合起来，才能正确认识实业投资和金融投资的联系与区别，才能对居民、企业和政府的投资行为做出科学的解释和指导。

实业投资和金融投资都涉及众多方面，需要研究的问题很多，但核心问题是如何做出投资决策。“经济学研究人和社会如何做出最终抉择，在使用或不使用货币的情况下，运用可以有其他用途的稀缺的生产性资源在现在或将来生产各种商品，并把商品分配给社会的各个成员或集团以供消费之用。它分析改善资源配置形式所需的代价和可能得到的利益。”^①经济资源总是稀缺的，在资源总量一定的条件下，要投资，就要推迟消费，或者说

^① [美]萨缪尔森·经济学(上册)·高鸿业译·北京：商务印书馆，1979：5。

要牺牲现期消费。要尽可能增加投资者的收入和增加社会财富总额,就必须合理分配投资资源,最优配置资源,这就是一个抉择问题。

2. 投资学的研究方法

投资学只是社会科学中很小的一个分支,马克思主义的唯物辩证法是研究投资学的指导思想和基本方法。马克思主义的经济学理论,特别是其中的资本循环与周转的理论,是投资学的理论基础。只有根据这个理论才能真正阐明投资的实质,搞清投资收益的来源和创造过程,认清各种投资的特点及其运动规律。经济现象都是相互联系、相互制约、不断发展变化的,因此,研究投资学,必须坚持定性分析与定量分析相结合、微观分析与宏观分析相结合、实证分析与规范分析相结合、静态分析与动态分析相结合等基本方法。

1.2 投资的含义和基本要素

1.2.1 投资的含义和特征

1. 投资的含义与本质

投资(investment)一般是指经济主体(国家、企业、个人)以获得未来货币增值或收益为目的,预先垫付一定量的货币与实物,经营某项事业的经济行为(《经济大辞典·金融卷》)。在现代经济社会中,投资是一种普遍存在的经济现象,人们总是希望通过各种合法的手段,不断增加他们的财富或赚取利润,以满足未来的消费。人们往往把经济主体为获取经济效益而垫付货币或其他资源于某项事业的经济活动称为投资。投资活动所反映的经济关系,既不是商品买卖,也不是货币借贷,而是为取得未来的收益而进行的一次性资本集中投入,从资本投入到取得收益的间隔期相对较长,且收益具有不确定性和较大的风险性。

投资是人类社会发展到一定阶段才产生的,它是一个历史范畴。投资是人类生存和发展过程中一种主要的行为方式,即人类为了组织社会生产和再生产,就要不断地将有限的社会资源加以分配和运用,以获取更多的财富。在人类社会早期,随着剩余产品的增多和交换的发展,产生了货币。伴随着货币的普遍使用和商品经济的发展,投资活动日益频繁起来。但投资的形式主要是实际投资或直接投资(如采矿、办作坊),投资者也只是某个封建主、教士或者富商家族。到了近代,随着股份制度的发展,证券制度成为资本主义社会的一个明显特征,投资不再仅仅是实际投资、直接投资,金融投资已成为投资的主要方式。投资也不再是个别大资本家和富翁的事情,众多的中小资本家甚至一般工人都可以购买股票成为股东。在现代市场经济中,投资是一种普遍的经济现象,是各市场主体经常发生的经济业务。

投资有广义和狭义之分。广义投资是指为了获得未来报酬或收益而预先垫付资本及货币的各种经济行为,包括固定资产投资、流动资产投资、证券投资、外汇和黄金投资、特殊物品(如古董、邮票)投资、风险投资、房地产投资、国际投资、教育投资、人力资本投资,

等等。狭义投资主要是指购买金融资产的投资行为,最主要的是证券投资。金融学研究的投资就是狭义投资。本书以广义投资作为研究的主要内容。

投资作为一种经济行为有许多含义。国家、家庭、个人都在进行着不同种类但本质相同的投资。纵观人类经济行为中的诸多投资现象,从中可观察到其在本质上是相同的,那就是人们在时间跨度上根据自身的偏好来安排过去、现在和将来的消费结构,并使得在这种消费结构安排下的当期和预期效用最大化。所以,投资在本质上是一种对当期消费的延迟行为。当从延迟消费角度去理解广义的投资时,我们就需要把握当期消费与将来消费之间的跨时关系。这种关系决定了再投资的一般性条件,即跨时消费的效用要大于等于全部当期消费的效用。

2. 投资的基本特征

投资的特征就是投资区别于其他经济范畴的标志,它是各类投资活动所具有的共同特性,其蕴藏在各类投资的内部,只有通过抽象思维才能把握。投资的特征包括时间性、收益性、风险性三个方面。

(1) 时间性

投资是一个行为过程,需经过一定的时间进程,具有时间性。在投资活动中,投入的价值或牺牲的消费是现在的,而获得的价值或消费是将来的,也就是说,从投入资金到将来获得报酬,在时间上或长或短总要经过一定的间隔。这表明投资是一个行为过程,时间进程越长,未来报酬的获得越不稳定,风险就越大。当然,不同的投资类型,由于投资对象的不同特点,其所需要经历的时间也不一样。资金从投入到全部收回所经历的时间称为投资周期。一般而言,实业投资是将资金投入实物资产形成生产资料,要经历生产过程才能实现价值增值,投资周期具有长期性;金融投资则是投入流动性强的金融资产,投资周期相对较短。

(2) 收益性

投资是一种有目的的经济行为,是为了获得一定的预期效益(即收益),具有收益性。投资活动是以牺牲现在价值为手段,以赚取未来价值为目标的活动。未来价值超过现在价值,投资者方能得到正报酬。投资的报酬可以是各种形式的收入,如利润、利息、股息,可以是价格变动的资本利得,也可以是本金的增值,还可以是各种财富的保值或权利的获得。投资的本质在于这一经济行为的“获利性”,实现资本增值。这里“利”的含义是多方面的:直接的与间接的、宏观的与微观的、经济的与社会的等。从长期来看,金融性资产(股票、债券、期货、外汇、投资基金、保险等)的获利性一般低于实物性资产(实业、房地产、黄金珠宝、艺术品等);从短期来看,金融性资产一般优于实物性资产。就金融性资产而言,期货、股票、外汇、投资基金获利能力最高,其中又以期货投机性最强。而实业投资有可能获得较稳定的长期收入。

(3) 风险性

投资所获取的效益是未来时期的预期效益,而且是不确定的,投资具有风险性。投资者现在投入的价值是确定的,而未来可能获得的收益则是不确定的,这种收益的不确定性(uncertainty)即为投资的风险。投资是以放弃现在的一定价值追求将来收益的

活动,但将来的收益并非必然,也就是说,投资具有不稳定性 and 风险性。投资是跨时期的资本垫付活动,从资本的垫付到回收与增值往往需要经过一个较长的时期,在这个较长的过程中,由于政治、经济、技术、管理、自然、心理等众多因素的变化,投资预期收益不确定,投资者有本金损失甚至破产的可能性。投资实施过程中面临的主要风险有政策风险、技术风险、财务风险、市场风险、政治风险及自然风险等,无论任何一项风险发生,对计划中的投资活动都将产生一定程度的冲击,因此投资活动通常要涉及风险估计、防范和控制。

投资的收益性、风险性、时间性之间密切联系、相互作用。一般来说,收益和风险呈同方向变化;风险和时间也呈同方向变化;时间间隔越长,由于不可测因素越多,不确定性就越大,即风险性越大。当收益一定时,时间越长,收益率越低;收益率为正时,时间越长,绝对收益越高。投资的收益性使投资者具有内在动力,投资的风险性又使投资者受到内在的约束。如果轻易可获得收益而无任何风险,投资者就会有一种永无止境的投资扩张冲动;相反,如果风险是确定的,而无获利的可能性,投资者就会停止投资。可见,只有在收益和风险相统一的条件下,投资行为才能得到有效调节。风险是收益的代价,收益是风险的补偿。投资者的投资行为选择就是:在风险一定的情况下追求最高收益,或在收益一定的情况下选择最小风险。

3. 投资与投机

(1) 投机的含义与实质

投机(speculation)是指根据对市场的判断,把握机会,利用市场出现的价差进行买卖从中获得利润的交易行为。投机是投资者利用不对称信息和时机在市场交易中获利的行为,尤指敢于承担风险,在市场上以获取差价收益为目的的交易。投机行为将着眼点放在价格变化上,很少考虑交易品种的实际价值。其手法多为贱买贵卖、快进快出。投机是一种可能不成功的努力,目的是将少量的钱变成一大笔钱;投资是一种应该成功的努力,目的是防止一大笔钱变得很少(Speculation is an effort, probably unsuccessful, to turn a little money into a lot. Investment is an effort, which should be successful, to prevent a lot of money becoming little)。在金融市场上,投资行为和投机行为是互为依存的,在投机交易的驱动下,市场才更富有活力。投机产生的原因是虚拟资本和实物资本运动的分离。

以现代社会的“经济”标准判断,投机是一种普通的经济行为,实质就是一种投资,它是一种承担特殊风险,获取特殊收益的行为,是投资的一种特殊形式。对投机不应以道德标准判断,而应以经济标准来判断。在西方,一般将期限较长的投资叫投资,将期限较短的投资称为投机。

(2) 投资与投机的联系和区别

在金融市场上,投资与投机是一对孪生姐妹,两者既有相同之处,又有不同之处。两者都是以获得未来货币的增值或收益为目的而预先投入货币的行为,从本质上来讲没有区别。两者的未来收益都带有不确定性,都包含风险因素,都要承担本金损失的危险。投资和投机很难准确地分开,投资是稳健的投机,投机是冒险的投资。两者的联系主要表现