



# 徐高谈投资研究备忘录之一： 何谓证券投资研究？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 徐高



在未来的一系列备忘录文章中，笔者会把自己证券投资研究的心得体会分享给大家，把偶有所得的喜悦传递给读者。这第一篇备忘录会讲什么是证券投资研究，以及这种研究有什么特点。

对证券投资研究的定义要从对投资的定义开始。投资行为的共性是牺牲当前的经济利益，以获取未来可以预期的经济收益。证券投资则是指经济主体在证券市场中交易证券，以获取未来可以预期的经济收益的行为。对证券投资者来说，有大量公开信息可供使用，并且可选择的标的范围很大。因此，在大量可选投资标的中筛选大方向是最重要的事。

证券投资研究是为证券投资服务的研究，是证券投资中不可缺少的一个环节。投资的关键在于对未来做出准确预期。虽然没有人有未卜先知的

超能力，但通过更准确的认知来提升预测的准确度（预测应验的概率）却是可能的，而且是投资者应该追求的。投资者在试图认知投资标的、并做出正确投资决策时，会碰到很多问题。对这些问题的回答过程就是证券投资研究。证券投资研究并没有一个预先划定的领域，而是为证券投资服务的以问题为导向的实用性研究。

与学术研究相比，证券投资研究更注重实用性；与政策研究相比，证券投资研究更注重回答“是怎样”的问题，而不是“应该怎样”的问题；与产业研究相比，证券投资研究更注重资产定价。可以说，证券投资研究是以获取尽可能高的投资收益为目标，重点放在资产定价上的实证性实用研究。

从 2014 年开始，笔者每学期在北京大学国家发展研究院讲授经济学课程。2020 年春季学期，笔者给研究生开设了一门名叫《投资研究：从理论到实践》的新课，向同学们讲授解决真实世界证券投资问题的研究方法。对我而言，这门课与其说是一种对外的知识输出，还不如说是自己对多年的所思所想所做的总结和升华。

今年 9 月，新的一个学期又开学了，我也开始了投资研究这门课的又一次讲授。借此机会，笔者准备结合课程的进度，用一系列备忘录文章，把自己证券投资研究的心得体会分享给大家，把偶有所得的喜悦传递给读者。我相信，自己在投资研究中碰到的问题，是其他人也会碰到的。我对这些问题的思考，对做投资研究的人也会有借鉴意义。



大家现在看到的这一篇是备忘录的首篇。在这里，我准备讲讲什么是证券投资研究，以及这种研究有什么特点。

## 1. 何谓证券投资？

证券投资研究自然是为证券投资服务的研究。而证券投资又是一种特殊的投资形式。因此，对证券投资研究的定义要从对投资的定义开始。

按照百度百科的解释，投资是“特定经济主体为了在未来可预见的时期内获得收益或是资金增值，在一定时期内向一定领域投放足够数额的资金或实物的货币等价物的经济行为。”【1】在投资的定义中有两个关键点，一个是“未来可预见的时期内”，另一个是“获得收益或是资金增值”——即“可预期的未来”与“获得收益”。

尽管形式上千差万别，投资行为的共性是牺牲当前的经济利益，以获取未来可以预期的经济收益。因此，投资必然涉及现在的付出与未来的预期收益之间的理性权衡。在理性计算之后，预期收益要高于当前的付出，才能算是投资行为。农夫在秋天收获了粮食后，将其中一部分当成种子储存起来，以便在来年播种收获更多粮食，这就是一种投资行为。老百姓将钱存入银行，以期在未来获得利息和本金的支付，也是一种投资行为。

在现实中，有些付出并非是为了获取未来可预期的经济收益，又或者明知预期收益低于当前之付出，这些行为就不算是投资行为。比如，向某个宗教捐献财物以期换取死后的幸福，这就不能算是投资。而在赌场中下

注以期赢钱，也不能算是投资。当然，投资与赌博之间的界限是微妙的，值得未来用一篇备忘录来专门讨论。在这里我们就一笔带过。

讲完了“投资”，下面再来看“证券投资”这个词组中的另一个词，“证券”。在百度百科中给出的定义是，证券是“是用来证明券票持有人享有的某种特定权益的法律凭证”。所以，证券是一种表现为法律凭证的金融资产，其价值来自于这个凭证对应的权益（如企业的所有权、获得本金利息支付的权利等）。在日常生活中，大家更多使用的是证券的狭义含义，特指证券市场中交易的证券，主要包括股票、债券以及期货期权等衍生品。在本系列备忘录中，我们讲到证券时，都取的是这种狭义含义。

把“投资”和“证券”两个词的定义结合起来，“证券投资”可以被定义为：经济主体在证券市场中交易证券，以获取未来可以预期的经济收益的行为。

## 2. 证券投资的特点

相比其他形式的投资活动，证券投资有两大特点：其一、有大量公开信息可供使用；其二、可选择的投资标的范围很广。

首先，从定义上来看，证券投资活动的具体形式是在证券市场中买卖证券。而证券要发行上市，需要满足证券交易所以及相关监管机构的信息披露要求。上市后还有证券公司等专业机构对其做跟踪研究，发布研究报告。所以，对证券投资者来说，有大量公开信息可供使用——这是证券投

资的一个特点。以股票为例，一个公司要在股票交易所挂牌上市发行股票，需要公布《招股说明书》。这份说明书涵盖了从公司业务、公司治理、高管情况、财会信息、风险管理、募集资金使用、股利分配政策等多方面详实的信息，往往有好几百页。而在上市之后，公司也要按规定定期发布季报、年报等财务报告，并在发生重大事项的时候及时发布公告。在各种专业证券研究机构发布的研究报告中，还会有对证券和公司的深入分析。借助这些信息来源，证券投资者可以相对容易地了解某只证券及其对应的公司。

证券投资的这种信息获取便捷性比其他投资形式难以比拟的。以产业投资为例，一家企业如果想在外地投资设厂，设厂地区的建筑、交通、用工等各项成本是多少、当地的营商环境如何，这些信息都需要企业自己去调查了解，很难找到直接可用的信息源。又比如，未在证券市场上市的企业（一般是初创企业）通常不会公布自己的信息。如果一家风险投资机构（Venture Capital，缩写为 VC）要投资这样的企业，就得直接与企业沟通来获取信息。而且，因为不像上市公司那样有信息披露规定的约束，未上市企业完全可以拒绝外界对其信息的探询。

信息获取方面的便捷性也意味着，证券投资者可选择的标的范围很大——这是证券投资的又一个特点。以中国的 A 股市场为例，在上海和深圳两个股票交易所中，共有超过 4 千只的股票在交易。就算把它们按行业归类，也要分出几十个大类，上百个小类。而在股票之外，还有数量同样庞大的债券、以及不断增加的衍生品。面对数量如此之大的可选证券，任何



一个投资者都不可能把自己的资金投在所有可选标的上，而需要有所取舍。这固然是因为受到交易成本的约束，但更重要的约束来自自己的认知。正如下文马上会论述的，投资者必须要了解自己的投资标的，但任何人又都不可能完全了解市场上所有的证券。

因此，对证券投资者而言，在大量可选投资标的中筛选大方向是最重要的事。选大方向是战略决策，而在选出的大方向中找寻具体投资标的则是战术决策。战术决策做得再优秀，也很难弥补战略决策错误带来的损失。比如，如果误判了中国经济的长期趋势，看不到我国在产业升级方面的广阔发展空间，就很容易错过科技股的机会。又比如，如果没有看清宏观经济所处的周期位置，没有看到经济向好给周期类股票带来的机会，而将资金过度集中于非周期股票，那么即使在非周期股票中确实找到了表现不错的个股，整体投资收益也很难跑赢周期类股票。

当然，别的投资形式也有标的筛选的问题，但其可选的范围比证券投资小不少。企业在做产业投资时，通常都只在自己所处的行业，或者与自己行业相关的行业进行，而不会将视线投向所有行业。而对投资非上市公司的投资者来说，因为获取信息的高昂成本，也往往只专注于一个或几个行业。对这些投资者来说，大方向已经明确，更重要的是在这个大方向中找寻优秀的投资项目和标的。

### 3. 何谓证券投资研究？

讲完了证券投资，下面可以来讲证券投资研究了。证券投资研究是为

证券投资服务的研究，是证券投资中不可缺少的一个环节。

1957年，美国20世纪著名的哲学家和小说家安·兰德（Ayn Rand，1905年2月2日——1982年3月6日）出版了一本畅销的小说《阿特拉斯耸耸肩》。这本书中有一句被广泛引用的名言：“财富是人类思想力的结晶”（Wealth is the product of man's capacity to think）【2】。想想发明蒸汽机的瓦特为人类社会创造了多么强大的生产力，催生了多少财富，你就能明白兰德的这句话说得有道理。近几年，兰德的这句话在国内投资圈里流行了起来，并被改写成了“投资是认知的变现”而被广为人知。

为什么说投资是认知的变现呢，还是要回到投资的本质来理解。投资是用现在的经济利益（比如购买资产的钱）去换取未来的经济利益（比如资产未来带来的回报）。因为涉及到了未来，而未来又是不确定的，所以投资一定是基于对未来的预期来做现在的决策。所做预期的准确性有多高，决定了现在的投资决策正确与否，未来能取得的回报有多高。如果预期一只股票的价格在未来一年中会上涨一倍，现在买入这只股票就是正确的。但如果一年后预期并未应验，股票价格非但没有涨一倍、反而跌掉了一半，

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_26890](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26890)

