



全国高等院校国际经济与贸易

系列规划教材

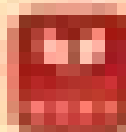
国际金融市场

徐景峰 于 瑾◎主编



科学出版社

www.sciencep.com



清华大学出版社

清华大学出版社

国际金融市场

清华大学出版社

清华大学出版社

全国高等院校国际经济与贸易系列规划教材

国际金融市场

徐景峰 于 瑾 主编

科学出版社

北 京

内 容 简 介

本书试图为读者提供体系科学、研究规范、题材新颖、内容丰富且有一定深度的教材,为未来国际金融市场的参与者提供理论与实践基础。

本书将国际金融市场中衍生金融工具的交易原理、定价方法和具体运用作为贯穿于全书各章的研究重点,一方面,反映了衍生工具的交易已成为当今国际金融市场主流的趋势,体现了国际金融市场金融创新的最新成果,另一方面,突出了国际金融市场课程的重点、难点问题,体现了该学科理论与应用相结合的特点,并为学生进一步学习金融理论奠定基础。

本书适用于财经类专业高年级本科生、低年级研究生,也可供相关从业人员参考。

图书在版编目(CIP)数据

国际金融市场/徐景峰,于瑾主编. —北京:科学出版社,2007
(全国高等院校国际经济与贸易系列规划教材)

ISBN 978-7-03-018494-8

I. 国… II. ①徐 ②于… III. 国际金融-金融市场 IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 012471 号

责任编辑:田悦红 王纯刚 / 责任校对:耿 耘

责任印制:吕春珉 / 封面设计:飞天创意

科学出版社 出版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

铭浩彩色印装有限公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2007 年 3 月第 一 版 开本: B5 (720×1000)

2007 年 3 月第一次印刷 印张: 16 1/4

印数: 1—3650 字数: 312 000

定价: 26.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换<环伟>)

销售部电话 010-62136131 编辑部电话 010-62138978-8299 (HF02)

前 言

随着当今国际金融市场一体化、自由化趋势的加深以及美英等西方国家以市场为主导的现代金融体系的确立,国际金融市场的理论与实务已成为现代金融人才必须掌握的知识。近年来,国内一些大学也相继开设了“国际金融市场”课程,它已成为金融专业本科生和研究生的核心课程。本书正是为适应这种国际化趋势而作。编者结合多年在该学科领域的理论研究和实践经验,力图给读者提供体系科学、研究规范、内容丰富且有一定深度的教材,为学生未来参与国际金融市场的实践与研究奠定一定的基础。

本书内容安排如下:第一章国际金融市场导论,主要概述了当今国际金融市场的主要特点和发展趋势,为后面各章提供了现实基础和背景性的铺垫;第二至四章是全书的核心内容,重点论述了国际金融市场的三大分支,即外汇市场、欧洲货币市场和国际债券市场,每章均较深入地探讨了各市场中衍生金融工具的交易原理、定价方法和具体运用;第五章介绍了国际金融市场中风险管理的方法;第六章简要介绍了国际金融市场的理论,并对国际金融市场上的实际问题进行探讨;第七章介绍了国际金融市场的创新发展,主要分析了资产证券化工具和结构化产品的特点,以反映当今国际金融市场领域的新变化与新特点。

本书以广泛吸收国内外本领域教材和专著的研究成果及作者多年从事“国际金融市场”课程教学的实践为基础,将国际金融市场中衍生金融工具的交易原理、定价方法和具体运用作为贯穿于全书各章的研究重点,一方面,反映了衍生工具的交易已成为当今国际金融市场主流的趋势,体现了国际金融市场金融创新的最新成果,另一方面,突出了国际金融市场课程的重点、难点问题,体现了该学科理论与应用相结合的特点,为学生进一步学习金融理论奠定基础。



本书适用于财经类专业高年级本科生、低年级研究生，书中标有星号的章节可作为本科生的选读内容。

本书具体编写分工如下：第一、三、四、七章由对外经济贸易大学于瑾编写；第二、五、六章由中央财经大学徐景峰编写。感谢对外经济贸易大学王健教授对本书编写给予的指导和帮助。

本书编写过程中参考了有关学者的研究成果，在此向他们表示感谢。

由于作者所学有限，且“国际金融市场”是一门学科体系尚待完善的课程，书中疏漏之处在所难免，敬请读者批评指正。

目 录

第一章 国际金融市场导论	1
一、国际金融市场的含义及类型	2
二、国际金融市场的产生与发展	2
三、国际金融市场的作用	4
四、国际金融市场的现状及发展趋势	5
第二章 外汇市场	14
第一节 外汇市场介绍	15
一、外汇市场的构成	15
二、外汇市场的货币分类	16
三、全球主要的外汇市场介绍	16
四、外汇市场中常用的几个概念	17
第二节 外汇市场的造市者	19
一、为什么外汇市场会有造市者	19
二、造市者的风险分析	20
第三节 外汇市场交易	21
一、外汇即期交易	21
二、远期外汇交易	22
三、掉期交易	24
第四节 汇率决定理论	24
一、利率平价	24
二、Fisher 平价	28
三、购买力平价	29
四、平价条件之间的关系	30
五、平价条件的检验方法	31
第五节 外汇期货	32
一、外汇期货概述	32
二、外汇期货的含义	33
三、外汇期货的功能	34
四、外汇期货套期保值的原理	35
五、外汇期货与外汇远期的比较	37



第六节 外汇期权	39
一、外汇期权概述	39
二、外汇期权的类型	40
三、期权买卖双方的盈亏分析	43
四、期权的组合策略分析	46
五、看涨看跌期权的平价公式	50
六、期权的价值分析	51
七、现汇期权、外汇期货期权、外汇期货式期权价格的关系	53
*第七节 期权定价的数学基础	54
一、Wiener 过程	54
二、Brown 运动	55
三、Itô 过程	55
四、Itô 引理	56
五、鞅与 Girsanov 定理	57
*第八节 外汇期权的定价	58
一、外汇期权定价模型	58
二、期权的避险参数及其在风险管理中的应用	62
小结	66
习题	66
第三章 欧洲货币市场	68
第一节 欧洲货币市场概述	69
一、欧洲货币市场的概念	69
二、欧洲货币市场的起源和发展	69
三、欧洲货币市场的特点	72
四、欧洲货币市场的信用创造机制	74
五、欧洲银行和欧洲货币中心	75
六、欧洲货币市场对世界经济的影响	78
第二节 欧洲银行业务	79
一、欧洲银行业务概述	80
二、欧洲银行的负债业务	80
三、欧洲银行的资产业务	82
四、欧洲货币市场的主要业务	83
五、辛迪加银团和辛迪加贷款	85



第三节 欧洲货币的远期交易	90
一、利率期限结构理论	90
二、远期利率协议	92
三、远期利率协议与利率期货的联系与区别	97
第四节 欧洲货币期货	97
一、欧洲货币期货概述	98
二、欧洲美元期货	99
三、运用欧洲美元期货进行套期保值	103
第五节 欧洲货币期权	108
一、欧洲货币期权概述	109
二、欧洲美元期货期权	109
三、利率上限、利率下限和利率上下限	115
小结	121
习题	122
第四章 国际债券市场	124
第一节 国际债券市场概述	125
一、外国债券市场	125
二、欧洲债券市场	127
三、欧洲债券市场与外国债券市场的比较	131
第二节 欧洲债券的发行	132
一、传统欧洲债券的发行程序	132
二、欧洲债券发行程序的变化	136
三、欧洲债券与国内债券在发行上的区别	136
四、欧洲债券的交易与清算	137
第三节 欧洲债券的定价	138
一、债券的定价原理	138
二、债券收益率的计算	140
三、欧洲债券远期价格的计算	142
第四节 债券市场中利率风险的度量	144
一、利率风险及其波动形式	144
二、债券利率风险的度量	145
第五节 含嵌入期权的国际债券的定价	149
一、国际债券中嵌入的期权特征分析	149
二、含有期权特征的国际债券的定价	151



第六节 互换交易	162
一、互换交易的含义	162
二、互换交易的种类	162
三、互换交易的风险	168
四、互换定价和价值的确定	170
五、互换期权	175
*第七节 利率的期限结构	177
一、利率期限结构的含义	177
二、传统的利率期限结构理论介绍	177
三、现代的利率期限结构理论介绍	178
小结	179
习题	180
第五章 金融市场风险管理	182
第一节 金融市场风险管理概述	183
一、风险的概念	183
二、风险管理的概念	185
三、风险管理的程序	186
第二节 金融市场风险测量的一般方法	188
一、波动性方法	189
二、灵敏度法	189
三、VaR 法	190
四、压力测试	191
五、极值理论	191
第三节 VaR 法介绍	192
一、一般分布下 VaR 的计算	192
二、正态分布下 VaR 的计算	193
三、投资组合的 VaR 与单一资产 VaR 的关系	193
四、边际 VaR (M- VaR)	194
五、增量 VaR (I- VaR)	194
六、成分 VaR (C- VaR)	194
七、条件 VaR (CVaR)	195
第四节 信用风险度量介绍	195
一、传统的信用风险度量方法	195
二、现代的信用风险度量方法	196



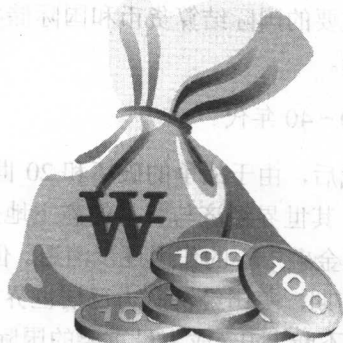
小结	198
习题	198
第六章 国际金融市场理论	199
第一节 有效市场理论	200
一、有效市场理论及其检验	200
二、汇率的随机特征——鞅特征	203
三、市场价格的建模方法	203
四、模型的检验方法介绍	206
第二节 分形市场理论	207
一、对经典资本市场理论的质疑	207
二、分形市场理论	210
三、相空间分形维的计算	214
第三节 行为金融理论	215
一、行为金融学的发展历程	215
二、行为金融理论的基本内容	215
小结	217
习题	218
第七章 国际金融市场的创新发展	219
第一节 抵押衍生证券	220
一、抵押贷款的特征分析	220
二、抵押转手证券	224
三、担保抵押证券	232
第二节 结构性金融产品	236
一、结构性金融产品的含义及特点	236
二、结构性金融产品的分类	236
三、结构性金融产品的交易原理及定价分析——以股票联系票据为例	238
第三节 信用衍生品	242
一、信用衍生品的概念和发展	242
二、信用衍生品的作用	243
三、信用衍生品的种类	244
小结	246
习题	247
参考文献	348

第一章

国际金融市场导论

本章学习重点

- 国际金融市场的含义
- 国际金融市场的分类
- 国际金融市场的产生与发展
- 国际金融市场的现状及发展趋势





一、国际金融市场的含义及类型

国际金融市场就是在居民与非居民之间或非居民与非居民之间实现金融资源在国际范围内有效配置的场所。与国内金融市场相比,国际金融市场的特点在于:其交易活动发生在本国居民与非居民或非居民与非居民之间;其业务范围不受国界限制;交易对象不仅限于本国货币,还包括国际主要可自由兑换的货币以及以这些货币标价的金融工具;业务活动比较自由开放;较少受某一国政策、法令的限制。

国际金融市场可以根据不同标准进行分类,根据交易期限的不同,可以分为国际货币市场和国际资本市场;根据交易方式的不同,可以分为现货市场和衍生市场;根据交易工具的不同,可以分为外汇市场、欧洲货币市场、国际证券市场、国际黄金市场等。

二、国际金融市场的产生与发展

国际金融市场是国际贸易和国际借贷关系发展、扩大到一定阶段的产物。传统意义上的国际金融市场,是指从事市场所在国货币的国际借贷并受市场所在国政策与法令管辖的金融市场。这种类型的国际金融市场,通常是由一国的金融中心发展而成,大多经历了由地方性金融市场到全国性金融市场、最后发展为国际金融市场的发展过程。传统的国际金融市场,一般以强大的工商业、对外贸易特别是以雄厚的资金实力为基础,依靠完善发达的银行制度发展起来。如第一次世界大战前,由于英国强大的经济实力、发达的国际贸易、健全的银行制度,英镑成为当时世界上最重要的国际结算货币和国际储备货币,伦敦也率先成为世界上最大的国际金融市场。

(一) 20 世纪 30~40 年代

第一次世界大战后,由于战争的破坏和 20 世纪 30 年代大危机的影响,英国经济实力不断衰落,其世界经济与贸易的霸主地位被美国所取代,英镑地位随之下降,伦敦作为国际金融中心的作用逐步消退。但与此同时,美国经济迅速崛起,在第二次世界大战初期,美国经济实力已居世界首位,并成为西方世界最大的资金供应者。美元地位不断上升,成为最重要的国际结算货币与国际储备货币,1944 年的布雷顿森林会议更是确立了美元在国际货币体系中的核心地位,纽约也一跃成为最大的国际金融市场。在此期间,由于瑞士法郎一直保持币值稳定和可自由兑换,且瑞士苏黎世金融市场外汇和黄金交易十分活跃,因此,除纽约、伦敦外,苏黎世也是这一时期重要的国际金融中心。



（二）20 世纪 50 ~ 60 年代

20 世纪 50 年代初，美国国际收支发生危机，并从 60 年代初接连发生美元危机，美国政府被迫采取了一系列限制资本外流的措施。为逃避这些管制，大量美元资金转移到美国境外，以伦敦为中心的境外美元市场迅速发展起来。随着马克、瑞士法郎和日元等其他主要货币境外交易增加，第二次世界大战后新型的国际金融市场即欧洲货币市场（Euro-currency market）开始形成。欧洲货币市场的出现标志着国际金融市场进入了一个新的历史阶段。与传统的国际金融市场相比，欧洲货币市场的主要特点是：交易主要在非居民之间进行；交易的对象是除市场所在国货币以外的任何主要西方国家的货币；交易活动几乎不受任何国家法规的限制。欧洲货币市场的形成，不以市场所在国强大的经济实力和巨额的资金积累为基础，只要市场所在国家或地区政局稳定、地理位置优越、政策优惠、服务完善，就有可能发展成为新型的国际金融市场。因此，国际金融中心不再限于少数发达国家的金融市场，而是向亚太、中东、拉美等地区扩展。欧洲货币市场是国际金融市场最重要的制度性创新，它改变了传统国际金融市场的性质，是真正意义上的国际金融市场。

（三）20 世纪 70 ~ 80 年代

20 世纪 70 年代以来，随着布雷顿森林体系的解体，西方主要国家相继实行浮动汇率制。同时，西方发达国家纷纷放松金融管制，导致金融资产价格不稳定，国际金融市场的汇率风险、利率风险空前增加。在此背景下，金融机构不断创立新的金融工具以满足交易者规避风险的需要，从而使国际金融市场从传统的基础资产交易市场扩展到衍生品交易市场。进入 20 世纪 80 年代以后，随着广大的发展中国家的金融改革和金融自由化的发展和深入，发展中国家积极推动本国金融市场的国际化进程，国际金融市场的一体化趋势越加显著，金融市场不同产品间价格相关性增加，市场的价格风险增大，而这一趋势又进一步促进了市场中金融产品尤其是金融衍生产品的创新以及金融风险管理技术和金融工程的迅速发展，复杂多样的金融产品不断涌现，金融创新层出不穷，既满足了具有不同风险收益特征的交易者避险和投机的需要，也为国际金融市场的发展不断注入新的活力，由于金融衍生工具是一把双刃剑，它既是避险的工具，同时又具有比基础工具更大的风险，因此衍生市场的发展也为国际金融市场的监管提出了挑战。

（四）20 世纪 90 年代至今

20 世纪 90 年代以来，随着国际金融市场一体化、金融自由化的加深和金融



工程技术的发展, 衍生金融工具的迅猛发展成为国际金融市场的主旋律。一方面表现为, 新的更为复杂的衍生工具不断涌现。例如, 在衍生品市场的基础上又产生了结构性金融商品, 即固定收益商品和高杠杆性的衍生品相结合、根据需要定制的金融投资, 由债券、股权等基础金融资产与期权、互换交易等衍生金融工具构成, 可以使投资者在不断变化的市场环境下, 在规避风险的同时获得最大的回报。另一方面, 国际金融市场上衍生金融工具的交易量远远超过基础资产的交易量, 根据“国际互换与衍生产品协会”(ISDA)的统计数据, 利率互换的本金价值从1987年的6829亿美元增加到1997年的222913亿美元, 年均增长率为310%; 货币互换的本金价值从1987年的3656亿美元增加到1997年的36473亿美元, 年均增长率为87%; 利率期权从1987年的近似为零增加到1997年的49200亿美元。根据“期货工业协会”的数据, 利率期货与期权的名义价值从1986年的5170亿美元增加到1998年的123050亿美元, 年均增长率228%; 股权股指期货与期权的名义价值从1986年的520亿美元增加到1998年的11875亿美元, 年均增长速度为118%。

目前, 全球衍生品交易仍保持快速增长的势态。根据国际清算银行(BIS)最近公布的报告显示, 2005年第四季度, 包括利率、货币、股价指数等全球期货和期权合约交易达到了344万亿美元, 同比增长了22%。其中, 日本以及美国股指期货衍生品市场的繁荣, 使2005年第四季度的全球股指期货衍生品成交量创下了历史新高, 达到了39万亿美元, 环比增长了14%。日本股指期货衍生品市场成交量在去年第四季度暴增了59%。美国股指期货衍生品市场的总量也在去年第四季度环比增长了26%, 成为全球第一大股指期货衍生品市场。2006年, 全球衍生品交易继续快速发展。国际清算银行公布的数据显示, 利率、股指与货币衍生品合约交易规模在一季度增长25%, 达到429万亿美元。其中, 利率衍生品交易增长尤为迅速, 另外股指期货衍生品交易量也比上季度增长11%, 达到43万亿美元; 能源、贵金属衍生品交易量激增, 日本市场黄金期货交易量上一季度翻了一番, 白银以及铂金期货的交易量也增长了30%。可见, 衍生金融工具的发展改变了国际金融市场的结构和交易方式, 成为当今国际金融市场的主体。

三、国际金融市场的作用

(一) 促进世界经济与国际贸易的发展

国际金融市场的发展, 促进了国际贸易的迅速增长, 对世界经济增长的推动作用主要表现在: 首先, 国际金融市场促进了国际贸易的发展, 国际金融市场发挥了国际结算和国际信贷中心的作用, 各国经常利用国际金融市场为其外贸融通



资金，这是战后的一个重要发展趋势。第二次世界大战以后，世界贸易年均增长率高于世界国民生产总值年均增长率，国际贸易的迅速增长在推动世界经济增长中起着重要作用。其次，为资本短缺国家利用外资扩大生产提供了便利。国际金融市场在世界范围内为各国提供了一个筹集经济发展资金、扩大投资和生产规模的机会，不仅促进了战后某些西方国家的经济复兴，而且也推动了一些发展中国家的经济增长。

（二）促进生产和资本国际化的发展

第二次世界大战后跨国公司的迅速发展是生产和资本国际化的重要表现之一。国际金融市场不仅为跨国公司在全球范围融通调拨资金提供了便利，而且也为跨国公司存储临时闲置资本并投资获利提供了条件。因此，国际金融市场促进了跨国公司的发展，推动了国际投资的扩大，加速生产和资本的国际化发展。

（三）通过金融资产价格来实现全球资源的合理配置

国际金融市场上资产价格（如利率、汇率等）的形成基于众多的交易者对未来市场走势的预期，这些价格信息不仅充分反映了金融资产的供求关系，而且对国际金融市场的资产配置发挥着重要的调节作用。

（四）为投资者提供规避风险和套期保值的场所

随着国际金融市场自由化趋势的发展，利率、汇率和股票价格的波动越来越剧烈，市场参与者纷纷寻求转嫁风险的新途径。国际金融市场中的期货、期权等衍生品交易为投资者提供了有效的风险管理手段。

（五）消极影响

此外，国际金融市场对世界经济的发展也有消极作用的一面，主要表现在巨额的短期国际资本的投机性的流动，不利于有关国家国内货币政策的执行，造成外汇市场的剧烈波动。

四、国际金融市场的现状及发展趋势

（一）国际金融市场的一体化

国际金融市场的一体化是指各国国内金融市场与国际金融市场日益紧密联系、相互影响和促进，逐渐走向统一的过程和趋势。国际金融市场的一体化始于 20 世纪 60 年代出现的欧洲货币市场，80 年代以后，随着西方国家纷纷放松金融管制以及发展中国家金融深化和金融自由化的趋势而日益加强，进入 20 世纪 90



年代,不仅发达国家而且发展中国家的金融市场开放程度也越来越高,国际资本流动速度日益加快,国际金融市场一体化趋势得到迅猛发展,近年来金融创新浪潮中新的金融工具和金融机构的不断涌现,又为这一趋势提供了适当的载体。目前金融市场的全球一体化趋势已成为国际金融市场的一个最重要的特征。

1. 国际金融市场一体化的主要表现

(1) 金融交易跨国发展

金融交易跨国发展即融资者和投资者都可进行跨国交易,并可在离岸市场经营以任何可自由兑换货币为面值的金融资产,从而为投资者在全球范围内投资和分散风险以及为借款者选择筹资市场和降低筹资成本提供了极大的便利,同时各类金融市场参与者范围的不断扩大也使交易量不断上升,各个金融市场的相互关联不断增强,金融交易规则和监管规则逐步趋于统一,全球金融市场一体化趋势日益显著。20世纪90年代以来,各国在国际市场上发行证券的规模都有了跳跃性的增长。

(2) 金融交易日益网络化、全球化

由于电子通讯技术的广泛应用以及跨国银行的长足发展,跨国资金流动可在瞬间完成。这就使各国金融市场日益成为一个全时区、全方位的统一的国际金融市场,投资者可在任何一个主要金融中心进行跨国界、跨时区24小时连续不断的金融交易,电子化和网络化带来的全球各金融市场的高度贯通是金融市场全球一体化的重要表现。

(3) 金融资产价格的趋同化

国际金融市场的一体化大大降低了交易成本,使巨额国际资本通过金融中心在全球范围内迅速流动成为可能,从而使国际金融市场上的套利机会转瞬即逝。各国金融市场的价格决定机制相互影响,假定资产的非系统性风险为最小,且除了面值货币不同外,资产是完全同质的,那么金融市场一体化就意味着各国相同金融资产的收益率趋同,从而全球的金融市场价格信号趋于一致。

(4) 区域货币一体化

1999年1月1日欧元的推出,不仅改变了国际储备货币的结构,而且对国际金融市场一体化也产生了重要影响。一方面,欧元区货币的一体化将加速欧洲货币市场和资本市场的一体化进程,增强整个金融市场的流动性和交易规模,改善欧元区企业融资环境,使欧洲金融市场在全球范围变得日益重要。另一方面,欧元的推出也为世界其他一些国家区域货币一体化产生示范效应,从而推动国际金融市场一体化进程。