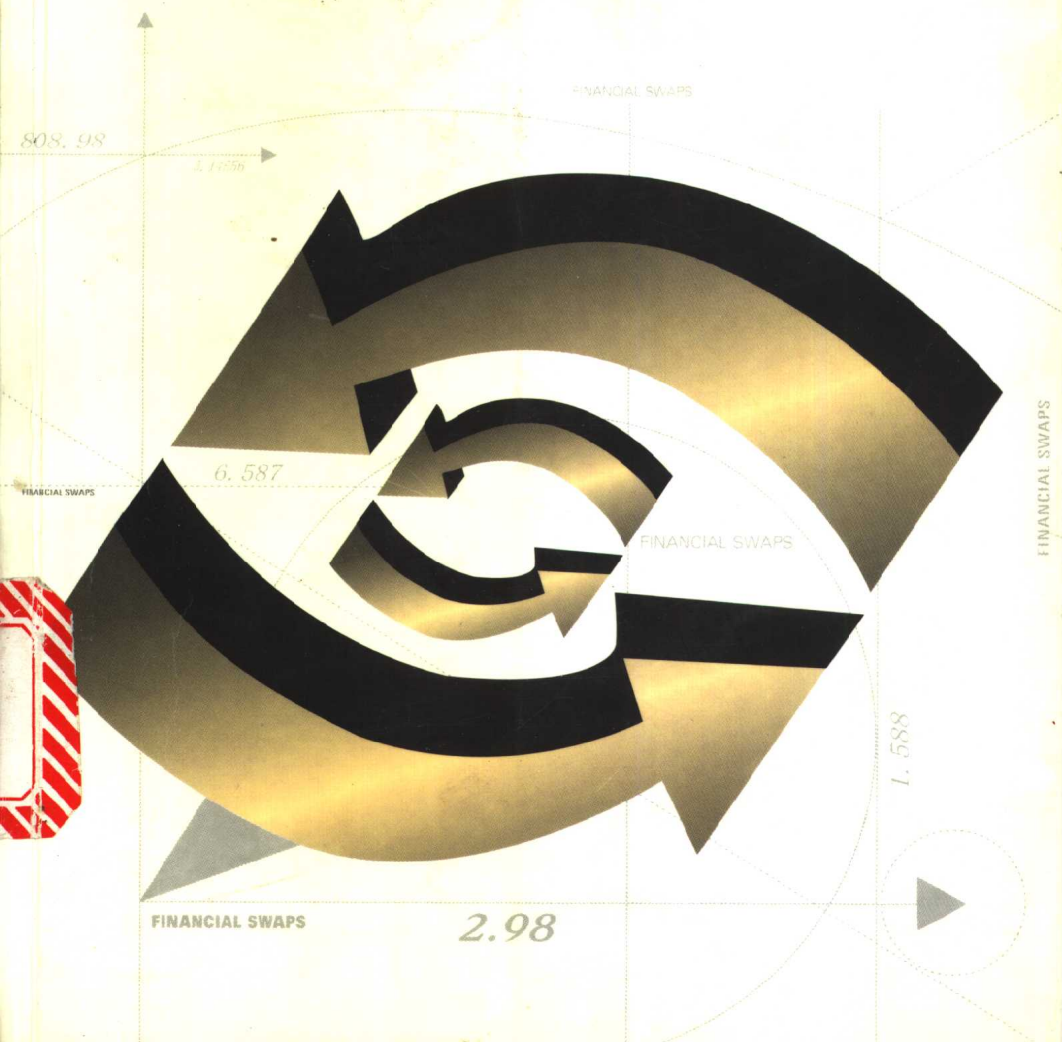


金融前沿与发展丛书

金融互换

FINANCIAL SWAPS

谭跃 潘永红 著 广东经济出版社



图书在版编目 (CIP) 数据

金融互换/谭跃, 潘永红著. —广州: 广东经济出版社,
1999.9

ISBN 7-80632-560-3

I. 金… II. ①谭…②潘… III. 互换货币协定
IV. F831.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 49082 号

出版 发行	广东经济出版社 (广州市环市东路水荫路 11 号 5 楼)
经销	广东省新华书店
印刷	广东邮电南方彩色印务有限公司 (广州市天河高新技术产业开发区工业园建工路 17 号)
开本	850 毫米×1168 毫米 1/32
印张	7.75
字数	189 000 字
版次	1999 年 9 月第 1 版
印次	1999 年 9 月第 1 次
印数	1~5 000 册
书号	ISBN 7-80632-560-3 / F·257
定价	12.00 元

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与承印厂联系调换。

读者热线: 发行部 [020] 83794694 83790316

·版权所有 翻印必究·

《金融前沿与发展丛书》编委会

顾问：张元元 张永安

主编：邓瑞林

副主编：刘少波 何问陶

编委：〔按姓氏笔划排列〕

王 涛 王 聪 古国耀 李庚寅

肖松华 肖 端 杜金岷 杨 星

赵家敏 黄 强 彭先展 谭 跃

序

当前，在以美国为首的西方发达国家的推动下，国际经济、金融一体化的浪潮席卷全球，国际金融市场金融工具不断创新，金融电子化迅速发展，金融自由化、金融市场的开放已是大势所趋。我国金融改革和开放也在逐步向纵深发展，力度在不断加大。但与此同时，金融风险也在进一步增大，金融管理与金融风险的防范刻不容缓。1997年7月以来爆发的亚洲金融危机是战后最严重、最深刻、范围最广的一次金融危机，它充分暴露了金融的巨大风险。金融危机导致不少受灾国家经济严重衰退，有的国家还演变成政治危机。金融安全已成为一个国家经济安全的头等大事。在这样国际、国内的历史背景下，要求金融工作者包括科研、教育、实际工作者必须努力学习，对国内外金融前沿与发展问题、金融热点问题进行研究、探讨、在学习、借鉴国外经验、教训的基础上，结合我国金融实际提出一些建议和意见。

暨南大学金融系从1996年7月起组织编写了一套《国际金融系列丛书》，至今已出版了十几本，除少数因各种原因未能出版外，预计将于1999年陆续出齐。今应广东经济出版社约再出版一套《金融前沿与发展丛书》作为姐妹丛

书，继续对金融前沿问题进行研究、探讨，继续向读者介绍新的金融产品，为我国金融业的发展作出贡献。

全套丛书今年计划出版 7 本，它们是：1. 跨国银行经营管理；2. 电子货币；3. 金融创新；4. 金融互换；5. 证券投资基金实务；6. 房地产金融实务；7. 银行信息与办公自动化。如果我们这套丛书能得到社会认可，得到读者的喜爱，我们将根据金融业的发展于明年继续出版新的专题。

本丛书写作的指导思想是融研究性、知识性于一体。作为研究性它将努力探索本学科一些前沿的课题，以及一些尚未被人们充分认识的问题。作为知识性它将力求读者对本专题有一个全面、系统、基本的认识。当然，由于作者阅历不同，思路不一，作为一套丛书难免会有参差不齐之处。有些地方甚至会有错误疏漏。还望读者批评指正。

编委会

1999 年 5 月 31 日

前 言

金融互换是两个或两个以上的参与者之间，直接或通过中介机构签订协议，互相或交叉支付一系列本金、或利息、或本金和利息的交易行为。金融互换产生于 80 年代初，一出现就备受筹资者和资产管理者的青睐，尤其是 80 年代末以来，其未清偿名义本金额以年均 40% 以上的速度增长，1997 年末达到 24.11 万亿美元，^[1]成为金融领域中的“万用而便利的自动贩卖机”。在世界金融衍生产品市场上占有重要的一席之地。

金融互换业务追求融资渠道的多元化、降低利率和汇率风险、改善资产负债表结构、降低筹资成本，其投机的因素比起期货、期权要小得多，因而颇受谨慎稳健的财务主管的偏爱。金融互换的实用价值在今天显得尤为突出。1985 年以来，由于日元汇率的变化，我国在日元外债方面遭受了巨大的损失，有的企业债务到期后根本无力偿还，另外我国的外汇储备也存在币种结构不尽合理的问题，需要适时地加以调整；银行方面，商业银行和投资银行急需寻找新的增长点。因此，研究金融互换的有关技术和发展前景，无疑具有重要的理论和现实意义。

互换的风险主要是市场利率和汇率变化的风险，以及对手不履约的风险。到目前为止，公开披露的因互换交易遭受重大损失的例子很少，比较而言，互换的风险没有期货和期权的风险那么

大，但互换仍然与其他金融衍生工具一起，被部分人士称作“货币怪物”、“赚钱的圈套”、“攫取财富的游戏”，“导致毁灭的元凶”等等。

争论与责备并不妨碍互换的高速发展。目前，人们似乎对期货和期权比对互换给予更多的关注，在中国这种倾向更加明显。其实，据资料显示，互换交易的规模比期货和期权都大得多。金融互换的积极作用是无可置疑的，至于风险，只有投机商才会运用杠杆作用使其扩大，而这样的风险他们是愿意接受的。

中国金融市场近几年变化很大，金融环境越来越好，对金融衍生工具的需求亦日益明显，但因利率、汇率都未市场化，大规模地发展互换的条件尚不充分。但是从现在起就研究互换，推出一些特殊的品种，参与国际上的交易，不仅是可能的，也是必要的。至于全面开展人民币利率互换和人民币—外币互换，则要视乎利率和汇率市场化的进程，适时、审慎地开展。

由于作者理论知识、占有资料、研究时间有限，本书对金融互换的研究难免片面、粗疏，恳请各界专家、读者不吝指正，以求推动我国金融事业的发展。

在本书的写作出版过程中，暨南大学金融学系邓瑞林教授（博导）一直支持和鼓励我们，经济学及金融学专家张元元教授热情关心和帮助我们，金融系领导和老师也给予我们中肯的建议，才使本书得以完成，在此向他们表示诚挚的感谢。

我们还要感谢帮助输入打印、整理校对的研究生梁涛、熊伟；还要感谢我们的家人对本书成稿无怨无悔的支持。

作者

1999年3月于广州

目 录

前言	1
第一章 金融互换的产生与发展	1
第一节 金融互换产生的背景	1
第二节 金融互换产生的直接原因	5
第三节 金融互换的产生与发展	8
第二章 金融互换基本原理	21
第一节 金融互换的概念	21
第二节 金融互换的功能与作用	26
第三节 金融互换的特点	28
第四节 互换期限和条件	31
第三章 金融互换的法律问题	33
第一节 合同的一般属性和适用的法律	33
第二节 合同的形式和主要条款	35
第三节 制定合同时遇到的特殊问题	37
第四章 金融互换的操作	51
第一节 金融互换的资讯及报价	51
第二节 互换交易的文件	52
第三节 金融互换的开始、转让和终止	60
第五章 金融互换的价格与定价	69
第一节 影响互换价格的因素	69
第二节 零息定价法	70
第三节 债券价格分析法	79
第四节 远期合约分析法	82

第六章 利率互换的应用	87
第一节 利用利率互换进行风险管理	87
第二节 利用利率互换进行套利	93
第三节 新发行债券的套利	98
第七章 货币互换的应用	107
第一节 利用货币互换进行风险管理	107
第二节 利用货币互换进行套利	116
第八章 非标准互换和互换衍生产品	127
第一节 非标准互换	127
第二节 互换衍生产品	132
第三节 互换期权	141
第九章 金融互换的风险与管理	149
第一节 互换风险的类别及产生原因	149
第二节 互换风险的测定	151
第三节 互换风险的管理与防范	159
第十章 我国发展金融互换问题的思考	169
第一节 我国发展金融互换的可行性	169
第二节 我国发展金融互换的总体构想	177
注释	185
附录一 市场创造者资讯	187
附录二 ISDA 主合同	191
主要参考书目	234

第一章

金融互换的产生与发展

第一节 金融互换产生的背景

金融互换和期货、期权等金融衍生产品都产生于 70 年代末、80 年代初，总体而言，其产生的背景是非常相近的，主要是由于汇率的浮动和利率的波动。

一、固定汇率制的崩溃和浮动汇率的形成

第二次世界大战后，西方主要国家的实力发生了巨大的变化。英国经济实力大大削弱，工业生产缩减，出口贸易下降，外债急剧增加，黄金储备大为减少。与此同时，美国则成了世界上最大的债权国，工业生产、出口贸易、国外投资和黄金储备等方面都有大幅度增长，美元实力大增。英、美两国激烈斗争的结果，是 1944 年 7 月布雷顿森林体系的建立。该体系建立了以美元为中心的固定汇率制度，其主要内容有：

(1) 以黄金为基础，美元为最主要的国际储备货币。美元与黄金直接挂钩，美元含金量为 1 美元含 0.888 671 克纯金，黄金定价为 35 美元折合 1 盎司纯金。

(2) 各国政府或中央银行可用美元按官价向美国兑换黄金，

其他国家的货币与美元挂钩。

(3) 各国货币对美元的汇率，一般只能在平价上下各 1% 的幅度内波动，各有关国家负责维持。

这种以美元为中心的固定汇率制度，可以概括为“两挂钩、一固定”，即美元与黄金直接挂钩、其他国家的货币与美元挂钩、各国货币的汇率固定。这个制度在 50 年代和 60 年代的部分时期内运行良好，对战后世界经济的恢复和发展起到了巨大的作用。但是，由于该制度是以美元为中心的，因此，美元在国际金融市场上的地位和稳定性，对该制度的运行至关重要。

50 年代前期，美元依然保持相对稳定，世界各国存在“美元荒”，需要美元来扩充国际储备。随着资本主义体系危机的加深和经济政治发展不平衡的加剧，各主要资本主义国家的经济实力对比发生了变化。到 50 年代后期，美国国际收支不断恶化，黄金开始大量外流。美国的黄金储备战后曾达到 240 亿美元，1980 年底降到 178 亿美元，当时的短期外债则高达 210 亿美元，超过了黄金储备，于是美元信用发生动摇，爆发了第一次美元危机。

60 年代中期越南战争扩大，美国的财政金融和国际收支状况更加恶化，黄金储备大大低于短期外债，通货膨胀加剧，美元信用更加下降。1968 年又爆发一次严重危机，抢购黄金的风潮异常猛烈，于是美元的兑换性受到限制，美元的国际地位继续下降。1971 年，美元外流的情况达到顶点，美国当年的国际收支逆差增至 297 亿美元。尼克松政府 8 月 15 日宣布实行“新经济政策”，停止美元兑换黄金。1971 年 12 月，十国集团达成协议，美元对黄金贬值至 38 美元/盎司，美元对十国集团货币平均贬值 10%。1973 年 2 月，美元再对黄金贬值 10%，每盎司黄金兑 42.22 美元，美元仍然不能兑换黄金。美元对其他主要货币贬值，西欧大部分国家的通货对美元升值，而美、加、意、瑞士和

日本，则让它们的货币实行浮动。1973年3月，各主要国家都实行浮动汇率制，固定汇率制彻底瓦解。自1973~1985年间，西方主要货币平均变动幅度为17%（参见图1-1）。

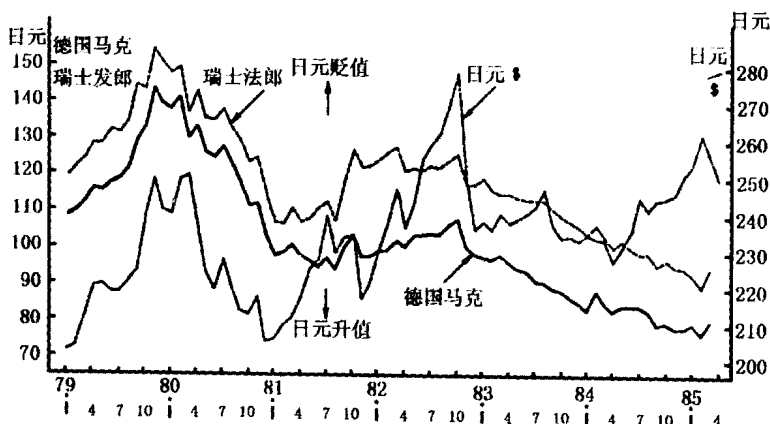


图1-1 外汇汇价的变化（以1979~1985年末水平为基础）

资料来源：[日]小林靖弘、清水正俊著，董唯俭、王雅范译《调期业务》，中国金融出版社，1994.12。

二、利率波动的日益频繁和剧烈

从二次大战结束到60年代中期，美国的利率始终受到联邦政府的严格管制，因而十分稳定。然而，在60年代中期以后，特别是进入70年代以后，美国国际国内的政治局势和经济环境均发生了重大的变化。从国内来看，美国于60年代发起越南战争，约翰逊政府上台后，改变了原来以赋税筹措军费的方式而通过大量增发货币来维持庞大的军费开支，从而引起了严重的通货膨胀。70年代初，在“石油危机”的冲击下，美国经济更是陷入停滞膨胀的困境，联邦政府与中央银行进退维谷：为了抑制通

货膨胀，通过紧缩的货币政策，把利率水平提得很高；然而高利率引起衰退和失业增加，又不得不降低利率以刺激经济。于是，在两难的境况下，利率波动日益频繁，波动的幅度也逐渐扩大（如图 1-2）。

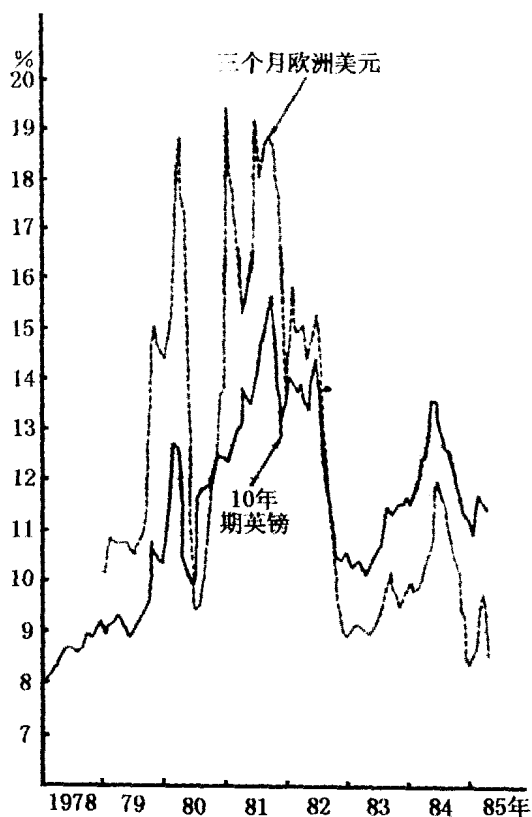


图 1-2 长短期利率的变化

资料来源：同图 1-1。

国际上自从布雷顿森林体系解体后，在浮动汇率制度下，各国政

府纷纷通过利率调整来干预汇率，以维护本国利益。

第二节 金融互换产生的直接原因

在汇率浮动与利率波动的背景下，人们规避风险的需求、银行推动、科学技术的进步，进一步促成了金融互换的产生。

一、避险需求的不断增强

进入 80 年代以后，以美国为首的工业化国家进行了金融自由化的改革，主要内容有：取消对存款利率的最高限额，逐步实现利率自由化；允许各金融机构业务交叉，鼓励银行业务综合化；开放各类金融市场，放宽对资本流动的限制；放松外汇管制等。美国和金融自由化进程如下表：

表 1-1 美国和金融自由化进程

年份	美 国	日 本
1978	6 月 发售货币市场存款证(MMC)	
1979	7 月 发售小额储蓄存款证(SSC)	5 月 发行 5 亿日元以上大面额存款证
1980	金融制度改革法生效, Q 项条例将分阶段废除	12 月 修改外汇管制法
1981	1 月 可转让提款证(计息的活期支票账户 NOW)结算得到认可 银行渗入证券业务 10 月 发售非课税储蓄存款证(ASC)	

续上表

年份	美 国	日 本
1982	12月 发售货币市场存款账户(MMDA), 出现银行业务跨州现象	4月 修改银行法
1983	1月 超级 NOW 结算得到认可; 银行收买证券公司情况频繁 10月 定期存款利率自由化	4月 开放银行销售国债业务
1984		5月 日元美元委员会和大藏省就日元国际化和日本金融自由化发布报告书 6月 废除日元与其他货币交易限制, 开放银行经营国债交易业务
1985	6月 银行家信托公司开展商业票据(CP)业务得到认可	3月 发售5千万日元以上 MMC 10月 10亿日元以上大额定期存款利率自由化, 创设债券期货市场
1986	存款利率完全自由化	2月 外国证券公司成为东京交易所正式成员 12月 设立东京离岸市场
1987		1月 在大孤创设股票期货市场 11月 创设商业票据(CP)市场
1988		4月 存款证最低面额降为5 000万日元, 期限为2周~2年 5月 16家证券公司获准进入东京交易所交易 8月 短期国债最低面额降为5 000万日元 11月 3 000万日元以上的定期存款利率完全自由化

资料来源:《银行家》1989年1月号 and 木川真(日)《资产负债管理基础知识》。

这样，在利率自由化和金融业竞争日趋激烈的情况下，利率汇率的波动更加频繁而复杂，市场于是迫切需要有新的工具来规避利率和汇率的波动风险。

表现得尤为突出的是欧洲债券市场的发展。欧洲债券具有发行成本低、质量高、流动性强等优点，深受各国投资者的欢迎。根据摩根担保信托公司 1988 年《世界金融市场》的统计资料，欧洲债券的发行规模达到 526 亿美元，1988 年 9 月发展到 1 383 亿美元。为了满足投资人对不同货币和利率回报方式的需求，国际承销机构不得不寻找新的工具来提高欧洲债券的吸引力。

二、银行部门的积极推动

世界金融市场的动荡和各国金融管制的放松，使得银行在竞争压力下片面注重资产的拓展，致使信贷质量极度恶化，信贷资产风险加大，坏账金额不断增加，银行危机也不断发生。1974 年原联邦德国赫斯塔特银行（Herstatt Bank）和美国富兰克林国民银行（Franklin National Bank）的倒闭，引起了世界性的金融恐慌。为防止“城门失火，殃及池鱼”，避免一个银行危机触发多个银行危机乃至世界性金融危机，巴塞尔委员会先后于 1975 年和 1983 年发表了两份文件，为银行业的国际统一监管确定了准则和方向。1988 年发表的“巴塞尔协议”更是对银行的资本充足率提出了具体的要求，要求银行在 1992 年底前最低资本充足率达到 18%，核心资本充足率达到 4%。银行为提高资本充足率，要么扩大资本，要么缩减资产。扩大资本主要靠赢利积累和扩大股本。由于银行传统存贷款业务受到强大挑战，靠赢利积累无法取得明显的效果，扩大股本则会稀释股权，影响股东信心，缩减资产或将高风险资产转化为低风险资产，在日益激烈的国际金融形势下，又不合时宜。最为可行的是将表内业务表外化，因为表外业务不必动用银行的资产，不增加银行的负债，减轻增资

压力，另一方面又可为银行带来不少费用收入以补充资本。而金融互换正是一种主要的表外业务，可以在提高资本充足率方面发挥重要作用。因此，金融互换一出现，就备受金融界的欢迎，从而发展迅速。

三、科学技术的迅猛进步

世界进入 70 年代，发生了新的科学技术革命，国外称之为“第四次产业革命”。它以计算机、遗传工程、光导纤维、激光等的广泛应用为根本特征，核心是微电子技术的发展和运用，它彻底改变了金融观念，直接导致了金融创新和金融革命。

由于新技术的运用，信息的传播更加迅速和充分，传统业务领域的竞争更加激烈，交易商得到其中的收益率降低，这促使金融机构追寻新的产品以恢复较高的利润水平，而先进的计算机技术的应用大大提高了造市商（market maker）信息处理的能力，使其能够准确、及时地把握市场变化的脉搏。

第三节 金融互换的产生与发展

据可靠的文字记载，最早的互换交易发生在 16 世纪，当时有个热那亚的银行家，通过安特卫普货币市场付给西班牙军队黄金，交易条件是从西班牙国王那里得到用银子铸成的西班牙货币。这被认为是互换交易的最初形态。

一、金融互换的雏形

（一）平行贷款（Parallel Loan）

“平行贷款”一词，一般用于支付两种很相似的贷款形式。在 70 年代，英国的资金外流情况严重，英国的中央银行——英格兰银行，为了控制外汇留存不致枯竭，采取了对外投资进行扣