

金融投资工具应用



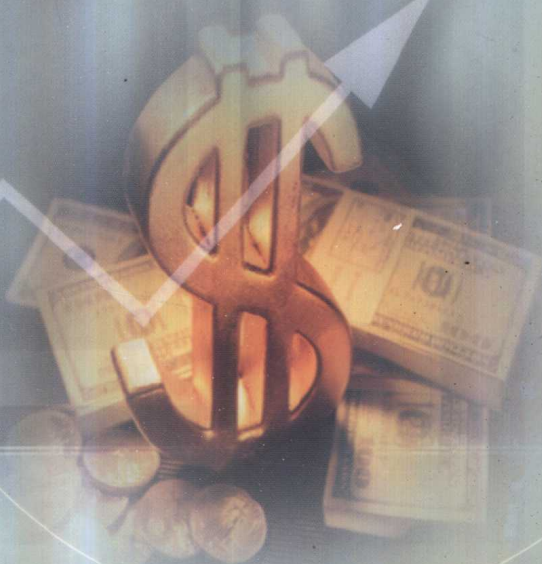
风险管理

JINRONG TOUZI GONGJU

YINGYONG YU

FENGXIAN GUANLI

尚理慧 / 著



中国计划出版社

金融投资工具应用与 风险管理

尚理慧 著

中国计划出版社

图书在版编目 (C I P) 数据

金融投资工具应用与风险管理 / 尚理慧著. —北京:
中国计划出版社, 2003. 1
ISBN 7-80177-154-0

I. 金... II. 尚... III. ①金融投资—研究—中国
②金融市场—风险管理—研究—中国 IV. F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 003059 号

金融投资工具应用与风险管理

尚理慧 著

☆

中国计划出版社出版

(地址:北京市西城区木樨地北里甲 11 号国宏大厦 C 座 4 层)

(邮政编码:100038 电话:63906415 63906416)

新华书店北京发行所发行

三河富华印刷包装有限公司印刷

850×1168 毫米 1/32 11.75 印张 260 千字

2003 年 1 月第一版 2003 年 1 月第一次印刷

印数 1—3000 册

☆

ISBN 7-80177-154-0/F·064

定价:20.00 元

出版前言

本书是在我的博士论文基础上修改而成的,基本保持了论文原貌,在出版时参考了近两年的一些重要文献而做了适当修改。

本书研究的核心是金融投资工具。书中对金融工具及金融投资工具进行了理论界定,运用效用理论、市场失灵理论、技术分析理论、基本分析理论、博弈论等经济学理论以及国内外学者对金融投资与金融工具领域的大量研究成果,系统阐述了金融投资工具的种类、制度安排、功能和属性,深入探讨了投资者运用这些工具进行投资的理论、行为与过程,分析了金融投资工具的风险属性及其微观风险宏观化的流动机理,提出了防范金融危机、完善金融监管的有关原则和措施,以及这些理论和原则在我国的应用。

全书共十章,大致可分为四部分。

第一部分为前四章,主要从理论上对金融工具与金融投资工具作出明确界定,在此基础上,论述了金融投资工具的分类、制度安排、功能,讨论了金融投资工具的风险属性以及风险的分类与衡量。

第二部分由五、六、七章组成,详细考察了金融投资工具的交易与投资问题。对交易的考察主要是对交易市场、交易者类型、交易行为和交易机制的分析。对投资问题的讨论是从两种常用的投资理论——技术分析理论与基本分

析理论入手分析投资行为,并用博弈论分析了这两种理论所代表的投机策略与投资策略及其均衡问题,告诫投资者要合理地运用这些理论。

第三部分为第八、九章,主要阐述了金融投资工具微观风险的管理方法、流动机理及其向宏观风险转化从而引发金融危机的非线性机制。分析了对金融投资工具进行监督的制度、动态和不足,提出了完善金融投资工具监管的原则。

第四部分为第十章,论述了我国未来发展衍生性金融投资工具的可能性与必要性,提出了相应的发展策略,讨论了我国未来相关监管体系的建立等问题。

本书对我国金融理论的建设、宏观决策、投资者的投资等方面有着不可忽视的贡献:第一,随着我国市场经济体制的建立,我国未来必然要大力发展金融投资工具。本书为我国更好地发展金融投资工具尤其是衍生性金融投资工具提供了知识上的准备;第二,界定了金融工具和金融投资工具的概念,为我国理论工作者在该领域的研究奠定了基石;第三,澄清了人们对金融投资理论的一些模糊认识,指出了运用误区,为我国投资者提供了参考与指导;第四,指出了金融危机的微观成因,对我国从微观层面入手防范金融危机有着指导作用;第五,为我国科学地进行金融投资工具监管提供了理论准备与实践指南。

目 录

导 论	(1)
第一章 金融投资工具的理论界定	(14)
第一节 金融工具的涵义	(14)
第二节 金融工具的分类、特征及功能	(23)
第三节 金融工具的制度安排属性	(28)
第四节 对金融工程的研究及结论	(32)
第五节 金融投资工具的理论界定	(44)
第二章 基础性金融投资工具概述	(52)
第一节 货币市场投资工具简介	(52)
第二节 股票	(63)
第三节 债券	(72)
第四节 投资基金	(75)
第三章 衍生性金融投资工具概述	(87)
第一节 金融衍生工具	(87)
第二节 金融远期	(92)
第三节 金融期货	(99)
第四节 金融期权	(106)
第四章 金融投资工具的风险及其衡量	(114)

第一节	金融投资工具风险概述	(114)
第二节	金融投资工具风险种类	(119)
第三节	金融投资工具微观风险的定性衡量	(125)
第四节	金融投资工具微观风险的定量衡量	(129)
第五章	金融投资工具交易概述	(149)
第一节	金融投资工具的交易市场	(149)
第二节	金融投资工具的投资者及其行为	(153)
第三节	经营机构:做市商及其行为	(170)
第四节	金融投资工具的交易机制	(177)
第六章	金融投资工具的技术分析理论	(191)
第一节	金融投资工具交易的分析理论概述	(191)
第二节	技术分析概述	(193)
第三节	技术分析方法简介	(196)
第四节	对技术分析的评价	(220)
第七章	金融投资工具的基本分析理论	(229)
第一节	基本分析概述	(230)
第二节	金融投资工具的定价	(234)
第三节	资本市场理论	(248)
第四节	对基本分析理论的评价	(260)
第八章	金融投资工具微观风险的管理及流动	(269)
第一节	金融投资工具风险管理综述	(269)
第二节	风险转移:以套期保值为例	(274)
第三节	微观风险的流动分析	(283)
第四节	金融投资工具微观风险的宏观化	(289)

第九章 金融投资工具宏观风险的管理:监管	 (298)
第一节 金融投资工具监管的经济学分析	 (299)
第二节 金融投资工具监管概述	 (305)
第三节 衍生性金融投资工具监管的国际 动态	 (311)
第四节 金融投资工具监管的不足及其完善	 (318)
 第十章 关于我国发展衍生性金融投资工具的 讨论	 (326)
第一节 我国发展衍生性金融投资工具的可能性 与必要性	 (327)
第二节 我国发展衍生性金融投资工具的 策略	 (335)
第三节 衍生性金融投资工具监管体系的 构建	 (342)
 主要参考文献	 (346)
 论文后记	 (363)
 出版后记	 (366)

导 论

一、缘起

选择金融投资工具作为我的博士论文研究对象,主要有三个动因:一是对有关金融投资和金融工具问题的研究有着较强的理论和现实意义;二是众多前辈对我的教导;三是自身的兴趣与条件。

在攻读博士学位伊始,我就在考虑论文题目。1997年下半年,发生了东南亚金融危机,其影响深远、原因众多,掀起了国内外学者对金融危机的研究高潮。本人也非常关注这次危机,我注意到同其他几次金融危机一样,一系列具有投资功能的金融工具(尤其是金融衍生工具)在其中扮演了重要角色,那么,这些金融工具到底与金融危机有着什么样的联系?很显然,对这个问题的研究具有深远的理论和现实意义,这构成了我深入研究这些金融工具的一个动因。1998年起,我开始关注并逐步深入地研究这个问题。另外,我国开展金融投资的历史较短,无论是经验积累,还是理论建设,都存在着明显的不足,需要我国众多学者进行耕耘。因此,把对金融工具和金融投资结合起来研究,无疑是非常具有现实意义的。

我在1998~1999年间决定要在博士论文中把金融投

资和金融工具方面的问题结合在一起进行研究。但到底怎么研究,站在什么角度研究? 1999 年初以前,这个问题在我脑中还未清晰。当我带着这个问题向我的导师田江海先生及张汉亚、林森木、戴园晨、陈东琪、罗云毅等我国经济学界的著名学者请教时,他们都为我的选题提供了指导性的意见,在他们的帮助和鼓励下,我把博士论文的研究焦点放在了“金融投资工具”以及利用金融投资工具进行金融投资和进行风险管理等问题上。

此外,兴趣与经历也是我选择金融投资工具进行研究的因素。几年前,在进入中国社会科学院研究生院投资系学习之前的一次非常重要的面试中,系里几位慈祥的导师问我,如果攻读博士学位的话,将以什么为主要的研究方向。我的回答是“金融投资或金融工具”。这在当时主要是出于兴趣——我曾有近 5 年的外汇和期货交易经历,那时,总有关于金融投资及金融工具的星星点点体会闪现出来,但由于工作繁忙,没有进行任何的整理——于是我希望在攻博的这 3 年中把这些体会系统地表述出来。由于工作经历的缘故,我在金融投资及运用金融工具方面有着长期的切身感受,积累了大量实践经验,这些经验对我的研究工作将颇有助益。

在学习期间,我比较系统地学习和考察了金融工程学、金融投资学、博弈论、金融市场微观结构理论、资本市场理论,并初步了解了分形理论及混沌理论——这些理论的一些重要成果及结论,对我产生了很大的启发,它们使我的研究有了足够完善的理论基础。

这样,有了进行研究的现实意义,有了老师们的谆谆教导与支持,有了兴趣和实践经验,我开始了金融投资工具的研究。

二、研究角度与思路

我对自己博士论文的要求有三：一是要表达出自己对一系列金融投资问题尤其是那些关于金融投资理论、金融投资行为、金融投资风险、金融投资风险管理等方面问题的认识，这些认识当是在前人研究基础上的创新，尽可能澄清一些人们认识上的含混之处；二是要对金融投资中扮演重要角色的那些金融工具从制度安排、功能等角度进行深入研究，以期揭示出这些金融工具与几次金融危机的内在联系；三是要对我国的经济建设做出自己的贡献。一方面要对我国有关决策层和理论工作者提供宏观层面和理论层面的参考，另一方面要对我国广大投资者从事金融投资提供微观指导。

关于研究的角度，我曾遇到一个困扰：即根据本专业研究的惯例，应较多地从我国的一些理论和现实出发去展开研究，然而，存在着两个缺憾：一是我国目前金融投资工具尤其是衍生性金融投资工具尚未真正发展；二是我国投资者所应用的全部有关金融投资的理论均来自于国外。这就在客观上使从我国的情况出发进行本课题的研究呈现出“空中楼阁”的状态。因此，合理的研究角度是：从国际范围内对金融投资工具的有关问题进行全面的考察的同时，将有关研究结论与我国实际相结合。于是，我在研究结构上作出了如下安排：

第一，总体的写作视角放在国际范围内，从多角度对金融投资工具的若干问题进行研究。这些研究成果将为我国进一步发展金融投资工具起到知识上的准备，本身就将对我国有关决策层、理论工作者提供参考，对我国广大投资者提供理论与实践上的指导。

第二，在每章的开始，概要介绍该章内容对我国什么层

面、哪些人起到什么作用。

第三,在行文过程中,就某些与我国有直接关系的问题,结合我国实际进行简要讨论。

第四,在每章最后的小结中,对该章中与我国联系密切的结论及其启示、指导作用进行总结。

第五,在本书最后,直接对我国未来发展衍生性金融投资工具的有关问题展开专门讨论。

根据上述考虑,我确定了如下的研究思路:

首先,金融投资工具是人们为了参与金融活动而创造的制度安排,其具有风险属性。于是,本书对这些制度安排及属性进行了深入分析。

其次,在人们运用金融投资工具进行金融投资和微观风险管理的实践中,存在着各种交易行为,涌现了各种投资理论。本书将对投资行为、投资理论及其局限性进行分析。

再次,在金融投资和微观风险管理中,微观风险不断流动、不断积聚,最终导致了微观风险的宏观化,引发金融危机。本书对其内在机理进行了讨论。

复次,人们利用监管手段对金融投资工具的宏观风险进行管理,但尚存不足。于是,本书提出了监管的改进措施。

最后,我国应合理发展衍生性金融投资工具。于是本书讨论发展衍生性金融投资工具的必要性和可能性,并就发展思路提出自己的看法。

三、内容及章节安排

根据前面设定的研究思路,本书大致有如下四部分内容:

(一)全面阐述“金融投资工具”

我的基本考虑是把金融投资与金融工具结合在一起来

讨论,于是选取了它们的结合部位——金融投资工具作为研究对象。由于划分了一个新的理论范畴,因此本书利用四章的篇幅,从概念、分类、属性、应用等角度全面阐述金融投资工具。包括:界定“金融投资工具”概念的理论范畴并对金融投资工具的制度安排、功能、风险等进行深入讨论,全面揭示金融投资工具的各种本质及属性,为后面进行金融投资工具功能的研究打下良好的理论基础。

1. 对“金融工具”及“金融投资工具”进行理论界定。这个工作主要在本书第一章进行,在这里,做了如下工作:首先,重新对金融工具的概念进行理论界定。人们在使用金融工具这个概念时,由于应用角度的不同,对其有不同的解释。我发现这些解释或多或少都存在着某些不足,因此,在本书中首先对金融工具这一概念进行理论界定,以尽可能贴近目前的最新涵义。其次,对用于金融投资的那些金融工具的范畴进行界定。我们知道,在众多的金融工具中,有一些并不具备金融投资的职能,另外有一大部分金融工具可供人们进行金融投资。然而,人们通常在讨论金融工具时,往往只进行基础性金融工具和衍生性金融工具的区别,很少考虑一种金融工具是否具备投资职能,实际上,正是这些具备投资职能的金融工具,对我们今天的世界产生了巨大影响——因为它们正是正式的制度安排和标准化了的金融工具,为人们所常用(那些不具备投资职能的金融工具,往往是用于个案的非标准化的金融工具,不为人们所常用),也正因如此,在金融危机中才会这些金融工具的应用(应该说是滥用)中爆发——于是,实在有必要对那类金融工具的范畴进行理论上的划分和界定。我们可以把这些金融工具称为“投资类金融工具”,由于我国一些学者曾用过“投资工

具”、“金融投资工具”等称呼,因此在本书中把这些工具统称为“金融投资工具”,以表明这些工具是“可用于金融投资的金融工具”。

在上述的理论界定中,将运用到博弈论及金融工程方面的原理,揭示金融工具及金融投资工具是人们由于需要而进行的制度安排这一基本属性。

2. 对金融投资工具的制度安排、功能、风险属性等进行阐述。在第一章的最后对金融投资工具进行划分。与金融工具类似,从大类上划分,金融投资工具可以分为基础性金融投资工具和衍生性金融投资工具。之所以进行这样的划分,是由于这两类金融投资工具在人们的金融投资活动中作用是不同的。

在第二、第三章中,分别对这两大类金融投资工具进行进一步划分,并阐述这些金融投资工具的制度安排、功能等问题。相信本书所讨论的这些金融投资工具中,有一部分是人们所熟悉的(如股票、债券等),也有些是人们所不熟悉的。本书对这些金融投资工具的介绍并非一般的知识性介绍,而是着重于讨论不同金融投资工具的制度安排及功能等问题,同时,为后面关于金融投资工具投资及风险管理等有关问题的研究做出理论上的铺垫。

在第四章中,讨论各类金融投资工具的风险问题。一方面金融投资工具可以管理一些特定的金融风险;另一方面,所有的金融投资工具本身也都具有各种各样的风险,换句话说,风险是金融投资工具的一种属性。本书将定性分析金融投资工具的各种风险属性,并讨论两种对金融投资工具市场风险进行定量衡量的一般方法——方差标准差法和风险值法及其利弊,这是后面进行投资行为分析及风险管理研究所必须的理论基础。

（二）论述金融投资工具的投资功能问题

集中讨论金融投资工具交易的若干问题、金融投资的理论、金融投资行为等问题。

首先，对金融投资工具的交易活动进行一般性分析和讨论。无论利用金融投资工具进行金融投资还是进行风险管理，人们应用这些工具最直接的、最外在的表现是对它们进行交易，因此有必要对金融投资工具的交易问题如交易市场、交易者及其行为、交易机制等进行讨论。这部分内容在第五章中完成。

其次，论述金融投资理论。在第六、第七章中，对金融投资工具的投资理论进行了考察，从技术分析理论及基本分析理论入手，在前面考察交易行为的基础上，深入考察人们在利用金融投资工具进行金融投资时的投资行为，揭示目前金融投资理论的不足，澄清金融投资中的一些认识误区。

（三）考察金融投资工具的风险管理问题

在第八、第九章中，对金融投资工具的风险管理问题从微观和宏观两个层面进行考察。在微观层面，不仅讨论金融投资工具的微观风险管理问题，还讨论了金融投资工具的风险管理功能。根据人们对金融投资工具的应用情况，讨论金融投资工具微观风险的流动问题及微观风险向宏观风险转化的非线性机制，从一个侧面揭示金融危机形成的微观机理。在宏观层面，则讨论对金融投资工具宏观风险进行管理的一个重要手段——监管问题，包括监管的原因、制度、主客体、动态、不足及其完善等。

（四）论述我国发展衍生性金融投资工具的若干问题

在本书的第十章，利用前九章得出的一系列结论，讨论我国未来发展衍生性金融投资工具的若干问题，包括：发展

衍生性金融投资工具的可能性、必要性、发展策略及监管体系的建立等。

四、创新及其意义

本书无论在金融理论还是金融实践上都有一定程度的创新,这些创新对人们从事金融投资理论研究、参与金融投资活动、进行金融投资的监管等方面有着重要的理论与现实意义,对我国发展金融投资事业有重要的启示作用。

第一,较为全面地定义了金融工具的概念。这个创新澄清了人们对金融工具这一事物的各种含混认识,指出金融工具的本质是一种制度安排,为人们研究金融工具及金融活动找到了一个合理的视角。

第二,合理界定了金融投资工具的范畴。把金融投资工具从金融工具中划分出来的理论及现实意义在于:①能够清楚地区分具有投资功能的金融工具与不具备投资功能的金融工具在人们金融活动中的不同作用,便于对金融投资的诸多问题进行研究和考察;②金融投资工具是形成金融体系风险的一个因素,将其从众多的金融工具中划分出来,便于研究该类金融工具与金融风险的关系;③便于我国合理地发展各种可供投资者运用的金融投资工具。

第三,从一个较高的理论视角审视了金融投资的各类问题,一定程度上发展了有关金融投资的理论。利用效用论、博弈论等理论对金融投资中的投资行为进行了深入的考察和阐述,并利用博弈论和非线性范式(分形及混沌理论)分析了人们普遍用于金融投资的技术分析理论及基本分析理论的局限性。其意义在于:使人们可以更清醒地认识金融投资,以更好地参与金融投资。

第四,全面分析了金融投资工具的风险问题。创造性

地提出了与金融投资工具相关联的第一类及第二类风险,区分了微观风险和宏观风险,作出了风险是金融投资工具一种属性的论断,并对金融投资工具风险的衡量方法进行了介绍及客观评价。对风险进行这样的全面分析,有利于人们清楚、系统地认识金融投资中的风险。

第五,本书通过分析金融投资行为及风险管理问题,揭示了金融投资工具微观风险的流动情况,分析了微观风险与宏观风险及金融危机之间的内在联系,分析了金融危机来自于金融投资工具的微观成因。这将有利于人们从微观层面入手控制金融风险,防范金融危机。

第六,对金融投资工具的监管问题尤其是监管的不足进行了深入讨论。有助于人们认清对金融投资工具尤其是衍生性金融投资工具进行监管的迫切性。本书还提出了进行全面监管的原则与方法等,对我国进行金融投资工具监管有直接的指导作用。

第七,本书预见性地讨论了我国发展衍生性金融投资工具的若干问题,包括可能性与必要性、发展策略及监管体制的建设等。这对我国的金融体系建设具有深远的理论及实践意义,尤其是能够为我国有关决策者进行金融投资工具的制度安排提供参考。对于我国来说,研究金融投资工具尤其是衍生性金融投资工具是非常重要的。从近期我国连续七次降息的举措来看,政府是鼓励民众进行投资尤其是金融投资的,希望以此将民众的储蓄调动出来,以拉动经济的快速增长,然而效果并不十分明显。这至少有两个原因:一是我国目前可用于金融投资的投资工具为数不多;二是民众缺乏风险管理手段,加上普遍对金融投资和金融投资工具不了解,不敢把资金从他们认为是无风险(或低风险)的银行转到投资市场上来。本书讨论的内容将有利于