

中金丛书

TOUZI YIN HANG

投资银行

证券投资咨询理论与实务

ZHENGQUAN TOUZI ZIXUN LILUN YU SHI WU

任映国

主编

人民
出版
社

ANG



投资银行

证券投资咨询理论与实务

ZHENGQUAN TOUZI ZIXUN LILUN YU SHIWU



Z0032816

人
民
出
版
社

责任编辑:郑丽萍

装帧设计:曹 春

责任校对:吴海平

图书在版编目(CIP)数据

投资银行:证券投资咨询理论与实务/任映国主编

-北京:人民出版社,2000.10

ISBN 7-01-003205-X

I. 投…

II. 任…

III. 证券投资-基本知识

IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 60312 号

投资银行:证券投资咨询理论与实务

TOUZI YINHANG ZHENGQUAN TOUZI ZIXUN LILUN YU SHIWU

任映国 主编

人民出版社 出版发行
(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京通县电子外文印刷厂印刷 新华书店经销

2000 年 10 月第 1 版 2000 年 10 月北京第 1 次印刷

开本:850 毫米×1168 毫米 1/32 印张:9.375

字数:221 千字 印数:1-5,000 册

ISBN 7-01-003205-X/F·709 定价:19.50 元

导论 投资咨询与顾问——21 世纪 投资银行的主攻方向

一、证券投资咨询业属于知识产业， 是高智力服务业

十五大报告指出：“以资本为纽带，通过市场形成具有强大竞争力的跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的大企业集团。”这就为我国资本市场的建设指明了方向：（一）以“资本”而不是以“资产”为纽带；（二）通过“市场”的办法而不是以“行政”的办法；（三）不但要跨地区、跨行业、跨国，而且还要跨所有制；（四）通过资本市场化经营促进具有国际竞争力的大企业集团的形成。作为资本运营的设计师和组织者的投资银行，其证券投资咨询业也成为资本市场最为活跃的知识群体。

我国经济已从产品市场化阶段进入了生产要素市场化阶段。在土地、劳力、资本等各种生产要素的市场化过程中，资本要素的合理流动和优化配置显得日益突出，作为运营资本要素的中介的投资银行，其重要性也日益突出。知识经济时代，生产的投入都以知识资源作为主体性要素。提供高智力服务的投资银行证券投资咨询业，理所当然地成为知识经济时代的充满活力的新兴行业。

投资咨询业最早产生于西方发达国家，早期的咨询服务对象是工程建设类投资项目，随着社会经济的发展，业务范围逐渐扩

大,从传统的建设项目、政府宏观政策、企业发展战略及内部管理等领域,扩展到金融领域的投资咨询服务。Morgan Stanley、Salomon Brothers、Goldman Sachs 等投资咨询公司,在国际上享有盛誉。投资银行提供的咨询服务是一种创造性思维成果。

美国的投资咨询业在全球是发展最早的,1920 年全球第一家投资顾问公司在波士顿成立。30 年代大危机后,对投资顾问业进行规范,1940 年美国国会颁布《投资顾问法》,确立了美国投资顾问业的基本管理制度,推进美国及至全球投资咨询业步入健康发展的轨道。

美国投资顾问公司的主要形式是基金管理公司,集中从事代客理财及财务顾问业务。60 年代后期尤其是 80 年代以来,美国投资银行更多地投入兼并与收购业务,既为收购方提供有关收购企业情况的咨询服务,也为被收购方提供有关产权转让方面的咨询服务;同时还为企业收购兼并融资。

自 1990 年上海出现新中国第一家证券交易所以来,证券市场已有长足的发展。在我国的证券投资者的组成结构中,个人投资者占 94%,广大的中小投资者,渴望有专门的机构与个人能够给他们提供良好的投资决策与防范风险的建议。于是一个独立的行业,投资银行证券投资咨询业应运而生。所谓证券投资咨询,是指投资银行及其投资人员,接受投资人或者客户委托,提供证券投资咨询服务,提供财务顾问、资产管理顾问及投资建议咨询服务。

但是,我国目前证券市场业务还比较单一,主要集中在证券的发行和交易业务。造成这一状况的主要原因,是我国经济发展水平还不高,证券市场仍处于初期发展阶段。还有就是政策体制的原因,导致券商的业务创新动力不足,而高比例的固定押金收入,也使投资银行全力追逐证券发行和交易业务中的高额利润。

与之鲜明对比的是,西方发达国家投资银行咨询顾问业务很

发达,包括企业并购业务、研究及咨询业务、融券融资业务等。90年代初,居全球金融顾问业榜首的著名投资银行 Goldman Sachs,其交易额高达 900 亿美元。90 年代后期的亚洲金融危机中, Morgan Stanley 协助泰国政府出售两家银行——京华银行和暹罗花旗银行;此外, Morgan Stanley 还协助新加坡发展银行以 4.6 亿美元收购香港广安银行。Goldman Sachs 替印尼的电讯大企业 Ptindosat 寻求海外引资。

二、咨询业是证券分析行业

本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)的具有开拓性的著作《证券分析》,开创了证券分析行业。他认为投资是一种需要“仔细分析”的行为,他把“仔细分析”解释为“基于成熟的原则如正确的逻辑对所得事实仔细研究并试图作出结论。”正如《超级货币》的作者亚当·史密斯所说:“如果证券分析可以算作一种行业的话,那么这个行业中只有一位教父,格雷厄姆毫无疑问就是我们的教父。因为在他之前,还没有证券分析这个行业,在他之后,人们才开始把它视为一种行业了。”

格雷厄姆认为“投资是一种通过认真分析”的行为。在《证券分析》中,格雷厄姆阐述了普通股投资的三种数量分析方法:横断法(Cross section approach)、预期法(Anticipation approach)和安全空间法(the margin of safety approach)。

分析就是力图揭示事物的内在矛盾。西方投资银行流行一种“反射理论”,认为世界每时都在变化,认识落后于客观发展是正常的,不可能完全认识世界。而另一种近年流行的“投资组合风险论”,正是基于“完全认识”基础上而屡遭失败。“反射理论”肯定“非均衡状态”的认识论意义,认为市场的本性内含着的正是非均

衡的大起大落。思维和现实存在互动关系,“反射观念”(reflexivity)也具双向性互动关系,银行家的高明之处在于认识的主动性,主动地分析市场的“非均衡性”。一系列国际金融风波中,有的投资银行家的活动正是基于“反射理论”,相信市场运行活动并非都是有效率而合理的,其中不乏认知的可错性(fallibility),而且市场价格往往不真实反映内在价值,于是主动走出经验曲线,抢在趋势发生转折前背潮流而动,获得一定成功。

马克思指出:“辩证法在对现存事物的肯定的理解中同时包含对现存事物否定的理解,即对现存事物的必然灭亡的理解;辩证法对每一种既成的形式都是从不断的运动中,因而也是从它的暂时性方面去理解;辩证法不崇拜任何东西,按其本质来说,它是批判的和革命的。”(《资本论》第一卷)我国年青一代银行家,应该认真学习马克思主义唯物辩证法,善于分析各种状况和理论思潮。

下面我以西方投资银行为例,分析其在并购咨询活动中,是如何从事内在矛盾分析的。并购是企业经营的一种机制,是在错综复杂的众多因素的相互作用中进行的。善于分析与并购相联系的多种因素,是高素质银行家的基本功。

(1)一般战略分析(Analytical Framework for Generic Strategies)。对于被兼并企业要进行认真分析,重点是市场占有率(Market growth)。二是企业的市场相对份额(Firm's relative share of the market)。前者表示市场吸引力,后者显示企业在市场上的竞争能力。一般来说并购成功的可能性与被兼并目标公司市场占有率的高低成正相关。从二者的关系可以充分地推导出产品的规模和它的使用寿命周期,因为新产品生命周期(Product life cycle)的变动,引起并购发生阶段变化。产品生命周期的四个阶段:引入(launch)、成长(growth)、成熟(maturity)、衰退(decline),每个阶段都有不同特点和发展趋势,例如衰退期企业利润急剧下降,兼并行为减少,主动出

售企业现象处处皆是。

(2)作为战略选择的收购分析(Analytical for acquisitions strategic choice)。战略选择可表明企业从事收购的类型。“市场渗透型”(Market penetration)战略意味着进行横向收购(Horizontal merger)，“多元化战略”(diversification)意味着混合兼并(Conglomerate merger)。

(3)收购的价值链分析(Value chain analysis for acquisitions)。价值链(Value chain)代表总产出的价值(销售收入)分解成为组成利润差额和成本。在收购活动中,收购者主要关心两个价值链——收购方和目标方,而价值链的任何变化都将反映在收购者的投资需求(investment requirements of the acquired of the acquirer)中。因此,价值链分析在价值创造分析中占有重要地位。

(4)跨国收购的障碍分析(Barriers to takeovers)。跨国收购面对各种障碍:其一,结构性障碍(Structural barriers),主要是管理障碍。在欧洲大陆,家庭控股对于敌意收购者(Hostile takeovers)来说,是一种难以逾越的障碍。德国、意大利不少公司是由家族控制的,它们对收购一般持敌意,尤其敌视任何收购后的资产剥离(Post-acquisition asset stripping)。投资银行要深入分析到家族史和价值链上去。其二,文化传统障碍(Culture and tradition barriers),主要是观念障碍(attitude)。有的西方国家出现一种称为“出售就是承认失败”的综合症(To sell is to admit failure syndrome),导致对跨国收购的恐惧与疑虑。

现在,我们探讨证券投资咨询的基本分析方法,我着重阐述宏观经济分析方法。

进行宏观经济分析,首先要了解一个国家的政治稳定情况、社会经济发展战略、产业政策等。影响证券行情的外部因素主要来自于各种宏观经济指标的变动和行业变动,可以说,分析各种经济

指标的波动与股票价格波动之间的联系与影响,是进行股票投资咨询的先决条件。

西方市场经济的发展,一般是以经济活动的波动为特征的。美国某大学出版的《商业循环和预测》开头就写道:“The economy of the United States, like that every industrialized nation, is characterized by fluctuations in economic activity.”(美国经济像每一个工业国家一样,是以经济活动的波动为特征的)。

与证券市场波动相联系的几种波动,分别表现为行情变化的几种形态:

1. 周期性波动(Cyclical fluctuation)。这是与周期性经济过程大致一致的一种循环波动。经济周期的危机与繁荣状态,分别表现为行情周期性波动和上升状态。以美国为例,股票市场与美国经济活动的周期基本保持一致。第二次世界大战后 60 年代末的美国经济繁荣时期,股票价格也一路攀升,纽约股票综合指数上升的速度远比美国国内生产总值上升的速度快,到 1971 ~ 1973 年石油危机时,股市大幅下挫。70 年代,美国经济处于滞胀时期,低速增长与通货膨胀并存,股市低迷。1983 年以后,美国经济复苏,股市出现良好态势。

2. 季节性波动(Seasonal fluctuation)。这是由于季节关系而使某部分经济乃至整个经济发生数量变化,从而影响股市行情。如农林部门发生季节性变化,在制糖、葡萄酒酿制等行业尤为明显。

3. 不规则与随机波动(Irregular and random fluctuation)。造成这种波动的大多是外在因素(Exogenous factors),如自然灾害;或是不可预料的因素(Unpredictable factors),如疾病流行造成的非正常缺工等。

4. 长期趋势(Secular trend)。是指在一个较长时期内整个经济或个别部门经济活动中发生的持续的潜在运动。在时间系列

(Time series)中,一般说来,科技的进步、资本积累的增长、新的能源的发现以及整个社会文化水平的提高等,都会对一国经济的长期趋势产生影响。周期波动会制约长期趋势,但长期因素的积累也会对当前或今后的周期变化发生影响,使周期偏离正常轨道发展或变形。科技革命作为长期起作用的因素,是受到周期波动的制约的,但科技革命带来新技术新工艺的突破,也会对周期变化产生巨大影响。

宏观经济分析对经济周期各阶段进行分析时,很重视先于经济周期发生变动的先行指标。如“股票价格综合指数”(Stocks prices, Composite indexes)就是如此,因为股票价格变动与企业利润前景有密切关系,是经济行情的先兆。此外,“工业原料价格指数”(Industrial materials prices),也是一个敏感的先行指标,与周期变动密切关联。

宏观经济分析最直接的方法,仍是经济指标分析。例如:GNP、经济周期、通货膨胀、利率、汇率等。

当然,经济政策分析,也是宏观经济分析的重点。尤其是货币政策对经济的调控是宏观的和全方位的。货币政策对证券投资的影响非常大。紧缩的货币政策将减少社会货币供给总量,不利于证券市场的活跃和发展;而宽松的货币政策会扩大社会货币供给总量,对经济发展和市场交易有着积极的影响。

三、咨询业属于高科技的金融创新行业

(一)金融发展的动力在于创造性

以历史变革的观点看,金融业的每一次重大变革,都与金融创新息息相关,可以说,整个金融业的发展史就是一部不断创新的历史。

银行活力在于创造性。熊彼得(Schumpeter)是西方研究创新的经济学家,他在《经济发展理论》(Theory of Economic Development)一书中,对创新下的定义是:创新指新的生产函数的建立,它包括五种情形:(1)新产品出现;(2)新生产方法或技术的采用;(3)新市场的开拓;(4)新原材料供应来源的发现;(5)新企业管理方法或组织形式的推行。

投资银行的金融创新表现在金融工具和融资技术的创新、支付体系和信息系统的创新、组织形式创新以及管理方法的创新上。投资银行的创新活动在相当大的程度上,满足投资者和筹资者的需要。对于投资者来说,由于一系列新的融资工具和融资技术的推动,提高了投资利润,降低了风险;对于筹资者而言,筹资成本降低,融资条件也变得更加优惠。投资银行的创新活动活跃了资本市场,也为自身发展开拓了广阔的前景。

投资银行的产品即服务方式创新,主要有两大类,这二者也是互相关联的。

一是融资形式创新。20世纪90年代投资银行创造出“以资产支持的证券化融资”(Assetbacked Securitization),简称ABS方式,具体指以目标企业、目标项拥有的资产为基础,以该项目资产的未来收益为保证,通过在国际资本市场发行高档债券来筹集资金的一种项目证券融资方式。ABS通过其特有的提高信用等级方式,使原本信用等级较低的项目进入国际高档证券市场,利用该市场信用等级高、安全性好、流动性强以及利率低的特点,大幅度降低筹资成本。

二是并购产品创新。美国投资银行20世纪80年代的创举就是发展了“杠杆收购”(Leveraged Buyout),本质是举债收购,以借债买下企业,以债务资本为主要融资工具。收购方资本结构似倒三角形,顶部约占收购资金60%的是优先债(银行抵押贷款),底部

约占 10% 的是收购方的股本资本(普通股票),处于优先债和普通股之间的是“夹层融资”(Mezzanine Level Financing),约占全部资金的 30%。收购者为并购活动,以大约 10% 的股本资本,来启动大约 60% 的优先债和 30% 的夹层融资,可见杠杆应力之巨大。投资银行独具匠心之所在就是为兼并收购设计出这种倒三角的多层次融资体系,并为它设计出创新融资工具。

创造性人才需要有科学创造性思维,有对思维对象的突破性、超前性、预见性的认识。金融企业的发展趋向,是对创造型人才的培养和争夺日趋走在业务竞争的前列。

金融工程是金融创新的产物,是金融工程师设计与创造的产品。衍生工具是近 10 年来发展很快的金融创新工具,金融工程在这方面功不可没。有专家指出:金融科学正在走向工程化阶段。然而,金融创新的内在动力是什么?尖端科学是金融创新的内在动力,金融创新又改变了金融市场的面貌。投资银行集中了大量的专家,除金融学者外,精通数学的工程学家也成为华尔街的座上客,有价证券理论已从学术的象牙塔回到交易所嘈杂的经纪人席位上。可转换债券(Convertible Bond)属于一种组合创新,它能按事先确定的价格转换成其他资产形式(一般为普通股)的公司证券(通常为优先股或债券),既可以为投资者带来比普通股更大的收益,而且比一般债券更具增值潜力,还可以为集资者减缓还本付息压力。再如债务一股权掉期交易(Debt-Equity Swaps),这是金融工程一项突出成果,它是公司用新发行的股票或股权交换未清偿的按较大折扣发行的债券或债务的交易。这种交易十分复杂,牵涉多方利益协调。

我看过纽约大学出版的《Inside Investment Banking》,此书首篇提出中心思想,即投资银行要创造市场(Market Making)。金融学术研究中,对市场行为的解释,也就是使市场创造行为的理论得以

发挥。有效市场假说(The Efficient Market Hypothesis)受到广泛重视。价格信息产生于对新的企业信息尤其是价格结构的市场分析。资本市场允许投资者有效地调整投资组合,以适应不断变化的市场。交易者相机行事,改变投资组合,是因为他们认为新的企业信息已经改变了相应证券的价值。

M&A 是国际投资银行学中令人瞩目的领域,不论有敌意的攻击还是坚强的防卫,都要求投资银行家进行复杂的价格创造,即上述的 Market Making。即使最佳价格对作为客户的卖方不是最高价格,或是作为客户的买方不是最低价格,但投资银行力求创造市场。只有永不停息地“创造”,投资银行才有生命力。

投资银行的生命线是“创造”。20 世纪 60 年代以 NCDs(Negotiable Certificates of Deposits, 大额可转让定期存单)和 RA(Repurchase Agreement, 回购协议)为契机的金融创新,虽是围绕避免利率限制和存款准备金规定而采取的措施,但却揭开一个金融创新时代的帷幕。80 年代的零息证券(Zero-coupon)也是创新的代表之一,指不付息而以低于面值的较大折扣出售的证券,购买者从其增值中获益。由于不带息,这类证券是所有固定收入证券中价格波动最反复无常的。到了 90 年代,投资银行从 Zero-coupon 的发行中又生创新意念,即证券标定利息与本金分别交易制(Separate Trading of Register Interest and Principal of Securities, STRIPS),或称“美国国库券本息分别出售制”。STRIPS 的本金与利息的综合现值要高于非 STRIPS 国库券的原始成本。这种整体债券的原始成本与分别两部分债券综合现值之间的差额,部分地成为投资银行家利润。投资银行在发行本行固有的 STRIPS 时发挥了相当的创造力。紧接着又出现“科摩”的新产品,CMO 是 Collateralized Mortgage Obligation(抵押担保贷款责任)的缩写,由 GNMA(Government National Mortgage Association, 政府全国抵押协会)担保;如果发行人未能偿

还利息、本金的综合现值,则由抵押贷款共同基金偿付。CMO 是既稳妥又有较高收益的债券,受到投资者青睐。

21 世纪投资银行的重点是金融工程创新。设计、开发金融产品和金融工具,尤其是资本市场不曾有过的、具有独特性能的新金融产品,是投资银行的重点研究课题。金融工程贵在创新,与工业产品创新一样,也有生命周期。工程创新一旦推广运用,就成为标准化了的工具,如 Interest Rate and Currency Swaps 运用起来有一套公式化程序,比初创阶段运用方便多了。现在,衍生工具已成为发展最快的创新性工具。

前几年,我又看到美国朋友寄来的 Lawrence C. Calitz 教授所著《Financial Engineering》,这是一部很有独到见解的书。对于金融工程的定义,作者扼要指出“Financial engineering is the use of financial instruments to restructure an existing financial profile into one having more desirable properties.”(金融工程是运用工具,将现在的金融结构进行重组以获得人们所希望的结果),也就是“Financial engineering is nevertheless capable of achieving striking and valuable results.”(金融工程是帮助人们获得较好的有价值的结果)。然而,流动性、收益性和风险性,是金融的永恒主题,也是投资银行运用金融工程进行创造性思维的出发点。投资银行在金融工程中,进行收益—风险管理,突出的是风险管理,收益则蕴于风险管理之中,而“In the face of risk, financial engineering can offer two broad alternatives. In the first instance, risk can be replaced with currency. The second alternative is to replace only the adverse risk, leaving the beneficial risk alone.”(当你面对金融风险时,金融工程可提供两种主要的选择。其一是用确定性取代风险;其二是换掉于己不利的风险,而保留有利的风险。)Calitz 的话言简意赅,相当精辟。金融工程妙处谁能识? 尽在无限可能中。金融工程为投资者提供了几乎无所不在的

可能性,种种不同的保值和交易方案巧妙配合,从而满足不同客户的需要。值得提出的是,关于金融工程为使用者提供的两种不同的选择:一种选择方法是将风险彻底消除,即将不确定性变为确定性;而另一种选择方法,是向面临金融风险的人提供金融工具,使之能根据自己的偏好,对风险做相应的结构调整。可以说,金融工程宗旨集中于此。因此,我认为 21 世纪投资银行咨询顾问业的理论基石,正是金融工程学。

(二)创新是投资银行不断发展的灵魂

“创新”(Innovation)作为一个经济学的概念,较早是由美国经济学家 Schumpeter 在他的重要论著《经济发展理论》中指出的,他认为创新是生产诸要素的新的组合。

随着社会经济的发展,投资银行创新的内涵也在不断延伸发展。到 20 世纪 80 年代,西方发达国家公司理财和投资银行业的扩张,使金融工程有了迅速发展,它是与风险的存在和风险管理的需要密切相关的,并成为金融创新的里程碑。Harry Markowitz 于 1952 年奠定了现代有价证券组合理论的基础,他的这一创造性工作使金融学从描述性的科学转变为分析型的科学。Walliams Sharp 的资本资产定价模型(CAPM)和套利定价模型(APT)的发展,标志着分析型的现代金融和财务理论开始走向成熟。70 年代的古典派 Fisher Black 和 Myron Scholes 在 1973 年出版了首部完整的期权定价模型,它包括各种衍生物。相关模型经修改后用于 70 年代末引入的多期利率、汇率期权。70 年代 Louis Ederington 的成果引人注目,他将早期 Johnson 和 Stein 的理论扩展到关于金融期货的全部价格风险的套期保值。20 世纪 70 年代金融高层的动荡、变革,推动金融工具与金融产品创新,为金融工程学的发展做好实务性准备。60 年代后期美元危机深化,美国政府处境艰难,于 1971 年 8 月停止美元兑换黄金,美元浮动, Bretton Woods System 崩溃。浮

动汇率的特点是汇率风险大增,芝加哥商业交易所于1972年5月上市外币期货(currency futures)契约,开启金融期货时代。由于1973年第一次石油危机,导致世界物价上扬,利率攀升,美国交易所上市利率期货(Interest rate future)。利率波动又影响货币市场与证券市场。股价指数期货(Stock index futures)亦相继上市。

与金融期货同具避险与投资功能的金融选择权市场,也有相当的发展。首先是芝加哥选择权交易所(Chicago Board Option Exchange)于1973年4月成立,股票买入选择权(Call)与卖出选择权(Put)上市交易。

由于利率与汇率的期货与选择权的成功,投资银行与此相适应的金融工具与金融产品创新层出不穷。

(一)在远期(Forward)契约方面,创造了远期利率协议(Forward Rate Agreement)及远期外汇合成协议(Synthetic Agreement For Forward Exchange),对机构投资者提供避险功能。

(二)在选择权方面,创造了利率上限、下限的多期契约(Multi-period Contract)

(三)金融交换也创造另一类衍生工具,包括货币交换(Currency Swap)、利率交换(Interest Rate Swap)、股权交换(Equity Swap)与商品交换(Commodity Swap)。

(四)资产证券化(Asset Securitization),指将无市场性的应收账款及其他资产转换为证券在金融市场买卖,包括住宅抵押贷款的转手证券(Passthrough securities),质押担保债务凭证(Collateralized Mortgage Obligation)。90年代,投资银行创造出一种新型ABS融资方式。ABS是“Asset-Backed Securitization”的缩写,即以资产支持的证券化融资,具体指以目标项目拥有的资产为基础,以该项目资产的未来收益为保证,通过在国际资本市场发行高档债券来筹集资金的一种项目证券融资方式。

(三)投资银行实施金融工程与创造性思维

投资银行通过将其主要业务,经过创造性思维用工程化处理,使业务取得变革性突破。着力建设真正意义上的金融工程公司,是 21 世纪投资银行不可忽视的。

投资银行在其业务中灵活运用多种金融工具,以及这些工具的有机组合,通过金融手段充分体现了其处理复杂金融业务的策略性和灵活性特征。投资银行为了转换风险、保障收益,增强资产流动性,必须根据客户的现实需求,策略性地设计出一整套工具及手段组合,以达到投机、套利、资产保值或结构调整的目的。投资银行的创造性思维正是体现在不断开发应用和组合金融工具和手段上,这也正是金融工程的特征。这方面事例很多,现仅就 Swap 和 LYON 进一步说明这一点。

Swap: 互换契约是一系列远期合约的结合体,因为牵涉契约双方将在一定时期内支付一系列现金流(Cash flow)。将不同金融产品的现金进行分离和组合,是金融工程的重要技术手段。互换之一的证券互换,是指投资银行将某种有投资特点的证券转换成另一种具有不同特点的证券,以期从中获利。这些投资特点中最重要的是现金流规模,其中还包括现金流风险及税收思考。在互换中,投资银行用一种或几种金融工具并通过合并和分解,创造出一种或几种性质完全不同的金融工具,包括创造出种种能满足发行人和投资者需要的证券,如前述 Zero-coupon Bond。

互换二级市场的出现,更极大地活跃了互换业务,在有助于流动性需求的二级市场上,主要有三种交易方式:互换出售(Swap sales)、互换主动终止(Voluntary swap termination)、反向互换(Reverse swap)。

20 世纪 80 年代中期,以国际银行为主体,组成国际互换交易协会(International Swap Dealer's Association),并拟订了标准合约“利