



Financial **M**arkets

金融市场学

郑庆寰 主编

- ★ 用最新的数据把握金融市场脉搏
- ★ 透过热门金融事件揭示理性投资规律



华东理工大学出版社
EAST CHINA UNIVERSITY OF SCIENCE AND TECHNOLOGY PRESS

金 融 市 场 学

郑庆寰 主编



华东理工大学出版社
EAST CHINA UNIVERSITY OF SCIENCE AND TECHNOLOGY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

金融市场学 / 郑庆寰主编. 上海: 华东理工大学出版社, 2011. 8

ISBN 978-7-5628-3090-0

I. ①金… II. ①郑… III. ①金融市场-经济理论 IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 150444 号

金融市场学

主 编 / 郑庆寰

责任编辑 / 马夫娇

责任校对 / 张 波

封面设计 / 陆丽君 裘幼华

出版发行 / 华东理工大学出版社有限公司

社址: 上海市梅陇路 130 号, 200237

电话: (021)64250306(营销部) 64251137(编辑部)

传真: (021)64252707

网址: press.ecust.edu.cn

印 刷 / 常熟华顺印刷有限公司

开 本 / 787mm×1092mm 1/16

印 张 / 20.5

字 数 / 547 千字

版 次 / 2011 年 8 月第 1 版

印 次 / 2011 年 8 月第 1 次

书 号 / ISBN 978-7-5628-3090-0/F·237

定 价 / 39.80 元

(本书如有印装质量问题, 请到出版社营销部调换。)

前 言

金融市场是现代市场经济体系的重要组成部分。它是资金融通的“媒介器”，将众多小额资金汇聚起来用于投资和生产；它是资金供求的“调节器”，中央银行通过在金融市场进行“公开市场操作”来调节经济中的货币供应量，实现对经济的宏观管理；它是经济发展的“助燃剂”，高度竞争的金融市场向最有效率的部门注入了资金，推动经济的高速增长；它还是社会经济的“显示器”，投资者预期的变化、经济的繁荣和萧条都会通过金融市场价格和成交量的变动得以体现。金融市场是联系产品市场、要素市场的纽带，为经济发展输送“血液”、提供信用，所以也是风险的聚集地和高发区，经济体系的危机往往表现为金融市场的动荡和崩溃，2008年起源于美国的“次贷危机”再次向我们展示了金融市场崩溃的高度破坏性。因此，掌握金融市场的基本理论和知识，熟悉金融市场的运行机制和规律，不仅是现代市场经济条件下金融从业人员的必然要求，也是每一位“经济人”必须具有的知识储备。

金融市场学是研究市场经济条件下各金融子市场的运行机制及各市场主体行为规律的科学，目的在于探索、揭示、讲述金融市场的本质和规律，使人们更好地建立、认识和适应金融市场的环境和机制。金融市场学是高等院校经济、管理类专业的基础课，更是金融专业的必修课，在金融专业的教学中起到承上启下的作用。本书在借鉴已有优秀金融市场学教材理论体系的基础上，运用大量最新的案例和资料，并尝试更深入地介绍中国金融市场体系，探讨中国金融市场的热点问题。

本书对金融市场的有关知识进行了全面的介绍，重点讲述了各金融子市场的含义、特点及市场运行概况，最后对金融市场理论、金融危机与金融监管进行了探讨。本书的主要特点是：第一，体系严整、内容充实。既介绍了各金融子市场的运行机制和相互联系，又介绍了金融理论和金融监管等问题，使学生能够从金融市场的现象入手，理解金融市场的理论和规律，再以金融市场理论为指导更深入地认识金融市场的表现。第二，资料翔实、案例丰富。书中以专栏的形式引入大量的案例，案例以近几年的金融事件为依托，运用最新的数据并突出中国金融市场的问题，引导学生运用西方成熟的金融市场理论分析中国的金融市场行为。第三，行文规范，深入浅出。作者力求以通俗的语言、生动的事件来阐述理论问题。每章都设有本章概要、

关键术语、复习题和参考文献,这些既方便了学生预习和复习,又可以通过补充阅读拓展学生的视野和思路。

本书由郑庆寰(第1、2、7、10章)、崔惠贤(第4、5、6章)、单亚玲(第3、8、9章)、周静(第11、12章)等编写完成,全书由郑庆寰策划、统稿。编写过程中参考了大量国内外相关资料,在此向有关作者致以深深的谢意。

书中疏漏、不妥之处,敬请读者批评指正。

目 录	
第 1 章 金融市场概论	1
1.1 金融市场的含义和功能	1
1.1.1 金融市场的含义	1
1.1.2 金融资产	2
1.1.3 金融市场的功能	6
1.2 金融市场的类型	8
1.3 金融市场中的金融机构	12
1.3.1 金融市场的一般主体	12
1.3.2 金融市场上的金融机构	13
1.4 金融市场的发展趋势	20
1.4.1 银行业务全能化	20
1.4.2 投资主体机构化	21
1.4.3 金融资产证券化	21
1.4.4 金融工具衍生化	23
1.4.5 金融范围全球化	24
参考文献	25
第 2 章 货币市场	26
2.1 货币市场的含义和功能	26
2.1.1 货币市场的含义	26
2.1.2 货币市场的功能	27
2.2 同业拆借市场	29
2.2.1 同业拆借市场的产生和发展	29
2.2.2 同业拆借市场的期限和利率	30
2.2.3 我国的同业拆借市场	31
2.3 回购协议市场	32
2.3.1 回购协议的概念及种类	32
2.3.2 回购交易市场的起源	33
2.3.3 回购协议的基本要素	34
2.3.4 回购协议市场的风险	34
2.3.5 我国的回购协议市场	35
2.4 商业票据市场	38
2.4.1 商业票据市场的产生及发展	38
2.4.2 商业票据的基本要素	39

2.5 银行承兑汇票市场	40
2.5.1 银行承兑汇票概述	40
2.5.2 银行承兑汇票的价值分析	40
2.5.3 银行承兑汇票的市场交易	41
2.5.4 银行承兑汇票的期限和成本	42
2.5.5 我国的银行承兑汇票市场	42
2.6 大额可转让定期存单市场	43
2.6.1 大额可转让定期存单的产生及特点	43
2.6.2 大额可转让定期存单的发行和交易	44
2.6.3 我国的大额可转让定期存单业务	44
2.7 短期政府债券市场	45
2.7.1 短期政府债券的特征和功能	45
2.7.2 短期政府债券的发行和流通	46
2.7.3 短期政府债券的收益	47
2.7.4 我国的短期政府债券市场	47
参考文献	48

第3章 股票市场	49
3.1 股票市场概述	49
3.1.1 股票的定义与特性	49
3.1.2 股票的分类	50
3.1.3 新中国股票市场的发展历史	53
3.2 股票市场的运行	55
3.2.1 股票发行市场	55
3.2.2 股票交易市场	58
3.3 股票投资的收益与风险	61
3.3.1 股票投资的收益	61
3.3.2 股票投资的风险	62
3.4 股票价格与股票价格指数	65
3.4.1 股票价格	65
3.4.2 股票价格指数	69
参考文献	74

第4章 债券市场	75
4.1 债券概述	75
4.1.1 债券的含义及特点	75
4.1.2 债券的基本要素	77
4.1.3 债券的种类	78
4.2 债券的发行市场	82
4.2.1 债券市场的参与者	82
4.2.2 债券的发行方式	83

4.2.3 债券票面利率与发行价格的确定	84
4.2.4 债券的发行程序	86
4.3 债券的交易市场	87
4.3.1 债券交易市场的种类	87
4.3.2 债券交易的方式	88
4.3.3 债券交易的程序	90
4.3.4 债券交易的价格	93
4.4 债券投资的收益与风险	97
4.4.1 债券投资的收益率	97
4.4.2 债券投资的风险	101
参考文献	107

第5章 投资基金市场	108
5.1 投资基金概述	108
5.1.1 投资基金的含义及特点	108
5.1.2 投资基金的产生与发展	109
5.1.3 投资基金的种类	110
5.2 投资基金的市场运行	114
5.2.1 投资基金的运行主体	114
5.2.2 投资基金的运行机制	115
5.3 投资基金的投资与估值	119
5.3.1 投资基金的投资运作与管理	119
5.3.2 投资基金的估值	123
5.4 投资基金的评价与选择	126
5.4.1 投资基金的评价指标	126
5.4.2 投资基金的选择方法	128
5.4.3 基金投资者的风险及防范	132
参考文献	139

第6章 保险市场	140
6.1 保险市场概述	140
6.1.1 保险、保险市场的含义及特征	140
6.1.2 保险市场的产生与发展	141
6.1.3 保险市场的职能	143
6.1.4 保险市场模式	144
6.1.5 保险市场机制	145
6.2 保险市场要素	146
6.2.1 保险市场的主体	147
6.2.2 保险市场的客体	150
6.2.3 保险中介	151
6.3 保险市场的业务种类	157

6.3.1 保险市场的一般分类	157
6.3.2 保险市场的主要险种	158
6.4 保险市场的监管	160
6.4.1 保险监管的含义及目标	160
6.4.2 保险监管体系与方式	161
6.4.3 保险监管的内容	162
参考文献	165

第7章 外汇市场	166
7.1 外汇市场概述	166
7.1.1 外汇市场特点	166
7.1.2 外汇市场的结构	168
7.1.3 主要国际外汇市场	169
7.2 外汇和汇率	170
7.2.1 外汇的概念和特征	170
7.2.2 汇率	171
7.2.3 汇率的决定基础	174
7.3 外汇市场交易方式	177
7.3.1 即期外汇交易(Spot Exchange Transactions)	177
7.3.2 远期外汇交易(Forward Exchange Transactions)	178
7.3.3 掉期外汇交易(Swap Transaction)	179
7.3.4 外汇期货交易(Foreign Exchange Futures)	179
7.3.5 外汇期权交易(Foreign Exchange Option)	181
7.4 中国外汇市场和外汇业务的发展	183
7.4.1 中国外汇市场的发展	183
7.4.2 银行间外汇市场交易的发展	185
7.4.3 银行间外汇市场改革和建设情况	187
参考文献	188

第8章 黄金市场	190
8.1 黄金市场概述	190
8.1.1 黄金的发展历史	190
8.1.2 黄金市场的类型	193
8.1.3 世界主要的黄金市场概况	194
8.1.4 中国黄金市场的发展历程	196
8.2 国际黄金主要投资方式	197
8.2.1 投资金条	197
8.2.2 投资金币	197
8.2.3 购买金饰	198
8.2.4 黄金管理账户	198
8.2.5 黄金凭证	198

8.2.6 黄金期货与黄金期权	199
8.3 黄金市场衍生产品	200
8.3.1 黄金远期交易	200
8.3.2 黄金期货交易	200
8.3.3 黄金期权交易	201
8.3.4 黄金掉期交易	202
8.4 黄金市场的价格决定	202
参考文献	207
第9章 金融衍生工具市场	209
9.1 金融衍生工具市场概述	209
9.1.1 金融衍生工具的内涵与特征	209
9.1.2 金融衍生工具的起源与发展	210
9.1.3 金融衍生工具的功能	211
9.1.4 金融衍生工具的种类	212
9.2 金融远期合约	213
9.2.1 金融远期合约的定义与特征	213
9.2.2 金融远期合约的种类	214
9.2.3 远期利率协议	214
9.3 金融期货市场	216
9.3.1 金融期货的起源与发展	216
9.3.2 金融期货交易的概念与特征	217
9.3.3 金融期货的种类	218
9.4 金融期权市场	221
9.4.1 金融期权的起源与发展	221
9.4.2 金融期权的概念与特征	221
9.4.3 金融期权的种类及交易原理	222
9.5 金融互换市场	226
9.5.1 金融互换的起源与发展	226
9.5.2 金融互换的概念与特征	228
9.5.3 金融互换的种类及交易原理	228
9.5.4 金融互换的作用	231
9.6 其他金融衍生工具	232
9.6.1 资产证券化	232
9.6.2 权证	234
9.6.3 可转换债券	236
参考文献	239
第10章 国际金融市场	240
10.1 国际金融市场概述	240
10.1.1 国际金融市场概念	240

10.1.2	国际金融市场分类及业务构成	241
10.1.3	国际金融市场的作用	243
10.2	传统的国际金融市场	245
10.2.1	传统国际金融市场的性质和特点	245
10.2.2	传统国际金融市场的形成和发展	245
10.2.3	传统国际金融市场业务	246
10.3	离岸金融市场	250
10.3.1	欧洲货币市场的形成与发展	250
10.3.2	欧洲货币市场的构成及主要业务	253
10.3.3	亚洲美元市场	255
10.4	国际金融市场一体化	257
	参考文献	260
第 11 章	金融市场理论	261
11.1	证券组合理论	261
11.1.1	理论概述	261
11.1.2	理论假设及推导	262
11.1.3	最优证券组合选择	266
11.1.4	理论的意义和评价	267
11.2	资本资产定价模型	268
11.2.1	模型概述	268
11.2.2	理论假设	269
11.2.3	资本市场线	269
11.2.4	证券市场线与资本资产定价模型	271
11.2.5	意义和评价	272
11.3	套利定价模型	273
11.3.1	基本原理	273
11.3.2	因素模型与套利条件	273
11.3.3	套利定价理论	277
11.3.4	套利定价理论的意义	278
11.4	有效市场假说	280
11.4.1	理论概述	280
11.4.2	理论要点	281
11.4.3	理论的三种形态	281
11.4.4	理论的意义和评价	282
11.5	行为金融学	284
11.5.1	行为金融学概述	284
11.5.2	行为金融学的主要理论	286
11.5.3	行为金融学在中国	287
	参考文献	289

第 12 章 金融危机与金融监管	291
12.1 金融风险与金融脆弱性	291
12.1.1 金融风险	291
12.1.2 金融脆弱性	294
12.2 金融危机	302
12.2.1 金融危机概述	302
12.2.2 国际主要金融危机	303
12.3 金融市场监管	309
12.3.1 金融监管概述	309
12.3.2 金融监管体系	310
12.3.3 中国金融市场监管	311
参考文献	314

· 第 1 章 ·

金融市场概论

金融是资金融通的活动。如果将资金比喻为经济运行的血液,那么四通八达的金融体系就是经济运行的血管。在现代市场经济中,金融处于核心地位,金融市场是现代市场体系的重要构成。发达的市场经济通常具有功能强大的金融市场体系,如美国的华尔街,不仅是美国资金交易的中心,也是全球金融中心。金融市场也是创新最多、最具活力的市场,即市场交易主体不仅包括各类金融机构,企业、个人和政府都是市场参加者;交易工具和市场形态的创新层出不穷,金融衍生产品、资产证券化、金融机构多元化、金融市场一体化等成为政策制定者和投资者关注的焦点。

1. 1

金融市场的含义和功能

1. 1. 1 金融市场的含义

金融市场可以从不同角度加以定义。从内在机制上分析,金融市场是指以金融资产为交易对象而形成的供求关系及其机制的总和。它包括如下三层含义:第一,它是金融资产进行交易的一个有形和无形场所;第二,它反映了金融资产的供应者和需求者之间所形成的供求关系;第三,它包含了金融资产交易过程中所产生的运行机制,其中最主要的是价格机制,具体表现形式为利率、汇率和各种证券的定价机制。

从市场表现上看,金融市场是指资金供应者和资金需求者双方通过信用工具进行交易而融通资金的市场,广而言之,是实现货币借贷和资金融通、办理各种票据和有价证券交易活动的市场。所谓资金融通,是指在经济运行过程中,资金供求双方运用各种金融工具调节资金盈余的活动,是所有金融交易活动的总称。在金融市场上交易的是各种金融工具,如股票、债券、储蓄存单等。资金融通简称为融资,一般分为直接融资和间接融资两种。直接融资是资金供求双方直接进行资金融通的活动,也就是资金需求者直接通过金融市场向社会上有资金盈余的机构和个人筹资;间接融资则是指通过银行所进行的资金融通活动,也就是资金需求者采取向银行等金融中介机构申请贷款的方式筹资。金融市场对经济活动的各个方面都有着直接且深刻影响,如个人财富、企业的经营、经济运行的效率,都直接取决于金融市场的活动。

现代市场经济中有三类重要的市场,分别为产品市场、要素市场和金融市场。产品市场是商品和服务进行交易的场所,如服装市场、水果市场、建材市场等;要素市场是分配土地、劳动与资本等生产要素的市场,如劳动力市场;金融市场是引导资金的流动,沟通资金由盈余部门向稀缺部门转移的市场。和要素市场、产品市场相比,金融市场有着鲜明的特色:①在金融市场上,市场参与者之间的关系不是单纯的买卖关系,而是一种借贷关系或委托代理关系,即以信用为基础的资金使用权和所有权的暂时分离或有条件让渡。如果你购买一部手机,一手交钱一手交货,交易完成后契约终止;但当你购买股票、债券等金融资产时,意味着你让渡了资金的使用,所以交易虽然完成,但契约仍然存续,你还要享有获取利息、股息和收回本金的权利。②交易对象是一种特殊的商品,即货币资金。交易者让渡货币资金的使用权是为了在将来获得更多的回报和收益。由于收益是在不确定的未来获得,所以让渡资金意味着承受风险。③市场交易的场所在大部分情况下是无形的,主要通过电信及计算机网络等进行交易,而且有越来越无形化之势。这是因为在无纸化货币形态下,金融市场交易的产品本身没有形态,所以无需库存、仓储、物流等交易场所,可以瞬间完成交易,交易成本低廉。

在现代市场经济中,金融已经融入了人们生活的方方面面。个人想要购买房子、汽车等大额资产,需要到银行申请抵押贷款;而手中有了剩余资金的老百姓则要考虑是投资于股票、债券、期货、保险、理财产品,还是直接存放于银行。企业为了扩大再生产、购买机器设备、雇佣劳动力,就通过发行股票、债券、商业票据等方式在金融市场融资;政府通过在金融市场上发行债券来筹集资金,实施财政政策,并通过货币政策调控金融市场,以达到间接调控经济的目的。可见,金融市场带来的影响不仅仅局限于金融产业内部,而是具有巨大的外部性,对整个经济生活产生影响。伴随着经济全球化一体化趋势的发展,经济金融化的进程日益加剧,且程度不断加深,呈现出社会资产日益金融资产化,融资日益非中介化、证券化。而金融市场又是最具有活力和弹性的市场,会对经济的运行迅速做出反应,有时也会放大影响(超调),对经济起到反作用。自20世纪90年代以来,由于很多国家和地区频繁爆发金融危机,对正常的经济发展和生活稳定产生了较大的冲击,特别是1998年的亚洲金融危机和2008年发生于美国的次贷危机,更是带来区域性和全球性的冲击。由于现代经济运行中的矛盾总是以金融动荡的形式体现,所以极大地引发了人们对金融市场的广泛关注。政策制定者、学者、投资者甚至普通老百姓都试图对当今金融市场的发展现状和趋势加以了解。而经济学家们更是对国际金融体制和秩序、传统金融理论的演进和发展进行了一系列的反思和探索。可见,在一个各种不同利益交织的、充满变换的全球一体化金融市场上,只有深刻地理解金融市场参与主体的行为规律和金融市场自身的运行机制,才能对当今世界复杂的经济金融现象做出客观的分析和合理的解释,并以此来指导自身的行动。

1.1.2 金融资产

1.1.2.1 金融资产的定义

为准确地理解金融资产的涵义,让我们先来看一看什么是资产。资产是指具有交换价值且产权归属明确的物品。资产可以分为实物资产和虚拟资产。实物资产对其所属者的有用性依赖于资产本身的特性,如厂房和设备对于厂商的有用性取决于厂商可以利用它们生产产品;虚拟资产的所有者所注重的不是资产本身的特性,而是其所代表的对未来利益的要求权,如普通股的持有者并不在意股票的物理形式是纸质的还是记账式的,他真正关心的是这项资产给他带来的控制公司或获取未来收益等权利。

金融资产是虚拟资产的一种,是投资者向发行人要求未来现金流支付的权利凭证。以下几种资产都是金融资产:在中国工商银行的1000元定期储蓄存款;1张面值1000元财政部

发行的10年期国债;1000股青岛海尔发行的普通股股票;张三向李四借款1000元时写的借条。随着金融资产的不断创新,在以上这些基础资产上还衍生出期货、期权等金融资产。

通常,将金融资产的所有者称为投资者,也就是将资金借贷出去的人;而将获取资金并承诺未来支付相应现金流的经济主体称为金融资产的发行人。在上述例子中,中国工商银行、财政部、青岛海尔集团和张三都是发行人。

1.1.2.2 金融资产的风险——收益对称性

上述四例中的金融资产有很大的不同之处。在工商银行的定期存单通常被认为是风险最低的,但是每年利息较少。因此在利率较低的时候,国债成为定期存单的替代品,它既有银行存款低风险的特点(但利率高于定期存单),又可以在二级市场上随时变现。股票则与前面两者截然不同,投资者一旦购买,就不能向发行公司提出赎回股票的要求,只能在二级市场上将股票转让给其他投资者,一旦公司资不抵债即将破产,股票所有者也就血本无归,所以我们常说股票有风险,投资需谨慎。

由此可以看出,收益、风险是金融资产的两大特性,而且两者紧密相关。人们常常说:“高风险、高收益”,意思就是若想获得较高的收益,就必须承担较大的风险;也可以反过来理解,即如果不能取得较高的收益,投资者就不会去投资高风险的金融资产。所以,人们可以通过金融资产的期望收益率来判断其风险特性。例如,某企业借款承诺支付30%的年利率,作为对比,量子基金在1991—2002年的平均收益率仅为20%,那么可以肯定,该借款者的风险很高,很有可能无法支付高额利息,甚至无法偿还本金。

1.1.2.3 金融资产的性质

1. 预期收益率

这是在购买金融资产时首先会考虑的性质,它是指平均看来金融资产在到期之前提供的现金流现值与金融资产当前价格的比率。考虑现值是因为未来资金具有时间价值,也就是说1年后的1元钱和现在的1元钱在价值上是不同的。所以,要将金融资产的未来收益进行折现,才能准确评估金融资产在收益方面的特性。

在实践中,折现未来现金流所使用的折现率是很难精确计算的,而金融资产的价格和未来现金流常常比较容易在市场上观察到。因此人们常使用到期收益率来近似地表示金融资产预期收益的大小,到期收益率越大意味着该项金融资产的收益性越大。例如,如果某项金融资产现在的价格是 P ,未来共有 n 次现金流支付,其中第 i 次支付的现金流数量是 C_i ,则到期收益率通常的算法是:

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+r)^i}$$

求解上式,其中的 r 就是到期收益率。

2. 未来现金流的支付时间

许多金融资产的发行人会分期向投资者支付现金,而不是一次付清,但在金融市场上,我们常用到期期限表示未来现金流支付时间的特性。到期期限是指金融工具发行人承诺支付本金的最后时间到现在的时间间隔。对于活期储蓄而言,到期期限是零,而普通股通常被认为到期期限是无限的。在成熟的金融市场上,发行者根据融资需求和投资者的风险偏好来设计不同金融资产的到期期限,例如,货币市场上有1天就到期的“隔夜拆借”,而在美国,也有迪士尼公司发行的100年到期的长期债券。

但是,到期期限相同的金融资产在未来现金流支付时间的特性上并不一定完全相同。例如,两种面值和票面利率相同的国债,到期期限都是10年,一种每年付息一次,另一种到期还

本付息,因此市场上这两种债券的价格是不相同的。

3. 未来现金流的可预测性

未来现金流的可预测性就是金融资产获得未来收益的风险。在美国,国债特别是短期国债被认为是无风险的;如果不考虑通货膨胀的因素,长期国债和银行定期存款也可以看作是无风险的。这是因为人们可以准确地预知其未来的还款数量。通常用收益率的标准差来度量金融资产风险的大小。

4. 流动性

流动性是金融资产投资者非常关注的性质。流动性高的资产在金融市场上能迅速变现,并且没有损失或损失较小。例如,普通股就是流动性很高的金融资产,如果投资者想将手中的股票变为现金,只要在二级市场上报价出售即可,只有遇到像涨停板或跌停板这样的极端情况时才会影响变现,不过极端情况也会很快恢复。和普通股相比,银行销售的理财产品通常流动性较低,即在到期之前无法变现。如果一定要变现低流动性的金融资产,要么需要较长的时间,要么只能以低于其自身价值较多的价格出售,或者两者兼而有之。

专栏 1.1

金融资产流动性对于投资者的重要性

1998年9月,与量子基金(Quantum Fund)、老虎基金(Tiger Fund)和奥马伽基金(Omega Fund)并称国际四大对冲基金巨头的长期资本管理公司(Long-Term Capital Management, LTCM)结束了其辉煌时期。如果说金融市场的变幻莫测是LTCM崩溃的导火线,那么高杠杆和流动性的缺乏则是其直接杀手。

LTCM的运作模式是首先对市场上的金融工具进行精确的定价并找到存在定价错误的证券,然后通过证券复制构建无风险的套利组合。然而“布莱克-斯科尔斯-莫顿”理论(期权定价理论)隐含了自我毁灭的种子,这些种子审慎地埋藏于这个理论的小体字中——它的基本假设。该理论关键假设中的第三个就是“可以以任意数量买卖”,即无限流动性假设。

“对于股票能在世界主要交易所交易的大型跨国公司来说,这个假设也许是可行的。因为这些公司拥有数百万股的流通股,总价值以百亿美元衡量。每天,数千种这类股票经过转手,市场似乎有足够多的股票到处流转,这种自由买卖的能力被称为流动性。”

“1998年夏天,它和其他假设一齐崩溃了。”

在崩溃之前,公司曾经出现流动性困难,因此公司出售了一部分流动性较高的资产,但是公司的合伙人之一、1997年诺贝尔奖得主之一的希克尔斯指出:“假设你有一个经过对冲的账面,接着,由于你的资本遭到了负面打击,你不得不减小资产负债表的规模。你总会倾向于削减或出售你最具流动性的证券。如果情况继续对你不利,那么你剩下的是缺乏流动性的证券,以及一个严重未经过对冲的账面。因此,这是一个糟糕透顶的策略,你应该按比例缩减你的账面——流动和非流动证券。”

但是,“公司还是决定抛售在利润上升时可以从市场轻易买回的东西以削减资产规模,解决流动性困难”。当市场向更加不利于公司的方向发展时,公司只能以较大的损失变现所持有的流动性资产,然而这又使公司处于更加不利的局面中,这样的恶性循环最终导致“这家由金融行业结合学术界的精英——华尔街最优秀的交易员和诺贝尔奖得主合伙创办的基金陷入了近乎破产的境地,最终依靠数十家投资银行的救援才得以幸免”。

资料来源:邓巴. 创造金钱——长期资本管理公司的传奇. 俞卓菁,译. 上海:上海人民出版社,2002.

5. 可分性

金融资产的发行和交易单位越小,其可分性也就越好。对金融工具的发行人而言,如果其

发行单位较小,就可能吸引较多的投资者;但从另一个方面看,发行单位越小,意味着成本越高。如对凭证式债券,用于销售和印刷的成本会增大;对于贷款,小额贷款通常意味着每1元贷款的监督成本增大。随着信息技术的快速发展,许多证券采用记账方式,证券销售成本也大大地下降,因此目前证券的最小发行单位通常较小。例如,国债的发行单位一般是1000元,上市公司股票每股面值1元,交易的最小单位是1手(100股)。

6. 币种

金融资产总是以特定货币形式计价和交易的,同时承诺在未来支付确定或不确定数量的某种货币。但是发行的币种和承诺支付的币种可能并不相同,甚至在某些情况下,发行人允许投资者选择未来支付所采用的币种形式。例如,一种债券可以以美元面值发行,支付利息时采用欧元,最后偿还本金时使用美元;或者允许投资者自行选择收取美元还是欧元利息。

7. 税收特性

投资者关心的是金融资产的税后收益,也就是真正能落到口袋中的收益,因此税收特性是金融资产的重要性质。在美国,有时高风险的市政债券却比风险较低的联邦债券支付更低的名义利息率,这是因为市政债券和联邦债券的利息收入所适用的税款不同。对投资者而言,名义利率较低的市政债券的税后实际收益率较高,可以作为承担额外风险的补偿。

在税收特性方面,同样的金融资产对于不同的投资者而言,所适用的税率可能也不尽相同。在中国,非金融企业通过二级市场买卖股票所得收益要按照33%的税率缴纳企业所得税;但对于个人投资者而言,由于我国尚未开征资本利得税,所以这部分收益是免税的。随着中国金融市场的发展,对投资股票、债券等资本利得税率的差异将影响投资行为,引导资金流向国家政策倾斜的产业和部门。

专栏 1.2

股票市场个人转让限售股征税

经国务院批准,自2010年1月1日起,对个人转让上市公司限售股取得的收入将按20%税率征收个人所得税。同时,对个人转让从上市公司公开发行和转让市场取得股票的所得继续免征个人所得税。1月4日,也是新年开市的第一天,上证综指以跌1.02%作为回应。

根据最新统计显示,2010年全年沪深两市共有688家上市公司合计3830亿股的限售股解禁。按照2009年12月30日收盘价计算,今年的解禁市值约达5.9万亿元,高于2009年的解禁规模,并创下解禁新高。与前两年“大小非”唱主角不同,今年将迎来首发限售股,即“大小限”的解禁洪峰,占全年解禁规模的78%。毫无疑问,“大小非”获得了高额收益却不必缴个税的历史将翻过一页。管理层打扫制度积弊,堵塞税收政策漏洞的举动,有助于实现税收的公平与公正,必将对中国资本市场的长期建设有重要的促进作用。

资料来源:www.eastmoney.com,2010-01-05 07:55,每日经济新闻。

8. 可逆性

某些金融资产赋予投资者以一定价格将金融资产售卖给发行人的权利,就是可逆性。活期存款具有可逆性,储蓄人可以在任何时间要求提款,也就是将金融资产卖给了其发行人——银行。开放式基金也具有可逆性,投资者随时可以要求基金经理人以当前基金净值扣除手续费后的价格赎回基金单位。相反,另一些金融资产就完全不可逆,普通股就是典型代表,投资者买入股票后不能要求公司退还其本金,如果需要变现股票,投资者可在二级市场进行交易,这种契约的安排保证了现代公司制度中的所有权与经营权分离,也使得公司可以稳定地使用筹集的资金。而具有可逆性资产的发行者往往面临较高的挤兑风险,特别是在金融市场动荡之时,商业银行和开放式基金往往是中央银行重点关注的对象。