

国际金融市场

价格与政策

International Financial Markets

Prices and Policies

[美] 理查德·M·莱维奇 著

Richard M. Levich

中国人民大学出版社

McGraw Hill 麦格劳-希尔教育出版集团



金融学译丛

国际金融市场

价格与政策

International Financial Markets
Prices and Policies

[美] 理查德·M·莱维奇 著
Richard M. Levich

曲昭光 / 校
施华强 曲昭光
栾真军 张利星 / 译
贾月清 成家军



LIANGJING PUBLISHING STUDIO
梁晶工作室



中国人民大学出版社
McGraw-Hill 麦格劳·希尔教育出版集团

金融学译丛

图书在版编目 (CIP) 数据

国际金融市场：价格与政策 / (美) 莱维奇著；施华强等译.
北京：中国人民大学出版社，2002
(金融学译丛)

ISBN 7-300-04072-1 / F·1252

I. 国…

II. ①莱…②施…

III. 金融政策-世界

IV. F831.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 018785 号

金融学译丛

国际金融市场：价格与政策

[美] 理查德·M·莱维奇 著

曲昭光 校

施华强 曲昭光 栾真军 张利星 贾月清 成家军 译

出版发行：中国人民大学出版社

(北京中关村大街 31 号 邮编 100080)

邮购部：62515351 门市部：62514148

总编室：62511242 出版部：62511239

E-mail: rendafx@public3.bta.net.cn

经 销：新华书店

印 刷：涿州市星河印刷厂

开本：787×1092 毫米 1/16 印张：47 插页 5

2002 年 5 月第 1 版 2002 年 5 月第 1 次印刷

字数：972 000

定价：79.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

《金融学译丛》总序

金融学的核心问题是研究资本和资产的配置效率。在市场经济中，这种配置主要是通过金融市场来进行的。广义的金融市场包括证券市场、货币市场、各种形式的银行、储蓄机构、投资基金、养老基金、保险市场等等。市场的参与者包括个人、企业、政府和各种金融机构，他们在资本市场中的交易形成了资本和资产的供求关系，并决定其价格。而价格又指导着资本和资产的供求及其最终配置。资本作为经济活动和经济发展中的关键因素，其配置效率从根本上决定着一个经济的发展过程和前景。因此，一个国家或经济的金融市场的发达程度明确地标志着它的经济发展水平。

中国正处在创建和发展自己的金融市场的关键时期。在谋求经济健康而快速发展的过程中，如何充分地吸引资本、促进投资，进而达到最有效的资本资产配置，无疑是成功的关键。因此，建立一个有效的、现代化的金融体系是我们的当务之急。中国经济进一步开放和国际金融市场全球化的大趋势更增加了这个任务的紧迫性。在这一点上，现代金融理论及其在西方的应用是我们亟须了解和掌握的。

《金融学译丛》旨在把西方金融学的理论和实践方面最新、最权威和最有代表性的著作介绍给大家。我们希望这个系列能够涉及金融的各个主要领域，理论和实践并重，专业和一般兼顾。在我们所选择的书目中，既有反映最高学术水平的专著，也有西方著名商学院视作经典的教材，还有华尔街上通用的金融手册。内容包括金融和证券、资产定价、投资、公司财务、风险管理和国际金融等等。但愿我们这个系列能为读者打开现代金融学知识、理论和技术宝库之窗，使它们成为发展中国金融市场的有力工具。

《金融学译丛》推荐委员会

2000年10月

作者简介

理查德·M·莱维奇 (Richard M. Levich) 是纽约大学伦纳德·N·斯特恩商学院金融学和国际商务学教授。在 1984—1988 年间, 他担任斯特恩商学院国际商务计划的主席。他也是坐落在马萨诸塞州坎布里奇的国家经济研究局的研究人员, 目前还担任《国际财务管理和会计》杂志的编辑。

莱维奇教授曾是美国和国外许多著名大学的访问学者, 这些大学包括耶鲁大学、芝加哥大学、法国的 *Ecole des Hautes Etudes Commerciales* (HEC)、澳大利亚新南威尔士大学管理学研究生院和伦敦城市大学商学院。莱维奇教授曾在许多在职人员教育计划中授课, 这些计划包括沃顿在职人员 MBA 计划, Kiel (德国) 世界研究所、国际货币和银行业中心 (日内瓦)、J. P. 摩根、大通曼哈顿银行和银行家信托银行计划。他曾是美国联邦储备委员会、国际货币基金组织和世界银行的顾问或访问学者。

莱维奇教授已经发表了 50 多篇文章, 内容涉及国际金融的各个方面; 他是 10 部著作的作者或编者, 这些著作包括《国际货币市场: 可选择的预测技术评估和市场效率》(JAI 出版社, 1979 年); 《汇兑风险和暴露: 国际财务管理的目前发展》(列克星敦书店, 1980 年); 《ECU: 欧洲货币单位》(欧洲货币出版物, 1987 年); 《欧洲货币单位市场: 目前发展与未来前景》(列克星敦书店, 1987 年); 《国际会计多样性的资本市场效应》(道琼斯 -

11/04/07

欧文出版社，1990年，与弗雷德里克·乔伊合著）；《汇率和公司业绩》（欧文专业出版社，1994年）。

莱维奇教授在芝加哥大学获得哲学博士学位。



前言

《国际金融市场：价格与政策》一书的目的就是对重要金融市场和金融工具进行分析，这些金融市场和工具促进了贸易和投资活动在全球范围内开展。其所研究的范围为两个方面，第一，价格的经济决定因素、价格变化，以及主要金融市场中的价格联系。第二，私人企业和公共政策制定者面临的政策问题。

针对第一个对象，我将各种国际金融工具的最新定价理论汇集起来。我提出了各种金融价格的经济决定因素，讨论了这些定价模型的限制和意义，并对其理论预测有关的经验证据进行评估。针对第二个对象，我概述了私人个人和企业以及公共政策制定者面临的决策问题。对于私人个人和企业而言，在对各市场进行讨论的基础上，我分析了有关资本融资、投资和风险管理的决策是怎样作出的；对于公共政策制定者而言，我也考察了货币当局、财政和税收当局、银行业和金融市场监管者以及会计标准制定机构面临的决策问题，并且这种考察是在市场的经济学和私人个人及企业面临的动机范畴内进行的。

通过阅读本书，我希望读者将看到创新金融工具的广泛性和将这些产品和市场联系在一起的联结机制。我的目的是阐明各种金融市场的经济基础，以及在这些市场上进行交易或受其影响的私人个人和企业所面临的经济动机。我的目标是证明各种策略和政策决策怎样经常依靠某一特定的经济模型

或某种特定的经验性世界观。我希望提出充分的经验证据来解释为什么提供给企业的某些公共政策问题和规定的策略看起来已确定下来，而其余的问题仍有纠纷。最后，我希望读者将对公共政策制定者面临的核心问题有新的认识，这个问题是各国金融政策和规则应该是协调一致呢，还是应按每个国家的个别环境和自身利益而定制呢？

基本哲学

《国际金融市场：价格与政策》一书首要的主题是，尽管金融产品迅速增加和国内市场联系的网络扩大，但是只有为数不多的概念来指导国际金融市场中的证券定价，以及指导私人市场参加者和官方市场监管者的政策选择。关键的概念是，一国金融市场的各个市场看起来有明显的区别，各国金融市场看起来也有明显的区别，它们本身实际上都是一体化国际金融市场的组成部分，在这个市场上，价格往往是有效地决定，以便反映可得的信息和消除获得非常盈利的机会。关键的机制是套利和类似套利的交易，它把即期汇率与远期汇率、在岸货币市场和离岸货币市场、远期汇率与期权价格、远期汇率与互换价格，以及其他金融合约连接到一起。

定价效率和市场一体化意味着在一国金融市场内和各国金融市场间各种金融市场产品存在一系列联系，市场定价具有一致性。无论是在希望投资收益最大化、筹资成本最小化或建立可接受的风险暴露水平的公司财务官员的层次上，还是在寻求促进市场成长，确保各自市场制度的安全和稳健的各国市场监管者的层次上，都必须遵循这一点，即政策的制定必须给有效定价和一体化市场力量以充分的空间。私人个人将自然地试图利用国际市场的广泛性以克服当地市场的监管负担或当地市场总体上发育不充分的问题。如果金融选择的范围对私人个人开放，我指出一国市场监管者确定大大偏离行为准则政策的能力则受到了约束。

正文的组织

本书的第1篇，首先概述了从20世纪60年代以来国际金融市场发生的变化。我重点突出个人、企业和政府面临的政策问题，以及外汇对各国经济中发挥的中心作用。在第2章中，我评述了本世纪国际金融制度的历史，阐述了国际金融市场新近的价格行为。

本书的核心内容是在以下四个部分中，国际金融市场也可以划分为这样四个类型的市场：(1) 外汇；(2) 离岸市场；(3) 衍生证券；(4) 国际资产组合投资。在每次对每个类型市场的讨论中，我的目标是描述这些市场的制

度环境和定价的经济学，然后，略述影响私人个人和公共政策制定者的政策问题。

第2篇包括6章，均涉及外汇市场有关的内容。第3章考察这些市场的结构和制度方面。我讨论影响外汇市场的竞争压力，以及它如何影响私人企业利用外汇市场和交易行为管理。在第4章和第5章中，介绍国际金融平价条件，这些内容现已成为国际金融领域任何教程的标准组成部分。在对这些平价条件进行的评述中，我强调有关内容的经验证据，即平价、导致系统地（而非暂时地）背离平价的因素和为应付对平价的背离而采取的政策规则。在第6章中，我阐述了汇率决定的经济因素。有关这一主题的文献在过去20年间大量出现。我评论了这一问题研究的若干重要主题，重点突出私人企业和公共政策制定者的政策问题。

与汇率建模研究密切相关的内容是市场有效性和汇率预测，这两方面的内容成为第7章和第8章的主题。我评述了外汇市场有效性和汇率预测的理论和经验证据。同时也关注政策问题，比如私人个人是否应该尝试预测汇率，以及在货币市场进行投机；公共官员是否应为改善市场的有效性和减少私人企业面临的风险而进行市场干预。

在第3篇中，我们将注意力转向欧洲市场，即在20世纪60年代早期开始发展的金融工具交易的离岸市场。在第9章中，我集中讨论欧洲货币市场的短期银行存款和贷款。我考察了欧洲货币工具的定价以及该市场的地理扩展问题。在这个市场上人们关注的政策问题是，离岸市场与在岸市场间的相对监管负担，以及欧洲货币存款的风险。离岸市场的长期市场——欧洲债券市场——在第10章进行讨论。同样，我考察了欧洲债券价格的决定因素和欧洲债券交易活动。还讨论了发行者和投资者对市场的有效利用，以及欧洲债券市场监管政策，或者影响该市场与传统在岸债券市场竞争性的政府。

包括期货、期权和互换在内的新的金融衍生产品促进了市场扩展，这成为第4篇的主题。在第11、12和13章中分别分析了期货、期权和互换的制度特点和定价关系。在每一章中，我都考虑市场的经济基础，以及现有定价模型解释实际市场价格的充分性。并且，在每一章中，我都评述检查在金融风险管理中使用期货、期权和互换的一般方法。这部分涉及的政策问题是，这些新金融工具的监管，以及它们对传统的即期或现货市场的影响。

在第5篇中，我考察了国际资产组合投资的发展。在第14章中，我考察了国际债券市场的规模，中心内容是在无套期保值和有货币套期保值的两种情况下，债券投资的收益率计算。我们还给出国际债券资产组合多样化潜力的证据，以及有货币套期保值资产组合的证据。

在第15章中给出国际股权资产组合的类似分析。我讨论这些市场的规模，以及投资者可以使用的投资工具范围。我也评述了国际投资环境下股权定价的发现，以及国际资产组合投资多样化的证据。这里私人当事人关心的问题包括投资者显示出“本国偏向”和在他们的资产组合投资中加大本国证券的比重。并且，当国际金融市场变得更加一体化的情况下，投资者是否能在将来继续指望从多样化中获利。关于公共政策，我考虑到上市要求、交易

和结算要求和会计惯例一致化的情况。

在第6篇中(第16章),我考察了国际金融头寸风险的衡量和管理,我考察了公司经理的风险情况,他们的风险来自于企业的金融头寸以及企业的经营活动。此外,我也对纯粹金融资产组合投资的风险衡量和管理问题进行了类似的分析。在对各种风险衡量技术(比如回归分析、场景分析和新近开发的风险价值方法)进行讨论时,我强调指出,所有这些方法都依赖于一些假定,而这些假定也许会限制这些风险衡量的精确性。

本书以第7篇(第17章)结束。第17章揭示了监管者如何把握国际金融市场的发展方向。当市场已经变得更加国际化、自由化、巨大化以及某些人所说的脱离了监管当局的管制时,这已成为一个关键问题。我考察了对各国金融市场监管的竞争性方法与共同性和协调性方法的赞成和反对理由。最后,我研究了中央银行干预包含在外汇汇率行为中能否有效。

正如读者将注意到的那样,全书以17个章题对上述每一个主题进行写作。本书的内容是经必要选择的,主要关注市场的经济环境和国际金融工具的定价问题,并且得出对必须参与这些市场活动的私人企业以及直接监管或者间接地影响市场的公共政策制定者的结论。

读者对象

这部教科书是为商学院金融系或大学经济系国际金融市场或国际财务管理课程一个学期的授课使用的。该教程适用于攻读MBA或硕士学位的研究生以及高年级本科生。学生应该初步了解国际经济学基本原理(像比较优势理论、国际收支问题等等),并且学过金融市场或投资学的课程,掌握现金流量估价、资产定价模型和金融市场有效性的基础知识。

本教程包括许多对经验研究的讨论和对反映这些研究结果的许多图表所进行的分析。学生应该熟悉假设检验和回归分析的基础知识,以便解释这些经验研究的结果。

教授方法

典型情况下,每一章都包括一个市场和/或市场目前制度组织的历史起源。对于理解市场如何“运作”以及为什么市场行为方式不像程式化经济模式预测的那样精确,制度环境是重要内容。

毫无疑问,每一章也包括建立某些基准预言的理论阐述,这些预言有关市场价格是如何决定的,市场价格应该如何随时间推移而变化,以及市场价格如何对宏观经济事件作出反应。我认为理论能应用于实践,因为它为新产

品定价、现有产品风险的套期保值，以及构造一个特定的投资政策或借款战略等提供了方法。不过，所有的理论都需要验证。一些章节给出了经验研究的结果，以便读者能对国际金融中的一些重要经验规则进行评估，了解还有哪些难解之谜有待解决。

全书广泛地使用了图表，这样可以以形象的方式展示资料，充实正文。我还经常用图形来显示一个市场的制度组织情况，解释单一金融合约或一组金融合约的现金流量模式，或解释一项经验研究或金融策略或风险管理技术的结果。我满怀希望地认为，使用图表和真实数据使得各个主题和理论看起来更加生动。

正文中也包括许多举例用的专栏。一些专栏给出金融计算的详细过程。其他专栏记述了最近报纸中登载的例子，或再次举例说明各章中理论和经验发现的实践意义。

理查德·M·莱维奇

致 谢

在本教程的写作准备过程中得到了很多人士的帮助。我要感谢 David Benway, Sari Carp, Gayle Delong, Alexis Hongre, Simi Kedia 和 Anthony Morris, 他们为本教程收集了展示的数据, 并编写了问题和练习。Candace Chase 详细地阅读了全部手稿, Deloris Lewis 提供了高效的秘书支持。我还要感谢 Ronad McKinnon 允许我使用其《游戏规则》一文中的许多内容, 这些内容构成本教程第二章的中心内容, 还要感谢美林证券公司的 Michael Rosenberg 和 Joe Prendergast, 他们在获得市场数据方面提供了帮助。在整个教程中, 参考了许多同事和教师的著述, 他们包括 Robert Aliber, John Bilson, James Bodurtha, Robert Cumby, Rudiger Dornbusch, Jeffrey Frankel, Jacob Frenkel, Kenneth Froot, Richard Herring, Philippe Jorion, Richard Lyons, Michael Mus-sa, Lee Thomas, 和 Ingo Walter。他们的著述对我本人和这部教程产生了影响。我还要特别感谢洛克菲勒基金资助我住在意大利 Bellagio 的 Bellagio 研究和会议中心完成本教程的前面几章。

此外, 我要感谢下列人士对各阶段手稿所做的评论:

东北大学的 Alan Alford; 纽约州立大学奥尔巴尼校区的 Rita Biswas; 沃里克大学的 Ian Davidson; 普度大学的 Diane Denis; Tulane 大学的 Chitru Fernando; 巴鲁克学院的 Julapa Jagtiani; 伊利诺伊大学芝加哥校区的 Coleman Kendall; 加利福尼亚大学里弗赛德校区的 Sarkis Khoury; 达特茅斯学院的

Dennis Logue; 得克萨斯 A&M 大学的 Arvind Mahajan; 新墨西哥州立大学的 Kenneth Martin; 佐治亚州立大学的 Dileep Mehta; 埃默里大学的 Shazhad Mian; 俄勒冈州立大学的 Chandra Mishra; 科罗拉多大学的 Michael Palmer; 西蒙弗雷泽大学的 Geoffrey Poitras; CDC 投资公司的 Bluford Putnam; 罗德艾兰大学的 S. Ghon Rhee; 休斯敦大学的 Raul Susmel; 以及 Goteborg 大学的 Clas Wihlborg。

我也感谢 Irwin/McGraw-Hill 出版公司的工作人员在本书出版过程中给予的帮助, 他们包括本书的编辑 Beth Bortz, Wendi Sweetland, Jim Keefe 和 Maureen Harrington, 遗憾的是, 他们都转移到其他的职业上。感谢 Jean Lou Hess, 他监督整个制作过程, 并力图使该教程的每一页都能符合作者的愿望。我要表达我对 Michael Junior 的特殊歉意, 为了我撰写该教程, 他多年没有打扰我。

最后, 我感谢许多学生, 他们多年来阅读了许多章节的初稿, 并对手稿的改进提出了他们的建议。

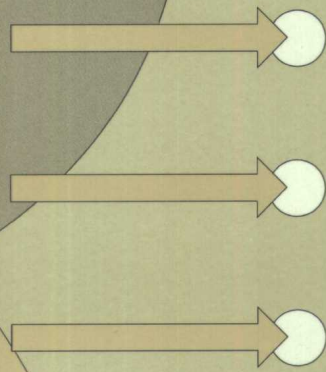


策划
梁晶工作室

责任编辑
殷衷+梁硕

装帧设计
吕敬人
+
张朋 牛明暇

版式设计
徐力坚+赵星华



《金融学译丛》 推荐委员会名单

(按姓氏笔画排名)

- | | |
|-----|--|
| 王 江 | Professor of Finance, Sloan School of Management,
Massachusetts Institute of Technology
麻省理工学院斯隆管理学院金融学教授 |
| 许成钢 | Associate Professor of Economics, London School of
Economics
伦敦经济学院经济学副教授 |
| 何 华 | Professor of Finance, School of Management, Yale
University
耶鲁大学管理学院金融学教授 |
| 张 春 | Professor of Finance, Carlson School of
Management, University of Minnesota
明尼苏达大学卡尔森管理学院金融学教授 |
| 陈志武 | Professor of Finance, School of Management, Yale
University
耶鲁大学管理学院金融学教授 |
| 周国富 | Associate Professor of Finance, John M. Olin School
of Business, Washington University in ST. Louis
圣·路易丝·华盛顿大学奥林商学院金融学副教授 |
| 林毅夫 | Professor, China Center of Economic Research,
Peking University
北京大学中国经济研究中心教授 |
| 钱颖一 | Professor of Economics, University of California,
Berkeley
加利福尼亚州立大学伯克利分校经济学教授 |
| 曹全伟 | Associate Professor of Finance, Smeal College of
Business, Pennsylvania State University
宾夕法尼亚州立大学斯米尔商学院金融学副教授 |
| 梅建平 | Associate Professor of Finance, Stern School of
Business, New York University
纽约大学斯特恩商学院金融系副教授 |
| 黄海洲 | Senior Economist, International Monetary Fund
国际货币基金组织高级经济学家 |



梁
晶
工
作
室
JIANG PUBLISHING STUDIO

简要目录

第 1 篇	导论和概述	1
	第 1 章 国际金融市场研究导论	3
	第 2 章 国际货币体系概述和国际金融市场近期发展	23
第 2 篇	外汇市场	69
	第 3 章 市场结构与市场制度	71
	第 4 章 国际平价条件：购买力平价	104
	第 5 章 国际平价条件：利率平价和费雪平价	135
	第 6 章 即期汇率的决定	176
	第 7 章 外汇市场有效性	218
	第 8 章 汇率预测	250
第 3 篇	离岸金融市场	283
	第 9 章 欧洲货币市场	285
	第 10 章 欧洲债券市场	321
第 4 篇	衍生证券市场：期货、期权和互换	361
	第 11 章 货币期货和利率期货	363
	第 12 章 货币期权和利率期权	407