

ZHENGQUAN
QIHUO
TOUZI

证券期货投资： 理论与策略

LILUN YU CELUE

李恒光 马春阳 © 编著




首都经济贸易大学出版社
Capital University of Economics and Business Press

ZHENGQUAN
QIHUO
TOUZI

证券期货投资： 理论与策略

LILUN YU CELUE

李恒光 马春阳 © 编著

 首都经济贸易大学出版社
Capital University of Economics and Business Press

图书在版编目(CIP)数据

证券期货投资:理论与策略/李恒光,马春阳编著. —北京:首都经济贸易大学出版社,2015.3

ISBN 978 - 7 - 5638 - 2333 - 8

I. ①证… II. ①李… ②马… III. ①证券投资—基本知识 IV. ①F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第008823号

证券期货投资:理论与策略

李恒光 马春阳 编著

出版发行 首都经济贸易大学出版社

地 址 北京市朝阳区红庙(邮编 100026)

电 话 (010)65976483 65065761 65071505(传真)

网 址 <http://www.sjmcb.com>

E-mail publish@cueb.edu.cn

经 销 全国新华书店

照 排 首都经济贸易大学出版社激光照排服务部

印 刷 北京泰锐印刷有限责任公司

开 本 710毫米×1000毫米 1/16

字 数 428千字

印 张 24.25

版 次 2015年3月第1版 2015年3月第1次印刷

印 数 1~3000

书 号 ISBN 978 - 7 - 5638 - 2333 - 8/F · 1322

定 价 39.00元

图书印装若有质量问题,本社负责调换

版权所有 侵权必究

目 录

第 1 章 现代金融资产相关问题研究	1
第一节 现代金融资产发展的趋势特征.....	1
第二节 金融资产供求及其均衡与失衡.....	12
第三节 复合概念的金融资产——证券.....	19
第四节 现代金融资产交易市场的发展.....	26
第 2 章 股份公司股权资本融资分析	36
第一节 股份公司的概念界定及股份制度分析.....	36
第二节 股份公司相关内容法律约定.....	39
第三节 股份公司证券融资决策分析.....	43
第 3 章 证券中介机构及资产定价	58
第一节 证券中介机构及业务发展.....	58
第二节 证券定价及影响因素.....	78
第三节 投资者对上市公司财务报表的解读.....	88
第 4 章 证券投资策略、方法与技巧	100
第一节 证券投资收益与风险的匹配.....	100
第二节 证券投资的原则及正确理念.....	112
第 5 章 期货市场运行机制及业务创新	136
第一节 期货市场的组织机构.....	136
第二节 期货交易的基本制度.....	149
第三节 商品期货.....	159
第四节 金融期货.....	165
第五节 期货业务创新.....	185
第 6 章 期货的市场交易及投资谋略	198
第一节 投机交易.....	198
第二节 套期保值.....	202

第三节	套利交易	209
第四节	期货投资谋略精要	218
第7章	期权交易	235
第一节	期权概述	235
第二节	期权价格	242
第三节	期权基本交易策略	245
第四节	期权定价理论	250
第五节	期权平价公式	255
第六节	期权风险指标	257
第8章	技术与运用	260
第一节	技术分析介绍	260
第二节	道氏理论与波浪理论	268
第三节	基本形态	289
第四节	常用线图	327
第五节	重要技术指标	346

第 1 章 现代金融资产相关问题研究

第一节 现代金融资产发展的趋势特征

一、金融资产多样化

(一) 多样化金融资产的产生

金融是货币资金的融通,资产则是指某一经济主体(如企业、机关、事业单位或其他经济组织)所拥有或控制的财产和债权,也就是资本的物的表现。因此,金融资产是指某一经济主体所拥有或控制的与资金融通有关的财产和债权,它代表经济主体未来现金收入的权利。现代金融发展的一个显著特点就是金融资产多样化。多种多样的金融资产,既是货币形式的发展和扩充,也是现代融资的重要途径。纵观金融资产种类由单一化向多样化的历史演变,不难看出多样化金融资产产生的客观必然性,就我国而言,主要表现在如下几方面:

1. 从银行的角度看

在计划经济时代单一的金融资产结构下,银行金融资产的主要部分是各项贷款,没有金融债券等其他金融资产。这不仅给银行自身的经营造成了困难,而且还影响了国民经济的顺利发展。首先,单一的金融资产结构使银行失去了自我调节的能力,除了存款以外,银行没有任何其他金融资产可作替代,一旦贷款不能及时收回,存款又急需提取,这种软资产硬负债的情况必然使银行处于两难境地。其次,银行单一的金融资产结构给国民经济的调节造成极大的困难,一旦实行紧缩的货币政策,银行除了紧缩贷款以外,就没有任何其他可选择的余地了,这必然造成经济的剧烈动荡。再次,银行单一的金融资产结构使整个银行系统的资金只能纵向调节,严重妨碍了社会资金跨行业、跨地区自如地横向流动。

2. 从政府的角度看

在以往单一的金融资产结构下,政府的资金主要来源于财政收入。在既没有发行长期公债也没有发行短期国库券的情况下,无法通过市场向社会公众筹集资金,使国民经济的顺利发展受到严重制约。如果资金不足部分最终用向银行透支的办法来解决,结果加重了银行货币供应的负担,加大了货币供应量。

3. 从企业的角度看

在过去单一的金融资产结构下,企业的金融资产只有银行存款和少量库存现金,金融负债只有银行贷款和极少量的应收款项。企业的命运从某种意义上说完全掌握在银行手中,加之过去银行制度规定一个企业只能在一家银行开户,这就越发使企业对资金的需求完全依赖于一家银行,企业失去了调整内部财务状况的自主权。

4. 从个人的角度看

在单一的金融资产结构下,个人的金融资产只有储蓄存款和现金两种形式。这就存在如下两个弊端:一是限制了个人对金融资产的选择范围,压抑了个人将闲置资金进行再投资的积极性,不利于广泛聚集社会闲散资金;二是个人手中的银根易松不易紧,不利于中央银行调节货币流通,特别是现金流通。因为在这种情况下,回笼个人现金只有通过商品回笼和信用回笼。当中央银行收紧银根时,意味着商品市场存在供不应求的矛盾,在这种情况下,依靠商品回笼货币是很困难的,而信用回笼又受到储蓄便利程度的限制,从而使中央银行收紧银根的货币政策对个人作用甚微。

5. 从货币资金本身的运动特点看

不同运动形式的货币资金需要有不同的金融资产与之相对应。根据再生产过程中资金闲置的时间长短,社会上的资金可划分为四个层次:一是潜在状态的资金。这部分资金已完全退出生产领域,其持有者对流动性小但伴有较大获利性的金融资产比较感兴趣,这部分资金是长期投资的重要资金来源之一。二是没有确定用途的游资。这部分资金易受有收益的金融资产的吸引。其持有者希望能有在安全性、流动性和收益性等方面均较为满意的金融资产供其选择,以便使这笔暂时闲置的资金获得较大的增值机会。三是有确定用途但目前还无法使用的资金。这部分资金因有确定用途,所以需要用时能“招之即来”是对这部分资金的第一要求。因此,这部分资金持有者希望把风险小、变现能力强的金融资产作为投资对象。四是周转中的资金。这主要是指由于生产季节性变化和 product 特性决定的某些在周转过程中暂时处于闲置状态的资金。这类资金只适于购买期限很短的金融资产,它的持有者希望有流动性较大的短期金融资产供其选择。

总之,单一化的金融资产结构不仅使金融交易形式单调,影响了社会融资活动的广度和深度,而且使资金横向流动受阻,使国民经济的发展受到一定的制约。此外,单一化的金融资产结构也难以满足社会上各种类型的闲置资金持有者对安全性、流动性和收益性等不同组合形态金融资产的渴求。因此,在金融发展的过程中,金融资产的多样化就成为货币形式发展的必然趋势。

(二) 多样化金融资产之间的本质区别

由于金融资产代表未来现金收入的权利,所以从广义投资的角度来看,任何

形式金融资产的所有者都是直接或间接的投资者,即曾经提供了某项资金的自然人或法人。金融资产的最初提供者则是与前者相对的、接受了前者让渡的某项资金使用权的经济实体,它有义务在未来的某个时间、地点对资金让渡者偿付本金和利息。这就是各种不同形式金融资产之间的相同点。那么,各种不同形式金融资产之间的本质区别又是什么呢?概括地说,多样化金融资产之间的本质区别是产权结构的不同,即占有物质和占有纯价值体这两种基本占有形式,以不同的比例进行搭配组合,就产生了不同形式的金融资产。下面仅以股票和债券两种典型的金融资产为例进行简要的分析。

在现代经济社会,人们对劳动成果的占有形式与劳动成果自身的存在形式相对应。由于劳动成果有物质形态的(各种物质产品)和货币形态的(货币纯价值体)两种基本存在形式,所以人们对劳动成果的占有也有两种基本形式——占有物质财富和占有货币纯价值体,即持有商品或持有现金。人们可以在这两种占有形式之间选择,但不能同时占有。这两种占有形式各有利弊:持有产品的占有形式使所有者拥有最充分的价值增值能力(因为价值的增值是在物质资料的生产使用过程中产生的),即收益性,但丧失了流动性和选择能力,要负很高的交换风险;持有现金货币的占有形式则相反,它给其所有者提供了完全的选择权和交换权,即很高的流动性,但它不能获得价值增值能力,即丧失了收益性。这两种占有形式表示在如图1-1-1所示的以货币纯价值体形态的产权为横轴,

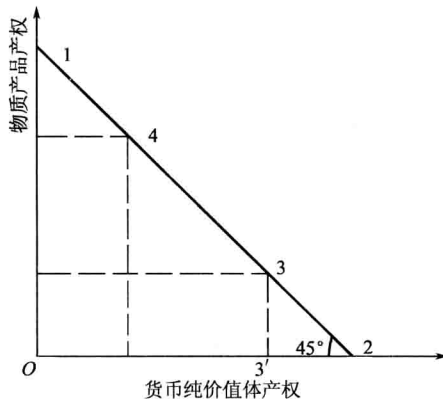


图 1-1-1 金融资产产权结构曲线

以物质形态的产权为纵轴的平面直角坐标系中,分别位于纵轴上的1点和横轴上的2点,即1点具有最高的物质产品产权,但完全没有货币纯价值体产权;2点具有最大的货币纯价值体产权,但没有物质产品产权。连接1,2两点的线段 $\overline{12}$ 即表示所有者的产权结构曲线,它和两轴呈45度角,表示 $\overline{12}$ 线上的任一产权

结构的总产权不变。由于劳动成果的所有者既希望保留一定的流动性和交换能力,又希望能够获得价值增值的好处,因此他们便倾向于根据自身的需要在1,2两种典型的占有方式之间即在线段 $\overline{12}$ 上寻找除点1,2以外的点(这样的点理论上有无数的,它们分别是不同比例的物质产品产权和货币纯价值体产权的混合搭配占有方式),多种不同形式的金融资产分别对应线段 $\overline{12}$ 上的某一点。

现假设图1-1-1中3点代表所有者以持有债券的方式来占有其财富,那么与2点持有现金的所有者比较,前者的确是放弃了部分的货币纯价值体占有权(图中 $\overline{3'2}$ 部分),即在一段时期内(债券的持有期)放弃选购商品的权利(流动性),把它交给出售债券的人,但他获得了间接地持有部分实物财富的权利。这样,权利形式结构的变化必然引起由权利而派生的收益的变化,即占有效果的变化。债券持有者由于让渡了一部分货币形态的产权,因而减少了他的交换能力,又由于获得了一部分物质形态的产权(并不是直接占有物质产品本身,而是通过持有某种类型的金融资产——如债券,和占有纯物质形态的经济主体之间形成一种难以割舍的关系,间接地占有有一定比例的物质形态的产权。这部分产权的实现不是靠分割物质产品本身——经济主体破产的情况例外,而是靠分享部分物质资料在生产使用过程中产生的增值价值进行的),从而能享受到一定的价值增值的好处。

如果所有者以购买股票的方式占有其财富,那么他就要放弃比债券持有者更多的货币形态的所有权(假设与图1-1-1中4点相对应),因而具有更小的流动性和更大的风险性,同时获得比债券持有者更多的物质形态的所有权以及与之相对应的更多的价值增值。

实际上,除衍生金融资产以外,其他任何形式的金融资产都可以在上述的金融资产产权结构曲线上找到对应的点,而且是唯一的点。由于金融资产产权结构曲线上的点是无数的,于是我们便可推知金融资产的多样化仍大有潜力可挖,随着金融经济的进一步发展,必将诞生一系列新型的金融资产,以适应社会经济发展的客观需要。

(三) 金融资产的种类、特点与职能

1. 金融资产的种类

根据不同的分类方法,现存的金融资产可作如下划分:

(1)按金融资产持有者的地位,可分为股权式金融资产和债权式金融资产。

股权式金融资产也叫所有权式金融资产。股权式金融资产是其持有人投资入股的凭证。拥有股权式金融资产即代表拥有股份公司一定比例的资产,享有相应的收益分配请求权、经营参与权和剩余财产分配权等诸项权利。股份公司的普通股、合伙公司的份额等都属于股权式金融资产。

债权式金融资产是债权凭证,其持有人是广义资产(即有交易价值的任何物品)的债权人。拥有债权式金融资产即代表拥有在一定时间内向该金融资产发行者(即债务人)要求清偿一定量现金的权利。银行存款、国库券、地方政府债券、金融债券及公司债券等都是债权式金融资产。

股权式金融资产和债权式金融资产在产权结构上的差别,典型地表现为收益和风险的不同。股权式金融资产持有者是公司的股东,有权参与企业的经营管理(即物质财富的使用),因而收益相对较大,但要承担公司经营的风险。债权式金融资产持有者和发行主体之间则只是简单的债权债务关系,债权人不管发行主体经营状况如何,都有权要求清偿债权,但债权人无权过问经营过程(银行贷款情况下银行有监督企业经营的权利,特定用途的债权式金融资产有按指定用途使用的限制),因而债权式金融资产保持了较多的流动性,但收益相对较少。

此外,还有优先股及可转换证券等介于股权式金融资产与债权式金融资产之间的某些金融资产,其特性也均介于股权式金融资产与债权式金融资产之间。

(2)与货币市场和资本市场相对应,可分为短期金融资产和中长期金融资产。

短期金融资产是指货币市场上的融资工具。短期金融资产包括广义货币、一年以内的短期债券、商业票据、银行定期存单、信用证、银行同业拆借资金和欧洲美元等。

中长期金融资产是指资本市场上的融资工具。包括股票、中长期债券、住房抵押贷款、企业贷款和消费贷款等。

短期金融资产和中长期金融资产的本质区别就是二者让渡资金使用的时间长短不同,从而有不同的流动性和不同的风险。短期金融资产较中长期金融资产的融资时间短、流动性大、风险小。

(3)按金融资产发展的先后次序,可分为原生金融资产和衍生金融资产。

原生金融资产,简单说来就是指能够在前述的金融资产产权结构曲线上直接找到对应点的金融资产,也就是直接由一定比例的物质产品产权和一定比例的货币纯价值体产权组合搭配而成的金融资产。股票、债券、外汇、黄金、票据等都是原生金融资产。

衍生金融资产,是指以原生金融资产为基础派生出来的一些金融资产。衍生金融资产给其持有者在某种条件下买卖某种原生金融资产的义务或选择的权利,甚至这种买卖的义务和选择的权利本身仍可以买卖,其价格与原生金融资产有着难以割裂的联系。期货和期权就是两种最基本的衍生金融资产。根据作为期货或期权基础的各种原生金融资产的不同,期货可分为股票期货、债券利率期

货、外汇期货、黄金期货、股票指数期货等,期权可分为股票期权、债券利率期权、外汇期权、黄金期权、股票指数期权等。

2. 金融资产的特点

(1) 职能上的货币性。某些金融资产,如现金、支票、账户存款及旅行支票等,可以被直接用来充当交换的媒介;另外一些金融资产,如定期储蓄存款和政府公债等,可以非常方便地、以最小的代价和风险换成货币。因此,金融资产在职能上具有货币的特性。

(2) 技术上的可分性和复合性。金融资产可根据其买卖双方的实际需要确定不同的单位值。如银行存款可以以元、角、分为单位,债券可以以数百元、数千元为单位,股票面值可以以角、元、数元、数十元为单位,大额存单、各种票据、各种合约等可以以成千上万元为单位等。不仅如此,某些金融资产可在原单位值的基础上分割或复合,如对10元一股的股票进行拆股,每一股拆成新股10股,此时每股单位值变为1元;或将10元一股的股票进行合并,每10股复合成新股1股,此时每股单位值变为100元。所以,我们说金融资产在技术上具有可分性和复合性。

(3) 本质上的权益性。金融资产的持有者拥有与其投资相对应的某些权益。例如,债券持有者拥有债券到期时获取本金和利息的权利以及公司破产时剩余财产的优先求偿权;普通股股票持有者拥有参加股东大会、选举公司董事、参与股份公司的经营决策及参加公司赢利分配、获取股息红利等诸项权益。因此,金融资产本质上具有权益性。

(4) 期限上的灵活性。金融资产在期限上具有灵活性的特点,表现在以下两方面:一是各种金融资产可以有不同的期限。例如,债券的期限可能从一天到几十年不等;期货合约的期限可能是3个月、6个月、9个月等;股票一般是没有期限的永不返还性证券。二是某些金融资产可以办理转期。例如,一年期的债券到期后,取出债息,而将本金转入3年期债券。

(5) 流通上的变现性。金融资产的变现性表现为其持有者可以根据金融市场实际情况的变化和自身的流动性需求所进行的自由、及时地转卖金融资产、收回本金的活动。所以,金融资产的变现性即为金融资产的流通性和兑换性。金融资产变现性的强弱受制于不同金融资产自身的信用品质、期限长短、利率及支付形式、发行者的知名度以及市场便利程度等。对于投资者来说,金融资产在流通上的变现性非常重要,它体现了在紧急情况下将某种资产变为现金的能力。变现能力强的金融资产为其投资者增加了灵活性,降低了投资风险。

(6) 行为上的风险性。风险是指一种资产未来收益的波动大小或不确定性

的大小,通常用预期收益的标准差来表示。由于风险产生于市场活动中的不确定性,完全地回避风险或将风险降低至零,在现实的金融市场活动中是不可能的。但是,这并不意味着在金融资产投资活动中不能在一定程度上避免或减少风险。一方面,各类金融资产由于其本身性质的不同而风险大小不一。例如,政府债券的风险小是因为它没有破产和违约风险,只有利率风险。公司债券和股票因有破产和违约风险而比政府债券的风险要大。外国政府债券和外国公司债券则有汇率风险。期货和期权均有不同程度的违约风险。另一方面,金融资产投资的风险与收益存在着一定的对称性,即风险与收益之间相互补偿、相互制约。如债券和股票的价格,就是由市场利率和风险补偿收益两部分组成,即由无风险收益和风险补偿收益两部分组成。再如在美国,人们常将3个月期国库券作为无风险部分,即利率的基础部分,并以此作为衡量风险与收益对称与否的现实标准。一般而言,长期债券的收益率较短期债券收益率高的原因,就在于长期债券的风险大于短期债券,因而长期债券的收益率中实际上就包含着较大的风险补偿部分。简而言之,金融资产的投资收益与风险成正比,风险越大,可能获得的收益越高。

(7)投入上的可逆性。它是指投资于某种金融资产后可再换回现金的交易成本。这部分交易成本越低,金融资产的可逆性越高。显然,银行存款具有很高的可逆性,因为通常银行存款的存取均不需要付费。除银行存款之外的其他种类金融资产的交易或多或少都需支付一定的交易费用,即存在一定的交易成本。所以,各种金融资产在投入上的可逆性均不相同,随金融资产变现能力的增加,其投入上的可逆性相应增强。

3. 金融资产的职能

(1)促进资金融通。在现实经济运行过程中,在不同的时间和空间上,总是同时存在着资金盈余者和资金短缺者。金融资产的存在,使资金的供需双方可通过买卖金融资产进行资金的相互融通,实现储蓄向投资的转化,从而促进有形资本的形成,使闲置资金得到合理分配和利用。

(2)分散转移风险。金融资产的发行者通过发行金融资产融通资金,相当于把经营风险部分地转移、分散给了投资者。一旦企业经营不利,投资者可能得不到预期的收益,甚至可能蚀本。又由于存在着性质、期限、风险、收益等各不相同的不同种类的金融资产,投资者亦可根据投资风险最小化原则加以选择,最大限度地降低投资风险。这里所说的投资风险最小化,是指在相同的预期收益下的投资风险最小,这是指单一金融资产的选择而言。除此之外,投资者尚可选择多样化的金融资产,使投资组合的风险小于单一投资的风险。所以,金融资产具有分散和转移风险的职能。

二、金融资产的证券化

(一) 金融资产证券化的进程

20世纪80年代以来,各主要工业国家的金融资产开始迅速膨胀,截止到1997年,这些国家的金融资产的总额已经超过其实际国内生产总值的2倍以上,这在西方被称为经济的“金融深化”。美国经济学家麦金农(R. J. Mckinnon)在创立金融深化理论的同时大力向发展中国家推荐金融自由化和金融深化的好处,使得20世纪80年代以来,一些发展中国家的金融资产膨胀速度甚至超过了发达国家。纵观世界性的金融资产的膨胀过程,不难发现,金融资产的证券化在其中起了相当重要的推动作用。

金融资产的证券化可追溯到20世纪70年代美国房屋抵押贷款的证券化。当时,美国的政府国民抵押协会(Government National Mortgage Association, GNMA)支持储蓄金融机构将由联邦住房管理局(Federal Housing Administration, FHA)和退伍军人管理局(Veterans Administration, VA)担保的不同收益和期限的房屋抵押贷款的债权组合成一组资产,并以这一组合资产的债权赢利为抵押,发行新的证券给投资者,GNMA的支持是为这种新证券的发行提供进一步的担保。这种证券被称为“抵押担保证券(Mortgage-backed Securities, MBS)”,这在当时被看做是一种金融创新,它实现了房屋抵押贷款的流动化。MBS将住房抵押贷款的风险大部分转给了投资者。这一方面提高了这些储蓄金融机构的资本与风险资产的比率,另一方面也带来一些新的问题:由于住房抵押贷款都是固定利率,而且借款人可以提前还贷,因此,一旦利率下降,购买了MBS的投资者就担心这种提前还款会迫使他们在低利率下进行再投资。为了消除MBS带来的不利影响,1983年出现了一种新的金融工具——间接化的抵押证券(Collateralized Mortgage Obligations, CMO)。这种证券是分批、连续地还款,这使得提前偿还带来损失的风险大大降低了。除去可改变期限以外,在MBS市场的另一创新是“信用提高”的广泛应用。最初,CMO往往利用政府机构和其他官方的实体提供的担保来提高其信用等级。后来,这种外部的担保扩展到保险公司或其他专业化的金融公司。由于这种信用提高技术的广泛应用,大约90%的CMO被评为AAA级或AA级的证券。与此同时,由于Q字条例(为配合20世纪60年代初美国实行的紧缩性货币政策,由美联储颁布的一个以Q字打头的条例,核心内容之一是限定商业银行的最高存款利率)的取消,利息率不再封顶,20世纪80年代初的货币市场基金对投资者支付更高一些的利息,从而可以将资金从储蓄与贷款协会(Saving&Loan Association, S&LS)吸引过来。由于S&LS的储蓄减少,造成其偿还能力和流动性降低,在其收支平衡表上反映为风险资产(贷出的款项)

大于具有流动性的灵活资产。这就产生了 S&LS 出售其风险资产的必要性,从而希望将其应收的贷款在其未到期前组合成一种可发证券的资产来出售。随着 Q 字条例的取消,利息率扶摇直上,S&LS 的绝大多数固定利率的证券资产价值下跌。在这种情况下,他们往往不是继续持有这种债券,而是设法卖掉它们,然后再投资于那些有较高偿还能力和流动性的抵押贷款证券。在 S&LS 迫于资金减少和利率上升的压力而积极从事出售其风险资产和寻求更高收益资产的同时,商业银行也同样受到了货币基金市场强有力的竞争,也出现了资产流动性危机和资本与资产比率下降的压力。这样,对商业银行来说,资产的证券化也同样具有巨大吸引力。

自 20 世纪 80 年代初以后,房屋抵押贷款的证券化于 1985 年扩展到了汽车贷款,1987 年又扩展到信用卡贷款,随后是商业资产的证券化和公司贸易应收款的证券化。进入 90 年代,证券化不但扩展到各式各样的实际的金融资产,而且还扩展到了统计上的差价。为了与抵押贷款证券相区别,那些除抵押贷款以外由其他资产担保的证券,如商业银行以工商业贷款担保的证券和其他应收款担保的证券,被称为资产担保的证券(Assets-backed Securities, ABS)。

在 ABS 的发展过程中,另一引人注目的金融创新是重新打包(repackaging)业务。经营者将买来的各种证券重新组合,加入一些高信用等级的证券,使重新组合的证券具有较高的信用等级,然后以此为担保来发行一种新证券。有时也采用高信用等级的机构担保的方式使新组成的证券信用提高。

在依赖于长期资产的资本市场证券化的同时,短期市场的证券化也在迅速发展。最初,一些大公司将短期的贸易应收款有选择地加以组合,然后在商业票据市场发行商业票据来筹资。这种商业票据被称为资产担保的商业票据。不久,人们发现商业票据的发行简便、迅速,是短期借款的一个好方法。于是商业票据市场就成了弥补流动资金不足或为投机等目的而筹集短期资金的重要场所。

资产的证券化起源于美国,但很快就蔓延到其他国家,并对世界金融体制的变化产生了巨大的影响。在欧洲,国际银行业是相当发达的,证券化也就有着更深远的影响,它使得欧洲的货币市场和资本市场都发生了重大的变化。证券化不但使货币市场和资本市场更加活跃、有效,也使绝大多数的证券市场日益国际化。在日本,虽然其证券业的发展较晚,但 20 世纪 80 年代末,日本政府开始逐步放松对证券业的管理,特别是支持证券业国际化发展的一些措施使日本在国际证券市场中占有举足轻重的地位。20 世纪 80 年代以来,加拿大、澳大利亚和新西兰等国家的证券化也都有较大发展。

(二) 金融资产证券化的连带效应

在资产证券化的过程中,信用提高起着重要的作用。没有信用提高技术,

ABS的发展就不可能这样迅速。信用提高是一种金融技术,它可以由内部提供也可以由外部提供。内部信用提高通常是用抵押品来保护投资者免遭不可预见的损失。内部信用提高方法中,最常用的是一种“从属”技术,ABS的发行者首先根据信用评级机构的标准,分别计算出每一种抵押品(通常是一些其他证券和应收款等)的必要损失范围及其出现的概率,然后确定这一组证券或其他资产组成的抵押品的总风险水平。根据这一初步组成的抵押品的风险水平,发行者可以考虑其信用提高到某一等级需要加入的高信用等级资产的数量,这时,最初的抵押品就称为从属抵押品,它依附于高信用等级资产来提高自己的信用等级。外部信用提高通常是通过银行提供的信用证或担保债券来实现的,信用评级机构对经过信用提高技术处理后的证券的评级一般要低于其用于提高信用的资产等级。

信用提高仅仅是资产证券化过程中金融创新的一个典型例证,可以说,没有金融创新就没有资产证券化。金融创新最初只是被看做筹资活动中对某种新型证券的发明创造,但到20世纪80年代末和90年代初,它已经成为一种系统复杂的技术,被称为金融工程技术。利用这种技术可以不断地设计出符合筹资者和投资者不同需要的金融工具,可以将那些不稳定的收入流转换成投资者可靠收入的来源。概括地说,金融工程技术就是筹资者通过设计筹资方式、途径和发行工具以迎合投资者需要的筹资技术。

第一种普遍的技术是用来改变出售ABS的卖者的应收款的期限与ABS期限的不一致,从而消除提前偿还和应收款资产价值波动的一种方法,多用于信用卡ABS。ABS的卖者用其利息作抵押,为组成ABS的证券提供风险抵押金,任何提前偿还的应收款都用来补充这一风险抵押金。这样,卖者就承担了未到期资产收益波动的风险,并将投资者与提前偿还及收益波动的风险隔离开了。在卖者应收款的分期偿还(同期构成的资产期限不同)开始以前,卖者仅仅是为未到期资产的价值波动提供抵押金,这时卖者的利息不断地补充到这一风险抵押金中,直到构成ABS的资产中已经出现到期偿还的资产时为止。这段时期称为“循环期”。一旦分期偿还开始,“循环期”便结束。在分期偿还应收款时,偿还的本金并不立即偿还给ABS的持有者,也不用来支付卖者的利息,而是储蓄在有担保的投资合同(Guaranteed Investment Contract, GIC)中或这种投资合同的账户上,直到这一账户的资金足以应付ABS到期时的偿还为止。在分期偿还期内,卖者的利息占未到期应收款的百分比会扩大,直到它超过为轧平应收款资产价值波动而提供的必要资金比例。这时它就与分期偿还的本金一起,逐渐变为100%地为ABS担保的资金,最后在ABS到期时偿还给投资者。也有一些分期偿还的信用卡ABS,在信用卡应收款开始偿还本金时,开始支付给信用卡ABS

的持有者,而不是先存在 GIC 的账户上,在 ABS 到期后一起偿还。

第二种基本技术是替代(substitution),它通常用于轧平不平衡的现金流。它是用类似的新资产来代替那些在 ABS 到期前偿还的资产。事实上,没有“替代”,短期资产的证券化是不经济的。例如,信用卡应收款,它的平均偿还期限非常短,如果不采用替代技术的话,迅速偿还的应收款本息在以其为抵押的 ABS 到期前就不断流回到发行以这些资产为抵押 ABS 的卖者手中。这就使得以这种短期资产为抵押的 ABS 非常不合算,它的前期机会成本太高。在法国,由于法律禁止“替代”,尽管许多金融机构都希望减少其平衡表中的风险资产的数量,但他们却不愿发行信用卡 ABS。

在“替代”技术的应用中,一个突出的问题是那些进入资产组合中的新资产的信用问题。除非(新加入抵押资产的)新资产的信用有新的担保,或新资产的信用等级本来就很高,否则由于包括了有更大风险的新资产,ABS 的信用等级就会下降。在实践中,发行者可以利用“替代”技术,将其短期应收款资产转变为一种非分期偿还的债券,但信用评级机构却担心发行者没有足够的、相应信用等级的资产来代替那些偿还了的资产,因此,它们要求发行者必须有某些形式的支柱性(backstop)投资对那些用于替代的新资产给予保证。发行者最常用的一种方法是利用担保投资合同账户。在 ABS 的发行中,也常使用利率互换技术,利用这种技术可以将浮动利率的资产转化为固定利率的 ABS。在这种转化过程中,发行者至少要找到几个大的投资者,他们恰好愿意购买这种固定利率的 ABS,而不愿购买浮动利率的证券。但有时,情况正相反,这时发行者也可以利用利率互换技术将固定利率的资产转化为浮动利率的 ABS。究竟怎样转变,应视投资者的需要而定。在利率互换技术的实施中,ABS 的设计者通常要适应发行者和投资者的一些特殊需要。例如,当一些大的投资者愿意接受分期偿还,却又要避免利率波动的风险时,安排分期偿还的时间表和确定固定利率的水平就是一项复杂的工作。它需要利用许多利率预期的技术。但是,如果信用评级机构和管理当局认为发行者仍承担很大的风险,往往又不允许将这一发行 ABS 的资产从其资产负债表中去掉,在互换 ABS 的设计中,税收也往往使这种设计更加复杂,因为表面对称的税收负担在买卖双方承担的风险不同时,实际上也会存在很大的差异。特别是在利率变动或其他市场波动发生时,就更是如此。

资产证券化的技术也被用于商业票据市场,并在资产担保的商业票据发行中得到发展。这种商业票据的发行特别迅速,二级市场的交易也很活跃,从而能使发行者和投资者经常调整自己的债务结构和投资证券组合的构成,并且,在国际上发行的商业票据市场,常常使用远期外汇合同或货币交叉互换技术来规避

外汇风险。总之,在商业票据市场上,在期限的配合、利率的转换、风险的规避,以及发行票据面额的确定等方面,筹资技术都得到了不小的发展。

在资产证券化的过程中,筹资技术不断发展,每一种证券的发行都包含着与其他证券发行有明显差异的复杂的发行技术。甚至同种证券的发行,由于其目的和环境条件的不同,发行者采用的技术和设计方案也就有这样或那样的差异。进入 20 世纪 90 年代,筹资活动已经成为一种“工程设计”性的复杂工作。

随着金融资产的证券化,金融活动中证券业的发展特别迅速,在 20 世纪 80 年代中期已经超过了银行贷款。所以,人们普遍认为,现代的金融业在一定意义上可以说都已经证券化了。或者说,证券化不仅仅是金融资产的趋势特征,它实际上也是整个金融业的趋势特征。

第二节 金融资产供求及其均衡与失衡

一、金融资产的供给与需求

(一) 金融资产的供求曲线

尽管金融资产有多种不同的形式,但它们皆为沟通资金供求双方的融资工具。因此,我们在讨论金融资产的供求曲线时,不妨以金融资产之一——债券的供给和需求曲线为代表。之所以这样做,还有另外的两个原因:第一,利率是资金的价格,供求曲线是反映金融资产供求量随利率的变化而变化的曲线。第二,债券市场是决定利率的主要场所,其他金融资产的利率都是随着债券市场特别是政府公债市场的利率浮动的。

在图 1-2-1 中,横轴是债券金额,纵轴为利息率。债券的供给方是资金短缺的债券发行主体,债券的供给量是由需求资金的借款者的行为决定的。随着利率的上升,借款的资本成本率增大,资金的需求被抑制,债券的发行量随之减少,所以债券的供给曲线是斜率为负数、呈下降趋势的曲线。债券的需求量是资金的供给方对债券的需求数量,是由提供贷款者的行为决定的。随着利率的提高,资本供给量加大,亦即对债券的需求量加大,所以债券的需求曲线是斜率为正数、呈上升趋势的曲线。

(二) 金融资产的供给

金融资产的供给主要受以下几个因素的影响:

1. 预期的利润率

在市场经济条件下,企业若想在竞争中立于不败之地,需要各种资源充分合理配置,从而取得最佳经济效益。在使用资金这种极其宝贵的资源时,企业进行