

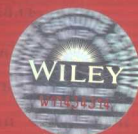
WILEY

An Introduction to Bond Markets (Third Edition)

债券市场导论 (第3版)

[英]莫拉德·乔德里
Moorad Choudhry 著

杨农 蒋敏杰 等译
杨农 审校



清华大学出版社

013067615

NAFMII金融译丛

F830.91
940

An Introduction to Bond Markets (Third Edition)

债券市场导论

(第3版)



[英]莫拉德·乔德里
Moorad Choudhry 著

杨农 蒋敏杰 等译



北航

C1675430

清华大学出版社

北 京

Moorad Choudhry

An Introduction to Bond Markets, Third Edition

EISBN: 978-0-470-01758-6

Copyright © 2006 by Moorad Choudhry

All rights reserved. This translation published under license.

本书中文简体字版由 Wiley Publishing, Inc. 授权清华大学出版社有限公司出版。未经出版者书面许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书内容。

北京市版权局著作权合同登记号 图字: 01-2010-3277

本书封面贴有 Wiley 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

版权所有, 侵权必究。侵权举报电话: 010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

债券市场导论/(英)乔德里(Choudhry, M.) 著; 杨农, 蒋敏杰 等译. —3 版. —北京: 清华大学出版社, 2013.10

(NAFMII 金融译丛)

书名原文: An Introduction to Bond Markets, Third Edition

ISBN 978-7-302-33253-4

I. ①债… II. ①乔… ②杨… ③蒋… III. ①债券市场—基本知识 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 166210 号

责任编辑: 陈 莉 王佳佳

封面设计: 周晓亮

版式设计: 高新特公司

责任校对: 邱晓玉

责任印制: 沈 露

出版发行: 清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址: 北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编: 100084

社 总 机: 010-62770175 邮 购: 010-62786544

投稿与读者服务: 010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈: 010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 刷 者: 清华大学印刷厂

装 订 者: 三河市新茂装订有限公司

经 销: 全国新华书店

开 本: 180mm×250mm

印 张: 22

字 数: 407 千字

版 次: 2013 年 10 月第 1 版

印 次: 2013 年 10 月第 1 次印刷

印 数: 1~4000

定 价: 56.00 元

产品编号: 036804-01

“NAFMII 金融译丛”总序

“金融是现代经济的核心”，这个论断普适而常新。

近代以来，由于危机和丑闻周期性频发，金融家和金融行为曾广受诟病，这个“门口的野蛮人”在每次大危机中总被视为一切祸患的罪魁。但是，历经颠扑、洗礼，从产业资本时代走来的金融浪潮，虽百转千回，也未改变奔涌向前、发展壮大的趋势，在与实体经济的融合互动中终成国民经济的枢纽锁钥。在我国改革开放历程中，伴随着有中国特色社会主义市场经济的建立和发展，我国金融体系的发展和开放持续深入，金融对国民经济的支持和促进作用愈发突出。特别地，金融之于国民经济的媒介，尤以金融市场的作用为重！近些年来，我国金融市场发展迅猛，规模迅速扩大，创新步伐加快，广度深度不断拓展，市场参与者日益丰富，基础设施和运行机制进一步完善。不断发展的金融市场为国家实施宏观调控提供了新的平台，为市场主体进行投融资和风险管理提供了更为丰富的渠道和手段，使社会资源得到了更为合理、有效的配置，在经济发展和金融体系中的地位 and 作用日益增强。高速发展中的中国金融市场，既以“润物细无声”的姿态飞入寻常百姓家，影响着国计民生建设，更以挺立潮头、博采众长的谦逊态度与国际接轨，稳步对外开放，在推动我国经济“走出去”的同时，将各种有益的国际经验“引进来”。斯是译丛，也正是向国际金融市场发展经验学习中所进行的一点点努力。

在不同的发展时期，金融市场都有着鲜明的特点。从国际实践看，固定收益市场因其规模大、产品丰富、易于衍生和机构交易等特性，已经成为成熟金融市场重要组成部分，特别在以直接金融为主要融资渠道的“市场主导型”国家（如美、英等国），债券市场支持国民经济发展的核心作用绝非传统信贷融资模式可以比拟！毫无疑问，在现代经济条件下，债券市场发展是多层次资本市场建设的至关重要的环节。在此基础上应当看到，市场的发展总是依循其内在规律前行，债券市场因其固定收益和个性化特征，适合询价交易，适宜面向机构投资者，因此场外市场是债券市场的主体，以场外市场（即银行间债券市场）为主、场内市场（即交易所债券市场）为

辅,两个市场分工合作、相互补充、互通互联的债券市场发展道路已通过各国市场实践广为证明。

债券市场体系建设对于我国要发展直接融资、完善金融体系、分散过度集中的银行信贷风险具有重要的借鉴意义和启示。在社会主义市场经济体制建立的过程中,发展债券市场、推进金融市场建设、完善金融体系是一项波澜壮阔的伟大事业。我们荣幸能够见证并亲身参与这项工作。中国银行间市场交易商协会(NAFMII)自2007年9月成立以来,不断充实和发挥市场自律管理职能,大力推动银行间债券市场发展。我们建立了非金融企业债务融资工具发行注册机制,提高市场管理效率。自2008年4月15日至2013年6月30日,NAFMII接受非金融企业债务融资工具注册总额度为9.8万亿元,累计发行总额为9.0万亿元,约占我国非金融企业直接债务融资产品(包括非金融企业债务融资工具、企业债、公司债、可转债、可分离交易债)的76%以上;未到期余额总量为5.06万亿元,约占全部余额的61%以上。我们以市场需求为依托,大力推动了非金融企业债务融资工具的创新。在自律管理模式下,NAFMII组织市场成员相继推出了中期票据、中小企业短期融资券、含权中期票据、美元中期票据、中小企业集合票据、超短期融资券等创新产品,受到市场参与者的普遍欢迎和广泛好评。我们有效推动了场外金融市场标准文本制定和应用。在成立之初即推出了《NAFMII主协议(2007版)》,并于2009年3月16日发布了与《CFETS主协议》合并后的《NAFMII主协议(2009版)》,确立了中国场外金融衍生产品市场的统一“标准”。以此为依托,经过长时间的研发,特别是认真观察国际金融危机中CDS市场的变化规律,推出了中国的信用风险缓释工具(CRM)。此外,我们在发行承销、信息披露、信用评级和市场交易等领域发布了一系列的规则指引,开展了大量自律管理工作,有效推动了市场的规范发展。

然而,事非经过不知难,我们也必须承认,由于起步晚、市场体制建设滞后等原因,我国债券市场和金融市场的发展还远落后于发达市场经济国家。发展,依然是我国债券市场建设的第一要义。国际金融危机的爆发,为我们提供了一个难能可贵的分析研究案例,我们看到了一场由金融市场引发的令人震撼的“繁荣危机”,对于金融市场的发展,是进行“飞蛾扑火”式的大发展,还是“荷载独彷徨”而踌躇不前?如何在积极推进市场创新的同时,避免脱离实体经济“实需原则”的“创造性毁灭”?现在已到了积极开展思想突破和理论创新的关键时刻!协会应该在这方面更好地发挥作用,加强场外金融市场知识和理念的普及,加深相关金融理论的研究,积极借鉴国外发展的经验,为我所用,努力在全社会营造加快场外金融市场发展的氛围,不断推进金融市场建设。

与我国国民经济改革开放其他领域一样,“摸着石头过河”和向国际经验学习是

我国债券市场建设的重要经验。在未来的发展中,我们需要更进一步吸收来自成熟市场的理念和思想,通过扬弃从中汲取营养壮大自己。在广泛调查、研究和甄选的基础上,通过审慎、细致的翻译和研校,我们决定出版“NAFMII 金融译丛”系列图书,将国外优秀的金融学教材引入中国,让国内读者有机会接触到国际最经典和前沿的理论知识。国外的金融教材浩瀚无边,但诚如诗人所写“触目横斜千万朵,赏心只有三两枝”,我们秉承了“优中选优”的原则,从金融学的图书海洋中,精选出国际上享有盛誉的经典力作奉献给读者。“NAFMII 金融译丛”系列所入选的图书包括三类:在金融领域有着广泛影响力的权威之作,国外最畅销的金融学教材,著名金融专家的最新力作。它们的共同特点在于体系严密,深入浅出,非常适合金融学相关专业本科生、研究生作为教材或研究参考书;同时,由于理论与实践并重,它们对金融行业从业人员也有较高的参考价值。“NAFMII 金融译丛”是一个开放的系列,在丛书编委会的精心挑选和严格把关下,我们会有越来越多的国外优秀金融教材纳入其中,期待各位读者给我们提出宝贵的意见和建议,也衷心希望该系列丛书能为金融市场从业人员厘清概念,为培养现代化的金融人才做出贡献。

然而,我要强调的是,“纸上得来终觉浅,绝知此事要躬行”,理论是灰色的,实践之树长青,希望吾辈同侪特别是青年人加入到推进债券市场建设、完善我国金融体系的事业中来!

时文朝

2013年8月

序 言

“时间就是金钱。”本杰明·富兰克林这句脍炙人口的名言，债券市场从业人员当奉为圭臬。我们都已熟知：同样的1英镑，明天的价值要低于今天的价值。因此，债券价值的变化过程，正是时间金钱关系的绝佳例证。

我在从业伊始，就对诸如此类的基本原则耳熟能详，只是当时难料：投身资本市场却是路漫漫其修远。原来成长之路学无止境，却发现良师难寻。莫拉德作为一名资深专业人士，既有丰富的市场从业经验，又能够以初学者易于理解的方式，条分缕析，娓娓道来，称得上是位难得一遇的良师。

最后，我要引用西奥多·阿多诺的一句名言：“如果时间就是金钱，那么一个有道德的人，就应该节省时间，特别是节省自己的时间。”此言不虚：不要再浪费时间去寻找知识，所有这些都在这本书中。

瑞银伦敦

罗德·皮纳尔

致中国读者

Dear Reader,

It is a great pleasure, and privilege, to have my books translated and made available in China. The development of the Chinese marketplace in the last 30 years has been one of the great advances in the history of the world economy and the fact that my books are now part of that marketplace is a source of immense pride to me.

In my 21 years in investment banking, the one factor I have always been aware of is that of change. The financial markets are constantly in a source of flux, as new products and processes are developed, sometimes to replace older products and sometimes to sit alongside them. For both students and practitioners it is important to stay abreast of this change. Hence the need for constant learning. What I have always attempted to do when writing textbooks is to make the subject matter as accessible, and as transparent to the reader, as possible. There is no subject in finance and banking that cannot be made easy to understand.

I hope I have achieved this with my books, and I hope that they are of value to you, dear reader. My best wishes to you, in learning and in life.

Professor Moorad Choudhry

London Metropolitan Business School

May 2010

致中国读者

亲爱的中国读者：

作为本书作者，在下非常高兴《债券市场导论（第3版）》得以译成中文并进入各位读者的视线。中国的市场经济在过去30年里取得了极大的成功，绝对是世界经济史上的一个奇迹，现在，本书能够成为这宏大篇章中的一小部分，本人由衷地感到荣幸和自豪。

在我21年的投行生涯里，印象最为深刻的就是事物的不断变化和发展。金融市场就处于这样一个不断变化、不断演进的过程当中，新的产品和新的交易机制不断涌现，与旧的产品或交易机制形成互补或者取代其地位。无论是学生还是实务工作者，都需要紧紧跟上这些变化，这也就意味着我们必须不断吸收新的知识。对我个人而言，总是希望尽可能地将这些新的变化以最为浅显易懂的语言呈现在各位读者面前。事实上，我始终认为金融领域当中的所有议题，都能够用最简单的方式描述出来。

愿本书实现了这一目标，也希望本书对各位读者有所帮助。

向各位致以最美好的祝愿！

莫拉德·乔德里教授

伦敦都市大学商学院

2010年5月

前言

全球固定收益市场正跨步向前,新的产品和交易方式层出不穷,跟上其创新步伐已实属不易,而让这些林林总总的金融工具跃然纸上更是难上加难。不过,正如基佛·萨瑟兰在电影《年轻枪手》(1988年)中扮演的角色所言:“让我们完成这场游戏吧!”继本书首版以来,这已是第3版。相比之前,新版力求改进,在内容上做了大量修改,同时,继续以简洁易懂的方式来描述和分析固定收益工具,包括相关的衍生工具(比如利率互换交易和期货等)。在本版中,我们删除了有关回购的章节,代之以货币市场概述,这是考虑到回购专业性太强,可能需要一本专著而非三言两语所能说得清(参考清华大学出版社《回购市场导论(第3版)》)。

债券市场,又名固定收益市场,覆盖面广,产品多样,对全球经济发展作用不可替代。债券是证券市场的绝对主体,目前存量规模达到13万亿美元。本书中,我们简明扼要地介绍了市场的主要构成,市场的各种工具及这些工具在实践中的运用。同时,由于篇幅有限,本书对一些细节也未具体展开。在各章后面我们列出了一些参考文献,有兴趣的读者可以查阅。

全球债券市场内容丰富,希冀通过一本书网罗殆尽无异于痴人说梦。因此,我们的目的是向初学者介绍市场的重点内容和精髓。本书特别适用于对债券市场知之不多的人群,对市场从业人员也会有所裨益。此外,对于企业及审计师、咨询师、风险经理、律师,本书同样适用。

资本市场的最大发展在于信用市场,即结构性信用产品和信用衍生品。在我着手写作本书初版的1998年,信用衍生品仅仅是小荷才露尖尖角,如今,它们已是如日中天,体现了信用市场的流动性和透明性。十年前,信用衍生品可能会被认为是晦涩难懂的专业领域,而且只能在专业书籍里觅其踪迹。而现在,随便翻开一本有关债券市场的书,信用衍生品的内容都会跃入眼帘。因此,本版也增加了相关内容的介绍。

我们还要再次强调新版中对主要分析方法的实际演示。比如,新版采用了彭博

报价屏来阐述相对价值、资产互换差价及其他收益率差价。此外,考虑到当下风险收益分析盛行,投资者更加关注信用风险资产,我们对信用分析也做了简略介绍。

本书其他方面的更新还有:

- 基于弗兰克·法博兹教授的研究成果,对交易方式的一章做了修改;
- 新增有关可转换债权和担保的章节;
- 对有关欧洲债券的一章做了扩展;
- 新增有关证券化产品(如资产抵押证券)的章节;
- 新增有关指数债券的章节。

本书可能是第一本融合了彭博、路透及其他界面的金融书籍,面对读者的诸多褒奖,我诚惶诚恐,因为与本书差不多同时出版的保罗·威尔莫特的书中也运用了这些报价屏。谁是“第一个吃螃蟹的人”并不重要,我只是希望本书能对读者、学生及金融从业人员有所帮助。债券市场在全球经济发展过程中至关重要,因此向所有对这一市场感兴趣的人传道授业解惑已成当务之急。

就像传奇人物艾曼纽·德尔曼教授在2004年8月期《风险》中所言:由于信息共享,无论是物质还是精神,世界都变得更为富有。

我完全同意德尔曼教授的高见!

伦敦证券协会(现为证券与投资协会)开设过有关债券市场的课程,此书首版即是以此课程资料为基础编著完成的。对于谢占纳·迪阿尼1999年给予我教授该课程的机会,我深表谢意。

由衷感谢阿努克·蒂斯岱尔于本书首版中在图表处理方面给予的帮助。

最后,我要感谢和我共事过的所有人,尽管我们所做的工作可能迥异,但求知之心却是相同的。祝你们好运!

莫拉德·乔德里

于英国萨里

2006年3月

目录 ::::

contents

第1章 债券导论

..

- 1.1 说明 // 4
- 1.2 市场参与者 // 6
- 1.3 债券分析 // 7
- 1.4 债券定价与收益率:传统方法 // 15
- 1.5 应计利息 // 24
- 1.6 债券收益率示例 // 26
- 参考文献 // 31

第2章 收益率曲线,即期与远期收益率曲线

..

- 2.1 收益率曲线 // 35
- 2.2 远期收益率曲线 // 41
- 2.3 即期利率 // 44
- 2.4 利率的期限结构 // 55
- 参考文献 // 58

第3章 债券工具与利率风险

..

- 3.1 久期,修正久期与凸性 // 61
- 参考文献 // 72

第4章 浮息债券综述

..

- 4.1 浮息票据 // 75
- 4.2 反向浮息票据 // 79

- 4.3 指数递减票据 // 82
- 4.4 合成可转换票据 // 84
- 4.5 利率差异票据 // 85
- 4.6 可转换双币票据 // 87
- 参考文献 // 89

第5章 货币市场

..

- 5.1 导论 // 94
- 5.2 基于收益报价的证券 // 96
- 5.3 基于贴现报价的证券 // 103
- 5.4 商业票据 // 106
- 5.5 彭博资讯系统的货币市场画面介绍 // 110
- 5.6 回购 // 113
- 附录 5.A 计息基础为 365 天的主要币种 // 126

第6章 欧洲债券市场

..

- 6.1 欧洲债券 // 131
- 6.2 外国债券 // 134
- 6.3 欧洲债券工具 // 135
- 6.4 发行过程:市场参与者 // 137
- 6.5 承销手续费,其他发行费用与定价 // 141
- 6.6 债券发行 // 143
- 6.7 担保条款 // 145
- 6.8 信托服务 // 145
- 6.9 债券的类型 // 148
- 6.10 清算系统 // 150
- 6.11 市场协会 // 151
- 6.12 彭博资讯系统相关画面介绍 // 152
- 6.13 二级市场 // 153
- 6.14 结算 // 154
- 参考文献 // 155

第7章 可转换债券、中期票据与权证

..

- 7.1 定义 // 159

7.2	价值及发行溢价	161
7.3	权证	163
7.4	中期票据	164

第 8 章 信用评级

..

8.1	信用评级	172
-----	------	-----

第 9 章 通胀挂钩债券

..

9.1	基本概念	179
9.2	指数挂钩债券的现金流量和收益	183
	参考文献	189

第 10 章 资产证券化导论

..

10.1	证券化的定义	195
10.2	资产证券化的过程	198
10.3	资产证券化过程案例	205
10.4	彭博页面	208
	参考文献	212

第 11 章 衍生工具导论

..

11.1	利率互换	215
11.2	交叉货币互换	230
11.3	期货合约	235
11.4	对冲比率	245
11.5	利率期权	245
	参考文献	257

第12章 信用衍生品导论

..

- 12.1 导论 // 262
- 12.2 资产互换 // 266
- 12.3 信用违约互换 // 269
- 12.4 信用关联票据 // 273
- 12.5 总收益互换 // 275
- 12.6 信用期权 // 281
- 12.7 信用衍生品的一般应用 // 282
- 12.8 供求关系与信用违约互换基差 // 284
- 参考文献 // 289

第13章 政府债券交易方法与收益率分析

..

- 13.1 导论 // 293
- 13.2 票息价差 // 300
- 13.3 蝶式交易 // 302
- 13.4 彭博界面 // 308
- 参考文献 // 312

第14章 风险管理

..

- 14.1 风险特征描述 // 315
- 14.2 风险管理 // 317
- 14.3 利率风险 // 318
- 14.4 在险价值 // 319
- 14.5 信用风险的在险价值应用方法 // 323
- 参考文献 // 327

缩略语 / 329

译后记 / 333

第 1 章

债券导论

- 1.1 说明
 - 1.2 市场参与者
 - 1.3 债券分析
 - 1.4 债券定价与收益率:传统方法
 - 1.5 应计利息
 - 1.6 债券收益率示例
- 参考文献

