
投资总监

产品分析
交易策略
投资组合管理

国际金融工具剖析

CHIEF INVESTMENT OFFICER

ANALYSIS OF INTERNATIONAL
FINANCIAL INSTRUMENTS

Product Analysis Trading Strategy Portfolio Management

金融市场瞬息万变，了解国际投资机构的判断依据

朱唯一 李春雨 赖朝隆 主编

 同济大学出版社
TONGJI UNIVERSITY PRESS

投资总监

——国际金融工具剖析

朱唯一 李春雨 赖朝隆 主编



同济大学出版社
TONGJI UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

投资总监:国际金融工具剖析/朱唯一,李春雨,
赖朝隆主编. —上海:同济大学出版社,2020.1
ISBN 978-7-5608-8879-8

I. ①投… II. ①朱… ②李… ③赖… III. ①金融投
资—研究 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2019)第 269109 号

投资总监——国际金融工具剖析

朱唯一 李春雨 赖朝隆 主编

责任编辑 朱 勇 责任校对 徐春莲 封面设计 张 微

出版发行 同济大学出版社 www.tongjipress.com.cn

(地址:上海市四平路 1239 号 邮编:200092 电话:021-65985622)

经 销 全国各地新华书店

印 刷 大丰科星印刷有限责任公司

开 本 787mm×960mm 1/16

印 张 9

字 数 180 000

版 次 2020 年 1 月第 1 版 2020 年 1 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-5608-8879-8

定 价 58.00 元

本书若有印装质量问题,请向本社发行部调换 版权所有 侵权必究

前 言

全球金融格局已经发展至一个新的纪元,在资产证券化和全球经济一体化的背景下,中国证券市场正处于前所未有的变革中,面临着新的机遇和挑战。在中国金融行业迅猛发展的同时,金融知识的普及尤为重要。

资本力量不断推进着社会经济的演变,赋予国家或地区蓬勃向上发展的重要动力。从商品经济诞生时开始,金融投资就与社会经济发展互为共生。投资分为个人投资与非个人投资、实物投资与金融产品投资、广义投资与狭义投资、直接投资与间接投资,横跨全球不同的投资地域。在人们的长期研究与实践过程中,对金融产品的不断完善与创新,对投资活动的不断总结与参与,逐渐形成了一套投资理论,并发展成为一门专门研究人类参与社会投资行为的学科——投资学。

投资学是将有限的社会资源分配到最能产生效益的地方,同时将风险降到可控的最低程度,其中心思想是效用的最大化。作为一门研究学科,需要对投资的对象、投资工具及用什么去投资逐一进行系统研究,最终达到科学地进行投资活动,而非盲目投资。

同其他许多科学领域一样,随着中国市场经济体系及专业技术水平的不断完善及进步,形成有效市场是一种必然的趋势。现代投资学也关注如何有效地将拥有的资源转化为资本,并形成稳定且持续的收益。在金融发展日益迅速的今天,金融产品层出不穷,并越来越复杂化,想要取得投资的成功,对金融产品的深入了解显得尤为重要,包括熟悉产品的属性、了解市场的波动性,结合对产品发行方的调研,甚至需要对企业的财务报表有一定的解读。做好了前期的准备工作,也不能保证投资一定能成功,还需要时时跟进、动态追踪。想要取得收益,需要比较严谨的思考过程,这种投资理念也是要靠长期投资经验累积而来。本书介绍的内容并不是让投资者一蹴而就或一劳永逸,而是如何运用所学的知识,在风险可控的情况下获得尽可能高的收益。引用一句行业里面的老话:大部分投资人会“买”,高手知道什么时候该“卖”,大师更会“做空”。如何面对变

化多端的投资环境,如何形成自己的一套投资理论,如何进行有效投资,仍然是值得大家认真思考的议题。

随着我国市场经济体制的不断完善,投资的大众化将是一个必然的趋势。与许多其他领域一样,中国投资领域的专业技术水准正在不断提高。如何有效地将自己拥有的货币转化为资本,形成能带来收益的资产,是现代投资学的重要议题。投资需要同时平衡许多基本问题,成功的投资得益于同时对各个方面保持密切关注。要想取得成功,必须有严谨的思考过程。投资理念来自何处?在初涉投资时,没有谁的投资理念是完全成型的。投资理念由各种来源的认知长期积累总结而来。重要的是,你必须要知道世界上正在发生什么,也必须要知道这些事件将导致什么结果。只有这样,你才能在类似的情况再次出现时吸取教训。在投资理论发展的历史进程中,经济发展所引起的投资环境变化,对投资理论的发展起着非常重要的推动作用。保持警醒,有助于识别并有可能避免不断增加的风险。

本书在编写过程中,参阅了大量国际专业资料,并转引了很多经济学家的作品。希望本书能够帮助对金融行业感兴趣或者意在将来从事金融行业的人士进行深入研究和学习,以对金融市场有更全面的了解。

谨向参与本书编写的全体人员深表谢意,同时也感谢同济大学出版社的大力支持。金融市场瞬息万变,对于书中内容,我们诚盼有关专家和读者朋友能够发现问题和缺陷,并不吝指正,以使本书的实用性不断增强。企盼本书将来有修订再版的机会。

编 者

2020年1月

目 录

前 言

第 1 章	影响金融市场的宏观因素	
1.1	经济周期	/002
1.2	通货膨胀	/005
1.3	利率及国际汇率	/008
1.4	政策因素	/008
第 2 章	财务报告	
2.1	财务报告与财务报表分析	/020
2.2	财务报告准则	/028
2.3	财务报告质量	/034
第 3 章	固定收益	
3.1	固定收益证券	/040
3.2	固定收益市场	/050
3.3	固定收益估值	/057
第 4 章	衍生品工具	
4.1	衍生品工具概述	/066
4.2	远期合约	/069
4.3	期货合约	/070
4.4	掉期合约	/072
4.5	期权	/074
4.6	信用衍生品	/078
4.7	衍生品市场存在的目的和意义	/080

第 5 章	另类投资	
5.1	另类投资概述	/084
5.2	对冲基金	/087
5.3	私募股权基金	/091
5.4	不动产	/097
5.5	大宗商品	/098
第 6 章	投资组合管理	
6.1	投资组合管理概述	/102
6.2	风险管理基础	/107
6.3	组合风险与收益 I	/114
6.4	组合风险与收益 II	/124
6.5	组合的计划与构建	/132
参考文献		/137

第 1 章

影响金融市场的宏观因素

1.1 经济周期

1.1.1 经济周期的概念、阶段及其特点

1. 经济周期的概念

经济周期指的是一国经济变化周期,也叫商业周期。其主要表现出以下几项特征:

(1) 通常来讲,存在经济周期的国家都具备“由企业来组织经济活动”的这一特征。

(2) 经济周期涵盖谷底期、扩张期、顶峰期和衰退期,并会根据这样的顺序循环往复。

(3) 经济周期的全过程通常会涉及所有的经济部门。

(4) 周期并非仅出现一次,而是会循环往复地出现。其出现的时间也是有不同规律性的,持续时间以及周期强度也有一定区别。

(5) 一般来说,一个经济周期在一到十几年的范围之间。

2. 经济周期的阶段及其特点

谷底期、扩张期、顶峰期和衰退期是经济周期中的四个基本阶段(图 1-1)。

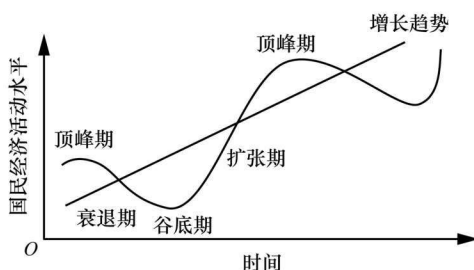


图 1-1 经济周期的基本阶段

表 1-1 从经济活动、就业、消费者和企业支出、通货膨胀四个方面对经济周期在不同阶段的特征进行了总结。

表 1-1 经济周期阶段特点

阶段 内容	谷底期	扩张期	顶峰期	衰退期(收缩期)
经济活动	生产总值(GDP)由下降转为逐渐上升	加速扩张	增长放缓	下降
就业	失业率维持较高水平,甚至继续上升	失业率降低	失业率下降	失业率上升
消费者和企业支出	上升趋势	持续上升,但是增速放缓	持续上升,但是增速放缓	降低
通货膨胀	缓和的通货膨胀	加速上升	加速上升	下降,但是有时滞

1.1.2 经济周期理论

1. 第一代新古典主义学派

第一代新古典主义学派中涉及的理念是以一般均衡理论为基础的,也就是说,基于完全自由竞争的环境中,市场经由“无形的手”所发挥出的引导作用是实现均衡的目标。无论总需求和总供给受到怎样的冲击,政府都不用主动地对经济进行干预。

该学派普遍认为:基于技术水平的提升,会引发产业间周期更替,导致市场出现阶段性不均衡的情况,由此推动经济周期的发展。

2. 凯恩斯学派

在凯恩斯学派的观点中,对经济的干预以及工资的向下粘性即为影响经济周期的核心因素。基于人们对经济增长保持乐观态度,将引发投资与生产过热的情况,如果人们对经济衰退的预期较为悲观,由此也会引发投资与生产的迅速缩减。所谓工资粘性,即因为工会的存在,企业无法对工人的薪资水平进行合理调控,从而造成工资的向下变动表现出粘性的特点。随着经济的衰退,总体的社会价格降低,企业以控制工资水平的方式来缩减成本。不过,因为存在工资向下的粘性问题,无法及时调整工资水平,由此也会使得企业利润水平降低,从而引发企业裁员的问题,导致失业率加速提升,经济大萧条由此形成。

对于新古典主义学派的观点,凯恩斯是持否认态度的。在他看来,经济大萧条时,经济不具备自我修复的功能,因此,政府要对经济进行主动干预,通过有效的财政政策来保证经济的平衡、稳定。在经济衰退的情况下,政府应提出扩张性财政政策,保证经济水平的有效增长。如果经济过热,政府则应提出紧缩性财政政策。

3. 新凯恩斯学派

在凯恩斯学派的基础上,新凯恩斯学派对价格的粘性作出补充,并表示,并非仅工人薪资具有粘性特征,别的要素价格在短时间内也存在向下的粘性。这将对经济的自我修复能力造成限制,由此形成经济周期。

4. 货币主义学派

货币主义学派提出,经济周期是基于外部冲击以及货币供给增长率的波动而产生的。中央银行的货币政策需要保证货币供给的稳步提升,由此使得整体需求平稳提升。因此,政府应当侧重促使市场整体供需自行实现平衡,而并非是以干预的方式实现。

5. 奥地利学派

奥地利学派和新古典主义学派的观点有一定的相似之处,不过该学派更加关注政府与货币对经济水平造成的影响。该学派表示,不合理的政府干预会为经济周期带来明显影响。政府出于提升 GDP 水平和就业率的目的,通过实行扩张性货币政策来控制利率,企业生产与投资将随之加大。在生产和投资过热的情况下,企业投资会急剧缩水,造成经济衰退。因此,该学派并不赞成政府对经济过度干预,他们强调,应当通过市场的作用来对经济进行调节。

6. 第二代新古典主义学派

第二代新古典主义学派提出,经济周期是基于科技水平的提升与外部冲击(粮食危机、战争等)的影响而产生的。在经济周期中,扩张与衰退均可看作是对外部影响的反馈与调整。因为不管在什么时间,用怎样的方式,经济个体活动都符合最大期望效益原则,由此,政府需要及时采取财政与货币政策对经济进行有效干预。

1.2 通货膨胀

1.2.1 通货膨胀相关概念

通货膨胀指的是总体的物价水平不断提升。

通货膨胀率指的是总体的物价指数波动的比率。

恶性通货膨胀指的是物价水平高速提升,也就是较高的通货膨胀率。比如2007年,津巴布韦通货膨胀率由9000%变为11000%。

滞胀指的是经济增长速度降低与物价水平提升同步出现的情况,也叫成本推动型通货膨胀。

通货紧缩指的是整体的物价水平初步降低的状态。在经济出现通货紧缩现象时,通货膨胀率将是负数。

反通货膨胀指的是通货膨胀的降低。这时,总体的物价水平仍不断攀升,不过通货膨胀率却在逐步降低。

1.2.2 衡量通货膨胀——价格指数

计算通货膨胀率,一般会以价格指数来判定整体价格的变化。价格指数指的是一篮子商品与服务的均价。

1. 价格指数的计算

基于计算方式的区别,价格指数又分为派许指数、拉斯拜尔指数和费雪指数三种。

派许指数,即基于当期消费篮内的商品来判定价格水平。

拉斯拜尔指数,即基于基期消费篮中的商品来判定价格水平。

费雪指数是派许指数和拉斯拜尔指数这两项指数的平均值。

2. 价格指数的偏差

因为在计算拉斯拜尔指数期间,所用到的是基期消费篮子中的商品,最终结果可能会比实际的物价水平更高。之所以出现这样的情况,主要是因为以下三项因素的偏差,即质量偏差、替代品偏差以及新产品偏差。

1) 质量偏差

在计算拉斯拜尔指数的过程中,没有充分考虑到因为商品质量提升而造成的价格水平提升。举例来讲,因为彩色电视淘汰了黑白电视,使得电视价格水平明显提升,这样的价格水平提升和通货膨胀并无太大关系,不过在计算拉斯拜尔指数时,却将该因素考虑在内,由此也就高估了物价水平。

2) 替代品偏差

在商品价格提升的情况下,消费者更倾向于选择价格水平相对更低的产品,由此,消费者对该商品的购买意愿就会降低。不过,在计算拉斯拜尔指数时,通常都会用到该商品基年消费量这一信息,但并未体现出该商品消费数量缩减。由此,在商品价格提升的情况下,计算拉斯拜尔指数时,通常使用的是更高的价格与消费数量指数,将会高估物价水平。

3) 新产品偏差

在科技水平持续进步的过程中,旧产品被新产品所取代,旧产品销量缩减。不过,因为在计算拉斯拜尔指数时,用到的是基期消费量,所以,同样也是高估了物价水平。

上述三种偏差共同导致了拉斯拜尔指数高估物价水平的问题。尽管使用派许指数可以修复代替偏差,不过还是存在新产品偏差和质量偏差问题。因此,费雪指数充分考虑到派许指数和拉斯拜尔指数中的问题,在一定程度上控制了相应偏差所造成的负面影响。

1.2.3 价格指数及其使用

1. 消费者价格指数

在判定居民消费的一篮子最终商品价格指数时,消费者价格指数(Consumer Price Index, CPI)是一个非常重要的指数,它的主要作用是追踪一个国家的通货膨胀水平。具体的计算公式为

$$\text{消费者价格指数(CPI)} = \frac{\text{现期一篮子物价水平}}{\text{基期一篮子物价水平}}$$

各个国家的价格指数在名称上都有所区别,同时,各个国家价格指数之间的同一类商品权重也不一致。举例来讲,在我国CPI中,食品占很大比重,但在发达国家,食品占比却不高。

计算 CPI 即等同于计算拉斯拜尔指数:以基年消费量来判定价格水平。这里需要分清 CPI 和 GDP 平减指数的区别:CPI 着重判定一篮子商品价格水平波动情况,GDP 平减指数主要判定整体社会平均价格水平波动情况。

2. 生产者价格指数

生产者价格指数(Producer Price Index, PPI)是用来判定通货膨胀水平的一个指标,它由生产者的部分来判定生产者生产成本的变动情况。

3. PPI 和 CPI 的差异及联系

首先,随着生产者成本价格的提升,会对消费者造成一定的影响。由此,可将 PPI 看作是 CPI 的先行指标,对后期的 CPI 将产生一定影响。

其次,各个国家的产业结构有所区别、优势部门也不一致,由此,对比国家间 CPI 的差异来看,国家间 PPI 的差异将会更为明显。

最后,企业的最终商品存在价格粘性,企业生产成本可在一定范围内波动,保证商品价格的稳定性。因此,CPI 的波动率要低于 PPI 的波动率。

1.2.4 通货膨胀的成因

形成通货膨胀的原因主要有需求拉动型与成本推动型这两类。

1. 需求拉动型通货膨胀

在经济不断发展的情况下,国民收入持续提升,从而拉动整体需求的提升。整体需求加大,商品价格也将不断提升,由此引发需求拉动型通货膨胀。

该类通货膨胀是因为总需求超过了部供给,从而使价格水平提升,实际 GDP 水平也会随之提升。

2. 成本推动型通货膨胀

生产要素价格水平的提升会引发成本推动型通货膨胀的现象。生产要素涵盖原材料、工人薪资以及大宗商品与能源等内容。这里,原材料的价格变动是非常显著的,这通常都是造成成本推动型通货膨胀的首要原因。在生产要素价格提升的情况下,企业的整体生产成本越来越高,从而使得企业不得不将产品价格加高,最终造成整体的价格水平提升问题。

由于大宗商品为企业生产所需的核心原材料,因此,投资人可通过判定大宗商品价格的方式来预测通货膨胀,改变投资策略。

1.3 利率及国际汇率

1. 利率

利率又叫利息率,是一定时期内利息额和本金的比率。利率反映金融体系中的资金成本,而利率水平代表着使用资本或借贷所需付出的成本,并反映信贷活动的供求关系。利率变化受经济周期、政治因素(货币政策及财政政策)、通货膨胀的影响。一般而言,利率与股价之间为反向关系,影响股票市场与债券市场之间的资金流向。利率上升时,短期债券产品回报更佳。这样,会令资金从股票市场流向短期债券市场。

2. 国际汇率

国际汇率为本国货币与其他国家货币的兑换比例。汇率制度与货币政策相关联,可分为浮动汇率、固定汇率两大类。汇率因素在跨国投资中影响巨大,将直接影响投资收益率和外汇市场。

1.4 政策因素

1.4.1 货币政策

1. 定义

货币政策指的是中央银行对信贷量和货币流动量进行控制的相关经济活动。中央银行通过相应的货币政策,来对国家经济环境进行调节,从而保证国家在 GDP 稳定增长的情况下逐步发展,且相应维持物价水平的平衡度,在经济环境稳定的状态下,可以增加企业与个人的信心,由此,对各类经济参与者的生产与消费决策造成一定影响。

2. 货币

1) 货币的功能

以下为货币常见的几项功能:

(1) 交换媒介:我们在日常生活中,会以货币来换取商品与服务。

(2) 财富储藏:货币能够判定一个人的财富量。举例来讲,历史上,在金本位的体制下,货币和黄金价值是挂钩的。也就是说,单位货币和相应数量的黄金的价值是一样的。储蓄货币即为储蓄黄金和财富。

(3) 价值度量:货币能够发挥衡量单位的作用,从而判定某商品的价值,基于货币具备这样的价值衡量属性,消费者可以对各类商品的价值有直观了解。

2) 货币的定义

货币可分成狭义货币与广义货币。

狭义货币:有很好的流动性,涵盖流动中的硬币、纸币、非银行机构发行的旅行支票以及商业银行中的活期存款等多个种类在内。

广义货币:涵盖狭义货币和别的能够用来购买流动资产的货币。

3) 货币的创造过程

货币创造的效力与准备金要求密切相关。法定准备金要求指的是基于中央银行政策的规定,商业银行吸纳存款中需要保留而不可用作放款的金额。

基于法定存款准备金要求在货币创造期间发挥的作用,中央银行能够以调节法定存款准备金要求的方式,来对经济中的货币供给进行调控。在中央银行准备将存款准备金上调的情况下,货币供给量应减低;反之,货币供给量将提升。

4) 货币的供给和需求

如果将货币看作是一种商品,则基于货币市场的供需关系,能够判定货币的均衡价格。货币的均衡价格即为货币贷款期间与之对应的名义利率。

3. 货币政策工具的类型

中央银行施行货币政策的工具主要有三种,即:政策利率、公开市场操作以及准备金要求。

1) 政策利率

中央银行会以设定和提出政策利率或是官方政策利率的方式来对长、短期利率形成影响,从而进一步影响实体经济。各个国家的政策利率有所区别,名称也不一致。以美国为例,政策利率指的是商业银行向中央银行贷款的利率,即折现利率。折现可理解为是将未来的收入折算成等价的现值。

在中央银行要提升货币供给量的情况下,可通过银行购买政府债券,并约定于后期某个时间点来对债权进行回收。这一交易过程即为逆回购。通俗点可以理解为,商业银行将债权当作抵押物,向中央银行进行短期贷款,之后到期还本付息。在这个过程中,中央银行获得了回购利率。此为在市场投放流动性的具体流程。反之,正回购表示的是中央银行缩减市场流动性、控制货币供给量的操作。

如果中央银行提升政策利率,则商业银行向中央银行融资的成本将进一步提高,商业银行可能会缩减贷款量,随之造成货币供给量的减少。反之,如果政策利率缩减,商业银行向中央银行支付的潜在费用也会缩减,对外放贷提升,经济体内货币供给量将进一步加大。

2) 公开市场操作

影响货币流通量的一种有效方式即为公开市场操作。中央银行基于商业银行,指定做市场买卖政府债券的形式来相应控制流通货币。举例来讲,在中央银行通过商业银行购买政府债券的过程中,商业银行的准备金提升,由此就可以为企业与个人发放更多贷款。基于货币乘数机制,经济体的货币供给量会进一步提升;反之,如果中央银行把政府债券卖到商业银行,则货币供给量会随之减少。

3) 准备金要求

所谓准备金要求,即银行所吸纳的存款中不可用于放贷的部分。在创造货币期间,准备金要求和货币乘数密切相关,从而会对货币供给造成影响。如果准备金要求提高,银行用来放贷的存款比率也会更低,货币供给则会缩减;反之,货币供给量会加大。

4. 货币政策传导机制

中央银行采取货币政策的最终目的是希望影响实体经济,而货币政策传导