

金融工具手册

弗兰克·J. 法博齐 编著

俞卓菁 译

上海人民出版社

投资者面临的一个关键决策是如何在种类纷繁的金融工具中配置资金。为了明智地制定这个配置决策,你必须理解主要资产类别的投资特征和它们的交易市场。

《金融工具手册》是首部全面讨论类型广泛的金融工具的教科书。本书由各个领域的专家撰写,为个人投资者和机构投资者提供了选择并有效利用当今市场中的众多金融工具所必需的知识。

本书讨论的主题包括:

- 金融市场的特性和投资的基本知识
- 普通股
- 固定收益产品,包括货币市场、财政债券、联邦机构证券、公司债券、新兴市场债券、房产抵押贷款证券和资产支持证券
- 共同基金和交易所交易基金
- 投资型寿险产品,包括现金价值寿险和年金
- 对冲基金和私募股权基金
- 房地产投资
- 衍生工具,如期货/远期合约、期权、期货期权、互换、上限和下限合约

弗兰克·J.法博齐博士(CFA)是《投资组合管理杂志》的编辑和耶鲁大学管理学院的金融学兼职教授。法博齐博士是保护者寿险公司(Guardian Life)基金系列和黑岩(Blackrock)复合基金的董事会成员。他是全球资产管理公司(GAM)的顾问分析师和咨询主管,负责投资组合的构建、风险控制和评估。他于1972年从纽约城市大学获得经济学博士学位,并于1994年从Nova Southeastern大学获得人文学荣誉博士学位。法博齐博士是耶鲁大学国际金融中心的研究员。

译 者 序

众所周知,金融产品是一个国家金融市场运行的载体。因此,金融产品创新对活跃金融市场和促进金融体系的发展具有举足轻重的作用。

在金融市场极为发达的欧美国家,金融产品的种类可谓纷繁复杂,令初涉市场的投资者眼花缭乱。然而,究其根本,金融产品基本可被划分为权益类产品、固定收益产品和衍生产品。其中,权益类产品主要指股权投资,它可按优先级别被划分为优先股或普通股,或按筹资方式被划分为上市股票投资或私募股权投资。固定收益产品可按期限划分为一年以下的货币市场工具或中长期债券等,或按发行主体划分为国债、市政债券、公司债券、房产抵押贷款债券等。设计最为灵活、品种最为丰富的是衍生产品。衍生产品的基础工具可以是股票、利率、汇率、指数等。根据国外统计数字,国际上的衍生产品种类已多达千余种。然而,衍生产品的基本类型只有四种:远期、期货、期权和互换。在这四种产品的基础上可以构建出各种结构更为复杂的异型衍生产品。

根据这三大类金融产品,金融机构还可以对它们进行组合投资,形成指数基金、共同基金、交易所交易基金等组合产品,或将之与保险结合在一起,组成投资型保险产品。此外,近年来在美国股票低迷时期表现颇佳的房地产投资信托(REIT)也是一种以房地产为投资目标的特殊金融产品。

相比之下,我国的金融市场则以股票和基金为主,债券市场尚不发达,金融衍生产品除了结构性存款、新近出现的权证和人民币远期及人民币外币互换(掉期)外,几乎还是一片空白。由于缺乏构建复杂金融产品的基础单元,因此我国的金融市场仍显得十分单一。其中的原因有历史发展的因素、配套制度的缺乏和监管层的谨慎等。

在一个国家金融市场发展的进程中,金融产品创新与制度创新是息息相关的。如果没有基础条件和相关法律、监管等制度的呼应,那么金融产品的创新将步履维艰。例如,由于我国利率的非市场化,固定收益市场难以焕发生机。再以资产证券化为例,尽管这个创新概念在近十年前就已被提出,但直至2005年4月和9月,《信贷资产证券化试点管理办法》和《资产证券化监督管理办法》等相关配套法律才开始陆续出台,《税务处理规则》则仍在制定之中,因此,尽管我国金融机构不乏内在的创新动力,但突破外部制度和条件的制约是它们面临的一大挑战。

金融产品创新在为金融市场带来活力的同时,也势必会带来风险。在我国金融市场

制度尚不完善的初期阶段,这个问题尤其突出。1995年的“3·27”国债期货事件给市场带来了严重的负面影响,因此监管层在推出股指期货等衍生产品的思量中慎之又慎。然而,近年来监管层积极提倡鼓励创新,加之证券投资基金、社保基金、企业年金和QFII等机构投资者数量的增加,为产品创新建立了有利的政策和市场环境。其实,只要监管层能够完善和严格执行金融监管制度,建立妥善的市场秩序,加强对金融机构内控制度的监管,并正确引导市场,投资者应能理性地运用金融产品,使创新品种达到丰富市场、满足不同层次主体需求的目的。

弗兰克·J.法博齐的《金融工具手册》一书全面介绍了美国金融市场中的各种产品。读者不仅可以从中获悉美国金融产品的全貌,而且还能对每类产品的细分获得较为详尽的了解。更重要的是,读者可以从书中了解到国外金融产品的交易环境、设计思路和设计方法,并寻找与国内金融市场的差距和可鉴之处。

我感谢上海人民出版社的顾兆敏先生对出版此书给予的大力支持和在审校工作中付出的努力。最后,愿读者能够在阅读此书之后,对金融产品的创新设计有所了解,并对实务工作有所帮助。

译者

2005年9月

目 录

译者序.....	1
前言.....	1
供稿作者.....	1
第 一 章 金融工具概观.....	1
Frank J. Fabozzi	
第 二 章 投资的基础知识	10
Frank J. Fabozzi	
第 三 章 计算投资收益率	24
Bruce Feibel	
第 四 章 普通股	48
Frank J. Fabozzi、Frank J. Jones 与 Robert R. Johnson	
第 五 章 普通股投资的信息来源	85
Pamela P. Peterson 与 Frank J. Fabozzi	
第 六 章 货币市场工具.....	101
Frank J. Fabozzi、Steven V. Mann 与 Moorad Choudhry	
第 七 章 美国财政证券.....	133
Frank J. Fabozzi 与 Michael J. Fleming	
第 八 章 通货膨胀连动债券.....	147
John B. Brynjolfsson	
第 九 章 联邦机构证券.....	157
Frank J. Fabozzi 与 George P. Kegler	
第 十 章 市政证券.....	167
Frank J. Fabozzi	
第 十 一 章 公司债券.....	182
Frank J. Fabozzi	
第 十 二 章 优先股.....	205

	Steven V. Mann 与 Frank J. Fabozzi	
第十三章	新兴市场债券	215
	Maria Mednikov Loucks、John A. Penicook, Jr. 与 Uwe Schillhorn	
第十四章	联邦机构房产抵押贷款证券	242
	Frank J. Fabozzi 与 David Yuen	
第十五章	非联邦机构 MBS 和房地产支持 ABS	270
	Frank J. Fabozzi 与 John Dunlevy	
第十六章	商用房产抵押贷款证券	295
	Joseph F. DeMichele、William J. Adams 与 Duane C. Hewlett	
第十七章	非房地产资产支持证券	312
	Frank J. Fabozzi 与 Thomas A. Zimmerman	
第十八章	信用卡 ABS	332
	John N. McElravey	
第十九章	杠杆贷款	347
	Steven Miller	
第二十章	分级偿还债务抵押债券	358
	Laurie S. Goodman 与 Frank J. Fabozzi	
第二十一章	投资公司	373
	Frank J. Jones 与 Frank J. Fabozzi	
第二十二章	交易所交易基金及其竞争者	393
	Gary L. Gastineau	
第二十三章	稳定价值型养老金投资	410
	John R. Caswell 与 Karl P. Tourville	
第二十四章	投资型寿险	423
	Frank J. Jones	
第二十五章	对冲基金	446
	Mark J. P. Anson	
第二十六章	私募股权	493
	Mark J. P. Anson	
第二十七章	房地产投资	511
	Susan Hudson-Wilson	
第二十八章	股票衍生工具	531
	Bruce M. Collins 与 Frank J. Fabozzi	
第二十九章	利率衍生工具	553
	Frank J. Fabozzi 与 Steven V. Mann	
第三十章	房产抵押贷款互换	567
	David Yuen 与 Frank J. Fabozzi	

第三十一章 信用衍生工具.....	575
Moorad Choudhry	
第三十二章 期货管理.....	590
Mark J. P. Anson	
索引.....	605

前 言

投资者面临的一个最重要的投资决策是在种类纷繁的投资工具中配置资金。这个决策要求投资者理解所有资产类别的投资特征。《金融工具手册》的目标是解释金融工具及其特征。

在第一章中,我们定义了金融资产和金融市场。我们还在这章中解释了普通股和固定收益证券的一般特征、金融市场的特性、定价的一般原理、杠杆原理、利用证券作为抵押物在市场中借款的机制,以及衍生产品的角色。

第二章提供了投资的基本知识。这是用投资管理过程的阶段说明的。这章包括的主题有传统资产类别和非常规资产类别、资产类别是如何确定的、各种类型的风险、主动式与被动式的投资组合管理,以及主动式和跟踪指数的投资组合构建。

第三章解释了计算投资收益率的正确方法。与计算投资收益率相关的复杂之处包括在计算中选择恰当的输入变量、处理客户在投资账户中的供资和提款、供资和提款的时机选择、投资经理在投资资金上赚取的收益率与客户赚取的收益率的差额,以及如何从子时段收益率确定年收益率(不同的平均值计算方法)。

股票(或普通股)是第四章和第五章的主题。第四章描述了普通股的交易市场、零售投资者和机构投资者可以执行的交易的类型(如巨额交易和程序交易)、交易成本、股市指标、股票市场的定价效率、普通股投资组合管理,以及主动式投资组合管理(如自上而下与自下而上的方法、基本面分析与技术分析、常用的主动式股市策略和股票风格管理)。第五章讨论了投资者可以从何处获取普通股发行者的信息,以及他们可获取何种信息。

第六章至第二十章讨论了固定收益产品——货币市场工具、财政证券(固定本金和通货膨胀连动证券)、联邦机构证券、市政证券、公司债券、优先股、新兴市场债券、杠杆贷款和结构性产品。这些章节讨论的结构性产品包括联邦机构房产抵押贷款证券、非联邦机构房产抵押贷款证券、房地产支持证券(如住宅产权贷款支持证券和制造式住宅贷款支持证券)、商用房产抵押贷款证券、非房地产资产支持证券(如信用卡应收账款支持证券、汽车贷款支持证券、中小企业管理局贷款支持证券、学生贷款支持证券、飞机租赁支持证券和减息债券),以及分级偿还债务抵押债券。

第二十一章提供了对投资公司(更普遍地被称为共同基金)的全面讨论。这章讨论的主题有投资公司的类型、基金的销售费用和年运营费用、多重股份类别、根据投资目标划

分的基金类型、基金的监管、共同基金的优势和劣势,以及共同基金以外的其他选择。共同基金以外的选择之一是交易所交易基金。第二十二章解释了交易所交易基金的优势,并讨论了其竞争产品。

第二十三章讨论了稳定价值型产品。这些产品以合同约定的利率提供了具有保证的本金回报,但担保的有效性取决于合同发起人的信用。稳定价值型产品的例子包括固定年金和传统的保证投资合同(GIC)、独立账户 GIC 和银行投资合同。第二十四章提供了对投资型寿险产品的全面讨论。这些产品包括现金价值寿险(变额寿险、万能寿险和变额万能寿险)和年金(变额年金、固定年金和 GIC)。这章还讨论了总账户产品和独立账户产品,以及寿险产品的征税。

两个主要的非常规资产类别是对冲基金和私募股权。它们分别是第二十五章和第二十六章的主题。对冲基金的讨论内容包括监管、对冲基金采用的策略(如多空对冲基金、全球宏观对冲基金、卖空对冲基金、套利对冲基金和市场中性对冲基金)、业绩持久性的证据、对冲基金经理的选择,以及尽职调查的各个方面。私募股权包括四个私募投资策略——风险投资(即为初创公司提供融资)、杠杆收购、中间融资(私募债务和私募股权的混合)和危难债务投资。第二十六章考察了所有这些策略。

第二十七章讨论了房地产投资。这章讨论的主题包括房地产投资的独特特征、投资者的性质、房地产投资领域的成分(私募股权、私募债务、商用房产抵押贷款证券和公募股权)及其风险/收益特征、在投资组合中考虑房地产的主要原因,以及如何在投资组合中纳入房地产(即投资的执行)。

第二十八至三十一章讨论了衍生工具——期货/远期合约、期权、期货期权、互换、上限和下限合约。讨论重点是这些工具如何可被用以控制风险。第二十八章讨论了股票衍生工具,并描述了为股指期货和个股期权定价的基本要点。第二十九章的主题是利率衍生工具,以及它们如何被用以控制利率风险。由于房产抵押贷款证券的独有投资特征,机构投资者可以利用一些工具控制与这些证券相关的利率风险和提前还款风险并在利用杠杆的基础上投资于这个市场。这些工具是房产抵押贷款互换,第三十章描述了这些产品。除了控制利率风险外,投资者还关心信用风险。第三十一章解释了控制这种风险的工具——信用衍生工具。

期货管理——一种非常规资产类别——是第三十二章的主题。期货管理一词是指期货和远期合约的积极交易。这些被交易的期货/远期合约的基础工具可以是金融工具(股指或债券)、商品或货币(即外汇)。

《金融工具手册》提供了在所有单册教科书中最为全面的金融工具讨论。我感谢本书的所有供稿者在百忙之中抽出时间为本书撰稿。

弗兰克·J.法博齐

供稿作者

William J. Adams	马萨诸塞金融服务公司
Mark J. P. Anson	加州公务员养老基金(CalPERS)
John B. Brynjolfsson	PIMCO 实际收益率债券基金
John R. Caswell	Galliard 资本管理公司
Moorad Choudhry	城市大学商学院
Bruce M. Collins	QuantCast 公司
Joseph F. DeMichele	特拉华投资公司
John Dunlevy	Beacon Hill 资产管理公司
Frank J. Fabozzi	耶鲁大学
Bruce Feibel	雄鹰投资系统公司
Michael J. Fleming	纽约联邦储备银行
Gary L. Gastineau	ETF 顾问公司
Laurie S. Goodman	瑞银华宝公司
Duane C. Hewlett	特拉华投资公司
Susan Hudson-Wilson	房地产与投资组合研究公司
Robert R. Johnson	投资管理研究协会
Frank J. Jones	美国保护者人寿保险公司
George P. Kegler	Cassian 市场咨询公司
Maria Mednikov Loucks	瑞银资产管理公司
Steve V. Mann	南卡罗来纳大学
John N. McElravey	第一银行资本市场公司
Steven Miller	标准普尔
John A. Penicook, Jr.	瑞银资产管理公司
Pamela P. Peterson	佛罗里达州立大学
Uwe Schillhorn	瑞银资产管理公司
Karl P. Tourville	Galliard 资本管理公司
David Yuen	邓普顿投资公司
Thomas A. Zimmerman	瑞银华宝公司

第一章 金融工具概观

1

Frank J. Fabozzi, 博士, CFA

耶鲁大学管理学院

金融学兼职教授

广义而言,资产是任何在交易中具有价值的财产。资产可以被归类为有形资产或无形资产。有形资产是价值取决于特定实物财产——如楼房、土地或机器——的资产。相比之下,无形资产代表的则是对某项未来利益的合法索偿权。它们的价值与记载这些索偿权的形式(实物或其他形式)无关。金融资产是无形资产。对金融资产而言,典型的利益或价值是对未来现金的索偿权。本书讨论了各种类型的金融资产或金融工具。

同意支付未来现金款项的主体被称为金融工具的发行者;金融工具的所有者被称为投资者。以下是七个金融工具的例子:

- 旗舰银行(投资者/商业银行)向某一个人(发行者/借款人)发放的购车贷款
- 美国财政部发行的债券
- 福特汽车公司发行的债券
- 费城市政府发行的债券
- 法国政府发行的债券
- 微软公司(一家美国公司)发行的普通股
- 丰田汽车公司(一家日本公司)发行的普通股

2

在旗舰银行的汽车贷款的情形中,贷款条款规定了借款人必须在一定时期内向商业银行支付指定的还款。这些还款包含借款本金的偿还和利息。该资产的现金流由借款人必须支付的指定还款组成。

在美国财政债券的情形中,美国政府(发行者)同意每6个月向持有人或投资者支付利息,直至债券期满,并在期满后偿还借款本金。福特汽车公司、费城市政府和法国政府发行的债券也同样如此。在福特汽车公司的情形中,发行者是一家公司,而不是政府主体。在费城市政府的情形中,发行者是一个市政府。法国政府债券的发行者是一个中央

政府主体。

微软的普通股赋予了投资者获取公司所分配的红利的权利。这个例子中的投资者还在公司清算时按比例拥有对公司净资产值的索偿权。丰田汽车公司的普通股也同样如此。

债务工具与股权工具

金融工具可以按持有者对发行者拥有的索偿权的类型分类。当索偿权的标的是一笔固定的美元金额时,金融工具被称为债务工具。汽车贷款、美国财政债券、福特汽车公司债券、费城市政府债券和法国政府债券是要求固定还款的债务工具的例子。

与债务相比,股权工具要求金融工具的发行者必须向持有者支付一笔基于在债务工具持有者得以偿付后的剩余利润(假如有的话)的款项。普通股是股权主张的一个例子。企业的合伙人股份是另一个例子。

一些证券在性质上同时属于这两种类型。例如,优先股是一种使投资者有权获取固定款项的股权工具。然而,这种付款是或有款项,并且只有在债务工具的持有者得以偿付后才可以支付。另一种“组合”工具是可转换债券,它使投资者能够在特定情形下将债券转换成股票。支付固定美元金额的债务工具和优先股被称为固定收益工具。

债务工具的特征

正如我们将在后面看到的那样,投资者可以选择多种债务工具。债务工具包括贷款、货币市场工具、债券、房产抵押贷款证券和资产支持证券。我们将在后面数章中描述每种工具。债务工具的一些特征是所有债务工具共有的,以下将描述这些特征。在后面的章节中,我们将就特定发行者的债务工具对这些特征作进一步的讨论。

期限

债务的期限是发行者承诺履行债务契约的年限。在到期日,发行者将偿还债务的所有未偿金额。惯例是称之为“距到期日的年限”,或简称为“期限”。正如我们将在后面解释的那样,一些条款可以允许债务工具的发行者或持有者改变期限。

债务工具市场是以距到期日的剩余时间分类的。货币市场工具是距到期日还有一年或更短时间的债务工具。期限大于一年的债务工具被称为资本市场债务工具。

票面值

债券的票面值是发行者同意在到期日向债务工具的持有者偿还的金额。这个金额亦称本金、面值、赎回值或到期值。债券可以具有任何票面值。

由于债务工具可以具有不同的票面值,惯例是用票面值的一个百分比为债务工具报价。数值 100 意味着票面值的 100%。例如,假如债务工具的票面值为 \$ 1000、并且以 \$ 900 的价格出售,那么我们称其售价为 90。假如票面值为 \$ 5000 的债务工具以 \$ 5500 的价格出售,那么我们称其售价为 110。第二章解释了债务工具的售价高于或低于票面值的原因。

息票率

息票率亦称名义利率或合同利率,它是发行者/借款人同意每年支付的利率。付款的美元金额被称为息票利息付款或简称为利息付款,它是通过将息票率乘以债务工具的票面值确定的。例如,息票率为 7%、票面值为 \$ 1000 的债务工具的利息付款为 \$ 70(7%乘以 \$ 1000)。

息票付款的频率根据债务工具的类型有所不同。在美国,债券的通常惯例是由发行者分两次半年度付款支付息票。房产抵押贷款证券和资产支持证券通常每月支付利息。对在美国以外的一些市场发行的债券而言,息票付款仅每年支付一次。贷款的利息付款可以任何方式量身设计。

零息票债券

并非所有债务都定期支付息票利息。按合同规定不定期支付息票的债务工具被称为零息票工具。零息票工具的持有者通过以远远低于票面值的价格购买该工具实现息票收入。因此,利息是在到期日支付的,投资者赚取的利息为票面值与其为债务工具支付的价格的差额。例如,假如一位投资者以 70 的价格购买了零息票工具,那么其在到期日实现的利息为 30。这是票面值(100)与价格(70)的差额。

一些债券是作为零息票工具发行的。此外,在货币市场中,有数种债务工具是作为贴现工具发行的。第六章将讨论这些工具。

还有一种债务在到期日前不支付利息。这种工具附有按合同约定的息票付款,但这些付款被加以累计,并且在到期日与到期值一起分配。这些工具被称为累计息票工具、累计证券或复合利息证券。

浮动利率证券

债务工具的息票率在其期限内不必是固定不变的。浮动利率证券(有时被称为可变利率证券)具有根据某个参考利率定期重设的息票付款。在息票率重设日的典型息票率公式为:

参考利率±利差报价

利差报价是发行者同意支付的高于参考利率的额外金额(假如利差报价为正数)或低于参考利率的金额(假如利差报价为负数)。利差报价是用基点表示的。一个基点等于 0.0001,或 0.01%。因此,100 个基点等于 1%。

为了说明息票重设公式,假设参考利率为 1 个月期伦敦银行间同业拆放利率(LIBOR)——第六章描述了这个利率。假设利差报价为 150 个基点。于是,息票重设公式为:

$$1 \text{ 个月期 LIBOR} + 150 \text{ 个基点}$$

因此,假如息票重设日的1个月期LIBOR为5.5%,那么当期的息票率将被重设为7%(5.5%加150个基点)。

大多数浮动利率证券的参考利率都是一个利率或利率指标。有些债券的情况并非如此。相反,参考利率是某个金融指数的收益率,如第四章所讨论的股市指数之一。一些债券的息票重设公式与通货膨胀指数联系在一起。第八章描述了这些工具。

通常,浮动利率证券的息票重设公式使息票率随着参考利率的上升而递增,并且随着参考利率的下降而递减。一些债券的息票率与参考利率呈反向变化。这种债券被称为反向浮动利率债券或逆浮动利率债券。

浮动利率债务工具可能会对在重设日支付的最高息票率设定限制。这个最高息票率被称为上限。

由于上限限制了息票率的上升,因此上限对投资者而言是一个不利特征。相比之下,浮动利率证券也可能会有一个指定的最低息票率。这个最低息票率被称为下限。假如息票重设公式生成的息票率低于下限,那么浮动利率证券将支付下限。因此,下限对投资者而言是一个具有吸引力的特征。

偿还债务工具的条款

债务工具的发行者/借款人同意在既定的到期日偿还本金。发行者/借款人可以同意在到期日一次性偿还全额借款本金。也就是说,发行者/借款人在到期日前不必支付任何本金还款。这种债券被称为具有弹型到期日(bullet maturity)。发行者也可能必须每年清偿一定比例的债券。这被称为偿债基金要求。

6 一些贷款、房产抵押贷款证券和资产支持证券贷款池具有一个在工具的最终到期日前偿还本金的计划。这种债务工具被称为摊还工具。

一些债务工具附有赎回条款。这种条款赋予了发行者/借款人在既定的到期日前清偿全部或部分债券的选择权。一些债券规定发行者必须定期清偿预定金额的债券。以下讨论了各种类型的赎回条款。

赎回和再融资条款

借款人一般希望获得在既定到期日前清偿债务工具的权利,因为它认识到,在未来的某个时点,总体利率水平下跌至息票率以下的幅度可能会足以使赎回债券并代之以另一种息票率更低的债务工具在经济上更为有利。这项权利对投资者而言是一个劣势,因为他们获取的收入必须以更低的利率被加以再投资。因此,希望将这项权利包含在债务工具内的借款人必须在出售债券时通过提供更高的息票率向投资者支付补偿。

借款人在既定的到期日前清偿债券的权利被称为“赎回权”。假如借款人执行了这项权利,我们称发行者“赎回”了债务工具。借款人为清偿债券必须支付的价格被称为赎回价格。

在债务工具发行时,借款人通常在数年内不能赎回债券。也就是说,我们称该债券附有延迟赎回权。债务工具最早可被赎回的日期叫做首个赎回日。

假如债券没有任何对提前赎回的保护,那么我们称之为可在当前赎回的债券。但大

多数新发行的债券即使可在当前赎回,也通常附有防止某些类型的提前赎回的限制。最常见的限制是禁止在数年内对债券进行再融资。债券的再融资是指用通过出售新债券获取的资金赎回债券。

大多数投资者都对不可赎回和不可再融资这两个术语感到困惑不解。赎回保护比再融资保护更为绝对。尽管它在某些情形下不能提供绝对或完全的赎回保护,但仍对防止过早和投资者不希望发生的赎回提供了比再融资保护更大的保证。再融资限制仅防止了利用特定资金来源(即通过以更低资金成本出售其他债券获得的发行收入)进行的赎回。债券持有者仅在利率下降时得到保护,借款人可以获得成本更低的资金以偿还债券。

提前还款

对摊还工具——如贷款和由贷款支持的证券——而言,它们通常附有一个本金偿还计划,但个体借款人通常拥有在预定日期前偿还全部或部分贷款的选择权。任何在预定日期前偿还的本金都被称为提前还款。借款人提前还款的权利被称为提前还款选择权。在本质上,提前还款选择权与赎回权相同。

赋予债券持有者的期权

一些债务工具条款赋予了投资者和/或发行者对另一方采取某种行动的期权。最常见的一种内嵌期权是赎回权,我们在前面已对此作了讨论。这种期权是赋予发行者的。有两种选择权可被赋予债务工具的持有者:回售债券的权利和转换债券的权利。

附有回售条款的债务工具赋予了投资者在指定日期以既定价格将之回售给借款人的权利。既定价格叫做回售价格。回售条款给投资者带来的好处是:假如市场利率在债务工具的发行日后上升超过债务工具的息票率,那么投资者可以强制借款人以回售价格赎回债券,并对回售收入以更高的现行利率进行再投资。

可转换债务工具赋予了投资者将债务工具转换或交换为既定数量的普通股的权利。这个特征使投资者能够利用借款人的普通股或股权的有利价格变化。

金融工具的估值

估值是确定金融工具的公平价值的过程。估值亦称金融工具的“定价”。一旦这个过程完成后,我们就可以比较利用估值程序确定的金融工具的公允价值与其在市場中的交易价格(即市场价格)。投资者可以基于这个比较,评估金融工具的投资价值。

以下总结了三个可能的情况以及它们的投资含义。

市场价格与公允价值	投资含义
市场价格等于公允价值	金融工具的定价公平
市场价格小于公允价值	金融工具的价格被低估
市场价格大于公允价值	金融工具的价格被高估

价格被低估的金融工具被称为“交易价格偏廉”，并且是买入的候选对象。假如金融工具的价格被高估，那么我们称之为“交易价格偏贵”。在这种情形下，如果投资者已经拥有了该金融工具，那么应该将之出售。或者，假如投资者未拥有该工具，那么同样也可以出售它。出售未拥有的金融工具是一些市场中的常见做法。这个市场惯例被称为“卖空”。我们将在第四章中讨论卖空机制。我们说投资者可以卖空的两个原因是：(1) 投资者必须得到相应的许可或授权，以及(2) 这种金融工具的市场必须具有卖空机制。

金 融 市 场

金融市场是金融工具的交易市场。尽管金融市场的存在并不是创建和交易金融工具的必要条件，但在大多数经济系统中，金融工具都是在某种类型的金融市场中创建并随后交易的。金融资产即时交割的交易市场叫做即期市场或现货市场。

金融市场的角色

金融市场提供了三个主要经济功能。首先，金融市场中买方和卖方的互动决定了其所交易的资产的价格。或者，等价地说，它决定了金融工具的必需收益率。由于公司获取资金的动机依赖于投资者所要求的必需收益率，因此金融市场的这个特征指示了金融市场中的资金应该如何在各种金融工具之间进行配置。这被称为价格发现过程(price discovery process)。

其次，金融市场提供了投资者出售金融工具的机制。由于这个特征，我们称金融市场提供了“流动性”，这在环境迫使或驱动投资者出售金融工具时是一个具有吸引力的特征。假如市场没有流动性，那么持有者将被迫持有金融工具至发行者最初约定的最终还款日(即直至债务工具期满)，或持有股权工具至公司主动或被强制清算为止。尽管所有金融市场都提供了某种形式的流动性，但流动性的程度是显示不同市场的特征的因素之一。

金融市场的第三个经济功能是：它降低了交易成本。交易有两个相关成本：寻找成本和信息成本。寻找成本包含显性成本(如为刊登出售或购买金融工具的意向的广告而花费的资金)和隐性成本(如为找到对家而花费的时间的价值)。某种形式的有组织的金融市场的存在降低了寻找成本。信息成本是与评估金融工具的投资价值(即金融工具预期产生的现金流的金额和概率)相关的成本。在一个价格有效的市场中，价格反映了所有市场参与者采集的综合信息。

金融市场的分类

我们可以用多种方法为金融市场分类。一个方法是按照金融索偿权的类型划分，如债务市场和股权市场。另一个方法是按照索偿权的期限划分。例如，货币市场是短期债务工具的金融市场；期限大于一年的债务工具和股权工具的市场叫做资本市场。

金融市场可以被分类为交易新发行的金融索偿权的市场(叫做一级市场)和交易先前

发行的金融索偿权的市场(叫做二级市场或老化工具的市场)。

市场可以被分类为现货市场或衍生工具市场。本章后面描述了后者。市场也可以按照组织结构划分:它可以是拍卖市场或场外市场。我们将在第四章中讨论普通股市场时描述这些组织结构。

借款购买金融工具

一些投资者采用借取部分或全部资金购买金融工具的策略。通过这种做法,投资者创建了金融杠杆,或简称为杠杆。我们将首先描述杠杆原理,然后解释投资者如何能在金融市场中创建杠杆头寸。 10

杠杆原理

建立杠杆的目标是在借取的资金上赚取比借款成本更高的收益率。其不利之处是:假如投资者借取的资金所赚取的收益率低于借款成本,那么投资者不借款将会更好。

这里是一个简单的例子。假设一位投资者可以在今天将 \$100000 投资于一种金融工具。投资者用其自有资金购买了该金融工具,这笔金额被称为“投资者权益”(investor's equity)。假设该金融工具在一年末向投资者提供了 \$5000 的现金付款。我们还假设金融工具的价值从 \$100000 上升至 \$110000。因此,投资者的收益为 \$5000 的现金付款加 \$10000 的资本增值,总额为 \$15000。投资者在 \$100000 的投资上实现的收益率为 15%。假设金融工具的价格没有升值,而是下跌至 \$97000。那么,投资者的收益将为 \$2000(\$5000 的现金付款减去金融工具 \$3000 的贬值),或收益率为 2%。

现在,让我们考察杠杆是如何扮演角色的。假设我们的投资者可以再另借取 \$100000 购买额外的该金融工具。因此,投资者投资了 \$200000,其中 \$100000 为投资者权益,另 \$100000 为借款。让我们假设借取 \$100000 的成本为 7%。在金融工具升值的情形下,投资者的权益收益率总结如下:

金融工具的投资	= \$200000
现金付款	= \$10000
金融工具的年末价值	= \$220000
金融工具的升值	= \$20000
借款成本 = \$7000(7% × \$100000)	
美元收益 = \$10000 + \$20000 - \$7000	= \$23000
投资者的权益收益率 = 23%(= \$23000 / \$100000)	

因此,投资者将权益收益率从 15%(无借款的情形)提高至了 23%(借取 \$100000 的情形)。原因应该十分明显。投资者以 7% 的成本借取了 \$100000,并接着在其借取的 \$100000 上赚取了 15%。借款所赚取的收益率与借款成本的 8% 的差额以提高权益收益率的形式为投资者带来了利益。 11