

# 第一部分

## 导论

第1章 投资环境

第2章 金融市场与金融工具

第3章 证券是如何交易的

第4章 共同基金和其他投资公司

第5章 利率史与风险溢价

# 第 1 章

---

## 投资环境

我们随手翻翻华尔街日报上的证券、市场与金融机构的内容常常感到不知所措。尽管如此，金融环境并不是杂乱无章的，金融机构与市场自有其存在的原因和依据。在这一章，我们要传达的中心信息是金融市场与金融机构是随经济中投资者的愿望、相关技术的发展与法规约束的条件相应发展的。

实际上，即便我们对投资者的需求、有关技术的发展和法规的约束情况不甚了解，我们也能够对投资环境的大致状况作出判断（如果不涉及具体证券的话）。在这一章，我们将探讨投资环境的一般情况。我们首先讨论金融资产与实物资产的差别；我们将金融环境化分成三部分：家庭、企业与政府，我们要看看投资环境有多少特征反映了企业与个人通过家庭、企业与政府三个方面的需求所创造的机会追求利润的本质，我们将考察金融创新背后的驱动力；接下来，我们将讨论金融市场的最新发展趋势；最后，我们要讨论家庭与企业之间的关系。

## 1.1 金融资产与实物资产

一个社会的物质财富最终取决于该社会经济的生产能力，即为社会成员提供产品与服务的能力。这种生产能力是社会经济中的实物资产(real assets)的函数。实物资产包括：土地、建筑物、知识、用于生产产品的机械设备和运用这些资源所必需的有技术的工人。实物资产与“人力”资产包括了整个社会的产出和消费的内容。

与实物资产相对应的是金融资产(financial assets)，譬如股票或债券。这些金融资产并不是社会财富的代表，股票并不比印制股票的纸张更有价值，它们对社会经济的生产能力并没有直接的贡献。相反，金融资产对社会经济的生产能力只有间接的作用，因为它们带来了公司的所有权和经营管理权的分离，通过公司提供有吸引力的投资机会便利了投资的进入。由于金融资产对实物资产所创造的利润或政府的收入有要求权，因此金融资产能够为持有它们的公司或个人带来财富。

当公司最终利用实物资产创造收入之后，就依据投资者持有的公司发行的股票或金融资产的所有权比例将收入分配给投资者。例如，证券持有者基于利率和证券的面值来确定获得的收入流。股票持有者或股东对公司支付债券持有者及其他债权人以后的剩余收入享有要求权。因此，金融资产的价值源于并依赖于公司相关的实物资产的价值。

实物资产是创造收入的资产，而金融资产只能定义为收入或财富在投资者之间的配置。个人可以选择今天消费掉所拥有的财富，他也可以把它们用于投资以便将来可以获得收益。如果他们选择投资，他们就可能选择持有金融资产。企业通过发行证券(将它们卖给投资者)获得用于购买实物资产的资金，那么，最终金融资产的回报来自于用发行证券所得的资金购买的实物资产所创造的收入。在比较发达的社会经济中，个人通过持有金融资产的方法拥有对实物资产的要求权是十分有益的，绝大多数人不可能亲自拥有汽车厂，但是，他们可以持有通用或福特汽车公司的股份从而获得汽车生产所创造的收入。

在实际操作中，实物资产和金融资产可以在个人及公司的资产负债表中区分开来。实物资产只在平衡表的一侧出现，而金融资产通常在平衡表的两侧都出现。对企业的金融要求权是一种资产，但是，企业发行的这种金融要求权则是企业的负债。当我们对资产负债表进行总计时，金融资产会相互抵消，只剩下实物资产作为净资产。

区别金融资产与实物资产的另一种方法是，金融资产的产生和消除要通过一般的商业过程。例如，当贷款被支付后，债权人的索偿权(一种金融资产)和债务人的债务(一种金融负债)就都消失了。相比较，实物资产只能通过偶然事故或逐渐磨损来消除。

我们通过对表1-1中美国国家财富的构成与表1-2中的美国家庭金融资产与金融负债情况，可以明显地看出实物资产与金融资产的区别。国家财富由建筑物、设备、库存货物和土地(并不包括“人力资本”的价值，即劳动力潜在薪水的价值)构成。相比较，表1-2中的金融资产包括譬如银行帐户、公司权益、债券和抵押工具等。

表1-1 美国国内净财富值 (单位：10亿美元)

资 产	金 额	资 产	金 额
居住的建筑物	5 856	土地	4 364
厂房与设备	6 061	黄金及特别提款权	21
库存货物	1 221	总计	20 014
永久性消费	2 491		

由于统计误差，数字可能与美国的统计数字略有出入。

资料来源：Balance Sheets for the U. S. Economy, 1945-94, Board of Governors of the Federal Reserve System, June 1995.

表1-2 美国家庭资产负债表 (单位: 10亿美元)

资产	金额	占总值比例 (%)	负债与净值	金额	占总值比例 (%)
有形资产			抵押	3 163	11.1
房屋	4 518	15.8	消费品信贷	984	3.4
土地	3 015	10.6	银行与其他贷款	173	0.6
耐用品	2 491	8.7	其他	506	1.8
其他	520	1.8	总负债	4 826	16.9
总无形资产	10 544	36.9			
金融资产					
存款	3 102	10.7			
人寿保险储备	488	1.7			
养老储备	5 010	17.6			
公司股权	2 886	10.1			
非公司商业权益	2 511	8.8			
共同基金	1 067	3.7			
个人信托	670	2.3			
债务证券	1 873	6.6			
其他	388	1.4			
总金融资产	17 995	63.1	净财富	23 713	83.1
总计	28 539	100.0	总计	28 539	100.0

由于统计误差, 数字可能与美国的统计数字略有出入。

资料来源: Balance Sheets for the U. S. Economy, 1945-94, Board of Governors of the Federal Reserve System, June 1995.

在美国, 个人倾向于以间接形式持有他们的金融资产, 实际上, 只有四分之一的成年人直接持有股份, 绝大多数美国人对公司的财产要求权都是通过代表他们利益的金融机构持有股权间接实现的, 机构投资者譬如养老基金、保险公司、共同基金与慈善基金等。通过表1-3可以看出, 目前, 美国所有权益的一半由机构投资者所掌握。

表1-3 1996年 美国公司权益的持有情况表

机构	股份/10亿美元	比例 (%)
私人养老基金	1 255.1	13.4
州及地方养老基金	851.8	9.1
保险公司	577.7	6.2
共同基金	1 384.2	14.7
银行及个人信托	213.9	2.3
国外投资	575.7	6.1
家庭和非盈利组织	4 477.3	47.7
其他	51.7	0.6
总计	9 387.4	100.0

资料来源: New York Stock Exchange Fact Book, 1996.

### ▶ 概念检验

问题1: 下列是实物资产还是金融资产?

- 专利
- 租赁债务
- 顾客的友善

- d. 大学教育
- e. 5美元的帐单

## 1.2 金融市场与经济

我们在前面已经指出，实物资产决定一个经济的财富状况，金融资产仅代表对实物资产的要求权。但是，金融资产与其得以进行交易的金融市场在发达的社会经济中担当着一些重要的作用，正是金融资产使我们得以创造了经济中的大部分实物资产。

### 1.2.1 消费时机

在经济生活中，有些人士挣得的财富比他们目前所消费的要多，而有些人士花费的比他们目前所挣得的要多，譬如退休人员。一个人如何将高收入期的购买力转移到低收入期？一种方法是：将他的财富以金融资产的形式“储存”起来，在高收入期，他可以将他的积蓄以股票、债券等金融资产的形式进行投资；在低收入期，他可以通过出售金融资产，获得消费所需的资金。这样，他就可以调整一生的消费时机，通过调整消费期，获得最为满意的消费。金融市场可以使个人的现实消费与现实收入相分离。

### 1.2.2 风险的分配

几乎所有的实物资产都有一定的风险。当通用汽车公司建设它的汽车厂时，公司的管理层并不能确切地知道汽车厂所能产生的现金流。金融市场和在金融市场中进行交易的各种金融工具使敢于冒险的投资者承担一定的风险，厌恶风险的投资者很大程度上处于风险的边界上。例如，通用汽车公司通过向公众出售股票与债券的方式来筹集建设工厂的资金，较为乐观或偏好风险的投资者购买通用的股票，较为保守的投资者可能愿意购买通用的债券，因为通用汽车公司许诺向债券的持有者提供固定的收益。股票的持有者由于伴随着潜在的较高的回报而要承担较大的风险。因此，在资本市场上，由于投资者愿意承担风险而使风险与所有的投资与生俱来。

这种风险的分配对于需要通过融资以增加资本投资的公司是有利的。当投资者能够自行选择与他们偏好最适合的风险-收益特征的证券类型，每种证券就可能以最高的价格售出，这促进了建立实物资产经济股票的过程。

### 1.2.3 所有权与经营权的分离

许多企业都是同一个人拥有企业的所有权和经营权，这种简单的组织非常适合小企业。事实上，在工业革命之前这种简单的组织形式是最广泛的企业组织形式。现在，随着全球市场和大规模生产的发展，企业对规模与资本的要求急剧增加。例如，美国通用电气公司的总资产价值为 330 亿美元，这样一个规模的公司不可能简单地以业主经营企业形式存在。实际上，通用电气公司有大约 50 万个股东，股东的所有权与他们所持有的股份成比例。

有这样大的股东群显然不能让每一个股东都参与公司的日常管理。实际可以做的是，他们挑选一个董事会，由董事会雇人并监督公司的管理。这种结构意味着公司的所有者与管理者由不同的人构成，管理权与所有权是相分离的。这确保公司获得了业主经营企业形式下永远得不到的稳定。例如，一些股东如果不想再继续持有公司的股份，他们可以将股份卖给其他的投资者，而不会影响公司的管理。因此，金融资产和在金融市场上买卖这些金融资产的能力保证了公司的经营权与所有权很容易地分离开来。

如何使公司所有的不同类型的所有者——从拥有成千上万股票的养老基金到仅持有 1 股的小投资者——都能同意公司的经营方针？金融市场再次提供了行动的指南，所有的投资者都会赞成公司的管理应追寻使他们的股份价值提高的经营战略。这样的

政策能够使全体股东的财富增加而且使他们更好地追求个人的目标，而不管这些目标是什么。在本章的最后，我们将再回来探讨公司所有者与管理者之间的关系。

### 1.3 金融系统的客户

我们从对金融系统有需求的主要客户的角度开始我们的分析。通过考虑这些客户的需要，我们能够获得为什么金融机构和组织会得到发展的原因。

我们可以将投资环境中的客户分为三类：家庭部门、企业部门和政府部门。这种三分法并不完善，它不包括那些非盈利机构，而且也难以处理像非公司或家庭企业那样的混合经济组织。但是，从资本市场的立场来看，这种三分法是有用的。

#### 1.3.1 家庭部门

家庭经常要进行譬如工作、职业培训、退休计划、储蓄与消费等经济活动的决策。我们将要作出及已经作出的大量的这样的决策实际都集中于具体的理财决策上，我们自己基本上关心的只是家庭希望持有什么样的金融资产。

就在这样一个有限的视野中，仍然有大量的问题需要研究。大多数家庭对范围广泛的各种金融资产抱有潜在的兴趣，这些资产的吸引力很大程度上取决于家庭的经济状况。即便仅从税收与风险偏好这样一个有限的角度考虑，也能导致对金融资产需求的很大变化，对各种金融资产的这种需求，正如我们所看到的，其背后的推动力是金融创新。

税收会改变人们对金融资产的需求，因为人们在不同的税率下，不同的税率等级会使税前收入改变为税后收入。例如，处于高税阶层的投资者自然要寻求购买免税的证券，而处于低税阶层的投资者主要需要那些虽需纳税但有高收益的的证券。尽量少纳税的愿望也会导致对那些豁免州与地方税收的证券的需求，这相应地引起对那些由某一特定州发行的免税债券构成的资产组合的需求。换句话说，不同的纳税阶层情况产生了“税收客户”，他们处于不同的纳税阶层会对不同的金融资产产生需求。投资者的这种需求鼓励了商家提供这样的资产组合（当然，是为了赚取服务费用）。

对风险的考虑也形成了不同的投资需求，在一个显著的水平上，风险忍耐程度的不同产生了对有不同风险-收益组合的金融资产的需求，个人也有特定的套期保值的要求以适应分散投资的需求。

我们来考虑这样一种情况，例如，一位纽约居民计划 15 年后退休时，卖掉房产，迁到佛罗里达州的迈阿密定居。如果两个城市的房地产价格在他退休之前没有大的背离，那么他的这一计划看来是可行的。现在如何对迈阿密的房产价格进行套期保值呢？现在马上作一房产的多头而不等退休吗？一个有效套期保值避免风险的方法是购买证券，如果佛罗里达的房地产价格变得更加昂贵，这些证券的价值也将升值。这就形成了对一种具有特定风险的资产的套期保值需求。这种需求导致追逐利润的金融公司提供所需要的金融产品：例如佛罗里达房地产信托基金允许个人投资于其业绩与佛罗里达州房地产价格挂钩的证券。如果佛罗里达州的房地产价格上涨，则佛罗里达房地产信托基金的价值将上升，个人作为佛罗里达房地产潜在购买者的损失可以通过他作为一个房地产投资者的受益来抵偿。这只是在金融环境中，特定风险资产的避险需求与金融机构创造出满足这种需求的方式的一个例子。

风险动机也导致投资者对其金融资产多样化及规避风险方法的需求。我们将看到由于金融资产多样化的动机导致了共同基金的产生。共同基金为小的投资者提供了对包括股票、债券、贵金属等几乎所有金融工具进行投资的能力。

#### 1.3.2 企业部门

家庭的理财决策关注的是如何进行资金投资，而企业的典型需求是获得融资投资于实物资产：厂房、设备、技术诀窍等等。表 1-4 给出了作为一个整体的美国企业的资产负债表。从表 1-4 中可以看出，企业的资产主要集中于有形资产。概括地说，企业有

两种筹集资金的方法，一种是借款，或者是向银行借款，或者是通过发行债券直接向家庭借款；一种是通过发行股票吸引新的合伙人，让他们成为公司的股东。

企业向公众发行证券有几个目标。首先，他们希望使他们发行的证券能以尽可能好的价格售出；第二，他们希望通过金融市场以尽可能低的成本向公众发行，这有两点含义：其一，企业可能将它们的证券交给专门做证券发行的机构，因为任何一个企业不可能在市场中保持一个全时的证券发行部门。证券发行要作大量的努力，它必然会吸引公众的注意，购买股票的投资者必须提前认购并在自己的帐户上存有一定的资金，然后发行机构要决定每一个投资者能够分配到多少证券，最后，预订者进行股票交割。这些活动都需要有专门的机构与人员参与，股票发行的复杂性最终演变成投资银行创立的催化剂。

最低成本证券发行的第二个含义是：公司偏好发行那些不需要太多的分析，相应的准备成本也不昂贵的证券。发行证券企业希望证券的形式是简单与均一的，而家庭则希望少量拥有带有各种证券风险特征的证券。这种需求的错位产生了经纪人行业。经纪人作为企业与家庭之间的中介人，专门从事将简单证券转换成与特定市场相适应的复杂证券。

表1-4 美国企业非金融资产负债表（单位：10亿美元）

资 产	金 额	比 例 (%)	负 债 与 净 财 富	金 额	比 例 (%)
有形资产			负 债		
设备与建筑	4 023	49.7	债券与抵押	1 522	18.8
土地	141	1.7	银行贷款	563	6.9
库存品	1 066	13.2	其他贷款	457	5.6
合计	5 230	64.6	商业负债	800	9.9
金融资产			其他	811	10.0
存款现金	298	3.7	总负债	4 152	51.3
证券市值	559	6.9			
消费者信用	90	1.1			
商业信用	942	11.6			
其他	978	12.1	净财富	3 945	48.7
总计	8 097	100.0	总计	8 097	100.0

由于误差，可能每栏的总计与各项的加总略有出入。

资料来源：Balance sheets for the U.S. Economy, 1945-94, Board of Governors of the Federal Reserve System, June 1995.

### 1.3.3 政府部门

与企业一样，政府也常常需要借钱来满足它的支出。但是政府不能像企业那样出卖股份，当政府的税收不能满足政府的支出时，政府的借款会受到严格限制。当然，政府也可以增印钞票，但这会导致通货膨胀的发生。因此，绝大多数政府都避免过多地印制钞票。

政府在借款方面有特别的优势，因为政府的税收能力使政府具有很强的信用，可以最低的成本借到资金。表1-5反映了联邦政府的金融资产与负债的构成。注意，美国联邦政府的主要负债是政府债券，譬如国债或国库券。

另外，政府在规范金融环境方面还担当着特殊的角色。有些政府的规范相对来说是无争议的，例如，证券与交易委员会负责制定的财务信息披露的法规，用来规范各种金融交易的真实性。而政府制定的其他一些法规则有较多的争论。

Q条款就是一个例子，它数十年来，对银行支付给存款人的利率规定了一个上限，直到它被1980年存款机构放松管制与货币控制法（Depository Institutions Deregulation

and Monetary Control Act of 1980) 取代为止。人们认为这种对银行利率的限定是对在大萧条时期为数众多的银行破产的一个反应, 政府希望通过控制利率水平以限制银行的进一步破产。Q条款的思想逻辑是如果银行不能支付高息以争夺存款人, 则这些银行的利润与安全的边际位置将改善。结果是可以预计的: 利率的竞争将被通过向初次存款人提供礼品、开设更多的营业点以及在更方便的地方设置分支机构等竞争活动所代替。另一种可以预计的结果是: 银行竞争填补了由 Q 条款所造成的真空。自从存款人告别了被禁止支付竞争性利率的银行后, 70年代建立起来的货币市场取得了巨大的成功。事实上, 许多金融创新可以被认为是政府征说与法规管制的结果。

表1-5 美国政府的金融资产与负债表 (单位: 10亿美元)

资 产	金 额	比 例 (%)	负 债	金 额	比 例 (%)
存款、货币、黄金	100.0	22.9	货币	27.5	0.6
抵押	50.3	11.5	政府债券	3 760.6	86.8
贷款	112.5	25.7	保险与养老金储备	436.1	10.1
其他	174.7	39.9	其他	106.4	2.5
总计	437.5	100.0	总计	4 330.6	100.0

资料来源: Flow of Funds Accounts: Flows and Outstandings, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1997.

## 1.4 投资环境对顾客需求的反应

在一个资本主义经济中, 当有足够的顾客需求并且这些顾客愿意为受到的服务进行支付时, 就会有追求利润者想方设法提供服务并通过提供服务获得收入。这就是导致金融市场多样化的机制。下面我们考查一下市场对三个完全不同的需求的反应。

### 1.4.1 金融中介

我们曾说过, 家庭所面临的金融问题是如何使他们的投资达到最佳组合。绝大多数家庭感到直接投资十分困难。很明显, 单一的小投资人不可能在地方报纸上刊登愿意将款贷出投资建厂的广告。因而, 像银行、投资公司、保险公司或信托机构等金融中介自然应运而生, 它们将需要钱的企业和有钱的家庭两方面联系在一起。金融中介靠出售自己的负债来筹资, 用以购买其他公司的负债。

例如, 银行通过借钱(吸收存款)筹资并将这笔钱出借(贷款)给其他的借款人。支付存款人利率与向借款人索要的利率之差即为银行的利润。在这种方式下, 贷者与借者无需直接接触, 双方都去银行, 银行起到了中介的作用。各自独立地去找共同的中介, 双方的匹配问题就迎刃而解了。由于通过金融中介既方便又节省成本, 借贷双方方便允许金融中介从存贷款利差中获利。换句话说, 协调的作用为银行成为中介创造了市场, 获利机会使银行从传统的经济中脱颖而出。

与其他类型的机构相比, 金融中介在资产与负债方面的特点是金融性的资产与负债占了绝大部分。从表 1-6 中可以看出, 金融机构平衡表只包括少量的有形资产。将其与非金融公司的平衡表表 1-4 对比一下看, 差别十分明显。因为中介机构仅仅把资金从一个部门转移到另一个部门。事实上, 换个角度来看, 金融中介的主要社会功能就是家庭的储蓄向企业流动的渠道。

其他的金融中介还有投资公司、保险公司和信托机构等, 所有这些机构除了中介作用以外都还具有相似的优势。首先, 它们集中众多小投资者的资金, 从而能够为大客户提供大笔贷款。其次, 向众多借款人出借款项从而实现贷款多样化。这意味着它们能够分散风险。再次, 它们凭借规模效益可建立专家系统。任何个人的借、贷行为都远非能做到如此专门化。

投资公司, 集中和管理许多投资者的资金。但也由此产生了一个“小问题”。这

个问题是：大多数家庭的投资组合能力有限，不能覆盖范围广泛的所有证券，购买多家不同公司一两股股票的佣金和交易成本非常之高。显然，购买股票和债券的更经济合算的做法是大笔购买，这种情况为许多投资公司的共同基金提供了获利的机会。

表1-6 金融机构平衡表 (单位：10亿美元)

资 产	金 额	比 例 (%)	负 债 与 净 值	金 额	比 例 (%)
有形资产			负 债		
设备与建筑物	528	3.1	存款	3 462	20.1
土地	99	0.6	共同基金份额	1 564	9.1
有形资产合计	628	3.6	人寿保险准备金	478	2.8
金融资产			养老准备金	4 651	27.0
存款与现金	364	2.1	货币市场证券	1 150	6.7
政府债券	3 548	20.6	债券与抵押债券	1 589	9.2
公司债券	1 924	11.2	其他	3 078	17.8
抵押债券	2 311	13.4	负债合计	15 971	92.6
消费信贷	894	5.2			
其他贷款	1 803	10.4			
公司权益	3 310	19.2	净 值	1 281	7.4
其他	2 471	14.3			
金融资产合计	16 625	96.4	总 计	17 252	100.0
总计	17 252	100.0			

由于循环小数的原因，纵行相加可能与总计有出入。

资料来源：1945~1994年美国经济资产负债表，联邦储备系统委员会，1995年6月。

共同基金将许多小投资者资金集小成大，从而获得大笔交易的优势，投资者按他们的投资额在共同基金中所占的比例拥有共同基金的所有权。这种机制解决了小投资者的问题，使他们愿意向共同基金的操作者支付管理费。共同基金是投资俱乐部或合作社发展的必然结果，在这种投资俱乐部或合作社中，投资者们集中资金并协力合作。基金成立一个吸收许多小投资者的公司，进而成为一个代表投资者利益的投资代理机构。优势仍然是其规模性，由于规模大，共同基金就能够提供有价值的服务并获得可观的利润。

投资公司也能为大投资者设计特定目标的投资组合。相比较，共同基金占领的是零售市场。共同基金与投资公司的主要区别是共同基金的投资理念是吸引大量客户。有些投资公司运作“混合基金”，将不同客户相同目标的钱并入一个“微型共同基金”，并按照这些客户的共同偏好进行管理。我们将在第4章详细讨论投资公司。

投资者所享受的服务的增值也可用规模经济来解释。通讯业务、数据库、经纪业的调研服务无不证明，通过少数代理人收集信息并对其研究，再将信息卖给广大用户是最佳方式。这种代理机构自然应运而生。投资者当然需要信息，但由于本身操作的资金很少，自己收集信息就很不经济。这样，赚钱的机会就来了：由一个公司为许多用户提供这种服务并收取费用。

#### 1.4.2 投资银行

正如规模经济和专业化为金融中介创造获利机会一样，它们也为那些向企业提供专门服务的公司创造盈利的机会。我们前面谈到过公司通过向公众出售股票债券等证券来大量筹资。但公司不会经常做这些业务，而专事此类活动的投资银行性质的企业能够以低于筹资公司内部证券发行部门的成本提供服务。

一些投资银行如美林公司 (Merrill Lynch)、索罗门兄弟公司 (Salomon Brothers) 或高盛公司 (Goldman Sachs) 建议发行公司按证券发行、市场条件、合理利率定价。

最终，投资公司掌握着证券的公开发行业务。

与证券发行者相比，投资银行所提供的不仅是证券投资的专业知识。他们时时处于市场之中，协助这个或那个公司发行证券，公众知道投资银行为维护名誉就要诚实可信。如果他们对所承销证券的前景过于乐观或夸大债权，投资银行们将与公众共同遭受损失，因为下次他们将失去公众的信任。投资银行承揽业务的能力和业绩取决于他们业已建立起来的信誉。很显然，投资银行维护良好信誉的经济动机比那些只进入一次证券市场或很少进入证券市场的公司要强烈得多。因此，投资银行能够向公众提供一种保证——一种证券发行者的“经认可”标记。他们在信誉上的投资是另一种规模经济，这种规模经济源于经常参与资本市场。

### 1.4.3 金融创新与衍生工具

家庭对投资多样化的要求要比绝大多数企业强烈得多。绝大多数公司发现，只发行“普通的”证券，而将那些复杂多变的种类留给金融市场上的专业户们更为简单。当然这也为投资银行极乐于从事的靠革新证券设计和包装而获利提供了良机。

想想自1970年以来抵押证券市场发生了多么惊人的变化，那时以抵押作为担保的转手证券首次由美国政府国民抵押协会(GNMA, 或Ginnie Mae)引入。这些源于不同家庭抵押品的转手票据根据类别汇聚起来，基于这种集合而成的债券就是GNMA的转手证券(pass-through security)。GNMA转手证券的持有人可以获得由抵押票据所带来的本金和利息的支付。例如，GNMA的抵押票据的总额为1亿美元，利率为10%，期限为30年，转手证券的购买者可以得到这组抵押票据带来的所有的月息和本金。提供抵押贷款的银行继续为转手证券的购买者提供服务，但不再拥有抵押投资。这些票据已经过户给GNMA的转手证券持有者。

转手证券是抵押市场的惊人创举。抵押品的证券化意味着抵押票据可像其他证券一样在国内金融市场交易。资金的可得性不再仅仅依靠本地的信贷条件，随着转手证券在全国金融市场交易，抵押资金能够从任何地区流向需求最大的地区。

当投资者对实际到期期限不同的抵押担保证券兴趣明显浓厚时，新一轮的金融创新就开始了。于是，出现了抵押保证证券(collateralized mortgage obligation)或CMO。抵押保证证券满足了对有担保的抵押证券的需求，这些证券有一系列不同的到期日，这些到期日是根据整个聚集的不同种类的抵押票据的到期日划分的。其中的所谓快付类转手证券能够在投资者收回在这部分证券的全部投资后首先获得抵押票据的本金支付。而在此时，投资于其他种类转手证券的投资者，将只能获得他们投资的利息。这样快付类转手证券将首先退出市场，因而是期限最短的抵押担保证券，排在它后面的转手证券较晚退出市场，退出时其持有人将会收回全部本金，余此类推，直到期限最长的慢付类转手证券，在所有其他类转手证券都退出之后，最后收回本金。

尽管这些证券相当复杂，这里的信息仍是对证券的需求会引出市场的反应。最近20年的金融产品发展的浪潮就是对由于证券特定风险、回报、课税、期限特性的需求没有得到满足所创造的获利机会的反应。随着投资银行业的成熟，证券创新及规格化更为常见。绝大多数新证券是通过基本证券分解与再包装而成。例如抵押保证证券就是通过拆解一个较简单的抵押担保债券又组合为具有较复杂类别的证券而成。有一个华尔街的笑话：问有多少投资银行参加销售一个灯泡，答案是100人——其中1人砸碎灯泡，其他99人销售碎片。

这个讨论引出初始证券与衍生证券的概念。初始证券(primitive security)的收益取决于发行者的状况。譬如债券约定的利息仅依赖于发行公司的偿债能力。股东的红利也仅取决于董事会对公司财务状况的评估。而衍生证券(derivative securities)的收益取决于与其他资产价格相关的因素。例如股票期权的收益取决于该股票的价格。在我们前面有关抵押的讨论中，衍生抵押担保证券的收益取决于作为初始证券的初始

抵押票据。在证券设计方面的许多创新可被认为是从初始证券衍生而来的新证券的继续创新。

衍生证券已成为投资环境中不可或缺的部分。其用途之一可能是其最原始的用途，即规避风险。然而，衍生证券也能够用于具有较高风险的投机。此外，当复杂的衍生证券未被充分认识时，以为正在规避风险的企业事实上正在加剧风险。发生于 1994 年的情形正说明了这种情况，有几家公司在它们的衍生证券上损失了巨额资金。在这些惊人的损失中，宝洁公司（P&G）在两个与利率关联的衍生产品上花费了 1.57 亿美元的税前费用；派珀·贾弗里公司（Piper Jaffray），一家金融服务公司，在固定收益资产组合上损失了 7 亿美元。这些投资中的许多项目都被认为是非常保守的投资。

当这些损失引起广泛注意时，它们实际上已不是这种证券一般意义上的风险管理工具了。衍生证券将继续在资产组合管理与金融体系中起重要作用。我们后面还要讨论这一主题。但这里，希望你先看看专栏 1-1 中有关衍生证券的初级读物。

### 专栏 1-1 了解衍生工具的复杂性

什么是衍生工具？为什么人们对它谈虎色变？

一些评论家把衍生证券市场看成是一个涉及无数笔资金、成千上万笔交易、牵一发而动全局的大组合。他们担心某一个大炒家的错误会毁掉整个金融体系。

但另一些人，包括美联储主席格林斯潘（Alan Greenspan）先生则认为，这种毁灭性的风险是微不足道的。此观点的支持者强调衍生工具的市场危害被大大夸张了，它在帮助银行、企业和投资者个人规避风险上有一定的作用。

由于衍生工具是新型科学，精确估价它的冲击作用是很困难的。市场上现有 1200 多种不同的衍生工具，绝大多数需计算机程序处理。为了考查其复杂性，专家提出以下观点：

**问：** 衍生工具最宽泛的概念是什么？

**答：** 衍生工具是两个当事人之间的一种金融安排，当事双方的报酬所得基于或“派生于”某些双方协议标准的业绩。衍生工具的发行基础可以是现金、商品、政府或公司负债、家庭抵押品、股票、利率或其任意组合。

例如，公司股票期权，允许公司雇员和董事在不持股情况下从公司股票价格变化中获利。在家庭申请住房抵押贷款并且利率固定时，典型的是 60 天的信用，那么实际上他们在不知不觉中就使用了一种私下交易的远期合同。

**问：** 衍生证券最普通的形式是什么？

**答：** 衍生证券有两种基本类型：期权型的合约和远期型的合约，它们可能会在交易所上市交易。例如，期货和股票期权的交易。它们也可能私下进行交易。

期权使购买者有权力但没有义务在特定时期内以现行价格买卖资产。期权价格通常是附属资产价值的很小一部分。

远期型的合约包括远期、期货和掉期，允许在将来某一时期以协议价买卖标的资产。这些“固定价格”协议使购买者在实际拥有资产时也承担同样的价格风险。通常在到期日双方是以现金结算而不是交换资产，但在到期日之前并没有现金易手。

**问：** 衍生工具在商业上有何应用？

**答：** 它可成为强有力的投资性工具，商业上多用于做套期保值交易。譬如，公司经常使用远期和可在交易所交易的期货来规避商品价格和货币波动的风险，帮助他们控制进口和原材料的成本。期权也具有相似的作用，利率期权的高限与低限帮助企业控制金融成本的方式与可调利率住宅抵押贷款上限对房主的作用极为相似。

**问：** 场外市场的衍生工具通常是怎样产生的？

**答：** 衍生工具的交易商，通常是一家银行或证券公司，与一企业投资者，或另一交易商私下签约。合约允许交易商获得一个与期望利率、货币或其他资产相联系的收益。例如，在一个利率掉期合约中，交易商为了支付固定利率可以获得一浮动的回报收益率。

**问：** 为什么衍生工具具有潜在的风险？

**答：** 因为这些合约将交易双方暴露在几乎没有现金或很少现金过手的市场活动之下，他们卷入了举债经营的活动。某个特定的合约到期时，这种举债可能大大增加。例如，使保洁公司深受其害的衍生工具曾导致美国或德国利率上调了 10 倍甚至更高。

当情形好时，这种举债可提供高额回报。但当市场走向出错时，这一举债也会带来同样大的损失。甚至公司仅使用衍生工具套期保值而不是用来投机，仍然有可能处于风险之中，因为公司的运作极少能刚巧抵消所得。

**问：** 衍生工具有这么大的风险，为什么还有那么多的企业使用？

**答：** 在企业可自行处置的资产中，衍生工具是最廉价、最容易搞到手的缓冲汇率、商品价格和利率波动的工具。衍生工具价格专家唐纳德·尼古莱森 (Donald Nicoliasen) 说，衍生工具“是人人都唾手可得的理财与控制风险的新工具”。

资料来源：Lee Berton, “Understanding the Complex World of Derivatives,” The Wall Street Journal, June 14, 1994.

#### ► 概念检验

问题2：如果你贷款购车，这个贷款是初始债券还是衍生债券？

问题3：请解释银行的汽车贷款是怎样创造金融资产和金融债务的。

### 1.4.4 对课税和管制的反应

我们已经了解许多金融创新和证券创造可被看作是市场对投资者需求未被满足的自然反应。另一个金融创新的动力是政府与投资者之间在课税和管制方面的对策。许多金融创新实际是对政府企图对投资管制或课税的直接反应。我们可以几个实例来说明这个问题。

我们已经注意到，限制银行存款利率的 Q 条款是如何刺激货币市场发展的。这也是欧洲美元市场产生的原因之一。因为美国的 Q 条款不适用于美元在国外帐户上的定期存款，因此许多美国银行及国外竞争者都在美国以外的伦敦或其他城市设立分支机构，

通过这些分支机构它们可以不受美国条例的约束而使用竞争性的利率。欧洲美元市场的产生也是美国另一条款即准备金要求条款的产物。国外的分支机构可以免除这一要求，因此，在吸引存款方面具有竞争力。具有讽刺意义的是，尽管事实上 Q 条款已不复存在，但是欧洲美元市场仍旧繁荣，因此美国货币政策制定者们的日子也不好过。

另一项主要由逃税动机产生的金融创新是长期高折扣，或零息票债券。这些债券由于付息很少或没有利息，常被称为零息票，它通过高于发行价格的清偿价为投资者提供收益。公司容许为避税而使债券价格依税率产生一升值。政府转嫁税收的技巧是在债券期限的早期显示大量的债务，这样发行债券的公司可以广泛避税获得很大好处。最终，财政部利用这一方法，修改了利息转嫁程序，产生出新的零息票国库券。

与此同时，金融市场发现零息票债券在维持长期投资收益上是很有用的工具。当最初的零息券发行结束时，金融创新者又发明了衍生的零息券，方法是通过购买美国国库券，分离国库券的本息，然后分别作为零息票债券销售。

另一避税发明是二元基金。在美国的税法下，资本所得的税率低于红利的税率。这种税率差别意味着高税率等级的投资者偏爱资本所得，可享受免税的投资者则乐于接受红利。企业家因此发明了二元基金（派生资产），在二元基金中股票（原始资产）组合中的收入份额和资本份额分开出售。兑现时，收入股份持有者收到红利和股东原始股份的价值；资本股份持有者获得股东原始股份的价值和累计的资本所得。

其他的例子还有很多。欧洲债券市场就是为适应美国税法的改变而产生和存在的。70年代早期，固定汇率体系的废除和凌驾于州法律之上的新的联邦法规将某些金融期货当作赌博协议，这大大促进了金融期货市场的发展。

很清楚，一般性的趋势是：当追逐利润的投资者在政府的管制面前碰壁时，金融体系中税收和法规条例的压力通常会引发出意想不到的金融创新。持续出现的管制游戏也会导致新一轮的金融创新。

## 1.5 市场与市场结构

如同证券与金融机构的产生是对投资者需要的自然反应一样，金融市场的产生也是为了满足交易者的需要。想想如没有市场该是怎样的一种情形：想借钱的家庭必须寻找到愿出借的家庭。借款人与出借人双方会面的地点总要固定下来，这种会面地点就发展成了金融市场。旧伦敦的一个叫做劳埃德（Lloyd's）的小旅馆，创立了海员保险业。华尔街的曼哈顿场外交易市场（A Manhattan curb），竟成了金融世界的同义词。

我们可将金融市场划分为四种类型：直接搜寻市场、经纪人市场、交易商市场和拍卖市场。

直接搜寻市场（direct search market）是最缺乏组织的市场。在这里买卖双方必须直接寻找到对方。这种市场交易的例子之一是旧冰箱的出售者在地方报纸上做广告寻找买者。其市场特征是：交易的偶然性，低价格和商品的非标准性。对绝大多数追逐利润的个人和公司来说，局限于这种市场是得不偿失的。

下一等级的市场是经纪人市场（brokered market）。在这种市场中，交易活跃，经纪人发现为买卖双方提供服务有利可图。典型例子如不动产市场，在为住宅购买者搜寻房源上的规模经济效益使得买卖双方都需要经纪人的服务并愿意为此付费。经纪人具有在既定市场上为资产定价的专业知识。

一个重要的经纪人投资市场被称为初级市场，新证券在这里公开发行。在初级市场上，投资银行充当经纪人，它们寻找从发行机构直接购买证券的投资者。

另一个经纪人市场是大宗交易市场，在这个市场上，进行着巨额股票的买卖。这些交易是如此之大（理论上需超过 10 000 股，但实际上往往远大于此），以至于经纪人或“大机构”（block houses）经常直接寻找其他大交易商而不是在交易所里与相对较小的投资者进行交易。

当一特定资产的交易活动增加时，就产生了交易商市场（dealer markets）。在这里交易商对各种资产分类研究，购买资产作为存货并通过销售从中赢利。交易商购买的资产进入自己的帐户，他们的利润率是资产的买卖差价，这一点与经纪人不同。交易商市场能够节约交易人的搜寻成本，因为他们可以很容易地在交易商那里了解到资产的买价或卖价。显然，市场上存在大量的交易活动是交易商能够有利可图的前提条件。场外证券市场是交易商市场的例子之一。

投资者交易已发行证券的场所被称为二级市场。因此，场外证券市场也是二级市场之一。二级市场的交易不影响未付证券的数量，仅把其所有权从一个投资者转到另一个投资者。

发育最完备的市场是拍卖市场（auction market），所有参与者集中到此报价进行物品买卖。纽约证券交易所（NYSE）是拍卖市场之一。拍卖市场优于交易商市场的地方在于：在拍卖市场交易者不必自己去四处寻找最佳价格。所有参与者集中到一起，以大家都赞同的协议价成交，彼此免去买卖双方各自报价的烦琐。

持续性的拍卖市场（与艺术品及其他类似物品的拍卖市场只进行周期性拍卖相对应）要求大规模、频繁的交易来抵偿维持市场运行的成本。为此，纽约证券交易所和其他的证券交易所确立了上市要求，限定上市的公司必须具备足够的交易股权。

有组织的股票交易所也是一个二级市场。投资者在此彼此交易所拥有的证券。

#### ► 概念检验

问题4：许多资产的交易并不仅在一类型的市场上进行。下列物品的交易在哪类市场进行？

A 二手车；B 油画；C 稀有硬币。

### 专栏1-2 美国证券托存收据(ADR)的持有者在墨西哥危机中怒不可遏

纽约——震惊!

你可能已经在纽约证券交易所用美元购买了墨西哥电信股票，并接受以美元支付的红利。但是股票可能暴跌，墨西哥货币体系可能崩溃，你却从未能避免这些风险。

通过在美国证券交易所购买美国证券托存收据来大量购买国外股票的投资者，发现买股票容易，但要避免风险，包括汇率的风险和股票本身的风险，几乎是不可能的。

双重灾难

ADR是外国公司的股份持有者在公司所在国市场存款的可转让凭证或电子货币。因为交易在美国证券交易所进行并用美元定价，所以对美国投资者购买国外的股票非常方便。但股票价格不仅反映了公司当地市场的相应价值，也反映了公司所在国的货币与美元相对的价值。在最坏的情况下，股价和所在国货币的汇率同时下降，1994年的墨西哥股票就是这种情况，让美国的ADR持有者雪上加霜。

外国公司喜欢ADR，因为这可使他们的股票大量上市，并增加在美国的新筹资。过去几年中ADR的迅速上升——1994年突破72亿美元记录，使得美国的投资者可以购买毫不相干的国家如德国和伯利兹的股票。

ADR的惊人增长意味着交易ADR的美国证券交易所、存款机构（通常是银行）和经纪公司的巨大商机。按照美国花旗银行（Citicorp）的统计，1994年

末，美国有 1 397 个 ADR 项目，其中的 254 种新股在主板（纽约证券交易所）上市，52 家是国外公司，绝大多数使用 ADR。全国证券交易商协会（The National Association of Securities Dealers）有 7 个销售代表足迹遍布全球，说服外国公司在美国上市。

但墨西哥金融危机及其为美国投资者带来的损失，可能减弱外国公司进入美国市场的势头，至少在近期会如此。

“我们正小心关注着拉丁美洲的短期市场”，花旗银行副总裁和 ADR 全球销售主任马克·巴赫（Mark A. Bach）这样说，“在中国的业务有所减少，并看不到大量增加的迹象。但从长期来讲，我们仍认为市场的全球化及全球性资本增长的需要是不可避免的。”

资料来源：Dave Kansas, The Wall Street Journal, January 12, 1995.

## 1.6 发展趋势

几个重要的趋势改变了当代的投资环境：

- 1) 全球化。
- 2) 证券化。
- 3) 信用增强。
- 4) 金融工程。

每一种发展趋势都是产生专业化金融市场和工具的供求双方相互作用的必然结果。

### 1.6.1 全球化

如果更大范围的投资选择对投资者有利，我们为什么要将自己限定在国内资产上呢？全球化(globalization)要求高效的通讯技术和废除法规限制。近年来，世界范围内投资环境的上述变化促进了国际性投资的发展。

美国的投资者通常以下述方式参与国际投资：(1)用 ADR 购买国外证券，ADR 在美国国内进行交易，代表着对国外股票的股份要求权；(2)购买用美元出售的国外证券；(3)购买进行国际性投资的共同基金；(4)购买依国外证券市场价格支付的衍生证券。

愿意购买国外股票的美国投资者可经常运用美国证券托存收据（ADR），经纪人在其中扮演中介角色。经纪人发行一种 ADR，代表着对国外发行者一定数量的股票要求权。ADR 以美元为单位，交易可在美国证券交易所进行，但是，实质上它就是对外国股份的要求权。因此，从投资者的角度来说，买法国股票与买美国股票和持有美国麻萨诸塞州的股票与加利福尼亚的股票并无区别。当然，投资含义可能不同：ADR 的投资者要承担汇率的风险。

许多国外的公司极其渴望吸引美国的投资者，它们不惜在佣金上做出让步，节省投资者购买 ADR 的委托费。图 1-1 就是例证。卡德伯理·施韦普斯（Cadbury Schweppes）是一家英国公司，股票以 ADR 形式直接在美国上市。1 份 ADR 代表 10 份该公司的股票。

在图 1-2 中是一个国际化进程的例子，沃尔特·迪斯尼公司（Walt Disney）正以欧洲货币单位（ECU，它是欧洲货币篮子的一种价值指数）销售债权。事实上，由于欧洲货币联盟只计划在短期内发生作用，不久就将实现欧洲单一货币体系——欧元，这一欧洲统一货币，将代替所有参加国的现行币种。显然，这种货币联盟将成为金融市场全球化的重要里程碑。

*This announcement is neither an offer to sell nor a solicitation of an offer to buy any of these Securities. This offer is made only by the Prospectus.*

**Cadbury Schweppes p.l.c.**

**6,000,000 American Depositary Shares**  
Representing  
**60,000,000 Ordinary Shares**

Price \$17 an American Depositary Share


*Copies of the Prospectus may be obtained in any State from only such of the undersigned as may legally offer these Securities in compliance with the securities laws of such State.*

<b>MORGAN STANLEY &amp; CO.</b> <i>Inc.</i>	<b>LEHMAN BROTHERS</b> <i>Member of the Lehman Brothers Group Inc.</i>	<b>KLEINWORT, BENSON</b> <i>Inc.</i>
<b>BEAR, STEARNS &amp; CO.</b> <i>Inc.</i>	<b>THE FIRST BOSTON CORPORATION</b>	<b>ALEX. BROWN &amp; SONS</b> <i>Inc.</i>
<b>DILLON, READ &amp; CO. INC.</b>	<b>DONALDSON, LUTKIN &amp; JENNETTE</b> <i>Securities Corporation</i>	<b>HAMBRECHT &amp; QUIST</b> <i>Inc.</i>
<b>DREXEL BURNHAM LAMBERT</b> <i>Inc.</i>	<b>GOLDMAN, SACHS &amp; CO.</b>	<b>KIDDER, PEABODY &amp; CO.</b> <i>Inc.</i>
<b>HOARE GOVETT LTD.</b>	<b>E. F. HUTTON &amp; COMPANY INC.</b>	<b>SAMUEL MONTAGU &amp; CO.</b> <i>Inc.</i>
<b>LAZARD FRERES &amp; CO.</b>	<b>MERRILL LYNCH CAPITAL MARKETS</b>	<b>ROBERTSON, COLMAN &amp; STEPHENS</b> <i>Inc.</i>
<b>PAINE WEBBER</b> <i>Inc.</i>	<b>PRUDENTIAL-BACHE</b> <i>Securities</i>	<b>SALOMON BROTHERS INC.</b>
<b>L. F. ROTHSCHILD, UNTERBERG, TOWBIN</b>	<b>SMITH BARNEY, HARRIS UPHAM &amp; CO.</b> <i>Inc.</i>	<b>WERTHEIM &amp; CO., INC.</b>
<b>DEAN WITTER REYNOLDS INC.</b>		

September 12, 1984

图1-1 全球化与美国证券托存收据 (ADR)

*This announcement appears as a matter of record only. These Securities have not been registered under the United States Securities Act of 1933 and may not, as part of the distribution, be offered, sold or delivered, directly or indirectly, in the United States or to United States persons.*



New Issue December, 1985

**ECU 62,500,000**

**Walt Disney Productions**

**8 3/4% Notes Due February 25, 1994**

**Salomon Brothers International Limited**

<b>Crédit Commercial de France</b>	<b>Kreditbank International Group</b>
<b>BankAmerica Capital Markets Group</b>	<b>Banque Bruxelles Lambert S.A.</b>
<b>Banque Générale du Luxembourg S.A.</b>	<b>Banque Internationale à Luxembourg S.A.</b>
<b>Banque Nationale de Paris</b>	<b>Banque Paribas Capital Markets Limited</b>
<b>Caisse des Dépôts et Consignations</b>	<b>Crédit Agricole</b>
<b>Crédit Lyonnais</b>	<b>Deutsche Bank Capital Markets Limited</b>
<b>EBC Amro Bank Limited</b>	<b>Generale Bank</b>
<b>Genossenschaftliche Zentralbank AG Vienna</b>	<b>IBJ International Limited</b>
<b>Mitsubishi Finance International Limited</b>	<b>Morgan Guaranty Ltd.</b>
<b>Morgan Stanley International</b>	<b>Nippon European Bank S.A.</b>
<b>Nomura International Limited</b>	<b>Société Générale</b>
<b>Swiss Bank Corporation International Limited</b>	<b>Union Bank of Switzerland (Securities) Limited</b>
<b>S. G. Warburg &amp; Co. Ltd.</b>	<b>Westpac Banking Corporation</b>

图1-2 全球化：以欧洲货币单位发行的债务

1.6.2 证券化

迄今，金融中介提供的服务是将资金从全国资本市场分流到各地小的资本市场。而证券化 (securitization)，是允许借款人直接进入资本市场的形式。通过这样的程序，像抵押票据这样典型的贷款变成转手证券，于是投资者就可以投资于这些转手证券，通过这些转手证券转换为标准证券，发行者就可以绕过金融中介机构筹集到规模庞大的资金。我们在抵押票据市场中已讨论过这种证券化的现象。今天，绝大多数的传统型抵押贷款都被政府的抵押机构证券化了。

证券化的另一个例子就是为购买汽车而设计的一种汽车贷款转手安排，汽车应收帐款的抵押担保 (CAR)。见图1-3。贷款的发放者将贷款支付给CAR持有者。除了抵押担保的票据以外，最大的资产支撑证券就是信用卡负债、汽车贷款、家庭财产贷款和学生贷款。

*This announcement is neither an offer to sell nor a solicitation of offers to buy any of these securities. The offering is made only by the Prospectus and the related Prospectus Supplement.*

**NEW ISSUE** July 7, 1987

**\$25,675,000**

**Asset Backed Securities Corporation**


**Asset Backed Obligations, Series 3**

Collateralized by Automotive Receivables

<b>\$15,250,000</b>	<b>\$10,425,000</b>
<b>7.40% Class 3-A Notes Due June 15, 1990</b>	<b>7.45% Class 3-B Notes Due June 15, 1992</b>
<b>Price 99.9375%</b>	<b>Price 97.1875%</b>
<small>plus accrued interest at the applicable rate from June 15, 1987</small>	<small>plus accrued interest at the applicable rate from June 15, 1987</small>

*The Notes will be secured by a pool of recently originated retail automotive installment sale contracts (the "Receivables") purchased from General Electric Credit Corporation (the "Company"), all monies due thereunder net of servicing and other fees, security interests in the vehicles financed thereby, the Company's limited guaranty of payments under the Receivables, and certain other collateral. The Receivables will be secured by new, and used automobiles and light trucks and will be serviced by the Company.*

*Copies of the Prospectus and the related Prospectus Supplement may be obtained in any State in which this announcement is circulated where the undersigned may legally offer these securities in such State.*



**The First Boston Corporation**

图1-3 汽车贷款的证券化

证券化也用于美国银行摆脱向发展中国家提供的不稳定贷款的负担。所谓的布雷迪债券 (Brady bonds, 以前财政部部长的名字命名的债券), 就是通过将银行向几个财政状况不稳定国家提供的贷款证券化后形成的。美国银行将它们向发展中国家提供的贷款转化成由这些贷款支持的债券, 借款国的支付随之从直接向银行支付变为向债券持有者的支付。这些债券在资本市场上进行交易, 因此, 如果银行愿意, 他们就可以通过出售债券很容易地把贷款再转移出去。另外, 美国在许多情况下, 通过指定一定量的为贷款提供担保的国库券来提高信用质量。即便国外的借款者不履行责任, 布雷迪债券的持有者也有权得到抵押品。

### ▶ 概念检验

问题5: 当抵押集合成证券后, 转手机构 (联邦住宅贷款抵押公司和联邦国民抵押协会) 通常要对抵押贷款做出保证。如果房主还贷违规, 过手机构将负责对贷款的支付, 抵押支撑证券的投资者不承担信用风险。

- A 将风险分散到过手机构而非证券持有者身上才具有经济意义, 这是为什么?  
B 为什么发行布雷迪债券分摊的信用风险较小?

### 1.6.3 信用增强

过去, 并非处于最佳财务状况的公司只能通过商业银行获得贷款, 银行的信贷部门详细审查每个客户。一项大的贷款业务可能得有几个不同的银行同时参与。

今天, 信誉差的企业可以进行信用增强 (credit enhancement)。公司可以加入保险公司, 支付保险费, 从而就可以通过保险公司的信誉来提高本公司的信用等级, 于是公司就可以较高的信用直接面向社会公众。

图1-4就是一个将洛克菲勒集团 (Rockefeller Group) 与艾纳意外和担保公司 (Aetna Casualty and Surety) 之间的财务结合来提高信用的例子, 洛克菲勒集团不是一家上市公司, 可以免受大部分信息披露规则的约束。如果它想保持私有性质, 不向公众披露信息, 那它就不能以合理的收益公开发行债券。但是洛克菲勒集团通过购买艾纳公司的担保, 就可以利用艾纳公司的信用分析来向公众保证信息的可信性。

### 1.6.4 金融工程

完全不同的投资者需求产生了证券的新种类。创造性证券的设计将初始证券与衍生证券组合 (bundling) 成一个混合证券。图1-5就是一个例子, 查布公司 (The Chubb Corporation) 在高盛公司的帮助下, 将三种初始证券——股票、债券和优先股组合成一个混合证券。查布公司正在发行可转换成普通股的优先股股票, 根据股票持有者的选择, 在公司的同意下, 可将股票转

Offering Circular

**\$100,000,000**

**Rockefeller Group International Finance N.V.**

13¼% Notes Due 1989

Unconditionally Guaranteed as to Payment of Principal and Interest by  
**Rockefeller Group, Inc.**  
and under a Surety Bond Issued by  
**The Aetna Casualty and Surety Company**

Issue Price 99¼%

Principal of, premium, if any, and interest on the Notes will be payable without deduction for, or on account of, United States or Netherlands Antilles withholding taxes, all as set forth herein. Interest will be payable annually on June 21, 1989. The Notes are redeemable (i) as a whole or from time to time in part, on or after June 21, 1987 at a redemption price equal to 101¼% of the principal amount of the Notes if made prior to June 21, 1988 and 100¼% of the principal amount of the Notes if made on or after June 21, 1988, plus, in each case, accrued interest to the date fixed for redemption, and (ii) as a whole or any time in the event of certain developments involving United States or Netherlands Antilles withholding taxes, at their principal amount plus accrued interest to the date fixed for redemption. See "Description of the Notes". The Notes may also be redeemed as a whole, at a redemption price equal to their principal amount plus accrued interest to the date fixed for redemption, at the option of The Aetna Casualty and Surety Company ("Aetna") upon the occurrence of certain events. See "Description of the Surety Bond".

The Notes will be unconditionally guaranteed as to the payment of principal, premium, if any, and interest and certain other amounts by Rockefeller Group, Inc. As a private corporation, Rockefeller Group, Inc., does not disclose financial information to the public. Accordingly, arrangements have been made for payments of principal of, premium, if any, and interest on, and certain other amounts with respect to, the Notes to be guaranteed under a Surety Bond issued by Aetna. See "Description of the Notes" and "Description of the Surety Bond".

Application has been made to list the Notes on the Luxembourg Stock Exchange.

The Notes have not been registered under the United States Securities Act of 1933 and may not be offered or sold, directly or indirectly, in the United States of America, or its territories or possessions or to citizens, nationals or residents thereof, except as set forth herein. See "Underwriting".

A temporary global Note without interest coupons in the amount of \$100,000,000 will be delivered to a depositary in London for the account of participants in Euro-clear and CEDEL S.A. on or about June 21, 1984 and will be exchangeable for definitive Notes not earlier than 90 days after the completion of the distribution upon certification that such Notes are not beneficially owned by United States citizens, nationals or residents, as set forth herein. Interest on the Notes will not be payable until issuance of the definitive Notes. See "Description of the Notes—Denomination and Transfer".

MORGAN GUARANTY LTD

ABNRO INTERNATIONAL LIMITED	CHASE MANHATTAN LIMITED
CREDIT SUISSE FIRST BOSTON LIMITED	DEUTSCHE BANK AKTIENGESELLSCHAFT
DRESNER BANK AKTIENGESELLSCHAFT	ENSKEDA SECURITIES
LEHMAN BROTHERS INTERNATIONAL	ISLANDIA SECURITIES
MERRILL LYNCH AMERICAN EXPRESS	SAMUEL MONTAGU & CO. LIMITED
ORION ROYAL BANK LIMITED	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE DE BANQUE S. A.	SWISS BANK CORPORATION INTERNATIONAL LIMITED
UNION BANK OF SWITZERLAND (SECURITIES) LIMITED	S. G. WARBURG & CO. LTD.

May 25, 1984

图1-4 与艾纳公司的财务结合使洛克菲勒集团债券的信用增强