

第五章 国际资产组合投资

5.1 学习要求

- 了解国际金融市场一体化的衡量方法以及收益和风险；
- 熟悉国际金融市场的机构投资者；
- 掌握国际组合投资的原理和渠道。

5.2 内容简述

5.2.1 国际金融市场一体化

- 国际货币市场

1) 对期限在一年以下的金融工具进行跨境交易的市场。核心是欧洲货币市场，期限多为3-6个月。包括：同业拆借市场、回购市场、票据市场、可转让大额存单市场、国债市场。

2) 国际货币市场最大的参与者是商业银行，它们既是信用中介，也是市场上直接的投资者和交易者。可以用跨国商业银行的跨境资产负债规模来估算国际货币市场的规模。

- 国际资本市场

1) 国际资本市场是对期限在一年或者一年以上的金融工具进行跨境交易的市场。

(1) 中长期国际信贷市场：主要工具是中长期国际贷款，主要形式为银团贷款。

(2) 国际债券市场：国际债券是在国外金融市场上发行的以外国货币为面值的债券，可分为外国债券和欧洲债券。发行者和投资者分属于不同的国家。

(3) 国际股票市场：国际股票是一国企业在另一国发行的，以外国货币为面值的股权凭证。

2) 国际资本市场的规模：一般以国际证券市场的规模为代表

3) 国际资本市场体现出证券化趋势，即国际贷款所占比重逐渐下降，国际资本市场的融资渠道越来越以证券为主。

- 国际金融市场一体化

1) 概念：是指国内和国外金融市场之间日益紧密的老联系和协调，它们相互影响、相互促进，逐步走向统一金融市场的状态和趋势。

2) 三层含义：第一，各国银行和金融机构跨国经营而形成的各国金融市场的关联链；第二，各国金融市场之间的金融交易量的增长；第三，各国金融市场的利率决定机制相互影响，表现为相同金融工具在不同市场上的价格趋向一致。

3) 实现途径

(1) 金融活动一体化。指国际金融领域中的各种壁垒及障碍需要尽可能消除，在业务活动中各种交易工具、交易价格、交易市场、交易规则、结算会对、货币种类等趋于一致或具有较大的趋同性，主要表现在金融市场、机构、工具乃至货币的一体化上。(2) 金融制度一体化。指通过契约法律条文和一定的组织形式将金融活动一体化固定下来，形成多个必须遵守的制度。这是较高的层次，带有一定的主观性。这一进程要曲折和复杂得多，会牵扯到国家利益的放弃、政治经济主权的削弱与让渡，因而主权国家对此都极为慎重。

4) 衡量标准

(1) 抛补利率平价

在完全理想的条件下,如果在两个国家同一种金融工具或两种相似的金融工具的预期收益不同,储蓄者会将资金从一个国家转移到另一个国家。只有预期收益率相等时,这种转移才会停止。在国际金融市场上应该存在一个利率平价,各国的利率都会相同,确保资金不发生流动。用公式表示为:

$$R - R^* = (F - S) / S$$

其中, R 代表本国利息率, R^* 代表外国利息率, F 为远期汇率, S 为即期汇率。公式的右侧代表外汇的远期溢价。

(2) 非抛补利率平价

在非抛补利率平价是一个比抛补利率平价更加宽泛的定义。非抛补利率平价表明其他所有特征都相同的两国金融工具的利率差异,应该等于两国货币即期汇率的预期变动率。公式为:

$$R - R^* = (S_{+1}^e - S) / S$$

其中, S_{+1}^e 代表预期的未来即期汇率。在非抛补利率平价公式的条件下,不可能存在国家风险溢价或者汇率风险溢价。

(3) 实际利率平价

实际利率平价是根据费雪方程式、相对购买力平价和非抛补利率平价推导出来的。根据相对购买力平价,可以得到:

$$\pi^e - \pi^{*e} = (S_{+1}^e - S) / S$$

其中, π^e 代表本国预期通货膨胀率, π^{*e} 代表外国预期通货膨胀率。结合前面的利率平价,可推导出:

$$\pi^e - \pi^{*e} = R - R^*$$

整理后,可得:

$$R - \pi^e = R^* - \pi^{*e}$$

根据费雪方程式,实际利率 $r = R - \pi^e$, 于是得到 $r = r^*$ 。这个等式就是实际利率平价条件。它表示在均衡状态下,两国的金融工具在其他特征都一样的情况下,剔除了通货膨胀因素的实际利率水平上相等的。如果实际利率平价成立,那就意味着各国之间的实际利率不存在任何差异,一价定律实现,国际金融是市场高度一体化。

(4) 储蓄与投资模型

储蓄与投资模型是一种数量型平价方法,它是由哈佛大学的经济学家马丁·菲尔德里斯坦(Martin Feldstein)和查尔斯·霍里奥卡(Charles Horioka)于1980年提出的。他们认为由于一国总储蓄和(或)总投资的变化会引起经常账户变动,于是经常账户余额就等于国民储蓄减去国内投资。金融市场完全一体化,经常账户的赤字(盈余)就会被资本账户的流入(流出)所平衡,个人和企业可以在全球范围内寻找投资所需的资金,这样一国的储蓄决

策将独立于投资，储蓄和投资就变得不相关。通过检验国家间储蓄和投资的相关性，可以判断金融市场一体化的程度。

5.2.2 国际金融市场上的机构投资者

● 国际机构投资者的概念

1) 广义：用自有资金或者从分散的公众手中筹集资金专门进行投资活动的法人机构都可以称为机构投资者，包括商业银行、证券公司、投资公司、保险公司、基金等。

2) 狭义：通过自己的经营活动从投资者手中筹集资金，代表小投资者管理他们的资产，在可接受的风险范围内，利用这些资产进行投资，获得最大收益，主要包括养老基金、保险公司和共同基金。

● 主要跨国机构投资者

1) 商业银行

主要进行国际证券投资。全能银行制国家如德国允许银行购买企业股票，日本允许银行和企业交叉持股；美国在 1999 年《金融服务现代化法案》之后也开始进入混业经营时代，银行可以购买一定比例股票；中国现阶段不允许银行购买股票，仅能投资固定收益类证券。商业银行进行证券投资主要为了满足流动性和收益性。

2) 证券公司

证券公司是指依法设立的可在证券市场上经营证券业务的金融机构。它广泛投资于国际金融市场上的各类金融工具。作为一个机构投资者，证券公司的资金主要来自于自有资金和资产管理。自有资金在证券公司投资中所占比重较小，大部分资金均来自于受托管理的资产，即证券公司的资产管理业务。证券公司把分散于个人投资者的资金集中起来，按照事先约定的规则或自己的意愿进行投资，资产管理使得证券公司成为国际金融市场上重要的机构投资者。

3) 保险公司

保险投资是保险公司的生命线。保险存在的目标是风险的转移，保费是风险转移的价格，但由于市场竞争，使得这个价格往往不够支付转移的成本。所以，如果没有保险投资，保险企业的经营很难维持。从保险公司的利润来源看，由于保险公司之间在承保业务上的过度竞争，使得保险企业的承保利润逐渐下滑，甚至出现亏损。所以，从 20 世纪 80 年代开始，保险公司逐渐成为国际金融市场上的机构投资者，进行固定收益类产品和其他工具的投资。

4) 养老基金

养老基金是通过发行基金份额或受益凭证，筹集社会上的养老保险资金，委托专业基金管理机构用于产业投资、证券投资或其他项目的投资，以实现保值增值的一种投资基金。近年来各国纷纷放松对养老基金投资组合的限制，养老基金国外证券投资比重有增大的趋势，主要投资于外国股票、债券，目的是分散风险，享受新兴市场和离岸金融中心的较高收益。

5) 投资基金

投资基金是一种利益共享、风险共担的集合投资制度。它是通过发行基金证券，集中具有共同目的的不特定多数投资者的资金，委托专业金融投资机构进行管理和运用，在分散投资风险的同时满足投资者对资产保值增值要求的一种投资制度或方式。投资对象主要有各类有价证券、金融衍生产品及房地产、贵金属等。

在投资基金的发展中，对冲基金引人关注。对冲基金是私人投资库，通常定居于离岸金融中心，以便利用税收和监管上的优越条件，进行广泛的全球组合投资。

5.2.3 国际组合投资

● 组合投资理论

1) 1952年由美国著名经济学家哈里·马柯维茨提出，代表作《资产组合选择——投资的有效分散化》。

2) 在投资时，理性投资者权衡风险和收益后实现效用的最大化：在预期收益相同时，投资者选择风险小的组合；在风险向同时，投资者选择预期收益大的投资组合。

3) 最优投资组合的计算方法：“均值一方差”模型、“单因素模型”、“多因素模型”、“资本资产定价模型”、“套利定价理论”等。

● 国际组合投资的动机

1) 获取高收益

(1) 各个国家经济发展周期不同，资本的丰裕程度不同，产业发达程度不同，这些差异决定了各国证券市场的收益也各不相同。

(2) 如果外国证券市场无效率，那么外国证券的价格就不能反映全部信息。准确把握交易时机的投资者可以获得超额利润。

(3) 外国证券市场与本国证券市场分割，意味着外国市场的投资者承担证券投资风险而获得的报酬与本国市场上的投资者不同。如果市场始终被各种壁垒所分隔，那么这些收益差异就会持续下去，投资者可以始终通过国际证券投资组合获得增值收益。

2) 获取风险分散化收益

(1) 投资风险可以划分为系统风险和非系统风险两种。系统性风险是由那些影响整个金融市场的风险因素所引起的，这些因素包括经济周期、国家宏观经济政策的变动等。这部分风险不能通过分散投资互相抵消，又称为不可分散风险。非系统性风险是一种与特定公司或行业相关的风险，它与经济、政治以及其他影响所有金融变量的因素无关，也就是说与整个市场无关，所以分散投资能够降低非系统性风险，又被称为可分散风险。资产组合理论证明，资产组合的风险随着组合所包含的证券数量的增加而降低，资产间相关度较低的多元化资产组合可以有效地降低非系统性风险。全球化进程的日益发展使我们能够利用国外的证券，将其作为一种可行的更大范围上的分散化途径。

(2) 一国国内证券组合投资，一般只能分散本国市场上的非系统性风险，而国际证券组合投资，不仅可以降低非系统性风险，还可以降低一国投资的系统性风险。

(2) 对系统性风险的分散要求各国金融市场的相关程度低，但随着国际证券组合投资规模的加大，各国金融市场的相关程度越来越高，组合投资分散风险的作用正在减弱。

● 国际组合投资的特殊风险

1) 国家风险：投资者进行货币兑换的能力的不确定性。外国政府可能限制甚至完全禁止货币间的兑换，或者对货币兑换征收各种各样的税负或费用，加大兑换成本；或者该国经济环境或政治环境发生重大变化，使投资者蒙受损失。

2) 汇率风险：浮动汇率制下投资者由于汇率波动而带来的收益不确定性。

3) 要想彻底消除国际组合投资所带来的额外风险几乎是不可能的。国家风险可以通过国际间的投资保护协定、税后饶让协定来解决，但不可能做到完全消除。汇率风险可以通过在远期外汇市场和外汇衍生产品市场上进行相应的操作来规避，但无法完全消除。

● 国际组合投资渠道

1) 在国外证券市场上直接购买外国证券

直接购买外国证券的好处是投资者可以完整地实现自己的投资意图，贯彻自己的投资政策。但对于投资者而言，这样一种投资在技术层面可能存在一些障碍，例如跨境交易成本过高、外汇兑换成本加大、对外国证券的信息掌握不充分等。因此，对于个人投资者来讲，直接购买外国证券是一个综合成本较高的国际组合投资形式，但却是较大规模的投资机构在国际投资中首选的一种方式。例如，目前就有许多机构投资者通过 QFII 直接投资于中国证券市场。

2) 购买本国市场上的外国证券

现在,有很多公司的股票不仅在国内上市,还同时在其他国家的多个证券市场上做异地上市。这就为投资者在本国市场上购买外国证券提供了可能。大多数公司的海外发行采取了存托凭证的形式,购买存托凭证成为投资者构筑国际组合的重要渠道。

存托凭证(depository receipts, DR),又称预托凭证,是指在一国证券市场流通的代表境外公司有价证券的可转让凭证,属于公司融资业务范畴的金融衍生工具。存托凭证实际上是境外公司存托股票的替代证券。存托凭证发行后,与其他证券一样,可以在外国证券交易所或柜台市场自由交易。

美国存托凭证是一种非常有用的投资工具。美国投资者可以利用它投资国际股票,却不用开设国外账户,也无需面对复杂的国际结算。美国存托凭证具有成本效益——佣金、交易费、托管费比其本国发行的普通股都低,而且某些美国存托凭证的流动性也高于其本国发行的普通股。如果投资者认为投资美国存托凭证仍然过于复杂,那么还可以选择追踪美国存托凭证的ETF。

3) 投资共同基金

(1) 全球基金:全球基金又称为世界基金,广泛投资于全球证券市场,包括美国等发达国家证券市场和亚洲、拉美、欧洲等新兴市场。全球投资不一定意味着在全球广泛投资,它们可以集中于一个或几个市场和地区。

(2) 国际基金:国际基金也叫外国基金,这种基金广泛投资于出本国市场以外的其它国家的证券市场。国际基金和全球基金的差异就在于是否对基金注册所在国市场进行投资。国际基金可以有各不相同的投资重点和投资战略。

(3) 区域基金:区域基金是特定投资于世界上某一地区区域的证券市场,例如,区域基金可以将其资产集中投资于欧洲、拉美或亚太地区。

(4) 国家基金:国家基金在本国市场外的单一国家市场进行投资,例如中国基金、日本基金、韩国基金等。

(5) 新兴市场基金:新兴市场基金是专门投资于新兴市场的基金,近年来在国际市场上发展迅速。

5.2.4 金融市场一体化与国际组合投资

1. 金融市场一体化的概念

所谓国际金融市场一体化,是指国内和国外金融市场之间日益紧密的联系和协调,它们相互影响、相互促进、逐步走向统一金融市场的状态和趋势。正如罗依·C·史密斯(Rory C. Smith)和英格·沃特(Ingo Walter)所指出的,国际金融市场一体化包含三层含义:第一,各国银行和金融机构跨国经营而形成的各国金融市场的关联链;第二,由于各国金融市场之间关联链的形成,极大地促成了各国金融市场之间的金融交易量的增长;第三,基于以上两个方面,各国金融市场的利率决定机制互相影响,具体表现为相同金融工具在不同金融市场上的价格趋于一致。

金融市场一体化的实现有两条主要途径:一是金融活动一体化。指国际金融领域中的各种壁垒及障碍需要尽可能消除,在业务活动中各种交易工具、交易市场、交易规则、资金价格、结算汇兑、货币种类等趋于一致或具有较大的趋同性,主要表现在金融市场、机构、工具乃至货币的一体化上。二是金融制度一体化。指通过契约法律条文和一定的组织形式将金融活动一体化固定下来,形成多个必须遵守的制度。这是较高级的层次,带有一定的主观性。这一进程会牵扯到国家利益的放弃、政治经济主权的削弱与让渡,因此主权国家对此都极为慎重。

2. 国际金融市场一体化表现

(1) 各国银行和金融机构的跨国化。不仅发达国家的金融机构在世界范围内普遍设立分支机构，而且发展中国家也纷纷在境外设立金融机构。

(2) 金融资产交易的全球化。筹资者和投资者都可以跨国进行交易，并可以在离岸金融市场经营以任何一国货币为面值的金融资产，从而为投资者在全球范围内投资和分散风险以及为借款者选择市场降低筹资成本提供了极大的便利。

(3) 各国金融市场的网络化、全球化。由于电子通讯设施的广泛应用以及跨国银行的长足发展，跨国资金流动可在瞬间完成，这就使各国金融市场连接成为一个全时区、全方位的统一国际金融市场，投资者可在任何一个主要金融市场进行 24 小时连续不断的金融交易。

(4) 金融资产价格的趋同化。国际金融市场的一体化大大降低了交易成本，任何一个国家的金融资产价格均对其他国家具有示范和影响效应，从而使全球的金融市场价格信号趋于一致。

3. 金融市场一体化的收益和风险

金融市场一体化是一把“双刃剑”，具有正反两方面的效应。一方面，它可以促进各国金融机构之间的合作并提高效率，促进国际贸易、国际投资和金融创新，并有利于国际监管合作的形成。另一方面，在金融一体化下，各国政府对本国金融市场的控制能力被削弱，难以坚持自主的货币政策，还容易受到国际金融风险的传染。连成一体的国际金融市场，一旦发生金融危机，就会迅速由一国或地区传导至世界各地，这种“多米诺骨牌效应”在 2008 年的美国次贷危机中表现尤为明显。

1) 金融市场一体化的收益

金融市场一体化促进金融市场的发展，有利于形成更有效的金融市场。根据欧盟委员会对经济一体化后金融市场的评估，发现金融一体化至少给金融市场的发展带来以下几个方面的正效应：(1) 金融服务提供者之间的竞争将为资金需求者带来更低的资本成本，为投资者带来更高的收益率；(2) 金融服务提供者可以通过市场的扩大来更好地获得范围经济和规模经济效应；(3) 竞争将促进创新和多元化，将创造一个能够对经济发展的各种金融需求做出及时反应，并且能够为消费者和企业提供更广泛的产品选择的完善的金融市场；(4) 增加金融市场的流动性和市场厚度，这将降低资本成本，减少交易成本，增加投资者总的回报；(5) 一个有着有效金融监管的一体化市场将带来金融稳定。

金融市场一体化将促进本国经济和区域经济增长。首先，金融市场的一体化通过吸收更多国外资本，进行更广泛的投资组合，从而优化资源配置，直接促进经济增长；其次，金融市场一体化促进金融市场的发展，而金融是现代经济的核心，也是各国经济的增长点，这就是金融市场一体化对经济增长的间接带动作用。欧盟委员会曾委托“伦敦经济学派”的专家专门就欧盟金融市场一体化的宏观效应进行研究，结论是：金融市场一体化将使欧盟的实际国内生产总值在长期内保持 1.1% 的平均增长率。即，如果以 2002 年的价格计算，金融市场一体化将给欧盟带来国内生产总值每年增长 1300 亿欧元的显著效应。

2) 金融市场一体化的风险

(1) 引发资产价格过度波动和资产泡沫，降低金融市场的稳定性。相对于封闭的国内金融市场而言，金融市场的对外开放和国际联动意味着外部不确定性因素对本国金融市场的影响加大。如果本国市场规模较小、流动性不充分，或者存在制度缺陷，那么巨额和频繁的外资流入流出将显著影响本国金融资产价格的走势。首先引发汇率的波动，造成没有基本面支撑的本币升值或贬值；如果巨额资金囤积在资产市场，如股票、房地产市场，会引发资产价格泡沫，形成扭曲的价格信号，而一旦资金撤离本国，泡沫破裂，不仅本国金融体系会遭受重创，还会传导到实体经济，引发经济危机。

(2) 产生传染效应，增大金融体系的系统性风险。国际机构投资者和游资在全球范围内的金融市场进行资产组合，灵活配置资金。如果其中一国金融市场发生动荡，就会引发资

产组合的调整和重新配置，导致该国相邻国家和地区的金融市场资金供求发生变化，价格随之调整。这种各国市场之间的“溢出效应”是金融危机迅速传染和蔓延的根本原因。1998年的东南亚金融危机和2008年的美国次贷危机都是金融传染形成区域性系统风险和全球性风险的最好证明。

(3) 金融监管失控风险。金融市场一体化增加了金融监管的难度，需要各国在金融监管方面更广泛地合作并达成共识。但是每个国家都是根据自己的国情来制定相应的金融监管政策，带有一定的主权性色彩，所以，监管的协调存在较大的制度障碍。即便经济一体化程度最高的欧盟，成立统一的中央银行，发行区域性货币欧元，也做不到成员国货币政策的高度统一。同时，金融市场一体化还向金融监管者提出了技术层面的挑战，如何选取检测指标，订立何种监管标准，特别是对金融衍生产品等金融创新如何监管，都有待于进一步的研究和检验。

5.3 重点和难点

- 国际货币市场和国际资本市场的构成；
- 国际金融市场一体化的概念和层次；
- 国际机构投资和的类型和投资渠道。

5.4 思考题

- (1) 如何理解国际资本市场的证券化趋势？这一趋势对我国金融市场发展有何启示？
- (2) 试分析国际金融市场上不同类型的机构投资者的投资行为特征。
- (3) 讨论金融市场一体化和国际组合投资之间的关系。