

国际资本市场

发展、前景和政策



国际资本市场

发展、前景和政策

作者：戴维·福克兹—兰道 伊藤隆敏

马塞尔·卡萨德 斯蒂文·杜那威 罗勃特·弗拉德 石井详悟

劳拉·柯德里斯 查尔斯·克莱默 约翰·蒙哥莫里 维克多·Ng

卡门·莱茵哈特 加利·斯基纳西 托德·史密斯 米歇尔·斯潘瑟

萨拉曼尼安·斯里拉姆



中国金融出版社·北 京

国际货币基金组织·华盛顿

1995 年 8 月

责任编辑:王 忠
责任校对:周 立
责任印制:赵元桃

英文书名:International Capital Markets
Developments, Prospects, and Policy Issues

图书在版编目(CIP)数据

国际资本市场发展前景和政策/国际货币基金组织工作人员著;中国人民银行国际司基金处译. - 北京:中国金融出版社,1996,6

ISBN 7-5049-1623-4

I. 国…

II. ①国… ②中…

III. ①国际金融-金融市场-经济发展-远景

②国际金融-金融市场-金融政策

IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(96)第 15259 号

出版: **中国金融出版社**

发行:

社址:北京广安门外小红庙南里3号

邮编:100055

经销:新华书店

开本:889毫米×1194毫米 1/16

印张:13.25

版次:1996年8月第1版

印次:1996年8月第1次印刷

定价:18.00元

前言

《国际资本市场》报告是国际货币基金组织监督国际金融市场发展的一个组成部分。国际货币基金组织自 1980 年起每年发表《国际资本市场》。报告部分吸收了与商业和投资银行、证券公司、股票和期货交易所、有关管理部门和货币当局、国际清算银行工作人员、欧洲联盟委员会、国际掉期和衍生工具协会、日本国际金融中心和经济合作与发展组织的非正式讨论意见。这些讨论于 1994 年 11 月至 1995 年 3 月在比利时、丹麦、法国、德国、香港、印度尼西亚、日本、马来西亚、荷兰、新加坡、西班牙、瑞士、英国和美国举行。

《国际资本市场》在研究部高级顾问 Takatoshi Ito 和研究部资本市场和金融研究处处长 David Folkerts Landau 指导下，由研究部完成。合著作者包括：研究部资本市场和金融研究处的副处长 Garry Schinasi，高级经济学家 Marcel Cassard，经济学家 Laura Kodres, John Montgomery, Victor Ng, Todd Smith, Michael Spencer, 和研究员 Subramanian Sriram；政策发展和研究部债务和规划融资问题处处长 Steven Dunaway，副处长 Shogo Ishii；西半球部经济学家 Charles Kramer 和 Carmen Reinhart。财政事务部的 Parthasarathi Shome 和 Janet Stotsky 撰写了交易税收专栏。Anne Jansen 和 Jared Romey 提供了研究帮助。Tammi Shear 和 Adriana Vohden 负责文字处理。对外关系部的 Juanita Roushdy 负责对文稿的校对和协调该报告的出版。

本报告也得益于国际货币基金组织其它部门工作人员的评论和建议，以及执行董事们 1995 年 5 月 24 日对《国际资本市场》报告的讨论。但分析和政策考虑均来自工作人员，不代表执行董事及所属当局或国际货币基金组织。

缩写词表

ADRs	美国存款凭证 (American Depository Receipts)
Banamex	墨西哥国民银行 (Banco Nacional de Mexico)
BIS	国际清算银行 (Bank for International Settlements)
CAD	资本充足率指导 (Capital Adequacy Directive)
CBOT	芝加哥贸易委员会 (Chicago Board of Trade)
CCPC	(日本) 信贷购买公司 [Cooperative Credit Purchasing Company(Japan)]
Cetes	比索债券 (墨西哥) [short-term, peso-denominated government obligations (Mexico)]
CME	芝加哥商品交易所 (Chicago Mercantile Exchange)
CNB	国家银行委员会 (墨西哥) [National Banking Commission (Mexico)]
DJIA	道琼斯工业平均指数 (Dow Jones Industrial Average)
DTB	德国期货交易所 [Deutsche Terminborse (Germany)]
EMU	欧洲经济和货币联盟 (European Economic and Monetary Union)
ERM	(欧洲) 汇率机制 [(European) exchange rate mechanism]
EU	欧洲联盟 (European Union)
FAS	金融会计标准 (Financial Accounting Standard)
FASB	金融会计标准委员会(美国)[Financial Accounting Standards Board (United States)]
FISMOU	金融信息共享协定 (Financial Information Sharing Agreement)
FOBAPROA	墨西哥存款担保基金 [Fondo Bancario de Proteccion al Ahorro (Mexican deposit-guarantee fund)]
GDP	国内生产总值 (gross domestic product)
GDRs	全球存款收入 (Global Depository Receipts)
HKMA	香港货币局 (Hong Kong Monetary Authority)
IASC	国际会计标准委员会 (International Accounting Standards Committee)
IFC	国际金融公司 (International Finance Corporation)
IIF	国际金融协会 (Institute of International Finance)
IOSCO	国际证券协会组织 (International Organization of Securities Commissions)
ISDA	国际掉期和衍生工具协会 (International Swaps and Derivatives Association, Inc.)
LIBOR	伦敦同业拆借利率 (London interbank offered rate)
LIFFE	伦敦国际金融期货交易所 (London International Financial Futures Exchange)

MATIF	法国国际期货交易所 (Marche a Terme International de France)
MOU	谅解备忘录 (Memorandum of Understanding)
Nafinsa	政府发展银行 [government development bank (Mexico)]
NAFTA	北美自由贸易协定 (North American Free Trade Agreement)
OECD	经济合作与发展组织 (Organization for Economic Cooperation and Development)
OSE	大阪证券交易所 (Osaka Securities Exchange)
OTC	场外交易市场 (over the counter)
PROCAPTE	临时补充资本计划 programa de capitalizacion temporal (temporary capitalization program (Mexico))
REER	实际有效汇率 (real effective exchange rate)
S&P	标准普尔 (Standard and Poor's)
SEC	证券和外汇委员会 [Securities and Exchange Commission (United States)]
SIMEX	新加坡国际货币交易所 (Singapore International Monetary Exchange)
Tesobono	美元指数债券 (墨西哥) [dollar-indexed, short security (Mexico)]
TIIP	银行同业拆借市场 [tasa interbancaria promedia (Mexico)]
UDI	投资单位 (unit of investment)

目 录

前言

缩写词表

第一章 概 述 1

第二章 新兴资本市场上的动荡 2

新兴市场上的资本流入 2

目前的危机及其管理方面的有关问题 5

管理资本流动波动带来的风险 98-971 2/9 11

第三章 金融监督和管理问题 17

金融衍生工具对政策的挑战 17

几个工业国家继续解决银行业的问题 21

第四章 结 论 26

新兴市场上的动荡 26

监督和法规问题 27

文献目录 29

背景材料一 动荡的新兴市场

第一章 发展中国家的资本流入 33

5 资本流入总量 33

证券资本流动	35
银行贷款	41
附录 (表 A1—A11)	42
第二章 墨西哥比索危机的演变	53
1990—1993 年间的资本流入	53
1994 年墨西哥的压力不断增加	53
墨西哥危机	57
对其他市场的波及影响	64
第三章 从投机性冲击的研究文献角度看墨西哥外汇市场危机	69
投机性冲击不是市场的反常行为	69
比索贬值以及对于标准冲击模型的调整	71
遭受冲击之后的政策选择	76
结论	77
第四章 巨额资本流入后的对策	79
货币政策：中和干预	79
汇率政策和大量的资本流动	88
财政政策	92
政策组合	93
第五章 对资本流动的管制：数量控制方法和征收资本流动税的经验	95
影响资本流入的措施	95
对资本流出的管制	103
有关顺序的问题	106
一些教训	108
第六章 国内金融机构在国外资本流入过程中的中介作用	109
资本流入过程中银行的中介作用	109
资本流动、资本中和以及银行体系	110
对银行资产负债表的影响	112
对证券市场的影响	115
第七章 金融部门对危机管理的制约	120
资本流出期间的金融市场	120
危机管理	121
货币局：趋于完善的自动调节机制	123
墨西哥银行体系的最新发展	124
文献目录	127

背景材料二 金融监督和管理问题

第一章 资本充足性与内部风险管理	133
背景	133
巴塞尔委员会的新方法：利用内部风险管理模型	139
内部风险管理过程的重点	145

第二章 有关衍生产品的监管措施	147
行业的动机和监管措施	147
有关透明度的措施	148
宏观披露	152
保护投资者及适应问题	153
第三章 金融规章制度方面的国际合作机制	154
多边银行监管组织	154
多边证券公司监管组织	155
会计组织	156
多边私人组织	157
国际合作的双边方法	157
第四章 巴林银行倒闭在管理制度上的结论	158
内部风险管理	159
有组织的交易所风险管理	159
第五章 重要性不断增长的机构投资者	161
机构投资者的证券投资规模	161
机构投资者是否国际多样化了?	163
新兴市场的机构投资	165
第六章 泡沫、噪声和投机市场的交易过程	171
解释短期价格变化的问题	171
新一代资产——市场模型	173
结论	177
文献目录	179

统计附录

附录表 1 国际资本市场融资来源	185
附录表 2 净跨境股票流量	186
附录表 3 国际债券市场的发展	187
附录表 4 金融期货和期权：外汇、合同和合同交易量	188

专 栏

1. 对资本流入的限制和审慎要求	13
2. 期货交易所中的竞争与合作	22
I. 1. 墨西哥危机及其波及影响的大事记	54
I. 2. 墨西哥外汇市场的发展，1982—1994 年	74
I. 3. 通过公开市场操作进行的中和干预	80
I. 4. 存款准备金的变化	82
I. 5. 通过管理政府基金实现的综合干预	83
I. 6. 汇率的法定升值	90

I.7. 提高汇率的灵活性	91
I.8. 财政紧缩措施	92
I.9. 金融交易税	98
I.10. 对资本流入的限制和审慎要求	100
I.11. 资本流出的自由化	102
I.12. 欧洲汇率机制危机期间为保卫货币所实施的资本管制	104
I.13. 1982 年债务危机期间对于资本流出的管制	106
II.1. 一组假设的衍生资产组合风险价值的估算	142

表 格

1. 向发展中国家的资本流动	3
2. 布雷迪债券利差	7
3. 对资本流入的政策反应, 1988—1994 年	12
4. 储备积累与资本流入	12
I.1. 发展中国家的资本流动	34
A1. 一些发展中国家和地区的国际债券发行	42
A2. 发展中国家和地区未经改善的债券发行时的收益率差价	43
A3. 以面值货币划分的发展中国家国际债券发行	44
A4. 以国家或地区及产业部门划分的 1990—1994 年期间国际债券发行	45
A5. 以国别划分的发展中国家和地区的国际股本发行	46
A6. 以国家或地区及部门划分的 1990—1994 年期间的国际股本发行	47
A7. 新兴市场共同基金	48
A8. 新兴市场开放式共同基金	49
A9. 新兴市场封闭式共同基金	50
A10. 新兴市场共同基金对债券和股本的净购买	51
A11. 以目地国或地区划分的银行信贷承诺	52
I.2. 墨西哥: 比索债券和美元指数债券的拍卖	59
I.3. 墨西哥: 1995 年比索债券和美元指数债券到期时间表	61
I.4. 各类布雷迪债券总收益间的相互关系	68
I.5. 部分发展中国家经常帐户余额	68
I.6. 利率与中和政策	87
I.7. 汇率的变动, 1988—1994 年	91
I.8. 对资本流入的政策组合	93
I.9. 阿根廷: 利率与国家风险	108
I.10. 部分发展中国家和地区国际收支数据	111
I.11. 部分发展中国家和地区的银行业业务情况	113
I.12. 市场效率的检验	117
I.13. 市场指数日均收益波动性和价格过度变动情况的分析	118
I.14. 波动性外溢的研究	119

Ⅱ.1. 部分金融衍生工具市场：名义本金余额	134
Ⅱ.2. 世界范围内交易所场内交易的金融衍生产品年交易量	135
Ⅱ.3. 利率和货币掉期余额的名义本金价值	136
Ⅱ.4. 新增利率和货币掉期	137
Ⅱ.5. 利率和货币掉期余额名义本金价值的币种组合	138
Ⅱ.6. 机构投资者资产	162
Ⅱ.7. 机构投资者持有的外国证券	164
Ⅱ.8. 若干国家对机构投资外向性证券投资的规定限制	166
Ⅱ.9. 新兴市场中工业国家证券投资流量	167
Ⅱ.10. 基于美国的国际共同基金	169

图

I.1. 发展中国家的国际债券发行与美国长期利率	35
I.2. 一些欧洲债券的二级市场收益率差价，1994年1月—1995年3月	36
I.3. 一些布雷迪债券的二级市场拆细收益率差价，1994年1月—1995年3月	37
I.4. 一些拉丁美洲国家的股票价格指数，1993年1月—1995年3月	39
I.5. 一些亚洲国家的股票价格指数，1993年1月—1995年3月	40
I.6. 墨西哥：股票市场流量和政府债务余额	56
I.7. 墨西哥：比索债券和美元指数债券	56
I.8. 墨西哥：1994年国际储备	57
I.9. 墨西哥：汇率与股票市场指数	58
I.10. 墨西哥：按部类划分的政府债券持有数量	62
I.11. 部分拉丁美洲国家股票市场行情与名义汇率	65
I.12. 亚洲部分国家股票市场行情、名义汇率和利率	66
I.13. 布雷迪债券利差	67
I.14. 下一季度比索贬值的概率	71
I.15. 墨西哥：国际储备	72
I.16. 墨西哥：经常项目余额	72
I.17. 墨西哥：基础货币的组成部分，1992年1月—1994年12月	73
I.18. 墨西哥：实际有效汇率，1979年1月—1995年1月	73
I.19. 墨西哥和美国政府债券收益率，1994年1月—1995年2月	76
I.20. 墨西哥：日汇率，1994年11月1日—1995年3月6日	77
I.21. 中和政策与国际储备	84
I.22. 中和政策与汇率	85
I.23. 中和干预的指标	86
I.24. 存款利率差	88
I.25. 部分国家资本流动与利率差情况	89
I.26. 外汇储备，1991—1993年	105
I.27. 国内国外存款利率，1992年5月—1993年4月	105
I.28. 外汇储备，1981—1984年	107

I. 29. 存款利率差	107
II. 1. 国际金融统计中的工业国家相对购买力平价, 1972—1994	172
II. 2. 股票市场泡沫	174

图 示

II. 1. 资本充足率的决策程序	156
-------------------	-----

本文使用符号的解释:

... 说明没有数据;

— 说明数字为零或小于最后位数字的 50%, 或该项目不存在;

- 处于年或月之间 (例如, 1991-92 或 1 月-6 月) 说明所包括的年或月份, 包括开始和结束年或月;

/ 处于年份之间 (例如, 1991/92) 说明作物年度或财政年度。

“Billion” 指 10 亿单位。

组成数字之间和总数的微小误差为进位所致。

本报告中使用的“国家”一词并不总是指国际法和国际惯例中所理解的领土实体。

这个词在这里还指一些本身不是国家, 但其统计数据分开和独立提供的领土实体。

第一章 概述

自 从上一期关于资本市场监管的报告在1994年9月出版以来，国际资本市场再度经历了一个多事之秋。随着1994年工业国家经济周期性复苏，外国投资者对新兴市场的前景进行重新估价，这种估价在12月底墨西哥危机后愈演愈烈，几乎没有几个发展中国家市场未受到考验。在墨西哥中止偿还债务揭开了上一次发展中国家债务危机的新篇章过后刚刚十年，为减少地区性或全球性经济崩溃的风险，主要新兴市场再次得到一揽子国际贷款的支持。与此同时，巴林银行和美托吉斯尔斯卡夫特(Metallgesellschaft)等公司以及橙郡所遭受到的衍生工具造成的损失严重扩散的可能性表明，在进一步完善国际法规和监管的基础结构方面仍可有所作为。

这些事件表明，各国金融当局在全球资本市场迅速演化的新时期必须面对这些挑战。它们也引发了本年度国际资本市场监管报告的主题。本报告第二章探讨了有关目前新兴市场动荡的国际金融市场方面的问题。在简要回顾了向新兴市场的资本流动的来源及导致1994年底和1995年初墨西哥危机的因素后，本报告讨论了与新兴市场近来的发展情况有关的五个问题。这些问题是：墨西哥危机的蔓延、新兴市场国家的居民投资者对跨国资本流动的影响、新兴市场国家银行体系的脆弱性在多大程度上限制了可以用来维护汇率的利率上调、全球金融和支付体系的稳定性、变化的全球资本市场环境对解决外债偿还问题的模式的影响。本章随后考察了新

兴市场国家在管理资本流入带来的风险方面所面临的挑战。这些风险是：宏观经济稳定的风险、金融部门的风险、债务管理和流动性风险。值得明确指出的是，本报告并未讨论在对付国际资本以更大的规模、更快的速度流入、流出新兴市场的后果方面，国际金融机构的潜在作用问题。

第三章讨论了国际金融监管和法规的问题。本章考察了由于国际衍生工具市场的不断发展及其对主要货币中心银行活动的影响而给国际管理者和监督者带来的挑战。本章回顾了在巴塞尔委员会重新制定对国际银行业的资本要求的一项主要提议下，近年来在这些市场上风险管理的监督和法规的基础结构是怎样继续得到成功地加强的。本章还简要论述了主要工业国家在解决银行业困难方面的一些问题。最后，第四章讨论了各种政策含义。

本报告附有两组自成体系的背景性论文。第一组提供了有关新兴市场危机的背景材料和分析，包括有关下述问题的论文：向发展中国家的资本流动的最新趋势、墨西哥危机的演变、从投机性冲击的角度看墨西哥比索危机、对早些时候资本大量涌入的宏观经济政策反应、在资本控制方面的经验；以及两章论述发展中国家国内金融部门问题的内容。第二组涉及工业国家监督和法规的问题，包括资本充足性和内部风险管理、有关衍生工具市场的提议、在金融法规方面进行国际合作的机制、巴林银行倒闭对管理法规的启示、机构投资者日益增强的重要性以及一篇论述投机性市场动荡的论文。

第二章 新兴资本市场上的动荡

虽然还没有足够的历史距离来对主要新兴市场上目前发生的事件做出定论,但是这些事件的大致轮廓目前已越来越清楚。从1990年前后开始,大量资本以相对较小的利差涌入众多的新兴市场。这些资本流动在很大程度上是由资本流入国经济情况的改善和结构性改革以及90年代初工业国家周期性经济衰退和机构投资的结构性变动造成的。大多数国家对大规模资本流入在宏观经济和审慎管理方面带来的挑战处理得很好。但是,在另外一些国家,这些资本流入很可能掩盖了虚弱的经济根本因素。资本流入的下降使这些弱点暴露出来,并在墨西哥导致了一场严重的汇率危机。

1994年12月底和1995年初主要新兴市场上发生的事件使人们重新评价新兴市场的前景并重新调整国际证券投资,这种情况可能在1995年全年继续下去。随着这一过程的发展,一些新兴市场国家可能会继续经历阵发性的动荡。考虑到这种前景,本节考察了1994年和1995年初新兴市场上发生的事件,简要探讨了一系列有关这些事件的更广泛的问题,并在最后讨论了如何管理大量资本流动对宏观经济和金融稳定可能造成的风险。

新兴市场上的资本流入

1990—1994年间的资本流动

向发展中国家的资本流动在四年的猛增过后,1994年缓慢下降。所有发展中国家的资本净流入总额在从1990年的400亿美元显著增加到1993年的1550亿美元后,在1994年下降到1250亿美元(见表1)。事后来看,要维持资本流入的这种增长速度(在三年里几乎翻了

四翻)非常困难。^①一些资本流入国应该预计到,随着工业国家在经济周期中处境的必然变化,资本流入会趋于平缓。^②而且,对于一些地区和国家来说,外部资金可得性的转变比所有发展中国家的总体数字所反映的要更为明显。西半球国家作为一个整体,在1983—1989年期间累计资本净流出1160亿美元,而在1990—1994年期间累计资本净流入2000亿美元。或许最令人吃惊的转变是在墨西哥,资本流动从1983—1989年期间的累计净流出150亿美元左右变为1990—1994年期间的累计净流入1020亿美元。在1993年,墨西哥得到了310亿美元的资本流入,相当于墨西哥国内生产总值的8%。这也表明,虽然墨西哥的国内生产总值仅占全部新兴市场国内生产总值的8%,但是它却得到了所有发展中国家资本净流入总额的整整20%。相比之下,亚洲国家资本流动的变化则不那么明显,从1983—1989年期间的累计净流入1170亿美元增加到1990—1994年期间的累计流入2610亿美元。

在向发展中国家的资本流动的构成方面也存在明显的地区差异。平均来说,自1990年以来,向发展中国家的资本流动中有41%是对可交易的债券和股票的证券投资,而37%是外国直接投资。但是,在亚洲,证券投资只占资本流入的24%,而45%是外国直接投资。在西半球,资本流动明显地更多集中于对收益率敏感的、流动性强的证券投资上,在1990—1994年期间证券投资占资本流入总额的66%,而外国直接投资占30%。

^① 过去的资本市场报告已对发展中国家进入国际资本市场渠道的增加做了描述。背景材料“向发展中国家的资本流动”提供了向发展中国家资本流动的更详细的情况。

^② 参见Dooley、Fernandez-Arias及Kletzer(1994)。

表 1. 向发展中国家的资本流动¹
(十亿美元)

	1977—82	1983—89					
	年平均值		1990	1991	1992	1993	1994
所有发展中国家²							
资本净流入总额	30.5	8.8	39.8	92.9	111.6	154.7	125.2
外国直接投资							
加证券投资 (净额)	0.7	19.8	25.7	51.3	77.2	141.1	118.0
外国直接投资净额	11.2	13.3	19.5	28.8	38.0	52.8	56.3
证券投资净额	-10.5	6.5	6.2	22.5	39.1	88.3	61.7
其他	29.8	-11.0	14.2	41.7	34.5	13.6	7.2
亚洲							
资本净流入总额	15.8	16.7	25.6	50.7	39.2	72.0	73.4
外国直接投资							
加证券投资 (净额)	3.3	6.6	9.4	18.0	27.3	59.5	65.0
外国直接投资净额	2.7	5.2	9.8	14.9	19.9	35.6	36.9
证券投资净额	0.6	1.4	-0.4	3.1	7.4	23.9	28.1
其他	12.5	10.1	16.2	32.7	11.9	12.5	8.4
西半球							
资本净流入总额	26.3	-16.6	17.9	28.6	52.6	62.3	38.6
外国直接投资							
加证券投资 (净额)	6.9	3.2	12.4	27.9	40.2	67.6	44.2
外国直接投资净额	5.3	4.4	6.8	11.2	12.9	13.8	14.8
证券投资净额	1.6	-1.2	5.6	16.7	27.3	53.8	29.4
其他	19.4	-19.8	5.5	0.7	12.4	-5.3	-5.6
其他²							
资本净流入总额	-11.6	8.7	-3.7	13.6	19.9	20.3	13.2
外国直接投资							
加证券投资 (净额)	-9.5	10.0	3.9	5.4	9.7	13.9	8.8
外国直接投资净额	3.2	3.7	2.9	2.7	5.3	3.3	4.6
证券投资净额	-12.7	6.3	1.0	2.7	4.4	10.6	4.2
其他	-2.1	-1.3	-7.6	8.3	10.2	6.4	4.4

资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》数据库。

1. 除特殊融资外的资本流动，一些国家不分别报送资产和负债。对这些国家，假设没有资本流出，因此负债等于净额。如果这种假设无效，数据低估了总额。为剔除在债务及偿债削减操作下用来换取商业银行贷款的债券的影响并对某些私人资本流动提供更详细的材料，对《世界经济展望》的数据也进行了调整。

2. 不包括资本输出国，例如科威特和沙特阿拉伯。

伴随着资本流入的是，与可比的美国国库券的利差下降到历史低点。发展中国家借款者的平均利差从 1991 年的 346 个基点下降到 1993 年第四季度的 243 个基点。这种下降对私人部门借款者来说最为明显：平均利差从 1990 年的 650 个基点下降到 1993 年底的 315 个基点。五年期墨西哥政府债券的收益率与可比的美国国库券的收益率的利差从

1989 年底的 800 个基点下降到 1993 年底的不到 150 个基点。

资本大量涌入的原因

对发展中国家的资本供应似乎主要是由三个因素造成的。首先，一些西半球国家和菲律宾成功地重组了其商业银行债务，并实行了稳健的宏观经济政策

和广泛的结构改革(包括金融部门改革),这使它们重新进入了国际资本市场。第二,工业国家在经济周期中的处境促使资本流向新兴市场。特别是90年代初工业国家的经济萧条、资金需求乏力以及利率的下降使投资者对发展中国家产生了更大的兴趣。^③

最后,迅速扩张的机构证券投资(互助基金、保险公司、养老基金、银行和证券公司的自营交易)国际多样化的发展大大地促进了资本流向新兴市场。机构证券投资正在吸收越来越多的全球储蓄,因此投资决策日益集中在职业资金管理者手中,他们一般更愿意将其投资分散到国际场所。^④结果,机构证券投资出现了逐步的但却是持续不断的向更加国际多样化方向发展的趋势。与此同时,流向发展中国家的国际资本的比重也在上升。例如,在美国、日本、德国、法国和英国,机构投资者的国际投资总额从1980年的约1000亿美元(占资产的4.8%)增加到1993年的大约9000亿美元(资产的7.2%),大大超过了同期它们管理的资产总额的增长。^⑤在1987年,工业国家每100美元的外国证券投资中约有0.50美元投资在新兴市场,但是到1993年,每100美元的新增外国投资中投在新兴市场的超过16美元。发展中国家1550亿美元的资本净流入大约占全球储蓄的2%,而在1990年只占0.8%。人们预计在1995—2000年期间,发展中国家将以大约为工业国家增长率两倍的速度增长。这些增长前景会继续刺激流向新兴市场的机构证券投资比重的提高。

最近对美国机构资金管理者的调查表明,投向新兴市场的外国投资的比重从1989年的2.5%提高到1992年的10%和1993年的12%左右。虽然这一比重受到周期性发展的影响,但是产业调查表明,今后几年这一比重不可能发生根本变化。“新兴市场”与不动产和高收益债券一道,已成为组成机构投资整体的十来个资产类别中受到重视的一个资产类别。机构投资管理者明确表示,虽然在投资的地区分配上可能发生某种变化,但是他们要稳定而有意识地推动其资产构成的国际多样化。而且,事实上,工业国家在机构证券投资进一步多样化方面仍有余地——不仅是投资于外国证券,而且在下一个十年中将所持有的外国资产进一步分散于新兴市场资产。例如,资金管理者运用的、经常被引述的经验做法是,通过使用与一国市

场资本化占全球市场资本化的比重相应的国家权数,可以近似地达到资产构成最优化。1993年在美国、日本、德国、法国和英国,机构投资者将平均不到1%的资产投向新兴市场,大大低于新兴市场占全球股票市场资本化总额12%的比重。朝着经验做法的方向每增加一个百分点,代表着约1300亿美元的向新兴市场的资本净流入。

全球资产构成的重新调整

新兴市场的回落

1994年工业国家周期性因素(在早些时候,这些因素曾使新兴债务市场相对较有吸引力)的逆转——美国的强劲增长势头和一些主要国家紧缩的金融形势——使投资者普遍地对其全球资产构成进行重新评价。新兴市场国家的国际债券发行量从1994年一季度的180亿美元下降到二季度的80亿美元。^⑥单是2月和3月,阿根廷、巴西、墨西哥和菲律宾发行的布雷迪债券的利差扩大了132到575个基点。新兴股票市场也受到了沉重的打击:1994年1月到11月期间,在阿根廷、委内瑞拉、中国、香港、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国,股票价格下跌了10%以上。对发展中国家的净证券投资从1993年的880亿美元下降到620亿美元,这主要是因为对西半球的投资从1993年的540亿美元下降到1994年的290亿美元(见表1)。

墨西哥汇率危机

1994年不很有利的国际资本市场环境与墨西哥国内政治动荡同时发生:随着1994年3月总统候

^③ 例如,在美国,随着经济进入一个缓慢增长而后衰退的阶段,联邦基金利率从1989年4月的9.8%下降到1992年11月的2.9%。

^④ 在主要工业国家,由最重要的机构投资者(养老基金、保险公司、互助基金)管理的资产在1993年约为13万亿美元,其中美国机构投资者占2/3以上。增长最快的是互助基金(包括套头基金),1993年在五个最大的工业国家,互助基金管理着约3万亿美元的私人财富。

^⑤ 背景材料“越来越重要的机构投资者”对机构投资者的发展做了更详细的讨论。

^⑥ 国际债券发行总量从1994年一季度的1280亿美元下降到二季度的870亿美元,因此,在此期间发展中国家占新发行总量的比重从12%下降到8%。

选人科罗西奥被暗杀，墨西哥加入北美自由贸易协定后的大量资本净流入急剧下降。1994年4月，墨西哥布雷迪债券的收益率与可比的美国国库券之间的利差扩大到400多个基点。2月份，墨西哥国库券（Bolsa）下降了9%，3月份又下降了14%。到1994年4月，资本流入不再足以弥补资金外流和经常帐户赤字（超过国内生产总值的8%），墨西哥当局不得不进行干预以防止比索跌破其干预下限。^⑦

当局试图通过增加美元指数债券（Tesobono）的发行来放慢以比索计值的债务的抛售。这样，持有以比索计值的工具的外汇风险实际上转给了墨西哥政府。国内和国外投资者乘机将其持有的大量短期的以比索计值的政府债务（Cetes，以下称“比索债券”）换成美元指数债券。从1994年2月到11月，美元指数债券的余额扩大了近十倍，达820亿新墨西哥比索（MexN\$），而比索债券下降了53%，为420亿新墨西哥比索。在1994年1月29日到12月2日期间，美元指数债券以高于美国国库券237个基点的平均利差销售，受到外国债券基金的欢迎，后者将这种证券看做是可以用来提高其美国固定收入投资组合的收益率的美元证券。

虽然在3月23日总统候选人科罗西奥被暗杀前储备达280亿美元，但是4月份储备下降了80多亿美元。到夏季储备水平略有提高，但是随后扩张性的货币政策使储备水平在11月和12月又分别下降了48亿美元和66亿美元。到12月20日，国际储备下降到105亿美元，墨西哥当局将比索贬值15%，但是在两天内又失去了40亿美元的储备之后，当局于12月22日被迫允许比索浮动。12月27日，由于投资者不再愿意以墨西哥当局可以接受的利率承担债务的国家风险，美元指数债券再融资的拍卖不得不被取消，比索从贬值后的一美元4.0比索下降到1994年的最低值一美元5.7比索。

尽管一些著名经济学家和市场评论家提出了警告，但是贬值和允许比索浮动的决定使国际投资者大吃一惊（此前墨西哥当局曾反复声明不会贬值）。在1994年墨西哥只提供了有限的经济数据，而此时难以阻止市场参与者做出最坏的预测。这在1月初造成了对墨西哥一揽子经济改革方案的怀疑，并最终导致了对墨西哥继续偿还其短期债务的能力的怀

疑。结果，1月初，在美元指数债券再融资的拍卖中，竞投的数量远远低于准备拍卖的数量。

1月12日美国一揽子援助方案的公布所带来的积极影响，由于这一方案在美国国会通过的不确定性增强而很快消失了。在1月13日到30日期间，墨西哥国库券（Bolsa）的美元价值下降了29%，而比索对美元的比值下降了17%。1月31日宣布的一揽子国际援助方案暂时平息了风波，但是不确定性很快又继续扰乱市场，直到3月9日墨西哥新经济计划公布为止，当时比索降到了一美元7.45比索的低值。此后比索开始回升，在4月底达到一美元略低于6比索。

由于人们对墨西哥偿还其国际债务的能力产生了怀疑，从而迫使国内利率上升。上升的幅度过高，超过了与比索进一步贬值的预期相一致的水平。紧缩性货币政策增强了利率上升的压力。短期利率从2月初的不到40%猛升到3月中旬80%的高点并从此保持在高于70%的水平上。^⑧ 贬值和高利率的综合作用使贸易在1995年1月逆差5亿3千万美元后，在2月份达到2亿4千万美元的顺差。

目前的危机及其管理方面的有关问题

1982年债务危机以来全球金融市场发生的变化正促成目前危机的演变和解决。首先，向主要发展中国家资本流动的自由化意味着新兴市场已从基本上与全球资本市场一体化。结果，跨国证券和金融交易成本降低并且更为方便，不仅批发交易如此，零售交易也如此。第二，国际金融证券化意味着国际辛迪加银行贷款正让位于直接债务和股票，后两者成为向新兴市场转移资本的更受欢迎的工具。第三，全球机构投资者的增长意味着向新兴市场的资本流动目前主要受有关流动性和业绩考虑的驱使，而不是受长期金融关系的驱使。本节讨论这一发展

^⑦ 有关墨西哥金融形势演变的更详细的情况，请参见背景材料“墨西哥比索危机的演变”及背景材料“从投机性冲击的角度看墨西哥外汇市场危机”。

^⑧ 与此形成对照，在1992年欧洲汇率机制危机中，英镑贬值后，英国货币市场利率下降。