

F-831.5  
X14

# 国际资本市场

发展、前景和主要政策问题

主编:查尔斯·亚当斯 唐纳德·J. 马西森  
加利·斯基纳西

国际货币基金组织编写小组撰写

翻译:朱 隽 陈 劲 贺 昆 佟 焱  
杨 林 侯绍泽 魏 欣 郑五福  
曹 莉 孙 涛 钟 良 魏志宏  
审校:金中夏 金 蓓 贺力平



中国金融出版社·北京  
国际货币基金组织·华盛顿  
1999年9月

责任编辑:王 忠  
责任校对:吕 莉  
责任印制:丁淮宾

**图书在版编目(CIP)数据**

国际资本市场:发展、前景和主要政策问题/国际货币基金组织工作人员编著. - 北京:中国金融出版社,2000

书名原文:International Capital Market Developments, Prospects and Key Policy Issues

ISBN 7-5049-2185-8

I. 国… II. 国… III. 国际市场:资本市场 - 研究 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 15220 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  
印刷:北京印刷一厂  
开本:889 毫米 × 1194 毫米 1/16  
印张:13.625  
字数:413 千  
版次:2000 年 5 月第 1 版  
印次:2000 年 5 月第 1 次印刷  
定价:35.00 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变化的要素的一个组成部分。国际货币基金组织从 1980 年起每年发表一期《国际资本市场》报告。报告部分地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、信用评级机构、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的非正式讨论意见。这些讨论于 1999 年初在阿根廷、马来西亚、墨西哥、波兰、新加坡、瑞士、土耳其、英国和美国进行。该报告反映了到 1999 年 6 月底为止得到的信息。

《国际资本市场》报告由研究部完成，由研究部助理主任 Charles Adams、新兴市场研究处处长 Donald Mathiesont 和资本市场及金融研究处处长 Garry Schinasi 指导完成。参加编写该报告的研究部人员有 Peter Breuer、Bankim Chadha、Nada Choueiri、Burkhard Drees、Anne Jansen、Charles Kramer、Subir Lall、William Lee、Joaquim Levy、Subramanian Sriram、Amadou Sy、Peter Tran 和 Caroline Van Rijckeghem。来自其他部门的作者有西半球部的 Martin Cerisola、货币和汇兑事务部的 Cem Karacadag 和亚太部的 James Morsink。Celia Burns、Sheila Kinsella、Rosalind Oliver、Ramanjeet Singh 和 Adriana Vohden 负责文字处理。对外关系部的 Marina Primorac 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他部门工作人员的评论和建议，以及执行董事们在 1999 年 7 月 29 日对《国际资本市场》报告的讨论。但是，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。



# 第一章 介绍与回顾

**自** 1999 年的《国际资本市场》报告发布以来，国际金融市场经历了战后最为严重的动荡时期。亚洲金融危机首先仅影响了该地区市场，对地区外新兴市场经济体和多数发达国家的负面影响十分短暂<sup>1</sup>。实际上，一直到 1998 年中，拉丁美洲和欧洲的其他新兴市场经济体仍然得以在国际资本市场上融资，融资条件相对有利，一些亚洲危机国家的资本流入有所回升<sup>2</sup>。同时，大多数最发达国家的股票市场持续高位——其市值达到了创纪录的水平；发达国家金融体系的杠杆率也保持在较高的水平上；市场信心普遍较强。

尽管如此，1998 年的局势开始恶化。由于商品价格疲软，亚洲危机国家产出的下降超出了人们的预期，日本经济持续困难，导致人们更加悲观地看待全球经济前景。8 月，俄罗斯单方面决定重组国内债务，允许卢布贬值，引发国际市场重新全面评估风险。随着相关的资产组合重新均衡和杠杆率下降，主要成熟市场上信贷利差和流动性利差急剧上升——几乎逆转了几年来的趋势；名为长期资本管理公司的对冲基金于近期崩溃，导致一些最成熟资本市场上的流动性几乎枯竭；同时，美元对日元汇率也经历了布雷顿森林体系崩溃以来日波幅最大的一天。其对新兴市场经济体的影响是巨大的：外债利差急剧上升，国际信贷枯竭，结果，更为脆弱

的拉丁美洲经济开始陷入危机。

一些中央银行和国际社会迅速行动，成功地化解了爆发全球性危机的风险，到 1998 年底，发达国家的金融市场开始稳定下来。而且，尽管 1999 年年初巴西在经历了几个月的压力之后放弃捍卫自己的汇率，导致市场信心再次恶化，但它对其他国家的波及效应却令人惊异地短暂，对巴西的影响也比人们所担心的为轻。该事件表明，市场反应对于避免又一轮的国际金融动荡十分重要。在该事件发生的过程中，美国经济仍然保持强劲增长势头，日本开始采取重大措施来稳定经济和解决银行部门存在的问题，同时，亚洲危机国家表现出复苏的迹象，世界整体的经济环境有所改善。尽管如此，金融市场仍十分脆弱，对此最明显的证据就是波动性仍然很大，新兴市场经济体的外债利差仍然很高，其资本流入仍然大大低于繁荣时期的水平。

过去几年来的市场动荡引起了人们对“新的”日益一体化和证券化的国际资本市场波动趋势的担心，包括对国际资本流动的繁荣—衰退周期的担心，对市场动荡在各国之间传播的速度与强度的担心，以及对高杠杆经营加大市场波动（放大效应）的担心。近期的《国际资本市场》报告和《世界经济展望》深入地讨论了上述问题，同时，基金组织执董会的工作计划也正在考虑上述问题。在对近期资本市场和银行体系的发展情况作出回顾与评估后，今年的《国际资本市场》报告探讨了国际资本市场上的一些特征，包括高杠杆率机构与高杠杆行为带来的系统性问题及其他问题；一些新兴市场经济体在面临极端的外部压力时所采取的非常规的政策反应；以及主要的信用评级机构在近期危机中的表现。

1. 本报告中“新兴市场”一词所包含的内容要比其他文献所指的内容广泛得多，包括国际货币基金组织《世界经济展望》对“发展中国家”、“转轨国家”和一些先进经济体，如中国香港特别行政区、以色列、韩国、新加坡和中国台湾省的分类。

2. 在此处以及本报告后面的内容中，韩国、马来西亚、菲律宾、泰国和印度尼西亚被称为亚洲危机国家。由于许多亚洲国家受到区域动荡的严重影响，对危机国家的定义多少有些含糊。

第二章综合评估了成熟金融市场的近期发展趋势，指出了今后发展所面临的主要风险与不确定性。除国际资本市场经历的动荡外，成熟金融市场还大大受到去年发达国家在宏观经济状况和宏观经济政策上巨大差异的影响，尤其是相对于欧洲和日本经济，美国经济表现出的强劲增长；新兴市场经济体中的各种问题对银行体系产生了影响；以及全球转向低通货膨胀。在结构方面，去年金融市场发展的重要因素包括欧洲的金融一体化取得进一步进展，成功引入了欧元，日本实施了一系列措施，解决金融业面临的问题，以及主要银行体系之间再次出现并购风潮。尽管近期全球的金融环境有所改善，但仍存在一系列风险，如目前资产价格的持续高位，特别是美国资产价格的攀升能否持续，发达国家的主要银行体系潜藏薄弱环节，以及计算机千年虫问题有可能增加金融体系的不确定性。

第三章回顾并评估了新兴市场经济体的发展情况，重点集中于它们如何受到全球市场动荡的影响。1997年在经历了十年来首次出现的下降后，新兴市场经济体的私人市场融资于1998年大幅度下降，其中大部分是在1998年下半年国际市场动荡期间发生的。值得注意的是，外国直接投资在此是一个例外，同时，各类私人资本流入都急剧下降，其中银行信贷下降得最为明显。许多地区也经历了同样的下降过程，亚洲危机国家成为资本净输出国，危机期间，其储备急剧减少，这一阶段它们开始增加储备。作为对外部融资紧缩甚至撤出的反应，新兴市场经济体采取了一系列革新措施，以进入国际资本市场，但往往只是质量最佳的借款人获得了成功，有时还伴随着官方担保。毫不奇怪，外部融资条件更加严格，从而限制了新兴市场经济体的复苏，这并不奇怪，其影响与相关经济体的脆弱性有关，包括对短期外部融资的依赖程度，银行与公司部门的稳健，以及在促进金融部门应变能力方面取得的进展。1999年初，新兴市场经济体有所复苏，但许多借款人的外部融资能力仍然很弱。

紧随1998年国际金融市场的动荡，《世界经济展望和国际资本市场：中期评估报告》<sup>3</sup>指出，国际金融市场在私人风险管理、银行监管和金融市场监督等方面存在弱点，它们原本被人们用作防范系统性风险的主要防线。在后来的长期资本

管理公司事件中，一些国家的官方和私人组织建议解决上述薄弱环节。考虑到全球金融市场的变化影响深远，第四章探讨了一系列结构性因素，如全球流动性充足，竞争性金融部门相互竞争，追逐高回报，可能导致一些主要的金融中心杠杆率过高；另一类结构性因素是，俄罗斯危机后，市场参与者规避风险的行为增多，影响市场发展。杠杆率过高且未受到充分的监管不仅会产生严重的系统性问题，而且会引起一些国家的担心，它们认为一系列高杠杆率机构以大规模的资金左右了这些国家的市场。第四章的附件探讨了高杠杆率机构对中小国家的影响。

第五章讨论了新兴市场经济体在新的金融体系中的作用。许多新兴市场经济体面对极度的财务压力，近来采取了相对的非常规的方法来应付，同时考虑了国际投资者所用工具——往往利用杠杆经营——的发展变化。其中包括香港金管局1998年干预股市和衍生产品市场以防止高杠杆率投机者的“双重攻击”，马来西亚控制资本流出以增加国内货币政策的独立性并成功地关闭其离岸货币市场，以及巴西干预外债市场的措施。

随着资本市场成为融资的主要渠道之一，若干信用评级机构的作用日益增长，它们提供了评估新兴市场经济体投资信用风险的标准化方法。尽管它们在危机爆发前已经发现了一些亚洲国家金融体系中存在的弱点，但仍将其中许多国家的信用评级维持在投资级，随后又在危机时期大幅下调，这种做法被一些观察家们视作是加大经济周期波动的因素，加剧了危机的从众行为，并导致资本流动大规模逆转。在此背景之下，本报告在第五章回顾了亚洲金融危机过程中的信用评级，探讨了主要评级机构目前正在实施的一系列措施，后者旨在弥补此次危机中暴露出来的弱点。近期，巴塞尔委员会建议将银行的资本风险权重建立在其外部信用评级的基础之上，突出了评级机构目前强化和完善评级过程努力的重要性，有助于缓解国际资本流动的周期性波动，从而阻止银行贷款流向证券投资，以便更好地进行风险定价。

3. 见国际货币基金组织：《世界经济展望和国际资本市场：中期评估报告》（华盛顿，1998年12月）。



## 第二章 成熟金融市场的发展、变化趋势与存在的问题

过去 12 个月，成熟金融市场经历了严峻的动荡<sup>1</sup>。紧随俄罗斯危机之后，一家重要的对冲基金（长期资本管理公司）面临着新的困难，成熟金融市场经历了有史以来最为严重的动荡：在美国货币和信贷市场上，信贷与流动性利差急剧上升，主要的股票市场价格大幅下跌，日元对美元汇率的日际波幅则创下了布雷顿森林体系崩溃以来的最高纪录<sup>2</sup>。尽管如此，成熟金融市场仍然相当快地从动荡中恢复了过来，美国的信贷利差仍保持在高于危机前的水平上。随着市场动荡的逐渐消退，成熟金融市场主要受到国内和区域因素的影响，并在经济结构与宏观经济发展方面取得了一系列重大进展。欧洲经济与货币联盟启动，日本经济与金融部门遇到困难，通货膨胀保持低位并持续下降，以及主要发达国家在经济发展与经济政策方面仍然存在很大的差异，都对金融市场产生了重大影响。总体而言，截至 1999 年 6 月底，与一年前相比，成熟金融市场上的短期利率普遍保持低位，长期利率水平趋同，股票价格上升，与其他主要货币相比，美元坚挺。

### 成熟市场经历的动荡及动荡之后的情况<sup>3</sup>

#### 成熟金融市场动荡的产生

直到 1998 年 7 月，美国和欧洲的成熟金融市场仍普遍保持着强劲发展势头，各类金融工具之间的利差继续缩小，信用风险价格急剧下降（这一过程极少受到亚洲危机的影响）<sup>4</sup>。政府债券收益持续下降，股票价格再创新高——尤其是欧洲大陆的

一些股票市场，股票价格比 1997 年底的水平高出 45%—65%。在此，导致市场繁荣的一大原因是通货膨胀保持在十分温和的水平上，许多国家的国内需求稳定增长，市场对欧洲经济与货币联盟成功运作的信心增强。此外，成熟金融市场也由于投资者“对高质量资产的争夺”而获得繁荣，这些投资者将资金撤出了亚洲和其他新兴市场经济体。尽管存在以上有利因素，在 1998 年 7 月即将到来之际，市场仍然表现出疲软的迹象。美国和英国主要的股票市场价格指数持续攀升，但攀升的基础越来越脆弱，同时，“小型公司股票”（在一段时期里，它们的业绩远远超过了大型公司股票）指数开始下降。而且，美国市场上低于投资级债券的收益利差从 1997 年中亚洲危机爆发之前 240 个基点的历史最低水平上升了 90 个基点，原因是人们对经济周期日益担心，市场猜测经济增长有放慢的风险，同时亚洲金融危机对公司收益也产生了影响<sup>5</sup>。在其他国家，日本的股票市场疲软，其国内经济形势继续恶化，由于与亚洲国家有着紧密的贸易联系，也由于对商品出口十分依赖，一些国家（特别是澳大

1. 本章将主要探讨 1998 年 6 月至 1999 年 6 月期间的市场发展情况，讨论的日期截至 1999 年 6 月 30 日。

2. 特别值得一提的是，美元对日元汇率下跌了 7.7%；正如我们将在第三章中提到的，该时期新兴市场经济体的流动性枯竭。

3. 本章的讨论更新了《国际货币基金组织》（1998 年 b）第三章中的描述。

4. 参见《国际货币基金组织》（1998 年 a）第四章。

5. 该利差上升与美国公司收益增幅普遍下降以及一些国内公司的评级下降正好吻合。Salmon Smith Barney 于 7 月 6 日宣布它计划关闭其在美国设立的债券套利机构，这似乎减少了美国债券市场上的流动性，引起 7 月该利差上升，当年晚些时候市场波动加大。

利亚、加拿大、新西兰和挪威)的货币面临贬值压力;导致其他许多国家的货币也面临同样的贬值压力。

6月和7月间,信贷利差进一步扩大,美国和欧洲股票市场的涨势开始停滞。美国低质量公司债券的平均利差90年代初期保持在300个基点的水平上,4月底从250个基点的低水平上升至7月时320个基点的水平<sup>6</sup>。投资级债券利差的上升则较为温和。美国和欧洲的股票市场于7月中普遍达到高峰。我们很难认定是否有一个特殊的事件引发了其后的市场调整,但有几大因素引导投资者重新审查股票市场价值是否已达到创纪录的高水平,以及利差的下降是否可持续。首先,亚洲危机对产出增长和公司盈利的负面影响此时更为明显,特别是在美国。此外,亚洲新兴市场经济体的衰退比原来预期的更为严重,这一点也越来越清楚,日本经济迅速复苏的前景也不容乐观;同时,俄罗斯经济恶化的迹象也引起市场担心新兴市场经济的危机很可能蔓延至亚洲以外的地区。在这次动荡中,银行股票受到了最为严重的打击,部分原因是市场参与者为获取高额利润而出售此类股票,还有部分原因是市场对银行在新兴市场经济的风险头寸十分担心(见图2.1)。

### 成熟金融市场经历的动荡

8月下旬,尽管并未经历重大的通货膨胀冲击或经济冲击,但俄罗斯宣布卢布贬值并单方重组债务,引起了成熟金融市场的动荡,形势急剧恶化。在此,很难用俄罗斯在世界经济中的相对重要性来解释成熟市场动荡的程度,也不能用银行对俄罗斯的风险头寸来解释<sup>7</sup>。俄罗斯危机的爆发引起了市场重新评估风险并重新对风险定价,特别是对新兴市场经济体的投资进行重新评估,导致大量资产组合在全球金融市场流动,以求重新获得平衡。在随后的几个星期里,许多成熟金融市场的环境急剧恶化,增大了金融机构面临的压力,包括长期资本管理公司。股票市场的抛售狂潮加剧,从而抵消了同年早些时候股票价格的上升。美国股票市场于8月底结束了繁荣时期,股票价格与高峰期相比,下跌了20%,欧洲市场一直持续下跌,到10月上旬,下跌的平均幅度已达到35%。与此同时,政府债

券收益也加速下降,达到了自60年代中期以来的低谷,有的甚至是第二次世界大战以来的低谷,越来越多的投资者试图将资金转移至最安全、最具流动性的资产上(见图2.2)。例如,在8月中旬至10月初的6个星期的时间里,德国的政府债券收益下跌了70个基点,英国下跌了110个基点,美国则下跌了120个基点,相当于7—10年期债券收益的6%—11%(相当于50%—100%的年利率)。在欧洲的其他地区,债券收益与德国利率的利差扩大到该年度欧元区内(包括欧元核心国和周边国)的最高水平,而在欧元区以外,这种变化更为剧烈,丹麦和瑞典的利差在不到1个月的时间里增加了30—40个基点。

公司债券利差则从8月下旬开始急剧扩大,在有的国家,新发行债券总量明显下降(见图2.3和表2.1)。关于美国的完整数据最容易得到,其公司债券市场规模相对较大,发达程度相对较高(见图2.4)。低于投资级的债券与美国国债的利差从俄罗斯危机前的375个基点上升至10月中旬的600个基点,达到了90年代初美国垃圾债券市场崩溃以来的最高水平。同时,较高级别信贷的利差上升反映了美国国债收益的下跌,而不是实际融资成本上升。尽管如此,投资级以下债券的利差增大是与名义收益的急剧上升有关,而低于投资级的债券与投资级债券的利差急剧上升(在商业票据市场上,信用差异也出现了类似的扩大)。10月份,与第二季度月平均150亿美元的水平相比,美国高收益债券的发行量下跌至仅约20亿美元(同样,美国投资级债券的发行量也发生了大幅下降,但下降程度没有这么大)。有的欧洲市场的公司债券利差似乎也同样增大,但有关利差的时间序列数据十分有限。例如,AA级欧洲英镑债券与英国金边债券的利差在这一时期从90个基点上升至130个基点<sup>8</sup>。同时也有报告指出欧洲大陆发行的高收益公

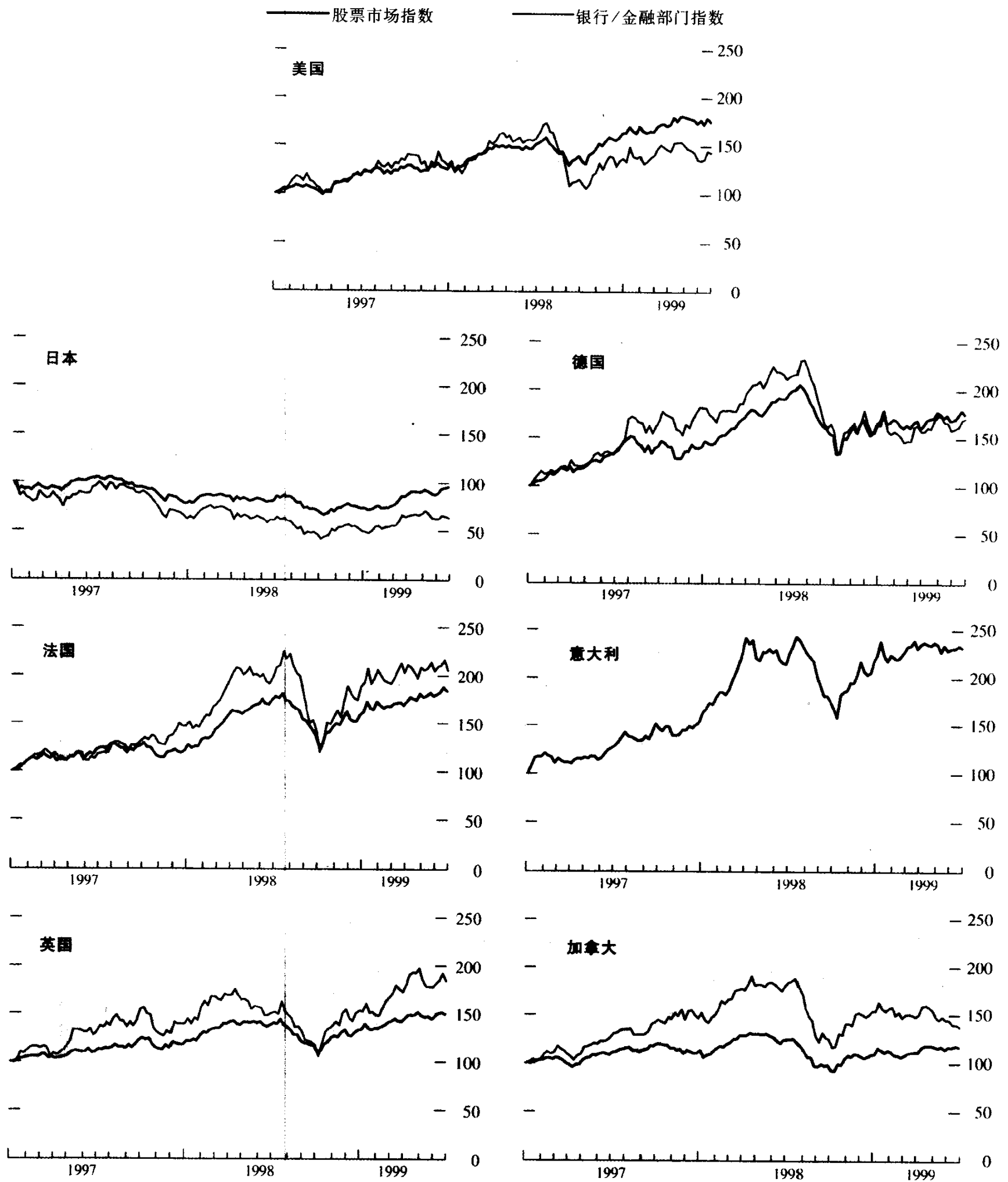
6. 有些市场分析家认为,信贷利差增大对资产负债有着不利影响,一旦出现问题,降低了市场参与者为俄罗斯债务展期的意愿。

7. 1998年,俄罗斯经济仅占世界GDP总量的1%左右,贸易额占世界贸易总量的1.2%左右;银行对俄罗斯的债权仅占BIS报告银行总债权的1%不到。

8. 各类英国公司债券的利差在第三季度也同样大幅增加。参见英格兰银行报告(1998年)第6页。

图 2.1. 主要工业国家：股票市场价格指数，1997 年 1 月 1 日—1999 年 6 月 25 日<sup>1</sup>

(以各国货币计：1997 年 1 月 2 日结束的周末价格 = 100)

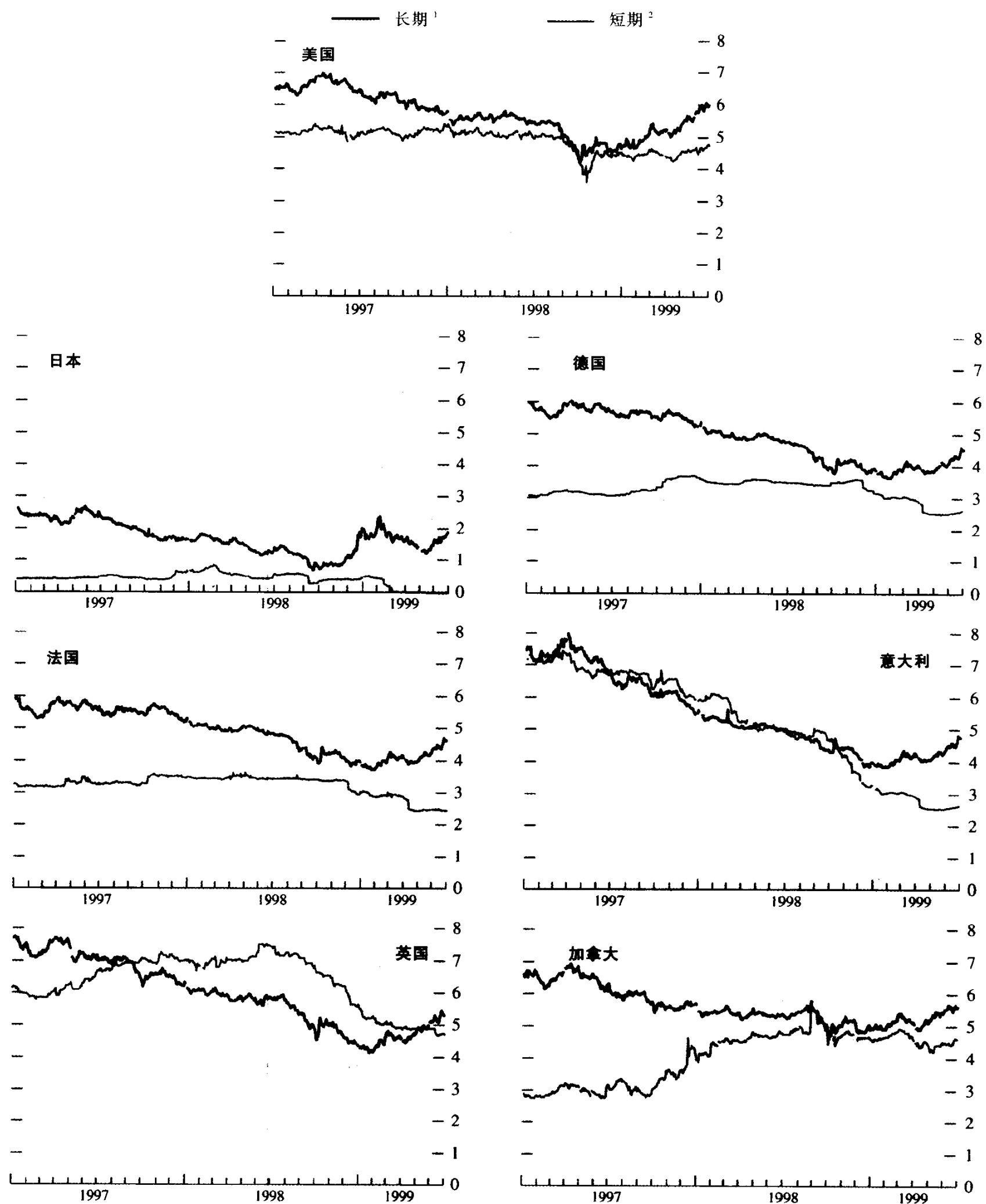


资料来源：Bloomberg 金融市场。

1. 美国采用标准普尔 500 指数；日本采用东京股票交易所价格指数；德国采用 DAX 指数；法国为法兰西 250 指数；意大利为米兰股票交易所 MIB 指数；英国采用金融时报综合指数；加拿大为多伦多股票交易所 300 指数。

图 2.2. 主要工业国家：名义利率，1997 年 1 月 1 日—1999 年 6 月 30 日

(百分比)

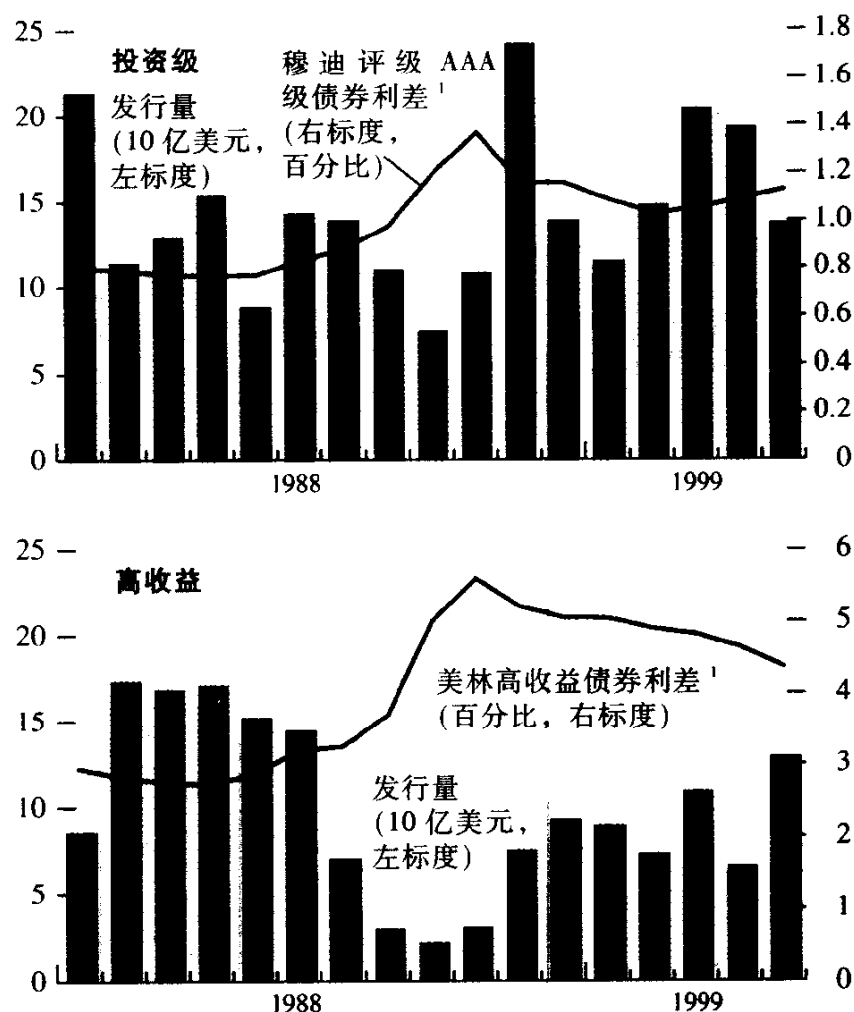


资料来源：WEFA; Bloomberg 金融市场。

1. 尚有 10 年到期或最近到期的政府债券收益。

2. 3 个月期：美国和英国的国债利率；德国、法国、意大利和加拿大为银行拆借利率；日本为存款利率。

图 2.3. 美国：公司债券市场，1998 年 1 月—1999 年 5 月



资料来源：联储理事会；Bloomberg 金融市场。

1. 美国 30 年国债收益差。

司债券总量大幅度减少。

从 8 月开始，长期固定收入市场情况恶化，人们开始担心美国可能出现普遍的“信贷紧缩”。大

型企业应付这种情况的方法是在困难时期利用其他的融资手段取代公司债券，从而避免融资困难<sup>9</sup>。

8 月和 9 月，一些企业发行商业票据，以延期发行公司债券。其他企业则抽回银行贷款，或利用信贷额度，当然银行的信贷标准在此会更加严格（有的企业延期偿还还在条件更加宽松时期已经发放和定价的贷款）。

9 月和 10 月初，在发达程度最高的金融市场上，人们对流动性风险和交易对手风险日益关注。而一家美国对冲基金——长期资本管理公司——高杠杆经营，其头寸卷入许多市场，包括场内交易市场，它与美国和欧洲的许多金融机构保持着密切的联系，但最终陷入困境，几乎倒闭，成为市场动荡的高潮。尽管纽约联储于 9 月 23 日组织私人机构出资挽救了该公司，但在随后几个星期的时间里，由于市场参与者日益担心其他金融机构也处于困境或被迫以极低的价格在流动性很低的市场上出售资产，于是投资者匆匆了结交易头寸，市场动荡加剧。

由于杠杆率的迅速降低，市场波动性急剧增加，并且，不同资产种类之间的正常定价关系出现重大偏离<sup>10</sup>。例如，俄罗斯重组债务期间，美国国债市场上“最新发行的某期限的债券”与“原来发行的该期限债券”的利差从不到 10 个基点上升

9. 参见联邦储备体系理事会报告（1999 年 a）。

10. 人们观察到的市场价格波动表明了流动性下降的问题，以及更广范围内正常市场功能失效，有关这类问题的报告有许多。

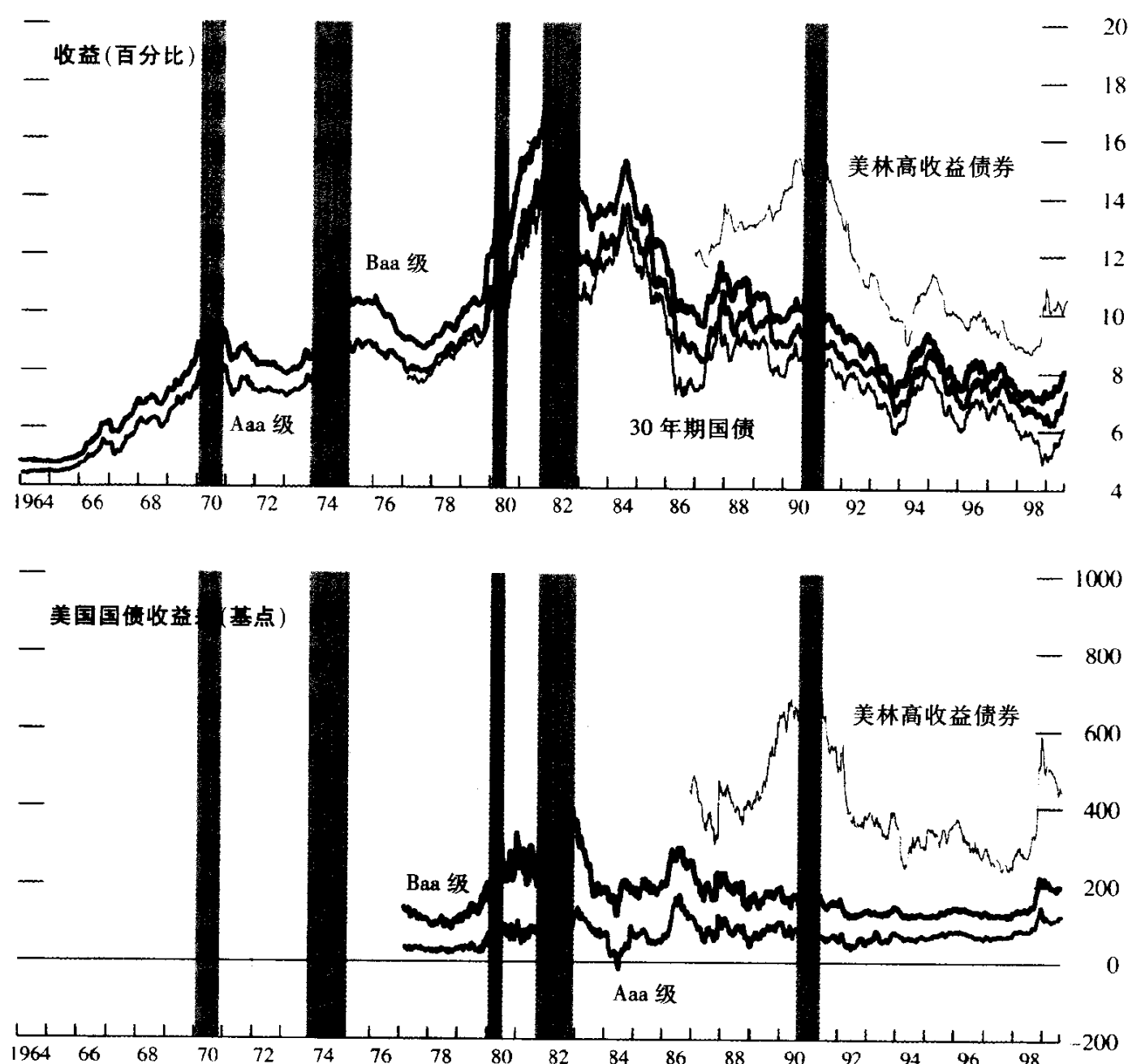
表 2.1. 主要工业国家：私人部门的债券余额<sup>1</sup>

(单位：10 亿美元)

|     | 1993    | 1994    | 1995    | 1996    | 1997    | 1998    | 1998    |         |         |         |
|-----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|     |         |         |         |         |         |         | Q1      | Q2      | Q3      | Q4      |
| 美国  | 3,418.2 | 3,651.0 | 4,072.3 | 4,605.6 | 5,218.1 | 5,946.0 | 5,486.4 | 5,656.7 | 5,802.3 | 5,946.0 |
| 日本  | 1,325.6 | 1,497.3 | 1,529.7 | 1,468.5 | 1,316.6 | 1,434.1 | 1,298.6 | 1,192.0 | 1,211.7 | 1,434.1 |
| 德国  | 738.5   | 867.2   | 1,033.5 | 1,030.5 | 961.1   | 1,137.5 | 956.7   | 997.4   | 1,126.7 | 1,137.5 |
| 法国  | 541.2   | 572.4   | 605.3   | 567.7   | 471.8   | 484.2   | 453.6   | 444.3   | 488.9   | 484.2   |
| 意大利 | 300.0   | 325.4   | 356.5   | 411.6   | 348.9   | 363.8   | 333.5   | 339.9   | 361.9   | 363.8   |
| 英国  | 134.2   | 170.2   | 187.3   | 261.0   | 311.9   | 388.3   | 336.9   | 347.5   | 372.1   | 388.3   |
| 加拿大 | 45.7    | 45.8    | 50.5    | 63.8    | 77.2    | 82.7    | 79.8    | 82.8    | 81.0    | 82.7    |
| 总计  | 6,503.4 | 7,129.3 | 7,835.1 | 8,408.7 | 8,705.6 | 9,836.6 | 8,945.5 | 9,060.6 | 9,444.6 | 9,836.6 |

资料来源：国际清算银行。

1. 指以上各国居民发行的本币债券。包括短期债券(如商业票据)。

图 2.4. 美国：公司债券和国债收益，1964 年 1 月 3 日—1999 年 6 月 25 日<sup>1</sup>

资料来源：联储理事会；Bloomberg 金融市场；美林公司。

1. 每周数据；平行曲线表示穆迪对公司债券的评级。美国国债采用 30 年期债券收益。阴影部分表示衰退时期。

至 15 个基点，到 10 月中旬达到 35 个基点的顶峰，表明投资对“新发行债券”征收了非比寻常的高风险溢价（见图 2.5）<sup>11</sup>。欧洲美元市场上的收益与类似期限的美国国债收益之差也达到了有史以来的最高水平，商业票据与国债的收益之差，以及利率掉期与政府债券收益之差也是如此，反映出市场对交易对手风险的担忧。包括美元、德国马克和英镑在内的利率掉期利差均出现增大的趋势。英国货币市场上英镑的同业拆借利率与一般的抵押回购利率之差在第四季度急剧上升，部分原因是市场对流动性风险和交易对手风险十分担忧（它还反映出年底市场对流动性的需求增大）<sup>12</sup>。

外汇市场也同样经历了这样一个急剧动荡的回

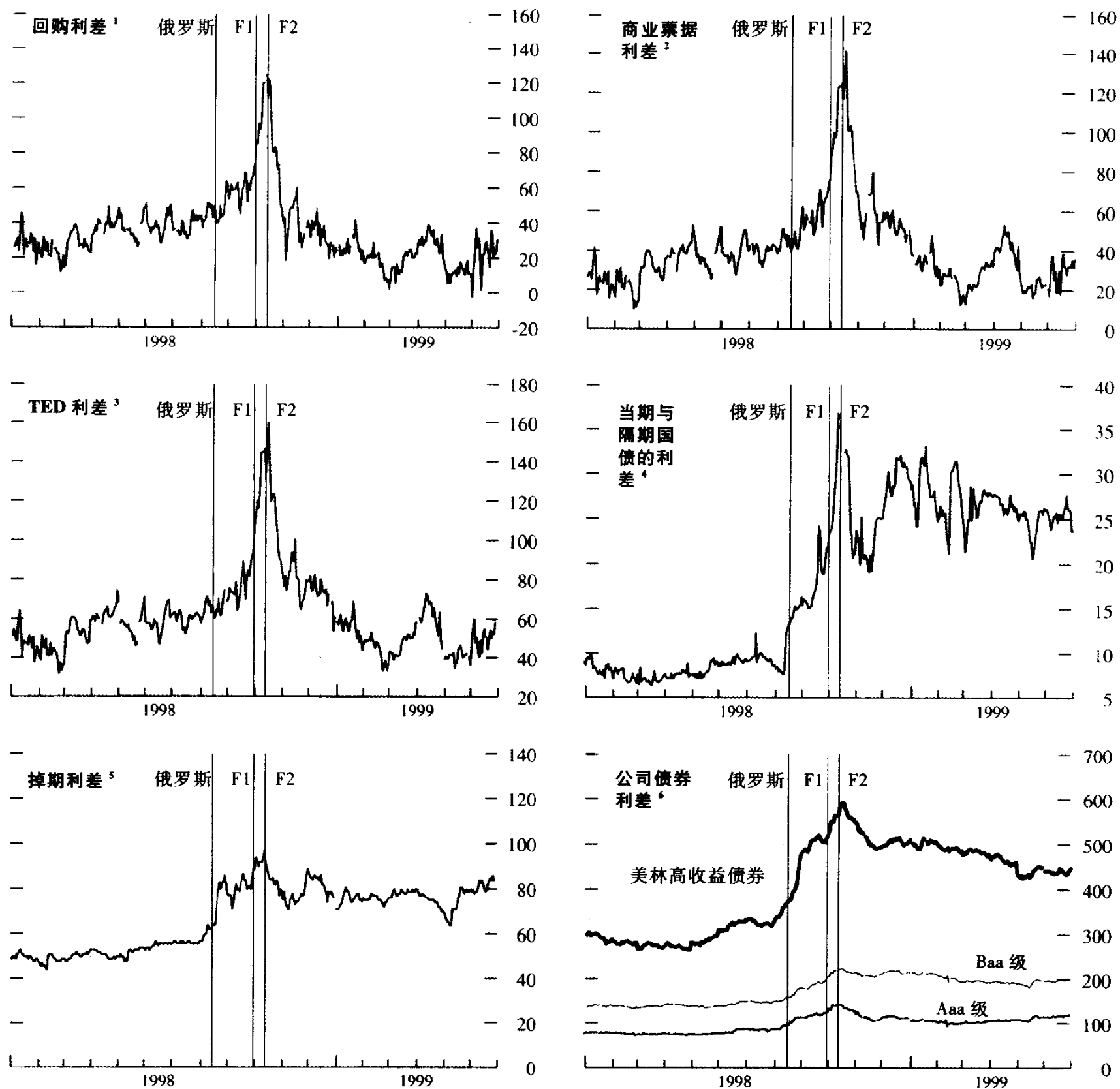
合。尽管美国的经常项目失衡不断增大，直到 8 月中，美元对多种货币的汇率仍继续保持强劲势头，其对主要欧洲货币的汇率相对稳定，但对日元和主要商品出口国货币的汇率却进一步上升（见图 2.6）。随着新兴市场经济体的危机向全球蔓延，市场开始怀疑美国经济能否继续保持强劲增长，预期美国货币政策态势将从适度从紧转向大幅放松，

11. 这一比较主要针对 25 年期和 30 年期国债之间的利差，但其他期限国债之间的利差也出现了类似的变动模式。最新发行的某一期债券是指刚刚发行的特定期限的债券，而原来发行的该期限债券则指原来发行的同一期限的债券。

12. 见英格兰银行报告（1999 年 b）16 页。

图 2.5. 美国：固定收入证券市场发展，1998 年 1 月 1 日—1999 年 6 月 30 日

(单位：基点)



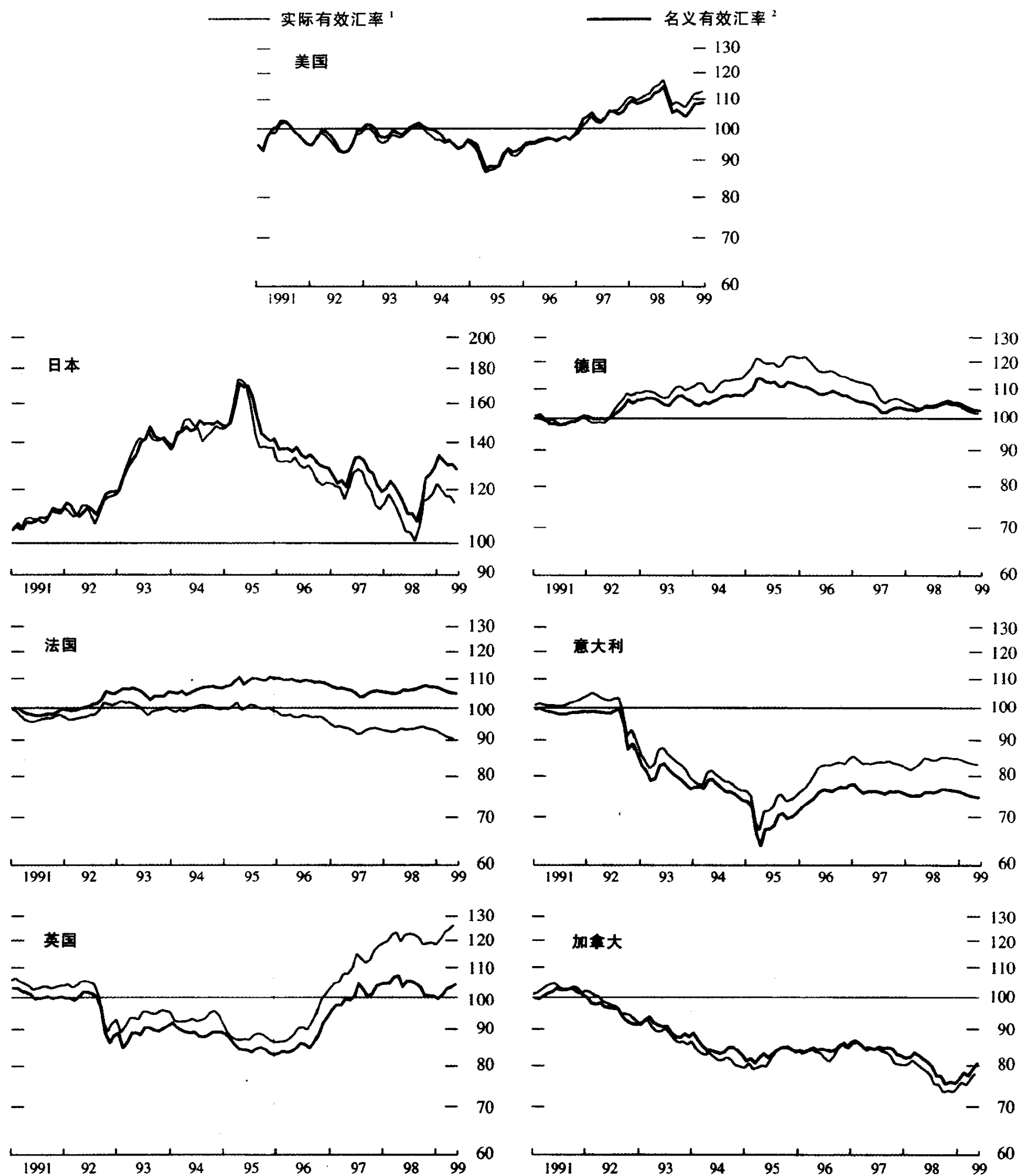
资料来源：Bloomberg 金融市场；美林证券。

注释：直立线表示：俄罗斯 = 俄罗斯延期支付债务(1998 年 8 月 17 日)；F1 = 美联储利率下调(1998 年 9 月 29 日)；F2 = 联储利率下调(1998 年 10 月 15 日)。

1. 3 个月期国债回购利率与 3 个月期国债利率之差；
2. 90 天投资级商业票据与 3 个月期美国国债之间的利差；
3. 3 个月期美元 LIBOR 与 3 个月期美国国债的利差；
4. 25 年期美国国债与 30 年期当期国债之间的利差；
5. 10 年期美元固定利率掉期与 10 年期美国国债之间的利差；
6. 30 年以上美国国债的利差。

图 2.6. 主要工业国家：有效汇率，1991 年 1 月—1999 年 5 月

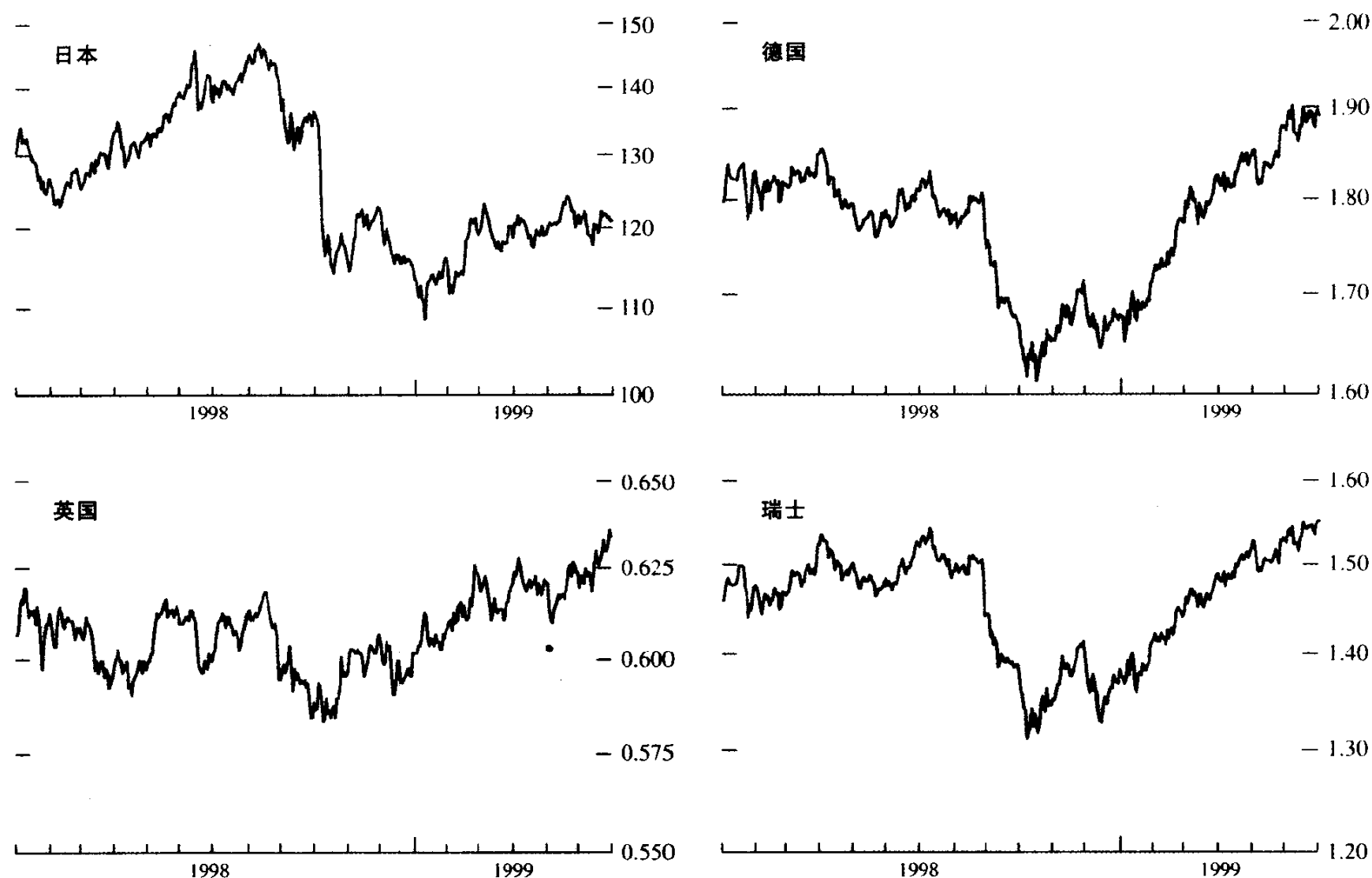
(对数：1990 = 100)



1. 以制造业中一般的单位劳动力相对成本定义，由国际货币基金组织的竞争力指标体系利用 1989—1991 年的贸易权重估算。
2. 用 1989—1991 年的贸易权重估算。

图 2.7. 若干国家：对美元的汇率，1998 年 1 月 1 日—1999 年 6 月 30 日

(单位：1 美元兑多少单位本币)



资料来源：Bloomberg 金融市场。

美元走弱<sup>13</sup>。此外，日本在人们期待已久的银行业改革方面取得更大进展（将在附录二中讨论），并进一步采取了财政与货币政策以刺激经济复苏，这大大改善了持有日元风险头寸的投资者对风险的权衡。另一方面，美元最初的走弱相对有序；8月中到10月初的这段时间里，它对日元和德国马克的汇率仅下跌了不到10%。但从10月5日开始，局势发生了变化，在三天的时间里，美元对日元汇率下跌了15%，其中一天下跌的幅度成为布雷顿森林体系崩溃以来最大的。这一变动反映了日元的总体升值态势；同一时期，美元对德国马克的汇率也下跌了将近2%（见图2.7）。上述情况还与除日本以外的成熟金融市场收益曲线急剧变陡的情况巧合在一起，债券收益从历史的最低水平开始上升，同时短期利率继续下跌。在同一周，美国3个月期与10年期国债的利差上升了85个基点，德国上升了50个基点，英国则为60个基点。

很难简单地用经济基本因素变化来解释日元对

美元汇率，以及主要信贷市场发生的上述急剧变化。相反，外汇与信贷市场价格的大幅波动则说明了全球投资者（包括一些高杠杆率机构）纷纷了结未完成交易，在不断加剧的市场动荡中降低杠杆率。例如，日元对美元汇率的急剧上升似乎是由于日元风险头寸——“日元融资套利”——的大规模了结，由于一些机构执行了止亏指令和动态对冲保值策略，使其对汇率的影响效应被放大<sup>14</sup>。同时，随着证券价格下跌，具有高杠杆证券头寸的市场参与者为交付保证金迅速出售证券，从而加剧了价格的下跌。价格的下跌与市场波动的加大也引起了证券市场中的套利者和造市者减少持有的头寸和存量，从造市活动中撤出，从而减少了证券市场上的流动性，加剧

13. 如，8个月期的联邦基金期货合约的隐含收益从5月和6月期间的5.6%左右下降到10月中的4.25%，表明市场参与者认为在今后的几个月里货币政策将大幅度放松。

14. 参见《国际货币基金组织》讨论以日元结算的交易中（1998年b）的专栏3.1。

了价格下跌的趋势。在此情况下，作为一个重要的造市者与证券市场流动性的提供者，长期资本管理公司表现出的面临压力的迹象，以及该公司和其他类似机构了结持有的头寸所可能产生的抛售压力很不确定，从而加大了出售压力，引起了市场对价格下跌及杠杆率下降速度可能加快的担心<sup>15</sup>。

根据上述情况，美国联邦储备委员会决定从9月底开始下调利率。9月29日的美联储公开市场委员会会议首先将联邦基金利率下调了0.25%，但未能平息市场动荡；利差继续攀升，股票价格进一步下跌，市场波动继续加大。为此，美联储于10月15日再次将联邦基金利率和贴现率下调0.25个百分点，事实证明这是一项关键性的政策措施，缓解并最终扭转了市场情绪的继续恶化。放松银根——与首次下调利率相隔如此之短的时间，且并非是在公开市场委员会定期会议中决定的（这是自1994年4月以来的第一次）——清楚地表明了美国货币当局必要时会随时准备采取更加积极的措施，以维护金融市场的正常运作。在其他地区，日本银行于9月9日将无抵押的拆借指导利率提高了25个基点至0.25%，同时，澳大利亚、加拿大和欧洲也于9月的晚些时候下调官方利率。更进一步的是，欧洲经济与货币联盟区内中央银行的行动表明，各国中央银行的利率也许会向核心国利率靠齐。尽管上述情况主要由各国的国内因素驱动，但从全球的角度来看，它们发挥着相当有益的作用，帮助放松了工业国家的银根。

从美联储于10月中旬第二次下调利率开始，货币和信贷市场在一定程度上开始归于平静。货币市场的利差迅速下降到危机前的水平，但信贷利差的下降较为缓慢，仍然高于危机前水平，也许是由于杠杆率的下降（回到俄罗斯危机前普遍较小的信贷利差水平也许不太可能，也无必要）<sup>16</sup>。除信用级别较低的信贷外，成熟市场上的实际融资成本在这一时期似乎并未显著上升，而且对于1998年下半年的许多借款人而言，甚至是下降。尽管11月份的调查表明银行开始严格紧缩贷款条件，短期利差出现回升的迹象，长期债务的发行量开始有所恢复。美联储在11月17日的公开市场委员会会议上决定再次将联邦基金利率和贴现率下调0.25%，并指出尽管金融市场自10月中旬以来已经明显稳定下来，但仍存在一些不寻常的紧张因素。之后，短期利差下

降。下调利率后的平稳反应表明市场动荡主要是由于市场重新评估风险而对广义的流动性（包括证券市场的流动性）产生了突然而巨大的压力。

## 市场动荡以来货币与信贷市场的发展

自1998年11月以来，市场动荡逐渐平息，美国、欧洲和日本货币与信贷市场再次由国内与区域性因素主导，这些因素包括美国经济的持续强劲增长，欧洲经济与货币联盟的进程，日本疲弱的经济增长，其金融体系持续存在的困难以及相关的政策反应等。

到1998年底，随着市场动荡的平息和市场参与者对高质量资产的争夺逐渐结束，美国的固定收入市场将注意力转向了巴西面临的极大压力。在此，市场参与者早早地就采取了套期保值的措施，或是了结风险资产，这样，1999年1月13—15日巴西里亚尔的贬值与浮动对长期信贷利差或短期货币市场利差几乎没有产生什么影响<sup>17</sup>。

到1999年初，市场形势清楚地表明，尽管动荡后信用风险得到了重新定价，信贷差异上升，但许多美国企业获得信贷的渠道并未彻底减少<sup>18</sup>。高收益和Baa级债券对Aaa级债券的利差仍然很大，但商业票据市场的分级（也就是信用风险差异）减少。美国公司债券对美国国债和美元掉期的利差仍然高于危机前的水平；德国马克和英镑掉期的风险以及英国公司债券的风险也被重新定价<sup>19</sup>。尽管市场对美国市场的风险进行了重新定价，但商业票据与公司债券的发行恢复了增长步伐，银行贷款也以类似于1998年初的速度增长（但有迹象表明，银行贷款的条件比动荡前更加严格，高收益债券的发行与1998年上半年相比，增长不是那么强劲）<sup>20</sup>。

15. 参见第四章。

16. 美国过去发行的30年期国债与最新发行的30年期国债的利差也仍保持在高于危机前的水平上，也许是由于杠杆率下降，市场套利动机减少。

17. 关于里亚尔浮动的具体细节，请参见《国际货币基金组织》（1999年）第44—49页。

18. 1998年，投机债务的违约率上升，也导致了对信用风险的重新定价。

19. 参见英格兰银行报告（1999年b, 1999年c）。

20. 此时的长期资本管理公司已恢复盈利，其盈利幅度于1999年上半年超过了其他高收益的对冲基金。

同时，经济数据表明美国经济持续强劲增长，固定收入市场上的收益开始反映出人们对可能有必要紧缩货币政策以控制通货膨胀的担心，特别是要考虑到在 1998 年下半年放松了银根。从 1998 年 12 月底到 1999 年 5 月中旬，长期利率强劲上升；对货币政策态势的预期指标，如收益曲线的斜率和联邦基金远期利率等，也开始被上调。美联储公开市场委员会在其 5 月 18 日的会议上倾向于紧缩银根，随后由于预计公开市场委员会将在其 6 月底的会议后紧缩银根，收益率进一步急剧上升。到 1999 年 6 月中旬，美国 30 年期国债的收益率已从 1998 年底的水平上上升了 100 个基点，达到高于 6% 的水平，而联邦基金远期利率也在 1999 年下半年上升了 60 个基点。到 6 月 30 日，正如人们预期的一样，公开市场委员会将联邦基金的目标利率提高了 25 个基点，到 5%；长期国债的收益率下降，股票市场开始止跌回稳<sup>21</sup>。

欧洲的货币与信贷市场继续受到欧元区趋同政策与引入欧元计划的影响。欧元区的利率趋同仅在动荡时期受到短暂影响。在市场动荡之后，欧元区政府债券收益下降的趋势得以恢复。欧元区政府债券与可比的德国国债间的利差缩小，意大利的这一指标甚至曾转为负。短期利率也不断趋同，在年底的时候紧密联动。

引入欧元在总体上比有些人的预期更为成功和顺利。1999 年 1 月，跨欧洲自动实时全额结算快速划拨系统 (TARGET 系统) 经历了一些小小的麻烦，银行很快适应了这一新的系统，问题迅速得到解决。1999 年的前几个月，隔夜拆借利率多少有些波动，3 月，随着银行根据新的货币政策操作安排进行调整，欧元隔夜指数平均数 (EONIA) 下跌到低于欧洲中央银行再贷款的水平<sup>22</sup>。从总体上说，到 1999 年 5 月，欧洲货币市场在各国和机构之间基本可以有效配置资金，具有超额流动性的金融体系与金融机构有能力向有需求的体系和机构提供流动性。但是，欧元区金融市场环境具有的某些特点限制了跨境交易，包括掉期与回购交易。这些特点是：市场结构的不同（如双边同业拆借贷款额不同）、基本市场条件的国别差异（如支付与证券清算系统）和政策的国别差异（如税收、法律和监管环境，包括对回购交易的法律规定各有不同），

这些特点有的是由欧洲经济与货币联盟的金融结构决定的。

欧洲经济与货币联盟启动后，欧元政府债券对德国政府债券的利差普遍保持稳定，直到第二季度美国国债利率上升，导致上述政府债券利率也上升。西班牙、葡萄牙和意大利的债券利差上升，因为欧元区内各国的经济状况出现差异的迹象，市场担心意大利放松财政赤字目标。除此之外，其他各国的债券利差由一系列因素决定，包括流动性的差异、预期的信用风险、交易传统和市场基础设施（如清算和支付系统）差异等<sup>23</sup>。

1998 年 9 月的《国际资本市场》报告提出欧洲经济与货币联盟当局在防范和管理金融危机，特别是正在进行的欧洲货币与金融市场的一体化进程和银行业重组进程中仍然面临着一系列挑战。自该报告发布以来，欧洲经济与货币联盟在迎接并面对上述挑战方面已经取得了重大进展，采取了一系列重大措施来促进欧洲联盟监管当局之间的合作与协调。首先，欧洲中央银行的银行监管委员会支持欧元系统内的决策机构执行监管职责，并为各国交流与欧元系统的任务并不十分相关的监管政策与监管实践提供了一个论坛。其次，欧洲经济与货币联盟正在讨论今后进一步加强监管当局之间的多边合作和信息交流。而且，银行监管委员会正致力于加强欧元系统与支付体系监管当局之间的合作。第三，在 1999 年 6 月欧洲委员会的科隆会议上，成立了金融服务行动计划交流委员会。该行动计划的一个重要内容是认为有必要保证欧洲联盟的监管框架适用于区内的任一金融市场。委员会已提出了具体的行动计划和实施计划的时间表，并将征求由财政部长代表组成的高级小组的意见。该小组已经开始成为一个信息交流中心，探讨并表监管与部门监管的有关问题、中央银行与监管当局之间的正确关系、

21. 相反，1999 年上半年，尽管 4 月国债利率下降，随后又反弹（它导致货币市场上的利差出现短暂上升），但当期的短期利率几乎没有什么改变。

22. 附录一详细探讨了这些情况与结构问题（包括支付与证券清算系统）。

23. 这些因素也决定了欧元区基准收益曲线的构成，它被市场参与者认为长期内它由德国证券构成，短期内由德国和法国证券构成。

加强监管组织之间合作的必要性以及今后在全欧洲范围内实施监管的可能方式。第四, 1999年2月, 欧洲证券委员会的成员对证券交易活动的监管签署了一项多边谅解备忘录。

在危机管理领域, 欧元系统内已就提供紧急流动性援助的责任达成了协议。在一家尚具清偿能力的机构发生流动性问题的情况下, 提供紧急流动性援助将是各国中央银行的职责与决策。如果该援助规模庞大, 影响货币政策, 该国中央银行应同欧洲中央银行协商, 也许还要求欧洲中央银行体系决定是否需要提供这样规模的援助。在这种情况下, 紧急流动性援助的定义是向一家缺乏流动性、但并未资不抵债的金融机构提供的援助, 以控制可能产生的任何系统性风险或波及效应。关于清偿能力问题, 财政部长、欧洲理事会和欧洲中央银行已经开始联合评估目前是否需要调整所采用的工具与职能, 以适应欧洲经济与货币联盟的条件。

日本的货币与信贷市场受到处理银行业困难和宏观经济持续疲软的重要政策措施的影响, 也受到加速公司重组的影响。在此背景之下, 日本的货币与信贷市场在本阶段大大背离了国际市场的发展。

日本银行所采取的保持货币与金融稳定的措施引起了短期利率大幅下降; 隔夜拆借利率实际已下降至零的水平。1998年下半年, 随着国内经济活动放慢, 日本银行放松银根, 隔夜拆借利率陡然下降到25个基点的水平(据报, 一些国际性银行在1998年11月实际采用了负的伦敦拆借利率)。日本银行于1999年2月进一步放松货币政策, 宣布“鼓励无抵押的隔夜拆借利率下降到尽可能低的水平”。隔夜拆借利率随之下降至仅为3个基点的水平, 扣除手续费之后实际为零。拆借资金的低回报导致资金从货币拆借市场转移到银行存款, 因此拆借市场大幅度萎缩<sup>24</sup>。由于在岸市场上的融资利差与日本的风险溢价迅速下降至大约为零的水平, 流动性压力大大缓解<sup>25</sup>。

在本报告所关注的时期内, 日本国债市场上的供求变化导致日本国债收益波动加大。随着资金的回撤和市场日益担心国内经济形势和银行业存在的问题, 对日本国债的需求急剧上升, 导致10年期国债收益率从6月底160个基点的水平下降至11月中旬的80个基点。随后, 市场认为财政政策扩

张后可能大大增加对日本国债的供应, 同时信托基金局很可能撤回对市场的支持, 因此, 日本国债收益率急剧回升, 到12月达到了225个基点的高水平。早些时候, 有人放风(后于1999年3月得到了官方的证实)信托基金局会继续购入日本国债, 向主要的银行注入公共资金, 上述消息的披露引起国债收益率下降, 且波动减小, 但两者又于第二季度再次上升<sup>26</sup>。

国际信贷市场受到了各主要国家市场发展的极大影响<sup>27</sup>。1998年下半年, 国际信贷市场向成熟市场的借款人发放的贷款似乎受到成熟市场动荡的沉重打击。辛迪加贷款急剧下降, 贷款条件变得更加严格(见表2.2和图2.8)<sup>28</sup>。1999年第一季度的国际债券净发行量强劲回升, 已宣布的发行总量创下历史最高纪录, 但辛迪加贷款量继续下跌, 贷款利差扩大, 可能是受日本的银行继续撤回并希望持有流动性较好的资产影响<sup>29</sup>; 与此同时, 发行了大量欧元债券<sup>30</sup>。从更一般的角度来看, 国际债券的币种结构反映了主要金融市场在这一阶段的发展, 1998年, 日元债券发行减少, 埃居(ECU)债券发行量增加(见表2.4)。

24. 保险公司在资金从拆借转移到银行存款的过程中最为活跃。保险公司、投资信托公司和区域性银行是无抵押拆借市场的重要资金供给方。城市银行、外资银行和区域性银行是重要的借款人。

25. 日本的风险溢价是日本银行支付的LIBOR与其他国际性银行支付的LIBOR之差。

26. 宣布采取措施增大日本国债对国际市场投资者的吸引力也是导致国债收益波动减小的因素之一。这些措施包括免除非居民持有国债收益的利得税, 鼓励采用日本银行的登记系统, 消除对日本国债拆借的准备金, 允许剥离国债, 并发行5年和30年期国债。

27. 这一部分讨论的是成熟市场上向借款人发放的贷款。第三章讨论向新兴市场经济发放的贷款。

28. 但美国的辛迪加贷款市场在该阶段明显持续繁荣(参见《贷款万岁》第67页)。

29. 此外, 辛迪加贷款市场发生了结构变动, 该类贷款条件已接近债券市场条件, 因此贷款价格更密切地反映了现行市场状况。这些结构性变动包括机构投资者和投资银行入市增加, 证券化和二级市场交易增多, 以及“市场灵活性”条款的引入, 它允许对资产进行重新定价, 重组现行安排, 以适应银团组织贷款时期市场条件的变化。

30. 1999年第一季度, 美元仍然是债券发行的主要货币, 其比重达总发行量的50%, 欧元占36%。