

国际证券投资

白杨 主编
石雪 李钢 李泽骏



中国商务出版社

国际证券投资

白 杨 主编

0.37/02



3 0106 3215 0



中国商业出版社

C

173852

(京)新登字 073 号

图书在版编目(CIP)数据

国际证券投资/白杨等编写. —北京:中国商业出版社, 1994. 8

ISBN 7-5044-2837-X

I. 国… I. 白… II. 国际证券投资 IV. F

中国版本图书馆 CIP 数据核字(94)第 号

责任编辑:刘洪涛

中国商业出版社出版发行
(100033 北京广安门内报国寺1号)

新华书店总店北京发行所经销

北京市印刷厂印刷

1994 年 8 月第 1 版 1994 年 8 月第 1 次印刷

787×1092 毫米 32 开 8.56 印张 180 千字

印数 1—2000 定价:7.80 元

(如有印装质量问题可更换)

序 言

由于越来越多的证券进行着国际多样化经营,出版一本有关证券管理实践方面的书的需要增长了。本书以国际证券多样化投资如何和为什么成为国际投资过程中的主题为内容展开讨论的,并解释在每一种情况下这个主题如何受将资产包容进不同货币和投入不同的国家的决定的影响。

历史回顾这一章的主旨在于展示从1914到1974年六十年间构成一段十分特殊的时期。在那段时期以前和从那段时期以后,国际投资一直是证券市场的一个固定组成部分。显然,两次世界大战、经济萧条和最主要的限制性规定使两代投资者丧失了将他们的证券伸展到国界之外地区的机会。在历史回顾这章中也可清楚看到现代化的通讯对多样化投资过程并非必需品。

在做出资产配置决定时,许多投资者不愿背离“标准实践”。被认可的投资准则对决定如何安排大部分融资十分重要,因此本书第一、二章讨论了养老金国际多样化投资的现行限度。养老金不仅数额巨大,而且是研究的理想目标,因为国外统计部门倾向收集和公布养老金的数据,而且养老金无疑具有更长的历史,最重要的是至少在讲英语国家,养老金有很大的自由决定自己的战略。

在第一章中,评述了世界各国养老金系统多样化投资的

程度。第二章,讨论了美国养老金国际多样化投资的影响。

考虑到越来越多的投资者确实在使用海外资产,我们必须回答下列问题:第一,什么是国际投资?第三章的引入就是要投资者切忌因操纵国内证券的舒适和熟悉而对与国外证券相关的风险产生误解。第二,设计和监控建立的投资组合的战略是什么?

第一至第四章涉及国际投资决定的理智背景,其余五章有关国际投资的日常程序。在第五章中,我们就如何用定量方法分析股票价格和市场指数以帮助人们建立合理的证券投资组合进行了调查。在第六章中就证券市场全球化如何影响研究工作的内容和组织进行了讨论。这些章节使我们朝着对某一特别证券进行投资的决定走得更近。第七章因此讨论了在多种货币证券中贯彻交易战略和保持现金帐户控制的复杂性,这引导我们进入了在第八章中保管现金和有关内容中去。最后,在第九章中,我们来到投资管理者必须就他的表现对其客户负责的阶段。

目 录

第一章 国际投资历史回顾	(1)
第一节 十八世纪的国际投资概况.....	(1)
第二节 十九世纪的国际投资概况.....	(2)
第三节 二十世纪的国际投资概况.....	(8)
第二章 1974—1985 年全球养老基金投资	(14)
第一节 国际投资的原因.....	(14)
第二节 私营部门养老金资产的增长.....	(16)
第三节 美国的情况.....	(17)
第四节 欧洲的情况.....	(24)
第五节 其他国家.....	(30)
第六节 未来的展望.....	(33)
第三章 美国养老基金证券的国际多样化投资	(51)
第一节 国际多样化投资的动机.....	(52)
第二节 制度变化和立法变化.....	(53)
第三节 国外市场机会.....	(54)
第四节 遏制国际多样化投资的制约因素.....	(56)
第五节 养老基金多样化投资的中间人.....	(62)
第六节 国际多样化投资的增长.....	(74)
第七节 美国市场的含意.....	(82)

第四章 国际多样化投资	(86)
第一节 有价证券的国际性分散投资案列.....	(86)
第二节 固定收入证券的国际分散投资.....	(99)
第三节 难点所在.....	(104)
第五章 战略、制定和展望	(116)
第一节 目标.....	(116)
第二节 积极与消极的证券管理.....	(117)
第三节 资产分配.....	(126)
第四节 管理者风格.....	(129)
第五节 投资哲学.....	(132)
第六节 证券特点.....	(139)
第六章 定量分析	(141)
第一节 定量投资技术.....	(141)
第二节 世界股票市场.....	(144)
第三节 不同市场及货币的特征.....	(146)
第四节 国外市场相关矩阵.....	(169)
第七章 国际投资调查	(170)
第一节 国际市场中的证券评估.....	(170)
第二节 研究工作的组织.....	(181)
第八章 交易与现金管理	(192)
第一节 交易.....	(192)
第二节 现金管理.....	(219)
第九章 全球保管业务	(232)
第一节 投资证券组合管理.....	(232)
第二节 结算期.....	(234)

第三节	中央保管	(235)
第四节	结算方式	(236)
第五节	387 条款和交收系统	(238)
第六节	公司的行为	(239)
第七节	收入和利息托收	(240)
第八节	预扣税款	(241)
第九节	外汇	(242)
第十节	市场开发	(243)
第十一节	代理银行的选择	(244)
第十二节	通讯问题	(244)
第十章	会计结算和绩效评定	(246)
第一节	国际证券的会计总结	(246)
第二节	会计结算主要原则	(247)
第三节	评估国际证券时可能出现的问题	(251)
第四节	计算利润率	(257)
第五节	绩效评定与基本标准的比较	(261)
第六节	分开国际利益的组成部分	(267)
第七节	绩效评定的新方向	(272)

第一章 国际投资历史回顾

对于那些正在考虑将一部分资金首次投至国外的机构来说,了解国际多样化投资如同了解金融市场本身一样重要。国际多样化投资行为的实例主要取自个人投资组合的建立,因为直到最近各种机构才把持了金融市场。对于海外证券投资的特殊的争论早在几个世纪前就存在了。

第一节 十八世纪的国际投资概况

十七世纪的阿姆斯特丹是第一个真正的金融证券市场所在地。这一发展标志着证券业同汉萨同盟商业金融活动和中世纪伦巴第银行业务活动的分离。1688年英国人获得了对荷兰的统治权。十七世纪90年代,一些商业经验从阿姆斯特丹传到伦敦。显然,这些经验的流入对处于萌芽状态的股市产生了影响。1697年,英国国会开始讨论一项法案来限制授权的商品和股票经纪人的数目。当时东印度公司和其他商人冒险者股票,政府年金和刚成立的英格兰银行的股票都在进行交易。

荷兰人也拥有年金、银行和东西印度公司。查尔斯·威尔逊在他的《十八世纪的盎格鲁—荷兰商业与金融》一书中,详细描述了富有的阿姆斯特丹市民通过“代理人”系统在伦敦交

易所买卖英国股票的情况。在这个系统下住在伦敦的荷兰移民被授予代理人的权利来管理交易、收取股息、登记股份。

有相当多的证据表明,南海泡影和密西西比泡影以及1720年约翰·劳合股公司热在一定程度上受到全欧洲需求的恶性膨胀。英国人投资于劳在巴黎的公司,而法国人和荷兰人却购买南海公司的股票。卡斯韦尔的报告指出伯尔尼州也用该公司的公共基金进行了成功的投机。证券资金的国际流动不再只是暂时现象。到1737年英国国会对荷兰人持有英国政府债数额——大约价值1000万英镑表示关注。很明显,荷兰人继续输出资本。到1776年,他们持有的股份大约达5900万英镑。

第二节 十九世纪的国际投资概况

拿破仑战争给伦敦城带来双重繁荣。战争的爆发促使欧洲大陆资本家和他们服务的金融市场转移到更安全的地点伦敦,而强加给战后法国的战争赔偿则导致产生了由资本家作为金融中间人提供服务的市场。随着法国君主复位,胜利同盟立即提出七亿法郎赔款。当时亚历山大·巴林被任命筹集系列贷款。这些证券——“公债”,大部分被巴林投放到伦敦市场上(3)。经营的成功不久引来了一批效仿者。1818年夏天,普鲁士通过NM罗斯柴尔德公司发行了一批股票。今天这种股票是由外国借款人筹集的英镑贷款。

一、1823—1825年外国政府贷款的迅猛兴起

十九世纪20年代,伦敦金融市场开始更多贷款给外国政

府。西班牙在伦敦金融市场上借款，拉美新成立的共和国也在借款。官方上讲，英国政府在西班牙和西班牙从前的殖民地中间保持中立。智利、阿根廷、墨西哥、危地马拉、巴西和哥伦比亚在 1823 年至 1825 年间至少来过伦敦金融市场一次，而且得到了热情的招待。

对外借贷的成功同时取决于以下因素。首先，支持的动力来自自由运动的政治理想主义。其次，贷款资金经常用于购买英国的军事装备，新生的国家用这些武器可以抵御西班牙。因而那些受益的出口商和制造商支持战争。最后，那些被称为担保者或立约人的人从成功的证券发行中获利甚多。但借款人却经常没有钱或干脆拒绝履行合同规定的义务。随着时间的推移这一现实贷款者变得明显起来。

在 1815—1914 年期间的第一个十年内，绝大部分担保活动是由那些有名望的公司为欧洲大陆上更加稳定的政权进行的。欧洲是最大的借款人，其次是拉美，这一期间在美国债券的发行相对少得多。刚刚起步又缺乏管理的市场很自然地吸引前来充当中间人和借款人的江湖骗子，以及那些头脑天真的贷款人。不过到 1825 年，如果一个股票发行者未履行其任何一种证券的契约，那么股票交易所就可以拒绝他所有证券的报价。于是，第一个国际金融市场就逐步建立起来了。

在十九世纪其余的年代里，海外资产规模多次扩大。然而，资本越过国境的流动很不规律。1828 年，1829 年和 1831 年，英国农业连续歉收，靠销售外国证券筹措资金从欧洲大陆进口谷物。这些证券自从早期发行之日起一直留在英国人的手中。

二、十八世纪 40 年代的铁路热

国际投资在多头市场上进一步繁荣高涨。1823 年和 1824 年，共开办了 624 个股份有限公司，以两年的工作日计算，平均每天开办一个或一个以上。高技术股份公司将美国、欧洲投资者吸引进入日本市场。然而，对硅片的爱好与 1845 年到 1847 年席卷英国的铁路公司热相比黯然失色。出现铁路热时人们还不了解它究竟为什么会出现。十八世纪 30 年代建造了一些铁路，这些铁路在 1837—1842 年经济衰退期保持并增加了股息。1842 年利息率降到 2.5%。同时社会上普遍认为与铁路有关的团体比那些和铁路没有关系的团体生意兴旺。1844 年，48 条铁路被授权经营。1845 年，120 条；1846 年，270 条；1847 年，190 条。铁路公司经过多次合并，到 1848 年底为 213 个，贷款、股票资本达两亿英镑。

令人惊奇的是在营建本国铁路的同时，英国还拿出足够的闲散资本在欧洲大陆上铺设铁路。到十九世纪 40 年代早期，法国只有一些零散的铁路段。主要靠着英国的资助、修建和装配，1843 年巴黎至里昂的铁路线开通。后来，一些英国资本家把自己的代理人送到巴黎，与当地经纪人建立联系以获取新线特许权。据 1845 年《时代》介绍，有 50 家法国铁路公司从伦敦市场筹集了 8000 万英镑。这还不包括在巴黎从股票发行中筹集的资金。两个市场间健康的套利交易频繁进行，与伦敦至巴黎铁路线一同建立的电报联系为交易的进行提供了方便。

两个国家之间大规模的资金流动，经受了多次的考验。这种偏见可从当时英国人的一封寄给《时代》刊物信件中得到反

映：“英国人突然将交易和投资范围扩大到法国，相信他们在法国也会碰到同样正直诚实的精神和同样自由公正的交易。这种精神和这样的交易原则对他们本国的商业十分重要。然而，他们终会发现自己大错特错。他们会发现自己突然被卷入未知、随意的法律体系以及贪婪成性的商业社会的手掌之中。这个商业社会认为每一个英国人都是他们施展无赖和讼棍本领的绝好牺牲品”。

与此相对照的是，当地投资者对英国人赚取的利润越来越眼红，1845年3月，法国掀起了禁止外国资本投资铁路公司的运动。

铁路热随着1848年经济的崩溃而崩溃了。除了伦敦利率的上涨以外。欧洲大陆的政治动荡也是其破灭的促成因素。

三、共同基金信托投资公司的开办

十九世纪的前50年，伦敦资本市场的角逐者几乎全是富有的个人。参加购买股票的公共团体并不存在，而且绝大部分借款人是政府和铁路。由于法院当时还不承认普遍性的有限责任概念。铁路公司享受着有限责任的保护，但是每一个铁路公司需要有国会特别法案的特许。直到1862年英国才继法国、爱尔兰和美国之后最终通过法律，允许廉价合并。各制造业发行的股票随即涌来。

1868年随着第一个共同基金信托投资公司——外国和殖民信托的诞生，投资媒介范围进一步扩大。

外国和殖民信托的计划是对在伦敦进行交易的17种不同政府债券投资100万英镑。这些债券包括多瑙河、埃及、秘鲁、美国、俄国、土耳其和葡萄牙债券。100万英镑准备通过发

行 11765 股，每股 85 镑筹集，年投资收益率可达 7%，24 年后每股偿还 100 镑。与此相对比的是年投资收益率为 3% 的英国统一公债，与 1825 年一样，仍在每股 93 镑的价格上卖出。这个计划的目十分简单：为那些中等资产的投资者提供和大资本家同样的裨益，通过向一些不同股票扩展投资减少外国和殖民政府股票的风险。它建立的目的在于投资外国证券，而今天绝大部分基金投资国内。它带有固定收入，而不是无固定利息的股票，所以不存在积极管理的问题。

上述后两点区别也许反映了可用性和谨慎性。但是为什么要从国外证券开始呢？投资者受到外国证券高收益的诱惑，但因缺少个人投资证券需要的知识而小心翼翼。当时的新闻评论表明外国证券被认为是高风险、高收益的媒体。因此，他们将投资外国证券看作为一种手段，通过这种手段，一些特别风险可在高风险的投资活动中减小。

外国和殖民政府信托获得了成功。尽管连续发行了五次股票，原始股票在四年后 1872 年卖的比原发行价高 23 个百分点。虽然一些政府拖欠利息和本金偿还，信托公司还是能够维持息票。由于在接下来的 20 年中物价普遍降低⁽¹¹⁾，实现的利润相当可观。不过，又过了几年，更多的基金才陆续上市。1871 年，海洋电缆信托成立，这是过去的一个高技术基金，但仍然只投资有固定收入的证券。接下来的信托公司更富于冒险色彩：1872 年成立的股份投资信托的招股章程标志着两个方面的重要转折：第一、股份投资信托作为既投资有固定利息证券，又投资无固定利息证券、既投资国内又投资海外证券的综合基金，可被初次投资者利用为一个投资媒介。第二、股份

投资信托包含着最早的证券投资组合原则的模糊概念。这些证券组合原则建立在从不同类型资产的获取利润的相关结构之上。受托人更愿意将投资分散于多种证券之上，他们认为“投资的多样性有进一步分配风险的作用，这样使一部分投资给另一部分投资上保险”。

1873年设立了更多的基金进行国际多样化投资。1873年2月苏格兰、美国投资信托成立。由于种种原因，一般人都认为是苏格兰发明了共同基金信托投资公司，但这个托拉斯却没有任何特色。在过去的一百年中，对海外投资的疑问和恐惧没有多少改变。最主要的疑问是对可供选择的证券缺乏了解而引起的不安。美国投资信托招股章程中指出：

“与选择余地的扩展成正比，做出利用明智选择的困难也在增加。鉴于这个原因，有利可图的美国投资至今主要是那些拥有雄厚资产和获得准确信息的人完成的。现在联营的目的就是要使中等投资者把投资扩大到不同的证券上，这些被投资的证券应由胜任的投资顾问推荐为完全稳妥并且很有可能增值的证券”。

一百年前伦敦成立的早期共同基金信托公司就是这样准确地提出了那些论点，那些论点今天听来也有利于国际多样化投资——高利润而不增加风险。人们希望共同基金信托公司减轻他们的疑虑和恐惧，比如获取信息，熟悉名称，降低汇兑风险以及交易成本。在克服投资者天然的保守主义倾向的过程中，信托主张者们为现代职业投资管理业奠定了基础。

第三节 二十世纪的国际投资概况

一、1913 年一些比较

爱德华时代的英国人在充当海外投资者方面也比前人更胜一筹。1907—1913 年,每年平均有 1.76 亿英镑投资国外。这些投资量甚至超过了国内总投资的估计数。根据对通货膨胀和经济规模所作的调整,这个数字在今天可能超过了每年 200 亿美元。英国不是国际资金的唯一来源,但在第一次世界大战爆发前,英国确实是世界上最大的债权国。

对外投资规模并不一定和地区及工业配置有关。1913 年,在英国估计 180 亿美元海外资产中的几乎 70% 投资于政府和铁路证券。银行、保险公司以及采矿和物资公司占领了其资金。制造业只占全部投资的区区 4%。图表 1-1 给出了地理分配和其他债权国债权地理分配的比较。

英国证券的分配受到贸易、文化和语言纽带的影响。但也有一些不太明显的因素在起作用。例如,俄国人也许更倾向于在巴黎借款,因为他们熟悉法语。可能还有更为隐蔽的原因,法国人为此支付了高额代价。其原因是政治方面的。德国和法国都把通向其资本市场的场券当作谈判武器。为了换取有利的商业交易,或者一个军事协定,外交官们会核准贷款。

二、在两次世界大战期间

就如同 120 年前拿破仑战争使世界头号金融中心从阿姆斯特丹西移至伦敦,第一次世界大战又把这个权力移到纽约,欧洲列强们经历的损失以及在战争期间通过政府间贷款欠下

美国的债务削弱了它们为世界其他地方筹集资本的能力。纽约在战争爆发前就已经是整个北美和南美地区的中心，现在成为头号金融市场，它的股票发行所经历了新的繁荣时期。尽管如此，一个世纪前令人烦忧的情况也同样存在。如同十九世纪 20 年代英国担保者们资助拉美摇摇欲坠的政权，想也不想是否安全稳妥和贷款被用来干什么，二十世纪 20 年代美国股票发行所同样受到判断错误的指责。据英国皇家国际关系研究所指出，美国既无英国在这些领域的机制又没有英国积累的经验，到 1935 年投到拉美 80% 以上的外国债券未履行契约。

1913 年，德国拥有的外国证券比美国的多得多，由于交战双方互相扣压敌产，德国的外国债券在第一次世界大战中全部完结。德国人持有的英、法、美发行的可转让证券成为了敌产保管或者类似机构的财产。凯恩斯把在奥匈帝国、俄国、土耳其和巴尔干进行的大量投资称为“时下几乎没有任何价值的投资”。相反，德国在 1916 年秋天完成了对所有外国证券持有情况的调查，1917 年 3 月接管了外国证券，同年 5 月开始卖掉那些它能卖掉的股票，比如瑞士、丹麦和瑞典的股票。

战后纽约作为金融中心的地位不断加强，德国不再作为外国证券的投资者。除此之外，还发生了其他一些变化。首先，在证券方面损失惨重的法国人倾向把他们的投资投在伦敦短期储蓄上。其次，国际投资组合发生了变化。第一次世界大战前，绝大多数国际投资主要采用证券投资的方式，第一次世界大战后，大约一半的国际投资要么是直接投资，要么是官方政