

工 商 管 理 硕 士 (MBA) 教 材



金融分析

陈松男 著

复 旦 大 学 出 版 社

F I N A N C I A L A N A L Y S I S
T A C T I C S O N I N V E S T M E N T A N D F I N A N C I N G
A N D I N N O V A T I O N O N D E R I V A T I V E S

图书在版编目(CIP)数据

金融分析:投资、融资策略与衍生创新/陈松男著. —上海:复旦大学出版社, 2001. 12

工商管理硕士(MBA)前沿系列教材
ISBN 7-309-03044-3

I. 金… II. 陈… III. ①金融投资-研究生-教材②融资-研究生-教材③金融市场-研究生-教材 IV. F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 084811 号

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 200433

86-21-65118853(发行部) 86-21-65642892(编辑部)

fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

经销 新华书店上海发行所

印刷 复旦大学印刷厂

开本 787×1092 1/16

印张 25.5 插页 2

字数 621 千

版次 2001 年 12 月第一版 2001 年 12 月第一次印刷

印数 1—6 000

定价 40.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

序 言

近二十年来,工业国家与经济新兴国家间的贸易额已成倍数地迅速增加。无论就各国出口外销占其国内生产总值(Gross Domestic Product, GDP)的比率,或就各国进口品消费额占总消费额的比率而言,各国间进出口贸易总额均对各国GDP与总消费额占有不可忽略的重要地位。同时,频繁的国际贸易促进了国际间资本投资与金融证券投资资金的流动;进而促进了国际金融制度与金融商品的迅速革新,以应付繁杂的国际资金支付与收取,增进国际资金借贷的效率,并降低融资成本与提高投资报酬率。

在国际贸易迅速成长的同时,国际金融市场也有同幅度的快速成长。美、英、法、日、德、加拿大、澳大利亚、新加坡与香港等地金融市场的自由化促使各国投资者能够在这些地区的货币市场、股票市场、债券市场、远期、期货、期权、离岸市场、交换市场与房地产市场进行自由交易。此外,泰国、马来西亚、印尼、墨西哥和台湾等国及地区的金融市场也正逐渐开放,允许外人投资。因此,国际金融市场经不断整合,国际资金的对流更加畅通。

各国金融市场的国际化为各国带来了很多的经济利益,但也带来了汇率风险与国家风险。此外,资金国际化的结果促使各国资金的对流速度加快。国际银行、大公司与其他财务金融机构(保险公司、共同基金、世界银行等等)可在瞬息间完成数十亿美元的交易。国际资金能够迅速地对流当然需要依赖一套完整的国际金融制度与有效率的国际金融市场。因此,除了各国国内金融市场外,外汇市场在国际资金迅速对流的过程中扮演了极为重要的角色。此外,许多国际金融产品的创新也对国际资金的迅速对流、国际投资与融资扮演了相当重要的角色。国际投资者与融资者,诸如银行、公司、政府、投资公司、保险公司等等,都必须对国际金融的制度、运作,以及各种国际金融商品具有相当的认识,才能有效地以最低的成本取得理想的外币资金,获取较高的投资报酬率,并可有效地控制汇率风险。因此,本书的任务之一是要帮助国际投资者与融资者达到此项目的。

本书对各种国际金融市场的制度与运作做详细、系统的介绍,特别是对现代国际金融商品的创新与离岸金融市场的运作与功能作了不厌

其烦的讲解。这也是本书的特点之一。为兼顾理论与实务的应用,本书随时随地采用许多不同的例题、案例与图表来解释各种国际金融市场的核心观念,介绍新国际金融商品在投资与融资策略的实务应用。此外,本书对国际证券投资分析与策略也有很详细的讨论。对国际投资的汇率风险规避也另辟专章加以详细介绍。

观察本书的内容目录,读者可清楚了解本书涵盖几乎所有国际金融市场的重要概念与实务应用的案例。本书并不是以烹调式的技术介绍国际金融市场;它着重国际金融市场的基本概念、理论与实务的应用。因此,读者于详阅本书后定能对国际金融市场的制度、运作,以及各种国际金融商品具有更深入的认识;更具有实务应用的能力。这是本人著作此书的主要愿望。

承蒙复旦大学管理学院郑绍濂教授的厚爱,将本书推荐给复旦大学出版社,又欣闻该社将本书郑重地列入了复旦大学出版社核心品牌书“博学”系列,对此作者深表谢意。本书除了可当做在校 MBA 学生的理想教材外,也很适用于公司、银行、保险、金融信托机构与其他有关财务金融从业人员自修、进修之用。作者欢迎任何批评与指教,作为日后修正与改进的参考,使本书更能充实教材的内容及符合读者的需要。

陈松男 敬笔

2001 年 8 月

目 录

第 1 章 国际金融市场与资金流动	1
1.1 国际金融财务管理	1
1.2 国际贸易的重要性、利益与风险	3
1.3 国际金融投资与资本对流	5
1.4 国际金融运作体系与资金对流程序	9
1.5 结论	10
第 2 章 即期外汇市场	11
2.1 汇率的认知	11
2.2 外汇市场与离岸外币市场	11
2.3 外汇交易与市场	12
2.4 公司客户的外汇交易清算	14
2.5 即期外汇交易与报价方式	16
2.6 直接、间接及交错汇率与三角套利	20
2.7 交易成本与直接、间接汇率	22
2.8 最低卖价与最高买价的决定	24
2.9 外汇交易利润与外汇经纪商的角色	26
2.10 未来国际外汇交易新科技	27
2.11 结论	28
问答题	28
阅读资料	32
第 3 章 货币远期与期货契约市场	33
3.1 远期外汇市场	33
3.2 远期契约的评价	37
3.3 远期溢价与折价	38
3.4 远期外汇的报价:直接与换点报价	39
3.5 远期契约的用途	41
3.6 即期-远期换汇(Spot-Forward Swaps)	43
3.7 与远期契约有关的避险方法	46
3.8 长远远期契约(Long-Dated Forwards)	47
3.9 银行如何利用即期-远期换汇避险	48

3.10	货币期货契约	49
3.11	货币期货契约与远期契约的比较	51
3.12	保证金与逐日结算	53
3.13	逐日结算保证金账户(Marked to Market)	54
3.14	远期利率协定	55
3.15	期货契约的基点风险	58
3.16	利率期货契约的避险应用	59
3.17	离岸货币期货契约	63
3.18	远期与期货市场的联系关系	64
3.19	结论	65
	问答题	65
	阅读资料	68
第4章	外币选择权	69
4.1	外币选择权的一般使用	69
4.2	外币选择权的定义与损益结构	71
4.3	公开上市选择权的交易	73
4.4	柜台外币选择权	76
4.5	外币选择权的套利限制条件	77
4.6	外币买卖权平价关系	83
4.7	欧式外币买权评价模型	85
4.8	欧式外币买权与即期汇率的关系	87
4.9	决定外币买权价格的其他重要因素	91
4.10	欧式外币卖权的评价与决定因素	93
4.11	外币价格变动的分配函数	96
4.12	外币选择权的交易策略	98
4.13	新奇选择权(Exotic Options)	101
4.14	结论	102
	问答题	103
	阅读资料	105
第5章	国际货币市场与短、中期融资工具:离岸银行业务	106
5.1	简介	106
5.2	国际融资的程序	107
5.3	国际货币市场的金融工具	110
5.4	票券发行融资的方式(NIFs 与 RUFs)	115
5.5	浮动利率票券(FRNs)	119
5.6	浮动利率票券的其他种类	122
5.7	离岸外币市场存在的原因	124
5.8	离岸银行业务	125
5.9	结论	127

问答题·····	127
阅读资料·····	129
第6章 国际利率套利与利率均衡论·····	130
6.1 简介·····	130
6.2 国际投资策略与利率均衡论·····	130
6.3 国际借款策略与利率均衡论·····	135
6.4 利率套利:国际借款与投资并行运用策略·····	138
6.5 未受保利率均衡论·····	143
6.6 国际菲夏利率论·····	144
6.7 汇率实质变动的意义及实例·····	145
6.8 利率均衡论的实务应用案例·····	147
问答题·····	153
阅读资料·····	153
第7章 国际债券市场与国际融资工具——离岸债券·····	155
7.1 国内、国外与离岸债券·····	155
7.2 国际债券市场与有关统计资料·····	156
7.3 国际债券市场的结构·····	157
7.4 造成国内与离岸市场分离的原因·····	158
7.5 离岸债券市场的交易规范与清算制度·····	160
7.6 国际债券市场的特征与差异·····	162
7.7 各种债券指数·····	166
7.8 特殊离岸债券的种类——国际融资工具的创新·····	167
7.9 次级离岸债券市场·····	171
7.10 国内与离岸债券次级市场的联系关系·····	173
7.11 债券品质等级的评鉴·····	174
7.12 离岸债券计价与报酬率的计算·····	180
7.13 结论·····	181
问答题·····	182
阅读资料·····	184
第8章 换率、换汇与债券融资·····	185
8.1 简介·····	185
8.2 对换率与换汇的基本认识·····	186
8.3 换汇的基本程序·····	187
8.4 换汇与换率的相对利益·····	189
8.5 促成换汇(或换率)的经济理由——国际金融市场的 不完全因素·····	190
8.6 四种常见的换汇(或换率)与换汇净值的决定·····	194
8.7 换汇基点的换算·····	200
8.8 如何利用换汇寻求最低融资成本——案例·····	203

8.9 换汇与汇率市场的有关事项	204
8.10 交换选择权(Swapions)	207
8.11 结论	209
问答题	209
阅读资料	212
第9章 国际金融产品的创新与分析	214
9.1 国际金融产品的创新	214
9.2 金融产品创新的经济效益	215
9.3 促成国际金融产品创新的因素	217
9.4 以筑块方法分析复杂证券	221
9.5 以函数方法分析杂配证券	224
9.6 新金融产品的生命周期	226
9.7 结论与对未来国际金融市场应有的认知	227
问答题	228
第10章 国际债券投资管理策略	230
10.1 简介	230
10.2 债券价格变动敏感度的衡量	230
10.3 敏感度量的有关性质	237
10.4 消极的债券投资管理策略:利率风险免疫策略	239
10.5 积极的国际债券投资管理策略	256
10.6 结论	260
问答题	260
阅读资料	264
第11章 国际股票市场的特征与异同	266
11.1 简介	266
11.2 世界主要股票市场的制度与特征	266
11.3 各国股市结构的分类	270
11.4 新兴股市(Emerging Markets)	274
11.5 证券交易国际化	278
11.6 全球股票指数	282
11.7 结论	287
阅读资料	287
第12章 国际证券投资分析与风险分散	289
12.1 简介	289
12.2 国际证券投资分析	289
12.3 国际股票投资的比较	292
12.4 国际股票投资的效益	294
12.5 汇率风险与国外股票投资	298
12.6 国际债券投资的优劣分析	302

12.7	国际债券投资的比较	302
12.8	国际债券投资的效益与汇率风险	305
12.9	国际投资组合的汇率风险规避策略	307
12.10	国际股票市场与企业的相关	309
12.11	跨国公司是否有良好的国际风险分散工具	311
12.12	如何进行国际投资	312
12.13	结论	313
	问答题	313
	阅读资料	316
第 13 章	国际资本资产评价模型:国际套利评价模型	318
13.1	国际资本市场的分隔或整合	318
13.2	套利的基本概念	320
13.3	国内套利评价理论的推演	322
13.4	实证研究与经济意义	327
13.5	在股票投资方面的应用	330
13.6	国际套利评价理论	332
13.7	决定国际股价的重要因素	334
13.8	结论	335
	问答题	335
	阅读资料	337
第 14 章	国际投资组合汇率风险管理策略	339
14.1	国际证券投资策略与风险	339
14.2	静态规避风险方法(Static Hedge)	341
14.3	最低变异数避险比率(Minimum-Variance Hedge Ratio)	347
14.4	风险分散良好国际组合的避险比率决定	352
14.5	货币选择权与避险比率	353
14.6	货币保险策略(Currency Insurance)	358
14.7	选择国际投资项目的策略与规避汇率风险	360
14.8	结论	361
	问答题	362
	阅读资料	364
第 15 章	国际筹资策略	365
15.1	国际筹资的重要性	365
15.2	善用财务杠杆原理	366
15.3	降低财务风险应有的抉择	368
15.4	选择资金成本最低的外币债务与规避汇率风险	370
15.5	善用换汇(或换率):寻求最低成本资金与避险	371
15.6	国际融资途径与工具的综合对照	373

15.7 结论.....	374
阅读资料.....	374
第 16 章 国际合资企业的可行性分析与评估	375
16.1 合资企业的协商.....	375
16.2 合资协同效益的来源与评估.....	376
16.3 在分隔市场下双方合理出资比率与协同效益的评估	379
16.4 在整合市场下双方合理出资比率与协同效益的评估	383
16.5 不成比例分配下的合资评估.....	385
16.6 结论.....	390
问答题.....	391
阅读资料.....	392

第 1 章

国际金融市场与资金流动

1.1 国际金融财务管理

国际金融财务涵盖国际贸易(进出口贸易)、国际资本投资、国际证券投资与国际借贷活动等等所引发的各种金融财务管理决策与其连带所发生的资金流动(支与付)管理。

一、国际贸易

我们经常在街上可看到从外国进口的汽车,诸如奔驰、BMW、丰田的 CAMRY、别克(BUICK)、LESABRE 等等。在百货公司可看到进口的各种服饰、家庭电用品与电子产品(电视、冰箱、录像机)等等。这些进口货品经常必须以外币(美元、日元或马克)支付。同时,本国也有许多产品外销至世界各国,因而产生各种不同外币的应收款项。不但本国在国际贸易上产生对各种外币的支付与收取,其他各国也同样产生各种外币的支付与收取。这些繁多的国际支付与收取项目,必须经由健全的国际金融支付制度与外汇的交换。因国际款项的支付与收取经常发生于未来,且涉及本国货币与外币的兑换,或某外币与他种外币的兑换,汇率的非预期变动经常造成不少公司与政府机关产生汇兑的损失;有时,汇兑的损失是相当严重的。因此,汇率风险的管理(或规避)成为国际金融财务管理的一个重要课题。

二、国际资本投资

一个公司为因应国际市场的开拓经常在国外进行资本投资(即直接投资),诸如设立国外新工厂、国外分销机构,收购外国公司或创建国外合资企业等等。在尚未实际进行国外资本投资之前,公司必须首先进行国外资本投资的评估。当某国外投资项目的净现值(Net Present Value)大于零时(即投资收益现值大于投资成本时),该项国外资本投资项目才值得进行。如此,该投资项目才会增加公司的价值。更进一步说,因持续进行具有正净现值的资本投资,公司才能持续地成长,其价值才会持续上升增加。所以,国际资本投资策略也是国际金融财务管理的重要决策之一。

当某国外投资项目的净现值(Net Present Value)大于零时(即投资收益现值大于投资成本时),该项国外资本投资项目才值得进行。

国际资金筹集决策也是国际财务管理的重要决策之一。

在国外筹集资金时,也会涉及外币币值变动的风险。故不应忽略汇率风险的存在,应设法规避它。

三、资金筹集决策

当一个公司决定可进行国内外资本投资时,另一个重要的决策是,决定以何种资金来资助投资项目。是否由股东出资(公司盈余资助),或由发行新股票或新债券筹资?何种筹资方式的成本最低?股东出资与举债的适当配合将会降低公司的资本成本,进而增加公司价值。同时,为筹资而必须发行新股票或债券时,应决定在国内或国外发行才能得到最大的利益(或最低的成本)。故国际资金筹集决策也是国际财务管理的重要决策之一。此外,在国外筹集资金时,也会涉及外币币值变动的风险。故不应忽略汇率风险的存在,应设法规避它。

四、流动资金的管理

公司因自国外进口原料、半制成品与零件或承购国外的生产机器设备而产生外币应付款项。同时,因其产品的外销产生了外币应收款项。此外,为应付国际经营业务在短期内的需要,有时也必须筹借短期(外币)资金,以应付所需。若有剩余资金,可做有利的短期国际(证券)投资。这些流动资金项目(应收或应付款项、现金、短期证券、应收或应付利息、股利等等)应维持一个适当的存额,以降低流动资金的投资成本;并足以应付日常营运所需,而不致产生资金短绌,或资金周转不灵,损坏公司的形象。所以,国际流动资金的管理涉及最低(或最保险)现金库存的决定、对剩余资金做最有利的国际短期投资、对短缺的资金需求做最低成本的国际筹款、对多种外币现款余额组成最佳的外币投资组合,以降低外币投资风险,并提高外币投资报酬率。对未来营运资金的需求变动做每日、每周、每月甚或每季的预测,以了解未来营运资金在某一时期是否会有短缺或剩余。预测有短缺时,即可预先安排借款的渠道(诸如由银行预先允许短期贷款),或可出售短期证券以筹资。当预测有剩余资金时,可预先分析选择最有利的短期投资。此外,对应收账款与应付账款也应有适当的管理。以上所述各种流动资金项目的管理是国际财务管理的另一重要决策。此外,流动资金的管理涉及汇率变动的风险。故在流动资金管理时,应同时规避(或至少降低)汇率风险。

由以上的讨论可知,国际金融财务管理的范围包括四项重要决策:①国际资本投资决策;②国际资金筹集决策;③国际流动资金管理决策;④汇率风险管理决策。前三项的国际金融财务决策都涉及汇率风险的管理。也就是说,国际金融财务管理不能脱离汇率风险管理而独自存在。否则,不但会造成日后严重的汇率损失,也会因汇率的不利变动造成公司外销成本大幅上涨,失去国际竞争力与国际市场。因此,国际财务金融管理的主题脱离不开对汇率变动方向的研究;它的变动对公司的成本、收入与国际竞争力有何不利(或有利)的影响,并进一步拟妥应对策略。所以,研究汇率变动可帮助财务经理人员了解两项重要

的工作。

1. 它能使财务经理人员了解国际经济因素与政治情况的非预期变动或震撼(Unanticipated Shocks),如何影响或改变公司国内与国外的营运前景与其国际竞争能力的增减。进而采取适当的防范措施与策略,以消除或降低国际不利因素(诸如外币的长短期升值或贬值)的冲击(或可能造成的损失)。对于国际有利的因素加以利用,以获利。

2. 财务经理人员要具备第一项的能力必须能够预先了解未来国际经济与政治环境的可能变动。而后,预测期望某些重要事件的可能发生,诸如预测甲国的经济因其国内的通货膨胀有预期的衰弱,以及其币值的预期贬值;或者,预期乙国政治的不稳定,可能危及在该国投资的价值与收益等等。要具有预期这些重要事件的能力,必须对国际财务管理与国际经济原理(汇率变动)做透彻的研究与了解,才能达到。

根据以上的论述,国际财务管理的适用对象包括所有会受到国际因素变动影响的国内外公司。更详细的说明,它适用于下列的公司:

(1) 任何自外国进口或出口货品的公司(不管多少)。

(2) 进出口商。

(3) 与进口货品竞争的国内厂商(公司)。

(4) 跨国公司。

(5) 即使纯粹的国内厂商也会受到国际因素的影响。纯粹国内厂商是指完全采用国内原料与制成品、完全内销的国内厂商。比如说,国内的旅游宾馆会因本币的大幅升值与外币(美元、日元等)的大幅贬值,促使国人出国旅行增加(因国外旅游成本降低),而外宾至国内旅游降低(因国内的旅游成本增加)。这当然对国内的旅游业旅馆造成冲击(进住国内旅游旅馆的国内外客人减少)。

国际财务管理的
适用对象包括所有会
受到国际因素变动影
响的国内外公司。

1.2 国际贸易的重要性、利益与风险

一、国际贸易的重要性

根据国际贸易的统计资料,三十多年来工业国家与经济新兴国家间的贸易额增加迅速。就出口额占国内生产总值(GDP)的比率而言,美、英、日、德、法、新加坡、澳大利亚、奥地利、韩国和香港、台湾等国家和地区都有显著的增加。比如说,奥地利的国内生产总值约有40%是外销到外国;德国约有35%的GDP是外销;加拿大与英国约各有30%的GDP外销;日本约有25%的GDP是外销;美国约有10%的GDP是外销等等。此外,若以各国进口额占其国内的消费总额而言,各国均显示进口货品的消费占其国内总消费额有相当高的比率。比如说,奥地利人民的总消费额中,约有65%是来自进口的外国货品;德国的总消费额中,约有55%是来自国外的产品;加拿大人民约有50%的总消费

是来自国外产品。其他各国人民消费外国进口货品的比率也不低(见表 1.1)。

表 1.1 外国产品消费额占各国总消费额的比率

奥地利	德国	加拿大	英国	法国	美国	日本
65%	55%	50%	45%	40%	20%	18%

无论根据各国出口外销占其国内 GDP 的比率,或以各国消费进口货品占其总消费额的比率而言,各国之间的进口与出口贸易额都对各国 GDP 与总消费额占有不可忽略的重要地位。

所以,无论根据各国出口外销占其国内 GDP 的比率,或以各国消费进口货品占其总消费额的比率而言,各国之间的进口与出口贸易额都对各国 GDP 与总消费额占有不可忽略的重要地位。各国间进出口货品的频繁交换促进了各国间资金的对流;这是因为频繁的国际贸易促进国际间资本投资与金融证券投资的对流。进而促进国际金融制度的迅速革新,以应付日渐繁杂的国际资金支付与收取,以及促进国际资金借贷的简易化,降低借款成本与提高资金投资的报酬率。

二、国际贸易的利益

我们已知道国际贸易对各国的 GDP 与总消费额占有不可忽略的重要地位。国际贸易带来国际竞争,促使各国必须提升产品科技与生产效率,以应付国际竞争。其结果带来了下列经济利益:

1. 各国极力生产他们认为最有效率,或最具科技含量的产品。而后再进行交换各自认为最有效率,或最具科技含量的产品(即国际贸易)。如此,产品成本低,品质优良,国内外消费者受益。这种利益称为比较性的利益(Comparative Advantage)。比如说,日本生产电子产品比美国有效率,但美国的太空科技优于日本。两国相互进口他方优异的产品,双方得益;因为,日本的电子产品需求与美国的太空产品需求因之而增加,造成大量生产的经济,降低了成本。两国消费者都能取得物美价廉的产品。

2. 国际贸易的结果提供各国人民更多的优良外国产品,使消费者有更多的产品消费选择。若无国际贸易,这个优点很难存在。

三、国际贸易的风险

虽然国际贸易带来了比较性的利益与更多消费品的选择,它也附带了一些风险,诸如汇率与国家风险。

(一) 汇率风险(Exchange Rate Risk)

汇率风险是指因汇率的非预期变动(Unanticipated Change)对进出口货品数量、进出口货品价格与进出口利润所造成的冲击。这种汇率风险的冲击,若未能预先采取防范措施,经常会造成国内厂商国际竞争力的下滑,成本增加,利润降低,甚或产生严重损失。比如说,若目前人民币/美元汇率为 8.30 : 1。在此汇率下,假设某公司外销至美国每单位价格为 1 000 元,也就是 120.48 美元。若未来人民币对美元将会

汇率风险是指因汇率的非预期变动(Unanticipated Change)对进出口货品数量、进出口货品价格与进出口利润所造成的冲击。

升值至 8.10 : 1, 则该产品在美国每单位的价格将变成 123.45 美元, 上升了 2.46%。价格的上升代表在美国竞争力受影响(或降低)。若维持原价, 则利润将会降低 2.46%。对名目汇率风险的规避可采用外汇契约(诸如外币远期或期货契约、外币选择权等等)。对于实质性汇率风险的规避则应在生产与市场策略方面做适当的调整。

(二) 国家风险(Country Risk)

对外投资的资本、利息收入、股利收入与出口货品的应收款项等等会因所在国的政治不稳而造成损失。比如说, 所在国因不同政治派系的严重冲突而产生内战, 在该国的设厂投资可能受到战争的破坏而受损。或者新政府可能不承认以前政府所给与外国厂商的一切优惠承诺, 甚或没收外国人的投资财产等等。这种因政治不稳定所造成的国外投资与出口的风险称为国家风险。国家风险包括所在国的内战、政治不稳定、社会不安全、与邻国间的战争等等, 对本国公司在当地的投资与出口造成损失的风险。

此外, 还包括下列的风险:

- a. 加重关税的征收;
- b. 对外汇进行控制;
- c. 增加或制定非关税性的障碍, 诸如增加进口货品的入关手续或延长对验关货品的时间(增加存货成本与货品可能变质或腐化等等);
- d. 对外国货品加以进口限额(Quotas);
- e. 当地政府对其国内厂商进行补贴或低利率的融通资金, 以提升当地厂商的对外竞争力。

规避国家风险的策略如下:

- a. 采用出口保险;
- b. 采用出口信用证;
- c. 外币交换(Currency Swaps)或称换汇。

1.3 国际金融投资与资本对流

二三十年来, 除了国际贸易活动的日显重要外, 在国际金融投资市场方面, 也有同等高幅度的快速成长。美、英、法、日、德、加拿大、澳大利亚、新加坡与香港等地金融市场的自由化促使各地投资者能够在这些地区的货币市场(Money Markets)、股票市场、债券市场、衍生性产品市场(Derivative Assets, 期货、选择权等等)与房地产市场进行自由交易。比如说, 日本与德国的投资者购买了大量的美国政府债券; 美国投资者也在日本、德国与其他金融自由地区购买证券; 美国、日本、英国等等的投资者也在新加坡与香港进行证券投资。此外, 金融市场正在开放的地区诸如中国、泰国、马来西亚、印尼、菲律宾等等, 也允许外国

投资者以共同基金的方式或限额投资于境内的证券市场。除了金融市场外,主要西方发达国家也允许外国投资者进行房地产的交易。金融市场的国际化与国际资金的对流产生了下列的利益。

一、降低国际投资组合的风险与提高组合报酬率

因国际金融市场的自由化,各国投资可进行国际证券投资,以获取国外的投资报酬与降低投资组合的总风险,这种做法已经得到国际投资理论与实务的验证。因为各国的经济政策是相当独立的,因此,各国的经济成长周期不尽相同,以致金融市场的升降起伏也不同。故经由国际证券投资可降低组合的总风险。

二、稳定人民现在与未来的消费水平

国际金融市场的自由化提供了国际借贷的有利机会。当某国或某投资者有剩余资金时,不一定在国内贷放或投资,而可在国际寻求最有利的贷放或投资。如此,可不必将本期的剩余资金在本期消费,而可节省(即投资)作为未来消费之用,这可使现在与未来的消费得到平稳均衡的分配。也就是说,在任一时期都不会有过剩或不足消费的现象。相反的,若某国或某投资者(人民)在某时期因资金的缺乏而无法得到应有的消费水平时,可藉由国际的借贷以弥补不足的消费水平。一俟未来有剩余资金时再偿还。故国际金融市场的自由化促进各国消费者能达到现在与未来消费水平的稳定。实际资料验证消费者厌恶他们消费水平的不确定变动(是一种风险),而偏好稳定现在与未来的消费水平。

三、国际资金得到最有效率的运用与国际投资报酬率的均等

更重要的,国际金融市场的自由化促使国际间资金的自由对流,进而促使国际资金得到最有效率的运用,以及促使各国间同种(同风险)投资机会报酬率的均等。这是因为在国际资金的自由对流下(无对流的障碍),资金将由低报酬率的国家流向高报酬率的国家,以获取较高的报酬率。高报酬率的国家经常对资金做最有效率的运用(投资),而且也是最需要资金的国家。但投资报酬率低的国家一般对其资金无法做最有效率的运用,以致存有大量的剩余资金。为更进一步的说明,假设甲国是报酬率低的国家,而乙国是报率高的国家。这两国的报酬率当然各由其本国的投资额与储蓄额所决定,如图 1.1 所示。

图 1.1 中, S_1 与 S_2 分别代表甲国与乙国在不同储蓄水准下的储蓄报酬率曲线。

I_1 与 I_2 分别代表甲国与乙国在不同的投资水准下的投资报酬率曲线;该两曲线往右下方倾斜(或下降)是投资边际效益(或报酬率)递减律的结果。

不必将本期的剩余资金在本期消费,而可节省(即投资)作为未来消费之用,这可使现在与未来的消费得到平稳均衡的分配。

投资报酬率低的国家一般对其资金无法做最有效率的运用,以致存有大量的剩余资金。

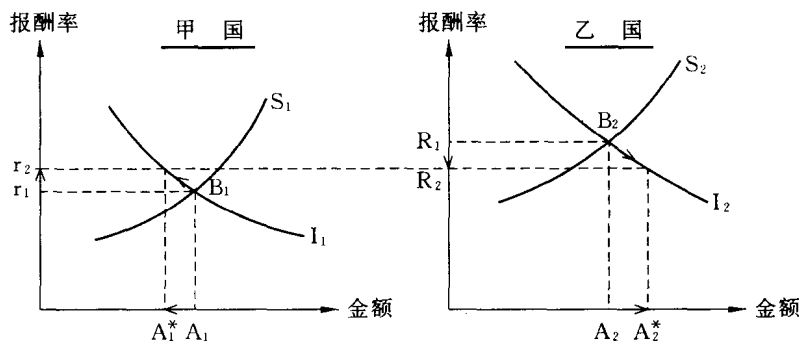


图 1.1 国际资金对流与报酬率的决定

在开始阶段,甲乙两国的投资报酬率分别为 r_1 与 R_1 。若两国允许资金自由对流,乙国的较高报酬率对甲国的投资者(或储蓄者)产生诱导作用,这将使甲国的投资者将他们的资金移至乙国以获取额外的报酬率($R_1 - r_1$)。刚开始时,甲国资金移转至乙国可获取额外的报酬等于($R_1 - r_1$),尤其是最初的移转。但当自甲国移转至乙国的资金增加时,乙国的投资报酬率将逐渐下降(因投资资金的逐渐增加),正如图 1.1 中的乙国资本由 A_2 向右方逐渐增加,而报酬率沿投资报酬率曲线(I_2)由 B_2 向右下方逐渐降低,如箭头所示。同时,因资金的外流,甲国的资本逐渐减少(如图 1.1 中 A_1 向左方移动),促使其国内投资报酬率沿其投资报酬率曲线(I_1)由 B_1 向左上方移动(逐渐增加),如箭头所示。虽然乙国的报酬率逐渐下降,而甲国的报酬率逐渐上升,但只要乙国的报酬率仍高于甲国的报酬率(即 $R_1 - r_1$ 差距虽逐渐降低,但仍大于零),对甲国的投资者仍有诱导的作用,甲国的资金仍会持续向乙国移动,以寻求较高的报酬率。一直到乙国的报酬率下降至与甲国上升的报酬率相等($r_2 = R_2$)时,甲国的资金会停止对流至乙国。所以,在国际金融市场自由化下,国际资金的对流会促使国际资金得到最有效率的运用,以及促使各国间同种投资机会报酬率的均等。

正如国际贸易的盛行,各国金融市场的国际化虽然也带来不少的经济利益,也附带一些风险。

(一) 汇率风险

就国际金融市场而言,汇率风险是指因汇率的非预期变动造成以本国货币计值的国外投资资产(股票、债券、房地产等等)与国外负债价值产生非预期的变动。为更清楚了解汇率风险的意义,我们举例如下:

1. 甲公司向英国伦敦银行借款 1 百万英镑。就目前汇率 NT \$ 40 = £1, 相当于 NT \$ 4 000 万元的借款。若英镑对台币升值至 NT \$ 45 = £1。这笔英镑借款就相等于 NT \$ 4 500 万元,多出了 500 万台币。这是相当大的损失。其他的对外负债项目,诸如利息、股利支付等等,也会发生类似的损失。

汇率风险是指因汇率的非预期变动造成以本国货币计值的国外投资资产(股票、债券、房地产等等)与国外负债价值产生非预期的变动。