

欧元 重塑欧洲金融市场

The Euro: Remaking Europe's
Financial Markets



瑞士信贷第一波士顿银行 著
中国人民银行国际司 译

中国标准出版社

欧元 重塑欧洲金融市场

The Euro: Remaking Europe's
Financial Markets

瑞士信贷第一波士顿银行 著
中国人民银行国际司 译

中国标准出版社

©1997, by Credit Suisse First Boston
All rights reserved

欧元 重塑欧洲金融市场
**The Euro: Remaking Europe's
Financial Markets**

瑞士信贷第一波士顿银行 著
中国人民银行国际司 译

中国标准出版社

北京复兴门外三里河北街 16 号

邮政编码:100045

电话:68522112

北京中租胶印厂印刷

新华书店北京发行所发行 各地新华书店经售

版权专有 不得翻印

开本 850×1168 1/32 印张 2 3/4 字数 73 千字

1997 年 11 月第一版 1997 年 11 月第一次印刷

印数 1-4000

ISBN7-5066-1554-1/F·023

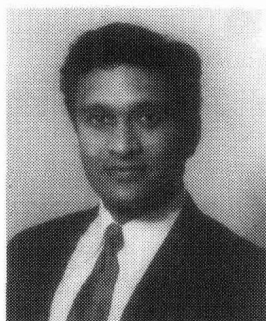
定价:28.00 元

目 录

前言	(3)
序	(4)
简介	(5)
第一章 重塑欧洲金融市场	(7)
第二章 政府债券：一个或多个市场？	(10)
第三章 EMU 是否会削减各国“信用差距”？	(13)
第四章 期货和掉期市场	(16)
第五章 外汇	(20)
第六章 股票市场	(24)
第七章 法律问题简介	(26)
第八章 “转换”问题	(29)
第九章 马斯特里赫特条约标准：不同版本的 EMU	(33)

前 言

瑞士信贷第一波士顿银行很荣幸地被邀请与中国人民银行一起合作出版《欧元 重塑欧洲金融市场》一书,本书是关于近期欧洲金融场所发生的重大变化的一本极有价值的读物。



欧元是重建欧洲金融市场中的关键性环节。有关货币合一的一些设想可追溯至最初的罗马协议。现在欧洲货币联盟已日趋临近,虽然其未来的过程仍不明朗,但在本书中我们探讨了各种可能性,并将欧元对金融市场将产生的影响提出了一个框架。

瑞士信贷银行于 1985 年在中国设立了代表处,1995 年 5 月瑞士信贷银行上海分行宣告成立,这是瑞士银行界在中国开办的第一家分行。通过提供瑞士信贷第一波士顿银行全球性的产品服务和与朋友们共同分享我们的资讯与研究成果,我行在中国建立起了长期稳定的客户关系,在华业务日益成长与巩固。就外汇交易市场而言,我行向客户提供了无可匹敌的服务—新颖的市场分析与建议,迅速的报价与交易执行手段以及风险控制管理,并且所有服务都是二十四小时不间断的。在我行外汇交易业务的发展过程中,我们与中央银行的良好关系至关重要。

衷心希望本书能对中国金融界和工商界及时了解欧洲金融市场的变化和在这一领域的业务提供有益的参考。

瑞士信贷第一波士顿银行
常务董事,全球外汇交易主管
樊明皓

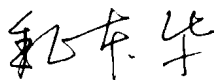
序

近几年来,欧洲货币联盟的进程有了长足发展,即将诞生的欧洲中央银行及单一货币欧元,将使当前的国际货币体系发生实质性的变化,现有的国际金融格局也将随之改变。欧元产生之后,将在世界金融市场上扮演重要角色,它将不仅作为一种交易工具用于国际贸易的结算,还会影响到外汇市场和资本市场的构成,进而影响市场各国外汇储备的结构。

随着我国改革开放的深化和经济的快速发展,我国金融业必将更多地面临国际上的竞争和挑战。面对上述种种问题,我们有必要加强这方面的研究工作。为此,中国人民银行国际司和瑞士信贷第一波士顿银行合作出版了这本书。本书的中文版得以顺利出版,来自于双方同仁的通力合作,特此表示感谢。同时,欢迎本书的读者们提出批评和建议。希望本书对我国国际金融业务的研究和发展有所帮助。

本书译者:廖岷、李欣毅、方立明

中国人民银行国际司司长

A handwritten signature in black ink, appearing to be '胡耀邦' (Hu Yaobang), written in a cursive style.

简 介

如果欧元开始使用,它对于欧洲金融市场将意味着什么?

- 欧洲资本市场正在经历革新,借款者在寻求新的融资渠道,投资者在寻求新的资产分散的机会。
- 经济和货币联盟(EMU)将加速和深化这些变化。
- 质量较差的债务市场的深度和流动性将增强。一些股票市场的规模可能会扩大一倍。
- 在欧洲现今相互割裂的资本市场上,资金不能(象在美国那样)自由流动。这一情形的改变至少会同劳动力市场的改革一样,对于解决欧洲的失业问题至关重要。
- 本报告同时从战略和细节的角度考察可能的变化(例如,单一掉期曲线的出现,可能出现的政府债券期货交易的集中)。报告还简要研究了法律问题、“转换”问题、可能的参与国、以及这一计划被推迟或取消的风险。

第一章 重塑欧洲金融市场

欧洲资本市场的革命

新技术与新竞争者的出现正在迫使公司寻找新的融资渠道。福利状况的萎缩鼓励了私人储蓄,促进了基金管理的规模和复杂程度。在信用质量较差的公司债务市场中开始出现有深度、流动性较好的市场。股票市场规模在十几年里可能扩大一倍。公司的分解和合并将使目前整个公司的状况发生改变。

如果 EMU 继续进展,这些变化将更深入、更迅速。计划将在 1999 年 1 月 1 日开始使用的单一货币(欧元)将缩小在欧洲政府债券和货币之间分散资产的机会。承担私有信用风险将是取得更好业绩的有力途径。

同时,商业银行有效性并不高的国内存款和贷款业务将面临新的跨国竞争。传统的银行业关系将被侵蚀,促使公司尝试正在扩大的债务市场和股票市场。

欧洲相互割裂的资本市场

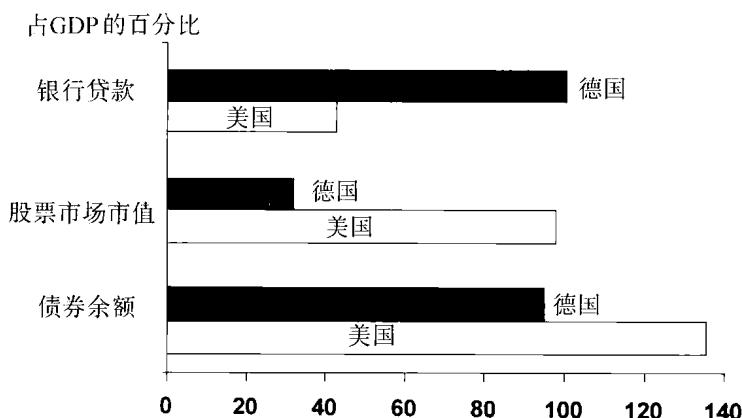
当今相互割裂的资本市场意味着欧洲与美国不同,资金在寻求更为有效的利用时,不能在欧洲自由流动。长远来看,使用欧元的金融市场是统一的;除最小的国家以外,外汇控制已经从所有的国家消失,数十亿美元的资金在不同国家之间的债券市场和股票市场之间进行转移。

然而现实却并非如此。欧洲主要的储蓄还是被控制在国内金

融系统之内,重复着以前外汇控制的模式。这些形式的存在是由于银行系统的垄断、私人养老基金的不发达、以及保护主义的税收和管制所造成。

绝大多数人是以银行和储蓄银行存款、持有政府债券和类似的债券的形式进行储蓄的,可以投资国外,也有共同基金。但是对于整个欧洲大陆而言,它们在储蓄中所占的比例很小。同样,在资本市场与美国相比并不发达的情况下,大多数国家的中小型资本规模的公司在外部融资方面仍然严重依赖当地银行。

美国和德国银行贷款和市场融资的比较



注:美国银行贷款不包括货币市场共同基金资产

资本市场对于降低失业至关重要

资本自由流动的这些障碍对于整个经济有连锁反应。如果资本能够自由流动,欧洲相对不太灵活的劳动力市场所导致的问题将大大降低,因为资本的流动在很大程度上能弥补劳动力市场的不流动。

人们普遍相信,劳动力市场的不灵活是大多数欧洲国家失业率长期高踞不下的根本原因。许多人认为,这有可能导致 EMU 之后的潜在的灾难性后果,因为当工资成本在各个国家之间出现差异时,不再可能通过改变汇率来消除这种差异。

我们的看法是,资本市场的完善至少同劳动力市场的不完善一样,是引起高失业率的重要原因。因为不仅资本被控制在国内市场之中,而且即使在这些市场当中,资本的分布也有局限性。例如,按照美国的标准,欧洲大陆的风险资本市场(Venture capital market)非常小。

这表明,欧洲资本市场的改善至关重要,也许比劳动力市场的改变更为重要。很明显,EMU 将加速资本市场的自由化,关键问题是它的作用是否充分,速度是否迅速。

资本市场的改善:有些正在进行,有些仍有阻力

某些方面的改变在 EMU 开始之前已经发生,在其之后还将保持巨大的势头。资产在政府债券间分散机会的丧失迫使投资者通过购买低信用级别的债券以寻求更高收益的机会即是一例。

其它方面的变化还没有开始,需要在政府法规和产业结构方面作出重大调整,这些可望在 EMU 开始数年之后才会发生。例如,德国承保人在国内资产方面面临严格的限制,即使在货币风险被消除之后,为了能使它们在整个欧洲投资,也必须改变这些规定。在零售银行业方面,当地销售网络寡头的垄断只有在大量的公司合并或电信银行跨国界的积极投资之后,才会消失。某些时候,改变管理会遇到阻力,试图将公营银行的特殊地位写入最近的《条约》修改本中即表明了这一点。*

* R N McCauley 和 W R white 著《欧元和欧洲货币市场》,国际清算银行 1997 年 5 月,包括本部分涉及的许多题目的精彩讨论。

第二章 政府债券：一个或多个市场？

- 广义的 EMU 的政府债券市场的规模大约同美国相等，但是否会由于存在对债券不正式的共同支持而最终形成一个市场（较小和固定的利差），还是由于不能征税或印制货币而形成许多市场（较大和可变的利差）？
- 我们的看法是，由于政治上的相互依存，利差通常会较小，有时候如果一个国家可能成为政治上的独行者，则利差可能会变大。^{*}
- 债券的掉期利差部分反映政府信誉。考虑到结构改革和严格的财政控制，我们估计相对掉期利率，政府债券收益率只会略有上升。

政府债券间的利差

EMU 内的政府债券将成为陌生的野兽。借款人同货币发行人之间的关系将非常独特，虽然它们不再印制自己的货币，但是它们通过在中央银行和制定外汇政策的机构的代表，却能够影响货币的创造。

它们保留军队和其它方面的主权。国际清算银行所规定的风险权数在其债务上等于零，它们的预算使“联邦”的消费开支相形见绌。

这一独特之处表明，使用人们熟悉的模型（“债券的交易将类似

^{*} 关于更详细的内容，请参见“国家拖欠的政治学：有关 EMU 之后的信用差异”（1996 年），瑞士信贷第一波士顿经济研究。

美国和加拿大各州的债券,只是会根据欧洲较差的债务比例有所调整”;“债券的交易类似现有的德国国债”;“所有的利差将是零”)不合适。

存在两个极端的理论:(1)由于成员国对债券暗含着共同的担保,因此利差会比较小(0~20个基本点);(2)因为所有的国家都不能印制自己的货币,那些坏债比例较高的国家和税收接近其最高水平的国家将被象低信誉级别的公司那样对待,因此,利差会比较大(100个基本点以上)。

我们认为,通常所有国家会形成一个“政治核心”,其成员国会不断互相帮助。也许会因为支持渔业政策或国防合作而给予财政援助。这使政治资本转化为财政资本,所以暗含着核心的成员国债务的相互承销。偶尔会有核心之外的独行者,由于极端的行动导致的政治上的疯狂,或许意味着将出现转移。独行者附合第二种理论的条件,基于它们的财政状况,利差可高达100个基本点,甚至更高。而在核心内部,利差非常小(0~20个基本点),这反映出一个国家成为独行者的风险非常小。

主权与掉期

在有关掉期利差的问题上,也有两个极端的理论:(1)没有改变;或者(2)由于失去印制货币的权利,导致债券收益率出现相对较大的上升,可能出现流动性危机,但掉期保持较低水平的信用风险。

所有渴望 EMU 的政府已经通过法律将债务从其中央银行中转移出去。所以它们已经很容易受到流动性危机的影响,这应该从利差中反映出来。EMU 将使得在危机中改变这一法律的希望化为泡影。这表明,EMU 将使得债券收益率较掉期率上升,但仅适度地反映出进行紧急立法的可能性的丧失。

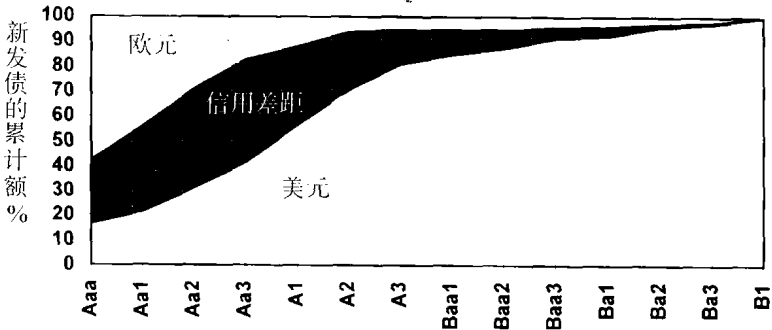
结构改革至关重要

如果资本市场和劳动力市场的改革迅速扩展和加速,这些结论将更加有力,如果改革进展缓慢,这些结论就不会那么有力。法国社会主义者的胜利显示出改革面临的新的阻力。这与重建德国私有部门的承诺(以大量工作的失去为证)形成鲜明的对比。关键问题是面对来自全世界,尤其是德国的竞争,新的法国政府是会禁止行业的重建,还是会言行不一。

第三章 EMU 是否会削减各国“信用差距”？

- 欧洲信用市场不如美国发达,EMU 将有助其成长。
- 由于投资者失去了在不同货币和政府债券之间分散资产的机会,它们对于信用级别较低的债券的兴趣将上升。发行者将由于“家庭-银行”关系的丧失而发掘、开发这一市场。
- 如果欧洲货币债券余额占 GDP 的比例达到象美国美元债一样的水平,则可能增加大约 30,000 亿美元(40%)。

新发债券的信用等级



资料来源: Bondware, SDC(1995年) 穆迪的信用评级

信用差距

历史上看,以欧洲货币标价的债券偏向高信用级别,缺乏象美元债券那样的低信用级别借款者的发行深度。1996 年,欧洲大约 40%的发行债券是 AAA,不低于 70%的是 AA2 或 AA2 以上。粗略地比较一下,美元债券的相应比例分别是低于 20%和约为 30%。这一“信用差距”在高收益(垃圾)债最大,而直到前几个月,在欧洲才

开天辟地地出现这种债券的发行。

有迹象表明,这种差距已经开始缓慢缩小,投资者对于信用的兴趣开始提高,新的发行者开始发掘这一市场。如果 EMU 继续取得进展,它将使这股涓涓细流成为洪流。几年之后,欧洲货币债券市场将发生一场革命,推动整个信用曲线上各个水平上的债券发行。同美元债券市场的信用差距将不复存在。

对于投资者,EMU 将使得欧洲政府债券之间的资产分散机会丧失殆尽。国际债券基金管理者或者通过货币交易,或者通过利用欧洲最近几年的趋同机会交易使它们的经营超过它们的指标。在实行欧元的地区,这两种机会都将不复存在。相反,参加国政府的债券将使用同一种货币。正如前一部分所述,收益率可能是互相关联的,核心国家的利差非常低,周边国家相对较低。如果一些国家的公共财政和政治状况突然恶化,利差将日益扩大,但这种风险很小。但是这基本是偶然的事件风险,没有趋势,也没有周期,将其作为基金管理提高经营效果的来源不可靠。

在这种环境中,资金管理者为使经营超过指标将不得不从信用等级较低的部分寻找机会。在大的美元区域、欧元和日元之间仍然存在分散资产的机会,新兴市场的重要性将继续提高。但在大多数国家管理者的目标指标中占较大部分的欧元地区,信用将如同在目前美国那样,成为分散资产的唯一途径。基金管理者将不得不重新武装,以扩大其理解和研究信用的能力。

对于资产中等规模和小规模的借款者,以及所有低质量的信用都将同样遭受由 EMU 带来的创伤。目前,欧洲这类借款者的对外融资通常主要依赖它们“家门口”银行。它们的这种做法的部分原因是过去它们别无选择。其借款成本可能反映出它们几乎是其国内银行系统所控制的客户。

这种借款人将是债券发行的自然来源,将刺激对于信用产品需求的增长。因此,欧洲许多商业银行将面临其贷款市场份额的逐步缩小。它们此时在一定程度上不能恰当地区分贷款,实际上通过过