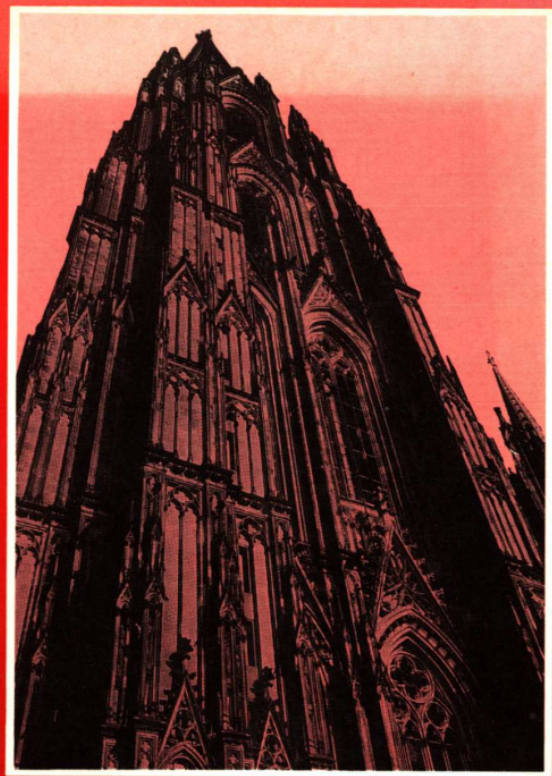


西德馬克債券市場



陳福雄

著

臺灣經濟研究叢書35

陳福雄 著

西德馬克債券市場

台灣經濟研究叢書35

西德馬克債券市場

作 者／陳福雄

發行人／劉泰英

出版者／財團法人台灣經濟研究院

台北市10409南京東路二段178號11樓

電話／（02）5073979～90

郵撥／0112402-9（台灣經濟研究院）

編輯校對／陳惠蘭・鮑邦瑞

打字印刷／上嘉打字印刷品有限公司

初 版／1990年5月出版

定 價／新台幣200元

◎行政院新聞局局版台誌字第1897號

版權所有 翻印必究

（本書如有缺頁或破損，請寄回更換）



陳福雄

1937年生，高雄縣美濃鎮人，西德法蘭克福大學國民經濟學院博士。曾任淡江大學國貿系系主任、合作經濟系系主任、台灣獲多利(Wardley)信託投資公司總經理。現任盛發證券公司董事長。

目 錄

- 01 值得持有的另一種國際通貨／潘志奇
- 03 自 序
- 07 前 言
- 09 市場慣用術語詮釋
- 17 市場特質
- 19 馬克債券發行與流通情形
- 33 馬克債券市場的成本與利潤
- 37 影響馬克債券市場的因素
- 51 不可忽視的國際金融市場
- 57 交易實務
- 63 台灣應扮演更重要角色
- 67 附 錄

圖、表 目錄

- 14 圖 1 債券發行之相關流程圖
- 20 圖 2 1988年底馬克債券種類構成圖
- 21 圖 3 馬克國內債券歷年流通市場結構推移圖
- 24 圖 4 1988年公共部門所發行之政府公債結構圖
- 29 圖 5 1989年2月份歐洲馬克債券市場之分類組成圖
- 38 圖 6 西德五年來的基準利率走向示意圖
- 38 圖 7 馬克債券獲利曲線圖
- 41 圖 8 西德國際收支演變與馬克對18個先進國之幣值比較圖
- 43 圖 9 西德物價指數變動與經濟成長
- 44 圖10 西德與OECD各國之通貨膨脹率比較圖
- 49 圖11 美國與西德債券獲利率比較圖
- 52 圖12 馬克匯值演變趨勢圖
- 22 表 1 馬克國內債券流通市場統計表
- 25 表 2 政府公債歷年流通量統計表
- 26 表 3 中央政府其他債務結構
- 30 表 4 外人發行的馬克債券 (DM Eurobond) 統計表
- 40 表 5 1970至1988年馬克與美元、英鎊及日圓間的匯率變動情形
- 46 表 6 西德重要經濟指標

值得持有的另一種國際通貨

——序《西德馬克債券市場》

最近東西德貨幣聯盟的辦法大致已經確定，今後由雙方政府進一步進行磋商，並簽訂條約，再經議會批准，自本年七月起即可施行。在一九九一年下半年乃至一九九二年內，德國可告統一，而在此以前，兩國經濟可望先行整合。

爲解救東德計劃經濟的破產起見，先由西德馬克取代東德原有的通貨，並將西德的市場經濟制度，完整導入東德。同時由東德放棄經濟主權，兩德的經濟方可以統一。

當前西德的經濟實力，在歐洲共同市場各國中，遠超過英、法、義等國。德國統一後，在相當期間內，東德經濟的部份可維持高度成長，而整個德國的經濟規模更將迅速擴充，其影響的範圍當囊括中歐與東歐。現今西德馬克無論在貿易上或長短期國際資本交易上的使用，已相當廣泛，且更由各國中央銀行持有爲外匯準備。今後其國際通貨的地位，自當大幅提高，而僅次於美元，且可能形成一大通貨區域，涵蓋中、東歐各國。

但我們回顧各國際通貨（英鎊、美元等）之興起與發展的

歷史，則其發行國家（英、美等國）均有高度發達的貨幣市場與資本市場（包括股票與債券市場），因為一國通貨的國際化，而占有國際通貨的地位，即由於多數國家在國際交易上的使用與持有。然為促進其他國家在國際交易上積極的使用，與踴躍持有（指各國官方與民間持有為外匯準備）起見，具有國際通貨地位的國家（如美國），必須擁有發達的貨幣市場與資本市場，俾其他國家可隨時將剩餘的外匯資金（如美元），在其市場上予以有效運用；亦可在外匯資金（如美元）短絀時，隨時在其市場予以靈活調度。

鑑於統一後德國經濟與馬克之發展的潛力，及我國與歐洲及德國經貿關係之增強的必然性，則今後我國官方與民間的使用與持有馬克，一定迅速擴充。因此，我國朝野為未雨綢繆，必須及早加深對西德金融市場的理解與參與。

陳福雄先生乃我所尊敬的友人，早年獲得西德法蘭克福大學經濟學博士，曾任國立政治大學國際貿易系教授，在兩度留德期間，出任國際上著名大證券公司的要職，精通經濟理論與金融實務，為朋儕中所罕見。今傾其理論與實際的蘊蓄，撰寫《西德馬克債券市場》一書，今後國人在德國債券市場之資金的運用與籌措，當可奉為指南也。

一九九〇年五月七日於台北市東吳大學

潘志奇

自序

自一九七一至一九八八年間，筆者除了回國在政治大學及淡江大學任教爲期約五年之外，曾長期在德、日、英三國金融界服務。先後以英文及德文爲文，介紹西德馬克債券市場予國際投資人士。民國七十五年回國參加國建會，參與金融組有關資本市場與貨幣市場討論之際，筆者曾大力建言鼓吹加速現代化、自由化及國際化步伐，如今我國金融界正加速朝此方向邁向金色的二十一世紀，筆者至感欣慰。

筆者認爲，要現代化與國際化必先自由化，考慮開放市場，弄清「要吃蛋，先餵雞」的道理，讓國際知名同業進駐台灣營業，藉以訓練我國員工掌握相關技術與知識，透過示範作用（demo effect）以及同行跳槽，不出數年便可達到技術轉移的目的。而在與外商談判國際化時，必須考慮到平等互惠的原則，易言之，如同准許外商來我國海域捕魚，則須要求外國准許我國漁船前往其海域捕魚，才算公平，如此則有魚大家撈。同理，開放外商前來我國設立分支機構，也應要求至少保留我國同性質行業前往各該國開設分支機構的權利，以求公平相待。談到進軍國際，則我國金融界還有一些尚待克服的問題，尤其是公

營事業的僵硬性，例如相關部門的主管建議在海外設立分支機構，一來需層層批准，枉費時日而難得下文，二來如果賺錢就相安無事，虧損則職位不保，因此在公務員但求無過的心態下，限制其創造性、機動性與積極性，影響了海外市場的開闢速度。

其實要在海外立足，尤其一九九二年以後的歐洲單一市場下金融制度也會趨於單一化〔目前英、德兩國金融制度不同，英採銀行與證券商分立制，有些銀行准予設立信託部經營券商業務，這與我國情形相似，而在德國情形則異，除一些專業性的如抵押融資銀行（Hypotheken Bank）之外，一般都採取多角經營的綜合銀行（Universalbank）〕，而我國業者必須設法多角化經營，這在證券商與銀行合一的綜合銀行制度下設立分支機構最為有利，尤其營業項目繁多，營收比較安定。就筆者服務多年的日商山一證券公司而言，其在西德分公司的營收項目絕非全靠證券經紀業務來維持，其業務結構至少包括：(一)經紀（代客買賣各種金融產品），(二)參與西德的政府公債以及國際債券市場和其它金融商品的發行與承銷業務，(三)信託投資（代客管理資產並作投資組合的管理），(四)購併仲介業務，(五)輔導上市，(六)自營業務，(七)與山一財團屬下各單位間互相買賣。其業務就如同綜合券商加上美式投資銀行的總和，很有發展潛力，值得國人前往開發。而西德馬克債券又是歐洲債券市場的重要主力，從事這方面的業務，可以充實業者的業務範圍，擴

增營收。

筆者不揣寡陋，匆匆爲文，相信還有一些考慮不到的盲點，尚請國內專家學者多加補充與指教，讓這本小冊子更爲完整，也更具參考價值，則筆者幸甚。

七十九年五月八日於台北

陳福金

前 言

1988年底的資料顯示，西德馬克債券發行及在市面流通總額高達1.36兆馬克，為全球僅次於美元及日圓而名列第三的債券市場。由於西德經濟發達、幣值安定，而且國債流通性強，故為國際投資家所普遍喜愛。

債券交易在西德超越股票市場交易量的2.8倍，成為西德資本市場的主流。綜觀幾年來美國經濟景氣多變，雖在雷根總統執政期間稍有好轉，然因其財政及外貿雙赤字的驚人累積，使得美元匯值不斷滑跌，許多國家的金融主管當局都在謀求分散準備貨幣，故而西德馬克、日圓、瑞士法郎等強勢貨幣逐漸成為減少幣值風險的理想儲值工具。1980年代初期由於美元高騰（高利率所致），國際投資家對馬克債券興趣不濃，及至1985年後美元回貶，馬克債券乃又成為國際金融界的新寵。近年來我國連年貿易出超，外匯累積如山，成為世界排名第三，僅次於德、日的外匯富裕國家（編者按，目前我國已為第一名）。一方面固然須將資金作充分而多元化的妥善運用，而另一方面我們雄厚的本錢足以進軍國際，提高國家地位，在國際金融界扮演更重要的角色。

謹以區區所知，爲此小書，仍請國內專家學者多加補充與指教。

市場慣用術語詮釋

一般債券市場依其性質，大致可分為下列幾類比較常見的術語：

(一) 公募市場與私募市場

如依公開發行即上市與否而言，可分為公募市場（public placement）與私募市場（private placement）。前者稱公募債券，後者稱私募債券。舉凡債券的發行，其能否為投資大眾所樂意接受，須視下列條件而定：

1. 起債人的信用程度即安全性：其所屬國家財經及內政的安定情況如何，有無債信評估（credit rating），其等級如何（例如AAA，AA，A……或無評估），有無保證（但一些落後國家的政府保證並非絕對可靠）。

2. 發行條件即獲利性：例如年利若干%，發行價格如何，有無折讓，以及發行使用貨幣（currency denomination）是否安定。

3. 視聯合貸款團邀集人（lead manager）或稱起債銀行團首席（Konsortiumfuehrer）以及副邀集人（co-manager）的號召力，及其攤銷能力而定。

4.發行量的大小：發行金額的大小以及發行（推出）日同時發行的其它債券發行條件及數額大小，必將影響市場的銷售能力。假如發行量小，邀集人的攤銷網大，消納能力强，則此一聯貸不必經過公開發行就能消納的話，自然就可以用私募的方式完成聯貸。

私募債券有下列優點：

1.減少與上市有關的費用，對起債人有利（大約減少起債額 2 % 的上市費用）。

2.利率通常比上市債券稍為高些，對投資人有利。

因此只要有充分把握可籌足貸款或債券能夠推銷出去，則發行私募債券無論對投資人或起債者均較有利。這在瑞士頗為盛行，其缺點乃在市場狹小，往往想脫手時苦無買主，或有，也可能價格不高。不過像瑞士這種國度，外人存入的資金夠多，而這些資金在短期內都不會移動，可任憑支配運用。例如前伊朗國王巴勒維，前菲律賓總統馬可仕，前海地強人杜瓦耶等等，他們存放在瑞士的資金都可以長期委託投資，私募債券之所以能夠盛行，不無原因。

(二) 灰色市場與普通市場

當聯合貸款團或稱起債銀行團（Syndicate）之邀集人（lead manager）與起債人（issuer）之間談妥了起債條件，邀集人向證券交易所提出上市申請並發出邀請參與承銷的電傳函

電後，舉辦簽字儀式及記者招待會，正式對外發佈起債消息，說明起債（聯貸）條件與性質，各銀行的 dealer（做手）按照發行條件及當時市況（如供需情況……）加以研判，因而醞釀出一個模擬價格，人們在這種模擬價格之下往往是先行交易，一、二週之後才交割。這種交易活動稱為灰色市場（grey market）。灰色市場一直進行到付款日為止，時間很短，不過幾天而已，而上市以後的交易活動稱為普通市場（ordinary market）。在灰色市場投資人往往可以買到比較實惠的債券。習慣上灰色市場的第一手貨通常都會給予部份折讓（依市場情況而定，大約是1/8%至7/8%，情況差的也有超過1%的）。再說灰色市場是債券市場的一些經紀人，在上市前短暫的判斷而形成的價格輪廓，假如承銷商是以代客買賣的業務為主，往往會在但求有賺的範圍內尋求脫現，以免夜長夢多，這也是折讓的原因之一。

（三）初級市場與次級市場

根據聯貸銀行團組織，凡參與的成員約定在第一次付款日期之前，無論聯貸銀行團主邀集人（lead manager）、副邀集人（co-manager）、承銷商（underwriters）以及推廣小組（selling group）等之間，這種原始債券的第一手交易，統稱為初級市場（primary market），在攤額付款日（payment date）之後，稱之為次級市場（secondary market），初級與次級市場之間，其界線在於攤額付款日期。從灰色市場之後一