

国际债券市场研究丛书

杨大楷 任郑杰 谢清喜 著

国际债券市场问题研究

GUOJIZHAIQUANSHICHANGWENTIYANJIU



企业管理出版社

ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

国际债券市场问题研究

杨大楷 任郑杰 谢清喜 著



企业管理出版社

ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

国际债券市场问题研究/杨大楷,任郑杰,谢清喜著. —北京:企业管理出版社,2006.7

ISBN 7-80197-491-3

I. 国... II. ①杨... ②任... ③谢... III. ①债券—资本市场—研究—欧洲②债券—资本市场—研究—美洲

IV. F831.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 078939 号

书 名:国际债券市场问题研究

作 者:杨大楷 任郑杰 谢清喜

责任编辑:双 喜

书 号:ISBN 7-80197-491-3/F·492

出版发行:企业管理出版社

地 址:北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编:100044

网 址:<http://www.emph.cn>

电 话:出版部 68414643 发行部 68414644 编辑部 68428387

电子信箱:80147@sina.com zbs@emph.cn

印 刷:开封河大印务有限公司

经 销:新华书店

规 格:170 毫米 × 230 毫米 16 开本 14.5 印张 215 千字

版 次:2006 年 7 月第 1 版 2006 年 7 月第 1 次印刷

印 数:1,001-2,000 册

定 价:29.80 元

版权所有 翻印必究 · 印装有误 负责调换

前 言

债券是现代经济中的主要信用形式之一,也是各国经济发展中不可缺少的工具。近十年来,金融在经济中的地位日益受到国内外研究者的关注。在戈德史密斯(Goldsmith, 1965)、肖(Shaw, 1973)以及麦金农(McKinnon, 1973)的研究基础上,理论界进一步探讨了金融制度和金融市场在公司治理中的作用及其对经济发展的意义。艾伦和盖尔(Allen&Gale, 2000)则通过建立一个用于比较以银行为基础的融资体系和以市场为基础的融资体系的框架,对这些研究进行的扩展^①。但这些研究存在两个缺陷:其一,侧重于股票融资。表现在这些文献的研究对象虽然是“资本市场”,但当我们细观全文即可发现,其主要研究焦点为股票市场,债券市场几乎完全被忽略了^②。在国内,此类情况也较为常见^③。在大多数发展中国家,与银行系统和股票市场相比较,企业债券融资的规模很小。在现实中,相对于债券市场而言,我们更容易获得股票市场和银行体系的一些统计数据,即使在债券市场相对发达的美国也是如此。此外,甚至有学者通过对债权合约与股权合约的比较,得出银行贷款能够代替所有债券融资的结论。其二,即使研究债券融资问题,也主要是研究市场经济体制下的债券融资理论,而缺少对计划经济体制向市场经济体制转轨中的债券融资理论的研究。

① Hoontrackul(1996) provides a case study for Thailand.

② Exceptions Include Boot and Thakor(1997) and Hakansson(1999).

③ 例如,由樊纲主编的《金融改革与企业发展》,经济科学出版社(2000年版)。全书未见有债券融资的内容。

然而,与学术界对这一问题研究的重视程度相左,随着亚洲金融危机的爆发,各国的政策制订者却日益关注发展中国家缺乏一个具有广度、深度和富于弹性的债券市场的问题所带来的负面影响。世界银行(Dalla et al,1995,p.8)公布了对亚洲新兴债券市场的研究,认为亚洲经济“应加快发展国内债券市场……”。在这一问题上,马来西亚与香港特区的发展为我们提供了一些有益的经验。其中,香港地区政府在并未遇到很大的预算赤字(Yam,1997)的情况下,成功促进了政府固定收益债券市场的发展。亚太经济合作组织(APEC,1999)组成了一个研究组来研究债券市场的发展模式,以促进亚洲债券市场的发展。近年来,理论界和实务界对债券市场融资问题的关注主要来源于对经济体系中缺乏债券市场而导致一些亚洲国家易于受到金融危机攻击的认识。亚洲金融危机的受害者之一,泰国银行行长(Sonakul,2000)在谈及这一问题时指出:“假如时光倒流,我的最大愿望是建立一个功能完善的债券市场”。此言反映了亚洲各国对债券市场重要性的认识。

本文主要讨论了以下五个问题:第一,国际债券市场研究。通过对国际债券市场的表述,研究了国际债券市场的兴起原因。从主观上来说,主要有政府支出的扩大化、储蓄缺口和外汇缺口的弥补、维持一国在国际市场上的举债能力等;从客观上来说,主要有资本流动的全球化、全球经济的信用化、以及金融电子化的发展等。如果说,国际债券市场的划分有多种形式,本章对这一市场的种类和构成进行了深入的分析。第二,国际债券发行研究。通过对国际债券的发行条件、发行方式和发行程序的研究,我们发现适应的债务规模需要严格地遵循一条谨慎的原则:新增借款成本不应超过新增投资的收益率。以荷兰式招标为主、并辅

之其它发行方式,是一种适合中国国债国际化的发行方式。第三,国际债券流通研究。通过对流通市场的结构、市场中介、以及国际债券的交易和清算的研究。可以发现欧洲债券市场是目前全球国际债券市场的重要组成部分,其完善的交易与清算体系为国际债券市场的健康发展奠定了坚实的基础。高效率、低成本和安全的服 务是清算机构的优势所在,同时也为交易者消除了交割上的风险。第四,国际债券的投资风险及其管理。从债务人的角度出发,国际债券市场的风险是指由于国际政治经济形势和国际金融市场发生变化,从而给债券发行者可能带来的筹资成本的增加。本章主要研究了国际债券的风险类型、风险预测和风险防范三个方面的内容。国际债券的风险主要有汇率风险、利率风险和流动性风险三种,目前国际上对这些风险的预测主要有金融产品风险测量法、暴露和缺口模型、基本分析法和 技术分析 法。健全的风险管理可以降低国际金融市场动荡对债务人的影响,从而降低筹资成本。因此,许多国家的政府债务管理者纷纷开始对其负债风险管理进行全面改革,采用多种方式来规避和降低这些风险。第五,我国国际债券市场研究。本章主要研究了我国国际债券的发行及其监管、外债管理、以及金融全球下我国债券市场的发展问题。我国国际债券的发行始于 20 世纪 80 年代初期,信用等级逐年上升。期间经历了两年的停顿后,在 2003 年 10 月又成功的发行了 10 亿美元和 4 亿欧元的全球债券。由于我国的发债历史较短,在信用评级、发行担保、承销协议等方面还存在诸多的问题,需要进一步的加强监管和完善。在金融全球化迅速推进的今天,中国经济要与国际经济有效接轨,必须努力完善我国债券市场,因此,本章对我国国际债券市场的发展战略进行了研究,以期促进我国债券市场的发展和完善。

本文的创新主要体现在以下几个方面:其一,从不同的角度分析了国际债券市场的构成及其最新发展,并通过主观和客观两个大的方面研究了国际债券市场兴起和快速发展主要动因。其二,对成熟市场经济国家的国际债券的发行方式进行研究,并分析了不同国家和不同债券种类的发行程序。其三,对国际债券衍生金融工具、国际债券的回购和清算进行了研究,并通过多种案例和数据模型说明国际债券的流通及其新发展。其四,结合我国的具体情况,对我国进入国际债券市场的必要性和存在的不足进行研究,在此基础上提出我国外债管理的新思路和新方法。

本书既是国家自然科学基金项目“国债管理与利率研究”(项目编号:79790130)的后续成果,又是上海财经大学“211 工程”的一项重点研究项目。上海财经大学博士生导师兼西南财经大学中国金融研究中心的研究员杨大楷教授任该项目组组长。参加本书撰写工作的主要人员有:上海财经大学和西南财经大学的博士生和博士后。其中:第一章由杨大楷、王天有撰写;第二章、第三章、第四章由任郑杰(安阳钢铁集团公司企业博士后)撰写;第五章由谢清喜撰写;第六章由杨晔撰写;附录由王秀宁、翟玉娟撰写。此外蒋南平、彭成、刘伟等,承担了本书的资料搜集、信息整理、专题梳理、阶段性成果建设等基础性工作。最后,由杨大楷进行总纂和定稿。

杨大楷、任郑杰、谢清喜
于上海财经大学春晖园
2006 年 6 月

目 录

前 言

第一章 导 论	1
第一节 研究意义和方法	1
第二节 国内外研究现状	2
第三节 研究结构和创新	7
第二章 国际债券市场概述	9
第一节 国际债券市场现状	9
第二节 国际债券市场兴起的动因分析	10
第三节 外国债券市场与欧洲债券市场	20
第四节 国际债券的发行与流通市场	38
第三章 国际债券发行研究	52
第一节 国际债券发行的要素分析	52
第二节 国际债券的发行方式分析	64
第三节 欧洲债券与外国债券的发行流程分析	72
第四章 国际债券流通研究	80
第一节 国际债券流通市场的构成	80
第二节 证券商中介的功能分析	103
第三节 欧洲债券的交易与清算	108
第五章 国际债券投资风险管理研究	115

第一节	国际债券投资的风险类型	116
第二节	风险预测的模型构建及定性分析	122
第三节	国际债券投资的风险规避	134
第四节	外债管理及债务重组	154
第六章	我国国际债券的发行及其管理	166
第一节	金融全球化下的我国国际债券市场	166
第二节	我国国际债券的发行及其监管	175
第三节	发展我国国际债券市场的应对策略	186
附 录	中国台湾国际债券研究	190
参考文献		216

第一章 导 论

第一节 研究意义和方法

一、研究意义

近年来,国际债券市场一直处于快速发展阶段。仅 1981 ~ 1999 年间,世界债券市场就扩大了七倍多,债券总额达 299,000 亿美元。国际债券市场的快速发展不仅促进了资金在全球范围内的流通和配置,也为各国政府尤其是发展中国家的政府筹集到了大量的资金,极大地促进了这些国家的经济增长。我国从 20 世纪 80 年代开始进入国际债券市场,在改革开放的政策指导下,一些金融机构率先步入国际资本市场,以发行债券的形式筹资。20 世纪 90 年代以后,随着我国综合国力的不断提高,我国的国际债券信用等级不断上升,发债的数量也不断增加。其中,仅 2000 年的 1 月到 3 月间,就对外发行债券 20 亿美元。此后,由于我国直接利用外资的速度和规模大幅度的上升,在 2001 年 5 月之后,我国暂时停止了利用发行国际债券进行筹资的引资方式,直到 2003 年的 10 月才又一次的通过发行全球债券进入到国际债券市场中来。

近期,中国银行开办了代理企业买卖国际债券的新业务。银行可以代理客户买卖的债券是那些资信评级在标准普尔和穆迪 A 以上评级的主要工业国家的国债、国际金融机构债券或国家担保的政府机构债券以及中国财政部、国有政策性和商业性银行的债券,债券的期限一般在 10 年以内,债券买卖每笔最小金额为 100 万美元。债券的货币种类为主要国际可自由兑换货币。这标志着我国投资者进入国际债券市场的步伐正在逐步加快。国际债券市场是各国政府和企业吸收资金的重要场所,也是体现一国经济实力、国家信用、和国际竞争力的重要方式。随着全球经济一体化的形成和我国对外开放力度的加深,利用国际债券市场进行资金融通,就成为了我国企业走出去的重要途径。目前,我国在国际债券市场上发行的主要是政府债券,或者是具有国有企业背景的企业债券。中小企业和民营企业还没有真正进入到这个市场中来。但是,国内企业的快速发展和“走出去”战略的实

施,使国际债券市场也开始逐渐吸引了大家的注意力。此外,国际债券市场丰富的债券品种和结构,也为投资者提供了多元化的投资途径。有效的投资是建立在对市场规则和风险的充分认识基础之上的,因此,本文选择国际债券市场作为研究对象,通过对国际债券市场的发展、国际债券的发行和流通、以及国际债券的风险监管等方面的研究,为我国的企业和投资者进入国际债券市场提供指导和借鉴。

二、研究方法

1. 比较分析法。本文研究的一个基本目的就是通过对国际债券市场的研究分析,寻求适合我国政府和企业的有效的发行方式,包括币种的选择、期限结构、利率结构等,以降低融资的风险和成本。因此,在研究的过程中运用了历史与现实、国内与国外等多种比较方法进行研究,通过分析彼此之间的利弊,寻求适合我国的发展途径。

2. 社会调查法。笔者通过走访、会议或电话等方式,与证券市场从业人员、科研人员和政府机构相关业务人员进行了咨询和调查,通过与他们的沟通了解国际债券市场的发展现状,以及我国进入国际债券市场的必要性和可行性。

3. 案例分析法。在论文的研究中,还使用了一些具体的案例来更好的进行说明。如在对国际债券期权、期货相关内容的研究中,就通过具体的案例来说明了期权和期货的定价、和约规格、及其交割方式。在国际债券的回购中,也通过具体的案例研究了回购价格的确定和计算方法。

4. 定性分析与定量分析法。论文的研究涉及了大量的理论模型和定性分析,通过二者的结合能够更加准确和具体的说明国际债券市场发展的理论依据。定量分析更加丰富和形象的说明了定性分析的内容,定性分析也促进了定量分析内涵的具体化。如在关于国际债券的定价、风险控制等相关问题的研究中,就充分运用了这两种研究方法。

此外,本文还采用了理论结合实际、归纳法和演绎法等多种研究方法,对国际债券市场进行了深入的研究。

第二节 国内外研究现状

国际债券理论研究是国际债务研究的重要部分,国外关于国际债券市场的研究已经形成了一套比较成熟的研究体系,其研究内容的广度和深度

也在不断拓展和加深。从一国债券市场的开放,到债券市场与股票市场之间的互动,以及地区性债券市场的发展等,都有了丰富的研究成果。

经济学家们在对债务需求动机的考察上仍然接受两缺口模型的模式,认为对外举债是为了弥补国内的投资缺口或是贸易赤字。但两缺口模型有一个假定,即政府受收支平衡的约束,但我们知道,现代生活里政府的预算平衡几乎是不可能的,于是经济学家又加上了弥补政府赤字的动机。但两者之间没有根本上的区别,即外债是为了一国的总收入与总支出之间的缺口的。

新古典经济学家们十分注重反映在投资—储蓄缺口和预算赤字上的借债动机,依顿(Eaton)和哥索维茨(Gersovitz)则对借债动机进行了细分,分成了三个主要的动机:消费动机、调整动机、投资动机。对于那些收入水平经常变动而且幅度很大的国家来说,消费动机是借债的主要动机,这些国家往往是原材料出口国,由于原材料的市场价格经常波动,因而他们的收入也难以稳定,而借债却可以使他们的消费水平稳定下来。调整动机是指当一国面临国际竞争力减弱或贸易条件恶化需进行调整时,通过举借外债,如发行国际债券来保证调整政策的实施。例如当石油价格急剧上涨时,石油进口国的进口费用大量增加,如果不依赖外债,则必须大幅度削减石油进口,国内经济则不得不面临着痛苦的调整,为了使这一调整过程变得缓慢且容易接受,则需暂时的举借外债。最后是投资动机,依顿和哥索维茨对投资动机的分析也是基于发展中国家发展的需求,认为在资本稀缺的发展中国家里,资本的边际收益率会超过世界资本市场上的实际利率,因而资本应该从发达国家流向发展中国家,国际债务的流向也是如此。但是,发展中国家为了投资举借外债必须保证使投资于某一项目而且能自己偿付,否则借债动机就是不合理的。从对其需求动机上的分析可以看出,除了投资动机以外,对外举债都是暂时的。消费动机可以在收入大幅提高时将外债还掉,而调整动机则应该是在调整之后将借款还清;即使是投资动机,有了“项目”的限制,虽然发展中国家的投资回报期比较长,但仍然是可以依靠自己的能力偿还外债的,那么债务危机是如何爆发的呢?问题在于,上面的讨论都是在假想中的。如果收入的波动总是没有盈余;如果经济长期难以调整;如果投资效率低下,债务自然只有增长而没有偿付了。Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff (2003),研究发现,一国在全球范围内的举债行为会成为吸

引外资的一种惯用方式,这种方式虽然缓解了国内经济发展的资金缺口,但是也会造成举债国过度依赖外部资金,从而产生风险。

值得注意的是,彼得·林德特的研究表明,由于国际放贷活动具有不完全产权的特征^①

因此,国际性的债务危机几乎是不可避免的。林德特进而指出,当前国际上通行的一个谬误,即国际上通常认为当年的债务增量是债务存量的利息总额加上一定的数值(通常是贸易赤字): $\Delta D = iD + (M - x)$,为了简化将 r 定义为累计债务存量的增长率, $r = \Delta D/D$ 。那么,只要 $r > i$,一个如期偿还所有利息和本金的资信良好的债务国,就会继续得到新的资金。这样就可以得出结论:只要国际金融体系允许债务国得到足够多的信贷款,以此换取债务国信守借款契约,那么,不会拒付政府债务的债务国就会仍将继续偿付债务。这种常见的看法还有很多变种,比如,还应使债务负担陷于债务国出口收入或国民生产总值的一个可以忍受的份额,不过这种条件还是次要的,关键的想法是:足够多的新贷款会使债务国既有动力又有手段长久的偿付老的贷款,这种通常的看法又有某种严重缺点,它包含了某种掩盖起来的对最终倒帐的鼓励,它只是使得世界债务危机的复发看起来不是那么出人意料而已。林德特的意图表明:如果诱导偿付债务的唯一机制是不断提供新贷款,那么,主权国家的债务就终将成为拖欠、倒帐的问题。林德特的分析的确让人们不得不承认,1982年拉美国家债务危机后的债务重新安排存在着很大的隐患。但是,贷款人也有不得已而为之的因素。而且,也许仅仅从数量上来看拖欠债务的成本也许是不合理的,拖欠的成本对债务国来说可能是很大的,而不是林德特眼中的与债务数量上的比较,如果一国有能力偿付债务并保持着良好的发展态势,拖欠的成本将是经济上升趋势的停止,拖欠的动机又从何而来呢?这样的债务拖欠问题也许不能称之为债务危机了。林德特的论述抛弃了一国可承受债务的问题,只从债务量上来考察一国是否会拖欠债务是具有一定的片面性的。那么一国是否应有净债务的流入所依据的条件应该是什么呢?

^① 在一国境内,一个经济体如果无力偿还借款,这时债券人就可以行使其债券的追索权,要求债务人的资产进行偿付。然而在国际放贷活动中,借款往往需要国家担保或者借款者本身就以国家的形式出现,如果一个国家宣布“无力”偿还外债,债权人则无从保全自己的利益。

很多经济学家都在探讨一国能否继续借债的依据应该是什么这一问题。20 世纪 80 年代中期,博格斯坦、科兰(cline)、威廉姆森和多恩布什都对此进行了论述,总体来讲体现了以下的观点,根据下式: $dD/dt = iD + M - X$ 。如果一国的贸易收支为零的话,那么它的净债务流入即为所应支付的利息(iD);贸易赤字则增加了借款的需求,而一个足够大的贸易盈余能够减少一国的债务负担。根据上式,假设债务存量的增长率为 D^0 ,于是有: $\Delta D/D = D^0 = i - (X - M)/D$ 。既然外债的支付必须用外汇进行,那么通常的做法是用债务—出口比来衡量能否继续借贷。假设债务—出口比为 d ,有 $d = D/X$,而债务—出口比的变化量为: $dd = D^0 - X^0$,将债务增长率等式带入该式,可得: $dd = (i - X^0) - (X - M)/D$ 。从该方程可以看出,如果名义利率比名义出口增长率大的话,除非有很大的贸易盈余,否则就必须借外债。这也隐含着借外债应该用于促进进出口的生产,使出口的增长高于利率,这样就能在债务—出口比不发生什么变化的情况下增加外债的流入,即当出口增长率比借入外债的利率高的话,就可以继续借债。从某一个层次上说,管理外国贷款问题是简单的,如果国家的行为能像一个企业一样,它将在投资项目收益高于借款成本时才借款,这样贷款能用项目的收入得到偿付。而对国家而言,还以另一层的条件,即项目必须能收入或节约足够多的外汇,从而用外汇支付利息和本金。从这个角度看,只有存在外汇收入高的投资机会才应该寻求外国资源。然而这个方法太具局限性,对于发债者和投资者而言,问题是经济的总体能否产生足够的收入和出口增长,以按期偿付债务。因此一个国家能否继续进行债务实际上取决于宏观经济管理能力,这也可以从世界债务危机中得到解释。

在国际债券风险研究方面,Elton et al. (2001) 的研究表明,美国公司债券的风险是由系统性风险补偿和不同种类的权益证券的回报要求不同而引起的,欧洲债券市场的回报则因币种的不同而有所差异。Steward, Greshin (1997) 认为,在欧洲债券市场上有 50% 左右的投资者为散户投资者,因此导致了该市场具有明显的交易非流动性。Vine (1997) 提出,由于投资者会对不同币种的债券要求不同的风险补偿,从而造成了市场的分割。即使在同一时期,如果一国选择发行不同币种的债券,其所要求的利率水平也不相同,从而导致融资成本的差异。Knez et al (1994) 建立了一个四因素模型来研究国际债券的回报率的变化情况,发现其与货币市场的期限结构、

利率水平等因素密切相关。1999年1月1日,欧元开始在欧盟11个国家正式流通使用。Portes, Rey(1998)在此前进行了预测,认为随着欧洲金融市场的深化和流动性的提高,国际投资者将增加对欧元类资产的需求,欧洲债券市场在国际金融市场中的地位和作用也将逐步上升。Turtelboom(1997)通过一个简单的多变量模型分析后认为,各国中央银行将重新调整政府储备的资产组合,提高欧元类资产的比率。McCauley et al. (2002)对价值412亿美元的71种债券进行了研究,发现44%—46%的债券被亚洲地区的投资者所持有,其市场流动性也远远高于人们此前的预期。S. Ghon Rhee(2003)认为亚洲地区的投资者正越来越多的通过美国和欧洲的投资银行进入到国际债券市场中来,从而增加了地区性债券市场与国际债券市场之间的互动性。Andrew Clare, Ilias Lekkas(1998)研究表明,随着金融市场的深化,各国固定收益证券市场之间的关联程度逐渐增强,从而导致各国政府货币政策的独立性逐渐降低。通过对美国、德国和英国的政府债券市场的比较分析,结果表明这些市场的收益率水平均受到一些国际性因素的影响。

由于我国进入国际债券市场的时间短、规模小,因此,国内的学者对与国际债券相关问题的研究重点主要集中在外债管理制度的建立和完善方面。张涛(2002)认为,为了做好外债管理工作,发展中国家政府需要控制外债规模、建立和完善信息系统、加强债务国之间的交流、防范汇率风险以及控制短期资本流动等。另外,政府其他工作会对外债管理起到某种程度的制约作用。彭虹(2003)认为,我国外汇与外债监管体制的最大特色就是专业性与综合性的结合,但随着时代的发展,我国的外汇与外债管理体制有三个问题有待进一步解决:一是监管主体的职权应进一步明确;二是监管手段必须更新;三是监管内容需进一步拓宽。潘晓燕等(2002)运用现代投资理论中的有价证券组合理论,根据债务的实际成本,在综合考虑了外汇储备结构和外贸收支外汇结构的条件下,提出了一种中国外债的最佳币种结构和期限结构的计算方法。苏蔓蕙(2003)认为,随着亚洲经济体继续引领全球经济增长,市场的货币供应将日趋紧张,亚洲的政府和企业可能继续在2004年踊跃发行外币债券,以在加息前利用国际债券市场。鄂志寰(2003)研究发现,随着国际资本流动总额增长速度的减缓及资本流动性的下降,同样数额的资本跨境流动对汇率的相对影响程度明显放大,国际债券、国际股

票等组合投资在汇率的决定因素中的地位有所上升,尤其是在美国 and 欧洲之间流动的国际资本的影响力更为显著。

第三节 研究结构和创新

一、研究结构

第一,国际债券市场研究。近年来,国际债券市场一直处于快速发展的阶段,极大地促进了资金在全球范围内的流通和配置。国际债券市场的兴起有其主观和客观的动因,从主观上来说,主要有政府支出的扩大化、储蓄缺口和外汇缺口的弥补、维持一国在国际市场上的举债能力等;从客观上来说,主要有资本流动的全球化、全球经济的信用化、以及金融电子化的发展等。国际债券市场的划分有多种形式,以是否为发行地所在国货币划分,可以分为外国债券市场和欧洲债券市场;以发行期限划分,可以分为中长期市场和短期市场;以及发行市场和流通市场。本章对这些市场的发展历史和现状分别进行了研究,详细分析了市场的种类和构成。

第二,国际债券发行研究。本章主要研究了国际债券的发行要素、发行方式和发行程序,这是决定国际债券的发行成功与否的重要方面。国际债券的发行要素包括发行额度、偿还期、票面利率、发行价格、偿还方式和发行监管等;发行方式主要有公募招标、承购包销、随买和面向个人直接发售四种;在发行程序上,各国和地区都有各自不同的规定。本章主要介绍了欧洲债券、美元外国债券、以及日元外国债券的发行程序。适应的债务规模需要严格地遵循一条谨慎的原则:新增借款成本不应超过新增投资的收益率。以荷兰式招标为主、并辅之其它发行方式,是一种适合中国国债国际化的发行方式。

第三,国际债券流通研究。流通市场和发行市场是国际债券市场的两个不同的组成部分,二者之间存在着密不可分的联系。本章研究了流通市场的结构、市场中介、以及国际债券的交易和清算。国际债券流通市场主要有现货市场、期货市场、期权市场、回购市场和互换市场,不同市场的结构和定价各不相同。证券商是国际债券流通市场的主要中介,起到了融通资金、沟通供求关系和规范市场秩序的重要作用。欧洲债券市场是目前全球国际债券市场的重要组成部分,其完善的交易与清算体系为国际债券市场的健康发展奠定了坚实的基础。高效率、低成本和安全的的服务是清算机构的优

势所在,同时也为交易者消除了交割上的风险。

第四,国际债券投资的风险及管理。从债务人的角度出发,国际债券市场的风险是指由于国际政治经济形势和国际金融市场发生变化,从而给债券发行者可能带来的筹资成本的增加。本章主要研究了国际债券的风险类型、风险预测和风险防范三个方面的内容。国际债券的风险主要有汇率风险、利率风险和流动性风险三种,目前国际上对这些风险的预测主要有金融产品风险测量法、曝露和缺口模型、基本分析法和技术分析法。健全的风险管理可以降低国际金融市场动荡对债务人的影响,从而降低筹资成本。因此,许多国家的政府债务管理者纷纷开始对其负债风险管理进行全面改革,采用多种方式来规避和降低这些风险。

第五,我国国际债券的发行及其管理。本章主要研究了我国国际债券的发行及其监管、外债管理、以及我国外债管理的现状和发展趋势。我国国际债券的发行始于20世纪80年代初期,信用等级逐年上升。期间经历了两年的停顿后,在2003年10月又成功的发行了10亿美元和4亿欧元的全球债券。由于我国的发债历史较短,在信用评级、发行担保、承销协议等方面还存在诸多的问题,需要进一步的加强监管和完善。在金融全球化迅速推进的今天,中国经济要与国际经济有效接轨,必须努力完善我国债券市场,因此,本章对我国国际债券市场的发展策略进行了研究,以期促使我国债券市场的完善。

二、研究创新

1. 从不同的角度分析了国际债券市场的构成及其最新发展,并通过主观和客观两个大的方面研究了国际债券市场兴起和快速发展主要动因。

2. 对成熟市场经济国家的国际债券的发行方式进行研究,并分析了不同国家和不同债券种类的发行程序。

3. 对国际债券衍生金融工具、国际债券的回购和清算进行了研究,并通过多种案例和数据模型说明国际债券的流通及其新发展。

4. 结合我国的具体情况,对我国进入国际债券市场的必要性和存在的不足进行研究,在此基础上提出我国外债管理的新思路和新方法。