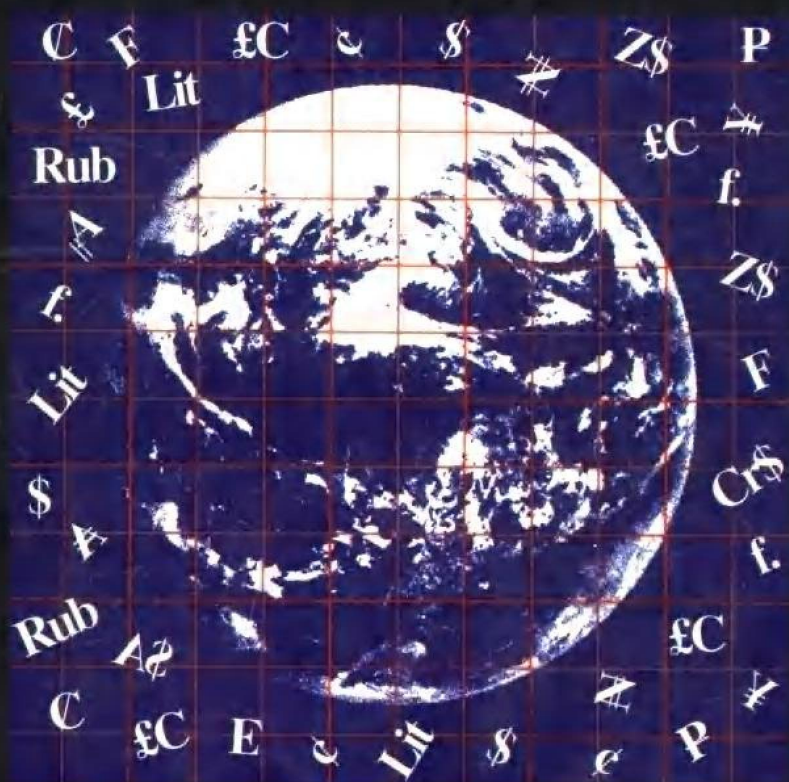


国际资本市场

发展 前景和政策



国际货币基金组织课题编写组

组长 莫里斯·戈德斯坦
戴维·福克兹—兰道





中财 80029775

国际资本市场

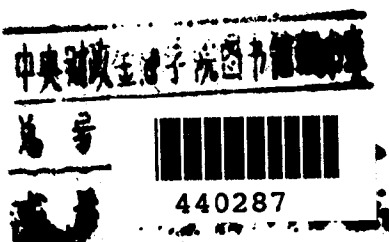
发展、前景和政策

国际货币基金组织课题编写组

组长：莫里斯·戈德斯坦

戴维·福克兹·兰道

10228/05



中国金融出版社·北京

国际货币基金组织·华盛顿

(京)新登字 142 号

责任编辑:古文君

图书在版编目(CIP)数据

国际资本市场发展前景和政策/国际货币基金组织课题编写组编. - 北京:中国金融出版社, 1995.6

书名原文:International Capital Markets Developments, Prospects, and Policy Issues

ISBN 7-5049-1443-6

I. 国…

II. 国…

III. 国际金融-资本市场-研究-世界

IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(95)第 08240 号

出版:中国金融出版社

发行:

社址:北京广安门外小红庙南街 3 号

邮编:100055

经销:新华书店

印刷:北京通县曙光印刷厂

开本:880 毫米×1230 毫米 1/16

印张:9.5

字数:272 千

版次:1995 年 6 月第 1 版

印次:1995 年 6 月第 1 次印刷

定价:18.00 元

前 言

本报告是在国际货币基金组织研究部副主任莫里斯·戈德斯坦 (Morris Goldstein) 和研究部资本市场与金融研究小组负责人戴维·福克兹·兰道 (David Folkerts-Landau) 的指导下完成的。本报告的合作作者有研究部的 Liliana Rojas-Suarez、John Montgomery、Vietor Ng、Michael Spencer 和政策发展与回顾部的 Robert Rennhack 和 Paul Mylonas。

本报告是为配合国际货币基金组织的国际资本市场监管年报而撰写的。从 1993 年 10 月到 1994 年 3 月间,在比利时、加拿大、中国、德国、香港、爱尔兰、意大利、日本、新西兰、瑞典、英国和美国的一些国家和地区,国际货币基金组织与一些商业银行、投资银行、证券交易所、股票和期货交易所、政府、货币主管部门、国际清算银行职员、欧洲共同体委员会、欧洲复兴与开发银行、国际掉期与金融衍生商品协会、日本国际金融中心以及经济合作与发展组织间进行了一系列的非正式讨论,并从中吸取了一些经验。

Subramanian S. Sriram 作了大量的研究与编辑工作,并且与 Kellett W. Hannah 一起准备了报告中的所有数据;Norma Alvarado 和 Janet Shelley 提供了专家术语方面的帮助;对外关系部的 Esha Ray 编辑了原稿并进行了校对。

本报告还受益于基金组织其他部门的同事和执行董事会成员所做的评论,但本报告所示观点仅为作者的观点,而不代表基金组织执行董事们的观点。

缩写词表

ADRs	美国存托凭证
AIL	批准的向发行人征税
BIS	国际清算银行
BOC	中国银行
BSA	银行支持管理局(瑞典)
BTANs	中期国债(法国)
BTFs	短期国债(法国)
CAD	资本充足率指导
CBOE	芝加哥期权交易所
CBOT	芝加哥谷物交易所
CCPC	合作信贷购买公司(日本)
CFTC	商品期货交易委员会(美国)
CHAPS	清算协会支付系统(英国)
CHIPS	银行划拨清算系统(美国)
CITTC	中国国际信托投资公司
CME	芝加哥商品交易所
CSRC	中国证券管理委员会
DCH	金融衍生商品清算所
DITTC	大连国际信托投资公司
DMO	债务管理办公室(新西兰)
DTB	德意志期货交易所(德国)
EC	欧洲共同体(EU 以前的称法)
ECP	欧洲商业票据
ECU	欧洲货币单位
EMTN	欧洲中期票据
ERM	欧洲汇率机制
EU	欧洲联盟
FAS	财务会计标准
FASB	财务会计标准委员会(美国)
FDIC	联邦存款保险公司(美国)
FRN	浮动利率票据

GDP	国内生产总值
GDRs	全球存托凭证
GEMMs	金边债券市场经营者(英国)
GGF	政府担保基金(芬兰)
GITIC	广东国际信托投资公司
GNP	国民生产总值
GSCC	政府证券清算公司(美国)
ICBC	中国工商银行
IFC	国际金融公司
ISDA	国际掉期与金融衍生商品协会
ITIC	国际信托投资公司(中国)
JGB	日本政府债券(日本)
KOP	堪萨利斯·欧色克银行(芬兰)
LIBOR	伦敦银行同业拆借利率
LIFFE	伦敦国际金融期货交易所
MATIF	法国金融期货交易所
MMI	主要市场指数
MTS	电子二级市场(意大利)
NAFTA	北美自由贸易协定
NASDAQ	全国证券经纪人自动报价协会(美国)
NETS	中国证券交易系统(中国)
NTMA	全国国库券管理处(爱尔兰)
Nymex	纽约商品交易所
NYSE	纽约股票交易所
OATs	长期国债(法国)
OCC	货币监理官(美国)
OECD	经济合作与发展组织
OFD	自我基金指示
OTC	场外交易
OTS	储蓄监督办公室(美国)
PBOC	中国人民银行
PCBC	中国人民建设银行
QIBs	合格的机构购买者
RTGS	实时金额清算系统
S&P	标准普尔指数
SAEC	国家外汇管理局(中国)
SCRES	国务院经济体制改革委员会(中国)
SCSPC	国务院证券政策委员会(中国)
SDB	深圳发展银行(中国)
SEB	斯堪的纳维亚英斯科尔达银行(瑞典)

缩写词表

SEC	证券交易委员会(美国)
SEHK	香港股票交易所
SFA	证券期货管理处(英国)
SIB	证券与投资委员会(英国)
SITCO	上海投资信托公司(以前名为上海国际信托投资公司)
SITIC	山东国际信托投资公司
SITICO	上海国际信托投资公司
SRD	偿债率指导
SSE	上海股票交易所(以前名为上海证券交易所)
STAQS	证券交易自动报价系统(中国)
SURFs	逐步恢复浮动
SVTs	国库券专家
TITIC	天津国际信托投资公司

目 录

前 言	VI
-----	----

缩写词表	VII
------	-----

一 导 言	1
-------	---

二 债券市场风暴和套利基金的作用	2
风暴下隐含的因素	2
套利基金的作用	7

三 金融衍生商品与监管问题	10
金融衍生:最初的管理与近期监管	10
中央银行在银行业监管中的作用	14
对非银行的监管	16

四 发展中国家的金融问题	18
总趋势	18
定价与风险评估	20

五 工业国家的政府证券市场	21
国际化和制度化	21
政府证券市场的改革	22

六 形成中的中国资本市场	27
--------------	----

七 结 论	31
-------	----

附 录	
一 政府证券市场	37
最近趋势和发展	37
市场结构	45
管理与监督	54

二 国际银行业务监管的发展	60
衍生工具场外市场的成长	60
加强资本量要求	61
三 国际金融市场的发展	69
1993 年国际债券市场的发展	69
国际股票市场的发展	75
国际银行业务	78
北欧三国及日本的银行业发展	80
四 发展中国家私人市场融资的发展	87
最近的发展	87
市场加入的问题	91
风险评估与定价	94
五 资本市场在对中国企业融资中的作用	97
中国证券市场的发展	97
对外融资的近期发展	102
中国发展证券市场的方法	107
六 金融术语词汇表	112
统计附录	114
参考书目	141
专 栏	
三 1. 期货冲击	11
2. 共同基金投资的发展	15
五 3. 预扣税和政府借款	24
附 录	
三 4. 银行体系新的紧张时期	79
表 格	
二 1. 部分工业国家金融市场的发展	3
2. 政府债券收益率相关系数	5
3. 套利基金与其他投资收益的比较	8

附 录

一	4. 中央政府债务总额	38
	5. 中长期政府证券的发行量	39
	6. 短期政府证券的发行量	40
	7. 部分工业国家中央政府债券的持有者	42
	8. 本币债务的剩余期限	44
	9. 主要工业国家发行国债(国内)的技术	48
	10. 政府证券市场的交易量	50
三	11. 国际债券市场的发展	70
	12. 国际资本市场资金来源	71
	13. 净跨国股票流动	76
	14. 银行跨国债权和债务的变化	77
	15. 北欧国家:主要银行的业绩	81
	16. 日本:银行业绩指标	84
	17. 合作信用购买公司的经营业绩	85
四	18. 发展中国家发行的国际股票:存款凭证及其它	89
	19. 国家或地区的银行信贷	91
	20. 部分新兴市场股票的总回报率	92
五	21. 中国证券发行	98
	22. 中国债券的交易量	100
	23. 中国的 H 股	106

统计附录

A1.	美国:私人投资者持有的公债	114
A2.	金融期货和期权:交易所、合约和合约交易量	115
A3.	部分金融衍生工具市场:按本金计算的发行量	126
A4.	在全世界有组织交易所交易的金融衍生工具每年交易量	127
A5.	未清偿的利率掉期和货币掉期本金价值	128
A6.	新利率掉期和货币掉期	129
A7.	利率掉期和货币掉期的本金价值的货币组成	130
A8.	对非银行债权和债务的变化	131
A9.	银行间债权和债务的变动	132
A10.	发展中国家和地区的国际债券发行	133
A11.	发展中国家和地区的国际股票发行	134
A12.	新兴市场的比较评价	135
A13.	五个主要工业国家对机构投资者对外投资组合的限制	136
A14.	对发展中国家和地区新兴市场投资的封闭基金的发行	137
A15.	中国国库券发行详情	138
A16.	中国发行的债券	139

图

- 二 1.《金融时报》基准政府债券的收益率,1993年1月—1994年3月 2

附录

一 2. 主要工业国家的政府债务总额	37
3. 主要工业国家中长期政府证券的发行量	41
4. 主要工业国家短期政府证券的发行量	41
三 5. 七个主要工业国家长期政府债券的收益率,1990年1月—1994年3月	69
6. 主要工业国家:股票市场指数变化,1990年1月—1994年5月	72
7. 主要工业国家:收益率差,1990年1月—1994年4月	73
四 8. 部分新兴市场股票价格指数	90
9. 部分发展中国家到期债券收益率差	95
五 10. 中国和香港地区部分股票交易指数,1993年—1994年2月	104

下列符号在本报告中使用

- ... 表示数据未获得;
- 表示数字为零或不及所示最后一位数字的一半;该数据不存在;
- 表示年或月之间(如 1991-92 或 1-2 月)表示年度或月份的范围,包括开始和结束的年度或月份;
- / 表示年度之间(如 1991/92)表示一个农业年度或财政(会计)年度。

各部分数据与总额之间的微小差异是由于四舍五入造成的。

本报告中所用“国家”一词,并不全指国际法与国际惯例所理解的领土国家,也包括一些并非国家但拥有领土的实体,他们单独向国际机构提供统计数据。

一 导 言

对于全球资本市场来说,1993年初到1994年第一季度可谓是多事之秋。在工业国家,自1990年始的债券市场长期回升局面在1994年第一季度又急剧地反转直下;^①从1994年2月初到了3月底的十国集团政府债券收益波动的确是战后在两个月内上升幅度最大的一次。与此同时,1993年又是向发展中国家进行私人融资兴旺发展的一年,表现在资金流量的迅速增加、借款额的提高、许多当地股票市场股价的强劲上升以及意义深远的投资者基础的拓宽。但是,这个市场在1994年第一季度也遭受急剧下降的打击——某些人称之为修正。最后但并非最重要的一点是,过去的12个月表明了政策制定者在监督管理方面强有力的介入。一些套利基金(如Granite合作者基金、Steinhardt合作者基金和Quantum基金)、大银行(如西班牙Banesto银行和里昂信贷银行)和一些金融衍生商品的最终使用者(如Metallgesellschaft公司、Codelco公司以及Procter和Gamble公司)所遭受的洪水袭来般的巨额损失表明了当今全球金融市场不同性质风险的存在。

今年(1994年)的国际资本市场报告一部分是从近期发展中得到提示,一部分是从资本市场的结构改变中得到暗示;这一结构变动将对较长期的金融前景产生重要影响。这个报告的余下部分为六块,第二部分分析了近期主要

工业国家政府债券市场动荡的起因,并仔细考虑了套利基金在这一事件中所扮演的角色,是否为改变现在的管理安排推波助澜;第三部分论述了降低迅速发展的金融衍生商品市场的系统风险的最初规定,以及两个正在进行的争论,这两个争论是关于用一个最适宜的方式来设计和贯彻对银行和非银行的监管;第四部分评论了发展中国家在进行境外融资中,风险定价和资金流动波动性的近期趋势;第五、六部分转向长期结构问题。特别是第五部分考察了过去十年工业国家政府证券市场的演变,并指出近期改革的主要特征;第六部分将讨论的焦点从发达国家转向发展中国家,并以中国正在形成的资本市场为典型案例来考察;最后,第七部分得出本报告的结论。

在本报告之后,一系列的附录提供了信息背景,附录之一讨论了政府证券市场,另一附录讨论了资本市场对中国企业融资的作用。其他附录是关于近期国际金融市场的发展、国际银行业监管以及对发展中国家进行融资的私人市场。

^① 美国长期债券收益率的波谷来得更早一些,在1993年秋季就已处于低谷。这次债券市场风暴的较量是过去12个月中工业国家金融市场的第二次大震动。第一次是1993年夏季欧洲汇率机制(ERM)外汇市场压力的再次爆发,其最终导致汇率波动上下界较大幅度地扩大。

二 债券市场风暴和套利基金的作用

风暴下隐含的因素

如图 1 和表 1 中所表明的,1994 年 2 月初至 3 月底间,许多工业国家的 10 年期水准基点政府债券的收益迅速上升。日本、德国、瑞士和比利时增幅为 50—70 个基点。而荷兰、意大利、法国和美国的增幅达到 70—100 个基点。英国、加拿大、瑞典和澳大利亚创造了收益率上升最大的纪录(130—167 个基点)。总的看来,这一时期主要货币汇率的变动相对来说显得非常平和,虽然在 2 月中旬和 3 月初,日元对美元的汇率也有一些较大的变动(1994 年 2 月 14 日,汇率由 1 美元兑 106.5 日元,在一天之内就下降到接近 101 美元,几乎达到历史最低水平)。^①

如果让夏洛克·福尔摩斯来研究这个易变的债券市场,他可能会提出至少 4 个问题:

·为什么长期利率在这样短的时间内上升水平如此之高?

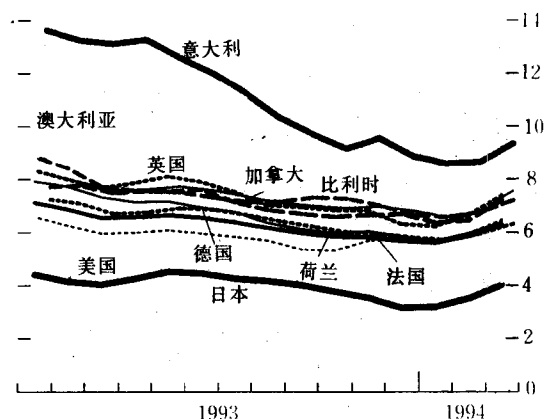
·为什么工业国家长期利率上升如此普通?

·如何解释各国间利率上升幅度的较大差别?

·如果说工业国家间存在着较大的连带作用的话,为什么这种连带作用主要出现在债券市场而不是货币市场?

尽管金融市场风暴中有许多事例可供研究参考,也不可能对上述这些疑难都给出清楚的答案——即使根据事后的认识。但是,现在已经收集到了足够的线索,可以提供关于此次风暴中发生的事件及其原因的可靠而完整的情

图 1.《金融时报》基准政府债券的收益率,1993 年 1 月—1994 年 3 月
(百分比)



资料来源:WEFA 集团。

况。^②

对 1993 年后半期套利基金、专门交易商(在银行和证券公司中)、机构投资者和证券商的利率头寸,某种程度上说还有汇率头寸的渐进大量集结的研究,或许是最好的着手点。正如“聚集头寸交易”是引发欧洲汇率机制危机的关键起因,近期大规模的头寸聚集也为 1994 年第一季度债券市场的翻转直下提供了表现的舞

^① 工业国家的股票价格在这一时期显著下降(意大利除外,实际上意大利股票价格是上升的)见表 1。

^② 除了下面讨论的因素,至少在某种程度上,还有这样的可能性,即长期利率升高反映了市场反应过强的一些因素,在某种意义上说,利率可能被推到高于经济基本因素决定它所达到的水平。

表 1. 部分工业国家金融市场的发展
(1994 年 2 月 3 日至 3 月 30 日的变化)

	长期债券 收益率 ¹ (基点变化)	股票 ² (百分比变化)	汇 率 (百分比变化 本币/美元)
美国	96	-8.6	...
日本	51	-3.0	-4.7
德国	59	-0.2	-3.3
法国	94	-10.3	-2.7
意大利	78	2.9	-3.4
英国	130	-11.4	1.3
加拿大	144	-5.4	3.9
荷兰	76	-7.5	-3.1
澳大利亚	167	-10.6	-1.7
瑞士	63	-8.1	-2.2
比利时	69	-3.8	-3.8
瑞典	147	-11.3	-0.2

资料来源:《金融时报》。

1. 10 年期基准政府债券,除了德国 6% 债券到期日在 2003 年以外,其他债券到期日都在 2004 年。

2. 所用股票指数是《金融时报》工业股票指数 (FT-SE, 英国)、道·琼斯工业指数 (美国)、DAX (德国)、CAC40 (法国)、Nikkei225 (日本)、MIB General (意大利)、Composite (加拿大)、Affarsvardn Gen (瑞典)、SBC General (瑞士)、BEL20 (比利时)、CBS Ttl Rtn Gen (Netherlands) 和 ASX ALL Ordinaries (澳大利亚)。

台。自从 1993 年夏天欧洲汇率机制中汇价差幅扩大后,大量的投资者曾期望欧洲汇率会出现迅速的大幅下跌。据估计,仅美国投资者在 1993 年就将 750 亿美元投到欧洲。^③ 在许多国际投资者眼中,美国和英国的已往经验证明,低利率非常有助于刺激经济的恢复。基于对欧洲经济活动的疲软和不断增长的失业率居高不下的一致预期、通货膨胀压力好象在减弱、德国经济的恢复尚难以预料、汇价差幅的扩大为其他欧洲汇率机制成员国实行货币政策提供了更大的空间,但选举结果并未太出乎人们的预料。所以,投资者认为在现货或延伸市场上,持有中长期欧洲债券多头头寸就会获利。

谈到美国经济,在 1993 年的下半年(至少可以从期货市场对利率的预测中)似乎可以感觉到美国经济的周期性复苏正在加强,它将导

致 1994 年稳定而逐步上升的利率。但是,通货膨胀的压力和财政联合方面的进展被认为是阻止汇率急剧上升的因素。1993 年持有美国债券(和股票)多头头寸所带来的巨额利润也使对利率预期的自信心得到加强。在日本,银行体系的转移和不断下降的股票价格也被认为是为利率的进一步下降提供了可能。这种利率的预期结构反过来又导致了明显的货币交易。由于利率的差别非常有利于以美元标价的固定收入资产,所以投资者都是持美元的多头头寸。^④ 一些参与者甚至通过以低成本的日元获得欧洲债券多头头寸而将利率与货币交易联系在一起。最为显著的是,由于新兴市场投资收益的增长及出于分散投资的目的,加上一些发展中国家重大的政策改革,投资者在 1994 年也会获得丰厚的收益,就如 1993 年那样,正是基于这样一个前提,在新兴市场上(包括 Brady 债券)持有债券和股票多头头寸的人呈上升势头。

结果,一系列出乎意料的发展联合起来,使先前所做的能够获得大量利润的预测偏离了现实轨道。有五个这样的发展值得专门论述。

第一,欧洲利率是以比预期慢得多的步伐进行下调,从 1993 年 12 月起,好象就开始了利率下调过程。由于预期和现实间存在的这一差距,市场参与者在越来越大的压力下,不得不结清其欧洲债券多头头寸,这一行为将利率推得更高。稍后某个时候,为了和 1 月份 M3 增长了 20% 的声明保持一致,德国联邦银行在 1994 年 2 月 17 日的理事会会议上做出决定,不下调官方利率,这也给未来德国利率下降的预期蒙上了一层阴影。

③ 迄今还未得到关于 1993 年欧洲债券市场上跨国的利率头寸聚集的总估计量。

④ 一些市场参与者进行了又一次日元/美元交易。这里隐含的前提是,日元/美元汇率将在一个相对狭窄的幅度内波动,日元汇率上限如果太高,将会过度阻碍日本经济的复苏;下限如果太低,又会阻止减少美日双边贸易的不平衡。第二次货币交易号称“在波动中做短线”,通过发行动态避险的、定制的,在场外交易的金融衍生商品,在交易中其作为“强制束得”(Strangles)而闻名,只要日元/美元汇率在相当时间内停留在波幅内,就可获利。

第二,由于1993年第四季度美国GNP的强劲增长(3月1号报告为7.5%),美国联储对利率进行了小幅上调(25个基点),这一举动被视为未来美国利率上升的一个征兆,也表明通货膨胀压力比预期要高。^⑤虽然期货市场数据表明市场曾预期第一季度利率上升,但是货币政策“转折”的时机还未确定,联储的行为已被广泛解释为在传递一种信息,即“转折点就是现在”,暗示着利率一系列的进一步上升就在不久的将来;或许市场也将这一上升看作是对1993年的一种回补,1993年由于对通货膨胀和预算赤字趋势过于乐观,使长期利率下降过低。^⑥随着3月22日联邦基金利率的进一步上升(25个基点),长期债券收益率也进一步上升。

第三,2月中旬和3月初美日贸易争端的加剧似乎被市场认为是一个信号,即美国主管当局更倾向于容忍较高的日元汇率。这种容忍将导致日本采取更大的宏观经济刺激(比迄今为止所采取的大)或做出较大的市场进入让步。美元对日元汇率的下跌跟着就是美元对德国马克及其他一些欧洲货币的贬值(更缓和些)。

第四,日本股票价格比预期的上升得多,据报道日本政府信托帐户将从日本政府债券(JGBs)的净购买者变为净出售者,同时1月份10年期JGBs收益率上升迅速,日本利率进一步下降的预计也受到了抑制。

第五,二月份远东和拉丁美洲一些新兴市场上债券和股票价格的下跌促使一些基金撤出这些市场。值得注意的是这些发展情况所导致的、对预期的修正本可以引起债券收益率的提高,如果不是1993年聚集了大量的利率和汇率头寸的话。金融市场并不必然需要在价格变动前发生交易;如果几乎所有的市场参与者都修正了预期,那么价格可能会立即达到新的均衡。^⑦

无论如何,一旦投资者修正了对利率和汇率的预期,几个机构运作行为就会鼓励先前头寸的价格下跌。持有大量头寸的机构越来越将市价记帐方法和明确损失限制(通过规划交易补充)作为其风险管理体系不可缺少的因素。

当实际交易损失超过损失限制时,这些头寸就会在现货市场或期货市场上自动变现。此外,损失的时间选择并不有助于顶住恶化的头寸:许多交易商在1993年底报告的是已调至市价的头寸,而在年初则从零利润头寸开始记帐;因此,没有盈利作为一个缓冲来冲销1994年1月、2月和3月的损失。这种风险管理指导原则就象医生的医嘱一样,只是降低了巨额损失和机构运作完全失败的发生率,而在市场看法变动非常片面的时候,这种指导原则易于造成大的资产价格波动。

流动性是另一个重要因素。实际上,做为一系列改革的结果(见第五部分),所有欧洲政府债券市场的流动性都比过去十年有所加强,但仍存在着这样的事实,在一些规模较小的市场上,流动性还不够充分大,使投资者在不引起收益率明显变动情况下,短时间内可进行数额巨大的累计头寸的一个买卖回合。甚至在最大的欧洲政府债券市场上(德国债券、法国OATs、英国金边债券),流动性也比美国政府证券市场的低。在某些情况下,流动性作为考虑的一个因素,也可能敦促欧洲各国主管当局进行一些有限的干预。

流动性也说明了为什么一时某些欧洲债券头寸大量聚集起来(避免抬高价格),以及为什么许多参与者一旦做出退出的决定,就纷纷涌向能够达到的最宽的大门,也就是更大的期货交易(它们通常对政府债券提供比当地现货市场上更高的流动性)。欧洲期货市场上交易

^⑤ 一些分析家认为,全国购买管理者协会(National Association of Purchasing Managers)和费城联储银行关于通货膨胀指标的联合发布,以及联储主席Alan Greenspan在国会的公开发言支持了更高的通货膨胀压力和利率的修正预期。

^⑥ 如果联储不在2月上旬紧缩银根,很可能美国利率因美国经济出乎意料的复苏而大幅提高;事实上,联储在2月上旬的行动可能或多或少表明利率上升提前,但相对不采取任何行动来说利率上升的水平要低一些。

^⑦ 在一些国家(美国和日本),这种纯粹预期效果和利率上升比和先前利率头寸的廉价出售有更大关系。而在另一些国家(欧洲国家),关键之处恐怕是与先前头寸流动性联系在一起的日益增强的出售压力。

活动和未结清权益在 1994 年第一季度显著增加;例如,伦敦国际金融期货交易所(LIFFE)的合同总量增长了 115%,法国 MATTF 的合同总量也增加了 83%(与 1993 年第四季度的合同增加量相比)。三月是一个特别繁重的月份,实际上 MATIF 不得不在 3 月 3 号短暂中止 10 年期政府债券期货交易(因为合同价格下跌超过了 250 个基点的日价格变动限幅),而且 LIFFE、MATIF 以及德国的 DTB 不得不提高它们的保证金标准。两个最大的美国期货交易所——芝加哥谷物交易所(CBOT)和芝加哥商品交易所(CME)在 3 月份也同样创造了最高交易量纪录。

杠杆作用是这次波动中的又一因素。套利基金、证券机构以及其他市场参与者通过在回购市场、外汇市场和期货交易所充分利用所能达到的高杠杆率,使其有限的资本在利率和汇率合同中聚集了大量头寸,从而推动了债券价格 1993 年的上涨。但是一旦债券价格开始下跌,投资头寸的损失相对资本来说,也被同样高的杠杆率加倍扩大,这当然加大了亏损头寸的变现压力。

但是怎样解释长期利率上升的这一普遍现象呢?这里主要讲 4 个有关因素。第一,如上所述,在三个工业国家地区中(欧洲、北美和日本),出现对未来利率预期的一致修正,这种修正最初是由那一地区的量特殊压力造成。第二,如表 2 所示,市场参与者并非不知主要工业国家长期利率日趋紧密的相互关系。资本市场一体化作为一个不断发展的长期趋势已经有一定时间了^⑧,工业国家间长期利率的共同运动早已不是罕见的事情。因而,当二月上旬美国长期利率迅速上升时,市场参与者可能会推断工业国家的长期利率很快也会被提高。从利率变动的时机选择看,确实象是存在着美国 2 月上旬利率上升向其他主要工业国家显著地正向传递。(日本除外)。第三,今天资本市场上的许多大交易商都是在众多市场间同时运作。在给定的风险管理体系下,在一个市场上遭受的损失可能会要求其他市场上的资产变现以免

表 2. 政府债券收益率相关系数¹

	1970 - 79	1980 - 89	1990 - 94
加拿大	0.930	0.947	0.962
法国	0.409	0.907	0.928
德国	0.191	0.908	0.934
意大利	0.660	0.851	0.593
日本	0.182	0.826	0.965
荷兰	0.405	0.866	0.913
英国	0.590	0.793	0.949

资料来源:英格兰银行。

1.10 年期债券收益率(月水平)和美国 10 年期债券收益率的相关系数。

总损失达到事先规定的限额。从这一点上看,在错误的日元/美元交易中蒙受的损失可能会刺激欧洲债券市场或新兴证券市场的紧缩。第四,在那些现货市场流动性较差不能轻松应付大量出售压力,又没有流动性较强的期货市场的国家,投资者只好求助于交叉避险,也就是,他们通过利用某些国家债券收益率间(尤其是在欧洲汇率机制成员国间)相对较高的协方差进行代理避险。这种代理避险也增加了市场间利率运动的一致性。

外汇市场相对于债券市场要风平浪静些,有几个方面导致了这一结果。首先,一些想持有名义收益率相对更高的国家的欧洲债券多头头寸的市场参与者,从一开始就显然在为其货币风险进行避险;即他们隔离了利率交易与货币交易。正如此,当消息促使他们修正对利率的预期时,由于他们已经进行了货币避险,所以不必对所持货币头寸采取同样的行动。外汇市场相对政府债券市场高的流动性(现在外汇市场日交易量平均在 9000 亿美元左右)也使得资产转移更倾向于在价格变动较小的外汇市场上进行。在此还需指出的是,关于美国未来利率预期的修正与对欧洲利率预期的修正是同一方向的(即美国利率上升比原先设想的快时,欧洲利率的降低也就比事先设想的要慢),因此,一旦忽略利率差异(可能是汇率计算中的关键变

^⑧ 见 Mussa 和 Goldstein 的文章(1993)。

量),也就几乎没有什么因素变动了。在美国/日本一例中,对利率的预期也是同一方向的,但是贸易组织对话的破裂可能改变了经常帐户的市场预测,之后也改变了对未来汇率的预测。最后,可能是几次显著的外汇市场干预抑制了汇率变动(相对于不干预条件下的汇率运动情况)。无论怎样,从期权和期货市场隐含的变动中可以看到,1994年2月和3月外汇市场的不稳定性并不象债券市场那样出现向上跳空。

福尔摩斯先生的四个问题中最难回答的大概是怎么解释各国间利率升幅的差异。困难在于可列的因素相当多(包括各国间早些时候资本流动规模的差异、与财政或政治发展联系在一起的风险升水不同、与对增长率预期的修正联系在一起的真正利率变动的差异、与央行行为修正或产出缺口的修正有关的对通货膨胀预期的变化各不相同,以及真实汇率预期修正的差异),而与债券收益率相关的一些因素可能在同时变化。因此,只能给出一些暂时的看法。

对于瑞典来说,相对其市场规模,从事利率交易的非居民投资者的流入是大量的。引发因素可能是国外利率的上升,国内仍很高的预算赤字的回落,过去十年间通货膨胀状况的相对较大差异也刺激了这些非居民投资者在后面这些风险升水因素不存在的情况下,更乐于转为持有瑞士债券头寸。在加拿大,与美国资本市场的高度一体化使之对美国利率的发展极为敏感。而第一季度投资者看法也出现消极的转折可能与不利的财政和政治消息有关,即1993年基本朝着积极的方向发展。

在英国,除了境外影响以外,按指数偿付的债券与不按指数偿付的债券的收益率的比较好象也引起1994年2月和3月通货膨胀预期和实际利率的上涨。^⑨考虑到经济复苏力量的积累和2月份官方短期利率的小幅下调,显然市场对于货币政策能否与保持中期低通胀水平协调一致更不确定。在美国,主要因素看上去象是对经济增长预期的相对大幅度的修正——也可能由1993年头三个季度较早时长期收益率发展的相对较大的修正作为补充。

看上去大多欧洲大陆国家没有通货膨胀率预期上升的迹象。意大利政治的动荡,德国围绕1994年1月M3大量投放问题而来的波动,以及法国与美国利率上升带来的有关财政状况的恶化,都可能是引起债券市场动荡的因素。在日本,对经济前景更为积极的估计及其隐含的未来利率下降可能是推动债券收益率更高的主要因素。

一些人可能趋向于寻求一种更经济的方法来解释各国间长期利率上升的不同。更具体地说,曾有人指出,在那些反通货膨胀信誉最低的国家,或对经济增长的预期进行了最大的(积极的)修正、或有关于预算赤字不利消息的国家、或其预算赤字或债务负担处于最高水平的国家、或是债券市场流动性最低的国家,其利率上升幅度都更大一些。以一些简单的二元变量分析为基础,我们可以很清楚地看到,尽管每个变量可以解释各国的部分变动,但没有一个给出了令人信服的全面解释。它们中每一个,至少有两三只或三只,经常是更多只狗没有叫。最后,别无选择,只有接受关于各国利率上升形式的、更令人震惊的解释。

让我们转向市场行为,当一些更富侵略性的头寸持有人在1994年2月和3月遭受相当大的损失时,单个机构中并没有出现糟糕的系统性后果。支付和清算系统也很好地应付了增长的交易量。我们确信价格有大幅波动,但那只是对预期的相当大的突然的修正的部分反映。而且,与ERM外汇市场风暴的两次大的较量相反,这次主管当局并未被迫行动向市场提供流动性。为达新的平衡,大部分调整是由价格变动来完成的。

^⑨ 在那些不提供指数偿付的债券或只在短时间内提供的国家,只能求助于其他方式将表面的、名义利率中的真实因子与通货膨胀预期因子分离开来。一个这样的方法就是观察同一时期的名义利率和名义汇率的行为。其思想是如果名义利率的升高主要反映了相对其他国家对通货膨胀预期的上升的话,那么名义汇率应该下降;或者,如果名义利率的上升基本可归因于真实利率的提高的话,则汇率应该上升。