

世界证券市场

郭世贤 主编

中国金融出版社

世界证券市场

郭世贤 主编

中国金融出版社

(京)新登字 142 号

责任编辑:王 璐

图书在编目(CIP)数据

世界证券市场/郭世贤主编·—北京:中国金融出版社,1994,11

ISBN 7-5049-1354-5

I. 世…

II. 郭…

III. 资本市场—世界

N. F830.9

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:北京丰华印刷厂

开本:850毫米×1168毫米 1/32

印张:11.625

字数:284千字

版次:1994年11月第1版

印次:1994年11月第1次印刷

印数:1—2500

定价:13.80元

前 言

《世界证券市场》一书是中华社会科学基金资助项目“九十年代国际债券市场及我们的对策”的研究成果。本书除重点研究国际债券市场外，还研究考察了欧洲票据市场和几个国家（地区）的国内证券市场。另外，本书还专门对马克思的证券理论及当代证券投资理论进行了评述。此外，在本书附录中还收入了派生融资工具市场、国际债券市场大事记及一些重要统计资料。

近十几年来，我国出版的有关国际金融市场的专著甚少。1981年由中国财经出版社出版的《欧洲美元与欧洲货币市场》（吴念鲁编）以及1983年由华东师大出版社出版的《国际金融市场》（陈彪如主编）已如凤毛麟角。这两本专著出版之后，1985年至1993年国际金融市场发生了重大变化，无论是国际信贷市场还是国际证券场所发生的变化都是惊人的。在我国加速对外改革开放进程之今日，系统地研究国际金融市场状况是非常必要的。为此，我们编写了《世界证券市场》一书。

系统、全面地考察当代国际债券市场的发展状况是本书的主体。由于美国摩根保证信托公司出版的《世界金融市场》月刊到1988年上半年止便停止刊载有关国际金融市场的系统统计资料，结果，目前只有国际清算银行年度报告发表的文字与统计资料可供参考。我们汇集了自1970年至1994年（报告期至1993年）共24年的全部有关国际债券市场及欧洲票据市场的资料，为论述国际证券市场的发展历程及分析未来前景，提供了可靠的依据。在本书中所提出的有关世界证券市场、世界债券市场和世界票据市

场的观点，据认为是新观点，因为在此之前还没发现其他人提出过。

目前，我国国际金融界对国际证券市场的研究尚处于起步阶段。本书权当一块铺路石，为今后我国在这方面的系统研究做一点贡献，并使跨世纪的中国经济能从规模巨大的国际证券市场吸纳更多的资金。

本书主要由中国社会科学院世界经济与政治研究所几位同志撰文；另外，第十六和十七章为特约中国银行的两位同志写稿。各章分工如下：

(1) 郭世贤：前言、第一至十三章、第十九章、大事记及统计资料；

(2) 曹琪荣：第十四和十五章；吴建光：第十六章；卢民锋：第十七章；陈德照：第十八章；王燕然：第二十章；高海红：附录一。

全书由郭世贤主编。陈德照（原世界经济与政治研究所研究员、现任国务院国际问题研究中心研究员）审阅了大部分文稿。本书在编写过程中，承蒙中国金融出版社国际金融图书编辑部主任赵天朗和王璐同志大力帮助，在此谨表衷心感谢。

由于我们国际金融学术水平不够高，本书在观点及资料方面可能会有不妥之处，甚至谬误。为此，恳切期望专家学者及广大读者不吝赐教。

中国社会科学院 世界经济与政治研究所

《90年代国际债券市场及我们的对策》项目负责人

郭世贤

1994年10月28日

目 录

前言	(1)
第一篇 世界证券市场	
第一章 目前世界证券市场及其发展趋势	(3)
第二篇 70 年代与 80 年代国际债券市场	
第二章 国际债券概述	(17)
第三章 国际经济环境	(20)
第四章 70 年代国际债券市场	(25)
第五章 80 年代国际债券市场	(39)
第六章 两大类国际债券之考察	(51)
第七章 三大类国际债券之考察	(67)
第三篇 90 年代国际债券市场及我国融资战略构想	
第八章 90 年代国际债券市场的特点	(83)
第九章 国际债券市场迅速发展的原因	(104)
第十章 国际债券市场对世界经济的影响	(117)
第十一章 国际债券市场的前景	(132)
第十二章 我国在国际债券市场的融资战略构想	(145)
第四篇 国际票据市场	
第十三章 欧洲票据市场的崛起	(163)
第五篇 部分国家和地区的证券市场	
第十四章 美国证券市场	(181)
第十五章 日本证券市场	(202)
第十六章 伦敦股票市场	(221)

第十七章	香港股票市场·····	(230)
第十八章	中国的国债市场·····	(241)
第六篇 证券理论研究		
第十九章	马克思证券理论研究·····	(257)
第二十章	当代西方证券理论研究·····	(274)
附 录		
附录一：	派生融资工具市场·····	(309)
附录二：	国际债券市场大事记·····	(333)
附录三：	世界证券市场重要统计资料·····	(346)

第一篇

世界证券市场

第一章 目前世界证券市场 及其发展趋势

一提“世界证券市场”一词，一般人肯定将它误解为“国际证券市场”。其实，二者完全不是一个概念。所谓“国际证券市场”是指国际债券市场加上欧洲票据市场，它是1985年才形成的，即，从1985年开始国际清算银行在年度报告中才称它为“International Security Market”。虽然迄今为止，国际清算银行年报中的“国际金融市场”一章中仍沿用“国际证券市场”一词，但同时却一连三年连续公布了国内证券市场与国际证券市场融资实况的系统统计数据。这已不能不使国际金融界运用“世界证券市场”这一新概念来概括这一事物了。

一、世界证券市场的概念

现在我们所指的“世界证券市场”，一是国内证券市场，其包括的范围是除土耳其与冰岛之外（未列入统计）的所有经合组织国家的国内证券市场，实际列明的仅9个发达国家（美、日、德、意、法、英、加、瑞典和澳大利亚），另外再加上“其他”一类国家，其实只不过是西方世界的国内证券市场；二是国际证券市场，主要是国际债券市场，占次要地位的欧洲票据市场也包括在内。

二、世界证券市场形成的原因

（一）世界证券市场是金融市场全球化的产物

“金融市场趋于全球化”（Globlisation）从1985年即已开始，“国际金融的某些业务已从国内市场分离。国际金融市场的新信贷

总额已不能代表总的世界信贷流动资金相应净增额。”^① “国内金融市场进一步走向国际化”。“这一现象导源于国内市场本身深度与效率的不断提高，由于规章性及财政性利益，使国内储蓄与投资者之间的资本流动的日益增长的比例通过国际市场直接或间接为中介而实现。”^② 正是由于自 80 年代中期以来的金融市场逐步全球化以及国内金融市场的进一步国际化，主要发达国家的国内证券市场同国际证券市场相互依赖性不断增强，终于到 90 年代初形成了世界证券市场。

（二）国际金融界已不断认识“世界证券市场”

自 80 年代下半期开始，国际清算银行年报中多次论及金融市场全球化问题，到 90 年代初，该机构的年报已连续三年将国内证券市场与国际证券市场融资额并列公布。编制这两大市场统计表的是英格兰银行、国际证券市场协会（ISMA）、欧洲债券清算储存系统（Euro Clear）、国际清算银行及有关国家货币当局。此外，多年来，一些国外报刊早已开辟“世界债券”（World Bonds）栏目，逐步公布国内债券及国际债券发行信息。因此，国际金融界尽管并未正式使用“世界证券市场”一词，但他们在国际金融实践中已认识到了这一客观事物的存在。

（三）世界证券市场的形成是国际社会资金需求与债务管理全球化的必然结果

当代国际资金的供应与需求以及债权债务关系都具有明显的世界性或全球性。错综复杂的国际借贷活动需求通过世界信贷市场与世界证券市场来进行。不仅短期及中期资本流动是跨国界的，而且长期资本流动也是跨国界的。国内证券市场与国际证券市场的参与者，主要是跨国银行、跨国公司，两市场间巨额资金流动

① 引自国际清算银行年报，第 56 号，1986 年。

② 详见国际清算银行年报，第 57 号，1987 年。

是异常频繁的，因此，必然到 90 年代初初步形成统一的世界证券市场。

（四）金融自由化促进了世界证券市场形成

自 80 年代上半期以来，主要发达国家的金融自由化的步伐不断加快，促使了国内证券市场的发展，同时，国际债券市场亦受到创新性及灵活性的推动。日本的金融自由化比较典型，不断推出新的措施，不仅刺激了国内证券市场，同时也促使日元国际债券迅速发展。主要发达国家竞相推行金融自由化策略者数目日益增加，不仅包括美国、日本、德国、英国、法国，而且还有意大利、瑞士和西班牙等。国际清算银行年报中对国内证券市场的统计几乎包括了所有经合组织国家（除冰岛与土耳其外），表明国内证券市场代表着整个西方世界。而其中走在金融自由化前列者正是主要发达国家。简而言之，金融自由化是促成世界证券市场形成的一个重要因素。

三、世界证券市场发展中的几个特点

国际清算银行年报（1992 年）公布国内证券市场与国际证券市场并列的统计表，起始年份为 1990 年。这表明自 1990 年起这两大市场融合为一个整体，若用以前方式仅公布国际证券市场数据来说明其本身的发展已经与世界证券市场形成的大趋势相悖了。自世界证券市场形成迄今已历 4 年，不仅其发展速度是比较迅速的、融资规模是巨大的，而且其结构上亦在不断发生变化。在此仅对世界证券市场发展现状显示的几个特点加以概括，以使人了解其概貌。

（一）世界证券市场融资规模已达惊人数额

据统计，到 1993 年底止，世界证券市场融资累计余额已达 214,601 亿美元，^①大约等于同期国际直接投资累计额。另外，1990

^① 国际清算银行年报，第 64 号（1994 年 6 月）。

年至 1993 年累计融资净额亦高达 65,234 亿美元。对比这两个数据,我们可看出无疑在 1990 年之前世界证券市场即已在孕育过程之中,否则仅 90 年代头四年绝不可能发生 21 万亿美元的累计余额。

(二) 世界证券市场中国内证券市场占优势

据统计资料表明,在 1993 年底世界证券市场融资累计总余额中,国内证券市场融资累计余额 193,544 亿美元,占世界证券市场累计总余额的 90%;而同期,国际证券市场融资累计余额则为 21,057 亿美元(其中国际债券市场累计余额占 18,498 亿美元),仅占 10%。由此观之,在世界证券市场上国内证券市场占绝对优势地位,而国际证券市场则占从属的劣势地位。

另外,从 1990 年至 1993 年国内证券市场融资净额同国际证券市场对比来看,前者为 57,433 亿美元,后者仅为 7,801 亿美元,还是国内证券市场占主导地位。但是,若从 1990 年至 1993 年两市场融资净额增长速度来比较,国际证券市场融资净额年平均递增 14.8%,而国内证券市场却仅为 1.6%。这表明国际证券市场发展潜力大于国内证券市场。

(三) 世界证券市场融资总额中公共部门仍占主要地位

由于国家垄断资本主义经济的发展,公共部门(包括国家政府、地方政府、超国家机构及国际金融机构等)在世界证券市场的融资仍占非常重要的地位。据统计,在 1993 年底世界证券市场累计总余额中,公共部门占 129,328 亿美元,占 60%,而私人部门占 85,273 亿美元,仅占 40%。

另外,若就国内证券市场而言,在融资累计余额中占主导地位的仍是公共部门融资者,1993 年达 122,610 亿美元占 63%,而私人部门仅为 70,934 亿美元,仅占 37%。但是,在同期国际证券市场融资累计余额中占优势的则是私人部门,融资累计余额达 14,339 亿美元,占国际证券市场的 68%,这表明国际证券市场主

要融资者是跨国银行和跨国公司，而那些公共部门融资者则占劣势地位。

(四)在世界证券市场借款者国别结构中主要发达国家占绝对优势

据最新统计，在世界证券市场融资者中，主要发达国家占明显的主导地位。尽管统计数据的范围包括了 22 个经合组织国家，且专门列明的仅有 9 个主要发达国家，但这已足以表明融资者国别结构。这九大借款者集团是美国、日本、德国、意大利、法国、英国、加拿大、瑞典和澳大利亚（即七国集团加上瑞典与澳大利亚）。这九国在 1993 年世界证券市场融资累计余额中分别占的比例是：美国占 43%，日本占 20%，德国占 6.6%，意大利占 5.8%，法国占 5.2%，英国占 3.0%，加拿大占 3.0%，瑞典占 1.5% 及澳大利亚各占 0.9%，这九大融资国合计共占 89%。在 1993 年的世界证券市场融资净额 17,668 亿美元中，美国占 36%，日本占 9.8%，法国 11.2%，意大利占 8.1%，英国占 6.3%，加拿大 3.0%，瑞典占 2.5% 及澳大利亚占 0.5%，九大融资国合计占 77.4%。另外，只有 23% 的资金为“其他”借款者所吸纳。

另外，还应指出，在 1993 年世界证券市场累计余额的 214,601 亿美元中，九大借款国的融资累计额达 190,902 亿美元，占 89%。同期，九大借款国在国内证券市场融资累计余额中占 92.2%，在国际证券市场融资累计余额中占 59%。

总之，九大借款国，无论在世界证券市场 1992 年和 1993 年融资净额中还是在 1993 年底的累计余额中，均占重要地位，而且九大借款国在国内证券市场上的融资地位比其在国际证券市场的融资地位要显赫得多。

(五)世界证券市场融资额具有多样化的币种结构

虽然，国际清算银行或国际证券市场协会 (ISMA) 未公布过有关世界证券市场发行的证券的币种构成资料，仅公布了世界债

券市场（国内债券市场与国际债券市场）发行的债券的币种结构，但是，由于世界票据市场在世界证券市场融资总额中占比例很小，因此，世界债券市场的融资额的币种结构就足以代表世界证券市场发行证券的币种结构。

据有关资料表明，世界债券市场发行的债券的计值货币共有 11 种，这 11 种货币是：美元、日元、德国马克、意大利里拉、法国法郎、英镑、加拿大元、瑞士法郎、荷兰盾、西班牙比塞塔和埃居（即 ECU）。此外，还有“其他”货币，不外乎是瑞典克朗和澳大利亚元等。

在上列 11 种计值货币中有 8 种系国际储备货币，其中有美元、日元、德国马克、法国法郎、英镑、瑞士法郎和荷兰盾，再加上埃居。这表明国际储备货币在世界证券市场上享有很高的融资地位，以这些国际储备货币计值去发行债券或票据比用其他货币计值更能避免不必要的风险。

在 1993 年底的世界债券市场累计余额 174,115 亿美元中，美元债券占 46%，日元债券占 21%，德国马克债券占 8.8%，意大利里拉债券占 4.4%，法国法郎债券占 3.7%，英镑债券占 2.7%，加拿大元债券占 2.3%，瑞士法郎债券占 1.9%，荷兰盾债券占 1.2%，西班牙比塞塔债券占 0.9% 以及埃居债券占 0.8%。这十一种货币计值债券的融资累计余额共占 93.8%，而其中七国集团货币加瑞士法郎计值债券占 91%。这表明这八国的国内证券市场已非常发达，而且以这八国货币计值的国际债券的融资额已非常可观，其中美元、日元和德国马克计值的国际债券融资额占了大部分，占 76%。

（六）在世界证券市场融资中，债券占主导地位

有关资料表明，无论在国内证券市场融资中，还是在国际证券市场融资中，债券融资均占明显的优势地位，而票据融资则占明显的劣势。

在 1993 年底世界证券市场融资累计余额中，世界债券市场（国内债券市场加国际债券市场）累计余额达 174,115 亿美元，占 81%。而同期，世界票据市场（国内票据市场加欧洲票据市场）融资累计余额仅为 40,486 亿美元，占 19%。

综上所述，世界证券市场发展过程中呈现的几个特点表明了该市场不仅已经形成，而且已发展到具有非常巨大的融资规模，并具有足以促使其本身继续向前发展的类别结构、币种结构和借款者国别结构。

四、世界证券市场对世界经济的重大影响

世界证券市场的形成与发展对世界经济的诸多方面已经产生并将继续产生重大而深远的影响。

（一）对世界经济的发展起着较大促进作用

据推算，1993 年全世界国内生产总值约达 22 万亿美元，而到 1993 年底，世界证券市场融资累计余额，亦达 21.5 万亿美元。这两个数据比较相近似，但绝不能说前者包括了后者的一部分，因为它们代表着两个完全不同的事物。

这两个数据尽管完全不相同，但二者却有比较密切的联系。一方面，没有发达的世界经济便不会产生发达的世界证券市场；另一方面，世界证券市场的发展亦为世界经济的增长增添了巨额的、必要的长期、中期与短期资金（主要是长期资金）。正像世界信贷市场的中期与短期信贷不能完全取代世界证券市场的短期和中期证券一样，同样，世界证券市场的长期证券（即债券）亦并不能取代世界信贷市场的中期信贷。尽管自 80 年代中期以来，国际信贷市场同国际债券市场之间的界限变得日益模糊，但在国际金融市场上二者不会相互替代，在国内金融市场亦如此。简而言之，当代世界经济如果离开了世界金融市场（世界证券市场与世界信贷市场）的融资活动就会停滞，甚至崩溃。看来，如果世界金融市场发生危机，无论是证券市场还是信贷市场发生危机，那么世界

经济必将陷入一场灾难。

（二）促使主要发达国家间金融实力对比发生巨大变化

世界证券市场不仅为主要发达国家的公共部门，而且为这些国家的私人部门，通过证券发行筹集了巨额资金，1993 年底的融资累计余额 21.5 万亿美元变为公共部门的储备或变为私人部门的直接投资，其所产生的巨大的推动力可想而知。从这个融资累计余额之中美国、日本、德国、意大利、法国、英国、加拿大、瑞典和澳大利亚诸国分别占的比重即可明显看出这九国金融实力对比的现状。如果我们以现状同 80 年代中期相比较，便可得出日本、德国金融实力同美国之间的差距已大大缩小的结论。

（三）世界证券市场的发展使主要发达国家大银行职能发生了重大变化

从 80 年代下半期起，国际银行越来越多地参与世界证券市场活动，成为最大的证券融资者和购买者。结果，国际银行不仅作为国际借贷中介，而且成为世界证券市场的最大借款者和投资者。国际银行这种“一身三任”的职能变化促使国际虚拟资本迅速膨胀，遂使世界性虚拟经济应运而生。

（四）世界证券市场已成为世界信贷市场的主要竞争者

据估计，目前世界信贷市场融资总余额在 30 万亿美元以上，这大大超过了目前世界证券市场总余额 21.5 万亿美元。虽然如此，但自 80 年代下半期以来，国际证券市场融资余额的增长速度明显超过国际信贷市场，估计国内证券市场融资余额增长速度同样会超过国内信贷市场。因此，从长期来看，世界证券市场实际上已成为并将继续成为世界信贷市场的强有力的竞争者。

世界证券市场的形成与发展除对世界经济有上述影响外，尚有下列几方面的影响：

1. 世界证券市场发行的证券以上述 11 种货币计值，对巩固这 11 种货币在国际货币体系中的地位起到一定作用；