

国际资本市场

发展、前景和主要政策问题

由唐纳德 J. 马西森和加利 J. 斯基纳西
领导的工作人员小组 编写



中国金融出版社 国际货币基金组织

2001年8月

世 界 经 济 与 金 融 概 览

国际资本市场

发展、前景和主要政策问题

2001 年 8 月

由唐纳德 J. 马西森和加利 J. 斯基纳西

领导的工作人员小组 编写

钟 良	曹志鸿	曹 莉	徐建军	
	黄 麟	朱 隽	杨 林	翻译
	罗 扬	王燕之	高 伸	校订



中国金融出版社·北 京
国际货币基金组织·华盛顿

责任编辑：杨学钰

责任校对：孙 蕊

责任印制：郝云山

图书在版编目(CIP)数据

国际资本市场：发展、前景和主要政策问题／国际货币基金组织著．—北京：中国金融出版社，2002.9

ISBN 7-5049-2819-4

I. 国…

II. 国…

III. 国际金融—资本市场—研究

IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 047603 号

出版

发行 **中国金融出版社**

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

邮码 100055

经销 新华书店

印刷 北京汇元统一印刷有限公司

尺寸 215 毫米 × 280 毫米

印张 13

字数 366 千

版次 2002 年 9 月第 1 版

印次 2002 年 9 月第 1 次印刷

定价 40.00 元

如出现印装错误请与出版部调换

目 录

前言	ix
词汇表	x
第一章 概 述	1
第二章 成熟资本市场的发展和趋势	3
全球资本流动和外汇市场的发展	3
股票市场	6
各国和国际信贷市场	12
衍生市场	18
主要银行体系的变化	22
国际监管的进展	25
参考文献	31
第三章 新兴市场融资	33
私人净资本流向新兴市场的情况	34
债券、股票和银团贷款市场的发展	38
参考文献	67
第四章 主要债券市场的结构变化：对私人融资市场和关键性政策问题的影响	69
导 言	69
政府债券及政府债券市场的主要特点与作用	70
美国国库券供给的减少：对金融市场的影响及政策问题	76
欧元区政府证券市场：在消除市场分割状态方面所面临的挑战	83
日本：市场基础设施和扩张中的政府债券供给	93
参考文献	99
第五章 新兴市场金融部门合并	101
金融部门合并的模式与原因	102
规模和范围经济与电子银行	118
合并和市场势力	128
政策问题和系统性风险	134
参考文献	142

第六章 工作人员评价	149
成熟市场	149
新兴市场	151
主要政府证券市场结构变化对金融市场的影响	153
新兴市场的金融合并	154
参考文献	156
附件一 日本的公司部门和金融部门持续疲软	157
日本的金融部门：解决结构性缺陷的进展有限	157
公司重组：问题大，进展小	168
参考文献	175
附件二 亚洲及拉丁美洲本地债券市场的发展情况	177
参考文献	179
附件三 新兴市场国家债券、股票和贷款的发行和中止	181
参考文献	184
附件四 主要固定收入证券市场	185
主要债务证券市场概览	185
主要政府证券市场概览	186
固定收入证券市场的近期发行趋势	187
主要政府债券供应前景	190
参考文献	190
附件五 执董会主席总结发言	191
变化和风险	191
主要政府证券市场的结构变化对金融市场的影响	192
新兴市场的金融部门合并	193
专栏	
2.1. 主要股票市场的市盈率和隐含的实际盈利增长	10
2.2. 十国集团金融合并报告	26
2.3. 新巴塞尔资本协议的主要内容	28
3.1. 新兴市场政府重返欧洲日元市场	43
3.2. 新兴市场债券的欧洲投资者基础	46
3.3. 什么因素决定新兴市场债券利差	50
3.4. 新兴市场与美国高收益债券	54

3.5. 新兴市场美元计值债券的投资者	58
3.6. 中国的巨型首次公开募集	63
3.7. 基准指数与新兴市场基金的资产分配	67
4.1. 利用政府证券管理利率风险：一个例子	73
4.2. 美国国库券的衍生合约及市场	74
4.3. 美国国库券回购市场	75
4.4. 以美国国库券作抵押品	76
4.5. 德国政府证券市场上的挤压轧空	89
5.1. 大规模银行合并和新兴市场的资本流入	103
5.2. 新兴市场的网上证券交易	111
5.3. 市场对跨境合并和收购的反应	120
5.4. 新兴市场的电子银行业	129
5.5. 部分成熟市场的银行业反托拉斯政策	136
A1.1. 日本：预测将来银行贷款损失的方法	160
A1.2. 实施民间再生法前后股票市场对重组声明的反应	172

表

2.1. 对美国长期证券的国外净购买	6
2.2. 股票价格变化	9
2.3. 按发行货币计的国际债务证券余额和净发行	17
2.4. 按借款国分类的已宣布的国际银团信贷	17
2.5. 交易所交易的衍生产品：名义本金余额和年交易量	18
2.6. 全球场外衍生市场：现有合约的名义数额和总市场价值	20
2.7. 全球场外衍生市场：按对手方、剩余期限和货币组成分类的现有合约的 名义数额和总市值	21
2.8. 成熟市场银行对新兴市场的风险暴露，2000 年 12 月底	24
2.9. 国际上主要的监管动议	25
3.1. 新兴市场私人资本流动净额	35
3.2. 某些国家和地区 BIS 报告银行净资产的变化	36
3.3. 新兴市场总私人市场融资额，按地区、融资类型和借款人类型划分	39
3.4. 布雷迪债务的下降	47
3.5. 不同类别资产的回报	48
3.6. 不同地区 TMT 和非 TMT 回报的相关性	65
3.7. 2000 年第四季度 TMT 对本地股票市场下降的影响	66
4.1. 欧元区：政府债券持有人的情况	84
4.2. 若干国家的主权信用评级	87
4.3. 欧元区一些国家公共债务的发行程序	88
5.1. 若干新兴市场银行股票	105
5.2. 若干新兴市场银行系统银行数目和市场占有程度	106
5.3. 区分银行规模的业绩指标	119

5.4. 各新兴市场银行机构所被允许的活动	124
5.5. 部分新兴市场银行体系的 H 统计量	133
A1.1. 日本: 问题贷款	158
A1.2. 日本: 银行贷款分类	159
A1.3. 日本: 对主要及地区性银行超出已提取准备金数额的贷款损失的敏感性分析	161
A1.4. 日本: 主要银行的监管资本水平	163
A1.5. 日本: 银行支持框架	166
A1.6. 日本: 针对公司重组的官方措施	169
A1.7. 公司治理记分卡	170
A3.1. 对债券、股本和贷款发行量的回归分析	182
A3.2. 基于 1990 年至 2001 年 4 月 19 日间的 539 个每周观测值的市场中止情况	183
A3.3. Granger 因果关系: 债券、股本以及贷款市场	184
A3.4. Granger 因果关系: 新兴市场债券不同发行人	184
A4.1. 全球债券市场, 2000 年 12 月	185
A4.2. 部分国家: 政府债券市场的主要特征	186
A4.3. 部分主要经济体: 私人债券发行	187
A4.4. 部分主要经济体: 公共部门债券发行	189

图

2.1. 美国: 经常项目逆差占全球经常项目顺差的百分比	4
2.2. 全球资本流动	5
2.3. 全球总资本流动相对于全球净资本流动	6
2.4. 一些主要工业化国家的汇率	7
2.5. 股票指数: 技术股和非技术股	8
2.6. 标准普尔 500 收益展望	9
2.7. 长期和短期利率	12
2.8. 货币政策利率和短期利率预期	13
2.9. 美国: 公司债券市场	14
2.10. 一些利差	15
2.11. 非金融公司信用利差	16
2.12. 美国: 银行的总杠杆率和资产负债表杠杆率	22
3.1. 私人资本流动净额和新兴市场私人发行总额	34
3.2. 新兴市场国内债务与外部债务	37
3.3. 新兴市场平均信用评级	40
3.4. 真实 GDP 增长的一致预测	41
3.5. 新兴市场债券发行的货币构成	42
3.6. 部分新兴市场欧元债券的收益利差	49
3.7. 新兴市场债券发行, 纳斯达克和 EMBI 全球利差	49
3.8. 新兴市场利差: 阿根廷、巴西和 EMBI 全球	53
3.9. Merrill Lynch 美国公司债券收益利差	53

3.10. 债券市场发展	57
3.11. 亚洲和拉美公司债券发行和贷款	61
3.12. 新兴市场: 银团贷款的加权利差和期限	62
3.13. 新兴市场股票发行和 Nasdaq 回报	64
3.14. 某些新兴市场地区、美国和日本的股票指数	65
3.15. IT 和非 IT 部门的市盈率	66
4.1. 若干欧元区国家政府债券与德国政府债券之间的收益利差	71
4.2. 若干国家政府债券收益率的波动性	78
4.3. 欧元区成员国的国内公共债务	85
4.4. 日本与美国: 欧洲市场债券与政府债券之间的利差	94
4.5. 日本与德国: 期限相似的政府债券之间的收益利差	98
5.1. 若干亚洲国家美元月交易量	113
5.2. 若干拉美国家美元月交易量	114
5.3. 若干欧洲国家美元月交易量	116
5.4. 最大的私人养老金市场的累计的市场份额	117
5.5. 名义银行利差变化	134
5.6. 部分新兴市场银行体系的合并强度和银行相互依存度	139
A1.1. 日本: 主要银行收益, 1999-2000 财年	162
A1.2. 日本: 银行指标	163
A2.1. 部分亚洲国家本币债券市场的规模	177
A3.1. 新千年, 新周期性?	181
A4.1. 美国: 公司部门融资	187
A4.2. 欧元区政府债券存量	188
A4.3. 欧元区部分国家政府债券存量	188
A4.4. 部分国家政府债券存量	189
A4.5. 美国财政债券预测数	190
A4.6. 美国财政债券持有者情况	190

前 言

《国际资本市场》报告是国际货币基金组织监督国际金融市场发展变化的一个组成部分。国际货币基金组织从1980年起每年发表一期《国际资本市场》报告。报告部分吸收了与商业银行和投资银行、证券公司、保险公司、养老基金、股票和期货交易所、有关管理部门和货币当局、财政部门、信用评级机构和国际清算银行工作人员的非正式讨论意见。这些讨论于2000年11月-2001年4月在阿根廷、捷克、法国、德国、香港特别行政区、意大利、日本、韩国、马来西亚、墨西哥、新加坡、英国和美国进行。该报告反映了到2001年5月底为止得到的信息。

《国际资本市场》报告由研究部完成，首席经济学家Michael Mussa提供了全面指导。新兴市场研究处处长Donald J. Mathieson和资本市场及金融研究处处长Garry J. Schinasi提供了直接指导。研究部参加编写该报告的人员有Torbjorn Becker, Peter Breuer, Jorge Chan-Lau, R. Sean Craig, Piti Disyatat, Burkhard Drees, Gaston Gelos, Iryna Ivaschenko, Ronald Johannes, Charles Kramer, Ramana Ramaswamy, Jorge Roldos, R. Todd Smith, Amadou Sy和Caroline Van Rijckeghem。来自其他部门的作者有亚太部的Kenneth Kang和Martin Mühleisen, 欧洲一部的Roger Nord和西半球部的Vivek Arora。Caroline Bagworth, Ramanjeet Singh, Adriana Vohden和Joan Wise负责文字处理。对外关系部的Jacqueline Irving负责对文稿的校对和协调该报告的出版。

本报告也得益于国际货币基金组织其他部门工作人员的评论和建议，以及执行董事们在2001年6月28日对《国际资本市场》报告的讨论。但是，分析和政策考虑均来自工作人员，不代表执行董事及所属当局或国际货币基金组织。

词汇表

ADB	亚洲存托凭证 (American depository receipt)
BCBS	巴塞尔银行监管委员会 (Basel Committee on Banking Supervision)
BIS	国际清算银行 (Bank for International Settlements)
CBO	抵押债券 (Collateralized bond obligation)
CP	商业票据 (Commercial Paper)
CTD	交割成本最低 (Cheapest to deliver)
DVP	钱货两迄 (Delivery versus payment)
ECB	欧洲中央银行 (European Central Bank)
ECU	欧洲货币单位 (European Currency Unit)
EMBI	新兴市场债券指数 (Emerging Markets Bond Index)
EMTA	新兴市场交易商联合会 (Emerging Markets Traders Association)
EMU	经济和货币联盟 (Economic and Monetary Union)
EU	欧洲联盟 (European Union)
EURIBOR	欧元同业市场拆借利率 (Euro Interbank Offered Rate)
FDI	外国直接投资 (Foreign Direct Investment)
FRA	远期利率协议 (Forward-rate arrangement)
GDR	全球存托凭证 (Global depository receipt)
GEM	全球股票市场 (Global Equity Market)
G-7	七国集团 (Group of Seven)
G-10	十国集团 (Group of Ten)
HLI	高杠杆率机构 (Highly leveraged institution)
IFC	国际金融公司 (International Finance Corporation)
IOSCO	证监会国际组织 (International Organization of Securities Commissions)
IPO	首次公开募集 (Initial public offering)
IRB	以内部评级为基础 (Internal ratings based)
ISDA	国际掉期和衍生工具协会 (International Swaps and Derivatives Association)
JGB	日本政府债券 (Japanese government bonds)
LCBO	大而复杂的银行机构 (Large, complex banking organization)
LIBOR	伦敦同业拆借利率 (London interbank offered rate)
LTCM	长期资本管理公司 (Long-Term Capital Management)
MBS	抵押支持证券 (Mortgage-backed securities)
MSCI	摩根斯坦利资本国际公司指数 [Morgan Stanley Capital International (index)]
MSCI EMF	摩根斯坦利资本国际公司新兴市场自由流通股指数 [Morgan Stanley Capital International Emerging Markets Free (index)]
NASDAQ	全国证券交易商协会自动报价系统 (National Association of Securities Dealers Automated Quotations)

NPL	不良贷款 (Non-performing loans)
NRF	姓名登记表 (Name registration form)
OECD	经济合作与发展组织 (Organization for Economic Cooperation and Development)
OTC	场外交易 (Over-the-counter)
QFI	合格外国中介 (Qualified foreign intermediary)
ROA	资产收益 (Return on assets)
ROE	股本收益 (Return on equity)
RTGS	实时全额结算 (Real-time gross settlement)
SAR	特别行政区 (Special Administrative Region)
TARGET	跨欧洲自动实时全额结算快速划拨系统 (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer)
TMT	技术、传媒和电讯 (Technology, media, and telecommunication)

第一章 概述

截止到2001年5月的一年,由于全球经济放缓和经济与金融周期同步性加强,需要重新评估许多金融市场上的金融风险、资产组合的重新调整和资产重新定价。正如上期《国际资本市场》所讨论的,类似1998年的以往金融市场调整,常常是出于担心负债过度、市场缺乏流动性和其他潜在金融脆弱性对实体经济产生诸如“信贷紧缩”等影响。与之不同,与去年市场参与者担心美国和全球经济可能过热的情况也相反,近期调整反映了人们对于经济情况和前景可能恶化的看法,这种恶化后来变成事实。随后人们担心金融受到的影响(包括公司盈利增长放慢和违约行为增加)会妨害实体经济的增长前景。

经济增长放慢和前景恶化对金融造成的影响清楚地反映在许多股票和高收益信贷市场对风险的重新定价上。2000年全球股市股价大幅下跌,尤其是技术股,几乎同时大幅下跌。对于各类借款人来说,高收益信贷的利差达到了1991年衰退以来的最高水平,发行几近停止。各国资产价格相关性增加或许反映了正在进展中的金融全球化,包括全球投资者更加倾向于从行业角度而不是从地理角度来管理资产组合。一个主要的例外是日本固定收入债券市场的利差与其他国家相比似乎缩小了。该市场利差缩小可能是因为国内投资者比国外投资者的作用更为重要。同时,当局努力通过贷款担保来促进公司借款。2001年初在主要经济体放松了银根后,全球股市和固定收入债券市场出现反弹。

由于多个国家和市场的经济金融形势和前景多多少少同时恶化,因此全球资本流动的分布大体未变。美国继续吸收大量的国际资本流入,包括来自日本和欧元区资本流入。因此,美元对多种货币继续走强,日元下跌,欧元大体稳定。但是,由于大量股票投资从欧洲流向美国,欧元对美元

贬值。资金强劲流入美国的势头表明,投资者相信美国经济下降是暂时性的,相信近年来支持美国资产市场的经过风险调整的高回报率可以持续。

在本文所回顾的时期内,新兴市场融资受到上述经济和金融情况的重大影响。虽然新兴市场全部私人融资总和在2000年增加了1/3,但是新兴市场借款人时常无法进入国际市场。这种时断时续的现象是由结构性因素和有关时期的特殊情况所致。关键的结构性因素在于专门投资于新兴市场的投资者数量和规模有限,而跨线投资者在决定资本流入和流出新兴市场中发挥了重要作用。¹特殊情况包括阿根廷和土耳其的市场动荡,这些动荡影响了许多新兴市场进入国际市场的可能;此外还包括成熟市场资产价格不时的动荡和对于全球增长放慢前景的担忧。

新兴市场时断时续地进入国际资本市场似已成为国际金融市场的一个主要特点。新兴市场借款人已经开始适应新形势:当美元债券市场关闭时,这些借款人转向银团贷款,发行日元或者欧元债券,或者在本币债券市场发债。此外,他们雇佣在投资银行和证券交易方面经验丰富的人员,寻找“机会窗口”预先为每年的资金需求融资,通过债务转换来延长债务期限和避免大量债务同时到期。

今年的《国际资本市场》报告探讨了这些主题,它研究了新兴和成熟市场最近发展情况并分析全球金融市场的主要结构性变化。

第二章全面描述和评价了成熟市场的发展。随着全球经济前景在2000年下半年变得黯淡和对

1. 跨线投资者(crossover investors)是成熟市场中那些把成熟市场投资作为主要业务和基准,但是在机会有利时也购买新兴市场资产的机构。跨线投资者决定持有多少新兴市场资产的基础是两种市场的前景以及它们当时能够承受多少风险。

美国经济过热担忧的消失，主要市场上货币紧缩已经让位于银根放松，或出现了银根放松的预期，同时市场上出现了对信用风险和公司盈利增长放慢的担忧。长期利率下降，信用利差增加，所有主要市场股价（特别是技术股股价）大幅下跌。资本继续强劲注入美国，美元对于许多货币均保持强势，其他市场普遍随美国市场的价格变动而变动。2001年初，主要经济体放松了货币政策，使人们重新对经济前景感到乐观，信用利差缩小，股价回升。主要经济体的银行盈利受到了市场状况和信贷质量恶化的影响，不过除日本以外，没有出现对主要银行系统稳定性的担忧。²

第三章回顾了过去一年新兴市场融资的进展，包括融资流动净额和总额的趋势，和新兴市场资产一级和二级市场的发展趋势。虽然20世纪90年代资本流动净额和总额成正相关，但是2000年资本流入净额大幅减少，总额却迅速增加。这种差异反映出新兴市场中的石油出口国经常项目盈余激增，促使其外汇储备和对海外银行债权（以存款为主）增长。但是，2000年出现了20世纪90年代以来的第一次外国直接投资下降。新兴市场股票发行在2000年有很大增加，但主要是中国公司的股票发行。新兴市场债券与股票二级市场的表现形成了鲜明对比。虽然新兴市场进入债券市场时常被中断，但其债券仍属于表现最好的资产之列。这部分是因为市场认为某些新兴市场基本面好转。但是，新兴市场的股票价格与成熟股票市场的变化紧密相关，下跌了30%。

今年的报告继续分析全球金融市场的结构性变化。第四章讨论了与主要国家政府债券市场的结构性变化相关的政策性问题及其对金融的影响。这些国家的政府债券市场是全球金融的重要组成部分。与其他的金融工具和市场不同，主要国家的政府债券和政府债券市场的特点是信用风险最小，流动性好。出于这些特点，私人部门市场参与者靠

政府债券和政府债券市场来促进私人融资。这些作用包括提供利率基准、对冲工具和在紧张时期作为避风港资产，因此其不太容易被其他金融工具取代。第四章分析了主要政府债券的特点，并把特点和其发挥的作用联系在了一起。随后讨论了主要国家政府债券市场近期的结构性变化，明确由此而来的公共政策问题。

第五章全面评价了新兴市场金融部门——包括银行、证券交易和资产管理——合并情况。过去几年，成熟市场金融机构合并加快，新兴市场的这一势头也在增强。第五章讨论了与成熟市场相同的合并驱动力如何导致新兴市场不同的合并态势。特别是，新兴市场的合并跨越了国界，当局在初期发挥了更大的引导作用。所有权结构，尤其是家族所有，被认为阻碍了新兴市场进行更为迅速、更加面向市场的合并。金融机构合并的动力是利用规模和范围经济以及利用互联网等技术进步，而促进全能银行业务的管制放松则有助于享受规模和范围经济带来的好处。技术的进步也改变了证券交易业。为应对由此增加的竞争压力，新兴市场的股票和衍生产品交易所也开始合并，放开市场准入和放松对经纪佣金的管制。对于外国经纪人进入的限制和过时的交易和管理结构拖延了一些证券市场调整的步伐，结果是流动性和交易转向离岸市场。新兴市场合并过程的另一特点是私人养老基金的迅速发展和合并。这与一些国家的国内证券市场的停滞不前形成鲜明对照。最后，新兴市场的合并趋势带来了一些政策问题，包括市场约束、陷入困境企业的适当退出政策、并表监管的重要性和监管机构的架构，以及日益凸显的因市场集中度加大和对信息保密的担心而产生的消费者保护和反垄断问题。

第六章提供了工作人员对于前几章所提问题的评论。其中讨论了工作人员对全球资本市场存在的主要风险和脆弱性、主要国家政府债券市场变化和新兴市场金融体系合并带来的政策性影响的看法。

2. 附件一讨论日本公司和金融部门的疲软的财务状况。

第二章 成熟资本市场的发展和趋势

2000年年末,经济增长的放缓和对公司盈利及高杠杆率的担忧首先造成股价巨幅下跌,并增大了信用利差。技术股股价的下跌尤其严重,并且几乎所有主要经济体都同时出现了这一情况。对信用风险的担心使固定收入债券市场恶化,高收益市场资金几乎停止了流动,利差达到1990-1991年衰退以来的最高水平。2001年初,美国货币政策大幅放松之后,市场重新回暖,高收益市场强烈反弹。但总体来说,2001年5月初与一年前相比,股价降低而信用利差总体偏高。虽然美国金融市场价格剧烈波动,经常项目逆差创下历史记录,货币政策松动幅度大于其他国家,但是由于国际投资者对于美国私人资产的需求仍然强烈,美元继续走强。市场情况的恶化影响了银行的收益,但是除日本以外,没有出现对任何主要银行体系稳定性的担忧。

全球资本流动和外汇市场的发展

全球资本流动

伴随金融全球化而来的是20世纪90年代全球资本流动的大大增加。在1990到1998年之间,成熟市场机构投资者管理的资产翻了一番还多,达到30万亿美元,大约相当于全球的GDP。在资本项目纷纷放开,对证券市场的依赖增加的情况下,这些可用于投资的资金对更多的地区和国家的投资机会和风险的变化越来越敏感。因为全球投资总额数量很大,投资组合的小幅调整就能带来资本流动的大幅剧烈变动。比如,1997年,新兴市场的总融资(在那一年达到最高记录)和外国对美国长期证券的净购买量仅分别相当于机构投资者所管理的资产总量的1%左右。但是,这些调整在资金进出时都会对接收国的金融状况产生很大影

响。这表明全球投资者调整投资组合对于全球资本流动的数量、价格和方向以及对国内和国际市场带来的巨大影响。本文研究的这一段时间也是如此。

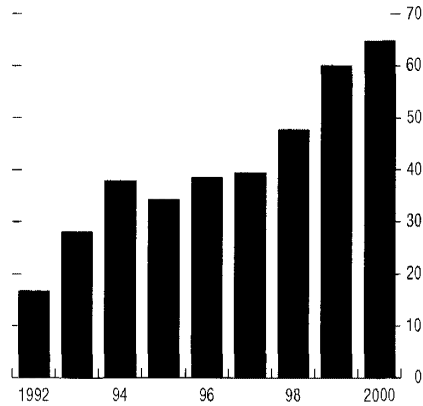
在2000年,美国继续吸收了全球大部分的资本流动,它吸引了64%的全球资本净输出(按照美国经常项目逆差与经常项目顺差国家的顺差总和之比来衡量,1999年是60%,1992-1997年平均为35%,见图2.1)。对美国的净流入超过了4000亿美元(图2.2),其中包括几乎可以独力弥补美国经常项目逆差的创记录的外国证券投资。¹与前几年一样,因为美国国库券供应减少,国外投资者(尤其是欧洲投资者)购买大量美国股票和公司债券,减少对美国国库券的净购买(表2.1)。²国外购买美国股票的总额猛增到3.6万亿美元,比1996年增加6倍。国外直接投资创下了记录,达1500亿美元,其中约一半是并购。来自欧洲的净资本流入在2001年第一个季度继续增加,包括购买美国公司债和股票。

虽然美国经济和金融市场恶化,国际上对于美国私人资产的需求仍持续强劲。对美投资兴趣不减,毫无疑问地表现出投资者对美国经济和金融市场前景的信心。尽管对于美国经济放缓归根到底在多大程度上是结构性而非周期性因素,尚存在不确定性,但投资者似乎持乐观态度,认为美国经济能够从现在的缓慢增长上迅速反弹,重新达到比其他发达国家更高的增长率。根据这种情况,许多投资者相信美国金融市场的调整是短暂的,在中期经过风险调整的基础上看,美国市场的表现会强过其他市场。基于这两种判断,投资者显

1. 净资本流动总额统计包括误差和遗漏,因此与经常项目差额不一致。

2. 见国际货币基金组织(2000)专栏2.1。

图 2.1 美国：经常项目逆差占全球经常项目顺差的百分比



资料来源：国际货币基金组织，《世界经济展望》数据库。

然认为美国松动银根会减少周期性放慢的影响，限制对于美国金融市场的不利影响。

欧洲国际资本净流出的一个重要原因是欧元区投资者的外国证券资产净买入大大增加——尤其是股票购买增加了85%。同时，外国投资者卖出了许多通过跨国并购获得的欧洲股票。³ 此外，由于美元和欧元区债券收益率的差异缩小，外国人增加了对于欧元区债务证券的购买。欧洲和外国公司将其业务在国际范围内多样化。因此，国外直接投资的流入和流出都有增加。

2000 年日本的资本净流出增多，对外直接投资和证券投资都呈增势。国外投资者的净买入从股票转向了固定收入债券市场，购买了相当数量的日本政府债券。这可能反映了全球固定收入债券投资者担心其自身的表现会逊于全球基准指数。在日本政府债券价格走高时，不少投资者持有日本政府债券的头寸的比例低于国际基准权重。⁴ 最近日本购买外国证券和外国购买日本股票都有所增加。2001 年 3 月，日本购买外国债券达到了 2000 年 6 月以来的最高水平。

从成熟市场到新兴市场的资本净流动中相当一部分是外国直接投资。⁵ 私人资本流动整体下降，这可能反映了在亚洲、俄罗斯危机之后对于新兴市场投资的风险和回报重新进行的权衡。2000 年中，担心全球经济放慢影响小经济体或许也导致了资本流动减少。由于国外投资者收购新兴市场的电信公司、电力和其他公用事业公司以及银行，国外直接投资流入虽有小幅下降，基本保持了强势。因为石油出口国在海外银行账户中的美元增加，银行净资本流出继续上升。

虽然通过净资本流动可以观察国际收支融资和净融资需求，却远不能表示出国际投资组合调整的数量和剧烈程度。资本流动总量更能反映国际交易，更能揭示对于市场价格和波动性的影响。

3. 根据美国财政部的数据，美国投资者在与外国公司接管美国公司有关的股票互换中获得了 3030 亿美元的外国股票。

4. 日本政府债券余额的约 7% 为外国投资者所拥有。美国国库券的 22%，欧元区政府债券的 30% 为外国投资者所拥有。（见第四章）。

5. 见国际货币基金组织（2001a）。

自 80 年代中期以来,全球资本流动总量激增,达到了净流动量的 6 倍(图 2.3)。⁶ 与净流动相比,资本流动总量处在高水平,这意味着资本净流入处于低水平的国家和地区也有可能经历资本的大进大出。因此,尽管这些国家净融资需求相对较小,资产价格也可能出现大的波动。

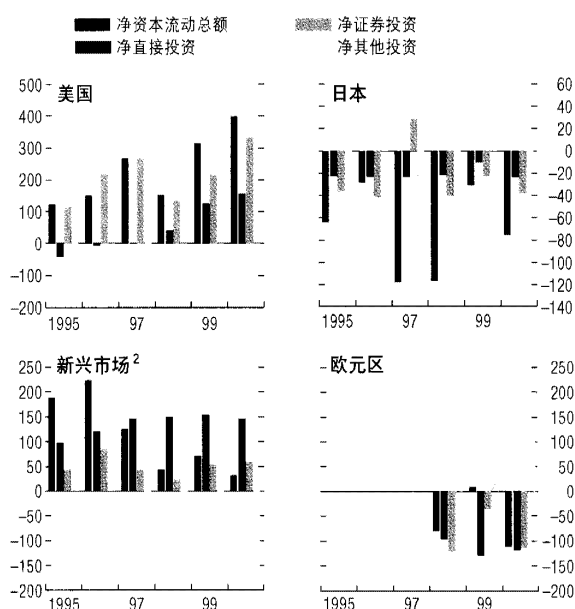
外汇市场

到 2001 年 5 月为止的一年里,美元继续强劲,欧元持续疲软,日元在走强后变弱。1999 年和 2000 年的《国际资本市场》报告着重讨论了汇率错配的可能性和主要货币市场进行大的调整的风险,这部分是因为主要工业化国家尤其是美国和日本的对失衡加剧。在本文研究的这一段时间中,相对于宏观经济基本面和政策而言,金融市场和资本流动的变化更大地影响了美元和欧元的价值,因此汇率错配的可能性增加了。美元在 1998 年 5 月到 2000 年 5 月的两年中名义有效汇率升值 9%,之后由于国际上对美元资产的净需求势头强劲,2000 年 5 月到 2001 年 5 月美元再升值 8%,尽管与其他主要国家相比,美国的经济放缓更为剧烈,银根更为放松,与其他国家的长期利率差大体稳定,经常项目逆差再创记录(图 2.4)。

虽然欧元区的增长率高于区外,欧元名义有效汇率贬值约 3%,对美元汇率贬值约 9%(到了 0.84 美元兑 1 欧元),交易价格一度低至 0.82 美元。2000 年秋季三次干预汇市之后的短暂时间里欧元有所反弹,2000 年 12 月间也有过短暂反弹,除此之外,欧元对美元一路下跌。欧元区的货币政策与美国相比的相对收紧,对于汇率的影响甚小:欧洲中央银行在 8 月和 10 月两度收紧银根并未止住欧元对美元的跌势;2001 年前 4 个月中美联储降低利率达 200 个基本点,欧元依然下滑。实际上,欧元对美元的贬值与从欧元区流向美国的证券投资尤其是股票投资的关系更大。⁷

图 2.2. 全球资本流动¹

(单位: 10 亿美元)



资料来源: 国际货币基金组织,《世界经济展望》数据库; 国际货币基金组织,《国际金融统计》; 欧洲央行 MONTHLY BULLETIN。

1. 净资本流动总数是直接投资、证券投资和其他投资流动的总额。这些数字不包括储备资产。“其他投资”包括银行存贷款。

2. 净私人资本流动总额。

6. 如果进行更详细的分类(例如,分成国内居民对于外国资产的总购入和总售出),总流动数额更大。

7. 见国际货币基金组织(2001b)。

表 2.1. 对美国长期证券的国外净购买

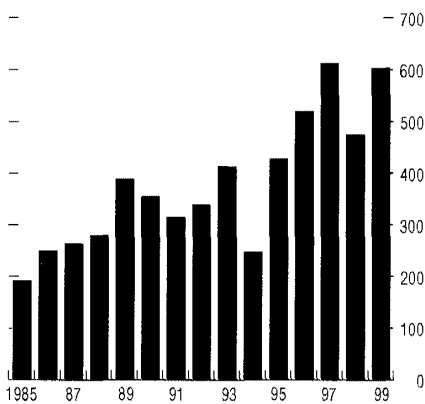
(单位: 百万美元)

	政府债券	政府机构债券 ¹	公司债券	公司股票	总计
1995	134,115	28,729	57,853	11,240	231,937
1996	232,241	41,723	83,743	12,511	370,218
1997	184,171	49,853	84,358	69,597	387,979
1998	49,039	56,802	121,930	50,020	277,791
1999	-9,953	92,200	160,392	107,522	350,161
2000	-53,790	152,841	182,403	174,890	456,344
其中:					
欧洲	-50,704	52,735	126,971	164,654	293,656
其中:					
法国	-4,146	58	2,158	5,727	3,797
英国	-33,669	30,185	109,967	58,736	165,219
德国	-7,304	2,489	1,578	31,752	28,515
瑞士	-10,326	1,554	2,279	11,960	5,467
日本	10,580	23,802	15,040	2,070	51,492
备忘项目					
2001 一季度	2,804	42,380	68,158	41,677	155,019
其中:					
欧洲	15	17,272	46,920	34,025	98,232
其中:					
法国	-225	1,428	899	3,153	5,255
英国	8,069	10,493	37,306	11,464	67,332
德国	-2,817	3,010	1,703	3,771	5,667
瑞士	796	968	1,702	2,082	5,548
日本	-4,219	7,759	-365	842	4,017

资料来源: 美国财政部, TREASURY BULLETIN。

1. 包括美国政府公司和联邦机构发行的债券。

图 2.3. 全球总资本流动相对于全球净资本流动¹
(百分比)



资料来源: 国际货币基金组织《世界经济展望》数据库、国际货币基金组织《国际金融统计》。

1. 净流入和净流出绝对值的总和与经常项目余额绝对值总和的比率。

与欧元相比, 日元的下跌则反映了日本日益恶化的宏观经济情况 and 对其金融部门的担忧。截止到 2001 年 5 月的一年内, 日元名义有效汇率贬值 6%, 对美元贬值 9% (到 119 日元), 对于欧元基本没有变化 (约 101 日元)。2000 年的大多数时间中, 日元对美元汇率稳定, 在 8 月份日本银行取消了零利率政策后则略有升值。2000 年第四季度, 越来越多的迹象表明日本刚刚开始复苏已经停顿, 日元对美元的汇率急剧下跌。由于日本股价下滑加剧了人们对于日本金融体系稳定性和公司部门状况的担忧, 及日本银行引入了量化的货币政策框架, 日元跌势一直持续到 2001 年。到 3 月份财年即将结束时, 资本重新流入, 日元的疲软态势出现了短暂的停顿。

股票市场

去年的《国际资本市场》报告中着重讨论了全