

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

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撰写

杨林 曹志鸿 陈红珊
钟良 余江岩 佟岩 译
金中夏 王晓蕾 郑五福 校



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：李俊英
责任印制：裴 刚

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；杨林等译，- 北京：中国金融出版社，2001. 12

书名原文：International Capital Markets

ISBN 7—5049—2662—0

. 国...
. 国... 杨...
. 国际金融—资本市场—研究
. F831.5

中国版本图书馆CIP数据核字 (2001) 第089596号

出版 中国金融出版社
发行
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 北京印刷一厂
尺寸 215毫米 × 280毫米
印张 11.75
字数 330千
版次 2002年2月第1版
印次 2002年2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

前言

《国际资本市场》报告是国际货币基金组织对国际金融市场发展的监督的一个组成部分，国际货币基金组织自1980年起每年发表《国际资本市场》。报告部分吸收了与商业银行和投资银行、证券公司、股票和期货交易所、监管和货币当局，以及国际清算银行和国际掉期和衍生工具协会工作人员进行的一系列非正式讨论的意见。与本报告有关的这些讨论于2000年初在巴西、智利、法国、德国香港特别行政区、印度、日本、新加坡、南非、瑞士、英国和美国进行。本报告反映了截至2000年6月所能得到的信息。

《国际资本市场》报告由研究部撰写，由经济顾问Michael Mussa总体指导。《国际资本市场》项目由新兴市场研究处处长Donald J. Mathieson和资本市场与金融研究处处长Garry J. Schinasi共同指导。来自研究部的合著作者包括Torbjorn Becker, Bankim Chadha, Jorge Chan-Lau, R. Sean Craig, Burkhard Drees, Ronald Johannes, Charles Kramer, William Lee, Gabrielle Lipworth, Jens Nystedt, Anthony Richards, Jorge Roldos, R. Todd Smith, Amadou Sy和Caroline Van Rijckeghem。Silvia Iorgova, Anne Jansen, Oksana Khadarina, Subramanian Sriram和Peter Tran提供了研究助理。其他部门的供稿者包括西半球部的Paula De Masi；货币与汇兑事务部的Peter Hayward；及亚洲与太平洋部的James Morsink。Caroline Bagworth, Sheila Kinsella, Rosalind Oliver, Ramanjeet Singh, 和Adriana Vohden提供了优秀的文字处理帮助。对外关系部的Marina Primorac负责编辑文稿并协调出版。

本报告受益于国际货币基金组织其他部门的工作人员的评论与建议，及执行董事2000年8月2日对《国际资本市场》报告的讨论。但分析和政策考虑均来自工作人员，而不应被归于执行董事、其国家当局或国际货币基金组织。

目 录

前 言	vii
第一章 总述	1
第二章 成熟资本市场的发展和趋势	4
外汇市场	5
信用市场	5
股票市场	15
主要银行体系	17
衍生工具市场的发展	23
国际规制和监管的发展	29
风险和脆弱性	34
参考文献	36
第三章 新兴市场融资	39
新兴市场私人资本流入总量的变化	39
债券、股票和贷款市场的变化	45
结论	66
参考文献	67
第四章 场外衍生工具市场	68
现代银行和场外衍生工具市场	68
交易所衍生工具和场外衍生工具的比较	71
场外衍生工具活动和市场不稳定性的根源	84
基础设施中的弱点	85
加强现代银行和场外衍生工具市场的稳定性	88
词汇表	93
参考文献	95
第五章 私人部门参与危机的预防和解决：市场观点和近期经验	98
私人部门参与危机防范	99
私人部门参与危机解决的背景	104
市场对私人部门参与危机解决的看法	108
银行同业的展期	109

国际债券重组	115
结论	124
参考文献	126
第六章 外资银行在新兴市场中的作用	129
外资银行进入新兴市场不断增加	129
外资银行在新兴市场中作用提高的原因	131
外资银行进入的影响	137
政策问题	143
参考文献	150
第七章 工作人员的评价	153
成熟市场	153
新兴市场	154
场外衍生产品	154
私人部门参	157
新兴市场上外国银行的作用	159
附件一 日本金融和公司重组进展	161
重组和复苏日本金融系统：进展和挑战	161
公司重组进展	166
参考文献	171
附件二 新兴市场银行系统的外国所有趋势	173
中欧	173
拉丁美洲	173
亚洲	175
参考文献	175
附件三 主席的总结性发言	177
专栏	
2.1 . 外国资本和美国的经济繁荣	8
2.2 . 美国的金融部门改革：金融现代化法案（Gramm-Leach-Bliley Act）	20
2.3 . 欧元的产生对金融稳定带来的挑战	22
2.4 . 关于高杠杆机构的报告	33
3.1 . 新兴市场债券本地化	44
3.2 . 评级提高可能有助于融资	51
3.3 . 美国市场驱动了新兴市场资产吗？	53

3.4 . 新兴市场资产为勇敢者而设 ?	58
3.5 . 新兴市场的技术、媒体和电讯	60
3.6 . 新兴市场股票走向全球	62
4.1 . 美元 / 日元市场中场外货币掉期的作用	72
4.2 . 长期资本管理公司和全球金融市场的动荡	73
4.3 . 场外衍生工具交易的动机	75
4.4 . 奇异期权	77
4.5 . 两年期利率掉期交易的经过	79
4.6 . 测量掉期交易中的潜在未来敞口的风险	82
4.7 . 美国监管环境中法律不确定性的根源	89
5.1 . 80 年代的债务危机与私人部门参与	105
5.2 . 迄今为止的主要同业贷款展期	110
5.3 . 最近的债券重组	116
5.4 . 判断利用市场的能力 : 罗马尼亚的案例	119
5.5 . 巴黎俱乐部的工作	123
5.6 . 厄瓜多尔与尼日利亚对私人部门参与的下一个考验	125
6.1 . 互联网和跨国银行业	133
6.2 . 外资银行进入的方式	134
6.3 . BBVA和BSCH : 西班牙银行向拉丁美洲的扩张	135
6.4 . 阿根廷外资银行和存款基础的弹性	144
6.5 . 跨国监管原则和当前的做法	145
6.6 . 国际信贷与商业银行	147

表

2.1 . 美国长期证券的净国外购买 , 1995—1999年	7
2.2 . 按发行币种划分的国际债务证券未偿余额和净发行额 , 1993年至2000年 第一季度	10
2.3 . 按借款人国别划分的已宣布的国际银团贷款 , 1992年至2000年第一季度	15
2.4 . 向国际清算银行报告数据的国家 , 其银行对部分新兴市场的债权 , 1999年 12月	24
2.5 . 在交易所交易的衍生金融工具 : 名义本金余额 , 1986年至2000年第一季度	25
2.6 . 世界范围内有组织的交易所内交易的衍生金融工具的年交易量 , 1986年至 2000年第一季度	26
2.7 . 全球场外衍生工具市场 : 未偿合约的名义值和总市值 , 1998年至1999年	27
2.8 . 全球场外衍生工具市场 : 未偿合约的名义值和总市值 , 按交易对手、剩余 期限及货币构成划分 , 1998年至1999年	28
3.1 . 1998年至2000年不同资产类别的收益	40
3.2 . 新兴市场的私人资本净流入 , 1992年至1999年	41
3.3 . 银行对新兴市场风险暴露的变化	43
3.4 . 新兴市场在私人市场上的总融资 : 按地区、融资类型和借款人分类	46

3.5 . 19997月至2000年6月新兴市场国家重要的评级变动	48
3.6 . 新兴市场收益增长及定价指标	61
3.7 . 一些新兴市场股市的净流入	64
4.1 . 2000年度排名前20家的衍生工具交易商及其1999年度排名	70
5.1 . 私人部门参与危机解决—七国集团 / 国际货币基金组织 , 国际金融研究所 与新兴市场交易商协会的立场	102
5.2 对于不同的新兴市场债券重组中损失的估计	121
6.1 . 部分新兴市场外国银行所有权	130
6.2 . 部分新兴市场银行经营状况指标 (1996—1998)	140
6.3 部分新兴市场跨国和外国银行贷款	142
6.4 . 中欧和拉丁美洲最大外资银行的资产	149
A1.1 . 日本金融监管职能的重新划分	162
A1.2 . 日本 : 主要银行未弥补损失估算 , 2000年3月	163
A1.3 . 日本 : 1997年7月以来变革中的主要银行	164
A1.4 . 针对公司重组的工业复兴方案概况	167

图

2.1 . 一些主要工业化国家 : 汇率 , 1998年1月1日至2000年6月30日	6
2.2 . 隐含波动性 : 日元、德国马克及英镑 , 1997年1月3日至2000年6月30日	11
2.3 . 短期和长期利率 , 1994年1月1日至2000年6月30日	11
2.4 . 部分利差 , 1990年1月5日至2000年6月30日	12
2.5 . 按货币划分的国际债券发行 , 1996年第一季度至2000年第二季度	13
2.6 . 主要工业化国家 : 股票市场价格指数 , 1998年12月31日至2000年6月30日	16
2.7 . 分部门股票市场指数和市盈率 , 1998年12月31日至2000年6月30 日	18
3.1 . 国外直接投资和其他私人资本流动的变化	45
3.2 . 对于主要新兴市场GDP的预测	47
3.3 . 新兴市场的平均信用评级	48
3.4 . 新兴市场债券发行的评级	49
3.5 . 新兴市场和美国高收益债券收益差	50
3.6 . 一些新兴市场欧元债券的收益利差	55
3.7 . 信用评级的平均收益差	56
3.8 . 债券市场的变化	57
3.9 . 股票总收益	61
3.10 . 债券和银团贷款融资的期限结构	66
4.1 . 场外衍生工具市场的结构 , 1999年12月末	78
A1.1 . 日本 : 银行系统的压力 : 1997—2000	165

第一章 总 述

1999年到2000年上半年，随着全球经济的强劲反弹，全球金融状况普遍好转。极其严重的——特别是对于战后的新兴市场而言——市场动荡造成了波及主要金融市场的一连串区域性危机后，信用担忧已经消退，全球投资者承担风险的愿望变得更加强烈。这一点特别表现在他们都蜂拥而去投资于那些构成“新经济”的基础的与技术相关的公司。

随着1999年市场的复苏，由于危机前使利差减小的高负债杠杆活动减少，成熟市场的信用利差从危机时的高峰开始下降，并保持在适当高于危机前的水平上。美国生产率超乎寻常的持续快速增长——主要与新经济有关——帮助美国保持了低通胀扩张，并激发了美国及世界范围的投资。尽管利率上升，但由于对在充满活力的与技术相关部门投资的未来收益率日益高涨的乐观预期，1999年下半年及2000年初股票市场仍创历史新高。欧元区信贷市场向纵深发展，促进了全球的债券发行，特别是以欧元计值的债券，这也反映出公司重组（特别是并购活动）加快步伐以及全球性扩张正在积聚的力量。即使在日本，产出的下降可能已经到了最低点的初露端倪的迹象，也使股票市场出现了复苏。

随着许多国家经济基本要素的改善，1999年新兴市场的资产价格表现出强劲增长，大多数新兴市场的国内外融资形势已从1997年中到1999年初期间相继影响了亚洲、俄罗斯及巴西的危机中继续恢复。由于上述发展，一些新兴市场的信用评级得以提高。1999年新兴市场债券的收益率很高，而成熟市场大多数固定收益资产的收益率较低或为负。受技术相关股表现的驱动，这一年新兴股票市场的表现也十分突出。其他有利发展包括：新兴市场投资者基础扩大，借款人资金来源多样化，融资转向长期化。

但是，2000年3月以来，成熟市场与新兴市场的参与者对主要货币区之间不平衡的增长模式、通胀压力迹象以及日益扩大的外部不平衡变得有些担忧了。问题和风险日益增长。特别是，当投资者面临这样、那样的不确定性时，他们对技术生产率提高的可持续性进行反复测试，而这种可持续性是美国低通胀扩张的主要原因。这一点在全球股票市场波动性日益加大中表现得十分清晰。新兴市场的货币与债券市场也受到股票市场技术部分（特别是纳斯达克）急剧修正的影响，因为投资者认识到这两类投资都是最具风险性的金融资产，当风险偏好改变时，这些资产要么得益要么亏损。此外，部分压力还来自与美国和英国政府债券回购有关的技术因素，它们影响了与政府收益曲线基准相关的传统的对冲与定价方法，以及在成熟与新兴市场上对信用利差和掉期利差的解释。

成熟股票市场和债券市场波动性的增大以及整体下跌，反过来也影响了2000年3—5月间新兴市场的股票与债券市场。显然，新兴市场价格上涨，部分原因也在于驱动“新经济”的那些因素。并且，这种上涨依赖于对美国 and 欧洲官方利率只会微升的预期。因此，当全球股票市场下跌，成熟市场的货币政策收紧的程度可能大于预期时，新兴市场资产即受到重创。

市场波动性的增大，再一次增加了对全球金融市场的风险的认识，包括国内金融市场与国际市场快速接轨、仍然缺乏透明度以及金融机构竞争压力加大带来的风险。事实上，导致早些时候全球动荡的危机的发生与蔓延的教训，使得投资者对当前的国际架构——包括国际货币基金组织的作用——在日益一体化和证券化的国际资本市场背景下实现增长潜力的有效性提出质疑。私人部门和公共部门已提出各种建议来解决这些及其他相关问题，比如有关改进风险管理、提高监管能力

的具体措施。拟议中的修改1988年关于资本充足率的巴塞尔协定，是使审慎监管与时俱进的一个关键措施。其他公共与私人团体也在探索保证金融体系平稳运作的措施，特别是如何改善银行的流动性管理，提高支付体系的安全性、压力测试的可靠性以及投资组合信用管理体系的有效性等。

本年度的《国际资本市场》报告回顾与评价了成熟与新兴金融市场的近来发展，并接着前几期报告，对全球金融市场中关键的结构变化继续进行分析。全球金融市场内在地是信息密集、通讯密集与计算密集的。过去二十年间通讯与计算机技术的进步已大大降低了从事金融活动的成本。成本不断降低创造出的潜在的规模经济和范围经济，加剧了国内与国际金融市场内部的和跨界的争夺市场份额的竞争。这种剧烈竞争的特点是开发新金融工具和服务，并使用这些金融创新进入新市场或吸引新客户。本年度的报告研究金融创新和市场渗透的两个方面：场外衍生产品市场在全球的发展以及外国所有的银行在新兴市场的扩张。本报告也研究了另一个问题，即市场参与者对私营部门参与危机防范与化解的种种提议的评价，这些提议可能影响未来新兴市场进入的条件和前提。

第二章综合评价主要金融市场的近期发展与趋势，并指出未来的主要风险与不确定性。特别重要的是有关“新经济”可持续性的问题和全球股票市场上涨的基础、汇率波动的可能性的增加以及与欧元区金融重组相关的风险。

第三章回顾新兴市场在过去一年的发展，包括融资的总量与净值的趋势，以及新兴市场资产在初级市场与二级市场的表现。到2000年年中，新兴市场资产价格大多略高于一年前的水平，表现出对走出危机的新兴市场经济的一些（可能过度的）悲观情绪有所放松。尽管新兴市场资产的波动性仍较大，其收益波动幅度较危机时已持续下降，这增强了新兴市场对投资者的吸引力。本章也指出新兴市场借款人在投资者基础以及融资来源方面一些令人鼓舞的进展。虽然新投资者对风险的承受程度需要经历一个完整的周期才能测试出来，投资者基础扩大——假定投资者对其所持资产的

收益与风险的预期比较现实——将有助于增强流向新兴市场资金的稳定性。此外，在投资者基础扩大的同时，新兴市场借款人也在将其融资来源多样化，更多求助于本币融资和长期资金。本章结论是：这些发展使人们有希望看到流入新兴市场资金的稳定性加强，借款人融资也更加谨慎。

第四章集中讨论场外衍生产品市场。场外衍生产品交易与市场的迅速增长、发展与广泛运用，伴随着并以多种方式推动了国别金融市场与国际金融市场的融合以及金融全球化。关于衍生产品作为金融工具已有许多文章，去年的《国际资本市场》报告讨论了高杠杆机构及其场外衍生产品头寸在1998年秋成熟市场的动荡中所扮演的角色。该市场由在国际上十分活跃的金融机构组成，它们对主要债券、股票、外汇市场的运作与效率起着关键作用。它们主要由私人部门管理，法律与监管体系对其的影响只是间接的。这些具有体系上的重要性的场外衍生产品市场的顺利运行，与其他大多数金融市场相比，更为依赖于市场纪律。近期出现的动荡揭示了场外衍生工具市场给市场稳定性带来的风险。本章指出威胁市场稳定的风险来源以及基础设施的不完善之处。解决这些风险与不完善之处的进展十分有限，本章指出了未来减少与避免这种风险必需努力的领域。

亚洲、俄罗斯、巴西等危机之后，国际金融界一直在探索加强国际金融架构的方法，设法尽可能防范危机并在危机万一发生时减轻其严重性。新国际金融架构的一个基础，是官方团体促进私人部门参与危机防范与化解的努力。第五章系统地回顾了这些努力近来的经验以及市场对它们的看法。在危机防范方面，官方部门侧重如何改善数据透明度，促进标准与准则的改善，加强债务管理，促进信息分享以及债务人与债权人之间的谈判，支持国际债券中引用集体行动条款，研究停止支付和暂停支付的可行性，以及评估以市场为基础的资本控制手段的有用性。在危机解决方面，政策目标是限制官方融资规模、减少道德危害以及恢复债务国的中期活力。本章评述了市场观点，讨论了官方目标实现的程度，以及这些动议对新兴市场国际融资的条件和性质可能产生的影响。

第六章讨论外国银行在新兴市场中日益增长的作用。90年代后半期，在中欧和拉美的一些新兴市场中，外国所有的机构增长使处于外资控制下的资产比重增加到总资产的一半以上。本章分析了促使外资参与增加的因素，包括促使全球金融机构向新兴市场扩张的因素，以及使当局取消

对外资机构进入本国市场的现有限制的因素。本章还回顾和评价了关于支持与反对扩大外资参与的论点与经验证据。最后，主要的政策问题包括协调与改进跨国审慎监管与管理政策的必要性、与大型跨国银行的合并相关的银行集中问题，以及相关的系统性风险问题。

在2000年6月之前的12个月中的大部分时间里，国际资本市场的发展继续受到这样一种看法的强烈影响，即在主要货币区中，美国的经风险调整的资产收益率是最高的。美国经济持续强劲增长，欧洲经济增长前景不确定，日本经济和金融复苏停滞不前，这些都使得投资者看好美国资本市场。尽管这些因素并不能解释资本和风险的跨国际间重新配置，也不能解释资产价格的一切变动，但它们是重要背景的一部分，国际资本市场的调整正是在这个背景下发生的。自2000年4月至6月起，这种看好美国资产的收益的情况可能有所改变。

在被考察期间的大部分时间里，尽管美国生产率增长的可持续性存在不确定因素，国际投资者继续对美国市场给予很大关注，这反映在美国资本流动和资产价格的态势之中。即便当美国股市急剧下跌时，投资者也只是暂时性地将资金转移到美国固定收入资产市场中；当他们认为股价已降到具有足够吸引力的水平时，又重新回到股市中。投资者对于美国资产收益可持续性的信心时有动摇，市场亦时有大幅波动，特别是美国股市和美元汇率。这很可能反映了资产组合中的风险重新达到均衡。然而，从总体情况看，尽管美国经常账户逆差增大，并且人们越来越怀疑美国生产率的提高能否继续支持低通胀下的高经济增长，美元的汇率变动情况是先升值后贬值，总体而言保持稳定（以名义加权平均汇率衡量）。

从全球看，其他地区的资本市场的投资主题与美国之间有了越来越多的共鸣，这强烈反映了投资者的情绪。最为显著的是，全球范围内的资金集中涌向技术、通讯和新闻媒介行业的公司所发行的股本和债务性资产。市场的发展变化还反映了这样一种情况，即在很多国家，随着财政状况的强化，投资者将资金从政府债券市场转向私人资

本市场。这一趋势也反映在尽管欧洲持续的资本净流出对欧元汇率产生了很大的下跌压力，但资本流入欧洲股票市场和债券市场使得这两个市场的价格急剧上升。日本的一些市场得益于投资者情绪的改善。1999年夏末秋初，日本经济出现复苏迹象。一些国际资产管理机构看到，相对于日本在全球资产市场中所占比重及日本实际经济规模，他们所持有的日元资产头寸偏低。于是他们增加了持有的日元资产，主要是日元股票，其次是日元债券。不久其他投资者也跟着采取了这样的做法。资本市场的这种重新调整与日元的大幅升值及日本股市的止跌回稳（持续到最近）相伴而行。

在被考察期间的末期，投资者越来越关注美国经济前景的不确定性，特别是出现持续的工资和物价上升压力和经济过热的迹象时，货币政策收紧的可能性。同时，日元对美元汇率出现进一步升值的迹象，欧元汇率从历史最低点上回升。这都反映了投资者的看法可能在发生变化，反映了美元资产的高收益能否持续下去存在不确定性。2000年6月末，这种不确定性依然明显存在。以下问题中总结的此种和其他相关的不确定性反映了重要的风险。美国的通货膨胀率是否在上升，这对于美国和国际投资组合调整及资产市场意味着什么？欧元还将有多大幅度的升值？欧洲正在进行金融和企业重组，对金融和金融市场提出了更高的要求。欧元的升值将对这一重组过程产生什么影响？如果日本经济出现真正的复苏，金融和企业重组为日本这一世界第三大经济体提供了经济持续扩张的基础，那时日本的资产市场能否顺利调整？最后，自亚洲危机、俄罗斯危机及长期资产管理公司（LTCM）危机之后，风险管理做法及金融市场基础设施是否已有足够的改善，以针对上述风险进行资产的重新定价和重新配置，特别是当某些调整以无序的形式发生时。

外汇市场

在被考察期间（1999年中期到2000年中期），主要货币间汇率的主要变化情况是，欧元对美元贬值，日元升值。2000年6月之前的一年内，尽管美国经常账户逆差创下历史最高水平，美元的名义有效汇率仍上升了约1个百分点，在80年代末以来的最高水平附近徘徊。在这一期间，美元对欧元汇率稳步上升了10%，但对日元汇率下降了12%（图2.1）。美国生产率提高将进一步促进公司利润的上升，进而使股票和公司债券升值，这一信心在一定程度上促使资本流向美元市场，支持了美元的升值（表2.1和专栏2.1）。¹

主要货币汇率的变动还反映了资本从欧洲市场流向美国和日本。²美国公司证券的很多投资者来自欧洲。欧洲的净资本流出（金融账户的净资本流出额达到约700亿美元，包括约1800亿美元的净直接投资和证券投资流出）促使欧元汇率从欧洲货币联盟开始之时的1欧元兑换1.184美元下跌到1欧元兑换0.885美元，贬值幅度达25%。尽管欧元汇率2000年6月反弹到1欧元兑换0.95美元，净贬值幅度仍达20%。市场上有观点认为美元和欧元间利差可能进一步扩大；另外，国内和国际以欧元计值的证券供给增加（包括主权借款人和国际借款人发行欧元证券，用以偿还美元计值的债务）（表2.2）。这些都可能导致欧元对美元汇率的下跌。伴随着欧元贬值，欧元兑美元汇率的波动性增强了（图2.2），部分原因是金融重组中用于造市的资本在撤出。然而，造市资金的减少看起来并未对欧元市场的流动性产生持续的影响。涉及欧元的货币交易的差价基本上已缩小至过去德国马克的水平。

日元的强势看来主要反映了以下三个因素日本有大量经常账户顺差，且顺差在不断增加；投资者情绪显著改善，带来相应的资本流入；日本投资者在1999财年年中（即9月末）之前减少了外

¹ 国际货币基金组织正在讨论与此相关的美国“新经济”的概念。

² 从英国流出大量资本这一情况可能部分反映了其作为国际金融中心的作用。

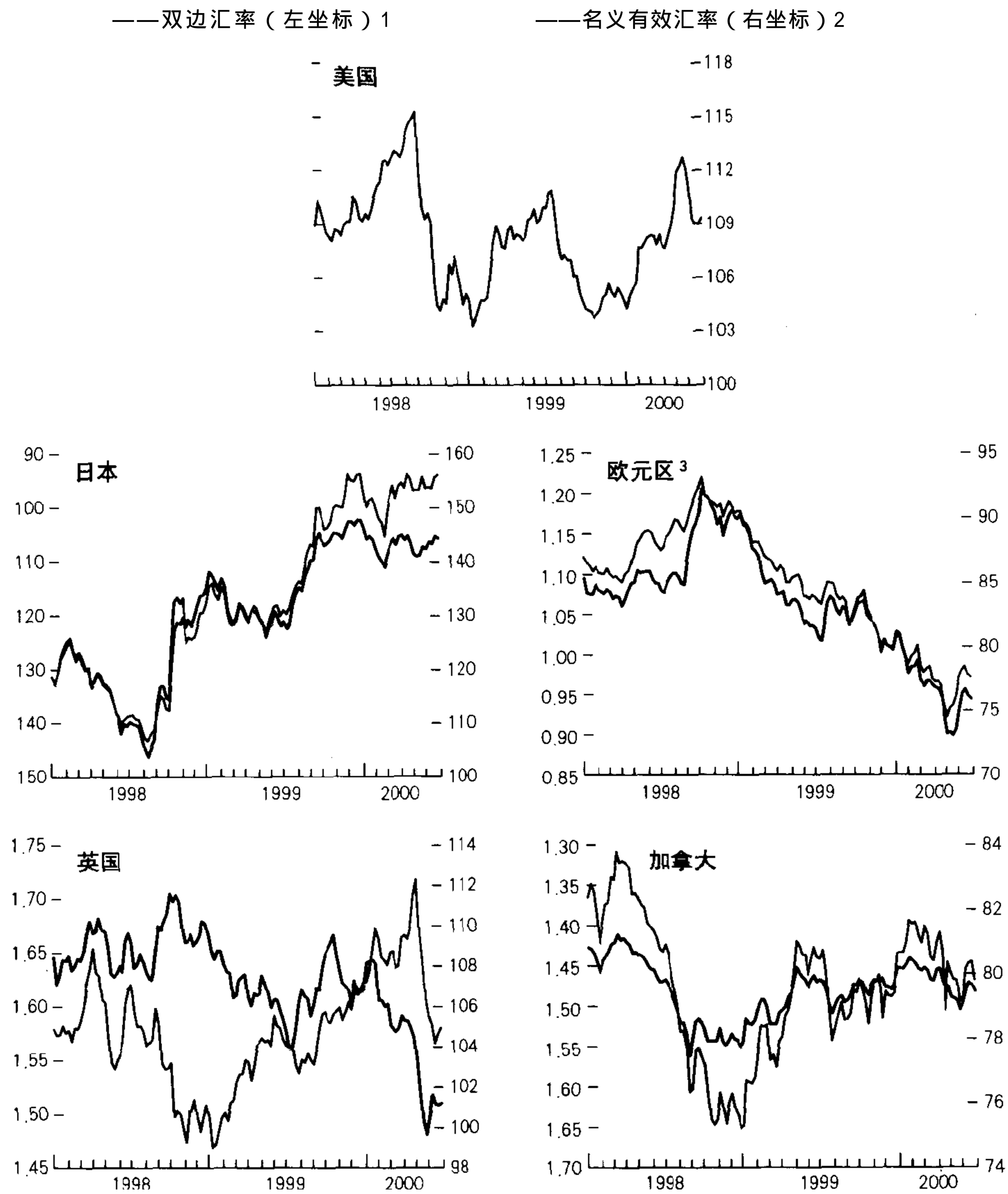
币头寸，将资金汇回（1999年7月至9月，日元对美元升值15%）。在被考察期间，日元与美元交易市场的波动情况未呈现明显的趋势，尽管在某些时点日元兑美元的汇率有较大幅度的上升。市场参与者认为，日本当局干预的目的不仅仅是为了抑制日元升值，还是为了抵消日元与美元间汇率波动的增大。在被考察期内，日元与美元间汇率波动性的变动看来还与技术性因素有关，包括日本机构投资者对其美元风险暴露进行保值。具体说来，日本机构通常对其40%—60%的美元风险暴露（共计4000亿—5000亿美元）进行保值，所使用的保值手段通常是障碍期权（见专栏4.1）。保值率取决于汇率的水平和波动程度。一旦保值率发生变化（例如变动10个百分点，按报道这并非罕见的情况），就会产生大量的重新调整行为，特别是当日元兑美元汇率接近障碍期权的出局价格时。市场因此变得十分波动。1999年上半年日元兑美元汇率的实际和隐含波动率为10%，1999年9月则升至高达22%。

信用市场

成熟信用市场的发展变化主要由以下因素推动：欧洲和美国的利率呈现上升趋势，日本支持性的货币和财政政策基本上没有大的变化（图2.3）。北美经济继续有力增长，欧洲经济复苏增强，促使这两个地区的中央银行收紧货币政策。这是造成美国和欧洲利率上升的主要原因。

其他一些暂时性因素也对收益曲线产生影响。在日本，由于实施了扩张性财政政策，市场担心日本政府长期债券（JGBs）的供给将增加。相反，在欧洲和美国，公司融资需求旺盛，公共部门融资需求减少，这些都影响了收益曲线和公司债券的利差（与政府债券收益率比较而言）。1995年至1999年间，美国政府债务存量占国内生产总值的比例从48%下降到39%，而非金融性公司债务存量占国内生产总值的比例从17%升至22%。在欧洲，以欧元计值的国际债券的发行额1999年达到创纪录水平，超过了当年美元债券的发行额及前几年欧洲各国货币债券的发行额。

图2 1—一些主要工业化国家：汇率，1998年1月1日至2000年6月30日
(周平均数)



资料来源：Bloomberg Financial Markets L.P.； 及国际货币基金组织。

注：在每一组图中，有效及双边汇率的坐标这样设计，即曲线的上升表示该当地货币的升值。

1. 除欧元区和英国外，均为每一美元等值的当地货币数。欧元区和英国的数据表示为每一当地货币等值的美元数。

2. 1990年为100；使用1989—1991年的贸易权重。

3. 1999年之前的数据指的是欧元区内各国货币汇率的综合汇率。

表2.1. 美国长期证券的净国外购买，1995 - 1999年
(百万美元)

	政府债券	公司债券	公司股票	总计
1995	162,844	57,853	11,240	231,937
1996	273,964	83,743	12,511	370,218
1997	234,024	84,358	69,597	387,979
1998	105,841	121,930	50,020	277,791
1999	84,205	160,537	107,522	352,264
其中:				
欧洲				
德国	-9,493	111,939	98,060	200,506
英国	5,191	4,817	13,410	23,418
西班牙	-6,190	92,302	42,902	129,014
其他	-14,756	179	2,657	-11,920
亚洲				
日本	62,990	11,190	3,379	77,559
中国	31,741	5,902	5,723	43,366
其他	15,770	800	241	16,811

资料来源：美国财政部《财政部公报》（各期）。

美 国

尽管美联储1998年秋改变了减息政策，开始提高利率，1999年美国货币市场的流动性依然充足。然而，对流动性的需求不时推动了对流动性敏感的货币市场利差的上升。如同1999年末，出于对计算机2000年问题的担心，货币市场工具与国库券之间的利差扩大（图2.4）。1999年的最后一个星期，美联储对银行体系注入流动性，联邦基金利率从5.5%降到4%，这是九年来与目标利率的最大偏离。联邦基金目标利率随后连续六次提高，升至6.5%，使得2000年货币市场流动性收紧，利差扩大。

货币政策收紧导致的长期国债收益率上升的压力被实际和预期的美国国债发行减少所抵消。2000年第一季度，投资者开始囤积流动性较强的长期政府债券，特别是在美国财政部宣布它将回购300亿美元的债券之后。2000年1月至4月间，30年期国债收益率下降了100个基点以上，收益曲线在长期一端向下翻转（见图2.4）。美国国债市场的这种由债券供给导致的变化进而产生了三个影响。首先，投资者结清所持有的投机性卖空头寸，其结果是期限利差达到创纪录水平。2月2日

美国财政部宣布回购政府债券之后的一个星期，30年期与1年期政府债券之间的利差摆动幅度之大达到了自1987年股市崩溃以来的最高水平。第二，投资者寻找其他的定价基准和保值工具，包括由30年期国债转向10年期国债及美国机构（如联邦国民抵押协会）的长期债务。³第三，长期国债供给减少及公司证券发行剧增，使得长期掉期交易和公司债券与国债间的利差大幅上升。例如，美元掉期利率与美国国债间的利差2000年5月高达140个基点，创了纪录（见图2.4）。公司债券与国债之间的利差也有很大提高，尽管比90年代初的水平还低很多。总体而言，美元信贷及掉期的利差的急剧上升看起来主要是由于美国国债收益的降低，而非信用风险的增加。

欧 洲

1999年下半年，欧元区的长期和短期利率上升，但滞后于美国和英国利率的上升。总体而言，

3. 在2000年第二季度，包括联储主席格林斯潘在内的美国官员公开支持取消或弱化许多支持美国机构的特殊地位的法律条款的立法，这降低了人们所感受到的对机构债务的隐性担保的强度。

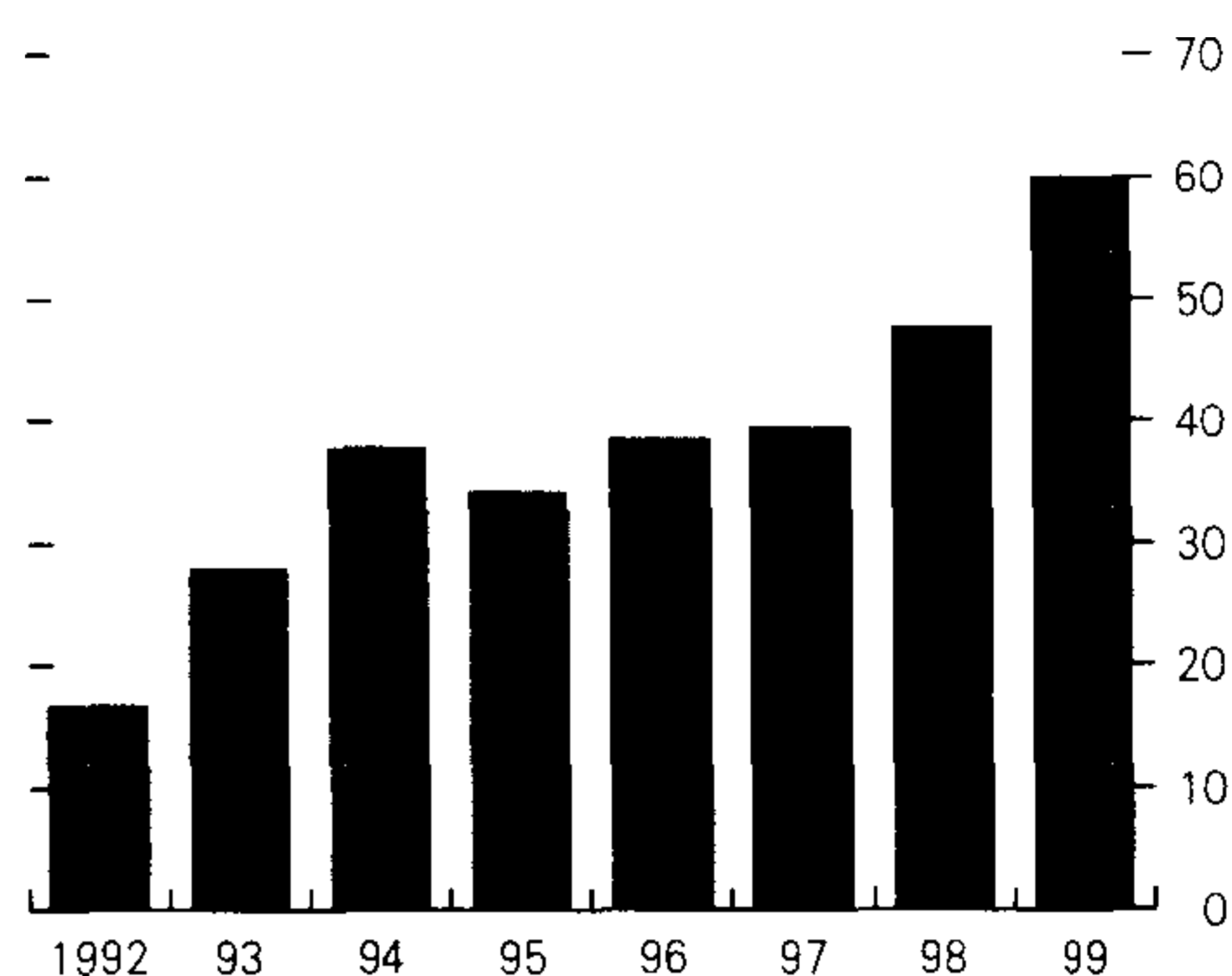
专栏 2.1 外国资本和美国的经济繁荣

随90年代中期以来美国经济的强劲增长，外国投资者在进行全球资产配置时越来越看好美国。因此，在过去几年中，国际投资者将大量且不断增加的资金投资于美国证券，特别是美国公司债券和股票。这一情况可以从一系列指标中得到说明，通过标准的国际收支平衡表则可能更容易地看出。尽管美国经济目前约占全球产出的30%，但从国际投资者资金配置的角度看，美国资本场所吸收的资本占全球的比例远远高于其经济规模占全球的比例。在过去一年中，经常账户盈余的国家向外输出的资本总额中，有三分之二流向美国资本市场（见第一个图）。

自90年代中期以来，大量资本流向美国证券市场。然而，正如《国际资本市场》（1997年）所指出的，近年来，外国投资者将资金投向的主要美国证券类型发生了根本的变化。1998年以前，大量的外国资本主要流向美国国债市场。例如，1995年至1997年，流入美国证券市场的外国资本总额中有三分之二流向美国国债市场（见表2.1）。最近的两个变化从根本上改变了这一状况。首先，美国财政部不再有新的融资需求。具体而言，自1992年美国财政赤字最高点时达3000亿美元之后，美国政府的财政状况稳步改善，1997年之前一直为赤字的美政府，今年估计将转为2000亿美元的盈余。第二，过去十年中，美国公司利润率一直在上升，公司利润占国民收入的比例近乎翻了一番〔见国际货币基金组织（2000b）〕。

上述因素使得美国资本市场上外国证券投资的配置在过去两三年中发生了两个主要变化。第一个变化是，相比美国国债，外国投资者更加看好美国私人证券。第二个变化是，外国投资者将过去对美国固定收入证券的偏好转向股票（尽管在外国资本为美国经常账户逆差提供融资的意义上，债券的净贡献仍然超过了

美国：经常账户占全球盈余的比重1992 - 99
（百分比）



资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》数据库。

股票的净贡献)。1999年，外国投资者对美国股票和美国公司债券的投资比对美国国债的投资分别高出25%和100%。从历史情况看，上述因素的影响更为明显。自1995年以来，外国投资者对美国公司债券的投资增加了近两倍，对美国公司股票的投资上升到10倍之多。

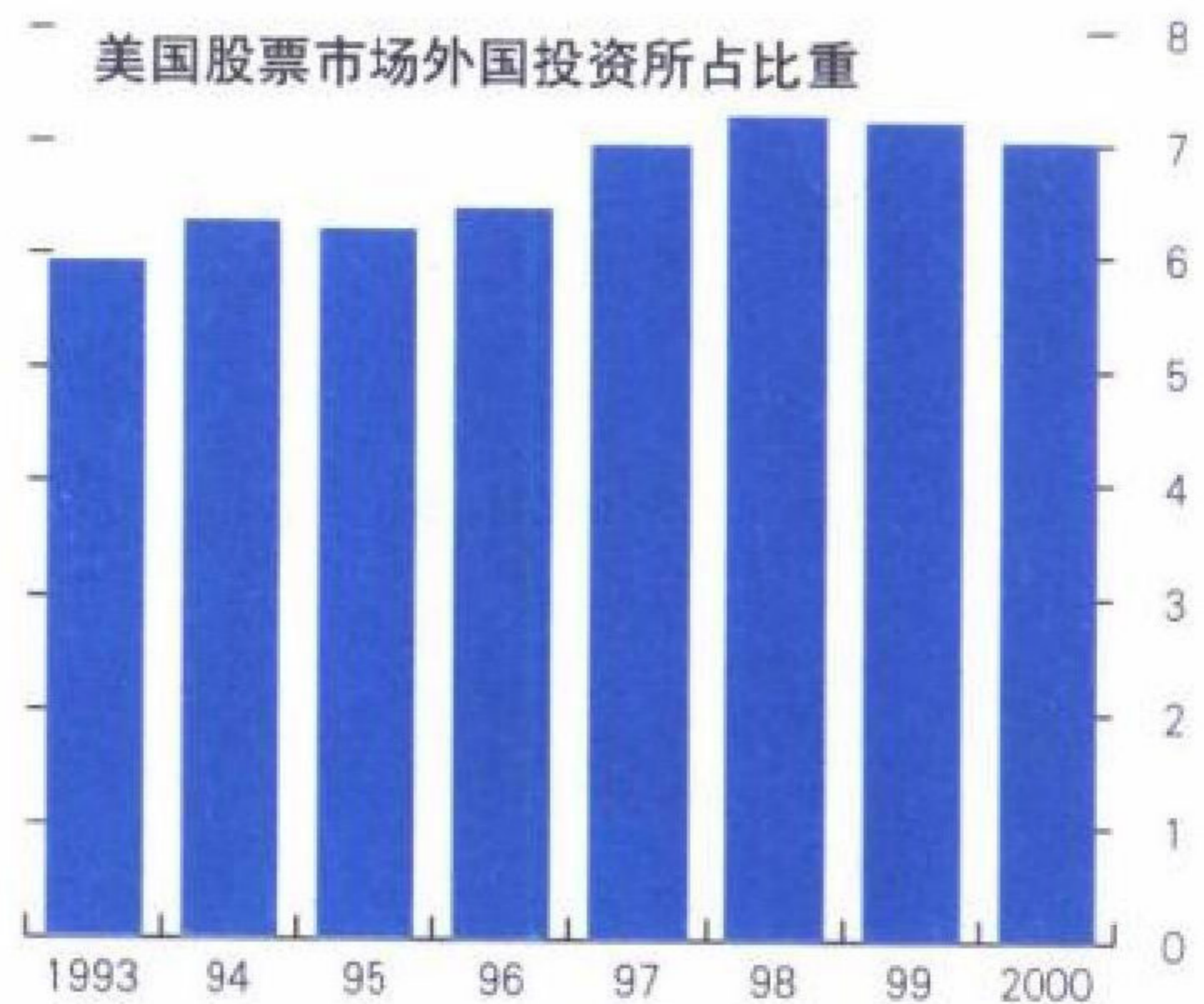
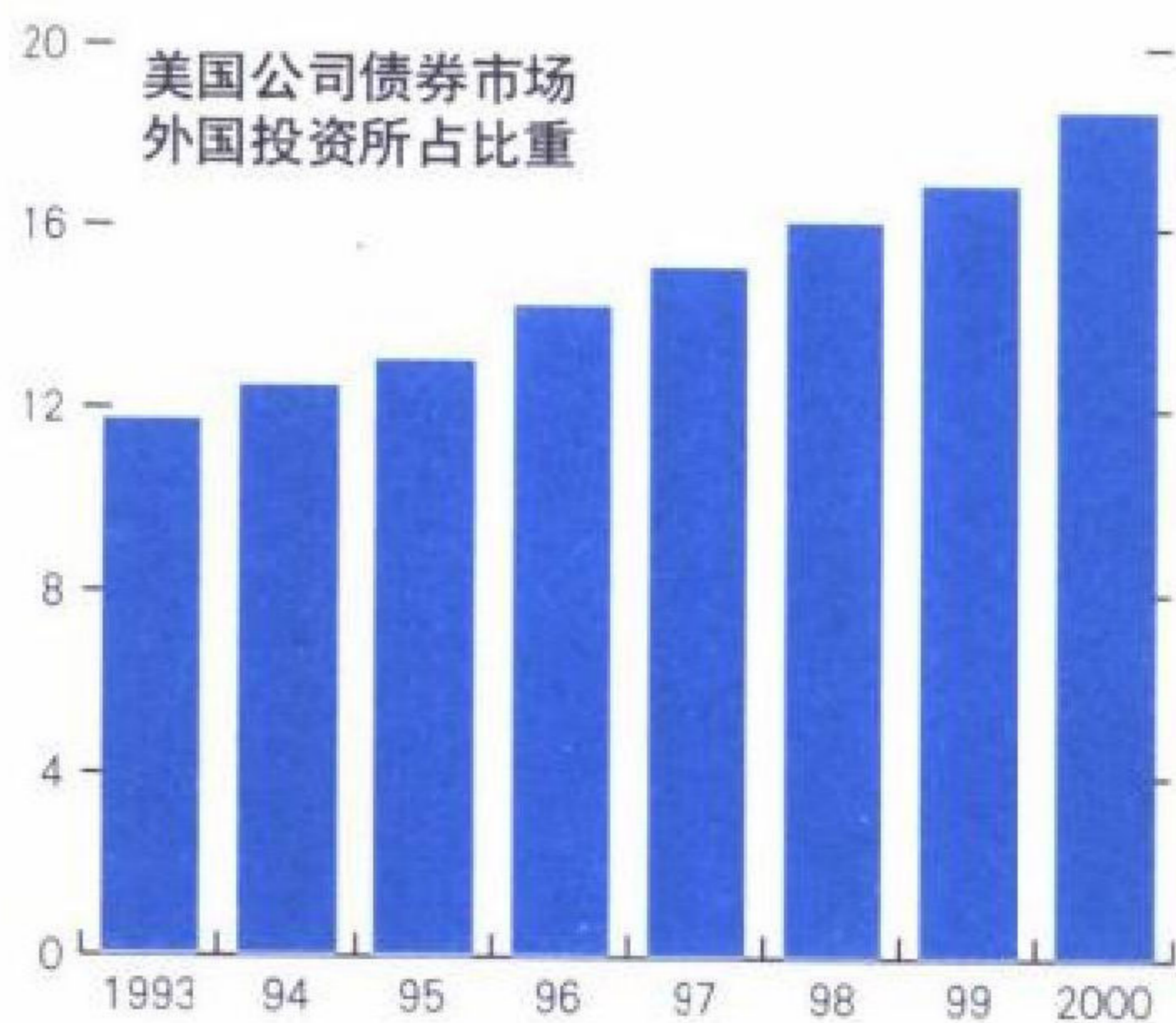
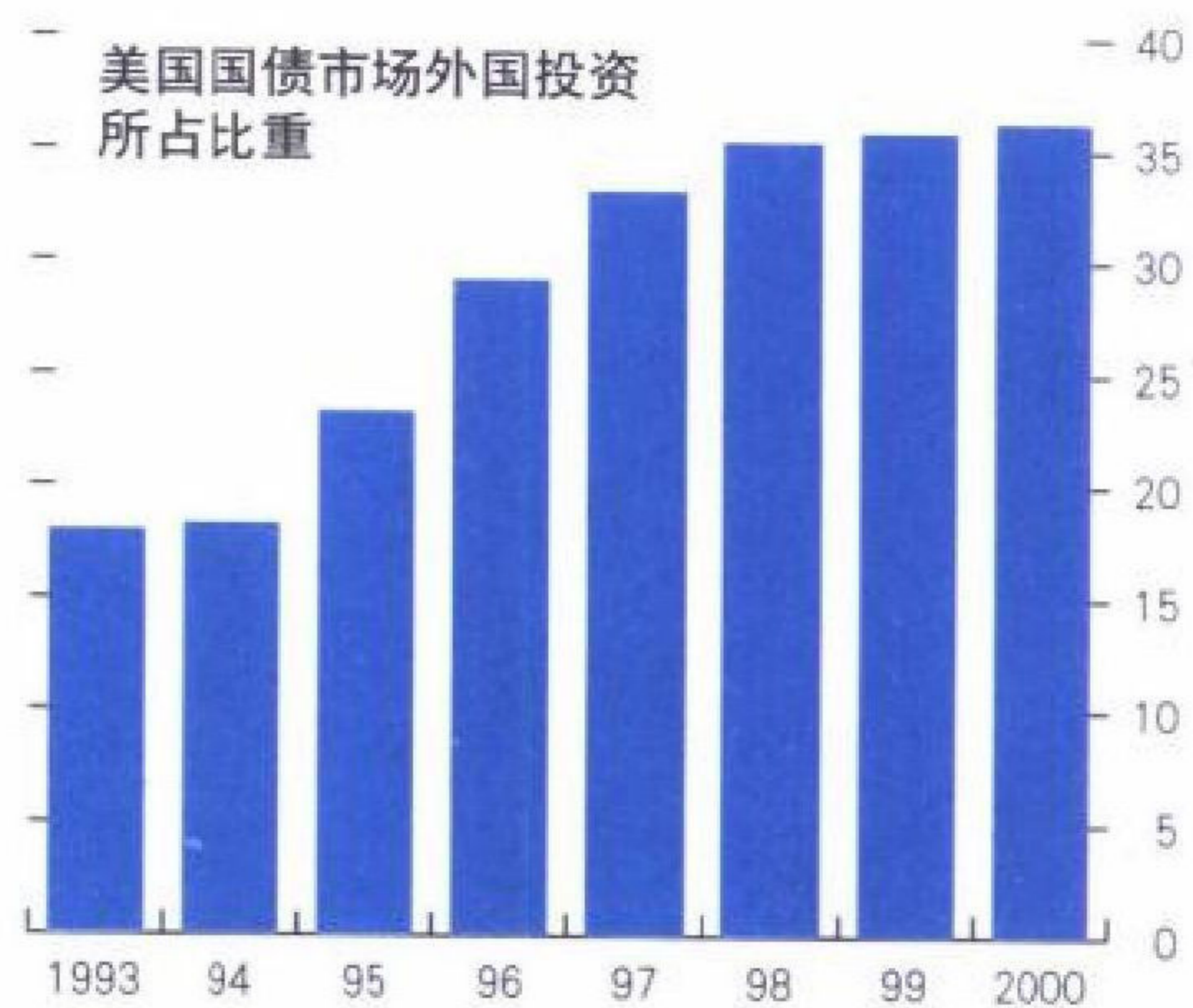
对于近年外国资本在美国经济中的重要作用，除了从外国资本流动来判断外，还可以通过另外一个途径来看，即外国投资头寸。¹非美国投资者对美国的金融债权目前为6.5万亿美元（见第二个图）。外国投资者对美国国债、美国公司债券及美国公司股票的投资总额为4万亿美元，这三种投资占美国国债市场、公司债券市场和股票市场的比重分别为35%、20%和7%。把这些数字与以下数字联系起来分析：美国经济约占全球国内生产总值的30%，美国股票市场约占全球股市的30%，美国固定收入

1. 将世界上所有投资者的证券资产加总，从定义上就为“市场证券资产”——单个资产和市场所占比重恰好与这些资产和市场的相对价值相对应。估算非美国投资者在美国的投资头寸，这将更加有用。然而，在现有数据条件下，无法估算按居住国划分的投资者证券资产。

专栏2.1. (续)

外国投资者拥有美国资产的情况，1993—2000年¹
(百分比)

2000年外国投资者拥有美国各类资产的情况
(10亿美元)



资料来源：美国联邦储备体系理事会。

1. 2000年数据指的是2000年第一季度的数据。

证券市场约占全球固定收入证券市场的一半。我们都知道这样一个事实，即投资者持有的证

券资产中大部分是国内证券。由此可以看出，当前美国市场中外国投资头寸是相当大的。

欧元区1999年保持了适应性的货币状况，表现是货币和信贷增长强劲。这种情况可能促使当局2000年上半年提高利率，导致短期和长期债券收益率随后大幅上升。

欧元启动后的一年半内，金融市场一体化进

展显著。各国货币市场之间的利差及买卖差价均普遍缩小，跨境交易量巨大，欧元区金融机构对欧洲中央银行备用信贷的依赖程度降低。这些都表明，金融市场已高度一体化，无担保的货币市场的流动性管理得到改善。欧元区货币市场看来正在

表2.2 . 按发行币种划分的国际债务证券未偿余额和净发行额. 1993年至2000年第一季度

(10亿美元)

货币	未偿余额								净发行额							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 第一季度	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 第一季度
	美元	832.2	896.6	964.9	1,224.1	1,555.6	1,966.0	2,512.2	2,634.3	31.5	64.4	68.4	258.9	331.6	410.4	546.2
日元	268.0	385.7	446.4	478.4	461.5	484.6	536.8	531.6	33.8	85.4	79.8	84.7	33.1	-26.8	-5.8	-1.2
德国马克	192.0	242.5	311.5	338.1	337.9	436.8	na	na	31.2	27.3	49.7	51.9	44.6	71.3	na	na
法国法郎	91.6	129.7	146.2	165.2	177.7	219.3	na	na	34.5	26.4	4.4	28.9	33.9	29.3	na	na
意大利里拉	37.4	55.8	66.0	92.3	112.1	137.2	na	na	13.0	17.1	8.6	23.9	32.2	17.2	na	na
英镑	153.4	176.5	184.3	234.6	280.2	339.7	418.2	430.3	31.7	14.7	9.3	31.6	51.1	57.6	87.8	16.9
加拿大元	81.4	83.4	83.6	76.9	67.7	56.0	57.3	57.1	20.5	6.9	-2.2	-6.4	-6.3	-7.6	-2.0	0.1
西班牙比塞塔	10.6	10.7	13.2	18.4	21.3	23.6	na	na	3.5	-0.7	1.4	6.3	5.6	1.0	na	na
荷兰盾	44.9	65.4	83.1	93.2	93.3	120.6	na	na	7.9	14.5	12.7	17.0	12.7	19.7	na	na
瑞典克朗	3.5	5.0	5.3	5.2	4.5	7.6	7.9	8.5	0.6	1.2	-0.1	0.0	-0.1	3.3	0.6	0.7
瑞士法郎	148.8	160.6	187.6	162.1	148.2	162.6	142.8	137.6	-2.3	-6.4	4.0	0.8	-2.9	6.0	2.0	0.0
比利时法郎	2.2	2.3	4.2	13.1	12.9	9.9	na	na	-0.4	-0.3	1.9	9.3	1.7	-4.1	na	na
欧洲货币单位 / 欧元	92.6	90.9	90.4	74.3	65.2	158.8	1,561.2	1,650.4	...	-10.1	-6.7	-12.4	-1.3	87.0	576.0	121.4
其他	66.1	86.1	118.8	152.5	157.2	175.0	129.1	130.2	-8.0	11.5	29.4	36.0	27.0	17.2	20.3	6.1
总计	2,024.7	2,391.2	2,705.5	3,128.4	3,495.3	4,297.7	5,365.5	5,580.0	197.5	251.9	260.6	530.5	562.9	681.5	1,225.1	266.1

资料来源：国际清算银行《国际银行业和金融市场发展》（各期）。