

引 言

几年来，国际金融市场得到了迅速的发展。国际资本市场借贷资本的总量不断增加，1989 年已达 4 320 亿美元。

一方面，各国建立了限制向非本国居民提供信贷的法律制度；另一方面，资金的需求量过于巨大，因而无法从国内市场得到满足。这两大因素促使了国际金融市场的产生。至于众多的其他因素则增强了国际金融市场的分量，并导致这些市场内部组成的变化。

比如，在国际资金的提供中，银行信贷的分量大减少，而证券的发行则大幅度地增长；对此，读者只需看一看表 1 便能意识到近年来发生的变化。实际上，很多企业更希望直接面向资本持有者；为了吸引更多的投资者，它们发行了面值很小的证券。

此外，世界金融市场内部之间的套购又导致了资本的大量流动。比如说，为了取得 0.125% 的套购利息，几十亿美元的资本会随之而移动。由于国

际金融市场摆脱了国内的法律管制，这便为最合理地利用套购机会提供了可能；国内金融市场的情况就不同了。正是出于这个原因，大多数国家已对本国市场采取了非管制行动。

最后，近年来不确定因素的发展成为众多金融创新的根源，这些金融创新的目的在于抵御发展中国家的未偿债风险、利率风险以及汇率风险。

上述金融创新以及非管制行动的浪潮深深地搅乱了世界金融地理^[1]。过去，人们所看到的是各国金融货币市场并列的情况，它们之间彼此隔离，而欧洲市场则重叠于国内市场之上；这些不同市场之间的联系通过外汇市场及中央银行的管制来进行。如今，展示在我们面前的却是一个世界范围一体化的金融体系，我们所目睹的是一个巨大而唯一的国际资本市场的诞生。

由此可见，国内金融市场与国际金融市场的界限越来越小。不过，明确这一点后，我们在本书中并不想就世界范围内存在的金融市场的总体作一番研究，而着重局限于对国际资本市场的探讨，也就是说，我们将局限于研究那些与超越一国范围的金融交易相关联的金融资产市场，如欧洲货币市场、外国债券在国内市场上的发行、向国外提供常规性银行信贷等。然而，由于向国外提供银行信贷与银行传

统上提供的信贷并无任何特殊之处，因而本书对此将不作介绍。

同样，本书对外汇市场也不作专门描述，这是因为，外汇市场从定义上看并不是金融市场：在金融市场里，人们对资金进行借贷，而在外汇市场里，人们只进行外汇的交换。尽管如此，我们并不否认外汇市场对国际金融市场的影响，因为，影响国际金融市场的主要变量之一就是美元的价值。

表 1 国际资本市场中的资金筹措

(单位: 10 亿美元)

筹资工具	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
国际债券	77.1	109.5	167.8	227.1	180.8	227.1	253.9
国际信贷	67.2	57.0	43.0	52.4	91.7	125.5	98.2
票据发行融资	3.5	17.4	34.4	24.8	29.0	14.4	4.3
其它担保发行融资	6.0	11.4	8.5	4.5	2.2	2.2	2.5
合计	153.8	195.3	253.7	308.8	303.7	369.2	358.9
欧洲资金票据计划 (*)			12.6	59.0	55.8	57.1	47.2
其它非担保性筹资			10.6	8.6	15.2	19.5	18.1
国际股票			2.7	11.7	18.2	7.7	8.1
总计	153.8	195.3	279.6	388.1	392.9	453.5	432.3

注意：包括与合并交易相联系而开立的信贷以及经转手的信贷。

* 包括多用途信用限额。

资料来源：经济合作与发展组织（巴黎），1990 年 5 月。

在本书的第一部分里，我们将介绍传统的国际金融市场，具体包括：欧洲货币及欧洲货币信贷市

场、由欧洲债券和外国债券组成的国际债券市场。

本书的第二部分将研究新的市场，如发行融资（欧洲票据和欧洲商业票据）市场，它们与欧洲货币信贷、欧洲债券、欧洲股票市场相联系。

最后，我们将介绍金融衍生工具，比如外汇期权、互换交易(*swaps*)、金融期货契约等，它们为避免汇率风险和利率风险提供了新的可能。尽管它们中的大多数本身并不是国际资金融通的手段，但是，它们在国际金融市场的交易活动中越来越成为不可缺少的补充成分。正因为如此，我们在本书中对它们作了介绍。不过，我们将着重分析类似金融工具在国际范围内运用的可能性。

第一章 欧洲货币与欧洲 货币信贷市场

欧洲货币市场包括外汇存款与外汇信贷的总和。我们可将它分为两个部分：

——短期（最多为 18 个月）借贷市场，它被称为欧洲货币市场，其中包括短期票据的发行。短期票据发行将在本书新型市场部分中进行探讨；

——期限超过 18 个月的欧洲货币信贷市场。对于最初期限超过 18 个月的欧洲信贷，习惯上被称为“欧洲货币信贷”。欧洲货币信贷通常具有融资性质，因而有必要与商业性质的贷款（出口融资等）相区别。

事实上，无论称呼如何，欧洲货币信贷的资金来自欧洲外汇存款。应该注意的是，人们在谈论欧洲货币市场时，通常仅仅考虑欧洲外汇存款及欧洲外汇短期信贷，商业票据的发行则不予考虑。

因此，下面我们将依次对欧洲货币市场和期限超过 18 个月的欧洲货币信贷进行分析。

一、欧洲货币市场

从定义上看，欧洲货币是指记录在设立于货币发行国以外的银行的帐户内的一种货币。对此，人们或许会问此类交易活动的利益何在，并且尤其想知道它的起源情况。这一问题正是本节第一部分将探讨的内容。

然后，我们将研究欧洲货币市场的特点以及该市场的交易原则。最后，我们将阐述欧洲货币市场利率的确定方法；这种利率对国际资本市场起到了参考利率的作用。

1. 欧洲货币市场的起源。——欧洲货币市场，更笼统地说欧洲市场的起源应归功于 50 年代苏联银行的恐惧心理。当时，这些银行担心苏美两国之间的冷战可能导致美元资产的冻结。为了避免这种情况，它们便决定将拥有的美元资产转入设在欧洲的两家银行，即设在伦敦的莫斯科人民银行和设在巴黎的北欧商业银行。由于后者的电报地址为欧洲银行，这些银行存款被称为“欧洲货币”，而且这里尤其指的是“欧洲美元”。

这样，由于在发行国之外进行的货币存款最初

发生在欧洲，因而“欧洲”两字便成为这一新产生的存款形式的形容词；更由于类似存款最初为美元存款，因此，人们常常用“欧洲美元市场”一词来指欧洲货币市场。

这一新型市场的发展随着一系列新措施的出现而得到加强。这些措施包括：

1957 年，英国当局制定的关于英国银行向非居民提供英镑信贷的限制措施。该措施迫使英国银行发放美元贷款，因而需要美元存款，这便进一步促进了欧洲美元市场的发展；

——1958 年，各主要货币又回复到可兑换的状态，具体表现在强加于日常交易和资本交易的各种限制渐渐地被取消，这为金融市场更大程度的一体化提供了可能；并且在这一基础上，使得本国货币以外的其它货币的借贷活动达到更大程度的一体化；

——1960 年，美国“Q 项条款”为银行的定期存款利率规定了最高限额，并禁止对活期存款支付利息。这些措施限制了美国银行的资金筹取，迫使它们通过在存款计酬方面不受任何限制的国外分行或支行从欧洲美元市场取得资金。

上述原因及其它因素（如石油生产国所持有的大量流动资金）使欧洲货币市场得到迅速地发展，并

从伦敦扩展到其它地方，币种也从美元发展到其它货币。

这里，大家可注意到，金融界对于欧洲货币市场有着更为确切的称呼，例如，通行的叫法为“外国货币”，其它更具体的称法还有“石油美元”、“亚洲美元”等：前者是指石油输出国输入到欧洲美元圈子的美元；后者是由亚洲地区所持有的美元。

欧洲货币市场的主要优点在于摆脱了任何来自政府方面的限制。这样，欧洲货币市场的利率便取决于欧洲货币贷款量与借款量的对比。因此，在特定的时间内，为取得某种欧洲货币而支付的价格是一种公平的价格，因为这取决于供求的平衡关系。如果某一欧洲货币的市场向该货币发行国的本国市场关闭，那么，这一欧洲货币市场与该货币的本国市场在利率上可能存在着区别。

2. 欧洲货币存款的规则。——我们不妨举一个传统的例子，假定某法国出口公司（甲公司）收到向美国出售货物的货款一百万美元（100 万 USD⁽²⁾）。这一百万美元被存放在法国公司本国银行的代理行纽约银行里。纽约银行的借贷对照表如下：

纽约银行

	甲公司活期存款：
	+ 100 万 USD

纽约银行	伦敦银行(BL)
活期存款	定期存款
甲：- 100 万 USD	甲：+ 100 万 USD
BL：+ 100 万 USD	

现在假定一家伦敦银行（简称 BL）向法国公司建议一个较高的美元定期存款利率。法国公司于是决定将其美元资金转移到伦敦。这时，我们可得到以下结果：

在作为法国出口商银行代理行的纽约银行的负债项下所记录的 100 万美元活期存款为美元存款；记录在伦敦银行负债项下的 100 万美元定期存款则是欧洲美元。伦敦银行便是“欧洲”银行。

因此，欧洲货币是一种存放在欧洲银行、并按照银行制度进行管理的外汇；从管理角度讲，欧洲银行对欧洲货币存款的通行做法在于向外发放欧洲货币信贷。从这点看，欧洲货币既可以是欧洲货币信贷，也可以是欧洲货币存款。因此，从统计角度讲，欧洲

货币市场通过欧洲银行的债权及信贷承诺加以确定。

3. 特点。——欧洲货币市场是一个由数百家银行参与的银行间市场。从定义上说，它是一个摆脱了国内管制的离岸（offshore）市场；目前，伦敦是最主要的离岸中心。

随着近年来的飞速发展，到 1989 年底，欧洲货币市场达到了总额为 51 800 亿美元、净额为 26 400 亿美元的规模；总额与净额的差额等于银行贷借差额的总和。以下为国际清算银行提供的数据；事实上，自 80 年代初以来，这些数据更确切地说与银行的外部贷借差额相符合。随着国内市场与国际市场

表 2 欧洲货币市场的规模

（单位：10 亿美元）

规模	1958	1960	1962	1964	1966	1968	1970
净额	1.5	3.5	5.3	9.0	14.5	30.0	57
	1972	1974	1976	1977	1978	1979	1980
总额	200	370	565	695	895	1 111	1 300
净额	105	215	310	380	535	665	890
	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
总额	1 620	1 702	2 118	2 476	3 179	4 201	4 620
净额	1 020	1 085	1 265	1 480	1 770	2 220	2 390
							1989
							2 640

资料来源：国际清算银行。

间障碍的消除,从严格意义上讲(*stricto sensu*)对欧洲货币市场进行测定变得越来越困难。

在该市场里,正如表 3 所显示的那样,美元是、而且一直是最主要的货币,这也解释了人们把欧洲货币市场称为欧洲美元市场的原因。其它主要的货币分别是德国马克和瑞士法郎。

近 85% 的存款的期限小于 6 个月;在这些存款中,期限小于 3 个月的达半数,活期存款约占 15%。活期存款与定期存款一样为计酬存款。

表 3 1989 年底欧洲货币市场上
处理的不同货币

	美 元	德 国 马 克	瑞 士 法 郎	日 元	欧单 洲 货 币 位	英 镑	其 它
1989	58%	15%	5%	5%	3.5%	3%	10.5%

资料来源:国际清算银行,1990年5月。

这些存款通常由国际投资者存储,他们在某段时间里存放过剩的现金。然而,读者只需观察一下存款的期限,便能注意到类似资金来源并不稳定。期限超过三个月的存款实际上并不多。

因而,为了扩大客户的数量,尤其是为了稳定资金的来源,美国花旗银行首次于 1966 年发行可转让

大额存单。欧洲货币可转让大额存单是一种与欧洲货币存款相对应的流通证券，期限和利率于发行时确定。

可转让大额存单可分为两种：

——第一种称为零售式 (on tap) 存单，可作为货币工具看待。它们按照借款银行与投资者的协定，随时发行。然而，这类存单并未取得预期的成果，这是因为它们的面额过高，最低约为 3 万美元，不能吸收新的投资者；此外，这些存单很难转让。

——第二种称为分批式存款单。它们与传统的债券相类似，带有可剪下的息票。它们按照与欧洲市场证券发行程序相接近的程序发行，因而成为欧洲货币市场与欧洲债券市场之间的某种联系。每批发行的金融为 1 至 3 千万美元，平均单位面额为 1 万美元。该金额相对较低，可以吸引更小的投资者。关于这点，我们可以从大额存单所占的比重越来越大这一现象得到说明；目前，在某些银行中，它们占据着 50% 的欧洲货币资金来源。

正如我们在上文中所说，这可使银行取得更为稳定的资金来源。这里，我们有必要指出的是，尽管类似证券的期限可达 5 年，它们中的大多数期限在 6 个月以下。银行得到的另一个优点是，它们能以

略低于期限相同的存款的适用利率来支付这些证券的费用。

这是因为，投资者可以进入巨大的二级市场，并且可以用相当低的交易费用转售类似存单。这正是他们接受较低盈利的原因。

随后，银行又开发了浮动利率的可转让大额定期存单，它们的参照利率通常为伦敦银行同业拆放利率(简称 LIBOR)。

4. 欧洲货币市场交易的原则。——欧洲货币市场除了扮演中介角色，即将短期欧洲货币存款转化成主要为中期及远期的欧洲货币信贷以外，同样也是一个国际性的银行间市场。它扮演着货币市场的角色，那些具有过剩资金的银行出借资本，而需要资金的银行则借入资本。

该市场与外汇市场比较接近，因为我们在下面分节中将说到，不同市场间也可以存在套购现象。此外，这一市场的各种交易从表面看都反映在外汇牌价表上。

然而，欧洲货币市场与外汇市场的区别在于：在欧洲货币市场里，外汇通过借贷行为进行；而在外汇市场里，外汇则以即期或远期的方式进行买卖。

与外汇市场相同，比如，当有人询问 1 月期欧洲

美元利率时，他将会得到两种利率：

- 存款利率或买方利率，英语为 *bid rate*；
- 贷款利率或卖方利率，英语为 *offered rate*。

比如，“ $5 \frac{1}{4} - 5 \frac{5}{8}$ ”的标价说明银行准备以 $5 \frac{1}{4}$ 的利率（借入利率）借入欧洲美元，以 $5 \frac{5}{8}$ 的利率（贷出利率）出借欧洲美元。

两者的差距代表了银行的收入。该差距在某些情况下可能相当小，这时，银行可通过交易的总量得到补偿。然而，在考虑欧洲货币市场的特有风险（尤其在出借的情况下）之前，我们应该考虑到两种利率的差距与以下事实相联系，那就是：当银行公布其利率时，它并不知道自己所面对的人是想借入或出借资金。这样，当该人想借入资金，而公布利率的银行却不拥有他所要求的金额时，银行就不得不从其它地方借入资金，以满足客户的要求。为此，上述差距应该有一个回旋的余地。

当银行向客户贷款时，银行可在基本利率上加一笔手续费，如 $\frac{2}{8}$ 这样，总利率便成为 $5 \frac{7}{8}$ 。同样，当银行借入资金时，将从基本利率中扣除一笔手续费，如 $\frac{1}{8}$ 这样，总利率便为 $5 \frac{1}{8}$ 。根据客户的信誉，手续费可高可低；然而，借款手续费比贷款手续费低

得多，因为只有在贷款时，银行才存在着风险。

交易通过电话达成，并经电传确认，交割于 48 小时内进行。

必须指出的是，欧洲货币市场的管制程度（银行总体的自我管制，而不是国家行政机关的管制）远远高于外汇市场。这是因为，欧洲货币市场内存在着拒付问题（贷款的拒付），在最大限度下，表现为与贷款额等金额的资金损失。因此，欧洲货币市场仅仅面向高信用的机构。关于这点，在分散于世界各地、受不同法律制度管辖的机构间通过电话交易，而且涉及到巨额资金（至少 100 万美元）时，显得尤为必要。

5. 欧洲货币市场的利率。——欧洲货币市场的利率取决于市场的供求关系，不受任何政府的干预。这样，有的存款人获得的利率高于相应国内市场的利率；反过来，有的借款人支付的利率也可能低于在本国市场借款而应支付的利率。

与外汇市场相同，欧洲货币市场的利率时刻发生着变化。因而，它与外汇市场一样持续运行，并且实际上 24 小时运转：当新加坡市场收市时，伦敦市场便开始运转。

根据期限的不同，存在着不同的利率。此外，还

存在不少基本利率，也就是说各金融市场有着自己的利率^[3]；但是，这些利率就同一种货币而言实际上是一致的，因为任何彼此间的差异将立即通过套利交易而消除。再者，不同货币的利率自动地与外汇市场上的利率相连接。这种关系通常用“利率平价”一词来表达。当利率平价未经核实时，便存在着套汇的机会。

我们不妨举一个套汇机会的实例^[4]加以说明。

为了简便起见，在下例中，我们假定外汇市场上买方利率与卖方利率相一致；同样，我们假定欧洲货币市场上存款利率与贷款利率也相一致。

假定不同市场的条件如下：

- 即期汇率： 6.00 FRF/USD ；
- 远期汇率（1年期）： 6.06 FRF/USD ；
- 1年期法国法郎利率： $R_1^{\text{FRF}} = 14\%$ ；
- 美元利率： $R_1^{\text{USD}} = 10\%$ 。

在上述情况下，便存在着套汇的机会。实际上，为了利用利率间的重大差距，美国投资者可以按10%的利率先借入美元，兑换成法国法郎后，再按14%的利率存入。这样，在消除了法国法郎严重贬值的危险的同时，期末利益也得到了保障。如图1所示，美国投资者毫无风险地赢得了 $1.1287 - 1.1$ 美元，即0.0287美元。这样，就1美元而言，其利润

折算成比例为 2.87%。

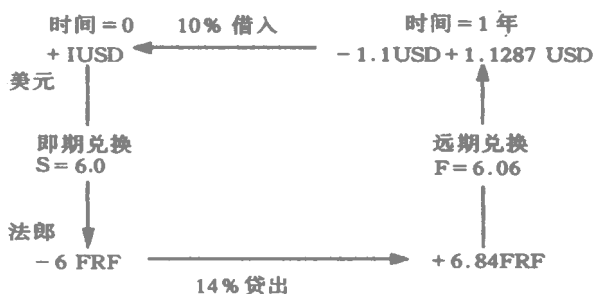


图 1 套汇机会

因此，可赢得的利润（约 3%）近似于利率差别（4%）与法国法郎远期贴水 $[(F - S)/S]$ ，即 1% 的差额。

要消除套汇机会，就必须遵守利率平价的要求，也就是说：

$$\frac{{}_0R_1^{\text{FRF}} - {}_0R_1^{\text{USD}}}{1 + {}_0R_1^{\text{USD}}} = \frac{F - S}{S}$$

从本例的情况看，欧洲货币市场法国法郎的利率应该近似于 11%。

二、欧洲货币信贷

欧洲货币信贷是由银行集团以欧洲货币提供