

论八十年代国际债券市场的大发展

陈
传
兴

八十年代是国际债券市场迅猛发展时期。国际债券市场的规模、形式和结构均发生了重大变化,对国际资本流动以及世界经济的变化产生着日益重要的影响。本文就国际债券市场的特点,迅速发展的原因,对世界经济的影响以及发展趋势,谈些粗浅的看法。

一、国际债券市场的特点

国际债券市场起源于五十年代末、六十年代初。三十年来,国际债券市场大致经历了三个发展阶段。六十至七十年代初是国际债券市场的初期阶段。在这一阶段,国际债券市场初露头角,在国际金融领域中开始发挥其重要作用。1976~1980年是国际债券市场处于相对低落阶段。在这一阶段,国际债券的净发行量,从1976年的300亿美元下降到1980年的280亿美元,减少了20亿美元。国际债券发行净值(扣除通货膨胀的因素),从1976年的300亿美元下降到1980年的200亿美元,下降了30%。国际债券净发行量在世界进口总量所占比重,从1976年的3.2%下降到1980年的1.5%。1981~1986年是国际债券市场迅猛发展阶段。国际债券净发行量,从1980年的280亿美元猛增到1984年的840亿美元。按1975年价格,国际债券发行净值,从1980年的200亿美元剧增到1984年的470亿美元。国际债券净发行量在世界进口总量所占比重,从1980年的1.5%上升为1984年的4.1%。^①

八十年代国际债券市场的迅猛发展,呈现了一些新特点:

(一) 国际债券发行量超过国际银团贷款额,已作为国际资本市场的主要融资手段

1985年,国际银团贷款总额为540亿美元,而国际债券发行量高达1,660亿美元,占整个资本市场融资总额的三分之二^②。目前这一比重已上升为85%

(二) 国际债券市场日益成为主要的融资场所

从国别来看,西方工业化国家的债券发行量,从1983年的597亿美元剧增到1984年的914亿美元。工业化国家债券发行量占市场发行总量的比重,1983年为77%,1984年上升为83%。1985年,美国发行了404亿美元债券,占债券发行总量的24%;日本发行了200亿美元债券,占12%;瑞典发行了59亿美元,占3.5%;其它工业化国家共发行了93亿美元债券,

^① 《国际货币基金组织特刊》第43期,第60页。

^② 《国际金融信息》1986年4月3日

占5.5%；国际金融机构发行了185亿美元，占11%；发展中国家发行了80亿美元的债券，仅占发行总量的5%。从部门来看，银行已成为国际债券的主要发行者和购买者。1984年，银行购买了新发行浮动利率债券的半数，购买了大约240亿美元的国际债券，占新发行的国际债券的29%，1985年，这一比重已上升为35%^①。银行也是国际债券的主要发行者。

(三) 国际债券市场的结构发生了变化

欧洲债券和外国债券各自在国际债券发行总量所占比重已发生变化。(见下表)

(百万美元)	国际债券发行量						1979~1985年1~6月份
	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985年1—6月
外国债券	20,308	17,924	20,514	25,199	27,050	27,801	13,068
欧洲债券	18,691	20,394	31,324	50,329	50,098	81,717	66,038
国际债券(合计)	38,999	38,314	51,838	75,528	77,148	109,518	79,106

资料来源：《经合组织、金融统计月刊》。

由上可见，1979年，国际债券发行总量为389.99亿美元。其中：欧洲债券为186.91亿美元，占发行总量的47.9%，外国债券为203.08亿美元，占总量的52.1%。1985年上半年，国际债券发行总量为791.06亿美元。其中：欧洲债券为660.38亿美元，占总量的83.4%，而外国债券为130.68亿美元，仅占总量的16.6%。就发行货币而言，美元债券占国际债券发行总量的比重，从1981年的63%上升为1985年上半年的67%。美元依然占压倒优势。同期西德马克债券所占比重从5%上升为5.7%；瑞士法郎债券从15.7%下降为7.6%；日元债券从6%上升为6.1%。尽管日元债券所占比重仅增加0.1%，但日元债券已占到第三位^②。

二 国际债券市场迅猛发展的原因

国际债券市场发展如此之快，其主要原因是：

(一) 国际债务危机

自七十年代起，一些发展中国家爆发了严重的国际债务危机，陷入了难以自拔的困境。进入八十年代后，尽管发展中国家以及国际金融组织纷纷采取调整与协调政策，但是国际债务危机难以消除，甚至日趋严重。据国际货币基金组织统计，发展中国家外债总额，1985年底高达9,158亿美元，负债率达168.8%，债务总额约占其国内生产总值的33.8%，为当年出口收入总额的135.4%。严重的债务危机使投资者对银行的稳定担心，因而将大部分资金

① 《国际货币基金组织概览》1986年3月31日

② 《国际货币基金组织特刊》第43期，第64页。

转向国际债券市场。同时，国际银行面临严重的国际债务危机，一方面急剧减少对发展中国家的贷款，以避免因债务危机而招致的巨大损失，另一方面积极参与国际债券市场的活动，因而使大量资金涌向该市场，促使国际债券市场的迅猛发展。

（二）利率下跌，通货膨胀率低

综观历史，我们可以发现利率、通货膨胀率与国际债券市场的反向关系。就通货膨胀与国际债券市场的反向关系而言，1976~1980年期间，国际债券市场处于相对低落阶段，国际债券净发行量一直在300亿美元上下徘徊。同期，通货膨胀却是高峰阶段，西方工业化国家平均通货膨胀率高达8%^①。从1980年这一年份看，两者之间的反向关系尤为明显。1980年，国际债券发行量仅为380亿美元，这是自1976年以来的最低年份。同期通货膨胀率则高达12%^②，这是六十年代以来仅次于1974年13%的第二个高峰年份。1980~1986年期间，国际债券市场处于迅猛发展阶段，债券发行量，从1980年的380亿美元猛增到1986年1~9月的1,741亿美元。同期通货膨胀率逐年大幅度下降，从1980年的12%下降到1986年的年均2.3%^③。从利率与国际债券市场的反向关系看，1980年是西方国家利率为历史上最高年份。美国和意大利的优惠贷款利率高达21.5%，法国为14.4%，联邦德国为12%，日本为7.5%，英国为15%。同期国际债券发行量仅为380亿美元，是1976年以来的最低年份。到1986年，美国放款利率下降为7.5%，联邦德国为7%，日本为3.75%。同期国际债券发行量猛增为1,741亿美元。由此可见，西方国家的利率下降以及低通货膨胀率是刺激国际债券市场迅猛发展的主要因素之一，但不是唯一的因素。

（三）金融工具的多样化

日趋严重的国际债务危机，汇率和利率的急剧变化，一方面使传统的银行信贷逐渐萎缩，另一方面固定利率债券满足不了投资者的需要。近年来，新型的金融工具，如浮动利率债券、货币与利率互换、票据发行融资安排、期权等应运而生，深受投资者的欢迎。

浮动利率债券并非是八十年代的新发明，早在七十年代就开始发行欧洲货币浮动利率债券。但是，浮动利率债券作为一种主要的融资手段，才于近几年迅速发展。1979~1981年期间，欧洲美元浮动利率债券仅占新的国际债券发行总量的12%，1984年上升为34%。

互换交易是八十年代初出现的一种新型的融资工具。互换交易一般分为两种，利率互换和汇率互换。1984年，互换交易量达800亿美元，其中，汇率互换交易量为150亿美元，利率互换交易量为650亿美元。最近两年，互换交易的期限和金额有了较大的变化。在互换交易发展初期，互换金额一般为1,000万美元~1.5亿美元之间，期限一般为3~10年。1984年，互换交易金额改为500万~5亿美元，期限变为1~12年。

票据发行融资安排是把传统的银团贷款与证券发行相结合的新型借贷方式。近几年，该项业务发展较快。1983年只有95亿美元，1985年大约增至200亿美元。

① 《国际货币基金组织概览》1987年3月9日。

② 同上

③ 同上

(四)西方工业化国家的金融自由化

进入八十年代后,尤其是近两年,西方工业化国家纷纷推行金融自由化政策,以适应与推动国际债券市场的进一步发展。

近年,美国和日本颁布了有关证券发行和金融市场的新规定。美国已逐步取消国内银行存款利率的上限,并重新明确各种金融中介人所能从事活动的范围,并减少对银行活动地区分布的限制。日本开办了东京离岸市场,进一步扩大了证券市场融资工具的范围,放宽国内和外国借款人进入证券市场的渠道,允许外国金融机构在日本证券市场发挥重要作用。英国当局取消了外汇管制,放松对银行负债增长的限制。联邦德国当局最近取消了对发行证券的限制,允许发行浮动利率债券,从事互换交易。荷兰于1985年11月宣布了放松管制的一揽子措施。其主要内容是允许发行浮动汇率、存单和商业票据,并允许外国金融机构充当发行债券的主要管理机构。

三、国际债券市场的影响及发展趋势

国际债券市场的迅猛发展,对世界经济产生着深刻的影响。其影响主要表现在:

第一,加速国际资本的流动

1985年,国际资金借贷总额达2,800亿美元,比1984年增长24%。国际资金借贷总额的增长与国际债券市场的迅猛发展密切相关。从上文分析,我们可以发现,在资本市场上,国际银团贷款逐渐萎缩,而国际债券发行量逐年上升,已成为国际资本市场的主要融资手段。例如,中长期国际借贷中,发行债券几乎占到总额的4/5。其次,国际资金借贷总额的增长同银行直接参与国际债券市场密切相关。近年银行已成为国际债券的主要发行者和购买者。1985年,银行购买国际债券已占债券发行量的35%。

第二,有助于调整国际收支不平衡

发行国际债券日益成为工业化国家调整其国际收支不平衡的重要手段。1985年,美国的经常项目高达1,230亿美元。同期,美国发行了404亿美元债券,这有助于弥补美国经常项目的逆差。联邦德国政府采取措施吸引大批外国银行进入国内从事各种证券投资,大大地减少了长期资本逆差,从1984年的157亿马克减少为1985年的63亿马克。

第三,促进了银行业的进一步发展

国际债务危机导致较多银行呆帐的增加,一些银行甚至陷入倒闭的境地。在传统的银行贷款逐年减少的情况下,西方银行纷纷直接参与国际债券市场。通过债券发行和购买活动,西方银行一方面改善了其资产与负债结构,提高其清偿能力,另一方面扩大了银行的借贷业务,继续发挥其作为中介人生息牟利的作用。

第四,有利于经济复苏与发展

在国际资本市场上,国家和企业的“直接融资”方式取代银行为主体的传统的“间接融资”

(下转第45页)

出,所以风险特别大。综合商社的一般做法是,首先调查全国120个港口的进口木材进货量,然后再在马来西亚、印度尼西亚、菲律宾等国的木材装船港,用直升飞机和快艇调查驶向日本的木材船的数量,以此估计木材的供给状况。需求量则通过住宅开工和公用事业建设情况等加以预测。需求分析结束以后,在每月中旬决定下个月的进货量和价格。命令产地特派员和木材生产者谈判。这样,即使采购成功,经装船、运输、报关再进入国内贮木场最快也要1~2个月。所以当木材到达国内时,木材市场如何变化是无法预料的。这就给经营带来极大的不确定性。例如,日商岩井的木材部在1973年上半年最高营业利润曾达51亿6,000万日元。但到第二年9月,形势急转直下,出现了55亿6,000万日元的赤字。

另外,从主观上来看,在日本还没有完全确立对情报这种知识服务提供报酬的习惯。这反映综合商社在情报处理上存在着一系列的问题,如情报处理、检索能力不足,各部门之间对情报进行相互封锁,情报商品化不够,大量有价值的情报被舍弃等等。

经营的成败决定于决策的正确与否,而决策的正确与否又决定于能否迅速有效地获得大量有关的信息,并作出准确的分析与判断。在当前国际市场激烈竞争的条件下,决策已经不能光凭直觉和经验,而要依靠一个高效率的情报收集、分析和处理系统。没有这样一个系统,要真正参与国际经济活动实际上是不可能的。日本的综合商社正是在这一点上下了大功夫,才能在激烈的国际竞争中生存和发展。

(上接第41页)

方式,已作为融资的一种主要形式。1984年,美国居民在国际债券市场融资250亿美元。同期,日本融资总额为208亿美元,其中日本公司为170亿美元。瑞士融资总额为64亿美元,其中政府占46亿美元。因此,发行债券作为一种融资手段,有助于西方国家的经济复苏与增长。从发展中国家来看,其发行量仅占发行总量的5%。南朝鲜、马来西亚和南非的债券发行量占发展中国家发行总量的60%。尽管发展中国家所占比重很小,而且主要集中在上述三个国家和地区。但是,这可以说明发展中国家开始利用这一融资手段,来发展国民经济。

上面分析是说明国际债券市场发展对世界经济产生的积极作用与影响。但是,我们还应注意到,国际资本市场的证券化促使大量资金涌入债券市场,随波逐利,进行投机活动。这将加剧国际金融市场的动荡不定,在一定程度上又妨碍世界经济的复苏与发展。

展望国际债券市场的发展趋势,笔者认为,在今后较长的时间内,至少在八十年代后几年,国际债券市场仍将保持旺盛的势头。其理由是,(1)国际债券市场,不论其机制还是融资工具已进入成熟阶段。(2)据世界银行估计,1987年,发展中国家的外债将高达10,800亿美元,增长率为4%^①。据此推论,只要发展中国家的债务危机依然存在,而且日趋严重,国际债券市场就会继续向前发展。(3)近两年,西方国家经济不景气,为了刺激经济的复苏与增长,西方国家普遍采取放松银根的货币政策,这也有助于国际债券市场的发展。但是,这种放松政策很可能会重新点燃通货膨胀的火苗。通货膨胀一旦再度复燃,在一定程度上将对国际债券市场的发展带来不利的因素。从总的趋势看,尽管在今后的发展过程中会遇到某种阻碍,但是,只要促使其发展的其它一些积极因素依然存在,那末,国际债券市场仍将继续发展。

① 《国际货币基金组织概览》1987年3月21日。