

国际金融思考题 (之一) 参考答案

国际金融教研室

1. 如何理解国际收支表中的“借方”(Debit)和“贷方”(Credit)?

国际收支表 Balance of Payments 是采用复式记账原理的统计表。它系统地记录了一国居民与所有非居民在一定时期内的全部经济交往,综合反映了该国在一定时期内的对外经济活动的状况,因此,不但受到本国政府和本国企业的重视,而且也受到外国政府和外国企业以及国际机构的重视。

复式记账原理 Double-entry principle 开始于十五世纪意大利的佛罗伦萨等商业城市。以后,随着资本主义的发展,复式记账原理早已为全世界大多数国家的会计界所采用。而国际收支表的编制则始于十九世纪,虽然它也采用复式记账原理,把一笔经济交易分别记录于 Dr(借方)和 Cr(贷方),但是作为一种国家的统计表,与一般的会计报表仍有许多不同之处。

从记录的对象来看,会计报表是根据企业在一定时期内的各种资产和各种权益项目的增减变化而记录整理的,反映已经发生的经营活动在货币上的结果。而国际收支表则是一种统计表,是以经济交往为基础进行统计的,对不发生支付的经济交往也要按 Dr 和 Cr 分别予以记录。

从报表的形式来看,会计报表通常要按: 资产 = 负债 + 业主权益 (Assets = Liabilities + Owner Equity) 来反映资金来源和应用,而国际收支表则以经常性项目差额 + 资本项目差额 = 官方储备资产的增减的形式来反映一国对外经济交往,其中特别是外汇收支的状况。

从 Dr 和 Cr 的含义来看,在会计中 Dr 是指资产增加、负债减少和业主权益减少; Cr 是指资产减少、负债增加和业主权益增加。在国际收支表中 Dr 是指资产增加、负债减少和官方储备资产的减少; Cr 则指资产减少、负债增加和官方储备资产的增加。

国际收支表采用复式记账原理,遵照“有借必有贷,借贷必相等”的原则,把一笔经济交易分成两个或两个以上的对应科目分别在 Dr 和 Cr 中予以统计。在理解国际收支表中的 Dr 和 Cr 时,需要注意以下几点:

1. 不能从 Dr 和 Cr 的中译文“借方”和“贷方”的字义去理解,我们不妨把 Dr 和 Cr 理解为“左方”或“右方”。一切会引起外汇流出的项目都记入 Dr(借方),一切会引起外汇流入的项目都记入 Cr(贷方)。注意有的国家是采用 $\frac{Cr}{Dr}$, 而有的国家则采用 $\frac{Dr}{Cr}$, 这主要是因为各国会计习惯不同。

2. 准确理解资产和负债在 Dr 和 Cr 中的记录关系。为了说明这个问题,我们不妨举个假设性的例子来说明。

假定 A 国和 B 国原来没有任何直接账户的往来,随着两国关系的发展,两国同意双方中央银行(或外汇专业银行)相互设立美元账户,同时存入一笔 10 万美元的存款。这时,从 A

国的国际收支表来看, 原来 $\frac{\text{Dr}}{0} \mid \frac{\text{Cr}}{0}$ 变为现在的 $\frac{\text{Dr}}{\$100,000} \mid \frac{\text{Cr}}{\$100,000}$, 这样双方就建立了直接的账户关系(可以直接进行国际结算了)。再假定A国向B国出口1万美元物资, 如果A国在本国结算, 将对B国的负债减少1万美元, 其账户变为 $\frac{\text{Dr}}{\$100,000} \mid \frac{\text{Cr}}{\$90,000}$; 如果A国选择在B国结算, 将其在B国的存款(资产)增加1万美元, 则其账户变为 $\frac{\text{Dr}}{\$110,000} \mid \frac{\text{Cr}}{\$100,000}$ 。两种方法, 即资产增加或负债减少都完成了对出口1万美元的国际结算。反之, 进口一批1万美元的货物, 也可以采取资产减少或负债增加两种方法予以结算。

理解了上述两点以后, 就不难理解国际收支表中各项目之间的相互关系了。

2. 伦敦金融市场的“大震”(BIG BANG)是怎么回事?

1986年10月27日号称世界最大的金融中心——英国伦敦兴起了一场金融大改革。英国是以保守呆板闻名于世的, 19世纪到20世纪初独霸国际金融舞台。英国首都伦敦的国际贸易量和外汇交易量均居世界首位, 保险业务之盛, 金属矿产交易之多也是数一数二的, 证券交易虽屈居次位, 却也是其他金融场所难以比拟。可是两次世界大战, 使她经济实力下降, 而新兴的金融中心又对她进行了严重的挑战, 英国的金融界不能不急起直追, 英国政府也不能躺在过去的荣誉上了。因此, 必须将金融中心的传统陈规陋习完全革除, 才能跟上形势。

英国的金融中心历史上遗留下哪些陈规陋习?

1. 就伦敦的证券交易所来讲, 所内的经纪人专门从事接受顾客的委托, 然后根据委托向批发商询价。批发商则坐待经纪人来询价, 两者的职责分得很清, 互不干涉。这样一来, 一笔交易的达成往往会化费很多时间, 效率就相当低。

2. 佣金收费办法不合理。公司债券交易额在934英磅以下的, 最少收费7英磅, 交易额在934英磅以上的, 按金额征收0.75%。这样, 经纪人做一笔小生意, 收费是7英磅, 花同样的功夫做一笔百万英磅的交易却可以收费7,500英磅。

3. 非交易所成员不得收购交易所成员公司的股权。

四、银行不得成为交易所成员。

随着时代的进步, 形势的变化, 这些规定渐渐引起了证券所成员的不满。成员中的大公司希望放宽限制, 鼓励竞争, 这样便可达到“大鱼”吞“小鱼”的目的。广大的客户也要求取消或减少经纪人的佣金盘剥。同时, 英国自1979年以来取消了外汇管制, 资金外流就无法控制, 加上电讯发达, 英国投资者可从世界其他金融市场购买本国证券。另外, 美国纽约华尔街的证券交易所自1973年5月起就取消了最低佣金的规定, 业务因此大振, 而伦敦却反而清淡。再者, 美国、西欧的大银行都直接介入交易, 加强了竞争能力, 而英国却因限制过严而失去竞争力。

针对这些情况, 英国伦敦证券交易所经过无数次小震, 在1986年10月27日作出了下列改革:

1. 取消最低佣金的规定;
2. 取消经纪人和批发商不能互兼的规定;

3. 开放证券交易所, 允许非交易所成员介入。

其实, 这次“大震”是集过去无数次“小震”的大成。

“大震”对伦敦金融中心的影响:

1. 出现了争购证券交易所成员公司股权的高潮, 特别是银行(包括外国银行)类的金融机构中收购证券的交易机构。

2. 活跃了伦敦证券市场, 证券发行大大增加。自 1984 年的 20.26 亿英镑, 猛增到 85 年的 33.92 亿英镑。

3. 进入证券交易所的公司增加, 随着交易活动又带动了其他金融各业的活跃, 房价、工资都猛涨。

证券交易所改革之后, 英国政府为加强管理, 成立了证券投资局(The Securities and Investment Board), 对 15,000 个在联合王国内经营投资业务的公司和个人进行全面监督和管理, 并用明文规定该局的权力。

3. 试述近年来日趋活跃的“双重货币债券”(Dual Currency Bond)简况

最近几年以来, 一股放松金融管制、开放资本市场的浪潮席卷着整个西方工业国家, 西欧各国面对日益激烈的竞争状况及飞速发展的国际金融市场, 相继采取一些措施放松外汇管制, 放宽市场限制, 使用新的融资手段与工具。随着金融管制的放松, 债券市场得到了异常迅速的发展, 融资技术日益完善, 融资方式日新月异, 如无息债券、可变股债券、浮动利率债券、双重货币债券等。都应运而生。它们的问世和发展为世界各地的投资者和筹资者提供了更多的便利与机会, 使债券市场以其筹资成本低、投资利润高、风险小等特点吸引着越来越多的国际借贷者, 成为国际借贷双方目前较为理想的活动场所。

所谓双重货币债券(Dual Currency Issues or Dual Currency Bonds), 是一种对传统债券加以改良后的新型金融商品。这种债券的面额是一种货币, 付息也是这种货币, 但是还本却用另一种货币。在签订发行债券合约时, 就已经将债券的面额货币折成还本货币的汇率确定下来。

譬如, 中国银行在 1986 年 3 月 26 日首次在日本发行了期限为 10 年的 200 亿日元——美元双重货币债券就是一个例证。该债券的面额货币是日元, 票面价格为 J ¥ 101.50, 利息支付也用日元, 息票率为 7.2%, 但本金偿还却用美元, 日元折算成美元还本的汇率为 US\$1 = J ¥ 169, 由日本的日兴证券公司为主要牵头人。

双重货币的产生及其上述特点是与日元、西德马克的国际化 and 资本市场不断自由化的进程密切相关的。1985 年 5 月 1 日起, 联邦德国首先允许在西德马克外国债券中, 发行双重货币债券。同年 6 月 17 日起, 非日本居民借款人可以发行双重货币债券, 11 月起, 允许发行双重货币的武士债券最高额也提高了, 而且, 除美国的 S&P, Moody's 和日本债券研究所(JBRI)以外, 日本投资者服务代理商(NIS), 日本信用评级代理商(JCR)等都能对非居民发行债券进行评级。

从另一方面看, 双重货币债券也是浮动汇率下由于汇率和利率剧烈波动的一种产物, 尤其是这二年来举世瞩目的美元汇价持续下跌, 而日元汇价持续上升, 使国际筹资的风险逐步升级。这对一些主要以美元为出口收汇货币的国家来说, 由于双重货币债券的两种货币折算的汇率早已确定, 从而为筹资者和投资者防范外汇汇率风险提供了新商品, 无异开辟了新途

径。因此，双重货币债券自从问世以来，发展非常迅速，仅1985年8月至同年10月，日元——美元双重货币债券就先后发行了23宗，金额共15,315亿日元之多。自1986年以来，它们在日本资本市场的发行情况更为活跃。

同时，由于双重货币债券的利率制定有利于筹、投资双方，如发行日元/美元双重货币债券，主要参照日元债券利率，在目前美元债券利率高于日元债券利率的情况下，所以受到借贷双方的欢迎。筹资者就倾向发行双重货币债券，如美国“联邦抵押金洋”也在日本发行了270亿日元——美元的双重货币债券，而对广大的日本投资者来说，由于双重货币债券的利率高于日元债券利率，毫无疑问，必然会踊跃购买双重货币债券。

从以上对双重货币债券的简单介绍，不难看出，由于双重货币债券的出现为人们从国际资本市场各个领域筹措资金提供了新商品，它的优点越来越为市场所认识，利用它作为投资、筹资和安排者越来越多，这就意味着“双重货币债券”将会进一步的发展。同时，也不难想象到，在当前剧烈竞争的国际资本市场中，还将会不断出现新的产品。及时了解这些新产品的出现及其含义，不但对那些参与市场的人们来说是很重要的，而且对那些关心世界金融发展趋势和动向的人来说也是有参考作用的。

4. 什么是“利率互换”(Interest Rate Swap)?

利率互换是国际金融市场新兴的一种资金融通的技巧或工具。这种技巧是怎样产生的呢？八十年代以来国际金融及信贷市场变化奇多，汇价的波动和利率的起伏都达到空前严重的程度；国际信贷业务从急剧膨胀转入面对债务危机；资本主义国家的中央银行加紧控制商业银行的资产及资本比率。借贷者和银行为了应付这种变化，避免或减少资金的风险就创造出债务互换(DEBT SWAP)，又称资金互换(EQUITY SWAP)这个办法。

债务互换自1982年在欧洲及美国市场广泛采用后，急剧发展，到1984年债务互换业务所涉及的债务本金达1,500亿美元。从它的发展形势可看出，这种互换工具显然对参与者带来减轻借贷成本和减轻汇率及利率波动影响的好处。债务互换是国际信贷市场的总倾向，而这种业务必须通过多种技巧来实行，利率互换交易便是其中之一。

利率互换的具体做法是：两个借款人借入同一种货币，期限相同，数额相同，可是所负担的利率却并不一样。一方是按固定利率计息，而另一方却以浮动利率计息。由于双方资信上有差异，对资金结构也各有考虑，于是为了降低双方的资金成本，就产生利率互换的要求。

一般地说，固定利率证券投资人比从事浮动利率贷款的银行对资信更为敏感，资信稍差的借款人在固定利率借债市场上要比在浮动利率银行贷款市场上付出更多的利息。因此，利率互换双方可首先进入各自在成本上具有最大相对优势的市场筹资，然后通过互换交易将筹集到的资金成本(利息)从固定利率转换为浮动利率，或者把浮动利率转换到固定利率。

下面是一个实例，以此说明这个问题：

假设A是一家工业公司，它能借到一笔贷款，为期7年，固定利率是 $12\frac{1}{2}\%$ ，每6个月清偿一次。如果它在欧洲银团贷款市场上借得浮动利率债务，则按6个月LIBOR + $\frac{1}{4}\%$ 计算利息。

B是一家重要的国际银行，它能以半年期固定利率 $11\frac{1}{2}\%$ 借得七年期债务。如果它向欧洲贷款机构筹资，则按6个月LIBOR + $\frac{1}{4}\%$ 计算利息。

	A	B
七年期固定利率	12½%	11½%
七年期浮动利率	LIBOR + ½%	LIBOR + 1/4%

从上表列出的情况看，B无论在固定利率市场或浮动利率市场上显而易见享有绝对优势，而比较更有利的是在固定利率市场上。它可以低于A 1%的利率来筹资。看来，象它这样处于绝对优势的地位似乎不需要进行互换，但是从下表可看出，B进入互换交易还有一定的必要。

表一

A的筹资成本 12½%

$$\begin{aligned}
 & \text{互换后付给} & + & \text{支付予欧洲贷款} & - & \text{互换后B付予} \\
 & \text{B的固定利率} & + & \text{机构的浮动利率} & - & \text{A的浮动利率} \\
 & = 11\frac{1}{2}\% & + & (\text{LIBOR} + \frac{1}{2}\%) & - & (\text{LIBOR} - \frac{1}{4}\%)
 \end{aligned}$$

表二

B的筹资成本 LIBOR - ¼%

$$\begin{aligned}
 & \text{互换后付予} & + & \text{发行债券的} & - & \text{互换后A付予} \\
 & \text{A的浮动利率} & + & \text{固定利率} & - & \text{B的固定利率} \\
 & = \text{LIBOR} - \frac{1}{4}\% & + & 11\frac{1}{2}\% & - & 11\frac{1}{2}\%
 \end{aligned}$$

表一中A是以LIBOR + ½%的浮动利率筹资。表二中B是以固定利率11½%筹资。通过互换，A只需付固定利率11½%给B，而收到B支付的浮动利率是LIBOR - ¼%。因此，A的净筹资成本是12½%，而按原来的正常的付息是固定利率12½%。同样B经过互换，只要付LIBOR - ¼%的费用，而按原来的正常付息是LIBOR + ½%的浮动利率。可是，通过互换的结果，双方各可节省3/8% (0.375%)的筹资成本。尽管B筹资条件优越，但对可节省0.375%利息费用的经济效益却不能不考虑。这种互换交易技巧利人又利己，何乐而不为。

5. 什么是“货币交换”(Currency Swap)?

货币互换(CURRENCY SWAP)是债务或资金互换的另一种技巧。这种技巧是跨国公司回避资金流动控制所常用的。跨国公司资助国外子公司必须使用子公司所在地的货币，这样就一定要承担外币风险。为了避免这种必然会发生的风，跨国公司就与当地他国的子公司进行类似利率互换方式进行货币互换。

例如，美国一母公司想向其德国子公司提供一笔西德马克优惠利率的公司贷款，在汇价多波动时间，到期日子公司归还的马克贷款是否能使今日美元资产充分保值，这是母公司必须考虑的。于是在交易当天他就按即期汇率以美元向德国公司调换相当于贷给其德国子公司的本金金额的马克，然后由德国公司以公司间贷款方式转拨给美国驻德的子公司。互换交易期间，美国母公司完全按照上述公司间贷款的付息日和金额支付固定利率的马克利息，同时，也收取相应的固定利率的美元利息，到期时，德国子公司偿还马克本金。美国母公司将马克本金转拨对方，换回美元本金。通过互换交易，公司间的西德马克贷款已实际上转换为充分保值的美元资产。当然，要找到同一数额、同一期限、同一利率性质的互换货币对象是不那么理想的。因此，这种互换交易都是委托银行家信托公司来办理。因为他们不仅有广泛

的客户，还有多种货币的供应，可听凭选择。

标准的货币互换交易是非常直截了当的。执行一笔互换只要A方把新的或现存的外币负债（利息和本金支付）转换成另一种货币负债，譬如说，把远期美元出售给B方，A方按合约规定在未来的某一定日期付给B方规定数额的美元，而B方按合约规定在同一预定日期付给A方一定数额的瑞士法郎。双方支付的结果是使两方的负债得到交换。A方原来用外币筹资，未来的负担是美元债务，而B方原来以美元筹资，现在只需对未来的瑞士法郎负有债务，尽管双方的经济风险是互换了，但两者最后还是对他们各自的原始贷款人负责。

货币互换的好处是：（一）可以让公司间接进入选择的货币市场而毋需削弱他在该市场的借款能力；（二）互换提供了通过国外市场融资的机会获得多种资金来源，而毫无货币风险；（三）对配合未来现金流转有充分的保值作用；（四）对固定长期的远期外汇汇率，货币互换是最经济的方法；（五）商业银行介入作为金融中介可以使信贷风险减少。

货币互换的缺点是：（一）不易找到合适的货币风险、数额、期限和一致的到期日。因为货币互换的对象往往是有限的；（二）如果没有金融中介机构，倒账在所难免，一旦一方发生倒账，无倒账这一方便会对遭倒账一方提出诉讼，要求赔偿未履约的一切损失。

• Is the item like one of our merchandise exports, providing us with more foreign currency? Such an export-type item is called a "credit item" and gives us a supply of foreign money. Or is the item like one of our merchandise imports, causing us to use up our stock of foreign currencies and making necessary to get more foreign currency? such an import-type item is called a "debit item" and gives us a demand for foreign money.

——extracted from p.615 of ECONOMICS
written by William Samuelson

