

# 国际金融思考题(之二) 参考答案

## 国际金融教研室

### 1. 离岸金融市场(Offshore Financial Market)的概念与类型

传统的国际金融市场其投资者和借款者之间一般有两种方式,一种是外国投资者和本国借款人,另一种是本国投资者与外国借款者。它们都属于居民与非居民之间的市场。本世纪从七十年代开始迅速发展起来的离岸金融市场则是外国投资者和外国借款人之间的市场。它是外国投资者和存款者将资金通过市场机制直接提供给非居民,没有本国居民参与业务的市场。在这个市场上,基本上没有或完全没有金融管理,在税率方面允许少征税或免征税。开设离岸金融市场,实际上就是在该国领土上设置一个“国外分行”。大批离岸金融市场的产生,改变了原来国际金融市场的结构,使国际金融市场之间的时空距离缩小。跨国银行可全天24小时营业,并逐步形成一個低成本、高速度的全球国际借贷资金市场体系,而离岸金融市场则是该体系中的“二级批发站”和“中转站”。

从理论上讲,离岸金融市场是没有本国居民参与的,但从实际情况看,并不完全是这样,离岸金融市场常有在岸业务,在岸金融市场上也有离岸业务。国际上,设立离岸金融市场的国家都对离岸业务有立法规定。根据其内容,目前已经设立的离岸金融市场大致有三种类型:

#### (1) 纽约离岸型金融市场(内外分离型)

这是美国IBF(International Banking Facility国际银行便利)市场和新加坡ACU(Asian Currency Unit 亚洲货币单位)市场为代表。它的特点是交易与国内市场交易截然分开,国内市场有较严格的金融管理,而离岸金融市场基本上没有金融管理,非居民间的交易可获得少征税的优惠。1986年12月开设的东京离岸金融市场(Tokyo Offshore Banking Facility)是仿效了美国的IBF而设立,也是属于这种类型的离岸金融市场。据1987年统计,纽约离岸金融市场的规模为2,600亿美元;新加坡离岸金融市场规模为1,550亿美元;东京离岸金融市场的规模为1,100亿美元。

#### (2) 伦敦型离岸金融市场(内外一体型)

是以伦敦的离岸金融市场和香港的离岸金融市场为代表。由于这两地国际金融市场都是自然产生的,在金融市场上不分居民和非居民都可以自由地进行交易,所以这个市场的特点是它的交易与国内市场交易完全混为一体。伦敦型离岸金融市场的规模为7,510亿美元;香港离岸型金融市场的规模为1,430亿美元。

#### (3) 免税型离岸金融市场(回避税金型)

这是以开曼、巴林、巴哈马等地的离岸金融市场为代表。这个市场的特点是除要交纳业务注册和业务许可证费用外,其它各种交易一律免税。实际上,在这种离岸金融市场上,并不进行实际交易,只是为了逃避税金而通过这里市场进行记帐。巴哈马离岸金融市场的规模为1,260亿美元。

不同类型的离岸金融市场的建立各有其背景。例如，英国伦敦是资本主义世界最久的国际金融中心，在一次大战前，一直雄踞世界各国国际金融中心之首，一次大战使它作为国际金融中心的霸主地位受到削弱，二次大战又遭受沉重打击，被美国纽约国际金融市场所代替。纽约国际金融市场的规模超过了伦敦国际金融市场。伦敦为了巩固和发展其地位，也为了找回它失去的有利条件，在美元大量泛滥，西欧经济恢复并增加对美元的需求，西欧各国放松外汇管制等等因素的凑合下，果断地建立并发展了欧洲美元市场。

又如美国 IBF 的建立是为了制止资金外流，增强美国银行的国际竞争力和吸引外国银行的国际业务活动而设立的。

免税型离岸金融市场其建立又与前面两种类型不同。它的经济基础远不如伦敦、纽约、东京、香港、新加坡等等金融市场，但有其特殊的地理位置，特殊的环境。如巴林，它毗邻海湾和中东的大石油生产国。这些大石油生产国自七十年代以后积累了巨额石油美元，可当地难以吸收，而巴林的政治与金融比较稳定，经济政策相当开放，通讯又发达，适逢有利的天时与地利，这就发展了离岸金融业务。

不同的经济基础、不同的地理位置、特殊的环境，以及各种因素形成了不同类型的离岸金融市场，但是，这些不同类型的离岸金融市场的形成条件又具有一定的共同性，一般要具备这些条件：

- (1) 政治、经济局势比较稳定，这是最基本的一条；
- (2) 实行比较开放、灵活的金融政策，以便吸引外国银行和非金融机构进入；
- (3) 金融基础设施发达，金融交易自由化，本国的金融市场发达，以便大规模的资金交易和周转；
- (4) 有利的地理或时区位置；
- (5) 要有经验丰富的银行专业技术人员。

## 2. 国际资本市场证券化趋势

近年来，国际资本市场发生了一系列重大的结构性变化，通过证券市场筹措的资金额扶摇直上，证券市场空前繁荣。下表是根据经合组织的统计资料整理的，从中可窥“证券化”迅猛势头之一斑。尽管今年这一趋势有所遏制，但证券市场的重要地位已经确立。通过证券发行筹集的资金额占国际筹资总额的比例将稳定在三分之二以上。同时，“证券化”将从发达国家逐渐向发展中国家扩散。预计未来的一段时期内，证券市场将继续朝国际化、多样化发展，不断巩固其目前的地位。1986 年发达国家的证券发行额占总发行额的 94.2%，发展中国家由于对证券集资的复杂技术不熟悉，利用这一有效手段尚有困难。随着证券市场的进一步完善，发展中国家将摆脱自身的限制和外部的障碍，迅速挤进证券市场，以适应国际资本市场这一新潮流。

国际资本市场筹资额

单位：百万美元

|                | 1983     | 1984      | 1985      | 1986(1~11月) | 1987(1—6月) |
|----------------|----------|-----------|-----------|-------------|------------|
| 债券发行总额         | 77,148.0 | 111,517.1 | 167,755.7 | 237,921     | 101,600    |
| 银行贷款总额         | 80,679.0 | 117,256.0 | 116,964.1 | 84,997.4    | 36,500     |
| 债券发行总额占筹资总额的比例 | 48.9%    | 48.7%     | 58.9%     | 73.7%       | 74.0%      |

总之，“证券化”是国际资本市场进一步深化，以适应变化的国际经济环境之必然。它必将推动世界经济的向前发展。

形成国际资本流通证券化趋势的主要原因是八十年代初发展中国家的债务危机。旷日持久的债券重新安排，使笼罩金融市场的阴影将持续到下个世纪，成为积极从事国际业务的银行的沉重负担。这使金融界不得不正视传统的银团贷款难以转让和风险过大的局限性，从而寻找新的更为安全、灵活、便利的融资途径成为当务之急。证券市场以其筹资成本低、投资利润高、风险小等特点，尤其是能在市场上自由转让，充分显示了它的灵活性。同时，证券交易中的掉期、期权、期货交易以及一系列更为灵活的“金融产品”，更展示了它无比的市场深度。总之，证券投资以较之于银行贷款更为优越的特点而成为借贷双方理想的交易方式。

在证券筹资逐步取代银行贷款的“证券化”的过程中，西方世界对证券市场的政策的逐步放松，对“证券化”浪潮起了推波助澜的作用。西方的主要经济大国在这期间分别颁布了一系列放松证券市场(特别是国际债券市场)的政策规定。美国1984年7月宣布取消对外国人征收的30%利息预扣税。西德1985年，月宣布允许外国银团发行西德马克外国债券，并撤消非居民持有西德国内债券必须缴纳25%收益所得税的规定。而历史悠久的伦敦股票交易所则在1986年10月27日取消了“固定佣金制”，批发商与经纪人的界线也取消了，银行、保险公司、投资公司及外国人都被允许在伦敦直接拥有股票。日本当局也开始放宽限制，大幅度调低日元外债的发行条件，大量外国投资者进入了东京证券市场。同时，西方经济的低通货膨胀率和利息，国有企业私有化浪潮，发达国家货币量的增长，都有力地支持了证券市场的繁荣，使国际资本市场的“证券化”浪潮得以迅速席卷大部分市场。

### 3. 金融期货市场(Financial Futures Market)的发展

期货交易迄今已有一百多年的历史。在这期间，期货交易的对象主要以农矿产品、畜产品和某些贵金属为主。本世纪七十年代以来，金融期货迅速发展，使期货交易的范围不断扩大，为人们利用期货市场进行套期保值及投机活动提供了更为广阔的领域。

金融期货的交易对象是外国货币、商业票据、政府债券等金融凭证(Financial Instruments)。这些金融凭证的价格随市场利率及汇率的高低而变，为国际支付及证券投资带来一定的金融风险。

金融期货产生的主观原因是资本主义金融市场动乱，汇率、利率波动变化莫测，人们迫切要求转移在国际贸易和国内外各项投资中，外汇汇率及利率可能发生变动的风险。客观条件是，一百多年来商品期货交易的市场、制度、经验使金融期货进入交易所成为可能。1972年5月，美国芝加哥商业交易所首先开办“国际货币市场”，揭开了金融期货的序幕。

创建初期，金融期货只涉及到几个主要资本主义国家的货币买卖，如英镑、西德马克、日元、法郎等，称之为外币期货(Currency Futures)。买卖双方的实际目的并不在于货币本身，而是出于避免外汇汇率变动的风险或外汇投机，所以有人又把外币期货称之为汇率期货(Exchange Rate Futures)。这与传统的银行外汇远期交易有相似之处，但投机性更强。随后，美国最大的商品交易所——芝加哥谷物交易所于1975年10月创办了利率期货(Interest Rate Futures)。目前，利率期货在金融期货中所占的比重最大，因此，人们提到金融期货时，往往指的是利率期货。利率期货包括各种商业票据、政府短、中、长期库券、国内外银行的存款单、美国政府国民住宅抵押协会的流通债券等。这些证券的价格取决于市

场短期利率的变化。市场利率上升,超过票面规定的固定利息率,则证券价格下跌,否则,证券价格上升。证券交易通常采用贴现方式进行,即根据市场利率将证券的票面价格扣除利息卖出。这样,如果买进证券后利率上升则亏损,如果下跌则盈利。卖出的情形刚好与买进相反。因此,人们利用这一现象,既可进行利率的套期保值,也可进行利率上的投机。1982年2月,美国堪萨斯城农产品交易所又首创股票指数期货(Stock Index Futures)。目前,上市交易的有标准普尔500种股票指数期货,标准普尔100种股票指数期货,香港有恒生指数期货等。指数期货的出现使交易所的投机气氛更为浓烈,但作为一种保值工具,指数期货尚不完善,尤其是股票指数期货。因为股票指数包括的股票种类极多,少则上百,多则上千。拥有如此众多的股票,并对其进行保值的这种可能性几乎是不存在的。

以上我们看到,金融期货可以在某种程度上防止汇率以及利率波动的风险,使投资者、进出口商的正常的商业利润受到一定的保障。这无疑对国际贸易、国际资本流动都是有利的。现在除了美国各地相继开办金融期货交易以外,英国的伦敦国际金融期货交易所也于1982年9月在伦敦城的皇家证券交易所开张营业。此外,澳大利亚的悉尼、加拿大的多伦多、新加坡、新西兰、日本的东京、香港等地也已或正筹备建立自己的金融期货市场。金融期货的交易量在某些传统的商品交易所已占主导地位,大大超过以往最热门的商品,发展可谓迅速。

#### 4. 公募债券与私募债券

所谓债券是国际金融机构、国家、企业等为了筹措较长期的资金而发行的一种有价证券,也可以说是为了明确到期偿还本金和利息的条件而发行的一种证书。

发行债券的形式多种多样。在日本、瑞士、欧洲美元市场和欧洲日元市场上,根据募集资金的方法把债券分为公募和私募债券两种。瑞士政局稳定,国内投资商品较少,是一个低利率而币值稳定的市场;苏黎世是传统的金融中心,每年瑞士法郎计价债券发行近200亿美元,在这个传统领先的债券市场上,对外债的投资大多来自投资机构,因此,发行债券时绝大多数采用私募形式。在日本,随着1984年7月生效的日元国际化和资本市场的自由化,非日本居民在东京资本市场的资金筹措急剧上升。包括日元面额公募债武士(Samurai)债券和欧洲日元债券的公募债及日元面额的私募债(Shibosai)债券的发行总额都有了明显的上升。

公募债券(Public Offering Bond or Public Issue)是指通过辛迪加认购集团向非特定的多数投资者募集资金的形式。这是一般募集,即募集对象无限制。象在欧洲美元市场那样,由多国、多家的国际承购者(银行、证券公司)组织辛迪加集团或者销售集团、债券向世界各国出售;或者象在东京资本市场上发行日元计价债券那样,由主干事加上共同干事的干事团为首的认购集团和担任推销任务的集团所组成的辛迪加集团,手持记载发行债券者内容介绍的债券说明书,广泛地向投资者进行劝说认购。

私募债券(Private Placement Bond or Private Issue)则不同,它不采取一般募集方式,而是采用包括主干事的干事团向特定的投资者出售债券的形式。因为募集对象是以特定的当事人为限,因此常被称为“关系债”。

不论公募债还是私募债,发行者都受到严格的挑选。但是,由于公募债券是在公众中公开发行的债券,要求更高,需有一定的信用评级。为了保护投资者的利益,需对发行债券者

的信用度(即其支付本息的能力)进行调查后,对其发行的证券加以评级。能够对这些债券进行评级的主要是美国的 Standard And Poor's 公司、Moody's 公司或日本、瑞士的一些著名评级机构。在日本,还要根据日本证券交易法向大藏大臣提出有价值证书申报书;向投资者劝说投资时,要交付与上述申请书内容相同的债券证明书。有价值证券申报书上记载发行主体的经济、财务情况,有关发行有价值证券的基本事项(如利率、发行价格、付息方法、筹资用途等)。这是向投资者提供购买该有价值证券的判断材料。申报书内容经大藏省审查生效后才能出售有价值证券。而且,提出申请书的发行主体必须每年提出有价值证券报告书,使投资者及时了解发行者的财务情况。另外,公募债券能在债券市场上市,故而流动性较强。

比较起来,私募债券是私下与几家企业、银行商定发行,由他们包销,不再通过银行与公众见面,常适用于一些信用度、知名度不足,发行公募债有困难的发行人。私募债规定,购买后两年内不能转卖。因此,私募债流通性受到限制(目前日本正逐步放宽这些限制)。但是,私募债发行费用低,发行手续简单,如在瑞士发行私募债时,不但主干事能根据自己的判断自由地发行债券,不必提出债券说明书;所需要的合同书,其它文件也非常少,所以发行所需时间短,发行条件(尤其是年限)较灵活,其利率一般超过长期优惠利率,因此机构投资者都希望购买私募债。然而,在瑞士发行公募或私募债券,主干事都得向瑞士中央银行申请批准。

## 5. 国际储备理论中的“特里芬之谜”(Triffin Dilemma)

“特里芬之谜”又称为“特里芬困境”。它是由美国耶鲁大学教授罗伯特·特里芬(Robert Triffin)首先提出来的。实质指的是战后以美元为中心的资本主义世界货币体系,在实行以美元等同于黄金、并集价值标准、干预货币、储备货币和最主要的国际流通手段于美元一身时所必然会出现的困境。

众所周知,第二次世界大战以后,美国凭借其在战争中膨胀起来的政治、经济实力,于1944年7月迫使别国接受并通过了《联合国货币金融会议最后决议书》以及《国际货币基金协定》和《国际复兴开发银行协定》这两个附件(总称“布雷顿森林协定”),从而确立了美元在国际货币体系中的霸主地位。“协定”的基本内容是:

(1) 美元与黄金挂钩。即各成员国确认美国在1934年1月规定的35美元折合一盎司黄金这一黄金官价,并把这种官价作为资本主义世界货币体系的基础;美国则承担了各国政府或中央银行可随时用美元按官价向美国政府兑换黄金的义务。

(2) 其他国家的货币与美元挂钩。即各成员国货币必须与美元建立固定汇率。各国货币对美元的汇率可按各自货币的含金量确定,或不规定含金量而只规定同美元的汇率。

这种金汇兑本位制,在美国尚有充足的黄金储备时,还能得以维持。从1958年开始,美国发生了黄金外流。美国的黄金存量在1949年底达到高峰,价值是245.63亿美元,到1959年,美国的黄金储备为195亿美元,对外流动负债为194亿美元,两者已很接近。到1960年底,美国负有210亿美元的对外流动债务,开始超过该年的黄金储备178亿美元,于是爆发了战后第一次抛售美元,抢购黄金的美元危机。特里芬正是在这种情况下,发表了他那著名的《黄金和美元危机》一书的。他在书中认为:美元同黄金挂钩,依靠美国国际收支持续逆差从而导致美元源源外流来向世界提供清偿力,必然会使美元陷入这样一种困境:如果美国为了挽救美元的信誉从而纠正其国际收支逆差,世界清偿力就会不足;如果美国持续保持国

际收支逆差,美元(与黄金)的可兑换性就会遭到怀疑,美元危机就会频频发生。因此,他建议建立一种国际货币本位来取代美元和黄金,成为主要的国际清偿力。后来人们把美元的这种困境就称为“特里芬困境”。

需要指出的是,尽管在特里芬提出该谜之后,对此表示怀疑的大有人在,其中包括不少著名的经济学家,如蒙代尔(Mundell)、金德伯格(Kindleberger)、格鲁伯(Grubel)等,他们认为美元危机与布雷顿森林货币体系本身无关,尽管按1980年美元和黄金分别占整个国防储备的比例与1960年特里芬提出该谜时的比例大致相同,美元的国际地位在八十年代又有所恢复,但这些都不表明特里芬所提出的困境不存在了。恰恰相反,美元目前仍在国际货币体系中占统治地位的现象正说明了这种国际货币制度的不合理性。国际货币体系不能建立在一国货币的基础上,所有国家也还会无限期地委托单独一国并听从它对国际信用储备的实际管理的。美国经济还会有盛衰之时,美元也还会爆发危机,当下一次美元危机爆发时,现实将迫使人们重新认真考虑:“特里芬困境”和“特里芬”的建议了。

## 6. 债权——股权互换交易(Debt-for-Equity Swap)

发展中国家的债务危机延续多年,至今还在引起国际上有关方面的严重关注。然而议论,责难并不能解决问题,面对现实,积极寻找债务双方都能接受的解决途径才是上策。债权——股权互换交易就是近两年来兴起的解决债务危机的方法之一。也有人把它称之为“外资企业顶外债”,或“债权买卖”。它的具体作法是,国际投资者向银行以低价买进对发展中国家的债权,然后以相当于或略低于债权面值向债务国的中央银行兑换成当地货币在当地进行投资。国际商业银行对这类债权最低以六折出售,如1,000万美元的债权,银行以600万美元售给国际投资公司。

实例:日本尼桑汽车公司打算在墨西哥开展业务,美国花旗银行联络了5~6家对墨西哥拥有债权的银行,总额达6,000万美元。尼桑公司以4,000万美元买下这些债权,向墨西哥中央银行换成相当于5,400万美元的墨西哥比索后在墨西哥开设尼桑汽车厂。

从上面的例子,可以看出债权——股权互换交易对各方的好处。

(1) 日本尼桑汽车公司花费4,000万美元就可进行5,400万美元的投资,使投资成本降低了约26%,既得便宜又得好名声。

(2) 美国花旗银行做媒,可向各方收取为数不小的费用,那几家对墨西哥拥有债权的银行虽然低价出售债权而有所损失,却也由此卸掉包袱,早日收回了一部分贷款,亦为美事一桩。这比一分钱追不回来要好得多。

(3) 墨西哥政府不用花费外汇,用本国货币就偿还了外债,并且是以相当于5,400万美元的比索还清6,000万美元的外债,比原先少还600万美元,这比单纯依靠紧缩政策,牺牲本国经济增长来减轻外债压力要强得多了,何乐而不为?

当然,这种作法的弊端也是显而易见的。首先,尼桑公司作为一个国际投资者在一个对外债务深重的国家进行投资,要冒一定风险的,投资利润是否达到预期目标难以预料。其次,并不是每家银行都能承担低价出售债权所带来的损失,要找这样的银行并不容易。再次,债务国不能只图一时之痛快,也要考虑后果:其一,用本国货币还债,势必加大国内货币流通量,有通货膨胀之嫌;其二,欠外汇还本币,将来再借钱恐怕就没有那么容易了。由

(下转第62页)