

# 国际金融市场的新发展

陈 彪 如

传统的国际金融市场是发达国家国内金融市场的延伸，它是市场所在国居民和非居民之间的信贷中介，而战后出现的欧洲货币市场是一种离岸市场，主要是在市场所在国的非居民之间进行国际借贷，其利率结构、存款准备金和借贷额度等均不受任何一国法令的管辖，这是真正的国际化的市场。

80年代以来，生产和资本国际化的巨大发展和象征经济的急剧增长，主要工业国家的金融自由化以及金融创造的不断涌现，加快了证券市场国际化的步伐，又加速了金融市场全球一体化的进程。当前国际金融形势还出现了新的情况，主要是：世界经济继续发展，国际贸易日益扩大，国际资本迅速增长，国际信贷空前活跃，货币汇作比较平稳，国际债务已有转机。在新形势下，国际金融市场也出现了令人瞩目的新动向，变化程度之大、恶化速度之快是前所未有的。我国要广泛开展对外金融活动就需要了解国际金融形势的变化和发展，掌握国际金融市场的实际情况，这已经是刻不容缓的任务了。

## 一、资本市场日趋活跃

进入80年代后，国际金融市场发生的一个重大变化是，国际银行的净贷款不断缩减，由1981年的1650亿美元降到1984年的850亿美元，但国际债券净发行额却不断增加，由1981年的365亿美元增至1984年的840亿美元，从而形成“证券化”的趋势。由于国际债券的增加远远超过国际辛迪加贷款的减少额，所以国际资金仍能保持调空状态。1986年国际融资证券化达到高峰后开始疲软，1987年受到股市危机的打击更加不振。国际资本市场上证券融资从上一年度的2388亿美元下降到1990亿美元。然而国际债券市场复苏比一般预料的要快，1988年全球的债券发行总额达到2250亿美元，接近1986年的高峰。国际债券市场活动的迅速恢复，有几个原因：(1)一些国家的税收及其它规定鼓励借款人将其发行活动移到境外市场；(2)美元保持比较稳定的前景；(3)偿还已售出债券的资金的大量回流支持了发行活动；(4)非主要货币的广泛使用和互换(Swap)市场的持续发展也促进了债券发行，例如1986年以美元、日元、西德马克和瑞士法郎之外的货币为面值的新发行总额只占全部新发行总额的17%，1988年则猛增到32%。由于上述种种原因，国际债券市场异常活跃，1989年第一季度宣布的国际债券新发行额高达791亿美元。现在国际债券市场的特点是：(1)欧洲债券占大部分。在欧洲债券中，虽然欧洲美元债券仍是主要的部分，但以其它货币为面值的债券都有大幅度的增加，如国际日元债券、西德马克债券、欧洲货币单位(ECU)等；(2)互换业务(包括货币互换、利息互换和复合互换)在国际债券发行的动中起了很大的作用，因为它可以节约筹资成本，减少汇率风险的利率风险；(3)活动利率债券虽有起色，由1987年的121亿美元回升到1988年的224亿美元，但固定利率债券仍占优势；(4)新型债券不断出现，如零息

债券、可变利息债券、双币债券(即用一种货币支付利息,而用另一种货币还本)和无到期日的永久债券等。

在国际债券市场活跃的同时,国际银行业务异常兴旺。根据国际清算银行统计,报告区银行的跨国界资产,排除汇率变动的影响,1986年增加510.3亿美元,1987年增加597.5亿美元,1988年略有下降,增加额为419.4亿美元,从而使年终资产总额达到4485.3亿美元的水平。虽然全部信贷总额增长缓慢,但银行的某些国际业务却大幅度扩充,特别是辛迪加贷款。1985年新安排的辛迪加贷款为39.6亿美元,1988年猛增到125.6亿美元。这就是所谓“金融再中介化”。辛迪加贷款大幅度上升的原因是:(1)股权融资手续繁杂、成本较高,而辛迪加贷款不仅成本费用低,而且在币种、贷款和还款上都增加了灵活性,“多种期权贷款”克服了辛迪加贷款的弱点;(2)股市风暴后,证券市场风险增加,投资者宁把钱存入银行而不敢直接经营证券;(3)公司企业的收购和重建都需要大量的资金,这是辛迪加贷款回到八十年代初高水平的主要推动力。

由于国际债券业和信贷业务的迅速发展,1988年全球金融市场继续扩展。据经济合作与发展组织统计,全球新的信贷总额达到创记录的水平,从1987年的393.0亿美元增加到452.0亿美元,这也足以表明国际资本市场的兴旺景象。国际金融市场借贷异常活跃的主要原因有三:(1)西方工业国家经济继续保持稳定的增长势头,1988年经济增长率大体保持在4~4.5%的水平,世界经济的增长带动了国际贸易的扩大,增加了对资金的需求;(2)国际资本增长迅速,推动了国际借贷业务的发展;(3)巴塞尔协议规定银行资本与资产的比例要达到8%的要求,这一新规定增加了银行对资金的需要。因此,国际资本市场的活动进一步加强。

## 二、外汇市场相对稳定

目前美元仍然是世界上的主要储备的支付手段,美国在各国官方外汇储备占15%,在国际贷款中占70%以上,而国际贸易60%以上是用美元结算的。因此,美元的大起大落都会加剧国际金融的动荡。

80年代以来,西方外汇市场经历了两次重大转折,第一次是从1979年到1985年9月,美元由弱转强,连续暴涨。例如,1981年年底与年初相比,美元对西欧主要货币及日元平均升值15.11%。1982年年底与年初比较,美元对西欧货币上升了6~20%。1983年外汇市场继续动荡。美元的持续涨势对世界经济复苏是不利的,对美国经济也起了不良的影响。美元的节节上升,造成其它西方国家国际收支的恶化和外汇储备的大量流出,并冲击了欧洲货币体系。美元坚挺还加重了发展中国家的债务负担。因此,通过联合干预来使美元回到一个较为现实的水平上,就十分必要的了。1985年9月美、英、日、法国和联邦德国五国联合干预外汇市场,压低美元汇价以改善美国对外贸易、抑制保护主义,收到显著的效果。美元对西方主要汇率大幅度下跌,从1983年2月至1984年的22个月中,美元对西方十种货币的汇价指标下跌了37%。这次联合行动有两个特点:(1)美国一向主张美元的适当汇率应由外汇市场决定,现在却一反常态,主动要求各国帮助压低美元币值;(2)日本对联合干预表现特别积极,大量抛售美元,这表明日本也不希望美元汇价过份波动。事实上,美元持续下跌,不仅对货币升值国经济造成很大的损害,而且也威胁着美国经济的稳定发展、动摇人们对美元的信心。从各大国的利害关系来看,既不希望美元高升,也不愿让美元大跌,这就要求加

强国际间的政策协调来稳定汇率了。1987年“卢浮宫协议”强调国际协调,使汇价基本上在“汇率目标区”内波动。这种联合行动在正常时期是行之有效的。如果七国集团都拿出20%的储备来进行干预,可供运用的外汇资金的为1000亿美元,相当于世界外汇市场每天交易额的1/3,这是可以左右汇率走势的,所以七国中央银行的联合干预获得成功。1988年世界外汇市场比较平静,美元对日元的汇率一般都在123~132日元的幅度内徘徊,最高为137日元,最低为120.2日元。按123~132汇率计算,波幅不过7.3%。一年内波幅如此之小,这是1973年实行浮动汇率制以后所罕见的。各国通过政策协调和联合行动来稳定外汇市场,都可得到好处。现在主要工业国家对外汇市场及资本市场进行联合干预的做法已经制度化了。这表明发达国家在有限范围内采取了目标区的方案。1989年初,西方传闻七国订有秘密协议,对美元汇价设立了新的目标区,全力扼守美元最低防线,这是完全可能的。

关于汇率目标区,它包括:(1)目标区的大小;(2)目标区变化的频率;(3)目标区的公开性;(4)保证目标区的承诺程度。国际货币基金组织对目标区计划讨论过,有各种各样的做法,主要有两种观点,一种主张宽松的做法,即幅度大、经常调整,对目标区实行保密。另一种观点主张严格的做法,即幅度小、变动少,汇率目标公开。一些学术界人士认为,宽松的做法、严格的做法,或介于二者之间的做法,都比现在的汇率安排好些,它有助于一国经济在中期内的稳定增长和国际收支在中期内的基本平衡,它也会加强货币纪律和政策协调,从而防止汇率的剧烈波动。发展中国家普遍支持目标区方案,因为它们渴望国际汇率体系保持稳定。现在各国对目标区制度还没有达成一致协议的具体行动方案,但汇率的稳定性的灵活性是当前国际货币改革的基本方向。在主要工业国家经济发展不平衡和经济政策不协调的情形下,目标区制度是切实可行的。这是因为世界经济出现了一体化的趋势,各国经济的相互依赖关系日趋紧密,各主要工业国家加深了对国际政策协调的认识。它们认识到,各国在汇率、货币和财政方面的合作是克服世界经济困难的唯一途径。可以预料,今后西方各国还将加强通过各种经济指标的监督,采取协调一致的行动,随时进行联合干预,稳定外汇市场。

通过国际协调和共同干预,可能实现以美元、日元和西德马克三种货币为中心的汇率目标区的设想,使汇率保持相对稳定,不致发生巨大的变化。这就是说,现在西方各国所进行的国际金融合作,表明它们还具有稳定汇率,应付金融危机的一定能力。因此,在今后一段时期内,外汇市场将处于小幅度调整时期。

从长期发展趋势看,汇率稳定的机会相当大,但在一定时期内,主要货币受市场力量和经济情况的支配将继续波动。这主要是由于三方面的原因:一是各国国际收支状况的不同,二是各国通货膨胀率的迥异,三是各国利率的差别,所以国际金融形势仍将动荡不宁。1989年以来,由于美国经济发展良好,外贸收支有所改善,利率居高不下,因而吸收了大量的投资,增加了对美元的需求;推动美元节节上升,最高一度达到1美元兑152日元和2.04联邦德国马克,突破了“卢浮宫协议”所确定的汇率目标区范围。六月中旬以后,美国经济发展放慢,西方国家又采取协调行动,美元遂开始下跌,但美元兑马克及日元的汇价将在窄幅内波动,不会大起大落。这说明,外汇市场将在动荡、干预和协调中比较平稳地发展。外汇市场处于相对稳定状态,这对世界经济和国际贸易是极其有利的。

### 三、债务问题可能好转

80年代以来国际金融市场中的一个重要问题是国际债务危机。1982年债务危机爆发后,引起西方金融界的震动,主要工业国家和国际货币基金组织唯恐债务问题导致大批银行倒闭,造成国际金融危机,因而进行了抢救活动。1982年和1983年各国中央银行通过国际清算银行向巴西、墨西哥等重债国发放紧急贷款400亿美元并作出近期还债的安排。但发展中国家债务的严重性在于数量大、增长快,债务占国民总产值的比重高。例如从1980年到1987年拉美国家外债总额从2430亿美元增加到4430亿美元,占国内生产总值的比例从35.3%增加到60.1%。尽管债务重新安排,延期偿还,它们仍陷入借新债还旧债的恶性循环中。由于新债的条件愈来愈苛刻,利率更高,结果更加无法解脱债务的沉重负担,从而扼止了它们的经济的发展。据世界银行1988~1989年度债务报告统计,发展中国家债务总额已达到13200亿美元。这是一颗“定时炸弹”,随时有爆发的可能。自去年下半年起,拉丁美洲通过一系列重要会议,寻求公正地解决债务危机所进行的协商进程加快了。拉美经济体系要求减少债务数额的50%。

1988年9月在西柏林召开的基金组织与世界银行的年会上对第三世界债务危机提出了“一揽子挽救措施”,其他方面也提出了一些新的解决办法,其中最重要的是布雷迪计划(Brady Plan)。1989年3月美国财政部长布雷迪主张在今后三年的时间里,基金组织与世界银行提供200亿至250亿美元的特别基金以减少债务本金和降低利率。其方式为:(1)按一定折扣用旧债交换附有担保品(以资产为保证)的新债券;(2)以旧债交换面值不变但利率降低的新债务,债务利息则由特别基金来支付。通过债务购买和以担保品为保证的减少本金的办法来帮助缩减未偿还贷款的本金。商业银行将为削减债务和新贷款提供保证,并通过当前债务一些条件的暂时性或有条件性放宽来支持债务的加速削减,债权国政府则继续通过巴黎俱乐部对它们自己的贷款加以重新安排或调整。

拉美国家普遍对“布雷迪计划”表示欢迎。巴西是第三世界最大的债务国,1988年8月外债总额高达1210亿美元。巴西财长认为美国的新计划“迈出了积极的一步”。第二大债务国墨西哥的外债为1千亿美元。墨政府认为布雷迪计划是“一个很大的转变”,把削减债务和利息放在首位,而不是以往主张的借债还债。现在这一计划的详细内容及其执行情况还不清楚,但实际上削减债务的方法已有多种多样形式。一是购回,在这种交易中,一国按一定折扣以现金买回它的债务。玻利维亚于1988年1月按89%的平均折扣效购回其商业银行3.35亿美元的债务(占其债务总额的40%),1989年初又作出了类似的安排。智利于1988年11月按接近于44%的折扣效购买近3亿美元的商业银行债务。二是减少债务偿还额,这种形式的债务削减至今尚未大规模地实行。三是债权交换。如阿根廷和巴西曾要求不愿提供新贷款的银行将其债权按较低利率换为债券,这就大大减轻债务偿还的负担。四是债务一股权交换,即原来的放款人在二级市场上打折扣购买一国的债务,以承担还款责任为代价来换取全部借款面值按官方汇率计算的该国货币,用这笔货币购买当地股票,通过这种转换机制将部分债务转化为对企业的风险投资,也就是所谓“债务资本化”。巴西实行“债务资本化”取得了积极成果。

在削减债务的过程中,一些债务国实行了经济调整,压缩投资,抽紧财政信贷,并大力

减少进口，鼓励出口，增加还债能力，于是债务问题有了好转的迹象。值得注意的是，在一大批债务沉重的国家里，经济增长的恢复是缓慢的，而通货膨胀却在上升，经常帐户的改善是以新的国内投资为牺牲的。其原因是过分强调对外调整，而忽视了资金筹集和国内投资，结果债务进一步积累，而经济增长的前景却没有明显的改善。这就需要一种新的债务战略，把储蓄、投资、增长国债务削减紧密联系起来。临时委员会于1989年4月召开的会议上决定基金组织应当提供适当的融通资金来帮助已经进行有效的经济改革的国家削减债务，于是基金组织在支持削减债务方面的作用与强有力的中期调整规划结合在一起了。这种调整规划应强调以下几项措施：(1)改善储蓄与投资趋势；(2)扭转资金外流；(3)吸引私人资本的流入和直接投资。就基金组织来说，对于积极实行适当的经济调整规划的国家能够立即给予支持具有重大的意义。它规定：在适当的情况下，会员国在中间安排或备用安排下获得的部分款项可以留作债务购回或交换等，含有缩减本金的交易之用，具体留用额的多少将按具体情况具体对待的原则确定，大约为根据现行贷款政策决定的对会员国贷款安排的25%，世界银行采取了同样的行动，为债务削减制定了3年援助的方针。把债务削减纳入调整规划的新债务战略有助于打破债务不断上升、经济长期停滞的局面，加速经济发展，改革经济结构，重建财政平衡，开拓进入信贷市场的通路，从而在经济发展中获得对外支付的能力。

现在国际债务问题进入了一个新阶段，还须各方同心协力，寻求一项彻底解决的方案，才能保持国际金融的长期稳定，否则难免发生不利的变化。如果债务危机演变成全球金融危机，这对债权国和债务国都将是一场灾难。

从以上三方面来看，在一定时期内，国际金融市场将是相对稳定的，但市场活动、市场结构和市场规模各方面还会发生巨大的变化，特别是近年来国际金融业务中新方法和新技巧层出不穷，使国际金融活动出现了不少新的特点。金融自由化和通讯技术革新建立了全球性的金融市场，这对国际金融的稳定和发展主要作用有三点：(1)一个以基金组织和世界银行为中心的，以国际银行业为主体的，由各国政府参加的多层次的金融体系正在渐步建立起来；(2)今后各国对金融政策的国际协调将会加强；(3)全球金融一体化大大快于经济一体化，各国经济和金融的相互依赖关系愈来愈密切了。

(本文责任编辑：陈建豪)