

跨世纪国际经贸规范丛书

国际融资与避险

— 国际融资途径与金融创新

宋立松 董虹 编著

● 中国经济出版社 ●

ZHONGGUO JINGJI CHUBANSHE

GUOJI JINGMAO ★ GUOJI JINGMAO ★ GUOJI JINGMAO ★ GUOJI JINGMAO ★ GUOJI JINGMAO

GUOJI JINGMAO ★ GUOJI JINGMAO ★ GUOJI JINGMAO ★ GUOJI JINGMAO ★ GUOJI JINGMAO

序 言

我国自实行改革开放政策以来，对外经济贸易事业取得了令人瞩目的重大成就。

为了实现“九五”计划和2010年远景规划目标，我国要建立和完善社会主义市场经济体制，对外要进一步与国际经济接轨。国际贸易条约、协定和惯例是国际经济之“轨”的重要内容。随着1986年开始的关贸总协定乌拉圭回合谈判的结束和1995年世界贸易组织的建立，乌拉圭回合达成的多边贸易协议已构成当代国际大经贸的基本体制和规范。这些规范涉及国家之间的贸易关系、货物贸易、服务贸易，与贸易有关的投资措施和知识产权等协议与协定，构成当今世界各国国际商务活动必须遵守的通则与规范。

拓宽视野、广泛了解并掌握当今世界国际商务通则与规范，对于我国外经贸管理人员和经贸实际业务人员以及从事对外经贸理论研究和教学的人员，都是非常必要和大有裨益的。

由对外经贸大学国际贸易博士生导师薛荣久教授策划主持，由中青年学者编著的《跨世纪国际经贸规范丛书》，体现了世界贸易组织建立以后，国际商务通则与规范发展的趋势与内容，学术性与实用性密切结合，易于了解和掌握，有益于推广和普及国际商务通则与规范的知识。基于此，特予以推荐并作序。

对外贸易经济合作部部长
一九九七年五月

跨世纪国际经贸规范丛书
国际融资与避险 国际融资途径与金融创新

第一章 国际货币基金组织

第一节 国际货币基金组织的历史发展及作用演变

在 1944 年联合国货币与金融会议召开之前,英国和美国各自就国际货币体系提出了“凯恩斯计划”和“怀特计划”。“凯恩斯计划”是国际清算同盟方案,强调透支原则和双方共负国际收支失衡的调节责任,是从英国的利益出发的,而怀特计划则是国际稳定基金计划,这一计划有利于美国控制基金组织,体现了美国的利益。在 1943—1944 年间,两国代表就此进行了激烈的争论,但由于美国的政治经济实力在当时占绝对优势,因而最后在联合国货币与金融会议上通过的协定,基本上以“怀特计划”为基础。1945 年 12 月 27 日,29 个国家的代表正式签署了基金组织协定,并于即日起正式生效,布雷顿森林体系也正式宣告成立。

基金组织成立时制定了六条宗旨:

1. 通过设置一常设机构,便于国际货币问题的商讨与协作,以促进国际货币合作。

2. 便利国际贸易的扩大与平衡发展,以促进和维持高水平的就业和实际收入,以及所有会员国生产资源的发展,作为经济政策的首要目标。

3. 促进汇价的稳定,维持会员国间有秩序的外汇安排,并避免竞争性的外汇贬值。

4. 协助建立会员国间经常性交易的多边支付制度,并消除妨碍世界贸易发展的外汇管制。

5. 在充分保障下,以基金的资金暂时供给会员国,使其有信心利用此机会调整其国际收支的不平衡,而不致采取有害于本国或国际的繁荣的措施。

6. 依据以上目标,缩短会员国国际收支不平衡的时间,并减轻其程度。

基金组织成立以来,上述宗旨一直没有改变。根据这六条宗旨,基金组织制定了成员国必须遵守的行为准则,即要求成员国稳定汇率,取消外汇限制,并实行货币自由兑换,目的是要实现充分就业和最大限度地开发生产性资源。

一、布雷顿森林体系

(一) 布雷顿森林体系的主要内容

布雷顿森林体系是以 IMF 为核心建立和运转的。其主要内容有:

1. 建立永久性的国际金融机构——国际货币基金组织(IMF)。IMF 的各项规定构成了国际金融领域的基本秩序,并对会员国融通资金,在一定程度上维持着国际金融形势的稳定。

2. 建立美元——黄金本位制,即美元与黄金直接挂钩,其他成员国的货币与美元挂钩的“双挂钩”制度。同时规定 1 盎司黄金的官价为 35 美元,其他国家的货币则与美元保持固定汇率,只有在国际收支出现基本不平衡时,经 IMF 批准才可以调整汇率。

3. IMF 向国际收支出现赤字的国家提供短期资金融通。这是成员国调整国际收支的两个途径之一。第二个途径是对国际收支的根本性失衡通过调整汇率来加以解决。

4. 废除外汇管制。这是 IMF 协定第 8 条的规定,也是 IMF 规定的成员国的行为准则之一。当然这一条款也有例外。

（二）布雷顿森林体系下 IMF 作用的演变

IMF 的主要职能有三个，一是建立和维持以美元为中心的固定汇率制，二是努力促进各成员国之间消除外汇限制，以促进世界贸易的均衡发展。三是对成员国的汇率政策进行监督。这主要通过两种方式进行，即磋商及多边监督。

在 IMF 成立后的头十年里，它在减少对经常项目和资本转移的限制方面进展缓慢。这是因为当时欧洲许多国家都处于战后重建时期，面临国际收支困难。而 IMF 融通资金的作用也很有限，原因是马歇尔计划为欧洲战后重建提供了所需的大部分资金；一些发展中国家则因朝鲜战争爆发后商品价格上涨，从而改善了他们的国际收支地位。

在 50 年代中期至 60 年代中期，许多国家的国际收支地位开始改善，国际支付的限制也开始逐渐取消。到 1961 年，多数欧洲国家已完全接受了第 8 条的义务，成为第 8 条成员国。1964 年日本也接受了第 8 条的义务。在这一期间，固定汇率制度保持了相对稳定，但储备资产的供应出现了问题。作为主要储备资产之一的黄金库存增长缓慢，而另一种主要储备资产美元则由于美国出现国际收支逆差而使人们对其信誉产生怀疑。为了使储备资产的供应能与世界经济与贸易的增长相适应，基金组织于 1968 年对协定进行了第一次修正，决定创造新的储备资产——特别提款权（SDRs）。特别提款权是基金组织分配给参加特别提款权帐户的成员国的一种使用资产的权利。它不是一种现实的货币，而是成员国在基金组织特别提款权帐户上的一种帐面资产，作为成员国国际储备的补充。

总之，在基金组织成立后的头 20 年中，布雷顿森林体系的作用虽然有限，但其运转还是平稳的。不过由于布雷顿森林体系内在的缺陷及发展过程中出现的问题，使得这一体系开始发生动摇。首先，在布雷顿森林体系下，由于黄金的供给相对稳定，因而国际储备需求的增长主要是通过美元积累来满足的。这就要求美国国际收支持续保持逆差。但持续巨额国际收支逆差又会使美元与黄金的自由兑换的基础发生动摇，使各国丧失对美元的信心。可见保证国际储备的适度增长与维持对美元的信心互相矛盾，这就是著名的“特里芬难题”。特里芬难题表明布雷顿森林体系最终将无法维持。其次，布雷顿森林体系的初衷是建立一种可调整的固定汇率，即汇率应保证在平价 $\pm 1\%$ 的范围内波动，但如果国际收支发生根本不平衡，则可以向 IMF 申请通过调整平价来调节国际收支。但在实际运行中，成员国调整汇率的情况很少见。因此在布雷顿森林体系时期，各国货币汇率是相当稳定的，偶有变动也是贬值多于升值，使得设想中的可调整的固定汇率制实际成了僵化的固定汇率制，这本身就隐含了货币汇率突然大幅度变动的可能性，对布雷顿森林体系的正常运行构成了威胁。再次，根据 IMF 的宗旨，固定汇率、自由兑换和多边贸易与支付体系是开展国际金融合作，促进国际贸易和投资的最佳基础。而国际贸易与投资的增长又是促进成员国实现充分就业和经济发展这一更高目标的重要条件。可见布雷顿森林体系从理论上讲能够使国内目标与国际目标达到一致。但在实际运行中，各国为了维持对外收支平衡和稳定汇率，往往被迫放弃国内经济目标。如国际收支赤字国的货币趋于贬值，为了维持与美元的固定汇率，该国必须抛出美元购进本国货币，这实际上减少了国内货币供给，等于实施了紧缩性的货币政策，因而会导致衰退和失业；而盈余国的货币趋于升值，为了稳定汇率则被迫采取相反的措施，因而易导致通货膨

胀。

上述种种原因导致了布雷顿森林体系的动摇以至崩溃。进入 60 年代后，西欧各国的国际收支明显改善，此后“美元荒”变成了“美元灾”，美元逐渐开始过剩。到 1960 年，美国对外短期债务已经超过其黄金储备额，导致了二战后第一次美元危机的爆发。此后，为了减缓美元危机，IMF 先后采取了一系列措施，这些措施虽然在一定程度上缓解了美元危机，但并不能避免美元危机的爆发。

60 年代末，美国的经济形势进一步恶化，国际收支也不断恶化，并在 1971 年首次出现经常帐户巨额赤字。在这种情况下，外汇市场上再度掀起抛售美元的狂潮。美国被迫于 8 月 15 日宣布实行“新经济政策”，停止美元兑换黄金。这实际上意味着布雷顿森林体系的崩溃。1971 年 12 月，十国集团在史密森协会达成一项协议，主要内容是：在美元对黄金贬值 7.89% 的同时，其他国家的货币相对调整对美元的汇率平价，另外将各国货币对美元平价汇率的允许波动范围从 $\pm 1\%$ 扩大至 $\pm 2.25\%$ 。这就是“史密森协议”。但史密森协议并未能最终消除美元危机。1973 年美国宣布部分解除价格管制后，市场上重又掀起投机风潮，尽管尼克松政府于 2 月 12 日宣布再次将美元贬值 10%（1 盎司黄金 = 42.22 美元），仍不能遏制投机浪潮，西方国家的货币先后放弃固定汇率，开始自由浮动。至此，布雷顿森林体系的固定汇率制度彻底瓦解。

二、牙买加体系

（一）牙买加体系的主要内容

布雷顿体系崩溃以后，国际金融形势处于动荡之中。为此 IMF 于 1972 年着手改革国际货币体系，并于 1976 年在牙买加首都金斯敦达成牙买加协议（Jamaica Agreement）。同年 4 月，IMF 在此基础上通过了 IMF 协定的第二次修正案，并于 1978 年 4 月 1 日正式生效。此后的国际货币体系也称为“牙买加体系”。这次修正案对国际货币制度的许多问题进行了改革，其主要内容有：

1. 浮动汇率合法化。布雷顿森林体系崩溃以后，主要西方国家普遍实行浮动汇率制，但 IMF 协定中的相关条款并未修改，因而浮动汇率制缺乏法律效力。第二次修正案规定会员国可以自由选择任何汇率制度，可以采取自由浮动或其他形式的固定汇率制度。协定同时规定在将来世界经济出现稳定局面以后，经 IMF 总投票权 85% 多数通过，可以恢复稳定的但可调整的汇率制度。

2. 黄金非货币化。取消黄金官价，各会员国中央银行可按市价自由进行黄金交易。IMF 所持有的会员国上缴的黄金应逐步加以处理，其中 1/6（2500 万盎司）按市价出售，以其超过官价部分作为援助发展中国家的资金。另外 1/6 按官价由原缴纳的各会员国买回，其余部分根据总投票权的 85% 作出的决定处理。

3. 提高 SDRs 的国际储备地位。修正案规定各会员国之间可以自由进行 SDRs 的交易，而不必征得 IMF 的同意。IMF 一般帐户中所持有的资产一律以 SDRs 表示，在与会员国的交易

中以 SDRs 计值。并在 IMF 一般业务交易中扩大 SDRs 的使用范围。

此外，修正案还扩大对发展中国家的资金融通，并要求基金组织加强对国际货币体系和成员国的监督，以保证新的国际货币体系的正常运转。

（二）牙买加体系下 IMF 作用的演变

第二次修正案的生效使国际货币体系发生了巨大变化。作为维持国际货币体系正常运转的核心机构，IMF 的作用也必须相应调整。这突出地表现在以下三个方面：

1. 监督职能加强。IMF 协定第二次修正案允许成员国自由选择汇率制度，但成员国的汇率政策应受 IMF 的监督。可见，开放的汇率体制不仅没有削弱基金组织的作用，反而增加了它对成员国经济政策的影响。为了保证现行汇率体制的稳定性和灵活性，基金组织不仅要跟踪成员国汇率政策的变化，而且需要监督所有影响汇率变化的经济政策。基金组织对成员国的监督主要通过磋商和多边监督两种方式进行。

此外，IMF 还通过向成员国提供资金、技术援助等手段直接或间接地影响成员国的宏观经济政策，使其符合基金组织协定的要求。

1992 年 11 月，基金组织对协定进行了第三次修改，主要内容是对第 26 条进行修改，规定对不履行协定义务的成员国，基金组织可以宣布取消其使用普通资金的资格；如在基金组织作出这一宣布后的合理时间内该成员国仍未改正，经 IMF70% 票数通过可以中止其行使投票权；如在中止其投票权后一段时间内仍未改正，可以经 85% 投票权通过取消其成员国资格。这一修改增加了新的制裁手段，实际上进一步强化了基金组织的监督职能。

2. 金融职能加强。金融职能主要指 IMF 通过向成员国提供金融通来帮助其克服国际收支困难。

IMF 协议最初规定可以向国际收支赤字国提供短期金融通，但对每一成员国的借款额度都有严格规定，并与成员国缴纳的份额相联系，因而其金融职能受到很大限制。第二次修正案针对这一问题，扩大了 IMF 信用档贷款和出口波动补偿贷款的额度，并利用 IMF 出售黄金的利润建立信托基金，以优惠条件向最不发达国家提供贷款。此外，基金组织经过 9 次普遍增资，成员国认缴的份额已达 1460 亿特别提款权，这就使与额度相联系的贷款规模相应增大了。

在解决 80 年代发展中国家的债务危机时，基金组织不仅直接向重债务国提供贷款，而且在促进商业银行和官方贷款机构向重债务国提供贷款方面起了重要作用。因为由基金组织对成员国的宏观经济政策进行监督，促进其调整经济结构，可以保证商业银行和官方贷款机构贷款的使用效益和及时偿还，因此可以鼓励商业银行和官方贷款机构向重债务国提供其进行结构调整所需的资金，并有利于原有债务的重新安排。

1993 年，为了促使前苏联及东欧国家经济转轨，基金组织设立了体制转换贷款（Systematic Transformation Facility），规定因传统支付安排被严重打乱而国际收支困难的前经互会成员国和苏联解体后独立的各共和国可以获得不超过其份额 50% 的贷款。

3. 技术援助职能的加强。基金组织的技术援助有几种形式。一是通过设立在总部的基金学院为成员国培训宏观经济管理人才。1992 年基金组织又与其他国际机构共同创建了联合维也纳学院，以满足转型经济对人员培训的需要。二是派专家帮助成员国设计有关经济法规，协助进行经济分析，信息处理和体制建设。三是举办中高级研讨班，就世界经济中带有普遍性和特殊性的问题交流看法。四是向成员国提供研究成果，如每年两期的《世界经济展望》、不定期刊物和工作报告等。

总之，在牙买加体系下，由于主要货币采取了浮动汇率，基金组织的金融职能相对其管理职能得到了加强，它的贷款规模不再完全依赖成员国认缴的份额，从而使它成了重要的金融中介。而且，基金组织的作用远远超出了它本身的监督和贷款，它的观点在很大程度上影响着国际商业银行和官方金融机构的贷款政策。

第二节 国际货币基金组织的业务

国际货币基金组织的业务活动主要是汇率监督与政策协调，储备资产的创造与管理以及对国际收支赤字国家提供短期资金融通。本节主要介绍后两项业务活动。

一、储备资产的创造

这主要是指国际货币基金组织根据协定第一次修正案决定于 1970 年创设的特别提款权 (SDRs)。创设特别提款权的目的是为了创立一种新的国际储备货币以补充国际储备的不足。

特别提款权价值最初是以黄金表示的，每一特别提款权含金 0.888671 克，与当时的美元等值，故也称“纸黄金”。布雷顿森林体系崩溃以后，开始改由“货币篮子”的逐日加权平均值来决定。最初的货币篮子中包括了 1972 年以前 5 年中占世界商品和劳务出口总值 1% 以上的所有成员国的货币。1978 年 7 月开始改由在 1972—1976 年间在世界商品和劳务出口中占比重最大的 16 个成员国的货币组成货币篮子，其比重根据在世界出口额中所占比例确定。从 1981 年开始，“货币篮子”缩小为只包括 5 个占世界商品和劳务出口比重最大的国家的货币，并规定“货币篮子”所包括的货币及其所占的比重每 5 年修改一次，1991 年 1 月 1 日各种货币的比重分别为美元 40%、德国马克 21%、日元 17%、法国法郎和英镑各为 11%。

分配特别提款权的决定是按基本期作出的，IMF 协定的第一次修正案规定每个基本期最长不超过 5 年。第一基本期为 3 年 (1970—1972 年)，分配了总计 93 亿特别提款权；第二基本期为 5 年 (1973—1977 年)，没有分配特别提款权；第三基本期为 4 年 (1978—1981 年)，分配了 120 亿特别提款权。第四基本期 (1982—1986 年) 和第五基本期 (1987—1991 年) 均未分配特别提款权。特别提款权的分配数额是按各参加国在分配前份额的大小决定的。由于发展中国家在 IMF 份额中所占比例很低，因此在已分配的特别提款权总额中，发展中国家持有的比重大约只有 15%，这对于本来国际储备就严重不足的发展中国家是极为不利的。

基金组织对参加国或其他持有者所持有的特别提款权支付利息，并对参加国接受的累计分配净额征收使用费。利息率和使用费率相等，因此交付的利息和使用费互相抵销。特别提款权的利率是根据美、英、法、德、日五国的国内债券等短期利率的加权平均值确定的。所采用的利率分别为美国的三个月期国库券利率、英国的三个月期国库券市场利率、法国的三个月期同业拆放利率、德国的三个月期同业存款利率、日本的二个月期私营债券贴现率。各种利率比重同计算特别提款权价值的比重一样。最初利率是每半年调整一次，后经几次调整，于 1983 年 7 月改为每周调整一次，利息的支付为每季度一次。

特别提款权分配后即成为各成员国的储备资产，当会员国发生国际收支赤字时，可以动用持有的特别提款权，将其划给另一个成员国以偿付国际收支逆差，或用于偿还国际货币基金组织的贷款。

二、贷款业务概述

(一) 资金来源

基金组织向成员国提供贷款所需资金主要有两个来源：即普通资金和借款。普通资金包括成员国认缴的份额以及运用这部分资金所产生的未分配净

收入。借款指基金组织根据借款总安排或其他安排向成员国当局或商业机构筹借的款项。

1. 普通资金。普通资金中的份额是国际货币基金组织最主要的资金来源，以黄金、成员国货币和特别提款权三种形态表示。为了保证资金来源不受汇率变动的影响，国际货币基金组织要求各成员国认缴的份额均以特别提款权表示，由汇率变动所引起的升值或贬值均由成员国自己承担。此外，基金组织协定还规定最长每隔 5 年须对份额进行一次总检查，以根据世界经济和金融的发展对份额进行调整。经过基金组织的 9 次普遍增资，成员国的认缴份额总数已达 1460 亿特别提款权。

未分配净收入是基金组织普通资金的另一个来源。基金组织的业务收入减去业务支出得到业务净收入，业务净收入再减去基金组织的行政支出便得到净收入。净收入可以分配给成员国，也可以作为未分配收入增加基金组织的储备，成为普通资金来源的一部分。截止 1992 年 4 月 30 日，基金组织持有的这项储备约有 16 亿特别提款权。

2. 借款。借款也是基金组织补充资金来源的重要手段。基金组织既可以向官方机构借款，也可以向私人借款。但到目前为止其借款仍局限于从成员国官方机构借款。

基金组织的借款也以特别提款权计值，大部分期限为 4—7 年，小部分为 1—3 年，平均期限 5 年左右。基金组织借款的特点是，贷款人除国际清算银行（BIS）外，如发生国际收支困难，可以提前收回贷款。因此基金组织的借款具有很高的流动性。

借款总安排（GAB）签订于 1962 年，是基金组织与“十国集团”签订的借款协议，也是基金组织的第一次借款。借款总安排每次安排为 4 年或 5 年，1983 年 12 月以前总信用额度为 64 亿特别提款权，而且规定所借资金只能用于参加总安排的其他国家。30 年代初国际债务危机爆发后，在 1983 年 2 月进行新一次安排时，将信用额度由 64 亿特别提款权增加到 170 亿特别提款权，同时还与沙特阿拉伯做了一笔与借款总安排相联系的安排，金额为 15 亿特别提款权。同时将借款总安排项下的资金使用范围扩大至未参加总安排的基金组织成员国。

此外，基金组织还曾于 1979 年与 13 个成员国签订了补充资金贷款借款安排，总金额约相当于 78 亿特别提款权，1981 年 3 月，借到的资金全部用完，到 1991 年 1 月所有借款已还清。1981 年 5 月开始，基金组织又与一些官方机构分别签订了扩大贷款资金借款，期限从 6 个月到 7 年不等。这批借款也于 1994 年 5 月全部还清。另外，基金组织还与成员国签订双边借款协议。如 1986 年 12 月基金组织与日本政府签订了约 30 亿特别提款权的借款协议，贷款支用期到 1991 年 3 月 26 日。

1982 年执董会通过了借款总原则，规定基金组织借款的最高限额为基金组织总份额的 50%—60%。如果这一比例超过 50%，执董会就要进行一次检查。

（二）贷款方式及费用

1. 贷款方式。基金组织的贷款方式是用特定的术语来表示的。基金组织贷款的发放称为“购买”（Purchase），即由申请贷款的成员国用本国货币向基金组织购买等额的外汇或特别提款权；而贷款的收回则称为“购回”（Repurchase），也就是由借款的成员国用外汇或特别提款权向基金组织购

回本国货币，从而完成贷款的偿还。

从经济学角度讲，基金组织的这种贷款方式是与其调节国际收支的指导思想相符合的。在基金组织中，国际收支的货币论占据主导地位。这种理论认为国际收支本质上是一种货币现象，国际收支失衡的原因是货币存量供求间的不均衡。具体地说，当货币供给超过货币需求时，就会引起国际收支逆差，反之则会引起国际收支盈余。因此调节国际收支的各种措施只有在使货币存量供求达到均衡时才能奏效。一国国内的货币供应量主要是由国内信贷和外国资产两部分构成，而基金组织的贷款方式要求成员国用本国货币购买所需外汇，因而其贷款的发放在增加货币供应量中外国资产部分的同时，减少了国内信贷部分，因而总货币供应量没有发生变化。这样就可以避免因国内货币供应量增加而加大通胀压力，为以后的调整政策的实施留下较充分的余地。

除了对贷款采用“购买”和“购回”这一特殊做法外，基金组织还对备用安排和中期贷款等规定了分阶段提款程序，以督促成员国积极实施国际收支或结构调整计划。根据基金组织的规定除了不超过第一档信贷额度的备用安排以外，其他备用安排和中期贷款都必须分阶段提款。分阶段提款一般采用平均分期的方法，在特殊情况下也采取先多后少或先少后多的方式。每一阶段贷款的发放都必须根据成员国的实施标准或基金组织考察的情况分期进行，以保证所提供的贷款都得到有效的运用。

对于贷款的还款期限的规定，基金组织主要考虑以下两个因素：一是保证基金组织资金的周转和流动性，二是考虑成员国使用贷款的目的，例如，由于中期贷款的目的是协助成员国实施结构调整计划，因而其期限一般较长，以适应结构调整计划的长期性特点。

2. 贷款费用与酬金。如果一个成员国向基金组织申请借款，则他应当支付以下几种费用（charge）。

（1）对除储备部分以外的所有借款支付手续费，费率为 0.5%，且在提取贷款时一次付清。

（2）对备用安排和中期安排支付承诺费，费率为 0.25%。但这种承诺费和普通商业银行贷款中的承诺费不同，它是可以退还的。在第一期开始时，需按备用安排和中期安排所规定的待提用金额计算支付。之后成员国每次提取贷款时，基金组织都将所提部分贷款的承诺费退还给成员国。因此，如果成员国提用了全部贷款，则承诺费可以全数退还。

（3）对基金组织持有的某成员国货币超过其份额的部分，该成员国须定期支付费用。这一超过部分大都是成员国向基金组织借款所形成的，因此对此支付的费用实际上就是借款利息。

与成员国借款需支付费用相对应，基金组织对其使用某成员国的货币也向该成员国支付酬金（Remuneration）。当基金组织使用某成员国的货币向其他成员国提供贷款时，基金组织所持有的该成员国货币就会减少。当其持有额低于标准时（扣除该成员国使用基金组织贷款而购换的本币），就表明基金组织使用了该成员国货币。对低于标准的部分就应由基金组织支付酬

标准（Norm）：等于成员国在 1978 年 4 月 1 日前份额的 75% 以及此后份额增加值的总和。对 1978 年 4 月 1 日后加入基金组织的成员国，标准为在该成员国加入基金组织之时所有其他成员国的标准的加权平均值加上此后该国份额的增加值。

金，酬金率等于特别提款权利率减去按“负责分摊”原则调整的值，并每周计算一次。

（三）贷款的目的及条件

在《国际货币基金协定》的宗旨中，明确提出基金组织的宗旨之一是“在充分保障下，以基金的资金暂时供给会员国，使其有信心利用此机会调整其国际收支的不平衡，而不致采取有害于本国或国际的繁荣的措施。”可见，基金组织向成员国提供贷款的目的是为了促进成员国国际收支的改善，以保证成员国的经济能够平稳发展。

成员国要取得基金组织的贷款，首先必须向基金组织提交一份申请，说明准备实施的经济政策。只有在成员国所要实施的经济政策符合基金组织的要求时，其借款申请才会获得批准。因此，基金组织的贷款所支持的经济计划基本反映了基金组织自身的理论倾向。在过去的五十多年时间里，基金组织对其提供的贷款所侧重支持的经济政策也不是一成不变的，而是随着经济学理论的发展而发生变化。

成员国要借取基金组织的贷款，除了要制定符合基金组织要求的政策措施外，还必须达到一定的实施标准。制定这些实施标准的原则是确保成员国能在一定时期内取得可维持的国际收支状况和持续的经济增长，并确保使用基金组织的资金是暂时性的。实施标准主要是用于监督成员国调整计划的实施情况。

一般而言，实施标准只限于成员国调整计划所能影响到的经济变量，这些变量大都是宏观经济变量。随着基金组织支持的调整计划侧重点的转移，最近基金组织的规划已越来越强调结构改革和持续稳定的经济增长，因此实施标准也涉及到许多数量指标，如国内信贷、预算赤字、国际储备等的限额，以及成员国保证不采取或不加强外汇限制等声明。这都是有其理论基础的。如上述数量指标或者是导致国际收支状况恶化的原因，或者是一国改善国际收支的必要条件；而对外汇限制的保证则符合基金组织的宗旨。

三、贷款的种类

国际货币基金组织的贷款主要有以下几种类型：

（一）普通贷款

这是基金组织最基本的贷款，期限不超过五年。成员国借取普通贷款的累计数不得超过其份额的 125%。普通贷款分储备部分贷款和信用部分贷款，后者又分为四个档次，每一档相当于份额的 25%，并规定了不同的贷款条件。

1. 储备部分贷款。这一部分贷款占成员国份额的 25%。在各成员国缴纳的份额中，最初有 25% 是用黄金缴付的，故这部分贷款实际是成员国提取认缴的黄金部分，也称黄金档贷款；70 年代实行黄金非货币化之后，这部分份额改为缴付特别提款权或指定的外汇，故又改称储备部分贷款。成员国提取储备部分贷款是无条件的，也不需支付利息。如果由于其他成员国的购买，基金组织持有某成员国的货币下降到其份额的 75% 以下时，就形成超储备部分贷款，这部分贷款也可以无条件提取。成员国未提取的储备部分和超储备部分贷款就构成其在基金组织普通帐户中的储备头寸。

2. 信用部分贷款。信用部分贷款占成员国所缴纳份额的 100%，共分四个档次，每个档次为份额的 25%。第二至第四档贷款统称为高档贷款。与储备部分贷款不同，信用部分贷款的借取是有条件的，而且档次越高，条件也

越苛刻。如借取第一档信用部分贷款时，成员国只需提交克服国际收支困难的具体计划，即可获得批准。而要借取高档信用部分贷款，除了提供令基金组织满意的国际收支改善方案外，还必须制定全面的财政稳定计划和采取适当的国内经济政策，如财政、货币、汇率和贸易政策等，并且要接受货币基金组织的监督。如果借款国未能履行计划，基金组织还要采取进一步的措施，以保证实现目标。

信用档贷款可以在获准后一次全部提款，也可以采用备用安排来分段提取。期限一般为3—5年。但如果成员国的国际收支和国际储备状况有了明显改善，可以提前偿还。

（二）补偿与应急贷款（Compensatory & Contingency Facility）

包括补偿贷款和应急贷款两部分。补偿贷款的前身是出口波动补偿贷款，设立于1963年，最初的目的是向因出口收入下降而产生国际收支困难的成员国提供资金帮助。但条件是这种国际收支困难是暂时的且是成员国无法控制的因素造成的。这种贷款主要提供给初级产品出口国。

最初，补偿贷款只适用于商品出口收入方面的损失。1978年8月，贷款范围放宽到包括旅游和劳工汇款方面的收入。1981年，基金组织根据联合国粮农组织等的建议，决定把补偿贷款项下对粮食进口费用超支的补偿与对出口损失的补偿结合起来，即当一国收入下降或谷物进口支出增加而导致临时性国际收支困难时，可以申请这项贷款。由于该项贷款主要是为了解决由成员国无法控制的原因造成的临时性国际收支困难，因此提取贷款的条件比较松。当提款额在份额的50%以下时，成员国只需向基金组织表示愿意与其合作来找出解决本国国际收支问题的适当办法即可；当贷款额超过份额的50%时，成员国需向基金组织证实该国实际上正在与基金组织合作。但该项贷款不要求成员国提出具体的国际收支调整规划。

1987年，根据美国财政部长贝克的提议，基金组织设立了应急贷款，其使用条件是：（1）只有接受备用安排或中期贷款或结构调整贷款的成员国，才能申请使用应急贷款；（2）成员国申请使用应急贷款，必须是由于成员国无法控制的不利因素造成了国际收支融资净需求增加。即：出口市场增长比预期低，或世界出口价格比预期水平低，造成出口收入低于预期值；进口商品价格高于预期水平；实际利率水平持续高于预期水平；自然灾害造成国际收支困难。

1988年，基金组织将上述两项贷款合并为“补偿与应急贷款”，贷款的最高额度为份额的122%，应急贷款和补偿贷款各为40%，谷物进口成本补偿贷款为17%，其余25%由会员国任意选择，用作以上二者的补充。补偿与应急贷款的期限为3—5年，但可以提前偿还。

（三）缓冲库存贷款（Buffer Stock Financing Facility）

这是基金组织于1969年设立的，目的是帮助初级产品出口国建立缓冲库存以便稳定初级产品价格。具体地说，基金组织提供的该项贷款主要用来满足成员国缴纳已批准的国际商品协定所需的下列款项：（1）资助建立商品库存；（2）为缓冲库存机构提供营运费；（3）偿还因建立缓冲库存或进行业务活动所带来的短期债务。目前基金组织认定的可运用缓冲库存贷款的初级产品有锡、可可、糖、橡胶等。此项贷款最高限额为成员国份额的50%，期限3—5年。

（四）中期贷款（Extended Fund Facility）

1974年9月设立，目的是解决会员国较长期的结构性国际收支赤字，而且其资金的需要量比普通贷款所能借取的贷款额度要大。当成员国出现下列两种国际收支困难时，可以申请这项贷款：（1）成员国在生产和贸易中出现结构性失衡，价格和成本发生较大扭曲，或是生产和交换模式不能完全反映该国的相对优势，造成严重的国际收支失衡；（2）成员国的经济出现缓慢增长，国际收支状况疲软，妨碍实施积极的发展政策。

成员国要借取中期贷款，必须满足以下几个条件：（1）基金组织确认成员国确实需要比普通贷款期限更长的贷款才能解决国际收支困难；（2）申请国必须提供整个贷款期中有关货币和财政等经济政策的目标，以及在12个月内准备实施的有关政策的详细说明，并要在以后12个月内都向基金组织提出有关工作进展的详细说明，以及今后为实现计划目标将采取的措施；（3）贷款根据会员国为实现计划目标执行有关政策的实际情况分期发放，如达不到基金组织要求，可以停止发放。由于该项贷款的条件比较苛刻，因而申请使用的国家较少，目前只有埃及、海地、牙买加和斯里兰卡借用了中期贷款。

中期贷款的最高限额为借款国份额的140%，期限为4—10年，备用安排期限为3年。该项贷款与普通贷款两项总额不得超过借款国份额的165%。

（五）补充贷款（Supplementary Financing Facility）和扩大贷款政策（Enlarged Access Policy）

补充贷款设立于1977年8月，总计100亿美元，其中石油输出国提供48亿，有盈余的七个工业国提供52亿，主要用于补充普通贷款之不足。在会员国遇到严重的国际收支不平衡，需要比普通贷款所能提供的更大数额和更长期限的资金时，可以申请补充贷款。补充贷款的期限为3—7年，备用安排期限为1—3年，利率前三年相当于基金组织付给资金提供国的利率加0.2%，以后则加0.325%。最高借款额可达会员国份额的140%。1981年5月，基金组织又实行了扩大贷款政策，其目的和内容与补充贷款一样。1985年规定一年的贷款额度为份额的95—115%，三年累计的限额为份额的280—330%，累计最高限额为400—440%。

（六）信托基金（Trust Fund）

设立于1976年，根据基金组织的第二次修正案，在1976年至1986年间将基金组织持有的黄金的1/6以市价卖出后，用所获利润（市价高于35美元官价部分）加上其他国家的捐款和贷款设立了信托基金，按优惠条件向低收入发展中国家提供贷款。借取该项贷款的条件为：（1）1973年人均国民收入低于300特别提款权的国家可以借用自1976年7月起两年期的第一期贷款；1975年人均国民收入低于520美元的国家，可以借取从1978年7月起两年期的第二期贷款；（2）需经基金组织审核申请国的国际收支、货币储备以及其他发展情况，证实确有资金需要，并有调整国际收支的适当计划。

信托基金的贷款利率为每年0.5%，期限10年，每个成员国的贷款限额为其份额的55.5%。我国曾于1981年借取信托基金贷款3.1亿美元，并于1984年提前还款。

（七）结构调整贷款（Structural Adjustment Facility）和扩大结构调整贷款（Enhanced Structural Adjustment Facility）

结构调整贷款是1986年3月用信托基金贷款所偿还的本息27亿特别提款权设立的，其利率为0.5%，期限5—10年。与信托基金贷款相比较，其贷款的条件相对提高。借款国必须在基金组织和世界银行工作人员帮助下起

草一份政策框架书，说明宏观经济政策和结构目标，以及实现这些目标的政策和资金需求；同时要制定出三年的结构调整安排和年度规划，申请时成员国不得拖欠基金组织贷款。建立之初，结构调整贷款的最高限额为份额的 47%；从 1987 年 7 月起，限额提高到 63.5%，分三次拨付，第二三年是否拨付，要看借款国的调整计划执行情况。

由于结构调整贷款只有 27 亿特别提款权，远不能满足低收入成员国的资金需求，因此基金组织新总裁康德苏 1987 年上任后就四处奔走，倡议将结构调整贷款扩大 3 倍。1987 年底，正式建立了扩大结构调整贷款，其资金来源除一些成员国的捐款和贷款以外，还有基金组织特别支付帐户中的余款 22 亿特别提款权。扩大结构调整贷款在利率、期限、使用条件等方面均与结构调整贷款相同。所不同的是在扩大结构调整贷款项下建立了贷款、补贴和储备三个帐户，由基金组织为信托人。贷款帐户用于最初贷款的拨付；补贴帐户则是为了使贷款利率维持在 0.5%，利用各国的捐款、贷款及该帐户的投资收入等，对按市场利率提供的贷款给予利差补贴；储备帐户的目的是为了保证出资国的资金安全，在借款国拖欠贷款的情况下，先由信托人从储备帐户中垫付。

结构调整贷款和扩大结构调整贷款的贷款条件是基金组织的各种贷款安排中最优惠的，而且扩大结构调整贷款的资金来源不同，因而借款国仍可以使用基金组织的其他资金，扩大结构调整贷款的建立，使基金组织有能力向成员国大规模地提供中期优惠贷款，帮助成员国在较长时间里实施结构调整政策，从而减轻短期剧烈调整给成员国带来的社会和经济代价。

（八）临时性信用设施（Temporary Credit Facility）

这是指基金组织为了满足特殊需要而设置的临时性贷款项目，其资金来源由基金组织临时借入。如 1974 年—1976 年间设立的石油贷款就是为了解决因石油涨价而引起的国际收支困难而临时设立的，资金来源由石油输出国和发达国家借入，再转贷给国际收支赤字国。石油贷款总金额为 69 亿特别提款权，最高限额 1974 年规定为份额的 75%，1975 年提高至 125%。石油贷款到 1976 年 5 月届满，贷款活动即告结束。

（九）体制转换贷款（Systemetic Transformation Facility）

于 1993 年设立，主要目的是为了促使前苏联及东欧国家经济的转轨，规定因传统支付安排被严重破坏而出现国际收支困难的前经互会成员国和独联体国家可以获得不超过其份额 50% 的贷款。该项贷款到 1995 年底即停止发放，共计发放贷款总额为 39.84 亿特别提款权。先后有 20 个成员国运用了该项贷款。

以上介绍了国际货币基金组织设立的主要贷款。截止到 1995 年底，基金组织的各种贷款安排中，有备用安排 26 项，总协议金额 203.57 亿特别提款权，未提用金额为 61.43 亿特别提款权；中期贷款计 9 项，总协议金额 76.25 亿特别提款权，未提用金额 26.40 亿特别提款权；结构调整贷款 1 项，金额为 1.82 亿特别提款权，已全部提用；扩大结构调整贷款 20 项，总协议金额 29.96 亿特别提款权，未提用金额为 12.04 亿特别提款权。上述各项贷款便利的总额为 311.60 亿特别提款权。说明基金组织的融资功能已大大加强，特别是 1994 年底到 1995 年初墨西哥出现金融危机，进而波及到其他新兴资本市场，基金组织对此迅速做出反映，于 1995 年 2 月向墨西哥提供了 120.7 亿特别提款权的备用安排，为帮助墨西哥迅速渡过危机起了很大作用，也从

一个侧面反映了基金组织应付紧急事件的能力大大增强。

四、技术援助

技术援助是基金组织工作的一个重要组成部分，主要由基金组织货币与汇兑关系部、财政事务部、统计局和法律事务部等部门执行，受援者包括基金组织成员国、成员国属地、准备参加基金组织的国家以及一些多边机构，内容则主要是向成员国提供宏观经济政策方面的人员培训和政策或技术咨询。

基金组织成立之初，中央银行部（1992年后为货币与汇兑部）提供的技术援助主要涉及货币发行、建立中央银行和协助中央银行开展业务等方面。此后大多数成员国都有了自己的货币和中央银行，其技术援助的重点也开始转移，目前主要是加强货币政策的管理和金融部门的发展。这也是基金组织支持的结构调整计划的一部分。

财政事务部的技术援助集中于税收政策和管理、关税管理、支出控制、预算会计和财政管理；近年来，向成员国提供的有关社会保障体制的建立和改革的技术援助也不断增加。统计局向成员国提供的援助主要集中于物价、生产，贸易及国民帐户，并制定了财政统计和国际收支统计的分类和编制标准（《政府财政统计手册》和《国际收支统计手册》）。法律事务部提供的技术援助则主要集中于银行，货币和财政事务的法制建设方面，同时也涉及成员国的民法。

除了通过其所属机构向成员国提供技术援助外，基金组织还通过国际货币基金学院和联合维也纳学院向成员国提供培训服务。国际货币基金学院成立于1964年，是国际货币基金组织向成员国的政府官员提供经济分析、政策及有关技术培训的专门机构。联合维也纳学院创办于1992年，是由基金组织、欧共体委员会、国际清算银行、欧洲复兴开发银行、世界银行和经济合作发展委员会五家国际机构联合创办的，目的是为了满足不同地区、前苏联及其他从计划经济向市场经济转轨的国家对人员培训的需要，以帮助这些国家制定和实施适合于经济转轨的经济与金融政策。

第三节 国际货币基金组织与中国的合作

我国 1971 恢复在联合国的合法席位以后，经过与基金组织的交涉，终于使基金组织于 1980 年 4 月通过决议，恢复了长期被台湾当局占据的合法席位。中国恢复在基金组织的合法席位后，成为一个单独选区，可以选任一名执行董事，参加基金组织的日常业务工作，同时经过第八、第九两次份额总检查，我国的份额增加到 33.852 亿特别提款权，占基金总份额的 2.35%，在所有成员国中排名第十一位。

一、贷款与技术援助

中国恢复在基金组织的合法席位后，曾先后三次从基金组织取得贷款，以弥补国际收支逆差，促进改革的进行。这三笔贷款共计 13.53 亿特别提款权。

1980 年中国宏观经济失衡，国际收支逆差增大，为此我国向基金组织借入了 4.5 亿特别提款权的第一档信用部分贷款，同时借取了 3.05 亿特别提款权的信托基金贷款。第一档信用部分贷款我国于 1983 年 8 月提前全额偿还，信托基金贷款也于 1990 年底及时偿还。

80 年代中期我国为了克服国际收支失衡，保持国民经济稳定增长，于 1986 年再次借入 5.97725 亿特别提款权的第一档信用部分贷款，并于 1991 年底偿还。

与使用基金组织贷款相比，我国接受基金组织的技术援助和人员培训相对较多，对我国经济改革起了很大作用。

从 1980 年到 1992 年，基金组织共向我国提供了 20 次技术援助，其内容涉及中央银行业务、货币政策、税收政策、统计方法、通货膨胀等各个领域，使得中国在建立外债管理指标和统一的外债监测制度，改进国际收支统计编制方法，加强中央银行作用，推进税制改革等方面取得了很大进展。此外，我国还先后派出 85 人到国际货币基金学院学习，对提高我国经济管理和研究人员的水平有很大作用。

二、国际货币基金组织与人民币走向经常项目可兑换

1994 年 1 月 1 日，中国人民银行进行了外汇管理体制改革的，取消了外汇留成制，实行外汇收入结汇制和银行售汇制，允许人民币在经常项目下有条件可兑换；同时建立银行间外汇市场，实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。

这次外汇管理体制改革的理由主要有两方面，一方面 1993 年下半年我国外汇调剂市场上出现了外汇调剂价格上扬的不正常现象，对此中国人民银行及时采取措施，除了对外汇调剂市场加强管理外，还首次在调剂市场上抛售外汇以平抑汇率。经过几个月的调控，到 1993 年年底，外汇调剂汇率已回落到 1 美元=8.70 元人民币的较合理水平，而且当时中国的外汇收支约有 80% 以上都是经过调剂市场进行的，表明市场机制在人民币汇率的决定中已经起了主导作用，进行外汇体制改革的内部条件已经成熟。另一方面，我国所实行的外汇留成制和外汇调剂市场一直被国际货币基金组织视为复汇率做法，认为这违背了基金组织的宗旨。这也成为我国当时复关谈判的一大障碍。要加快复关进程，必须尽快取消复汇率，并尽快承担基金组织协定第八条所规定的义务，实现人民币经常项目可兑换。这是这次外汇体制改革的外部条件。

从外汇管理体制改革的运行看，这次改革总体上取得了很大成功，但

改革后也只是实现了人民币经常项目的有条件可兑换。1996年7月1日，我国又公布了一系列改革措施，将外商投资企业的外汇买卖纳入全国结售汇体制，同时放宽居民因私兑换外汇的限额，并允许境内居民将其外汇存款在一定条件下汇出境外。同时，中国人民银行宣布将于1996年年底之前实现人民币经常项目可兑换，即承担基金协定第8条的义务，成为第8条成员国。这也是我国外汇体制改革的第二步目标。在实现了经常项目的可兑换之后，随着我国经济实力的增强，我们将在下个世纪逐步放松对资本项目的管制，最终实现人民币的完全可兑换。这是外汇改革的最终目标。只有真正实现了人民币完全可兑换，才能使我国经济真正融入世界经济中，为我国经济的发展提供更广泛的空间。

根据国际货币基金组织的研究报告，要实现货币在经常项目下的可兑换，必须满足以下四个条件，（1）相对合理的汇率制度；（2）充分的国际清算手段和支付能力；（3）健全而有力的宏观经济；（4）一般企业具有应付外汇风险的能力。

从我国的实际情况看，1994年外汇管理体制改革以后，建立了以市场供求为基础的，单一的，有管理的浮动汇率制度，货币当局对这种汇率制度主要是采用经济和法律手段，而不是行政手段对市场进行必要的宏观调控，以防止汇率的暴涨暴跌与投机行为的泛滥，因而有助于汇率的基本稳定，使得汇率能够维持在保证国际收支均衡的水平上，从而有利于外经贸工作的健康发展；其次，在外汇体制改革之初，我国对人民币汇率进行了大幅度贬值，使国际收支由逆差转为持续巨额顺差，造成了银行间外汇市场上供大于求，中国人民银行为稳定汇率，对供大于求的部分全部买入，转变成国家的外汇储备，因而使外汇储备迅速增加，到1994年底已由年初的200亿美元左右猛增到514亿美元，到1995年底又增加到735亿美元。根据国际通用的惯例，外汇储备以满足3个月进口为宜。我国去年进口总额约为1150亿美元，据此测算，外汇储备达到290亿美元即为适度。即使考虑到国内物价上涨不利于出口、偿还外债等因素，735亿美元的外汇储备也是足够的。可见，我国目前已基本满足了经常项目可兑换的前两个条件。

但是，我国目前还不能达到后两个条件的要求。首先，健全而有力的宏观经济要求有完善的宏观调控手段。而我国目前正处在由计划经济向市场经济的过渡时期，由于经济运行机制发生了很大变化，旧的经济调节手段已不能有效地发挥作用；而新的适应市场经济运行的宏观调控手段还没有完全形成，这就使得宏观调控领域出现了暂时的真空，宏观经济很容易出现大起大落。其次，要求一般企业具有应付外汇风险的能力，这必须具备两个前提，一是企业能够具有外汇风险意识，二是外汇指定银行能够开展外汇保值业务。但由于在传统体制下，我国一直实行外贸垄断制，所有对外贸易均由专业外贸公司进行，国内工商企业没有机会从事对外经济交往，因而外汇风险意识几乎不存在；而专业外贸公司虽然对外经济交往较多，但过去一直是盈利全部上缴国家，亏损由国家承担，即使改为自负盈亏后，由于一直实行固定汇率制度，因此外汇风险意识也很淡薄，一旦实行了浮动汇率制，就显得无所适从。对外汇指定银行而言，由于以前我国外汇业务全部由外汇专业银行——中国银行承做，因此其他外汇指定银行没有外汇专业人才，也未开展这方面业务。改革后虽然大多数银行都有了经营外汇业务的权利，但其业务量远远小于中国银行，要进一步搞保值业务更是勉为其难。

可见，我国在 1996 年底实现经常项目可兑换后，要保证改革的成功，还有很长的路要走。要顺利实现经常项目可兑换，就必须首先对基金协定的第 8 条有关内容有全面的理解，同时对可兑换实现后可能对一国宏观经济运行和经济政策的有效性产生的影响进行探讨。

（一）货币可兑换对货币政策实施的影响

在封闭经济中，中央银行可以自主地制定和执行货币政策，而不受世界经济的影响。而对开放经济来说，情况就不同了。一国的货币供给量不仅受本国货币当局的控制，还要受本国对外经济活动的影响。在这方面最有影响的理论是国际收支调节的货币理论。

国际收支调节的货币理论认为货币需求是收入的稳定函数，而且独立于货币供给之外，不受货币供给的影响。因此货币市场的失衡，不论是超额货币供给还是超额货币需求，只有依靠货币供给的变化来消除。

国际收支调节货币理论的一个重要结论是，在固定汇率制度下，货币当局无法控制本国的货币供给，而只能改变货币供给国内外来源的结构，即国内信贷与外汇储备的比例。

我国 1994 年进行了外汇管理体制改革后，经常项目和资本项目均出现大量顺差，使国内外汇供给迅速增加，由于我国对外汇指定银行的结算周转外汇实行比例管理，在其持有外汇超过了比例限额时只能在银行间外汇市场上出售给中央银行。而中央银行为了保证汇率的相对稳定，不得不购入卖超外汇，使国家的外汇储备剧增。外汇储备的增长，一方面表明我国应付突发性国际收支恶化的能力及外债偿还能力大大加强，但另一方面也使我国货币供应量大量增加，成为 1994 年通胀率上升的一个重要原因。

可见，我国外汇体制改革以后的情况与货币论恰好相符。那么，能否采取措施来抵消国际收支状况的变动对国内货币供应量的影响呢？西方学者提出过“隔离政策（Sterilization）”，即在外汇储备变化引起货币供应量增加（减少）时，中央银行在公开市场上通过出售（购买）国内债券来相应减少（增加）国内信贷量，从而使外汇储备变动对国内货币供应量的影响完全被抵消，这就使中央银行可以保持货币政策的独立性。在资本不是完全自由流动的情况下，这种隔离政策是可以起到一定作用的。我国由于公开市场业务尚未开展，因此中央银行不是通过出售国内债券，而是通过紧缩对金融机构的再贷款，以及对商业银行开办定期存款等方式来压缩国内信贷，达到“隔离”的目的。1994 年我国通过采取这些措施，使得当年基础货币投放量基本未超出计划额，说明隔离政策取得了一定成效。

需要指出的是，目前我国经济发展所需资金主要依靠银行信贷提供，而我国的信贷可以根据国家产业政策的要求将资金投放到优先发展的部门。在目前国家财政紧张，财政政策尚不能在结构调整方面发挥较大作用时，这是货币政策替代一部分财政政策职能，执行经济结构调整的主要方式。而 1994 年外汇体制改革使货币供给方式发生了很大变化，中央银行通过购买外汇储备而发行货币成为货币投放的主要渠道。而从中国地区经济发展来看，外向型经济基本集中在东部沿海地区，因而东部沿海地区企业外汇收入较多，结汇后可以迅速获得人民币资金，资金供应相对充裕，而中西部地区却因为出口创汇少而结汇人民币资金少，加上国家紧缩银行信贷，加剧了这些地区的资金紧缺状况。可见外汇体制改革加剧了不同地区间资金供应的结构性失衡，这是改革之初所未预料到的，也对未来货币政策的实施提出了挑战。

为了缓解外汇管理体制对国内资金供应的上述影响，中国人民银行除了采取上述紧缩对金融机构再贷款等措施以外，还于1995年后半年多次调整外汇指定银行的外汇头寸规模，并在后期实行头寸规模作为底限必须完成、上不封顶的政策，使中央银行通过“外汇占款”投放的基础货币大大减少。

但是仅仅靠上述措施不能从根本上解决问题，关键是要加快金融体制改革，尽快完善中央银行的货币政策工具和银行同业拆借市场。根据西方货币银行学理论，法定准备金率、再贴现和公开市场业务是西方国家货币政策工具的三大法宝，而这三大政策工具在我国均未完善。再贴现政策不仅是中央银行用以影响整个利率体系的有力工具，而且通过中央银行对再贴现的合格票据的规定，可以体现国家的产业政策，从而对不同经济部门的资金需求加以区别对待，最终达到调整经济结构的目的。而这一政策工具一直未在我国充分开展。公开市场业务的标准做法之一是在证券市场上以买卖短期国债的方式来熨平经济对货币需求的短期波动，其作用相当于我国目前采用的扩张或紧缩对金融机构的再贷款。但与调整对金融机构的再贷款相比，这种方法主要通过证券市场进行，因而更适应于市场经济下的间接调控，而且可以对货币供应量进行微调。由于我国尚未大规模发行一年期以下的短期国债，因此也一直未开展这项业务。

要保证货币政策工具的影响能迅速传导到整个经济，就必须建立起发达的银行间同业拆借市场。事实上，如果有发达的银行间同业拆借市场，就不会出现1994年外汇体制改革以后东部资金充裕，中西部资金短缺的结构性失衡状况。这种状况是传统的资金纵向分配体制所造成的，而银行间同业拆借市场则可以在不同地区间建立起横向经济联系，从而有效地调剂不同地区间的资金余缺。1996年1月3日，全国银行间同业拆借交易系统正式联网试运行，第一批共有27家会员入网交易。从3月1日起，第二批会员也开始入网交易，至此，全国银行间同业拆借市场全部联网。虽然这一市场刚运行三个月，但其运行本身却有着重大意义，它将对改善货币政策的实施效果，缓冲外汇管理体制改革的消极影响，产生积极作用。

（二）货币可兑换对利率体制的影响

发展中国家普遍存在“金融抑制”现象，即货币实际收益率太低甚至为负。这可能是由于利率被人为压低，也可能是由于通货膨胀，或者二者兼有。“金融抑制”是由美国经济学家麦金农首先提出的。麦金农认为发展中国家市场不完全，其主要表现就是大量小企业被排斥在有组织的资金市场之外，只能依靠“内部融资”。由于投资是间断的以成批形式出现的，因此必须先有一定时期的内部积累才能跳跃式地进行投资，这就使“内部融资”成本较高。麦金农认为发展中国家要摆脱贫困，必须解除“金融抑制”，即通过资金市场自由化使利率高到足以反映资本稀缺程度，同时消除通货膨胀，从而使真实收益率达到一个最优的正利率水平。这样就可以增加资金供应，促进投资活动的活跃，有利于经济发展。这也就是美国另一位经济学家爱德华·肖提出的“金融深化”。

根据基金组织研究人员观察，在其选择的21个接受第8条款的成员国中，一方面由于他们实行了金融自由化政策，另一方面由于通过接受第8条款，使平均通货膨胀率得到了下降，因而许多国家在接受第8条款后由负实际利率变为正实际利率。即使仍维持负实际利率的国家，负利率也不严重。

可见接受第 8 条款有助于改善“金融抑制”状况，促进利率达到最优水平，进而对经济增长产生推动作用。

作为一个发展中国家，我国也存在明显的“金融抑制”现象，特别是改革后许多私营部门不能从专业银行获得融资，抑制了私营部门的健康发展，而 80 年代后半期开始出现的高通货膨胀率又使实际利率长期为负，使得经济中资金浪费现象严重，造成了资金供给相对不足。这都不利于整个经济的发展。1996 年初建立的全国银行间同业拆借市场使得同业拆借利率开始由市场供求决定，揭开了我国利率市场化的序幕，但要最终达到整个利率体系的市场化还有很长的路要走，既然其他国家的经验表明接受第 8 条款可以加快利率自由化，我们完全可以在时机成熟时接受第 8 条款。这既有助于我国经济更快融入世界经济进程中，又有助于在基金组织帮助下实施稳定政策，从而促进我国的利率自由化，加快金融深化进程。

第二章 世界性开发金融机构——世界银行集团

第一节 世界银行集团概述

世界银行集团是联合国的一个专门机构，同时也是世界三大国际经济组织之一。世界银行集团目前由五个成员机构组成，即国际复兴开发银行（IBRD）、国际开发协会（IDA）、国际金融公司（IFC）、多边投资担保机构（MIGA）和解决投资争端国际中心（ICSID）。其中前三个机构属金融机构，可以向成员国提供资金援助。这三个机构的共同目标是：帮助发展中会员国（或地区）提高生产力，促进其经济发展和社会进步，减轻贫穷，改善和提高人民生活，其任务是提供资金和经济、技术援助，并促进其他方面对发展中国家的投资。多边投资担保机构和解决投资争端国际中心是投资促进性质的非金融机构，前者为在发展中国家的外国投资者提供非商业风险担保和咨询服务；后者则通过调解和仲裁为各国政府与外国投资者之间解决争端提供方便。

一、世界银行集团业务政策重点的演变

世界银行集团中成立最早的机构是国际复兴开发银行（IBRD）。它成立于1945年，正好是第二次世界大战刚刚结束，欧洲各国百废待兴的时候，因而国际复兴开发银行承担了为战后欧洲经济的重建与恢复提供资金的职能。1947年美国的马歇尔计划承担了欧洲复兴的任务，国际复兴开发银行的业务方向也开始发生变化。由于战后大批殖民地纷纷独立，这些国家的经济发展问题也日益重要。于是从50年代开始，世界银行逐渐开始由复兴银行向开发银行转变，其业务重点也开始转向为亚、非、拉发展中国家提供开发资金。

世界银行集团的业务政策重点也不是一成不变的。从50年代末到现在，世界银行集团的发展主要经历了三个演变的阶段。从50年代末到60年代中期是世界银行集团政策演变的第一阶段。向发展中国家提供经济发展所需的资金是这一时期世界银行集团业务政策的指导思想。在这一思想指导下，这一阶段世界银行的业务重点是支持发展中国家发展那些需要大量投资，而借款国本身的财力又不足以承担的基础设施、农业和进口替代型的工业项目。同时在1960年，世行集团创设了国际开发协会（IDA），以向储蓄严重不足的低收入国家提供优惠资金。

从60年代后期到80年代初期是世界银行集团政策演变的第二阶段。在这一阶段世界银行集团将减少贫困作为世界银行集团的业务中心，并采取了以下措施：（1）大量增加对发展中国家、特别是低收入国家的资金援助；（2）调整投资方向，使之能更有效地将经济增长带来的收益分配给广大贫困人口。如将更多的贷款投向农业、农村发展和社会服务部门；（3）强调政府的作用，主张政府为维护穷人的利益而进行更多的干预。

从80年代到现在是世界银行集团政策演变的第三阶段。在这一时期，世界银行集团调整了业务重点，首先是提高了政策性贷款的比重，结构调整贷款和部门调整贷款的比重稳步上升。这两种贷款有利于支持发展中国家进行经济结构改革，以创造有利于市场机制正常运行的宏观经济环境；其次是强调通过技术援助来帮助发展中国家进行政策研究和实施改革计划；第三是在提供项目贷款时提出政策性要求，以此来影响受援国的国内经济改革和环境保护；第四是加强国际金融公司和多边投资担保机构的业务活动，直接向私人部门提供资金和担保。

尽管世界银行集团的业务政策重点在不同历史阶段有所不同，但从长期

来看，减少贫困、发展基础设施和人力资源开发一直是世界银行集团的业务重点；同时为了适应环境的变化，世界银行集团的业务领域也不断拓宽。目前，世界银行集团的政策重点已从纯粹的经济领域扩展到部分与经济发展密切相关的社会问题，如环保、妇女与发展，社会保障、人口政策等等。

二、世界银行集团的职能

世界银行集团的职能可以概括为促进长期发展，协调南北关系和稳定世界经济秩序三个方面。

（一）促进长期发展

促进发展中国家经济的长期、稳定发展是世界银行集团的最基本职能。世界银行认为发展不仅仅是单纯的经济增长，还包括能够提高生活质量的非经济因素，如机会的更加平等、政策自由和公民自由等。因此世界银行集团重视发展的持久性、长期性，它并不过份追求投资项目在短期内的财务效益，而是强调这些项目对借款国国民经济发展的长远影响。

世界银行集团主要通过以下几方面来实现这一职能：

1. 为发展直接或间接提供资金。一方面世界银行集团通过贷款和股本投资方式向发展中国家提供长期资金，帮助这些国家实施投资周期长、社会效益明显，对国民经济有战略性影响的项目；另一方面世界银行还通过联合融资（co—financing）、多边投资担保、组织国别援助磋商小组等方式来增强私人投资者的信心，从而起到“催化剂”的作用，引导更多的私人资本向发展中国家转移。

2. 帮助发展中国家更有效地利用资源。世界银行集团已经认识到发展中国家经济结构的扭曲是造成经济落后的重要原因，因而世界银行集团努力帮助发展中国家调整经济结构，以提高资源使用效率。这主要是通过向发展中国家提供政策性贷款（结构调整贷款、部门调整贷款、公共部门管理贷款、支持中小企业贷款）和技术援助等活动来实现的。

3. 为发展争取有利的国际经济环境。随着世界经济的开放程度越来越高，国际经济环境对发展中国家经济发展的影响也越来越大。世界银行集团因此积极为发展中国家的经济发展争取有利的国际环境。如在乌拉圭回合谈判中，世界银行集团就积极为发展中国家参与谈判提供技术援助，帮助发展中国家制定自己的谈判战略。

（二）协调南北关系

作为一个以发达国家为捐赠国，以发展中国家为受益国、以促进发展为宗旨的国际多边开发机构，世界银行集团在协调发达国家与发展中国家的关系方面起了重要作用。

首先，世界银行集团为南北对话提供了沟通的渠道。发达国家和发展中国家主要是通过一年两次的发展委员会春季会议和世行/货币基金联合年会以及世行的执行董事会反映自己的主张和要求。由发展中成员国组成的“二十四国集团”和西方发达国家的“七国集团”的意见分别代表了南北双方的立场。由于发展中国家的团结斗争，其要求和利益越来越多地在世界银行集团中得到了反映。

其次，世界银行集团本身也为协调南北关系做了许多有益的工作。这突出地表现在世界银行集团在 80 年代爆发的债务危机问题的解决中所起的作用，从债务危机爆发以来，世界银行积极向重债务国提供调整贷款和技术援助，以帮助其渡过危机，同时又积极响应和支持发达国家提出的贝克计划、

布雷迪计划等缓解债务危机的方案，先后设立了“追加放款”、“减债基金”等融资便利，为债务危机的缓解作出了重要贡献。

（三）稳定世界经济秩序

世界银行集团认为，稳定国际经济秩序和促进长期发展是互为前提的；因此世界银行集团一直把维护现存的国际经济体系、稳定国际经济秩序作为其重要职能之一，对国际经济体系中的冲击因素作出迅速而有力的反映。以80年代末到现在，世界银行先后对海湾危机、苏联东欧剧变等重大国际事件可能对世界经济造成的冲击进行分析，并及时采取有效措施，努力减少对世界经济的消极影响。在海湾危机后，世界银行集团增加了结构调整贷款和国际开发协会的软贷款的规模，以对受海湾危机影响的国家提供援助，从而缓解了海湾危机可能对发展中国家带来的消极影响。苏联和东欧发生剧变之后，世界银行集团尽快接纳这些国家为会员国，并向其提供巨额贷款和大量技术援助，为帮助这些国家迅速完成经济转轨，恢复和发展经济起了巨大作用。事实表明，由于世界银行集团反映敏锐，而且掌握了大量资金，因而其行动往往能收到其他国际经济组织难以达到的效果。

第二节 国际复兴开发银行（IBRD）

一、国际复兴开发银行的历史发展

国际复兴开发银行（简称“银行”）是世界银行集团中成立最早的成员，成立于1945年12月。它在一定程度上可以说是第二次世界大战的产物。第二次世界大战后期，盟国意识到要保证战后世界经济的恢复与正常发展，就必须进行世界范围的经济和金融合作。为此，1944年7月，44个国家的代表在美国的布雷顿森林召开了国际货币金融会议，史称“布雷顿森林会议”。会议最后通过了《联合国货币金融会议的最后决议书》，另有《国际货币基金组织协定》和《国际复兴开发银行协定》，这些文件总称《布雷顿森林协定》。到1945年12月，已有29国在《布雷顿森林协定》上签字，认缴股份达70多亿美元，超过协定规定的份额，因而国际复兴开发银行和国际货币基金组织正式宣告成立。1946年6月25日，国际复兴开发银行正式开始营业。

国际复兴开发银行成立之初的目的是帮助欧洲交战各国从战争创伤中尽快复兴并过渡到和平时期的经济。此后，这一任务由美国提出的“马歇尔计划”承担，加上亚、非、拉的前殖民地纷纷独立，这些新兴的发展中国家的经济发展成为一个重要问题，国际复兴开发银行的业务重点也转向为发展中国家提供开发性贷款。

根据1989年修订的《国际复兴开发银行协定》，国际复兴开发银行的宗旨是：

1. 通过使投资更好地用于生产事业的办法以协助会员国境内的复兴与建设，包括恢复受战争破坏的经济，使生产设施恢复到和平时期的需要，以及鼓励欠发达国家生产设施与资源的开发；

2. 利用担保或参加私人贷款及其他私人投资的方式，促进外国私人投资，当私人资本不能在合理条件下获得时，则在适当条件下，运用本身资本或筹集的资金及其他资源，为生产事业提供资金，以补充私人投资的不足；

3. 用鼓励国际投资以发展会员国生产资源的方式，促进国际贸易长期均衡地增长，并保持国际收支的平衡，以协助会员国提高生产力，生活水平和改善劳动条件；

4. 就本行所贷放或担保的贷款与通过其他渠道的国际性贷款有关者作出安排，以便使更有用和更迫切的项目，不论大小都能优先进行；

5. 在执行业务时恰当地照顾到国际投资对各会员国境内工商业状况的影响，在紧接战后的几年内，协助促使战时经济平稳地过渡到和平时期的经济。

银行的一切业务，都是以上述宗旨为准则的。

二、国际复兴开发银行业务（一）——贷款

向发展中会员国提供长期生产性贷款，以促进其经济发展和人民生活水平的提高，这是国际复兴开发银行的主要业务。

（一）资金来源

国际复兴开发银行大致有五个资金来源：

1. 会员国实际缴纳的股金。根据国际复兴开发银行原来的规定，会员国的认缴股份分两部分，一部分是实缴股金，另一部分是待交股金。实缴股金又分两部分，一部分以黄金或美元支付，这一部分银行可以自由使用；第二部分以会员国本国货币支付，银行必须征得该会员国同意才能将这部分股金

用于贷款。待缴股金只有在世界银行因偿还借款或保证贷款债务发生困难时，才以黄金、美元或银行所需货币支付。

银行成立之初，会员国应缴纳的股金占其认缴股份的 20%，其中 2% 以黄金或美元支付，18% 以本国货币支付。1988 年第三次普遍增资后，上述三个比例分别下降至 3%、0.3% 和 2.7%。可见银行的实有资本很少，而且主要用于银行的业务开支，能用于自由放款的资本更少。

2. 借入资金。在国际金融市场上通过发行债券借入中长期资金是银行的重要资金来源。在银行的贷款额中，约有 70% 是以发行债券的方式借入的。

国际复兴开发银行发行债券的方式主要有两种，一种是直接向会员国政府、政府机构或中央银行出售中短期债券，这类债券的期限一般较短；另一种是通过金融机构在国际资本市场上发行债券，这类债券的期限较长，从 2 年到 25 年不等。目前后一种借款方式的比重有不断提高的趋势。

国际复兴开发银行在借款管理方面的宗旨是：第一，要保证银行借款资金来源的可靠性；第二，使银行及其借款国家的资金来源成本最小化。为了实现上述目标，银行除了主要借入美元资金外，还广泛地借入日元、德国马克和瑞士法郎等货币资金，并灵活地运用多种金融创新工具，如货币互换、全球债券等创新金融工具就是由银行首先运用的，银行还灵活运用贴现票据，浮动利率票据等新的借款方式，以便能够及时利用市场条件变化，降低借款成本，从而达到降低银行贷款费用的目的。

3. 留存净收益。银行的业务收益主要包括投资收益和贷款收益（利息和承诺费）两部分，收益扣除支出即为业务净收益。业务净收益不向股东分配，除赠予国际开发协会及撒哈拉以南非洲地区特别基金的款项外，都作为留存净收益，可由银行自由运用。截止到 1992 年 6 月，银行的留存净收益总额约为 132 亿美元，这也是银行资金来源的重要组成部分。

4. 贷款资金回流。即银行的借款人偿还到期借款部分的资金。1992 年这项资金为 94.88 亿美元。

5. 债权转让收入。指银行将其一部分贷款的债权转让给私人投资者，主要是商业银行。通过这种方式，银行可以提前收回部分资金，从而加快资金的周转。

（二）贷款原则及政策

国际复兴开发银行的贷款条件非常严格，其遵循的原则是：

1. 银行的贷款对象只限于会员国的政府、政府机构或国营和私营企业。除了会员国政府外，会员国国内的公私机构借款时都必须由政府或中央银行提供担保。

2. 银行贷款原则上只用于特定的建设项目，即主要是项目贷款。申请贷款的项目必须在经济上和技术上是可行的，而且对该国的经济发展来说应是优先发展的。在特殊情况下，银行也发放非项目贷款，如结构调整贷款，部门调整贷款，紧急复兴贷款等，以帮助借款人能够实施某项总的发展计划，或帮助借款国在自然灾害后继续维持其经济发展计划。

3. 银行贷款只提供给有偿还能力的会员国。因为银行主要依靠在国际货币市场上借入资金来向会员国提供贷款，因此必须确保贷款能如期收回。为此，银行在发放贷款前必须先审查申请国的偿债能力。

4. 只有在申请国确实不能以合理条件从其他渠道获得资金时，银行才考虑给予贷款。

5. 银行的贷款一般只提供为实施某个项目所必须进口的商品和劳务所需要的外汇开支, 约占项目投资总额的 30—40%, 个别项目可以提高到 50%。对与该项目配套的本币资金银行一般不予提供。

银行提供的贷款期限较长, 期限均在 5 年以上, 最长可达 30 年, 平均期限约 17 年, 宽限期大约 4 年。银行早期提供的贷款都是固定利率, 自 80 年代以来浮动利率贷款逐渐增多。虽然银行的贷款参照市场利率来确定利率, 但由于它目前拥有相当于近 100 亿美元的流动资金, 从而可以在资本市场利率过高或波动过大时暂不借款, 因而其借款成本相对稳定; 还由于它拥有 70 多亿美元不支付红利的净资产, 因而其贷款利率可以低于市场利率。

国际复兴开发银行目前只向发展中国家提供贷款。银行提供贷款时要考虑该国人均国民生产总值的高低。总的来看, 银行向低收入水平国家的贷款比例有所降低, 而主要将资助这部分国家的任务交由国际开发协会承担; 银行对中等收入水平国家的贷款比例大幅度提高, 对高收入水平的国家的贷款比例则大幅度降低。这是因为中等收入水平的国家偿债能力较强, 而高收入水平国家已可以依靠自有资金或从其他来源获得资金, 因而对其贷款减少。

从银行贷款的项目看, 五六十年代主要提供给一些基础设施项目, 此后逐渐开始重视农业, 向农业和农业发展项目提供的贷款逐渐增多。从 70 年代开始, 银行的贷款项目范围大大扩展, 对教育、能源、人口、城市建设等方面的贷款有了较快增加, 而且开始重视环境保护和健康保护等内容。

(三) 贷款的种类

在 80 年代以前, 国际复兴开发银行一直把贷款分为项目贷款和非项目贷款。以后银行又设置了结构调整贷款和部门调整贷款等政策性贷款。1984 年, 银行将其贷款细分为五类, 即 (1) 具体投资贷款; (2) 部门贷款 (包括部门投资贷款、中间金融机构贷款和部门调整贷款); (3) 结构调整贷款; (4) 技术援助贷款; (5) 紧急复兴贷款。下面分别加以介绍:

1. 具体投资贷款, 即项目贷款。这是银行贷款业务的主要组成部分, 对农业与农村发展、教育、能源、交通、城市发展、环保、供水等的贷款大多属于这一类。这类贷款的主要目的是创造新的生产能力, 培养人才, 增加产出。项目贷款的期限一般为 4—9 年。

2. 部门贷款。部门贷款也是银行贷款的主要形式之一, 主要有以下三种: (1) 部门投资贷款。这类贷款的目的是改善部门政策和投资重点; 增强借款国制定和执行投资计划的能力。目前对运输部门的贷款大多采用这种形式, 期限一般为 3—7 年。(2) 部门调整贷款。这类贷款的主要目的是支持某一具体部门的全面的政策和体制改革, 它比结构调整贷款涉及的范围要窄。如果借款国执行能力不强, 总的经济管理和政策改革水平或国民经济规模不允许进行结构调整时, 就可以选用这种贷款。这种贷款通常为部门的进口提供所需外汇, 并预先确定受益人或按双方商定的标准选择受益人。贷款期限为 1—4 年。(3) 中间金融机构贷款。包括向开发金融部门和农业信贷机构的贷款。其具体方式是由银行将贷款作为一个独立项目贷给中间金融机构, 再由其转贷给国内的分项目。对分项目的选择, 转贷的利率, 评估和监督都由中间金融机构执行, 但必须符合国际复兴开发银行的标准。贷款期限为 3—7 年。在我国由中国投资银行和中国农业银行具体承办这种贷款。

3. 结构调整贷款。结构调整贷款是一种非项目贷款, 目的是帮助借款国在宏观经济、部门经济和经济体制等方面进行全面的调整 and 改革, 以帮助其

克服经济困难，特别是国际收支不平衡的困难。其具体目标是：（1）帮助借款国改革经济政策和体制，提高资源使用效益，从经济结构上减少国际收支逆差；（2）帮助借款国调整经济结构和发展格局，以适应变化了的世界经济形势；（3）向借款国提供自由外汇，用于进口必需的原料和部件，维持和恢复经济增长，帮助吸收外来资金。银行从1980年开始发展这种贷款。

银行的结构调整贷款有近乎苛刻的条件。首先，借款国是由于经济结构等原因陷入或面临巨大的国际收支逆差，且一时难以扭转；其次，借款国政府必须承诺并制定结构调整计划，并说明长期目标和短期措施。银行对计划的执行作定期审查。

结构调整贷款支付很快，最快的可在一年内分两次支付完毕。贷款的期限通常为1—2年。

4. 技术援助贷款。技术援助贷款的目的是加强借款国有关机构制定发展政策和准备特定投资项目的的能力，可分为两种，一种是对投资项目的准备、设计和执行过程中的技术援助提供的贷款；一种是为加强组织机构或政策研究、国民经济发展规划、国有企业改革或某一机构的经营管理提供技术援助的贷款。技术援助贷款的期限为2—6年。

5. 紧急复兴贷款。这类贷款旨在帮助会员国应付自然灾害或其他灾难所造成的影响。期限大多少于4年。

在上述五类贷款中，具体投资贷款，部门贷款中的部门投资贷款和中间金融机构贷款，以及紧急复兴贷款属项目贷款，它们是银行贷款业务的主要组成部分，一般占贷款总额的75%左右。其他几类贷款基本上属于非项目贷款。

此外，银行还开设了“第三窗口”贷款，这是相对国际复兴开发银行发放的一般贷款和国际开发协会发放的软贷款而言的第三种贷款，其贷款条件介于上述两种贷款之间，比一般贷款的利率低，比软贷款的利率高。对于低于一般贷款的利率部分，由较富裕国家（工业国和产油国）投资设立的“利息贴补基金”进行贴补。“第三窗口”贷款主要用于援助低收入国家，其期限可达25年。该贷款于1975年12月开始发放，但实际只发放了两年，总金额约7亿美元。

为了利用世界银行的高信誉吸引更多的投资者向发展中国家提供资金，世界银行创造了“联合融资”这一贷款方式。所谓“联合融资”，是指世界银行与其他方面的贷款者联合，共同为借款国的某一项目提供融资。除了世界银行本身的贷款以外，联合融资的其余资金主要来自以下几个来源：（1）官方援助，包括各国政府、政府所属外援机构、多边金融机构（如亚洲开发银行、非洲开发银行等地区性发展银行）提供的援助；（2）出口信贷，包括各国进出口银行和一般商业银行提供的出口信贷；（3）私人金融机构贷款。

联合融资分两种方式，一种是平行式联合融资（Parallel Financing），即世界银行和其他贷款人均按自己的贷款条件分别与借款国签订借贷协议，并分别提供资金。这种方式虽然具有较大灵活性，但不便于借款国进行管理；另一种称共同贷款（Joint Financing），即由世界银行和其他贷款者按事先约定的出资比例出资，将资金汇总后，按照世界银行的贷款程序和商品劳务采购原则与借款国签订借贷协议。这种方式借款国比较容易管理；也有利于扩大世界银行的影响，因而世界银行更倾向于这一方式。

1975年，世界银行第一次采用联合融资方式向巴西国营钢铁公司提供了

1.5 亿美元贷款。80 年代以来，由于债务危机，联合融资的作用也越来越受到重视。1989 年，世界银行扩展了联合融资的做法，可以在世界银行不出资的情况下为商业银行贷款和发展中国家的政府债券提供担保，从而扩大了联合融资的应用范围。据估计，1992 年世行的资金动员率达 1:6，即世行每投资一美元便能带动其他投资者向发展中国家投资 6 美元。可见，联合融资确实起到了“催化剂”的作用。

（四）贷款的程序

银行资助的每个项目都必须经历一个周期，包括项目的选定、准备、评估、谈判、执行和监督、总结评价六个阶段。这六个阶段构成一个项目周期。

1. 项目的选定。项目的选定是项目周期的第一阶段。在这一阶段，银行主要进行以下几方面工作：（1）与借款国开展各个方面的经济调研工作。银行首先要向借款国派出综合考察组，对借款国的经济、政治、文化方面的情况进行了解，最后编写借款国家经济考察报告，作为银行总部制定发展战略的依据。在这一过程中，银行也为借款国的经济改革与发展提供技术援助，并让借款国了解到获得贷款的前提条件。（2）与借款国商讨贷款计划。银行对借款国提出的项目单子根据其贷款政策和贷款方向进行审查和补充，并与借款国就未来的贷款计划进行协商与达成共识。（3）派出项目鉴定团。银行在对会员国经济进行全面考察的基础上，根据与借款国达成的贷款计划，向借款国派出鉴定团对双方感兴趣的项目进行实地考察与鉴定。

2. 项目的准备。项目的准备阶段主要对建设项目的技术应用、组织管理、经济效益、财务计划等进行全面的规划。项目准备工作主要由借款国承担，但应争取银行的密切合作。做好这一阶段工作大约需 1—2 年时间。

银行在准备阶段主要进行以下几方面工作：（1）帮助借款国了解银行的要求和标准，以提高准备工作的效率，保证准备工作的质量。（2）向借款国提供资金和技术援助。一方面，银行将借款国在准备阶段支付的费用可以从所商定的贷款中偿还，或将这笔费用包括在另一项目的贷款中；此外，银行还与联合国开发计划署、粮农组织、工发组织等合作，为借款国筹集赠款，以用于准备阶段的支出；另一方面，银行的专家、工作人员和聘请的专家为项目提供必要的技术援助，人员培训和出国考察则有助于提高借款国项目准备人员的素质。（3）对借款国项目准备中存在的不完全或不充分的方面进行补充。在项目的准备阶段，主要由借款国对项目在技术、经济、财务、组织体制、社会及环境等方面的可能性进行全面、系统的分析。在此过程中，为了保证分析的方法正确、数据和资料全面准确，银行对借款国给予必要的指导和监督。

在这一阶段，借款国的主要任务是做好可行性研究，这一般包括以下几步：（1）机会研究。即鉴别投资机会。这一步的精度要求较低，只要求达到 $\pm 30\%$ 左右，因而主要依靠经验进行；（2）初步的可行性研究。在这一步进行项目的初步选择，主要对项目方案进行初步的技术和经济分析，以决定项目是否可行。这一步的精度要求为 $\pm 20\%$ 左右；（3）可行性研究。这一步对项目进行深入的技术、经济分析，确定最佳方案，精度要求达 $\pm 10\%$ ；（4）项目可行性研究报告。该报告对项目是否可行作出评定，评定时要从技术、机构、财务、经济、社会与环境五个方面论证项目的可行性。

3. 项目的评估。项目的评估严格地讲是准备工作的顶点，是项目周期中的一个关键阶段。这一工作基本上由银行自己完成。银行要派出评估小组对

上一阶段的成果进行评估，在此基础上对项目的可行性进行详细、全面的分析、论证，作出独立的评价和结论，并写出评估报告。项目的评估一般分为预评估和正式评估两个阶段，如项目准备难度大，则可能还有后评估阶段。与项目准备阶段的可行性研究一样，项目评估阶段银行要对项目在技术、经济、财务、机构、社会与环境五个主要方面的可行性进行论证。（1）技术可行性。主要分析项目的规模、选址、工艺设备水平是否合理，并对项目的成本进行估算，同时要分析项目的执行计划是否可行。这一部分的关键是审查费用的估算和这种估算所依据的工程技术或其他数据，以决定它们在一定幅度内是否正确，是否为可能出现的意外情况做了准备。（2）经济可行性。经济可行性从整个国民经济角度衡量和评价项目对国家开发计划和国民收入增长作出的贡献，分析项目经济效益的大小。分析经济可行性时采用的是成本效益分析法。在经济可行性研究中，经常用到影子价格。影子价格一般在市场上价格受到贸易、税收等原因扭曲时采用，目的是将项目的财务价值转换为经济价值。（3）财务可行性。财务可行性是从项目和项目受益人的角度，衡量项目在财务上的盈利能力和受益人的总体盈利水平，受益人偿还贷款的能力，估算项目投资大小和分项项目所需资金的各种来源。在这一方面，银行要考察项目的内、外资金来源是否落实。由于银行一般只提供项目全部费用中的外汇部分，因此落实内部配套资金对项目的顺利实施十分重要。必要时银行还会协助借款国寻找其他资金来源。另外，银行还根据项目的资产负债表、损益表和现金流量表这三大报表进行财务比率分析和敏感性分析，以确保项目在各种情况下均有较强的盈利能力。（4）机构可行性。银行主要分析项目执行机构的内部结构、与其他部门的协调关系、与项目执行过程中其他合同当事人的关系等，借此判断项目执行机构的管理能力是否与项目目标相适应、是否能胜任执行项目的任务。如果发现机构能力太差，则采取技术援助等措施来提高其能力。（5）社会与环境可行性分析。银行要评估项目可能产生的社会效益和成本，如对妇女社会地位的提高的作用，移民问题等，并采取相应措施。另外还要根据借款国和银行的环保标准，审查环保措施及环境保护行动计划，以保证项目在环保上的可行性。

银行的评估组在完成评估后，向银行提出两份报告书，一份是可行性研究的“绿皮报告书”，另一份是“灰皮报告书”，作为同意贷款的通知。

4. 项目的谈判。项目评估结束后，银行与借款国之间就开始进行项目谈判。项目的谈判是以项目评估报告（“绿皮报告书”）为基础进行的，一方面就有关的技术问题进行讨论和确认；另一方面就贷款协定和项目协定的条款进行协商，以进一步明确为保证项目的成功，双方应采取的措施。项目的谈判一般需要1—2周，在谈判过程中，由于银行的建议一般是根据专家意见和世界范围的经验作出的，因而借款国一般都尽量采纳。

5. 项目的执行。项目谈判结束后，借款国和项目受益人要对谈判达成的贷款协定和项目协定进行确认，然后交银行执行董事会批准。董事会批准后，银行和借款国的代表即在协定上签字，并送联合国注册登记。在借款国将协定生效的法律文件送交银行后，银行就宣布贷款协议正式生效。至此，项目进入执行阶段。项目的执行阶段一般从项目正式成立开始，到项目贷款发放完毕，项目投产为止。在这一阶段，由借款国负责项目的具体执行和经营，银行则主要负责对项目的监督，以保证项目按协议和计划顺利完成。银行的监督主要包括以下几方面内容（1）要求借款国定期提供项目执行进度报告；

(2) 每年到项目现场进行一到两次实地检查, 以及时发现问题; (3) 对借款国的项目执行活动进行审查或审批; (4) 每两年对借款国项目总体情况进行一次大检查。

6. 项目的总结评价。也称项目的后评价, 一般是在项目贷款发放完毕后1年左右进行, 其主要目的是通过对项目执行情况进行回顾, 总结经验教训, 评价项目预期收益的实现程度, 为今后的项目贷款业务提供有益的参考。在项目的后评价阶段由银行和借款国合作准备一份项目完工报告。该报告由三部分组成, 第一、三两部分由银行完成, 第二部分由借款国完成。项目完工报告完成后, 须在提款截止期结束后的几个月内, 交给银行业务评价局局长, 并散发给执行董事会的各位董事审阅。项目的后评价对银行和借款国都很重要。对银行而言, 可以通过后评价总结经验教训, 对借款国而言, 可以借此建立自己的总结评价制度, 提高未来开发投资的经济效益。

(五) 银行贷款的使用与管理

贷款协定获批准生效后, 借款国便可以提取贷款资金。借款国的提款申请要受到许多约束。首先, 贷款的支付必须符合《国际复兴开发银行协定》、《国际复兴开发银行贷款协定和担保协定通则》(简称《通则》)及项目本身的《贷款协定》的约束, 只有符合上述文件约束, 从而符合贷款原则的提款, 银行才予以支付; 其次, 贷款的提取还应遵守《国际复兴开发银行贷款和国际开发协会信贷提款指南》(简称提款指南)和《支付手册》的有关规定。提款指南主要规定了有关提款和支付的程序和方法; 支付手册则规定了有关提款和支付的一般条件, 主要是规定哪些费用属于合格支出, 可以向世界银行申请支付。

银行的提款指南和支付手册及通则介绍了提款的一般方法和规定, 而支付信则具体规定了每一项目的支付办法和财务管理要求。支付信是有关支付的最重要的一份文件, 一般在贷款协定签字后由银行向借款人代表(财政部)寄出, 同时向项目执行机构寄出一份副本。支付信规定了项目支付过程中必须遵守的一切规则和程序。每封支付信均附有一本《通则》和一本《提款指南》, 以及一本《支付手册》。

1. 支付信。支付信的主要内容包括: (1) 提款表格样本; (2) 专用帐户管理的特别要求; (3) 费用报表的使用和管理; (4) 追溯贷款; (5) 支付条件; (6) 银行对统计货物和劳务来源国的数据要求; (7) 申请书的最小金额; (8) 审计要求; (9) 银行管理的任何联合融资的支付安排等。下面对其中的主要项目加以介绍:

(1) 支付申请表格。在向银行报送提款申请书时, 需要填写承包商或供应商及类别或分项目的情况, 如果费用支出只涉及一个类别、一个承包商, 则只需填写 1903 申请表即可(在下文中将详细介绍); 如果费用支出超过一个以上的合同承包商或供货商或一个以上的类别, 或一个以上的合同, 则还要提供摘要表或费用报表(SOEs)。这两种表格的使用方法和内容基本相同, 只是二者所附的支付单据不同, 摘要表要求提供全部证明文件, 而费用报表不必提供证明文件, 而只需将证明文件由借款人集中保管, 以备银行审计。

使用摘要表和费用报表的前提条件不同。在填写提款申请书时, 只要“费用详细说明”栏空格不够, 或涉及一个以上的供货商, 一种以上的费用类别, 或一个以上的分项目, 即可使用摘要表, 而要使用费用报表支付, 借款人一定要具备以下条件: 在管理和核算方面具有准备和保存费用报表记录以备

随时审查的能力；严密的内部控制并且安排对费用报表进行定期、独立的审计。一般地费用报表适用于有关证明文件繁杂琐碎的项目或支出，如自营土建工程、营运费用、小额农业分贷款或对小金额合同或订单的付款等。对可使用费用报表的费用类型和限额都在支付信中予以说明。

(2) 专用帐户。专用帐户是在借款国国内开设的专门用以存放周转金的帐户。周转金是银行为了加快支付速度，加快项目执行而采取的改革。在采用周转金以前，借款人的每一笔费用都要由银行直接支付，这既拖延了支付时间，又增加了银行的业务成本。周转金则允许银行在实际费用发生前预先向借款人支付一定金额的资金供其周转使用。周转金可用于支付属银行贷款范围的国内或国外支出。

专用帐户是为存放周转金而设立的，因此“周转金”和“专用帐户”是混用的。专用帐户通常设在借款国国内的一家商业银行，但该银行必须可以经营外汇和本国货币交易，并能迅速处理大笔交易。专用帐户的货币在借款人与银行谈判时即达成一致，一般是在国际贸易中广泛使用的完全可兑换的稳定货币。一般专用帐户只能以一种货币开设，但在特殊情况下也可以开设几个不同币种的专用帐户。

专用帐户的最高金额称核定分配额，一般按照由专用帐户支付，应由银行承担的项目四个月平均费用计算。只要是符合条件的合格费用，应尽量从专用帐户中支取。在支付信中规定了一个最小金额，在此之下的所有支付均须通过专用帐户进行，超过这一金额在帐户中资金充足的情况下也可以通过专用帐户支付。专用帐户的资金使用后，可以申请银行补充，但 47 每次申请补充的金额一般不得少于 20 万美元。回补申请书应一月提交一次，即使用款少于 20 万美元，也应定期向银行提供有关专用帐户使用情况的报告。如果银行同意，提交回补申请书的时间间隔可以适当延长，但也不能超过 3 个月。

由于银行规定贷款的每笔支出款项都必须提供全部证明文件，而专用帐户中的周转金是银行预付给借款人使用的，因而借款人在提取时未出具任何证明文件。所以银行必须在贷款结束前收到合格的证明文件，以保证所有的预付金额都用于合格的费用。为此，在贷款余额等于预付金额两倍时，银行即开始逐步回收专用帐户中的金额。回收的方法是将每一笔有证明文件的回补申请书下的金额的 1/3 用于冲抵预付款，从而保证全部预付款最后都有充足的证明文件。

(3) 追溯贷款。追溯贷款是指银行为贷款协定签订以前发生的费用而提供的贷款。根据规定，在贷款协定签订前付款通常是不合格的支出，不能从贷款中支付。但有时根据项目的需要，在贷款协定中规定了追溯贷款条款，特别授权在贷款协定签订前支付的费用是合格的，从而可以在贷款协定生效后予以追补支付。追溯贷款条款对追溯贷款的限额加以明确规定，并规定合格费用的类别，只有属于所确定的类别的费用支出才能列为合格费用。此外，该条款还规定了划定合格费用的日期，只有在该日期后发生的合格费用才能申请追溯贷款。

追溯贷款的最长追溯期限一般不超过一年，金额不超过贷款总额的 10%，在回补这类费用时也必须向银行提交单独的申请书。

根据《通则》规定，对银行的贷款要收取利息。目前银行采用浮动利率，按银行用于贷款部分的资金的筹资成本，加上 0.5 个百分点确定，利息仅对

已使用且尚未偿还的部分收取，而对于银行已经承诺但借款人尚未使用的部分，银行收取一定比率的承诺费，承诺费费率为 0.25—0.75%。

2. 贷款的支付程序。目前，银行贷款的支付程序主要有三种，即偿还支付，直接支付和特别承诺支付，这三种支付方式用途各不相同，使用的申请表格也不相同，偿还支付和直接支付采用提款申请书（1903 表）；特别承诺支付则使用特别承诺申请书（1931 表）。

（1）偿还支付。偿还支付又分两种情况，一种是先从专用帐户中支出，然后要求银行偿付；另一种是在没有开设专用帐户的条件下，借款人先用自己的资金垫付，然后要求银行偿付。偿还支付下支付的款项一般金额不大，都属在银行规定限额以下的小额零星支付，因此只需填写费用报表（SOEs）；如果金额超过了费用报表的限额，就应当填写摘要表，并附寄全套的合同和支付单据。

（2）直接支付。直接支付是指借款人在购买商品或劳务以及聘请咨询专家时，直接要求银行将款项支付给承包商或合同商。使用这种支付方式时，应在申请付款前或申请付款的同时，把一式两份合同送交银行。直接支付的金额一般均超过银行规定的以费用报表支付的限额，因此借款人均必须提供足够的支付单据。

上述两种支付方式均要求借款人填写 1903 申请书，只是所附资料略有不同。在偿还支付方式下，需附以下资料：一式两份费用报表或摘要表；一式两份合同和付款凭证副本；如申请的金额系用于回补专用帐户，还需开户银行出具的专用帐户对帐单复印件；一份专用帐户调节表。由于直接支付方式的金额均超过费用报表支付限额，因此直接支付方式只要求前两项资料，而不需要后两项资料。

（3）特别承诺支付。即借款人在购置大型设备时，常常要以信用证方式支付货款。如果商业银行在没有担保或抵押的情况下不愿开立、通知或保兑信用证，经借款人申请，银行可以向商业银行提供特别承诺，同意偿付商业银行在信用证下已支付或将要支付的款项。特别承诺一旦发出，即不可撤消，并不受日后银行贷款暂停或取消的影响。

银行作出特别承诺时一般都规定了银行有义务承付的按贷款币种计算的等值金额，根据这一限额，银行将贷款总额中的相应金额划入特别承诺款中，以支付未结清的全部特别承诺。

借款人申请特别承诺支付时应填写 1931 表，一式两份，并附以下单据：两份合同或购货单副本；商业银行拟发的信用证副本两份。在银行以 2018 表发出特别承诺后，商业银行则可以在每次在信用证项下付款或议付单据后，立即以电报或电传方式通知银行付款；或者以信函方式向银行寄送 2015 表要求其付款。银行则在收到要求付款的单据 30 天内向商业银行付款。

在特别承诺支付方式下，商业银行必须直接通知银行有关信用证的任何修改。以下修改必须事先经银行批准方可生效：信用证金额，货物种类，数量或受益人的修改；超过信用证原有效期 6 个月以上的延期，或超过帐户关闭日的任何修改；在货物装运前，允许预付款大于 25% 的修改。

特别承诺支付对银行和供货商双方都有利。对银行来说，他可以把特别承诺部分的金额从原贷款金额中分出来，从而可以避免付款时出现贷款资金不足的现象，有利于维护银行的信誉；对供货商来说，有了银行的特别承诺，就可以保证收到货款，从而减少风险。

（六）货币总库制与单一币种贷款

在 1980 年 7 月 1 日以前，银行贷款的偿还必须按贷款时支付的各种货币归还。而银行在提供贷款时有权使用任何一种可得到的货币进行支付，并有权决定借款人每一次还本时应用的货币。这样在一笔贷款最终拨付完之前，银行和借款人都不知道贷款的最终货币构成，而借款人在贷款支付完毕后也不能知道还本时偿还货币的次序。这就使不同的借款人在偿还银行贷款中承担的外汇风险不同。为了改变这一状况，从 1980 年 7 月 1 日起，银行对贷款实行货币总库制，以使不同货币币值波动的风险在所有借款人之间平均负担。在货币总库制下，银行共设置 4 个帐户，即汇总付款帐，贷款帐、积欠用款帐和借款人债务分户帐。汇总付款帐用来记录参加总库的各贷款户已支付并积欠但尚未到偿还期的各种货币的每日余额，以及按当日汇率的折合美元数。贷款帐、积欠用款帐和借款人债务分户帐只按折合美元数记帐。

为了使各贷款户平均分担外汇风险，银行采用了三个估价指标，即重估价系数（RF）、累计重估价系数（CRF）和分期还款调整系数（AAF），以对汇总付款帐中的贷款总额和积欠用款帐进行重新估价，以保证所有参加总库的每一贷款的积欠本金按其参加总库的份额承担当天汇总付款帐所发生的汇率损益。重估价系数是指由于汇率的变化而使当天总库的美元价值与上一天相比的变化比率；累计重估价系数即每一时期内所有各天的每天重估价系数的连乘积，用以衡量这一时期内由于汇率变化而造成的总库美元价值的变化；分期还款调整系数则相当于每一贷款户的积欠用款按每笔用款额加权计算后的平均“累计重估价系数”。

在具体应用中，每天业务结束后，银行将所有的货币金额按当日各自对美元的汇率折合为美元，汇总在一起；第二天业务开始前，再按当日各种货币对美元的汇率将所有货币余额汇总在一起。这两个汇总值的比值就是当天的重估价系数。对每一具体项目，银行每天将该项目下的积欠用款额的等值美元按当日的累计重估价系数换算为 1980 年的不变美元值，在每次计算利息或本金时，再将 1980 年的不变美元值按当日的累计重估价系数折合为付款日当日的等值美元。关于货币总库制下各种估价指数及偿还本金、利息额的计算，读者可以参考世界银行文件《货币总库制》（《世界银行重要文件资料汇编》（1994 年增订本）P308 页。）。

尽管货币总库制在平均分摊货币风险方面起到一定作用，但同时也存在许多缺陷。因此，银行于 1989 年改进了货币总库制，并要求借款国考虑是否采用新的货币总库制。同时，从 1993 年 2 月 15 日开始，银行决定在继续实行货币总库制的同时，增加单一币种贷款，可供选择的货币为美元、日元、德国马克、法郎和英镑。借款国可以选择其中一种货币作为计值货币，也可以按一定比例选择多种货币计值。

在单一币种贷款下，利率的确定按以下方式进行：首先将上述五种货币组成的五个筹款库的借人成本每半年计算一次，根据这一成本与六个月 LIBOR（法郎则用巴黎同业拆借利率）进行比较从而得出一个利差，然后求出五种货币利差的平均值；其次根据下列公式计算贷款利率：六个月 LIBOR + 利差 + 0.5%，即贷款利率为银行筹资成本加上 0.5%，利率在每年 1 月 15 日和 7 月 15 日确定。

根据银行的分析，在货币总库制条件下，利率风险较小，而汇率风险较大；在单一币种贷款下，则是汇率风险较小而利率风险相对增加。世界银行

认为，由于各国政府的外汇储备结构与货币总库的币种结构基本一致，因此各国政府基本可以避免货币总库制的汇率风险；同时一些发展中国家对利率反映相对迟缓，因而货币总库制下相对稳定的利率也有利于这些发展中国家。总之，货币总库制基本上适宜于借款国政府。同时，银行又考虑到如果借款人所需货币和未来收入货币比较单一，则在利率和汇率方面风险都较大，在这种情况下单一币种贷款更为适宜。

目前单一币种贷款仍处于试验阶段，银行将在总结经验的基础上决定是否继续推行单一币种贷款。

三、国际复兴开发银行业务（二）——技术援助与经济研究

技术援助与经济研究是国际复兴开发银行业务的重要组成部分。在银行开展贷款业务的过程中，银行逐渐认识到只向发展中国家提供资金是不够的，还必须同时提供技术援助，才有利于项目的顺利完成和运营。

银行提供的技术援助主要是用来支持其项目贷款，因而往往同建设项目结合起来进行。其次，银行还作为联合国开发计划署资助项目的执行机构，向会员国提供技术援助。具体而言，银行的技术援助主要包括以下几个方面：

1. 对建设项目提供技术援助。这是银行技术援助的主要方式，即从项目的准备、执行、经营，直到项目的组织管理过程中提供技术援助，特别是对项目的准备阶段提供技术援助。在这一方面，银行采取了以下几项措施：

（1）成立建设项目筹备机构。这一机构设立于1955年。它通过向贫困国家预付一笔资金，以解决这些国家的建设项目遇到的问题。这项预付资金应由借款人通过正常渠道偿还。

（2）设立“项目准备融通资金”。这项资金主要是为了满足借款国在项目准备阶段所需的技术援助，为借款国在项目准备和机构建设方面提供资金。

（3）提供专项长期无息贷款。这种贷款主要用于一些大项目比较集中的地方，以满足对项目的前期工程进行研究所需的资金。工程开工后，如需聘请专家，则所需费用也可以用长期无息贷款支付。

2. 负责其他机构技术援助的管理。如管理联合国开发计划署资助项目所需的技术援助和其他有偿援助计划等。

3. 业务范围外的技术援助。包括在建设项目过程中培训当地职工、经济发展学院举办培训班；派出专家为项目准备提供有关人口、财务和经济方面的咨询意见等。

4. 对会员国发展工作的技术援助。如帮助会员国制定社会经济发展政策、建立发展工作机构，拟定投资计划，研究部门发展，确定项目和其他优先注意事项，进行个别项目的可行性研究以及为会员国在经济发展中遇到的某些特殊问题提供解决方案等。

5. 有偿的技术援助。这主要是向那些不向银行借款的石油输出国提供的，从1975年开始实施，其目的是解决石油输出国在对基础设施等方面进行大规模投资时所遇到的管理人员和技术人员的缺乏问题。

另外，银行还负责对国际农业开发组织承担的农业、农村开发项目提供有偿技术援助。

6. 无偿技术援助。这种技术援助于1982年开始，主要对一些发展中国家提供，特别是优先向撒哈拉以南非洲国家提供。

银行的技术援助不断发展，援助范围也不断扩大，对发展中国家提高项

目管理和技术水平起了很大作用。

作为开发性金融机构，银行十分重视社会经济调研工作，以便加深对发展过程的了解，加强银行制定政策的基础，支持银行的贷款业务，以及帮助发展中会员国加强自己的研究能力。在经济调研工作中，银行积极与发展中国家的研究机构合作，并注重把研究项目与银行贷款业务相结合，以推广所取得的研究成果。

第三节 国际开发协会（IDA）

一、国际开发协会的历史发展及宗旨

国际开发协会（简称“协会”）的成立实际上是发展中国家与发达国家之间既斗争又合作的结果。二战后成立的国际复兴开发银行尽管其重点逐渐转向为发展中国家的经济发展提供资金和技术援助，但由于银行把有偿能力作为向会员国提供贷款的一项重要原则，因此许多最贫穷的国家被排除在银行的贷款计划之外，使这些国家的经济发展受到了严重阻碍。在这种情况下，广大发展中国家强烈要求建立一个新的国际金融机构，以便向低收入发展中国家提供长期优惠贷款，促进这些国家的经济发展。

在整个 50 年代，发展中国家的一系列类似建议都遭到发达国家特别是美国的反对。到 50 年代末，印度、巴基斯坦等国发生债务危机，反映了减轻发展中国家债务负担的迫切性；与此同时，美国在实施《第 480 号公法》和“开发贷款计划”的过程中积累了大量发展中国家的货币，而巨额的国际收支赤字又使美国希望尽快成立一个多边援助机构减轻美国的外援负担。出于上述两方面原因，美国的态度开始转变，并于 1958 年 2 月提出了设立国际开发协会的建议，得到了广大发展中国家和银行的支持。1960 年，银行执行董事会拟好了国际开发协会协定并送请各会员国审批。到 1960 年 9 月 24 日，有 8 个第一类国家和 7 个第二类国家批准了协定，其认缴的股份也达到了使协定生效的数额，国际开发协会正式宣告成立。

国际开发协会也是一个政府间组织，其组织形式与国际复兴开发银行相同，只要是国际复兴开发银行的成员国均可参加国际开发协会。与银行不同的是，协会的成员国按照人均国民收入分为两类，第一类是经济上较发达或收入较高的国家，这些国家是协会资金的主要提供者；第二类是发展中国家，是协会信贷的接受国。截止到 1992 年 6 月 30 日，协会成员国已达 142 个，其中第一类会员国 24 个，第二类会员国 118 个。

协会在法律和财务上与银行是独立的，二者的股本、资产和负债相互分开，业务也分别进行。但是在组织机构上，二者是两块牌子、一套人马，只不过是提供条件不同的贷款的两个窗口。因此“世界银行”一词现在通常统指国际复兴开发银行与国际开发协会。

国际开发协会在名义上有自己的理事会、执行董事会，以及总裁和副总裁，但实际上这些职务都由银行的相应人员兼任，因而协会并不是独立于银行的机构，它实际上是一笔由银行经营管理的资金。银行的有关人员负责处理协会的日常工作，为了弥补因办理协会业务而增加的开支，银行每年向协会收取一笔管理费。

根据协会的协定规定，国际开发协会的宗旨是为了帮助世界上欠发达地区的协会会员国促进经济发展，提高生产力，从而提高生活水平，特别是以比通常贷款更为灵活，在国际收支方面负担较轻的条件提供资金，以解决他们在重要的发展方面的需要，从而进一步发展银行的开发目标并补充其活动。

二、国际开发协会的业务

协会的主要业务是从事项目贷款，同时也提供技术援助和进行经济调研。与银行的贷款不同的是，协会的贷款是优惠的无息贷款，只收取少量手续费和承诺费，而且期限也比银行贷款长，一般为 35—40 年，平均为 38.3

年，并有 10 年的宽限期。为了区别协会和银行的贷款，一般将银行提供的贷款称为贷款（Loan），也称硬贷款；而将协会提供的贷款称为信贷（Credit）也称软贷款。

（一）资金来源

国际开发协会的资金主要来源于四个方面，即会员国认缴股金、会员国和其他资助国提供的补充资金和特别补充捐款、银行从其业务收益中拨来的赠款；以及协会的资金回流。

1. 会员国认缴股金。协会成立时法定资本为 10 亿美元，其中第一类国家为 7.6 亿美元，以黄金或可自由兑换外汇上缴；第二类国家为 2.4 亿美元，10% 以黄金或可自由兑换外汇上缴；90% 以本国货币上缴。此后随着会员国的增多，认缴资本逐渐增加，截止到 1989 年底，已达 914 亿美元。

2. 会员国和其他资助国的补充资金和特别捐赠。由于会员国认缴的资本不能满足业务需要，而协会协定又禁止协会在国际金融市场上发行债券来筹资，因而各会员国的补充资金成为协会的一个重要资金来源。补充资金主要由第一类会员国提供，这种补充资金不计投票权，也不偿还，属无偿赠予。此外，瑞士虽不是协会会员国，但也向协会提供捐赠和长期无息贷款。从 1963 年起，补充资金每 3 年进行一次，到 1990 年，已 8 次要求会员国提供补充资金，总额为 500.9 亿美元。1993 年又完成了第九次补充资金，计划在 1991—1993 年期间由 32 个会员国和瑞士捐赠 155 亿美元。1993 年银行又批准了第十次补充资金方案，将在 1993—1995 年间补充资金约 175 亿美元。

3. 银行赠款。1964 年国际复兴开发银行通过一项声明，表示将每年从其净收益中拨出一部分无偿捐赠给协会。此后从 1964 年开始，银行每年都将净收益的一部分以赠款形式划拨给协会。

4. 协会的资金回流。即协会信贷在宽限期之后的偿还，这也构成协会的资金来源。此外，协会的业务收益（手续费和承诺费）也是一种资金来源。

（二）协会的信贷业务

前面已经提到，提供项目贷款是协会业务的主要内容。但协会的贷款重点不同于银行，它的信贷主要用于经济收益率低，时间长但具有较好的社会效益的项目，主要包括教育、卫生、农业、环保、人口等领域。协会信贷与银行贷款的另一个重要不同点是从 1980 年 7 月 1 日起，协会对信贷承诺额、费用计算，本金偿还等，都按特别提款权计算。

要得到协会的信贷必须满足一定的标准，根据规定，只有人均收入不超过 940 美元（1987 年美元计算，折成 1991 年美元为 1235 美元）的国家才有资格获得协会信贷；但在实际业务中，由于受资金限制，只有人均收入低于 580 美元（1987 年美元，折成 1991 年美元为 765 美元）的国家才能获得协会的信贷。在特殊情况下，也允许在该标准以上的一些国家获得临时接受协会信贷的资格。除了人均收入标准外，协会还依据以下三个标准分配信贷资金：（1）借款国对协会资金的实际需要程度，这可以通过分析人均国民生产总值、国家大小和贫困状态状况等来确定；（2）借款国有效使用资金的能力；（3）借款国的资信情况。

协会信贷发放的领域也经历了一个变化过程。在协会成立之初，资金主要投向交通、电力、港口等基础设施和基础产业；到 60 年代后期，随着农业日益受到重视，协会将更多的资金投向农业项目。1973 年，随着对就业和收入分配问题的日益关注，协会开始重视农村的发展，将信贷资金更多地投向

可提高农业生产力的项目。80年代以来，政策改革与结构调整被认为是低收入国家经济发展的关键，协会信贷也向政策领域倾斜。目前协会虽仍以项目信贷为主，但用于经济结构调整与部门结构调整的非项目信贷也迅速增加，信贷的投放也主要集中在非项目信贷，农业和农村发展，人口卫生保健与营养，以及教育等四个领域。在90年代，协会将减轻贫困、支持健全的宏观经济政策和部门政策以及支持环保列为业务重点，并力求通过政策对话和投资信贷两种形式来实现上述重点。

第四节 国际金融公司（IFC）

一、国际全融公司的历史发展及宗旨

国际金融公司（简称“公司”）成立于1956年，它的成立也是有关各方相互斗争、相互妥协的结果。早在1948年，就有人提出了成立国际金融公司的建议，但有关各方持反对态度。此后又几经反复，到1954年，有关成立国际金融公司的报告在联合国经社理事会上获得通过，银行受权草拟国际金融公司协定，并于1955年4月将协定送各成员国审批。到1956年7月20日，有31个国家认缴了7836.6万美元的股本，超过了协定规定的条件，国际金融公司正式成立。

根据公司协定规定，只要是银行的成员国即可加入公司。公司规定原始法定资本为1亿美元；到1993年5月，公司的成员国已达162个，其中有22个发达国家，140个发展中国家，公司的法定资本总额也因成员国的增加而增至24.5亿美元。

国际金融公司在组织机构方面与国际开发协会并不完全相同。公司的组织机构与银行一样，包括理事会、执行董事会和管理机构，其中正副理事和正副执行董事均由银行的相应人员兼任。但其管理机构除少数机构和人员由银行的相应部门和人员兼任外，还设有自己独立的管理机构和工作人员。根据公司协定规定，公司具有完全的法人地位，因此是一个独立的国际金融机构。同时，根据1957年与联合国签订的协定，公司也是联合国的一个专门机构。

根据《国际金融公司协定》规定，国际金融公司的宗旨是通过鼓励会员国，特别是欠发达地区会员国的生产性私营企业的增长，来促进经济发展，并以此补充银行的各项活动。为实现这一宗旨，公司应：

（1）同私人投资者联合，帮助那些能通过投资，对会员国的经济发展作出贡献的生产性私人企业，在其不能以合理条件取得足够私人资本的情况下，对其建立、改进及扩大提供资金，而无需有关会员国政府担保偿还；

（2）设法寻求并使投资机会、国内外私人资本以及有经验的管理技术结合；

（3）设法鼓励，并为此创造有利的条件，使国内外私人资本向会员国进行生产性投资。

二、国际金融公司的业务

根据公司的宗旨，公司的所有业务都围绕着支持发展中会员国赢利的生产性私人企业，从而促进发展中国家经济发展这一中心而展开。公司目前是为发展中国家的私人企业提供资金的最大投资者。

（一）公司的资金来源

公司的资金来源主要有四个方面；即会员国认缴的股本、公司自身的留存收益、从国际金融市场筹措的资金，以及银行的贷款。

1. 会员国认缴股本。这是公司的主要资金来源。公司刚成立时原始法定资本为1亿美元，后经数次增资，到1995年达到24.5亿美元。

2. 公司留存收益。这也是公司重要的资金来源。截止到1995年，公司累计收益已达17.26亿美元，这些收益不对股东分红，除对某些项目的捐赠外，全部留作自有资金，主要用于支付公司的行政管理费用、促进资助私人企业项目投资，以及技术援助所需的费用。

3. 从国际金融市场筹资。公司凭借其作为国际金融机构所具有的较高政治地位和一流的资信，在欧洲货币市场和其他市场上通过发行债券筹集资金，其筹资成本低于 LIBOR。目前这已成为公司最大的资金来源。到 1995 年，公司从市场借款的余额为 70.59 亿美元。

4. 国际复兴开发银行贷款。根据公司和银行签订的《贷款总协定》，公司每年可从银行以优惠条件获得一定数量贷款。到 1995 年该项借款余额为 9.34 亿美元，公司已计划今后将筹资的重点放在国际金融市场，同时适当限制从银行的借款。

（二）公司的业务活动

国际金融公司的一个重要目标就是帮助私人企业提高效益、促进竞争、克服障碍。为了实现这一目标，公司在业务上一直遵循三项重要原则：

1. 催化原则，即公司向私人企业投资或贷款将带动更多的其他投资者投资于该企业。因此公司只向投资大部分由私人资本承担的企业投资入股，而且如果没有公司的参与，该企业就无法获得必需的私人资本。同时，为了鼓励其他私人部门的投资，公司对企业投资入股一般不超过企业资本额的 25%，并且不参与企业的经营管理，也不行使投票权。通过公司的催化作用，目前公司的资金动员率（即公司每投入一美元与其所带动的其他私人投资之间的比例）已达到了 1：6。

2. 商业原则。也称利润原则。公司认为资金的流动必须遵循市场规律，因此其贷款和投资不要求任何形式的政府担保。这意味着公司与其他投资者共同承担投资风险。为此，公司要求接受资助的企业首先必须有赢利纪录，并对收回投资和收益作出适当安排；其次，该企业的利润是依靠公平竞争获得的，而不是依赖于市场扭曲（如保护主义和补贴）；再次，公司要求所资助的企业必须有利于所在国的经济和社会发展，因为只有如此，企业的发展才能得到政府支持。

3. 特殊贡献原则。公司业务在私人投资中所起的作用应当是补充作用，即通过资助企业来支持私人投资者的参与；而不是替代私人部门的投资。因此公司不对那些它认为可以在合理条件下获得足够私人资本的企业进行资助。公司支持和补充私人投资者作用主要表现在以下四个方面：一是通过公司的参与帮助私人投资者克服所在国的政治和商业风险，起到保护伞的作用，从而促进外国私人投资者的参与；二是通过提供比市场条件优惠的资金，从而支持原本难以实施的项目的成功；三是充分利用公司自身积累的投资经验和技術优势，为项目选用合适的技术，以降低项目成本，减少失误；四是通过资助私人企业，进而帮助成员国形成健全的私人部门。

公司的业务方式大致可以分为三种，即投资（包括股本投资和贷款）、资金动员和咨询服务。

1. 投资。投资是公司最主要的业务方式，截止到 1995 年 6 月，公司已承诺的投资额达到 95 亿美元，其中已发放的投资额为 73 亿美元，其中贷款为 58 亿美元，股本投资为 15 亿美元。

公司的股本投资与一般意义上的股本投资略有不同，公司的股本投资一般占项目资本总额的 25% 以下，而且公司一般不参与企业的日常管理，而只是定期进行检查，并在技术和财务方面提出自己的意见。

公司的贷款分为 A 种和 B 种贷款。其中 A 种贷款由公司自身提供；B 种贷款则是由公司出面组织国际商业银行提供银团贷款，这又与公司的资金动

员业务相联系。A 种和 B 种贷款均为公司的贷款，因而均不需要政府担保。公司贷款的期限为 7—15 年，利率根据投资对象的风险和预期收益而定，但一般高于银行的贷款利率。对未提取的贷款，公司每年收取 1% 的承诺费。

由于公司的投资没有政府担保，因此公司在进行投资以前对项目必须进行全面而严格的可行性研究和项目评估。但公司的项目周期比银行要相对简单，所需时间也较短。一般项目周期要经过申请立项、项目评估、项目审批和项目执行四个阶段。

2. 资金动员。这是公司催化作用的具体体现。资金动员分两种，一种是间接动员，即在公司参与项目的带动下，由其他私人投资者对项目进行股本投资或提供贷款。另一种是直接动员，它又可以细分为两种形式：

第一种形式即上文提到的 B 种贷款。B 种贷款即由公司与有关参与方在借款国之外的地方签订协议，将公司贷款总额中的一部分出售给其他参与投资者，即国际金融界所说的参与贷款。借款企业只与公司签订贷款协议；与此后参与贷款的商业银行没有任何债权债务关系，由公司代表参与贷款人管理该项贷款。这种贷款一般适用于规模巨大、公司本身的资金不能满足其需求的项目，如电力、交通等基础设施项目。通过参与贷款，公司既可以促进私人资本流向发展中国家，又可以加速公司自有资金的周转，对借贷双方都是有利的。到 1995 年 6 月，由公司代表参加贷款人持有的 B 种贷款的承诺金额已达 49 亿美元。

第二种直接动员形式是由公司协助发展中国家在国际证券市场发行和承销股票等证券。在 80 年代初，公司首创了国别基金这一创新金融工具，目前公司带头建立或提供支持的国别和地区基金已达 38 个，同时也促进了国际金融市场上这类基金的发展，为发展中国家提供了一个巨大的资金来源。80 年代末期以来，公司又开始重视帮助个体企业在证券市场上筹资，为许多发展中国家的企业承担了证券发行和承销工作。

3. 咨询服务。公司向发展中国家的政府和企业提供包括私有化和企业改组、资本市场发展、技术援助等方面的咨询服务。

(1) 私有化及国有企业改组。1990 年，为了适应发展中国家的私有化浪潮，公司成立了公司财务服务局，为发展中国家的国有企业私有化提供咨询服务，如帮助选择适合私有化的行业，制定最佳工作方案，帮助企业与外国投资者谈判，以保证获得公平的结果。对该项服务，公司收取一定的费用，费用分固定收费和成功收费两部分，前者主要指公司人员为提供服务所涉及的固定支出；后者则是指在项目成功后按项目投资规模的一定比例收取的费用。

(2) 资本市场发展。1971 年，公司成立了资本市场局，为发展中国家建立和健全金融部门提供咨询服务，如帮助起草证券法，帮助建立证券市场等。后来，公司又建立了“新兴市场信息库”，收集并发布 20 多个新兴证券市场的证券行情和发展中国家 1000 多家主要公司企业的各类权威性统计资料。

(3) 技术援助。公司设有技术援助处，向会员国提供可行性研究、技术转化、产品市场分析等方面的技术援助，这种援助也是收费的。此外，公司还与一些成员国设立了技术援助信托基金，专门资助公司的技术援助活动。

(4) 外国投资咨询服务公司 (FIAS)。成立于 1986 年，目前由公司，银行和多边投资担保机构共同资助和管理，主要向发展中国家政府就如何创

造良好的投资环境，如何引进先进的技术和管理经验提供咨询服务。 1995
年度 FIAS 共完成了 26 项咨询计划。

第五节 多边投资担保机构（MIGA）

一、历史发展与宗旨

多边投资担保机构（简称“机构”）成立于1988年6月，但成立机构的建议早在1961年就提出过，银行也曾于1966年起草“机构”协议草案，并先后28次讨论并修改这一草案。但因各方分歧很大，草案一直未获得通过，银行决定停止有关“机构”的讨论工作。1981年，银行决定重新讨论建立“机构”的问题。经过4年的工作，1985年银行通过了《多边投资担保机构条约》（也称《汉城公约》，简称《公约》）。根据《多边投资担保机构公约》，公约生效必须满足以下条件：一是必须有5个一类国家（发达国家）和15个二类国家（发展中国家）签署并核准；二是这些国家认购股份总额须达到“机构”法定资本的33%。1987年10月，有关国家召集会议，决定1988年4月30日前核准《公约》的国家为创始会员国。1988年6月8日，“机构”在华盛顿举行成立大会，多边投资担保机构正式成立。

根据《公约》规定，机构法定资本为10亿特别提款权，分为10万股，每股1万特别提款权，每个会员国认股数不得少于50股。从《公约》对会员国生效之日起90天内，每股股金的10%须以现金缴付（发展中国家可以本国货币支付25%），另有10%用不可转让的无息本票或类似债券缴付。余下80%在机构需清偿其债务时催缴。

截止到1994年6月6日，已有147个国家签署了加入“机构”的《公约》，其中120个国家已核准《公约》，这120个会员国已认缴股金总额8.4亿美元，实缴1.7亿美元。我国于1988年4月30日核准了《公约》，成为机构的创始会员国，认购股份达3.138%，在第二类会员国中居第一位。

根据《公约》规定，机构的目标是鼓励在其会员国之间，尤其是向发展中国家会员国融通生产性投资，以补充银行、公司和其他国际开发金融机构的活动。为达到这些目标，机构应（1）在一会员国从其他会员国得到投资时，对投资的非商业性风险予以担保，包括共保和分保；（2）开展合适的辅助性活动，以促进向发展中国家会员国和在发展中国家会员国间的投资流动；并且（3）为推进其目标，行使其他必要和适宜的附带权力。

二、多边投资担保机构的业务

承保非商业性风险和提供促进性和咨询性服务是机构的两项主要业务。

（一）承保非商业性风险

这是机构的主要业务，也是机构实现其宗旨的重要手段。机构的投资保险业务并不与各国的官方投资保险机构产生竞争，而是起到“拾遗补缺”的作用。由于官方投资保险机构容易受本国政治的影响，而且对投保项目的股权比例有限制，同时还规定承保金额的上限，这些都限制了官方投资保险机构的业务范围，使投资保险市场存在很大的空白。而机构的业务恰好填补了这一空白。

在承保非商业性风险时，为了防止发生不必要的赔偿而使机构蒙受损失，《公约》规定机构所承保的必须是合格的投资。所谓合格的投资，必须满足以下几个条件：

（1）合格的投资应包括股权投资，其中包括股权持有者为有关企业发放或担保的中长期贷款；和董事会确定的其他形式的直接投资；以及董事会的特别多数票通过的其他任何中长期形式的投资；

(2) 合格的投资必须是在要求机构给以担保的申请注册收到之后才开始执行的投资，包括为更新、扩大或发展现有投资所进行的任何外汇转移；现有投资产生的、本可汇出东道国的收益；

(3) 合格的投资必须在经济上是合理的，对东道国的发展有所贡献；符合东道国的法律条令；与东道国宣布的发展目标和重点相一致；该投资在东道国将受到公正、平等的待遇和法律保护。

此外，东道国也必须符合三个条件，即必须是一个发展中国家，必须是一个同意机构承保特定投资的特定风险的国家，必须是一个对担保的投资给予公正和平等待遇和法律保护的国家。

根据《公约》规定，机构可为合格的投资因以下几种风险而产生的损失作担保：

(1) 货币兑换险。指东道国政府采取新的措施，限制其货币兑换成可自由兑换货币或投保人可接受的另一种货币，并移出东道国境外的风险。这类风险还包括消极的不行为，如东道国政府未能在合理的时间内对投保人提出的汇兑申请作出行动。根据免责条款，对在担保合同签订时即已存在的外汇管制的法律、法令不予以担保。

(2) 征用险。即东道国政府采取立法或行政措施，或懈怠行为，实际上剥夺了投保人对其投资的所有权或控制权或其应从该投资中得到的大量收益。但政府为管理其境内的经济活动而通常采取的普遍适用的非歧视性措施不在此列。除了通过颁布法令直接取得财产，把财产所有权从原投资者手中转到国家名下这类直接国有化措施外，发展中国家还经常采取各种“间接国有化”措施，如妨碍投资者作为股东或债权人行使其基本权利，妨碍投资者转让证券和其他权利，妨碍投资者对其财产主要部分行使有效的控制权、使用权和处置权，或妨碍投资者投资项目的建设和经营。对上述“间接国有化”措施，机构也予以承保。

(3) 违约险。指东道国政府不履行或违反与投保人签订的合同，并且投保人无法求助于司法或仲裁机关对毁约或违约的索赔作出裁决；或该司法或仲裁机关未能根据机构的条例在担保合同规定的合理期限内作出裁决；或虽有这样的裁决但未能执行。

(4) 战争和内乱险。指因公约适用的东道国境内任何地区的任何军事行动或内乱给投保人造成损失的风险。这里的军事行动既包括不同国家之间的军事行动，也包括同一国家不同政府、党派之间的军事行动，既包括经过宣战的战争，也包括未经宣战的军事行动；内乱则指针对政府的有组织的暴力行为。那些针对投保者私人的恐怖主义行为，均不在此风险之列。由于战争和内乱险不受东道国政府控制，因此机构在向投保者赔付后，一般不能向东道国索赔。

(5) 其他非商业性风险。指由投资者与东道国联合申请，经董事会特别多数票通过，机构可以承保的其他特定的非商业性风险。但在任何情况下都不包括货币贬值的风险。

此外，机构对下列原因造成的损失不予担保：

(1) 投保人认可或负有责任的东道国政府的任何行为或懈怠，包括东道国法律所禁止的行为；投保者自己的行为；以投保者名义所为的行为；投保者可以行使权利制止的投资企业的行为。

(2) 发生在担保合同缔结之前的东道国政府的任何行为，懈怠或其他任

何事件。

凡是机构的成员国内的投资者（自然人或法人）到另一个国家（仅限于发展中国家）投资时均可向机构申请承保上述风险。但作为法人必须是在商业基础上经营的，而且在机构签订担保合同前，必须征得东道国政府的认可。此外，《公约》还规定，只要东道国同意，且用于投资的资本来自东道国境外，则根据投资者和东道国的联合申请，经机构董事会特别多数票通过，便可将合格投资者的范围扩大到东道国的自然人、在东道国注册的法人，或其多数资本为东道国国民所有的法人。这一规定有助于促进发展中国家在境外的资金流回本国。

《公约》的“附件”还规定了“赞助担保”机制，即任何一个或几个会员国均可自行筹资在机构内另设基金，为任何国籍的投资者（包括非机构成员国国内投资者）在发展中国家的投资提供担保。这种担保的基本规定均采用机构的规定，因而可以为非会员国的外国投资者提供与机构具有同等法律约束力的政治风险担保，从而有利于改善东道国的投资环境，引进更多的资金。

机构自成立以来，其担保业务发展迅速。到1994年6月，已先后收到1500个项目的投资者的投保初步申请，签发保险合同100项，承保金额超过10亿美元。可见机构的业务发展潜力很大。

（二）提供促进性和咨询性服务

机构通过向发展中成员国提供外国投资促进及咨询服务，以帮助成员国创造良好的环境，吸引外国私人直接投资。机构主要提供以下几类服务：

1. 投资促进会议。通过帮助发展中成员国组织外国投资促进会议，促成成员国与外国投资者的直接接触与对话，以创造现实的投资机会。

2. 执行发展计划。这种计划的目的是帮助发展中国家工商企业界经理更好地制定业务发展规划，选择合适的外国合作伙伴，采用现代国际商业惯例，并就具体投资进行评估。机构从1992年开始组织这种计划。

3. 外国投资政策圆桌会议。这种会议邀请有关发展中国家及国际著名的跨国公司经理参加，以推广有关外国投资的成功经验；改善发展中国家的投资环境。1992年6月机构在博茨瓦纳召开了第一次这种会议。

4. 外国直接投资法律框架咨询服务。机构通过与一些发展中国家合作，帮助这些国家放宽有关外国投资的法律和规章；并与一些成员国达成了外国投资法律保护协议。

三、解决投资争端国际中心（ICSID）

解决投资争端国际中心（简称“中心”）是根据1965年3月通过的《关于解决各国和其他国家国民之间投资争端的公约》（又称《华盛顿公约》）而成立的。《华盛顿公约》是南北双方既斗争又互相妥协的产物。二战以后，新独立的发展中国家纷纷对涉及重要自然资源和国民经济命脉的外资企业实行征收或国有化，引起了发达国家与发展中国家之间的矛盾和纠纷。为了解决此类矛盾纠纷，从1962年，在银行主持下，专家们开始起草《华盛顿公约》草案，在经过各类国家的激烈论战和多次修改后，终于在1965年正式通过，并于当年3月18日在华盛顿开放签署。1966年10月14日，荷兰作为第20个国家完成了批准手续，满足了《华盛顿公约》对缔约国数目的最低要求，《华盛顿公约》开始生效，中心也开始运作。截止到1994年3月，共有130个国家签署了《华盛顿公约》，其中有111个国家已正式核准，成为正式缔

约国。我国于 1990 年 2 月 9 日签署了《华盛顿公约》，并于 1993 年 1 月 7 日正式核准。在批准文件中，中国指出“中国仅考虑把由征收和国有化产生的有关补偿的争议提交‘中心’管辖”。

根据《华盛顿公约》，设立中心的宗旨在于专为外国投资者与东道国政府之间的投资争端提供国际解决途径，即在东道国国内司法程序之外，另设国际调解和国际仲裁程序。但“中心”本身并不直接承担调解仲裁工作，而只是为解决争端提供便利，为针对各项具体争端而分别组成的调解委员会或国际仲裁庭提供必要的条件，便于他们开展调解或仲裁工作，“中心”可以受理的争端仅限于一缔约国政府（东道国）与另一缔约国国民（外国投资者）直接因国际投资而引起的法律争端。对一些虽具有东道国国籍，但事实上却归外国投资者控制的法人，经争端双方同意，也可视同另一缔约国国民，享受“外国投资者”的同等待遇。

调解和仲裁是“中心”的两种业务程序。按《公约》规定，在调解程序中，调解员仅向当事人提出解决争端的建议，供当事人参考。而在仲裁程序中，仲裁员作出的裁决具有约束力，当事人应遵守和履行裁决的各项条件。

《华盛顿公约》实际上是为了保障资本输出国（多为发达国家）海外投资者的利益，它尽可能把本来属于东道国的管辖权，转移给“中心”这一国际组织。由于这一原因及其他种种原因。自“中心”成立以来，受理的业务很少。到 1992 年，“中心”只受理了 29 起业务。

第六节 世界银行集团与中国的合作

我国于 1980 年 5 月恢复在世界银行的合法地位,同时也成为公司的会员国。此后,我国与世界银行集团的合作从无到有,规模从小到大,在各个领域都取得了令人瞩目的成果。

一、利用银行和协会的贷款

银行和协会的贷款分别称为硬贷款和软贷款,但其一般程序是一致的,在这里集中进行介绍。下文中,世界银行是银行和协会的合称,世界银行贷款则包括银行的硬贷款和协会的软贷款。

(一) 利用世界银行贷款的国内程序

1. 申请立项。即由部门或地区就某一项目的建设向国家有关主管部门提出项目建议并报请批准的过程。在申请立项时,首先要选择项目并准备项目建议书。这一步要做好以下几方面工作。

(1) 选择合适的项目。所选择的项目一方面必须符合国家或地区经济发展规划,符合国家产业政策;另一方面要符合世界银行的贷款原则和政策。世界银行一般对投资规模大、建设期长、商业性贷款不愿投放但却有利于促进借款国经济发展和社会福利水平提高的项目提供贷款;此外,对那些有助于改革经济体制、推动技术进步的结构调整和工业发展项目,世行也乐于贷款。

(2) 筹措好本市配套资金。世界银行贷款一般只提供项目建设中进口所需外汇部分,项目建设所需的本土资金一般由借款人自己筹措。只有这部分配套资金得到初步落实,立项申请才有可能获得批准。

(3) 落实还贷方式。

(4) 对项目进行初步可行性分析。主要对项目在技术、经济、财务和环境等方面的可行性进行初步而全面的分析,以便为项目的成功提供充足的依据。

其次,项目建议书报送国家计委批准。一旦建议书得到批复,有关部门和地区则可开展下一阶段的工作。

2. 可行性研究。可行性研究主要对项目的技术,经济和财务方面的可行性进行综合评价论证。项目的可行性研究报告需经各级主管部门审批。可行性研究报告的批准也就标志着可行性研究工作的结束和项目初步设计的开始,项目开始进入实质性的准备工作。

3. 三年滚动计划。从 1988 年以来,国家计委和财政部开始执行三年滚动计划,即根据国家的发展规划和有关地区、部门所提项目建议,制定出未来三年利用世行贷款的初步计划,在与世行商谈后报国务院审批,计委和财政部每隔一年对计划调整一次。三年滚动计划既有相当的稳定性,又有一定的灵活性,因而能适应不断变化的贷款形势。拟利用世行贷款的项目,应在项目建设书获得批准后即申请列入三年滚动计划中,否则就不能进行下一步的可行性研究工作。

(二) 利用银行和协会贷款概况

截止到 1996 年 6 月,世界银行共向中国提供贷款 253.04 亿美元,其中银行硬贷款 164.1 亿美元,协会软贷款 88.94 亿美元,共涉及 173 个项目。1996 年财政年度,世界银行向我国提供了 29.7 亿美元贷款,贷款项目达 16 个,根据三年滚动计划,世界银行在 1997 至 1999 财政年度,每年拟向中国

提供约 30 亿美元的贷款，贷款支持的重点仍将是减轻贫困、基础设施建设、环保和人力资源开发等项目。

通过利用银行和协会的贷款，首先为我国进行基础设施，技术改造以及社会发展项目的建设筹集了大量的优惠资金，在很大程度上缓解了国内资金不足和外汇短缺状况；同时由于世行的贷款一般投向社会效益明显的基础设施、农业、教育等项目上，因而有助于实现我国产业政策和社会发展目标。其次，在利用世行贷款过程中，通过国际竞争性招标方式引进了大量先进技术和先进的设备，还引进了许多先进有效的管理方法。其中竞争性招标与工程师监理制度是我国在管理方法上引人的最为突出的成果。

二、与国际全融公司的合作

截止到 1995 年 6 月，公司在我国的投资项目已有 13 个，其中包括深圳中华自行车公司，广州标致汽车公司等项目，公司本身对华投资承诺总额已达 1.79 亿美元。公司通过贷款和股权参与方式对我国的非国有部门投资，对于支持我国多种经济成分的发展，鼓励非国有部门从事生产性活动起到了积极作用。公司对一些中外合资企业的投资，有利于带动国际私人资本流入我国。

90 年代以来，公司开始加强在华业务，在今后的一段时间内，公司将积极支持中外合资企业的发展；帮助中国发展资本市场，为国有企业的股份制改造提供咨询服务；并为我国中西部地区的经济发展提供支持。

三、与多边投资担保机构的合作

我国于 1988 年 4 月签署并核准了《多边投资担保机构公约》，成为机构的创始成员国。1991 年，我国又与机构就外国投资的法律保护、东道国货币的使用以及担保项目的审批程序达成了三个协议。

我国一直把利用外资作为一项基本国策，而高速发展的经济又为外国投资者提供了众多投资机会。加入机构，可以使外国投资者消除对非商业性风险的忧虑，有利于吸引更多的外资；同时，机构在审查担保申请时将按自己的标准对投资进行评估，只有符合东道国经济和社会发展需要的投资项目，机构才会予以担保，这有利于提高我国引进外资的质量。

截止到 1994 年 9 月，已有 5 个项目的担保申请得到我国政府批准，并由机构正式承保，总金额达 1528 万美元。将来一定会有更多的项目担保申请获得批准。这对于改善我国的投资环境，促进外资流入中国将起到积极的促进作用。

四、中国与世行的经济调研合作

到 1992 年年底，我国已经与世行合作完成了两次大规模宏观经济考察，开展了 13 项专题经济调研，并从 1987 年开始实施经济调研三年滚动计划。经济调研的三年滚动计划逐年制定，与贷款的三年滚动计划一样，也成为世行与中国合作的一种固定模式，从 1988 年到 1993 年，先后制定了 5 个经济调研的三年滚动计划，所包括的课题涉及我国宏观经济、部门经济和改革开放中的一些主要问题。

通过与世行合作进行经济调研，使我国能及时了解经济工作中的缺陷和经济发展中存在的制约因素，并且可以通过与世行经济学家的合作，了解国际经验，为我国推进改革、制定经济政策提供借鉴。另外，通过经济调研，可以发现许多潜在的贷款项目，为此后与世行在贷款方面的合作打好基础，最后，通过合作经济调研，可以使我国有关部门学习和掌握经济分析研究中

的最新方法和程序，有助于提高我国的研究能力。

五、中国与世界银行集团合作展望

90年代以来，为了适应不断变化的国际经济政策格局，世行集团将90年代的总目标定为减轻贫困，实现持续、稳定、公正、不破坏环境的经济增长；其业务政策重点也开始包括以下五个方面：减少贫困；支持改革和私人部门发展；环境保护；人力资源开发；减轻发展中国家债务和促进直接投资。

世行集团业务重点的上述变化必将影响到我国今后与世行集团的合作；其次，苏东剧变后新成员国对世行资金与技术援助的需求也将影响到我国利用世行贷款的规模；而日、欧在世行决策中地位的上升则有利于我国与世行集团的合作。总之，从世行集团方面看，有利和不利于合作的因素并存。

从我国自身来看，中国经济的持续发展为双方的合作提供了广阔的空间；但另一方面，随着我国人均GNP的提高，我国接受的软贷款在贷款总额中的比重将不断下降；同时，我国改革的深入使得融资渠道日益多样化，这一方面有利于世行贷款的本币配套资金的筹措，另一方面又会使世行贷款项目的选定范围缩小。可见，要更有效地利用世行集团的资金，就必须及时调整总体策略；如为了防止今后软贷款的减少，我们应加强与银行和公司的合作，以弥补软贷款减少留下的资金缺口；又如随着我国经济发展的战略重点由东部沿海地区向中西部地区转移，我们在未来与世行集团的合作中应引导世行集团的资金更多地流向中西部地区，从而有利于我国经济发展战略的实现。

在未来与世行集团的合作中，除了更有效地利用世行的资金外，还应当充分利用与世行集团的合作来加强与世界的联系。一方面要利用世行集团来加强与发达国家的对话和交流，为我国经济建设创造有利的国际环境；另一方面利用世行在贷款业务中采用的国际竞争招标，积极促进我国产品和劳务的出口，进一步扩展我国出口市场。此外，还可以利用世行集团的技术援助，提高我国的宏观经济管理水平，并获得其他国家经济改革的经验教训，保证我国经济改革的顺利进行和经济的持续稳定增长。

第三章 区域性国际开发金融机构——亚洲开发银行

在纷繁复杂的国际机构中，有一些是专门为本地区的经济发展提供资金的区域性开发金融机构。它们所要达到的最终目的都是为了本地区的成员国经济发达、政治稳定，国家繁荣。它们不同于世界性开发金融机构，也不同于各个国家的金融机构，只是加强某一地区的经济联系，满足该地区资金的需求和资本的增值。亚洲开发银行是发达成员和发展中成员，本地区成员和非本地区成员共同协作的一个开发机构。由于亚太地区强大的经济活力，因而使该区域金融机构成为本地区发展中成员经济发展的最主要资金来源之一，并对本地区的长期发展有不可估量的作用。中国正处于该地区之内，因而这是区域性开发金融组织中与中国联系最紧的一个。

亚洲开发银行(The Asian Development Bank, ADB)是一个致力于促进亚洲及太平洋地区发展中国家的社会和经济发展的区域性政府间金融开发机构。亚洲开发银行(以下简称亚行)从成立时开始通过对亚太国家给予资金的融通和技术上的援助,为该地区经济繁荣、社会稳定,以至于全世界经济发展都起了极为重要的作用。

第一节 亚行概况

亚洲开发银行成立于 1966 年，总部设在菲律宾的首都马尼拉。亚行共有 55 个成员国，其中 39 个成员来自亚洲及太平洋地区，称为本地区成员，另外 16 个是来自欧洲和北美洲的非本地区成员。亚行成员中既有发达国家，又有发展中国家。发展中国家加入亚行是出于发展民族经济而资金技术不足的需要，而发达国家则看重了亚太地区广阔的市场。

一、亚行宗旨和性质

建立亚行的宗旨是促进亚洲和太平洋地区的经济发展和合作，特别是协助本地区发展中成员以共同的或个别的方式加速经济发展。亚行的具体任务是：

1. 促进公、私资本对本地区开发的投资。
2. 为本地区发展中成员的发展筹集和提供资金，优先考虑最有利于整个地区经济协调发展的项目和规划，其中包括地区性的以及一个成员的项目和规划。还应特别考虑本地区较小的或较不发达的成员的需要。
3. 根据本地区成员的要求，帮助其进行发展政策和规划的协调工作，以便更好地利用自己的资源，更好地在经济上取长补短，并促进其对外贸易，特别是本地区贸易的发展。
4. 为拟订、融资和执行发展项目及规划提供技术援助，包括编制具体的项目建议书。
5. 在亚行的章程范围内，以亚行认为适当的方式，向联合国及其附属机构和向本地区发展基金投资的国际公益组织，其他国际机构以及各国公、私营实体进行合作，并向上述组织机构展示投资和援助的机会。
6. 开展符合亚行宗旨的其他的活动和服务。

亚行的性质是：亚行是由 55 个成员国共同出资合办的金融组织，不以营利为目的，而以提供援助为宗旨，既是区域性组织，同时也带有明显的国际性，非亚太地区的发达国家也可以参加。

二、亚行的组织机构

亚行的组织机构由亚行理事会、董事会和亚行总部组成，总部下设局和处。总部、局和处都实行行长、局长和处长负责制。

理事会，由亚行成员各指派一名理事组成，是亚行的最高权力与决策机构。理事会通常每年举行一次会议，即亚行理事会年会。理事会对所讨论事项作决定的方式，一是在会上由理事投票表决，二是书信投票表决。表决生效需不少于总投票权 $\frac{3}{4}$ 的理事参加，且需其中 $\frac{2}{3}$ 以上理事投赞成票。关于亚行成员的投票权，每个成员国均有 778 票基本投票权，再加上认股额每 1 万美元增加 1 票，构成该成员的总投票权。本地区成员投票权占总票数的 64.567%。

董事会，负责领导亚行的业务经营，既行使亚行章程赋予的权力，也行使理事会授予的权力。董事会由理事会选举产生，本地区成员选举 8 名董事，非本地区成员选举 4 名董事。亚行成员分成 12 个选区，其中日、美、中、印单独构成选区，其他 8 个选区由各成员自愿结合而成。

行长，由理事会选举产生。行长应是本地区成员的国民，自亚行建立以来一直由日本人出任。行长任董事会主席，是亚行合法代表，亚行最高行政负责人，在董事会指导下处理亚行日常业务，负责亚行官员和工作人员的任

命与辞退。

亚行总部是亚行的执行机构，负责亚行的业务经营。根据亚行广泛的业务活动，亚行总部下设 24 个局和办公室。它们包括东亚国家规划局、西亚国家规划局、东亚农业局、西亚农业局、基础设施局、工业与开发银行局、预算、人事与管理系统局、主计局、财务局，发展政策办公室、综合项目服务办公室、经济研究办公室、秘书长办公室、法律总顾问办公室、行政服务办公室、特别项目办公室、新闻办公室、计算机服务办公室、内部审计办公室和项目完成及评估办公室等。另外，亚行还在一些借款多的国家和地区设立常驻代表处，分别由东、西亚国家规划局领导。

第二节 亚行的资金来源

一、普通资金 (Ordinary Capital Resources, OCR)

普通资金是亚行开展业务活动的主要资金来源，它由以下几部分构成。

(一) 股本

亚行成立时，通过的股本以 1966 年 1 月 31 日的美元的含金量和成色计算，为 10 亿美元，分成 10 万股，每股面值为 1 万美元。首批股本分为实缴股本和待缴股本。实缴股本和待缴股本各占一半。实缴股本分 5 次缴纳，每次缴 20%。每次缴纳金额中的 50% 以黄金或可兑换的货币支付，其余 50% 以本国货币支付。待缴部分只有在亚行的对外借款以增加其普通资本或为此类资本作担保而产生债务时，才予催缴。成员国支付催缴股本，可选择用黄金，可兑换货币或亚行偿债时所需的货币。亚行的股本必要时可以增加。增资分两种情况，即普通增资和特别增资，增资事关重大，须由理事会决定。

亚行初建时，本地区和非本地区成员认缴股本的确定办法不同：本地区成员股本的分配，按照一个公式进行计算，公式中包括用人口，税收和出口额进行加权调整的国内生产总值。非本地区成员认股额主要根据各自的对外援助政策和各自对多边机构资助预算的分配，进行谈判确定。新接纳成员的认缴股本由亚行理事会确定。

理事会每 5 年对本行的股本情况进行一次审查。如果需要并决定增加股本时，每个成员都可以根据理事会确定的认购规定，进行认购。具体认购比例与增资前拥有的股本比例相同。任何成员都可以不认购增加的股本。

应成员的要求，理事会可以以适当的条件增加该成员的认股额。但如果这种增资，使本地区成员的股本占亚行股本总额的比例降低到 60% 以下，则不得批准这种增资。若本地区某成员的股本不到本地区认购总股本的 60%，如其要求增资，理事会应给予特别考虑。

亚行股本不得以任何形式用作抵押品或偿债，也不得转让。亚行成员对股本的债务，仅限于以股本发行价格计算的待缴部分。亚行成员不对亚行本身的债务负责。

随亚行业务的发展，亚行法定股本几次增加，到 1992 年法定股本为 232.237 亿美元，各成员认缴股本为 231.001 亿美元，其中待缴股本为 203.13 亿美元，实缴股本为 27.87 亿美元；实缴股本中到期认缴额为 26.15 亿美元，其中减去转给亚洲开发基金的股本 0.68 亿美元，亚行实收股本为 25.48 亿美元。亚行股本由 35 个发展中成员和 20 个发达成员共同认缴。日本和美国是最大的出资者，其认缴额分别占亚行总股份的 16.435% 和 15.9%。中华人民共和国认缴额在亚行总股份中占 6.786%，居于第三位。在总认缴额中，发达成员认缴额占 50%，本地区成员占 62.97%。

亚行自从 1978 年 4 月 1 日国际货币基金组织章程第二次修正案生效后，选择特别提款权对其股本定值，每一股为 1 万特别提款权。亚行及其成员对股本所承诺的保值义务也同样用特别提款权来度量，但是亚行计值货币仍旧是美元。

(二) 借款

亚行从 1969 年起，开始从国际金融市场借款，到 1982 年，亚行从国际金融市场借款额已超过它自身所拥有的股本和储备金总额。截止 1987 年年底，亚行借款总额为 84.44 亿美元，占亚行资产总额的 60.99%。

截止 1987 年 12 月 31 日，在亚行借款总额中，日元所占比例最大，占未偿还本金总数的 41.23%；其次为西德马克、瑞士法郎和美元，因此亚行在借款时力图使借款货币多样化，且多为汇率十分坚挺的硬货币，避免汇率风险。（但亚行不承担任何汇率风险，汇率风险由借款人承担。）

目前亚行总的借款政策是：亚行未清偿借款总额不得超过使用可兑换货币的成员所承购的待缴股本额的 85%。

通常，亚行多以在主要国际资本市场发行债券的形式对外借款，但亚行也与有关国家政府、中央银行以及其他金融机构直接安排证券的销售，有时亚行也直接从商业银行借款。

（三）普通储备金

根据亚行章程 40 条规定，亚行理事会每年把亚行净收益的一部分划作普通储备金。截止到 1987 年 12 月 31 日，亚行普通储备金总额为 16.01 亿美元。

（四）特别储备金

亚行对其 1984 年 1 月 28 日以前发放的未偿还的普通贷款，除收取利息和承诺费外，还根据亚行章程第 16 条和第 17 条的规定收取一定数量的佣金，这笔佣金收入即留作特别储备金。截止 1987 年 12 月 31 日，特别储备金总额为 1.763 亿美元。

（五）净收益

净收益来源于发放贷款收取的利息和承诺费。亚行 1992 年净收益达 5.346 亿美元。

（六）预交股本

亚行成员认缴的股本通常是分期交纳，在法定认缴日期之前交纳的股本即为预交股本，截止到 1987 年 12 月 31 日，预交股本为 3.4 万美元。

二、亚洲开发基金 (Asian Development Fund, ADF)

亚洲开发基金始建于 1974 年 6 月 28 日，专门对亚太地区贫困成员发放优惠贷款。该基金主要由亚行发达成员捐赠。除亚行成员捐赠以外，亚行理事会根据亚行章程第 19 条规定，从各成员国缴纳的未核销实缴股本中拨出 10% 的款项作为 ADF 一部分来源。此外，亚行还从其他渠道获得 508 万美元捐赠。

到 1992 年年底，亚洲开发基金总额为 152.635 亿美元，其中双边捐赠为 142.215 亿美元。ADF 盈余 7.355 亿美元，OCR 拨付 0.655 亿美元。在捐赠国中日本捐赠最多，占 ADF 总额的 51.5%，其次为美国占 13%。

三、技术援助特别基金 (Technical Assistance Special Fund, TASF)

亚行认为仅仅向发展中成员提供贷款和投资是不够的，提高发展中成员的人力资源素质并加强执行机构的建设也同样重要。为此亚行于 1967 年成立了技术援助特别基金，用于资助发展中成员聘请咨询专家，培训人员，购置设备进行项目准备，项目执行，制定发展战略，加强机构建设，加强技术力量，从事部门研究并制定有关国家和部门的计划和规划等等。

TASF 的资金来源有四种，一是成员的捐赠；二是 1986 年 10 月亚行理事会决定将亚洲开发基金第五次增资的 36 亿美元的 2% 即 0.72 亿美元拨款，该款用于 1987—1990 年间向较穷发展中成员提供技术援助以及进行区域技术援助之用；三是 ADF 的第六次增资的 3.33% 即 1.4 亿美元拨付款；四是 OCR 的净收益。

到 1992 年 12 月 31 日止，技术援助特别基金的总额达到 3.18 亿美元。

四、日本特别基金 (Japan Special Fund)

1987 年的亚行年会期间日本政府表示愿意出资建立一个特别基金，用于加速亚行发展中成员的经济增长。不久，亚行董事会于 1988 年 3 月 10 日决定与日本政府签署成立日本特别基金。

日本特别基金的宗旨是帮助亚行发展中成员调整经济结构，以适应整个世界经济环境的变化，开拓新的投资机会，在此基础上使本地区资本富裕成员和地区的资本回流到发展中成员和地区。根据这一宗旨，日本特别基金将用于：1. 以赠款的形式，资助亚行在其发展中成员的公营和私营部门中所进行的技术援助活动。2. 通过单独或联合的股本投资支持私营部门的开发项目。3. 在特别情况下，以单独或联合赠款的形式，对亚行向公营部门开发项目所进行的技术援助部分给予资助。

该基金由日本政府从财政预算中拨付。该基金未拨付使用部分由亚行负责投资，

五、联合融资

亚行除了用自己筹集到的资金从事贷款和技术援助以外，还通过联合融资这一形式为本地区的经济发展筹集更多的开发资金。

亚行的联合融资是指一个或一个以上的外部经济实体与亚行共同为某一开发项目融资，目前，亚行的联合融资主要有五种类型：

(一) 平行融资

平行融资是指将项目分成具体的，独立的部分，以供亚行及其他融资伙伴分别融资。这种形式的联合融资对于限制性和非限制性资金都适用。限制性资金只用于采购联合融资伙伴所在国或地区提供的货物和服务。

(二) 共同融资

将亚行与其他融资伙伴的资金集中，然后按商定比例资助所需的货物和服务的采购的一种融资方式，对这些货物和服务的采购必须按亚行的采购指南进行。这类联合融资仅适用于那些提供不带任何特殊采购限制的资金的金融组织和其他机构。

(三) 伞形融资或后备融资

这类融资在开始对由亚行负责项目的全部外汇费用。然而，只要找到联合融资伙伴，亚行贷款中的相应部分即被取消。

(四) 窗口融资

联合融资伙伴将其资金通过亚行投入有关项目，联合融资伙伴与借款之间并不发生关系，称为窗口融资，这种形式的融资只有在联合融资伙伴接受亚行采购，拨款和项目监督等方面的规则和程序时才可使用。

(五) 参与性融资

亚行先对项目进行贷款，然后商业银行购买亚行贷款中较早到期的部分，称作参与性融资。

大多数亚行的联合融资都采用平行融资和共同融资的形式。到 1987 年底，联合融资项目累计达 242 个，总金额为 63.4 亿美元，占亚行总贷款量 217 亿美元的 29%。

联合融资的最大融资伙伴是官方机构，官方融资总数为 45 亿美元，占联合融资总额的 71%。另外商业信贷 9.5 亿美元，占 15%。出口信贷为 8.9 亿美元，占 14%。

第三节 贷款业务

贷款是亚行的主要业务活动，自亚行成立 20 多年来，亚行的贷款业务发展十分迅速。截至 1987 年底，共有 793 个项目承诺了 218 亿美元的贷款。

一、贷款类型

以贷款条件划分，亚行贷款可分为硬贷款，软贷款和赠款三大类。硬贷款是用亚行普通资金提供的贷款，贷款利率为浮动利率，每半年调整一次。贷款期限为 10—30 年，含 2—7 年的宽限期。软贷款，即优惠贷款，是用亚洲开发基金提供的贷款，仅提供给人均国民收入低于 670 美元（1983 年价格）而且还债能力有限的亚行成员，贷款期限为 40 年，含 10 年宽限期，不收取利息，仅收 1% 的手续费。赠款用于技术援助，资金由技术援助特别基金提供，但金额有限制。

以贷款方式划分，亚行贷款业务大体可分为如下类型：

（一）项目贷款

项目贷款是亚行传统和主要贷款方式，从亚行一开业就开展了项目贷款，直至今日。

亚行章程规定，亚行经营的原则主要是为具体的项目提供资金。这些项目可以是一个国家发展规划的一部分，也可以是一个地区发展规划的一部分。

亚行章程中关于项目选择的原则规定，亚行应将其资源用于发展中成员的发展，重点是地区性的，区域性的以及全国性的项目，为整个地区的经济发展做出最有效的贡献。

亚行在贷款中严格贯彻亚行章程关于贷款的规定，对项目审查提出了三点要求。第一，项目经济效益好；第二，必须有利于受援成员经济的发展；第三，借款成员政府必须有较好的资信。不能完全满足这三点要求的项目将不予批准。

亚行一般在每年年初和年末两次派出规划团访问申请借款的成员国，与有关成员当局的综合经济部门就该成员的国民经济形势和中长期经济发展规划（主要就工业、农业、能源、交通、通讯、资源、教育、卫生、外贸、外债、国际收支以及发展经济的方针、政策等方面情况）进行磋商，以确定其优先发展的领域或部门，并对一揽子项目进行筛选。最后，根据这些在国民经济发展中的地位 and 作用编制一份内容详尽的亚行对该成员的业务规划，亚行的项目贷款正是本着此业务规划进行。

亚行的贷款项目要经过一系列的工作环节才能最终完成。每个贷款项目须经过如下环节：项目确定、可行性研究、实地考察加预评估、评估、准备贷款文件、贷款谈判、董事会审核签署贷款协定、贷款生效、项目执行、终止贷款帐户停止提款、项目完成报告和项目完成后的评价。

（二）规划贷款

规划贷款是对某一个需要优先发展的部门或其附属部门提供资金，目的是使这些部门通过进口生产原料，设备和零部件，扩大现有生产能力，使其结构更趋合理化、现代化。

规划贷款不仅仅解决发展中成员需要优先发展的部门短期生产能力的利用问题，也可促进这些部门的中期发展。

规划贷款可以分期提供。整个贷款分期执行，有利于对贷款执行过程的

监督，提供每一期贷款应与执行整个规划贷款的过程联系在一起。

目前，规划贷款的限额为亚行年度贷款总额的 15% 左右。

（三）部门贷款

部门贷款是对与项目有关的投资进行援助的一种形式。这种贷款的必要性是基于对整个部门发展的全面考虑。部门贷款的目的是满足所选择的部门资本投资的需要，提高该部门执行机构的技术管理水平和保证支持该部门发展的金融及其他政策的进一步完善。

确定部门贷款主要要考虑部门发展政策的适当性和有关部门制定、评价、执行和检验部门发展规划和构成该部门发展规划的项目能力。

到目前为止，亚行已批准为几个部门或其分部门提供部门贷款，例如：为灌溉、乡村发展、供水和排污、高速公路、教育等提供了部门贷款。

（四）开发金融机构贷款

这种贷款是通过成员的开发性金融机构进行间接贷款的一种形式，也叫中间转贷。目的是促进亚太地区私营工业的发展。通过中间转贷，亚行成功地推动了新企业的发展，扩大了现有企业的经营范围并且帮助企业实现设备的现代化，从而更充分利用其生产能力。发展中成员的重要开发性金融机构是亚行这种贷款的承办单位。

（五）综合项目贷款

综合项目贷款是对较小的借款成员如南太平洋的一些岛国采用的一种灵活的贷款办法。这些国家的项目规模较小，借款数额不大，为了便于贷款，就把一些小项目捆在一起作为一个综合项目履行贷款手续。所以这类贷款是将一批相互补充的小项目放在一起综合规划，作为一个项目提供资金。实际上，它是项目贷款的一种。

（六）特别项目执行援助贷款

由亚行提供贷款的项目在执行过程中遇到未曾预料的困难，如缺乏配套资金等，使项目继续执行受到阻碍。为解决这一困难，由亚行提供一笔特别项目执行援助贷款，以使该项目得以继续执行。

（七）私营部门的贷款和股本投资

为了有效地利用资源，加速发展中成员经济的发展，亚行积极扩大对私营部门的援助。它的作用就是为私营部门促进经济发展，并向获利较多的项目提供资金，同时促使国内外资金流向这些项目。

亚行对私人部门贷款有两种形式，即直接贷款和间接贷款。对私营部门的直接贷款是指有政府担保的贷款，或是没有政府担保的股本投资和为项目准备及私营部门贷款的执行机构建设提供的技术援助，间接贷款主要是指经过开发性金融机构的限额转贷和对开发性金融机构进行的股本投资。

亚行对私营部门的援助是有限定条件的，一般要求该行业必须服从整体经济发展目标，生产基本消费品或提供服务，或生产高档耐用消费品以供出口。

截止 1986 年年底，亚行提供了 194.9 亿美元贷款，共计 752 个项目。各种类型贷款都有，不过占主导地位的还是项目贷款，占总贷款项目的 82% 以上，贷款金额占总贷款金的 78%。

二、贷款的支付

（一）贷款的拨付程序

根据亚行章程和普通资金贷款规定：借款人提取贷款只能用于支付与贷

款项目有关的费用；亚行向借款人提供贷款国货币以外的其他币种，用以支付项目的外汇支出，以及在特殊情况下支付项目必要的当地费用：为有效利用贷款，贷款资金只能在贷款宣布生效后，用于支付该项目中那些在贷款生效后已发生的费用支出。如在特殊情况下，确需支付在贷款生效前已发生的费用时，借款人需在贷款谈判前，提出申请。

贷款拨付前，项目执行机构提出提款申请，授权申请人签字后报亚行，经亚行主计局审核批准后，由亚行财务部负责办理具体的拨款手续，提款申请书是亚行拨付贷款的重要凭据，要求极为严格，该申请书应明了清晰，准确无误，并根据拨付方式不同有不同格式。

亚行拨付贷款的方式有四种：

1. 直接拨付方式。亚行的拨付款系统可以根据付款的实际需要，直接将贷款拨付给供货商或土建承包商。直接拨付方式程序简便，付款迅速，适用于大宗设备采购的费用支出。

2. 偿付垫款方式。偿付垫款方式是对贷款项目中已由项目执行机构垫付的费用予以偿付。该方式适用于金融机构转项目、重复的小额采购及执行出国培训计划等费用支出款项。

3. 承诺拨付款方式。在国外进行设备采购所签订的合同可以根据借款人开户行向供货商指定的商业银行开具信用证，并由亚行开具承诺书的方式实施并予付款。这种拨付款方式被称为承诺方式。这种方式适用于数额较大的供货合同付款。

4. 周转金拨付款方式。在项目实施过程中，经常出现设备零部件采购或日常费用等小额支出。为此，亚行允许借款人开设周转金帐户，亚行将贷款的一部分拨给周转金帐户，作为项目周转金，用于支付随时出现的小额费用支出，借款人定期向亚行呈报周转金支出情况并寄送有关文件，亚行审核后按已支付金额拨款进入帐户，继续用于项目的必要支出。待周转金的用途全部完成后，帐户随之取消。

（二）承诺费计收方法

亚行自贷款协定正式签署之日起 60 天后对尚未拨付的贷款金额起什承诺费。收取承诺费的主要目的是确保亚行的贷款成本，即管理费及保持资金流动性所需一切费用能得到补偿。根据亚行规定，只对普通资金贷款收取承诺费，对特别基金贷款不收取承诺费。

亚行按贷款额度比例递增收取承诺费，即第一年按贷款金额的 15% 收取（在 15% 收取额中逐步减去拨付部分），从贷款协定签署后第 61 天起计；第二年按贷款总额的 45% 减去已拨付款收取；第三年按贷款总额的 85% 减去已拨付款收取；第四年按减去拨付款后贷款余额的百分之百收取。

（三）贷款偿还及汇季风险分担制

亚行章程规定，亚行要避免所贷出货币可能蒙受的汇率风险。为此，亚行贷款条款明确规定：（1）从贷款帐户提取的哪种货币在偿还贷款本金时，必须用哪种货币如数偿还；（2）利息须按本金所借的币种构成比例用原币种偿还。这样，亚行贷款的汇率风险完全转给了借款人。

但是由于币值随时出现的波动和贷款币种的分配差异，借款人所承担的汇率风险又是不均衡的，从而造成了不平等的汇率风险承担现象。因此，1981 年 8 月，亚行理事会批准实行汇率风险分担制，规定汇率风险由亚行普通资金借款人平均分担。新制度从 1983 年 1 月 1 日开始实施。

三、招标采购

采购是亚行贷款项目执行过程的一个重要组成部分。采购工作的好坏影响项目的进度、质量、造价以及效益。采购一般采取竞争性招标方式，为此亚行制定了一系列的采购招标的规定程序。

（一）采购的三条最基本的原则

1. 采购中要确保亚行成员的利益；
2. 要求借款人通过国际竞争性招标采购；
3. 给亚行所有成员提供参加有关采购招标的机会，使符合要求的“投”标者都有一个充分公平和平等的机会，同时广泛的国际竞争性招标为借款人提供全面选择的机会。

（二）采购招标的步骤

1. 执行机构提交采购物资清单；
2. 亚行对采购清单进行审查，提出修改意见并予以批准；
3. 执行机构草拟招标文件并提交亚行；
4. 亚行对招标文件进行审查，提出修改意见并予以批准；
5. 由执行机构做出最终的招标文件；
6. 由执行机构公布和发送招标邀请书；
7. 由执行机构根据要求发出招标文件；
8. 由供货人提交标书；
9. 由执行机构当众开标；
10. 由执行机构审查标书；
11. 由执行机构评标和进行价格比较；
12. 由执行机构向亚行提交评标报告并提出授合同建议；
13. 由亚行审查批准评标报告和授合同建议；
14. 由执行机构向供货人出具意向书或信用证；
15. 由亚行出具承诺书。

（三）采购包

在拟订采购规划中，执行项目所需要的全部设备，材料以及咨询以外的服务都必须划分成适合进行采购，通常是适合进行国际竞争性招标的采购的“包”。项目要求进行这样的分包，使得有必要确定合同的类型和规模，以便适合招标全面安排项目执行的时间表。而合同的类型有五种：

1. 供货合同。这是供货人发送设备或材料到规定地点的合同。
2. 供货、发货和安装合同。这是供货人除发货到指定地点外，还承担在项目现场进行安装、测试和试车的合同。
3. 土建工程合同。工程承包者负责土建工程建设，包括供应所必需的全部材料，还常常包括构成永久性工程一部分的设备安装。有时，土建工程承包者还负责供应设备的固定部件并加以安排，或者安装其他人提供的设备。
4. 交钥匙合同。其特点是把一个项目所需要的设计，工程供货、测试、试车以及建筑服务都交给一个承包商。所以，也称唯一责任合同。这种合同应事先经亚行批准。可以考虑采用交钥匙合同的项目是工业设施，这种设施的设备需要特殊设计，有时还涉及产权设计，同时，需要专门的技术经验来安装和连接单个的设备以及进行整个工厂的工程安装。这类设备的制造者和设计者最适合承担建设该工厂的全部责任。此外，制造者通常保证工厂根据设计标准进行运转。一般来说，这种合同总的价格高于分别承包的总造价。

（四）招标交付

招标文件包括：（1）投标邀请书；（2）投标者须知；（3）一般和特别条件；（4）技术规格；（5）建筑工程清单，价格一览表；（6）图样；（7）表格。

（五）其他采购方式

1. 国际采购。国际采购适用于不超过 30 万美元（对采购货物）和 50 万美元（对承包土建工程）的采购，应该从一个以上的亚行成员邀请合理数目的供应商。

2. 当地竞争性招标。当地竞争性招标可以用在有完备的当地生产或建筑设施的地方；外国承包商和供应商不会投标的地方；采用的程序是令人满意的程序。

3. 直接采购——谈判——单独招标。这种方式可以在标准化很重要时；为扩大所需要的备件时；为适当的设备；为关键项目；为延长先前或现有的工作进程时采用。

4. 有限招标或重复订购，有限招标或重复订购是用贷款节余的钱为同一项目追加采购，限于首次订货提交符合条件标书的投标者，或者五个符合条件的低标者，或者中标者。重复订货必须连续进行，应有更优惠的报价，价格不会比以前的订货高。

5. 自营工程。自营工程包括利用借款人的工程队伍，设备和其他资源进行土建工程。仅适用于别人不便做的工程小合同。

6. 按照提供给中间转贷机构的农业信贷进行的采购。

7. 发展金融机构信贷的采购。

第四节 技术援助

亚洲开发银行从成立以来，就十分重视技术援助在亚太地区社会经济发展中所起的作用。

技术援助是亚行用其普通资金，特别基金、收益金及与其他机构联合筹集的资金帮助发展中成员准备并执行项目，研究部门经济，制定政策和发展计划，建立机构并且解决各国和地区所关心的经济问题。

亚行技术援助的类别主要有四种类型：项目准备技术援助、项目执行技术援助、咨询性技术援助和区域活动技术援助。这几种技术援助虽有区别又有联系，往往一项技术援助可以同时包括两种或多种类别的技术援助的内容。

一、项目准备技术援助（Project Preparation Technical Assistance, PPTA）

这种技术，以便亚行和其他金融机构对项目进行投资。项目准备技术援助用于帮助立项或项目的审核，其中包括项目的技术、经济和财务的可行性研究，有时还包括最初的部门调查或制定项目规划。这种技术援助还用于帮助制定项目工程具体设计，其中包括工程设计的准备和鉴定工作，编制招标文件、甚至还要做承包商资格预审。

当亚行为建设项目的可行性研究提供技术援助时，赠款部分的最高金额是 15 万美元，其余部分则为贷款，但近年来，由于项目准备技术援助的业务内容不断扩大，提供技术援助的成本（如咨询费用）提高，亚行董事会已于 1988 年批准项目准备技术援助的金额从原来的 35 万美元提高到 60 万美元，赠款部分也相应由过去 15 万美元增加到 25 万美元。

如果 PPTA 来自普通资金，则其还款期限是 15 年，含 3 年宽限期；如果该贷款来自亚洲开发基金，则其还款期限是 40 年，含 10 年宽限期。亚行不对来自普通资金的技术援助贷款收取承诺费。

PPTA 既可以向单个项目提供，也可以向系列项目提供，也就是可以向亚行的规划贷款提供项目准备技术援助。

二、项目执行技术援助（Project Implementation Technical Assistance, PITA）

该类援助的目的是帮助项目执行机构（包括开发性金融机构）执行亚行贷款的项目。它一般通过提供咨询服务帮助经营管理和执行贷款项目，培训当地人员，提高项目所在成员的金融管理能力（其中包括制定合理的价格制度以及改进核算体系）。

提供项目执行技术援助的资金一般采用贷款方式。在这类技术援助中，仅有咨询部分，包括机构建设，可采取赠款形式，但需具有下列条件：（1）亚行可能与项目单位继续保持联系；（2）该项目单位可能不会有其他的资金来源；（3）受益单位是一个相对的新实体，财力薄弱，其活动对国家具有重要作用，而且是发展的重点。

三、咨询性技术援助（Advisory Technical Assistance, ADTA）

这种类型的技术援助不一定与亚行的贷款项目有直接的联系，它的主要职能是，帮助建立或加强机构（包括亚行贷款的执行机构），进行人员培训，研究部门政策和策略，制定国家发展计划。过去，咨询性技术援助的资金大多以赠款方式提供。近来，以贷款方式提供的咨询性技术援助项目越来越多。

四、区域活动技术援助 (Regional Technical Assistance, RETA)

区域活动技术援助一般包括，重要问题的研究，开办培训班，举办涉及整个地区发展的专题研讨会，还包括亚太地区国家的特殊需要。此外这类技术援助还包括区域性的项目准备技术援助、项目执行技术援助和咨询性技术援助。

亚行提供的区域活动技术援助以赠款方式为主。

1980 年，亚行开始以赠款方式提供小额技术援助 (Small—scale Technical Assistance, SSTA)。这类技术援助一般用来为借款人修订可行性研究报告并补充资料。从 1986 年开始，小额技术援助也涉及了咨询性技术援助和区域活动技术援助的内容。1980 年，亚行为小额技术援助资金规定的最高限额是 5 万美元，到 1984 年，增加到 7.5 万美元。1988 年，增加到 10 万美元。

第五节 亚行与中国

自改革开放以来，我国的国际交流日益扩大。我国 1980 年恢复了在国际货币基金组织和世界银行的合法席位，从而开辟了我国与国际金融机构合作的广阔前景。

我国是亚大地区的一个大国，当然更加重视发展和加强与本地区各国的交流和合作。愿意为本地区的经济发展作出更大的贡献。亚洲开发银行是亚太地区的多边金融机构，致力于本地区的经济发展。通过参与亚行的各种活动。可以加强与其成员的联系。为此，我国希望参加亚行。1983 年 2 月，我国致函亚行，正式要求加入亚行，同意台湾当局改称中国台北留在亚行。1985 年 11 月 25 日，中国政府代表与亚行在马尼拉亚行总部签署了关于解决我国在亚行代表权问题的备忘录。1985 年 11 月 28 日，中国政府正式向亚行提交了我国认购 11.4 万股，占亚行总股份的 7.103%。仅次于日本和美国居第三位，金额 1,617,272,000 美元，其中待缴股本 1,423,044,000 美元，实缴股本为 194,228,000 美元。亚行于 1986 年 3 月 10 日正式宣布我国为亚行成员。

从此之后，中国作为亚行成员国中单独一区，对亚行的运作和发展尽了自己应尽责任，按时参加理事会，帮助决定亚行重大问题，并派人员在亚行工作。对于应缴股金，按期交纳，对于所借贷款，按期偿还。中国有良好的信誉，这是为各国所公认的。

我国加入亚行之后，作为一个发展中大国，对其资金的需求是很大的。亚行给予中国的首笔贷款是开发金融机构贷款，于 1987 年 11 月 9 日签约，金额为 1 亿美元，由中国投资银行承办，主要用于中小企业技术改造。

随后中国又陆续接受了亚行的贷款。中国所受亚行贷款均属普通资金，而没有来源于亚洲开发基金的。1988—1990 年三年间共接受贷款 3.726 亿美元，1991—1992 年间接受贷款高达 13.993 亿美元，接受贷款占总贷款的比重也逐年上升，由 1987 年 3.3% 到 1992 年的 18.4%。中国已逐渐成为亚行的一个主要贷款成员国。

中国为了更好的利用亚行资金，规定该种贷款统一由中国人民银行管理，并对项目的实施以及接受亚行的监督给予必要的帮助，使我所用亚行供货的项目有良好的收益。

随着中国经济建设的蓬勃发展，中国与亚行的关系必将更加密切。

第四章 各国金融市场与中国的外部融资

金融市场就是资金融通的市场，一个有效的金融市场可以扩大资金供给者和需求者接触的机会，便利金融交易，降低融资成本，提高资金的使用效益。同时，金融市场上的利率、证券价格的升降是社会经济发展趋势最灵敏的指示器，可以为国家的宏观经济决策和企业的经营决策提供依据。可见，金融市场对于国民经济的协调稳定发展有着重要作用。

金融市场根据不同的角度可以划分为不同的种类。本章主要根据金融工具期限的长短将金融市场分为货币市场和资本市场两大类。货币市场即短期资金市场，主要从事一年或一年以内的短期资金的融通活动。资本市场则是指经营期限在一年以上的中长期有价证券的发行和交易的市场，又称长期资金市场。

本章拟先介绍主要西方国家和地区的金融市场及其监管概况，然后从外国筹资者角度考察各国市场的主要金融工具及有关的法律问题。

第一节 美国金融市场

一、金融市场的构成

(一) 货币市场

货币市场实际是一个无形市场，由市场的参与者通过电话、电传联系成交，它是一个竞争性很强的市场，成交金额也很大，属批发市场。

1. 国库券市场 (Treasury Bill)。美国的国库券市场十分发达，交易量也很大。国库券的期限有 3 个月、6 个月、一年三种，前两种每周发行一次，一年期的每月发行一次。一般以竞争性投标方式折价发行：

2. 联邦基金市场 (Federal Fund)。联邦基金指存款机构在联储的储备金。联邦基金市场就是存款机构为了补足每天的准备金而进行的短期资金借贷活动，交易的金额一般在百万美元以上，期限为 1 天—1 周，如有必要还可以延长。联邦基金的利率波动十分剧烈，是联储推行货币政策的重要参考指标。

3. 商业票据市场 (Commercial Paper)。商业票据是由信誉良好的公司签发的短期、无担保票据，发行者主要有金融公司，非金融公司和银行持股公司等。商业票据的期限通常为 30—270 天，最常见的是 60—180 天。由于超过 270 天的证券必须向美国证券交易委员会登记注册，费用较高，因而 270 天以上的商业票据发行很少。商业票据的面值一般为 10 万美元。

商业票据的发行是采用贴现方式进行，发行方式有两种，一种是直接发行，这种方式多由设有分支网络的金融公司或设有自己的附属金融机构的公司采用，以节省费用；另一种是间接发行，即通过交易商进行转售，发行人需向交易商支付手续费。

商业票据的发行程序比较简便，发行人可以在需要资金的当天早晨通知商业票据交易商发行，在当天下午即可完成发行和交割，其清算和支付也在同一天完成。1990 年采用簿记方式处理后，其结算更加快捷。

商业票据的购买者多是机构投资者，而且在投资者要求转让时，发行人一般都在到期前赎回票据，因此商业票据的二级市场很少。

4. 银行承兑票据市场 (Banker's Acceptance)。1918 年联邦储备体系建立后，即允许银行为国内外贸易提供承兑融资。规定银行承兑汇票只能用于短期性的、自动清偿性的商业交易。美国的银行承兑汇票主要有四种：

银行承兑的进出口贸易汇票； 银行承兑的国内运输汇票； 银行承兑的国内外仓储汇票； 银行承兑的外国银行签发的美元汇票。期限一般为 30 天到 90 天，最多不超过 270 天。 20 多家证券公司积极地创造银行承兑汇票的二级市场。

5. 大额可转让定期存单市场 (CDs)。CDs 由花旗银行最早于 1961 年创立，是大的商业银行和其他存款机构的主要资金来源渠道。CDs 的期限一般为 1 个月、2 个月、3 个月和 6 个月，期限最短仅为 14 天，但以 3 个月和 6 个月期为主。面额最小为 10 万美元，通常为百万美元。 CDs 有活跃的二级市场，因而流动性较高。

6. 回购协议市场 (Repurchase Agreement)。回购协议实际是一种以证券做担保的资金融通，即出售一种短期证券 (通常是国库券) 为担保，然后在一天或几天后再以协议中规定的价格将证券买回。回购协议的期限最短只

有 1 天，长者可达 6 个月。

7. 联邦政府机构短期证券市场。一些联邦政府机构定期发行短期证券，如农业信贷性的联邦政府机构每个月发行 6 个月和 9 个月期的短期证券，联邦住房贷款银行和联邦国民抵押协会一般每季发行一次证券。这些短期证券的期限多为 30—60 天，最短的只有 5 天。由于其发行者是联邦政府机构，因而其信誉仅次于国库券，流动性也很强。

8. 市政短期证券市场。州及地方政府通常发行一年及一年以下的市政债券筹措短期资金，这类短期证券主要包括税金预缴债券和项目债券，二者的利息收入都免缴联邦所得税，项目债券还免缴州所得税。

市政短期证券的发行也多采用竞争性投标方式，持有人多为商业银行，保险公司和高收入的个人。他们一般都将债券持有到期，目的是调整应税收入。因此市政短期证券的二级市场不发达。

（二）资本市场

1. 债券市场。

（1）联邦政府债券市场。是联邦政府为了弥补财政赤字而发行的中、长期债券，根据流动性可以分为可转让债券（Marketable Securities）和不可转让债券（Non-marketable Securities）两大类，二者的比例大致为 1：2，即约 1/3 的联邦政府债券是非转让性债券。可转让债券根据期限可分为国库债票（Treasury Notes）和国库债券（Treasury Bonds），前者的期限一般为 5—10 年；后者的期限在 10 年以上，多为 10 年期至 30 年期。二者的共同特点是都是息票债券，附有固定息票，每半年付息一次；都可以采用记名式、无记名式或登记式三种形式；发行时按面值出售。可转让债券到期以前可以在市场上出售，由此形成了二级市场。二级市场也分为有组织的市场和柜台市场，有组织的市场在美国各股票交易所内。但可转让债券在到期日以前一般不能要求兑回本金。

不可转让债券主要有储蓄债券、退休债券、存款债券等，其中以储蓄债券为主。储蓄债券发行的目的是为了吸收个人储蓄，期限为 10 年，采用登记式发行，不能转让，不得抵押或作为债务担保，但可以于发行 6 个月后随时由政府赎回。

（2）联邦政府机构债券市场。包括联邦政府所属机构及政府资助企业所发行的债券。这些债券有政府的保证和资助，而且有的属于抵押担保债券，故在债券市场上占有重要地位。

（3）州及地方政府债券市场。一般称为市政债券（municipal securities），是由州及地方各级行政当局发行，可分为一般债务债券，收益债券和转手债券三种。一般债务债券是以发行人的税收等作为还本付息的担保，一般用于提供基本的政府服务；收益债券是为某种特定工程或特殊事业机构提供资金的债券，其偿付完全依赖于融资项目的营运收入；转手债券是由地方政府机构为转贷给最后借款人而发行的证券，由最后借款人负责偿还本息。由于该种证券的信用风险由最后借款人承担，因而最后借款人通常需要提供担保。

市政债券的特点是免缴所得税，即免缴联邦所得税，多数情况下也可以免缴州所得税，因此市政债券也被称为免税债券，市政债券市场也因而被称为免税市场。

（4）公司债券市场。公司债券是实业公司筹集长期资金的主要工具，面

值一般为 1, 000 美元, 偶而也有 5, 000 美元甚至 10, 000 美元面值的公司债券; 期限一般为 5 年至 30 年, 以 10 年左右居多。根据公司债券有无抵押品可以分为有抵押品的公司债券和公司信用债券。前者根据抵押品的不同又可以分为三种: 抵押债 (Mortgage Bond), 以产业或建筑物作抵押; 信托债券 (Trust Certificate): 以公司的机器设备作抵押发行。如航空公司购置飞机时常常只付 20% 的定金, 其余部分则通过发行“信托债券”的方式筹资支付; 担保债券 (Collateral Trust Bond): 以公司拥有的其他证券作抵押发行。

一般的公司债券都订有提前偿还条款, 具体方式有三种: 偿债基金 (Sinking Fund) 购回: 即发行公司必须设立一笔偿债基金, 每年购回一定数量的债券。购回方法可以从二级市场上直接按市价购回, 也可以以抽签方式决定应予购回的债券, 从持有人手中购回; 持有人选择购回 (Put Provision): 即债券持有人有权在规定的时间内要求发行人按预先规定的价格提前买回部分或全部债券; 发行人选择购回 (Call Provision): 即发行公司有权在到期前以预定的价格买回部分或全部债券。一般来说, 由持有人选择购回条款的债券收益率低于其他两种购回方式的债券收益率。

(5) 扬基债券 (Yankee Bonds)。扬基债券是在美国发行的外国债券的别称。发行人主要是外国政府, 金融机构和企业公司。扬基债券完全按美国的债券发行程序发行, 按美国的惯例还本, 付息和交易, 发行人在发行前必须首先向证券交易委员会 (SEC) 申请登记, 然后以招标方式委托美国的投资银行包销。同时, 为了吸引投资人, 扬基债券的收益率一般高于同类美国国内债券。因此, 扬基债券的发行成本较高。

2. 股票市场。

美国的股票市场分为四级市场。一级市场即发行市场, 也称初级市场。根据发行公司的不同, 初级市场的发行可分为初次售股和二次售股。初次售股是指由新设立的公司首次发行股票; 二次售股则是指已经发行股票的公司增发股票, 即以已发行股票的市场价格发行新股票。

美国的二级市场可分为有组织的交易市场和场外交易市场 (Over the Counter, OTC)。有组织的交易市场主要指各种证券交易所, 如全国性的纽约证券交易所和美国证券交易所; 以及地方性的中西部证券交易所, 费城证券交易所等。目前全美国约有 14 家在联邦注册的股票交易所。这些交易所在入会程序、交易管理等方面都基本相同。

股票交易所的目的是保证那些规模较大, 财务状况良好的公司能有一个公平合理的股票价格和活跃的交易市场, 并能提供该公司的有关情况以便投资者做出选择。与此相对应, 场外交易市场 (OTC) 则主要为没有达到股票交易所上市标准的中小规模企业的股票、债券等提供交易场所。该市场没有固定的场所, 都是由经纪人通过电话联系达成交易的。不仅企业的股票可以在场外交易市场进行交易, 而且所有的货币市场工具及绝大部分的政府债券和公司债券都是在场外市场上交易。

场外交易市场受全国证券交易商协会 (NASD) 的管理。该协会于 1971 年建立了全国证券交易商协会自动报价系统 (NASDAQ), 通过计算机网络向全国提供在场外市场上交易的所有证券的报价。目前 NASDAQ 已经发展成为仅次于有组织的证券交易所的第二大证券交易市场。要加入 NASDAQ, 证券发行人必须达到一定的要求, 如必须有一定数量的证券上市, 以保证该证券的

流动性；并且该证券至少要有两个注册交易商。另外，还必须满足 NASD 有关企业资产规模、资本比例和财务状况等方面的要求。但这些条件要比在证券交易所上市松得多。

第三市场和第四市场也属于场外市场，他们的发展都是当时交易所实行高昂的固定佣金制度的结果。第三市场是指虽在证券交易所挂牌上市但在场外市场进行交易的股票市场。70 年代以前，证券交易所都实行固定佣金制度，对股票的买卖必须收取最低限度的佣金，不允许随意降低佣金的标准。而证券交易委员会规定非交易所会员都必须委托经纪人在场内买卖股票并支付佣金。60 年代以后，机构投资者加互助基金、退休年金、银行信托帐户等在交易所中占了重要地位。但最低佣金的限制使机构投资者在场内进行交易的费用较高。这样由非交易所会员经纪人在交易所外从事挂牌股票买卖的第三市场就应运而生了。第三市场的出现和迅速发展打破了交易所内经纪人对挂牌股票交易的垄断，降低了股票交易成本，提高了交易效率。证券交易所为了应付其竞争，也被迫采取改革措施。如纽约证券交易所于 1975 年取消了固定佣金制，使场内交易量有所回升。

第四市场是指各机构投资者之间直接进行股票买卖的市场。随着机构投资者之间交易量的增加，它们对经纪人的委托也越来越多，这不仅增加了交易成本，也不利于交易的迅速完成。即使在第三市场，经纪人的佣金支出也较高。为了方便交易和节省佣金，机构投资者就开始利用自己的分支机构直接进行股票交易。这种方式迅速发展起来，并形成了第四市场。在第四市场上，机构投资者之间直接进行交易或通过一个中间人达成交易，中间人只收取数量很少的佣金。在第四市场上存在一个“INSTINET”自动通讯系统，为交易者提供报价。

美国的股票价格指数很多，主要有以下 6 种：

(1) 道·琼斯股价平均数，包括道·琼斯工业股价平均数、道·琼斯交通运输业股价平均数，道·琼斯公用事业股价平均数和道·琼斯综合股价指数。是根据三大行业 65 种有代表性的股票编制的。

(2) 标准普尔 500 种股价指数，根据 400 家工业公司、家交通运输业公司、40 家金融机构和 40 家公用事业公司的股票编制。

(3) 纽约证券交易所综合股价指数，以全部在纽约证交所上市的股票为基础编制，又分为工业、交通运输业、公用事业和金融业四组；

(4) 美国证券交易所市价指数，以在美国证交所上市的所有股票、美国存股证 (ADRS) 和认股证为基础编制；

(5) NASDAQ 股价指数，包括在全国证券商协会自动报价系统上市的全部国内股票，并按行业分为七类；

(6) 升跌指数，由《华尔街日报》公布，反映价格上升和下跌的股票。

3. 银行贷款市场和抵押市场。

银行贷款市场即银行向企业发放中长期贷款的市场；抵押市场则是以不动产做抵押筹集资金的市场。联邦政府对抵押市场的管理较其他金融市场严密，而且有的抵押债券由政府担保或保险。根据借款人不同，抵押市场可分为居民抵押贷款和非居民抵押贷款两种，其中居民抵押贷款占了市场的很大份额。

二、证券的发行方式

(一) 政府债券的发行

美国政府债券发行方式一般有两种：一种是非拍卖方式，也称认购发行；另一种是拍卖方式，又分价格拍卖法与收益拍卖法两种。

在认购发行中，财政部需要事先决定债券的利率，到期日及意愿出售价格，然后由投资者提出认购单，说明其所愿认购的数量。如果认购的数量超过计划发行量时，可采取比例分配的方式，即对每一认购者可以分配一最低数量，超过这一数量则按比例削减分配。

在价格拍卖法中，投标者分为非竞争性投标者和竞争性投标者。财政部事先规定债券期限，发行规模等，然后由投资人在限定时间内提出投标单。非竞争性投标者只需注明愿意购买的数量；而竞争性投标者则必须在投标单中注明愿意购买的数量和价格。对非竞争性投标者的认购数量一般规定一个限额，但在此限额内按竞争性投标的平均价格供给，以示优待。扣除非竞争性投标者的认购额后剩下的发行额则由财政部根据竞争性投标者的出价由高到低排列进行分配，直到售完为止。这种方法主要在国库券的发行中使用。

在收益拍卖法中，财政部只规定债券的发行量、期限等，由投标者在投标单中注明愿意购买债券的数量及到期收益率。扣除非竞争性投标者的认购额后，剩余金额则按照竞争性投标中收益率由低到高依次分配，直至分配完毕。这一方法于1974年9月开始采用，目前多数政府债券发行都采用收益拍卖法。

目前财政部在债券发行时间的安排上已形成了一套惯例。一般地，91天和182天国库券每周一拍卖一次；而52周的国库券则每月拍卖一次。2年期债券大约在每个月底的前一个星期发行，4年期债券在每季度的第2个月发行；有时7年和10年期的债券发行也与4年期债券一同进行。20年和30年期限的债也同时发行，以用来偿还到期的旧债。另外，在每季度底，发行5年期和15年期债券。

（二）公司债的发行

公司债券的发行有公募（Public offerings）和私募（Private placements）两种形式。公募是指发行人通过投资银行组成的承销团向公众发行债券。公募又可以进一步分为议定承销（negotiated underwriting）和竞价承销（Competitive underwriting）两种方式。私募则是由发行人经由代理人向有限的投资者（主要是机构投资者）销售债券。

1. 议定承销。在议定承销中，发行公司首先与主承销商讨论确定发行条件，然后在公开发发行日以前6周向证券交易委员会（SEC）提交登记书。在证券交易委员会核登记书的同时，承销商即开始拟定非正式的发行说明书，并向感兴趣的客户提供登记书的要点。

在公开发发行日之前，承销团与发行人将最后确定债券的价格、利率及承销团各成员包销的配额，一旦证券交易委员会批准所提交的登记书，即可印发正式的公开发发行说明书，并向投资者分发。公开发发行后，承销团的每一成员就按事先确定的发行价格加上一定比率的差额将债券出售给投资者。

2. 竞价承销。在竞价承销中，由发行人制定债券的主要条件，拟定登记书，然后在发行日由各承销团以密封投标方式进行竞标，出价最高者中标后，才向公众投资者转售。由于承销团在开标前不能得知自己是否能够中标，因而不能事先进行促销活动。这是竞价承销与议定承销的不同之处。

3. 私募。私募发行时，投资者是特定的专业机构投资者或发行人的关系客户，对发行人的情况比较了解，因而发行者不必根据《1933年证券法》向

证券交易委员会提交登记书；同时证券交易委员会也对私募债券的投资者数量及发行后债券的转售予以一定的限制。关于私募的一些具体法律规定，将在下文具体说明。

此外，根据承销中介机构在承销过程中所承担的责任大小不同，可以将公募发行的承销方式分为代销、助销和包销三种。

代销也称推销承购，即由发行人与承销商签订委托代销合同，由承销商按发行人规定的条件发售债券，但承销商不垫付资金，对于未能推销出去的证券或减价销售的风险，完全由发行人自己承担。发行人需向承销商支付委托手续费。

助销也称余额承购，即在承销合同中规定承销商如果在规定时间内未能将合同规定的证券发行额推销出去，则由承销商将剩余部分全部买入，或按其剩余额向发行人提供贷款。运用这种方式，债券发行的风险由承购公司承担，而发行人无论债券发行结果如何，均可按时筹集到所需资金，因此发行人除支付代销方式下的手续费外，还要支付一定的助销费。

包销也称总额承购，在这种方式下，发行人与承销商签订的是购买合同，由承销商在发行时以自己的资金购进全部发行的债券，发行人立即可以获得全部资金；承销商购人的债券则由其根据市场条件逐步向公众投资者出售。由于这种方式下，承销商完全承担了债券发行的风险，而且发行人可以在发行时就立即获得资金，因而包销的费用比代销和助销的费用要高。

（三）股票的发行

股票的发行方式大致与债券相同，即由专门的发行公司包销，然后转入二级市场自由买卖。这里不再详细介绍。

三、债券评级和股票排列

（一）债券的评级

在美国，公开发行债券一般需要由专门的证券评级机构对债券进行评级。对债券的评级并不是评价该种债券的市场价格，市场销路和债券投资收益，而是评价该债券的发行质量、发行人的资信、投资者所承担的投资风险等。这也是进行债券评级所考虑的原则。

在美国，两个最主要的证券评级机构是标准普尔公司(Standard & Poor's Corp)和穆迪投资服务公司(Moody's Investors Service Inc.)。这两个公司的评级程序大致相同，主要分以下几步：

1. 由债券发行者向证券评级公司提出评级申请，并提供有关公司财务、经营细节的书面说明。
2. 评级机构向发行人的主要负责人就书面说明中值得进一步调查的问题提出询问。
3. 评级机构对发行人的财务状况进行调查分析，主要包括产业分析、企业在同行业中竞争能力分析、财务分析、信托证书分析、国家风险分析等内容。

4. 评级机构作出初步评判后，将结果通知发行人并听取意见。在作出最后评定以前，发行人可以决定是否将评判结果公布。这是因为债券的等级直接影响筹资成本，因而等级较低的发行人通常不愿将结果公布。

如果申请评级的发行人同意公布结果，评级机构在作出最终评定后，将结果汇编成册，公开发行。

5. 评级机构根据发行人的财务、经营活动等的变化，定期调整对债券的

评级。

根据评级的结果，证券评级机构将债券划分为不同的等级。标准普尔和穆迪公司都将债券划分为三等九级，虽然这两个机构对各信用等级规定的符号有所不同，但其内涵基本一致。见表 4—1。

(二) 股票排列

与对债券进行评级不同，评级机构对股票是按股息和分红水平将其进行编类排列，作为股东及投资者调整投资安排的参考信息和依据。具体方法是根据最近十年内各公司股息和分红水平将股票分为 A, A, A, B, B, B, C, D 八大类别，分别表示不同水平的股东收益。

A⁺：股东收益最高

A：股东收益较高

A⁻：股东收益略高于平均水平

B⁺：股东收益相当于平均水平

B：股东收益略低于平均水平

B⁻：股东收益较低

C：股东收益最低

D：股东无收益或负收益。

表 4-1：美国的债券评级等次

			信用等级	
			穆迪	标准普尔
投 资 级	一级	质量最高风险最小	Aaa	AAA
	二级	高质量、长期内有很低风险	Aa ₁	AA ⁺
			Aa ₂	AA
			Aa ₃	AA ⁻
三级	中上质量，将来可能削弱	A ₁	A ⁺	
		A ₂	A	
		A ₃	A ⁻	
四级	中等质量，缺少明显投资特征	Baa ₁	BBB ⁺	
		Baa ₂	BBB	
		Baa ₃	BBB ⁻	
投 机 级	五级	中低质量；存在投机因素	Ba ₁	BB ⁺
			Ba ₂	BB
			Ba ₃	BB ⁻
六级	投机性较大，还本付息保障性小	B ₁	B ⁺	
		B ₂	B	
		B ₃	B ⁻	
七级	投机性很高，可能出现拖欠	Caa	CCC	
八级	投机性很高，违约可能性很大	Ca	CC	
九级	最低质量，投资风险极大，没有偿还能力	C	C	

四、发行证券的注册登记程序

《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》是美国有关证券发行与交易

的最重要的法规，由证券交易委员会（SEC）负责实施。《1933 年证券法》的宗旨是为购买在美国发行的证券的投资者提供有关发行人的全面、真实的财务状况；《1934 年证券交易法》则旨在保证证券二级市场的公平，公正交易。这两个法规都规定了发行人的注册登记要求，以保证上述宗旨的实现。

（一）《1933 年证券法》中的注册要求

根据《1933 年证券法》规定，除非证券发行属于本法所列的豁免交易或发行的证券本身属本法所列的豁免证券，其他所有证券的发行必须由发行人向 SEC 进行注册登记、《1933 年证券法》下登记表的格式中，适用于非加拿大籍的外国私人发行人的有 F—1，F—2 和 F—3 三种。此外，适用于美国发行人的 S—3 格式也适用于外国发行人。对于以美国存股证（ADRs）形式在美国销售证券的发行人，则需按表格 F—6 进行注册登记；外国政府发行人则适用表格 B。

表格 F—1，F—2 和 F—3 对外国发行人的财务公开要求依次放松。表 F—1 要求在所提交的募资说明书中对财务状况进行充分地披露；而表 F—2 允许发行人将最近根据《1934 年证券交易法》的表 20—F 和表 6—K 填制的内容以提及形式在募资说明书中加以说明，但必须在募资说明书中附上所提及的材料；表 F—3 是三种表式中最灵活的一种，只要在根据《1934 年证券交易法》备案的报告中已包含了所需的内容，发行人就可以只在 F—3 表中提及这些报告，而不必再充分披露。

与上述对财务公开的要求相对应，对可以使用表格 F—1，F—2，F—3 的条件则是逐渐严格的。只有满足以下所有条件的发行人才能使用表格 F—3。

1. 发行人的证券在美国全国性证券交易所或 NASDAQ 挂牌 或其公开发行的证券已根据《1934 年证券交易法》注册。

2. 在此以前的 36 个月内，发行人符合《1934 年证券交易法》表 20—F 备案要求并作出全部《1934 年证券交易法》要求的文件。

3. 在此之前的 12 个月内，所有按《1934 年证券交易法》要求的备案文件及时准备完毕。

4. 由非附属公司持有的发行人的有投票权股票在世界范围内的市场总值至少达到 3 亿美元，或如果证券为不可兑换债券，该证券已评为投资级。

5. 自根据表格 20—F 要求做出年度报告后，发行人及其附属公司在发放优先股红利和偿付债务方面未出现问题。

如果外国发行人未能满足条件（2）中有关 36 个月的备案要求的规定，就不能采用表格 F—3；如果至少有一份表格 20—F 未能备案，就不能采用表格 F—2，而只能使用表 F—1。

《1933 年证券法》也规定了可以免于注册要求的情况，这包括豁免交易和豁免证券两类。豁免交易主要有根据第 4（2）节进行的私募，根据 144A 条例进行的有限制的转售，以及根据 3 条例进行的境外证券出售。豁免证券则包括商业票据，由美国银行或由外国银行管理的在美分支机构或代理处发行或担保的证券，以及转换证券。

（二）《1934 年证券交易法》的注册、报告要求

1. 注册。如果发行人要将其发行的证券在全国性证券交易所或 NASDAQ 挂牌交易，他必须先按《1934 年证券交易法》规定对该证券进行注册。外国私人发行人可根据《1934 年证券交易法》的表 20—F 进行注册；如果他已经

提供过表 20—F 备案，或将要挂牌的证券是根据《1933 年证券法》注册并公开发行的，则可以选择简表 8—A。外国政府发行人则可以采用表 18 为其发行的证券注册。

2. 报告。一旦证券挂牌上市，或公开出售的证券已按《1933 年证券法》注册并有 300 名以上的美国人持有，则发行人必须定期制作报告。报告主要有表 20—F 的年度报告和表 6—K 上的中期报告。由于定期提供《1934 年证券交易法》要求的备案报告可以为以后使用《1933 年证券法》的 F—2 或 F—3 注册表格提供便利，因而发行人一般都愿意定期提供上述报告。

3. 注册与报告的豁免。如果发行人的证券未在美国的全国性证券交易所或 NASDAQ 挂牌，或未按《1933 年证券法》注册，那么就可以获得 12g3—2 (b) 规则的豁免，不必再按《1934 年证券交易法》规定进行注册与报告，而只须提供他们在本国必须提供的那些信息即可满足《1934 年证券交易法》关于提供报告的规定。

需要注意的是，已获得 12g3—2 (b) 豁免的发行人必须在每个财政年度及时向 SEC 提供所必须提供的信息，才能继续保持豁免权。而且，一旦发行人在美国公开出售其证券或将证券上市交易，则丧失规则 12g3—2 (b) 的豁免权。

以上介绍了《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》对注册登记的要求及相应的豁免条款。由于向 SEC 进行新发行证券的注册登记有时需要等待较长时间，因此有的外国发行人选择了“上架注册”，即在 SEC 对将要发行的证券注册后，并不要求在有效日期后的一段时间内立即发行，而是可以在注册生效后的两年时间内，选择市场条件较好的时间发行证券。由于外国发行人本国会计制度可能与美国的公认会计准则不一致，这就增加了外国发行人财务资料公开的难度。为了规避这一要求，许多外国发行人在最初进入美国资本市场时多是利用其法规中的豁免条款，以免除注册和报告手续。只有在时机成熟后才将证券向 SEC 注册，以扩大投资者基础和提高知名度。下面主要从寻求豁免角度介绍一下外国发行人可以利用的筹资工具。

五、外国筹资者可以利用的筹资工具（一）——商业票据

前面介绍金融市场的构成时已经介绍了商业票据。目前在美国商业票据的平均期限仅为 20—45 天。商业票据的发行可以采用记名方式，也可采用不记名方式。这是因为美国税法规定期限超过一年的债券必须以记名形式发行，否则即违反税法。而商业票据的期限一般不超过一年，因而采用何种形式都不会违反法律。目前发行量大的商业票据一般以不记名方式发行。

（一）商业票据获得注册豁免的形式

商业票据的期限较短，如果按《1933 年证券法》进行注册登记，不仅会造成不必要的费用支出，而且会造成发行的延误。因此，一般发行人都利用《1933 年证券法》的豁免条款来免除注册要求。通常可以有三种方式来豁免《1933 年证券法》的注册要求。这三种方式同时也可以豁免《1934 年证券交易法》的注册登记要求和《1939 年信托契约法》的要求。

1. 第 3 (a) (3) 节的豁免。根据《1939 年证券法》第 3 (a) (3) 节，满足以下两个条件时，可以豁免商业票据的登记：(1) 商业票据必须在 9 个月以内到期（不含宽限期）；(2) 销售商业票据所筹集的资金必须用于流动性业务。此外，SEC 还增加了两条额外的要求：(1) 商业票据必须由至少一家全国性的评级机构评为投资级；(2) 商业票据只能出售给机构投资者、

企业投资者及大的单位投资者，而不能卖给社会公众。这可以通过提高票据的面额来实现。

对流动性业务的检验并不要求所筹集资金必须用于流动性业务，只要从合并财务角度看，在过去一年内，发行人的流动资产和经营性支出等于或超过其发行在外的商业票据的总金额就满足了这一要求。

2. 第 3(a)(2) 节的豁免。第 3(a)(2) 节规定，在下面两种情况下，发行商业票据可以豁免登记注册手续：

(1) 如果发行人是银行，通过一个受其管理的美国分行或代理机构发行债券；

(2) 如果商业票据由美国银行或非美国银行的分行或发行债券代理机构的信用证无条件担保。

在第二种情况下，信用证多是采取直接支付方式，即由开证行向商业票据的持有人直接支付，而发行人根据偿付协议向开证行偿付款项。

3. 私募豁免。有两项条款可以援引用于私募豁免。一是第 4(2) 节下的豁免。援引该条款时，应满足以下条件：(1) 购买者的数目必须是有限的，不得搞推销或做广告；

(2) 发行人必须向购买者提供私募备忘录或类似的书面材料；

(3) 购买者必须具备评估该项证券投资潜在的利益与风险的能力；

(4) 购买以投资为目的，而不是以转售为目的。

此外，证券交易委员会颁布的规则 D 也可以用于获得私募豁免。规则 D 中的第 506 条规定，如果有价证券满足以下条件，可以豁免注册登记：

(1) 发行机构确保交易不涉及公开，不得进行促销或广告活动；

(2) 除“合格投资者 (Accredited Investors)”外，证券的其他购买者不得超过 35 人。“合格投资者”包括符合各项最低净值及最低收入的各类机构投资者，发行机构的董事、高级主管及个人。对合格投资者的人数没有限制；

(3) 发行机构必须有充分理由相信，每个非“合格投资者”都能够判断证券的优缺点和投资风险，并且必须在出售证券前向其提供有关资料；

(4) 发行机构必须确保购买者以投资为目的，而非以转售为目的；

(5) 发行机构应按证券交易委员会表格 D 制做发行通知交证券交易委员会备案。

应当注意的是，D 规则的条件对按第 4(2) 节进行私募的证券也有约束力，即使商业票据的私募是按第 4(2) 节进行的，也要符合 D 规则的原则。

根据《1933 年证券法》规定，私募证券的持有者只有在证券发行两年以后才允许公开出售。这就限制了私募证券市场的流动性。为了弥补这一缺陷，美国证券交易委员会 1990 年颁布了规则 144A。根据规则，只要满足下列条件，则持有私募发行证券的“合格的机构投资者 (QIBS)”可在两年内将所持证券转售给其他“合格的机构投资者 (QIBs)”。

(1) 证券未在全国性证券交易所或 NASDAQ 上市，也不是在美需要注册的投资公司证券；

(2) 销售对象仅限于“合格的机构投资者 (QIBs)”，一般指拥有价值在 1 亿美元以上的特定种类证券的交易商；

(3) 未按《1934 年证券交易法》规定向 SEC 定期提交报告；又未按规则 12g3—2(b) 向 SEC 提供资料的发行人，必须在限制转售期内向二级市场

购买人提供特定的信息。

上述三种形式的豁免各有其优缺点。对于第 3(a)(3) 节豁免而言，发行商业票据不需在 SEC 进行注册，而且其交易也未受到过多限制，因此是外国发行人在美国筹资的一种较好方式。

第 3(a)(2) 节豁免不必由全国性评级机构进行评级，也不必将所筹集的资金用于流动性业务；而且由于有银行信用证担保，因此投资者较关心开证行的资信，相应地要求发行人披露的信息量也较少。这是该种豁免的优点。但这种方式也存在不足。首先，由于需要寻找有一定资信等级的银行开立信用证，必须向开证行支付开证费，使得发行成本增加；其次，由于投资者关心的主要是开证行的资信，对发行人本身不太注意，因而不利于提高发行人本身的知名度。

私募豁免的优点主要表现在发行商业票据所筹集的资金不必一定用于流动性业务；同时有利于提高发行人在机构投资者中的知名度。其最大的缺陷是再销售方面要受到限制，而且在按 144A 规则转售时，必须向二级市场上的购买者提供所要求的信息。

由于不同的豁免有不同的特点，因此外国发行人在发行商业票据时应当根据自身的特点及筹资的目的选择适当的发行方式。

(二) 发行商业票据所需提供的文件

1. 发行备忘录。发行备忘录的内容主要包括发行者的介绍、发行资金的用途；如系私募发行，还要说明该票据未在 SEC 注册及对转售的限制；如系由信用证担保发行，还必须说明开证行的情况。

2. 美国金融子公司文件。这是外国发行人通过在美国的金融子公司发行商业票据时必须准备的文件，如担保或支持协议。在担保协议中，一般需有全额支付条款，即在投资者被征收预扣税时，担保者将向投资者全额支付。支持协议的目的是为了提高在美金融子公司的资信，因此必须包含一些信用评级机构要求的内容，如母公司必须持有金融子公司至少 51% 的投票权；必须使金融子公司保持一定的资本净值，以及不得撤销、变动或修改支持协议等。

3. 交易商协议。这是发行人与交易商签订的协议，主要包括发行人的说明与保证，如果发行备忘录陈述不实或有遗漏而使交易商承担责任时，发行人应对交易商给予补偿等条款。

4. 发行与支付代理协议。发行与支付代理可由一个机构充当，也可以分开由两个机构充当。发行代理的主要职责是印制并分发票据、接受购买人支付的款项、印发替代票据等。支付代理则主要负责票据的还本付息。发行与支付代理协议就是对上述责任以书面形式加以明确。如果商业票据是由信用证担保的，则协议中还应信用证条款，即要求设立特别帐户，以保证发行人破产时，信用证能按时支付。如果是私募发行，还应对商业票据的转让原则加以明确。

5. 信用证和偿付协议。在由信用证担保的商业票据发行中，有这一协议。信用证一般是对全部发行的商业票据统一提供的。信用证有两类，一类是直接支付信用证，即由开证行直接向投资者支付信用证金额，然后由发行人根据偿付协议向开证行偿付。另一类是支持信用证，即正常情况下由发行人对投资者偿还，只有在发行人无力支付时，开证行才承担支付责任。在实践中多采用直接支付信用证，支持信用证采用较少。

偿付协议是发行人与开证行之间的协议，即在开证行已向投资者支付后，由发行人向开证行进行偿还的协议。

6. 法律意见书。主要是由美国律师、发行人所在国律师就两国法律中与商业票据的发行有关的条款提供法律意见。

7. 其他文件。如商业票据票样、DTC（托管公司）协议等。

（三）簿记式商业票据

簿记式商业票据是 1990 年出现的。所有的商业票据，不管是否适用《1933 年证券法》的豁免，都可以采用簿记方式发行。簿记式商业票据避免了实物证券的缺点，而且可以节约大量的印制成本。簿记式商业票据的发行、交易等活动都由存券托管公司（DTC）通过标准普尔公司的 CVSIP 进行跟踪。

六、外国筹资者可以利用的筹资工具（二）——美国存股证（ADR）

存股证（Depository Receipt，DR）是一种可以流通转让的，代表投资者对境外证券所有权的证书，它是为方便证券跨国界交易和结算而设立的原证券的替代形式。DR 所代表的基础证券存在于 DR 的发行和流通国的境外，通常是公开交易的普通股票，现在已扩展到债券和优先股。DR 可以象其他证券一样在证券交易所或场外市场上自由交易，并且可以同时在美国的市场上流通，从而可以同时在美国、欧洲和亚洲国家筹集资金。根据发行地的不同，存股证可以分为 ADR（美国存股证）、EDR（欧洲存股证）、HKDR（香港存股证）、GDR（全球存股证）等多种形式，其中以 ADR 出现最早，运作最规范，流通量也最大。

自 1972 年摩根银行首创 DR 业务以来，存股证市场发展迅速，到 1995 年 10 月，已有 1800 个存股证计划正在进行，总市值达 500 亿美元。1993 年，纽约证券交易所的上市股票中，ADRs 占了市值的 7.5%，另外在 NASDAQ，店头市场和 144A 市场的 Portal 系统上也有大量 ADRs 进行交易。ADRs 之所以发展如此迅速，是因为它对发行人和投资者双方都有利。对发行人而言，它一方面可以通过存股证计划扩大投资者基础，从而有助于提高和稳定股票价格；另一方面可以提高公司的知名度，有利于在必要时迅速筹集资金。从投资者角度看，投资于非本国市场的证券可以促进投资组合的多样化，有利于稳定收益。但直接投资于外国资本市场存在着交割、结算、托管等方面的障碍及不同的市场规则造成的不便。而通过存股证计划既可以投资于国外的高收益证券，又可以免除直接购买外国证券带来的上述不便，节省大量费用。

在美国市场上除了 ADRs 外，还有 GDRs（Global Depository Receipts）。所谓 GDRs 是指可以同时在美国、欧洲和亚洲市场上发行的存股证。但 GDRs 与 ADRs 在基本结构上是相同的，都是以美元标值的证券。采用 GDRs 完全是一种营销手段。

目前在美国存股证市场上，纽约银行，花旗银行和摩根银行总揽了大部分业务。这三家银行占有了 ADRs 市场 95% 以上的业务，其中纽约银行所占份额最大。据统计，在 1995 年上半年，公开发行的新的 ADRs 计划中纽约银行获得了 81% 的份额。

（一）ADRs 业务中的重要中介机构

portal：Private Offering，Resale and Trading through Automated Linkages 的缩略语。即证券私募发行、转售和交易自动系统，由 NASD 经营，主要是为 144A 市场证券发行和交易活动提供流动性。它是一个封闭系统，只有经纪商、自营商和机构投资者才能进入该系统。

1. 存券银行 (Depository)。作为 ADRs 的发行者和市场服务中介，为投资者提供所需要的一切服务。

(1) 作为 ADRs 的发行者在 ADRs 原始证券的发行国安排保管银行；当原始证券被解人保管银行帐户后，向投资者发行 ADRs；ADRs 被取消时，指令保管银行将原始证券重新投入当地市场。

(2) 在 ADRs 交易过程中，负责进行 ADRs 的过户代理和注册，安排 ADRs 在存券信托公司的保管和清算，及时通知保管银行变更股东或债券持有人登记资料；保存注册 ADRs 的名册，支付股息、准备委托文件，及时解答股东查询并协助发行公司进行结构调整。

(3) 向原始证券发行公司提供 ADRs 持有者及 ADRs 市场信息，帮助发行公司建立和完善 ADRs 运作计划，提供法律、会计、审计等方面的咨询和代理，解答投资者的疑问，协调 ADRs 持有者与发行公司的一切事宜（如向 ADRs 持有者派发美元红利或股息；代理 ADRs 持有者行使投票权等股东权益）。

2. 保管银行。由存券银行在原始证券发行国安排的银行，通常是存券银行在当地的分行、附属行或代理行，负责保管 ADRs 代表的原始证券，根据存券银行的指令领取股息或红利，用于再投资或汇回 ADRs 所在国，并向存券银行及时提供当地市场行情。

3. 存券信托公司 (DTC)。美国的证券中央保管和清算机构，负责其成员公司证券的登记、过户和保管。DTC 负责 ADRs 的保管和清算。

(二) ADRs 的发行与交易

1. ADRs 发行。ADRs 的发行通常是由美国投资者购买非美国公司的证券来驱动的，其主要过程如下：

(1) 美国投资者委托美国经纪人以 ADRs 形式购入境外国原始证券；

(2) 美国经纪人与原始证券所在地的经纪人联系购买事宜；

(3) 原始证券所在地经纪人按要求将所购买的证券解往美国的存券银行在当地的保管银行；

(4) 保管行解人相应证券后，通知美国的存券银行；

(5) 存券银行发出 ADRs 交给美国经纪人，一张 ADR 按比例代表一定数量的原始证券；

(6) 经纪人将 ADRs 交给投资者或存放在存券信托公司，同时把投资者支付的美元按当时的汇率兑换成相应的外汇支付给当地经纪人。

2. ADRs 的交易。ADRs 的交易有两种形式：

(1) 市场内部交易 (Intra-market Trading)。即在二级市场上在 ADRs 持有者之间相互买卖，在存券银行过户和在存券信托公司清算。目前市场内部交易占全部 ADRs 交易的 95%。

(2) 注销 (Cancellation)：注销程序如下：

客户指令美国经纪人卖出 ADRs；

美国经纪人委托原始证券所在地经纪人出售原始证券；

原始证券所在地的经纪人按要求在当地市场卖出原始证券，并通知美国经纪人；

美国经纪人接到原始证券已出售的通知后把 ADRs 交回存券银行，由存券银行注销 ADRs，同时指示保管银行将相应的原始证券解人当地购入者的帐户；

美国经纪人将外汇按当时汇价换成美元付给 ADRs 持有者。

(三) ADRs 的发行方式

ADRs 的发行可分为无担保方式和有担保方式两种：

1. 无担保方式 ADRs (Un-sponsored ADRs)。一般由一家美国银行自发设立发行，不必由原始证券发行公司参与。一家美国银行只要确信公众对某外国公司的证券有足够的投资意愿，从而可以使他从发行中获利，就可以自发设立并发行无担保的 ADRs。尽管在无担保方式下并不一定要求发行公司参加，但一般存券银行都愿意获得发行公司的同意书。这是因为如果发行公司既未按《1934 年证券交易法》提供报告，也不能获得 12g3—2(b) 下的豁免，那么存券银行要满足发行 ADRs 所必须填制的表格 F—6 的要求，必须要求发行公司向 SEC 申请获得注册报告的豁免。这就需要有发行公司的合作。

无担保 ADRs 不能在全国性的证券交易所或 NASDAQ 挂牌，而且不能根据《1933 年证券法》进行公开发售。同时，无担保 ADRs 无法控制计划的实施过程及隐形成本，因此目前已很少使用。美国证券交易委员会也不鼓励设立无担保 ADRs。

2. 有担保方式 ADRs (Sponsored ADRs)。有担保 ADRs 是由原始证券的发行人委托一家存券银行发行，发行人、存券银行和保管银行三方签署存券协议，对 ADRs 与原始证券的关系、ADRs 持有人的权利、ADRs 的转让、清偿、股息和红利的支付等作出具体规定，由于在有担保 ADRs 中，原始证券发行人可以自由选择存券银行，因而可以对 ADRs 的总体发行情况进行有效控制，并且可以促进原始证券发行人对美国资本市场的了解，为今后在美国资本市场上融资创造条件。

根据进入美国市场的不同情况，有担保 ADRs 可以分为一、二、三级公募发行和 144A 市场中的私募等几大类。

一级有担保 ADRs (Sponsored Level I)。这是外国发行人进入美国资本市场最简单的方法。它是根据在外国的二级市场上已经交易的现有证券设立的。这种 ADRs 只能在美国的店头市场 (OTC market) 上进行交易，其原始证券不必根据《1933 年证券法》进行登记，也不必遵循美国公认会计准则和 SEC 的公开性要求。因此，一级有担保 ADRs 可以使发行人享受在美国公开交易其证券的好处，又不必改变其目前的会计报表编制方法。目前在美国进行的 ADRs 计划中，大多是以一级有担保方式安排的。外国公司也大多从这一层次开始，逐步过渡到更高级别的发行方式。

二级有担保 ADRs (Sponsored Level II)。二级有担保 ADRs 也是根据已交易的现有证券设立的，但它可以在全国性的证券交易所或 NASDAQ 挂牌。在这种方式下，原始证券需要根据《1934 年证券交易法》进行表格 20—F 及 6—K 的注册和定期报告。

三级有担保 ADRs (Sponsored Level III)。即在美国证券市场公开募集 ADRs 及上市交易的方式，它是根据外国发行人所发行的新股而发行的，可以在全国性的证券交易所和 NASDAQ 挂牌，并可根据《1933 年证券法》在美国公开发售。但在公开发售时需根据表格 F—1, F—2 或 F—3 对原始证券进行注册。

一级和二级有担保方式不能用于筹集资本，但是可以提高外国发行人在美国资本市场上的知名度，为未来筹资做好准备；而希望发售新股筹集资本的公司则可以利用三级有担保 ADRs。每一个更高级别的 ADRs 计划对信息披露和会计准则方面的要求也更高。

144A 市场私募 ADRs：即根据 144A 条款的规定在美国发行有担保 ADRs。只要发行人满足了 144A 的要求，就可以豁免《1933 年证券法》的注册要求，向合格的机构投资者（QIBs）发行 ADRs。

下面将上述几种发行方式列表比较如下：

（四）ADRs 的发展趋势

进入 90 年代以来，美国存股证市场出现了一种新的趋势，即外国发行人开始从选择 144A 私募发行转而选择公募发行 ADRs。其原因是多方面的。144A 私募发行不需要向 SEC 进行注册登记，不需要按照美国公认会计准则准备有关的财务信息，因而手续相对简便，这对需要利用有利的发行机会的外国发行人来说是十分有利的。但 144A 私募发行也存在缺陷。首先，私募发行将投资者仅仅限于合格的机构投资者（QIBs），不能利用广大的社会公众和小的机构投资者，这就限制了市场的广度；其次，由于市场参与者较少，因而 Portal 二级市场交易系统的流动性较差，削弱了私募 ADRs 的吸引力。而越来越多的外国发

表 4—2 ADRs 发行方案比较

ADR 类型	适用法律	注册登记及豁免	公开性要求	美国会计准则	成本费用	交易方式	可否集资
无担保 ADR（已很少应用）	33 年证券法 34 年证券交易法	F-6 12g3-2(B)	无 无			OTC	否
一级有担保 ADR	同上	F-6 12g3-2(B)	无 无	不需符合	\$5000 \$20000	OTC	目前不可
二级有担保 ADR	同上	F-6 20-F	无 详细的	部分符合	\$200000 \$500000	全国性交易所或 NAS DAD	目前不可
三级有担保 ADR	同上	F-6 20-F	严格的 详细的	完全符合	\$400000 \$800000	全国性交易所或 NASDAQ	可以
144A 私募 ADR	同上	无 12g3-2(b)	欧洲的标准	不需符合	\$75000 \$300000	QJB 之间	可以

资料来源，《国际证券融资》P53。

行人不仅仅是想通过 ADRs 筹集资本，而是想利用 ADRs 扩大投资者基础，为未来筹资做准备。对他们来说，尽管公开发行需要在 SEC 注册，并按法律规定进行广泛的信息披露，同时财务报表还必须根据美国公认会计准则进行编制，但进行公开发行可以扩大投资者基础，增加 ADRs 的流动性，并有可能提高其定价。与这些利益相比，进行上述额外的准备也是值得的。正是基于这一考虑，越来越多的 ADRs 计划开始采用公募发行。1991 年 144A 私募发行占总的 ADRs 发行的 49.7%，1992 年这一比重上升到 72.8%，1993 年这一比重迅速回落至 22.4%，就清楚地反映了这一趋势。

随着更多的美国机构投资者开始将其投资组合国际化，美国资本市场上对 ADRs 的需求将不断增长；同时原苏、东国家的私有化计划及高速增长东南亚经济都需要大量资金，因而必然导致 ADRs 计划的不断设立。据纽约银行的分析估计，1995 年 10 月至 1996 年 10 月间，将有约 120 个 ADRs 计划在证交所或 NASDAQ 挂牌，另外将有 300 个不挂牌 ADR 设立。截至 1995 年 10 月，中国已设立了 9 个上市的 ADRs 计划，其中有 4 个在纽约证券交易所挂牌，有

5 个是在柜台交易的一级有担保 ADRs。将来中国应当充分利用 ADRs 计划在美国资本市场上筹资。

七、外国筹资者可以利用的筹资工具（三）——中期债票安排

中期债票安排是利用商业票据市场的推销和结算程序来不断发行不同期限的各种债券的一种便利安排，实际上是利用短期资金市场获得稳定的中期资金来源。中期债票的期限在 9 个月到 30 年之间，一般为 2—5 年，其面额最少为 1, 000 美元。大多数中期债票发行前都要被至少一家评级机构评为投资级。

在中期债票安排下，发行者可以自由选择发行各种形式的债券，诸如传统的固定利率债券、浮动利率债券、零息债券、分期偿还债券、多重货币债券，与某种指数挂钩的债券等，而不需要在每一次发行时都向 SEC 注册登记。这就大大方便了发行人随时利用有利的市场机会。

（一）中期债票的发行方式

中期债票也属于《1933 年证券法》规定的证券，因此外国发行人要免于注册就必须获得登记豁免。中期债票的发行方式主要有：

1. 利用第 3(a)(2) 节的豁免。如果发行人是一家外国银行，则可以通过一个受其管理的美国分行或代理机构发行中期债票，此时即可获得《1933 年证券法》的注册豁免。

2. 私募发行。即利用《1933 年证券法》第 4(2) 节或 D 条例进行中期债票的私募发行。有关条件参见商业票据的私募发行。此外还应注意在此发行方式中销售或再销售的金额不能低于 15 万美元，发行面额也不得低于 15 万美元。

私募发行中期债票可以免除向 SEC 注册、报告，但同时其转让也受到限制，从而影响其流动性，这有可能提高其发行利率水平，增加发行人的成本。

3. 簿记中期债票。同簿记式商业票据一样，簿记中期债票也是利用 DTC 的便利。凡是根据《1933 年证券法》登记的中期债票和其他适用规则 144A 的转售要求或在 Portal 中交易的中期债票都可以此方式发行。簿记式发行可以降低实物证券所带来的风险。减少印刷成本。但目前由于管理上的原因，几乎没有私募中期债票采取簿记形式。

（二）中期债票安排的文件

1. 信息披露文件。主要包括公开发行的基本募资说明书和私募发行的私募备忘录。对公开发行的中期债票，一般包含价格制定条款，对私募中期债票，则要披露该发行为私募发行，所发行债券的转售所受限制等内容。

2. 信托契约或发行支付代理协议。根据《1933 年证券法》登记发行的中期债票必须根据《1933 年信托契约法》订立信托契约。发行人有两种选择，一种是只适用于中期债票的契约；另一种是可用于各种非转换债券的契约。这两种契约都是开放式的，对发行金额不加限制。但后者有较大灵活性，可以允许果用各种债券形式，不过它只能由使用表 F—3 的发行人采用。

私募中期债票的发行人不要求使用《1939 年信托契约法》中的信托契约，但如果发行人希望将来根据《1933 年证券法》进行登记，那么他可以采用信托契约；私募中期债票的发行人也可以选择与代理机构签订发行与支付代理协议，通过发行支付代理机构发行中期债票，这样就不需要有信托机构，管理费用相对较低。

3. 分销协议。一般由发行人同所有作为销售机构的投资银行在同一分销

协议上签字，对所有参与的投资银行均有约束力。分销协议包括发行人的陈述与说明、法律意见、补偿条款等内容。

4. 美国金融子公司文件。如果外国发行人是通过在美国的金融于公司发行中期债券，则要有此文件。文件中除了与子公司的建立有关的法律文件外，还应包括外国母公司的担保或支持协议。

5. 证明书。以簿记形式发行中期债券时，要由存券托管公司(DTC)开出证明书。

6. 其他文件。如发行人与计算浮动利率的代理机构间的利息计算协议；发行人同进行货币汇兑的代理机构之间的汇兑代理协议；法律意见书；安慰信；中期债券的形式等。

第二节 日本金融市场

二战后，日本在美国的占领下仿照美国模式建立了战后的金融体系。当时日本经济处于崩溃边缘，日本政府为了限制外汇买卖和资本流动，制定了《外汇和外贸管理法》，实行严格的外汇管制。1964年4月，日本成为IMF第8条会员国以后，仍对资本流动保留了许多限制措施。进入80年代以后，日本的贸易顺差剧增，尤其是对美国顺差持续增长，为此美国要求日本开放金融市场，并成立了“日元美元委员会”，对此进行协调。从此日无国际化进程加快，日本金融市场也开始对外开放。

一、日本金融市场概述

(一) 银行间市场 (Inter-bank Markets)

银行间市场只有银行等金融机构可以参与。同时银行间市场也是日本的中央银行——日本银行进行公开市场业务操作的主要市场。

1. 银行同业拆借市场 (Call Market)。银行同业拆借市场曾是日本唯一的货币市场，从事极短期和较长期（如1个月以上）的交易。1971年票据买卖市场建立后，1个月以上的交易转到票据买卖市场上，因而银行同业拆借市场类似美国的联邦基金市场。1988年，银行同业拆借市场又允许6个月以内的交易，而票据买卖市场也开始从事1周至3周的交易，因而这两个市场在期限上趋于类似。

银行同业拆借市场的主要交易形式有半日借贷，无条件借贷和有期借贷三种。半日借贷在当天即偿还，一般不用担保；无条件借贷在交易的第二天偿还，但可以延长，目前这种交易占70—80%左右；有期借贷期限一般为2—7天，1988年以后期限最长可达6个月。这种交易占总金额的20—30%。无条件借贷和有期借贷大多需要有国债或优良票据、金融债等做担保。银行同业拆借市场上的大多数交易是由短资公司充当经纪人来完成的。

2. 票据买卖市场 (Discount Market)。票据买卖市场是1971年5月从银行同业拆借市场分离出来的，因而两个市场很相似，只是票据买卖市场的期限较长。

票据买卖市场上的票据主要有两种，一种是各种原始票据，另一种是由借款银行开具并承兑的本票，该本票以其他合格票据做抵押。交易中多以后一种形式为主。

票据买卖市场上的交易分为三大类。第一类是1—3周票据交易，第二类是1—6个月票据交易，第三类是可转卖票据交易，即票据可在签发日一个月后被转卖。

3. 东京美元短期借贷市场 (Tokyo dollar call market)。东京美元短期借贷市场与外汇市场没有直接联系，但它为参与者的外汇融资提供了便利。这一市场建立于1972年4月，市场的主要参加者是外汇经纪人和在日的外国银行，非居民不得进入该市场。

东京美元短期借贷市场刚建立时是为了调剂各银行的短期外汇资金余缺，近几年来逐渐发展成为从事外汇短期借贷的市场，而且较长期借贷的比重也开始上升。尽管该市场的名称中只有美元，但对交易的币种并没有限制。交易的金额最小为100,000美元或其等值外汇，交割日为成交后的第二个营业日。

(二) 公开市场 (open Markets)

公开市场的参与者比银行间市场广泛，金融机构以外的个人和一般企事业单位也可以参加该市场。

1. 债券回购市场 (Repo Market)。也称现先市场 (Gensaki Market)，与美国的回购协议市场基本相同。该市场的参与者主要有证券公司、金融机构、企业、政府金融机构和非居民。

回购交易分自我回购、委托回购和直接回购三类。自我回购是证券公司签订回购协议，将自己所有的债券卖出以融通资金；委托回购是通过证券公司作为中介进行的交易，即债券持有者与证券公司签订回购协议卖出债券，证券公司将这些债券又以回购方式转卖给另一债券购买者。两个回购协议的到期日相同。直接回购则是银行或其他金融机构直接与借款人签订回购协议，达成交易。

为了保证回购市场的安全和健康发展，政府分别于 1978 年和 1974 年对自我回购和委托回购的市场交易余额进行了上限限制。

2. 大额可转让定期存单市场 (CD Market)。CD 市场于 1979 年 5 月建立。最初对 CD 的最小面值、期限、每一机构发行金额等都有限制，以后这些限制都逐渐取消或放松了。1988 年以后，CD 的最小面值降至 5000 万日元，发行期限也扩展至 2 周—2 年。这些自由化政策使得 CD 市场迅速发展，目前已成为日本最大的货币市场之一。

CD 的发行是由发行者与投资者之间直接用电话联系，或在柜台上直接洽谈。流通方式有两种，一种是无条件交易，即通过经纪人直接进行买卖；一种是有条件交易，也就是 CD 现先交易，由买卖双方签订回购协议，回购协议的期限一般在 1 个月以内。目前多数交易采用有条件方式进行。短资公司在 CD 二级市场的交易中居于中心地位。

3. 国库券市场 (TMarket)。日本政府从 1986 年 2 月开始发行国库券。国库券的期限在 6 个月以下，面值分为 1 亿日元和 10 亿日元两种。发行采用投标方式，以贴现形式进行，主要面向机构投资者。二级市场的交易限于银行和工商企业。国库券是替换国债的一种，发行的目的是为了筹措偿还到期国债的资金，因而禁止日本银行承购。

市场对政府短期证券的需求很大，但由于大藏省坚持限制短期利率对政府债务政策的影响，因而国库券市场的发展受到限制。

4. 融资券市场 (Financing Bill Market, FB market)。也称政府短期证券、通融债。是为解决国库临时性资金不足而发行的短期贴现国债，必须在国会决定的发行限额内发行，在财政年度内偿还。融资券按惯例每周一、三、五发行，面值为：1 亿日元和 5 亿日元两种。按规定融资券共有 8 种，即大藏省证券、外汇资金证券、粮食证券、印刷事业证券、国有林业事业证券、酒精专卖事业证券、输出保险事业证券和邮政事业证券，但实际上发行的只有前 3 种。

融资券的发行采取定率公募方式，由于其利率低于银行同业拆借利率，因此实际上大部分都由日本银行承购，其二级市场很不发达。

5. 银行承兑汇票市场 (BA market)。建立于 1985 年 6 月，是日元美元委员会协商的结果，目的是为了促进日本金融市场的多样化和国际化。

银行承兑汇票市场的主要工具是进出口商开出的票据，必须以日元计价，并经银行承兑。合格的银行承兑汇票必须满足以下条件：(1) 必须在货物装船后 30 天内承兑；(2) 票据到期日必须是货物装船后 6 个月以内，加

上邮程天数；（3）票据面值必须在1亿日元以上。

6. 商业票据市场（CP market）。该市场建立于1987年。商业票据的期限为1个月到6个月，最小面值为1亿日元，以贴现方式发行。目前有约180家企业有资格发行CPs，但大都要求提供银行担保或备用信贷，只有40家大公司不需满足这一要求。1988年，有资格发行cps的企业增加到450家，同时大藏省允许非居民在日本市场上发行CPs。

cps市场建立后，发展很快，到1988年8月，市场余额就达到了50亿日元。

7. 欧洲日元市场（Euro-yen market）。欧洲日元市场是70年代以后随着日元国际地位的提高而出现的新型金融市场，即由在日本以外的存款机构持有的日元存款，欧洲日元市场是欧洲市场的一部分，其地理范围很广，在伦敦、新加坡、香港、纽约等地都有交易，但其中以伦敦最为重要，占全部市场份额的60%左右。

欧洲日元市场没有国内的管制措施和交易规则，如法定准备金要求、利率管制、担保品要求等，同时也没有利息预扣税。由于这些有利因素，因此欧洲日元市场不仅仅是进行套利的场所，而且是某些国内交易的替代市场，即“平行市场”。

欧洲日元市场分两部分：一部分是初级交易，即日元资金由非居民流入欧洲日元市场，主要形式是存款；另一部分是二级交易，即日元资金由欧洲日元市场流向非居民，主要形式是欧洲日元CDs，欧洲日元贷款，欧洲日元债券等。欧洲日元CDs和非居民欧洲日元债券于1984年12月实行了自由化；居民欧洲日元债券则于1985年4月解除了管制。

欧洲日元交易没有抵押品要求，期限也没有限制，可以由双方协商确定。交易分直接交易和间接交易两种。间接交易是通过经纪人进行的。绝大多数交易是间接交易。资金的交割一般在合同日的第二个交易日进行。

8. 日本离岸金融市场（Japan Offshore Market, JoM）。日本离岸金融市场设立于1986年12月，是模仿美国的IBFs而设的。该市场无法定准备金要求和存款保险金要求，没有利息预扣税，不受利率管制，但仍需缴纳地方税和印花税。此外，在该市场上不能进行债券业务和期货交易。

日本离岸金融市场的参与者限于获得大藏省批准的授权外汇银行。该市场刚建立时有181家银行获准从事离岸金融业务，到1988年12月，参与者已增加到187家，其中有73家外国银行。这些银行通过外汇经纪人来完成交易。

日本离岸金融市场的交易币种不仅限于日元，其他货币也可以进行交易。但日元交易占了离岸金融市场的绝大部分。

为了促进离岸金融市场的发展，日本政府于1989年4月放松了对该市场的一些限制性规定。如放松了对离岸金融市场和国内市场间资金转移的限制；放宽了对市场参与资格的确认程序，还放宽了关于资金必须由交易对方使用的确认程序。

（三）证券市场

证券市场是资本市场的重要组成部分，主要包括债券市场和股票市场。70年代以前，日本的金融体系侧重发展间接金融，证券市场发展缓慢。1975年日本政府开始大规模发行国债，证券市场因而得到迅速发展，80年代的金融国际化进一步加快了这一进程。同时，由于金融自由化和金融创新，新

的金融工具层出不穷，如可转股债券，附认股证债权，武士债券，将军债券等先后出现。可见，日本的证券市场在广度和深度上都有了很大发展。

证券初级市场的主要参与者是发行人和认购者，此外还有中介人。中介人包括承销商和受托公司。证券公司和其他金融机构都可以承销政府债券、市政债券和政府担保债券；但只有证券公司可以作为企业证券的承销商。

受托公司有两类，一类是认购受托公司，负责为发行者处理公司债券认购过程中的事务，另一类是担保品受托公司，负责为有担保公司债券的持有人管理担保债权。认购受托公司主要由长期信用银行和信托银行担任，而担保品受托公司必须获得有关部门的许可。

与其他国家一样，证券二级（流通）市场包括交易所和场外市场两部分。股票交易以交易所为主，债券交易则以柜台交易为主，目前约95%的债券交易是在场外市场上进行的。1979年，引入了大笔交易系统以方便政府债券的大额交易。1985年，东京证券交易所设立了债券期货市场。

目前在场外市场交易中有两个价格指数，一个是每日指数，由交易量最大的约20种证券组成；另一个是每周指数，由约230种有代表性的债券组成，该指数每周四公布。

（四）债券市场

日本债券的种类繁多，大致可以分为公共债券，企业债券和外债三大类，每一类中又包括许多具体的债券。这里主要介绍公共债券和企业债券，外债放在后面单独说明。

1. 公共债券（Public Bond）。公共债券包括日本政府债券、地方政府债券和政府保证债券等。

（1）日本政府债券。也称国债，是由中央政府发行的债券，是所有债券中信誉最高的。1975年以后，国债发行量急剧增加，加上大藏省放松了银行转售国债的限制，使得国债市场规模迅速扩大，目前已是仅次于美国的第二大国债市场。国债根据发行目的不同可分为建设国债、特别国债（赤字国债）、替换国债。根据国债的期限不同。国债可以细分为5类，即长期付息国债、中期折价国债、中期付息国债、短期国债和政府短期债券。

长期付息国债期限多为10年，此外还有可随时发行的6年期、15年期和20年期长期国债。利率固定，面额有5万日元、10万日元、100万日元、1千万日元、1亿日元、10亿日元6种。

中期折价国债于1977年开始发行，期限5年。发行面值最低为5万日元，最高可达1亿日元，一般在奇数月发行，每年发行6次。中期付息国债于1978年开始发行，期限2—4年，利率固定，面值为5万—10亿日元，分2年、3年、4年3种。其最大特点是采用公募方式发行。

短期国债和政府短期债券实际就是前面提到的国库券和融资券，由于期限较短，因而将其划入货币市场工具。这里不再详细介绍。

此外国债中还有农业土地证券、遗族国库债券、特别酬金国库债券、特别丧事国库债券等。但这些都是记名式交付国债，不能在市场上买卖。

（2）地方政府债券。也称地方债，是由都、道、府等地方政府和地方公共团体发行的债券。根据发行方法可分为：公募债和非公募债。非公募债是以本地区金融机构为认购对象而发行的，也叫地缘债。发行形式分证券形式和借入证书形式两种，前者可以在市场上买卖，后者则禁止流通。

（3）政府保证债。指日本政府所属的公团、公库、公司等机构发行的债

券中，由政府担保其本息偿付的那一部分债券。期限为 10 年，面额 10 万日元，以公募方式发行。由于有政府担保，因而被认为是准国债，利率略高于长期付息国债。

2. 企业债券 (Corporate Bond)。根据发行人不同，企业债券分金融债和事业债两大类。

(1) 金融债。金融债是长期信用银行、东京银行、农林中央金库、商工组合中央金库等为筹措资金而发行的债券。分付息金融债和折价金融债两种。

付息金融债期限一般 5 年，东京银行还发行期限为 3 年的金融债，面额在 1 万日元以上。机构投资者是主要购买者；1981 年，长期信用银行、农林中央金库、商工组合中央金库又推出新型付息金融债，主要面向个人投资者，购买限额每人不能超过 300 万日元，利息可享受免税优惠。

折价金融债期限 1 年，面额 1 万日元以上，个人是主要的购买者。

(2) 事业债。民间股份公司发行的债券中，除去金融机构发行的债券以外都叫事业债。事业债又分电力债和一般事业债。电力债是由 9 家电力公司发行的债券，以公募方式发行。一般事业债是由其他股份公司发行的债券，有公募发行的，也有 50 人以下认购的私募债，事业债面额为 10 万日元，期限为 6 年、7 年、10 年、12 年、15 年 5 种。发行条件根据评级状况决定。

一般事业债的发行通常采取有担保原则，即以工厂或设备等公司财产担保本息的支付，但从 70 年代开始，企业开始要求发行无担保债券。1979 年，两家电力公司发行了无担保债券。之后企业和证券公司要求降低可以发行无担保债券的标准。1988 年 11 月，大藏省最终降低了标准，要求发行人必须净资产达到 330 亿日元，且评级为 A 以上。

企业债券也可以按所含条款不同划分为普通公司债 (Straight Bonds)，可转股公司债 (Convertible Bonds) 和附认股证公司债 (Warrant Bonds)。普通公司债是传统的债券形式，可转股公司债是其条款中规定可以由持有人选择将债券转成发行公司的股票。工商企业和银行分别于 1970 年和 1937 年首次发行可转股债券。这种债券在股价上扬时尤其受欢迎，对其发行的限制也比普通公司债要少。根据大藏省规定，只要公司净资产达到 330 亿日元以上，评级为 BBB 以上，即可发行可转股公司债。附认股证公司债是发行的债券附有认股证，认股证可以转让，持有人可以要求向发行公司按债券持有额的一定比例购买公司股票。1981 年，一些企业首次发行附认股证公司债。

由于债券市场对发行人的要求较严，小公司一般不能在国内市场上发行债券，而是转向外国资本市场，主要是瑞士市场；而大公司也因国内市场要求过多而转向欧洲货币市场发行债券。为此，证券公司呼吁大藏省放宽国内债券市场的发行限制。据报道，大藏省已经计划从 1996 年 4 月开始放松对证券市场的管制，其中一条就是取消私募债券每次发行限额和每年举债次数限制。目前私募债券每次发行限额为 200 亿日元，每年发行不得超过 6 次。

(五) 股票市场

在日本股票市场上，根据发行目的可以将新股发行分为两种，一种是为筹措资金的发行 (普通的新股发行)，一种是为其他目的的发行 (特殊的新股发行)。新股发行方式将在下文中介绍。

与其他国家一样，日本的股票流通市场也分交易所市场和店头市场两部

分。战后，日本为了形成公正的证券价格，原则上禁止上市股票在场外交易，于是形成了以证券交易所为中心的股票流通市场。

日本目前有 8 家证券交易所，分别位于东京、大阪、名古屋、京都、广岛、福冈、新泻。札幌。其中东京、大阪分别是全国和关西地区的中心性市场，二者的交易额合计占全国交易所的 90% 以上。为了尽可能地将股票交易集中到交易所，1961 年 10 月东京、大阪和名古屋三个证券交易所分别设立了市场第二部。市场第二部的上市条件比第一部略低。原则上新股票先在市场第二部交易，一年后如果满足第一部上市条件才进入第一部进行交易。同时，在第一部上市的股票如果其条件降至一定水平以下，且在一年宽限期内仍未满足第一部的条件，就要被重新指定在第二部交易。目前除了市场第一部 250 种大宗股票仍采用公开喊价方式成交外，市场第一部其余股票和第二部的全部股票都采用电子计算机交易，东京证交所还将上市股票分为 3 类：1 类和 2 类为国内股票，其中 1 类股票的挂牌条件高于 2 类；3 类为外国股票。

交易所内的交易方式按交割日可划分为三种。第一种是普通交易，占总交易量的 99%，又分为现货交易和信用交易两种形式；第二种是指定日期结算交易，但最长不得超过 15 天；第三种是发行日结算交易，即在新股票发行后再办理实际交割，一般在公司向原股东配股或实行股票分割时采用。

店头市场主要用于新发行股票和不满足交易所上市条件的股票的交易。由于三大证券交易所开办了市场第二部，使得店头市场的交易发展缓慢。1983 年 11 月，店头市场的自律组织——证券交易商协会公布了一系列新的规章制度，并于 1984 年 7 月建立了店头市场自动报价系统。1991 年，日本建立了日本证券商自动报价系统（JASDAQ），旨在提高店头市场的效率。经过上述一系列改革措施，店头市场的交易开始趋于活跃，交易量也开始增加。

日本的股价指数主要有两个，一个是日经股价平均数，包括日经 225 种股价平均数和日经 500 种股价平均数两种。都是以东京证券交易所第一部上市股票为基础编制。另一个是东证股价指数，以东京证交所第一部所有股票和第二部的 300 种股票为基础编制。1993 年 10 月，日本经济新闻以在东京证券交易所第一部上市的 300 家代表各行业的股票市价总额加权平均计算，创设了“日经 300”股指；日经 300 的变动性在日经股价平均数和东证股价指数之间，成为日本股市的第三种股价指数。

二、证券的发行方式

（一）债券的发行方式

债券发行方法分为：公募发行和私募发行。私募发行是指发行者通过与特定投资者直接交涉而发行债券，地方债和一般事业债中有一部分采用这一发行方式。公募发行是指以公开募集的形式向不特定的投资者发行债券。但在日本，许多时候，公募并不是针对不特定的众多投资者进行。公募发行又可以分为间接公募、投标公募、定率公募和售出等多种形式。

1. 间接公募。国债中有长期付息国债和中期贴现国债采用这一发行方式。具体做法是由都市银行、长期信用银行、地方银行、信托银行、各种金库、保险公司、证券公司等组成国债承购团，然后日本银行代表政府与国债承购团签订承购合同，再根据合同以公开招标方式发售。如果公开招标推销后尚有未售出的国债，则由国债承购团全部承购。

2；投标公募。中期付息国债、短期国债（国库券）等债券采用这一方式。投标公募可分为竞争投标和定率投标两种。竞争投标又分为价格投标和收益

投标两种，这与美国政府债券发行中的拍卖发行相同。定率投标即以竞争投标中标价格的平均价作为债券的发行利率，这是为了方便中小金融机构的认购而于 1982 年开始采用的发行方式。

3. 定率公募，定率公募是发行政府短期证券（融资券）的特有方式。政府短期证券以贴现方式发行，但贴现率不是由投标者竞争决定，而是预先确定的，而且低于短期金融市场利率。可以参与定率公募的机构也有限定，主要是各类金融机构，企业要认购只能通过证券公司进行。如果认购额少于预定发行额，则由日本银行承购其余额。事实上，由于贴现率低于市场利率，因而定率公募发行的政府短期证券基本上由日本银行承购。政府保证债也采用这一方式发行。

4. 售出。即预先不确定发行总额，由发行者在确定的期限内直接向一般公众出售债券。这一时期内售出的债券总额即为发行总额。因商法上没有此类规定，因此只有金融债可以采用。

（二）股票的发行方式

根据股票发行时是否要求缴纳股金，可将新股发行（增资）分为有偿发行（有偿增资）和无偿发行（无偿增资）两大类。以前还存在一种有偿无偿混合发行，但 1973 年末因有关法律条文失效，这一方式不能再使用。

1. 有偿增资。有偿增资指向新股认购者收取缴纳金的股票发行方式，又分以下几种：

（1）向原股东分配新股。即将新股的认购权只分配给原有股东，新股的发行价格为面值，市价与面值之间的差额作为盈利由股东获得。

（2）第三者配购。即将新股认股权交给本公司客户或关系银行等与公司有特定关系的第三者。这一方式有利于加强与特定客户的关系

（3）公募。即广泛向社会征募资本，一般以流通市场上的股票时价作为发行价格，故也称时价发行，但实际发行价通常低于时价。

（4）中间价发行。即以时价与面值的中间值为新股发行价格向原股东分配新股。时价与面值之差为公司和股东分享。这一方式在日本采用较少。

2. 无偿增资。指公司的内部留存或利润纳入资本时，须发行相应的新股并分配给股东。根据纳入资本的资金来源不同，可分为以下两种形式：

（1）无偿交付。在将资本准备金或利润准备金纳入资本时，采用这种增资方式。

（2）股份派息。即不以现金支付股息，而是先将股息纳入资本，然后发行相应股份交付给股东作为股息。股份派息必须在可能分配的利润金额范围内进行。

以前，日本历来是通过向原股东配购这种面额发行方式进行有偿增资。但 1969 年以后，这种发行方式有所减少，而公募发行逐渐增多。以后虽有所反复，但到 80 年代，公募发行已占企业股票筹资的 70—80%。可见，公募发行已成为企业筹资的主要方式。

三、债券评级制度

日本的信用评级制度正式建立始于 1986 年。在此之前，对公募债券的发行规定了适债标准。所谓适债标准是指为了发行债券必须满足的要求，是为了保护投资者利益、维护债券市场的信心而制定的。对普通公司债、可转股公司债、附认购证公司债都规定了不同的适债标准。70 年代以后，一些企业开始发行无担保债券，这就要求建立起完善的信用评级制度。

在 70 年代以前，日本的“起债会”逐步制定了一系列标准，建立了信用评级制度的雏形。1966 年以后，逐渐将评级标准确定为总资产净额、净资产倍率、自有资本比率、资本盈利率、股东红利率和付息能力六项指标，并设立了 AA、A、BB、B 四级。

1984 年日元美元委员会发布了一个报告，1985 年日本即建立了三个信用评级机构，同时允许美国的信用评级机构在日本设立分支机构，信用评级开始得到广泛使用。1990 年 1 月以前，适债标准采取双轨制，即评级标准和数量指标。发行人只要满足其中之一就可以发行债券。1990 年 11 月以后，取消了数量指标，只要达到一定的信用级别即可发行债券，目前担保可转股公司债必须达到 BB 以上，担保普通公司债和附认股证公司债必须达到 BBB 以上方能发行。

目前日本已批准了 6 家信用评级机构，其中日本国内有 3 家，即日本公社债研究所 (JBRI)、日本投资家服务公司 (NIS) 和日本评级研究所 (JCR)，这三个机构均建立于 1985 年；另外还有三家美国信用评级机构，即标准普尔公司，穆迪公司和菲奇公司。从理论上讲，日本国内评级机构的评级标准和符号与美国评级机构相同，但他们从未对外公布其评级标准。日本评级机构与美国评级机构的主要区别在于，美国的评级机构是对发行者发行的债券进行评级，因而同一发行者发行的不同种类的债券也可能得到不同的级别；而日本评级机构则是对发行者进行评级，这一结果在一年内对该发行者发行的任何债券均适用。

四、日本的外债市场

日本的外债市场分为外国债券市场和欧洲日元债券两大部分，外国债券又有武士债、将军债和大名债。

(一) 欧洲日元债券

欧洲日元债券是在日本境外发行的以日元为计值货币的债券。非居民发行的叫非居民欧洲债券；居民发行的叫居民欧洲日元债券。欧洲日元债券与在日本发行的日元公募债券基本相同，但其管制比公募债券松得多。它只需征得大藏大臣的批准便可发行，发行时不需准备大量文件，发行费用也比公募债券少得多。

第一笔欧洲日元债券是 1977 年由欧洲投资银行发行的 100 亿日元债券，此后一些发行者也相继发行。1979 年 3 月以前，借款者仅限于国际组织，以后又允许先前发行过武士债券，且评级为 AAA 级的外国政府及政府机构发行欧洲日元债券。但由于日本政府对欧洲日元债券发行持审慎态度，担心其大量发行会对日本国际收支产生不良影响，因而一直到 1984 年以前，发行量不是很大，一般每季度只能允许发行一笔，且对发行金额有严格限制。与此同时，由于日本国际收支顺差日益增大，外国对日元的需求越来越大。在这种情况下，美国通过“日元美元委员会”对日本施加压力，要求其放松对欧洲日元债券发行的限制。1984 年，日本采取了一些措施，主要包括：(1) 将发行者由原来的国际机构、外国政府扩大到外国地方政府、政府机构及民间企业；(2) 将公共债券的发行资格由 AAA 降至 A；同时允许 A 以上评级的民间企业发行欧洲日元债券；(3) 取消对发行笔数和每笔金额的限制；(4) 扩大发行主干事范围，允许外国证券机构担任主干事。1985 年 4 月，日本政府又允许由具备发行资格的发行单位担保的发行人发行欧洲日元债券。1986 年又进一步放宽了外国银行发行欧洲日元债券的限制。

1984年日本放松管制时，曾对欧洲日元债券的期限和“冻结期”(frozen period)加以规定，要求期限不得低于5年，并规定了180天的冻结期，即在发行后180天以内国内投资者不得购买，目的是减缓欧洲日元债券发行对国内金融市场的冲击。但这一措施事实上不能阻止国内投资者在发行时购买欧洲日元债券。此后又将冻结期缩短至90天。

欧洲日元债券市场的迅速发展除了上述放松管制的原因外，还与以下两个因素有关。一是互换动机，即许多发行者不是为了获得日元资金，而是希望将筹得的日元通过互换业务换成美元等其他货币，从而降低筹资成本。这是促使欧洲日元债券迅速增加的一个重要原因。据估计，约有90%的欧洲日元债券与互换业务有关。二是金融创新。1985年4月大藏省允许发行双重货币债券、零息债券、深度贴现债券和浮动利率债券。这些创新工具多与利用互换机会有关，因而发行量很大。金融工具创新极大地刺激了欧洲日元债券市场的发展。

(二) 外国债券

1. 武士债券(Samurai Bond)是日元外国债券的别称，即非居民在日本市场上发行的以日元为债券面额货币的债券。根据外汇管理法规定，发行日元外国债券必须向日本大藏省申请，经批准方可发行。期限从5年到15年不等，而且其发行是无担保的。

第一笔武士债券是由亚洲开发银行于1970年发行，此后又有世界银行和泛美开发银行发行了两笔私募武士债。在日元外国债券市场形成之初，日本政府对该市场的发展采取严格控制的态度，只允许与日本关系密切的主权实体发行，因而整个70年代该市场发展缓慢，直到80年代才获得迅速发展。

武士债市场最初不对私人借款者开放，这一局面直到1979年才改变。1979年一家美国企业(Sears Roebuck)在日本发行了无担保债，但此后发行武士债的私人借款人很少。

武士债的发行耗时较长，从开始准备到最终发行需要3个月时间，而且其发行缺乏灵活性。另外，武士债市场缺乏流动性，不易做美元掉期业务，这些缺点都阻碍了该市场的发展。目前参与者主要是需要在东京连续筹资的国际组织和一些要发行10年以上债券的长期筹资者，以及一些发展中国家。信誉较好的借款人很少进入这一市场。发展中国家在武士债市场所占比重较大。

为了增加武士债市场的流动性，日本有关当局曾给四大证券公司施加压力，要求其创造武士债的二级市场。1986年四大证券公司同意了这一要求。1987年当局又要求另外10家证券公司也参与二级市场，以进一步增加流动性，降低筹资成本。但这些举措对市场的影响都不大。

2. 大名债(Dai rnyo bond)是外国债券市场上的创新。实际是武士债和欧洲日元债券优点的结合。第一笔大名债券是1987年由世界银行发行的，同年世界银行又发行了第二笔。这两笔债券都在东京发行，但在卢森堡证券交易所挂牌上市。对这两笔债券都不征收预扣税，而且其交易都可以通过塞德尔(Cedel)和欧洲清算系统(Euroclear)进行清算。

3. 将军债(Shogun bond)。实际上是东京外币债券，即由非居民在日本市场上公募发行的以非日元货币计值的债券。根据外汇管理法，将军债的发行做法与武士债相同。此外，在东京资本市场上以私募方式发行的外币债券称为艺者债券(Geisha Bonds)。

将军债从 1985 年 8 月开始发行，当年发行了 8 笔，计 9.32 亿美元。将军债最初也只限国际组织和外国政府发行，但 1986 年美国税法修改使美国筹资者对该市场发生了兴趣。根据修改后的美国税法，美国企业可以在国外发行期限为 1 年以上的不记名债券而不违反税法。同时将军债的发行要求也降低了。1985 年 10 月，南加州爱迪生公司作为第一个私人筹资者发行了将军债，但此后发行量一直不大，每年不到 10 亿美元。其主要原因是将军债的登记时间相对较长，文件要求也很繁杂，缺乏灵活性。1988 年，大藏省采取了一些措施，使将军债的发行有更大的灵活性。

与武士债市场不同的是，在将军债市场上发展中国家所占比重很低。如 1986 年只有中国发行了 8, 700 万美元，而其他国家和国际组织共计发行了 8 亿多美元。

五、日元外国债券（武士债）的发行

（一）私募发程序

武士债的发行可以分公募和私募两种。私募是由证券公司和银行共同进行债券的发行，其程序为：

- （1）发行人确定发行债券，选择主筹募人；
- （2）主筹募人通过评级机构对发行人进行评级，当认为可以接受其委托时，即与发行人签订协议；
- （3）主筹募人设立登记代理、支付代理，组织筹募人，并代发行人办理各项官方手续；
- （4）决定发行条件和认购人；
- （5）正式发行债券。主筹募人在规定时间内向发行人缴款；
- （6）债券持有人登记债券。

私募发行的当事人包括发行人、主筹募人、筹募人、支付代理、登记代理和投资人等。

（二）公募发程序

公募发行是由证券公司为主牵头人包销出售债券，其程序比私募复杂，时间也较长，通常需 3—4 个月。其程序如下：

- （1）发行人选择牵头人、支付代理人，计划发行工作。发行人为牵头人编写有关证券申报书，由牵头人向大藏省申请及准备起草有关合同文件；
- （2）有关文件起草完毕后，集体讨论有关证券申报书和其他合同文件；
- （3）牵头人将讨论后的有关证券申报书及定稿的合同文件印刷成册；
- （4）向大藏省提交签字生效的有关证券申报书；
- （5）由牵头人着手组织承购团。由“牵头人与发行人双方”共同确定承购团成员；
- （6）根据外汇法，牵头人代表发行人向日本银行提交呈报书，申请批准支付日元资金，
- （7）牵头人向承购团成员分发临时有关证券发行说明书，向投资人介绍发行人情况；
- （8）根据外汇法，发行人向大藏省提交外汇申报书；
- （9）由“牵头人与发行人双方”开始交涉发行条件；
- （10）最后决定发行条件，牵头人与其他承购团成员签订承购合同；
- （11）根据募集生效的申报书，发行人签订承购合同、募集委托合同、登记合同和支付合同。将这些合同作为附件，第二次向大藏省提交有关证券

申报书；

(12) 有价证券申报书批准生效；

(13) 开始销售债券。销售结束，投资人在规定日期内向发行人缴款。

两个月后，债券在东京证券交易所上市。

公募发行的主要当事人有：发行人、承购团、牵头人（主干事）、受托公司、支付代理、登记代理、律师、日本有关当局（大藏省、日本银行、东京证券交易所）及投资者。

(三) 公募发行所需文件

发行日元公募债券时，除了债券发行说明书、票面格式、承购合同、财务代理合同和支付代理合同外，还有以下几种重要文件：

(1) 有价证券申报书。发行人向大藏省和东京证交所提交的重要文件，需经两次修改，并经大藏省最后批准。该文件主要记载债券条款，发行人所在国情况、发行人自身财务状况等。

(2) 外汇申报书。是发行人在债券发行前向大藏省和日本银行提交的文件，根据外汇管理法第 22 条规定申报。如无特殊情况，一般都会自动生效。

(3) 受托合同。发行人和牵头受托公司之间签署的合同，规定了受托公司为了保护投资人利益所担负的责任和权限。

(4) 债券登记合同。发行人和登记代理人签订的合同，记载有关债券登记的具体事宜及双方的责任。

(5) 有价证券报告书。指发行人在债券发行之后，在每个年度结束后 6 个月内向大藏省和证交所提交的文件，报告刚结束年度的财务状况。

第三节 香港金融市场

香港是世界上主要的国际金融中心之一，他不仅是亚洲的资金集散地，而且在全球范围内发挥资金管理和银团贷款的重要作用。香港还是世界上重要的外汇市场，黄金和其他商品的交易中心。香港能够发展成为重要的国际金融中心，与其长期实行的经济不干预政策和以平稳的财政政策为基础的非通胀政策有密切联系。目前金融业已经成为香港经济的支柱产业。

一、香港金融体系概述

(一) 香港金融机构

1. 三级银行体制。香港实施的是三级银行体制 (three—tier banking system)。在 1989 年 3 月以前，银行金融机构分为执照银行、执照存款公司和注册存款公司；1989 年 3 月，将银行金融机构分为执照银行，限制执照银行和接受存款公司三大类。对三者的经营范围进行了限定。

执照银行是从事全能银行业务的商业银行，可以接受任意期限和金额的存款，提供贷款、贴现贸易票据和银行承兑汇票，进行黄金、外汇和其他证券的交易，提供咨询服务等。

限制性执照银行实际是投资银行，它可以接受大额存款、承销证券、进行外汇和其他证券的交易、提供证券发行和收购与兼并等的咨询服务。存款公司则是财务公司，其业务范围包括吸收存款，向中小企业提供贷款，从事保理和租赁业务等。

三类银行金融机构是受到不同限制的。从表 4—3 可以看出，执照银行所受限制最少，只须满足最低资本额即可，而限制执照银行和存款公司在吸收存款的最小金额方面还存在限制。

表 4—3 三级银行体制

	执照银行	限制执照银行	存款公司
最低资本额	本地银行：1.5 亿港元 外国银行：无最低资本要求，只要求最低资产 1400 亿美元	1 亿港元	2500 万港元
每一账户最低存款额	—	50 万港元	10 万港元
存款期限	—	—	3 个月
利率	遵守银行公会利率协议	—	—

注：香港金融当局已决定从 1995 年起改变已实施 30 年的利率协议，取消港元定期存款利率上限，对 50 万元以下定期存款利率，由各银行自行规定。

香港的银行体系是高度国际化的。到 1990 年底，168 家执照银行中有 138 家 (约 80%) 为外国银行；限制性执照银行和存款公司的情况大致相同，大都附属于外国银行。但港元市场和外汇市场的情况有很大差异。在港元市场上，存在着明显的寡头垄断，汇丰、中银和渣打三大银行集团占据主导地位；而在外汇市场上，竞争比较激烈，许多大的外国银行都力图在香港的国际金融业务中争得一席之地。其次，香港的存贷款市场是高度分割的，执照银行主宰了存贷款市场。据统计，到 1989 年底，执照银行的存款和贷款分别占总份额的 96% 和 97%，限制存款银行和存款公司只占了 4% 和 3%，从未

来的发展趋势看，这一状况还将持续下去。

2. 中央银行体制。与其他国家和地区不同的是，香港的中央银行职能不是完全由官方机构执行的。在香港，中央银行的发行银行职能目前由三家金融机构承担，即汇丰银行、标准渣打银行和中银集团（中银集团于 1994 年 4 月开始获准在香港发行港元，成为第三家发钞行）。这三家发钞行发行港元现钞必须以 100% 的美元作准备，具体方法是由这三家银行将美元划入外汇基金的帐户上，由外汇基金按一定汇率将相应金额的港币发行权以负债证书（Certificates of Indebtedness）的形式授予发钞行。负债证书没有利息，因而外汇基金将获得这三家银行上缴的外汇存款的利息，以保持外汇基金的自然增值。

外汇基金建立于 1935 年，最初建立的目的是调节港币的汇价。外汇基金实现这一职能的主要方法是通过控制三家发钞银行的活动来调节货币供应量。当市场上出现美元过度需求时，三家发钞银行即用港币向外汇基金赎回美元，将美元投放市场，从而使港币供应量减少，美元供应量增加，以此平衡市场供求，稳定港币汇率。

1988 年 8 月以前，汇丰银行一直充当香港金融体系的清算银行，所有其他执照银行都必须在汇丰银行保持清算帐户。从 1988 年 8 月开始，外汇基金和汇丰银行间达成了新的记帐协议，规定汇丰银行须在外汇基金保持一个港元帐户，在帐户中保持不低于其他银行净清算余额的金额。外汇基金可以运用该帐户与所有执照银行进行港元结算交易。同时香港财政司也在外汇基金保持一港元帐户，以进行资金的调拨。这一新的记帐协议使得外汇基金取代汇丰银行成为银行间的清算中心，剥夺了汇丰银行作为清算银行所获得的垄断利润。

除了港币发行和汇率稳定外，大量具体的监督银行的工作都由财政司下设的银行监理处负责的。银行监理处的主要职能有：办理发放银行牌照；具体执行限制银行从事非银行业务的规定；审核银行的财务报告等。1993 年 4 月 1 日，香港利用《外汇基金条例》的有关规定，成立了金融管理局，统一执行原来由银行监理处和外汇基金承担的监管银行业的职能，使得金融管理局的职能与地位更加接近中央银行。

（二）货币市场

由于港府一直执行稳健的财政政策，很长时间未发行过政府证券，因此目前香港的货币市场主要有银行间市场和商业票据市场。

1. 银行间市场。银行间市场历史较长，从 50 年代末即开始形成。但在 1970 年以前，银行间市场的规模一直很小，而且只有本地银行参与，以调节其流动性头寸。

进入 70 年代以后，由于吸收存款公司的出现和外资银行的涌入，银行间市场发展开始加速。1978 年对签发银行执照的禁令取消，许多大的国际银行开始在香港设立分行。但香港的存款基础狭小，这些分行只能在银行间市场上寻求资金。他们的专业技能和巨大需求刺激了银行间市场的发展。

香港的银行间市场也是一个无形市场，其参与者包括执照银行和一些吸收存款公司。交易方式包括双方直接交易和通过货币经纪人交易两种形式。在银行间市场上，任何货币都可以进行交易，外汇交易构成全球欧洲货币市场的一部分。银行间市场上交易的期限从隔夜到 6—12 个月，从整个市场来看，交易主要集中在定期存款领域，该领域占了交易总量的 70% 以上。

香港银行间市场上形成的同业拆放利率(HIBOR)是香港金融市场上的重要利率, HIBOR 的变动反映了金融体系内流动性的多少,同时是银行从事批发金融业务的基准利率。另外,由于HIBOR对市场上的供给与需求反应灵敏,因此成为银行的其他利率的先行指数。如银行存款利率和优惠贷款利率都是根据HIBOR的变动进行调整的。

2.商业票据市场(CP market)。在介绍美国金融市场时已经提到,商业票据是由一些大的知名公司发行的无担保短期本票,期限一般为一个月到一年。由于商业票据是无担保证券,在美国等金融体系发达的国家,多由信用评级机构对其进行评级,以反映不同发行者发行的商业票据的信用等级,为投资者作出投资决策提供依据。但在香港目前尚无信用评级制度,信用评估的任务便落在协助安排发行商业票据的投资银行身上。

香港的商业票据市场的历史可追溯到70年代末。但初期的发行者很少,而且主要是非金融企业。

1984年,商业票据市场开始走向繁荣,这主要是由两方面原因促成的。一方面是在商业票据的发行中引入了投标小组机制,另一方面是对商业票据法律地位的明确化。在1984年以前,通过发行证券(包括商业票据)向公众筹资被视为类似于接受公众存款,是属于违反《吸收存款公司法》的,因此发行人发行前必须向当局申请豁免,这一程序使许多发行人不能利用有利的发行时机,阻碍了市场发展。1984年11月,当局宣布商业票据发行不再被视同接受公众存款,因而不必再申请豁免,这一行动刺激了商业票据市场的发展。

目前商业票据的发行受《保护投资者法》约束,发行前必须获得证券监管专员的授权。为了保护投资者的利益,证券监管专员规定商业票据的最小面值为500,000港币,以防止个人投资者购买。

商业票据的发行可以由发行者直接向投资者出售,也可以由金融机构作中介机构发行。前者主要由拥有广泛的分支机构和这方面专业技能的金融机构采用,由于没有中介人,可以节约0.125%的佣金。由于香港的发行者大多为非金融机构,因而多采用第二种(间接)发行方式。

间接发行目前多采用投标小组(或称承销团)方式,即由发行人向某一金融机构颁发委任书,由该金融机构作为经理行组织一个交易商辛迪加来安排商业票据的发行。发行有两种方式,一种是承销,即由辛迪加将票据全部买入后,自担风险向市场推销;另一种是“尽最大努力推销”,即由发行人承担风险,辛迪加只是是尽最大努力在市场上推销。

由于商业票据面值很高,私人投资者不能参与,因而主要的投资者是各种机构投资者,如银行、财务公司、单位信托基金、保险公司等。这些机构投资者大多将商业票据持有到期,因而商业票据的二级市场几乎不存在。

3.外汇基金票据。除了以上两个子市场外,1990年货币市场又增加了外汇基金票据这一新的金融工具。目前外汇基金票据已有91天、182天和364天三种期限,分别为每周、每两周和每四周发行一次。票据的面值最小为50港币,以招标方式发行。政府指定22名交易商作为二级市场的造市商,以活跃二级市场交易。外汇基金主要是想利用外汇基金票据间接调节市场上的货币供应量。当票据余额增加时,市场上港币供应量减少,反之港币供应量增加。可见,外汇基金票据起着公开市场操作工具的作用。到1991年末,外汇基金票据余额为140亿港元。

（三）资本市场

资本市场的最初发展是在 70 年代中期，到 80 年代中期，资本市场已经成为香港金融体系中最重要的重要组成部分之一。

1. 资本市场工具。香港资本市场上最基本的工具有三种，即债券、票据（notes）和大额存单（CDs）。

（1）债券。债券的期限为 5 年以上。70 年代以前，债券市场上只有港府债券和本地企业债券两种。由于港府一直执行稳健的财政政策，因此政府债券发行极少，债券市场主要是企业债券。但由于香港的企业多依赖银行贷款来满足长期资金需求，因而企业债券发行量也不大，整个债券市场也不是太活跃。70 年代以来，外国发行者发行的债券开始增加。到 80 年代下半期，债券市场开始活跃，发行货币包括港元、日元、美元、ECU、马克等，债券的结构也日趋复杂，浮动利率、与指数有关的利率，错配式利率等都开始出现。

（2）票据（notes）。票据的期限为 1—5 年，属中长期债务证券。票据的利率可以是固定的，也可以是浮动的。

（3）大额存单（CDs）。前面在美国金融市场一节中已经介绍过 CDs。但在美国，CDs 的期限多为一年以内，故将其归入货币市场中；而在香港，CDs 的期限多长于 12 个月，这主要是为了规避香港银行公会对于一年以内的存款所制定的利率上限限制。因而香港的 CDs 属资本市场工具。

香港的 CDs 只有经授权的机构，即执照银行，限制执照银行和吸收存款公司才能够发行。由于其不受利率协议限制，因此 CDs 的利率一般比普通的定期存款要高。CDs 的利率可以是固定的，也可以是浮动的。

第一笔 CDs 是 1973 年 2 月发行的，这也是香港资本市场的第一项票据。此后许多金融机构也相继发行 CDs。1977 年，“获多利”财务公司发行了一笔 5000 万港元的固定利率 CDs，并承担维持二级市场的造市责任。存款证市场从此开始起步。80 年代以来，由于利率协议的存在及新获银行执照的外资金融机构只能设立一个营业地，外资金融机构纷纷发行 CDs。1983 年港府又宣布建议接受港币 CDs 作为认可机构的流动资金，进一步推动了 CDs 市场的发展。

目前 CDs 的发行机构仍以外资银行为主，但中资、华资金融机构也开始积极利用这一市场。从币种结构看，港币仍占有最大比重，但美元、澳元等货币计值的 CDs 也开始发行，表明计值货币有多元化趋势。此外，许多金融创新也在 CDs 市场得到应用，如将 CDs 与利率互换结合，发行有利率上、下限的 CDs，与黄金价格挂钩的黄金 CDs、与股票市场指数挂钩的 CDs 等。

2. 香港联合交易所。香港的股票交易史可以上溯到 1866 年。1891 年股东协会成立以后，出现了第一家证券交易所。并于 1914 年易名为香港证券交易所。1921 年出现了第二个证券交易所，即香港证券经纪人协会。1947 年两个交易所合并成香港证券交易所有限公司。60 年代末 70 年代初，香港先后又成立了远东、香港金银和九龙三个证券交易所。但四个交易所相互独立，股票交易效率降低。1986 年，经过近十年的讨论和准备，四个交易所合并成立香港联合交易所。新的联交所于 1986 年 4 月 2 日正式开始运行，享有在香港建立、经营和维护证券市场的专营权。

香港联交所两类会员，一类是个人会员，个人会员必须满足居民要求，另一类是公司会员，公司会员必须是在香港注册，财务状况良好，且只从事证

券交易和相关活动。到 1990 年底，个人会员和公司会员分别为 542 人和 146 家，但目前的趋势是公司会员的数量逐渐增加，而个人会员的数量有所下降。

香港证券交易监管采取三轨制，即由证券委员会（成立于 1974 年）、证券与商品交易监理专员和香港联交所联合对证券业进行监管。1989 年，前两个机构由证券及期货委员会取代。证券与期货委员会作为最高监管机构，负责管理香港的证券业务，如证券公司，股票和期货交易以及结算机构，并且负责对证券交易的规定、挂牌上市的标准以及公司认购股票的规定提供咨询并实施管理。联交所则对交易所会员的标准，上市公司的标准及证交所的活动进行自律监管。监管的具体机构是交易委员会。该委员会由 22 名成员组成，其中有个人代表、公司代表、非会员代表和第三方代表等，是交易所的决策机构。

根据《联合交易所证券上市规则》，股本证券的上市方法主要有以下几种：

（1）发售。包括两种，一种是发售新股，一种是发售现有股份。

（2）配售。指发行人或中间人把证券主要出售给经他选择或批准的人士或主要供这些人认购。通常适用于市值较小的证券。

（3）介绍上市。指已发行的证券不必作任何销售安排而申请上市的方式，一般适用于已在另一家证交所上市的证券在联交所申请上市；或发行人的证券由一名上市发行人以实物方式分派给其股东或另一上市发行人的股东；或成立一家控股公司，并发行证券以交换一名或多名发行人的证券。

（4）其他方式，如供股、公开售股、资本化发行、代价发行和特别上市方式等。

香港证券市场上有三种主要股价指数，一种是恒生指数。恒生指数由恒生银行从 1969 年 11 月 24 日起开始公布。1985 年 1 月起，恒生指数增加了四个分类指数（工商业、金融业、房地产业和公用事业），同时将基期由原来的 1964 年 7 月 31 日改为 1984 年 1 月 31 日。恒生指数包括 30 种成分股，1980 年 12 月增加到 33 种，其中金融业 4 种，公用事业 6 种，地产业 9 种、工商业 14 种。恒生指数采用加权法计算，每分钟计算一次。

第二种是香港指数，这一指数是由联交所设置的，包括 45 种成分股，分为金融、公用事业、地产、综合企业、工业、酒店等 6 类，以 1986 年 4 月 2 日为基期，基期值 1,000。香港指数的成分股日成交额占总成交额的 75% 以上，市值占总市值的 80% 左右，因此比恒生指数的基础更为广泛，可以更好地反映整个股市的动向。

第三种指数是所有普通股指数，也由联交所编制，以 1986 年 4 月 2 日为基期，基期值为 1,000。

二、香港的银团贷款市场

国际银团贷款是战后国际金融领域的新发展，其具体内容将在第五章中加以介绍。这里只介绍香港银团贷款市场的发展及其特点。

香港的银团贷款市场是 70 年代中期发展起来的，到 80 年代中期，香港已成为远东最大的银团贷款中心，仅次于伦敦、纽约和巴黎而位居第四。亚太地区国际银团贷款绝大部分是由香港金融机构直接或间接地组织，安排和参与的，除亚太地区外，香港金融机构也参与区外的国际银团贷款活动，以及由世行参与的“共同融资（Co—financing）”。

香港的银团贷款市场不仅融资额大，而且在融资技术的创新方面也走在

前列。

在利率结构方面，运用利率上限和利率错配技术。如 1988 年 5 月中国银行代表广东核电合营公司借入的 16 亿港元银团贷款，共分三档，其中甲档即设有利率上限，从而保障了借款人的最大利率风险；又如 1987 年 10 月香港地铁公司的一项 20 亿港元银团贷款，其中一部分采用了利率错配，即利率为 3 个月 HIBOR 加一定的加息率；但利率每一个月确定一次。这种方式既可以使借款人获得比传统的利率结构成本更低的资金，又可以使贷款银行赚取 3 个月与 1 个月期拆息的利差，因而对借贷双方都有利。

在贷款活动的灵活性方面，香港也开始运用可转让贷款证(Transferable Loan Certificates)。可转让贷款证使得贷款资产可以转让买卖，增加了银团贷款的市场流动性。但它又不是证券，因为受让人不能凭此对借款人起诉。这种技术既可以增加贷款人的灵活性，又可以降低贷款的成本，对借款人也有利。

在融资组合的选择方面，“多种选择权融资便利(Multiple Option Facilities)”也开始在香港运用。这种便利允许借款人在一笔贷款中选择多种融资便利，如票据发行便利(NIFs)，短期融资便利和循环信贷等，以保证借款人的资金需求得到满足。

此外，利率与货币互换，BOT 等新的创新技术都在香港银团贷款市场上得到了应用。

由于香港是重要的国际金融中心，各大国际银行几乎都在香港设有分支机构，加上香港不存在外汇管制，因而银团贷款市场目前已逐渐开始由以美元为主向其他货币扩展，如日元、德国马克、瑞士法郎、英镑、法国法郎等货币的银团贷款逐渐开始增加，反映了香港银团贷款市场正日益国际化。

对中国来说，香港是一个筹集经济发展所需资金的首选市场。中银集团在香港银团贷款市场上的地位正在迅速提高，目前已处于亚太地区最大牵头行的前列，这就为中国大陆在香港筹资带来了很大便利。

三、H 股在联交所的上市

(一) 一般公司申请上市必须满足的条件

1. 上市公司必须依香港公司条例或其注册国家的当地法规，注册成立一家公众公司；
2. 证券发行人及其业务必须属于联交所认为适合上市者；
3. 申请上市的公司必须有不少于 3 年的营业记录，或在特别情况下，有不少于 2 年的良好业务记录，而且同一期间内管理层基本没有变化；
4. 申请上市的股票必须有足够的流通量。公众持有的股票的预计市值须不少于 2450 万港元或其预计的最初市值的 1/4，以两项中较高者为准；
5. 新上市股票的预计市值至少要达到 5000 万港元；
6. 新申请人的股本中，不得包括某类建议投票权与其缴足股款时的股本权益并无合理关系的股份；
7. 通常要求每 100 万港元公开发售或发行新股的股份中至少有 3 名公众股东，而且公开发行或发售新股的股份最少要有 100 名公众股东；
8. 控股股东与发行人的业务不相竞争；
9. 申请在联交所主要上市的新申请人至少要有 2 名执行董事驻留香港；
10. 申请上市的证券必须可以自由转让；
11. 申请上市的证券必须依据该上市发行机构的注册或成立地所立的法

规发行；

12. 发行证券并申请上市的机构必须是一家经核准的股份过户登记处或聘有一家经核准的股票过户登记处，以便在香港设置股东名册；

13. 发行证券以申请上市的机构的秘书必须是一名通常居住香港的人士，并须具备有关的专门知识与经验；

14. 联交所一般不考虑下列申请人的上市申请：（1）已更改最近的财政年度年终日期；（2）准备更改目前的财政年度年终日期；

15. 联交所如果认为上市申请者的包销商无力履行其包销承诺，可拒绝有关申请。

（二）对大陆注册公司在香港联交所上市的附加规定

1. 保荐人。保荐人的作用主要是协助申请人筹备有关上市事宜，将正式上市申请表格及其他有关文件呈交联交所，并充当申请人及联交所联系的中介。一般而言保荐人于上市一年后仍可留用；但对中国公司联交所允许其继续聘任保荐人或其他专业顾问可为期3年，以协助中国公司了解和遵守上市规则；

2. 公众持股量。如果申请在港上市的国内企业已发行A股并已在上海或深圳上市，则其H股必须全部由公众持有。所谓“公众”是指中国企业的发起人、董事、监事、行政总裁、控股股东或其关连人士以外的其他人。此外，公众持有的H股额不能少于公司已发行股本总数的10%；公众持有的H股和A股总数不能少于全部已发行股本的25%。如果中国企业未发行A股，则公众持有的H股总数不能少于全部已发行股本的25%。

3. 利益冲突。国有企业改组为股份公司并公开发行股票时，应尽量降低控股股东与公众持股人的利益冲突。经改组并上市后，公司的经营管理必须是独立的。

4. 股份登记。在港上市的大陆公司必须在香港设立股东名册，以便登记H股的转让资料。

5. 章程的附加规定。申请在港上市的大陆企业的章程必须有以下必备条款：

（1）当H股和A股股东不一样时，公司必须分别召开类别股东会议投票表决；

（2）规定公司赎回或购回股票的程序；

（3）规定公司如何编制财务报表，如何聘任或辞退核数师；

（4）规定股票遗失后如何补发；

（5）规定举行股东会议和董事会议的程序；

（6）规定股东同意在出现纠纷时，以仲裁方式解决，仲裁可选择在中国国际经济贸易仲裁委员会或香港国际仲裁中心进行。

6. 上市文件的附加资料。主要说明是否已经或计划在大陆发行A股；A股是否已经或计划在中国上市；以及A股和H股的比例等；并列出资者投资于大陆所得到的保障与投资于香港公司有何不同等。

（三）在联交所上市的程序

从最初筹备到最终在联交所正式上市，需3—6个月时间，其主要步骤如下：

1. 委任顾问团。顾问团的专业经验和声誉对于申请的顺利进行十分重要，顾问团的成员通常包括：

(1) 保荐人和包销商。保荐人一般为香港的商业银行或投资银行，多数情况下保荐人兼任新股发行的包销商；

除保荐人外，上市发行人还须委托两名董事或经联交所批准的 2 名其他人士为授权代表，作为该上市发行人与联交所的沟通渠道；

(2) 会计师。主要对企业的资产负债状况进行审核和编制报告，通常会计师由核数师兼任；

(3) 公司法律顾问。通常是香港的执业律师行；如果公司在香港以外注册成立，则还须委聘它在注册国的律师行；

(4) 包销商的法律顾问；

(5) 物业估值师。

2. 提出申请。(1) 向联交所提出上市申请；(2) 向证监会（证券和期货监察委员会）提交上市申请存档；(3) 向联交所提交下列文件初稿或定稿以作初步批核 (a) 招股章程；(b) 即将发行的临时业权证明文件，永久性业权证书或证明文件；(c) 公司组织章程；(d) 对申请上市的债券需呈交信托契约或保证；(4) 参加上市委员会可能召开的上市聆讯会；(5) 展开宣传工作，接受投资者认购申请。

3. 签署上市协议。上市申请一旦获得批准，公司便须与联交所签署一份“上市协议”，再将股份分配给认购申请者，即可择日正式上市。

上市协议的主要作用是确保上市公司承担立刻发布那些可能对证券市场活动和证券价格构成重大影响的消息，使所有股东均获得上市公司任何敏感性股份资料的权利，保护小投资者的利益。

第四节 新加坡金融市场

一、新加坡金融市场概述

新加坡是一个面积很小的岛国，1965年才取得独立。新加坡自然资源缺乏，国内市场狭小，这对一个国家的经济发展是不利因素。但新加坡也存在许多优势。首先，新加坡的地理位置优越，而且基础设施比较发达，使得他成为东南亚的重要贸易中心和港口，也为金融业的发展奠定了基础；其次，英语在新加坡广泛使用，而英语是国际金融业中通用的语言，这就为新加坡金融业的发展提供了有利条件。到70年代初，新加坡已经发展成为亚太地区金融业最发达的国家，成为亚洲美元市场的中心。通过新加坡的金融市场，地区外的资金得以被吸收到东南亚地区，为本地区的经济发展筹集了急需的资金。对新加坡自身而言，金融业的发展促进了经济发展，而经济发展又为金融的进一步深化提供了动力。

根据金融界的惯例，一般将国际金融中心分为一体型和分离型两大类。一体型是指国内金融市场和离岸金融市场融合在一起，居民和非居民都可以在一国金融市场上进行借贷活动。伦敦和香港是典型的一体型国际金融中心。分离型中心是指国内金融市场和离岸金融市场严格分开，只准非居民参与离岸金融业务。新加坡的离岸金融中心即是分离型中心的典型。

（一）金融体系概览

1. 新加坡金融管理局（MAS）。新加坡金融管理局成立于1971年，它履行除发行钞票以外所有的央行职能。发钞权现在仍属于货币局。

新加坡金融管理局的目标是维持货币稳定，保持经济的加速增长，并促进金融机构的设立，以帮助金融结构的现代化。金融管理局实现上述目标的工具主要有对国库券和贸易票据的再贴现、对金融机构的资产规定流动资产比率和最低现金储备率。

2. 新加坡货币局。新加坡货币局创立于1967年，并于1967年6月开始发行新加坡元。新加坡元的发行一直以100%的黄金和外汇做担保。

3. 商业银行。新加坡的商业银行是随着对外贸易、对外投资和经济发展而发展起来的，由于其银行体系是从独立以前的殖民银行体系演化而来的，因而保留了本地银行和外国银行并存发展的“双重银行体系”。

新加坡独立后的银行体系经历了数次变迁。最初新加坡政府允许外国银行从事当地银行可进行的所有业务，但此后为了保护本国银行业，逐渐开始限制外国银行的业务领域，先后开始颁发限制性银行执照和离岸银行执照，最终形成了目前的三大类商业银行：

（1）完全执照银行。完全执照银行能够在新加坡内毫无限制地从事所有银行业务。而且只有完全执照银行才能在新加坡开设一家以上的分行。完全执照的发放到1971年停止，共有13家当地银行，24家外国银行获得这一执照。完全执照银行可以获得亚洲货币单位（ACU）执照，从事主要离岸业务。

（2）限制性执照银行。限制性执照从1971年到1973年颁发，共有14家外国银行获得这一执照。限制性执照银行不得接受新加坡货币，不得接受定期和储蓄存款（25万美元以上的定期存款），而且只能在新加坡境内设立一家办公机构。限制性执照银行可以获得亚洲货币单位执照，从事离岸交易。

（3）离岸性执照银行。离岸性执照从1973年开始向外国银行颁发，此后开业的银行大都获得这类执照。根据规定，离岸性银行的业务主要集中于

亚洲货币单位交易上。从 1978 年开始，离岸性银行可以从事国内金融业务，但必须符合以下条件：

- a) 不得从事新加坡元的普通存款业务；
- b) 不得吸收新加坡居民的新加坡元定期存款；
- c) 非新加坡居民的新加坡元定期存款只有等于或超过 25 万新加坡元的方可接受；
- d) 每家离岸性银行的新加坡元存款不得超过 5000 万新加坡元
- e) 在新加坡不能成立一家以上的分行。

到 1990 年 3 月 31 日，共有 92 家外国银行持有离岸性执照在新加坡开业。

4. 新加坡发展银行 (DBS)。DBS 建立于 1968 年，其宗旨是向工业提供长期信贷，以促进经济发展。主要方法是提供中长期贷款，股权参与和担保等。1969 年，DBS 开始办理商业银行业务。目前 DBS 的业务范围一般包括发展银行业务，商业银行业务和商人银行业务。作为公共部门的一个金融机构，DBS 对融资采取十分谨慎的态度，因而对小的地方工业企业的贷款需求不能完全满足。

5. 财务公司。财务公司在五十年代和六十年代大量建立，其发展的主要动因是当时对存款利率实行最高限制和对贷款利率实行最低限制，使许多银行开始组建财务公司，以便以较高的利率吸收存款。

财务公司可以吸收定期存款和储蓄存款，但不能吸收活期存款。其中定期存款是最大的资金来源。其存款利率一般比银行高 1—2%，其贷款利率因而也高于银行贷款利率。财务公司的业务主要有住房贷款、分期付款信贷、租赁融资、房地产投资、证券投资等，但不能从事离岸金融业务和外汇业务，也不得发放 5,000 元以上的无担保贷款。

6. 商人银行，随着对工业融资和大型集团贷款需求的增加，商人银行的重要性不断提高。在商人银行发展的初期，多数商人银行致力于贴现和短期货币市场业务。1972—1974 年四个贴现行建立后，贴现业务逐渐从商人银行的业务中分离出去。

商人银行的功能主要是安排融资，而非直接对项目融资。商人银行不能从社会公众直接吸收存款，因而其资金来源有限，必须从银行间市场借入资金。新加坡政府对商人银行的国内经营没有规定，其业务涉及中长期公司融资、承购股票、股票投资、单位信贷许可、黄金交易、租赁融资等，但一般每一家商人银行都只从事某一项或几项他擅长的业务。

7. 邮政储蓄银行 (POsB)，邮政储蓄最早始于 1876 年，后于 1972 年脱离邮政系统独立出来，并获得稳步发展。

邮政储蓄银行不能接受公司存款，因而个人存款是其主要资金来源。邮政储蓄银行的资金主要运用于购买政府证券和向政府的国营公司贷款。某些存款也用于股票投资和私营公司证券投资。该银行也通过其子公司邮政储蓄银行信用私人有限公司提供房产贷款。

8. 中央公积金 (CPF)。中央公积金成立于 1955 年，是一个政府法定的储蓄机构。主要是由雇主和雇员定期存入款项，以便在员工退休后或失去工作能力后支付其生活费。

中央公积金的资金大部分投资于政府证券（但不包括国库券），一直是政府债务的最大债权人。对公积金的参加人而言，他可以利用已存入余额的一部分作为向特定的住房公司购买住房的预付款，或用于认购新加坡公共汽

车服务公司的证券。

此外，新加坡的金融体系中还存在着许多其他金融机构，如保险公司、国际货币经纪商、黄金交易商、租赁公司、单位信托等，这里不再详细介绍。

（二）货币市场

新加坡的货币市场主要由银行间市场和贴现市场组成。在银行间市场上，拥有多余资金的银行和资金不足的银行通过经纪人达成交易。一般银行由于必须保持法定最低现金储备率和流动性资产比率以及清算支票而出现的短期资金不足可以在银行间市场上借入补足。

贴现市场是指由银行将多余的资金以短期存款的形式存放在贴现行，贴现行则利用这些资金投资于国库券、政府证券、贸易票据和新加坡无可转让存单等，并将所得收益支付给存款人。与银行间市场不同的是，银行不能从贴现行借入资金。

银行间市场和贴现市场的发展很快。特别是在 60 年代和 70 年代开始发行大量国库券和政府证券，更进一步促进了货币市场的发展。从 1973 年开始，国库券的发行方式由随要随供方式（tap system）转向招标方式，使得金融管理局可以主动控制每次发行国库券的规模，而不是被动地等待金融机构的需求。从货币控制的角度看，招标方式更有利于培育和发展金融市场。

目前新加坡政府发行 4 种国库券，分别为 91 天、182 天、273 天和 364 天期限，其中发行量最大的是 91 天期限的。国库券的面值为 10,000 新元或其倍数，一般在 10,000—100 万新元之间。

新加坡金融管理局对贴现市场上的贴现行采取指标管理方式。第一个指标是债务/资本比率，即规定贴现行可借入的金额与其资本和储备的比率。第二个指标是资产比率，即规定贴现行持有的各项资产，如国库券、商业票据等的比例。

新加坡金融管理局是货币市场上的最后贷款者，它向贴现行提供贷款，但要求以国库券和政府证券为担保。贴现行也一直是国库券的重要购买者。

银行间市场和贴现市场的迅速发展使得银行和其他金融机构能够更好地运用其短期资金获取利息，从而提高了新加坡金融体系的效率和弹性。

广义的货币市场还包括外汇市场。新加坡的外汇市场交易量也迅速增长，许多国际货币经纪人同时活跃在国内货币市场、外汇市场和亚洲货币单位交易中。

（三）资本市场

在新加坡和马来西亚刚刚独立时，两国仍共用一个证券市场，直到 1973 年 5 月马来西亚政府决定中止两国货币的互换性后，证券市场也随之分为二。1973 年 6 月新加坡证券交易所作为一个独立的交易所正式营业。从此新加坡资本市场开始发展起来。

1. 新加坡股票交易所（SES）。新加坡股票交易所由三个主要机构进行管理和监督。第一个是证券行业委员会（SIC）。它成立于 1973 年，是制定整个股票行业政策，决定发展方向的金融管理局的顾问机构，它负责实施《证券行业法》和《接管和合并法》。证券行业委员会的主席是金融管理局的主要官员，其成员由金融管理局从政府及私人机构中挑选，大都来自私人机构。国家对证券市场的管理主要是通过证券行业委员会发挥作用。第二个是新加坡金融管理局，它主要对交易所进行管理和监督。第三个机构是交易委员会。这是新加坡股票交易所的自律性机构，直接管理新加坡股票交易所。其成员

由 9 名委员组成，故又称为“九人委员会”。其中五名由金融管理局任命，四名为来自股票交易所的经纪人。因此委员会基本反映金融管理局的立场。该委员会作为交易所的执行机构，在完成交易所经营目标，执行交易所决策方面具有广泛的权力。该委员会指派一名总经理领导一个管理班子，负责交易所的日常经营活动。

经纪人是新加坡股票交易所的成员。到 1991 年为 26 家。经纪人主要从事自营交易、认购和经纪，同时也提供投资咨询和其他服务。经纪人不允许开设分支机构。

1975 年以来，新加坡股票交易所被分为第一交易部和第二交易部。在第一部交易的上市公司股票必须符合较高的标准。如果一家上市公司不符合第一部标准，则从第一部转入第二部。在第一交易部挂牌交易的公司必须符合下列条件：（1）已发行股本不低于 500 万新加坡元；（2）股东不少于 500 人；（3）每年至少要有 25 万股股票或实收资本的 5% 上市交易；（4）前三年每年最少要有 5% 的股息或 10% 的总收益；（5）公司必须符合交易所的上市规定以及财务事项公开的规定。如不符合上述条件，则应归入第二交易部交易。

在新加坡证券业的第二个五年计划（1978—1983）中，新加坡股票交易所设立了证券金融公司，开设了保证交易，同时还设立了由电子计算机控制的中央票据清算所，所有的会员公司均可通过该清算所进行交易，从而可以加速交易进程并降低管理成本。

政府证券和企业债券也在新加坡股票交易所上市交易。根据交易所规定，企业债券要上市交易必须满足以下要求：

（1）每一期限的证券价值必须至少为 350,000 新元；

（2）证券持有人至少为 200 人；

（3）公司必须表明其有令人满意的发展前景，而且该公司所从事的业务应对投资者有吸引力。

但新加坡的私人企业几乎不发行公司债券，而政府证券的交易也很少。尽管政府证券的发行量很大，但大多数被各种金融机构持有到到期。总的来看，公共债务吸收了资本市场的大部分资金，但真正在股票交易所交易活跃的是私人企业的股票。债券交易不活跃是新加坡股票交易所的一大弱项。为了促进债券的二级交易，政府已经采取了一系列措施，如新加坡金融管理局和中央公积金参与政府证券的买卖；降低政府证券交易的佣金率、降低每手交易的最低金额等。

1977 年 2 月，SES 开始引入期权交易，成为亚洲第一个有组织的期权交易市场。1984 年，新加坡股票交易所又在亚洲最先引入金融期货交易。

外国公司的证券也可以在新加坡股票交易所上市，但必须满足一定的条件，外国公司申请上市的证券必须已经在其注册国的证交所上市。如果未在本国上市交易，则必须符合下列条件方可在新加坡上市：（1）持有 100 股以上股票的股东数不得少于 2,000 人；（2）公众拥有的股票数量必须超过 200 万股；（3）在世界各地的有形资产净值应在 5,000 万新元以上；（4）过去三年累计税前收入应在 5,000 万新元以上；或在过去三年中任何一年税前收入在 2,000 万新元以上。

新加坡上市公司共分为工商业、金融业、旅馆业、房地产、种植业、矿业等六类，其中以工业股为主。目前上市的证券种类主要有普通股、政府证

券、公司债券、公司信用债、认股权证等。

新加坡最重要的股价指数有两个：一个是《海峡时报》集团公布的“《海峡时报》工业指数”，这一指数包括 30 种股票，每天按简单算术平均数法计算两次；另一个是 SES 计算的 SES 股票指数，这一指数除了计算所有上市股票的总指数外，还计算工业、金融业、旅馆业、不动产业、种植业、矿产业的股价指数。此外，华侨银行公司还计算华侨银行公司指数，包括 55 种股票，按市价总值加权。

2. sESDAQ 市场。sESDAQ 市场成立于 1987 年 2 月，主要宗旨是为成长中的中小型公司提供最佳融资渠道。因此其标准比新加坡股票交易所要低。1988 年 3 月，sESDAQ 又与美国 NASDAQ 连接，从而使新加坡投资者也能买卖美国店头市场的股票。

sESDAQ 是通过电脑屏幕进行交易的系统，并由一些注册的造市者（Market—maker）负责维持市场。投资者要买卖 sESDAQ 的证券必须通过该系统的参与者进行。这些参与者包括新加坡股票交易所的会员公司和获准交易该系统证券的合伙人。中央保管有限公司（CDP）是所有交易的清算所，还负责保存交易记录和更新所有 sESDAQ 证券帐户。

1990 年 3 月，共有 13 家新加坡公司的股票在 sESDAQ 市场交易，同时 sESDAQ 也可以对 NASDAQ 上市证券进行交易。

1987 年 5 月，新加坡开设了“政府证券自动报价系统”，该系统利用电脑系统对政府证券进行从发行、交易、兑付到转让、过户及登记注册等一系列处理过程。

3. CLOB 国际市场。CLOB 国际市场成立于 1990 年 1 月，宗旨是避免马来西亚公司在新加坡股票交易所重复上市。但由于投资者仍愿在新加坡股票交易所对马来西亚公司股票进行交易，因此，CLOB 国际市场主要是作为没有在新加坡股票交易所上市的马来西亚公司的股票交易的场所。目前，新加坡政府有意将该市场办成一个亚大地区新兴工业化国家和其他东盟国家公司股票的交易市场，因而今后可能鼓励这些国家的公司在 CLOB 国际市场上市。

到 1990 年 3 月底，共有 144 家公司的股票在这个市场上市，其中有 131 家马来西亚公司，12 家香港公司，1 家菲律宾公司。

二、新加坡离岸金融市场

（一）亚洲美元市场（ADM）

亚洲美元市场和欧洲美元市场实际上是同一离岸金融体系的两个窗口，二者的发展原因基本类似，都是由于美国等国对国内金融业实行严格管制，使得美元资金流往境外而促成的。由于新加坡在地理位置上恰好处于伦敦和东京之间，同时新加坡当局也对亚洲美元市场的发展采取积极的态度，因而使亚洲美元市场得以迅速发展。

亚洲美元市场上进行交易的货币除美元外还有德国马克、英镑以及瑞士法郎等。由于美元的交易量最大，这个市场就被统称为亚洲美元市场（简称亚元市场）。

新加坡当局对亚洲美元市场采取隔离的态度，目的是建立分离型离岸金融中心。以后，这种隔离政策逐渐放松，从 1981 年起，离岸银行可以通过货币互换在新加坡元和美元间进行套利活动，在一定程度上削弱了这种隔离。目前新加坡居民已可以在 ADM 自由进行存贷活动。

亚洲美元市场的一大特点是银行间资金占了存款和贷款业务的绝大部

分。据统计，到 1987 年，非银行客户存款只占 17%，而银行同业存款的比重则上升到 79%，其中很大一部分是从欧洲美元市场流入，以弥补亚洲地区巨大的资金需求的。在资产方面，1971 年以前非银行客户贷款在资产总额中只占很小比重，但到 70 年代以后，由于亚洲地区经济的高速发展，对资金需求也日益增加，对非银行客户的贷款开始稳步增长。总之，从资金来源和资金运用方面看，亚元市场都显示出区域性特点，亚太地区的客户日益依赖新加坡亚元市场筹集资金，同时也把资金投放于亚元市场上。

从期限上看，亚洲美元市场总体上是一个短期资金市场。如 1987 年，资产总额中只有 16.6% 为一年期以上；而负债中一年以上的只占 6.2%。亚元市场的另一个特点是利率波动频繁，而且基本上与纽约、伦敦等国际金融中心的利率同步变动，其存贷利差也与欧洲美元市场一样，比新加坡国内银行的利差小。

亚元存款证是亚元市场上的重要筹资工具，可以分为固定利率和浮动利率两大类。

固定利率存款证期限较短，通常为 1 年。第一笔固定利率存款证是由美国花旗银行于 1970 年发售的，此后固定利率存款证的发行不是很活跃，主要是因为国际金融市场的利率波动加剧而使固定利率存款证失去了吸引力。

浮动利率存款证的期限多数是 3 年，最长 5 年。第一笔浮动利率存款证由日本第一劝业银行于 1977 年 11 月发售。在整个 80 年代，浮动利率存款证的发售活动活跃，成为银行筹集资金的一种普通金融工具。

浮动利率存款证的发行一开始采取排队方式 (Queuing System) 进行，但这种方式不利于发行人充分利用有利的市场条件，不利于吸引更多的筹资人，因而 1980 年浮动利率存款证的发行改为登记方式 (Registration System)，即发行者只要符合规定的条件，即可在金融管理局登记，并在发行前一周及存款证到期后再通知金融管理局。

从亚元存款证的发行者来看，日本银行是最主要的发行人，占发行额的 50% 以上，其他发行者也主要来自东南亚的一些国家和地区，从面值货币看，美元面值的亚元存款证占了绝大多数，另外也曾发行过以特别提款权和日元、澳元等货币计值的亚元存款证。

(二) 亚元债券市场 (The Asian Bond Market, ABM)

1971 年 12 月，新加坡发展银行由新加坡政府充当其担保人，推出总值 1000 万美元、固定利率为 8.5% 的 10 年期亚元债券。由此一个以新加坡为中心，和既有的短期亚元市场相辅相成的亚元债券市场开始形成。

亚元债券市场形成初期发展缓慢，这主要与当时世界经济衰退有关。直到 1976 年，亚元债券市场的活动才开始趋于活跃，进入 80 年代后，亚元债券市场又有所突破，1980 年至 1987 年共发行了 120 笔，发行金额累计达 77.69 亿美元。

日元债券市场的筹资者范围很广，包括工商企业、银行、金融机构、政府和地方组织等，从地理分布看，亚太地区的筹资者占了很大比重，其次，世界银行、亚洲开发银行等国际金融组织和欧美金融机构也渐趋活跃。1986—1993 年，我国机构共在该市场发行 6 笔亚元债券，发行金额总计 6 亿美元。

新加坡亚元债券的主要种类有固定利率债券、浮动利率债券与可转股债券等，面值货币以美元为主，其他货币如德国马克、澳元、加拿大元等都曾用于亚元债券的发行。从发行期限看，一般地可转股债券期限较长，固定利

率债券和浮动利率债券期限较短。

亚元债券市场的一个不足之处是二级市场不完善。尽管二级市场上有美国银行及投资机构和日本的证券公司等作为造市者，但由于参与二级市场交易的多是交易商，国际性企业与基金管理机构参与交易的不多，而且欧洲金融机构也不积极支持亚洲发行的债券，因此二级市场的深度仍显不够。金融管理局曾有意识地增加二级市场的流动性，将债券在新加坡、马来西亚、香港、东京、伦敦、纽约等地的证券交易所上市，但其交易量很少。

1. 发行亚元债券的有关文件。在新加坡公开发行的以新加坡元以外的货币计值的债券，通常要受3种法规的规范，即公司法、证券业法和新加坡股票交易所挂牌条例。债券发行计划书是筹备发行过程中最重要的文件，计划书的准备也包括了其他文件的准备。计划书中主要对发行者的有关情况予以详尽披露；计划书中包括的其他文件主要有：

- (1) 认购协议。系债券发行经理与发行者之间的协议；
- (2) 经理协议。是债券发行经理之间的协议；
- (3) 包销协议。是债券发行经理与包销者之间就债券包销达成的协议；
- (4) 销售协议。发行经理与销售商就债券销售达成的协议；
- (5) 信托契约或财政代理协议。发行人与信托人或财政代理之间的协议；
- (6) 支付代理协议。对支付代理的职责加以明确；
- (7) 代理银行协议。代理银行是发行人指定的决定及公布债券利率水平的银行。代理银行协议则是发行人与代理银行间的协议；
- (8) 债券。债券上必须包含信托契约或财政代理协议中有关债券的条款。

外国机构发行债券的计划书内容，很难全部符合新加坡公司法的规定，但公司注册机构可以豁免发行人全盘遵守。因此，发行人的法律顾问应在计划书拟定后向注册机构提出若干豁免申请，同时向财政部提交申请，请其宣布发行人为依法规定的公司。

2. 发行亚元债券的程序。亚元债券的发行涉及面广，手续复杂，所需时间也相应较长。一般来说，从正式准备发行到实际发行，需7个星期左右。具体程序如下：

第一周：发行人选择一家金融机构为牵头经理，并与其协商下列事项：发行时间表、经理团的组成、选择信托人、支付代理、挂牌场所、挂牌代理及印刷商，草拟计划书；由牵头经理向新加坡金融管理局申请注册、与证交所洽商挂牌、向发行人递交初步包销邀请名单；

第二周：准备计划书、认购协议、经理协议、信托契约或财政代理协议、包销协议及支付代理协议；牵头经理起草邀请电传及说明信等文稿，发行人及包销团与信托人或财政代理就信托契约或财政代理协议进行磋商；

第三周：发行人与牵头经理将经修订的初步计划书及其他文件呈交公司注册官，以办理注册手续；向证交所申请挂牌；最后确定经理团或包销团名单；

第四周：研究市场状况及债券期限；从公司注册官处取回已注册的初步计划书及其他文件；向欧洲清算系统（Euroclear）或塞德尔（Cedel）申请结算代码；

第五周：分发初步计划书、包销及销售协议，说明信等；向新闻媒介发

布新闻；

第六周：总结认购额，进行分配；印制最后定稿的计划书并呈交公司注册机构和证交所；印刷债券；举行签署仪式；

第七周：确定利率生效日、付款日，由信托人或财政代理派送债券；发布债券发行公告。

3. 亚元债券的上市。亚元债券要在新加坡股票交易所挂牌交易，必须向交易所申请批准。申请时要提交申请书，申请书中要列明债券及发行人的基本资料；此外还要呈送债券样本、认购协议、代理银行协议、信托契约或财政与支付代理协议，发行人和担保人的经审计的财务报告等文件的副本。

新加坡股票交易所要求申请挂牌的债券必须满足以下条件：

- (1) 债券持有人不少于 200 人；
- (2) 发行人有形资产净值不少于 5000 万新元；
- (3) 发行人最近 3 年税前收入累计不少于 54 万新元；或最近 3 年中任何 1 年的税前收入不少于 18 万新元；
- (4) 发行人须按公司法规定公布发行计划书；
- (5) 假如订立信托契约，必须与公司法中有关条款相符，除非发行人已被宣告为依法规定的公司；
- (6) 在新加坡必须有一个支付代理。

第五章 离岸资本市场

第二次世界大战结束后，国际金融市场上出现了一种新型市场——欧洲美元市场。欧洲美元市场的出现是有着多方面原因的。东西方冷战、美国国内的金融管制措施，美国持续的巨额国际收支逆差等都促进了欧洲美元市场的发展。此后，其他西方国家的货币也成为这一市场上的交易对象，欧洲美元市场逐渐发展成为欧洲货币市场（Euro—currency Market）。所谓欧洲货币是指在货币发行国境外流通的本国货币，欧洲货币市场则指在货币发行国境外进行的该国货币存储与贷放的市场。由于欧洲货币市场不受任何国家国内金融法规的制约，借贷活动活跃，因此获得了迅速发展。目前，欧洲货币市场已成为国际金融市场的核心。

最初的欧洲货币市场是银行间进行同业拆借的短期资金市场，此后随着资金来源范围的扩展，中长期资金借贷业务也逐渐发展起来，这类业务主要是针对非银行客户的，主要有银团贷款、欧洲债券、欧洲债票及其他中长期证券等。本章主要介绍中长期资金市场，为了避免歧义，将中长期贷款市场和欧洲证券市场合称为离岸资本市场（Off—shore Capital Markets），而不称作欧洲资本市场。

第一节 国际银团贷款

在欧洲货币市场上进行的借贷活动一般金额较大、期限较长，一家银行很难单独提供，银团贷款便应运而生了。银团贷款（Consortium Loan），也称辛迪加贷款（Syndicated Loan）。广义的银团贷款是指由两家或两家以上的金融机构通过一个共同的借贷文件向某一借款人提供的信贷；而本节所说的国际银团贷款则是指由借款人所在国以外的一家或多家金融机构经理和承销，邀请世界各地的金融机构参与，向借款人提供其所在国货币以外的其他货币计值的信贷。银团贷款对借贷双方都有好处，对借款人来说，由于多家银行参与，因而可以筹措到一家银行所无法提供的数额大、期限长的资金；而对贷款人来说，银行可以分散贷款风险，减少同业之间的竞争，而且可以在获取手续费收入的同时保持自己的贷款能力，为未来获得更有利的贷款条件提供机会。

一、国际银团贷款的形成与发展

二战结束后，欧洲大陆急需大量资金进行重建，美国为此实施了马歇尔计划，先后向欧洲大陆注入了约 130 亿美元资金；同时，美国的企业为了规避欧洲国家的贸易限制，纷纷在欧洲大陆进行直接投资。这两方面成为欧洲美元市场形成时期的主要资金来源。此后，五六十年代发生的苏伊士运河危机、冷战的开始都为欧洲美元市场提供了大量资金来源。1958 年，欧洲各国取消了外汇管制，实现了货币的自由兑换，欧洲美元市场发展的主要障碍被取消了。

在资金的运用方面，英国的商人银行走在了前面，他们将吸收的美元存款提供给贸易商，为其对外贸易提供短期融资。由于伦敦的金融业人才密集，具有高超的专业技能；同时欧洲美元市场是一个批发市场，可以实现规模经济效益；加上欧洲美元市场没有法规管制，使得欧洲美元市场成为一个高效率的借贷市场。

正是由于具备了稳定的资金来源、广阔的资金运用空间和高效率的中介服务，使得欧洲美元市场得以迅速发展壮大。到了 60 年代初，美元的资金来源不断增加，远远超过了贸易融资对美元的需求，美元开始过剩。这就要求金融业通过金融创新来解决这一问题，1963 年，英国商人银行 S.G. 华宝银行作为牵头经理，为意大利的 Autostrade 发行了 15 年期、1500 万美元的欧洲美元债券，为欧洲货币市场的发展提供了新的动力，此后欧洲马克、欧洲瑞士法郎、欧洲法郎、欧洲荷兰盾等债券先后发行，欧洲债券市场迅速发展。

到 1968 年，欧洲货币市场已逐渐成熟，短期存、贷市场已经相当发达，欧洲债券市场也保持旺盛的发展势头。欧洲银行开始设想利用吸收的 3—6 个月期存款进行 5—7 年期的中期贷款，以适应客户的需求。1969 年 9 月，制造商汉诺威有限公司（MHL）的建立标志着国际银团贷款市场开始形成。MHL 创立的目标就是使国际银团贷款成为一项持续的业务。初期的银团贷款没有明确的辛迪加策略、时间表、承销水平、资产留存目标水平等内容，其形式基本上类似于现在的私募贷款（也称俱乐部贷款）。如 1968 年 6 月由伦敦和南美银行（BOLSA）牵头，8 家银行参与的向匈牙利铝业公司提供 1500 万美元的银团贷款即为典型的早期国际银团贷款。

到 1972 年，银团贷款已经开始采用了一些目前通用的做法，如组织经理集团、制订承销和留存限额、费用分配计划及时间表等。最初采用的私募方

式已不能适应一些客户的巨额资金需求，逐渐被承销和辛迪加方式所取代。为了适应这一发展趋势，主要的市场参与者开始将欧洲债券市场上的一些术语和技术嫁接到欧洲银团贷款业务中，如委任书（mandate）、牵头经理费（praecipium）、筹资说明书（prospectus）等仍保留了其原有含义，而代理行、承销承诺等则具有了新的含义。

国际银团贷款从形成以来，其发展几经反复。70年代是国际银团贷款发展的高峰，国际商业银行对发展中国家的债权曾以年均28%的速度增长。但80年代初发生的发展中国家债务危机给国际银团贷款带来很大冲击，直到80年代末，这种情况才有了转机，国际银团贷款又开始回升，一些新的发行方式开始出现，促进了国际银团贷款的发展。

二、国际银团贷款概述

（一）国际银团贷款的种类

国际银团贷款可以分为直接银团贷款和间接银团贷款两种方式。

1. 直接银团贷款。直接银团贷款是指由各个贷款银行与借款人直接签订贷款协议，或通过代理银行代表他们同借款人签订贷款协议。它们按贷款协议规定的统一的条件贷款给借款人。在直接银团贷款中，每个贷款银行所承担的贷款义务是分别的（several）而非连带的，它们的贷款义务仅限于其承诺的部分，对其他银行的贷款义务不承担任何责任。如果某一家银行不能履行其贷款义务，借款人只能向该银行追究违约的责任，但不能要求其他贷款银行对此负责。

直接银团贷款中，牵头经理代表借款人向其他各贷款银行提供信息备忘录，以促进银团的成立。在组织银团过程中，牵头经理是作为借款人的有限代理（limited agency），二者之间的合同关系是根据委任书的规定确立的，一旦银团组成，牵头银行与借款人的代理关系即告终止，牵头银行与其他贷款银行在银团中处于同等地位，与借款人的关系也是一般的债权人与债务人的关系。

在组织银团过程中，牵头经理是借款人的代理；但在贷款协议的谈判中，牵头经理与其他贷款银行一样，仅代表自己的利益，而不是任何人的代理，牵头经理只需考虑自己的得失，而不必考虑所有贷款银行的得失。贷款银行不能因其损失而向牵头经理提出损害赔偿，而只能按贷款协议向借款人求偿。

牵头经理对其他贷款银行也要承担义务，即牵头经理有义务向贷款银行如实介绍借款人的情况。根据许多国家的法律，牵头经理对信息备忘录中所载的事项应承担“适当注意（Duecare）”的义务，如果没有尽到这一义务，在其散发的信息备忘录中出现了不正确的说明或其他遗漏，致使收到信息备忘录的贷款银行因此而作出错误决定遭受了损失，则牵头经理应对此负责。

银团组成后，一般情况下牵头经理又成为银团的代理行。贷款银行并不直接将款项划给借款人，而是通过代理行统一划给借款人；借款人偿还贷款本金和利息也是通过代理行进行。有时候代理行不是由牵头经理担任，这时牵头经理在银团中的地位即与其他贷款银行完全相同。

2. 间接银团贷款。也称参与式银团贷款，即由牵头经理向借款人提供贷款，然后在不通知借款人的情况下将参加贷款权（participation in the loan）出售给其他愿意提供贷款的银行，这些银行即称为参加贷款银行，他们按各自承担的参加贷款的数额向借款人提供贷款。牵头经理负责整个贷款

的管理工作。

间接银团贷款对各方参与者都有好处。对牵头经理而言，银团贷款的期限较长，在这期间银团的成员可能会有变动，如果采用直接银团贷款，这种变动就涉及贷款银行和借款人之间的重新协商；而如果采用间接银团贷款，则只须由贷款银行出让参加贷款权即可达到目的，一般不须通知借款人；其次，银团贷款的金额较大，通过出售参与贷款权，既可以减少牵头经理的帐面资产，扩大其未来的贷款能力，又可以保持牵头经理与借款人的独家交往，避免其他贷款银行争夺客户的竞争；再次，如果银团贷款有物权担保，则由牵头经理一家独立持有和行使该项担保物权比较简单。

从参与贷款银行角度看，一些银行因受法律的限制不能参加直接银团贷款，通过参加间接银团贷款，可以规避这类法律限制；另外，有些小型银行不能直接提供巨额贷款，可以通过购买参加贷款权的方式提供少量贷款，为未进入银团贷款市场打下基础。

对借款人来说，与牵头经理一家银行进行交往，可以缩短时间，节约交易费用。

当然，间接银团贷款对参加贷款银行也存在不利之处，首先，参加贷款银行与借款人之间没有债权债务关系，对借款人没有直接请求权；借款人违约时，参加贷款银行也无法对借款人行使抵销权；其次，在借款人与牵头经理问签订的贷款协议中，对参加贷款银行的补偿及其他保护性条款可能没有明确规定；再次，如果牵头经理出售参加贷款权被看作是由参加贷款银行向牵头经理提供贷款；而牵头经理对借款人的债权是此项贷款的担保，则参加贷款银行必须将此担保权益按贷款协议所适用法律加以“完善”，才能用以对抗第三人。

间接银团贷款中牵头经理转让参加贷款权的方式主要有更新(或替代)、代理、让与、转包贷款等几种。

(1) 更新(或替代)。即由牵头经理、借款人和参加贷款银行三方达成协议。根据这项协议，借款人同意由参加贷款银行承担牵头经理的一部分贷款义务，同时解除牵头经理的相应部分义务。这种做法大陆法称为合同更新(Novation)，英美法称为合同替代(Substitution)。通过更新或替代，实际上使借款人与参加贷款银行之间确立了新的贷款协议。采用这种做法的好处是牵头经理可以解除其与借款人订立的贷款协议中承担的一部分贷款义务，这是采用其他转让方式所不能做到的。但合同的更新与替代必须征得借款人的同意，这与出售参加贷款权的目的，即毋须通知借款人即可转让参加贷款权这一点不相符合；因而这种转让参加贷款权的方法在间接银团贷款中不常见。

(2) 非公开代理(Undisclosed Agency)。即在贷款协议签定之前，牵头经理已经邀请到愿意作为参与银行参加银团贷款的银行，牵头经理也愿意这些银行作为参与银行参加银团。在这种情况下，由牵头经理作为银团其他贷款银行的代理人同借款人签订借款合同，但不披露其代理人身份，所以在借款人看来他是同本人交易，而不是同代理人打交道。但是如果借款人发现非公开的代理关系时，可以选择向牵头经理要求给予贷款，也可以向参加贷款银行要求提供贷款，即牵头经理与参加贷款银行负有连带责任。

非公开代理的一个特点是银团成员必须在签署贷款协议前授权牵头经理为代理人。如果在贷款协议签订后再寻找参加贷款银行，就不能确立代理关

系，而只是在牵头经理和贷款人之间存在合同关系。

(3) 让与 (Assignment)。即牵头经理将其与借款人订立的借贷协议中的一部分贷款义务连同其收益一道让与其他贷款银行，使其他贷款银行因此而成为参加贷款银行，牵头银行可以因此而立即获得用于贷款的款项。通过让与取得参与贷款权的银行可以取得对借款人的直接请求权。但这种让与必须得到借款人的同意，而借款人一般也不会同意这种做法，因此许多贷款协议都对让与参加贷款权加以限制。

(4) 转包贷款 (Su-Loan)。即由参加贷款银行把贷款借给牵头银行，牵头银行再将款项转贷给借款方，并同意在借款人还本付息的前提下，按时偿还参加贷款银行的贷款。这实际上是牵头经理以借款方式出售参加贷款权，参加贷款银行不能取得对借款人的直接请求权。借款人直接从牵头经理取得贷款，直接向牵头经理还本付息，而没有义务向参加贷款银行还本付息。由于这种方式对借款人的权利没有什么影响，因而贷款协议一般很少对此加以限制。

此外，与一般的银团贷款相对应，还有一种俱乐部贷款 (Club Loan)，也称为私募贷款。即如果借款人不会授与某一银行无限制委托书，或者授与无限制委托书会阻碍经理集团的组织和银团贷款的成功，在这种情况下，由3家到20—30家银行在交易开始时同意接受并持有该项贷款资产，而不再通过组织银团来转让其贷款承诺。这一策略通常称为接受持有策略 (take and hold strategy)，在国际银团贷款形成初期比较盛行。

(二) 国际银团贷款的当事人

按照在银团中地位的不同，银团中的成员主要有牵头经理 (Lead Manager)、经理行 (manager)、共同经理 (comanager) 和参加贷款银行 (participant) 四大类，此外还有代理行、法律顾问等。下面分别加以介绍：

1. 牵头经理 (Lead Manager)。也称委托书持有者 (mandate holder) 或受委任银行 (mandated bank)，他在银团贷款的组织过程中居于中心地位。在交易开始时，各银行向借款人提供自己的报盘 (offer)，在报盘中提供有关贷款的主要条件。借款人确定中标银行后，即向其发出委托书 (mandate letter)，委任其出面组织银团。

牵头经理对借款人和银团的其他贷款银行都负有义务。对借款人而言，委托书确定了牵头经理与借款人之间的合同关系。牵头经理有义务根据委托书的规定为借款人物色其他贷款银行，组成银团向借款人贷款；协助借款人编制向潜在借款人散发的信息备忘录；协助律师草拟贷款协议及有关法律文件；安排贷款协议项下的首期贷款。

对银团中的其他贷款银行，牵头经理有义务向其介绍借款人的真实情况。如果牵头经理在信息备忘录中对重要事实作了不正确的说明，则应对贷款银行由此而遭受的损失负责。

此外，牵头经理还应负责银团组织过程中的对外宣传报道；安排贷款协议的签字仪式及签字后的广告宣传。

如果借款人向牵头经理签发有限制的委托书，要求其关系银行也作为牵头经理，则牵头经理不是一个而是几个，从而组成牵头经理集团，牵头经理的职能也在几个牵头经理间分配。有时考虑到贷款金额较大，为了促进一些大银行的参与，牵头经理也会邀请几家银行作为联合牵头经理 (joint lead manager)，组成牵头经理集团。这时的目的主要是使这些大银行能承

销较大份额贷款，他们一般不分担牵头经理的其他工作。2. 经理行 (managers)。经理行的地位次于牵头经理，一般在银团中负责承销贷款的一定份额，而不承担其他义务。经理行一般为数家甚至十几家。

牵头经理 (或牵头经理集团) 与经理行共同组成经理集团 (management group)。经理集团的共同特点是他们都负有承销 (underwriting) 责任，因而比银团中的其他成员承担更大的风险。

3. 共同经理 (Co-manager)。在银团贷款中，共同经理的职位多是荣誉性的。设立这一职位的目的主要是吸引一部分银行参与较大金额的贷款，而没有其他的责任和义务。因此他们与一般的参加贷款银行的区别仅在于贷款额的多少。只要某一银行参与贷款的金额超过某一限额，即可获得共同经理的职位，而且享有较高的参与费率。

4. 参加贷款银行 (Participant)。参加贷款银行没有承销义务，他们在一般辛迪加 (general syndication) 阶段参与银团贷款，因此都是采用接受并持有 (take and hold) 策略，不再转让所参与的贷款。参加贷款银行所承担的贷款额多少不等，但经理集团在邀请函中多规定一个最低参与金额，以避免参与金额过小而带来过多的日常管理费用支出。

参加贷款银行在宣传上的地位很低，而且手续费的收入也最少，只有参与费一项。银行之所以愿意以参加贷款银行的身份加入银团贷款，有的是因为其自身规模较小，无力单独向大的借款人提供贷款，通过这种方式可以增加贷款机会；有的则是为了适时调整自己的资产结构，使资产负债结构保持在最佳状态，同时也可以保持自己在国际银团贷款市场的地位。

二十世纪八十年代以来，国际银团贷款协议出现了多数贷款权银行这一概念。所谓多数贷款权银行是指拥有贷款总金额 50% 或 60% 以上的一家或几家银行。多数贷款权银行目前有取代代理银行地位的趋势。根据某些国际银团贷款协议的规定，多数贷款权银行有权决定借款人是否违约、是否应宣告贷款加速到期、是否放弃借款人的某些权利等，有的甚至规定其可以和借款人与代理银行一道修改贷款协议的某些条款。

5. 代理行 (Agent)。银团一般都在银团中指定一名成员作为代理行。代理行一般由牵头经理担任，有时也可以指定其他银行担任。代理行与银行成员之间是委托代理关系，因此代理行是银团的代理人而不是借款人的代理人。根据代理法的有关规定，代理人必须以适当的注意和技能，勤勉地履行其代理义务，不得在履行职责过程中谋求个人私利。具体到银团贷款中，代理行应当履行以下职责：

(1) 充当贷款银行发放贷款和借款人偿还贷款的中间人。在银团贷款中，银团成员把贷款款项交给代理行，由代理行汇总交给借款人；而借款人偿还贷款本息时，也是先交给代理行，再由代理行按各银行的贷款份额进行分配。如果借款人未经过代理行直接把贷款还给某家贷款银行，则该银行也只能留下它按贷款比例应得到的份额，而将超出部分退给代理行，由代理行按比例分配给其他贷款银行。这就是所谓的银团成员应享受平等待遇原则。

由于代理行是银团的代理人，所以如果代理行在收到银团成员贷款款项后、在将这笔贷款付给借款人之前丧失清偿力，或将这笔款项挪作他用，银团仍须承担提供贷款的义务；而借款人向代理行还本付息之后，即使代理行未把这笔款项交还银团，借款人亦可解除偿还贷款义务。为了防止出现上述情况，银团成员一般都在贷款协议中规定代理行须为与贷款有关的一切收支

设立一个独立帐户。

(2) 证实贷款所要求的先决条件已经具备。银团贷款协议中一般规定，只有当代理行认为贷款所要求的先决条件已经具备时，贷款才生效。如果代理行在审查这些先决条件时有疏忽，出具了不适当的证明书，则应对此承担责任。

(3) 应付违约事件。代理行有“违约通知”的义务，即在发生违约事件时，应及时告知贷款银行。如果代理行未把足以影响贷款的实质违约事件通知贷款银行，使贷款银行因而遭到损失，则代理行应负责任；相反，如果代理行轻率地认为借款人已发生违约事件并通知了银团成员，后来事实证明借款人并未违约，则代理行也要对借款人由此而遭受的损失负责。可见，代理行的责任是很重的。为此代理行常在代理条款中规定免责事项。但对于这类规定是否有效，各国法律的规定是不一样的。

此外，有的贷款协议中还授权代理行对借款人的财务状况进行监督。但有时代理行的这种义务会与它所承担的对借款人的保密义务发生矛盾。这时代理行可以要求借款人自行披露，或让银团成员自己进行调查。如果这一矛盾实在无法解决，则代理行只能辞职。

代理的一个基本原则是代理行的义务和利益不能发生冲突。代理行应在贷款协议生效前向银团说明其是否存在利益和义务的冲突。否则在此后的贷款执行过程中由这种冲突引起的法律后果对代理行很不利。

6. 法律顾问 (Counsel)。银团的法律顾问是由牵头经理邀请，其主要任务是参与起草贷款协议及有关的法律文件，如担保协议等，并保证这些文件是有效、完善、对当事人具有法律约束力的。法律顾问一般就有关文件的法律问题出具律师意见书。

从理论上讲，法律顾问应当代表整个银团行事，但多数贷款银行认为法律顾问只代表牵头经理或代理银行。法律顾问一般只接受代理行的指示，律师意见书也只交给代理行，专门供其使用。

除了银团的法律顾问外，借款人也聘有当地律师作为法律顾问，对借款人的情况及与贷款协议有关的法律问题出具律师意见书。

(三) 国际银团贷款中的利息和费用

国际银团贷款的利息和费用主要有利率、附加利率、管理费、代理费、杂费、承担费等。

1. 利率。国际银团贷款的一个特点是借短贷长，即贷款银行利用吸收的3个月或6个月存款进行滚动 (rollover) 贷放。因而短期利率就是贷款银行的融资成本，也成为其提供银团贷款的基本利率。目前国际金融市场上普遍采用的利率有 LIBOR (伦敦同业银行拆放利率)、SIBOR (新加坡同业银行拆放利率)、HIBOR (香港同业银行拆放利率) 等，此外美国国内优惠放款利率 (Prime rate) 也日益被广泛采用。

利率的确定一般要选择参照银行 (reference bank)，参照银行一般为银团成员，同时也是同业市场上的代表性银行。牵头经理选出参照银行的候选人之后，需要得到借款人的认可。由于借款人有权删除他认为不合适的候选人，因此牵头经理在推荐候选人时一般考虑到他们参与银团贷款金额的大小。

下面以 LIBOR 的计算来说明国际银团贷款中利率是如何确定的。一般每个营业日上午 11:00 是同业市场交易最活跃的时间，代理行也在这一时刻要

求参照银行提供其同业拆放利率，该利率应是对两个营业日内进行交割的款项而言，其金额等于各参照银行参与银团贷款的金额。代理行一般要得到 5 家参照银行的同业拆放利率，然后求出这 5 个利率的算术平均数，最后再将求得的平均数进到最近的 1/16% 点，即求得 LIBOR。下面将以图表举例说明。

2. 附加利率 (spread/margin)。利率反映贷款银行的融资成本，而附加利率则基本上代表贷款银行的利润。对借款人来说，附加利率是一个最重要的因素，它反映了金融市场对借款人地位及风险的评价。附加利率一般随贷款期限的延长而提高。如某项贷款第 1—4 年附加利率为 5/8%；第 5 年之后则为 3/4%。这反映了随着期限的延长，银行的信贷风险增大，因而要求有相应的补偿。

参照银行	期限	报价 (%)
1	3 个月	15.25
2	3 个月	15.00
3	3 个月	15.25
4	3 个月	15.25
5	3 个月	15.00
算术平均值		15.15
进位		15.1875
LIBOR		15.1875

3. 管理费 (management fee)。管理费由借款人付给牵头经理，一般为贷款总额的 0.5—2.5%。贷款协议中一般规定应在贷款协议签订后一定时间内支付，有时也规定在第一次提款时支付；更多的则是根据每次提用贷款额分次支付。

管理费虽然付给牵头经理，但它是对整个银团管理和参与此次贷款的酬金。银团成员根据其承担的不同义务而获得相应的费用收入。管理费又可以细分为牵头经理费 (praecipium)、承销费 (underwriting fee)、参与费 (participation fee) 和分摊部分 (pool)。

牵头经理费又称好处费，是牵头经理 (或牵头经理集团) 因其在发起组织和缔结银团贷款过程中所投入的人力和技术而得到的报酬，一般为贷款总额的 0.01—1%。

承销费是向在银团贷款中负有承销义务的成员支付的费用。这类成员实际就是经理集团 (包括牵头经理和经理行)；参与费则是向所有参与银团贷款的银行支付的费用。参与费依成员的不同地位和参与金额大小不同而不同。经理集团的成员的参与费要高于共同经理和一般参加贷款银行。共同经理和一般参加贷款银行则按其参与贷款的金额大小而享有不同的参与费费率。由于共同经理的参与贷款金额比一般参加贷款银行要高，因此其参与费费率也相对较高。

分摊部分 (pool) 是指管理费中扣除上述三部分后的余额。这部分余额要在经理集团成员间按比例进行分配。分配的标准一般是按各银行承销的贷款额在总承销额中所占的比例为准，偶而也有按经理集团各成员最终参与贷款金额占经理集团参与贷款总金额的比例为标准分配，但这一方法比较少见。

4. 代理费 (Agent Fee)。代理费是借款人支付给代理银行，作为其提

供服务的酬金。代理行在贷款协议执行期间须与其他贷款银行和借款人直接联系，联系中发生的一切费用，如电报、电传、办公费等都由借款人负担。

代理费的计算方法有三种，一种是按每年一定金额计算，第二种是按每年每个贷款银行一定金额计算；第三种则是在贷款协议签订后一定时间（如30天）内一次性支付一定金额。具体采用哪种方法应视银团的预期规模而定。如果银团规模较大，最好采取第二种方法。

5. 杂费（Out-of-pocket Expenses）。杂费是指在贷款协议签定前发生的一切费用，如广告费、宴请费、印刷费、律师费、电传费等。有时借款人会对杂费规定一个最高限，超过这一最高限的支出由牵头经理自己负担，或由经理集团成员分担。

6. 承担费（Commitment Fee）。是指贷款协议签订后，对于借款人未及时提用的金额支付的一定比例的费用。在贷款协议签定后，贷款银行即将款项划给代理行以备借款人提用。如果借款人未及时提用贷款，则会造成银行资金闲置而遭受利息损失。承担费就是为了弥补这种损失。承担费的费率一般为0.25—0.75%。

承担费的收取一般有三种方法，第一种是在贷款协议中规定一个承担期，如果借款人在承担期内未能全部提完贷款，则从承担期结束时起对未提用部分收取承担费；第二种是规定从贷款协议签订之日起即开始收取承担费。这种方法对借款人很不利。第三种方法涉及到贷款协议签订前借款人和贷款人的关系。在组织银团贷款前，希望做牵头经理的各银行都向借款人提出自己的报盘，借款人根据不同银行的报盘最后确定一家银行为牵头经理，并向其发出委任书（mandate letter），授权其代借款人组织银团；然后由该牵头经理向借款人出具义务承担书（commitment letter），表示愿意承担为借款人组织银团贷款的义务。有的贷款协议规定承担费从承担书被借款人接受之日起开始计收。

根据上述各种费用支付时间的不同，可以分为定期费用（periodic cost）和预支费用（up-front cost）两大类。定期费用包括利息和附加利息、承担费、代理费。这些费用都是每半年或一年支付一次；预支费用包括管理费和杂费，这两种费用都是一次性支付。

三、国际银团贷款的程序

（一）国际银团贷款的组织程序

国际银团贷款的组织程序可以大致分为以下几个阶段：（1）委任书颁发前阶段；（2）牵头经理行内部组织阶段；（3）经理集团组成；（4）经理集团会议；（5）一般辛迪加阶段；（6）辛迪加结束和贷款额分配；（7）发布广告。

1. 委任书颁发前阶段（Pre-mandate Phase）。在借款人考虑银团贷款时，会有贷款银行主动与借款人接触，或由借款人与其关系银行联系，以确定牵头经理。如果借款人同时向几家银行发出邀请，则这几家银行都将提交自己的报盘，以进行竞争。在进行投标竞争时，银行根据贷款的规模、借款人的资信、市场的现状等各种因素，综合考虑决定合适的投标形式。一般地，贷款银行最希望进行单独报盘（alone offer），因为在这种情况下银行可以获得无限制委任书（unrestricted mandate），在将来银团的组建，费用的分配等方面都拥有充分的自主权。

贷款人的另一种投标形式是邀请数家甚至十几家银行组成联盟，进行联

合投标(*consortium bid*)。在信贷状况趋紧,附加利率趋于上升的情况下,这种投标方式对借款人比较有利,因为这可以防止单独投标时银行报价过低,进而使交易失败可能性增加。

从借款人角度来看,借款人在邀请银行竞标时可以采用几种方式,如在主要关系银行中实行轮换制度,由主要关系银行进行选择性的投标,由在某一领域具有特长的金融机构进行选择性的投标,或者实行公开投标。

欲参加竞标的银行在决定是否投标前,要从信用、价格、贷款能力、组织银团的能力这四个方面考虑这笔交易。如果决定参加投标,也要根据这四个方面的条件,如附加利率(*spread*)、各项费用水平等。在经过银行内部各部门的讨论后,最后才发出自己的报盘文件(*offering document*)。

报盘文件实际上包含了在贷款协议中将要包含的主要内容,如贷款金额、借款目的、提款期、借款人的取消权、提前还款、利息、各项税收、费用、适用法律和司法管辖等。这些条款都将在后面的贷款协议中加以介绍,这里只介绍报盘文件中所特有的几个条款:

(1) 引言(*Introduction*)。在引言中牵头经理说明了自己承担义务的程度。牵头经理承担义务有三种形式: 坚定承担(*firm commitment*): 也称全额承贷(*fully underwritten*),即使组织银团失败,牵头经理也将单独提供此项贷款; 尽最大努力承担(*Best efforts*): 表明牵头经理将尽全力组织银团,但一旦失败,对不足部分牵头经理也不负责补足; 不作承诺(*No Commitment*): 牵头经理不做任何承诺,只是试试能否组成银团,不成功也不负任何责任。

在“尽最大努力承担”这一形式中,如果不能筹足全部贷款金额,则牵头经理将与借款人协商,或者减少原定的借款金额,或者取消该笔银团贷款。但这两种解决方法都会损害牵头经理和借款人的声誉,因此牵头经理都有一种强烈的道义上的承诺,来完成银团贷款的组织。

引言中还有一项很重要的内容,即否认条款,这一条款大致内容是“本承诺将受合同和有关文件制约”(1) *This commitment is subject to contract and documentation.*)。该条款表明在贷款协议最后签署前,本报盘对借款人、牵头经理和参加贷款银行均无约束力。

(2) 辛迪加策略(*Syndication Strategy*)。这一条款一般只有两三句话,说明牵头经理计划组织的银团的构成,各成员的义务和经理集团的留存目标等。借款人可以以此为基础与牵头经理进行进一步的讨论。

(3) 报盘截止日(*Offer expiry date*)。大多数报盘文件中都包含一个双到期日条款。这是因为尽管辛迪加贷款市场上条件的变化不如资本市场上频繁,但如果时间过长仍会对报盘银行产生不利影响。双到期日条款就是为了防范这种不利变化而设立的。

第一个到期日(截止日)一般为从提交报盘日起1—3周,有时还考虑到召开董事会的时间;或者是规定一个可运用已授权的借款限额的截止日。无论是哪种方式,一旦超过时限,该报盘即失效,除非在此时限内借款人以书面方式表示接受,或者牵头经理延长了截止日。

第二个到期日也称备用终止日(*back-up termination date*),是从报盘被借款人接受日起一定时间,一般为两个月。在此期间如果缔结了贷款协议,则报盘中的条件仍然有效。如果在该时限内贷款银行和借款人仍未达

成协议，则牵头经理和/或银团成员有权中止交易的磋商。

(4) 杂项。杂项中的条款对借款人的义务作了进一步规定。杂项中一般有一条要求借款人在从接受报盘到最终签署贷款协议这段时间内，应保证不在欧洲货币市场上进行其他的借款活动。这一条款的目的是为了防止同一借款人同时进行数项借款活动，从而扰乱了市场的秩序，妨碍本交易的正常完成。这一条款已成为借贷双方的共识，从而保证了国际银团贷款市场上的自律机制，形成了有秩序的排序体系。

杂项中还有一个条款，明确指出只有在从委托书颁发到银团贷款协议签订前这一期间内金融市场未发生重大不利变化的前提下，本报盘的条件才维持不变。这一条款并未给借款人或牵头经理提供任何法律上的保护，而只是旨在提醒交易双方应尽量减少磋商过程中的拖延。

投标银行提交自己的报盘后，还应进一步与借款人联系，对报盘中的一些条件进行进一步解释。此后投标银行将集中对非价格因素加以强调，以引起借款人注意。借款人进行综合比较后，将向几个投标银行提出进一步改善其报盘的建议，最后根据修改后的报盘决定牵头经理人选。并向其发出委托书 (man-date letter)。牵头经理收到委托书后，即向借款人发出义务承担书。此后，即进入银团的组织阶段。

2. 牵头经理行内部组织阶段。接到委托书后，牵头经理行即组织起一个辛迪加小组，该小组全面负责银团贷款的组织管理工作。辛迪加小组的第一个任务是准备一份经理集团和一般辛迪加的候选人名单，并整理出每一候选人的详细情况。一般辛迪加的名单在此后的经理集团会议上将被讨论；而经理集团候选人名单将马上被用于发出邀请。

同时，辛迪加小组将委托书中的主要条件通知法律顾问，由其对有关的法律问题提出意见；辛迪加小组还根据贷款规模、借款人资信等条件，初步确定管理费的各个细目的费率；参加贷款银行的参与费费率将留待经理集团会议上讨论确定。

在确定了经理集团（联合牵头经理和经理行）候选人名单后，辛迪加小组将对其向借款人发出的原始报盘进行修改，拟出准备向经理集团候选人发出的报盘。新的报盘中将加入经理集团和管理费的有关条款，并说明接受候选人答复的时限。

3. 经理集团组成。报盘拟好后，连夜发往候选银行。在此后的一周左右时间，被邀请的银行将先后给予答复。在这一过程中，辛迪加小组将严密监视答复的情况，如果拒绝的答复过多，小组应考虑及时调整策略以保证经理集团顺利组成。

4. 经理集团会议。经理集团的组织完成后，辛迪加小组即着手准备召集经理集团会议。经理集团会议的参加者包括牵头经理、联合牵头经理和经理行，有时也邀请未承担承销义务的共同经理参加。会上将对以下问题进行讨论：

(1) 承销/自留水平。所谓自留水平是指每个经理行根据其内部管理目标可以最终持有该笔贷款的金额。承销金额和自留金额之差即为应由该银行转售出去 (sell down) 的金额。

经理集团的成员在会议上提出自己的最佳自留额，然后由牵头经理努力将各成员的自留额统一到同一水平。如果各成员的水平相差太大，则可以尽量缩小差距，最终仍保持不同的自留比例。

(2) 一般辛迪加名单。辛迪加小组将一般辛迪加的候选人名单提交会议讨论，并最终确定一般辛迪加候选人名单，以便在一般辛迪加阶段向其发出邀请。

(3) 参与费费率表。一般参加贷款银行的参与费费率依参与贷款金额多少而不同。如果意欲组织一个共同经理集团，则应规定共同经理的最低参加贷款额，并制定相应的参与费费率。

在讨论参与费费率表时，还应对最低参与金额加以确定。

(4) 文件内容。会上将把信息备忘录、报盘电传的最后草稿(第二次修改稿)提交给经理集团讨论，并要求各成员在48小时内以电传或信函形式确认同意其内容和形式。

辛迪加小组还将把一份贷款协议草案分发给每一个经理行，并要求各经理行在辛迪加结束前将该草案的意见提交给牵头经理。这份草案目前只是代表借款人和牵头经理的协议。

(5) 时间表。辛迪加小组在会上提出一个涉及一般辛迪加、文件起草、协议签署等的时间表，由各经理行讨论后确定。

(6) 其他事项。如有关贷款超额认购、一般辛迪加阶段各经理行的责任及协调等。

经理集团会议结束后，辛迪加再次对原始报盘文件进行修改，加入有关经理集团的构成的内容；在发给共同经理候选者的报盘中，加入有关共同经理的参加贷款额及参与费费率的内容；在发给参加贷款银行候选人的报盘中，则加入有关参与费费率表的内容。报盘修改完后，即开始进入一般辛迪加阶段(general syndication phase)

5. 一般辛迪加阶段。经理集团会议结束后，各经理行对会议上提交的文件进行研究，并在48小时内先后表示同意。辛迪加小组得到经理集团的授权后，即将准备好的报盘尽快按确定好的名单发出，银团贷款进入一般辛迪加阶段。

一般辛迪加阶段一般为两周左右，在此期间辛迪加小组将不断督促收到报盘的银行给予答复，以保证这一阶段的实现。

6. 辛迪加结束和贷款额分配。一般辛迪加阶段的最后一天，辛迪加小组将确定最终认购额，并对贷款额在银团成员间进行分配。

在一般情况下，经理集团的承销额低于银团贷款总额。此时通过一般辛迪加阶段筹集的资金将按下列顺序分配。

(1) 首先补足银团贷款总额与经理集团承销额之间的差额；

(2) 若有余额，则用于转售牵头经理们的承销额，使其达到预定的自留比例；

(3) 若仍有余额，则用于转售经理行的承销额，使其达到预定的自留比例。

如果发生了贷款的超额认购，银团有以下几种选择：

(1) 作为超额贷款提供给借款人。但有时借款人不愿接受超额贷款；即使接受超额贷款，也只有当超额认购部分达到一个最低限额时才会接受。

(2) 用于进一步转售(sell down)管理集团成员的承销额，以及削减共同经理和一般参加贷款银行的认购额。在削减一般参加贷款银行的认购额时，按认购额的逆序进行，认购额最高的最先被削减。

辛迪加小组将最后分配方案通知经理集团各成员，在得到各成员确认同

意后，即向全体银团成员发出最后分配方案的电传，辛迪加阶段即告结束。

7. 发布广告。牵头经理事先与借款人协商，决定是否在辛迪加结束后对外发布广告。如果双方同意，则选择 2—4 家杂志刊登广告。这种广告引用债券发行中的术语，称为“墓碑”广告（tombstone advertisements）。

墓碑广告对借款人和银团成员都有利。借款人可以通过墓碑广告来表明国际大银行乐于支持其发展，从而反映其乐观的发展前景，借此提高地位。而银团成员可以借此向竞争对手和潜在的客户表明其在组织银团贷款中的专业技能。

（二）国际银团贷款的文件准备程序

在辛迪加阶段进行的同时，文件的准备也在进行。文件准备的重点是信息备忘录和贷款协议，下面分别介绍这两个文件准备的程序：

1. 信息备忘录准备程序。

表 5-1 信息备忘录准备程序

天数	任务
0	收到委托书
2	借款人与牵头经理首次会议
5	借款人与牵头经理就信息备忘录内容与形式达成初步协议
6—8	借款人与牵头经理就信息备忘录达成最后协议
9—13	牵头经理将最后文本分发给经理集团成员
14—17	经理集团成员同意文本内容，并通知其名称应如何出现在信息备忘录上
20—31	一般辛迪加阶段，牵头经理行应潜在银团成员要求提供信息备忘录

表 5—1 列明了准备信息备忘录的主要程序，这里有一点需要加以说明，即在分发信息备忘录过程中的保密性问题。为了保证其保密性，信息备忘录只提供给有选择的潜在贷款人。牵头经理可以采取以下几种方式限制信息备忘录的流传：

（1）对已收到报盘的潜在贷款人，只有在其要求时才向其提供备忘录。这是最松的限制方式，多用于主权国家和公共部门借款。

（2）只有潜在贷款人表明报盘中的条件是可以接受的，最后决定是否参加银团完全取决于对信息备忘录的分析研究时，才向其提供备忘录。这种方式多应用于与能源有关的项目和企业借款。

（3）将信息备忘录的每一页以密码或印章形式予以登记，然后才分发给潜在贷款人。这是最严格的一种限制方式。一旦发现复印件，即可查明其来源。

当然，有的借款人为了扩大其影响，希望广泛分发其信息备忘录。在这种情况下，牵头经理将向一般辛迪加候选人名单上的每一家银行分发信息备忘录，而不管其最后是否参加银团。

2. 贷款协议准备程序。

表 5—2 贷款协议准备程序

天数	任务
0	收到委托书
1—5	牵头经理行内部有关部门及法律顾问就第一草案达成协议；借款人与经理首次会议
7	第二草案印刷后送交借款人
8—9	借款人对第二草案进行研究
10	牵头经理与借款人就第二草案进行磋商并达成协议
11	准备第三草案，以备在经理集团会议上分发
20—31	经理集团、共同经理和一般参加贷款银行对第三草案做出反应
31	接受对第三草案意见的最后一天(在第 31 天表示参与银团的银行除外)
31—33	牵头经理对银团成员提出的意见进行磋商
34	最后表示参与银团贷款的银行提出意见的截止日 牵头经理通知借款人将吸收进最后草案中的一些变动。如时间允许，
35—36	印制第四草案并分发给银团成员；否则向贷款银团成员发出电传，说明已同意修改的内容
37	向贷款银行确认说明最后变动
38	各贷款银行确认同意第三草案和修改电传(或第四草案)
42	签署贷款协议

四、国际银团贷款的文件

(一) 信息备忘录 (Information Memorandum)

信息备忘录是由牵头经理协助借款人准备的一份法律文件，主要是在一般辛迪加阶段向有兴趣参加银团的银行分发，以帮助其做出最终的决策。信息备忘录的主要内容如下：

1. 否认责任 (Disclaimer) 条款。也称重要提示，其大致内容是：本备忘录所包含的有关借款人的信息均由借款人提供，经理行未对上述信息进行独立的证明，也未证明对贷款的评估有重大意义的信息都已包含在本备忘录中。经理行不对本备忘录的完整性和准确性以及有关借款人的任何情况作任何明示或默示的陈述或保证。本备忘录不应被认为是经理行向收到这份备忘录的人推荐或建议参与银团贷款，每个潜在的贷款银行在作出是否参与银团的决定时，应对借款人的财务状况、信誉、地位、性质，作出自己独立的评估和调查。

信息备忘录只向有选择的一些金融机构提供，其中的任何资料，无论是全部的或部分的，不得加以复制或用于任何其他目的，也不得提供给任何其他人。

上述声明的目的在于将对交易进行研究分析的责任完全推给潜在贷款银行。但这一声明不能用于豁免经理行的重大疏忽；而且如果备忘录中出现错误或误导信息，则上述声明有可能被认为构成欺诈。

2. 银团贷款的主要条件。主要对该笔贷款的有关条件进行说明。如借款人的名称、贷款金额、贷款资金用途、贷款期限、提款期、还款、提前还款、利率、税款和其他扣减、准据法、司法管辖、有关法律文件等。这些条件都已在此前发给潜在借款人的报盘电传中列明，在信息备忘录中再次列出只是

为了其阅读方便。

3. 借款人情况介绍。如果借款人为主权国家，则该部分主要包括对借款人地理位置、国际地位的介绍、对该国宏观经济状况的描述，包括各种经济指标，如 GDP，人均国民收入，物价水平，以及货币体系、国际收支、财政收支、公共债务等等；

如果借款人为企业，则介绍借款人的基本情况，包括成立时间、企业性质、内部组织结构；以及借款人过去的经营管理、产品销售情况；除此以外，还要对企业经营管理的市场环境、企业的财务状况及未来趋势进行说明和预测，以帮助潜在贷款人作出正确判断。

信息备忘录应该由牵头经理与借款人共同研究，并邀请有关律师参加。备忘录中的内容应尽可能作到是可信的、清楚的，有可靠的来源，并是准确而完整的。

在分发信息备忘录以前，最好由借款人出具一个书面确认文件，证明备忘录的内容是真实的和完整的，借款人对备忘录的内容负责。这一书面说明应作为备忘录的附件，或作为备忘录的一部分。

（二）银团贷款协议

银团贷款协议是国际银团贷款的核心文件，它对借款人和贷款银行的权利和义务进行了详尽规定。

1. 当事人。

2. 陈述 (recitals)。这部分内容在贷款协议的本文前面，一般以“鉴于 (whereas)”起始，主要是对贷款协议的背景进行说明，他不构成合同的一部分，对当事人双方也没有法律约束力，而只是在发生争议时帮助对协议进行解释。

陈述的内容大致为：鉴于借款人提出从各贷款银行借款，各贷款银行个别的而不是连带的向借款人提供贷款，贷款总额为……，当事人同意如下内容。

3. 定义 (Definitions)。这部分主要对贷款协议中出现的重要概念的含义加以明确界定，以方便协议的理解。

4. 贷款资金的用途。这一条款并不是必需的，只有在认为必须保证贷款资金用于特定目的时才加入此条款。如果协议中含有此条款，则如果借款人未将资金用于指定用途，就构成违约。如果借款人是主权国家，一般不愿在协议中加入这类条款，以防止资金的运用受到限制。

5. 承诺条款 (Commitment Clause)。该条款规定各贷款银行的贷款义务。由于各贷款银行的义务是个别的而非连带的，因此每一银行对任何其他银行的贷款承诺不负责任，而任一银行未履行其贷款承诺也不会免除其他贷款银行的义务。

6. 贷款资金的提取。该条款主要内容如下：

- (1) 提取资金前必须满足先决条件；
- (2) 提取资金只能在规定的承诺期内进行；
- (3) 借款人必须在提取资金前一段时间通知贷款银行。提前通知的时间一般最短为 5 个营业日；
- (4) 规定每次提取的最小金额；
- (5) 借款人发出的提取通知应当是不可撤回的；
- (6) 各贷款银行应将其承诺的贷款金额拨到代理行的独立帐户，再由代

理行将资金划到借款人帐户中。

协议也可以规定代理行可以在从贷款银行收到资金之前先将款项划拨给借款人，这样就可以保证提取贷款的顺利进行，避免因个别贷款银行款项未及时拨付而使贷款的提取延期。在这种情况下，如果某一银行未能履行其支付贷款的义务，则代理行有权从借款人处收回其预先支付的相应款项。

7. 选择货币条款。多种货币贷款合同规定借款人可以以任何一种可自由兑换货币提取贷款。选择货币条款一般规定

(1) 只有在所选择货币对所有贷款银行都是可自由得到的，而且可以兑换成协议规定的基本货币（多为美元）时，借款人才能用所选择的货币提取贷款；

(2) 借款人必须提前通知银团其所选择的货币；

(3) 对贷款总额可同时选用的货币总数加以限制；

(4) 如果所选择的货币不能得到，则贷款仍将以基本货币提供。

8. 选择货币的主额。这主要涉及到选择货币与基本货币之间的汇率的选择问题。银团贷款应保证以基本货币计价的金额保持不变，为此，在用选择货币时，一般采用在利息期开始时选择货币和基本货币之间的汇率进行折算，以保证选择货币金额等于以基本货币计价的贷款金额。

9. 偿还。贷款协议对偿还贷款本金的日期及方式都有具体规定。

贷款的偿还方式主要有以下三种：(1) 对金额较小，期限较短的贷款，一般在到期日一次偿还，称弹丸式 (bullet) 贷款；(2) 按规定期限，按比例分次等额偿还；(3) 分期偿还，但开始时每次还款数额较小，最后一次大笔偿还所剩的全部本金；称“气球偿还法” (balloon repayments)。

10. 提前还款 (Prepayments)。协议中一般都有允许借款人提前还款的条款，其主要内容为：

(1) 借款人要提前还款，需提前通知贷款人。一般要求最短提前 15 个营业日通知贷款人；

(2) 提前还款额应为一个整数数额或这一数额的整数倍；

(3) 如果为定期贷款，则提前偿还的款项不得再借；

(4) 如果贷款是以美元以外的其他货币计值的，则提前还款部分仍应以原来贷款时的货币偿还；

(5) 借款人必须获得所有提前还款必需的许可；

(6) 提前还款日只能为每个利息期的期末。这是因为贷款人都是以短期定期存款来为贷款融资的，如果不在利息期期末还款，则贷款人难以再将提前还款资金用于其他项目，从而遭受利息损失；

(7) 提前偿还的款项应按到期的相反次序偿还贷款，因为这样可以缩短贷款的平均期限 (Average life)；有的协议规定提前偿还的款项可以按比例地偿还每次还款中的一定金额，这种情况下贷款的平均期限保持不变；

(8) 提前还款的罚金 (penalty)。一般为提前还款额的一定比例。罚金率多随贷款期限的延长而逐步降低，到还款期开始时降为零。

11. 承诺的取消。这一条款允许借款人 (或贷款人) 在承担期内，未发生提取前取消自己的借款 (或贷款) 义务。该条款必须规定一个最短通知期；要求取消行为经适当授权，且取消通知是不可撤消的。如果有取消费，也应具体加以规定。

12. 利息期的选择。贷款协议一般规定借款人有权选择适当的利息期 (如

3个月或6个月)，但必须提前5个营业日通知贷款银行，否则代理行有权根据协议决定合适的利息期。

13. 利息。利息条款首先规定参考利率(多为LIBOR)和相应的附加利率，然后应当规定利息应在每个利息期期末支付，或每六个月支付一次，并应规定利息的计算基础(如以360天为一年，以实际天数为基础；或以365天为一年，以实际天数为基础)。

利息条款还应对违约利息作出规定。违约利息是对到期未能还本付息的金额征收的，一般比正常利息高1/2—3%。

14. 替代基础(Substitute basis)。这一条款的目的是为了在贷款银行不能以正常方式为贷款筹得资金时保护贷款银行的利益。其主要内容如下：

(1) 只有在所有或个别贷款银行不能从伦敦同业市场上，或者不能以合理的利率水平取得贷款资金时，该条款才有效；

(2) 只有在某一利息期开始前两个营业日内，代理行及/或参照银行，认为市场已被(1)中的条件所扭曲时，该条款才开始生效；

(3) 规定一个替代性的贷款基础。一般需在当事人被告知市场存在扭曲后10—15天内确定。通常常用的替代方法有：选取一个确定LIBOR的替代基础；当市场没有与利息期相等的存款时，设法改变利息期长度；如果基本货币不能得到，可以选择另外一种货币；其他替代方法，包括从其他市场筹集贷款资金。

代理行可以代表整个银团确定一个替代利率基础，以保证所有贷款银行能获得合理的利润。更普遍的方法是由每个贷款银行计算自己的替代基础，然后由代理行加以综合后得出一个替代基础，并通知借款人。

替代基础都是由贷款银行单方面决定的，反映了他们的真实融资成本，替代基础自动地并且有追溯力地从受影响的利息期起始日开始生效，如果借款人认为这一替代基础不可接受，也可以在提前通知贷款人的情况下选择提前还款。但借款人仍需支付已累积的应付利息，并对贷款人由此而遭受的损失加以补偿。

15. 支付义务：该条款包含以下内容。

(1) 所有借款人支付的款项必须以适当的货币和马上可得到的资金，划拨到代理行的指定银行帐户。支付应在支付地的正常银行清算时间内进行；

(2) 借款人支付的所有款项必须没有任何扣减。如有扣减，借款人应支付相应金额，以保证贷款银行收到的款项等于未经扣减的金额；

(3) 支付应在营业日进行；

(4) 代理行应将从借款人处收到的款项立即分发给各贷款银行。但是如果借款人最终未能付款，代理行有权从各贷款银行收回其支付的款项。

16. 环境变动。这一条款使得市场环境变动的风险全部转嫁到借款人身上。这一条款有如下规定：

(1) 如果贷款银行继续提供贷款已构成不合法，则其可以要求借款人提前还款。这也称不合法条款；

(2) 如果贷款银行提供或继续提供贷款将造成成本上升，则应由借款人支付增加的成本。

17. 先决条件(Conditions precedent)。要求借款人提供有关的书面证据和文件，证实贷款协议的一切法律事宜已安排妥当。这些证据和文件主

要包括：

- (1) 所有政府同意文件的副本；
- (2) 所有企业或章程的同意或授权文件副本；
- (3) 借款人、贷款人的律师的法律意见书，以及协助拟定贷款协议的律师的法律意见书；
- (4) 借款人的授权代表出具的证明，证明从协议签署到第一批贷款发放期间无违约事件和错误陈述；
- (5) 其他文件，如诉讼文件接收人的承诺信、担保书、第三方支持文件等。

18. 说明与保证 (Representation and warranties)。说明是指借款人在签订借贷协议前，为了使得贷款人签订借贷协议，对与借贷有关的事实所作的陈述；作出说明的关键在于，当事人双方的意图是确立一种准确作出种种陈述或说明的契约性义务。这种意图是否包含“保证”的因素，取决于当事人的行为或他们的表述。在实践中，将说明与保证列在一个条款中，条款中规定的所有说明的内容，实际上都是明确列出的保证。

说明与保证的主要内容可分为两大类：

(1) 有关借款人法律地位的说明：包括借款人有能力订立贷款协议，并且贷款协议将对借款人有法律约束力；借款人签订和履行贷款协议不违反所在国的法律、规章及对借款人有约束力的合同等等。

(2) 关于借款人财务状况与商务状况的说明：包括借款人保证其最近的经审计师审定的决算表真实地反映了借款人的财务状况；借款人未卷入任何诉讼程序，亦未受到有可能对借款人的营业或财务状况造成重大不利后果的诉讼程序的威胁；借款人对以他为一方当事人的合同没有发生违约事态，等等。

在贷款协议中，贷款人往往要求借款人所作的说明与保证不仅在签订协议的时候是正确的，而且要求保证在整个贷款协议有效期内都保持其正确性，或至少在每个利息期开始时是正确的，即所谓“四季青保证”。

19. 约定事项 (Covenants)。约定事项的内容主要是由借款人向贷款人保证他应当做些什么事情，不应当做些什么事情，或保证他对某些事实所作的说明是真实可靠的，等等。如要求借款人定期提供财务报告，及时通知贷款人任何违约事项等。约定事项中最主要的有三项，即消极保证条款、比例平等条款和财务信息条款。

消极保证条款 (Negative pledge) 一般的文字表述为：“在偿还贷款以前，借款人不得在他的资产或收入上设定任何抵押权、担保权、质权、留置权或其他担保物权，也不得允许这些担保物权继续存在。”消极保证条款的作用是对借款人为其他债权人的利益在其资产上设定担保权益的自由加以限制，从而使贷款人请求偿还贷款的权利不从属于享有担保权益的债权人的权利。

在设置消极保证条款时，可以明确限定其适用范围，如可以将依法律规定产生的留置权，在签订贷款协议后取得已设定担保物权的新的资产等作为消极保证条款的例外。此外，如果借款人在为其他债权人设定担保物权时，同时为本协议项下的贷款人设置同比例、同性质的担保物权，则不应视为对消极保证条款的违反。

比例平等条款 (Pari Passu covenant) 可用以下文字表述：“本协议

是借款人的直接的、无担保权益的、一般的、无条件的债务，在这些债务之间以及在借款人的其他无担保权益的债务之间，其清偿的次序应按比例平等的原则平等地排列。”比例平等条款的作用是为了使贷款人的权利不次于其他无担保权益的债权人的权利，至少是要使贷款人的受偿次序与借款人的其他无担保权益的债权人处于比例平等的地位。

财务信息条款主要有以下几项：（1）要求提供决算表和财务信息；（2）要求保持最低资产净值；（3）流动比例条款；

（4）限制分派股息条款等。

20. 违约事件 (Events of Default/Acceleration events)。违约事件可以分为两类，一类是违反借贷协议本身的违约事项，如不付款、对事实的说明与保证不正确等；另一类是先兆性违约事件，如借款人丧失清偿力、借款人公司被征用或国有化；借款人的状况发生重大的不利变化等。还有一项重要的先兆性违约事件是交叉违约条款。交叉违约条款的主要内容是：“凡借款人对其他债务有违约行为，或其他债务已被宣告加速到期，或可以被宣告加速到期，则本协议亦将视为已被违反。”交叉违约条款的主要是保证借款人在对某项债务违约后，本贷款人能达到同一种类债权人的同等待遇。

21. 赔偿条款。此条款规定如果因借款人未能按时支付本息，或因发生任何违约事件而使贷款银行遭受损失，则借款人应予以赔偿。

22. 帐户。

23. 代理条款。该条款对银团成员与代理银行之间的关系加以明确规定。代理行只履行贷款协议内规定的义务；对于银团成员因参加贷款而遭受的损失不负责任，除非这一损失是由于代理行因重大疏忽或欺诈而未能履行规定的义务。银团成员也应向代理行说明他们已以对借款人的财务状况作了独立调查，而不是仅仅依靠代理行提供的信息。这样就将代理行的职责仅仅限于技术性和操作性功能，而且仅限于银团授权的范围。

24. 费用。包括承担费、代理费、管理费。这在前面已经介绍，此处不再详述。

25. 杂费。

26. 印花税。

27. 让与。协议规定贷款银行可以将其在合同项下的权利与义务让与他人，但事先应通知代理行和借款人。只要这种让与不会对借款人带来不利的影 响，则借款人一般应同意此类转让。贷款协议一般不允许借款人让与其在合同项下的权利和义务，除非这一让与得到全部银团成员的一致同意。

28. 判决货币。在有的国家，法院判决只能用本国货币执行。在这种情况下，本条款要求借款人支付的判决货币在兑换成贷款货币后，应等于实际贷款额加上利息。

29. 准据法。

30. 司法管辖。

31. 杂项。主要包括如下内容：

（1）如果银行未行使其权利，则视为弃权；

（2）银行的抵消权 (set-off rights)；

（3）附件，如法律意见书、银行名单及其承诺金额等。

第二节 欧洲证券市场

一、欧洲债券市场

欧洲债券的发行始于 1963 年，当时以英国的 S.G 华宝银行为牵头经理，为意大利公司 Autostrade 发行了 1500 万美元的无担保债券。这次发行标志着欧洲债券市场的形成。此后，美国先后于 1963 年和 1965 年实施了利息平衡税（IET）和自愿限制对外贷款指导方针，并在 1968 年将自愿限制对外贷款指导方针变为强制性规则。这一系列措施旨在限制外国借款人在美国资本市场上筹集资金，其结果是进一步促进了欧洲美元市场，特别是欧洲美元债券市场的迅速发展。到了 80 年代，债务危机的爆发使国际银团贷款业务量剧减，与此同时，欧洲债券市场获得了突飞猛进的发展。

（一）欧洲债券市场概述

欧洲债券实际上是作为外国债券的替代物而产生和发展起来的。19 世纪下半叶，私人投资者在融资中的地位日益重要，加上政府对资本流动不加限制，因而私人对外投资活跃，促进了外国债券市场的发展。在这一过程中，逐步形成了债券发行的承销体系。二战以后，由于欧洲各国遭受战争创伤，美国的扬基债券市场实际上成为唯一的外国债券市场。但此后由于美国的各种管制措施，扬基债券市场逐渐萎缩。为了筹集资金，外国借款人开始转向欧洲货币市场，促进了欧洲债券市场的发展。欧洲债券取代外国债券，成为各种借款人筹集长期外币资金的主要工具。

1. 欧洲债券的种类。欧洲债券可以根据其特点和面值货币进行分类。根据债券的特点，欧洲债券可以分为普通券（straightbond）、浮动利率债券（FRNs）、可转股债券（Convertiblebond）、附认购权证债券（bond with warrant）、多档债券（multiple tranche bond）、合成债券（synthetic bond）等。

无论哪种欧洲债券，都具有以下几个共同特点：

- （1）完全可以转让，多数是付息债券；
- （2）都以无记名方式发行；
- （3）利息支付未做任何税收扣减；
- （4）通过国际承销辛迪加发行；
- （5）不受任何国家法规的管制；
- （6）都在一个或多个证券交易所上市。

下面对上述各类债券分别作一介绍：

（1）普通债券。普通债券的主要特点是利率固定。发行时可以按平价发行，也可以折价发行，利息一般一年支付一次，期限多为 3—7 年，最长可达 40 年。

普通债券可以有許多变化。如零息债券就是债券不付息票，在发行时以折价发行，到期按面值偿还。高溢价债券则是以远远高于面值的溢价进行偿还。这两种债券目的都是为了规避某些国家的税法条款。部分支付债券则是债券的购买款项分期缴付，在此期间支付的息票仅对已缴付部分本金进行。双重货币债券是指发行时以一种货币计值，而偿还时则按预先规定的汇率以另一种货币偿还。年金债券则是其息票既包含利息，又包含一部分本金的分期偿付，从而实现了本金等额偿还。乘数债券则允许投资者在息票支付日选择收取现金利息或收取新的债券。此外，还有天堂地狱债券（heaven and

hell bonds)、牛熊债券等创新形式,这里不再详细介绍。

(2) 浮动利率债券(FRNs)。浮动利率债券是指其息票支付随短期利率而变动,并每3个月或6个月重新确定一次。浮动利率债券需选择一种参照利率,以定期确定短期利率。这一参照利率的期限可以与息票率调整的期限相同,也可以与其不同,如以一个月LIBOR为参照利率,而息票率则可以每3个月或6个月调整一次。

浮动利率债券的期限多为5年左右,最长可达20年。面值最初多为1,000美元,以后随着机构投资者的增多,面值开始增大,目前最高可达25万美元。最初发行浮动利率债券的主要是公司和政府机构,以后许多跨国银行为了筹集中长期资金,也开始发行浮动利率债券。目前跨国银行已成为浮动利率债券的主要发行人。

浮动利率债券在发展中也出现了许多创新,主要有:

下限利率债券。即参照利率如果下跌到某一规定水平时,债券即自动转化为协定的固定利率债券,但此后即使参考利率回弹,也不能再转换为浮动利率债券。这种债券首先出现于1981年。

上限利率债券。与下限利率债券相反,在参照利率上升到一定水平时自动变为协定的固定利率债券。

永久性浮动利率债券。即债券本身没有到期日,持有人仅可按浮动利率获取利息,或在二级市场上出售债券收回本金。这种债券产生于1984年底和1985年初,但此后的发展不甚乐观。

转息浮动利率债券。这种债券与下限利率债券类似,但又有所不同。区别在于如果参照利率低于规定利率水平时,投资者可以选择转换为固定利率债券还是放弃转换,而且在转换时需要付手续费

错配浮动利率债券。即参照利率的期限与浮动利率债券的付息期限不一致。如息票率按1个月LIBOR确定,而利息的支付则每6个月进行一次。

此外,还有许多其他形式的浮动利率债券,如上下限浮动利率债券、附认购权证的浮动利率债券等。

(3) 可转股债券。可转股债券在国内证券市场上早已存在,60年代中期这项技术被应用于欧洲债券市场。可转股债券实际上是由债券和转换期权两部分组成的混合证券。由于投资者获得了可转股的选择权,因此其息票率要比相应的普通债券为低,但又比发行时发行人的股息率高。

可转股债券一般是可以转换为发行人的股票,此后逐渐扩展到可转换为其他债务证券,或转换为其他公司的股票;有的甚至允许转换为贵金属,如黄金。

(4) 附认购权证债券。认购权证实际是一种买入期权,但又与买入期权不同,因为认购权证是由借款人发行的,借款人因发行认购权证而得到收入,在认购权证被履行时,借款人按履行价格收取资金,同时其发行在外的债券增加。认购权证又与可转股债权不同,因为认购权证可以与原始债券分离,并单独进行交易。

认购权证的种类很多,除了最常见的认购发行人股票的权证外,还有以下几种:

债券权证。给予持有人购买与原始债券相同的债券的权利。

无害权证(Harmless warrants)。实际上是附有可分离权证的可赎回债券。当持有人履行权证时,原始债券被收回,因此借款人的债券总额不

变。在可赎回日之前持有人要履行权证必须交回原始债券，因此这种权证的履行不需任何附加条件。

无附属权证 (Naked warrant)。这种权证没有其所附属的原始债券，其本身就是一种证券。

收入权证 (Income warrant)。这种权证附有息票，在权证有效期内可以获得利息。

与债券的价格一样，债券权证的价格也与利率反向变动。当利率上升时，债券价格下跌，因而债券权证的价格也开始下跌。与债券不同的是，债券权证的损失止于其原来的价格，而其获利的潜力却是无穷的。

(5) 多档债券。多档债券的发行人首先发行总额的 1/3 或 1/2，剩下部分视市场利率变动情况而定。如果利率趋于下降，则可以继续发行，否则放弃继续发行。发行人须一次缴付全额发行佣金，因此放弃继续发行会浪费一部分佣金，但与继续发行可能遭受的利息损失相比，佣金损失还是比较少的。

(6) 合成债券。合成债券实际是一种资产互换，即投资者同时购买了一个固定利率债券和一个利率互换，从而构成一个浮动利率债券。欧洲债券二级市场一般缺乏流动性，从而降低了债券的价值。而合成债券则将固定利率债券转换成一种浮动利率债券，从而克服了二级市场流动性差这一缺点。为了保证投资人有稳定的未来收入，合成债券中的固定利率债券一般采用到期一次偿还方式，而不采用可赎回方式。

此外，根据债券的面值货币，也可以将债券分成若干种类。债券的面值货币一般为稳定的，可自由兑换的货币。随着互换业务的发展，一些以相对软的货币计值的债券也开始增多，然后通过货币互换转换成较稳定的货币。目前使用最多的货币有美元、德国马克、日元、加拿大元，ECU、英镑和澳元；其他货币如新西兰元、科威特第纳尔、荷兰盾和 SDRs 也有使用。

2. 欧洲债券市场的自律组织——国际证券市场协会 (ISMA)。国际证券市场协会的前身是国际债券交易商协会

(AIBD)，成立于 1969 年，1992 年改名为国际证券市场协会。它是国际证券市场的自律性组织，成员包括在欧洲债券的初级和二级市场上活跃着的大的银行和金融机构，宗旨是保证欧洲债券市场的稳定与秩序。ISMA 目前有会员 900 多名，其中有一些势力强大的金融机构，其提出的建议受到各国中央银行的重视。

ISMA 的目标是：

- (1) 研究和解决影响国际证券市场的技术性问题；
- (2) 执行保证市场有序运作的规则；
- (3) 为市场参与者提供信息，服务和帮助；
- (4) 加强成员和有关的国内和国际市场、交易所及监管机构的联系。

ISMA 也代表成员的利益，保证市场不受有关管制措施的限制。1988 年，经过长期的磋商，英国证券和投资局 (SIB) 和英国贸工部承认 ISMA 为英国法上的指定海外投资交易所和国际证券业自律组织。这一协议使得 ISMA 的英国会员可以只向 ISMA 报告，而不必向 SIB 报告。ISMA 也促成了交易配对和确认系统 (TRAX) 的建立。

ISMA 总部设在苏黎世，并在伦敦设有分支机构。1991 年 9 月，ISMA 被接纳为证券协会国际理事会 (ICSA) 的会员。ICSA 的宗旨是鼓励和协助国际证券市场的健康发展，加强各证券市场的协调。ISMA 为基金管理者和

机构投资者提供了一系列的电子和印刷产品，如每周一次的欧洲债券导引、包括约 7000 种债券的手册、国际债券手册、ISMA 报价服务系统等。同时 ISMA 还为会员之间解决冲突制定了规则，对交易惯例、合同条款、应付利息的计算、清算程序、清算代理的作用、买卖的程序、债券的格式等等都有具体规定。

3. 欧洲债券的清算机构。欧洲债券均是无记名债券，收取利息时只需把息票撕下交给某一支付代理即可。这就造成了一个潜在问题。由于持有即代表所有权，因而对交易中的欺诈行为很难辨别，因此保证实物证券保管的安全、高效成为欧洲债券市场继续发展的重要条件。六十年代末国际债券市场日益扩大，更对债券的高效交割结算提出了迫切要求，两大清算机构“欧洲清算系统（Euroclear）”和“塞德尔（Cedel）”应运而生了。

“欧洲清算系统”创始于 1968 年，当时所有权属摩根信托保证公司，并于 1972 年正式将总部设在布鲁塞尔。创立的目的是建立一个赢利性组织，以为参与欧洲债券市场的银行和金融机构提供服务。其经营活动受比利时法律管辖。“欧洲清算系统”的主要竞争对手“塞德尔”于 1970 年成立，总部设在卢森堡，由来自 25 个国家的 71 家银行所有。两家清算机构的作用都是为债券交易和付息提供清算服务，从而避免了交易过程中实物证券的转移。1971 年两个清算机构建立了联系，为两个清算机构的参加者同时提供结算服务。1981 年两大清算系统实行了计算机化，并对双方的联系加以改进，以适应两大系统结算时间的差异。目前“欧洲清算系统”在结算日的前一天晚上进行结算，而“塞德尔”则在结算日当天下午进行结算。

“欧洲清算系统”的业务传统上集中于美元领域，但也从事其他货币的业务；而“塞德尔”的强项则是在欧洲地区货币领域。1987 年，“欧洲清算系统”转让给一个专门成立的比利时合作公司，新公司为欧洲债券市场的交易者提供清算服务，并为金融机构提供债券借用或借款服务，但摩根信托担保公司仍主持系统的运行。

两大清算机构通过其遍及全球的存托银行网络向客户提供代保管业务。一旦债券交付结存托银行，则不再转移。大多数存托银行同时担任债券的支付代理，因而对债券很熟悉，容易辨别伪造证券。清算机构的另一重要业务是进行证券的借贷。借入债券者用债券回补其空头头寸，而贷出者则获得费用收入。如果没有清算中心的中介，债券的借取将极为困难，对流动性差的债券尤其如此。在债券的借贷过程中，除非借方违约拖欠，双方并不知道对方的身份。借取债券的最长期限为 6 个月，贷出债券者可以得到一个银行辛迪加的偿还担保，目前“塞德尔”对借取债券的限制是不得超过该种债券发行在外金额的 10%。

两大清算机构的营运消除了参与者的交割风险。目前两大清算机构不仅进行欧洲债券的清算，还从事其他多种证券，如政府债券、欧洲债票、国内及欧洲商业票据、银行承兑汇票、国际股票等的结算服务，业务范围涉及到 26 种货币。高效、低成本和安全是这两大清算机构的特点，也保证了它们能够适应国际金融市场上不断出现的新金融工具及市场的不断扩大。

1995 年以前，所有欧洲债券的二级市场交易必须经“欧洲清算系统”或“塞德尔”在 7 天内进行结算（“T+7”）。从 1995 年 6 月 1 日起，ISMA 决定所有的欧洲债券交易的结算时间将从 7 天缩短到 3 个营业日（“T+3”）。ISMA 对营业日的定义是“塞德尔、欧洲清算系统和债券结算货币的现货市场

均进行营业的日子。”将结算日缩短可以大大减少债券交易过程中的系统风险、市场风险和交易对手风险，而且可以使国际债券市场的结算程序与国内债券市场，外汇市场和衍生产品市场协调一致，但新规则的实施也会碰到一系列的困难。新的结算规则并不是僵化不变的，如果交易双方同意，则可以任意选择结算期。如果要求进行债券的实物交割，双方可以要求7天甚至14天之后结算。

4. 欧洲债券发行的当事人。第一节已经提到过，国际银团贷款的组织基本上是沿用了欧洲债券的程序和名称，因此两个市场的术语基本上是相似的。欧洲债券发行的当事人主要有牵头经理（Lead Manager）、经理行（manager）、承销人（underwriters）、销售集团（Selling group），此外还有支付代理（paying agent）或财务代理（fiscal agent）及受托人（trust agent）等。

（1）牵头经理。委任牵头经理是欧洲债券发行的第一步。牵头经理一般由一家信誉卓著并有发行债券经验的投资银行担任，同时还要考虑所发行债券的货币种类、市场地点及其他因素。牵头经理应负责将债券推销到市场上，安排发行债券所需的法律文件、拟订报盘电传、债券发行说明书和在证券交易所上市的文件、就发行条件在借款人和辛迪加成员之间进行协调，选择辛迪加中的主要成员、为初级市场的发行活动处理帐簿、保证各项协议得到执行等。

一笔债券是否能够成功发行在很大程度上取决于发行人在市场上的知名度。牵头经理将努力使发行人的名字为市场所接受。如果发行人第一次进入欧洲债券市场，或其信用等级不确定，则最好从主要的资信评估机构获取资信评级。

（2）经理集团。经借款人同意后，牵头经理就开始邀请其他银行和证券行组成经理集团。接受邀请的就成为共同牵头经理（co-lead managers）和共同经理（co-managers）。共同牵头经理和共同经理一般按其声誉、分销能力和其与借款人和牵头经理的关系选择。经理集团应当有能力将债券发售出去并维持其二级市场的活跃。

经理集团的主要责任是承销所发行的债券。一般地，共同牵头经理和共同经理的称号只是反映了其承销的金额，而并不表明其参与了该笔交易本身的任何管理。

（3）承销人。承销人是为发行者向广大公众销售债券的中间人，一般由牵头经理指定，有时也可以由发行人指定。承销人的概念只有在公募发行时才使用。

在公募发行债券时，一般由牵头经理选择几家银行或其他金融机构组成承销辛迪加（underwriting syndicate），由承销辛迪加与发行人签订承销协议，将发行债券总额的全部或一部分认购下来，然后再转售给公众投资者。此时牵头经理兼任经理承销人（managing underwriter）。如果承销辛迪加未能将全部债券推销出去，则各承销人将以自己的名义将剩下的债券按各自认购比例买入，发行人仍将收到约定的发行金额。

有时牵头经理先从发行人处承销全部债券，成为经理承销人，然后再与其他承销人订立分承销协议（sub-underwriting），将债券分给其他承销人销售。此时分承销人只与经理承销人有合同关系，而与债券发行人无直接合同关系。如果分承销人未能将债券全部售出，他们应在各自承销额度内

购入未售出的债券。

(4) 销售集团。销售集团由各国的金融机构组成，主要任务是向广大投资者推销债券。承销人往往兼为销售集团的成员。在签订承销协议后，经理承销人即将分配给销售集团各成员的债券数额通知后者。债券的售价则在签订承销协议前，由发行人与经理承销人谈判决定。与承销辛迪加不同的是，销售集团的一般成员对未推销出去的债券，不承担承销的责任。

(5) 受托人。在发行债券时，由于债券的发行对象是广大社会公众，债券持有人为数众多，无法对发行人是否履行债券的条件进行有效的监督。如果债券设有担保物权，这种担保品也不可能由广大的债券持有人分割持有，当发行人违约时，债券持有人也难以采取一致行动维护他们自身的利益。为了有效地保护投资者的利益，在欧洲债券的发行中往往指定一名受托人代表债券持有人行使债权和担保物权，并代表债券持有人保存担保品。一旦发行人违约，受托人即作为债券持有人的代表行事。虽然受托人是代表债券持有人的利益，但一般由发行人指定，并由发行人支付费用。

(6) 支付代理或财务代理。支付代理是发行人的代表，主要负责债券的分发、利息和本金的转付、偿债基金或类似安排的运作以及债券的最后偿付。财务代理则是指定代表债券发行人的金融机构，主要职责是证明债券的真伪和负责向投资者支付本息。

在已经指定受托人的情况下，一般指定一家机构担任支付代理代表债券发行人行事；如果没有指定受托人，则指定一名财务代理。财务代理既兼任支付代理，代表发行人负责组织债券的还本付息，同时兼任受托人，但不承担在发行人违约时保护债券持有人利益的任务。

(7) 律师。律师在欧洲债券的发行中起着重要作用。由于欧洲债券不直接受某一个国家的证券管制机关的管制，发行程序比国内发行要简单，所以一般只需两名律师，即由发行人与牵头经理各指定一名律师。发行人的律师负责发行人所属国家的法律事务；牵头经理的律师则负责起草各种协议及其他法律文件，并提供法律咨询。

除了上述当事人以外，如果准备在债券发行后到某一证券交易所上市，则还要指定一个上市代理(listing agent)，帮助办理有关上市的手续；如果发行的是可转股债券或附认购权证的债券，还需指定收取代理(receiving agents)。

5. 欧洲债券发行的费用及其分配。欧洲债券发行的费用基本与国际银团贷款的费用相同，主要包括最初费用、中间费用和还本手续费等。如果按债券发行结构划分，可以分为以下几种：

(1) 结构性费用(structured Fees)。主要有经理费(management fee)(其中含牵头经理费(praecipuum))、承销费(under-writing fee)、销售费(selling concession)等。其中经理费付给经理集团。作为经理费的一部分牵头，经理费只付给牵头经理，作为对其组织发行、管理承销辛迪加和拟定有关文件的报酬；承销费则付给承销辛迪加。由于经理集团成员同时也是承销辛迪加的成员，因而经理集团也收取承销费；销售费则是支付给所有参与销售的成员(包括经理集团、承销辛迪加和销售集团)的费用。可见，经理集团实际获得了全部三种结构性费用。

(2) 各种支出。如律师费、挂牌费、印刷费、担保费、杂费等；

(3) 还本付息手续费，支付给支付代理；

- (4) 受托银行手续费；
- (5) 债券和息票验证费；
- (6) 每年的管理成本。

下面举例说明结构性费用在承销辛迪加和销售集团成员之间的分配。

假设以传统的开口定价(open price)方式发行一笔1亿美元的7年期债券,由1名牵头经理、5名共同经理和50名承销人组织发行。假定各种结构性费用的费率如下:

经理费: $\frac{1}{4}\%$ 其中牵头经理费 $\frac{1}{8}\%$

承销费: $\frac{3}{8}\%$

销售费: $1\frac{1}{4}\%$ 计: $1\frac{7}{8}\%$

在债券发行中,牵头经理并不是将债券面额转交给发行人,而是在扣除各项费用后将余额转给发行人。可见,如果不考虑其他费用,发行人最后将从牵头经理处得到债券面额的98.125% ($100\% - 1\frac{7}{8}\%$) 或98,125,000美元。

各成员承销的金额及收取的费用见表5—3。

可见,牵头经理承销的2.000万美元中,最后实际交付给发行人的为1,950万元(面值的97.5%);每名共同经理承销的600万美元中,最后实际付给发行人的为588.75万美元(面值的98.125%);而每名承销商承销的100万美元中需付给发行人98.375万美元(面值的98.375%)。应当指出的是,上述费用收入只有在各成员将承销的债券全部转售出去后才能实

辛迪加成员	承销金额(百万美元)	费用				
		带头经理费	经理费	承销费	销售额	总计
牵头经理	20	125000	50000	75000	250000	500000
共同经理 (5名)	30	—	75000	112500	375000	562500
承销人 (50名)	50	—	—	187500	625000	812500
总计	100	125000	125000	375000	1250000	1875000

现。

注:经理费用在牵头经理和共同经理间的分配比例由双方协商确定,下同。

资料来源: The Eurobond Market P191 Table 8.1.

从上例中可以看出,牵头经理具有价格上的优势,他可以通过放弃一部分费用收入来促进债券的销售。但在实践中牵头经理一般不会这样做。因为他需要利用这笔费用收入在初级市场上稳定和支持债券的价格,这一般在债券分配后持续3—4周,称为稳定期。

(二) 欧洲债券新发行的程序

欧洲债券市场的发行主要沿用了外国债券发行的承销方式,同时为了适应欧洲债券发行金额大、销售区域广、初期投资者多为私人投资者等特点,

采用了承销辛迪加 (underwritingsyndicate) 的形式。

欧洲债券新发行的传统方式是开口定价交易 (open pricedeal), 也称灵活定价。以后随着欧洲债券市场的发展和竞争的加剧, 先后出现了灰色市场 (Grey Market)、预定价交易 (pre-priced deal)、包买交易 (bought deal)、固定价格再销售 (fixed-price re—offer system) 等新的发行方式。

1. 传统发行方式——开口定价交易的程序。开口定价交易作为欧洲债券的传统发行方式, 是以后出现的新的发行方式的基础。其他新的发行方式只不过是在某一步骤上加以改进, 或者努力缩短各步骤的时间。因此这里将详细介绍一下开口定价交易的程序。

欧洲债券的发行者首先要根据欧洲债券市场的行情, 初步确定自己的发行目标和发行条件, 如债券的期限、债券的形式 (固定或浮动利率) 等, 然后就开始着手选择牵头经理。前面已经提到, 牵头经理在债券发行过程中起着极为重要的作用, 因此选择一个合适的牵头经理对债券的成功发行至关重要。发行者一般从同自己有业务往来和关系较好的银行中选择一家作为牵头经理, 并向其颁发委任书 (mandate letter)。牵头经理收到委任书之后, 即开始拟定债券发行的时间表 (见表 5—4)。

这一时间表是以欧洲债券发行过程中最重要的三个日期, 即宣布日、报盘日和结束日为基础制定的。不同阶段的进度快慢在一定程度上取决于发行者在市场上的知名度。

在宣布日前约两周, 牵头经理即同发行者就主要条件进行初步协商, 并获得有关机构的批准。但此时所有的发行条件都只是临时性的, 只有到结束日才最后确定。在宣布发行日, 牵头经理将向参与者发出电传, 内容包括发行的初步条件及发行说明书草本, 以及有关的法律文件等。从宣布日到报价日为认购期 (Subscription period), 在此期间对债券发行感兴趣的机构可以对牵头经理的邀请做出答复。牵头经理则对承销辛迪加的成员作出一个最低分配额的担保。认购期结束后, 在报盘日, 有关债券发行的各项条款均已确定, 牵头经理将向各成员发出最后发行说明书, 通知各成员其分配的额度。从报盘日到结束日为市场稳定期 (stablization period), 牵头经理有责任采取措施稳定债券的市场价格, 并报出最低买入价以支持债券价格。

		辛迪加成员的任务		
天数	事件	牵头经理	辛迪加	其他
— 10		与发行者讨论发行条件, 草拟有关文件, 获得有关部门的许可		选择支付代理, 受托人和上市代理
1	宣布日认购期开始 Announcement day	电传邀请经理行, 分发初步发行说明书和承销协议, 举行新闻发布会	收到邀请参加辛迪加的报盘; 销售集团形成	开始销售; 灰色市场开始; 向主交所申请上市
4		向辛迪加成员担保其最低分配额	接受报盘	
12	认购期结束	就发行最后条件 (包括价格) 达成协议	重新确认接受最后条件	
13		辛迪加成员与发行者签署经理行协议和认购协议		
14	报盘日 offering day	通知最后条件、辛迪加分配安排和稳定价格建议; 分发最后发行说明书, 最后完成债券的上市程序		通知客户最后发行条件
25	结束日 closing day	所有辛迪加成员支付其认购款项		一级市场结束, 获准在证交所上市
27		最后完成有关文件		签署信托协议
90				可从支付代理处领取无记名券

稳

资料来源: The Eurobond Market P193 Table 8.3

定债券价格有助于维护牵头经理的信誉, 因为如果发行后债券价格下降表明估价过高, 意味着牵头经理对市场预测不准, 投资者将遭受损失; 若发行后价格上扬, 表明借款人本来可以以较低的成本筹资, 因而借款人受到了损失。这都会使牵头经理的信誉受到损害。在结束日, 辛迪加成员将购买债券的款项拨付给牵头经理, 由牵头经理在扣除有关费用后, 转交发行人。承销辛迪加即告解散。如果债券已申请上市, 则结束日后即可在有关的证券交易所上市。目前欧洲债券大多在伦敦或卢森堡的证交所上市交易。此外, 牵头经理还将在主要的金融杂志上刊登一则“墓碑”广告 (tombstone advertisement), 说明该笔债券发行的主要情况和参与者。

对上述时间表还有一点要加以说明, 即投资者只能在宣布日后 90 天才能拿到实物债券。这一做法与美国的有关法规有关。美国《1933 年证券法》要求, 凡是未在美国证券和交易委员会 (SEC) 注册登记的欧洲美元债券 (或其他货币欧洲债券), 或任何未在美国登记的外国债券, 都不得在发行初期向美国公民出售。只有在债券进入二级市场达 90 天后, 美国公民才能购买该债券。

为了满足上述规定, 发行欧洲债券的投资银行采取了一系列措施。首先, 销售集团成员签署协议, 保证不向美国人出售债券; 其次, 在收到投资者所缴付的购买款项后, 并不立即分发债券, 而是由借款人发行一个综合债券 (global bond), 该债券是代表债券发行总额的一个证书, 购买债券的投资者对此综合债券拥有所有权股份, 但还不能得到实物债券。只有在 90 天的

等待期过后，愿意持有实物债券的投资者才能从支付代理人处领取无记名债券。而且他们还必须证明自己不是美国公民，并声明自己不是在代替美国公民购买债券。这一程序称为搁置程序（Lock-up）。

2. 灰色市场。在传统的开口定价交易中，发行人与牵头经理之间就发行条件的磋商要持续较长时间，从宣布日前两周开始一直到报盘日，共需约三周。在这段时间内发行说明书的各项条款都是不确定的。这不利于促进债券发行市场上的竞争。针对这一问题，1979年出现了灰色市场，也称事前市场（premarket）。

所谓灰色市场是指在认购期内，虽然债券的发行价格尚未确定，但一些证券商已经开始以新债券为标的进行交易。灰色市场交易的标价方式是以将来新债券的发行价格打一定的折扣来表示。如果新债券最后发行价格定为99.75，则“减1”（less1）表示灰色市场上价格为98.75（即债券面值的98.75%）。

灰色市场的出现使得承销辛迪加在制定发行价格时不得不考虑灰色市场上的价格。这在一定程度上增加了市场透明度，削弱了牵头经理的作用。由于灰色市场上的价格在一定程度上反映了市场对即将发行的债券的期望，因而促使其发行价格更加趋于合理。

3. 预定价交易和包买交易。预定价交易是指牵头经理组织少数几家银行组成承销辛迪加，对某一新债券的发行先预先定价，并全额承购，然后对外销售。这种发行方式大大减少了承销辛迪加中经理行和销售集团的参与人数，有利于提高发行效率。采用这一方式可将认购期从一般的7—10天缩短至1—4天。但这一方式也增加了辛迪加成员的风险。因为若承销辛迪加不能以高于预定价格的价格售出债券，则由成员承担全部损失。第一次预定价交易是1975年由Kidder Peabody为牵头经理，为新西兰政府发行5000万美元欧洲债券时采用的。

包买交易是在预定价交易的基础上发展起来的。它是指先由牵头经理在宣布发行以前以确定条件（金额、息票率、发行价格）全额买入债券。由于有关发行条件是在没有认购期的情况下确定下来的，因而缩短了整个发行时间，并减少了承销商和销售集团的人数。这就使发行者可以更好地利用市场上出现的短暂的发行时机。同时，包买交易也增加了投资银行之间的竞争，使发行者可以选择成本最低的报价。而这种竞争在传统的辛迪加中是不可能的。当然，包买交易也增加了牵头经理的风险，因为在传统的辛迪加发行中，如果认购期内认购额过低，则牵头经理可以与发行人协商修改发行条件或削减发行额，而在包买交易中，牵头经理若不能将债券全部销售出去，就只能自己买入剩余债券。最早的一次包买交易是1980年由CSFB（第一波士顿瑞士信贷银行）为通用汽车承兑公司（GMAC）发行1亿美元欧洲债券时采用的。

4. 收益定价（Yield Pricing）和拍卖发行（Auction Issue）。这两种发行方式都是在美国国内债券（特别是国库券）发行中广泛采用的，只是在最近才在欧洲债券上得到应用。

收益定价是指在报盘日之前不公布初步发行条件，而是在接近认购期结束时才确定债券的息票率、价格、佣金等条件。其发行价格是参照当前二级市场上类似的债券价格来确定的。

拍卖发行是由发行人公布债券的期限、金额、息票率等，并邀请投资银行投标。投资银行在投标中说明自己的出价和愿购人的数量，最后由发行人

根据投标价格由高到低分配债券。拍卖发行节省了组织辛迪加的费用，对知名度较高的发行人（如主权发行人、国际组织）等较有利。但对于试图通过债券发行扩大知名度的借款人而言，则最好采用辛迪加方式发行。

5. 固定价格再销售方式及其发展。这一发行方式是在 1989 年 8 月由摩根·斯坦利国际公司最先引入欧洲债券市场的，当时它牵头为世界银行发行了一笔债券。固定价格再出售（以下略作 FPRO）方式是针对传统发行方式的问题而发展起来的。在传统的辛迪加发行中，由于承销集团只承诺销售债券，而不对发行价格作出承诺，因而有的承销商通过将销售费转让给最终投资者的方式低价出售债券。这就造成了同一债券的发行市场上出现多种价格的现象，既减少了承销商的利润，也使最终投资者不能保证以同一价格购入债券，不利于债券的顺利销售。而 FPRO 则避免了这一问题。

FPRO 是指在债券发行时，由借款人向牵头经理发出委托书，然后牵头经理组织一个小型的辛迪加参与发行。在正式发行之前，牵头经理与辛迪加的核心成员就发行价格进行协商，确定价格后，辛迪加成员即签订协议，承诺在发行过程中以商定的价格将债券出售给最终投资者。当牵头经理认为债券出售额已足够大时，才宣布取消价格限制，并允许债券自由交易。但牵头经理仍有义务维持债券价格，并应报出买入价，以再出售价格（re-offer price）买入他人出售的债券。

从 FPRO 的过程可以看出，这一方式增加了发行市场的透明度，保证了发行市场价格的统一，因而最终投资者在购买新发行债券时，不必担心其他投资银行会以更低的价格出售同种债券；同时也保证了辛迪加成员能获得稳定的收益率。但这种发行方式也有其局限性，即只适用于需在短期内迅速将债券出售给机构投资者的大额债券发行，而不适用于向个人投资者的发行。

FPRO 在 80 年代末采用后，在近几年的欧洲债券发行中被广泛采用。但这一发行方式也开始面临许多困难。在辛迪加中，承销商比销售商要承担更大的风险，因为一旦他承购的债券不能被如数销售出去，他就负有义务以自有资金买入这部分债券。但在最近几年的 FPRO 发行中，承销商并不是积极地对外推销债券，而是在牵头经理宣布辛迪加解散、债券自由交易后，通过经纪商将债券又出售给牵头经理。通过这种方式，承销商实际上未承担任何风险，却获得了承销费和销售费。发生这种现象主要有两方面原因：一是按市场惯例，交易商通过经纪商进行买卖时，经纪商没有义务披露交易对手的身份，这就使承销商可以通过经纪商将债券售出而不必暴露身份；二是在辛迪加协议中都规定牵头经理有义务稳定债券的市场价格，并有义务按再出售价格（re-offer）买入他人出售的债券，因而对承销商通过经纪人出售给他的债券，只能按买入价全部购入。

在目前的 FPRO 辛迪加中，牵头经理往往在辛迪加解散后的几分钟内即购回 60—80% 甚至更多的债券。如 1995 年 1 月由 J.P. 摩根为比利时政府发行的 5 亿美元 5 年期债券，其收益率定为美国财政部国债收益率加 27 个基点，尽管市场认为这一交易的定价是合理的，但辛迪加一解散，摩根公司就不得不再以销售价格买回分配出去的 1.75 亿美元债券中的 1 亿美元。

针对这一问题，欧洲债券市场上的一些主要投资银行采取了相应的对策。如有的银行考虑在通过经纪商购回债券时，要求其披露交易对手的身份；有的牵头经理则考虑对辛迪加成员采取控制号码制度；还有的牵头经理试图采用扎空这一操纵市场的手段来对付一级市场上的卖空者；有的银行则尝试

将承销和分销完全分离，缩小承销辛迪加的规模，从而希望更容易发现市场违规行为；另外，有的市场参与者主张采用弹性分配额制度，以增加最终分配额的不确定性，借此促使承销商努力销售债券；还有人建议恢复曾在传统的辛迪加发行中采用过的稳定帐户制度。

这些改进措施固然可以在一定程度上解决 FPRO 存在的问题，但每种措施都存在缺陷或局限性，因而还有待于继续完善。

从欧洲债券发行方式的发展来看，总的趋势是发行辛迪加的规模趋向于缩小，发行时间趋于缩短。这主要是由于两方面的原因造成的。一方面随着欧洲债券市场的发展，参与发行的银行增加，竞争日益激烈。为了在竞争中赢得业务，必须尽量降低发行成本，缩短发行时间，这就促使发行辛迪加的规模日益缩小。竞争的加剧是促使预定价交易、包买交易和 FPRO 等发行方式出现的主要原因。另一方面欧洲债券投资者的构成近年来也开始发生变化。在最初的欧洲债券市场，主要投资者是来自欧洲大陆国家，特别是瑞士等国的个人投资者。而到了八十年代，美日国的机构投资者的地位越来越重要，特别是在金额较大的债券发行中地位更加突出。相对于个人投资者而言，机构投资者比较集中，因而只需少数几个银行组成的辛迪加即可完成债券的发行。这也促进了发行辛迪加规模的缩小。可以预见，随着欧洲债券市场的发展，新的发行方式将不断出现。

（三）欧洲债券发行中的文件

表 5—5 列出了欧洲债券发行所要求的文件，下面对其中的主要文件加以介绍。

表 5-5 欧洲债券发行所涉及的文件

文件	签署人
发行说明书 (prospectus)	—
承销协议 (underwriting agreement)	发行人、担保人、经理行
债券主要条件 (terms & conditions of the bond)	承销协议的非签署人
有关上市、受托和支付代理的协议	发行人、牵头经理
经理人间的协议	经理行
承销人间的协议	承销人
销售集团协议	销售集团成员
支付代理协议	发行人、支付代理
财务代理协议	发行人、财务代理
参照代理协议 (对 FRNs) (Refernce agency agreement)	发行人、参照代理
转换或认购权证代理协议 (对可转换股债券或附认购权证债券) (conversion or warrants agency agreement)	发行人、牵头经理
收取代理协议 (对可转换股债券或附认购权证债券) (receiving agency agreement)	牵头经理、收取代理

资料来源：根据 The Eurobond Market P185 figure 8.1 整理

1. 发行说明书。发行说明书是向投资者提供有关信息，供投资者作出投资决策参考，主要内容为债券的主要条件、发行人的财务状况等，具体而言，

其记载的内容为：

(1) 封面内容。发行人名称、债券名称、发行概要、承销方式、牵头经理名称。

(2) 正文内容。a. 债券的主要条件：包括利率、偿还方式、公告、债务不履行、适用法律、财务代理人、承销辛迪加成员、费用和佣金等；b. 发行者概况：包括历史，所有制、财务状况、经营活动等；c. 借款用途；d. 其他：如担保人的财务状况、债券交易的清算由哪个清算机构进行等。

2. 债券的主要条件。债券的主要条件由发行人与牵头经理协商确定，且包含在发行说明书等文件中。其主要内容有。

(1) 发行额。发行额由发行人根据其资金需求情况，同时结合当时的市场情况、发行者的资信情况，以及债券种类等多种因素，加以综合考虑后确定。目前固定利率债券的发行量一般在 1 亿美元以上，浮动利率债券发行额也差不多，而可转股债券与附认购权证的债券发行量则比较小。

(2) 偿还期限。偿还期限主要根据发行人使用资金的周转期和偿还计划、市场习惯、利率趋势、投资者的意向等统筹考虑。目前固定利率债券和浮动利率债券的期限一般为 5—8 年，可转股债券期限为 10—15 年。

(3) 票面利率与付息。票面利率一般根据债券本身的性质和发行时的市场条件（如投资者的反应、发行人的资信、某些当局政策）等综合确定。目前票面利率可分为固定利率和浮动利率，浮动利率一般以 LIBOR 等参照利率加一定的附加利率，每 3 个月或 6 个月调整一次。

利息的支付一般为 6 个月或 12 个月支付一次，也有的债券一次性付息，如零息债券。

(4) 发行价格。发行价格习惯上以占债券面值的百分比表示。如面值 1,000 美元的债券若发行价格为 990 美元，则称按面额 99% 发行。

发行价格可以分为平价发行 (at par)、溢价发行 (overpar) 和折扣发行 (under par)。

(5) 偿还方式 (redemption)。债券的偿还方式主要分为期满偿还，期中偿还和延期偿还。期满偿还即在债券到期日偿还本金；期中偿还则是在到期日之前就进行偿还，它又可分为定期偿还、任意偿还和提前回售三种方式。

定期偿还 (mandatory redemption) 指经过一定的宽限期以后，按协议每半年或一年偿还一定的金额，直至期满还清余额，也称强制偿还。年限较长的债券通常采取定期偿还。定期偿还又分抽签偿还和买入注销两种方式，一般来说当债券市场价格看涨，高于票面价格时采取抽签偿还比较合适；当债券市场低于票面价格时，适宜采用买入注销方式。

在美国，定期偿还多采用偿债基金 (sinking fund)，即发行人须按规定定期将一定金额存放在受托人或财务代理人处形成偿债基金，专供偿还债券之用。与定期偿还有所不同的是，偿债基金不限于在一定时期内偿还一定金额。

任意偿还 (optional redemption) 也称选择性偿还，是指在债券宽限期过后，到期之前，发行人有选择地偿还其债券的全部或一部分。由于任意偿还由发行人单方面决定，其结果往往损害投资者的利益，因此偿还时须在票面价格上加一升水，以补偿投资者的损失。

提前回售就是指债券持有者有权在债券到期前的指定日期中要求发行人按约定价格赎回其债券。许多长期浮动利率债券赋予投资者这种权利。

此外，债券发行者也可以从二级市场上直接购回所发行的债券，这也是偿还的一种方式。由于在这种方式下发行人购回债券的价格是由发行人与债券持有人协商确定的，因而不会损害债券持有人的利益，即使在宽限期内也可以采用。

(6) 税收条款。欧洲债券一般都规定债券持有人不必支付利息预扣税和其他各项有关的税收，同时规定一旦某些国家开征利息预扣税等税项，除明确规定的例外情况，发行人必须支付追加的利息，以保证投资者的实际收入不受税收的影响。

此外，税收条款还对投资者延迟提交债券或息票而导致被征税，以及与债券有关的其他税收等进行了相应规定。

(7) 财务限制条款。与国际银团贷款协议类似，对无担保债券的发行者也规定了许多财务限制条款，如消极保证条款、比例平等条款、对发行人长期负债规模的限制、对发行人分配股息红利的限制、对回租的限制等。财务限制条款的目的在于防止发行人的资产丧失，从而威胁到债券持有者的利益。

(8) 违约条款。对债券持有人的何种行为或不行为构成违约进行规定，基本与国际银团贷款协议中的违约条款相同，包括违反契约本身的规定，如不按时还本付息，违反说明与保证等；以及先兆性违约事件。发行人发生违约事件时，由受托人代表投资者的利益采取补救措施。

(9) 说明与保证条款。这一条款内容与国际银团贷款中基本相同，这里不再详述。

3. 承销协议。也称认购协议(subscription agreement)，是发行人与经理人订立的协议。按照这一协议，承销团同意承销债券；发行人则同意发行其债券。其主要内容如下：

(1) 债券的主要条件；

(2) 发行人的声明及承诺，包括确认发行说明书、法律意见书、债券的合法性、财务报表的合法性等；以及发行人承诺将支付经理费、承销费等，承诺将签订有关的协议(如支付代理协议、信托契约等)；

(3) 牵头经理的声明及承诺。包括确认认购债券的目的，声明将在确定的日期按特定的价格将债券提供给销售集团；承诺对销售集团未予购买的部分支付款项，这称为连带包销(jointly and severally)，是一种英国方式，美国则采用分别包销(severally)；承诺将为稳定债券价格采取行动并自担风险和损失；

(4) 交易完成日及把净收入支付给发行人的条件；

(5) 赔偿条款：发行人和担保人同意赔偿由于错误的陈述或违反授权而给经理行带来的损失；经理行则承诺赔偿因未经授权而提供内情或其他违约而给发行人带来的损失；

(6) 在发行完成前、执行支付代理协议前和债券上市前，各方必须遵守的条件；

(7) 终止本协议的条件：如果牵头经理认为在国内或国际金融、政治或经济状况方面或在外汇管制方面将发生重大变化时，他可以在结束日前向发行人发出通知终止本协议。自通知发出之日起，双方当事人解除协议下的一切义务。

4. 财务代理协议，当发行人未指定受托人时，则可指定一名财务代理，

并同其签订财务代理协议。财务代理协议规定了发行人、债权人和财务代理人之间的关系，主要内容包括债券的主要条款、发行事项、债券的偿还、发生违约事件时的措施等。应当指出的是，尽管财务代理可以取代受托人，但他代表发行人的利益，因而没有决定债券加速到期的权力。凡属修改违约事件或在发生违约事件时的弃权等事项，都必须在征得所有债券持有人同意后，才能采取行动。

（四）欧洲债券的市场交易

与多数证券市场不同的是，欧洲债券的一级和二级市场上都存在交易。一级市场上的交易就是前面提到的灰色市场交易。为了稳定灰色市场的价格，牵头经理和联合牵头经理将通过积极交易来支持市场价格。这种市场稳定行为对于面向私人投资者发行的欧洲债券交易尤为重要，因为这种债券的分销所需时间较长，只有稳定债券价格才有利于吸引投资者。

前面已经提到，为了稳定灰色市场的价格，牵头经理通常的做法是报出一个最低买入价，并承诺在这一价位上将买入所有的回售债券。为了实现这一目标，牵头经理有时要求共同经理提供资金设立一笔稳定基金（stabilisation fund）。但共同经理有时不愿为稳定价格提供资金，根据国际初级市场协会（IPMA）的建议，牵头经理可以将辛迪加成员的费用收入预扣下来，以弥补稳定价格中的费用支出。

一级市场的交易从宣布日开始到结束日为止；而结束日以后进行的交易都属二级市场交易。欧洲债券的二级市场遍布全球，与其他证券市场一样，也分为交易所市场和场外市场。卢森堡证券交易所是欧洲债券的主要交易所市场，但其交易量并不大。此外，马克欧洲债券的大多数交易是在德国国内的证券所进行的。

欧洲债券交易的主要中心是伦敦的场外交易市场，其他一些中心如法兰克福、苏黎世等也很重要。

二级市场上的重要参与者是经纪人和造市者（market makers）。经纪人作为买卖双方的中介人，促进双方达成交易，并从中收取一定比例的佣金，经纪人也可以以自己的名义买卖债券，但不得对外标出双向价格，也不得直接与零售商交易，因而经纪人实际上只是造市者之间交易的媒介。造市者（也称双价制定者）对零售商直接标出双向价格，且可以进行任一方向的交易。双价制定者不收取佣金，他们的利润主要来自债券的买卖差价。一般来说，新发行的债券在交易的头几天交易量很大，买卖差价很小；以后交易逐渐减少，差价也开始拉大，有时可达 1.5%。

对于在 ISMA 登记的每一笔欧洲债券，一般至少有一名双价制定者。某一欧洲债券双价制定者的多少反映了其未来的流动性大小。二级市场的交易者根据发行人资信、流动性、面值货币等因素将各种欧洲债券划分成不同的组，各组的交易方式基本相似。

每种类型的欧洲债券的交易方式都不同。如零息债券的交易就与普通债券或可转股债券不同。差异的原因是多方面的，如每类债券的市场规模、债券自身的规模和流动性、投资者的地位、发行人的资信等都会使交易方式出现差异。

欧洲债券二级市场对发行人、投资者及中间人都有利。对发行人来说，二级市场的发展可以吸引更多的投资者，从而扩大投资者基础，增加资金来源；同时发行人也可以在二级市场上以买回注销方式提前偿还债券，这等于

缩短了债券的偿还期。对投资者来说，发达的二级市场可以为投资者随时出售债券提供方便，有利于其及时调整资产负债结构。随着欧洲债券市场上机构投资者增多，二级市场的交易量稳步增长，特别是美元， ECU、日元和英镑计值的债券，其交易更为活跃。但其他货币的欧洲债券，如澳元和新元债券仍大多数为私人投资者持有，其二级市场流动性很差。

二、龙债与全球债券

(一) 龙债 (Dragon Bonds)

1. 龙债的概念。龙债市场是由莱曼兄弟公司于 1991 年发起设立的一个新的债券市场。根据莱曼兄弟公司的解释，龙债是指在亚太地区（除日本外）定价、发起和组织辛迪加，而且一级市场的分销主要面向亚太地区除日本外的投资者，其计价货币为非发行地区货币的债券。龙债的承销辛迪加应主要由亚太地区的金融机构组成，其发行和定价应在亚洲市场的交易时间内进行，而且其二级市场的交易应在至少两个亚洲金融中心（香港、新加坡和台北）进行。更重要的是，龙债的承销辛迪加的牵头经理应该是一家在亚太地区注入大量资本的金融机构。

第一笔龙债是由莱曼兄弟公司于 1991 年为亚洲开发银行发行的，总额为 3 亿美元，期限 7 年。此后，亚洲开发银行又于 1992 年发行了第二笔 3 亿美元的龙债。市场对此反映良好，因而从 1993 年起龙债市场逐渐活跃起来。

2. 发展背景。龙债市场被有的业内人士称作是近 20 年来债券市场上最引人注目瞩目的发展。从龙债市场形成以来，亚洲地区的债券市场出现了很大变化。

从 60 年代以来，许多亚洲国家的 GNP 高速增长，加上亚洲各国传统的高储蓄率，使该地区的财富积累持续增加。这对世界各地的借款人来说具有很大的吸引力。尽管以往股票在亚洲更受青睐，但近年来固定收入的金融产品也开始受到欢迎。这就为债券市场的发展提供了动力。

其次，亚洲地区的零售金融市场十分重要。亚洲地区的私营银行业发展迅猛，高素质的私人银行家为拥有大量财富的个人、信托基金和慈善基金等提供专业化的服务。另外，亚洲地区的私人投资者也比其欧洲同行更精明。

除此以外，随着亚洲国家人均国民收入的提高，退休年金基金和公积金等迅速发展，基金管理业务也应运而生。而随着亚洲各国国际储备的增长，对储备的有效管理也成为各国中央银行面临的迫切问题。

上述几方面情况说明亚洲作为一个新兴的金融市场不容忽视，而龙债市场的发展为借款人提供了一个接近亚洲的零售、机构和政府投资者的有效途径。而这是仅仅将欧洲债券的发行划出一个亚洲档 (Asian tranche) 所不能实现的。

从亚洲开发银行发行龙债的动机可以看出借款人利用龙债市场筹资的目的。亚行发行龙债的主要动机是：

(1) 在亚洲扩展和加深投资者基础，更确切地说是要形成一个亚洲投资者核心，以促进未来债券发行的分销和定价；

(2) 使亚行的融资来源多样化，摆脱对欧洲债券市场、扬基债券市场和武士债券市场的依赖；

(3) 以与在其他市场上类似或更好的价格分销证券；

(4) 使亚洲的金融机构从参与龙债的发行中获取经验，以提高其在一级市场发行和二级市场交易中的专业技能；

(5) 鼓励其他发行者利用亚洲地区日本以外的资本市场。

可见，亚行倡导龙债市场，除了为自己融资考虑外，还有一个重要的目的，就是促进亚洲资本市场，尤其是固定利率证券市场的发展，为本地区的经济发展提供新的推动力。

3. 龙债市场的现状及前景。在 1993 年以前，只有亚行发行了两笔龙债券，而从 1993 年开始，其他借款人也开始纷纷进入该市场。到 1994 年 3 月，已经发行了 16 笔龙债。这其中几乎每一笔新的龙债券都可以算是龙债市场的一个里程碑。1993 年 3 月，通用电子资本公司（GECC）作为第一个企业发行人发行了 3 亿美元的龙债；1993 年 12 月，中国财政部发行了一笔 3 亿美元龙债。这是第一笔真正的、非跨国机构的亚洲借款人发行的亚洲龙债。此次发行的龙债利率较低，但市场反映很好，表明了龙债市场为亚洲本地区的借款人筹集资金的能力。1993 年 8 月，由莱曼兄弟公司和高盛公司作为牵头经理，为英国的国民西敏寺银行发行了 2.5 亿美元龙债。这是第一笔由两名牵头经理组织的龙债。

1993 年龙债的计值货币也开始趋于多样化。1993 年 4 月，由大华新加坡牵头为亚洲开发银行发行了第一笔 300 亿日元的龙债；此后，加拿大出口发展公司发行了一笔 2.5 亿加元的龙债。从目前来看，多数龙债的计值货币是美元，日元和加元债券也有发行。由于亚洲地区国家的中央银行的外汇储备主要集中在美元和日元，因而今后龙债市场仍将以这两种货币为主，但也不排除以其他欧洲国家货币发行的可能性。

可见，龙债市场的发展很快，到 1993 年底，龙债市场余额已达 36 亿美元，发行机构增至 10 家，机构性质也从多边金融机构（如 ADB）发展到一些国家的政府或附属机构及私人企业。但龙债市场目前也存在一些问题：

（1）龙债的定义。前面提到的定义是由莱曼兄弟公司和亚洲开发银行联合提出的，对于这一定义，许多市场参与者都提出了异议。他们认为要促进龙债市场的发展，就应将龙债的定义加以扩展。有人提出应当把凡是在亚洲市场挂牌交易的债券都归入龙债券，只要这类债券的发行和交易有利于亚洲资本市场的发展。根据这一定义，Nomura Singapore 牵头发行的中国国际信托投资公司的 1.5 亿美元的浮动利率债券也应属于龙债范畴。这笔浮动利率债券最后在新加坡挂牌交易。此外，Nomura 还曾于 1993 年 6 月为德国的 LKB 发行了 5 亿美元的混合欧洲债券，并在新加坡和卢森堡上市交易。这笔债券意在使面向亚洲发行的债券具有欧洲债券的流动性。如果根据上述宽松的定义，这笔交易也应属于龙债。但莱曼兄弟公司认为这只是在亚洲组织一个销售集团来推销其他债券，因而不是真正的龙债。

（2）参与者的来源。由于亚洲国家财富的迅速积累，对世界各地的借款人产生了极大的吸引力，他们希望通过在亚洲地区筹集资金来使其资金来源多元化，以避免集中在一个市场集资可能导致的集资成本上升。到 1994 年底为止，绝大多数发行龙债的借款人都来自亚洲地区以外。对此，一些金融机构表示忧虑。亚洲金融投资公司总裁 Tomoo Hayakawa 认为龙债市场应当是由亚洲人发起，在亚洲地区发展，并为亚洲地区服务，只有这样才能真正促进亚洲地区的资金循环。而目前龙债市场上缺少亚洲借款人的现象却令人担忧。

另一方面，从牵头经理来看，目前也由欧美日的国际金融机构占据主导地位。这主要是由于亚洲本地的金融机构（除日本外）普遍缺乏参与欧洲债券发行的经验。目前在龙债发行中表现较佳的本地公司只有华得利公司

(Wardley) (它在历次龙债发行中都扮演了主要角色)、新加坡发展银行和中国台湾省的中华信托公司和交通银行。

(3) 中介机构的竞争和债券的回流。亚洲开发银行和 GECC 最初发行龙债时,定价很低,这主要是因为当是市场正处于初创阶段,尚缺乏足够的流动性,因此需付出一定的溢价。但此后的几笔龙债定价与欧洲债券市场不相上下,原因主要是各大国际金融机构为了赢得发行者的委托书而展开了激烈的竞争,使得债券的利率定得很低。这种过度进取性的定价策略将使债券的二级市场崩溃,对龙债市场的发展势必造成不利影响。部分是由于这种定价过低的原因,加上后面提到的清算等问题,许多龙债在发行后不久就大量回流欧洲,使得亚洲地区的二级市场难以正常运作。据估计,某些龙债券的回流达 50%,这就大大削弱了亚洲地区龙债二级市场的流动性。

(4) 上市及清算。根据最初的定义,龙债主要在亚洲地区的金融中心,如香港、新加坡、中国台湾省等的证券市场上市交易。实际上多数龙债在香港和新加坡两地上市。另外,由于有的发行人受有关规定的限制,使部分龙债券也在伦敦或卢森堡等地上市交易。如欧洲投资银行(EIB)的总部设在卢森堡,因而其发行的龙债在卢森堡上市。

为了便利龙债的上市交易,1994年7月1日开始,香港联合交易所修改了债券上市条件。证券的发行者不必再事先提交一份初步性的表格,而只须在预计发行日之前尽早向联交所提交总结性的财务和其他信息即可。这大大简化和加快了上市程序。

由于亚洲的清算及交割系统尚不完善,因而目前龙债交易的交割与清算均通过“欧洲清算系统”或“塞德尔”这两家欧洲清算机构进行。这本身就和严格的龙债定义相违背。龙债的发行、推销与交易都在亚洲进行,其定价也在亚洲交易时间进行,但收盘后的结算及收盘后的交易却是通过设在欧洲的清算机构进行的,因而其支付和交易指令都必须符合标准的欧洲截止时间(cut-off time)。这就给龙债的发行者和投资者带来了诸多不便,也是许多业内人士指责龙债是“伪装的欧洲债券”的一个主要理由。鉴于此,尽快建立亚洲地区的清算系统对于提高龙债市场的流动性,促进其规模的扩大有着重要意义。目前亚洲开发银行已经认识到这一问题,并且正在“欧洲清算系统”和华得利的帮助下,着手建立亚洲清算系统(Asiaclear)。从1991年龙债市场形成以来,龙债市场出现了许多变化。在龙债市场形成之初,主要的发行者都是资信等级为AA以上的主权借款人或跨国公司,而目前任何借款人都可以发行龙债,即使是资信等级较低的投资级发行者,非投资级发行者,甚至是未评级的发行者都可以发行,只要债券是在亚洲发起和定价,并主要在亚洲地区投资者中发售。有的市场参与者希望今后的龙债将是由亚洲借款人以任何货币、在任何地区销售的债券,只要其发起和辛迪加的组织是在亚洲进行。

随着市场的发展,一些资信较低的发行者发行的小金额龙债也日益受到欢迎,这些发行者多是来自亚洲本地区的小公司,发行的也多是浮动利率债券。如1994年10月菲律宾国家银行发行的1.95亿美元浮动利率债券就可以看作是龙债市场的一个新的类型。这笔浮动利率债券是作为菲律宾国家银行的4亿美元欧洲中期票据(Euro-MTN)的一部分发行的,最初计划发行1.5亿美元,最后增加至1.95亿美元。该债券在香港和新加坡上市,80—90%是在亚洲出售的,也有一小部分在欧洲销售。可见,龙债市场已经开始转

向更多的本地区借款人。

与欧洲债券市场相比，龙债市场目前的规模仍然相对较小，多数亚洲借款人仍将欧洲债券市场作为首选的筹资渠道。随着亚洲地区金融基础设施的完善和金融机构专业技能的提高，龙债市场必然将稳步发展。

（二）全球债券（Global Bonds）

1. 概述。全球债券是指在全世界的主要国际金融市场（主要是美、日、欧）上同时发行，并在全球多个证交所上市，进行 24 小时交易的债券。全球债券在美国证券交易委员会（SEC）登记，以记名形式发行。这种新型债券为欧洲借款人接近美国投资者提供了工具，同时其全球 24 小时交易也使全球债券具有了高度流动性。

全球债券是由国际复兴开发银行（IBRD）于 1989 年首先发起的。在此之前，世界银行的 10 年期以内的扬基债券以高于美国财政部债券 35 个基点的利差进行交易；而与此同时世界银行相应期限的欧洲债券却仅以高于美国财政部债券 25 个基点的利差交易。这就促使世界银行的债务管理人员寻求降低筹资成本的方法。根据传统解释，这种利差的差别是由于两个市场的投资者构成不同造成的。在美国国内，投资者主要是机构投资者，因而乐于接受记名债券；而欧洲债券市场上多是零售投资者，他们购买欧洲债券主要是为了逃税，因而更倾向于无记名债券。

但有关的研究表明，机构投资者实际上在欧洲债券市场上占了主导地位。在非美国持有的以美元计值的债券中，机构投资者持有约 63%；而所谓的“企业零售投资者”持有约 17%，真正的零售投资者只持有 20% 左右。调查还表明，欧洲债券市场上的机构投资者和“企业零售投资者”乐意购买记名债券（如美国国内债券、扬基债券和美国财政部债券），这两类投资者持有的记名债券分别占其资产组合的 47% 和 31%。既然机构投资者占了欧洲债券投资者的大部分，而机构投资者又乐于持有记名债券，因而世行的研究人员认为通过适当的安排可以将扬基债券和欧洲债券这两个平行市场统一起来。为此，他们提出了全球债券的概念，并于 1989 年 9 月由高盛公司和所罗门兄弟公司联合牵头发行了第一笔全球债券。

进入 90 年代以后，全球债券的发行逐渐增加。到 1993 年，全球债券市场已基本初具规模。在此之前，人们普遍认为只有世界银行才能够发行真正的全球债券，但 1993 年以来，全球债券的发行人、发行规模、发行货币和期限等方面都出现了多样化趋势，使全球债券市场趋于活跃。1993 年全年全球债券共发行 420 亿美元，而 1994 年仅到 2 月底就发行了 100 亿美元，可见市场规模发展之迅速。

全球债券已越来越多地被低信用等级的借款人所利用，成为其同时进入多个金融市场的有效途径。最初发行全球债券的主要是国际组织和各国政府，但现在更多的企业开始进入这一市场。仅 1993 年一年企业发行的全球债券就达 53 亿美元。同时新兴的发展中国家也开始利用这一市场。作为信用等级较低的主权借款人，阿根廷发行了 10 亿美元的全球债券，为低信用等级借款人打开了这一市场。此后中国也首次发行了全球债券。

全球债券的发行货币也日益多样化。从 1989 年世界银行发行第一笔美元全球债券以来，全球债券市场先后出现了加元（1990.12）、澳元（1991.9）、日元（1992.3）、德国马克（1993.10）、芬兰马克（1994）、瑞典克郎（1994）、和 ECU（1994）等货币。

全球债券的发行金额范围也逐步扩展。在全球债券形成之初，一般发行金额介于 10 亿至 30 亿美元之间，但目前其下限已经降至 1 亿美元。1993 年阿根廷委托所罗门兄弟公司和美林公司为其发行了 5 亿美元的全球债券，创下了全球债券发行额最低的纪录。

2. 市场现状。第一笔全球债券发行后，投资银行为了促进市场的发展，力图向借款人说明利用全球债券可以在不增加成本的前提下满足巨额借款需求；同时向投资者保证全球债券将具有充分的流动性。事实也确实如此。

世界银行目前已经将全球债券作为其主要的融资手段，到 1993 年世界银行已通过发行全球债券满足了其近一半的融资需求，并期望将来将这一比重提高至 2/3。世界银行这样做的主要原因是发行全球债券可以降低筹资成本。据估计，发行全球债券可以比发行扬基债券节约 10—20 个基点，比发行欧洲美元债券节约近 10 个基点。同时在后市 (after-market) 交易中利差也没有扩大，这主要是是因为投资者可以充分利用各金融市场之间的套利机会进行大笔交易，因而使全球债券的交易量在欧洲清算系统中一直保持在前五位。

投资者对全球债券也极为欢迎，这不仅是因为其具有很高的流动性，而且因为全球债券降低了交易成本。目前美国的国债市场是全球流动性最强的市场，1 亿美元以上的交易的买卖差价仅为 3 美分左右，而世行的全球债券流动性仅次于美国国债，其买卖成本低于其他类型债券。买卖主权发行者或国际组织的债券，在扬基债券市场上成本为 25 美分以上；在欧洲债券市场上为 15 美分，而全球债券的成本仅为 10 美分。

全球债券也大大降低了清算和托管成本。这是因为在全球债券交易中，欧洲债券和美国国内债券市场的交易、清算网络得以联通，从而大大缩短了清算和交割时间，节约了占用资金的利息成本。同时，由于全球债券在各大金融中心都没有托管机构，因而投资者可以直接利用本国的托管机构，而不必求助于国外托管机构，这就成倍地降低了托管成本。

尽管全球债券具有上述诸多优势，但在开始的几年中，只有世行被认为发行了真正意义上的全球债券，其他发行人所发行的全球债券或是大部分回流到国内市场，或是只在除本国市场外的一个主要金融市场发行。出现这种现象的原因在于要发行真正意义上的全球债券，发行人必须满足两个重要条件，一是其借款规模足够大，因而能大规模发债；二是发行人必须在至少两个主要的金融中心有良好的信誉，以便利债券的顺利发行。而真正能够同时满足这两个条件的发行人极少。

为了能够利用全球债券的优势，一些不具备上述两个条件的借款人采取了一些变通方法，其中之一就是在欧洲债券市场上发行债券的同时，利用美国的 144A 规则在美国国内进行私募发行，从而创造一种类似全球债券的交易。美国发行人经常利用这种方式来规避 SEC 的登记要求，从而缩短发行的准备时间。根据 144A 规则，只要是合格机构投资者 (QIBs)，就可以购买按 144A 规则发行的证券。由于 144A 发行只能面向合格机构投资者，其二级市场的流动性必然受到很大限制。主权发行人为了提高证券流动性，多不采用 144A 发行，而是向 SEC 登记，以便能向美国的零售投资者发行。

一些借款人虽不具备发行全球债券的条件，但仍利用这一方式发行以本国货币计值的全球债券。如加拿大的一些公用事业公司就曾发行过约 80 亿美元的全球债券，但以加元计值。这些债券发行后大部分流回国内。这类借款

人利用全球债券的主要原因是因为这可以满足其巨额的借款需求而不必增加借款成本。因为对外国投资者来说，全球债券比加拿大政府债券的收益率要高，因而借款人可以以较低的成本在国外金融市场发行。即使借款人不能在利率上降低借款成本，但由于发行全球债券的佣金明显低于在国内市场发行债券的佣金，因而仍可以节省大量费用。此外，直接以本国货币发行全球债券也避免了同时必须进行互换交易的风险和成本。

全球债券的发行与某些国家的国内规则可能发生冲突，因而必须事先进行协调。如在日本发行日元债券，辛迪加中必须至少有一家日本证券公司，而日本国内证券公司的佣金都是比较高的，因此会增加全球债券的发行成本。为此，世行获得了日本有关当局的豁免，可以在发行日元全球债券时不必邀请日本证券公司参与。又如在德国，债券都是以无记名形式发行的，而全球债券都是在美国 SEC 登记并以记名形式发行的。为了避免发行马克全球债券时出现冲突，世界银行设计了两个永久性的全球证书（Global Certificate）。这两个全球证书都不能换成单个的债券。无记名的全球证书由德国的 DKV 持有，代表 DKV 所属机构代投资者持有的债券；记名全球证书则由花旗银行法兰克福分行持有，代表美国的证券托管公司（DTC）所属成员代投资者持有的债券。通过这种方式，马克全球债券就可以在全球自由交易，并可以通过“欧洲清算系统”或塞德尔（欧洲债券市场）、DTC（美国市场）及 DKV（德国市场）所组成的清算网络进行交易的清算，从而降低了马克全球债券的交易成本。

尽管全球债券市场从 1993 年以来获得飞速发展，但许多市场参与者仍对此持怀疑态度。欧洲投资银行（EIB）的官员认为，目前真正能够发行全球债券的发行人只有世界银行集团的三个姊妹组织，而其他的发行人实际上并不是发行真正的全球债券，而只是发行金额较大的欧洲债券，还有人认为只要美国还是一个记名债券市场而欧洲还是一个无记名债券市场，就不能真正形成一个无边界限制的全球债券市场。

虽然各界人士对全球债券意见不一，但全球债券确实代表着未来资本市场全球化的趋势，因此其未来发展是很乐观的。

第六章 衍生产品市场

从 20 世纪 60 年代末开始，发达国家的金融业形成了一种对世界金融与经济带来深远影响的革新趋势，这就是西方国家的金融创新。

金融创新是针对金融行为与金融环境的冲突而产生。由于一些国家历史上对金融的限制促使金融机构为实现资金来源的增加和盈利水平的提高，力求绕过限制条例和法规，创立新型金融工具于表外业务中。这些金融工具均是在原有金融工具基础上略加变化，其变化不影响银行的资产负债表情况，称之为衍生产品。

70 年代以来，浮动汇率制的产生，使国际金融环境中价格、汇率和利率变幻莫测。为转移、规避、分散风险，新的金融工具又有了更大的发展，衍生产品更有市场。

到目前为止，国际金融领域中，流行的衍生产品有如下四种：互换、期货、期权和远期利率协议。采取这些衍生产品的最主要目的均为保值或投机。但是这些衍生产品所以能存在与发展都有其前提条件，那就是发达的远期市场。

目前，中国并没有完善的远期市场，因此发展这几类市场有一定难度，但是这些衍生产品有强大的生命力，在经济环境中起着越来越重要的作用。因此将它们介绍如下：

第一节 互换

自本世纪 80 年代以来，国际金融市场发生了重要的变化和革新，国际金融市场业务呈迅速发展之势。在所有的革新中，利息和货币互换成为其中最根本的一种。下表列示了互换业务在国际范围内业务总量的变化：

表 6—1 单位：亿美元

年份	1981	1982	1983	1984	1985	1986
业务总量	3	50	200	850	2000	3000

截止 1991 年底，互换市场中未结清的互换交易余额已超逾 30 亿美元。互换业务不仅作为国内国际信贷和资本市场支付往来的重要渠道，而且越来越成为企业和金融业进行融资运筹的现实金融工具。

一、互换的含义

互换是一种金融衍生产品，一种金融工具，是用来降低长期资金筹措成本和资产、债务管理中防范利率和汇率风险的最有效手段之一。一般情况下，它是交易者双方（有时有两个以上的交易者参加同一笔互换交易）按市场行情通过预约，在一定时期内相互交换货币或利率的金融交易。

互换交易可以由交易者之间直接达成，也可以通过中介机构沟通，而以后者居多。而且互换的对象，可以是货币，可以是利率或息票，或者是计息方式与货币两者都不相同的金融工具。对于互换所在的市场，可以是外汇市场，也可以是货币市场或资本市场。如有中介机构，特别是信誉卓著的银行存在，有时做成交易的双方并不需要知道对方是谁。

这里所介绍的互换交易与外汇市场上的外汇掉期是两类不同性质的交易。这两类交易的英文均为 swap，目前还没有更好的约定的术语来区分命名这两类交易。然而它们之间区别在于：（1）期限不同。前者是指一年以上的中长期的货币或利率的互换交易；后者是一年以内的货币交易。（2）目的不同，前者是管理资产和负债及筹措外资时运用的金融工具；而后者基本上是用于资金头寸的管理。

二、互换的演变和发展

（一）初期发展

目前流行的互换交易是从平行贷款演变而来的。平行贷款一般用于支付两种很相似的贷款形式。在七十年代初，英国的中央银行——英格兰银行为了保证英国有充足的外汇储备，加强了外汇管制，采取了美元溢价规定，即当英国公司想要投资国外资产时，须在美元溢价市场上以较高的价格购买美元，但当收回投资出售的美元时，却不能全部在溢价市场上出售美元，因此购买美元者会有部分损失。换言之，政府对购买美元的行为实行扣税来阻止资金外流。许多对外投资需要外币的公司为了节税，便想出了平行贷款的对策。这些英国公司不在英国境内购买美元，而采取借贷方式取得美元。由于有这种需求，有的银行或证券经纪人安排了平行贷款。

平行贷款涉及到两个国家的母公司，它们各自在国内向对方在境内的子公司提供与本国等值的贷款。例如，美国母公司向其境内的英国子公司贷款，相对应的是，英国的母公司向美国的子公司贷款，用于相互的投资。见图 6—1。

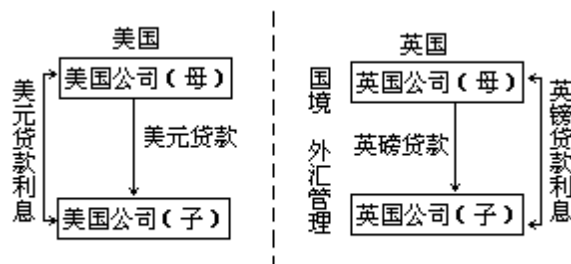


图 6—1 平行贷款结构

平行贷款是两个独立的贷款协议，分别有法律效力，是分别由一母公司贷款给另一国母公司的子公司，这两笔贷款分别由其母公司提供保证，效果相同。平行贷款的期限一般为 5 至 10 年，大多采用固定利率方式计息，按期每半年或一年互付利息，到期各偿还借款金额。如果一方违约，另一方仍须依照合同执行，不得自行抵消，为了降低违约风险，另一种与平行贷款非常相似的背对背贷款就产生了。

背对背贷款是两个国家的公司相互直接贷款，贷款的币种不同但币值相等，贷款到期日相同，按期支付利息，到期各偿还原借款金额。见图 6—2。

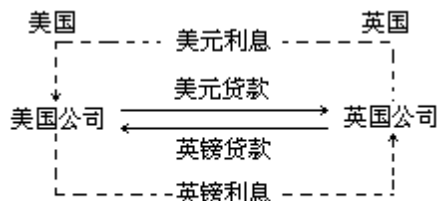


图 6—2 背对背贷款

背对背贷款是两国境内的两个公司的直接贷款，尽管有两笔贷款，但却签订一个贷款协议，协议中明确如一方违约时，另一方有权自动从本身的贷款中抵消损失，作为补偿，这使双方贷款风险降低，而一个贷款协议也使文件工作简化了。

1979 年英国外汇管制取消后，平行贷款（或背对背贷款）便作为一个金融创新，或在国际金融市场上作为长期外汇有效的保值工具而继续流行，从资金流程上看，背对背贷款已经非常接近现代的货币互换了。差别最大的是在法律问题上，背对背贷款是借贷行为，在法律上产生新的资产与负债，货币互换则是不同货币间负债的交换或资产的交换，不产生新的资产与负债，亦即现代的互换不会改变一个公司本来的资产与负债的状态，是一种资产负债表外的业务。两者的经济效果是相同的。

以上是平行贷款演变为货币互换的简单过程，而促使互换金融技术发展的最初外部动因是 1973 年布雷顿森林体系的瓦解。该体系瓦解后，世界各国大都实行浮动汇率，同时，各国的利率也是高低不等，汇率和利率波幅明显增大。而且七十年代两次石油危机曾使世界经济陷于前所未有的停滞性通货膨胀达十年之久。利率水平随同通货膨胀迅速上涨。各国政府虽然在表面上都有利率管理，以及资本移动和外汇汇率的管制措施，但是由于国际金融环境的变化，银行操作水平得到提高，企业对风险回避的要求也更高了。加之电脑、通讯技术的进步，使得各种逃避管制的新的金融工具不断出现，西方工业国为本国金融业适应对外竞争的需要，也纷纷放弃管制，形成金融自由化的局面。这种金融自由化，表现为以价格机制取代人为管制，形成 80 年代以来的金融创新。而互换正是其中应用最广，最能经历时间考验的工具。

据市场资料证实，第一笔真正的货币互换是由“Boskalis Westminster Group” NV 和“ICI Financial Limited”之间在 1976 年 8 月进行的，此后，互换市场首先在英国发育成长。而由于世界银行的介入，使互换市场有了很大的发展。世界银行与国际商业机器公司（IBM）在 1981 年 8 月进行了一笔最为著名的货币互换交易，由于交易双方享有极高的声誉，故在这笔货币互换公布以后，在各大金融市场上造成很大的影响。

利率互换晚于货币互换。利率互换是在 1981 年和 1982 年才出现的，是业务第一线人员长期实践的结果。一个伦敦的银行交易员在从事了多笔的货币交换交易后，认为同样的技术也可用在同一种货币上，资金在不同市场上因为利率不同、计息方式不同和计算方式不同，所以即使是同种的货币也可以进行交换。因为是同种货币，本金的交换没有必要，只需进行利息部分的交换就可以了。而利息也是同种货币，因此只需要进行差额部分的交换即可。有了利息交换的观念后，大约经过一年，才实际有了利率互换交易。利率互换出现虽晚，但由于利率市场，尤其是欧洲美元市场的广阔，利率互换交易迅速发展，成为交换市场的主流，交易量约占所有交易量的 80%。

（二）互换的演变

1. 参与银行的演变。从互换交易产生的基础——平行贷款业务中，我们即可知道银行已经介入，但当时银行和其他中介机构都非常谨慎。第一个突破来自于世界银行与 IBM 公司之间货币互换的特别公告。那时世界银行同意替 IBM 公司支付瑞士法郎和德国马克债务，同时 IBM 公司则替世界银行支付美元债务，促成交易的安排者是萨利蒙兄弟公司。

从此，中介人更广泛接触客户，促使互换交易形成。目前，银行和其他金融机构提供如下互换涉及的各项服务：

- （1）对各种机构和货币结构的适当咨询；
- （2）在当事人之间帮助谈判；
- （3）安排必要的法律文件；
- （4）处理双方当事人的利益分配；
- （5）保持任何必要的承诺规则。

2. 互换使用者的演变。由于安全方面的原因与大众化的结合，当事人的品质，业务量的增加，以及税务和会计方面的阐述，逐渐使互换业务为国际上认可，使这一金融产品成为大众化的产品。银行和投资银行通过努力扩大客户来源，不断创造费用收入，以其在金融产品上的发明和创新，销售给他们的客户，就像产生了乘数效应那样，吸收了更多的申请者，带来了更多的业务，使之不断普及。

对金融机构来说互换业务的使用者一直是银行。保险公司已将这种产品应用到租赁范围，并期望将来更多的人使用。养老基金也在有限范围使用该项技术，同样也期望增加扩大。政府机构和出口信贷机构也逐渐加入互换使用者行列之中。

三、互换交易的基本构成

根据客户不同的需求和市场的资金供应状况，产生和发展了许多具有不同结构的互换产品。按照其具体形式不同，可以分为三种基本形式：货币互换，利息互换，特殊互换。

（一）货币互换

1. 基本结构。货币互换交易的进行，首先需要存在两个在期限和金额上

具有共同利益且货币需求相反的伙伴。它可概括为以下几点：

- (1) 首先以约定的协议汇价进行有关本金的互换；
- (2) 每年或半年以约定的利率和本金为基础进行利息支付的互换；
- (3) 协议到期时，以预先商定的协议汇价将本金换回；
- (4) 互换进行表外帐务处理。

以下通过实例说明货币互换过程。

企业 A 发行 7 年期，年息为 13% 的 1 亿美元欧洲美元债券，企业 B 发行 7 年期，年息为 11.75% 的 6000 万英镑欧洲英镑债券。两者均是每年 10 月 1 日支付利息。英镑对美元汇价是 1 : 1.30，于是，企业 A、B 准备进行为期 7 年的货币互换。在此期限内，企业 A 承担英镑义务，企业 B 承担美元义务。（注：企业 A 只能对其负债的一部分——7800 万美元，进行互换，而剩余 2200 万美元仍存在货币风险）。见图 6—3。

2. 双定息货币互换。双定息货币互换是货币互换中一个最重要的工具，参与互换双方在整个交易期间互换的利息是固定的，现举一例来详细论述这种货币互换的变化形式：

因美国资本市场，企业融资成本取决于其信用级别，而瑞士资本市场更看重知名度，这导致菲利普公司易于从瑞士融资而不易于从美国获得，而世界银行则相反，在瑞士因其市场上债券过多，未必能得到最优惠条件，所以，假设菲利普公司和世界银行准备签订一个货币互换合同，在菲利普公司接受世界



图 6—3 货币互换结构

银行的美元义务的同时，世界银行履行菲利普银行的瑞士法郎负债义务。

(1) 菲利普公司在资本市场上发行 8 年期，利率为 5.375% 的 1 亿瑞士法郎负债，其发行费用占 3.25%，将在期末清偿本金。

(2) 世界银行有一笔期限为 8 年，总费用率为 11.9% 的美元负债。

(3) 世行准备进行互换，前提是以瑞士法郎进行筹资的总费用率不超过 5.75%

(4) 互换以 1 美元等于 1.60 瑞士法郎的汇价进行，互换的基础是瑞士法郎债券的净贴现。

那么：菲利普公司发行瑞士债券，净兑现 9675 万瑞士法郎，每年利息支付 537.5 万瑞士法郎，每年的总费用率为 5.90%。而菲利普公司在实施货币互换条件下，瑞士法郎现值为 97,648,111，等值美元为 61,030,069 美元，每年利息支付为 7262578 美元，而其发行的债券的美元等值为 60468750 美元，则美元筹资总费用率为 12.09%，图 6—4 表示出这个货币互换中的

支付流动情况。

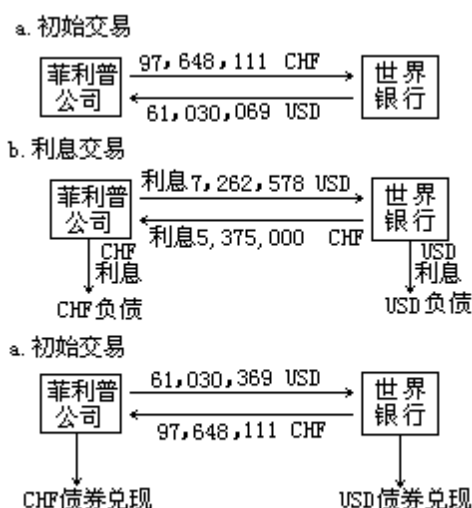


图6-4 在菲利普公司和世界银行之间的货币互换

3. 定息——浮息货币互换。在此类型货币互换中，当一方负担定息支付时，另一方则按照互换协议负有支付浮动利率的义务。

这种货币互换形式得以发展的主要动因，是银行业务的国际化。特别是70年代末，欧洲银行为了能够向在美国活动的欧洲企业继续提供与在国内一样的服务，纷纷在美国开设分支机构。作为这种发展的后果，当时这些银行经常有一个相应的浮动利率美元资金需求。因此，先在本国长期资本市场上筹资，通过货币互换，获得浮动利率美元资本，这可作为第二个融资源泉。

举例如下：

一公共实体获得一笔7年期固定利率的3500万美元贷款。该实体打算将其转换成浮动利率的瑞士法郎以改变不同货币之间的贷款结构，并利用预期下降的利率水平。同时另一公司实体正好发行一个7年期1亿瑞士法郎的浮动利率票据。该公司寻求将其转换成固定利率的美元负债以固定其筹资成本，并与公司的应美元相匹配。

在这种情况下，货币最初将以 $1\text{USD} = 2.8571\text{SF}$ 即 $1\text{SF} = 0.3500\text{USD}$ 的即期汇率互换，公共实体将向中间商支付1亿瑞士法郎以获得3500万美元。这样一来，双方都得到了想要的货币。

在整个7年期限里，公共实体将向中间商支付浮动利率的瑞士法郎利息，并从中间商处获得固定利率的美元利息以担负固定利率的美元贷款，公司则向中间商支付固定利率的美元利息，并从中间商处获得浮动利率瑞士法郎利息款项用来负担浮动利率的瑞士法郎贷款。

到期时，两种货币的本金可以再按期初的即期汇率互换回去。公共实体向中间商支付1亿瑞士法郎以获得3500万美元的美元贷款的还款，公司则向中间商支付3500万美元以获得1亿瑞士法郎的票据的还款。

通过这一互换程序，公共实体就像在自己的帐面上持有浮动利率的瑞士法郎负债一样，公司就象持有固定利率美元负债一样。

图6—5正说明了上述交易过程。

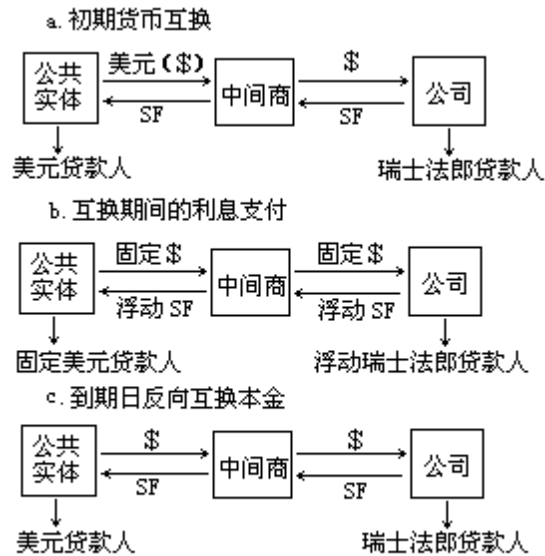


图 6-5 定息——浮息货币互换

4. 双浮息货币互换。这种货币互换形式中两种债务的利率水平都是浮动利率。

这种交易的背景可能是，美国银行在其国际性的业务活动的范围内，资产负债表中控制了可以产生瑞士法郎的资产，为了清除货币和利率变化风险，银行才可以进行此种互换。

在美国银行消除已经存在的美元——瑞士法郎的汇率风险的同时，作为这种交易的结果，瑞士银行将一笔浮动利率瑞士法郎负债换成美元负债，起到或降低筹资成本，或调整资产和负债的货币结构，或间接进入某些优惠市场的作用。

(二) 利率互换

1. 基本结构。利率互换是不同性质利率水平的负债或债权之间转换。与货币互换不同的是，在一个简单的利率互换中不进行以互换业务为基础的本金的互换，而代之以不同利率为基础的资本筹集所产生的一连串利息的互换。

利率互换仅涉及到交易双方利息的相互交换，当互换伙伴要支付所筹集资本的利息时，原则上才进行利息清算。而且在一个简单的利息互换中，一般仅涉及同种货币间的负债。

2. 定息——浮息利率互换。固定——浮动利息互换又称息票利率互换。其基本原理是简单的：交易的一方向另一方支付一系列固定利率的利息款项，以换取另一方支付的一系列浮动利率的利息款项，交易的另一方作相反的举动，例如 A、B 双方签定互换协议，名义本金为 100 万美元，A 方以此本金为基础在 6 年内每隔 6 个月，按 8% 的固定利率向 B 方支付利息。作为交换，A 方收到以相同数额本金为基础的按 6 个月伦敦银行同业拆借利率计算的利息。（见图 6—6）。

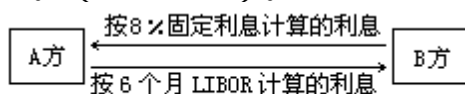


图 6-6 定息——浮息利率互换

3. 浮息——浮息利率互换。浮息——浮息利率互换又称基础利率互换，是同种货币不同参考利率的利息互换，即以—种参考利率的浮动利率交换另

一种参考利率的浮动利率，在这种利息互换交易中，交易双方分别支付和收取两种不同浮动利率的利息款项，两种浮动利率的利息额都是以同等数量的名义本金为基础进行计算的。

如图 6—7 所示，互换交易双方同意在 5 年内由 A 方以 1000 万美元的名义本金作基础，每 3 个月按 3 月期美元 LIBOR 向 B 方支付利息，同时从 B 方收取按美国商业票据利率计算的利息。

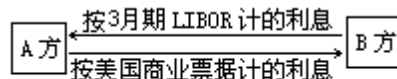


图 6—7 双浮动利率互换

（三）特殊互换

近年来，在利息互换和货币互换的基础上，又出现了一些其他类型的互换，主要有期货互换，分期偿付互换、累积互换和期权互换等。

1. 期货互换。此种互换结构较为简单。例如，互换一方在某时点签订一个利息互换或货币互换合约，而这个互换交易的清偿资金支付时间与协议签订时间并不一致；也就是说，互换交易是在一个较晚的时点开始进行的。

期货互换是互换使用者根据自身预期的长期资本的需求或过剩以及市场利率的升高或降低，灵活地选择适当的期限，金额和支付日期等条件防止风险，获取利益的一种重要工具，是对于互换交易实施时间的调整措施。

2. 分期偿付互换。在分期偿付互换的开始阶段，利息和货币互换是以“滚雪球”方式进行的信贷本金原则上在期末一次性全部偿付。大多数信贷或长期融资采取年金形式。每笔支付由清偿部分和剩余信贷额的利息支付两部分构成。若年金相同，通过渐进清偿，利息份额愈小，相应要清偿的金额愈大。总之，分期偿付互换由几个单个交易组成。该交易因具体情况不同而会有所不同。

3. 累积额互换。该种互换是以互换为基础的金额逐渐提高。金额提高的时点和范围，在签订合同时已经确定。它主要运用于大型建筑工程项目的筹资。

4. 期权互换。期权互换是股票期权原理在互换业务领域中的有效运用。期权互换的购买者购买到是否在协议达成的期限按协议条件进行货币或利息互换的权利，他可以履行，也可以不履行，而另一方应应购买者的要求履行或不履行互换协议。

四、互换的定价方法

货币互换用于资金来源多样化的调度，用于降低资金成本以及分散风险，进行资产组合的管理。绝不是一种货币投机工具。而单一的利率互换中，本金数量不进行交换，仅仅将利息支付进行交换。而利息的计算基础又依赖于本金的数量，这种交易可被看作是一个纯粹的利率套作。

（一）利率互换

利率互换的基本型态是固定利率浮动利率资金的相互掉换，一般来说，利率互换是同种货币之间的互换，且仅仅为利息部分互换即可。利息部分也仅需差额部分交换，即由利息应付较多的一方将差额部分支付给较少一方即可。

利率互换的价格由资金市场行情决定。价格行情没有一定标准，由供求关系决定，重要因素是“信用”，即不同信用等级会产生不同价格，而不同

的信用会影响筹资者能够借用资金的类型，这种因信用不同而造成的价格差异在固定利率市场上比浮动利率市场上更为明显。原因是固定利率市场上供给方（即贷款银行或购买债券的投资大众）对资金需求者（即借款人或发行债券的公司）信用要求严格，供给数量相对较少，固定利率市场流动性也较低。因比不同信用等级的资金需求者之间的筹资价格差在固定利率市场上比在浮动利率市场上要大。从信用比较利益价格角度来判定，信用等级高的一方在固定利率市场上具有相对的比较利益，信用等级低的一方在浮动利率市场上具有相对的比较利益（即其比较不利的程度较低）。这就是产生基本型态的利率互换——固定利率与浮动利率互换——的原因。利率互换的交换价格是交换参与者对比较利益的调整和分割。双方各取所需的结果。

举例如下：甲公司和乙公司筹资情况如下表 6—2。

表 6—2 利率互换

	甲	乙	成本差异
信用等级	AAA	BBB	
固定利率成本	12 %	13.5 %	1.5 %
固定利益成本	LIBOR + 20b.p	LIBOR + $\frac{1}{2}$ %	30b.p
比较利益	固定利率	浮动利率	

注：b.p.是 basic point 的缩写。一个点是万分之一，即 0.0001 或 0.01%，100 个基本点等于一个百分点即 1%。

若甲公司需要浮动利率，乙公司需要固定利率，则通过互换满足各自需要，将比直接进入市场各取所需来得便宜。计算如下：

直接总成本 = 甲公司（浮）+ 乙公司（固）

$$= \text{LIBOR} + 20\text{b.p.} + 13.5\%$$

$$= \text{LIBOR} + 13.7\%$$

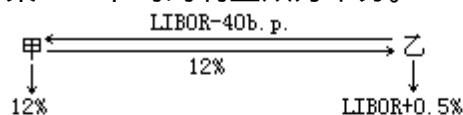
间接总成本 = 甲公司（固）+ 乙公司（浮）

$$= 12\% + \text{LIBOR} + \frac{1}{2}\%$$

$$= \text{LIBOR} + 12.5\%$$

显然利率互换可以节约筹资总成本。两个公司总共可获利 1.2%（13.7% - 12.5%）。这个节约的成本要在两个公司之间进行分割。那么如何分割，如何确定他们的交换价格？

方案一：节约的利益双方平分。



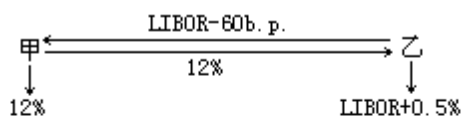
注：（1）箭头方向为利息流程

（2）交换后甲公司成本为 LIBOR - 40b.P，故节约了 60b.p

（3）交换后乙公司成本为 12.9%，也节约了 60b.p

图 6—8 互换双方平分利益

方案二：甲公司多（设 80b.p），乙公司少（设 40b.p）



- 注：（1）箭头所示为利息流程
 （2）交换后甲公司成本为 LIBOR - 40b.p 故节约 80b.p
 （3）交换后乙公司成本为 13.1%，帮节约了 40b.p

图 6-9 互换双方不平分利息

以上可知甲乙两公司利率互换方式可能有许多种，至于以何种方式成交，需视交换资金的供需，双方的信用，互换交易的结构，交换者本身资金状况以及交换机会的多少等等而定。

大多数互换由一个中介银行完成。由金融机构充当中介交换交易的有利之处在于：第一，可承担一定的信用风险，以金融机构的作用取代交换对手的信用，提高成功率。第二，金融机构掌握信息多，能够增加互换交易的机会。对中介的金融机构而言，由于提供中介服务，相应也可取得一定回报，或者以开端费用形式，或者以套作节约的成本分享作为其补偿。

（二）挂牌价格

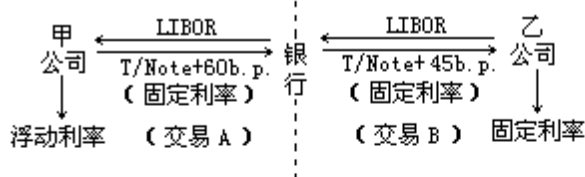
随着互换市场的扩大，交换契约形式简化后，利率互换交易逐渐像其它金融市场上的工具，发展出挂牌交易来。例如某银行在某日挂出利率交换牌价（基本形态的固定利率与浮动利率互换，浮动利率基准采用 LIBOR，固定利率采用美国中期国债利率）：

表 6-3 牌价

到期日	美价	到期日	美价
2 年	50 — 35	5 年	70 — 55
3 年	60 — 45	7 年	55 — 40
4 年	70 — 55	10 年	50 — 35

表 6—3 中差价的大小是表示市场促成者收入的多少，一般差价大小要视市场供需情况及市场促成者本身资金的情况而定，通常小于 15 个基本点。

根据银行的牌价表，可得出下列 A、B 两个三年期的互换价格：



- 注：（1）箭头表示为利息流程
 （2）交易 A 表示甲公司有浮动利率债务，打算换成固定利率债券
 （3）交易 B 表示乙公司有固定利率债务，打算换成浮动利率债券
 （4）银行同时承做 A、B 两个交换交易，则银行不用承担任何互换部分，并可获 15b.p. 的差价收入。

图 6-10

（三）多种货币互换

现提出最简单的货币互换与利率互换相结合的类型（两种货币在固定利率下互换）说明多种货币互换过程中定价。

假设 A 公司需要 5 年期的美元融资，而 B 公司需要 5 年期瑞士法郎的融资。A 公司能以 12.25% 发行 5 年期美元债券，也可以 5.25% 发行瑞士法郎债券。B 公司能发行 11.875% 的美元债券，并且也能以年息 5.375% 发行瑞士法郎债券，则互换套作达成：A 公司在瑞士发行完瑞士法郎债券后换成美元，而 B 公司发行 5 年期美元债券并把它调换为瑞士法郎，以美元和瑞士法郎的本金数量在交易的开始在即期汇率市场上交换，并且同样汇率被用于本金数量到期的交换。交换净结果如下：

(1) A 公司获得了每年 12% 的固定利率，即节约了每年 0.25% 的利率。

(2) B 公司获得了每年 5.25% 的瑞士法郎固定利率，即节约了 0.125% 的利率。

(3) 银行收到在美元上的差额为 0.125%。

在互换上可采用套作如表 6—4：

这个套作节约了 0.5% 的成本从三个当事人中分离出来。其中：A 公司为 0.25% 美元，B 公司为 0.125% 瑞士法郎，银行为 0.125% 美元。

表 6—4

	A 公司	B 公司	套作
目标	美元借款	瑞士法郎借款	
瑞士法郎成本	5.25 %	5.375 %	0.125 %
美元成本	12.25 %	11.875 %	0.375 %
			0.5 %

上述例子恰好是一个多种互换构成的可能情况之一，也可能出现其它的情况。

五、互换协议

为消除互换市场发展阻碍，促进其健康发展，1985 年 3 月，成立了旨在促进互换业务标准化和业务推广活动的国际互换交易者协会（ISDA）。该协会设计出一套有助于提高互换业务动作效率的规则和术语。下面将其通过的国际通用协议介绍如下。该协议为“利率和货币互换协议”（1987）。

第 1 款 释义

协议条款中术语的定义在第 14 款和附录中有明确解释。旨在明确与统一协议中使用的术语词义。

如果任何确认中与本协议发生不一致时，均以互换交易确认为准。

第 2 款 支付

本条款中规定了支付的必要条件是到期能够支付，不存在违约事件或潜在的违约事件。另外，也规定了支付不得迟于起息到期日和帐户所在地必须是有关确认中指定的。

由于互换交易付款均不要预先扣税。所以，如果任何有关适用法律按有关政府或税务当局的惯例修改后生效并要求扣缴税款，那么本条款规定在发生预扣税时，交易一方应迅速把要求预扣税的通知递交另一方。并把官方的收据提供给对方以示该款已支付给当局。如果该税收是付给另一方的一种补偿税款，这附加的支付必须等同于另一方在没有被要求扣除税款的情况下将收到的全部金额，除非交易另一方已有违约或第 3 款中的陈述是不精确的和不正确的。

第3款 陈述

1. 确认交易一方的身份及能力，无违反条款，或抵触有关承诺和有关职责的约束。

2. 确认没有违约事件和潜在的违约事件。

3. 确认没有悬而未决或任何威胁它正常履约的法律诉讼。

4. 确认特定信息的精确性。

5. 确认有关税收陈述是精确的和真实的。

第4款 协定

交易双方互相约定，提供特定的信息，包括有关文件或证明及其他有关文件；保留授权，遵从法律、税收协定，支付印花税。

第5款 违约和终止事件

第6款 提前终止。如果任何一方发生违约或终止事件，另一方就有权在不超过 20 天的时间里通知一方该互换的交易提前终止，并规定损害赔偿。

第7款 转让

未经另一方同意，转让无效。

第8款 合同货币

第9款 杂项

第10款 有多个分支机构的交易方

第11款 费用

违约一方就按要求偿付另一方所有合理的实际费用。

第12款 通知

有关本协议任何通知，如为书面形式，原则上应用航空和挂号。

第13款 适用法律和司法管辖权

第14款 定义

明确阐述 36 个概念，如：市场报价，营业日，违约利率等。

第二节 期货

期货交易是一种既古老又新颖的金融工具，早在古罗马时期，就已存在期货市场的雏形，但期货交易的大规模发展，并由商品交易向金融交易过渡则是在本世纪七十年代后才逐渐完成的，期货交易使人们对于市场的认识更深刻了一步，并可以对现货市场交易产生某些影响。随着全球资本市场的进一步发展，期货交易在防止风险和获取高额投机利润方面显示其强大的生命力，为各种目的的商人提供了机会，期货市场是否完善，已成为一个国家的国际金融市场是否发达的重要标志之一。

一、期货的概念

期货交易是指按一定的规章制度在期货交易所内进行的期货合同的买卖。

此处的期货合同是一种标准化的合同，在合同中规定了商品质量品级，数量单位，交割地点及付款条件等。该合同须在未来某一时期进行实货交割，而非现货交易。

二、期货市场的产生

期货市场可追溯至 11—14 世纪古希腊、古罗马时代的中央交易市场。当时，对于农产品的交易，出现了在农产品收获前，城里商人先向农人预购，等到收获季节，农人才正式交付产品的形式。这种交易在 13 世纪，又出现根据样品质量订立远期交货合约的模式。

到了 1570 年英国皇家交易所正式成立，这是世界上第一个商品交易所，并已稍具现代期货市场的基本内容。

现代期货市场的发展始于美国。1848 年，由一些商人自发组建了美国第一家中心交易场所——芝加哥期货交易所（Chicago Board of Trade, CBOT）。该交易所利用远期合约的方式防止农产品价格风险。在 1865 年，CBOT 做了一次划时代的改革。它创立了一种被称做期货合约的标准化协议，以取代原先的远期合约。该标准化合约对所交易商品的交易时间，交货地点以及商品质量和数量作出统一规定。与此同时，该交易所还实行了保证金制度，以制约不履行合约的现象。随后不久，1882 年 CBOT 又允许合同到期前可做对冲交易——平仓。不久，美国的交易所又出现了清算所。至此，现代期货市场的三大运行机制均已出现，它们是：标准化合同，清算所，保证金制度。

第二次世界大战结束后，世界经济进入恢复发展阶段，期货交易对象也不断扩展，期货合约的种类逐渐从传统的农产品期货合约扩大到贵金属、制成品、加工品和非耐用储存商品合约。

到了本世纪 70 年代，在期货市场上出现了运用货币、证券类及股票指数等金融商品的期货交易，金融期货出现了。芝加哥商业交易所（Chicago Mercantile Exchange, CME）鉴于汇率的巨额波动，认为可将行之多年的商品期货交易技巧应用于金融业，于是，1972 年 5 月 16 日在该交易所内，另设一个专门交易金融期货的部门，称国际货币市场（International Monetary Market, IMM），开办货币期货契约，创立了世界上第一个能转移汇率风险的集中交易市场，使期货交易的对象，从实物扩展至金融商品范畴。1975 年 10 月 24 日，芝加哥交易所（CBOT）首次使用金融工具的期货工具。英国在 1982 年 9 月成立伦敦国际金融期货交易所（London International

Financial Futures Exchange, LIFFE), 正式开始做金融及货币期货交易。目前, 世界主要金融中心均存在经营金融期货的交易所。

三、期货市场的构成

(一) 期货交易所

期货交易所是期货市场的实际载体和核心环节, 其基本职能是为期货交易提供专门场所及各类设施, 一般而言, 期货交易所是一种实行会员制的自主管理的非赢利性机构, 其会员大多由一定数量的个人组成。每个期货交易所都有各自关于交易、组织及会员制的规则, 其目的是借以维持金融上稳定、有秩序的、富于竞争的及受监督的市场体系。为弥补支出及间接费用, 每个交易所都向会员收费, 包括交易所会费, 契约交易费等。

交易所的董事会监督日常事务, 并要受官方监督, 现在, 美国的期货契约须在商品期货交易委员会 (CFTC) 规定的 "Board of Trade Exchange" 机构里进行交易。而在英国, 监督伦敦国际金融期货交易所的是英格兰银行。

交易所本身从事如下工作:

1. 建立交易所会员共同遵守的交易方式, 记帐与记录标准, 交易过程等。
2. 定期检查评价会员的廉政情况和财务实力。
3. 设立稽核和调查部, 联合其他监督委员会审查会员行为及其经营记录。
4. 如果会员滥用赋予的特权, 扰乱市场秩序, 不遵守会计及其他规则, 或不符合交易所、清算所、监督部门的金融法则, 交易所所有权对其惩戒, 包括暂停、驱逐及收回其会员资格。

5. 建立证实程序。对此, 每个交易所的规定不同。伦敦国际金融期货交易所不要求会员之间相互交换契约, 而且由配套和清算机构 (Matching and clearing Function) 确证不符合之处。而在美国, 商品期货交易委员会要求会员之间确认交易。

每笔期货契约都在交易所内的交易栏 (pit) 或指定的其他地方内进行, 开市与收盘都由铃声通知, 目的是为了保证: 为全部契约指定共同的买卖场所; 每笔期货契约价格都由竞争性因素决定; 使得全部交易都集中于交易场所; 全部委托必须进入市场。

(二) 市场参加者

在期货交易所进行期货买卖主要有四类人:

1. Scalpers 或 Locals, 小投机商散户, 俗称抢帽子的交易人。

这类交易人是交易所内最活跃的交易人, 只要有就会及时出击, 揽住尽可能多的买卖, 哪怕其中的利润水平并不显著。其操作依据是, 交易所内每一笔买单的叫价都可能使价格轻微上涨, 然后回靠原先的价位; 相反, 每一笔卖单的叫价可能造成价格微跌, 然后回开至原来的价位。抢帽子者就是利用交易价格变动的空隙出手取利。

抢帽子者的主要业务活动是价差套利, 即选择同一种商品, 在同一时间内买进近期卖出远期, 或者反过来买进远期卖出近期, 以赚取其中的价差。抢帽子者有时在场内听到两种报价有差额, 便立即加入赚进这个差数。

抢帽子者的活动异常活跃, 他们既买又卖, 使交易所不必担心交易者太少。市场缺少买方他们就成为买方, 市场缺少卖方他们就充当卖方。这些人属于商品交易中技巧高超的专业人才。正常情况下其活动有助于稳定物价, 但如市场价格波幅很大, 他们又推波助澜使价格波动更趋激烈。

2. Pit Traders, 大户。大户所进行的业务活动大都是当天买卖当天了结平仓。他们落单的合约数大, 交易速度比抢帽子者要慢, 获得的利润要比抢帽子者要高得多, 故称之为大户。大户在场内交易形式有如下几种:

(1) 递减价位买进, 累增价位抛出, 当场外指令大户空头抛卖时, 大户先递减价位买进承接。当市场抛卖的劲头锐减, 随后出现的是大量购买现象, 在竞买高峰时大户累增价位抛出, 即可获得其中价差利润。

(2) 收市前的投机活动, 如果大户预期收市前将有大量平仓抛单, 他可以预抛空头在先(以高价位), 当价位在交易后期因收盘在即, 平仓抛单的压力使得价格回落, 大户便可以逢低买进, 对冲获利。

(3) 根据市场走势进行投机, 大户对期货市场价格走势非常敏感, 惯于根据现货市场的动态和供求关系, 进行技术性分析, 从而依据市场价格走势作相应的投机。

3. Floor Traders, 出市经纪, 出市经纪人是经纪公司派出的出市代表, 他们是专业性的投机家, 也是市场内的大户, 代表着实力雄厚的利益集团。

出市经纪在交易场内人数虽然不多, 但其所占的交易份额很大, 动向诡秘难测。出市经纪, 只要有利可图, 则持有多头或空头的时可长可短。出市经纪对场内商品价格的分析具有权威性, 其活动对价格走势也深具影响力, 所以, 一般抢短线者非常重视他们的举动。

4. 经纪人, 所谓经纪人就是代理场外客户执行交易指令的代理人, 其盈利来源于交易代理的手续费。一般地说, 经纪人会专职于代理业务, 但也有经纪人为自己进行交易, 这易于发生损人利己的状况。因此, 不少交易所管理条件限制这种行为。大多数经纪人来源于经纪公司, 他们是交易人员中数量最多的一类。通常, 规模较大的经纪公司拥有众多会员席位, 经纪人就是他们的代表。

经纪人代表的雇主可能是: 拥有交易席位, 却不愿亲自进行交易操作的自营商或出口商等, 既为交易所会员, 也为清算所会员; 或经纪公司。

经纪人的职责范围包括如下方面:

(1) 执行交易指令, 并对交易过程因人为因素或主观因素造成的错误负责。

(2) 主营自己帐户下客户的代理业务, 把经纪公司所付手续费收入作为副业收入。

(3) 充当经纪公司的代理执行人, 自己又招揽客户。

(4) 在执行客户命令时, 如自己也有交易, 应优先执行代理客户的指令, 这是所有交易所的特别规定。

(三) 期货佣金商

根据美国国家期货协会所下的定义, 期货佣金商可以是个人, 也可以是组织。期货佣金商是一个代表金融、商业机构或一般公众进行期货和期权交易的商号, 也有人称其为电话所, 经纪人事务所或佣金行。期货佣金商是金融领域中一个高度多样化的组成部分, 一些商号只做期货和期权生意, 一些商号专长于金融和商业性套期保值活动, 其他的则致力于公众投机交易。为方便交易和掌管为进行期货交易而开立的帐户, 期货佣金商必须是经注册登记的期货交易会员公司, 但是交易所的会员资格只能为个人所有。因此, 通常的做法是, 企业或公司通过其在交易所注册登记的职员进行交易活动, 这些个人会员拥有会员资格控制权, 并根据交易所有关规定对会员公司及其

雇员的行为负有全部责任。期货佣金商，不管名称，规模大小以及经营范围如何，其基本职能是代表那些不拥有交易所会员资格的客户利益，代表客户下达命令，征收并单列客户履约保证金。提供基本会计记录，传递市场信息和市场研究报告，并对客户交易进行咨询。

（四）清算公司

清算公司，又称结算公司或结算所，是一个会员制的营业性机构，其会员资格可以经由个人或公司申请。但不论申请者是个人还是公司，都必须已经是登记成为与清算公司有业务来往的交易所的会员。

每一个期货交易所都必须配有清算公司。因为，所有期货商品交易者送到交易所的订单，都必须经过清算公司的中介处理，这意味着，一旦清算所登记一个交易，它就成为其买入该交易的清算所成员的卖方，或者卖出该交易的清算所成员的买方。这种做法会减少其成员进行交易的风险，增强市场流动性，以及降低结算成本。

一般来说，某个清算所会对几个交易所的交易进行清算。例如：伦敦清算行(London Clearing House, LCH)便是英国四家交易所——国际石油交易所(International Petroleum Exchange, IPE)，伦敦商品交易所(LCE)、伦敦国际金融期货期权交易所(LIFFE)、伦敦金属交易所(LME)的清算所。LCH为这四个交易所中任何一笔交易进行循环管理，为每笔交易登记，清算结算，以至交割。

清算所进行风险管理一般有如下内容：

1. 资格审查。清算所进行风险管理的首要一步，便是对于现存成员的资格审查，评定其金融状况，管理能力，有关交易所成员资格和授权，以及诚信程度。只有符合清算所的规定，才能允许其继续交易、清算。

2. 交易，头寸和价格管理。风险管理系统保证会员所拥有的头寸在所应存在的范围内，保证金的交纳满足其头寸和不超过其资本承受能力。而价格应不超过涨跌板。

3. 保证金制度。一般而言，交易所所要求的保证金数额，是以净交易数来计算。例如：某公司购入30张期货合约，卖出20张相同期货合约，交易所仅要求该公司交纳买进10张合约的保证金。然而清算所为提高财务安全性，通常都会修改交易所净交易数的保证金计算方式，要求追加额外的保证金数额。

清算公司在每日收市后清算交易，并通知会员公司，要求在下个交易日开市前将不足的保证金送交清算公司存放。当市场变化过大时，清算公司可根据市价与保证金之间的差额，调整保证金的数额要求。

保证金有两个主要部分，即为防止潜在反方向价格波动所交的初始保证金和已发生的价格波动所要求交纳的追加保证金。

初始保证金以在清算所的存款形式存在。初始保证金是在头寸建立之初交纳，而当头寸消失，该保证金应退还会员本身。对于不同商品，清算所确定其交易价值风险的公式是不同的，但都可达到控制风险的目的。确定保证金额度一般是由清算所和有关交易所协商决定，不同交易所的保证金就也不同。

追加保证金是按逐日盯市原则，每天由清算所核算交易的利益或亏损，并要求交易者将其保证金维持初始保证金比例。如果交易者无法使其保证金维持初始保证金水平，那么清算所会替其平仓。

4. 中央银行体系。清算公司作为所有会员的中央银行，保持会员的帐户均衡，替会员进行贷记和借记，控制会员的收益和支付。而且一般清算公司要求按同一种货币进行支付，降低了货币交易数量，从而减少了交易风险，并使会员进行交易的成本下降。

5. 实际交割。清算公司本身并不交运或接收商品，只是协助卖主发出交割通知，或将收到的交割通知转送给期货合约的买主。

一旦交割实现，保证金的交纳停止，清算公司完成作为中介的任务，也完成作为买卖中的一方的责任。

6. 事故管理。如果会员没能支付足够保证金，或违反清算所或市场规则，不进行交割或宣布破产，那么事故产生。

针对不同情形，清算所采取的措施有所不同。例如，清算所将某会员多余头寸转给另一个愿意持有该头寸的会员，同时要求银行担保和能实现所拥有证券的价值。

四、期货市场的价格

(一) 期货合同

每个期货市场均规定有针对不同商品不同品质的期货合约，这种合约是标准合约，当交易者交易时必须交易合约的整倍数，即买或卖几个合同。

下面举一标准合同

S & P500 指数期货合同是在芝加哥商品交易所 1982 年 4 月 21 日开始的。S & P500 指数是资本权数，是由相当于纽约股票交易所交易的全部股票的近 80% 市场价值的 500 种最大股票的加权平均指数。

S & P500 指数的基点为 10 (1941-43 年)；其在 1996 年 2 月 20 日的收盘价为 647.98。

1996 年 2 月平均每日交易量接近 80,000 个合同。

合同规模：S & P500 × 500 美元

最小变动：0.05 点 (25 美元)

交割期：三月、六月、九月、十二月

当地时间：上午八点半——下午三点十五 (芝加哥)

在 GLOBEX 交易为下午三点四十

五到上午八点 (星期一至星期四)

和下午五点半到上午八点 (星期

六到星期日)

价格限度：开盘 10 分钟内上下五点 (如果在幅度内则可停 2 分钟)。紧接 30 分钟内下降 12 点 (如果仍在限度内可有 2 分钟停止)。紧接 30 分钟内下降 12 点 (如果仍在限度内再停 2 分钟)。紧接下来的当天上下 30 点。然而，如果前期 s&P500GLOBEX 交易过程收盘价超过 5 点波动，则第一个价格限制无效。

最后交易时间：本月第三个星期五前的营业日的下午三点十五分

最终清算价：下一营业日现货指数的特殊公开盘价

清算方式：下一营业日现金结算

交易系统：公开喊价或屏幕系统

(二) 期货价格行情表

表 6-5 期货价格表 (CBoT 的玉米)

(1996 年 6 月 18 日 星期二 , 最小 5000 蒲式耳 美元 / 蒲)

	开盘价	最高价	最低价	结算价	变动	历史 幅度	历史 最高价	历史 最低价	持仓量
96 年 7 月	4.59	4.71	4.59	4.71	0.125	2.55	84704		
96 年 9 月	3.78	3.90	3.78	3.90	0.12	4.39	2.6	66763	
96 年 12 月	3.45	3.57	3.45	3.56	0.10	3.74	2.35	163818	
97 年 3 月	3.51	3.62	3.51	3.61	0.11	3.78	2.79	21459	
97 年 5 月	3.55	3.63	3.55	3.63	0.11	3.82	3.06	4223	

资料来源 : “ Asian Wall Street Journal ” Jun 19. 1996.

(三) 期货价格和现货价格

期货市场上的某种商品的价格走势与现货市场同类商品的价格走势基本一致。这是因为,对于某一特定的商品而言,无论是现货市场价格还是期货市场价格都会受到相同的因素的影响,如气候变化、消费者心理、市场供求关系和政府政策等等,一旦现货价格下跌,期货价格也会相应下跌,反之亦然,当然,因受时间因素的制约,两个市场的价格升跌幅度并不完全一致。

在确定的时间内某一具体的现货市场价格与交易所成交的期货价格间差额是基差。决定基差大小的因素有商品质量,交易地点,交易时间等等。

期货合同价格是规定的特定交割地的价格。产地的商品价格要比期货市场价格为低,存在负基差,即现货价格要低于期货价,其中有运输费用在内。

而现货和期货的交割月份不同,决定了基差的不同,因为这有两种因素在起作用:其一是期货商品后市往往趋于平淡,以致于一般的潜在买方失去热忱,迫使期货价格趋于下跌,其二是期货价格包括了储存某项商品从交易开始直至交割日的一切费用,即含有仓储费用。离交割日期越远,基差越大。

而当期期货合约接近交割日之时,期货价格大致与现货价格相等,即基差趋于零。这是因为当期期货合约接近交割日之时,商品的市场状况趋于一致,仓储费用也逐渐消失的缘故。

但是在市场上瞬息万变,期货合约的价格不一定是离交割月份近的价格要低于离交割月份远的价格。如果近交割月份价格低于远交割月份价格,那么一般称此时市场为正常市场;如果近交割月份价格要高于远交割月份价格;那么此时的市场即为倒挂市场。这是由于市场供求关系的变化引起的。

如果现货市场供求关系较为正常,供求稳定,库存充裕,那么此时一般为正常市场,近交割月份价格要低于远交割月份价格。但是,如果现货市场上出现严重的供给不足的情况,就会导致现货市场价格大幅度上开,近交割月份的价格也会大大超过远交割月份的价格,此时为倒挂市场。

五、期货市场的操作

(一) 套期保值

套期保值是交易人根据其在现货市场的交易部位,在期货市场作一个方向相反、数量相同的期货合约交易,其目的是动用期货合同来管理商品交易和商品价格的波动风险,使利润正常化、合理化,以防止商业活动中对现货价格变动进行投机,而使价格波动的风险局限于基差的变动。

套期保值根据交易者在现货市场所持现货交易部位,可分为卖期保值和

买期保值：

卖期保值是指交易者在现货市场购买现货或已经持有现货，而同时在期货市场卖出同样数量的期货合约的交易方式。该方式也称为空头期货套期保值。其目的是在商品价格下跌时，保护存货的价值。

买期保值是指交易者预定在现货市场卖出现货商品，为了预防日后市场价格上升带来的损失，立即在期货市场买入相同数量的期货合约的交易方式。该方式也叫多头期货套期保值。

1. 正常市场情况下卖期保值。假设，12月31日A储运商接受在芝加哥交货的现货小麦5000蒲式耳，购进价为3.50美元，购入小麦的同时该商卖出第二年3月交割的小麦期货合约一个以备对冲。期货的升水是每月5美分，12月至3月共有3个月，升水总额为 $5 \times 3 = 15$ 美分，故该商人卖出该3个月小麦合约的价格应是3.65美元。

(1) 卖出期货后市场价格下跌。假定到第二年2月A商决定出清现货，当时现货价为3.40美元，则此时A商在现货市场亏损10美分，而在期货市场上3个月期货合约到2月份的升水仅有一个月的5美分，A商买进期货做对冲，其价格是 $3.40 + 0.05 = 3.45$ 美元，比12月份的卖出价低20美分，则A商在期货市场上获得20美分的利润。

卖期套值的结果，A商获得10美分的净利润，也达到了为现货保值的效果。

假如3月期货合约未下跌20美分，则A商仍可将现货再存1个月直至3月交割。从理论上讲，市场走势根据供求状况决定。如抛售的人多，则市场价格跌幅更大，A获利更多；如抛售的人少，市场价格可能止跌回升，A商应果断提早平仓。

(2) 卖出期货后市场价格上升。假定A商卖出期货后，现货价格上涨，到2月底，现货价上涨20美分，则A以3.70美元卖出现货，同时对冲3月期货合约，其价格为3.75美元。所以A商在期货市场损失10美分，而在现货市场获利20美分。

卖期保值的结果是仍可获利10美分，并同时达到保值效果。

从上述情况可以得知，在期货对现货有升水的情况下，做卖期保值后无论价格上涨还是下跌，A商都会有利可图。

当然，在期货对现货的升水很小时做卖期保值，则不能使价格风险转移，保值也不能充分实现。

2. 正常市场情况下的买期保值。假定A商为出口商，他在12月底以议定价格\$350卖出2个月后装船的小麦50万蒲式耳，但事实上A商手中并无现货，它打算在2月底从现货市场购入相同数量的小麦。为防止风险，A商在期货市场买进，3个月期100个标准期货合约（5000蒲式耳），作买期保值，其期货价为\$365。

(1) 买进期货后价格上升。假定2个月后小麦价格上升至\$370，则3个月期货合同价格为\$375。此时A商买入现货，同时卖出期货合约100个进行对冲。其结果是，在现货市场上亏损 $\$370 - \$350 = \$20$ ，而在期货市场上获利 $\$375 - \$365 = \$10$ 。则进行如上动作后，A商损失\$10。

(2) 买进期货后价格下跌。假定2个月后小麦价格下跌至\$330，则3个月期货合同价格为\$335。此时A商应买入现货，同时卖出100个期货合约进行对冲，其结果为：在现货市场上盈利 $\$350 - \$330 = \$20$ ，而在期货市场

上亏损 \$ 365 - \$ 335 = \$ 30，则总体上讲，A 商仍损失 \$ 10。

由上述例子可以看出，在正常市场情况下，买期保值仅能达到部分保值作用，并不能达到完全保值作用，甚至会比不做套期保值的风险损失还要大。当然，如果升水很低，还是可以起到保值作用的。

因此，在正常市场情况下，一般要做卖期保值，应慎用买期保值。

但是，如果是在倒挂市场情况下，其结果正好相反，一般买期保值比较有利，而卖期保值则易受损失。这是因为在倒挂市场上，近交割月的价格要低于远交割月的价格，而现货市场价格与期货市场价格在趋近交割期时应趋于一致，那么现货价上升时，期货涨幅要超过现货市场涨幅，而现货价下跌时，期货下跌速度却要低于现货市场价格。因此，对买期保值来说，在现货市场上的价格上升时，现货市场的亏损要低于期货市场上盈利；而现货市场价格下跌时，现货市场上盈利要高于期货市场的亏损；无论市场状况如何，交易者均可达到保值目的。而对于期货的卖期保值却正相反。

（二）投机交易

投机交易是通过对价格的预期，以在未来的某一时间内通过销售或再购入而获得利益为目的，在现时购入或销售商品的行为。投机者在期货市场上，预测某商品价格看跌，会抛出期货合约，预测某商品价格看涨，则买入期货合约。投机者的目的是获得超额利润，而关注的重点则是期货价格的变化。

投机交易分为单纯投机方式和套利交易方式。单纯投机方式是利用多头、空头交易获取利润。

例如，1985 年 9 月 25 日，由于一项决议导致日元升值——24 日东京收盘价为 230.1 日元，比 23 日激升 11.9 日元，预期日元会进一步上升。则利用芝加哥 IMM 买进 10 个日元合约，其计算结果为：

保证金：\$ 21000 (\$ 2100 × 10)

日元买进：¥ 125,000,000 (¥ 12500000 × 10) 交割期：12 月 汇率：
¥ / \$ 0.004375 (¥ / \$ 228.57)

当日 IMM 的日无行情如下表 6—6，仍决定以 0.4375 美分买进 12 月交割的期货。

表 6—6 期货价格表（日元）

¥ 10.	01 \$ 开盘	最高	最低	收盘	结算价
12 月	0.4318 — 80	0.4390	0.4355	0.4375 — 73	0.4375
3 月	0.4407	0.4408	0.4379	0.4394	0.4394
6 月	0.4400 — 38	0.4440	0.4422	0.4440	0.4422

因此，1.25 亿日元即相当于 546,875 美元，由于日元持续开值，到交割日收盘价为 0.4910 美分，结算结果，买进日元升值至 613,750 美元，因此，获得利润 66,875 美元。

(0.004910 — 0.004375) × 125000000 = \$ 66,875。

套利交易方式是交易者同时买进和卖出两张不同种类的期货合约，买进合约的价格较低，卖出合约的价格较高。如果价格走势与预测的一致，交易者便可从两种合约价格间的关系变动中获利。交易者在套利时关注的是合约之间的相互价格关系。

套利交易一般有三种形式，跨时间套利、跨空间套利和商品套利。

1. 跨时间套利。该种交易方式是交易者在同种期货合同的不同交割期合约之间，通过预测期货基差变动，获取利润的。

假如欧洲里拉合约的情况如下：

日期	六月十五日
三个月 LIBOR	8.75 %
六个月 LIBOR	9.0625 %
九个月 LIBOR	9.373 %
九月期货价	90.83
十二月期货价	90.43

一个投机看预期短期利率相对于长期利率有所上升，那么十二月期货价将相对于九月期货价上升。为从中获利，该者卖出十二月期货合约，买九月期货合约。

到了七月十五日，市场状况如下：

日期	七月十五日
三个月 LIBOR	9.25 %
六个月 LIBOR	9.3125 %
九个月 LIBOR	9.5 %
九月期货价	90.80
十二月期货价	90.66

则：

九月期货合约：获利 3 点 (90.83-90.80)

十二月期货合约：获利 23 点 (90.66-90.43)

总获利 $(3 + 23) \times 25.000 = 650.000$ 意大利里拉

2. 跨空间套利。当同一期货合约在两个以上交易所进行交易时，由于某些条件不同，各商品合约间存在一定差价关系，利用这种差价关系的就是跨空间套利。

假定，A、B 两期货交易所都进行小麦的期货交易，由于 B 交易所货源供应不足，5 月 28 日，B 交易所 12 月小麦期货价比 A 交易所高出 40 美分每蒲式耳。此时一投机商认为随供求关系日益吃紧，小麦价格仍将看涨，A 与 B 地价差将缩小，于是该投机商以 \$2.10 每蒲式耳的价格在 A 所买进一张 12 月小麦合约，同时以 \$2.50 每蒲式耳的价格在 B 所卖出一张 12 月小麦合约。12 月 3 日，平仓时价格为：\$2.50 每蒲式耳在 A 卖出 12 月合约，以 \$2.60 每蒲式耳在 B 所买进 12 月合约。交易结果如下：

A 所：盈利 0.40 美元每蒲式耳

B 所：亏损 0.10 美元每蒲式耳

总计：盈利 0.30 美元每蒲式耳

3. 跨商品套利。该交易方式是在相同期限不同商品合约之间获利的。

假如：交易者相信欧洲马克和 ECU 利率（即合约价格）将会差距日小，为了获利，该交易者将购买高利率合约，卖出低利率合约。

欧洲马克合约的点价值为 25 马克， ECU 合约的点价值为 25 欧洲货币单位。

日期	十一月十二日
DM/ECU 汇率	1.9017
收益	95 欧洲马克或 50ECU 个月
卖 95 个十二月欧洲马克期货价	93.48
买 50 个十二月 ECU 期货价	92.35

而到了十一月二十八日情况如下：

结果：

十二月欧洲马克 9 点 (93.48—93.39)

$$9 \times 25 \times 95 = \text{DM}21375$$

十二月 ECU 三个月 53 点 (92.88—92.35)

$$53 \times 25 \times 50 = \text{ECU}66250$$

第三节 期权交易 (Option)

期权交易,作为一种履行或不履行合约的选择权,在半个世纪以前已开始使用,虽然已经无法考证首期期权究竟产生于何年代,由何人使用,但是毋庸置疑,人们在当时可买到适合自身需要的期权。1973年,芝加哥交易所(Chicago Board of Trade, CBOT)筹建了芝加哥期权交易所(Chicago Board Option Exchange, CBOE),并于当年推出的16种主要上市股票为对象的期权交易。这成为现代期权的里程碑,这标志着交易所交易的标准化期权诞生,从此之后,期权交易风靡全球,成为60年代以来,金融创新中的最主要金融工具之一。

一、期权的概念

期权是双方的一种协议。一方拥有一种权利,而非义务,在一个预先规定的时间或这个时间之前,以一个预先规定的价格,购买或出售特定金融工具。另一方则负有义务,在对方购买或出售时,相应地出售或购买。拥有权利的一方称为期权的买方。买方为拥有该项权利,需在购买时向期权的卖方付出一定数量的期权费或称之为保险费;负有义务的一方称为期权的卖方,因收取了买方所支付的保险费而承担了应买方需求履行协议的义务。期权所购买或出售的特定金融工具由协议规定,可以是股票、债券、期货合约、利率合约、外国货币、谷物、原油、黄金等。

(一) 期权合约的因素

一项期权合约由五个最基本的要素构成:

1. 类型,即美式期权或欧式期权,买方期权或卖方期权;
2. 期权交易的对象,即依据协议购买和出售的金融工具;
3. 到期时间,即期权协议中预先规定的执行期权的最后期限或执行期权的日期。例如,美国IBM股票的1月期买方期权,其到期日为1月份。确切地说,期权到期时间为1月份第三个星期五之后的星期六的上午10:59。也即期权的最后交易日为到期月份的第三个星期五。而该期权的买方在该星期五下午4:30之前都可以指示其经纪人执行期权。经纪人在第二天上午10:59之前都可以完成通知交易所期权被执行的书面文件;
4. 执行价格,指期权合约中预先规定的金融工具的买卖价格;
5. 交易成本,即期权费或保险费,或称取得期权所付出的代价,或期权的价格,于订立合约时由买方支付给卖方。

(二) 期权的发展演变及其原因

期权交易的标准化时代是从70年代开始的,但当时占期权市场主体的仍然是场外市场(OTC)交易。随着70年代初开始实行的浮动汇率制,以及70年代两次石油危机所带来的各国的高利率,高通货膨胀现象,各国证券的价格风险急剧扩大。为满足投资者新的风险转移的需要,期权应运而生。这种选择权交易给予期权购买者以极大的灵活性,而严格的法规管辖保证了期权交易的安全使用,飞速发展的技术给期权交易的计算和实施提供了可能性。时至今日,期权交易已发展成为较为成熟的避险和投资工具,成为一个完善的金融市场不可缺少的组成部分。

期权的意义在于它给金融创新以及金融工具的交易引入一个新的空间。期权不仅可以以现有的各种金融工具为对象,包括股票、债券、期货等成倍地培育出新金融工具,而且,从另一方面讲,对于投资者而讲,期权意味着

人们可以根据对金融工具价格变化的预期进行交易，也可以根据对金融工具价格变化的剧烈程度的预期进行交易，从而产生了一种全新的交易金融工具的思想，即可以使金融工具头寸组合的损益只受价格变动幅度的影响，而不受价格变化方向的影响，这一切使期权具有顽强的生命力，成为回避或有资产和或有负债的价值风险的理想工具。

（三）期权合约的损益简析

从期权可能的损失和收益来看，其最大的特点是损失和收益的不对称性。对于期权的买方而言，它支付了期权费而获得了履行或不履行合约的选择权。因此可以在期权对应的金融工具的价格朝有利方向变化时，选择执行合约，获得利润，该金融工具变化的幅度越大，获利越多；在价格朝不利方向变化时，选择放弃合约履行，其损失为期权费。所以，期权买方的损失是有限的，最多为期权费，获利则可能极高。对期权的卖方而言，则正好相反，收益是有限的，至多为期权费，损失则可能是极大的。在不考虑交易佣金或手续费的情况下，期权买方的损益和卖方的损益是对称的。买方的损失即为卖方的收益，反之亦然，但是期权交易的卖方，是与买方对称产生的，是针对市场价格波动幅度的预期不同而出现的。一般来说，市场价格的波动不会特别大，因此才有合约达成。

投资者如果预期金融工具的未来价格波动幅度较大，且不能确定地判断其变动方向时，可以购买期权，以期在价格朝有利方向变动时执行期权或进行对冲交易，获得利润。交易者如果预期未来金融工具价格将比较平稳时，则可以出售期权，由于价格波动不大，期权可能不会被执行，交易者可净赚期权费，即便期权被执行，但由于金融工具价格波动不大，给期权卖方造成的损失也较小，抵消一部分期权费收益后，仍有净收益。

例如：某交易商预期9月份玉米价格将出现剧烈波动，很可能下跌，但交易商又担心自己判断不准，因此购买9月期玉米卖方期权，即该交易商有权选择按执行价格卖出或不卖出玉米。执行价格为3.6美元每蒲式耳。期权费为每蒲式耳20美分*每张期权合约为5000蒲式耳，该交易商所要付出的期权费为 $0.2 \times 5000 = 1000$ （美元）。

到9月份，如果玉米价格朝不利于交易者方向移动，上升至每蒲式耳3.8美元，则交易者放弃期权，此时遭到的最大损失，就是期权费1000美元。只要玉米价格高于执行价格，该卖方期权的买方都将遭到最大损失。

如果玉米价格朝有利于交易者方向变化，即发生下跌，低于执行价格，则交易者选择执行期权，按3.6美元每蒲式耳的价格出售玉米，当价格降至3.4美元每蒲式耳时，（即执行价格减去期权费时 $3.6 - 0.2 = 3.4$ 美元时），期权买方损益和期权卖方损益都等于零，这一点称作盈亏平衡点。当玉米价格降至低于盈亏平衡点时，期权买方开始获利。如，价格降至每蒲式耳3.3美元，则买方执行期权，获利 $(3.6 - 3.3) \times 5000 = 1500$ 美元，扣除期权费1000美元，净赚500美元。

但一般而言，如果未过期权最后交易日，该期权持有者（即买方）手中又无玉米现货急于出手，则会选择进行对冲交易，这样可避免实际履行而须向交易所所缴纳的手续费，同时还可获得期权的时间价值。

二、期权的分类

（一）根据期权购买者的对金融工具是买进还是卖出划分为买方期权（call option）和卖方期权（put option）

买方期权也叫看涨期权，指期权的买方预期金融工具的价格将要上升，因而要拥有一种在预先规定的时间以执行价格从期权的卖方买入金融工具或其它实物的权利。

卖方期权也叫看跌期权，指期权的买方预期金融工具的价格将下跌，因而要拥有一种在预先规定的时间以执行价格向期权的卖方卖出规定的金融工具或其它实物的权利。

简而言之，在买方期权合约下，期权的买方拥有买进的选择权，而期权的卖方承担应期权买方要求进行出卖的义务。在卖方期权合约下则相反，期权的买方拥有卖出的选择权，期权的卖方承担应期权买方要求，进行购买的义务。

(二) 根据期权合约的对象分为股票期权、外汇期权、指数期权、期货期权、利率期权、金属期权和谷物期权

1. 股票期权。股票期权是指以股票作为交易对象的期权。每个合约所交易的股票数量一般为 100 股，期权价格和执行价格都按每股报出。例如 7 月期执行价格为 \$ 50 每股的购买 XYZ 公司股票的买方期权 (XYZ July 50 call) 即是使期权的买方有权在期权到期日或到期日以前按执行价格 50 美元每股买入 100 股 XYZ 公司的股票。如果该期权报价 5 美元，是表明每购买一个该期权合约，需付出 $100 \times 5 = 500$ (美元) 的期权费。在美国，股票期权合约覆盖 500 多种股票，诸如 IBM 股票，Kodak 股票，General Motors 股票等。交易股票期权的交易所有芝加哥期权交易所，美洲股票交易所，纽约股票交易所以及费城股票交易所等。

2. 外汇期权。外汇期权又称货币期权，是以货币作为交易对象的期权。标准化的外汇期权于 1982 年由费城股票交易所首次推出。时至 1992 年，该交易所交易期权所涉及的货币的种类已扩展到澳大利亚元，英镑，加拿大元、德国马克、日元、法国法郎、瑞士法郎，欧洲货币单位。许多银行和其它金融机构还购买和出售柜台交易的外汇期权，这种期权可以依据客户的需要规定具体条件，因而成为重要的保值工具。

对于标准化的外汇期权，其协定价格除日元以外，以百分之一美元表示，日元以万分之一美元表示。到期月份为 3 月、6 月、9 月、12 月。每个合约买卖的货币量取决于不同的货币，例如澳大利亚为 5,000，英镑为 12,500，加拿大元为 5,000，德国马克为 62,500，法国法郎为 125,000，日元为 6,250,000，瑞士法郎为 625,000 等。对于一个合约而言，举例如下：德国马克 9 月份买方期权，协定价格为 0.52 美元/德国马克，该期权价格为 0.069 美元/德国马克，则该期权买方在购买一个该期权合约时，须支付期权费 $\$ 0.069 \times 62,500 = 4312.5$ 美元。

3. 指数期权。指数期权是以股票指数或证券指数作为交易对象的期权。一般而言，每个合约的交易额为对应指数乘以 100。其所交易的指数包括标准普尔 500 指数 (S & P100)，纽约股票交易所综合指数 (N Y S E Composite)，主要市场指数 (Major Market Index) 等。指数期权通过现金结清非支付指数所包括的股票。例如 S & P100 指数买方期权，执行价格为 280，若该期权在指数 292 时被执行，则期权卖方应向期权的买方支付 $(292 - 280) \times 100 = \$ 1200$ 。由于一般以期权执行日结束时的指数值进行结算，所以交易者通常要等到一天快结束时才发出执行期权的指令。指数期权的一个重要用途是为证券组合保值。

4. 期货期权。期货期权是以期货为交易对象的期权，既包括商品期货也包括金融期货，例如玉米期货、大豆期货、小麦期货、生猪期货、黄铜期货、黄金期货、欧洲美元期货、纽约股票交易所综合指数期货、国债期货。其中交易量较大的主要有美国芝加哥期权交易所交易的国债期货期权，以及国际金融交易所交易的欧洲美元期货期权。

期货期权在被执行时，需交割其所交易的期货合约，同时期权的卖方还须向期权的买方支付期货合约当时的市场价与执行价格的差价。在期货期权报价中，其到期月份为期货合约的到期月份，期权合约的到期日则与该期货合约的到期日相同或稍早几天。

例如，某投资者持有 25000 磅黄铜 9 月期货的买方期权，执行价格为每磅 0.7 美元。假设当前的 9 月期黄铜的价格为每磅 0.8 美元，则如果期权被执行，该投资者则得到 $25000 \times 0.1 = 2500$ 美元，再加上一个购买 25000 磅黄铜的期货合约，而不产生任何成本（交易所手续费除外）。这样假设期权费为每磅 0.05 美元，则扣除期权费： $\$ 0.05 \times 2500 = 125$ 美元，该投资者就净赚 $2500 - 125 = 2375$ 美元。

5. 利率期权。利率期权是以利率为交易对象的期权。期权的买方在指定的日期接受或付出某一约定的协定利率。协定利率是基于 100 减去相应的利率而计算出来的。因此，利率越高，则协定利率越低。所以，当投资者预期利率下降，也即 100 减去未来的利率所得之值将会上升时，投资者就会买入利率买方期权，以期利率下降时获利，利率期权的保险费以基本点计算，每个基本点为 10^{-4} ，按规定相当于 25 美元，利率期权被筹资者用于固定筹资成本，防止利率变动风险。

利率期权的损益计算较为复杂，现举例说明之。例如：某筹资者在 6 月份时拟在 3 个月后筹集期限 3 个月的短期借款，且预期利率将会上涨。则该投资者购入 10 笔 9 月到期的 3 个月期利率卖出期权。保险金为 35 个基本点，即 0.35%，每个基本点 25 美元，手续费为 12.5 美元，协定价格为 91.50，也即协定利率为 8.5%。所以其买入期权的成本为 10 笔卖出期权乘以 35 个基本点乘以 25 美元： $10 \times 35 \times 25 = 8750$ 美元。如果在最后一个交易日，利率为 9.75%，也即利率的市价变为 $100 - 9.75 = 90.25$ ，下降了 125 个基本点，则此时该投资者可以收益 $10 \times 125 \times 25 = 31,250$ 美元，扣除 8,750 美元期权费，和 125 美元手续费，就获净利 22,375 美元。

6. 金属期权和谷物期权。金属期权和谷物期权都是实物期权，其交易对象是金属或谷物。如果履行期权合约，则进行实物交割，而非货币交割。

（三）根据期权交易的场所不同分为柜台期权和交易所交易期权

交易所交易期权是标准化的期权，每个合约所交易的数量，到期日，执行价格都由交易所作出标准化规定，买卖双方进行交易时唯一可以变动的是期权费。

柜台式期权则由金融机构和客户直接交易，每一个合约的交易数量、到期日、执行价格皆依客户的要求而定，交易不必在交易所大厅进行。

交易所交易期权与柜台式交易期权的差异主要有：

1. 从成交方式和地点看，交易所交易期权是在交易大厅公开喊价；柜台式交易期权由交易双方电话直接联系或面谈。

2. 从期权合约者无标准化规定看，交易所交易期权是由交易所统一预先规定成交金额，到期日，执行价格；柜台式交易期权由买卖双方自行同定。

3.从期权合约的履行担保看，交易所交易期权的买卖双方无直接的合约关系，由清算所进行联系，保证期权合约的执行。柜台式期权合约无担保，因而无法保证 100%的履约率。

4.从是否需交纳保证金看，交易所交易期权中对于短期期权，期权卖方需交纳保证金，一定情况下，长期期权也要交保证金；柜台式交易期权不需交纳保证金，期权的购买者完全依赖于出售者的信誉。

5.从二级市场看，交易所交易期权，期权的购买者和出售者都可以通过相反交易将其头寸对冲；柜台式交易期权则一般由银行提出一个价格将被出售的期权购回，或者由期权持有者卖给第三者一个相似期权。

6.两者各有利弊，交易所交易期权易于流通转让，而柜台交易期权更能满足客户的特定需要。

（四）根据期权的到期日不同可分为欧式期权和美式期权

欧式期权只允许期权的买方在到期日执行期权，而美式期权则规定一个有效期，在最后到期日及之前的任何一天可以执行期权。由此可见欧式期权对买方的限制较美式期权要严格一些，故期权费较低。

三、期权市场

（一）期权市场的构成

柜台式交易期权无具体的市场，它是通过通讯网络组合在一起的一个无形市场，其构成仅包括期权的买卖双方，即购买或出售期权的银行或其他金融机构及客户。

标准化期权市场则涉及较多利益方，主要包括期权交易所，期权清算公司、市场制造者、期权经纪公司，期权交易公司和各种各样的期权投资者，保值者和投机者。

1.期权交易所。期权交易所在许多方面与期货交易所相似。期权交易所一般是以股份公司形式由会员联合组成的非盈利团体。期权交易所本身不参加交易，而只是为期权交易提供场所，设备，制定、公布交易规则，依据市场需要推出新合约，以保证期权交易公开，平等，有效地进行。期权交易所采取会员制，交易所会员的名额是有限的，获取会员资格须经过严格的审核和考查程序。只有交易所会员才有权进入交易所直接交易，其他投资者或期权经纪公司都只能通过会员进行交易。

2.期权清算公司。期权清算公司的功能与期货市场中的清算所功能一致。均采取会员制，其会员必须是有关期权交易所的会员，但有关期权交易所的会员并非都是清算公司的会员，只有资金雄厚、资信可靠的交易所会员才可申请成为清算公司的会员。由于清算公司的服务对象仅限于其会员，非会员的结算则必须通过会员。清算会员进行结算时须付给清算公司手续费，清算公司会员在清算公司拥有股份，同时缴纳一定数量的风险基金，以备违约时使用。

期权清算公司主要有下列三方面功能：（1）充当所有交易的另一方，即对每一结算会员卖方来讲是买方，而对每个结算会员买方来讲是卖方，以此担保每张合约的履约，期权双方因此不须知道真正的交易对方是谁，买卖双方亦不对对方负有财务责任，而只是通过各自的结算会员对清算公司负责；它们对于合约的履行依赖的是清算公司，因而几乎不承担违约风险。清算公司为履行自己的担保责任，则采取保证金制度。（2）对所有上市期权的交易进行记录和清算。清算公司派员进驻期权交易所，负责期权交易状况登记，

整理有关交易登记资料，将每一笔成交价格输入电脑，并及时将期权交易成交价格信息有偿地提供给各新闻机构。每天交易结束后，清算公司对每笔交易进行核对，登记，将保证金清单提供给结算会员，计算各会员盈亏，通知亏损会员追加保证金，并将盈余会员多余的保证金退还。（3）负责执行实际交割和发出收付通知。当期权持有者通知执行期权时，清算公司依据公平的原则选出一家出售了该期权的会员，向其发出交付通知，并监督交付的进行。

总之，期权清算公司是期权交易的重要一环，是标准化期权交易的重要特征之一。

3. 期权经纪公司。期权经纪公司是接受他人的委托，代替别人进行期权交易的公司，大部期权买卖都由经纪公司完成，绝大部分期权交易者都在经纪公司开户，经纪公司负责结存和记录每一客户的未平仓合约，提供服务设施及人力，收取手续费。有的期权经纪公司在交易所中拥有席位，因而可以派出自己的池内交易员，直接参与交易所的交易；若不拥有席位，则可使用另一家公司的池内交易员，由其代为交易。

4. 指令记录员和市场制造者。市场制造者是指应要求既报出买价又报出卖价的交易者，卖价高于买价，高出部分为买卖差价，交易所对买卖差价上限有规定，指令记录员是迅速将客户指令输入电脑的服务人员。两者保证了交易指令总能在一定价位上迅速执行，从而增强了市场的流动性，也有利于交易迅速而公平的达成。

（二）期权交易及清算

柜台式期权的交易和清算较为简单，期权买卖双方通过面谈或电话交谈，商定期权的各项具体内容，签定期权协议。期权的买方在有效期内宣布执行或不执行合约。如果合约被执行，则双方进行交割和支付；如果合约不被执行，则不存在交割与支付问题。

标准化期权都有较为复杂的交易及清算机制：

1. 交易机制，作为期权交易者，在期权交易中可能会涉及的程序有：选择经纪行和经纪人，制定交易计划，设立帐户，下达交易订单，场内交易，交易结算。一般地，期权价格是由有兴趣的各方轮流对每一种期权竞价而形成。期权交易都有特定的时间表，确定各个时间交易的期权种类，例如，依次地买卖 XYZ Jan 45 call, XYZ Jan 50 call 等，直到不同到期日，不同执行价格的买方期权和卖方期权合约达到成交价。交易所的价格报告负责随时将不断变化的交易价格记录下来，同时展现在计算机控制的电子显示板上，为使市场参与者都可平等及时地获取交易信息，交易所大厅内部配有最新信息的显示系统，其显示的信息包括相关的现货市场价格，期货市场价格，政府有关的重要经济措施等有关商业金融的最新信息，以及本交易所和其他相关交易所的成交信息等。为方便交易者与外界联系，及时处理交易者和经纪人的有关事务，交易所在交易大厅周围，安装通讯设备进行场外经济情况交流。

2. 保证金制度。期权买方的最大损失是所付出的期权费，而且期权费已于购买期权时交付。由于这种风险的有限性及最大损失的提前支付，期权买方不存在违约的可能性，不需要开设保证金的帐户。

期权卖方的风险则是不确定的，因此为保证合约的履行，期权卖方必须依据其空头头寸的金额，交纳保证金。每天交易结束后，清算机构会根据市场价格变动情况及时对期权卖方的头寸进行盈亏计算。如果价格出现不利于

卖方的明显逆转，卖方将被要求必须在下一交易日开盘前追加保证金以维持其在手头寸。各交易所在保证金水平的制定上本着既要确保市场财力的完好性，又不使交易者过分增加投资费用为原则。

例如，如果出售的期权是裸露的，或称无担保的，也即期权出售者无相应交易对象的对冲头寸，则在溢价期权（即该期权执行会给持有人带来收益）的情况下，初始保证金为对应金融工具价格的 30%，这里仅指以金融工具为交易对象的期权，在期权损价的情况下初始保证金为相应金融工具价格的 30% 减去期权损价之差。

若某投资者出售 4 个无担保的股票买方期权合约，价为 \$ 5，执行价格为 \$ 40，股价为 \$ 42。此时期权溢价，初始保证金为 30% 的股票期权合约价： $30\% \times \$ 42 \times 400 = 5040$ 美元，期权费为 $\$ 5 \times 400 = \$ 2,000$ ，所以期权卖方尚须交纳 \$ 3040。若此期权为卖方期权，则为损价期权，期权卖方需再交纳 $30\% \times \$ 42 \times 400 - \$ (42 - 40) \times 400 - \$ 2000 = \$ 2240$ 。

初始保证金的计算每天进行。如果表明所需保证金低于保证金帐户的现存金额，则多余部分可以提取，反之则追加。如果所出售的买方期权是有担保的，也即期权卖方已拥有可能会交付的金融工具，则风险较小。所以在期权损价时不交保证金，其所拥有的金融工具可以通过保证金帐户购入，所得的期权费可以作为保证金帐户的一部分。如果期权为溢价，对期权不须交纳保证金，但是股票可以以保证金购买的限度依期权的溢价升高而减小。

例如，某投资者拟购买 200 股某种股票并出售该股票的两个卖方期权合约。股价为 \$ 63，执行价格为 \$ 60，期权价格为 \$ 7。保证金帐户允许投资者借取资金的金额为股价的 50%，减去溢价。所以，可借取 $\$ 50\% \times 63 \times 200 - \$ 3 \times 200 = \$ 5700$ ，投资者还可获取期权费，即 $\$ 7 \times 200 = 1400$ 进行支付。因此，为购买股票所需的最少金额为 $\$ 63 \times 200 - \$ 5700 - \$ 1400 = \$ 5500$ 。

3. 期权的清算机制。期权清算公司通过追踪每个期权合同的收付而协助交易的进行。当卖方违约时，清算公司担保交付期权的交易对象或支付差价。清算公司还对交货程序进行管理。如果期权持有人宣布执行期权，则符合条件的期权承担者就被分配到履行期权的任务。例如 XY July 50 Call 的持有人通知其经纪人执行该项期权，经纪人通知清算公司，清算公司从记录中查出出售了 XYZ 50 Call 且未被执行的会员公司，通知其执行期权。该公司就必须向该期权的买方交付 100 股 XYZ 股票，价格为每股 \$ 50。被分配到该义务的公司从其客户中挑出至少有一家至少有一个 XYZ July 50 Call 还未被执行的客户，其选择的原则可以是：（1）随机抽选；（2）先进先出；（3）任何其他公平的、为交易所批准的原则，被选上的客户则必须交付股票。在被分配到履行义务之前，交易者都可以通过买回期权而抵消自己的头寸。而一旦被选中，则不可再抵消自己的头寸。在期权到期日，除非交易成本过高或抵销执行期权所获利益，否则所有的溢价期权都会被执行，一些经纪公司在期权到期时，如果对其客户有利，就会自动地为其客户执行期权。清算公司则会自动地执行那些由个人或机构拥有的溢价超过一定数量的期权。

通过执行期权购买某种金融工具或其他实物的买方，以及通过被指定而出售的卖方，都须对其实际交割支付佣金。一般而言，执行期权的成本高于在二级市场上出售期权同时到现货市场上进行购买或出售的成本，所以期权持有者除非期权到期，否则很少执行期权。

四、期权的价格

期权的价格由两部分组成，即期权的内在价值和期权的时间价值，期权的内在价值指的是期权的溢价部分。期权溢价越多，则期权的价格越高，也即对于买方期权而言，其交易对象的市场价格高出期权的执行价格越多，则该期权溢价越多，因而价格就越高；而对于卖方期权正好相反，其交易对象的市场价格低于执行价格越多，则该期权溢价越多，其价格就越高。对于一项特定的期权，其执行价格是确定的，所以期权的内在价值取决于其交易对象的即期价格。

期权的时间价值则受以下多方面的因素的影响：

1. 期权的到期时间。美式期权的价格随到期时间的增加而增加。因为到期时间长的期权给予期权的买方更多的选择机会，所以如果其他情况相同，到期时间长的美式期权总是较到期时间短的美式期权更有价值。

欧式期权的价值不随到期时间的增加而必然增加。这是因为欧式期权的选择机会不随到期时间的增加而增加，总是只有一次，到期时间的增加有时反而使期权的价值减少。例如，两个股票欧式买方期权，其他条件均相同，只是欧式买方期权 A 的到期时间为 1 个月，欧式买方期权 B 的到期时间为两个月。如果投资者确信期权所交易的股票在 6 周内将有一次较大的股利分配，由于股利分配后股价将为原价减去股利，预期股价下跌，必然导致该买方期权价值下降，因此在这种情况下，到期时间长的期权价格反而低于到期时间短的期权。

2. 期权交易对象的价格的易变性。易变性是描述价格波动的剧烈程度的变量。它不具有方向性，只表明市场价格互相偏离的程度。从统计上讲，一般将易变性定义为昨天价格与今天价格之比的自然对数的标准差。易变性越大，价格波幅越大。由于期权具有风险不对称性，也即对期权买方而言，最大损失已经限定。因此，价格波幅越大，则大幅获利可能越大，所以易变性越高，期权价格越高。

3. 对无风险利息率的预期。无风险利息率是指不存在任何风险的资金收益率，也即只要拥有资金，必然可以获得的收益率。最常见的无风险利息率一般是银行存款或贷款利率。对无风险利息率的预期从两个方面影响期权的价格。一方面，对无风险利息率预期的变化将导致金融工具获利能力的预期相应发生变化，从而影响期权的价格。另一方面，无风险利息率影响投资者现金流量的现值。

对于买方期权而言，如果预期无风险利息率上升，则上述第一种影响将使对金融工具获利能力的预期上升，则预期金融工具价格上升，所以期权价格上升。上述第二种影响则使资金的成本提高，从而使买方期权这种能够延迟现金支付的功能更为有价值，因此，也使期权价格上升。

对于卖方期权而言，如果预期无风险利息率上升，则使预期金融工具的价格下降，另一方面预期无风险利息率上升，使资金的成本提高，而卖方期权却延缓现金的流入，因此卖方期权将更不受欢迎，所以卖方期权价格下降。

4. 金融工具自身的收益和损失。金融工具自身的收益对期权价格的影响较为复杂，一般而言，金融工具自身的收益越高，则其买方期权的价格越低，卖方期权的价格越高。这是因为买方期权推迟了对金融工具的持有，从而损失了该期间内该金融工具可能带来的收益；而卖方期权则正好相反，延长了对该金融工具的持有，从而可更多地获取金融工具所带来的收益。

相反，如果持有期权的交易对象将造成损失或产生成本，则成本越高，买方期权的价格越高，卖方期权的价格越低，例如，小麦期权，持有小麦必然造成仓储费用。因而仓储费用增加会使买方期权价格上升，卖方期权价格下降。

5. 期权的种类。一般认为，美式期权的价格高于同种条件的欧式期权，因为美式期权提供了更多的选择机会。但是，对于持有期权的交易对象不会带来收益，相反却可能带来损失的买方期权，交易者并不会提前执行该期权，也即美式买方期权的持有者只会象欧式期权的持有者一样，在期权的到期日才执行期权。其原因有二：（1）期权具有保险功能。在执行期权之前交易者最大损失为期权费，而期权一旦执行，则意味着交易者放弃了它花费了期权费才买到的这种保险功能，建立起敞口头寸，将自己暴露于风险之中。（2）买方期权具有推迟现金支付的功能，提前执行意味着不充分利用这种功能，使资金成本增加，并且提前持有这种期权的交易对象不会带来收益，反有可能产生成本。基于上述分析，如果对期权的交易对象的提前持有不仅不会带来收益，反会产生成本，则其买方期权的美式期权与欧式期权的价格相等。

但是，如果对美式买方期权的交易对象的提前持有所带来的收益超过了期权提前执行所增加的资金成本，则该期权在适当时候会被提前执行。此时，其买方期权的美式期权价格要高于欧式期权价格。

对卖方期权而言，如果对其交易对象的持有不仅不会带来收益反会产生成本，则当期权溢价足够多时，提前执行是一种利润最大的选择，其原因是：（1）提前执行可以提前取得现金流入，提前获得利息收入；（2）当期权溢价足够多时，也即期权交易对象的市场价格降至足够低时，其进一步下降的可能性很少，而反弹的可能性很大，也即进一步获利的可能性很少，而丧失现有利益的可能性很大，提前执行则可及时保住现有获利水平；（3）与买方期权相同，卖方期权也可看作为期权持有者提供保险。但不同的是，执行卖方期权却使期权者手中的风险头寸变为零，因此并不因期权的执行而增加风险。期权交易对象的价格降得越低，利息率上升得越多，易变性衰减越多，则对卖方期权提前执行将越有利。这时的美式期权价格要高于欧式期权价格。

如果对卖方期权交易对象的持有会带来收益，而该收益超过提前执行所带来的好处，则该卖方期权不会被提前执行。此时，美式期权与欧式期权的价格相等。所以在对美式卖方期权的交易对象的持有带来收益时，期权有可能但不必然被提前执行。

综上所述，美式期权的价格大于或等于欧式期权的价格。

五、期权保值的实际应用

（一）期权交易与其他避险交易的比较

外汇期权交易或作为规避外汇汇率波动风险的有效保值工具，在这个意义上，它是远期外汇抵补和期货交易保值的延伸，但是它与后二者之间存在极其明显的差别。远期外汇合同订立后，即使合同到期前，出现汇率朝有利于自己方的方向变动，也必须在到期日按预定价格履行合同交割义务，双方都不得反悔或更改合同，从而不得不坐失本可得到的汇兑利益；期权却有选择余地，买方可以放弃履约，从而随市场行情的变化，获得无限大的盈利。而外汇期货契约订定后，虽然可以在汇率朝有利方向变化时，于契约到期前以反向交易冲销原契约，而不致于坐失汇率变动的好处，但期货契约必须交

纳保证金，并每日按清算价计算盈亏，必要时尚需追加保证金，否则已进行的期货契约会被拍卖掉，而期权如不行使，到期只是失效问题，期权买方风险是有限度的，一般不需交保证金。此外，期权交易还且有其他一些的优点：

1. 期权买方一开始就能预知最坏的情形，即最大的损失就是所支付的期权费，因为不必付其他现金，期权费能固定汇率行情不利的风险。

2. 期权无必须履约的义务，因此常是对于可能发生但不一定实现的资产或收益的最理想的保值。

3. 期权可说是保值交易中灵活性较大的一种，因为它能提供一系列的协定汇价，而定期交易和期货只能在市场现有的某个远期汇价上成交。

4. 期权毋庸置疑地为企业财务经理和交易商们增加了新的保值或投机工具，他们可把它单独用于保值，也可和远期交易或期货交易结合起来以达到综合保值及赢利的目的。

总之，期权作为一种颇具灵活性的新型金融工具，使投资者的套期保值进入了新境界。

(二) 实例

既然期权对或有资产和或有负债管理具有巨大现实意义，下面我们详细举一例说明期权在国际投标业务中的具体运用。

在国际投标业务中，投标商须事先核算成本，确定利润，得出标价，折算成外币报价。由于原材料价格以及外汇汇率的波动，投标有为避免风险，有必要通过套期保值固定成本，确保最低限度的利润。但是，在国际招投标业务中，中标率往往只有百分之几，正适合运用期权保值。在不中标时，投标者可以将其持有的期权卖出，或放弃对该期权的执行，简便易行，由此产生的损失有限，最多为期权费，不会使投标者因不中标而暴露在新的风险之中。而且为了投标的需要，有些银行把期权交易进行了改良，使之能满足更多投标者的需要。

例如 我国某机械公司 1995 年 3 月份拟参与外国某水泥厂建设工程的投标，该工程从 6 月份开始。该机械公司投出的工程价款为 6000 万美元，其中 1000 万美元为工程预付款，剩余 4400 万美元依工程进度按季支付，600 万为工程保留款，工厂建成经 3 个月运行后支付。假设工程进度款与时间成正比，即工程进度款平均按季度支付，则该工程的现金流量见表 6 - 7：

表 6 - 7

95 年 3 月 0	95 年 6 月 \$ 1000 万	95 年 9 月 \$ 1100 万	95 年 12 月 \$ 1100 万
96 年 3 月 \$ 1100 万	96 年 6 月 \$ 1100 万	96 年 9 月 \$ 600 万	

为防止美元汇率下跌而使投标商人民币收入下降，承包商在投标时，即想将人民币收入确定下来，以保证其在标书核算中确定的目标利润。

如果承包商利用远期合约，假设 95 年 3 月时，6 月份远期汇率为 \$ 1 = ¥ 8.3。如果投标商未中标，就持有远期美元的空头。若美元在 6 月份为 \$ 1 = ¥ 8.2，承包商通过从现汇市场上买进美元履行，可以从中获利，若美元开值为 \$ 1 = ¥ 8.4，则承包商因持有 6000 万美元空头，将损失 $6000 \text{ 万} \times (8.4 - 8.3) = 600 \text{ 万元}$ 人民币，即投标商不仅没有中标，而且损失了 600 万元

人民币。投标商如果利用期权保值，则可避免麻烦和风险。如表 6 - 8 所示，承包商按其现金流入的时间，相应地购买执行价格为 \$ 1 = ¥ 8 ; 3 的美元卖方期权：

到期月份	1995 年 3 月			
	6 月	9 月	12 月	96 年 3 月
期权费 (人民币)	0.05	0.06	0.07	0.08
数量 (万美元)	1000	1100	1100	2800
总期权费 (人民币万元)	50	66	77	224

因为期权有效期最长一般为一年，所以 96 年 6 月和 9 月到期的现金流量须到 95 年 6 月和 9 月时，才能相应的展期，即届时分别卖出 1100 万美元和 600 万美元的 96 年 3 月期权，买进 1100 万美元 96 年 6 月期权和 600 万美元 96 年 9 月期权。这时承包商初步将其最低级收入保证在 $6000 \text{ 万} \times 8.3 - (50 \text{ 万} + 66 \text{ 万} + 77 \text{ 万} + 224 \text{ 万}) = 49383 \text{ 万元人民币}$ 。

假设到 6 月，美元汇率下跌，投标商中标，则投标商可以执行 6 月份期权，卖出 1000 万美元，取得 8300 万元人民币，并保留其他未到期期权。如果投标商未中标，则由于美元汇率下降，其卖方期权价格势必上涨，则投标商可以卖出期权，冲平期权头寸的同时，获取利润，如表 6—9 所示：

到期月份	1995 年 6 月			
	6 月	9 月	12 月	96 年 3 月
期权费 (人民币)	0.06	0.075	0.085	0.095
数量 (万美元)	1000	1100	1100	2800
总期权费 (人民币万元)	60	82.5	93.5	266

所以，不考虑交易成本和利息情况下，投标商虽未中标，但可获利： $(60 + 82.5 + 93.5 + 266) - (50 + 66 + 77 + 224) = 502 - 417 = 85 \text{ 万元人民币}$ 。

如果在 6 月份，美元升值，为 \$ 1 = ¥ 8.4。投标商若中标，则可以按市场价格 \$ 1 = ¥ 8.4 出售其 1000 万美元，则放弃 6 月份美元卖方期权，这样投标商比目标利润多获利 $(8.4 - 8.3) \times 1000 = 100 \text{ 万元人民币}$ 。下表说明如果投标商中标，在未来时间的不同汇率下，投标商的盈亏情况：

时间	1995 年 6 月						
	95 年 6 月	9 月	12 月	96 年 3 月	6 月	9 月	总额
汇率	8.4	8.3	8.2	8.1	8.5	8.6	
外汇收入 (万美元)	1000	1100	1100	1100	1100	600	6000
人民币收入	8400	9130	9130	1130	9350	5160	50300

在 1995 年 6 月将 1100 万 96 年 3 月期期权以每美元 0.09 元人民币出售，购入 1996 年 6 月期期权，价格为每美元 0.1 元

人民币。在 1995 年 9 月将 600 万 96 年 3 月期期权以每美元

0.05 元人民币出售，购入 1996 年 9 月期期权，价格为每美元

0.07 元人民币，由此，共增加期权费成本： $(0.1 - 0.09) \times 1100 + (0.07 - 0.05) \times 600 = 23 \text{ (万元人民币)}$ 。

所以在上表所列的汇率情况下，投标者的收入为 $50,300 - 417 - 23 = 49,860$ 万元，高于其最低利润，即 49383 万元人民币。

第四节 远期利率协议

远期利率协议(Forward Rate Agreement, FRA)同期货、期权业务以及互换交易一样,都是金融创新的成果,为投资者提供一种防止风险的有效工具。

一、远期利率协议的含义

远期利率协议是一种利率的远期合同,是管理远期利率风险和调整利率不相匹配(指资产和负债的浮动利率和固定利率形式呈不一致)的一种金融工具。

在该协议中,买卖双方商定将来一定时间的协议利率并规定以何种利率为参照利率,在将来清算日,按规定的期限和本金额,由一方或另一方支付协议利率和参照利率利息的差额的贴现金额。

在该协议中,虽然交易双方商定了一个本金总额(即名义存款或概念性存款),但它仅仅做为计算利息的根据,不必发生实质交换,也不发生帐户转移。交易双方交换的只是利率,并且计算的利息差额以现金结算支付。交易双方能达到协议,是由于双方对市场利率走势的预期不同,一方认为利率趋升买进远期利率协议保值,而另一方认为利率趋降卖出远期利率协议保值。

二、远期利率协议市场

远期利率协议是国际银行业在传统经营方式和传统金融工具以外所创造的新的融资方式和工具。它基于动荡的金融市场和追求盈利性,流动性和安全性的统一。

远期利率协议在1982年至1983年间流行于英国。目前伦敦市场是它的主要交易中心,其次是纽约。伦敦目前的远期利率协议交易量约占全球成交量的40%,而纽约则占全球成交量的1/4。

远期利率协议是不经过交易所进行的,而全部为场外交易,是一种无形市场方式。因而与金融期货相比,远期利率协议具有简便、灵活和无需支付保证金等特点。

远期利率协议交易主要在银行同业间进行,银行与非银行客户所进行的远期利率协议交易极少。银行同业的远期利率协议交易大多要通过经纪人中介成交。参与该市场的银行主要是美国大银行、英国的商人银行和清算银行。此外,意大利、荷兰等国的商业银行也是该市场的积极参与者。而日本、德国银行则较少参与其中。

原则上讲,远期利率协议可以进行任何可自由兑换货币的交易。但在实际业务中,远期利率协议的成交货币主要是美元,美元在所有的远期利率协议交易中占90%以上。以其他可自由兑换货币如英镑、马克、瑞士法郎等作为成交货币的远期利率协议较少。其原因有二:一是相对其他主要西方货币而言,美元利率起伏较大,其风险管理更显重要;二是长期以来美元作为最主要的国际货币的地位尚未改变。

根据国际惯例,远期利率协议交易中名义本金的最小金额为一种货币的500万单位,比如,500万美元,500万马克,500万英镑等。随这种交易的不断发展,1985年以后,远期利率协议中名义本金增加的趋势日趋明显。

远期利率协议在兴起之时,交易期限以“3个月对6个月”这些整数期限报价最为普遍。现在期限有所延长,“6个月对9个月”、“9个月对12

个月”的合约不断涌现，近来，更扩大至两年，并且不是整数的期限也可以通过交易双方的协商而达成交易。

远期利率协议中的协议利率很大程度上依赖于内含远期利率，但有时离内含远期利率相差很远。参照利率通常是结算日前两个营业日的伦敦银行同业拆放利率（LIBOR）。如果清算日的参照利率高于协议利率，远期利率协议的买方从卖方那里得到利差数；如果该参照利率低于协议利率，卖者将队买者处得到利差数。

如银行报价（ $3 \times 63.08 - 8.14$ ），即为期限为3个月后起息的6个月期，协议利率买价为8.08%，卖价为8.14%，3个月指签订协议的当天后的3个月，那天为期限的首天，也就是起息日，也为结算日，利差数的交付就在那天；而6个月指签订协议那天后的6个月，那天为到期日，即利息以这3个月来计算，并贴现到协议期限的期初，即期限的首天。

远期利率协议的每笔交易都是相对独立的交易，不能够出卖或对冲协议，因而一般将随交易对手的变化而变化信用风险。一般来说，银行对远期利率协议交易用本金的5%来测算其信用风险程度。

三、标准化的文件

远期利率协议与其他交易一样，也是根据一种标准文件进行交易的，即英国银行家协会远期利率协议（FRABBA）。该文本已成为远期利率协议交易的标准化文件，所有在伦敦、纽约或在其他金融市场交易的远期利率协议均使用这些条款和条件。有了这样一个标准化文件，就可以大大提高交易的速度和质量。而每一笔远期利率协议交易仅需一个电传确认后即可成交。

英国银行家协会远期利率协议的主要内容分A、B、C、D、E、F六部分。A介绍了远期利率协议的发生、结算利率、远期利率协议文件的影响及今后的发展。B是有关术语的定义，包括英国银行家协会远期利率协议指定银行、营业日、买方、卖方、合约金额、合约货币、合约期限等16个专用术语定义，C简要说明了报价的习惯作法，即除非协议双方特指以外，标准的FRA期限是交易日后的一个整数的月份为起息日，D是FRA的条款和条件，包括陈述和担保、确认、结算、支付、取消、违约、豁免、适用法律等详细内容。E是超过一年期的FRA结算金额过程。F是确认样本。具体如下：

1. 协议日使用的确认样本（电传格式）。

远期利率协议合同形式

确认注意：

致：（交易对手）

发自：XX 银行

我们很高兴在此确认以下我们之间达成的远期利率协议交易。该交易接受1985年BBA制定的FRA条款和条件的约束。

合约币种和金额

决定利率日期

结算日到期日

合约利率（%每年；利率基准日期以360/365计）

卖方名称

买方名称

非标准各项和条件（若有）

任何远期利率协议的付款请贷记以下我行帐户。

请速使用电话或电报确认以上交易。

2. 结算日使用的确认样本（电传格式）。

远期利率协议合同 协议日期

确认注意：结算

致：（交易对手）

发自：XX 银行

有关我们之间根据 1985 年 BBA 制定的 FRA 的条款和条件达成的以下 FRA 交易：

合约币种与金额

决定利率日期

结算日 到期日

合约期限（天数）

合约利率（%每年）

卖方名称

买方名称

非标准各项和条件（若有）

结算利率（%每年）

结算金额（USD、GBP 等）

结算指示：

我方将在结算日支付 金额至贵方以下帐户；

我方将在结算日收到 金额，请贷记我方以下帐户。

四、远期利率协议的计算

远期利率协议的定价基础，被称作内含远期利率，其情形如下：

在同业拆放中，经常会碰到一种情况，即拆进和拆出的期限不同，利率也不一样。这种情况又分成两种形式；借入短期贷出长期，或者借入长期贷出短期，在这种借入与贷出利息与期限不匹配的情况下，银行希望知道盈亏平衡时远期对远期利率。

第一种情况：借入短期贷出长期：

短期为第一期，两期之差为第二期：

第一期借款支付利息：

$$I_n = R_n \cdot \frac{n}{B} \cdot P \quad (1)$$

式中 I_n 为借款按短期利率付出的利息； R_n 为第一期借款利率，即对方银行贷款利率； n 为第一期即短期天数； P 为本金； B 为利息基础天数。

长期贷款获得利息：

$$I_N = R_N \frac{N}{B} \cdot P \quad (2)$$

式中， I_N 为贷款按长期利率所获利息； R_N 为第一期借款利率，即对方银行贷款利率； N 为长期天数，包括第一期 n 。

假设借款按市场拆出利息，贷款按市场拆进利率。这样银行可以获得利息用于第二期借款的利息是：

$$I_{N-n} = I_N - I_n = \frac{P}{B} \times (R_N N - R_n n) \quad (3)$$

用 I_{N-n} 作为第二期借款本金为 $(P + I_n)$ ，期限为 $(N-n)$ 的

利息，则远期利率为：

$$FR = \frac{B}{N-n} \times \frac{I_{N-n}}{P + I_n} \quad (4)$$

式中，FR 为远期利率，将式（1）和式（3）代入式（4）得

$$FR = \frac{R_N N - R_n n}{(N-n)(1 + \frac{R_n n}{B})} \quad (5)$$

第二种情况下：类似推导后得短期贷款，长期贷款的远期利率公式：

$$FR = \frac{R_N N - R_n n}{(N-n)(1 + \frac{R_n n}{B})} \quad (6)$$

式中， R_n 为长期的借款利率， R_n 为短期的第一期贷款利率。这就是表示银行借入长期的一笔款，把它贷出去短期后收回，要把收回本利和再贷出去以多少的利率到借款到期时收回能正好还借款本利和，或有盈余不亏本。

可以看出，式（5）和式（6）中 R_n 、 R_n 分别代表短期利率和长期利率，实质是相同的。

远期利率协议的定价只是真实反映了报价者能提供市场的远期利率的一种能力，也是反映了使用不同方式做同一笔套期保值交易所需的成本，远期利率协议市场定价是每天随着市场变化而变化的。实际的交易价格要由报价银行来决定。报价与货币市场中的货币拆放利率表达方式相同，但增加了合约指定的远期期限。

例如：1991年3月20日的美元远期利率协议市场定价如下：

3×6 8.08-8.14 2×8 8.16-3.22

6×9 8.03-8.09 3×9 8.15-8.21

9×12 8.14-8.20 4×108.15-8.21

那么银行的运作如下：（第一列为例：）

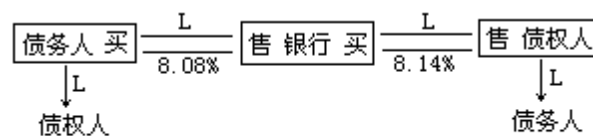


图 6-11

银行若买入一个 3×6FRA，则在到期日支付给对方合约利率 8.08% 获得即期市场利率；若卖出一个 3X6 的 FRA，则在结算日收取 8.14% 合约利率，支付结算日即期市场利率给对方。

所以说，FRA 对即将收到或付出的资金的利率下跌或上升的风险，在到期以前，以固定利率售出或购入资金，到结算日再以市价购入或售出现货以平仓。

支付金额公式为：

$$A = (L - F) \cdot D \cdot P / (B + L \cdot D)$$

式中，A 为交付金额；L 为 FRA 中规定的参照利率，通常为 LIBOR；F 为 FRA 中议定的协议利率；D 为 FRA 中规定的期限天数；P 为 FRA 中的本金；B 为 1 年的基础天数。

从公式中可以看出，支付金额是期限为 D 的一笔款项按 (L—F) 利率计

算的一笔利息，按市场利率折现到期限 D 期首的一笔金额。当 $L > F$ 时，则 A 为正数，卖方支付利差给买方；当 $L < F$ 时，则 A 为负数，卖方收取买方的利差。

五、 FRA 在实际中的应用实例

如果，欧洲美元的利率为：

	买方利率	卖方利率
3 个月	7.8	7.95
6 个月	8.0	8.15

某银行以该利率拆进 1000 美元，贷出以 7.95% 的利率，它计算了一个远期利率：

$$FR = \frac{0.08 \times 6 + 0.0795 \times 3}{(6-3) \left(1 + \frac{0.0795 \times 3}{12}\right)} = 0.07893 = 7.893\%$$

它认为 1 个月后再贷出至少要达到该利率才不至于亏本。而据市场上外汇行情美元对日元不断升值来看，美元有调低利率的可能，便售出 FRA 以 (3X6%) 的利率报出卖家。

而 B 公司在 3 个月时需筹集一笔金额为 1000 万美元的 3 个月短期资金，并认为美元对日元升值为暂时现象，且美国国内通货膨胀的长期较高水平会导致美元利率进一步升高，便向报 8% 卖价的银行买入了 (3X6) 3 个月起息的 3 个月借款的 FRA。

到交付日那天，市场利率果然上升，3 个月 LIBOR 为 9%，于是，FRA 的协议利率与 3 个月 LIBOR 之差，将由卖方银行支付给 B 公司买方。支付金额代入公式得：

$$A = \frac{(9\% - 8\%) \times 90 \times 10000000}{360 + 9\% \times 90} = 24449.88 \text{ 美元}$$

B 公司实际筹资金额为：

$$10000000 - 24449.88 = 997550.12 \text{ 美元}$$

B 公司 3 个月到期支付利息为：

$$997550.12 \times 9\% \times \frac{90}{360} = 24449.88 \text{ 美元}$$

B 公司支付的本息和为：

$$997550.12 + 24449.88 = 1020000 \text{ 美元}$$

$$\frac{200000}{10000000} \times \frac{360}{90} = 8\%$$

而银行在这天收到本利和：

$$10000000 \times \left(1 + \frac{0.0795}{4}\right) = 10198750 \text{ 美元}$$

同天付给 B 公司 24449.88 美元后实际贷出 10174300.12 美元，可存在出售风险，银行 3 个月到期收到利息为：

$$10174300.12 \times 9\% \times \frac{3}{12} = 228921.7527 \text{ 美元}$$

银行收到本息和为 10403221.87 美元

银行 3 个月需归还贷款为

$$10000000 \times (8\% \times \frac{6}{12} + 1) = 10400000 \text{ 美元}$$

银行盈利：

$$10403221.87 - 10400000 = 3221.87 \text{ 美元}$$

B 公司比不买协议少付：

$$10000000 \times (9\% - 8\%) \times \frac{90}{360} = 25000 \text{ 美元}$$

但交付日那天，3 个月 LIBOR 若为 7%，那么得由 B 公司支付利差给银行，该值为：

$$A = \frac{(7\% - 8\%) \times 90 \times 10000000}{360 + 7\% \times 90} = 175429.98 \text{ 美元}$$

这样，B 公司实际筹资额为 10024570.02 美元，3 个月到期支付利息为：

$$10024570.02 \times 7\% \times \frac{90}{360} = 175429.98$$

B 公司支付本息和为：

$$10024570.02 + 175429.98 = 10200000 \text{ 美元}$$

B 公司实际承担利率仍为

$$\frac{200000}{10200000} \times \frac{360}{90} = 8\%$$

B 公司比不买协议多付：

$$(7\% - 8\%) \times \frac{90}{360} \times 10000000 = 25000 \text{ 美元}$$

这便为购买 FRA 的风险。

而银行收到 24570.02 美元，实际贷出

$$10000000 \times (1 + \frac{0.0795}{4}) + 24570.02 = 10223320.02 \text{ 美元}$$

银行 3 个月后实收利率为：

$$10223320.02 \times 7\% \times \frac{90}{360} = 178908.1 \text{ 美元}$$

本息和为 10402228.12 美元

3 个月后需还借款为：

$$10000000 \times (8\% \times \frac{6}{12} + 1) = 10400000 \text{ 美元}$$

银行仍有盈利为

$$10402228.12 - 10400000 = 2228.12 \text{ 美元}$$

若银行不卖协议则 3 个月后实收利息为：

$$10000000 \times (1 + \frac{0.0795}{4})(1 + \frac{0.07}{4}) = 10377228.13 \text{ 美元}$$

则银行实亏损 22771.87 美元。

从上述两种情况看，FRA 对于购买者，都达到了固定利率成本的目的，而对于出售者来说，都达到套期保值的目。当然利用 FRA，也可以进行投机。

第七章 国际银行业务监管——巴塞尔协议

第一节 国际清算银行简介

《巴塞尔协议》是国际清算银行(BIS)主持制定的对国际银行进行联合监管的法律文件。因此在讨论《巴塞尔协议》之前,有必要简单介绍一下国际清算银行的情况。

国际清算银行是第一次世界大战后为了执行对战败国德国赔款的分配而设立的。在此之前,根据“道威斯计划”,德国的战争赔款由一个赔款委员会执行分配。到1928年,德国因国内经济出现困难,要求减少赔款金额。在这种情况下,由杨格策划制定了“杨格计划”取代原来的“道威斯计划”,同时协约国于1930年1月在海牙签署协议,决定由英、法、比、德、意、日六国的中央银行和美国的一个银行团(由摩根、纽约花旗、芝加哥三家商业银行组成)联合建立国际清算银行,行址设在瑞士巴塞尔。

国际清算银行原始资本为5亿金法郎,分为20万股,由参加的银行平均认缴。国际清算银行执行“杨格计划”仅两年。到1932年,由于发生了世界经济危机,协约国同意停止要求德国支付战争赔款,国际清算银行的职能也发生变化,主要办理各国中央银行之间的清算业务。二战以后,国际清算银行又先后作为欧洲经济合作组织、欧洲煤钢联营、黄金总库等国际经济组织的金融代理人。

1969年12月,国际清算银行修改其章程,新章程规定银行的宗旨是促进各国中央银行之间的合作,并向其提供更多的国际金融业务的便利,在国际清算业务方面充当受托人或代理人。同时将银行的资本增加到15亿金法郎,分为60万股。目前国际清算银行的股份有4/5掌握在各成员国中央银行手中,其余1/5由中央银行转让给私人。银行的正式成员有30个国家的中央银行。但世界上绝大多数国家的中央银行都与国际清算银行有业务关系,因此国际清算银行也被称为中央银行的银行。各国的中央银行可以在该行存放黄金和外汇储备。目前世界各国的国际储备约有十分之一存放在国际清算银行。对存放的黄金储备,银行不收取费用,而且可以以此为抵押从国际清算银行取得黄金价值85%的贷款。同时国际清算银行还代各国中央银行买卖存放的黄金。对中央银行存放的外汇储备,各国中央银行可以转换币种,也可以随时提取。除了办理各国中央银行之间的业务往来外,国际清算银行还充当万国邮政联盟、国际红十字会等国际机构的金融代理机构。在国际金融市场上,国际清算银行办理各国政府国库券和其他债券贴现和买卖业务、买卖外汇和黄金,是国际黄金市场和欧洲货币市场的重要参加者。

国际清算银行也是各国中央银行进行合作的理想场所。各国中央银行的行长每年在巴塞尔该行的年会上讨论世界经济与金融形势,探讨宏观经济政策的协调和如何稳定国际金融市场。同时,国际清算银行在其业务活动中努力与国际货币基金组织的活动协调一致,对解决国际金融领域的问题起到了积极作用。此外,国际清算银行还组织专家对黄金、外汇市场、欧洲货币市场等进行研究,并定期发表报告,在学术界享有较高声誉。中国人民银行在正式行使中央银行职能之后不久,就于1984年与国际清算银行建立了业务联系。随后中国人民银行在国际清算银行设立了外汇和黄金帐户,将一部分黄金和外汇储备存放在该行。

中国人民银行的代表列席每年召开的股东大会年会,与银行的业务往来也日益增多,这为中国获取世界经济、金融信息,增加与其他国家中央银行

的交往机会提供了新的渠道。同时中国人民银行曾多次得到国际清算银行的技术援助，并从 1985 年起开始接受国际清算银行的贷款。1996 年 9 月，国际清算银行正式接纳中国人民银行为其会员，标志着中国人民银行与国际清算银行更广泛合作的开始。

第二节 巴塞尔协议产生的原因及过程

历史上国际金融领域共有四个《巴塞尔协议》，其中第一个是1961年3月由英、法、意、荷、比、德、瑞士、瑞典8国中央银行达成的不成文的君子协定。这一协定是为了在某国的货币受到市场压力时，其他国家应在外汇市场上合作，采取必要的支援措施，以维持汇率的稳定。另外三个巴塞尔协议则都是由巴塞尔委员会制定的有关国际银行监管的协定。我们本章主要讨论后三个巴塞尔协议，特别是1988年缔结的全称为《关于统一国际银行资本衡量和资本标准的协议》的巴塞尔协议。

银行监管制度是随着金融业的发展而不断发展完善的。最初的银行监管仅限于银行登记注册，之后随着金融功能的强化，银行监管的内容也不断扩展。第二次世界大战以后，各国经济联系日益紧密，银行也开始在全球范围内开展业务，跨国银行的海外资产规模迅速扩张；与此同时，各国加强银行监管刺激了大量逃避管制的金融创新的发现。这两大发展趋势增加了银行业的风险，也迫使各国监管当局尽快采取相应的对策。巴塞尔协议正是在这样的背景下出台的。

70年代以前，各国银行监管当局对跨国银行的监管主要采取双边协调的方法。1974年，德国的赫斯塔特银行和美国的富兰克林国民银行由于过度从事外汇交易而倒闭。这一事件引起了各国监管机构的担忧，也使人们意识到在银行监管领域进行国际合作的重要性。1975年2月，在国际清算银行发起下，成立了“银行管理和监督常设委员会”，简称巴塞尔委员会，作为银行监管国际合作的常设机构。由于从1977年起由英格兰银行的库克担任主席，在此期间也叫“库克委员会”。委员会成员由原十国集团加上瑞士和卢森堡组成，即美、英、法、意、日、德、荷、加、比、瑞士、瑞典和卢森堡。委员会的宗旨是：（1）加强各国监管机构的联系与接触；（2）制定广泛的、统一的监管规则；（3）改进国际银行监管的统计标准。其中第二点是其最主要的目的。

（一）第一个巴塞尔协议的内容

1975年9月，巴塞尔委员会通过了《对银行的国外机构监督原则》，即第一个《巴塞尔协议》。这一文件被国际银行界称为“神圣公约”。“神圣公约”的宗旨是制定国际合作监督的准则。其主要内容是：

1. 按股权原则确定分行、多数股子银行、少数股子银行的定义；
2. 任何银行设立的国外机构均不能逃避监督，母国和东道国的当局共同负有监督的责任；
3. 东道国主要监督外国分行的流动性和外国子银行的清偿力；而母国则主要监督外国分行的清偿力和外国子银行的流动性；
4. 东道国和母国的当局应加强合作，并互通情报；代为检查对方的海外机构等。

（二）修订后的巴塞尔协议的内容

1978年，巴塞尔委员会颁布了《综合资产负债表原则》，该原则把跨国银行的总行、分行、子银行作为一个整体，从全球角度对其进行综合考察。这一原则避免了个别评估的片面性，强调了股权原则和母国当局监督的主导作用。1983年5月通过的修订后的巴塞尔协议（全称《修改后的巴塞尔协议，对银行国外机构的监督原则》），即为第二个巴塞尔协议，又称“新神

圣公约”。修订后的巴塞尔协议吸收了《综合资产负债表原则》中的综合监督法，并力争把巴塞尔协议的准则推广到巴塞尔委员会成员国之外。

修订后的巴塞尔协议明确了对跨国银行的海外分行、子银行和合资银行的监督责任的分配。这种监督权涉及流动性、清偿力和外汇活动及其头寸三个方面。其具体内容是：

1. 流动性。规定分行的流动性应由母国和东道国共同负责；而子行和合资银行的流动性监管则主要由东道国当局承担，但母国的总行应出具保函，保证对子行和合资银行提供备用信贷。此外，母国管理当局应对整个银行的流动性负责。

2. 清偿力。规定分行的清偿力监督由母国当局负责；子行的清偿力则由母国和东道国的当局联合负责；而合资银行的清偿力监督则由东道国负主要责任；如果合资银行中一国占有多数股权，那么其清偿力的监督应由母国和东道国负责。

3. 外汇活动和头寸。修改后的巴塞尔协议规定由母国与东道国监管当局共同负责：由母国当局对全球外汇头寸进行管理，而东道国当局只管理其境内的外汇交易和外汇暴露。

修改后的巴塞尔协议还提出了监督银行外国机构的两条基本原则，即 1. 任何银行不得逃避监督；2. 这种监督应当是充分的。为此，协议规定，如果母国当局对其海外银行监督不充分，东道国可以禁止这些银行在其境内经营；或者加强自己对这些银行的监督。

（三）第三个巴塞尔协议的产生

修订后的巴塞尔协议采纳了综合监督法，并体现了“以确定股权原则为主，当地市场原则为辅；母国综合监督为主，东道国个别监督为辅”的总体思路，明确划分了监督的责任。但它也存在着不少缺点和漏洞。

首先，国际银行监督缺乏可行的标准。尽管修改后的巴塞尔协议规定了对银行国外机构的流动性、清偿力和外汇活动及其头寸的管理原则和责任分配，但它没有提出具体可行的监管标准。由于各国对银行业的管理体系差异很大，因而要实现充分监督实际上是不可能的。而且，由于各国管理标准的不同，造成了各国银行间的不平等竞争。在监督管理严格的国家，一般规定较高的资本资产比率，这就削弱了银行进行扩张的能力；而监管较宽松的国家由于规定了较低的资本资产比率，因而银行的竞争能力增强，风险资产也急剧膨胀。可见，不同的监管标准导致各国银行的不平等竞争。这就迫切要求制定一个国际监督的统一标准。

其次，综合监督法存在着严重缺陷。由于综合监督法要求总行和母国对其海外机构承担一切风险，因此在事实上鼓励东道国无限制地放松管制来吸引外国资本，这很容易加大银行风险，也与修改后的巴塞尔协议要求的共同监管原则相悖。同时，由于综合监督法只强调总行的综合资产负债表，这就为跨国银行在其全球银行网络内部调拨资金进行投机或逃避管制提供了便利，但同时又会使其海外机构的流动性和外汇头寸出现问题。这也不符合修改后的巴塞尔协议的初衷。另外，综合监督法也会由于东道国法律规定的原因而难以实施。如有些国家的银行保密法不允许总行对其海外分行进行检查，使得综合监督法无法贯彻。

第三，修改后的巴塞尔协议回避了最后贷款人问题。根据股权原则，总行及母国银行监管当局应当充当最后贷款人。但这就会使少数股子银行和合

资银行的最后贷款人没着落。如美国和意大利就宣布不能为其不能控制的子银行负责。

基于修改后的巴塞尔协议存在以上缺陷，巴塞尔委员会经过数年的努力，在修改后的巴塞尔协议基础上，采纳了英美银行监管机构提出的建议（《美国联邦银行监管机构和英格兰银行对资本基础和资本充足比率评估的统一建议》），于1987年12月通过了“巴塞尔提议”（全称“关于统一国际银行资本衡量和资本标准的提议”）。1988年7月，提议的修改稿获得了十国集团中央银行行长的正式通过，成为第三个巴塞尔协议（全称为“关于统一国际银行资本衡量和资本标准的协议”）。

第三节 巴塞尔协议的主要内容及作用

在本节中，巴塞尔协议特指 1988 年 7 月通过的第三个巴塞尔协议。

巴塞尔委员会的任务是要在成员国中为跨国银行取得一个共同方法，来衡量资本充足性，建立最低资本充足性标准，以便消除国际银行间的不平等竞争。为此，巴塞尔委员会对其制定的标准提出了两个目标：第一，新的框架应服务于加强国际银行体系的健全和稳定；第二，新框架在应用于各国的银行时应具有高度的统一性，以消除国际银行间现存的不平等竞争的根源，确保公平。巴塞尔协议基本上实现了上述目标，它通过制定银行资本与资产比率的计算方法和最低标准，促使银行增加安全系数，从而达到加强国际银行体系健全和稳定的目标，清除国际银行间不平等竞争的根源。

一、巴塞尔协议的主要内容

巴塞尔协议主要分为四大部分：1. 资本的组成；2. 风险权重的计算标准；3. 目标标准比率；4. 过渡期及其实施安排，另外还包括 4 个附件，即资本的定义、表内项目的风险权数、表外项目的信用换算系数和过渡期的安排。

（一）资本的组成

各国银行监管当局对合格资本的定义差别很大。而资本基础的定义对于银行经营的安全有着至关重要的意义。如果将一些不可靠的资财计入资本，日后可能会因资本价值骤降而威胁到银行的生存；同时统一资本定义也是制定统一的资本充足标准的前提。根据各国的具体情况，巴塞尔协议对资本提出了一种统一而又有灵活性的定义。

巴塞尔协议将银行的资本分为两大类，一类是核心资本（Core Capital），也称一级资本（Tier 1 Capital）；另一类是附属资本（Supplementary Capital），又称二级资本（Tier 2 Capital）。

1. 核心资本。核心资本是银行资本中最重要的组成部分，它具有以下几个特点：

（1）资本的价值相对比较稳定；

（2）资本的成分对各国来说是唯一相同的成份，在公开发表的帐目中完全可以发现；

（3）核心资本是市场判断资本充足性的基础，并对银行的盈利差别和竞争能力关系极大。

根据上述特点，核心资本主要包括以下几个组成部分：

（1）永久性股东权益：包括已发行并完全缴足的普通股和永久性非累积优先股；

（2）公开储备。是以公开的形式，通过留存盈余（retained earnings）或其他盈余（如由股票发行溢价、留存利润（retained profit）、普通准备金和法定准备金的增值而创造或增加的）反映在资产负债表上的储备；

（3）对于合并报表，核心资本还包括不完全拥有的子银行公司中的少数股东权益。

2. 附属资本。根据巴塞尔协议的规定，附属资本包括非公开储备、资产重估储备、普通准备金/普通贷款损失准备金、混合资本工具和次级长期债务等五项。各国可以根据各自的会计制度和监管条例自行决定是否将每一成份都包括在附属资本中。

（1）非公开储备。又称隐蔽储备，它具有以下几个特点：该储备金不

在公布的资产负债表中注明，但反映在银行的损益表中；非公开储备与公开储备具有相同的质量，可以自由地、随时地被用于应付未来不可预见的损失，而不应与任何贷款损失准备金或其他已知的负债有关。

由于各国对非公开储备有不同的规定，因此只有在监管机构接受非公开储备的情况下，非公开储备方可有资格成为附属资本的一部分。另外，非公开储备不包括资产负债表中以低于市价持有证券所产生的隐蔽价值。

(2) 重估储备。有些国家按照本国的监管和会计条例，允许对某些资产进行重估，以反映其市值，或使其相对于历史成本更接近其市值，并把经过重估的储备包括在资本基础中。如果监管机构认为这些资产是审慎作价的，充分反映了价格波动和强制销售的可能性，则巴塞尔协议允许将这种储备列入附属资本中。

重估储备可以两种形式产生：一种是物业重估储备，即一些国家允许银行经常对其自身的商业楼宇进行重估，以反映其市值的变化；对这种类型的重估可以作为重估储备包括在附属资本内；第二种是证券重估储备，即对以历史的成本价格反映在资产负债表上的长期持有股票证券进行的重估。由于这类潜在的重估储备可以在必要时用于承担银行亏损，因而可以被包括在附属资本中。但对这类储备的历史成本的帐面价值和市场价值之间的差额必须打 55% 的折扣，以反映这种虚拟资本潜在的风险和象征性的税收费用。这意味着这种重估储备只有 45% 可以归入附属资本中。

(3) 普通准备金/普通贷款损失准备金。指用于防备目前尚不能确定的损失的准备金或呆帐准备金。因为它可以在损失出现时随时用以弥补，因此应作为附属资本。应当指出的是，为已经确定的损失或某项特定资产价值明显下降而设立的准备金，不能作为附属资本。因为这种准备金不能用于防备不确定的损失，而且不具有资本的基本特征。

此外，如果普通准备金中包括一部分反映资产低估或资产负债表上潜在但还未能确认的损失金额，则这一金额不能超过风险资产额的 1.25 个百分点，在特殊情况下最高可达 2 个百分点。

(4) 混合资本工具。指具有一定股本性质又有一定债务性质的金融工具。由于它们与股本极为相似，特别是能够在不必清偿的情况下承担损失，因而可以列为附属资本。但必须满足下列条件：

- 是无担保的、从属的和缴足金额的；
- 不可由持有者主动赎回，未经监管当局事先同意也不准赎回；
- 除非银行被迫停止交易，否则它们得用于分担损失；
- 虽然这类工具会带来支付利息的责任，而且不能减少或延期支付，但当银行盈利不敷支付时，应允许推迟支付这些利息。

最典型的混合资本工具是累积优先股，此外加拿大的长期优先股、英国的永久从属债务和美国的强制性可转换债务工具也属混合资本工具。

(5) 次级长期债务。次级长期债务是资本证券与债务证券的综合。它具有以下几个特点：可以为固定资产筹集资金；只有在存款人对盈利与资产的要求权得到充分满足之后，债权人才能取得利息和本金；一旦银行破产，损失先由次级债务冲销，再由存款保险机构或存款人承担。由于次级长期债务的上述特点，因而可以部分替代资本的职能。

巴塞尔协议规定次级长期债务中只有普通的、无担保的、最初期限为 5 年以上的次级债务资本工具和不许购回的优先股可以作为附属资本。而且在

债务的最后五年期限中，每年必须累积折扣 20%，以反映这些工具的价值下降情况，并以之作为继续投资的来源。

由于次级长期债务不是产权资本，因而其资本的作用存在严重缺陷，主要表现在：在银行未宣布破产以前，不能用以冲销损失；有固定期限，到期必须归还或办理展期；债务利息的支付是银行的法律义务，不能象股利一样可以免除支付。鉴于上述原因，巴塞尔协议规定这类债务最多不得超过核心资本的 50%。

3. 从资本中扣除部分。为了计算资本对风险加权资产的比率，巴塞尔协议规定以下几项内容应从资本中扣除：

(1) 从核心资本中扣除商誉；

(2) 如果对银行集团实施以综合资产负债表为基础的风险资产比例规定，则从总资本中扣除对不合并列帐的银行与财务附属公司的投资；

(3) 从总资本中扣除在其他银行和金融机构资本中的投资。对于第三项扣除，由于可能影响到某些国家（如日本）银行体系的结构变革，因而巴塞尔协议规定各国监管当局可以根据实际情况采取全部或部分扣除，也可以不予以扣除，但同时规定了以下限制条件：

(1) 如果不加以扣除，银行持有的其他银行的资本工具将承担 100% 的风险权数；

(2) 在实施上述政策时，应当阻止那种为了人为扩大银行资本而使银行相互交叉持有资本的做法。

(二) 风险权重的计算标准

当前各国监管当局衡量银行资本的充足性主要采用比率的形式，主要有资本—存款比率、资本对负债总量比率、资本对总资产比率、资本对风险资产比率。其中前两种属于负债比率，后两种属于资产比率。尽管负债比率具有简明和易于操作的优点，但它不能反映不同的风险和表外业务，因而不能准确地反映资本充足程度。基于此，巴塞尔协议采用了风险加权资产比率作为评估银行资本充足性的主要方法。这一比率考虑了资产负债表中不同种类资产以及表外项目的相对风险，与负债比率相比，它具有以下优点：

(1) 可以在较公平的基础上对结构可能有所不同的银行体系进行国际间的比较；

(2) 它使表外业务的风险衡量更加容易；

(3) 它不阻止银行持有流动资金或风险较低的其他资产。

在采用风险加权资产比率作为主要衡量标准的同时，巴塞尔协议不排斥其他衡量资本充足性的方法，而是建议将其作为风险加权资产比率的补充。

在风险权数的设计上，巴塞尔协议力求简单，只设计了 5 个风险权数，即 0%，10%，20%，50%，100%。

银行经营中面临许多风险，如信贷风险、投资风险、利率风险、汇率风险、资产集中风险等。但巴塞尔协议认为银行面临的主要风险是信贷风险，因此协议制订的权数结构的重点放在信贷风险和信贷风险中的更深层面——国家转移风险方面。

在这一认识指导下，巴塞尔协议对风险权数的结构作出了一些原则规定，而细节方面可由成员国自行选择。

1. 本国政府证券。巴塞尔协议规定各国监管当局可以自行决定对本国政府债券的权重，使用 0% 或较低的权数均可。

2. 国家转移风险。在最初的咨询文件中，巴塞尔委员会对国家转移风险的风险权重设计提出了两个方案，一个是简单地区别对国内机构和对外国的债权；另一个则是在选择一组信誉较高的国家的基础上区分不同的权重。在咨询期间，多数成员国赞成第二种方案，并提出了三点论据，因此巴塞尔委员会最后确定采用第二种方案。

在国家组别的划分上，巴塞尔委员会将经济合作与发展组织的正式成员国或者已与国际货币基金达成与其借款总安排(GAB)有关的特别贷款安排的国家(下文简称 OECD 国家)作为具有较高信誉的国家组。根据这一划分，巴塞尔协议对与国家转移风险有关的资产规定了以下的风险权数结构(见表 7—1)。

表 7—1

	中央政府	非中央政府公共部门		银行同业		公共部门附属商业公司
	中央银行	本国	国外	1 年以内	1 年以上	
OECD	0%	0%-50%	20%	20%	20%	100%
非 OECD	100%	自定	自定	20%	100%	100%

以本国货币定值并以此通货对中央政府和中央银行融通的债权的风险权数为 0%。

3. 抵押与担保。由于各国银行对使用抵押品的做法各不相同，而且实物或金融抵押的价值不稳定，因此尽管协议意识到了抵押对减少信贷风险的重要性，但未能制定出衡量抵押品的总基准，而只对某些特定的抵押品担保的贷款规定了风险权重。

对以现金或以 OECD 国家中央政府和多边开发银行发行的证券作抵押的贷款，规定了与抵押品相同的权数；对由第三方提供担保的贷款或其他风险暴露债权，凡由 OECD 国家的中央政府、公共部门实体或在 OECD 国家注册的银行担保的贷款，给予与对担保机构直接贷款相同的权数。应当指出的是，若抵押或担保只适用于贷款的一部分，则只对有抵押品或有担保的那部分贷款给予较低的风险权数。另外，银行因担保而出现的或有负债属于表外项目中的贷款替代形式，因而将给予 100% 的信用转换系数。

对以住宅楼宇为抵押的贷款，协议给予 50% 的风险权数，但必须是以借款人租住或自住的楼宇作为全部抵押，而且监管机构应制定严格审慎的标准。对于从事住宅建筑或地产开发投机活动的公司的贷款，不能适用 50% 的风险权数。

4. 表外项目。前文已经提到，表外业务的迅速发展增加了银行的风险，也使银行监管当局的监管难度加大，因此巴塞尔协议把将表外项目纳入资本充足性的衡量架构中作为一个重要内容。

为了衡量表外项目的风险，巴塞尔协议采取了将表外项目转换成表内同性质的方法。为此，协议将表外项目分为五大类，即：

(1) 贷款的替代形式。如负债的普通担保、银行承兑担保、可为贷款或证券担保的备用信用证等。这类业务信用转换系数为 100%；

(2) 与特定交易有关的或有负债。如履约担保书、投标保证书，与特定交易有关的担保或备用信用证。这类业务信用转换系数为 50%；

(3) 短期的、或自动清偿的、与贸易有关的或有负债，如跟单信用证。

信用转换系数为 20%；

(4) 原始期限为 1 年以上的其他承诺和票据发行便利 (NIFs) 以及循环承购融资 (RUFs)，信用转换系数为 50%。短期的、能随时无条件取消的承诺在有限的范围内可给予 0% 的信用转换系数；

(5) 与利率和汇率有关的项目。如互换、期货和期权业务。对前四类表外项目，协议的处理方法相同，即将其本金金额乘以相应的信用转换系数，得出对应表内同性质的项目的对等金额，再用这一对等金额乘以根据交易对手确定的风险权重，即可得出对应的风险加权资产额。

对第 5 类表外项目，即与利率和汇率有关的项目，巴塞尔协议考虑到银行并不承担全部合同面值的信贷风险，因而给出了特别的转换方法。由于成员国意见不完全一致，协议同时提出了两种方法，各成员国可以自行选择其中的一种。

(1) 现时风险衡量法 (Current Exposure Method)。现时风险衡量法即按照市场价格计算合约目前的替换成本，然后加上一个系数 (“追加系数”)，以反映合约在余期内的潜在风险。其具体步骤是：

——按市价得出所有带正值的利率汇率合约的替换成本总额；

——以其帐面名义本金额为基准，计算出潜在的未来信贷风险额，计算时的潜在风险转换系数如表 7—2。将名义本金额乘以相应的潜在风险转换系数，即可得出潜在的未来信贷风险额；

表 7—2

剩余期限	利率合约	汇率合约
一年以下	0	1.0 %
一年以上	0.5 %	5.0 %

对单一货币的浮动/浮动利率互换不计算潜在的未来信贷风险，而只以市价替换成本评估其信用风险。

——将上述两项 (替换成本总额和潜在的未来信贷风险额) 加总，即可得出对应表内项目的对等金额。然后再根据相应的风险权重将其转换成风险加权资产额。

应当指出的是，现时风险衡量法中所用的转换系数和追加系数都是暂时性的，当利率和汇率剧烈波动时，应及时加以调整。表 7—3 说明了现时风险衡量法的具体应用。

(2) 初始风险衡量法 (Original Exposure Measurement)。尽管多数成员国接受现时风险衡量法，但是少数成员国认为这一方法引入了市价因素，与资本架构的其余部分不一致。它们赞成使用初始风险衡量法，即根据每一合约的类别和期限，以每项合约的本金面额为基础估算合约的潜在信用风险额。这一方法中所采用的转换系数不是参照金融工具的市价得出的 (见表 7—4)。

合约种类	剩余期限	名义本金(\$)	转换系数%	市价替换成本(\$)	=表内对等金额(\$)
远期外汇	150天	5,000,000	1.0	25,000	75,000
远期外汇	150天	5,000,000	1.0	-10,000	50,000
固定、浮动					
利率互换 (单一货币)	150天	5,000,000	0	15,000	15,000
固定、浮动					
利率互换 (单一货币)	150天	5,000,000	0	-85,000	0
货币互换					
货币互换	1.5年	5,000,000	5.0	75,000	325,000
浮动、浮动					
利率互换 (单一货币)	3年	5,000,000	0	75,000	75,000
固定、浮动					
利率互换 (单一货币)	3年	5,000,000	0.5	-75,000	25,000
固定、浮动					
利率互换 交叉货币	3年	5,000,000	5.0	65,000	315,000

资料来源：王军、周晓鸣著《巴塞尔协议实施后的中国金融业》P15表1-2

表7 4

期限	利率合约	汇率合约
一年以下	0.5	2.0%
一年到不足两年	1.0%	5.0%
以后每加一年增加	1.0%	3.0%

如果替换成本为负，在计算表内对等金额时该项不加入。

对利率合约，各国有权选择初始期限或剩余期限，对汇率合约，则采用初始期限。

在初始风险衡量法中，先用合约面额乘以其期限和合约性质相对应的转换系数，得出表内相应项目的对等金额，然后再根据交易对手的性质确定风险权数，最后逐项加权计算出加权风险资产总额。

表7—5列出了初始风险衡量法的应用实例。

合约种类	初始期限	名义本金(\$) \times 转换系数(%)=表内对等金额(\$)		
远期外汇	180天	5,000,000	2.0	100,000
固定/浮动				
利率互换 (单一货币)	180天	5,000,000	0.5	25,000
货币互换				
固定/浮动	1.5年	5,000,000	5.0	250,000
利率互换 (单一货币)	3.5年	5,000,000	3.0	150,000
固定/浮动				
利率互换 (单一货币)	3.5年	5,000,000,	11.0	550,000

此处假设利率合约也用初始期限。

资料来源：王军，周晓鸣著《巴塞尔协议实施后的中国金融业》P16表1—4。

巴塞尔协议还对如何确定合约净值的风险权数问题提出了自己的意见，协议认为对可进行债权更新的合约，由于对方的违约风险实际上由于有了一个更新合约的替代而降低，因而可以进行轧净，但各国有权实施一段渐进期。对于载有停业条款的合约，由于目前尚无判例或明确的法律意见表明该条款的有效性，因此不能进行轧净。但协议规定一旦判例支持了这类条款的有效性，巴塞尔委员会将随时改变其决定。

对利率和汇率合约转换为表内对等金额后风险权数的使用，协议考虑到大多数参与互换业务的交易者是声誉较好的公司，因此尽管在一般交易中应给予其100%的权数，但在互换交易的转换中却给予交易双方50%的风险权数（一些会员国保留采用100%权数的权利）。同时协议指出，一旦市场参与者的平均信贷质量下降或损失个案增加，将提高这一权数。

（三）目标标准比率

在制订了资本组成和风险加权资产这两套参数体系后，就可以计算出一家银行的资本对风险加权资产比率，其具体程序如下：

1. 根据资本组成的定义计算出银行的核心资本（CC）、附属资本（SC）及总资本（TC）；
2. 计算银行表内项目的风险加权资产总和，公式为 $RWABS = \sum (A \times RW)$ ，其中 $RWABS$ 表示表内项目的风险加权资产总和； A 表示某项表内项目的帐面价值； RW 表示与某项资产相对应的风险系数；
3. 计算表外项目的风险加权资产总和，公式为 $RWAoBs = \sum (OBS \times CCF \times RW)$ ，其中 $RWAoBs$ 表示表外项目的风险加权资产总和； OBS 表示某项表外项目的本金金额； CCF 表示与某一表外项目对应的信用转换系数； RW 表示根据交易对手性质确定的某一表外项目的风险权数。

4. 计算银行的资本充足比率，其公式为 $CAR = \frac{TC}{PWA_{BS} + RWA_{OBS}}$ 。其中

CAR 表示资本充足比率。

根据保证所有的国际银行能有一个坚实基础的资本比率的目标，巴塞尔协议确定资本对风险加权资产的目标标准比率为8%（即资本充足比率），

其中核心资本至少应达到 4%。

为了使各国的国际银行能够有充分的时间达到目标标准比率，巴塞尔协议规定到 1992 年底各银行应达到这一标准，从而给了四年半左右的过渡期。协议的第四部分“过渡与实施安排”对过渡期内的阶段性目标进行了详细规定，并以表的形式列于协议的附录中，这里不再赘述。

（四）资本定义的新规定

在 1988 年公布的巴塞尔协议中，巴塞尔委员会在定义可作为附属资本的普通准备金/普通呆帐准备金时，承认区分随时可用的普通准备金（或普通呆帐准备金）和实际被用于抵付已经确认的资产损失的准备金之间的差别比较困难。为此，委员会计划在 1990 年底以前使成员国能正确区分可包括在资本内的成份和不应算作资本的成份以及保证各国对可包括在资本基础中的普通准备金和普通呆帐准备金的定义是一致的。

1991 年 12 月，巴塞尔委员会对资本定义作出了新的规定。根据新的规定，用于弥补已确认的损失或防止已确认的资产状况恶化的普通准备金不应作为资本，只有那种可以用来弥补任何风险的准备金才能作为资本。委员会特别强调，防止因国家风险而出现的已确认的资产恶化和房地产及其他有问题部门已确认的资产恶化的普通准备金不再计入资本中。这一规定将从 1993 年底开始实施。委员会重申 1988 年的规定，即只有用于弥补不确定的损失的准备金才能算作资本，放在资本内的任何普通准备金不能超过一个银行风险加权资产总值的 1.25 个百分点，而且只能作为附属资本。

委员会重申，永久性股东权益和公开储备可算作核心资本。与 1988 年规定不同的一点是，只要满足一定的标准，用于弥补普通银行风险的资金也算作核心资本。这一点主要指某些欧盟国家设立的防御普通银行风险的基金。

巴塞尔委员会的新规定受到了欧洲银行界的欢迎。他们认为新规定澄清了对资本不同含义的认识，有助于欧洲银行监管采取相同的规定。由于欧洲各国在银行监管方面比较严格，而且有的方面比巴塞尔协议的新规定还要严格，因此新规定不会对欧洲银行界造成太大影响。但美国却会因此而遇到麻烦，因为美国目前把应付第三世界国家债务的准备金也计入资本，而根据新的规定，用于弥补外国资产损失的准备金是不能计入资本的。

1995 年底，巴塞尔委员会又对巴塞尔协议进行了补充，提出了外汇风险监管的标准，以保证银行有足够的资本来弥补由于汇率变动引起的相关业务的损失。委员会提出了两种可供选择的方法，即简单衡量法和模拟衡量法。在模拟衡量法中，委员会允许银行用其内部模型测外汇风险；但必须对其模型进行“返回测试”，以保证模型的可靠性。

二、达到巴塞尔协议规定的资本比率的方法

根据巴塞尔协议的规定，衡量银行资本充足比率的公式为

$$\text{风险资本比率} = \frac{\text{总资本}}{\sum(\text{资产} \times \text{风险权重})} \times 100\%$$

可见，要达到 8% 的风险资本比率，可以分别从公式的分子、分母两方面着手，在分母上，又可以采用减少资产和降低资产风险权重两种途径。而从实施的具体机构看，又可以分为银行监管机构层次和受管制银行层次。

（一）银行监管机构的对策

巴塞尔协议规定了银行核心资本和附属资本的定义，同时对不同类型的资产规定了相应的风险权重。但是由于各国会计、法律制度的差异，因此巴

塞尔协议在资本的范围和风险权重的确定上为各国银行监管机构留有很大的弹性。例如对在其他银行和金融机构资本中的投资，巴塞尔协议允许各国自行决定是否列入资本中及应扣除的标准；又如对国内政府公共部门机构（不含中央政府）的债权和由这样的机构提供担保的贷款，允许各国监管当局在 0，10%，20%和 50%的权重中自行确定一个。巴塞尔协议的这种弹性一方面体现了协议的广泛性，但另一方面也为各国银行监管当局作出有利于本国银行业的选择提供了余地。各国银行监管当局可以根据本国的具体情况，在协议允许的范围内尽可能保证本国银行业按时达到资本充足比率。

根据本节开始时的公式，银行监管机构的对策可以分为“分子对策”和“分母对策”。分子对策是指银行监管机构尽可能扩大本国对银行资本的定义，以提高分子值。如果一国银行间的相互持股比较普遍，则当局可以将这类相互持股列入资本中。分母对策则是指银行监管当局在有选择余地时，尽可能对风险资产规定较低的风险权重，以降低分母的数值。如果一国银行持有大量本国政府公共部门机构的债权，则监管机构可以在协议规定的 0—50%的风险权重内，规定零风险权重或较低的风险权重。

（二）银行的对策

与监管机构的对策类似，各个银行的对策也分为分子对策和分母对策。但银行只能在各国监管机构规定的框架内来实施其对策，因而其回旋余地相对较小。

1. 分子对策。分子对策又可以分为总量措施和结构措施。总量措施即增加资本总量，这可以通过发股或增加留存利润（增加核心资本），以及发行长期次级债券（增加附属资本）等方式实现。结构措施是指采取优化资本结构的措施。发行股票或增加留存利润是增加银行资本最直接最有效的办法，但发行股票一方面会引起股权稀释，另一方面协议限制银行相互持股减少了对银行股票的需求，这必然使发股的成本更加昂贵。而留存利润则会降低每股收益，会对银行股票的市价产生消极影响。发行长期次级债券可以通过财务杠杆效应提高银行收益，但巴塞尔协议对长期次级债务的数额作出了限制性规定（不得超过核心资本的 50%），因此也不可能无限制增加。为此，银行在增加资本时必须做到既达到核心资本比例，又充分利用附属资本的限额，力争以最小的成本实现资本最大限度的增长。

2. 分母对策。分母对策也包括两方面内容，一是直接缩减风险资产；二是由风险高的资产转向风险低的资产，即降低风险权重。这两个措施都可以达到降低分母值的目的。

直接缩减风险资产可以明显提高银行资本充足比率，但同时也减少了银行的市场份额，影响到银行的利润。因此这种方法不到万不得已，银行一般不采用。

降低资产的风险权重则要求银行减少高风险资产，相对提高低风险资产的比重。这一方法实际上有利于银行从单纯追求资产规模和高利润转向稳健经营。

分母对策说明现行的风险资产管理办法要求银行站在资本的角度安排资产，而不同于资产负债管理办法只追求资产负债表本身的平衡，甚至为了追求利润强调负债管理，以扩大负债来增加资产。

除了从银行内部采取分子对策和分母对策以外，银行还可以通过外部的组织调整来达到提高资本充足比率的目标。通过银行的合并重组，可以减少

机构的重叠设置，合理地配置人力和物力资源，这一方面可以削减银行资产规模，另一方面又可以增加资本实力。近年来日、美、欧均掀起了银行合并重组的浪潮，如英国的劳埃德银行与信托储蓄银行，日本的东京和三菱等的合并，都使合并后的银行资本比率上升。

三、巴塞尔协议的作用

巴塞尔协议是国际银行监管合作的结果，它在宏观上和微观上都有着深远的影响。

从宏观上看，首先，巴塞尔协议将成员国乃至其他国家的国际银行都置于其监管范围之内。尽管协议本身不对非成员国有约束力，但如果非成员国不实施协议的有关规定，其银行在协议实施国将遭到歧视性待遇，这就迫使这些国家的监管当局也积极实施巴塞尔协议。协议在国际范围实施有助于实现减少各国金融机构的不公平竞争、增强国际金融体系稳定性的目标。

其次，巴塞尔协议规定了最低资本充足比率，这就抑制了国际银行的无限扩张，增大了其经营成本，因而使得银行压缩其海外经营的规模。这实际上是国际金融市场的非一体化因素，它使得各国的金融相互依存性下降，因而有利于增强各国金融政策的独立性。

从微观上看，巴塞尔协议对当代银行的经营管理产生了深远影响。首先，它改变了银行管理的战略思想。以往人们一直把银行资产值作为衡量银行成功与否、实力是否雄厚的标准，甚至《银行家》杂志对世界大银行进行排名时也是以资产额作为第一指标。而巴塞尔协议却打破常规，从银行资本额及资本对风险资产比率角度来评价银行的实力和抵御风险的能力。这使银行的管理战略思想发生了巨大变化，即由重视资产总值转向重视资本对资产比率，由扩张性银行战略转变为审慎经营，由注重银行的盈利性转向较多地考虑流动性和安全性。在资产管理政策上，开始首先考虑应急资产计划，规定在流动性出现不正常的情况下如何筹集资金，以防止挤兑时出现清偿困难。在信贷投向上更趋审慎，许多国际银行的信贷业务，包括对发达国家企业的杠杆收购贷款和对发展中国家的信贷融资，越来越强调安全性，侧重回报率要与风险相抵。

随着巴塞尔协议的实施，《银行家》杂志也从1990年开始从以资产总额为标准改为以核心资本为标准对世界大银行进行排名，并于1993年开始引入资本充足比率目标，以反映各国银行对协议的具体实施情况。

其次，巴塞尔协议也使银行的管理模式由资产负债管理转向风险资产管理。资产负债管理理论是70年代末在资产管理理论和负债管理理论的基础上发展起来的。资产负债管理理论强调资产负债表两边的对称原则，即资产和负债在期限和利率上应保持对称。在这一原则下形成了资金流动性管理和利率敏感性管理。这两种管理方法都是假定本金没有风险。但事实上这一假设是不现实的，银行在经营中面临的最主要的风险是信用风险，即对方不能还款的风险。因而巴塞尔协议设计出了以资本充足性管理为核心的风险资产管理模式，来约束银行放款和投资的本金风险。实践表明，协议的实施促使银行加强了对风险资产的管理，适时调整资产组合中不同权重风险资产的比例，适当向低风险资产倾斜；同时加强对表外业务风险的控制。

第三，巴塞尔协议促进了银行管理对象的拓宽。传统的银行监管仅限于资产负债表内业务，而对表外业务不要求有相应的资本保证，这刺激了银行表外业务的过度膨胀，增加了金融体系的风险。为了保证银行经营的稳健和

金融体系的安全，巴塞尔协议制订了一种新的架构，将表外业务也纳入了监管的范畴，从而堵塞了表外风险资产业务扩张的漏洞。这对于银行的安全和加强监管都是有益的。

第四，巴塞尔协议中资本充足性的规定限制了银行无约束地运用财务杠杆。根据财务管理理论，一个企业借入的债务越多，就可以节省更多的税收，从而企业本身的价值也越高。但另一方面，债务负担越高，企业破产的风险也越大。这种破产成本的存在使得债务很高的企业的省税效应在很大程度上被抵消，从而引起企业价值下降。这一机制在现实中制约着企业的借款规模。对银行来说，这一理论却不再适用。因为存款保险制度事实上消除了银行的破产成本，因而使银行可以无限地利用财务杠杆效应来增加每股收益。而巴塞尔协议提出的资本充足比率恰恰约束了银行财务杠杆的运用，有助于降低银行经营风险。

当然，巴塞尔协议本身并不是完美无缺的，它也存在诸多的缺陷和不足。

首先巴塞尔协议中的一些弹性规定为银行逃避监管提供了机会。由于巴塞尔协议是各成员国银行监管机构相互协商的结果，因此协议充分考虑到各国监管和会计制度的差异，在许多方面给予各国一定程度的自决权，如对控股银行资本的扣除、对国内政府债权的权数确定、对国内公共部门实体贷款的权数的确定、对抵押与担保及住宅楼宇抵押贷款的风险权重的确定，以及利率汇率合约风险衡量方法的选择等，都可由各国根据具体情况在一定范围内自行选择。此外，对资本组成，各国也有不同的规定。

上述规定为各国监管当局适应本国银行业的需要提供了较大的灵活性，但同时也为协议的执行带来了很大的随意性。某些银行家正是注意到协议的上述漏洞，采取各种措施来逃避监管。如争取本国监管当局对资本定义和资产风险权数的选择有利于其自身的利益，利用协议成员国与其他地区之间管制的差异进行业务活动的调整等。这就为金融体系的安全埋下了隐患。

其次，协议采用的风险加权资产比率也存在许多缺陷。一方面，资产的风险权数是由监管者根据经验确定的，具有很大的主观随意性；另一方面，这一方法假定资产组合的总风险和资产数量之间存在线性关系，而事实上并非如此。由于资产组合可以分散风险，因而较好的资产组合可以降低整个组合的系统风险。因此，只采用风险加权资产比率不能有效地评价银行的总体健全程度。

第三，协议实际上鼓励银行尽量扩大低等级资本。由于巴塞尔委员会担心银行间相互持股会引起“双重杠杆效应”，因此协议实际上限制了银行间的相互持股，这无疑大大减少了对银行股票的需求量，因而使得银行筹集核心资本更加困难。为此银行纷纷倾向于增加附属资本。在附属资本中，银行又更乐于筹集低等级部分资本，如准永久性次级债券等。因为这类债券使得银行拥有随时赎回的权利，增加了银行的灵活性。

另外，各国银行监管当局为了帮助本国银行达到资本充足性标准，均在协议范围内尽量扩大资本的组成，如英格兰银行允许将财产重估储备纳入核心资本中；日本银行则允许将股票投资的未实现利润也纳入资本额中。而这类资本成分的价值都有很大的波动性，属低等级资本。

第四，协议实际上限制了银行传统的核心业务——对公司和个人的贷款。因为协议对这类贷款均赋予较高的风险权数，这意味着银行必须有更多的资本支撑这类业务。为了减少这种约束，银行或是直接减少贷款；或是尽

量缩短贷款的期限，以降低其风险权数。这对于公司和个人都是极其不利的。

第五节 巴塞尔协议与中国

尽管巴塞尔协议不是具有法律约束力的条约，但由于它的制订者都是金融业很发达的国家，因此其影响必然会扩大到整个世界。作为一项重要的国际惯例，它又有着约定俗成的威力，谁如果不遵守，就会在国际竞争中处于不利的地位。我国虽然不是协议的签字国，但也应当对协议可能对我国产生的影响进行研究，并制订相应的对策。

一、巴塞尔协议对我国的影响

首先，从协议本身的条款考虑。在巴塞尔协议中，对国家风险的衡量采用制定优惠组别的方法，对组内、组外的国家给予不同的风险权数。我国作为一个发展中国家，被排除在优惠组别之外，因此银行对我国的信贷就只能承担较高的风险权数。

根据巴塞尔协议规定，对优惠组别国家的中央政府和中央银行的债权，风险权数为零；而对非优惠组别国家，只要这类债权不是以当地货币计值贷出的，就只能给予 100% 的权数。此外，对优惠组别国家公共部门机构（不含中央政府）的债权，以及由这些机构担保的贷款，只规定 20% 的风险权数，而对组别外国家的同类性质债权，却规定了 100% 的风险权数。考虑到我国对外借债的多是政府或公共部门，或者由他们作担保，因此相对于优惠组别的国家或没有与我国类似情况的组外国家，我国所受的影响则可能较大。这种不利的规定将使外国银行向我国提供贷款时更谨慎，因而将增加我国在国际金融市场上筹资的难度。

其次，国外银行业实施巴塞尔协议，加强资产风险管理也会增加我国在国际金融市场上筹资的难度和成本。一方面，各国的跨国银行为了达到协议规定的资本充足比率，纷纷采取分子对策或分母对策，或是双管齐下，在国际金融市场上筹集资金增强资本实力，同时大幅度收缩海外资产，特别是减少风险权数偏高的对发展中国家债权。银行的这些措施必然加剧国际金融市场上的资金供求缺口。另一方面，一些国家监管当局在实施巴塞尔协议中严格了贷款条件，加强了对贷款和贷款用途的审查。其中尤以日本最为突出。巴塞尔协议在日本实施后，日本政府规定各银行的国际信贷必须控制在一定限度内，并且不同类型银行的限额也不同。对超过 1000 万美元的海外项目贷款，只能通过组织银团贷款的方式提供，而且银团牵头行在其中的份额不得超过项目总投资的 30%。另外，日本的银行还重新评定了有关国家的风险等级，并按国家风险等级调整了不同国别的贷款总余额和不同的差别利率标准。

国际银行业的上述举措必然增加我国对外筹资的难度。特别是日本银行界的一系列措施更将严重影响我国的境外筹资工作，因为日本一直是我国对外借款的主渠道。

第三，巴塞尔协议的实施还将对我国银行在海外的经营活动带来不利影响。制定巴塞尔协议的目标之一就是统一国际监管的标准，使国际银行在同一监管水平上进行竞争。但是如果一些国家由于种种原因未对本国银行按协议规定的原则实行监管，或被认为并没有这样做，则其银行在海外的经营就可能受到歧视性待遇。虽然巴塞尔协议对此未明确规定，但根据香港银监处与巴塞尔委员会接触后得到的印象，如果某个国家不遵循协议的原则对本国银行进行监管，则该国银行在巴塞尔委员会成员国的经营活动就可能受到

歧视待遇。在此后的另一份文件中，银监处进一步指出，来自不执行协议标准的国家的银行，在执行协议标准的国家中可能受到歧视性待遇。可见，如果我国没有遵循协议的标准，我国的银行在海外就可能受到歧视性待遇。

第四，巴塞尔协议的实施将加剧外资银行在我国与本国银行的竞争。我国引进外资银行的一项基本政策是不放开人民币本币业务，因此外资银行在这一业务领域无法与国内银行展开竞争。这就促使外资银行集中精力拓展自己的优势业务。如中、长期贷款、外汇交易等业务。但巴塞尔协议实施后，我国被列入非优惠组别，对我国企业的一年以上期限的债权均承担 100% 的风险权数。为了使自身达到资本充足比率，外资银行必然缩小中长期贷款规模，转而发展短期外汇贷款和国际结算一类无风险的表外业务。这样，外资银行与国内银行之间的业务关系就由相互补充变为相互竞争，对国内银行形成压力。

二、我国应采取的对策

（一）调整借款结构，拓宽融资渠道

我国目前对外借款有 60% 来自日本的金融机构，32% 来自欧洲国家，而从美国借款仅占 1%。由于日本银行业在实施巴塞尔协议中遇到困难，加之泡沫经济使日本的银行出现了巨额坏帐，因此使我国的主要筹资渠道受到影响。而从世界范围看，美国有着发达的金融市场和投资银行业，尽管在美国筹资的条件要求很高，但其潜力是巨大的。只要国内企业能够安排好筹资的时机和频率，完全可以逐步在美国确立我国企业的信誉。这对于使我国对外筹资渠道多样化，避免出现过度依赖某一个市场所可能导致的风险是极为重要的。

（二）根据我国的具体情况，尽快在我国实施巴塞尔协议

前面已经提到，巴塞尔协议作为一项国际惯例，如果一国不遵守，其本国银行就可能在海外经营中遭受歧视性待遇。这就迫使我国必须实施巴塞尔协议，否则我国银行的国际化经营就会受到阻碍。

根据《银行家》杂志 1992 年的排名，我国五大银行（中国银行、中国工商银行、中国农业银行、中国建设银行和交通银行）的核心资本/资产比率平均为 5.06%，超过了巴塞尔协议的规定。但我国几大银行的全部资本/资产比率除交通银行外均未达到 8% 的规定水平，其中的一个重要原因是我国银行的附属资本很少，只有金融债券一类，不仅没有重估储备，有的银行甚至没有呆帐准备。可见，要提高我国银行的资本充足比率，首先应当采取各种措施增加附属资本。

另外，尽管从帐面上看我国银行拥有充足的核心资本，但实际上我国银行的实际资本状况不容乐观。由于以前四大专业银行的政策性职能和商业性职能不分，使得大量银行资产成为呆帐甚至坏帐，实际上侵蚀了一大部分银行资本，加上银行利润多年来一直是财政收入的重要来源，银行自身的留存利润很少，银行资本不能保持与资产同比例增长，使得银行的实际资本状况极其严峻。

上述情况说明，要顺利达到巴塞尔协议的要求，首先必须进行全面的金融体制改革。近几年我国的金融体制改革已取得很大进展，银行的政策性业务和商业性业务分离；中央银行的独立性有了法律保障；贷款通则的正式施行和贷款证制度的推广使得借贷行为趋于规范；国债市场的发展为未来债券市场发育提供了基础。这些都有利巴塞尔协议在我国的实施。从另一角度讲，

巴塞尔协议在我国的实施也为加快我国金融体制改造提供了契机和动力。

（三）逐步放宽对外资银行的限制

巴塞尔协议的实施间接加剧了外资银行与国内银行的竞争，这对国内银行的经营造成了一定困难，但同时也可以迫使国内金融机构迅速提高竞争能力。我国引进外资银行应当有长远的规划，在目标上不应只限于利用外资，还应把促进国内金融机构提高经营管理水平、增强竞争能力作为一个重要目标。为此，应当在渐进的基础上逐步放宽对外资银行业务的限制，特别是应逐步允许外资银行开展人民币业务，从而使外资银行在更广泛的领域内与国内银行展开竞争，以提高国内银行的竞争能力，同时也更有利于引进外资。

当然，放宽外资银行的业务限制并不意味着完全放开国内金融业，而应对银行业务进行不同层次的限定。一是离岸银行业务。这类业务只要管制得力，对国内经济的影响很小，但却有利于我国培育国际金融中心，因此可以不予限制；二是限制性银行业务，即允许有限制地从事境内业务，主要面向三资企业。由于跨国银行跨国经营的一个内在动力是为其国内客户在国外的子公司提供服务，因此这类业务有利于改善投资环境，促进外资的流入，因此也应鼓励发展。三是全面性银行业务。在目前国内银行的体制转轨尚未完成，竞争能力尚待提高的条件下，对这类业务应适当限制外资银行参与。

参考文献

1. 钱荣 主编《国际金融》，四川人民出版社，1994年修订版。
2. 刘舒年主编《国际金融》，对外贸易教育出版社，1991年版。
3. 中国人民银行国际货币基金处《国际货币基金组织》，北京工业大学出版社，1994年版。
4. 金立群主编《世界银行——寻求发展之路》，北京工业大学出版社，1994年版。
5. 刘振亚、赵文京《世界银行集团及其运作》，人民出版社，1993年版。
6. 陈湛匀《金融创新实务》，上海人民出版社，1995年版。
7. 宦国琳《当代国际金融业的革新》，中信出版社，1991年版。
8. 马忠智主编《美国证券市场筹资必读》，中国经济出版社，1995年版。
9. 龚光和主编《国际证券融资》，中国金融出版社，1994年版。
10. 中国银行国际金融研究所课题组《西方主要资本市场与我国对外筹资选择》，中国金融出版社，1992年版。
11. 李裕民主编《国际债券发行理论与实践》，中国金融出版社，1991年版。
12. 陈湛匀、范卫尧主编《国际金融实务与案例》，华东化工学院出版社，1992年版。
13. 王军、周晓鸣著《巴塞尔协议实施后的中国金融业》，中国经济出版社1993年版。
14. 江曙霞著《银行监督管理与资本充足性管制》，中国发展出版社，1994年版。
15. 《国际金融研究》有关各期。
16. Nihal Kappagoda, The Asian Development Bank, LynneRunner Publishers, Inc. 1995.
17. Jerome L. Stein, The Economics of Futures Markets; Basil Blackwell Ltd. 1986.

18.Kazuo Tatewaki , Banking and Finance in Japan ; Routledge , 1991。

19.Ho , Scott , Wong , The Hong Kong financial System ; Oxford University Express , 1991。

20.George Dosoo , The Eurobond Market , 2nd ed.woodhead — Faulkner .1992。

21.Euromoney 有关各期。后记

本书是《跨世纪国际经贸规范丛书》之一。国际金融是一门综合性学科，它是在国际贸易理论的基础上发展起来的。国际金融发展的历史表明，它的地位与各国间的国际贸易活动的展开和繁荣有着密切联系。我国从70年代末开始实行改革开放政策，对外经贸往来也迅猛增长。随着国际经济交往的不断扩大，国际金融活动也日益重要。如汇率变动对国际收支的影响、国际结算业务、外国直接投资、海外融资、以及90年代以来迅速发展的人民币可兑换等，都在我国的经济活动中起着日益重要的作用，本书就是为了适应我国对外开放程度日益提高的形势，普及国际金融专业知识而编写的。

作为一本面向社会各界的普及型读物，本书力求达到知识性、新颖性和可操作性的统一。在介绍基本知识是，我们着重从实用性出发，首先介绍与我国有密切业务联系的国际金融机构，然后介绍海外融资的主要渠道和方式，以及近期迅速兴起的避险工具——金融衍生工具市场。最后则结合《巴塞尔协议》介绍了国际银行业的监管趋势及我国金融业应采取的对策。由于我国金融业的健康发展和国际化对我国的国际经贸发展有着重要意义，因此介绍一下这方面的内容是必要的。为了使本书的内容准确、全面，我们力求对国内外有关书籍介绍的内容加以比较和综合。同时，国际金融是一门发展相当快的学科，为了使书中的内容能跟上现实的变化，我们尽可能将该领域的最新发展也加以介绍，如欧洲债券发行政程序的最新发展、龙债和全球债券市场、《巴塞尔协议》的两次修正等，我们都在书中进行了介绍。

在编写过程中，我们也注意兼顾到本书的可操作性。在介绍国际金融市场时，我们从国内借款人到海外融资的角度出发，详细介绍了各种融资方式的程序和相关的法律问题。衍生工具市场是新兴市场，其产生的最初目的是为了对企业经营活动中的某些风险（汇率风险、利率风险、系统风险等）进行套期保值。本书用大量案例说明了几种主要衍生金融工具的应用，力图使读者能有一个直观的认识。应当着重指出的是，衍生金融工具如果运用不当，也具有极大的风险。巴林银行的倒闭就是一个典型的例子。因此衍生金融工具市场也被称为风险市场。国内企业在运用时必须注意这一点。

本书在编写过程中，得到了对外经济贸易大学刘舒年教授、费修梅教授等老师的悉心指导。在此谨向他们表示衷心的感谢。同时，本书也参考了国内外大量的专业书籍，在此也一并向其作者致谢。

限于编者本身的水平，书中的缺点和错误在所难免，恳请读者能不吝赐教，给予批评和指正。

编者：宋立松 董虹

1997年5月

