

国际财务金融课程笔记

蒋科整理

2010.07

Lecture One: 国际金融概论

教授: 许振明 16/07/2010

- 1、日本债务高居仍能以较低利率接待之解释: OECD 计算债务之时亦同时将 retirement pension 的清偿列入考虑范畴, 社会福利等各项基金亦都纳列, 亦即 $debt = public\ debt + potential\ contingent\ payment$ 。日本虽然债务高 (09 年债务/GDP=200%), 但结构为外债低内债高, 加之日本产业成长之信心, 故仍能享受较低之利率。相较而言, 希腊除了旅游业几乎没有经济支柱, 加上办奥运花费了大量的财政, 因此虽然负债率较日本低但危机来临时抵御能力较弱。
- 2、负债总额靠近存量的概念, 而赤字更靠近流量的概念。负债高而赤字亦高恐怕造成政府流动性之收紧, 亦即当前之现金流不足以支付每一期到期清偿之债务, 这是希腊爆发信用危机的表征原因; 而意大利虽然负债高, 但赤字较低, 故仍能维持现金流之周转。
- 3、财政赤字/GDP $\leq 3\%$ 为通行之安全区域; 债务/GDP 之安全线在 48% (据 95 年之法令), 在 EU 为 60%。

2009 年, 欧盟各国上述两项指标:

国家	财政赤字/GDP (%)	债务/GDP (%)
德国	3.7	78.2
英国	12.8	75.3
法国	6.7	86.4
希腊	13.6	115
葡萄牙	9.4	84
西班牙	11.2	59
爱尔兰	14.3	65
意大利 (负债高, 流动性尚可)	5.3	115.8

- 4、Public finance 与 private finance 之原则基本一致, 但二者定取之目标有所不同: 财政要考量更多社会效益等非经济目标, 用数学的方法解释, 即目标函数不同, 最优解因应之水平不同。

Lecture Two: 外汇市场与国际收支

教授：谢德宗 19/07/2010

- 1、人民币管制的目的：阻止热钱涌入；在华投资：以实体投资为主，证券投资被限制，因为外汇被管制，无法进入资本市场，目前主要只能通过 QFII。
- 2、在国际经济交往中无法用人民币本币计价的原因：人民币出超导致的供应不足；人民币流通性较差（资本管制较多）；人民币并非国际货币，国际认可度还待提升。
- 3、外销对于一个已经较为发达的大国的重要性不及对发展中国家，因为后者本土市场尚不大，内需不足；中国将从外销带动增长转变为内需带动，因为现有东、西部的差距会弥合，购买力会上升。
- 4、贸易依存度 = (进口额 + 出口额) / GDP

释例：2000~2005 年台湾与大陆之间贸易依存度

年份	台湾外贸对两岸贸易依存度	大陆外贸对两岸贸易依存度	台湾对大陆出口贸易依存度	大陆自台湾进口贸易依存度	台湾自大陆进口贸易依存度	大陆对台湾出口贸易依存度
2000	13.82	6.44	17.21	11.32	4.42	2.02
2001	10.24	6.35	19.05	11.23	5.47	1.88
2002	15.05	7.2	21.78	12.90	7.02	2.00
2003	16.62	6.86	23.48	11.96	8.56	2.05
2004	18.72	6.78	26.83	11.54	9.95	2.28
2005	20.04	6.42	28.36	11.31	11.00	2.17

*Reading: 台湾对大陆出口依存度突破 30%

台湾贸易局 28 日公布最新两岸贸易统计指出，累计 2007 年全年对大陆贸易顺差为 462.6 亿美元，创下历年新高，台湾对大陆出口持续高成长，去年对大陆出口依存度高达 30.1%，亦同步创下历史新高。

《工商时报》报道，台湾贸易局指出，对大陆出口依存度首度升逾 30%，显见在两岸产业分工，投资带动贸易下，台湾对大陆的出口依赖持续升高。同时去年，台湾对大陆贸易总值也首次突破千亿美元，达 1023 亿美元，出、进口贸易额所占的比重亦双创历年来最高，并延续自 2002 年以来两位数成长的趋势。

台湾出口依存大陆

台湾贸易局表示，大陆仍为台湾第一大贸易伙伴、第一大出口市场、第二大进口来源及贸易顺差最大来源地。

观察 2007 年台湾对大陆出口贸易表现，台湾贸易局说，主要受到大陆经济持续强劲成长，全球笔记型电脑需求成长力道佳，加上国际大厂持续释出代工订单，以及消费性电子产品买气畅旺与面板产业景气回升等有利因素，在两岸产业分工带动下，我对中国大陆出口主力产品，电机设备及零件、光学产品等成长力道依旧强劲，年增率分别为 19.5% 与 24.6%，更超越对大陆整体出口增幅。

但因受到我信息大厂逐渐移往大陆设厂，减少对台湾电脑及外围设备需求，以及大陆提高投资项目所需机械设备进口免税标准的措施影响下，台湾机械用具及其零件产品对大陆出口，自去年 2 月起已多次呈

现衰退，全年衰退幅度更达 7.1%，相较于上年度 2.3%的衰退幅度更形扩大，后续发展值得关注。

展望未来，台湾贸易局指出，大陆调整多项经贸措施及法规，大陆经贸环境已有所改变，并已对在当地投资及营运台商造成不同程度冲击。以往我对大陆投资所带动的贸易效果，是否会受影响而改变，甚或因台商转移至其它国家，进而牵动未来我对大陆的出口贸易结构及出口值表现，有待未来持续观察。

两岸贸易严重倾斜

台湾贸易局甫完成的报告指出，由于台湾仍禁止大陆两千项物品进口，去年台湾自大陆进口总额 280 亿美元，仅达韩国自大陆进口规模的一半，台湾对大陆的进口依存度 12.8%，也远低于美、欧、日、韩等工业大国，几乎居主要国家之末。

台湾贸易局为了解各国与大陆双边贸易情况，搜集各国海关统计发现，台湾虽然是全球对大陆出口依存度最高的国家，但却几乎是对大陆进口依存度最低的国家。

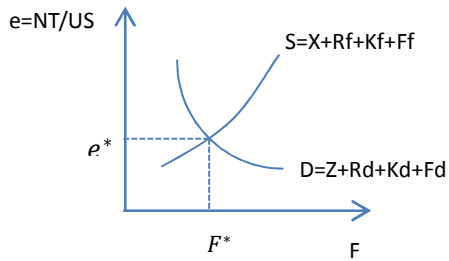
至于自大陆进口的情况，由于大陆已是世界工厂，全球的成衣、电脑、家电、玩具及食品大多在大陆生产，因此各国自大陆进口持续高成长，虽然美、欧对大陆不断祭出反倾销措施，且虽然大陆黑心产品负面报导不断出现，但各国自大陆进口成长率仍十分惊人。

台湾贸易局指出，去年美国自大陆进口 3200 亿美元，大幅成长 12%，欧盟自大陆进口 2500 亿美元，成长率更高达 32%，韩国自中国输入 570 多亿美元、成长 30%，这些国家进口中国产品的规模快速扩大，反观台湾去年自大陆进口仅 280 亿美元，从绝对金额来看，台湾进口的大陆货品还不到韩国的一半。

台湾贸易局官员表示，台湾自大陆进口比率偏低是因为迄今仍有逾二千项较敏感的大陆农产品禁止进口，在二千年两岸还未加入世贸组织(WTO)时，限制进口的产品更多，那时自大陆进口的依存度不到 5%，未来除非两岸贸易正常化，否则台湾自大陆进口的依存度仍将远低于美、欧、日、韩。

$$5、 BOP=(X-Z) + R + K + F$$

贸易帐	Rf-Rd	Kf-Kd	Ff-Fd
(trade	转移	资本	金融
Account)	支付	帐	帐
顺差	逆差	逆差	



$$\sum S - \sum D = 0 \leftrightarrow \text{外汇市场均衡}$$

6、美元在外汇市场独大，是因为全球的报价、清算都是以美元计价的，too big to fail，美联储只需要通过加印货币就可以稀释债权。铸币税。

7、为什么投资会影响 GDP 和 GNP 的数据？因为巨额投资产生的每年 3%的利息水平也会使经常帐的现金流入大幅增加，从而对 GDP 造成重大影响。

8、花旗银行的案例：金融账户逆差里的商机。

背景：花旗银行发现，台湾每年金融帐 Ff-Fd 逆差很大，海外投资多到不行，就推论台湾经过多年的经济发展而藏富于民，本土利息又低，所以民间资本向外投资的需求很大，但是受限与外汇与资本管制，投资渠道不多。

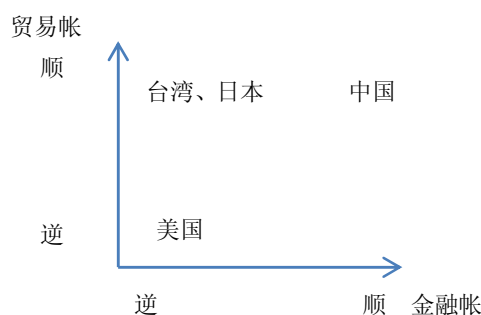
做法：花旗可利用其作为外资银行的优势，开设外币基金、投资保单等业务，使客户不

必受限于结汇的限制，在台湾用新台币投资，再通过花旗全球证券机构直接投资理财，收益再从美元换回新台币；另一方面，花旗又承诺在台开户的存折可以在全球取美元，让客户获得方便。

成果：2007年至2008年，通过开设海外个人理财业务，靠几家分行、几十亿的资本赚到100亿，ROE到200%~300%；而台湾本土银行虽然有众多分行，七、八百亿的资本尚赚不到100亿，ROE不到20%。在获得商机后，花旗更是通过并购本土银行，扩大分行规模。而跟风模仿者众，包括Charter、HSBC等。

9、日本存量美元为什么比中国多？因为50多年来日本一直保持对美国2、3千亿美元的出超水平，其央行手上的美元大概就是1兆，而剩余大部分的美元藏富于民；而中国央行虽然持有2.67兆美元，占了大部分，藏富于国。而像台湾，一般的本土大企业都会握有几十亿美元的资产，因此民间美元很多。

10、矩阵：



11、外汇储备：中国、新加坡、日本、香港、台湾的储备是真实的，因为它们没有外债；而韩国、俄罗斯的储备中很多是外债，外债又以短债居多，因此外汇储备之数额不真实。

12、几个问题：

- 1) 台湾与大陆的央行都会对市场保持绝对的控制力。
- 2) 人民币不会升值很多，因为巨额的外汇储备即使升值少许也会计提巨大的外汇跌价准备（若人民币升值1块，那么2.7兆美元就要计提2.7兆美元跌价损失）；中央银行每年外汇的收益都要上缴国库，如果升值过多，那么政府赤字难以弥补。这是不能升值的核心理由之一。
- 3) 汇率压低以鼓励出口是个双面的问题：虽然升值会压抑出口，但是会将外销转为内需。

13、顺差国货币不会成为国际货币——格里芬命题。

Lecture Three 外汇汇率与国际货币制度

许振明 20/07/10

- 1、关于铸币平价的例子：太平天国进入南京后，立即熔铸清朝货币来发行太平天国货币，因为行政权力最易通过发行货币来收取铸币税，因为居民必须用当局发行的货币流通，那么发行者可以用以支付行政开支。在太平天国中，杨秀清等人用成色不足的铸币回收民间足成的硬通货而搜刮民脂，造成了劣币驱逐良币，使得太平天国最后遭受通货膨胀之虞而政权崩塌。
- 2、购买力平价理论。（待补充）
- 3、利率平价理论（升贴水与升贬值的区分）：概远期与即期之升贴水取决于现存不变之利率必较关系，若利率本身之相对关系并无变化，则并不涉及货币升贬值之讨论，此时，利率高的国家远期汇率贴水；而当某国利率变动致使两国利差变化时，才会有关于一国货币升贬值之讨论，利率上升的国家货币升值。我们可以得出几条简单结论：
 - (1) 远期升贴水是静态之讨论，货币升贬值是动态之讨论，二者维度不同；
 - (2) 若二者利差保持不变而同步变动，则在学理上不会影响远期升贴水之趋势；
 - (3) 当一国利率变动导致货币升贬值时，我们指的是即期汇率与远期汇率同时升贬值；
 - (4) 当升贬值变动时，远期汇率总是变动更大的原因来自于未来的不确定性、违约风险和时间价值。
- 4、检验外汇市场效率之计量方法：检验 F_t 是否为 S_{t+1}^e 之无偏估计量。
- 5、
 - (1) 台将在十月份开放外汇票据业务，概为市场提供流通性，并且提供票据融资之可能，同时帮助促进大额外汇结算。票据市场活络有助于市场流动性加强，但当局亦严格控制外币兑换业务不可在指定行外进行，意在防止新台币对美元汇率进一步剧烈波动。
 - (2) 美三大银行设票券基金救市：见课件。
 - (3) 早期中国是银本位，世界是金本位制，所以可以实现闭关锁国。
 - (4) 1973 年后，以美元为 key currency 解决黄金短缺之问题，但也引致美国向全球输出流动性之问题。
- 6、汇率制度安排
 - a) 台湾外汇制度之演变：资本市场开放后，因为台湾经济形式主要是制造业之发达，导致 49 年后离开大陆散落在全球各地之财富回流至台湾投资股市与房产，除了经济因素外，人文情愫亦恐占其一。资金过剩致泡沫产生，至 1992 年开放对大陆投资开始纾解岛内资金之压力，亦促进台湾从劳动密集型产业转向高科技产业，致使

92年后一众新经济企业 IPO, 至 97 年亚洲金融危机后, 存留的多是新科技型企业。

- b) 最近五年, 大陆外汇存底之增加部分来自 FDI 和资产投资的部分超过来自经常账的部分, 双顺差局面使得升值压力显现。
- c) 汇率市场化同时亦要推行利率市场化, 因为资金自由流动会趋利性明显, 固定利率将难以阻止热钱进入, 因此, 台湾自六十年代前就开始建立票券市场, 至八十年代可由银行报利率, 都是为了通过票券市场来订立利率水平。因此若要实现自由浮动, 利率市场化是十分重要的。国内若要实现从人民币之国际化, 必须实现金融现代自由化。

Lecture Four 国际金融市场与境外金融中心

龚纪纲 21/07/10

- 1、国际金融中心：金融中心总是伴生制造中心，因为可以为制造中心起到融资管道的作用；流动性越高，国际金融中心成都越高，资金进出之自由度至关重要。
北亚：中国大陆、香港、台湾
南亚：新加坡、马来西亚、越南
- 2、国际金融中心的主要功能：
 - a) 筹资（股权）——股票市场挂牌（IPO、SPO、DR）、Mutual funds、P/E funds、Hedge funds
 - b) 融资（借钱、债权）——债券市场挂牌（ECB、CP、Bonds）、Mutual funds、P/E funds、Hedge funds
 - c) 筹、融资交易（exchange、clearance）
- 3、苏黎世：长于私人财产保管或隐藏（保密条款）
四大资产管理银行：UBS、瑞信、东方汇理银行（欧洲最大的资产管理公司）、美林
- 4、Jersey：第一部信托法；Guernsey：第一部保险法
- 5、境外公司：
 - a) 主要功能：免税、保密
 - b) 可以免所有税：所得税、赠与税、遗产税
 - c) IBC law 的保护：除非有明显犯罪，不得要求公布客户资料（隐藏、难以追溯）
- 6、查税协议：如果用台湾 ID 在 HK 开设帐号，还是需要根据查税协议公布 financial statement；但如果用 BVI 帐号开设，那需要美国、HK 都与 BVI 有查税协议，一般这较难发生。

*Reading: 瑞士下议院否决美查税协议

新华社上午电瑞士议会国民院(下院)8日投票否决美国与瑞士政府签订的查税协议，拒绝瑞士银行向美国政府提供涉嫌逃税的美国客户名单。美国政府警告，如果瑞士食言，美国将诉诸法律。瑞士议会国民院当天就是否批准美国与瑞士政府签署的查税协议投票表决，最终以104票反对、76票赞成、16票弃权的结果否决协议。

根据这项协议，瑞士银行须在8月底前向美国财政部国内收入署提供一份4450名美国客户名单，这些人涉嫌开设秘密账户以逃避税收。

按照瑞士法律，这份协议将重新回到联邦院(上院)再次讨论，两院可能于本月再次投票表决。

路透社报道，国民院否决查税协议的关键因素是国民院第一大党人民党投下反对票，希望以全民公决方式决定是否批准协议。

全民公决程序可使协议延期一年生效，一旦议会批准全民公决，瑞士银行将无法按时向美方提交名单。

美国国内收入署发言人基思8日说：“我们继续注视在瑞士发生的事情，如果瑞士无法提供所需信息，我们准备采取一切法律手段。”

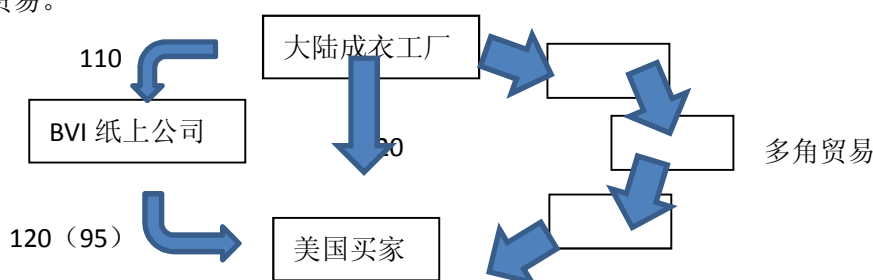
曾领导调查瑞士银行的美国民主党参议员莱文批评瑞士国民院否决查税协议，呼吁启动针对瑞士银行的刑事诉讼。

7、境外公司的运用：

a) IPO。

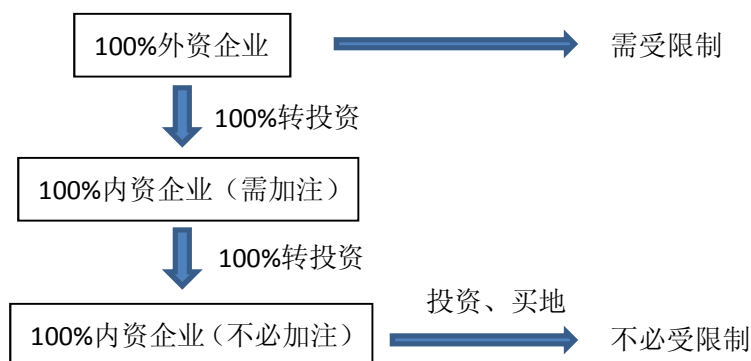
- i. 香港接受上市的公司注册地为：中国内地、HK、开曼、百慕大，因为其法律架构都较 BVI 完整；而世界各国普遍接受注册在开曼和百慕大的公司作为控股公司上市；
- ii. 大型民企至 HK 挂牌，最常用的架构是红筹股上市，但必须要设立完整境外结构；
- iii. 一般操作是境外开设开曼群岛公司，当持有期超过 2 年，可做 reverse merge，将大陆自己的公司收购后再借壳在香港或 NASDAQ 上市，比直接用大陆公司上市可节省成本（rotation cost）。

b) 三角贸易。

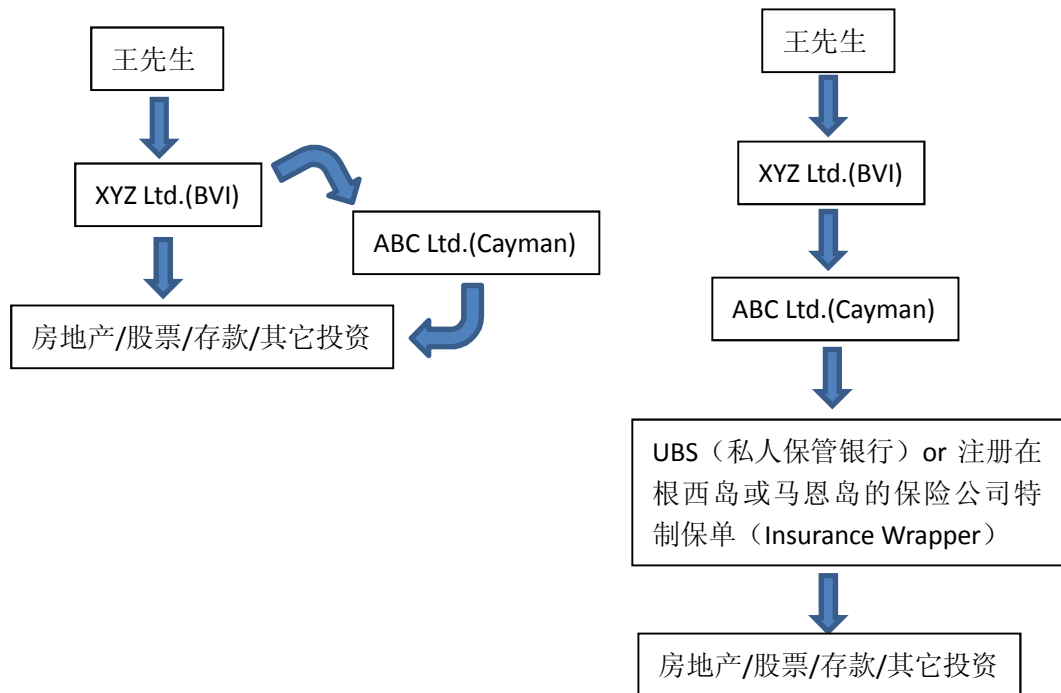


- i. 公司即将上市，需要很大业绩时，利用三角贸易有很大之利润操纵空间：比如通过 BVI 以 110 进货时则可以将 10 的利润保留在海外，甚至可以通过 95 进货将过度利润留在海外，避免税款，或者至少达到递延税款之效果，至募资结束后可将境外资金汇回。
 - ii. 但若 BVI 持股超过 20% 时，需将 BVI 公司纳入合并报表，可以 disclosure 相关之交易。（可参见 reading：如何运用境外公司）
- ### c) 匿名投资。

- i. 台湾联电直接投资大陆关键产业不被允许，但是可通过匿名投资实现，如通过控股开曼群岛的境外公司。利用了境外投资的保密性。资料很难溯源。
- ii. **know your customer (KYC)** is the due diligence and bank regulation that financial institutions and other regulated companies must perform to identify their clients and ascertain relevant information pertinent to doing financial business with them.
- iii. e.g.



d) 隐藏资产（免税、保密）。



* **Insurance Wrapper (投资连结保单)**: 投资连结保险是投资连结保险一种融保险与投资功能于一身的新险种。设有保证收益账户、发展账户和基金账户等多个账户。每个账户的投资组合不同，收益率就不同，投资风险也不同。由于投资账户不承诺投资回报，保险公司在收取资产管理费后，将所有的投资收益和投资损失由客户承担。充分利用专家理财（行内有人称之为请专家为自己打工）的优势，客户在获得高收益的同时也承担投资损失的风险。因此投资连结保险适合于具有理性的投资理念、追求资产高收益同时又具有较高风险承受能力的投保人。

***案例**: 亚洲金融风暴中日本明治生命保险公司宣告破产，震惊了整个保险业，而同样在东南亚投资蚀了大本的寿险公司却安然无恙。一个重要原因就是前者售卖的都是高固定利率的寿险产品，后者售卖的主要是投资连接型的寿险产品。到期兑付的高额固定利率回报，使得前者难以为继。后者，没有收益就无须付给客户任何利益回报，现有的资金足以维持其继续经营。中国连续 7 次的银行降息使现在的银行存款利率处于历史最低水平，给前几年保险公司较高的固定保单利率带来了极高的利差风险。正是这种情况促使保险公司的产品转型。

***Reading: How to use a life insurance wrapper to minimize taxes on securities investments**

Owners of life insurance policies are not taxed on the growth of investments held by those policies. In addition, these owners can access funds within those policies without tax consequences, through loans and withdrawals.

A private placement, variable life insurance wrapper (private placement wrapper) offers investors opportunities for substantial tax-free buildup of investment benefits, while still allowing access to funds. Private placement wrappers should be set up as no modified endowment

contracts in which premiums are paid over several years. If the premiums are paid all at once through a modified endowment contract, loans from the policy would be taxable.

In essence, a private placement wrapper places investments a taxpayer might make anyway inside a life insurance contract, thus combining sought-after investment results with the tax advantages of a life insurance policy. Taxpayers can select an investment adviser to manage the assets (e.g., a hedge fund manager). The choice must, however, be approved by the insurance company underwriting the private placement wrapper.

In essence, instead of purchasing investments, a taxpayer pays premiums, which are invested by the insurance company through an investment adviser the taxpayer selects.

Private placement wrappers are generally appropriate only for high-net worth individuals and have minimum premiums of several million dollars. Wrappers are usually written with an offshore insurance company to avoid state premium tax and deferred acquisition tax, which total approximately 4%. Offshore wrappers do incur a 1% excise tax for transferring assets offshore.

Negotiate Lower Expenses

Because insurance companies keep separate accounts for variable life policies (which are treated as a separate line of business), insured can negotiate low load (surrender) charges.

While retail variable life products may have load charges that exceed 100%, insured under private placement wrappers can negotiate load charges of less than 10%. Individuals seeking private placement wrappers can also reduce other expenses (such as the mortality premium) as these fees; too, can be customized for variable life products.

Investments within a wrapper must be diversified, and a certain portion of the premium must be used to pay for the cost of insurance (COI). The COI is an amount comparable to a renewable term insurance policy for the pure mortality risk represented by the policy.

In addition to income tax benefits, private placement wrappers also offer the same estate tax benefits that insurance policies have always offered. Irrevocable life insurance trusts or private split-dollar plans are two possible strategies. Because there are pros and cons to each of these estate planning gambits, a taxpayer should discuss them with his adviser to ensure that they fit his needs.

Raising the Issue

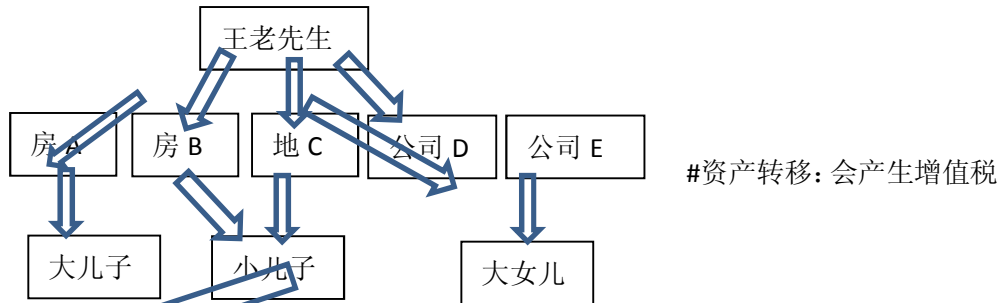
Often, a taxpayer wishing to explore a private placement wrapper must raise the issue directly with his insurance adviser; in general, life insurance companies do not publicize them (especially the tax benefits), to avoid the attention of regulators. Further, insurance agents do not promote the product aggressively, because lower loads and expenses negotiated in the process of establishing a private placement wrapper generally mean lower commissions for the agent.

Private placement wrappers offer an effective method for meeting both a taxpayer's insurance and investment goals, while minimizing overall income and estate tax exposure. For high-net worth individuals, they are an option worth exploring.

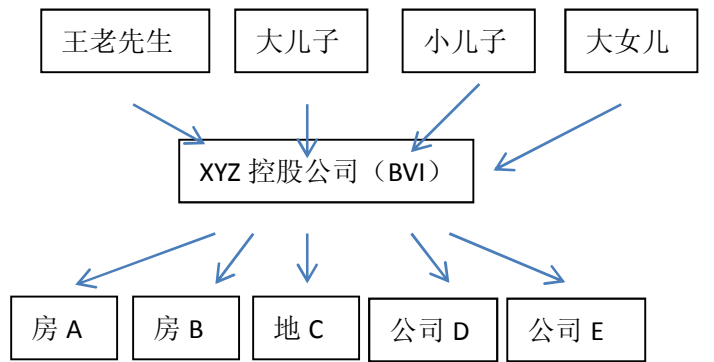
e) 遗产规划。

i. 两大问题：(a) 遗产税 (b) 争端——中国人分家分产的观念是富不过三代的主要原因。

ii. 常见：

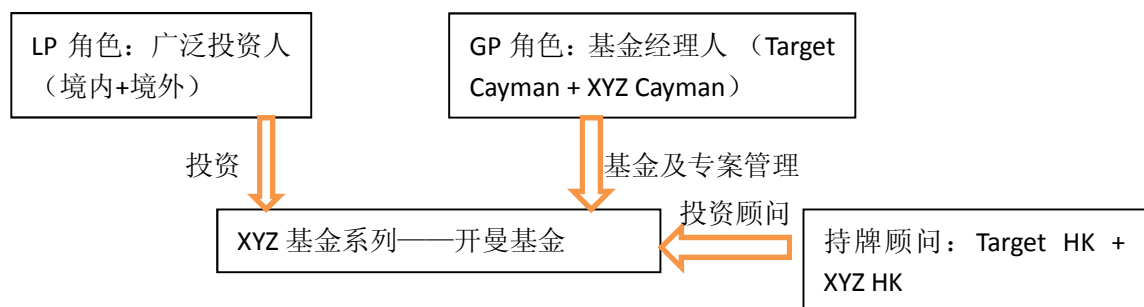
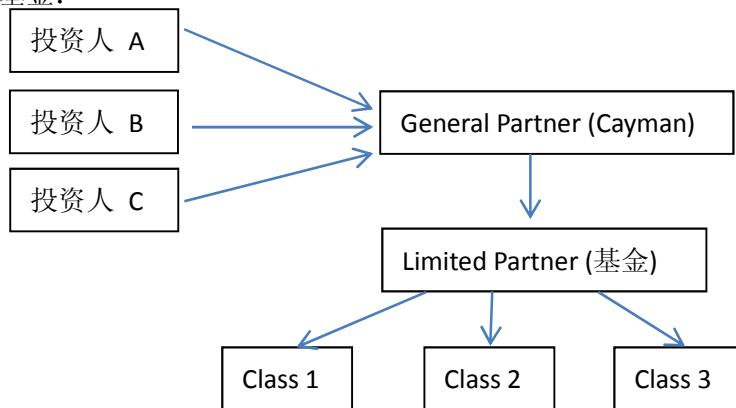


iii. 最佳：



股权转让：不会发生所有人变化，法人不死，不会产生税
e.g.王永庆（伞型信托架构）

f) 境外基金：



Lecture Five 外汇市场交易

张聪益 22/07/10

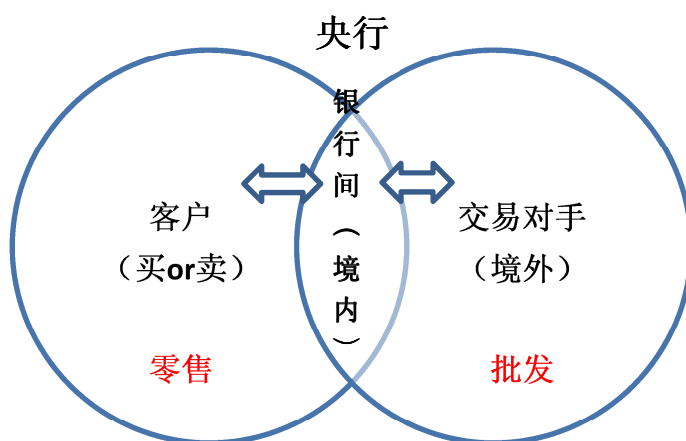
1、汇率风险与利率风险之比较：

- 各国央行所掌握的只是本币对外比之波动，但是在外汇市场上其它币别汇率的波动则难以为本国所主导；
- 而利率是央行可以主导的，可以自主调整，因此必较稳定；
- 因此汇率风险较利率风险更大；

2、关于规定五千万银行自有外汇营运资金之解读：

- 外汇储备资本与业务规模无关，并非越大越好，只是为了应付日常外汇之收付；
- 为了减少自有资金的外汇损益，一般部位反而不会太多，此与公司资本之设定类似；
- 自有资金与国外资产部位是长期持有的，因此损益不报告在损益表中，但是在资产负债表内需披露此项目之浮盈亏；

3、



- 境内银行间：透过 broker (台北/元太：效率+资讯)
- 境外银行间：透过同业拆借市场

4、抛补释例：买汇 300wUSD，卖汇 500wUSD，则卖超 200wUSD.

- 若买/卖价 32.07/09，则轧平头寸获利： $(32.09-32.07)*200w=4wUSD$ ，相当于按 32.07 买入 200wUSD 轧平，而之前已以 32.09 卖空。
- 若买价至 32.10，则轧平头寸损失 2wUSD.

5、T+2 之内交割：SPOT；T+2 之外交割：FWD。此安排与国际接轨，是为了留给买方足够的时间筹钱，卖方足够的时间筹货。但缺点系 default risk。

6、EUR/USD=1.2634/37 USD/TWD=31.596-31.60 USD/JPY=93.15/21

- 计算 EUR/TWD：卖出价（非银行角度，客户卖出欧元买美元，再卖出美元买新台币实现此交易）= $1.2634*31.596=39.91$ ；买入价（客户用新台币买美元，再用美元买

88.66 AG 88.6595 (我将按 88.66 卖出 10m 美元, 并在 7/12-13 按 88.6595 买回)
JP MORGAN CHASE BK A/C (对手美元汇入行)
BOT MITSUBISHI TOKYO (对手日元汇入行)
AGREE
MY USD TO BANK OF NY MELLON (我美元汇入行)
MY JPY TO (我日元汇入行)

* SWAP ticket 分成 leg 1 和 leg 2, 分别表示 sell 与 buy 的交易

11、SWAP 之目标客户:

- 规避汇率风险: 上市、柜公司; 海外基金投资; 保险公司
- Trading tool: 支取短期 cash gap

12、银行与出口商对于同一个买权或卖权是零和博弈。

13、外汇组合式商品:

(1) 保本型组合式外币存款是由外币定期存款, 结合买入一种或多种外汇选择权所组合而成的金融商品。收益最大为 90% 利息收入加上期权收益, 亏损最大为买入期权付出的利息。如中国银行推出的期权宝。期权宝适用于外汇市场波动较大时进行投资。投资者预先付出一笔期权费锁定投资风险, 同时获得扩大盈利空间的机会。它对投资者外汇行情的判断能力要求较高。

(2) 加值型组合式外币存款是由外币定期存款, 结合卖出外币选择权收取权利金所组成的金融商品。收益为最大为卖出期权的收益, 损失最大为汇兑损失, 投资者将拿到价值较低的货币。如中国银行推出的两得宝。两得宝适用于客户在外汇市场横盘整理的时候, 在存入一笔定期存款的同时, 根据自己的判断向银行卖出一份期权。客户除收入定期存款利息收入之外还可得到一笔可观的期权费。

14、O/N: overnight 7/22~7/23 (7.22 是今天)

T/N: Tomorrow/Night 7/23~7/24

Spot/Next: 7/24~7/25 (SPOT 即含二日后之意)

15、DEPO: 拆借

假设甲: 1-3/4 25/32 (注意美国同业银行间报价是按 1/32 为单位进制的)

乙: 1-5/8 11/16

若拆入, 则选乙, 因为乙的拆出价 $11/16 < 25/32$; 若拆出, 则选甲, 因为甲的拆入价 $3/4 > 5/8$

16、实例：O/N

TO MICHO

OUR TERMINAL:

USD O/N PLS

(表示我的需求：隔夜美元拆借)

CC> HIHI FOR WHAT AMT PLS

(询问金额)

USD 50 MIO FOR REPO PS?

(我要求 50mUSD 拆出定存)

CN PA YU 0.38

(对方提出付我利率 0.38 点)

MP

(我请对方稍等)

CN DO USD 70 MIO WITH 2 DEALS IF SUIT PLS

(我提出拆出 70mUSD，分两笔)

OK

OK WE GIVE USD 50 MIO WITH DBU HERE N

(50m 存入 DBU 账户)

#WE GIVE USD 20 MIO WTHEE WITH OBU HERE

(20m 存入 OBU 账户)

#VAL 8-9JUL 2010

(拆借期为 7 月 8 日至 9 日)

Lecture Six 外汇期货和货币交换

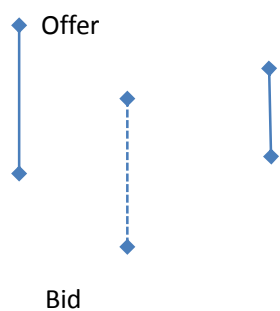
许恒瑜 22/07/10

1、 trade type、 trade law、 trade market

2、 利率商品： bid（出） & ask（进）

汇率商品： bid（进） & offer（出）

3、 看空时，市场最大方应该把 spread 开大，然后在下一步下调 bid 和 offer 的价格；看多时将 spread 调小。概因为开大时系对市场看法必较保守，而开小则灵活度较高，是对市场必较乐观的看法。



* 关于 turnover: 开大 spread 到 3，也许一天只作十口，那就是赚 30 点；开小 spread 只到 1，一天也许做到 50 口，那就赚到 50 点。因此为市场创造了流动性，这是 financial market 与 spot 不同之处：交易创造量！

4、 经济体货币互换，强势货币可帮助弱势货币稳定其支付能力，从而进一步稳定汇率，作用类似于 SDR，但是象征意义大过实质意义。

Lecture Seven 汇兑风险的测度及避险

陈信甫 23/07/10

- 1、 New Basel 2 所定义之市场风险包括了利率风险(interest risk)、汇率风险(foreign exchange risk) 以及资产定价风险(asset pricing risk)。
- 2、 In perfect market, shopping around is pointless.
- 3、 Banks' off-balance activities include: derivative trading, L/C and fee income.
- 4、 Why FWD spread > SPOT spread?
 - Longer maturity: small trading volume, higher default risk and higher bounds, which all lead to larger spread. Thus, FWD spread becomes a default risk premium.
 - Credit risk
 - No secondary market(FWD OTC): No liquidate, how to get out?-reverse FWD contract or early settlement negotiation.
- 5、 Standard ways to reduce default risk in the FWD market:
 - In the interbank market, banks only deal with counterparts that are well known to one another. Even though, credit limits should be set to per counterparty to limit default risk.
 - Banks see FWD as hedging devices for customer, not speculative.
 - Use roll-over and short-term contracts to hedge long-term contract.
- 6、 Functions of hedging: resist risk exposure, reduce agency costs and provide better information.
- 7、 Duration. (Please refer to Corporate Finance by Ross)
- 8、 A case to identify operating risk:
 - In the 1970s VW's profit from exports to the US were affected by the depreciation of the USD v.s. DEM from 4 to 2.
 - In the short run, VW had to decide to which extent it should change the USD price of the cars.
 - In the long run, it should decide whether or not to transfer the base from Germany to US & Latin America.

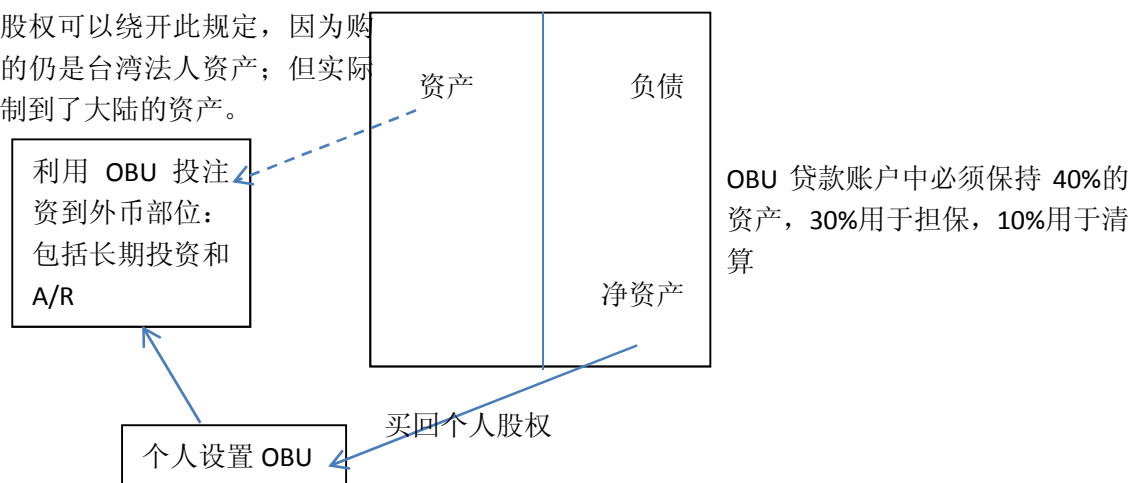
- Even a monopolist cannot simultaneously have both stable FC&HC.
- Change of exchange rate may affect the relative competitive position.

Lecture Eight 国际财务管理

郭维政 26/07/10

1、何谓国际财务管理？主要指针对 OBU 的管理：

台湾规定，净资产中投资至大陆部分不能超过 40%，利用回购个人股权可以绕开此规定，因为购买的仍是台湾法人资产；但实际控制到了大陆的资产。



2、当前台湾面对利差过小，银行业较难生存之局面，大概低于 1%，因此当局有通过货币政策（增大贴现率）减少货币供应，提升利率；更多银行企盼通过 ECFA 进入大陆银行业市场。

3、Stand-by L/C（SLOC）和 OBU 存款是两种在大陆的台商通过台银或其 OBU 向台银融资的手段。

* SLOC: A guarantee of payment issued by a bank on behalf of a client that is used as "payment of last resort" should the client fail to fulfill a contractual commitment with a third party. Standby letters of credit are created as a sign of good faith in business transactions, and are proof of a buyer's credit quality and repayment abilities. The bank issuing the SLOC will perform brief underwriting duties to ensure the credit quality of the party seeking the letter of credit, then send notification to the bank of the party requesting the letter of credit.

*备用信用证如何用于融资特别是东道国向子公司融资？

（1）融资备用信用证的应用 融资备用信用证（Financial Standby）。

主要支持包括偿还借款在内的付款义务的履行，广泛用于国际信贷融资安排。境外投资企业可根据所有权安排及其项目运营需要，通过融资备用信用证获得东道国的信贷资金支持。实践中，账户透支即是一种较好的筹资选择。其优势在于：借贷手续简捷，运作方便、灵活；企业可根据实际资金需求和现金流量把握筹资的规模与期限，从而最大限度地减少闲置资金，降低融资成本，规避利率与市场风险，减少信用额度占用，改善负债结构。

银行提供账户透支便利的基本前提是第三方担保的有效性，融资备用信用证是满足这一前提的最佳选择之一。境外投资企业可要求本国银行或东道国银行开立一张以融资银行为受益人的融资备用信

用证，并凭以作为不可撤销的、独立性的偿还借款的支持承诺，向该银行申请提供账户透支便利。根据融资协议，企业应在规定的额度和期限内循环使用、归还银行信贷资金；如果其正常履约，融资备用信用证则“备而不用”；如果其违约，融资银行作为融资备用信用证的受益人有权凭规定单据向开证人索偿，后者有义务偿付申请人所欠透支信贷资金。由于融资备用信用证的受益人为东道国商业银行，其信用度较商业受益人为高，风险相对较小，加之规范备用信用证运作的国际规则已相当完备，所以，银行通常乐于提供账户透支融资支持。在其他形式的商业信贷以及官方支持的出口信贷融资中，融资备用信用证的应用也相当广泛。

(2) 直接付款备用信用证的应用。

直接付款备用信用证 (Direct Standby) 主要支持与融资备用信用证有关的基础付款义务的履行。实践中，普遍地用于商业票据融资支持。商业票据融资是国际短期资金市场最通行的直接融资方式，跨国企业因兼并、收购或其他经营活动而在短期内产生大量现金需求时，多以此解决。

在美国短期资金及资本市场上，外国公司利用直接付款备用信用证筹资的做法颇为流行，其既可免受评估结果的限制，还避免了信用评估所必须付出的时日、费用以及企业财务状况的披露，值得借鉴。

具体做法是：当企业以发行商业票据等方式筹资时，由一家当地银行开立直接付款备用信用证，为企业提供资信担保，并承担付款责任。当债务到期时，由开证银行直接以该备用信用证项下的资金进行支付，投资者主要依据开证银行的资信等级即可对该项投资的信用风险做出判断，而无需过多考虑实际借款人的信用级别。

4、案例：

- a) 85° C 面包坊的成本减低策略：在街边三角窗、骑廊开店以减少成本，但多绩效不行则立即关闭；
- b) 数位相框模具开发的台商，与日商各出资 50% 持股大陆生产厂家，日方作为 CEO，台方作为法人，日商看重借助台商对于文化的了解；一段时间后日商要求回购台方 20%~30% 的股份，并且没有过多溢价，台商不愿意；谈判僵持不下，日商的对策是：寻找另一家台商在苏州设厂，因为技术在日方，原台商不得不卖出股权。因此合资的权利、义务的约定会影响未来股权之变动；
- c) iPod 皮套的协议厂商：虽然皮套技术含量不高，但是台商仍然将生产的皮套空运至 iPod 总部，是为了赛过其它的协议厂商，最快的进入市场，靠此月赚 7E 新台币。
- d) 康师傅的策略：康师傅曾经为了进入大陆市场，故意在各省设定有限产量，制造缺货事实，以此制造一种抢购的假象，迅速打响品牌，进入市场；但是这样的手段后来也带来了康师傅的财务危机。

5、股东往来转股本：转入部分利润至此项目，截留利润，以达到避税的目的（其它应付款），亦可隐藏在借方转移公司资产（其它应收款）。

有关阅读：在日前刊登的一些上市公司公告中，“往来款”这三个字频繁出现，成为上市公司对于大股东

巨额其它应收款的解释。而在公告中,往来款的真实含义并没有明晰,它究竟是属于上市公司生产经营流程中的正常需要,还是大股东占用上市公司资金的"障眼法",非常值得投资者关注。毕竟,在此前的济南轻骑、三九医药等一系列上市公司问题暴露后,投资者才略有所悟,往来款很可能是"有往无来",即使有所往来,也是去时为现金,来时只有资产了。

日前,一家上市公司拟进行重大资产重组-----收购一家关联公司股权。但被收购公司财务报表显示,该公司有 2.39 亿元的巨额其它应收款,正是上市公司的大股东所欠。而对这部分欠款,报表附注的解释即为往来款。对于一家总资产只有 5.6 亿的公司而言,其中 43%的部分是以其它应收款的形式存在的,其风险不言而喻。更何况上市公司收购该公司股权时的价格是以收益现值法为评估依据溢价算出的。因此,作为投资者,确切了解 2.6 亿元往来款的含义至关重要。

而另一家上市公司在不久前刊登的公告中披露,一家关联公司(截至 2001 年 12 月 31 日)欠上市公司 3048 万元。此款项为两家公司于 1999 年以来的往来款。虽然欠钱方对上市公司做出了承诺,表示 2003 年年底前还清,但该公司截至 2001 年年底只偿还上市公司现金 110 万元。此类"去时如山倒,来时如抽丝"的往来款,对上市公司而言,自然存在相当程度的负面影响。

那么往来款到底是什么呢?在最近颁布的《企业会计制度》中,并没有往来款这一会计科目。据有关专家介绍,在会计核算中,往来款一般被理解为:单位在开展业务活动时发生的应收、应付、暂存、暂付款。其概念是相当宽泛的,而且从会计的具体操作角度讲,所谓的往来款完全可以分解为更加明确的项目,如应收(付)货款、预收(付)款,或者说就是借款等等。该专家指出,鉴于往来款概念的宽泛与模糊,它即使只企业内部进行会计合算时使用,也要用更为明确的会计科目对其进行分解与明晰。因为在企业正常生产经营过程中产生的往来款,与单纯的资金被借用、调用、占用所造成的往来款,两者对于企业的影响是有很大区别的。因此,该专家认为,在公开披露的信息中,使用往来款这种并非规范的表述方式有粉饰之嫌。

确如专家所言,从此前披露的大股东占用上市公司巨额资金的诸多案例中,投资者不难发现,往来款往往是有往无来、有去无回,成为大股东占用上市公司资金的"遮羞布"。济南轻骑、三九医药等公司都因此给投资者留下了深刻的教训。鉴于此,有关专家认为,在上市公司公开披露的财务信息中,应严格按照《企业会计制度》以及财政部颁布的针对特定行业的会计准则的要求进行表述,不应使用诸如往来款等碍于投资者真正了解财务信息的概念。

6、可转债筹资的两种方式:

- a) Convertible Bonds Loan: 直接利用 CB 抵押贷款;
- b) 资产交换 (Asset Swap): 将 CB 拆成 option 和 bonds 分开出售。

7、固定长期投资适合率: (固投+长投) / (净值+长借) <100%, 避免以短资长。

8、5P&5C:

5P People Payment Purpose Protection Perspective

5C Character Capacity Condition Collateral Capital

9、台湾银行的坏账率低: 1.15%, 是其对大陆银行的优势。

10、Bridge loan (过桥贷款)

10.1 过桥贷款的概念

过桥贷款又称搭桥贷款，是指金融机构 A 拿到贷款项目之后，本身由于暂时缺乏资金没有能力叙作，于是找金融机构 B 商量，让它帮忙发放资金，等 A 金融机构资金到位后，B 则退出。这笔贷款对于 B 来说，就是所谓的过桥贷款。在我国，扮演金融机构 A 角色的主要是国开行/进出口行/农发行等政策性银行，扮演金融机构 B 角色的主要是商业银行。过桥贷款为并购交易双方“搭桥铺路”而提供的款项，可以理解为银行和其他金融机构向借方提供的一项临时或短期借款。它的形式可以是定期贷款，也可以是循环信用证，只是在时限方面更短暂些。所以它只能是一种短期融资，在并购交易中起着“桥梁”的作用。“桥式贷款”的利率比一般的贷款利率要高 2%~5%。在市场情况变化异常时，交易必须加速运转，收购市场取费较高，迫使买方快速获得资金以结束交易，从而相继采用“桥式贷款”。随后通过销售债券与权益票据来偿还银行贷款。

从一般意义上讲，过桥贷款是一种短期贷款 (short-term loan)，其是一种过渡性的贷款。过桥贷款是使购买时机直接资本化的一种有效工具，回收速度快是过桥贷款的最大优点。过桥贷款的期限较短，最长不超过一年，利率相对较高，以一些抵押品诸如房地产或存货来作抵押。因此，过桥贷款也称为“过桥融资” (bridge financing)、**“过渡期融资” (interim financing)**、“**缺口融资” (gap financing)** 或“**回转贷款” (swing loan)**。过桥贷款在国外通常是指中介机构在安排较为复杂的中长期贷款前，为满足其服务公司正常运营的资金需要而提供的短期融资。对我国证券公司来说，过桥贷款是专指由承销商推荐并提供担保，由银行向预上市公司或上市公司提供的流动资金贷款，也就是说，预上市公司发行新股或上市公司配股、增发的方案已得到国家有关证券监管部门批准，因募集资金尚不到位，为解决临时性的正常资金需要向银行申请并由具有法人资格的承销商提供担保的流动资金贷款。此外，过桥贷款还可以用于满足并购方实施并购前的短期融资需求。

10.2 过桥贷款的不同用途

根据过桥贷款的定义，过桥贷款可以弥补借款人所需融资的时间缺口 (bridge the gap between times)。公司和个人都可以使用过桥贷款。对过桥贷款进行个性化设计，可以适用于许多不同的情况。比如，一家公司正在进行一轮股权融资，预计 6 个月后结束发行。公司使用过桥贷款，可以满足其营运资本的需要，将来利用发行债券的方式来偿还过桥贷款。公司金融中的过桥贷款称为“缺口融资”，用于弥补偿还所发行的债券与用新发行的债券取代它这两者之间的时间缺口。此时过桥贷款也是一种营运贷款，用于静默期 (quiet period) 与 IPO 两者期间，或者签订收购意向书 (letter of intent, LOI) 与实施收购两者期间。对个人来说，在房地产市场使用过桥贷款是很普遍的。由于在出售一笔财产和购买另一笔财产中间经常会有时滞 (time lag)，所以使用过桥贷款可以为私房业主提供更多的灵活性。过桥贷款经常用于商业性的房地产购置，很快地出售一笔财产，从丧失赎回权的抵押品中重新得到房地产，利用短期融资的机会为获得长期融资提供担保。从房地产市场来看，过桥贷款是对个人出售房产权益而提供的短期银行贷款，它以个人目前的房产特别是准备出售的房产作为抵押。个人使用过桥贷款或过渡期融资可以摆脱这样的困境：在你出售财产之前想要购

置房产。此时过桥贷款是为购置新房提供短期融资，在出售完旧房时还清贷款，基本上能使个人在处置完旧房以后有地方居住。

10.3 过桥贷款的关键要素和成本费用

过桥贷款的关键要素是要有合格的购买人(a qualified buyer)和署名合同。一般来说，对新房发放抵押贷款的贷款人将提供过渡期融资，作为出售财产结算时应付的个人票据。可是，如果你拥有并要出售的财产没有购买人，大多数贷款人将会对该财产设置留置权(lien)，从而使过桥贷款成为一种第二抵押(second mortgage)。需要注意的是，过桥贷款的贷款人和借款人应当关注贷款的利息成本、距离前端费用(up-front fees)以及出售房产所花费时间比预期长所带来的后果。虽然过桥贷款属于短期融资，但是其利率较高，距离前端费用也较高(比期限仅为几周或几个月的贷款利率通常要高)。相比之下，从个人的401(K)计划获得借款的成本较为低廉。事实上，对于能获得预付款的贷款人来说，任何一笔担保贷款都是可以接受的。所以如果个人持有股票、债券或保险单(insurance policy)，最好还是以它们作为抵押品来申请过桥贷款。

10.4 过桥贷款的法律关系特点

从商业银行开展过桥贷款业务的实践来看，该项业务的基本法律关系仍然是贷款合同法律关系，以及在此基础上形成的从属法律关系——担保法律关系。这两个法律关系具有以下特点：在法律关系主体上，借款人和担保人是一对特殊的主体。从我国的实践来看，过桥贷款的借款人必须是上市公司或预上市公司，它们与银行之间存在贷款合同法律关系。预上市公司应是其募股方案已获得国家证券监管部门批准而即将上市的公司。为借款人提供担保的是承销商，它与上市公司或预上市公司之间签订承销协议，存在担保法律关系。过桥贷款的担保方式既可以是信用担保，也可以是质押担保。银行之所以愿意接受券商的信用担保，是因为该类券商通常资金实力雄厚，经营业绩良好，财务状况健康，盈利能力较强，资信水平较高，运作相对规范。当然从维护银行债权利益的角度来看，质押担保的安全性要高于信用担保。过桥贷款法律关系的构建是以证券监管部门对上市公司或预上市公司未来募集资金计划的批准为前提。换言之，如果上市公司或预上市公司的未来募集资金计划尚未获得证券监管部门的批准，则不能申请过桥贷款，因为银行对过桥贷款的风险评估在很大程度上取决于募集资金项目在技术和经济等方面的可行性论证。过桥贷款是由银行向上市公司或预上市公司提供的流动资金贷款，属于短期融资，期限相对较短，通常为半年，最长不超过一年。过桥贷款是一种过渡性的贷款，是为了解决上市公司或预上市公司临时性的正常资金需要，主要用于满足募集资金尚未到位情况下前期所需的资金支出。

Lecture Nine 国际信用风险管理

张源荣 26/07/10

1、Variance is the spice of your life.

2、信用风险管控的流程:

- a) 辨识
- b) 衡量: 衡量市场、借款人与交易对手风险的变化; 曝险金额、违约几率、违约损失率; 建立风险评估模型, 但要注意模型风险。
- c) 监控: 债务人与授信条件; 授信组合信用风险; 担保品; 复审与稽核; 压力测试与情境测试。
- d) 报告: transparency

3、风险管控的方法:

- a) 限额管理与执行停损 (golden law);
- b) 压力测试: 传统上所谓压力测试引 (stress testing) 是指将整个金融机构或资产组合置于某一特定的(主观想象的)极端市场情况下, 如假设利率骤升 100 个基本点, 某一货币突然贬值 30%, 股价暴跌 20% 等异常的市场变化, 然后测试该金融机构或资产组合在这些关键市场变量突变的压力下的表现状况, 看是否能经受得起这种市场的突变。
- c) 信用评等公司: S&P Moody Fitch
- d) RAROA, RAROE

*Reading:

A. 7.23 欧洲银行业压力测试结果

欧盟(European Union)的银行业监管机构欧洲银行监管委员会(Committee of European Banking Supervisors, 简称 CEBS)周五表示, 在评估大型银行对压力测试中最悲观假设情况的耐受力时, 将其资产价值抵消了 5,660 亿欧元。

CESB 表示, 在评估温和的二次探底和国债市场出现新一轮剧烈波动的共同影响时, 接受压力测试的 91 家银行的一级资本比率平均为 9.2%, 较达标水平 6% 高出 3.2 个百分点。

只有七家银行的一级资本比率低于 6%, 未能达标。

根据报告, 91 家接受测试的银行资产占欧盟银行业总资产的 65% 以上, 接受测试的银行资产占各欧盟成员国银行业资产规模的逾 50%。

CEBS 假设的银行损失主要是贷款损失, 而不是备受关注的因持有国债造成的损失。

CEBS 表示, 在悲观情况下(假设欧盟经济今年增长为零, 明年为萎缩 0.4%) 假定的 4,728 亿欧元损失是资产减值损失。还假定在这种情况下银行将出现 259 亿欧元的交易损失。

此外, CEBS 还评估了银行在交易账户中持有的国债价值下降 389 亿欧元将带来的风险。计入长期资产账户下的持有到期国债的估值损失不在本次测试的考虑之内。

据报导，CEBS 还在压力测试中假设了主权风险造成冲击的情况，以评估国债市场重演 4、5 月危机时银行的耐受力。

为模拟 5 月份国债市场剧烈波动的一幕，CEBS 在“主权风险冲击”情境中假定，欧盟所有成员国的市场利率都普遍上涨，其中 3 个月期货币市场利率上涨 1.25 个百分点，10 年期国债利率上涨 0.75 个百分点。

CEBS 还根据各国国债的历史波动性，假设了个别国家国债将出现额外损失的情况。

他们假设，在最悲观的情况下，希腊国债平均加权的折价幅度将达到 23.1%，西班牙和葡萄牙国债的折价幅度分别为 12.3% 和 14%。

但是压力测试模型并没有明确作出出现主权违约的假设，这反映出一种政治信念，即欧盟，尤其是欧元区成员国无一可能违约。

B. 压力测试是一支“安慰剂”

最近两周，欧元走出一段时期以来的盘整状态，欧元兑美元汇率最高突破 1.30，显示出强劲的上攻态势。

希腊主权债务危机爆发后，欧元经历了自诞生以来最阴霾的时期，从去年 11 月到今年 5 月，欧元对美元连续 7 个月下挫，跌幅达 21%。在欧元区宏观经济基本面并没有明显改观的情况下，欧元这两周来的发力，除了半年“超跌”后产生的技术性反弹因素外，上周公布的欧元区银行业压力测试结果也是重要助推力——乐观的测试结果为市场营造了乐观情绪。

此次欧洲银行业压力测试，主要目的是检验欧洲主要银行能否经得起经济二次探底和主权债务危机的双重打击。结果显示，参加测试的 91 家欧洲银行中，只有 7 家规模较小的银行没有过关。

测试的结果正是欧洲各国所期待的。结果公布后，欧盟委员会及欧元区主要国家首脑都对测试结果进行了高调乐观解读——即使欧洲主权债务危机以及欧洲经济进一步恶化，欧洲银行的持续经营能力仍能维系，欧洲的金融市场是稳固的。

一些业内人士并不认同欧洲银行业压力测试结果。他们认为，此次测试在严格程度、时间范围等方面缺乏公信力。但对于支持此次测试的欧洲主要国家领导人来说，此次测试的关键不在于能否给欧洲银行业带来真正预警，他们需要把这次测试作为金融市场的“安慰剂”。

临床上，“安慰剂”虽不是对症之药，但却能给病人以正面心理暗示，从而有利于治疗和康复。金融危机爆发后，在全球经济复苏进程中，欧洲落在其他经济体之后。而欧洲主权债务危机的爆发让欧洲经济进一步受到打击，欧洲各国面临短期经济复苏和长期结构性调整的双重难题。当前，国际市场充满了对欧洲经济的负面情绪。对于欧盟各国来说，除了采取各种切实行动挽救经济下滑态势，期待经济数据好转外，也急需市场信心的配合。

正面的银行业压力测试结果，恰是树立市场信心的上佳“安慰剂”。这样的尝试已有先例。去年美联储对美国主要银行也进行了压力测试，相对乐观的结果，使美国金融类股票在半年内反弹超过 30%，这在一定程度上恢复了市场对美国金融业的信心。现在，欧洲各国需要一个“看上去很美”的银行压力测试结果，以缓解外界对欧元区银行业潜在风险的担忧，尤其是给半年来一蹶不振的欧元以提升动力。

无论是否刻意让银行业测试结果“看起来很美”，但一周多来欧元及欧洲债券市场的走势显示，压力测试这支“安慰剂”对市场的提振作用已有所显现。

值得关注的是，近期对于欧洲市场来说，除了那针“安慰剂”之外，还有一些好消息。最新发布的信息显示，欧元区 5 月份工业订单创下 10 年来最高增速，这是欧元区经济形势向好的一个积极信号，这一信号也一度刺激了欧洲股市全线大涨。欧盟委员会发布的报告显示，7 月份，反映企业和消费者信心的欧元区经济敏感指数创下两年来新高。与此同时，欧元区和欧盟消费者信心也重获升势。业内普遍认为，这表明欧洲高失业率带来的恐惧感逐渐消退，消费者对目前整体经济状况较为乐观。

希腊近日以低于 5% 的利率在国际市场成功发行了 16.25 亿欧元的债券，尽管不能由此判断希腊

的债务危机已经得到缓解，但这却是国际债券市场重新“接纳”希腊的一个信号。

对于当前欧洲经济的前景，两种极端的假设并不现实：一是认为欧洲债务危机的恶化最终会促使欧元区瓦解；而另一种看法则认为，欧洲银行业压力测试交出了满意答卷，所以欧洲经济能经得起最坏的考验。客观地看，当前短期的经济向好指标并不能反映欧洲经济的现状，欧洲经济实际上仍处于踌躇不前之中，欧盟多国仍面临高企的财政赤字和债务负担，而主权债务危机暴露出的欧盟经济内部发展不平衡问题，也尚未有良策以对。

对于欧盟来说，保持欧元的相对稳定可以为欧盟各国的财政重整措施创造良好的国际金融市场基础，并巩固已有的经济复苏苗头。但“安慰剂”久用则失灵，欧元的生命力，欧洲的复苏前景仍面临严峻考验。持续向好的各项经济指标，才是欧洲经济的真实支撑。

C. 欧洲银行压力测试是一份超级借款单

欧债危机的特点是，传播极其迅速。一国的主权信用被打至垃圾级以后迅速蔓延，最后欧元区 90% 的国家深陷缺钱困境。这实际上是又一次提醒：流动性可以一夜之间泛滥，也可以一夜之间枯竭。危机关口银行瞬间倒闭的事情，2008 年金融危机时在美国已经发生多起，至今许多中小银行还在破产名单上等待清算。欧洲债务危机的本质就是货币危机，难道欧洲银行的钱有什么神秘免疫力吗？

情况没这么简单。一方面，由于欧盟规定货币政策的制定权不在主权国家而在欧洲央行，因此发生主权信用危机的国家无法自行拟定多发钞票之类的货币政策趋利避害减少债务。这样，在客观上剥离了各银行与主权债务之间的关系，保卫了银行的正常运转。这是此次欧洲银行压力测试成绩优秀的一个客观原因。另一方面，欧洲自己出题、自己答题的此次模拟考试，其结果是早已安排好的，考试本身不过是规定动作，无关结果。设想一下：如果压力测试结果是多数欧洲银行经不起重大危机的冲击，那么显然欧洲缺钱国家再融资的可能性将大大下降。谁还敢把钱借给银行摇摇欲坠、还钱遥遥无期的经济体？在欧洲当前情况下，需要的是保证各借款人的信心，告诉外界尽管欧洲现在需要借款偿付巨额债务和债务利息，但还钱毫无问题。从这个角度看，欧洲银行压力测试是一次不可能不过关的考试。它在向外界传递“平安无事”信息的同时，也悄悄递出一份超级借款单。

欧洲以外的人们不一定关心欧洲某家银行熬得过去或熬不过去，而是关心欧洲债务危机给自己带来的影响。因为这场危机的进程和结局不仅会影响中国等外汇富裕国是否敢大量购买欧洲债券，也势必会对包括中国在内的其他经济体的宏观政策、市场表现、投资机会等产生影响。以中国为例，如果退出刺激政策，一旦欧债危机深度爆发，中国经济将被牵连；如果不退出，如果欧债危机如银行压力测试所昭告的一样云淡风轻，那么就会刺激通胀。

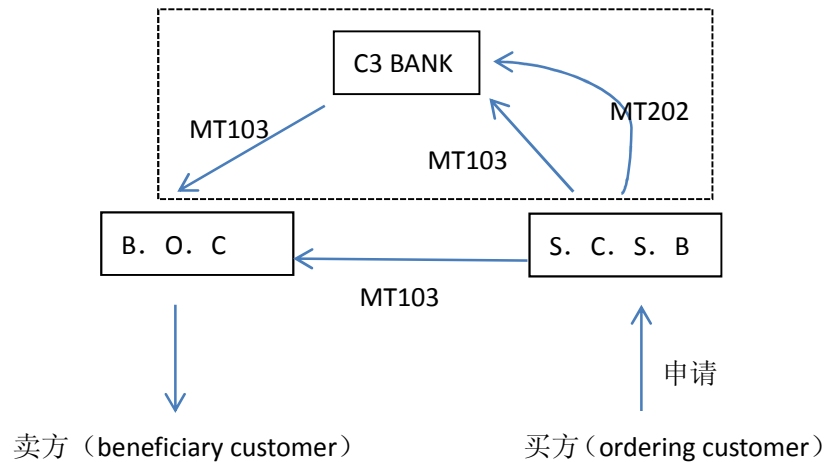
实际上，对欧洲处理此次危机的种种表现，从一开始内外都充满疑虑。美国对于欧洲紧缩财政的做法一直持批评态度。这其中大约有两种考量：第一种考量，因为欧洲作对了而故意批评误导之。由于欧元是美元最有力的竞争对手，欧元因债务危机一直弱下去，对于美元强势并最终从海外流回美国本土有利。这是美国确保美元霸权、提高偿还债务能力的大好机会。所以美国不愿意欧洲通过正确处理方式稳定欧元。第二种考量：因为欧洲做错了可能拖累美国而批评之。欧洲削减财政等于削减支出，这意味着一个全球主要市场的萎缩，这不利于美国经济复苏。由于美国与欧洲在货币方面存在着竞合关系，可以不把美国的意见太当真。但欧洲内部，同样意见分歧。德国从一开始矢口不提救援希腊，政府甚至表态“半个儿子都不给”，但发展至今天立场完全转变，其根本原因不在于关心那些欠债伙伴的债务，而在于关心欧元。德国是欧元区最大富裕国，如果欧元因债务危机持续走软，那么德国财富将迅速蒸发。所以，主观上不想救，救等于是“奖懒罚勤”，但客观上又不得不救。从中可以看出，欧债危机已经大到足以绑架并更改德国立场的地步，其处理难度远非银行压力测试这么简单。

Lecture Ten 国际贸易融资

温芳铭 27/07/10

1、实务中，常进行票据交换：至自己开户银行托收账户（cash letter 21 days）或至票据交换所交换。

2、



MT202: For bank transfer

发 MT103&MT202 是为了使得最后收到的款项和欲收到的款项一致。（202 是为了把手续费结清）

3、**UCP Latest Version:** 此规定概为了防止在 L/C 效力期间 UCP 发生改变，即始终遵循 UCP 最新的规定标准，如果 UCP 发生变动则自动遵照最新的规定执行。

Expiry Date: 需区分是开证地时间和押汇行地时间的区别。

保税仓库 (Bonded Warehouse): 从此处货送出则变为买方风险，卖方不承担风险。

求偿条件 {
到单求偿：可以保障 L/C 确实有效+可以节省利息
T/T：押汇行可能立即求偿再寄单，但若审单后发现有问题此时不易拿回款项。

4、Prices terms:

FCA: Free Carriage 卖方货物一运出仓库风险就已经转移给买方

FOB: Free On Board 货物离港口上甲板后风险就转移至买方了

CFR: Cost Freight 货物成本与运费要卖方负担，但保费不必负担

CIF: Cost Insurance Freight 货物成本、运费与保费都有卖方承担，货物至目的地后风险才转移至买方

VIM: Vendor Inventory Management 将货物运至买方仓库时仍不能转移风险，要等到买方从仓库抽调并销售后，风险才转移

5、2/3 套提单的选择：开 2/3 提单是为了防止货到而提单未到致使货物滞留港口发生费用，将 1/3 提单快递至进口方，由进口方背书提单或担保提单后可取货。

6、有时双保理业务历时过长，可能延误货期，银行会选择通过保单吃下风险或者通知买方银行增加买方保理额度。

Lecture Eleven 两岸金融与外汇业务往来

游树枏 28/07/10

1、台对大陆出口最集中的是电子产业，例如 IC 面板、高端元子件、高端 LED

2、**H 股**：是指注册地在中国内地、上市地在香港的外资股。

红筹股：最大控股权（常常指 30%以上）直接或间接隶属于中国内地有关部门或企业，并在香港注册上市的公司所发行的股份。

区别：

(1) 红筹股在境外注册、管理，属于香港公司或者海外公司；H 股在内地注册、管理，属于中国大陆公司。

(2) 红筹股股份可全部上市流通，国有 H 股股份则有部分不能上市流通；日后增发新股时，红筹股可能拥有更大的弹性和空间，而 H 股增发的风险可能较高，时间也可能相对较长。

(3) 红筹股管理层持有的认股权可能与海外公司一样，管理层可享受全部认股权的所有权益；但 H 股则不同，管理层并未真正拥有上市公司认股权，即使拥有的也是模拟的认股权。

(4) 在发行可换股债券和其它债券时，红筹股公司并不需要符合内地的法律程序和条件，但 H 股则需要内地的法律程序和条件、经国家有关部门批准

3、两岸 OBU:

	中国	台湾
称呼	离岸银行	国际金融业务银行
承做部门	分行亦可	必须总行
投资准入	不许外资	外资亦可
开户限制	非居民	非居民

4、OBU 往来之利基:

- 合法节税
- 规避政治风险
- 规避外汇限制
- 灵活资金调度

e) 具隐秘性

5、Trade card 贷款（海外贸易的阿里巴巴）：

Trade Card 为 B2B 电子商务交易平台，提供国际贸易相关业者使用之跨国贸易网路，所有买卖交易及款项收付皆可透过该电子商务交易平台完成，系一无纸化之交易流程。目前主要承做之地区为美国、加拿大、香港、台湾、新加坡、韩国、日本等地区。

Trade Card 特色：

- 线上完成买卖交易

买卖双方可直接透过 Trade Card 电子平台完成买卖交易及款项收付。

- 操作简单且交易透明

系统操作使用容易，且交易流程及执行进度皆可透过网上清楚掌握。

- 降低交易成本，有利资金管理

透过网路交易，可降低银行手续费并节省纸上作业时间成本。

- 提供安全保密的交易环境

Trade Card 提供多重网路安全交易机制，让使用者安心进行电子交易。

- 专利文件核实系统，审核文件快速精确

交易文件於 Trade Card 平台上完成后，系统将自动启动比对交易文件是否符合订单内容，并立刻确定付款日期，快速精确。

- 线上核准融资，拨款快速

卖方可透过 Trade Card 电子平台申请出口融资，本行接获融资信息后将立即审核，并依核准条件快速拨款。

- 保证付款机制

Trade Card 之信用保险机构将承担买方之信用风险，一旦买方发生信用风险，保险机构将赔付。

*案例：降低成本 提高效率 Trade Card 创造在线付款的新交易模式

金铝工业股份有限公司是一家中型制鞋厂商，全年营业额超过 2 亿 5 千万美元，全球员工一万多人，年产量超过一千二百万双鞋，多数为适合日常作息及步行的耐穿便鞋，其中适用于工厂和工地的安全鞋占百分之五十的产量，健行鞋则占其中百分之二十。

金铝拥有专属的便鞋商标【Road Mate】，并为 Timberland、Dr Martens、Wal-Mart、LL Bean、Caterpillar 以及 Wolverine World Wide 等全球知名厂商制造鞋靴。此外，金铝还为哈雷机车厂商（Harley Davidson）生产特制马靴。

全球出口业务错综复杂

金铝向以出口导向为主，制鞋外销至约一百个国家，主要市场包括欧洲、美国及加拿大。公司总部位于台湾，在澳门、香港及美国另设分公司，并在中国和越南设厂。每年四月至十月是公司产品需求旺季，出口业务包括大量的小笔托售，必须持续不断补充零售存货以迎合现货供应的要求，出货期限当然非常紧迫。

现代鞋的制程相当复杂，而且需要上百个供货商提供资源，除了鞋面、鞋底和鞋跟等各式各样的材质外，还需要其他配件如鞋带、金属圈、鞋钉以及缝线等。

Trade Card 降低销售成本

金铝在美国大客户 Wolverine World Wide Inc. 介绍下，于 2001 年 3 月开始采用 Trade Card 系统来进行供应链的财务作业自动化。

Trade Card 系统的一大功能是以付款保证交易方式取代信用状，藉以降低销售成本。副总经理许文彬先生表示，Trade Card 在线文件核实的收费比银行收取信用状的费用低，而且可以在在线磋商文件瑕疵，不另外收费。使用信用状时，由于文书作业的错误，因此造成的文件瑕疵比较多，银行也会因为文件瑕疵的关系来扣减发票所列的应支付货款。我们采用 Trade Card 系统后，与信用状相较下，每笔交易大约节省 75% 的成本。

金铝的出口业务包含大量的实物托售以及更大量的贸易交易。许副总提出，如果我们的所有贸易交易都采用 Trade Card 服务，那整体节省的成本就很可观了。交易状况透明化绝对是一大优点。许副总表示，这可让我们在计算机上看到所有支付的货款，较高的透明度可以加快订单和其他所有相关文件的作业周期，这可降低文书处理的行政成本。Trade Card 使金铝的许多交易大为减少依赖书面文件，这也减少我们在台湾、澳门、香港和美国各地公司之间的文书流量。

随时随地存取紧急文件

Trade Card 网路的另一特点是金铝的业务人员可以方便地存取资料。许副总解释，以前，我们的业务人员拜访客户时，他们无法轻易存取销售交易中的资料，采用 Trade Card 后，他们可以用手提电脑或其他个人计算机来查看从交易到付款状况以及核准紧急文件。

Trade Card 提供『开放式网路』，让各种供应链的所有贸易伙伴都能使用相同的 Trade Card 在线接口，不必另外针对不同客户个别设立连结及作业。Trade Card 在银行体系方面保持中立，可以连结到数家金融机构。

系统提供一套从订单到付款的完整在线交易作业服务。许副总说明，我们收受并检视线上订单，接着制作出货文件，在托售的货物送交给客户时，我们可以立即开立发票，然后将所有文件传送到 Trade Card 文件核实系统，一旦解决任何瑕疵，我们就等候买方的核发货款。

『Trade Card 在地的客户服务经理很快响应我们的问题，除了大力协助外，还非常清楚我们的系统。』

Trade Card 前置投资要求低

基于节省成本又能提高效率的考量下，金铝的贸易伙伴极有可能扩大使用 Trade Card 的服务。许副总解说，金铝往来的各个贸易伙伴，涵盖大型的环球制鞋买家到上百家多半属于中小企业的供货商。使用者不需要投注太高额的前置投资在 Trade Card 系统，而且依据我们的经验，对决定使用 Trade Card 的大小企业而言，这是一套可以相当弹性运用的系统。

Trade Card 系统的特点之一是，只要按下滑鼠就可以从计算机画面审视所有付款作业。许副总先生表示，这项概览功能可以协助我们执行资金管理的工作，由于系统可以提供许多报表，正是一套管理交易、资金流量和信用额度需求的绝佳工具。

Trade Card 提供出口支持 Trade Card 系统易于使用。许副总提出，我们开始采用在线系统时，Trade Card 特派训练人员到我们公司授课一天，之后我们就可以自行使用系统了。我们有任何问题时，只要

直拨服务专线，Trade Card 在地的客户服务经理便很快响应地我们的问题，除了大力协助外，还非常清楚我们的系统。使用 Trade Card 系统可以提高供应链效率。许副总说明，如要说服买家或供应商采用这个系统，首先必须确保他们了解可预期的优点。Trade Card 主动协助我们说服贸易伙伴，让他们相信上网的好处。

金铝拥有一套大型的企业资源管理 (ERP) 系统来管理中国工厂的营运，然后将之与总公司的会计、订单和采购等作业相联结。许副总补充说明，由于我们在线上进行的商务交易增多，我们的计算机系统与 Trade Card 相联结会是一大帮助。在我们的企业资源管理 (ERP) 系统与 Trade Card 紧密整合下，必可加速文件流量，减少整体交易时间。Trade Card 高居财务供应链自动化的主导地位，这正是我们在电子商务时代所必须建立的竞争优势。

金铝整合贸易交易作业的关键策略之一是以电子资料交换系统 (EDI) 与其贸易伙伴交换多种不同的文件。使用电子资料交换系统可以将贸易伙伴的各种格式文件在计算机之间互相传送，无须人工经手，因而能够排除重新输入资料的错误、加速交易时间以及节省行政成本。Trade Card 系统近期将可望成为这种实时无纸化传输系统的平台。

关于 Trade Card

Trade Card 是首屈一指的财务供应链服务供货商，推出以网路为主的平台来进行供应链中的财务作业自动化，藉以革新全球贸易，改造常年受困于文书作业的解决方案。在 Trade Card 系统下，从最初的订单到最后的结算作业，买方与卖方可以完整监控交易状况，Trade Card 的全球贸易伙伴网路在平台上另外提供自动化服务，包括供应链融资、信用保障、金流以及货品检验服务。除了改进作业程序外，客户能够体验立即节省成本、最佳资金流量运用、减少依赖信用额度以及改善供应链关系。Trade Card 的总部设于纽约市，在旧金山、香港、布鲁塞尔、台北、汉城、东京以及深圳均设有分公司或办事处。Trade Card 系美国及全球各地的注册商标。

6、海外信用保证基金

8、 ABCP v.s. Factoring

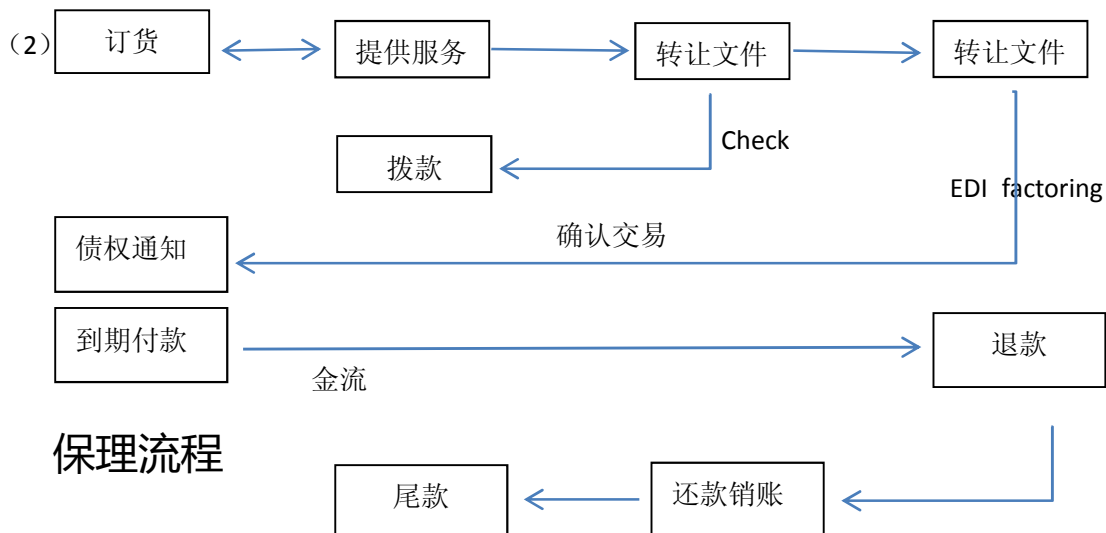
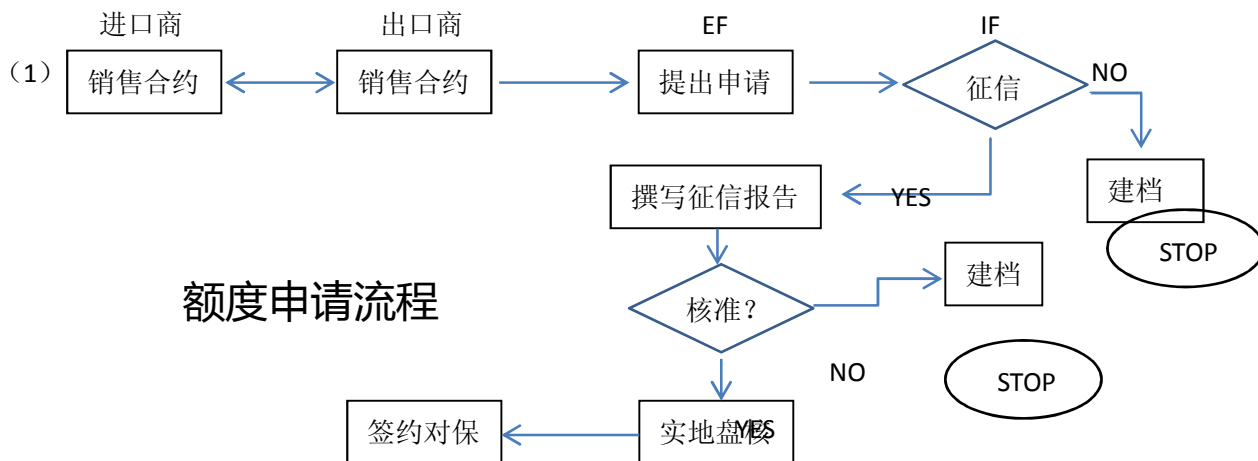
- ABCP 要求大额 (≥100 亿 NTD)，资产购分散，时间要更长
- ABCP 各种承销费用较大
- ABCP 有各种汇兑之限制

9、 HSBC: 出口发票贴现做的最强.

10、 信用保险与保理之必较:

	信用保险	保理
性质	保付 90%, 自负 10%.	100%
催帐	销售商自理	代理
理赔	理赔时间长 (120~180 天)	90 天内催收期
垫款	无垫款	垫款
费率	0.3%~0.5%	0.5%~1%

11、 Two-side factoring:



Lecture Thirteen 供应链&物流金融

温峰泰 29/07/10

1、物权法平台：将 A/R 之债权进行质押从而融资，将无形权利之资产进行登记从而质押转为融资。

2、中小企业必较重视资金流通，大型企业必较重视报表之美化问题：

案例：

- ASUS 月平均 sales NT300 亿，全部是 3 个月 A/R，正常 A/R 在报表上有 900 亿，若通过 A/R 处理将其变成现金，那么 CF 会好看很多。

- 建行保理赚华为：华为的账龄很长，因为接了很多中移动的项目，施工期间很长。但其又有美化报表之需要来影响股价。于是建行为华为做保理，通过 fee 业务增加 spread 不能实现之收入，取得现金融资后华为又将 Cash 存入银行。可赚取放款利息与存款利息之差并加上 fee 之收入。

*借 现金

贷 A/R (To CDMA)

大陆在货币市场上利率已经 市场化，票据贴现等已实现利率市场化，但间接市场上利率是有浮动区间、相对固定的，factoring 因属于间接（民间）金融利率亦固定，因此可以收到高利率，虽然华为作为强势地位如果在货币市场上融资可能支付利息不到 1%，而如今至少需要支付 4.8%~X%，在 4% 左右水平。

- 秦煌岛是煤的集散地，银行需要煤品作为质押，特别希望质押品是规格品，可以使 default 之后断头行为便于进行，可以拍卖。

3、台湾有物流，但无物流金融；大陆有物流，也有物流金融。

4、保理新产品

a) 池融资：不同 term、不同风险之 A/R 打包融资

b) 保理银团：几家银行共同承购一个大额 A/R，因为大额的 A/R 对银行 ① 风险过大 ②

现金流容易陷入危机 ③ 有悖监管：单位授信额度上限（单家不得超过 5%）

c) ABCP：需要证券化处理+评价机构+保管银行+保险单位

5、案例：UPS 与 TOSHIBA 之合作

a) 背景：3C 的维修已经不再对原有部件检修，而是直接更换部件以节省成本

b) 原有之状况：客户将坏掉的电脑直接拿到 TOSHIBA 的维修处，但有时会跨地运送坏掉的部件和修好的部件，增加成本。

c) 现有之状况：TOSHIBA 将部件存在 UPS 各地的中心，增加网店分布，方便顾客维修替换。

d) 思考：UPS 如何开发新服务？将固定成本摊销，向客户收 fee，创造平台。

6、银行是风险管理的行业，并非风险规避的行业。

风险转移要避免盲目转移，不一定要找 IF，也可以找保险公司。

7、预支价金额度审查：对同一集团不同子公司授信额度之和要小于总价金额度，额度可互

相留用，但总额不能超；

承保额度：对买方保理承担风险的上限（用于买断型）

非承保额度：操作风险，为避免风险过度集中在一个买方（用于回购型&A/R 质押融资型）

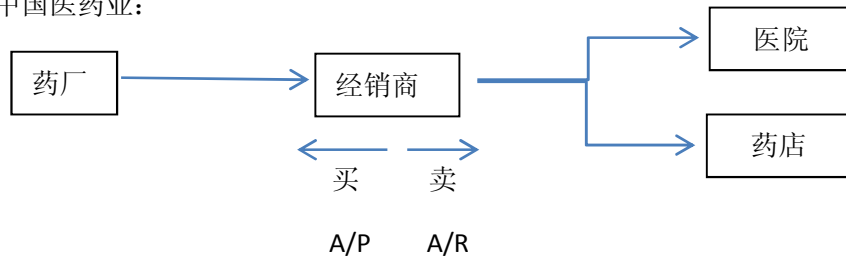
合作机构额度：同业授信额度（FI）

买卖双方关联额度：N 卖 M 买，矩阵和小于承保额度或非承保额度

- 8、思考：如何预防两次融资，即其它单据做订单融资或验货后融资或保理，而票据做贴现？
- 9、海陆仓监管融资：银行对买方授信，将钱代付给大卖方，卖方将货放置到陆仓，买方偿还银行贷款后，银行通知发货。

10、案例分析

- a) 中钢：台湾唯一高炉炼钢，议价能力强，原本一直是现金交割(Advanced Payment)；现政府为了扶持下游小型企业，要求中钢改变付款条件为 90 天收款。方式是由银行买断发票，承担买方风险；参加此业务的买方需通过购买 Insurance 来增加 credit 以获得融资。
- b) TCL 在胡志明市有子公司，欲将外销账款保理在越南做，但越南银行无法进行；于是将账款汇回国内，利用 OBU 将其保理，通过国内银行做。
- c) 中国医药业：



- 中国医药业流通企业多，规模小
- 信息不对称，效率低下，行业利润率不到 0.6%
- 医院账期 3~6 个月不等

在美国，医药业融资比较发达，向上游的 A/P 一般是利用银行垫付，向下游的 A/R 由于额度较大且证券市场完善一般采用 ABCP。

12、针对卖方不同阶段的融资：

- a) 解决购料资金：订单融资、预付款融资
- b) 存货积压问题：货押融资、仓单融资
- c) 解决收款现金流问题：验货后融资、保理、票据贴现