

澳大利亚银行的全球债券筹资¹

Market Analysis section, International Department, Reserve Bank of Australia 著
方 宁 译

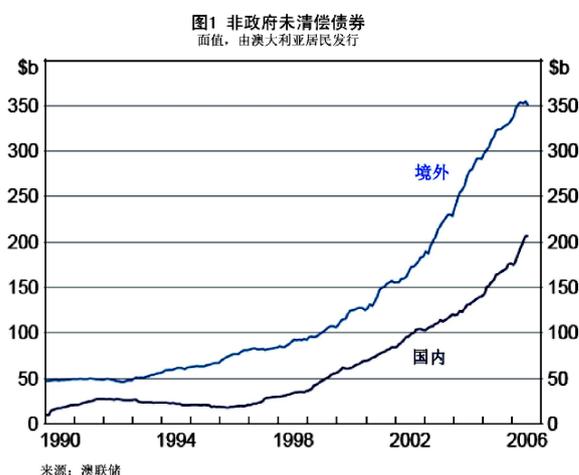
原载: Reserve Bank of Australia, BULLETIN, August 2006, Article 3

1. 导 言

近十年来,澳大利亚银行所筹集的资金中,有相当大的一部分来自境外市场。本文考察了这些筹资活动的不同方面,包括澳大利亚银行在境外市场是否能以低于境内市场的成本筹资,以及在境外市场筹资的澳大利亚银行相对于类似的境外机构,是否要支付一定的溢价。研究发现,在2001年以来的一段时期内,银行在国内市场和境外市场的平均发行成本相差无几。这表明银行有效地利用套利,缩小了国内市场和境外市场筹资成本的差别,从而能在一个使成本最高效化的市场上进行筹资。对澳大利亚银行和相似的美国金融机构的比较则显示,并没有证据证明澳大利亚银行在境外市场筹资时需支付溢价。

2. 债务发行

近年来,无论是在国内市场还是境外市场,澳大利亚私人部门所发行的债权都获得了快速的增加。私人部门未清偿债券的总值由2000年的约1700亿美元上升到2006年中期的



5600亿美元。这部分增加的未清偿债券中,在境外市场发行的占了大约三分之二(见图1)。境外发行债券的增长主要来自金融机构,这些机构中银行又占据了主导地位:银行把将近80%的债券发行到境外市场(图2)。

广泛利用离岸市场进行融资反映了多方面的考虑²。发行者借此可以获得一个大于国内现有规模的投资群体,并且这个群体所吸收的债券比国内投资群体所吸收的债券涵盖了更广的信用等级和到期期限。同时,将债券

的发行转移到各个不同的境外市场上的做法也使发行者的资金来源更为多元化。

在银行境外发行的债券中,有相当大的一部分是以外币计价的,其中又以美元为主。这很可能反映了海外投资者对以本国货币计价的债券的偏好。90%以上的境外发行债券以外

¹ 本文由国际部市场分析组完成

² 参见 Battellino: “为何如此之多的澳大利亚借款人选择境外发行债券?”, 澳联储统计报告, 2002年12月号, 第19至24页。

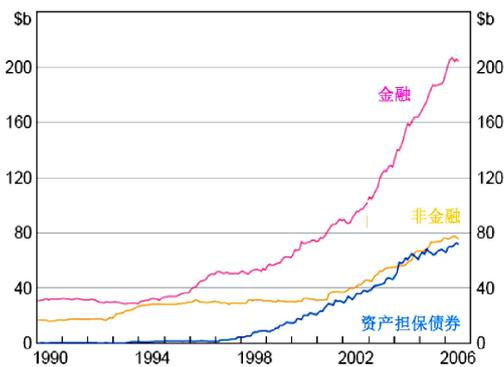
币计价，其中大约 40%是以美元计价，而几乎所有国内发行的债券都以澳元计价。但银行会采用将外币换回澳元的掉期做法，来规避任何可能产生的外币风险。

表 1：澳大利亚银行在国内和境外市场发行债券的样本
样本中债券的发行始于 2001

	国内发行的债券	境外发行的债券
货币	澳洲美元	澳洲美元和美元
息票类型	浮动利率	浮动利率
基准利率	3 月期澳洲银行票据调换参考利率	3 月期美元伦敦银行同业拆借利率或 3 月期澳洲银行票据调换参考利率
信用评级	AA-（标准普尔）	AA-（标准普尔）
到期期限	3—5 年	3—5 年
平均发行规模	3 亿 400 万美元	3 亿 5600 万美元
债券数量	41	49
发行人数量	5	8

来源：澳联储

图 2 境外非政府未清偿债券面值，由澳大利亚居民发行



来源：澳联储

对不同市场间的债券发行成本进行比较时，有必要将不同债券的不同特征考虑在内，如债券的到期期限、信用等级、计价货币，以及其息票是采用固定的或浮动的支付方式³。近五年来，澳大利亚银行在国内市场和境外市场上所发行的大量债券，为我们提供了一个能进行成本比较的大样本。我们从中选取了一个子集，这个子集既能让我们对不同市场的发行成本进行可靠的比较，又能代表银行更宽泛的

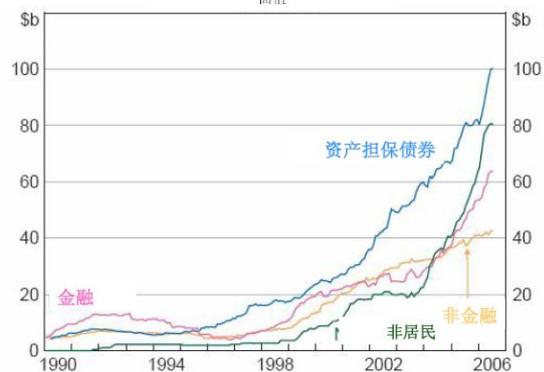
发行活动。表 1 列出了这些债券的特性。⁴

我们从一个到期期限适当的交叉货币利率掉期得到基准掉期利差。根据该利差，将境外市场上以美元计价的债券的发行成本，从该种债券与美元的伦敦银行同业拆借利率（US\$ LIBOR）的利差转换为它与澳洲银行票据调换参考利率（AS BBSW）的利差⁵。也就是说，

近五年来，在国内发行的债券增长势头同样强劲（增长了 3 倍）。其中相当可观的一部分来自非居民。非居民未清偿债券总值从 2003 年的约 200 亿美元增加到现在的约 800 亿美元（见图 3）。这反映了全球对于国际认可机构所持有的以澳元标价的资产有相当规模的需求。这些非居民发行者往往将资金换为外币，这就与澳大利亚银行以外币计价的境外发行债券形成了重要的对应关系（详见下文分析）。

市场间发行成本的比较

图 3 国内非政府未清偿债券面值



来源：澳联储

³ 还有其他的债券特征也会对发行成本产生影响，例如该债券是否是“信用包装”的（即有第三方信用担保）、或是附属的、或是“结构债券”（例如其到期时的价值与证券市场指数挂钩）。

⁴ 我们选择的样本时间从 2001 年开始，因为在此之前，具有所需特征、能够与境外发行债券进行比较的国内债券相对较少。

⁵ 参与一个常见的澳元/美元交叉货币利率掉期的双方在进行一系列支付时，其中一方支付澳洲银行票据掉期参考利率（AS BBSW），接收美元的伦敦银行同业拆借利率（US\$ LIBOR），而另一方则相反。基准掉期差价代表了支付澳洲银行票据调换参考利率一方所支付的溢价。境外发行美元计价的债券、并将其对冲回澳

我们的分析假设澳大利亚银行以美元发行的债券被对冲回澳元。澳大利亚统计局最近的调查数据(Cat No 5308.0)表明, 银行几乎将他们发行的以外币计价的债券全部对冲回澳元⁶。这就有力地支持了上述假设。调查数据表明银行采用境外发行以外币计价的债券的做法, 并不是

想利用较低的国外利率, 并使自己面对不利的货币流动风险, 而是想利用境外市场所能提供的更大量的资金, 来实现筹资成本的更大递减。银行还是愿意面对发行澳元计价的债券所产生的风险, 并且也认可这种做法实际上意味着支付澳元利率。

图4显示的是在将对冲行为纳入考虑后, 澳大利亚银行在国内市场和境外市场发行债券所耗费的成本。尽管境外市场发行成本的变动幅度较大, 但境外市场与国内市场间并不存在系统成本差异。事实上, 从2001年以来, 澳大利亚银行在国内和境外发行的债券与澳洲银行票据调换参考利率的加权平均利差都是14个基点。境外发行债券的成本变动幅度较大, 在很大程度上反映的是在银行用以规避外币风险的交叉货币利率掉期协议中

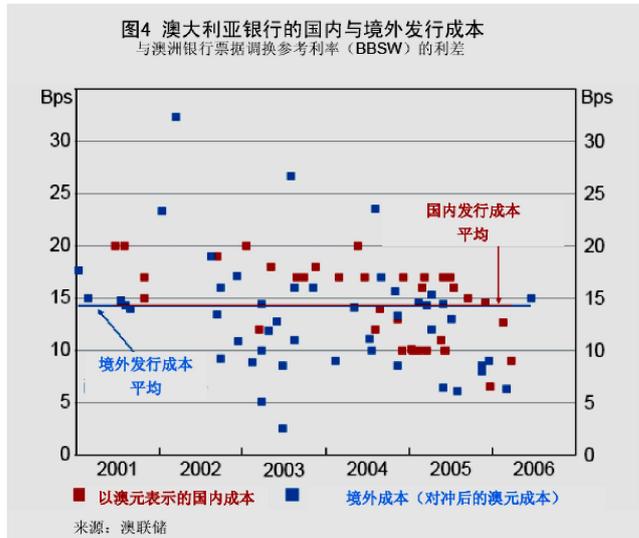
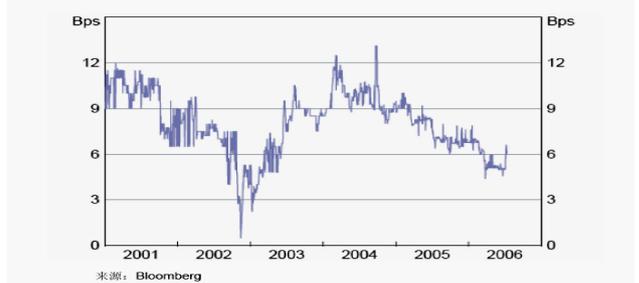


图5 澳洲银行票据调换参考利率 (BBSW) 对伦敦银行同业拆借利率 (LIBOR) 的3年期基准掉期利差



基准掉期利差的变动⁷。

尽管在较长一段时期内, 在国内市场和境外市场发行债券的平均成本是相近的, 但短期内成本上的差异则时常会出现。一个特别显著的例子是从2002年底到2003年中这段时期。在这期间, 交叉货币利率掉期的基准掉期利差大幅下降, 这使银行得以以大幅低于国内市场的成本从境外市场上筹集资金 (图4和图5)。

这次基准掉期利差的下降源于这段时期由非居民发行者所发行的以澳元计价的欧洲债券, 如澳元债券 (Uridashi bonds) 的增加。而这些债券发行量的增加反映了当时对以澳元计价的资产的旺盛需求。这些非居民发行者的典型做法是将他们的资金由澳元换回他们的本国货币, 这就对基准掉期利差的下降产生了压力。国外投资者对以澳元计价的资产需求的增加, 使澳大利亚的债券发行者先发行外币计价的债券、再将其换回澳洲美元的做法, 在成本

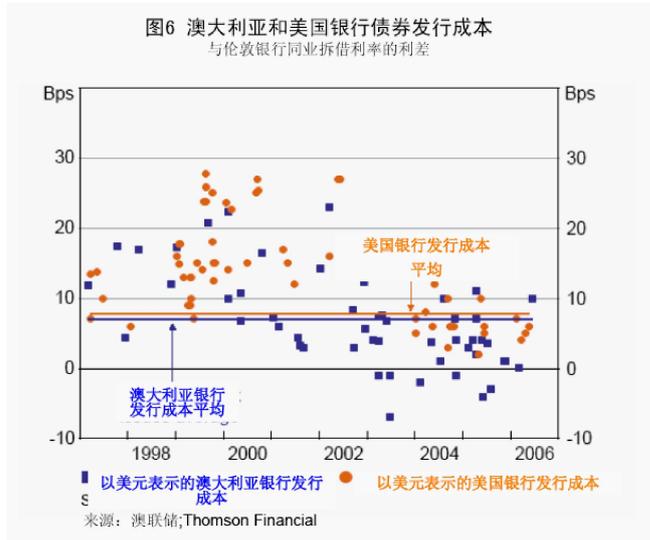
澳洲美元 (以与澳洲银行票据调换参考利率的差价的形式) 的实际成本, 就等于与伦敦银行同业拆借利率的差价加上基准掉期差价。基准掉期差价一般是一个小的正值, 它反映了对支付澳洲银行票据调换参考利率、接收伦敦银行同业拆借利率的更大的市场需求。但它偶尔也可能为负值。

⁶ 这一问题进一步的讨论请参见澳联储公告文章“澳大利亚的外币风险及对冲行为”, 2005年12月号, 第1至8页。

⁷ 部分变动幅度也反映了发行者样本的微小区别。境外发行债券的银行样本中多出来的几家银行在规模上较小, 与样本中的其他银行相比, 在境外市场也属于不定期出现。尽管这些银行在样本的总发行量中只占了较小的一部分, 但三次成本最高的境外发行正是由它们完成的。

的利用上更为有效。同时，也使国内的发行者得以增加在境外发行的以澳元计价的债券。

3. 不同发行者的成本比较



澳大利亚的国外负债规模之大不由地让一些人担心, 这大规模的海外负债会导致澳大利亚的企业在境外市场筹集资金时需要支付一笔“澳洲溢价”。虽然上面的分析说明, 在较长的一段时期内, 澳大利亚银行在国内或境外发行债券所耗费的平均成本相差无几, 但该分析并没有将这些成本与类似的外国银行所支付的成本进行比较。所以现在我们就来研究这个问题, 即澳大利亚银行大规模的境外筹资是否导致他们所支付

的成本要高于在美国市场发行债券的美国银行。我们将通过这个研究来评估国外市场是否愿意以一个相近的成本来吸纳这些澳大利亚债券。表2列出了用以进行这项比较的债券样本。

表2: 澳大利亚和美国银行债券的样本
样本中债券的发行始于1997

	美国银行发行的债券	澳大利亚银行发行的债券
货币	美元	美元
息票类型	浮动利率	浮动利率
基准利率	3月期美元伦敦银行同业拆借利率	3月期美元伦敦银行同业拆借利率
信用评级	AA- (标准普尔)	AA- (标准普尔)
到期期限	3—5年	3—5年
平均发行规模	3亿3400万美元	2亿8300万美元
债券数量	58	52
发行人数量	16	7

来源: 澳联储; Thomson Financial

图6表明, 从长期来看, 澳大利亚银行和美国银行发行以美元标价的债券时, 其平均成本相差无几。对澳大利亚银行和美国银行而言, 从1997年以来, 它们与美元的伦敦银行同业拆借利率的加权平均利差分别为7和8个基点。总的来说, 这些结果表明, 境外发行债券的澳大利亚银行已经在国外市场上建立了良好的声誉, 这些市场也以使得澳大利亚银行所耗费的成本与外国银行相当的价格, 购买了这些新发债券。这反映出澳大利亚银行的资产表的质量——它们长期以来一直维持着高信用等级。

4. 结论

近年来, 澳大利亚银行在国内市场和境外市场上发行债券方面表现得非常活跃。本文提出的证据表明, 从长期来看, 国内市场和境外市场间的债券平均发行成本相差无几。银行会根据不同市场上成本的相对微小的变化来变换自己的筹资来源。由于能够进出并利用国内外市场, 银行的资金来源大大拓宽, 这很可能降低了他们总体的筹资成本。而全球对于澳元

标价的资产的需求，则让澳大利亚的机构或者能够在境外以澳元的形式筹集资金，或者将以外币计价的发行对冲回澳元。最后，我们并没有发现任何证据表明境外发行债券的规模导致了“澳洲溢价”，即澳洲银行所支付的收益回报必须高于美国类似机构所支付的收益回报。

译者单位：北京大学经济学院

邮政编码：100871