

国际外汇市场动荡情况综述

林幼平 陶小元

岁末年初以来,国际外汇市场的局势波澜起伏,持续时间数月之久,实为战后历史上罕见。尤其是从1995年3月2日开始,美元对其他主要货币汇价更是出现了暴跌之势,直至1995年4月底5月初,对日元和德国马克汇价的变动均迭创历史新低点。1995年1月至4月18日,美元对日元的比价下跌18.8%,对马克的比价下跌13.6%。到4月19日,东京外汇市场美元对日元比价一度跌破80大关,创下1美元兑79.75日元的战后最低纪录。目前在西方各中央银行干预下,美元汇价变动基本停止进一步狂泻,且在波动中从略有反弹到又大幅度上升。

此次主要由美元狂泻引起的国际外汇市场动荡,给发展中国家与发达国家都带来了不同程度的损害。而任何事物都有历史的源头,仔细研究引发这次金融危机的原因,是深刻了解此次动荡的第一步。

一、引起此次动荡的诱因

显而易见,引起此次国际外汇市场的直接诱因是美元贬值。早在1994年,美元汇价就频繁波动,与西方5种主要货币的汇价全面下跌,跌幅达8%,其中对日元跌破1美元兑100日元的“心理界限”,并引发了战后第12次美元危机。到1995年年初,尤其是在从1995年3月2日至4月18日的这段时间之内,美元狂泻不已,对日元比价连连下跌。与此相对,日元比价连连攀升(见下表)。

日元兑美元 1995 年头 4 个月所创战后新高位

日期	日元兑美元汇率	较上一新高升幅	上升情况
3.2	95.30	0.83%	传西班牙货币贬值,马克、日元窜升。
3.3	93.75	1.21%	美基金抛美元,16国央行干预未果。
3.6	92.62	2.18%	西、葡币贬值,资金流向马克、日元。
3.7	90.60	2.26%	美元市场情绪悲观,每次反弹即被沽。
3.8	88.60	2.21%	市场普遍看淡美元,亚洲开市方便急挫。
3.21	88.40	0.22%	预期美、德、日央行不会联手救美元。
3.23	88.05	0.40%	日本3月底年结,资金大举调回国内。
3.31	86.30	1.99%	德减息美元稍升即跌,央行干预无效。
4.3	85.92	0.44%	欧美市美元突升,美央行干预始确定。
4.6	85.15	0.90%	市场对美元乏信心,投机者看见高即抛。
4.7	83.65	1.76%	亚洲数央行换日元,加国企业吸日元。
4.10	80.18	4.15%	新加坡等国大基金大量吸日元卖美元。
4.18	79.75	0.54%	预期七国财长会议达不成救美元协议。

资料来源:安然:《日元美元屡破战后高位》,载《国际市场》1995年第6期。

然而,美元暴跌仅是表面现象,究其导致此次国际外汇市场动荡的深层原因则错综复杂,归述如下:

(一) 历史发展不均衡的结果

战后初期,美国在外贸出口、工业生产总值和黄金外汇储备上分别占西方国家同类经济指标的30%、50%和70%,其经济实力也堪居世界之首。在此基础上,布雷顿森林体系建立,将美元与黄金挂钩、各国货币与美元挂钩,并采取固定汇率制度。可以说美元作为这一货币体系中的基础货币,地位是较为稳定

的,且保证了当时国际金融市场的稳定运转。

然而,历史发展是不均衡的,欧洲与日本在战后重建中迅速崛起,其经济实力与地位日趋强化,使西方由一极演化为三极。尤其日本,以其雄厚的工业生产能力、技术开发能力和出口能力,成为世界上最大的债权国、资金提供国和资产大国。相比之下,美国则相形见绌。首先,国际收支失衡无力逆转,自50年代起,其贸易逆差态势就已形成。其后,贸易逆差额有增无减。据美商务部统计,1994年贸易逆差达1081亿美元,比1993年的757亿美元增加了42%,是自1988年以来的最高记录。其次是债台高筑,至60年代初,美国对外短期负债总额已超过黄金储备。从60年代开始,西方外汇市场上陆续发生抛售美元、抢购黄金的风潮,已预示了美元跌势的来临。^④至1995年年初美国外贸出口额仅占世界出口总额的14%,国内生产总值仅占全世界份额的25%。布雷顿森林体系也早已崩溃。

(二)国际货币体系趋于多样化的结果

与美国经济相对衰弱相适应,美元地位已随之下降。然而,美元的基础货币性质并未随美元自身的变化而相应地发生变化。目前,世界各国的官方储备中美元仍占60%,2/3的国际贸易和3/4的商业银行贷款以美元结算。国际货币体系的僵化与滞后,无疑也是国际外汇市场动荡的基础性原因。

因为,作为基础货币而言,应具备三项职能:储备货币、表示货币和结算货币。而汇率贬值的美元履行这三个职能时是打了折扣的,不受到使用国的青睐。

就储备货币而言,在美元贬值的背景下,一国储备美元就意味着该国外汇储备的绝对下降。就表示货币而言,如果美元贬值,某国产品在国际市场上以美元定价,则意味本国产品价格下跌,出口创汇减少。目前,一些石油输出国正在酝酿改用其它货币为石油制定国际价格就显示了这一动向。就清算货币而言,目前通行的作法是一国即便获得其他主要货币贷款,但偿还时须以美元支付,这便意味着美元的贬值增加了某国偿还贷款的绝对数额。^⑤

1975—1993年,美元在世界外汇储备中所占份额由91.4%降至61.4%,而马克份额由6.3%升至16.1%,日元从0.5%增至9%。在国际债券储备中,美元的份额由1981年的53%降至1994年的35%。^⑥此外,英国

《经济学家》杂志依据国内储备率高低评价一国货币信用等级,结果是:日元为AA级,马克为A级、美元为B级。可见,美元地位衰落,国际货币体系趋向多样化,使外汇市场动荡不稳。

(三)“双赤字”导致美元在国际上供过于求

美元庞大的经常项目逆差和预算赤字致使美元在国际外汇市场上供过于求。这主要是由于近些时来,美国正把美元的世界基础性货币的作用置之脑后,它的货币政策愈来愈以本国的利益为核心。在美元为基础性货币问题上的放任必将使国际外汇市场跌宕起伏。

据美商务部统计,1982—1994年,美经常项目逆差累计高达12526亿美元,联邦政府债务累计达47378亿美元,此外,外国人在美的资产已超过3亿美元,加之流入世界各地的美元,造成了美元供过于求。国际舆论普遍认为,此次美元危机是“目前在全球经济中流动的数万亿美元有价证券所操纵的一次行动”。^⑦而墨西哥金融危机发生之时,美国不得不为其提供50亿美元援助,这与议会未能通过“平衡统算修正案”一起加速了美元危机的爆发。^⑧

(四)外汇市场全球化与投机资金的过度膨胀

目前,在新的通讯和资料处理技术的推动下出现了资本市场的全球性联系。电子与通讯技术还使几乎不用纸张的通讯网络成为可能,外汇市场全球化,金融手段现代化趋势已经相当明显(不但发达国家金融市场十分发达,相互间可互通信息,瞬息万变,新兴金融市场也发展很快)。目前发展中国家的金融市场总投资额已达1800亿美元。

然而,目前外汇市场的日交易额为1万亿美元,但实际需要额为200亿美元,投机与实际之比是50比1。举例而言,1993年,美国“套利基金”的投机商们对英镑进行大规模投机,导致英镑贬值,从而显示了基金的经济实力。1994年3月美日贸易谈判破裂后,它们对市场的影响力再度表现出来,日元对美元一天之内就升值8%。在许多情况下,套利基金以及一般投机活动对外汇与利率变动的作用超过各国中央银行的干预。^⑨所以说,西方各中央银行对于这种不稳定的局面,无法采取实际奏效的干预措施。

(五)美国的资本外流对美国通货膨胀的预期影响

1993年以来,经济持续增长,使美国失业率已降至5.6%,为1990年10月以来最低点。生产设备利用率已高达84.9%。在美国已接近充分就业的情况下,美国劳工市场更趋紧张,劳工工资存在上升的压力。由于美国劳工成本占其产品制造及服务生产成本的2/3,所以劳工市场的压力带来了成本推动的通货膨胀预期。从原理上讲,真正支持一国货币币值的经济增长是低通货膨胀下的增长。这是因增长带来的对本币需求增加会使本币升值。而存在较高通货膨胀预期的情况下,经济增长率的上升和利率提高对币值的支持能力便要大打折扣了。^⑤

同时,尽管美联储储蓄连续6次加息,将贴息率和联邦基金利率分别提高至4.75%和5.5%,但扣除通货膨胀因素后,短期真实利率却低于日德(日本真实利率为5%,美国只有3%)。这就意味着投资于美国债券的收益面降低甚至亏损。1993年11月至1994年8月,美国投资公司购买外国股票达470亿美元,从政府及房地产作抵押的债券市场抽走300亿美元。与此同时,日本却以年均10亿美元的规模回流其海外资产。这都是导致美元汇价下跌的原因。

二、国际外汇市场动荡对世界经济的影响

(一)对发达国家的影响

1. 对美国的影响

长期而言,美元的汇率贬值带来的外汇市场动荡很可能导致的最终结果是美国债券价格的下跌和长期利率的上升。因为美国政府似乎更看重其国内市场经济这一支柱,而外贸则稍为次要些。显然,美元汇率下跌,必然增大美国通货膨胀的压力,政府为了稳定国内经济一定会提升利率。而这种情况发生的结果就是外国投资者从美国抽走资金,最终会影响证券市场的稳定。并且,美国的外贸实际收入也会随美元贬值下降。据美专家估计,美元每贬10%,美在外贸收入中的实际损失相当于国内生产总值的1%。

短期而言,美国政府从外汇市场的变动之中可渔利。首先,美国出口商在国际贸易中更具竞争性,其产品价格降低,尤其是制造业产品出口前景光明。其次,有利于打入日本

市场,减少美日贸易逆差。这从今年6月份的美日汽车贸易谈判中可窥见一斑。6月28日日本通产省一位官员说,日本汽车制造商将宣布一项“自愿计划”,以增加购买美国的汽车和零部件。^⑥再者,在短期内,有利于减轻美国的外债负担。

总之,美元作为基础货币的职能已随美元贬值而大大削弱了。美元会在国际货币体系中占什么样的地位仍拭目以待。

2. 对日本的影响

日元的升值对于经济刚刚走出低谷的日本来说打击不小。据日本企划厅推算,日元每升值10%,日经济增长率就下降0.5%,如果美元兑日元保持在1:80,1995年经济增长将只有1.6%,1996年降为1.2%。悲观者认为,1995年经济增长率可能在1%以下,而且日本企业处境艰难。据统计,日元对美元每升值1日元,日本制造商就将少收入1.7%,日元每升值10%,未来的利润率将下降42%。如果在今后一年里日元升值20%,企业的出口将损失掉392亿美元。^⑦仅以丰田汽车公司为例,比价每上升1日元,损失在100亿日元以上。

虽然日元升值有助于降低日本对美巨额贸易顺差,但是由于“J曲线效应”,短期内弊大于利。受日元升值的冲击,日本债券市场和股票市场价格下跌,而且失业率增长。据日方统计,1991年日本失业率已超过4%,1994年更是在5%以上,且终身雇佣制与年功序列制受到严重冲击。再者,日元升值可能造成日本“产业空洞化”的危机。由于日本高生产率部门集中在制造业,低生产部门集中在非制造业,这种两极分化的结构明显。日元的升值使得高生产率部门严重受阻,国内外价格差进一步扩大。为了使名义工资不再上升,结果很可能把国内的生产部门转移到国外去。

然而,一些乐观者认为,日元升值将给日本经济带来不少好处,首先,是有利于日本增加进口,降低进口品价格。据悉,日元对美元每升值10%,日进口商就少付近200亿美元,消费价格就将下降1%。其次,是有利于增强日本的经济实力。日元升值就将迫使日本企业挖潜创新,降低生产成本,增加经济效益。近年来,由于日本经济长期滞胀,日本与美国的国内生产总值之比已由1992年的0.62:1降为1994年的0.54:1(按购买力平价计算)。日元升值后两国的经济实力之比已

上升为约 0.70 : 1。^④再次就是,由于日元升值,受到各国外汇储备当局和居民的青睐,有利于推进日元国际化进程。

3. 对欧洲的影响

受美元贬值,马克升值的影响,除瑞士法郎外,其它欧洲国家货币相继贬值,整个欧洲货币体系动荡不稳定,经济发展受到严重影响。这是自 1991 年马约签署以来,继 1992 年、1993 年之后的第 3 次货币危机。首先,这次危机必将阻碍建设欧洲货币联盟的进程。其次,将严重影响欧洲经济发展。显而易见的是,马克升值,将影响德国的出口能力,而德国出口占其国内生产总值的 25%。^⑤其次,多数国家在其货币贬值的情况下,必将引发国内物价上涨,导致通货膨胀,为了抑制货币贬值,多数西欧国家中央银行提高了存款利率,这必将放慢经济发展速度,再度提高本来就严重的失业率。

(二)对发展中国家的影响

1. 负面影响

(1)发展中国家的债务日益成为包袱

目前,发展中国家债务超过 1.5 万亿美元,每年支付利息约 1500 亿美元。1980 年,拉美国家欠世界银行的债务相当于其出口总额的 196%,而去年上升到 280%,几乎等于 3 年的出口总额。其中秘鲁所欠债务相当于其出口额的 433%,阿根廷 413%,墨西哥 270%。^⑥随美元贬值,其债务负担进一步加重,对经济发展有负面影响。

而日本对外援助的特点是日元贷款比重大,且集中于亚洲地区。截止 1993 年,日本提供对外发展援助贷款超过 12.5 万亿日元(约 1380 亿美元)。仅在 1993 年,日本提供的优惠贷款达 114.74 亿美元,其中 60%集中在亚洲国家。日元升值使发展中国家还本付息剧增,使亚洲国家和地区偿还借款的负担增加了 52.8%。在过去十年中,日本债务在亚洲总债务的比重已由 27%上升至 35%,其中泰国最高,达 52%。^⑦

(2)发展中国家的外汇储备帐面价值下降

尽管据国际货币基金组织统计,各国外汇储备总额中日元所占比例约为 37%。但是美元在大多数发展中国家的外汇储备中所占的绝对比例仍是最高,达 70%—80%。美元的暴跌已使得这些发展中国家外汇储备损失巨大。加上历史的原因,大多数发展中国家

的企业缺乏外汇风险管理的经验。它们大多数将日元兑成美元使用,偿还时又将美元兑成日元。这其中一进一出动用了美元储备,又要蒙受不小的损失。

(3)美元贬值使得美国出口商扩大出口市场,相对削弱了发展中国家产品的竞争力

1994 年,美国出口总值比 1993 年增加了 12.1%,达到 6964 亿美元。其中美国制造的商品出口总额首次突破 5000 亿美元大关,达 5028 亿美元,比上一年增加 10.5%。其出口总额占国内生产总值比重已从 1985 年的 7.2%升至 1994 年的 11%。^⑧这对发展中国家的幼稚工业和中小企业无疑是一次巨大的冲击与挑战。同时,发展中国家出口原料和初级产品约 80%以上是以美元计价的。工业国将由于美元贬值所受的损失又转嫁到以原料和初级产品出口为主的发展中国家。

(4)进口产品价格上涨,通货膨胀压力增大

据统计,发展中国家尤其是几乎所有的亚洲国家和地区的货币都与美元挂钩。再加上,几乎所有的亚洲的发展中国家都从日进口商品,日元升值便加重了其支付负担。

2. 正面影响

日元升值,对于发展中国家来说,也存在有利的一面。

首先是由于日元升值,为了防止名义工资上升增加生产成本,日本企业及其尖端技术向海外转移的速度加快。日本在海外投资的速度也将加快。1993 年,在所有对东亚的投资中,日本占 13.8%,超出美国的 9.6%,位居第一。^⑨这一态势还将延续。

其次是会增加发展中国家尤其是亚洲发展中国家向日本出口。据日本贸易振兴会统计,东亚各国之间的贸易额占世界贸易总额的比重不断上升,而东亚各国和地区对日本的出口比重也在不断上升。

三、此次国际外汇市场动荡引发的思考

(一)美元的地位何去何从?

1995 年 6 月 9 日,在西雅图召开的第四十一届国际货币年会认为,美元仍将是主要国际性货币。这是因为,目前,将近一半的世界贸易以美元结算,就连日本也有将近 3/4 的进口和一半的出口是以美元结算的;世界上 40%以上的外汇交易使用的是美元;不少国家的居民视美元储备为保值手段。当一国

政治、经济发生重大动荡时,美元可发挥“避风港”的作用,在1993年世界股票债券与银行存款总额中,以美元计价的占44%,德国马克和日元分别占15%与8%。

世界各国金融政策决策者、银行家和经济专家认为,虽然近年来美元汇价急剧下跌,但是近期内无论是马克或日元都无法取代美元的主要国际货币地位。主要原因是:首先,美国的金融管制比较松,金融市场规模大、效率高、流动性强,过户费用较低;其次,石油、小麦、铜等世界多数初级产品的交易都是以美元结算的。为了降低交易成本,在一般情况下不再进行其它货币的兑换。^③

然而,美元要作为基础性货币,其政策定向应以世界经济的稳定发展、国际间的收支平衡和世界金融市场的正常运行为出发点。美元的重要性已经下降,但是美元仍是国际货币体系的中心货币,它的稳定直接关系到国际外汇市场的稳定。

(二)发展中国家的对策

据国际货币基金组织统计,在国际金融市场上流动的短期银行储备和其它银行证券至少有7.2万亿美元,约等于全世界经济产出的20%。全球衍生金融交易总额已达12万亿美元,世界游资数万亿美元。^④传统的货币流通方式已难以适应当前现代技术发展、市场和经济结构的变化。

从这次外汇市场动荡对发展中国家的冲击来看,应注意以下几点:

1. 控制适度的外债规模,合理调整外债结构,采取金融保值手段。

债务问题一直是困扰发展中国家的阴影。前文说过,目前发展中国家债务超过1.5万亿美元,每年支付利息约1500亿美元。所以,发展中国家应综合考虑所借外债的币种和利率的高低,并积极控制外债规模,在多种货币之中寻找比较“均衡”的立足点;与此同时,还可运用金融上的套期保值等手段来避免外汇波动的风险。

2. 实现外汇储备多元化,改革汇率制度

美元固然仍是主要的国际性货币,但是它的保值作用已下降很多。可选用信用程度较高的日元与德国马克,为外汇储备的币种。与此同时,汇率制度改革也势在必行。今年以美元贬值、日元升值为契机,新加坡、韩国从3月、马来西亚从4月开始,纷纷使本国货币与美元脱钩。一面增加了日元、德国马克的外

汇储备份额,一面出现了其本国货币不受美元狂泻影响的良好局面。^⑤

此次国际外汇市场的波动,与美日欧三极经济力量的对比有着密切关系。笔者认为,此次美元狂泻虽然有长期的历史因素影响,然而似乎是有些泻得太低。美元的地位最初会与其美国在世界经济中的地位相适应。况且,近些年来,美国在经济复兴领域、整体科技实力、产业结构调整和经济竞争方面均超过日、德居世界第一。美元的国际性货币地位短期内不会动摇。^⑥

据悉,1995年8月16日,美国联邦储备银行、日本中央银行、德国中央银行、瑞士中央银行联手干预,大量收购美元,致使美元兑日元与马克汇率分别升至1:99.05与1:1.4782,是近6个月来的最高点,打破了几个月来美元窄幅波动的态势。1995年9月19日,美元对日元的比价升到1994年6月7日以来的最高点,1美元兑104.63日元。^⑦

注释:

①文力:《从波澜不兴到风浪大作——战后国际金融市场特点述评》,载《国际经济消息》1995年6月16日第90期。

②④⑩⑪⑬陈凤英:《国际货币体系》,载《国际资料信息》1995年第5期。

③⑤《Dowry hill racer》,《the Economist》,Maceh, 11TH-17TH, 1995.

⑥⑦菲利克斯·罗哈廷:《世界经济面临的风险》,载《交流》1995年第1期。

⑧高海红:《动荡、发展的国际金融形势》,载《世界经济》1995年第3期。

⑨《汽车谈判有惊无险,美日终于握手言和》,载《国际经济信息》1995年6月30日第98期。

⑫杨元化:《对世界金融市场动荡的思考》,载《世界形势研究》1995年第14期。

⑬⑭⑮《日元国际化:亚洲货币体系变革的新契机——谈日元升值背景下日元与亚洲各国的经济关系》,载《国际经贸消息》1995年6月27日,第93期。

⑯《Trade Gap Reached Six-Year High in 1994》,Tacts on file Feb. 23, 1995.

⑰《国际货币年会认为——美元仍将是主要国际货币》,载《国际经贸消息》1995年6月16日第90期。

⑱魏民:《美欧日经济实力对比的变化趋势》,载《国际问题研究》,1995年第2期。

⑲《羊城晚报》1995年8月17日金融版。

⑳《长江日报》1995年9月19日金融信息版。

(责任编辑 曾德国)