

1998 年 国际金融市场回顾

殷小茵

1998 年国际外汇市场受到席卷全球金融风暴的影响而剧烈动荡，总的形势是美元汇率上半年持续坚挺，但自 9 月份以后大幅下滑，欧洲各国货币汇率稳中趋升，日元汇率在大幅跌落之后强劲回升，新兴国家货币普遍疲软。主导 1998 年国际外汇市场的基本因素是东南亚金融动荡向中东欧和拉丁美洲扩散，引起新兴市场汇率及金融资产价格的剧烈波动，驱动国际资金流入美国股票市场和债券市场寻求避险。东南亚地区货币危机引起的国际资金流动造成美国等发达国家金融资产价格的大幅起落，导致大型对冲基金巨额亏损，从而危及美国金融体系的稳定，美元汇率最终受到影响，令其自 1995 年以来的升势受到抑制。1998 年全球外汇市场走势主要受短期资金流动的影响。

一、日元汇率大落大起，日本结构性经济衰退和巨额银行坏账令日元汇率在 1998 年上半年出现暴跌，从而再次加深东南亚地区的金融经济危机，而东南亚地区的经济衰退，又增强日元下跌压力。1998 年下半年，在美国经济增长放缓和日本政府推出一系列振兴经济和改革银行的措施之后，日元汇率获得支持出现大幅反弹，从 8 月 11 日 1 美元兑 147.24 日元低点回升至 10 月 19 日兑 114.33 日元年内高点。

(一) 日元汇率在 1998 年上半年

大幅下跌

日元承接 1997 年跌势在 1998 年继续下跌。日元汇率从年初 1 美元兑 130.6 日元左右一路下滑，至 6 月 15 日下跌到 146.5 日元左右，此后回升到 134 日元左右，8 月 11 日再度下跌到 147.24 日元低点。10 月份因美国经济出现放缓迹象及日本采取新的振兴经济措施，支持日元汇率在 10 月中旬大幅回升，10 月 19 日升至 114.33 日元高点。11 月至 12 月在 115 日元至 123 日元间浮动。年底收盘价为 113.2 日元。日元汇率在今年上半年大幅下跌的原因主要是：1. 日本经济持续疲软。日本经济 90 年代以来进入萧条时期，继 1997 财政年度日本经济增长率 - 0.7% 之后，1998 年一季度经济增长率大幅下降到 - 5.3%，二季度为 - 3.3%。预计

1998 年全年经济负增长 2.3%。经济持续疲软令投资者对日本经济发展前景信心下降,影响日元汇率下跌。2. 日本政府对经济衰退束手无策直接引发日元暴跌。日本政府错误的经济政策加深经济衰退。1997 年日本政府为了减少财政赤字,将消费税从 3% 提高到 5%,使日本国内需求萎缩,股市下跌,日经股票指数在 1998 年持续下跌,年初跌破 15000 关口,9 月下旬跌破 14000 关口,进一步加深了日本银行的坏账问题。日本民众对经济状况的严重不满导致桥本内阁在 7 月 12 日下台。小渊内阁上台后在经济金融改革方面仍未有新的措施。小渊在 8 月 7 日发表的施政纲领没有提出促进经济增长的有力措施,成为 8 月 11 日日元汇率跌破 147 关口的直接原因。3. 日本银行坏账问题久拖不决,引起人们对日本金融体系稳定性的怀疑。据日本政府公布的数字,日本不良资产为 50 兆日元,不良债权高达 5810 亿美元,占日本银行贷款总额的 14.6%,对日元汇率形成下调压力。4. 东南亚金融危机对日本经济形成强烈冲击。东南亚地区是日本重要的出口市场和投资市场,在金融危机的影响下,日元向这一地区的出口大幅下降,在这一地区的投资受到严重损失,日本银行危机加深,令日元更趋疲软。

(二) 日元汇率下半年大幅回升

8 月下旬以来日元对美元汇率一路上扬,10 月 19 日高达 114.33 日元。日元汇率大幅反弹的主要原因是:

1. 9 月中旬,俄罗斯金融危机令国际投资基金的债券投机交易遭到严重损失,被迫平仓,换取日元还贷,促

使日元汇率大幅提高。在此之前,投机基金利用日本货币市场低利率水平向日本融资,转换美元然后转投俄罗斯高息债券,进行套利交易,造成日元贬值压力。在俄罗斯债券价格大幅下跌之后,国际资金回流,日元出现回升趋势,迫使对冲基金平掉日元淡仓,促使日元汇率在 10 月 7 日以后的 4 个交易日内暴涨 20 日元。2. 美国经济在二季度发展放缓,利率下调压力增大。美国经济受到亚洲经济危机的影响,以出口产业为主的企业利润下降。美国 900 家大企业今年二季度的税后利润比去年同期下降 1.5%,这是 1995 年四季度以来首次出现收益减少的情况。企业利润下降影响美国股票市场暴跌,令支持美国经济发展的重要动力之一——个人消费增长出现停滞。为避免经济出现衰退,美国降息的压力增大。3. 美国经常项目逆差扩大对美元汇率形成下调压力。美国一季度经常项目逆差为 472.1 亿美元,预计 1998 年经常项目逆差将比上年度增加 1000 亿美元,达到 2278 亿美元。此外日本持有 2969 亿美元的美国国库券,占外国持有额的 25%,而日本经济的不稳定性增加了美国国际收支的不稳定性,对美元汇率形成下调压力。4. 日本在贸易方面的顺差持续增长。1998 年上半年日本外贸顺差比去年同期增加 66%,日本是世界上最大的债权国,拥有 8900 亿美元的海外净资产和 2000 多亿美元的外汇储备及庞大的外贸顺差,今年头 10 个月美国贸易逆差达 1393.6 亿美元,高于去年同期的 904 亿美元。预计全年贸易逆差将达 1670 亿美元。超过 1987 年的 1530 亿美元的最高记录。按购买力平价计算,日

元对美元的均衡汇率应该在 120—130 日元之间,日元汇率显然已经过度下跌。

二、东南亚各国货币汇率大幅下跌后回稳

1997 年 7 月泰国金融动荡引发东南亚金融危机之后,东南亚各国货币汇率大幅下跌,银行倒闭,经济受到严重打击。东南亚各国政府采取一系列经济和金融改革措施,使危机在去年第四季度趋于缓和。

1998 年初,东南亚各国的金融形势开始回稳,表现为各国货币汇率回升,利率水平下降。但 2 月中旬,印尼在汇率政策方面与国际货币基金组织发生分歧,再次引发金融动荡。5 月中旬,印尼爆发了社会动乱,印尼卢比汇率再度大幅下跌,一度跌至 18000 低点。印尼社会动乱引起东南亚各国金融市场再度出现大幅波动。泰铢从 1 美元兑 39 铢下跌到 6 月上旬兑 43 铢,下跌幅度超过 10%,马来西亚元、菲律宾比索和韩国圆都出现不同程度的下跌。

印尼社会动乱影响人们对亚洲市场,特别是对日本经济前景的信心下降。日本是印尼最大的投资者,包括债券等金融资产在内,日本向印尼的投资约 350 亿美元。人们担心这些投资将受到损失,将会使日本银行本已不堪重负的呆坏账进一步增大,进而影响日本金融体系的稳定和经济回升。在印尼社会动乱的影响下,人们对日元的信心进一步动摇,影响日元汇率自 5 月底开始猛烈下跌,至 6 月 15 日下跌至 1 美元兑 146.75 日元低

点。日元大幅贬值使日本商品的出口竞争力加强，进一步挤占东南亚国家的出口市场，使东南亚各国的经济复苏更加艰难。四季度之后，由于美元汇率下跌，国际投机基金活动收敛等因素的影响，东南亚国家货币汇率逐步回稳。至12月中旬，东南亚各国货币汇率比1月份低点回升5-50%。

三、俄罗斯金融动荡加剧

拉美国受到冲击。俄罗斯金融市场在1998年动荡加剧，卢布汇率从年初1美元兑7卢布左右下跌至8月份兑9.5卢布左右，此后迅速下滑至9月底25卢布左右，四季度在16卢布左右浮动，年底又下滑至20卢布左右。俄罗斯金融市场在5月19日出现剧烈波动，主要表现为股价和债市价格大幅下跌。由于世界石油价格下跌和亚洲金融动荡的影响，使俄罗斯4月份贸易顺差大减，国际收支出现逆差，加上工潮和经济发展放慢，令政府税收下降，财政赤字上升，影响卢布的汇率稳定，股票市场和债券市场出现恐慌性抛售。为稳定债券市场，俄罗斯央行将再贴现利率从30%，提高到50%，使银行同业拆息急剧上升，隔夜拆息高达100%。5月27日，俄罗斯政府债券价格再度大幅下跌，收益率从5%猛升到90%。股市也出现狂跌，收盘时股票综合指数暴跌15%。为稳定市场，俄罗斯央行将再贴现率从50%提高到150%，并向市场投入约10亿美元稳定卢布汇率。

8月中旬日元汇率大幅下跌及东

南亚市场动荡使国际投资者对新兴市场的信心进一步下跌，原已十分脆弱的俄罗斯经济受到严重影响。石油及原材料商品价格下跌，令俄罗斯财政赤字扩大，偿债发生困难。俄罗斯国债积累到1998年年5月的4400亿卢布，政府每月要用财政收入的50%以上偿还到期国债的本息，俄政府的债务已到了不堪重负的程度。8月13日，国际大炒家索罗斯在英国报纸发表文章，说俄罗斯将再次出现金融危机，他认为俄政府应实行卢布贬值。他的预测掀起新一轮抛售卢布狂潮。俄政府被迫于8月17日宣布提高卢布波动上限至9.5，实际上等于宣布卢布贬值。俄政府在宣布卢布贬值的同时，还宣布对部分外债延期支付三个月，并对政府债券实行重组。这些措施无异于宣布国家“破产”，使国际投资者对俄罗斯市场信心尽失，并加深投资者对整个新兴市场稳定性的怀疑。

俄罗斯金融危机立即在全球引起震动，尤其是拉丁美洲一些与俄罗斯相似的石油出口国家，如委内瑞拉、巴西、阿根廷等国家受到很大冲击，资金外流令这些国家股票平均下跌30%。9月份，穆迪公司先后降低了巴西和委内瑞拉的债信评级，标普也将巴西债信前景修正为负面，9日哥伦比亚货币贬值，10日南美最大的巴西股市重挫14%，巴西货币雷亚尔面临巨大贬值压力，巴西外资大量抽逃，令巴西外汇储备从7月份的700多亿美元减少到9月份490亿美元，国际货币基金组织为避免巴西危机引发全球经济衰退，决定向其提供400多亿美元的援助贷款，但巴西实施经济改革方案的阻力很大，12月份巴西

外流资金又大量增加。外资的流失使拉美国国家经济发展放慢，出口下降，经常项目逆差增大。1997年拉美经济实力最强的8个国家的经常项目逆差为570亿美元，今年预计逆差额将扩大到710亿美元，对拉美国国家的货币形成贬值压力。

四、美国股市大幅下挫

美元汇率陡然转跌。1998年美元汇率基本走势是先升后跌，美元汇率自8月以后扭转上升势头，其原因主要有：

（一）新兴市场动荡影响美国经济发展放慢，美国股市大幅下跌

8月份，美国公布的一些经济数据显示美国经济发展放慢，第二季度美国经济增长率从第一季度的5.5%下降到1.6%。美国经济增长急剧减缓的原因之一是受亚洲危机影响导致出口减少，5月美国贸易逆差增加到155.4亿元，8月进一步增加到160多亿美元。人们担心日本经济衰退加剧亚洲金融动荡，将对美国经济造成严重损害，影响美国道·琼斯指数在8月4日和8月11日分别下跌299.43点和112点。美国股市不稳削弱美元强势，美元兑日元汇率自11日147.27高点开始下浮。

8月下旬由于俄罗斯金融危机进一步恶化，并波及拉丁美洲和东欧国家，使市场投资者对美国经济的担心加深。8月27日，美国道·琼斯股票指数下跌357.36点，31日再度暴跌512.61点，为1987年以来第二大下跌点数，道指收盘报7539.07点，美

股大幅下跌令美元汇率陡然转跌，兑日元汇率从上日 144.13 下跌到 139.25 日元，兑马克汇率从上日 1.8060 猛跌到 1.7487。

(二) 对冲基金遭灭顶之灾，美联储三次下调利率

9月24日美国大型避险基金，长期资本管理公司(LTCM)因受全球金融动荡打击而濒临破产。美联储出面组织13家大型银行援救该基金。由于LTCM的潜在亏损额高达1兆美元，对美国金融体系的安全形成重大威胁。这一事件标志着全球金融危机已对美国产生严重影响。在LTCM事件发生后，国际大银行为避险而迅速收紧信贷，有可能引起全球性通货紧缩和经济衰退。为避免美国经济陷入衰退，美联储在9月29日，10月15日和11月17日三次下降利率，促使美元汇率进一步下跌。

(三) 日本推出《金融再生法》

日元汇率急剧攀升。10月份以来美元兑日元大幅下滑的另一个重要原因是日本政府于10月初提出金融稳定一揽子法案，其中包括重建金融职能措施，存款保险法修改法案，抵押债权转让措施等8项法案。令交易商

对日本金融改革前景的信心增强。日本自民党提出的金融法案，为政府利用公共基金整顿陷入困境的银行业铺平道路。外汇市场交易商普遍认为这些法案的提出，表明日本政府下决心推动金融改革，促进日本经济发展。在市场信心转强的推动下，前一阶段持有大量日元淡仓的对冲基金开始大量抛售美元资产，以补回日元头寸。加上市场预期美国利率将再度下调及克林顿性丑闻的冲击，令美元兑日元汇率自10月5日开始大幅下挫，自5日134.35日元急跌至9日116.58日元。

五、欧元前景乐观促使 马克汇率坚挺

1998年德国马克和欧洲主要国家货币受到欧元即将出台的支持，汇率趋于上升。美元兑马克汇率从年初1.8030上升到4月2日1.8535年内高点，在印尼金融动荡的影响下，5月22日下跌到1.7570，10月16日下跌到1.6175年内低点，年底回升到1.6643马克。5月初在比利时布鲁

塞尔召开的欧盟首脑会议上，为在1999年1月1日实施欧洲单一货币—欧元扫清了最后障碍。欧盟首脑会议取得成功，令外汇市场交易商对欧元实现前景抱乐观态度。他们普遍认为，实现欧元将使欧洲的经济加速发展，形成一个足以与美国相抗衡的欧洲大市场。欧元将成为有吸引力的国际货币，吸引大量资金流向欧洲市场，促使马克兑美元汇率上扬。欧洲经济今年发展势头良好，但失业率仍居高不下。德国央行一再重申货币政策的首要目标是稳定币值，并表示，为未来欧元的币值稳定，欧洲中央银行将维持适度紧缩的货币政策。在四季度美国连续三次减息之后，12月3日欧盟11国联合下降利率，将短期利率下降到3%，这些措施将有助于欧元区国家经济平稳发展和币值稳定。这些因素均有利于马克汇率在1998年保持坚挺。

欧元汇率在12月31日午夜确定，为1欧元兑1.16675美元。欧盟11国于12月31日开始货币转换工作，欧元顺利出台。

(作者工作单位：中国银行
国际金融研究所)