

# 日元贬值的影响及对策

周波

近期，日元汇率持续大幅度贬值引发国际市场高度关注。为使日本经济摆脱长期的通货紧缩，重振经济增长，安倍自2012年底上台以来，力推“量化质化宽松(QQE)”货币政策，日元兑美元汇率跌破1:100并持续下行。2014年10月31日，日央行将量化质化宽松政策升级，日元汇率呈加速下行的态势。总体来看，日元贬值对日本经济的刺激作用效果不佳且不可持续，对外则从贸易、金融和投资渠道输出通货膨胀，给世界各国宏观金融稳定带来冲击。

## 一、日元汇率走势和前瞻

(一)安倍力推量化质化宽松，日元汇率持续下跌

作为安倍经济学“第一支箭”，安倍政府上台伊始即推出“无限期量化宽松”政策。2013年4月，日央行确定了2%的预定通胀目标，宣布实施量化质化宽松货币政策，承诺“不设限”购买债券资产，从2013年起的两年内将基础货币规模增加一倍至270万亿日元。2014年10月31日，日央行宣布实行量化质化宽松“升级版”：将每年的基础货币宽松规模从目前的60万亿至70万亿日元扩大至80万亿日元；进一步增购国债，从每年50万亿日元扩大至80万亿日元，同时延长国债的增持期限，从7年最长延至10年。日本政府同时推出配套财政措施，即编制2014年补充预算，用于公共投资的资金规模将达2—3万亿日元，还将在2015年预算中特别增加5万亿日元的景气对策。为振兴股市，日本政府已经允许社保资金管理公司提高股票

运作比率，将更多的资金投入股市。新政公布当日，市场反应强烈，10月31日东京股市的平均股指上涨755.56点，达16413.76点，涨幅为4.87%。日元兑美元汇率一度跌至112日元兑1美元。

自2013年初推行量化质化宽松政策以来，日元汇率持续下跌。日元名义汇率从1美元兑85日元持续跌至1:115的水平，累计跌幅超过40%。据国际清算银行统计，2013年4月至2014年10月底，日元实际有效汇率累计贬值8.4%，同期美元、人民币的实际有效汇率分别升值6.6%和3.8%。为应对2008年金融危机，各主要发达经济体竞相实行量化宽松(QE)政策。若以更长时段衡量，2008年11月至2014年10月，三大主要国际货币美元、日元、欧元实际有效汇率分别贬值5%、21.4%和7.6%，人民币、韩元则分别升值18.4%和26.2%。

### (二)日元汇率走势前瞻

短期看，日本在实现2%通胀目标以前，日元贬值仍将持续，但幅度或将放缓，年内美元兑日元汇率或将在110—125区间内波动。若物价下行风险增加，日央行继续扩大量化宽松规模，日元汇率波动区间将进一步扩大。从效果来看，超过120以后日元贬值的无效性和副作用将大大增加，若日央行对日元汇率市场过度干预，势必引起美国、韩国、澳大利亚、东盟等经济体的强烈反对。此外，安倍的执政风格在此轮日元贬值中扮演了极其重要的作用，安倍从量宽推行伊始就更更换亲信黑田东彦执掌央行，以增强政策推行的力度，大有不达目的不罢休的态势。若安倍在大选

中胜出，必将继续推行锚定2%通胀率的量化质化宽松政策，日元汇率在通胀率达到2%前长期走软是必然事件；即便安倍未能当选，考虑到国内经济的需要，新政权大幅调整汇率政策的概率不高，汇率大幅走强应是小概率事件。

## 二、日元贬值的影响

### (一)对日本的影响

虽然日央行行长黑田东彦曾在不同场合为自己辩护，称日元贬值对经济的整体影响是积极的，是过去汇率强劲之后的自然回调。短期看，在“三支箭”的综合运用下，日元贬值的确会对日本经济增长起到一定的刺激作用。但长期来看，量化质化宽松难逃“量大剂猛、大而不当”的覆辙。历史上日本曾多次实行量化宽松，均难逃昙花一现、不可持续的历史规律。一方面是由于流动性陷阱削弱了日央行量化质化宽松的政策效果，更重要的是日本的经济结构不合理。

从贸易角度看，当前日本出口占GDP比重为10%左右，日元持续贬值改善了日本的贸易条件，但受制于全球经济增速放缓，外需不足，日元贬值刺激出口的力度低于预期。2013年至今，日本对前15大出口伙伴出口均出现不同程度的下滑。在日本制造业“空心化”趋势下，本土制造业企业加快了向海外转移的步伐，日元贬值也大幅增加了能源、燃料等的进口成本。实际上，日本已从以前的贸易顺差大国沦为逆差大国。截至2014年10月，日本商品贸易赤字余额7100亿日元，为连续28个月逆差。从内需角度看，日本长期人口老龄化趋势

以及消费税税率的提高,极大地压缩了提振消费的空间。投资方面,1995年持续至今的“流动性陷阱”,使得低利率甚至负利率政策的刺激作用有限。实际上,日本2014年三季度GDP季率下降0.4%,连续两个季度负增长,一定程度上反映了以“三支箭”为核心的刺激政策存在“效果不佳、不可持续”的风险。政策层面,安倍经济学祭出的“组合拳”财政政策难有作为,以“经济增长战略”为核心、呼声甚高的“第三支箭”对于农产品市场开放、劳动力制度改革等实质性的结构性改革领域未有触及,也抵消了量化质化宽松的政策效果。如不能及时推出有力的改革措施,提高趋势增长率,拉动内需,将难以摆脱流动性陷阱和通缩局面,进一步加剧经济结构失衡。

日元的急剧贬值损害了日元作为国际重要结算货币、储备货币的地位,降低了拥有大量海外资产的日本银行业的资本充足率,从而增大了日本国内金融稳定的风险。实行“无上限”质量化宽松政策,也极大地损害了日央行的独立性。

## (二)日元贬值的溢出效应

### 1. 对其他经济体的影响

日元贬值,一方面将改善日本出口产品的贸易条件,有利于出口增加,改善经常项目逆差;另一方面,则通过金融和投资渠道对外输出通货膨胀,增加亚洲国家经济衰退和金融混乱的风险。从贸易上看,由于美英等经济体稳健复苏,欧洲经济形势趋于稳定,日本在亚洲贸易地位相对下降,削弱了日元贬值的外溢效应。2013年至今,日本对前15大出口伙伴的出口多出现不同程度的下滑,仅对德国、越南、墨西哥有不同程度的增长。韩国、中国台湾、新加坡等经济体,由于在出口结构上与日本相似,属于日本的直接竞争对手。但迄今为止,这些经济体的货币并没有出现竞争性贬值。

### 2. 对我国的影响

在跨境贸易方面,我国是日本第一

大贸易伙伴、第二大出口目的地和第一大进口来源地,也是日本贸易逆差第一大来源国。而日本是我国第五大贸易伙伴。但此轮日元大幅贬值,日本贸易逆差反而呈逆向增长态势。据日本海关统计,2013年日本与中国贸易逆差516.4亿美元,增长16.6%。2014年1—9月,日本对中国贸易逆差401.7亿美元,增长7.4%。究其原因,一方面是日本对我国贸易出口产品的需求刚性较强,对价格的汇率变动不敏感,抵消了日元贬值刺激出口的影响。更重要的是,随着我国经济实力的增强和在全球贸易体系中地位的跃升,我国抵御日元贬值冲击的能力也大大增强。研究表明,我国出口的汇率弹性为-0.33,进口的汇率弹性为0.21。假设其他条件不变,人民币兑日元升值20%,将导致我国实际出口下降1.1%左右,实际进口上升0.7%。日元贬值对我国贸易部门的冲击非常有限。从进出口贸易商品类别结构看,日本对我国出口的主要产品是机电产品、贱金属及制品和化工产品。许多产品为我国制造业的中间产品,我国可借日元贬值的机遇增加进口,降低全球采购的成本。

在金融和投资方面,日本实行量化质化宽松政策引发市场上日元流动性泛滥,资本项目下,日本对我国的金融投资(包括外商直接投资、证券投资 and 对外其他投资等)始终保持净流出态势,这意味着我国持有的日元债务将有所增加。资本市场上,由于长期债券息差较大(10年期中国国债收益率为3.56%,10年期日本政府债券利率为0.525%),在预期日元仍将继续贬值的条件下,日元资产相对人民币资产的风险溢价将进一步增加,这将推升国际资本分流至我国。此外,出于对竞争性货币贬值的担忧,避险情绪升温,一方面增加了我国输入型通胀的风险,另一方面,国际热钱抛出日元资产,更多购入美元资产,引发国际资本频繁快速流动,不利于国

际国内金融市场稳定。

## 三、几点看法

对日本而言,一是要转变依靠货币贬值刺激经济增长的思路。由于净出口对日本经济增长的贡献率不足10%,要想刺激经济增长,日本首先应保证占GDP60%的居民消费的增长,其次是民间投资的增长,最后才是净出口的增长。期望通过日元贬值刺激出口,增加经常项目盈余,进而带动整个国民经济增长的想法必将屡屡碰壁;期望通过“无上限”量化质化宽松达到2%的通胀率目标,摆脱通缩局面,目前来看也是收效有限、弊大于利。日元贬值导致进口价格上升,催生成本推动型通货膨胀。这将抬高企业的生产成本,使企业利润下降,最终降低消费需求和投资需求。二是要保持汇率稳定。除锚定2%通胀预期以外,稳定日元兑美元的名义汇率或将成为日央行的优先选项。若日元汇率能稳定在较窄区间内,随着日元资产风险溢价逐渐消失,日本的名义利率必然向美国的名义利率水平回归。而日元汇率的稳定预期将有利于促进消费和投资,对推进结构改革和促进经济增长产生积极影响。

对我国而言,考虑到中日贸易结构正在从“垂直互补型”向“水平竞争型”转变,我国在优化产业结构、调整产业链分工的过程中应充分考虑日元长期贬值对我国结构调整可能造成的影响。金融和投资方面,应做好预案,谨防国际热钱快速流动对我国宏观金融稳定带来的冲击。此外,当前国际资本市场对日元、欧元有较强的贬值预期,人民币与美元、欧元间存在的息差和风险溢价,会助长套利资本快速流动,应加强对国际资本流动的监管,以防国际资本对我国房地产、股市等投机行为对金融市场稳定和宏观经济带来负面影响。

(作者单位:财政部亚太中心)

责任编辑 黄悦