

日元回流：一致性预期可能落空

日本此次大地震，引起市场对日元回流的期望值很高，一度使日元对美元汇率创出历史新高。但日元海外金融资产的大规模回流却存在着相当大的不确定性。福岛核危机，对日本经济造成难以修复的永久性损害，破窗效应难以发生。在没有更好的融资工具的情况下，也不借助海外资本回流，日本政府将更倾向于将财政赤字货币化。

秦天程

历史不会简单重复

此次日本9.0级特大地震被称为史上最昂贵自然灾害，根据日本内阁的评估，直接损失最高将达到25万亿日元。巨额的灾后重建费用更是一个难题。最近市场炒作因保险理赔和企业重建而推动的日元回流预期，一度使日元对美元汇率创出历史新高。

上世纪90年代股市、房地产泡沫崩溃以来，日本经济一直未能走出通缩的阴影，投资报酬率偏低，加之国内需求不足使企业投资意愿下降。这种情况下，虽然由于人口老龄化，国民的储蓄倾向一直呈下降趋势，但净储蓄仍保持较高水平；另一方面，日本央行长期维持极低的利率甚至接近于0的利率水平，有利于降低政府债券的偿付成本，日本公共债务规模不断膨胀，目前日本债务余额已达到国内生产总值(GDP)的2倍，财政赤字接近GDP的10%。日本私人净储蓄从总量上等于政府净支出和净出口的总和，即高净储蓄率一直是日本公共债务融资和巨大贸易顺差的来源；同时，受高回报的驱动，不少企业和个人将储蓄转向海外投资特别是金

融投资，形成了日本民间巨额的海外金融资产。

1995年阪神大地震后，确实有大量日元海外资产变现、输送回国内，为灾后经济较快走出低谷提供了必要的资本。然而历史不会简单地重复。

日元回流存在不确定性

此次大地震，虽然引起市场对日元回流的期望值很高，但日元海外金融资产的大规模回流却存在着相当大的不确定性。

其一，回流将减少贸易顺差。据日本财务省公布的数据，今年1月份，由于原油、铁矿石进口量价齐升，商品贸易出现3945亿日元逆差，由于所得收入中再投资收益增加，使得这部分顺差额同比大增10.7%至1.0137万亿日元，最终抵消了商品和服务进出口逆差的影响，实现经常项目顺差4619亿日元。地震、海啸的破坏性后果对日本钢铁、汽车零部件、家电、半导体和海产品出口带来严重影响，而福岛核电站危机又将延缓核电产业发展，增加传统能源进口，使得日本的国际贸易状况面临双重打击，这种情况下，海外投资收入包括债券利息、股息和红利等对于维系日本贸易顺差

地位异常重要，一旦由于变现海外资产而减少了投资收益，将使国际收支迅速滑向恶化。

其二，日元回流不利于日元汇率稳定。阪神大地震后，日元资本大规模返回国内，直接导致了3个月之内日元升值21%，而当时全球经济态势好于现在，并没有高通胀、双速复苏以及地缘政治突发性恶化等风险。当前，利比亚战端扩大，高油价正变得不可逆转，全球食品价格通胀也愈演愈烈，韩国、泰国、印度等亚洲新兴经济体已开始了新一轮紧缩，葡萄牙财政紧缩问题无法破解再度升高了欧债主权债务风险。外部环境如此，地震灾害这一供给冲击的后果和损失更难以估量，如果再叠加日元升值的紧缩效果，对以出口为主导的日本经济将是雪上加霜。

有分析认为，日本可以动用外汇储备用于弥补缺口和灾后重建。目前，日本拥有超过一万亿日元的外汇储备，持有美国政府债券高达8859亿美元，仅次于美联储和中国，为第三大持有人。但大规模抛售美债势必增大日元对美元升值的压力，而保持日元汇率的稳定，防止无序波动是日本央行的底线，因而不会选择套现美债，当然也不会容忍民间海外资本回流引发日元急速升值，这一点上，7国集团央行特别是美联储也不希望日本抛售美债导致美债市场动荡，从而支持日本央行，联手入市干预日元汇率。

其三，核危机提升了震后日本经济前景的不确定性。日本5年期和10年期国债的名义收益率目前只有0.5%和1.2%，1995年阪神大地震时，相应的名义收益率都超过了4%。已降至极低

的投资回报率对追求高收益的海外日元资本的吸引力有限。

更重要的是，这次地震灾害性后果远超阪神大地震，更为严重的是，还有至今悬而未决令全球恐慌的福岛核危机，对日本经济造成难以修复的永久性损害，破窗效应难以发生。对海外的日元资本来说，也难有像阪神大地震后从灾后重建推动GDP的强劲回升中获得回报的机会。

日本倾向于财政赤字货币化

考虑上述因素，日本官方应对日元回流持审慎态度，而日元海外资本目前更可能观望于行动。

日本2011年财政年度预算案显示，本财年用于国债还本付息的费用将达到215491亿日元，将占到税收的53%，而1995年这一比率还不到30%。虽然按所持境外权益计算，日本目前仍是世界头号债权国，日元信用仍然坚挺，不存在技术性破产的问题。但地震后，日本5年期主权债务CDS费率大幅冲高，日益上升的主权债务风险使政府债务融资更加困难，而且国债利率即使只上升一个百分点，都将面临沉重的融资成本压力。

在没有更好的融资工具的情况下，也不借助海外资本回流，日本政府将更倾向于将财政赤字货币化。日本央行震后已连续向金融市场注入巨资，接下来，量化宽松还将更进一步，日本政府已计划发行超过10万亿日元震后重建债券，央行很可能全额买进。国内长期的通缩加之存在过剩产能，日本央行不必担心天量的流动性注入引发恶性通胀，而发生温和通胀，正好达到短期刺激经济的效果。

(作者系工银国际银通投资咨询有限公司研究员)

“破窗理论”非挽救日本经济灵丹妙药

苗迎春

对于震后日本经济的走向众说纷纭，较有代表性的一种观点认为，地震对于日本经济的增长或许是件好事，因为抗震救灾会增加需求，拉动日本经济增长。

地震拉动经济增长，其基本理论就是“破坏创造财富”的“破窗理论”。“破窗理论”源于一个叫叫拉兹利特的学者在一本小册子中的一个比喻。意思是说，假如小孩打破了窗户，必将导致破窗人更换玻璃，这样就会使生产玻璃的人和安装玻璃的人开工，从而推动社会就业。经济学理论告诉人们，经济增长是靠“三驾马车”——投资、消费和出口拉动的，而“破窗理论”实际上是阐述了投资(灾后重建)对经济拉动的重要作用，应该说在分析重建需求的传导与扩散方面，有其独到的合理因素。

不过，“破窗理论”也有其不完善

的一面，主要是该理论没有充分考虑自然灾害对于社会财富所造成的破坏程度及其所产生的后果。如果破坏超过一定限度，“破窗理论”拉动经济增长的前提便不复存在。例如此次日本地震，虽然具体的损失目前还难以统计，但日本政府的初步估算地震损失将达16万亿至25万亿日元，美国高盛公司认为第二季度日本国内生产总值(GDP)将会出现负增长，2011年日本实际GDP增长会减少0.5个百分点。除此之外，地震对日本带来的巨大人员伤亡和对日本国民的心理创伤是难以用财富指标来衡量的。面对长期低迷不振的日本经济要恢复到震前水平已实属不易，即使是震后的大幅投资也只能起到对经济的修复作用，难以真正发挥推动经济增长的刺激效应。

至于消费方面，此次地震使日本北部省份众多家族失去房产和有形资产，重置这些资产会给他们带来很大的压力，扩大其他方面的消费需求已不大可能，这对于日本经济的长期增长也是重要的制约因素。

作为重要的出口大国，日本出口产业受地震的影响将会最为明显；

一是支柱产业之一的日本汽车业备受打击。目前，丰田、本田、日产、日野、三菱、大发等8家日本汽车制造商已相继表示将暂停生产。而电子巨头——日本索尼公司、东芝公司已关闭数家工厂，出口急剧下降对于日本经济无疑是雪上加霜。

二是日本核辐射引发的农产品污染将使农产品和海产品出口额大幅下滑。根据日本文部科学省近期公布的消息，除了在福岛第一核电站附近地区的牛奶、菠菜和稻米中检测出放射性物质超标外，在东京、新潟、栃木等6地的自来水中也被检测出含微量放射性碘。虽然不能确定这些污染会给人类健康带来多大威胁，但其对于人们的心理影响却

难以低估。就拿中日农产品贸易来讲，以前日本对华出口的农产品只有大米、苹果、梨等几个有限的种类，但中国大型国企中国农业发展集团有意进口日本产的大米、牛肉、乳制品、蔬菜、水果等，日本核危机事件后，这些农产品的安全性将会因此次日本核辐射污染遭受国民的质疑。而美国、韩国已经宣布暂停进口日本食品。

因此，对于震后日本经济的复苏和重建，我们绝不能盲目乐观。日本经济增长多年来积累的发展矛盾不可能通过一次自然灾害所能解决，“破窗理论”也不是挽救日本经济的灵丹妙药。务实推动东亚地区经济合作尤其是中日经贸关系的发展，或许会为日本经济的未来增添一丝希望。

(作者系武汉大学国际问题研究院副教授、财政学博士后)

焦点评论

谨防“限价标准”变成“涨价标准”

李记

截至24日，全国公布年度房价控制目标的城市除山西省的22个城市之外，其他省份只有9个城市，且房价目标涨幅多与当地国内生产总值(GDP)增幅等挂钩，大多在10%左右。专家分析，这反映出不少地方政府“枪打出头鸟”的心态——目标定得太严怕完不成，太松又怕中央不满意。这次公布房价控制目标的任务，不仅是地方政府与中央之间的一场博弈，也是各城市之间的博弈。

从目前的情况看，尽管居民住房支付能力在“新国八条”中被重点提及，但出台房价调控目标的城市，大都仅仅考虑了当地经济发展目标或城镇居民人均可支配收入增长速度。

一方面，多城市将房价调控目标定在涨幅10%，会给购房者、炒房者，甚至是开发商带来房价将上涨10%的心理暗示；另一方面，如果以“涨幅10%”为现实调控目标，对很多地方民众的实际购买力而言，这种调控将失去应有的价值和意义。面对当前出现的这种博弈局面，一些地方政府可以揣着明白装糊涂，将调控目标变成“文字游戏”，对督促各地完成预期调控目标的

相关部门而言，则要旗帜鲜明地禁止将“限价标准”变成“涨价标准”的糊弄。

严格来说，如果不剥离地方财政之于土地财政的依赖，让地方政府自主决定房价调控目标，类似的“你进一步我退一步，你退一步我进一步”的局面，势必会一直继续下去。原因很简单，在中央政府的压力和土地财政依赖的夹缝里，地方政府给出的房价调控目标，一般都会尽可能地腾挪空间，给自己留条后路。经过了这种“过滤”和“反弹”，地方政府既能表现出应有的姿态和行动，又不会据此挫伤本地的房地产市场，更能在问责制面前游刃有余。问题是，如果每一次房价调控都被地方政府过度的自主权层层“卸力”，那么，每一次调控注定都难逃“高高举起，轻轻落下”的结局。

用征收房产税等方式逐步破解地方政府对地方财政的依赖，用5年建设3600万套保障房的方式分流房地产市场，如此这般的举措，均需各级职能部门统筹协调，逐步完成。不能容忍一些地方政府继续玩将“限价标准”变“涨价标准”的游戏，唯有相关部门真正严格、认真和强势起来，“新国八条”确立的各项目标才不会因层层“卸力”而再度悬空。



日化巨头齐涨价，百姓钱包自然怕。联手操纵难排除，垄断经营敢坐大。外资企业在虎视，民族品牌勿虫爬。充分竞争若兑现，生产消费俱赢家。

唐志顺/画 孙勇/诗

元来如此 | Xiao Guoyuan's Column |

巨额外汇储备真相



肖国元

曾经有媒体报道，改革开放之初，由于经济水平低下，对外贸易联系稀少，我国几乎没有外汇储备。即使第一次走出国门的外交官为了买到得体的西服，装一下自己的行头，也无足量外汇可支，显得异常尴尬。相比现在，感到自豪与荣耀。这是改革开放30多年取得的显著成绩之一。

截至2010年底，我国外汇储备总额达到2.85万亿美元，雄踞世界第一，而且每时每刻还在增长。面对巨额的外汇储备，各种各样的观点与态度呈现出来了。有人说这代表了国家的经济实力，代表我们拥有一大笔财富，我们为此而自信自豪；也有人认为要藏富于民，将这庞大的外汇储备分给民众。诸如之类，不一而足。其实，类似观点都是片面的、错误的。

第一，从价值形态来看，外汇储备本身就是一定的外币，具有支付功能与贮藏功能，是当然的财富。但是，在我国现有的外汇体制下，这些以外币形式存在的外汇并不是财富，充其量是财富的影子。外汇是出口贸易换来的外币收入。在一般条件下，手里的外汇与本国货币一样，具有支付功能，可以用来购买外国的商品。就此而言，外汇当然是财富。外汇越多，支付能力越强，表示越富有。但是，当央行用人民币等价换取了你手里的外汇后，一元人民币的商品衍生出一元人民币以及等价的美元后，央行手里的美元只具有象征性意义了，并不代表真实的财富。有意义的是你用外汇与央行交换人民币以后能继续自己的商业循环——采购原材料，招收员工，组织生产经营活动。问题在于央行用来换取你手中外汇的人民币是无中生有的。这是不容易理解的所在，也是问题的根源。形象地说，好比一女两嫁，虽然两个丈夫都娶了媳妇，但实际上只有一个真实具体的老婆。其后果就是丈夫获得的价值减半，也可以说丈夫的价值被打五折。

第二，外汇储备增加是劳动生产率提高、商品竞争力提高、因而出口增加的结果。但增加的外汇与国内的人民币一样，其主要职能是交换媒介，如果不用于采购商品与物资、购买技术与服务，就不能真实有效地提高我们的经济福利水平。改革开放30多年来，我们的外汇储备持续增加，这充分说明我们的商品价廉物美，具有极强的竞争力。如果我们及时充分利用自己赚取的外汇大量购买外国的优势商品与技术，就可以大幅度提高我们的生产生活水平。但是，我们并没有将所挣得的外汇全部换成商品、技术与服务，而是将其中的一大块握在自己的手里。作为别国的货币，外汇存在币值波动的极大可能性，就像我们持有的大量美元外汇一样。汇改以来，人民币升值了约20%。也就是说，在人

民币升值20%的同时，我们手里的美元贬值了20%。但如果用换来的美元即时采购商品，就没有贬值的问题，理论上我们的福利就会增加20%。因此，持有巨量的外汇储备要承担相当的汇率风险。那种将人民币升值与美元贬值对等看待，而且认为都“在锅里”、持有外汇没有损失的观点是站不住脚的。

第三，我国的外汇储备的来源是央行在外汇市场通过投放基础货币购买的。其基本过程是：首先，企业和居民将持有的外汇卖给商业银行，获得银行支付的等值的人民币；然后，商业银行在外汇市场上将外汇卖给中央银行，中央银行支付等值的人民币获得外汇，形成外汇储备。在这个过程中，有五点值得注意：其一，从价值链的角度来看，人民币与外汇之间的交易是等值的；其二，这些以货币价值形态保存下来的外汇留在了中央银行；其三，用来换取外汇的商品流出国门，跑到国外去了。其四，从货币与实物相对应的角度看，钱多了而商品少了。其五，中央银行原则上没有资产，它购买外汇所动用的人民币只能来源于发行钞票。用上述逻辑来解释我们的外汇储备，可以这样表述：为了购买现有的2.85万亿美元的外汇储备，我国央行必须支付20万亿元人民币。而央行本身并没有这么多人民币，只好借助发行钞票这个手段。企业出口换来的外汇变成了人民币，外汇到了央行手里。但实实在在的商品则变成了国外居民的消费品与企业的生产资料，国内则相应少了20万亿元的商品。钱多了，商品少了，其直接结果就是通货膨胀。

第四，虽然引发通货膨胀的原因不止一个，但通过收购外汇而投放人民币的方式而引发的货币与商品之间的不对称状态是我国通胀的主要原因之一。而且，在贸易顺差不断扩大的背景下，出口的商品越多，外汇累积越多，央行需要投放的人民币也会越多。结果就是通胀水平越来越高。为了减轻通胀压力，方法之一就是紧缩流动性。2010年以来，央行频频出手，通过提高存款准备金率来紧缩流动性。2011年3月18日，央行再次上调存款准备金率。这是自2010年1月以来央行第九次上调准备金率。此后，大型金融机构法定存款准备金率达20%，超过历史最高水平。紧缩流动性虽然有利于控制通胀，但无形中增加了企业的运营成本，对企业经营与整体经济发展会产生明显的副作用。如果对通胀采取置若罔闻的态度，紊乱的价格体系同样会发出错误的信号，令国民经济陷入混乱状态而难以自拔。这就是我们目前必须面对的两难境地。

由此，我们可以得出以下结论：1、外汇储备是经济发展的结果，是企业实力的结晶，标志着中国企业与产品的竞争实力，是我们宝贵的财富。但是，在现有外汇体制下，我们持有的外汇并不是真实的财富，充其量是漂浮在中国大地的财富影子。在这样的情况下，要将这些账面上的数字外汇分给国民，无异于望梅止渴。2、巨额的外汇储备不仅面临巨大的汇率风险，而且成为国内通胀的诱发因素。人民币对外升值，对内贬值给我们带来无从避免的困惑。而这一切的根源在于我们独特的高度集中统一的结售汇体制。因此，改革外汇管理体制刻不容缓。否则，出口越多，国内物资缺口就越大，通胀就越甚。

联系我们

本版文章如无特别说明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给0755-83501640；发电邮至pp118@126.com。