

# 日本经济迷失20年，日元为何“升升不息”？

徐高

随着安倍晋三的再度当选，日元汇率走势成为市场关注的焦点之一。在日元对外升值和对内升值的叠加影响下，日本能否走出“失去的二十年”仍然是一个未知数。

## 趋势难改的日元升值

上世纪八十年代中期广场协议后，日元对美元汇率急剧升值。1985年9月，日元汇率还在1美元兑250日元左右波动，广场协议签订后不到3个月，日元汇率就迅速升至1美元兑200日元左右。此后，除了亚洲金融危机期间，日本宏观经济形势急转直下令日元显著走贬外，大部分时间里日元都处于持续升值通道内。长期以来日本一直维持着巨额的经常项目盈余，这是日元持续稳定升值的重要根源。

目前，美元兑日元汇率已降至1美元兑80日元之下，但与日元购买力平价汇率之间已不再有明显偏离。这就意味着，日元汇率已非常接近长期均衡汇率，日元汇率既未被严重低估，也未被严重高估。不过，从日元汇率远期市场来看，日元升值预期依然如故。

## 升值—通缩”循环根深蒂固

日元升值时日本出口商维持出口价格平稳。日元持续升值的根源，答案在日本出口导向型的经济结构中。日本出口企业在给出口商品定价时，往往以目的地货币来标价。在其他条件不变的条件下，日元升值会导致以外币计价的出口商品价格上涨。但是，日本出口商为保证出口商品竞争力，往往在日元升值时维持出口商品的价格大体不变。随着日元名义有效汇率的上升，即日元升值，日元标价的出口商品价格变化率迅速而明显地上涨，相反合同货币标价的出口商品价格变化率则保持相对平稳。

出口商利润收缩，被迫压低工资成本。由于没有成比例调高出口商品的价格，日本出口商的利润就被极大地挤压。为缓解利润缩减的压力，日本出口商不得不削减这些可贸易品的生产成本。由于原材料可在国际市场上方便地获得，因此不同国家可贸易品生产成本的差异主要就体现在劳动力成本的差异上。这样，对日本企业来说，一个自然而然的选择就是压低劳动力成本。而劳动力成本的降低可以通过两个途径：一是降低名义工资。二是提高劳动生产率。

工资下降加剧国内通货紧缩，而通货紧缩引致进一步的日元升值。以对劳工成本变动最为敏感的制造业为例，日本制造业GDP从1991年以来就趋势下降，但相比实际GDP，名义GDP下降幅度要陡峭得多。造成这一差异的最主要原因就是，在此期间由于在微观层面企业不断削减工资，制造业GDP缩减指数明显下行。做个类比：GDP是最终产出扣除中间投入的结果，因此类似于企业毛利的概念。从宏观层面考察日本制造业部门的盈利结构就会发现，这些企业试图降价促销，但最终结果却是销售额下降。销售额下降，增加员工报酬就成为奢望。无疑，这会加剧日本内需不振、通货紧缩的压力。在其他条件不变的情况下，国内通货紧缩压力加大就会导致日元汇率的进一步升值。尽管单个企业做出了利润最大化的理性选择，但这种集体选择却没有带来日本经济的扩张。这是一种个体理性导致集体非理性的无奈情形，也是日本经济深陷“日元升值—国内紧缩—日元进一步升值”困境的形象写照。

## 效应不彰的汇率干预

日本政府频繁的汇率干预未能改变日元持续升值的局面。1991~1992年，因广场协议后美国对日贸易赤字有增无减，日本政府被迫在外汇市场上抬升日元；1997~1998年，因1996年美联储采取旨在吸引资本流入以平衡经常项目赤字的“强势美元”政策，随后爆发亚洲金融危机令日本宏观经济形势明显回落，日元汇率急转直下，迫使具有升值偏好的日本政府入市干预。2003~2004年，日本央行外汇干预额度和频率激增，但既没有扭转日元升值趋势，也没有刺

激企业资金需求。主要原因在于，日本央行通过外汇占款投放的基础货币，被商业银行以超额储备的形式持有。

2004年末日本商业银行在中央银行存款账户余额的目标值达到前所未有的35万亿日元。于是在3月17日，日本汇率政策突然由常规干预转变为“放任市场”策略。2005~2009年期间日本央行转而采用买入商业票据、短期国债或国债回购协议等间接方式干预汇率。2010年9月15日，当日元自1995年以来首次突破美元兑82日元的关键比价时，日本央行时隔六年后再行入市干预政策。但日元升值势头仍延续。2011年，在全球经济放缓、泰国洪灾、日本地震和核泄漏及日元升值以来，日本出口大幅下滑，经济萎靡不振，日本央行再次急剧加大入市干预规模。

未能打破“升值—通缩”的恶性循环是日本政府入市干预效果不彰的根本原因。日本政府干预汇率的方式，一开始采取的是冲销式干预，即由日本财务省利用发行国债所筹资金在外汇市场上购买外汇。冲销式干预在缓解日元升值压力的同时，也避免了国内基础货币的被动投放。一旦干预力度减弱或终止，日元汇率又一如既往地趋势向下。根本原因在于：外汇干预只会平抑日元即期汇率相对于均衡汇率的偏离程度，但却难以改变微观层面的企业行为模式。日本企业维持出口价格相对稳定，并通过压缩工资转嫁利润损失的行为模式不会因为汇率的短期波动而一朝改变。因此，日本政府的汇率干预除了导致政府债务余额的增加和日本央行资产负债表的扩张外，并不能使日本经济从“日元升值—国内通缩—日元进一步升值”的恶性循环中挣脱出来。

## 任重道远的安倍晋三

安倍晋三当选前后日元汇率急剧跳水。12月16日日本大选尘埃落定，自民党领袖安倍晋三再度当选。安倍在胜选演讲中表示，为使日本尽早从目前的“技术性衰退”中脱身，他将大规模增加公共开支，并推行无限量货币宽松政策。强烈的货币宽松预期极大提振了日本股市和债市。日元兑美元汇率却大幅跳水，非商业日元空头和净空头头寸也急剧膨胀，这可能成为一种自我实现的预期，进一步加剧日元贬值。看起来，日元似乎就要从“升升不息”走向“降降不止”了。

不过安倍晋三声称推行的激进货币政策新意无多。首先，日本央行本来就在持续推进无限量资产购买。今年4月以来，日本央行已四次扩大资产购买计划规模，目前资产购买规模上限已升至91万亿日元。其次，提高日本央行通胀目标的实质效果不会太大。最后，更换央行行长难以带来货币政策急转弯。而且，日本目前的财政调整空间已经非常逼仄，进一步扩大财政开支，以及让日本央行为财政赤字过度买单，所遇的政治阻力也是不可小觑。

稳定的利率水平和经常项目盈余令近期的日元贬值难以持续。安倍当选，政策面不会带来太多惊喜，经济面也难有根本变化。目前，市场往往将日元套利交易的再度兴起，以及日本经常项目的恶化视为对日元价值的最大威胁。不过，我们认为日元贬值的趋势难以持续：首先，日元与目标货币的利差仍将保持稳定，令日元套利交易动力不足。日元利率处于零利率的下限水平，但美元、英镑和澳元等的利率也维持在低位，还看不到这些经济体从低利率政策中退出的任何迹象。这与2005~2006年日元与目标货币利差高企，日元套利交易风起云涌的时期不可同日而语。其次，国际金融市场风险偏好低迷，也会遏制日元套利交易。目前，美国财政悬崖的不确定性未消，欧债危机的阴影也盘桓不去，令国际投资者的风险偏好一直不振。最后，稳定的经常项目盈余是日元升值的重要根源。日本企业目的地定价模式是日元升值的微观基础，这在宏观层面的表现就是稳定的经常项目盈余。未来日本经常项目余额可能会趋势走低，但随着全球经济的缓慢复苏，日本出现持续的经常项目赤字的概率却不高。

# 来自“世界末日”的启示：中国消费不足吗？



张常春/制图

徐高

2012年12月21日已经顺利度过。根据玛雅人的一种历法，这一天是所谓“第五太阳纪”结束的时点。好事者于是说，这一天将是世界末日。由于好莱坞大片《2012》的渲染，这种论调风靡世界。在这个所谓的世界末日即将到来时，“末世论”又再次流行起来，连早已上映的电影《2012》也打着3D的名头再次回到了影院。国内媒体有报道说，有人将其信以为真，卖房卖车。我们不是天文学家，更不是末世论者，我们还记得十几年前千禧年即将到来时，相信世界末日的人似乎比现在还更多一些。世界末日这个话题提供了一个很好的视角，可以帮助我们分析一个更加现实的问题——中国的消费不足。

问一个问题，假如你相信明天世界就会毁灭，今天你还会做投资吗？理性人应该都会给出否定的答案。既然世界都要毁灭了，那么及时行乐

## 强势日元长路漫漫

我们认为，日本企业目的地定价模式是造成日元持续升值的微观基础，并使日本经济陷入“升值—通缩”怪圈而不能自拔。

日本要想从“升值—通缩”怪圈中挣脱出来，不外以下几种途径：一是进一步提升日本企业的劳动生产率。这样在维持出口价格不变的情形下，日本出口商就无需通过压低工资来削减生产成本。二是进

一步提升日本在产业附加值链条上的地位。在产业链上的位置越高，日本出口商的谈判力越强，就越能改变出口价格只能跌不能涨的困局。三是日本央行无限量地干预汇市。只要日本政府不忌讳损害国内货币政策的自主性，其他国家政府也能放任日本政府去干预汇市，日本就能采取类似盯住汇率的方式将日元汇率稳定在某一区间内。四是其他国家货币“大公无私”对日元汇率升值。

上述几种途径无一例外地都是前也可，惶惶不可终日也行，但就是不应该为不会再来到的明天而投资。这个例子虽然极端，但很好的体现出了投资的本质属性——投资是为未来所作的准备。这与服务于当前的消费形成了对比。因此，消费与投资的比例究竟如何拿捏，完全取决于人对于现在和未来的相对偏好，以及投资的回报率。在明天世界就会毁灭的这种极端情况下，未来对人来说完全没有价值，所以投资因而没有意义，所有的资源都应该被用作当前的消费。当然，如果你花10亿欧元买到了方舟的船票，那就是完全是另外一回事了。

这个简单的逻辑放到整个经济体仍然成立。如果世界即将确定性毁灭，那么应该可以看到资源从专司投资的企业部门大量流向居民部门，变成居民的消费。在市场经济中，这一过程会自发进行，无需政府的干预。作为企业股东的居民部门因为不再在乎明天，会让企业将其本来计划用于投资的资源分红拿出来，变成股东的收入，进而转变成消费。这就是市场

基于一居民偏好和投资回报率信息，自发进行的资源在消费和投资之间的调配。在世界末日这种情景中，居民只偏好现在，而投资的回报也为零，因此资源将完全分配给消费，一点都不留给投资。

在市场经济中，这种调节机制其实时时刻刻都在发挥着作用。只不过在世界末日这种情景中，表现得更加明显了。而在正常的状况中，人并不会仅仅只偏好当前，资产的回报率也不会是零，因此市场会相应的把资源在消费和投资之间合理分配，达成这二者的平衡。但很可惜，这种机制在目前的中国并不完全存在。这是造成中国消费不足的根本原因。

还是回到世界末日的例子。假设所有的中国居民都相信世界即将毁灭，那么理性的行为就是把居民手里的资源全部都消费掉。居民也会向自己持有的企业施加压力，促使其将资源分红给居民。但别忘了，我国经济中还有很大一块是国有企业，他们占到了工业部门的40%，并垄断了金融行业。这些国企会因为居民只偏好当

前，而将他们手里握有的资源转移给前者吗？答案是否定的。因为居民部门的偏好根本无从传导到这些企业的决策者那里去。在这种极端的情况下，即使投资回报率已经注定会因为世界的毁灭而变成零，国企所握有的资源却仍然无法变成居民消费。这就是无可争辩的消费不足。

当然，政府可能会介入干预。但这并没有改变问题的实质——中国因为国企的大量存在，所以缺乏市场化调节消费和投资的机制。政府并非万能，如何能够指望它可以清楚地了解居民的时间偏好，因而恰当的把资源从国企的手里转移到居民手里，变成消费？

如果在世界毁灭这种极端情况下，我们都想象不出会有这种可能性，国企会把足够的资源转移给居民，变成居民消费。那么我们也完全有理由相信，现实中的中国存在着消费不足。地球没有那么容易毁灭，我们还可以对“末世论”一笑而过。但消费不足却在中国真实的存在着，时时刻刻影响着中国经济的运行，我们不可轻而视之。

(作者系光大证券首席经济学家)

第四，本轮经济金融危机国际社会没有重蹈大萧条时期竞争性贬值的覆辙，这已是不幸中的万幸。但正如迪斯雷利所言，国际社会上“只有永恒的利益”。将扭转日元升值的希望寄托在他国货币的主动升值上，不啻是镜中花和水月。相反，如果欧债危机再生变数，还会给日元升值带来新一轮支撑。因此，中长期内强势日元仍将是一种常态，并将给日本政府带来持续不断的挑战。

(作者系光大证券首席经济学家)

# 2013新目标：通胀+失业率

Kiran Ganesh Simon Smiles

瑞银财富全球首席投资总监 Alex Friedman 曾预测2012年将是“政治年”，现在他已被证明是正确的。但今年也可被称为是“字母汤年”。中央银行们应受责备，由于他们努力适应去杠杆化过程导致祭出了越来越非正统的、首字母为标记的政策。结果就是，我们被铺天盖地的新政策轰炸：欧央行的长期再融资操作（LTRO）、证券市场计划（SMP）和直接货币交易（OMT）、日央行的资产购买计划（APP）以及美联储的第三轮量化宽松（QE3）。而在这之后，我们经受了政治家们的银行业有序重组基金（FROBs）、欧洲金融稳定基金（EFSFs）和欧洲稳定机制（ESMs）的洗礼。

对于哪些被混杂的字母搞得迷惑不解的人而言，2013年将是“目标年”。在过去二十年的大部分时间里，许

多央行都采用了以目标通胀为基础的政策框架。这种政策被指能够稳定一段时期的通胀预期，同时还能促进经济增长。

但目标通胀这方针尚未被普遍认为是成功的，由于此种政策未能“刺破”2003~2007年间一些地区的资产泡沫和对供应冲击作出适当应对而受到批评。此外，随着世界进入第六个“危机年”，一些批评人士称，在目标通胀的政策机制下，宽松货币政策尚未强大到足以有效降低失业率或消除产出缺口。因而，学术界一直在就替代方法进行广泛的讨论。本周美联储将政策重心从通胀转离，而下任英央行行长卡尼公然倡导一个更为激进的政策。

美联储上周三宣布其首个“新目标”。从现在起，在失业率高于6.5%……以及未来1至2年通胀率不超过2%目标半个百分点的情况下，将继续把联邦基金利率保持在超低水平”。

一直以来，美联储肩负着在稳定通胀的同时力求实现就业最大化的双重任务，但之前从未明确将联邦基金利率与一个具体的就业数据挂钩。

就目前来看，美联储转移政策重心并未使其货币政策立场改变，并且预期失业率到2015年年中将降至6.5%，与其先前的日期指引相一致。此种转移将有助于在发生供应冲击时美联储能为其放松政策进行辩护。但新的门槛并非没有风险。但与6.5%失业率相一致的增长率水平可能会随着时间的推移而变化。而且美联储不太可能预测到未来两年的通胀是否将“脱靶”。因此，此举增加了美联储将超低利率维持过长时间的边际风险。

也许可以从债券市场上看到此举最直接影响。自美联储发布声明以来，国债波动率 MOVE 指数已自历史低点水平跳升。由于美联储将其基准利率与失业率挂钩，可以预测债市投资者对非农

就业数据的反应将较以往更为强烈。

尽管如此，下任英央行行长卡尼甚至更为激进，提议以名义GDP而非通胀来作为货币政策目标。这个主意最有趣的部分也许是“不能忘掉老账”，这意味着与目标通胀政策不同，倘若未能实现上一年度的目标，英央行将需要为差额补缺。这种情形将造成重大影响。假设英国央行将名义GDP目标设定为5.0%，未来5年的名义年增长率达到8.0%才能追赶上去5年间积累的增长赤字。通过实际增长率来实现这样的目标前景非常渺茫，实际上即暗示通胀将显著升高。

从与通胀挂钩的投资市场上我们已经能看到这种影响。英国10年期国债收益率目前徘徊于2%，而这一水平自5月以来尚未有过，而且自卡尼演说以来已跳升+11个基点，几乎完全是受到通胀预期的刺激。

(作者系瑞银财富管理全球投资办公室分析师)