

美元加息、日元贬值、日本经济困局及中国应对

臧世俊

(安徽省社会科学院经济研究所,合肥 230051)

摘要:日本经济长期低迷,超低利率政策不可能一下子根本改变,在其超低利率政策之下,日元创下 50 年最长连跌。货币是资本市场的一大投资标的,日元贬值背后是资金流向了当下利率更高的美元。货币是交易媒介,币值稳定对商业、贸易和民生等至关重要。特别是在全球化促使各国相互依存的背景下,货币短时间内大幅贬值给日本带来严重的负面冲击。简单来说,日元大幅贬值给日本带来了严重的输入型通货膨胀,进口成本上升的背景下消费不断承压。如此贬值不会对出口企业有益,反而会导致食品价格、汽油等能源价格不断上涨,物价上涨导致日本实际工资不断下降。日本厚生劳动省 2024 年 5 月 9 日公布的最新数据显示,综合考虑物价变动因素后,2024 年 3 月日本实际工资同比下降 2.5%,已经连续 24 个月下降了,是有可比数据 1991 年以来的最长连续下降。实际工资下降和消费物价上涨都与日本货币贬值息息相关,日本经济因此面临巨大风险。2024 年第一季度日本经济出现同比负 2% 的增长,就是一个警讯。日元快速贬值和日本经济困境对我国经济金融稳定发展也有很大影响。好在我国政府处理得当,把人民币汇率波动合理控制在适当范围之内。我国要建设金融大国和金融强国,就必须在国际外汇市场上把握潮头,有效抗击美元霸权的侵扰。

关键词:美联储加息;日元过度贬值;日本经济困境;美元霸权;人民币

中图分类号:F11 **文献标识码:**A

美联储 2022 年 3 月 16 日加息后,日本政府 22 日就表态不会跟进,日本央行决定维持超宽松货币政策。因而,日元贬值在所难免。日元兑美元汇率在 2024 年 4 月 29 日突破 160 日元兑换 1 美元的关口,日本投入 9.8 万亿日元干预汇市之后,日元止跌回升。6 月 20 日,美国把日本列入“汇率操纵监测名单”。这是美国政府大举干预汇市的“重拳”,此后,日元又重回贬值轨道,6 月 28 日,甚至跌至 161.2765,日本政府花费 9.8 万亿日元干预市场的资金,被美国财政部的报告给抵消了。不过,在日本央行加息和美联储降息预期之下,日元贬值势头终于得到遏制,回想最近几个月日本与美国“货币战”或者

说“金融大战”的交锋,其中“滋味”很值得我们细细琢磨。80 年前签订的“布雷顿森林协议”在今天已经不能适应世界经济发展的新形势了,美元霸权正在走向终结,各国都需要做好准备。展望未来,全球需要一个新的体系,这个新的体系要使所有国家受益,为全人类的未来提供金融稳定并支持经济增长,实现全球的经济繁荣。^[1]

一、美联储加息导致日元大幅贬值

2022 年 3 月 16 日,美联储决定加息 25 个基点,这是 2018 年 12 月以来首次加息。美联储宣布上调联邦基准利率目标区间 25 个基点,标志着美联储开

作者简介:臧世俊(1964—),安徽六安人,博士,安徽省社会科学院经济研究所研究员,主要研究方向:世界经济与国际政治。

始步入新一轮加息周期。

为什么美联储会选择在这个时期加息。从当时美国国内的经济情况看,通货膨胀率不断攀升。美国劳工统计局数据显示,美国 2022 年 3 月 CPI 同比增 8.5%,增速明显加快,为 1981 年 12 月以来的最快增速。2 月的 CPI 为 7.9%,而且,CPI 同比增速连续 6 个月超过 6%。美联储的首要目标就是要降低飙升的通胀,通过不断加息或缩表,把美国的通胀率降至 2%。当然,美国加息的另一个重要原因是美国长期的低利率政策导致美元泛滥,不断的印钞,不停的放水,通货膨胀率自然是水涨船高,美联储寻找时机不得不进行反向操作了。

从国际形势和世界经济的情况来看,俄乌冲突使得美国看到“收割”世界的机会,以为世界许多国家的资金会趁乱流向美国,加息也不会使美国的“资金流”出现多大问题。由于俄乌局势导致市场避险情绪升温,金融市场一般将美债视为主要的避险选择之一。一般情况下,出现战争或动乱等形势美国都会引导国际资金流向美国,美联储加息可以提高美元的吸引力,使一些投资者为了“利息差”而有所行动。比如,最近日元大幅贬值,其中一个重要原因就是日本许多资金不断流向美国。美元回流机制是美国“收割”世界的法宝之一,其中既包括美元贬值和货币放水形成的热环流,也包括美元升值和美债缩表形成的冷环流。

美联储加息对世界各国经济金融政策的影响是很大的。由于世界贸易结算和储备货币大多采用美元,美国向全世界发行大量美国国债,因此,美联储加息对许多国家的经济金融政策都产生诸多影响。日本是美国最大的“海外债主”,由于日本经济长期低迷,超低利率政策不可能很快改变。美联储加息后,日本银行在 3 月 22 日表态不会跟进,日元相对于美元的利率差会不断扩大。所以,日元贬值在所难免。

美联储开启加息进程的时候,有个信号值得警惕。就是美联储不断加息,新兴市场经济体大量借贷的美元债借机流回美国,有些国家也许会出现资本外逃、泡沫破灭、本币贬值,欠下升值的外币,从而

形成债务危机。正如法国前总统戴高乐所说,“美国享受着美元所创造的超级特权和不流眼泪的赤字,它用一钱不值的废纸去掠夺其他民族的资源和工厂。”虽然人们开始警惕美国利用美元霸权“割韭菜”的老剧本再度重演,但是,美元霸权还是让它肆意横行,日本政府和日本央行也基本无计可施。

其实,日本政府对外汇市场进行过干预。2022 年 4 月 20 日,日本央行表示,由于日本 10 年期国债收益率触及容忍区间的上限,以 0.25% 的固定利率无限量购买 10 年期政府债券。4 月 22 日,参加 G20 财长会议的日本财政大臣同美国财长举行了会谈,日本希望与美国“协同干预汇率”,遭到美方拒绝。日方表示,货币快速波动是不可取的,将怀着紧迫感密切关注日元汇率的波动。言下之意是目前的日元快速贬值让日本感受到了危机,该采取措施阻止一下。后来日本直接干预了外汇市场。耶伦不认同通过买入日元进行干预,因为这会压低美元汇率,使得美国国内的通货膨胀雪上加霜。美国还是坚持“美国优先”的策略,即使伤及日本也在所不惜。日本两年多的隐忍让日元不断贬值。

2024 年 4 月 29 日,日元对美元汇率跌破 160,日本央行暗中又进行了干预,将日元推高到 151 左右。耶伦又批评日本央行不要在没有与美国商量的情况下擅自行动。美国今年再次加息的可能性很小,降息的时间窗口临近,日元继续大幅贬值的可能性几乎不存在。

日元兑换美元的汇率为何能从 2012 年的 70 多跌到 2024 年的 161.28,主要与日美两国货币政策和国际金融环境有关。由于日本长期实行负利率政策和超宽松的金融措施,日元汇率持续下跌一直没有得到根本扭转,止跌回升的希望渺茫。而美联储的本轮强势加息带动美元升值的动能巨大,其他国家货币对美元都有程度不同的贬值,美元一家独大的情势非常明显。在日本和美国之间利率差持续扩大的情况下,日本政府官员偶尔用口头警告的方式,是无法阻止日元贬值的。

欧元和英镑等随着美元加息而亦步亦趋地加息,日本央行只是放弃负利率政策,做了点微调,不

愿跟着大幅加息。因为日本政府担心加息引发日元大幅升值的话,可能会出现债务可持续性问题的。日本国债主要是在日本国内消化,不像美国国债在全球的流动性那么强。在没有明确的迹象表明日本财务省和日本央行对日元贬值有所行动的情况下,国际避险资金还会提高对日元的空头押注。特别是在俄乌冲突和加沙冲突不断激化的当下,避险资金流向美国更进一步推高美元汇率,使得日元相对处于不利境地。

日元对美元已经贬值过头。本来希望美联储今年能够早早采取降息行动,以扭转日元贬值局势,可是因为美国国内经济数据不佳和经济形势不好,降息与人们的预期相比被一步步延后。日本央行 2024 年 3 月 19 日召开货币政策会议,决定结束负利率政策。这是日本央行 17 年来首次加息,也标志着日本维持了约 11 年的超宽松货币政策开始转变。根据日本央行官网发布的文件,日本央行决定将政策利率从负 0.1% 提高到 0—0.1% 范围内,同时决定结束收益率曲线控制政策,并停止购买交易型开放式指数基金和房地产投资信托基金。日本之所以止步于零利率,主要是因为日本政府身负巨额债务,2023 年底日本的总债务就高达创纪录的 1286.45 万亿日元。就算日本央行希望提升利率,也会在诸多方面受到限制。

日本央行政策并未扭转较高的美日两国利差。在目前形势下,日元只能随着美元走强而贬值。即使日本当局采取外汇干预措施,在当前美元升值主导的局面下,也可能是收效甚微。从历史经验来看,日本当局外汇干预很难逆转日元的贬值趋势,更多的是起到放缓贬值速度的作用。如果日美两国政府和货币当局在今年内都不再采取政策调整或市场干预的话,日元贬值也许会滑向 1 美元兑换 180 日元,不过这种概率极小。

那么,什么时候才能扭转日元贬值的趋势呢?

最近国际金融市场对汇率的高度关注和各国央行采取的一些特别措施,已经反映出对美元强势的警惕。在 2024 年 4 月二十国集团财长和央行行长会议上,日本和韩国财长就表示将采取适当行动应

对汇率过度波动。印度卢比、印尼盾、越南盾、菲律宾比索等货币的大幅贬值也迫使各国政府采取行动。一旦非美货币采取强有力的“货币保卫战”,强势美元跌下神坛,日元等货币止跌回升就有希望。^[2] 外汇市场过度单边波动对于任何国家经济而言都是不可取的。

另外,本轮美联储连续加息刺激美元大幅升值,并不是美国经济向好驱动美元升值。美国经济数据并不乐观,美联储连续加息也基本走到尽头,降息预期因为美国通胀数据不理想而被推迟。但是,在高利率下的巨额美债,对美国政府来说是一个烫手山芋。美债居高不下,连年攀升,对美元是巨大伤害,过度的信用透支必将招致严重反噬。扭转日元贬值的推手主要还是美元的贬值。

从逆转日元贬值的时间窗口来看,一是要关注日本政府和央行对日元贬值是否采取大规模市场干预行动。日本财务相铃木俊一 2024 年 4 月 23 日就日元对美元贬值表示,“对于过度的波动,将不排除任何选项,做出妥善应对”,暗示不惜干预汇市以阻止日元进一步贬值。在这方面日本是有能力的,美国财政部最近公布的国际资本流动报告显示,2024 年 2 月日本持有美国国债 1.1679 万亿美元,自 2019 年 6 月持仓超过中国以来,日本一直是美国国债最大的海外持有国。日本当局如果大量抛售美元购入日元,日元立马就会止跌回升。当然,日本当局有能力并不代表有胆量。日本得看美国的脸色行事。美国反对日本抛售美债,也不容许日本抛美元买日元去遏制日元贬值。在日元兑美元跌破 160 的关口,日本财务省在 4 月 29 日及之后的四天进行了大规模干预。

二是要关注美联储的动向。目前来看,美联储进一步加息的概率很小,问题是何时降息。美联储一旦宣布降息,美元对日元的利率差就会缩小,一点点的预期都会带来巨大的市场效应。2024 年 6 月 5 日,加拿大央行宣布降息 25 个基点,6 日欧洲央行也宣布降息 25 个基点,这都在促使美联储尽快降息。12 日的美联储会议并没有降息,而是维持利率不变,导致日元随后又大幅贬值。2024 年 11 月美

国总统大选之前,美联储的汇率政策会相当谨慎,预计 2025 年新一届美国政府上任后,美债问题伴随着美元问题都会迫使美联储采取行动,政策转向势在必行。从长期的视角来看,美债滚雪球式的膨胀,美国经济增长乏力,美元地位面临诸多挑战。日元在经历最后的“一跌”之后,可能会升值到 120、100 乃至 80 日元兑换 1 美元。

二、日本经济因日元过度贬值而面临诸多难题

2022 年 3 月以来的日元持续贬值,日本央行已经陷入困境,日本的普通民众更是开始承受陡增的生活压力。日本总务省 2022 年 4 月 22 日公布的数据显示,日本 2022 年 3 月份消费者物价指数同比上涨,日本原油价格高涨,食品价格随之上涨。^[3]日本能源价格上涨 20.8%,创 1981 年 1 月以来最高水平,其中,煤油价格上涨 30.6%,城市燃气费上涨 25.3%,电费上涨 21.6%,汽油上涨 19.4%。这些很明显增加了日本家庭的经济负担。4 月 26 日,日本内阁会议推出一项经济救助计划,该计划财政开支部分总计 6.2 万亿日元,包含民间资金在内的总规模达 13.2 万亿日元,结果收效甚微。

一般而言,日元汇率下跌可以增加日本产品的出口竞争力,对企业增产增效和扩大劳动力就业是有好处的。可是,日本是一个严重依赖原材料进口的国家,粮食自给率也不足 40%。日本财务省 2022 年 4 月 20 日公布的 2021 年度(2021 年 4 月到 2022 年 3 月)贸易统计速报显示,全年贸易收支逆差高达 5 万 3749 亿日元。与日元升值阶段贸易顺差的情况不同,日元贬值时期的高额贸易逆差对日本经济极为不利。油价高企叠加日元贬值,促使美元需求暴增,大量资金流出日本。出口持续减少,进口又不断增加,日本的贸易收支状况进一步恶化。

屋漏偏逢连夜雨,本来可以趁日元贬值大幅增加出口的一些企业又遇上麻烦。全球芯片短缺给日本的汽车业带来巨大冲击,多家汽车公司缩减产量。本田汽车公司 2022 年 4 月 21 日表示,由于芯片短缺和疫情封锁,计划在 5 月初将其在日本境内一家工厂两条生产线的产量削减一半。丰田汽车在 4 月 18 日也表示,由于半导体短缺的影响,5 月计划减产

大约 10 万辆。

2023 年 12 月,丰田集团旗下的大发工业办公室遭到日本政府的突击搜查,此前该公司被曝伪造了自 20 世纪 80 年代以来的碰撞安全测试记录,其中包括与安全气囊有关的乘客安全测试。日本国土交通省随即下令对 85 家汽车制造商进行检查,并报告可能存在伪造的测试结果。

2024 年 6 月,日本汽车产业又爆出在生产过程中违规行为。日本国土交通省 6 月 3 日透露,接到丰田、本田、马自达、铃木、雅马哈发动机等 5 家企业报告称量产汽车所需的“型式指定”认证申请存在违规。国土交通省已针对其中 3 家正在生产的总计 6 个车型,作出了停止出货的指示。丰田在安全相关测试中,提交了假数据并对测试车辆违规加工。丰田称,公司内部调查正在继续。马自达改写发动机控制软件,雅马哈、本田和铃木存在测试成绩书记录作假等问题,日本国土交通省今后也将对这些企业实施入内检查。不管调查结果如何,对于日本汽车产业的影响都将是极其负面的,日本国内众多汽车大企业及其关联零部件中小企业都会因此面临停产或缩小生产的困境。

日常消费品领域高度依赖进口的日本,在日元贬值的背景下,日常消费品出现大面积涨价,个人及家庭的日常消费支出压力进一步增加,消费意愿萎缩。日本政府已制定紧急经济对策,决定向 2022 年免征居民税的家庭支付 10 万日元现金补助,同时,计划对低收入育儿家庭提供补助,以免征居民税家庭为对象,为每个孩子发放 5 万日元补助。2022 年 4 月 22 日,日本银行当时的行长黑田东彦在纽约哥伦比亚大学演讲时表示,哪怕日元贬值,日本银行也必须继续“激进地”宽松。日本不存在经济过热之虞,日本与美国通胀不同。

黑田当时确实说得有道理。可是,美国激进的货币宽松政策可以无限地印制美元,使其作为“热钱”流向世界许多角落,美元的霸权地位,日本是无可相比的。日本如果想要像美国那样开动印钞机来刺激经济,必然会加速日元贬值。经济冷热不同,通胀高低不同,货币地位不同,日本货币政策对经济的

影响也与美国不同。日元过快贬值的话,就会造成日本经济萧条,甚至经济衰退。日本希望控制日元过快贬值,以缓和进口物价上涨的压力,而美国采取连续加息促使美元快速升值政策,正是导致日元快速贬值的主要原因。

每一次重大国际经济危机背后都有美元的影子。20 世纪 70 年代末的拉美经济危机,1997 年的亚洲金融危机,2008 年美国次贷危机引爆的全球金融危机等皆是如此。与此同时,美国从全球“最大债权国”转变为“最大债务国”,从国际贸易顺差国转变为逆差国。目前,日本的外汇储备规模为世界第一,日本能否利用这一优势进行市场干预,是值得关注的动向之一。如果要想有效拉升日元,或者说让美元贬值,日本央行需要投入巨量外汇储备,这将导致日本外汇储备规模缩小。当然,如果美国认为这是对美元霸权的挑战,就会让日本承担更大的风险。

日元大幅贬值导致日本国内物价飞涨,而实际工资却在连续下降,这使得人们对日本经济前景越发感到悲观。2024 年 5 月 9 日,日本厚生劳动省公布的最新数据显示,综合考虑物价变动因素后,2024 年 3 月日本实际工资同比下降 2.5%,已经连续 24 个月下降,是有可比数据 1991 年以来的最长连降。此前最长的连降纪录是从 2007 年 9 月至 2009 年 7 月的 23 个月,其间发生雷曼危机。此次与上次不同点在于,上次是名义工资下降,这次是名义工资上涨,但是追不上物价上涨的幅度。尽管 2024 年春季劳资谈判实现了 33 年来的高工资增幅,但是实际体现到工资上还需要几个月,所以其对实际工资的拉升效应可能还要稍后才能显现。6 月 3 日暴露的日本汽车业五大企业丑闻,将对很多企业加薪带来不确定性,停工停产的负面效应会持续一段时间。

日本民众的实际工资在下降,日本政府的财政状况更是难上加难。根据日本央行 2024 年 5 月 29 日公布的报告,2023—2024 财年(2023 年 4 月至 2024 年 3 月)其持有的国债按市值计算的估值损失(浮亏)达到了 9.4337 万亿日元,浮亏创历史同期新高。日本央行每年 5 月公布过去整个财年决算。

根据这次公布的财年决算,截至 2024 年 3 月底,日本央行所持国债余额同比增长 1.4%,达到 589.6634 万亿日元,连续两年创历史新高。如果长期利率进一步上升,估值损失可能会持续增加。

好在日本对外资产的情况还算乐观。日本财务省 2024 年 5 月 28 日公布的数据显示,截至 2023 年底,日本对外净资产达到 471.3061 万亿日元,连续 33 年居全球第一。日本对外净资产为日本政府、企业和个人在海外持有的资产与负债之差。这比上年增长 12.2%,连续 5 年创下历史新高。数据显示,截至 2023 年底,日本对外资产为 1488.3425 万亿日元,同比增 11.1%,连续 15 年增长;对外负债为 1017.0364 万亿日元,同比增 10.6%,连续 5 年增长。日本海外投资收益虽然丰厚,回流的资金却趋于减少。由于日本国内需求低迷和人才短缺等因素,日本企业在海外投资规模持续扩大,带来巨额收益后缺乏回国投资的动力,大多选择将利润留存在海外,这对日本国内经济的改善没有多大裨益。

2023 年日本对外净资产增长与日本企业向美国和澳大利亚等国的投资增加、日元贬值等因素有关。日本财务省的数据显示,截至 2023 年底,德国对外净资产为全球第二,换算成日元为 454.7666 万亿日元。美国为全球最大净债务国,对外负债为 2805.2713 万亿日元。

本轮日元贬值实际始于 2022 年 3 月。在新冠疫情期间进行了史无前例“大放水”的美联储,于 2022 年“急转弯”,开始激进加息以应对通胀,给世界经济包括日本经济带来严重负面外溢效应,多种非美货币经历了多轮大幅贬值。随着当前地缘局势紧张持续,美国通胀居高不下,美联储一旦继续在相当长时间里把基准利率维持在当下高位,或将加剧他国货币贬值,使资金持续流向美国,导致全球资本市场更加动荡,日本经济会面临更多难题。

总之,美国货币政策激进多变、财政政策“寅吃卯粮”,利用美元主导地位肆意收割全球财富、转嫁危机,不断引发国际市场动荡。美联储大规模降息,不仅推动通胀飙升,更通过超发美元进口商品、投资他国等方式输出资本,收割全球财富;激进加息又导

致全球流动性快速收紧、多种货币大幅贬值,以美元计价借贷的国家清偿债务压力骤增。美联储政策导致美元大幅升值、资本从新兴市场回流,更高利率加剧了新兴经济体债务风险,令世界经济雪上加霜,日本经济短期内也难以好转。特别是为了追逐更高收益,日本国内的个人资金纷纷流向海外。海外机构投资者套利交易,借入日元换成外币进行投资,更加剧了日元贬值。日元贬值伴随着日本股市的高歌猛进,很多人以为是日本经济有力复苏,实际上狂买日本股票的大多是外国机构投资者,主要是美国机构投资者,日本民众手头并没有因此变得宽裕。

根据日本内阁府 2024 年 5 月 16 日公布的初步数据显示,剔除物价变动的影响,2024 年第一季度国内生产总值(GDP)同比下降 0.5%,按年率计算下降 2%。这是两个季度以来首次出现负增长。日本内阁府 6 月 10 日发布的统计数据显示,2024 年第一季度日本实际国内生产总值(GDP)同比下降 0.5%,按年率计算降幅为 1.8%,这比初步数据稍微修正了一点,是继 2023 年第四季度转正后再次出现负增长。

由于质量欺诈问题导致汽车生产和发货暂停,消费和设备投资下降。内需对 GDP 年化增长率的贡献度为负 0.6%,外需的贡献度为负 1.4%。占 GDP 一半以上的个人消费环比下降 0.7%,连续四个季度出现负增长。不仅普通汽车和轻型汽车,手机等耐用商品的消费也低迷不振。这凸显了日本国内需求的疲软。重要性仅次于消费的设备投资也是负增长,比上季度下降 0.8%。出口下降 5%,汽车出货减少带来了负面影响。如果考虑日元大幅贬值和 6 月 3 日曝光的日本五大汽车企业丑闻等诸多因素,日本第二和第三季度的 GDP 数据估计也相当难看。

因此,可以认为日本正在面临以滞涨为特征的经济危机,这主要是因为日本国内物价持续上涨,工资却在缩水,再加上经济不景气和通货膨胀同时来袭。

三、日本政府的日元“保卫战”

日元大幅贬值严重影响到日本国内经济的发

展,日本财务省和日本银行伺机而动,出手干预外汇市场,拉升日元,以遏制日元过度贬值,从而降低汇率因素给日本国内经济带来的风险。

2024 年 4 月 29 日,1 美元兑换日元瞬间到 160.22 日元,随后日元大幅上涨,四天内一度达到 151.86 日元。市场普遍认为日本当局动手了。日本财务省官员不置可否。美国财长耶伦表示不满,警告日本如果动手要与美国商量。在一个月之后的 5 月 31 日,日本财务省在官网发布了 4 月 26 日至 5 月 29 日《外汇平衡操作的实施情况》。公布的数据显示,在过去一个月内,日本当局合计花费 9.8 万亿日元来支撑日元汇率。这一“救市”规模不仅超出了市场预期的 9.4 万亿日元,还刷新了 2011 年创下的 9.1 万亿日元的月度最高纪录,而且这一数目超过了 2022 年用于干预外汇市场的总金额。可见,日本当局非常不愿意看到日元兑美元滑向 160 的关口。

日本当局动用如此大规模的资金干预外汇市场,一是表达了坚决遏制日元过度贬值的势头,二是反映了日元“保卫战”的难度在上升。

在日本当局干预后,5 月的日本外汇市场出现过 1 美元兑换 157.71 日元,但是,总体而言,日元兑美元出现反转,开始走高。日本当局已经亮明干预汇市的“底线”,日元空头自然不敢硬碰硬。当然,日元空头的老大还是美联储,美联储大幅加息才是这次日元大幅贬值的真正因素。美国财长耶伦最担心日本当局大量抛售美债来拉抬日元,所以多次警告日本不要擅自单独行动。

日本财务省和日本银行出面大规模干预外汇市场也是不得已而为之。2022 年 3 月美联储大幅加息,国际资金流向美国,美元大幅升值,日元大幅贬值。当时日本财务省在 2022 年 9 月和 10 月期间先后三次投入资金以稳定汇率,其中,9 月 22 日投入 2.8 万亿日元,10 月 21 日投入 5.6 万亿日元,10 月 24 日又投入 7300 亿日元。日元过度贬值的时候日本当局会进行市场干预;日元过度升值的时候,日本当局有时也会干预市场。2011 年 3 月 11 日,日本发生大地震,福岛核电站爆炸,为了对抗因为资金大

量回流而导致日元急剧升值,日本财务省在一个月进行了总计 9.1 万亿日元的货币干预。当时,日元过度升值,最高出现过 1 美元兑换 75.56 日元的夸张极值,经过两年贬值,又回到 120 日元左右。这次日元兑美元汇率从 2022 年 100 贬值到 160,主要受美联储连续加息的影响。随着日本当局的强力干预和美元临近降息窗口,日元必将重回升值通道。

日元升值还有一个诱因,那就是市场对作为央行的日本银行加息预期正在加强。2024 年 3 月,日本央行结束了负利率政策。5 月,反映日本央行政策利率前景的两年期国债收益率一度突破 0.4%,创出了 2009 年 6 月以来的最高水平。日元汇率持续贬值的主要原因是日美之间的巨大利差。目前,美联储将利率维持在 5.25—5.50% 的高位,而日本的短期利率只有 0.1%。这使得日元成为全球最受欢迎的套利交易货币,投资者利用超低利率的日元去投资美国等其他国家的高收益资产,不断加剧日元的贬值压力。如果日本央行适当加息,叠加美联储降息的预期,日美利差或许会缩小,这样日元贬值趋势就会有所转变。

2024 年 6 月 4 日,日本银行副行长冰见野良三表示,央行必须“高度警惕”日元走势可能对经济造成的影响,明确说出日元疲软将是影响其央行下次加息时机的因素之一。虽然他指出,央行在制定货币政策时直接以汇率为目标是不合适的,因为还需要考虑其他因素,比如经济和价格前景。但是,日本央行领导层考虑加息是明确的,只不过时间难以确定,7 月或者以后随时有可能会宣布。日本央行行长植田和男此前也暗示,如果日元走软推高通胀的程度超过预期,日本央行是有可能加息的。

2024 年 6 月 14 日,日本央行在货币政策会议结束以后宣布,将政策利率目标维持在 0 至 0.1% 之间不变。日本央行表示,目前继续执行 3 月确定的长期国债购买方针,但同时表示,今后将减少购买国债,并在 7 月决定未来一到两年减少购买国债的具体计划。日本没有像欧盟那样加息,与美联储一样维持利率不变,但是,日本央行对日元汇率过度贬值始终保持警惕,不惜介入外汇市场直接干预。

日本当局大举“救市”之后,美国在 6 月 20 日对此发出严厉警告。面对日元贬值,日本央行可能加快推进货币政策正常化的步伐,在 7 月的货币政策会议后进一步加息。如果加息引发日本投资者抛售海外资产,资金回流到日本国内,同样会引发市场上美债价格下跌。

日本财务省大规模干预外汇市场和日本央行加息,是日元“保卫战”的两大利器,就看日本当局如何判断经济形势和怎样付诸行动了。因为日元贬值对日本经济有很大的负面冲击,但是也有积极影响的一面。

日元大幅贬值导致日本国内消费品物价飞涨,实际工资水平下降,使得消费者的购买力降低,企业投资和生产也因此趋缓,经济增长缺乏动力,长期处于低迷状态。不过,日元贬值对日本经济也有积极影响的一面,直接导致了赴日游客大幅增加,带动了与旅游业相关的一些部门出现恢复增长迹象。

根据日本财务省 2024 年 5 月 17 日公布的初步统计结果显示,2023 年财年(2023 年 4 月至 2024 年 3 月)日本贸易逆差相较于上财年减少约 70%,为 5.89 万亿日元。这是日本连续三个财年出现贸易逆差。统计数据显示,日本 2023 财年,由于国际市场能源价格有所回落,日本进口额同比减少 10.3%,为 108.79 万亿日元,是仅次于上个财年的历史第二高进口额。由于海外市场汽车需求旺盛,日本出口额增长 3.7%,为 102.9 万亿日元,创历史新高。日元大幅贬值是日本连续出现贸易逆差的主要原因。2022 财年,由于能源价格高企,再加上日元大幅贬值等因素,日本贸易逆差为 21.73 万亿日元,创有可比统计以来的最高纪录。

日元大幅贬值带动了赴日游客的明显增加。日本政府观光局发布的数据显示,2023 年赴日游客人数同比增长 650%,为 2506.61 万人。年游客人数恢复到了 2019 年 3188 万人这一历史峰值的八成水平。促使赴日游客人数快速回升的一个非常重要因素就是日元大幅贬值。疫情之前的 2019 年,美元兑日元汇率是 100—110,而 2023 年则在 140—150 长期徘徊。日元大幅贬值让日本能够比疫情之前以更

加低廉的价格享受美味的食物和贴心的服务,这让日本成为很多外国游客选择的旅游目的地。

从各国各地区的游客来看,2023 年韩国赴日游客人数最多,大约为 695 万人。其次是中国台湾 420 万人,中国大陆 242 万人,中国香港 211 万人,美国 204 万人。疫情前中国大陆游客几乎占到总人数的三分之一,因此,日本政府提出在 2025 年前实现入境游客人数超过 2019 年的目标,关键在于中国大陆游客数量的回升。

日元贬值的另一个积极效果是,日本在海外的庞大资产相对地大幅增值,这有利于缓和对日本国内经济的悲观情绪。

不过,日元过度贬值让日本政府痛下决心去直接干预汇市。日元这次自 2022 年 3 月以来随着美联储连续加息和美元升值而不断贬值,对日本国内经济产生了重大冲击,导致日本 2024 年第一季度 GDP 增长率为负,二三季度也不容乐观。日元贬值可以带动赴日游客增加等好处,但是过度贬值的危害性极大。日元大幅贬值导致日本国内居民收入下滑,消费萎靡不振,设备投资裹足不前,经济危机风险蔓延。不扭转日元快速贬值的趋势,日本经济将极有可能陷入滞涨的困境。

日本有实力去阻止日元过度贬值。美国财政部 6 月 18 日公布的国际资本流动报告显示,日本仍是美国国债的海外最大债主,虽然美债持仓减少 375 亿美元,但是还有 1.15 万亿美元。日本政府用抛售美债的方式阻止日元过度贬值,是一个非常有效的狙击手段。日本财务省 5 月 28 日公布的数据显示,截至 2023 年底,日本对外净资产达到 471.3061 万亿日元,连续 33 年居全球第一。是日本面对世界最大债务国美国的底气。

还有,日本民间金融机构也可能被动地采取行动,去减持美债。日本农林中央金库 6 月就宣布,为降低持有低收益美欧债券的风险,将在 2025 年 3 月之前抛售 10 万亿日元海外债券。美欧利率高企、美联储降息晚于预期,是导致持有大量海外债券的农林中央金库陷入巨亏危机的根本原因。截至今年 3 月末,该银行持有约 23 万亿日元的外国债券,占其

投资组合的比例高达 42%。美欧利率持续高企,过去发行的债券估值大幅下降,导致银行账面亏损急剧上升。作为美债的主要机构投资者之一,农林中央金库大量抛售美债恐将对市场产生示范效应。日本的金融机构在外汇市场采取抛售美债的行动,将对美元造成巨大冲击。

日本还多次与同样遭受货币大幅贬值的韩国联手干预汇市,虽然两国目前停留在“口头干预”上,说不定会有实际介入外汇市场共同狙击美元高企的可能性。6 月 25 日,日本财务大臣铃木俊一与韩国财政部就如何稳定外汇市场,加强经济合作及应对汇率贬值等问题进行了广泛交流,并达成了一系列共识。铃木表示,日本将继续适当应对过度的外汇波动,强调了采取必要措施的意愿。韩国表示将采取适当措施应对韩元贬值。日韩一唱一和,美国财政部长耶伦也无计可施。在不到一年的时间,耶伦两次访华都没有阻止中国抛售美债的步伐,日韩再联手抛售美债的话,美元还能如此坚挺吗?

2024 年 6 月 28 日,日元再度遭遇暴跌,日内一度跌破 1 美元兑 161 日元,跌至 161.28 日元,触及 38 年以来的新低。日本财务省 28 日宣布,任命三村淳为财务省副大臣,接替神田真人主管财务省国际事务,该职位将负责监督日本的外汇政策并与其他国家协调经济政策。很明显,在日元暴跌的紧急状况下,更换最高货币官员或许有新的政策考量。对于三村淳而言,其上任后的最大挑战无疑是如何捍卫跌跌不休的日元。目前,日元已跌至 1986 年以来的最低水平,日本政府可能将再次干预汇市。日本财务大臣铃木俊一 28 日警告,突然、单边的汇率变动是不可取的。当日元跌破某个关键心理关口,日本当局可能会出手干预。日本有大约 2000—3000 亿美元的资金,可用于资助进一步的货币干预行动。日元“保卫战”进入决战阶段。

四、美联储加息的影响及日元快速贬值问题对中国的启示

1971 年 6 月,加州大学圣芭芭拉分校经济学教授温特劳布在美国参议院听证会上表示:“实际上,只要其他国家将其汇率盯住美元,将来就会出现国

际收支问题,不是这个就是那个。但那是他们的问题,不是我们的。让他们自己去解决。”同年,美国前财长康纳利在布雷顿森林体系瓦解后的首场十国集团会议上引用了温特劳布的这段名言:“美元是我们的货币,但却是你们的难题”,令在座的各国政治和经济官员满堂皆惊。其实,这诠释了半个世纪以来美元霸权、国际金融市场格局和货币关系治理困境的问题所在。

美联储加息使得人民币汇率面临巨大贬值的压力。对此,中国政府采取了一系列应对措施。与日本财务省、日本央行优柔寡断、畏首畏尾的态度和政策相比,我国在美联储加息的当天,也就是 2022 年 3 月 16 日,央行、证监会、银保监会、国家外汇管理局同时发声表示共同维护资本市场平稳运行。4 月 22 日,上述四个部门再次同时发声:央行会议提出进一步加大对实体经济的支持力度,维护市场稳定,维护经济稳定;证监会会议强调,要及时回应市场关切,引导市场预期,激发市场活力、潜力,进一步提升市场韧性,促进资本市场平稳健康运行;银保监会提出,进一步增强和改善融资供给,努力促进国民经济良性循环;国家外汇管理局会议强调,维护外汇市场稳健运行和国家经济金融安全。

为了缓冲人民币加速贬值的压力,2022 年 4 月 25 日晚,中国人民银行决定,为了提升金融机构外汇资金运用能力,5 月 15 日起,下调金融机构外汇准备金率 1 个百分点。截至当年 3 月末,中国外币存款余额 1.05 万亿美元,这次措施使得金融机构存到央行的准备金减少约 100 亿美元。央行以市场化手段放出一部分美元流动性,并且增加美元供应,减少押注人民币单边贬值的动机,进而支撑人民币汇率,释放出“稳汇率”的信号。

不过,暂时的“稳”改变不了短期内的“跌”。准备金率的边际调整影响并不大。当时,随着美联储不断加息,美元继续上涨,美债实际利率大幅提升,且中国经济受疫情冲击,出口短期内有所回落,美元流入趋于减少,人民币汇率面临巨大的贬值压力;加之有投机基金肆意做空人民币,中国人民银行适时采取了更多措施加以应对^[4],加强预期管理,释放

稳汇率信号,加强跨境资本流动宏观审慎管理,调整外汇风险准备金率,使用逆周期因子,进一步调整外汇准备金率,加大离岸央票发行规模等。

人民币汇率从美联储加息之初的 6.3 元兑换 1 美元,一度贬值到 2022 年末的 7.3 元兑换 1 美元。由于中国政府各种配套政策的投入,2023 年人民币一度升值到 6.6 元,随后在 7.1 至 7.2 元之间徘徊。与日元大幅贬值和剧烈波动相比,人民币汇率一直在可控范围内变动。长期来看,人民币理应不断升值,中国经济的稳健增长和美国经济的相对衰退,以及美国长期滥发国债和印制美钞来收割世界,都决定了美元霸权必然走向没落,美元贬值不可避免。美国财政部长耶伦在 2022 年 5 月 4 日曾经指出,美联储既需要技巧,也需要运气,来实现经济“软着陆”。而很多过去的经验和现实的数据表明,这可能相当难。

不管美国经济是“软着陆”还是“硬着陆”,这次美联储加息的步伐走到头了。2024 年 6 月 5 日,加拿大央行将其主要政策利率降低 25 个基点至 4.75%,这是加拿大央行四年来首次降息。6 月 6 日,欧洲央行召开货币政策会议,决定在连续 22 个月维持高利率之后下调关键利率 25 个基点,主要再融资利率降至 4.25%,边际贷款利率降至 4.50%,存款机制利率降至 3.75%。估计今后欧洲还会有降息举措,但是利率调整空间将受制于美国货币政策。反过来,也将促使美联储尽快结束长期的高利率政策,选择降息时机。

不过,美联储并没有跟随加拿大和欧洲央行的步伐去降息。6 月 12 日,美国联邦储备委员会结束为期两天的货币政策会议,宣布将联邦基准利率目标区间维持在 5.25%至 5.5%之间不变。多数联邦公开市场委员会成员预计今年内或最多实施一次降息。这是美联储自 2023 年 9 月以来连续第七次会议维持利率不变。美联储在当天发表的声明中说,美国经济活动继续稳健扩张,就业增长保持强劲,通货膨胀率在过去一年有所缓解,但仍处于高位。美联储迟迟不降息是导致日元持续贬值的主要原因。日本干预汇市也受到美国的批评和警告。

6月20日,美国财政部把日本列入“汇率操纵监测名单”,而不是“汇率操纵国”,对日本的“警告”意味浓厚。美国认定“汇率操纵监测名单”的标准:一是该经济体与美国贸易顺差超过150亿美元;二是该经济体全球经常账户盈余超过国内生产总值3%;三是该经济体持续单边干预汇率市场,持续净外币购买量超过该国国内生产总值的2%。满足其中两个标准的经济体,通常会被列入。全部满足三项标准,就可能被列入“汇率操纵国”,并将面临相关制裁。

美国财政部的“直接行动”,比美国财长耶伦的多次“口头警告”要有效的多。美国政府的“言行”干预抵消了日本当局9.8万亿日元的市场操作效果。日元大幅贬值对日本经济金融和国内消费的负面影响是不言自明的。日本政府在某个关口还会奋力反击的。日本有强大实力去干预汇市,美国则只有“口炮”和“霸权”,美债问题相当严重,美元强势难以支撑。4月份外国投资者持有的美国国债为8.02万亿美元,减少663亿美元。支撑美债的一点信用正在逐步丧失。美国光靠印钞机来还债的话,美元美债都会崩盘。

美国国会预算办公室2024年6月18日发布报告说,美国联邦政府预算赤字2024财年(2023年10月1日至2024年9月30日)预计将达到1.9万亿美元,与2月份的预测相比上调27%。未来十年,联邦政府的累计赤字将增长10%。随着利息成本上升、老年人社保项目支出增长,美国债务规模将在2024—2034年显著增长。2034年,公众持有的债务占美国国内生产总值的比例将从今年的99%上升到122%,超过二战后创下106%的最高水平。美国的财政处在不可持续的轨道上,随着债务增长“失去控制”,联邦政府支出和收入之间的结构性不匹配,以及利率和借贷成本的上升,将对联邦预算、美国经济和未来发展构成挑战。

同样,国际货币基金组织在6月27日发布的美国2024年第四条磋商报告中,认为美国的财政赤字和债务过高,为美国和世界经济带来重大风险,美国政府亟需解决长期财政赤字问题。第四条磋商

是世界货币基金组织每年对成员国经济表现和宏观政策的例行判断与评估。报告指出,美国政府财政赤字过大,导致公共债务占国内生产总值的比重持续上升,并预计在当前美国政策下,到2032年美国公共债务占国内生产总值比重将超过140%。同时,警告美国政府长期的财政赤字体现了重大且持续的政策错位。

美债野蛮生长的“土壤”就是美元霸权。在美国利益最大化理念的驱使下,美联储通过量化宽松或激进加息等超常规货币政策,或压低美债收益率、稀释投资者权益,或抬高美债收益率、加速美元回流,反复收割他国财富。日本和中国等许多国家都是受害者。而美国历届政府都通过超发美债和维持美元霸权来打压他国。^[5]美国政府滥用美元地位,严重透支美元信用,导致越来越多的国家为了保护本国利益而在美元体系之外积极寻求多元化的贸易结算、计价和储备方案。这让“去美元化”在国际上渐成趋势。

从6月27日晚9点(美国时间)美国总统竞选辩论的场景来看,美国民主共和两党都不会去关心上述“警告”,不管谁上台都不会也无力扭转美国财政赤字恶性膨胀的趋势。80年前签订的“布雷顿森林协议”在今天已经不能适应世界经济发展的新形势了,美元霸权正在走向终结,各国都需要做好准备。展望未来,全球需要一个新的“布雷顿森林体系”,这个新的体系要使所有国家受益,为全人类的未来提供金融稳定并支持经济增长,实现全球的经济繁荣。

我国要建设金融大国和金融强国,人民币汇率的适当稳定是必要的。6月25日,中国人民银行政策委员会2024年第二季度例会在北京召开,会议指出,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定,综合施策、校正背离、稳定预期,坚决对正周期行为予以纠偏,防止形成单边一致性预期并自我强化,坚决防范汇率超调风险。这是对6月以来美元指数走高,导致人民币对美元被动贬值的“警告”。1美元兑换7.3人民币和1美元兑换160日元,都是必须采取措施的重大“关口”。长期来看,强势人民币更

是必须的。美元霸权的衰落和人民币国际地位的抬升,都需要我们在国际金融和世界贸易方面展现更多的灵活性,更需要我们把国内经济稳健快速地发展好。任由美元收割世界经济的局面必须尽早终结。

参考文献:

[1]刘雪云. 全球需要新的“布雷顿森林体系”[N]. 中国报道,2024-07-05(01).

[2]臧世俊. 美联储降息预期将终结日元贬值

趋势[N]. 联合早报,2024-07-20(03).

[3]刘旭. 日本经济不振 大宗商品涨价[N]. 国际商报,2024-05-22(03).

[4]徐佩玉. 货币政策加力逆周期调节[N]. 人民日报(海外版),2024-08-03(02).

[5]秦天弘. 美国联邦赤字显著增长 全球金融市场面临风险[N]. 经济参考报,2024-06-21(02).

(责任编辑 章皓月)