



谢亚轩 刘亚欣：防范日元竞争性贬值的外溢效应



作者：

谢亚轩 招商证券研发中心战略研究部副总经理

刘亚欣：招商证券研发中心宏观经济高级分析师

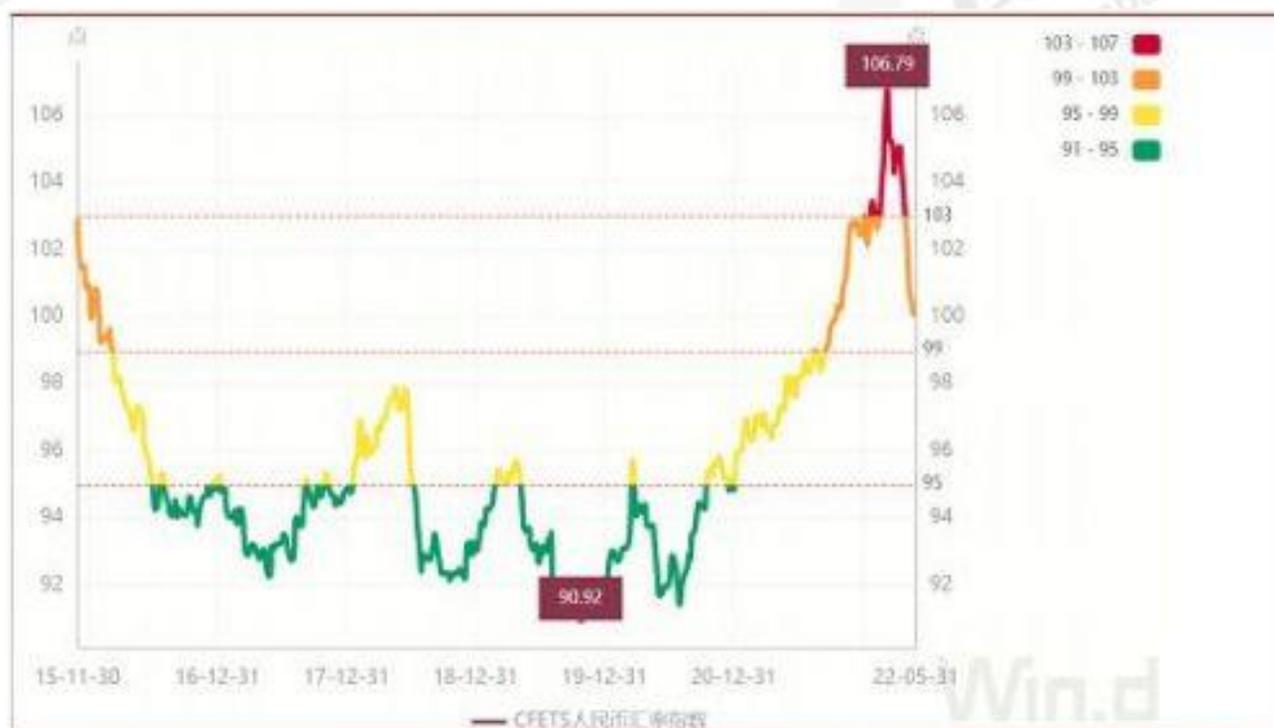
当前中国经济发展面临需求收缩，供给冲击和预期转弱三重压力。这个权威判断是从传统总需求和总供给框架来分析中国经济面临的问题或“病因”。沿用两分法，中国经济发展面临的压力既有来自国内也有来自国际的问题或“病因”。

一般来说，内因为主，外因为辅，对策往往关注如何解决国内经济问题。因此，对稳住中国经济基本盘的一系列国内宏观经济政策的讨论甚多，但对应对国际压力的“偏方”着墨较少，本文重点分析中国经济发展所面临的国际压力—日元的竞争性贬值，并尝试给出对策，希望偏方能治病，至少值得一试。

一、日本央行维持宽松货币政策推动日元竞争性贬值。今年以来，全球通胀压力居高不下，主要发达国家货币政策纷纷由鸽转鹰，美联储、欧央行和英国央行加快货币政策收缩步伐。日本4月核心CPI同比上涨2.1%，2008年来首次突破2%的通胀目标，但日央行仍然坚持认为，能源成本推动的通胀上升是暂时的，缺乏可持续性，较欧美而言日本经济复苏缓慢，因此为支持经济复苏，日央行不急于结束现有宽松货币政策。日本央行保持了质化量化宽松政策，维持无限量国债购买以及对于短端和长端收益率

曲线控制不变。以上政策的一个直接结果就是日元汇率的急速贬值，尤其是 3 月美联储释放急剧收缩的政策取向后，美债收益率迅速上行，日元贬值加剧。日元兑美元从 115 跌破 130，贬值幅度超过 13%，达到过去七年的最低水平。

图 1：2021 年四季度以来人民币汇率指数被动走强

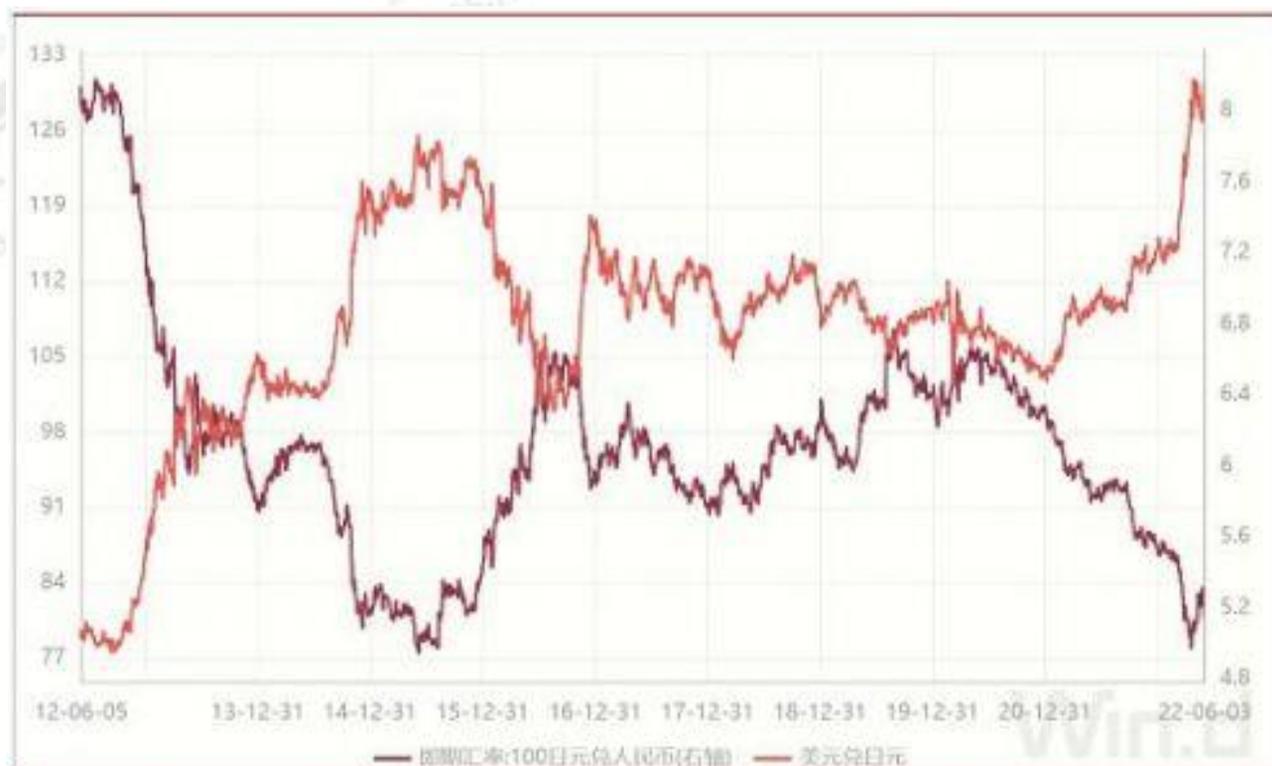


资料来源：WIND，招商证券

二、日元的竞争性贬值是故伎重演。10 年前的 2013 年美联储开启 Taper 和加息周期，而日本为了结束其“迷失的 20 年”中通货紧缩恶性循环带来的经济困境，跨入以安倍和黑田为组合的“三支箭”宽松时代。日央行为实现 2% 的通胀目标，实施大规模质化量化宽松政策，推动日元竞争性贬值。2013 年至 2015 年，日元兑美元从 85 升至 123，贬值幅度达 45%。

当时，这种“以邻为壑”的政策就曾引发国际社会广泛的议论和批评。

图 2：日本习惯于竞争性贬值



资料来源：WIND，招商证券

三、外需对当前中国经济的意义重大。从韩国的出口增速看，尽管美联储进入紧缩周期，但当前全球需求相对稳定，“外热”尚存。外需稳定有助于保持制造业投资增速的稳定。今年以来，投资三大主要领域中，基建投资增速明显反弹，制造业投资增速保持较快增长，但房地产投资拖累明显。外需稳定有助于中国出口主力行业装备制造业维持稳定的资本开支，进而增强投资对经济的支撑作用。

图 3：外需对当前中国经济的意义重大



资料来源：WIND，招商证券

四、日元的竞争性贬值提高全球经济中的不确定性，对中国的经济增长带来负面影响。我曾在 2020 年 6 月的文章《从大萧条到长期停滞，我们是不是低估了汇率协调的作用》中分析过竞争性贬值对全球经济造成影响的机制：传统观点认为，以邻为壑的竞争性贬值是通过导致汇率波动和经济不确定性上升、抑制投资的渠道加剧大萧条，代表学者是罗格纳·纳克斯 (Ragnar Nurkse)。现代观点则认为，20 世纪 30 年代的货币贬值的确造成以邻为壑的结果，但主要是由于没有通过汇率政策协调来降低不确定性且没有实施大幅扩张国内信贷的政策，代表学者是巴里·艾肯格林 (Eichengreen) 和他的著作《黄金镣铐-金本位和大萧条》。其研究表明，大萧条时期，各国汇率水平和经济复苏之间存在明显的负相关关系。那些

放弃金本位及时贬值的国家（英国和丹麦等），其增长恢复情况要显著优于坚持金本位制不贬值的国家（1933 年之前的美国）。也就是说，坚持金本位带来的强货币恰恰是大萧条向纵深发展的重要原因，过强（或高估）的汇率对经济增长起抑制作用。当前的日元贬值一方面加剧动荡的全球经济中的不确定性因素。韩国就非常警惕日元的贬值，已提出要加强研究和政策应对。日元贬值推动美元指数走强，一度接近 105。“美元强，人民币弱”，强美元刺激了人民币汇率的调整，4 月 18 日-4 月 22 日，在岸人民币兑美元汇率贬值 2.05%，离岸人民币汇率贬值 2.28%，分别收于 6.4875、6.5274，单周贬值幅度大，在岸和离岸人民币同时大幅走弱，同时伴随股市、债市和商品市场价格下跌，引发市场关注和担忧，是预期转弱的又一个重要推手。

图 4：日元贬值推动美元指数走强



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42905

