



日元贬值的原因、影响 及展望



2022年3月以来，日元贬值引发广泛关注。Wind 数据显示，美元兑日元汇率由3月初的114.92贬值至4月末的129.81，贬值幅度高达12.89%，远超过同期亚洲其他货币的跌幅（见图1）。5月以来，美元兑日元汇率总体保持稳定，但仍处于20年以来低位。

日元的快速贬值引发了可能出现亚洲货币战的担忧。市场一直猜测日本央行何时出手干预日元。然而，关于日元的表态日本官方出现分歧。日本央行行长黑田东彦虽然承认快速贬值有负面影响，但仍坚持认为日元贬值整体对日本经济有利。而日本财务大臣铃木俊一则认为日元疲软对日本经济有强烈的负面影响。“日元疲软具备有利因素，但在当前全球原油和原材料成本飙升的情况下，不利因素更大。日元疲软推高了进口价格，对无法转嫁成本的消费者和企业形成冲击。”为什么日本官方对日元贬值态度不一？未来日元是否会继续贬值？这是本文要回答的问题。

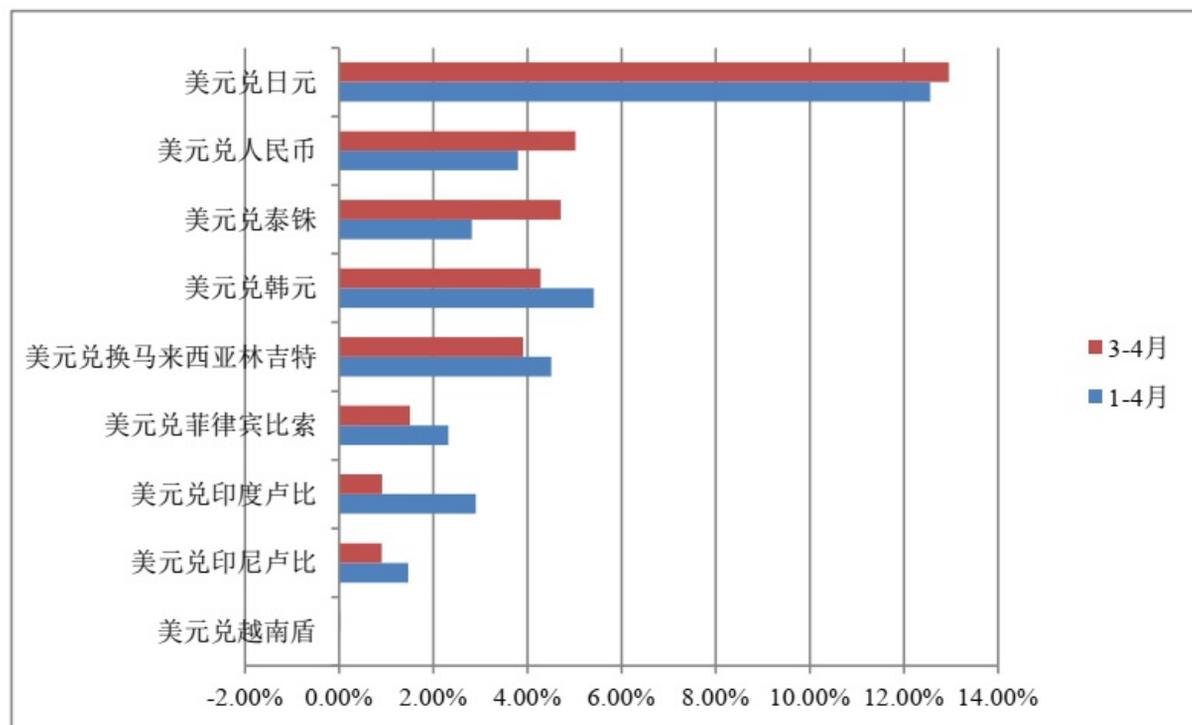


图 1 2022 年年初至今亚洲货币贬值幅度

(一) 美日息差持续扩大

日元贬值的基本面因素是美日息差持续扩大，而这主要是由于美日货币政策错配所致。新冠疫情暴发以后，发达经济体中美国经济复苏最强，欧洲次之，日本最差。2021 年，美国和欧洲名义 GDP 均已经超过了疫情前的水平，但日本仍未恢复至疫情前的水平（见表 1）。俄乌冲突爆发后，由于进口成本和通胀持续上升，日本家庭实际收入和企业利润有所下降，进一步加大了日本经济的下行压力。因此，日本央行不得不继续维持宽松的货币政策支持经济复苏。而美国由于经济持续复苏再加上通胀水平屡创新高，迫使美联储不断收紧货币政策。美联储于 5 月议息会议后宣布加息 50bp，同时启动缩表。美日央行货币政策错配程度加大引发美日息差不断走阔。美日 10 年期国债收益率之差由 2022 年 3 月初的 153bp 上升至 4

月末的 263bp，息差扩大导致日元汇率持续下跌（见图 2）。



图 2 美日息差与日元汇率走势 (bp)

表 1 全球主要经济体 GDP 比较

单位：十亿美元、十亿欧元、十亿日元

	美国	欧元区	日本
2019	21,372.60	11,984.25	558,491.20
2020	20,893.70	11,405.45	538,155.40
2021	22,996.10	12,253.90	542,289.70

(二) 套息交易增加

长期以来，日元一直是公认的避险货币，主要有三个原因：一是日本经济长期处于低通胀和低利率；二是外汇市场上日元的高流动性；三是日元相对稳定的汇率。这就使得日元自 20 世纪 90 年代以后逐渐成为投资者进行套息交易的主要货币。投资者拆借日元，投资包括新兴市场在内的全

球其他较高利息的货币资产进行套利。每当出现自然灾害、战争、经济或金融危机时，由于避险情绪大幅上升，日元套息交易会出现平仓，导致日元出现不同程度的升值，这是日元具有避险属性的重要原因。然而，年初以来，套息交易不但没有成为提振日元的因素，反而加速了日元下跌。主要是因为，过去套息交易主要是投资新兴市场资产赚取息差，然而当前由于美联储持续紧缩，美债收益率不断上升，投资价值日益凸显，越来越多的投资者纷纷借入日元投资美债，导致日元汇率进一步下跌。

（三）净出口下降

2022年以来，由于供应链依然紧张，再加上能源价格上涨，导致进口价格不断上升，进口金额持续增加。日本进口金额由2021年1月的6.15万亿元持续攀升至2022年3月的8.87万亿日元，进口金额创历史最高水平。受益于全球经济复苏日本出口金额也有所增加，然而远低于进口金额的增长速度，经常项目收支也因此不断恶化。经常项目差额由2021年年12月的-2675亿日元大幅降至2022年1月的-11964亿日元，创过去8年以来最低水平。其中经常项目货物和服务差额为-23422亿日元，亦创过去8年以来最低水平。虽然2022年2月和3月经常项目货物和服务差额回升至-3803亿日元和-2938亿日元，但仍处于逆差状态。

（一）日元贬值的收益

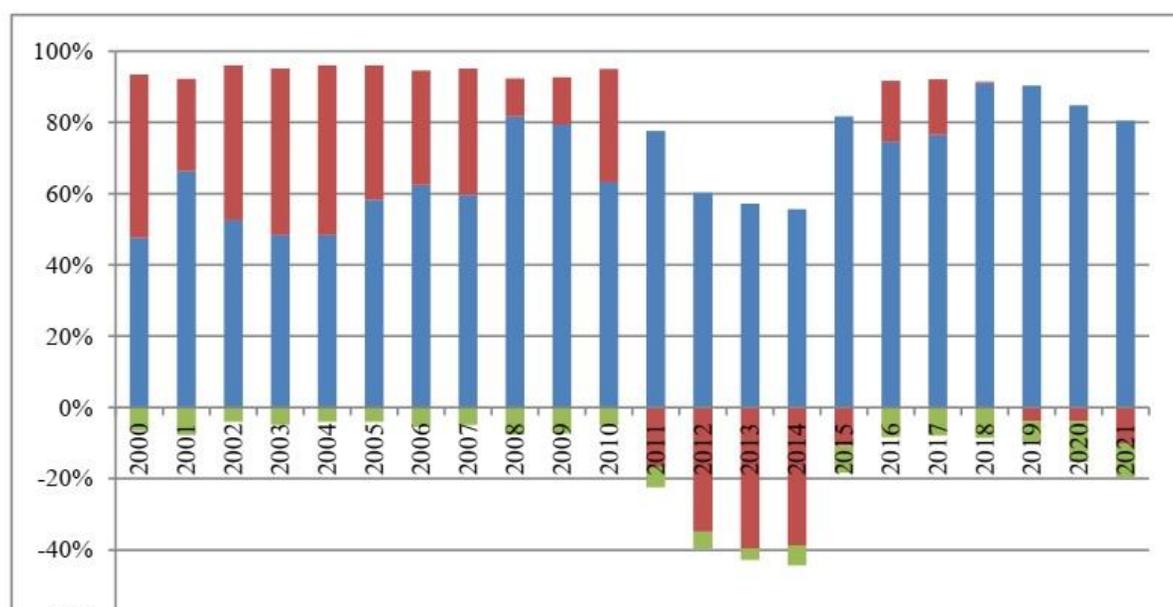
1.增加出口

20 世纪 90 年代，日本经济经历了“失去的十年”。再加上日本人口老龄化问题突出，经济长期面临内需不足，因此出口对于日本经济愈发重要，逐渐成为日本政府提振经济的重要抓手。在此背景下日本政府开始有意引导日元贬值促进出口。2012 年安倍上台后推出“安倍经济学”，其政策核心是依托宽松的货币政策来活跃本国经济，通过大规模的货币宽松促使汇率贬值以增加出口。安倍经济学实施期初效果良好。受日元贬值推动，日本出口趋势明显向好。自 2013 年 3 月以来，出口增速持续加快。2013 年下半年出口月度同比增速（季调）平均值高达 14.66%。出口的快速增长对日本经济产生了明显的带动作用。2013 年三季度日本经济增速高达 3%，四季度经济增速继续升至 3.1%，创 2011 年以来最高水平。因此，日本政府长期致力于引导日元贬值，通过促进出口刺激经济。在这一过程中，日本央行扮演了重要角色，通过货币政策宽松、预期管理等多种手段打压日元汇率。

2.初次收入增加

虽然日本自 20 世纪 90 年代以来经济长期低迷，然而依然是世界经济强国，重要原因是日本拥有庞大的海外资产。截至 2020 年末，日本拥有的海外资产规模高达 716 万亿日元。海外资产产生的收益（即“初次收入”）持续汇回国内，为稳定日本经济做出了重要贡献。全球金融危机后，日本经常账户货物和服务贸易多数时间处于逆差状态，而其经常账户之所以能够维持盈余主要就是因为“初次收入”顺差更大（见图 3）。2021 年，日

本经常账户顺差 15.49 万亿日元，其中初次收入顺差 20.48 万亿日元。也就是说，如果没有初次收入的贡献，日本经常账户将处于逆差状态。由于海外收益过于庞大，这就使得日元汇率对投资收益有很大影响。如果日元升值，那么海外的日本企业以日元计价的收益将会减少，这将不利于日本国内的投资和消费，日本经济也将因此承压。而如果日元出现贬值，海外的日本企业以日元计价的收益将会上升，这将促进日本国内的投资和消费，进而拉动经济增长。因此，近年来日本央行越来越倾向于奉行弱势日元政策，通过各种手段引导日元贬值以最大化日元计价的“初次收入”。



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_42554

