



徐奇渊：日本汇债困局 走向何方



意见领袖 | 徐奇渊、周学智

本文要点

面对此次汇债困局，日本央行需要在“不可能三角”中作出选择——预计日本央行不会放弃“资本自由流动”，如果其完全捍卫“货币政策独立性”，那么将面临日元大幅贬值。预计日本央行会在“货币政策独立性”和“稳定汇率”之间选择一个靠近前者的中间解，若只能二选一的话，则将会选择前者，因为汇率不是日本央行的政策目标。

换言之，日本央行将会继续寻求办法坚守国债市场，以期等到石油价格停滞甚至下跌、美国 CPI 见顶、美国货币政策不再超出预期、美国经济超预期下跌等。

目前来看，日元仍有下跌空间，但跌势节奏会较之前尤其是 4 月有所缓和。日本央行仍有防守空间，而前述经济指标一旦出现有利于日本的走势，此次“危机”将基本可以化解。

即便如此，日元贬值也不会是妙手回春的招术，日本低利率环境也无法根本改变日本经济的弱势，甚至大幅贬值反而是日本经济地位进一步衰落的折射。

——周学智 中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员；徐奇渊 中国金融四十人论坛（CF40）特邀研究员、中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员



日本汇债困局走向何方

2022年3月以来，美元兑日元汇率经历了大幅快速升值，从2022年3月1日的114.9日元/美元，一度触及6月16日的局部高点136.6日元/美元，且日元贬值势头暂无明显缓解迹象。

日元大幅贬值的背后是日本央行不断控制日本国债尤其是10年期国债的收益率曲线。对于目前日元汇率和日债的现状，日本央行的选项十分有限但仍有机会渡过难关。即便如此，此次日本“汇债”困局将会对日本经济产生不可逆的影响。

借力：日元贬值的原因和“底气”

日本经济长期趋弱有其自身长期原因，如老龄化、企业制度僵化、创

新能力减弱等。

2012 年底，时任首相安倍晋三上台后开始推行“三支箭”政策，扩张的货币政策和财政政策是重要内容。“三支箭”政策也将日本带出了通货紧缩泥潭，但结构性改革却收效甚微。与此同时，日元自 2012 年开启长期贬值趋势，从 75.5 日元/美元跌到目前的约 135 日元/美元。2013 年 3 月，黑田东彦就任日本银行总裁，其扩张政策思路一直延续至今。

新冠肺炎疫情暴发后，日本经济恢复较弱。按不变价格计算，2022 年第一季度，日本 GDP 为 135.7 万亿日元，较疫情之前的 2019 年第一季度仍下降了 3.1%。若换算成美元，则会因贬值因素再缩水 25%。

相比之下，美国经济恢复势头则比较强劲。美国就业市场也基本恢复到疫情前水平，消费市场一度火爆。从采购经理人指数（PMI）角度看，与美国较坚挺的 PMI 不同，日本 PMI 一直疲弱，服务业 PMI 经常受到“紧急事态宣言”扰动，落入 50 以下的收缩区间。

美日经济周期不同步，货币政策就难以同步，甚至会出现相反的情况。

日本央行执意守住债券市场，至少暂时放弃汇率市场背后的“底气”在哪里？

第一，日本通胀率长期较低，一直距离目标较远。

同样拜经济疲弱所赐，日本通胀迟迟达不到 2% 的目标。2013 年 1 月，日本央行第一次提出了 2% 的通胀目标，至今已近 10 年。这期间的通胀率，

除了2014年4月至2015年3月之外,其余月份均小于2%,甚至在2016年年中以及2020年10月至2021年8月陷入了负值。

低通胀往往意味着需求不足,所以日本央行期望克服低通胀陷阱。日本央行继续实行宽松政策,其本身就可能作为“货币现象”抬升通胀,还可以造成日元贬值,产生“输入型通胀”,进而与刺激经济互相作用。

第二,美日利差扩大会使得日元大幅贬值,从而大幅抬高日本作为资源进口国所可能遭受的损失,不过由于日本经常账户和国际投资头寸结构的特点,日元“适当”贬值能够部分对冲日本的进口损失。

根据国际收支平衡表和国际投资头寸表数据,日本经常账户长年维持顺差。其中一个很重要的因素是,日本境外投资净收入常年为正。在2018年和2019年,日本以境外投资净收入为主体的“初次收入”净值与GDP之比分别为3.8%和3.9%。同口径的数据,中国分别为-0.4%和-0.3%,美国则为1.4%和1.2%。

日本能够获得更多的境外投资收入,一是由于拥有较多的对外资产,二是对外负债相对较少。从存量上来看,日本对外资产主要是非日元资产,对外负债中半数以上是日元计价资产。日元贬值过程中,其对外资产的美元价值可以视为不变,而其对外负债的日元价值则会减损,由此完成了一次“违约”。日本的净国际投资头寸与GDP之比会进一步上升,日本净债权国的性质会进一步凸显。日本之外的“日本”会相对更加膨大,未来对日本国内经济的“应援”作用会更加明显。

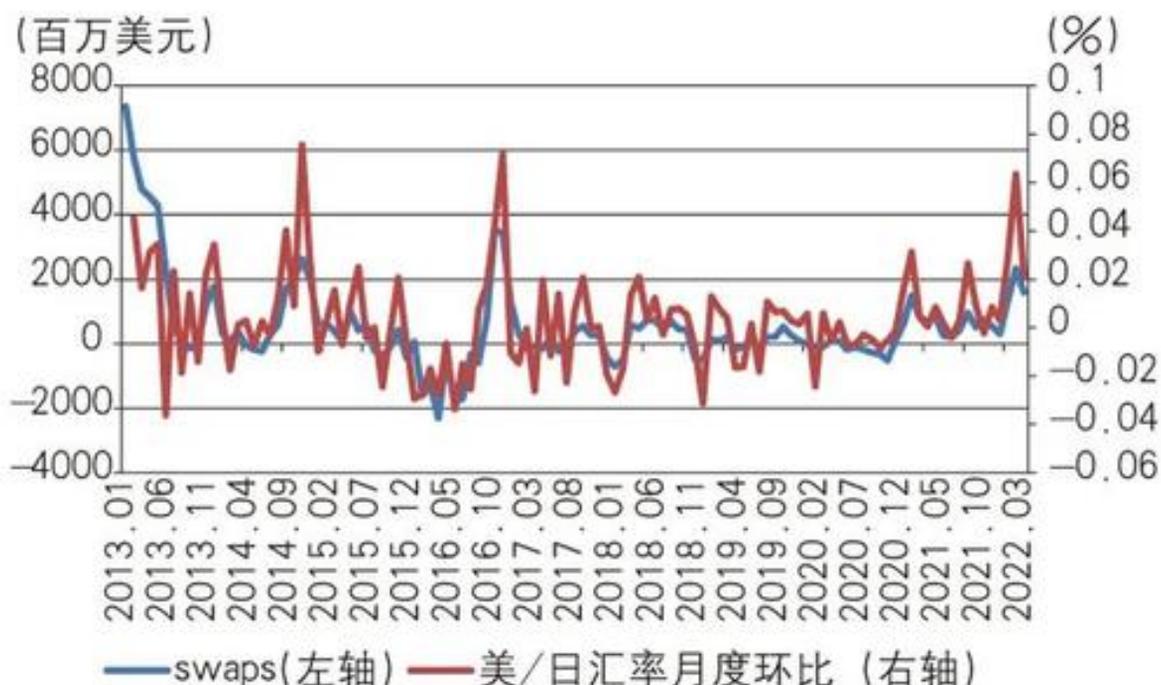
第三，日本财政部通过金融衍生品对冲日元贬值风险，日本政府部门债务外币计价比重较低。

在本轮日元贬值过程中，日本财政部（财务省）在减持外汇储备。从日本财政部公布的外汇储备数据看，截至 2022 年 4 月末，日本财政部共持有 13222 亿美元外汇储备，2022 年 1 月末则为 13859 亿美元。在减少的 637 亿美元外汇储备中，几乎全部由“证券投资”贡献——该项目减少了 667 亿美元。美国财政部公布的数据也能够印证：2022 年 2 月到 4 月日本投资者共减持 533 亿美国长期债券，其中美国国债 502 亿美元。

目前没有证据证明日本官方部门通过减持美国国债去干预外汇市场，反而日本财政部在金融衍生品市场的“互换”（swaps）头寸在增加。日本财务省持有的“互换”头寸净值与日美货币汇率走势高度相关，在日元大幅贬值的过程中相关性更高，可见日本财政部对汇率风险有一定准备和经验。

此外，在日本财政部的负债中，外币计价的一年内（到 2023 年 5 月末）到期债务为 240 亿美元，与外汇储备金额相比较小，发生短期急性债务危机的可能性不高。

图1 日本财政部持有的swaps头寸与美元/日元汇率变动



数据来源：根据日本财务省“外貨準備等の状況”数据计算。

截至 2022 年 6 月中旬，日本尚没有出现大规模资本外流的情况。根据日本财务省数据，3 月 6 日~6 月 11 日，外国投资者对日本证券资产增持 511 亿日元。其中累计增持股票资产 1.6 万亿日元，累计增持短期债券 1.2 万亿日元，累计减持中长期债券 2.7 万亿日元。

可见，在日元快速贬值期间，外国投资者并没有净抛售日元资产，抛售对象主要为中长期债券，这也给日本央行留出了操作的余地。

用力：日本央行在做什么？

2022 年 3 月以来日元急速贬值，直接原因是日本央行出手托底国债尤其是 10 年期国债价格，试图控制其收益率曲线，使之不超过 0.25% 的上限。而且在日元已经大幅贬值的背景下，日本央行依旧频繁提出追加购买各期限国债。

6 月 17 日公布的《当前金融政策运营》公告中显示，日本央行依旧将 10 年期国债利率的上限定为 0.25%，由此可见，到 6 月中旬为止，日本央行的政策取向没有发生任何根本性变化，甚至缺乏边际变化，态度可谓十分坚定。

那么日本真的在实行意外的宽松政策了吗？实际宽松力度如何？

从日本央行的资产负债表看，1~3 月确实仍在扩张，但 4 月的扩张步伐在减缓，5 月则呈现出短暂“缩表”态势。具体地，2~5 月日本央行资产总额分别增加了 5.4 万亿日元、5.6 万亿日元、2.4 万亿日元和 -2.2 万亿日元。相比于 2021 年 12 月末，2022 年 5 月的央行资产负债表膨胀了 1.8%。

其中，在日元快速贬值的 3~5 月，日本央行确实在持续购买长期国债，但日本持有的其他资产类别则大体上亦并未在减小。换言之，日本央行在买

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_43401

