



您的位置：首页 - 余维彬

中国对“日元升值综合症”不可掉以轻心(2005年9月28日)

文章作者：

人民币汇率制度回归有管理浮动后，人民币对美元汇率在小幅波动中呈温和上扬趋势。鉴于人民币汇率相对稳定的态势日趋明朗，西方发达国家又重新开始对人民币汇率政策施加压力。2005年9月15日，美国财政部副部长亚当斯在美中商会华盛顿会议上称：“中国应允许其新汇率体系进一步体现市场潜在力量。”2005年9月16日，日本财务大臣谷垣禎一表示：“希望中国政府能迅速熟悉新汇率制度，而后将汇改深入到下一阶段。”此外，欧洲央行行长特里谢近期对欧洲议会表示：“美、欧、日三方已就人民币汇率达成了一致立场，希望人民币能平稳有序地再度升值。”从汇率政策面临的国际压力看，当前的中国与“广场协议”前的日本极为类似；鉴于日本经济衰退与日元有相当程度的联系，中国有必要对“日元升值综合症”保持高度警觉。

“日元升值综合症”是著名学者麦金农和大野健一在《美元与日元：化解美日两国的经济冲突》一书中首先系统提出的。该书的核心观点是：自1985年广场协议签署以来，在美国高压下，国际社会形成了持续和牢固的日元升值预期；由此而来的日元升值导致日本出现泡沫经济、通货紧缩和流动性陷阱。该书认为：为避免广场协议后日元大幅升值对日本外需的不利影响，日本中央银行大幅放松了银根，过度流动性流向投机性资产从而引发泡沫经济；与传统购买力平价的因果关系正好相反，是日元升值引发通货紧缩，而非通货紧缩引发日元升值；与传统利率平价的因果关系正好相反，是日元升值预期使日元利率长期低于美国，随着美国利率水平在20世纪90年代的下降，日本被迫陷入流动性陷阱。

应当说，麦金农和大野健一对“日元升值综合症”的分析思路是富于新意的：即强调美国压力对日元汇率的影响，以此为基点来研究日元汇率对日本宏观经济运行的影响(假定日元汇率作为研究的外生变量)。但是，一旦将研究的时间范围适当延展，这一思路就显得有些牵强。

布雷顿森林体系崩溃后至20世纪末，日元的走势大致可以分为两个阶段：第一阶段是从1974年至1988年，这一阶段日元大幅升值趋势明显，1美元兑换日元的比价从1974年的357.65降到1988年的125.83；第二阶段是从1989年至1999年，相对于第一阶段变动幅度，1美元兑换日元的比价在143.45至99.74区间内波动。在日元变动的不同时期，日本经济发生了迥异的变化：在第一阶段，日本经济基本处于稳定增长态势，经常项目基本保持顺差增加态势；在第二阶段，日本经济增长明显变缓，甚至于1998年出现了-1.06%的负增长，经常项目顺差起伏不定。上述现象对麦金农和大野健一的分析提出了质疑：1974—1985年间的日元持续大幅升值为什么没有引起“日元升值综合症”(按照麦金农和大野健一的分析，这么长时期的日元升值应当早就形成了日元升值预期)？这一疑问实质上指出了分析“日元升值综合症”的关键，即什么条件才会导致“日元升值综合症”的爆发？

笔者认为，“日元升值综合症”应当是日本经济和金融体系根本缺陷的大爆发，日元升值只不过是危机爆发的诱因。为阐述这一看法，就有必要介绍日本经济衰退的三大背景：一是技术创新停滞导致日本经济增长乏力；二是长期受保护的银行体系缺乏市场竞争能力；三是日本开展了迅猛的金融自由化改革。

二战后，日本经济持续高速发展主要依赖制造业。在这一时期，日本制造业有两个鲜明特点：一方面，实行出口导向的外向型工业发展战略，即利用本国劳动力资源，引进外资和技术，通过扩大出口来促进工业发展；另一方面，非常注重产业结构升级转换，通过引进先进技术并进行改良，日本进行了由劳动密集型向资本和技术密集型转变的产业结构调整。产业结构升级战略的成功促进了出口导向战略的实施，两个战略之间形成了良性循环。长期以来，日本的技术创新方式侧重于引进改良，这使其能在短时间内提升技术水平，并缩小与发达国家的技术差距。在技术赶超的中早期，引进改良的空间较大。但是，随着日本自身技术水平不断提高，这种技术创新方式的空间越来越小。步入20世纪80年代中后期，由于缺乏自主创新能力，在技术成熟领域的需求得到饱和后，日本经济缺乏进一步增长的动力。

二战后，在资金严重短缺的情况下，为把资金优先并低价地分配给符合产业政策的重点部门，日本建立了以间接融资为主体的金融体系。日本银行的统计显示，在1965年至1974年期间，间接融资占社会总融资的比重平均高达91.7%，在1975年至1984年期间，该比重平均高达89.7%。为确保政府高度控制的间接金融体系顺利运行，日本金融当局严格限制资本市场发展，这对日本金融体系产生了深远影响：一方面，这保证了银行机构获得垄断性业务和差额利润，使银行机构的安全得到保证；另一方面，由于长期在一个缺乏竞争的环境中生存，日本商业银行缺乏市场生存能力。

20世纪80年代以来，日本金融体系面临外部环境的重大变化：一方面，实体经济已经进入成熟时期，经济发展的主要矛盾已从资金短缺转向缺乏技术创新，原有为经济赶超服务的金融体系已不能胜任新的历史使命；另一方面，金融自由化和国际化在全球深入发展，这导致金融创新不断涌现，混业经营金融模式蔚然成风。20世纪80年代中期以来，为了提高资金的配置效率，提升金融服务行业的国际竞争力，日本开始了一系列金融自由化改革。以租赁公司、信用卡公司、住宅金融公司、消费金融公司和保险公司为代表的非银行金融机构迅速发展，这些非银行金融机构从商业银行获取资金，并拆借给信用度低的企业；此外，日本还大幅度放松证券市场——尤其是股票市场的限制，允许企业在公开市场以溢价方式向不特定的社会公众发行股票。

在上述三个背景下，日元升值诱发了日本经济衰退。1985年9月，西方5国财长达成“广场协议”，其主要内容是：引导美元对日元贬值。为防止日元升值导致经济衰退，日本中央银行于1986年1月大幅度放松银根，将其再贴现率从1985年的5%下调至3%，1987年2月又进一步下调至2.5%。从厂商角度看，宽松货币政策并没有刺激实体经济投资。由于技术创新停滞不前，“广场协议”使许多企业对经济前景感到担忧，它们开始控制设备投资，并把盈余资金和银行贷款投资于金融资产和房地产，这推动了金融资产和房地产价格上升。从银行体系角度看，资本市场的发展使信誉良好的企业可以很容易地筹集到资金，优良企业脱离银行的现象屡见不鲜；其结果是，缺乏竞争力的银行体系开始把充裕资金投向不动产公司和非银行金融机构，而非银行机构又将资金大多投向于房地产领域，这导致不动产价格暴涨。为防止泡沫导致的经济“空心化”，日本在1989年5月突然调整货币政策，日本中央银行将再贴现利率从2.5%提高到4.25%，1990年8月又进一步提高到

6%。剧烈的金融紧缩使股票和房地产价格迅速下跌，这导致相关银行出现巨额坏账。资产泡沫破裂直接打击了消费，中小金融机构破产也严重影响了投资，日本经济因此滑向通货紧缩；为维持经济增长，日本宏观经济当局不得不将利率长期控制在低水平，这又使得日本陷入流动性陷阱。

以上对“日元升值综合症”的剖析表明，在开放经济条件下，实体经济的活力——特别是创新活力和金融体系的健全是大国抵御本币大幅升值冲击的基石。这两个基石一旦丧失，外部经济冲击就很容易通过不当的货币政策而形成泡沫经济。而泡沫经济的破裂又反过来会进一步恶化实体经济和金融体系，由此形成一个恶性循环。

用日本经验来看中国，就会不幸地发现，当前中国的实体经济和金融体系状况与日本经济衰退前有很大的类似性。

亚洲金融危机以来，中国经济面临的主要矛盾是通货紧缩。从国际经济形势角度看，20世纪90年代以来，发达国家经济总体上陷入了缓慢衰退，通货膨胀率和GDP增长率普遍下降。这些迹象表明，主要工业化国家开始陷入康德拉季耶夫长周期的萧条阶段。这一判断提供了一个隐含结论：中国经济增长要依靠内需。然而，中国内需增长目前却面临一系列阻碍。从消费需求来看，一方面，改革使相当一部分现期消费转化成为失业、养老、医疗、住房、教育而准备的储蓄；另一方面，城市工人失业增多、农民缺乏增收途径使收入差距变大，这些都导致整体消费倾向变小。从投资需求来看，一方面，国有企业预算约束硬化，导致盲目投资减少(这具有积极意义)；另一方面，在具有潜在利润的很多行业领域存在垄断，使潜在投资无法实现；此外，创新能力不足使新兴市场无法开拓，这也导致投资机会减少。

目前，银行在中国融资体系中占据主导地位，但它们普遍缺乏效率。与此同时，金融开放使中国的商业银行面临前所未有的激烈竞争。进入21世纪的第一年，中国加入了WTO，外资银行的大量涌入加剧了银行业竞争。外资银行普遍具有充足的资金和先进的管理经验，具有先进的金融技术、服务效率以及卓越的商业信誉，这将迫使低效率的中资银行过度介入风险。

银行体系的低效率与激烈竞争、实体投资机会相对较少，这些与“日元升值综合症”爆发前的背景又何其相似！中国确实有必要警惕本币大幅升值对整个经济体系带来的重大冲击。事实上，中国近年来的房地产泡沫已经清晰地发出了警告：中国经济和金融体系存在严重缺陷。人民币汇率制度回归有管理浮动以来，人民币汇率走势相对稳定。从维护宏观经济稳定角度说，这一走势是适宜的，它能使中国并不牢固的实体经济和金融体系免受不必要的外部冲击。笔者认为，在相当长时期内，保持人民币汇率的相对稳定应当是人民币汇率政策的基调。

文章出处：《中国证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所