



English

下载中心

首页

网站地图

关于 IWEP

研究课题

研究人员

研究成果

数据库

出版物

媒体报道

研讨会/讲座

时评

[HTTP://WWW.IWEP.ORG.CN](http://www.iwep.org.cn)

《中国经济时报》2002年5月15日

## 日元对美元汇率走势分析

世界经济与政治研究所所长 余永定

自上世纪90年代以来，日元对美元汇率的变动日益成为影响东亚经济增长与稳定的一个极为重要因素。1998年8月，日元贬值到145日元兑换1美元。在1998年8月以后，伴随俄罗斯金融危机、美国长期投资管理公司濒临破产等事件的发生，日元开始回升。到1999年底，日元回升到103日元兑换1美元。日元在2000年初开始小幅下跌，由年初的105日元兑换1美元跌到年底的112日元兑换1美元。进入2001年之后，日元对美元的汇率进一步下跌，到7月份日元对美元的汇率已从年初的117日元兑换1美元下跌到125日元兑换1美元。“9·11”事件之后，美元一度明显下跌，但日本银行立即入市干预，大量抛售日元买进美元，使日元很快恢复了下跌的势头。在10和11月，日元对美元的汇率分别为121日元和122日元兑换1美元。进入12月以后，日元下跌的势头开始加剧。到12月16日，日元已突破130日元兑换1美元的心理大关。

## 导致日元加速贬值的主要原因

## 1. 日本经济前景进一步恶化，美国经济前景相对好转。

自小泉内阁上台以来，人们一度对日本经济通过结构改革而出现转机心存希望。但是，小泉内阁却因各种因素的掣肘而无所作为。日本经济形势进一步恶化。由于国内消费需求不振和出口下降，日本工业产值11月比上年同时期下降了百分之13.1%，创自1975年以来日本工业产量下降的记录。同时，日本失业率连续三个月上升，11月达到5.5%，创战后日本失业率的最高纪录。与此相对比，美国经济却出现在2002年走出衰退的明显迹象。

## 2. 日本政府的政策取向导致日元贬值预期的强化。

最近一段时间以来，日本的贸易顺差明显减少，市场预期，日本政府将会通过种种方式促使日元贬值，以便增加净出口，遏止日本经济进一步下滑。事实上，“9·11”事件之后的两周内，日本银行在外汇市场上抛出了3.1万亿日元以支持美元，把日元对美元的汇率由115日元兑换1美元推回到“9·11”事件之前120日元兑换1美元的水平。通过这次干预，日本银行向市场传达了一个信息：日本政府将不会让日元对美元的汇率上升到120日元之下的水平

(TheJapanTimes:Oct. 2, 2001)。在日本银行入市干预的同时，美联储也从旁配合，以确保美元不致跌到120日元以下。一方面，日本希望通过贬值增加出口。另一方面，美国因日本经济形势的恶化而打算容忍日元的贬值。

应该指出，日元贬值对日本经济是一把双刃剑。日元贬值有益于日本的出口，但作用有限。日元贬值有利于日本工业，但不利于日本的金融业。日元的贬值必将使日本不良债权问题雪上加霜。造成日本出口减少和产业空洞化的真正原因是日本的劳动成本过高，而劳动成本过高又是日本生活费用过高所致，贬值将导致日本生活费用上升，从而导致劳动成本的进一步上升。通过提高进口产品价格来解决日本的通货收缩无异于缘木求鱼。日元的持续贬值将导致所谓的三重甩卖(sell-off)：甩卖债券、股票、日元，从而导致日本整个金融体系陷入混乱。从自身的利益出发，日本政府当不至于让日元过度下跌。从目前的形势看，日本政府似乎并未有意引导日元贬值。

## 日元为何急剧回升

2002年2月6日，日经指数下跌到18年以来的最低点：9420.85。而后，特别是在3月初，日经指数大幅度回升，一度突破12000点。在一个月內，日经指数的回升幅度一度超过25%。在日本经济坏消息不断期间，日经指数为什么会有如此强劲的回升呢？

导致日本股票价格回升的原因是多种多样的。首先，日本245家上市公司大规模回购本公司的股票。例如，丰田曾宣布将回购本公司1.2%的股份。2001年10月，日本通过新法律，允许上市公司在回购所发行的股票之后继续持有这些股票（而非缩股）。在股票价格低迷的时候，回购股票，不但可以促使股价回升，而且可以增加奖励职工的股票期权、减少分红义务等等（International Herald Tribune, March 12, 2002）。其次，日本政府加强了对股票“卖空”活动的限制。2月27日，日本金融监督厅宣布禁止交易商以等于或低于现价的价格“卖空”股票。金融监督厅还强化了交易活动的信息披露要求。对违反证券交易法有关规则的国内、外国股票交易商进行了严厉惩罚（Takeshi Uera: Japan's strategy to deal with bad loans, Financial Time March 11 2002）。由于对卖空活动加以各种新限制，投机者被迫购回数量巨大的已出售（做空）的股票。其结果是，股票价格迅速飙升。

其次，值得注意的是，日本的国内投资者，如养老基金等也通过信托银行增加了对日本股票的购买。从这点来看，日本股票价格的上扬同日本投资者信心的增强也有一定关系。一些研究机构认为，在2002年下半年，日本公司的税前利润将增加25%。在此期间，外国投资者也增加了对日本股票的购买，或者成为日本股票的净购入者。此外，美国经济的迅速恢复也对日本股市产生了一定积极影响。

许多分析家，特别是西方分析家认为，日本股票价格在3月份的突然迅速回升主要是日本政府干预的结果。3月是日本财年的最后一个月。在3月份，日本的公司必须公布本财年的财务状况。日本大银行拥有大量公司股票。股票的市场价格与原始价格之差构成日本商业银行的赢利或亏损的一个重要组成部分。一般而言，如果日经指数在12000点左右，日本商业银行可以保持赢利状态否则就会出现亏损。据估计，日经指数的这次上扬，使日本商业银行减少了上万亿日元的潜在损失。此外，作为金融改革的一部分，政府此前曾决定在3月份取消对某些银行存款的保险。一些经济学家曾预言，由于存款保险的取消，丧失信心的存款者会提走存款，从而导致一场银行危机（“三月危机”）。不难想象，为了避免在财年结束之时出现尴尬局面，日本政府有强烈的动机通过推动股票价格的上升来加强银行的地位。

在股票价格上扬的同时，日元从2月份135日元兑换1美元的水平迅速回升，一度回升到126.11日元兑换1美元。除股票市场价格上升的带动作用外，为了使上财年公司帐目好看，许多日本公司在3月份通常都要出售其美元资产，汇回海外利润以抵消国内亏损。这是导致日元上升的一个重要季节性原因。三月初日元的回升说明，日元对美元的变化存在许多不确定性。许多事前难以预料的因素都会对汇率变动发生很大影响。

## 日元长期走势

著名经济学家蒙代尔认为，美元肯定是高估的，长期趋势一定是贬值。他的主要理由是美国的大量贸易逆差使得美国目前的国际收支格局不可持续。美国著名经济学家博格斯特滕的观点是：美元高估了30%。但是也有许多经济学家认为，由于老龄化，日本居民的储蓄必然会下降，与此相对应，日本的贸易顺差必然会减少。另一方面，由于日本财政形势严峻、国内投资效率低下，日本居民对海外金融资产的需求依然旺盛。因而，从经常项目和资本项目顺逆差增减的对比的角度来看，日元的长期趋势是贬值而不是升值。

日本财务省事务次官黑田东彦在前不久与包括笔者在内的中国社会科学院的一些经济学家的讨论中，表达了日元的中期趋势是升值的看法。他的主要根据是，日本的出口状况开始好转（经常项目顺差开始增加），资本外流的势头开始减弱（资本项目逆差开始减少）。他预测在2001年和2002年日本的外汇储备都将有大幅度增长。其中的主要原因是日本出口商赚到大量外汇之后，由于担心风险，不愿进行海外投资，所以只好把外汇卖给政府，结果导致外汇储备的增加。黑田先生

也不排除日元贬值的可能性。在他看来，日元的贬值可能通过下述途径实现：日本商业银行被降低资信等级，由于无法为出口企业借到所需美元，或借贷成本上升，日本商业银行将出售自己所持的美元资产，以换取美元。这种操作不会导致日元贬值。但如果仍筹集不到足够的美元，则日本商业银行将抛售日元资产，然后再以日元换取美元，这种操作将导致日元的贬值。关于3月上旬日元的升值，黑田的解释是：由于股市的上升，外国资本流入日本，从而导致日元的升值。在这一升值过程中，投机者购回已经卖空的日本股票对日元升值产生了巨大作用。卖空日本股票（借日本股票来卖）的投机者看到日经指数有可能回升，为避免或为减少可能的损失，只好抛售美元资产换取日元或抛售美元买进日元，以购回已经卖空的日本股票。

目前，日元已经再次回升到130日元兑换1美元的水平，从而使我们暂时减少了对日元直线下跌的担心。我个人倾向于认为，日元在未来的一段时间内不但不会有大幅度下跌，甚至可能会有进一步的回升。目前，日经指数已再次接近12000点，许多国际投资者都认为，日经指数在5月份将会再次突破12000点。日本经济形势的缓慢好转和日经指数的上升将有助于日元的回升。但是，日元今后的走势仍有极大的不确定性。由于金融自由化和金融全球化的迅猛发展，由于各国之间经济一体化的日益加强，应用传统汇率理论越来越难以解释，更不用说预测汇率的变动。各国基本面的差异可能是决定有关国家汇率变动的根本原因。但是，在基本面和现实汇率变动之间存在难以穷尽的中间环节。这些中间环节中每一个环节的变动都可能对汇率的现实变动产生重要影响。

推荐好友

#### 相关文章

- 何帆、程融融、曾省存 美元汇率走势及其影响 《中国金融》2008年第3期 (2008-3-20)
- 高海红 当前全球美元本位：问题及东亚区域解决方案 《世界经济与政治》2008年第1期 (2008-3-4)
- 张明 美国经济下滑和美元贬值对中国出口和通货膨胀的影响 《国际经济评论》2007年11 (2007-12-12)
- 访余永定：解开央行货币政策的“手铐” 《南风窗》2007年10月（上） (2007-10-27)
- 余永定 当前中国宏观经济的新挑战 《国际经济评论》2007年9-10 (2007-10-10)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

院首页

网站声明

会员登录

联系我们

下载中心

院图书馆

中国社会科学院世界经济与政治研究所 Copyright (C) 2002-2008 中企动力提供技术支持 请使用 1024\*768分辨率

地址：北京建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-85196063 传真：010-65126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号：京ICP备06059776号