



中国金融四十人论坛  
CHINA FINANCE 40 FORUM

新金融评论  
NEW FINANCE REVIEWE

# 等待黑色星期三？ ——日本的货币政策和日元汇率问题

---

王曲石 中国金融四十人研究院

杨悦珉 中国金融四十人研究院

祝修业 中国金融四十人研究院

王曲石、杨悦珉、祝修业(2022),“等待黑色星期三?——日本的货币政策和日元汇率问题”,新金融评论工作论文,2022年第10期(总13期),中国金融四十人论坛。

发表日期:2022.08.10 | 更新日期:2022.08.10

# 等待黑色星期三？

## —日本的货币政策和日元汇率问题

◎王曲石 杨悦珉 祝修业

**摘要：**多年以来，日本高度宽松的货币政策不断加码，直到采取收益率曲线控制并无上限购买日本国债。日元的汇率制度在经历了长期演进后，开始逐步走向清洁浮动，日元的实际有效汇率在过去30年整体处于震荡下行态势。日本可以采取上述政策组合，得益于全球低通胀、低利率的环境。目前，全球经济可能已进入高通胀、高利率的时期。如同1992年德国的高通胀和德央行加息，最终导致英国的“黑色星期三”，日本的货币政策和日元汇率在新的环境下同样面对张力。如果高通胀和高利率有一个向日本国内传导，日本当前的政策框架就将受到严重冲击，不排除日元和日本国债出现无序调整，并产生负面的溢出效应。对此，需高度重视，早做准备。

**关键词：**货币政策 汇率 收益率曲线控制

1992年。德国这个一直以货币政策稳健和通胀温和著称的国家，因为两德统一和较大的财政支出，突然面临着多年未见的高通胀。德国的CPI指数年度同比增长率一度达到6.2%，这一记录直到30年后的2022年才被打破。为此，德国央行开始加息以应对通胀。在1991年已经加息150个基点的基础上，1992年7月德央行又一次加息75个基点，使得德国的贴现利率达到了

---

作者系王曲石、杨悦珉、祝修业，供职于中国金融四十人研究院。

8.75%。这是二战后德国央行政策利率的绝对高点，在此之前和自此之后再也没有如此之高的政策利率。德国央行的这一举动，让索罗斯管理的量子基金这样的对冲基金闻到了套利的机会。索罗斯的逻辑简单直接，德国实质上是欧洲汇率机制下（ERM）的中心国家，德国加息，如果英国这样的ERM国家不跟随加息，英镑汇率大概率会对德国马克贬值，从而无法维持ERM机制下英镑对马克相对固定的汇率。但是英国经济当时的状况根本不允许英国跟随加息，英镑汇率本身也有所高估。于是，索罗斯就集中火力，加杠杆做空英镑，赌的就是英国没法维持英镑汇率。

1992年9月16日，黑色星期三。面对空前的英镑卖盘，英国一边把货币政策利率从10%提高到12%，然后很快又宣布要提高到15%，一边大规模的干预外汇市场试图稳定英镑汇率。事情的结果已经众所周知，仅仅一天之后，英国政府就放弃了抵抗，宣布退出ERM机制。英镑对马克的汇率由9月16日的2.81马克/英镑贬值到9月18日的2.65马克/英镑，贬值5.7%；到了9月底进一步贬值到2.52马克/英镑，累计贬值幅度超过10%；到了10月底，英镑最终稳定在2.43马克/英镑，较9月16日已经贬值接近14%。索罗斯的量子基金据估计在一个月的时间里就通过做空英镑赚了15亿美元。有观点甚至认为，英国保守党政府经此一战，一蹶不振，这才有了1997年工党政府的上台，保守党要再等上13年才能重返唐宁街10号。

快进到2022年。这一次是处于全球货币体系中心的美国面临着40年未有的高通胀，6月美国CPI指数年度同比增长率高达9.1%，这也是美国连续13个月通胀数据增高。为此，美联储终于在3月停止了资产购买，并开始转向加息。继6月15日一次性加息75个基点后，美联储在7月27日再次加息75个基点。美联储主席鲍威尔表示，若通胀仍未得到缓解，9月的议息会议还将考虑另一次“异常大幅（unusually large）”的利率上调。随着7月劳动力市场数据远超预期，9月再次加息75个基点的市场预期正在升温，至年底预计还有125个基点的加息空间。美联储收紧货币政策引发的溢出效应将是全球性的，但这次有一个国家因为其独特的货币政策态势、汇率管理模式和经济周期让不少人重新想起1992年的黑色星期三。这个国家就是日本。

本文接下来将首先回顾日本的货币政策和汇率管理历史，然后分析日本是否会重演某种类型的黑色星期三，最后分析如果发生其可能影响和政策含义。

## 一、日本货币政策和汇率管理的回顾

日本是主要发达经济体中最早经历房地产泡沫破裂，常规货币政策空间用尽，经济陷入“长期停滞”，并最早开始尝试使用量化宽松、前瞻指引、负利率和收益率曲线控制等非常规货币政策的国家，在非常规货币政策的路上，日本走得最早，也走得最远。同时，日本也是一个有着多年干预和管理汇率历史的国家。虽然近年来日元已经更加接近“清洁浮动”，但日本政府对日元汇率很难说已经到了放任不管的态度。

### （一）在非常规货币政策之路上渐行渐远

20世纪90年代开始，随着泡沫经济的破灭，日本面临长期经济衰退、金融市场动荡、不良资产问题加剧的局面。日本银行先后六任行长三重野康、松下康雄、速水优、福井俊彦、白川方明、黑田东彦采取了一系列旨在刺激经济复苏、走出通缩的扩张性政策。1999年之前，日本银行还是采取常规的货币政策调控思路，但随着货币政策空间逐渐耗尽时，日本银行开始启动了一系列宽松货币创新，如零利率与前瞻指引、大规模的资产购买（量化宽松、质化宽松、量化与质化宽松等）、收益率曲线控制以及负利率等。具体可大致划分为六个时期：

**1985年代中期至1999年初：常规货币政策空间持续缩小。**上世纪80年代中后期至90年代初，日本先后经历了资产价格暴涨（1985-90）和泡沫破裂（1991-92），经济陷入大幅衰退（1992-95），通胀也从2%降至0%。银行不良资产高企、资产负债表恶化。同期，日元汇率持续升值导致出口疲软，进一步抑制复苏预期，加剧通缩。虽然日本在1995-96年获得了短暂的复苏，但随后到来的亚洲金融危机使日本陷入更严峻、持久的衰退和通缩周

期，金融体系脆弱性加剧。从政策应对来看，上世纪80年代后期，日本银行为刺破泡沫，下令对银行信贷总量实施控制。到90年代中前期，为提振经济和通胀水平，日本银行主要以降息操作为主，以无抵押银行间隔夜利率为操作目标。日本银行在泡沫经济崩溃后，连续9次下调公定贴现率，从1991年7月的5.5%下降至1995年9月的0.5%，并保持至1999年初。

**1999年2月至2001年3月：零利率政策与前瞻指引的早期雏形。**亚洲金融危机爆发后，日本货币政策的操作空间愈加逼仄。1999年2月，日本银行决定将无抵押银行间隔夜拆借利率“尽可能下调”，并实质上已降至0%（virtually 0%），从而为市场提供超过必须水平的资金以帮助金融机构满足其准备金要求（Nakaso, 2017）。同时，日本银行明确宣称将持续推进零利率政策“直至对通缩的担忧消弭”，这在当时被称为“时间轴政策”（白川方明，2021），即通过稳定未来关于零利率的市场预期，使得长期利率下降以刺激经济，也是前瞻性指引最早的雏形。美联储在2003年互联网泡沫破裂，政策利率降至1%后才开始启用前瞻性指引政策实践。其他发达国家如欧元区、英国、加拿大等则到2008年全球金融危机爆发、利率纷纷逼近0%时，才相继诉诸相关政策实践。

**2001年3月至2006年3月：零利率与“量化宽松”政策并行时期。**日本经济在2000年初现复苏迹象，但年底因美国科技股泡沫破裂的外溢影响再次恶化。这也使得零利率政策在2000年8月短暂取消后，在2001年3月又重新启动。随着利率探入零下限，这也意味着日本银行将隔夜利率作为货币政策操作目标已不合时宜。对此，日本央行同样在3月开启了“量化宽松”政策。从传导机制来看，具体包括两种不同方式：一是扩大央行的活期存款账户余额（CABs），白川方明将其称之为“准备金目标制”。这也是一种货币数量论的思路，即将货币基数作为操作目标，通过扩大货币供给以提升经济景气和通胀水平。日本银行将CABs的初始目标额度为5万亿，到2004年1月提升到30-35万亿日元。二是承诺持续实施零利率政策（时间轴政策），以降低中长期利率水平，“直至消费者物价指数（CPI）以稳定的方式维持在0%或0%以上”。通过将政策承诺与具体指标相挂钩，日

本银行获得了更强有力的预期引导效果。日本银行增加活期存款余额的方式包括两种：一是短期流动性供给，包括购买短期国债和向民间金融机构发放短期抵押贷款；二是购买长期国债，其规模从最初每月的4000亿日元增加到后期的每月1.2万亿日元。速水优和福井俊彦两位行长任期内的资产购买策略存差异。在速水行长期间（2001.3–2003.3），日本银行同时增加短期资金供给和购买长期国债。而在福井行长期间（2003.3–2006），央行只增加了短期资金供给，没有增加长期国债规模（白川方明，2021）。大量的短期国债购买使得日本银行所持国债组合的平均期限从2001年的近6年下降至2005年的不到4年。随着2005年经济开始呈现复苏企稳态势，日本银行在2006年暂停了“量化宽松”，并在2007年将政策利率提高至0.5%。然而，这一时期的通胀水平始终徘徊在0%附近。Ito和Mishkin（2006）将其归责为央行预期引导的失败，以及在2000年8月错误的加息决策。Bernanke（2022）则认为，日本这一时期实行的政策仍不是严格意义上的“量化宽松”，因为日本央行购买的主要是短期国债，而且目的只是增加银行体系的流动性，而并非压低长期收益率。

**2010年：全面货币宽松（CME）的开启。**2008年金融危机的爆发使得短暂恢复的日本经济再度陷入低迷，通缩水平更是达到历史新高。而前期实施的零利率和量化宽松政策使得日本短端利率的调整空间已接近极限，日本银行在这一阶段的调控思路转向了长期利率。对此，日本银行在2010年10月启动“全面宽松货币政策”。由于长期利率可看作未来预期的短期利率与期限溢价的平均值，日本银行具体采取了三类措施：一是采取质化宽松调整风险溢价。通过加速诸如企业债券、商业票据、交易型开放式指数基金（ETF）和不动产投资信托基金（J-Reits）等私人部门权益资产的风险溢价下降，进一步减少企业和家庭的融资成本，试图打破零利率下限。二是稳定短期利率及预期。具体包括将无抵押赎回利率目标设为0–0.1%，以及承诺当前的短期利率水平将在未来持续很久，甚至以更低的水平持续存在。三是调整长期资产和负债的供需压低长期利率。具体包括增加贴现窗口长期贷款、购买长期国债等操作。但此轮国债购买的思路不同于前期的量化宽松，不旨在扩大货币基



数以增加流动性供给，而是直接以降低利率水平为目标（白川方明，2021）。这一时期的货币政策虽然非常激进，但从日本银行的实际扩表能力（特别是私人部门资产购买方面）来看，难以与美国的大规模资产购买计划相提并论（Kuttner, 2014）。

**2013年4月：黑田制度的突破——量化与质化宽松（QQE）的实施。**全面货币宽松政策并未实质性扭转日本的通缩问题。2013年3月，黑田东彦履新日本银行行长，开启了量化和质化货币宽松政策（QQE）。具体包括三个重要特征：一是操作目标从利率重新转向货币基数。该政策设定了2年的时间期限，每年以60-70万亿的速度扩表，资产购买规模远远超过全面货币宽松时期。二是首次明确对长期利率的调控。日本银行延长了所购债券的到期日，将国债期限结构从不到3年延长至7年以上，长期利率比此前更大幅度地下降。三是更激进的预期引导。与之前的日本行长不同，黑田淡化了通胀失控可能造成的风险，转而向市场承诺，将不惜任何代价实现2%的通胀目标，以彻底改变市场和实体经济的预期。从实施效果来看，日本银行成功将实际利率降低至低于自然利率的水平。包括产出缺口、企业利润、就业市场、工资水平等指标全面转好，通胀在2014年达到3%，这也是自上世纪90年代初以来的最高水平。

**2016年9月：负利率环境下的收益率曲线控制（YCC）。**QQE的实施使得日本经济与通胀水平获得了稳步提高，但由于通缩预期过于顽固，日本的通胀在2014年达到3%的阶段性峰值后，在2015年4月又回落至0%附近。对此，日本银行在2016年的1月和9月分别推出了负利率政策和收益率曲线控制的QQE。日本的负利率政策是将商业银行在央行的活期账户余额中的一部分利率下调至-0.1%，这也是收益率曲线控制的短端利率目标，其增加储蓄的机会成本，有助于刺激消费与投资，进而促进通胀回升。收益率曲线控制（YCC）本身则强化了对长端利率的影响。在此框架下，日本将收益率曲线与市场运作一致的方式保持平坦，除短端利率目标维持在-0.1%外，长端（10年）利率目标将保持在0%附近（变化幅度约为 $\pm 0.25\%$ ）。这一操作的创新之处在于将10年期日本国债收益率设定为操作目标（而非QQE期间的货币基

数)，从而更直接地影响长期利率。

黑田时期的日本央行表现出了非常坚定的用尽一切手段提振经济和通胀水平的决心。截至2022年6月，日本央行的资产负债表规模已经超过700万亿元日元，相较黑田上任时（2013年4月）扩张幅度逾三倍，远远超过早期非常规货币政策的扩表效果——速水优时期的量化宽松和白川方明时期的全面货币宽松（CME）带来的央行资产负债表扩张影响分别仅为44.8%和53.2%。从国债持有规模来看，根据日本央行数据，截至2022年6月底，日本央行持有的日本国债（JBGs）总额达到517.2万亿日元。据三菱UFJ摩根士丹利证券公司估算，日本央行持有日本国债的份额在6月高达50.4%，高出5月的49.7%。而在黑田上任时（2013年3月），日本央行所持国债规模在日本国债总量中的占比仅为11%。

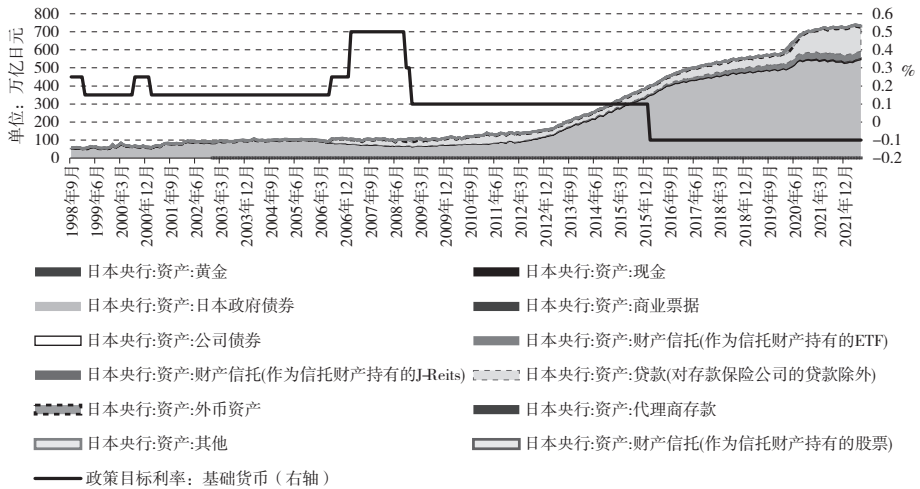


表1 日本银行政策利率与资产负债表（主要资产类目）规模走势

数据来源：日本银行、Wind数据库。

从近期国债购买的情况来看，随着日本10年期国债收益率从年初的0.13%急剧攀升并超过0.25%上限水平，日本银行在2月14日提出将以固定利率（0.25%）无限量购买10年期国债，这也是2018年7月以来首次开展此类



操作，旨在维持当前的收益率曲线目标，遏制市场对其货币政策正常化的猜测。日本银行在3月底、4月底和6月中旬集中采取相关操作，规模和频率依次递增。这也使得今年3月以来，日本银行单月购入的长期国债规模急剧攀升——从年初约5.7万亿日元，到3-5月平均近8万亿日元，再到6月达到16万亿的历史高位。

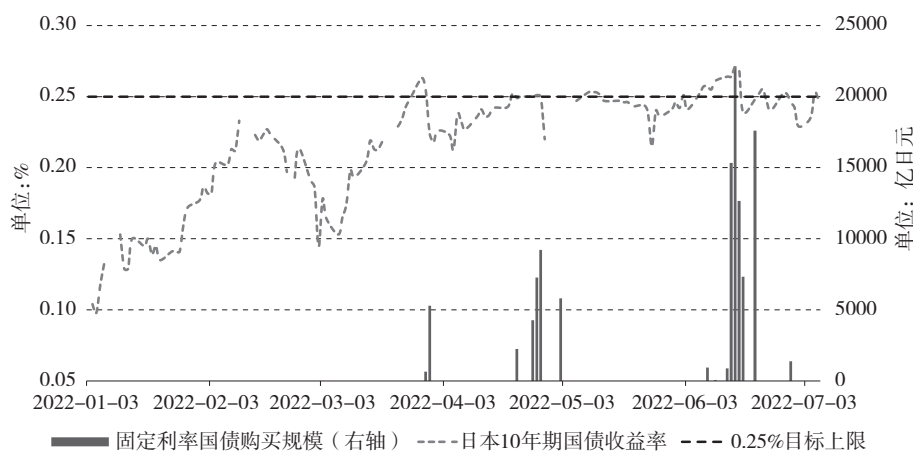


表2 2022年初以来日本10年期国债收益率与日本银行固定利率购买操作  
数据来源：日本银行、Wind。

伴随着固定利率无限量购买操作频发触发，日本银行近期在公开市场上整体国债购买的幅度和频次急剧走高，且呈现出“重长轻短”的新特征。今年3月底至6月底，日本所购国债总规模较去年高出36%。其中，3月31日和6月16日的单日购买规模分别突破2.3万亿日元和3.7万亿日元，远高于平时1.5万亿日元的规模。同期，日本央行在公开市场上的国债购买频率月均在24次左右，远高于去年月均16次的购买频率。从期限结构来看，3月底至6月底期间，日本银行在公开市场上购入的中短期国债（5年期以内）和长期国债（5-10年期及以上）的份额分别为48.7%和51.3%。其中，以固定利率购入的10年期国债占比高达20.4%，扭转了日本银行一直以来“重短轻长”的国债购买倾向。

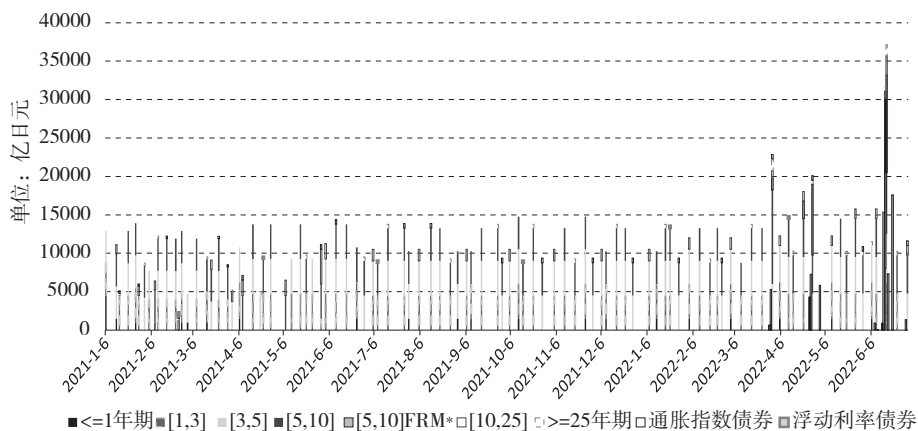


图3 2021年1月至2022年6月日本银行公开市场各期限国债购入规模（成功中标）

数据来源：日本银行。

## （二）在清洁浮动之路上小心翼翼

尽管日本理论上在1973年2月起就实行了浮动汇率制度，但实质上日本仍然保持了多年对日元汇率的管理和主动干预。日本的外汇干预主要有四种模式：一是日本银行作为财务大臣的代理人，根据财务大臣的指示，使用外汇基金特别账户（以下简称FEFSA）进行外汇干预；二是日本银行作为财务大臣的代理人，可以要求外国货币当局代表银行进行委托干预，主要是以日本当局的资金在海外市场进行干预；三是日本银行可能会根据外国货币当局的要求进行干预，也即反向委托干预；四是多个货币当局同时或连续使用各自的资金进行联合干预。

我们对“广场协议”以来日本汇率干预的历史进行了梳理，可以大致分为四个历史阶段。

**1985年至1991年：广场协议后的日元持续升值。**1985年9月22日，美国、日本、联邦德国、法国以及英国的财政部长和中央银行行长（简称G5）在纽约达成“广场协议”，五国政府联合干预外汇市场，诱导美元对日元等主要货币的汇率有秩序贬值，以解决美国巨额贸易赤字问题。“广场协议”签订后，五国在国际外汇市场大量抛售美元，形成市场抛售狂潮，引致美元持续

大幅度贬值，协议签订后的3个月内美元汇率迅速下跌20%。在不到三年的时间里，美元对日元贬值了50%。1987年2月，美国、英国、法国、德国、日本、加拿大、意大利七国财长和中央银行行长在巴黎达成“卢浮宫协议”，采取联合措施，在国内宏观政策和外汇市场干预两方面加强紧密协调合作，以阻止美元币值过度下滑为世界经济带来的不利影响，保持美元汇率的基本稳定。尽管如此，日元仍然持续升值，对日本以出口为主导的产业产生相当大影响，为了维持经济增长和稳定，日本政府开始实施宽松的货币政策，致使随日本国内股价、地价大幅度上升，泡沫经济迅速膨胀。1991年日本泡沫经济破灭，使日本经济陷入了长期的困难境地。

**1991年至2004年：大规模干预的肮脏浮动。**自1991年开始，日本政府采取了有管理的浮动汇率，实际是“肮脏浮动”的汇率政策，通过一系列的干预汇率措施，使汇率维持在其不公开的目标水平，以期使汇率朝着有利于本国经济发展的方向浮动。根据日本财务省公布的汇率干预数据显示，1991年3月至2004年4月期间，共有351天进行干预，共进行其中368笔干预，其中最小干预金额为2003年11月21日卖出1亿日元，最大干预金额为1998年4月10日买入26201亿日元。期间共有330笔买入美元卖出日元，也即将日元向贬值方向干预，总金额约为80万亿日元；共38笔卖出美元买入日元，也即将日元向升值方向干预，总金额约为5万亿日元，在干预次数和金额上都远小于贬值方向的干预。

从图4中可以看出，1991年至2004年期间内所有卖出美元买入日元，也即对日元进行升值干预的行为都发生在汇率在120的水平之上时。Ito (2002)更明确地指出，日本央行的干预多发生在当美元兑日元汇率快速偏离125的长期均衡水平时。换言之，125的汇率水平可能是日本货币当局的隐含汇率目标或“汇率锚”。

细分来看，这一时间段内的干预行为可以分为五个阶段：

(1) 1991年4月至1992年8月，这一阶段日本受全球经济和贸易条件恶化的影响，日元持续贬值。日本央行通过卖出美元、买入日元进行升值干预，效果明显。

(2) 1992年9年至1995年3月，日元大幅升值。在日元持续的升值压力下，日本央行通过买入美元卖出日元进行贬值干预，干预的频率和金额明显提升。

(3) 1995年4月至1997年10月，日元大幅走贬。这一阶段日本央行与美国当局实施联合干预，共同买入美元、卖出日元进行贬值干预，加剧了日元贬值。干预的频率较上一阶段有所减少，但干预金额继续加大。

(4) 1997年11月至1999年1月，日元汇率剧烈波动，先是大幅贬值，美元兑日元汇率在1998年8月达到历史最高点147，此后日元迅速升值。这一阶段主要受亚洲金融危机和俄罗斯金融危机影响，亚洲许多货币大幅贬值，日本央行转为支持日元，通过卖出美元、买入日元从而进行升值干预，并在短期内取得了明显的效果。

(5) 1999年1月至2004年4月，日元又经历了先贬值、再升值的周期。日本央行通过买入美元、卖出日元进行高频率大额度的贬值干预，为典型的肮脏浮动。这一时间段内共有177次干预，占历史干预总数的一半，其中与美联储进行19次联合干预；干预金额总量超过53万亿日元，约占日本历史汇率干预总资金量的2/3，干预频次与规模都为迄今为止的历史之最。



图4 日本汇率干预次数、规模与日元汇率走势对比

资料来源：日本财务省，美联储。

**2004年-2011年：退出常态化干预。**2004年4月之后日本政府采取了“放任市场”的应对策略，取消了对汇率的常规干预。自2004年4月至2010年9月，日本财务省及日本央行再未宣布干预行动。

伴随着2008年全球金融危机的爆发及其后续影响的持续发酵，发达国家都出现了日本泡沫经济崩溃后经历的增长乏力和低通货膨胀困境。美国10年期国债利率从2010年4月的4%急剧下降至8月的2.5%，日本长期利率也从1.4%下降至1.0%。由于美债收益率下降幅度更大，美日利差被动收窄带来了日元的快速升值（白川方明，2021）。然而，这一时期日本自身也深受金融危机冲击，日元升值加剧了出口企业压力和国内通缩隐患。从汇率决策来看，白川方明（2021）指出，由于美欧对日本单独干预外汇市场表明反对立场，考虑到单独干预效果有限，无论是财务省还是日本银行，前期对外汇干预一直持谨慎态度。随着日元持续升值，执政党内部和出口企业要求抑制日元升值的呼声高涨，日本政府率先向日本银行施压，要求采取对策抑制日元升值。但即便日本银行在2010年8月底新增了30万亿日元的公开市场操作，市场舆论仍指责政府和日本银行应对乏力。在此背景下，财务省在9月15日进行了时隔6年半以来的又一次外汇干预，干预规模高达2.1万亿日元，但短期并未取得理想效果。

2011年3月日本发生9.0级特大地震并引发海啸和核泄漏，日本资产受到极大冲击，日本政府于3月18日和8月4日买入美元、卖出日元进行贬值干预，金额分别为6925亿和45129亿日元。但日元仍然持续升值，美元兑日元汇率于10月末达到75.72的历史最低水平（美联储数据）。为了应对汇率急剧升值，七国集团发布联合声明进行联合干预。日本政府于2011年10月31日至2011年11月4日通过买入美元、卖出日元进行大幅贬值干预，干预金额达9万亿日元。这一阶段的干预规模为历史最大，短期内扭转了日元汇率走势，使日元由持续升值转为贬值，稳定了特殊冲击下的外汇市场。

**2011年至今：清洁浮动时期。**2011年之后日本实行了日元清洁浮动政策，至今再未直接干预日元汇率。这一方面跟全球金融危机后，G20等全

球经济协调机制为避免出现竞争性贬值，对不干预外汇市场做出了较强的约定有关。另一方面也是因为日元在这一时期基本处于较为合理的区间，整体处于贬值趋势，与日本的政策目标总体并未产生矛盾。

近期日元出现快速贬值，已经接近历史极值，但日本财务大臣仍表示坚守G7外汇协议。与此同时，日本当局通过传达稳定汇率的信息进行口头干预，但并未取得明显效果。6月23日，在日本央行承诺加大无限量购债以捍卫其收益率目标之后，美元兑日元汇率20年来首次跌破130的水平。

表1 日本干预汇率的事件梳理

时间	事件
1985年	七国集团的前身五国集团签署了广场协议，他们同意美元被高估，将采取行动削弱美元。
1987年2月	七国集团中的六个国家签署了卢浮宫协议，旨在稳定货币并阻止美元的普遍下跌。
1988年1月4日	美元在东京交易中跌至二战后的低点120.45日元。日本银行进行干预以买入美元和卖出日元。
1991年至1992年	日本银行介入支持日元，卖出美元。
1993年	日本银行在一年中的大部分时间里卖出日元以抑制其强势。
1994年4月至1995年8月	美元兑德国马克跌至创纪录低点，兑日元跌至战后低点。美国反复干预，通常与日本和欧洲央行一起，以支撑美元。
1997年至1998年	亚洲金融危机导致日元兑美元汇率在8月贬值至接近148，即使在美国当局加入日本银行购买日元之后也是如此。
1999年1月至2000年4月	日本银行至少卖出18次日元，包括一次通过美联储和一次通过欧洲中央银行，原因是担心日元走强会阻碍经济复苏。日元继续走强。
2001年9月	日本银行在9月11日美国发生袭击事件后进行干预以卖出日元。欧洲央行和纽约联邦储备银行都代表日本央行运作。
2002年5月至6月	日本银行干预卖出日元，通常得到美联储和欧洲央行的支持。日元继续上涨。
2004年3月	为期15个月的遏制日元升值运动结束，日本在干预上总共花费了35万亿日元或超过3000亿美元。
2010年9月15日	日本六年来首次干预货币市场，在美元触及15年低点82.87日元后卖出日元以阻止货币升值。
2011年3月18日	G7国家联合干预以遏制日元走强，当时日元在大地震后飙升至创纪录的高位，原因是人们猜测日本公司将汇回外国资产以支付重建费用。
2011年8月和10月	日本干预以遏制官员担心可能破坏从3月地震和海啸引发的经济衰退中复苏的收益。

资料来源：路透社。



纵观 40 多年来的日元汇率走势，从名义汇率的角度说，除了 1980 年代日元有一个明显趋势性升值的时期，此后日元的名义汇率（无论是对美元的双边汇率还是对一篮子货币的名义有效汇率）始终在一个较大的区间内波动。而从衡量日元竞争力的实际有效有效汇率来说，日元在 1990 年代到达 141.8 的顶点，此后便震荡下滑。至 2022 年 5 月，日元实际有效汇率仅为 1990 年代顶峰的一半左右，相当于日元 1970 年代初的水平。日本通过相对较为平稳的名义汇率和低于贸易伙伴的通胀水平，实现了实质上的贬值，从而有利于保持出口的竞争力。

总的来说，日元贬值符合日本的国内利益，也是决策者和主要利益集团致力达成的结果。第一，日元升值最直接地通过冲击出口造成经济衰退，而日本的出口部门多为传统大型的制造业企业，对汇率决策的话语权和影响力要远胜于得益于升值的进口中小企业和普通消费者（白川方明，2021）。第二，日元过度升值削弱国内生产的盈利能力，促使国内的生产基地外迁，造成国内产业的“空心化”（Belke&Volz, 2020）。第三，日元升值加剧了国内通缩环境。Ito 和 Mishkin（2004）在分析 90 年代日本降息效果不佳的原因时，指出日元升值是阻碍央行扭转通缩趋势的重要原因。Nishizaki 等（2012）进一步指出，日元名义有效汇率升值是导致日本陷入长期通缩（Chronic deflation）的重要原因之一。

因此，在过去 30 多年，日本的货币政策和对日元汇率的干预整体上方向一致，货币政策是扩张性的，汇率干预多数时候的意图是让汇率处于合理区间并且保持竞争力，目的都是让日本经济摆脱“低增长、低通胀”的状态，因此不存在根本性的矛盾。全球低通胀和流动性充裕的外部环境也允许日本这样的政策组合得以持续。但新的全球环境正在给日本的政策组合带来张力。

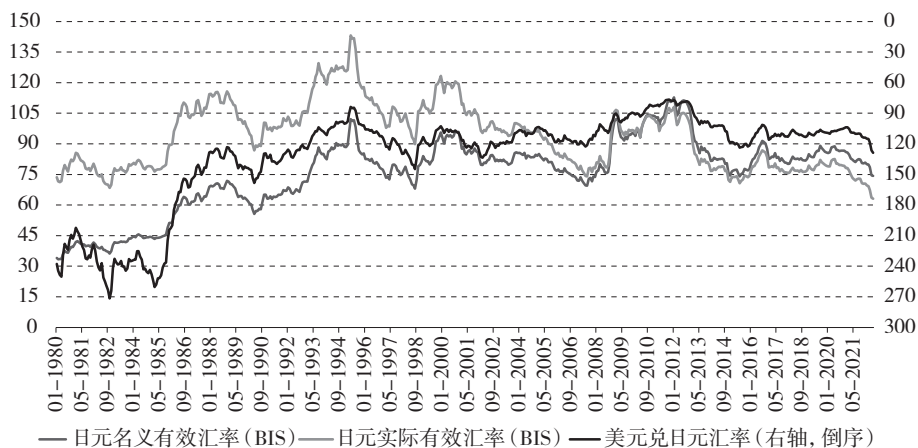


图5 1980年至今美元兑日元汇率、日元名义和实际有效汇率走势

资料来源：国际清算银行（BIS）、美联储。

## 二、全球新环境和日本政策组合的张力

2021年以来，日本国内“低增长、低通胀”的经济环境和其它主要发达经济体进入了40年未有的高通胀环境产生了鲜明的对比。王曲石等（2022）指出，全球可能进入新一轮的滞涨。这种内外环境的对比刚开始的时候体现为日元汇率的急剧贬值。但未来可能体现为市场对日本当前货币政策模式可持续性的怀疑。一旦市场和日本政府和央行发生强对峙，除非全球经济形势发生重大变化，否则不排除日本政府和央行将要面临英国政府和央行在“黑色星期三”时面临的困境。

### （一）对货币政策分化的预期导致了今年以来的日元急剧贬值

在新冠疫情的持续影响和地缘政治冲突加剧的背景下，日本经济复苏乏力。全球大宗商品价格飞涨给日本带来了输入型通胀压力，通胀水平虽有所上升，但尚未传导至核心物价。与美国当前“高增长、高通胀”的宏观经济特征相比，日本的基本面形势稍显乏力。

从经济增速来看，虽然日本实际GDP在2021年二季度实现了7.4%的高位增长，但在此后又重新陷入低增长态势，全年增速为1.7%。2022年一季度，日本的实际GDP同比增速为0.7%，环比增速仅为-0.1%。美国2021年全年实际GDP增速高达5.8%，2022年一季度虽然增速放缓，同比增速仍保持在3.5%的高位。根据国际货币基金组织7月末发布的《世界经济展望》报告，日本在2022年的实际GDP增速为1.7%，美国为2.3%。

从通胀表现来看，2021年，日本全年仍存在通货紧缩，CPI同比增速仅为-0.2%。同期，美国通胀强势走高。从年初的1.4%到3月突破2%的通胀目标，再到年底达到7.1%的高位。今年以来，俄乌冲突在2月底爆发，全球能源和食品价格大幅飙升，3月环比分别增长24.5%和11.3%，对各国形成输入型通胀压力。4月，日本CPI同比升至2.4%，美国更是突破8%，达到40年来的最高水平，并在6月进一步攀升至9.1%。从核心通胀走势来看，美国年初以来除能源和食品的CPI同比增长稳定在6%左右。日本央行关注的核心CPI，即扣除了新鲜食品的CPI，自4月以来同比增长一直稳定在2%之上。

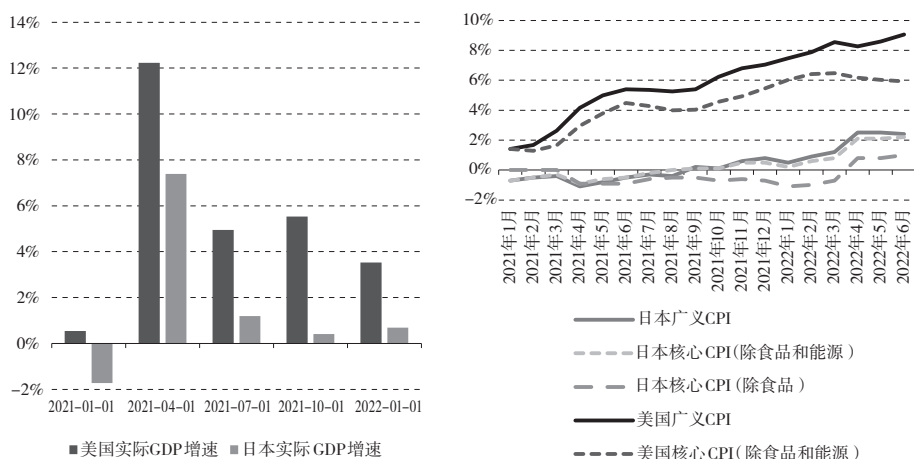


图6 2021年至今美日实际GDP增速与通胀走势

资料来源：圣路易斯联储、克利夫兰联储、日本统计局。

美国强劲的通胀走势使得市场对美联储加快缩表加息的预期不断升温，推动美债收益率连月走高。4月，10年期美债平均收益率为2.5%，较3月抬升62个基点，并创下2021年以来最大的单月增幅。6月14日，10年期美债收益率飙升至3.49%，这也是2011年4月15以来的最高点位。此后有所回落，但仍在3%的水平附近。日本方面，如前所述，央行自3月底以来频繁通过固定利率无限量购债操作，确保10年期日债收益率不超过0.25%，加速了美日利差的分化。与之相对应的是，日元汇率自3月以来加速疲软。日元作为传统的避险货币，在俄乌危机爆发之后仍出现了急剧贬值，核心的因素就是市场对美日的货币政策分化有着强烈的预期，而背后则是两国在通胀和增长上的巨大差异。

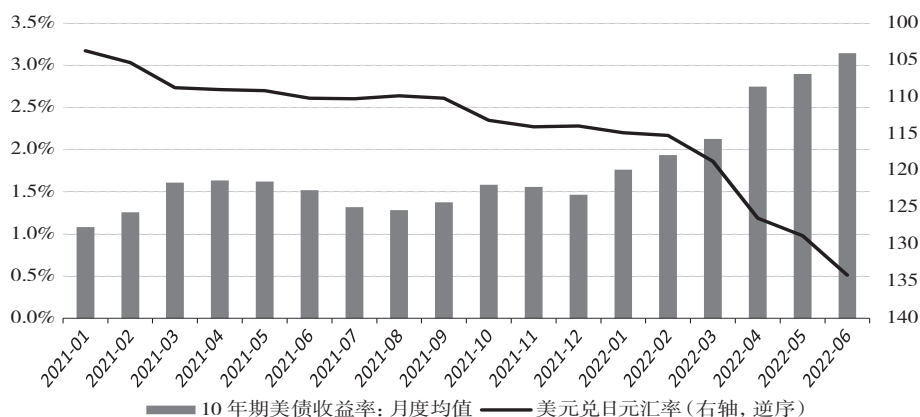


图7 2021年至今10年期美债收益率与日元汇率走势

资料来源：Wind数据库。

从历史证据看，美日利差确实是驱动日元汇率的重要因素。图8回顾了美日利差（本文选取10年期美国国债收益率与10年期日本国债利率之差）与美元兑日元汇率走势。可以看到，美日利差作为日元汇率的重要决定因素之一，近20年来与美元兑日元走势基本一致。从绝对水平来看，当美日利差处于高位时，日元疲软；当美日利差处于低位时，日元坚挺。从变化趋势来看，除1999年至2001年间美日利差收窄和日元走贬同时发生外，此后利差和汇率走势总体呈现出比较清晰的互动规律，即当利差走扩时，日元贬值；利差收窄时，日元升值。

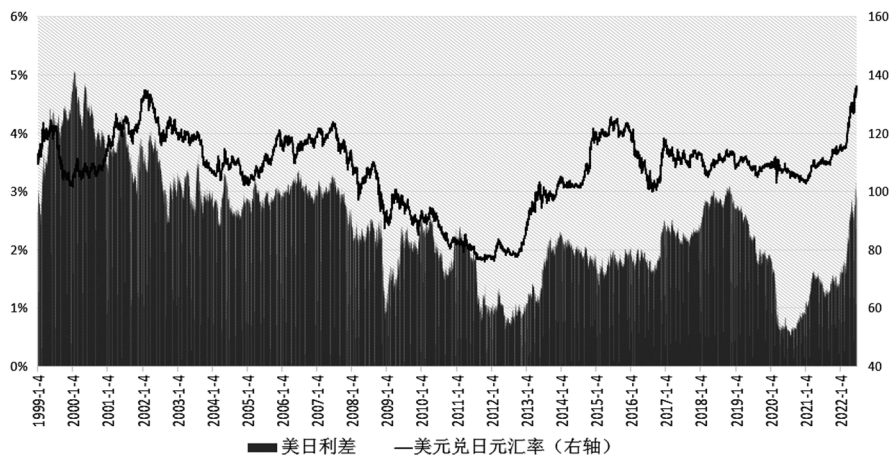


图8 美日利差与美元兑日元汇率走势对比

资料来源：日本财务省，美联储，Wind数据库。

## （二）日本政策张力已现，未来或面临更大考验

近期，日本政策张力已现。一方面，日元贬值速度前所未有。7月19日，美元兑日元汇率贬至139.6，这也是自1998年8月以来的最低点位，较年初115.3的汇率水平贬值幅度高达19.3%，已超过货币危机15%的年贬值临界值（莱因哈特和罗格夫，2012）。从BIS发布的日元实际有效汇率来看（图5），2022年6月，日元实际有效汇率已贬至60.3，这也是近50年来的最低水平。另一方面，10年期国债收益率屡屡冲破0.25%上限。在日元加速疲软的态势下，海外投机者认为日本银行会放弃YCC操作以稳定汇率，纷纷加速做空长期日本国债。从图9可以看出，10年期日本国债收益率在3月底已初现突破YCC目标上限（0.25%）的苗头。6月，伴随着美联储加息的市场情绪在月初逐步升温，至中旬加息靴子落地，做空日债的市场情绪达到顶峰，10年期日债收益率跃升至0.271%，这也是日本自实施YCC以来所达到的最高点位。全月，10年期日债收益率有15天超过0.25%目标上限。

与此同时，日本银行也显示出捍卫收益率曲线目标上限的决心，自3月底以来频繁以0.25%的固定利率无限量购买10年期国债，以遏制长端利率快

速上升趋势。日本央行在3月、4月和6月以固定利率购买的10年期国债规模分别为7435亿日元、2.9万亿日元和7.8万亿日元。央行单月购入的长期国债总规模在6月创下16万亿日元的历史高位，而上一次的峰值还要追溯至2016年4月，其规模尚不及12万亿日元。

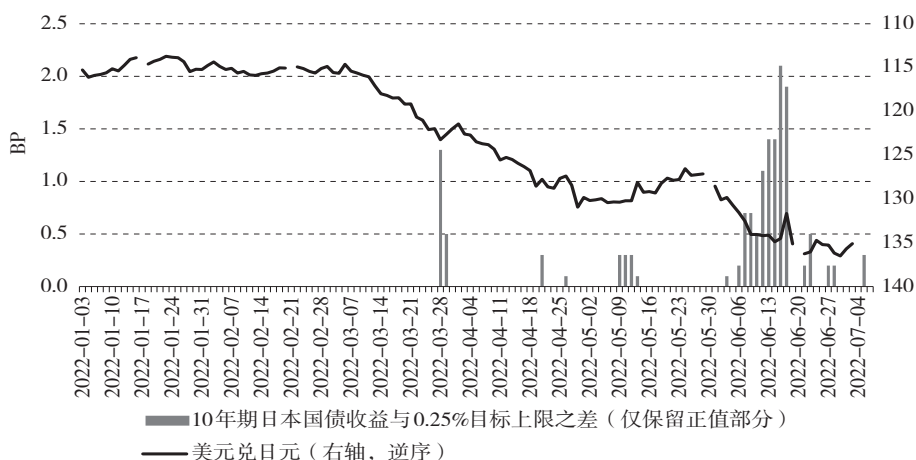


图9 2022年初至今美元兑日元汇率与10年期日债收益率超过目标上限的情况

资料来源：Wind数据库。

日本多年以来，特别是“安倍经济学”以来实施的极为宽松的货币政策和乐见日元汇率保持竞争力的货币政策框架能否在新的环境下可持续，取决于以下几个关键问题的答案：

第一个需要考虑的问题是，输入型通胀对日本国内物价的影响是否具有持续性？日本银行实施收益率曲线控制（YCC）和大规模资产购买（QQE）的重要目标，就是为了实现“通胀超调承诺”，即确保可观察的CPI同比增速超过2%并以稳定的方式持续下去。但若CPI物价指数能够长期保持在2%之上，YCC与QQE的合理性将面临挑战。换言之，日本货币政策框架将面临根本性的调整。

目前，日本主要受输入型通胀影响，国内广义CPI和核心CPI（除新鲜食品）的同比增速自4月以来都稳定在2%之上，6月两者分别为2.4%和2.2%。



日本银行行长黑田东彦在6月6日的讲话中强调，当前日本的通胀水平虽然已经达到2%之上，但主要受（海外）能源价格上涨影响暂时达到2%，并不代表实现了“价格稳定目标”。在日本官方看来，随着能源价格回落，日本国内的通胀压力也逐步趋缓。但仅凭能源价格走势判断日本国内通胀走势也存在局限性。第一，如果外部的通胀水平一直高企，比如美，欧一直是6%以上的通胀，日本这样一个高度开放的经济体能否独善其身？第二，就日本国内来看，能源价格上涨的压力也在逐步传导至其他商品领域。除食品和能源以外的核心通胀率虽然不高，但上升势头较快，6月同比增长1.0%，较上个月上升0.2个百分点，在日本所有的通胀指标中同期增幅最大。此外，通胀的影响范围正在逐步拓展。今年上半年，日本CPI同比增速超过2%的物品类别也从20项逐步扩大至33项，在所有物品类别中的占比从28%上升至46%。简而言之，日本的“暂时性”通胀如果也像欧美一样变成持续性的通胀，将挑战目前日本货币政策的合理性基础。

第二个值得考虑的问题是，汇率贬值如何向国内通胀传导？从原理上看，一国货币贬值一方面导致生产性产品价格上涨，推高企业生产成本，迫使企业抬高最终产品价格；另一方面导致消费性进口商品价格上涨，推升居民生活成本，并带来工资上涨的诉求，同样也提高企业开支和最终产品价格。两方面的因素共同推动进口价格上涨的影响逐步拓展到其他领域，引起全社会层面物价的上升。

从过去经验来看，日元贬值的影响更直接地体现在进口价格方面，对国内物价传导的影响有限。如图10所示，日本进口价格指数与美元兑日元汇率走势的相关性在2004年之后不断加强。特别是2016年之后，进口价格与汇率走势几乎保持同步波动。汇率贬值，进口价格随之抬升，反之亦然。然而，日元贬值对日本国内物价的影响却相当有限。1995年4月至2022年6月，日元实际有效汇率跌幅接近60%，但名义CPI和核心CPI（除食物）同期仅增长6.0%和5.3%。

从近期表现来看，日元贬值已对国内生产成本造成较大的上行压力。2021年中以来，伴随着日元汇率急剧疲软，日本进口价格指数大幅攀升，能

源、食品、原材料等进口商品的成本急剧上涨，对国内物价形成挤压。结合近期日本央行发布的数据来看，截至2022年6月，日本的进口价格指数同比已保持15个月的两位数增长。受近期俄乌冲突影响，日本在4-6月的进口价格指数同比走势更是保持在40%以上的高速增长，且逐月走高。从日本的PPI走势来看，环比已保持19个月的正增长，同比从2021年3月的0.99%至年底达到8.85%，2022年初以来基本保持在9%以上的高位。



图10 日本进口价格指数与美元兑日元汇率走势对比

资料来源：Wind数据库。

就目前来看，日本高企的生产成本尚未完全传导至物价层面，企业利润和工资空间持续受到挤压。正如日本前外汇政策负责人中尾武彦（Takehiko Nakao）近日在接受采访时表示，目前一些日本公司正在遭受“痛苦”，因为他们无法将不断上涨的成本转嫁给消费者，这意味着他们不得不牺牲盈利能力和工人工资。但若日元持续大幅疲软，进口和生产成本不断高企，日本企业是否会因为出于生存需要提升终端价格？又或是居民是否会因为工资无法支付不断上涨的日常开销而抱怨渐长，并最终转化为政治诉求对政府施压？事实上，日本政府和央行也在近期的讲话中透露，若持续上涨的物价引发的民怨日趋强烈，还是会考虑调整当前的通胀政策。

第三个值得考虑的问题是，美国的加息进程是否会对YCC产生新的冲击？如前所述，美日利差走扩是市场投机者做空日元和日债的重要驱动，而美债收益率很大程度上取决于市场对美国通胀和联储加息走势的预判。就目前来看，美国短期通胀压力犹存，但市场似乎认为美国经济将出现衰退，因此市场预计联储加息将在今年下半年达到峰值，并在明年下半年重回降息周期。即便如此，下半年美联储加息事件对日本的冲击仍然不可低估。表2是芝商所预测的美联储加息概率。由于美国劳工统计局8月5日公布的7月非农就业数据远超预期，市场预测9月加息75个基点的概率也从此前的26%增加至68%。11月和12月也将有非常大的概率先后加息25个基点。换言之，美联储今年以来在加息225个基点之上，还将有较大的概率再加息125个基点。无论是从加息的幅度和速度，还是从联邦基金利率的绝对水平来看，日本正面临着YCC推出以来最严峻的利差压力。而且，如果市场低估美国的通胀走势，美联储在2023年仍将维持加息进程，日本央行的YCC操作将面临更为严峻的挑战。

表2 芝商所（CME）预测的美联储加息概率

MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2022/9/21	0.0%	32.0%	68.0%	0.0%	0.0%			
2022/11/2	0.0%	0.0%	18.0%	52.3%	29.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	4.3%	26.1%	46.9%	22.7%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	3.2%	20.6%	41.7%	28.8%	5.7%	0.0%
2023/3/15	0.0%	0.0%	2.9%	19.1%	39.8%	29.9%	7.7%	0.5%
2023/5/3	0.0%	0.6%	6.1%	23.1%	37.9%	25.6%	6.3%	0.4%
2023/6/14	0.2%	2.9%	13.5%	29.5%	32.6%	17.2%	3.8%	0.2%
2023/7/26	1.3%	6.9%	19.4%	30.7%	26.9%	12.2%	2.5%	0.1%

图源：芝商所FedWatch Tool（访问时间：2022年8月7日）

第四个值得考虑的问题，也是日本当前面临的核心问题，即全球经济环境是否已经由低通胀转向高通胀？当前，全球正在面临“高通胀”与“高利率”并存的严峻形势。国际清算银行在6月26日发布的最新年度报告中指出，当前，由新冠疫情和俄乌冲突引发的供给危机和大宗商品价格上涨，已经演变为更大范围内的物价上涨。截至2022年4月，全球已经有四分之三的经济体通货膨胀超过5%。BIS在报告中指出，不同于低通胀环境具有自我稳

定的功能，高通胀具有自我实现、自我强化的效果。央行若能采取及时灵活的货币政策安排，低通胀转化为高通胀的可能性将大大降低。随着越来越多的央行采取货币紧缩以应对不断高企的通胀水平，全球正逐步从低利率环境过渡至高利率环境。图 11 展示了 *Financial Times* 跟踪的 55 家央行的加息情况。可以看到，今年以来主要央行的加息幅度达到 20 年以来的最高水平。仅 4-6 月期间，55 家央行共加息 62 次，加息幅度至少超过 50 个基点。

外部环境的转变会对日本货币政策框架产生十分深刻的影响。黑田时代的超常规货币政策框架是基于低通胀环境、零利率下限的前提建立起来的，汇率保持竞争力与货币政策的调控方向并不违背。如果转为了“高通胀、高利率”的全球环境，日本银行继续坚持 YCC 的操作，则可能会加大日元贬值压力，进而转为通胀压力。但如需要支持日元，则似乎难以始终坚持 YCC，很难在日本与国外利差巨大的情况下保持日元汇率的稳定。总之，高通胀和高利率的外部环境，如果有一样向日本国内传导，就会对 YCC 的合理性形成挑战。日本作为一个开放的经济体，是否能在高通胀和高利率的外部环境下成为一个低通胀和低利率的“孤岛”，这将是市场和日本央行未来博弈的关键。一旦市场认为高通胀和高利率将向日本国内传导，市场和日本央行就可能进入“强对峙”的状态。

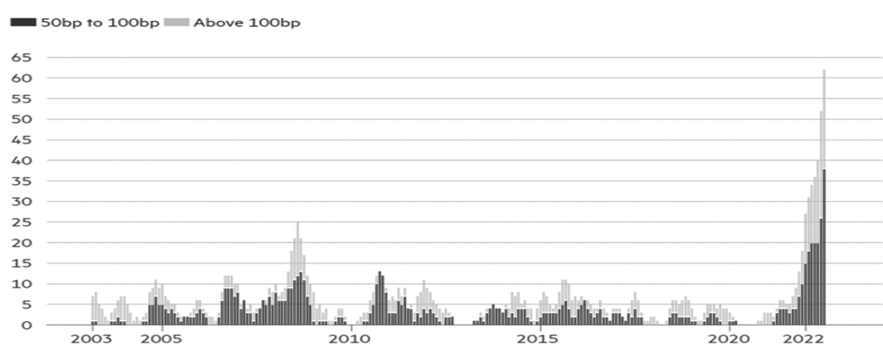


图 11 近 20 年来全球主要 55 家央行政策利率环比增幅

图源：Financial Times，数据来源：Refinitiv

注：深灰色代表了一次性加息 50-100 个基点的政策操作次数，浅灰色是加息超过 100 个基点的政策操作次数。

让事情更为复杂的是，相较于单纯的资产购买（QQE），YCC存在难以退出的问题。一方面，央行一旦退出YCC，市场将要重新定价。这个过程可能引发无序调整，甚至出现超调的情形，引起比较大的市场波动。以澳央行为例，2021年下半年，伴随着通胀上升和失业下降，澳大利亚的主要市场利率大幅走高，澳央行设置的收益率目标在压低澳洲总体利率结构方面的有效性大幅下降。澳央行最初通过购买国债来维护收益率目标，但由于市场抛售量太大，央行在10月28日放弃接盘，澳洲短期国债价格暴跌、收益率飙升，投资者血亏，澳央行声誉受损（RBA，2022）。另一方面，国债收益率上升将损害央行和养老金等相关主体的资产负债表，退出过程未必能一帆风顺。图12是日本经济研究中心（JCER, 2018）针对央行退出YCC情景的成本收益测算。JCER以2023年为退出时点，指出日本银行在第二年（2024年）就将面临亏损，至2026年亏损将高达5万亿日元，至2031年才开始止跌回升。前期损失总额将高达19万亿日元左右。至本世纪中叶，净收益仅为12.5万亿日元。在预测时段内，日本央行始终无法弥补其损失。此外，养老金机构作为日本国债的主要持有主体，市价下跌也将使这类机构遭受巨额损失。

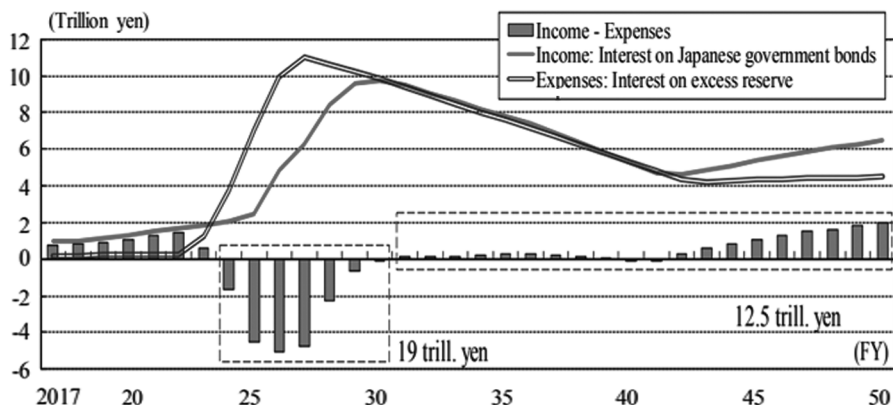


图12 日本央行2023年退出YCC情景下的盈亏预测

图源：Fueda-Samikawa and Takano (2018)。

### 三、日本利率和汇率无序调整的最大危险在于外溢效应

一旦市场开始再度怀疑日本政策的可持续性，市场调整可能会比较剧烈，或者是日元新一轮的贬值，或者是国债价格下跌，或者两者都发生。虽然日元和日债大幅调整对日本的影响尚且可控，但是对东亚和欧洲主要货币和金融市场的外溢效应不容忽视。我国目前也是全球少数还没有收紧货币环境的国家，日元与日债的不确定性走势将对人民币汇率和我国金融市场形成直接或间接的连带冲击和外溢影响，需要未雨绸缪，提前防范。

#### （一）日元和日债大幅调整的情形对日本本身影响或有限

首先，日本的净资金输出国和净债权国的地位使得日本可以较好承受日元和日债调整带来的压力。日本多年来保持经常账户的顺差，对应的是金融账户对外输出资金，不断积累对外债权。图 13 显示，日本的对外债权近 20 年来呈爆发式增长，截至 2022 年一季度，净债权总额已高达 2.8 万亿美元。债务国和需要外部融资的国家在出现货币贬值和债券价格下跌的情况时，很可能出现偿债困难和外部融资困难的情形，当前不少新兴和发展中经济体就在美国加息

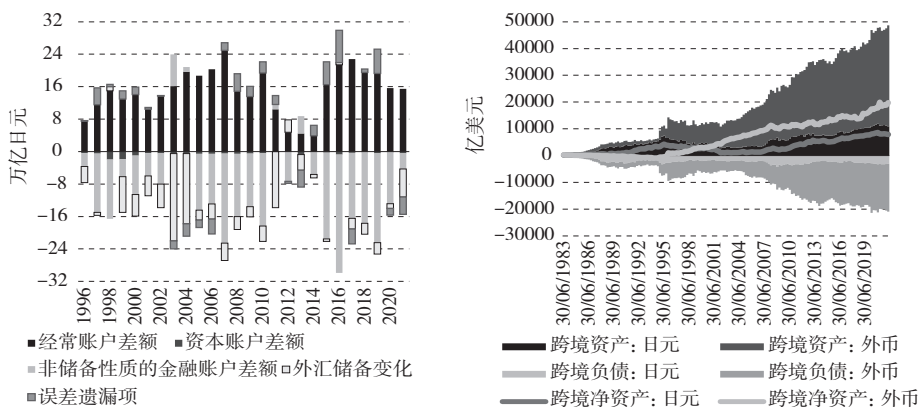


图 13 日本国际收支与跨境债权债务走势

数据来源：日本财务省、BIS。



和美元强势的背景下面临这样的问题。但日本是债权国和对外提供融资的国家，如果日元和日债出现调整，虽然不排除个体的企业和机构面临压力，但日本这个国家作为一个整体并不会存在偿债困难或者融资困难的问题。

其次，政府部门债务风险敞口可控。图 14 显示，日本国债的持有者主要是央行和国内金融机构。截至 2022 年一季度，日本央行所持份额高达 48.2%（6 月据市场预测已上升至 50.3%），其次为国内的保险机构（20.2%）和商业银行（14.9%）。外资所持份额仅为 7.6%，其在所有官方债券（包括 JGBs 与 T-Bills）中的持有份额也不过 13.6%。虽然政策逆转可能导致持有日债头寸较高的央行和国内金融机构面临亏损，但这类债务从性质来看属于内债，风险总体可控。从外债来看，目前日本的公共部门仍然拥有较为充裕的短期债务清偿能力。截至 2021 年末，日本政府部门（政府和金融主管当局）的短期外债规模仅为 GDP 的 30% 左右，而日本的外汇储备则能够覆盖超过 300% 的短期外债。值得一提的是，日本短期外债中外币的比重不断下降，近几年均未达到 40%。

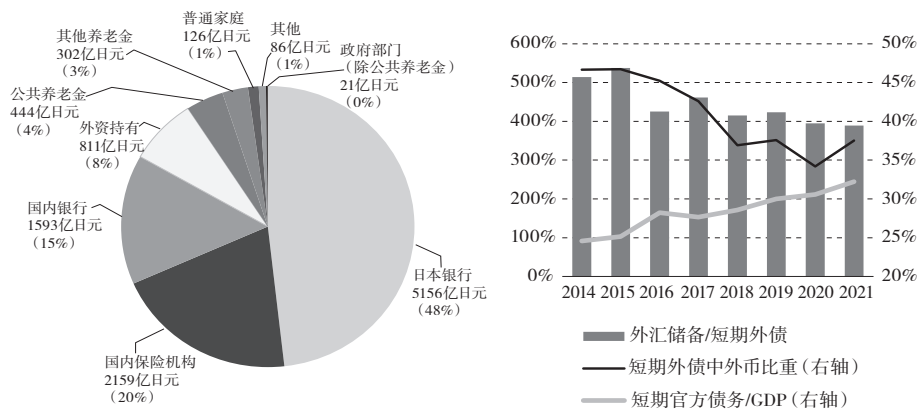


图 14 日本国债持有者结构与短期外债清偿力

数据来源：日本金融厅（Financial Service Agency, FSA）、日本央行。

第三，日本的金融机构也显示出较高的稳健性。其一，银行部门自身较为稳健。一方面，日本银行业资本充足率较高，盈利能力尚可，风险抵补能力充足。根据日本金融厅发布的最新数据，截至 2022 年一季度，日本主要银行和区域银行的总资本充足率（CAR）分别为 15.72% 和 13.41%，同比分别下

降1.26和0.66个百分点，但都远高于8%的巴塞尔III监管要求。同期，两类银行的净收入同比分别增长28.6%和20.6%。另一方面，日本银行业近年来不良率持续下降，资产质量优于其他发达经济体。近20年来，日本银行业的不良率持续走低，从本世纪初接近9%的高位至近年来基本保持在1%以内。疫情暴发后，不良率从2019年的0.6%小幅爬升至2021年的0.7%，但仍远低于同期美国（1.3%）和欧洲（2.1%）同行的水平。

其二，主要银行的外汇资产负债结构较为匹配，对外融资能力也较为稳定。从日本主要银行的外汇资产负债结构来看，资产端由于贷款占比超过50%，流动性较差。负债端主要由存款（40%）及其他流动性较高的货币掉期、公司债、大额存单和商业票据等项目构成。因此，负债端的流动性管理对于支撑稳定的外汇融资能力至关重要（Ryo等，2021）。日本银行在2022年4月发布的《金融体系报告》中指出，日本主要银行近年来对于美联储加息情景已经积累了比较丰富的应对经验。如图15所示，疫情暴发后，日本的外汇贷款与外汇存款均出现明显下降（左图）。2021年中之后，贷款有所回升，但存款仍在下降。为确保对外融资的稳定性以实现海外收益的最大化，日本主要银行通过加大对外汇活期存款的部署，比较有效地缓冲了外资大幅减持定期存款对外汇流动性的冲击（右图）。

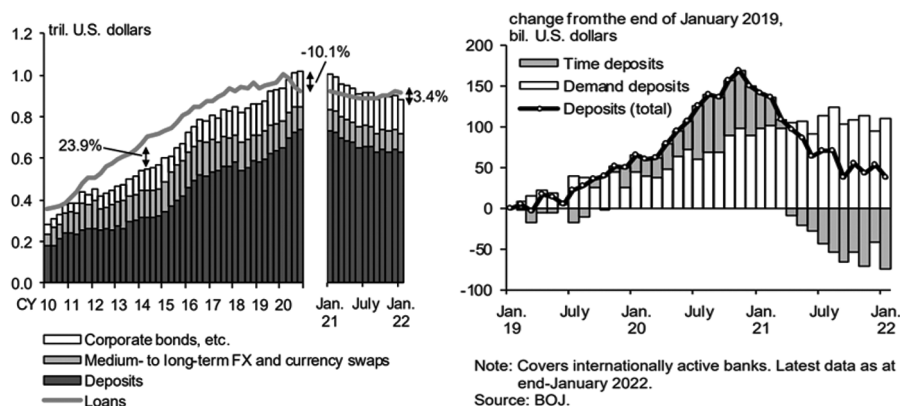


图15 日本主要银行外汇资产负债表与外汇存款走势

图源：日本银行《2022年4月金融体系报告》。

其三，日本的非银金融机构也体现出较强的稳健性。譬如，保险类机构韧性较强。日本寿险机构在疫情冲击的两年里始终保持净盈利，2022年一季度净收入达到192亿日元，较2020年一季度净增67亿日元。其他保险机构同期净增38亿日元。从稳健性来看，寿险及其他保险机构在2022年一季度的边际清偿能力比率分别为993.4%和764.0%，虽较上年同期略有下降，但都远高于200%的临界值。又譬如，养老金机构的本外币资产摆布渐趋平衡。以日本政府养老投资基金（GPIF）为例，2012年日本债券在其资产组合中的占比高达60%，但GPIF近年来采取了四等分的投资方式——平分其本国和全球市场资产、平分股票和债券市场。不管日元贬值还是升值，汇率风险都能在内部实现对冲，安全性和盈利性目标得以更好地兼顾。

因此，总的看来，日元和日债的调整对日本经济和金融稳定的影响是有限的，其更主要的影响可能还是外溢效应。

## （二）日本利率和汇率无序调整的外溢影响不容忽视

第一，“以邻为壑”和高通胀背景下的“反向货币战争”。总体来看，日元贬值会有两种负面外溢效应。第一种是“以邻为壑”效应。日元贬值将对其他主要出口经济体的货币形成贬值压力，这里包括东亚地区的货币和欧元。如表3所示，目前，中美日韩以及部分欧洲国家是全球最重要的出口经济体。日元大幅贬值使美元更显坚挺，这也使得东亚的货币以及在贸易上与日本存在竞争关系的货币如欧元等，都将面临贬值压力。如果不贬值，该经济体的货币也将变得相对强势，进而牺牲出口竞争力，这对疫情以来以出口为主要驱动的经济体（如韩国等）而言，无疑是对经济的重大冲击。高盛前首席经济学家Jim O'Neil甚至断言，若日元兑美元汇率贬至150，将再次引发亚洲金融危机。但也有观点认为，近20年来，日本出口在全球和亚洲地区的份额大幅降低，再次引发亚洲金融危机的可能性大大降低。即便如此，日元对其他主要出口国的贬值压力仍不容忽视。从图16可以看出，今年上半年，主要出口型经济体货币在俄乌冲突和美元走强背景下纷纷走贬，但日元呈现出明显的领跌地位。特别是对于出口份额与日本相差无几的韩国，其汇

率走势与日元保持相当高的同步性。不排除在极端情形下，日元失守仍将引发风险情绪传染，在主要出口经济体之间触发多米诺骨牌式的竞争性贬值效应。第二种是高通脹背景下的“反向货币战争”效应。如果日元贬值带动其它货币共同贬值，这些经济体输入性的通脹压力会进一步加剧。在高通脹的背景下，可能会引发所谓的“反向货币战争”，即各国央行不得不采取加息等措施来避免贬值，但副作用是这会进一步抑制经济增长，在当前全球经济已经明显放缓的情况下，这将使这些经济体面对的滞涨风险更趋严重。

表3 全球和东亚地区主要出口经济体排名

	2019年全球主要出口经济体(份额)		2019年东亚及太平洋地区的主要进口伙伴(份额)		2020年“东盟+3国”的主要进口伙伴(份额)	
1	中国	13.9%	中国	16.5%	中国	16.5%
2	美国	8.5%	美国	7.9%	美国	7.7%
3	德国	7.4%	日本	7.0%	中国台北	7.6%
4	日本	4.3%	韩国	6.1%	日本	7.2%
5	韩国	3.2%	澳大利亚	4.0%	韩国	6.6%
6	法国	3.1%	马来西亚	3.7%	澳大利亚	3.9%
7	意大利	2.8%	德国	3.7%	马来西亚	3.7%
8	墨西哥	2.7%	泰国	2.9%	越南	3.2%
9	荷兰	2.6%	新加坡	2.9%	新加坡	2.9%
10	加拿大	2.5%	越南	2.7%	泰国	2.8%

数据来源：世界银行WITS数据库、亚洲开发银行。

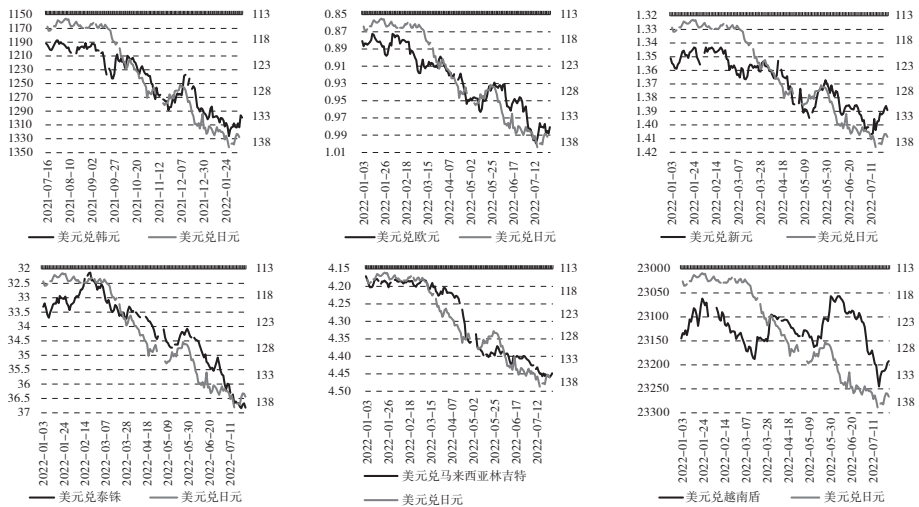


图16 2022年初以来主要出口型经济体货币走势

数据来源：Wind。

**第二，金融市场动荡的溢出。**目前，日元是世界第三大周转货币，也是全球套息交易（carry trade）最主要的融资货币之一。日本国债及其利率也是重要的金融资产和基准利率。日元和日本国债价格如果出现无序调整，可以通过汇率震荡，债市调整，机构大规模的调整仓位进而可能影响各种资产价格。这种调整极有可能引发全球金融市场的共振，造成全球汇市、债市和股市的波动。一些脆弱的金融机构和国家则可能风险暴露。

**第三，对中国的影响。**目前，中国是除日本外少数仍未收紧货币政策的主要经济体之一，人民币汇率在强势美元的背景下也表现出了高度的韧性。未来，如果日元和日债出现调整，人民币可能会面临新一轮的贬值压力，境内国债收益率可能面临上行压力，股市也可能会面临调整压力。这种变化无疑会增加中国经济和宏观政策面临的约束以及复杂性。换言之，如果日本无法维持低利率的扩张性货币政策，下一步经受考验的很可能就是中国的货币政策和人民币汇率。

最终，日本是否会面对日元和日债的大幅调整取决于两个因素：第一、全球是否进入了高通胀和高利率的时期；第二、高通胀和高利率是否会向日本国内传导。这两个条件同时满足并不容易，至少从目前金融市场定价看，金融市场尚不相信这两个条件会同时满足。但当前与过去30年的任何时候相比，同时满足上述两个条件的概率都是最高的。

虽然在黑田任期内也许很难看到央行退出YCC的可能性，但日本银行副行长雨宫正义（Masayoshi Amamiya）近日表态，日本银行必须提前考虑如何采取合理方式退出超宽松政策。雨宫也是明年4月黑田卸任后竞争央行行长的有力人选之一。财务省负责发行日本国债的部门负责人斋藤道夫（Michio Saito）近日指出，央行目前坚持的收益率曲线控制目标（上限）不会永远持续下去，财务省必须为央行退出购债计划、未来更多私人投资者参与交易做好准备，比如采取措施以提高日本国债市场的流动性等。因此，对于我国而言，必须得对可能发生的日元和日债的调整及其溢出效应做好准备。

**第一、政策的优先项排序应该是增长-通胀-汇率。**未来一个时期，我国

面临的形势有可能和日本类似，即经济增长尚面临一定压力，通货膨胀会有所上升，人民币汇率存在调整的可能。特别是如果日本出现了较为显著的利率和汇率调整，我国面临的压力则会更为显著。在面对上述多难局面时，需要抓住主要矛盾和矛盾的主要方面。保持经济增长处于合理区间是当前和未来一个时期的主要任务，这就需要我们适度提高对通胀的容忍度，同时做好对弱势群体的适当补助。人民币CFETS汇率指数目前处于2014年以来较高的时期，如果人民币汇率发生适度调整，只要外汇市场仍然平稳有序，就不需要过多关注汇率的具体水平。

**第二、汇率的有序调整仍是应对外部冲击的自动稳定器。**人民币汇率经历了“破七”，以及此后在较大区间内的波动，证明了不应对汇率波动再有“恐惧”心理。在面对外部冲击时，汇率如果不调整，国内的物价和资产价格就需要进行更大的调整，反而会带来国内经济和金融的不稳定。当然，汇率如果出现无序调整，会存在金融稳定风险，但我国目前已经有了比较丰富的应对汇率和资本流动异常波动的工具箱和经验，可以适时使用这些工具，保证市场有序运行。我们的目标应该是，允许汇率因为外部冲击有序调整，寻找新的均衡，从而发挥自动稳定器的作用。我们要避免的是，人为预设关键点位，最终导致金融和外汇管理部门和市场发生强对峙，最终要依赖行政手段维持市场秩序。

**第三、应该加强国际政策协调。**如果没有国际政策协调，全球经济和金融市场在未来一个时期很可能要经历不必要的大幅波动。许多经济体，特别是新兴和发展中经济体，会面临危机。当前可能是G20机制在全球金融危机和欧债危机后最需要发挥作用的时刻。虽然全球政治环境不尽人意，但加强国际政策协调符合所有国家的利益，是一个多赢的局面。G20和许多区域合作平台（如中日韩和东盟的“10+3”机制）都可以发挥各自的作用。我国作为全球第二大经济体，应该积极推动和参与国际政策协调，实现全球经济金融有序调整，减少外溢效应。



参考文献

- [1] 白川方明. 动荡时代: 白川方明亲历日本经济繁荣与衰退的39年[M], 裴桂芬、尹凤宝译, 北京: 中信出版社, 2021.
- [2] 卡门 M. 莱因哈特、肯尼斯 S. 罗格夫. 这次不一样: 八百年金融危机史[M], 蔡相、刘晓锋、刘丽娜译, 北京: 机械工业出版社, 2012.
- [3] 管涛. 市场要警惕的是日债熔断, 而非日元急贬[N], 第一财经. 2022-06-20.
- [4] 侯嘉成. 日元对美元币值创24年来新低日本央行会出手干预汇率吗? [N], 澎湃新闻. 2022-06-23.
- [5] 苏桂富、赵永亮、姚又文. 央行干预效应之日本证据: 1991-2004[J]. 上海金融, 2008(2):6.
- [6] 王曲石、杨悦珉、朱鹤. 为全球滞胀到来做好准备[R], NFR 工作论文, 2022-6-16.
- [7] 温军伟、孟夏. 2004年以来日元汇率干预情况及启示[J]. 国际金融, 2012(5):4.
- [8] Aoki Ryo, Antoku Kunimasa, Fukushima Shunsuke, Yagi Tomoyuki, Watanabe Shinichiro. *Foreign Currency Funding of Major Japanese Banks – Review of the March 2020 Market Turmoil*. Bank of Japan Review, October 2021.
- [9] Ben S. Bernanke. *Some Reflections On Japanese Monetary Policy*. For presentation at the Bank of Japan, May 24, 2017. [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/05/es\\_20170523\\_bernanke\\_boj\\_remarks.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/05/es_20170523_bernanke_boj_remarks.pdf)
- [10] Bank of Japan. *Financial System Report*. April 2022.
- [11] Bank of Japan. *Outlook for Economic Activity and Prices (The Bank's View)*. 2022-7-21.
- [12] Bank of Japan. *Outline of the Bank of Japan's Foreign Exchange Intervention Operations*. Financial Markets Department Foreign Exchange Division. July 2000 (Revised on March 2018).
- [13] Bank of Japan. *Statement on Monetary Policy*. 2022-7-21.
- [14] BIS. *Annual Economic Report*. June 2022. <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e.htm>
- [15] Feenstra, Robert C., Robert Inklaar and Marcel P. Timmer, "The Next Generation of the Penn World Table" *American Economic Review*, 105(10), 3150-3182. 2015



- [16] Hiroshi Nakaso. *Evolving Monetary Policy: The Bank of Japan's Experience* (Speech at the Central Banking Seminar Hosted by the Federal Reserve Bank of New York), 2017-10-18. [https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen\\_2017/ko171019a.htm/](https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2017/ko171019a.htm/)
- [17] Ikuko Fueda-Samikawa, Tetsuaki Takano, *The Boj's Monetary Policy Dilemma—Fear That Whether the BOJ Heads For An Exit or Maintains Monetary Easing, It Will Put a Burden on The Nation*, JCER, 2018-04-06.
- [18] Ken Kuttner. *Monetary Policy during Japan's Great Recession: from Self-induced Paralysis to Rooseveltian Resolve*, PIIIE Briefing 14-4, 2014.
- [19] Kuroda Haruhiko. *The Bank's Thinking on Monetary Policy: Toward Achieving the Price Stability Target in a Sustainable and Stable Manner*. Speech at the Kisaragi-kai Meeting in Tokyo. 2022-6-6.
- [20] Reserve Bank of Australia. *Review of the Yield Target*. 2022-6-21.
- [21] Reuters. *History Of Japan's Intervention In Currency Markets*. 2022-6-10.
- [22] Reuters. *Japan Must Prepare for Eventual End to BOJ's Yield Cap, Says MoF Executive*. 2022-8-4.
- [23] Robert McCauley and Kazuo Ueda. *Government Debt Management at Low Interest Rates*. BIS Quarterly Review. 35-51, 2009.
- [24] Sophia Rodrigues. *Australia's Move To End Yield Curve Control Exposes The Policy's Flaws*, Financial Times, 2021-11-10.
- [25] Takatoshi Ito. *Is Foreign Exchange Intervention Effective?: The Japanese Experiences in the 1990s*, NBER Working Paper 8914, April 2002.
- [26] Takatoshi Ito and Frederic S. Mishkin. Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem, in the volume of *Monetary Policy under Very Low Inflation in the Pacific Rim*, NBER-EASE, edited by Takatoshi Ito and Andrew K. Rose, Volume 15. University of Chicago Press. 2006.
- [27] Tania Chen. *Yen at 150 May Risk Rerun of Asia Financial Crisis, O' Neill Says*. Bloomberg, 2022-6-9.
- [28] Valentina Romei and Tommy Stubbington. *Central banks embrace big rises to bolster currencies and fight inflation*, Financial Times, 2022-7-17.

## **Another Black Wednesday? *Japan's Monetary Policy and Yen Exchange Rate***

WANG Qushi, YANG Yuejin, ZHU Xiuye

**Abstract:** For many years, Japan has gradually ratcheted up its highly accommodative monetary policy, until yield curve control with unlimited purchase of Japanese Government Bonds. The yen exchange rate regime has gradually evolved toward clean float, the real effective exchange rate of Japanese yen was on a generally declining course in the past 30 years. Japan could sustain such a policy combination in a global low inflation and low interest rates environment. Currently, the global economy may have entered a period of high inflation and high interest rates. Just like high inflation and interest rate hikes by Bundesbank triggered “black Wednesday” in UK, Japan’s monetary policy and yen exchange rate are facing tensions under the new environment. If either high inflation or high interest rates start to transmit into Japan’s domestic economy, the current policy framework would face severe strains. Disorderly adjustments of yen and JGB market could not be ruled out, with significant negative spillovers. Therefore, preparations should be made for such an eventuality.

**Key Words:** Monetary Policy, Exchange Rate, Yield Curve Control