

日元大幅贬值下的日本经济

——近期日本经济金融热点及展望

◎王哲

摘要: 2022年以来,伴随全球能源价格飙升及欧美各国逐渐进入加息进程,日元汇率跌至近24年低点,日元兑美元汇率较2021年年末总体下跌超20%,引发外界对日本经济和金融市场的关注。与此同时,自岸田文雄政府成立以来,将“经济安保”确立为招牌政策,并于2022年5月通过了“经济安保法”,针对中国的意图明显,或将增加中资企业及中资银行在日经营的压力;此外,安倍晋三意外遇刺亦将带来一系列潜在影响。

关键词: 日本经济;日元贬值;货币政策

中图分类号: F831 **文献标识码:** A

一、日本经济总体呈现复苏基调,但增长乏力

(一) 日本经济尚未恢复至疫情前水平,未来增长仍相对乏力

近期日本经济出现一些复苏迹象,但总体恢复乏力。2022年7月,国际货币基金组织发布最新版《世界经济展望》报告,将2022年日本经济增长率预期下调为1.7%,较4月份的预测下降0.7个百分点,低于发达国家平均水平(2.5%),更低于世界平均水平(3.2%)。根据日本政府的统计,从2021年第一季度至2022年第一季度的五个季度,日本实际GDP增长率折年率分别为-1.3%、2.1%、-2.9%、

3.8%、-0.5%,呈现正负交替的状态,尚未出现维持两个季度以上的连续正增长。这说明,日本经济还没有进入稳定的复苏轨道。截至2022年第一季度,日本实际GDP还没有恢复到疫情前(2019年第四季度)的水平,而美国和欧元区已分别在2021年第二、第三季度达到疫情前水平。日本经济复苏进度明显迟缓,国际政治经济形势的复杂多变使日本未来经济走势更加不明朗。

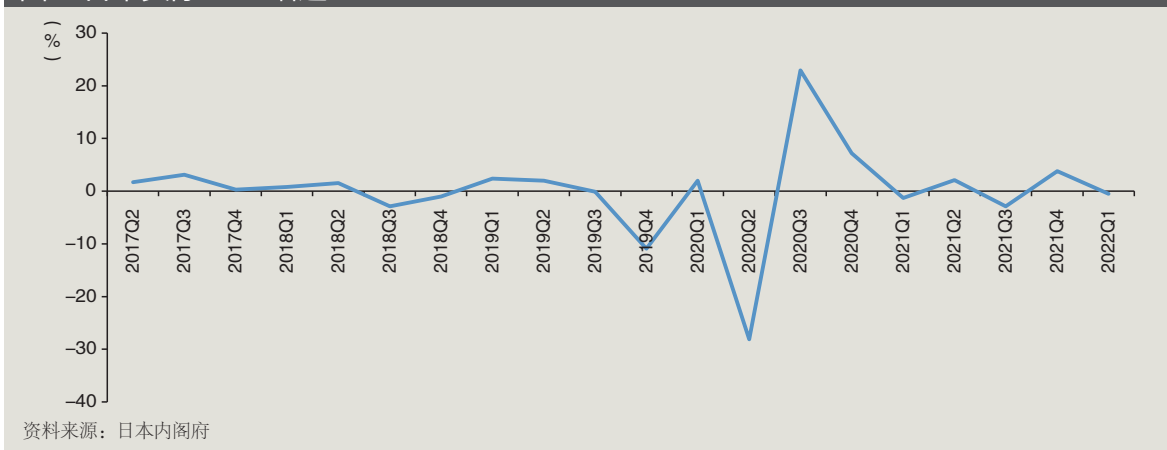
随着日本口岸管控政策逐渐放松,外国人旅游签证逐步解禁,人流逐渐恢复,疫情的影响逐步减弱,日本经济总体向好的可能性增强。但是,在能源和原材料价格上涨、供应链不畅、全球需求尚未完全恢复的背景下,短期仍难以完全恢复至疫情前水平。根据日本经济研究中心(JCER)对近40位日本民间经济学家预测所做的统计,2022年第三季度,日本实际GDP将环比增长0.8%左右,折年率为增长3.34%。其中,个人消费环比增长0.9%,矿工业生产环比增长1.7%,企业设备投资增长1.2%,出口增长1.6%,进口增长1.2%,失业率有望改善至2.57%。

(二) 日本内外需表现疲软

从内需来看,2022年以来,受新一轮疫情感染人数急升及俄乌冲突等影响,占经济一半以上的私人消费再度萎缩,特别是旅游、交通、餐饮、住宿和娱乐等服务业受到的打击更严重。根据日本内閣

作者简介:王哲,中国银行东京分行。

图1 日本实际GDP增速



府公布的数据，2022年第一季度日本私人消费折年率实际环比增长率仅为0.1%，成为拉低经济发展的主要因素，企业设备投资下滑0.7%，住宅投资下滑1.2%，总体呈现疲弱状态。公共需求同样萎靡不振，2022年第一季度环比下降0.4%。据日本厚生劳动省的统计，扣除物价变化影响，2022年5月份实际工资收入同比下降1.8%，连续两个月负增长，这也是2020年7月以来的最大降幅。居民实际收入下降进一步打压了消费者信心，2022年5月份日本居民消费支出同比下降0.5%，连续三个月负增长。根据日本财务省公布的2022年第二季度企业景气预测调查结果，第二季度大企业景气指数为-0.9%，比上季度提高了6.6%，虽然连续两个季度为负，但预计第三季度将转为+6.3%。企业对未来景气状况的预期亦反映到设备投资计划中，预计2022年全年企业设备投资额将增加16%，增幅将创有调查记录以来的新高，但资源及进口成本上升等不确定因素尚存，其对企业经营计划的影响仍需密切观察。

从外需来看，日本财务省发布的2022年5月日本国际收支初值显示，日本经常项目顺差1284亿日元，较2021年同期减少92.8%。据日本财务省发布的贸易统计，截至2022年6月，日本对外商品贸易收支连续11个月逆差，这主要是由能源等国际大宗商品价格上涨推高进口商品贸易额所致。2022年1—6月，出口平均同比增长率为15.2%，而进口增长率则高达37.9%，月均贸易逆差额为1.27万亿

日元。2022年上半年贸易赤字总额7.6万亿日元，创历史最高水平。2022年6月，原油和液化天然气(LNG)的进口额均增加至去年同期的约2倍，煤炭进口额攀升至去年同期的3倍以上。

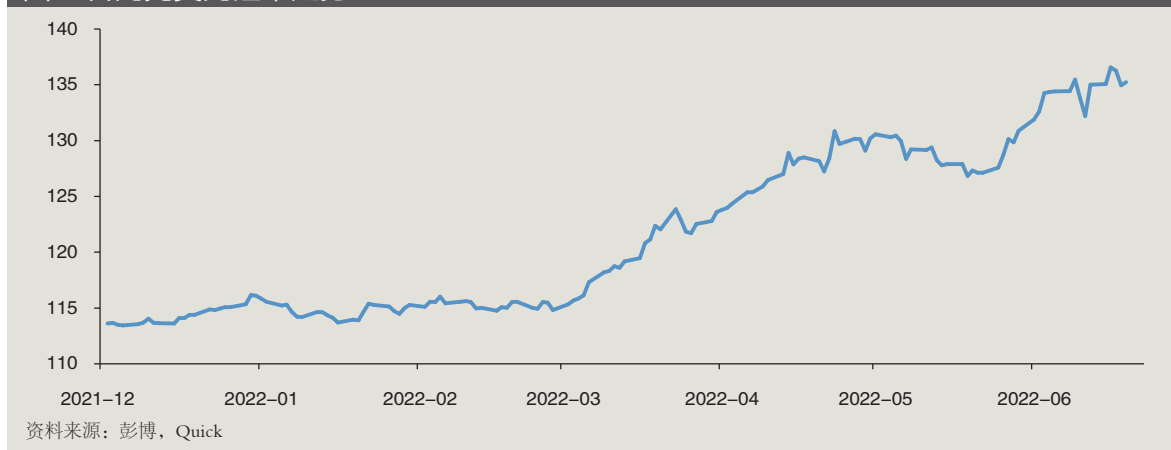
(三) 日本通胀率终于“达标”

2022年4月，日本剔除生鲜食品的核心消费价格指数同比上涨2.1%，2015年后首次超过2%，5月持平在2.1%的高位，6月继续攀升至2.2%。日本政府和中央银行2013年年初确定了2%的通胀目标，希望日本经济摆脱长年通货紧缩局面。通胀率上一次超过2%是2015年3月，发生在日本调高消费税税率之后。如果排除消费税率上调影响，通胀率最近一次高于2%是2008年9月。日本共同社分析称，虽然最新通胀率表面上超过2%，但并不能给予央行信心或令其满意。推动通胀的因素主要是乌克兰危机引发能源和商品价格上涨，不符合政策制定者的初衷。实现“可持续、可接受”的通胀仍然任重道远。

2022年6月，日本能源价格总体上涨16.5%，其中汽油价格上涨12.2%^①（受益于汽油价格补贴），天然气价格和电价同比增幅分别高达21.9%和18.0%。日元对美元近期迅速贬值，推高进口成本。一名政府官员说：“原材料价格一直在上涨，日元贬值加重了影响”。同期，生鲜食品价格同比上涨6.5%，生鲜食品以外的食品价格涨幅达到3.2%，为2015

① 2022年年初以来，为了应对油价上涨，日本政府开始对汽油生产企业实施价格补贴，截至7月中旬，每升汽油价格约170日元，价格补贴高达40日元。

图2 日元兑美元汇率走势



年以来最大；522个监测品类中，365类价格上涨，涨价品类比例高达69.9%。日本明治安田综合研究所首席经济学家小玉佑一表示，“这并不意味着真正实现了目标，经济仍有下行风险，更高的商品价格正伤害消费”，相比2008年通胀率超过2%时期，“当前基本价格趋势相同，但这次，乌克兰局势引发供给担忧，食品价格（上涨）趋势更大”。大和证券公司高级经济师末广徽认为，去除商品价格上涨因素，基本价格趋势没有变化，日本央行“未能以其希望的方式达成通胀目标”，因而将不得不继续执行现行货币政策。

二、日元贬值趋势恐难扭转

（一）日元持续贬值的负面影响凸显

受到日美利差扩大和日本连续贸易赤字的双重影响，日元兑美元汇率已跌至24年低点，自2021年年末以来跌幅超20%，引发日本企业和消费者不安。对于资源匮乏、高度依赖进口燃料和食物的日本来说，日元贬值将本已很高的价格推得更高，一些必需品的成本上涨幅度达到两位数。

日本经济新闻社针对世界主要货币编制的“日经货币指数”显示，2022年第一季度日元汇率以5.7%的跌幅排名第二，仅次于俄罗斯卢布。特别是3月以来，日元对美元汇率已下跌近15%：3月1日尚在1美元兑换114日元区间，6月汇率一度跌入1美元兑换136日元区间。

2022年6月15日美联储加息消息正式落地，一举上调基准利率75个基点，幅度为1994年以来

最大。在乌克兰危机叠加日元大幅贬值背景下，美联储加息令日本经济进一步承压。野村综合研究所资深经济学家（前日本央行货币政策委员会委员）木内登英认为，美联储提速加息是日元大幅走软的最大原因。随着日元与美元息差趋于加大，日本家庭重新配置金融资产、从日元出逃的势头已引起市场关注。瑞穗银行首席市场经济学家唐镰大辅认为，真正可怕的是日本家庭突然采取抛售日元的行动。

（二）扭转日元贬值趋势存在三大制约

普遍认为，当前日元大幅度贬值导致日本面临的贸易条件进一步恶化（出口价格的上涨无法弥补进口成本的上升），对日本总体弊大于利。2022年6月15日，日本首相岸田文雄在例行国会闭幕时表示，针对近期能源和食品价格上涨，政府将继续通过对汽油、小麦等的价格补贴，缓解居民生活成本上涨。日本央行行长黑田东彦同样表态称，大幅而急速的日元贬值对日本不利。但是，预计短期内日元的贬值趋势仍难以扭转，主要受制于以下三个方面因素。

1. 能源政策制约

俄乌冲突以来，国际能源价格飙升，导致能源自给率仅有11.8%的日本进口成本大幅上升，对外贸易赤字高企。截至2022年5月，能源在日本进口额中占比达27%，对日本进口额同比增幅的贡献度高达50%。在国际能源价格居高不下的背景下，如果能够降低能源进口，将极大改善日本对外贸易收支状况，从而缓解日元贬值压力。日本共有59个核电机组，2011年福岛核泄漏事故前，日本的核电发电量曾占日

本总发电量的约 30%；而核泄漏事故发生以来曾一度全部关停，目前实际处于运行状态的仅有 6 个，2021 年核电占比已下降为 5.9%。毫无疑问，恢复核电将有利于提高日本能源自给率，并大大降低能源进口成本，但近年来日本民间和政坛一直对核电站的安全性存在激烈争论。虽然近期日本首相岸田文雄提及要讨论能源政策，但核电站批量重启要经过繁琐的法律程序和民意沟通，短期内希望渺茫。

2. 货币政策转向面临两难

一是实体经济依然疲弱。日本从 2013 年 4 月开始实施超常规货币宽松政策，最初设定的政策目标是在两年内将 CPI 提升至 2% 的水平，此后因迟迟未达目标而维持宽松政策至今。2022 年 4 月和 5 月日本核心 CPI 分别达到 2.1% 和 2.2%，排除此前消费税税率上调影响后，是自 2008 年 9 月以来首次超过 2%。但同期日本居民实际收入却分别同比下降 1.2% 和 1.8%，加之日本经济尚未恢复到疫情前水平，在 2022 年 7 月 21 日举行的货币政策会议上，日本央行决定维持现行大规模宽松政策框架不变。日本央行行长黑田东彦在国会应对质询时表示，“日本经济正在复苏，但面临商品价格上涨引发的下行压力。在这种情况下，最重要的是以强有力的货币宽松政策切实支持经济活动”“工资应该进一步增长，家庭才能承受更大幅度的物价上涨，通胀才更具有可持续性”。在美国加速进入加息通道的背景下，日本却保持宽松货币政策不变，日美货币政策的背离将进一步导致日元加速贬值，并导致日本进口成本上升。受进口成本上升和涨价潮的影响，预计日本 2022 年第三季度核心 CPI 将保持在 2% 以上，PPI 将持续在 8% ~ 10% 的高位，而企业部门将承受更大的成本上升压力。

二是巨额政府债务限制货币政策自由度。截至 2022 年 3 月末，日本政府长期债务余额增至 1017.11 万亿日元，首次突破 1000 万亿日元。2021 年年末，包括中央政府、地方政府和社会保障基金在内的一般政府债务余额占 GDP 比重达到 256.9%，在主要发达国家中最高，接近美国（133.3%）的两倍。庞大的政府债务意味着利率微调将对利息支出产生重大影响，加剧财政危机。据日本财务省预测，利率上升 1% 将使日本国债还本付息支出在 2025 财年增加 3.7 万亿日元。

3. 日本政府直接干预外汇市场难度较大，即便干预，效果亦相对有限

此轮日元加速贬值引发日本货币当局的一系列口头干预，包括日本财务大臣铃木俊一和日本央行行长黑田东彦等，却均告失败，因此引发外界有关日本政府将直接下场干预日元汇率的猜想，但实际触发难度较大。目前，日本外汇储备规模约为 1.356 万亿美元，仅次于中国，位居全球第二。虽然规模庞大，但要想有效拉升日元，日本货币当局需投入巨量外储。通常来说，外汇储备是为了在发生重大金融冲击或意外事件时用来保护经济，而不是用来强行支撑货币汇率。此外，若想对汇率进行干预，通常来说日本货币当局还需要征得 G7，尤其是美国的同意。当前全球各国均饱受物价上涨的考验，都有通过抬高本币币值缓解通胀压力的动因。一旦美国同意日本政府干预日元汇率，恐其他各国亦会提出类似诉求，从而引发各国竞相拉升本币币值的局面。因此，美国同意日本政府直接干预外汇市场的可能性较小。

当然，若日元贬值超过一定限度，不排除日本政府直接干预外汇市场的可能。但是，干预效果亦相对有限。一是抛售美元受政府持有的美元外汇储备总量限制。东京外汇市场一天的日元 / 美元交易额就高达 3700 亿美元，且政府难以将所有的储备都用作外汇干预。二是政府干预汇率实质上是在收紧日元流动性，这与央行流动性宽松的政策背离，将削弱干预效果。三是即便日本出手干预，美国大概率也不会配合，没有美国配合的单边干预效果有限。

总体而言，从当前日本各方面因素来看，短期内日本贸易赤字状况难有改观，在现任日本央行行长黑田东彦任期内（截至 2023 年 4 月 8 日），日本货币政策大幅转向的可能性较小，日元贬值趋势恐将继续。据野村综合研究所木内登英分析，2022 年夏秋日元有可能进一步走软至 1 美元兑换 140 ~ 145 日元区间。

与此同时，不排除日本央行灵活掌握收益率曲线控制（YCC）上限的可能。在日美利差逐渐拉大的趋势下，市场对日本国债收益率提高的预期与日俱增，进一步加大了日本央行 YCC 的难度。为了将长期利率（新发 10 年期国债收益率）控制在 0.25% 的政策目标上限，近期以来，日本央行不得不每日

实施指定 0.25% 收益率的无限量公开市场操作。据统计,截至 2022 年 6 月 20 日,日本央行保有的日本国债已达到 514.9 万亿日元(账面口径),占国债总额的 50.4%。根据日本经济研究中心的测算,若要维持当前长期利率目标,日本央行将不得不继续增加 120 万亿日元的国债购入。届时日本央行持有的国债占比将攀升至 60% 左右。接下来几个月内,不排除日本央行名义上维持现行 YCC 目标,但实际掌握时放宽至 0.3% 左右的可能。这样既可以展现抑制利率上涨的姿态,又可以在一定程度上将实际利率上限模糊化,抑制市场的投机冲动。

当然,如果美国经济在此轮加息过程中出现经济衰退、美国通胀预期见顶抑或产油国增产压低国际原油价格等,将在一定程度上缓解日元的贬值压力,给予日本货币政策当局难得的政策腾挪空间。

三、日本通过“经济安保法”,中日合作不确定性增加

“经济安保法”针对中国意图明显。日本岸田文雄政府成立以来,宣称将“经济安保”确立为招牌政策。2022 年 5 月 11 日,日本参议院全体会议表决通过了“经济安全保障推进法案”。自此,该法案正式成为法律,将从 2023 年春季起分阶段实施。日本“经济安保法”有以下几个特点。

一是通过行政手段加大对经济运行的干预。“经济安保法”赋予日本政府对境内企业进行监视、调查、进出口管制、要求调整供应来源的权限。例如,为防止本国基础设施遭外部网络攻击,日本 14 个核心基础设施行业(电力、天然气、石油、水务、信息通信、广播电视、邮政、金融、信用卡、铁路、货车运输、海运、航空和机场)在引进国外设备之前须向日本政府提交申请书并接受审查。若日本政府将设备提供方所在国认定为“具有安全威胁的国家”,将会责令企业中止引进计划。

二是通过提供资金援助、搭建磋商平台、共享敏感信息等方式,增强政府对尖端技术领域的介入程度。值得关注的是,日本防卫省、国家安全保障局等部门人员将参与到尖端技术研发磋商会议中。

三是联合美澳等国排挤中国的意图明显。该法

强调日本将实现重要物资的自主生产和供应来源的多元化,以“消除因过度依赖特定国家而带来的潜在断供风险”。另外,该法所涉及的特定专利非公开制度亦旨在提防关键技术流入中国。

中资企业及中资银行在日经营压力进一步加大。“经济安保法”意在遏制中国,随着法案的逐步施行,当地企业将逐渐形成对外资的戒备心理,增添与中资银行在结算、清算、投融资等领域开展合作的顾虑,对中资银行与当地金融机构开展项目贷款合作亦会产生消极影响。“经济安保法”的实施亦将直接抑制中资企业在日经营发展,减少中资银行与在日中资企业开展授信、投资并购及贸易结算合作的机会。与此同时,法案中关于对“重要设备是否使用外国产品进行生产”的审查规定,或将导致中资银行系统运营成本和监管应对压力的上升,在日经营环境进一步恶化。

安倍遇刺或将助推日本加速“右转”。2022 年 7 月 8 日,日本前首相安倍晋三在奈良市为参议院候选人做街头助选演讲时被近距离枪击身亡,引发海内外强烈关注。这次事件发生在日本参议院选举投票之前两天,一个直接影响是刺激选民同情和投票倾向,导致摇摆的选票流向安倍所在的自民党。7 月 11 日公布的选举结果显示,自民党大获全胜,获得超过一半以上的改选议席数,参议院内支持修宪的势力超过 2/3 以上。此次突发事件或将带来一系列后续影响。一是作为右翼典型代表,安倍一直将修改和平宪法、摆脱战后体制视为政治目标。在此背景下,不排除安倍遇刺被日本右翼利用的可能,增强日本加速“右转”的氛围和冲动,修宪步伐可能会加快。二是对日本政坛而言,岸田和安倍近一年围绕大政方针在自民党内斗争了很久,现在以这种极其意外的方式结束了,岸田成为最大赢家。此次参议院选举自民党稳赢,未来 3 年日本又没有全国性选举,岸田长期政权即将成型。三是经济方面,“安倍经济学”的影响将告一段落,但由于货币政策转向仍面临一系列制约,短期内难以做出根本调整。未来岸田或将逐步废除“安倍经济学”政策,走其主张的共同富裕路线。

(责任编辑:辛本胜)