



蒋飞：市场预期日本或将发生经济危机



文/意见领袖专栏作家 蒋飞



核心观点

近期，美元兑日元接近突破 150 大关。11 月 1 日，日本财政大臣铃木俊一表示“相信政府干预汇市的举措已经取得了一定效果，日本政府不能容忍投机者造成的日元剧烈波动”。日本正通过市场干预试图守住日元。回顾今年以来，日元大幅贬值。6 月之前，日本财政大臣和央行行长在汇率上具有不同意见，财政大臣已经开始着手干预了，而央行行长却认为汇率已经稳定了。9 月，日本政府已经达成共识，迫不及待地干预汇市。日本外汇储备消耗较快，如果日本央行得不到外界援助，下一步可能会大幅抛售其持有的美元国债来筹资，或将进一步导致美国利率的上升。

日本通过维持低利率也无法提高其低迷的工资增速，背后反映的是经济基本面的下滑。首先就是日本人口正处于下降趋势，同时老龄化问题严重，导致需求不足；其次是研发投入减少，技术积累不够，导致跟不上全球产业升级。这种情况之下，希望只是通过央行的持续“放水”来刺激经济，也只能是作茧自缚，事与愿违。如果日元继续贬值，长期投资者或将纷纷逃离日本。

日本央行、OECD 和 IMF 都低估了日本在 2023 年可能遇到的困难形势。首先，日本政府一直在借新还旧维系经济，如果明年在利率走高的环境下加大政府支出，必然会加大财政亏空。其次，日本的贸易条件持续恶化，贸易逆差正在加速扩大，造成国内需求不足。再者，美国还将继续紧缩，而日本维持宽松，美日之间的利差可以存续较长时间，日元还有更长的贬值道路。最后，由于日本央行坚持把国债利率维持在 0% 上，国际投资者就可以借上十年期的零利率日元，再换成美元存在美国银行，天然赚取 4% 以上的收益，同时再享受后来者推动日元贬值带来的汇兑利得。这是一次难得的投机盛宴。

1

日元在 150 大关的攻守战

11 月 2 日，美联储如期加息 75BP，这是当日市场最重要的关注点，但投资者同时也在关注亚洲的一个岛国——日本。美元兑日元是否会突破 150 大关？11 月 1 日日本财政大臣铃木俊一在国会表示：他相信政府干预

汇市的举措已经取得了一定效果。这一举措指的就是其在 10 月 18 日内阁会议后的新闻发布会上所重申的将美元兑日元跌至 149 日元的观点——或者说守住 150 大关的政府干预。他还重申，日本政府不能容忍投机者造成的日元剧烈波动。

我们在 4 月 8 日的专题报告《近期日元为何快速贬值？》中认为，从俄乌冲突爆发之后日元就开始快速贬值，这一趋势“未来半年或许有所反弹，但长期贬值趋势已经形成”。但未曾想一直持续快速贬值到现在，美元兑日元已经贬值到 150 大关。我们观察一下日元贬值期间日本官员的态度：

4 月 18 日，铃木俊一表示：“日元贬值速度较快，鉴于当前的经济环境，日元走弱具有强劲的负面影响。” 4 月 22 日，日本央行行长黑田东彦在纽约哥伦比亚大学发表演讲时表示：“即使日元贬值，日本央行也必须继续‘积极’宽松。” 从当时的表态可以看出，财政大臣和央行行长在汇率上具有明显的不同意见。

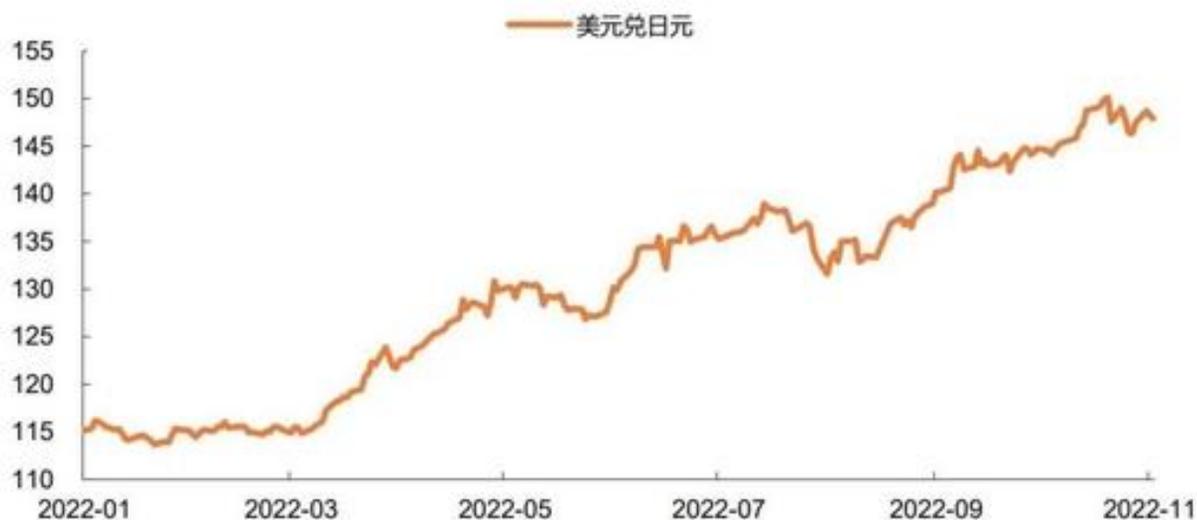
5 月 10 日，铃木俊一称：“在七国集团达成货币协议后，日本政府将对汇率作出适当的反应，同时与我们和其他货币当局保持密切沟通。” 5 月 30 日，黑田东彦在国会表示：“日本央行将通过持续宽松的货币政策来支持经济。汇率受到多种因素影响，日元的快速贬值不利于经济发展，当下日元走势已相对稳定。” 可以看出财政大臣已经开始着手干预了，而央行行长却认为汇率已经稳定了。

最终 6 月 13 日，黑田东彦在参院决算委员会上承认：“（汇率急速贬值）会加剧前景的不确定性、导致企业难以制定业务计划等，给经济造成负面影响。”但其仍然认为“为了实现工资真正上涨，需要通过继续坚持货币宽松来切实支撑经济。”可以看出此时央行仍然不愿意干预汇市。

直到 9 月 14 日，日本央行才开始干预日元，宣称对汇率进行“检查”，此时美元兑日元已经到了 145 大关。9 月 22 日，日本央行首次进行了干预，美元兑日元升值了接近 1.2%。随后在 9 月 26 日黑田东彦承认进行了干预，铃木俊一当天也表示：“日本政府对日元汇率单边快速下跌‘严重关切’，将在必要时采取进一步行动。”此时的日本政府已经达成共识，而且干预汇市已经迫不及待。

从 10 月 31 日日本财务省公布的数据可以看出，9 月份日本政府共耗资 2.8382 万亿日元，10 月份共耗资 6.3499 万亿日元。在这种巨量干预下，目前美元兑日元暂且守在了 150 大关。

图 1：日元 2022 年大幅贬值



资料来源：IFIND、长城证券研究院

在贬值初期，黑田东彦希望通过“保利率、弃汇率”达到刺激经济增长和工资上涨的效果。而到了末期，资本流出加剧，外汇储备大幅下降——今年以来日本可兑换外币的外汇储备已经下降了 1575 亿美元，相当于年初的 12.32%——可能使经济大幅减速。随着能源价格的高涨和逆全球化的推进，日本的贸易逆差已经扩大到每月 100-200 亿美元。如果外汇储备不再下降，静态估算外汇储备可以覆盖贸易逆差 76 个月，但如果外汇储备继续按每个月 500 亿美元的流出，那么 20 个月后外汇储备就会处于极度危险状态，22 个月后可能就消耗殆尽。

图 2: 日本外汇储备 (可兑换外币)



资料来源：IFIND、长城证券研究院

今年 3 月 24 日——也就是日元刚刚贬值的时候，日本央行与美联储达成 893 亿美元的货币互换便利协议，做了一定的提前准备。但接近 900 亿美元的规模不足以应对当前两个月的的外汇流出速度。再过几天 11 月 15 日至 16 日是 G20 峰会，其中全球美元流动性收紧是一个重要话题，届时是否会出台联合干预市场的举措还未可知。但如果日本央行得不到外界援助，下一步可能会大幅抛售其持有的美元国债来筹资，或将进一步导致美国利率的上升。

2

日元贬值背后的内外平衡

我们在《近期日元为何快速贬值？》中已经详细分析了日元贬值的原因。但并未预判日元贬值的结果，想必日本政府也没有做好相应准备。由

于日本实施收益率曲线控制（YCC）政策，将 10 年期日本国债收益率限制在 0% 左右，并提供无限量购买日本国债，维持收益率上限在 0.25%。那么一旦美债收益率不断攀升，而日本国债收益率保持不动，两者差距进一步扩大，成为驱动日元走势的关键因素。

图 3：日本国债利差与美国国债利率差影响日元走势



资料来源：IFIND、长城证券研究院

11月1日，财务大臣铃木俊一表示日本财务省试图通过干预来抑制过度的外汇波动，而日本央行实施货币宽松政策，以通过工资增长实现可持续通胀。货币政策和干预有着不同的目标，但日本央行与日本财务省的政

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_48519

