

陈作章 / 著

RIYUAN SHENGZHI DE MINGYUN

日元升值的命运：

一个经济学家21世纪的再解析



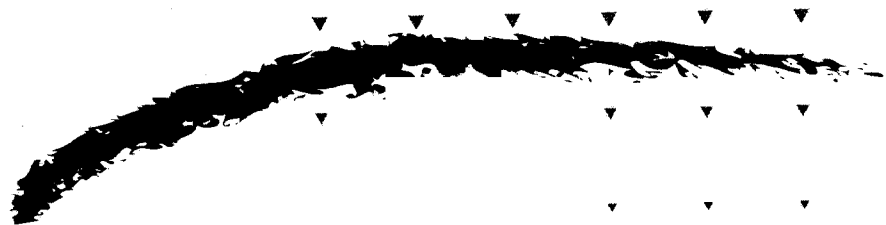
 复旦大学出版社

陈作章 / 著

RIYUAN SHENGZHI DE MINGYUN

日元升值的命运：

一个经济学家21世纪的再解析



复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

日元升值的命运:一个经济学家 21 世纪的再解析/陈作章著. —上海:
复旦大学出版社, 2011. 3
ISBN 978-7-309-07892-3

I. 日… II. 陈… III. 日元升值-研究 IV. F823.132

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 013229 号

日元升值的命运:一个经济学家 21 世纪的再解析

陈作章 著

出品人/贺圣遂 责任编辑/易 斌

复旦大学出版社有限公司出版发行

上海市国权路 579 号 邮编:200433

网址:fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

门市零售:86-21-65642857 团体订购:86-21-65118853

外埠邮购:86-21-65109143

常熟市华顺印刷有限公司

开本 890 × 1240 1/32 印张 9.75 字数 258 千

2011 年 3 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-07892-3/F · 1675

定价: 20.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社有限公司发行部调换。

版权所有 侵权必究

内 容 提 要

▼ ▼ ▼ ▼ ▼ ▼

日元升值对日本宏观经济和微观经济产生了多重经济效应，这些效应既有正面的，又有负面的。由于日本宏观政策调控失误，使日元升值对日本经济的负面效应大于正面效应，最终导致日本经济陷入长期经济萧条而难以恢复。我们在对现有汇率理论和研究成果进行梳理的过程中发现，用这些汇率理论和现有研究成果难以全面地解释日元升值所产生的多重经济效应对日本经济的影响问题，因此，本书从多视角深入研究日元升值的多重经济效应对日本宏观经济的影响问题，从中得到具有重要借鉴意义的启示，为我国决策部门正确制定应对人民币升值后多重经济效应的战略对策提供理论帮助。

序

当代各国经济发展和现代化的过程充满了各种各样的曲折变化,回顾和分析其间的政策变化对于认识这种过程并审视现实具有极大的意义。在这方面,20世纪80年代中期的日元汇率政策的变革所带来的巨大冲击影响,久久不能散去。即使在今天,有关这一政策的讨论仍在继续,它对于我国当前经济的发展和政策的调整也有着重大的影响。我们可以看到,本书立足于日元汇率政策变革的影响,全面系统地分析回顾了政策变革所带来的实际影响,这种分析及其结论对于面临现代化发展和经济国际化困局的中国而言,也具有十分积极的意义。

“二战”后日本经济的发展道路具有自身的特色,经历了20世纪50年代的战后恢复以后,日本经济进入了高速成长的轨道,工业化的迅猛发展,投资兴旺,市场繁荣,人们的收入不断“倍增”,形成了战后经济发展的“日本奇迹”。也正是随着日本经济的起飞和成长,它的内外环境和市场条件发生了深刻的变化,日本在经历了战后的工业发展、技术进步、产品在国际市场竞争力的大幅度提升以后,原有的产业政策和国际市场竞争格局都面临着调整的要求。其中最为关键的问题就是日元汇率的调整和机制的变革。这一场变革引发了持久的冲击和振荡,汇率变革调整的影响究竟如何,人们作出了不同的解读。二十多年后,它仍然在我们身边回荡。新一轮的国际金融危机爆发和扩散,人民币汇率的升值之争,使我们有必要再一次来认识日元汇率变革的影响后果。

随着1985年“广场协议”的签订,日元开始了大幅度的升值,日元货币汇率的形成机制也进入了一个新的时代。日本经济的持续发展和产业竞争力的提升使其跻身于新的世界工业巨人之列,一时间,

“日本经济奇迹”，“日本创造第一”，“日本可以说不”，“日本生产方式”的声音不绝于耳，可以说，日本经济创造了战后最辉煌的增长奇迹。在经济快速增长和国际贸易地位快速提升的情况下，原有的货币汇率体制就显得不合理了，尤其是以美元主导的货币汇率制度，更使得日元升值具有迫切性。正是在这样的背景下，日元兑美元的汇率开始了大幅度的升值。它引发的后果直接影响到此后一系列重大事件的产生。

那么，日元升值事件的爆发，到底对此后的日本经济产生了什么影响，它对于经济事件进程本身的影响和冲击有何特点呢？我们发现，日元汇率的变革调整似乎在人们预期的影响后果和实际的影响后果之间，产生了巨大的差异，人们似乎有理由相信，这样的政策出台本身就是一个大阴谋，此后的结果是预期政策铺设的必然结局。到目前为止，主流的意见仍然认为日本经济此后的长期停滞，产业的空洞化和资本的外逃，增长的乏力，国内市场消费的低迷，一切的一切，都应归因于日元汇率的升值。这种可怕的结果对于我们今天的人民币汇率变动来说，似乎也是难以预料的。

当我们在二十多年后的今天来分析这一历史事件时，我们所看到的和理解的事实仍然不是那样清晰和一目了然，有的还充满着矛盾和对立的观点。关于这方面的争论和研究从来也没有停止过。

我们知道，一国货币汇率是本国货币和外国货币的比价，它反映的是一国货币在当时条件下在国外的购买力水平，按照最基本的一价定理原则，两国货币的购买力比价决定了两国货币的汇率，市场的力量在汇率形成中可以起到决定性的作用。一般认为，官方在决定汇率形成中也必须依据市场的要求来行事。然而，官方在实际决定汇率时，可能面临着复杂的经济局面，尤其是在内部和外部均衡的矛盾冲突时，它必须有所选择，从而出现有倾向性的汇率政策。

1985 年日本签订“广场协议”，允许日元对美元大幅度升值并使日元汇率实行浮动汇率制，这开始了日元汇率长期升值的过程，并引发了一系列的经济后果。从理论上说，其直接影响后果之一就是，在短期内将改变其国际贸易的条件，从而影响到其进出口的贸易量。

我们知道,按照马歇尔—勒纳条件给出的定义,在当时市场条件已定的情况下,不考虑技术、成本等因素的变动,一国货币汇率的升值,将导致其出口商品价格的上升,其进口商品的价格下降,一国的贸易成本上升,贸易条件恶化。这个以假设条件为前提的影响率显然是一个单变量的关系,它确切地给出了汇率和进出口量之间变化的唯一结论。就此而言,日元升值就势必会给日本的进出口贸易带来不利的影响。人们还可以进一步推论,贸易条件恶化将会影响到产业能力和经济的整体增长率。但显然,实际的经济进程和市场变化并非这么简单。

我们先从理论假设和分析条件来看,汇率变动的影响和作用在此条件下可以得出的唯一结论就是改变贸易条件,使原有商品的价格发生改变,也就是出口商品涨价或跌价。在短期内即使唯有汇率变动是涨跌价原因,但贸易量的变化除了价格以外,还有其他因素在发挥作用,包括成本因素、生产率因素、税率,以及进口国的市场条件和货币汇率等等。我们可以看出,实际贸易量的变动方向,有可能上升,也有可能下降,或者被抵消,需要看汇率变动的影响程度和其他市场条件的影响程度哪个更大。如果这种假设的条件能够成立,其影响后果才可能出现。

我们再从实际的市场条件变化情况看,一国如果能在市场条件和企业生产率毫无变化的情况下单一地变动汇率,去影响其贸易条件,这样做将是纯粹的操纵汇率,在实际的市场交易体系中,它会受到报复而被抵消。而在实际的国际贸易过程中,往往是因为成本、生产率、市场竞争条件发生了改变,它才会要求汇率发生相应改变。政府在实际控制货币汇率的情况下,也必须尊重市场的条件和要求,不可一意孤行。

那么,日元汇率的调整和市场化是否适应了市场变化的要求?究竟给日本经济的发展带来了什么影响?我们看到的分析回答是非常多元化的。其中主流观点是日元汇率的上升遏制了日本的贸易量,从而伤害了日本经济的竞争力,导致此后十多年的停滞徘徊。如果真是这样,可以说汇率调整对于日本经济是致命伤,对于今天的中国经济贸易也是一剂致命毒药。

今天我们重新来认识日元汇率事件的影响,其意义在于客观地看待日元汇率变化的市场条件,分析检验影响日本经济贸易进程的诸多因素,从而获得一个客观合理的结论。诚如本书的分析,我们发现日元汇率发生大幅度升值的市场条件是日本经济在 20 世纪六七十年代的高速增长后,企业的生产率和市场竞争力已经大幅提升,原有固定汇率制度下的贸易条件已经失去了合理性,调整汇率及其汇率形成机制已是必然要求,“广场协议”只是一个具体的事件和实现方式而已,没有这种调整,日美经济和贸易的正常进程将受到影响,贸易战、贸易报复、贸易制裁将不可避免。而更多的争议在于汇率的调整是否应该“一步到位”,如果逐步的调整效果是否会更好些。当然,问题的实质并不在于此,根本的问题是经济贸易条件和结构的变革究竟是否应该归因于日元汇率的调整和机制变革。

第一,我们看到,当日元汇率大幅度升值后,在此后的一段时间里,并没有出现明显的出口量的下降和进口量的上升,反而出口持续上升,这种现象也有人称之为“J 现象”,也就是短期内可能维持上升,但长期内贸易量必然下降。我们要问,为什么短期内贸易出口量不降反升呢,其实一个真实的原因就是汇率变动的作用力度不及其他抵消因素的作用力度。那么,长期内贸易出口量的下降是必然的吗?其实同样的原因,是否下降也要看汇率以外的其他因素的作用力度。日本的出口贸易量在汇率升值后并未下降,只是在 20 世纪 90 年代初期出现短暂的下降,此后的变化轨迹也与马歇尔—勒纳条件的结论不一致。既然贸易出口量并未形成大幅度下降趋势,将经济停滞归因于汇率调整是缺乏根据的。

第二,日元汇率的升值和机制调整是否影响到了资产的价格和导致了“泡沫经济”的形成,这个关系同样是需要讨论的。日元升值使得日元的对外购买力上升,导致对外投资的条件改善,资本有可能外流导致国外资产持有量上升,但国内的货币购买力的变动并不会同时发生,它可能会受到国内货币政策和财政政策的影响,而通货膨胀和泡沫经济的形成也是受到当时国内财政货币政策和投资周期的影响而出现的。显然,通货膨胀和国内资产价格泡沫化的出现与形

成机制有其自身的轨迹,它与汇率的调整并无必然性。日本 90 年代初严重的通货膨胀和泡沫经济形成有其自身的规律,泡沫经济的崩溃也有其必然性。没有汇率的调整,泡沫经济和通货膨胀的形成机制同样存在。

第三,产业空洞化和增长乏力的出现有其自身的形成规律和机制,与汇率调整并无直接关系。汇率调整作为短期政策会影响到贸易条件和市场竞争优势,而产业发展中的结构性矛盾和增长问题是一个长期的发展问题。产业发展中形成阶段性的“产业平台”是各国先后出现的问题。当日本经济经历了战后几十年的高速增长以后,产业结构已经跃上了一个新的平台,技术水平、市场占有率都达到了一个新的高度;与此相应,其内外政策也必须作出相应的调整。但问题是经济持续的发展和进步的动力来自哪里,是依靠原有的低利率、汇率优势政策扩大国际市场的占有率,还是依靠产业技术的进步与结构的提升,获得新的竞争力和市场份额,我们不难得出应有的结论。当前主要的工业化国家在经历了持续的高速增长以后,先后都进入了新的产业“平台期”,突破技术屏障和提升产业结构已是各国获得新的增长动力的根本源泉。日本的“停滞的十年”、“迷失的十年”,与其说是汇率政策的失误,不如说是产业发展动力的缺失和结构升级的停滞,这对于东亚各国和地区的经济发展来说,都是值得借鉴和重视的。

作者长期旅居日本,目睹了日本经济高速发展和泡沫经济破裂后的变化格局,并收集了大量资料,通过分析和检验,得出了一系列具有新意的结论。对于面临通货膨胀和人民币汇率升值双重压力的中国经济而言,具有重要的参考意义。日本经济结构的昨天是否就是中国经济结构的今天,是值得我们思考的问题,同样汇率调整的影响结果是否也是中国经济持续增长的生死命门,亦值得我们去思考。本书的研究也许可以给广大的读者以新的启发。

万解秋

2010 年 4 月 25 日于苏州大学

前言

1988年笔者留学日本之时,亲身经历了日本泡沫经济鼎盛时期,当时,日本经济呈现市场繁荣、百业兴盛、投资旺盛、消费火爆、人才奇缺的繁盛景象。其社会生活富裕稳定,甚至一时进入社会安定、夜不闭户的佳境。之后,笔者亲身经历了日本泡沫经济破灭后经济萧条时期,亚洲金融危机后归国时,日本已经从经济发展的“奇迹”变为了“反面教材”。2003年,笔者作为客座研究员重返日本,亲身体验到了日本经济极度萧条景况。这些经历给笔者以巨大震撼的同时,也给自己带来深刻的思考,曾经那么经济繁荣的日本究竟为何落到如此境地?这并不是日本技术落后了,也不是日本人变懒了,更不是日本社会秩序混乱了。笔者通过研究发现,是日本经济发展战略对策出现了问题,其中汇率政策的失误是造成这场灾祸的重要根源之一。

研究日元大幅度升值对日本经济的影响效应会发现,日元升值本身并没有对日本的物价水平和产品出口竞争力产生太大影响,但其变化对日本银行的宏观调控政策、金融机构业务以及企业和个人的经济行为产生了巨大影响,从而引发了多重经济效应,使日本经济陷入长期经济萧条。

本书首先对汇率变动相关理论进行了全面梳理,从而找到一般汇率理论得出的汇率影响机制中的缺陷,并通过研究日元大幅度升值对日本对外贸易、资产价格和内外均衡三个主要方面的多重经济效应进行分析研究,并对这些经济效应所产生的原因、作用机理和经济效果进一步分析。

日元大幅度升值后,在出口方面,使日本出口企业成本压力上升的同时,又推动了日本企业技术创新增加产品附加价值的步伐,那些

竞争力强的企业通过附加价值增值效果抵消并超过了成本上升压力,形成日本对外贸易巨额顺差;但同时又迫使大批竞争力较弱的出口企业倒闭、合并、转移,导致日本经济结构失调,成为日本产业“空心化”的重要原因。在进口方面,因日元大幅度升值使其进口石油和铁矿等原材料的进口价格大幅下降,从而降低日本国内物价水平,但这部分因日元升值对进口带来的利益大部分为日本进口企业所获得,并没有改变日本的物价水平,引起公众抑制消费行为,导致国内消费需求严重不足;此外,日本国内消费品生产企业与其国外生产企业返销行为,迫使其国内消费品生产企业倒闭、失业率上升,从而成为日本泡沫经济崩溃后又陷入长期经济萧条的重要因素。

日元大幅度升值后,因日本银行采取低利率政策^①,以降低企业融资成本,但超低水平的储蓄存款利率极大地打击了公众储蓄的积极性,由于当时日本利率水平已经接近于零,以降低利率来抵消日元升值对企业成本压力的空间有限,无法阻止因成本上升引起的企业产品销售和利润下降,迫使企业减少对实体经济投资,扩大对股票和房地产等虚拟经济投资;而在存款利率过低与股市和房市收益大幅度上升背景下,促使公众在资产选择中放弃存款转投股票和房地产。这是日本泡沫经济爆发的决定性诱因。同时,在投资全球化背景下,日本企业为保企业生存而难以顾及国家利益,从而产生了因受国外比较优势等因素影响,日本企业利润动机带动产业链整体向海外转移;日本的外商直接投资因与政府保护政策限制之间的矛盾而发展缓慢,使其国内产业结构严重失衡,导致失业严重、消费低迷。这是泡沫经济破灭后出现长期经济萧条的重要原因。

日元大幅度升值后,引起日本经济萧条,消费者对将来预期收入不确定性—消费者减少消费—生产企业销售下降和利润减少—降低员工工资收入—消费需求大幅度下降—最终引发经济萧条的恶性循

^① 日本银行为日本的中央银行,由于日元升值后加大了商业银行和企业的融资成本,因此,日本银行通过降低官方利率方式来减少商业银行和企业的融资成本,以提高企业国际竞争力。

环,从而使其内需收缩。同时,日本企业通过研发技术增加产品的附加值、规模和品牌、产品差异化等一系列经营战略化解了日元升值的成本压力,形成外需扩张趋势,并为日本创造出巨额贸易顺差和以美元为主的外汇储备,但因美元对日元大幅度贬值,日本的巨额美元外汇储备大幅度缩水,从而导致日本国家财富大量流失。

当年“广场协议”时日元大幅度升值的日本国内和国际形势与今天人民币升值的国内和国际形势比较是相差甚远,但人民币升值压力与当时日本的情况相当。俗话说“麻雀虽小,五脏俱全”,在此大环境下研究日元升值的多重经济效应问题的必要性就在于,通过分析日元升值的经验教训,可作为我国经济发展的前车之鉴,以避免中国经济重蹈覆辙,陷入人民币升值的泥潭。因此,研究日元升值问题对中国经济可持续发展具有重要的理论价值和现实意义。

本书分为八章,从多视角分析日元升值对日本经济的多重经济效应问题,但因笔者水平有限,难免在书中出现疏漏和谬误之处,敬请读者不吝赐教。

摘 要

本书通过分析日元兑美元汇率持续升值对日本对外贸易、对外直接投资、物价、利率及内外均衡等方面的影响,全面系统地研究了日元升值对其经济多重经济效应,并利用日本实行浮动汇率制以来的官方数据和资料,从多视角对其对外贸易、资产价格及内外均衡等方面进行了研究,并提出具有重要价值的结论。

第一章为导论,提出问题。在当前人民币升值压力下,深入研究日元升值对其经济发展的影响机制,是由于日元升值时的基本经济状况与现今人民币升值背景下中国经济形势有一定的相似之处,因此具有重要的理论价值和现实意义。本章主要介绍本书的研究背景、研究意义、对相关概念的界定及研究思路。

第二章主要研究汇率相关理论和文献,首先对 20 世纪西方主要汇率决定理论进行概括和总结,其中包括购买力平价理论、利率平价理论、国际收支理论及资产市场理论;然后研究利率与汇率的相关理论及其模型;再研究开放经济条件下内外均衡与国际金融协调理论;最后研究日元汇率浮动的文献。

第三章主要研究日元升值对其对外贸易的影响。首先,分析“广场协议”后日元大幅度升值与其对外贸易的变化之间的关系,并通过历史事实和实证分析研究为什么日元汇率升值反而使其出口额增加的问题;然后对日元升值与其内外价格差额进行研究,从进口角度分析日元升值与其物价相对稳定的关系;再研究日本一般物价水平和个人消费的变化关系;最后研究日元升值对日本对外直接投资的推动作用。

第四章主要研究日元升值对日本金融资产与房地产价格的影响。首先,研究日元升值对其市场利率和长期国债市场的影响;然后

研究日元升值对日本股票市场的影响；最后研究日元升值与股票泡沫和房地产泡沫的相关关系。

第五章主要研究日元升值对经济内外均衡的经济效应。首先研究日元升值对日本国际收支的影响；然后对经济萧条下日本外部均衡进行分析；再对经济萧条下日本经济的内部均衡进行分析；最后对经济萧条下日本经济内外均衡进行分析。

第六章主要研究日元升值对财政政策的经济效应。日本进入 20 世纪 90 年代后经历了严重的经济萧条，实施扩张性财政政策的同时，也使债务规模剧增。但经济发展本身所允许的公共投资规模和债务规模是有限度的，日元升值对其财政政策形成了巨大的压力 and 影响。

第七章主要研究日元升值对货币政策的经济效应。泡沫经济破灭后日本货币政策的基本措施是零利率政策和超量化宽松政策，当基准利率持续接近于零、流动性供给达到极大限度后，从 2002 年初开始至 2007 年日本经济出现新一轮周期扩张，本章通过多视角分析日元升值对日本货币政策的经济效应。

第八章主要研究日元汇率变动与金融危机应对机制。日本经济发展中所经历的危机有尼克松冲击、石油危机、“广场协议”后日元升值、泡沫经济、亚洲金融危机等。经过两次石油危机后日本产业从能源消费型向节能型经济转变，经过日元升值萧条后日本企业开始将生产基地转移到海外，这次金融危机对日本经济又提出了挑战，其危机应对机制值得进一步探讨。

目 录

第一章 导论：提出问题	1
第一节 研究背景	1
第二节 研究意义	2
第三节 相关概念的界定	3
第四节 研究思路	8
第二章 汇率相关理论和文献综述	13
第一节 20 世纪西方主要汇率决定理论回顾及评价	13
第二节 利率与汇率的相关理论及其模型	16
第三节 开放经济条件下内外均衡与国际金融协调理论	22
第四节 日元汇率浮动影响的文献综述	31
第五节 日元升值综合经济效应相关文献综述	36
本章小结	41
第三章 日元升值对其对外贸易的经济效应	42
第一节 “广场协议”前后日元汇率浮动与日本对外贸易的变化	42
第二节 日元升值对其内外价格变化的影响	65
第三节 日本一般物价水平和个人消费的变化趋势	76
第四节 日元升值对日本对外投资的推动作用	80

第五节 日元升值与国际金融危机、石油价格及国内物价	98
本章小结	99
第四章 日元升值对资产价格的经济效应	101
第一节 日元升值对其市场利率和长期国债市场的影响	101
第二节 日元升值对日本股票市场的影响	110
第三节 日元升值与股票泡沫和房地产泡沫的关系	116
本章小结	132
第五章 日元升值对经济内外均衡的经济效应	133
第一节 日元升值对日本国际收支的影响	133
第二节 经济萧条下日本经济的外部均衡分析	136
第三节 经济萧条下日本经济的内部均衡分析	143
第四节 经济萧条下日本经济内外均衡分析	146
第五节 日元升值与日本经济内外均衡的实证分析	159
本章小结	161
第六章 日元升值对财政政策的经济效应	162
第一节 日本公共财政部门的作用和变化	162
第二节 日本完善财政收支的改革措施	168
第三节 日元升值对财政政策的影响及效果	170
本章小结	176
第七章 日元升值对货币政策的经济效应	177
第一节 日元升值对量化宽松政策及宏观经济的影响	177
第二节 日元升值与零利率政策及日本金融市场的变化	181

第三节 日元升值和国际金融危机背景下日本货币政策的 实施效果	187
本章小结	191
 第八章 日元汇率变动与金融危机应对机制	192
第一节 日元升值与世界经济结构的变化	192
第二节 日元升值与原油和原材料涨价及日本的物价和 工资的变动	202
第三节 日元升值和国际金融危机对日本经济的影响	217
本章小结	226
 结论与启示	227
 参考文献	235
 附录：日本长期经济统计数据变化	259