

# 日元还能成“避险货币”吗

金仁淑

俄乌冲突爆发以来，与欧元、英镑均有所贬值相比，日元成为贬值幅度最大的货币。日元在国际金融市场上的地位发生了变化，即由“动荡时期买日元”向“动荡时期卖日元”转变。日元贬值导致日本经济雪上加霜，日本政府遏制货币贬值面临两难。

长期以来，在地缘政治风险和突发事件爆发引起国际金融市场动荡时，日均成为投资者“避险”的主要货币，即资金流向全球屈指可数的债权国日本，由此引发日元升值，如2008年国际金融危机，日元兑美元汇率在3个月内从106日元上升至约87日元；2011年日本3·11大地震、2020年新冠肺炎疫情暴发以来，全球经济面临衰退，日元一直呈现升值态势，成为国际上公认的“避险货币”。然而，进入2022年，乌克兰危机逐步升级，日元一改“避险货币”属性，呈现一路下跌的趋势。即从2022年初1美元兑换115日元，到5月11日贬值为130日元，为20年来最低水平，其贬值幅度超过了俄乌冲突初期俄罗斯卢布急剧贬值的幅度，国际清算银行(BIS)和日本银行计算的日元实际有效汇率均创下最低点。

导致日元贬值至2022年5月份以来最低水平的直接原因是俄乌冲突。以美国为首的西方国家从经济、金融、科技、文化等领域全方位、无差别制裁俄罗斯，导致国际能源价格迅速飙升。日本虽然依赖俄罗斯能源比率低于欧洲国家，但石油进口、对俄罗斯工业品的出口等经贸合作均受到严重影响。特别是在全球能源价格受俄乌冲突影响迅速攀升的背景下，严重依赖进口石油的日本遭遇输入型通货膨胀，叠加美国收紧货币政策，导致日元汇率持续下跌。

根据利率平价理论，两国之间利差导致汇率，从短期来看，利率高的国家汇率上涨，而利率低的货币则贬值(长期则相反)。2022年3月17日美国联邦储备委员会启动约3年来的首次加息0.25个百分点，而日本银行(央行)则于3月18日决定维持大规模货币宽松。毫无疑问，美联储加息促使全球资金流向有望获得高收益的美元，容易出现美元兑日元升值，而日本量化宽松、零利率政策导致国际金融市场上投资者抛售日元，抢购美元。这种货币替代必然带来大量国际资本流向美国市场，引发日元大幅度贬值。

显然，俄乌冲突、美联储加息为日元贬值的主要因素，而直接的原因是日本银行为

抑制长期利率的上升，决定实施多天无限买入国债的“连续限价购债制度”。但是，日元一反常态，由“避险货币”转为“抛售货币”，其深层因素则为日本经济内生增长潜力不足，内需乏力、货币政策失效。

日本银行2022年3月17日发布的2021年10月份至12月份资金循环统计(速报)数据显示，截至2021年12月底，日本家庭金融资产同比增长4.5%，至2023万亿日元(约合人民币108万亿元)，首次突破2000万亿日元，连续7个季度增加。年底发奖金成为推高金融资产的因素，但在新冠肺炎疫情、地缘政治动荡不定的情况下，现金存款的持续增加，表明日本个人消费持续受到抑制，消费者对未来经济预期依然悲观。面对俄乌冲突下国际能源价格的飙升，考虑内需低迷，日本企业难以把高涨的价格转嫁给消费者，导致企业收益进一步恶化，从而使日本陷入企业收益恶化—工资持续停滞—消费进一步低迷—经常项目收支恶化—日元持续贬值的“螺旋式贬值”陷阱之中。

根据传统国际贸易理论，日元贬值有利于日本的出口，有效缓解长期困扰日本的通货紧缩问题。但是，本轮日元的贬值不仅未能拉动出口，而且也难以解决通缩问题，反而引发进口能源价格上涨，相关生产品和消费品价格均上涨的通货膨胀。由于近年来日本企业竞争力持续下降，进口原油价格的上涨又进一步推高了企业的生产成本，且企业难以将成本转嫁到产品价格上，无法扩大出口，必然导致日本经常项目逆差。由于日本能源严重依赖进口，因此随着国际资源价格上涨，2022年1月份日本的经常项目收支连续两个月逆差，逆差额达到1.1887万亿日元，创下历史第二高。虽然2月份经常项目收支转为顺差1.6483万亿日元，但比上年同期减少42.5%。2022年全年也可能出现1980年以来的最严重逆差。而日元贬值预期下资本大量外逃，进一步减少日本的外债，日本国际收支状况将更加恶化。

在工资未能上涨甚至下降的背景下，物价的上涨容易引发消费者对未来预期的恐慌，如此恶性循环，最终导致股价、消费者信心指数双双下滑。在2020年以来新冠肺炎疫情多轮冲击、俄乌冲突下进口能源价格高企的双重影响下，日本陷入了商品物价呈现通货膨胀，但国民收入属于通货紧缩的怪圈。即日本2021年10月份至12月份实际国内生产总值(GDP)比上年同期增长0.4%，但从实际国内总收入(GDI)来看，反而减少2.1%。



4月20日，在日本东京，一家外汇经纪公司的大屏幕上显示着日元与美元的实时汇率情况。

新华社记者 张笑宇摄

国内生产和收入的落差显示出日元贬值与资源涨价正在导致财富流向国外。不仅如此，面对“成本推动型”通货膨胀，岸田政府启动了汽油价格补贴措施，进一步推高了原本居高不下的日本财政赤字。而政府债务的不断增加，又挤压了日本央行由宽松货币政策转向紧缩货币政策的空间。

由此可见，日元贬值引发的通货膨胀，不仅未能解决多年来困扰日本经济发展的通缩问题，反而进一步打击了消费者信心和股市价格，导致日本岸田政府通过实施“新资本主义”，实现“增长与分配”良性循环的政策目标面临的挑战，使原本复苏乏力的日本经济前景更不容乐观。

新冠肺炎疫情、俄乌冲突，以及西方国家对俄罗斯制裁长期化趋势，导致世界经济面临供应链断裂的危险，全球通货膨胀的风险日益加大。日本经济对进口能源依存度较高，更是面临经常账户逆差长期化、日元

“恶性贬值”的风险。为了遏制日元恶性贬值，日本必须采取紧缩性的货币政策。然而，一直实施量化宽松货币政策的日本，如果转为紧缩性货币政策，对面临经济衰退的日本来说更是雪上加霜。显然，日本政府面临进退两难的困境。

从日元由“避险货币”沦为“抛售货币”的教训中可以看到，要摆脱本币恶性贬值，需要调整能源战略，进一步降低对外贸易依存度，必须推进“以内需为主导”的经济结构改革。因此央行的货币政策不仅要保持独立性，而且还要灵活机动，要有效应对复杂多变的国际金融市场，避免国际资本的冲击。

(作者系中国政法大学商学院教授、博士生导师)

2022年日元一路下跌

1美元兑换  
115日元

2022年初

1美元兑换  
130日元

5月11日

为20年来最低水平

2022年1月份

日本经常项目收支连续两个月逆差

逆差额达到  
1.1887万亿日元

创下历史第二高

2022年全年

可能出现1980年以来最严重逆差

2021年10月份至12月份

实际国内生产总值(GDP)

增长0.4%

实际国内总收入(GDI)

减少2.1%

显示出日元贬值与资源涨价正在导致财富流向国外

东盟

标普全球公布的最新数据报告显示，4月份东盟国家全球制造业采购经理人指数(PMI)为52.8，高于3月份的51.7。这是该指数连续7个月逐步改善并高于50，扭转了此前连续2个月下降的颓势。新加坡、菲律宾、印度尼西亚、泰国、越南、马来西亚和缅甸7个东盟国家PMI都在50以上，首次实现全面扩张。不过，供应链不够畅通的问题和通货膨胀压力等因素，将可能妨碍东盟区域制造业继续扩张。

数据显示，近期新加坡和马来西亚等东盟国家制造业加速扩张，制造业的生产和新增销售都出现稳健增长，涨幅均达到历史较高水平。在产品的新订单和产出增加的同时，制造业企业的用工人数也出现增长。消费者、社会不断提升的需求和新订单及积压工作量，使制造业企业以有史以来第二快的速度增加了用工人数。

标普全球经济学家玛丽亚姆·巴鲁奇表示，更强的客户需求支撑了新订单和产出增加，进而推高该领域的就业。经过连续2个月萎缩，就业扩张速度接近历史最高水平。

报告显示，4月份，新加坡制造业PMI扩张速度连续第5个月高于其他东盟国家，增速仅次于今年2月份的历史最高纪录，PMI从3月份的55提升至58.1。菲律宾制造业PMI从3月份的53.2上升至54.3，表明该国制造业以4年多来的最快速度扩张。印度尼西亚制造业PMI从3月份的51.3上升至51.9，实现小幅扩张，且已连续8个月处于扩张状态。泰国制造业PMI从3月份的51.8微升至51.9，制造业连续第4个月处于扩张状态。越南制造业PMI保持在51.7没有变化。马来西亚制造业PMI从3月份的49.6上升至51.6，表明该国制造业从萎缩状态反弹至扩张状态。缅甸制造业PMI的扩张速度虽然最慢，但是该国制造业PMI在过去20个月以来首次恢复扩张。在连续19个月低于50的荣枯线后，缅甸制造业PMI从3月份的47.1上升至4月份的50.4。

标普经济师认为，尽管生产能力的提高推动东盟国家制造业企业连续第7个月增加了采购活动，拉高了4月份的投入品采购量，但生产企业的产库存已连续第2个月下降，尽管4月份的降幅很小。同时，供应商准时交货的情况连续第27个月恶化，平均交货时间增加，但等待交货时间的幅度有所放缓。全球面对的不确定因素增加，可能进一步冲击目前的增长。

价格方面，东盟国家制造业的投入品成本和产出价格继续大幅增长。尽管4月份的涨幅比3月份的创纪录高位有所回落，但由于投入品短缺，燃料和原材料价格上涨，全球通胀和供应链持续面临挑战，制造业企业承受的价格压力仍居高不下。调查显示，有企业通过上调售价，将部分成本负担转嫁给了客户。

标普4月份的调查结果显示，东盟制造业者对未来12个月的展望前景总体维持乐观，企业信心指数高于历史平均水平。玛丽亚姆·巴鲁奇认为，尽管如此，许多国家持续面临的供应链挑战和通胀压力，以及全球不确定性增加等因素仍将阻碍东盟国家制造业的扩张。

本版编辑 周明阳 仇莉娜 美编 高妍

受益于国际市场大宗商品价格飙升和消费转旺——

## 印尼首季经济稳定增长

本报驻雅加达记者 陈小方

印尼2022年一季度经济增长5.01%

居民消费一季度  
同比增长4.34%高于前一季度的  
3.55%固定资产投资  
增长4.09%出口  
增长16.22%印尼央行预计，今年经济增速将在  
4.5%至5.3%之间

16.22%。印尼央行预计，印尼今年经济增速将在4.5%至5.3%之间。

印尼中央统计局局长马科·尤沃诺表示，印尼今年一季度经济的高速增长是由公共活动的复苏带来的。他说，“2022年一季度的公共流动性非常好”。

尤沃诺表示，居民消费是2022年一季度经济增长的最高增长来源。这显示出居民消费仍然主导着印尼经济。在印尼整个国内生产总值(GDP)的构成中，居民消费超过一半以上，达到53.65%。

从业务领域看，大部分领域出现增长。增长较明显的领域是交通运输和仓储，为15.79%，其他服务业增长8.24%，信息通信增长7.14%，电力和燃气采购增长7.04%，在GDP中占重要地位的制造业增长5.07%，农林渔业增长1.16%，贸易增长5.71%。

数据显示，印尼按商业部门划分的GDP结构没有发生显著变化。印尼经济仍以制造业为主，占比19.19%；其次是批发和

零售贸易、汽车和摩托车维修，占比13.09%。农业、林业和渔业为12.55%，采矿和采石业占比10.48%，建筑行业占比10.42%。这五个领域在印尼经济中的占比达到65.73%。

印尼经济一季度稳定增长的势头，叠加开斋节的“刚性和报复性消费”，进一步提振了业界人士对印尼二季度经济继续快速增长的乐观情绪。印尼工商会副主席萨曼·西曼约朗认为，在人们的购买力开始增强的情况下，区域经济可以得到提振。他说，“我们(企业家)非常有信心，今年的开斋节将能够促进经济增长，能够在今年第二季度达到7%的目标”。因新冠肺炎疫情形势好转，印尼政府今年首次放开对人们返乡过节限制。一些评估认为，约有8000万人在今年的开斋节期间返乡团聚或外出旅游。

印尼发行人协会会计和税务研究部阿杰布·汉达尼认为，开斋节期间的人员流动将与潜在的货币流通量成正比。若按8000万人返乡过节计算，假设一个人平均花费

200万印尼盾，那么总流通量将达160万亿印尼盾。2021年印尼的GDP为16970.8万亿印尼盾，今年开斋节期间的货币流通量相当于GDP的1%。如果货币流通和经济运动的趋势能够保持到2022年底，印尼经济增长潜力将大大提升，有望实现5%到5.5%的增长。

根据标准普尔全球采购经理人指数，印尼4月份的标普全球制造业采购经理人指数从3月份的51.3升至51.9，标志着该国制造业连续第8个月扩张。4月份，受客户需求增长推动，制造业生产增长较快，虽然产量增幅不大，但却是3个月来最快的，同时新订单也自3月份以来有所增长。

尽管如此，印尼经济的稳定复苏仍面临许多挑战。

首先，通货膨胀持续较快攀升。印尼中央统计局数据显示，印尼4月份各类商品价格走势总体呈上涨趋势，通胀率达0.95%，高于市场预期。印尼3月份的通胀率为0.66%。印尼4月份通胀率的较大幅度增长主要源于食用油、汽油等价格上涨。

其次，消费者信心不足。印尼经济学家兼经济和法律研究中心主任毕马·约迪斯塔表示，消费者信心还未恢复到疫情前水平。有关数据显示，印尼3月份消费者信心指数由1月份的119.6降到111.0。

再次，旅游业复苏差距较大。印尼中央统计局数据显示，印尼今年一季度的外国游客数量达到74383人次，较去年同期增长228.24%；星级酒店的客房入住率在3月份达到45.15%，较去年同期增加9.08%。但尤沃诺表示，这并没有恢复到疫情前的状态。

此外，美联储货币政策变动、欧美国家的高通胀和国际地缘政治冲突等外部风险，以及印尼为吸引外国投资而推出的《创造就业法》的不确定性前景和限制棕榈油出口的政策等，都可能给印尼未来的经济增长带来压力。印尼经济事务协调部长艾尔朗加·哈塔托表示，政府将监控各种外部风险，同时努力保持人们的购买力。

本报驻新加坡记者

蔡本田