

English

下载中心

首页

网站地图

关于IWEP

研究课题

研究人员

研究成果

数据库

出版物

媒体报道

研讨会/讲座



学术论文

《国际经济评论》2004年5-6期

[\[PDF全文下载\]](#)

如何应对经济崛起时期的汇率升值压力 ——日本、德国的经验与启示

国际金融研究室 张斌

世界经济与政治研究所所长助理 何帆

一、前言

.....

二、日本如何应对升值压力

1. 二战过后,日本相对美国的经济实力逐步增强,日本产品国际竞争力日益强大,70年代以后,日本出口在趋势上大于进口,经常项目保持持续性顺差。从20世纪60年代到90年代,日本的进口和出口可以划分为两个时期:70年代以前的贸易平衡时期和70年代以后的贸易顺差时期。战后经济重建时期,日本国内投资需求旺盛,带动了投资品进口的大量增加。为满足投资品进口需求的增长,日本政府一方面采取外汇管制措施,一方面鼓励扩大出口。出口的增长带来了充足的外汇,基本上维持了进口需求的增长,对外贸易基本保持平衡。这个时期,日本成功地保持了开放、平衡的经济增长路径。70年代以后,日本的对外贸易由贸易平衡转向持续的贸易顺差。这既来自于进口部门替代能力的增加,同时也来自于出口部门国际竞争力的不断提高。总之,贸易品部门快速提升的劳动生产率带来了日本贸易品部门日益提升的国际竞争力和贸易顺差。

2. 持续的经常项目顺差造成了日元升值的外部压力与内部压力。相对于日本与德国经济的迅速崛起,巨额的贸易逆差与资本外流让美国难以继续维持布雷顿森林体系下的固定汇率。美国与德国、法国、日本等国家协商美元贬值,但是遭到拒绝。1971年,尼克松总统彻底中断了美元和黄金的兑换承诺,同时单边向所有美国进口商品征收10%的进口附加税。美国的这种做法虽然不是明确地要求日元与德国马克等一些货币升值,但是,其效果是一样的。它向市场宣布,美国不再为维持美元与其它货币之间的固定比价负责,德国、日本这些国家要为自身的汇率负更多的责任。

尼克松的讲话迅速引起了市场上抛售美元的投机行为。最初,日本银行不愿放弃360:1的汇率水平,但是,市场上出现的美元贬值预期引起了美元的大量抛售。尽管日本当时对资本账户还保持严格管制,但日本银行在尼克松讲话后短短两周时间内因为吸纳美元的超额供给而使外汇储备增长了50%,基础货币供给M₀也新增了1.5万亿日元(当时基础货币供给总规模为24万亿日元)。为了维护360:1的汇率,日本政府最大的困难在于必须吸纳外汇市场上所有的超额美元供给,无论这些美元是来自贸易顺差、美元资本的流入还是国内金融机构抛售的美元资产。货币当局吸纳这些美元会直接带来过快的外汇储备增加,并导致货币供给失控和严重的通货膨胀。面对市场对日元的冲击,货币当局面临巨大压力。要继续维持360:1的汇率水平,并继续保持稳定的国内货币供给增长简直不可能。

3. 日本政府不希望日元价值重估,并采取措施缓解日元升值压力,但终究无法阻挡日元升值。60年代末到70年代

初，日本主流的声音认为，日元不应升值，因为日本的经济还很脆弱，日元升值会损害国内的经济发展。日本国内有个别赞成日元升值的声音，但是并未受到重视。对于美国和欧洲方面对日元低估的批评，日本政府相信可以通过一些国内政策措施缓解这些外部压力。

为了缓解日元升值压力，日本政府曾于尼克松冲击之前(也就是日元升值之前)宣布了“八点计划”，以降低国际收支顺差(沃尔克、行天丰雄，1996)，缓解日元升值压力。这些计划包括：增加进口自由化；对不发达国家采取优惠关税；削减关税；推进对内对外的资本投资；降低非关税壁垒；加强对外经济援助；评价出口税的刺激作用以及引进“秩序化的市场”等。除了这些措施，日本大藏省与日本银行还极力劝说国内私人银行更多持有美元资产，以便国内货币当局减少持有美元资产，进而减少货币供给的高速增长与通货膨胀的危险。遗憾的是，“八点计划”并没有消除日元升值的预期，私人银行也根本靠不住，关键时候他们还是按市场规律办事。尼克松讲话之后，在美元贬值的普遍预期下，银行为了自身的利益不得不大量抛售手中的美元资产。面对突如其来的冲击，日本货币当局无法再继续维持360：1的汇率，日元走上升值之路。

4. 缓解日元升值压力的措施引发了日本的通货膨胀。为了维护360：1的日元汇率，日本货币当局不得不在市场上大量买入美元资产。货币当局在买入美元资产的同时，也向市场放出了等量美元资产乘以360倍的日元。大量日元突然流入市场必然会带来货币追逐商品的局面，通货膨胀在劫难逃。日元升值预期最强烈的1971年8月，是政府干预日元最严重的时期，也是货币供给增长最迅速的时期。经过1—2年时滞阶段，货币供给增长过快的作用终于凸现出来，日本经济出现了严重的通货膨胀。70年代中期，日本通货膨胀率最高达到了接近25%的水平。

5. 20世纪80年代，日本再次用利率政策为日元升值“缓解”压力，这种做法为日本80年代末期的经济泡沫推波助澜。日本储蓄率非常高，高储蓄率同时也支撑着非常高的投资率。1985年广场协议以后，大幅升值的日元让日本的贸易品部门突然难以为巨大的资本创造利润，资本流向何处呢？日本国内金融市场难以在短时间内为这些过剩资本找到合理的出路，于是，大量资本涌向房地产市场和股票市场，泡沫经济一触即发。紧要关头，迫于日元升值压力的日本货币当局大幅下调利率，希望能缓解日元升值压力，同时也希望借此减少汇率升值带给日本经济的负面影响。遗憾的是，扩张性货币政策不仅没有阻挡日元升值趋势，相反地，低利率向市场注入了大量流动性，刺激着洪水般的资本涌向房地产和股票市场，泡沫经济更加严重。

综上所述，20世纪70—80年代，日元经历了持续的升值，日本相对美国国力的上升及其在贸易余额上持续顺差，是推动日元升值根本性的力量，这种趋势一直持续到90年代上半期。当一个国家相对于世界经济的其它部分保持了较高劳动生产率的时候，汇率升值本来是一件很自然的事情，它会引导国内经济资源在贸易品和非贸易品部门之间重新配置，实现贸易品部门和非贸易品部门之间的协调发展。令人遗憾的是，在日元升值压力下，日本政策采取了很多措施“缓解”市场的升值压力，这些措施非但不能有效地缓解日元升值压力，反而由于牺牲国内经济政策的独立性，给日本经济带来了非常不利的宏观经济环境，并伴生了一系列后遗症。

三、德国走过的道路

1. 20世纪60—90年代，德国经济和日本经济有非常相似的地方，二者都成为战后世界经济最突出的亮点，也都经历了持续的贸易顺差。1960—1990年的30年间，德国的对外贸易几乎无一例外地保持顺差，而且顺差规模在1965年以后逐步扩大。和日本不同的是，德国的对外贸易更多地在欧洲国家占据较大比重，对美国虽然也有大量贸易顺差，但远不如日本贸易顺差那样集中。

2. 在持续的贸易顺差的推动下，马克持续升值。1960—1990年，马克对美元的名义汇率从4.17：1升值到1.49：1，累计升值1.79倍，同期，经过贸易加权的马克名义汇率升值1.43倍。无论是对美元的双边名义汇率，还是贸易加权的名义汇率，同期马克升值的幅度都超过了日元。

布雷顿森林体系解体以前，马克对美元保持固定汇率，但德国经济相对美国经济走强。固定的汇率无法反映国与国之间的经济实力变化，为了保持和美元固定的汇率，德国货币当局不得不在市场上购入超额供给的美元。货币当局美元资产的不断增加威胁到了国内的物价稳定。尼克松冲击以后，对国内通货膨胀深恶痛绝的德国货币当局…放弃了当时4马克兑换1美元的固定比价，马克开始连续升值。

尽管马克升值，但是德国的贸易顺差并没有因此减少。贸易顺差几乎与马克升值并驾齐驱，持续的贸易顺差不断推动马克的进一步升值。1980—1985年期间的马克贬值主要是受到石油危机的影响，危机过后，马克再次回到以往的强势路径上去。

3. 德国货币当局的政策旗帜鲜明，重心是国内，尤其是国内物价和产出的稳定，马克汇率处于相对次要的地位。在独立货币政策、资本自由流动和固定汇率三难选择之间，德国货币当局同样选择了独立货币政策和资本自由流动，让马克汇率自由浮动。德国货币当局旗帜鲜明地贯彻货币政策独立性，于1974年放松外汇汇兑方面的管制，物价和产出稳定成为货币当局最关心的事情，相对而言，马克汇率居于次要的位置上。货币当局基本贯彻了资本自由流动下的浮动汇率制度，不会因为缓解马克升值压力而牺牲国内的物价稳定。

4. 借助欧洲区域内的货币联动机制，德国马克汇率较少受到投机资本的冲击，欧洲其它国家在一定程度上分担了马克升值的压力。欧洲共同体国家于1972年达成协议，区域内各国货币之间汇率波动幅度保持在2.25%以内。1979年欧洲货币体系正式建立以后，这一区域内的汇率联动机制也被延续下来。欧洲货币联动机制的建立在一定程度上把对马克升值的投机资本转移到了那些货币联动机制中相对较弱的货币身上。无论是来自美国的压力，还是来自德国自身某项关键经济指标的变化，当市场普遍预期马克相对美元要升值的时候，投机资本并不直接冲击马克，而是把注意力集中在了相对马克较弱的里拉、英镑或者是其它欧洲国家货币身上。借助马克与美元的自由浮动，马克升值反映了国家间相对实力变动对汇率调整的要求。借助于欧洲货币联动机制，德国实现了与欧洲主要贸易和投资伙伴国之间汇率的相对稳定，同时还把投机资本引向了欧洲其它国家。

尽管受到投机资本的冲击，欧洲汇率联动机制经历了芬兰马克、英镑等货币与马克的脱钩，但是，欧洲货币联动机制最终保持了下来。汇率联动机制对于除德国以外的其它欧洲国家来说也并非完全是替罪羊的角色。无论如何，汇率联动机制更有利于区域内的贸易和投资活动。而且，钉住马克也有利于保持国内更加稳定的物价水平。另外，谁又能保证，如果没有欧洲汇率联动机制，这些国家的货币不会受到投机资本的冲击呢？毕竟，汇率联动之间让联动机制内每个国家的货币相对美元都强大了很多。

四、比较

.....

五、启示

.....

[推荐好友](#)

相关文章

■ 石田護 日本企业应对日元升值的策略 《国际经济评论》2005年第7-8期 (2006-10-20)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

[院首页](#)

[网站声明](#)

[会员登录](#)

[联系我们](#)

[下载中心](#)

[院图书馆](#)

