

日本央行超宽松货币政策是日圆暴跌元凶

中信银行（国际）首席经济师 卓亮

内容提要

- 日本央行坚持进行全球独有的量化及质化宽松措施，控制孳息曲线，货币政策宽松程度无出其右
- 日本贸易差额从顺差状态急速恶化至严重逆差，进一步对汇率施压
- 除非日本央行调整货币政策方向，否则日圆将持续成为最缺乏吸引力的主要货币

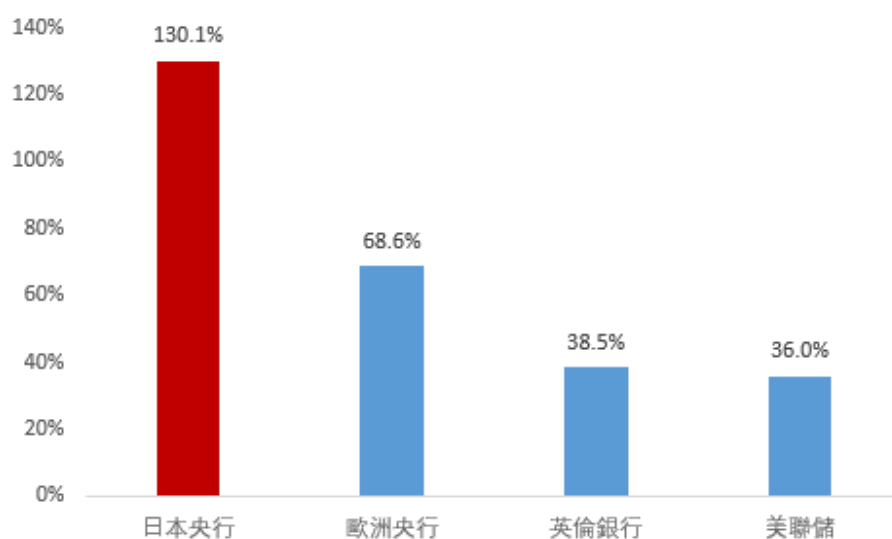
2022 年汇市风起云涌。按照不同机构编制的美元指数计算，美元汇率飙升至数十年甚至有记录以来高位。主要货币兑美元均录得不同程度的贬值，但日圆的弱势最为突出，年初至今累计贬值幅度曾超过 20%。影响汇率表现的因素众多，惟日本央行极端宽松的货币政策难辞其咎。

日本央行 QQE 及孳息曲线控制措施导致日圆供应不断膨胀

在非传统货币政策的实验上，日本央行一直都是先驱。作为量化宽松的鼻祖，日本央行从 2013 年开始推出加强版，名曰量化及质化宽松 (quantitative and qualitative easing, QQE)，试图控制整条孳息曲线，确保日本十年期国债孳息不显著偏离 0% 的目标。为防止此指标超越 0.25% 的目标上限，日本央行不惜持续凭空印钞买债，为市场注入源源不绝的日圆流动性。日圆供应不断膨胀，汇率自然难免受压。

久而久之，日本央行资产负债表的相对规模远远抛离其他主要央行。目前，日本央行总资产占当地 GDP 比例高达 130.1%，令其他曾经长期进行量宽措施的央行亦望尘莫及。在已发展经济体普遍着手收紧流动性的同时，日本央行继续乐此不疲地维持超宽松货币政策，导致日圆成为表现最差的主要货币。

图一 主要央行总资产占当地 GDP 比例

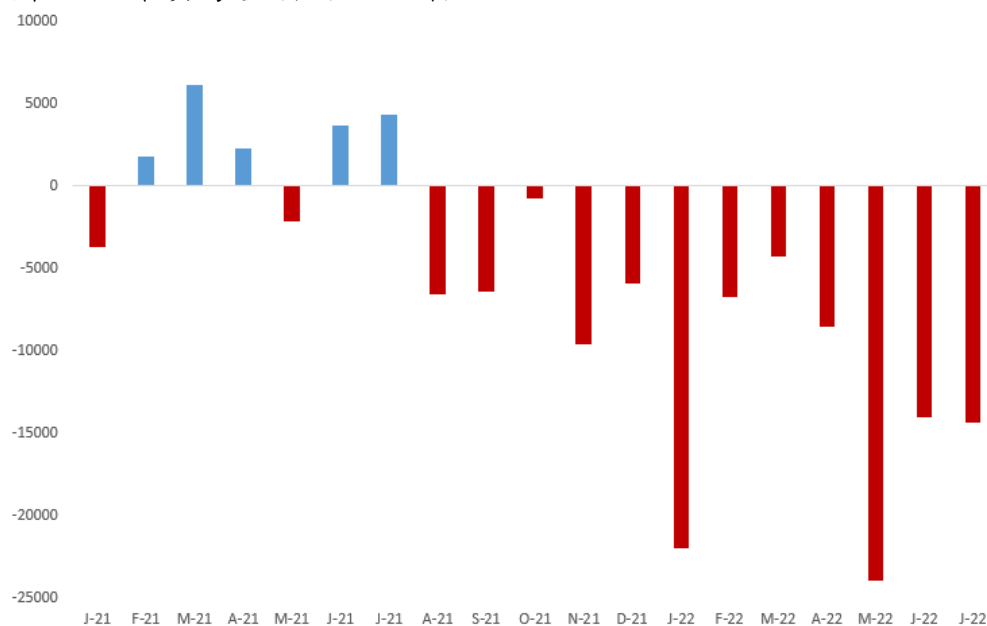


资料来源：彭博、中信银行（国际）研究部

贸易差额急速恶化至严重赤字

同时，不断膨胀的贸易赤字亦对日元施压。由于日本极度依赖能源及粮食进口，进口金额在过去一年反复飙升，导致贸易差额从过往的顺差常态迅速恶化至庞大逆差。从 2021 年 8 月开始，日本贸易差额一直维持在赤字状态。日本相对稳健的净出口表现曾经是长期支持日元汇率的重要因素，如今贸易顺差不再，不但无法缓冲超宽松货币政策对日圆的负面影响，更成为对汇率进一步施压的额外因素。

图二 日本贸易差额（亿日元）



资料来源：彭博、中信银行（国际）研究部

日圆纵使大幅贬值仍缺乏支持

年初至今，日圆兑美元从约 110 水平不断寻底，跌穿数个整数心理关口后曾低见 145，屡创 24 年低位。日本与大部分已发展经济体一样，需要面对通胀升温及经济转弱的挑战，无法独善其身，但唯独日本央行拒绝亡羊补牢，坚持继续放水以尝试维持超低债息。日圆曾几何时是环球主要强势货币之一，惟日本长期无纪律的财政支出以及货币宽松，不断蚕食日圆汇价根基。

在强美元的汇市环境下，大部分非美货币表现均乏善可陈，弱日圆或更具有参考价值。对决策者而言，日本无约束的超宽松政策成为前车之鉴；对投资者而言，在没有任何正面因素的支持下，日圆仍然缺乏吸引力。除非日本央行调整政策方向，否则日圆弱势难以扭转。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**