

日本央行超寬鬆貨幣政策是日圓暴跌元凶

中信銀行（國際）首席經濟師 卓亮

內容提要

- 日本央行堅持進行全球獨有的量化及質化寬鬆措施，控制孳息曲線，貨幣政策寬鬆程度無出其右
- 日本貿易差額從順差狀態急速惡化至嚴重逆差，進一步對匯率施壓
- 除非日本央行調整貨幣政策方向，否則日圓將持續成爲最缺乏吸引力的主要貨幣

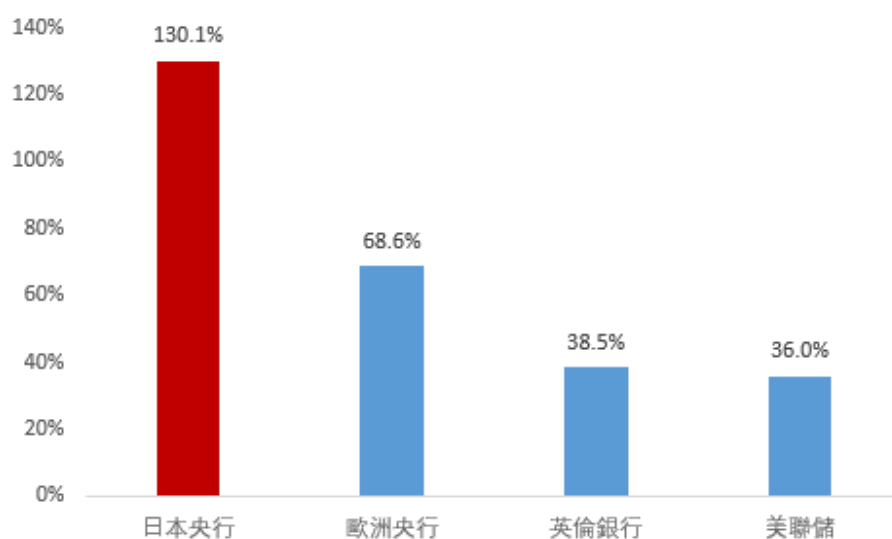
2022 年匯市風起雲湧。按照不同機構編制的美元指數計算，美元匯率飆升至數十年甚至有記錄以來高位。主要貨幣兌美元均錄得不同程度的貶值，但日圓的弱勢最爲突出，年初至今累計貶值幅度曾超過 20%。影響匯率表現的因素衆多，惟日本央行極端寬鬆的貨幣政策難辭其咎。

日本央行 QQE 及孳息曲線控制措施導致日圓供應不斷膨脹

在非傳統貨幣政策的實驗上，日本央行一直都是先驅。作爲量化寬鬆的鼻祖，日本央行從 2013 年開始推出加強版，名曰量化及質化寬鬆 (quantitative and qualitative easing, QQE)，試圖控制整條孳息曲線，確保日本十年期國債孳息不顯著偏離 0% 的目標。爲防止此指標超越 0.25% 的目標上限，日本央行不惜持續憑空印鈔買債，爲市場注入源源不絕的日圓流動性。日圓供應不斷膨脹，匯率自然難免受壓。

久而久之，日本央行資產負債表的相對規模遠遠拋離其他主要央行。目前，日本央行總資產佔當地 GDP 比例高達 130.1%，令其他曾經長期進行量寬措施的央行亦望塵莫及。在已發展經濟體普遍著手收緊流動性的同時，日本央行繼續樂此不疲地維持超寬鬆貨幣政策，導致日圓成爲表現最差的主要貨幣。

圖一 主要央行總資產佔當地 GDP 比例

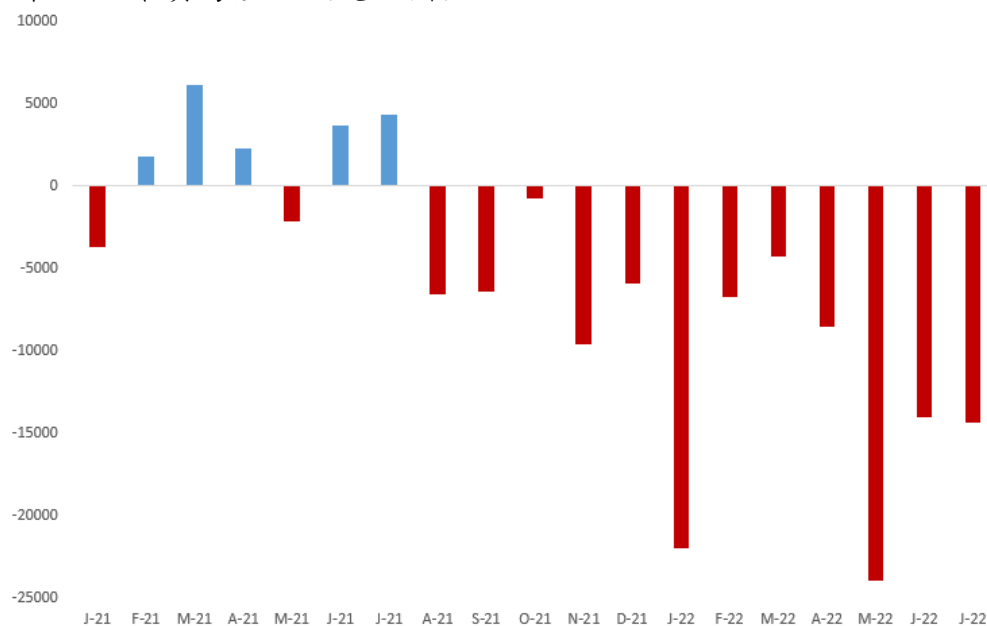


資料來源：彭博、中信銀行（國際）研究部

貿易差額急速惡化至嚴重赤字

同時，不斷膨脹的貿易赤字亦對日圓施壓。由於日本極度依賴能源及糧食進口，進口金額在過去一年反覆飆升，導致貿易差額從過往的順差常態迅速惡化至龐大逆差。從 2021 年 8 月開始，日本貿易差額一直維持在赤字狀態。日本相對穩健的淨出口表現曾經是長期支持日圓匯率的重要因素，如今貿易順差不再，不但無法緩衝超寬鬆貨幣政策對日圓的負面影響，更成為對匯率進一步施壓的額外因素。

圖二 日本貿易差額（億日圓）



資料來源：彭博、中信銀行（國際）研究部

日圓縱使大幅貶值仍缺乏支持

年初至今，日圓兌美元從約 110 水平不斷尋底，跌穿數個整數心理關口後曾低見 145，屢創 24 年低位。日本與大部分已發展經濟體一樣，需要面對通脹升溫及經濟轉弱的挑戰，無法獨善其身，但唯獨日本央行拒絕亡羊補牢，堅持繼續放水以嘗試維持超低債息。日圓曾幾何時是環球主要強勢貨幣之一，惟日本長期無紀律的財政支出以及貨幣寬鬆，不斷蠶食日圓匯價根基。

在強美元的匯市環境下，大部分非美貨幣表現均乏善可陳，弱日圓或更具有參考價值。對決策者而言，日本無約束的超寬鬆政策成爲前車之鑒；對投資者而言，在沒有任何正面因素的支持下，日圓仍然缺乏吸引力。除非日本央行調整政策方向，否則日圓弱勢難以扭轉。



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

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構
及/或作者的意見及分析，並不代
表香港中資銀行業協會意見。**