



# 执念加息、日元升值的误解和盲点

饭田泰之

(明治大学政治经济学部教授)



日经平均股价在2024年3月4日以首个4万点大关的4109.23日元收盘后，2024年8月5日与前一交易日的收盘价相比下跌了4451点，创下了史上最大的跌幅。从8月1日开始的三个工作日，7643日元（收盘价）的下跌是史无前例的暴跌。  
照片：Ryuji/PIXTA

股价和汇率状况依旧不稳定，但以“理想汇率”和“正常利率水准”为目标的政策运营果真合理吗？难道应该优先考虑的不是实现好景气和经济增长吗？。

2024年8月5日日经平均股价较前一交易日收盘价下跌4451点，创下历史最大跌幅。从8月1日开始的三个工作日，下跌7643点（以收盘价为基准）堪称史无前例的暴跌。

7月11日达到4万2427点，创新高的日经平均指数依然不稳定，但到8月16日为止恢复到3万8062点。8月的股价大幅度变动不一定会成为中长期股价、汇率的转折点。相反，市场对今后的金融政策和日本经济政策的预测提供了重要的论点。

8月暴跌的直接诱因可能是8月2日美国公布的就业统计数据恶化。由于景气感的恶化，对美国的政策利率会加速下调的预测占绝大多数。受此影响，美欧和亚洲各市场的股价也出现疲软。但是，美国自不必

说，欧洲市场的股价下跌只在 3-5 个百分点的范围内，没有像日本这样呈现股市暴跌之后持续混乱的国家。而且，关于汇率，日元不仅对美元，几乎对所有的主要货币都走高，可以解释为日本独特的因素影响了股价和汇率。

## 没能事先预测的失败

7 月 31 日日本央行出台政策，将政策利率的 从 0.1% 提高到 0.25%。此外，还对购买长期国债的减额做出了具体的提示等。但是，比这些实际的决定给市场带来更大冲击的是金融政策决定会议后的日本央行植田和男总裁的记者招待会。他表示，“我们将继续提高政策利率，调整量化宽松程度”，不少市场相关人员被认为这是对进一步加息表现出强烈态度。

加息和持续加息的公开表态，从结果来看决定确实有些草率。经济学家、美国前财长劳伦斯·萨默斯指出：“政策转换就不能够更加平稳地实施吗？”

另一方面，也有观点认为，由于无法事先预测加息后市场的急剧变化，因此有人认为错的不是决定加息本身，而是运气和时机不佳。到 7 月中旬为止的股市上扬是一种泡沫，不可持续，早晚会上崩——在这种情况下，也有意见认为指摘日本央行加息不妥是错误。确实，央行在事前是否把握加息可能带来的风险和问题点也是一个重要论点。

一般来说，金融政策是着眼于物价和实体经济（景气、经济增长）两方面来运营。如果以教科书式的金融政策论来看，此次的决定加息政策不得不是无关紧要的措施。

在 2024 年 7 月 19 日公布的 6 月消费者物价指数中，核心 CPI（不含新鲜食品）<sup>1</sup> 上升率同比为 2.6%，核心 CPI（不含新鲜食品和能源的综合指数）同比为 2.2%。这是接近日本央行一直以来实现 2% 通胀目标。如 2023 年那样进口物价对国内物价的影响已经告一段落。而且，除了发生极端价格变化的部分货物和服务以外，基础通胀指标（捕捉基调通货膨胀率的指标）<sup>2</sup> 比去年下降了 2%。在日本央行政策委员的物价预测中，核心指数的基本走势预测从 2024 年到 2025 年停留在 2% 左右。日本央行当局自己认识到，还不到需要提高利率应对渐进的通货膨胀的时候。

另一方面，关于实体经济，今年 2024 年 4-6 月期的经济增长率与前期相比+0.8%，时隔两期实现正增长，仅从前一年的断续的负增长稍有回升而已。内阁府推算的 GDP 差距也为负 1.4%（1-3 月期），暗示了与供给能力相比需求依然呈现不足的状况。

一直被认为对加息比较积极的财务省，也表示需要注意国内需求疲软。在 6 月 13 日~14 日举行的金融政策决定会议上，财务省的出席者表示：“个人消费力度匮乏，（财务省）也认识到了国外经济的风险。”在此基础上他还表示：“为实现 2% 的物价目标能持续、稳定发展，期待采取妥善的金融政策。”

在此，也要关注财务省指出的“海外经济风险”。美国经济的通货膨胀率趋势在逐渐结束。消费者物价指数同比一度超过 9% 的上升率下降到 3% 左右。从 8 月 2 日的雇佣统计发表以前开始，很多经济学家预想年内会·降息，只不过针对降息的次数和幅度是否会急剧扩大表示应该充分警戒。

日本央行应该能充分认识本次加息风险所处的风险。而且，目前的形势绝非处于必须冒着风险实施加

<sup>1</sup> 核心指数（除去新鲜食品的综合）是日本总务省每月公布的消费者物价指数（CPI）的“综合指数”中除去生鲜食品的数值。正式名称为“新鲜食品除外综合指数”，俗称“核心 CPI”。

<sup>2</sup> 日本央行统计局对“捕捉基础通货膨胀率的指标”进行了如下说明。在分析物价动向时，从现实中观测到的消费者物价的动向中，去除了各种临时因素的影响，经常利用基础性的通货膨胀率（所谓的“核心指标”）。此时，不是依赖于特定的核心指标，而是通过综合观察各种核心指标，可以更准确地把握基调的物价变动。

[https://www.boj.or.jp/en/research/research\\_data/cpi/index.htm](https://www.boj.or.jp/en/research/research_data/cpi/index.htm)

息的状况——不存在通货膨胀的加速和景气的过热的状况。目前市场的不稳定是由于不必要的加息，可预见的风险表面化所致。

## 汇率不代表国力

是什么驱使日本央行做出如此急匆匆的决定呢？定量和定性货币宽松规模缩小和加息是植田总裁就任以来推进的政策。这是一个假设，物价、经济动向如果如去年一样持续下来的话，像这次这样小幅的加息在某种程度上是也算有其正当性。但是，现在已经失去了其前提条件。与其他政策相比，特点是能够根据情况灵活应对。即便是因为政府做了长期准备的政策，不管情况如何都要如期执行的话，无异于放弃了金融政策的优点。

另一方面，也不能忘记一部分政治家和媒体逼迫日银加息。河野太郎数码相（当时）在2024年7月17日的采访中，为了提高日元的价值，要求日本央行提高政策利率（后来解释说是个人的见解）。同月19日，当时的岸田文雄首相在经团联夏季论坛上发言表示“促进金融政策的进一步中立化”，自民党干事长茂木敏充（当时）也在同月22日的东京都内演讲中表示“有必要更明确地推出，包括讨论阶段性加息在内，促使金融政策正常化的方针”。不能否认，对日本央行来说，基于政治上的压力，推迟加息的决定几乎变得不可能。

到底是什么力量引导政府和执政党干部进行如此强硬地主张加息论呢？有批评意见表示，提高政策利率，各银行在央行持有的超额准备金的利息也会增加，因此目的是为了金融业获取更多利益。还有，在前央行总裁黑田东彦时代，定量和定性货币宽松和低利息是已故安倍晋三首相的象征性业绩，因此也有人指出，作为新一届领导人，打算提出与安倍经济学不同的政策方针。说句题外话，尤其是大部分左派、自由主义派关于促进加息和日元升值并非基于某种经济思想，而是来源于“反安倍”。像这样比起雇佣，更重视银行经营和汇率，趋于欢迎不劳而获的利息提高的自由派在国际上实属罕见。

然而，比这些实利理由更需要重视的是关于对货币政策和汇市的“盲信”。首先从不少政治家提到的“过度的日元贬值”论来看一看。

在考虑货币政策和汇率的关系时，必须考虑国际金融的三元悖论。这是指不能同时完成资本自由流动（没有资本管制）、固定汇率和独立的货币政策这三项命题。例如，如果想在“国际间资本自由流动”中固定汇率，就必须操作货币政策，使其与国内的景气无关，才能够维持汇率。另一方面，如果根据国内的景气改变金融政策，汇率就会由市场决定。为了兼顾汇率控制和符合国内经济的货币政策的实施，就有必要限制国际金融交易。但是，这对自由主义经济圈的发达国家来说是不现实的。

如果根据经济增长率和物价变动等国内经济状况实施货币政策，汇率就无法控制。只能由市场决定。另一方面，假设需要一个理想的汇率，为了达成这一目标而运用金融政策，比国内经济只有更优先汇率的政策方针。如果是以偿还巨额美元债务为主要目的的债务国就另当别论了，世界最大的对外债权国（对外纯资产国）没有理由比国内经济更优先汇率。日元贬值是通货膨胀的主要原因。因此，如果国内的通货膨胀率大幅上升，也有可能为了国内经济争取达到更高的汇率目标。但如前所述，国内通胀正在放缓。

另外，有误解认为日元贬值相当于日本产品的廉价出售，并认为这会有损国民财产。其实，很少有企业根据汇率使海外的销售价格（以美元计价）上下浮动。在美国国内的日本车的销售价格，根据在美国国内的销售状况和其他公司的价格来决定。由于日元贬值，进口商品的日元价格高涨的时候，出口商品（美元价格一定）的日元价格也会上升。出口商品和进口商品的价格比被称为交易条件，但在日本，交易条件的短期变化几乎都是由作为主要进口商品的国际能源价格来决定的。而无法通过日本的经济政策来改变。

把汇率当作国力和国威指标的说法也没有根据。从日元持续大幅升值的2000年后半期到2012年，没有人会认为日本国力和国威上升了吧。如果国内景气得到充分改善，为了防止通货膨胀和经济过热而提高

利率，汇率也会向日元升值方向变化。要是这样的好景气让日元升值，确实可以说是国力的上升。

相反，不考虑国内经济状况，只考虑以日元升值为目标，日本经济和日本国力都不会上升。对于采取浮动汇率制的发达国家来说，汇率是国内政策的结果，而不是目标。

## 对金融政策的盲信

抛开汇率问题，但执意加息的主张依然根深蒂固。这些加息先行论强调的关键词是“货币政策正常化”。也经常使用“有利息的（正常的）世界”的表达方式。

但是，在经济领域，真有所谓的独立的正常自然的利息水准吗？现代主要国家的货币既没有像金本位制那样的贵金属的价值证明，也没有通过固定汇率制度与海外货币交换的保证。可以说期存在是彻头彻尾的“人工产物”。

在经济理论世界中，“自然利率”是指使国内总需求与供给、生产能力一致的利率水准。在此，以名义利率（票面上的利率）减去预期通货膨胀率的实质利率为基础进行说明。在需求中，容易受到实际利率影响的是投资和消费。如果实际利率变高，对借款支出不利，对储蓄和借款的提前偿还有利。

在实际利率高于自然利率的情况下，由于消费、投资不足，需求水平较低，经济活动停留在无法发挥生产、供给能力的状态。相反，由于供不应求，会引起加速通货膨胀。一般来说，金融政策是以实际利率与自然利率基本一致的方式进行运营。

现代日本的自然利率处于什么水准呢？企业的投资意愿不仅是由利率决定的。根据国内外的景气和前景预测而变动，自然利率也不会停留在固定水准上。但是，从目前预测的长期政府债券收益率为1%，通货膨胀率在2%左右的状况——也就是说，从即使在长期实际利率为负1%的状况下，GDP差距波动幅度虽很小，仍处于负值的状况来看，日本的自然利率确实是负数。

如果自然利率为负，那么货币政策应瞄准的实际利率也将为负。鉴于现代日本经济状况，短期内自然利率将持续为负。其理由之一就是国民的年龄构成。在日本，为了偿还住房贷款和准备退休积累资产、储蓄欲望高的50多岁人口比年轻人多。而且，随着高龄者就业的扩大，也不容易动用储蓄。

实际利率为负的状况既非不自然也不异常。过去很多国家也有过实际利率为负的时期。而且，如果为了使实际利率保持在负值而需要零利息或低利息的话，绝非异常，而是合情合理的金融政策运营方式。

## 经济政策的目标是什么

以“理想汇率”或“正常利率水平准”为目标的政策运营并非合理。经济政策的目标在于通过经济增长实现稳定和提高民生水准。个别政策应该从作为最终目标提高国民的经济福利的观点来选择。

正如植田总裁在记者招待会上所说，“不仅是大企业，在广泛的地区、行业、企业中，加薪的动向也在扩大”。正因为如此，金融政策才应该最大限度地利用经济状况开始改善的兆头来运营。企业业绩的改善和人手不足的重叠，可以导致工资的进一步上升。工资的上涨会带来消费需求。并且，对企业来说，作为工资高涨的对策，会朝着省力化方向投资和着手企业运营方式的变革。

这些需求的增加将提高与供求一致的利率即自然利率。如果自然利率提高，与国内经济相对应的适当政策利率水准也会提高。只有在经济复苏需要加息的时候，加息才是货币政策的“本来面目”。

加息不会改善经济状况。但是，如果实现了景气和经济增长的改善，自然会出现应该提高利率或不得不提高利率的情况。如果认为高利息才是目标的话，比起加息，优先景气、实现经济增长才是捷径吧。

[ 月刊杂志《Voice》2024 年 10 月号《执念加息、日元升值的误解和盲点》得到笔者以及出版社 PHP 研究所的许可翻译、转载。]

---

### 饭田泰之（明治大学政治经济学部教授）

1975 年出生。东京大学经济学部毕业，同研究生院经济学研究科硕士课程结业，博士课程学分取得后中途退学。曾任驹泽大学经济学部专任讲师、副教授，2013 年起任明治大学政治经济学部副教授，22 年起任现职。历任内阁府经济社会综合研究所客座研究员、参议院特别调查室客座调查员、财务省财务综合政策研究所上座研究员、总务省自治体战略 2040 构想研究会委员、内阁府规制改革推进会议委员（该农林工作组主席）等职。《财政・金融政策的转折点 日本经济的再生计划》（中公新书）、《学习日本史的金钱圈》（PHP 研究所）等著作多数。

