

分析师： 李冒余 021-68751256 limy@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080252

联系人： 吴邦栋、沈楠 021-68751256 wubd@cjsc.com.cn

日直接干预外汇措施长期难起明显效果

报告要点

■ 日本陷入“弱经济、强货币的陷阱”

今年以来日元汇率持续升势，但是日本的经济却表现不佳。日本二季度的实际国内生产总值(GDP)折合成年率增长0.4%，增幅为三个季度以来的最低水平。同时经济通缩从2009年2月以来持续至今，虽然CPI同比峰值已经有所收窄，但是通缩局面仍然会持续较长时间。同时，日本的出口绝对数量也有所下跌。在内部经济下滑的情况下，还要面对日元升值造成的外部冲击，这是日本政策制定者所不能够接受的。在这个时候对日元汇率进行干预，也是一种必然。

■ 财务省直接干预汇率比日本央行注资有效

在日本政局尚未明朗之时，日本试图利用公开市场操作增加货币供应，从而间接的干预汇市。本来菅直人对汇率直接干预的态度显得比较暧昧，但菅直人在成功当选日本民主党党魁从而顺利保住首相位置之后意外地祭出了直接干预汇率的措施，超出了市场的预期。此次直接干预汇市的效果显然好于公开市场操作，这与日本历史上“量化宽松”的无效性是分不开的。量化宽松政策往往不能将经济从通缩的陷阱中拖将出来。反观财务省对于汇率的直接干预往往能够起到比较好的效果。美联储的一项报告指出，日本买入美元抛出日元的操作63.8%在短期内是成功的。

■ 直接干预汇市难以在中长期起效

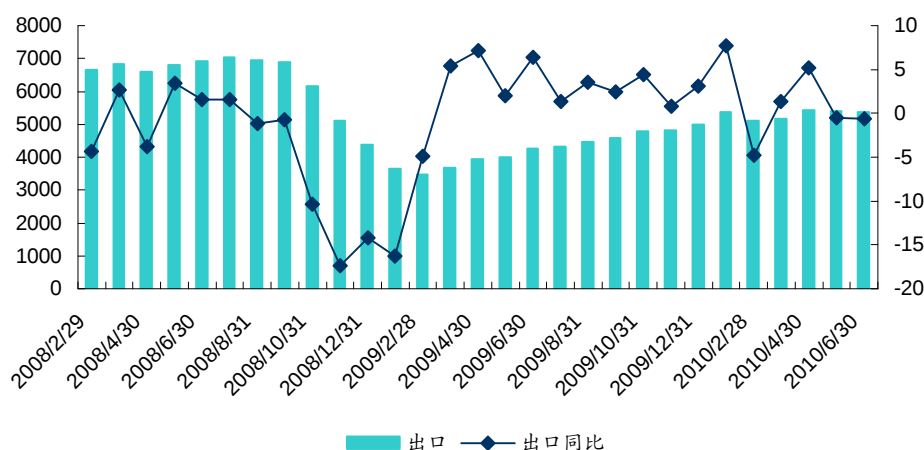
虽然对于日元的干预在短期的成功概率是不低的，但是从长期来看，日本央行对日元的作用可能仍然有限。首先，从历史上看，对日元干预的效果无法沿伸到中长期，03年至04年一季度的干预政策并没有改变日元升值的中长期趋势。其次，从现实因素来看，基本面因素也不利于日元的贬值。一方面，日本财务省能够筹集多少资金来购买美元抛售日元值得怀疑。由于日本政府负债与GDP比值远远高于国际警戒线，财政资源已经比较紧张；菅直人在竞选民主党党魁之前承诺缩减赤字，并将相关计划写入“政纲”；菅直人的竞选政纲中包含对企业退税的政策，这将使得财务省可用的财政资源更加捉襟见肘。另一方面日本国内外的经济形势也不支持日元在中长期进入贬值的趋势。我们认为只有在日本国内外的经济基本面都有明显改善之后才有可能迎来日元大幅贬值的局面。

日本加强对日元走强干预

2010 年以来日本经济表现不佳,而目前日元汇率的升值对日本的经济雪上加霜。日本二季度的实际国内生产总值(GDP)折合成年率增长 0.4%,增幅为三个季度以来的最低水平。同时经济通缩从 2009 年 2 月以来持续至今,虽然 CPI 同比比峰值已经有所收窄,但是通缩局面仍然会持续较长时间。同时,日本的出口绝对数量也有所下跌。在这种情况下,日经 225 指数自 5 月份以来一直在下跌的趋势之中,与日元汇率呈明显的负相关。日本无奈的陷入了“弱经济、强货币”的陷阱。

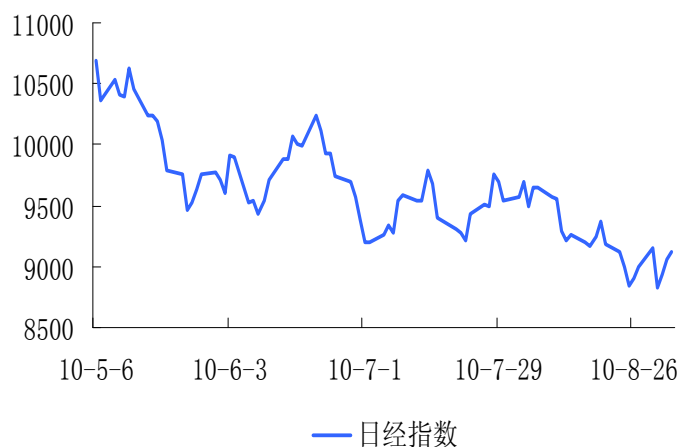
日本是一个净出口国,贸易盈余对于日本来说是比较重要的。在内部经济下滑的情况下,还要面对日元升值造成的外部冲击,这是日本政策制定者所不能够接受的。因此在上月月底,日本央行决定出手进行干预,决定将通过公开市场操作的注资额从 20 万亿日元提高到 30 万亿日元。并且在昨日甚至传出,由日本财务大臣拍板,六年来直接在外汇市场上进行卖出日元的外汇干预行为。

图 1: 日本出口额及同比



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 2: 日经指数自 5 月份以来进入了一个下降通道



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 3: 今年以来日元兑美元持续升值



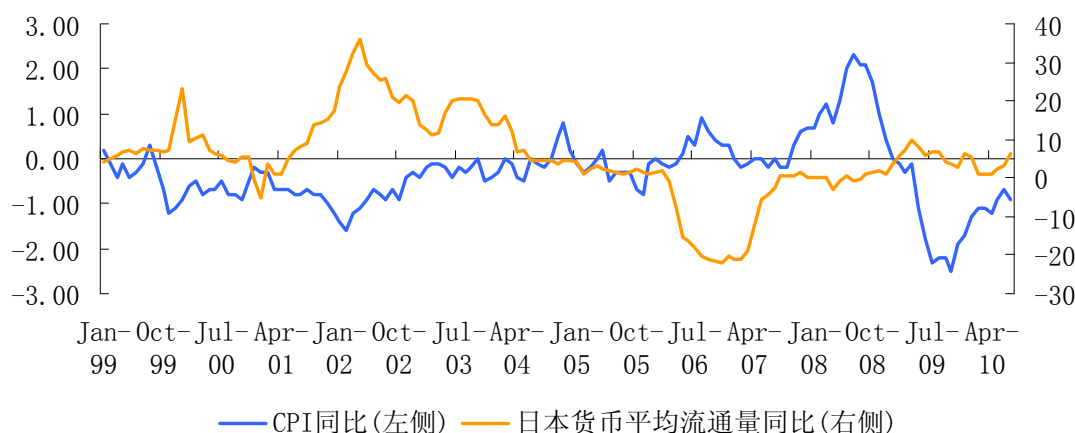
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

直接干预汇市短期成功概率较大

在日本政局尚未明朗之时,日本试图利用公开市场操作增加货币供应,从而间接的干预汇市。本来菅直人对汇率直接干预的态度显得比较暧昧,但菅直人在成功当选日本民主党党魁从而顺利保住首相位置之后意外地祭出了直接干预汇率的措施,之所以短期内对日元造成打压更多的在于其态度从“暧昧”向超预期“直接”的转变过程。此次直接干预汇市的效果显然好于公开市场操作,一方面从过去的统计上看,直接干预的短期成功概率较大,另一方面,这与日本历史上“量化宽松”的无效性是分不开的。

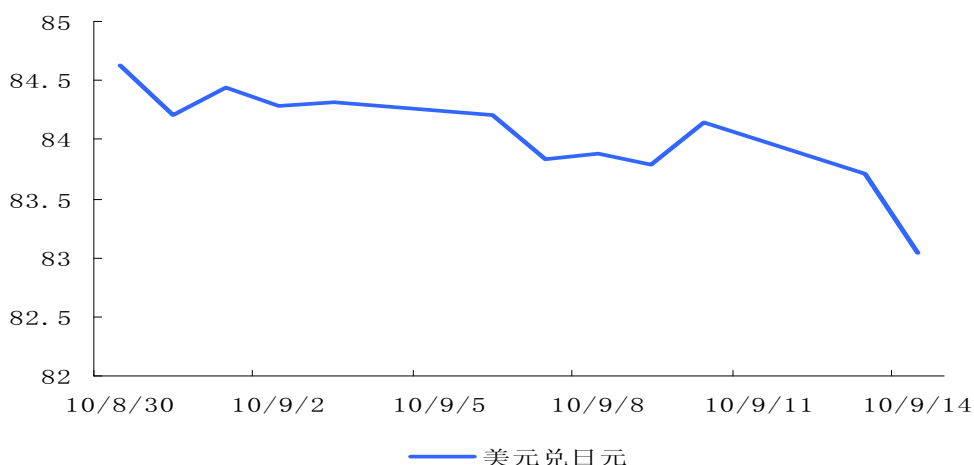
首先,从日本领导层对本次日元走强后的政策反应来看,存在了一个由国内政策刺激向直接外汇干预的过程,而货币上的放松在日本的经验上来看,难以获得较明显的效果。日本曾经在 99 年末 00 年初退出过较大规模的“量化宽松”政策,2000 年 1 月日本的货币平均流通量同比上升了 23.15%; 01 年下半年至 02 年又推出了规模更大的“量化宽松”政策,02 年 4 月货币平均流通量同比上升了 36.03%。然而这两次货币供应量的猛增并没有实现消除通缩的政策目标。日本的通货紧缩从 99 年下半年一直绵延到 04 年 10 月才出现了第一次 CPI 环比转正的局面。无论日本央行采取怎样的货币政策,都无法改变日本的通缩格局,在 99 年下半年至今日本的 CPI 同比都为负,即使转正都很少同比增长超过 1%。这显然会让市场对于日本货币政策的有效性产生怀疑。而在 8 月 30 日日本央行提出将公开市场操作的额度从 20 万亿日元增加到 30 万亿日元以后,日元并未应声下跌,反而继续升值(图 5)。

图 4：量化宽松政策无法解决通胀问题



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

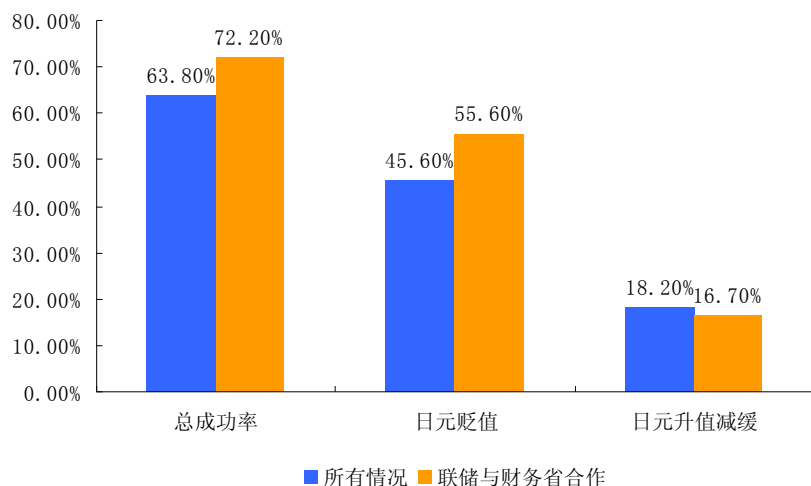
图 5：8 月 30 日日本央行决定扩大注资规模以后日元继续走强



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

其次，从历史上对日本外汇干预的统计数据来看，直接干预也的确会更有可能在短期内产生明显的效果。本次对汇率的直接干预则在短期内打压了日元，另一方面也是因为菅直人之前对直接干预汇市的言论比较暧昧，此次出手干预超出预期。美联储的一项报告指出，日本买入美元抛出日元的操作 63.8% 在短期内是成功的。在考察了日本财务省 1991 年至 2004 年的 3268 次规模不等的干预操作，发现其中能够使日元贬值的有 45.6%，能够减缓日元升值的有 18.8%。此外，在美联储与日本财务省合作的情况下成功率会有更大的提高：成功使日元贬值案例有 55.6%，使日元升值减缓的有 16.7%，总成功率达 72.2%。目前，美联储对于美元没有表达明确的态度，但是在目前就业市场还没有好转、经济仍旧处于弱势复苏的情况下，美联储理应不会有令美元走强的主观愿望。至少不会对日本财务省的操作进行抵消。再加上今年以来日元持续升值，技术上也应该出现回调，我们认为短期内日元可能会有一定程度的贬值。

图 6：财务省干预日元汇率的成功概率



资料来源：美联储，长江证券研究部

干预汇率中长期作用有限

虽然对于日元的干预在短期的成功概率是不低的，但是从长期来看，日本央行对日元的作用可能仍然有限。首先，从历史上看，对日元干预的效果无法沿伸到中长期。其次，从现实因素来看，基本面因素也不利于日元的贬值。一方面，日本财务省能够筹集多少资金来购买美元抛售日元值得怀疑。另一方面日本国内外的经济形势也不支持日元在中长期进入贬值的趋势。

首先，从最近一次财务省大规模干预日元的情况来看，对汇率的干预无法延伸到中期。最近一次对日元汇率的大规模干预发生在 03 年到 04 年第一季度。由于伊拉克战争，避险货币日元面临巨大的升值压力。从 03 年 2 月到 04 年四月，财务省有 126 天进行了买入美元抛出日元的操作。03 年到 04 年一季度，一共抛出了 35 万亿日元，折合美元 4200 多亿。在 03 年初开始的较长时间里，日元升值的趋势得到遏制，直到 8 月份，日元还一直在 115 上方盘整，每当日元跌到关键的点位，财务省都会出手打压日元。但是在 03 年 8 月以后，对汇率的干预政策已经无法使日元兑美元汇率维持在 115 以上了，到 03 年末日元兑美元只能勉强维持在 107 的水平上。

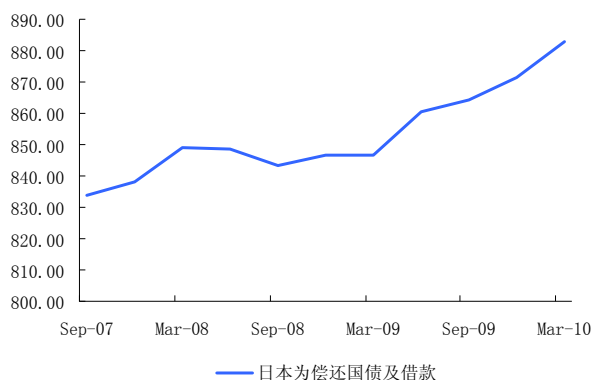
图 7：03、04 年对日元汇率的大规模干预无法改变日元走强的中长期趋势



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

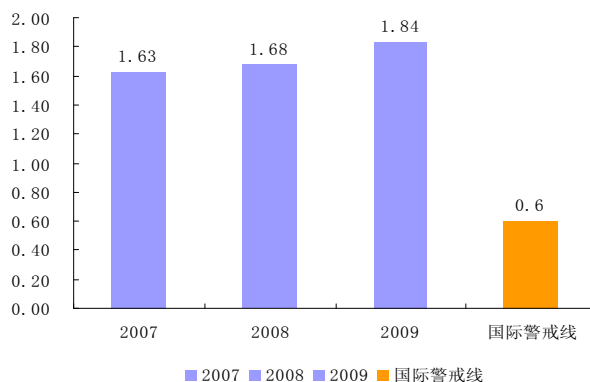
其次，财务省对汇率进行干预的一般方法是先向国内市场发行大量债券，然后用发行债券筹集的资金来购买美元同时将日元抛出。然而以目前的情势，财务省能否大规模地通过发行债券来筹集干预汇市所需要的资金是个问题。截至2009年，日本政府负债占GDP比重高达1.84，远高于国际公认0.6的警戒线（图x）。而目前日本的未偿还国债及借款仍然在节节攀升。面临如此之大的财政压力，菅直人在竞选民主党党魁之前曾经承诺削减财政支出，减少政府赤字，缩减国债规模，调高增值税。他在竞选“政纲”中提到：（1）推进税制改革，增加销售税；（2）减少浪费，以增进财政改革，目标是在公共部门的恶人领域节省20%的开支。另外，除直接与缩减赤字相关的政策之外，菅直人的政纲中还包含了向企业减税的政策，这显然又会占据一部分的财政资源，给缩减赤字带来进一步的压力。此次对汇率的干预能够持续多久、能有多大规模，实在令人怀疑。

图 8：日本未偿还国债及借款节节攀升



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

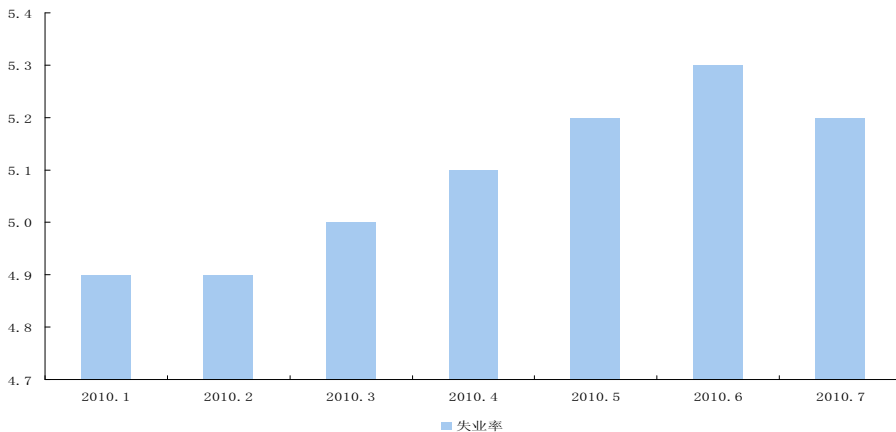
图 9：日本政府负债与 GDP 比率远高于国际警戒线



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

最后，除开日本财政资源对财务省操作的限制，许多基本面因素也不支持日元在中长期贬值。首先，日元长期保持接近于零的利率，几乎不会调整利率，使得日元成为三大避险货币之一。同时又由于日元的低利率，在市场向好的时候，投资者们会借入日元购买其他货币标价的资产，而当市场风险上升的时候就撤资兑回日元。虽然目前欧美经济有所好转，但是多项经济指标仍然未见好转，强势复苏的格局还未出现，几大重要经济体恢复元气仍需要时间。其次，目前日本正在经历严重的通缩，从购买力评价的角度来说，日元的购买力提升了。由于不少日本国内的家庭参与到上述的投资中，在国内失业迅速增加和日元国内购买力提升的条件下，家庭持有的外币头寸必然会快速回流到国内。在这样的情况下，我们认为日本财务省对汇率的干预可能在短期内对日元汇率造成一定的波动，但是长期看来日元不会大幅走弱；只有在日本国内和国外的经济环境大为改善才可能使日元走出“弱经济、强货币”的陷阱。

图 10：今年年初以来日本失业率快速上升



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

沈楠，复旦大学公共经济学专业硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为世界经济及海外市场。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。