

SRI

# 一种借鉴: 日元升值与资产价格上涨有何关系

■嘉宾



■ 牟锋: 经济学博士, 副研究员, 任职于国家信息中心经济预测部, 本报特约撰稿人。

◎主持人: 邹民生 乐嘉春

## “广场协议”前后: 日元升值与资产价格如何互动

主持人: 近日来, 人民币正在以更大的波动幅度运行在升值的轨道中。对人民币升值问题, 国内外经济界有许多不同看法。是利是弊, 投资界始终在密切关注; 是祸是福, 老百姓也非常关心。特别是有不少研究人士, 常常拿日本的教训做比较。

其实, 中国现在的情况与当年的日本有很大不同。可比性不一定很强。但是了解日本当年本币升值与资产价格上涨的关系, 以日本的经验为警戒采取适当措施抑制资产价格膨胀, 避免经济后患, 也是一个很有意思的话题。你能否介绍一下当年日元升值与资产价格上涨的情况?

牟锋: 是的, 相对而言, 日本的经验教训可能会给我们更多启发。这么说吧, 从二战后到上世纪 80 年代前半期, 日本的股票市场并不活跃。从 1976 年初至 1985 年底十年间, 日经 225 指数从 4684 点上升到 13083 点, 年均涨幅为 10.8%。

然而, 从上世纪 80 年代后半期开始, 以股价和地价为代表的日本资产价格经历了从迅速上升到破灭的过程(见图 1)。日经 225 指数从 1985 年底的 13000 点上升到 1989 年底的 39000 点, 在 1989 年 12 月底曾达到创纪录的 39815 点。

在 1985 年到 1990 年期间, 日本地价年均上涨 13%, 大城市地价上涨快于中小城市, 商业地价上涨快于住宅用地和工业用地价格。在紧缩货币政策的影响下, 从 1990 年 2 月份开始, 日经 225 指数从 39000 点开始下跌, 2003 年 4 月底曾跌至 7831 点。日本地价也从 1990 年中期开始停止上升, 截至 1993 年底, 日本六大城市地价比 1990 年高点下跌了 36%, 1999 年比 1990 年 9 月低了 80%。日本地价在 2002 年仍继续下跌。

尽管影响日本资产价格从膨胀到破灭的过程中有多种原因, 但日元大幅升值, 以及升值后日本政府的应对失误却是最重要的影响因素。

日元升值早在 1971 年就开始了, 它经历了一个曲折的过程。然而, 1985 年以前的日元升值并未带来资产价格膨胀(见图 2)。从 1960 年代末开始, 日本经常项目出现巨额顺差, 证明日元汇率被严重低估了, 但日本政府为维持固定汇率, 采取多种措施放松对资本外流的限制, 并促进商品和劳务进口, 可是仍无法抵御美国政

府要求日元升值的压力。受“尼克松冲击”(1971 年)的影响, 日元汇率升到 1 美元兑换 340 日元, 并开始实行浮动汇率制。当年 12 月 18 日, “史密森协议”后, 日元再次升值 16.88%, 达到 1 美元兑 308 日元, 浮动上下限也从过去的 0.75% 变更为 2.25%。1973 年 2 月, 大藏省宣布取消对外汇率浮动幅度限制, 此后日元对美元汇率的波动范围在 1 美元兑 306 日元至 195 日元之间, 但总体上处于升值趋势。

然而, 1985 年 9 月的“广场协议”破坏了市场决定的汇率关系, 美日德法英五国联合干预外汇市场, 日本政府出售美元买入日元, 导致日元大幅度升值。到 1987 年底日元对美元汇率升至 1 美元兑 120 日元。在日元大幅度升值的 1986 年, 日本工业出现了负增长, 经济增长率也处于仅次于 1974 年第一次石油危机后的低水平。

为了摆脱日元升值可能导致的经济衰退, 1987 年 5 月, 日本政府决定减税 1 万亿日元和追加 5 万亿日元的公共事业投资, 7 月又补增 2 万亿日元的财政开支。当年日本银行分 4 次将官定利率降至 2.5%, 成为战后以来的最低水平。

引起日本银行降低利率的另一个原因是, 1987 年 10 月 19 日美国“黑色星期一”引发了全球股灾。作为政策协调的结果, 各国银行纷纷降低利率。“双扩张”政策的实施, 加之石油价格从高位下跌, 使经济出现了稳定增长的局面, 日本经济从“高日元萧条”中解脱出来。

## 特别关注: 曾经有四大因素影响日本资产价格暴涨

主持人: 显然, 日元升值对日本资产价格上涨的影响是非常突出的。那么, 反过来, 日元升值又是如何影响日本资产价格从膨胀到破灭的过程的? 这对中国抑制资产价格膨胀又有什么样的启示?

牟锋: 在“广场协议”前后两个不同时期, 日元升值对资产价格的影响有着天壤之别。那么, 这两者间的作用机制是如何的呢?

虽然影响资产价格的因素很多, 但从理论上讲, 主要有四个基本影响因素: 一是经济基本面, 即经济增长及其影响下的资产收益; 二是资金的供给状况, 宽松的流动性有助于资产价格上涨; 三是物价水平, 较低的物价水平意味着较低的政策性利率; 四是投资者信心, 并非都是理性的投资者信心高涨增强了其风险承担能力。所以, 政策性利率越高和风险承担能力越弱, 资产价格越低; 资产收益越高资产价格就越高。反之亦然。

从日元升值的两个不同时期看, 1971 至 1985 年日元升值期间, 这四个条件只是部分地得到了满足, 资产价格并未出现大幅度上涨。但自 1985 年以后, 这四个条件均得到满足, 加之其他因素的影响, 资产价格出现了大幅度上涨, 并产生了资产泡沫。

自 1971 年后, 为防止日元升值导致的经济衰退, 日本政府实施了扩张性的货币政策, 货币流动性异常宽松, 1973 年货币供应量增幅曾达 20%, 通货膨胀明显上升。加之受高油价的影响, 日本政府不得不提高政策性利率, 从而抑制了资产价格上涨, 而 1974 年的经济负增长和日元的贬值压力又抑制了投资者信心, 也

抑制了资产价格上涨。

例如, 早在 1972 年, 田中首相《日本列岛改造论》出版后, 日本岛内就掀起了第一轮地价上涨, 但高利率使房地产的上涨受到抑制。例如, 1973 年初, 由于通货膨胀率迅速上升, 日本银行被迫将官定利率提高至 6%, 此后, 高利率在较长时期保持, 也极大地限制了土地价格的上涨势头。

1985 年“广场协议”后, 扩张性货币政策带来大量流动性, 而日元大幅度升值产生的紧缩效应, 使通货膨胀率处于较低水平, 使低利率能维持较长时间, 加剧了流动性过剩(见图 3、表 1)。

从本币升值带动资产价格上涨的四个条件看: 第一, 经济增长率比泡沫经济生成前明显上升。1986-1990 年年均经济增长 4.9%, 比 1981-1985 年高出 1.6 个百分点, 年均劳动生产率提高 1.1 个百分点, 非住宅投资占 GDP 的比重提高 2.2 个百分点。

第二, 货币流动性较为宽松, 长期实际利率水平明显下降。1986-1990 年广义货币增长率由 1981-1985 年的 8.3% 增加到 10.4%, 增长了 2.1 个百分点。长期实际利率由 1981-1985 年的 4.8% 降至 1986-1990 年的 4.2%。

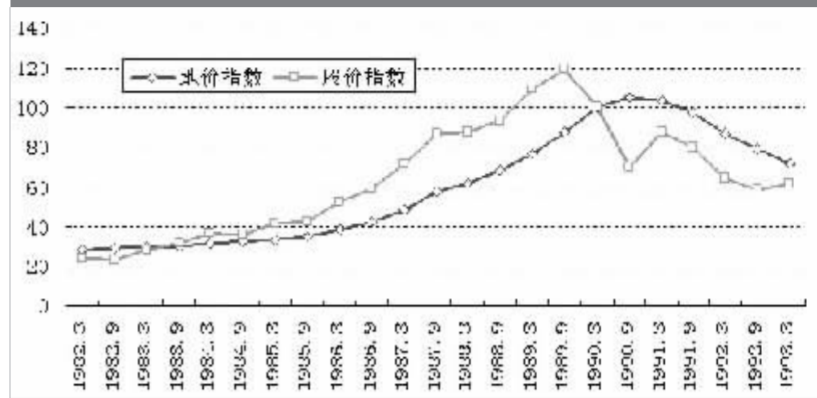
第三, 消费者物价保持较低水平。1986-1990 年消费者价格年均增长率由 1981-1985 年的 2.8% 降至 1.3%, 从而使政策性利率也保持较低的水平。从 1987 到 1989 年 5 月, 日本官定利率一直保持在 2.5% 的低水平。2002 年美联储的一项研究表明, 从事后看, 日本政府如果在 1989 年以前及时紧缩货币政策, 不至于后来出现严重的资产泡沫。

第四, 国民自信心膨胀。与 70 年代的两次石油危机相比, 80 年代后半期外部冲击较少, 而资产泡沫形成初期日本经济良好的表现, 使投资者产生了乐观的情绪。80 年代后半期, “高投资、高增长、低通胀”的日本经济一派繁荣, 加之美元计价的国民财富大量增加, 使投资者信心也随之高涨。大量的企业和个人在“从众行为”的驱使下, 纷纷入市, 争相购置房地产。日本总理府 1987 年的调查显示, 超过半数以上的受访者认为“只有土地是安心并且有利的”。

此外, 导致 1985 年后日本资产价格膨胀还有特殊的原因。一是当时正值金融自由化之后, 放松管制推动了资产市场发展; 二是日本经济已高度发达, 大量过剩资本要寻找出路。第一次石油危机后, 日本产业结构开始由以重化工业为主向以技术密集型产业为主转型, 制造业贷款需求减弱, 大量过剩资金涌向房地产业。

在 1980 年代后半期资产价格膨胀过程中, 日本出现了股价与地价共同上升、相互促进的局面。在日元大幅度升值后, 股价的上涨和充足的货币供给促使企业将过剩资金投入到了土地市场, 又导致地价上涨。以土地为担保品的价值随着土地价格的上涨而上涨, 外部融资溢价下降使企业可以大量借款, 这进一步刺激了股价上涨。同时, 在金融自由化的促进下, 企业可以从资本市场上筹集大量低成本资金, 将其用于设备投资、股票和房地产投机, 又以剩余的资金提前偿还银行贷款, 结果造成大银行资金严重过剩, 只能向房地产融资寻求新的出路。不管是谁, 只要有土地作担保, 大银行都提供贷款。

图 1 日本资产泡沫破灭过程中股价与地价的波动情况



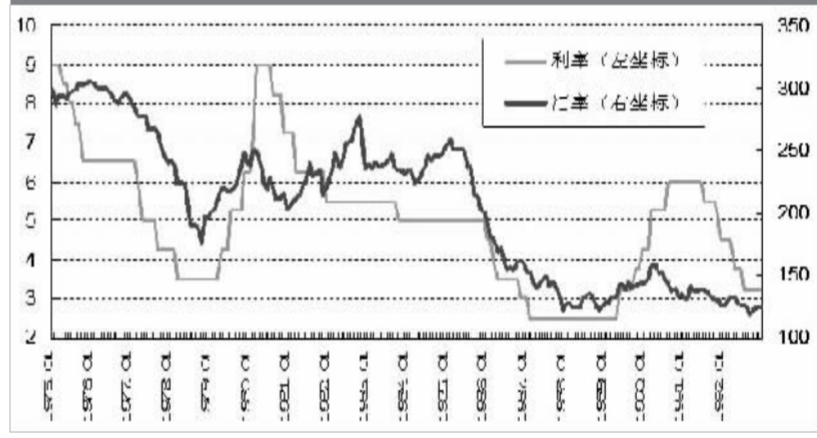
注: 股价指数为日经 225 指数月底收盘价, 地价指数为市区地价指数; 股价指数和地价指数均以 1990 年 3 月为 100。  
资料来源: 股价指数来源于 http://quote.yahoo.com; 市区地价指数来源于日本经济企划厅编《日本经济财政白皮书 2003》, 第 550 页。

图 2 1975-1993 年日经 225 股价指数与日元汇率间的关系



注: 日元汇率为 1 美元兑换日元的汇率, 两者均为月底值。  
资料来源: Bank of Japan

图 3 1975-1993 年日本政策性利率与日元汇率间的关系



注: 日元利率为日本银行贴现利率, 日元汇率为 1 美元兑换日元的汇率, 两者均为月末值。日元汇率走势向下, 表示日元对美元升值。  
资料来源: Bank of Japan

日本股市泡沫产生和破灭前后主要经济指标的变化

	资产泡沫形成前 (1981-85)	资产泡沫膨胀时期 (1986-90)	资产泡沫破灭后 (1991-95)
GDP 年均增长率 (%)	3.3	4.9	1.4
劳动生产率年均增长率 (%)	2.3	3.4	0.8
消费者价格年均增长率 (%)	2.8	1.3	1.4
非住宅投资占 GDP 的比重 (%)	15.7	17.9	16.7
长期实际利率平均水平 (%)	4.8	4.2	3.6
广义货币年均增长率 (%)	8.3	10.4	2.1
期末股票市盈率 (倍数)	35.2	69.52	86.5
股票价格涨幅 (期间指数, 1980=100)	211	5632	314
住宅价格涨幅 (期间指数, 1980=100)	131	190	172
名义有效汇率涨幅 (期间指数, 1980=100)	129	154	208
进口占 GDP 比重 (%)	12.5	8.1	7.5
净私人储蓄占 GDP 比重 (%)	4.7	1.6	3.7
预算收支占 GDP 比重 (%)	-2.8	1.3	-1.1
经常账户差额占 GDP 比重 (%)	1.8	2.8	2.6
净资本流入占 GDP 比重 (%)	-1.3	-3.6	-0.9
居民储蓄占可支配收入比重 (%)	22.0	17.6	14.0
期末居民部门债务占 GDP 比重 (%)	47	61	63
期末企业债务占 GDP 比重 (%)	99	131	132

注: 1. 十年期政府债券名义利率减去年度通货膨胀率 (消费者支出平减指数); 2. 最后一年的峰值; 3. 直接投资和证券投资的净值。  
资料来源: BIS, "71st Annual Report", p29. http://www.bis.org.

■看点

●从上世纪 80 年代后半期开始, 以股价和地价为代表的日本资产价格经历了从迅速上升到破灭的过程。尽管影响日本资产价格从膨胀到破灭的过程中固然有多种原因, 但日元大幅升值, 以及升值后日本政府的应对失误却是最重要的影响因素。

●从理论上讲, 影响资产价格主要有四个基本因素: 一是经济基本面, 即经济增长及其影响下的资产收益; 二是资金的供给状况, 宽松的流动性有助于资产价格上涨; 三是物价水平, 较低的物价水平意味着较低的政策性利率; 四是投资者信心, 并非都是理性的投资者信心高涨增强了其风险承担能力。所以, 政策性利率越高和风险承担能力越弱, 资产价格越低; 资产收益越高就资产价格越高。反之亦然。

●从本币升值带动资产价格上涨的四个条件看: 第一, 经济增长率比泡沫经济生成前明显上升; 第二, 货币流动性较为宽松, 长期实际利率水平明显下降; 第三, 消费者物价保持较低水平; 第四, 国民自信心膨胀。

●如何抑制当前中国正在膨胀的资产价格, 从日元汇率与资产价格之间的相关关系中, 我们或许能获得六大启示: 启示一是不应不断提高人民币汇率弹性, 发挥汇率政策在调节内外经济不平衡方面的作用; 启示二是日本 1985 年后的情况表明, 金融自由化是资产市场发展和资产价格上涨的一个重要先决条件; 启示三是中国要灵活运用货币和财政政策, 调节资产价格; 启示四是在 1985 年前后两次日元大幅度升值过程中, 资本都是净流出, 这在一定程度上减缓了日元升值的压力; 启示五是限制金融机构的财务杠杆比率, 加强对抵押贷款的监管; 启示六是健全投融资机制, 通过加大对基础设施、高技术领域和公共服务领域的投资力度, 使流向制造业和资产市场的过剩资金得到有效分流。

■编余

人民币正在以更大波动幅度运行在升值的轨道中。是利是弊, 是祸是福, 各方人士非常关心。不过, 来自现实的情景是, 股市在升, 楼市在升, 这段时间, 猪肉鸡蛋和部分粮油价格也在升。也许资产价格上涨与消费品价格上涨不是一回事, 但对老百姓来说, 涨、涨、涨, 没有什么两样。而令人不安的是, 在此过程中, 薪酬却不见怎么涨, 或者涨得没那么快。这是好是坏呢? 一个大大的问号。

于是, 读者朋友们想看别的地方有没有发生过类似情况, 别人有什么经验可以拿来参考参考。这就有了本次对话的由头, 有了和牟锋先生的对话, 因为他前一阵子正好在研究日本本币升值与资产价格上涨的关系问题。从他的介绍看, 本币升值带动资产价格上涨有四个条件, 一是经济基本面看起来要好, 二是流动性充裕, 三是消费物价较低, 四是投资者信心满满。

看看我们的情况, 是不是四大条件都满足了? 不看不知道, 一看吓一跳。还缺什么呢? 根据牟锋的研究, 除了上述四大条件, 还有两个条件也是促成资产价格上涨的重要原因, 一是金融自由化, 放松管制推动资本市场快速发展, 二是经济高度发达, 大量过剩资本寻找出路。这两条我们又怎样呢? 比照一下, 似乎有这样的冲动。

然而, 在当年的日本, 为资本价格暴涨付出的代价是昂贵的, 导致的后果也是严重的。这样一比较, 我们现在正处在怎样的境地、应该做什么选择就比较清楚了。从中国的国情看, 国民经济虽然整体上上了一个大台阶, 城乡居民虽然整体上过上了小康的日子, 但比起当年的日本, 国民财富还是有相当差距的, 也就是说, 我们承受不起本币快速升值、资产价格暴涨的代价。这是特别需要小心的地方。不知读者以为如何?

——亚夫

# 日本经验: 对抑制当前资产价格过度上涨有六大启示

近年来中国资产价格迅速上涨, 与快速增长的宏观经济一起, 引起关注。2002 年以来, 随着新一轮经济扩张的到来, 中国的房屋销售价格和土地交易价格持续增长。并且, 2005 年 6 月份以来, 中国股市大幅上涨, 连创新高。

当然, 目前中国资产价格上涨有其合理的一面。因为, 随着处于重工业化阶段的中国经济快速发展, 居民对住房需求不断提高。然而, 人多地少的国情决定了土地资源的稀缺性, 这成为推动房地产价格上涨的现实基础。另外, 近年来企业利润大幅度增长和上市公司质量明显提高, 在客观上也支持股价上涨, 纠正了中国股市长期偏离实体经济趋势。

自 2005 年 7 月人民币汇率改革以来, 采取了渐进式升值的策略与方式, 人民币汇率形成机制已逐渐向市场化汇率方向转变, 但目前中国已基本满足了日元升值带动日本资产价格上涨的四个条件, 这成为中国资产价格上涨的重要基础。即使与日本资产价格涨幅最快时期相比, 中国资产价格在短期内涨幅过快也是很明显的。

尽管中国目前所处的经济发展阶段与日本当时的情况不完全相同, 但我们仍能从日元汇率与资产价格之间的相关关系中获得一些有益启示, 这也有助于我们抑制当前中国正在膨胀的资产价格。

启示一, 要不断提高人民币汇率弹性, 发挥汇率政策在调节内外经济

不平衡方面的作用。吸取日本的经验教训, 人民币汇率升值应坚持主动性、渐进性、可控性的原则, 坚持采取渐进式的人民币升值策略。在继续加强对流动性管理的同时, 要不断提高人民币汇率的弹性, 扩大外汇市场交易主体的范围, 逐渐形成由市场决定的汇率。

启示二, 日本 1985 年后的情况表明, 金融自由化是资产市场发展和资产价格上涨的一个重要先决条件。为抑制资产价格上涨, 中国应该在汇率没有实现真正浮动汇率之前, 加强对资本账户的监管, 严把国际热钱流入的渠道。

启示三, 中国要灵活运用货币和财政政策, 调节资产价格。在当前居民

储蓄不断转向资产市场的情况下, 应通过加息等手段扭转负利率的状况。在流动性过剩的条件下, 要发挥税收政策改善投资环境的积极作用, 通过利率调节资产价格。

启示四, 在 1985 年前后两次日元大幅度升值过程中, 资本都是净流出, 这在一定程度上减缓了日元升值的压力。因此, 利用好外汇储备, 积极开展对外投资可以减缓人民币升值的压力。要引进新的投资工具, 促进居民投资渠道的多样化。

启示五, 限制金融机构的财务杠杆比率, 加强对抵押贷款的监管。中央银行和监管当局必须警惕资产价格波动对金融体系稳定的影响, 要加强对抵押贷款条件的监管; 要坚决执行土

地交易中的收支两条线管理, 加强对土地交易的审计。要加强对投资者风险意识教育, 加大对违法、违规资金的查处力度, 保证资产市场的健康发展。

启示六, 健全投融资机制, 通过加大对基础设施、高技术领域和公共服务领域的投资力度, 使流向制造业和资产市场的过剩资金得到有效分流。要放松对基础设施领域的准入限制, 为民间资金进入创造条件; 要尽快推出创业板市场, 解决高科技企业的融资问题; 政府要加强对公共服务领域的投资, 加大对居民在社会保障方面的支出, 企业也应该不断提高职工工资和年金方面的支出, 促进居民消费预期的稳定。

(牟锋)