

---

---

# 日元国际化困境的深层原因

刘 瑞

内容提要：1984年日本政府正式启动日元国际化进程，但时至今日，日元作为计价单位、交易媒介和价值贮存手段的国际化并未取得预期进展。日本出口贸易中以日元计价的比率较低，主要受出口路径、定价方式、以美国为最终消费地的商品结构等因素的影响。日元国际化在资本交易中未能取得进展的根本原因不在制度层面，而是由于日本对外投资无法摆脱对美元的依赖，只能单方面承担汇率风险。金融交易中日元国际化进展缓慢的主要原因存在于金融市场功能和国际金融中介功能中。探究日元国际化陷入困境的深层原因，对明确一国货币国际化的形成条件具有参考价值，对推进人民币国际化进程也有借鉴意义。

关键词：日元国际化 国际化货币功能 日元使用率 去美元化

作者简介：刘瑞，中国社会科学院日本研究所副研究员。

中图分类号：F833.13 文献标识码：A

文章编号：1002-7874(2012)02-0096-16

国际化货币，是指在国际交易、外汇交易中被广泛使用的货币，主要具有计价单位、交易媒介和价值贮存手段等三种功能。如果从私人部门和货币当局这一维度来看，国际化货币又可分为计价货币、载体货币、投资货币、锚定货币、干预货币和储备货币等。根据1985年3月日本大藏省公布的报告，“日元国际化”被定义为“在国际交易中提高日元的使用或持有比例”。<sup>①</sup>1999年4月，大藏省外汇审议会又将日元国际化的定义具体化，即“提高日元在日本跨境交易及海外交易中的使用比例，提高非居民资产存量中的日元计价比例，具体指提升日元在国际货币体系中的作用以及提升日元在经常交易、资本交易和外汇储备中的比重”<sup>②</sup>。

---

① 大藏省外国為替等審議會答申「円の国際化について」、1985年3月5日。

② 大藏省外国為替等審議會答申「21世紀に向けた円の国際化—世界の経済・金融情勢の変化と日本の対応—」、1999年4月20日。

日本自 1984 年正式启动日元国际化进程，并高度重视、积极推进，但其发展似乎并不尽如人意，甚至可以说陷入了困境。本文拟基于国际化货币功能的角度，分别从对外贸易、资本交易和金融交易等三方面对日元国际化受阻的深层原因进行分析。

## 一 日元国际化进程及其面临的困境

日本政府将日元国际化视为走向经济大国的重要标志，积极推进其发展，但时至今日并没有取得预期进展。

### （一）日本政府推进日元国际化进程

1968 年，日本超越联邦德国成为资本主义世界第二大经济体。伴随经济崛起，日元国际化开始受到关注。20 世纪 80 年代初，日本对美国的国际收支顺差扩大，两国间贸易摩擦加剧。为解决日美间贸易不平衡问题，日本被迫同美国联合设立“日元美元委员会”，旨在通过促进日元在国际上的使用来诱导日元升值。1984 年 5 月，日本大藏省发布题为《关于金融自由化及日元国际化的现状与展望》的报告，提出金融自由化和日元国际化构想，正式拉开了日元国际化的大幕。

20 世纪 80 年代中后期，日本经济泡沫不断膨胀，日元作为计价单位、交易媒介和价值贮存手段在国际上的使用有所增加。但 90 年代初泡沫经济崩溃后，日元的国际地位明显下降。而日本政府忙于提振经济、处理不良债权，无暇顾及日元国际化问题。1997 年亚洲金融危机爆发，加之欧元的诞生进一步淡化日元成为国际储备货币的可能性，日本政府重新调整了其日元国际化战略，力图从摆脱美元附庸的全球化方向转为在亚洲地区发挥主导作用。虽然日本开始积极促进亚洲金融合作，但日元国际化并未取得明显进展。

2003 年以后，以财务省为代表、由日本政府积极推动的日元国际化战略基本落下帷幕，日本在政策层面上不再明确坚持“推进日元国际化”。近年来，日本对内致力于摆脱经济萧条、走出长期通货紧缩的阴影，对外进一步加强与亚洲地区的金融合作，表面上看日本似乎不再以追求日元国际化作为主要目标，而是重点解决日本经济中存在的深层矛盾和长期问题，但其实施内外经济政策的结果，从长期来看应该算是

为推进日元进一步国际化创造良好的基础条件。

## (二) 日元国际化陷入困境

1984 年日元国际化正式启动，至今已走过近 30 年的时间。虽然日本力图提升日元在国际上尤其是在亚洲地区的地位，但通过对三种功能层面上的日元国际化进行分析可以看出，日元国际化进展非常缓慢，甚至可以说陷入了困境。

### 1. 对外贸易中以日元作为计价货币、结算货币的使用

从对外贸易总额来看，日本出口项下以日元计价的比率从 20 世纪 80 年代中期起长期保持着小幅平稳的升势，1993 年 3 月达到峰值 42.8%，之后略有下滑，但基本维持在 35%~40% 之间。相比较而言，日本进口项下以日元计价的比率则较低，2011 年 6 月仅为 23.2%（参见图 1）。与此同时，以美元计价的进口占比却居高不下，1992 年 9 月的历史最高值为 74.5%，2011 年 6 月仍高达 72.1%。<sup>①</sup>

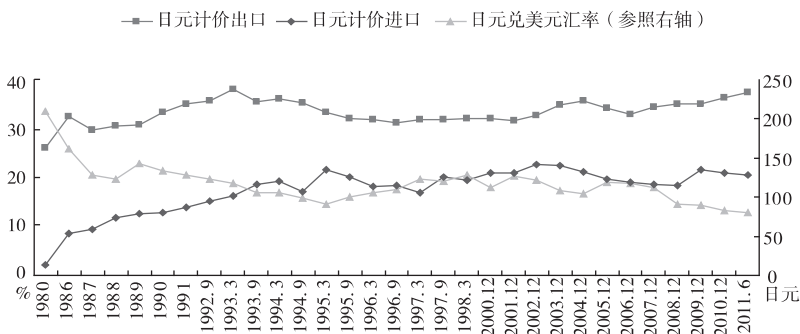


图 1 日本进出口结算中的日元计价比率与日元汇率走势

资料来源：1980 年至 1998 年 3 月的数据参见：通産省「輸出入決済通貨建動向調査」；2000 年以后的数据参见：財務省「貿易取引通貨別比率」；日元汇率参见：日本銀行「実効為替レート」。

### 2. 日元在金融和资本交易方面的使用

日元在金融和资本交易领域中的使用主要体现在两个方面。首先，在国际债券发行方面，根据国际清算银行（BIS）的统计，虽然以日元计价的国际债券的绝对规模不断扩大，截至 2010 年 6 月末时约为 1993

<sup>①</sup> 財務省「貿易取引通貨別比率」、<http://www.customs.go.jp/toukei/shinbun/trade-st/tuuka.htm>。

年末的 2.6 倍，但以日元计价的比率却不断下降，仅为 2.8%，远低于 1993 年的 13.4%（参见图 2）。

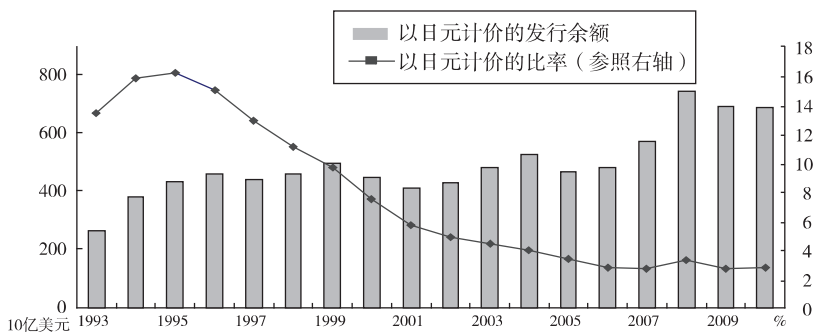


图 2 以日元计价的国际债券发行情况

资料来源: BIS, “BIS Quarterly Review”, 2011, [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qa1106.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1106.pdf)。

日本以日元计价的外债<sup>①</sup>主要分为武士债和欧洲日元债。其中，武士债是指非居民在日本国内市场上以日元计价发行的债券，而欧洲日元债则指在海外发行并通过欧洲市场交易的以日元计价债券，其发行主体既包括非居民也包括居民。与发行欧洲日元债所具有的免除所得税、手续简便等优势相比，外国的政府、企业及国际机构发行武士债的成本较高，因此从 1986 年起日本以日元计价的外债主要在欧洲日元市场上发行，武士债占比很低（参见图 3）。

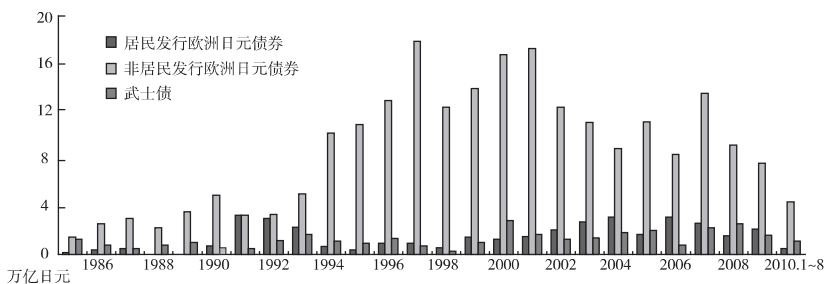


图 3 日本武士债和欧洲日元债的发行规模

资料来源: 財務省「発行市場の概要」、[http://www.mof.go.jp/pri/publication/zaikin\\_geppo/hyou/g704/704\\_06.xls](http://www.mof.go.jp/pri/publication/zaikin_geppo/hyou/g704/704_06.xls)。

<sup>①</sup> 日本以日元计价的外债分为公募债券和私募债券，前者又被称为武士债。1998 年日本修订《外汇法》后，公募债券和私募债券在统计报告上不作区分。

其次，从全球外汇市场上所使用的交易货币来看，日元的使用率已从 1989 年的 27% 降至 2010 年的 19%，而美元和欧元的使用率在 2010 年分别为 84.9% 和 39.1%。就外汇市场规模而言，截至 2010 年 4 月，英国外汇市场的交易额占全球交易总额的 36.7%，居首位，其次是美国，为 17.9%，而日本仅占 6.2%，远低于 1989 年 4 月的 15%。<sup>①</sup>

### 3. 日元作为储备货币的使用

作为储备货币，20 世纪 80 年代中期起，日元与德国马克在全球外汇储备资产中所占的比重开始上升。但是，泡沫经济崩溃后，各国外汇储备中的日元持有量不断减少，2005 年与英镑持平并被反超，日元成为排名第四的储备货币。2009 年末，日元在全球外汇储备中的占比仅为 3%，而美元仍高居榜首，达 62.2%。（参见图 4）

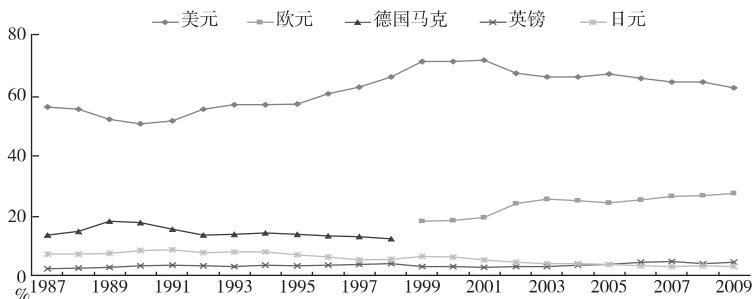


图 4 全球外汇储备中不同货币的占比情况

资料来源: IMF, “Annual Report 2010”, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2010/eng/index.htm>。

## 二 日元国际化受阻的深层原因

日本政府曾指出，日元国际化进展缓慢，主要是受 20 年代 90 年代以来日本经济长期停滞、日元信用降低等因素的影响。加上贸易、资本等国际交易中进行货币选择的制度、惯例等因素的作用，国际社会对日

<sup>①</sup> BIS, “Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity”, <http://www.bis.org/publ/rpfx10.htm>。

元使用的需求很低。<sup>①</sup> 这种结论总结了日元国际化进程中出现的问题，但未对其产生的根本原因进行深入研究。本文将尝试对日元国际化受阻的深层原因进行分析。

### （一）对外贸易方面：出口计价货币之谜

关于国际贸易计价货币的选择，传统理论主要有“格拉斯曼规则”和“麦金农假说”。格拉斯曼认为，在经济竞争力基本相同的发达工业国家之间，大部分出口贸易会采用出口国货币计价，出口国不承担货币升值的汇率风险。<sup>②</sup> 但是，鉴于交易对象国的不同，对计价货币的选择倾向也会发生变化。如发达国家之间首选以出口国货币计价，其次是以进口国货币计价，很少使用第三国媒介货币计价。而在发达国家和发展中国家之间，则是以发达国家货币或第三国媒介货币计价的情况居多。在“麦金农假说”中，麦金农将由生产者决定差异化生产和价格因素的出口商品（主要是工业产品）称为贸易商品 I，由于生产者具有强势谈判能力，因此一般以出口国货币计价；至于同质化商品，如石油、小麦、铁矿石等大宗初级产品，麦金农称之为贸易商品 II，由于其在国际市场上大多以美元计价，因此交易以美元计价的情况居多。<sup>③</sup>

从日本的实际情况来看，在日本的商品进口中，以美元计价的交易份额很高，日元使用率很低，符合“麦金农假说”中关于贸易商品 II 的结论。其原因在于全球大宗产品的市场定价权长期被美元掌控，而日本的进口商品中矿物性燃料、食品、原材料、化学制品等同质化初级产品所占的比重很高，2010 年为 53.8%<sup>④</sup>。

但是，传统理论很难解释日本的出口贸易以日元计价的比率较低的现象。从出口对象国来看，日本面向美国、欧盟等发达国家或地区的出口主要以对方货币计价，而且在面向亚洲新兴国家及发展中国家的出口中，以美元计价的比率也超过以日元计价的比率，这与“格拉斯曼规

① 財務省「円の国際化の推進—『円の国際化推進研究会』座長とりまとめ—」、2003 年 1 月 23 日。

② Grassman Sven, “Currency Distribution and Forward Cover in Foreign Trade”, *Journal of International Economics*, Vol. 6 (2), 1976, pp. 215 - 21.

③ McKinnon Ronald I., *Money in International Exchange: The Convertible Currency System*, Oxford University Press, 1979.

④ 日本貿易会『日本貿易の現状 2011 (Foreign Trade 2011)』、資料編、93 頁。

则”的描述相矛盾。从出口产品来看，日本的出口商品中，一般机械、电器、运输机械等工业产品的占比高达 90% 以上。<sup>①</sup> 按照“麦金农假说”中关于贸易商品 I 的计价货币选择倾向，日本的出口应以日元计价为主。但事实上，日本以本国货币计价的出口的占比很低，仅为 40% 左右，而欧元区国家的这一比例超过 50%，美国更高达 90%。<sup>②</sup>

为了解开在出口中日元作为计价货币的比率较低这个谜，伊藤隆敏等分别于 2007 年和 2009 年两次对日本出口企业的定价行为进行了实证调查和计量分析。结果显示，日本出口企业对计价货币的选择主要取决于六个因素，即出口路径为企业内交易还是经由综合商社、贸易对象国货币的外汇避险成本、出口市场竞争程度及本企业产品的差异化程度、有无以美元计价交易为基础的产品集群、将美国作为最终出口地的亚洲生产网点的生产销售结构、对于统一计价货币是否制定明确的外汇战略等，从中可揭开日本出口贸易以日元计价份额较低的谜底。<sup>③</sup>

1. 大部分日本企业在向发达国家出口产品时采取了市场定价行为，由于市场竞争激烈，出口企业为了确保市场份额，无法将汇率风险转嫁给进口方，只能选择以外币计价来维持稳定的销售价格。同时，许多日本出口企业在发达国家设立了当地法人，在与当地法人进行交易时以出口国货币计价，可将汇率风险集中在母公司，以减少子公司在发达国家市场上的竞争压力。调查显示，出口企业的规模越大，越容易在海外设立当地法人，企业内交易份额越高，出口中以日元计价的比率越低。相反，若经由海外当地法人以外的代理店或综合商社出口产品的话，为了减少母公司承担汇率风险的行为，以日元计价的交易会增加。<sup>④</sup>

2. 由于电器、数码产品等高科技产品的最终消费地大多在美国，因此其出口存在以美元计价的惯例。这些产品集群在日本的出口企业中

① 日本貿易会『日本貿易の現状 2011 ( Foreign Trade 2011 ) 』。

② 内閣府『日本経済 2011 ~ 2012』、2011 年 12 月、<http://www5.cao.go.jp/keizai3/2011/1221nk/nk11.html>。

③ 伊藤隆敏・鯉淵賢・佐藤清隆・清水順子「インボイス通貨の決定要因とアジア共通通貨バスケットの課題」、『RIETI Discussion Paper Series 09-J-013、2009 年 6 月。

④ 伊藤隆敏・鯉淵賢・佐藤清隆・清水順子「日本企業の為替リスク管理とインボイス通貨選択—『平成 21 年度日本企業の貿易建値通貨の選択に関するアンケート調査』結果概要—」、『RIETI Discussion Paper Series 10-J-032、2010 年 6 月。

占有重要地位，日本的出口无法摆脱对美元的依赖。但是，在激烈的市场竞争中，生产高度差异化产品、在世界市场上拥有支配权、具有竞争力的日本出口企业，也明确表示希望以日元计价进行出口贸易。

3. 日本面向亚洲地区以日元计价的出口未取得进展，其原因在于被纳入国际分工体系的亚洲地区主要以欧美市场为终端消费目的地，因此这些生产网点的对外出口长期以美元计价。而且，在激烈的市场竞争下，出口企业难以调整价格。为减少亚洲生产企业的汇率风险，日本企业在向亚洲出口产品时就很难选择使用日元，而大多采用以美元计价，由日本母公司来承担日元对美元的汇率风险，当地企业则承担本地区货币对美元的汇率风险。

## （二）资本交易方面：去美元化困境

日本政府曾指出，20世纪90年代资本交易中的日元国际化未能取得进展的背景主要包括：金融、资本市场的规制缓和不充分，对跨境资本交易的管制较多；经常交易中以日元计价的比重低导致对日元借款的需求小；随着美元、日元货币互换市场的发展，以美元计价交易的相关阻碍被清除；等等。<sup>①</sup>但是，近年来，修改《外汇法》、改革税制等举措，使日本的跨境资本交易在制度层面不存在过多制约。所以，日元国际化在资本交易方面遭遇的阻力，只能从制度因素之外去寻找。日本的资本项下交易主要表现出三大特征，通过对这些特征的分析，或许能找出日元国际化在资本交易方面进展缓慢的原因。

### 1. 直接投资比重低

与欧美国家相比，日本的直接投资所占比重偏低。从对外直接投资来看，截至2010年末，英国、法国、美国的对外直接投资余额与国内生产总值（GDP）之比分别为75.3%、59.1%和33.0%，而日本仅为15.1%。<sup>②</sup>日本的对外直接投资水平不高，一方面反映了日本企业的海外战略进展缓慢，另一方面也反映出海外企业对日元资金的需求不积极，日元在资本交易中的地位难以得到提升。

另一方面，从对内直接投资来看，日本也落后于其他发达国家。截

<sup>①</sup> 大蔵省外国為替等審議會答申「21世紀に向けた円の国際化—世界の経済・金融情勢の変化と日本の対応—」、1999年4月20日。

<sup>②</sup> JETRO「投資統計」、[http://www.jetro.go.jp/world/statistics/data/wir11outstock\\_gdp.pdf](http://www.jetro.go.jp/world/statistics/data/wir11outstock_gdp.pdf)。



至 2010 年末，英国、法国、美国的对内直接投资余额与 GDP 之比分别为 48.4%、39.1%、23.5%，而日本仅为 3.9%。<sup>①</sup> 这反映出经济长期低迷使日本企业的盈利水平受到制约，外国企业对日投资的收益率低，这也间接成为海外对长期持有日元的积极性不高的原因之一。

## 2. 对外证券投资偏重欧美国家，以日元计价的比重低

日本的对外投资主要以证券投资为主，证券投资规模呈扩大趋势，2010 年末为 272.52 万亿日元，是 1995 年的 3.09 倍，占对外资产的比重也从 32.60% 升至 48.36%。<sup>②</sup>

### (1) 证券投资的对象区域

从日本对外进行证券投资的区域来看，虽然日本于 1997 年提出了“亚洲战略”，但其对亚洲进行证券投资的规模和占比远低于对欧美国家的投资（参见图 5）。截至 2010 年末，日本对亚洲进行的证券投资，虽然规模增至 1996 年的 1.34 倍，但所占份额从 8.42% 降至 2.68%，同期对美证券投资的占比从 24.96% 上升至 34.02%，对欧洲证券投资所占比重虽从 57.85% 降至 34.29%，但仍居首位。

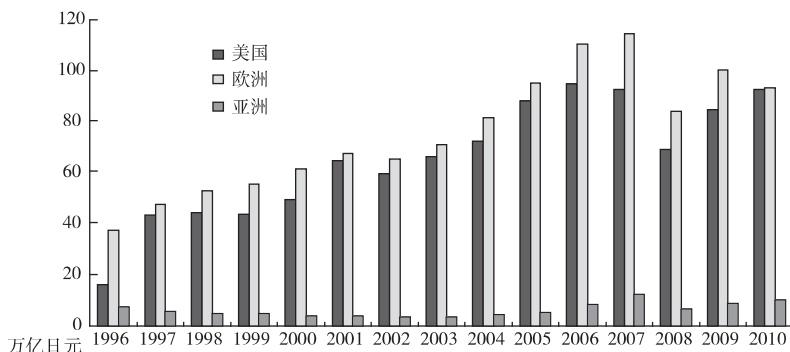


图 5 日本对外证券投资规模的变化（按对象区域统计）

资料来源：日本銀行「直接投資・証券投資等残高地域別統計」、<http://www.boj.or.jp/statistics/br/bop/>。

### (2) 计价货币的净流量和存量

不同计价货币的净流量可以反映出日本对外证券投资流向的变化。

① JETRO「投資統計」、[http://www.jetro.go.jp/world/statistics/data/wir11outstock\\_gdp.pdf](http://www.jetro.go.jp/world/statistics/data/wir11outstock_gdp.pdf)。

② 日本銀行「國際収支統計」、<http://www.boj.or.jp/statistics/br/bop/iip01.lzh>。

受欧洲主权债务危机的影响，日本以欧元计价的对外证券投资不断减少。与此同时，以美元计价的对外证券投资在 2005 ~ 2007 年出现减少后于 2008 年开始增加，2010 年的增幅达 17.83 万亿日元，以日元计价的对外证券投资则从 2009 年的 2.47 万亿日元增加至 2010 年的 7.17 万亿日元。<sup>①</sup>

另一方面，计价货币的存量，则可以显示日本对外证券投资规模的变化。以美元计价的对外证券投资余额在日本对外证券投资总额中所占的比重从 2003 年的 43.42% 降至 2010 年末的 41.52%，以欧元计价的对外证券投资从 20.21% 大幅降至 13.54%，以日元计价的对外证券投资则从 26.62% 小幅升至 28.51%。总体来看，日本对外证券投资的计价货币呈多元化趋势，以日元计价的占比开始增加，但仍远低于美元。

### 3. 在大部分对外投资中，日本单方面承担汇率风险

以对外证券投资为例。截至 2010 年末，日本购买的海外中长期债券占其对外证券投资总额的 78.79%，其中 39.64% 以美元计价，13.9% 以欧元计价，以日元计价的占 33.37%。<sup>②</sup> 这种偏重欧美国国家货币的投资结构形成了日本单方面承担汇率风险的局面，而且在美国经济低迷、美元长期贬值的形势下，持有以美元计价的资产越多，日本面临的汇兑损失就越大。

综上所述，日本的对外投资主要是以日元出资、以美元计价，这种方式容易引起日元汇率波动，进而影响对外投资规模，也加大了非居民持有以日元计价债权的风险，缩小其使用、持有日元的规模，使日元难以发挥国际货币的功能。这也是“作为非国际货币的债权国在美元主导体制下的一种‘宿命’”<sup>③</sup>。因此，可以说，日元的国际化进程与日本对外投资中的“去美元化”息息相关。

### （三）金融交易方面：外币计价、短借长贷

日元在金融交易方面的国际化主要表现为，海外非居民持有日元或

① 財務省「本邦対外資産負債残高」、[http://www.mof.go.jp/international\\_policy/reference/iip/data.htm](http://www.mof.go.jp/international_policy/reference/iip/data.htm)。

② 同上。

③ 奥田宏司「円の国際通貨化とドル体制からの離脱の展望—論点整理と円建对外投资の意味—」、『立命館国際研究』2000年7月号。

以日元计价的金融产品的比重增加,以及日元作为价值贮存手段的作用提升。但上述分析表明,非居民通过发行以日元计价的债券筹措资金的需求并不强烈,海外投资者购买日本国债及日本企业发行的债券、股票等也不积极,日元在各国外汇储备中的地位不断下降。导致这种现象的主要原因,可从金融市场功能和国际金融中介功能两方面进行解析。

## 1. 金融市场功能

### (1) 日本债券发行市场

从发行主体来看,自 1992 年日本放宽武士债发行基准后,发展中国家的起债规模有所增大,但亚洲金融危机后又急速缩水。美国次贷危机爆发后,欧美国家的企业和政府通过发行武士债筹集资金的意愿再度高涨,2007 年发达国家共发行了 2.01 万亿日元的武士债,是 2006 年的 3.4 倍,占当年武士债总规模的 90%。随着欧洲债务危机的不断深化,2011 年 1~9 月,全球累计发行武士债 64 件,总额约为 1.67 万亿日元,同比增加 17%。<sup>①</sup>

对日本投资者而言,武士债的本息均以日元计价,不用承担汇率风险,而且收益率高于存款及国债。但是,目前欧美国家增发以日元计价的债券,只能看做是非常时期的特殊举措,并不能客观反映发行主体扩大业务规模、实施企业并购等资金需求,由日本投资者承担资金风险的做法与真正意义的日元国际化相去甚远。

### (2) 日本债券流通、投资市场

在日本债券流通、投资市场中,非居民的占比也很低。以国债这一主要流通产品为例,截至 2011 年 6 月末,日本的国债余额为 738.28 万亿日元,其中国内投资者持有 94.3%,海外投资者仅占 5.7%。<sup>②</sup>

虽然近年来海外投资者持有日本国债的比率有所上升(参见图 6),但与欧美等国家相比仍然极低,比如 2009 年美国的这一比率为 47.7%,德国为 53.6%。之所以出现这一现象,主要有三个原因。第一,日本经济长期低迷,资金需求减少,金融机构长期资金运营方式受到制约,机构投资者增加了对国债的投资。第二,日本国债收益率一直

<sup>①</sup> 『日本経済新聞』2011 年 10 月 20 日。

<sup>②</sup> 日本銀行「資金循環統計」、<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm/>。

维持在极低水平，其中最有代表性的十年期国债的收益率多年来维持在1%~1.5%之间，无法满足海外投资者的收益预期。第三，日本财政问题日益严重，多家评级机构相继调低了日本国债信用等级，这也成为阻碍海外投资者投资日元资产的一个重要因素。

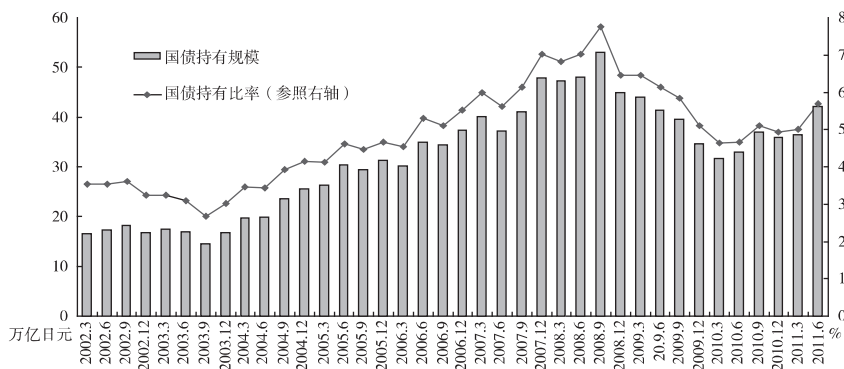


图6 海外投资者持有日本国债的规模与比率变化

注：日本国债余额包括普通国债和财政投融资机构债，不包括国库短期证券。

资料来源：日本銀行「資金循環統計」、<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm>。

## 2. 国际金融中介功能

### (1) 日本金融机构对外债权和对外债务的变化

第一，近年来日本的对外债权和债务的规模均有所扩大。泡沫经济崩溃后，日本金融机构的资产负债表严重收缩，在国际上活跃的银行锐减，对外债权和债务均有所下降。2002年以后，日本经济回暖，日本金融机构的对外债权、债务均呈上升趋势，而且对外债权的增长超过了对外债务。截至2011年6月末，日本金融机构的对外债权和对外债务分别为1990年末的3.11倍和1.20倍。<sup>①</sup>

第二，日本的对外债权、债务均以外币计价为主。在对外债权方面，到20世纪90年代中期，日本金融机构的对外债权中，以日元计价的产品与以外币计价的产品所占的比重基本持平，1994年末两者之比甚至达到56.52%。之后，由于日本对欧美、亚洲等地的投资增多，加之日本长期实行超低利率政策，内外利差加大，以日元融资、外币

<sup>①</sup> 日本銀行「BIS國際資金取引統計および國際与信統計」、<http://www.boj.or.jp/statistics/bis/ibs/index.htm>。

(主要是美元) 计价的投资规模扩大, 以外币计价的对外债权占绝对地位, 2011 年 6 月末达 2.20 万亿美元, 占比为 74.23%。在对外债务方面, 20 世纪 90 年代末, 日本以外币计价的对外债务减少, 以日元计价的比率上升, 1999 年为 47.58%。这主要是由于当时的日本金融危机不断深化, 三洋证券、北海道拓殖银行等大型金融机构相继破产, 导致日本的银行在国际金融市场上筹措以外币计价的资金时需承担比外国银行更高的利率, 即“日本溢价”(Japan Premium)。日本政府开始着力处理不良债权, 2000 年“日本溢价”现象基本得以解决, 日本以外币计价的对外债务增加, 2011 年 6 月末其所占比重达 70.92%。<sup>①</sup>

## (2) 日本银行业国际投资净头寸的变化

从图 7、图 8 可以看出, 日本银行业在对外投资中明显存在币种和期限的错配, 即对外资产和对外债务均以外币计价为主, 日元所占比重低, 而且对外资产以中长期贷款为主, 对外负债则主要是短期借款。这种“外币计价、短借长贷”的结构反映出日本银行业的国际金融中介功能的脆弱性, 不利于提升日元作为国际货币的投资、储备等功能。

首先, 在对外资产方面, 为满足企业的对外投资需求, 日本的银行在海外金融市场上筹集短期外币资金, 进行美国国债等中长期投资以及海外存款等短期投资。同时, 为了保证出口企业的效益, 抑制日元升值, 日本政府与央行多次实施外汇干预, 通过发行政府短期证券 (FB) 卖出日元、买入美元, 导致外汇储备不断增加。截至 2011 年 7 月末, 日本的外汇储备为 1.15 万亿美元, 在 20 年间增加了 16 倍。基于安全性、流动性的考量, 日本外汇储备中近 70% 用于购买美国中长期国债。为了防止美国国债期满偿还时回笼政府短期证券导致日元升值, 日本当局只能不断对到期国债进行展期, 继续持有美国国债, 为美国的经常赤字和财政赤字埋单。国际金融危机爆发后, 美元本位的国际货币体系受到质疑。在此背景下, 持有巨额美元债权的日本面临两难困境。一方面, 为防止美元继续贬值导致日本外汇资产存量缩水, 日本只能继续增持美国国债; 另一方面, 日本继续增持美国国债, 导致其未来遭受损失

<sup>①</sup> 日本銀行「BIS 國際資金取引統計および國際与信統計」、<http://www.boj.or.jp/statistics/bis/ibs/index.htm/>。

的风险更大。为减少损失，日本只能越来越深地陷于美元国债陷阱中。

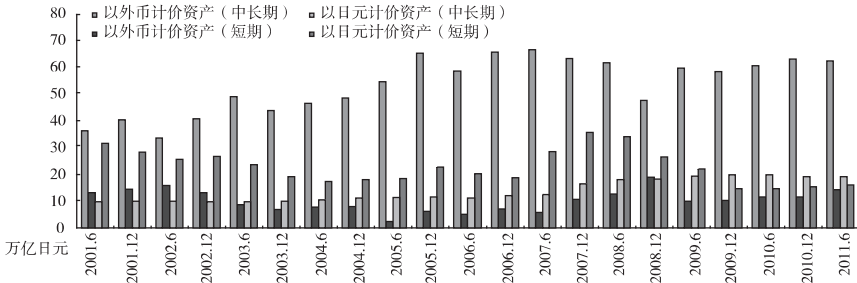


图7 日本银行业对外资产规模的变化

资料来源: 財務省「銀行等对外資産負債残高の推移」、[http://www.mof.go.jp/international\\_policy/reference/iip/data.htm](http://www.mof.go.jp/international_policy/reference/iip/data.htm)。

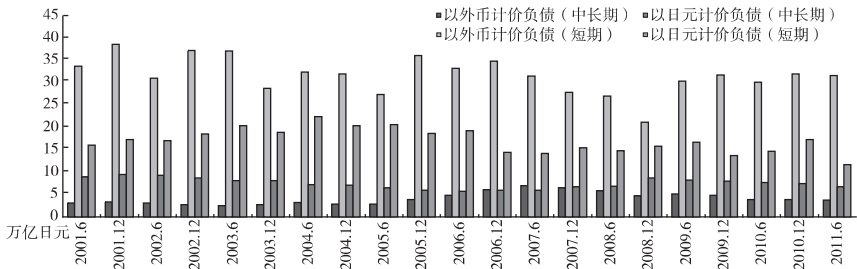


图8 日本银行业对外债务规模的变化

资料来源: 財務省「銀行等对外資産負債残高の推移」、[http://www.mof.go.jp/international\\_policy/reference/iip/data.htm](http://www.mof.go.jp/international_policy/reference/iip/data.htm)。

其次，在对外债务方面，以外币计价的短期借款风险很大。日本金融机构对银行间同业市场的依存度高，在全球经济稳定时可以顺利进行外币融资。但是，日本无法控制外币供给，所以在经济波动较大时会出现诸如“日本溢价”等在以外币计价的市场上融资困难的情况。而且，短期外汇资金的可控性低，容易引起汇率波动，导致银行、企业的资产负债表异动。因此，日本商业银行的大量外币短期债务用于购买美国国债等以外币计价的资产，只是传递了外币尤其是美元的国际金融中介功能，对海外投资者而言，这种做法很难提升日元的长期价值贮存功能。

### 三 日元国际化的启示——兼论一国货币国际化的形成条件

2010 年，中国在政策层面出台了一系列推动人民币国际化的新举措。鉴于中国与日本同样存在经常收支顺差、外汇储备巨大、美元资产过多等结构性问题，总结日元国际化的经验与教训，归纳一国货币国际化的形成条件，对推进人民币国际化进程具有借鉴意义。

#### （一）外部制度环境是货币国际化的必要条件而非充分条件

日本长期作为世界最大债权国，其对外债权却主要以世界最大债务国的货币计价，这种现象在国际金融史上实属罕见。在 20 余年的金融自由化、日元国际化进程中，日本建立健全了相关法律制度，金融体系、金融市场等基本设施完善，汇率自由化、利率市场化、资本市场全面开放的环境已经形成，可以说日元国际化不存在制度层面的障碍。日元国际化之所以进展缓慢，究其外因，在以美元为主导的国际货币体系中，日本在对外贸易、资本交易、金融交易等方面均未能摆脱对美元的依赖；究其内因，日本经济长期低迷，通货紧缩顽疾难以消除，日元的国际信用降低，严重影响了日元国际化的进程。

#### （二）保证经济可持续增长是货币国际化的前提

日元国际化的进展和停滞，与日本国内经济状况息息相关。从前述分析可以看出，20 世纪 80 年代的泡沫经济时期，日元在对外贸易、资本和金融交易中的使用率不断提升。泡沫经济崩溃后，日本经济困境制约了日元国际地位的提升，日元国际化进展缓慢。2002 ~ 2007 年日本进入战后最长的景气周期，但是由于消费低迷、收入差距增大，此次经济恢复被日本国民认为是“无实感”的经济复苏。同时，出口主导的贸易体系、回升困难的民间需求、日益严峻的财政问题和继续深化的老龄少子化等社会经济结构性问题也愈发突出。2008 年金融危机爆发，使正在恢复体力的日本经济再次遭受重创。对此，日本政府多次出台经济刺激政策，内容并未涉及日元国际化政策。但从因果关系来看，发展国力，解决经济、社会中的深层矛盾，保证经济的可持续发展，恰恰是提升日元国际地位、实现日元国际化的先决条件。

### (三) 货币国际化应选择适当的战略阶段和方向

在战略方向上，日元国际化启动之初，日本力图实现与其经济实力相匹配的全球范围内的货币国际化，直接挑战美元的霸权地位，但受政治、经济等多种因素的共同制约，这一战略意图未能实现。亚洲金融危机后，日本调整了日元国际化战略，试图将提升日元在亚洲地区的国际货币功能作为突破口，通过在亚洲地区发挥主导作用来实现日元成为世界货币的构想。目前，全球尤其是亚洲国家要求重塑国际货币与金融体系的呼声强烈，日本继续强化其亚洲地区战略功能，即在加强建立亚洲国家共享利益、共担风险的金融合作体系的同时，推动日元在亚洲地区的广泛使用。虽然这种战略目的尚未实现，但这种战略方向不失为明智的现实选择。

### (四) 掌握定价权是提高货币国际化程度的关键

无法在国际交易中掌握定价权、以本币计价的比重低等因素，是日元国际化难以展开的重要原因。在对外贸易方面，即使在贸易依存度提升的亚洲地区，欧美国家作为产品最终需求国的地位依然强大，日本无法形成对出口产品和服务的议价权及定价权，以日元计价的贸易占比很低。在资本交易方面，“广场协议”后日元大幅升值，日本企业增加了对亚洲地区的直接投资，但目的主要是削减制造成本，维持出口企业的竞争力，并未形成跨国企业在生产经营和人力资本层面的国际网络。<sup>①</sup>

### (五) 价值贮存功能的提升要求减少对美融资功能

日本从1981年起成为经常收支顺差国和对外投资逆差国，尽管以美元计价的贸易盈余不断增加，但不得不以投资美国国债等形式支撑美国经济和金融运行。尤其是面对日元升值，日本政府多次进行汇率干预，一方面导致外汇储备大幅攀升，日本陷入美元国债陷阱，另一方面不完全对冲引发过剩流动性，为套利交易提供了丰富资金。为摆脱以经常账户盈余支撑美国国债的困境，必须形成海外投资者便于并乐于持有及使用贸易国货币的环境，既要改善本国债券市场的流动性和收益性，还需致力于推动企业和金融机构提升经营模式和收益水平。

(责任编辑：叶琳)

<sup>①</sup> 米谷達哉・寺西幹雄「円が国際的に利用される条件：試論」、『日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ』2000-J-8、2000年6月16日。



自体の客観性と深さを制約したと同時に、講和対策の決定に思想的前提を与え、戦後日本の対外方針を構築する意識の原点ともなった。

## 日本の内需消費拡大に関する制度配置について

孫 章偉

1959年に発表された『経済白書』は、消費革命と技術革新による景気の回復を指摘した。「国民所得倍增計画」実施以来、日本では、国民所得増加、内需消費拡大に関する系統立った政策を制定し完備させ、供給力と内需力との間にある矛盾を効果的に解決した。整った国民所得分配体系と「中所得の罫」を乗り越える強固な産業構造によって、強大な内需消費が喚起されて、経済成長を促進する。このような経済発展モードは、ケインズ経済学の具体的な運用だけではなく、アジアにおける消費主義の価値観と社会モデル転換観の実践の成功でもある。

## 円の国際化の苦境とその根本的な原因に関する一考察

劉 瑞

日本政府は、1984年に円の国際化を公式に宣言したが、今日に至るまで、円の価値表示機能、媒介機能及び価値保蔵機能の国際化には、予期の進展が見られていない。貿易取引における円建て比率が低い原因は、輸出経路、価格表示方式、米国を最終消費目的地とする商品構造などにある。資本取引における円の国際化が進んでいない根本的な要因は、制度上の問題ではなく、日本の対外投資への米ドル依存体制から離脱できなくて、一方的に相場のリスクを負わざるを得ないところにある。金融取引における円の使用率低下の主要原因は、金融市場機能と国際金融仲介機能にある。円の国際化の苦境とその根本的な原因に関する考察は、一国の通貨国際化の形成条件を明らかにするにも、また人民元の国際化の推進にも重要な参考になる。

## 日本のコーポレート・ガバナンスと技術革新のモードの関係について

李 博

コーポレート・ガバナンス体制のイノベーションと技術革新とは、インタラ