

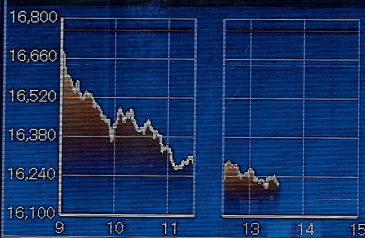
| | | |
|----------|-----------|----------|
| 日経平均 | 16172.55 | -586.12 |
| 最高 | 16719.56 | 16172.55 |
| 最低 | 1649.2 | 68.34 |
| 225先物 | 16180 | -580 |
| 高 | 16730 | 16160 |
| 225先物SGX | 16170 | -605 |
| TOPIX | 1303.13 | -44.07 |
| 高 | 1343.24 | 1302.74 |
| 日経JQ平均 | 2425.35 | -34.71 |
| 高 | 2463.00 | 2425.14 |
| 長期国債 | 151.62 | +0.32 |
| ドル/円 | | |
| ユーロ/円 | 127.62-72 | -0.42 |
| 豪ドル/円 | 85.82-89 | -0.38 |
| N Yダウ | 17685.09 | -31.57 |
| NASDAQ | 4869.847 | +0.553 |
| ルカ指数 | 20501.64 | -275.06 |
| 上海総合指数 | 2961.2246 | -42.6906 |
| 韓国総合 | 1976.88 | -18.97 |
| ムンバイ | 25341.86 | +3.28 |
| WTI | 38.34 | +0.02 |

日経平均株価

16172.55
-586.12

13:36
Open 16719.56 9:00
High 16719.56 9:00
Low 16172.55 13:36

本日の動き



3カ月の動き



MIZUHO

负利率并非灵丹妙药

不管是安倍经济学“旧三支箭”还是“新三支箭”，都是一个国家启动经济经常使用的“三板斧”，但老套路并非万金油。换句话说，当我们探讨财税政策和货币政策的时候，一定要结合国情、灵活出招，确保政策高度有效。

文 | 王召

2016年4月14日和16日，有“日本硅岛”之称的日本九州地区熊本县发生两次强烈地震，多家云集于此的材料、芯片企业停产。有业内人士预计，如果这一情况持续下去，将影响日本5月份和6月份的工业生产统计结果，加剧景气减弱势头，海外投资家们也可能抛售日本股票。

其实，全球投资者已经开始逃离日本。日本头号金融监管官员森信亲（Nobuchika Mori）近期表示，外国投资者已经连续第13

周抛售日本股票，创下1998年以来最长抛售周期。而造成这一结果的原由，或是已经施行3个月的负利率政策。

根据日本内阁府公布的相关数据，2015年日本四季度国内生产总值（GDP）初值环比下降0.4%，按照年率换算，全年下降1.4%，时隔半年转为负值。面对这一现实，日本央行再次延续了货币宽松的思路，在2016年2月底宣布，将超额准备金利率降为-0.1%。

但是，加入“负利率俱乐部”，并未让日本如愿以偿地压低本币汇率。相反，外国投资者已从日本股市撤出逾5万亿日元资金。

可以说，负利率可能已经导致公众对日本经济前景产生焦虑，进而加剧了通缩心态。因此，对日本此次“负利率”政策进行反思的意义，将大于其借鉴作用。

新箭旧箭皆非好箭

其实，日本央行的货币宽松不过是安倍经济学“三支箭”中的一支，所谓“只要打印钞票就能摆脱通缩，日本经济就会恢复”。但是几年下来，实际效果却十分令人失望。

从货币政策来看，扩张性政策既有刺激投资和消费的作用，也带来了日元贬值。对于一个主要依靠来料加工为的国家来说，进口成本增加，不仅使得企业本身雪上加霜，而且还造成经常项目长期处于逆差状态。

从财政政策来看，为缓解庞大的财政支出，日本政府被迫提高消费税，结果却对个人消费构成严重冲击。另外，日本经济改革也举步维艰，一些深层次的问题迟迟得不到妥善解决。根据日本内阁府公布的相关数据，2015年日本四季度国内生产总值（GDP）初值环比下降0.4%，按照年率换算，全年下降1.4%，时隔半年转为负值。

值得反思的是，不管是安倍经济学“旧三支箭”还是“新三支箭”，都是一个国家启动经济经常使用的“三板斧”，即“扩张财政、扩张货币和结构改革”，但老套路并非万金油。换句话说，讨论中国财税政策和货币政策的时候，一定要结合国情、灵活出招，确保政策高度有效。

适当赤字势在必行

经济下行，财政为先。而当财政政策没有

腾挪空间的时候，我们只能依赖货币宽松来大水漫灌。随着对扩张性财政政策的界限形成新的认识，对过去3%的赤字率红线、60%的负债率红线进行调整已经势在必行。值得欣慰的是，按照官方统计，2015年我国财政赤字率仅有2.3%。换句话说，适当增加财政赤字、尤其是阶段性增加财政赤字，不但必要、而且可行。

为了发挥好“四两拨千斤”作用，财政资金应重点关注三个领域。

其一，加大对基础设施建设投入，比如铁路、机场等交通运输项目，再如在人口稠密城市兴建医院、养老院等，在房价低迷城市购买存量房产作为廉租房、公租房等。

从上到下也好，从左至右也好，中央财政、地方政府、社会资金必须有机凝结在一起，广泛设立PPP基金，发挥财政资金对社会资金的支点撬动功能。当然，各类PPP基金决不能成为过去地方政府融资平台的变种，如何处理好政府资金与民间资金的合作关系，将是未来一个时期必须面对的关键课题。

与此同时，为确保地方财政可持续发展，还须加大债务置换为地方政府债券力度，确保全口径地方财政在阳光下运行。

其二，加大小微企业扶持力度。相对而言，小微企业贷款固然营销成本较高，但风险性问题其实更令商业银行头疼。为此，建议广泛建立小微企业发展基金，重点加大对融资性担保行业的支持力度，帮助商业银行化解本金损失的后顾之忧，而不是仅仅停留在贷款贴息方面。

其三，要为出口行业提供更多优惠支持。必须加大出口退税力度，既要通过外贸发展来稳增长，也要通过保持充足的经常项目盈余来降低汇率贬值压力。

负利率可能已经导致公众对日本经济前景产生焦虑，进而加剧了通缩心态。因此，对日本此次“负利率”政策进行反思的意义，将大于其借鉴作用。



考虑到我国利率市场化尚未最终完成，优先使用降准手段而不是降息手段，恐怕将是货币调控的首选之策。

稳定汇率乃是上策

从2005年7月至今，人民币汇率改革已经历时10余年，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度也相应扩大至2%。但也应当看到，目前人民币离可自由兑换货币还有很大差距，未来改革尚有大量工作需要完成。

为了实现人民币可自由兑换这一长期目标，摆在我们面前的路大致有3条：多次缓慢贬值、一次性大幅贬值、稳定为主。

首先看多次缓慢贬值。去年8月、今年1月，人民币汇率经历了两次比较明显的贬值过程，先是去年8月11日单日贬值1.9%，创汇改以来最大跌幅；后是今年年初4个交易日人民币汇率从去年收盘时的中间价6.4936贬值到6.5646，累计贬值幅度超过1%。事后表明，这些汇率波动都使社会公众产生强烈的衰退预

期，进而引发了以中国股市为代表的金融市场动荡。显而易见，多次缓慢贬值难以推进。

再看一次性大幅贬值。一些人士提出，既然缓慢贬值并不成功，那么不妨就来一次突然性的10%左右的汇率贬值，所谓一次贬值到位。问题在于，公众并不清楚这样的贬值是否已经彻底，对经济放缓进一步产生更坏预期，以致外逃资本，并最终形成新的贬值压力。看来，一次性大幅贬值同样也不靠谱。

那么，当下最优选择只能是稳定汇率，同时暂时放缓汇改速度。需要特别指出的是，要想在一个较1978年远为开放的经济体中维持汇率稳定决非易事。

表面上看，截至2015年年末，我国还有3.3万亿美元之巨的外汇储备，以及3.69万元的贸易顺差，似乎面对再大的投机攻击也能高枕无忧，但实际上形势却相当严峻：姑且不论当下操作简便的非法洗钱，即使是在合法渠道之下，假定每20位公民中有一位携带5万美元出国，外汇储备也会荡然无存。因此，必须暂时收严外汇管制甚至采取极其严格的外汇管制。

与此同时，外汇储备大幅下降也会带来基础货币投放下降。2015年，我国基础货币总量为27.64万亿元，较2014年末下降1.77万亿元。为提高货币乘数、确保广义货币增量保持相对稳定，多次下调银行业金融机构的法定存款准备金率几乎是必然的。

从国际宏观政策协调来看，当前美国经济已经进入加息周期，小幅也好，大幅也好，一次也好，多次也好，加息不过迟早之事。相反，我国仍然处于降息周期，并且可能因为降息而带来更大的贬值压力。考虑到我国利率市场化尚未最终完成，优先使用降准手段而不是降息手段，恐怕将是货币调控的首选之策。□

(作者系北大经济中心宏观组研究员)