

对“金融政策总结验证”的评价 在超过 2% 之前继续放宽金融政策 引进长短期利率操作

内田 真一（日本央行企划局局长）

〈要点〉

- 由于大规模宽松金融政策的实施，日本在一定程度上摆脱了通缩
- 通过少有的承诺提高对实现 2% 目标的信任
- 根据金融形势促进形成最合适的利息布

日本央行在上周的金融政策会议上，对此前的宽松金融政策进行了总结性验证，并根据验证结果引进了“附带长短期利率操作的量化、质化宽松金融”新框架。

*** **

3 年前，日本央行将“物价稳定的目标”定为消费者物价增长率达到 2%，为了实现这个目标而引进了“量化、质化金融宽松”政策。那时日本央行设想的机制是（1）明确承诺实现 2% 的目标，通过实施大规模金融宽松政策，提高人们对物价的预期（预期物价上涨率）。（2）通过大规模收购长期国债，降低名义利率。（3）以上两种方法并行，从而降低实际利息（考虑了未来物价的利息），刺激经济，抬高物价。

在此后的 3 年多时间里，企业收益达到了历史最高水平，失业率也降到了 3%。日元的过度升值状况有所改变，股价也有所回升。基本工资连续 3 年上调，剔除能源价格的影响，消费者物价连续 2 年 10 个月走高。从“物价持续下跌”这个意义上看，日本经济已经不再通缩。这种良性转变得益于“量化、质化金融宽松政策”带来的实际利率下降。这是可以用大型经济模型分析验证的。

尽管已经摆脱通缩，但 2% 的目标依然未能实现。原因是预期物价上涨率并未像预想的那样增加。最初的 1 年进展顺利。消费者物价上升到了 1.5%。人们的通缩心理有所转变，预期物价上涨率也有所上升。然而从第二年起，以下两个负面因素导致了实际物价上涨率的下跌。这两个因素非别是（1）始于 2014 年夏天的原油价格下跌和提高消费税率后的消费疲软（2）2015 年夏季以后，发源于新兴国家的金融市

场不稳定现象。受此影响，预期物价上涨率也由上升转变为停滞不前，并进一步变为疲软。

一般来说，预期物价上涨率是由（1）以央行提出的目标 2%为基准的“前向预期形成”（2）受以往物价上涨率影响的“适应性预期形成”这两个要素而形成的。相比欧美，在通缩长期持续的日本，第二个要素的影响力更大。也就是说，容易受以往物价动向影响的日本预期物价上涨率在负面因素的影响下出现了实际物价上涨率的下跌，因而变得疲软。这就是未达成 2%目标的原因。

那么，应该怎么办呢。如果说是“适应性预期形成”在暗中作梗的话，那作为反击，只要加强以 2%为依据的“前向预期形成”的影响力就可以了。作为加强前向预期的手段，此次日本央行承诺在达到实际物价上涨率平稳地超过 2%这个目标前，将持续扩大货币供给量。也就是 2%的超调承诺（overshoot 型 commitment）。

本来“物价稳定的目标”需要将经济变动情况平均起来实现，所以超过 2%的情况自然也在预想之中。不过，金融政策的效用显现之前有一定的时间差，在此期间物价又存在惯性，所以一般会承诺“在可以预见会超越 2%之前”。做出“在确认实际超越 2%之前持续宽松政策”的承诺是非常少见的。

货币供给量现在已经上升到名义 GDP 的 80%，依照现在的方针继续推行放宽的话，1 年多以后就后超过 100%（参照图表）。日本央行希望通过如此强有力的持续放宽承诺来加强人们对实现 2%目标的信心。

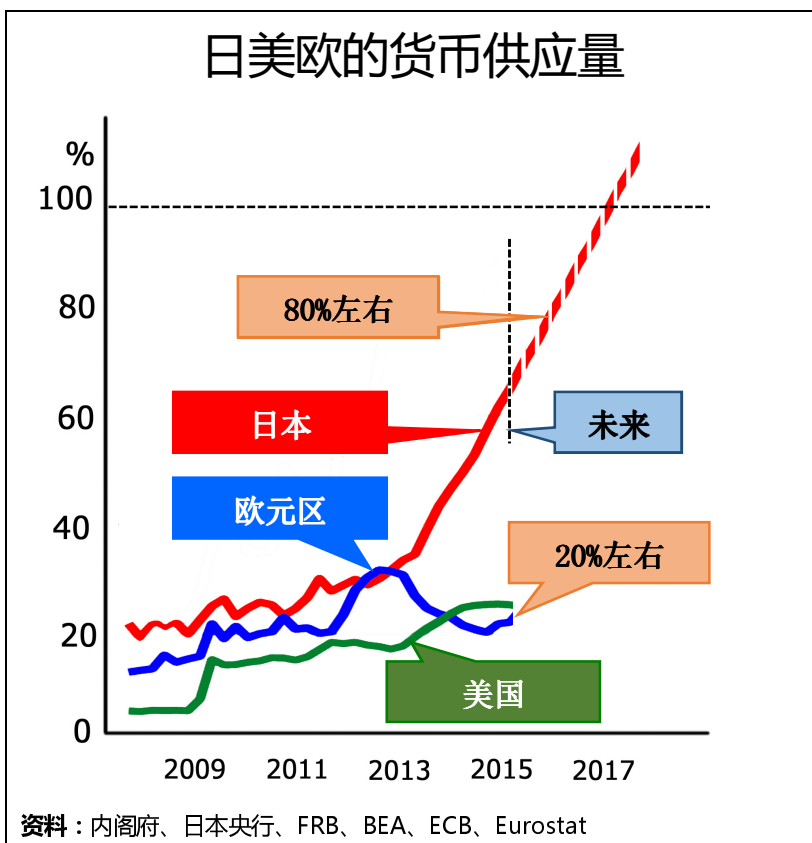
*** **

再者，是有关负利率方面的。在预期物价上涨率疲软的状况下，要想实现实际利率下跌的效果，就必须降低名义利率。1 月引进的负利率在这方面发挥了重大作用。国债利率大幅下降，贷款利率和公司债券的利率也显著降低。另一方面，存款利率的下降率则不及上述利率。这表示贷款利率的下降通过压迫金融机构收益的形式显现了出来。另外，保险和养老金的运营收益下降不仅在直接意义上，而且有可能在心理上对经济产生负面影响。

因此新框架根据经济、物价以及金融形势，做出了为了维持实现 2%目标的势头，促进形成最合适的长短期利率的决定。

那么，实际操作上应该怎么做呢？过去人们都认为“长期利率是无法操作的”。然而 2008 年金融危机以后，英美等国的中央银行率先开始了长期利率的调整。“量化、质化的金融宽松政策”也是这类政策的延伸。此外，引入负利率以后的日本经验至关重要。我们由此得知，将负利率与大规模收购国债的举措结合起来，就可以对长短期利率的整体产生相当程度的影响。

因此，我们决定以上述组合为主干，外加按指定价格收购国债等调节手段，开始对长短期利率进行操作（收益率曲线控制）。



这次会议基本上根据当前的长短期利率，定下了两项方针，(1)将短期政策利率维持在-0.1%，(2)对10年期利率的操作目标将基本维持相状(0%左右)。将长期利率的变动幅度定为“0%左右”，是因为太宽泛会难以实现政策目标，而太限定则有可能对市场功能产生极大影响，所以我们希望通过实际的市场调节，营造出合适的行情观念。

如果需要追加宽松政策，那么“长短期利率的下调”将成为主要手段。此外还将动用过去使用的“扩大资产收购”的手段。另外，视情况而定，还可能运用“加快扩大货币供给的速度”。到那时，利率会大幅度降低，但根据经济、金融市场的状况，也有可能需要如此强有力的宽松政策。如果有必要我们会动用一切手段。重要的是收益与成本的比较。

与将货币供给量和国债收购金额作为操作目标的旧方法相比，新框架可以根据形势灵活应对。因此，不仅能更有效地实现收购，还可以顾及到成本方面的细微之处，增强了政策的可持续性。

关于这一点，市场上有观点认为“已经接近收购国债的极限”。假定真的如此，那么每收购一个单位的国债，降低利率的效果就应当随着接近极限的程度急速增加。在此立场上来说，长短期利率的操作也可持续。

当然，我们并不认为已经接近极限。因此我们认为通过继续大规模收购国债(目标金额与以往相同)，来推行长短期利率的操作是有必要的。尽管操作目标是“利率”，但毫无疑问在“量”上将有所扩大。

*** **

金融政策是通过使实际利率低于自然利率(中立于景气及物价的利率)，来实现宽松效果。日本的自然利率随着潜在经济增长率的下降处于下跌趋势。这次重新推算的结果是，“基本处于0%附近”。通过强化经济发展能力提高自然利率的努力十分重要。

然而，这完全不代表我们可以放松金融宽松政策的力度。因为现在的情况是自然利率依然很低。

[译自《日本经济新闻朝刊》2016年9月29日29页，本文经日本经济新闻社同意翻译转载。]

内田 真一

日本央行企划局局长

生于1962年。从东京大学法学部毕业后进入日本央行工作。历任新泻支店长等职位后于2012年5月就任现职。
