

日本央行新机制的课题(上) 摆脱通缩基本达成目标，建议再作细微调整 — 无需更进一步实施通货再膨胀政策

北坂真一（同志社大学教授）

要点：

- 防止因通胀加剧带来的实际工资下降
- 强化与市场的对话，减少 ETF 的购买金额
- 持续货币宽松政策，争求他国理解的难题

自从黑田东彦就任日本央行总裁已经五年过去了。关于他的连任和两名新副总裁的人事方案已经提交到国会。下面我想对这五年来的金融政策做一个总结和概括，同时提出新机制的课题。

黑田领导的日本央行以 2% 的通胀为目标，实施了大规模的货币宽松政策。他在上任后立即于 2013 年 4 月推行了量化和质化（Q QE）货币宽松政策。看到因消费税的提高导致经济疲软，他在 2014 年 10 月决定进一步实施宽松政策，在有可能因日元升值和原油价格下跌而再次造成通缩的情况下，于 2016 年 1 月起开始导入了负利率。

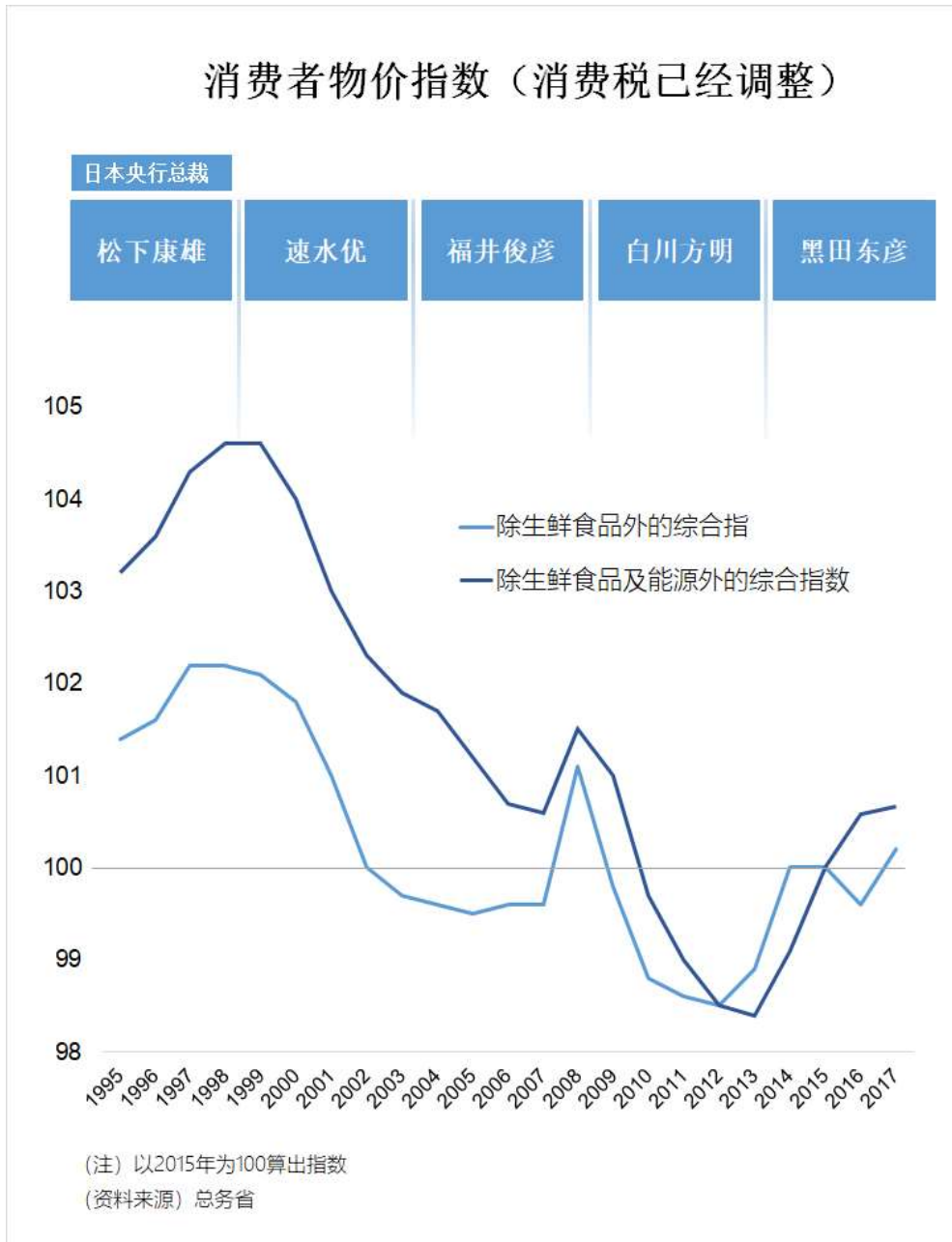


北坂真一（同志社大学教授）

作为金融政策影响的渠道，他重视汇率和股票价格这两项资产价格。他曾经预想通过传统的货币宽松政策降低存款利率，增加银行贷款，从而刺激经济，但是，在企业资金需求较弱的日本，这一机制并不能发挥充分的作用。

黑田领导的日本央行带来了日元贬值的局面，这带动了日本企业的利润增加。操作汇率有可能引发国际政治问题，因此中央银行并不会明确宣布，但 Q QE、追加的货币宽松政策以及负利率都带来了日元贬值，从而提振了企业盈利，有效地支撑了经济。

消费者物价指数（消费税已经调整）



这对股价的提升起到了十分明显的作用。日本央行的上市投资信托（ETF 即交易型开放式指数基金）购买金额持续扩大，分别为 2013 年的 1 万亿日元、2014 年的 3 万亿日元和 2016 年的 6 万亿日元。中央银行巨额购买股票是不寻常的做法，但在货币政策发挥作用的过程中，股票价格将起到重要的作用，这已经通过关西大学本多佑三教授的研究得出明确结论。支撑股价具有刺激经济、摆脱通缩的效果。

将货币政策的手段从日本国债购买规模转移到利率水平，从而确保了货币宽松政策的持续性，这一点也很重要。黑田领导的日本央行通过 Q QE，将长期国债持有额的年度增加金额大致定为 50 万亿日元，并通过 2014 年秋季的货币宽松追加政策增加至 80 万亿日元。但是，考虑到政府发行国债的金额和金融机构的需求，长期维持这一金额无疑存在着困难。

为了持续和强化货币宽松的政策，将政策手段从规模转移到利率的便是负利率政策，但是这给市场带来了混乱，造成长期利率下降超过预期的负面影响。为了纠正这个问题，2016年9月以后，日本央行采取了以10年期国债利率为调节对象的收益率曲线控制（调节长短利率）的措施。

黑田总裁在上任时曾经提出要在两年以内实现2%的物价上升目标，可实际上在五年过去后的今天，这一目标仍未实现，他也因此招来了很多批评。但如果我们不看通胀率，而是以较长期间来观察消费者物价水准，就会对总裁作出明确的评价。

日本经济在遭遇金融危机的1998年以后，直到黑田总裁上任的15年期间，日本的物价几乎一直在下降（见图）。在2008年秋季的全球金融危机之后尤其出现了大幅度下跌。黑田总裁就任的2013年4月，日元汇率为1美元=90日元前后，日元的价值无论在国际上还是在国内都过于强大。对于生产和销售商品及服务的企业而言，环境十分严峻，对当时的日本经济而言，阻止通缩的持续是最首要的任务。

在这种情况下，黑田总裁发挥了强有力的领导能力。虽然遭遇了消费税增加的影响及原油价格的大幅回落，但世界经济稳步回升，成功地让日本的物价在五年期间保持持续上涨的趋势。实现非通缩的状态，是以往15年以来日本央行历任的3位总裁都没有能够做到的事，这是黑田总裁的巨大成绩。

在物价停止下滑、不再是通缩的状态下，未达到2%的物价目标这并不是一个大问题。设定通胀率目标的政策，重要的是列出数据、为实现通胀率目标而实施金融政策的“政策框架”。其意义在于起到让人们对物价的预期趋向于稳定的作用，同时也能在未达到目标时显示出原因。

长达5年的大规模货币宽松，让物价上升能力较弱的日本经济结构问题突显出来。直接原因是人们的通缩意向十分顽固，在其背后存在着诸多因素：劳动力市场的工资难以上升、企业因竞争力薄弱而不能涨价、政府的财政赤字和医疗、养老金问题无法消除人们对未来的焦虑。当前的日本经济不再是通缩，那么最重要的课题是解决这些结构问题。

黑田总裁的重任和雨宫正佳日本央行理事升为副总裁的决定，依据他们的成绩来看，这次的人事方案应该是妥当的。据说政府坚持起用通货再膨胀派，挑选了另一名早稻田大学的若田部昌澄教授担任副总裁。日本央行执行部一方面必须抱着不再陷入通缩的坚定信念，同时也有必要灵活应对瞬息万变的经济形势。

如果今春的劳资谈判达结果工资涨幅达不到3%的，因而采纳通货再膨胀派的意见，进一步采取货币宽松政策，从而促使通胀加速，那么实际工资就会减少，增加消费陷入不振的风险。由于计划在2019年10月提高消费税率，就有必要避免实际工资的下滑。和5年前相比，以物价上升为首要任务的通货再膨胀政策之重要性已经下降。

日本央行新机制下的第一个课题就是加强与市场的对话，2017年底，美国长期利率上升，资金的流向正在发生变化。日本的低利率受到全球的关注，如何保持市场利率今后的稳定也就成为日本央行更为重要的课题。

在这一点上，可以参考联邦公开市场委员会（FOMC）委员公布的利率前景公告（所谓的点阵图）。日本央行在前景报告中公布了政策委员会对增长率和通胀率的展望，但没有公布利率。政策委员会将通过公布利率前景来稳定市场，同时也能有效补充所失去的债券市场的信号功能。日本央行首脑的一字一句不仅能防止人们对货币的日常调整进行不必要的猜测，而且还能在即将推出宽松政策时、或是在有必要进一步实施宽松政策时发挥作用，是一种与市场进行对话的良好方法。

第二个课题是在日本经济增长潜力较弱的现状下，减少货币宽松的不利影响。从这一点来说，需要重新审视对大型 ETF（交易型开放式指数基金）的购买。正如早稻田大学的大村敬一教授所指出的那样（2018 年 2 月 16 日的本专栏），日本央行购买 ETF 将会扭曲股价的形成，从中长期来看，会对企业经营带来不利影响。最初它对通货紧缩起到了一定的效果，但长期实施将会带来巨大的危害。有必要选择适当的时机逐渐减少 ETF 的购买量。

走出货币宽松也是新机制的一个重要课题，但近期还不会实施。如果世界经济和汇率没有特别的变化，那么到消费税税率提高后的 2019 年秋季，通货膨胀率可能会接近 2%，但在消费税增税的影响消除之前，应当坚持继续货币宽松政策。虽然金融机构所处的环境还将持续恶化，但我们希望在此期间，结构性问题的解决将会获得进展，日本企业的竞争力有所提升，家庭收支前景也会有进一步的改善。

作为目前值得关注的问题，在全球日益加强风险规避的背景下，有可能出现如年初那样的日元走高。如果未来日元升至 1 美元= 100 日元以上，日本央行将不得不进一步采取货币宽松的政策。到那个时候，在收益率曲线控制下，推出降低 10 年以上利率的政策将会有效。

另一个值得关注的问题是随着美联储持续加息，欧洲央行（ECB）也将逐渐退出货币宽松政策，日本央行的货币宽松将有可能在国际范围成为政治问题。美国特朗普政府关注的是两国间的贸易不平衡问题，日本央行的宽松政策有可能被认为是人为地操纵汇率，制造日元贬值。即使日本坚持称这是为了摆脱通缩的局面，但如果日本的供求不平衡和通胀率都显示出增长，届时“为摆脱通缩”将出师无名，很难拿出合理的解释。

[译自《日本经济新闻朝刊》2017 年 3 月 13 日，本文经日本经济新闻社同意翻译转载。]

北坂真一

出生于 1960 年。神户大学经济学博士。专业是宏观经济学
