

## 日本央行新机制的课题(中) 强行实现物价目标的行动很危险 必须重新审视《联合声明》的整体

翁邦雄（法政大学访问教授）

### 要点：

- 因时不时介入的政府意志造成货币政策僵化
- 《联合声明》呼吁确立可持续的财政结构
- 日本央行真实意图和表面方针的相互背离带来风险

日本央行在这五年期间表现出为了实现通胀目标将不惜一切手段的姿态。黑田东彦总裁在五年前的就职记者会上，针对2013年1月《政府与日本央行的共同声明》，宣布“作为日本央行，最首要任务就是尽快实现2%的物价稳定目标。”另外，岩田规久男副总裁说道：“如果不能实现，将不会以其他因素作为借口。”表现出不管财政与原油价格等，将对实现目标负起责任的姿态。

五年时间过去了，截至今年1月，除生鲜食品以外的消费者物价上年比的上涨比例为0.9%，将能源也去除后的核心指标仅为0.4%。另一方面，随着全球经济的强劲复苏，失业率已降至2%前半的水平。

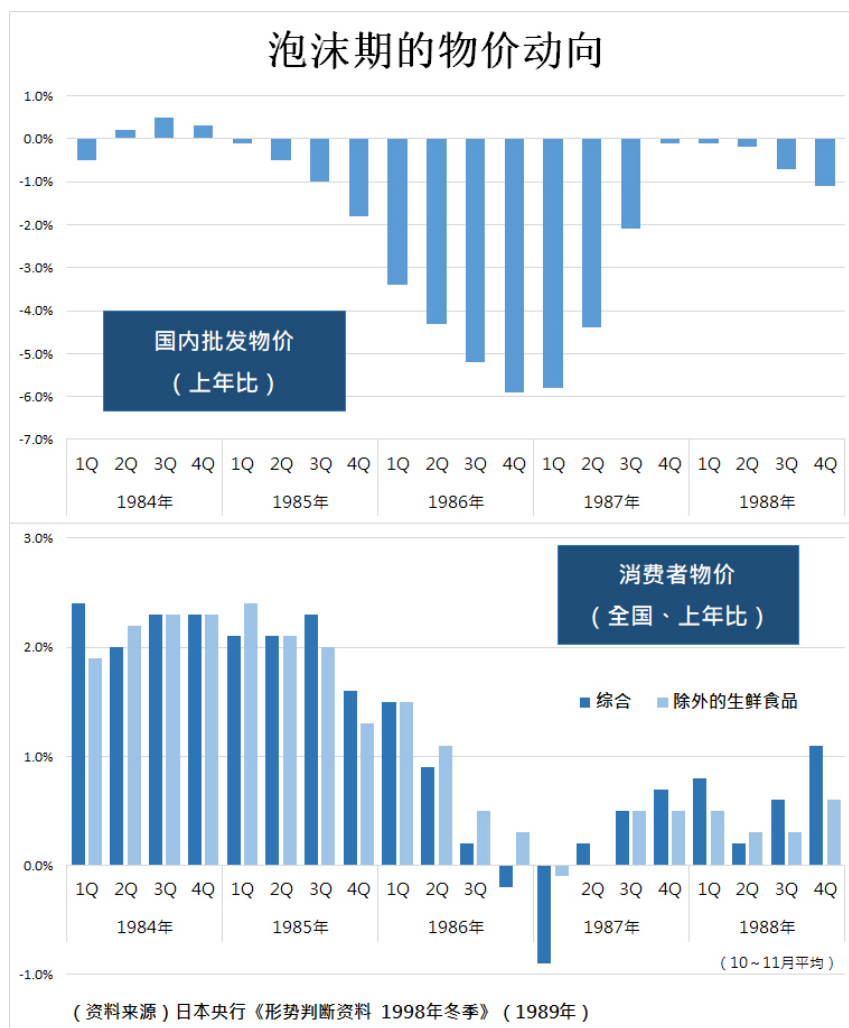


翁邦雄（法政大学访问教授）

在远未实现目标的现状下，日本央行是否应该在下一个五年期间也把实现2%的通胀目标作为当前的首要任务呢？黑田总裁的态度并未有改变。同时，担任副总裁的若田部昌澄和岩田同样都被称为“通货再膨胀派”，他不同于上任时的岩田，针对为实现目标的财政出动有着更为积极的态度。这一任命应该说清晰地反映了安倍政府的立场。

但是，在经济呈现良好势头的环境下，如果继续将通胀目标的实现作为首要任务，继续“踩油门”，将很有可能导致经济的不稳定。1980年代后半的日本经济便是很好的例子。在那个时期，

批发价格大幅下跌，消费者物价上升率也下跌到1%以下（见图）。然而，尽管产生了资产泡沫，但日本央行却难以对货币宽松的政策作出调整，这种物价形势正是主要因素之一。



在那以后，泡沫经济崩溃，日本经济陷入了长期的困境。这一经历使日本央行深深地感到不仅应当关心物价动向，更应该保持关注整个经济，尤其是金融方面的失衡。

几乎在同一时间，许多发达国家正处于遏制过高的通货膨胀过程中，通货膨胀目标政策作为其手法受到了瞩目。在学术界，出现了大量的相关论文，许多国家都采纳了约2%的通货膨胀目标。直到2008年金融危机后，欧洲和美国才强烈地意识到这一政策的极限，但当时这种政策已经在很多国家制度化。

回顾这半个世纪以来时不时出现的“政府意志”（阻止日元升值、国际合作、内需主导的增长等），再加上日元升值恐惧症，从而使货币政策失去了灵活性。参照以往的教训，死抱着“实现2%的目标比什么都重要”的观念存在着巨大的风险。

正如这样，一方面存在着对政府的期望和政策的连续性，另一方面也存在着巨大的风险。那么在接下来的五年里，日本央行政策运营的“坐标轴”应该是什么呢？

这应该是前面所提到的《政府与日本央行的联合声明》。黑田总裁多次指出这一声明现在仍然持续有效，安倍晋三首相也在3月2日的参议院预算委员会上明确表示没有必要对《联合声明》作出修改。

那么联合声明是什么样的声明呢？在五年前的就任记者会上，黑田总裁表示，“作为日本央行，最首要任务就是尽快实现2%的物价目标。”日本央行确实在《联合声明》中规定，把物价稳定的目标定为消费者物价上年比上涨2%的比例。

但作为其前提，我们强调必须要审视包括累积性金融失衡方面在内的风险因素，并从确保可持续增长的角度确认是否存在问题。

声明发表三天后，白川方明总裁（当时）宣布，外国央行不管是否采纳通胀目标，对实现物价稳定的时期都没有明确的规定，日本央行也将考虑到金融失衡的风险，不会过于坚持达成目标的时间。

目前政府在日本央行的收益率曲线控制（长短期利率控制）方面失去了财政纪律，银行没有足够的银行利差率，故面临经营压力。长期国债市场的功能显著降低，在股票市场，也因日本央行大量购买ETF（交易型开放式指数基金），从而导致股价形成遭到扭曲。面向这种累积性金融失衡，《联合声明》并未以优先实现通货膨胀目标为基本姿态。

另外，在《联合声明》中，政府宣布，在加强与日本央行的合作问题上，将稳步推进旨在建立可持续的财政结构的措施。大规模的货币宽松政策虽然会导致财政纪律的松弛，但政府很难直接对日本央行作出“不要依赖低利率”的警告。《联合声明》应该是作为加强货币宽松的前提，在寻求建立可持续的财政结构问题上十分重要的手段。

日本政府和日本央行有很大的可能性将避免全面重新确认《联合声明》，而是继续一味地强调物价目标。那么在这种情况下，货币政策的运营将会如何呢？

在出现负面冲击的情况下，货币政策将不会有独家有效手段的保留。在这种情况下，在以实现2%的通胀目标为最首要任务的口号下，将有可能悄悄地与财政政策进一步一体化，为了掩盖这一点，政府将会强调这是由日本央行自行决定的货币政策吧。

另一方面，如果充分就业形势继续存在，即使没有达到目标，货币政策调整的必要性也会进一步增强。即使在这种情况下，日本央行也有可能对最优先物价问题的表面说辞和真实意图之间的差异置之不理。事实上，日本央行虽然表面上保持以短期决战为前提的“每年购买80万亿日元国债的大致计划”，实际上却突然减少了购买金额，明确地把货币政策的坐标轴从量化切换成利率。日本央行执行部明确地作出结论：“只要市场相关者明白日本央行的真实意图，那么即使存在矛盾也是无所谓的”。

但是，这不仅忽略了问责制，同时也具有巨大的风险。市场相关者试图从物价最优先的论调背后，猜测每个时期日本央行的真实意图。那有可能是操纵日元贬值、扶持股票价格、退出货币政策前的助跑等，如果这些猜测和日本央行的真实意图产生偏差，那么市场将会变得不稳定。

这一点也和“退出负利率政策”的讨论有着关联。问题并不只在于什么时候提高何种利率，或如何缩小日本央行的资产负债表。在政策退出时，原先隐藏在负利率政策背后的金融失衡将很有可能趋于表面化。

因此，原本应有的做法是必须在即将政策退出前，先确保对财政可持续性的信心，以减少对金融市场的冲击和金融机构的负担，同时有必要采取措施以提高利率政策的自由度。在此基础上，政府和日本央行应当听取民营企业的意见，公开募集良策。

然而，日本央行以通胀目标的达成前景尚不明确为由，回避了关于政策退出的所有讨论。正因为如此，在临近退出前夕，例如大幅上调存款准备金率等，将有可能突然出现将政府和日本央行的成本转嫁给金融机构的措施。

2016年1月，日本央行贸然推出了直到最后一刻还在坚决否认的负利率政策。日本央行可能认为，如果作出预告，将会招致利润将大幅度恶化的银行相关者的强烈抗议，因此导致将有可能不得不中断政策的推行。但是这个突如其来的决定反而加强了通货紧缩的心态，并将银行逼到了对立面。而且，在此之前，经历过黑田总裁突然决定的市场参与者已经有过遭到突然打击的恐慌经历。

越是试图封闭关于政策退出的讨论，市场对退出的关注度将会越高，即使只是一点风吹草动都会引发市场的反应。为此，日本央行更加坚持不公布任何信息。这是一个恶性循环。在政策退出迫在眉睫之际，不应该给人以一种匆忙决定、准备不足的印象，而是应当实现与市场的对话，充分尽到说明的责任。

[译自《日本经济新闻朝刊》2017年3月14日，本文经日本经济新闻社同意翻译转载。]

---

## 翁邦雄

出生于1951年。毕业于东京大学经济学院、芝加哥大学博士。专业为金融政策、国际金融论

---