

日本央行 通向出口的难路 宽松效果·副作用的反弹焦点

植田和男 共立女子大学教授

要点

- 长短期利率操作及购买 ETF 副作用的悬念
- 实质上是极弱的前瞻性指引
- 物价低迷越持久，对策的副作用越强

日本央行的金融政策正面临困难的局面。近期以劳务市场为首，虽然经济形势良好，但物价的变动迟缓，通胀目标的达成还没有头绪。现状距离问题出口还很远。另一方面，将近 20 年前后，已经采取了各种缓解方法的结果是，到了今天已经快拿不出其他的缓解方法了。

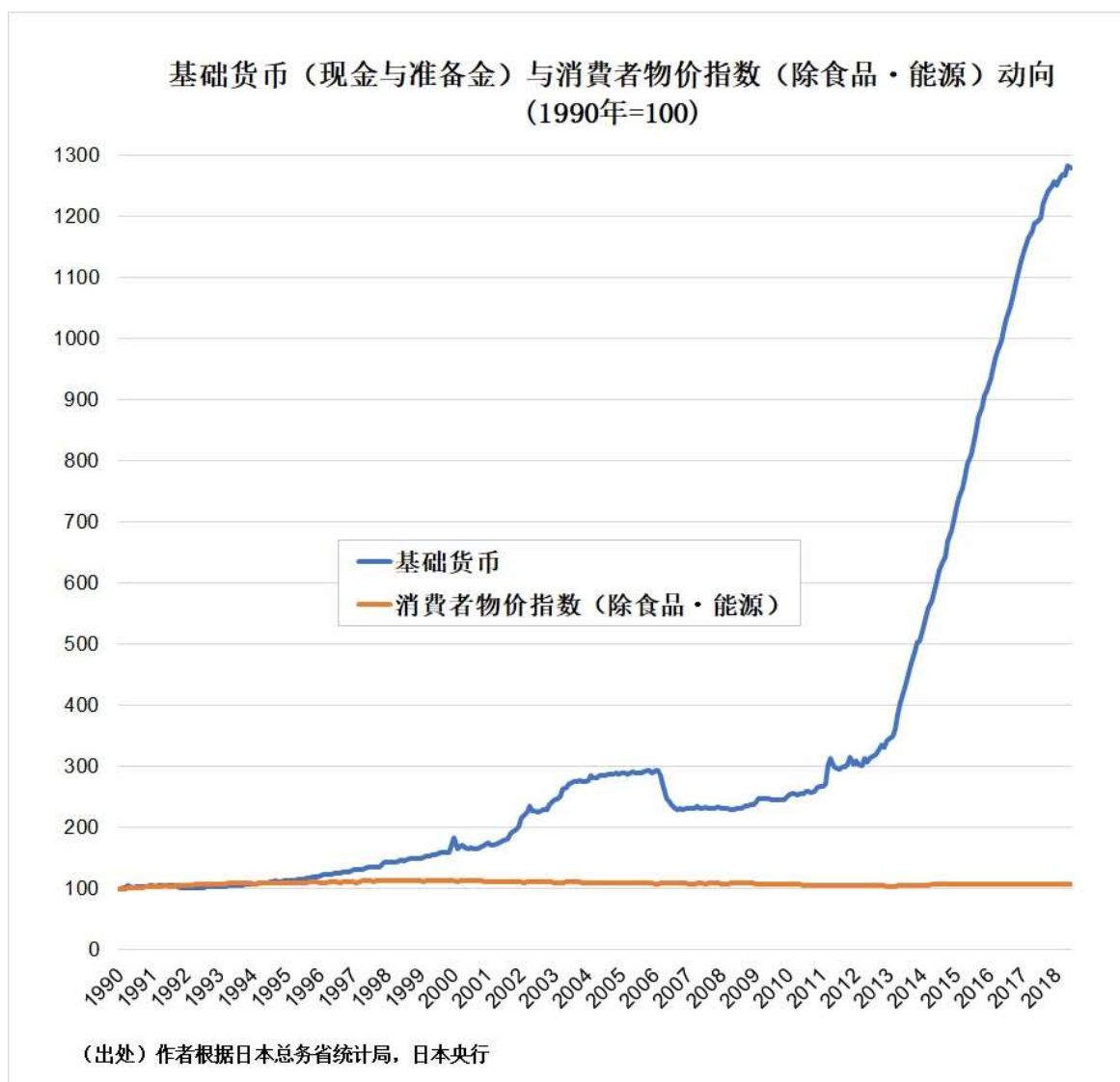
现在正处在一种上不去下不来的情况。达成金融政策目标需要时间，同时在中央银行的相关经济理论中也尚未看到明显的进步。



植田和男教授



时长 20 年的宽松政策可谓效果甚微，从显示 1990 年之后的基础货币（现金与准备金）与消费者物价指数（除食品·能源）动向的图表中可以清楚地看到这一点。



90年代中期之后，货币量持续增大，从2000年初的量化宽松政策开始，到最近的量化·质化宽松政策，出现了急速增长，目前达到了90年约13倍的货币量。另一方面，物价近乎处于稳定状态，在过去的1年当中，上涨率恰恰为0%。如果按照货币数量论中所述的，货币数量增加后，在几年之内，物价也会成比例上升的理论来看，最近所呈现出的却是一个明显的反例。

从90年代开始，人们已经熟知，将利息调整为零后，单纯的增加货币量无法展现出有力的宽松政策效果。原因为其只是将零利率的政府短期证券交换为零利率的货币而已。但是在13年之后，也出现过为了推动非零利率的长期国债及风险溢价（投资家所追求的超额收益），而大量购买交易所交易基金（ETF）的情况，这导致了大幅的长期利率的低下、日元贬值、股价上涨。

即使是这样通货膨胀率仍然没有要明显上升的征兆。从过去的几个月的情况来看，倒不

如说有下降的趋势，在 7 月末的金融政策讨论会上，日本央行不得不将物价预测向下调整。

就业形势良好但是工资物价上涨率不好的现象在发达国家中可以普遍看到，被称为“平坦的菲力普斯曲线之谜”。考虑其中有通货膨胀预期黏性、IT（信息技术）·机器人工业等的技术进步，各国劳务市场的特殊性等原因，但该问题的原因还没有彻底明确。

但是从过去几个月来看，日本的工资上涨率呈向上趋势，虽然有抽样等原因的影响，但是对物价上涨的期待并没有完全破灭。

这种长期化的非正常宽松政策的副作用也日益明显。持续的大量国债买入在量上已经接近了界限，日本央行在 16 年通过短期利率的负利化，长期利率的操作目标化等，已经将重心从量的控制转移到利率的控制上。但是，理所当然的，在债券市场的价格发现功能大幅下降的同时，对利润低的银行，应用对象受限的金融机构投资者等形成的金融中介功能带来了不可忽视的负面影响。

关于 ETF 购买，日本央行担心由于大股东企业的不断加入会对市场机能造成影响。通过对抵消金融宽松政策负面影响的日元贬值·股价上涨的动向进行观察，可以看出眼下已经接近界限。

虽然根据预测，目前劳务市场的过热状态还会持续，但如前所述，对工资物价波及程度的不确定性很高。虽然美国经济形式依然很好，但是也担心由从长期的上涨循环进入到下降阶段，贸易摩擦的加剧，部分新兴国家的过度债务问题会造成混乱。



在这样的情况下，当前留给日本央行的选择是，持续关注副作用，坚定地持续推进现行的宽松政策，然后等待物价的上涨。此时，副作用的抑制对策与金融宽松政策的持续实施之间是存在矛盾面的，这点需要引起注意。

实际上从 7 月 31 日公布的金融宽松政策的框架调整中可以看出以下端倪。为了在通货膨胀率不上涨的情况下，提升金融宽松政策的持续性，将作为操作目标的 10 年国债利率的变动幅度从之前的负 0.1%~正 0.1%之间扩大到负 0.2%~正 0.2%之间，使 ETF 买入额应市场情况发生弹性变化，制定了考虑到各自市场机能的副作用缓解对策。

关于 10 年国债利率，如果经济形势良好的话，因为可以看到其会在容许范围内的上方推移，所以和变更前相比，有拉动利率上升的效果。此时，为了抑制浮躁的金融收紧预测，同步导入“当前一段时间，维持现在的低利率”的前瞻性指引（将来的指针）。

但是“当前一段时间”这个说法可能会有多种解释。通过根据物价形势，对该说法进行微妙的调整，有可能进一步促成利率变动幅度扩大及利率上涨。也就是极弱前瞻性指引。

目前通过导入新的结构框架，10年国债利率向较高水准上涨的同时，也有前瞻性指引的效果，没有出现由于浮躁的利率上升担忧所带来的日元升值。

即便如此，利率变动幅度也只是在上下按照0.1%的间隔出现了扩大。债券市场的价格发现功能的恢复是非常有限的，对金融机构收益也几乎不会带来影响。ETF购买的弹性化如果能够带来购买量的减少更好，但是相反，可能会增强其看跌期权（卖出权利）的属性。通过本次的措施所带来的副作用缓解效果和现有框架的持续性强化效果也是有限的。



今后如果通货膨胀率大幅低于目标的状态继续持续的话，针对为达成目标所进行的努力与相关方法所带来的副作用之间的权衡（冲突）相关的讨论会升级。

物价稳定目标非0%而是2%的上涨率，加上物价指数的上偏（偏离）的问题，提高长期均衡情况下的名义利率水准，降低金融宽松政策受到零利率制约的可能性，也就是说意在为了确保金融宽松政策的空间。而且，物价稳定本身的意义就在于使货币价值趋于稳定化，在市场经济中的物品·服务的交换及通过金融系统的借贷能够顺利进行。

因此为了确保2%前后的空间而进行的努力会长期阻碍市场机能或带来严重的经济不稳定性的话，那么整体战略会出现不协调的情况。而且该权衡关系到上涨率预期的黏性，且难点在于其为一种随着时间发生变化的动态学现象。通货膨胀率不上涨的时间长，上涨率预期出现黏性化，为了改变这种情况所采取的手段的副作用也自然随之增强。

大幅超越现在所采用的措施的范围，如政府或中央银行通过「直升机撒钱」的方式将大量的货币供给到市场，或者通过日元的数字货币化来从根本上引入负利率等，是一些效果和副作用均很强的政策的实例。2%上涨率可能会达成，但是前者有在2%的上涨率无法止步的风险，后者有带来对货币制度丧失信任的风险，所以正确地来做出权衡是非常困难的。

避免急于求成，也可以选择将达成2%作为中长期目标，在由于某种外部要因能够使权衡的影响得到缓和且副作用得到降低时，再重谈目标。不管怎样，希望在近期类似于上述的讨论，能够在日本央行内部和外部均得到进一步的深入。

[本文经过笔者和日本经济新闻的同意，由 Discuss Japan 翻译转载。原文刊载于日本经济新闻 2018 年 8 月 20 日晨刊。]

植田和男 共立女子大学教授

植田・和男 1951 年出生。麻省理工学院（MIT）博士。专业为金融论。东京大学名誉教授。前日本央行政策委员会审议委员
