

日本央行 通向出口的难路 以市场为友，回避利率的急速上涨

田中隆之 专修大学教授

要点

- 日本政府・日本央行努力回避经济崩溃的漩涡
- 长短期利率操作无法实现零国债购买
- 大量资产收购撤出的同时，继续明确实施宽松政策

在 7 月末召开的金融政策讨论会上，日本央行决定实施“为继续实施强有力的金融宽松政策而进行的体制强化”方案。在保证将长短期利率维持在低水平的同时，允许长期利率上涨到之前未有过的水平。日本央行的本意到底是要强化宽松政策，还是要迈向出口？



田中隆之教授

◇ ◇

2008 年的全球金融危机之后，主要国家的中央银行开展了大量资产收购、前瞻性指引（未来方针的明确）、负利率政策等非传统的金融政策。这些政策使政策利率几乎接近零，是对通常的宽松政策手段走投无路时所进行的政策改革（革新）。

主要国家的 4 家中央银行之中，美国联邦制度理事会（FRB）和英国央行（BOE）仅实施了大量资产收购与前瞻性指引，日本央行和欧洲中央银行（ECB）同时使用了负利率政策。其中副作用大并且撤退时影响也大的是大量资产收购。出口问题所讨论的还是“脱离大量资产收购的出口”。

大量资产收购是通过中央银行的长期国债等的购买来降低长期利率，并刺激经济的方法。FRB 自 13 年 12 月开始放缓收购（资产收购的逐渐减少）到 14 年 10 月结束，并于 15 年 12 月开始提高利率。在之后的 17 年 10 月，开始减少对到期持有国债的再投资，也是资产收购撤退进展得最快的时期。

BOE 在 12 年 11 月停止了收购，并在次年上任的坎尼总裁的带领下，调整方向至前瞻性指引来实现长期利率的控制。英国决定从欧盟（EU）退出时，虽然实施了单独的宽松政策措施，但自 17 年 11 月又开始提升利率。ECB 也自 17 年 4 月开始分阶段逐步减少收购额，计划在 18 年年末完成。

大量资产收购的副作用主要有，（1）在相关金融资产市场的流动性降低及价格发现功能的减退（2）出口困难所导致的通货膨胀的担心（3）资产泡沫的发生与破裂所造成的金融混乱（4）在出口处发生的中央银行的损失等。

（4）中央银行在提升利率时，由于对超额准备金也附加了相同的利率，利率收支出现恶化为主要原因。但是如 17 年 10 月 3 日在本栏目中所指，FRB 基本上可以避免收支转向负值。另一方面，说到日本央行，由于资产所持有国债的利率很低，将来有可能引起债务无力偿还等棘手的问题。

大量资产收购最终的问题点在于，在持有巨额政府债务的国家，经济崩溃的可能性会提高。中央银行持续进行的国债购买与政府对财政恶化的放任不管也是一种情况。市场如果认为“国债在变成纸片之前，政府并无进行金融改革的打算”时，国债被卖出，利率上涨，支付利息费用的增加会进一步使财政恶化的漩涡出现，政府将无法筹集资金，经济陷入崩溃。

不断陷入到这个陷阱当中的正是日本央行。日本的一般政府债务金额（17 年年末）已达到国内生产总值（GDP）比的 224%、而美国为 105%、英国为 118%、欧洲圈为 105%，已经接近其他地区的 2 倍。日本央行的国债持有额为（17 年年末）GDP 比的 82%、而 FRB 为 12%、BOE 为 21%、ECB 为 17%，大幅高于其他银行、政策的“组合”的结果非常明显。



在黑田东彦总裁的带领下，日本央行从 13 年 4 月开始实施的量化·质化金融宽松（QQE）系列政策，与其他 3 个中央银行相同，其以大量资产收购为核心，但是其中包含有非常特殊的要素。

资产收购和长短期利率



第 1 将“2%物价目标”定位为应在短期内达成的目标。

第 2，为了达成该目标，应保证增加通过资产收购实现的货币基础（资金供给量），并强势推出提升经济主体预测物价上涨率类型的前瞻性指引。FRB 及 BOE 实施的主要政策类型为将未来的短期政策利率也定位于低点，对长期利率施加下行压力。以前日本央行在执行零利率政策（1999~00 年）及量化宽松政策（01~06 年）时所实施的也是该类型。

第 3，作为资产收购的一环，大量持续购进交易所交易基金（ETF）。FRB 也大量购买了作为民间资产的房屋贷款担保证券（MBS），但是只有日本央行购买了能够直接造成股价上涨的资产。

之后，由于在 16 年 1 月导入负利率 QQE，孳息曲线（收益率曲线）呈现极端平缓化，金融机构的收益出现恶化。为了改变该状况，在同年 9 月开始采用附带长短期利率操作的 QQE，操作目标变化为长短期利率，将目标降低到每年增加 80 万亿日元的货币基础。最近的国债购买额已经减少到每年 40 万亿日元，可以认为是放缓收购已经开始了。（隐形·放缓收购）。

现在的日本央行所面临的最大的课题是，在避免出现经济崩溃漩涡的前提下，能够彻底地从资产收购中抽身。同时，让孳息曲线多少呈现出一些陡峭（急剧倾斜）化，消除金融机

构收益恶化发展到金融系统危机的忧虑。

为了能够从大量资产收购中脱身，需要进行 2 个政策改革。第 1 为将 2% 物价目标定位为需要长期目标的同时，和政府一同确认已经摆脱了通货紧缩。

第 2 是在某个时间点放弃长短期利率操作，进入到 FRB 型的放缓收购模式。因为长短期利率操作是需要提前确定利率，能减少多少购买量完全交由市场实际行情来决定。在该框架下的通过 10 年国债利率的诱导目标提升，无法实现零购买额。

另外一点非常重要的是与市场进行交流。首先要将出口全面布置到市场当中。要灵活利用部分关于日本央行在摸索出口的推测。另外一方面，还需要释放出放缓收购开始后要保证金融环境充分宽松的政策方针。例如，维持持有国债余额或将政策利率在当前维持在低点的前瞻性指引是有效的，并将大量资产收购撤退与为达成 2% 的长期物价宽松政策的持续实施分开。



在 7 月末的讨论会上，从讨论内容来看仿佛已经是面向了出口。允许长期利率的上浮与通过新的前瞻性指引来抑制上涨乍一看是矛盾的，但是可以认为其是在避免经济崩溃漩涡出现的同时，资产收购撤退战术中的一个环节。

10 年国债利率通过 14 年 10 月的追加宽松政策，下降到 0.3~0.4%，后通过负利率导入下降到 0% 以下，现在通过引导使其维持在 0.1% 前后（请参考图片）。和购买了 80 万亿日元长期国债的 15 年相比，减少到 40 万亿日元左右的今天，长期利率更低。

如果今后也继续实施前瞻性指引与负利率政策，即使放手实行放缓收购，也可以避免长期利率的急速增长。希望在政策实施过程中，从大量资产收购的脱离能够得到市场的好评并被接受，也就是所谓的“以市场为友”。

这虽然是一条既窄又险的路，但是日本的强势经济会给予其支撑。借着经常收支盈余的东风，需要进一步通过提高生产效率来提升潜在的成长率。政府在强势推出财政重建姿态的同时，需要将政策的中心从金融政策转移到成长战略。

在“2% 物价目标”达成前抑制长期利率上涨更为合适。另外，从避免日元升值的观点来看，主要国家的中央银行在进行宽松政策的调整时期，可谓是一个好的时机。

[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 21 日晨刊。]

田中隆之 专修大学教授

1957 年出生。东京大学毕业、专修大学博士（经济学）。专业为财政金融政策
