



日本超宽松货币政策的历程、效果及启示

要 点

金融研究总监：詹向阳

国际宏观经济研究团队：

樊志刚 马素红 程实

宋玮 郭可为 王婕

执笔：郭可为 马素红

suhong.ma@icbc.com.cn

相关研究：

2013/1/17《安倍再度执政后经济与对华政策分析与展望》

2012/12/14《中日钓鱼岛争端对日经济的影响与中国的对策研究》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

- 日本央行在1999年之后的大部分时间里实施了零利率与量化宽松的超宽松货币政策，实现了部分积极效果：第一，通过积极的预期管理实现了一定程度的“时间轴”效果。第二，稳定金融系统的效果基本实现，避免危机进一步恶化。第三，一定程度上扩张了日本政府实施财政刺激政策的空间。
- 日本超宽松货币政策的局限性：首先，日本货币供给量没有相应增加。其次，在消除通货紧缩方面的效果却不理想。第三，大部分资金在财政金融领域内形成循环，实体经济参与有限。第四，对刺激居民消费的效果不显著。第五，对推动投资的效果也差强人意。第六，对抑制日元升值作用甚微。
- 超宽松货币政策效果不甚理想的技术性原因：首先，金融机构放贷能力和意愿均不足削弱了超宽松货币政策的效果。其次，实体企业因自身负债累累，借贷意愿很弱。第三，日元“套利交易”也抵消了部分超宽松政策的效果。
- 日本央行实施超宽松政策的启示：第一，货币当局维护与增强自身可信度是发挥货币政策积极作用的重要方面。第二，零利率和量化宽松政策对刺激实体经济的作用有限。第三，零利率和量化宽松政策并未能完全有效的恢复信贷市场融资功能。第四，货币当局实施量化宽松政策有多重潜在风险。

The process, effect and revelation of the ultra-loose monetary policy of BOJ

Executive Summary

Most of the time from 1999, Bank of Japan (BOJ) carried out zero-interest-rate policy and quantitative easing monetary policy (short for “ultra-loose monetary policy”) to achieve some positive effects. But there are some of deficiencies: first, the supply of Japanese currency doesn't increase correspondingly. Second, the effect of eliminating deflation is not ideal. Third, most of the money circulates in the financial field. Fourth, the effect of stimulating household consumption is not significant. Fifth, the effect of promoting investment is unsatisfactory. Sixth, the effect of stopping the yen's appreciation is not good.

The technical reasons of these deficiencies is as follows: First of all, the lending ability and willingness of the financial institutions weakened the ultra-loose monetary policy effect. Second, the lending will of entity enterprise was very weak. Third, the "carry trade" of yen also offset some of the ultra-loose policy effect.

The revelation of the Bank of Japan ultra-loose policy is as follows: First, the monetary authorities to maintain and enhance their own credibility is an important aspect of playing the positive role of monetary policy. Second, the effect of ultra-loose policy to stimulate the real economy is limited. Third, ultra-loose policy couldn't effectively recover the financing function of credit market. Fourth, the quantitative easing policy implemented by the monetary authorities has multiple potential risks.



目 录

一、日本央行实施超宽松货币政策的历程.....	4
二、日本央行超宽松货币政策实现了部分积极效果.....	8
三、日本央行超宽松货币政策效果不理想的具体表现.....	10
四、日本央行超宽松货币政策效果欠佳的技术性原因.....	17
五、日本央行实施超宽松政策的借鉴意义.....	19

图目录

图 1 日本国债收益率走势	8
图 2 日本四大类银行机构的总资产走势	9
图 3 日本央行资产总额与持有日本政府债券额走势	10
图 4 日本央行基础货币与 M2 平均流通量走势	11
图 5 日本 CPI 以及同比走势	12
图 6 日本各类银行超额准备金走势	13
图 7 日本央行持有的政府债券额以及占资产总额的百分比	14
图 8 日本家庭消费额以及同比走势	15
图 9 日本固定资本形成总额与企业设备投资额以及同比走势	16
图 10 美元对日元汇率以及日本对外直接投资总额走势	17
图 11 日本银行业不良贷款总额以及不良贷款率走势	18
图 12 日本金融机构贷款倾向与所有企业向金融机构贷款同比走势	19

表目录

表 1 日本央行 12 轮量化宽松历程	7
---------------------------	---

安倍晋三再度当选日本首相后，誓言带领日本走出 20 世纪 90 年代以来经济低迷的泥淖、结束长期通缩的窘境，因此极力推行所谓“安倍经济学”(Abenomics)¹。而“安倍经济学”的一大核心，就是运用积极大胆的金融政策使日本摆脱通缩局面。日本中央银行（即日本银行）自 1999 年起开始推行零利率和量化宽松政策，之后虽有短期中断，但由于日本经济长期陷于经济低迷与通缩的状况中，超宽松的政策组合基本延续且力度不断增强，但此前的实际效果并不理想。那么，引人注目的“安倍经济学”能否避免日本陷入第三个“失去的十年”？为了更好地回答这个问题，我们必须首先了解日本近十几年来出台超宽松货币政策的历史。本文在梳理日本央行长期实施超宽松政策历程的基础上，分析日本超宽松政策的效果，探究其存在局限性的原因，并从中总结出实施超宽松货币政策的经验和教训，以便我们能更好的理解货币宽松政策的传导机制、效果与局限性。

一、日本央行实施超宽松货币政策的历程

20 世纪 90 年代开始，随着泡沫经济的破灭，日本面临经济长期低迷、金融市场动荡、不良债权问题加剧的局面。日本央行先后五任行长三重野康、松下康雄、速水优、福井俊彦和白川方明采取了一系列旨在刺激经济复苏、走出通缩的扩张性货币政策，主要包括 1999 年之前的低利率政策以及 1999 年之后的零利率政策和量化宽松政策。其中 1999 年之后采取的措施可以称之为超宽松货币政策，按其政策操作具体实践的不同，可以将其划分为以下六个时期。

（一）零利率政策时期（1999 年 2 月至 2001 年 3 月）

1999 年 2 月起，为应付经济停滞和严重的不良债权问题，日本央行将无担保隔夜拆借利率调至 0.15%，同年 3 月 3 日再次调至 0.03%。这意味着在扣除货币经纪商佣金后，利率实际已降为零，即日本央行开始实行零利率政策。

（二）零利率与量化宽松货币政策并行时期（2001 年 3 月至 2006 年 3 月）

2001 年日本经济增长势头不但没有好转，反而明显恶化。日本央行于当年 3

¹ 安倍晋三再度就任日本首相后，宣称将以“大胆的金融政策、灵活的财政政策、刺激民间投资”为经济发展战略，以财政政策、货币政策和汇率政策同步趋向大幅宽松等多项大胆激进的经济政策，形成了所谓“安倍经济学”(Abenomics)。



月 19 日决定采取更加宽松的货币政策,：一是通过维持商业银行在中央银行较高的经常账户余额 (CAB) 水平来维持流动性的大量供应。二是加大公开市场操作,由传统的购买短期国债转变为购买长期国债、甚至一度购买银行股权,以增加基础货币,期待通过货币乘数效应放大货币供应量。三是承诺在核心 CPI 指数环比大于零之前,将一直实行数量宽松货币政策。

(三) 量化宽松货币政策与零利率政策的暂时退出 (2006 年 3 月至 2008 年 12 月)

2005 年,日本宏观经济基本面向好,全年有三个季度的经济增长超过 5%,快于美国、欧盟同期的增长步伐,核心 CPI 也从 11 月起呈微弱的正增长。2006 年 3 月 9 日,日本央行宣布终止实行了五年之久的量化宽松货币政策,逐渐回笼金融系统中的超额资金,将准备金活期账户余额从目前的 30-35 万亿日元减少到法定的 6 万亿日元左右。2006 年 7 月 16 日又宣布结束零利率政策,将基准利率提高至 0.25%。

(四) 零利率与量化宽松政策的回归 (2008 年 12 月至 2010 年 10 月)

2008 年日本经济未能延续 2005 年以来的增长惯性,出现 1.6% 的负增长;2009 年第一季度的增长率为 -4.0%,同时国内 CPI 持续走低。日本央行于 12 月 29 日降息至 0.1%。2009 年 12 月 1 日,日本央行又决定将以 0.1% 的固定利率提供总数达 10 万亿日元的 3 个月期贷款。2010 年 10 月 5 日,日本央行将鼓励无担保的隔夜拆借利率保持在 0.1% 以下,日本重新推行零利率政策。

(五) 量化宽松政策持续加码时期 (2010 年 10 月至 2013 年 1 月)

2010 年第四季度起,日本经济再度萎缩,而 2011 年“3·11”大地震及其核泄漏事故更使其遭受重创,此后虽有灾后重建效应的拉动,但欧债危机持续演化、全球经济放缓、中日关系急剧恶化等负面冲击接踵而至,日本经济复苏艰难。在此背景下,日本央行于 2010 年 10 月 28 日创立总额为 35 万亿日元的基金,用于购入各类资产为市场提供流动性。此后,日本央行先后 8 次扩大量化宽松规模共计 66 万亿日元,截至 2012 年末,量化宽松总规模高达 101 万亿日元。

(六) 无限期、开放式超宽松政策时期 (2013 年 1 月起)

在安倍晋三 2012 年末正式就任日本首相后，日本央行迫于其强大压力，于 2013 年 1 月 22 日宣布引入新的通胀目标和开放式资产购买计划。具体措施：一是引入“价格稳定目标”。日本央行将通胀目标设定为 2%。二是引入“开放式资产购买措施”。即从 2014 年 1 月开始，不设置具体终止期限，每个月的资产购买量约在 13 万亿日元，其中约有 2 万亿日元用于购买日本政府债券 (JGBs)，约有 10 万亿日元用于购买短期国库券。坚决支持安倍主张的黑田东彦就任日本央行行长的首次货币政策会议上宣布以“2”为关键词的超预期宽松政策，即于 2013 年 4 月提前实行“开放式资产购买措施”，把央行债券购买规模和货币基础扩大至现有水平的“两倍”，在“两年”时间内，实现“2%”的通货膨胀目标。

	时间	基准利率	主要内容	扩大规模	QE 总规模
QE1	2001 年 3 月 19 日	0-0.1%	将银行在央行的储备金总额由 4 万亿日元提高到 5 万亿日元，恢复零利率政策。2004 年 1 月确定的目标高达 35 万亿日元，2006 年 3 月 9 日正式退出。		35 万亿日元
QE2	2009 年 12 月 1 日	0-0.1%	日本央行将以 0.1% 的固定利率提供总数达 10 万亿日元 (约合 1200 亿美元) 的 3 个月期贷款，并将接受日本国债、公司债券、商业票据以及贷款作为抵押品。		10 万亿日元
QE3	2010 年 10 月 28 日	0-0.1%	日本央行决定创立总额为 35 万亿日元的基金，用于购入各类资产，其中包含 5 万亿日元的金融资产购买计划，并以固定利率、资金供给担保等形式为市场提供 30 万亿日元流动性。		35 万亿日元
QE4	2011 年 3 月 14 日	0-0.1%	央行将扩大用于资产购买的资金规模，将资产购买基金从原先的 5 万亿日元扩大至 10 万亿日元，并维持信贷计划规模在 30 万亿日元不变	5 万亿日元	40 万亿日元
QE5	2011 年 8 月 4 日	0-0.1%	维持零利率政策不变，资产购买规模增至 15 万亿日元，信贷计划规模增至 35 万亿日元	10 万亿日元	50 万亿日元



QE6	2011 年 10 月 27 日	0-0.1%	资产购买规模增加至 20 万亿日， 信贷计划规模不变	5 万亿日 元	55 万亿日元
QE7	2012 年 2 月 14 日	0-0.1%	日本央行决定增加日本国债购买 规模 10 万亿日元，信贷计划规模 不变，引入了 1%的“中长期物价 稳定标的”。	10 万亿 日元	65 万亿日元
QE8	2012 年 4 月	0-0.1%	日本央行决定将用于资产购买和 有抵押担保的市场操作资金规模 扩大 5 万亿日元	5 万亿	70 万亿日元
QE9	2012 年 9 月 19 日	0-0.1%	日本央行决定增加日本国债购买 规模 5 万亿日元，增加贴现国库 券 5 万亿日元，，将资产购买计 划的期限延长至 2013 年年底。	10 万亿 日元	80 万亿日元
QE10	2012 年 10 月 30 日	0-0.1%	日本央行决定将长期国债和短期 国债各购入 5 万亿日元。此外， 购买股价指数连动型上市投资信 托（ETF）5000 亿日元，不动产投 资信托 1000 亿日元，公司债务 3000 亿日元，商业票据 1000 亿日 元	11 万亿 日元	91 万亿日元
QE11	2012 年 12 月 20 日	0-0.1%	日本央行决定把贴现债券和日本 国债购买规模各扩大 5 万亿日元	10 万亿 日元	101 万亿日 元
QE12	2013 年 1 月 22 日	0-0.1%	日本央行采纳价格稳定目标（2% 通胀目标），并推出开放式资产 购买计划——2014 年 1 月起每月 购买 13 万亿日元金融资产，含 2 万亿长期国债、10 万亿票据。4 月 4 日，日本央行决定于 2013 年 4 月提前实行“开放式资产购买措 施”，把央行债券购买规模和货 币基础扩大至现有水平的“两 倍”，在“两年”时间内，实现 “2%”的通货膨胀目标		

表 1 日本央行量化宽松政策历程

资料来源：作者根据日本央行以及财汇资讯整理而成

二、日本央行超宽松货币政策实现了部分积极效果

我们首先应看到，日本央行超宽松货币政策实现了部分积极效果。

第一，日本央行通过积极的预期管理实现了一定程度的“时间轴”²效果。日本央行扩展中长期信用的货币政策工具，如直接购买国债、抵押贷款支持证券等政策操作，降低了中长期国债利率、抵押贷款利率等，有助于降低借贷成本，起到间接支持经济复苏的作用。从实际情况来看，在量化宽松政策实施的阶段（2001年3月至2006年3月与2008年12月至今），不仅短期利率出现下降，同时也引起日本的10年期国债利率和5年期国债利率明显下降，10年期国债利率由2000年1月4日的1.738%下降到2013年4月1日的0.5710%；同期5年期国债利率也由1.01%降至0.1350%。

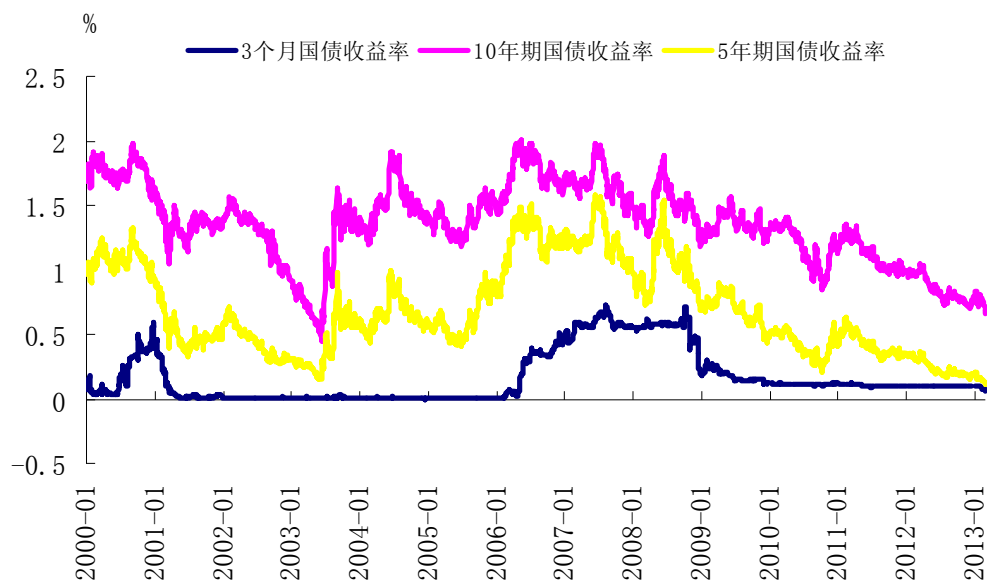


图1 日本国债收益率走势

第二，稳定金融系统的效果基本实现，避免危机进一步恶化。金融危机过程中，流动性不足的担忧困扰整个金融体系，超宽松货币政策消除了流动性不足的

² 时间轴效应(Time-lag Effect)。根据利率期限结构理论，长期利率等于未来短期利率预期的平均值加上风险溢价，央行承诺在一个较长时期内保证实施零利率和量化宽松政策将能够降低当前的长期利率，从而达到提高资产价格、促进生产和消费的目的。



威胁，防止了危机和恐慌的进一步蔓延，具有稳定金融体系的效果。日本央行从2001年3月起至今，通过直接购买长期国债和资产支持证券，向银行体系注入大量资金，为日本央行体系提供了充足的流动性，起到了稳定银行体系的作用。

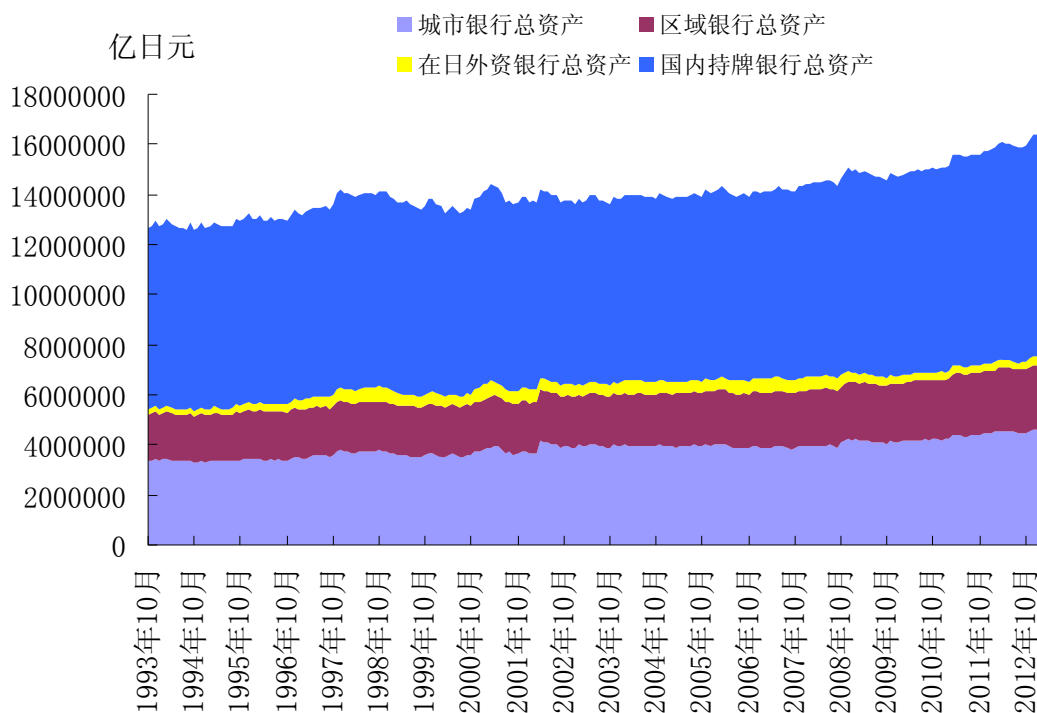


图2 日本四大类银行机构的总资产走势

第三，一定程度上扩张了日本政府实施财政刺激政策的空间。直接购买长期政府债券和政府担保债券是日本央行超宽松货币政策的重要手段。货币当局购买国债的操作，类似于以通货膨胀税³取代直接税收，大大减轻政府的预算约束。截至2013年3月20日，日本央行资产总额达165.39万亿日元，较1999年1月10日增加了90.81%。同期日本央行持有的政府债券额达到125.05万亿日元，较1999年1月10日增长了153.51%。

³ 政府向银行透支、增发纸币来弥补财政赤字，降低货币的购买力，被喻为“通货膨胀税”。

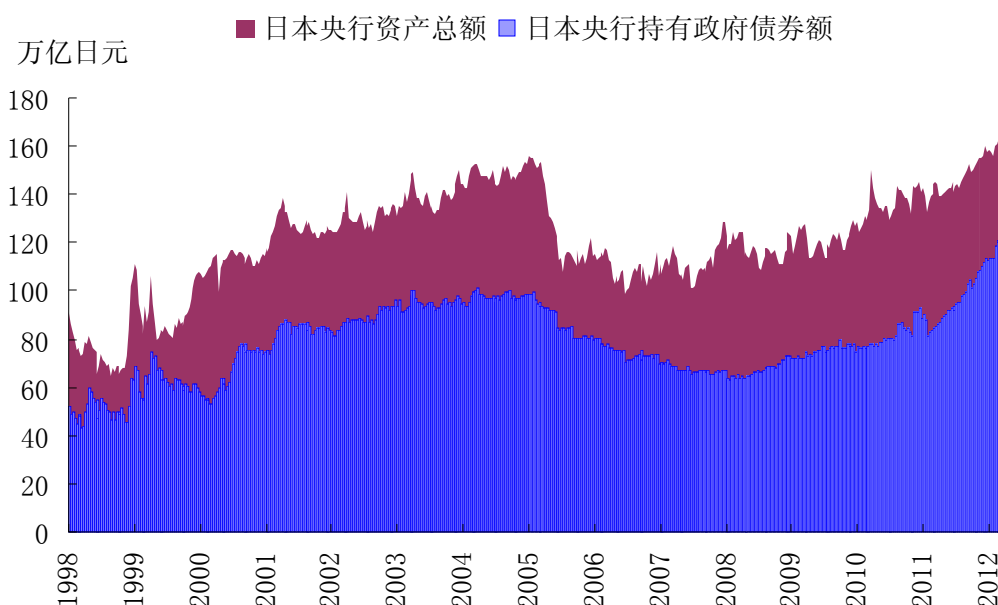


图3 日本央行资产总额与持有日本政府债券额走势

三、日本央行超宽松货币政策效果不理想的具体表现

按照托宾的Q理论⁴，日本央行超宽松货币政策向市场注入更多流动性，将会引导金融机构和公众投资者的资产选择行为，促进市场参与者调整投资组合，将资金投向收益率更高的非货币资产，将带动投资，进而促进消费、刺激经济复苏。但是日本实施超宽松货币政策的实际效果却难尽如人意，存在明显局限性。

首先，日本实施的超宽松货币政策对基础货币的影响比较显著，但货币供给量没有相应增加。2013年3月日本央行基础货币量达134.74万亿日元，1998年末为60.14万亿日元，增幅高达124.04%。货币政策的最终效果是通过调节经济运行中的货币供给量来实现的，而体现经济活动中的货币供给量M2并没有表现出相应幅度的增长，日本2013年2月末的M2货币平均流通量为828.2万亿日元，而1998年末为611.6万亿，仅增加了35.42%，显示大量基础货币并没有转化为货币供给量。从下图可以看出，在日本央行实现量化宽松政策的两大阶段（2001

⁴ 托宾的Q理论是指一项资产的市场价值与其重置价值之比。该理论所提供的机制是，货币政策通过影响权益的价值来影响经济。托宾把Q定义为企业的市场价值除以其资本的重置成本。反映在货币政策上的影响就是：当货币供应量上升，股票价格上升，托宾的Q上升，企业投资扩张，从而国民收入也扩张。



年 3 月至 2006 年 3 月与 2010 年 10 至今), 虽然每月基础货币平均余额增加的趋势非常明显, 但日本 M2 平均流通量仅保持平稳增加。

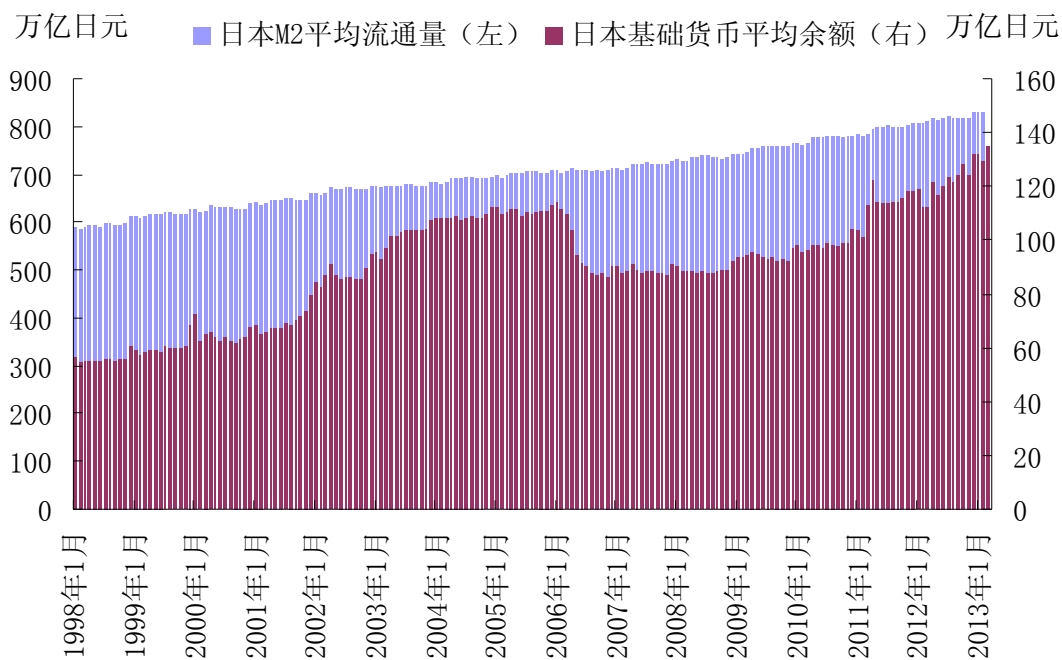


图 4 日本央行基础货币与 M2 平均流通量走势

其次, 超宽松货币政策在消除通货紧缩方面的效果不理想。数据显示, 2013 年 2 月日本 CPI 为 99.2, 而 1998 年末为 104.0。在此期间, CPI 同比有 50 个月在 0 以上, 而有 120 个月为负值。当前情况依旧未见好转, 自 2012 年 6 月至 2013 年 2 月 CPI 同比更是连续 9 个月为负数。

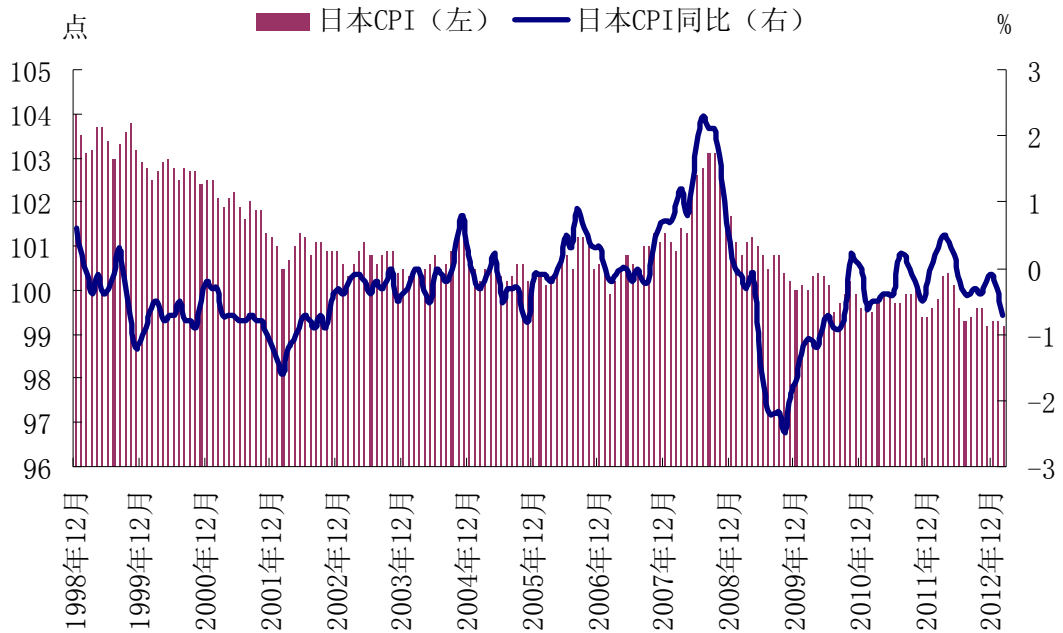


图5 日本CPI以及同比走势

第三，从资金流向看，日本超宽松货币政策下的大部分资金在财政金融领域内形成循环，实体经济参与有限。在金融机构惜贷、实体企业借贷意愿不高的大环境下，日本金融机构从日本央行以极低成本获得的大部分资金，以超额准备金的形式又重新存放在日本央行经常账户上。如下图所示，日本城市、区域、信托、外资等各类银行在日本央行的超额准备金在量化宽松政策实施的阶段（2001年3月至2006年3月与2008年12月至今）大幅多于未实施量化宽松政策的阶段（2006年3月至2008年12月）。

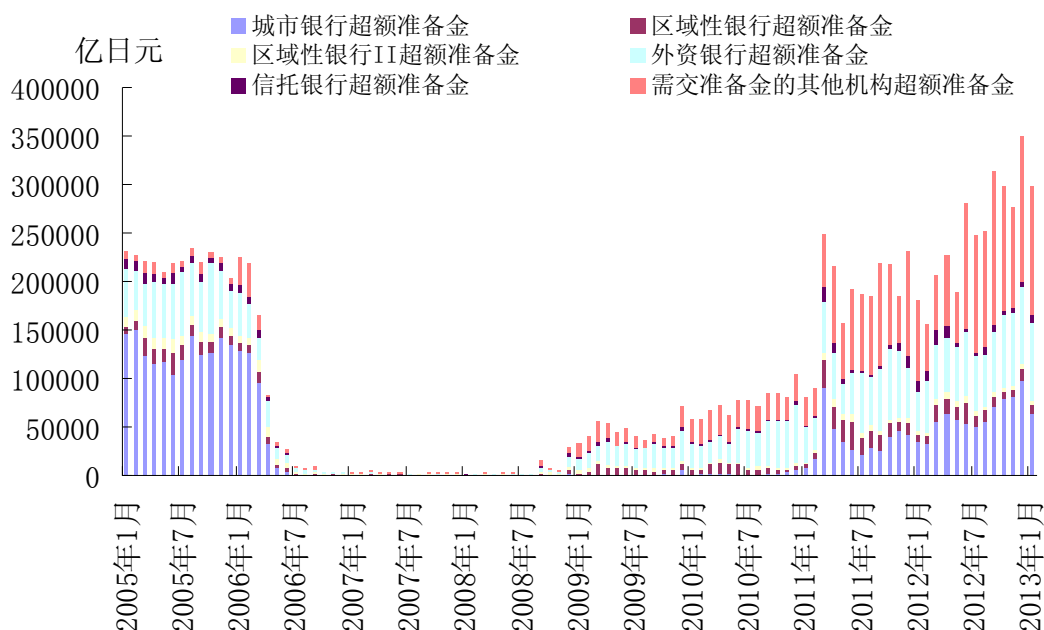


图 6 日本各类银行超额准备金走势

与此同时，日本央行所持有政府债务的比例也随着量化宽松规模的增大而增大。1999年1月10日，日本央行持有的政府债务仅占总资产的56.91%，而在2006年7月10日，第一轮量化宽松政策结束不久的時候，这一比例达到了78.17%。在2009年12月10日，这一比例降为58.65%，至2013年3月20日这个比例又攀升至75.61%。由此可见，日本央行通过资产购买等向金融机构提供流动性，金融机构以超额准备金等形式重新流回日本央行，日本央行则大量买进政府债券，政府获得相应的财政政策实施空间，实体经济在这个过程中参与很有限。

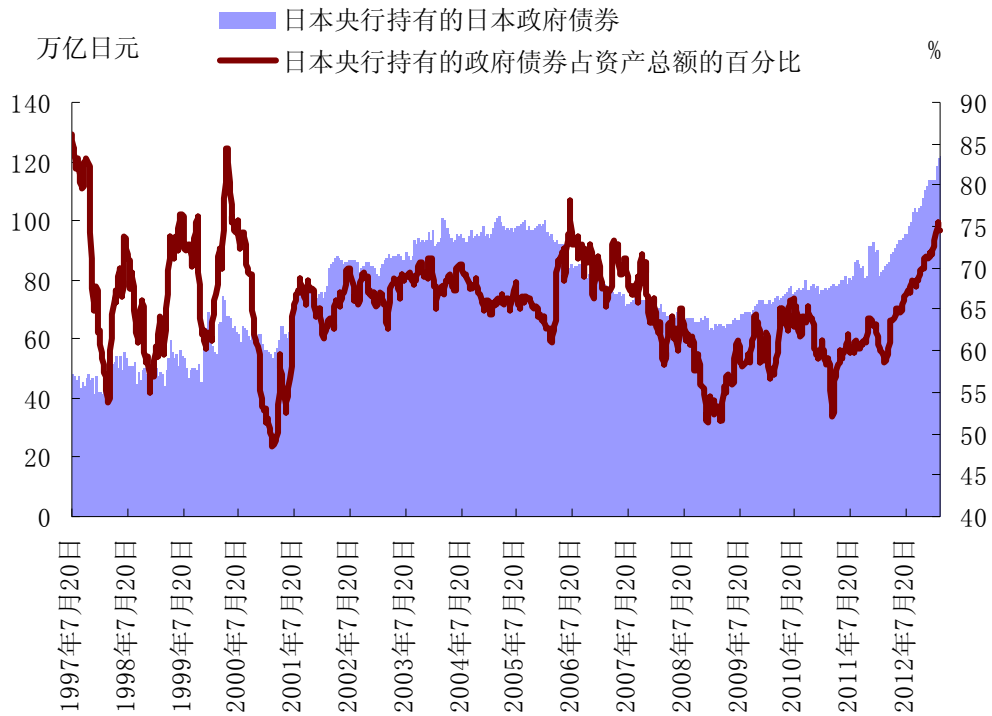


图7 日本央行持有的政府债券额以及占资产总额的百分比

第四，日本央行的超宽松货币政策对刺激居民消费的效果不显著，体现在三方面：一是日本 2012 年家庭消费额为 301.5 万亿日元，较 1999 年末仅增长 12.63%，与基础货币供给量的增幅相去甚远。二是近些年来，日本家庭消费环比在-2%到 3%的区间内窄幅波动。三是从就业与收入角度看，日本的失业率长年维持在 4%左右，而就业的平均每月现金收益同比在十余年来负增长的月份大大多于正增长的月份，也说明日本央行实施的超宽松货币政策并没有达到增加工资的目的，从而更难起到带动消费增长的作用。

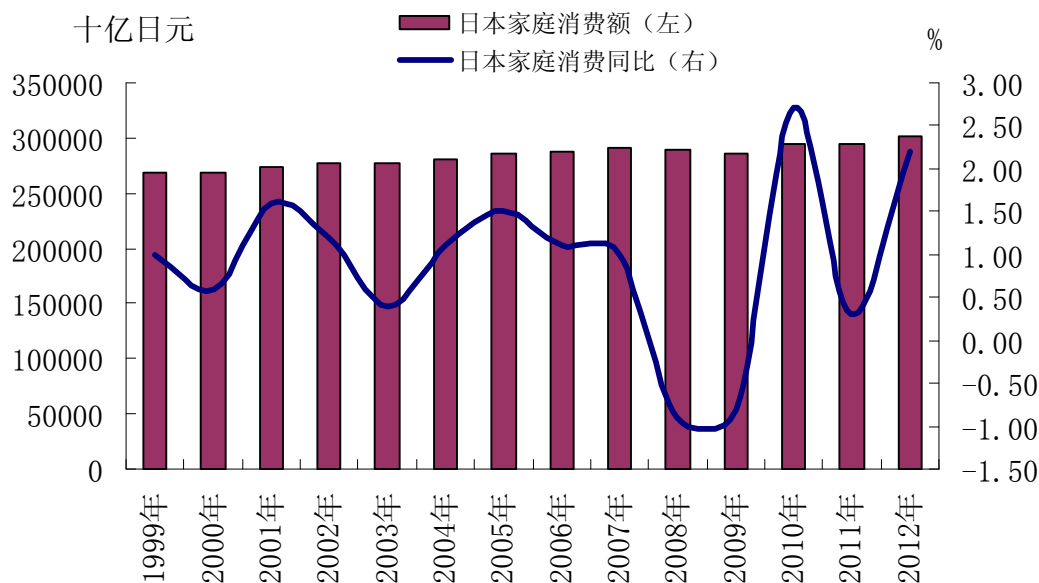


图 8 日本家庭消费额以及同比走势

第五，日本央行的超宽松货币政策对推动投资的效果也差强人意。1999年，日本全社会总资本形成为 118.42 万亿日元，2000 年增加为 119.22 万亿日元，这种对投资的带动作用可谓昙花一现，2001 年至今，日本全社会总资本形成持续低迷，2010 年降至最低点为 98.04 万亿日元，2012 年恢复至 103.21 万亿日元，但仍远低于 1999 年的水平。日本企业的设备投资状况表现略好，但 2012 年较 1998 年仅上涨了 6.96%。

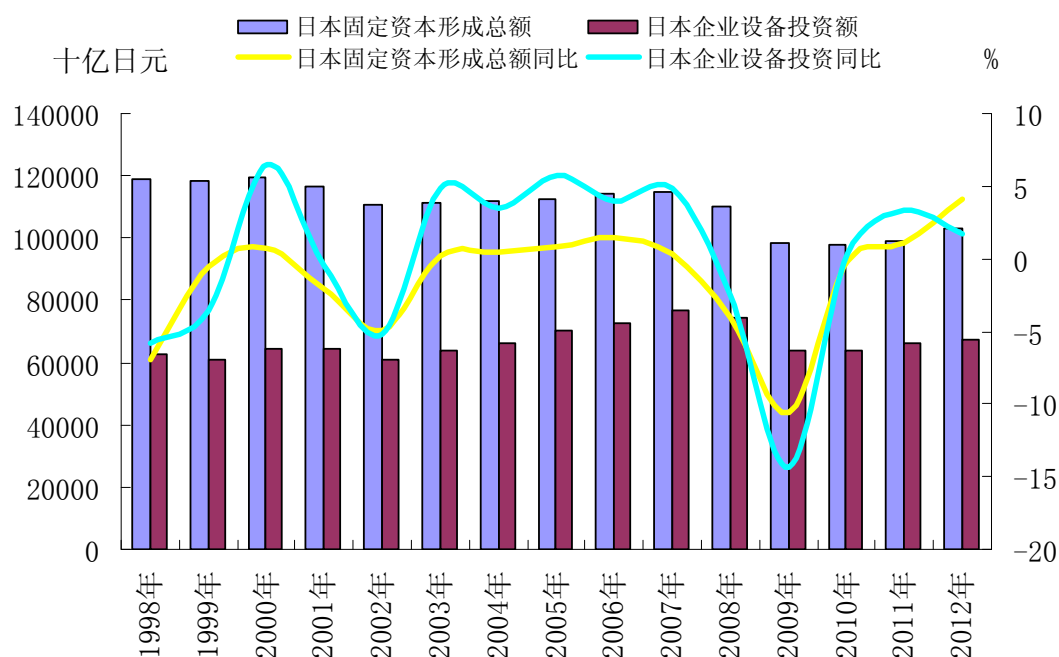


图9 日本固定资本形成总额与企业设备投资额以及同比走势

第六，日本央行的超宽松货币政策对抑制日元升值作用甚微。1985年广场协议后，日元对美元汇率急剧升值。日本央行长时间的低利率甚至零利率加量化宽松的超宽松组合对日元升值势头影响甚微。1985年9月，日元汇率还在1美元兑250日元左右波动，尽管从1991年7月起，日本央行频繁下调基准利率，实施了低利率的货币政策，但日元汇率升值趋势依然没有改变，在1999年末为102.3日元/美元。日本央行于1999年后在大部分时间里采取零利率与量化宽松组合政策之后，虽然日元升值趋势有所放缓，但2012年末日元对美元仍然升至86.72日元/美元。日元长期强势对日本出口十分不利，也加剧了日本企业转向海外投资的倾向，“产业空心化”逐渐成为日本经济发展面临的重大问题。

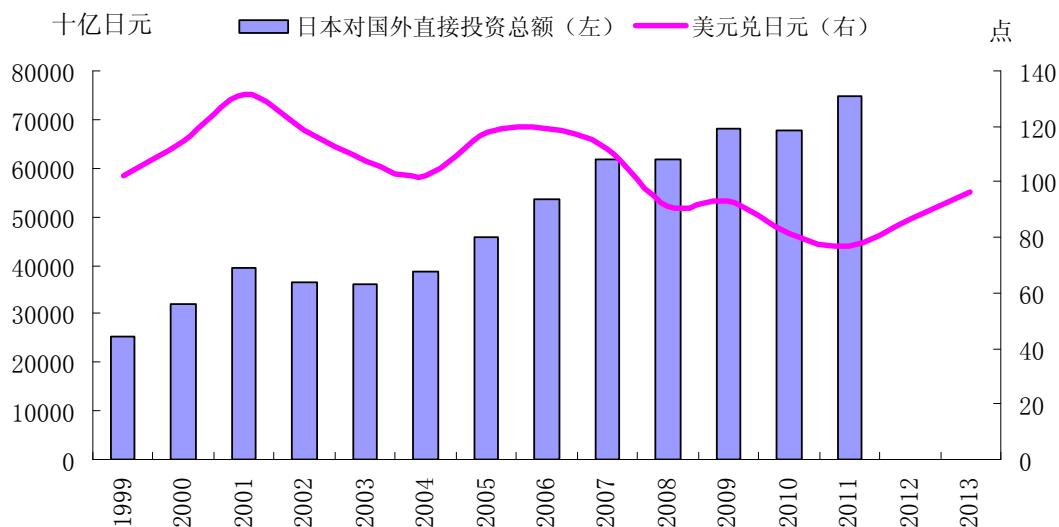


图 10 美元对日元汇率以及日本对外直接投资总额走势

四、日本央行超宽松货币政策效果欠佳的技术性原因

实践证明，日本央行实施的超宽松货币政策陷入了“流动性陷阱”⁵。当陷入“流动性陷阱”后，由于经济停滞，产出水平和效率都趋于下降，因此人们对未来缺乏“信心”，并减少消费和投资，最终使经济更加紧缩。导致日本陷入“流动性陷阱”的成因相当复杂，其中深层次原因包括经济增长方式和财政金融体制不能与时俱进、老龄化、社会氛围日趋保守僵化、企业创新能力萎缩等，这些结构性问题绝非简单的加大货币供应量就可以解决。除以上结构性原因外，技术层面的原因也不可忽视，本文主要从技术层面探讨导致日本超宽松货币政策效果受限的原因：

首先，金融机构由于多种原因，放贷能力和意愿均不足，从而削弱了超宽松货币政策的资产配置再平衡效果。一是 80 年代泡沫经济破灭后，日本的大多数金融机构背负了大量不良贷款的沉重包袱，全国银行不良贷款率于 2001 年达到 8.4%，之后虽不断下降，但 2004 年依然达到 4.0%。金融机构为防止不良贷款的再度恶化增加了贷款损失准备金的预提。二是日本金融机构在上世纪 80 年代的

⁵ “流动性陷阱” (Liquidity Trap) 是凯恩斯提出的一种假说，指当一定时期的利率水平降低到不能再低时，人们就会产生利率上升而债券价格下降的预期，货币需求弹性就会变得无限大，即无论增加多少货币，都会被人们储存起来。发生流动性陷阱时，再宽松的货币政策也无法改变市场利率，使得货币政策失效。

日本资产泡沫膨胀时期，也投资了部分房地产、股票等资产，泡沫破裂后，所购资产大幅缩水，因此自身也面临偿债的资金需求。三是出于对交易对手风险的担忧，也出现惜贷情况。

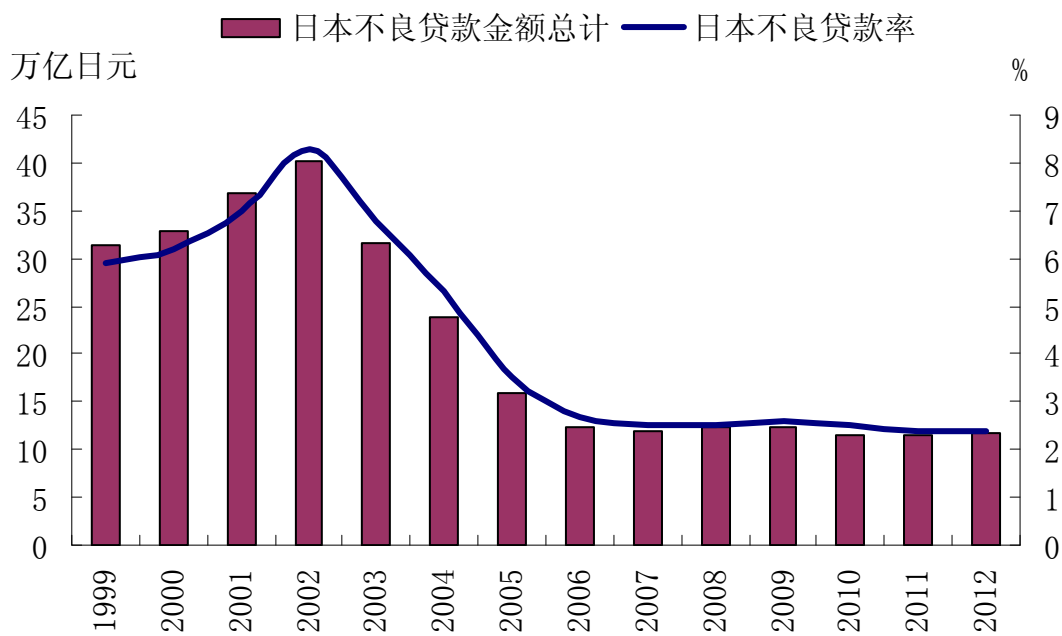


图 11 日本银行业不良贷款总额以及不良贷款率走势

其次，实体企业因自身负债累累，借贷意愿很弱，也使超宽松货币政策难以发挥效力。日本上世纪 80 年代泡沫经济破灭后，日本很多实体企业深陷其中，资产大幅猛降，债务负担大增，债台高筑的企业对零利率视而不见，再度向银行借贷、增加自身负债的意愿大幅减少。尽管私人部门到 2005 年已经修复了大部分资产负债表，但依然存在严重的对债务风险的厌恶情绪。根据历年日本短观调查⁶的数据看，自 1990 年起至 2012 年末的 92 个季度中，金融机构向所有企业的贷款倾向有 25 个季度处于负值，而同期所有企业从金融机构贷款有 62 个季度呈现同比负增长，由此可见，实体企业不愿意借贷的情绪比金融机构惜贷的情绪更

⁶ 日本短观报告是日本政府每季对近一万家企业作未来产业趋势调查，调查企业对短期经济前景的信心，以及对现时与未来经济状况与公司盈利前景的看法。负数结果表示对经济前景感到悲观的公司多于感到乐观的公司，而正数则表示对经济前景感到乐观的公司多于感到悲观的公司。



要严重。

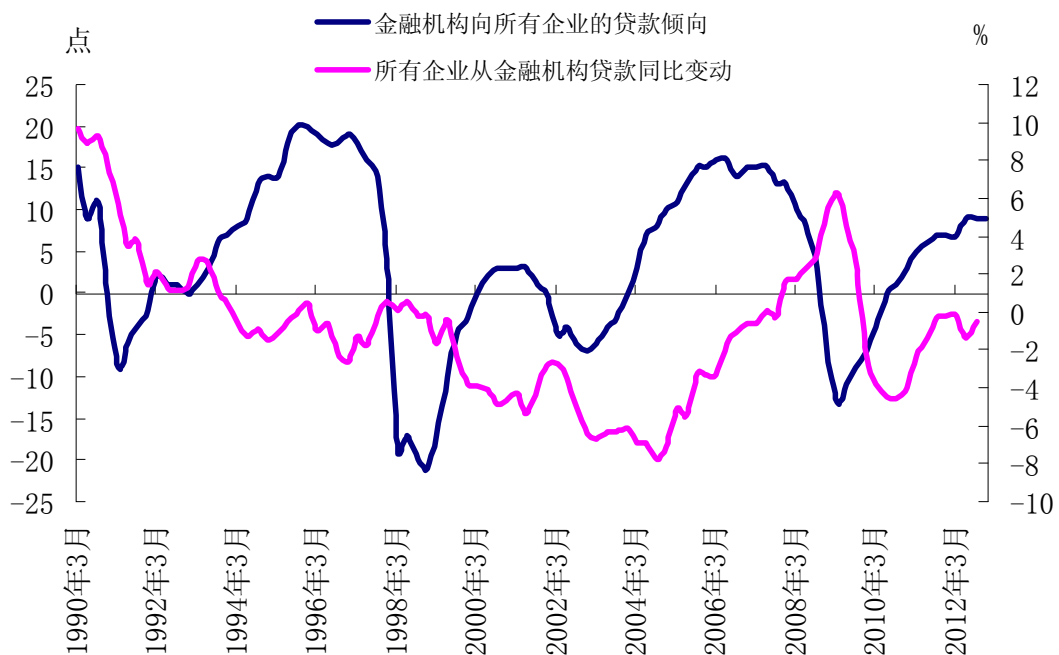


图 12 日本金融机构贷款倾向与所有企业向金融机构贷款同比走势

第三，日元“套利交易”（Carry Trade）⁷也抵消了部分超宽松政策的效果。日本央行零利率政策使本国投资者会因国内市场收益率过低而将资金投入其他市场，跨国投资者则通过购买日本国债，并以其为抵押品，向日本的投资银行以5倍以上的杠杆进行融资，借入日元，卖掉后换成美元或欧元，投资到境外高收益产品，如股市或高收益债券市场中，以低融资成本进行投资。随着欧美量化宽松政策不断出台，全球低息环境下，日本廉价融资成本环境不再具有独特吸引力。但随着日元贬值预期增强，借入日元，兑换其他货币投资于资本市场中，成为一项新趋势。目前，投资者更倾向于借入日元并将其兑换为与日元利差较大新兴市场货币，如巴西的雷亚尔、南非的兰特等。这种套利交易也一定程度上降低了日本货币供给量增长率，削弱了本国量化宽松政策效果。

五、日本央行实施超宽松政策的借鉴意义

⁷ 在套利动机的作用下，如果境外利率高于本国，则会出现本国资金流向境外套利。

日本自 1999 年开始实施零利率政策起，其基本操作方针虽然有所调整，但是零利率政策与量化宽松货币政策一直是日本央行最主要的政策手段，我们可以从日本央行实施超宽松货币政策的历程中总结出一些经验和教训，以便我们能够更好地认识货币宽松政策的传导机制、效果与局限性。

第一，零利率和量化宽松政策对刺激长期经济增长作用有限。超宽松货币政策只是通过消除不确定性、缓解流动性压力的方式为经济活动提供了一个相对温和、有利经营的环境，但并不能直接拉动经济高速增长，经济增长最终还要依靠技术进步推动的投资和消费驱动。当前美欧日等发达经济体面临债务高企、经济动能不足等深层次问题，新兴经济体则面临经济结构调整、增长方式转变等结构性问题，均需要将经济体制改革、提升核心竞争力作为首要任务，而要求货币当局过度发行货币的举措无异于舍本逐末。

第二，零利率和量化宽松政策并未能完全有效的恢复信贷市场融资功能。上世纪 90 年代以来，日本大多数金融机构和实体企业都深受债务风险其害，即使债务已经偿清，也不惜“矫枉过正”，尽量避免再度负债，因此日本央行无论实行零利率还是量化宽松措施都难以对私人部门的信贷产生显著的影响，造成日本量化宽松的大部分资金在财政金融领域内循环的局面。因此，各国货币当局为了恢复信贷市场的繁荣采取措施时，需将向金融机构注入流动性与协调政府相关部门提升实体经济借贷意愿相结合，货币政策的传导机制才有可能重新发挥作用。

第三，货币当局实施量化宽松政策有多重潜在风险。货币当局通过购买长期国债等方式，向金融市场注入大量流动性，虽然保持了金融市场的稳定，但却面临着不少风险：一方面，如果经济不能顺利实现复苏，那么滥发货币、丧失独立性等罪名将由其承担，货币当局的可信度大打折扣；二是如果经济开始复苏，但在量化宽松货币政策逆向操作的过程中，稍有不慎，就会出现恶性通货膨胀、物价水平剧烈波动等风险。这些风险都会使货币当局面临前所未有的挑战，需特别谨慎的对待，否则会本国经济带来多重不稳定因素。

第四，货币当局维护与增强自身可信度是发挥货币政策积极作用的重要方面。货币当局实施零利率和量化宽松货币政策，无论是继续维持还是增减规模，



或是适时退出，都应该保持透明度，及时公布其对宏观经济运行、金融市场运行的判断和预测，出台货币政策的决策过程以及依据。货币当局只有积极管理和引导金融机构以及实体经济的预期并尽量少受外界压力的影响，才可能强化货币政策的预期效应以及时间轴效应。