

日本货币政策二十年：“异次元”宽松之路

一、日本货币宽松的缘起与货币政策操作演进

- 上世纪90年代资产泡沫的破灭，开启了日本近二十年的创新型“异次元”货币宽松之路。90年代资产泡沫破灭以后，日本陷入长期经济低迷。经济增长长期处于停滞状态、通胀持续下挫，亚洲金融危机的爆发更是加重了日本经济的衰退和通货紧缩。面对严峻的经济和通缩形势，1999年2月，日本央行下调无担保隔夜拆借利率至零，开启了二十年创新型“异次元”宽松之路。
- 日本央行通过开拓新的“非常规货币政策工具”来刺激经济。传统货币政策操作以控制短期利率为主，短期利率的变动通过金融机构之间的套利行为从而传导至中长期利率。2008年金融危机引发了严重的全球经济衰退，主要央行将短期政策利率迅速下降至零，传统货币政策开始面临“零利率下限”约束，进而发展了多层次的非常规货币政策操作，包括：1) 货币政策目标由短期利率扩展至长期利率；2) 购买风险资产以降低风险溢价；实行负利率政策突破零利率下限；4) 通过影响通胀预期来降低实际利率。

二、日本货币政策阶段回顾

- 零利率与低利率时期（1999.2-2001.2），在经济增长不断走弱的情况下，日本央行于1992年引入零利率政策，首次进入“零利率时代”；
- 量化宽松时期（2001.3-2006.2），日本央行于2001年3月将货币政策操作目标从无担保隔夜拆借利率调整为准备金余额，在全球首次开启QE；
- 货币政策收紧时期（2006.3-2008.9）随着经济状况逐步好转，日本央行货币政策收紧，开始着手退出QE；
- 初步宽松、全面宽松时期（2008.10-2013.3），初步宽松（2008.10-2010.9），日本央行下调无担保隔夜拆借利率，开始购买风险资产；全面宽松（2010.10-2013.4），由于经济改善步伐依然低迷，日本央行于2010年10月开启全面货币宽松政策，推出资产购买计划、贷款支持计划；
- 量化质化宽松时期（2013.4-2016.9），日本央行推出量化质化宽松政策，货币政策操作目标调整为基础货币，其他措施包括更大规模的资产购买和负利率政策。
- 量化质化宽松、负利率和收益率曲线控制（2016.9—至今），日本央行再次调整货币政策操作目标，由基础货币回归到利率，推出收益率曲线控制政策。

三、当前日本经济周期性走弱，“异次元”宽松仍在路上

- 从量、价两个角度来看，当前日本经济周期性走弱。具体来看，海外需求走弱将导致出口对经济增长的贡献下降；国内方面，私人企业设备投资方面，需求面的趋弱将对其形成拖累；私人消费短期存在提前透支可能，但缺乏内生动力支撑；私人住宅投资短期有支撑，政府支出将对经济形成正面贡献。价格角度来看，虽然日本暂时小幅摆脱通缩，当前通胀水平总体仍很低，仍面临潜在通缩风险，距离实现2%通胀目标更是有很长的距离。
- 2013年以来，日本央行不断扩大货币政策宽松规模，总体取得了较好效果，企业利润率提升，就业改善，经济增速回升，通缩压力得到改善。货币政策的演变取决于经济形势的变化，当前日本经济周期性走弱，通缩压力依然存在，日本央行“异次元”宽松仍在路上。

风险提示：贸易摩擦加剧导致全球经济衰退，造成日本外需大幅下降；日本社会通缩预期难以改善，影响货币宽松效果；劳动力持续短缺制约潜在增长率提升。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn
邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

内容目录

引言	4
一、日本货币宽松的缘起与货币政策操作演进	4
二、日本货币政策阶段回顾	6
(1) 零利率与低利率时期 (1999.2-2001.2)	6
(2) 量化宽松时期 (2001.3-2006.2)	7
(3) 货币政策收紧时期 (2006.3-2008.9)	10
(4) 初步宽松、全面宽松时期 (2008.10-2013.3)	11
(5) 量化质化宽松时期 (2013.4-2016.9)	14
(6) 量化质化宽松、负利率和收益率曲线控制 (2016.9—至今)	16
三、当前日本经济周期性趋弱, “异次元”宽松仍在路上	18
附图: 日本货币政策宽松阶段与主要经济金融数据表现	23

图表目录

图表 1: 日本货币政策重点宽松阶段 (%)	4
图表 2: 日本央行不同时期货币政策、操作目标及其政策工具	6
图表 3: 零利率期间经济表现 (%)	7
图表 4: 量化宽松期间经济表现 (%)	8
图表 5: 2001.3-2006.2 日本央行逐步上调准备金账户余额目标 (日元)	9
图表 6: 2001-2006QE 期间, 准备金账户余额大幅增加 (%)	9
图表 7: 货币政策收紧期间经济表现 (%)	10
图表 8: 初步宽松、全面宽松期间经济表现 (%)	11
图表 9: 资产购买计划不断扩大资产购买规模 (万亿日元)	13
图表 10: GSFF 重点支持领域银行贷款发放规模	14
图表 11: SBLF 主要银行与地方性银行融资规模	14
图表 12: 量化质化宽松期间经济表现 (%)	15
图表 13: 2013 年以来日本央行以购买国债、ETFs 和 J-REITs 为主 (万亿日元)	16
图表 14: 量化质化宽松、负利率和收益率曲线控制期间经济表现 (%)	17
图表 15: QQE+NIR 实行以后, 收益率曲线整体走平 (%)	18

图表 16: 收益率曲线控制政策提升了长端收益率 (%)	18
图表 17: 日本实际出口整体呈现下降趋势 (%)	18
图表 18: 对中国、欧盟出口呈现下滑趋势 (%)	18
图表 19: 中美欧 OECD 领先指数均下降	19
图表 20: 短观指数海外供需环境分项下降	19
图表 21: 企业利润率处于较高的水平	19
图表 22: 私人部门核心机械订单已经走弱 (%)	19
图表 23: 企业景气判断指数 (BSI) 设备分项已经走弱	20
图表 24: 金融机构借贷意愿整体处于高位	20
图表 25: 消费者信心指数已经走弱	20
图表 26: 2014 年消费税上调导致私人消费提前透支 (%)	20
图表 27: 新屋开工数据改善支撑私人住宅投资 (%)	21
图表 28: 政府投资对经济形成支撑 (%)	21
图表 29: 核心通胀整体回升但仍持续处于低位 (%)	21
图表 30: 企业通胀预期较弱 (%)	21
图表 31: 实际 GDP (%)	23
图表 32: 通胀 (单位: %)	23
图表 33: 就业 (%)	23
图表 34: 企业利润率	24
图表 35: 信贷 (%)	24
图表 36: 利率 (%)	24
图表 37: 汇率	25
图表 38: 股指	25

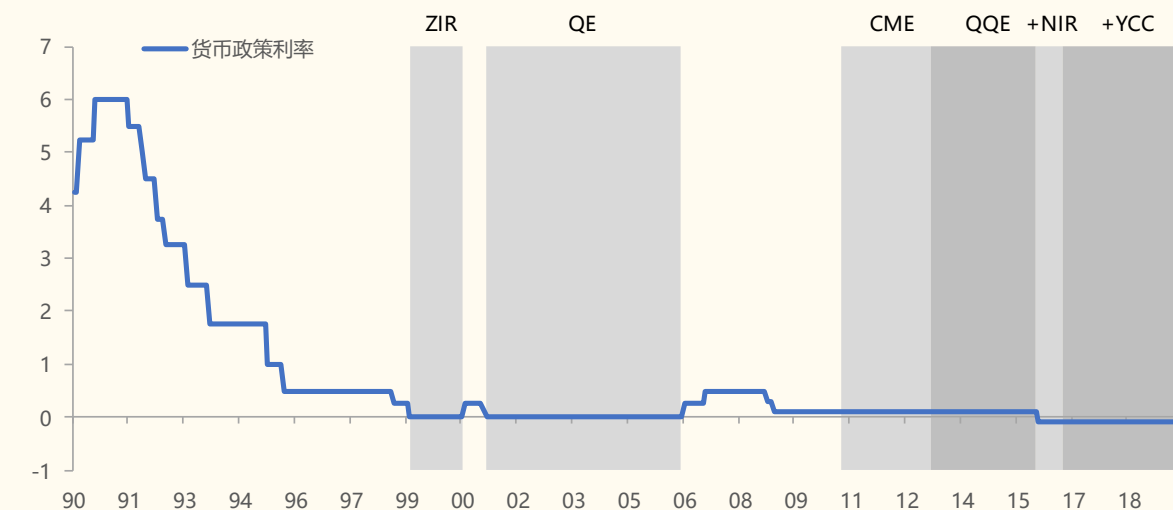
引言

上世纪 90 年代资产泡沫破灭以后，日本陷入长期经济低迷。为刺激经济，日本央行于 1999 年 2 月实施零利率，成为首个进入“零利率”时代的央行，于是开启了近二十年“异次元”货币宽松之路。此后日本央行多次扩大宽松规模，创新货币政策操作，不仅丰富了货币政策理论，还为金融危机后其他国家货币政策实践提供了重要参考。本文在回顾日本央行宽松政策缘起与演进的基础上，对当前日本经济、货币政策趋势做了分析展望。

一、日本货币宽松的缘起与货币政策操作演进

上世纪 90 年代资产泡沫破灭以后，日本陷入长期经济低迷，通胀持续下挫，亚洲金融危机的爆发更是加重了日本经济的衰退和通货紧缩。面对严峻的经济和通缩形势，1999 年 2 月日本央行首次进入“零利率”时代，此后日本央行多次扩大宽松规模，开启了近二十年“异次元”货币宽松之路（“异次元”主要指日本央行开创了较多的新型货币政策工具来应对经济问题）。受经济泡沫破灭以及人口老龄化加剧的影响，日本经济潜在增速也开始下降。根据日本央行的估计，90 年代日本经济潜在增长率初期的 3.5% 下降到末期 1.2% 左右，潜在增速大幅下降。伴随着经济潜在增速下降的是自然利率的下降，自然利率下降导致实际利率被动走高，对经济扩张形成阻碍。为刺激经济扩张，就需要通过下调政策利率以降低实际利率。1999 年 2 月，日本央行下调无担保隔夜拆借利率至零，首次进入“零利率”时代。面对严峻的经济和通缩形势，随后日本央行多次扩大宽松规模，2001 年量化宽松（QE），2010 年全面宽松（CME），2013 年量化和质化宽松（QQE），2016 年实行负利率（NIR），同年实行收益率曲线控制策略（YCC）。在逐步扩大货币宽松的过程中，日本央行进行了多项首创性货币政策实践，不仅丰富了货币政策理论，还为金融危机后世界其他央行货币政策实践提供了重要参考。

图表 1：日本货币政策重点宽松阶段¹ (%)



来源：BOJ，国金证券研究所

¹ ZIR: 1999.2.零利率政策（Zero Interest Rate Policy），QE: 2001.3.量化宽松（Quantitative Easing Policy），CME: 2010.10.全面宽松政策（Comprehensive Monetary Easing Policy），QQE: 2013.4.量化质化宽松（Quantitative and Qualitative Monetary Easing），NIR: 2016.1.负利率政策（Negative Interest Rate），YCC: 2016.9.收益率曲线控制（Yield Curve Control）

传统货币政策操作以控制短期利率为主，央行通过公开市场调节准备金供给，准备金市场的供求平衡决定了短期利率水平。短期利率的变动通过金融机构之间的套利行为从而传导至中长期利率，进而影响居民和企业的投资、消费行为。这也是 2008 年金融危机前日本央行货币政策的操作思路，无论是零利率还是量化宽松（QE）其目的均在于维持短期利率处于低位，差别在于前者直接以短期利率作为政策目标，后者以金融机构准备金余额作为操作目标，短期利率则由市场决定。实际上，在准备金余额大幅扩张的情况下，金融机构之间相互借入资金的意愿也会大幅下降，因此，由市场决定的短期利率自然也会趋向于零。

2008 年金融危机引发了严重的全球经济衰退，主要国家中央银行先后开始实施大规模货币宽松，日本央行此前实行的零利率与量化宽松政策成为了其重要的参考。为刺激经济，主要央行短期政策利率迅速下降到零，已没有下降空间，传统货币政策开始面临“零利率下限”约束，为此货币政策调控框架也相应演进，发展了多层次的非常规货币政策操作。

第一，货币政策目标由短期利率扩展至长期利率。虽然短期利率已经下降至零，但长期利率仍存在下降空间，因此，央行可以通过降低长期利率来降低实际利率水平。从利率期限结构来看，长期利率相当于预期短期利率的均值与期限溢价之和，因此降低长期利率可以有两种途径。一是通过购买长期国债来压低期限溢价，即资产购买计划；另一种则可以通过影响未来短期利率的预期来影响长期利率，即利率前瞻指引。

第二，购买风险资产以降低风险溢价。从利率风险结构来看，利率相当于无风险利率与风险溢价之和，在无风险利率缺乏下降的空间的情况下，央行可以通过购买风险资产来降低风险溢价。在实践中，主要购买商业票据、公司债券和股票等资产，通过压低风险溢价从而降低居民和企业融资成本。

第三，实行负利率政策突破零利率下限。面对名义利率“零下限”约束，最直接的方式则是突破零利率。2012 年，丹麦央行首次推出负利率政策，此后，欧央行、日本央行和瑞士央行也开始实行负利率，对金融机构在央行的准备金存款实行负利率，在具体执行过程中，不同央行根据自身情况又做了调整，比如欧央行对整个账户实行负利率，日本央行则对部分账户实行负利率，即分层负利率体系。

第四，通过影响通胀预期来降低实际利率。根据费雪方程，名义利率相当于实际利率与通胀预期之和，因此，通胀预期的改变也可以对实际利率产生影响。具体措施则包括央行制定并承诺明确的通货膨胀目标，以及央行通过行动、沟通等方式增强其承诺的可信性，通过改变公众的通胀预期进而影响实际利率水平。

图表 2：日本央行不同时期货币政策、操作目标及其政策工具

时期	货币政策	操作目标	短期利率目标	长期利率	风险溢价	通胀预期
1999.2-2000.8	零利率（ZIR）	无担保隔夜拆借利率	尽可能低 （实际为零）			
2000.8-2001.2	低利率	无担保隔夜拆借利率	0.15%-0.25%			
2001.3-2006.3	量化宽松（QE）	准备金账户余额	零附近			
2006.3-2008.9	货币政策收紧	无担保隔夜拆借利率	0逐步上调至0.5%			
2008.10-2010.9	初步宽松	无担保隔夜拆借利率	0.5%逐步下调至0.1%	国债购买	购买风险资产	
2010.10-2013.3	全面宽松（CME）	无担保隔夜拆借利率	0-0.1% （实际为零）	国债购买	购买风险资产	通胀目标2%（2013.1）
2013.4-2016.8	量化质化宽松 （QQE）	基础货币	零附近 负利率（2016.1）	大规模国债购买	购买风险资产	通胀目标2%
2016.9 - 至今	收益率曲线控制 （QQE + YCC）	短期利率 长期利率（10年国债）	负利率 （NIR）	收益率曲线控制	购买风险资产	通胀超调承诺

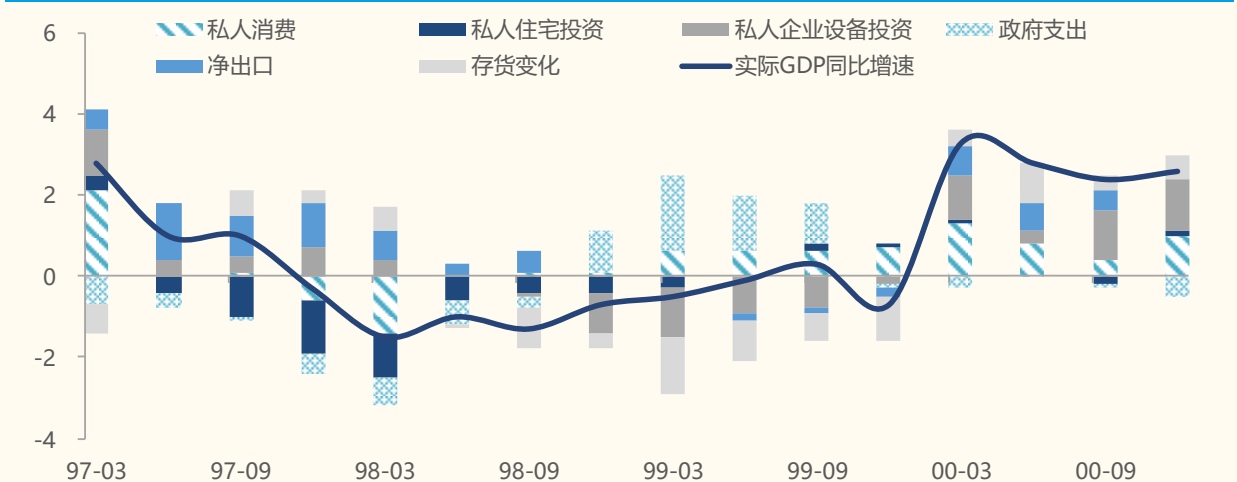
来源：BOJ，国金证券研究所

二、日本货币政策阶段回顾

（1）零利率与低利率时期（1999.2-2001.2）

受亚洲金融危机影响，日本经济整体走弱，陷入通缩阶段。1997-1999年，俄罗斯、东南亚相继发生金融危机影响，美国长期资本管理公司（LTCM）受金融危机的影响也随即破产；日本国内多家大型金融机构相继宣布破产，国内外经济形势大幅恶化，日本经济于1997年末陷入负增长，1998Q1 GDP同比增速达到低谷-1.5%。在外需大幅走弱的情况下，出口连续多个季度负增长。国内需求方面，银行不良贷款大幅增加，2001年不良贷款率达到8.4%峰值，贷款增速放缓，并于1999年初陷入长达80个月负增长。私人部门经济活动停滞不前，企业利润率整体下滑，私人企业设备投资同比负增长。受失业率走高以及收入下降影响，私人住宅投资负增长，1997年日本消费税的上调（由3%上调至5%）还导致私人消费的提前透支，随后日本私人消费大幅下滑。为对冲不断恶化的私人需求，政府支出开始增加，成为了支撑经济增长的主要动力，1998年末至1999年政府支出平均拉动GDP增速1.33个百分点。通胀方面，持续走弱的经济形势拉低了通胀水平，以核心CPI（剔除新鲜食品和能源）来衡量，日本经济于1999年末期陷入通缩阶段，2000-2001年，核心CPI（剔除新鲜食品和能源）均值-0.76%，持续的通缩成为了日本经济面临最重要的问题。

图表 3：零利率期间经济表现 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

在经济增长不断走弱的情况下，日本央行于 1992 年引入零利率政策，首次进入“零利率时代”。这一时期日本央行货币政策操作目标是无担保隔夜拆借利率（the Uncollateralized Overnight Call Rate）。1999 年 2 月，日本央行明确提出将向市场提供充裕流动性以引导无担保隔夜拆借利率“尽可能低”，即实际上的零利率水平。同时，明确承诺零利率政策将实施直至通缩风险得到消除，以便通过影响私人部门通胀预期来压低实际利率水平。

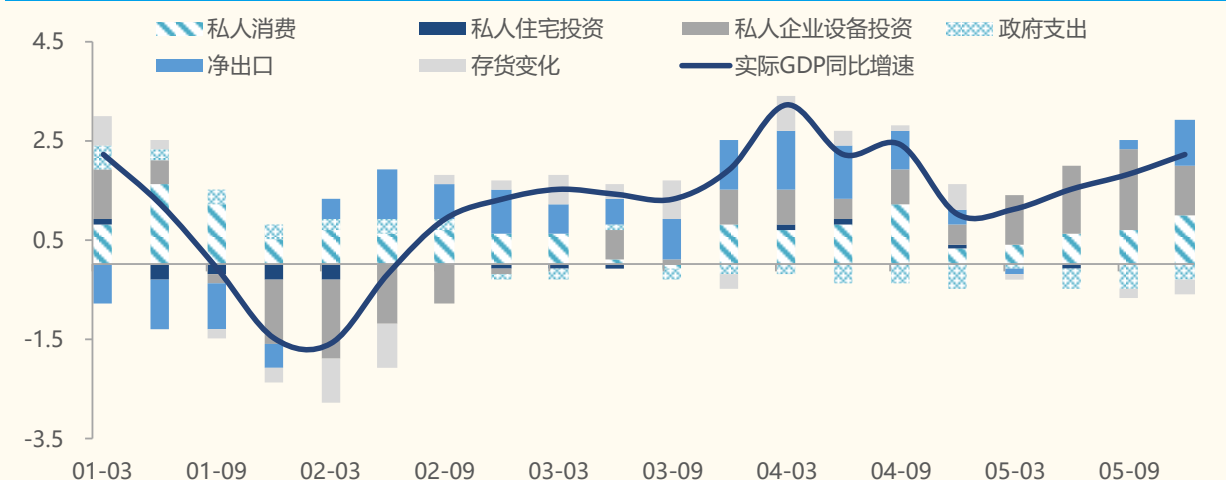
此后，日本经济出现短暂复苏迹象，日本央行短暂加息后再次降息。2000Q1 实际 GDP 同比增速升至 3.30%，摆脱此前连续负增长阶段，但通胀依然较弱，核心 CPI（剔除新鲜食品和能源）同比在-0.3%左右。面对经济出现的复苏迹象，日本央行于 2000 年 8 月结束零利率政策，将无担保隔夜拆借利率提高至 0.25%。随后受美国互联网泡沫破灭以及“911”事件影响，日本经济增速再次放缓，2001Q3 再次陷入负增长，通缩压力也再次增加。于是在经历短暂加息后，日本央行于 2001 年 2 月再次下调无担保隔夜拆借利率至 0.15%。

（2）量化宽松时期（2001.3-2006.2）

2001 年，全球经济急剧下滑，日本经济经历了 2000 年短暂复苏后再次陷入衰退，2001Q3-2002Q2 经济呈现负增长，GDP 同比均值-0.85%。需求走弱带动通缩压力进一步加大，核心 CPI（剔除新鲜食品和能源）同比由-0.3%下探至-1.1%。海外需求方面，全球经济增速较前一年下降 2.48 个百分点至 1.92%，主要经济体整体走弱，带动日本净出口负增长，2001 年净出口平均拖累实际 GDP 同比增速 0.8 个百分点。国内需求方面，受海外需求走弱影响，企业利润率整体趋弱，带动私人企业设备投资大幅负增长，而且这一滞后效应延续到了 2002 年；私人住宅投资整体保持较弱态势，私人消费支出则相对有弹性，成为了经济重要的支撑。政府支出的目的主要是对冲私人部门经济需求的下滑，可以看到，2001-2002Q3 政府支出平均拉动 GDP 同比增速 0.29 个百分点。随后随着私人需求的改善，政府支出对 GDP 的贡献开始下降。2002 年末起，随着海外需求的改善，叠加中国加入 WTO 对全球需求的带动作用，日本净出口开始扩张；国内方面，出口改善，以及货币宽松下金融条件的持续宽松，私人企业设备投资逐步得到修复，私人消费支出总体稳定，经济增速逐步改善，通缩压力得到缓解，但仍

然处于负值区间，如何克服持续的通缩是日本央行货币政策所主要考虑的内容。

图表 4：量化宽松期间经济表现 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

日本央行于 2001 年 3 月对货币政策框架做了调整，开启量化宽松，为全球首次 QE 操作。此前，日本央行将短期利率维持在零利率、低利率水平，但日本经济仍然未能回到可持续增长阶段，存在进一步恶化的风险。面对持续走弱的经济形势和不断加剧的通缩压力。日本央行于 2001 年 3 月对货币政策框架做了调整，进一步加大了宽松力度。将货币政策操作目标从无担保隔夜拆借利率（the Uncollateralized Overnight Call Rate）调整为金融机构在日本央行的准备金余额（the Outstanding Balance of Current Accounts），货币政策从价格型目标调整至数量型目标，准备金余额属于央行资产负债表中负债内容。为扩大准备金余额，日本央行将此前短期国库券（T-bills）购买扩大至中长期国债（JGBs）购买，正式开启量化宽松（QE），为金融危机后其他国家央行大规模资产购买计划提供了经验。以准备金余额为操作目标的情况下，无担保隔夜拆借利率将由市场决定。实际上，在准备金余额大幅扩张的情况下，金融机构之间相互借入资金的意愿也会大幅下降，因此，由市场决定的短期利率自然也会趋向于零，相当于加强版的“零利率”政策。初期设定的准备金账户余额目标为 5 万亿日元（此前为 4 万亿日元），此后又多次逐步上调，2004 年 1 月上调至 30-35 万亿日元；相应的长期国债购买规模也由每年 4.8 万亿日元逐步上调至每年 14.4 万亿

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12702

