



余永定：日银调整收益率曲线控制政策的理论机制与严峻挑战



意见领袖 | 余永定

近期，日本银行意外放宽收益率曲线控制（YCC）目标区间，引发全球市场关注。但本意为了恢复债券市场正常功能，使 YCC 运行更可持续的举措，却引发了市场对其进一步放开收益率曲线控制的试探，日本国债收益率全线上升。这使得日本银行在最近两日不得不开展了两轮计划外的债券购买操作，左右互搏，凸显了日银当前面临的困难局面。

中国金融四十人论坛（CF40）学术顾问、中国社科院学部委员余永定撰文详细分析了日本银行调整收益率曲线控制政策的理论机制与其当前面临的严峻挑战，提到以下三点：

☞ 日本银行对收益率曲线控制政策的调整是国际经济领域中的一件重要事项。其此次政策调整，可能导致国际资本流动的某些变化。

☞ 基于日本政府和日本银行的谨慎态度，除非发生某些突然事件，日本银行在黑田东彦行长任期内对宽松货币政策进行大幅度调整的可能性不大。此次对 YCC 的微调对日本和全球经济的影响有限。

☞ 日本政府公共债务对 GDP 之比超过 250%，利率的上升将对日本的财政稳定造成严重威胁，但若日本通胀率大幅攀升，日银将不得不提高利率。从长期来看，日本政府和日本银行面临的挑战十分严峻。



一些基本概念的辨析

当经济处于衰退或萧条状态时，中央银行就要执行扩张性货币政策。传统上，执行扩张性货币政策有两个主要政策手段：一是降低利息率；二是提高广义货币供应的增长速度。

各种金融产品（银行存款、公司债券和国债等）由于风险和久期不同，对投资者支付的利息率也不同。有些金融产品的利息率是由中央银行直接决定的，这些利息率被称为政策利息率。另有一些金融产品的利息率在整个利息率体系中具有牵一发而动全身的重要地位，这些利息率被称为市场基准利率。虽然中央银行不能直接决定市场基准利率，但却可以将其控制在预设的区间内。各种不同金融产品的利息率之间都存在一定的关联

性。在发达市场经济国家，中央银行一般会根据经济形势的需要，通过调整政策利率或某种金融操作（如公开市场操作）调节市场基准利率，以影响整个利率体系。一般而言，作为央行货币政策中间目标的市场基准利率都是短期利率，如美国的联邦基金利率和日本无抵押银行间隔夜拆借利率。

债权型金融产品一般都有事先给定的利率，但是金融产品的面值和市场价格可能发生偏离。给定面值和利率，金融产品的市场价格越低，对于投资者而言，收益率就越高；反之收益率就越低。只有当一个金融产品的面值和市场价格相同时，该金融产品的收益率和利率才是相等的。由于收益率可以反映金融产品的现实供求状况，因此投资者不仅关注特定金融产品的利率而且还关注该产品的收益率。

作为一种金融产品，国债理论上是无风险的，且国债具有各种不同的久期。在国债市场上，不同久期的国债对应的收益率不同。例如，三月期的国债收益率一般会低于一年期的国债收益率。把给定时点上的不同久期国债的收益率连接起来就构成了国债收益率曲线。而国债收益率曲线则构成了给定时点上各种金融产品的定价基础。国债收益率同国债市场价格是反向变化的。中央银行可以通过买卖给定久期的国债，控制该久期国债的收益率。所谓收益率曲线控制就是中央银行通过对特定久期的国债的买卖，影响该久期国债的价格，以使该久期的国债收益率维持在目标水平上。

日本长期货币宽松政策与 YCC 的引入

为了走出经济的低迷状态，2001 年 3 月起，日本银行（即日本的中央银行）开始大量购买日本政府国债，以扩大基础货币规模。2010 年至 2013 年间，日本银行在发达经济体中率先执行“量宽”（QE）政策。2013 年 4 月，日本银行又推出“量宽和质宽”（QQE）政策，进一步扩大国债购买规模，承诺长期持有已经购入的国债并保证在实现 2% 的通胀目标之前不会改变该项政策。2016 年，日本银行把基准利率——无担保隔夜拆借利息率——降低到 -0.1%，并开始执行旨在把 10 年期国债收益率维持在零上下的收益率曲线控制（YCC）政策。日本银行宣布：一旦 10 年期国债收益率超出以 0 为中心的 $\pm 0.25\%$ 的目标区间，就会从国债市场购买 10 年期国债，使之回到目标区间之内。

事实上，在此之前，日本银行已经大量购买日本政府国债，十年期国债的收益率已经降至 0。由于日本银行的可信度很高，此政策一经宣布，日本 10 年期国债的收益率就自动开始围绕 0 的水平波动。日本银行反倒不必再进一步大量购入日本政府国债。

收益率曲线控制政策可以强化扩张性财政、货币政策对经济增长的刺

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_50708

