

日本量化知多少 政策启示又几何

——宏观专题经济报告

分析师：宋亦威

SAC NO: S1150514080001

2019 年 3 月 27 日

证券分析师

宋亦威

SAC NO: S1150514080001

022-23861608

助理分析师

孟凡迪

SAC NO: S1150118110004

相关研究报告

- 平成盛世后日本始终挣扎于通缩的边缘，在传统货币刺激再无空间后，QE 政策应运而生，然而刚刚爬出衰退漩涡的日本，在美国次贷危机的冲击下再度面临困境。2013 年 3 月，为更早实现 CPI 同比增速 2% 的价格稳定目标，日本央行决定实施量化宽松政策（QQE），除将货币市场主要操作工具由无抵押隔夜拆借利率转变为基础货币外，还加大了资产购买力度。QQE 政策推出后，日本通缩状况的确有所缓解，但这一切却因消费税的征收戛然而止，通胀波动中枢不断下行中逐步远离了 2% 的政策目标。于是，日本央行初心不改，相继加码量化宽松的程度，在宽松的道路上越走越远，然而可购买资产余额的萎缩令其宽松政策面临愈来愈严峻的现实制约。
- 尽管日本央行在 QQE 实施三年后发布了综合评估报告，对 QQE 给予了积极的肯定，然而我们认为其实际情况并不尽然，无风险利率的走低和信用利差的收窄的确在 QQE 后得以实现，但是需求并未因利率的变动而出现明显的改善，无论是企业的投资意愿还是居民的消费意愿均是如此，由此导致商业银行资产中信贷类资产占比的持续回落，其从一个侧面说明外生刺激性需求而非内生性需求依旧是日本国内经济增长的主要动力。与此同时，负利率政策的实施也并未扭转商业银行将资金回流央行的既有行为。
- 依据经济学经典理论，利率高低决定企业借贷成本水平，故而当利率下降时，企业投资意愿应有所提振。但日本实际利率的下行并未带来投资的增加，我们认为这应该与企业经营目的由利润最大化转为负债最小化有关。日本企业杠杆率水平始终位于较高水平，故而其更愿意用盈利修复资产负债表；当绝大多数企业都以“负债最小化”作为经营目标之时，量化宽松便失去了其原有的意义。以史为鉴，中国固定资产投资与实际利率负相关关系并不明显，制造业、地产投资与实际利率之间的关系亦并非时刻成立，民间固定资产投资对实际利率的波动也并不敏感，故而至少很难得出实际利率下调后，企业投资增速必然提高的结论。因此，持续加力货币宽松以压低实际利率，进而推动投资增长，其逻辑并不严谨；相较于此，维持相对宽松的货币环境对于企业和居民部门资产负债表修复的益处则是显而易见的，对于避免债务通缩是有确定性效果的。
- 风险提示：全球贸易争端负面冲击和国内经济下行超预期

目 录

一、日本量宽知多少	5
二、QQE 政策对各主要经济领域的影响回顾	12
2.1 金融环境	12
2.2 日本央行	13
2.3 企业部门	15
2.4 居民部门	16
2.5 商业银行	17
三、QQE 政策启示几何	20
3.1 负债最小化为先，利润最大化为后	20
3.2 利率并未影响投资唯一因素	21

图 目 录

图 1: QQE 传导机制	6
图 2: QQE 推出后日本通缩状况确有缓解	7
图 3: QQE 推出后日本实际利率水平下行	7
图 4: 美日利差走扩下日元贬值	7
图 5: 出口增速提升	7
图 6: 日本国债余额占 GDP 的比例已远高于世界其他国家	8
图 7: 原油价格下挫	8
图 8: CPI 与 QQE 实施之前相差无几	9
图 9: 实际利率有所上行	9
图 10: 释放流动性并未完全流入实体经济	10
图 11: 央行新增的未偿还国债余额已远超国债发行数量	10
图 12: 2017 年 CPI 同比增速回升	11
图 13: 调节 ETF 购买结构	11
图 14: 日本 10 年期国债收益率不断下行	12
图 15: 日本国债收益率期限利差不断收窄	12
图 16: 高能货币同货币供应量间裂口不断扩大	13
图 17: 日本货币乘数不断走低	13
图 18: 2018 年央行资产扩张态势有所缓和	13
图 19: QQE 政策之后日本央行资产占比大幅增长	13
图 20: 央行释放流动性并未大幅流入实体经济	14
图 21: 货币供应量同比增速远低于基础货币	14
图 22: 日本央行资产结构变化 (蓝-2018 年, 红-2012 年)	15
图 23: 日本央行持有国债比例提升	15
图 24: 日本企业盈利提升但投资萎靡不前	16
图 25: 1990's 中期以来日本企业不断偿还负债	16
图 26: 平成盛世后日本企业的投资率不断走低	16
图 27: 商业销售同比无异于历史中枢水平	16
图 28: 家庭消费支出同比无异于历史中枢水平	16
图 29: 日本企业员工支出提升不明显	17
图 30: 日本企业雇员奖金和福利支出波动中枢并未提升	17
图 31: 一般个人及家庭资金盈余逐步回落	17
图 32: 日本国内商业银行现金类资产占比持续提升	18
图 33: 日本国内商业银行信贷类资产占比持续下降	18
图 34: 在日外资银行的存放同业资产占比持续提升	18
图 35: 在日外资银行信贷类资产占比震荡走低	18
图 36: 日本国内商业银行资产持续走高	19
图 37: 在日外资银行资产增长停滞	19
图 38: 日本非金融企业部门杠杆率较高	20
图 39: 日本全行业资产负债率确实不断下滑	21
图 40: 利率与投资负相关关系并不明显	21
图 41: 制造业投资与实际利率负相关关系并不时刻成立	22

图 42：地产投资与实际利率负相关关系并不时刻成立	22
图 43：民间投资占比较高	22
图 44：民间固定资产投资对实际利率波动并不敏感	22

平成盛世后日本始终挣扎于通缩的边缘，在传统货币刺激再无空间后，QE 政策应运而生，然而刚刚爬出衰退漩涡的日本，在美国次贷危机的冲击下再度面临困境。2013 年为了刺激经济发展，日本央行的货币宽松进一步加力，由此 QQE 应运而生。然而，QQE 的政策仅仅迎来了美好的开始，无论是对经济的提振，还是对通胀的推动都未能持续奏效。本文将在回顾日本 QQE 政策的基础上，以日本央行、商业银行、企业部门、居民部门以及金融市场作为主要观测目标，审视 QQE 政策给这些领域带来的变化，最后由此总结出可借鉴的经验。

一、日本量宽知多少

2012 年底，安倍晋三再次出任日本首相，并试图凭借以三支箭为抓手的“安倍经济学”让日本经济爬出衰退的漩涡并从此良好健康发展，三支箭中的一支便是营造宽松的货币环境以期摆脱通缩的现状并抬高日本的物价水平。

2013 年 1 月，日本央行决定在货币执行框架中引入价格稳定目标 ("price stability target")，并明确了其含义，即 CPI 同比增速 2%，而在此之前，日本中长期通胀目标 ("price stability goal in the medium to long term") 为 1%。对比两者不难发现，除上调通胀目标 1 个百分点至 2% 外，“goal”一词也换为“target”，这便表明日本央行在帮助日本爬出通缩漩涡方面志在必得，故而其也将采取更为灵活与激进的货币宽松政策。

2013 年 3 月，为更早的在两年内实现 CPI 同比增速 2% 的价格稳定目标，日本央行决定实施量化质化宽松政策 (QQE)，除将货币市场主要操作工具由无抵押隔夜拆借利率转变为基础货币外，其还包括以下几点具体内容：

第一，日本央行将通过公开市场操作的方式使基础货币以每年 60-70 万亿日元的速度增长。

第二，日本央行将在市场上购买国债，使日本央行持有的国债未偿金额以每年 50 万亿日元的速度增长。此外，日本央行持有的国债的平均期限将由现在的 3 年延长至 7 年，以期降低长期收益率。

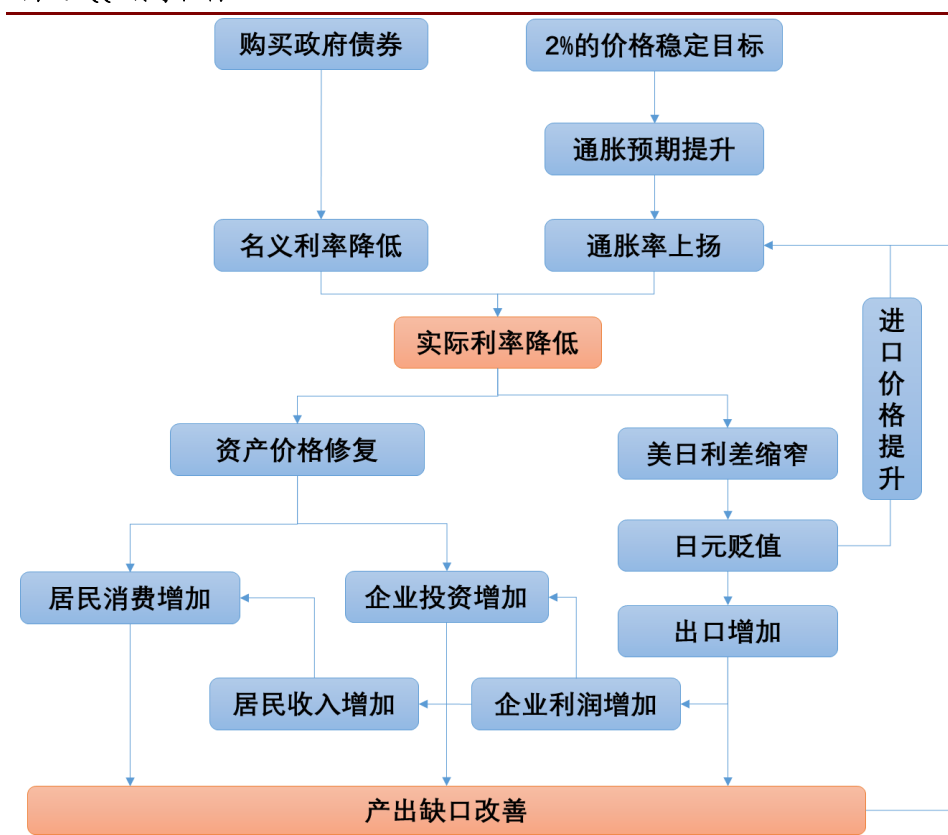
第三，日本央行将以每年 1 万亿日元的速度购买 ETF。

第四，日本央行将以每年 300 亿日元的速度购买 J-REITs。

从理论上讲，日本央行上述货币操作可以通过以下几种传导途径抬升物价：首先，在日本央行极度宽松的货币政策与 CPI 同比增速 2% 的价格稳定目标引导下，居民通胀预期将有所抬升，而名义利率受央行购买国债影响将有所下行，实际利率

在两者共同作用下有一定回落压力，企业投资和出口将增加，产出缺口将有所改善。投资方面，实际利率下行后企业估值水平将有所抬升，公司股价将有所受益，有助于提高公司资本投资；出口方面，实际利率下行后日元汇率将有所承压，企业出口将有所提振。企业投资和出口改善将通过提高需求推高通胀水平，通胀自我实现后便形成正向反馈循环。其次，宽松的货币政策下流动性较为充裕，资产价格得以修复，财富效应有助于改善居民财产状态，从而激励居民消费水平的提升。最后，日本央行购买 ETF、J-REITs 等风险资产有助于压低风险资产价格，提高投资者风险偏好。

图 1: QQE 传导机制



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

日本央行推出 QQE 政策后，日本通缩状况的确有所缓解。从图中不难看出，在推出 QQE 之前，日本 CPI 指数基本在 0 上下波动，核心 CPI 指数虽波幅较小，但依旧呈现通缩趋势。而自 QQE 推出后，日本物价水平一改颓势，CPI 同比增速一度升至 3.7% 的高位，核心 CPI 指数同比增速也达到 3.4%。日本名义利率受央行购买国债影响有所下行，以 10 年期国债基准收益率减通胀率作为实际利率的观测指标来看，2013 年 3 月后实际利率的确呈下滑态势，日本投资同比增速亦趋势性上行。而美日利差的走扩（以 10 年期美国国债利率与 10 年期日本国债

利率之差表示)引致的日元对美元贬值,也使得日本出口增速有所提升。资产价格方面,日经 225 指数在宽松的货币环境下上涨近 50 个百分点。

图 2: QQE 推出后日本通缩状况确有缓解



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 3: QQE 推出后日本实际利率水平下行



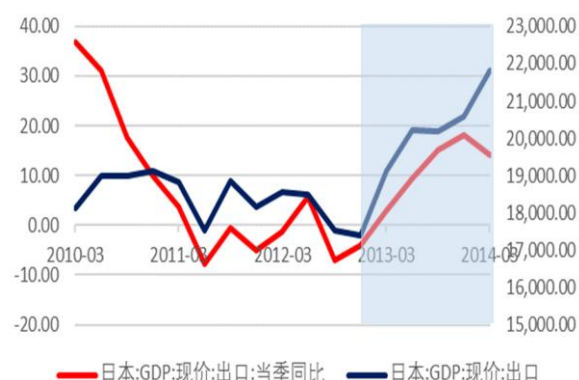
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 美日利差走扩下日元贬值



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 5: 出口增速提升

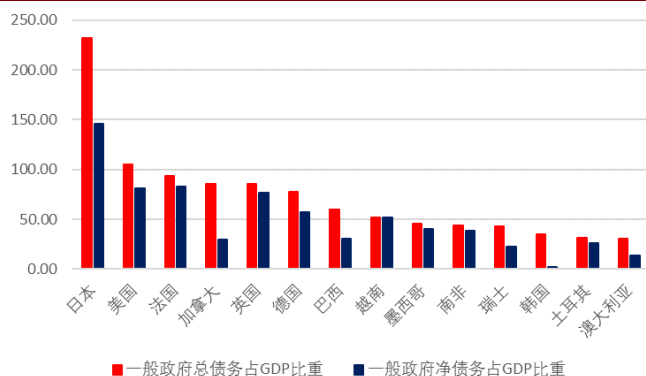


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

在安倍经济学初见成效之时,日本政府试图分出部分精力来解决日益严重的财政与债务问题,并提出了于 2014 年 4 月上调消费税税率 3 个百分点至 8% 的方案。日本政府的财政与债务问题可追溯至上世纪 90 年代。20 世纪 90 年代初日本泡沫经济破灭,为实现稳增长的诉求,日本政府采取了相对积极的财政政策,大幅增加基建、社会保障等财政支出,但财政收入却受制于经济发展速度而难有起色,财政收支的缺口只能依靠国债弥补,而 2013 年日本国债余额占 GDP 的比例已远高于世界其他国家。故而当日本经济初见起色之时,日本政府决定将消费税税率由 5% 上调至 8%,以缓解日本财政困境。但消费税率的上调对消费投资亦将带来一定负面冲击,一方面消费税率上调引致的商品价格提高会压制私人部门的消费需求,另一方面因调高消费税带来的原材料价格的上涨与终端需求的降低会挤压企业利润进而压制企业投资动力。在消费承压、投资回落的背景下,日本已引起

色的物价水平难挡需求疲弱之势，叠加 2014 年美国页岩油产量放量导致原油价格大幅下挫影响，日本 CPI 同比增速进入到下行通道。

图 6：日本国债余额占 GDP 的比例已远高于世界其他国家



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 7：原油价格下挫



资料来源：Wind，渤海证券研究所

为保证实现 CPI 同比增速 2% 的价格稳定目标，日本央行只能再度加码宽松力度。2014 年 10 月 31 日，日本央行议息会议上，政策委员投票以 5: 4 的微弱优势通过了加码货币宽松力度的决议，这一决议的具体内容包括：

第一，日本央行将通过公开市场操作的方式使基础货币以每年 80 万亿日元的速度增长。（较上次增加 10-20 万亿日元）

第二，日本央行将在市场上购买国债，使日本央行持有的国债未偿还金额以每年 80 万亿日元的速度增长（较上次增加 30 万亿日元）。此外，日本央行持有的国债的平均期限将延长至 7-10 年（较上次将平均期限的上限延长 3 年），以期降低长期收益率。

第三，日本央行将以每年 3 万亿日元的速度购买 ETF。（是上次的 3 倍）

第四，日本央行将以每年 900 亿日元的速度购买 J-REITs。（是上次的 3 倍）

但相较于 2013 年的 QQE 政策，本轮推出的加码的货币宽松政策并不尽如人意。

以 CPI 指标为例，自 10 月底 QQE 政策扩产后，物价指标仍在 11 月不升反降。

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_13468

