



宏观研究报告

2023年1月17日

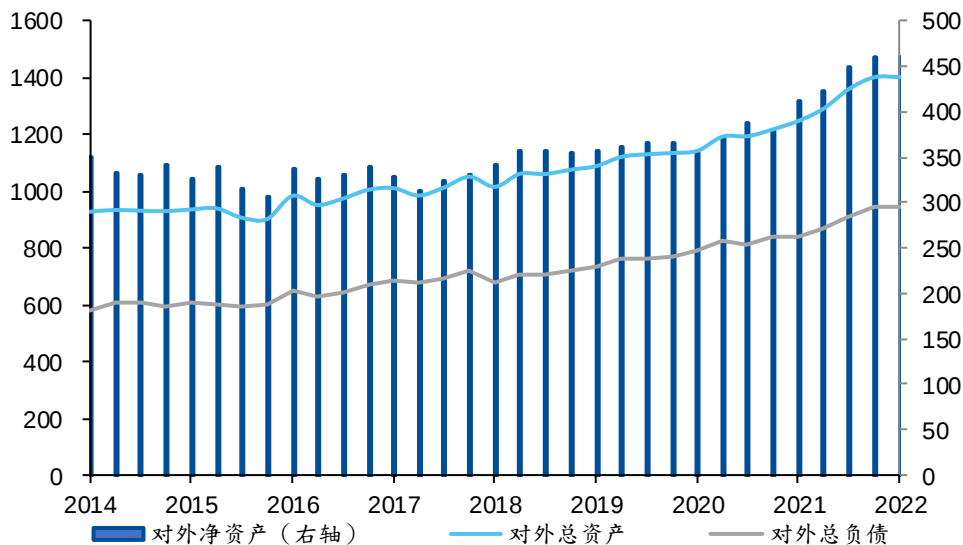
周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@gtjas.com.hk

即将告别的超级货币宽松时代？

日本居民持有 450 万亿日元的海外净资产



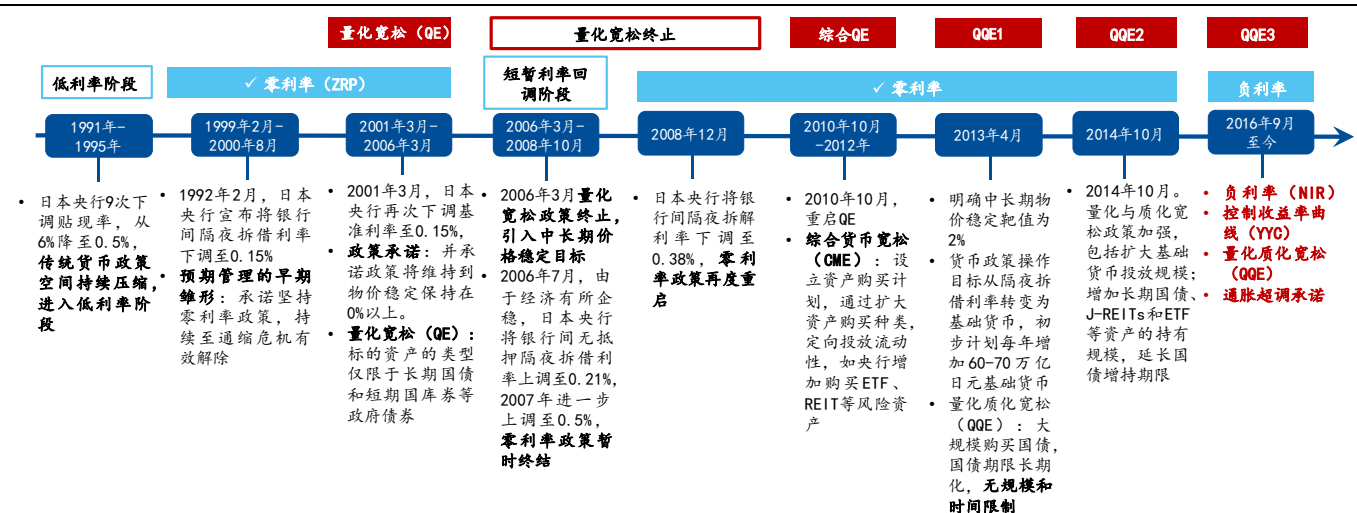
数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 日本央行的下一步举动牵动着市场的神经。作为全球最后一个仍然实施负利率的大型经济体，日本央行距离退出宽松似乎只有一步之遥。对于全球市场而言，这是一个时代的告别。
- 由于长期的负利率，日本居民持有大约 3.5 万亿美元的海外投资净资产。货币政策的变动可能对这些海外资产带来长期影响，这也可能带来巨大的全球资产价格的波动。
- 樱花季尚未到来，但投资者的心中，樱花已经盛开——“退出”交易已经抢跑。这会带来市场的波动，也会让政策的制定变得痛苦甚至难堪。
- 我们很难在这个时点对日本央行在过去 30 年的货币政策作出准确的评价。但梳理 30 年来的宽松历史，是一项值得的工作。在日本央行的各种操作中，我们看到了坚持，也看到了摇摆。看到了创新，也看到了守旧。看到了历史，也看到了未来。
- 任何的创新都可能画上休止符。日本央行正处在这样的十字路口，如果说通胀本来是“等待戈多”，但当它不期而至时，大多数人似乎还没有做好准备。
- 作为“安倍经济学”的忠实拥趸，日本央行行长黑田东彦的任期将满，未来的接任人选也将成为市场关注的焦点。有消息称，下一任日本央行的行长人选将在 2 月 10 日被提名，而新行长的背景也将会被市场严格审视。如果说黑田东彦开创了日本超级宽松货币政策的新时代，那现在很可能是该说 Sayonara 了。

一、日本“QQE+YCC+2%通胀目标”货币政策框架的前世与今生

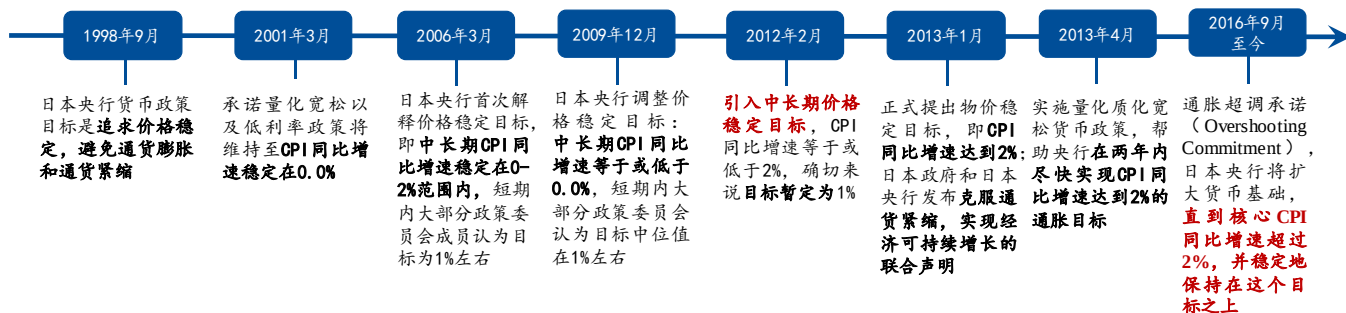
自 1991 年以来，受房地产泡沫冲击和人口高度老龄化的影响，日本经历了经济低迷与结构转型期。为摆脱通缩困境并刺激经济增长，日本央行进行一系列探索与创新，大致可以划分为五个阶段：1991-2001 年低利率阶段走向零利率的阶段、2001-2006 年第一轮量化宽松的的阶段、2010-2013 年第二轮量化宽松的的阶段、2013-2016 年量化质化宽松 QQE 阶段（Quantitative and Qualitative Monetary Easing）以及 2016 年至今实施的“QQE+YCC+2%通胀目标”框架阶段。2016 年 9 月，在与通缩风险对抗近三十年后，日本央行在负利率（无担保隔夜拆借利率下调至 -0.1%）的基础上，引入收益率曲线控制目标（Yield Curve Control, YCC）的 QQE，并推出通货膨胀超调承诺（Inflation-overshooting Commitment），由此新货币政策框架形成。

图 1：1991 年以来日本货币政策调控历程



相较美国和欧洲，日本通胀目标制确立较晚，通胀预期的锚定作用偏弱。2013年1月，日本央行调整原先模糊的目标设定，引入通胀目标制，设置定量标准，即日本央行将在未来两年内尽快使得CPI同比增速达到2%。2016年9月，日本央行进一步推出通胀超调承诺，即“央行将扩大基础货币供应量，直到核心CPI（剔除新鲜食品但包括能源）的同比增速超过2%，并以温和方式保持在2%以上”，以期通过前瞻性指引措施引导公众通胀预期的形成。

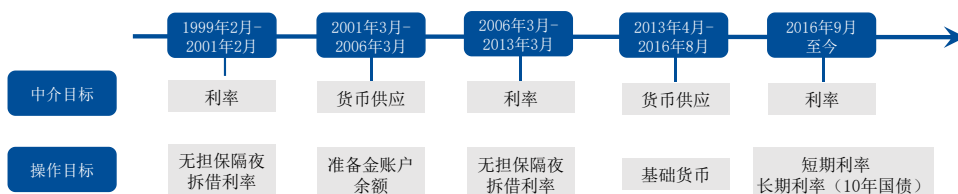
图 2：日本央行针对通胀目标表述的演进过程



数据来源：日本央行，国泰君安国际

“QQE+YCC+2%通胀目标”框架下，日本央行的中介目标是市场利率，以长短利率为操作目标。20世纪90年代以来，日本货币政策中介目标随日本央行货币政策的调整与创新而不断切换。2001年3月，量化宽松政策（QE）下，中介目标从利率转为货币供应，相应地，操作目标由无担保隔夜拆借利率切换为商业银行在央行的准备金账户余额。随后，QE终结，中介目标切换回利率。2013年4月，量化质化货币政策框架（QQE）下，中介目标再次转为货币供应，操作目标为基础货币投放，在零利率的基础上扩大非传统货币政策力度。2016年9月，带有收益率曲线控制的QQE框架下，中介目标再度回归利率，即短期政策利率征收负利率的同时，还调控长端利率，使十年期国债利率维持在0%左右，从而对收益率曲线形态进行整体调控。

图 3：1999 年以来日本央行不同时期货币政策中介目标和操作目标



数据来源：日本央行，国泰君安国际

1.2. 货币政策操作工具

政策利率、公开市场操作以及中央银行贷款是日本银行的三大主要货币工具。

政策利率方面（短期政策利率、长端利率），日本负利率政策的实施主要是通过改变利率走廊下限（超额存款准备金利率）来实现，从而影响货币市场利率、存款利率，进而传递到贷款利率。具体来说，日本设置包含负利率的分级利率体系，即央行准备金账户分三个级别，第一级对基础余额部分（Basic Balance）使用 0.1%的正利率，第二级对宏观附加余额部分（Macro Add-on）使用 0%的零利率，第三级对政策利率的余额部分（Policy-Rate Balance）使用-0.1%的负利率。日本央行向商业银行提供固定零利率的无限量隔夜贷款，但对商业银行存放在中央银行的常备账户征收一个“负利率罚息”，由此将银行间市场利率调控在-0.3-0%之间。

公开市场操作方面，与美联储公开市场在债券二级市场上通过临时性买断业务买卖国债的操作基本相同，日本央行的公开市场操作以债券买断业务为主。2001 年，日本银行正式推出量化宽松措施，通过长期持有政府证券至到期的方式向市场注入长期流动性。此后，数轮量化宽松措施均以公开市场操作为基础实施。此外，2006 年日本银行推出以回购协议为核心的政府证券回购操作，丰富了公开市场的操作方式。

中央银行再贷款方面，日本银行 2001 年推出补充贷款便利措施，在传统中央银行贷款中补充隔夜期限中央银行再贷款，2006 年推出针对集合抵押品的新型中央银行贷款，2010 年推出 4 年期超长期限中央银行再贷款，2010 年、2011 年和 2013 年推出针对外币的中央银行再贷款，2011 年、2016 年和 2020 年推出针对特殊事件冲击的定向再贷款措施。需要特别强调的是，在 2006 年后日本银行推出的中央银行再贷款衍生工具是通过公开市场操作的方式进行实施，是中央银行再贷款工具与公开市场操作模式相结合的创新型货币政策工具。

图 4：日本央行负利率下的量化质化宽松货币政策内容

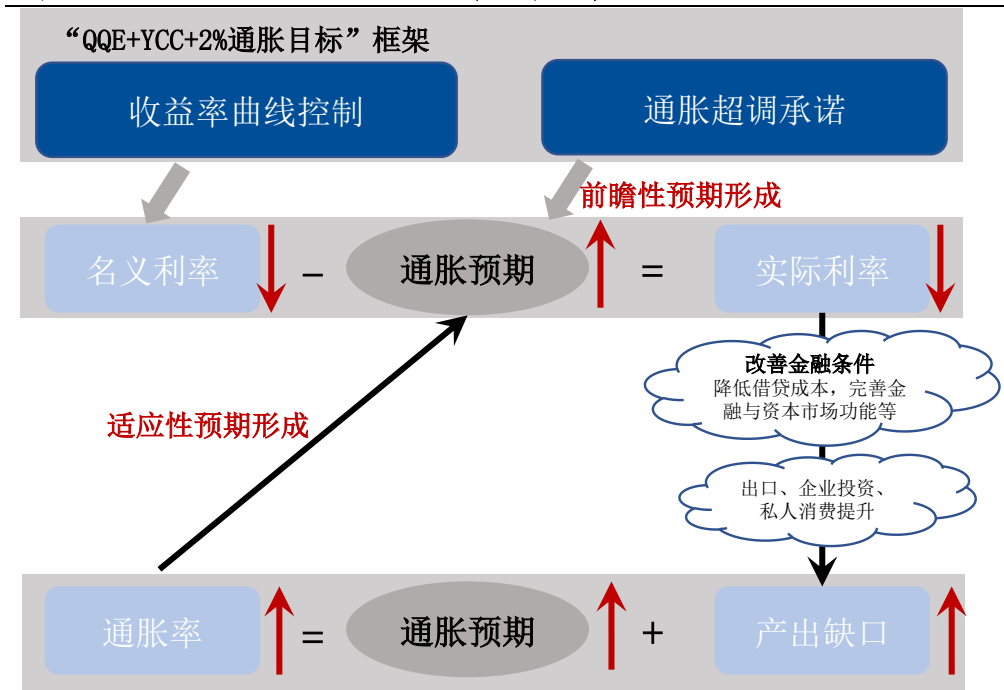
政策工具	政策手段	具体方式
利率	引入负利率	将存款准备金划分为三个等级，分别采用正利率、零利率和负利率
质化	调控金融市场	每年增加80万亿日元基础货币
量化	购买资产	控制每年购买长期国债、企业债、商业票据、ETF、J-RETF资产规模

数据来源：日本央行，国泰君安国际

1.3. 货币政策的作用机制

日本量化宽松的主要目的是扭转公众通缩和经济下行的预期，降低实体经济融资成本，扩大投资与消费，以期形成“通胀预期上升、金融条件改善-企业投资增加-企业利润增长-家庭可支配收入增加-居民消费增加-国民经济健康发展”的良性循环。

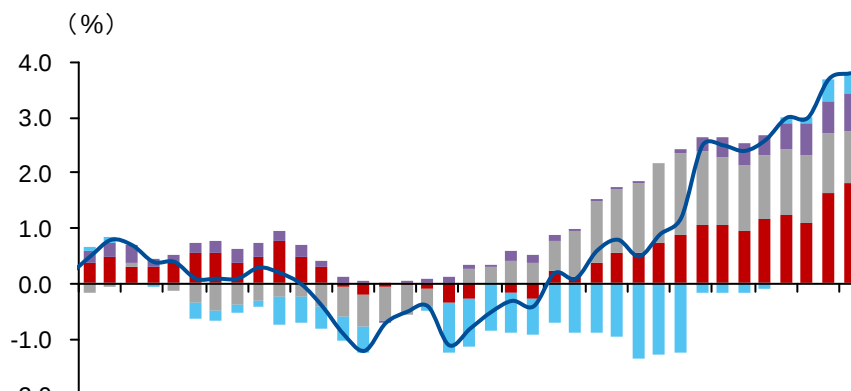
图 5：“QQE+YCC+2%通胀目标”政策框架的作用机制



数据来源：日本央行，国泰君安国际

二、通胀“达标”、基本面边际修复，日本货币政策调整空间有所提升

图 6：2022 年，食品和能源推升日本 CPI，输入性通胀是主因



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_51482

