

见智深度 | 日本央行的突围之路

2017-11-06 13:20:06

加入见智研究所的[见识圈子](#)，如果您喜欢见智研究所的内容，欢迎订阅[见闻研究](#)（此为华尔街见闻见智研究所独立管理的付费特辑），了解我们的特辑请[点击这里](#)。

我们为读者整理了近一年来有关日本货币政策史以及未来演进的精彩内容，累积35000字。

- 我们回顾了量化宽松政策（QE）在日本的诞生，**通过1998年-2005年的日本货币政策史揭开早期QE的面纱。**
- 为什么日本央行当下似乎并不急于退出宽松？我们**回顾了日本央行两次糟糕的退出宽松政策史。**
- 日央行副行长中曾宏回顾了2008年危机以来货币政策的演进过程。包括对资产购买、负利率、前瞻指引、收益率曲线控制等耳熟能详的政策之生动解读等。
- 日本央行**可以战胜通缩走出衰退吗？**我们重读伯南克对日本央行的忠告：**央行是难以独自击溃通缩的！**光依赖央行是不行的。
- 我们通过中曾宏的另一次演讲解答了另一个重要问题：**为什么日本对美元市场如此敏感？**

日本QE诞生记：1998-2005日本货币政策史

之所以将起点设为1998年，因为那年大大强化了日本央行独立性的修订版日本银行法正式启用，日银的货币政策决议自此鲜见财政部的干预。在此基础上，才有了我们后来将看到的1998-2005日本货币政策之流变。

所以，在开始讲述前，让我们首先了解一下，所谓修订版的日本银行法，究竟为何物？

一、修订日本银行法：日本央行之新生

长期以来，日本央行实际上是作为大藏省（相当于财政部）的附属机构在发挥作用，独立性十分有限。然而，1997年，日本银行法通过修订，并于1998年4月1日生效。

新版日本银行法规定，货币政策由政策委员会的货币政策会议（Monetary Policy Meeting,MPM）上的多数票决定。政策委员会成员非民选，而是根据专业能力确定，由9人组成，分别是1位行长，2位副行长，以及6位货币与经济方面的专家，此外，政府可以指派2名代表参加货币政策会议，但不具投票权。

在新版日本银行法中，日本央行的唯一使命即维护价格稳定（未提及调节总需求或促使充分就业）；政策委员会成员任期五年，除非罹患生理或精神重疾，否则不可被撤职；政府官员可列席货币政策会议，但不具投票权。这使原本位于18个发达经济体末尾的日本央行独立性，骤然提升到了中间层级。

新法颁布后，日本央行独立性大大增强，以至于有说法称日本的货币政策其实早在货币政策会议开始前就定好了，会议的目的只是为了形式上盖个章。但从另一方面看，在非常时刻下若央行与政府始终维持对抗性的紧张关系，其实也不利于应对共同的经济挑战。

二、零利率政策之源起

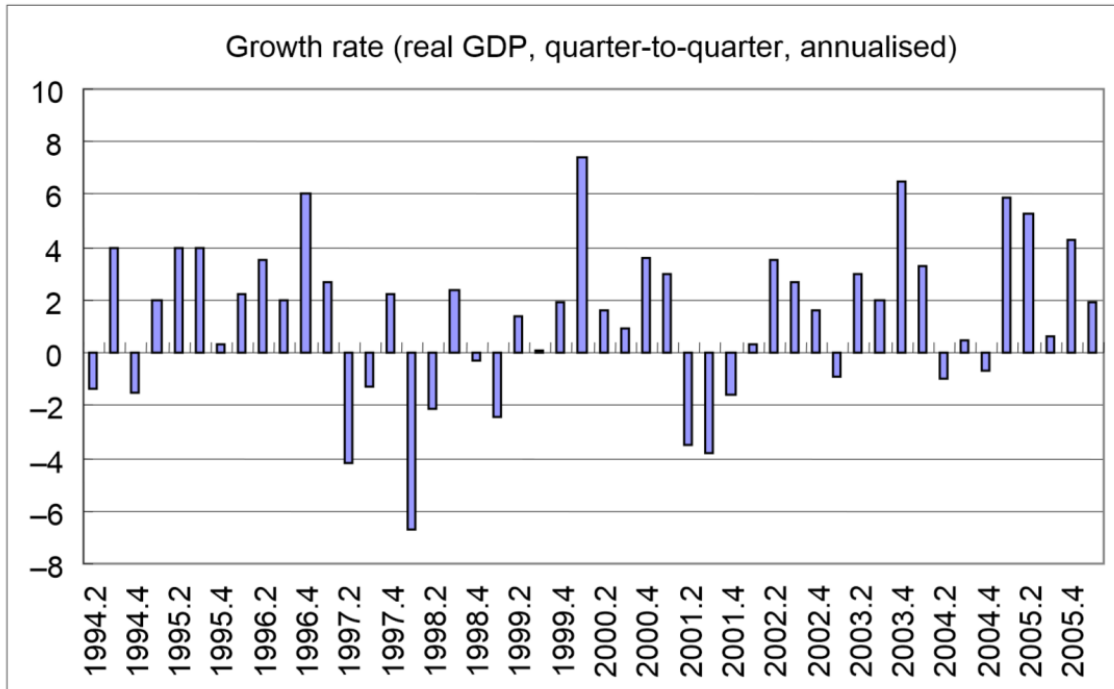
因为一桩贪腐丑闻，日本央行前行长松下康雄在新版日银法生效前下台，时年72岁的新行长速水优于1998年3月上任（他也是推动修正日本银行法的重要人物之一）。他很久以前便任职于日本央行，但在17年前以一名执行官（executive）的身份离开。

速水优上台不久，挑战便接踵而至。实际上自1992年以来，日本GDP增长率始终维持在1%左右，金融机构亦受地产贷款坏账影响而十分脆弱。到了1997-1998年，由于消费税税率提高（1997.4），银行业危机爆发（1997.11-1998春）加上亚洲金融危机冲击（1997.7-1998春），情况进一步恶化，以至于日本金融机构在伦敦离岸市场借入美元时还要多付一份“日元溢价”，增长率与通胀率亦双双下跌。

面对这种情况，按照经典经济学的教导，一国应同时采取宽松的财政与货币政策。确实，财政方面，日本政府已从1997年4月的加税转向1997年秋放出一揽子财政刺激计划；但在货币政策方面，由于贴现率已达0.50%的历史低点（银行间拆借利率略低于此），因此改变不大。1998年9月9日，日本央行将贴现率由0.50%下调至0.25%，同年11月13日，又将可供使用的抵押品范围扩大至商业票据（以便于商业银行获取央行贷款），希冀以此为银行提供流动性。

下面两幅图分别展现了1997-1998年日本的实际GDP同比（季度）年化增长率与通胀率的情况，可见，彼时日本经济的滑坡，确实很明显：

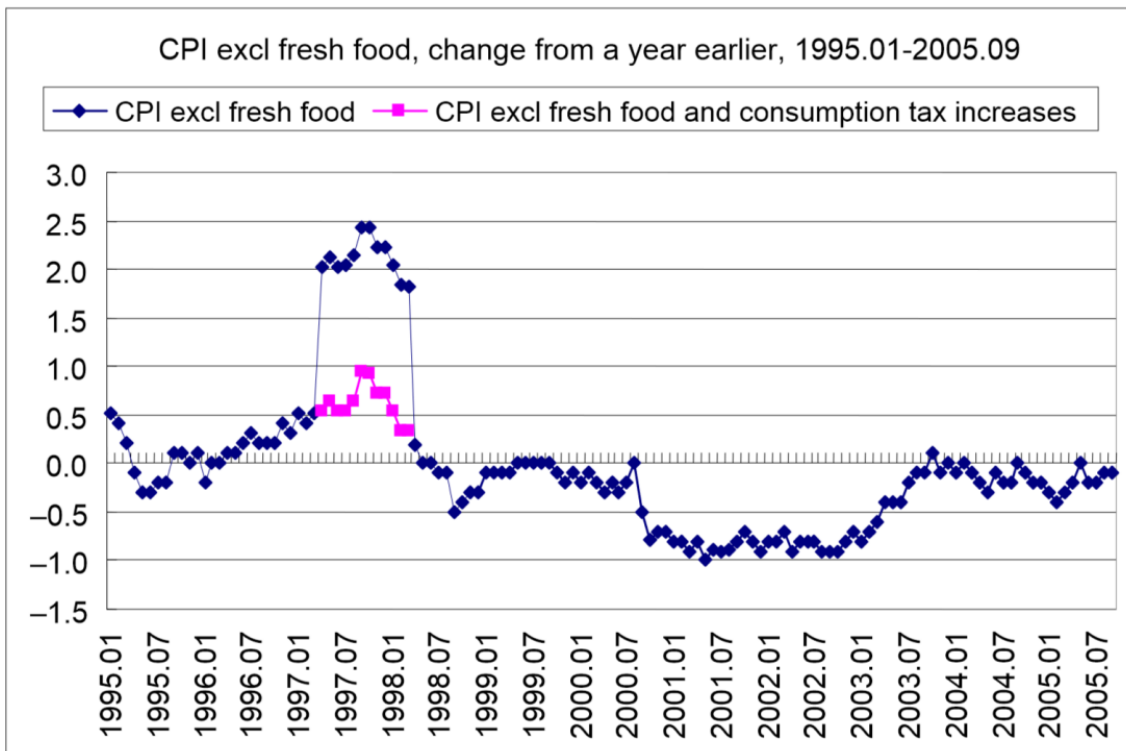
Figure 1
Growth rate, 1994:II-2006:I



Note: Chain index, quarter-to-quarter growth rate, annualised.

Source: Cabinet Office, Japan.

Figure 2
Inflation rate



Note: Inflation rate of CPI excluding fresh food (and consumption tax increases of April 1997), percentage change from the same month a year earlier. The influence of the consumption tax increase is estimated as 1.5 percentage points.

通缩步步紧逼，削减利率的政策努力却未见明显成效。当时日本央行对通缩的因应，与其说坚定果决的，不如说是试探性的。速水优行长甚至不断暗示，通缩未必一定是件坏事，因此或许没必要采取过分激进的货币政策。

不过，在数据显示日本经济已经经历了连续若干个季度的负增长且通缩正在加剧时，日本央行终于坐不住了。1999年2月12日，货币政策委员会以8:1的票数对比通过了在当时尚比较罕见的零利率政策（Zero Interest Rate Policy, ZIRP）。4月，速水优行长表示零利率政策将持续“直到（市场）对通缩的担忧逐渐平息”。然而，何为“逐渐平息”，他并没有给出更明确的界定。

说到这里，容我们先暂停一下思考一个问题：既然1990年代初日本泡沫经济破裂后经济就持续萎靡不振，那么日本央行为何不早点启用零利率政策呢？

其实，包括伯南克（当时他还在学界）等多位学者就曾指出，日本央行应该早在1991-1992年，最迟不晚于1995年就采用零利率政策，因为彼时传统货币政策效果已然式微。如果零利率政策的启动时间早一点，日本经济或许也不会像后来那样逐渐陷入一发不可收拾的通缩深渊。

如果确实如此，那么就自然引出了第二个问题，为什么日本央行拖到1999年2月才开始启用零利率政策？为什么即使1998年经济下滑已经很明显时仍然未采用零利率政策？

一种说法认为，1998年新版日本银行法启用前，由于独立性受限，日本央行一旦降息，想要再加息的话就会面临政治上的重重困难，因此对降息保持谨慎。

另一种更可能的说法认为，日本央行实际上将零利率政策当作“最后王牌”看待，不到迫不得已绝不轻易使用之，因为在零利率底限的约束下，零利率政策已经达到了传统的货币政策工具（通过调节利率来调控经济）之极限。但问题在于，打牌的时候如果将最后王牌留在手上太久，该出的时候不出，那很有可能所谓的“最后王牌”不仅不能挽回败局，反而可能最终导致败局。

为了更生动地展现零利率政策出台前日本央行纠结的心路历程，我们可以对日本央行货币政策会议上的表决情况作一更细致的考察。

1998年6月至8月，货币政策委员会以8:1的票数对比决定货币政策维持不变，唯一的反对票来自中原伸之，他认为央行应采取进一步的宽松措施应对通缩。

到了1998年9月货币政策会议决定降息时，中原没意见了，而Shinotsuka又开始反对，但是她反对的原因恰好与中原相反：她认为低利率将通过减少利息而损害普通家庭利益——换言之，中原反对的是政策太紧，而她反对的则是政策太松。1998年9月到1999年2月，Shinotsuka持续反对宽松；与此同时，1998年11月到1999年1月，中原持续要求进一步宽松。结果就是，1998.11.28、1998.12.15与1999.1.19的三次货币政策会议上，每次都有两张反对票，只不过一张呼

吁紧缩，另一张鼓吹宽松……不过，对与会其他成员而言，整个1998.9-1999.2间他们只是作壁上观，静待局势发展。这其实也客观上反映出，央行大部成员对当时略显“异端”的零利率政策，基本都持较为保留的态度。

实际上，Shinotsuka的观点其实反映了大多数人对零利率政策的看法，即该政策将伤害老人及领抚恤金者。然而，对大部分持有固定资产（如银行存款）的个人或家庭来说，通缩导致的价格下降将使其拥有更高的购买力，所以零利率未见得就一定让老人及领抚恤金者受侵害。但是回顾当时相关官员的演说与会议记录，可以发现其实政府也持有与Shinotsuka类似的观点，概而言之即，通缩并没有想象中那么严重或令人担忧，而零利率造成的危害可能还甚于通缩。

回到正题，虽然存在一定争议，但零利率政策启用后，确实产生了一些效果。1999年3月以后，经济缓慢复苏，金融机构逐渐企稳，前两年日本银行在海外货币市场融美元时须缴纳的日元溢价也于1999年4月消失。同时，全球范围内信息、通信与技术股股价之飙升也溢出到了其他部门，拜其所赐，日本消费与投资亦相应提高，1999年第四季度实际GDP增长强劲，并在2000年初出现一些通胀苗头。此时，退出宽松的声音也逐渐开始浮现，关于日本央行2000年退出宽松政策的细节，见智周三的[专题文](#)已多有探讨，此不赘述。概而言之，2000年日本央行不合时宜地退出宽松，使日本经济在其退出宽松仅2个月后便迎来更严重的衰退。因此，半年后，日本央行不得不召唤出更为激进大胆的武器，是为当代货币政策工具中闻名遐迩的——量化宽松（Quantitative Easing, QE）。

三、量化宽松之肇生

2000年底，日本经济显著放缓，股价大幅下跌，一些观察家认为，日本央行或重新引入零利率政策。2001年1月19日，日本央行行长发布“致央行员工书”，鼓励大家集思广益，“思索可以进一步提高市场流动性供给以促使金融市场稳定而有效运作的方法”。2月9日，货币政策委员会将贴现率从0.5%降至0.35%；28日，贴现率降至0.25%，政策利率则进一步降至0.10%。虽然日本央行采取了一系列措施，但市场对此几乎没有任何反映……

事到如今，传统货币政策几乎已完全失效，对此，日本央行不得不采用前所未有的大胆货币政策。2001年3月19日，日本央行决定将主要政策手段由货币工具转向活期账户（准备金账户）工具，即通过向商业银行购买长期国债，一方面向其注入准备金（彼时准备金量约为4万亿日元，央行目标是5万亿日元）以提升市场流动性；另一方面则通过压低长期利率鼓励私人部门加强对险资的投资。不过央行强调称，该决议乃是非常时刻下的非常决定：“我们在现行经济状况下才被迫启用的激烈的宽松政策，于常态中基本是不可能使用的。”

另，央行同时对超额准备金采用零利率政策。至此，“量化宽松(QE)+零利率”的非常规货币政策组合冉冉升起。

该政策组合开始实施后，日本央行每月长期国债购买量由1998年的4000亿日元逐渐提升到了2002年10月的12000亿日元。同时，与1999年引入零利率政策时相比，这次日本央行对量化宽松的政策目标（即退出条件）之阐述亦更加明确，央行表示，“该政策将一直持续到核心CPI基本稳定在0%左右，或者CPI年同比处于增长态势中”，而先前央行对零利率政策的目标论述仅仅是“直到（市场）对通缩的担忧逐渐平息”。虽然量化宽松的实际效果在当时还存在一定争议，但新货币工具的启用起码表示日本央行终于开始真正更加严肃地对待通缩问题了。

然而，即便进行了大胆的货币政策实验，2001年的日本经济依然疲弱，从第二季度起，连续四个季度经历负增长；从2001初到2003年初，通胀率亦始终维持在-1%的水平。对此，日本央行采取了一系列措施强化QE：第一，分若干步提高了经常账户余额目标；第二，分四步将长期国债购买量从4000亿日元提高到1.2万亿日元；第三，将政策利率从2001年2月的0.50%降至2001年3月的0.25%，继而将至2001年9月的0.10%。

下面两幅图便显示了新的货币政策组合启动后，日本央行长期国债购买量与经常账户余额（日本的经常账户余额即准备金账户余额，译者注）目标以及贴现率与政策利率的变化情况：

Figure 5

JGB purchase and current account balance target

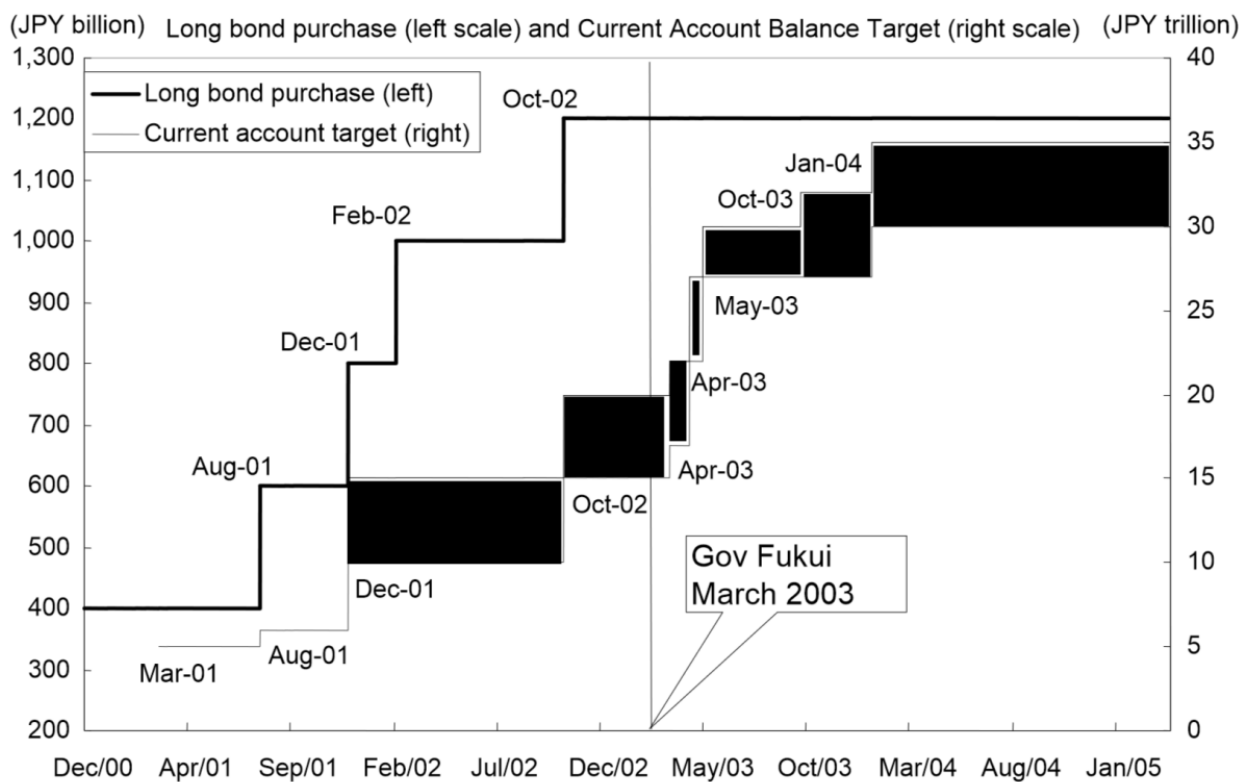
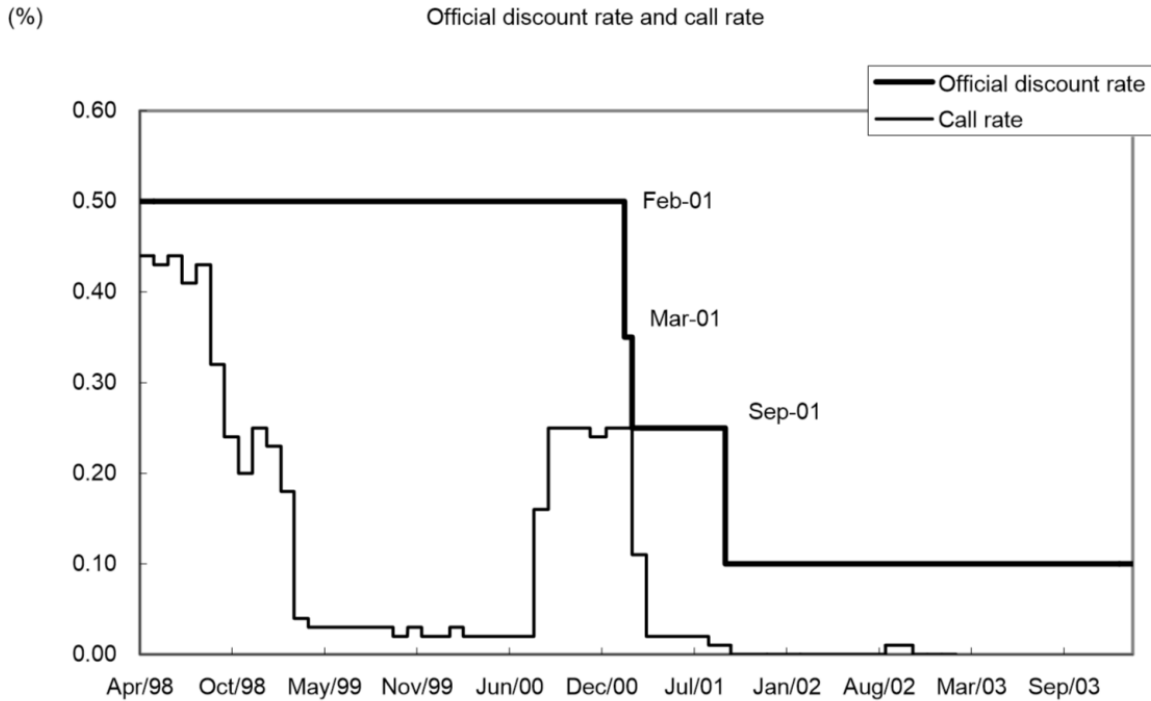


Figure 6

Movement of the official discount rate and the call rate



言及至此，我们再次暂停一下思考一个问题：既然日本央行采取一系列激进的货币政策工具之根本目的是为了对抗通缩提振通胀，那为什么它不直接设立一个通胀目标？通胀目标或可形塑市场关于未来通胀之积极预期，岂不是更有利于战胜通缩？而且对一个独立性大大增强了的央行而言，这不也有利于更好地明确其职责吗？

四、插曲：设立通胀目标？

东京大学的伊藤隆敏教授（前安倍内阁时期政经咨询员）梳理历史发现，当时对通胀目标的反对声音主要有以下几种：

第一，通胀目标将损害而非建立央行的信誉，因为如果树立了通胀目标，却始终无法战胜通缩，那该如何是好？

第二，通胀目标无法影响通胀预期，因为日本社会的通胀预期是后瞻式（backward-looking）的，即根据过去的情况而非当下的情况塑造对未来的预期。

第三，有人认为通胀目标是为了通过不惜一切代价地提升通胀来为负债沉重的企业与政府减轻负担，一旦开启，那通胀率的提升将很难停止。

第四，如果通胀目标可信，那么长期国债收益率将陡然提升，这对原本已疲弱的经济而言将是雪上加霜。

对外界关于通胀目标的热议，日本央行并没有置若罔闻。1999年秋，日本央行便曾在货币政策会议上对此进行热烈地讨论，不过到了2000年春，讨论似乎突然中止了，原因在于日本央行专门成立了一个研究小组探讨价格稳定议题。6个月后的2000年10月，日本央行发布了名为《论价格稳定》的报告，这篇报告中，日本央行对量化的通胀率目标之态度十分消极：它拒绝接受将任何价格指标作为对通胀状况的合适度量，并将“价格稳定”定义为“既不通胀也不通缩”——这样的说法其实是个很奇怪的同意反复，因为如果不定义价格稳定，如何定义“通胀”/“通缩”？报告进一步表示，“在日本目前的价格水平下，要设立一个符合当下经济环境的能体现所谓‘价格稳定’的量化目标将是困难的。即使可以找到一个较好的量化目标，它也无法作为实行货币政策的可靠指引，同时对加强货币政策执行时的透明度也没有什么好处。所以，设立一个所谓度量通胀的量化指标，或许并不合适。”

本次报告发布后，直到2001年上半年结束，官方对通胀目标的讨论几乎销声匿迹。2001年后半年与2002年末关于通胀目标的讨论虽然再起，但调门一直维持消极。

2003年3月，速水优卸任，新行长福井俊彦上台。纵观速水优任内的日本央行及其货币政策，时常给人以消极被动而捉摸不透的感觉。比如，速水优任内的日本央行起初拒绝增加长期国债购买，后来又增加；起初拒绝使用QE，而后来则又改变主意。央行执行货币政策态度的坚决性，其实对货币政策的效果将产生相当大的影响，速水优时代的左顾右盼，在某种程度上或也要为彼时日本央行货币政策成效不利负一定责任。

五、2003-2006：福井俊彦时代

2003年3月，福井俊彦继任速水优成为日本央行新晋行长。福井俊彦曾任日本央行副行长，并在1998年辞职后任职于私人部门。福井一上任，便致力于与政府建立更好的关系，同时他亦十分擅长与公众沟通交流，与速水优亟不可待地退出宽松相比，福井上台伊始便声称，在量化宽松结束前将保持足够的耐心。凡此种种，都使其与速水优有很大区别。

2003年春，日本经济仍十分虚弱，Nikkei股指跌至8000以下，不到其巅峰时刻（1989年）的1/5。为防范金融系统性风险，政府加强了对主要银行资产负债表的管理，一批银行损失惨重，而有些更是得依靠政府救助。对此，福井进一步提高了长期国债规模与活期账户余额目标（参见前文图），但也有人表示反对，不过一些人认为给银行提供超额流动性有助于在某些银行突然崩盘时提供缓冲（因为当时有谣言称几家大银行经营状况欠佳）。

日本央行通过QE向银行注入的超额准备金的作用主要有三点：

第一，扩大基础货币以至于扩大货币供给，如果复苏的瓶颈在于银行信贷不足，那么这个方式将显得非常关键。但在当时的日本，这一传导渠道似乎并不奏效，因为银行贷款仍然持续下滑。

第二，如果说前者是主动出击，那么这一点便是被动性的利用超额准备金为金融系统提供安全阀，使危急时刻个别金融机构的问题不会冲击整个金融系统；

第三，QE很大程度上发挥了一种象征作用，即表明央行将持续进行宽松的货币政策。因为进行QE需要时间，结束QE也需要时间（不可能贸然切断），所以央行把经常账户余额目标设置得越高，实际上也就暗示着QE与零利率政策持续的时间将越长，这有利于塑造市场对未来的宽松预期，从而使收益率曲线平坦化。

实际上，除了购买长期国债，日本央行当时还采取过更为激进的措施，或许是由于这些措施在当时看来太过激进，日本央行甚至都否认这是货币政策。

2002年，日本央行还从商业银行处购买过权益资产，但在官方声明中日本央行表示这只是为了维护金融系统的稳定而采取的措施，并不是货币政策的一部分。当时，商业银行的资产负债表上持有大量权益资产，然而随着股价下跌，这些资产逐渐变成了商业银行资产负债表上的负担，并使银行因此蒙受大量损失，如果银行抛售这些权益资产，将使股价进一步下跌，从而造成恶性循环。因此，日本央行决定在场外市场从商业银行处收购这些不良权益资产（这在一定程度上已经很类似于08危机盛期联储的所作所为），从而为银行资产负债表提供支撑。为了避免引人注目，日本央行甚至不是在货币政策会议上作出这一决定的，而是在所谓“常规委员会”上，因为它担心，如果此举被视作货币政策的一部分，那么在未来市场就会有更大压力促使它增加购买量，由此带来的道德风险等问题难以忽视。

零利率+QE的政策组合实行4年后，2005年，日本经济复苏态势愈发明显，实际GDP增长率与主要企业利润提高，金融机构企稳。4月，日本央行官员开始吹风缩表，市场也预计央行或将于2006年夏开始退出宽松（加息与缩表）。但由于日本央行再一次于尚未达到通胀目标时便贸然加息，从而为下一次的萧条又埋下了伏笔（关于2006年日本推出宽松更为详细的探讨，请参见见智周三的[专题文](#)）。

结语 为什么量化宽松在美日效果不同？

至此，结合之前我们对日本央行过往两次[退出宽松](#)之回顾，1998-2005年日本央行的货币政策史，已基本较为完整地呈现在了各位读者面前。

美联储前主席伯南克在其金融危机回忆录《行动的勇气》中谈到，行动往往需要勇气，这在危急时刻显得更加突出。从一定意义上看，勇气甚至比智慧更重要。笔者在阅读该时期日本央行货币政策的相关材料时，在字里行间中明显能感觉到日本央行彼时的犹豫、纠结与左顾右盼，这当然可以理解，毕竟它当时的所作所为前无古人（虽然后面跟着很多来者），当事关国计民生的沉重责任压在肩头时却无先例可以参照时，如置荒原中的寂寥无助与肃杀感，恐怕非亲历者难以想象。

但是，对于货币政策而言，货币政策的内容固然重要，货币当局在宣布货币政策目标与执行货币政策承诺时的明确度与坚定度同样重要，甚至在某些关头更加重要，因为这两者往往会对市场预期产生巨大的影响。08危机中联储开启QE之前，也有观点以日本QE效果不尽如人意的反面案例论证QE之不可行，撇开美日间诸多方面的巨大差异不谈，笔者认为日本最早的QE实验效果有限的一个重要原因即，日本央行本身行事的“欲遮还羞”——从论述政策目标上的含混不清，到执行过程中的左顾右盼，乃至退出宽松时的亟不可待。诚如克鲁格曼在日本央行采用零利率政策后所批评的那样，日本央行仿佛在做一件“鬼鬼祟祟”、“见不得人”（原文为shameful）的事，这在很大程度上将对货币政策的效果造成不可忽视的影响。

参考文献：

1. Takatoshi Ito, Japanese monetary policy: 1998-2005 and beyond, BIS paper No.31, 2005.
2. Ken Kuttner, Monetary Policy during Japan's Great Recession: From Self-Induced Paralysis to Rooseveltian Resolve, Williams College, PIIE and NBER, 2014.5.

以史为鉴：日本央行两次退出宽松史

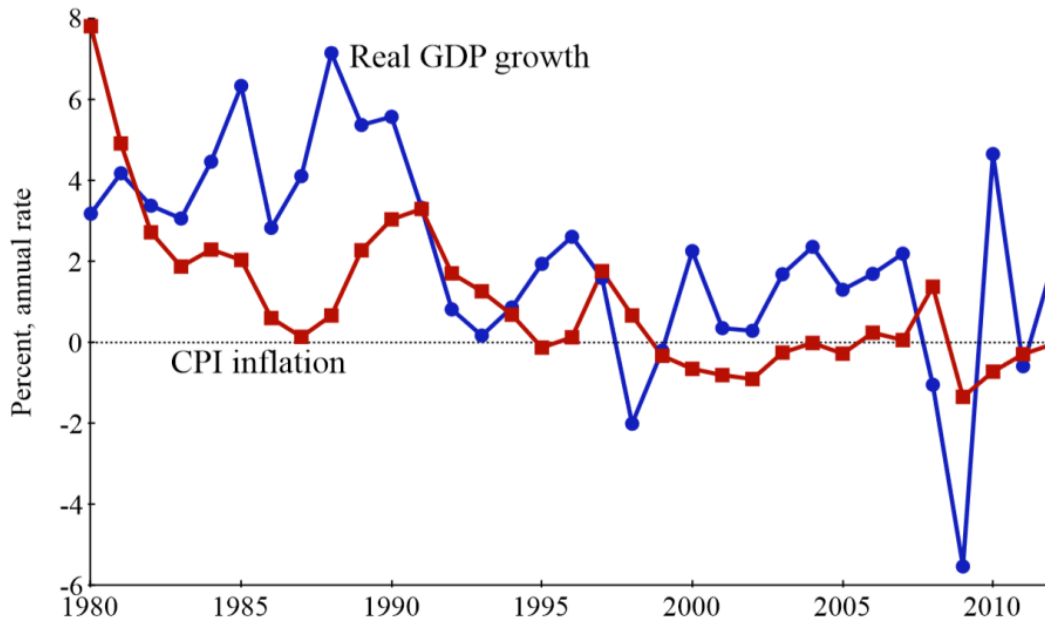
在从人口结构角度探讨“日本病”的文章中，我们谈到在日前全球主要央行普遍开始趋于紧缩的大潮中，日本央行似乎“掉队”了。但如果回顾2000与2006年日本央行两次贸然退出通缩而引发严重后果的历史经验，我们有理由认为日本央行对退出宽松的时机保持如此的谨慎，是很有道理的。

一、宽松之始：泡沫经济破裂

1980年代，日本经济表现出强劲的增长。如下图所示，1980-1990十年间日本实际GDP年平均增长率达4.4%，除了1986年因油价暴跌导致的通胀波动外，10年平均通胀率约为2.6%，经济前景十分乐观。

然而，随着1990年泡沫破裂，日本实际GDP增长率及通胀率皆大幅下降。1992-2001年间，实际GDP年平均增长率跌至0.8%，而消费者物价水平更是在1999-2012年间平均每年下跌0.3%。日本经济迈入长久的萧条，为对抗通缩，日本央行漫长的货币宽松政策亦由是开始。

Figure 1: Japanese real GDP growth and CPI inflation, 1980–2012



Source: IMF World Economic Outlook, October 2013.

二、第一次退出宽松（零利率政策）：2000年

从1992年起到1998年，日本实际GDP年增长率仅约1%，金融机构亦受地产不良贷款影响而变得非常脆弱。到了1997-1998年，由于消费税税率提高（1997.4），银行业危机爆发（1997.11-1998春）加上亚洲金融危机冲击（1997.7-1998春），增长率及通胀率进一步下降。

面对不断恶化的经济形势，经过一番犹豫后，日本央行最终于1999年2月12日引入在当时仍然颇为罕见的零利率政策（Zero Interest Rate Policy, ZIRP）。彼时的央行行长速水优表示，零利率政策的目的在于“避免可能的通缩压力之加剧”，随后又称将一直实行零利率政策“直到（市场）对通缩的担忧逐渐平息”。然而，这样的政策目标表述明显过于模糊，速水优并没有在讲话中给出任何的量化目标，这就为后来退出宽松时的争议埋下了种子。

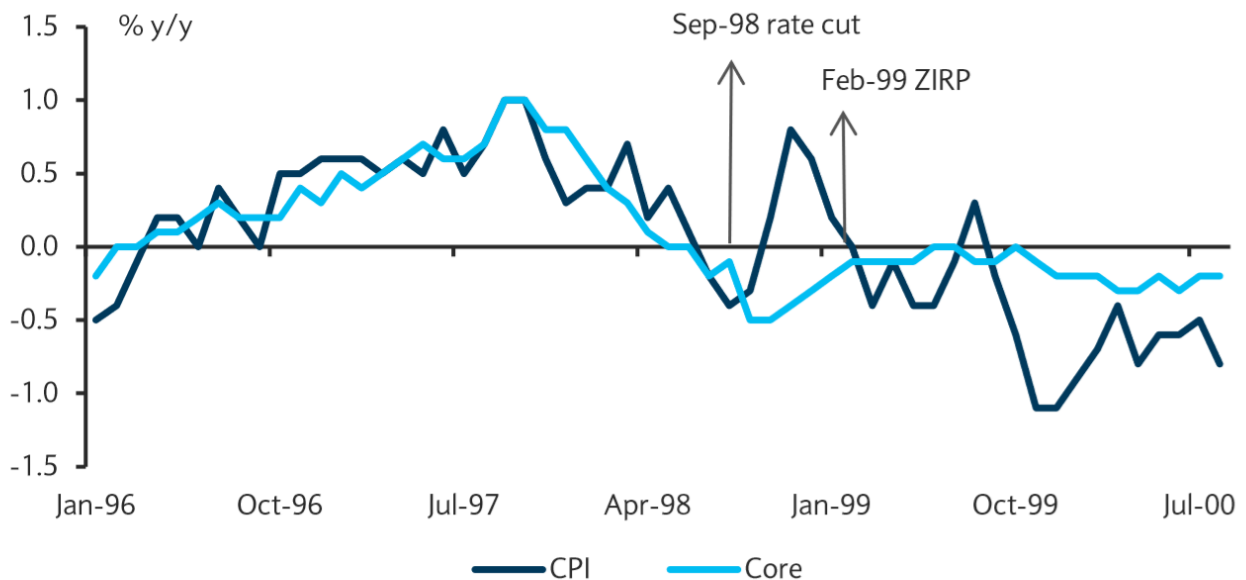
而在承诺力度上，央行也显得含混不清，躲躲闪闪。仅在引入零利率政策后一个月，行长速水优便声称“货币政策固有的时间限制使其无法持续很久”，而结构性改革才是提振泡沫破裂之后日本经济的不二法门，否则经济将陷入“更长期的通缩”，此外，他还表示“央行目前已经做了一切必要的措施”以此暗示央行并没有进一步行动的准备。克鲁格曼对此评论道，“尽管日本央行正尝试一些非常规货币政策，但他们含糊其辞与近乎‘鬼鬼祟祟’的行事方式显然将使货币政策效果大打折扣。”

不过，零利率政策终究产生了一些效果。1999年3月以后，经济缓慢复苏，金融机构逐渐企稳，前两年日本银行在海外货币市场融美元时须缴纳的日元溢价也于1999年4月消失。同时，

全球范围内信息、通信与技术股股价之飙升也溢出到了其他部门，拜其所赐，日本消费与投资亦相应提高，1999年第四季度实际GDP增长强劲，并在2000年初出现一些通胀苗头。对此，速水优行长及其他一些委员认为，是时候考虑退出宽松了。2000年4月，日本央行在月报中将对经济形势的评估从“尚未见到私人部门需求之自我推动型可持续性复苏”转变成了“一些私人部门的需求开始复苏，固定投资也逐渐回升”，而到了8月，更是变成了“日本经济正逐渐复苏，企业利润与固定投资持续增加”。

然而，许多经济学家及政府官员对央行如此急切地退出宽松表示质疑。他们认为，国际上，IT股泡沫破裂，美国经济受挫，与此同时日本国内的消费与投资也在放缓，通胀率还在0%附近徘徊。下图显示，日本央行引入零利率政策后，通胀率一度有所回升，但到了1999年底，通胀率再次下跌，在2000年8月日本央行退出宽松前夕，通胀率甚至仍为负：

FIGURE 3
Inflation before the August 2000 end of ZIRP



Source: Haver Analytics, Barclays Research

吊诡的是，面对这样的经济形势，日本央行依然执意退出宽松。8月11日的央行会议上，列席政府官员（没有投票权）虽然都极力反对央行退出宽松，但央行最终还是以7票赞成2票反对的票数对比通过了加息决议，将利率由0%升至0.25%。面对质疑，在退出宽松一个月后，速水优行长不仅没有考虑退出宽松的时机是否过早，甚至表示“为什么日本央行要维持这么久的宽松？”

日本央行如此执念于退出宽松，一方面或因为速水优行长认为零利率政策的危害甚于通缩，在2000年3月的一次讲话中，他认为通缩说不定是件好事，最起码是无害的，而在论及通胀目标时，他甚至表示“这简直是人为地在不惜一切代价地制造通胀”。不过，更重要的一点原因可能在于，1997年重新制订的日本银行法（即平成9年法律第89号）于1998年4月1日刚付诸实施，该法案大大加强了日本央行的独立性，其主要内容包括：确认央行的主要责任目标为稳定物价；央行行长及主要委员任期五年，除非罹患严重的生理/精神疾病，否则不可被撤职；政府官员参加央行委员会会议时，没有投票权。因此，如果在捍卫央行独立性的新版日本银行法刚启用仅

一年有余时，央行便讽刺地“迫于政府压力而延迟加息”，那对央行独立性信誉伤害之深重，恐怕令速水优行长及其同僚都难以接受。

然而，无论出于何种原因，在日本央行退出宽松仅2个月后，衰退再临，通胀率陡然下跌。

退出宽松6个月后，零利率政策卷土重来。

退出宽松后第7个月，量化宽松首现于世。

总结日本央行2000年退出宽松时的历史经验，可发现四个特点：

第一，从启动非常规的零利率政策之初，日本央行就未对其提出清晰的政策目标，从而使其在退出宽松的节点选择上亦缺乏明确的参照物，颇具不确定性；

第二，在有关货币政策的公开发言中闪烁其词，未对货币政策的执行作出明确而坚定的承诺，因此亦影响其塑造市场通胀预期的效果；

第三，由于捍卫日本央行独立性的修正版日本银行法刚实行不久，为保障独立性，日本央行彼时与政府处于某种紧张的对抗性关系中，政府希望央行暂缓加息的建议，不仅没有起到正面效果，反而或使央行加息之心更加坚决；

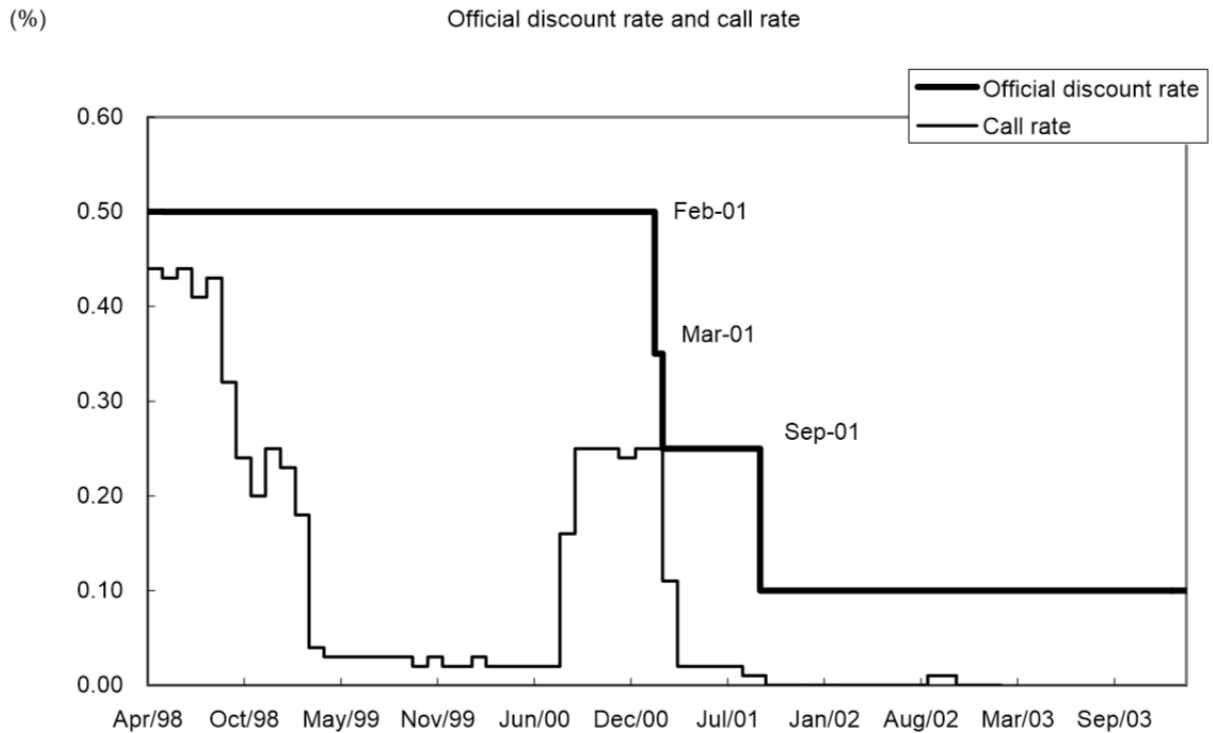
第四，在央行退出宽松时，通胀率尚为负，总体经济情势亦十分低迷，换言之，日本央行在条件尚不成熟（未达其价格稳定目标）时便退出了宽松，并在随后因而引发了严重后果

三、第二次退出宽松（零利率+QE）：2006年

退出零利率政策后不久，2000年底，经济情势再度恶化，股价大幅下跌。对此，日本央行在3个月内迅速降低贴现利率与银行间拆借利率（如下图），银行间拆借利率再次降到0%，但依然于事无补。2001年3月，日本央行决定向非传统货币政策道路上更进一步，在零利率政策之外，量化宽松政策亦由是开始。

Figure 6

Movement of the official discount rate and the call rate



日本央行彼时的量化宽松（Quantitative easing）政策，主要通过公开市场上购买长期国债的方式向市场注入流动性，同时压低长期国债收益率。与1999年引入零利率政策时相比，这次日本央行对量化宽松的政策目标（即退出条件）之阐述亦更加明确，央行表示，“该政策将一直持续到核心CPI基本稳定在0%左右，或者CPI年同比处于增长态势中”，而先前央行对零利率政策的目标论述为“直到（市场）对通缩的担忧逐渐平息”。因此，量化宽松的政策目标之阐述起码在两方面比零利率政策更进步：第一，它相对更明确（有量化的数字指标）；第二，它在一定意义上模糊地提出了某种通胀目标。然而，这样的说法也存在一定问题，何谓“基本稳定”？持续多长时间算稳定？

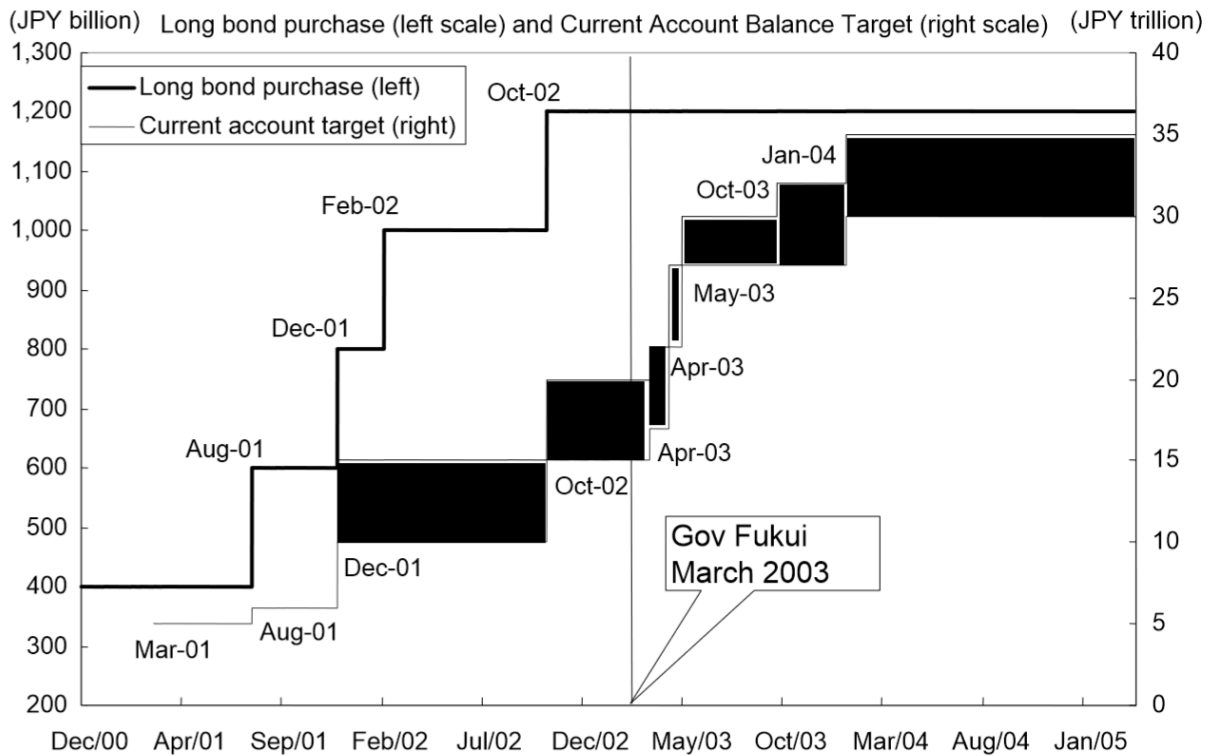
2003年10月，委员会对退出宽松（QE+零利率）的条件作了更具体的三点界定：第一，近期核心CPI（剔除食物与能源价格）为0%或高于0%，且已持续数月；第二，未来预期的核心CPI不会再次跌至0%以下；第三，上述两点只是基本条件，央行可能根据实际情况延长宽松时间。

但是，在承诺力度上，日本央行再次表现出了一定程度上的软弱。速水优行长在其任内最后一次公开发言中，又一次谈论货币政策的限度，并认为“货币政策本身并不能刺激需求”，不过，其继任者福井俊彦（2003.3上台）与之相反，他在公开发言中表示日本央行“将在量化宽松结束前耐心地等待（暗指不会轻易加息）”，同时也进一步扩大了日本央行的资产购买规模。

量化宽松启动以来（尤其福井上台后），日本央行长期国债购买量及经常账目余额皆大幅增长，参见下图（黑色实线为长期国债购买量，虚线为经常账户目标）：

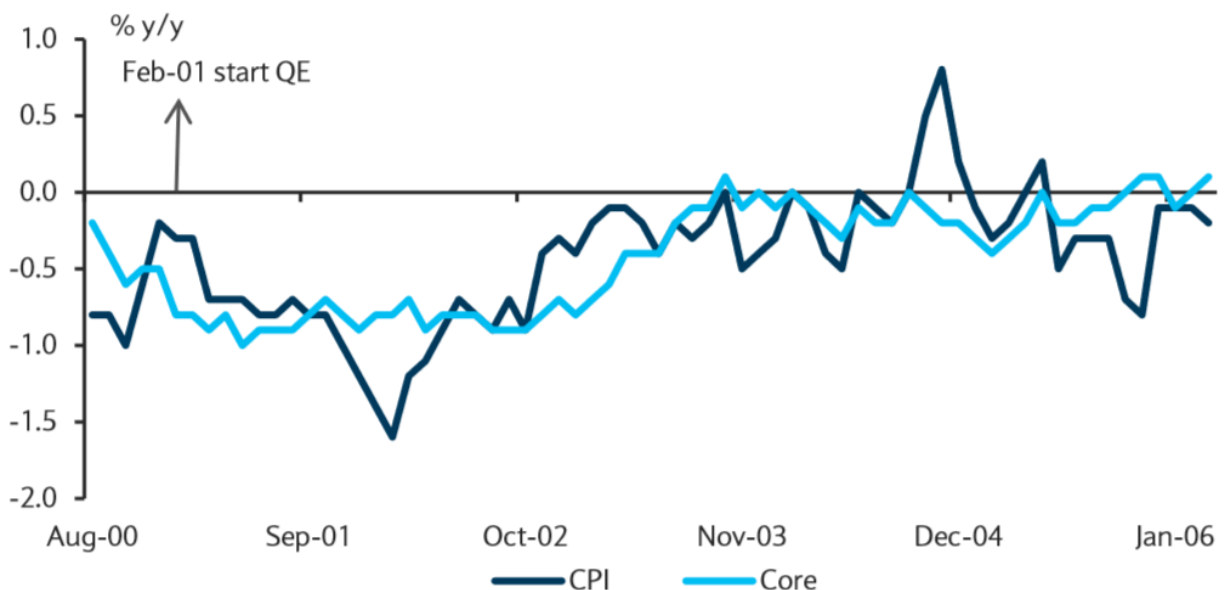
Figure 5

JGB purchase and current account balance target



Jane Haltmaier等美联储研究人员表示，无论如何，日本于2001年启动的量化宽松政策还是起到了一定提振日本经济之效果的。确实，到了2005年，日本经济复苏态势愈发明显，实际GDP增长率与主要企业利润提高，金融机构企稳。2005年4月，日本央行官员开始吹风缩表，市场也预计央行或将于2006年夏开始退出宽松（加息与缩表）。但是，作为日本央行先前提出的关于退出宽松条件的最直接参照，CPI，却一直仍然在0%附近徘徊，如下图：

FIGURE 4
Inflation before the March 2006 end of QE



Source: Haver Analytics, Barclays Research

不过，在面对看似一片乐观的未来时，人们往往会得意忘形。即便通胀率并未达到日本央行先前设定的目标，后者也能找出现在看来十分讽刺的借口为退出宽松寻求所谓“合法性”，比如，他们认为“从GDP增长率来看，货币政策委员会成员低估了经济的强健程度”，“货币政策委员会的成员经历通缩时间太久了，太容易高估通缩程度了”乃至“一旦对通缩的偏见消失，通胀预期立刻会上涨0.5%！”等等……

实际上，政府部门对央行又一次“轻率”地退出宽松之举，亦多有质疑。时任日本首相的小泉纯一郎表示，“虽然现在种种迹象表明通缩正逐渐走向终结，但并不能说，我们已经摆脱了宽松”，同时声称“如果一切回到原点，通缩卷土重来”，这将是“不可接受的”，他还进一步指出，“日本央行的行动或许太早了”。而时任内阁官房长官的安倍晋三也对日本央行在通缩魅影尚未完全远离前就不合时宜地赶着加息之举表示了批评。

然而，一如2001年，央行并没有听从政府的建议，最终于2006年7月14日以加息宣告退出宽松。2008年第四季度，CPI终于超过2%，但随着全球金融危机爆发，半年之后的2009年第二季度，日本再次滑入通缩的深渊。

总结日本央行2006年退出宽松的历史经验，同样发现四个特点：

第一，与2000年相比，这次央行的宽松政策目标更清晰，有明确的量化标准（0%及以上的通胀率），但东京大学伊藤隆敏教授（前安倍内阁财经咨询员）批评称，该目标与其说是主动性的长久性的可作为框架指导的通胀目标，不如说是被动性的临时性的权宜之计般的退出门槛（他用了一个生动比喻，即日本央行就像坐在椅子上等着条件到了再行动，而不是主动出击），因此其对货币政策的指导意义也要打点折扣。此外，政策目标修辞中对“通胀稳定在0%”之何谓“稳定”亦缺乏更明确的界定，因此使得后来明明尚未达到通胀目标时，央行也能找理由退出宽松。

第二，在政策承诺力度方面，前期速水优的讲话仍然遮遮掩掩、闪烁其词，但福井上台后明显更加坚定，因此在福井上台后，日本央行的宽松政策也取得了更好的效果，可见，向市场传达坚定的预期，对货币政策的有效执行而言不可或缺。

第三，在2006年退出宽松过程中，央行与政府依然处于某种对抗性关系中，即便首相本人都对央行冒进的加息之举表示质疑，央行仍然不为所动，执意退出宽松。

第四，虽然央行退出宽松前期日本经济复苏势头良好，但实际上通胀率并未达到其最初设定的政策目标，或许部分是由于对未来美好预期下滋长的过分乐观情绪，央行在一定意义上利用了其政策目标修辞中的漏洞，在政策目标达成前便开始加息，这或许也为后来日本经济再次陷入衰退种下祸根。

结语：第三次退出宽松？

全球金融危机爆发后，日本又一次陷入通缩，宽松政策因而再起。

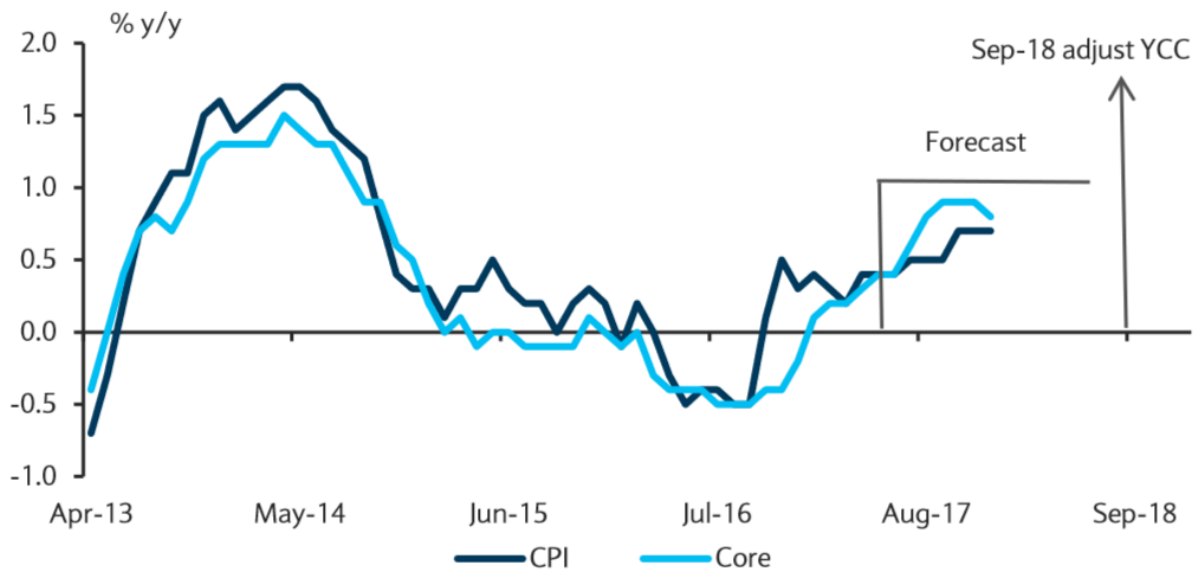
2013年1月，日本央行首次设立清晰的通胀目标（2%），同时声称，将持续扩大货币基数，直到通胀率超过2%，并“以一种稳定的方式维持”。

在其任期即将结束前，日本央行行长白川方明强调将努力尽早达成2%的通胀目标，同时将密切管控在实施非常规货币政策过程中可能累积的金融风险。白川方明的继任者黑田东彦更是推出了进一步的刺激措施，即量化/质化宽松（QQE）与收益率曲线控制（YCC）。

而在央行与政府之间的关系方面，2013年1月“日本政府与央行关于克服通缩并达成可持续性经济增长的联合声明”之发布，亦显然表明此次央行与政府之间的关系不同以往（由对抗转向合作）。

据央行政策委员会预测，2019财政年日本通胀率大约在0.9%-2.0%之间，中位预测为1.8%；而市场预计2019财政年通胀率大约在1%左右。参见下图：

FIGURE 5
Inflation before forecast adjustment of YCC



Source: Haver Analytics, Barclays Research

根据前两次日本央行贸然退出宽松后的历史教训，我们认为，央行的政策目标、承诺力度、与政府间的关系及退出宽松时的经济状况是影响退出宽松之成败的4个关键因素。这一次，日本央行在前3个方面都较前两次有较大改善，因此，退出宽松的时点选择或还是取决于宏观经济（尤其是通胀率）状况。鉴于前两次日本央行在尚未达到稳定的通胀目标前就贸然退出宽松引发的严重后果及当下的经济预测，有理由认为，日本央行应该不会在2020财政年之前退出宽松。

参考文献：

1. David Fernandez et al, History matters for the Bank of Japan, Barclays, 2017.7.21
2. Takatoshi Ito, Japanese monetary policy: 1998-2005 and beyond, BIS paper No.31, 2005.
3. Jane Haltmaier, Effects of the Bank of Japan's Quantitative Easing Policy on Economic Activity, Fed, 2008.12.
4. Ken Kuttner, Monetary Policy during Japan's Great Recession: From Self-Induced Paralysis to Rooseveltian Resolve, Williams College, PIIE and NBER, 2014.5.

危机以来中央银行货币政策演进史：以日本为例（日央行中曾宏）

2008全球金融危机爆发以来，各国央行都在为如何在逼近零利率下限的背景下依然给经济以有效刺激而绞尽脑汁，非常规货币政策也因此层出不穷。而早在1999年，日本央行就已经开始了与零利率下限及通缩的斗争，因此，日本央行在这方面可以说具有着非常丰富的经验。近日，日本央行副行长中曾宏在纽约联储主办的中央银行家研讨会上发表讲演，以日本央行为例，回顾了2008年危机以来货币政策的演进过程。内容十分详实，包括对资产购买、负利率、前瞻指引、收益率曲线控制等耳熟能详的政策之生动解读等，且在字里行间能感受到中曾宏对中央银行家这一份职业的深厚感情，读罢令笔者也不禁感慨万千，深受感动。如果您希望从日本央行10年以来货币政策的演进管窥整个后危机时代央行货币政策框架之发展，欢迎一读，强烈推荐！

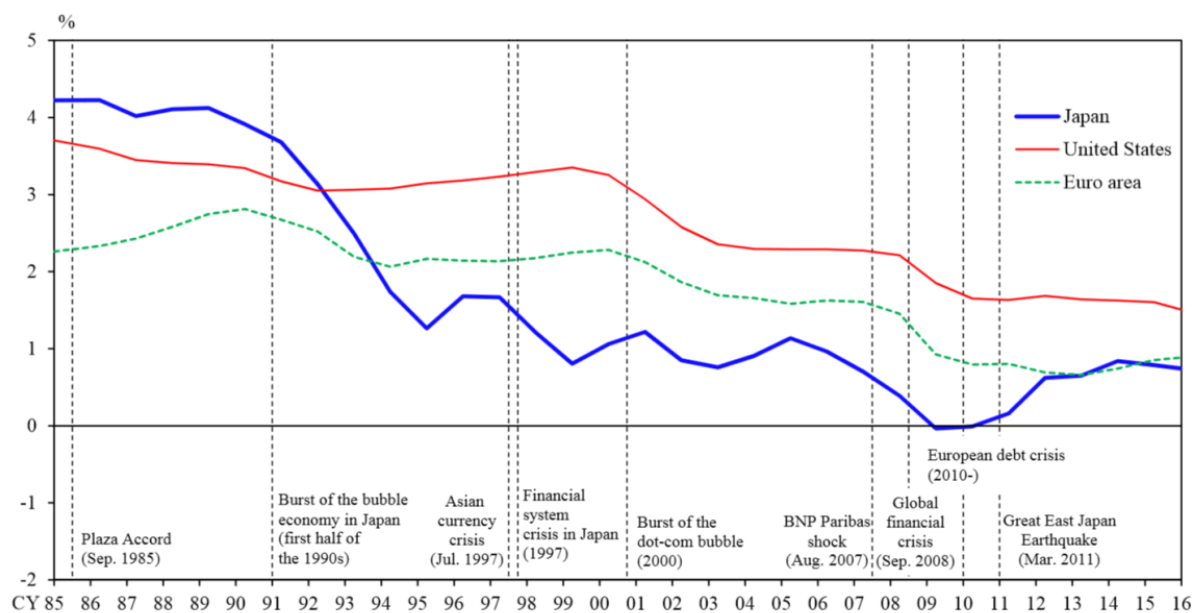
一、全球金融危机前的日本货币政策

全球金融危机开始以来，全球央行面临的挑战可以概括为一句话：“如何克服零利率下限”？虽然在危机前，学界已开始讨论该问题，但在实际中尚未成为一个须充分重视的政策挑战。

但是，日本则是一个例外。

时间回到1990年代，由于泡沫经济破裂及人口老龄化，日本潜在增长率已经开始下跌。1990年代早期，潜在增长率尚在4%左右，而到了1990年代末，则跌到了1%左右，参见下图1：

Potential Growth Rate

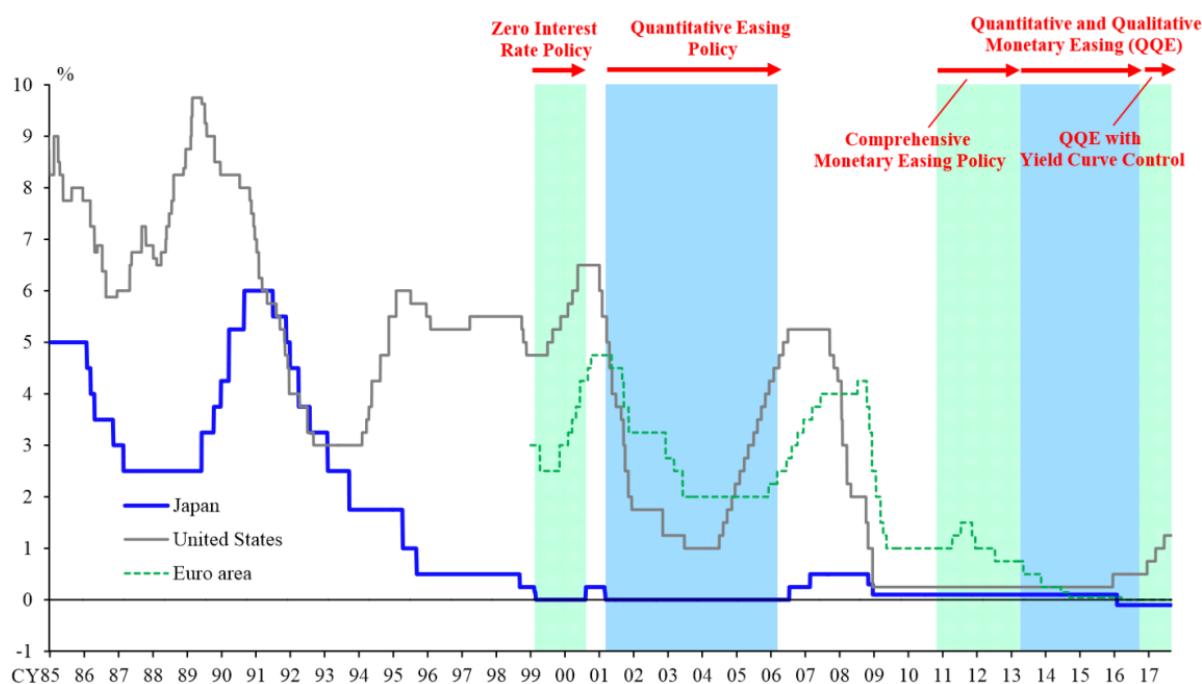


Note: The figure for Japan is based on BOJ staff estimations (fiscal year based). Figures for the United States and the euro area are based on the OECD estimations.
Sources: Bank of Japan; OECD.

1

与之相伴，自然利率也在下降。而宽松的货币政策运作机理便在于令实际利率低于自然利率，从而刺激经济活动，因此，在自然利率下降的背景下，日本央行也不得不跟着下调政策利率，并最终在1999年引入了零利率政策，参见下图2：

Policy Interest Rates



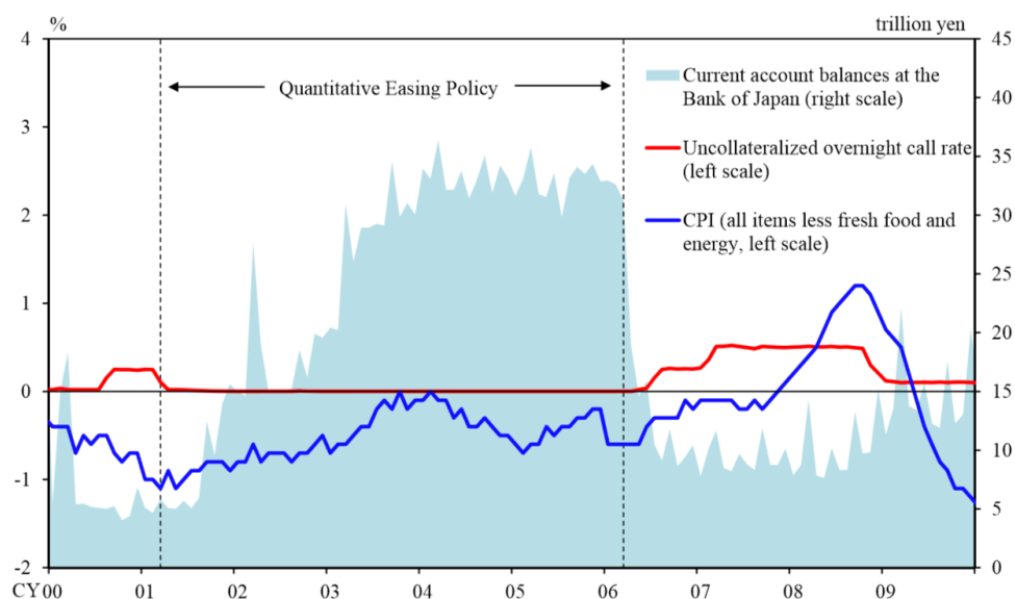
Note: For Japan, for the period when no target interest rate was adopted, figures for the policy rate are the interest rate applied on excess reserves.
Sources: Bank of Japan; Federal Reserve; European Central Bank; Haver; Bloomberg.

2

具体地，1999年2月，日本央行决定将无抵押银行间隔夜拆借利率（call rate）“尽可能下调”（as low as possible）——实际上已达0%，来为市场提供超过必须水平的资金以帮助金融机构满足其准备金要求。此外，日本央行清晰地宣称，它将持续推进零利率政策“直到对通缩的担忧消弭”。尽管在当时，这种政策的影响被称为“政策的持续效应”（policy duration effect），但实际上这与此后的前瞻指引（forward guidance）政策在逻辑上如出一辙——即通过指引未来政策轨迹来加强货币宽松的效果。

此后，鉴于日本经济出现明显复苏迹象，日本央行于2000年取消零利率政策。但是，到年底，日本经济状况再次恶化，这主要由美国科技股泡沫破裂之溢出影响所致。对此，日本央行于2001年3月引入量化宽松政策，将日本央行活期账户上的未偿余额作为操作目标，见下图3：

Quantitative Easing Policy (2001-2006)



Notes: 1. Figures for the uncollateralized overnight call rate are monthly averages.
2. The CPI figures are adjusted for changes in the consumption tax rate.
Sources: Bank of Japan; Ministry of Internal Affairs and Communications; Bloomberg.

3

这项政策是独一无二的，因为它将注意力集中在中央银行资产负债表的活期账户（current accounts）上，这为之后很多效法日本的经济体采取大规模资产购买计划（QQE）铺平了道路，即，将货币数量而非利率作为操作目标。另外，在量化宽松政策下，日本银行承诺持续推行该政策“直至消费者物价指数（CPI）以稳定的方式维持在0%或0%以上”。相较日本央行之前的承诺，这次的承诺因为将条件与可观察的CPI相连，因此获得了更强大的货币宽松效果。

回想起来，如果说当时的政策也可用于当前的环境，我想各位对此应该不会有什么异议。但是在当时，我们很难完全理解这些政策的目标和效果。在当时，舆论认为这种政策只适用于日本，而并不适用于其他国家。不过历史表明，当时我们的大胆探索，确实无论是在理论上还是在实践上都为后来全球央行的货币政策提供了许多宝贵的经验。

二、全球金融危机后货币政策的演进

现在让我们再把时钟拨回2008年。

由于雷曼兄弟崩溃引发了严重的经济衰退，主要经济体的中央银行陆续开始实行非常规货币政策。首先，日本央行的零利率政策和量化宽松政策等引起了人们的关注，但是，随着经济状况持续恶化，各国央行开始探索自己的政策道路，并互相交流学习，因而也加快了货币政策的演进，这大概可分为以下4种：

首先是将操作目标转为长期利率。随着短期利率到达零利率下限，这一措施旨在通过压低长期利率来进一步降低实际利率。由于长期利率基本上是未来预期之短期利率加上期限溢价的平均值，所以有两种降低长期利率的方法。一个是央行增加贴现窗口长期贷款或购买长期国债，另一个是承诺当前短期利率水平将在未来持续很久，甚至以更低水平持续存在（是为前瞻指引）。在应对全球金融危机时，美联储和欧洲中央银行（ECB）便采取了多种方式压低长期利率，其中就包括资产购买与前瞻指引。

其次，在无风险资产（包括国债）的利率缩减已然非常有限时通过购买风险资产来影响风险溢价。这一措施，在日本被称为质化宽松（qualitative easing），在美国则被称为信用宽松（credit easing），旨在通过加速诸如企业债券、商业票据与权益等资产风险溢价的下降来进一步减少企业与家庭的融资成本，它同样也是试图打破零利率下限的一次尝试。

接着，便是通过引入名义负利率政策来打破零利率下限。金融危机爆发后，斯堪的纳维亚半岛的一家央行首次启用了将私人金融机构置于央行中的账户实行负利率政策的方法，包括日本央行在内的一些央行随后根据自身情况对该政策作出了适当调整后也陆续启用了负利率政策。不过，由于流通纸币的存在，利率不能武断低至任意负水平。此外，我们还需要考虑到各种成本和风险，包括对金融机构利润的影响。不过我认为，长期以来名义利率不能为负的观念因此被颠覆是显而易见的，而且负利率的观念也切实演变为了一个实际上的政策选择。

最后是通过影响人们的通胀预期来降低实际利率——而不是通过削减名义利率，在日本尤其如此。常年通缩使公众对通缩的预期几乎根深蒂固，因此重建公众在中长期对通胀的预期显得尤为重要。这需要央行为达成其通胀目标作出强有力的承诺，并清晰且持续地与公众对此展开沟通，且采取实际行动以实现这些承诺。

现在让我转向对后危机时代日本央行货币政策之论述，请先参看下图4：

Transition of BOJ's Monetary Policy

	Operating target	Target of short-term interest rates	(1) Affecting longer-term interest rates	(2) Affecting risk premiums	(3) Applying a negative interest rate to the current accounts	(4) Affecting inflation expectations
Feb. 1999	Zero Interest Rate Policy	Uncollateralized O/N call rate	"As low as possible" (virtually 0%)	Policy duration effect (forward guidance)		
Aug. 2000						
Mar. 2001	Quantitative Easing Policy	Current account balances at the BOJ	Around 0%	Policy duration effect (forward guidance)		
Mar. 2006						
Oct. 2010	Comprehensive Monetary Easing Policy	Uncollateralized O/N call rate	0 to 0.1% (virtually 0%)	JGB purchases / Fixed-rate funds-supplying operation Policy duration effect (forward guidance)	Purchases of risk assets (CP, corporate bonds, ETFs, J-REITs)	"Price stability target of 2%" (since Jan. 2013)
Apr. 2013						
Apr. 2013	Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE)	Monetary base	Around 0% ↓ Negative territory (since Jan. 2016)	Large-scale JGB purchases	Purchases of risk assets	Negative interest rate (since Jan. 2016) Strong and clear commitment
Sep. 2016	QQE with Yield Curve Control	Short- and long-term interest rates • Short-term policy interest rate • 10-yr JGB yields	Negative territory	Yield curve control (operating target: 10-yr JGB yields)	Purchases of risk assets	Negative interest rate Inflation-overshooting commitment

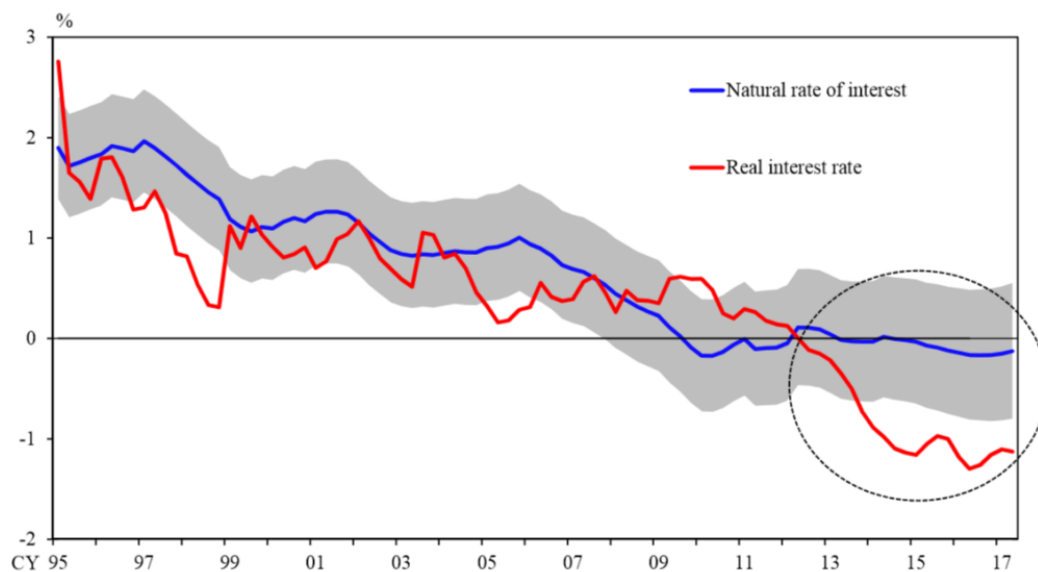
4

针对2008年雷曼兄弟的崩盘，日本央行与其他央行同步下调短期政策利率。由于经济复苏疲软，日本央行于2010年10月决定引入全面的宽松政策。具体来说，将目标短期利率水平降低到0%至0.1%，承诺维持事实上的零利率“直至价格稳定可以预见”。此外，日本央行还设立了资产购买计划，一方面通过该计划对银行提供长期固定利率贷款，另一方面则购买多种金融资产，包括日本国债、企业债、ETFs等。如前所述，日本央行通过购买国债等资产与前瞻指引来压低长期利率，在先前的4种非常规措施中，日本央行采取了前两种。

虽然日本银行持续通过扩大资产购买计划、加强前瞻指引等措施提供宽松的财政状况，但这并没有带来经济活动与物价状况的改善。因此，日本央行于2013年4月新推出了一个极端强大的政策方案——即，QQE（量化与质化宽松）。在此框架下，日本央行将主要操作目标从利率转向货币基础，并同时采用了前述4种非常规方法。首先，它通过远远超过综合宽松政策下的数额购买更大规模的资产，以使长期利率比以前更大程度地下降；其次，它进一步扩大了对ETFs等风险资产的购买，从而大幅压低风险溢价；接着，按照欧洲的央行们的标准，日本央行移出了零利率下限，将其活期账户余额中的一部分之利率下调为-0.1%；最后，日本央行希望通过坚定而明确承诺实现2%的价格稳定目标，以大幅提高通胀预期。这一承诺也由其操作目标的变化及更大规模资产购买项目之宣布相伴。

QQE产生了显著的效果。通过大规模购买10年期国债，伴随着通胀预期的上涨，日本央行成功地将实际利率降低至低于自然利率的水平，这还是日本央行20多年与零利率下限的斗争中的第一次，见下图5：

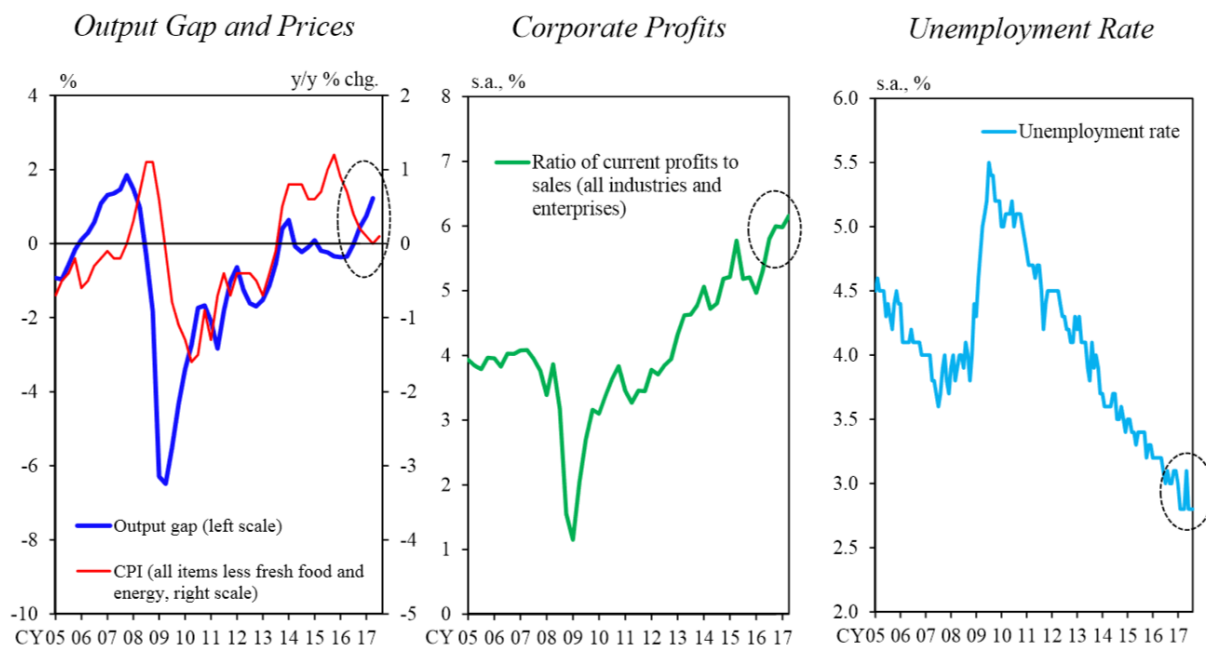
Japan's Natural Rate of Interest and Real Interest Rate



Note: Based on BOJ staff estimations using 10-year JGB yields, etc. For details of the estimation procedures of the natural rate of interest, see Imakubo *et al.* (2015), "The Natural Yield Curve: Its Concept and Measurement," Bank of Japan Working Paper Series, 15-E-5. The shaded area indicates the 95 percent confidence interval for the natural rate of interest.
Sources: Consensus Economics Inc., "Consensus Forecasts"; Bloomberg; Bank of Japan, etc.

作为结果，日本经济在过去4年半来经历了大幅改善，见下图6：

Japan's Economy



Notes: 1. The output gap is based on BOJ staff estimations.
2. The CPI figures are adjusted for changes in the consumption tax rate. The figure for 2017/Q3 is the July-August average.
3. Figures for corporate profits are based on the *Financial Statements Statistics of Corporations by Industry, Quarterly*. Excluding "finance and insurance."
Sources: Bank of Japan; Ministry of Internal Affairs and Communications; Ministry of Finance.

随着产出缺口稳定改善，企业利润也处于历史最好水平，劳动力市场也接近全面就业，工资也在稳定增长（即便速度不太快）。而在价格方面，环比核心CPI已经升至正值接近4年，这可是1990年代以来日本经济第一次出现如此积极的发展迹象。我们判定，日本经济应该已经不再处于通缩之中——即价格的持续性下跌。

三、货币政策的进一步演进：QQE与收益率曲线控制

如前所述，QQE已经使日本经济有了稳步的提高，但是2%的价格稳定目标还没有达到，其主要原因是在引入QQE之后，通胀预期依然疲软。与美国和欧洲相比，日本的通胀预期之形成很大程度上是适应性的，即日本公众往往是根据当期观察到的通胀发展状况来形成对未来的通胀预期。在此背景下，2014年夏季以来原油价格的大幅下跌、2015年至2016年新兴经济体增速放缓，伴随全球金融市场动荡，使当期可观察到的通胀率下降，因此也就拖累了日本国民的通胀预期。虽然日本央行竭尽全力地希望剔除日本公众心中根深蒂固的通缩预期并再造2%的通胀预期，但却遇到了很多困难。

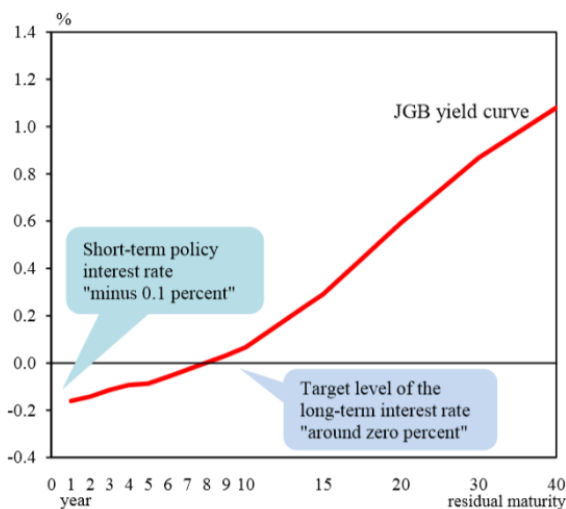
鉴于QQE前所未有的强大效能，我们必须对其可能的副作用给予足够的重视。如果在强劲的货币宽松政策下，过度下跌的长期利率和平坦化的收益率曲线持续时间太长，那么就会由于对金融中介机构利润之挤压而对金融体系带来某些不稳定风险。如果这些风险成为现实，那么货币宽松的传导机制将受到伤害，实现价格稳定与可持续经济增长的目标将会变得更加困难（以一种自我实现的方式）。所以，以最合意的利率水平以将此类副作用压至最小，乃是日本央行必须关注的事情。

考虑到这些问题，去年9月，日本央行推出了“伴随着收益率曲线控制的QQE”，这个新的政策框架可谓是QQE政策的进一步发展，其主要包括两个部分，见下图7：

QQE with Yield Curve Control

Yield Curve Control

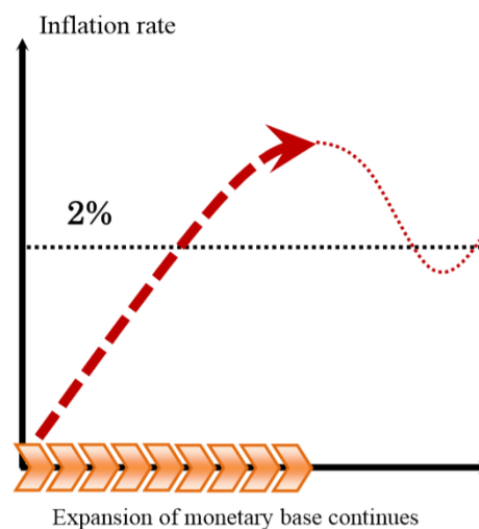
BOJ facilitates the formation of a yield curve that is considered most appropriate for maintaining the momentum toward achieving the price stability target of 2 percent, taking account of developments in economic activity and prices as well as financial conditions.



Source: Bloomberg.

Inflation-overshooting Commitment

BOJ will continue expanding the monetary base until the year-on-year rate of increase in the observed CPI exceeds 2 percent and stays above that level in a stable manner.



7

第一个是收益率曲线控制，其目的是实现被认为最适合达成并维持2%的价格稳定目标的利率水平之组合，而与此同时也考虑对金融中介机构之运作的影响。在这个框架下，日本这一年的收益率曲线将以与市场运作一致的方式保持平坦，即短期利率为-0.1%，10年期国债利率为0%左右。第二个则是通胀超调承诺（inflation-overshooting commitment），其目的在于确保通胀预期被锚定在2%。对于日本央行而言，这是一个更强有力的承诺，因为这相当于承诺扩大基础货币直到可观察之CPI超过2%并以一个稳定的方式维持下去。此处的关键点在于，政策指示器为“可观察到的CPI”，而非仅仅是CPI的前景（outlook）。我们认为，由于日本公众的通胀预期很大程度上是适应性形成的，即人们只有亲自体验到了物价上涨，才会对开始对通胀有所预期，这也正是引入“通胀超调承诺”原因所在。

收益率曲线控制的创新之处在于，它通过将10年期日本国债收益率设定为操作目标，从而得以更直接地影响长期利率，这进一步强化了前述四种非常规措施中第一种的功效，而通胀超调承诺则可以视为对第四种做法的进一步强化，因为其旨在更有力地影响公众的通胀预期。通过这两个前所未有的货币政策创新，日本央行再次走在了全球货币政策实验的前列。事实上，过去一年我收到了许多关于收益率曲线控制操作相关的问题，今天我借此机会对其中的一些关键部分正好作出回答：

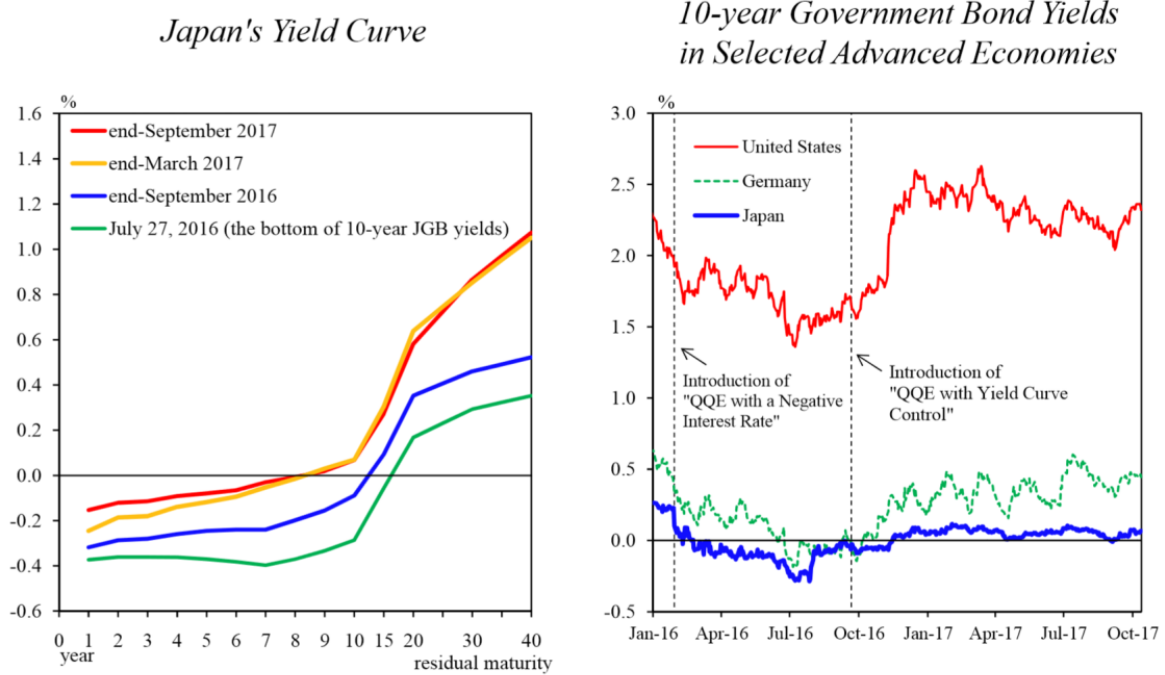
第一个问题是日本央行目前的操作目标究竟是货币数量还是利率。如前所述，日本央行目前的货币政策目的在于促成被认为最适合实现并维持2%的价格稳定目标势头的收益率曲线，所以在

这个意义上，答案是“利率”。收益率曲线最合适的形状并不能通过以固定的日本国债购买量为操作目标来达成，这是因为即使购买相同的金额，利率下降的程度也仍然受经济环境、通胀率以及日本国债市场状况的影响。相比之下，收益率曲线控制使日本央行能够以灵活有效的方式购买恰当数量的日本国债，从而更好地完成政策操作目标，在此背景下，日本国债的购买量乃是内生（endogenously）决定的。另外，即使在今后某个时刻，可供日本央行购买的日本国债变得稀缺，单位购买的日本国债对长期利率的影响也将更大（在其他条件相同的情况下）。这意味着，在收益率曲线控制框架下，日本央行可以通过购买相对而言更少量的日本国债来达到相同的利率水平。收益率曲线控制的设计具有高度灵活性与可持续性特点，这使其可以根据经济与通胀状况的改变随时加以调整，以实现央行既定的货币政策目标。

由于操作目标是利率，所以第二个问题就是控制长期利率在操作层面是否具有可行性？从过去一年的经验可以看出，答案是“可以”，参见下图8：

Chart 8

Interest Rates



Source: Bloomberg.

8

虽然中央银行具有控制短期利率的支配性力量（亦即基础货币的价格），但长期利率却是由市场参与者对短期利率未来发展前景之预期以及各种风险溢价综合决定的。因此，传统观点认为中央银行可以控制短期利率但不可以控制长期利率。但是如前所述，许多中央银行一直在努力对长期利率施加影响以克服零利率底限，收益率曲线控制将成为不同期限利率之调整组合与展现该类操作复杂性的典范。诚然，控制利率是一个挑战，但由于日本央行在市场上的主导性地位，且在过去几年中已经积累了许多大规模资产购买计划的经验，所以它得以在收益率曲线上的不同期限范围内实行资产购买，并伴以强大的辅助工具——固定利率全额分配（fixed-rate ful

l-allotment operations) ——从而在既定利率水平下无限量购买日本国债。因此，我认为做到收益率曲线控制是完全可能的，虽然对其控制的精确程度或许不及短期利率，也就是说，为了顺利形成构想中的收益率曲线，我想强调与市场参与者密切沟通的重要性，而对我们的操作部门与操作技巧，我有着充分的信心。

假设控制长期利率方面不存在太大障碍，那么随之而来的便是第三个问题，什么才是收益率曲线的理想形状？在常规货币政策下，多种基准可以确定短期利率的理想水平，比如泰勒规则。然而，日本央行需要建立一个可以适用于整个收益率曲线的新基准，而不是仅适用于单一的短期利率。对此，日本央行已经做了许多相关的理论与实证研究，包括将自然利率的概念加以扩展，得到自然收益率曲线之概念，并以此概念与过去的宽松时刻相比较。尽管这方面还有许多问题尚待解决，但日本央行会不断将新研究的成果投入使用，并在同时考虑经济活动、价格水平与金融环境的变化。

四、货币政策的扩展

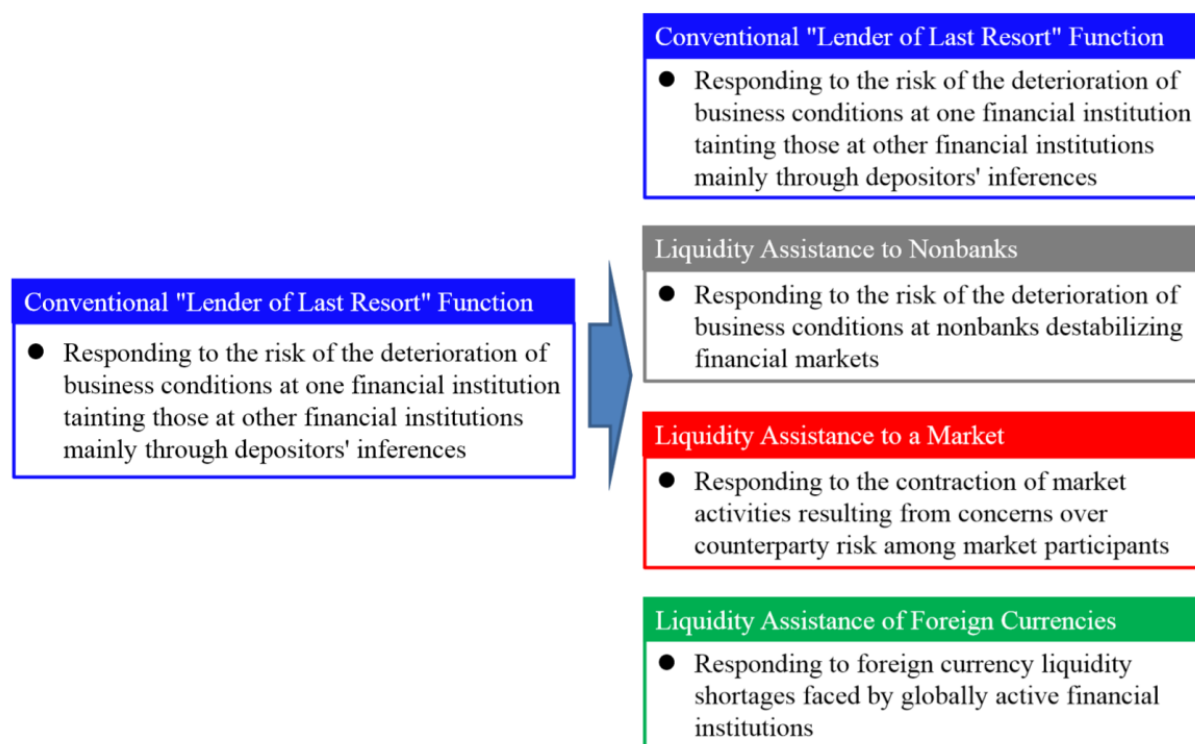
货币政策与金融稳定政策

我已经论述了中央银行们关于如何克服零利率下限的努力以及取得的进展，在此，我想多作几点补充，以表明货币政策未必一定局限于我之前论述的几种方向。

在全球金融危机期间，中央银行面临着维持金融稳定的新挑战。首先，人们认识到，雷曼兄弟（Lehman Brothers）的崩溃清楚地表明，除了银行外，非银金融机构也可以成为系统性破坏的根源。第二，一旦市场参与者开始极度担心交易对手方的可信度，那么整个市场就可能陷入流动性危机，2008年雷曼兄弟崩溃后的情景便是一例。当时，流动性困境从银行间市场扩散到企业的主要融资市场，包括商业票据与企业债等都受到冲击，企业融资若陷入停滞，整个经济便将遭遇寒冬。第三，中央银行不得不确保外国金融机构在自己的司法管辖区不仅可以接触到本币流动性，也可以接触到外币流动性，尤其是美元，这反映出越来越多的金融机构正在参与到多币种的金融活动中。

为了有效应对金融稳定的这些新挑战，许多中央银行按照白芝浩法则，及时发挥最后贷款人职能，扩大了流动性援助的规模，参见下图9：

Evolution of the "Lender of Last Resort"



9

具体来说，他们为非银行部门提供流动性援助，以处理非银行部门业务状况恶化而破坏金融市场稳定的风险。作为许多市场参与者的交易对手，他们通过资金供给（funds-supplying）业务复苏运行失调的市场，并迅速向金融机构提供除了国内货币外的大量外币流动资金。

如果把中央银行的职能政策分为货币政策和金融稳定政策两个方面，那么在金融危机爆发后，央行的货币政策便偏向于强调解决系统性风险。另一方面，由于金融市场是货币政策的主要传播渠道之一，因此修复市场功能的受损也可以视为货币政策的一部分。然而，这种分类并不重要，重要的是中央银行要按照其职能要求到底做了什么。中央银行的政策，无论是以货币政策形式还是以促进金融稳定形式，都通过提供流动性来实现，因为只有央行能提供无限的流动性。这也是为什么央行致力于不断推动其政策的演进以更好地完成其职能目标的原因。

央行间的全球合作

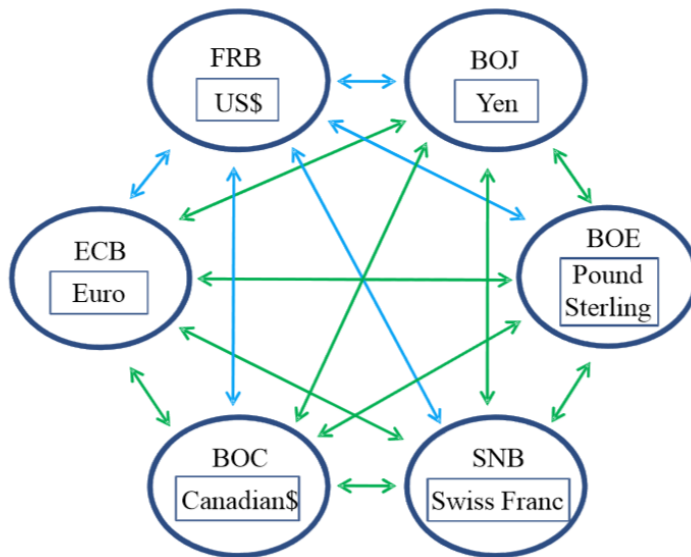
近年来，全球合作与协调的重大进步，对中央银行们而言是一个很大的变化。正如我刚才所说，在全球金融危机期间，人们认识到，由于全球金融机构日益盘根错节，如果金融机构面临外币流动性稀缺，单靠一国央行往往难以预防流动性危机。

与此同时，美联储与欧洲央行和瑞士央行于2007年底进行了货币互换安排，以此制定了一个可以迅速提供美元流动性的计划。雷曼兄弟崩溃后，英国央行和日本央行也与美联储进行货币互换安排，此举大大促进了全球金融市场的稳定，成为遏制美元流动性危机的有力支撑。2011

年，欧洲债务问题紧张时，六大央行建立了双边流动性互换安排网络，以便以任何一种货币在每个管辖区域提供流动资金。2013年，这些安排转为常设协议，延续至今，见下图10：

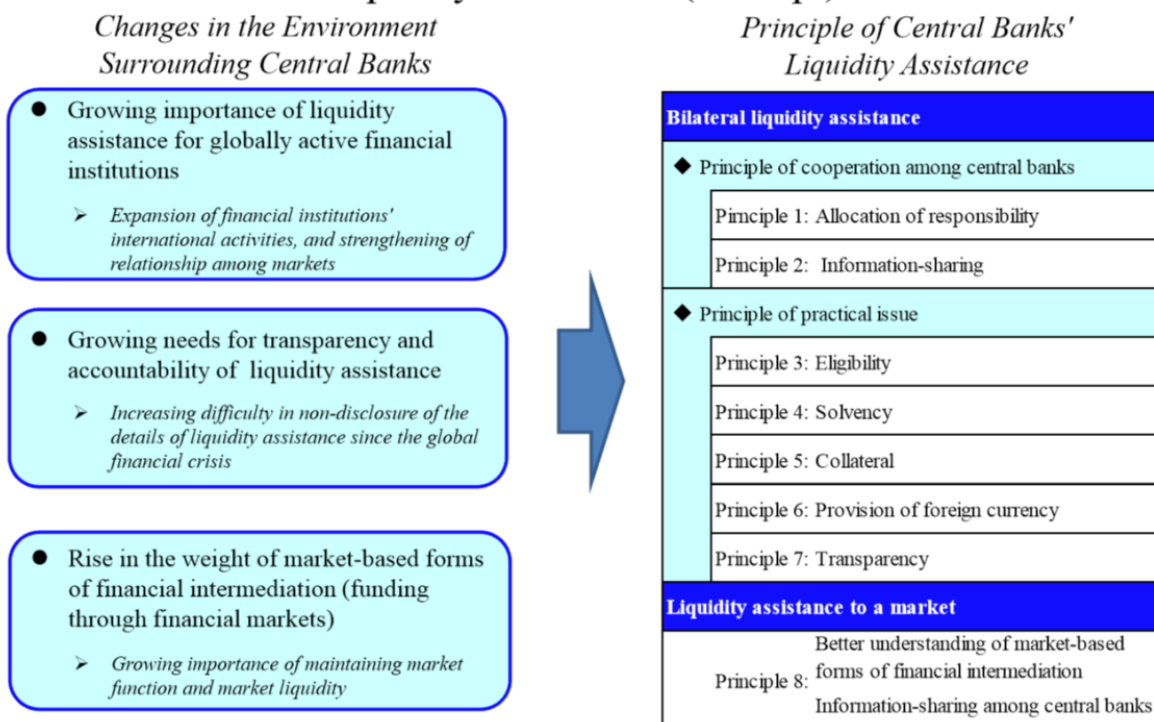
Chart 10

Network of Central Banks' Swap Lines



虽然中央银行的集体努力在解决全球性金融危机方面取得了实质性进展，但仍有一些问题尚待解决。这些包括在国际上较为活跃的银行及非银机构面对融资难问题时，相关央行的责任分配、抵押物处理与信息共享等。多年来，我已经与纽约联邦储备银行总裁杜德利（Dudley）进行了讨论，他也担任国际清算银行（BIS）全球金融系统委员会（CGFS）的主席。在他的领导下，CGFS工作组汇编了一份题为“设计中央银行流动资金援助框架（解决新挑战）”的报告，见下图11：

"Designing frameworks for central bank liquidity assistance" (Excerpt)



Source: BIS, CGFS Papers No.58 "Designing frameworks for central bank liquidity assistance: addressing new challenges."

11

本报告详细分析了许多中央银行在全球金融危机期间面临的问题，并强调了今后需要解决的8个挑战，并假设下一次金融危机可能会产生的全球性影响，我衷心希望，下一代中央银行家能够提前解决这些挑战。

结束语

最后，我想以强调作为一名专业从业者的重要性来结束今天的讲演。

近十年来，中央银行面临各种各样的困难，货币政策框架也发生了巨大变化。每当中央银行面临严峻挑战时，其往往决定采取前所未有的政策措施——如大规模资产购买和负利率。这些大胆决定往往是通过政策运作可行性、央行间以及央行与市场参与者者的关系之综合评估决定的。不用说，我们作为中央银行家，应该研究最新的理论，努力提高分析能力。但是，虽然这是必要的，但是对迅速处理实际问题却是不够的。决策者不能以缺乏足够的理论背景为由逃避他们必须面对的挑战，中央银行家必须在中央银行职权框架下坚定地实行目的导向的方针，对出现的问题作出必要和及时的决定，充分了解政策效果和可能的代价，并为之负责。为了确保作出正确的决策，我们必须不断提高我们的专业技能，并仔细聆听市场参与者的意见。

今天，我把重点放在非常规货币政策上，但常规与否，也只是相对而言。毕竟，现代货币政策还没有让我们积累足够的经验，使我们能够定义传统的货币政策。对过去10年货币政策演变的评估，以及下一步该向何处去，就交给在座各位年轻的中央银行家了！

中央银行家共同体是一个非常特殊的共同体，我们有着共同的价值与文化。这就是为什么说“一次是中央银行家，永远是中央银行家”。回望过去40年我在日本央行工作的经历，没有一刻我感到后悔。我可以向你们保证，与其他国家的中央银行家的合作和个人关系对于大家来说都是不可替代的和非常宝贵的财富。我希望你能充分利用这个机会，就像今天的研讨会一样，亲自与其他国家的中央银行家交流见面，在中央银行家共同体内建立广泛联系。最后，我想再次热烈欢迎你们，并表示希望你们在以后的中央银行家之旅中继续充满趣味与兴奋！

谢谢！

参考资料：

Hiroshi Nakaso , Evolving Monetary Policy: The Bank of Japan's Experience , 2017.10.18.

伯南克对日本的忠告：央行难以独自击溃通缩！

本文译自伯南克发表在布鲁金斯研究所的于日本央行的讲稿。

感谢邀请我在此次会议上做分享，我将谈一谈货币政策领域的经验教训以及面临的挑战。经过一段时间的货币政策创新以及实验，日本央行一直走在前沿，因此有必要退一步来评估我们所学到的知识以及我们还需要了解的内容。

（这里提到的）一些审查和评估同样也适合我个人。在座的同僚早已熟知，我一直在思考也撰写了很多有关日本货币政策的内容，作为一个学术研究者 and 政策制定者，从日本央行的案例研究开始，米什金和我在1992年的论文中做了有关货币政策框架以及通货膨胀目标的相关研究。我的许多有关日本的写作的独特初衷，至少在最初时，是为了挑战日本央行所面临的应对通货紧缩和有效的短期利率（effective lower bound）下限问题。作为一名学者，我发现这些挑战在智识上令人着迷。当然，在2002年加入联邦储备委员会后，我们发现自己在美国面临类似的问题（2003年通缩恐慌，在2008年底触及利率的有效下限），这使得这个问题变得不那么抽象。

我回顾了我有关日本的文章和演讲，为这次演讲做准备。当前我已不在其位（联储主席），因此我的演讲可能会倾向于显得“置之度外”，因此我想回顾一下同时期的专业共识，包括像保罗·克鲁格曼（1998），迈克尔·伍德福特和Gauti Eggertsson（2003），拉尔斯·斯文斯森的想法（2003年），以及我自己的看法。

回想起来，在全球金融危机前十年里，我写得有关日本的大部分内容都还算不错（这里应该是指料到了未来的发展，笔者注）。例如，我2002年关于通货紧缩的演讲以及2004年与文森特·莱因哈特以及莱因哈特和布莱恩·萨克的后续论文，都推翻了当时在一些圈子当中颇具影响力的观点，即当短期利率接近零时，中央银行的“弹药耗尽”，我反而指出，中央银行在短期利率达

零之后，有一些进一步宽松政策的选择，我和我的合作者讨论和评估了美国和日本的“再通货膨胀措施”中使用的许多政策工具，包括利率前瞻指引（无条件的和有条件的），大规模的资产购买，中央银行持有的资产组合变化，基于低成本的中央银行贷款的信贷计划，以及在日本被称为收益率曲线控制的政策。（我没有预料到会出现负利率）

另外，我认为中央银行的资产购买计划应该集中在较长期的资产上，而不是集中在短期国债上，就像日本在早些时候进行量化宽松政策时的惯例那样。我与Reifschneider和威廉姆斯（2000年）一同提出，在通货紧缩的风险来临时，不要试图节约政策弹药，而应该“果断，先发制人”（伯南克，2002）。我强调有必要制定一个足够高的通货膨胀目标，以缓解通货紧缩的情况，我指出，在摆脱利率有效下限限制的时期之后，可能需要暂时超调通胀目标以弥补之前的通货膨胀不足。我经常认为有必要强化补充货币政策与财政政策和结构性措施的协同，并指出通过最后贷款人行动、金融监管改革以及银行再资本化以确保金融稳定的重要性。

但是，我也不是全对的。特别是在早期的著作中，我有些太乐观了，对于中央银行可以解决通货紧缩这一点我太过于自信，而对另一种观点却没有足够的耐心。例如，当我仍处学术界时，在2000年的文章中，我批评了日本央行的“自我诱发的瘫痪”，并表示日本央行下不了类似“罗斯福的决心”。我声称更积极的政策肯定会有更好结果，如富兰克林·罗斯福的非正统策略在1933年时所发挥的效用那样，也就是像日本在同一时期财政大臣高桥是清的政策那样。但是，当我自己担任美联储主席的角色时，面对这个办公室的沉重的责任和不确定性，我对自己以前的一些论断感到遗憾。中央银行在有效利率下限方面确实有可行的选择，但是在美国和日本，这个问题在我看来处理起来都存在一些麻烦。特别是在我早期的一些文章中，我并不总能很明确地区分货币政策可以独立地实现多少（目标），而又在财政政策上需要多大程度的协调。在2011年的新闻发布会上，为了回应日本记者关于我以前看法的一个问题，我回答说：“现在我比十年前对中央银行家有了更多的同情”——终结通货紧缩，逃离有效利率下限被证明比我曾经预期的更困难，这也将是今天我的主旨之一。

在余下的内容中，我想聊三件事。首先，我想重申日本央行继续追求通货膨胀目标（2%）的重要性，尽管日本经济在一些重要经济指标上表现良好。第二，我将对自2013年以来的日本货币政策做一些评论，这毕竟是安倍经济学的第一支箭头。虽然政策取得了很大的进展，但即使是如此积极的宽松政策还没有帮助日本央行达到通胀目标。我还会探讨是什么经济问题使得达到这一通胀目标如此难以企及。

展望未来，可能当下已经采取的行动以及来自全球经济体的一些举措将足以让日本央行在未来几年内实现其（通胀）目标。然而，这可不能保证，如果运气不好，到目前为止的改善可能会被扭转。我的发言的最后一部分将是如何应对这一意外，以及日央行的政策选择。

日央行应当继续追求达到其通胀目标

正如我所指出的，尽管取得了进展，日本央行距离实现其通货膨胀目标（2%）仍然有一段距离，核心通货膨胀（即排除能源价格和食品价格的通胀）最近徘徊在0附近。日央行应该宣布胜利并且放弃了吗？有些人可能认为不再需要非凡的政策努力。虽然日本的经济增长速度很慢，但这在很大程度上反映了长期的力量，特别是劳动力萎缩，生产率增长缓慢，这些因素不涉及货币政策。事实上，人们经常会提到，按人均的国内增长来看，近年来日本并没有比美国差多少。日本的劳动力市场似乎很紧凑，近期失业率创新低，73.3%的就业人口比例高于美国（68.7%）。这样的表现可是在一系列意外的不利因素中实现的，包括2008年的全球金融危机，2011年的地震和海啸（包括核电危机），中国过渡到更倾向于以服务为导向的增长模式的涟漪效应也影响到了日本。2014年消费税增长则是增长的另一个阻力。

那么为什么要继续追求通胀目标呢？一个论点是，通货膨胀率上升，名义利率上升和名义GDP增长率的上升将有助于减少日本沉重的财政负担。作为一种背景资料，我计算了未来日本国债（JGBs）未来本金支付现值的变化，这些变化将与假设的一次通货膨胀增加相关联，名义利率假设在从零到百分之二之间，2018年为起始点（我忽略短期国债，其他的政府义务，以及未来的日债付息。我不认为列入这些项目会对结果产生大的变动）我假设未来发行的JGB付息反映了较高的利率环境，因此通货膨胀率上升的唯一财政收益是降低目前在外JGBs的实际价值。按此计算，通货膨胀以及利率升到2%将降低债务/GDP约21个百分点，效益显著，但目前这个比值超过200%，所以这种效益看上去也不算什么。

但对我而言，实现通胀目标的更重要的好处是，通过恢复货币政策应对经济衰退的冲击的能力，将会促进未来的经济稳定。在过去二十年中，这种能力受到短期利率接近其有效下限的限制。为了粗略地了解这个约束的重要性，我估算了日本的标准泰勒规则利率（Taylor, 1993）。数据是月度的。我使用了两个替代样本期，在此期间（1980年-1995年和1985年-1995年），这两个时期与有效利率下限无关。我没有对通胀目标，自然失业率，中性利率随时间的变化作调整：尽管做了这些简化，但估计系数是合理的，类似于泰勒规则在美国的应用。

根据估算的泰勒规则利率，我预测了从1995年10月起，如果（假设）日本央行能够对经济状况作出反应而不受限于“有效下限（图1），政策利率将如何产生变化。有趣的是，这个简单方程式所算出的政策利率在今天应该是正值的，在1%到2%之间，在很大程度上反映了失业率较低。从表面上看，这一结果意味着日本的货币政策目前不受限于有效利率下限。然而，鉴于通胀仍远低于目标，我并不认为这是合理的。这是因为我的估算忽略了两个事实——均衡的实际利率一直处于下降趋势；日本在2013年采纳了更高的通胀目标，如果适当地将这些因素纳入考虑，则会降低泰勒规则预测的利率水平。因此，图1中1995年以后的利率预测可能会有显着的向上偏差。

尽管存在这种偏差，但预测显示，若没有有效的利率下限，政策利率可能会下降至最低-4%，不仅在全球经济衰退期间，而且在长期的日本衰退期间都是如此（2000年9月至2003年4月）。正如凯利和罗伯茨（2017年）最近的成果中提到的，频频触及有效利率下限可能会显着降低经

济表现。这不仅是因为下限对货币政策的约束，也是因为实际利率的隐含下限阻碍了资本投资，并在经济周期的最弱阶段对借款人的资产负债表施加了压力。的确，自1995年以来，日本的实际利率已经不怎么变化，表明它们没有发挥正常的稳定作用。以可持续的方式实现通胀目标，这意味着从目前水平提高名义利率2个百分点左右，也不会解决这些问题，反而有可能进一步削弱它。简言之，如果日本央行希望恢复对未来经济冲击的反应能力，那么在追求通胀目标的同时，还要保持对通胀目标激进主动的态度。

安倍经济学货币政策

我现在转谈一些有关最近货币政策的问题。当然，目前的经济政策制度与安倍晋三有关，安倍晋三在2012年12月成为总理。总理重振增长、终止通货紧缩的计划，被称为著名的囊括货币政策，财政政策和结构性改革政策三大箭头的安倍经济学。在安倍晋三的支持下，日本央行宣布于2013年1月22日采用2%的新通胀目标，以及新的央行行长——黑田东彦。黑田上任以后，日央行采取了所谓定性及定量宽松政策（QQE），包括购买交易所交易基金和其他私人资产以及日本政府债券。由于QQE，截至2016年底，日本央行的资产负债表规模相当于日本国内生产总值的88%左右。相比之下，美联储和欧洲央行的数据则约为24%和34%。日央行还实施了适度的负利率，但并没有在该方向走得更远（不像欧洲央行所作的那样），因为负利率可能对银行利润产生不利影响。

最近，日本央行修改了其政策框架，开始将目标定为10年期JGB的收益率，最初定为零，并承诺通胀目标超调（黑田，2016年）。正如我在最近的博客文章（伯南克，2016b）中所讨论的，我认为这两个政策都是建设性的步骤。特别是承诺超额通货膨胀目标与理论分析一致，理论分析得出结论，当短期利率处于有效下限时，中央银行应通过承诺保持利率低于通货膨胀上升的速度（克鲁格曼，1998; Eggertsson and Woodford, 2003）。更通俗地说，超调承诺有助于平息日本央行过早放弃对抗通货紧缩的猜测。

收益率曲线控制的采用可以解释为从数量目标（年度JGB采购80万亿日元）到价格目标（JGB收益率）的变化。由于日本央行已经获得了越来越多的流通JGBs，私人部门手中的剩余存量已经（对市场）变得不那么敏感，因为银行和其他持有人并不单单以收益率为基准来评估JGB。因此，即使日本央行面临JGB采购的固定数量目标变得困难的问题，央行将会更容易地管理JGB的收益率，而且可能会比以往有更少的采购量。由于在私人手中国债的供应限制将不再是一个障碍，当前政策实施的新框架比以前更具备可持续性。确定JGB的收益率目标也可能使日央行更好地规划和管理其政策对经济和金融机构的影响

毫无疑问的，自2013年以来所采取的政策，特别是日本央行的政策具有重大的影响。尽管降息空间有限，在安倍上台后，日本央行实施了大幅度的放松。这反映在了股市，长期利率和汇率上。日本的增长回升，自2013年开始约为1.1%，可能高于潜在水平，与我们在劳动力市场上所见到的改善相符。经过多年的经济萎缩，过去四年来，国内生产总值的平均增长率接近2.1%，

这对财政方面的可持续发展是积极的。重要的是，有迹象表明长期通缩已经结束，2013 - 2015 年间核心通货膨胀率处在0.5-0.7%的范围内（不包括消费税的变化），但令人担心的是，它一度在2016年下降到接近零的水平。

豪斯曼（Wiusman）和维兰德（Wieland）（2014）对安倍经济学和日央行政策进行了早期的审查分析。他们总结说，日本央行很轻易地就通过了政策的成本效益测试；三年后，似乎仍然如此。

尽管如此，2%的通胀目标仍然没有被达到，而达到目标的时间表反复被推延，这是令人失望的。为什么？从我局外人的角度来看，它看起来像是因为日本经济的一些特点所引致的，此外，过去的政策也遗留下来一些问题，这些问题糅合在一起后阻碍了日本央行的通胀目标以取得更快的进展。日本的均衡实际利率似乎非常低，大概是负值。经济学家称之为 r^* 或维克赛尔利率——即总需求和潜在产出相等时的均衡实际利率。同样地，均衡利率是定义货币政策“中立”立场的代表。

日本的均衡实际利率很低这一点并不奇怪。事实上，有相当多的证据表明，所有主要经济体中的 r^* 都已经下降到历史最低水平。例如，Holston, Laubach和Williams（2016）指出，美国，加拿大，欧元区和英国均衡实际利率都呈现急剧下降的趋势。

一般来说，对于主要经济体中的低 r^* ，有两个解释。阿尔文·汉森（Alvin Hansen）在20世纪30年代提出并最近由拉里·萨默斯（Larry Summers）（2014）重新提及的长期停滞假说认为，较低利率的主要驱动力是经济增长持续下滑，资本投资回报相继下降。此外，还有全球储蓄过剩假说 - 我在2005年演讲中提到的一个短语 - 侧重于高期望储蓄和低期望投资之间的全球失衡，这对实际利率造成了下行压力。这个观点强调，过剩储蓄是一些政策决定的结果，比如一些国家的大量储备积累。这两个假设并不是相互排斥的，而是互补的：如果主要经济体不存在长期停滞的趋势，那么资本投资机会就足以在更高的实际利率水平上吸收全球储蓄。如果没有全球储蓄过剩，那么一个国家的长期停滞可以通过资本流出（比如投资到新兴市场）和贸易顺差来克服。

这两个假设今天都与日本有关。日本劳动力下降和生产率增长缓慢与长期停滞的观点一致。加上日本资本对劳动力的高比率，不佳的增长前景，抑制了国内资本投资的边际回报。此外，人口老龄化配上实际收入增长缓慢使得对耐用消费品或住房的需求将相当有限。在教科书中，IS曲线在日本处于非常遥远的“西南位置”，意味着需要实行非常低或负的实际利率才能使经济充分就业，并对通货膨胀造成上升压力。

长期停滞的论点中强调了国内投资机会的低回报。对于日本来说，资本外流是国内储蓄的重要替代用途。原则上，这种流出应该使日本储户获得更高的回报，同时也削弱本国货币，促进出口，并在国内保持充分就业。当然，日本对这种机制受益的能力受到其他主要经济体经济增长

放缓的程度的限制，此外还同时受到有效利率下限的约束。理想情况下，日本以外的其他主要经济体所不能吸收的超额储蓄将流向资本不足的新兴市场，但是由于全球储蓄过剩和旨在促进贸易顺差和储备积累的政策，这一渠道相当受限。此外，一些其他因素也同样影响了这个渠道并压制了 r^* ——包括日本投资者的强烈本土偏好；对国家出口盈余规模的国际政治制约；日本出口企业的因市定价行为，降低了出口对汇率变化的弹性；以及日元作为避险货币的地位，这意味着它往往是在全球经济，金融或政治压力的时候被全球资本所追逐的货币。

低 r^* ，加上通货膨胀率低，挑战了货币政策“再膨胀”经济的能力。当然，这并不是说中央银行家在这种情况下是无可奈何的。在一般情况下，即使处在利率的有效下限，货币政策可以通过宽松金融市场（比如降低长期利率，贬值本国货币或抬升股市）来直接刺激总需求；或提高公众对通货膨胀的期望，从而降低实际利率以及对未来增长的预期。在具有理性预期的标准模型中，这两种方法只是同一硬币的两面。特别是处在利率的有效下限时，货币政策只能在影响通胀预期的情况下放松金融状况。然而，实际上，我认为这两种方法在行动上截然不同的，或者至少可能部分公众会对金融状况的变化产生不同的反应，并对通货膨胀和增长持不同的期望。

无论如何，在日本，货币政策传导的两个渠道似乎正在接近极限。首先，当下不仅仅是日本的短期利率处在有效利率的下限水平，长期利率也是如此，这是一种“超级的流动性陷阱”。相比之下，尽管2008年至2015年间美国的短期利率仍然接近于零，但长期利率仍然保持在正的领域，十年期国债利率从未低于1.5%。尽管没有空间来降低短期利率，但美联储能够通过前瞻指引（承诺保持短期利率在长时间内处于低水平）和量化宽松政策（压低期限溢价）来施压长期利率。同样，如我已经指出的那样，尽管在收益率曲线的短期端几乎没有空间，日本央行近年来也大大宽松了金融状况。然而，现在，由于整个期限结构都处在有效的零利率下限位置（并且由于金融稳定性的原因，日本央行显然不愿意实施大幅度的负利率），即使通过非常规的政策工具，日本金融状况进一步的放缓范围似乎相当有限。

或者，如我所指出的那样，如果日本央行能够制造对未来通货膨胀率上升的预期，则日本央行可能可以降低实际利率并刺激经济活动，举例来说，承诺保持利率在未来通货膨胀开始上涨时处于低位。这样的承诺是否可信？似乎有证据表明中央银行可以对未来作出可信赖的承诺，即使承诺在技术意义上不是完全时间一致的。根据Barro和Gordon（1983）的简单模型，通货膨胀目标本身并不是时间一致的，因为在这种模式中，总是有诱因促使政策制定者自导自演出通货膨胀的“意外惊喜”，从而促进经济活动。然而在实践中，以通货膨胀为目标的中央银行已经能够建立可靠的框架，并将通货膨胀预期纳入目标。全球经验还表明，利率的前瞻指引（对未来政策的承诺）可以宽松金融状况，即使中央银行做出的远期承诺也不太精确（参见例如Swanson 2017）；量化宽松的一些影响似乎也是出自央行对未来政策的信号效应。所以一般来说，不应该排除利用中央银行措辞来管理预期作为在有效利率下限时货币政策工具。如果中央银行表现出决心，政府也明确支持这一策略，人们会预期这样的管理将特别有效。

日本的通货膨胀预期在首次公布QQE之后确实有所上升，但总体而言，这种反应并不及期望（日本央行，2016年），特别是当总体通胀受到油价下跌等因素压制时。一些观点指出，日本的通胀预期是适应性的——如国家的工资谈判导致前瞻后顾式的行为。这些解释非常不同，即日本的通货膨胀预期似乎对当下的发展过于敏感，对中央银行的言论相对没有反应，即使这样的言论伴随着诸如大规模资产购买等措施。

解决通货膨胀预期对日本央行言论反应太疲软的现象有多种方法。例如，家庭和企业的接受信息有限，因此，在没有充分的理由时，他们不会花太多的时间和心力重申通货膨胀。鉴于通货膨胀的停滞，近年来经由日本私人部门作为代理（传递通胀预期）的这一策略并不是非常昂贵的。除此以外的人们可能有良好的信息接收量，但他们仍然像贝叶斯模型那样行动，根据实际通货膨胀来更新日本从低通货膨胀转变为较高通货膨胀的概率（Caskey，1985）；到目前为止，侧重高通货膨胀率范式的证据是有限的。这两个故事都需要由日本央行在早些时候的政策负责，这使得通缩心态多年来变得根深蒂固。

另一方面，还有可能的是，克鲁格曼（2014）提出了对通货膨胀预期粘性的多重均衡解释：假设由于某种原因，人们期望通货膨胀率相对较高。由于名义利率为零，高通胀预期会降低实际利率并推动经济活动和价格上涨，从而确认了初期预期。但是，如果人们持续预期低或零的通货膨胀会持续下去，那么实际利率不会下降，而通胀预期也将因此自证。这种多重均衡解释似乎对日本央行的困境作出了一个合理的说明；如果不管何种原因，人们都不会期望通货膨胀变高，那么就会很难产生通货膨胀，这只能证实公众的怀疑态度是正确的。

正如我最近在布鲁金斯（Bernanke，2017）发表的评论中所讨论的，我认为马克·格特勒（Mark Gertler）一会也将提到，理解中央银行措辞与家庭，企业和市场的预期之间的联系——是越来越多货币政策制定者的重大挑战。正如我所指出的，证据表明，通过声誉资本或其他机制，中央银行家可以对未来的政策制造一种期望，即使这些政策并不完全时间一致。但是，如何最好地管理预期，特别是在考虑从一套稳定政策转向另一套稳定政策时，仍然不明晰。日本的经验说明了这种管理是多么困难。

日央行的工具包中剩下了什么？

Blanchard和Posen（2015）认为，为了提高通货膨胀预期，当这些预期存在前瞻后顾的成分时，重要的是实际通货膨胀率首先上涨。他们建议政府利用日本半中心的工资谈判过程，施压并“忽悠”企业支付更高的名义工资，并将工资增长转化为价格上涨。政府部门可以通过给自己的员工增加工资来做到这一点。

如果成功，施压企业工资和价格上涨可能会导致更高的通货膨胀预期，至少会持续一段时间。但是，虽然工资收入较高，增加了消费，但这不能保证总需求将上升到与更高价格水平的充分就业一致。如果没有，那么价格和工资上涨最终将是暂时的，或者类似于上世纪70年代，公司

使用各种手段规避美国工资物价管制措施，使他们能够保持盈利能力，同时还“汇报”更高的工资和价格。

无论是选择从事收入政策与否，政府还必须保证总需求足以维持较高的工资和价格。假设，再过几年，通货膨胀还未苏醒，那怎么办呢？当自己的央行的行动达至极限，那么财政政策是通常的选择。然而，在日本，财政政策可能面临的限制，已经存在于日本的高债务与GDP的比率中。这导致了不可避免的——货币政策和财政政策之间的政策协调的讨论。两者协同的方法有很多，比如：（1）政府承诺新的支出和减税项目（2）央行承诺将根据需要来行动，以抵消（财政政策支出）影响到日本政府债务占GDP的效应。

正如我所说的，有各种方法保障这个承诺得以实现：直接的办法，以克鲁格曼（1998年）和Eggertsson和伍德福德（2003）的论点一致，将是日本央行承诺其通胀目标的临时超调，足以避免债务与GDP比率的增加。这个承诺相当于财政计划的货币化融资的承诺，而不依赖于像直升机撒钱（Reichlin，特纳，伍德福德，2013；伯南克2016a）的概念。为了解释这个可能性，我致以早期的通货膨胀对日本的债务负担的影响分析。鉴于日本国债在外的期限结构，央行在保持其通胀目标超调0.7个百分点，持续三年；或者超调0.4个百分点，持续五年的情况下，可以有效地为规模达到GDP总量的2%的财政计划融资。此外，该计算忽略了如果宽松的货币政策和财政政策刺激名义GDP的增长引发的收入的增加。就其本身而言，政府可以减少通过长期债务供资财政计划资金所需的通胀超调水平，而这（长期融资的财政计划）将受通货膨胀上升程度的影响。

我不会在这里讨论这个假设的财政计划的构成，但使用它来推进作为安倍经济学第三支箭的结构性改革是有价值的，长期来说，这对增长亦至关重要。例如，再培训计划 and 收入支援可以减少对低效部门改革的阻力，有针对性的社会服务可以促进妇女和老年人的劳动力参与度增加。

很多经验证据表明，一个设计良好的财政计划将增加总需求和产出，并且通过菲利普斯曲线的影响，最终也促使通胀上行。值得注意的是，财政政策并不仅仅依赖于改变对未来通胀或产出的预期依赖。我们可能仍然要问是否货币政策的辅助有必要或有帮助。

首先，人们可能会怀疑由日本央行作出的通过更高的通货膨胀率来抵消债务的增长的承诺，会比任何其他已作出的增加通货膨胀的承诺来的更可靠，包括那些通过大规模资产购买计划的支持更可信。如果日本家庭和企业保持近年来的持怀疑的态度，日本央行发布公告将没有太大的作用以改变通货膨胀预期，以及（有人会说）相对于单独的财政计划，货币政策可能起不到什么辅助作用。即使在强大的财政政策和货币政策的支持下，通胀预期仍可能会保持粘性，这也是我曾经提出的一个“有心的”央行总是可以提高通胀的论点的不妥指出。

在我看来，可能没有必要让公众相信央行的说法——即它将使通货膨胀超调；它可能只需要政府和立法者相信它。政府不愿意通过扩张性的财政计划的原因就在于对国家债务积累的担忧。

如果立法者认为，货币政策将用于抵消债务积累，他们可能更愿意采取行动。此外，他们会明白，货币政策不会顺着扩张性的财政政策的风，增加乘数和提供更多的“廉价流动性”。因此，货币财政政策协调的目的，并不在于争论对给定财政计划的央行的承诺，而是使财政计划首先在政治上可行的。当然，若中央银行尊重它承诺的通胀超调承诺，那联合的方案最终的影响将是巨大的。

有关财政政策与货币政策协同，第二个值得关注的是，这将侵害央行的独立性。上一次，2010年，我在日本央行东京的一次会议上提到，中央银行独立性是一种短期的政治压力，民主制度中需要考虑央行的审计、透明度和问责制（伯南克，2010）。央行独立性得以保障的情况下，如果受到政治家的压力，货币政策制定过于扩张，或者是政府财政依赖于货币政策作为融资来源（巴罗和戈登，1983），这可以避免通胀的上行偏差。老实说，这种问题可能不会发生在日本。但独立、普遍的情况下，与政治的距离感使得货币政策制定者在评估数据和政策选择上更客观、更科学；实现政策的一致性和连续性；并且，在一般情况下，采取长期的视角。我觉得这个更广阔的视野是值得骄傲的。

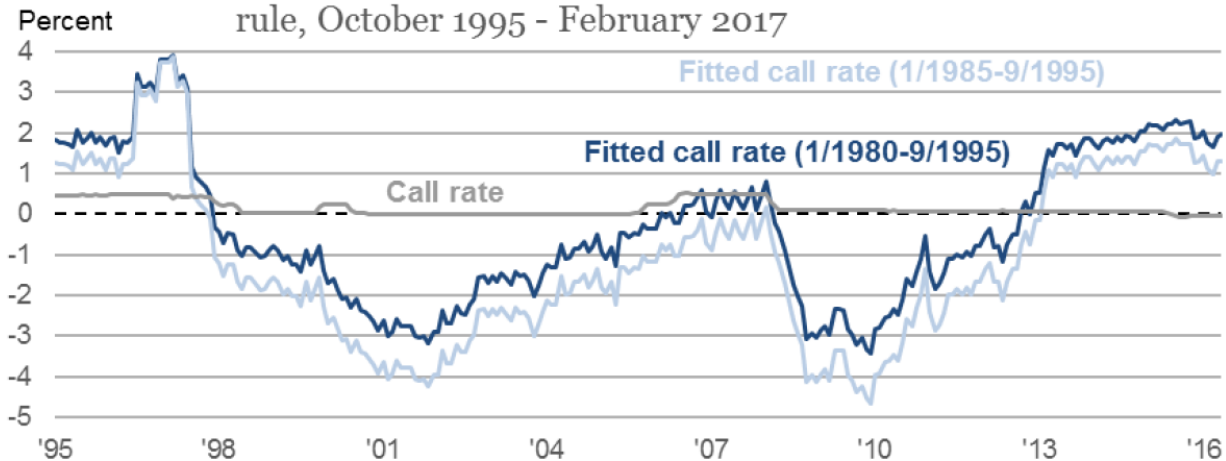
那么，货币与财政的协同会否影响到这种独立性的价值呢？首先，明确界定央行的承诺是重要的；例如，它必须明确的是，超调的承诺是临时且仅适用于当前的财政程序的，而不是持续的。此外，在任何情况下，央行保持对货币政策工具的控制，这意味着，无论是好还是坏，政府必须接受未来央行的领导可能会违背其承诺的风险。在我看来，这样的协议不会违反独立性。我们还必须记住，中央银行的独立性是一种手段，而不是目的。中央银行的独立性在当它受压不得不去做违背或者外在于它政策纲领时的事时会受到威胁。但这与协同政策的情况不同，在这种情况下，央行将与财政当局先明确目的，进而进行合作以实现其任务。

结论

日本已在近几年取得了大量的经济进展，包括日本央行的2%通胀目标的进展。不幸的是，通胀仍低于目标，尽管黑田东彦激进的手段以及经济复苏的环境得以持续。如果货币政策试图战胜未来的衰退，让通货膨胀上升是必不可缺的。

若一切顺利，日本央行目前的政策框架可能仍不足以实现通胀目标。我们将不得不等待和观望。如果无法达到，可用的选项也很少了。潜在的选项有，货币和财政政策的更明确的协调。日本央行可能不愿意采取这样的方法。如不如此，可能别无他法——甚至只能放弃通胀目标或接受新一轮的通缩。持续如此之久的，勇敢并努力地试图终结通缩，并从有效利率下限加息后，这将是一个最令人失望的结果。

Figure 1. Fitted values of the call rate based on a simple Taylor rule, October 1995 - February 2017



Source: Author's calculations, Japan MIC, Bank of Japan, Haver.

Note: Fitted call rate obtained by regressing historical call rate on core-core inflation and unemployment over specified periods. Inflation adjusted for effects of 2014 consumption tax.

美元市场为何对日本而言如此重要？

本文译自日本央行中曾宏的[公开演讲](#)，图片在文末，主题为：“货币政策分化与全球金融稳定：从安全资产供需角度的分析”。

I. 简介

2008年2月，“金融时报”刊登了一篇文章，将日本央行称为“日本堡垒”。文章指出，日本央行作为日本的堡垒，使日本金融体系免受美国次级抵押贷款市场问题引发的全球金融市场动荡。正如你们所知，日央行维持金融体系稳定性的目标与维持物价稳定同样重要。为了履行这一职责，微观的审慎视角（microprudential）非常关键，其目的是了解个别金融机构面临的风险，并鼓励其管理层对此（风险）作出回应；从宏观审慎角度（macroprudential）制定和实施政策也很重要，其目的是分析和评估整个金融系统的风险。

在最近的全球金融危机之后，金融市场图景发生了根本性变化，美国和欧洲的银行资产负债表在收缩，而非银部门，如投资基金，它们对金融市场的重要性在提高。与此同时，在货币政策领域，我们现在正经历货币政策分化——日本和欧洲长期保持低利率，而美国正步入加息周期。为了在这种变化的全球金融环境中维持金融系统的稳定性，有必要确保微观审慎和宏观审慎的视角内都没有隐蔽的薄弱点。今天，我想通过展望安全资产的需求和供应来解决这个问题。

II. 关于银行作为全球金融中介的三个事实

在讨论我的主要论点之前，我想先指出关于银行全球金融中介的三个事实。

首先，银行跨境债权波动与全球经济活动之间存在密切联系。根据银行债权的所在地数据来看，金融周期吞噬了一个又一个经济区（图1）。在20世纪80年代初，出现了以拉丁美洲为中心的债务危机。在这十年的后期，我们看到了日本的泡沫经济。在20世纪90年代末，我们遭遇了亚洲货币危机，2000年代在美国和欧洲出现了信贷泡沫。最近，我们担心新兴亚洲的债务扩张。如这些例子所示，经济活动的上升和下降与银行跨境债权的上升和下降相吻合。

其次，请看扩大以美元计价的海外债权的银行的属国，非美国银行在市场份额方面超过美国银行（图2）。关于银行的海外债权的货币构成，除欧洲内部（以欧元计价）外，全球大部分债权以美元计价；日元的使用仍然不是很常见。一方面，这反映了一个事实，即大量全球贸易和金融交易以美元进行，非美银行在支持资金的跨境活动，尤其是他们本国公司的跨境活动。

最后，关于非美银行的美元融资，对外汇互换（FX Swap）的依赖性趋向更高（图2）。当非美银行以美元提供信贷时，他们必须融入美元资金，而且表内的信贷扩张通常超过他们的美元融资量。这种资金缺口通常由外汇互换负担，外汇互换用本国货币拆入美元。在互换交易中，交易双方同时达成在反向的两个不同交割日期间买入/卖出相同价值的两种不同货币。例如，日本银行将在现货市场上用日元购买一些美元，而在远期市场上用相同数额的美元购买日元，这笔交易实质上就是以日元作为抵押品拆入美元。对外汇互换的依赖可以通过将美元资金缺口除以外国债权来估算。可以看出，该比率长期趋向较高，在市场压力期间出现急剧下降的情况。

将这些事实结合在一起，可以得出结论，仔细监测和分析非美银行的美元融资环境至关重要，可以作为全球经济和国际金融体系的稳定性和潜在脆弱性的观察窗口。另外，全球金融危机以来，欧洲银行正在去杠杆化，而日本银行则在扩大其资产负债表规模（图3）。这也是为什么我认为有必要对日本银行的国际金融中介活动保持警惕。

III. 外汇互换市场与货币政策分化

外汇互换市场提供了关于全球金融市场发展的重要线索。

在金融教科书中，人们认为“抛补利率平价”将持续有效。例如，通过外汇互换市场融入美元的实际利率和美国短期货币市场（即LIBOR）的走势应该是相同的。这种教科书观点的基础是，如果前者高于后者，那么存在一个套利机会，银行会在短期美元货币市场上融资，然后向外汇互换市场上的需求方投放美元，直到套利机会消失。

外汇互换市场中美元融资溢价的上升

然而，在现实生活中，抛补利率平价并不总是成立，这与教科书所说的相反。我们经常会看到通过外汇互换市场的美元融资成本会超过美国短期货币市场的融资成本（图4）——如20世纪90年代末的日本金融危机，2008年以来的全球金融危机以及2011年至2012年的欧元区债务危机

时，通过互换市场拆入美元的成本相比于LIBOR的利差增加，外汇互换市场似乎是由于试图募集美元资金的银行的声誉恶化所造成的，比如……：

- 「
- (a) 信贷质量糟糕银行日益依赖以本币作为抵押品在外汇互换市场融入美元，因为他们在美国短期货币市场上获得无抵押资金的困难越来越大。

 - (b) 银行的交易对手，同时由于对交易对手信用风险的担忧，不愿贷出美元，因为即使存在抵押品，这些交易对手也将在银行破产的情况下产生重置成本

 - (c) 结果，互换市场上的融资条件更加严格，非美银行的美元融资溢价提高。
- 」

说到这一点，我们应该注意到，在外汇互换市场上，美元融资溢价近期的上升并没有伴随任何明显的银行信用问题（图4）。这应该意味着美元融资溢价当前的增长机制不同于过去的压力时期。让我接下来更深入地探讨这个问题。

货币政策分化和监管改革的后果

日本和欧洲的低利率政策仍在持续。美国则转向“Taper”，进入加息周期。货币政策前景的这种分化影响了金融机构和投资者的寻求回报的行为。在日本和欧洲以及美国之间货币政策分化的背景下，美元资产的名义收益率高于日元或欧元资产的回报率，日本和欧洲的金融机构和投资者当下正增加对美元资产的投资（图5）。当银行投资于外币计价资产时，由于这种外汇风险的资本成本很高，它们通常会对冲外汇风险。这样的外汇对冲后的美元资产投资在经济上等同于通过外汇互换（以日元或欧元作为抵押品）购买美元资产的交易。

人寿保险公司对外币债券的投资与银行的投资相比不太可能被对冲，但近年来，日本寿险公司的投资中的70%被对冲了外汇风险。该行为模式表明，近期的货币政策分化鼓励日本和欧洲金融机构投资美元金融资产，并导致外汇互换市场的环境变得更加紧凑。

与此同时，这不是我们第一次经历日本和美国之间的货币政策分化。例如，货币政策在2000年代中期也曾出现过分化，当时日本央行继续量化宽松政策，而美联储则逐步提高其政策利率，在此期间，日本金融机构增加了美国国债和以及机构证券的购买。然而，美元融资溢价在这一期间没有明显增加。直观地说，当时的抛补利率平价得以维持（图4）。人们不禁想知道为什么在外汇互换市场上，日本和美国之间的货币政策分歧对市场的影响在当时和现在有所不同。在几个可能的解释中，我想指出监管对在全球金融市场上活跃的银行的影响。

正如我前面提到的，如果外汇互换市场的美元融资利率高于美国短期货币市场的美元LIBOR，那么金融机构可以通过在互换市场融出在美国货币市场以Libor融入的美元来进行套利。然而，当金融机构希望从事这种交易时，它必须扩大其资产负债表。最近引入的金融监管规定，例如杠杆比率，相对于更传统的风险资本比率，具有增加资产负债表扩张的资本要求的效果，似乎在抑制套利交易。更具体地说，即使由于美国和日本之间的货币政策分化，互换市场状况收紧，美国银行和其他可以提供美元的银行并没有太大的医院来增加美元的供应，因为套利交易的成本较高。这是我们现在看到的美元融资溢价的原因之一。

同时，直到2000年代中期，监管限制不如今天那么尖锐，银行更容易进行套利交易，这反过来似乎导致更充足的美元供应以及很小的美元融资溢价。

IV. 银行债务与金融体系稳定性

最近的金融监管改革不仅影响了美元的供应方，同时也影响了美元的吸收者。在接下来的几分钟，我想从日本银行的角度出发，谈谈美国货币市场基金（MMF）改革（[请阅读我们的专题](#)，[笔者注](#)），这次改革影响了全球的金融机构。

日本银行债务组成的变化

即使在银行供应美元的套利交易受到限制的环境中，非美金融机构（包括日本银行）可以从相对昂贵的互换市场转移到美国无抵押短期货币市场融入美元。在当下，对非美银行的信誉度没有过分的担忧，这些银行应该能够通过商业票据（CP）和存单（CD）增加无抵押美元融资量。然而，情况并非如此，因为非美银行发行的CP和CD的很大一部分以前是由优先型货币市场基金（Prime MMFs）购买的，而在改革实施以后，非美银行的CP和CD发行被大幅压缩（图6）。根据新的美国证券交易委员会规则引入的改革要求采用浮动净资产价值（NAV）并征收赎回费，此外还存在限制赎回的可能性。这促使资金从优先货币市场基金大幅转向政府型货币市场基金，后者主要投资于美国政府证券，并且不受新规则约束。这反过来又大大影响了全球银行的美元融资。

MMF改革的影响不小，但日本银行能够应对——他们无需压缩其资产，而是通过改变其融资结构（图7）。看看主要日本银行的外币资产负债表，在去年10月前大约6个月，他们实际上增加了他们的资产，包括增加了330亿美元的海外贷款，在资产负债表的负债方面，减少了620亿美元的CP和CD发行，反而增加了670亿美元的客户相关存款，反映了银行正努力建立稳定的资金来源，此外还增加了260亿美元回购资金。这些主要银行因此能够避免通过较为昂贵的外汇互换市场融资，并降低对外汇互换市场的依赖度。

银行债务与安全资产

一个有趣的问题是，为什么日本的主要银行能够在这么短的时间内应对资产负债表上的这么大的变化。让我从宏观层面上，以再平衡美元计价金融资产供求的角度来思考。关键词是“安全资产”。

金融中介机构在发行安全债务的同时履行投资风险资产的重要职能。私人金融机构发行的债务，以及政府发行的证券，构成了向经济提供的安全资产。这种功能的一个主要例子是银行存款。通过最近对安全资产的研究结果，我们现在知道长期的两个经验规律。第一点是，安全资产在包括股票在内的整个金融资产中所占的份额或多或少是不变的。换句话说，对安全债务的需求相对恒定，只占经济总资产的一小部分。第二点是，政府发行的安全债务和私人金融机构发行的安全债务两者是替代品。这两个规律表明，政府债务的存量或价格的波动可能会挤入或挤出金融中介机构发行的安全债务，使得整个安全资产的份额得以保持不变。

当我们尝试评估美国金融体系中的安全资产的市场状况时，“收益率价差”（股票收益率与长期政府债券收益率之间的差异）的上升和下降给我带来了启发。从20世纪90年代初到21世纪初，股票收益率和国债收益率几乎同步上涨，收益率价差基本保持在零附近；之后，我们则发现了持续的、非常大的价差。价差的规模现在超过了企业盈利或股权风险溢价的预期增长所能解释的水平。这种持续广泛的价差扩大表明，安全资产的需求 - 供给平衡比风险资产的平衡要严重得多。对美国政府发行的安全债务的额外需求可能是由于新兴市场当局需要投资其外汇储备或是该国金融机构需要遵守监管规定以持有有一定数量的安全资产的规定。随着对美国国债的需求增加，美国国债的价格将上涨（并且它们的收益率将下降），并且在最近的全球金融危机之后，来自美国投资者的对安全资产的需求由可替代美国国债的——金融机构的债务工具来满足。特别是，美国投资者喜欢非美银行发行的美元计价的高评级负债，主要来自加拿大和澳大利亚。

在这种环境下，我在几分钟前提到的美国MMF改革，进一步增加了对美国国债的需求。随着资金从投资于CP和CD的优先型货币市场基金转移到投资美国政府证券的政府型货币市场基金，美国政府证券的收益被推低（图9）。当短期国债收益率远低于LIBOR时，私人银行发行的债务工具的基准收益率有吸引力（银行发行的安全债务的需求将增加），因为可替代的短期国债变得相对昂贵。也就是说，虽然优先型货币市场基金作为安全资产的吸引力降低，但对美国政府债务的需求增加，而不伴随（国债）供应增加也可能导致金融中介机构发行的安全债务增加，从而可以保持安全的资产份额不变。美国金融市场的金融资产组合的这种整体重新平衡使得日本的主要银行调整其资产负债表的负债方，并专注于增加客户相关存款。

安全资产和金融脆弱性

在这一点上，你可能会想知道为什么我从安全资产的角度来解释日本银行的债务组成的变化。我这样做是因为安全资产的供应和需求是监测和评估金融体系的稳定性和潜在脆弱性的重要参考点。

让我们回顾一下2000年代中期。当时，正如收益率价差表明，美元安全资产的需求 - 供应平衡情况收紧。作为回应，美国和欧洲的投资者为了寻求收益率，购买了大量由私人金融中介发行的高评级资产支持证券（ABS），他们认为这些金融工具是安全的，但是收益率反而比美国短期国债要高。反过来，资产支持证券（ABS），特别是抵押支持证券（MBS）的发行上升，以满足投资者的更多需求。我们知道，在这之后可有人碰到了麻烦……当美国次级抵押贷款部门出现问题，其次是全球金融危机，资产支持证券丧失了作为安全资产的地位。此外，欧洲银行积极投资于证券化工具的负债来源——批发存款，则越来越显著的流出，至少部分可以解释为对某些银行的存款作为安全资产是否适当的怀疑。2011年时，欧洲债务危机期间的机制类似，美国的货币市场基金减少了对欧洲银行发行的CP的敞口。

总而言之，私人金融中介机构发行的债务工具可能被视为在平静时代可替代政府证券的安全资产，但应当记住，当债务危机发酵时，这些工具可能失去其作为安全资产的地位。考虑到这一点，日本央行对日本银行的外汇流动性风险进行了压力测试，并在“金融系统报告”（最近的2016年10月）中公布了其结果。根据这些测试，即使海外资金的可获得性受到损害，除了在紧张时期外币融资溢价提高之外，日本的银行可以承受压力并可保持运作。日本央行还认为，即使是在最近全球金融危机的尾部事件情景下，日本的银行将能够维持足够的资本水平，这是他们的债务工具被视为安全资产的必要条件，当然，日本央行也鼓励个别日本银行不要自满，并在假设其发行的债务或多或少是“可消失”的情况下追求加强流动性风险的管理。

V. 国际金融体系中非银体系的重要性

到目前为止，我一直在关注银行作为全球金融中介的作用，但在全球金融危机之后，我们不能忽视非银部门在国际金融体系中日益增长的重要性。在接下来的几分钟，我们来聊一聊外汇互换市场对日本的影响。

外汇互换市场结构的变化

如前所述，主要的日本银行可以利用相对范围广泛的融资市场，他们目前正在避免使用外汇互换市场来进行大量的美元融资（图7）。尽管如此，日本金融机构的统计数据表明，该市场的资金增长仍然很大（图10）。这反映了与主要银行相比，融资来源选择有限的金融机构对冲美元敞口的需求增加。根据金融机构对外部证券投资的统计数据，非银部门（如保险公司，养老基金和投资信托）的投资增长速度快于银行（图11）。虽然养老基金预期不会对冲他们的风险，寿险公司近年来则对冲了70%的外汇敞口。投资信托似乎还可以回应投资者（如银行或住户）的要求来对冲外汇风险。

针对这种增长的对冲保值需求，由于美国的银行受制于监管要求而不乐意进行套利交易，我们看到非银部门（如主权财富基金SWF，新兴市场经济体的储备管理人和私人投资基金 - 作为美元在外汇互换市场的供应商变得更加活跃。美元融资市场中存在的美元融资溢价意味着美元供

应商有机会以非常低的速度获得日元资金。因此，有美元的海外非银部门可以投资日本政府证券（JGS），即使这种债券的名义收益率为零或负值，并且在没有外汇风险的环境下获取高于或等价于美国政府证券的收益率。外汇互换的交易量与内向债券投资正相关的事实强调了海外非银部门的外汇对冲投资JGSs的投资模式（图12）。在美元安全资产的需求供给平衡非常紧凑的环境中，外汇对冲JGS的投资可被投资者视为可替代美国政府证券的安全资产。

互换市场和全球流动性顺周期的增强

这里需要提一点，外汇对冲的日本政府债券投资并不总是一个稳定的可以替代美国政府债券投资的选择，正如银行发行的债务工具一样。换句话说，海外非银部门不能被视作稳定的美元资金来源。事实上，日本对内债券投资统计数据显示，在市场压力时期，这种投资会趋于大幅下降（图12）。这意味着，在压力时期，海外非银倾向于减少对外汇对冲的JGS投资，从而减少外汇互换市场的美元供给。例如，当新兴市场经济体的货币在中国股市在2015年中崩溃后开始下跌，市场参与者——比如新兴市场储备经理，意识到有必要捍卫自己的货币，在定期外汇互换市场提供美元的意愿下降，并将美元转移到流动性更强的市场，例如美国短期国债。2016年11月美国总统选举之后，新兴市场经济体的货币走弱时，类似的事也发生了。简而言之，虽然外汇对冲JGS的投资在宁静时代被视为美国政府证券的替代品，市场压力期间则可能瞬时逆转。

谈到石油生产经济体的主权财富基金，人们经常听到市场的说法，当石油价格下跌和国家的财政状况恶化时，这些主权财富基金倾向于减少美元在外汇互换市场的供给，反映在可供投资的美元资金减少。日本银行的工作人员分析证实，在外汇互换市场上，石油价格波动与交易量之间存在正相关关系。

海外非银在外汇互换市场提供美元资金的这种模式可能加剧国际金融中介的顺周期性（图13）。

「
例如，当新兴市场经济体强劲增长时，商品需求将会上升，导致包括石油在内的商品价格上涨。新兴市场货币也会升值。在这种环境下，石油生产经济体SWFs资产的增加将使这些SWFs分配更多的美元到外汇互换市场进行投资。在新兴市场经济体，当局将进行外汇干预，以防止其货币升值，并且至少一部分在这些干预措施中购买的美元将投资于外汇互换市场。因此，外汇互换市场上的美元融资溢价将下降，并鼓励非美金融机构扩大美元信贷。如果这又引发新兴市场的资本流入和投资增加，这些经济体的增长将加快。另一方面，如果新兴市场经济体的增长由于某种原因下降，这些经济体的货币将贬值，商品价格将下降，反映需求疲软。随后，我刚才描述的机制将进入逆流之中。由于石油生产经济体的主权财富基金和新兴市场经济体的储备管理者抑制了外汇互换市场上的美元供应，美元融资溢价将上升，非美金融机

构将减少对新兴市场经济体的贷款和证券投资，因此新兴市场经济体的增长将进一步受到不利影响。如果这种行动导致新兴市场经济体快速和大规模的资本外流，美国的利率增长可能放大中介的顺周期性。

」

非银行和银行之间的相互依赖性

正如我今天开始所指出的，非美银行扩大的外部信贷波动对全球经济产生了重大影响（图1和图2）。这也是一个事实，在过去，非银部门如主权财富基金和新兴市场储备管理者影响了非美银行的美元融资和信贷活动。例如，欧洲银行的美元存款是新兴市场当局的首选投资目的地，根据1990年代货币危机期间的经验教训，新兴市场当局在2000年代增加了外汇储备。欧洲银行也受益于主权财富基金的存款流入（受益于08年以前的高油价）。随后，随着全球金融危机和欧元区债务危机，这些存款被回汇，并导致欧洲央行美元资产的去杠杆。

非银行和银行之间的相互依存关系在历史上有许多形式的顺周期性，并扩张国际金融中介活动。外汇互换市场的发展只是海外非银部门和日本金融机构之间相互依存关系的一种表现。为了保持国际金融体系的稳定性，有关当局必须始终监测和理解这种相互依存关系。

VI.最后的话

让我总结一下我的要点。

非美金融机构在国际金融中介中起着非常重要的作用，而这些活动又以美元为根基。美国和其他经济体之间的货币政策分化可能导致非美金融机构的外部债权增加，因此它们将被迫增加美元融资。鉴于对美国政府证券（安全的资产）似乎存在过度需求，对作为美国政府证券替代品的私人金融中介机构发行的债务工具的需求将在平静的时期增加。因此，非美金融机构能够毫无困难地增加美元融资。同时，从持有美元的投资者的角度来看，外汇互换交易产生的非美主权证券的外汇对冲投资是美国政府证券的替代品。再次，非美金融机构将能够通过外汇互换市场增加美元融资，但成本可能增加。然而，历史上有证据表明，私人金融中介机构发行的债务工具的可替代性和对非美国主权证券的外汇对冲投资可能在压力时期受到损害，这可能会最终影响到非美金融机构的美元融资流动性。考虑到非美金融机构的美元融资可能受非银部门（包括主权财富基金，新兴市场储备管理者和投资基金）的投资行为的影响，我们需要注意银行和非银部门行为在货币政策分化下的相互叠加影响——这可能会增强国际金融中介活动和实体经济活动的波动。

此外，需要密切监测非美金融机构的风险承担活动。在货币政策分化的情况下，外汇互换市场上的美元融资溢价很容易上涨。因此，日本央行将继续监督日本银行的活动，以确保他们不会因为美元融资的资金成本增加而在信用风险和流动性风险方面承担过度风险。

货币政策分化本身是每个旨在价格稳定的经济中央银行政策行动的产物，但中央银行也有责任确保这些货币政策行动不会通过金融行为破坏国际金融体系的稳定。当下，日本金融体系保持稳定。日本央行将继续鼓励金融机构保持强大的财务基础，防止风险实现，并加强对国际金融体系发展的监测和分析。日央行将与其他中央银行合作，加强提供外币流动性的计划，以便在发生金融危机时作为支持。我代表日本央行承诺，根据“日本央行法”，日央行将继续履行其作为“日本堡垒”的责任，并保障日本的金融中介功能得以正常运行。

非常感谢您的关注。

图1：全球银行跨境债券的对手方所在地

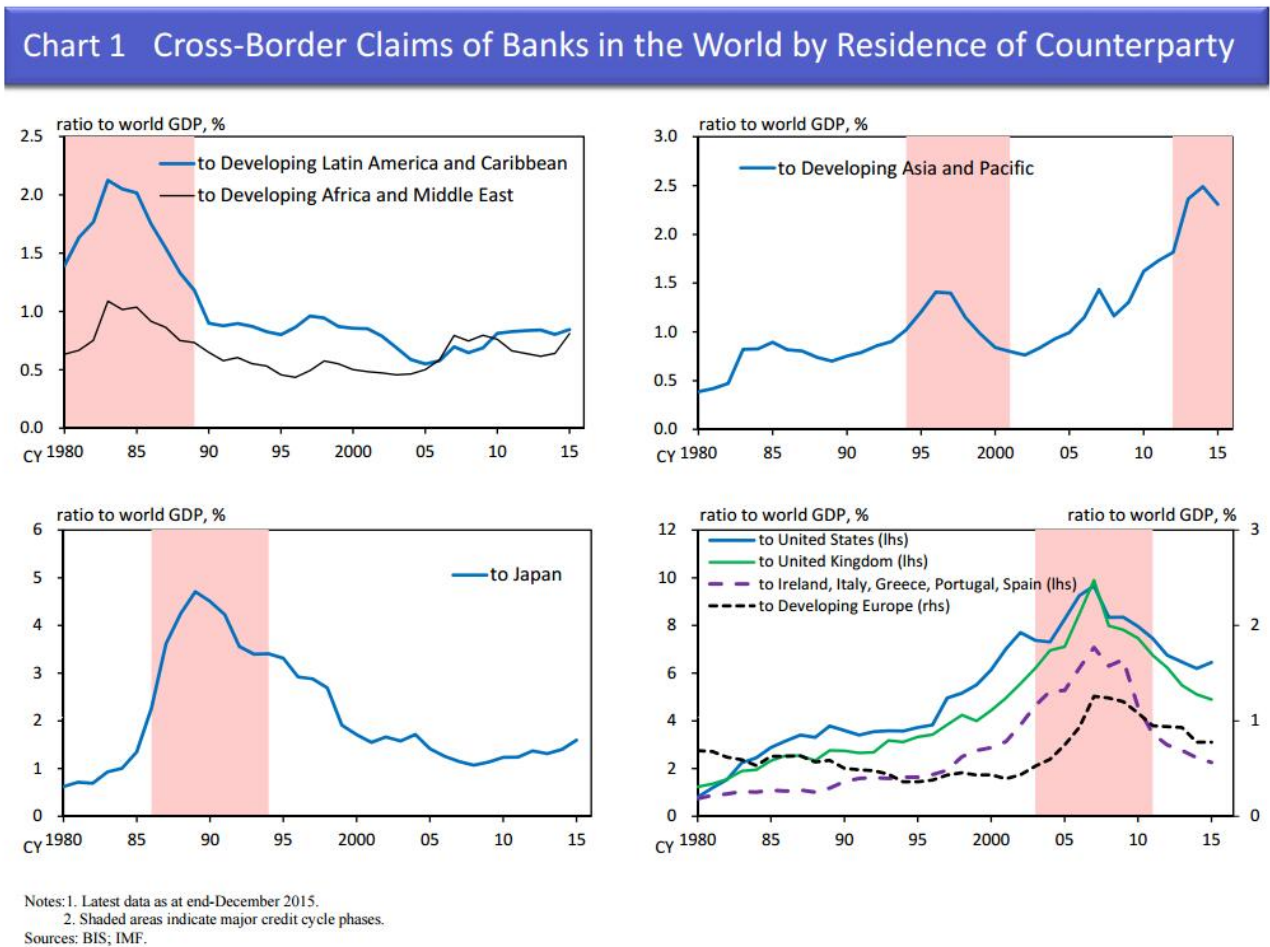
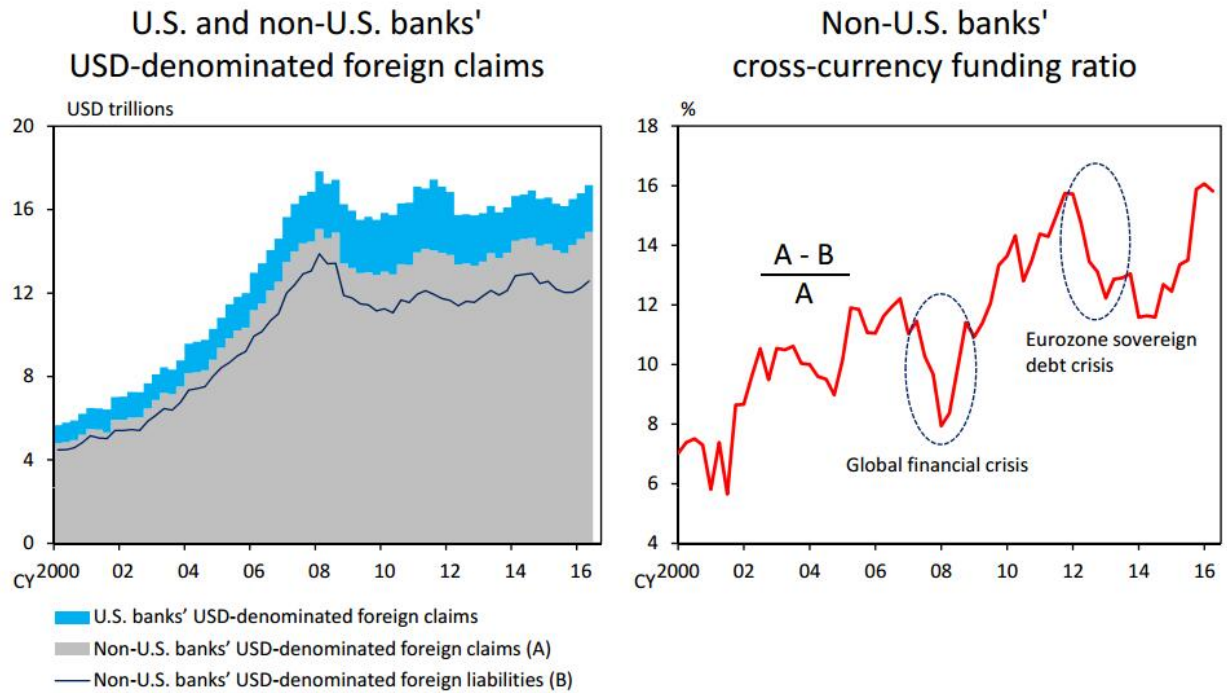
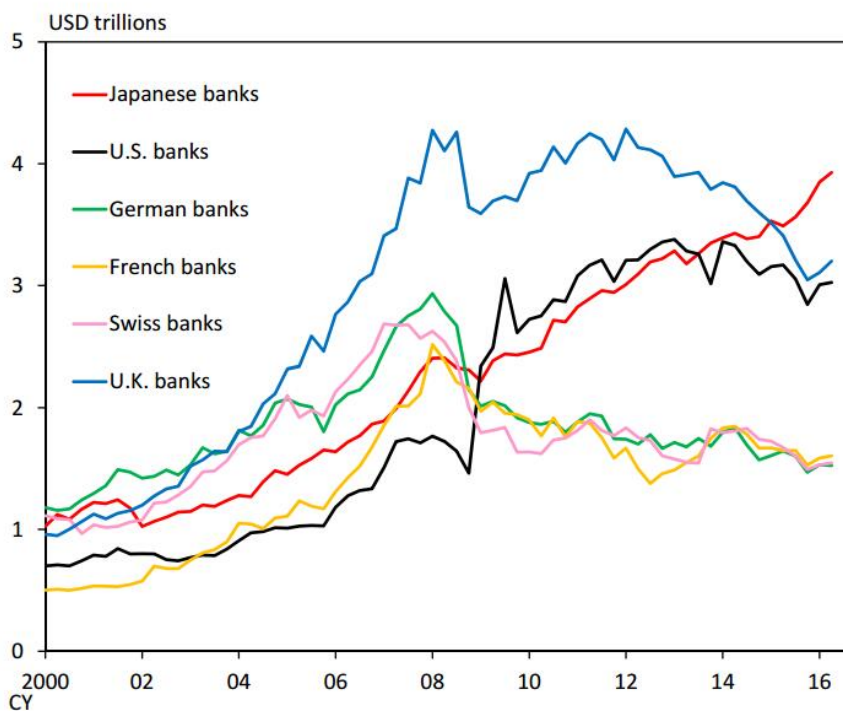


图2：银行的美元计价海外头寸



Notes: 1. Latest data as at end-June 2016.
 2. "Non-U.S. banks' USD-denominated foreign claims" and "Non-U.S. banks' USD-denominated foreign liabilities" are calculated as USD-denominated foreign claims and liabilities of all reporting countries after excluding those of U.S. banks, respectively.
 3. "Non-U.S. banks' cross-currency funding ratio" is calculated as "Non-U.S. banks' USD-denominated foreign claims" less "Non-U.S. banks' USD-denominated foreign liabilities," divided by "Non-U.S. banks' USD-denominated foreign claims."
 Source: BIS.

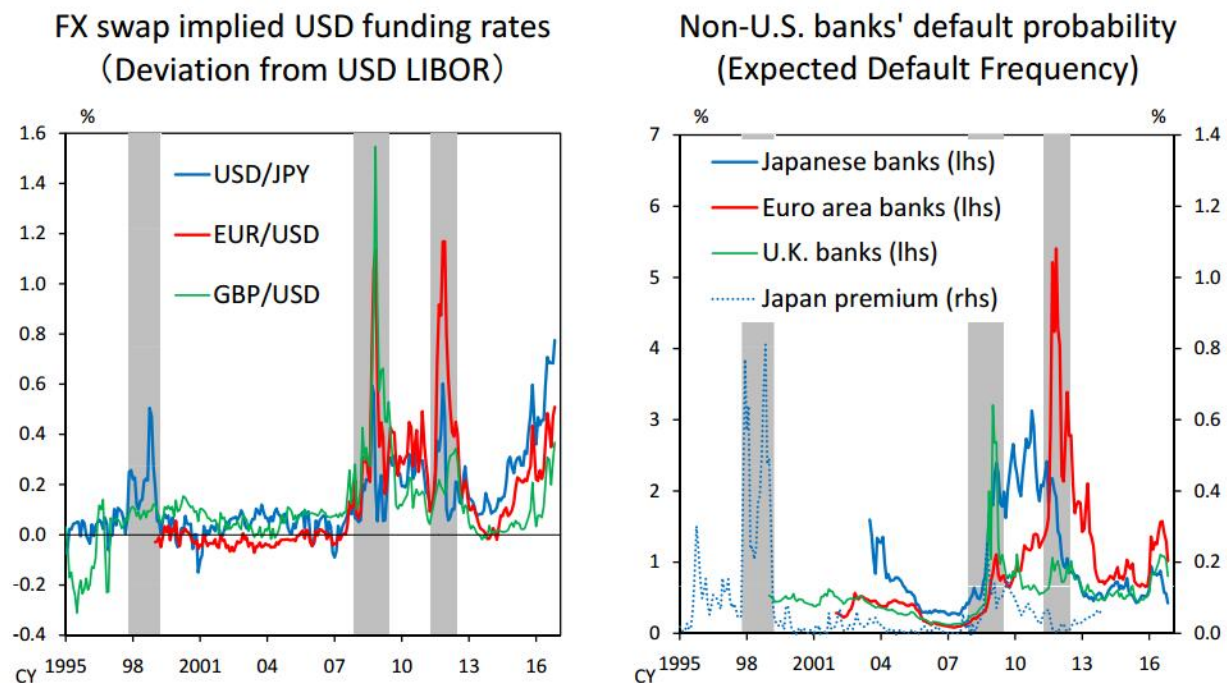
图3：按照国别的海外债权



Notes: 1. Latest data as at end-June 2016.
 2. Euro area claims for German and French banks are excluded.
 Source: BIS.

图4：外汇互换隐含美元融资利率以及银行信用水平

Chart 4 FX Swap Implied USD Funding Rates and Banks' Creditworthiness



Notes: 1. Latest data as at November 2016.

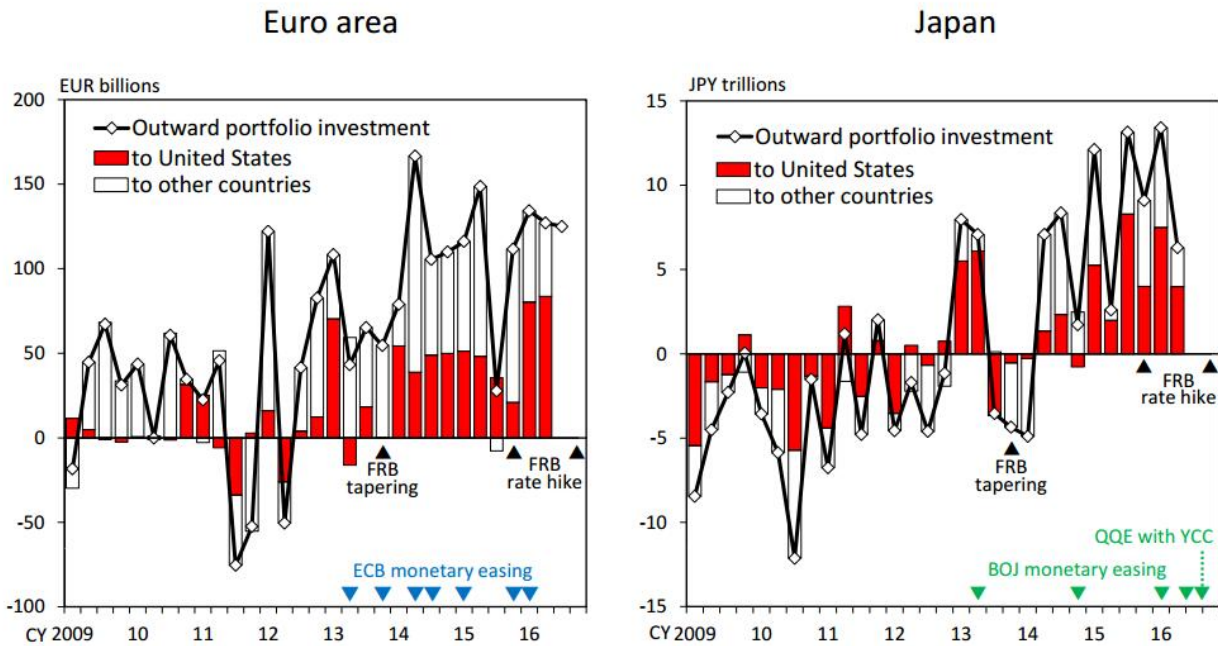
2. The shaded areas correspond to Japan's financial crisis (November 1997 through March 1999), the global financial crisis (December 2007 through June 2009), and the Eurozone sovereign debt crisis (May 2011 through June 2012).

3. Non-U.S. banks' default probability is the average of the EDF (Expected Default Frequency) of G-SIBs that are headquartered in each jurisdiction. "Japan Premium" is calculated as 3-month USD TIBOR less 3-month USD LIBOR.

Sources: Bloomberg; Moody's; BOJ.

图5：欧日对外投资组合

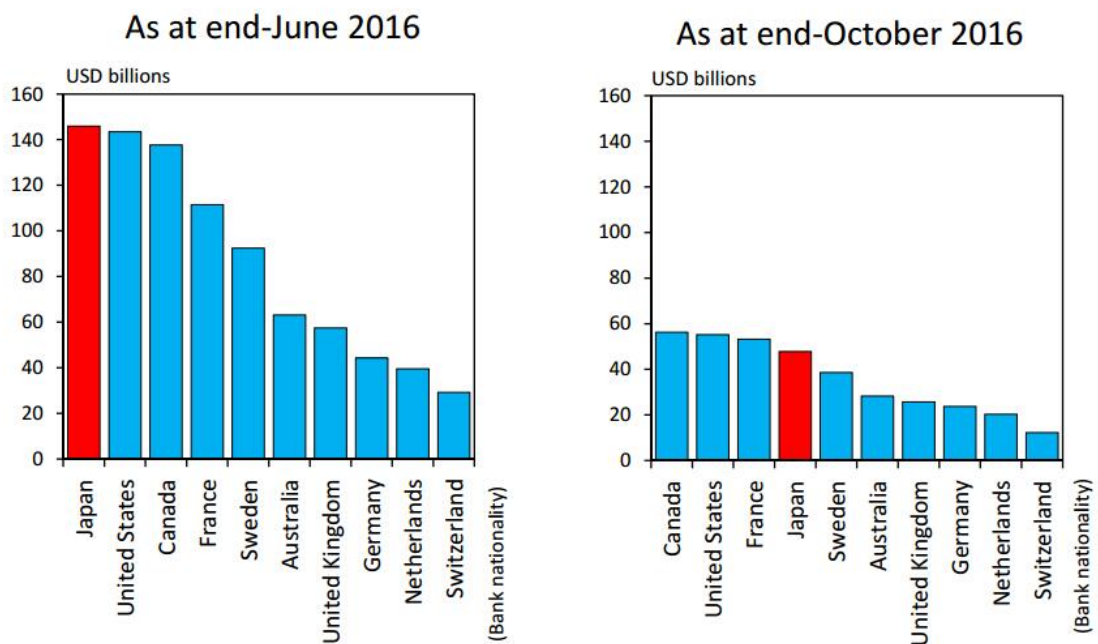
Chart 5 Outward Portfolio Investment (Euro Area and Japan)



Notes: 1. Latest data for euro area as at end-September 2016, data for Japan as at end-June 2016.
 2. In each chart, ▲/▼ indicates the timing and direction of monetary policy changes since 2013.
 Sources: ECB; Ministry of Finance; BOJ.

图6：优先型货币市场基金以及银行相关证券

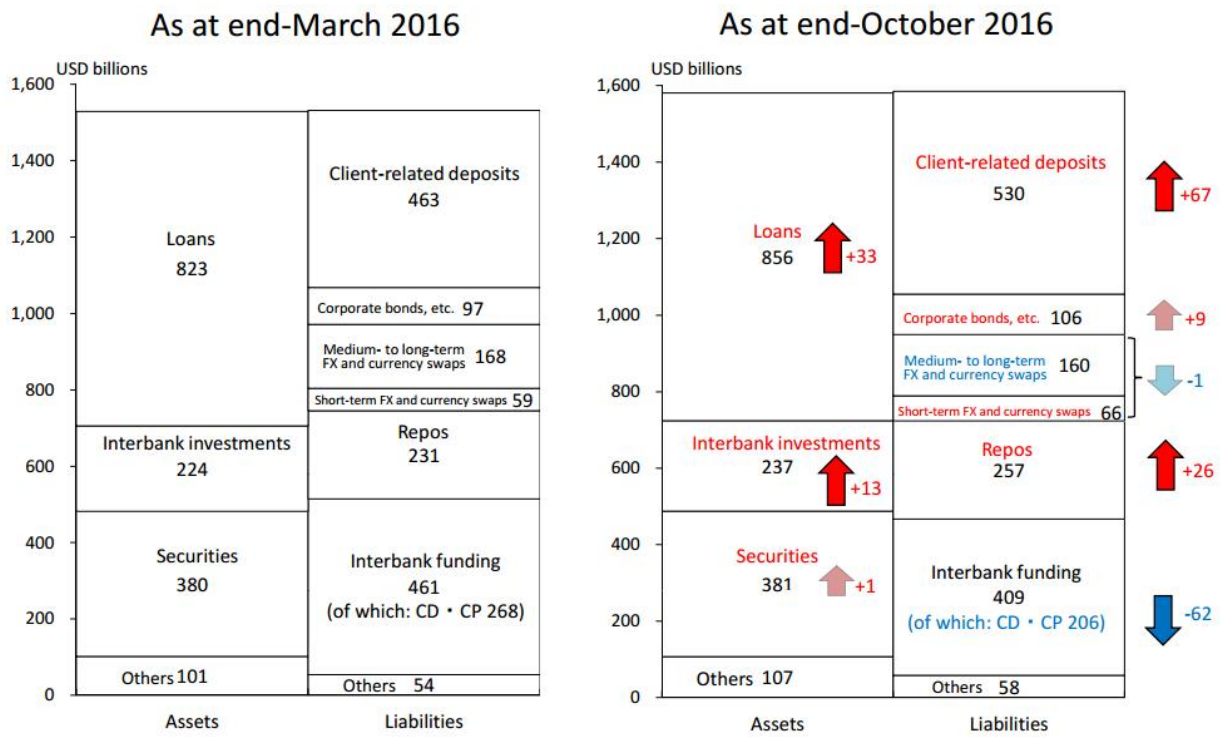
Chart 6 Prime MMF Holdings of Bank Related Securities



Note: Prime MMF holdings of bank related securities are aggregated by country based on the location of banks' global headquarters. "Australia" includes New Zealand.
 Source: SEC.

图7：日本主要银行外币资产负债表

Chart 7 Japanese Major Banks' Foreign Currency Denominated Balance Sheet

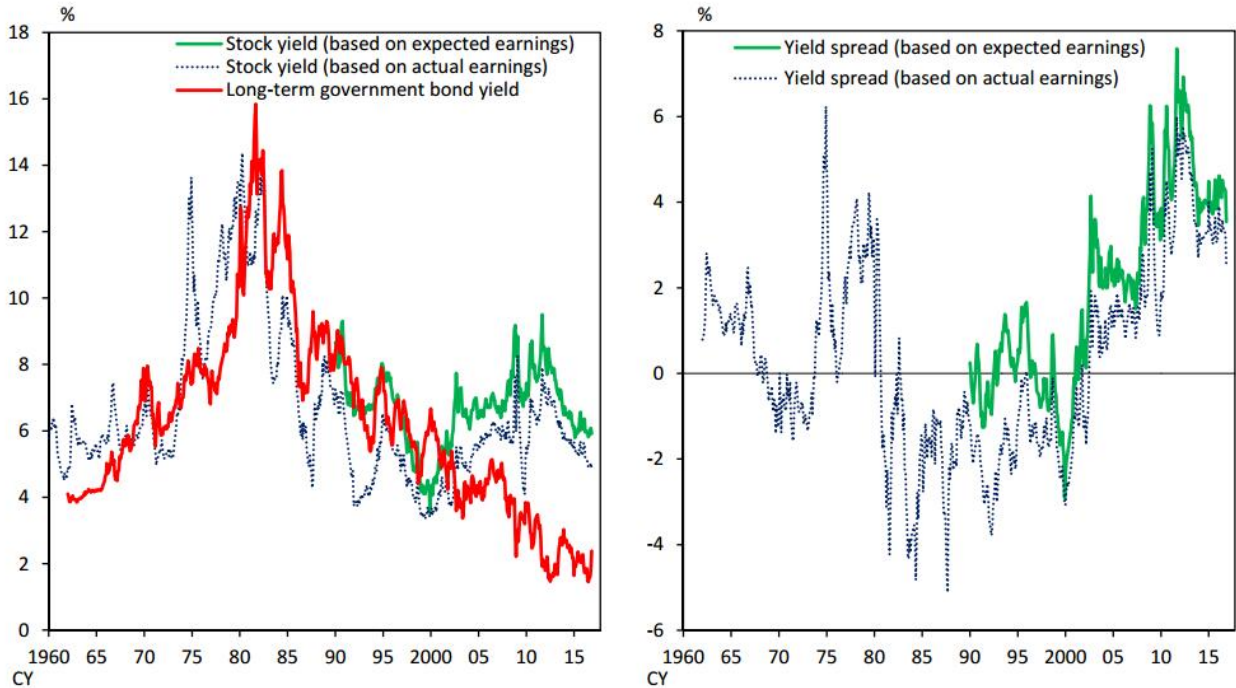


Note: The charts include major banks classified as internationally active banks.
Source: BOJ.

图8：美国收益率价差

Chart 8

U.S. Yield Spreads

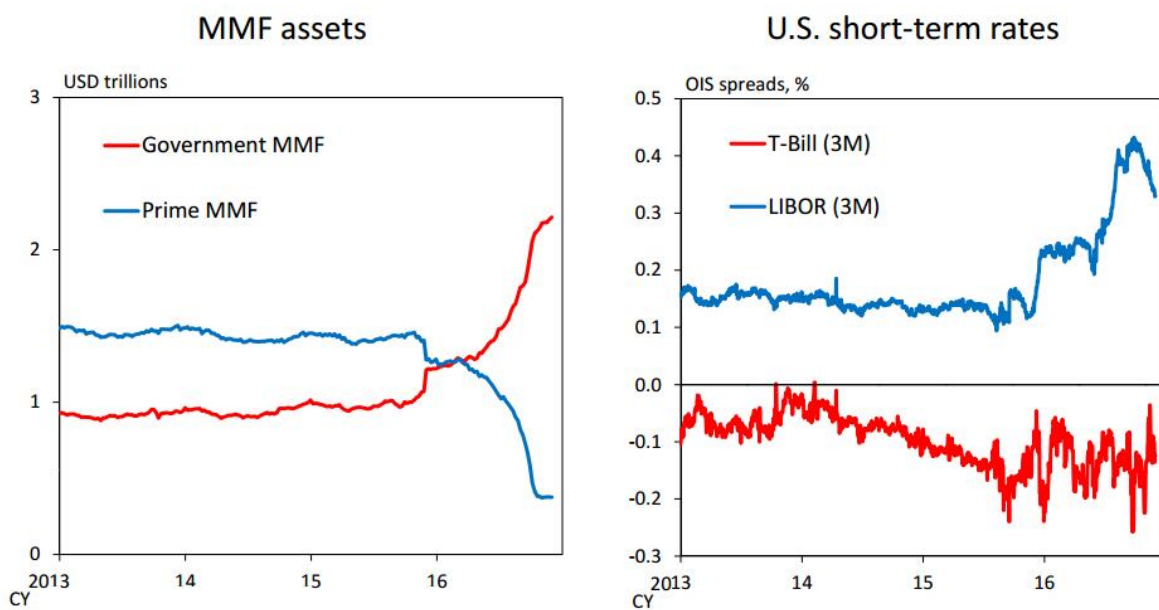


Notes: 1. Latest data as at end-November 2016.
 2. Stock yield = EPS / stock price. "Stock yield (based on expected earnings)" is calculated using EPS (forward twelve months), "Stock yield (based on actual earnings)" is calculated using EPS (trailing twelve months). Yield spread = Stock yield - Long-term government bond yield.
 3. S&P 500 for stock price; U.S. 10-year government bond for long-term government bond yield.
 Source: Bloomberg.

图9：美国货币市场基金改革的影响

Chart 9

The Impact of U.S. MMF Reform

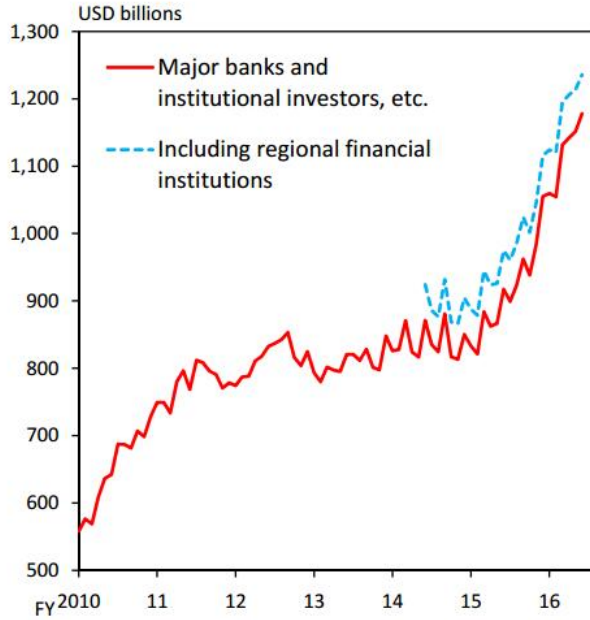


Note: Latest data as at end-November 2016.
 Source: Bloomberg.

图10：外币融资量以及外汇互换成交量

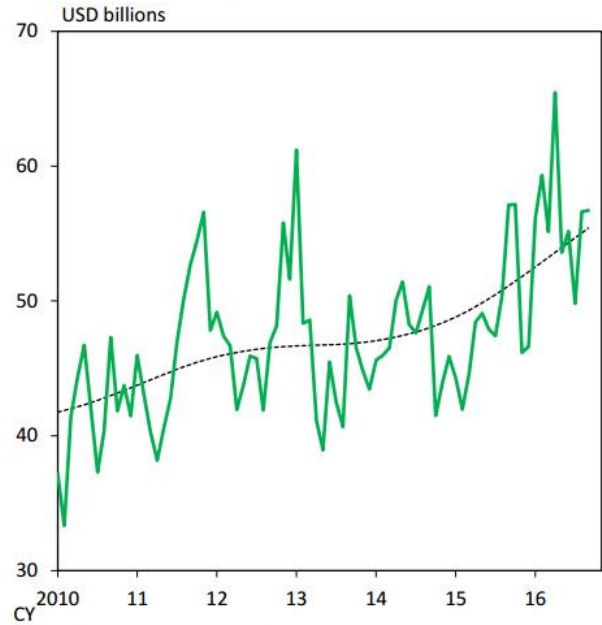
Chart 10 Amount of Foreign Currency Funding and FX Swap Transaction Volume

Amount of foreign currency funding via FX swaps and currency swaps by Japanese financial institutions



Notes: 1. Estimates by the BOJ. Latest data as at end-September 2016.
 2. "Major banks and institutional investors, etc." includes major banks, depository institutions with a particular focus on market investment, and life insurance companies.
 Sources: Bloomberg; The Life Insurance Association of Japan; Published accounts of each company; BOJ.

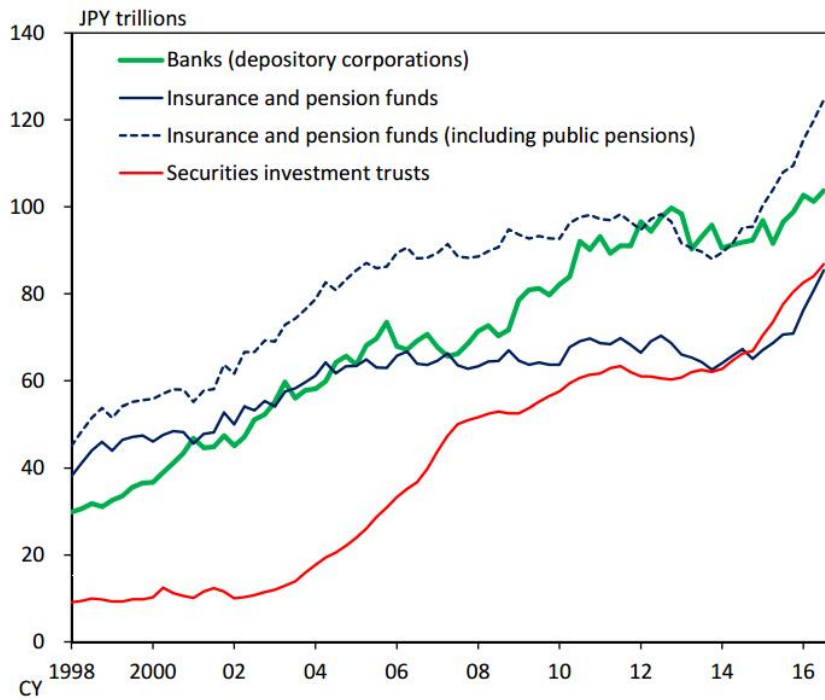
Transaction volume in the FX swap market (USD/JPY) via Tokyo FX market brokers



Notes: 1. Latest data as at September 2016.
 2. Average transaction volume for each business day (includes outright forwards).
 3. Trends are calculated using the two-sided HP filter.
 Source: BOJ.

图11：日本金融机构对外证券投资

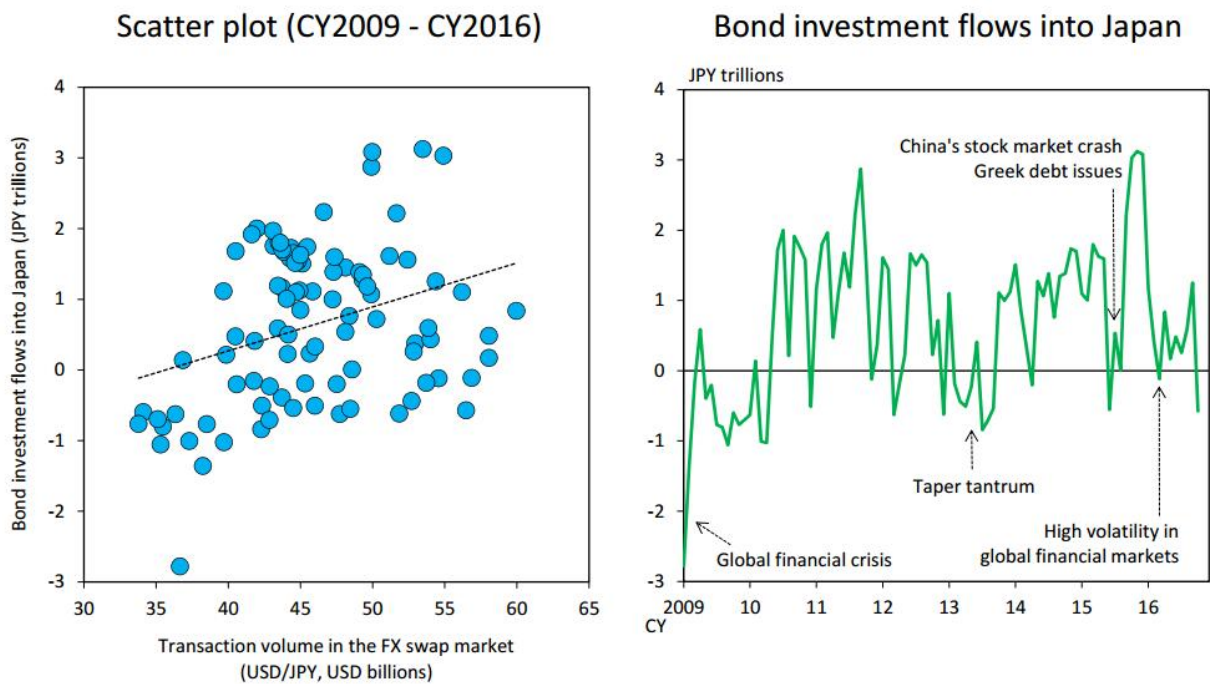
Chart 11 Japanese Financial Institutions' Outward Investments in Foreign Securities



Notes: 1. Latest data as at end-September 2016.
 2. The amounts are calculated by adding the flow during each period to the stock as at end-December 1997, to adjust for the impact of exchange rate fluctuations.
 Source: BOJ.

图12：外汇互换市场交易量与债券投资流

Chart 12 Transaction Volume in the FX Swap Market and Bond Investment Flows



Notes: 1. Latest data as at October 2016.
 2. Figures are 3-month backward moving averages.
 3. The transaction volume in the FX swap market (USD/JPY) is the average (via Tokyo FX market brokers) for each business day and includes outright forwards.
 Sources: Ministry of Finance; BOJ.

图13：全球流动性加强机制（通过外汇互换市场）

Chart 13 Global Liquidity Amplification Mechanism through the FX Swap Market

