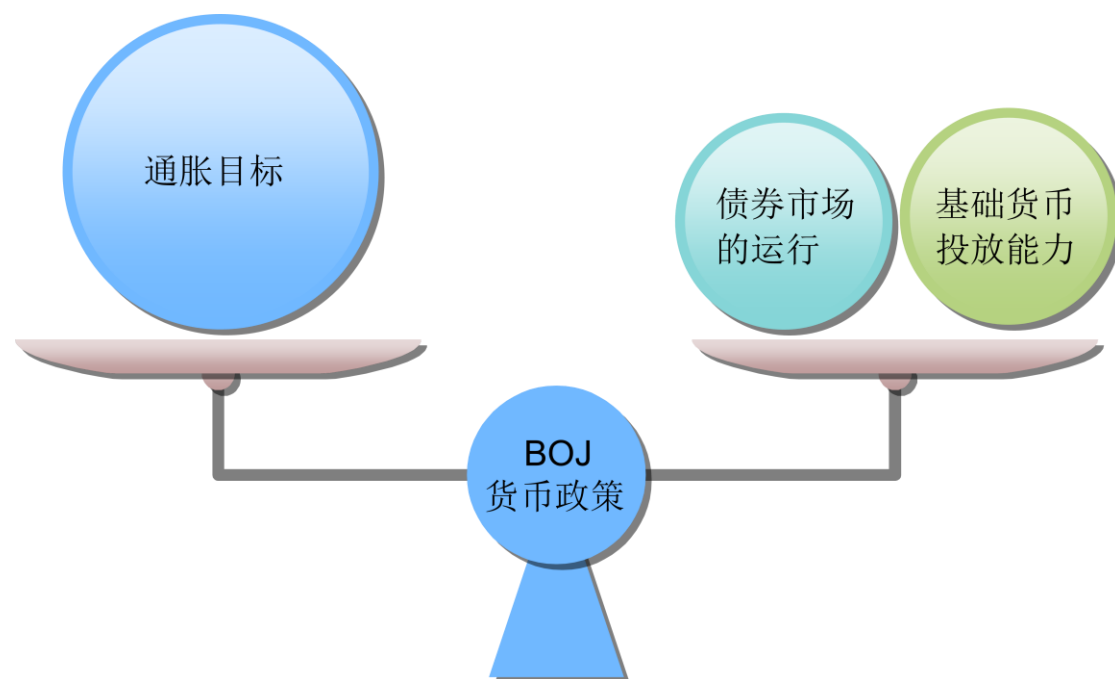


## 日本央行现行货币政策分析（上）

日本央行（BOJ）当前实行“控制收益率曲线的QQE”货币政策，其实质是以央行投放基础货币的能力和债券市场的运行机制为代价来追求2%的通胀目标。随着时间的推移，其代价已经变得越来越重，现行的货币政策也变得越来越不可持续。



与 Fed 及 ECB 不同的是，BOJ 现在几乎成了日本国债（JGB）的唯一买方。当日本银行退出时，可能会引发市场的剧烈波动。这种由于流动性唯一提供方——中央银行——突然撤离而导致剧烈波动的情况，在 2015 年已经经历过两次：瑞士中央银行放弃支撑欧元兑瑞士法郎 1.2 的汇价，以及中国人民银行的 8.11 汇改。当日本央行终止现行政策时，也许会再次出现由流动性突然缺失而导致 JGB 和 USDJPY 的断崖式下跌。

## 一、日本央行的货币政策

日本是首先采用量化宽松政策的经济体：

2001年3月19日，日本央行决定购买长期国债以向市场注入流动性，打开了量化宽松(QE)的大门。

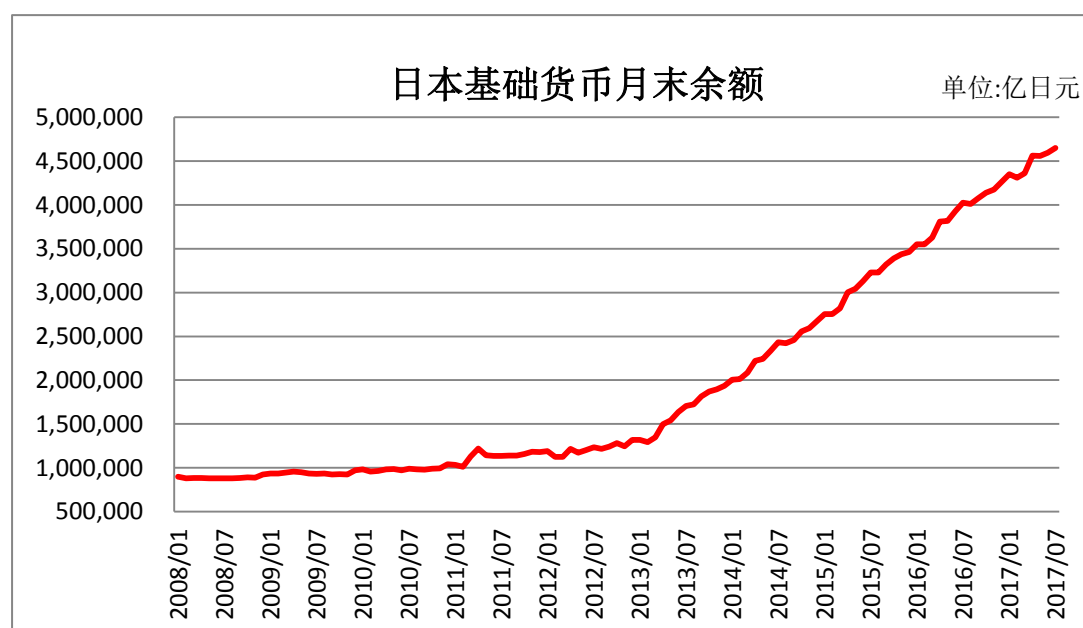
2013年4月4日，日本央行实施质化和量化宽松政策(QQE: Qualitative and Quantitative Easing)。核心内容是通过大幅提高长期国债(JGB)，ETF 指数基金和 J-REITs 的购买规模以及贷款支持计划(LSP)，将政策目标由无担保隔夜拆借利率改为基础货币。

2016年9月21日，日本央行推出了现行的货币政策——“控制收益率曲线的QQE”。核心内容包括：

1. 目标：持续扩大基础货币直到核心CPI超过2%；
2. 短期利率：维持金融机构在央行的存款政策利率在-0.1%；
3. 长期利率：通过购买10年期日本国债以压制10年期日本国债收益率在0%附近；
4. 宽松规模：以每年新增80万亿日元的速度购买日本国债；  
以每年分别新增6万亿和90万亿日元的速度购买ETF和J-REITs基金；  
维持商业票据和企业债券的规模分别在2.2万亿和3.2万亿日元不变。

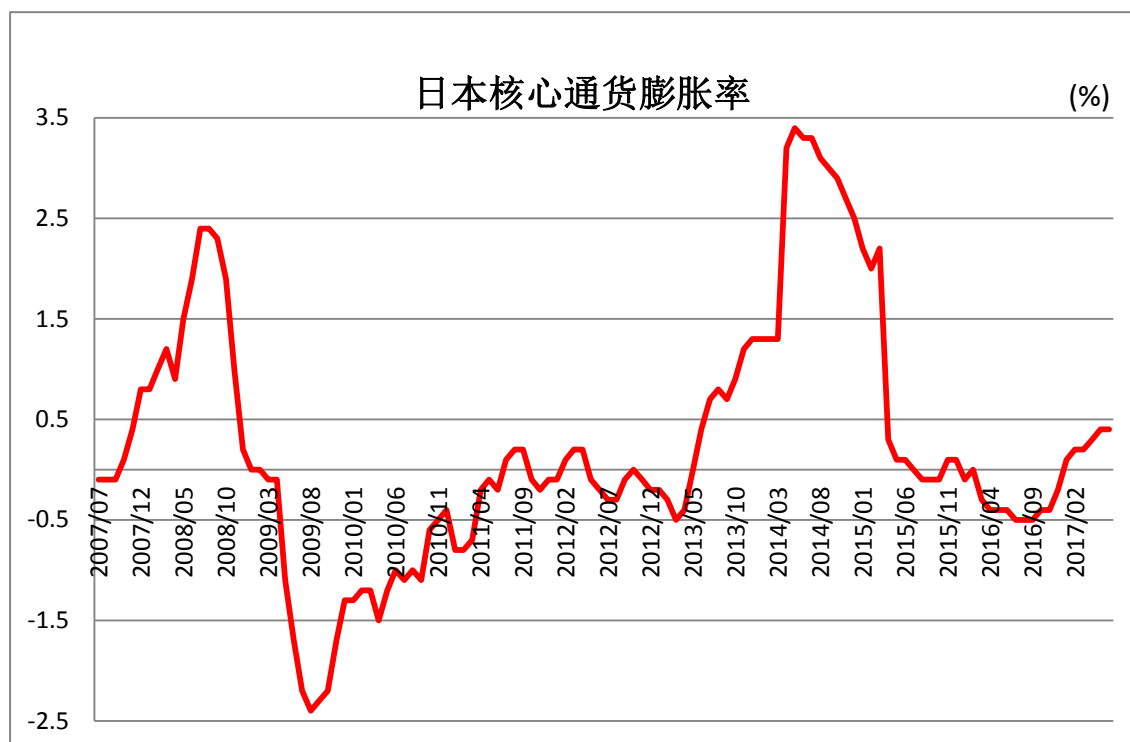
## 二、日本央行政策的效果

自2013年日本央行引入QQE以来，日本的基础货币余额(monetary base)已经增长近2.6倍，由2013年2月末的约130万亿日元扩大至2017年7月末的约470万亿日元。



(数据来源：日本央行)

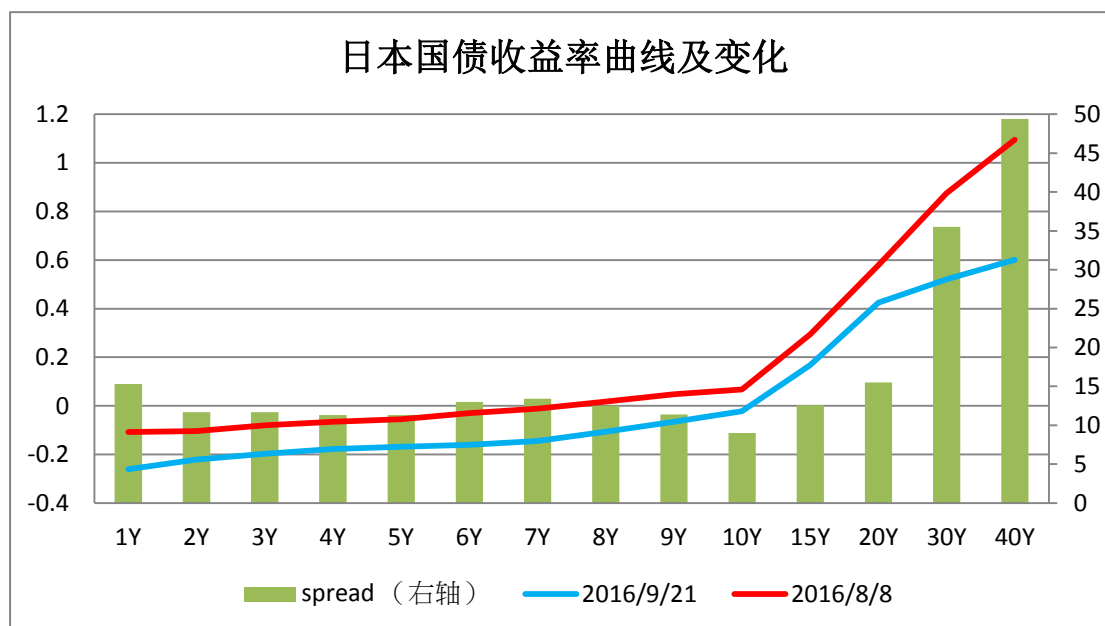
然而基础货币持续扩大对日本物价的支持作用似乎有限。日本核心通胀率并未像日本央行期待的那样稳定回升至 2%，其物价仅仅在货币政策初期的 1 年内（2014 年）有过快速拉升，但随后又大幅下行。



(数据来源: 路透)

2016 年 9 月日本央行推出“控制收益率曲线的 QQE”政策后，其基础货币仍然延续了之前的线性增长速率。但自该政策推出后至今，日本的国债收益率曲线实际是上行的状态：1 年至 10 年期限向上平移约 11BP，超长的 30Y 和 40Y 期限分别上行 35 和 50BP。

虽然日本的核心通胀率近期有所回升，但在收益率曲线上行及基础货币增速没有增加的环境下，通胀率继续向 2% 上行的动能有限。



(数据来源: 路透)

### 三、日本央行当前政策难以持续——基础货币的投放能力

#### ➤ QE 的过程

根据日本央行的定义，日本的基础货币由经济流通中的现金(纸币和硬币)以及金融机构在日本央行的存款（Current Account Deposits）组成。金融机构在日本央行的存款，是基础货币中占比最大的一项，主要包括法定存款准备金和金融机构之间用于清算的备付金，即通常意义上的准备金账户。

日本央行购买国债以扩大基础货币（即 QE），是通过准备金账户来实现的。例如，当日本央行从 A 银行购买了 10 亿日元的国债，日本央行在自身的资产负债表上记录“资产-国债”增加 10 亿日元，同时记录“负债-A 银行存在日本央行的准备金”增加 10 亿日元。而 A 银行由于准备金增加，就扩大了信贷投放的能力，即提高了信用创造的能力。

日本央行资产负债表

Japanese government Securities 增加 10 亿日元	Current deposits: A 银行的准备金 增加 100mio
---	---

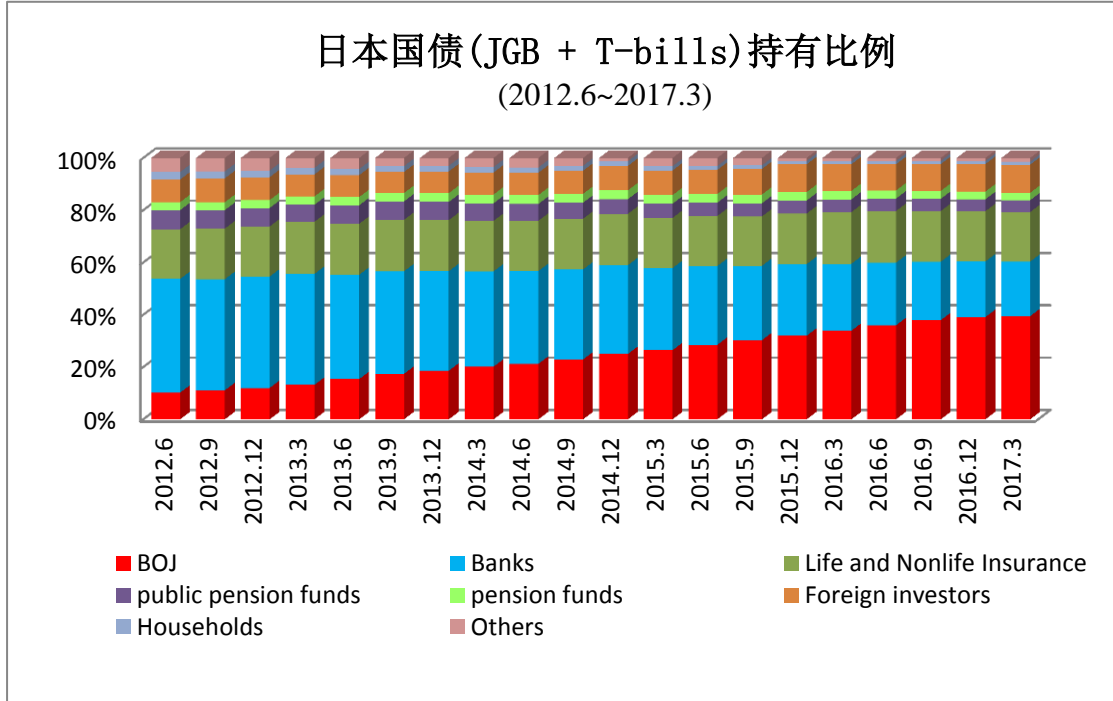
QE 对经济能起到刺激作用根本也正原于此：通过增加银行的准备金余额，来增加其货币创造的能力。

然而，随着 QQE 的进行，日本国债市场的结构已经发生了很大的改变。

➤ 日本国债市场当前的结构

总的来说，当前日本国债市场最突出的结构特点是日本央行几乎成为了唯一的买家。

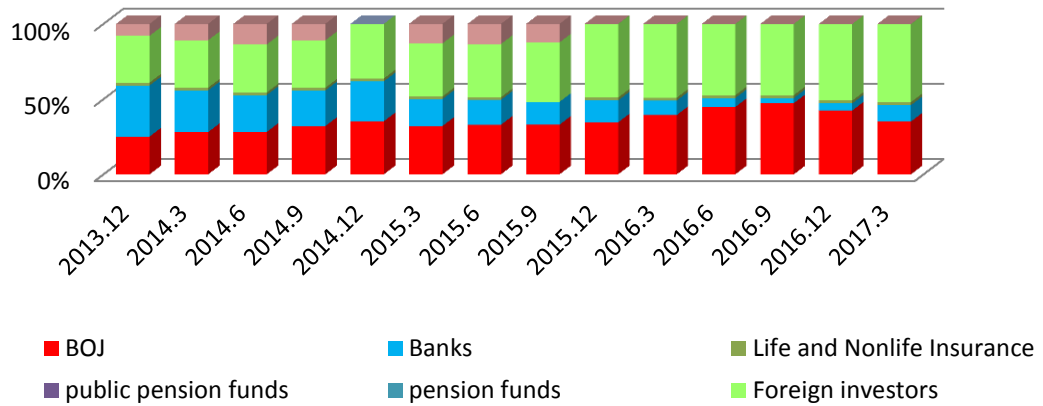
在日本国债市场中，最主要的三类参与机构为日本的银行，日本的保险公司及养老基金，还有就是日本央行。日本的保险公司及养老基金，很少在市场上进行频繁的交易，属于典型的持有到期的机构，其所持有债券的占比基本没有变化。



(数据来源: Monthly Newsletter of the Ministry of Finance, Japan)

就日本的 T-bills (期限在 1 年以内的短期国债)而言，当前有约 35%的 T-bills 集中在 BOJ 手中，50%集中在外国投资者手中，而日本的银行仅持有 11%的 T-bills，最少的时候一度仅持有 3%。日本央行以 T-bills 为工具进行公开市场操作以调节基础利率或基础货币的作用已经接近于丧失。

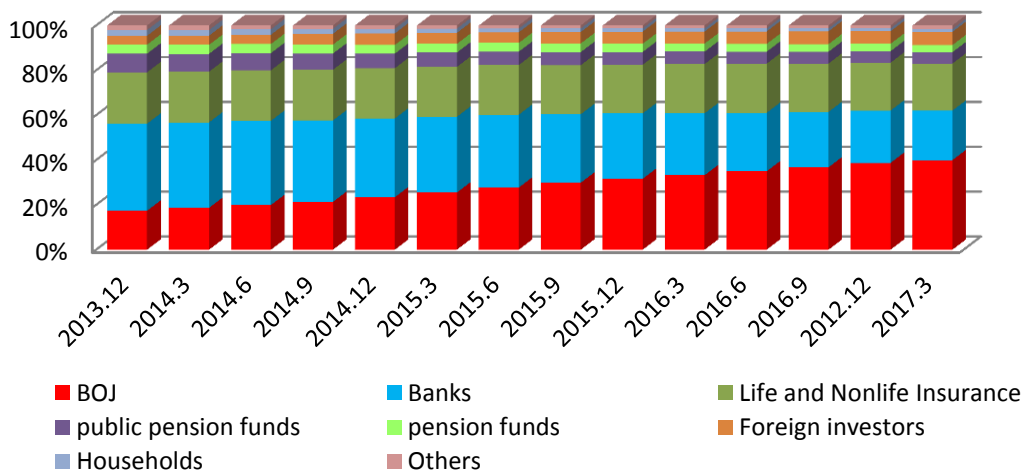
日本国债(T-bills) 持有比例  
(2013.12~2017.3)



(数据来源: Monthly Newsletter of the Ministry of Finance, Japan)

就日本央行的主要购买对象 JGB (期限大于 1 年的日本国债) 而言, 在 QQE 开始以前, 日本的银行占国债市场的份额最大 (约占到 44%)。但随着 QQE 的进行, 原来最大最活跃的交易方已经成为 JGB 的净卖出方, 其市场占有份额锐减至 21%。而日本央行的占有率由原来的不足 10% 已经增加到 40%, 几乎成为 JGB 市场上唯一的买家。

日本国债 (JGB) 持有比例  
(2013.12~2017.3)



(数据来源: Monthly Newsletter of the Ministry of Finance, Japan)

如前面所述，QQE 能够对经济起到刺激作用根本在于，通过增加银行存在央行的准备金余额来增加其货币创造的能力。然而，随着整个 JGB 市场被 BOJ 所占有，银行资产负债表上能够用于 QQE 交易的债券已经变得非常有限。若 QQE 按现行的方式进行下去，BOJ 增加基础货币的能力将会失去。

最后的极端情况可能是，日本的银行仅作为中介从财政部买入增发的债券，然后再卖给央行。这种情况相当于央行直接印钞给财政部，虽然可能会给日本带来通胀，但其代价是公共部门的投资挤出私人投资，损害经济增长，从而形成滞胀的局面。

金融市场部 交易中心

2017/8/10