

# 通货膨胀与金融政策

## ——以日本两次石油危机时期为中心

中国社会科学院日本研究所 刘瑞

### 内容提要

在第二次世界大战以后的两次石油危机时期，日本均经历了商品价格剧烈变动引起的通货膨胀。本文将研究视点置于两次石油危机时期日本治理通货膨胀的金融政策方面，分析引发通货膨胀的金融因素以及金融政策在两次通货膨胀中所起的不同作用，梳理当时理论界存在的凯恩斯经济学派与货币学派之间的争论，同时分析了两次石油危机后日本金融政策在目标、运营及手段等方面的重大转变，总结了值得研究与借鉴的经验与教训。

关键词：石油危机 通货膨胀 金融政策 凯恩斯经济学派 货币学派

第二次世界大战后，日本数次遭受通货膨胀的侵袭，其表现方式既包括商品价格的剧烈变动，也体现为资产价格的暴涨。其中，前者主要表现为战争结束后发生的恶性通货膨胀（1946—1948年）、第一次石油危机时期出现“物价狂乱”的严重通货膨胀（1973—1974年）以及第二次石油危机引起批发物价指数高企的通货膨胀（1980—1981年）等，后者主要表现为20世纪80年代末泡沫经济时期出现的商品价格未明显上涨，但土地、证券等资产价格异常膨胀的现象（1987—1988年）。本文主要将研究重点置于两次石油危机时期金融政策在日本通货膨胀治理方面发挥的作用，以期解答下列问题：日本20世纪70年代为何会出现严重的通货膨胀？其根源是否在于石油价格的上涨？治理通货膨胀时日本银行如何应对凯恩斯经济学派与货币学派之间的激辩？两次石油危机后日本的金融政策发生了哪些重要变化？有哪些值得我们研究与借鉴的经验和教训？

### 一、日本两次石油危机时期通货膨胀状况

二战后，日本经济经历了战后恢复期和高速增长时期后，于20世纪70年代迎来了经济转换期。1973年10月，中东战争爆发，石油输出国组织（OPEC）成员国石油产量大幅减少，原油价格暴涨，进口价格从1972年的平均每桶2.6美元涨至1974年的11.65美元，涨幅接近4倍。而当时日本的石油占一次能源比重的78%，且对外依存度很高，达到99.7%，远远超过经济合作开发组织（OECD）成员国67%的平均水平。石油价格的暴涨，加重了日本国内物价上涨压力和通货膨胀预期，

---

橋本寿朗、長谷川信、宮島英昭『現代日本經濟』、有斐閣アルマ、2006年、154 - 155頁。

商品需求急剧增加，不仅导致石油关联商品价格攀升，还出现了居民抢购生活用品甚至导致卫生纸脱销的情形。消费物价指数从 1972年的 4.5%上升至 1973年的 11.7%，1974年达到 24.5%；批发物价指数从 1972年的 0.8%升至 1973年的 15.8%，1974年更是达到 31.4%（参见表 1），日本进入“物价狂乱”时期。受此影响经济严重下滑，实际国民生产总值（GNP）增长率从 1973年的 9.8%降至 1974年 1.3%的负增长。

1978年底，世界第二大石油出口国伊朗政局突变，加之“两伊战争”爆发，引发了第二次石油危机。随着石油产量骤降，石油价格从 1978年末的每桶 12.7 美元上升至 1980年的 34美元。从表 1可以看出，虽然此次石油危机中进口物价指数升幅很大，但对日本消费物价指数影响不大，从 1979年的 3.3%升至 1980年的 7.7%，而批发物价指数急剧上升，从 1979年的 7.3%快速升至 17.8%。这在本质上反映了当时相对价格的变化，即能源价格与非能源价格相比明显上升。

表 1 日本经济增长率、主要物价上涨率与货币供应量增长率（1970—1989年）

（单位：%）

年度	实际 GNP	批发物价指数	消费物价指数	进口物价指数	货币供应量
1970	10.9	3.7	7.7	3.4	16.9
1971	7.4	-0.8	6.1	0.0	24.3
1972	9.1	0.8	4.5	-4.3	24.7
1973	9.8	15.8	11.7	21.0	16.8
1974	-1.3	31.4	24.5	67.7	11.5
1975	2.4	3.0	11.8	7.6	14.5
1976	5.1	5.1	9.4	5.1	13.5
1977	5.3	1.9	8.1	-4.6	11.1
1978	5.1	-2.6	4.2	-17.4	13.1
1979	5.3	7.3	3.7	28.5	9.1
1980	3.7	17.8	7.7	44.8	7.2
1981	3.3	1.4	4.9	1.6	11.0
1982	3.2	1.8	2.8	7.9	7.9
1983	3.7	-2.2	1.9	-7.8	7.3
1984	5.1	-0.3	2.3	-3.4	7.8
1985	4.5	-1.1	2.0	-2.4	8.7
1986	2.7	-9.1	0.6	-35.8	9.2
1987	5.4	-3.7	0.1	-8.3	10.8
1988	5.3	-1.0	0.7	-1.0	10.2

1989	5.0	2.5	2.3	-2.5	12.0
------	-----	-----	-----	------	------

资料来源：經濟企画庁「年次經濟報告」1990年版、日本銀行「經濟統計年報」1990年版。

## 二、通货膨胀原因分析

通货膨胀按其成因，可分为需求拉动型、成本推动型和结构性通货膨胀，其中成本推动型通货膨胀又可分为工资推动型、原材料推动型、进口推动型和价格推动型通货膨胀。日本两次石油危机时期通货膨胀的形成，既有相同的外因，又有全然迥异的内因。

### （一）外因：进口推动型通货膨胀

从现象来看，两次石油危机期间物价高涨的直接契机源于以原油价格为中心的初级产品价格的暴涨，即原油价格飙升导致进口产品价格上升，从而推高日本国内企业成本，抬高批发价格，再传导至消费领域，导致消费价格上升，形成进口推动型通货膨胀。在资源匮乏且经济对外依存度很高的日本，两次石油危机之时均表现出明显的进口推动型通货膨胀特征，在石油危机引发的外在冲击下，原油价格上升成为日本国内物价上涨的要因。

### （二）内因：金融政策因素

从表 1 可以看出，与第二次石油危机时期日本国内消费物价相对稳定相比，日本面临第一次石油危机时国内物价全面高企，并在石油危机结束后经济出现“滞胀”现象。究其深层原因，学术界从不同角度对财政政策、金融政策、外汇政策、海外物价、出口等方面进行论证，其中，金融政策失误成为导致第一次石油危机时期通货膨胀的主要原因。小宫隆太郎认为，1971-1973 年期间，金融政策当局的错误判断增大了货币供给，而过多的货币供应量导致了流动性过剩。铃木淑夫认为，宽松的金融政策导致过剩的流动性，激发了消费者通货膨胀预期，继而引发了严重的通货膨胀。其背景主要表现为以下几方面。

#### 1、“尼克松冲击”与日元汇率升值。

1971 年 8 月，面对美元不断贬值的现实，为摆脱通货膨胀、国际收支赤字困境，美国尼克松政府宣布实施“新经济政策”，停止布雷顿森林体制下美元兑换黄金的义务，日本被迫打破了经济高速发展所长期依赖的 1 美元=360 日元固定汇率，这一举措在日本经济界被称为“尼克松冲击”。日本政府在短暂抵制后，于 8 月 27 日决定实行浮动汇率制，之后日元兑美元汇率不断上升。通过世界货币基金组织（IMF）、10 国财政大臣会议等磋商和调整，1971 年 12 月，在美元对黄金下降 7.89% 的同时，各主要西方国家制定了新基准汇率（参见表 2），其中日元汇率升至

刘树成主编《现代经济词典》、凤凰出版社、江苏人民出版社、2005 年、第 992 页。

小宫隆太郎『現代日本經濟』、東京大学出版会、1988 年、23 頁

鈴木淑夫『日本經濟と金融 その轉換と適応』、東洋經濟新報社、1981 年。

1美元=308日元，升值幅度达 16.88%，在主要西方国家中居最高水平。

表 2 各主要西方国家新基准汇率（1971年 12月 18日）

国家	对美元新汇率	对美元升值幅度%	对黄金升值幅度%
美国	-	-	-7.89
日本	308日元	16.88	7.66
西德	3.223马克	13.57	4.61
英国	0.384英镑	8.57	0
法国	5.116法郎	8.57	0
意大利	581.5里拉	7.48	-1.0
荷兰	3.245盾	11.57	2.76
比利时	44.82比利时法郎	11.57	2.76
瑞士	3.84瑞士法郎	6.36	-2.04
瑞典	4.813瑞典克朗	7.49	-1.0

资料来源：经济企画厅『年次经济报告』1972年版。

## 2 应对日元升值实施扩张的经济政策。

对于日元升值，日本政府推算并强调了其对出口产业及经济带来的负面影响。按照出口对国民生产总值（GNP）所占比率来看，日本名义出口依存度于 1960 年后基本保持在 11%左右，但实际出口依存度由 1960 年的 9.0%上升至 1971 年的 14.7%。按照出口占生产量比重来看也呈现同样趋势。根据推算，日元升值将使 1972 年 1-3月的出口额减少 2.9亿美元，将使实际 GNP拉低 0.16%，若将乘数效应考虑在内，更使实际 GNP下降 0.22%。

为了抵御日元升值风险，防止经济下滑，实现国际收支平衡，日本进一步强化了始于 1970年下半年的经济刺激政策，从 1970年 10月至 1972年 6月，日本银行 6次下调了再贴现率，使之降至 2.0%的战后最低水准（战争刚结束后的一段特殊时期除外）。与此同时，日本政府通过增加公共投资、实行扩张财政政策继续提振业已进入回升轨道的经济，1972年 6月，田中内阁出台了《日本列岛改造论》，打造工业中心城市并完善其铁路交通基础设施。

## 3 忽视货币供应量激增信号。

在宽松的金融政策和扩张的财政政策的作用下，货币供应量 M 大幅增加，如表 1所示，M从 1970年度的 16.9%骤升至 1971年度的 24.3%，1972年度继续高达 24.7%，远远超过 GNP增长幅度。1970-72年马歇尔 K值（M/名义 GNP）也呈急速上升趋势（参见图 1），出现流动性过剩。与此同时，在日本列岛改造的建设热潮

经济企画厅『年次经济报告』1972年版

M=现金 + 活期存款 + 定期存款

中，企业投资异常活跃，除生产性资金外，企业持有流动性比率（现金存款 / 销售额）从 1970年末的 9%上升至 1972年的 12%，企业增加的闲余资金流向有价证券和投机性购买土地等投资中，推高了地价和股价飙升。1972年全国世界地价指数比 1970年上升 60%，日经 225平均股价从 1970年的 2000多点上升至 1972年末的 4600 日元。从货币需求与资产选择来看，过于充沛的货币供应量造成了过剩的流动性，在经济扩张过程中，物价明显上涨。但出于日元升值引起经济衰退的担忧，日本银行迟迟未采取紧缩的货币政策，直到 1973年 1月才开始提高存款准备金率，1973年 4月提高再贴现率。1973年 10月石油危机爆发，更加剧了通货膨胀压力，虽然 12月日本银行大幅上调再贴现率，由于货币政策的时滞效应，生产部门和建设部门仍然持续了高达 30%以上的通货膨胀。“从最初上调再贴现率开始，金融政策对通货膨胀的平抑效果，在建设部门表现为 11月的时滞，消费部门为 18个月的时滞。”

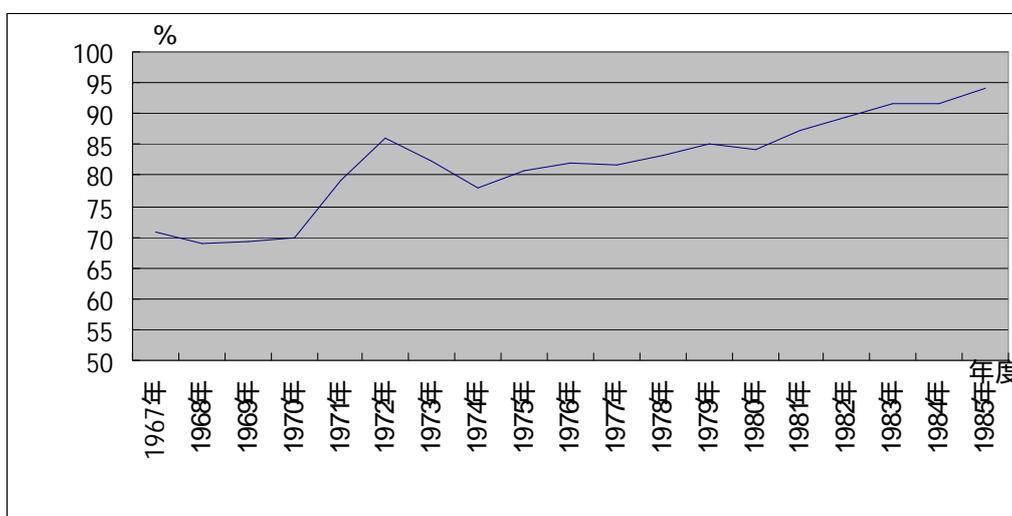


图 1 马歇尔 K值推移图

资料来源：根据经济企画厅「国民经济计算年报」2000年度、日本银行「金融经济统计月报」2000年 9月计算得出。

可以看出，第一次石油危机时期出现的“物价狂乱”现象，实际上在石油危机发生之前便彰显出前兆。面对国际金融体系巨变的情况，日本国内通过提供过多流动性并过度采取刺激经济等错误政策已经引发了通货膨胀的威胁。在原油价格暴涨的外来冲击下，日本银行未能及时采取紧缩性金融政策，导致国民通货膨胀预期增长，从而引发了严重的通货膨胀。因此，石油危机的爆发并不是通货膨胀产生的根本原因，第一次石油危机时期“因消费者心理恐慌导致物价狂乱形势不断扩散的现象，可理解为是一种采取通货膨胀政策引发急症的结果。”

吉川洋『金融政策と日本経済』、日本経済新聞社、1996年、139頁。

飯田繁『インフレと金融の経済学』、ミネルヴァ書房、1979年、44頁。

与第一次石油危机时期相比，日本银行在第二次石油危机发生之际及时转变政策方向，减轻通货膨胀压力。同时在货币供应量指标上升时采取了紧缩的金融政策，使日本国内物价表现为批发价格指数短期上涨，有效防止了进口商品价格上涨转嫁至国内物价全面上升的局面，缩短了经济恢复时间。

### 三、两次石油危机时期治理通货膨胀的金融政策

#### （一）第一次石油危机时期

面临“物价狂乱”的局面，日本实行控制总需求措施，日本银行开始实施紧缩的金融政策（参见表 4），1973年 1月和 3月两次提高存款准备金率，同时开始实施对金融机构信贷规模的“窗口指导”。但这些措施并未改变经济过热局面，批发物价依然持续高位。4月，日本银行上调了再贴现率，开始实施严格的紧缩政策。

至 1974年 1月，日本银行分 5次将再贴现率从 4.25%上调至 9.0%这一史无前例的高水准，存款准备金率也上调了 5次，从 0.5%至 2.25%，同时强化窗口指导作用，除了限制金融机构的贷款规模外，还限制其资金流向商社、不动产投资等领域。在紧缩金融政策作用下，1974年第二季度开始，货币供应量增加率降低，批发物价逐步稳定，消费物价也于 1975年进入平稳状态，通货膨胀预期逐渐消除。

石油危机爆发后，主要西方国家均出现了不同程度的通货膨胀。与其他国家相比，日本物价上涨率处于最高水平（参见表 1 表 3），进口物价与国内批发物价、消费物价均大幅上升。在强力从紧的金融政策下，日本经济出现大幅度下滑，在连续两年保持接近于 10%的增长率之后，1974年出现战后首次负增长，经济呈现出“滞胀”局面。但是强力紧缩货币政策在应对通货膨胀方面发挥出了功效，1975年，日本的物价迅速稳定，同年 4月起，日本银行阶段性地解除了紧锁的货币政策，经济呈稳步回升趋势。这种渐进式的政策运营，使日本比同一时期的美国、英国更早走出了低迷困境。

表 3 主要西方国家经济、物价上涨率

（单位：%）

年	批发物价指数			消费物价指数			GDP增长率		
	美国	英国	西德	美国	英国	西德	美国	英国	西德
1970	3.6	7.1	4.9	5.9	6.4	3.4	0.1	2.4	4.9
1971	3.3	9.0	4.2	4.3	9.4	5.2	7.5	1.2	1.6
1972	4.4	5.2	2.6	3.3	7.1	5.5	1.0	1.4	2.0
1973	13.1	7.5	6.6	6.2	9.2	7.0	1.2	1.2	3.3
1974	18.8	1.6	13.4	11.0	15.9	7.0	-0.5	-1.7	0.2
1975	9.2	22.9	4.6	9.1	24.2	5.9	-1.3	-0.8	-1.4
1976	4.6	16.5	3.7	5.7	16.5	4.3	4.9	2.8	5.6
1977	6.1	18.9	2.8	6.5	15.9	3.7	4.7	2.3	2.7

1978	7.8	9.0	1.1	7.6	8.2	2.7	5.3	3.5	3.4
1979	12.5	11.8	4.8	11.3	13.5	4.1	2.5	2.8	4.0
1980	14.1	16.0	7.6	13.5	18.0	5.4	-0.2	-1.7	1.0
1981	9.1	10.7	7.8	10.3	11.9	6.3	1.2	-0.5	-1.6
1982	2.0	8.5	5.9	6.2	8.6	5.3	4.0	-0.5	-0.3

资料来源：財団法人矢野恒太記念会編集『日本国勢図会長期統計版 - 日本  
の 100年』420- 421頁。

## （二）第二次石油危机时期

日本经历了降低通货膨胀率并确保适度经济增长的努力过程后，1979年再次进入严峻的经济环境中。为了摆脱国际市场原油出口低迷、经常收支盈余大幅减少的困境，石油输出国组织（OPEC）国家决定阶段性地提高原油价格。原油价格从1979年初的每桶 12.7美元上升至 11月的 24美元，1980年 11月升至 32美元，第二次石油危机时期爆发。随着石油价格的上涨，日本国内物价上升压力增大，国际收支盈余迅速减少。

为了减轻通货膨胀压力，减少对实体经济的负面影响，日本银行及时转变了金融政策方向，在 1979年 3-4月期间日元急速贬值和批发物价明显上升之时，以防止通货膨胀于未然为目的，再次对银行贷款开始了窗口指导，同时于 1979年 4月提高了再贴现率（参见表 4）。之后，为了避免批发物价上涨向消费物价波及，又于 7月和 12月进一步提高再贴现率。进入 1980年，日本银行基于防止转嫁成本价格的考虑，分别于 2月和 3月提高再贴现率，同时还于 3月、4月两次提高了存款准备金率。

日本银行吸取了第一次石油危机的教训，以稳定物价为目标，从 1979年开始，日本银行 5次提高再贴现率，从 3.5%大幅提高至 9.0%的高水准，同时 2次提高存款准备金率，并再次强化窗口指导方式。在这种“渐进式、尽早预防”的金融政策运营方式下，货币供应量增长率平稳降低，批发物价从 1980年的 17.8%回落至 1981年的 1.8%，同时与第一次石油危机时期相比，消费物价并未出现过大大波动，最大限度地避免了原油价格上升引起国内物价大幅上扬的负面影响，维持了景气自律性回升的局面。

表 4 日本治理通货膨胀过程中主要金融政策工具的调整

时期	再贴现率	存款准备金率	窗口指导	政策调整方向
1970年 5月	6.25%			
10月	6.25 6.0%			宽松

黒木祥弘『金融政策の有効性』東洋経済新報社、1999年、27頁

1971年 1月	6.0 5.75%			
5月	5.75 5.5%			
7月	5.5 5.25%			
12	5.25 4.75%			
1972年 6月	4.75 4.25%			
1973年 1月		0.5 1.0%	日本银行要求银行根据票据收款人企业分类设定购买票据额度。	紧缩（预防性）
2月			日本银行要求城市银行对大商社控制信贷规模。	
3月		1.0 1.5%		
4月	4.25 5.0%			紧缩
5月	5.0 5.5%			
6月		1.5 1.75		
7月	5.5 6.0%			
8月	6.0 7.0%			
9月		1.75 2.0%		
12月			大藏省、农林省要求农协、信农联控制贷款规模。	
1974年 1月	7.0 9.0%	2.0 2.25%		
4月			要求各金融机构控制 1974年度上半年设备投资关联融资以及金融机构网点的设备投资。	
7月			要求农协，信农联控制贷款规模。	
10月			确保居民个人住宅贷款。	
11月			确保中小企业贷款。	
12月			大藏省要求银行限制大额融资	
1975年 3月			大藏省要求贯彻落实关于抑制土地融资的相关文件。	
4月	9.0 8.5%		大藏省对金融机构放宽民间设备投资及建筑投资融资限制措施进行指导。	宽松
5月			大藏省对保险公司大额融资的限制进行指导。	
6月	8.5 8.0%			

8月	8.0 7.5%			
10月	7.5 6.5%			
11月		2.25 2.0%		
1976年 1月			大藏省允许银行可对有关大额融资限制的文件实行弹性措施。	
2月		2.0 1.75%		
1977年 3月	6.5 6.0%			
4月	6.0 5.0%			
6月			日本银行从 1977 年第三季度开始,改变从 1973年第一季度以来持续进行的新增贷款限制的窗口指导方式,尊重各金融机构的自主信贷计划。	
9月	5.0 4.25%			
10月		1.75 1.625%		
1978年 3月	4.25 3.5%			
1979年 4月	3.5 4.25%		再次强化窗口指导	紧缩
7月	4.25 5.25%			
11月	5.25 6.25%			
1980年 2月	6.25 7.25%			
3月	7.25 9.0%	1.625 1.75%		
4月		1.75 2.0%		
8月	9.0 8.25%			宽松
11月	8.25 7.25%	2.0 1.75%		
1981年 3月	7.25 6.25%			
4月		1.75 1.625%		
12月	6.25 5.5%			

资料来源:根据日本銀行「經濟統計年報」、經濟企画庁「年次經濟報告」(1970年度-1981年度)相关资料整理。

#### 四、通货膨胀治理：凯恩斯经济学派与货币学派之争

二战后，凯恩斯学派的观点被当时西方国家视为圭臬，凯恩斯经济理论以有效需求原理为核心，强调以实行财政政策为重心，认为刺激经济的重点是公共投资，具体筹资手段为举债支出，实行赤字财政。

在实践中，战后至 20 世纪 60 年代末期，凯恩斯经济学派在日本经济政策制定方面占据主导地位。日本在推动总需求扩大的过程中，积极推行赤字财政，以期实现没有通货膨胀的充分就业的目标。在凯恩斯有效需求不足理论引导下，日本以追求经济高速增长为首要目标，并不强调稳定物价，因此在经济政策运行中，有效影响物价变动水平的金融政策并未受到充分重视。在凯恩斯积极财政政策引导下，日本在近 20 年的高速增长期内实现了经济增长、物价稳定的平衡。

但是凯恩斯强调赤字财政政策取代传统的预算平衡政策，通货膨胀政策取代物价平衡政策的结果，容易导致经济陷入通货膨胀泥潭。凯恩斯认为适度的通货膨胀有利于刺激消费和投资，能够保证经济增长和就业的增加。但随着通货膨胀的加剧，20 世纪 70 年代初期，主要西方国家出现凯恩斯理论难以解决的“滞胀”局面，学术界形成了凯恩斯经济学派与货币学派在治理通货膨胀的理论争论。这些理论争论对当时日本分析通货膨胀成因及制定与运营金融政策产生了很大影响。

货币学派以现代货币数量论为依据，强调货币在影响宏观经济运行中的核心地位。弗里德曼通过下列等式阐述了自己的观点。

$$\text{货币数量恒等式} \quad M=PT$$

$$\text{变形后恒等式} \quad M=PY$$

$$\text{微分方程} \quad g=g_1+g_2-g_3$$

其中  $M$  为货币量， $V$  为货币流动速度， $P$  为物价指数， $T$  为总交易量， $Y$  为国民收入总额， $g$  表示增长率。弗里德曼认为，在短期内货币增长率的变动影响通货膨胀的升降。因此，弗里德曼提出命题：“无论何时何地大规模的通货膨胀统统是货币现象”，货币量的过度增加是通货膨胀的唯一重要原因，减缓货币增长率是制止通货膨胀的唯一方法。同时治理通货膨胀会不可避免地产生经济下滑、失业率增加等副作用，“减轻副作用的最重要的方法，是事先宣布一个逐步稳定降低通货膨胀的政策。”即实行单一规则的金融政策，中央银行在制定和执行货币政策时，一是要以货币供应量为直接调控目标，二是要长期采用一个固定不变的货币供应增长率（ $k\%$ ），使货币供应量增长率与经济增长率基本相当。

以弗里德曼为代表的货币学派成为当时政府制定通货膨胀政策的理论依据，美国、日本和欧洲的中央银行相继采用了以货币供应量为中间目标的金融政策。但在金融政策具体运营过程中，各国央行采取的方式各不相同。其中美国严格遵

---

米尔顿·弗里德曼《论通货膨胀》、中国社会科学出版社、1982年、17页

同上书，30页

同上书，115页

循货币学派理论，将调控存款准备金率作为操作目标，以此实现控制货币供应量、实现物价稳定的最终目标。

与美国相比，日本银行也很重视货币供应量的变化，但并未教条照搬货币学派经济理论，而是重视货币供应量增长率与物价上升率之间的长期联动性。因为在极短时期内严格控制存款准备金容易引起短期利率大幅波动，成为金融市场不稳定因素。因此日本银行采取了“综合酌量”，即重视货币供应量这一中间目标，并以此为基础，综合考虑经济变化、物价走势、经常收支、汇率等各种因素，将短期市场利率作为操作目标。在借鉴第一次石油危机时期物价狂乱后经济停滞的教训后，日本银行重视货币供应量，运用稳定物价的金融工具，使日本迅速摆脱了第二次石油危机时期通货膨胀的阴影。

## 五、金融政策转变

20世纪70年代以来，国际金融环境巨变，日本国内经济也由高速增长向低速发展转变。在两次石油危机期间通货膨胀治理过程中，日本银行的金融政策发生了令人瞩目的变化。

（一）金融政策目标：开始重视物价稳定。

在经济高速增长时期，为了维持以美元为中心的固定汇率制度，解决对外贸易和国际收支中出现的逆差，日本银行一直将平衡国际收支作为其政策目标。1971年布雷顿森林体制的瓦解，包括日本在内的各主要西方国家纷纷由固定汇率制改为浮动汇率制时，金融当局“首次开始深入思考金融政策的目的”。同时，经历了70年代经济的“滞胀”后，各国基本形成了物价稳定是经济可持续发展的重要保证的共识，并逐渐明确通过中央银行的金融政策能够实现长期物价稳定的作用。在此背景下，随着日本国际收支盈余，外汇储备增加，日本在经历第一次石油危机时期的“物价狂乱”后，改变了平衡国际收支的政策目标，“将物价稳定作为最优先的课题”，并以此促进经济稳步增长。

（二）金融政策运营目标：重视货币供应量。

石油危机后日本首次开始重视货币供应量，将货币供应量作为中间目标，传导日本银行的金融政策。1978年7月，日本银行首次表明了重视货币供应量的运营方针，公布了货币供应量增长率的预测值。货币供应量指标的选取，最初为  $M_1$ （ $M_1$  = 现金 + 活期存款 + 企业定期存款），后来变为  $M_1 + CD$ （即  $M_1$  + 可转让大额存单），其原因主要在于：第一，中央银行选择与货币政策最终目标联系最密切的指标作为中间目标， $M_1 + CD$  与名义国民生产总值的相关系数大。第二， $M_1 + CD$  比  $M_1$  更

---

植草一秀『現代日本經濟政策論』、岩波書店、2001年、124頁。

白川方明『現代の金融政策』、日本經濟新聞出版社、2008年、32頁。

經濟企画庁『年次經濟報告』1973年版

日本銀行調査局「日本におけるマネーサプライの重要性について」、『日本銀行調査月報』1975年7月号

便于中央银行总体控制。

日本银行对货币供应量的重视，主要源于四方面原因。第一，在尼克松冲击时，未能重视货币供应量急速增加现象而引起流动性过剩现象。第二，受到货币学派关于治理通货膨胀时单一规则理论的影响。第三，资金循环构造的变化减少了间接融资份额，银行信贷行为对实体经济的影响减弱。第四，物价上升使利率变动要素难以把握。

虽然 20 世纪 80 年代以来，随着金融创新的加速、金融管制的放松和金融国际化进程的推动，各层次货币供应量之间的界限很难确定，基础货币的扩张系数失去了稳定性，中央银行失去了对货币总量的强有力控制，无法继续单一规则的货币政策。但是，日本在“经历两次石油危机后，从长期看，货币供应量与实体经济之间、与物价之间的稳定性关系和因果关系已被公认。”

（三）金融政策手段：更加重视公开市场操作。

为了发挥利率功能，通过同业间市场利率这一操作目标影响公开市场利率，进而影响货币供应量，顺畅进行金融政策的传导效果，日本短期金融市场规模不断扩大，公开市场操作手段也呈多样化趋势。1972 年成立票据买卖市场后，票据买入操作开始实施。债券买卖操作于 1962 年便开始实行，1975 年日本大量发行赤字国债后，虽然法律上禁止日本银行直接购买赤字国债，但由于国债流通市场不发达，日本银行在发行一年后以理论价格进行购买。为了解决至一问题，日本开始培育国债流通市场，1977 年允许民间金融机构售出保有国债，“一方面抑制了财政赤字引发的通货膨胀，另一方面促进了反映市场动向的国债流通收益率的形成，促进了日本利率自由化进程”。

结语

从上述分析可以看出，金融政策在日本两次石油危机时期应对通货膨胀过程中发挥了不同的作用，既有值得学习的经验，也有需汲取的教训。第一，表现在政策层面。第一次石油危机时期引发的通货膨胀，其根本原因并不是石油价格的上涨，而是金融政策的失误。应肯定通货膨胀是货币现象这一命题，不能忽视金融政策在调控物价、治理通货膨胀中的作用。第二，体现在政策运行层面。金融政策发挥效果存在“时滞”效应，因此政策实施应具备前瞻性。第二次石油危机时期，日本金融当局吸取了前次教训，尽早提前采取了预防性措施，很快制止了通货膨胀的深化。第三，体现为中间变量的选取方面。在第一次石油危机爆发前期，货币供应量的激增未能引起日本政策当局和理论界的重视，导致了过剩流动性的发生，延误了处理通货膨胀时机。之后，日本央行开始关注货币供应量这一

---

川口慎二、古川颯『現代日本の金融政策』、東洋経済新報社、1992 年、280 頁

日本銀行企画室「金融政策運営に果たすマネーサプライの役割」、2002 年 12 月 24 日。

田代洋一、萩原伸次郎、金澤史男『現代の経済政策』有斐閣ブックス、2006 年、152 頁。

指标，反映了日本银行抑制通货膨胀的政策转变。第四，在金融政策工具方面。为了调控物价不断攀升、经济过热的局面，日本采取了多种措施实施强有力的紧缩的金融政策，其中既包括加大再贴现率上调力度、提高存款准备金率等传统的货币政策工具，还特别强化了“窗口指导”作用，将其对象从城市银行扩大到地方银行、长期信用银行及信用合作机构等，通过间接调控银行信贷数量和规模减少通货膨胀压力。第五，表现在政策的持续性方面。作为治理通货膨胀的一个短期副作用，日本以牺牲一定的经济增长为代价。在从紧的金融政策下，1974年日本经济出现了大幅下滑，但坚持从紧金融政策的耐性，使日本比其他陷入“滞胀”的西方国家更早摆脱了低迷的困境。

原文刊载于《日本学刊》2009年第1期