

2009年日本金融政策运行及展望

刘瑞*

摘要：2009年日本银行明确了实施企业融资非常规措施的退出期限，但为克服通货紧缩难题，日本银行与日本政府步调一致，继续维持超宽松金融环境，并进一步强化了金融缓和措施，即“广义的数量宽松政策”和“广义的时间轴效果”政策。在央行宽松金融政策作用下，市场资金供应充沛，2009年日本金融市场总体表现平稳。2010年日本银行将以克服通货紧缩作为重要课题，超宽松金融政策将呈长期化趋势。

关键词：金融政策 金融市场 通货紧缩 退出战略

为尽快消除金融危机、信用紧缩影响，2009年日本银行继续实施超宽松货币政策及非常规金融政策。在积极的财政、金融政策共同推动下，加之中国外需增加，日本实际国内生产总值（GDP）从2009年第二季度起转为正增长，但日本经济依然面临严峻的通货紧缩压力。2009年11月政府发表通货紧缩宣言后，日本银行也相继实施了克服日元升值、通货紧缩的更为宽松的新举措。在欧美各国开始阶段性退出应对危机紧急措施之时，鉴于日本以大企业为中心的融资渠道逐步恢复，日本银行宣布结束继续扩充企业融资的时限性非常规政策。但是苦于内需自律性恢复乏力、通货紧缩短期内难以克服等现实，日本银行必须将维持宽松的金融政策作为一项长期性课题。

一、危机应对模式下的金融政策运行情况

2008年世界金融危机爆发后，日本银行与政府协力应对，出台了多项紧急应对措施。2009年日本银行继续维持危机模式下金融政策，同时结合经济运行情况，探讨阶段性退出非常规金融政策时机。2009年10月，日本银行明确了购买金融机构持有企业商业票据（CP）、公司债等临时性举措的退出期限。

（一）继续实施危机模式金融政策

1 继续维持超低利率环境

2008年12月日本银行将银行间无担保隔夜拆借利率由0.3%降至0.1%，基准贷款利率由0.5%下调至0.3%后，2009年共召开15次金融政策决定会议，均作出继续维持超低利率的政策决议。

2 继续维护金融市场稳定

（1）增加购买银行持有长期国债额度。继2008年12月将购买额度从1.2万亿

* 刘瑞，经济学博士，中国社会科学院日本研究所助理研究员，研究专业为金融学，研究方向为日本金融理论与政策、中日金融制度比较研究。

增至 1.4 万亿日元后，2009 年 3 月再次提高至 1.8 万亿日元，4000 亿日元为过去最大月增量。（2）扩大国债回购操作可接受的抵押品范围。从 2009 年 7 月起，金融机构可将所持美、英、法、德四国发行的本币计价国债进行抵押，以获得日本银行提供的日元资金。（3）继续延长补充经常账户存款优惠制度。2008 年对商业银行在央行经常账户的超额部分实行临时付息（0.1%）措施，以提供充足资金。2009 年 10 月，日本银行宣布继续延续这一临时性举措。

3 继续强化金融体系稳定措施

（1）购买金融机构所持股票。为减少金融机构因股票下跌导致损失增加的风险，2009 年 2 月日本银行公布了购买金融机构持有股票方案。截至 2010 年 4 月末购入总额为 1 万亿日元，其中每家金融机构上限为 2500 亿日元，上市股票评级在 BBB 以上。（2）向金融机构提供次级贷款。2009 年 3 月日本银行决定为开展国际业务、符合国际资本标准的大型银行提供总额 1 万亿日元次级贷款，帮助改善资本充足率。

（二）企业融资临时性措施的退出期限

为稳定世界金融危机引发的金融市场混乱，日本银行采取了购买金融机构持有企业 CP、公司债等非常规方式，引入了多种时限性紧急措施。伴随着短期货币市场功能恢复，日本银行买入 CP 投标额于 2009 年 9 月 18 日起连续 11 次为零，买入公司债的投标额也一直保持低水准，因此日本银行决定明确各项时限性措施的终止期限。

1 企业融资特别公开市场操作

2008 年 12 月日本银行决定计划于 2009 年 1 月 8 日至 3 月末实施支持企业融资特别公开市场操作方式，采用 0.1% 的固定利率，并在民间企业债务担保范围内不设定额度，旨在为企业提供资金供给。2009 年 2 月强化了这一力度，将截止日期延至 2009 年 9 月末，实施频度由一月两次增至一周一次，资金供给期间也从当时的 1-3 个月延至 3 个月。为了确保满足年度末企业融资需求增加，2009 年 10 月，日本银行决定将此项措施截止日期延至 2010 年 3 月末后不再实施，之后将采取更加广泛的多样化抵押方式进行公开市场操作，为金融市场提供充沛资金。

2 购买金融机构持有企业 CP、公司债

2009 年 1 月，日本银行决定通过金融机构购买 3 万亿日元额度的企业 CP，单家购买上限为 1000 亿日元，这是一项期限至 2009 年 3 月 31 日的临时性举措。2009 年 2 月决定购入总额 1 万亿日元的残存期限在 1 年以内的公司债。由于短期债券市场发行环境好转，融资功能恢复，2009 年 10 月，日本银行将上述两项措施延至 2009 年 12 月末，并宣布不再延期。

3 放宽抵押条件

对于以民间企业债务及资产支持商业票据（ABCP）为抵押进行企业融资的时

【日】日本银行：《目前的金融政策运营》，2009 年 10 月 30 日。

限性措施，由于在推动企业顺利融资方面发挥了重要作用，2009年10月，日本银行将此项措施延至2010年12月末。

二、应对通货紧缩的金融政策新举措

伴随后金融危机时代生产活动的回复，各国金融政策的主要课题已经开始从应对金融危机转移到支持经济可持续发展的阶段。目前日本面临严峻的通货紧缩问题成为经济复苏的一大障碍，而将维持物价稳定并以此推动经济增长作为政策最终目标的日本银行，为了应对通货紧缩采取了更加宽松的金融政策新举措。

（一）通货紧缩状况

如表1所示，日本2009年各种物价指数相当低迷。反映综合经济物价动向的GDP平减指数于2009年第二季度起转为负值。至2009年12月末，日本国内综合消费价格指数连续11个月呈现负增长，2009年除去生鲜食品的核心消费价格指数为2005年以来首次负增长，且1.3%的降幅创历史最低。2009年日本企业生产价格指数比上年减少5.3%，为1960年有统计可比数据以来最大降幅，反映出企业需求大幅下滑的现实。2009年11月20日，日本政府发表《月度经济报告》，宣布日本经济处于“温和通货紧缩状况”。为了减少物价下跌导致企业收益恶化、增加失业等风险，日本政府要求日本银行共同承担摆脱通货紧缩局面的重任。

因出口受金融危机影响骤减影响，日本2009年第一季度GDP缺口为-7.4%，意味着日本经济的总体供给能力大幅超过潜在需求，容易导致通货紧缩。第二季度受GDP正增长牵引供给超幅减少，但第三季度GDP又跌至-6.3%，可以看出此次通货紧缩的原因在于需求不足。

表1 价格指数年增长率变化表

单位：%，2005年平均=100

年月	GDP平减指数 (2005年=100)	国内生产价格指数	进口价格指数	消费价格指数		
				综合	核心	
2007财年	-0.9	2.3	8.0	0.4	0.3	
2008财年	-0.5	3.2	0.9	1.1	1.2	
2009.1	0.3	-0.9	-24.9	0.0	0.0	
2		-1.9	-24.7	-0.1	0.0	
3		-2.6	-19.8	-0.3	-0.1	
4		-0.5	-4.1	-24.6	-0.1	-0.1
5			-5.6	-29.4	-1.1	-1.1

2010年1月29日【日】《日本经济新闻晚刊》。

2010年1月14日【日】《日本经济新闻》。

【日】内阁府：《月度经济报告》，2009年11月。2006年6月日本政府曾在月度报告中认定通货紧缩。

6		-6.7	-32.5	-1.8	-1.7
7	-0.5	-8.5	-33.4	-2.2	-2.2
8		-8.5	-34.5	-2.2	-2.4
9		-8.0	-31.1	-2.2	-2.3
10	/	-6.8	-23.1	-2.5	-2.2
11		-5.0	-11.6	-1.9	-1.7
12		-3.9	3.6	-1.7	-1.3

资料来源：日本银行《金融经济统计月报》，2010年1月。

（二）更为宽松的金融政策新举措

2009年12月，为应对国际金融、外汇市场的动荡和克服日本国内通货紧缩状况，日本银行分两个步骤进一步强化了金融缓和措施。

1 “广义的数量宽松政策”

迪拜危机引发国际金融市场震荡，美元被大量抛售，日元急速升值，11月27日升至1美元兑换84.52日元，为1995年7月6日以来最高水平，日经平均股价当天收报9081.52日元，跌幅达3.2%。2009年12月1日，日本银行紧急召开金融政策临时会议，决定追加金融缓和政策，实施新型资金供给方式，按照与政策利率相同的0.1%的超低固定利率，向金融市场投放10万亿日元资金。

与2008年12月实施的企业融资特别公开市场操作相比，这项新型资金供给方式规定了三个月的贷款期限，明确了供给规模，同时还追加了公司债、CP以外流动性较高的国债为抵押资产，旨在通过较长期限贷款促使中长期利率下降，提供丰富的资金维持金融市场稳定。日本银行总裁白川方明指出这是一项“广义的数量宽松政策”，同时强调日本银行将摆脱通货紧缩作为重要课题，表明了与政府步调一致克服通货紧缩的决心。

10万亿日元的资金规模相当于目前为止日本银行资金供应总额（40-50万亿日元）的20%。2009年12月10日，日本银行首次实施新型公开市场操作，金融机构认购意愿旺盛，8000亿日元的发行额度集中了6.6万亿日元申购意愿，认购倍数超过八倍。

2 “广义的时间轴效果”政策

为了防止日本经济陷入“物价下跌 企业收益恶化 失业增加 收入减少 物价进一步下跌”这种螺旋式通货紧缩恶性循环风险，日本银行于2009年12月18日金融政策决定会议中，明确了对“中长期物价稳定”的理解，即日本银行不允许物价为负值，将消费者价格指数区间定为0-2%，其中心值为1%。这项措施是央行进一步深化物价稳定、影响金融市场利率形成的措施，日本银行白川总裁将其称之为“广义的时间轴效果”，即政策承诺效果。

日本银行官方网站 <http://www.boj.or.jp/type/press/kaiken07/kk0912b.pdf>。

日本银行官方网站 <http://www.boj.or.jp/type/press/kaiken07/kk0912d.pdf>。

三、2009年金融市场运营状况

在日本银行超低利率及金融缓和政策运营下，资金供应充沛，2009年日本金融市场总体表现平稳。短期货币市场利率基本保持低水准运行；长期国债市场虽然有需求减少趋势，但利率振幅控制在一定范围内；股票市场逐步缓慢回升；日元汇率下半年急速攀升，但年末日本银行实施强化金融缓和政策后，日元升值压力有所减缓。

（一）短期货币市场

在日本银行积极的多种公开市场操作方式作用下，短期货币市场稳定保持低利率水平运行。2008年12月日本银行将无担保隔夜拆借利率诱导目标值从0.3降至0.19后，日本银行继续通过补充经常账户存款优惠制度，对商业银行在央行经常账户的超额部分实行0.19的付息，为市场提供资金供给。从图1可以看出，2009年无担保隔夜拆借利率稳定在0.19的超低水平。

东京银行间同业拆借利率（TIBOR）反映了日本短期拆借市场资金情况，在宽松的金融环境下，各期限TIBOR利率均平稳走低，特别是2009年12月1日实施“广义的数量宽松政策”后，年末3个月期日元TIBOR更进一步降低。同时在日本银行一系列企业融资政策作用下，CP市场发行环境得以不断改善，CP发行利率企稳回落。

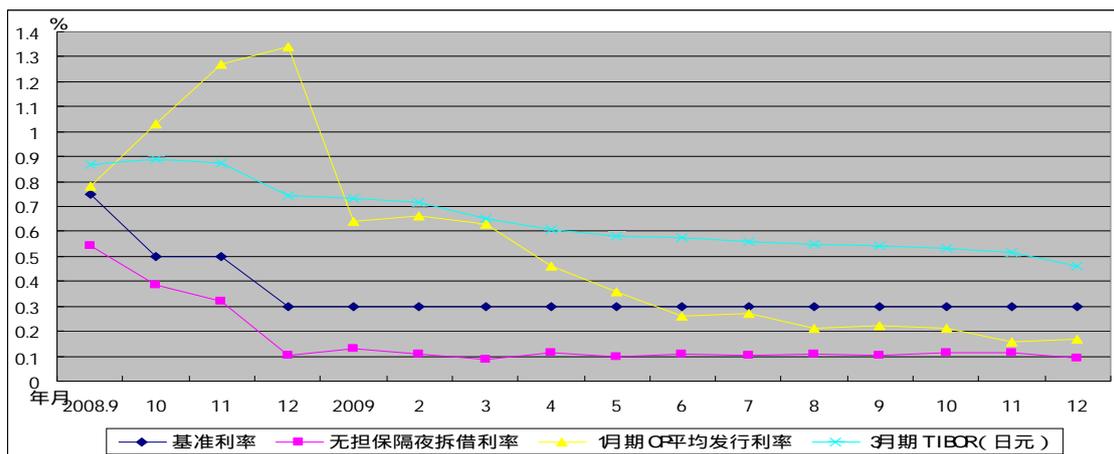


图1 2009年短期货币市场利率走势

资料来源：根据日本银行统计数据制作。其中2009年11月之后的1月期CP平均发行利率数据来自证券保管振替机构。

（二）长期债券市场

政府的积极财政政策增加了市场对国债需求的不安，如图2所示，2009年上半年日本十年期国债收益率（利率）呈上升趋势，国债发行成本增加。下半年长期债券市场情绪交织于对经济复苏的期待和国债发行的抵抗之中，十年期国债利率在1.2-1.4的狭窄幅度内波动。

2009年末在迪拜危机和海外债券市场波动等因素影响下，日本长期利率小幅上升，但日本政府公布了2010年度预算安排，明确提出将新增国债发行额控制在44万亿日元以内，同时日本银行也实施了“广义的时间轴政策”，十年期国债利率有所下降。

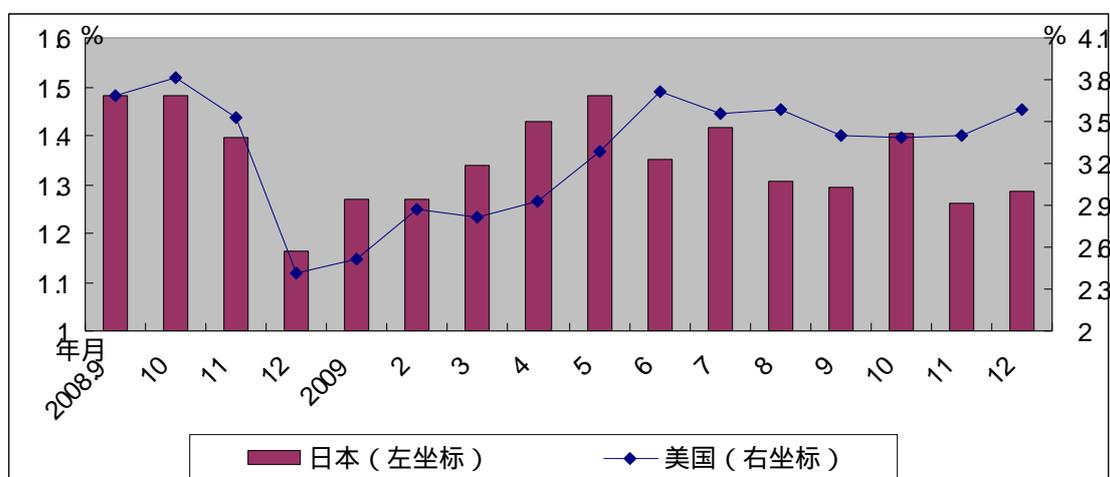


图2 2009年日美新发十年期国债收益率走势

资料来源：根据日本相互证券数据制作。

(三) 股票市场

2009年第一季度，在各国应对金融危机、海外经济形势不明朗的背景下，3月10日日经平均股价暴跌至7054日元，时隔27年刷新了1982年10月以来最低值。随着刺激经济政策效果的渗透，世界经济库存顺利调整，日本出口企业收益增加，股票市场开始回升（见图3）。2009年日经平均股价终值为10546.44日元，年比上升19%，为三年来首次上升。东证一部股票时价总额增加9%达到306万亿日元，其中以中国为代表的新兴国家对汽车、资源等需求增加，使日本汽车产业收益大增，其中日产汽车时价总额一年内增加2.5倍，创当年日经平均所选企业年增长率之最。

2009年11月迪拜危机后日元急速升值，出于对出口企业恶化的担心，日本股票市场大幅下跌，受日本银行追加金融缓和措施刺激，日经平均股价开始缓步回升。

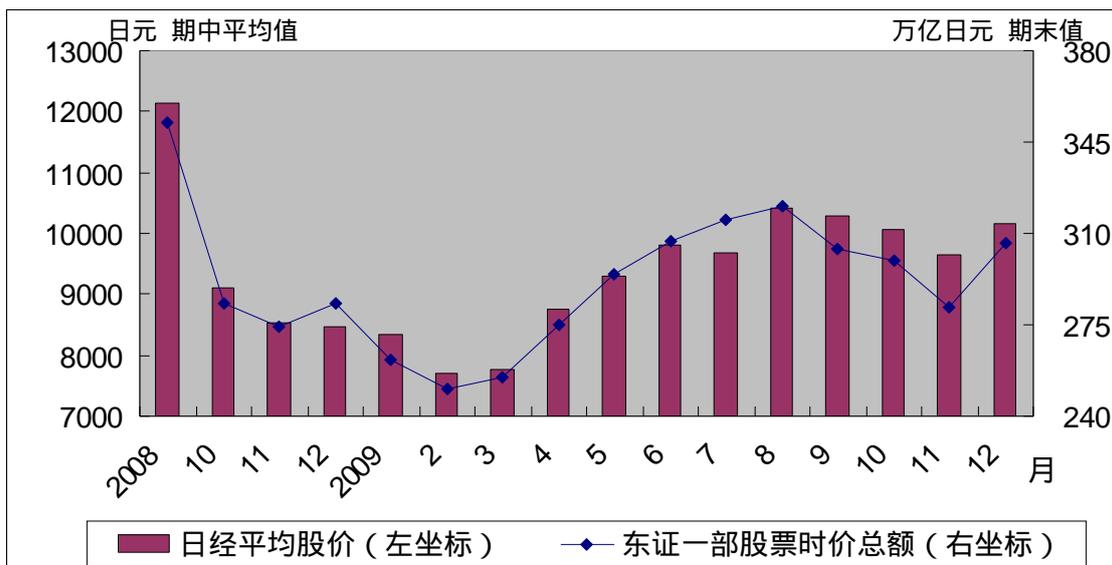


图 3 2009年日本股票市场主要指标

资料来源：根据《日本经济新闻》、东京证券交易所数据制作。

(四) 外汇市场

2009年初，美国财政赤字扩大背景下，投资者对美元风险偏好降低，日元实效汇率攀升（见图4）。2009年3月起，世界各国股市行情向好，美元短期头寸增加，日元汇率开始贬值。一方面日本国内超低利率环境推动国际风险投资，日元存在下行可能，另一方面外汇市场美元贬值倾向明显。在两种势力作用下，2009年9至11月美元兑日元汇率基本保持在90日元左右。11月下旬迪拜危机后日元急速升值，一度突破85日元大关，14年来最高值。日本银行紧急出台强化金融缓和政策，美国经济指标也开始改善，日元进一步升值趋势在短期内得以遏制。

【日】日本银行金融市场局：《金融市场报告》，2010年1月，第41页。

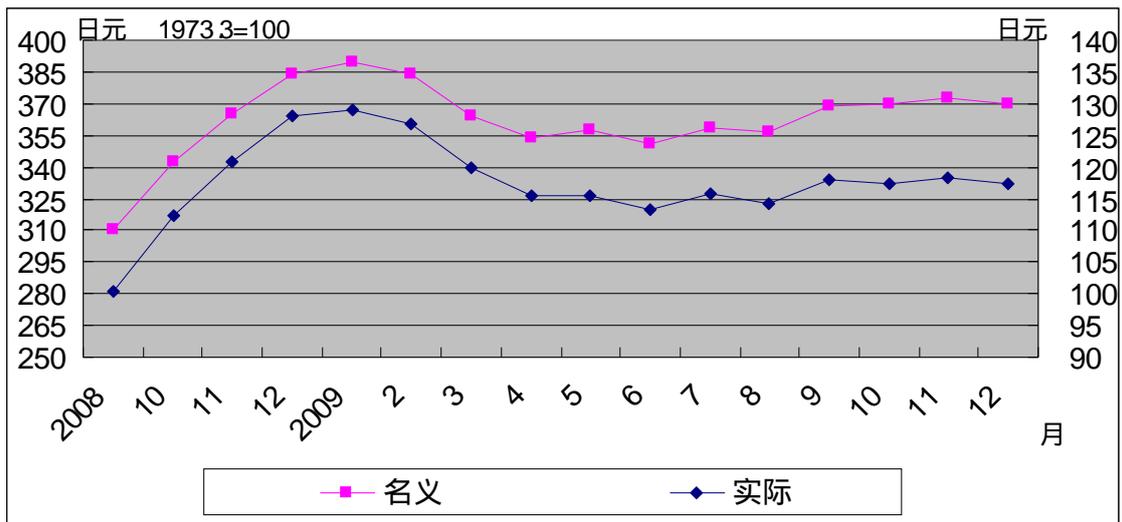


图 4 2009年日元实效汇率走势

资料来源：根据日本银行数据制作。

四、金融政策展望

2010年日本银行以克服通货紧缩为重要课题，金融政策调整也将围绕这一重任，预计超宽松金融措施将呈长期化趋势。

(一) 依赖金融政策难以克服通货紧缩难题

日本经济复苏长期面临通货紧缩难题。与2001年由于资产价格暴跌导致金融机构中介功能弱化以及企业资产负债表调整等金融因素导致的通货紧缩局面不同，此次通货紧缩是在全球经济恶化背景下因总需求不足引起的，其根本对策在于创造有效需求以此刺激经济恢复，重点应置于财政政策。因此日本银行虽然尽最大限度努力，并于2009年末实施更加宽松的“广义数量宽松货币政策”，旨在为市场提供充沛资金，但在政策效果方面仍存在局限性。

2001至06年日本银行实施数量宽松政策时形成大量资金在市场“空转”，对刺激企业设备投资效果有限。目前日本银行仍然面临同一课题，只有在政府进一步实施挖掘潜在需求、提高企业生产效率等政策导向下，资金才有可能波及到实体经济运行当中。

(二) 超宽松金融政策退出时机尚未成熟

为应对金融危机，日本银行在降低利率的同时，实施了多项非常规的金融对策，如通过增加购买国债额度、为商业银行在央行经常账户的超额部分付息等措施维护金融市场和金融体系稳定，通过购买金融机构持有企业CP、公司债等紧急措施支援企业融资。

目前，澳大利亚、挪威等国家经济复苏势头良好已率先加息，而俄罗斯经济低迷连续十次降息，欧美国家央行虽未调整利率，但相继表示要探索如何平稳结

束扩张性金融政策的“退出战略”。出于金融市场自身功能建设的需要，减少金融机构道德风险，如何从非常规政策中成功退出，已成为各国央行面临的重要任务。

在欧美各国开始阶段性退出非常时期之时，日本银行在宣布结束继续扩充企业融资的时限性非常规政策时，日本银行又实施了更为宽松的“广义的数量宽松政策”和“广义的时间轴效果”政策。在国内内需自律性恢复乏力、通货紧缩短期内难以克服等现实情况下，超宽松金融政策在短期内难以真正退出。

（三）利率政策正常化难以短期内实现

在日本政府和央行共同施策应对通货紧缩压力之时，改变现行 0.1% 的政策利率，通过利率政策正常化方式实现经济自律性恢复显然不合时宜。

日本银行加息的一个重要条件在于美国联邦储备局（FRB）的加息时机。美国经济虽然深陷资产负债表衰退局面，但经济在不断调整中缓慢恢复，若 2010 年下半年提高利率，日本银行也将摸索加息时机。在“广义的时间轴效果”政策下，核心消费价格指数转为正值时或将提高利率，日本银行在 2009 年 10 月发布的《经济、物价形势展望》中指出，物价下跌将可能持续到 201 财年，因此本文预测 2011 年下半年日本有可能进入加息周期，超低利率水平在短时期内将会持续。

（四）继续维持长期利率低水准

应对危机增加财政支出以及经济低迷税收减少的困境，日本政府将不得不依靠增发国债刺激经济，这将影响国债需求，导致长期利率上升。但由于短期利率持续保持超低运行，加之日本的国债投资者 90% 来源于国内，减少了资金大规模撤离的可能性，其中金融机构更会选择将其剩余资金投入国债这一安全资产中，这些因素可能促进国债需求进一步旺盛，长期利率因此会维持在低水准。

日本银行以纸币发行量余额为上限（即“银行券规则”），增加从金融机构购买的长期国债规模。目前日本银行每月购买 1800 万亿日元长期国债，2009 年 12 月末，日本银行持有长期国债余额 48.24 万亿日元，发行银行券余额为 80.95 万亿日元，尚存 32.7 万亿日元缺口。因此日本政府将继续对日本银行施加压力，要求其增加购买金融机构所持长期国债上限。出于避免财政货币化、保持央行独立性考量，日本银行在增加购买国债额度方面非常谨慎，但应对通货紧缩压力这一重任将使日本银行继续维持宽松金融环境，并将长期利率维持在 1% 左右的低水准。

参考文献

【日】日本银行：《目前的金融政策运营》，2009 年 10 月 30 日。

【日】日本银行：《经济、物价形势展望》，2009 年 10 月。

【日】日本银行《金融经济统计月报》，2010 年 1 月。

2009 年 12 月 30【日】《读卖新闻》。

【日】日本银行：《经济、物价形势展望》，2009 年 10 月，第 19-20 页。

【日】日本銀行金融市場局：《金融市場報告》，2009年7月。

【日】日本銀行金融市場局：《金融市場報告》，2010年1月

【日】内閣府：《月度經濟報告》，2009年11月。

2010年1月14日【日】《日本經濟新聞》。

2009年12月30【日】《讀賣新聞》。

2009年日本金融政策の運営と展望

劉 瑞

要 旨：2009年に日本銀行は時限的な企業金融円滑化支援策の終了期限を決定したが、日本経済が直面しているデフレ問題を克服ため、日本銀行は政府と一体化し、超緩和金融環境を維持するとともに、一段の緩和措置を決定した。すなわち「広義の量的緩和」と「広義の時間軸効果」である。日本銀行の緩和的金融政策運営を通じて積極的な資金供給を続けたことを背景に、2009年日本の金融市場は安定的に推移した。2010年にデフレの克服は日本銀行の重要課題となり、現行の緩和措置も長期化すると考えられる。

キーワード：金融政策 金融市場 デフレ 出口戦略

原文刊载于《日本发展报告2010》