

日本“积极宽松性货币政策”的经济成效研究

杨伟文, 彭伟升

上海财经大学 金融学院, 上海 200433

摘要: 在过去很长一段时间内, 各国为了应对金融危机, 采取了不同的货币政策。其中, 日本采取的是“积极宽松性货币政策”。文章主要对日本“积极宽松性货币政策”的经济成效进行分析, 希望为金融危机的应对提供一定借鉴。

关键词: 日本; “积极宽松性货币政策”; 量化宽松政策; 金融危机

分类号: F823.13

为应对2007年的美国次贷危机(Subprime Crisis)、2008年的雷曼兄弟公司倒闭引发的金融海啸(Financial Tsunami)和2010年的欧债危机(European Debt Crisis)等一连串“经济灾难”(Economic Catastrophe)事件, 各国中央银行均采取一系列“非传统货币政策”(Unconventional Monetary Policy, UMP)来舒缓“金融危机”引发的剧烈经济波动, 以防出现严重的经济衰退。然而, 有丰富“非传统货币政策”经验和历史的国家, 除了美国自葛林斯潘(Alan Greenspan)在1987年全球股灾开始的“葛林斯潘看跌期权”(Greenspan Put), 还有20世纪90年代开始, 日本执行的“非传统货币政策”。文章研究的目的是探讨日本采用的“非传统货币政策”对日本实体经济带来的影响和启示。

文章分为三个部分回顾和分析日本在1991—2022年采用的货币政策及政策实施效果。第一部分, 回顾日本在1991—2022年货币政策的特点和发展过程; 第二部分, 分析“积极宽松性货币政策”对日本实体经济的影响; 第三部分, 评论2022年日本货币政策方向和总结日本“积极宽松性货币政策”的经验和教训。

1 “积极宽松性货币政策”的历史回顾

日本经济发展可分为三个阶段, 第一阶段为

作者简介: 杨伟文, 上海财经大学博士在读, 高级讲师, 研究方向为国际政治经济学、货币经济学、区域经济学; 彭伟升, 上海财经大学博士在读, 工程师, 研究方向为国际金融学。

1955—1969年, 自第二次世界大战结束后, 日本经历了近10年的社会重新建设阶段, 随之进入高速增长阶段; 第二阶段为1970—1990年, 日本经历了金本位的汇率制度结束和石油危机, 随之日本工业生产进入全盛期, 贸易顺差带来日本经济的繁荣和增长稳定; 第三阶段为1991—2022年以后, 日本“泡沫经济”破灭, 导致日本经济增长进入长期低迷期。日本经济发展的三个阶段具体如图1(见下页)所示。

1.1 经济高速增长期(1955—1969年)

根据世界银行的数据, 在1960—1969年, 日本处于经济高速增长阶段, 平均增长率为10.45%。日本经历了四次景气扩张期, 包括神武景气(1954—1957年)、岩户景气(1958—1961年)、奥运景气(1962—1964年)和伊奘诺景气(1965—1970年), 成为第二次世界大战后, 亚洲最早实现经济起飞的国家。

1.2 经济增长稳定期(1970—1990年)

在经济增长稳定期, 日本工业生产逐渐成熟, 工业产品走向国际化阶段, 高质素家电商品进入国际市场, 创造了“日本经济奇迹”, 贸易顺差造就了日本大规模的海外投资和国内“房地产热”, 平均经济增长率为4.28%。1986—1990年, 日本全国商用地平均价格上升67.4%; 东京、阪神和名古屋等三大都会经济圈平均地价累升1.2倍; 日经指数由1985年12月的12977点上升至1989年12月峰顶的38130点。房地产价格和股票价格呈现螺旋式上涨, 日本政府开始忧虑“泡沫经济”的形成^[1]。

1.3 经济增长低迷期(1991—2022年)

1985年, 日本与欧美发达国家签订“广场协议”(Plaza Accord)后, 在经贸协作和货币政策领域达成多项协议, 随后日元开始逐步升值, 大量游资流入日本形成“投资热”, 部分资金流入股市和房地产市场, 造成房价严重脱离社会一般消费力, 生产成本上升和贸易出口下降, 构成“滞胀风险”和“资产泡沫”。日本政府意识到大量游资炒买资产造成银行体系不良资产

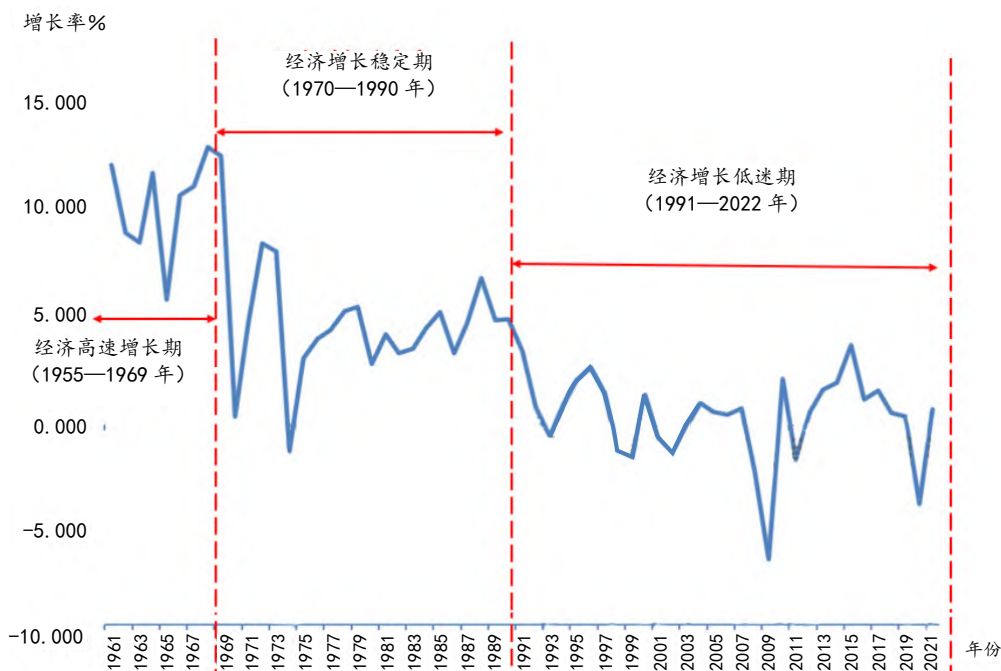


图 1 日本经济发展的三个阶段

(资料来源：世界银行及日本统计局)

累积严重，经济发展趋势开始恶化，日本政府决定着处理“泡沫经济”问题，推行紧缩政策^[2]。1989 年开始，日本银行（Bank of Japan, BOJ）多次连续加息，导致 1990 年股市开始回落。随后，日本银行下调贴现率，阻止经济衰退，可惜政策效果不明显；1992 年日本股市急泻，公众投资信心逆转，市场风险胃纳加速收缩。最终股市和楼市崩盘，“泡沫经济”破灭，引发银行倒闭合并潮^[3]。随后，日本经济发展长期低迷，平均经济增长率下跌至 0.93%。不足 1% 的经济增长率表明日本经济陷入严重衰退困局。

自 1991 年以来，日本政府着手处理“经济衰退危机”问题，货币当局采取一系列“积极宽松性货币政策”，可分为五个阶段陈述说明。

第一阶段的“积极宽松性货币政策”：1991—2000 年，日本以“超低息政策”为政策主轴，属“利率政策”阶段，历时十年的长期超低息环境。日本银行自 1991 年开始下调贴现率，由 6% 下降至 1995 年的 0.5%，贴现率降息共 9 次。1997 年的亚洲金融危机（Asian Financial Crisis, AFC）后，于 1998—1999 年，日本经济出现连续两年负增长，迫使日本银行在 1999 年 2 月宣布实施“零利率政策”（Zero Interest Rate Policy）。2000 年 8 月，日本银行解除“零利率政策”，“零利率政策”历时 18 个月。

第二阶段的“积极宽松性货币政策”：2001 年 3 月—

2002 年 8 月，日本以“量化宽松政策”为政策主轴，属“公开市场操作”阶段，历时十五个月的“公开市场操作”。2001 年 3 月 19 日，日本银行宣布大量购入金融机构手中的长短期国债和有限度购入其他类型证券，为金融体系注入流动性，开启了首个“量化宽松政策”。

第三阶段的“积极宽松性货币政策”：2002 年 9 月—2006 年 3 月，日本扩大“量化宽松政策”的购入资产类别，属“资产负债表政策”阶段，历时三年半。2002 年 9 月，日本银行扩大购买资产类别，决定购入商业银行的股票；2003 年 6 月，日本银行开始购入民间的资产担保证券；2006 年 3 月 19 日，日本银行宣布停止“量化宽松政策”。

第四阶段的“积极宽松性货币政策”：2008 年 9 月—2010 年 5 月，停止“量化宽松政策”两年半后，日本重新启动“积极宽松性货币政策”以应对美国金融海啸的冲击，同时执行“超低息政策”和“量化宽松政策”，进入“全面性货币宽松政策”（Comprehensive Monetary Easing, CME）阶段，历 20 个月^[4]。

第五阶段的“积极宽松性货币政策”：2013 年 4 月—2022 年，日本银行启动优化“量化宽松政策”计划，推出“量化及质化货币宽松政策”（Quantitative and Qualitative Monetary Easing, QQE），实施“负利率政策”强化宽松度，由 2013 年 4 月开始实施，直至 2022 年

还在执行。2013年1月22日,日本银行引入价格稳定目标机制,将通胀率目标设定为2%(Price Stability Target Policy),并于2013年4月4日推出“量化及质化货币宽松政策”,增加购入交易所基金和日本房地产投资信托基金等结构性金融产品;2014年10月31日,扩大“量化及质化货币宽松政策”购入范围^[5];2016年1月29日,在“量化及质化货币宽松政策”框架下加入“负利率政策”,把银行体系在日本银行存入超额准备金利率降至-0.1%,迫使超额准备金回流实体市场。

2022年,美国联储局宣布大幅加息0.75厘。在此背景下,日本央行继续维持“负利率”和“全面量化宽松”政策,于2022年6月破纪录购入10.9兆日元的政府公债,其中以0.25%固定利率购买的量达到7.5兆日元,以减轻市场沽空日债的压力^[6]。

2 “积极宽松性货币政策”的经济效果分析

笔者整理了1995—2021年,日本央行实施“积极宽松性货币政策”期间的货币供应、国内生产总值、固定投资和私人消费等经济数据,以初步观察相关政策的经济成效。

一直以来,政府、学界和公众对“宽松性货币政策”的关注和争论主要有两点:其一,“宽松性货币政策”对“抗衰退”是否有效;其二,“宽松性货币政策”是否会造成将来更大的经济和金融风险,如2007年的美国次贷危机,2008年的全球性金融海啸和2010年的欧债危机等金融危机案例^[7]。了解日本央行实施“积极宽松性货币政策”期间的货币供应量、国内生产总值、固定资本投资和私人消费等经济数据的增长率变化,以了解日本“积极宽松性货币政策”对实体经济的影响程度,作为宽松性货币政策“抗衰退能力”表现的一个参考评估。

第一,货币基础是由公众持有的发行货币(包括硬币和法定纸币)及由银行体系持有的法定准备金和超额准备金组成,在推行“量化宽松政策”时期,日本央行购入的债券和其他证券资产会以超额准备金形式注入银行体系或透过银行体系流出市场^[8]。因此,货币基础的变化规模大致可作为量度反映“量化宽松政策”规模变化,除了2006—2007年货币基础因停止“量化宽松政策”有所收缩,过去的30年,货币基础总量持续上升,2013—2015年的3年间,每年增长率超过30%。

第二,货币基础的增长率大于M1(狭义货币供应

量)和M2(广义货币供应量)的增长,未能有效引导货币流入国内信贷市场,未发挥货币乘数效应,部分经济学者指出日本货币政策失效,出现了“流动性陷阱”(Liquidity Trap)的问题,但也可能日元成了“利差交易”(Carry Trade)套息工具(金融炒卖工具),流出日本实体经济,失去“货币政策传导机制”功能,未能帮助日本经济复苏^[9]。

第三,无论是“量化宽松政策”还是“超低息政策”,日本国内生产总值、固定投资开支总额和私人消费开支总额的增长率都处于较低的增长水平,远低于货币基础增长率增长幅度,反映出“积极宽松性货币政策”对刺激经济增长失效^[10]。这一结果与货币政策的传导机制原理不一致,反映了日本在实施“积极宽松性货币政策”时受制于其他外生变量或陷入“流动性陷阱”问题。

3 结束语

日本“积极宽松性货币政策”的经济成效结果反映出长达30年持续且大量不同的货币政策工具在解决经济衰退问题时出现严重的缺陷和制约,货币政策传导机制未能体现理论的效果。货币政策作为现今各国政府重要的宏观经济调控手段,在实证测试中出现货币政策对解决经济问题失效,再次引起对凯恩斯学派“流动性陷阱”问题的关注。学术界应对货币政策进行更多的理论和实证研究,确保国家和金融当局充分把握和了解操作的宏观调控工具,不致药石乱投,不能对症下药之余,带来更多的危机。

参考文献

- [1] 马理,尤阳.日本央行负利率宽松货币政策的传导效果及其启示[J]. 华中师范大学学报(人文社会科学版),2019,58(2):50-59.
- [2] 田正.日本经济“双循环”发展:演进历程、经验教训及其对我国的启示[J]. 贵州省党校学报,2022(6):75-84.
- [3] 袁薇,康书生.日本量化质化宽松货币政策效果及原因分析[J]. 日本问题研究,2020,34(1):28-38.
- [4] 王晓笛.量化宽松货币政策的理论考察和历史演化[J]. 新金融,2019(4):12-19.
- [5] 陈炳才.低(负)利率政策的趋势与影响[J]. 武汉金融,2020(1):3-6.
- [6] 王琳,李梁虹.日本货币政策对经济复苏的效果分析[J]. 河北金融,2019(7):67-72.
- [7] 苏乃芳.日本非常规货币政策:基本框架、实践及对我国的启示[J]. 金融发展评论,2020(11):1-11.
- [8] 裴桂芬,樊悦.通货膨胀目标制下日本宽松货币政策及其传导“梗阻”[J]. 日本研究,2022(3):42-53.
- [9] 许坤,余欣艺.日本货币政策框架:目标、工具与操作实践[J]. 价格理论与实践,2020(10):31-37,118.
- [10] 樱井真,谢华军.日本货币政策经验教训[J]. 中国金融,2021(3):11-13.