

日本量化宽松政策对日本经济和世界经济的影响

熊爱宗

【内容摘要】 安倍晋三再次当选日本首相之后，日本的量化宽松政策不断升级，成为安倍经济学中的最重要一环。量化宽松政策试图从利率渠道、货币贬值渠道和财富效应渠道刺激日本经济，但是从目前来看，由于缺乏相应的经济增长配套措施，利率渠道可能受阻，货币贬值渠道和财富效应渠道虽在短期内刺激了日本经济，但效果已经逐步减弱。量化宽松政策在促进日本经济的同时，对国际经济造成负面溢出，新兴经济体应积极应对。

【关键词】 日本 量化宽松 经济影响 国际溢出

【中图分类号】 F831 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1000-1052 (2014) 04-0034-06

一、日本在金融危机之后重启量化宽松

量化宽松 (Quantitative Easing) 政策对于日本来说并不是一个新的操作工具。2001年，日本央行就宣布采用量化宽松政策以在短期利率接近零状态下推行货币宽松 (Shirakawa, 2002)，成为全球首家采用这一政策的央行。2008年，美国金融危机爆发，世界经济和全球金融体系受到严重冲击，在美国和英国先后推出量化宽松政策之后，日本在2010年10月启动新一轮量化宽松政策，推出资产购买计划 (Asset Purchase Program, APP)。资产购买计划的主要目的是在短期利率无下降空间的情况下，促进长期利率以及各种风险溢价的下降。该计划主要包括两部分内容，一部分是进行资产购买，涉及资产包括日本政府债券 (JGBs)、国库券、商业票据、企业债券、交易所交易基金 (ETFs) 和日本房地产投资信托基金 (J-REITs) 等，另一部分为固定利率共通担保基金供给，该资金供给主要为促进货币市场运转。资产购买计划一经推出规模便不断扩大，到2012年底该计划规模已经从最初的35万亿日元扩张至101万亿日元。

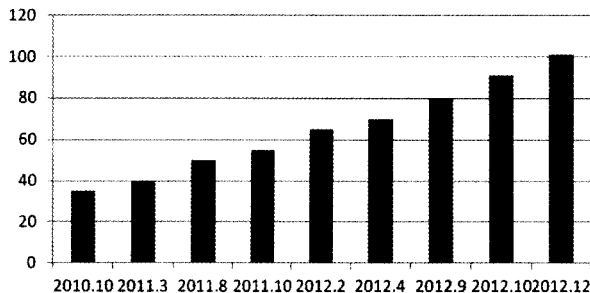


图1 日本资产购买计划 (APP) 的规模 (单位: 万亿日元)
数据来源: 根据 Bank of Japan 网站资料整理。

在此基础上，2013年1月日本央行宣布将实施无限量量化宽松政策。2012年12月，安倍晋三再次当选日本首相，不断向日本央行施加压力，迫使日本央行采取更为宽松的货币政策。受其影响，2013年1月22日，在结束为期两天的议息会议之后，日本央行量化宽松政策再度升级。主要内容包括：第一，引入价格稳定目标。本次会议之前，日本央行设定的短期通胀目标 (Goal) 为1%，中长期价格稳定目标在2%之下。此次会议上，日本央行将通胀目标 (Target) 设定为2%。2%的通胀目标由此前的中长期目标变为中短期目标，显示出日本央行通过货币宽松对

收稿日期: 2014年4月22日

作者简介: 熊爱宗, 中国社科院世界经济与政治研究所助理研究员, 国际经济与战略研究中心兼职研究员, 经济学博士。
研究方向: 全球经济治理、国际金融。北京, 100732。

基金项目: 本文受到中国社科院创新工程重大课题“南北合作、南南合作与全球经济治理”(2014YCXZD008) 的资助。

抗通货紧缩的决心。第二，引入开放式资产购买措施（Open-Ended Asset Purchasing Method）。日本央行宣布在已有资产购买计划完成的基础上，从2014年1月开始，不设置具体终止期限，每个月将会购买一定数量的金融资产，以和零利率政策一起实现上述价格稳定目标。

然而，日本央行此次议息决定是在安倍晋三压力之下做出的，其时任央行行长白川方明对于量化宽松政策仍存有疑虑。因此，本次量化宽松政策看似“宽松”，实际上是日本央行应对安倍政府的“权宜之计”。总体来看，2013年1月份推行的量化宽松并不“松”。首先，2013年日本量化宽松规模并未显著增加。日本央行并未对2013年的量化宽松政策做出进一步安排，根据1月议息会议决议，2013年量化宽松主要是完成在2012年底业已决定的资产购买计划。根据2012年年底做出的安排，到2013年年底日本央行总的资产购买计划规模将达到101万亿日元，在2013年的净资产购买规模为36万亿日元，这仅比2012年的净资产购买多出6万亿日元。从具体的资产购买结构来看，2013年相比2012年，日本央行购买日本政府债券的规模甚至有所缩减（表1）。

表1 日本央行的资产购买计划（APP）的规模

（单位：万亿日元）

预期时间内的资产购买	总规模	资产购买				固定利率基金供给
		总计	政府债券	国库券	其他资产	
2011年12月底	35	5	1.5	2	1.5	30
2012年12月底	65	40	24	9.5	6.72	25
2013年12月底	101	76	44	24.5	7.63	25
2012年增量	30	35	22.5	7.5	5.22	-5
2013年增量	36	36	20	15	0.91	0

数据来源：根据 Bank of Japan 网站资料计算而得。

注：* 其他资产包括商业票据、企业债券、交易所交易基金和日本房地产投资信托基金。

其次，2014年日本量化宽松规模也未有想象中那么大。日本央行决定自2014年1月起、无终止期限、按每个月13万亿日元（约合1450亿美元）的规模购买相关金融资产，这要比美国第四轮量化宽松的规模（每月850亿美元）还要大，按照这一购买速度，日本央行全年的资产购买量在1.7万亿美元以上。然而，由于日本央行此前购买的日本政府债券和

国库券在2014年面临大量到期赎回，2014年日本央行资产购买计划的净规模预计仅在10万亿日元左右（约合1115亿美元），因此，“开放式资产购买措施”并不会造成日本央行资产负债表的急剧扩张。

二、黑田东彦主导下的量化宽松

2013年3月，黑田东彦接替白川方明就任日本央行新一任央行行长，在量化宽松道路上比其前任走得更远。当年4月4日，黑田东彦在上任日本央行行长后的首次议息会议上，宣布引入“量化和质化货币宽松”，提前进入无限量量化宽松阶段。其主要包括以下内容：第一，引入基础货币控制（monetary base control）目标。货币市场操作目标由原来的盯住无担保隔夜拆借利率转变为盯住基础货币，日本央行宣布基础货币将以每年60-70万亿日元的速度增加，预计2013年年底基础货币将达到200万亿日元（实际数额为201.8万亿日元），2014年年底达到270万亿日元，同比增速分别为45%和35%。第二，增加日本政府债券的购买量。终止原来的资产购买计划（原定于2013年年底到期），从4月开始，每月购买7.5万亿日元的日本政府债券，每年的购买规模在50万亿日元左右。同时，购买国债的期限进一步放宽，包括40年期在内的各种期限国债都在购买之列，其中，1-5年期和5-10年期国债为重点购买品种。通过此操作，日本央行将购买的日本国债的剩余期限从原来的不足3年延长至7年左右。第三，扩大交易所交易基金和日本房地产投资信托基金的购买量。新计划下，日本央行预计两种资产的年购买量分别为1万亿日元和300亿日元，而此前资产购买计划中的年购买量分别为0.5万亿日元和100亿日元。第四，提前进入“无限期”量化宽松阶段。日本央行宣布除非实现2%的通胀目标，否则将会持续进行以上政策操作。这实际上将此前日本央行宣布2014年1月开始实施的“开放式资产购买措施”提前到2013年4月进行。

除以上措施外，日本央行还采取了一些其他辅助措施，例如将面向东日本大地震灾区金融机构的基金支持操作期限延长一年、暂时中止“银行券原则”^①，同时日本央行将会加强同市场参与者的沟通，将建立

^① “银行券原则”（Banknote Principle）是指日本央行持有的长期政府债券余额不得超过纸币发行余额，以避免央行直接吸收政府债务。

与市场参与者深入对话的论坛，加强对货币操作和货币交易更广泛的沟通。

与此前量化宽松政策相比，新政策在以下几个方面表现更为激进。第一，引入“基础货币目标”。本质上来说，增加基础货币供给与资产购买是“一个硬币的两个方面”。与通过购买相关资产向经济体系注入流动性相比，通过设置基础货币供给目标，可以向市场传递出日本央行流动性注入的决心，并提供更为明确的流动性注入信息，有利于更好地和市场进行沟通。2013年和2014年，日本央行设置的基础货币增速为45%和35%，如此高的货币增速仅仅在1999年出现过一次。第二，资产购买规模进一步扩大。在新政策下，日本央行全年的国债购买量约在50万亿日元，而全年的资产购买量在2013年将达到62万亿日元，在2014年将达到70万亿日元。在原来的资产购买计划下，2013年日本国债和总的资产购买量分别为20万亿日元和36万亿日元，其全年资产净购买只有10万亿日元左右。因此，新宣布实施的“量化和质化货币宽松”不但将“无限期”量化宽松政策提前，而且规模较先前计划更为庞大（表2）。

表2 日本央行先后宣布或实施的量化宽松政策

	2013		2014	
	债券购买量	资产购买总量	债券购买量	资产购买总量
资产购买计划	全年20万亿日元	全年36万亿日元	—	—
开放式资产购买	—	—	每个月约2万亿日元	每个月约13万亿日元，全年资产购买净规模约在10万亿日元
量化和质化货币宽松	每月7.5万亿日元，全年51万亿日元	全年62万亿日元	全年50万亿日元	全年70万亿日元

数据来源：根据 Bank of Japan 网站资料整理

注：（1）“资产购买计划”，由日本央行于2010年10月28日宣布引入，原计划2013年底到期；（2）“开放式资产购买计划”，由日本央行于2013年1月22日宣布引入，原计划2014年开始实施；（3）“量化和质化货币宽松”，由日本央行于2013年4月4日宣布引入。该计划的实施预示着以上两个计划的终结。

第三，从横向来看，日本的量化宽松规模直逼美

国。新政策下日本每月的政府债券购买量为7.5万亿日元（约合780亿美元），与美国每月850亿美元的资产购买量不相上下，但如果考虑到美国经济总量大约是日本经济的2.6倍，那么日本量化宽松规模对日本经济带来的影响要远大于美国。

三、量化宽松对日本经济的影响

我们利用IS—LM—BP模型来分析日本量化宽松政策对日本经济的影响。在此，我们需要说明的是LM曲线与IS曲线的斜率。LM曲线较为平坦，这主要是因为日本长期以来名义利率接近于零，已经事实上接近流动性陷阱状态，因此货币政策扩张所带来的边际利率下降效果已经很小，所以LM曲线较为平坦。IS曲线较为陡峭，这主要是因为日本经济长期低迷，经济体系缺乏投资机会，投资活动相对利率的变化并不敏感。

如图2，我们假设日本在量化宽松政策之前处于经济均衡点A。量化宽松政策通过购买日本政府债券等资产，向经济体注入流动性，从而增加货币供给推动LM曲线向右移动为LM'。在这种情况下量化宽松通过三个渠道影响总需求。

渠道1：LM曲线向右移动至LM'，与IS曲线交于B点，此时日本利率出现下降，投资水平上升，产出增加。

渠道2：利率下降造成日本资本净流入下降或恶化资本净流出，日本资本项目出现逆差，同时产出增加也会造成进口增加，日本出现国际收支赤字，导致日元贬值，并推动BP曲线向右移动至BP'。同时，日元贬值将会扩大日本出口并抑制进口，推动IS曲线向右移动至IS'。最终LM'、IS'、BP'三条曲线重新交于一点C，回到均衡状态，此时日本利率下降，产出增加。

渠道3：在以上IS—LM—BP曲线分析中我们考虑加入金融市场。日本通过量化宽松政策释放的流动性主要有三个去向，一是流入国际市场，二是流入国内实体经济，三是流入国内金融市场。流入国际市场将会造成日元贬值，流入国内实体经济将会促进国内投资增加，我们已经在以上两个渠道有所分析。现在来看流入国内金融市场的部分，这部分流动性主要会进入日本股市，刺激股票价格上涨，通过财富效应，增加日本居民消费，从而促进经济增长。

从IS—LM—BP曲线来看，财富效应引致消费增加将会推动IS'曲线向右移动至IS''，此时由于

产出增加导致进口增加而出现国际收支赤字，日元继续贬值，并推动BP'曲线向右移动至BP''，而贬值会进一步将IS''向右移动至IS'''。此时经济达到新的均衡点D，此时利率水平较上一均衡点有所上升，但是仍低于初始均衡点，产出进一步扩大。

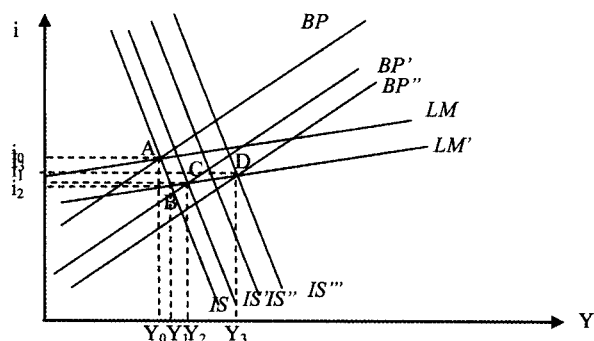


图2 日本量化宽松对日本经济的影响

我们将以上三个渠道分别称为利率渠道、货币贬值渠道和财富效应渠道。量化宽松政策能否通过以上几个渠道对经济产生影响，受制于以下几个因素影响。

第一，量化宽松政策能否持续压低日本利率水平？美国金融危机爆发后，日本10年期国债收益率一直处于下降通道，从金融危机爆发初期的1.5%下降到目前的0.6%左右。随着中长期国债购买量的大规模增加，日本国债收益率有望继续保持在较低水平。但由于目前收益率已经处在非常低的水平，进一步压低的空间已经十分有限，并且随着经济和金融形势的动荡，可能出现波动趋势。

第二，日本利率水平下降能否拉动国内投资？在一般情况下，利率水平下降表示投资成本下降，将会增加投资并促进产出。然而长期的经济低迷使得日本国内市场缺乏有利的投资机会。安倍上台之后，作为安倍经济学三大支柱之一的经济发展战略一直较为模糊，缺乏较为切实可行的配套措施。因此即使量化宽松政策可以大幅降低日本的利率水平，也将会由于国内投资机会不足而无法形成对经济增长的刺激力量。

第三，日元贬值是否仍有空间？日元汇率受到多种因素影响，从以往的经验来看，日元汇率走势与日本同国际市场的利差高度相关，从2012年6月到2014年2月，日元对美元汇率贬值28.8%，而这段时间日本与美国国债市场利差呈扩大之势。随着日本量化宽松政策的加码，日本国债收益率将会被长期压制在较低水平，而伴随着美国量化宽松政策的逐步退

出，美国国债收益率可能会继续上升，二者决定了日本国债与美国国债利差可能会进一步拉大，日元存在继续贬值的压力。不过，随着日元贬值负面效应逐步释放，主要发达国家对日元贬值的态度可能会从先前的默认允许转为适度节制，如美国财政部在2013年4月公布的《国际经济和汇率报告》中就警告日本不要采取日元“竞争性贬值”政策。日本国内对日元过度贬值也将会有所节制。

第四，日元贬值是否会改善日本贸易状况？尽管日元出现大幅贬值，但2012年日本贸易赤字仍在快速增加，达到创记录的6.9万亿日元，同比增长170%。进入2013年，一方面，日元贬值仍在促进日本进口上升，这在很大部分是由于日本对进口的刚性需求所致，另一方面，日元贬值也在改善日本的出口状况。2013年6月，日本的贸易逆差逐步缩减至1805.3亿日元。然而自此之后，日本的贸易逆差再次呈现扩大之势，2014年1月，日本贸易逆差扩大至2.8万亿日元，经常项目也出现近1.6万亿日元的逆差，这说明日本通过“竞争性贬值”获得的贸易竞争优势是不可持续的。

第五，财富效应是否存在？日本的量化宽松政策确实极大刺激了股票市场的发展。2013年，日经225指数上涨了56.7%，这说明有大量流动性已经涌入日本股市，同时日元贬值带来的出口企业绩效改善也对股市上涨形成助推。股市上涨也的确带来了财富效应，刺激了消费。^①然而，这一过程也存在以下风险。第一，股市继续上涨的风险增大。随着大量流动性涌入股市，这也带来了股市泡沫的风险，为日本经济埋下新的隐患。在这种担忧之下，进入2014年日本股指有所下降，今年前3个月，日经225指数已下降了9%。第二，消费税的提高为日本未来消费增长蒙上阴影。4月1日，日本将消费税从5%上调至8%，并可能于明年10月份再次调高至10%，这将对消费造成打击，从而抵消股市上涨所带来的财富效应。

从实际情况来看，日本量化宽松政策对日本经济的刺激效果逐步递减。2013年各季度，日本经济增长（环比折年）率分别为4.5%、4.1%、0.9%和

^①至少在奢侈品上如此。据日经中文网报道，日本股价走高带来财富效应，推动日本奢侈品销售走热。<http://cn.nikkei.com/politics/economy/epolitics/4914-20130226.html>

0.7%，呈现逐步下降趋势。从各分项对经济增长的贡献来看，2013年第1季度私人消费对经济增长的贡献为2.6%，不过第3季度下降到0.5%，第4季度稍微反弹至1.0%；私人企业投资在第1季度为-0.5%，此后虽有恢复，但仍在低位徘徊，未来仍值得观察；净出口对经济持续带来负面效果，第3季度和第4季度对经济增长贡献分别为-2.0%和-2.1%。因此，宽松货币政策所带来的经济刺激效果除投资外均已大幅减弱。

四、日本量化宽松的国际溢出影响

日本的量化宽松政策将主要通过国际贸易渠道和国际金融渠道对其他国家造成影响。从国际贸易渠道看，量化宽松将通过刺激日本经济好转和日元贬值所带来的“J曲线”效应，从而增加对相应国家进口，同时，量化宽松所引发的日元贬值也会影响日本与其他国家的贸易状况，从而对其他国家造成影响。从国际金融渠道来看，日本量化宽松政策引发流动性泛滥，刺激国际资本从日本流向其他经济体，从而对相关经济体造成影响。此外，日本央行持续大规模购入日本国债，也加剧了日本国债市场的风险，增加了全球金融市场的潜在不稳定性。

第一，量化宽松后日本进口明显增加，促进相关经济体对外贸易发展。2013年，日本对外贸易快速发展，出口贸易在5月份之后基本保持在两位数同比增速水平。进口贸易增长更为迅速，2013年10月至2014年1月连续4个月保持20%以上增长。从贸易伙伴来看，2013年，日本自俄罗斯、南非、中国香港、印度、意大利、菲律宾、中国台湾等经济体进口增速均超过20%，整体来看，日本自新兴和发展中经济体的进口要好于发达经济体，从而对新兴市场的经济复苏具有一定的拉动作用。

表3 日本2013年对部分经济体的进口增速(%)

中国	17.4	墨西哥	17.2
中国香港	28.8	德国	17.9
中国台湾	20.6	意大利	21.7
菲律宾	20.9	西班牙	19.5
印度	23.6	俄罗斯	39.0
加拿大	15.5	阿联酋	18.2
越南	15.4	南非	28.8

资料来源：根据日本财务省网站资料整理。

第二，日本量化宽松造成全球流动性泛滥，加剧全球资本流动。日本与其他发达经济体一道，通过无

限量量化宽松政策向经济体系注入大量流动性，释放出的流动性一部分会留在本国国内，进入实体经济或虚拟经济，另一部分则进入国际金融市场，造成国际资本流动动荡。从目前来看，有几个因素将推动日元资金在一定条件下大幅流入国际市场。一是，目前，日本股票市场成为日元资金重要的吸纳场所，但是随着日本股市泡沫风险的加大以及对日本经济的重新评估，可能迫使部分资金从日本股市流出。二是，伴随着日本央行持续不断购入日本政府债券，日本政府债券市场的流动性不断下降，风险不断上升，除日本央行之外的其他投资者将会逐步离开政府债券市场（或不再进入）。因此如果日本股市和债市流出的资金无法在日本国内寻找到良好的投资渠道，只好流出日本。三是，随着美联储量化宽松政策的逐步退出，美国国债收益率上行压力越来越大，在日元持续保持低利率的情况下，日元套利交易将会再次盛行，从而导致全球资本流动加剧。

第三，日本量化宽松政策进一步加剧日本政府债务风险。日本政府债务上升势头明显，2013年11月其政府总债务达到1022万亿日元，此后虽经过短暂回落但随即再次出现上升，从水平和趋势来看，政府债务规模仍在高位并且不排除进一步上升的可能^①。目前，日本央行对于国债的购买量已经占到日本新发行国债的70%^②，这意味着日本央行已成为日本国债市场最大的投资者，这不利于其他投资者对国债市场的参与，从而损失国债市场的功能性和流动性，同时大规模国债购买也使得日本央行和日本国债市场紧紧的捆绑在一起，造成风险进一步扩散。作为全球重要的国债市场之一，一旦日本国债市场出现问题，将会对其他国家特别是东亚地区带来严重影响。

五、总结

安倍再次当选日本首相之后，提出了以货币政策、财政政策、经济结构政策三位一体的安倍经济学(Abenomics)，其中，宽松的货币政策是安倍经济学中最为关键的一环。2013年3月21日，原亚洲开发银行行长黑田东彦接替白川方明成为日本央行新一任

^① 中国社会科学院世界经济与政治研究所世界经济预测与政策模拟实验室. 全球宏观经济季度报告(2014年第1季度): 日本经济[R]. 2014年4月11日.

^② 经济参考网. 国债收益率意外上升 日本央行政策陷入困境 [EB/OL]. http://jjckb.xinhuanet.com/2013-05/24/content_446951.htm, 2013-05-24.

行长，黑田东彦一直提倡通货膨胀理论，与安倍政府的经济治理理念较为一致，这最终促使日本在2013年4月推出史无前例的宽松货币计划。

日本的量化宽松政策对日本经济和世界经济带来重大影响。从日本经济来看，量化宽松政策主要通过三个渠道发挥作用：一是通过资产购买压低长期利率，从而提高投资水平；二是通过日元汇率贬值，改善日本贸易状况；三是通过流动性注入提高资产价格，以财富效应促进居民消费。从目前来看，以上渠道对日本经济的刺激效果已逐步减弱，从经济刺激角度来看，量化宽松政策已无以为继。然而从通货膨胀来看，量化宽松政策却起到了积极作用。自2013年6月起，日本核心消费者物价指数（扣除生鲜食品）同比增速连续位于0数值之上，2014年，CPI同比增速仍在1.3%，日本通货紧缩局势显示出初步好转迹象。在这一“利好”消息的刺激之下，日本量化宽松政策将会继续推行，且不排除未来继续“加码”的可能性。

而从国际范围来看，日本量化宽松政策对其他经济体尤其是新兴市场经济体带来的负面影响不容小觑。虽然量化宽松会通过刺激日本经济拉动全球经济复苏，但是由量化宽松政策引发国际资本在新兴市场

经济体间的频繁流动正成为各国面临的重大风险之一。同时，量化宽松政策所引发的日元贬值效应正引发越来越多国家的担忧，全球范围内的汇率干预风潮可能会由于日元无所顾忌的贬值而强化。在这种情况下，其他国家尤其是新兴市场经济体应加强协调与合作，一方面应督促日本实行负责的货币政策，避免政策外溢对其他国家产生较大不利影响，另一方面，新兴市场经济体也应“练好内功”，通过国际资本流动管理、宏观经济政策调整等做好应对。

参考文献

- [1] 熊爱宗. 全球货币宽松的可能风险 [R]. 中国社会科学院世界经济与政治研究所世界经济预测与政策模拟实验室, 财经评论 13026, 2013.
- [2] 熊爱宗. 日本量化宽松并不“宽松” [EB/OL]. 中国经济时报, <http://jjsb.cet.com.cn/articleContent2.aspx?articleID=151550>, 2013-01-28.
- [3] Shirakawa, M. One Year Under ‘Quantitative Easing’ [R]. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies, Discussion Paper No. 2002-E-3, 2002.
- [4] Suttle, P. Huefner, F. and Koepke, R. Capital Flows to Emerging Market Economies [R]. Institute of International Finance, January 2013.

Impact of Japan's Quantitative Easing Policy on the Japanese Economy and the World Economy

Xiong Ai-zong

Abstract: When re-elected Prime Minister of Japan, Shinzo Abe has instituted quantitative easing (QE) monetary policy which becomes the most important part of “Abeconomics” policy. QE attempts to stimulate the Japanese economy through interest rate channel, currency devaluation channel and wealth effect channel, but for now, because of lacking of appropriate supporting measures of economic growth, interest rate channel may be blocked. Although currency devaluation channel and wealth effect channel may stimulate the Japanese economy in the short term, their effects have been gradually weakened. Meanwhile the quantitative easing policy may impose negative international spillover effects to other economies, the emerging economies should actively participate in the coordination and try to avoid the negative effects.

Key words: Japan, Economic Impact, Quantitative Easing, International Spillover

(责任编辑 翁东玲)