



后疫情经济下的 日本央行货币政策

Economic Activity, Prices, and Monetary Policy in Japan

中川俊子

经济发展

现状

首先从企业部门和家庭部门观察日本经济的现状。新冠肺炎疫情冲击下，日本企业赖以生存的海外市场继续充满不确定性。全球进入疫情大流行的第三年，各国正努力平衡公共卫生防护和恢复经济活动之间的关系，依据各自情况制定应对政策及措施。在此背景下，尽管不同国家和地区之间经济运行存在差异，海外经济体总体上已经开始复苏，全球采购经理人指数（PMI）也证实了这一点，其中制造业和服务业PMI保持在50以上（图1）。

随着海外经济整体复苏，尽管供给侧限制仍然存在，日本的出口和工业生产量仍呈上升趋势（图2），特别是对发达经济体和新兴经济体的出口继续呈上升趋势。

这主要是因为全球各地对相关数字商品的需求在扩大，其中向中国出口仍处高

位。根据日本央行2021年12月开展的日本企业短期经济形势调查，整体而言企业利润和商业情绪持续改善；企业固定资产投资也有所回升；受供应短缺影响一些行业出现疲软，尤其是汽车和手机基站等产品的零部件。鉴于这些情况，日本央行的基本评估结果是企业部门运行的良性循环仍



注：制造业数据为摩根大通全球制造业采购经理人指数。服务业数据是摩根大通全球服务业商业活动指数。

资料来源：IHS Markit。

图1 全球 PMI

中川俊子系日本央行政策委员会成员。本文根据其在京都地方领导人会议上的讲话整理而成。陈曦编译。



在继续，海外需求正在增加，政府通过提振企业信心、推高企业利润的方式来促进企业固定资产投资。然而，尽管供给侧限制的影响已经开始见底，汽车制造商仍在减产。因此，出口和产量尚未恢复到2021年7月左右的水平。

转向家庭部门，2022年初前后消费活动发生了较大变化。2021年12月下旬至2022年1月初，由于多地解除活动限制，包括老年人在内的各类人群更愿意外出活动，商品和服务消费呈现上涨态势。然而，奥密克戎变异株疫情暴发导致多地推行预防疾病传播的优先措施。因此，消费暂时出现回落（图3）。

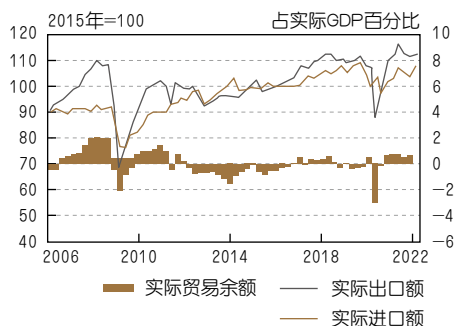
总体上就业和收入状况仍然相对疲软。正式员工人数及员工现金收入继续呈温和上升趋势，且非正规雇员的职位空缺数量也有所减少，但员工收入仍处于较低

水平。需要继续密切追踪职位空缺数量的变化是否导致了非正规员工人数的增加。

鉴于上述经济运行情况，初步估计，2021年四季度实际GDP增长率显著上升并进入正值区域，环比增长1.3%，年增长率达5.4%，标志着从三季度较大负增长率（季度环比下降0.7%，年度环比下降2.7%）明显回升。然而，进入2022年1月以来，受新冠肺炎疫情反复的影响，情况仍然充满不确定性。

经济展望

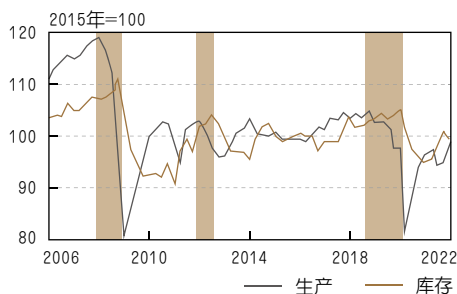
展望未来，日本经济可能实现复苏，新冠肺炎对服务消费和供应短缺的影响正在逐渐减轻，同时，外部需求增加、宽松的货币环境和政府推出的经济刺激措施逐步减弱了经济下行压力。在企业部门，出口和工业产量可能已回到明显扩张的趋势。2021财年末和2022财年伊始，汽车行



注：基于银行工作人员计算。2022年一季度的数据是1月份的数据。

资料来源：日本内阁办公室、日本财政部、日本银行。

图2 (A)：实际进出口



注：1. 阴影区域表示衰退期。2. 右边圆圈内的数据是由根据经济产业省2022年2月和3月的预测计算得出。2022年一季度的库存数据是1月份的数据。

资料来源：日本经济产业省。

图2 (B)：工业生产



业减产的影响逐渐衰减，加上全球各国对数字产品、资本货物和IT产品需求扩大导致出口和产量增加，上述因素都有力地支撑了宏观经济。多个领域的企业固定资产投资有望明显上升——主要是机械和数字相关领域的投资，以及与碳中和相关的研发投资，伴随的是强劲的企业利润增长和宽松的融资环境，以及供给端约束的缓解。在家庭部门，私人消费有望复苏，因为人们为应对新冠肺炎而留在家里的影响以及供应限制正在逐步减弱。

此外，如果政府2021年底推出的经济刺激措施——78.9万亿日元的项目投资和55.7万亿日元的财政支出计划按预期实施，预计经济将得到进一步提振，尤其是在2022财年。该措施将可能导致下列支出增加：个人消费增加，例如补贴育儿家庭；部分与新冠肺炎疫苗第三针有关的政

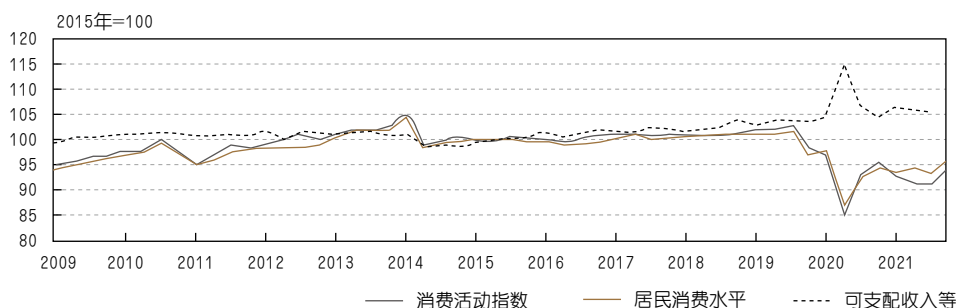
府支出，以及企业固定投资。

鉴于上述因素，日本央行货币政策委员会在1月发布的《2022年经济活动和价格前景展望报告》中提出基准情景预测：2021财年真实GDP增长率为2.8%，2022财年为3.8%，2023财年为1.1%。大多数货币政策委员会成员对2022财年的预测范围在0.8个百分点（3.3%—4.1%），为2021年4月展望报告中提出2021财年预测值（3.6%—4.4%）以来最大的差值。这暗示委员会成员对2022财年GDP增长率的预测分歧较大。

风险因素

日本央行评估，经济活动面临暂时下行的风险，这主要是受新冠肺炎疫情影响，但此后经济面临的风险总体上将呈中性。

在企业部门，随着对相关数字商品的需求快速扩张，全球半导体及相关产品



注：1. 消费活动指数（CAI）的数据基于世行工作人员的计算。CAI数据（调整差旅余额）不包括入境旅游消费，包括出境旅游消费。2. “可支配收入等”包括可支配收入和养老金权利的变化调整。实际值是使用家庭消费平减指数获得的。

资料来源：日本内阁办公室、日本银行等。

图3 私人消费



的供需状况仍很紧张。在这种情况下，如果出现任何一种供给方面的冲击（例如2021年夏季前后东盟国家因新冠肺炎疫情病例激增而引发的零件供应短缺），由于供应链中断，出口和产量可能面临下降的风险。在家庭部门，一方面，消费有再度下滑的风险，尤其是老年人群体，这取决于包括变异株在内的新冠疫情演变发展态势。另一方面，随着疫苗接种日益普及，人们对新冠肺炎疫情的警惕性显著降低，抗病毒药物陆续推出，此前被抑制的服务需求大幅增加，消费增长可能超出预期。同时，如果全球金融环境进一步收紧，海外尤其是新兴经济体经济增长存在偏离预测基准的风险，全球金融市场对发达国家应对日益高企的通胀率采取紧缩的货币政策感到担忧。同时，海外经济体经济运行受消费提振影响可能较基准预测水平上移，在新冠疫情大流行期间家庭消费受限导致储蓄水平上升。

此外，随着新冠肺炎疫情影响逐渐长期化，应该注意：个人消费行为结构性的变化，如电子商务的日益普及；现有业务缩减造成的供给侧短缺；不同行业 and 不同规模企业之间的劳动力差异。

价格变化

现状与展望

虽然受到手机话费下调的影响，所有非生鲜食品的消费者价格指数（CPI）

同比变化率为正值，主要反映出能源和其他项目价格水平的上涨。此外，对所有CPI项目（剔除生鲜食品和能源后）进行拆解分析，忽略暂时性因素（如手机话费减少）影响，可以发现商品和一般服务对CPI的正向贡献有所扩大，原材料成本和人员费用增加的影响正逐渐显现。查看所有CPI项目（除去生鲜食品）的年度价格变化情况，可以发现2022年1月价格水平环比上涨项目的占比更多，超过了2019年疫情前的水平。

这种情况下，在价格前景预测的基准情景中，预计公司的定价策略将逐步活跃起来，原材料成本上升转嫁给终端消费的进程将适度推进，产出缺口将继续改善。在1月日本经济前景展望报告中，货币政策委员会成员预测2021财年、2022财年和2023财年剔除生鲜食品的CPI同比变化中位数分别为0、1.1%和1.1%。

但是，考虑到迄今为止原材料等成本上升实际转嫁至销售价格所花费的时间，以及近期地缘政治风险导致原油价格上涨，通胀压力可能暂时保持高涨，2022年1月能源和食品价格分别比上年同期增长17.9%和1.4%。此外，从4月起，如果手机话费下降的影响减弱，所有CPI项目（剔除生鲜食品）的同比上涨率可能会暂时上升到接近2%的水平。然而，即使是这种情况，仍然应该深入分析通胀背后的原因，日本经济是否有足够的韧劲来支撑经济基



本面的可持续发展。

在这方面，政府一直在尝试推出多种措施实现居民工资增长。例如，日本政府在2022财年税收改革大纲中提出将对提高员工工资的公司加强税收激励。日本业务联合会（Keidanren）也在其春季劳工管理工资谈判指南中指出，对于那些保持了良好经营业绩或业绩上升的公司而言，应该提高工资，包括将基本工资提升至触发一种新形式资本主义的水平。因此，工资谈判的进展情况值得关注。无论通过何种方式，关键在于建立一个良性循环，以提高企业经营的活力，这反过来又会促进工资和价格水平稳步上涨，从而刺激消费。另一方面，鉴于生产者价格水平已创历史新高，2022年1月该价格水平同比增长8.6%，而剔除生鲜食品的CPI涨幅仍处于低位，同比仅增长0.2%。对此，生产者价格水平与消费者价格水平之间的差距是否会压降企业利润，从而对企业固定资产投资和员工工资水平产生下行压力，值得思考。

风险因素

价格水平面临两种下行风险。一种风险是日本经济受新冠肺炎疫情以及国外经济影响面临下行压力，将对价格水平构成下行压力。此外，如出现以下情况价格水平增速将下降：家庭部门基于根深蒂固的心态和行为对于价格上涨更加敏感（假设价格不会轻易上涨），以及成本上涨转嫁

给消费者的过程受限（尽管产出缺口有所改善，且原材料成本增加）。

另一方面，2021年12月数据显示，鉴于最近生产者价格水平上涨、企业通胀预期上升，同时还应考虑价格上行的潜在风险，即随着私人消费可能继续复苏，生产成本上涨转嫁到销售价格上，不仅发生在生产者层面，还体现在下游消费者层面，并且增速可能快于预期。在此背景下，日本央行在2022年1月展望报告中判断，总体上价格水平上行和下行风险保持均衡。

日本央行的货币政策

应对新冠肺炎疫情的挑战

为应对新冠肺炎疫情带来的挑战，日本央行一直致力于支持实体经济融资，主要是企业融资，以及通过实施强有力的货币政策来维持金融市场的稳定。自2020年3月起，日本央行采取了以下三项措施：

（1）应对新冠肺炎疫情的特别支持计划，包括为应对新冠肺炎疫情推出的特别融资计划（特别融资操作）和额外购买商业票据和公司债券；（2）灵活地提供资金，主要是购买日本国债并提供美元资金供应；（3）购买交易所交易基金（ETF）和日本房地产投资信托（J-REIT）。上述三项政策措施，加上政府推出的其他措施和金融机构的积极努力，对经济运行产生了积极的促进作用。

最近日本的金融环境总体上有所改



善，出于预防目的的流动性需求有所下降，特别是大公司。总体上，中小企业的融资环境正在持续改善，但某些领域的表现仍然有些疲软，例如面对面的服务业。鉴于上述这些情况，在2021年12月召开的货币政策会议上，日本央行讨论了特别计划，该计划最初是作为一个临时措施实施至2022年3月下旬。具体而言，该计划在“促进融资特别行动”项下为中小企业延长提供六个月的资金，以尽最大努力支持中小企业融资。另一方面，日本央行决定3月底如期完成2022年融资便利化专项行动的另一部分内容，即对作为抵押品的私人债务提供资金支持，主要购买包括大公司已发行的债务和住房贷款，以及购买商业票据和公司债券。从2022年4月起，日本央行购买商业票据和公司债券的数量将恢复到疫情前的水平。

尽管如此，疫情演变的过程仍充满不确定性，随时可能演化出其他新的变种病毒。京都府的许多企业都面临着较为紧张的融资环境，如餐饮和住宿行业占全地区生产总值的比重高于全国平均水平。鉴于这种情况，从2022年4月起有必要继续密切监控特别延长计划下中小企业的融资环境。

应对气候变化

在国际上日益关注气候变化问题的大背景下，日本政府已宣布其目标是到2050年正式实现碳中和。虽然为实现这一目标

推出的政策本质上是政府和国会的职责，从中长期角度来看气候变化本身和应对措施的实施可能对经济运行产生极大的影响。出于这个原因，日本央行认为，从长远来看，支持私营部门应对气候变化的努力进而促进宏观经济稳定符合央行货币政策稳定物价的政策使命。在这一基本策略的指导下，在2021年6月举行的货币政策会议上，日本央行决定引入一项新的资金供应业务，以支持应对气候变化的融资活动（应对气候变化融资业务）。通过这些业务，央行向金融机构提供资金，银行基于自主决策为解决气候变化问题的企业作出投资或提供贷款。拟定细节后，日本央行在2021年12月下旬首次拍卖并发放贷款金额超过2万亿日元。目前，包括来自京都府地区的共43金融机构被列为央行合格交易对手。此外，与2021年夏季相比，越来越多的金融机构开始披露一定量的投资或贷款目标金额信息，这充分表明金融机构对上述业务愈发感兴趣。

总体而言，日本应对气候变化的努力仍处于初期阶段。日本央行认为应对气候变化的融资行动将成为一项可持续的倡议，从长远看将有助于宏观经济的稳定，同时其也将成为日本央行的基本职责。日本央行将继续为私营部门应对气候变化的各项工作提供强有力的金融支持，同时也将努力披露更多相关信息，加深国内外市场参与者和日本国民对日本央行气候变化



战略的理解。

收益率曲线控制下的量化及质化货币宽松

自2013年4月以来，日本央行持续进行大规模货币宽松，旨在尽早实现2%的价格稳定目标。当前，日本央行量化及质化货币宽松（QQE）与收益率曲线控制的基本框架并没有改变。2021年3月，日本央行对这些政策措施进行了评估，预计需要更多时间来实现2%的目标。评估发现：

（1）为实现2%的政策目标，日本央行继续使用QQE和收益率曲线控制政策，有效提升经济增速和价格水平；（2）日本央行继续以可持续的方式放宽货币政策，在关键时点毫不犹豫地做出灵活有效的反应，以应对经济活动、价格和财务环境的变化。在这种指导思想下，日本央行推出了一项措施，即促进贷款的利息计划，以减轻降息时对金融机构利润的影响（影响取决于贷款金额）。此外，在收益率曲线控制的QQE政策下，日本央行持续购买日本国债进而将长期利率（10年期日本国债收益率）保持在零左右的水平。日本央行此前曾表示，在进行上述操作后，收益率可能会在一定程度上向上和向下波动。然而，在评估之后，日本央行做出了判断，10年期日本国债收益率的波动将在目标水平上下0.25%的范围。此外，评估结果表明在市场波动加剧时期，大规模购买ETF和J-REIT是有效的，日本央行决定优先购

买这些工具。

日本央行致力于在QQE下通过收益率曲线控制来提供强有力的货币宽松政策，其可持续性和灵活性不断增强。虽然这可能需要一些时间，上述政策仍是实现2%的物价稳定目标所必需的政策措施。即便如此，仅仅达到2%的目标水平是不够的，最终目标是形成宽松的金融环境，以提高企业利润，改善劳动力市场条件，从而形成经济运行的良性循环，包括工资和物价水平持续上涨。这就需要日本家庭更能够容忍价格上涨，同时让实体经济意识到价格水平必然会有所上涨。换句话说，需要让日本全国都能感受到经济增长带来的收益超过了物价上涨的成本。

日本公司正在不断升级、多元化其海外经营活动，包括提升其工业生产、销售、投资和资金管理能力，进一步适应亚洲和其他地区新兴经济体的增长需求。因此，工业结构、社会制度和经济结构领域的全面改革已刻不容缓，这有助于日本企业在竞争日益激烈的环境中实现增长，日本经济也将通过数字化转型和碳中和的方式实现经济增长。

总而言之，日本央行将实现价格稳定作为其职责使命，维护金融体系的稳定，在最大限度上发挥货币政策作用，继续为日本经济可持续增长提供支持。^[N]

学术编辑：曾一已