



日本银行的收益率曲线控制政策陷入困境

The BOJ's YCC Policy is in Trouble

张雪春 李宏瑾

日本银行的收益率曲线控制（YCC）政策自2016年启动开始就一直面临着政策信号不清晰、套利扭曲、财政赤字货币化等争议。随着2022年通胀压力持续攀升，强势美元下日元大幅贬值和国际金融市场剧烈波动。由于日本银行只购买十年及以下期国债（JGB），十年期以上JGB收益率明显上升；美日息差扩大致使套息交易更为活跃，加剧日元贬值，这也是9月22日以来日本汇率干预基本无效的重要原因。出于金融稳定、通胀仍相对稳定和政治因素等诸多现实考虑，日本银行仍不得不坚持YCC政策，但其面临的挑战越来越大。日本银行收益率曲线政策的两难困境，对中国继续实施好稳健的货币政策，具有重要的启示意义。

日本收益率曲线控制政策的背景

长期以来，中央银行主要是通过公开市场操作或短期央行利率（主要是央行再贷款或再贴现利率）引导市场短期利率。1980年代中期以来，主要经济体央行普遍采用了以物价稳定作为首要目标、仅盯住隔夜市场利率目标的货币政策框架，也即

“单一目标、单一工具”的货币政策。全球金融危机爆发后，虽然理论界和决策层对这一货币政策模式进行了深刻反思，但很多问题仍未形成明确结论和充分共识（Blanchard & Brancaccio, 2019）。各国央行在采取超低（零）利率政策的同时采用量化宽松（QE）等非常规数量手段，实际上是出于零利率下界（ELB）和利率传导机制受阻不得已的政策选择，隔夜市场利率仍是各国货币政策最重要的操作目标，量化宽松等数量目标仅是第二位的操作目标（Borio & Zabai, 2018）。

然而，日本银行很早就开展过零利率和量化宽松政策实践，在非常规货币政策方面进行开创性探索。在资产泡沫崩溃和东亚金融危机等一系列重大危机冲击影响下，日本在1990年代后期陷入持续通货紧缩困境。为此，日本银行于1999年9月首次将政策目标利率降至零。尽管2000年8月和2001年2月日本银行将政策目标利率分别调整至0.25%和0.15%，但2001年3月日本银行再次实行零利率政策，同时首次开展量化宽松政策，将商业银行在央行的存款余额作为货币政策操作目标，扩大长

张雪春、李宏瑾，中国人民银行研究局。本文系个人观点，与所在机构无关。



期国债购买规模, 直至2006年随着经济走出长达十多年的通缩, 才结束了零利率和量化宽松政策。

2008年全球金融危机爆发后, 日本银行不得不将政策目标利率降至0.1%的超低水平, 重启QE开展资产购买计划和贷款支持计划, 不断增加国债和各类资产(商业票据、公司债、ETF、J-REITs)购买额度。2013年4月, 日本银行进一步采取更为宽松的质量化宽松(QQE)政策, 在实行超低利率政策的同时, 将基础货币数量作为操作目标, 将每年基础货币增长目标设定在60万亿~70万亿日元, 2014年10月又上调至80万亿日元。不过, 由于产出和通胀表现不理想, 日本银行在2016年2月正式引入负利率政策, 将政策目标利率由0.1%降至-0.1%。虽然2016年2月推出负利率政策以来, 债券收益率曲线进一步下降, 但长期收益率水平往往与数量操作下中央银行的期望水平并不一致, 降息对实体经济的拉动作用大大减弱(Kuroda, 2016)。为此, 2016年9月日本银行在对包括负利率在内的QQE政策进行全面政策评估之后, 在9月21日正式宣布实施“控制收益率曲线的QQE政策”(QQE with Yield Curve Control), 在-0.1%隔夜政策目标利率基础上, 通过购买灵活购买不同期限日本国债, 将十年期国债收益率基本维持在零附近水平; 同时, 采用通胀超调承诺(Inflation-Overshooting Commitment), 承诺持续宽松直至通胀回升到2%以上且稳定在2%上方。可见, 虽

然在理论、经验和操作技术细节等方面仍需要深入的研究, 但由于日本物价和经济表现仍落后于政策预期, 日本银行最终仍决定开展以收益率曲线作为操作目标的政策实验, 这实际上也是在QQE、负利率等非常规手段之后不得已的政策选择。

日本收益率曲线控制政策一直面临着较大争议

虽然全球金融危机后各国中央银行在政策操作手段上进行了大量创新, 开展了包括量化宽松、前瞻性指引和“负利率”等在内的大量非常规货币政策, 但隔夜利率仍是各国最主要的操作目标, 日本银行的收益率曲线控制政策显得非常激进。不过, 在现代中央银行历史上, 日本银行的YCC政策并非无例可循(徐忠等, 2018)。早在1942年, 美联储与财政部达成利率控制协议, 实行了长达近十年之久的控制收益率曲线货币政策。美联储还在1961年进行过旨在降低长期收益率(但并未明确具体操作目标)的“扭曲操作”(Operation Twist, OT)。全球金融危机后, 美联储于2011年和2012年开展了类似的两轮期限扩展计划(Maturity Extension Program, MEP), 又被称作扭曲操作2(OT2)。然而, 半个多世纪前美联储控制收益率曲线的先驱性探索在当时并未明确对外公布(Humpage, 2016)。可以说, 日本银行收益率曲线控制政策的激进举措, 是中央银行自诞生以来的首次正式政策试验。



继日本银行之后，为应对疫情冲击，澳大利亚储备银行（RBA）于2020年3月19日宣布采用YCC政策，在将基准政策利率（资金目标利率）降至0.25%的同时，将3年期国债收益率维持在0.25%左右，成为继日本银行之后第二个公开实行收益率曲线控制政策的中央银行。不过，澳大利亚的YCC政策仅维持了不到两年。2021年11月2日，鉴于其他市场利率已随通胀率上升和失业率下降的可能性提高而发生变动，收益率目标在压低总体利率结构的有效性已经下降，澳大利亚联储正式宣布退出收益率曲线控制政策。应当看到，美日澳以收益率曲线作为操作目标的货币政策实践，大多以战争和经济危机作为背景。从现代中央银行不到两百年的历史来看，这类政策实践非常罕见，日本已成为当前唯一一个仍继续坚持收益率曲线控制政策的中央银行。不过，虽然由于日本物价长期保持在低位，收益率曲线控制政策运作相对平稳，日本银行也一再宣传收益率曲线控制政策效果显著，但其政策自实施以来就一直面临很多争议。

一是QQE存在明显的挤出效应，YCC很大程度上是为缓解日本银行无债可买困境，但也容易引发政策退出的误解。QQE之后日本银行成为国债市场最主要参与者，这对私人部门形成了明显的挤出。而且，日本银行也很快面临了无债可买的局面（Iwata, et al., 2016）。正是在此背景下，日本银行不得不于2016年7月将刚刚在2015年12月扩容至3.3万亿日元的ETF，扩大至6万亿日元。收益率曲线控

制政策能够在减少国债购买的同时压低长期利率。2017年开始日本银行购债速度明显放缓，每月购买国债约3.5万亿日元，远低于过去几年月均6万亿日元，这容易被误认为悄然退出宽松货币政策（Fudea-Samikawa & Takano, 2017）。

二是永久性套利机会导致大量资金在金融体系空转，损害了市场价格发现和资源配置功能。收益率曲线控制政策要求央行必须稳定不同期限收益率的波动，以确保更好实现价格目标，但也扭曲了不同期限收益率的风险和收益。金融机构可通过滚动套利策略持续获得无风险收益，这相当于对其进行财富转移。收益率曲线越陡峭，无风险套利收益越大，大量资金在金融体系空转而未流入实体经济。研究表明，在日本银行实行收益率曲线控制政策后的28个月，持续套利对金融机构的财富转移高达5 823.2亿日元（Jarrow & Lamichhane, 2020）。

三是为实现价格目标中央银行不得不膨胀资产负债表，容易导致财政赤字货币化。在无风险套利的盈利驱动下，日本长期国债存在内在的上行动力。不过，收益率曲线控制政策很大程度上是为了降低政府融资成本，为维持既定价格目标，央行不得不大量购买国债，持债规模和期限很容易超出控制（Shirai, 2017）。由于最初十年期国债±0.1%的收益率波动区间过窄，市场利率很容易超出目标上限。为此，除常规购债操作外，日本银行于2016年11月引入不定期的“固定利率



无限量购债操作” (Fixed-Rate Purchase Operations), 才最终抑制了十年期国债收益率上行。

当前日本收益率曲线控制政策面临的挑战更加严峻

针对购债数量等有关收益率曲线政策的争论, 黑田东彦行长不得不澄清, 80万亿日元购债计划其实是宽泛的指引, 现阶段不应讨论退出刺激计划。当然, 日本银行也意识到收益率曲线控制政策可能存在的问题, 对YCC操作框架进行技术性调整。2018年7月, 日本银行将十年期国债收益率波动区间扩大至 $\pm 0.2\%$, 允许市场参与者根据经济 and 价格条件更自由地形成收益率水平, 进而改善债券市场运作; 2021年3月十年期国债收益率波动区间进一步扩大至 $\pm 0.25\%$ 。

由于物价长期保持在低位, 日本YCC运作相对平稳。不过, 2021年以来, 各国经济快速复苏, 通胀压力持续攀升, 越来越多央行开启了加息缩表的货币政策正常化。全球物价上涨压力也传导至日本, 日本银行在2021年底也承认了这一点。特别是2022年以来, 各国通胀压力持续攀升。尤其是, 美联储3月开始暴力加息之后, 美元指数飙升至20年高位, 美元兑日元汇率飙升至150左右, 日元贬值幅度接近四分之一。加上英国国债收益率波动引发养老金流动性危机, 引发市场对日本脆弱性的担忧, YCC政策也面临更为严峻的挑战。

一是日本银行成为国债市场的最后做

市商, 市场流动性进一步枯竭。与当前美债2%以上甚至更高的十年期国债收益率相比, JGB收益率低, 波动率小, 对金融市场的吸引力有限, 日本银行成为国债的最主要(甚至唯一)购买者。2022年8月, 日本银行持有536.6万亿日元JGB, 占日本银行资产的75.7%, 占JGB余额的近50%, 主要为十年及以下期限国债(占比分别为44.8%和26.0%)。为压低十年期JGB收益率, 日本银行频繁开展固定利率无限量购债操作, 市场流动性明显紧缩。甚至, 2022年10月, 日本相互证券交易平台(Japan Bond Trading)一度出现五年期和十年期国债连续多日无成交记录的罕见情形。

二是美日息差扩大致使套息交易更加活跃, 而收益率曲线控制政策下的十年以上期国债收益率高企, 不仅加剧日元迅速贬值, 且存在巨大的系统性风险隐患。一方面, 美日十年期国债收益率利差明显扩大, 大量国际投资者拆借日元, 投资到其他高收益资产进行套息。另一方面, 在物价持续上升预期和套利机制作用下, 2022年下半年以来, 十年期JGB收益率频繁突破0.25%政策目标, 不受政策控制的十年期以上JGB收益率大幅上升(图1), 日本的保险公司和养老基金等大型投资机构面临越来越大的追加保证金风险, 通过套息平衡收益和流动性的难度明显上升, 加剧日元贬值。如果十年以上期JGB收益率波动加大, 将严重冲击保险公司和养老金等机构的资产净值和清偿能力, 引发系统性风险。



三是收益率曲线控制政策弱化了日本政府外汇干预的有效性。作为当前唯一仍实行负利率和YCC等宽松货币政策国家，日本不可避免面临货币的大幅贬值。为了避免汇率过度波动，减少企业面临的不确定性，作为外汇储备管理者和负责汇率政策的日本财务省，在时隔24年后的2022年9月22日，联合日本银行再次开展了卖出美元的外汇市场干预，之后又进行了多次外汇市场干预。不过，市场对外汇市场干预并不认可。从数据来看，9月末日本外汇储备下降540亿美元至1.238万亿美元，较7月末缩水850亿美元；10月末日本外汇储备进一步降至1.195万亿美元。尽管9月22日日元汇率在触及145.9元后一度升至139.9，但干预次日即收于143.4，较22日收盘的142.4贬0.69%。虽然美元指数已由9月底约114的高位回落至10月底110左右，但盘中日元仍一度跌破1990年年中以来151.9的历史低点。从政策层面看，弱日元

与宽松货币政策目标一致，更是宽松货币政策的结果，而单边卖出美元的外汇干预相当于抽取市场流动性，实际上与宽松货币政策形成“左右互搏”，不可能取得期望的效果。

日本短期内仍将不得不坚持YCC政策

事实上，随着美日利差扩大和日元贬值趋势加剧，各方曾高度预期日本银行应调整YCC政策。早在2022年5月，日本银行前理事早川秀夫就曾指出，日本银行应在7月调整YCC操作框架。日本政府和日本银行实际上也认识到外汇市场干预存在的局限，实际上为强势美元在未来的可能转向争取更多时间。2022年12月20日，日本银行年内最后一次议息会议，将十年期国债收益率波动区间由 $\pm 0.25\%$ 扩大至 $\pm 0.5\%$ ，这是在严重通胀和日元贬值压力下不得不做出的调整。不过，日本银行

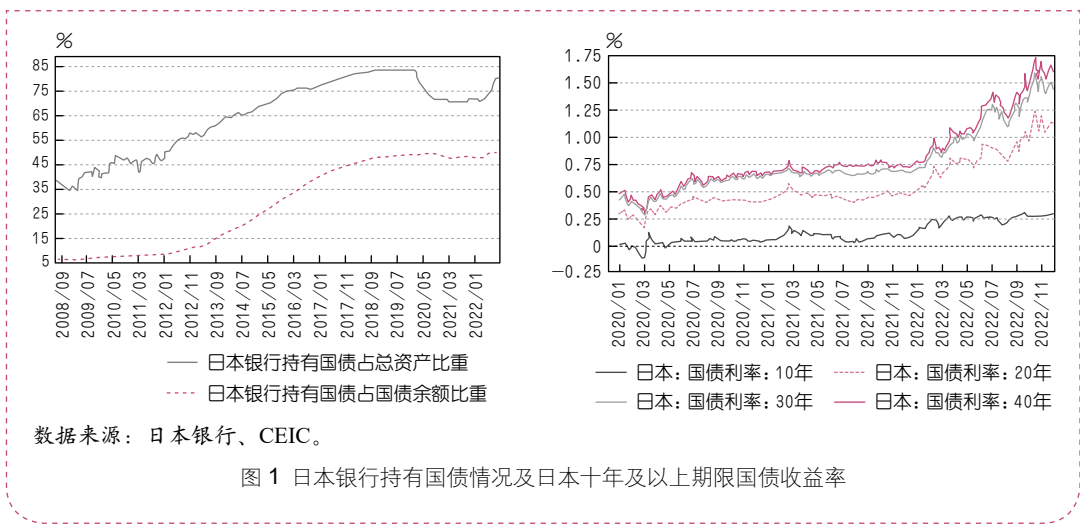


图1 日本银行持有国债情况及日本十年及以上期限国债收益率



数据来源: 日本银行、CEIC。

图2 美日十年期国债利差、日元汇率及美元指数情况

将每月购债规模由7.3万亿日元提高至9万亿日元, 此次调整YCC政策主要目的在于“改善市场功能, 平滑收益率曲线, 保持宽松的金融条件”。黑田行长在此次议息会议之后的记者会上宣称, 此次调整并不意味着货币政策转向收紧。即使外汇干预无效, 日本银行仍一再坚持收益率曲线控制政策, 很大程度上也是不得已的政策选择。

一是放弃收益率曲线控制的宽松货币政策将大幅推升日本利率中枢, 很可能引发经济衰退和金融市场动荡。与十年期以上国债主要由保险公司和养老金等资产配置为主不同, 十年期以下国债广泛用于市场交易, 与企业融资成本和宏观经济运行密切相关。一旦退出收益率曲线控制政策, 金融市场将重新定价, 很可能导致日元汇率无序调整, 恶化日本银行和金融机构的资产负债表。很早就有研究表明, 假设2023年为退出收益率曲线控制政策政

策的时点, 日本银行将在退出的第二年(2024年)面临严重亏损, 至2026年亏损将高达5万亿日元, 直至2031年才开始止跌回升(Fueda-Samikawa & Takano, 2018)。另外, 作为深度老龄化国家, 2020年日本国家资产负债表中保险、养老金和标准化担保计划规模为当年GDP的104.0%, 日本很可能由于利率中枢上升面临较2022年9月英国养老金崩盘更大的危机。事实上, 2022年12月20日, 日本银行宣布将十年期国债收益率区间扩大至 $\pm 0.5\%$ 之后, 引发了金融市场的大幅震荡。日本十年期国债收益率由前一日的0.282%上升至0.432%, 日元兑美元升幅一度超过3%至1美元兑131.7的近五个月以来的高位, 日经225指数下跌2.46%。

二是当前日本的物价上涨主要由成本推动, 通胀预期仍比较稳定。2022年4月以来, 日本同比CPI和核心CPI一直保持在2%以上, 9月份这两个指标均高达



3%的三十年来历史阶段性高点之后，10月份更是分别达到3.7%和3.6%，日本银行在10月28日的议息会议上再次将2022财年的核心CPI预期向上修正至2.9%。但是，此轮物价上涨主要是由于国际大宗商品价格上升、地缘政治冲突和货币贬值等成本因素推动的，并非日本银行所期望的内需拉动型“好的通胀”。而且，日本银行在2022年10月3日披露的9月议息会议纪要中指出，日本企业长期习惯于通缩环境，提高价格决策比较审慎，劳动力市场也与美英存在较大差异，通胀预期更为稳定，这也是其坚持宽松货币政策的重要出发点。

三是政治因素也是非常重要的考量。

一方面，日本政府杠杆率为全球最高，按照市值计算约为240%，几乎是发达经济体平均水平的1倍，退出宽松货币政策将导致日本政府财政更加困难。另一方面，与Bernanke任期内未开展加息类似，黑田行长将于2023年4月初届满离任，日本银行新领导层的变化与日本新财年吻合。由此，虽然日本银行也强调要“重视劳动力短缺带来工资上升的趋势”，但黑田行长一再坚称，日本银行将保持耐心，直至确认出现工资增长支持的、自我维持的通胀为正，这也暗示日本银行至少要等到2023年一季度新财年工资谈判后，才会考虑政策转向。[N]

学术编辑：韦燕春

参考文献：

- [1] 徐忠,纪敏,李宏瑾.以收益率曲线作为操作目标的货币政策:历史经验与政策反思[J].国际经济评论,2018(05):91-103+6.
- [2] Bindseil Ulrich.What Monetary Policy Operational Framework after the Crisis?[J].Revue française d'économie,2018,XXXIII(3).
- [3] Olivier Blanchard,Emiliano Brancaccio.Crisis and Revolution in Economic Theory and Policy: A Debate[J].Review of Political Economy,2019,31(2).
- [4] Borio C,Zabai A.Unconventional monetary policies: a re-appraisal[M]//Research Handbook on Central Banking. Edward Elgar Publishing, 2018: 398-444.
- [5] Fudea-Samikawa I,T Takano.Pace of Increase in BOJ's Holding of JGBs Slowing[R].Japan Centre for Economic Research (JCER), Financial Research Paper, 2017,No.34.
- [6] Fueda-Samikawa I,T Takano.The BOJ's Monetary Policy Dilemma[R].Japan Centre for Economic Research(JCER), Financial Research Paper, 2018,No.38.
- [7] Kuroda H.Comprehensive Assessment of the Monetary Easing and QQE with Yield Curve Control[C]//Speech at a meeting with business leaders in Osaka (September 26) at: https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2016/data/kol60926a1.pdf. 2016.
- [8] Humpage O F.The Fed's yield-curve-control policy[J]. Economic Commentary, 2016 (2016-15).
- [9] Iwata K,Samikawa I,Takahashi E,T Kimotsuki.Risks from Extending the QQE Policy[R].Japan Centre for Economic Research (JCER), Financial Research Paper,2016,No.32.
- [10] Jarrow R,Lamichhane S.The Effects of Yield Control Monetary Policy: A Helicopter Money Drop to Financial Institutions[J].Quarterly Journal of Finance (QJF),2020,10(01): 1-38.
- [11] Shirai S.Super-easy Monetary Policy and Reflating Japan's Economy[R].VOX Policy Portal,2017,Mar.17th.