



日 本 银 行

克服通缩——日本银行面临的挑战

黑田东彦
日本银行行长

(注) 本稿写于 10 月 10 日

一、日本经历的通货紧缩

过去的 15 年里，日本一直深陷通缩。让我以数据来说明吧。自 1995 年以来，东京地铁 160 日元（约合 1.6 美元）的最低票价一直没有改变。同期，纽约地铁最低票价从 1.5 美元升至 2.5 美元。一般而言，公共服务费用不大可能会下调，东京地铁的最低票价也没有下降，但很长一段时期日本的整体物价温和下跌。

日本通货紧缩的特征是温和但持久，这一现象与“大萧条”时期的通缩大相径庭。在美国大萧条期间，通缩的特点是物价在短时期内暴跌。在 1931 年和 1932 年这两年物价大幅下降，年跌幅接近 10%，但通缩仅持续了短短四年。相比之下，在过去的 15 年，日本的消费价格从 1998 财年到 2012 财年累计下跌了 4.1%，年均跌幅仅有 0.3%。然而，日本的通货紧缩一直挥之不去。日本年轻人就成长在这个时代，他们的普遍认知是，物价要么保持不变，要么只会下降。

尽管跌幅温和，但物价下跌长期持续已经使日本经济丧失活力。在通缩状态中，持有现金或存款成为相对较好的投资。事实上，日本企业持有的现金和存款已达到 230 万亿日元，接近名义国内生产总值(GDP)的近 50%。通缩的长期持续形成一种环境——维持现状比投资新举措更划算，从而带来了日本经济的停滞。在鲜有新挑战和投资的经济体中，经济增长潜力会逐渐下降。因此，这次有必要克服通缩，提高人们迎接新挑战的意愿。

在过去的 15 年，日本也仍然经历了经济周期。但是，即便在经济复苏时，物价也没有出现可持续上涨。主要原因是，在长期通缩期间，持续的通缩预期（即认为物价不上涨是自然的）已在居民心中根深蒂固，而且他们的行为决策也基于这样的预期。在这种情况下，企业、家庭甚至工会都将基于价格不会上涨这一假设采取行动，因此本质上已难以提高物价。

过去，日本银行推出了各种举措，包括先于其他央行率先采取非常规措施，如零利率政策、量化宽松政策，以及按照现在最新的说法，前瞻性指导。然而，尽管这些政策能有效刺激经济活动，它们没能改变人们持续的通缩预期。这一次，克服通货紧缩面临的巨大挑战是如何提高人们的通胀预期。

二、推出量化和质化货币宽松政策

日本银行 4 月份推出量化和质化货币宽松政策(QQE)。这一新政策直接着眼于通胀预期，目标是将通货膨胀率提高至 2% 的全球标准。问题是：怎么去实现？

我们达成的结论是：第一，明确承诺我们将尽快实现物价稳定达到 2% 的物价稳定目标；第二，通过推出与过去政策截然不同的大规模货币宽松政策，以强化这一决心。具体来说，我们宣布

将在两年内将日本银行提供的基础货币增加一倍。通过 **QQE**，日本两年后的基础货币将达到 270 万亿日元，约合 2.78 万亿美元，达到名义 GDP 的 56%。而目前美国的基础货币为 3.39 万亿美元，约合 329 万亿日元，为名义 GDP 的 20%。

要达到目标基础货币水平，日本银行资产负债表中的资产规模，即持有的日本国债规模将要增加一倍。相关的大规模国债购买将改变日本国债市场的供需状况，对长期利率构成强大的下行压力。

不过，有一个问题。日本 10 年期国债收益率不足 1%。我们怎样才能为货币宽松政策创造额外空间？答案是实际利率，即名义利率减去预期通货膨胀率的值。在这方面，幸好日本当前面临预期通货膨胀率停滞这一形势，为这个问题提供了突破口。通过提高通胀预期并抑制名义利率的上升，我们将能够降低实际利率，而这将影响到企业固定投资和私人消费决策。

在这里，请让我具体阐述。在增长停滞之际，观测到的美国和欧洲的通货膨胀率一直徘徊在央行 2% 的目标水平附近，企业和居民的中长期预期通胀率也一直稳定在 2% 左右。换言之，预期通货膨胀率锚定在目标通货膨胀水平附近。在这种情况下，央行不能进一步提高预期通胀率。因此，要降低实际利率就需要下调名义利率。当长期利率下降至不到 2% 的历史低点，进一步降低实际利率的空间将变得有限，因为届时没有太多空间进一步降低名义利率。

而在日本，相比 2% 的物价稳定目标，预期通胀率一直锚定在过低的水平，因此有足够的提高空间。如果名义利率升幅能控制在预期通胀率升幅之下，那么实际利率就可以相应下降。随着实际利率下降，企业固定投资和私人消费预计将受到刺激，从而提振经济活动。观测到的物价预计也将逐步上涨。此外，观察到的通胀率上升将导致通胀预期上升。

我没有使用太多篇幅解释 **QQE** 的所有传导渠道，但我已经分析了它的核心部分。通过它的作用，我们的目标是刺激经济、提高产出缺口，而最重要的是提升通胀预期，尽快实现 2% 的物价稳定目标。

三、QQE 成就以及关于克服通货紧缩的前景

自 **QQE** 推出以来已有半年，它起作用了吗？事实证明，金融市场、经济活动、物价以及居民预期均有所改善，**QQE** 已经强有力地发挥了它的作用。我来举些例子吧。

在金融市场中，今年以来股价已经上涨了逾 30%，涨幅大幅超越了欧洲股市约 13% 以及美国股市的 16% 左右。

在实体经济方面，今年以来，日本实际 GDP 年化增长率连续两个季度达到约 4% 的高位。近期失业率下降至雷曼兄弟倒闭引发冲击之前的 4% 左右。

人们的预期也改变了。自去年年底左右以来，消费者信心指标明显上行。商业信心指标方面，日本银行的商业调查（即短观调查）显示，商业形势扩散指数在最近的 9 月份调查中升至 2%，与雷曼兄弟危机之前的 2007 年 12 月持平，这一指数曾在去年 12 月触底至 -9%。

物价形势方面，根据市场指标和各种调查，预期通货膨胀率整体已经有所上升。盈亏平衡通胀率（BEI）已从一年前的 0.70% 左右升至近 1.7%。日本银行针对公众观点和行为的民意调查显示，当被问及对未来一年通货膨胀率的看法时，80% 的消费者在 9 月份调查中认为未来物价会上涨，而去年 12 月份这一比例仅略超 50%。此外，9 月份短观调查中的大型企业销售价格扩散指数升至零，去年 12 月份为负 15 个百分点。销售价格扩散指数是根据受访企业对有关自身产品和服务售价情况问题的回答编撰的。

从观测到的通胀率来看，6 月份 CPI 通胀率在 14 个月内首次由负转正，并在 8 月份升至 0.8%。

如前所述，日本股市上涨，实体经济也已稳步好转。通货膨胀率已经由负转正，通胀预期已经上升。经济活动、物价和居民预期的这些改进都可能是促使利率上升的因素。尽管如此，由于日本银行收购国债带来强劲的下行压力，日本的长期利率还略低于一年前的水平，其中 10 年期日本国债收益率徘徊在不足 0.7% 的水平。此外，尽管自 5 月份以来美国和其他海外经济体的长期利率逐步上升，日本的长期利率一直或多或少持平或略有下降。商业银行的新贷款利率（商业和个人贷款的平均利率）已下降至 1% 以下的历史最低水平。

与此同时，随着居民整体通胀预期逐渐升温，实际利率已在下滑。因此，我们希望出现的情形正在发生。实际利率下降料将刺激企业固定投资、住房投资和私人消费，从而提振经济。此外，QQE 和日本政府推出的各种措施似乎已逐渐改善人们的信心，使他们积极主动，点燃了他们的动物精神。事实上，有迹象表明，企业融资正变得活跃。曾在 2012 财年上半年降至 0.5% 以下的银行贷款同比增速已经温和回升至略高于 2% 的水平。自 1998 年第三季度（恰巧是通货紧缩开始的季度）以来，今年第二季度发行的公司债金额首次达到了较高水平。企业新股上市交易最近也活跃了。

到目前为止，QQE 发挥了预期的效果，这相当令人鼓舞。怀着实现 2% 的物价稳定目标的决心，通过继续推行 QQE 政策，我们坚信，我们一定能够克服通货紧缩。

结语

日本有坚实的经济增长基础。它拥有一流的科技和人力资源。日本一直缺乏的是积极的情绪，

一种对我们获得成功的能力以及我们动物精神的信心,这种信心在过去持续通缩的停滞感中消失。日本克服通缩的进展将与这种停滞感的消除齐头并进。我坚信日本将重拾信心,恢复强劲增长。

日本还能借助奥运顺风。最近东京赢得举办 2020 年奥运会举办权,正鼓舞日本人心。到 7 年后奥运会在东京举办时,恢复往昔光彩的日本将欢迎来自世界各地的游客。不过,我怕到时候他们可能无法以 160 日元的最低票价在东京乘坐地铁了。