



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

太平洋证券股份有限公司证券研究报告

房地产研究

90年代以来日本货币政策复盘

——日本专题研究系列三

报告日期：2023-1-22

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MAIL：xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521050001

研究助理：万琦

电话：18702133638

E-MALL：wanq@tpyzq.com

一般证券业务登记编码：S1190122070011

Contents

1

阶段一（1991/7-1999/2）：低利率时期

2

阶段二（1999/2-2001/3）：零利率时期

3

阶段三（2001/3-2006/3）：零利率与量化宽松兼施时期

4

阶段四（2006/3-2008/10）：量化宽松与零利率渐退时期

5

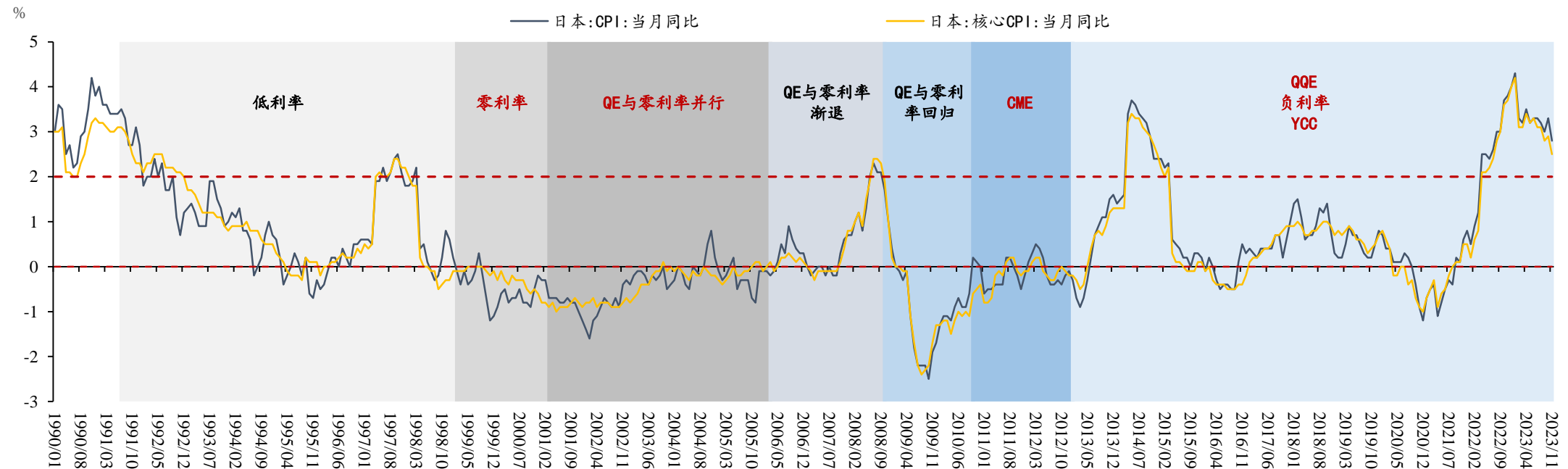
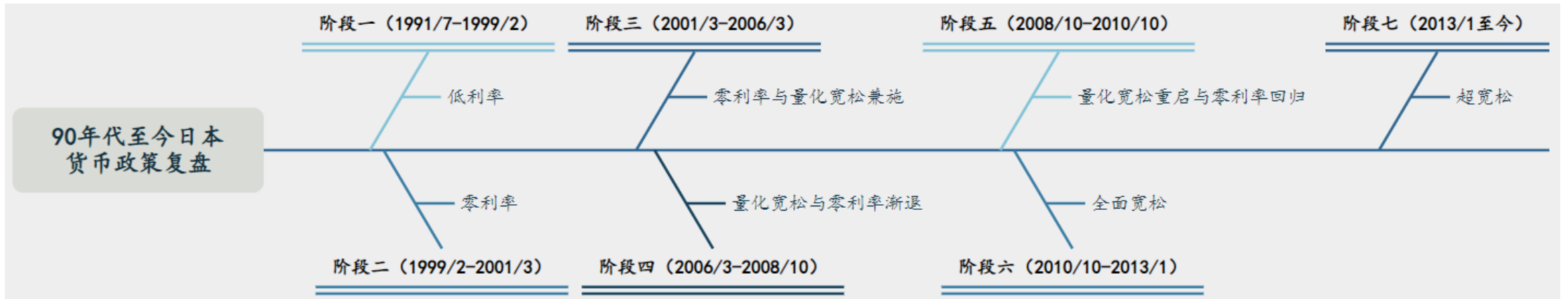
阶段五（2008/10-2010/10）：量化宽松重启与零利率回归时期

6

阶段六（2010/10-2013/1）：全面宽松时期

7

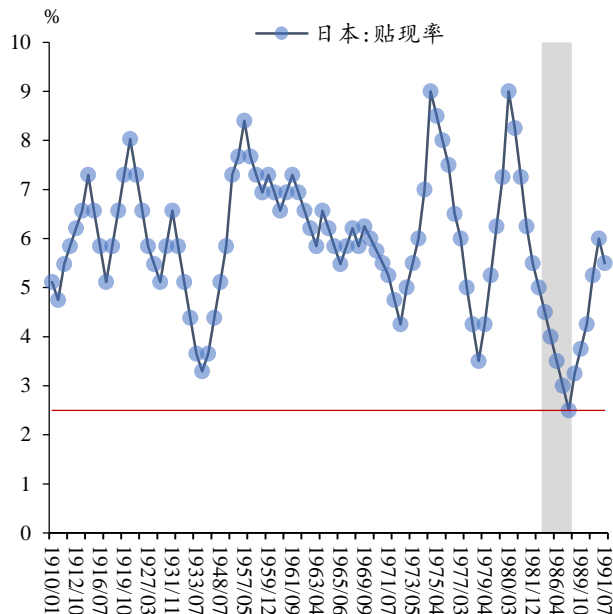
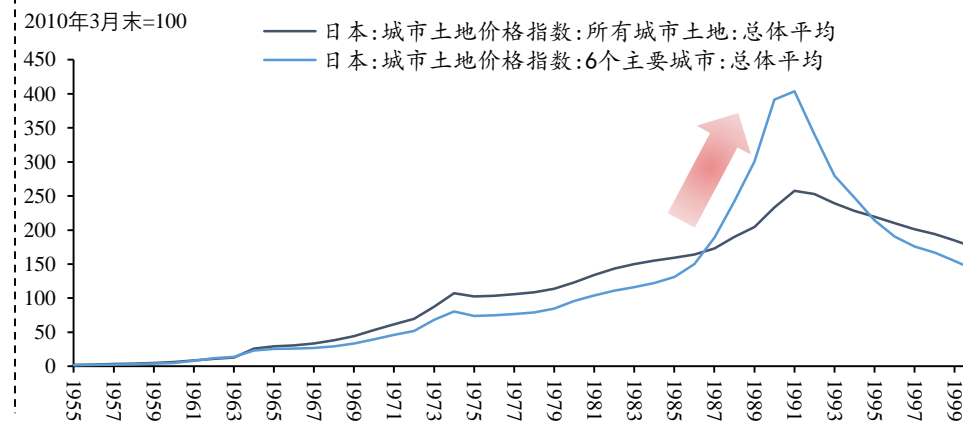
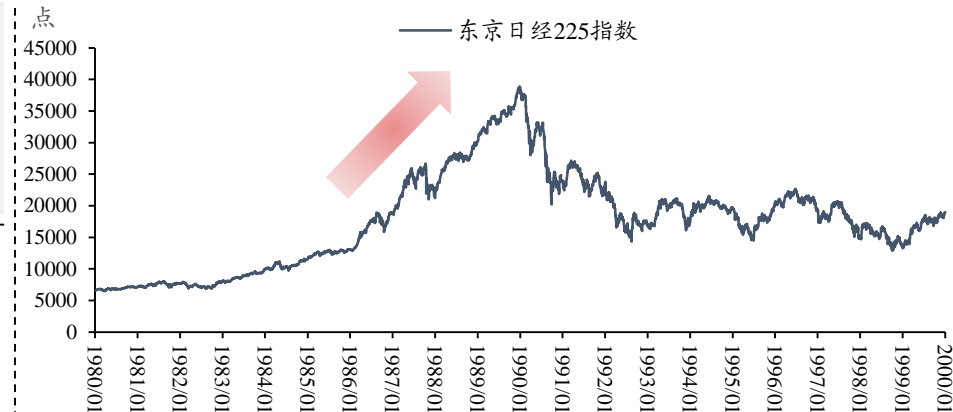
阶段七（2013/1至今）：超宽松时期



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

引言 (1985-1990)：泡沫膨胀时期

- 央行不断放水推升泡沫。
- 20世纪80年代中后期至90年代初期泡沫的形成由多重因素驱动，持续的宽松货币政策是其中之一。1985年《广场协议》签订后日元升值并冲击出口，日央行自1986年1月起不断调降贴现率（1987年2月达到历史最低的2.5%，合计下调5次），过多流动性涌入股市及地产市场，助长泡沫膨胀。



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

01 阶段一（1991/7-1999/2）：低利率时期

采取传统货币政策，控制短期利率在低位

阶段	时间	货币	财政	重要经济事件	首相	党派	央行行长
阶段一， 低利率时期	1991/7	调降贴现率 6.0%→5.5%			海部俊树	自由民主党	三重野康
	1991/9			日美半导体协议修订、贷款业限制法修订	海部俊树	自由民主党	三重野康
	1991/11	调降贴现率 5.5%→5.0%			宫泽喜一	自由民主党	三重野康
	1992/1	调降贴现率 5.0%→4.5%			宫泽喜一	自由民主党	三重野康
	1992/2			施行地价税法	宫泽喜一	自由民主党	三重野康
	1992/3			经济企划厅发布经济衰退宣言 公示地价时隔17年首次下跌	宫泽喜一	自由民主党	三重野康
	1992/4	调降贴现率 4.5%→3.75%			宫泽喜一	自由民主党	三重野康
	1992/7	调降贴现率 3.75%→ 3.25%			宫泽喜一	自由民主党	三重野康
	1992/8		综合经济对策(10.7万亿日元), 内容包括: 公共投资等的扩大(8.6万亿日元)、中小企业政策及民间设备投资的促进等(2.1万亿日元)				
	1992/9			9月货币供应量首次出现负增长	宫泽喜一	自由民主党	三重野康
	1993/2	调降贴现率 3.25%→2.5%			宫泽喜一	自由民主党	三重野康
	1993/4		新综合经济对策(超过13万亿日元), 内容包括: 社会资本的完善等(10.62万亿日元)、中小企业政策及民间设备投资的促进等(2.43万亿日元)				
	1993/7			第19次东京峰会召开	宫泽喜一	自由民主党	三重野康
	1993/9	调降贴现率 2.5%→1.75%		紧急经济对策(约6万亿日元), 内容包括: 符合生活者和消费者需求的社会资本完善(1万亿日元)、地方独立事业(0.5万亿日元)、灾后重建事业(0.45万亿日元)、住房政策(2.9万亿日元)、公共用地优先取得(0.3万亿日元)			
	1993/12			关税及贸易总协定乌拉圭回合谈判达成一致(逐渐开放大米进口协议)	细川护熙	日本新党	三重野康
	1994/1			政治改革四法案成立(小选区比例代表并立制开始实行)	细川护熙	日本新党	三重野康
	1994/2			综合经济对策(约15万亿日元), 内容包括: 中小企业政策扩充(超过1万亿日元)、实行所得税下调等(5.85万亿日元)、公共投资等的扩大(7.2万亿日元)			
	1994/3			“平成未骚动”及紧急对策	细川护熙	日本新党	三重野康
	1994/10			施行公共投资基本计划(投资总额630万亿日元)	村山富市	日本社会党	三重野康

时间	货币	财政	重要经济事件	首相	党派	央行行长
1995/1			阪神·淡路大地震、世界贸易组织成立	村山富市	日本社会党	松下康雄
1995/3			东京地铁沙林毒气事件	村山富市	日本社会党	松下康雄
1995/4	调降贴现率 1.75%→1%		日元升值经济紧急对策(7万亿日元), 内容包括: 中小企业政策等(1.36万亿日元)、阪神大地震相关(4万亿日元)、其他(3万亿日元)			
1995/7			日元升值(1美元约合79日元)	村山富市	日本社会党	松下康雄
1995/9	调降贴现率1% →0.5%		经济对策(14.22万亿日元), 内容包括: 公共投资的扩大(12.81万亿日元)、中小企业政策(1.29万亿日元)	村山富市	日本社会党	松下康雄
1995/11			地方银行及信用组合破产(8~11月)	村山富市	日本社会党	松下康雄
1995/12			住宅金融专门公司的整治(投入6850亿日元的公共资金)	村山富市	日本社会党	松下康雄
1996/1			住宅金融专门公司第二次整治方案	桥本龙太郎	自由民主党	松下康雄
1996/7			设立住宅金融债权管理机构	桥本龙太郎	自由民主党	松下康雄
1996/9			设立整理回收银行	桥本龙太郎	自由民主党	松下康雄
1996/11			日本版“金融大改革”构想	桥本龙太郎	自由民主党	松下康雄
1997/4			消费税上调至5%	桥本龙太郎	自由民主党	松下康雄
1997/6			基斯禁止法修订、金融控股公司解禁、《日本银行法》颁布、审议会对日本版“金融大改革”的答复	桥本龙太郎	自由民主党	松下康雄
1997/7			亚洲金融危机	桥本龙太郎	自由民主党	松下康雄
1997/11		推行《财政改革法》	综合经济对策(超过16万亿日元), 内容包括: 特别减税、政策减税及福利支付金等(4.6万亿日元)、社会资本完善(7.7万亿日元)、土地政策(2.3万亿日元)、中小企业政策(2万亿日元)、就业政策(0.05万亿日元)	桥本龙太郎	自由民主党	松下康雄
1998/4		新《日本银行法》生效		桥本龙太郎	自由民主党	速水优
1998/6			施行新《日银法》	桥本龙太郎	自由民主党	速水优
1998/9		政策利率(无担保隔夜拆借利率)降至 0.25%左右	金融监督厅成立			
1998/10			《金融再生法》颁布、日本长期信用银行临时国有化	小渊惠三	自由民主党	速水优
1998/11			紧急经济对策(超过17万亿日元), 内容包括: 社会资本完善(8.1万亿日元)、信贷紧缩对策(5.9万亿日元)、促进住宅投资(1.2万亿日元)、就业政策(1万亿日元)、地方振兴券(0.7万亿日元)、亚洲金融危机对策(1万亿日元)、所得税减税及法人税减税(超过6万亿日元)			
1998/12			两次特别减税, 即将个人所得税税率最高由65%下调到50%。法人所得税税率由46%下调到40%。	小渊惠三	自由民主党	速水优
1999/1			日本债券信用银行临时国有化 发放地域振兴券	小渊惠三	自由民主党	速水优

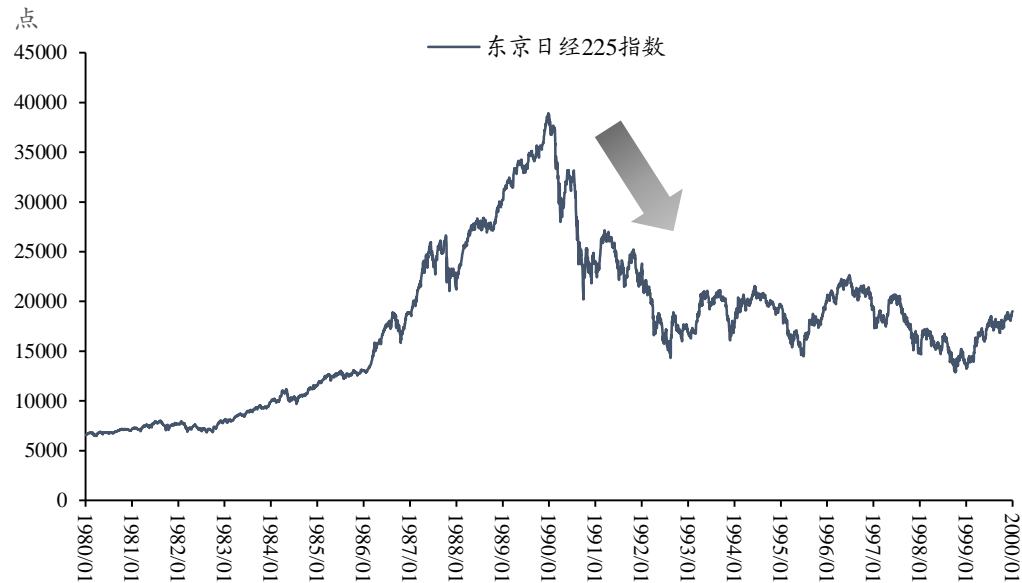
资料来源：太平洋证券研究院依公开资料整理

01 阶段一（1991/7-1999/2）：低利率时期

采取传统货币政策，控制短期利率在低位

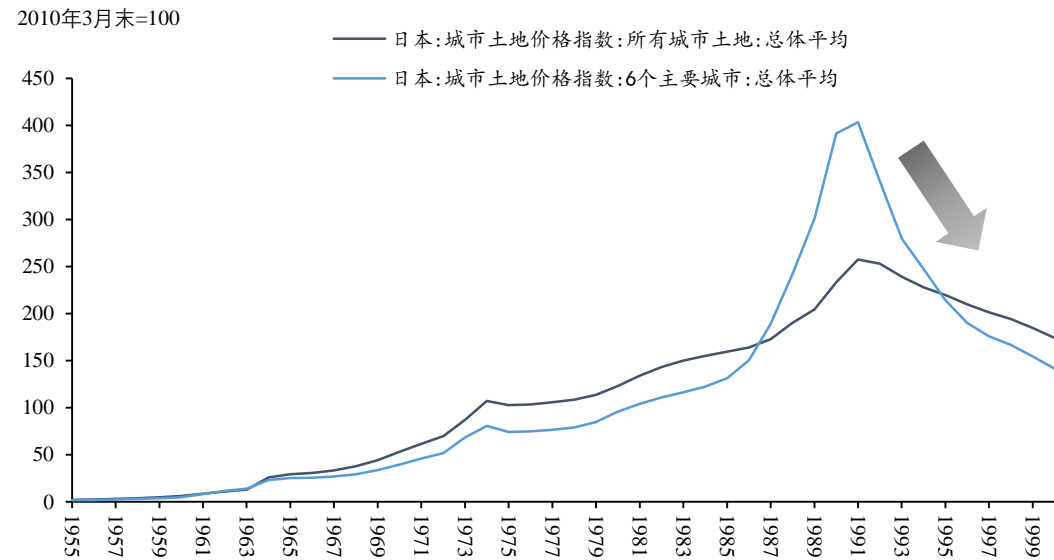
- ▶ 经济泡沫破灭后货币政策由紧至松切换。1990年、1991年日本股票及房地产市场相继崩盘，考虑到资产破灭对于经济将产生一系列的负面冲击，日本央行转为执行扩张性货币政策。1990年8月日本的贴现率达到阶段性高点，随后1991年7月下降0.5%至5.5%，开启下行期。

日本股价指数



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

日本地价指数

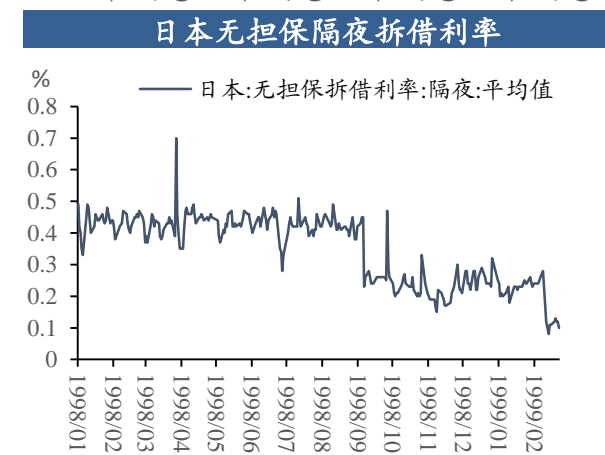
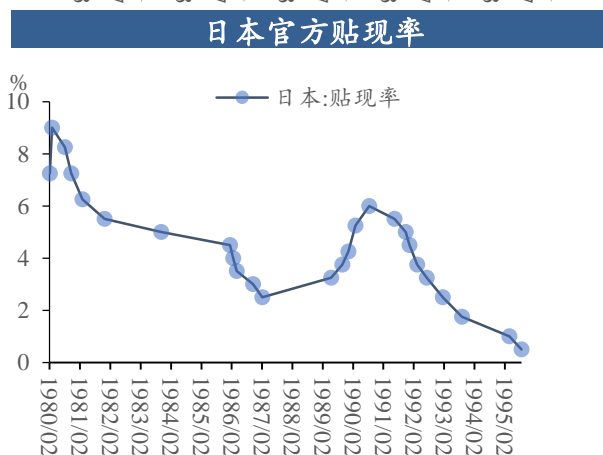
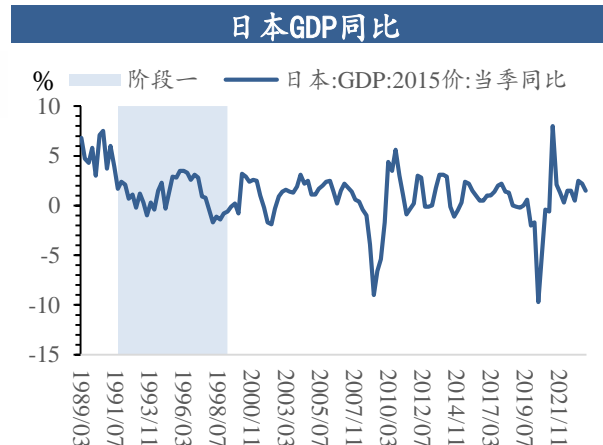


数据来源：Wind，太平洋证券研究院

01 阶段一（1991/7-1999/2）：低利率时期

采取传统货币政策，控制短期利率在低位

- **经济表现反复，通缩压力加大，利率密集下调。**
- 随着资产价值的大幅缩水，日本经济及价格均面临较大压力。一方面，私人部门消费、投资意愿及能力偏弱，经济增速明显放缓。1990年三季度日本GDP不变价同比增速7.5%，至1999年四季度，该指标已降至-0.8%，期间（1993年四季度至1995年上半年）经济虽然受益于公共投资和住房建筑的增长，出现短暂复苏，但反弹力度较弱，且随后日元升值以及银行不良债权问题集中爆发、出口衰退等再度引致经济下行。另一方面，需求疲软导致价格缺乏支撑，1998年下半年日本进入通缩阶段。为缓解上述压力，日央行多次下调政策利率。直至1995年9月，贴现率合计下调9次，累计下降5.5个百分点，最终1995年9月贴现率为0.5%，这也是日本接近零利率的开始。1998年9月无担保隔夜拆借利率目标降到0.25%左右。
- 并且根据利率调整时的官方表述，日本银行对于经济形势严峻性的认知趋于深入。在91年7月初次下调贴现率时，官方判断景气水平依然居高，不能疏忽对于物价形势变动的提防，“水平居高”的表述并未在91年11月下调时出现，92年4月官方表述转为“国内景气的调整趋势正在增强”，到92年7月表述已进一步演变为“最终需求的增势在钝化，景气仍处于严峻的调整局面”。从上述判断的变化来看，决策者初期对于泡沫再起的担忧占据较大比重，后期景气衰退明显，官方也密集推出宽松政策试图走出低迷状态。



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

01 阶段一（1991/7-1999/2）：低利率时期

采取传统货币政策，控制短期利率在低位

➤ 保守货币政策实施效果有限。

• 日央行获独立性，明文规定稳价任务。

“稳定价格”目标的确定。1997年日本大力修改《日本银行法》，并于1998年4月开始实行，新《日本银行法》赋予了日本银行独立性，同时明确规定央行目标是促进价格稳定。“日本央行控制现金和货币，旨在稳定价格，从而促使国民经济的健康发展”。

• 内部协调存分歧，政策操作偏保守。

在1998年央行获得独立性之后，日本大众寄希望于央行采取积极举措对抗通缩，但央行态度整体还是较为谨慎。货币政策委员会成员就是否应该采取积极宽松货币政策存在不同意见，最终在1998年9月的会议上，央行决定“促进无担保隔夜拆借利率平均朝0.25%左右发展”，这一政策力度并不算大，对于当时日本面临的通缩和经济压力起到的作用也相对有限。

02

阶段二（1999/2-2001/3）：零利率时期

短暂的零利率政策尝试

阶段	时间	货币	财政	重要经济事件	首相	党派	央行行长
阶段二， 零利率时期	1999/2	采取零利率政策，决策会议明确将同业拆借利率实质上降为0			小渊惠三	自由民主党	速水优
	1999/3			对15家大型银行投入约7.5万亿日元公共资金	小渊惠三	自由民主党	速水优
	1999/4			整理回收机构(RCC)成立	小渊惠三	自由民主党	速水优
	1999/11		经济新生对策(17万亿日元左右),内容包括:社会资本完善(6.8万亿日元)、中小企业等金融政策(7.4万亿日元)、住宅金融政策(2万亿日元)、就业政策(1万亿日元)、护理政策(0.9万亿日元)		小渊惠三	自由民主党	速水优
	2000/1			千年虫问题	小渊惠三	自由民主党	速水优
	2000/4			护理保险制度开始实行	森喜朗	自由民主党	速水优
	2000/7			崇光百货申请适用《民事再生法》、冲绳峰会召开	森喜朗	自由民主党	速水优
	2000/8	实际上取消零利率政策,政策利率从0上调至0.25%			森喜朗	自由民主党	速水优
	2000/10		旨在谋求日本新生的新发展政策(11万亿日元左右),内容包括:社会资本完善(4.7万亿日元)、灾害对策(0.5万亿日元)、IT相关特别政策(0.2万亿日元左右)、中小企业等金融政策(4.5万亿日元)、住宅金融及就业政策(1.1万亿日元)		森喜朗	自由民主党	速水优
	2001/1			中央省厅重编、大规模汇率干预(2001年1月~2004年3月)	森喜朗	自由民主党	速水优
	2001/2	日央行推出伦巴第贷款便利,调降贴现率			森喜朗	自由民主党	速水优
	2001/2	日本央行将无担保隔夜拆借利率目标由0.25%下调至0.15%			森喜朗	自由民主党	速水优

资料来源：太平洋证券研究院依公开资料整理

02 阶段二（1999/2-2001/3）：零利率时期

短暂的零利率政策尝试

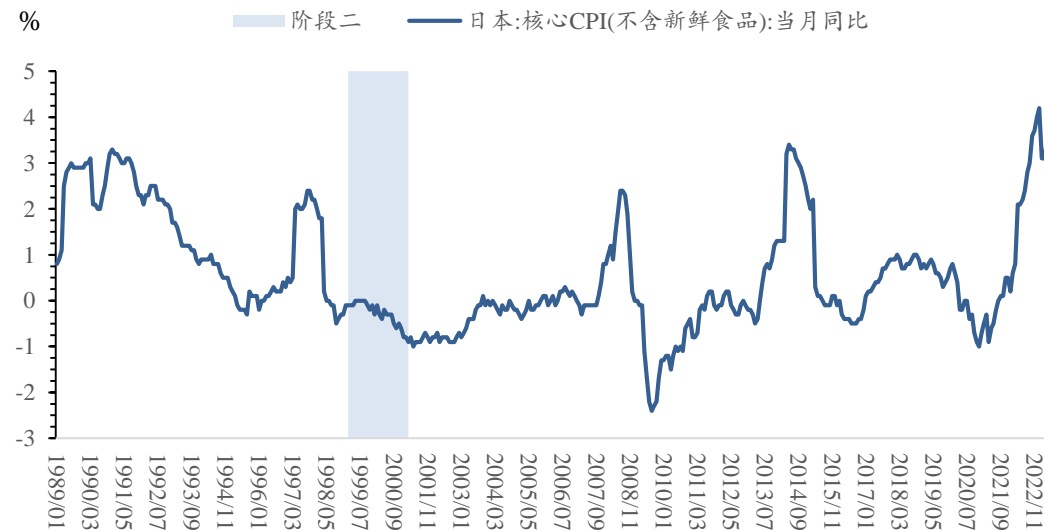
- ▶ **经济持续低迷要求货币政策进一步宽松。**1998年9月无担保隔夜拆借利率目标的下调并不足以使经济摆脱困境，1998年下半年GDP负增，物价持续下行，私人部门预期依旧悲观，因此1999年2月的会议上，日本央行决定采取进一步放松货币政策的措施。一方面宣布提供更多流动性，另一方面将无担保隔夜拆借利率的诱导目标下调至0.15%左右，此外还降低了支持公司融资临时再贷款的利率，由0.5%降至0.25%、扩大抵押品范围。

日本GDP同比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

日本核心CPI同比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

02 阶段二（1999/2-2001/3）：零利率时期

短暂的零利率政策尝试

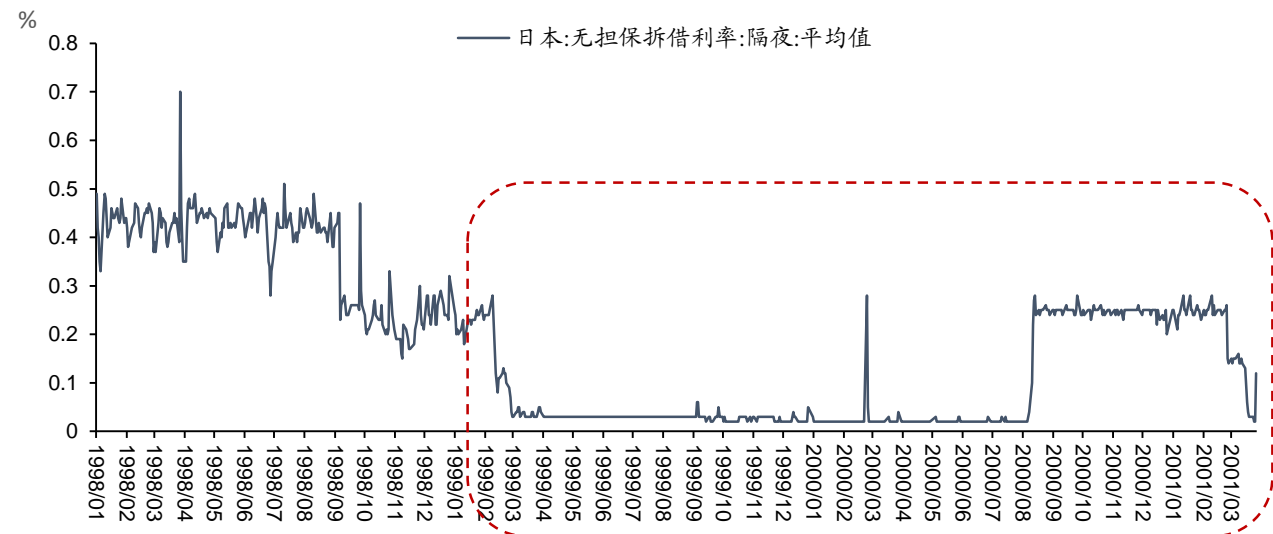
- **事实上执行零利率政策。**虽然诱导目标为0.15%，但对于隔夜拆借利率的进一步下行央行并未干预，并且根据官方表态，央行实际上已采取零利率政策。一方面，会议指出“以0.15%左右为目标，根据随后的市场状况向更低的利率水平慢慢推进”，另一方面，记者见面会上央行行长也没有否认“0%利率也可以接受”的提问。
- **政策的“时间轴效应”。**1999年4月当时央行行长在记者见面会上发言称，在通缩担忧解除之前，将一直实行零利率政策。这一政策具有时间持续效应，并且通过承诺政策走势引导了市场的期待，可视为一种“前瞻性指引”。

日本无担保隔夜拆借利率目标

时间	日本政策目标利率 (无担保隔夜拆借利率)	较前值变化
	%	
1998/09/09	0.25	
1999/02/12	0.15	-0.10
1999/09/21	0.00	-0.15
2000/08/11	0.25	0.25
2001/02/28	0.15	-0.10
2001/03/19	0.00	-0.15
2006/07/14	0.25	0.25
2007/02/21	0.50	0.25
2008/10/31	0.30	-0.20
2008/12/19	0.10	-0.20
2016/02/16	-0.10	-0.20

数据来源：Wind，太平洋证券研究院

日本无担保隔夜拆借利率



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

02 阶段二（1999/2-2001/3）：零利率时期

短暂的零利率政策尝试

➤ 官方误判致政策快速终结。

- 虽然日央行在这一阶段采取了前所未有的零利率政策，触及传统货币政策的利率下限，但此时央行认为货币政策的宽松程度已经足够，并不愿推出更为激进的举措，为此货币政策委员会引述零利率政策的副作用来回应社会期待。
- 2000年经济景气有所恢复，日央行据此判断经济“已经到了可以展望打消通货紧缩顾虑的形势”，已无需零利率程度的宽松政策刺激，在经济回归正常化时即刻终结零利率这种非常时期避难性质的措施是有必要的。4月份日本银行公布的基本判断为“日本经济复苏态势明显。民间需求方面出现了一些复苏迹象，设备投资持续增加。”
- 因此即使大藏省、经济企划厅认为眼下并非政策的合适退出时点，最终在2000年8月的会议上还是结束了零利率，“促使无担保隔夜拆借利率均值向0.25%左右发展”。
- “独立陷阱”。日央行对零利率政策的终结并未得到政府的支持，即便如此，日央行还是坚定回归正利率，结合当时的背景来看，日央行可能陷入“独立陷阱”，即重视独立性的维护以及信誉的早期建立，因此政策风格变得保守胆怯以降低出错概率，将政府任何建议都视为对自身独立性的侵犯威胁，甚至产生自我膨胀。
- 事后来看，日央行退出零利率的时点的确过早。加息之后不久，日本经济步入衰退，央行考虑调整紧缩政策，随后于2001年2月推出伦巴第贷款便利，同时将贴现率由0.5%降至0.35%，将无担保隔夜拆借利率目标由0.25%下调至0.15%，但政策对经济的刺激效果有限。

03 阶段三（2001/3-2006/3）：零利率与量化宽松兼施时期

引入量化宽松政策，恢复零利率政策

阶段	时间	货币	财政	重要经济事件	首相	党派	央行行长	
阶段三， 零利率与 量化宽松 兼施时期	2001/3	采取量化宽松政策（QE）。货币政策会议决定将政策工具目标由同业拆借利率调整为准备金账户余额，目标为5万亿日元				森喜朗	自由民主党	速水优
	2001/3	调降贴现率				森喜朗	自由民主党	速水优
	2001/5	延长购买票据期限、扩大日本国债购买范围				小泉纯一郎	自由民主党	速水优
	2001/6		《今后的经济财政运作以及经济社会的结构改革的基本方针》，大幅削减公共事业支出。	完全失业率将达到5%		小泉纯一郎	自由民主党	速水优
	2001/8	准备金账户余额目标提高至6万亿日元，日央行每月直接购买的长期政府债券数量由4000亿日元提高至6000亿日元				小泉纯一郎	自由民主党	速水优
	2001/9	调降贴现率		麦卡尔（Mycal）申请适用《民事再生法》		小泉纯一郎	自由民主党	速水优
	2001/10		紧急应对方案（4.1万亿）			小泉纯一郎	自由民主党	速水优
	2001/10		先行改革方案（1.3万亿）			小泉纯一郎	自由民主党	速水优
	2001/12	准备金账户余额目标提高至10~15万亿日元，日央行每月直接购买的长期政府债券数量提高至8000亿日元				小泉纯一郎	自由民主党	速水优
	2002/1			经济复苏开始		小泉纯一郎	自由民主党	速水优
	2002/2	日央行每月直接购买的长期政府债券数量提高至1万亿日元				小泉纯一郎	自由民主党	速水优
	2002/3				大荣公司（Daiei）申请适用《产业再生法》	小泉纯一郎	自由民主党	速水优
	2002/4				存款限额保护制度部分解禁	小泉纯一郎	自由民主党	速水优
	2002/6			《经济财政运营与结构改革的基本方针（2002）》，削减中央对地方补贴，削减缩小地区差距的补贴，将部分征税权交由地方。		小泉纯一郎	自由民主党	速水优
	2002/10	准备金账户余额目标提高至15~20万亿日元，日央行每月直接购买的长期政府债券数量提高至1.2万亿日元			金融再生计划制订	小泉纯一郎	自由民主党	速水优
	2002/11	日央行开始购买金融机构持有的股票				小泉纯一郎	自由民主党	速水优
	2003/3	准备金账户余额目标提高至17~22万亿日元（于当年4月执行）				小泉纯一郎	自由民主党	福井俊彦
	2003/4	准备金账户余额目标提高至22~27万亿日元				小泉纯一郎	自由民主党	福井俊彦
	2003/5	准备金账户余额目标提高至27~30万亿日元			公共资金注入里昂那银行	小泉纯一郎	自由民主党	福井俊彦
	2003/6				《劳动者派遣法》修订	小泉纯一郎	自由民主党	福井俊彦
	2003/7	日央行开始购买资产担保证券和资产支持商业票据				小泉纯一郎	自由民主党	福井俊彦
	2003/8				业务改善命令下达	小泉纯一郎	自由民主党	福井俊彦
	2003/9				WTO坎昆会议告歇	小泉纯一郎	自由民主党	福井俊彦
	2003/10	准备金账户余额目标提高至27~32万亿日元				小泉纯一郎	自由民主党	福井俊彦
	2003/10	日央行阐述零利率结束的两个必要条件				小泉纯一郎	自由民主党	福井俊彦
	2004/1	准备金账户余额目标提高至30~35万亿日元			禽流感	小泉纯一郎	自由民主党	福井俊彦
	2004/9				内阁会议通过邮政民营化基本方针	小泉纯一郎	自由民主党	福井俊彦
	2004/11				出台政府、执政党、地方财政“三位一体”的改革措施	小泉纯一郎	自由民主党	福井俊彦
2005/3				主要银行不良债权减半目标达成	小泉纯一郎	自由民主党	福井俊彦	
2005/5				存款限额保护制度完全解禁、实施	小泉纯一郎	自由民主党	福井俊彦	
2005/7				人民币升值	小泉纯一郎	自由民主党	福井俊彦	
2005/10				邮政民营化法案通过	小泉纯一郎	自由民主党	福井俊彦	

资料来源：太平洋证券研究院依公开资料整理

03 阶段三（2001/3-2006/3）：零利率与量化宽松兼施时期

引入量化宽松政策，恢复零利率政策

➤ **推出量化宽松这一非传统货币政策。**日央行2001年2月分别下调贴现率、无担保隔夜拆借利率目标以应对互联网泡沫崩溃、出口衰弱下日本经济景气度的下行，但收效甚微，基于未来经济将继续恶化的预期，传统货币政策宽松加码的空间并不算大，于是2001年3月日央行决定突破传统货币政策框架，宽松力度加大，引入量化宽松政策（QE）。具体而言，金融市场的操作目标发生了调整，由此前的无担保隔夜拆借利率转为准备金账户余额这一“数量”目标，初设目标为5万亿日元（此前为4万亿日元）。在这一操作目标的指引下，央行将进一步扩大基础货币的投放，流动性的增加也引导银行业同业拆借的目标利率下行（2001年3月降至0，零利率政策恢复）。

日本GDP同比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

日本核心CPI同比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

日本无担保隔夜拆借利率目标

时间	日本政策目标利率 (无担保隔夜拆借利率)	较前值变化
		%
1998/09/09	0.25	
1999/02/12	0.15	-0.10
1999/09/21	0.00	-0.15
2000/08/11	0.25	0.25
2001/02/28	0.15	-0.10
2001/03/19	0.00	-0.15
2006/07/14	0.25	0.25
2007/02/21	0.50	0.25
2008/10/31	0.30	-0.20
2008/12/19	0.10	-0.20
2016/02/16	-0.10	-0.20

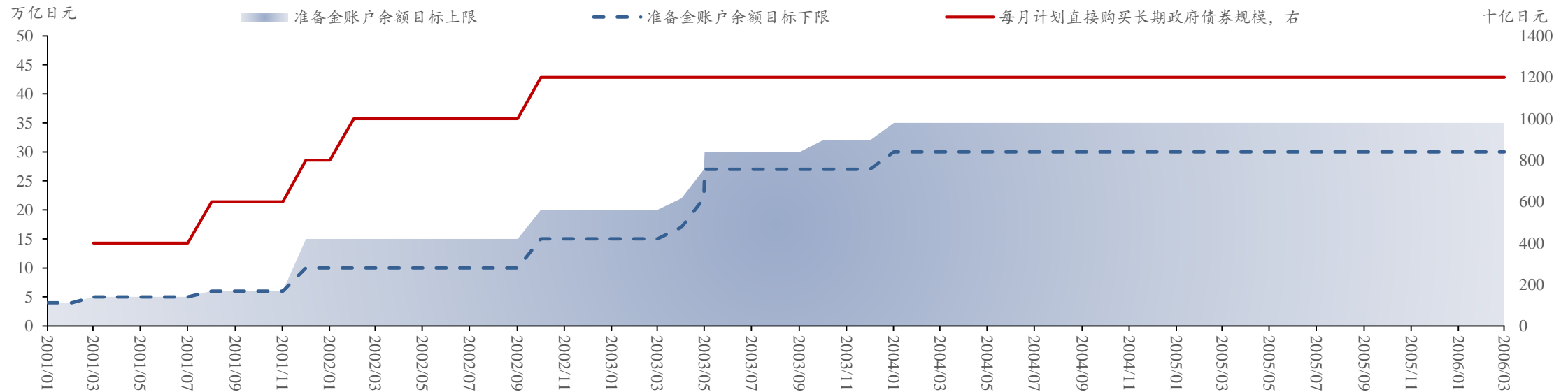
数据来源：Wind，太平洋证券研究院

03 阶段三（2001/3-2006/3）：零利率与量化宽松兼施时期

引入量化宽松政策，恢复零利率政策

- ▶ **量化宽松政策逐步加码。**增加长期国债的购买是实现准备金余额目标的方式之一，量化宽松政策推出之后，准备金余额多次上调，每月直接购买的长期国债数量也频繁扩张。至2004年1月，日央行准备金账户余额目标已经提高至30~35万亿元，每月直接购入的长期国债规模也达到1.2万亿日元。日央行运用上述政策手段以降低民间的利率水平，从而实现对经济的刺激以及对物价的影响。

日本10年期国债购买额及准备金目标余额



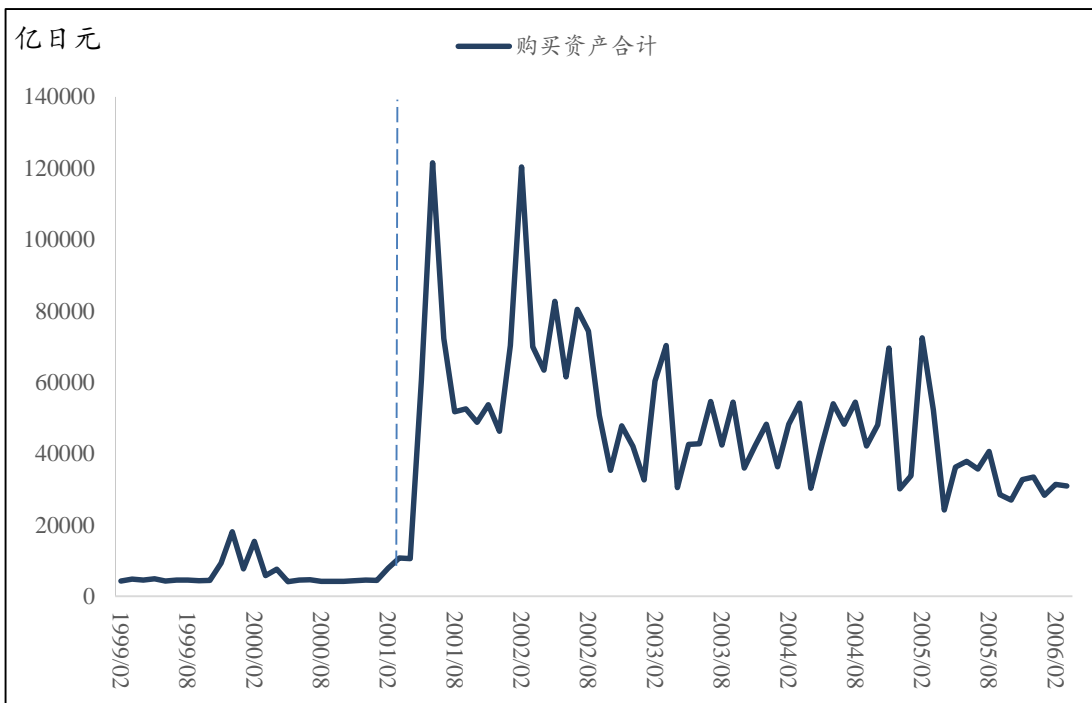
数据来源：BOJ，太平洋证券研究院

03 阶段三（2001/3-2006/3）：零利率与量化宽松兼施时期

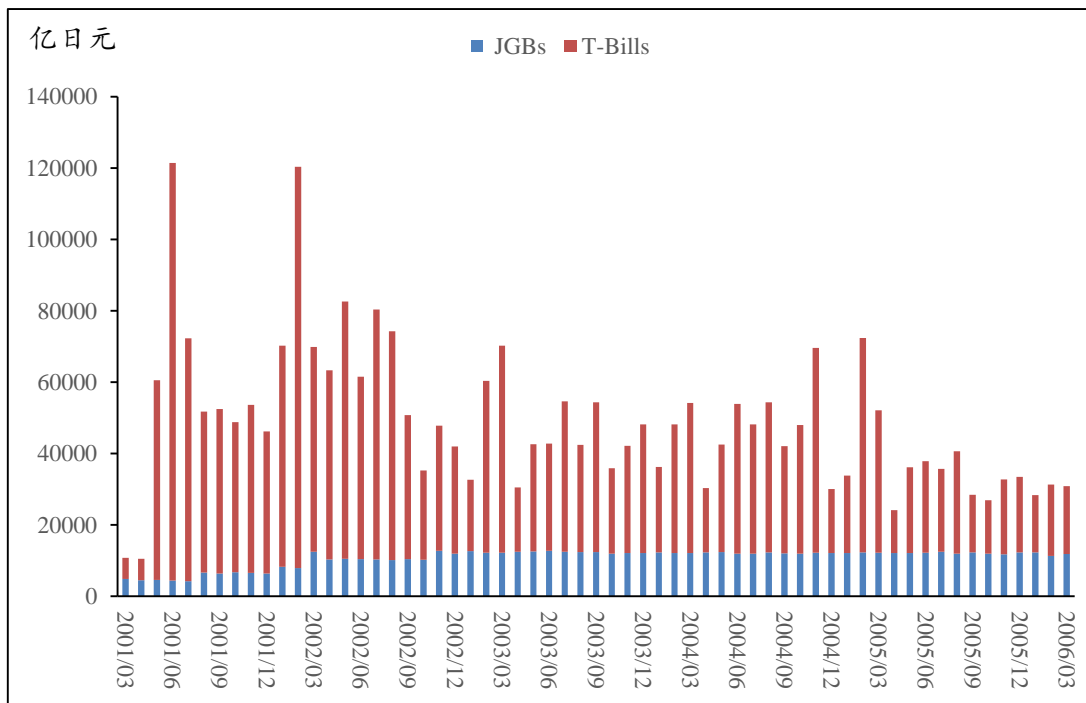
引入量化宽松政策，恢复零利率政策

► 量化宽松政策逐步加码。

日本直接购买资产额



日本直接购买资产分类



03

阶段三（2001/3-2006/3）：零利率与量化宽松兼施时期

引入量化宽松政策，恢复零利率政策

- 加强宽货币至宽信用的传导。
- 为提高宽松货币政策的有效性，日央行采取两项非传统政策手段。
 - 一是于2002年11月起购买金融机构持有的股票。当经济下行，股票价格下跌，银行自有资本将受到所持股票减值的负面影响，可能产生惜贷行为，导致企业融资受阻，经济活力进一步受到压制，央行的购买则有助于切断上述循环。
 - 二是2003年7月起央行开始购买资产担保证券和资产支持商业票据。这一政策的目的在于在银行信贷之外为中小企业开拓其他融资渠道，缓解其资金筹集困境。

03 阶段三（2001/3-2006/3）：零利率与量化宽松兼施时期

引入量化宽松政策，恢复零利率政策

➤ 前瞻性指引更为明确。

量化宽松政策设立之初，日央行作出承诺，量化宽松政策将一直持续，直至核心CPI（不包括生鲜食品的CPI）稳定在0%及以上，对市场作出一定的前瞻性指引。

2003年10月，央行对于量化宽松政策的解除条件的阐述更为清晰，包括两点：一是核心CPI同比为0%及以上，并且连续数月均值也都在0%及以上；二是根据货币政策委员会许多成员的预测，预计未来核心CPI同比不会为负值。

日本对于宽松货币政策持续时长的官方表述

2001年3月公告

b) CPI guideline for the duration of the new procedures

The new procedures for money market operations continue to be in place until the consumer price index (excluding perishables, on a nationwide statistics) registers stably a zero percent or an increase year on year.

2003年10月公告

- 2 The Bank of Japan is currently committed to maintaining the quantitative easing policy until the consumer price index (excluding fresh food, on a nationwide basis) registers stably a zero percent or an increase year on year. The Bank emphasizes that it is firmly committed to this policy at this juncture where there are signs of improvement in the Japanese economy. Today, the Bank decided to take the following measures at the Monetary Policy Meeting. These measures will contribute to further ensuring the recent movement toward an economic recovery from the monetary policy front.

资料来源：BOJ，太平洋证券研究院

04

阶段四（2006/3-2008/10）：量化宽松与零利率渐退时期

逐步退出量化宽松及零利率政策

阶段	时间	货币	财政	重要经济事件	首相	党派	央行行长	
阶段四， 量化宽松 与零利率 渐退时期	2006/3	日央行解除量化宽松政策。政策工具由经常账户余额转为政策利率，并且维持零利率政策			小泉纯一郎	自由民主党	福井俊彦	
	2006/3	日央行发布“中长期物价稳定的理解”			小泉纯一郎	自由民主党	福井俊彦	
	2006/7	日央行结束零利率政策，将政策利率提高至0.25%			小泉纯一郎	自由民主党	福井俊彦	
	2007/5			三角合并制解禁	安倍晋三	自由民主党	福井俊彦	
	2007/6			养老金记录问题	安倍晋三	自由民主党	福井俊彦	
	2007/7			贝尔斯登旗下基金倒闭	安倍晋三	自由民主党	福井俊彦	
	2007/8			全球性股市下跌、巴黎银行事件	安倍晋三	自由民主党	福井俊彦	
	2007/10			邮政民营化	福田康夫	自由民主党	福井俊彦	
	2008/1			原油价格暴涨	福田康夫	自由民主党	福井俊彦	
	2008/3			贝尔斯登危机	福田康夫	自由民主党	福井俊彦	
	2008/8		实现安心的紧急综合对策		福田康夫	自由民主党	白川方明	
	2008/9	货币政策决策会议决定参加美元互换协议			雷曼危机、世界金融危机	麻生太郎	自由民主党	白川方明

资料来源：太平洋证券研究院依公开资料整理

04

阶段四（2006/3-2008/10）：量化宽松与零利率渐退时期

逐步退出量化宽松及零利率政策

➤ 经济复苏及通胀转正，量化宽松政策解除。

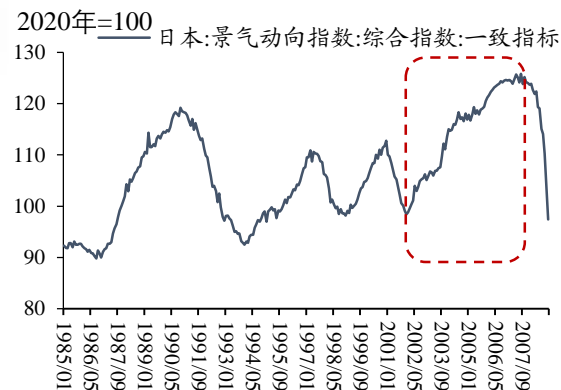
- 2006年3月会议上将金融市场的操作目标由准备金余额改为政策利率，量化宽松暂时退出，但零利率政策维持。同年7月，日央行将无担保隔夜拆借利率目标上调至0.25%，零利率政策也结束。
- 量化宽松以及零利率政策的退出是基于经济持续复苏、物价同比转正的现实背景。

经济方面，自2000年年末步入衰退之后，日本经济于2002年年初已经触底，但金融机构不良债权问题仍未处理完成，社会预期并未扭转，直到2003年5月信心才开始修复。在过剩库存调整完成、海外经济复苏及日元贬值带动出口、国内不良债权问题彻底解决的支撑下，日本经济前景愈发明朗。日本内阁府的景气动向指数显示，2002年1月至2008年2月经济景气持续扩张，是二战之后最长的经济增长期。

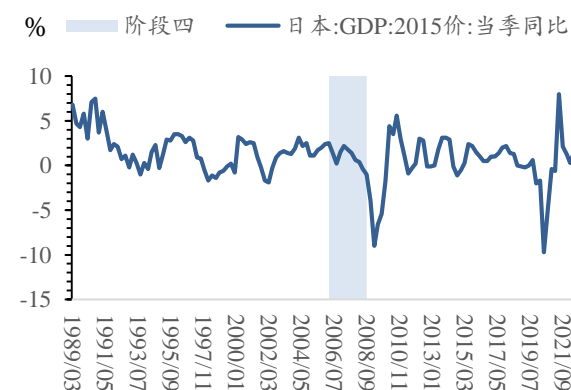
物价方面，随着经济复苏的持续和社会预期的好转，2006年下半年生鲜食品之外的消费者物价指数同比维持在0.1%~0.2%，走出了此前持续下跌的状态。

基于上述情况，官方认为已经达了解除量化宽松政策的条件。2006年3月召开的货币政策决策会议上将货币政策操作目标重新调整为同业市场隔夜拆借利率，同时诱导这一利率暂时维持在零利率左右。

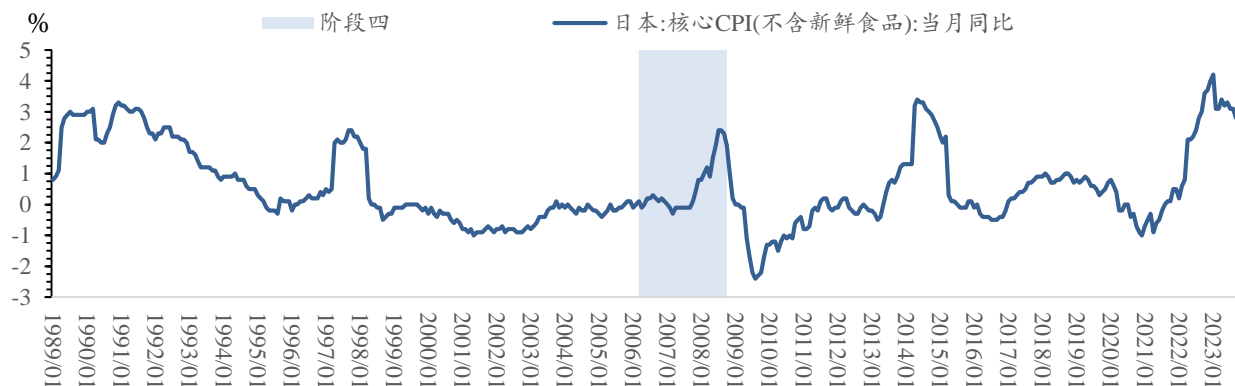
日本景气指数



日本GDP同比



日本核心CPI同比



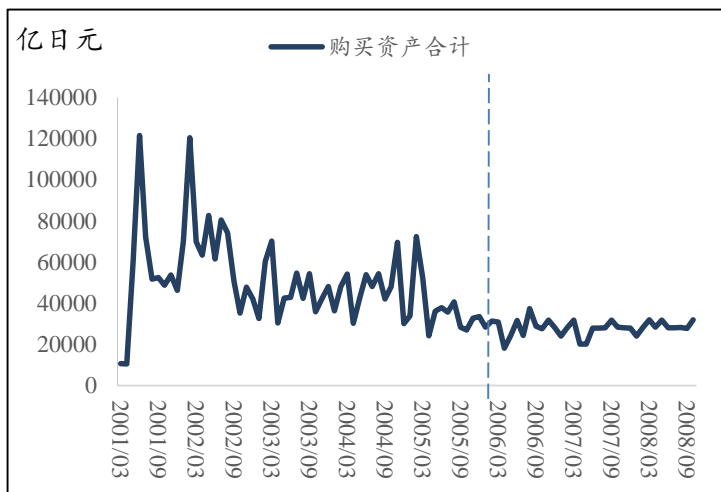
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

04 阶段四（2006/3-2008/10）：量化宽松与零利率渐退时期

逐步退出量化宽松及零利率政策

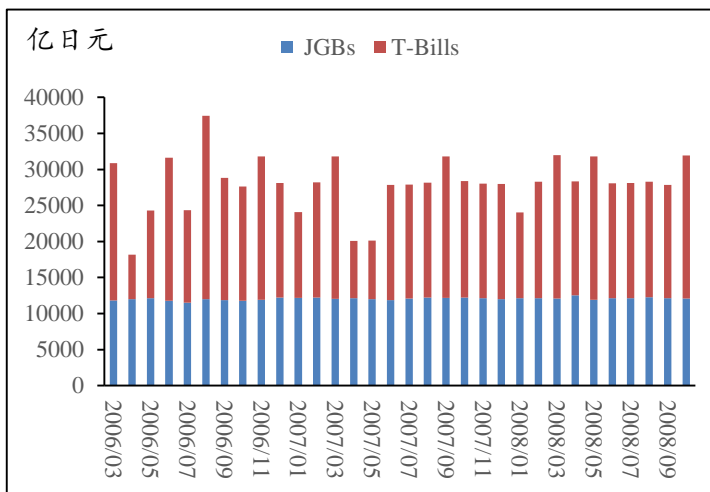
- **缩量在先，加息在后。**就具体退出方式而言，日本银行首先缩小了资产负债表的规模，再提高政策利率。一方面，日央行对短期公开市场操作采取到期终止以削减准备金规模，另一方面，2006年7月将隔夜拆借利率的诱导目标上调至0.25%，2007年2月目标被进一步上调至0.5%。
- **雷曼冲击下的流动性供给。**与欧美金融机构相比，日本金融机构对证券化等商品的投资较少，因此受损程度相对轻了很多，短期日元资金市场也较为稳定，不过美元资金短缺是当时日本机构亟待解决的问题。为此，日本央行承担起“最后贷款人”的角色，2008年9月的临时货币政策决策会议上，日央行决定参加美元互换协议，向纽约联储提供本国货币作为抵押筹集美元。

日本直接购买资产额



数据来源：BOJ，太平洋证券研究院

日本直接购买资产分类



数据来源：BOJ，太平洋证券研究院

日本无担保隔夜拆借利率目标

时间	日本政策目标利率 (无担保隔夜拆借利率)	较前值变化	
	%		
1998/09/09	0.25		
1999/02/12	0.15		-0.10
1999/09/21	0.00		-0.15
2000/08/11	0.25		0.25
2001/02/28	0.15		-0.10
2001/03/19	0.00		-0.15
2006/07/14	0.25		0.25
2007/02/21	0.50		0.25
2008/10/31	0.30		-0.20
2008/12/19	0.10		-0.20
2016/02/16	-0.10		-0.20

数据来源：Wind，太平洋证券研究院

04

阶段四（2006/3-2008/10）：量化宽松与零利率渐退时期

逐步退出量化宽松及零利率政策

- ▶ 如何理解中长期物价的稳定？ 退出量化宽松之后，对于后续新货币政策的框架，日央行也作出回应。稳定物价是央行的法定任务，但对于具体的量化目标，委员会成员很难达成一致意见。为此，央行于2006年3月发布对于中长期物价稳定的理解，“消费者物价指数同比增长率应控制在0%~2%的范围内，委员们给出的预期值，以1%左右居多”。

日本对于中长期物价稳定的官方解释

In today's Monetary Policy Meeting, there was a discussion of the level of inflation rate that each Policy Board member currently understands as price stability from a medium- to long-term viewpoint, in the conduct of monetary policy ("an understanding of medium- to long-term price stability"). While there was a range of views, reflecting the differences in the relative weight attached to factors affecting the understanding of price stability, it was recognized that the level was somewhat lower than that in major overseas economies. It was agreed that, by making use of the rate of year-on-year change in the consumer price index to describe the

资料来源：BOJ，太平洋证券研究院

05 阶段五（2008/10-2010/10）：量化宽松重启与零利率回归时期

量化宽松及零利率政策重新启用，维持宏观经济和物价稳定

阶段	时间	货币	财政	重要经济事件	首相	党派	央行行长	
阶段五，量化宽松重启与零利率回归时期	2008/10	下调政策利率0.2%	生活对策	日元升值加速	麻生太郎	自由民主党	白川方明	
	2008/10	引入活期存款付息制度			麻生太郎	自由民主党	白川方明	
	2008/11			美联储首轮量化宽松政策	麻生太郎	自由民主党	白川方明	
	2008/12	下调政策利率0.2%	生活防卫紧急对策(10万亿日元)		麻生太郎	自由民主党	白川方明	
	2008/12	日央行购买国债扩容			麻生太郎	自由民主党	白川方明	
	2008/12	日央行推出“企业融资特别支持计划”，放宽抵押担保条件，向金融机构提供特别融资			麻生太郎	自由民主党	白川方明	
	2009/1		经济财政的中长期方针与十年展望。		麻生太郎	自由民主党	白川方明	
	2009/2	日央行开始恢复购买商业票据 日央行决定再次恢复购买民间金融机构持有的股票			麻生太郎	自由民主党	白川方明	
	2009/2				麻生太郎	自由民主党	白川方明	
	2009/3	日央行开始购买公司债券 日央行决定向金融机构提供次级贷款，帮助改善其资本充足率			日经平均股价达到泡沫经济后最低值	麻生太郎	自由民主党	白川方明
	2009/3	日央行购买国债扩容				麻生太郎	自由民主党	白川方明
	2009/3					麻生太郎	自由民主党	白川方明
	2009/4		经济危机对策			麻生太郎	自由民主党	白川方明
	2009/10		紧急雇佣对策			鸠山由纪夫	民主党	白川方明
	2009/11				菅直人发表通货紧缩宣言	鸠山由纪夫	民主党	白川方明
	2009/12	以0.1%的固定利率提供总数达10万亿日元的3个月期贷款，并将接受日本国债、公司债券、商业票据以及贷款作为抵押品				鸠山由纪夫	民主党	白川方明
	2010/1				日本航空公司申请适用《公司更生法》	鸠山由纪夫	民主党	白川方明
	2010/8	日央行固定利率公开市场操作扩容				菅直人	民主党	白川方明
	2010/9		实现新成长战略三步走对策			菅直人	民主党	白川方明

资料来源：太平洋证券研究院依公开资料整理

05 阶段五（2008/10-2010/10）：量化宽松重启与零利率回归时期

量化宽松及零利率政策重新启用，维持宏观经济和物价稳定

- ▶ **金融危机打断经济复苏进程。** 尽管日本金融方面并未受到严重冲击，但经济所受拖累明显。欧美进口需求急剧收缩影响日本出口以及国内设备投资，出口锐减造成设备投资和库存的过剩，生产因此大幅下降。失业率上升，居民收入缩减，消费能力及消费意愿均走弱。GDP增速急剧下滑，物价方面也再度转为通缩状态。

日本GDP同比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

日本核心CPI同比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

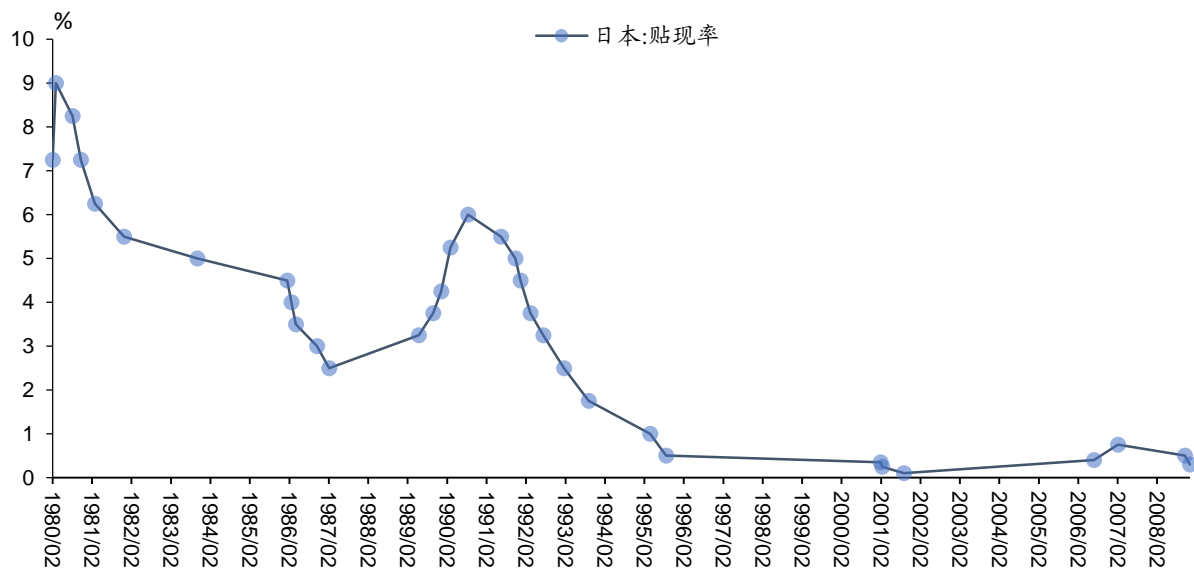
05 阶段五（2008/10-2010/10）：量化宽松重启与零利率回归时期

量化宽松及零利率政策重新启用，维持宏观经济和物价稳定

► 零利率及量化宽松的回归。

- 利率方面，一则为应对雷曼危机的冲击，日央行重新采取了下调政策利率的操作。2008年10月及12月分别下调政策利率0.2%、0.2%，最终无担保隔夜拆借利率由0.5%降至0.1%，回归零利率。同年贴现率也历经两次调降，由0.75%降至0.3%。二则，日央行引入了“活期存款付息制度”，即央行对超额准备金支付利息，这一制度的引入目的在于保证同业市场交易的活力，增强货币政策的有效性。

日本官方贴现率



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

日本无担保隔夜拆借利率目标

时间	日本政策目标利率 (无担保隔夜拆借利率)	较前值变化
		%
1998/09/09	0.25	
1999/02/12	0.15	-0.10
1999/09/21	0.00	-0.15
2000/08/11	0.25	0.25
2001/02/28	0.15	-0.10
2001/03/19	0.00	-0.15
2006/07/14	0.25	0.25
2007/02/21	0.50	0.25
2008/10/31	0.30	-0.20
2008/12/19	0.10	-0.20
2016/02/16	-0.10	-0.20

数据来源：Wind，太平洋证券研究院

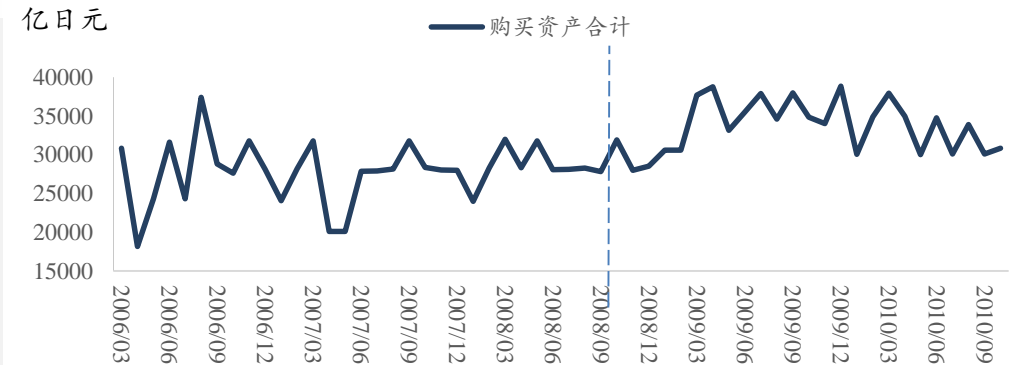
05 阶段五（2008/10-2010/10）：量化宽松重启与零利率回归时期

量化宽松及零利率政策重新启用，维持宏观经济和物价稳定

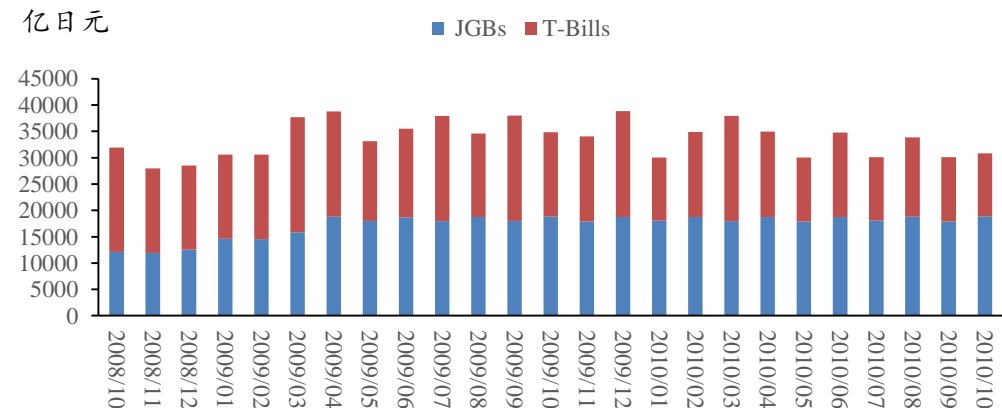
► 零利率及量化宽松的回归。

- 量化宽松方面**，为满足企业的融资需求，2009年2月起日央行恢复购买金融机构的公司债券、商业票据及持有的股票。2008年12月、2009年3月日央行购买国债两次扩容，最终购买对象扩展到30年期国债，每年购买的国债规模由14.4万亿日元提高到21.6万亿日元。同时控制所购国债的剩余期限，2009年中期按流量计算的国债平均剩余期限为3.9年，2009年年末按存量计算的平均剩余期限为5.2年。
- 此外**，官方推出“企业融资特别支持计划”提供资金支持，放宽央行向民间金融机构提供资金时的抵押物标准，2009年12月，日本央行为金融机构提供总规模10万亿日元的3个月期限固定利率贷款（0.1%），2010年3月，日本央行将3个月期限固定利率贷款规模由10万亿日元提高至20万亿日元，同年8月增加10万亿日元的6个月期贷款，总规模合计30万亿日元。

日本直接购买资产额



日本直接购买资产分类



数据来源：BOJ，太平洋证券研究院

05 阶段五（2008/10-2010/10）：量化宽松重启与零利率回归时期

量化宽松及零利率政策重新启用，维持宏观经济和物价稳定

- 官方态度再次明确。2006年3月量化宽松政策结束时日央行曾发布对于中长期物价稳定的理解，2009年12月的会议上对上述理解进行了一定修订，具体而言，明确了消费者物价指数同比增长应在0%以上的正数范围，表明官方不允许通货紧缩的态度。

06

阶段六（2010/10-2013/1）：全面宽松时期

全面宽松货币政策推出，引导长期利率下行

阶段	时间	货币	财政	重要经济事件	首相	党派	央行行长
阶段六， 全面宽松时期	2010/10	日央行出台“全面宽松货币政策”（CME），目的在于降低“稍长期”利率水平	应对日元升值、通货紧缩的紧急综合经济对策（21.1万亿日元）		菅直人	民主党	白川方明
	2010/10	日央行设立基金用于资产购买、流动性供给			菅直人	民主党	白川方明
	2010/11			美联储第二轮量化宽松政策	菅直人	民主党	白川方明
	2011			先后4次推出预算追加，补充总预算高达21万亿，以应对震后灾区恢复重建。	菅直人	民主党	白川方明
	2011/3	日央行资产购买基金由5万亿日元扩大至10万亿日元，维持30万亿日元的信贷计划规模不变		“3·11”日本大地震	菅直人	民主党	白川方明
	2011/8	日央行资产购买基金扩大至15万亿日元，信贷计划规模增至35万亿日元			菅直人	民主党	白川方明
	2011/10	日央行资产购买基金扩大至20万亿日元			野田佳彦	民主党	白川方明
	2012/2	日央行增加购买日本国债10万亿日元			野田佳彦	民主党	白川方明
	2012/4	日央行资产购买和有抵押担保的市场操作资金规模增加5万亿日元			野田佳彦	民主党	白川方明
	2012/6			民主党、自民党、公明党在消费税增税法案上达成一致	野田佳彦	民主党	白川方明
	2012/8		通过《税收-社保一体化改革法案》，分别在2014年4月和2015年10月将现行5%的消费税率提高到8%和10%。		野田佳彦	民主党	白川方明
	2012/9	日央行增加购买国债5万亿日元，增加贴现国库券5万亿日元			野田佳彦	民主党	白川方明
	2012/10	日央行分别购入5万亿日元长期国债和短期国债，购买ETF5000亿日元、不动产投资信托1000亿日元、公司债3000亿日元、商业票据1000亿日元			野田佳彦	民主党	白川方明
	2012/12	日央行增加购买国债5万亿日元，增加债券贴现规模5万亿日元			野田佳彦	民主党	白川方明

资料来源：太平洋证券研究院依公开资料整理

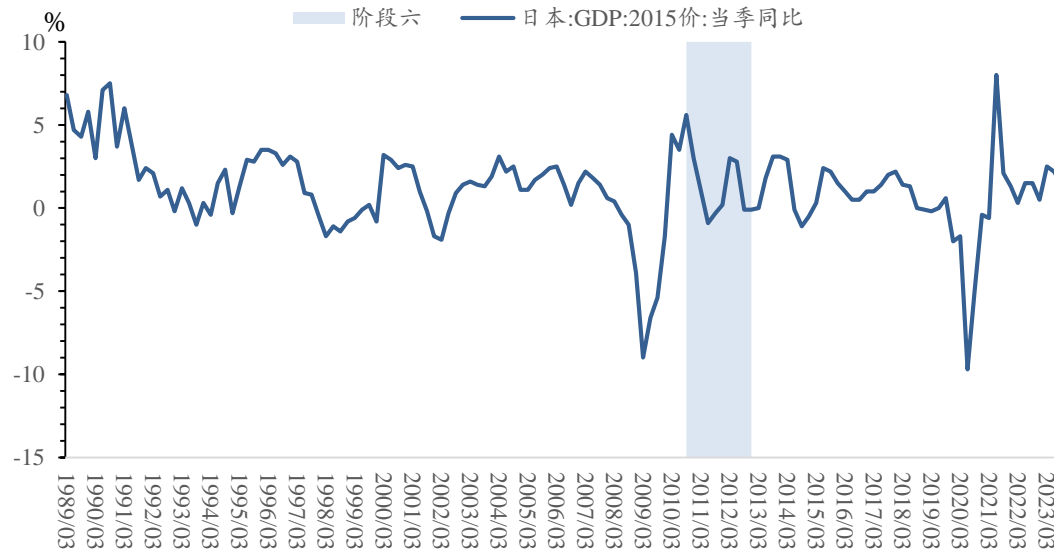
06 阶段六（2010/10-2013/1）：全面宽松时期

全面宽松货币政策推出，引导长期利率下行

➤ 加强版货币宽松措施推出，应对经济低迷及物价下行。

- 面对日元升值、经济低景气及物价不振的问题，日本货币政策进一步宽松。2010年10月会议推出“全面宽松”的货币政策（CME），目的在于进一步降低整体利率水平。考虑到短期利率已为零，全面宽松货币政策实际目标在于“推动稍长期利率水平变化”，对于“稍长期”期限的概念，最初设定的是2年期或3年期利率。

日本GDP同比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

日本核心CPI同比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

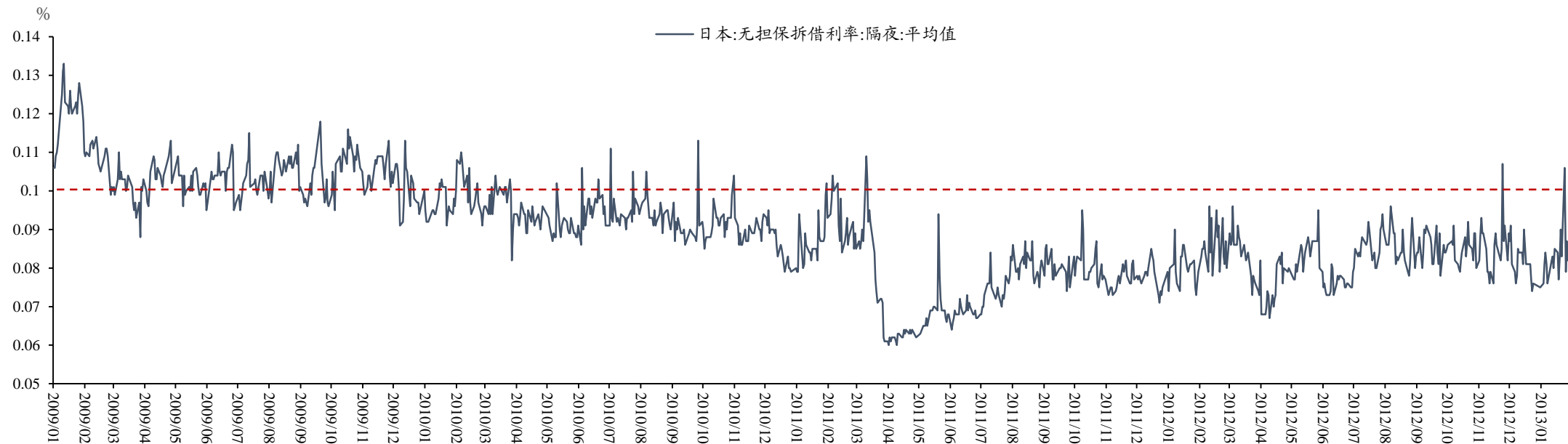
06 阶段六（2010/10-2013/1）：全面宽松时期

全面宽松货币政策推出，引导长期利率下行

➤ 加强版货币宽松措施推出，应对经济低迷及物价下行。

- 日央行也作出承诺，明确了零利率的持续时长，即在对物价稳定做出可预期的判断之前，将持续实施事实上的零利率政策。同时官方也明确同业隔夜拆借利率短期内可以在0.1%以下，政策利率的诱导目标设定在0%~0.1%之间。

日本无担保隔夜拆借利率



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

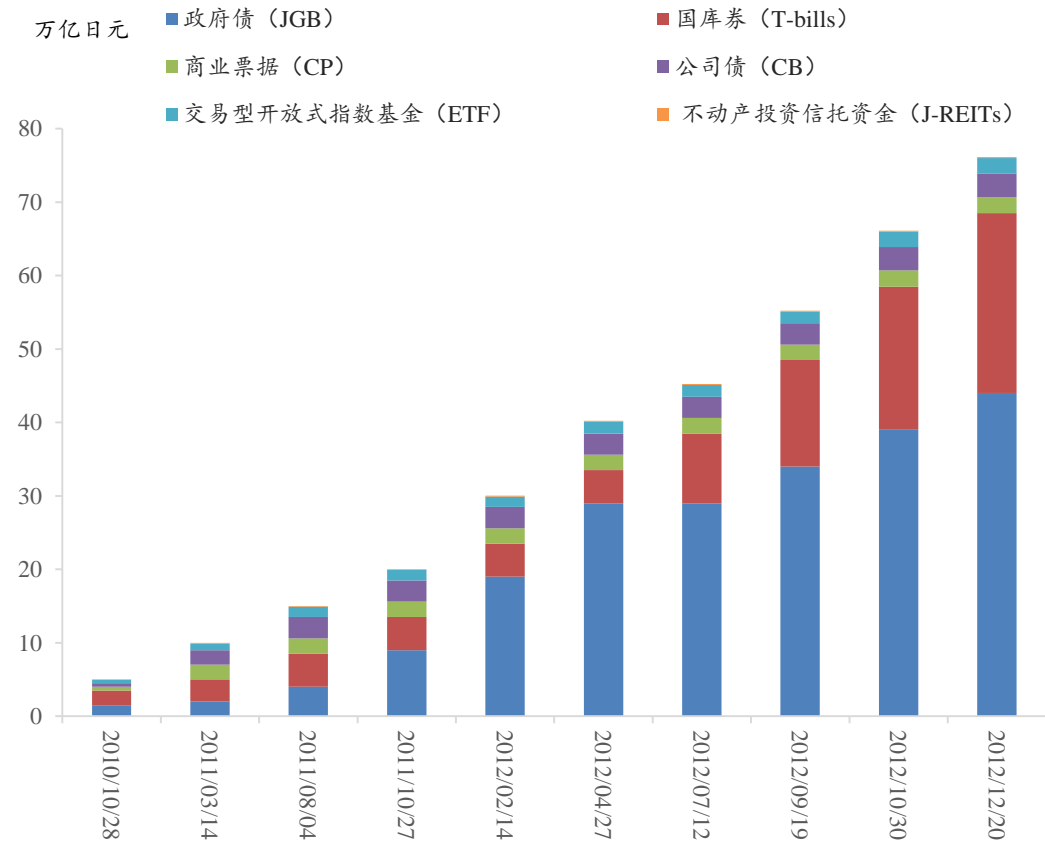
06

阶段六（2010/10-2013/1）：全面宽松时期

全面宽松货币政策推出，引导长期利率下行

- **扩大资产购买规模，缩小期限及风险溢价。**
 - 为实现稍长期利率下行的目标，日央行增加购买长期国债以及风险资产。
 - 2010年10月日央行设立资产购买计划（APP），初始规模为35万亿日元，包括5万亿日元的资产购买和30万亿日元固定利率贷款支持。
 - 值得注意的是，5万亿元的资产购买计划中，还新增了交易型开放式指数基金（ETF）、不动产投资信托（J-REITs）等高风险的民间金融资产，这两项并没有进入《日本银行法》规定的可购买金融资产名录，但日央行根据法律规定，得到财务省批准之后实施了名录之外的资产购买计划。
 - 资产购买的独特性。**一则，国际比较而言，发达国家央行在全球金融危机期间多采取购买商业票据及公司债券的操作，但仅有日本在危机之后仍将其作为货币政策手段；二则日央行直接购买ETF和J-REITs也属于非常罕见的央行货币政策操作。
 - 此后日央行多次上调资产购买计划规模，至2012年12月，QE总规模达101万亿日元，包括资产购买76万亿日元、固定利率资金供给25万亿日元。

日本资产购买计划存量规模



数据来源：BOJ，太平洋证券研究院

06

阶段六（2010/10-2013/1）：全面宽松时期

全面宽松货币政策推出，引导长期利率下行

► 扩大资产购买规模，降低无风险利率、缩小风险溢价。

时间	资产购买							资产购买合计	固定利率贷款支持	资产购买计划总规模
	政府债 (JGB)	国库券 (T-bills)	商业票据 (CP)	公司债 (CB)	交易型开放式指数基金 (ETF)	不动产投资信托资金 (J-REITs)	针对集合抵押品的固定利率 (维持在0.1%) 资金供应操作的规模			
2010/10/28	1.50	2.00	0.50	0.50	0.45	0.05	5.00	30.00	35.00	
2011/03/14	2.00	3.00	2.00	2.00	0.90	0.10	10.00	30.00	40.00	
2011/08/04	4.00	4.50	2.10	2.90	1.40	0.11	15.01	35.00	50.01	
2011/10/27	9.00	4.50	2.10	2.90	1.40	0.11	20.01	35.00	55.01	
2012/02/14	19.00	4.50	2.10	2.90	1.40	0.11	30.01	35.00	65.01	
2012/04/27	29.00	4.50	2.10	2.90	1.60	0.12	40.22	30.00	70.22	
2012/07/12	29.00	9.50	2.10	2.90	1.60	0.12	45.22	25.00	70.22	
2012/09/19	34.00	14.50	2.10	2.90	1.60	0.12	55.22	25.00	80.22	
2012/10/30	39.00	19.50	2.20	3.20	2.10	0.13	66.13	25.00	91.13	
2012/12/20	44.00	24.50	2.20	3.20	2.10	0.13	76.13	25.00	101.13	

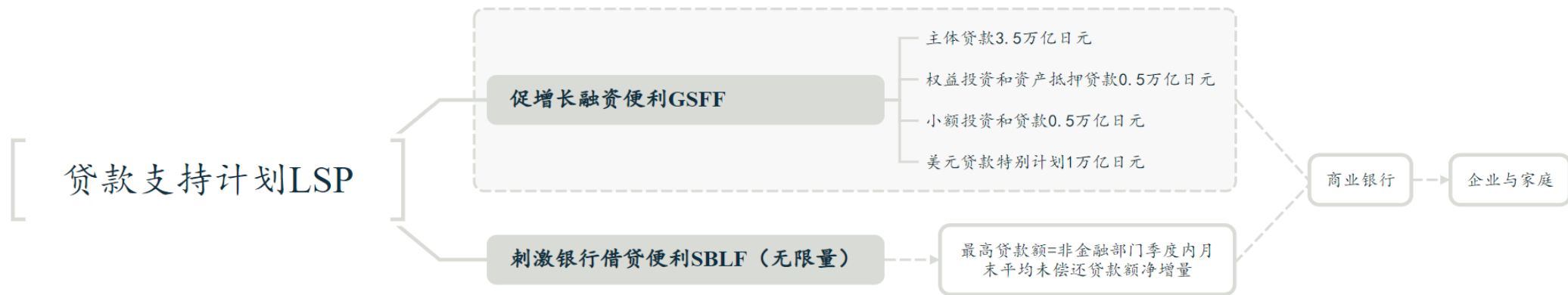
数据来源：BOJ，太平洋证券研究院

06 阶段六（2010/10-2013/1）：全面宽松时期

全面宽松货币政策推出，引导长期利率下行

- ▶ **出台贷款支持计划，提供私人部门融资便利。**为鼓励商业银行向私人部门和重点领域投放贷款，日央行设立贷款支持计划（LSP），该计划是由两个细分计划合并而成。一是既有的促增长融资便利计划（GSFF）。2010年6月推出，目的在于鼓励银行向重点领域（技术研发、环保、医疗投资等）发放贷款。央行向商业银行提供1年期为主的低息贷款（0.1%），经展期最长贷款期限可为4年。这一计划的初始规模为3万亿日元，至2012年3月，GSFF规模已扩大至5.5万亿日元；二是新推出的刺激银行借贷便利计划（SBLF）。2012年10月设立，目的在于刺激银行向企业、居民部门投放贷款。具体而言，央行向银行提供0.1%的低息中长期贷款，整体规模不设上限，与对企业及居民发放贷款的净增量等同，期限方面最长可展期4年。上述计划推出之后，相关贷款投放规模不断扩张。

日本贷款支持计划

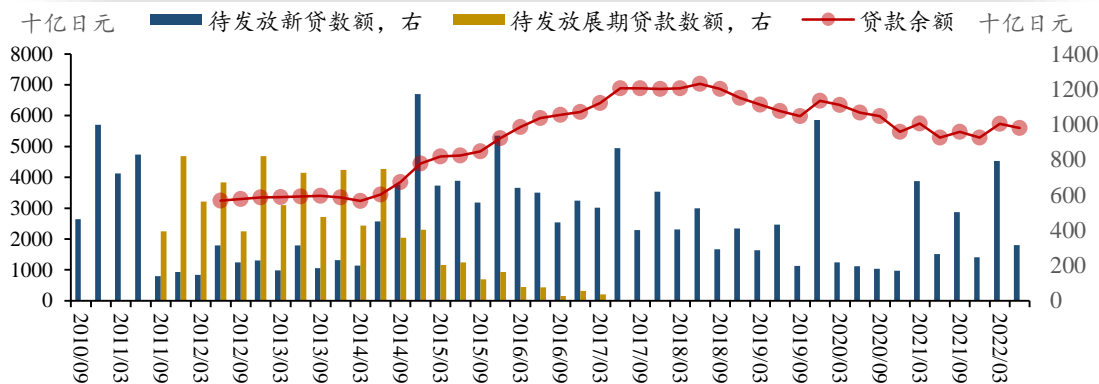


资料来源：BOJ，太平洋证券研究院整理

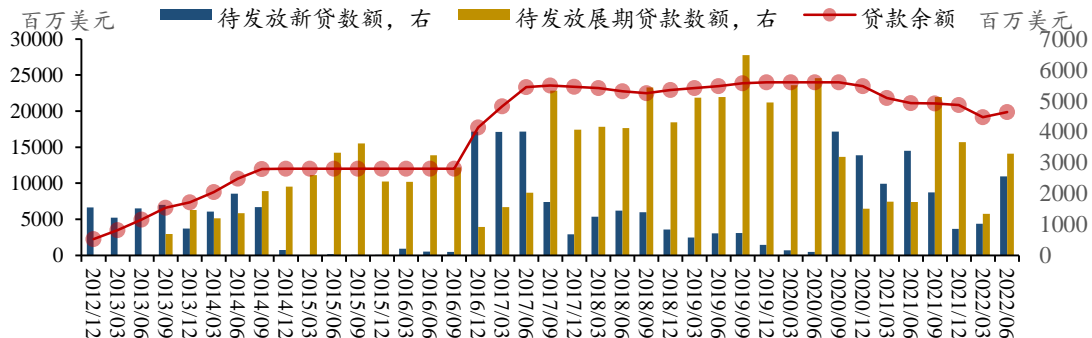
06 阶段六（2010/10-2013/1）：全面宽松时期

促增长融资便利计划——GSFF

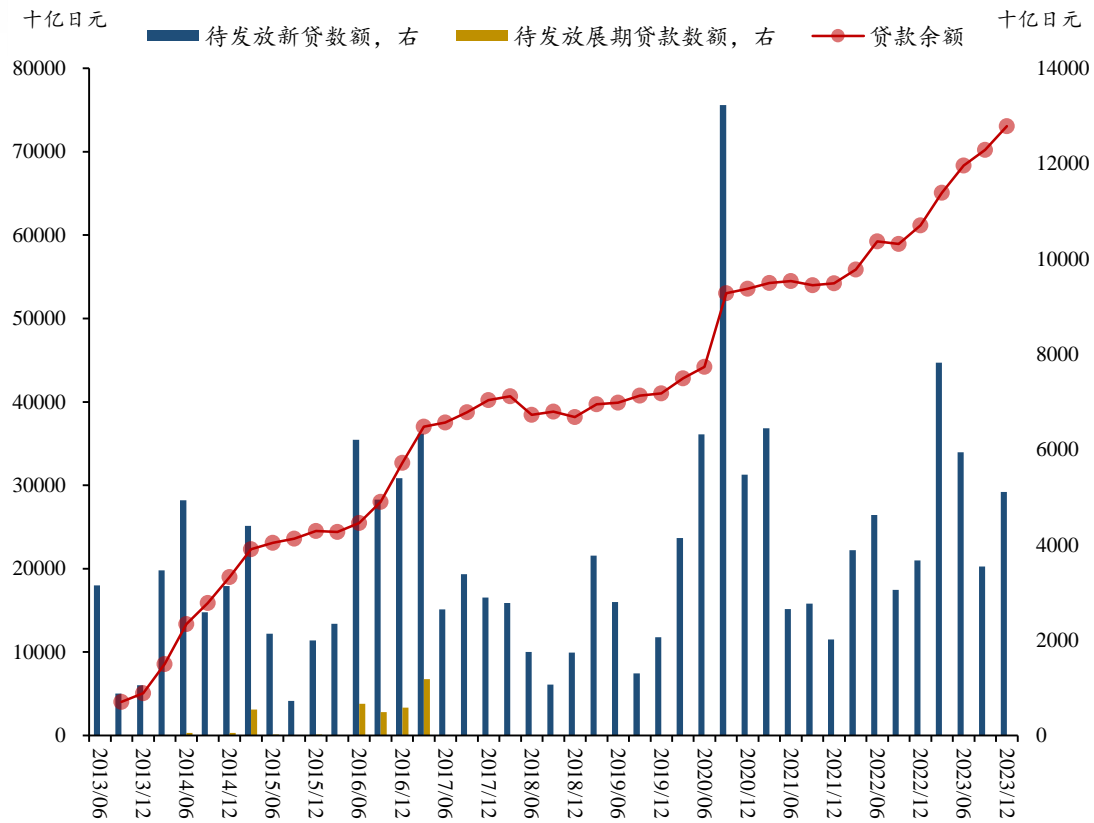
主体贷款、权益投资及资产抵押贷款、小额投资和贷款



美元贷款



刺激银行借贷便利计划——SBLF



数据来源：BOJ，太平洋证券研究院

07 阶段七（2013/1至今）：超宽松时期

多项非传统货币新政实践，宽松政策进一步升级

Table with columns: 时间, 货币, 财政, 重要经济事件, 党, 党, 央行行长. Contains detailed data for the period 2013/1 to 2020/11.

Table with columns: 时间, 货币, 财政, 重要经济事件, 党, 党, 央行行长. Contains detailed data for the period 2021/1 to 2023/10.

资料来源：太平洋证券研究院依公开资料整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

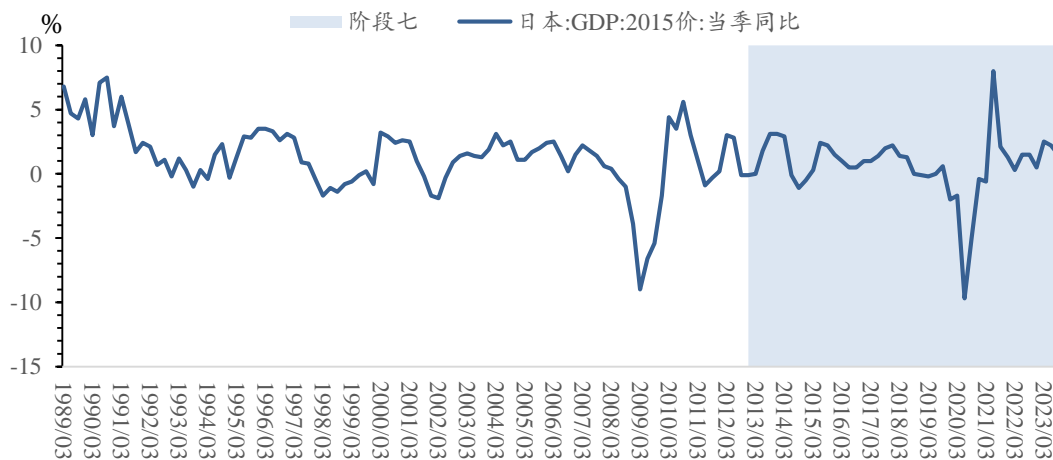
守正 出奇 宁静 致远

07 阶段七（2013/1至今）：超宽松时期

多项非传统货币新政实践，宽松政策进一步升级

- 积极的货币政策是摆脱通缩、提振经济的必须。对于经济复苏乏力和持续通缩这两大问题，新当选的首相安倍提出一揽子经济政策，其中积极的货币政策为第一支箭。安倍大力呼吁宽松货币政策，后政府与日央行签署文件宣布自2013年1月起，央行将2%的CPI同比作为政策目标，政府的相关表态也产生了立竿见影的效果，通胀目标明确时，日元已贬值超10%，日经225指数也明显上涨。此外，央行还追加了“开放式资产购买”措施，即原有资产购入基金范围内的资产购买执行至2013年年末，自2014年起不规定资产终止购买期限，而是每月购入一定量的金融资产（购买量在13万亿日元左右），其中长期国债约2万亿日元，短期国库券近10万亿日元。

日本GDP同比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

日本核心CPI同比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

07 阶段七（2013/1至今）：超宽松时期

多项非传统货币新政实践，宽松政策进一步升级

► 量化质化宽松政策（QQE）确立。

- 安倍选择黑田东彦担任新一届日央行行长，作为通胀目标制及激进量化宽松政策的支持者，黑田东彦在2013年4月的发布会上介绍了定量和定性宽松的新政（QQE），提前实行开放式资产购买计划，货币市场操作目标从无抵押隔夜拆借利率转向基础货币供应量。

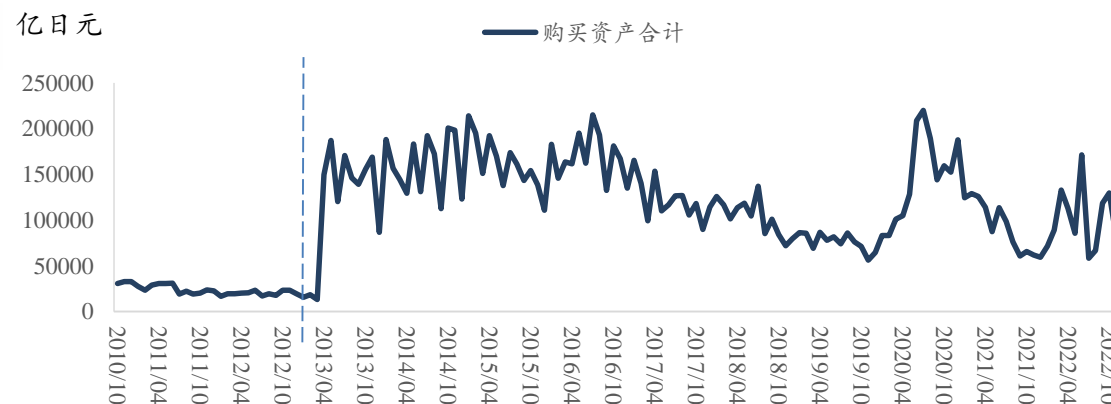
- 为了在两年内实现2%的通胀目标，央行增加了基础货币目标供应量以及资产购买规模。

一则，基础货币供应以每年60~70万亿日元的速度增长（2014年10月扩大至80万亿日元）。

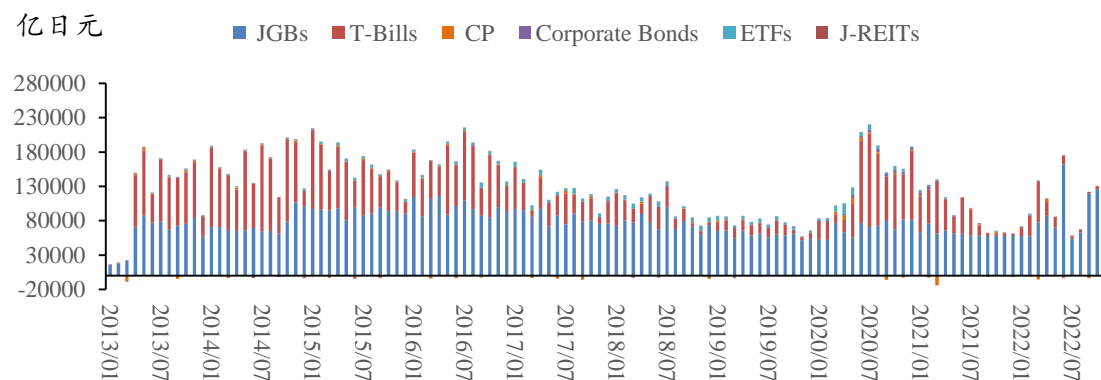
二则，增加资产购买量及购买范围。每年购买国债50万亿日元，并将购买范围扩大至40年期国债从而拉长持有国债的平均剩余期限（不到3年→7年左右）。维持商业票据（CP）、企业债券（CB）余额在2.2万亿日元和3.2万亿日元。与此同时，增加ETF及不动产信托基金的购买规模，每年分别购买1万亿日元、300亿日元。

上述资产购买规模在2014年至2016年迎来多次上调。2014年10月每年国债购买量由50万亿扩大至80万亿日元（平均剩余期限由7年左右延长至7~10年，2015年12月拉长至7~12年），ETF及不动产信托基金的购买则各自上调至3万亿、900亿日元，其中ETF购入量在2016年9月再次被上调至6万亿日元。

日本直接购买资产额



日本直接购买资产分类



数据来源：BOJ，太平洋证券研究院

07 阶段七（2013/1至今）：超宽松时期

多项非传统货币新政实践，宽松政策进一步升级

- ▶ **负利率政策（NIRP）推出。**考虑到QQE推出之后通胀目标仍未达成，2016年1月日央行宣布引入负利率政策，不过为了减少政策对金融机构利润的削减，负利率政策并非针对所有准备金资金实施。具体来说，金融机构的存款准备金被分为三级，仅对其中的政策利率账户（Policy-rate balance）实行-0.1%的利率，在负利率政策的引导下，银行为避免因过剩流动性产生负报酬，有较强大动力扩大贷款发放规模，借此形成对信贷和经济活动的刺激。



资料来源：BOJ，太平洋证券研究院整理

07 阶段七（2013/1至今）：超宽松时期

多项非传统货币新政实践，宽松政策进一步升级

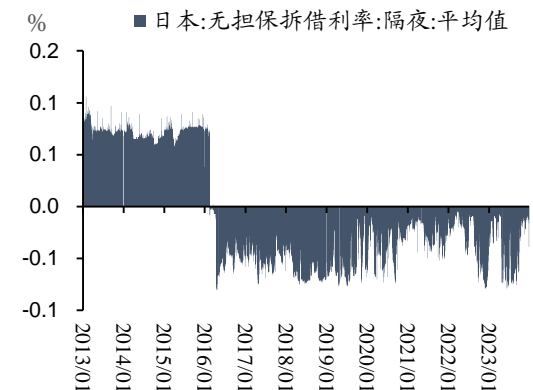
► 收益率曲线控制政策（YCC）与通胀超调承诺。

- 在宽松政策刺激以及海外经济复苏对出口的带动之下，日本经济以及通胀压力有所缓解，但2%的通胀目标还未达成，因此2016年9月日央行对货币政策操作目标进行了又一次调整，由基础货币供应量再次回归利率，既包括前文提到的对短期利率的控制，也涉及长期利率的调整，将无担保隔夜拆借利率和10年期日本国债收益率目标分别确定为-0.1%和0%。
- 收益率曲线控制政策（YCC）的推出是基于维护金融机构盈利、控制货币宽松政策负面影响的目的。负利率的超宽松措施传导至国债收益率进而影响金融机构的盈利能力，这会对宽松政策的生效机制产生冲击，为了缓释上述风险，日央行出面干预，将长期收益率维持在稳定水平。政策的具体实施过程中，央行通过固定利率买卖国债的方式维持10年期国债利率在0%左右，上下可浮动0.1个百分点，后续浮动范围历经多次调整：2018年6月调整为±0.2%，2021年3月调整为±0.25%，2022年12月调整为±0.5%，2023年7月被实质性调整至±1%，2023年10月日本银行已取消明确的1%硬性上限，并将停止每天以1%的固定利率购买日本国债，上下波动0.5%的参考区间有所扩大，区间上限定为1%。
- 另一方面，日央行对于通胀超调作出一定承诺，即在CPI（不含新鲜食品）同比增速超过并稳定在2%目标以上之前，将持续采取宽松货币政策，旨在改变社会通缩预期，进而实现通胀目标。

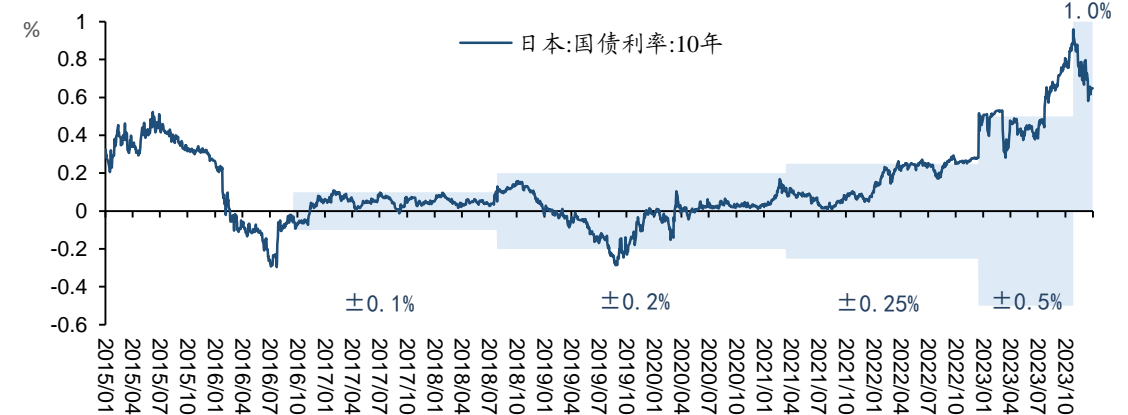
日本无担保隔夜拆借利率目标

时间	日本政策目标利率 (无担保隔夜拆借利率)	较前值变化
	%	
1998/09/09	0.25	
1999/02/12	0.15	-0.10
1999/09/21	0.00	-0.15
2000/08/11	0.25	0.25
2001/02/28	0.15	-0.10
2001/03/19	0.00	-0.15
2006/07/14	0.25	0.25
2007/02/21	0.50	0.25
2008/10/31	0.30	-0.20
2008/12/19	0.10	-0.20
2016/02/16	-0.10	-0.20

日本无担保隔夜拆借利率



日本收益率曲线控制目标



数据来源：Wind，BOJ，太平洋证券研究院

07 阶段七（2013/1至今）：超宽松时期

多项非传统货币新政实践，宽松政策进一步升级

► 疫情期间宽松政策的阶段性加码。

- 新冠冲击之下日本面临的经济压力和通缩风险加大，2020年3月日央行紧急推出一系列刺激政策，包括QQE政策的维持以及支持中小企业的特殊资金支持操作等。

一方面，原有资产购买计划规模上调。2020年3月日央行决定提高商业票据和企业债券的持有上限，并扩大购买ETF和J-REITs。2020年5月宣布实施无上限的QQE政策，取消了每年80亿日元的购买限制，根据实际需要购买政府债券，并再次提高商业票据和企业债券的购买目标。

另一方面，推出特殊资金支持操作支持中小企业，提供零息贷款满足其融资需求。

- 前瞻性指引加强。**日央行在2020年6月至2022年10月期间的货币政策会议声明中均强调将在必要时继续加大宽松政策力度，并预计短期和长期利率将保持在当前或更低水平。
- 阶段性加码政策的部分退出。**2021年12月，日央行认为疫情负面影响减弱，因此决定自2022年4月起将持有商业票据和企业债券的上限恢复至新冠之前的水平（分别为2万亿日元、3万亿日元左右）。

日本疫情期间货币政策的阶段性加码

时间	政府债购买规模	商业票据持有额上限	公司债持有额上限	ETF年度购买额	J-REITs年度购买额
疫情前	每年80万亿日元	约2.2万亿日元	约3.2万亿日元	6万亿日元	900亿日元
2020/03	每年80万亿日元	约3.2万亿日元	约4.2万亿日元	12万亿日元	约1800亿日元
2020/05	不设置上限	约7.5万亿	约7.5万亿	12万亿日元	约1800亿日元
2021/03	不设置上限	上限合计约20万亿日元		12万亿日元	约1800亿日元
2022/04	不设置上限	约2万亿日元	约3万亿日元	12万亿日元	约1800亿日元

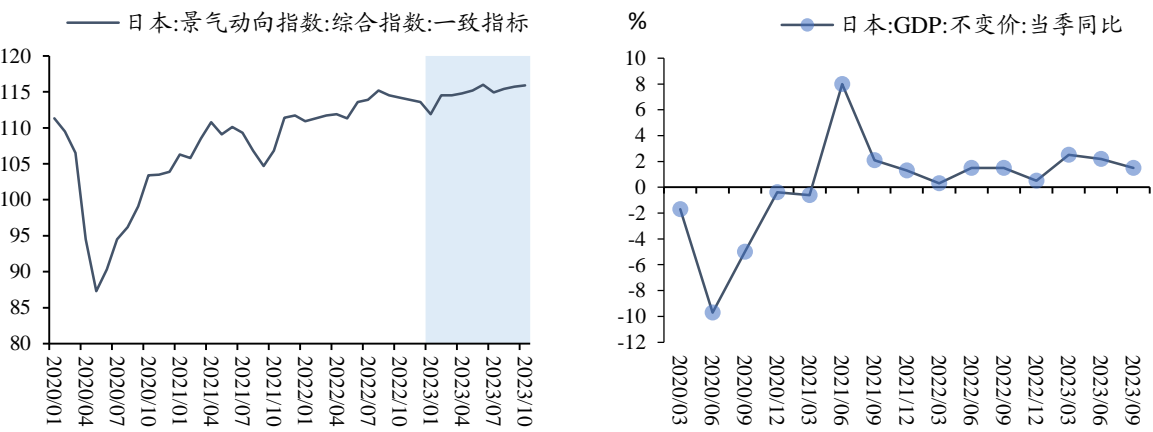
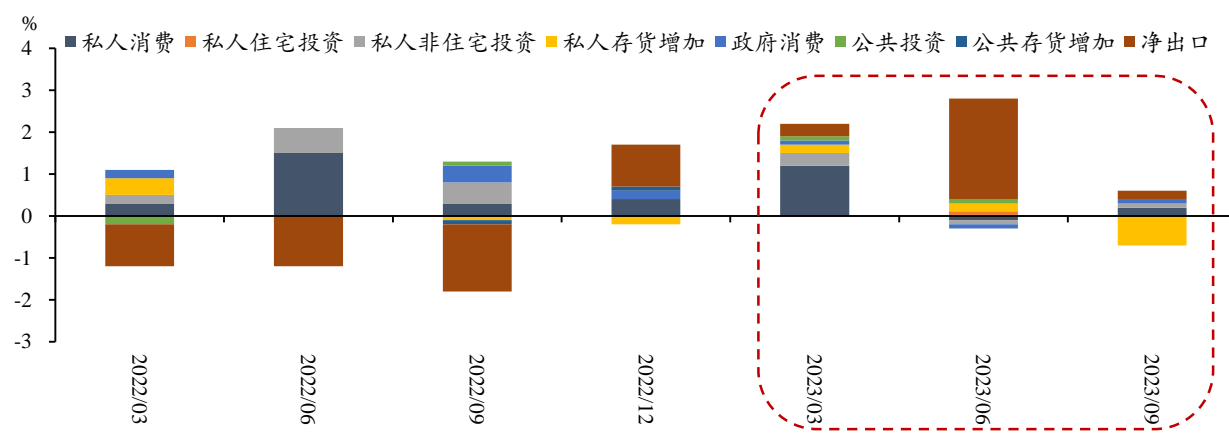
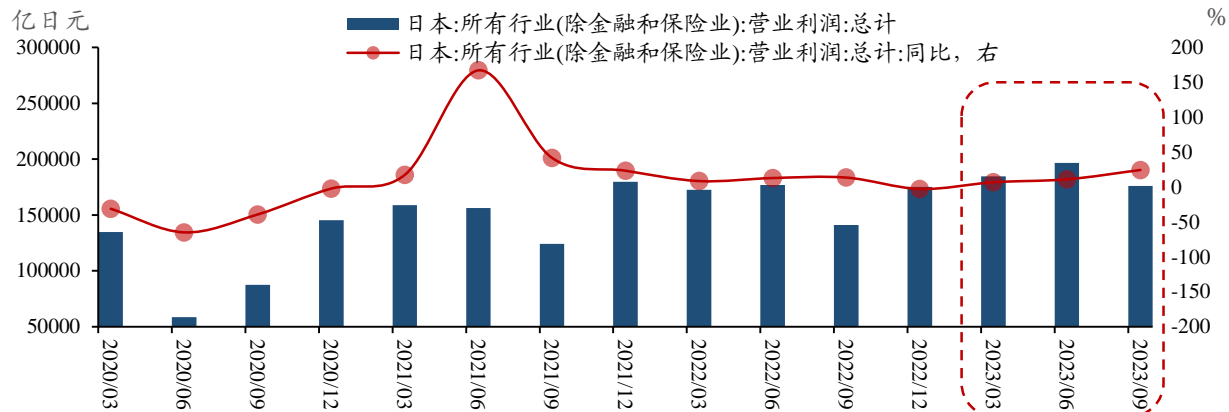
资料来源：BOJ，太平洋证券研究院整理

07 阶段七（2013/1至今）：超宽松时期

非常规宽松政策相对克制的正常化调整

2023年经济温和复苏。

- 基于GDP、短观指数以及企业利润等多项指标的表现来看，2023年日本经济处于温和复苏的状态。更进一步拆解复苏的贡献分项，其中私人部门消费、非住宅投资以及净出口对经济的拉动明显。一则家庭部门被压制的需求释放以及春季涨薪推动消费增长，另一方面，供应层面的限制转弱，日本出口和工业生产走势平稳，企业利润处于较高水平，为固定资产投资的增长提供动能。此外对于入境旅游的开放也是经济复苏的助力之一。在上述因素的综合作用之下，2023年日本经济整体延续修复态势。



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

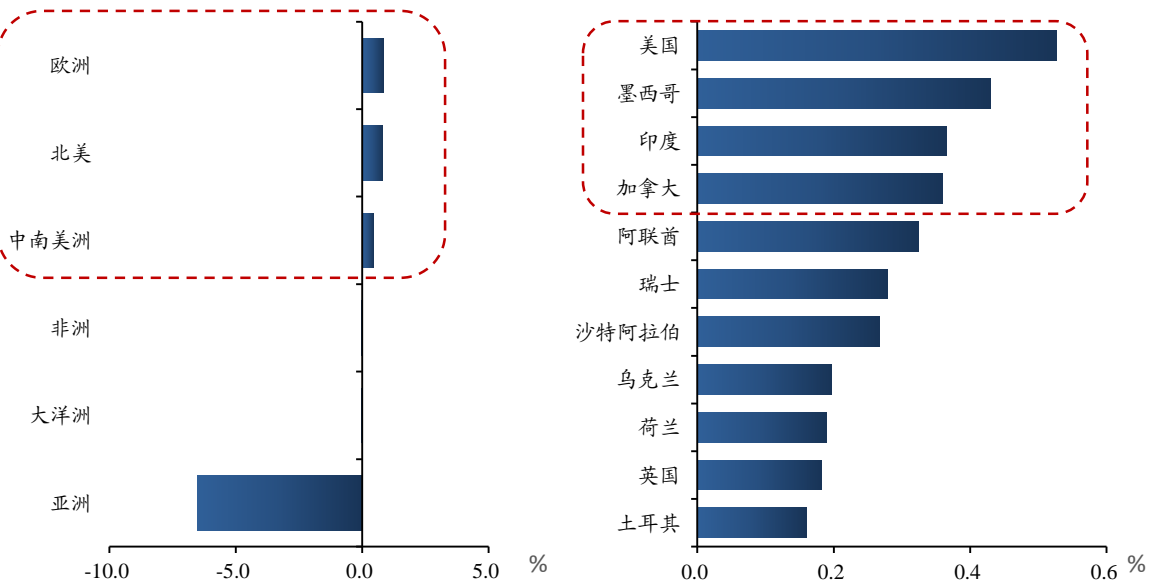
07 阶段七（2013/1至今）：超宽松时期

非常规宽松政策相对克制的正常化调整

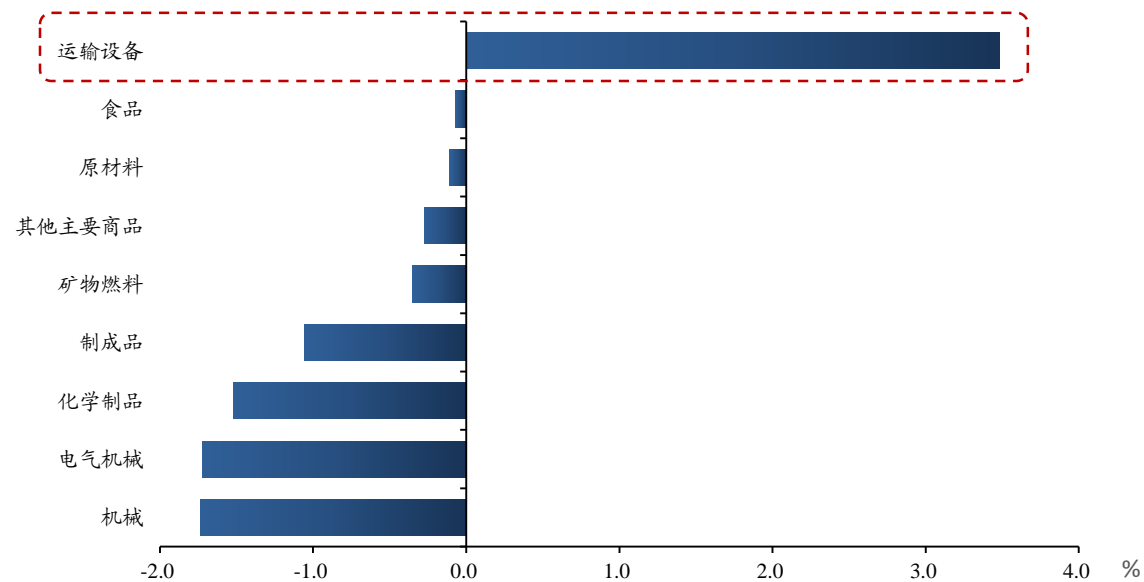
➤ 2023年经济温和复苏。

- 基于出口对象角度，2023年（1-11月）日本对于欧美的出口金额占比居前，尤其美国、墨西哥、印度、加拿大等国家贡献相对较大。分商品来看，正向拉动则主要来自汽车、摩托车等运输设备。

对日本出口贡献-分出口对象（部分）



对日本出口贡献-分商品



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

07

阶段七（2013/1至今）：超宽松时期

非常规宽松政策相对克制的正常化调整

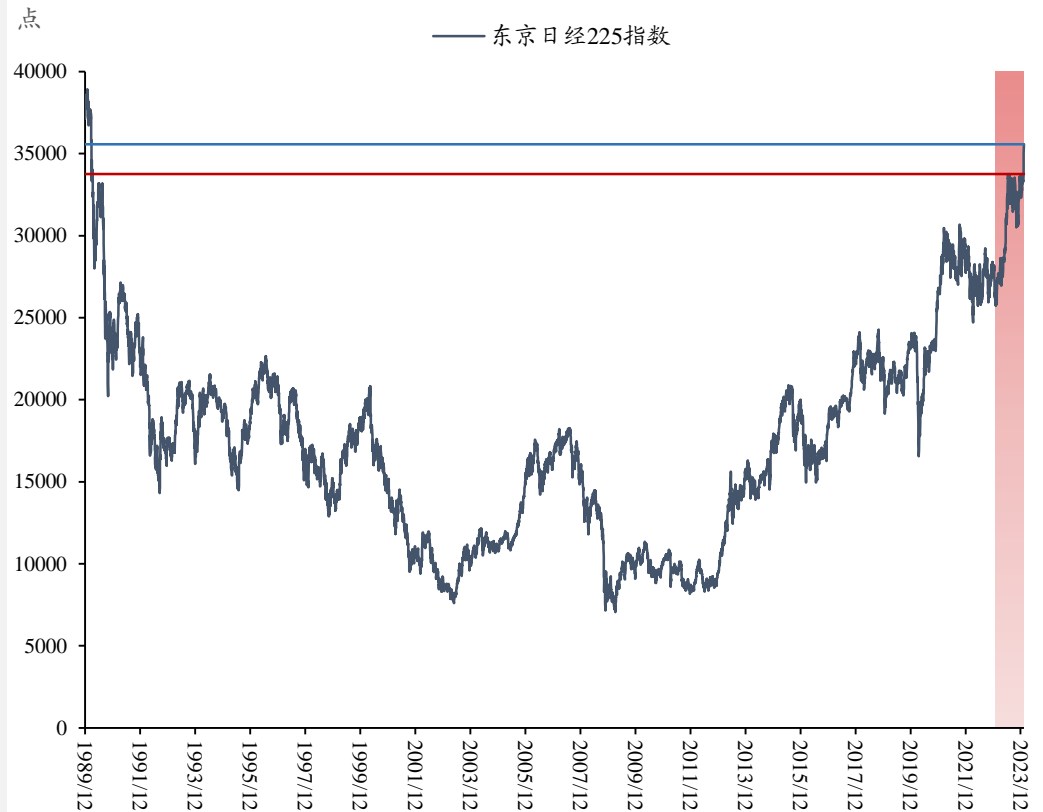
➤ 2023年股市涨势明显。

- 2023年至今东京日经指数整体强势上行。2023年7月3日达年内峰值，报33753.33，为1990年3月以来的新高，与亚洲其他市场相比表现突出。根据日本交易所发布的2023年交易概览，2023年，国内普通股市的年度交易额为943.7637万亿日元，创历史新高，国内ETF的年度交易额为57.76万亿日元，创历史第六高，REIT市场的年度交易额为12.9144万亿日元，创历史第五高。2024年1月11日东京证券交易所上市股票的合计总市值(按美元计算)超过上海证券交易所，东京证券交易所约3年半以来再次重返亚洲第一。

• 如何理解2023年以来日本股市的不凡表现？——长短期驱动并存。

一则从长期因素来看，日本长时间处于超宽松的货币环境中，对于投资者而言，股票相比低利息的存款及国债更具吸引力。此外日本公共资金（年公积金、公务员共济资金等）入市也为股价上扬提供一定支撑。

二则2023年也存在一定特殊因素的影响。经济基本面、宽松货币政策、资本市场监管改革及市场情绪等均有贡献。第一，2023年日本经济基本面呈复苏态势，并且在跨国公司供应链多元化的趋势下，日本经济增长潜力较大，吸引外资涌入（尤其是避险资金）。第二，日本坚持低利率的超宽松货币政策，海外则屡次加息，日元持续贬值，促进出口相关企业盈利，同时降低海外资本投资日本股市的成本。第三，交易所监管制度的改革引导企业价值提升，日股估值预期也有所抬升。交易所要求市净率低于1的上市公司作出改善，部分公司采取回购、调整企业战略等措施以提高企业价值和资本效率，这一改革对投资者形成正向激励。第四，巴菲特看好日本股市对于海外投资者也具有一定带动效应。



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

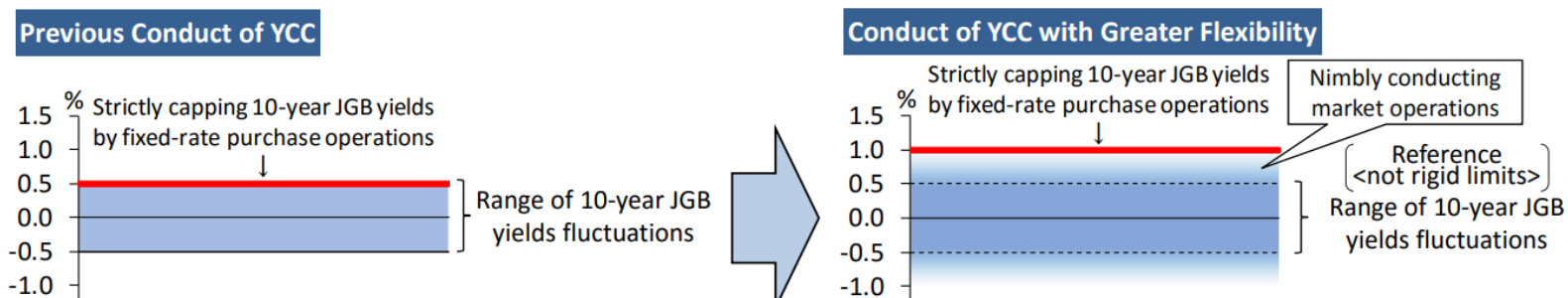
07 阶段七（2013/1至今）：超宽松时期

非常规宽松政策相对克制的正常化调整

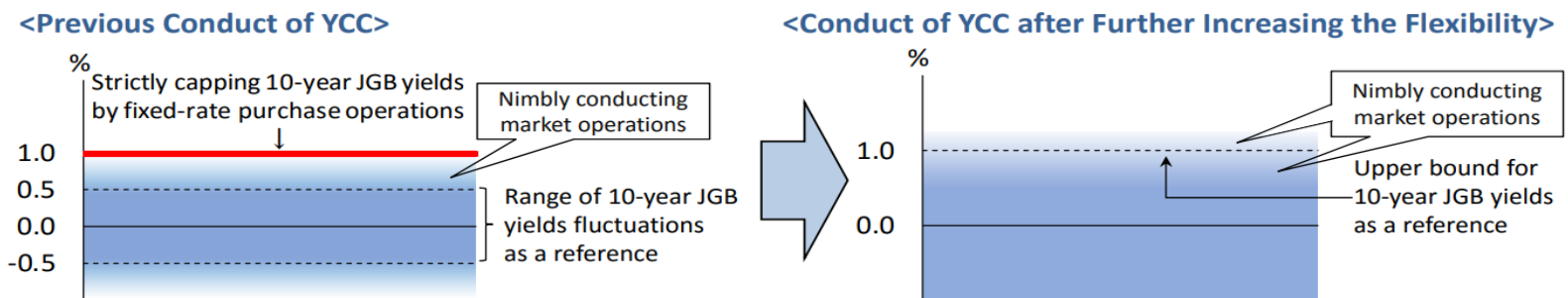
YCC政策的灵活操作。

- 如前文所述，2023年日央行对收益率曲线政策作出两次重要调整，目前以1%为收益率浮动参考区间的上限，央行可更灵活地选择购买量和是否购买。这一调整源于多方因素，一方面日本通胀连续超出日央行目标及预期，另一方面日元贬值、利率期限结构扭曲、日央行购债压力也对YCC的放宽的原因。不过出于对通胀上涨持续性、稳定性的担忧，日央行的调整总体而言相对谨慎，并未直接取消。

2023年7月28日



2023年10月31日



资料来源：BOJ，太平洋证券研究院整理

07 阶段七（2013/1至今）：超宽松时期

非常规宽松政策相对克制的正常化调整

➤ 负利率政策的退出？

• 通胀持续超出目标以及预期值，日央行高层发出“加息”信号。

2023年12月6日副行长冰见野良三表示“日本央行可能很快就会结束世界上最后一个负利率政策”。12月7日日本央行行长植田和男表示，“明年日本央行将面临‘更具挑战性’形势的货币政策”，“如果日本央行加息的话，有多种选项可以用于调整政策利率”，“是否将利率保持在零或上调至0.1%，以及结束负利率政策后短期利率将以何种速度上调，将取决于届时的经济和金融发展情况”。12月27日日本央行公布12月货币政策会议审议委员意见摘要，摘要显示针对何时结束负利率政策，有委员表示“随着持续稳定地实现2%物价稳定目标的可能性进一步上升，货币政策正常化的时机越来越近”，“做好准备，总比缓慢而精细好”，“为了避免高物价破坏潜在的消费趋势和破坏实现物价稳定目标的风险，央行不应错过货币政策正常化的机会”。

• 负利率政策退出的影响因素。

利率政策何时回归正常化关键在于通胀是否能以可持续且稳定的方式实现2%的目标，即能否通过“工资-物价”的良性循环而非进口物价的上涨实现通胀的上升并达到目标值。日本央行最新公布的会议摘要提出“为了实现物价稳定的目标，重要的是在下一个财政年度及以后继续提高工资。因此，有必要密切关注工资上涨的情况，特别是中小企业的工资上涨情况”。会议摘要披露的货币委员会成员观点除了涉及善后方式，也多集中于工资及通胀问题，不确定性主要在于工资上涨持续性、工资至价格传导的顺畅程度。具体而言，经济是否能持续性复苏，企业盈利是否足够支撑持续涨薪，工资上涨能否促进家庭部门消费从而在需求端带动价格上行，企业是否愿意将工资成本的上行转嫁至销售价格等。

2023年12月18日和19日货币政策会议意见摘要	
维持宽松政策	目前还不能有足够确定地实现价格稳定目标的可持续和稳定，因此央行需要耐心地继续在收益率曲线控制下实施货币宽松政策。
	在决定是否终止负利率政策和收益率曲线控制框架时，需要确认工资和物价之间的良性循环，并在此基础上实现2%的目标。
	为了通过工资和物价之间的良性循环实现2%的目标，名义工资的增长势头需要进一步加强。因此，对于央行来说，通过继续货币宽松来支持工资上涨的势头非常重要。
	考虑到物价强劲上行压力已经消退的情况，在当前收益率曲线控制下确定工资和物价走势非常重要。
	鉴于迄今为止工资增长率尚未赶上通货膨胀率，即使明年春天的工资涨幅远高于预期，这将导致潜在通胀率大幅超过2%的风险也很小。如果央行不急于提高政策利率，它目前不会落后于曲线。即使央行在明年春天看到劳资工资谈判的进展后做出决定，也不会太晚。
	在上一个MPM中，提高收益率曲线控制的灵活性，降低了收益率曲线扭曲的可能性。因此，除非潜在通胀过度增强，否则央行将有足够的余地来决定是否能够通过工资和物价之间的良性循环来实现2%的目标。
收紧货币政策	在劳动力短缺的推动下，经济结构的变化已经萌芽。央行应集中精力鼓励这些变化，以免失去这个千载难逢的机会，暂时继续当前的货币宽松政策。
	虽然物价过高且央行需要迅速收紧货币政策的风险很小，但如果这种风险成为现实，所产生的成本将是巨大的。
未来政策退出后的处理	随着以可持续和稳定的方式实现2%的价格稳定目标的可能性进一步上升，货币政策正常化的时机越来越近。虽然匆忙做出决定是不可取的，但俗话说，“粗暴而准备比缓慢而复杂要好”。为避免高物价损害消费趋势、破坏物价稳定目标实现的风险，央行不应错失货币政策正常化时机。
	展望未来退出货币政策，有必要研究收益率曲线控制和负利率政策的积极作用和消极作用，并考虑其处理方法。
	目前，应密切关注私人消费等内需发展。然而，鉴于经济活动和价格的改善趋势，此后应考虑收益率曲线控制和购买日本国债（JGB）以外的资产购买的处理方式，并考虑其对市场的影响等。
	本行的前瞻性指引中“只要有必要稳定地维持价格稳定目标”的条件，意味着如果实施量化和定性货币宽松（QQE）和收益率曲线控制，则允许对量化和定性货币宽松（QQE）进行一些修改，并控制收益率曲线。前瞻性指引并未指明实现条件后政策利率的路径。
	对于央行来说，重要的是继续深化对退出当前货币政策的时机以及此后提高政策利率的适当步伐等问题的讨论，同时考虑与未来工资和价格发展的关系。
该银行持有大量日本国债，承担了市场利率风险的大部分。因此，从保持对退出阶段货币政策执行能力的信心的角度来看，央行必须就中央银行的资产负债表和利润变化机制进行沟通。	

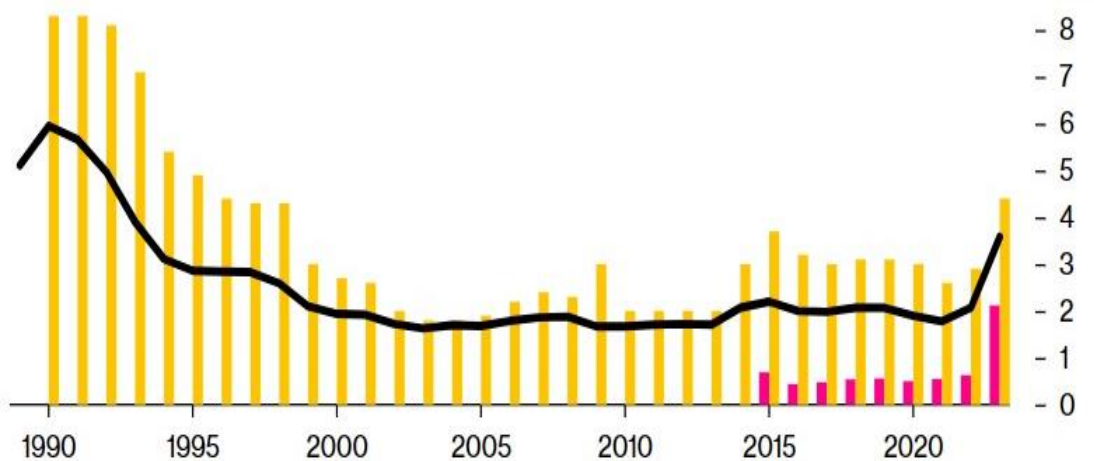
资料来源：BOJ，太平洋证券研究院整理

07 阶段七（2013/1至今）：超宽松时期

- 不同口径工资表现的差异性。一则，“春斗”创多年最大涨薪增幅。根据日本最大工会联合会，日本主要工会通过2023年的工资谈判实现了3.58%的总工资增长，比去年提高1.51个百分点，也是三十年来的最大增幅。2024年工资上调目标将定为“5%以上”。二则，现金收入跑不赢通胀。日本厚生劳动省公布的劳动现金收入同比涨幅相比而言则表现一般，低于通胀增幅，因此实际收入仍为负增长。原因可能在于：一方面，“春斗”仅反映工会企业的涨薪情况，样本中并未包含日本所有企业，尤其是中小企业，而中小企业所提供的就业占比超7成，但工资上涨空间不及大规模企业。另一方面，日本劳动力超三分之一为非正式员工，这部分群体收入相比正式工较低，即使工资出现上调，幅度也不及后者，因此非正式工群体占比的上升或对整体工资增速形成一定压制。

春季工资谈判情况

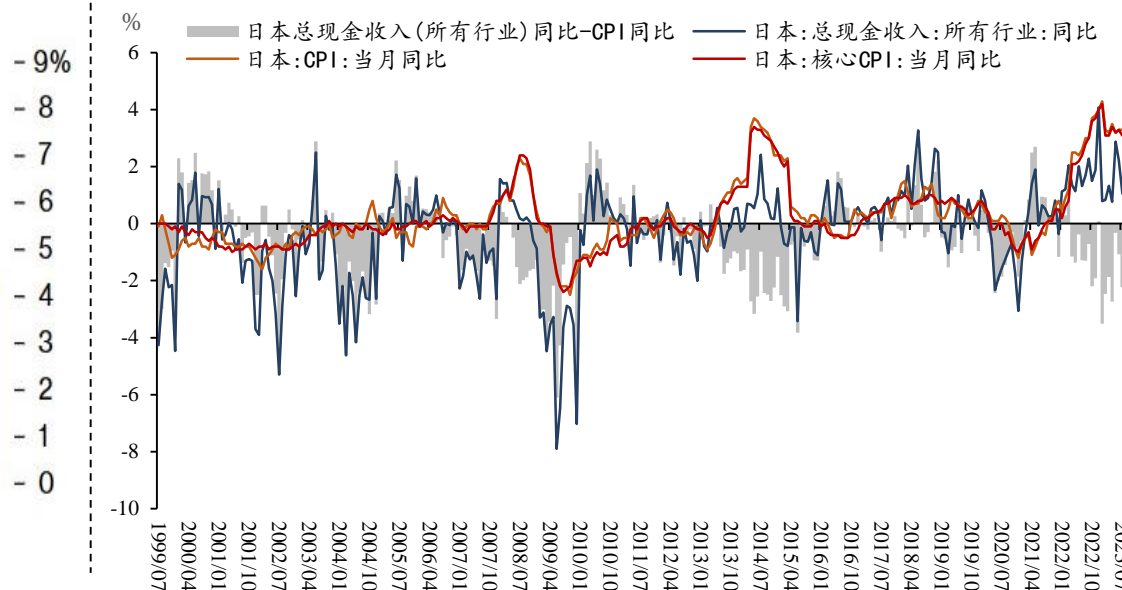
overall pay base pay Rengo's demand



资料来源：Rengo，太平洋证券研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

现金收入与通胀



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

守正 出奇 宁静 致远

07 阶段七（2013/1至今）：超宽松时期

- **美联储政策的外溢效应。**尽管日央行行长曾表态日央行不会因美联储未来几个月内可能采取的措施而匆忙做出政策决定，但美国经济形势与货币政策走向对于日央行的政策操作空间的确存在外溢性的影响。分情况来看：

第一，如果美联储维持高利率，推迟降息，此时日央行收紧货币易造成流动性风险；

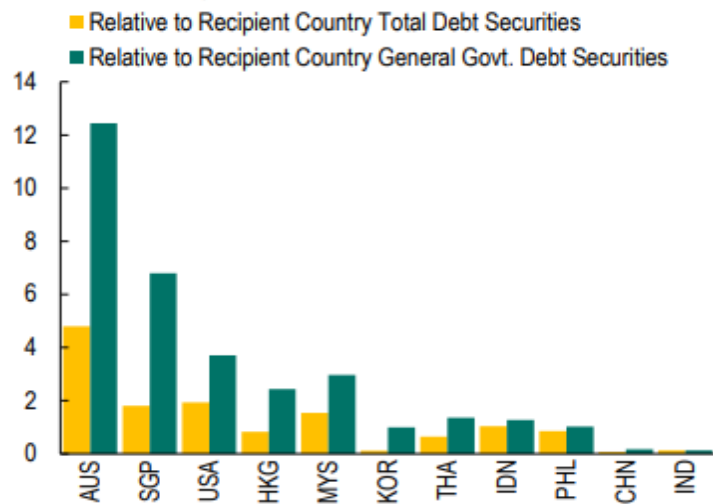
第二，美联储降息，若日央行逆势加息，可能造成日元升值过快的问题，加大再通缩的威胁，并且如果美联储出现衰退式降息，日本经济也很难避免美国经济“硬着陆”的拖累，对应着日央行加息的政策空间更为有限。

07 阶段七（2013/1至今）：超宽松时期

非常规宽松政策相对克制的正常化调整

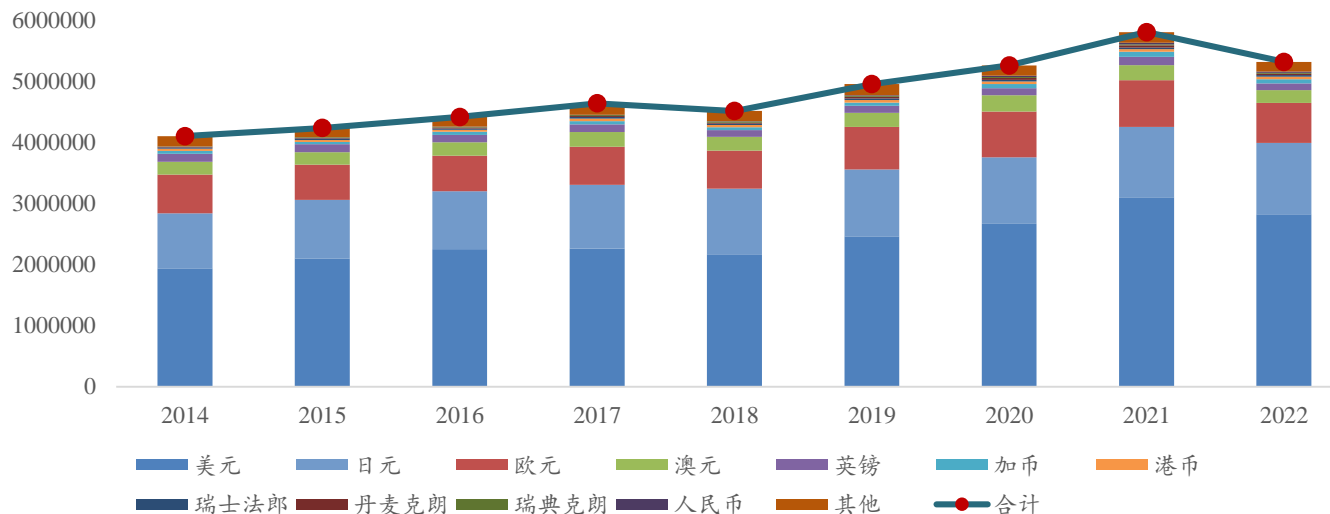
- **调整节奏或缓步徐行。**如果日央行判断工资及通胀之间已实现良性循环继而退出负利率政策，节奏方面可能也不会太激进。日央行有关人员曾表示“退出负利率后将回到零利率，视情况再讨论有无上调利率的余地”。如果收紧过快造成日元快速升值，存在通缩压力再起的风险。
- **退出影响。****成本与收益方面**，一则，货币政策收紧可能带来企业端融资成本增加，此外国债偿本付息压力也会加大，这将对日本财政的可持续性产生负面影响。二则，银行端存贷款利差压力有望减小，收益或有所改善。**资产方面**，短期内可能造成日元升值、日债收益率上行，日股方面，流动性收紧、日元升值造成的企业融资成本与盈利压力以及外资投资成本的上升将带来一定挑战。另外，考虑到日本投资者持有大量海外资产，国内利率上行可能吸引资金回流，部分海外资产价格可能会受到一定冲击。

Debt securities held by Japanese investors
(Percent; end-2022)



资料来源：IMF，太平洋证券研究院

日本国际投资组合头寸 (亿日元)



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

启示与总结:

➤ 央行的前瞻性指引与预期管理。

- 在经济不确定性增加的特殊时期，央行可通过公布自身对经济、政策的判断预测引导市场预期与目标预期一致，这种现代货币政策工具早在1999年被日本央行率先使用，2008年国际金融危机之后欧美央行也开始采用“前瞻性指引”以应对传统货币政策失效的困境。国内货币当局与市场的沟通程度处于不断加强的状态，2015年底中央经济工作会议提出“实施宏观调控，要更加注重引导市场行为和社会心理预期”，2018年8月国务院金融稳定委员会办公室召开预期管理专家座谈会，预期管理被提高到更为重要的位置。目前人民银行会定期发布货币政策相关执行报告以及政策建议，不过常规沟通框架的完善性较发达国家仍有一定距离，货币政策的预期效应还有强化空间。此外央行需重视自身的信誉维护。日本虽是较早采用前瞻性指引工具的国家，近几年却因出乎市场预料的突然决定面临批评，比如2016年1月引入负利率前央行行长明确表态这一政策并不在考虑范围之内、2022年12月及2023年YCC的调整均是市场预料之外的突然决定。2023年12月植田和男对于负利率政策结束后可能采取的措施的阐述让市场预期日本负利率政策的终结，但最终央行并未取消超宽松政策。上述情况均对央行的可信度以及政策的可预测性形成负面影响。

➤ 宽松货币政策的有效性。

- 宽货币对于缓解市场流动性压力、降低私人部门融资成本有积极效应，但能否通过信贷实现向实体经济的有效传导存疑。即使央行采取零利率或负利率等非常规举措，如果经济前景过差，实体部门预期低迷，借贷意愿偏弱，增加投放的流动性也多在较难刺激私人部门的消费、投资从而促进经济回暖，更多是在金融领域内部循环。这也意味着，宽松货币政策有效性的实现还需要保证传导机制的畅通，而这则有赖于财税、产业等其他宏观政策的配合以提振实体借贷意愿，将流动性转移至实体部门。以日本为例，一系列经济刺激政策中除货币相关之外往往也涉及财税政策，安倍“三支箭”既有“积极有为的货币政策”，也有“活跃扩张的财政政策”、“变革增长的经济政策”，2015年的新“三支箭”重心则落于人口、社会保障等长期结构性问题，单纯依靠宽松货币政策并不能从根本上拉动经济高增。

启示与总结:

➤ 政府干预的力度与时机。

- 尽管日本率先进行众多货币新政的实践，其走出危机耗时却相对较长。“失去的三十年”背后有很多因素，日本当局在金融危机早期的犹豫不决便是其中之一。危机初期时政府对于经济形势判断失误，风险蔓延时官方采取补救措施也保守谨慎，认识到进展逐渐失控后加码政策，但政策效果不及预期。部分学者事后复盘认为泡沫破灭后如果政府及早干预且大力推进，事态的走向可能会有所不同。尤其对比美国应对金融危机的实践来看，更为迅速果断的处理方式以及更大力度的政策扶持取得的成效也的确更好。日本“尽量保全”的拖延做法被描述为“鸵鸟政策”，主要是担忧采取行动后可能面临政治或经济风险，政府主动暴露问题并实施救助难以避免承担社会舆论压力，但其面对问题拖延式的做法也大大增加了处理成本。

➤ 不同目标下的政策工具选择。

- 国内并未像日本、欧美等发达经济体实施量化宽松、负利率等非常规货币政策，而是以结构性货币政策为主。央行目标、金融市场发展水平等多方面的差异下，不同经济体政策工具的采用也存在区别。不同于日本稳定物价的单一目标，我国央行采取多目标制，“既包含价格稳定、促进经济增长、促进就业、保持国际收支大体平衡等四大年度目标，也包含金融改革和开放、发展金融市场这两个动态目标”。一方面，量化宽松、前瞻性指引以及负利率政策的有效实施及顺利退出依赖于高度发达的金融体系以及成熟的市场体制，而新兴经济体的市场化程度相对较低，因此实施政策时注重直达、精准，引导资金流向特定对象。另一方面，多目标的追求也使得我国央行对于超宽松货币政策持谨慎态度。以非常规方式向市场注入大量流动性之后带来的汇率及资产价格压力不利于多目标的实现。因此中国实行的是以调价为主的正常利率政策。

风险提示：

- 日本历史货币政策复盘疏漏。
- 政策转变超预期。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	郭佳佳	18811762128	guojj@tpyzq.com
华东销售总监	杨晶	13851505274	yangjingsh@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zh afl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。