

收益率曲线控制与日本央行政策的调整动向

◎张锐

摘要：历史上，美国、英国、澳大利亚与日本等国中央银行曾实施过收益率曲线控制（Yield Curve Control，下文简称 YCC），其中，日本是目前全球唯一一个仍在推进 YCC 的国家。但鉴于 YCC 实施与推行过程中显现出弊大于利特征，尤其是日本目前的通货膨胀率已经远远高出了日本央行所设定的 2% 的目标，加之美国、欧盟等主要经济体中央银行 2023 年可能继续加息，日元贬值的风险可能加速放大，新任日本央行行长在将货币政策拨回到正常化轨道的前提下会选择一次性退出 YCC。

关键词：日本央行；植田和男；收益率曲线控制；日元贬值；通货膨胀；溢出风险

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

在经过了内阁提名、国会答辩与投票表决程序后，经济学家、东京大学教授植田和男于 2023 年 4 月初上任，接替任期届满的黑田东彦出任日本央行行长。作为第二次世界大战后首位学者出身的日本央行行长，植田和男任上的主要职责可能就是要将日本货币政策导向正常化轨道，其中，最为引人注

目的莫过于收益率曲线控制（YCC）的调整走向。

一、YCC 的政策流变

YCC 指央行在二级市场上购买债券（主要是国债），以此将特定期限债券的收益率控制在设定的目标范围内。一般而言，央行购债的操作方式分为常规拍卖与固定利率拍卖两种。其中，常规购债操作按计划实施，通常采用多价格招标方式，购债券种、规模、频率等提前公布，但具体券种不确定；固定利率购债操作采用固定利率招标，购债规模、频率等相机抉择。此外，以固定利率购债有两种操作工具可供选择，一种是确定购债利率上下限，即所谓的“利率走廊”，另一种是以单一固定利率购债。

在债券二级市场，中央银行一方面充当债券交易人直接下场购买，目的是推动债券价格上涨，进而引致债券收益率下跌至目标点位，同时通过影响长端利率带动货币市场短期利率；另一方面，也可以通过自身交易行为或者信用来引导市场投资，即投资人在相信央行政策承诺的前提下，自发地购

作者简介：张锐，广东技术师范大学经济学教授。

买目标利率附近期限的债券。而此时，央行自身购债规模很少甚至没有购债，但依然可以取得收益率下降的结果，可谓一举两得，也算得上四两拨千斤。

20 世纪的经济“大萧条”期间，为了刺激经济，美联储大幅调降贴现利率水平，但并未干预长期利率。提出“流动性偏好”理论的著名经济学家凯恩斯致信美国总统罗斯福，提出央行有权“在合理范围内选择长期利率”从而逆周期调节经济状况。在凯恩斯看来，长期利率的形成遵循人们的惯习与心理预期，因此，提议美联储可将长端利率控制在当时的市场利率 2.5% 以下。但出于以固定利率购债会消耗超额准备金的担忧，美联储最终并未采纳凯恩斯的提议。不过，在第二次世界大战爆发后的第三年，美联储还是实施了 YCC。

第二次世界大战期间，为满足战争所需，美国财政部大量发行长期国债，政府预算赤字急剧扩大，民众对未来通货膨胀加剧的预期上升，国债长端收益率上行压力加大。在此情况下，美国财政部担心利率上涨影响其债务管理，便找到美联储提出加强合作以稳定国债市场。最终美联储同意将 3 个月短期国债收益率目标控制在 0.375%，9 个月至 1 年期国债收益率目标控制在 0.875%，1—9 年期国债收益率目标控制在 2%，10 年期及以上长期国债收益率目标控制在 2.5%。由于美联储设定的长期利率上限远高于短期利率所隐含的长期利率水平，使得投资者配置长期国债需求大幅增加，短期国债遭到抛售。为维持短期收益率不超过上限，美联储又不得不购入大量短期国债。这样，第二次世界大战期间美国财政部发行近 2200 亿美元国债，美联储共购买了 200 亿美元的国债，其中，一年期以下的短期国债约 130 亿美元。

美联储配合财政部购债无疑令战争期间美国政府成功持续以较低利率举债，但购买债券以维持目标利率的举措也使美联储丧失了对资产负债表和货币市场的部分控制权。战争结束后，随着战时价格管制取消，同时大量军事产能转回民用生产，使原先被减缓的货币流通速度提高，美国国内通胀抬头并急剧上行；朝鲜战争的爆发更令美国通胀加速恶化，美联储与财政部的目标管理发生冲突。最终双方在 1951 年达成协议，美联储不再设定国债收

益率目标，而是以抑制通货膨胀为主要政策目标，YCC 正式退场。

与美国一样，英国政府在第二次世界大战期间因超量发行国债导致公债水平大幅上升，尤其是短期债务增加较多，私人部门持有的政府债务与 GDP 之比高达 170%。对此，英国央行将利率上限由 3% 降低至 2.5%，同时，还在战后实施了政府债券价格支持计划，协助财政部将长期利率维持在 2.5% 以内；不仅如此，为了维持利率上限，财政部停止发行利率超过 2.5% 的长期国债，但投资者认为国债发行利率过低，因此英国央行成了长期国债的净购买者。伴随着英国央行基于收益率曲线控制而采购大量国债，投入市场的基础货币也大量增加，导致英国遭遇了和美国相似的通货膨胀上升压力，最终，英国财政部不得不放弃 2.5% 的长期利率目标。

新冠疫情期间，澳大利亚央行于 2020 年 3 月宣布将 3 年期国债收益率控制在 0.1% 的目标位置，以提振受新冠疫情影响的房地产市场。在澳大利亚，大多数贷款利率是期限低于 5 年的浮动利率，故降低 3 年期国债利率可以减轻贷款人负担，从而有助于稳定房价。不过，在 YCC 实施了一年后，由于疫苗的进展及经济回暖，多国收益率上行，澳大利亚央行开始感受到明显的压力，于是宣布 YCC 将不再纳入后续 2024 年 11 月到期的 3 年期债券，正式放弃收益率曲线控制，并表示不再考虑该政策。

二、日本央行 YCC 的调整与特征

基于 20 世纪 90 年代房地产泡沫破灭以及随之而来的经济崩溃所引致的国内通货膨胀率持续下行背景，在采用了激进的降息（实施零利率）等常规货币政策手段但依然出现两年内通胀率年均下降近 1% 的情形下，2001 年 3 月，日本央行采取量化宽松（QE）计划，加大了对日本国债和其他资产的购买力度。然而，到了 10 年后安倍出任首相，日本依然还是没有摆脱通货紧缩的煎熬。

作为“安倍经济学”三支箭（宽松的货币政策、灵活的财政政策、结构性改革）的重要组成部分，黑田东彦出任日本央行行长后迅速推出了量化与质化宽松政策（QQE），央行对国债的采购量从

原先的 40 万亿日元增加到 80 万亿日元，直至无限量。QQE 代表着除购买国债外，央行还下场采购公司债券、股票市场 ETF 以及房地产基金等风险资产。然而，在评估了为期两年但效果仍不明显的 QQE 政策后，日本央行决定于 2016 年 2 月实施负利率，成为继欧元区、瑞士、瑞典、丹麦之后实施负利率政策的第五个发达经济体。2016 年 9 月，日本央行综合评估了 QQE 与负利率政策的实施效果，认为量化宽松和负利率政策能有效降低长期利率，但仍低于期望水平，且对实体经济的刺激作用减弱，于是便宣布实施 YCC 政策，等于在 QQE 原有“量”的框架基础上进一步推出了“价”的调控。

起初，日本央行确定的 YCC 变动区间即“利率走廊”为 $-0.1\% \sim 0.1\%$ 之间，但其实仅关注利率走廊上限，即当 10 年期国债收益率上行至 0.1% 时，央行便下场采购国债；考虑到 10 年期利率以 0 为中轴上下浮动 0.1% 的区间过于狭窄，导致 10 年期国债的市场流动性下降，日本央行于 2018 年 7 月将收益率波动幅度扩大至 $-0.2\% \sim 0.2\%$ ；2021 年 3 月，针对经济增速和通胀均出现上行趋势，日本央行又将区间扩大至 $-0.25\% \sim 0.25\%$ 之间。2022 年 12 月，日本央行再次扩大 YCC 区间至 $-0.5\% \sim 0.5\%$ 。

对比美国、英国、澳大利亚中央银行对 YCC 的操作手法可以发现，日本央行的收益率曲线控制有自身鲜明的特点。一方面，美国、英国、澳大利亚等国央行的 YCC 都是在危机突发情况下推出的，如美国和英国都是在战争背景下推出的，而澳大利亚央行则是为了应对新冠疫情对经济的严重冲击，因此，这些国家央行都是将 YCC 作为非常规货币政策工具使用。而日本央行手中的 YCC 应用背景虽然是通货紧缩，但从时间延续长度看已不具突发性，实际上是将 YCC 作为常规货币政策工具使用，且日本是目前唯一仍在使用 YCC 的国家。另一方面，从终极目的看，美国、英国、澳大利亚三国中央银行通过 YCC 实现收益率控制，主要诉求是减轻政府的债务负担，同时释放更多流动性以最终刺激经济增长；而日本央行的 YCC 也不可避免地刺激基础货币的壮大，但对准的调控目标则是刺激通胀。此外，从货币政策的搭配状况看，美国、英国、

澳大利亚等国中央银行是在利率保持正常化状态下实施 YCC 的，而日本央行启动 YCC 虽然之前已经将利率降至为负。最后，从调控对象看，美国、英国、澳大利亚既关注国债的长期收益率，也瞄准短期与中期收益率，而日本央行盯住的只是 10 年期国债的长端利率，相应地，日本央行划定了“利率走廊”，美国、英国、澳大利亚采取的是单一固定利率。

三、日本 YCC 的实施效果与负面影响

从理论上说，在央行宣布或者已经实施收益率曲线控制的情形下，市场会获得较为强烈的宽松信号效应，即货币政策在更长的时间内持续宽松，利率也将在未来很长一段时间内维持在更低的水平。这将在很大程度上稳定市场对中长期利率的预期，包括居民消费可能因借贷成本和储蓄收益的下降而增加，企业也可能在低利率的刺激下增加投资，政府融资活动也可能增多并增加支出。不仅如此，中长端利率的下行还会传导至信用债市场，拉低信用债的利率水平，降低企业的融资成本，增加企业融资活动。而且央行承诺利率水平维持在低位更长时间，可能引发股票、债券、房地产等资产价格全面上涨，相应地，居民财富水平出现上升，对消费产生促进作用，同时，企业杠杆率也将下降，融资能力增强，对企业投资产生促进作用。以上都将对经济增长以及物价水平形成促进与拉升。反观日本 YCC 的行进过程，启动后的一段时间的确产生出了一些积极效果，例如，物价水平脱离了负增长并持续表现为正，出口获得了明显改善，贸易顺差持续了多年，就业与经济增长也获得了不小的改观等。只是任何最初看上去不错的政策都可能随着时代的变迁而发生变化。

第一，日本并没有随着 YCC 的延续而摆脱通货紧缩。YCC 的最主要目标是推升通胀预期，但近 20 年来日本年均 CPI 仅 0.1% ，即便是 YCC 持续运行的 5 年时间里，日本国内 CPI 年均涨幅也只有 0.68% ，不仅远离央行的管理目标，其间还有 3 年 CPI 增长为负。虽然由于俄乌冲突爆发以及国际大宗商品价格大幅上行，日本国内的通货膨胀率出现

明显回升，但这种通胀主要是由大宗商品价格上涨引起的输入型通胀，既不是央行所期待的需求拉动型通胀，也不是发源于国内的消费驱动型通胀，而是进口材料上涨形成的成本推升型通胀。

第二，YCC引起日元贬值超预期，同时贸易收支随日元贬值出现恶化。YCC不仅会抑制长端收益率，而且也会影响并降低短期货币利率，日元在国际资本眼中失去吸引力，尤其是在美欧央行大幅加息背景下，日元的贬值风险被加速放大，资本纷纷逃离日本。理论上讲，日元贬值有利于日本出口，但由于能源价格上涨的强烈对冲，日本出口却远远逊于进口，最终日本经常项目顺差在2022年创下8年来的最低水平，出口对经济的贡献为-0.6%；若算上资本项目的逆差，2022年日本贸易逆差创下了自1979年有可比数据以来的新高。至2023年3月，日本出现了连续20个月的贸易逆差。

第三，金融市场价格发现功能因YCC的延续遭到压制。中央银行基于收益率曲线控制的购债操作，客观上形成了央行对国债收益率“兜底”的市场预期，市场也紧盯央行购债行为展开交易，呈现出“市场不看市场看中央银行”的行为特征，最终日本央行成了10年期国债的最大持有主体，持有规模近70%；此外，YCC人为压低日本国债收益率，扭曲了长短期国债收益曲线，虚高的价格也挤出了众多国际投资者，10年期国债的二级市场交易量枯竭，甚至一度出现“零成交”，国债市场的价格发现功能遭遇严重压制与扭曲。值得强调的是，虽然日本10年期国债利率曲线总体走势维持平稳，但更长期限利率却在反复走高，这也意味国债市场的定价因为央行和投资者之间的分歧而出现了明显的分化，而分化难以维持太久，换句话说，YCC政策已经对市场价格的形成部分失效。

第四，YCC形成对央行采购的倒逼进而损害央行独立性。在锚定“利率走廊”上限的前提下，随着收益率的不断“破位”，日本央行不断地下场救急，某些情况下央行还必须加大购买力度。而且由于政府债务水平过高，财政部也存在持续面向央行加压的倾向，并要求央行尽可能将收益率曲线控制维持更长时间，而基于对债务风险的担忧，日本央行也

会被动承诺与无奈隐忍，但同时又必然损害自身独立性。另外，不断“扩表”已使日本央行遭受的账面损失达到8.8万亿日元，占GDP的1.6%，央行接下来可以支配的货币政策增量工具受到抑制。

四、YCC的退出方式与其风险

2022年年底日本CPI创下40年来的最高水平，连续9个月高于日本央行设定的管理目标。受此影响，全年物价涨幅达到2.3%。而来自日本总务省的最新数据显示，2023年1月日本国内CPI继续高开高打，月度同比上升4.2%，为1981年9月以来的最快增速；虽然接下来的2个月CPI有所下降，但依然同比涨幅连续8个月位于3%上方，且去除生鲜食品后的核心CPI连续19个月增长；不包括生鲜食品的4月份东京消费者价格上涨了3.5%，高于3月份3.2%的涨幅。另外，2022年日本人均工资月均增长2.1%，为近31年来的最大涨幅，且连续2年增长，预计2023年还会继续上涨，日本国内存在着工资-物价螺旋。对此，国际货币基金组织明确表示，日本通胀具有上行风险，建议日本央行调整政策，提高收益率曲线控制政策的灵活性。

还有一个非常严峻的事实是，基于本区域通胀并未实质性减弱的事实，欧美主要经济体中央银行2023年还要继续加息，如果日本央行依旧按兵不动，日债与美债收益率“剪刀差”会进一步拉大，资本从日本撤离的脚步也会再度提速，日元贬值的压力势必继续提升，由此导致的输入型通胀将进一步恶化。因此，正如当初是基于通货紧缩的倒逼不得已推出了YCC，如今面对通胀可能失控的趋势，日本央行也很有可能被迫调整YCC。

按照植田和男的说法，“长期利率控制是一种不适合微调的机制，若利率上限小幅上调，市场对后续加息的预期可能会进一步导致大量政府债券抛售”。因此，就任央行行长后，植田和男不会在YCC的调整上采取渐进方式，例如，将当前的-0.5%~0.5%收益率区间扩张75个基点，然后再扩大100个基点等，而会像先前的美国、英国、澳大利亚那样一次性退出。同时，在量化宽松工具

的调整次序上,植田和男会选择放弃 YCC—停止负利率—退出 QE 的“倒序”步骤,也就是采用先“价”后“量”的节奏。正如当初黑田东彦推出 YCC 是希望用长端利率带动短端利率走低,植田和男同样是希望首先借助退出 YCC 影响长端利率进而带动短端利率,同时在最后程序退出 QE,也可以让市场的流动性保持稳定供给状态。

选择一次性退出 YCC 势必会令日债收益率急剧上升,市场由此非常担心是否会酿成日债违约风险。的确,目前日本政府债务占比超过了 260%,为发达国家中的最高水平,但根据 IMF 的测算,日本政府债务的平均利率为 0.62%,利息支出仅为 GDP 的 1.6%,显著低于美欧等主要国家水平,而且日本政府债务平均期限为 8 年,国债收益率上升短期只影响新增债务的融资成本,对存量债务成本的直接传导非常有限,何况通胀上升阶段,伴随着名义 GDP 增速的回升,财政收入增速通常上升更多,可以抵消付息成本压力。因此,总体判断,直接退出 YCC 短期内令日本政府债务不可持续的风险较小。

除了可能给财政带去一定的风险外,调整 YCC 也势必引起日本央行的巨额亏损。无论是对 YCC 做出数量幅度的改变,还是完全放弃 YCC,收益率的上翘扬升都是一种必然。相应的则是国债价格的下降,也就是说,在收益率上升的状态下日本央行卖出国债的价格将大大低于 YCC 约束情形下的买入价格,而折价出售的结果显然就是亏损。根据 The Economist 的估算,以目前日本央行的国债持有量计算,国债收益率上升 0.25 个百分点,日本央行未实现损失将达到 7.5 万亿日元,约占 GDP 的 1.4%。

但相比于对国内债务成本提升难以构成危机压力,未来日本央行对 YCC 采取的激进手法对自身和全球金融市场的溢出风险在短期内可能要大得多。一方面,随着日本国债收益率的上行,国债期货价格必然出现下跌,而在日本国债期货市场交易主体中,境外机构占比近 70%。如果它们顺势做空日本国债期货,日本国内机构是否有足够的对冲能力,日本央行又是否具备更多余力来买进被抛售的债券,以避免本国国债期货市场的踩踏式下跌?另

一方面, YCC 结束后,日元利率的陡峭化极有可能带动全球利率的重新螺旋上升,传导至全球金融市场的产品身上,价格的剧烈波动将使投资者不得不承受较大的亏损敞口。更为关键的是,日元是全球规模最大的套息货币,紧跟 YCC 退出脚步的日元加速升值,使投资者的押注风险偏好上升,由此导致的逆向套息交易将使更多资本回流至日本。根据日本财务省的最新报告,2022 年仅日本投资者减持的海外固定收益证券就达 23.8 万亿日元,为过去 27 年来的最高水平,主要原因就是对日本央行将转向货币政策正常化的猜测推动了日本国债收益率的上升,提升了日本国债对投资者的吸引力,这种状态在 YCC 退出趋势非常明朗的背景下是否会扩大到市场更广的层面,从而令非日债金融品种面临更大的抛售压力或者引致全球金融市场流动性压力的增长,则有待进一步观察。

参考文献:

- [1] 李晓、王晗. 日本银行的量化宽松“新政”:特征、背景及其面临的挑战 [J]. 国际经济评论, 2017 (3): 91-110+6-7
- [2] 梁雁. 货币政策对国债收益率曲线的影响及传导机制研究 [J]. 金融理论与实践, 2016 (2): 42-45
- [3] 钮锴等. 收益率曲线控制回顾与比较 [J]. 中国货币市场, 2022 (11): 44-49
- [4] 张启迪. 收益率曲线控制的历史演进、理论基础及影响, 财经理论与实践 [J]. 2021 (6): 20-27
- [5] 张锐. 日本做大海外资产大盘衍生多重红利 [N]. 证券时报, 2022-06-26
- [6] 张锐. 日本央行即将换帅 货币政策将作何选择? [N]. 证券时报, 2022-02-21
- [7] 张锐. 从“不可能三角”看日本央行的政策工具选择 [N]. 证券时报, 2022-08-29
- [8] Garbade K. Managing the Treasury Yield Curve in the 1940s [R]. York: Frb of New York Staff Report, 2020

(责任编辑:冯天真)