

2020年9月10日

利率

固定收益研究组

陈健恒分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511030011
SFC CE Ref: BBM220
chenjh@cicc.com.cn**日本货币和财政政策工具的应用和借鉴意义**

——他山之玉系列

丁雅洁联系人, SAC 执业证书编号:
S0080120070140
Yajie.Ding@cicc.com.cn**要点:**

从 1999 年 2 月首次实施零利率政策开始,日本央行的政策力度整体上不断加码,并通过创设非常规货币政策工具营造持续宽松的货币政策环境。2001 年 3 月,日本央行宣布将货币政策操作目标从无抵押隔夜拆借利率转向准备金余额,并在必要时直接购买长期国债,首次开启 QE。在 2006 年 3 月短暂退出零利率政策和 QE 后,日本央行于 2008 年 12 月再次启用零利率政策并再次开启 QE。2010 年 10 月,日本央行宣布加强货币政策宽松力度,开启全面宽松(CME)。2013 年 4 月,日本央行将量化宽松(QE)升级为量化与质化宽松(QQE),并于 2016 年 1 月将负利率首次引入货币政策框架,以进一步加强货币政策宽松力度。2016 年 9 月,日本央行提出收益率曲线控制(YCC)下的 QQE,以收益率曲线控制为核心,结合通胀超调承诺提供力度空前的宽松货币政策。在此过程中,日本央行的货币政策操作目标整体上经历了从价格型目标(无抵押隔夜拆借利率)到数量型目标(基础货币规模)再到价格型目标(长短期目标利率水平)的转变。经过二十年超级宽松货币政策的实施,日本的利率水平在降至 0 以后进一步转负,短期政策利率设定为 -0.1%,长期利率水平(10 年国债收益率)则维持在 0 附近。同时,基础货币规模持续增加,日本央行的资产负债表也随着不断升级的资产购买一路扩大。截至 2020 年 7 月,已分别达到 576.3 万亿日元和 665.9 万亿日元,占其 2019 年 GDP 的 104.1% 和 120.3%。

为了配合货币政策框架的实施,日本央行创设了多种货币政策工具,包括向金融机构直接购买国债以增加基础货币投放、提供流动性并在后期实现收益率曲线控制;通过回购协议或向金融机构直接购买商业票据和公司债等增强金融机构贷款意愿、缓解企业融资困境;设立补充贷款便利 CLF 以便金融机构主动调整头寸并提供政策利率上限;设立资金支持操作 FSO、贷款支持计划 LSP 提供大规模、低成本的资金以满足流动性需求;设立补充存款便利 CDF 提高金融机构拆借意愿;直接购买 ETFs 和 J-Reits 等风险资产以降低风险溢价、从而降低企业融资成本等。对比几次应对措施可以发现,加强流动性支持、提高金融机构向企业和家庭提供融资的意愿以及降低企业融资成本是日本央行救市行动的主要出发点,即在宽货币的同时确保宽信用。由于日本的长短端利率水平在新冠疫情爆发前已经处在极低的水平,因此此次宽松主要体现在加强信贷支持和降低风险溢价上。较为明显的改变是延长了所提供贷款的期限以便提供更加稳定的资金,同时扶持对象更倾向于中小企业与家庭部门,也就是在疫情中更容易受到冲击的主体。从日本央行在历次危机时所持风险资产规模、资金支持操作规模和日本国内银行提供的贷款规模来看,此次应对疫情的货币政策支持力度都是空前的。

同时,日本也积极推行扩张性的财政政策,与超宽松的货币政策共同发力刺激经济增长。从 1999 年起,日本的年度预算规模均在 80 万亿日元以上。安倍晋三上台后,作为安倍经济学的第二支箭,日本的年度财政预算自 2013 年起连续 8 年创新高,从 2019 年起连续 2 年超过 100 万亿日元。除常规的年度财政预算支出外,2008 年至新冠疫情爆发前,日本前后共出台 17 次财政刺激计划支持经济增长。其中,为应对次贷危机出台的 4 次财政刺激计划规模共达 132.4 万亿日元,其中 66.7 万亿日元纳入财政预算;安倍上台之后推出的 4 次财政刺激计划规模共计 92.9 万亿日元,其中 45.4 万亿日元纳入财政预算。由于持续的巨额支出导致日本的财政收支状况不断恶化,因此安倍政府于 2014 年和 2019 年两次上调消费税税率,以增加税收收入、改善财政收支失衡的情况。日本财政收入对债务的依赖率开始逐渐下降,财政支出中用于偿还存量债务的比重以及政府债务占 GDP 的比重也暂停上升趋势。但在新冠疫情爆发后,日本政府连续推出两轮规模高达百万亿日元的财政刺激计划,日本的债务规模及占比被迫再次上升,我们预计日本财政收支失衡的情况仍将持续。

从日本的经验来看,非常规的宽松货币政策在实施初期确实能够起到短期的刺激作用,但过度宽松会令政策的边际效果明显减弱,持续超宽松的结果是将央行陷入加码宽松无用、削弱宽松力度却会导致较大风险的无路可走的局面。而我国仍属于劳动力相对充足、对外资吸引力较强、经济潜在增长率较高的新兴经济体,因此货币政策在边际上的宽松就能形成较为有效的刺激,并推动经济增长。在此情况下,保留货币政策空间显得尤为关键,维持正常的政策利率水



位并择机调整是更适合于我国的货币政策路径。从历次应对危机的措施来看，日本央行使用的货币政策工具大多是为了同时实现宽货币和宽信用。具体来说，将信用等级相对较低或之前不能用作抵押的资产纳入合格抵押品范围，相当于为融资困难的实体提供了来自央行的外部增信，并在一定程度上把金融机构的放贷行为与因放贷而产生损失的风险进行了分离。由于这些工具在投放流动性的同时也帮助金融机构降低了因发放贷款而产生损失的风险，因而能够同时加强金融机构满足实体经济融资需求的能力和意愿，从而防止流动性滞留在金融体系内部、疏通实体经济融资渠道。因此，切实降低金融机构对承担损失的顾虑是疏通融资渠道的关键，其效果好于在信号层面的引导，我国缓解中小企业融资难的问题也可从这一思路入手。此外，日本央行十分重视并擅于使用“前瞻性指引”，每年定期召开 8 次货币政策会议（MPM）进行货币政策声明，并由行长在会后召开记者会对政策声明直接进行解释，降低国内外投资者对政策风险的担忧。而在我国不断推进金融市场对外开放以及从数量型货币政策向价格型货币政策转型的背景下，提高前瞻性指引的有效性和透明度不仅有利货币政策本身的传导，还能够使境外投资者更加清晰、正确地理解我国的货币政策，提高我国资本市场的吸引力，并反过来促进我国金融市场的开放和人民币国际化。财政措施上，从日本多次大规模财政刺激的效果来看，财政刺激规模增加所带来的额外效果是有限的，且我国不具备日本背负高债务而不易爆发债务风险的条件，因此，我国的财政刺激无论从规模上还是用途上都应该更加“精打细算”。



目录

日本近二十年货币政策演变.....	5
1、零利率（1999 年 2 月至 2000 年 8 月）.....	6
2、零利率 + QE（2001 年 3 月至 2006 年 3 月）.....	6
3、逐步退出 QE 和零利率（2006 年 3 月至 2008 年 12 月）.....	7
4、重新实施零利率+QE（2008 年 12 月至 2010 年 10 月）.....	8
5、零利率+全面宽松（2010 年 10 月至 2013 年 3 月）.....	9
6、QQE+零利率（2013 年 4 月至 2015 年 12 月）.....	10
7、QQE+负利率（2016 年 1 月至 2016 年 9 月）.....	10
8、QQE+YCC（2016 年 9 月至今）.....	11
日本货币政策工具.....	12
1、通过回购协议购买商业票据（Purchases of CP with Repurchase Agreements）.....	12
2、直接购买付息国债（Outright Purchases of Japanese Government Bonds）.....	12
3、补充贷款便利（Complementary Lending Facility）.....	13
4、通过回购协议买卖日本政府证券（Complementary Lending Facility）.....	13
5、证券借贷便利（Securities Lending Facility, SLF）.....	13
6、资金支持操作（Funds-Supplying Operations against Pooled Collateral）.....	14
7、补充存款便利（Complementary Deposit Facility）.....	14
8、资产购买计划（Asset Purchase Program, APP）：实施 QQE 时终止.....	14
9、贷款支持计划（Loan Support Program, LSP）.....	15
10、直接购买商业票据和公司债（Outright Purchases of CP and Corporate Bonds）.....	15
11、购买 ETFs 和 J-Reits（Purchases of ETFs and J-REITs）.....	16
日本历次经济冲击时的货币政策应对.....	17
1、2008 年次贷危机.....	17
2、2011 年东日本大地震.....	17
3、2016 年熊本地震.....	18
4、2019 年新冠疫情.....	18
日本财政制度.....	20
1、日本财政制度介绍.....	20
2、日本财政支出流程介绍.....	20
3、日本历年财政收入与支出情况.....	20
日本历次经济冲击时的财政刺激计划.....	23
1、应对次贷危机的经济刺激计划.....	23
2、应对东日本大地震的经济刺激计划.....	25
3、安倍经济学下的经济刺激计划.....	26
4、2020 年新冠肺炎肆虐背景下经济刺激计划.....	28
日本货币政策和财政政策的借鉴意义.....	30
1、安倍执政期间日本经济政策——“安倍经济学”.....	30
2、日本未来政策走向.....	32
3、对我国的借鉴意义.....	32

图表

图表 1:日本近二十年货币政策演变.....	5
图表 2:日本央行利率水平和资产负债表规模等相关指标变化.....	5
图表 3:1991 年至 2000 年间日本部分经济指标.....	6
图表 4:2000 年至 2006 年间日本部分经济指标.....	7
图表 5:2001 年 3 月至 2006 年 3 月 QE 期间日本央行准备金余额规模大幅增加.....	7
图表 6:2001 年至 2008 年间日本部分经济指标.....	8
图表 7:日本 GDP 及价格水平（左）；日本金融机构对企业借贷意愿急剧下降（右）.....	9
图表 8:日本央行国债购买规模增加.....	9
图表 9:全面宽松时期固定利率资金支持操作规模及资产购买计划规模变化.....	10



图表 10: QQE 加大宽松力度	10
图表 11: 2015 年至 2016 年间日本部分经济指标; 原油价格下跌 (右)	11
图表 12: 日本央行货币政策工具	12
图表 13: 日本央行所持付息国债规模及占比	13
图表 14: 补充贷款便利— Lombard 型借贷便利	13
图表 15: 证券借贷便利 (Securities Lending Facility, SLF)	14
图表 16: 资金支持操作余额	14
图表 17: 资产购买计划 (Asset Purchase Program, APP)	15
图表 18: 贷款支持计划 (Loan Support Program, LSP)	15
图表 19: 日本央行所持商业票据及公司债规模	16
图表 20: 日本央行所持 ETFs 和 J-Reits 规模	16
图表 21: 历次危机时日本央行所持风险资产规模变化 (左, 单位: 万亿日元); 历次危机时日本央行资金支持操作规 模及国内银行贷款规模变化 (右, 单位: 万亿日元)	19
图表 22: 日本历年财政决算收入来源 (2020 年为预算)	21
图表 23: 日本财政收支情况与财政收入债务依赖率	21
图表 24: 日本历年财政决算支出投向 (2020 年为预算)	21
图表 25: 日本国债规模及占 GDP 比重	22
图表 26: 日本历次经济刺激计划	23
图表 27: 原油期货价格持续上涨, 日本经济增长动力不足	24
图表 28: 2009 年 4 月经济刺激计划	25
图表 29: 2009 年 4 月经济刺激计划	26
图表 30: 安倍政府第一轮财政刺激	27
图表 31: 安倍政府第二轮财政刺激	27
图表 32: 安倍政府第四轮财政刺激	28
图表 33: 随着全球疫情爆发, 日本出口大幅下跌, 旅游业遭受重创	28
图表 34: 2020 年 5 月应对新冠疫情的第二轮刺激计划	29
图表 35: 日元贬值初期导致日本进口产品价格提高并推升通胀 (左); 政策推行初期日本企业营业利润提高 (右)	30
图表 36: 公共投资对 GDP 拉动效果在初期较明显 (左); 日本政府部门杠杆率增速放缓 (右)	31
图表 37: 外国投资者所持份额占日本上市公司股票市值的比例提高 (左); 65 岁以上就业人群占比 (右)	31



日本近二十年货币政策演变

根据《日本央行法》，日本央行的货币政策旨在实现价格稳定，从而为国民经济的健康发展做出贡献。20世纪90年代泡沫经济破灭后，日本经济陷入长期低迷，价格水平持续下行。为了摆脱通缩的困境，日本央行一直积极实施超级宽松的货币政策，致力于将价格水平推升至合意区间并以此刺激经济增长。从1999年2月首次实施零利率政策开始，日本央行的政策力度整体上不断加码，并通过创设非常规货币政策工具营造持续宽松的货币政策环境。2001年3月，日本央行宣布将货币政策操作目标从无抵押隔夜拆借利率转向准备金余额，并在必要时直接购买长期国债，首次开启QE。在2006年3月短暂退出零利率政策和QE后，日本央行于2008年12月再次启用零利率政策并再次开启QE。2010年10月，日本央行宣布加强货币政策宽松力度，开启全面宽松（CME）。2013年4月，日本央行将量化宽松（QE）升级为量化与质化宽松（QQE），并于2016年1月将负利率首次引入货币政策框架，以进一步加强货币政策宽松力度。2016年9月，日本央行提出收益率曲线控制（YCC）下的QQE，以收益率曲线控制为核心，结合通胀超调承诺提供力度空前的宽松货币政策。在此过程中，日本央行的货币政策操作目标整体上经历了从价格型目标（无抵押隔夜拆借利率）到数量型目标（基础货币规模）再到价格型目标（长短期目标利率水平）的转变（图表1）。

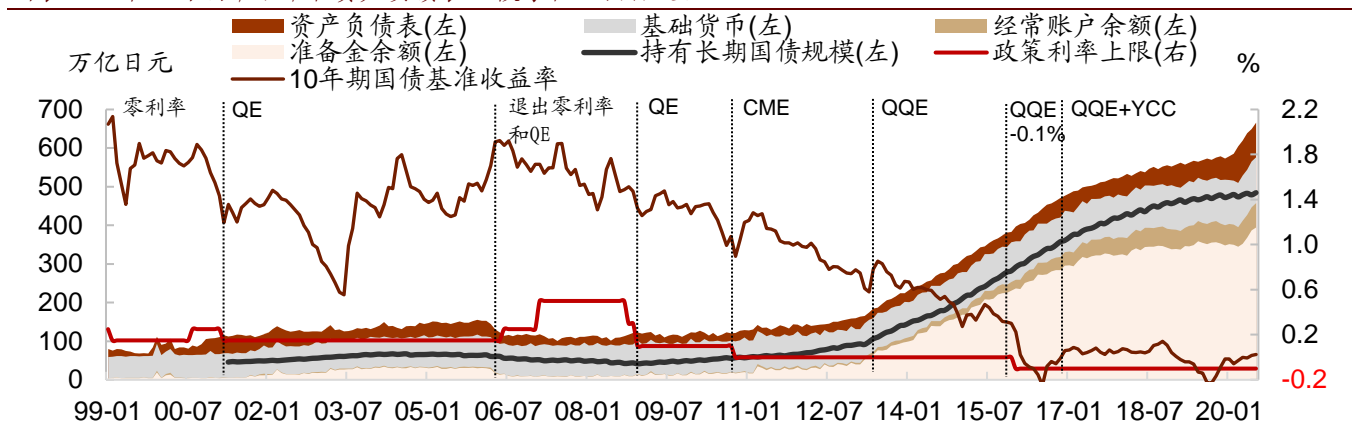
图表1：日本近二十年货币政策演变

时间	货币政策阶段	货币政策操作目标	政策利率水平	基础货币目标增速 (万亿日元/年)	国债购买规模 (万亿日元/年)	所买国债 久期	通胀目标
1999.02-2000.08	零利率(首次实施)	无抵押隔夜拆借利率	0.15% (尽可能低)		4.8		摆脱通缩
2000.08-2001.03	短暂退出零利率	无抵押隔夜拆借利率	0.25%		4.8		摆脱通缩
2001.03-2006.03	QE (首次实施)+零利率	金融机构经常账户余额	0.15% (尽可能低)		4.8→14.4		摆脱通缩
2006.03-2008.12	QE, 逐步退出零利率	无抵押隔夜拆借利率	0.15%→0.25% →0.5%→0.3%		14.4		摆脱通缩
2008.12-2010.10	QE+零利率	无抵押隔夜拆借利率	0.10% (尽可能低)		14.4→16.8	1-2年	摆脱通缩
2010.10-2013.04	QE加码(全面宽松)+零利率	无抵押隔夜拆借利率	0-0.10%		16.8→21.6	1-2年	0.1% (0-0.2%)
2013.04-2016.01	QQE+零利率	基础货币	0-0.10%	60-70	50→80	7-12年	2%
2016.01-2016.09	QQE+负利率(首次实施)	基础货币	-0.10%	80	80	7-12年	2%
2016.09-至今	QQE+YCC(首次实施)	长短期目标利率水平	-0.10%	80	80	不做限制	2%

资料来源：日本央行，中金公司研究

经过二十年超级宽松货币政策的实施，日本的利率水平在降至0以后进一步转负，短期政策利率设定为-0.1%，长期利率水平（10年国债收益率）则维持在0附近。同时，基础货币规模持续增加，日本央行的资产负债表也随着不断升级的资产购买一路扩大（图表2）。截至2020年7月，已分别达到576.3万亿日元和665.9万亿日元，占其2019年GDP的104.1%和120.3%，日本央行成为继瑞士央行之后全球第二家资产规模超过本国GDP的央行。

图表2：日本央行利率水平和资产负债表规模等相关指标变化



资料来源：日本央行，中金公司研究



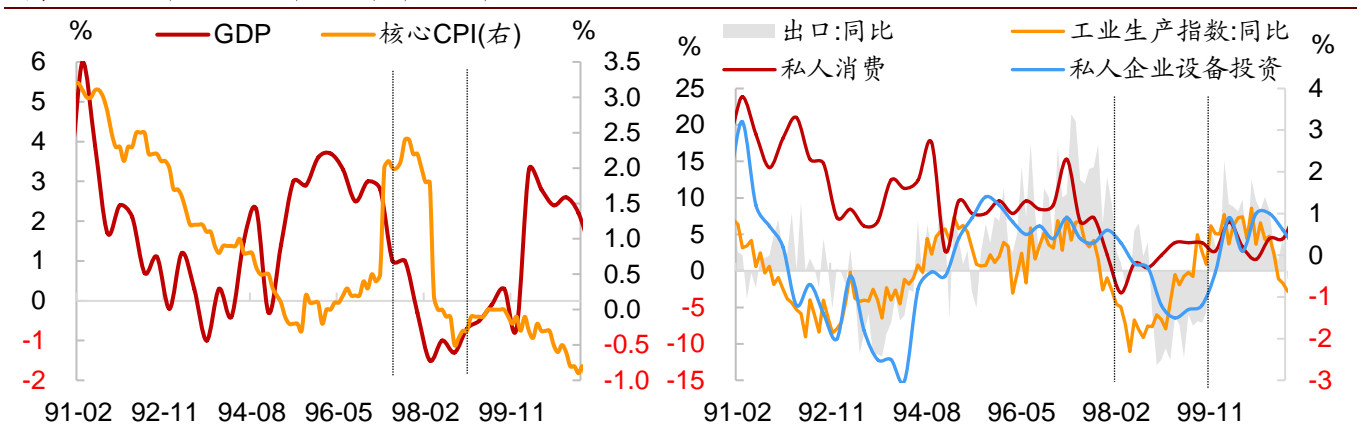
1、零利率（1999年2月至2000年8月）

1999年之前，日本已经实施了多年的低利率政策，其政策利率从1991年的6%一路下调至1995年的0.5%，配合数轮财政刺激，日本的经济形势和价格水平趋势均有所好转。但1997年亚洲金融危机的爆发打断了日本经济温和复苏的脚步，受出口大幅下滑影响，日本的工业生产指数迅速下降。叠加当年4月日本政府将消费税从3%上调至5%，私人消费在透支性增长后陷入低迷。略有起色的经济 and 价格水平随之再次下行（图表3）。

1999年2月，为了避免通缩压力加剧和经济进一步恶化，日本央行决定将无抵押隔夜拆借利率目标降至0.15%附近，并提供足够多的资金将实际的无抵押隔夜拆借利率维持在尽可能低的水平，日本货币政策进入零利率阶段。为确保无抵押隔夜拆借利率稳定地保持在零水平，日本央行承诺提供足够的资金使得准备金水平提高1万亿日元至5万亿日元。但也正因如此，市场预期金融机构可以随时获得成本几乎为零的资金，持有资金的动机反而减弱，导致日本央行提供的额外资金的70%-80%都被积累在TANSHI（资金经纪商）等机构手中，而金融机构的实际认购额却低于目标。同年，日本央行为了加强货币市场操作，宣布将政府融资票据（Financing Bills）、资产支持证券等纳入合格抵押品范围，并从当年10月起对日本政府短期债券（Financing Bills和Treasury Bills）进行直接买卖（而非通过回购协议），以便更好地控制流动性。

2000年8月，由于世界经济的复苏和日本国内通信领域的创新，日本企业利润和固定投资持续增长，需求疲软对价格造成的下行压力减弱，经济显示出较为明显的复苏迹象（图表3），因此政策委员会多数委员认为日本经济已经处于消除通缩担忧的阶段，决定将无抵押隔夜拆借利率目标提高至0.25%，日本货币政策首次零利率阶段结束。但由于0.25%的无抵押隔夜拆借利率水平仍然极低，因此货币政策仍然非常宽松。

图表3:1991年至2000年间日本部分经济指标



资料来源：彭博，Wind，中金公司研究

2、零利率+QE（2001年3月至2006年3月）

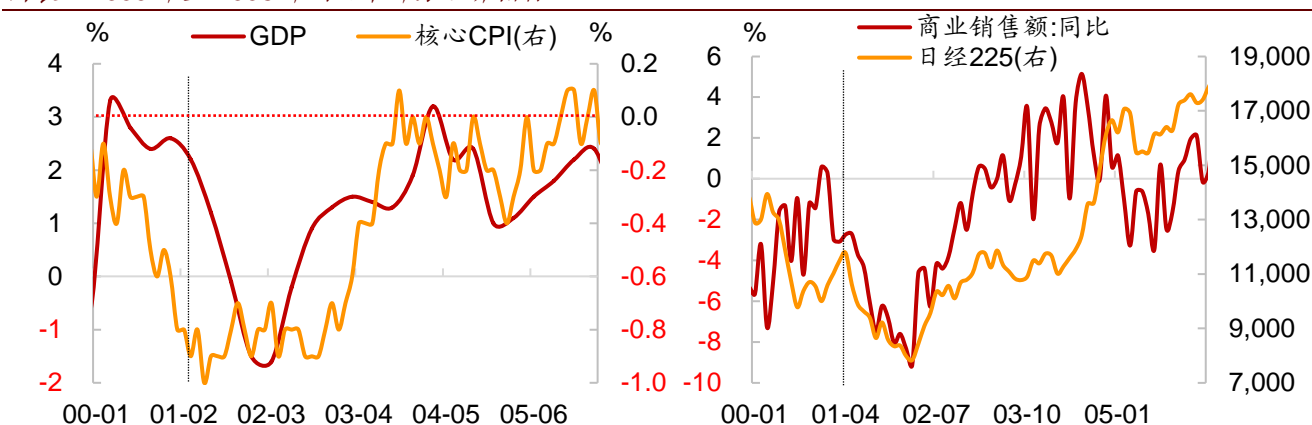
2000年下半年，在全球经济增长减速以及日本国内股市下跌的背景下，日本经济复苏的步伐再次放缓，经济前景的不确定性上升（图表4）。同时，价格已经表现出疲软的态势，且由需求疲软而导致的价格下行压力可能加剧。

为增强货币市场操作的灵活性从而加大货币政策宽松力度，日本央行于2月9日创设补充贷款便利（Complementary Lending Facility, CLF），以基本贷款利率¹（由0.5%下调至0.35%）向金融机构提供隔夜贷款。通过补充贷款便利，金融机构能够根据自身头寸需要主动向日本央行申请贷款，相当于我国的SLF。同时，由于CLF是一种Lombard型借贷便利，因此通过设定基本贷款利率的水平，能够将政策目标利率（无抵押隔夜拆借利率，是金融机构间进行借贷的市场利率）稳定在基本贷款利率以下，在降低其波动的同时增强日本央行对货币市场利率的调控能力。2月28日，日本央行再次将无抵押隔夜拆借利率目标由0.25%下调至0.15%，宣布日本时隔6个月后再启动零利率货币政策，同时将基本贷款利率由0.35%下调至0.25%。

¹ 基本贴现利率和基本贷款利率：2001年1月4日，日本银行将“官方贴现利率”改称为“基本贴现利率和基本贷款利率。为方便表述，正文中统称“基本贷款利率”。



图表 4:2000 年至 2006 年间日本部分经济指标



资料来源：IMF，Wind，中金公司研究

3 月，为进一步消除市场的通缩预期，日本央行宣布改变货币市场操作目标，将主要的操作目标从无抵押隔夜拆借利率目标转向日本央行的经常账户余额，并在必要时直接购买长期国债，首次开启 QE。在此框架下，日本央行将向市场提供足够的流动性，使其经常账户余额增长至约 5 万亿日元（约比 2001 年 2 月的平均水平高出 1 万亿日元）。相应地，足够多的流动性承诺也将使无抵押隔夜拆借利率从当时的 0.15% 降至接近零的水平。为此，日本央行将在必要时提高长期国债购买规模，但所持国债规模不得超过流通中的货币量（2001 年 2 月为 57 万亿日元）。5 月，日本央行将国债购买范围从原有的 10 年和 20 年扩大至包括 2 年、4 年、5 年和 6 年。

尽管日本央行采取了中央银行史无前例的货币宽松政策，但出口下滑仍导致工业生产急剧下降，且疲软的需求仍然可能加剧价格下行的压力。在此背景下，日本央行于 8 月加码宽松政策，宣布将使准备金余额水平从 5 万亿日元提高至 6 万亿日元。同时，将对日本长期国债的购买量从每月 4000 亿日元提高至每月 6000 亿日元。此后直至 2004 年 1 月，日本央行不断加强货币政策的宽松力度（图表 5），直到 2006 年 3 月退出本轮 QE。

图表 5:2001 年 3 月至 2006 年 3 月 QE 期间日本央行准备金余额规模大幅增加

时间	准备金余额规模 (万亿日元)	购买国债速度 (亿日元/月)	无抵押隔夜拆借 利率	官方贴现利率	其他
2001/3/19	5	4000	0.15%	0.25%	
2001/5/19	5	4000	0.15%	0.25%	将国债购买范围从原有的 10 年和 20 年扩大至包括 2 年、4 年、5 年和 6 年； 将购买的票据的最长到期期限由 3 个月延长至 6 个月
2001/8/14	6	6000	0.15%	0.25%	
2001/9/18	6 以上	8000	0.15%	0.10%	
2001/12/19	10-15	10000	0.15%	0.10%	更加积极地购买商业票据； 扩大可作为合格抵押品的 ABS 的范围
2002/2/28	10-15	12000	0.15%	0.10%	延长 Lombard 型补充信贷便利的可展期天数
2002/10/30	15-20	12000	0.15%	0.10%	将票据购买最长期限延长至 1 年
2002/12/17	15-20	12000	0.15%	0.10%	将 ABCP 纳入合格抵押品范围
2003/4/1	17-22	12000	0.15%	0.10%	
2003/4/30	22-27	12000	0.15%	0.10%	
2003/5/20	27-30	12000	0.15%	0.10%	
2003/6/1	27-30	12000	0.15%	0.10%	将直接购买 ABS 帮助中小企业融资，总规模小于 1 万亿日元 有效期至 2006 年 3 月
2003/10/10	27-32	12000	0.15%	0.10%	将通过回购协议购买的日本国债的剩余期限从 6 个月延长至 1 年。
2004/1/20	30-35	12000	0.15%	0.10%	

资料来源：日本央行，中金公司研究

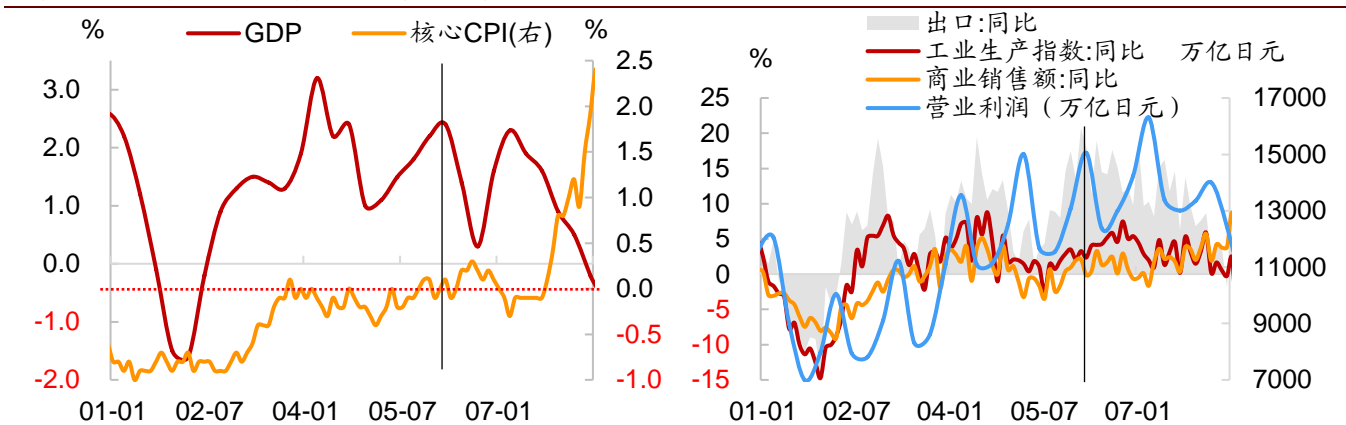
3、逐步退出 QE 和零利率（2006 年 3 月至 2008 年 12 月）

在持续 5 年的超宽松货币政策刺激以及全球经济的增长带动下，日本出口持续增长，出口金额同比已由 2001 年一季度的 3.17% 大幅回升至 2005 年四季度的 13.35%。同时，企业利润及商业固定投资持续增加，私人消费开始稳定，



且最重要的核心 CPI 同比转正、企业和家庭对通胀的预期提高（图表 6），因此日本央行认为当时的经济状况已经满足了退出 QE 的条件。2006 年 3 月，日本央行决定将货币政策操作目标从准备金余额重新转向无抵押隔夜拆借利率目标，同时将准备金余额的上限在几个月内降至常规水平，暂时退出 QE。

图表 6:2001 年至 2008 年间日本部分经济指标



资料来源：Wind，中金公司研究

由于当时日本经济持续温和增长、核心 CPI 同比也保持稳步提高的趋势（图表 6），2006 年 6 月，日本央行将无抵押隔夜拆借利率再次提高至 0.25%，退出零利率政策，同时将补充贷款便利工具的利率由 0.1% 提高至 0.4%。2007 年 2 月，日本央行宣布将无抵押隔夜拆借利率进一步提高至 0.5%，并将基本贷款利率提高至 0.75%。

在此期间，为方便货币市场操作，日本央行设立了针对集合抵押品的资金支持操作（Funds-Supplying Operations against Pooled Collateral），以替代当时的纸质票据购买业务，并一直沿用至今。通过资金支持操作，日本央行可根据集合抵押品的价值以竞争性招标利率向金融机构提供期限不超过 1 年的贷款。

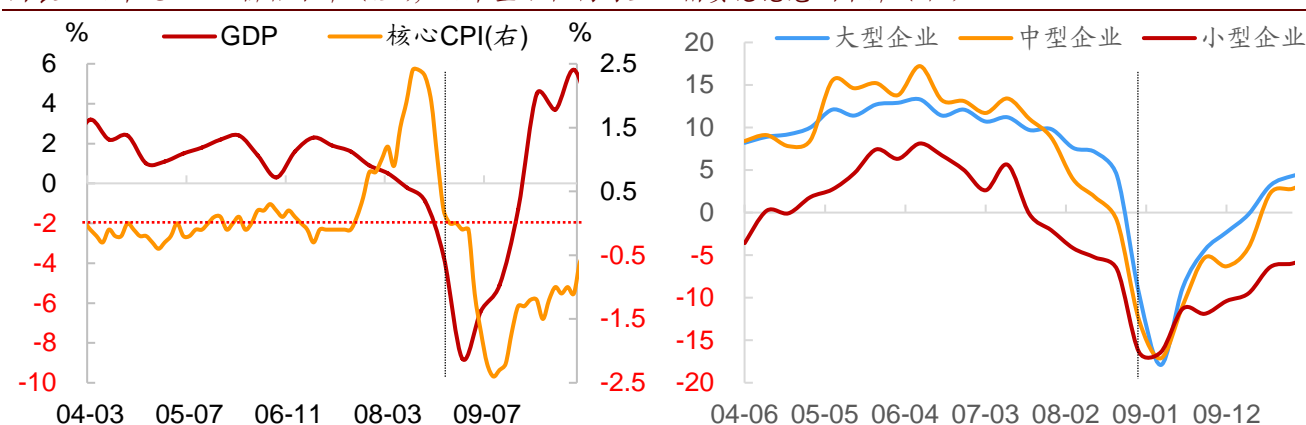
4、重新实施零利率+QE（2008 年 12 月至 2010 年 10 月）

2008 年后半年，爆发于美国的金融危机迅速波及全球，并逐渐由金融领域蔓延到实体经济，全球经济受到极大冲击。以出口为重要增长动力的日本经济再次滑坡，通胀的上行势头开始呈现疲软态势。同时，尽管日本的金融市场相对稳定，但全球金融市场的压力日益加剧。为维持物价并维护日本国内金融市场的稳定，日本央行决定下调政策利率目标并提高货币市场操作的灵活性。2008 年 10 月，除了扩大回购协议中的日本国债范围并提高 CP 的回购频率和规模，日本央行宣布将无抵押隔夜拆借利率下调 20bp 维持在 0.3% 附近，将基本贷款利率下调 25bp 至 0.5%。同时，为确保货币市场在年末和财年末的稳定，日本央行设立补充存款便利（Complementary Deposit Facility），以低于政策利率一定利差（可以为 0）的利率向金融机构存放在日本央行的超额存款准备金支付利息。由于超额存款准备金利率不会超过金融机构之间进行借贷的无抵押隔夜拆借利率，因此能够促进金融机构之间的借贷行为，促进货币市场的稳定。

尽管如此，日本的企业融资状况仍在恶化，不仅小企业融资形势严峻，越来越多的大企业也开始面临融资困境（图表 7，右）。为缓解国内企业融资难题，2008 年 12 月初日本央行召开临时会议，设立特殊资金支持操作（Special Funds-Supplying Operations to Facilitate Corporate Financing），暂时将原本资金支持操作中合格抵押品的范围扩大至包括 BBB 及以上（债项评级或主体评级均可）的公司债或公司契约贷款，并可以此为抵押向金融机构提供为期 3 个月的贷款，总规模不做限制，贷款利率为贷款存续期内无抵押隔夜拆借利率的平均水平。但随着全球经济的持续衰退，日本出口继续下降，导致企业利润和家庭收入同步下滑，国内需求和通胀疲软（图表 7，左）。12 月 19 日，日本央行宣布将无抵押隔夜拆借利率目标进一步下调 20bp 至 0.1%，货币政策再次进入零利率阶段，并将基本贷款利率下调 20bp 至 0.3%，补充存款便利的利率则维持在 0.1%。同时，日本央行将日本国债规模从每年 14.4 万亿日元提高至每年 16.8 万亿日元，并将购买范围扩大至包括 30Y 日本国债、浮动利率国债以及通胀指数国债，以提供长期资金、加大 QE 力度，并于 2009 年 3 月将日本国债购买规模进一步提高至每年 21.6 万亿日元（图表 8）。



图表 7: 日本 GDP 及价格水平 (左); 日本金融机构对企业借贷意愿急剧下降 (右)



资料来源: Wind, 中金公司研究

图表 8: 日本央行国债购买规模增加

时间	购买国债速度 (万亿日元/年)	无抵押隔夜拆借利率	官方贴现利率	其他
2004/01	14.4	0.15%	0.10%	
2008/12	16.8	0.10%	0.30%	将国债购买范围扩大至包括30年期国债、浮动利率国债以及通胀指数国债
2012/12	21.6	0.10%	0.30%	

资料来源: 日本央行, 中金公司研究

2009 年 1 月, 为进一步缓解企业融资困境, 日本央行宣布将直接从金融机构手中购买剩余期限在 3 个月内、评级在 A-1 及以上的 CP 和 ABCP, 总规模上限为 3 万亿日元。2 月, 日本央行继续宣布将直接从金融机构手中购买剩余期限在 1 年内、评级在 A 及以上的公司债, 总规模上限为 1 万亿日元。同时, 通过提高操作频率、延长贷款期限和工具有效期来加强特殊资金支持操作 (Special Funds-Supplying Operations), 希望借此降低长期利率, 从而降低企业融资成本。

2009 年 12 月, 为进一步降低长期利率, 日本央行推出一项新的资金支持操作, 为金融机构提供总规模上限为 10 万亿日元的 3 个月期限固定利率贷款, 贷款利率为无抵押隔夜拆借利率 (0.1%)。在此基础上, 2010 年 3 月, 日本央行推出针对集合抵押品的固定利率资金支持操作 (The Fixed-Rate Funds-Supplying Operation against Pooled Collateral), 将此前资金支持操作中的 3 个月期贷款总规模上限由 10 万亿日元提高至 20 万亿日元, 并在 8 月再次增加 10 万亿日元的 6 个月期贷款, 总规模达到 30 万亿日元。

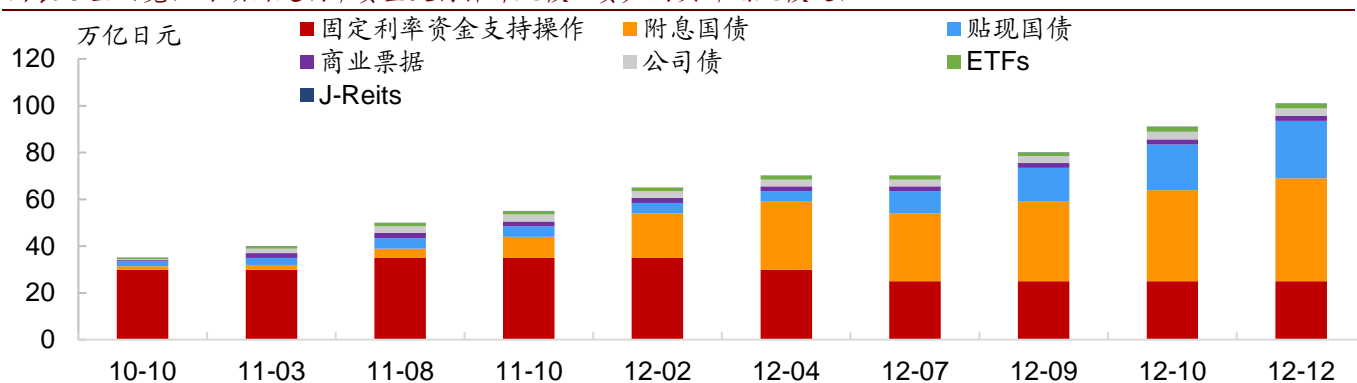
此外, 日本央行还于 2010 年 6 月设立了支持加强经济增长基础的资金供应措施 (Fund-Provisioning Measure to Support Strengthening the Foundations for Economic Growth), 宣布在 2012 年 6 月 30 日前以无抵押隔夜拆借利率向金融机构提供总规模上限为 3 万亿日元的 1 年期贷款, 贷款可展期三次。

5、零利率+全面宽松 (2010 年 10 月至 2013 年 3 月)

2010 年 10 月, 由于经济仍未改善但短期利率已经没有进一步下降的空间, 日本央行的操作目标转向鼓励长期利率和风险溢价下降, 推出全面货币宽松政策 (Comprehensive Monetary Easing, CME), 以进一步加强货币政策宽松, 刺激低迷的经济。在全面宽松货币政策框架下, 日本央行将无抵押隔夜贷款利率从 0.1% 的超低水平进一步下调至 0-0.1% 的区间, 直到根据“对中长期价格稳定的理解”判断价格稳定的目标已经实现; 同时, 建立资产购买计划 (Asset Purchase Program), 以鼓励风险溢价的下降。具体来说, 日本央行将通过资产购买计划进行规模上限为 5 万亿日元的金融资产购买并通过固定利率资金支持操作提供规模上限为 30 万亿日元的贷款。2011 年东日本大地震后, 日本央行在此基础上多次提高资产购买和贷款规模 (图表 9)。至 2012 年 12 月, 日本央行设定的资产购买规模和贷款规模分别达 76 万亿日元和 25 万亿日元。



图表 9:全面宽松时期固定利率资金支持规模及资产购买计划规模变化



资料来源：日本央行，中金公司研究

此外，2011年6月，日本央行对支持增长资金便利（Growth-Supporting Funding Facility）进行了扩展，增设了5000亿日元的资产支持贷款（Asset-Based Lending），贷款利率仍为无抵押隔夜拆借利率（0.1%）。

2012年12月，日本央行将已有的支持增长资金便利（Growth-Supporting Funding Facility, GSFF）和新设立的刺激银行借贷便利（Stimulating Bank Lending Facility, SBLF）合并，设立贷款支持计划（Loan Support Program, LSP）。其中，GSFF的规模上限提高至5万亿日元，SBLF不设定规模上限。根据当时的贷款数据，日本央行预计此项计划将为市场提供超过15万亿日元的资金。

2013年1月，在安倍政府的干预下，日本央行提出“价格稳定目标（Price Stability Target）”，替代之前于2012年2月提出的“中长期价格稳定目标（price stability goal in the medium to long term）”，作为制定货币政策框架的前提。在实现“价格稳定”的情况下，包括家庭和企业在内的经济主体在做出消费和投资决策时无需顾虑价格波动。而“价格稳定目标”即是在可持续发展的基础上能够实现价格稳定的通货膨胀水平，日本央行和日本政府联合承诺将其设定为CPI同比上涨2%。

6、QQE+零利率（2013年4月至2015年12月）

2012年底，安倍晋三第二次出任日本首相，作为安倍经济学三支箭中的一支，日本货币政策的宽松力度再次加码。为尽快实现2%的通胀目标，日本央行于2013年4月推出量化和质化货币宽松（QQE, Quantitative and Qualitative Monetary Easing），将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。在此框架下，基础货币目标供应量将以每年60-70万亿日元的速度增加，即从2012年底的138万亿日元增加至2013年底的200万亿日元，到2014年底进一步增加至270万亿日元。相应地，日本央行资产负债表规模也将从2012年底的158万亿日元扩大至2013年底的220万亿日元，到2014年底扩大至290万亿日元。同时，增加资产购买规模，将国债购买量增加至每年50万亿日元，并将40年期国债纳入购买范围，使所购国债的平均剩余期限从不到3年拉长到7年，也就是当时所有存量国债的平均剩余期限；将ETF和J-Reits购买规模增加一倍分别至1万亿日元和300亿日元，同时终止资产购买计划（Asset Purchase Program）。

2014年10月，日本央行再次加码宽松力度，将基础货币供应量的年增量提高至80万亿日元；将国债购买量提高至每年80万亿日元并将平均剩余期限继续拉长至7-10年，并在2015年12月进一步拉长至7-12年；ETF和J-Reitsd购买规模则提高至此前的三倍，分别为3万亿日元和900亿日元（图表10）。

图表 10: QQE 加大宽松力度

时间	基础货币目标增速 (万亿日元/年)	国债购买规模 (万亿日元/年)	所买国债 久期	政策利率 水平	通胀目标
2010.10-2013.04		16.8→21.6	1-2年	0-0.10%	2%
2013.04-2016.01	60-70	50→80	7-12年	0-0.10%	2%

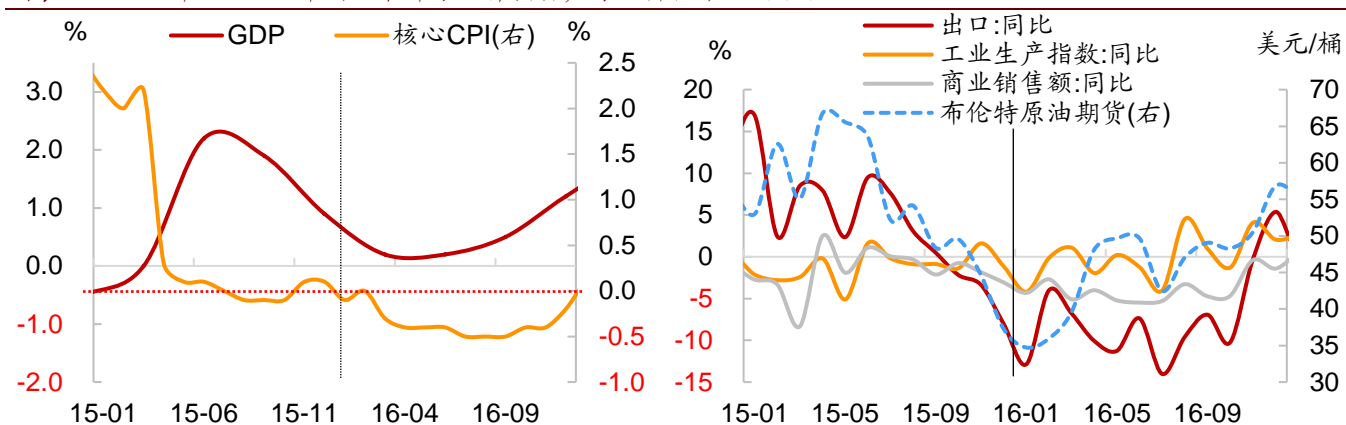
资料来源：日本央行，中金公司研究

7、QQE+负利率（2016年1月至2016年9月）



尽管日本经济继续温和复苏，家庭和企业部门都处在收入-支出的良性循环中，且通胀的基本趋势向上，但由于原油价格进一步下跌以及中国等新兴经济体经济前景存疑（图表 11），日本企业信心的改善和通货膨胀的潜在趋势可能受到负面影响。为了保持实现 2% 通胀目标的动力，日本央行决定在 QQE 的基础上引入负利率，通过将负利率和原本的 QQE 结合实现进一步的货币宽松。在实际的操作过程中，日本央行将建立准备金账户的三级利率体系，通过把部分准备金余额的利率下调至 -0.1% 来降低短端利率，并加大对日本国债的购买进而压低整条收益率曲线的水平。具体来说，日本央行将把金融机构准备金账户中的余额分为三部分，基本余额（Basic Balance）、宏观附加余额（Macro Add-on Balance）和政策利率余额（Policy-Rate Balance），适用利率分别为 0.1%、0% 和 -0.1%。也就是说，只有超过基本余额（Basic Balance）和宏观附加余额（Macro Add-on Balance）的部分才会被施加负利率。根据日本央行的说明，基本余额部分将按照 2015 年 1 月至 12 月所有金融机构经常账户余额的平均水平（约 220 万亿日元）扣除法定存款准备金（约 9 万亿日元）来计算，约为 210 万亿日元。宏观附加余额部分则包括法定存款准备金（约 9 万亿日元），以及日本央行通过贷款支持计划（LSP）和用于支持在东日本大地震受灾地区金融机构的资金供给操作（Funds-Supplying Operation）提供的信贷支持（约 30 万亿日元），共约 40 万亿日元。同时，为了避免基础货币的大规模增长对金融机构造成过大的影响，宏观附加余额会相应提高。政策利率余额则为扣除基本余额和宏观附加余额（共计约 250 万亿日元）以外的经常账户余额。之所以采用三级利率体系而非对全部准备金采取负利率，是为了尽可能降低对金融机构利润的削弱。而为了避免负利率政策的效果因金融机构将现金留存在金融体系内部被减弱，日本央行规定如果金融机构持有的现金较基准准备金维持期间大幅增加，则大幅增加的部分将依次从宏观附加账户和基本账户中抵扣，这与瑞士、瑞典和丹麦相同。同时，将通过贷款支持计划（LSP）、集合抵押品资金支持操作和向东日本大地震受灾地区金融机构提供的贷款利率降至 0%。

图表 11: 2015 年至 2016 年间日本部分经济指标；原油价格下跌（右）



资料来源：Wind，中金公司研究

8、QQE+YCC（2016年9月至今）

2016 年 9 月，日本央行对实行 QQE 以来的经济发展和价格水平情况做了全面评估，认为通过结合负利率与 QQE 降低了实际利率从而改善了经济活动和价格水平，使日本经济不再处于通缩状态，因此，日本央行决定在 QQE 的基础上引入“收益率曲线控制（YCC）”，通过控制短期利率和长期利率进一步降低实际利率。新的货币政策框架以“收益率曲线控制”为核心，并作出“通胀超调承诺”。日本央行将设定短期政策利率（-0.1%）以及长期的目标利率水平，并通过增加以固定利率购买国债的方式维持相应期限国债的目标收益率（0 附近）。同时，由于日本多年的低通胀导致企业和家庭牢固地形成了低通胀预期的判断，因此，日本央行承诺允许通胀超过长期价格水平目标，希望以此形成通货膨胀的“前瞻性机制”，打破企业和家庭长期以来形成的低通胀预期。2018 年 7 月，为能够持续地实施货币宽松，日本央行决定引入“政策利率前瞻性指引”，以达到长期价格稳定目标并加强收益率曲线控制下的量化质化宽松的可持续性。而考虑到经济活动和价格的不确定性，包括计划于 2019 年 10 月实施的消费税上调的影响，日本央行称将在相当长的时间内将短期和长期利率维持在当时的极低水平。此后继续加强宽松的选择则包括进一步降低长短期利率、加大资产购买规模以及加快基础货币投放等。



日本货币政策工具

在货币政策宽松力度不断加码的过程中，日本央行陆续创设了多种货币政策工具，配合持续宽松的货币政策框架，用于提供流动性、提高金融机构借贷意愿以促进企业融资渠道畅通、降低风险溢价从而降低企业融资成本等（图表 12）。

图表 12: 日本央行货币政策工具

工具	时间	内容	规模上限
通过回购协议购买商业票据	1998/11	放宽回购协议中商业票据的到期日限制，由购买后三个月内到期延长至1年内到期 将商业票据纳入资金支持操作的合格抵押品范围	-
直接购买国债	1999/03	在必要时向金融机构直接购买付息国债以便提供流动性	已发行的纸币总量
补充贷款便利 (CLF)	2001/02	以基本贷款利率提供隔夜抵押贷款 金融机构可主动申请 形成无抵押隔夜拆借利率上限	总规模无上限，单个机构以抵押品价值为限
通过回购协议买卖日本政府证券	2002/09	标的证券包括付息国债、国库券和政府融资债券，回购期限在购买或出售日的第二天起的6个月内	-
证券借贷便利 (SLF)	2004/04	通过回购协议向市场出售日本付息国债、国库券及融资债券 所售证券应在出售日的下一个工作日回购，可展期	详见图 15
针对集合抵押品的资金支持操作	2006/06	针对集合抵押品的资金支持操作 以竞争性招标利率（最初）向金融机构提供不超过1年的贷款	总规模无上限，单个机构以抵押品价值为限
补充存款便利 (CDF)	2008/10	以低于政策利率一定利差（可以为0）的利率向金融机构存放在日本央行的超额存款准备金支付利息	-
资产购买计划 (APP)	2010/10	购买日本国债、CP、公司债、ETFs和J-Reits等	最高达76万亿日元
贷款支持计划 (LSP)	2012/12	支持增长资金便利 刺激银行借贷便利	7万亿日元 无上限
直接购买商业票据和公司债	2013/04	向金融机构直接购买商业票据和公司债，改善企业融资环境	-
直接购买ETFs和J-Reits	2013/04	直接购买ETFs和J-Reits，降低市场风险溢价	-

资料来源：日本央行，中金公司研究

1、通过回购协议购买商业票据（Purchases of CP with Repurchase Agreements）

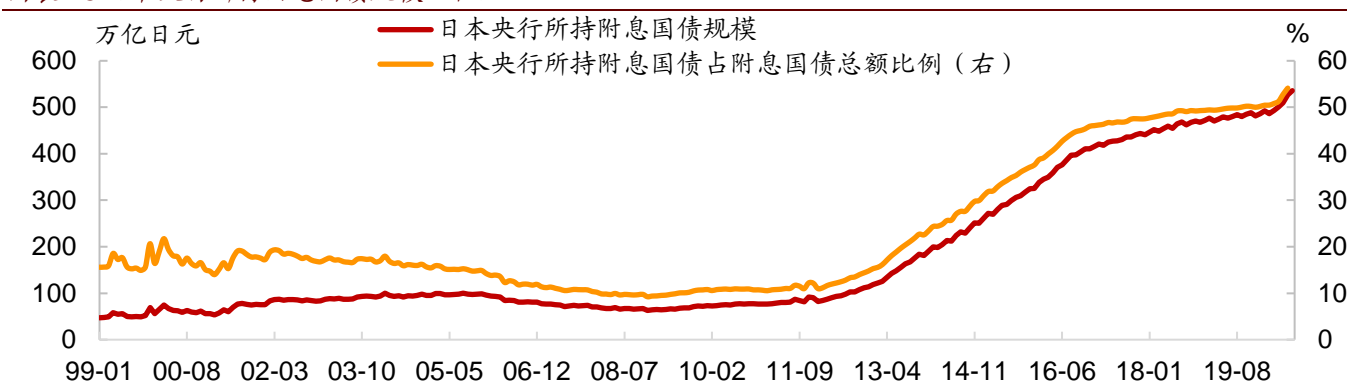
1998 年 11 月，为改善企业融资环境、降低金融机构对信贷风险的厌恶，日本央行决定扩大回购协议中合格商业票据（CP）的范围，将所购 CP 的剩余到期期限由 3 个月延长至 1 年。同时，将商业票据纳入资金支持操作的合格抵押品范围，以缓解企业融资困境。目前，回购协议中的商业票据剩余期限通常在 3 个月以内。

2、直接购买付息国债（Outright Purchases of Japanese Government Bonds）

1999 年 3 月，为更好地通过货币市场操作投放基础货币和提供流动性，日本央行宣布将在必要的情况下向金融机构直接购买付息国债。经过两轮 QE、CME、QQE 等多次加码，日本央行的国债购买规模从最初的每年 4.8 万亿日元飙升至目前的每年 80 万亿日元。1999 年 10 月，日本央行将直接购买范围扩大至短期政府债券，具体包括国库券（Treasury Bills）和融资券（Financing Bills）。截至 2020 年 8 月，日本央行所持日本付息国债规模已达 535.71 万亿日元，占日本付息国债未偿总额的 54%（图表 13）。



图表 13: 日本央行所持付息国债规模及占比

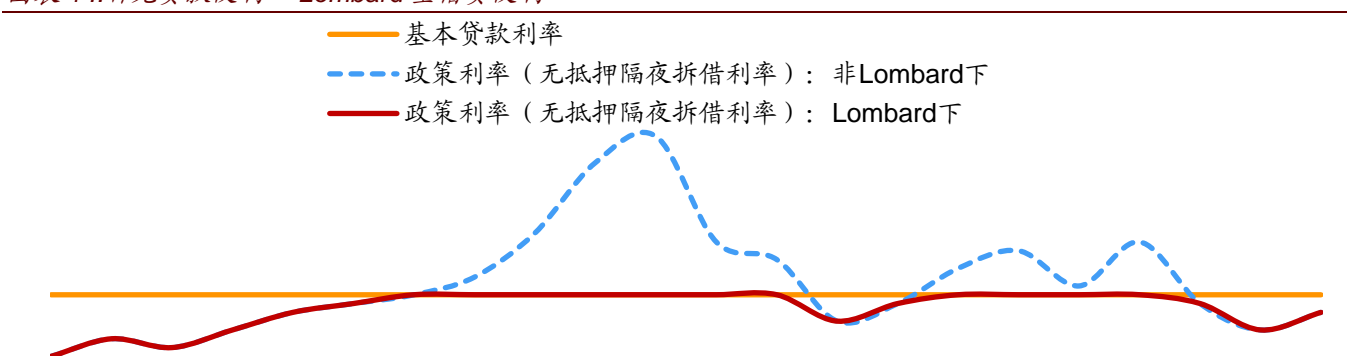


资料来源：日本央行，中金公司研究

3、补充贷款便利 (Complementary Lending Facility)

2001年2月9日，日本央行创设补充贷款便利 (Complementary Lending Facility, CLF)，以基本贷款利率向金融机构提供隔夜贷款。通过补充贷款便利，金融机构能够根据自身头寸需要主动向日本央行申请贷款，相当于我国的SLF。最初，日本央行规定，在每一个准备金持续期内，补充贷款便利最长可展期至5天，若超过5天则将在基本贷款利率的基础上将贷款利率提高2%。2003年3月，取消了这一限制，并完全适用基本贷款利率为隔夜贷款利率。同时，由于补充贷款便利是一种Lombard型借贷便利 (图表14)，因此通过设定基本贷款利率的水平，能够将政策利率 (无抵押隔夜拆借利率) 稳定在基本贷款利率以下，在降低其波动的同时增强日本央行对货币市场利率的调控能力。具体来说，由于日本央行允许金融机构以基本贷款利率从日本央行借入资金，因此当市场上的无抵押隔夜拆借利率高于基本贷款利率时，金融机构就会选择向日本央行进行借贷，相当于为市场设置了资金成本的上限，从而控制了无抵押隔夜拆借利率的最高水平。

图表 14: 补充贷款便利—Lombard 型借贷便利



资料来源：日本央行，中金公司研究

4、通过回购协议买卖日本政府证券 (Complementary Lending Facility)

2002年9月18日，为便利日本央行进行货币市场操作，日本央行新引入了通过回购协议买卖日本政府证券的操作，以合并当时通过回购协议买卖国库券/融资债券的操作和日本付息债券的回购操作。买卖的证券包括付息国债、国库券和政府融资债券，回购期限在购买或出售日的第二天起的6个月内。

5、证券借贷便利 (Securities Lending Facility, SLF)

2004年4月 (零利率+QE 期间)，为保证和促进货币市场中日本政府债券的流通性，日本央行设立证券借贷便利 (Securities Lending Facility, SLF) (图表15)，通过回购协议向市场出售日本付息国债、国库券及政府融资债券，作为日本政府债券临时和次要的来源。与通过回购协议买卖日本政府证券不同，通过SLF出售的证券在出售日的下一个工作日进行回购，但可展期。为防止金融机构过度依赖此工具，日本央行需设定相对高的收益率上限。



图表 15: 证券借贷便利 (Securities Lending Facility, SLF)

时间	工具	规模限制
2004/04	证券借贷便利 (SLF)	每日出售总额: 不超过1000亿日元
		单一债券的出售总额: 不超过日本银行持有该债券规模的50%
		向单一金融机构的出售总额: 不超过当天出售总额的50%
		向单一金融机构出售的单一债券: 不超过该债券出售总额的50%

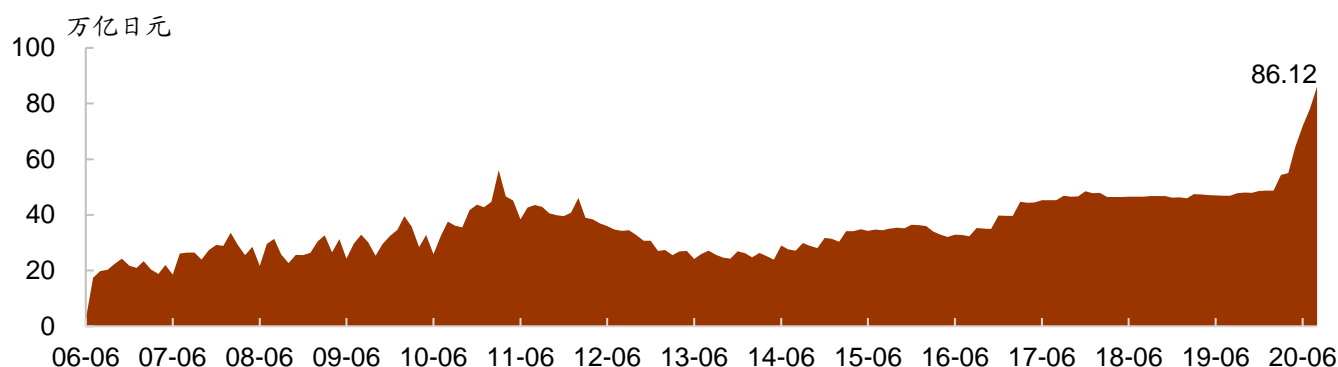
资料来源: 日本央行, 中金公司研究

6、资金支持操作 (Funds-Supplying Operations against Pooled Collateral)

- 2006 年 4 月 (暂时退出零利率政策和 QE 期间), 为方便货币市场操作, 日本央行设立了针对集合抵押品的资金支持操作 (Funds-Supplying Operations against Pooled Collateral), 以替代当时的纸质票据购买业务, 并一直沿用至今。通过资金支持操作, 日本央行可根据集合抵押品的价值以竞争性招标利率向金融机构提供期限不超过 1 年的贷款。
- 2008 年 12 月初日本央行召开临时会议, 设立特殊资金支持操作 (Special Funds-Supplying Operations to Facilitate Corporate Financing), 以缓解国内企业融资难题。特殊资金支持操作暂时将原本的资金支持操作中合格抵押品的范围扩大至包括 BBB 及以上 (债项评级或主体评级均可) 的公司债或公司契约贷款, 并可以此为抵押向金融机构提供为期 3 个月的贷款, 总规模不做限制, 贷款利率为贷款存续期内无抵押隔夜拆借利率的平均水平。
- 2009 年 12 月 (零利率+QE 期间), 为进一步降低长期利率, 日本央行推出新的资金支持操作, 为金融机构提供总规模上限为 10 万亿日元的 3 个月期限固定利率贷款, 贷款利率为无抵押隔夜拆借利率 (0.1%)。在此基础上, 2010 年 3 月, 日本央行推出针对集合抵押品的固定利率资金支持操作 (The Fixed-Rate Funds-Supplying Operation against Pooled Collateral), 将此前资金支持操作中的 3 个月期贷款总规模上限由 10 万亿日元提高至 20 万亿日元, 并于 8 月再次增加 10 万亿日元的 6 个月期贷款, 总规模达到 30 万亿日元。
- 2016 年 1 月 (QQE+负利率期间), 日本央行宣布通过集合抵押品资金支持操作提供的贷款利率降至 0%。

贷款支持计划 (Loan Support Program, LSP) 等均是通过对固定利率资金支持操作实现向金融机构提供资金。截至 2020 年 8 月, 日本央行通过资金支持操作提供的贷款余额已达 86.12 万亿日元 (图表 16)。

图表 16: 资金支持操作余额



资料来源: 日本央行, 中金公司研究

7、补充存款便利 (Complementary Deposit Facility)

2008 年 10 月, 为确保货币市场在年末和财年末的稳定, 日本央行设立补充存款便利 (Complementary Deposit Facility), 以低于政策利率一定利差 (可以为 0) 的利率向金融机构存放在日本央行的超额存款准备金支付利息。由于超额存款准备金利率不会超过金融机构之间进行借贷的无抵押隔夜拆借利率, 因此能够促进金融机构之间的借贷行为, 促进货币市场的稳定。

8、资产购买计划 (Asset Purchase Program, APP): 实施 QQE 时终止



2010年10月，为配合实施全面货币宽松政策框架，日本央行宣布建立资产购买计划（Asset Purchase Program），以鼓励风险溢价的下降。最初，日本央行将资产购买计划规模上限设定为5万亿日元，但随着宽松力度的不断加码，资产购买规模不断扩大（图表17）。至2012年12月，日本央行设定的资产购买规模达到76万亿日元。2013年4月日本央行推出QQE，资产购买计划被终止。

图表 17: 资产购买计划（Asset Purchase Program, APP）

时间	付息国债	贴现国债	商业票据	公司债	ETFs	J-Reits	总规模
2010/10	1.5	2	0.5	0.5	0.45	0.05	5
2011/03	2	3	2	2	0.9	0.1	10
2011/08	4	4.5	2.1	2.9	1.4	0.11	15
2011/10	9	4.5	2.1	2.9	1.4	0.11	20
2012/02	19	4.5	2.1	2.9	1.4	0.11	30
2012/04	29	4.5	2.1	2.9	1.6	0.12	40
2012/07	29	9.5	2.1	2.9	1.6	0.12	45
2012/09	34	14.5	2.1	2.9	1.6	0.12	55
2012/10	24	19.5	2.2	3.2	2.1	0.13	66
2012/12	44	24.5	2.2	3.2	2.1	0.13	76

资料来源：日本央行，中金公司研究

9、贷款支持计划（Loan Support Program, LSP）

2012年12月（全面宽松时期），为提高金融机构积极性并刺激企业和家庭的主动信贷需求，日本央行设立贷款支持计划（LSP），通过资金支持操作向金融机构提供贷款。贷款支持计划（LSP）由两部分组成（图表18），已经设立的增长支持资金便利（Growth-Supporting Funding Facility, GSFF）和新设立的刺激银行借贷便利（Stimulating Bank Lending Facility, SBLF）。最初，LSP被作为一项临时措施，有效期至2014年3月，后经过多次延期，目前有效期至2024年6月。

- 其中，支持增长资金便利（GSFF）设立于2010年6月，总规模上限为3万亿日元，日本央行可通过GSFF向单个金融机构提供不超过1500亿日元的1年以内的贷款，可展期三次，利率为无抵押隔夜拆借利率。2011年6月，GSFF补充了适用于股权性投资和资产支持借贷的特殊规则，总规模上限为0.5万亿日元，向单个金融机构提供不超过500亿日元的1年以内的贷款。2012年3月，GSFF进一步补充了适用于小规模投资的特殊规则，总规模上限为0.5万亿日元。同时，将普通的GSFF总规模上限提升至3.5万亿日元，并在2012年12月、2014年3月分别进一步提升至5.5万亿日元和7万亿日元。截至2020年8月28日，日本央行通过GSFF向金融机构提供的贷款规模为5.98万亿日元。
- 刺激银行借贷便利（SBLF）则以无抵押隔夜拆借利率向金融机构提供期限为1年、2年或3年的贷款，可展期，总期限不超过4年，SBLF总规模不做限制。2019年12月，日本央行宣布，允许通过SBLF贷款的金融机构以0利率展期。截至2020年6月17日，日本央行通过SBLF向金融机构提供的贷款规模为44.22万亿日元。

图表 18: 贷款支持计划（Loan Support Program, LSP）

工具	内容	规模上限	目前规模
贷款支持计划（LSP）	支持增长资金便利（GSFF）	7万亿日元	5.98万亿日元
	刺激银行借贷便利（SBLF）	无上限	44.22万亿日元

资料来源：日本央行，中金公司研究

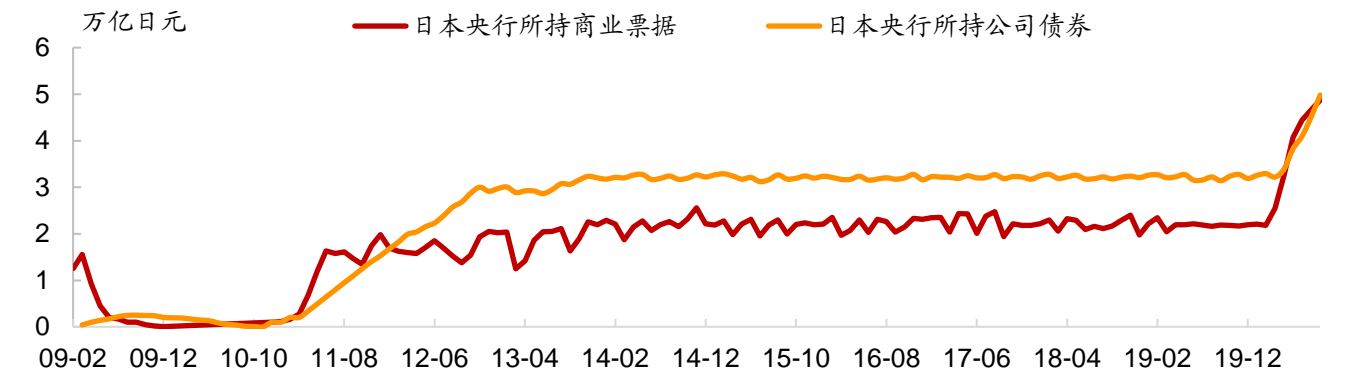
10、直接购买商业票据和公司债（Outright Purchases of CP and Corporate Bonds）

2013年4月，日本央行宣布将直接购买金融机构持有的商业票据和公司债券，而非通过回购协议。在此措施下，金融机构能够将企业发行的商业票据和债券转售给日本央行，降低了潜在的损失风险，因而有更强的意愿和积极性向企业提供资金。合格的购买标的包括普通的商业票据，资产支持商业票据ABCP、房地产投资公司发行的商业票据和外国公司提供担保的商业票据，以及普通的公司债和房地产投资公司发行的公司债。其中，普通的商业票据和外国公司提供担保的商业票据评级需在a-2级及以上；资产支持商业票据ABCP和房地产投资公司发行的商业票据评级需在a-1级及以上；普通的公司债评级需在BBB级及以上；房地产投资公司发行的公司债评级需在AA级及以上。



此外，日本央行规定单次购买的单个发行人的商业票据和公司债未偿还总额不超过 1000 亿日元，所持有的单个发行人的商业票据或公司债不超过该发行人所发行商业票据或公司债总额的 25%，从而防止市场形成“央行兜底”的预期，引发道德风险。截至 2020 年 8 月，日本央行所持商业票据及公司债券规模分别为 4.87 万亿日元和 4.98 万亿日元（图表 19）。而在日本央行推出应对新冠疫情措施前的 2 月，二者规模分别为 2.18 万亿日元和 3.29 万亿日元。

图表 19: 日本央行所持商业票据及公司债规模

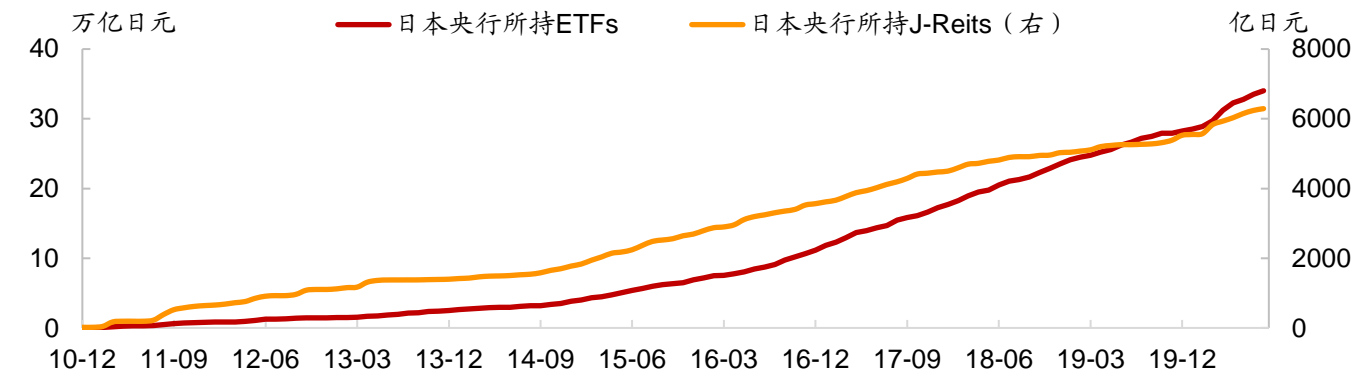


资料来源：日本央行，中金公司研究

11、购买 ETFs 和 J-Reits (Purchases of ETFs and J-REITs)

为配合 QQE 的实施，2013 年 4 月，日本央行宣布了购买 ETFs 和 J-Reits 的主要条款和规定，以便利货币市场操作，降低风险溢价从而降低企业融资成本。在此之前，日本央行已经开始购买 ETFs。具体来说，日本央行所购 ETFs 应跟踪 TOPIX、日经 225 指数或 JPX-Nikkei400 指数；购买 J-Reits 则应该在年交易日超过 200 天、年度总交易价格超过 200 亿日元的交易所进行，单只 J-Reit 的持有规模上限为该 J-Reit 总规模的 10%。此外，日本银行规定需对 ETFs 和 J-Reits 的市值低于账面价值的部分计提损失准备金，从而防止过度购买该风险资产带来的损失。据彭博社报道，截至 4 月，在日经指数 225 家公司中，日本央行是其中 200 多家的前十大控股股东。截至 2020 年 8 月，日本央行所持 ETFs 和 J-Reits 规模分别为 33.99 万亿日元和 6293 亿日元（图表 20）。而在日本央行推出应对新冠疫情措施前的 2 月，二者规模分别为 28.87 万亿日元和 5575 亿日元。

图表 20: 日本央行所持 ETFs 和 J-Reits 规模



资料来源：日本央行，中金公司研究



日本历次经济冲击时的货币政策应对

1、2008 年次贷危机

为应对次贷危机带来的冲击，日本央行从降低利率、加大 QE 力度、加强信贷支持、维护市场稳定等多个方面提供了货币政策支持。

1) 降低利率：

2008 年 10 月，将无抵押隔夜拆借利率下调 20bp 维持 0.3% 附近，将基本贷款利率下调 25bp 至 0.5%。2008 年 12 月，将无抵押隔夜拆借利率进一步下调 20bp 至 0.1%，货币政策再次进入零利率阶段，并将基本贷款利率下调 20bp 至 0.3%，补充存款便利的利率则维持在 0.1%。

2) 加大 QE 力度：

2008 年 12 月，将日本国债规模从每年 14.4 万亿日元提高至每年 16.8 万亿日元，并将购买范围扩大至包括 30Y 日本国债、浮动利率国债以及通胀指数国债，以提供长期资金、加大 QE 力度，并于 2009 年 3 月将日本国债购买规模进一步提高至每年 21.6 万亿日元。

3) 加强信贷支持：

- 2008 年 12 月，设立特殊资金支持操作 (Special Funds-Supplying Operations to Facilitate Corporate Financing)，扩大合格抵押品范围至包括 BBB 及以上（债项评级或主体评级均可）的公司债或公司契约贷款，并可以此为抵押向金融机构提供为期 3 个月的贷款，总规模不做限制，贷款利率为贷款存续期内无抵押隔夜拆借利率的平均水平。
- 2009 年 1 月，宣布将直接从金融机构手中购买剩余期限在 3 个月内、评级在 A-1 及以上的 CP 和 ABCP，总规模上限为 3 万亿日元。
- 2009 年 2 月，宣布将直接从金融机构手中购买剩余期限在 1 年内、评级在 A 及以上的公司债，总规模上限为 1 万亿日元。
- 2009 年 12 月，为进一步降低长期利率，日本央行推出一项新的资金支持操作，为金融机构提供总规模上限为 10 万亿日元的 3 个月期限固定利率贷款，贷款利率为无抵押隔夜拆借利率（0.1%）。在此基础上，2010 年 3 月，日本央行推出针对集合抵押品的固定利率资金支持操作（The Fixed-Rate Funds-Supplying Operation against Pooled Collateral），将此前资金支持操作中的 3 个月期贷款总规模上限由 10 万亿日元提高至 20 万亿日元，并在 8 月再次增加 10 万亿日元的 6 个月期贷款，总规模达到 30 万亿日元。
- 2010 年 6 月，设立支持加强经济增长基础的资金供应措施（Fund-Provisioning Measure to Support Strengthening the Foundations for Economic Growth），宣布在 2012 年 6 月 30 日前以无抵押隔夜拆借利率向金融机构提供总规模上限为 3 万亿日元的 1 年期贷款，贷款可展期三次。

4) 维持市场稳定：

- 2008 年 10 月，扩大回购协议中的日本国债范围。
- 2008 年 10 月，提高 CP 的回购频率和规模。
- 2008 年 10 月，设立补充存款便利（Complementary Deposit Facility），以低于政策利率一定利差（可以为 0）的利率向金融机构存放在日本央行的超额存款准备金支付利息，以促进金融机构之间的借贷行为，从而确保货币市场的稳定。

2、2011 年东日本大地震

2011 年 3 月东日本大地震发生后，日本央行采取多项措施保障金融机构正常运转以满足灾后用于灾后重建的资金需求。

1) 加强信贷支持：

2011 年 4 月，日本央行设立支持灾区金融机构的资金支持操作（Funds-Supplying Operation to Support Financial



Institutions in Disaster Areas），以 0.1% 的利率（后降为 0%）向灾区相关金融机构提供一年期的抵押贷款，总规模上限为 1 万亿日元，向单个机构提供的贷款不超过其所交抵押品价值的 50%。为了提高灾区金融机构和企业的融资能力，日本央行临时出台了《灾区公司债务资格标准暂行规定》，允许相关金融机构使用符合要求的在灾区营业公司的公司债、票据和契约贷款和灾区政府及下属实体的契约贷款作为抵押品向日本央行申请贷款。金融机构以前述债务为抵押向日本央行申请贷款，相当于在一定程度上转移了风险，因此能够提高金融机构支持灾区企业融资的意愿，确保受灾企业的融资渠道畅通。

2) 降低风险溢价：

日本央行于 2011 年 3 月、8 月、10 月三次扩大资产购买计划（APP），使其规模从 5 万亿日元增加至 20 万亿日元，其中付息国债购买量增加 0.5 万亿日元、贴现国债购买量增加 1 万亿日元、商业票据购买量增加 1.5 万亿日元、公司债购买量增加 1.5 万亿日元、ETF 购买量增加 0.45 万亿日元、J-REITs 购买量增加 0.05 万亿日元。可以看出，新增部分主要用于购买风险资产，目的仍是为了降低风险溢价，从而降低企业融资成本，缓解企业融资困境。

3、2016 年熊本地震

2016 年 4 月，为满足灾后重建的资金需求，日本央行设立支持熊本地震灾区金融机构的资金支持操作（Funds-Supplying Operation to Support Financial Institutions in Disaster Areas of the 2016 Kumamoto Earthquake），以零利率向灾区金融机构提供为期一年的贷款，总规模上限为 3000 亿日元。值得支出的是，日本央行会以金融机构通过此项操作所发放贷款两倍的规模增加金融机构经常账户中的宏观附加余额额度，对金融机构来说这意味着减少了相同金额的政策利率余额，也就是适用负利率的余额部分，因而能够加强金融机构提供融资的动机。

2020 年 3 月，日本央行宣布从 7 月起将应对 2011 年东日本大地震的资金支持操作和应对 2016 年熊本地震的资金支持操作合并，设立新的支持灾区金融机构的资金支持操作。其中，向 2011 年东日本大地震相关机构提供的贷款总规模上限为 1 万亿日元，向 2016 年熊本地震相关金融机构提供的贷款总规模上限为 3000 亿日元。与此前相比，新的资金支持操作废除了操作本身的到期期限，并将所提供的零息贷款期限由一年延长至两年，从而能够为灾区金融机构和企业提供更加稳定的资金。同时，与熊本地震时的操作一致，日本央行会以金融机构通过此项操作所发放贷款两倍的规模增加金融机构经常账户中的宏观附加余额额度。

4、2019 年新冠疫情

新冠疫情爆发给全球经济带来巨大冲击，据 IMF 估计，2020 年全球经济将出现 3% 的下滑，衰退程度比金融危机时更加严重。受此影响，日本出口大幅下滑，自 2020 年 3 月起已连续 6 个月同比在 -10% 以下，同时，消费者价格指数出现下滑，企业融资条件较以前收紧。为保证私人部门融资畅通、维护金融市场稳定，并防止企业和家庭预期恶化，日本央行再次加码宽松政策，以进一步提供流动性、缓解新冠疫情爆发的影响：

1) 加强信贷支持：

- 2020 年 3 月，设立为应对新冠疫情的特殊资金支持操作（Special Funds-Supplying Operations to Facilitate Financing in Response to the Novel Coronavirus），作为一项临时性的公开市场操作向合格对手方提供为期一年的零息贷款，贷款总规模上限为合格对手方向日本央行提供的合格抵押品中私人部门的债务价值与向中小企业提供的贷款余额之和（2020 年 2 月约为 8 万亿日元）。由于此次的资金支持操作允许以公司债作为抵押向金融机构提供贷款，相当于日本央行为企业提供了外部增信，因而能够加强金融机构对企业的融资支持，缓解企业融资困境。
- 2020 年 4 月，加强特殊资金支持操作：①将合格抵押品的范围扩大至私人债务，包括住房贷款信托受益权和资产支持证券（4 月底为 25 万亿日元），向家庭部门注入更多流动性。②将合格对手方的范围扩大至日本央行的“成员金融机构”以外，以便提供更加广泛的支持。③向单个金融机构提供的贷款规模上限为其所交给日本央行私人债务面值的 50%。④日本央行会以金融机构通过此项操作所发放贷款两倍的规模增加金融机构经常账户中的宏观附加余额额度。⑤日本央行会以金融机构通过此项操作所发放贷款相等的规模增加金融机构经常账户中的基本余额额度，并相应地支付 0.1% 的利息，以此鼓励金融机构支持实体经济融资需要。
- 2020 年 5 月，设立新的资金供应措施，向金融机构提供为期一年的零息贷款，规模上限为金融机构的合格贷款余额。合格贷款包括基于政府项目的贷款（基于政府紧急经济措施的零息无抵押贷款和信用担保公司针对新冠疫情而进行担保的贷款）和条件相似的中小企业贷款（单个机构中小企业合格贷款不超过 1000 亿日元），总规模为 30 万亿日元。同时，日本央行会以金融机构通过此项操作所发放贷款两倍的规模增加金融机构经常账户中的宏观附加余额额度，并以金融机构通过此项操作所发放贷款相等的规模增加金融机构经常账户中的基本余额额度。



2) 降低风险溢价:

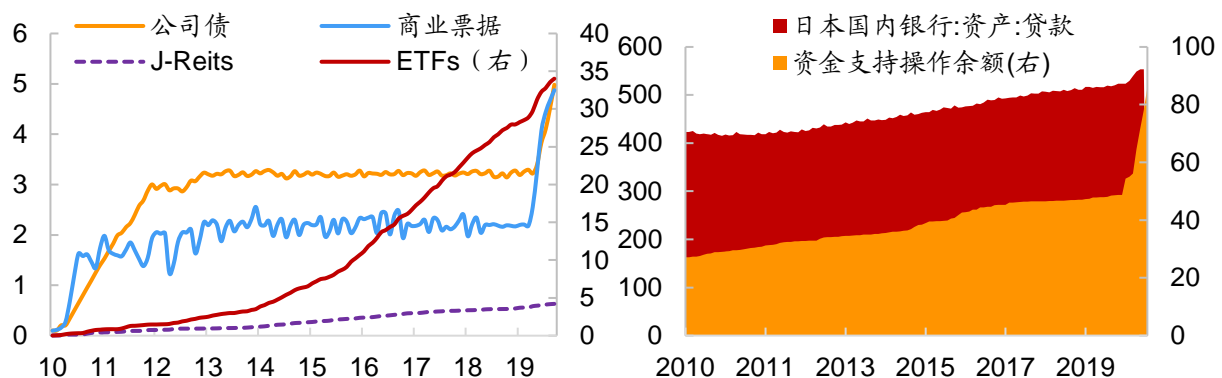
- 2020 年 3 月, 宣布将 ETFs 和 J-Reits 购买规模分别增加一倍至每年 12 万亿日元和 1800 亿日元。
- 2020 年 3 月, 宣布在维持已持有的商业票据和公司债规模在 2.2 万亿日元和 3.2 万亿日元的基础上, 分别额外增加 1 万亿日元的购买规模。4 月, 将额外购买规模从 1 万亿日元均提高至 7.5 万亿日元, 并将所购公司债券的最大剩余期限延长至 5 年, 额外购买计划持续到 2020 年 9 月。5 月, 将额外购买计划时间延长至 2021 年 3 月。

3) 维持收益率曲线控制下的 QQE 框架不变:

由于长短端利率均已处于极低的水平(无抵押隔夜拆借利率为-0.1%, 10 年国债收益率维持在 0 附近), 且国债购买规模已经达到每年 80 万亿日元, 因此在本轮应对中未对负利率水平和 QQE 的力度进行加码。

与财政刺激措施前后相对独立不同, 由于近二十年来日本的货币政策整体向越来越宽松的方向发展, 因此当前货币政策的宽松力度是建立在此前 20 年的基础之上的, 显然高于 2008 年。由于日本的长短端利率水平在疫情爆发前已经维持在极低的水平, 因此此次宽松主要体现在加强信贷支持和降低风险溢价上。较为明显的改变是延长了所提供贷款的期限以便提供更加稳定的资金, 同时扶持对象更倾向于中小企业与家庭部门, 也就是在疫情中更容易受到冲击的主体。对比几次应对措施可以发现, 加强流动性支持、提高金融机构向企业和家庭提供融资的意愿以及降低企业融资成本是日本央行救市行动的主要出发点, 即在宽货币的同时确保宽信用。从日本央行在历次危机时所持风险资产规模、提供的资金支持操作规模和日本国内银行提供的贷款规模来看, 此次应对疫情的货币政策支持力度都是空前的(图表 21)。

图表 21: 历次危机时日本央行所持风险资产规模变化(左, 单位: 万亿日元); 历次危机时日本央行资金支持操作规模及国内银行贷款规模变化(右, 单位: 万亿日元)



资料来源: 日本央行, 中金公司研究



日本财政制度

1、日本财政制度介绍

日本政府的财政支出由财政预算（budget）和财政投融资计划（Financial Investment and Loan Plan, FILP）两大部分组成，财政预算包括一般账户预算、特殊账户预算以及政府附属机构预算。

1）财政预算（budget）

- **一般账户预算**是日本政府的基本账户，类似于我国财政预算的“第一本账”——一般公共预算，包括社会保障、地方分配税收补助金（Local Allocation Tax Grants，类似于我国中央对地方的转移支付）、公共工程、科学教育、国防等支出与所得税、公司税、消费税等税费收入；此外，国债的发行与偿付亦包含在一般账户预算内。
- **特殊账户预算**类似于政府的“储备金”，是为国家政府执行具有特定目标的项目而建立的账户，其管理独立于一般账户，只有在符合以下条件的情况下才根据特定法律建立：一是开展政府专项事业、二是设立专项资金并进行管理、三是专项收入用于专项支出。截至 2019 财年，日本共有 13 个特殊账户，国家养老金制度（National Pension System）的收支便属于此账户预算，从性质和内容来看类似于我国财政预算的“第二本账”+“第四本账”——政府性基金预算+社会保险基金预算。
- **政府附属机构**是根据特殊法律建立的实体，完全由政府资助，其具有公共性并且预算受国会的决议约束，目前仍在运作的政府附属机构包括日本金融公司、冲绳发展金融公司、日本国际合作银行以及日本国际合作署。

2）财政投融资计划（Financial Investment and Loan Plan, FILP）

财政投融资计划是日本政府发起的一种长期、低利率的投资和贷款措施，旨在实现中小企业资金支持、福利设施建设、奖学金贷款提供等政策目标。其资金主要来源于 FILP 债券的发行，但不同于国债，此类债券偿还并不依赖于政府税收。其资金用途分三类：贷款（财政贷款）、投资（工业投资）、担保（政府担保），并且通过政府附属金融机构（前述 4 家机构）、其他政府机构、地方政府投向实体经济（居民、企业、社区）。

与其他国家有所不同的是，日本的经济刺激方案通常并非全部由政府的财政支出构成，其往往还包括私人部门支出。

2、日本财政支出流程介绍

日本的会计年度是从 4 月到次年 3 月。内阁通常从 7 月开始发起预算流程，各政府机关在 8 月 31 日前向财务省提交各自的预算请求，随后财务省预算办公室将与各机关进行商议，内阁在 12 月发布预算编制基本原则（Basic Principles of Budget Compilation），在此基础上财务省编制预算草案并提交给各政府机关，在内阁批准最终草案之前进行一周的商议，最后预算草案于 12 月 31 日公布。

内阁在每年 1 月中下旬召开的国会例会（ordinary session of the Diet）上提交下一财年的预算草案，国会众议院和参议院先后对预算草案进行审议、投票表决后，通常在 4 月开始的财政年度之前批准该预算方案（即初始预算）。若众议院与参议院对于预算草案的意见存在分歧，以众议院意见为准；若国会在 3 月底前尚未批准预算，则临时预算从 4 月初开始生效直至预算草案获得批准为止；此外，如果需要在 1 个财政年度内对初始预算进行修改，则政府会提交一份补充预算以求国会批准，日本政府历史上多次遭遇重大外部冲击时推出的经济刺激计划中的财政支出列入了补充预算。

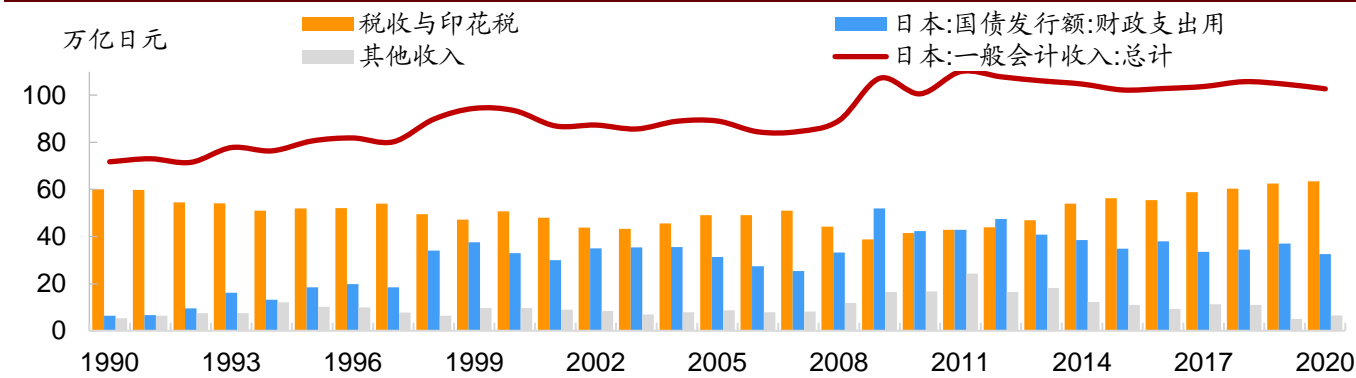
3、日本历年财政收入与支出情况

为摆脱低通胀和低增长，日本也积极推行扩张性的财政政策，与超宽松的货币政策共同发力刺激经济增长。从 1999 年起，日本的年度预算规模均在 80 万亿日元以上。安倍晋三上台后，作为安倍经济学的第二支箭，日本的年度财政预算自 2013 年起连续 8 年创新高，从 2019 年起连续 2 年超过 100 万亿日元。从收入来源看，2009 年以前日本财政收入对债务的依赖率整体呈上升趋势，从 1990 年的 9% 上升至 1999 年的 40%，后进一步上升至 2009 年的高点 49%。2009 年以后，日本财政收入对债务的依赖率整体呈下降趋势，2019 年这一比例为 35%（图表 23）。与此相对应，税收收入占财政收入的比重在 2009 年后开始逐步回升，特别是 2014 年上调消费税率后，税收收入出现了较为明显的增加，占财政收入的比重从 2009 年 36% 的低点回升至 2019 年的 60%（图表 22）。从支出投向看，社会保障费规模逐年增加且占财政支出的比例不断提高，2019 年已达到 34.9%。这与日本持续加深的老龄化相一致，从 1999 年至 2000 年，65 岁以上人口占 15 岁以上人口的比重从 1999 年的 19.5% 一路上升至 2019 年的 32.3%，极大加重了日本财政的社会保障压力。此外，随着日本国债等政府债务规模不断扩大，财政支出中用于偿还存量债



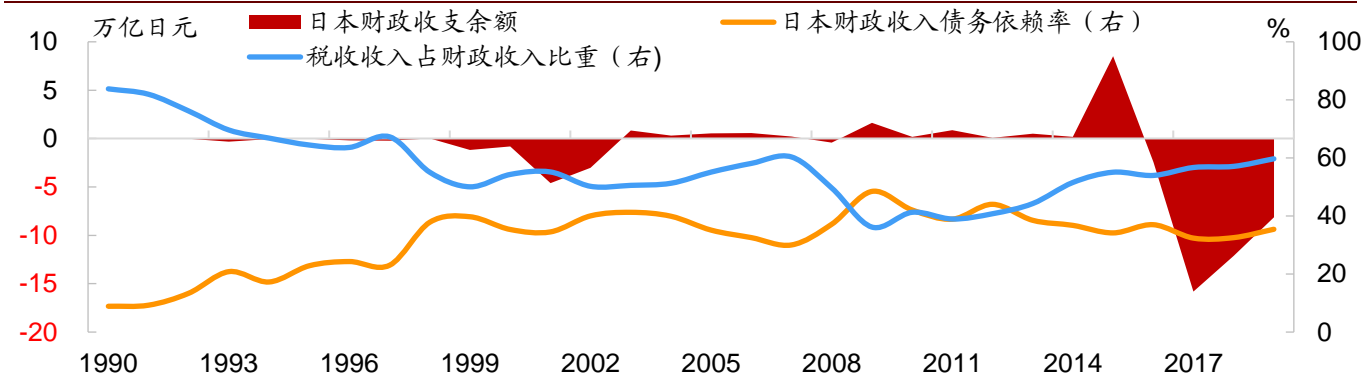
务的规模也相应扩大，但近年来其比重基本维持在 21%-23% 的区间内（图表 24）。同时，日本国债的净发行额今年以来也呈现下降趋势，政府债务占 GDP 比重自 2012 年起暂停上升，基本稳定在 200% 附近（图表 25）。但随着今年疫情爆发，日本政府连续推出两轮规模超过百万亿日元的财政刺激计划，我们预计日本的债务规模及占比将被迫再次上升。

图表 22: 日本历年财政决算收入来源 (2020 年为预算)



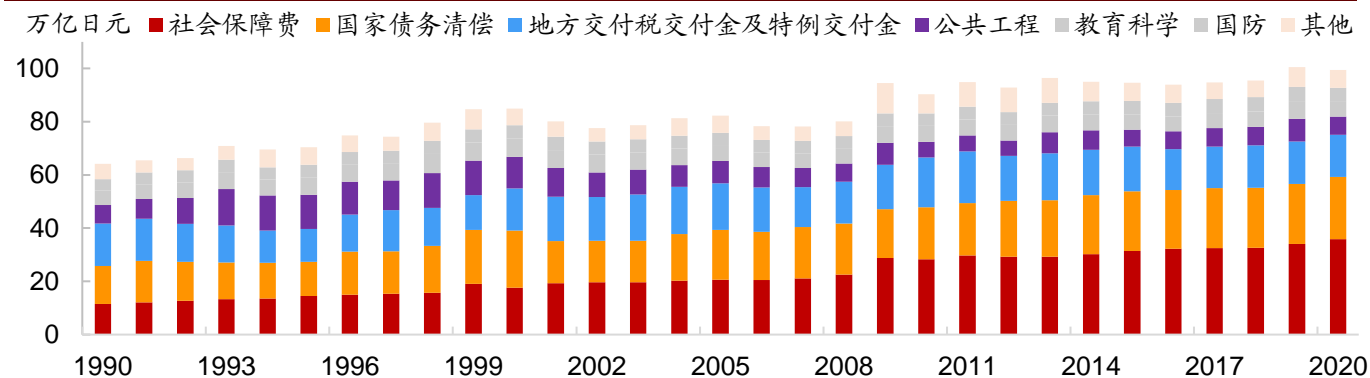
资料来源: Wind, 中金公司研究

图表 23: 日本财政收支情况与财政收入债务依赖率



资料来源: Wind, 中金公司研究

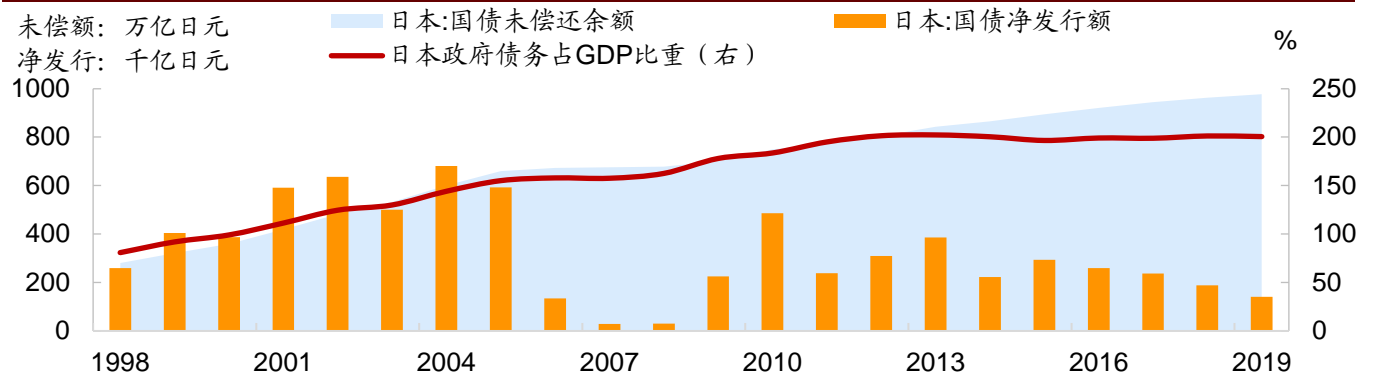
图表 24: 日本历年财政决算支出投向 (2020 年为预算)



资料来源: Wind, 中金公司研究



图表 25: 日本国债规模及占 GDP 比重



资料来源: Wind, 中金公司研究



日本历次经济冲击时的财政刺激计划

除常规的年度财政预算支出外，2008 年至新冠疫情爆发前，日本前后共出台 17 次财政刺激计划。其中，为应对次贷危机出台的 4 次财政刺激计划规模共达 132.4 万亿日元，其中 66.7 万亿日元纳入财政预算；安倍上台之后推出的 4 次财政刺激计划规模共计 92.9 万亿日元，其中 45.4 万亿日元纳入财政预算。今年以来，为应对新冠疫情所推出的两轮财政刺激总规模目前已超过 225 万亿日元（图表 26）。

图表 26: 日本历次经济刺激计划（规模单位：万亿日元）

时间	财政刺激计划	总规模 (万亿)	纳入预算规模 (万亿)	重点投向
2008/08	次贷危机第一轮刺激计划	11.5	1.8	-
2008/10	次贷危机第二轮刺激计划	26.9	26.9	紧急信用担保上限提高（52%）、政府附属金融机构紧急信贷上限提高（26%）、个人税收减免（7.4%）
2008/12	次贷危机第三轮刺激计划	37	23	提高政府参与金融机构股权比例（43%）、帮扶居民生活（26%）
2009/04	次贷危机第四轮刺激计划	57	15	支持公司现金流（73%）
2011	应对东日本地震的四轮刺激	20.6	20.6	公共工程建设（15%）、灾难相关公共融资计划（15%）、地方分配税收补助（13%）、东日本大地震重建补助金（7.6%）
2013/01	安倍政府第一轮刺激计划	20.2	13.1	防灾减灾（16.8%）、刺激私人投资（13.6%）、灾后重建（12.1%）
2013/12	安倍政府第二轮刺激计划	18.6	5.5	东日本地震灾区恢复重建（35%）
2016/08	安倍政府第三轮刺激计划	28.1	13.6	基础设施建设（45%）、改善人口结构（25%）
2019/12	安倍政府第四轮刺激计划	26	13.2	灾后恢复重建与确保安全措施（44%）、投资未来以及增强经济活力（33%）
2020/04	新冠疫情第一轮刺激计划	108	39.5	-
2020/05	新冠疫情第二轮刺激计划	117	32	针对新冠的应急基金（31%）、向中小企业提供贷款（28%）

资料来源：日本财务省，中金公司研究

1、应对次贷危机的经济刺激计划

为应对次贷危机带来的冲击，日本政府于 2008 年下半年先后三次推出总额高达 75 万亿日元的经济刺激计划，并于 2009 年 4 月再次推出 57 万亿日元的经济刺激计划。

1) 第一轮经济刺激计划（2008 年 8 月）

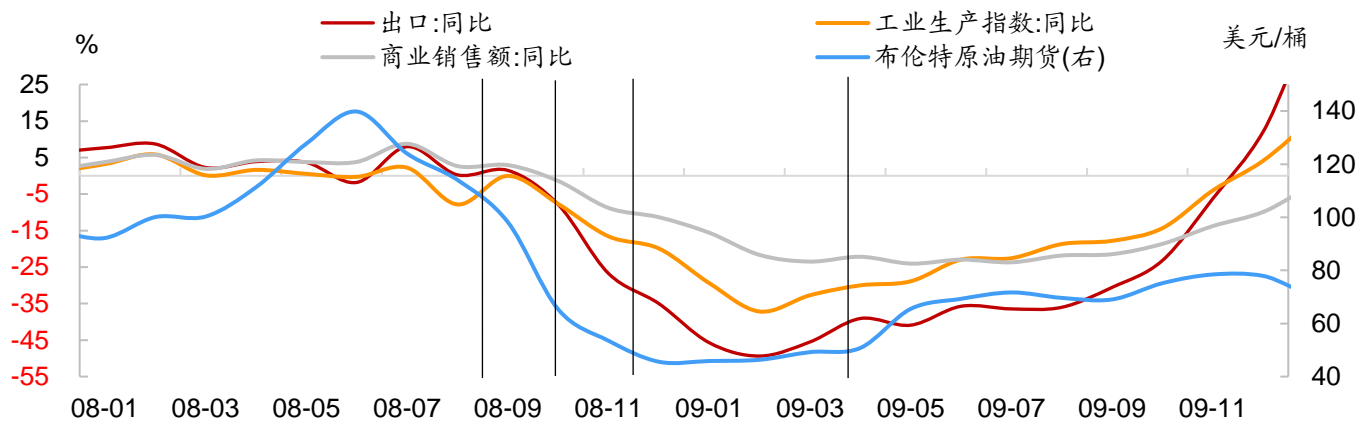
2008 年 8 月，为应对不断上涨的能源成本（7 月中旬布油期货价格升至 145 美元/桶的历史高点）和经济衰退的威胁（图表 27），日本政府推出了 11.5 万亿日元的经济刺激计划（Comprehensive Immediate Policy Package），其中 1.8 万亿日元来自政府财政支出，纳入 2008 财年第一次补充预算。本次刺激计划有 3 大目标，即消除国民焦虑、加速向可持续发展社会转型以及促进适应新的成本结构并强化增长潜力。主要包括：

- 支持居民日常生活和就业：如稳定生活用品价格、提高法定工资、减少高速公路通行费、削减个人所得税（national income tax）和居民税（local inhabitant tax）、为妇女和长者就业提供支持等。
- 对医疗保健、养老金、长者护理服务进行升级：减少医疗费用、增加见习医生数量等。
- 支持育儿和教育：增加幼儿园数量、为校园午餐提供补助。
- 振兴中小企业：引入一项新的担保计划改善企业现金流、为燃料消耗型行业提供更多支持、执行行业生产力提高项目、促进储蓄向投资的转化。
- 创造低碳社会、重新设计住宅与灾害管理、增强农林渔业的竞争力、支持地方政府等。

总体而言，本次刺激方案具有如下特点：一是平衡经济增长与财政可持续性，将财政资源用在“刀刃”上；二是由于暂时无法估计产出缺口规模，有意地避免采用创造有效需求的扩张性财政措施；三是在应对能源和食品价格上升的同时着手进行结构性改革；四是优先支持投资以便适应新的成本结构。



图表 27: 原油期货价格持续上涨，日本经济增长动力不足



资料来源：Wind，中金公司研究

2) 第二轮经济刺激计划（2008 年 10 月）

根据时任首相麻生太郎于 2008 年 10 月 30 日的发言，尽管日本金融体系相对欧美来说仍然稳定，但全球金融体系的动荡通过股票和债券市场影响了日本的实体经济，日本经济增速快速下滑，为此内阁宣布了 26.9 万亿日元的经济刺激计划（Measures to counter difficulties in people's daily lives），纳入 2008 财年第二次补充预算。本次刺激计划的主要内容包括 3 项支柱的 9 条举措：

- 应对居民日常生活困难：一是采取津贴的方式开展总规模约 2 万亿日元的固定金额税收减免（一个四口之家约 6 万日元）；二是加强护理服务与育儿支持；三是加强就业支持（减少失业保险金费用缴纳、创造就业岗位）；四是对抵押贷款进行税收减免；五是控制水电燃气价格。
- 支持中小企业：一是提高紧急信用担保的上限（由 6 万亿日元到 20 万亿日元）和政府附属金融机构紧急信贷的上限（由 3 万亿日元到 10 万亿日元）；二是加强新能源行业的税收优惠和中小企业的税收减免。
- 支持地方政府：一是进一步降低高速公路通行费；二是向税收收入由道路工程转向一般用途的各地方政府共分配 1 万亿日元；三是通过使用“区域振兴补贴”开发区域基础设施。

3) 第三轮经济刺激计划（2008 年 12 月）

金融危机对日本实体经济的影响超出日本政府预期，尽管已经先后推出两轮经济刺激计划，但日本股市仍保持下跌之势，且日元也出现大幅升值，在此情形下首相麻生太郎于 2008 年 12 月宣布了该年第三轮、规模 37 万亿日元的经济刺激计划（Emergency measures to defend people's daily lives），其中 23 万亿日元来自政府财政支出，纳入 2009 财年预算。本轮刺激计划中，政府财政支出部分包括以下 7 条举措：

- 1 万亿日元用于支持就业、再就业。
- 1 万亿日元用于增加地方政府的税收分配以支持其发展创造就业岗位的商业活动。
- 新设立 1 万亿日元的储备以应对紧急经济事件。
- 每个财政年度对住房、资本开支的税收减免 1 万亿日元。
- 6 万亿日元用于帮扶居民生活（主要内容是 10 月的计划）。
- 10 万亿日元用于提高政府参与金融机构股权比例。
- 3 万亿日元用于开展和增加利用政府资金的“紧急响应行动（emergency response operations）”。

4) 第四轮经济刺激计划（2009 年 4 月）

全球金融危机继续冲击日本，日本经济增速下滑严重，出口与生产急剧下降，就业形势亦迅速恶化，2009 年 4 月，日本政府祭出当时为止规模最大的经济刺激计划（Countermeasures to Address the Economic Crisis），项目总规模高达 57 万亿日元，其中 15 万亿日元为财政预算支出，纳入 2009 财年第一次补充预算（图表 28）。在天量经济刺激计划的拉动下，日本的公共投资率先反弹，实际 GDP 增速于 2009 年一季度触底后反弹。



图表 28: 2009 年 4 月经济刺激计划（规模单位：万亿日元）

经济刺激计划项目	项目规模	财政支出规模
总额	57	15
防止商业活动触底		
应对失业	2.5	1.9
通过提高担保上限等支持公司现金流	41.8	3
为社会创造活力		
扩大儿童抚养基金规模等育儿福利	0.302	
医疗和护理	1.04	
可持续发展	2.75	1.6
补助地区公共投资、拨款等对于地区的支持	2.4	
削减获得居所的赠与税和对中小企业招待支出征收的税等	0.1	

资料来源：日本首相官邸，中金公司研究

2、应对东日本大地震的经济刺激计划

为进行灾后重建并应对东日本大地震对经济的冲击，日本政府于 2011 财年先后四次推出规模共达 20.65 万亿日元的刺激计划，全部纳入补充预算方案（图表 29）。其中，近一半的费用用于直接赈灾和灾后重建，其余部分则主要集中于公司搬迁补助、就业支持、住房支持、加强医疗及养老金补偿等稳定生产和民生的措施。此外，由于东日本大地震直接导致了福岛第一核电站事故，因而有 6310 亿日元的资金专门用于提供核灾难相关费用。



图表 29: 2009 年 4 月经济刺激计划（规模单位：万亿日元）

经济刺激计划项目	财政支出规模
总额	20.65
赈灾措施	0.577
提供临时住宅	0.363
灾难援助贷款	0.035
民生福利基金贷款	0.042
支援受灾群众的费用	0.377
灾区废墟处置	0.738
灾后重建等公共工程建设	3.091
灾难相关公共融资计划	1.313
重建业务和稳定中小企业管理的贷款等	1.163
重建住宅贷款	0.056
地方分配税收补助	2.69
东日本大地震重建补助金	1.561
东日本大地震灾后恢复重建应急储备	0.8
《核灾害赔偿法》相关费用	0.275
核灾难重建相关费用	0.356
国家性灾难预防措施	0.575
其他措施	3.265
公司搬迁补助金	0.5
就业支持措施	0.378
住房支持措施	0.311
医疗、长期护理、育儿、福利等措施	0.617
养老金的非经常性资金补偿	2.49

资料来源：日本首相官邸，中金公司研究

3、安倍经济学下的经济刺激计划

安倍晋三在 2012 年底再次当选首相后，为扭转持续多年的低增长、低通胀，积极倡导以“货币宽松、扩大财政支出和结构性改革”为三大支柱的经济政策，即安倍经济学。在财政方面，其希望通过新推出的政府支出刺激需求，实现经济增长，为长期的财政盈余创造条件。在新冠疫情爆发前，其内阁累计推出了 4 次大规模经济刺激计划（不含本次新冠疫情期间的刺激计划），规模共计 92.9 万亿日元，其中纳入财政预算支出的金额累计超过 45 万亿日元。

1) 安倍政府第一轮财政刺激（2013 年 1 月）

2012 年下半年日本出口表现疲软，经济增速亦出现快速下滑，在此背景下，2013 年 1 月安倍内阁推出上台以来第一轮经济刺激计划，规模总计 20.2 万亿日元，其中 13.1 万亿日元来源于政府财政支出，纳入 2012 财年补充预算（图表 30）。安倍内阁预计此次经济刺激计划对经济增速的拉动约为 2.0%，但实际拉动仅为 0.6%。



图表 30: 安倍政府第一轮财政刺激（规模单位：万亿日元）

经济刺激计划项目	财政支出规模
总额	13.105
重建与灾害预防措施	3.789
通过增长创造财富	3.137
通过刺激设备投资等私人投资和促进研发等强化增长潜力	1.786
针对中小企业、小商户、农林渔的措施	0.946
为日本公司海外经营提供援助	0.139
人力资源发展与就业举措	0.266
生活保障与地区振兴	3.102
促进育儿建设、提高居住空间质量等生活保障	0.779
促进旅游业、积极利用公共交通、促进城市改造等区域振兴	0.925
考虑区域融资需求并迅速执行紧急经济计划中的措施	1.398

资料来源：日本财务省，中金公司研究

2) 安倍政府第二轮财政刺激（2013 年 12 月）

在 2013 年下半年经济稳步复苏的进程中，为了对冲 2014 年消费税税率即将上调带来的不利影响，刺激消费，进一步带动经济复苏从而促进经济的良性循环，2013 年 12 月，日本政府于该年内再一次推出总规模 18.6 万亿日元的第二轮经济刺激计划，其中 5.5 万亿日元来自于政府财政支出，纳入 2013 财年补充预算（图表 31）。

图表 31: 安倍政府第二轮财政刺激（规模单位：万亿日元）

经济刺激计划项目	财政支出规模
总额	5.5
加强竞争力的措施	1.418
促进投资与创新	0.424
节能措施	0.089
改善城市基础设施以迎接 2020 年东京夏季奥运会和残奥会	0.101
振兴社区、促进农林渔业发展及中小企业创新	0.804
针对妇女、青年、老年人以及残疾人的政策	0.301
加快重建、防灾和社会安全的措施	3.127
通过住房福利等减少对低收入和育儿家庭的影响，缓解需求高峰与之后的逆转	0.649

资料来源：日本财务省，中金公司研究

2014 年 12 月，为了应对当年 4 月消费税税率上调导致的经济衰退，安倍内阁又推出了一轮规模较小，3.5 万亿日元的经济刺激计划。其中，1.8 万亿日元用于分发购买商品的优惠券、为低收入家庭提供燃料购买补贴、为小企业提供资金支持以及复兴地区经济；另外 1.7 万亿日元用于防灾和重建受灾地区，包括受 2011 年 3 月海啸影响的地区。

3) 安倍政府第三轮财政刺激（2016 年 8 月）

在日本央行货币政策宽松不及预期的情况下，日本财政政策积极扩张。2016 年 8 月，日本政府推出 2009 年 4 月以来规模最大的，安倍上台以来的第三轮大规模经济刺激计划（Economic Measures for Realizing Investment for the Future），总规模为 28.1 万亿日元，其中 13.6 万亿日元来自于政府财政支出，纳入 2016 财年补充预算和 2017 财年初始预算。具体而言，本次政府财政支出项目包括：2.7 万亿日元用于 2016 年熊本地震和 2011 年东日本地震的救灾措施；3.4 万亿日元用于改善人口结构；6.2 万亿日元用于基础设施建设，比如用于加快建设一条连接东京和大阪的高速磁悬浮列车线；1.3 万亿日元用于应对英国脱欧风险，帮助中小企业。安倍政府预计此次经济刺激计划对经济增速的拉动约为 1.3%，但实际拉动为 0.3%。



4) 安倍政府第四轮财政刺激 (2019年12月)

为维持经济可持续增长并对冲上调消费税对经济造成的冲击，2019年12月日本政府推出了安倍第二次首相任期内的第四轮大规模经济刺激计划，项目总规模26万亿日元，其中13.2万亿日元来自于政府财政支出，纳入2019财年补充预算和2020财年初始预算（图表32）。

图表 32：安倍政府第四轮财政刺激（规模单位：万亿日元）

经济刺激计划项目	项目规模	财政支出规模
总额	26	13.2
灾后恢复和重建并确保安全	7	5.8
应对经济下行风险并提供广泛支持	7.3	3.1
为未来投资以保持和增强2020年东京奥运会之后的经济活力	11.7	4.3

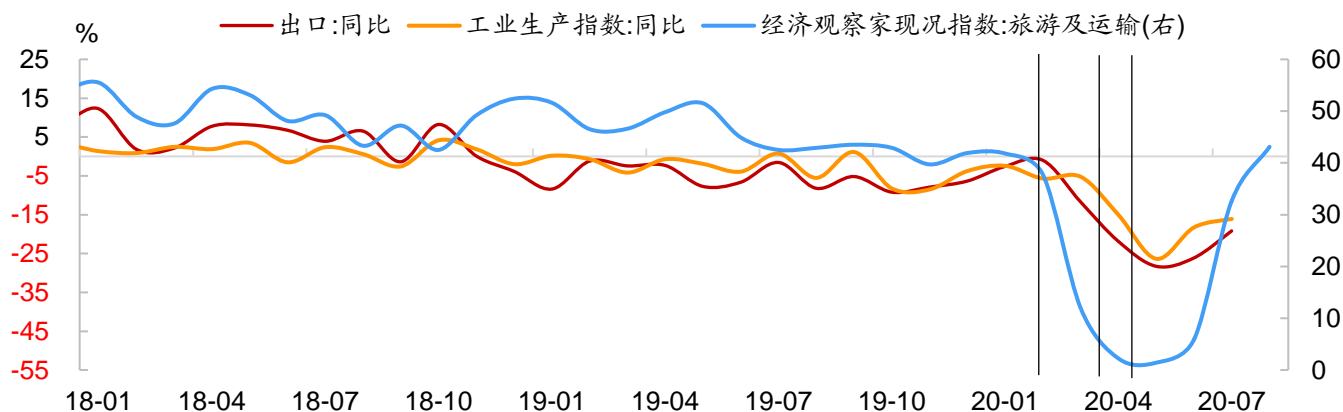
资料来源：日本首相官邸，中金公司研究

4、2020年新冠肺炎肆虐背景下经济刺激计划

2020年初，新冠疫情在世界范围内迅速蔓延，全球经济被迫陷入衰退，导致日本出口遭受巨大冲击，旅游业也迟迟难以恢复（图表33）。为对冲新冠肺炎对经济的冲击，日本政府于2020年4月推出了历史上规模最大、总额高达108万亿日元的经济刺激计划，其中39.5万亿日元来自于政府财政支出，纳入2020财年第一次补充预算。财政支出部分主要内容包括：

- 向营业额大幅下降的中小企业提供最高200万日元的补贴；向收入大幅减少的个体经营者发放最高100万日元的补贴。
- 对符合条件的家庭发放“生活援助补贴”。
- 资助医疗企业开发生产新冠病毒相关药物；资助企业扩大呼吸机、口罩等医疗物资生产。
- 资助日本社会构筑远程办公、居家办公等新经济形态。
- 通过政府附属金融机构向面临资金困难的企业提供免息贷款。
- 允许符合条件的企业暂缓缴纳法人税和社会保险费等。

图表 33：随着全球疫情爆发，日本出口大幅下跌，旅游业遭受重创



资料来源：Wind，中金公司研究

由于新冠疫情对日本经济冲击持续加剧，日本政府于2020年5月再次推出新一轮的经济刺激计划，总额达到了空前的117万亿日元，其中32万亿日元来自于政府财政支出，纳入2020财年第二次补充预算案（图表34）。至此，日本为应对新冠疫情而推出的财政刺激规模已达225万亿日元，约为2019年GDP总额的40%。



图表 34: 2020 年 5 月应对新冠疫情的第二轮刺激计划（规模单位：万亿日元）

经济刺激计划项目	财政支出规模
总额	32
增加雇用调整补助金发放	0.452
加强金融援助	11.639
给微型、中小企业贷款	8.817
给大型公司贷款	0.452
提供资本金	2.369
为中小企业建立租金支持补助金	2.024
加大对医疗机构的支持	2.989
其他援助措施	4.713
增加为了应对新冠、实现振兴的特别拨款	2
加强企业持续补贴项目	1.94
针对新冠的应急基金	10

资料来源：日本首相官邸，中金公司研究



日本货币政策和财政政策的借鉴意义

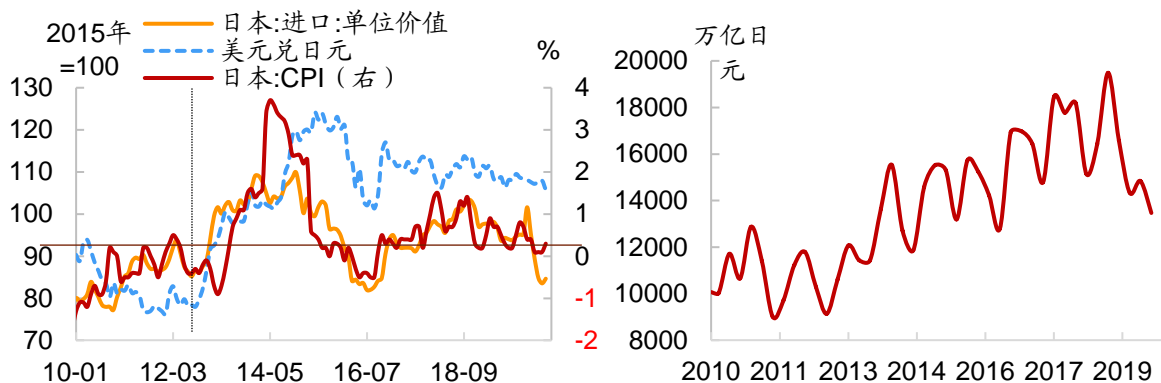
1、安倍执政期间日本经济政策——“安倍经济学”

2020年8月28日，日本首相安倍晋三宣布因健康问题辞去首相职务。此前，安倍刚成为日本历史上连续在任时间最长的首相。在其长达8年的第二任期内，安倍致力于推行“安倍经济学”，希望提高通胀、促进消费和投资，帮助日本经济摆脱长期停滞的局面。从效果来看，通过结合需求侧和供给侧的改革，“安倍经济学”使日本结束了通缩，从2017年1月起至新冠疫情爆发前的2020年3月，核心CPI连续39个月同比为正，并实现了长达71个月的景气周期，从2013年起实际GDP与名义GDP均连续7年保持正增长（1997年亚洲金融危机后首次），但距实现将通胀推升至2%、2020年GDP达到600万亿日元并实现财政收支平衡、改善人口结构等仍有相当远的距离。而在疫情的意外冲击下，安倍经济学的成果几乎被抹去，核心CPI已连续4个月未实现同比上升，二季度GDP同比下滑27.8%创战后最大降幅记录，日本经济的复苏之路再次蒙上阴影。

“安倍经济学”主要经历了两个时期，最初包括需求侧的货币宽松、扩大财政支出和供给侧的结构性改革这“三支箭”，意在通过推动日元贬值提升通胀并促进消费，同时通过公共投资拉动经济增长，并通过结构性改革激发民间投资活力，箭指“增长”。在政策效果开始减弱后，安倍于2015年提出了新的“三支箭”，包括发展经济、改善社会保障以及支持儿童培育，希望通过新的经济政策使日本GDP在2020年达到600万亿日元、总和生育率达到1.8‰、消除因需照顾老人而离职的情况、为女性提供更多就业机会等，更加侧重于解决长期的结构性问题。

货币宽松旨在实现2%的通胀目标，并以此促进居民消费。具体来说，安倍上台后任命支持实施量化宽松的黑田东彦出任日本央行行长。在黑田东彦的领导下，日本央行于2013年4月提出QQE，并在此后持续加码宽松，于2016年9月提出收益率曲线控制下的量化与质化宽松。在此期间，日本央行基础货币增量和国债购买规模均增加至每年80万亿日元，ETF和J-Reits购买规模在新冠疫情爆发前分别增至每年3万亿日元和900亿日元。从2013年4月至2020年8月，日本央行资产负债表规模由174.7万亿日元飙升至682.9万亿日元，占其2019年GDP总量的123%，基础货币由155.3万亿日元增至582.9万亿日元，持有的日本政府债券、ETF和J-Reits规模分别从134万亿日元、16714亿日元和1317亿日元增至535.7万亿日元、34万亿日元和6293亿日元。在最初的两年内，天量流动性成功推动了日元贬值，日元美元汇率从2013年全年平均汇率97.68日元兑1美元贬值至2015年中的124.10日元兑1美元。日元贬值一方面导致日本进口产品价格随之提高，CPI明显由负转正（图表35）；另一方面，也通过促进出口提高了企业利润，日本雇员报酬从2013年的255.6万亿日元增加至2018年的283.7万亿日元。同时，流动性的增加使日经225指数由2012年底的10395点增长超一倍至目前的23000点以上，资产价格的上涨也使居民财富增厚，在一定程度上促进了消费。但2014年，随着原油价格震荡走跌，日本通胀水平再次下降，表明日本国内消费动力仍不稳定，仅靠货币宽松无法真正引导通胀预期并最终推升通胀。

图表 35：日元贬值初期导致日本进口产品价格提高并推升通胀（左）；政策推行初期日本企业营业利润提高（右）



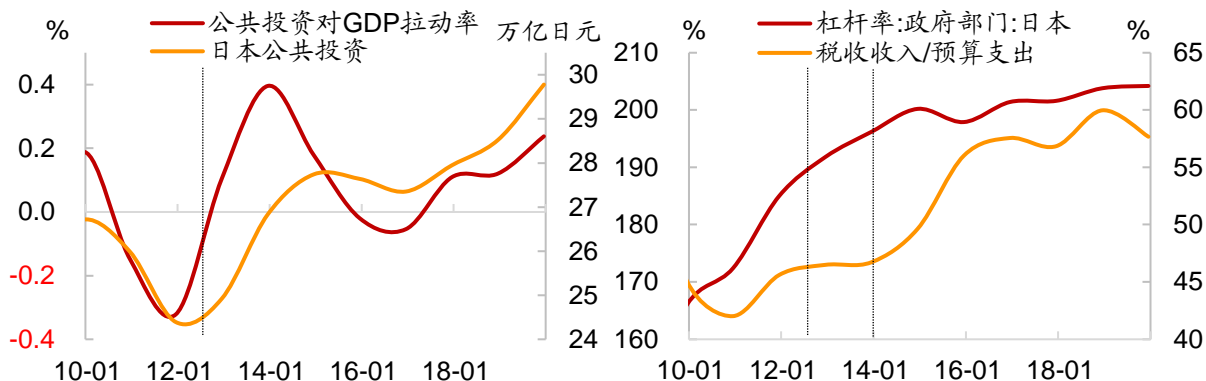
资料来源：彭博，Wind，中金公司研究

财政政策上，安倍政府积极扩大财政支出，希望通过加大公共投资刺激经济增长。自2013年以来，安倍政府的年度财政预算规模均在90万亿日元以上，并连续8年创新高，2019年首次突破100万亿日元，占2018年GDP的18.3%。在巨额的财政资金支持下，日本的公共投资规模大幅增加，由2012年的24.4万亿日元增长至2019年的29.3万亿日元，但其对GDP的拉动率仅在最初的两年较为明显（图表36，左）。随着政策边际效果的减弱，劳动力不足对公共投资落实程度的掣肘开始显现，拖累对GDP的拉动。尽管安倍上台后财政支出持续大规模增加，但日本政府部门杠杆率的增速却显著放缓（图表36，右），这得益于安倍在任期间提高消费税税率从而增加了税收收入。2014



年4月，日本将消费税税率由5%上调至8%，2014财年税收收入由此增长10%至47.6万亿日元，增幅较前一年大幅提高7%，税收收入占预算支出的比例也从上调税率之前的46.7%增长至2019年的57.7%。2019年10月，安倍政府再次上调消费税税率至10%，希望借东京奥运会带动消费和出口，在促进经济增长的基础上增加税收收入，改善日本的赤字情况并减轻政府债务负担。但上调消费税也带来隐患，其导致的“抢消费”行为虽在2013年使日本私人消费同比增长2.2%，并拉动GDP增长1.33%，均创下1995年以来高点，但却使消费在长期内陷入低迷，2014年上调消费税后，私人消费对GDP的拉动率明显下降。此外，虽然日本政府杠杆率增速放缓，但财政赤字情况并未得到改善，更无法实现安倍内阁在2020年实现财政平衡的承诺。

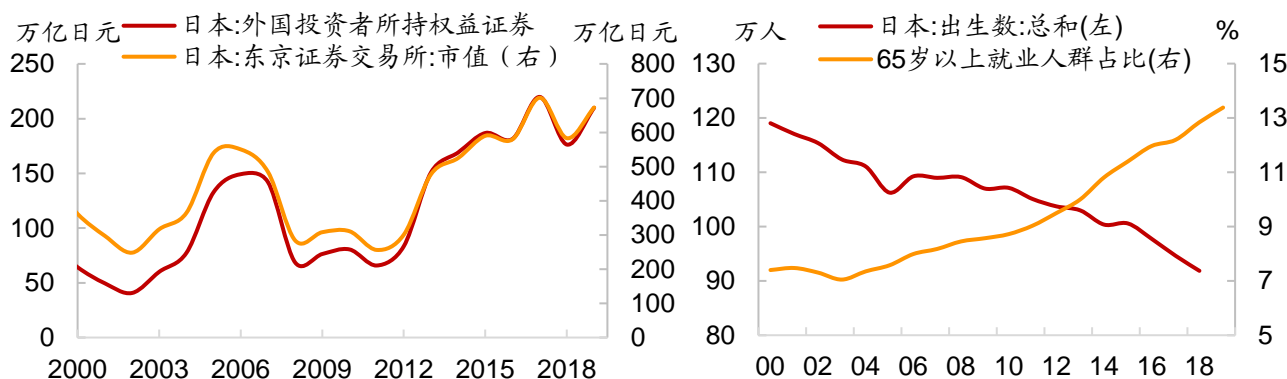
图表 36: 公共投资对 GDP 拉动效果在初期较明显 (左); 日本政府部门杠杆率增速放缓 (右)



资料来源: Wind, 中金公司研究

天量的流动性和财政刺激在短期内确实取得了立竿见影的效果，但日本经济的症结仍在于人口数量持续减少和人口结构恶化、企业文化崇尚无条件服从、社会活力不足等长期问题。因此，安倍经济学的第三支箭即是进行结构性改革以促进民间投资。核心之一是进行公司治理改革，日本政府于2014年、2015年相继推出《日本管理守则》和《公司治理守则》，对机构所有权和董事会结构进行改革，鼓励投资者表达对公司的不满、增加外部独立董事、加强披露等，以吸引外国投资，并取得了一定的成效。外国投资者所持份额占日本上市公司股票市值的比例从2012年的27.8%增加至2014年32.2%的记录高点，2019年为31.2%（图表37，左）。外部资金的大量流入同样助推了日本股市的上涨。此外，安倍政府也致力于改善日本劳动力市场僵化以及人口结构问题。为此，安倍进一步提出了新“三支箭”。从就业人数来看，日本就业情况确实出现了改善，失业率从安倍上台之初的4%下降至2020年7月的2.9%，非自愿离职人数从101万下降至57万。但进一步从就业结构来看，兼职人群也在增加，且存在多人完成一人工作量的情况，导致雇员报酬并无显著增加，因而难以提振消费；而就业人群中女性占比也仅从0.43%略微提高至0.44%，并未实现其平衡就业性别结构的目标。同时，出生人口数从2012年底的103.7万下降11.5%至2018年的91.8万，且人口总和生育率仍维持低位，20世纪以来一直徘徊在1.25%-1.45%的水平；而65岁以上就业人数占全部就业人数的比重却不断上升，已从2013年的29%提高至2019年的32%（图表37，右），这也导致了公共投资因缺乏劳动力而无法完全落实。人口数量和结构的双重恶化导致货币政策和财政政策的效果也产生折扣，旨在重塑日本经济的结构性改革未能达成目标。

图表 37: 外国投资者所持份额占日本上市公司股票市值的比例提高 (左); 65 岁以上就业人群占比 (右)



资料来源: Wind, 中金公司研究

总体来说，安倍经济学结束了日本的通缩并在一定程度上改善了日本经济状况，但未能完全扭转日本经济无力增长的困局，也未能实现其政策目标。日本政府7月确认，长达71个月的景气复苏在2018年10月结束，目前已进入衰退局面。而新冠疫情的爆发无疑使本就脆弱的日本经济雪上加霜。日本今年二季度GDP同比下降27.8%，创下战



后最大降幅记录，使得安倍经济学不仅没能完成在2020年将日本GDP提高至600万亿日元的目标，更使此前的增长基本归零。一方面，为遏制疫情扩散，多国均曾采取全国性的封锁措施，导致全球经济活动被迫大幅放缓，日本出口因此大幅下滑，4月同比下降21.9%，创次贷危机后最大降幅，而自2018年12月起，日本出口已经连续20个月同比负增长。另一方面，疫情重创日本旅游业，入境旅客人数已连续5个月不足去年同期的一成。更为严重的是，疫情的持续扩散导致东京奥运会延期举办，不仅政府希望在调高消费税税率后增加税收收入的计划落空，此前为奥运会进行投资和赞助的企业也将遭受损失，日本的经济士气进一步受挫。同时，由于疫情使得经济活动大面积中断，原本投资意愿就低的日本企业更加信奉“现金为王”。2020年前两个季度，日本私人设备投资同比分别下降1.8%和8.2%。此外，受疫情本身和政府封锁措施的影响，日本失业率由2019年底的2.1%重新上升至2020年7月的2.9%。

为应对疫情冲击，日本央行和日本政府在原有的货币和财政政策基础上进一步加大支持力度。日本央行于3月起临时设立特殊资金支持操作，通过将向金融机构提供贷款的合格抵押品范围扩大至包括私人债务，向企业和家庭部门提供流动性。此外，日本央行还增加风险资产购买，将ETFs和J-Reits购买规模分别增加一倍至12万亿日元和1800亿日元，并至多额外购买商业票据和公司债各7.5万亿日元，加码力度空前。与此同时，日本政府先后两次推出规模共达225万亿日元的财政刺激方案，向企业提供贷款及员工薪酬补贴。在政府大规模的援助下，日本经济稍见起色，但恢复动力仍不足。具体来看，工业生产指数、生产者出货指数以及家庭消费性支出均由5月低点回升，但均尚未恢复至正常水平；出口跌幅虽开始收窄，但受全球经济活动停滞拖累，7月最新出口金额同比仍出现19.18%的负增长。其中，7月对中国出口同比增长8.14%，今年以来首次出现正增长；对美国出口同比下跌19.49%，但较5月份50.5%的跌幅已大幅收窄；对欧盟的出口则进一步下跌至43.97%，对不同目的地的出口恢复与各地的疫情形势相一致。因此，短期内经济的恢复仍取决于疫情形势的发展。由于多年来的超宽松货币政策和持续的巨额财政支出，日本的政策空间已所剩无几，无论新首相由谁出任，都将面临带领日本经济走出疫情冲击泥潭的艰巨任务。

2、日本未来政策走向

尽管遗留了不少问题，但2013年至2019年，日本实际GDP与名义GDP均连续7年保持正增长（1997年亚洲金融危机后首次），且名义GDP增速多次超过实际GDP增速，“安倍经济学”在经济复苏和摆脱通缩方面还是取得了一定的成效，成为安倍巩固政权的基础。除经济外，安倍在外交和安保方面也有一定建树。安倍在任期内积极扩大日本在国际政治舞台上的影响力，致力于推进日本国家正常化，外交成果和政治主张整体上受到国内政客与民众的认可。而国内有利的政党关系也是安倍能够长时间担任首相一职的重要原因：安倍在任期间日本国内政党呈碎片化局面，自民党一家独大，受到在野党的冲击较小；且安倍在党内个人威望较高，连续3次成功竞选自民党总裁，最终成为日本历史上连续在任时间最长的首相。

安倍辞职后，下任自民党总裁将从内阁官房长官菅义伟、自民党政务调查会长岸田文雄以及前自民党干事长石破茂中选出。由于自民党仍是国会第一大党，因此其党总裁仍将自动成为日本新任首相，直至2021年9月任期结束。而下任首相的人选将影响日本未来至少一年内的货币和财政政策走向。

菅义伟在9月2日宣布参选自民党总裁的记者会上表示将在经济、政治、外交等方面继承安倍政权的内政外交路线。这意味着菅义伟将继续推行超宽松的货币政策和积极扩张的财政政策。岸田文雄同样是安倍的心腹，尽管此前较少提及自己的政治主张，但考虑到其与安倍的密切关系，大概率会延续安倍的内政外交政策。石破茂与前二者不同，曾多次批评安倍政府在应对日本少子老龄化和新冠疫情上的表现。在经济政策上，石破茂虽认同安倍经济学防止通缩的宏观方向以及通过缩小贫富差距促进经济增长的做法，但认为目前极度宽松的货币政策和积极扩张的财政政策不可持续，尽管“暂时”不会大幅改变目前的政策，但其会兼顾“财政纪律”。这意味着若石破茂当选，日本的政策力度预期会有所降低。此外，石破茂认为日本应该努力保持与中国的稳定关系，在历史问题上“该道歉就道歉”，若石破茂继任，可能会更加积极地推进中日韩自贸区和RECP的建立。

目前来看，菅义伟已获得自民党第一大派系细田派（98名国会议员）、第二大派系麻生派（54名国会议员）以及第四大派系二阶派（47名国会议员）的支持，累计票数已超过自民党籍国会议员（394票）的一半。石破茂领导的石破派在自民党派系中则势力较小，仅有19名国会议员，但其民意支持率较高，据日本共同社30日发布的下任首相人选民意调查结果，石破茂获得最高的34.3%支持率，菅义伟则为14.3%。9月1日，日本自民党1日举行总务会，决定将采取自民党国会议员（394票）和地方支部联合会代表（141票）进行投票的方案选举总裁，放弃全体党员参与投票的常规选举方案（国会议员和全国各地自民党党员、党友各394票，共788票），候选人获得超过半数有效票即当选。由于国会议员占投票者的大多数，因此目前获得党内支持最多的菅义伟当选自民党总裁和首相的可能性较高，因而日本短期内大概率会延续当前的货币和财政政策。但最终结果仍取决于自民党内部对于明年大选的考量，民意更高的石破茂更有可能帮助自民党继续掌控参众两院。

3、对我国的借鉴意义

与大部分发达经济体类似，日本货币政策采取的是锚定通胀的单一目标制，为了实现2%的通胀目标，日本央行选择



实行超宽松的货币政策，包括零利率、QE、QQE 并引入负利率和 YCC 等。而我国货币政策服务于多目标，包括促进经济增长、保持物价稳定、促进就业、保持国际收支平衡这四个相对短周期的目标，以及促进金融改革和开放、发展金融市场等相对长周期的目标。多目标下不同目标的权衡决定了我国货币政策的大方向不会效仿日本的无限量宽松，超宽松导致的低利率会加剧资本外流、扰乱人民币汇率的稳定、不利于国际收支平衡，而超宽松导致的流动性泛滥会带来房地产、股市、债市、商品市场等全方面的资产价格泡沫，不利于我国的金融稳定和金融市场的健康发展。从日本的经验来看，非常规的宽松政策在实施初期确实能够起到短期的刺激作用，但过度宽松会令政策的边际效果明显减弱，持续超宽松的结果是将央行陷入加码宽松无用、削弱宽松力度却会导致较大风险的无路可走的局面。而我国仍属于劳动力相对充足、对外资吸引力较强、经济潜在增长率较高的新兴经济体，**因此货币政策在边际上的宽松仍能形成有效刺激，促进经济增长。在此情况下，保留货币政策空间显得尤为关键，维持正常的政策利率水位并择机调整是更适合于我国的货币政策路径。**

从历次应对危机的措施来看，日本央行使用的货币政策工具大多是为了同时实现宽货币和宽信用。具体来说，将信用等级相对较低或之前不能用作抵押的资产纳入合格抵押品范围，相当于为融资困难的实体提供了来自央行的外部增信，并在一定程度上把金融机构的放贷行为与因放贷而产生损失的风险进行了分离。由于这些工具在投放流动性的同时也帮助金融机构降低了因发放贷款而产生损失的风险，因而能够同时加强金融机构满足实体经济融资需求的能力和意愿，从而防止流动性滞留在金融体系内部、疏通实体经济融资渠道。此外，扩大合格抵押品范围也扩大了政策工具的覆盖对象。在日本央行 3 月推出应对新冠疫情的资金支持操作后，日本央行的资金支持操作规模从 2 月的 49 万亿日元小幅扩大至 4 月份的 55 万亿日元，而在 4 月宣布将私人债务（包括家庭债务）纳入合格抵押品范围后，资金支持操作规模迅速从 4 月的 55 万亿日元扩大 57% 至 8 月份的 86 万亿日元，增幅明显。在此期间，日本国内银行提供的贷款余额也从 2 月的 523 万亿日元上升至 7 月的 553 万亿日元，增量相当于此前从 2017 年 6 月到 2020 年 2 月共 32 个月的增量。因此，**切实降低金融机构对承担损失的顾虑是疏通融资渠道的关键，其效果好于在信号层面的引导，我国缓解中小企业融资难的问题也可从这一思路入手。**同时，日本央行直接下场购买风险资产，通过干预供需力量降低风险溢价，从而降低实体经济的融资成本，以促进投资和消费。

此外，与美联储相同，日本央行十分重视并擅于使用“前瞻性指引”。早在 1999 年，日本央行就开始使用“前瞻性指引”这一非常规措施引导市场预期，在时间上经历了较为模糊的定性式前瞻性指引、明确给出措施的实施条件和时间的指引和量化某些经济指标的明确指引等阶段。在次贷危机后，包括日本在内的主要发达经济体央行多选择将前瞻性指引与量化宽松和通胀预期相结合，向市场传达未来的利率趋势以及央行可能采取的操作，以便市场更加准确地理解央行的意图，从而避免由于错误解读或政策的突然变动产生的冲击。目前，日本央行每年定期召开 8 次货币政策会议（MPM）进行货币政策声明，并由行长在每次会议后召开记者会对政策声明直接进行解释，通过加强与市场的沟通更加精准有效地表明货币政策意图，降低国内外投资者对政策风险的担忧。而随着我国不断推进金融市场对外开放，中国的货币政策也受到越来越多的关注，特别是我国正处于从数量型货币政策向价格型货币政策的转型期。**在此背景下，提高前瞻性指引的有效性和透明度不仅有利货币政策本身的传导，防止市场因不必要的情绪波动而引发过度调整，还能够使境外投资者更加清晰、正确地理解我国的货币政策，从而提高我国资本市场的吸引力，并反过来促进我国金融市场的开放和人民币国际化。**人民银行已经为此采取了更多措施，如增加新闻发布会和媒体采访的次数等，但由于其并不固定，因而仍不能很好地消除不确定性并解答市场对于政策未来走向的猜测。因此，今后还可通过定期召开相关主体的发布会、拓宽市场反馈渠道等途径进一步优化我国的“前瞻性指引”。

在财政措施上，多次大规模经济刺激计划所积累的政府债务使日本成为全球主要经济体中政府部门杠杆率最高的国家，导致其剩余政策空间越来越小。而在为应对新冠疫情而推出两轮规模共计 225 万亿日元的刺激计划之后，本已趋平的政府债务占 GDP 比重以及下降中的财政收入债务依赖率又将再次明显升高。但从效果来看，高达 GDP 的 40% 的财政支出并未发挥出力挽狂澜的作用，且此前多次以增加政府债务规模和加剧财政收支失衡为代价的刺激措施也均未能从根本上挽救日本经济的颓势，这意味着财政刺激规模增加所带来的额外效果是有限的。从可行性上来说，尽管日本政府债务规模高，但在长期极低的利率环境下其债务利息支出并不高，故日本的政府债务负担相对其债务规模并不沉重，这也使得其能够充分利用政府债务支持财政扩张。同时，日元的避险货币低位和日本庞大的海外净资产创造的利润也支撑着日本不易爆发债务风险，而我国并不具备这些条件，因此，我国的财政刺激无论从规模上还是用途上都应该更加“精打细算”。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908

编辑：张莹



中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

