

（二）QE1 时期（2001.03-2006.03）。

QE1 启动背景是全球互联网泡沫破裂之后，日本出口受挫，螺旋通缩压力渐浓。日央行提出鲜明政策目标——将 CPI 同比稳定在 0 以上。

随后日央行扩大资产购买，并采用强烈的预期指引，将政策利率持续稳定在 0 附近。直到 CPI 同比转正，2006 年 3 月日本退出 QE1。

QE1 时期，日本通过加大国债购买量，并创设利率便利工具，完善利率走廊，最终压低政策利率，同时还长期维持在极低的波动率。

（三）QE2 时期（初步宽松：2008.10-2010.10·全面宽松：2010.10-2013.04）。

2008 年金融危机之后，日本经济再度陷入负增长，GDP 不变价当季同比连续 7 个季度为负。

面对如此低迷的经济景气度，2009 年 12 月，日央行认为通胀目标需要抬升至 0%-2%，2012 年 2 月，日央行更是明确通胀目标（goal）为 CPI 增速 1%。

QE2 过程中，日央行通过扩大资产购买范围（不仅购买国债，还购买商业票据、公司债券、房地产投资信托基金、指数 ETF 等风险资产）以及，购买长久期资产（购买 30 年及以上期限国债），甚至推出贷款支持计划和促增长融资便利，目的就是为了压降长端利率、压缩风险溢价，针对性撬动实体融资需求。

QE2 时期，日本短端利率始终在 0 值附近。相较之前两轮 QE，这一时期短端政策利率的波动率进一步下降。不仅如此，QE2 时期最为突出的表现是利率体系更平、更稳，实体可获得资金更为充裕和便利。

然而遗憾的是，QE2 最终带动的经济效果有限。核心 CPI 直到 2013 年 3 月依旧为负，最主要的缓解通缩目标未完成。也正因为未完成最终政策目标，日本 QE2 并未退出，而是紧接着实施了 QQE。

（四）QQE 时期（2013.04 至今·负利率：2016.01-2024.03·YCC：2016.09-2024.03）。

2012 年末安倍再次当选首相，提出“三支箭”经济刺激政策组合。作为“安倍经济学”三支箭之一，日本央行进一步加大了宽松力度，于 2013 年 4 月推出量化质化宽松政策（Qualitative and Quantitative Monetary Easing, QQE）

QQE 时期，日央行设定的通胀目标更高，通胀稳定维持在 2%以上。相交之前几轮 QE，QQE 时期日央行除了继续扩大资产购买范围（包括资产品类和期限），投放更大量基础货币之外，日央行在 QQE 时期还实施了负利率和 YCC（收益率曲线控制）。

通过 YCC，日本央行将以一个合理的组合实行低利率，既能将实际利率控制在较低水平，并保持金融系统稳定。负利率和 YCC，标志着日央行运用了更加精细的低利率调控。

单独的 QQE 对经济刺激效果有限，然而 QQE+负利率+YCC 的政策组合，最终在疫后迎来的通胀上行。2022

年 4 月以后，日本 CPI 当月同比和核心 CPI 当月同比均站上 2% 的目标水平。直至 2024 年 3 月，日本 CPI 已连续 2 年保持在 2% 以上。此时距离 QQE 已过去了 11 年，距离负利率和 YCC 启动时间也已经过去了 8 年。

鉴于通胀已连续保持目标水平上一段时间，且 2024 年“春斗”薪资涨幅超预期，“工资-通胀”循环有所支撑，日本央行认为负利率和 YCC 已经发挥了作用，因此决议将无担保隔夜拆借利率目标定位 0-0.1%（退出负利率），长端取消收益率曲线控制。

日本漫长的 QE 进程中，主要脉络就是从零利率到 QE 逐层加码，其中有四大趋势值得把握。

趋势一·QE 轮番加码过程中，购买资产规模越来越大，种类越来越多，期限越来越长。QE1 开始，日本央行增加了直接购买长期国债的规模，历次 QE 中也延长了对国债期限的购买，一直扩展到购买 40 年期国债。从 QE2 开始，日本央行在购买计划中，增加对风险资产的购买，包括商业票据、公司债券、股票、ETF、房地产投资信托基金等，且风险资产占日本央行资产端的比重也在不断提升

趋势二·QE 轮番加码过程中，操作指引和目标更为明确从而预期引导信号愈发强烈。QE0 时期，日央行模糊提到“最大程度地通过货币政策来支持经济活动，以避免可能加剧的通缩，并确保经济停止衰退是合适的，并未提出鲜明的通胀目标。QE1 时期，日央行将政策目标鲜明挂钩 CPI 同比转正。QE2 时期，日央行向明提出通胀目标（goal）为 CPI 增速 1%，并明确将坚持推行强力宽松政策直到该目标的实现。QQE 时期，2013 年 1 月日央行设定通胀目标（target）为 CPI 增速 2%；2016 年 9 月，日央行推出通胀超调承诺，承诺将持续扩大基础货币，直至观察到的 CPI 同比增速稳定地超过 2%

趋势三·QE 轮番加码过程中，日央行投放的基础货币规模持续扩大。零利率时期，日本央行将经常账户余额维持在 4 万亿日元的水平。QE1 时期，日本央行的经常账户余额由 QE1 初期的 5 万亿日元，快速扩张至 QE1 后期的 30-35 万亿日元。QE2 时期，日本央行推出资产购买计划，2010 年购买计划总规模为 5 万亿日元，到 2012 年已扩大至 70 万亿日元以上。QQE 初期，仅初期的目标就是使得基础货币以每年 60-70 万亿日元的速度增长。

趋势四·日央行利率调控越发精细。从最初的短端利率控制到长端利率控制，再到信用溢价压制，最终构建了 YCC 曲线控制。

日本在 1999 年就已经施行了零利率政策，随后几轮 QE 中，政策利率更是无限接近于零。不仅将短端的政策利率压在 0 附近，日本央行还通过引导预期、锚定货币数量等操作，大幅压降短端利率的波动。

我们在漫长的对抗通缩和加码 QE 过程中，可以清晰感受到日本央行的实施 QE 的初衷，也是 QE 终极目的——尽可能降低利率从而撬动通胀回升。

风险提示：警惕消费复苏乏力、地产回暖态势仍需观察、欧美紧缩货币政策超预期、地缘政治冲突扰动

目录

引言.....	1
一、日本 QE 的宏观背景和政策脉络	1
1.1 日本 QE 的宏观大背景是持续通缩和增长低迷.....	1
1.2 日本实施 QE 的另一层原因是金融暴雷压力.....	2
1.3 日本 QE 的主要脉络是从零利率到 QE 逐层加码	4
二、日本 QE 的前身是零利率政策（QE0）	5
2.1 亚洲金融危机之后日本启用 QE0.....	5
2.1 QE 通过购买资产来引降政策利率至 0.....	6
2.3 QE0 时期政策利率基本位于 0 附近.....	8
2.4 2008 年 8 月 GDP 同比转正之后 QE0 退出.....	8
三、日本新千年之后开始正式 QE（QE1）	9
3.1 互联网泡沫破裂之后央行启用 QE1.....	9
3.2 QE1 通过数量操作将政策利率波动降低.....	10
3.3 QE1 实施之后政策利率常年低波稳定在 0 左右.....	13
3.4 2006 年 3 月 CPI 同比转正之后 QE1 退出	14
四、全球金融危机后日本加码 QE 力度（QE2）	15
4.1 全球金融危机之后日本启用 QE2.....	15
4.2 QE2 重视长端利率低位和信用端流动性宽松.....	16
4.3 QE2 实施之后日本迎来更为平摊的低利率体系.....	20
五、安倍三支箭之后日本实施极致版 QE（QQE）	22
5.1 2012 年安倍三支箭之后日本实施 QQE.....	22
5.2 QQE 不惜以负利率和 YCC 来调低实际利率	23
5.3 QQE 期间日本通胀有所起色最终 2024 年日本退出 YCC.....	26
六、日本漫长通缩过程中的 QE 启示	29
风险分析.....	32

图目录

图 1:日本的经济长期处于低增速	2
图 2:日本持续处于低通胀状态，通胀难以维持 2%以上，部分时期甚至通缩	2
图 3:1998-2000 年的日本商业银行信贷增速	3
图 4:1970 年代-1990 年代的信贷增速对比.....	3
图 5:日本银行不良贷款率在 1990 年代维持高位且不断提升	3
图 6:日本货币政策宽松历程	4
图 7: QE0 的操作框架.....	6
图 8:零利率时期，日央行购买国债促使无担保隔夜拆借利率尽可能低（十亿日元）.....	7
图 9: 日本央行零利率时期，公开市场操作的工具	7

图 10: “零利率”时期, 央行“活期存款”账户余额始终维持在 4 万亿日元以上 (十亿日元)	8
图 11: 无担保隔夜拆解利率始终维持在 0.15%和 0.03%上下, 扣除手续费后基本为“零利率”	8
图 12:推出零利率会后, 日本经济增速再度回落	9
图 13: 零利率时期日本失业率持续提升	9
图 14:QE1 的操作框架	10
图 15:“伦巴德式”借贷便利用于控制无担保隔夜拆借利率的上限	12
图 16: QE1, 央行活期存款 (经常账户余额) 从 5 万亿日元最后上调至 30-35 万亿日元, 资金供应的方式包括国债、商业票据等的购买, 必要时会购买长期国债 (单位为十亿日元)	12
图 17:日本央行在 QE1 中进行公开市场操作的工具	13
图 18: QE1 期间, 日本央行经常账户余额由初始的 5 万亿日元, 陆续增加到 30-35 万亿日元 (十亿日元)	14
图 19:无担保隔夜拆解利率在 QE1 期间, 受市场影响同样也维持零利率	14
图 20:日本 GDP 不变价当季同比在 2003 年 Q2 开始回正	14
图 21:日本核心 CPI 当月同比于 2005 年 10 月回归正值	14
图 22:QE2 的操作框架	16
图 23: 央行 QE2 的微观逻辑, 资产购买上较 QE1 增加了 30 年国债、浮动利率国债、通胀指数国债、商业票据、公司债券、J-REITs、ETF 的购买 (白字为新增购买的资产, 单位十亿日元)	17
图 24: 央行 QE2 的具体工具	18
图 25: 日本央行在 QE2 中推出的资产购买计划	19
图 26: 资产购买计划扩张进程	19
图 27:日本央行在 QE2 中推出的贷款支持计划	20
图 28: QE2 过程中央行“活期存款”账户余额持续扩张	21
图 29: QE2 过程中, 无担保隔夜拆借利率维持低位	21
图 30:日本 GDP 当季同比短暂回正后, 在 2011Q2Q3 转负	21
图 31:QE2 期间日本通胀难以稳定回正	21
图 32:QQE 的操作框架	23
图 33: 负利率的三层利率结构	24
图 34: 日本央行 QQE 的微观逻辑	25
图 35: QQE 期间, 日本央行的经常账户余额与货币之和增长较多 (十亿日元)	27
图 36: 2016 年 1 月日本开启负利率	27
图 37:YCC 将长端收益率拉回正值, 且将长短收益率的波动较好控制在目标范围内	28
图 38:日本 GDP 季度同比在 QQE 刺激下有较小程度复苏	28
图 39:日本通胀在 QQE+负利率+YCC 后期才逐渐能稳定在 2%的目标以上	28
图 40:日本历次 QE 的最终目标, 都是使通胀回归合理水平	30
图 41:日本 QE 进程中, 持续扩大资金供应的体量。货币政策目标在数量型和价格型之间来回转变	31

表目录

表 1:日本央行在 QE1 期间的宽松进程.....	11
表 2:QE1 的退出路径.....	15
表 3: 2008-2010 年间, 日本央行的 QE 扩张进程.....	18
表 4:央行 QQE 的实施内容, 和 QE 作对比.....	25
表 5:QQE 宽松进程.....	26
表 6:日本历次 QE 中, 扩大了对风险资产的购买.....	30

引言

上世纪 80 年代末泡沫破裂之后，日本迎来漫长的去杠杆，资产负债表调整过程中，日本经历了持续通缩以及经济低增长。

为了平缓缩表带来的金融连锁反应，也为了用超低利率应对通缩从而撬动增长，日本央行率先选择是降低政策利率，直至零。然而零利率并非通缩的天然解药，零利率之后日本央行自然开启了以压低长端实际利率为目的的 QE。一经启动，日本 QE 就再也没有停下来，并且 QE 力度不断加深。直至 2024 年，日本央行预期通胀或可达到 2%，YCC 曲线控制放松，宣告 QE 操作或有松动。

日本漫长的 QE 对日本乃至全球资本市场影响颇为深远。日本应对通缩不断加码的 QE 操作，也为他国寻求再通胀，带来诸多启发。

一、日本 QE 的宏观背景和政策脉络

1.1 日本 QE 的宏观大背景是持续通缩和增长低迷

日本 QE 的大背景是国内资产价格泡沫破裂，外加 1997 年外部亚洲金融危机冲击，经济面临严重萧条。

20 世纪 90 年代初，日本股市和房地产等资产泡沫破灭，日本经济陷入低迷状态，长期处于低增长、低通胀，亚洲金融危机的爆发，更是加剧了日本的经济衰退。

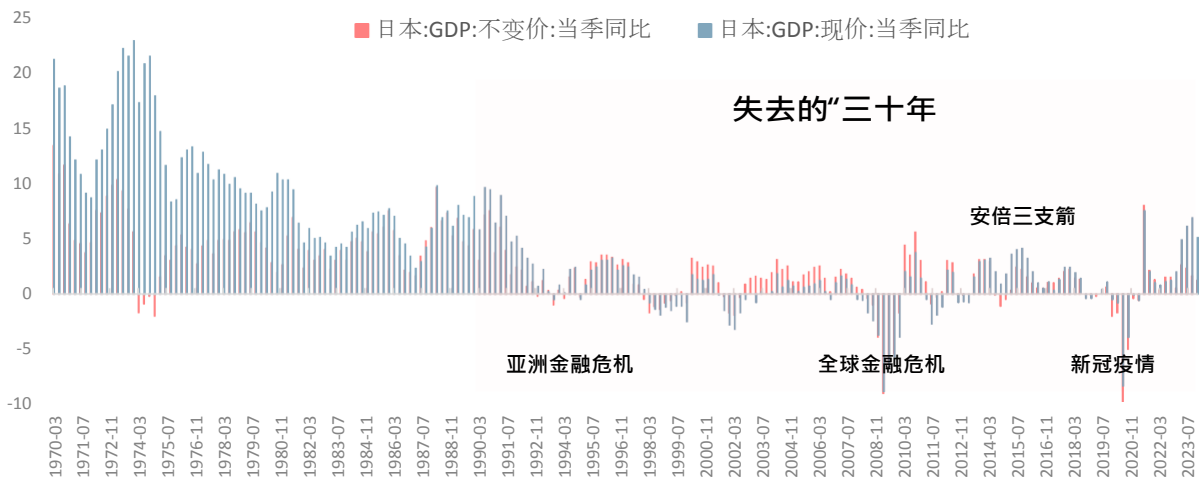
1997 年四季度 GDP 开始负增长，1998Q1GDP 当季同比为-1.7%，失业率从 1992 年的 2%的水平升至 1998 年的 4%以上。持续走弱的经济形势也拉低了通胀水平，1998 年 7 月开始日本核心 CPI 持续为负值。

低通胀导致实际利率较高，这是日本央行持续宽松，不惜启用 QE 的最根本目的。

在过去二十余年中，日本长期处于低通胀状态，部分时期甚至陷入通缩，低通胀导致实际利率降低。

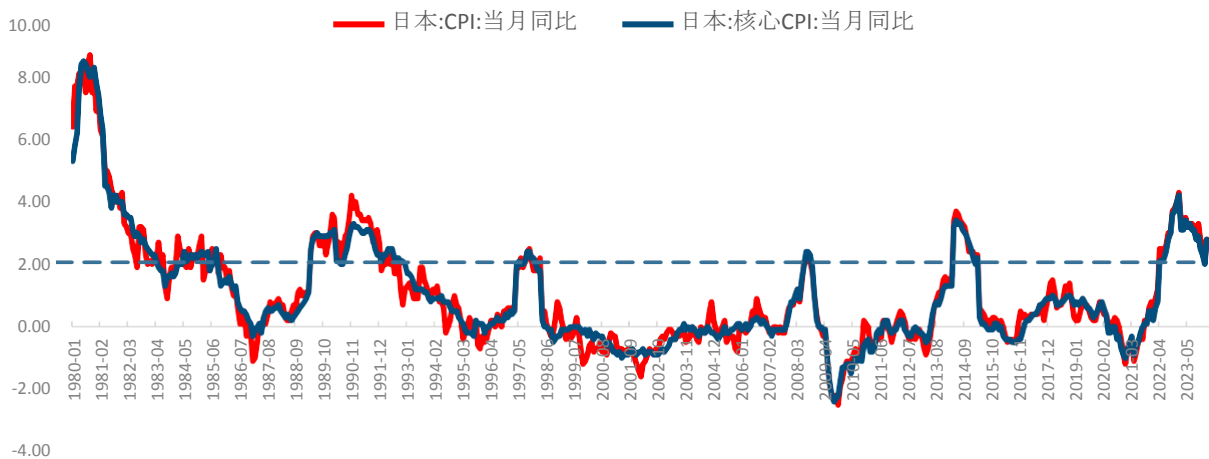
如何克服持续的通缩，是日本央行货币政策主要考虑的内容。面对通缩，日本央行持续采用宽松货币政策来压低名义利率，以降低实际利率。

图 1:日本的经济长期处于低增速



数据来源: ,

图 2:日本持续处于低通胀状态，通胀难以维持 2% 以上，部分时期甚至通缩



数据来源: ,

1.2 日本实施 QE 的另一层原因是金融暴雷压力

国内资产泡沫破裂之后，日本实体层面承受通缩，金融层面承受机构破产暴雷。

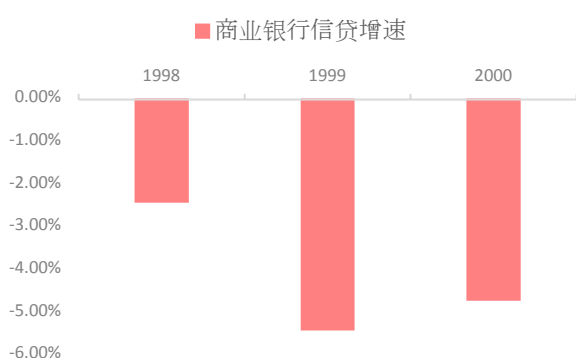
在股票、房地产资产价格暴跌后，为不动产和非银行性金融机构等提供融资的金融机构资产状况恶化，不良债权攀升，日本逐步陷入金融机构破产、金融体系动荡的危机之中。

起初是中小规模地方性金融机构破产，1991 年 10 月日本战后首家破产的金融机构三和信用金库拉开了日本金融机构破产潮序幕。

之后大型金融机构破产，日本金融体系脆弱性加深。1997年三洋证券、北海道拓殖银行、山一证券等日本国内多家大型金融机构因筹资困难相继宣布破产，1998年日本长期信用银行、日本债券信用银行因无法处理巨额不良债权相继破产，大型金融机构的破产使日本陷入金融恐慌，不良债权问题进一步严重，“惜贷”现象更加突出。

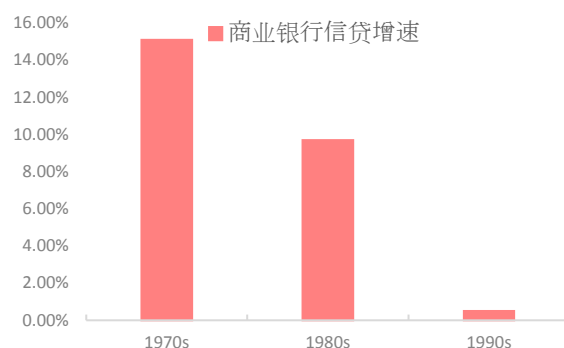
随后历次海外金融危机均加大日本金融资产负债表压力。日本银行不良贷款率在1997年和1998年均维持在5%以上，且此后几年持续提升，2001年达到8%以上。2008年后半年，爆发于美国的金融危机迅速波及全球，并逐渐由金融领域蔓延到实体经济，全球经济受到极大冲击。以出口为重要增长动力的日本经济再次滑坡。2007-2009年，日本企业利润率均值由3.68%下降至1.96%，私人企业设备投资大幅下滑。

图 3:1998-2000 年的日本商业银行信贷增速



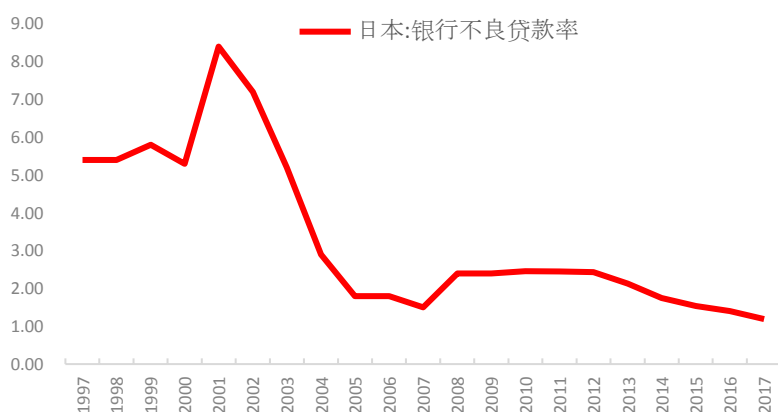
数据来源：日本银行，

图 4:1970 年代-1990 年代的信贷增速对比



数据来源：日本银行，

图 5:日本银行不良贷款率在 1990 年代维持高位且不断提升



数据来源： ，

1.3 日本 QE 的主要脉络是从零利率到 QE 逐层加码

面对严峻的经济形势，1999 年日本央行率先持续下调利率，甚至维持零利率，这是 QE 的前身。

1999 年 2 月，日本央行将无担保隔夜拆借利率下调至 0.15%（在扣除货币经纪商佣金后利率已趋近于零），开启“零利率”时代。

2001 年全球互联网危机之后，日本经济通缩加深，日本央行在持续零利率基础上最终启用 QE。

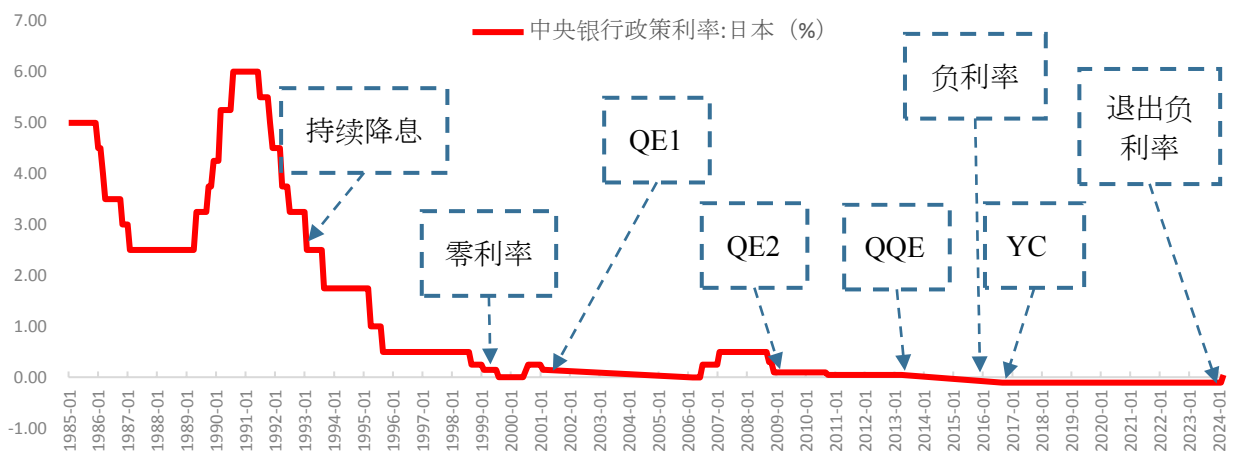
2001 年全球经济急剧下滑，日本经济经历了 2000 年短暂复苏后再次陷入衰退，2001Q3-2002Q2 经济呈现负增长，GDP 同比均值-0.85%。需求走弱带动通缩压力进一步加大，核心 CPI（剔除新鲜食品和能源）同比由 -0.3%下探至-1.1%。

2001 年开启第一次量化宽松（QE1）。经济短暂恢复后，日本于 2006 年结束 QE1。

然而在全球金融危机影响下，日本同样无法幸免于难，于是在 2008 年开启第二次量化宽松（QE2），并在 2010 年升级为全面宽松（CME）。

2013 年升级为量化质化宽松（QQE），2016 年实行负利率并于同年开启收益率曲线控制（YCC）。

图 6:日本货币政策宽松历程



数据来源： ，

二、日本 QE 的前身是零利率政策 (QE0)

讨论任何一次 QE，我们都需要关注三个问题：QE 的目的是什么，QE 具体使用的方式方法，QE 最终实现效果及退出机制。

2.1 亚洲金融危机之后日本启用 QE0

1999 年通胀持续低迷，增长乏力，届时日本社会各界担忧日本处于持续低迷的经济状态。为了应对可能出现的通货紧缩压力，1999 年 2 月日本央行启用零利率政策，我们将这段时间称之为“QE0 时代”。

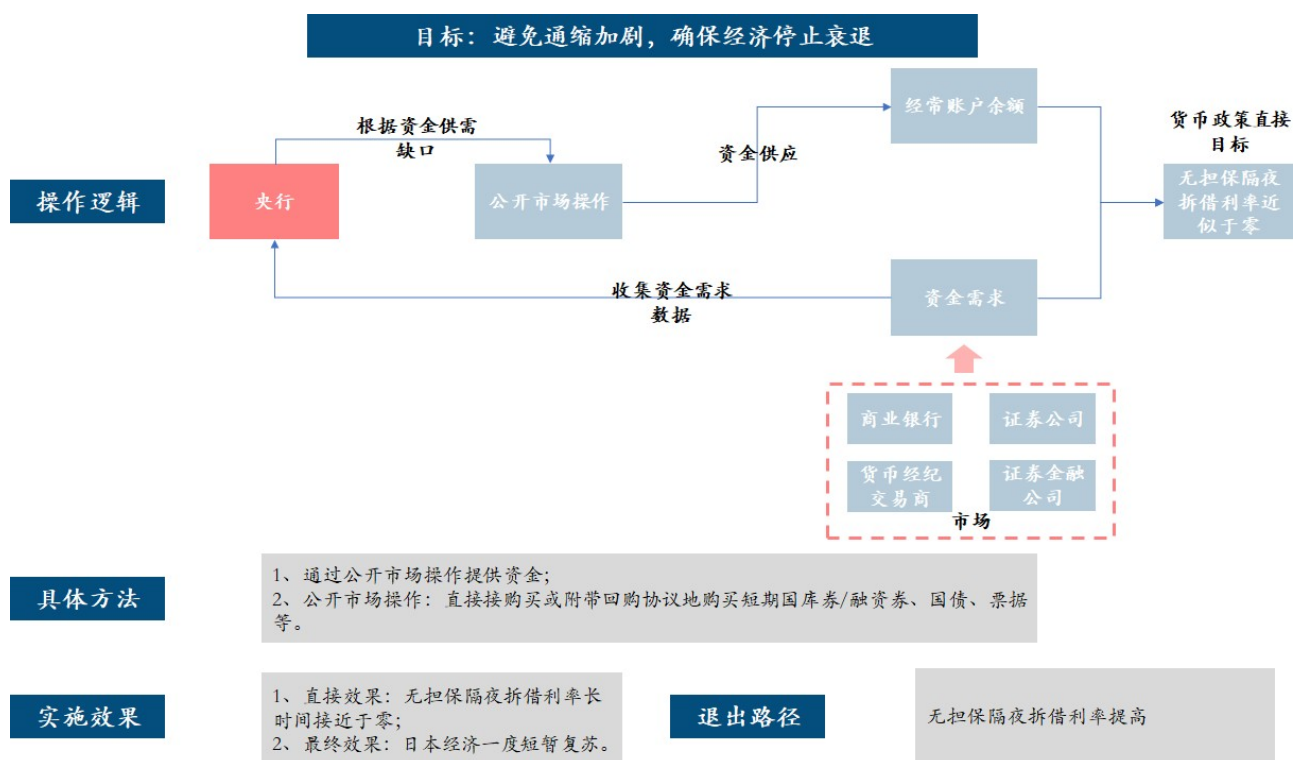
实施零利率的最终目标是为对抗通缩。日本央行认为，“最大程度地通过货币政策来支持经济活动，以避免可能加剧的通缩，并确保经济停止衰退是合适的。”

QE0 (亦为零利率政策) 操作底层逻辑是提供异常充沛的准备金，从而将基准利率维持在极低水平。日本央行通过向市场提供充裕流动性，将无担保隔夜拆借利率 (日本 1990 年代之后的政策利率) 由 0.25% 下调至 0.15%，扣除货币经纪商佣金后利率已趋近于零。

QE0 的具体运作方式不外乎处理好两个关键操作。第一，通过购买票据、国债等资产，亦或带回购协议，从而投放大量基础货币。第二，为了能够平滑金融体系资金波动，日本央行购买资产投放基础货币时，经过严格的资金缺口测算，最终效果是活期存款账户资金始终保持极度充沛，最终无担保隔夜利率能够维持在极低水平。

日本央行承诺这一政策将实施直至通缩的担忧得到消除，QE0 的退出机制是将无担保隔夜拆借利率上调。

图 7: QE0 的操作框架



数据来源： ，

2.1 QE 通过购买资产来引降政策利率至 0

日本央行如何维持政策利率长期在零值附近徘徊？关键在于活期账户余额足够充沛。

无担保隔夜拆借利率是日本当时政策利率，但无担保隔夜拆借利率主要是由金融市场上的资金供求平衡决定的。

日本央行调节无担保隔夜拆借利率，无法直接调控利率，而是通过资金供给进而影响资金供求关系，最终间接影响无担保隔夜利率走向。

日本央行影响资金供给量多寡，主要体现在央行的“活期账户”（Current Account），也就是金融机构在央行的存款余额，类似于中国超额准备金概念。

大部分的经常账户余额是存款机构的存款准备金，其他还有存款机构和非存款机构（如证券公司、证券金融公司、货币市场经纪交易公司）为满足支付和结算需求而保持的余额。

日本央行如何保证活期账户余额足量？日本央行购买短期国库券、票据等。

金融机构的资金需求取决于支付、结算的资金需求和法定的存款准备金比率要求。在经常账户余额能够满足资金需求时，央行不需要进行干预。若外生因素导致金融机构的经常账户余额发生变化，央行需要流动性干

预。

首先，日本央行会通过具体的资金缺口测算精细捕捉资金供求关系。日本央行对未来三个月左右进行一个中期预测，之后会以月度、周度、日度的方式来细化并修正预测。日本央行会根据自己计算的资金盈余/缺口，来进行公开市场操作。

其次，日本央行公开市场操作的主要交易对手是银行及特定证券公司，此外还有部分货币市场经纪交易商和证券金融公司。

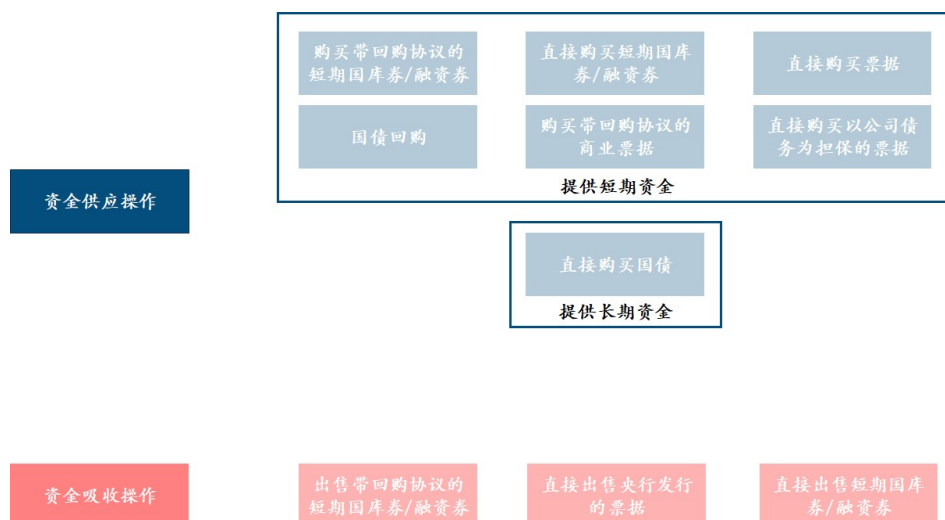
最后，日本央行投放流动性的方式主要是公开市场操作，具体表现为，通过直接购买或附带回购协议的购买短期融资券、票据、国债等资产，向市场投放资金。

图 8:零利率时期·日央行购买国债促使无担保隔夜拆借利率尽可能低(十亿日元)

负债	1999.02	2000.08	资产	1999.02	2000.08
货币			黄金		
活期存款	3900.15	5024.13	铸币		
其他存款			转售协议应收账款		
政府存款			日本政府债券	44942.64	63176.33
回购协议应付款项			贷款		
其他负债			外币计价资产		
备抵金			代理商存款		
法定和特别准备金			其他资产		

数据来源: ,

图 9: 日本央行零利率时期·公开市场操作的工具



数据来源: ,

2.3 QE0 时期政策利率基本位于 0 附近

直接政策效果上，QE0 时期无担保隔夜拆借利率长时间接近于零。

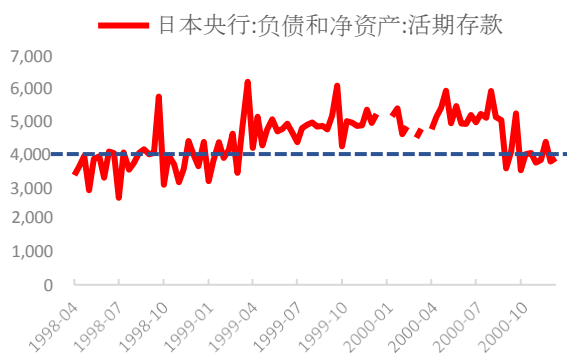
QE0 时期，日本央行始终将“活期存款”余额维持在 4 万亿日元以上，无担保隔夜拆借利率总体上也被压制在货币政策目标的 0.15%和 0.03%上下，零利率基本实现。

最终的政策效果评估上，QE0 尾期，日本经济曾一度短暂复苏。

有宏观经济政策的支持、世界经济的复苏、对金融体系的担忧减少以及广泛的信息和通信领域的技术创新等因素，进入 2000 年之后，日本经济大幅改善。

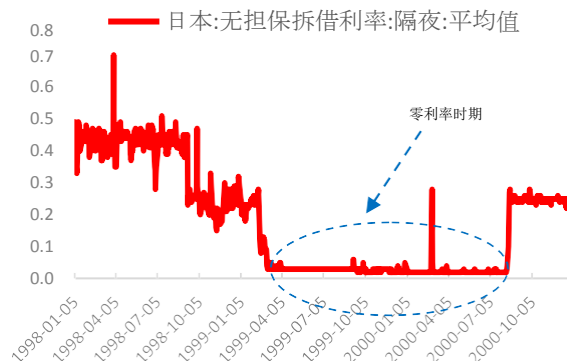
1999Q4 日本实际 GDP 同比是-0.8%，2000Q1 实际 GDP 升至 3.2%，摆脱连续负增长。然而关注到一个更为核心的变量，日本通胀表现持续较弱，核心 CPI 同比在 2000 年维持在-0.3%上下，失业率也依旧居高不下，维持在 4.5%以上。

图 10：“零利率”时期，央行“活期存款”账户余额始终维持在 4 万亿日元以上（十亿日元）



数据来源： ，

图 11：无担保隔夜拆借利率始终维持在 0.15%和 0.03%上下，扣除手续费后基本为“零利率”



数据来源： ，

2.4 2000 年 8 月 GDP 同比转正之后 QE0 退出

日央行认为通缩担忧得到消除，结束零利率政策，但仍保持较为宽松的状态。

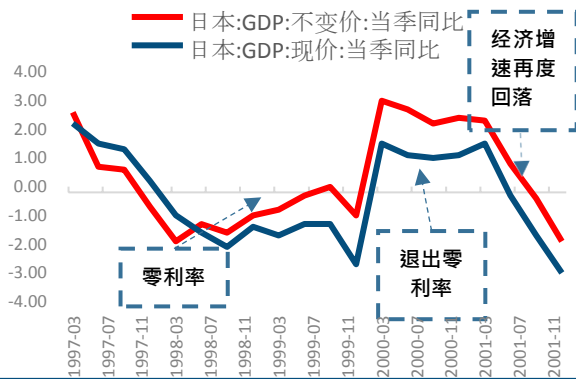
经济略有复苏迹象后，日本央行在 2000 年 8 月的货币政策会议上，认为 2000Q1 的 GDP 同比回正，日本开始显现复苏迹象，并且企业固定资产投资带动的复苏可能将继续保持，日本经济已显示出更清晰的复苏迹象，需求疲软带来的价格下行压力减弱。

日本央行相信日本经济已经达到消除通缩担忧的阶段，解除零利率政策的条件得到满足，最终决议将无担保隔夜拆借利率提高至 0.25%，结束零利率政策。

然而短暂复苏后，日本经济增速再度放缓。

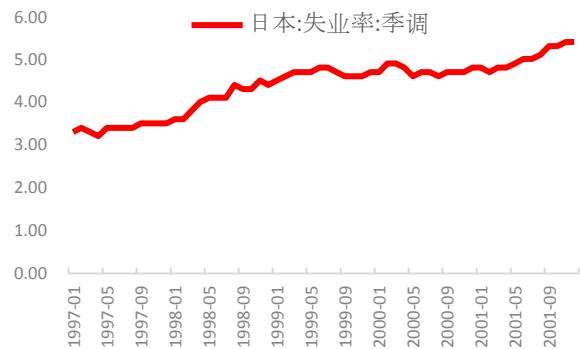
2001Q3 再次陷入负增长，通缩压力增加，核心 CPI 同比一度降至-1%。最终，日本央行于 2001 年 2 月再次将无担保隔夜拆借利率下调至 0.15%。

图 12:推出零利率会后·日本经济增速再度回落



数据来源: ,

图 13: 零利率时期日本失业率持续提升



数据来源: ,

三、日本新千年之后开始正式 QE (QE1)

3.1 互联网泡沫破裂之后央行启用 QE1

2001 年，日本受全球经济下滑影响，国内需求疲软，价格下行，经济下行态势难止，甚至有恶化迹象。面对此等景象，日本央行决定调整货币政策框架，开启全球首例量化宽松操作，我们称之为 QE1。

在货币政策会议上，许多委员对当时经济情境持悲观态度，这也是 QE1 实施的宏观背景。

其一，出口和生产减少，日本经济已陷于停顿。

其二，企业部门复苏带动经济修复的底层逻辑有所破坏，日本经济较难自发复苏。

其三，来自需求政策因素的价格下行压力正在加剧，经济陷入通缩螺旋的可能性越来越大。为了应对持续通缩压力，日本央行决定开启 QE1。

QE1 操作的底层逻辑是更明确的 CPI 回正目标、更具执行力的数量操作工具、更明确的流动性稳定预期。相交零利率，QE1 运作方式增添四个变化。

第一，货币政策操作目标由价格型转变为数量型。之前央行货币操作以无担保隔夜拆借利率为目标，QE1 时央行货币调控以活期账户余额为目标，能够促使利率自发趋于零。

第二，增加直接购买政府债券的数量。

第三，设置了补充借贷便利，以限制无担保隔夜拆借利率的上限。

第四，构建稳定货币宽松的预期框架。日本央行承诺将在 CPI 持续稳定地保持在 0 以上，或实现稳定同比增长之前，都将采取 QE1 的措施。

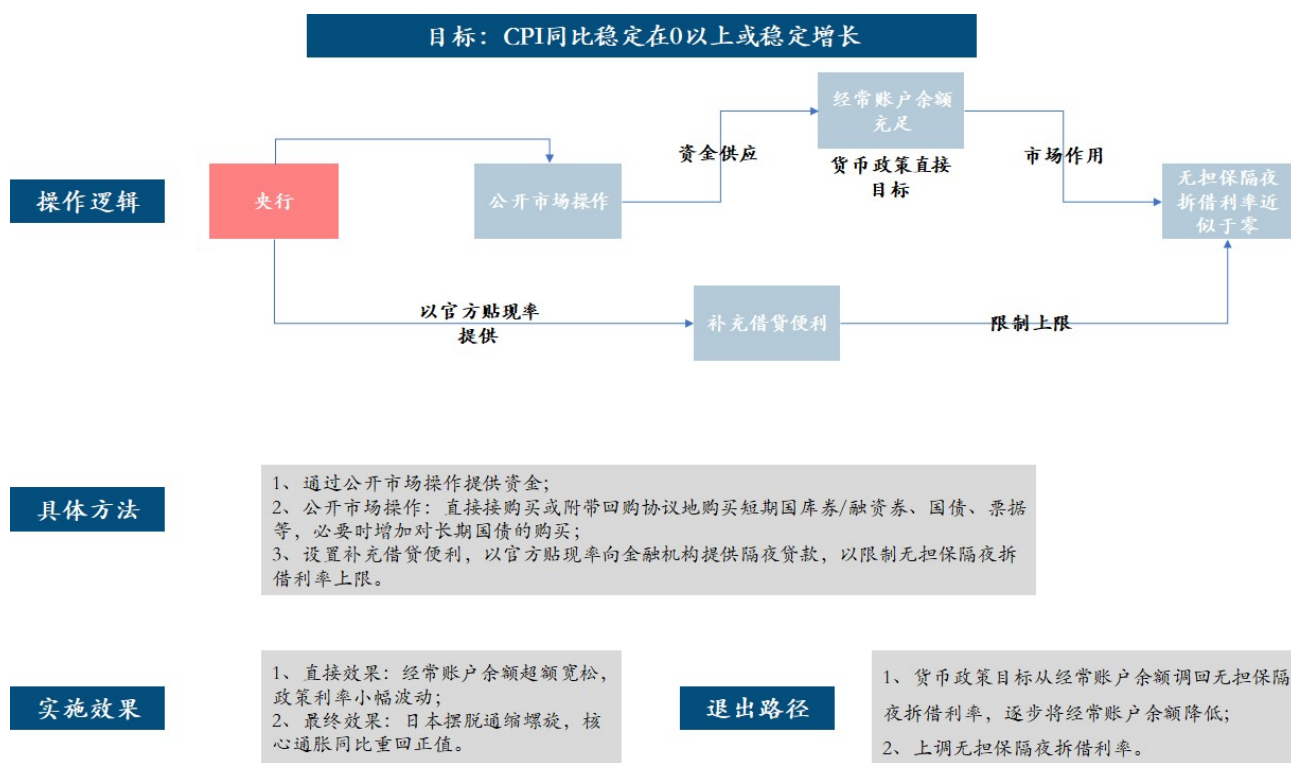
QE1 退出机制分三步走。

先改变货币政策目标，从数量重回价格，即货币政策目标从经常账户余额转回无担保隔夜拆借利率。

其次缓慢收缩经常账户余额。

最后将无担保隔夜拆借利率的目标利率抬升。

图 14:QE1 的操作框架



数据来源：日本银行，

3.2 QE1 通过数量操作将政策利率波动降低

日本央行提供明确的 CPI 指引，目的就是要将 CPI 同比稳定在 0 以上。

日本央行声明，直至 CPI 同比稳定至 0 以上或稳定增长之前，都将延续 QE1 的货币政策框架。

如何提供相比零利率时期更充足流动性？关键在于直接以经常账户余额为目标，且增加长期国债购买。

日本央行直接以经常账户余额为目标，能够提供更为明确的资金供应预期，且在货币宽松上的调节更为直

接。日本央行在 QE1 期间，持续扩大经常账户余额，2001 年 3 月政策刚开始是维持 5 万亿日元规模，在 2004 年 1 月扩大为维持在 30-35 万亿日元规模。

日本央行直接购买长期国债的初始规模是每月 4000 亿日元；2002 年 10 月，长期国债购买规模额度提升至 1.2 万亿日元/月。

日本央行如何限制政策利率上限？采用“伦巴德式”借贷便利工具。

声明中所提到的“伦巴德式”借贷便利工具，是在 2001 年 2 月，即 QE1 推出前夕创设的。

这一工具类似于我国的 SLF，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，日本央行以官方贴现率（2001 年 9 月为 0.1%）向金融机构提供隔夜抵押贷款，央行通过这个工具可框定无担保隔夜拆借利率上限。

为了实现资金的供应，日本央行采用了较零利率时期更为丰富的操作工具。

在资金供应操作中，有多种期限在一年以内的操作，也包括对期限在一年以上国债的直接购买操作。

直接购买票据操作，涉及的是购买交易对手发行的票据，其抵押品是提交给央行的集中抵押品，这一操作是通过提供抵押贷款来提供流动性。

央行公开市场操作的交易对手很多，接近 150 家，除了日本国内的持牌银行，还包括外资银行、证券公司、证券金融公司等。

表 1:日本央行在 QE1 期间的宽松进程

货币政策会议时间	需维持的经常账户余额 (日元)	每年长期国债购买规模
2001 年 3 月 19 日	5 万亿	4.8 万亿
2001 年 8 月 14 日	6 万亿	7.2 万亿
2001 年 12 月 19 日	10-15 万亿	9.6 万亿
2002 年 10 月 30 日	15-20 万亿	14.4 万亿
2002 年 3 月 25 日	17-22 万亿	14.4 万亿
2003 年 4 月 30 日	22-27 万亿	14.4 万亿
2003 年 5 月 20 日	27-30 万亿	14.4 万亿
2003 年 10 月 10 日	27-32 万亿	14.4 万亿
2004 年 1 月 20 日	30-35 万亿	14.4 万亿

资料来源：日本银行，

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/818066100075006065>