

日本何时结束负利率



中国市场学会理事
经济学教授

张锐

尽管日本已经推行负利率八年之久,而且还是目前全球唯一实施负利率的国家,但在新年的首次货币政策例会上,日本央行还是将短期利率目标继续保持为-0.1%不变,市场先前对日本央行将于4月份结束负利率的猜想预期被显著冲淡,好在季度展望报告中日本央行认为物价涨幅将在一段时间内继续超过2%的目标,且实现价格目标的确定性在继续逐步增加,由此又给市场对日本央行即将放弃负利率留下了想象空间。

日本总务省公布的最新数据显示,2023年去除生鲜食品后的平均核心消费价格指数(CPI)同比上涨了3.1%,创出41年来新高,且至去年12月,日本核心CPI连续28个月同比上涨,连续21个月超过日本央行2%的通胀控制目标。按照日本央行的最新展望报告,2024年度日本核心CPI为2.4%,说明通胀水平至少在未来一年将继续保持在政策目标之上。

通货膨胀是否表现出持续性无疑是日本央行是否考虑退出负利率政策的最主要指标。照预测来看,日本2024年的核心CPI比前一年的实际表现弱了不少,说明支持通胀的因素还不够扎实,通胀维持在目标范畴之上并不具有稳定性,日本央行终止负利率的条件尚未绝对满足。

回过头去看,日本目前的通胀属于成本性推动通胀,即进口产品价格带动CPI的暂时性强动,只是这种通货膨胀带有明显的负外部性,即加重民众生活成本,进而反噬消费。据日本总务省公布的最新调查结果,2023年日本两人以上家庭月均消费支出约为29.4万日元,同比下降2.6%,且该调查所涉及的10个消费大类中7个类别开支同比下降,其中食品、居住及教育开支下降显著。因此,就政策目标而言,通胀的改善虽可圈可点,只是这种通胀本质上绝对不是日本政府愿意看到的。

对于日本央行而言,需要看到的是工资和物价之间产生良性循环并形成有效的“工资—通



李曦子 摄

胀”螺旋,即通胀由内生力量所引致。但日本内閣厚生劳动省公布的统计结果显示,2023年日本劳动者人均名义现金工资为32.99万日元,比上年增长1.2%,名义工资涨幅显著跑输CPI涨幅,若再进一步看与CPI涨幅相对照的实际工资收入水平,就更是惨不忍睹,而且日本实际工资水平已是连续两年下降。好在日本政府去年底通过了一项总额超过17万亿日元的经济刺激计划,包括向低收入家庭发放补助金以及减免个人所得税,2024财年日本人均收入有望增长3.8%,超过2.4%的通胀预测值。

除了关注通胀的稳定性以及工资上涨对物价的推动力度外,日本央行还会观测经济增长连续性并就此作出调整利率政策的决策。日本内閣府发布的初步统计结果显示,2023年日本实际国内生产总值同比增长1.9%,日本央行以及国际货币基金组织(IMF)等权威机构均一致预测今年日本经济还将继续增长。

不过,无论是IMF还是日本央行,对今年日本经济增长的预测值均只有1%左右,而更值得注意的是,据标普全球发布的最新报告,2月份日本制造业采购经理人指数(PMI)下滑至47.2,为三年多来的最低水平,且该指数已连续9个月低于50荣枯线。另外,目前日本全要素生产率尚未摆脱下降趋势,且低于过去十年的平均水平。而从中长期看,日本老龄化程度进一步加深,困扰

经济的结构性矛盾始终存在,经济增长的内生动能并不充分的充沛与稳定。

因此,对于日本央行而言,在经济增长上下两难的情景下贸然终止负利率,极有可能对投资、消费以及出口产生逆风。一方面,取消负利率就等于提高了日本的国债收益率,根据日本财务省对利率变动的敏感性分析,利率上升1%,2024—2026财年的国债还本付息支出将分别增加1.5万亿日元、4万亿日元和7.2万亿日元,公共财政负担显著攀升不说,政府的投资功能也势必受到不小的“挤出”;另一方面,国债利率上升也会给日本央行带来巨大亏损,据The Economist的估算,按日本央行的国债持有量,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,作为“最后贷款人”,日本央行对国债购买以及流动性增量投放的功能也必然因此大大稀释。更为重要的是,利率的提高也意味着企业融资成本以及居民消费成本的攀升,同时也可能带动日元走强,进而对出口构成抑制。既如此,对于调整负利率,日本央行就不能不慎之又慎。

金融市场的走势同样成为了影响日本央行对负利率去留的重要因素。在去年狂飙28.24%的基础上,今年以来,日本股市继续高开高走,并一路升至34年来的最高,涨幅也显著超过其他主要市场。不仅如此,过去一年中,日本政府发行了超过45万亿日元的增量国债,二级市场的国

债交易规模更是突破200万亿日元。另外,境内外投资者还在外汇市场积极借入日元,芝商所的日元成交量一度放大至创纪录的750亿美元/日,全年日元交易始终保持活跃状态,日本金融市场呈现出全面繁荣的格局。

但不得不承认的是,金融市场的繁荣很大程度上是日本央行直接推动的结果,如日本央行在股票市场不断地买入ETF并营造出十分活跃的“羊群效应”,同时央行也在国债二级市场上从商业银行手中持续大笔购进国债,并对日元贬值保持了高度的容忍与克制,而这一切当然都是建立在负利率基础之上的。

对于日本央行来说,目前需要考虑的不仅仅是在政策上对金融市场进一步支持,也要充分关注美联储的政策动向。过去两年中,美联储连续大幅加息,日元被动贬值的同时,与美元的利差也不断扩大,虽然期间日元承压不小,可日本央行就是没有追随美联储的脚步,而是继续坚守负利率政策,此举也成功引导了国际资本不断借入廉价的日元,继而转身投资欧美债券以及日本股市,日元的下贬空间多少得到了封堵,日本股市也并没有因为日元贬值而受到影响。不过,美联储一旦放松货币政策,美日货币的利差空间会出现收敛,资本套利空间也会被压缩,这种情况下,日元价值的“洼地效应”就会消失,进而对股票市场构成负面影响。

在美联储作出降息决定之前,日本央行也可提前让利率回归到正常轨道,只是结果仍是日美货币利差空间的收窄,同时日元的融资成本上升,相应的融资价值可能被稀释,股票市场由此获得的增量资金将大打折扣,何况如前所指,结束负利率将会对政府投资、企业加杠杆、出口贸易以及居民消费构成不小的成本增升扼制,外加收益率曲线控制政策(YCC)的随之废止,国债发行的低成本与流动性优势会遭遇残酷肢解,宏观经济因此所受到的打击可能超出预期。而一旦这种结果出现,也许就是日本股市转头向下的开始,由此也注定日本央行在政策调整上不会轻而易举地冒险。所以,对于美联储货币政策的动向,日本央行会保持高度关注,只是为了保险起见,在美联储开始降息之前,日本央行不会贸然采取行动。

数智网联合推动新质生产力发展



浙江大学国际联合商学院
数字经济与金融创新研究中心
联席主任、研究员

盘和林

眼下,新质生产力成为中国经济高质量发展的重要突破口,也是各地政府发展经济产业的主赛道。新质生产力的内核就是以科技创新驱动生产力发展,“新”就是以新技术、新生产方式、新产业形态等科技创新方式来缔造经济发展新动能,“质”就是以科技创新和实体经济结合的方式来提高产业经济的质量,实现规模化向高质化的重大经济转变,助力中国经济通过高质化实现二次腾飞。

而在各地落地新质生产力的过程中,实际上存在两条路径:一条是从基础科研出发,对接企业技术成果落地,通过专利技术积累让中国企业突破技术桎梏,实现技术突破,以技术构建全球竞争优势;另一条是从新质生产力发展特征出发,发展数字经济,推动数字技术和实体经济融合,以数字化、智能化、网络化缔造新质生产力,实现中国产业经济高质化发展。

以上两条路径对于发展新质生产力都非常关键,但若非要二选一,数智网联合推动新质生产力对于当前的中国更加高效。

首先,基础科研也要采用数智化思维。比如生物制药领域,谷歌DeepMind的人工智能AlphaFold颠覆了蛋白质科学的研究方式,而mRNA疫苗的研究也离不开数字技术的加持。数智化正在改变基础科研的研究方式,未来发展基础科研投入是不够的,还需要通过跨学科融合的方式,将数字化、智能化、网络化融入到基础科研当中,提高产出效率。

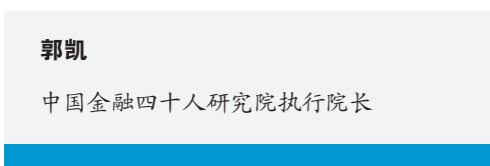
其次,当前前沿科学集中在数智化领域。龙年春节开年,最具爆炸性的全球技术进步是OpenAI发布的Sora,AI在视频制作领域实现了对人类的替代,足以颠覆整个传媒业的生产方式。而过去数年,诸如虚拟仿真、大模型、区块链、自动驾驶、虚拟现实等新兴技术层出不穷,它们大多数集中在数字化、智能化、网络化等领域。

再者,数实融合是提高企业生产力水平最有效的办法。当前中国传统产业面临转型升级的压力,这个过程中,技术积累固然重要,但技术研发周期往往是漫长的且投入巨大,企业要保证长期研发投入,则必须在短期经营上作改善,提高企业利润率,实现降本增效提质。而数字化、智能化、网络化则是企业互联网实现经营改善的重要路径。比如工业互联网,企业能够更加快速地对市场响应定制产品,更加精准地把控质量,还能减少人力需求。数字化转型见效快,是新质生产力产生的重要前提。

最后,数字化、智能化、网络化本身就是新质生产力。当前,数字、信息技术正在重塑农业、工业、服务业,在信息时代,只有跟上数字、信息技术的脚步,中国企业才能在全球竞争中胜出。数智、通信领域的技术突破势必是新质生产力的核心内容。此外,欧美在芯片技术、通信技术等领域对我国进行无理限制,侧面说明发展数智、通信技术是中国未来打破欧美技术垄断的关键。当前我国需要国产化替代的技术领域很多,但最迫切的就是芯片算力领域。

庆幸的是,我国已经开始重视数智、通信技术的发展。在数字化方面,中国全社会推进数字化转型,政府带头推进数据开放,积极对接传统企业和数字企业,推进数实融合。在智能化方面,中国在大模型竞赛中保持优势地位,国内大模型呈现“千帆竞渡、百舸争流”的状态,大模型应用如雨后春笋般涌现,而在算力芯片国产化替代方面,当前也在稳步推进。在网络化方面,中国的通信技术早已在全球市场站稳脚跟,中国通信企业龙头如华为、中兴已经成为全球通信技术标准制定者。中国政策、市场同发力,数智、通信领域将迅速形成新质生产力,继而为中国经济高质化发展提供强有力的驱动力。

危机应对需道术兼俱



郭凯
中国金融四十人研究院执行院长

看到手头这本由徐忠、朱满洲和任晴合著的《危机应对的道与术》,笔者最先想到的是几本美国人写的书。

从2007年至2009年,美国经历了大萧条后最为严重的金融危机。美国应对这场危机最为著名的三个人物——保尔森、伯南克和盖特纳事后不仅分别写了《峭壁边缘》、《行动的勇气》和《压力测试》三本回忆录来记录这场危机,还一起合著了《灭火》和《极速应对》两本书。

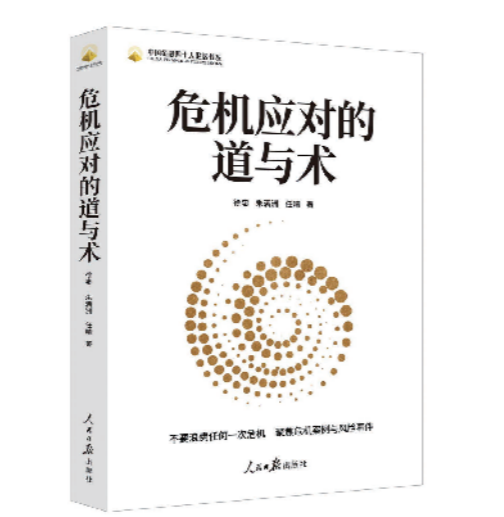
《极速应对》是一本写给未来可能会再度面临金融危机的专业人士的工具书,该书试图提供足够多的细节,来解释金融危机应对中动用过的各种工具和措施。如果未来再次爆发金融危机,这些专业人士在应对危机的时候就不用从零开始,有一本可以直接参考的手册。《极速应对》2020年2月出版,美国3月就遇到剧烈的金融动荡,而这一次美联储和美国财政部出手迅速,《极速应对》里提到的几乎所有工具都悉数祭出。

笔者就是在那个时候读的《极速应对》。当时一边读着书,一边看着美联储和美国财政部游刃有余地祭出近10个应急工具,心里想的是,中国要是有人能写出一本类似《极速应对》的书就好了。

现在,终于有了这本《危机应对的道与术》,虽然不完全是中国版的《极速应对》,但对于我们思考和应对未来可能出现的风险会是一本非常有用的指南。这本书首先是一个分析框架,然后是一个案例集,最后也是一套操作方案。

分析框架

这本书试图覆盖的内容其实非常雄心勃勃。从危机时期的宏观政策选择,到房地产危机和财



政危机的处置,再到财政和央行之间的成本分担,每一个章节讨论的问题都高度复杂、充满争议且众说纷纭。驾驭这些问题,绝不是罗列事实或者堆砌文献就能说清楚的。而这本书记读起来行云流水,甚至会觉得危机处置也没有那么复杂。

为什么能做到这样?因为作者有非常清晰的分析框架,所有的叙事都在具有一致性的分析框架下进行,化繁为简,重要的事实一气呵成,不重要的细节不浪费时间赘述。比如对于当下的结构性改革和扩张性的宏观政策之争,书里的分析非常简单干脆:“从历次危机的经历来看,经济的正常循环应置于政策目标的首位,这是解决一切问题的基础。危机时期,宏观政策的首要目标是确保经济的正常循环,实施逆周期的宏观政策,稳定总需求。”

对于危机中最重要的需求政策工具究竟是什么,书里的分析一样十分明确:“危机时期的总需求问题只能由财政政策或有助于增加总需求的结构性改革来解决。”

这本书有框架,有想法,直奔问题的关键,给出明确的答案。无论你认不认同其中具体的答案,都会被书中这种清晰的思维所折服,而这背后显然是深刻的理论功底、广博的专业知识和处

置风险的实操经验。

案例集

这本书说到的所有危机处置都不是基于抽象的理论构造,而是基于具体的实例,这也是本书最大的特色之一。书中使用了近20个比较典型的案例,时间跨度近100年,既包括广为人知的美国大萧条和次贷危机,日本的房地产泡沫破灭、欧洲的主权债务危机,也包括国内可能较少关注的巴西地方债务危机、塞浦路斯主权债务危机,还涵盖了10余个国内的典型风险事件,包括海发行、深发展、德隆系、包商银行等。书的代引言部分,周小川行长也点到一些具体的金融风险案例。

这本书通过精心挑选和描述的案例,让我们更加看清了,在面对不同的危机时,别的国家或者我国历史上曾经做对了什么,又做错了什么。无论是经验,还是教训,都是用巨大的代价试出来的。比如,作者非常明确地指出:

“从历次房地产危机来看,金融机构是不能出问题的。如果风险集中到金融机构,从危机中恢复就很慢;如果金融机构还比较健康,从危机中恢复就快得多。”

这看似是非常符合直觉,而且并不复杂的教训,其实是日本花了至少二十年才让全世界看清的。这个教训也是保尔森、伯南克和盖特纳三人在美国次贷危机中极力试图避免出现的,哪怕他们三人直到今日还背着救助华尔街的骂名。

操作方案

这本书最想表达的,也许是表达最为克制的一部分,即我国处置各类潜在风险的方案和相关的改革方案。比如,关于房地产市场,作者笔墨寥寥:

“首先,我国的大型房企不是一般意义上的