

控制通胀还没有上升到日本央行的主要日程，相比贬值和通胀的危害，日本央行更看重政策独立性和资本自由流动的收益。

今年以来日元兑美元连连下挫，并带动日本国内通货膨胀屡次突破监管当局设定的2%基本目标，按照常理，日本央行应收紧货币，可如今官方表态继续维持量化宽松政策。

日本央行这种不按常规出牌的操作，其实可用“不可能三角”理论解释。

“不可能三角”是指资本自由流动、货币政策独立与汇率

稳定三个政策目标只能拥有其中两项而不能同时拥有三项。1997年新版《日本银行法》就确立了日本银行

即日本央行的独立法律地位，在日本中央银行的股权构成中，除政府持有55%的股份外，民间也有45%的股份，虽然后者没有控股，但占比为45%的股份所显示的象征意义极大，表明日本央行决策过程中的中立性立场。东京金融中心是全球最著名的三大中心之一，东京的股票市场和债券市场是规模仅次于纽约的世界第二大证券市场，除此之外，东京外汇市场与东京美元短期拆放市场等专业性市场也颇发达，从而形成了一个立体性、多层次金融市场格局。日本拥有的外汇储备仅次于中国，同时还是美国国债的最大债权人。那么日本央行在“不可能三角”的三种情景中会做出怎样的取舍？

如果放弃货币政策独立性，央行

就会沦为政客们耍弄的工具，击破了法理底线，这在高度发达的市场经济国家中是很难行得通的。同样，实施资本自由流动也是由日本《外汇与对外贸易管理法案1998年修正案》所明确规定，法理基础非常清晰，选择资本管制会迅速肢解日本数十年积累起来的对外投资最大国躯体，若有限的资本被圈定在国内，在内需十分有限的情况下，企业的出口竞争压力会猛然放大，相应地可能会恶化贸易赤字，而且国外资本进入日本的手脚也受限，资本账户很快会陷入失衡窘境，这也是一种近乎自杀式的选择，那么，唯一选择就是牺牲汇率稳定。

CPI

今年已连续四个月突破了2%的目标，按照野村东方国际的估算，日元贬值将为每个日本家庭每年带来1.5万

日元的额外支出压力，再考虑大宗商品和能源本身价格的攀升，日本家庭的支出压力还会进一步增加，这无疑会带来重重压力。

值得注意的是，自日本央行首次提出2%的通胀目标后，至今近10年除了个别年度月份外，其余时间CPI都被压在目标值以下，期间甚至出现过时间不短的负值，日本更多地是受通货紧缩的煎熬，而如今通胀开始明显回升，甚至可以说是日本央行愿意看到的景象。同时，即便是日本国内通胀率达到3%，也远低于欧美国家水平，从绝对值角度看也并非恶性通胀，这无疑是日本央行放纵日元走弱的主要原因。

显然，控制通货膨胀还没有上升到日本央行的主要日程，相比贬值和通胀的损害，日本央行更加看重保持货币政策独立性与资本自由流动所能取得的收益，维持零货币利率、压制国债收益率有多方面的好处。

其一，稳住国债收益率

可以让日本巨量国债安然无恙。日本国债规模占GDP之比为全球最高，为了压低融资成本，日本央行创设了YCC（收益率曲线控制），即将10年期国债利率控制在0.25%以下，而一旦上冲破线，日本央行就会入市干预。显然，有了YCC这个“镇宅之宝”，政府就可不断借新债还旧债，不仅目前高达1200万亿日元的国债存量毫无违约之忧，私人部门也可低价格融资。

其二，可让日元在国际避险货币舞台上长袖善舞。几乎每一次局部或全球经济与金融风险情景下，资本都会涌入日元，日元作为国际储备货币也稳健增升；另一方面，10年国债收益率是其他资产价格之“锚”，因此每当资本面对不确定环境冲击时，就更愿意购入较为可靠的日元资产品种，以此作为风险对冲与分解，由此也刺激了日本金融市场的活跃与繁荣。

其三，稳住国债收益率可以让日本金融市场处变不惊。将国债收益率稳定在较低水平，等于是为债券市场安置了一枚“定海神针”，也有利于股市稳定。也正是如此，虽然今年以来日元汇率大幅贬值，但日本金融市场稳健度要显著好于亚洲国家的整体表现，甚至丝毫不弱于欧美市场，实体经济的直接融资渠道因此得到强力维护与有效畅通。（张锐 中国市场学会理事）

来源：证券时报