

收益率曲线控制政策诞生以来，主要有美、英、澳、日四国使用，其用意也从最初的降低财政负担扩展至稳定金融市场、持续货币宽松以刺激经济。文章回顾了该政策在各国实施的历史背景和实际效果，发现收益率曲线控制在短期内能快速稳定利率市场，但在长期将扭曲货币供需，增加经济负担，央行面临巨大的声誉风险和政策退出风险。

收益率曲线控制回顾与比较

钮 锴 陈天翔

日本10年国债收益率自2022年1月以来连续走高，因此日央行多次在0.25%的位置压制10年国债收益率的攀升趋势，实施“固定利率无限量购债”。在全球通胀上行、加息潮汹涌的大背景下，日本央行的举措反其道而行之，使得市场的焦点再次落在这个非常规货币政策之上。

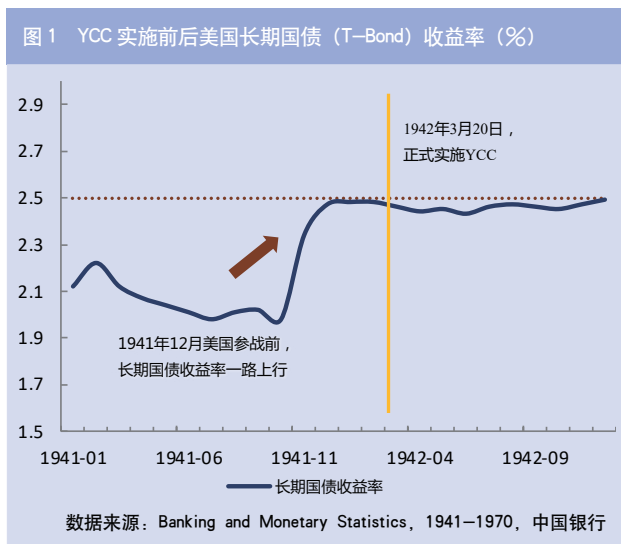
收益率曲线控制 (Yield Curve Control, YCC) 即央行以固定利率买卖国债以稳定该期限利率、从而控制收益率曲线形态的操作手段。虽然YCC并无上下之分，但央行更多人为压低长端利率，因此通常发挥作用的是利率上限。该方法与紧盯短期利率以控制通胀的方式不同，央行作为最后购买者直接

操纵市场，意在刺激经济、降低财政负担，同时对市场的预期引导也产生了更深远更复杂的影响。

该政策于上世纪40年代诞生于美国，先后被英国、日本和澳大利亚央行采用，实施的目的与效果不尽相同。其中美、英、澳的主要目的是应对突发危机，而日本则是常态化宽松并刺激通胀。目前，日本是唯一仍然在使用YCC政策的国家。本文将各国使用的情况予以概述，并与其他非常规货币政策工具进行比较。

一、财政与央行的角力——美国

(一) 落地前的讨论



收益率曲线控制的想法需追溯至二战前“大萧条”中期。当时美联储为了刺激经济大幅调降贴现利率水平，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认为央行有权“在合理范围内选择长期利率”从而逆周期调节经济状况。他认为长期利率的形成遵循于人们的惯例与心理预期：更长时间的储蓄可以要求更高的回报。他提议为了提振经济，央行应将长端利率控制在当时的市场利率2.5%以下。考虑到固定利率购债对超额准备金的消耗，美联储并未采纳，不过的确进行了卖短端买长端的市场操作——这种方式更为温和地调节了曲线形态，既稳定了债券价格，也不会额外增加美联储的成本，避免了基础货币的超发。

(二) 历史上的首次实施(1942-1951)

如果说在此之前的讨论仅仅是经济学术层面的，那么政策的真正实施则是由于政府融资成本的现实因素。首次使用该政策的起因是二战爆发后的巨大开支使得国债市场参与者对政府预算赤字扩大和通胀上升的担忧渐趋一致，这对长期利率造成了巨大上行压力，也直接提升了财政部的融资成本。

1941年在美国政府宣布参战前后，长期国债收益率迅速从2%跃升至2.5%。

为稳定政府债券市场并降低融资成本，1942年美国财政部和联储达成协议，美联储以0.375%的利率无限量购入短期国债，以2.5%的利率购买长期(≥15年期)国债，以此降低财政部的借款成本。整条收益率曲线的上限被牢牢固定^①。

1. 第一阶段(1942-1945)——二战期间，长端压力较小

战时价格管制下，整体通胀环境稳定。在央行作为最后购买者的保证下，收益率曲线有走平的内在动力。此外不考虑期限溢价的情况下，由短端0.375%简单外推得到的长端预期收益率远低于利率上限。因此投资者普遍倾向于持有收益率更高、期限更长的债券，而非短期限国库券。1945年，美联储持有了短期国债总发行量的76%，相应的国债总持仓中87%均是一年以下到期的债券，持有的长期债券数量在战时持续减少，到1945年底，长期国债总持仓仅在10亿美元以下。总体来看，二战期间美国政府成功持续以较低利率举债，然而购买债券以维持目标利率的举措使美联储丧失了对资产负债表和货币市场的部分控制权。

2. 第二阶段(1945-1951)——遭遇大量抛压，逐渐放开限制

美国政府在二战后结束了战时价格管制。管制放开的瞬间需求释放，物价汹涌上涨；另一方面，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，共同造成了美国通胀攀升。但当时政府考虑到银行体系的持仓成本与稳定性，仍然支持YCC政策。至1947年，通货膨胀率已超过17%，

最终美联储以上缴9成利润弥补发行利率上升的损失换得财政部同意提高各期限收益率上限。而在短端，美联储也不再执行利率上限，实质上在T-Bill市场放弃了YCC。

在这期间，由于美联储三次提高准备金率，银行抛售短券补充准备金，短端收益率快速上行；此外经济扩张背景下，贷款相比债券更具投资吸引力，债券进一步被银行抛售。短端利率的放开使得期限利差大幅缩窄，导致更多的资本加快抛售长期国债，给长端带来了上行压力。因而此阶段实际发挥作用的是长端的上限。

1950年美国加入朝鲜战争使得债券市场重蹈二战情形：债务上升、通胀恐慌。由于货币政策制定者坚持首要对抗通胀，最终于1951年3月，财政部与美联储协议终止了利率目标。自此美联储不再需要向财政部妥协，可以自主决定货币政策对市场利率影响的途径。

（三）小结——大政府下的小联储

回顾美国实施YCC的过程，大部分时间内收益率曲线得到了有效管理，但其过多的控制点增加了政策调节难度。由于通常同一时段只有少数收益率能真正被有效控制，因此形成了市场和美联储在债券持仓方面类似“跷跷板”一般的情形。这也无疑使美联储承受了较大的压力。

政策最具争议的部分是对财政部与美联储权力的分配，更深一层则是对货币发行权归属的争论。收益率曲线控制诞生于罗斯福执政时期，延续了“罗斯福新政”中“大政府”的鲜明特点。政策初期，罗斯福政府加税、加大财政支出的做法，大幅提高了联邦政府在经济体系中的地位。在货币和债

券市场，财政部明显地较美联储有更多的影响力；联储则被动应对市场的偏好，对自身资产负债表的控制能力被削弱，也失去了实质上的独立性。实际上，YCC方便了财政部实行债务货币化的操作，利息负担下降，财政部及美国联邦政府成为直接受益者，这一过程却使得全社会承担了成本。

二、享受容易负担不易——英国、澳大利亚

（一）英国（1945—1947）

同美国一样，为控制利息负担，英国政府在1945年7月将长期利率上限由战时的3%降低至2.5%。为了维持利率上限，财政部拒绝发行利率超过2.5%的长期国债，但投资者认为国债发行利率过低，因此英国央行成为了长期国债的净购买者。而英国政府不得不大量发行短期限债券向市场进行融资。到了1947年，英国遇到了和美国相似的处境。由于通胀压力大幅上升，英国财政部不得不放弃2.5%的长期利率目标。

（二）澳大利亚（2020—2021）

澳大利亚央行在新冠肺炎流行之初的2020年3月宣布控制3年期国债收益率。与美英经验不同的是，澳大利亚联储仅控制了收益率曲线上的单一点位。

关于使用收益率曲线控制的原因，首先澳联储认为仅将短端的基准利率降至零还远远不够，仍需进一步降低中长期利率以刺激经济。此外，澳联储希望用控制3年期利率提振受新冠疫情大流行影响的房地产市场。在澳大利亚，大多数贷款利率是期限低于5年的浮动利率。因此降低3年期国债利率可以减轻贷款人负担，这也将有助于稳定房价。

起初政策进展顺利，而在2021年3月，由于疫苗的进展及经济回暖，多国收益率上行，开始给澳央行的调控造成一定压力。鉴于此，澳联储在当年7月宣布YCC将不再纳入后续2024年11月到期的3年期债券。随着澳国债收益率逐渐上行，在3年期前后扭曲严重，最终在期货带头抛盘下，3年期债券突破0.1%的目标。受制于巨大的投入，澳联储宣布放弃收益率曲线控制，并表示不再考虑该政策。

这一仓促的退出一定程度上给澳联储造成了声誉损害，也暴露了收益率曲线控制政策一个棘手的问题：债券收益率上限的设定在经济下行期容易进入，在经济恢复或是通胀预期上行期却很难掌控退出节奏。此外单一节点的控制也被澳大利亚的经验证明并不可靠。

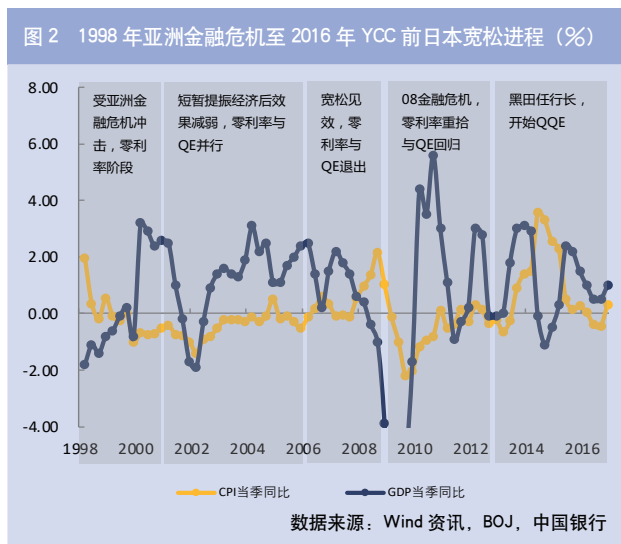
（三）危机背景下的实施小结

结合美、英、澳的实施情况，除非发生短期恶性通胀，政府在突发危机背景下确有通过YCC在一定时间内控制利率，以此减缓利率上行速度、减轻政府的债务负担。若要利率控制长期有效，那么央行就必须长期承担最后购买者的义务，有可能失去政策的灵活性，导致船大难掉头的局面；如果央行没有提前预告退出现场却半途而废，那政策的可信度便产生了折扣。

长期来看，利率是市场供需的结果而非原因，扭曲的货币政策治标不治本。暗流涌动下货币被超发，需求外溢，容易滋生恶性通货膨胀，因此危机背景下的几次YCC实验不可避免地戛然而止。

三、宽松的货币政策难解顽固的低通胀——日本

从上面的分析可知，YCC在短期可以降低政府

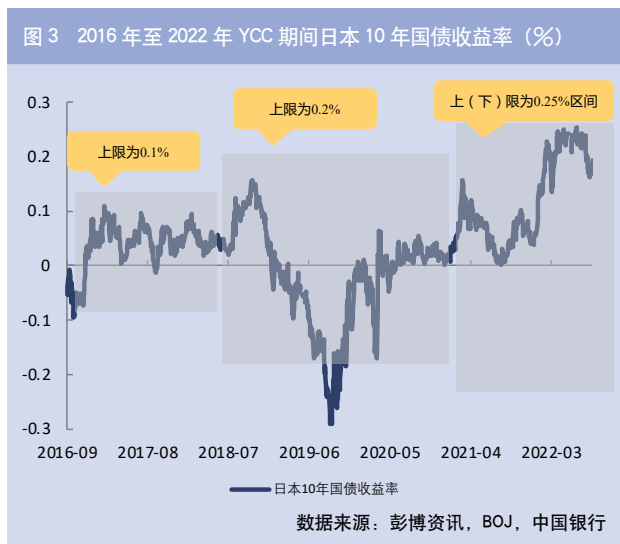


融资成本，但也有引发高通胀的暗疾。日本央行反其道而行之，试图利用其作为高通胀的诱发机制以替代量化宽松下的长期购债。

（一）政策背景

上世纪90年代初泡沫经济崩溃后，日本通货膨胀率开始下降。1994年核心通胀率已低于1%，因此日本央行以激进的降息作为应对手段。从1999年到2002年，CPI每年下降近1%，为逆周期的货币政策提供了空间。2001年3月，日本央行率先采取量化宽松（QE）计划，加大了对日本国债和其他资产的购买力度以扩大基础货币，但收效甚微。

2012年安倍晋三上台后，推出“安倍经济学”三支箭：宽松的货币政策、积极的财政政策和推动就业。不难看出其意图将经济从通缩中拉出。2013年黑田东彦上任日本央行行长，进一步增强了货币政策的宽松力度，采取了名为“量化质化宽松”（QQE）的政策。此后，日本央行的资产负债表增长迅速，基础货币上升了两倍有余。10年期国债收益率大幅下降，同时失业率稳步下降，表明经济增长速度超过了其潜在速度。最重要的核心通胀率



从-0.6%上升到2015年底的1.2%。但到2016年年中，核心通胀率再一次回落至0.5%。多年的宽松政策脉冲式地起效再失效。

(二) 日本YCC操作进程(2016年至今)

1. 平稳阶段(2016—2021)

2016年9月，日本央行在原有“量”的框架之上进一步推出“价”的控制，即收益率曲线控制，此后平稳运行了3年多。日本央行承诺将10年国债收益率保持在0%附近。这意味着当10年国债利率偏离 $\pm 0.1\%$ 区间时，其将无限量购买国债。2018年7月，经济增速和通胀均有所上行，日本央行将10年国债收益率波动幅度扩大至 $\pm 0.2\%$ 。2021年3月，日本央行将10年国债利率上限调整为0.25%，同时引入固定利率无限量购买操作。事实上，2019年至2021年上半年，日本央行虽然制定了YCC的操作政策，但并未真正操作。

2. 政策的反噬(2022年以来)

自2021年下半年，全球通胀开始快速攀升，因此各国央行纷纷表态将收紧货币政策。日本无疑是面对该货币环境最为薄弱的一方。由于其超高的负

债率，一旦长期国债利率上限被打开，不仅会影响政府的融资成本，也将影响私人部门本就脆弱的融资意愿和能力。只要外围通胀预期不断上行，那么作为控制通胀守门人的央行必将与市场有一场恶战。全球各类基金大幅增持日债期货空头并做空日元，他们开始对其是否能维持YCC政策表示怀疑。

2022年6月13日，由于期货套保的技术原因，日本10年期国债一度成交在0.255%的位置，突破了日本央行的买盘，引发市场猛烈猜想。但是日本央行立即表态，将额外买入10年国债控制收益率。随后，尽管10年国债收益率回到0.25%的位置，但是作为国债期货可交割券的7年期日本国债收益率却高于0.25%，空头力量继续积聚。受此影响，日本央行再度表态，将所有10年国债期货CTD券按0.25%的价格纳入YCC的控制中，对国债期货空头实行逼仓。不过，由于期现套利存在技术障碍，且市场空头仍有时间期权，因而当天意料之外地引发了日本国债期货跌停的罕见现象。

国债无法撼动，所有的压力传导至汇率这端。随着美联储不断表态不会放松加息力度，日元快速突破140大关向着150而去。但是进入9月，由于日本国债价格扭曲，投资者逐渐远离，导致市场流动性下降，国债市场出现多天零成交的非正常现象。

(三) 小结

总的来看，日本实施YCC主要有两点考量：一是减少自身在国债市场的购买量，二是提升对利率的管理效率。由于此前QE、QQE阶段的刚性购债目标，日本央行占据了日本国债市场大半份额。引入收益率曲线控制政策可能减缓购债速度，从而改善日本央行在债券市场参与度过高的问题。而此前

“量”的方法效果欠佳，其控制收益率曲线以及拉动通胀的传导链条过长，为了提升与市场的沟通效率以及对“价”的管理效率，通过给予市场直接的利率目标并在上下限附近无限量操作，日央行可以影响收益率曲线的走势。但是从近期“零成交”的现状看，纵使央行不下场购买债券，由于价格已经过度扭曲，“量”的管理似乎也失去了意义。

YCC在最需要发挥作用的通货膨胀方面并未显示出特别的效果。一直以来，日本国内宏观指标变化不大，日本央行面对窘迫的境况需要看外部环境的变化。当YCC政策开始时，银行间市场流动性充裕，长期收益率已经接近于零。如果仅靠货币刺激措施就能将日本通胀率推高至2%，那么QQE时就理应奏效，但现实却狠狠打了政策的脸。而直到2022年由于俄乌冲突爆发，大宗商品价格大幅上行，日本国内的通货膨胀率才快速攀升，但是此时的通胀搭配YCC带来的是日元持续贬值，而非内在需求的扩张。由于国内市场容量较小，日本经济繁荣的持续需要两个前提：首先是世界贸易持续繁荣增长；其次日本在出口方面持续保持强劲的竞争力。然而事与愿违，世界贸易逐渐脱钩以及日本人口老龄化都阻碍了其内生发展的动力。这也是YCC收效颇微的根本原因。

四、YCC与其他货币政策实验的比较

回顾过去数十年的货币政策实验，YCC可以看作量化宽松、前瞻指引和负利率政策的集合。由于在短期内收益率曲线控制确实是可行的，一定程度上可能对政策制定者有吸引力。但是，从长期来看，与其他非常规货币政策一样，YCC实施的一个

主要风险是它们将央行的信誉置于风险之中。该类政策要求央行承诺在未来的某个时期内保持低利率，但也意味着央行需要冒着通胀失控的风险坚持其承诺。如果期限过长，环境发生重大变化，最后央行可能不得不在放弃其关于挂钩的承诺或不坚持其既定的通胀目标之间做出选择。很明显这两种选择都会对其公信力产生负面影响。此外，YCC会压低收益率曲线，对社会储蓄来说并不是一件好事，金融机构盈利能力也受到很大限制。

从根本上说，自货币与黄金脱钩以来，每一次货币发行当局对货币市场的操控均是扩大其权力的一个过程，本意在于扩张铸币税的范围。受益人的范围是有限的，但承担者却将是全社会。

我国严守货币纪律，不搞“大水漫灌”的货币政策在当今各国央行中显得格外亮眼。目前，人民银行仍有极大的货币政策空间和许多货币政策工具用以调节政策环境。经过近20年的发展，我国金融市场已具备了足够的广度和必要的深度，利率传导机制日益畅通有效，利率市场化改革迈入了最后阶段。今后，可以考虑继续完善公开市场操作机制、健全目标政策利率，加强市场沟通机制，有效引导市场预期，逐步探索确保物价和产出稳定的符合中国实际的利率决策规则，帮助经济金融的长远健康发展。🔗

注释

① 除0.375%、2.5%以外，其余利率目标并未在官方报告中出现，但市场通过交易得知剩余利率。

作者单位：中国银行上海总部金融市场部