



2019年11月7日

日 本 银 行

日本的经验及对中国的启示

— 货币政策与金融稳定 —

〔 在清华大学五道口金融学院演讲的日译版本 〕

日本银行副行长 雨宫 正佳

1. 前言

今天非常荣幸能够有机会来到具有悠久传统的清华大学演讲。

日本与中国作为一衣带水的邻邦，自古以来就保持着密切的交流，长期以来一直相互借鉴，相互学习。不过，随着时代的变迁，知识与文化的传播方向也发生了巨大改变。在 19 世纪到 20 世纪期间，日本踏上了现代化的征程，此时，西方的知识与技术经由日本传入了中国。而在此之前的漫长历史岁月中，则是日本向中国学习了很多东西。实际上，在日本中国古典文学和诗歌的学习已完全成为学校教育的一个组成部分。我还清楚地记得自己在学生时代，努力学习李白和杜甫的诗以及《春秋》、《论语》时的情形。

下面我想引用一句令我记忆尤深的中国古典文学中的名言——为穷而不困，忧而意不衰也。

这是出自《荀子·宥坐篇》的一句名言。这幅书法（图表 1）由日本银行第 26 任行长三重野康先生亲笔书写，三重野先生对中国有着深入的了解，在我担任他的秘书期间，他将这副作品赠予了我。这句话原本阐述的是对待学习应有的态度，但三重野先生却从中悟出了必须以坚定的信念来履行中央银行职责的重要性，他总是告诫我们：“无论面对多么困难的局面，都绝不能逃避。”

三重野先生与时任中国人民银行副行长的刘鸿儒先生建立有长期的亲密友好关系（图表 2）。据说有一次两人喝光了酒店的酒，三重野先生因此得到了“海量先生”的绰号。正如大家所知，刘先生不仅为推动中国金融体制改革做出了巨大贡献，同时也为清华大学五道口金融学院的前身，即中国人民银行研究生部的创建和发展倾注了大量心血。

今天，面对聚集到这所颇有渊源的五道口金融学院来学习的各位同学们，我将从日本银行的角度出发，与大家分享一下日本的经验与教训。

我今天演讲的主题是货币政策及金融稳定。在货币政策方面，为应对金融自由化的发展，日本银行对上世纪 80 年代至 90 年代初采用的货币政策工具进行了一系列变革；在金融体系方面，从上世纪 90 年代至本世纪初，日本经历了泡沫经济崩溃后的金融危机，对此，日本银行采取了应对措施。下面，我将具体围绕这两点向大家做一下介绍。另外，中日两国央行于 2018 年签署了双边本

币互换协议，我会在最后将其作为两国的金融合作案例来进行介绍。

2. 货币政策 ——加强对利率工具的运用——

关于货币政策，在金融自由化过程中，日本银行对货币政策工具做出了一系列变革，下面我来谈谈其中的一些经验和教训。

（日本的经验）

在上世纪 90 年代中期以前，日本的银行存贷款利率都是以日本银行对各银行的贷款利率（也就是再贴现率）为基准来制定的。因此，当时日本银行是通过调整再贴现率来实施货币政策的。然而，在经济快速增长时期，出现了资金需求大于供给的情况。随着资金需求的日益旺盛，银行的放贷热情随之高涨，面对这种情况，仅仅通过调整再贴现率已经难以对其进行抑制。为此，日本银行于 1957 年推出了一种可以直接控制银行信贷行为的方法。具体来说，就是规定各银行的贷款增长额度。这种方法我们称之为“窗口指导”。

这在当时成为了一种极为有效的货币政策工具。然而，到了上世纪 80 年代后期，随着金融自由化的发展，企业融资方式趋于多元化，海外融资渠道不断拓展，在这种背景下，窗口指导的有效性逐渐减弱。首先，企业融资从银行贷款转向发行公司债，这一动向在当时尤为突出（图表 3）。同时，和银行相比难以受央行直接控制的非银行金融机构的贷款迅速增长（图表 4）。此外，在这一时期，在资本项目自由化的推动下，外币和欧洲日元贷款，即“居民外币贷款（impact loan）”的规模也在迅速增长（图表 5）。为了应对上述变化，日本银行扩大了窗口指导的对象范围等。然而，随着金融自由化程度的不断加深，对金融机构日益复杂的资金流动毫无疏漏地进行监管并不现实，窗口指导的有效性不断下降。

为此，日本银行开始逐步提高了通过公开市场操作来引导市场利率这一政策工具的运用比重。这是因为利率控制的影响范围不仅局限于银行信贷，而是可以影响到所有的金融活动。最终，我们于 1991 年废除了窗口指导制度。

（对中国的启示）

在中国，金融市场化近年来稳步推进，短期金融市场和债券市场的规模也

在不断扩大。在金融市场上短期利率以及国债的一级和二级市场利率根据市场原理已逐渐形成。从银行的存贷款利率来看，基准利率作为利率的参考标准，目前似乎仍然具有一定的影响力，但要求存贷款利率相对于基准利率必须保持在一定范围内的规定已经废除。在利率市场化逐步推进的同时，资本项下的可兑换也在向前推进，由此，无论是海外融资还是海外投资均比以前变得更加容易。

在这种情况下，中国人民银行近年来逐渐提高了公开市场操作在货币政策执行中的作用。但同时仍然在继续运用可直接影响银行信贷规模的宏观审慎评估等作为指导。中国人民银行将宏观审慎评估定位为货币政策和宏观审慎政策双支柱金融调控框架的重要组成部分。易纲行长也指出，“中国人民银行的货币政策正在从数量调控为主向价格调控为主的过程中，两者都要用，数量调控目前也没有放弃，它也很重要。”¹

中国目前的情况与上世纪 80 年代后期至 90 年代初的日本有一定的相似之处。当时日本正处在利率自由化的进程中，日本银行逐步提高了公开市场操作的地位，同时窗口指导起到补充的作用。因此，根据日本银行在利率自由化过渡时期的经验，我认为以下三点可供中国参考。

（1）金融自由化背景下央行对银行信贷直接调控的有效性

第一点是，随着金融自由化的推进，从货币政策的角度来看，对银行信贷进行直接调控的有效性将不可避免地出现下降。

正如我前面所提到的，当时随着企业融资方式的多元化等，日本银行窗口指导的有效性逐渐下降。下面介绍一下我自身的一些经验。

上世纪 80 年代后期，我曾负责过窗口指导的工作。我记得，当时所有的银行都对放贷表现出极大的热情，反复强调在实体经济形势良好的背景下，社会上的资金需求是如何的强劲。我们曾试图确认这种资金需求究竟是属于刚需还是投机，同时也想确认公司债发行量增加等环境变化下，银行信贷规模的增长是否依然属于合理的水平？然而，实际上我们并不可能逐一针对每笔贷款进行

¹ 2018 年 12 月 13 日易纲行长在清华大学题为“中国货币政策框架：支持实体经济，处理好内部均衡和外部均衡的平衡”的演讲。

全面且细致的调查。另一方面，一旦银行获准贷款的增加额度，他们就如同获得了一张“通行证”，用尽所有配额增发贷款。并且，日本银行当时所进行的调控只针对贷款的增加额度，因此无论怎样三令五申要求各银行克制放款冲动，转年的实际信贷金额还是会超过上一年的水平。这样一来，到上世纪 80 年代后期，银行信贷以及货币存量继续保持快速增长（图表 6）。回想起来，我认为窗口指导不仅未能充分发挥遏制信贷扩张的作用，反而成为了形成资产价格泡沫的一个助推因素。

中国近年来非金融企业信用债的发行量持续扩大（图表 7），被称作影子银行的非银行金融机构的贷款同样呈激增态势（图表 8）。此外，通过境外子公司发行债券的方式来进行境外融资的金额也在增加（图表 9）。我认为，中国有必要充分认识到，如果这种趋势进一步发展，将有可能导致央行对银行信贷直接调控的有效性下降。

（2）金融自由化与货币政策中利率工具的重要性

第二点是，随着金融自由化的不断深入，为了提高货币政策的有效性，至关重要的一步是进一步加强对利率工具的运用。

到上世纪 80 年代后期，窗口指导已失去了应有的作用，企业融资渠道的多元化并非其唯一原因。在当时，日本银行鉴于通货膨胀率一直保持低位徘徊，并且出于对日元大幅升值的警惕，从而对加息保持谨慎态度。1987 年至 1988 年，日本银行的窗口指导方针转向要求各银行采取“克制的融资态度”，并逐步加强了指导。然而由于仍然保持再贴现率不变，导致最终其效果极为有限。

我认为如果当时能够适当地提高利率，是很有可能取得理想的政策效果的。这是因为随着金融自由化的推进，利率水平的变化可以影响到不受窗口指导直接影响的更加广泛的金融活动。另外一个因素是，随着存贷款利率自由化的推进，银行的放贷意愿与企业的融资需求对于利率水平的变化比以前更加敏感。正是基于上述经验，日本银行在实施货币政策时，将重点转向了利率水平的变化。但当时的操作利率已不再是再贴现率，而是转变为通过公开市场操作来引导的短期市场利率。

如前所述，中国人民银行现在依然在采用可对银行信贷直接施加影响的调

控工具，同时也在不断提高通过公开市场操作调控市场利率的比重。在利率市场化的过渡阶段，前一种方法对于基于利率工具的货币政策起到重要的补充作用。但是，从日本的经验来看，为了实现对包括银行信贷在内的更加广泛的金融活动进行有效宏观调控，就需要进一步加强利率工具的运用。

关于这一点，2019年8月，中国人民银行宣布，LPR(Loan Prime Rate) 报价行应按照中国人民银行的公开市场操作利率来确定报价利率，所有金融机构都应以LPR为基准来制定新增贷款利率。我认为该措施的出台有望使银行贷款利率比以往更加灵活，也有助于推动利率工具的进一步运用。

(3) 完善金融市场的重要性

第三点是，为了提高货币政策中利率工具的有效性，完善金融市场非常重要。

若想提高对短期利率进行引导的政策效力，就有必要建立相应的市场利率传导机制，以使银行间市场短期利率的变化能够有效地传导至国债利率等其他各种利率。为此，不仅应放宽对各种利率的管制，同时还应提高金融市场的功能，从而打造一个易于开展跨市场套利交易的金融环境。

在这一方面，日本银行不仅重视作为公开市场操作场所的短期金融市场，同时也在努力完善并推动国债市场以及期货市场等的发展（图表10）。

在中国，各类金融市场的完善也在稳步推进中，参考日本的经验来看，我认为对于今后的发展而言，以下几点至关重要。

首先，应推动市场参与者的多元化。如果具有不同的商业模式、不同的资产和负债结构以及对未来利率走势抱有不同看法的各类市场参与者之间有更多的交易，那么金融市场的流动性将会因此得到改善。具体而言，不仅对培养中国国内机构投资者，对于促进外国金融机构的参与也同样具有重大意义。以日本为例，自上世纪80年代起，外国金融机构开始陆续进入日本的债券市场等，它们为长期和短期市场利率的顺利而灵活的形成做出了贡献。

此外，加强与市场参与者之间的沟通与合作，对于完善金融市场具有重要意义。要完善金融市场也需要研究交易规则、市场统计和支付结算系统等实际业务问题，此时必须要考虑到市场参与者的实际需求及所要承受的负担。日本

银行一直是通过召开定期会议、举办专题论坛等方式来与广大市场参与者进行坦率的意见交流。

令人鼓舞的是，中国也在此方面已经开始行动起来，推出了各种相应举措。例如，自 2018 年以来，中国加速对金融市场的对外开放，今后随着更多外国金融机构的进入，必将带动金融市场流动性的显著提高。同时，中国人民银行等有关政府部门也开始采取相应措施来提高市场流动性，例如取消了银行不得通过证券交易所进行债券交易的禁令等。我们希望通过上述持续不懈的努力形成一个良好的市场环境，使市场机制作用得到更好的发挥。

3. 金融体系 ——银行有序退出市场的准备——

金融自由化对金融机构的经营环境及行为模式也有着重大的影响。上世纪 80 年代的日本，出于对金融自由化背景下盈利能力下降的危机感以及竞争的日益激烈，金融机构开始大举放贷，并最终导致了资产泡沫的形成。泡沫破裂后，日本开始经历一场前所未有的金融危机，包括大型金融机构破产（图表 11）。

下面我们就来回顾一下从泡沫破裂直至金融危机的一系列过程。

（日本的经验）

在泡沫破裂后，从 1991 年起日本的中小金融机构开始破产。造成这种情况的主要原因在于这些机构在泡沫时期过度放贷，尤其是在房地产贷款方面形成了大量不良贷款。1995 年如何处理那些持有巨额不良贷款的专营房地产贷款业务的非银行金融机构，成为了一个严重问题。然而注入公共资金因遭到强烈反对而作罢。在此期间，此前一向被认为较为健康的金融机构的经营状况也在逐渐恶化。从 1997 到 1998 年，一家中坚证券公司的破产引发了一系列连锁反应，当时一流大型银行和大型证券公司也相继倒闭。日本金融机构的破产数量正是从这个时期开始急剧增长的（图表 12）。

直到 1998 年 2 月，日本出台了相关法规，由此向银行注入公共资金终于成为可能。但是向根据自行申请的大型金融机构注入的资金金额并不充分，这些大型金融机构的经营恶化未能得到有效遏制。对此，为了能够顺利进行破产处置，日本政府于 1998 年 10 月建立起相应的政策框架，其中包括将金融机构暂

时收归国有等政策。同时设置了一个新的框架以帮助金融机构补充资本。在上述框架下，几家问题严重的大型金融机构被暂时收归国有，其他大型金融机构则被注入了巨额资金。此后日本政府于 2002 年启动了促进早期处置不良贷款的计划，至此，日本的金融危机终于迎来了转机，不良贷款率开始下降（图表 13）。

在此期间，日本银行作为“最后贷款人”，为金融市场提供了必要的流动性。除此之外，还进行了直接出资和提供次级贷款等资本性资金，这些措施已超出了央行的传统职能范围。日本银行向金融机构提供资本性资金，是在公共资金的注资等金融机构破产处置措施尚未制度化之时进行的，可以认为是一种不得已的措施，然而从防范系统性风险显现角度来看却是非常有必要的。

（对中国的启示）

中国的金融机构目前也面临着金融市场化 and 经济增长放缓等一系列环境变化。此外，随着全球经济不确定性的加剧，我们无法断言未来不会有更多的金融机构出现经营恶化。至少目前中国的债务水平依然偏高，存在因个别金融机构出现问题而引发系统性影响，进而对实体经济造成重大影响的潜在风险，对此做好充分的防范准备是很重要的。

下面我将从这一观点出发，为大家介绍日本在此方面可供借鉴的经验，共包括 3 点：

（1）金融安全网的全方位建设

第一点是建立有助于金融体系稳定的各种制度和框架的必要性。

为了防止个别金融机构的问题蔓延至整个金融体系，一方面需要针对金融机构的破产事宜建立起可对其快速顺利进行处置的制度，另一方面还应针对保持金融体系整体的健全性与可靠性建立起各类相关制度。在后面我会将两者在广义上统称为金融安全网。

日本的存款保险制度出台较早，创建于 1971 年。然而，其他一些重要的金融安全网直到泡沫破裂后，才真正在与金融体系的动荡不安进行对峙的过程中缓慢建立起来。除金融机构的破产处置制度以外，这些主要的金融安全网还包括不良贷款的信息披露制度、恰当处置不良贷款的会计准则、问题银行的早期

发现及纠正的相关制度等（图表 14）。

但是对于日本而言，一方面需要应对金融机构的破产和金融危机，同时又不不得不投身于金融安全网的建设，结果是日本的金融体系经过了相当长的一段时间才得以恢复稳定。特别是当时的日本，对于利用公共资金来应对金融危机一事，并不具备相应的法律框架，并且社会上反对的声音也非常强烈，因此金融机构的经营状况只能进一步恶化直至实现注资。

中国也于 2015 年建立了存款保险制度，而在金融体系健全的情况下，全面建设好金融安全网非常重要。

例如，中国在 2019 年出台了推进金融机构通过发行永续债补充资本的措施。基于以往全球金融危机的经验，目前主流看法认为，金融机构应根据自身规模提前做好充足的资本，而非依赖于公共资金。可以说中国的上述措施也与这一思路完全相符。不过，为了确保资本补充的实效性——无论资金来源于公共资金，还是民间资金——金融机构都应准确掌握自身的财务状况，并主动采取措施筹措所需资金。从日本的经验来看，由于金融机构当初在申请时低报所需的公共资金数额，因此政府也就无法在早期阶段注入足够的资金来帮助其补充资本。因此，为了帮助金融机构实现有效的资本补充，加强对不良贷款更精准的把握以及加大信息披露力度也不失为一种有益的措施。

（2）打破“银行不倒神话”

第二点是形成社会共识的重要性，即要认识到个别金融机构可能会像普通的公司一样倒闭，但整个金融体系的稳定可以得到保障。

一旦在社会上形成了“无论发生什么，银行都会得到救助”这种强烈的期待，那么就有可能造成储户和银行出现道德风险，导致金融体系整体的风险积累。

现在想来，日本过去一直存在一个“银行不倒神话”，人们普遍没有意识到银行也可能会破产这一事实。实际上，存款保险制度自出台以来，直到泡沫经济崩溃后的 1991 年的 20 年时间里始终未曾启动过。

实际上日本在上世纪 20 年代也曾经历过由金融机构的连锁破产而引发的严重金融恐慌。结合这次教训，战后，日本的金融监管部门为了确保那些经营

基础薄弱的金融机构不会倒闭，出台了被称作“护送船队方式”的金融行政手段，针对金融机构在业务和利率方面的竞争进行严格的管控。日本的银行不会倒闭的想法，即所谓“银行不倒神话”可以说正是在这种行政体系和出于对金融监管部门的信任下而形成的。另外再加上土地价格永远不会下跌的“土地神话”的支撑，在泡沫时期，积极开展经营的银行没有一家发生破产，“银行不倒神话”得以延续。

直到泡沫破裂以及随后的金融危机，这两大“神话”才最终破灭。然而，由于这些情况变化过快，相继出现的一系列银行破产和信贷紧缩对日本经济的影响极其严重。

假如中国也存在这样一个“银行不倒神话”，那么在正常的情况下告诫人们这并不是事实的启蒙非常重要。同时在公众建立信任也很重要，也就是即使个别的金融机构破产，整个金融体系的稳定仍然可以得到保障。例如，可以考虑针对广泛的社会人群，加强存款保险制度内容等方面的金融教育。

中国自 1998 年海南发展银行倒闭以来，长时期内尚未发生过银行倒闭。自从 2019 年 5 月包商银行被暂时接管后，也开始出现了大型国有银行入股城市商业银行的情况。如果今后继续发生同样的案例，我想社会大众的认识也势必会随之发生转变。

（3）对金融市场反应的深入思考

第三点是，为加强金融体系的稳定性及健全性而采取措施时，也要考虑金融市场对此所做出的反应。

无论是金融机构的破产处置、巨额不良贷款的处置还是金融体系改革等，其初衷都是为了保护并巩固金融体系。然而，这些措施有时却会招致金融市场的强烈反应，并影响到措施本身。下面介绍两个日本曾经历过的案例。

第一个是 1997 年，三洋证券在银行间拆借市场出现违约行为。三洋证券是一家中坚证券公司，本身并不从事存款业务，违约金额也相对较小。然而这次违约却产生了极其巨大的影响。由于这是银行间市场在战后出现的首例违约，得知此事，银行间市场上的疑虑与不安蔓延开来，结果导致金融机构的放贷意愿迅速下降，出现过度的信贷紧缩。这成为给大型金融机构相继破产这一金融

危机的导火索火上浇油的事件。

第二个案例发生在 1997-1998 年期间，这一时期一些大型金融机构接连倒闭。在这种情况下，日本的银行被要求为美元融资支付名为“日本溢价 (Japan Premium)”的更高利率。当时，日本政府正在“日本版金融大爆炸”的金融改革计划下推动金融市场的改革开放，同时加快对金融机构的不良贷款的痛苦处置。然而，市场上人们非常担心金融机构能否承受进一步加剧的竞争以及不良贷款处置过程中所伴随的痛苦。在这种情况下，包括那些资产负债状况良好的银行在内，日本的银行在进行美元融资时，最多会被征收高达 100 个基点的溢价，这对于银行的经营来说成为了沉重的负担。部分人曾担心始于日本的金融危机蔓延至世界其他地区，所幸并未成为现实。

这些例子表明，有时出于对金融体系的担忧，金融市场会表现出强烈的反应，而这种反应的结果可能会加剧金融体系的不稳定性，或使金融体系改革变得困难。

正如我前面所讲，对于那些存在问题的金融机构，中国目前已开始着手进行处理。同时，为了进一步健全金融体系，“金融供给侧结构性改革”也已开始步入实施阶段。我认为这些措施都在朝着正确的方向迈进。但是，在推进金融机构的破产处置和金融体系改革的过程中，仔细观察金融市场的反应，同时采取适当的措施如与市场进行充分的对话等非常重要。

4. 结论

在前面的内容中，我从央行的角度出发，介绍了日本在货币政策和金融体系稳定方面的一些经验和教训。最后，我想谈一谈中日之间相互学习与开展合作的重要性。

中国目前正同时面临着“从经济高速增长到进入新常态”、“金融市场化”、“出生率下降和人口老龄化”的转变。日本也曾经历了所有这些过程。另一方面，两国也在同时经历着“数字革命”等一些新的变化。特别是中国在数字经济领域的发展令人惊叹，引起了许多日本企业的关注。未来中日之间的相互学习与合作将变得越来越重要。在今天演讲的开篇，我曾提到中日之间“学习”

的方向是随着时代而变化的。与过去相比，今天的我们已经迎来了一个彼此分享知识与经验的双向学习时代。

此外，随着中日两国在金融经济领域的联系不断加强，两国央行针对一些共同问题开展合作的机会越来越多。下面我来介绍一个具体的例子。

2018年10月，日本银行与中国人民银行为相互融通人民币与日元，签署了双边本币互换协议（图表15）。协议规模日本银行为2,000亿人民币，中国人民银行为3.4万亿日元。如果日资银行在进行人民币结算时遇到意想不到的困难，日本银行判断需要使用本协议来确保日本的金融体系稳定的话，将启动本协议，提供人民币流动性。同样，中国人民银行可以提供日元流动性。我认为本协议是一项重要举措，有利于维护两国的信用秩序，支持双边经济和金融活动，促进两国的经济发展。

最后，我想再次引用出自《荀子·宥坐篇》的名言来结束今天的演讲。在演讲开始时，我引用了它的前半句，后半句是这样的（图表16）。

知祸福终始，而心不惑也。

意思是“学习的目的在于了解何为祸何为福，了解事物如何开始以及如何结束，让内心始终不会迷茫”。在这个充满不确定性的世界上，这句话使我感受到了中日两国相互学习、深化合作的重要意义。

以上是我的演讲内容，谢谢大家。