

中国窗口指导的有效性 & 金融环境 ——结合日本金融自由化及泡沫经济时期的经验——

国际局 福本智之、木村武、稻村保成、东将人

Bank of Japan Review

2010年8月

中国政策制定部门将窗口指导作为货币政策的重要手段之一。从 2009 年中期开始，随着经济好转和房地产价格上涨，中国政府加强了窗口指导。受此影响，贷款的增速放缓。在中国，不在窗口指导对象之列的信用中介途径所占比例不高，因此窗口指导发挥着相应的作用。日本过去也曾将窗口指导作为货币政策手段来运用，不过，随着 20 世纪 80 年代金融自由化的发展，不在窗口指导对象之列的信用中介途径增加，窗口指导的有效性随之下降。同时，20 世纪 80 年代后期，当时的政策利率——央行再贴现率长期处于较低的水平，这也是窗口指导有效性降低的原因之一。今后，中国的金融市场建设和金融自由化将逐步取得发展。届时，日本的经验教训将值得借鉴，那就是“随着金融自由化的发展，窗口指导的有效性将会逐步降低。因此，应当进一步发挥利率政策的作用”。

序言

在中国，以城市为主房地产价格大幅上涨，政府在不断采取措施，抑制房地产市场过热。从房地产交易的实际需求走势以及民间部门的杠杆率来看，目前中国的房地产市场与 20 世纪 70 年代前期日本在列岛改造论支配下地价飙升的情况有类似之处¹。当时的日本，随着城市化的发展，住宅实际需求旺盛，且家庭和企业的杠杆率低，没有积累太多的大规模调整资产负债表的压力，这些都为地价的上涨势头提供了支持。这些与中国目前的情况相吻合，抑制过热的政策其影响已经开始部分显现，但可能不会出现如 20 世纪 90 年代日本泡沫经济崩溃时那样大规模调整的局面。

另一方面，聚焦货币政策运行以及货币环境可以发现，目前的中国与 20 世纪 80 年代后期的日本也有类似的地方。当时，日本的银行信贷增加，地价飙升，日本银行遂加强了对银行信贷的窗口指导。但是，由于在宽松的货币环境下金融自由化不断发展，限制不断放宽，使得企业的资本市场融资以及银行的迂回贷款增加，货币存量有增无减。目前的中国也是“信贷和货币存量大幅增长，经济复苏和房地产价格保持上升基调。

政府在这种情况下，保持政策利率不变的同时加强窗口指导”，这一点与当时日本的情况很类似。而在中国，受窗口指导加强的影响²，信贷增速逐步放缓，对房地产交易亦产生了抑制作用。即便在政策利率保持不变的情况下，从信用总量以及货币存量调控的意义上讲，窗口指导的有效性应该是得以维持的。

关于窗口指导的效果，存在几点疑问：①不与政策利率的调整相结合而单独使用时，能否称之为单独有效的政策手段？②如果是，能否在规避因利率上调带来的境外资本流入压力的同时，提高金融紧缩效果？③金融自由化以及放宽限制带来的信用中介模式多样化，会如何影响窗口指导的有效性？本文将带着上述问题，通过与日本泡沫经济时期的窗口指导进行比较，对中国窗口指导的有效性以及今后不断推进的金融自由化所带来的影响进行探讨。

中国的窗口指导

（窗口指导的出台经过及其地位）

中国开始实施改革开放政策（1978年）后，尤其在金融方面，依然保留计划经济的色彩，央行即中国人民银行对四大国有银行（中国工商银

行、中国银行、中国建设银行、中国农业银行)实施严格的贷款规模管理。这样的贷款规模管理不仅与①金融业引进市场机制这一大方向不合,而且与②1995年改制成为商业银行的四大国有银行自主经营开展信贷工作的大方向也不一致。

为此,中国人民银行于1998年停止对四大国有商业银行分别指定各年度和各季度贷款增量目标,改为仅公布各年度的参考目标(“指导性计划”)。该参考目标遂成为商业银行自行制订资金计划时的参考值,同时成为央行在宏观调控时设定的重要监控目标。此后,中国人民银行开始转向通过利率政策、公开市场操作、存款准备金率操作等货币政策手段,调节基础货币(操作目标)和货币供应量(中间目标),从而努力实现促进货币价值稳定和经济增长这一最终目标³。

不过,中国人民银行以“窗口指导”这种形式,为干预银行的信贷行为留下了余地⁴。关于窗口指导,中国人民银行认为,“通过定期与商业银行等金融机构交流协商,使得央行的货币政策措施为市场所预期。利用“窗口指导”来增加政策透明度,不但可以降低货币政策的操作成本,还有助于中央银行顺利实现既定的政策目标,提高了货币政策的有效性”⁵。中国仍处于渐进式引进市场机制的进程之中,单靠改变利率等间接手段无法充分对经济主体的行为进行调控,因此,对中国而言直接对金融中介主体——银行施加影响是必要的。

中国人民银行窗口指导的具体内容如图表 1 所示。

(图表 1) 中国人民银行的窗口指导

确定贷款增量的参考目标	中国人民银行在年初确定全部金融机构的贷款增量。
与金融机构对话	每月召开“经济金融形势分析会”或“窗口指导会议”,向各商业银行的贷款负责人介绍金融政策意图。此外,随时举办小规模座谈会,发出书面指导意见。
受窗口指导的金融机构	除四大国有商业银行外,还包括其他股份制商业银行以及地方中小金融机构。同时,除中国人民银行总行外,地方的分行、支行也对所在地区的金融机构实施窗口指导。
窗口指导的内容	除贷款的增速外,还对贷款的内容(分行业及企业规模的贷款动向)进行指导。例如,《2005年第2季度中国人民银行货币政策执行报告》中指出,要“防止贷款流向盲目投资和低水平重复建设”,同时积极鼓励和引导商业银行在信贷方面为中小企业、扩大消费以及增加就业加大支持。
银行不遵守窗口指导时的处罚	采取有悖于人民银行意向的贷款方针的金融机构,将成为公开市场操作中惩罚性操作的对象。例如,《2009年第4季度中国人民银行货币政策执行报告》中指出,“对部分贷款增长过快的银行通过发行定向央票引导其注重贷款平稳适度增长”。

(注)参考《中国人民银行货币货币政策执行报告》及《领导干部金融知识读本》等资料编写。

(近年来窗口指导的演变)

一直以来,中国人民银行基于对当前经济形势和金融机构融资取向的判断,灵活地调整窗口指导的方向和力度。从2007年后的情况来看,其窗口指导经历了以下三个阶段。

[1] 2007年秋~08年秋: 恢复贷款限额

当时,虽然动用了上调利率和吸收流动性等手段,但未能完全遏制住经济过热的势头,银行贷款不断增长。为此,据说中国人民银行自2007年秋季起通过贷款限额,着力控制贷款⁶。贷款限额从严格限制贷款增量的意义上,与截至1998年的贷款规模管理相类似。随后,贷款增势开始减弱。

[2] 2008年秋季~09年上半年: 取消贷款限额, 鼓励积极贷款

到2008年后半年,美国次级贷款问题引发的世界金融危机愈发严重,中国经济受到的影响日益明显。在这种情况下,中国人民银行于11月取消贷款限额管理,鼓励银行增加信贷⁷。于是,金融机构立即采取积极的贷款政策,贷款增速急剧加快,仅2009年上半年的贷款增量就超过了08年全年。

[3] 2009年下半年~现在: 加强窗口指导

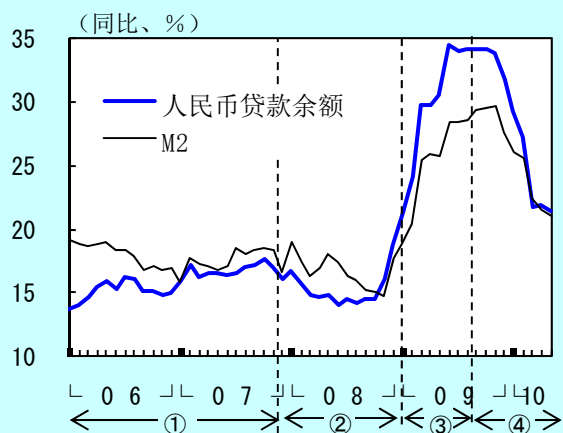
贷款激增之下,房地产投资等过热现象开始引发担忧。人民银行遂于2009年下半年再次加强窗口指导,重返抑制贷款增长的路线。尤其是进入2010年后,窗口指导进一步增强,政府一

致推行严格的贷款指导，力争将全年贷款额控制在目标额度以内⁸。

（对迄今为止窗口指导效果的评价）

从近几年窗口指导的运行和货币存量的变化来看，可以说窗口指导在实现货币政策目标方面发挥了相应的作用（图表2）。2007年第4季度到08年上半年设有贷款限额的这段期间，以及2009年下半年再次加强窗口指导直到目前这段时间，贷款及货币存量增速均呈逐步放缓趋势。名义增长率在较大波动中，尽管对贷款基准利率及存款利率仅做小幅调整（图表3）的情况下，就能将贷款总量及货币存量的浮动控制在一定范围之内，这在很大程度上要归功于窗口指导。

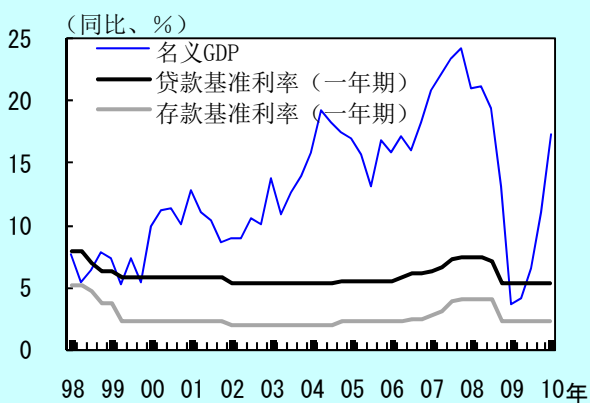
（图表2）中国贷款和货币存量的变化以及窗口指导的演变



（注）①④：加强窗口指导
②：通过设定贷款限额控制信贷
③：取消贷款限额并鼓励信贷

（出处）CEIC

（图表3）中国名义GDP和利率的变化



（出处）CEIC

窗口指导之所以能在中国有效发挥作用，其原因可概括为以下两点。

首先，在中国，由受窗口指导的金融机构发放的贷款占资金中介的大部分，绕过窗口指导的途径很少。例如，2009年民间非金融部门筹资中，银行贷款占86%，间接金融所占比例极高（图表4）。同时，还有一点需要指出的是，其余象发行股票、债券等直接金融形式的资金中介模式，也是在国务院（相当于日本的内阁）指导下，由政策制定部门从一贯的立场出发进行严格的监督。

（图表4）中国国内民间非金融部门筹资比例

（占比、%）

	06年	07年	08年	09年
银行贷款	87.9	81.6	83.8	85.9
股票	6.0	13.6	5.9	4.1
企业债等	6.1	4.8	10.2	10.1

（出处）中国人民银行《货币政策执行报告》

除此之外，也有意见认为，在进行窗口指导的同时，中国的政策制定部门（国务院及其下属政策相关部门）本着确保银行健康发展的原则，并行采取审慎政策，这也产生了一定的影响。在中国，主要由银行监管机构——银行业监督管理委员会从保证银行健康发展的角度，对存贷款比率、资本充足率、呆帐准备金率等进行指导和管理。例如，针对近期房地产价格上涨，中国政策制定部门除调高房地产购置首付款比例下限外，还要求银行上调呆帐准备金率，以应对信用风险。这些政策与人民银行的窗口指导方针是一致的，因此，也有意见认为这样做提高了政策的效果。

如上所述，中国的窗口指导直到目前还是有效的政策手段。但它的有效性今后是否还能继续保持？要回答这个问题，日本的经验可以起到借鉴作用。

从日本窗口指导中得到的教训

（日本窗口指导的历史）

日本银行于20世纪50年代中期引入了窗口指导⁹。当时，日本经济处在刚刚拉开高速增长的帷幕，企业旺盛的资金需求导致民间金融机构贷款大量膨胀，仅依靠以央行再贴现率操作为主的

利率政策不足以控制贷款急增的局面。为此，在 1957 年金融紧缩时期，日本银行对于大银行根据各行（当时的城市银行及长期信用银行）的规模、贷款计划额及资金头寸，将贷款增量容许额分配给各银行，要求各大银行遵守。之后，日本银行又将管制对象依次扩大到地方银行、互助银行、信托银行、排名居前的信用金库等，并且将窗口指导的地位从金融紧缩时期临时性应急措施上升同样适用于金融宽松期的经常性政策手段。然而，正如下文所述，窗口指导的有效性和必要性随着金融市场自由化以及限制放宽的脚步而逐步降低，经过 20 世纪 80 年代的泡沫经济时期，窗口指导政策于 1991 年走向了终结。

（窗口指导的有效性：单独论和并用论）

在实施窗口指导期间，日本银行将其定位为“不是独立的货币政策手段，而是改变央行再贴现率及其他一般性货币政策的补充手段”¹⁰。也就是说认为窗口指导是：①在改变央行再贴现率等各项手段对市场产生施压作用之际，窗口指导从侧面起到补充作用；②它只不过是作为货币政策的补充性手段才发挥作用，如果不配合使用强有力的常规货币政策手段，就无法取得充分的效果。

除上述日本银行对窗口指导的看法——窗口指导应当与其他政策手段同时使用，即“并用论”——外，还有一种以学术界为主提出的“单独有效论”，即窗口指导本身具有单独的政策效果¹¹。站在哪种观点一侧，是货币政策运行当中极为重要的分歧点。如果站在并用论一边，则在采取紧缩的货币政策时，需要提高各种利率。而站在单独有效论一边，则即使利率保持不变，也可通过加强窗口指导来收紧货币环境。假设单独有效论是正确的，那么就可以在抑制因利率上调而引起的境外资本流入的同时，通过窗口指导来遏制国内经济过热。

究竟哪种说法正确，在这里不作深究。不过，窗口指导的单独有效性依赖于金融结构，随着时代的发展它将不断降低，这种观点恐怕是比较妥当的。

例如，在引入窗口指导的 20 世纪 50 年代中期，单独进行窗口指导也能在一定程度上确保有效性。当时的金融结构有三个特点：①法人企业的筹资对银行借款的依存度较高；②受窗口指导的大型金融机构城市银行在信贷业务等方面比

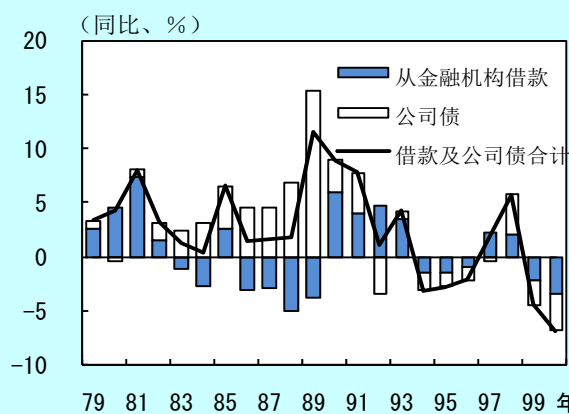
其他金融机构（受管制机构）占有绝对优势；③这些城市银行对中央银行借款的依存度很高。在这种结构之下，日本银行通过窗口指导来限制城市银行贷款增长，至少在某种程度上能够迅速（比其他政策手段更早出效果）、切实（切实见到效果）地对宏观的货币存量进行调控，对民间活动产生影响。

如上所述，日本银行为了保持窗口指导的有效性，将指导的对象扩大到城市银行之外。但 20 世纪 80 年代后，在金融自由化的形势下，企业融资方式不断走向多样化，如发行公司债、利用不限定用途的外币贷款（以下简称“外币贷款”）等。这样一来，窗口指导的单独有效性就日益降低。此后，在 20 世纪 80 年代的泡沫经济时期日本加强了窗口指导，但由于利率政策出台滞后，因此窗口指导未能发挥其补充效果。下面针对此点作一回顾。

（日本泡沫经济期窗口指导的效果：金融自由化的影响）

20 世纪 80 年代后期日本经济的泡沫是在各种因素的复合作用下产生的，其中银行的积极举措和长期的宽松货币政策，对泡沫的生成和扩大产生了强烈的影响¹²。银行的积极举措并不是在 20 世纪 80 年代后期的金融宽松期突然出现的，而是随着金融自由化和限制的放宽，从 80 年代前期便逐步开始的。在自由化和放宽限制方面，通过 1980 年修订《外汇法》、1984 年取消日元转贷限制等，内外资金交易趋向活跃；金融机构的业务以及证券市场的各种自由化措施也在进入 80 年代后逐步出台；1985 年，存款利率开始阶段性地走向自由化。这一系列自由化和放宽限

（图表 5）日本大型制造企业的筹资

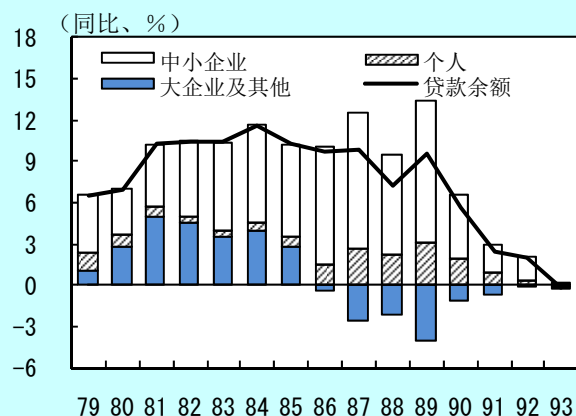


（出处）财务省《法人企业统计年报》

制给企业及银行的行为产生了很大影响。公司债市场放宽限制后，原来那些大部分融资依赖于银行信贷的企业，尤其是大型制造企业，开始通过公司债融资、尤其是可转股债、附认股证债进行股权融资，偿还银行贷款（图表5）。

另一方面，由于银行只能阶段性地进入证券业务市场，因此，银行对于“大企业脱离银行”抱有强烈的危机感，遂开始积极提供面向无法进入资本市场的中小企业的不动产抵押贷款、个人贷款、以房地产开发商及非银行金融机构、建筑行业为主的房地产相关贷款（图表6）。

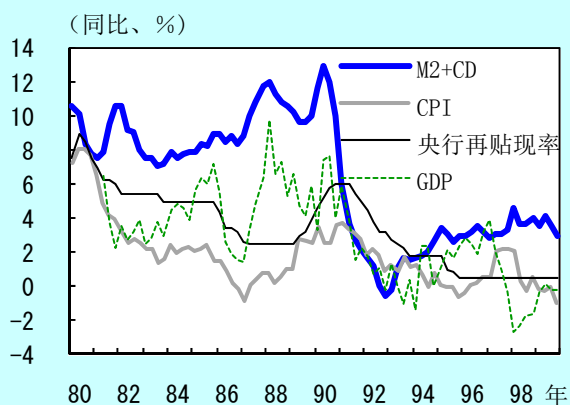
（图表6）日本银行的贷款对象



（出处）日本银行《分贷款对象贷款额》

随着企业扩大融资，货币存量保持高速增长，房地产价格和股价等资产价格显著上升（图表7、8）。在这种情况下，日本银行开始摸索如何向金融紧缩政策转变。然而，央行再贴现率自1987年2月至1989年5月的约2年间一直保持当时的历史最低水平2.5%。导致这种长期的宽松货币政策的原因包括：①需对1985年广场协议后日元急剧升值引起的“日元升值萧条”进行应对；②在广场协议规定的国际政策协调框架下，

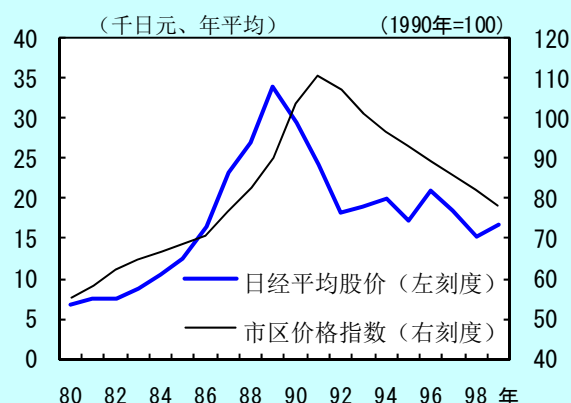
（图表7）日本的金融经济环境



（出处）总务省、内阁府、日本银行

“通过扩大内需，缩小经常收支顺差”这一当时的宏观经济政策运行理念对货币政策产生了强烈影响，等等。

（图表8）日本的资产价格变动

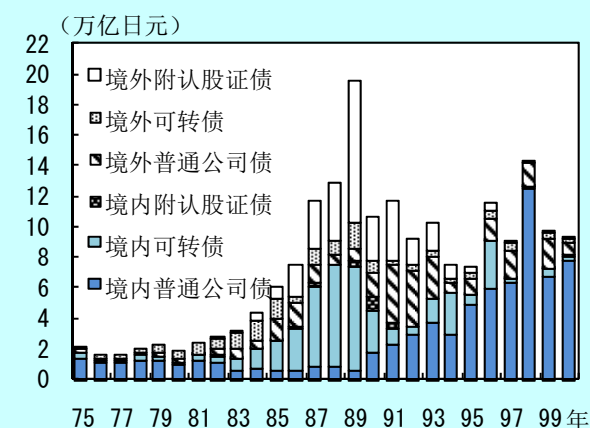


（出处）不动产研究所、日本经济新闻社

自1987年春天起，经济复苏态势渐趋明朗，日本银行的窗口指导方针开始转向要求金融机构“坚持有节制的贷款态度”，同时其力度渐次增大。但在央行再贴现率保持不变，且金融自由化不断发展，限制不断放宽的情况下，其宏观效果非常有限。也就是说，尽管国内贷款并没有进一步增长，但由于资本市场融资以及金融机构境外分行对居民发放的外币贷款扩大，货币存量继续增长（上述图表6、7）。

如上所述，在公司债的发行标准逐步放宽的环境下，股价依托宽松货币政策（是股价上涨的原因之一）而上涨，从而降低了可转债、附认股证债等股权融资的成本，使得企业的资本市场融资大幅增加（图表9）。仅以银行信贷为管制对象的窗口指导其效果因此而大打折扣。

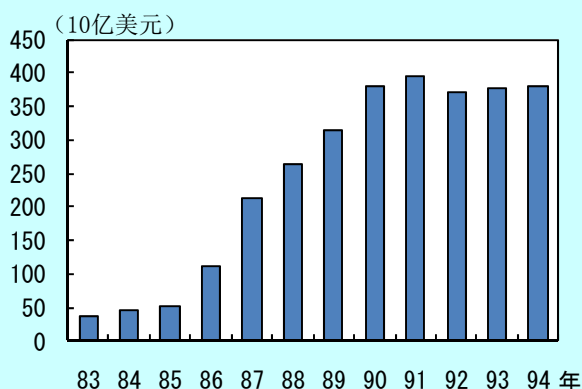
（图表9）日本上市企业的公司债发行额



（出处）东京证券交易所《证券统计年报》

此外，窗口指导仅以日资银行的日本国内账户日元贷款为对象，并不包括境外账户的贷款。1980年《外汇法》修订后，面向居民的外币贷款（包括欧洲日元贷款）实现自由化。1986年，在开设离岸金融市场（Japan Offshore Market、以下称 JOM）之际，银行为了规避窗口指导的制约，大幅增加了外币贷款（图表 10）。

（图表 10）面向居民外币贷款余额的变化



（注）面向居民外币贷款是面向居民的外币贷款（日资银行及外国银行在日营业网点的外币贷款）、日资银行境外分行面向居民的外币贷款、以及面向居民的欧洲日元贷款总和余额。

（出处）外汇通讯社《外汇年鉴》

JOM 是内外分享型的离岸金融市场，离岸筹集的资金必须离岸投资，若离岸资金面向国内贷款是受到限制的。为规避这一限制，日资银行将离岸筹集的资金贷给香港等境外分行，境外分行再将这些贷款以外币贷款的形式贷给国内企业。这些面向居民的外币贷款的增长背后，不仅有开设 JOM 这一放宽限制的措施之影响，还有一个原因是长期的宽松货币政策通过资产价格上涨而提高了企业的担保价值，从而提高了企业的银行借款能力。

（窗口指导的废除）

整理以上内容，我们可以得出结论：窗口指导的单独有效性随着金融自由化的步伐而降低，同时，即使从并用论的角度来看，当时由于泡沫经济时期利率上调滞后，窗口指导也未能发挥作用。其间，日本银行曾在20世纪80年代后期，通过完善短期金融市场，提高了银行间市场的作用。随着短期利率变化借由套利传导至整个金融资本市场的途径得到强化，利率政策的传动基础得以建立，窗口指导的必要性也随之降低。也就是说，由于利率渠道这一货币政策主要传导机制

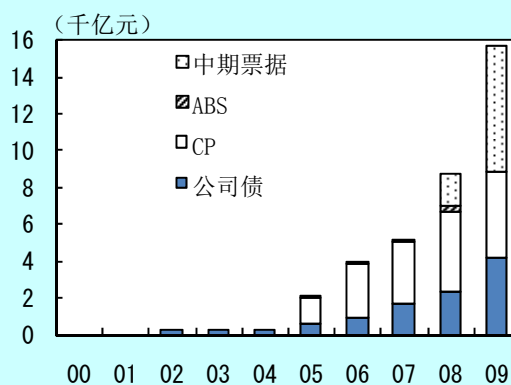
得以建立，由窗口指导来补充其政策效果的必要性也就降低。此外，长期以来不断有人指出窗口指导存在的问题，如妨碍银行间竞争、使信贷份额固定化，信用配额导致资源分配效率低下等。关于信用配额，也有意见指出，日本城市银行的信贷曾向其相关集团企业倾斜¹³。在这种背景下，日本银行于1991年取消了窗口指导。

中国金融自由化对窗口指导的影响

中国的金融市场建设和金融自由化正在进行当中，因此，在中国人民银行控制信用量及货币存量的问题上，并行使用窗口指导方式，到目前为止是行之有效的。然而，从日本窗口指导的经验来看，目前有效运作的中国窗口指导还是有几点需要注意的。也就是说，在中国，那些曾降低日本窗口指导有效性的因素——绕过窗口指导的融资渠道——今后随着金融市场建设以及金融自由化，这种影响因素将逐步扩大。

中国政府正在推动国内证券市场的发展，今后企业通过不受窗口指导的证券市场来筹资的比例将逐渐上升。例如，国内的债券和股票市场可能会进一步扩大。目前，中国政府对企业债和公司债的发行控制得比较严格。不过，自2008年起，银行间债券市场的中期票据和 CP 的发行改用了注册制，公司债发行额呈现增长趋势（图表 11）。

（图表 11）中国公司债发行额

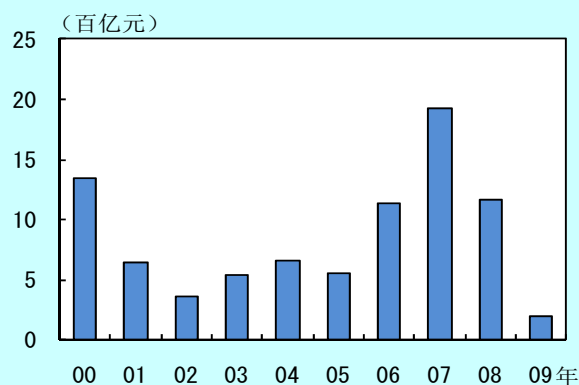


（出处）China Bond

2009 年还出现了非银行贷款渠道影响经济的事例，如地方政府出资组建的投融资平台进行基础设施及房地产开发融资，在主要融资手段的银行借款外，新增加了公司债融资手段，使得不动产等投资显著增长¹⁴。同时，发行股票筹资方式也有可能逐步扩大。事实上，在 2006~07 年

期间，也就是随着经济发展、股价上涨期间，IPO 也有大幅增长（图表 12）。

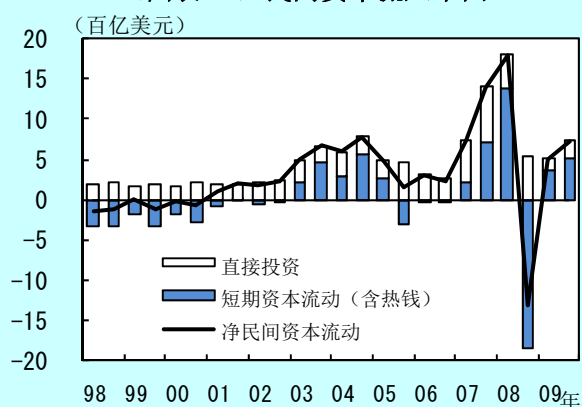
（图表 12）中国的 IPO 融资



（注）金融机构 IPO 除外。
（出处）China Bond

除这些境内融资之外，境外融资也有可能扩大。中国政府针对对外资本交易采取了比较严格的管制。尽管如此，近年来伴随中国经济与世界经济的联系进一步密切、以及资本管制缓慢放宽的脚步，民间资本流动的规模和振幅仍在扩大。尤其是在政府监控之外的境外投机资金正以各种形式钻资本管制的空子流入中国国内，这种短期资金被称为“热钱”。从中国民间资本流动来看，在世界金融危机趋于严重的 2008 年后，流出额一度超过了流入额，但进入 09 年后，流入额再度超过了流出额，并且一直到 09 年后，流入额都在增长（图表 13）。

（图表 13）民间资本流入中国



（注）计算外汇储备增减时，对中央银行和商业银行间的货币互换交易、商业银行以外汇交存款准备金、外汇储备对主权财富基金出资（CIC）、以及外汇储备对国有商业银行注资进行了调整。
（出处）CEIC

预计今后这种资本流动将继续扩大。中国政府目前提出中国企业“走出去”战略，境外子公

司的数量在增加。同时，政府正在推动在境外也能使用人民币的改革。因此，有朝一日，中国企业会到境外进行人民币融资。

从泡沫经济时期日本外币贷款剧增的经历中我们应该看到，如果在未上调利率的情况下国内经济及资产市场出现过热，则境外资金可能绕过窗口指导流入境内，从而导致经济进一步过热。这意味着今后如果中国与境外的资本流动进一步加强，则同样的状况更容易在中国重现。

除这些金融结构的变化外，还需要注意的是窗口指导的弊病。从有效配置资金的角度来看，利率政策无法充分发挥作用、发生信用配额的情形是不太理想的。当通过窗口指导对贷款总量设限时，银行有可能满足于向有交易记录的大企业进行贷款，而代之以削减那些面向有望实现快速发展、但规模不大（中小企业）或者无交易记录的企业的贷款。实际上，中国一直存在这个问题：面向国有大型企业的贷款受到银行的追捧，而中小民营企业则受到银行的冷落¹⁵。中国政府也认识到这一点，因此在窗口指导中要求金融机构在中小企业金融方面下大力气。而通过完善金融市场、提高企业会计的透明度等努力，实现资金有效配置，从而保证利率政策正常发挥作用，这可能是更为理想的对策。

结语

无论是通过利率实现资金有效配置，还是建立利率政策传导机制，都需要金融市场的建设和金融自由化。随着金融市场建设和金融自由化的进程，窗口指导的有效性将会降低。同时，如果能够切实保障利率政策传导途径，窗口指导的必要性也会下降。在这方面如果总结一下日本的经验教训，那么应该是：“随着金融市场建设和金融自由化的发展，窗口指导的有效性将会逐步降低。此时，应当进一步运用利率政策”。我们期望，中国在今后的政策运行中借鉴这一经验教训。

¹ 详见下述日银述评。
武藤、松永、上山、福本《关于近期中国房地产价格的上涨》2010-J-3，2010年3月。

² 参考中国人民银行《2010年第1季度货币政策执行报告》。

³ 可参考有关中国宏观货币政策的论文，如：Marvin Goodfriend, and Eswar Prasad, “A Framework for Independent Monetary Policy in China”, IMF Working Paper WP/06/111, IMF, May 2006.

⁴ 本文中的窗口指导主要指主管货币政策的中国人民银行的窗口指导。而与此同时，银行业监督管理委员会也会从抑制信用风险的角度出发，对贷款的内容（如抑制向房地产等过热行业贷款等）、增速进行指导。

⁵ 参考中国人民银行《2006年第4季度货币政策执行报告》。

⁶ 官方正式设定贷款限额是在2008年，而据说实际上自2007年第4季度起就开始进行严格调控。详见下列资料：黄金老《离不开的贷款限额控制》（《中国金融》）中国金融出版社，2010年3月16日。

⁷ 参考中国人民银行《2008年第4季度货币政策执行报告》。

⁸ 中国人民银行（《2010年第1季度货币政策执行报告》）、银行业监督管理委员会（该委员会主席刘明康2010年1月20日在香港的演讲）均谈到要指导金融机构对贷款增量、增速以及信贷结构进行合理管理。

⁹ 窗口指导的发展历史参考下列资料：

吴文二《日本银行的窗口指导》（《季刊现代经济》）日本经济新闻社，第17号，1975年3月。

广江满朗《窗口指导》（古川显编《日本的金融市场和政策》第7章），昭和堂，1983年。

¹⁰ 日本银行调查局《日本银行——其职能和组织——》，1967年4月。

¹¹ 除上述广江(1983)著书外，还参考下列资料：

黑田严《窗口指导分析再探讨》（《季刊现代经济》）日本经济新闻社，第37号，1979年12月。

¹² 参考下列资料：

翁、白川、白塚《资产价格泡沫与货币政策：20世纪80年代后期日本的经验及教训》（《金融研究》），日本银行金融研究所，第19卷第4号，2000年12月。

¹³ 参考下列资料：

Hoshi, T., D. Scharfstein, and K.J. Singleton, “Japanese Corporate Investment and Bank of Japan Guidance of Commercial Bank Lending,” in *Japanese Monetary Policy*, K.J. Singleton, ed., The University of Chicago Press, 1993.

¹⁴ 地方的企业债发行自2008年到2009年迅速增长（684亿元→2,223亿元），据称其中大部分是通过投融资平台发行的。

¹⁵ 中小企业协会会长李子彬指出，“中小企业一直是国内各家商业银行的‘惜贷’对象。统计数据显示，中国430万中小企业，创造了60%的GDP、50%的税收。尽管如此国内商业银行贷款总量中，中小企业只占到22.5%。实行从紧的货币政策以后，这一比例更是下降到15%”（2008年12月12日，21世纪经济报道）。另外，关乎银行贷款决策的银行治理问题，也是造成中小企业融资难的一个原因。在这方面，中国通过国有商业银行上市、引进外国战略投资者等所做的银行治理改革，对于资金有效配置起到了重要作用。

[致谢] 在本文撰写过程中，在数据加工、图表编制方面得到了松永美幸、上山聪子、上田达史的协助。

日银述评系列由日本银行编辑发行，主要面向关注金融经济的广大读者，对最新金融经济问题进行简洁、平易的解释。文中观点只代表作者本人，不一定代表日本银行。如对内容有所疑问，请与日本银行国际局 福本智之（E-mail: tomoyuki.fukumoto@boj.or.jp）联系。日银述评系列以及日本银行工作文件系列可通过<http://www.boj.or.jp>获取。