

# 论日本的利率市场化及其对中国的启示

闫素仙

**摘要** :本文对日本的利率市场化进行分析,特别是一些有益的可供我们借鉴的经验和需要吸取的教训,在此基础上提出进一步推进我国利率市场化改革的构想。

**关键词** :日本经济 利率 利率市场化

近年来,我国利率市场化改革稳步推进。1996年以来,中国人民银行累计放开、归并或取消的本、外币利率管理种类为118种,目前,人民银行尚管理的本、外币利率种类有30种。虽然我国利率市场化的进程明显加快,但随着我国金融体制改革的日益深入,在这一过程中,利率市场化的问题逐渐凸现出来。如何借鉴发达国家利率市场化的成功经验与教训,并结合我国具体实践,便成为我国利率市场化改革的当务之急。

## (一)日本利率市场化改革的实践概览

日本的利率自由化,首先是从有价证券利率自由化开始的。1977年4月,日本大藏省正式批准:各商业银行承销的国债可以在持有一段时间后上市销售。经过17年努力,到1994年10月,日本已放开全部利率限制,实现了利率完全市场化,其具体步骤如下。

1.国债交易利率和发行利率的自由化。1975年,日本政府为了弥补财政赤字,再度发行赤字国债(上一次是1965年)。但是,这些国债的发行并不通过公开的资本市场,大部分国债是由银行团、证券公司和其他金融机构以明显低于市场利率认购。债券的利率是根据人为低利率政策制定的低利率,银行不得通过公开的资本市场转让。随着国债数额越来越大,银行对这种摊派做法的反抗也日益强烈,终于在1977年得到政府的首肯,允许银行向市场出售国债,国债的流通市场开始扩大,后来政府又逐渐允许以流通市场的利率为参考来决定国债的发行利率,并且从1978年开始,以招标方式发行中期国债。这样,国债的发行和交易便首先从中长期开了利率自由化的先河。

2.丰富短期资金市场交易品种。日本利率限制主要集中在银行存贷市场和货币市场,所以,形成短期市场利率也就成为整个金融自由化的难点。1978年4月日本银行允许银行拆借利率弹性化,6月又允许银行之间的票据买卖(1个月以后)利率自由化。这样,银行间市场利率的自由化首先实现了。在增加市场交易品种方面,日本银行首先选择了大额可转让存单(CD)。70年代以后,日本还相继开发了一些新形式的国债,如贴现国债(1977年)、中期国债(1978年)、变动利率超长期国债(1983年)等。1986年2月短期国债又被成功引入;1987年11月,日本创设国内商业票据(CP)市场。

至此,日本货币市场在结构上已基本形成。到1989年9月时,其市场结构如下:银行间市场(同业拆借加票据)占36.8%,CD占25.7%,CP占14.3%,TB占4.3%,FB占7.6%,债券回购占6.3%。

3.自由利率交易品种小额化与贷款利率自由化。在拓展市场交易品种和扩大市场交易规模的基础上,日本已成功地实现了银行间市场、中长期债券市场、短期市场上的大额交易品种自由化。而要实现彻底的利率市场化,就

要最终放开对普通存贷款利率的自由化。在如何将已完成利率自由化的市场与普通存贷款市场之间实现对接的问题上,日本采取的办法是逐渐降低已实现自由化利率交易品种的交易单位,最后全部取消利率管制。

1991年7月,日本银行停止“窗口指导”的实施;1993年6月,定期存款利率自由化;同年10月流动性存款利率实现自由化;1994年10月,利率完全市场化,为日本利率市场化划上了一个较完满的句号,同时也标志着日本金融自由化的基本完成。

日本的利率自由化过程对我国的利率自由化提供了一个很好的样板。其基本特点可归纳为以下几个方面:(1)先国债,后其他品种;(2)先银行同业,后银行与客户;(3)先长期利率后短期利率;(4)先大额交易,后小额交易。

通过利率自由化,政府逐步消除了那些使利率机制难以发挥作用的因素,如取消利率管制,使利率在市场上根据资金供求状况自行决定,放松对各种金融机构进入各类金融市场的限制,允许外国资本、外国金融机构更加方便地进入本国金融市场的限制,大大放宽对本国资本和本国金融向海外扩张、向海外投资所作的各种限制等。其结果是导致利率机制市场化、金融工具多样化、融资方式证券化,融资技术现代化、资本市场国际化以及金融管理国际化(闫素仙、陶建新,2002)。

## (二)日本利率市场化的经验与问题

1.经验:渐进性、配套性。综观日本利率市场化的进程,不难发现其具有明显的渐进性。利率的市场化,首先从扩大市场、增加品种、形成有效市场运行的基础入手。如果没有形成正确的市场信号的基础和环境,即使政府放松管制,也不可能实现真正的自由化。可见,日本从一开始便注重利率市场化的基础建设,而不是单枪匹马,急躁冒进。其次,日本的利率市场化遵循了先外后内、从上到下、由大(长)及小(短)的原则,使整个利率市场化井然有序,层次分明,而不是盲求一次到位、越快越好。在这种循序渐进的过程中,日本不可避免地采取了双轨制的做法做为过渡,此后逐渐增加市场化部分,最后走向完全放开。

配套性也是日本利率市场化的一个成功经验。为配合利率市场化,日本放宽了交易限制和对金融证券机构的业务范围限制,包括修改和取消有关的限制性法规,通过推出新的金融商品和金融服务业促进银行与证券公司的业务竞争和相互渗透等等。同时,日本还从1980年12月起实行了新外汇法,在同美国的金融谈判中就金融自由化、国际化的一系列问题达成协议,作出承诺。在这一过程中,日本实现了居民外汇存贷款自由化,放松了对对外贷款和对外证券投资的限制,建立了日元计价银行承兑票据市场,对非居民开放了证券市场及有关证券业务,放松了对发行日元外国债券的限制,扩大了欧洲日元交易,大大提高了日本金融国际化的水平。

另外,利率市场化还需要经济大环境的配合和法律制度的保障。经验表明,一国只有在宏观经济稳定,银行监管完善的情况下才可放开利率。日本在利率市场化时期的大部分时间里都能积极采取措施,完善法规制度,使利

率市场化得以顺利进行。

2.问题:利率市场化与泡沫经济。利率市场化带给日本最主要的教训就是如何在市场化之后形成有效的监控工具和机制,防止发生虚拟资产膨胀之类的事情。1985~1990年间,日本股价和地价疯狂膨胀,远远超出了同期实际生产能够支持的限度,其间日本GNP增长了1.4倍,而股票价格却增加了近3倍,地价更是炒到了不可思议的程度,形成所谓“泡沫经济”。泡沫经济的崩溃使得日本经济跌入低谷,历时7年未能恢复正常增长,金融业也陷入少有的危机之中。泡沫经济发生的原因有很多,但利率市场化后日本金融企业行为的不谨慎、日本政府和日本银行未及时形成一套行之有效的监控机制无疑是主要原因。

首先,存款利率的自由化提高了银行的资金筹成本,进一步压缩了银行的收益。为了确保收益,银行瞄向了以转贷、土地及股票投资为主要对象的高收益企业。对于风险性,银行不是以加强审查来优化融资,从而在事前从根本上排除或降低风险,而是以土地和股票为抵押力求确保事后的收益。结果,资金以银行直接贷款或通过中小金融公司投资的方式从各个渠道流向土地、股票市场,使金融经济远远脱离实体经济,导致了经济的泡沫化。当抵押品的价值暴跌时,大大恶化了银行的经营状况,进而危及整个金融系统。

其次,80年代日本大幅度地放宽并相继废除了主要利率限制及外汇管制等金融制度,但同时也放开了在原有制度下银行及企业无法或无需进行的投机行为。对此,作为主管部门的大藏省本应以新的必要的规章制度加强这方面的管理,但大藏省忽视了微观主体可能的投机冲动,一贯维护股价上涨的行政指导思想,放纵了微观主体的投机行为,以致泡沫经济产生。

另外,日本银行错失了以金融政策稳定经济发展的良好时机,持续降低利率,使日本经济进入超金融缓和状态,这也为泡沫经济的迅速膨胀创造了宏观条件。

### (三)日本利率市场化对中国金融业改革的启示

实现利率市场化目标是一个渐行渐近的过程,推进改革要与金融机构治理结构与内控机制的完善、中央银行货币政策调控体系建设和金融监管能力等相协调。下一步利率市场化改革的初步设想是:统一金融机构贷款利率浮动政策;修改相关法规;完善金融机构存、贷款定价机制、提高定价水平;丰富金融产品,推动金融市场向纵深化发展;逐步建立健全中央银行利率调控体系,在更大程度上发挥市场在资源配置中的作用。

#### 1.继续稳步推进利率市场化。

(1)统一金融机构贷款利率浮动政策。我国城乡信用社数量众多,其经营环境、管理水平等存在较大差异,但较为普遍地存在着管理粗放、定价制度基础较为薄弱等现象。放开城乡信用社贷款利率上限存在两方面问题:一方面城乡信用社利率定价机制不完善,存在垄断定价和贷款利率一浮到顶的现象;另一方面也存在部分地区民间借贷活跃,加剧资金体外循环,削弱宏观调控效果的现象。因此,应在完善城乡信用社贷款定价机制的前提下,根据具体情况,有步骤地放开其贷款利率上限,促使城乡信用社结合贷款风险、成本等因素进行差别定价,从而传导货币政策意图,支持农村经济发展。随着金融机构贷款定价机制不断完善,人民银行将进一步简化贷款利率的

管理档次和种类,逐步增强金融机构贷款利率定价权。

(2)研究存款利率市场化的有效形式。存款利率市场化是利率市场化的重要环节,也是金融机构运用价格手段开展主动资产负债管理的前提条件。为推进存款利率市场化进程,需要研究协议存款的标准化和流动性问题,逐步放宽起存金额限制,采取渐进方式实现存款利率的市场化。

(3)逐步形成完整合理的收益率曲线。收益率曲线是商业银行中长期贷款特别是中长期固定利率贷款定价的重要参考。形成完整合理收益率曲线一方面需要优化各期限国债结构,逐步实现国债余额管理和滚动发行;另一方面,还需要大力丰富金融产品,鼓励发展直接融资特别是证券投资基金和企业债券市场,允许商业银行发行长期债务工具,发起设立证券投资基金等,从而引导金融市场向纵深发展。

(4)完善中央银行利率调控体系。随着利率市场化的深入,中央银行利率调控体系也将逐步完善。利用货币政策工具引导市场利率,并通过市场利率引导金融机构存、贷款利率将逐步成为中央银行利率调控的重要形式。要逐步建立健全利用货币政策工具引导市场利率的制度体系,理顺货币政策传导机制,提高货币政策的有效性。

(5)简化小额外币存款利率管理。目前对境内外币利率的管理仅限于300万美元(或等值其他外币)以下的美元、欧元、港币、日元4种外币小额存款利率上限。今后,要通过简化小额外币存款利率期限档次和下调大额存款金额标准等方式,进一步简化境内小额外币存款的利率管理。为保持我国货币政策的独立性和主导地位,按照与人民币利率市场化进程协调配合的原则,在一段时间内还需要保留对小额外币存款利率的管理。

#### 2.加强中央银行利率管理制度建设。

(1)完善人民银行总行、分行和省会城市中心支行两级利率监测体系。随着利率市场化改革的深入,人民银行相继建立了金融机构贷款利率、协议存款利率、外币利率等利率报送制度。人民银行将根据利率市场化改革的需要,继续完善两级利率监测体系。建立市场化利率水平的定期监测和分析报告制度,加强对市场利率和金融机构贷款利率走势的引导,为利率政策决策提供参考依据。

(2)建立对金融机构法人利率市场化微观机制建设情况的备案、评估制度。人民银行总行、分行和省会城市中心支行应按照既定的利率政策,对辖内金融机构法人利率定价制度、定价基础信息系统和利率风险防范机制的建设情况建立备案制度,进行定期评估,撰写评估报告,为稳步推进市场化改革提供意见和建议。

(3)建立市场利率水平定期公布制度。为提高市场化利率水平的透明度,人民银行总行、分行和省会城市中心支行将按季公布全国及辖内利率水平和变动情况,引导金融机构理性确定产品价格,维护利率竞争秩序。

此外,要逐步建立对民间借贷利率的监测和调研制度;加强利率定价与利率风险管理培训,为加强金融机构利率定价和利率风险防范能力提供技术支持。

(作者单位:山西财经大学经济学院)

#### 参考文献:

(1)闫素仙、陶建新:《从国际经验看中国的利率市场化改革》,《天津师范大学学报》,2002年第3期。