

证券研究报告

首席经济学家

钟伟

北京师范大学金融研究中心主任
中国金融 40 人论坛核心成员
经济学教授、博士生导师

证券分析师

黄海南

一般证券从业资格编号
S0130111070474
010-66299580
huanghainan763@pingan.com.cn

相关报告

《利率市场化系列报告之一：利率市场化冲击金融稳定》
(2012-11-05)

《利率市场化系列报告之二：利率市场化的背景与动因分析》
(2012-11-08)

《利率市场化系列报告之三：利率市场化与资本账户开放》
(2012-11-14)

《利率市场化系列报告之四：存款保险是否有利于金融稳定？》
(2012-11-16)

《利率市场化系列报告之五：美国利率市场化对宏观金融环境、资产价格和银行经营的影响》
(2012-11-19)

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

利率市场化系列报告之六：

刺破泡沫的达摩克利斯之剑：日本利率市场化对宏观金融环境、资产价格和银行经营的影响

核心观点：

日本所实行的在债券，货币，以及银行业间的全方位的利率市场化，具有渐进性、不平衡性以及强波及性特征。从效果看，利率市场化对日本经济的总体影响偏负面，在一定程度上引起了经济增速和银行业稳健性的下降，在改革进程中出现的金融监管的缺失，银行业高管理成本的损耗、过度追求高利润率引发的道德风险，以及银行系统脱离保护体制后的脆弱性也一并反映出来。利率市场化之后，实际利率上升成为刺破房地产、股票等资产价格泡沫的达摩克利斯之剑。

■ 日本的利率市场化也是国内外市场环境“倒逼”的结果，路程曲折漫长

➢ 70 年代，日本政府为了应对滞胀和财政赤字融资，不得不放开国债市场利率；由于企业、个人、机关团体都可以参加短期金融市场的交易，使得银行存款大量分流，银行也转而支持利率市场化。全球性的金融自由化浪潮之下，日本封闭的金融市场直接导致了其他国家的金融摩擦。在欧美等国的推动下，日本只好加速了利率市场化。

➢ 日本利率市场化历经 17 年，在债券，货币，以及银行业间全方位的利率市场化，主体思路是：先国债利率，后存贷款利率；先银行同业，后银行与客户；先长期利率，后短期利率；先大额交易，后小额交易。大体分为两个阶段，先是定期存款利率市场化，后是流动性资金存款利率市场化。至今为止，日本仍有存款利率受到管制，市场化不完全。在利率市场化推进中，利率放松的实施都能控制在中小金融机构的承受能力范围内，不对其正常的经营产生大的冲击，使其平稳过渡。

■ 利率市场化之后，日本宏观经济增长震荡下跌，走向通货紧缩

➢ 利率市场化对日本经济的激励效应并不如理论论述的那么完美，放松利率管制与促进经济增长之间的传导机制并不通畅，从长期来看造成了 GDP 增速的下移；由于实际利率上升，投资和消费均出现负增长。

➢ 利率市场化并带来有效投资上升和产业转型，而是资金的投机性转移引发的非持续性的泡沫经济；利率市场化对通货膨胀的抑制作用非常明显，CPI 出现了两次明显的整体性下移。

■ 日本利率市场化之后，存贷差上升，净息差持续降低

- 利率市场化使得日本经济转型，GDP 增速放缓，同时压低通货膨胀率，造成 M2 增长率降低，实际利率上升。
- 在利率市场化完成以后，M2 增长率与 GDP 增速+GDP 平减指数增速差值的波动明显收窄，保持在 2% 的幅度，两者同步性增强。
- 利率市场化的措施造成日本银行的存贷差系统性上升，净息差持续降低；当央行货币政策宽松，存贷款利率同时下降却带来利差放宽，而货币政策收紧，存贷利率同时上升却带来利差缩窄，说明存款利率随货币政策的走向而波动较贷款利率更为明显。

■ 日本利率市场化之后，实际利率上升成为刺破股票、房地产等资产价格泡沫的罪魁祸首

- 股票市场：存贷款利率市场化进程，日本股市经历了一场过山车式的大起大伏；贷款利率市场化完成对日经指数的冲击大于存款利率市场化，前者使得日经指数下跌幅度大于后者，低位徘徊持续时间也长于后者，但由于影响股市的因素过多，就此我们只能看出利率市场化某标志性事件的发生使得日经指数有所下跌。
- 房地产价格：在利率市场化初期，房地产市场高额的回报率成为资金流入的巨大蓄水池，拉动投资的强有力引擎；但利率市场化带来的“双重利率结构”却使得这次资产泡沫被越吹越大；90 年代初日本政府为抑制通胀开始收紧信贷，导致实际利率上升，资产价格也一路下跌，泡沫开始破裂，泡沫经济中向房地产、建筑、非金融机构大量放贷的资金大部分成为不良债权。
- 国债价格：考虑到国债利率与央行货币政策高度相关，其收益率的长期变化随利率市场化进行并没有显出特定的上移或者下移走势，但改革中某项具体政策措施的颁布和实施却对国债率有着显著的影响；利率市场化改革有利于债券收益率回归合理区间，但却使得利率波动加剧，增大了持有者的利率风险。
- 汇率：利率市场化使得日美利率趋同，降低了远期汇率的波动预期，维持了日元汇率的稳定。

■ 日本利率市场化使得银行净利息收入占比下降、银行集中度提高、金融创新产品增多。

- 由于存款利率提高，利率市场化使银行净利息收入占比减小，非利息收入占比增加。同样因为存款利率提高造成了经营成本提高，银行增加了贷款在总资产中的比重，并增加了收益较高的房地产抵押贷款占比。
- 利率市场化之后，银行资产负债结构日趋平稳；在贷款结构中，制造业占比呈现下降趋势。
- 利率市场化深刻地影响到日本银行业的盈利模式和盈利水平，ROE 和 ROA 都大幅下滑并长期陷入低迷，银行股指小幅下挫。
- 长期来看，利率市场化使得行业集中度整体上是上行的，日本银行的兼并重组曾经改变全球金融的竞争格局。
- 在利率市场化进程中，出于突破利率管制和分业管制的目的，大批的金融产品不断被创造出来；存款方面金融创新远远大于贷款方面，这表明利率管制时代，对存款的管制效用是远远大于贷款的。

正文目录

一、日本的利率市场化是国内外环境“倒逼”的结果.....	5
1.1 日本利率市场化的背景	5
1.2 日本利率市场化进程	7
1.3 债券与货币的利率市场化	9
1.4 日本利率市场化的特点	9
二、利率市场化之后，宏观经济震荡走低	9
2.1 GDP 增长率——短暂上移后系统性下移	9
2.2 利率市场化之后，消费和投资震荡下挫	10
2.3 通货膨胀率（以 CPI 衡量）——持续下移	11
三、日本利率市场化对金融环境的影响	12
3.1 M2 增速——渐进同步	12
3.2 日经指数与市场估值——指数与估值双降	13
3.3 房地产价格泡沫的罪与罚	14
3.4 国债收益率波动剧烈	15
3.5 实际有效汇率——稳定运行	16
四、利率市场化和银行稳健性	17
5.1 存贷款利差——整体上移	18
5.2 银行业规模和银行业集中度——逐步集中且规模扩张	19
5.3 盈利能力——下降明显	20
5.4 净利息收入——占比下降	21
5.5 银行资产负债结构——日趋稳定	22
5.6 银行业指数——小幅下跌	23
5.7 贷款结构——制造业占比下降	24

图表目录

图表 1	日本利率市场化进程	7
图表 2	日本 GDP 增长率	10
图表 3	实际利率	11
图表 4	投资消费增长率	11
图表 5	CPI 低位徘徊	12
图表 6	日本名义经济增速与广义货币增速	13
图表 7	日本名义经济增速与广义货币增速之差	13
图表 8	日经指数	13
图表 9	日经指数短期分析	13
图表 10	PE、PB	14
图表 11	土地价格指数	15
图表 12	房地产价格指数走势	15
图表 13	十年期国债收益率走势	15
图表 14	1 年期国债利率走势	15
图表 15	月度国债利率走势	16
图表 16	年度国债利率走势	16
图表 17	日元汇率与日美汇差	17
图表 18	日本存款利率及利差	19
图表 19	日本银行业财务状况	20
图表 20	日本银行业集中度	20
图表 21	日本银行盈利能力	21
图表 22	日本银行净息差	21
图表 23	日本银行利息收入占比	22
图表 24	日本银行利息收入变化	22
图表 25	日本银行资产结构	23
图表 26	日本银行负债结构	23
图表 27	日本银行资本充足率	23
图表 28	日本银行业指数	24
图表 29	日本贷款结构	24

利率市场化，即金融机构在货币市场经营融资的利率水平由市场供求来决定。金融机构根据自身资金状况和对金融市场动向的判断来自主调节利率水平，最终达到以中央银行基准利率为基础，以货币市场利率为中介的资金最优化配置。与利率市场化相对应的是利率管制，两者对经济是促进还是抑制，犹如一个硬币的两面。

从 20 世纪 70 年代初起，利率管制的弊端在积累之中暴露得日益充分，利率市场化逐渐成为世界性的潮流。尽管路程各有长短，许多发达国家在过去的几十年中，均先后实现了利率市场化，对自身以致全球的金融体系产生了较为深远的影响，而这其中，又以日本的利率市场化改革最为突出和具有代表性。本文在短暂回顾日本利率市场化的基础上，分析日本利率市场化对宏观经济、金融环境和银行经营情况三个方面的影响，以帮助我们理性分析我国的利率市场化过程，扬长避短，更好的把握市场的投资机会。

一、日本的利率市场化是国内外环境“倒逼”的结果

1.1 日本利率市场化的背景

二战之后，日本国民经济陷入崩溃边缘，物资奇缺，黄金、外汇储备枯竭，通胀猖獗。为了减少失业、抑制通胀、扩大生产规模、增加物质供给，日本政府不得不采取金融稳定措施，实行物价管制、外汇分配、产业扶持。由于日本企业资金主要依靠银行贷款，因此，政府对利率实行管制，不仅规定了存款利率的上限，而且规定了贷款利率的下限，不允许银行进行降低贷款利率的竞争，由政府来决定利率。日本的各种金融机构各有专门职能，各银行不能越过专业领域展开竞争。在政府管制的情况下，各银行严格按照计划为社会提供低利率的资金，俨然成为政府的派出机构。

日本是一个高储蓄率的国家，企业可以利用较高的国民储蓄进行大规模投资，而不用担心融资成本问题。日本人民和我国一样，具有高储蓄的习惯，大部分储蓄存入银行，这就保证了低利率时期，仍然有充足的资金供应。比如，1962 年，日本个人储蓄率占税后收入的 20.7%，而美国为 6.8%，英国为 8.6，德国为 12.2%。个人储蓄通过银行等金融机构流入企业，成为它们扩大经营的重要资金来源，保证了生产设备的大规模更新和扩大，推动了生产的迅速增长。

另一方面，凯恩斯的国家干预主义是当时各国政府治理经济的潮流。在“投资主导-工业推动”时期，凯恩斯利率理论主张行政干预，推行低利率管制政策，降低投资成本刺激投资，从而促进经济的增长。这也为日本利率管制政策提供了理论支持。因为欧美等国家也采取利率管制措施，实行逆经济周期的国家干预政策，对于日本的政府干预政策也比较支持，在国际政策协调中，也没有要求日本放松利率管制的声音。

利率管制为日本经济走出困境创造了条件，为其未来的经济起飞做好了准备。在朝鲜战争之后，日本经济全面复苏，甚至超过了战前的水平。从 1956 年开始，日本经济进入了战后持续 18 年的高速增长时期。

日本进行利率市场化是国内外市场环境变化倒逼的结果，主要包括四个方面：

首先，进入 20 世纪 70 年代之后，日本面对的国内外经济形势发生了重大的变化。欧美日等发达国家的经济增长步入“消费主导-转型升级”时期，此时资本积累已经到达一定规模，资本边际产出下降，取而代之的是技术创新。与此同时，受石油危机影响，全球经济增速开始放缓，不断走入“滞胀”的困境。学术界对政策干预和利率管制的研究也发生了转折性的变化，凯恩斯主义受到批判，主张自由市场经济的货币主义和新古典经济学流派占据主流。在利率政策上，麦金农(Mckinnon，

1973)和肖(shaw, 1973)的“金融抑制”理论开始占据主流，利率市场化由此成为了金融自由化的核心内容。

与凯恩斯理论相反，金融抑制理论认为，低利率并不能有效地促进投资水平，反而会引导人们减少储蓄，增加现期消费，使社会储蓄率水平低于投资所需要的水平，导致有效投资不足。这种人为压低实际利率促进投资的方式虽在一定程度上刺激了经济增长，但随着资本边际效率的降低，会逐步使得资金使用粗放，投资效率低下，产出水平降低。而解决金融抑制的金融深化过程（即放松对利率的管制，提升市场的实际利率水平，促进储蓄和资本积累，提高资本形成率），能够通过改变资金价格决定机制从而改变资金流向，使有限的资金投入到高收益的项目，避免低利润重复投资，促使经济转型和产业升级。

兰易（Lanyi, 1983）和萨拉科格鲁（Saracoglu, 1983）²对 21 个发展中国家在 1971-1980 年间实际国内生产总值增长率进行计量分析发现，实际利率与国内生产总值增长率之间呈正相关。而早在兰易和萨拉科格鲁的研究成果发表五年前，福莱（Fry, 1980）³运用时间序列回归模型已经得出，实际利率每向均衡利率上升 1%，经济增长率将上升 0.5%。世界银行于 1989 年采用和兰易和萨拉科格鲁相同的方法把样本数扩大到 34 个国家，得出正实际利率的国家比负实际利率的国家的产出投资比高出 4 倍的结论。杰尔贝（Gelb, 1989）⁴发现实际利率与经济年增长率的正相关性，并计算出其数值为 0.2~0.6。鲁比尼（Roubini, 1992）和沙拉-伊-马丁（Sala-i-Martin, 1992）⁵对经济增长率进行了多变量回归，也发现其与实际利率的正相关性。有以上理论和实证基础，我们考察了日本利率市场化对其 GDP 增速等宏观经济指标的影响。

其次，日本是个缺少能源的国家，石油危机对日本经济造成了沉重打击，暴露了经济发展中存在的弱点。为了推行“科技立国”的方针，日本政府亟需把高企的民间储蓄转变为政府的财政收入，以此增强财政政策的有效性。鉴于此，日本政府开始以低于市场利率的价格发行带回购协议的短期国债，并以摊派的形式强制要求各大商业银行持有，并禁止国债在二级市场上流通。然而随着经济进一步滑坡，税收的增长远远赶不上赤字的扩大，债务的累积量远远超出了日本政府的回购能力，而一旦回购违约，商业银行的利益势必会受到大面积损害。为解决此两难困境，日本政府开始放宽对国债的管制，并以此为契机启动了整个金融行业的利率市场化改革。

再次，日本银行对利率市场化由反对转为支持，也是利率市场化顺利推进的重要内部因素。在利率管制时期，存款利率被限制的较低，但由于贷款利率在管制的同时，有企业“补偿化存款”等方式弥补，银行实际上得到的利率要高于官订利率标准，银行盈利率很高，而利率市场化就要取消“补偿性存款”这类优惠的政策。对此，日本银行机构起初并不赞成利率市场化。但由于 80 年代后，企业、个人、机关团体都可以参加短期金融市场的交易，使得银行存款大量分流。从 1974 年至 1983 年，日本的间接融资由 94%下降至 72%。此时，银行业认识到不实行利率市场化，自身手脚反而受到束缚，必须要通过市场化才能挽回存款业务的下降。

最后，日本利率市场化的实质性行动是 1985 年以后在美国强烈督促下才进行的。20 世纪 70 年代初，欧美各国积极放松金融管制，如美、英、德等国都实现了小额存款利率的自由化，其他一些发达国家也采取了完全自由化的模式，世界性的金融自由化浪潮全面掀起，此时日本金融市场严格的利率管制使其国内利率低于国际金融市场利率，导致日本大量购入美元债券。同时，封闭的金融市场又

¹ 麦金农，《经济自由化的顺序：向市场经济过渡中的金融控制》，1993。

² Lanyi, Saracoglu, “Interest Rate Policies in Development”, IMF Occasional Paper 22, 1983.

³ Fry, “Saving, Investment and Growth, and the Cost of Financial Repression”, 《World Development》, Aug, 1980.

⁴ Gelb, Alan, “Financial Policies, Growth, and Efficiency”, World Bank Research Working Papers No. 202, June, 1989.

⁵ Roubini, Sala-i-Martin, “Financial Repression and Economic Growth” 《Journal of Development Economics》 Vol. 39, 1992.

抑制了外国对日本的投资，日本资本收支呈现贸易巨额逆差，形成日元的低汇率，日元低估和美元高估导致了美国对日贸易的巨额逆差。对此，美国除要求日本开放农产品和工业制成品市场外，还强烈要求日本实行利率自由化，开放金融市场。1983年，美国总统里根访问日本，成立了“日美日元美元委员会”，并于1984年5月达成了《日美日元委员会报告书》。

1.2 日本利率市场化进程

1977年，日本政府允许商业银行承购的国债自由上市流通，并参考流通市场利率来决定国债的发行。以此为起点，日本开始逐步放松对利率的管制，至1994年，除活期存款利率以外，日本的各项利率基本完成了市场化定价，该进程总共历时17年。对其进一步细化，可分为两个阶段：1977年至1984年间，改革主要针对债券市场和货币市场，最终成功地实现了债券利率和货币利率的市场化。1985年至1994年间，改革进入核心利率市场化的深水区，主要涉及到银行业存贷款利率的市场化。其改革详细进程如图表1所示：

图表1 日本利率市场化进程

时间	措施
1977年	放宽对金融机构所持国债的管制
1978年	日本政府以招标方式发行中期国债
1978年	日本政府允许短期拆借市场、银行间票据的利率市场化
1979年	实行可转让定期存款（CD）的利率市场化
1981年	日本银行允许政府短期债券在市场上销售，形成了短期债券的流通市场
1983年	日本“金融制度调查会”宣布“渐进地实现利率市场化”
1984年	大藏省发表了《金融自由化与日元国际化的现状及展望》，推出了市场利率联动型存款“（MMC）
1985年	实行了存款（10亿日元）利率市场化
1986年	大额存款的标准下降到3亿日元，1989年10月下降到1000万日元，并引入了短期国债
1987年	创立了国内的商业票据（commercial paper, CP）市场
1989年	日本银行采取以银行平均融资利率决定短期优惠贷款利率，改变以前在官定利率上加一个小幅利差形成贷款利率的做法，而改为在筹集资金的基础利率之上加百分之一形成贷款利率的做法。筹资的基础利率是在银行四种资金来源基础上加权平均而得，这四种资金来源是：(1)流动性存款；(2)定期存款；(3)可转让存款；(4)银行间市场拆借资金。由于后两种是自由市场利率资金，所以，贷款资金利率部分实现自由化
1991年	以银行平均融资成本决定长期优惠贷款利率，同时日本央行停止了“窗口指导”的实施 ⁶ ，至此贷款利率完全市场化
1992年	通过了《金融制度改革法》，确定了银行、证券、信托3种业态的金融机构可以通过设立子公司的形式实现业务的兼营化。另外，生命保险公司与财产保险公司也可以通过设立子公司的形式进入到对方的经营领域
1993年6月	撤销定期存款余额下限，实现定期存款利率市场化
1993年10月	对流动性存款下调余额下限，存款利率完全市场化
1994年10月	实行了除活期存款利率以外的完全利率市场化

资料来源：平安证券研究所

1978年，日本政府开始允许银行间拆借利率弹性化及票据买卖利率的市场化，并用招标方式发行中期国债（利率由投票决定）。这两个方面的突破成为了日本利率市场化的先导。由此以后，货币市场

⁶ 姜珊，张婷：“日本利率市场化的启示”，《视点》，2006.10.6.

的发展主要便转向了交易品种的丰富，从而为形成真正的短期市场利率打下了基础。1979 年，日本首次发行了自由利率的“大额可转让定期存单（CD）”，其利率不受日本政府于 1947 年 12 月制订的《临时利率调整法》的限制，发行利率由发行金融机构和购买者自由决定，这成为日本利率市场化迈出的实质性一步。1981 年日本银行把政府短期债券由过去的银行认购改为放在金融市场销售使得政府债券流通市场化。

1984 年 5 月日美达成《日美日元委员会报告书》之后，日本大藏省发表了《关于金融自由化和日元国际化的现状及展望》，对利率市场化作了阶段性的安排，主要内容是废除定期存款利率上限；提高大额可转让定期存单的发行单位（3 亿日元调至 10 亿日元）、缩短发行时间（由 3 个月降至 1 个月）；允许市场利率联动型存款业务；放松并废除巨额存款利率管制；对小额存款利率自由化进行讨论。此后，日本的利率市场化开始全面实施。

1985 年 3 月，引进市场利率联动型定期存款（MMC）以日本银行每周公布的大额可转让存单平均发行利率减少 0.75% 作为上限，在此限度内，由各金融机构根据存款期自定利率最低限额 5000 万日元，期限为 1 个月至 6 个月。1993 年市场利率联动型定期存款期限放宽至 1 个月至 24 个月，并取消了最低金融限制。1985 年 10 月，日本银行开始发行 CD 最低金额限制是 10 亿日元，期限是 3 个月到 2 年不等；1987 年 4 月最低金额限制又降至 1 亿日元；同年 10 月又增加了期限最短为 1 个月最长为 2 年的大额存款品种；1989 年 10 月存款金额又降至 1000 万日元。1989 年 6 月，引进市场利率联动型定期存款（小额 MMC）最低限额 300 万日元，同年 10 月存款期限扩至 3 年。1991 年初，存款最低额降至 50 万日元（1992 年 6 月取消限额）。1991 年 11 月，开始实施 300 万日元以上定期存款利率市场化。1993 年，包括自由利率定期存款在内小额定期存款利率完全市场化。1992 年 6 月，日本又启动了流动性存款（指普通活期存款、支票存款、通知存款）利率市场化，即引入新型储蓄存款使流动性存款的支付职能与储蓄职能分离，让具有储蓄职能部分的利率市场化具有支付职能的部分无息化。这一过程直至 1994 年 10 月才得以完成。此时日本基本上完成了除活期存款利率以外的存款利率的市场化。

在存款利率市场化的同时，日本的贷款利率市场化也在同步进行。1989 年以前，日本的短期贷款一直实行与法定利率连动的短期贷款优惠利率，即法定利率加一定的利差：1970 年为 0.25%、1981 年 3 月为 0.5%、1986 年 5 月为 0.625%、1986 年 11 月为 0.75%、1988 年 3 月为 0.875%。随着存款市场化程度的不断提高，存款类金融机构以自由化利率从金融市场筹集的资金，不断增加市场利率水平也伴随着其市场化程度的提高而逐步下降，没有出现事前担心的存款利率市场化会导致利差缩小的现象，但是利率变动的风险越来越大。从 1989 年 1 月起，日本银行采取以银行平均融资利率决定短期优惠贷款利率的新办法，即将银行资金依来源分为四类流动性存款、定期性存款、可转让存款及同业拆借资金，将各自的代表性利率确定为标准利率，根据各类资金的构成比用加权平均法算出基础利率，在此基础上再加 1% 的银行费用，即为新短期优惠贷款利率，从而切断了短期贷款利率与法定利率的直接联动关系。

市场利率或银行融资结构变化引起的融资利率变化，对贷款利率水平产生影响并通过贷款利率水平的变动表现出来。1989 年时任日本全国银行协会会长的三菱银行率先实行了这种短期优惠贷款利率。1991 年 4 月长期贷款利率也不再使用过去的长期优惠利率，而是在短期优惠利率之上相应贷款期限，或余期加上一定利差，形成新的长期优惠利率——短期优惠利率联动长期变动贷款利率。由于可转让存款、银行间市场拆借资金两种资金利率已经是市场利率，而这两类主导性银行资金来源的利率水平又是贷款利率水平的决定基础，所以这种贷款利率确定方式下产生的利率实际上已经是利率市场化的结果。

1.3 债券与货币的利率市场化

1977 年以前，日本式金融管制体系中，利率管制体系纵横交错，几乎涵盖了所有金融商品，但起主导作用的是以国债利率为核心的低利率管制机制。国债利率仍是利率决定机制中的关键要素，例如，金融债利率稍高于国债利率，企业债又稍高于金融债，而长期优惠贷款利率则始终被固定在金融债利率加 0.9% 的水平上。为此日本政府以放松债券利率管制为起点启动利率市场化改革，逐步改革国债发行机制，丰富票据市场种类，同时放宽对货币市场利率的管制。此举一方面为后来的银行存贷款利率市场化改革提供了一个由市场决定的基准利率水平，另一方面使日本货币职能部门得以利用国债与央行宏观政策的高度相关性从宏观方面间接调控市场利率。因此，1977 年到 1984 年间，日本政府在债券市场和货币市场完成了对利率的第一阶段改革。以 1978 年 6 月改变债券发行机制、1981 年 6 月允许债券自由流通为标志，日本完成了债券的利率市场化。与此同时，1978 年 4 月，日本政府迈出了放松货币市场利率管制的重要一步，即允许短期拆借市场、银行间票据的利率市场化。

1.4 日本利率市场化的特点

日本利率市场化改革的主体思路主要基于以下几个方面：1、先国债利率，后存贷款利率；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。市场化大体又分为两个阶段，先是定期存款利率市场化，后是流动性资金存款利率市场化。

在日本的银行类机构中，有专门为支持中小企业发展而建立的中小企业金融机构，主要有相互银行、全国信用金库联合会、信用金库、商工组合中央金库、全国信用协同组合联合会、信用组合、劳动金库联合会和劳动金库等。这些中小金融机构分布广、数量多，占全部存款式民间金融机构（普通商业银行长期金融机构、中小企业金融机构、农林渔业金融机构）分支机构的 41%，1998 年统计有 28135 家。日本政府考虑到中小金融机构基础薄弱、自由竞争能力小、难以与大金融机构抗衡的现实，以及中小金融机构对日本经济发展有举足轻重的作用，在利率市场化推进中，利率放松的实施都能控制在中小金融机构的承受能力范围内，不对其正常的经营产生大的冲击，使其平稳过渡。而不像有的发达国家，在利率市场化后出现了大批中小金融机构的倒闭。

日本利率市场化以后，存款利率并不是自由利率，由各金融机构根据市场资金供求状况自主决定，而是继续受到货币管理当局一定的限制，如存款利率决定中，3 年期小额 MMC 利率的确定是以长期国债和名义利率为基准，其余的以 CD 的加权平均利率为基准，并还有档次规定，明确各金融机构不能独立决定利率，必须按统一的“市场利率”支付利息。以银行平均融资利率决定的短期优惠贷款利率实际上是一种协商利率或卡特利率，并不是市场形成的利率。至今为止，日本的利率实际上仍未能完全放开，与美、德、英等发达国家相比并不是完全的市场化，而是弱化干预限制下的市场化。

另一方面，从范围上来讲，日本所实行的在债券，货币，以及银行业间的全方位的利率市场化，具有渐进性、不平衡性以及强波及性三大特征。较美国而言，美国所在实行存贷款利率自由化改革之前，其资本市场、货币市场以及海外的交易市场早已完成了自由化，反观日本，利率市场化在 17 年间几乎涉及到所有金融领域。因此，如此全面的自由化的收效是很差的。

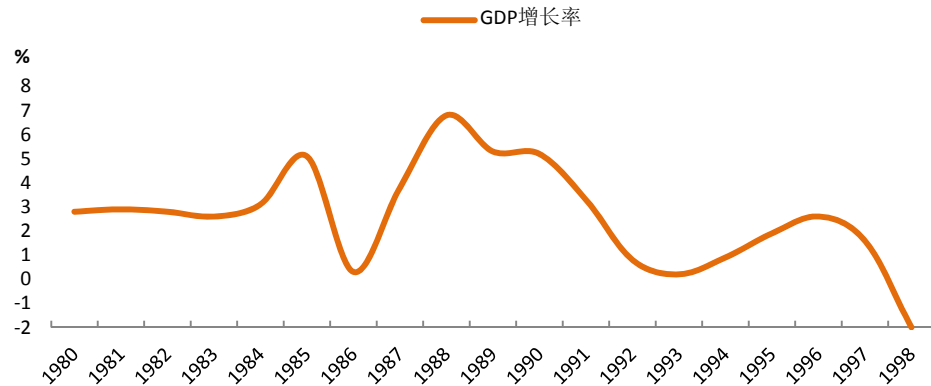
二、利率市场化之后，宏观经济震荡走低

2.1 GDP 增长率——短暂上移后系统性下移

1985 年开始，日本政府因受资本账户开放和日元汇率升值倒逼，不得不对银行业存贷款利率进行市场化改革。1991 年和 1993 年日本政府分别完成了贷款和存款的利率市场化改革，这对 GDP 的影响十分显著。如图表 2，1980 年到 1984 年间，债券和货币市场的利率自由化改革并没有对 GDP 产

生大的冲击，GDP 低速增长且相对稳定，五年的平均增长率为 2.84%。1984 年，日本政府推出了 MMC 型存款，大藏省发表了《金融自由化与日元国际化的现状及展望》，日本开始了存贷款等核心利率的市场化改革，1986 日元升值的 J 效应见底回升，日本 GDP 增速也随之上升，5 年间平均增速达到 5%。这与金融深化理论相符。但到 1991 年，日本完成了贷款利率的市场化，这却使得日本的 GDP 增速呈现一个系统性的下移，1991 年到 1998 年 GDP 增速平均却只有不到 2%，此时利率市场化的完成却使得 GDP 增速下降。

图表2 日本GDP增长率



数据来源：世界银行数据库，平安证券研究所

为分析 GDP 先升后降的原因，我们先考察实际利率的走势。萨奇（1996）⁷对 18 个地区和国家的研究成果表明，除波兰外，其余 17 个国家和地区在利率市场化过程中，实际利率都出现了不同程度的上涨。如图表 3，1981 年的利率市场化启动以来，实际利率由低位开始回升，波动较前几年明显收窄。此后市场实际利率与官方利率逐步脱钩，特别自 1991 年代贷款利率完成市场化以后，虽然央行的基准利率⁸从 4.5%一直降到 1%，但市场利率依然维持在 4%左右，利率的市场化使得实际利率提高的同时也使得央行的货币政策效果弱化，这与麦金农的金融抑制理论以及萨奇的研究成果观点相一致。但 GDP 增速为何先升后降，我们需要进一步分析实际利率对投资和消费的影响。

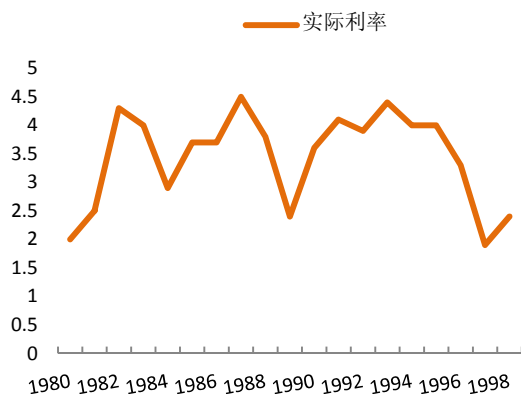
2.2 利率市场化之后，消费和投资震荡下挫

我们从图表 4 中可以看到，1985 以后，日本政府逐步放开对大额长期定期存款利率的管制，消费水平从 1988 年的高点逐步下降，到 1993 年存款利率完成市场化以后，消费水平与投资水平均呈现负增长。这表明实际利率的提升的确抑制了消费，促进了储蓄，但由于经济转型缓慢，高回报率行业迟迟没有诞生，此时储蓄的增长并没有带来有效投资的增长，资金在银行内部沉淀。

⁷ 萨奇，“利率市场化与高利率关系的国际经验”，《利率研究》，1996。

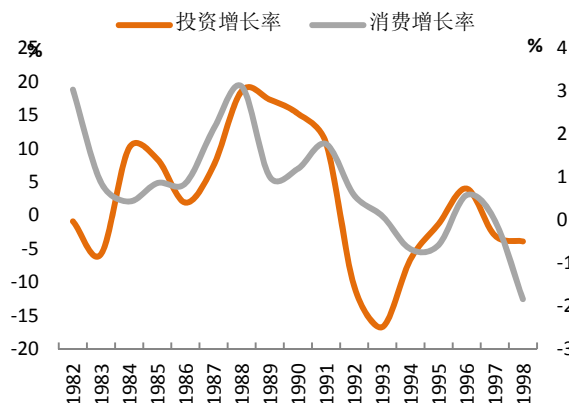
⁸ 注：1995 年利率市场化完成之前，日本央行以其官方公布的贴现率作为基准利率参考标准，1995 年利率市场化以后，转为以无担保隔夜拆借利率为基准利率参考标准。

图表3 实际利率



注：该实际利率是用贷款利率减去以GDP平减衡量的通货膨胀率
数据来源：世界银行数据库，平安证券研究所

图表4 投资消费增长率



数据来源：日本银行，平安证券研究所

80 年代初期日本的投资率增速十分缓慢，1984 年日本开始存贷款的利率市场化改革以后，投资率增速由负转正。伴随着实际利率提升的是房地产行业回报率极高，于是在房地产的拉动下，投资率急速上升，从 1986 年的 1.9% 上涨到 1987 年的 7.4%，再到 1988 年的 18.6%，此后三年一直保持两位数的高增长。此时，投资率的极速上升与前人的研究成果相符。但从 1991 开始，日本商业银行开始以自身平均融资成本决定贷款利率，贷款利率完全交由市场决定，此时，日本政府也开始收紧银行信贷，于是投资率急剧下滑，此后 6 到 7 年间几乎年年负增长，下降幅度达到 15%，但此间实际利率并未发生太大变化。这又与前人的研究相悖。

80 年代以前，卡普尔 (Kapur, 1976)⁹ 对欠发达经济体的金融自由化研究表明，金融自由化带来的实际利率提升将促进投资和资本积累，加尔比斯 (Galbis, 1977)¹⁰ 从投资质量的角度创立的两部门模型也得出了相应结论。但以上研究不足的是，他们并未对投资种类做出有效的界定，也没有对金融自由化以后资金的具体流向得出一致的结论。为此我们通过实际利率的提升来考察日本本国的情况。可以看出，日本的实际利率下跌时期，导致资产泡沫，而实际利率上升时期，正好刺破了泡沫。

诚然，从金融抑制理论的观点出发，实际利率提升会使得资金流向投资回报率高的行业，增加该行业的投资水平。但值得警惕的是，高回报率新兴产业的诞生并非易事，而一般的生产性投资项目不可能产生足够多的利润来支付高利息，此时资金更容易流入投机性极强的房地产业、证券投资等高风险行业，形成巨大的资产泡沫，一旦泡沫破灭，投资水平与经济增速都将遭遇下滑，此时利率市场化的负面效应就异常凸显，如果利率市场化造成了资金向投机性产业转移，由此带来的投资上升和经济增长都是不可持续的。

2.3 通货膨胀率（以 CPI 衡量）——持续下移

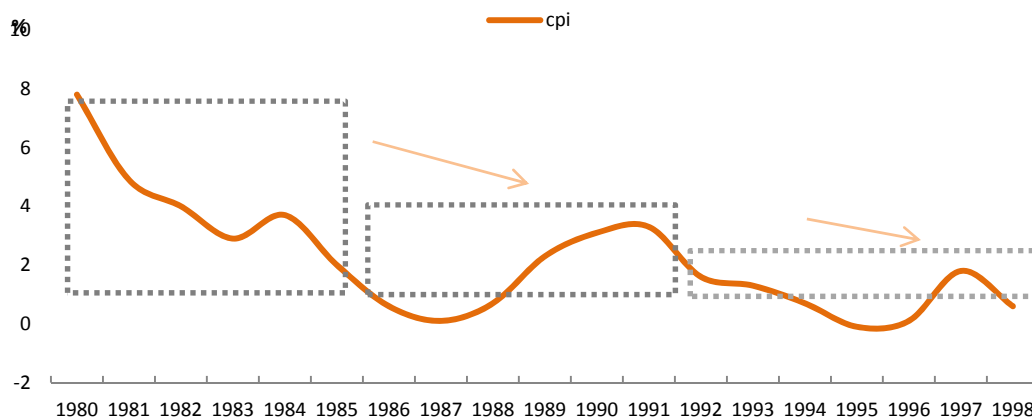
通货膨胀因素往往是促使各国进行利率市场化改革的根本原因（金融脱媒是其直接原因）。各国政府也希望通过利率市场化来压低高企的通货膨胀率。从金融自由化理论出发，利率市场化使得市场对资金价格和资金流向的作用力增强，带来高回报率行业诞生，从而吸收市场流动性，促进经济增长并抑制通胀。日本利率市场化以来，CPI 进入下行通道，如图表 5，CPI 从最高位的 7.8% 降到 0.1%。从短期来看，CPI 的变化轨迹与改革中各时期货币政策高度相关，货币扩张，CPI 上升，货币收紧，

⁹ Kapur, “Alternative stabilization policies for less-developed economies”, 《The British Journal of Psychiatry》, 1980.

¹⁰ Galbis, “Financial intermediation and economic growth in less developed countries: A theoretical approach”, 《The Journal of Development Studies》, 1977.

CPI 下降。但从长期来看，利率市场化也造成了 CPI 的两次整体性下移，第一次发生在日本政府启动存贷款利率改革的 1985 年间，第二次发生在日本贷款利率完成市场化的 1991 年间。CPI 从 1980 年到 1985 年平均 4.7% 的水平整体下移到 1985 到 1990 年间的 1.6%，而 1991 年之后，CPI 平均水平只有 0.6%，利率市场化对 CPI 的抑制效用非常明显，即使泡沫经济时期的 CPI 水平也没有显著上升，但与资本市场的火爆吸收了流动性也不无关系。

图表5 CPI低位徘徊



数据来源：世界银行数据库，平安证券研究所

综上所述我们认为，利率市场化对日本经济的激励效应并不如理论论述的那么完美，放松利率管制与促进经济增长之间的传导机制并不通畅，从长期来看造成了 GDP 增速的下移。至于 1985 年到 1989 年间的投资水平和 GDP 增速上升并非归因于利率市场化带来有效投资上升和产业转型，而是资金的投机性转移引发的非持续性的泡沫经济。尤其是一国政府如果没有敏锐地观察到本国的资金动向，利率市场化在短期内引发泡沫经济的可能性要大于其促使经济转型的可能性。因此，日本经济自 1991 年整体性下移并持续低迷，但这也可能与日本的产能受到土地，人口，资源的制约达到极限有关。

三、日本利率市场化对金融环境的影响

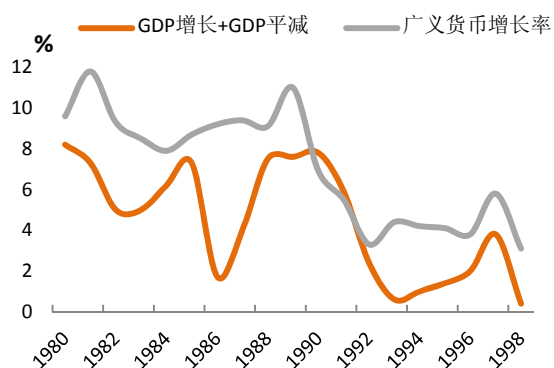
3.1 M2 增速——渐进同步

为实现货币市场和实体经济完美接轨，经济体的 M2 增速应该等于 GDP 增长率+GDP 平减指数。对比日本 M2 增速和 GDP 增长率+GDP 平减指数，如图表 6，从长期看，广义货币增长率（M2）增长率略高于 GDP 的增长率+GDP 平减指数，并且在 1994 年利率市场化完成以后，两项指标均有大幅下降，两者还伴有一定程度的吻合。其原因在于上文分析过的利率市场化使得日本经济转型，GDP 增速放缓，同时压低通货膨胀率，这也造成 GDP 平减指数的下降，广义货币增长率作为滞后性外生变量相应出现增速下降也不难理解。

我们观察增 M2 与 GDP+GDP 平减速差值的变化，如图表 7，我们发现，1984 年启动存贷款利率改革之时，增速差值仅为 1.7%，同样是 1991 年贷款利率完成市场化之时，增速差值基本为 0。另外，我们以 1994 年利率市场化完成为界，在此之前，增速差值波动相当明显，表明广义货币增长率与 GDP 增速+GDP 平减指数分离度较大，同步性较差。而在利率市场化完成以后，增速差值的波动明

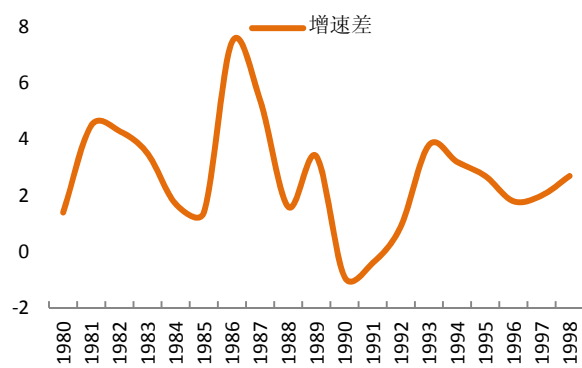
显收窄，保持在 2% 的幅度，两者同步性增强，说明利率市场化对于增强货币政策与宏观经济的同步性发挥了正面效应。从日本经验来看，增速差在 85 年和 90 年两次大幅波动，是否是受到日元升值和银行危机的偶然性冲击，还需要做进一步的分析。

图表6 日本名义经济增速与广义货币增速



数据来源：世界银行数据库，平安证券研究所

图表7 日本名义经济增速与广义货币增速之差

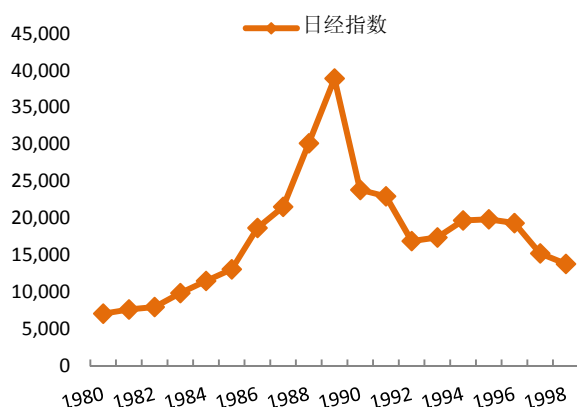


数据来源：世界银行数据库，平安证券研究所

3.2 日经指数与市场估值——指数与估值双降

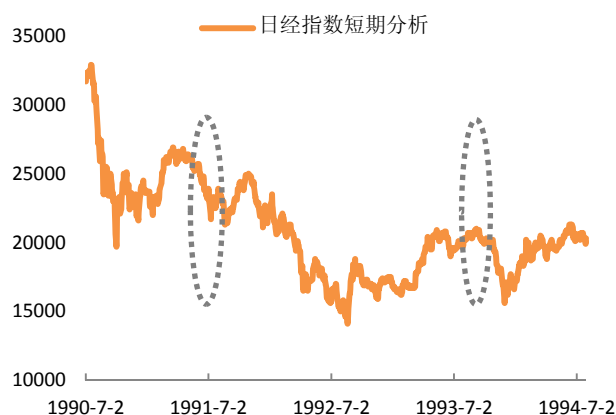
通过对 1980 年到 1998 年日经指数的分析 (如图表 8)，我们可以了解到资本市场对利率市场化的反应程度。日本股市在 80 年代初利率市场化第一阶段稳步上升，截至 1984 年存贷款利率开放之初，已累计上升超过 1 倍。1985 年到 1990 年日经指数呈指数型上涨，涨幅高达 200%，1989 年 12 月 29 日达到 38916 点的顶峰。而自 1990 年开始，股市急转直下，截至 1992 年总市值一度跌掉 2/3。利率市场化完成以后的五年内，股市回归到 15000 点到 20000 点的合理估值区间，此后在 17000 点左右宽幅震荡。纵观存贷款利率市场化进程，日本股市经历了一场过山车式的大起大落。对比存贷款利率市场化前后来看，日经指数在利率市场化完成后的五年要比开始前整体高出 4000 点左右。

图表8 日经指数



数据来源：日本统计局，平安证券研究所

图表9 日经指数短期分析

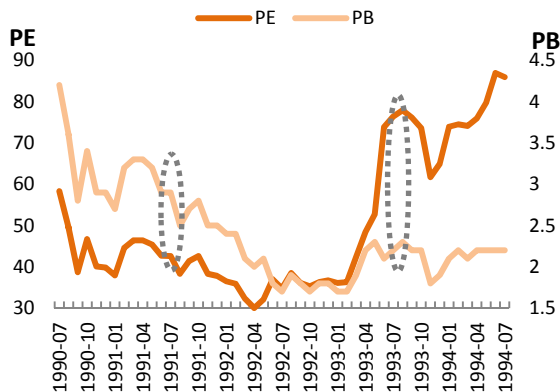


数据来源：日本经济新闻网站，平安证券研究所

考虑到外生变量，日本政府在 1985 年以后宽松的货币政策是造成此次股市暴涨暴跌的主要因素，而同期进行的利率市场化改革对日经指数的走势并不明显。我们采用事件分析法对日经指数和股市的整体估值进行短期分析，事件窗口我们选取 1991 年 7 月利率市场化完成，以及 1993 年

10 月存款利率市场化完成为事件发生原点。如图表 9，我们观察到，两次事件对日经指数都有负面效应，在事件发生之后日经指数都有下跌，在 1991 年 10 月前后，日经指数震荡向下到 15000 点左右，在 1993 年初重新站上 20000 点。而 1993 年 10 月前后，日经股指在 20000 点的高位平稳运行，稍有下跌但很快回升，贷款利率市场化完成对日经指数的冲击大于存款利率市场化，前者使得日经指数下跌幅度大于后者，低位徘徊持续时间也长于后者，但由于影响股市的因素过多，就此我们只能看出利率市场化某标志性事件的发生使得日经指数有所下跌。

图表10 PE、PB



数据来源：东京证券交易所网站，平安证券研究所

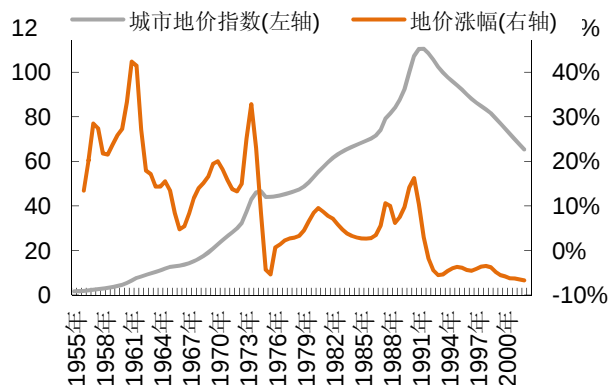
下一步我们考察两次事件对股市总体估值的影响，如图表 10，1991 年 7 月的贷款利率市场化完成使得市场的 PE 和 PB 在总体的下降趋势中出现了一次小幅震荡下挫，但对整体下降趋势并没有太大影响，PB 与 PE 在此后的几个月内都呈下降趋势。1993 年 10 月的存款利率市场化完成令 PE 和 PB 产生了一次震荡，但此后走势却各不相同，PE 表现出持续上扬的趋势，PB 却在回升之后保持平稳。综合分析，无论是市场估值，还是日经指数，在两次事件的冲击之下都呈下行趋势，因此我们认为，利率市场化对资本市场的影响是负面的。

3.3 房地产价格泡沫的罪与罚

1985 年 9 月开始，日本房地产行业异常火爆，日本大城市土地价格进入加速上升时期，1986 年 3 月，六大城市的地价比上年同期上涨 80%，1987 年 3 月，比上年同期翻了一倍多，1989 年 3 月比上年同期再次翻一番（见图表 11）。房地产市场高额的回报率成为资金流入的巨大蓄水池，拉动投资的强有力引擎，引起 1985 年到 1990 年间 GDP 上升的主要动力。如此膨胀的资产泡沫一旦破灭，市场过剩的流动性能否寻找到新的高回报率投资途径？答案是否定的。事实表明：1990 年开始，房价一路下跌，截至 1991 年底已经累计下跌超过 70%（见图表 12）。此时贷款利率市场化完成使得投资逐渐回归理性，投资率也一路下降到零点以下，这也拖累了日本经济的增长，从图表 2 可以看到，1991 年前后，日本的 GDP 增速整体性下滑将近 2 个百分点。

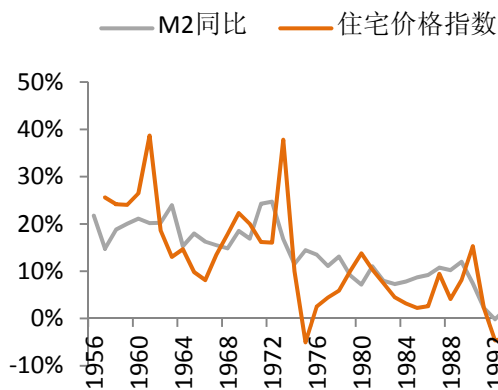
总之，利率市场化过程使得市场实际利率提高，实际利率的提高会促使资金流向投资回报率高的行业，日本泡沫经济时期的房地产市场火爆正好印证了资金流向改变这一特点。

图表11 土地价格指数



数据来源：日本统计局，平安证券研究所

图表12 房地产价格指数走势



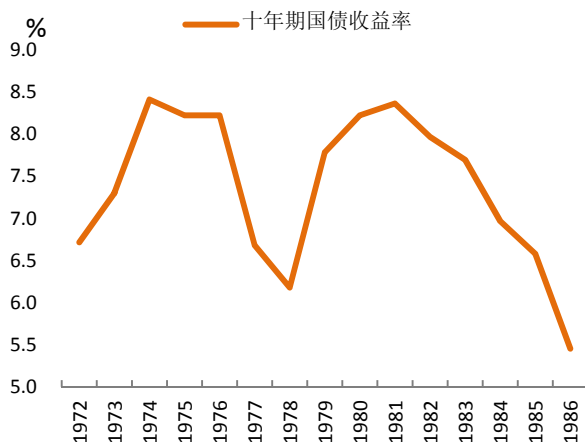
数据来源：日本经济新闻网站，平安证券研究所

3.4 国债收益率波动剧烈

我们对日本债券市场 10 年期国债利率和货币市场带 3 月期回购利率（Bond repo rates）的变化情况进行了考察，结果如下：从长期来看（如图表 13），10 年期国债收益率在整体区间内波动非常明显，1978 年以前，由于发行机制的扭曲造成债券价格自 1974 年的一路上涨，收益率极低。但从 1978 年以招标方式发行国债开始，10 年期国债收益率开始由低位上升，从 1978 年的 6.18% 上升到 1981 年的 8.37%，上涨幅度高达 35%，新的发行机制改变了过去由政府人为压低利率抬高价格的局面，使得债券价格开始回归正常值。1981 年 6 月，日本政府允许国债自由流通，这使得投资者对国债这种兼具安全性和流动性的生息资产偏好增大，需求增加使得债券价格开始回升，收益率下降。

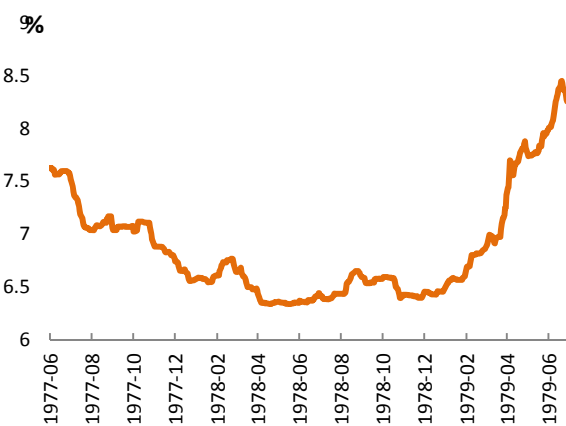
图表 14 显示的发行机制转变前后 1 年期国债利率的走势。在整个考查区间内，收益率随时间的变化曲线“U”型态势非常明显。从 1978 年 6 月发行机制改变，到 1979 年 6 月，1 年期国债利率呈明显的上升态势，说明发行机制的改变对国债利率的影响是十分巨大的。

图表13 十年期国债收益率走势



数据来源：日本统计局，平安证券研究所

图表14 1年期国债利率走势



数据来源：日本财务省，平安证券研究所

另外，从图表 15 我们还可以观测到国债的自由流通对其利率走势的短期影响。1981 年 6 月允许国债自由流通到 1981 年 12 月期间，国债利率一路震荡上扬，但从 1982 年初到 1982 年 6 月，收益

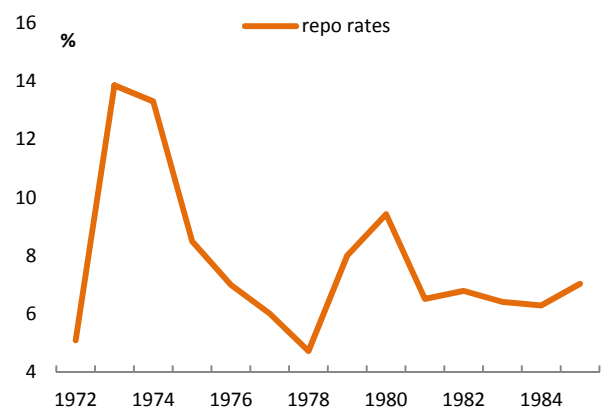
率却一路震荡下挫，波动非常明显，走势十分不明朗，说明在国债的自由流通使得国债收益率在短期内有频繁波动，从而加大了债券持有者的利率风险。

图表15 月度国债利率走势



数据来源：日本统计局，平安证券研究所

图表16 年度国债利率走势



数据来源：日本财务省，平安证券研究所

货币市场的利率自由化改革与债券市场是同步进行的，其标志是在 1978 年放开了同行业间拆借利率的管制。我们考察利率市场化对货币市场的短期资金利率的走势影响，这里我们采用的指标是日本银行公布的短期资金利率中的三月期回购利率（Bond repo rates），由于缺乏月度数据，再次我们只做了 repo rates 的长期分析，如图表 16，我们观察到，1978 年货币市场利率放开之前，repo rates 的波动剧烈，从 1972 年的 5.1% 急剧上升到 1973 年的 13%，继而又一路走低，到 1978 年一度降到历史最低的 4% 的水平，1978 年放开货币市场的利率管制以后，repo rates 的波动幅度明显收窄，1981 年之后稳定在 6% 的水平。这表明利率市场化改革并没有带来货币市场利率的剧烈波动，反而维持了其稳定运行¹¹。

综上，考虑到国债利率与央行货币政策高度相关，其收益率的长期变化随利率市场化进行并没有显出特定的上移或者下移走势，但改革中某项具体政策措施的颁布和实施却对国债率有着显著的影响。总而言之利率市场化改革有利于债券收益率回归合理区间，但却使得利率波动加剧，增大了持有者的利率风险。

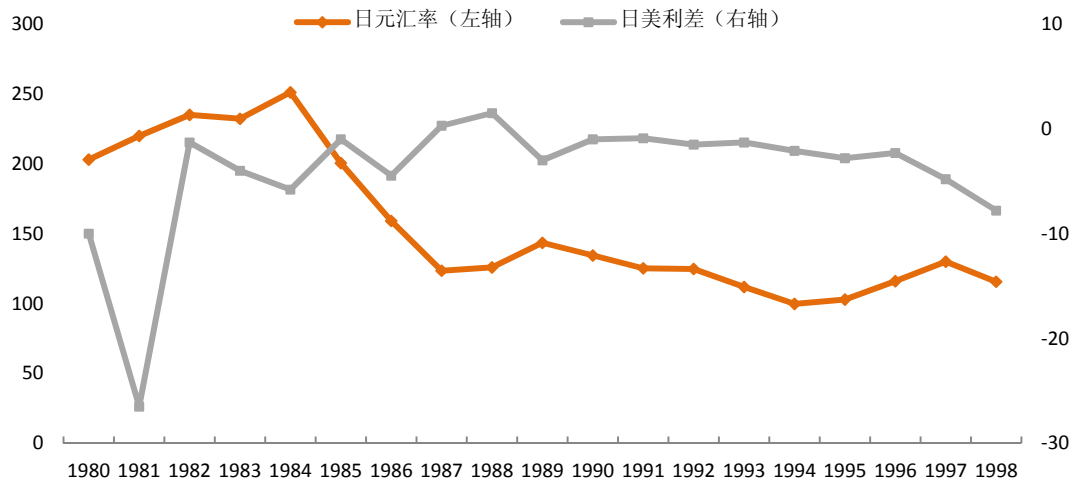
3.5 实际有效汇率——稳定运行

利率与汇率同为资金的价格，因此利率市场化对汇率的影响相当复杂。皮埃尔-理查德（Pierre-Richard, 2001）曾考察了世界范围内的金融自由化对汇率制度的影响，但并未直观地说出两者的关系。乌特帕尔（Utpal, 2005）分析了金融自由化对盯住汇率制冲击，但其对金融自由化的界定却比较狭窄。在这里我们采用利率平价理论简单分析日元汇率在利率市场化进程中的走势，如图表 17，1985 年，由于日本对美国长时间的贸易顺差，日本签署了《广场协议》，日元经历了一次人为操纵的大幅度升值，此后 10 多年间日元汇率整体上保持稳定。以 1994 年完成利率市场化为界，此前的 5 年里，日元小幅升值，在此之后日元小幅贬值，升贬值幅度均不大。从利率市场化角度分析，1985 受资本账户开放倒逼，日本开始启动存贷款利率改革。改革之前，日美利差波动明显，而随着利率市场化进行，日美利差波动明显收窄，在 1989 年到 1997 年间，日元利差收缩为零，平均仅仅维持在 1% 的区间范围。根据利率平价理论，国内外利差水平决定着远期汇率水平，但极小的利

¹¹ 悉尼·霍默，理查德·席勒：《利率史》，中信出版社，2010。

差空间使得远期汇率与即期汇率基本持平，这也解释了为什么日元汇率在利率市场化后期维持稳定。另外，我们还观测到，1994 年以后，日美利差为负且略有扩大，日元有净流出的趋势，这与日元在 1994 年之后的贬值趋势相符。综上，利率市场化使得日美利率趋同，降低了远期汇率的波动预期，维持了日元汇率的稳定。

图表17 日元汇率与日美汇差



数据来源：世界银行数据库，平安证券研究所

四、利率市场化和银行稳健性

银行稳健性与金融自由化程度息息相关，许多经济学家也用计量方法做过大量的实证分析。昆特（Kunt, 1998）和德特拉贾凯（Detragiache, 1998）¹²收集了 1980~1995 年间 53 个国家的大量数据，运用 logit 模型进行了回归，发现金融自由化将使得银行盈利能力下降。卡明斯基（Kaminsky, 1995）和雷恩哈特（Reinhart, 1995）通过格点搜索法进行分析得出金融自由化往往伴随着银行危机。这里我们用日本银行业的报表数据直观地观测利率市场化对日本银行业的影响。

受 1947 年颁布的《临时利率调整法》约束，日本的存贷款利率在自由化之前一直被人为地维持在比较低的水平，这也符合了斯蒂格利茨（stiglize, 1986）等金融约束派的观点，即银行存款利率的限制和对银行业准入条件的限制可以保证银行的特权形成收益，银行的冒险冲动就会减少，从而保障存款人的资金安全。1984 年之后，大藏省发表了《金融自由化与日元国际化的现状及展望》，并推出了市场利率联动型存款（MMC）为标志，日本进行了存贷款利率等核心利率的市场化改革。与此同时，日本也经历 1985 年到 1989 年的泡沫经济和 90 年代的银行危机。之前，在大藏省“护送团队”式的金融保护体制下，日本的银行收益结构维持了增收的格局，但随着日本利率市场化改革的进行，利差保障体制逐步解体，日本银行低收益特征凸显，加上风险收益管理的缺位使得日本银行业遭遇到了前所未有的严峻挑战。因此，利率市场化一方面使商业银行获得了资金的自主定价权，另一方面也使得商业银行的利率风险进一步加大，我们从了解危机入手，分析利率市场化对银行稳健性的影响¹³。

¹² AsliDemirg Kunt, Enrica Detragiache, “Financial Liberalization and Financial Fragility”, BIS,《Principles for the Management of Interest Risk》,1997.9.

¹³ 熊芳：“国外利率市场化改革与银行危机及其对中国的启示”，《国际金融》，2005.

提及 90 年代日本的泡沫经济，日元的大幅度升值和资本账户的全面开放是两股主要助力，但利率市场化带来的“双重利率结构”却使得这次资产泡沫被越吹越大。所谓“双重利率结构”，即放开了大额长期存款利率的管制，另一方面，小额存款利率依然被严格锁定在极低的水平上。以第一次石油危机诞生为起点，此时普通存款利率在 3% 左右，而定期存款利率却高达 7.75%，而 1983~1985 年的普通存款利率为 1.5%，而定期存款利率为 5.5%，公开市场利率为 6%，1990 年前后普通存款利率进一步下调至 0.3%~2% 的区间，而大额定期被锁定在 5%~8% 的高位¹⁴。在经济的高速增长期，企业的投资需求旺盛，所筹集的外部资金和未分配利润均用于实物投资，在危机之后，日本经济步入低增长期，此时的日本企业开始从利润志向型向利率偏好型转变，放弃实物投资而疯狂进行资金的套利活动其显著特征便是大型企业的融资与储蓄并举的套利行为。1985 年以来，日本利率市场化过程中放开了大额定期存款利率的管制，1987 年成立了票据市场，大型企业票据市场的强势垄断地位使得他们的在该市场的融资成本极低，这为大型企业在资本市场上利用商业票据的低利率和定期存款的高利率进行套利活动创造了条件。20 世纪 80 年代后半期，日本金融市场上的套利存款规模高达 20 万亿~30 万亿日元。利率市场化使得企业的经营模式发生如此大的转变，无疑会催生资产泡沫的无限膨胀，于是便造就了 80 的年代后期日本泡沫经济的诞生。

日本银行业在这场泡沫经济中，发挥了其极具号召力的吹鼓作用，借着这场泡沫经济的旋风，日本银行业重新走向了盲目追求贷款规模的老路。利率自由化刺激了证券市场的发展，曾是银行良好客户的大型企业开始远离银行转而通过证券市场融资。1979 年 CDs 的引入和 1985 年定期存款利率的放开更增加了银行的筹资成本，因此，日本银行业瞄准了投资回报率相对较高的中小型企业，与房地产业相关的贷款正好符合这一要求，但银行却并未对此类贷款进行谨慎的风险评估。直到 90 年代初日本政府为抑制通胀开始收紧信贷，资产价格也一路下跌，泡沫开始破裂，泡沫经济中向房地产、建筑、非金融机构大量放贷的资金大部分成为不良债权，按照 1988 年制定 1992 年开始实行的巴塞尔协议对资本充足率达 8% 的要求，对因股票下跌自有资本比率降低的银行来说，不得不加紧回收贷款债权，而放贷增长放缓，放贷利润减少又大大降低了金融机构的抗风险能力，由此酿成了日本银行业一次大规模的不良贷款危机。据 1992 年日本银行对外公布的报告显示，21 家城市银行、长期信用银行和信托银行不良贷款总额高达 8 万亿日元，其中无担保债券和无法回收债权分别为 2.6 万亿和 4 万亿日元，这说明日本银行业的不良贷款问题已十分严重。

从上述危机过程，我们虽没有看出利率市场化改革对银行业的直接负面冲击，但日本金融自由化过程中放松利率管制的迂回冲击效应仍然值得我们借鉴。为观察利率市场化对银行业¹⁵的直接作用，我们从以下几个方面来探讨：

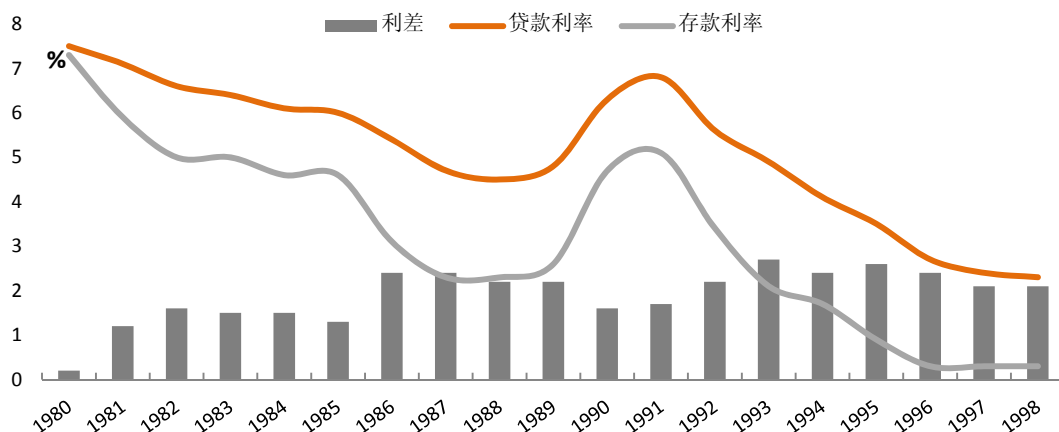
5.1 存贷款利差——整体上移

存贷款利差是银行业盈利能力的最直接的指标，但在分析存贷款利率走势的同时，我们不得不考虑货币政策对利率的叠加效应。如图表 18，1984 年开启存贷款利率市场化改革以后，日本银行业存贷差出现了系统性上升，平均水平从 1985 年之前的 1.5% 上升到 2.5%，90 年代初存贷差稍有下降但很快回升，1993 年之后存贷差基本保持在 2% 的水平波动。同时，我们从图上观察到一种有趣的变化，即当央行货币政策宽松，存贷款利差同时下降却带来利差放宽，而货币政策收紧，存贷利率同时上升却带来利差缩窄，存款利率随货币政策的走向而波动较贷款利率更为明显。

¹⁴ 戴晓芙，《日本的银行业兼并与经营》，复旦大学出版社，2008。

¹⁵ 黄金老：“利率市场化与商业银行风险控制”《经济研究》，2011.1。

图表18 日本存款利率及利差



注：该存贷款利率是由世界银行计算的各种存贷款的加权利率

数据来源：世界银行数据库，平安证券研究所

对此我们做出如下分析：1985 年之前，由于国债利率市场化的完成使得国债利率下降，因存贷款利率和国债利率的高度正相关性使得存贷款利率也一路走低，但存贷差基本平稳。1985 到 1989 年间，1984 年推出 MMC 存款，大额长期存款利率开始放松管制，先后实现了 10 亿日元到 3 亿日元再到 1000 万日元不同额度的大额长期存款的利率市场化，而日本商业银行的主要负债便是大额长期存款，占商业银行总存款的 60% 以上，一旦这一部分存款利率市场化，市场对这部分资金价格在流动性过剩的环境里势必会给出相对低廉的价格，反之亦然，这反映出利率市场化以后存款利率对货币供给弹性的增大。与此同时，1987 年还设立了商业票据市场，而日本政府在在制度上对商业票据市场设立严格的准入制度，这也使得该市场沦为大型企业的垄断性融资工具。随着日本央行大幅降低贴现率水平，从最初 5% 一路降至 1989 年的 2.5%，贴现率的降低使得票据价格上升，大型企业融资方式从传统的银行融资逐步转向股票、债券等权益融资。银行开始转向给一些风险性较高中小型企业发放贷款，贷款对象的变化带来风险的加大，使得银行要求更高的风险溢价，这就使得贷款利率的刚性增强造成利差扩大。从 1989 年开始，贷款利率自由化程度加深，日本央行允许商业银行采取以银行平均融资利率决定短期优惠贷款利率，废弃以前在官定利率上加一个小幅利差形成贷款利率的做法，这使得贷款与存款的联动机制增强，因此存贷差走势相对平稳，维持在 2% 的水平。因此，利率市场化并非如预期使得存贷差缩小，而是既使得存贷差有所扩大，又使得其走势平稳。

为何利率市场化以后存贷款利差会出现上升趋势，从深层次来看，这主要是因为，价格竞争并不是银行争夺资金和客户的唯一手段，非价格的竞争手段也越来越具有吸引力。另外金融管制的放松和金融市场的壮大，银行业范围和经营领域不断扩展，这从我们后面的分析也可以看到，利率市场化完成以后，非息收入有了大幅度的提高，故银行提高竞争能力并不主要依赖存贷差缩小。但应该看到，无论利差如何变化，利率市场化后的银行的竞争压力都显著增加了，这种压力可能反映在价格竞争也可能反映在非价格竞争上。

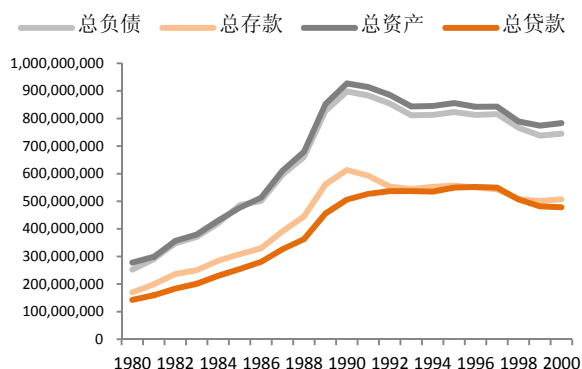
5.2 银行业规模和银行业集中度——逐步集中且规模扩张

银行业规模和集中度水平是衡量银行业发展趋势的重要指标。我们这里用总资产、总负债、总贷款和总存款四个指标来衡量日本银行业规模的变化。如图表 19，我们看到，自 1985 年存贷款利率市场化以来，日本银行规模一直呈上升态势，在 1989 年至 1991 年完成贷款利率市场化期间，日本的银行业规模达到峰值，此后开始滑落。1993 年完成的存款利率市场化对银行业规模并没有产生特别大的冲击，其行业规模保持稳定，1997 年开始受到亚洲金融危机影响其银行业规模略有下降。因此，

我们认为贷款利率市场化完成使得日本银行业规模扩张的拐点到来，但也并不能排除 80 年代后期的泡沫经济使得银行业规模在 90 年代初开始萎缩。

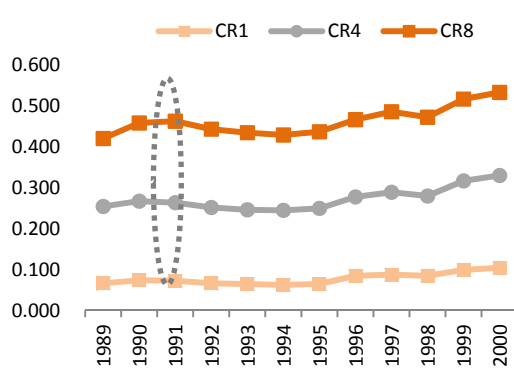
下面我考查银行业集中度的变化情况，我们用行业贝恩指数来衡量。如图表 20，从长期来看，利率市场化使得银行业集中度略有提高，CR1 从 1989 年的 6.6% 上升到 2000 年的 10.4%，CR4 由最初的 25.4% 上升到 33%，CR8 由 42% 上升到 53.3%。短期内，1991 年完成的贷款利率市场化却使得集中度指标有所下降，而 1993 年存款利率完成市场化改革对集中度的影响不甚明显。长期来看，利率市场化使得行业集中度整体上是上行的。

图表19 日本银行业财务状况



数据来源：日本银行业协会，平安证券研究所

图表20 日本银行业集中度



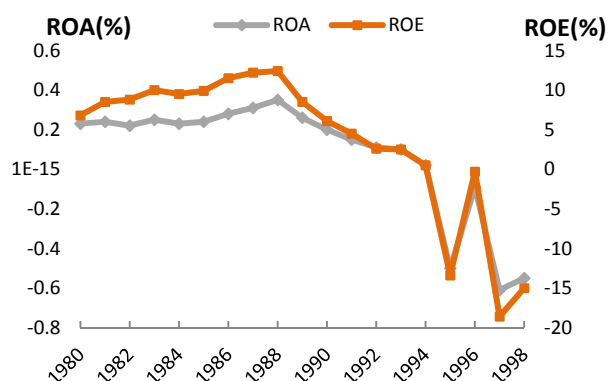
数据来源：日本银行业协会，平安证券研究所

5.3 盈利能力——下降明显

利率市场化深刻地影响到日本银行业的盈利模式和盈利水平。我们用 ROE 与 ROA 来考察利率市场化对日本银行业盈利能力的影响，如图表 21，日本银行业的 ROA 与 ROE 水平在利率市场化前期基本保持平稳。自 1989 年起，日本银行开始以银行平均融资利率决定短期优惠贷款利率，两者皆呈现下降趋势，但也不排除是受到 1988 年巴塞尔协议出台对资本充足率制约的影响。在 1994 年利率市场化完成之后，ROE 和 ROA 都大幅下滑并长期陷入低迷。ROE 的波动趋势与 ROA 基本一致。

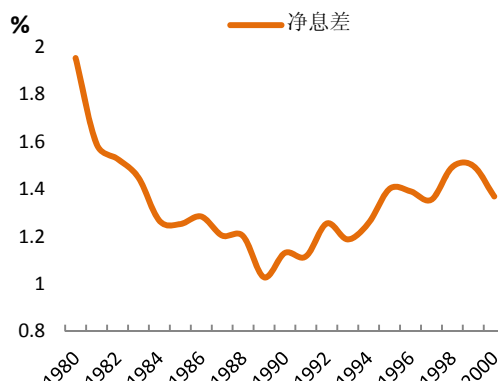
除 ROA 于 ROE 之外，净息差作为衡量生息资产盈利能力的重要指标，也是我们重点考察的对象，如图表 22，净息差自 80 年代初开始持续走低，从 1980 年的 1.9% 降至 1984 年的 1.2%，降幅高达 36%，1985 年启动存贷款利率市场化改革之后，净息差的下降趋势虽然得到了缓解（源于存贷差的上升使得贷款占资产的比重有了一定提高，净利息收入增加，这在下文可以看到），但依旧在低位徘徊，从 1984 年到 1994 年间，平均净息差只有 1.18%，到 1991 年贷款利率市场化完成以后，净息差虽然小幅上升 0.15 个百分点，达到 1.33%，但比之改革前（1980~1984 年间）的平均水平 1.55%，下降十分明显。因此，虽然利率市场化在一定程度上抑制了净息差的下降，但其结果造成了净息差的总体偏低，同世界各国横向比较，不到 2% 的净息差较美国 3.7% 的水平相差甚远。利率市场化改革之后，存贷差始终高于净息差，这也反映出传统的存贷业务盈利能力日趋薄弱。

图表21 日本银行盈利能力



数据来源：日本银行业协会，平安证券研究所

图表22 日本银行净息差



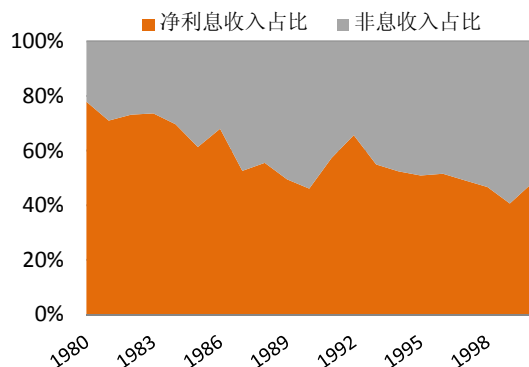
数据来源：日本银行业协会，平安证券研究所

5.4 净利息收入——占比下降

净利息收入是银行业一项重要的收入来源，我们从图表 23 可以直观地看到，自 1980 年以来，日本的净利息收入占比总体上呈下降趋势。1989 年虽有短暂回升，但 1991 年，日本银行也开始以平均融资成本决定长期优惠贷款利率，此举标志着贷款利率完全市场化，也使得净利息收入占比重新回到下降通道。1980 年到 1984 年间，净利息收入占比平均值为 73%，而自 1985 年以后的 10 年间，利率市场化改革使得该平均值降到 56%，1995 年到 2000 年进一步降为 51%。从收入的增长率上分析，如图表 24，非息收入增长率除 1991 年有大幅下降之外——源于当期股市的下跌使得股权投资收益出现巨额亏损，其余年间都保持了较高的增长率。特别是在 1993 年到 1998 年的银行业危机时期，非息收入的增长远远大于净息差收入的增长，该段时间净利息收入增长率平均不到 1%，但非息收入依然保持了平均 17% 的高增长率。相较单纯依靠利息收入的传统经营模式，非息收入占比上升增强了银行业抵御市场风险的能力。

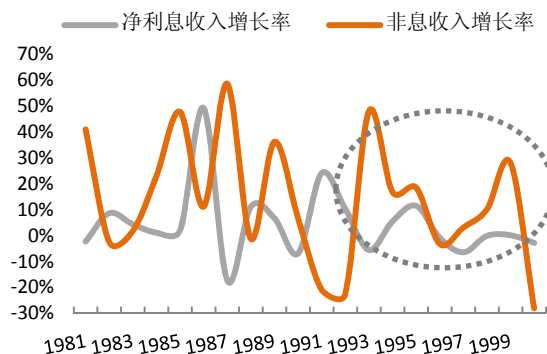
究其原因在于，一方面利率市场化使得银行市场风险增加，因此净利息收入的增长趋缓；另一方面利率市场化打破了长久以来银行与证券分业管制的局面，特别是 1982 年和 1987 年日本政府两次修改银行法，允许银行从事某些债券业务，拓宽了银行的非息业务范围，从而提高了非息业务在总收入的占比。与此同时，在利率市场化进程中，出于突破利率管制和分业管制的目的，大批的金融产品不断被创造出来，例如由日本银行业创造的“指定日期定期存款”，“与市场利率连动型存款 (MMC)”，由野村证券开发的“中期国债基金”，此外还有“零利债券”、“长期国债基金”“大额贷款信托”、“国债定期账户”、“新型付息金融债”、“国债新型账户”等等。如此众多的金融创新产品进一步增加了银行的交易收入。但值得注意的是，上述为突破管制的金融创新在存贷两方面并非对称的，存款方面金融创新远远大于贷款方面，这表明利率管制时代，对存款的管制效用是远远大于贷款的，因此银行对突破存款管制的诉求也更为强烈。此种情况，不单单出现在日本，美国、西欧等经济体在自由化过程中也涌现出大量的新型存款类金融产品，在自由化后期贷款类金融创新虽然也出现了一次井喷，但多数是处于分散利率风险，满足不同客户的需要，而并非处于突破利率管制的目的。而中间业务和资产证券化的创新成果，日本主要受美国的影响比较厉害，多数银行也是倾向于引进美国较为成熟的新型金融产品，该方面金融自主创新并不如存款类显著。

图表23 日本银行利息收入占比



数据来源：日本银行业协会，平安证券研究所

图表24 日本银行利息收入变化



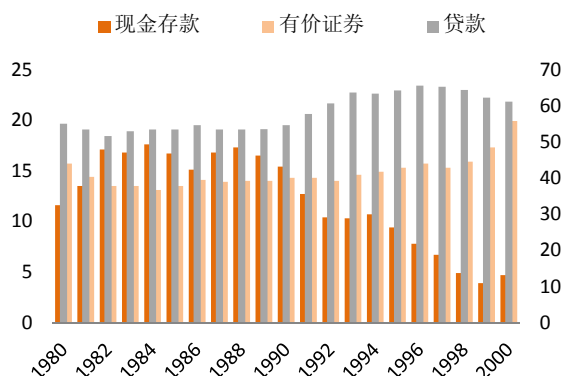
数据来源：日本银行业协会，平安证券研究所

5.5 银行资产负债结构——日趋稳定

银行业的资产负债结构是银行业财务分析的重要指标,如图表 25 与图表 26。从图表 25 资产结构中,我们可以看到,贷款依然是日本银行业最主要的资产,所占比例一直保持在 50%以上,1991 年贷款利率市场化,采用银行业平均融资成本决定贷款利率,贷款比例出现系统性上移,从 53%上涨到 62.7%,上涨幅度高达 18%。在利率风险加大的同时,为何银行业贷款占比反而提升了呢?我们认为有以下原因:首先,利率市场化引起的存贷款利差提升刺激了银行增持贷款;其次,贷款利率与融资成本相挂钩,在一定程度上缓解利率风险;再次,非息业务的极速发展抵补了由于不良贷款带来的损失,加剧了银行持有高额贷款的“道德风险”;最后,资产证券化创新使得该项资产的流动性大大增强。因此,贷款比例出现上升,这也与前述的净息差在 90 年代初期开始上升相对应。但存贷差增大增加了银行持有现金存款的机会成本,因此现金存款比例下降,从最初的 16%降至 8.2%,降幅高达 50%,有价证券的持有比例随利率市场化的进行和分业管制的取消也开始上升。

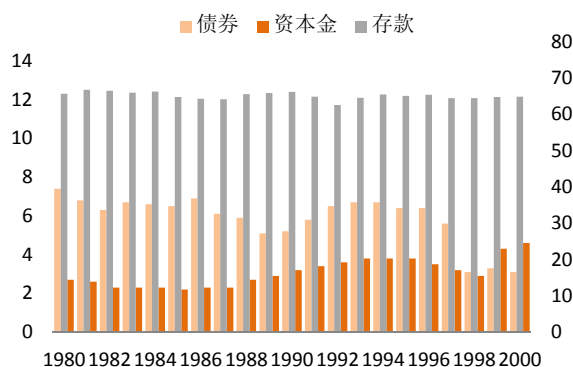
我们再看日本银行业的负债情况,由图表 26,日本银行业的主要负债项目仍是存款项。利率市场化对存款占比的影响并不是十分显著,存款占比一直维持在 60%的水平波动,债券融资占比波动也只在 1997 受到东亚金融危机影响出现显著性下降,与利率市场化的关联度不大。反倒是资本占比在 1988 年以后呈上升趋势,这得益于巴塞尔协议的出台使得各国对银行业资本金比率有了统一的标准,但与利率的市场化关系如何,图上并不明确。因此,我们可以得出,日本银行业的资产项对利率市场化较为敏感,而负债项受影响程度比之资产项相对较低。

图表25 日本银行资产结构



数据来源：日本银行业协会，平安证券研究所

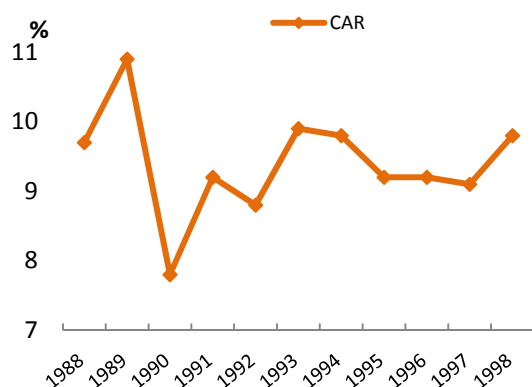
图表26 日本银行负债结构



数据来源：日本银行业协会，平安证券研究所

我们进一步考虑银行业资本充足率的走势，1991 年以前，资本充足率波动十分明显，从 1988 年的 9.7% 上升到 1989 年的 10.9% 继而一路下滑至 1990 年的 7.8%，这也是受巴塞尔协议出台带来的资本金最低要求制约的影响。但 1991 年贷款利率完成市场化改革以后，资本充足率基本稳定在 9% 以上的水平小幅波动，且 10 年中平均值为 9.35%，但高于 9% 的资本充足率侧面反映出日本银行业盈利能力的下降。

图表27 日本银行资本充足率



数据来源：日本银行业协会，平安证券研究所

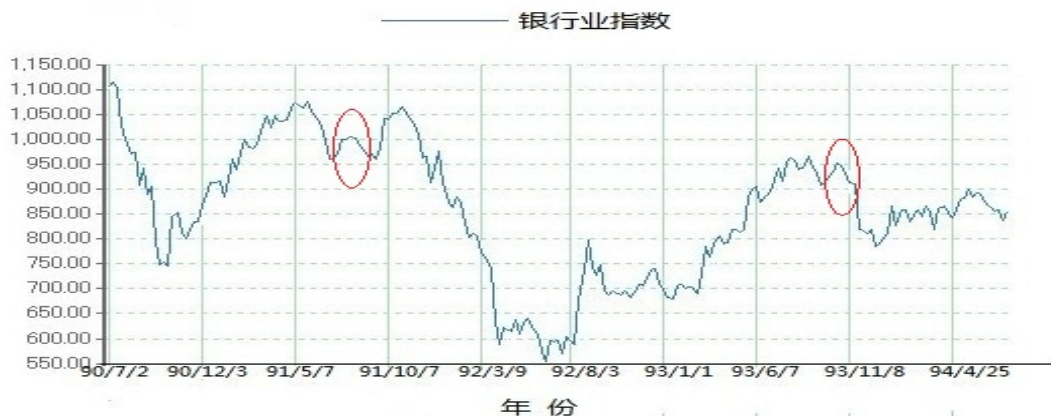
5.6 银行业指数——小幅下跌

前面分析了利率市场化与日经指数的关联度，在此我们进一步分析利率市场化与日本银行股价走势的关系。如图表 28，我们同样选取 1991 年 7 月贷款利率市场化完成和 1993 年 10 月存款利率市场化完成作为事件窗口，我们看到，两次事件的发生对银行股指数都有负面冲击效应¹⁶。在短期内，东证所的银行股指数都有小幅下帖，90 年代初不良贷款率的上升和整体股票市场步入熊市，日本银行业指数曾有过大幅下挫，从 1050 的高位急剧下滑这 500 点左右，此外，图上还显示贷款利率改革对股指的冲击幅度略小于存款利率。总体上看银行业指数与日经指数趋势相近，因此也不能排除大盘

¹⁶ 理查德·A·布雷利：《资本投资与估值》，人大出版社，2000。

走势对银行股指数的影响，但由于日本银行业在其发展历程中兼并重组非常剧烈，我们没有找到在当时的具体的银行业 PE 与 PB 数据，但结合美国的利率市场化经验，我们倾向于认为利率市场化对银行业估值的影响负面的。

图表28 日本银行业指数

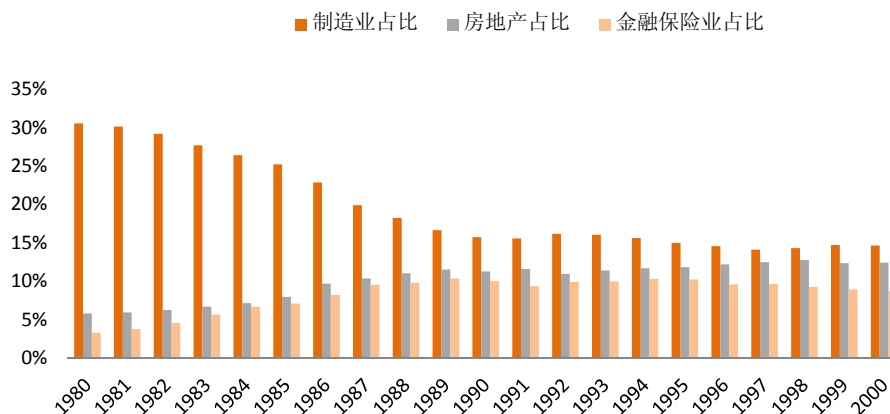


数据来源：日本东京证券交易所，平安证券研究所

5.7 贷款结构——制造业占比下降

利率市场化进程带来的 GDP 增速的下移，我们通过银行对宏观经济的支持来分析。如图表 29，我们看到，制造业占比在利率市场化的进程中呈现下降趋势，1989 年开始由平均融资利率决定贷款利率开始，制造业贷款占比便稳定在 15% 的水平，这在 GDP 增速的反应上是整体性下移。而从 1985 年利率市场化启动开始，银行业对房地产贷款占比增速上升明显。直到 1991 年贷款利率市场换完成，房地产贷款占比也趋于稳定，略高于 10%，这反映出传统制造业的资本边际收益已经趋于饱和，也反映出利率市场化使得银行利率风险加大，银行融资成本的不确定性增大，银行业贷款资金向回报率高的行业转移。整个国民经济需要寻找新的增长点。银行业对金融保险业的支持力度在利率市场化过程中虽然略有上升，但整体波动幅度不大。

图表29 日本贷款结构



数据来源：日本统计局，平安证券研究所

此外，我们进一步认为，利率市场化使得以银行为主要融资媒介的间接金融体系影响力正在逐步削弱，日本银行业在金融体系中的核心地位也受到直接金融模式和一些非银行金融机构的冲击。一方面，1985年，CP市场的成立带来了融资手段的多样化，同时，CP市场还兼具发行手续简便，有助于提高企业形象等多个优点。因此，不少企业，特别是一些经济实力雄厚，信誉度良好的大型企业越来越倾向于在CP市场上进行直接融资；另一方面，利率市场化期间，特别是1986至1991年间，非银行金融机构得到了迅猛的发展，日本大藏省对非金融机构的定义为“除了银行、证券公司等获得许可的公司之外广泛从事吸收存款和外汇交易等金融机构传统业务以外金融业务的公司。”这些非银行金融机构的贷款总额由1986年的22.4万亿日元猛增至1991年的98.4万亿日元，而且其监管规避能力强，规模扩张速度快，领导层与银行关系密切等特点更是受到企业的追捧，加剧了对传统银行业的挑战。

利率市场化的过程既是一个风险重新分散和聚集的过程，也是一个利益重新分配的过程，而从日本改革效果上来看，确实在一定程度上引起了经济增速和银行业稳健性的下降，如1991年之后，日本的经济增长水平一直不理想，银行业在利率化完成后期遭遇前所未有的银行危机，银行业盈利水平急剧下降，这从ROE与ROA的大幅下挫可以直观看到，也可以从股票市场对银行业估值下降侧面反映出来。此外，我们还发现一个有趣的想象，各项指标出现转折的时刻大部分发生在放开贷款利率管制的时间段，这表明相比存款利率，经济事件的运行对于贷款利率的变化更为敏感。与此同时，在改革进程中出现的金融监管的缺失，银行业高管理成本的损耗、过度追求高利润率引发的道德风险，以及银行系统脱离保护体制后的脆弱性也一并反映出来。此外，利率市场化对日本经济的总体影响偏负面，与银行主导型的金融系统和外向型的增长模式也是分不开的。

从1997年开始，日本政府在金融政策上采取了逆市场化的手段，比如对金融机构存款等债权进行全额保护；调整无担保隔夜拆借利率为主的短期市场利率降至近零利率水平，制定了税制上的优惠措施引导间接融资转向直接融资等等，日本的金融局面也得到了很大程度上的缓和。

虽然遭受到如此巨大的负面冲击，但我们也要看到利率市场化带来的正面效应。它一方面促进了日本银行业在失去了利率管制时代的政策性保护之后，积极调整盈利模式，创新金融产品，拓宽中间业务渠道，完善服务品质。这在利率市场化以后日本中间业务大幅增长，资本充足率运行更加平稳，投资渠道日趋丰富；另一方面，正如如理论所述，但在日本经验中却并未得到体现，即利率市场化能够促使资金往回报率高的新兴行业聚集，带动整个国民经济往更高的集约式发展转变。此外，大银行间频繁的兼并重组带来银行规模的扩张和银行集中度的提高更是增强了整个行业抵御风险的能力。因此，我们在总体评价日本利率市场化得失的时候，应当着眼于长远，认清短期经济运行的波动不可避免，但利率市场化改革在长远上促进银行业健康发展、推动经济持续增长，还需经历时间的进一步考验。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。
市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。
平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257