

# 超宽松货币环境下日本金融体系风险： 背景、课题、展望

刘 瑞

**摘要：**“安倍经济学”实施以来，日本银行坚持以2%通胀目标为政策锚，不断强化非传统货币政策，维持超宽松金融环境。在大规模宽松政策作用下，日本经济虽然已不处于通缩状态，但仍未彻底摆脱长期通缩困境。在负利率及长短期利率操作下，各期限收益率曲线均处于超低水平，以利差收益为主的金融机构盈利水平降低，其中以国内业务为主的地方金融机构经营形势尤为严峻，日本金融体系潜在风险加大。今后，日本当局将更加关注金融体系潜在脆弱性，在日本大银行开始进行结构调整的同时，地方银行也力图在削减成本与区域密切型经营制约中寻求突破，提升盈利水平和竞争力。

**关键词：**超宽松货币政策 金融体系风险 逆转利率 地方银行

**本文作者：**中国社会科学院日本研究所经济研究室 研究员

**责任编辑：**张 倩

**DOI:**10.19498/j.cnki.dbyxk.2018.03.003

2013年4月8日，日本银行行长黑田东彦任期届满。2月，安倍内阁提名黑田连任央行行长，并提交国会审议通过。2013年4月黑田总裁执掌日本银行以来，全力践行超宽松货币政策实践，成为“安倍经济学”最重要的政策推动力量。在宽松货币政策作用下，日本经济已不处于通缩状态。但与此同时，在低利率环境下，金融机构尤其地方性银行盈利空间收窄，金融体系存在潜在风险。2017年10月，国际货币基金组织(IMF)对日本银行业经营模式可持续性提出警告。日本金融厅、日本银行也分别发表报告，建议地方性银行改善收益，推进经营改革。笔者首先梳理“安倍经济学”框架下日本货币政策工具及其目标调整进程，分析扩张性货币政策特点及政策效果。

## 一、“安倍经济学”背景下超宽松货币政策实验

2013年4月黑田东彦就任日本银行总裁后，在“安倍经济学”框架下，以2%通胀目标为指针，多次推出大规模宽松政策，不断尝试金融政策创新实验，如量化质化宽松政策、负利率政策、长短期利率操作等政策工具，政策呈现扩张性特征。

### (一)扩张性货币政策内涵

从表1可以看出，在“安倍经济学”摆脱长期通缩、促进经济发展政策目标下，日本银行不断强化非传统货币政策，其扩张性主要表现在四个方面。

一是操作目标调整。2013年4月，日本银行推出量化质化宽松政策，中介目标从价格型政策工具

即无担保隔夜拆借利率调整为直接调控基础货币的数量型工具。<sup>①</sup>2016年9月,中介目标时隔三年回归为利率,但与传统操作不同,为维持金融机构收

益,此次调整不仅调节短期利率,还通过货币传导机制影响十年期国债利率,从而影响收益率曲线各种期限整体形状。<sup>②</sup>

表1 “安倍经济学”框架下主要货币政策工具及目标

实施时间	政策工具	操作目标	短期利率诱导目标	长期利率(前瞻性指引)	风险资产(质化宽松)	通胀预期
2013年1月	政府、央行共同声明	无担保隔夜拆借利率	实质上的零利率	增加购买资产基金规模		引入2%通胀目标
2013年4月	量化质化宽松政策	基础货币(年增60~70万亿日元)	同上	年增50万亿日元长期国债	ETF、JREIT年增1万亿日元;300亿日元	强力政策承诺,两年实现2%物价目标
2014年10月	扩大量化质化宽松政策规模	基础货币(年增80万亿日元)	同上	年增80万亿日元长期国债	ETF、JREIT年增3万亿日元;900亿日元	强力政策承诺
2015年12月	量化质化宽松政策补充措施	基础货币(同上)	同上	同上	同上	同上
2016年1月	负利率下量化质化宽松政策	基础货币(同上)	政策利率-0.1%	同上	同上	同上
2016年7月	进一步强化宽松货币政策	基础货币(同上)	同上	同上	ETF、JREIT年增6万亿日元;900亿日元	同上
2016年9月	以长短期利率为操作目标的量化质化宽松政策	短期利率+长期利率	同上	十年期国债利率0%	同上	超调政策承诺
2017年1月~12月	继续维持宽松政策	同上	同上	同上	同上	同上

资料来源:日本銀行:「金融政策に関する決定事項等」。<https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/index.htm/>。

二是突破零利率下限约束。在传统经济理论中,名义利率存在非负制约性。虽然日本银行长期实行名义零利率政策,但由于实际利率高于自然利率,2016年1月,日本银行紧随瑞典、丹麦和欧洲央行等国家和地区,成为首个实施负利率的亚洲央行。日本银行将商业银行在央行准备金账户分为正利率、零利率和负利率三个梯次,对新增准备金征收-0.1%利息。<sup>③</sup>目前日本银行实施的收益率曲

线调控政策,在政策利率适用于负利率的同时,将十年期国债利率维持在0%左右。

三是加强数量和质量宽松政策力度。一方面,日本银行通过大幅度增加基础货币和长期国债持有量,扩张资产负债表,强化量化宽松效果。2013年4月,日本银行决定每年新增约60万亿至70万亿日元基础货币,并增加购买50万亿日元长期国债。至2014年10月,基础货币与长期国债持有规

① 日本銀行:「量的・質的金融緩和」の導入について、2013年4月4日。[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2013/k130404a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130404a.pdf)。

② 日本銀行:「金融緩和強化のための新しい枠組み:長短金利操作付き量的・質的金融緩和」、2016年9月21日。[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2016/k160921a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921a.pdf)。

③ 日本銀行:「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入、2016年1月29日。[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2016/k160129a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160129a.pdf)。

模目标均加码至每年 80 万亿日元。截至 2017 年 12 月末,日本银行仍然维持如此高额度的长期国债持有量。另一方面,日本银行通过优化资产结构,以质化调整方式提升政策效率。如:延长所持国债残存期限,从平均剩余 3 年延至最长 12 年;保持长期国债多元化,购买对象从以往最长 3 年期扩充至包括 40 年期在内的所有期限的长期国债;购买风险性资产,交易所上市交易基金(ETF)从每年增加 1 万亿日元调到 6 万亿日元,不动产投资信托基金(JREIT)从每年新增 300 亿日元调到 900 亿日元。

四是强化通胀预期。2013 年 1 月,日本银行与日本政府发表联合声明,提出 2%通胀目标。同年 4 月,黑田总裁提出两年实现 2%物价目标的承诺,力图通过强力、明确的政策承诺,提升企业、居民等私人部门通胀预期。2016 年 9 月,日本银行进一步强化政策,推出超调政策承诺(Inflation overshooting commitment),即不设定超宽松政策具体期限,将政策一直持续至消费物价指数(CPI)稳定超过 2%目标之时。

## (二) 货币政策效果

首先,在日本银行强有力的宽松政策下,央行资产负债表规模大幅扩张,金融市场资金供给充沛。截至 2017 年 12 月末,日本银行资产规模高达 521.4 万亿日元,是 2012 年末“安倍经济学”实施之初的 3.28 倍。基础货币发行量达 480 万亿日元,购买长期国债 418.5 万亿日元,分别是 2012 年末的 3.47 倍和 4.69 倍。<sup>①</sup>

截至 2017 年 9 月末,日本国债发行余额(包括短期国债、财政投融资债券在内)为 1087 万亿日元,其中日本银行占比最高,达 40.9%,持有规模 445 万亿日元,年比增加 7.6%。与此同时,银行等存款性金融机构持有国债规模年比减少 17.1%,仅占比 16.8%,远低于 2012 年末的 30%份额。<sup>②</sup>

其次,长短期利率均维持超低位。2017 年以无担保隔夜拆借利率为代表的短期利率稳定在 -0.04%至-0.07%区间。在日本银行收益率曲线调控政策下,10 年期新发国债在零左右徘徊,保持在 0~0.1%区间低位运行。值得关注的是,2017 年 2 月 3 日和 7 月 7 日,金融市场分别受美国特朗普政策期待及欧洲中央银行行长德拉吉可能退出量宽言论影响,欧美债券利率上升,日本 10 年期新发国债一时突破 0.1%,日本银行两次实施以指定利率购买国债的特殊操作<sup>③</sup>,阻止长期利率上升。

再次,日本银行大规模量化质化宽松政策,为日元贬值、股票上涨营造了宽松的政策环境。2017 年美元兑日元汇率基本在 105~120 日元区间小幅波动。伴随全球经济持续复苏,日元贬值增加了日本出口企业盈利水平,根据上市企业 2017 年上半年(2017 年 4 月 1 日~9 月 30 日)决算,日本企业最终收益年比增长约 19.2%,创历史新高。预计 2018 年 3 月期最终收益合计环比增加 8.8%,连续两年突破新高,其中半导体、汽车等大型出口企业为主要牵引力量。<sup>④</sup> 股市方面,全球经济回暖,美国股市连续创造新高。受此影响,日本经济回升,2017 年第三季度日本名义 GDP 达 549.2 万亿日元,为历史最高水平。加之日本银行仍然维持每年 6 万亿日元 ETF 购买规模,2017 年 10 月 24 日起,东证平均股价时隔 57 年出现连涨 16 天的盛况。2017 年 12 月 25 日,日经 225 指数升至 22939.18 点,为 1992 年 1 月以来时隔 26 年的峰值。从全球市场来看,2017 年末日经 225 指数为 22764.94 点,比 2016 年末增长 19.1%,涨幅仅次于印度、巴西和美国股票市场。

日本超宽松货币政策的核心在于尽快摆脱长期通缩困境,2017 年第三季度,反映物价综合变动情况的 GDP 平均指数年比增长 0.2%,连续两个季度正增长,<sup>⑤</sup>反映供需关系的 GDP 缺口上涨 0.7%,

① 日本銀行:「金融経済統計月報」。http://www.boj.or.jp/statistics/pub/sk/data/sk1.pdf.

② 日本銀行:「資金循環統計」。http://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm/.

③ 2016 年 9 月,日本银行出台长短期利率操作下的量化质化宽松政策时,将操作目标置于短期国债和十年期新发国债利率之间,并首次引入新型公开市场操作方式,即在国债利率上升时,日本银行可以按照指定的固定利率无限量购买国债,抑制长期利率上升风险。

④ [日]『産経ニュース』、2017 年 11 月 15 日。http://www.sankei.com/economy/news/171115/ecn1711150026-n1.html.

⑤ [日]内閣府:GDP 統計(2017 年 7-9 月期 2 次速報値)。http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data\_list/sokuhou/files/2017/qe173\_2/gdemenuja.html.

也保持两个季度持续增长。<sup>①</sup> 2017年1月起,去除生鲜食品的核心CPI转为年比0.1%的正增长,伴随石油价格上涨,核心CPI涨幅扩大,11月增长0.9%。<sup>②</sup>从上述指标来看,日本物价持续下跌态势得到缓解,日本银行和政府多次宣布经济已不处于通缩状态,内阁府称之为“摆脱通缩的局面变化”。<sup>③</sup>

但是需要指出的是,经济不处于通缩状态,并不意味着日本彻底摆脱了通缩困境。2017年7月,黑田总裁第六次推迟实现2%通胀目标时间,从最初2014财年延至2019财年。根据日本银行预测,日本2017财年核心CPI增长0.8%,2018、2019财年分别增长1.4%、1.8%,<sup>④</sup>与此同时,民间机构对物价预测值相对悲观,2017至2019财年仅增加0.64%、0.85%、1.39%。<sup>⑤</sup>目前,日本经济处于第16个经济周期上升期,成为日本战后第二时长景气期,但日本银行重视2%物价目标的姿态并未改变。因此,日本银行将持续超宽松政策,提升市场及私人部门的前瞻性通胀预期,以期实现彻底摆脱长期通缩的政策诺言。

## 二、超宽松货币政策下日本金融体系潜在风险

2013年4月,日本银行提出“资产负债表扩大为原有规模两倍,两年实现2%物价目标”,旨在短期内通过作用于总需求的非传统货币政策迅速兑现承诺。为了达成多次被推迟的2%物价目标,日本银行不断扩张超宽松货币政策,2016年推出负利率政策以及长短期利率操作下量化质化宽松政策后,从短期到中长期收益率曲线均处于超低水平,

宽松货币政策呈长期化趋势。在这种利率环境下,以利差收益为核心的银行等金融机构盈利水平降低,尤其地方金融机构经营形势严峻,金融体系风险加大。

### (一)政策当局风险评估

2017年11月,黑田总裁在瑞士苏黎世大学演讲时,在评价长短期利率操作下宽松货币政策产生的积极影响的同时,也指出利率期限对低利率效果的影响是最优收益率曲线的一项考虑因素。长期或超长期利率过低,可能对保险、年金企业运营不利。对金融中介功能而言,值得关注的是“逆转利率”(Reversal Interest Rate)问题,即利率过低,商业银行自有资金将由于存贷利差缩小而受到制约,从而阻碍金融中介功能发挥,反而可能由于宽松政策导致效果异常逆转。目前日本金融机构资本充足,信贷成本大幅降低,金融中介功能未受阻碍,但低利率环境对金融机构经营影响呈累加性,因此日本银行应继续关注这一风险因素。<sup>⑥</sup>

事实上,日本银行一直关注利率过低可能产生的副作用。在2016年9月引入长短期利率操作政策时,日本银行对前期政策进行了总体验证,指出负利率政策不仅降低了商业银行存款利率,由于竞争激烈,其贷款利率也随之降低,削弱金融机构收益水平。<sup>⑦</sup>

日本银行对金融体系风险的担忧主要源于两方面,一是在存贷利差缩小长期化背景下,为维持收益,金融机构可能过度承担信用风险,从而导致金融不均衡的累积损害金融体系稳定。二是收益水平持续低迷,损失吸收能力减弱的金融机构数量

① [日] 内阁府:「今週の指標 NO. 1185」。http://www5.cao.go.jp/keizai3/shihyo/2017/1218/1185.html.

② [日] 総務省統計局:「2015年基準消費者物価指数全国平成30年(2018年)3月分」、2018年4月20日。http://www.stat.go.jp/data/cpi/sokuhou/tsuki/index-z.htm.

③ [日] 内阁府:「平成29年第15回経済財政諮問会議(資料2 デフレ脱却に向けた現状の検証)」、2017年11月16日。http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2017/1116/shiryo\_Q2.pdf.

④ 日本銀行:「経済・物価の情勢の展望2017年10月」。https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor1710b.pdf.

⑤ 日本経済研究センター:「ESPフォーキャスト調査」、2017年12月18日。file:///C:/Users/Owner/Downloads/201816194345.pdf.

⑥ [日] 黒田東彦:「量的・質的金融緩和」と経済理論、2017年11月13日。http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\_2017/ko171114a.htm/.

⑦ 日本銀行:「目で見える金融緩和の「総括的な検証」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」」、2016年9月21日。http://www.boj.or.jp/announcements/release\_2016/k160921c.pdf.

增加,可能导致金融中介功能弱化,影响实体经济稳定。<sup>①</sup> IMF 对日本银行业尤其老龄化环境下地方性银行经营模式的可持续性提出警告。<sup>②</sup> 日本金融厅具体分析了未来持续的超低利率政策对存款性金融机构资金收益的抑制,如商业银行将高利率融资、债券等置换为低利率债务,资金收益压力将长期持续。同时,以现行利率环境和资产价格为前提,银行对房地产相关融资加大,由于世界经济和市场动向存在不确定性,利率攀升、资产价格下跌等突发事件将导致金融机构资产负债表受损,金融机构应重点关注利率风险、信贷风险等管理。<sup>③</sup>

但是,当局对金融机构的风险关注,并不意味着日本金融体系受到冲击。日本银行指出,金融经济活动并未出现较大波动,金融机构总体在资本充足率和流动性两方面维持强抗压性,日本金融体系稳定。虽然目前金融机构收益减少,但由于资本坚实,抗风险能力较强。伴随日本经济回暖,金融机构资产配置再平衡效果将得以实现,企业投资、居民消费增加带动信贷需求提升,银行盈利回升。<sup>④</sup>

黑田总裁提出“逆转利率”对金融中介功能影响后,引发市场对日本银行退出量宽政策的猜测。为淡化或打消这一预期,黑田总裁表示这只是一“学术分析”,日本金融中介功能未出现任何问题,因此不意味着现行货币政策的改变,日本银行将继续维持长短期利率操作政策。<sup>⑤</sup>

## (二)金融体系潜在风险表现

虽然日本当局判断金融体系保持稳定,但也非常重视低利率环境对金融机构盈利造成的影响。

如果银行盈利水平进一步下滑,将可能导致信贷收缩,不利于经济增长,对日本银行维持现行宽松政策造成压力。日本金融体系潜在风险主要集中在金融机构,主要表现在两方面。

### 1. 收益水平大幅下滑

2017 年日本银行业上半年中间决算统计数据表明,城市银行及地方性银行(地方银行、第二地方银行)贷款、手续费等核心业务净利润比前年同期分别下降 32.6%、13.9%和 16.7%。(参见表 2)帝国数据银行调查显示,2017 年 9 月末日本主要 112 家银行存款、贷款规模均有所上升,其中存款总额 727.19 万亿日元,比前年同期增加 5.1%,贷款总额 508.21 万亿日元,增幅 3.6%。但由于利息降低,只有城市银行利差收益增加 3.8%,地方银行、第二地方银行分别减少 0.8%和 2.6%,112 家银行中利差收益减少的银行高达 81 家。<sup>⑥</sup>

### 2. 融资结构不平衡

由于资金收益、核心业务利润下滑,金融机构很可能过度承担风险以维持收益能力。这将导致融资结构不平衡,并可能损害金融体系稳定。从贷款规模看,金融机构贷款增量呈增长态势,但从贷款对象看,城市银行信用卡贷款和地方银行支持个人租赁住房建设贷款比率攀升。2017 年 9 月末,主要银行贷款总额比 2012 年 9 月末增长约 15%,信用卡贷款增加 5.8 万亿日元,涨幅达 70%。同时,在人口减少背景下,租用居住需求理应随之减少,但截至 2017 年 9 月末,5 年间面向个人的租赁住房建设贷款却上升 11%。<sup>⑦</sup>

① 日本銀行:「金融システムレポート(2017 年 10 月号)」、2017 年 10 月 23 日。http://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/fsr171023.htm/.

② IMF:“Global Financial Stability Report October 2017: Is Growth at Risk?”. https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2017/09/27/global-financial-stability-report-october-2017.

③ 〔日〕金融庁:「平成 28 事務年度金融レポート」、2017 年 10 月。http://www.fsa.go.jp/news/29/Report2017.pdf.

④ 日本銀行:「金融システムレポート(2017 年 10 月号)」、2017 年 10 月 23 日、http://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/fsr171023.htm/.

⑤ 日本銀行:「総裁記者会見要旨」、2017 年 12 月 22 日。http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken\_2017/kk1712c.pdf.

⑥ 〔日〕帝国データバンク:「国内主要 112 行の第 2 四半期決算(中間期)預金?貸出金等実態調査」、2017 年 12 月 27 日。

⑦ 〔日〕森駿介、飯嶋カナナ:「銀行カードローン・アパートローン残高増加の動向」、2018 年 1 月 11 日。http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20180112\_012649.pdf.

表 2 2017 年日本银行业中间决算情况

(单位:亿日元)

	城市银行(5家)	地方银行(64家)	第二地方银行(41家)
业务毛利润	24,564(-13.7%)	16,816(-5.3%)	4,523(-6.2%)
经费	15,527(1.8%)	11,517(-0.8%)	3,519(-1.7%)
业务纯利	9,036(-32.6%)	5,317(-13.9%)	1,017(-16.7%)
经常利益	12,667(-1.5%)	6,650(0.1%)	1,211(-5.8%)
当期纯收益	9,768(-3.8%)	4,817(2.6%)	896(-6.1%)

注:银行单独决算报表,括号内为前年同期比。

资料来源:日本全国银行协会:「全国銀行の平成29年度中間決算の状況(単体ベース)」、2017年12月28日。<https://www.zenginkyo.or.jp/stats/year2-01/2017-interim/>。

由于人口减少,地方经济衰退,银行间争夺优良企业融资的竞争日趋激烈,规模较小的地方性银行争相降低贷款利率吸引客户,在日本银行推出负利率政策后,存贷差进一步缩小,地方性银行将注意力转向收益率较高的个人融资。另外日本2013财年税制改正大纲公布,通过2015年1月实行继承税增税方案。由于在自有土地建设公寓住宅能够减少纳税额,起到节税效果,加之超宽松货币政策下融资成本大幅度降低,2015财年起个人租赁住宅建设开工数连续两年呈增长态势,2016财年年比增长11.4%,达到42.73万户,为2008财年以来最高值。<sup>①</sup>过剩融资可能引发租赁住宅建设泡沫,对金融体系风险提出警示。

综上所述,收益减少影响银行损失冲销,导致金融中介功能弱化,同时放松审查标准,提升风险资产投资,将加大金融体系风险。总体来看,日本银行业盈利水平下滑的主要原因有四:一是政策因素,即在持续超宽松政策环境下,贷款利率水平长期低下,以存贷利差为主要盈利模式的商业银行,收益空间被严重挤压;二是结构因素,伴随人口减少和老龄化迅速深化,银行存贷率下降;三是市场因素,与城市银行相比,地方银行国际业务能力弱化,其90%业务均为国内业务,而在经济长期低迷困境下,地方经济回升缓慢;四是技术因素,电子化等金融科技的发展,提升了经营效率的同时,导致银行人员、店铺过剩,经费成本增加。

### 三、日本金融体系最新动向及展望

央行大规模实施超宽松货币政策,超低利率下金融机构盈利空间压缩。同时,金融科技的运用和发展,对金融机构传统经营模式形成冲击。加之少子老龄化等结构性问题使金融机构经营前景更加暗淡,银行业甚至成为“结构性衰退行业”<sup>②</sup>。虽然日本金融体系维持稳定,但日本当局开始关注金融潜在脆弱性,金融机构也相继推出结构性调整方案。

(一)日本银行更加注重政策平衡,在追求物价目标的同时,防范金融体系风险

《日本银行法》第二条规定,日本银行承担两项政策职能,一是通过物价稳定促进国民经济健康发展;二是维持信用秩序,即确保金融体系稳定。泡沫经济崩溃后,日本金融体系经过艰苦的资产负债表调整,进入相对稳定阶段。由于长期通货紧缩,日本银行将政策重点置于提振物价。目前,日本经济虽然进入缓慢回升通道,但仍然存在设备投资不足、工资增长缓慢等问题,尚未实现内需推动的自律性增长。物价方面,核心CPI等物价指标转为正值,但主要与国际原油等大宗商品价格上涨有关。去除能源、食品的核心CPI虽然从2017年3月起有所回升,但最高值仅为2017年11月的0.3%。由于通胀目标达成依然遥远,为了提升通胀预期,实现物价与生产、消费的良性循环,日本银行将继续

①〔日〕国土交通省:「建築着工統計調査報告」、2017年4月28日。<file:///C:/Users/Owner/Downloads/kencha2814.pdf>。

②〔日〕鈴木崇久、田上貴大:「3メガ銀“平時”の大リストラ」、『週刊ダイヤモンド』、2017年11月25日。

维持超宽松货币政策。现在,黑田总裁已实现连任,在安倍政权力争实现的长期政权下,作为“安倍经济学”最重要的支柱之一,超宽松货币政策仍是“摆脱通缩、振兴经济”的主要力量。

长期实行超低利率的副作用凸显,日本银行开始关注金融体系的潜在风险,但现实中陷入政策两难困境。一方面,2%物价目标迟迟无法实现,央行必须维持超宽松货币政策;另一方面,负利率下银行收益大幅下滑,金融体系出现波动。为防止金融机构进一步陷入经营困境,在维持长短期利率操作宽松政策下,日本银行可能对现行政策进行微调,如设置更有弹性的通胀目标;将长期利率目标对象从目前的十年期国债向更短期限国债转移,以此提升超长期利率,加强国债流动性;缩小国债购买规模;减少风险资产增量等。在这一过程中,为防止政策带来的负面冲击,日本银行多次指出,加强与市场参与主体的对话和沟通,减少市场波动。

## (二)宽松货币政策退出尚需时日

国际金融危机后,主要经济体央行纷纷采取量宽政策。伴随就业提升和经济复苏,美联储于2015年进入加息通道,并于2017年6月公布缩减资产负债表计划。欧洲央行虽维持低位利率水平,但2017年也开始缩减资产购买规模。在这种国际环境下,日本继续维持超宽松货币政策压力加大,但由于2%物价稳定目标距离遥远,日本银行仍然继续坚持在长短期操作下,强力推进超宽松货币政策。<sup>①</sup>

在国民称之为“无实感”经济增长下,目前日本银行未考虑宽松政策退出日程表,但从现实操作来看,资产负债表扩张速度减缓。虽然日本银行依然将每年新增80万亿日元长期国债作为宽松政策参考指标,但实施长短期利率操作方式后,持有超过国债40%份额的日本银行无须大量扩张购债规模,即可将长期利率调控在零左右。2017年预计购买国债规模仅为60万亿日元左右,80万亿日元指标实质上已成为形式。

2018年在世界经济复苏背景下,日本经济大幅减速的不确定性因素降低,但宽松货币政策的退出也隐含着政治考量。2018年9月日本自民党总裁选举,加之2018年内将决定是否于2019年10月再次增加消费税,如果日本银行在增税前发表摆脱通缩宣言,可能面临因增税导致物价再次低迷的风险,日本银行多年来致力于消除通缩的努力将成为泡影,日本经济也将可能重新回到通缩泥沼。因此宽松政策退出的关键,在于消费税进一步增税时间以及工资水平的上涨。

## (三)大型金融机构继续深化结构改革,提升竞争力

2017年日本三家大型银行纷纷推出机构精减人员、减少营业网点的改革计划,如瑞穗银行将目前500家网店减至2024财年末400家,至2026财年减少相当于1.9万人的业务量。至2023财年,三菱东京日联银行将在516家网店中,最多选取100家,对其进行“自助型”网店改造,同时超过10%员工被自然精减,总数约为6000人。三井住友银行将投入500亿日元资金,于2019财年末推进所有网点的机器人流程自动化(RPA, Robotic Process Automation),减少4000人业务量。<sup>②</sup>但总体来看,反映危机意识的结构改革尚未完全启动,人员精减主要表现为业务量减少从而进行人员重新配置,裁员可能更多涉及非正式员工,而正式员工基本属于退休、转岗等自然减员。

20世纪90年代,日本国内金融危机爆发,日本大银行通过不断重组,形成三大银行体制。2008年金融危机后,在长期低利率环境下,日本大银行结构改革基本停滞。反映在时价总额方面,日本银行在国际金融市场存在感不断降低。1997年末,东京三菱银行以8.4万亿日元居全球股票市场第四位,规模为当时占据首位的美国银行的61.3%。2017年9月末,日本大银行中时价总额最高的三菱日联金融集团降至全球17位,其10.3万亿日元规模仅

<sup>①</sup>〔日〕黑田東彦:「人手不足を越えて、持続的経済成長への展望」、2017年12月26日。[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2017/ko171226a.htm/](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2017/ko171226a.htm/)。

<sup>②</sup>「メガ銀、改革は未知数」、『日本経済新聞』、2017年12月26日。

为摩根大通集团的 27.2%。<sup>①</sup>

在负利率环境下,日本大型金融机构由于积极开展国际业务而受益,海外事业占营业利润比重有所增长。但与此同时,由于经费成本攀升,2017 财年中间决算报表显示,城市银行营业毛利润年比降低 13.7%,但经费却增加 1.8%,其中人工费增加 4.8%<sup>②</sup>。随着金融科技的发展,为进一步提升国际竞争力,日本大型金融机构在改善收益时,一方面,加强调整人员、减轻负担等改善成本结构的措施;另一方面,更加注重经营资源在结构和效率方面的优化,开发盈利新模式,提升收益结构。

(四)地方性金融机构在削减成本与区域密切型经营之间的制约矛盾中寻求突破

与拥有国际业务、非利差收益占比较高的大银行相比,地方性银行业务与地区经济发展关系密切,收益基本依赖于国内资金收益,在低利率和激烈竞争下,地方性银行利润微薄,资金收益与存贷收益均呈下跌趋势。由于受到区域密切型经营模式制约,地方性银行难以通过裁员、削减网店等方式降低成本。2017 年 10 月,日本银行在报告中首次指出地方性银行存在人员、网店过剩问题,银行间竞争激烈。出于对资金收益减少的集体性担忧,地方银行追求短期利益的行动可能引发系统性风险。<sup>③</sup> 针对地方银行严峻的收益性问题,日本金融厅表示,对所在地区企业、经济无贡献的金融机构,其退出可以理解为市场机制发挥作用。<sup>④</sup> 可以看出,在市场机制作用下,对于被淘汰的地方性金融机构,金融监管部门将实施行政举措,引导其退出金融市场。

为保持稳健发展,地方金融机构通过合并、重

组等方式“抱团取暖”。日本国内金融危机平息后,地方银行开始了小范围经营重组。2015 年 7 月森信亲就任日本金融厅长官后,积极推进地方金融机构重组。2015 年 10 月,肥后银行和鹿儿岛银行通过建立持股公司方式成立九州金融集团。

但还要看到,合并重组可能导致金融机构规模过大,在地方经济中存在金融寡头、垄断风险,因此引发严格的反垄断审查。2017 年 7 月,福岡金融集团与长崎十八银行发表声明,由于公平交易委员会再次未完成审批,原定于 2017 年 10 月的经营合作日程将无限延期。<sup>⑤</sup> 其原因主要在于十八银行与福岡金融集团旗下的亲和银行合并后,其市场贷款份额约占长崎县内 70%,有可能触碰《反垄断法》的天花板,因此公平交易委员会审批谨慎严格。

与追求规模相比,地方银行面临的根本课题,在于人口减少和地方经济规模缩小背景下,如何维持、扩大收益来源。对地方经济而言,持续健康经营、充分发挥金融中介功能的地方银行不可或缺。通过合并重组,虽然扩张了银行规模,但能否真正减少成本、提升经营效率,需要进一步观察。对金融机构而言,解决信息不对称能力是其重要的附加价值。地方金融改革应进一步加强与地方企业、地方经济联系,以差别化服务强化与客户之间牢固的信任关系,减少信息不对称风险,提升信贷能力,以此提升银行附加价值。同时,地方性金融机构改革应与结构改革形成合力,在“生产性革命”推进过程中,加大对新兴产业、创业型产业投资,在供需两端形成共同的价值创造,为地方经济繁荣发展提供优质金融服务。

① 「メガ銀、収益改善道半ば」、『日本経済新聞』、2017 年 10 月 31 日。

② 〔日〕全国銀行協会:「全国銀行の平成 29 年度中間決算の状況(単体ベース)」、2017 年 12 月 28 日。https://www.zenginkyo.or.jp/stats/year2-01/2017-interim/.

③ 日本銀行:「金融システムレポート(2017 年 10 月号)」、2017 年 10 月 23 日。http://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/fsr171023.htm/.

④ 〔日〕金融庁:「平成 29 事務年度金融行政方針」、2017 年 11 月。http://www.fsa.go.jp/news/29/20171110.html.

⑤ 福岡金融集团与十八银行原定于 2017 年 4 月 1 日进行经营合作(即股份交换生效日),2018 年 4 月 1 日福岡金融集团旗下亲和银行(位于长崎市)与十八银行合并。由于公平交易委员会未完成审批和回复,经营合作与合并事宜分别推迟半年,即分别于 2017 年 10 月 1 日、2018 年 10 月 1 日完成。此次再次延期,且未说明期限。公平交易委员会在企业合并方面两度延期审批,较为少见。