

日本资本账户开放对中国的启示

一、日本资本账户开放的教训

日本在实现资本账户开放十年后，利率自由化才最终完成。日本在 1980 年代初就实现了资本账户开放。1984 年 4 月，日本废除了远期外汇交易的实际需求原则；当年 6 月，日本进一步废除了外汇兑换日元的限制。日元基本上成为自由可兑换货币。这意味着，日元不仅是经常项下可自由兑换，而且在资本项下的自由可兑换也基本放开。1986 年 12 月，日本又在东京开设了日元离岸市场，为日本国内企业和机构获得境外融资提供了更加便捷的渠道。在实现资本账户开放十年后，1994 年日本利率自由化才最终完成。1985 年 10 月，日本大额定期存款利率实现自由化，同时债券市场的期货产品开始交易；1988 年 11 月，日本银行间市场的短期利率也实现了市场询价、还价的决定机制；1989 年 6 月，小额定期存款利率也开始自由化。随后日本银行存、贷款利差出现了迅速的收窄。到 1994 年 10 月，日本完成了活期存款利率的自由化，并宣告日本利率自由化的最终完成。

利率自由化滞后于资本账户开放是日本泡沫经济形成的重要原因。现有大量研究已经发现，导致日本泡沫经济的直接原因是日本央行实施了过度宽松的货币政策。但日本央

行并非不想控制流动性泛滥的局势，而是有心无力。究其原因，正是由于日本在尚未实现利率自由化的时候，贸然开放了资本账户。这导致日元与外汇兑换限制的放开，从而使得日本企业、金融机构可以轻易地从国外获得贷款，然后兑换成日元在国内使用，从而避开国内信贷总量的限制。如果利率市场化在前，资本账户开放在后，当数量型货币政策（窗口指导）失效的时候，价格型货币政策（利率政策）就能及时发挥调节作用，从而上世纪 80 年代日本的泡沫经济在一定程度上是可以避免的。但在资本账户开放在前，而利率市场化在后的情况下，从 1984 年末到 1989 年末，日本央行对于控制国内的信贷供给缺乏有效的政策工具。

二、对中国的启示

日本早在 1968 经济总量就已经超过德国成为世界第二大经济体，但伴随着泡沫经济的形成及其破灭，日本陷入长达二十多年的通货紧缩和经济持续低迷。从日本资本账户开放和利率市场化的教训中，日方认为有如下启示值得中国借鉴。

一是利率市场化不能滞后于资本账户开放。从日本的经验、新兴市场经济体开放资本账户的实践，以及国际经济学界的理论和实证研究，均表明一国资本账户开放既需要遵循特定的次序，也需要一定的前提条件。人民币利率市场化、人民币汇率形成机制市场化以及中国金融体系基本实现对民间资本的充分开放不能滞后于资本账户开放。否则，资本账户开放将带来频繁、大规模的跨境套利活动，这会加剧中国金融风险的累积，并造成国民福利的损失。

二是进行利率市场化的同时要注意提高金融机构的公司治理，打破政府隐性担保的承诺。公司治理孱弱、软约束的金融机构往往在揽储方面的积极性过高，缺乏自我约束导致非公平竞争，从而对整个银行业的金融发展不利。在利率市场化的同时，要通过改革提高金融机构的公司治理、实现硬约束，端正市场主体的竞争行为。同时，打破政府隐性担保承诺。对于个别地方融资平台、国有企业等由于自身经营不善、流动性断裂而造成实质性违约的，不应通过政府行政干预的形式，借助续贷来维持生存，而是要依照市场规律，严格进入法定的破产程序。只有打破政府隐性兜底的市场共识，资金才能真正实现风险定价，利率市场化才有意义。

三是重视利率市场化对中小金融机构的影响，做好风险预警和防范工作。中小金融机构在利率市场化后可能面临严峻的生存挑战。因此需要做好风险预警和防范工作，尤其是建立显性的存款保险制度能在最大程度上保证利率市场化后的金融稳定，为利率市场化改

革提供良好的制度保障和稳定的经济预期。

(作者系中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员)

IIS 简介：国际投资研究系列 (International Investment Studies) 是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博、刘洁、刘一璇与赵奇锋。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。