

日本金融：

危机与变革

◎ 胡坚 陶涛 著

北大学者
谈国际金融
热点丛书

经济科学出版社

13

北大学者谈国际金融热点丛书

日本金融：危机与变革

胡 坚 陶 涛 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

日本金融：危机与变革 / 胡坚，陶涛著 . - 北京：经济科学出版社，1999.8

(北大学者谈国际金融热点丛书)

ISBN 7-5058-1812-0

I . 日 ... II . ①胡 ... ②陶 ... III . ①金融危机-日本
②金融体制-经济体制改革-日本 IV . F833.13

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 46036 号

目 录

第一章	日本“泡沫经济”的兴衰	(1)
第一节	“泡沫经济”的缘起.....	(1)
第二节	“泡沫经济”的膨胀和破灭.....	(6)
第三节	“泡沫经济”破灭的影响.....	(15)
第二章	日本金融机构的危机	(24)
第一节	棘手的不良债权问题.....	(24)
第二节	金融机构纷纷破产.....	(34)
第三节	金融机构的信用危机.....	(41)
第三章	日本金融制度的危机	(51)
第一节	日本的金融制度.....	(51)
第二节	大藏省的责任与失误.....	(66)
第三节	金融制度危机.....	(76)
第四章	亚洲金融危机与日本金融体系 (之一)	(80)
第一节	无边落木萧萧下——亚洲金融危机 爆发之前的日本经济与金融.....	(80)

第二节	1997年亚洲金融危机与日本金融体系的交互影响·····	(87)
第五章	亚洲金融危机与日本金融体系(之二)	
·····	·····	(103)
第一节	1998年亚洲金融危机在全球扩散的第一波——日元贬值·····	(103)
第二节	1998年下半年亚洲金融危机在全球扩散与日本金融体系动荡·····	(119)
第六章	亚洲金融危机与日元的国际化和东京国际金融中心 ·····	(153)
第一节	日元的国际化·····	(153)
第二节	亚洲金融危机之后的东京国际金融中心：发展与问题·····	(169)
第七章	日本金融制度改革 ·····	(181)
第一节	日本金融制度改革回顾·····	(181)
第二节	“金融三法”·····	(192)
第三节	“大爆炸”式金融体制改革·····	(197)
第四节	改革的阻力·····	(207)
主要参考文献	·····	(220)
后 记	·····	(228)

第一章 日本“泡沫经济”的兴衰

20世纪70年代,日本经济在两次石油危机中结束高速增长,而后经历了10年“无航海图航行”期^①。80年代中期以来,以日元升值为转折点,日本经济在迈向国际化和自由化的征途中,再次演绎了经济极端繁荣的神话,同时也演出了一场“泡沫经济”的闹剧。90年代伊始,“泡沫经济”的破灭为20世纪最后10年的日本经济蒙上了一层阴影。更为不幸的是,这层阴影一直消散不去,最终演化为一场深重的金融危机。

第一节 “泡沫经济”的缘起

“泡沫经济”在日本并非全新面孔。1971年12月,出于美国单方面废除美元与黄金挂钩的压力,西方十国财政部长在史密索尼安会议上就多边货币协调达成协议,为此,日元自战后以来首次升值。为了避免日元升值通过出口下降导致经济萧条,日本政府实行了财政、金融双缓和政策,并通过《日本列岛改造计划》刺激经济高速增长。结果掀起了民间资本对购买土地的投机狂潮,使地价不断上涨,形成“泡沫经济”。日本80年代后期的“泡沫经济”依然以日元升值

^① 铃木淑夫:《日本的金融政策》,第26页,北京,中国发展出版社,1995年中文版。

为契机，但其膨胀之势远非昔日可比。

一、日元被迫升值

1985年9月，西方五国（美、日、英、法、原西德）财政部长和中央银行行长密会于纽约广场饭店，就美元高估及美国巨幅经常收支赤字问题，协商采取联合行动，降低美元对日元和欧洲货币的比价，史称《广场协议》。由于日美贸易摩擦加剧，日元首当其冲大幅升值。

《广场协议》生效后，先是传播效应使美元比价下降。随后各国在外汇市场上实行协调干预，抛出美元，买入本国货币，诱导美元下跌。1985年底，美元汇率从1美元=240日元降到1美元=200日元。但与《广场协议》期望的美元贬值目标尚有距离。1986年各国继续执行协调干预和缩小利差的金融政策，美元再次贬值，日元比价急剧上升，1986年夏，日元汇率升至1美元=150日元。

五国集团一致认为，1美元=150日元的汇率表明美元已贬值到适当水平，国际政策协调胜利在望。^①但是，汇率在1美元=150日元和1美元=160日元间只徘徊了半年，1987年初美元再度下跌，1月跌破150日元大关，3月跌至140日元，4月又跌破140日元。前期美元贬值已使包括日本在内的各黑字国面临货币升值萧条，如果美元再行下跌，不仅会加剧黑字国经济萧条，还会使美国通货膨胀升级，从而使通过美元贬值矫正经常收支不平衡的成果化为乌有。为此，1987年2月，五国集团在巴黎卢浮宫召开会议，发表

^① 参见铃木淑夫：《日本的金融政策》，第61页，北京，中国发展出版社，1995年中文版。

《卢浮宫协议》，声明美元贬值已到适当水平，无需再诱导下跌。会后，各黑字国共同降低利率，防止美元再行下跌。事实上，1986年初，欧洲和日本为了减缓经常收支黑字缩小带来的不景气压力，都已下调了利率。

二、实行超低利率

日元大幅升值使日本出口下降、进口增加，日本出口主导型经济受到极大冲击。1986年，日本国民生产总值实际增长率仅为3.8%，与前一年的6.6%相比降低了2.8个百分点。为防止经济下滑，并实现由出口主导型向内需主导型经济结构的转变，日本政府实行了金融缓和政策，日本银行经大藏省授意下调贴现率。1986年上半年三次调低贴现率，从原来的5.0%分别降至4.5%、4.0%、3.5%。美元再次贬值后，日本银行又于1986年11月和1987年2月两次下调贴现率，使之停留在2.5%这一前所未有的超低水平上。原西德也于1987年1月将贴现率调低为3%。

1987年年中，美元汇率恢复稳定，各黑字国也逐渐摆脱货币升值带来的不景气，经济开始好转。日本也从1986年12月进入被称为“平成景气”的经济繁荣期。考虑到繁荣期继续保持2.5%的超低利率会造成经济过热，日本、原西德从1987年秋季开始诱导市场利率上升，试图及时纠正超低利率水平。但是10月19日，纽约股市爆发了著名的“黑色星期一”大股灾。股价瞬时暴跌，美元汇率随之一落千丈。股价、债券、汇率市场的连锁崩溃使日德不得不放弃对市场利率的诱导。为避免信用不稳定造成世界性危机，五国集团再次协调降低利率。1987年12月，原西德将贴现率降至2.5%，与日本持平。

意外的是，世界性信用恐慌并未持久，心理上的贬值效应也没有推波助澜，协调降低利率的景气刺激却格外见效。美、日、原西德三国均以超出实力的速度快速发展，就经济增长率而言，日本由1987年的4.3%上升到1988年的6.2%，同期，原西德由1.5%上升到3.7%，美国由3.1%上升到3.9%。原西德最早对此做出反应。1988年7、8两月，原西德抓住美元对马克一度恢复元气的机会将贴现率分别上调0.5%，恢复到3.5%的普通低利水平。1989年上半年又利用美元再度恢复之机两次上调0.5%，使贴现率恢复到4.5%的中间水平。美国于1988年8月也将贴现率上调0.5%，达到6.5%的较高水平。

而日本则没有及时做出调整，继续维持2.5%的超低利率。对此，铃木淑夫指出了日本政府的难言之隐：因为美元对日元长期疲软，形成了持续的美元贬值预期，日本政府很难找到提高贴现率的有利时机。^①美元汇率于“黑色星期一”已突破130日元，在纽约证券市场恢复平静之后，又继续下跌，1987年12月降至120日元，除6~9月短暂恢复到130日元外一直疲软，大有跌破120日元大关之势。美国的一些研究机构甚至公开谈论美元有可能跌破100日元大关^②。舆论的普遍看跌使美元对日元汇率在1988年底已岌岌可危，面临全线崩溃。如果此时日本银行提高贴现率势必导致美元暴跌，外汇市场崩溃将卷土重来。所以当日本着手提高贴现率时，已是原西德第四次提高贴现率的1989年5月了^③。

① 参见铃木淑夫：《日本的金融政策》，第66~67页，北京，中国发展出版社，1995年中文版。

②③ 参见铃木淑夫：《日本的金融政策》，第67页，北京，中国发展出版社，1995年中文版。

从1987年2月到1989年5月，2.5%的超低利率维持了两年零三个月，形成了“永久低利率神话”，为“泡沫经济”埋下了伏笔。

三、“平成景气”

日元的急剧升值使出口行业受到汇兑损失的沉重打击。尤其是竞争力较弱的中小出口企业，因出口减少，销售收入几乎不能弥补成本，纷纷倒闭或退出出口行业，形成日元升值危机。但另一方面，日元升值也使日本原本庞大的经常收支余额账面金额更加膨胀。1985年，日本的贸易收支余额和经常收支余额分别为492亿美元和560亿美元，1986年美元贬值后，这两个数字分别涨到858亿美元和928亿美元，相当于当年GNP的3倍左右^①。日本国内储蓄率一直较高，超金融缓和又造成货币供应扩张，加之外汇盈余的骤然膨胀，经济中逐渐形成了庞大的过剩资本。

在金融缓和、资金充足的大背景下，日本掀起了新一轮设备投资热潮。企业为在日元升值中生存，全力增加战略性投资，如停止生产由于日元升值而难以为继的产品，或转移到低工资国家生产，将生产据点向全球扩张；增加对开发新产品、建设新工厂的投资，使国内生产向高精尖、高附加值产品集中；加强合理化投资，降低成本，如在工艺过程中大量使用机器人操作，增加节能、节源投资等。

日本政府也为摆脱日元升值危机采取措施，扩大对内需产业的投资，推动开拓国内市场的投资热潮，刺激经济增长向内需主导型转换。投资范围包括与个人消费有关的各种服

^① 吴涛：《日本“泡沫经济”评析》，载《日本学刊》，1994年第4期。

务行业和制造业，以及运输业、通讯业，甚至机场、海港、高速公路、新干线等公共领域。此外，20世纪80年代以来，高科技的迅速发展掀起了技术革新热，这也推动了内需主导型投资迅速膨胀。

1988年度到1990年度，民间设备投资以平均14.1%的高速度上升。即便是一前一后的1987年度和1991年度，设备投资也以超过增长率一倍的比率上升^①。高涨的设备投资热逐渐克服了日元升值的不利影响，推动经济不断增长和扩张。GNP实际增长率1986年度为2.9%，1987年度迅速升为4.9%，1988年度又增为5.9%，1989年度和1990年度分别为4.8%和5.7%，1991年度尚维持3.5%的增长率，在同一时期西方发达国家中是最高的。从而形成从1987~1991年长达数年的空前繁荣，即“平成景气”。

第二节 “泡沫经济”的膨胀和破灭

一、“泡沫经济”的膨胀

长期超低利率导致地价和股价暴涨，形成“泡沫经济”，这是“平成景气”的重要特征。“泡沫经济”指“土地和股票价格长期持续地急剧上升，导致土地资产额和股票资产额的膨胀远远大于固定资产等实物资产价值的增长”^②。

景气繁荣使更多企业、机关在大城市设立办公地点，掀起

① 铃木淑夫：《日本的金融政策》，第77页，北京，中国发展出版社，1995年中文版。

② 林直道：《现代日本经济》，第273页，北京，北京大学出版社，1995年中文版。

楼房建筑热,使土地价格直线上升。土地价格上涨从东京都商业区开始,1986年涨幅为48.2%,1987年涨幅为61.1%。随后波及到其他地区,并影响到住宅地价。从1984年到1989年,土地价格暴涨了约两倍,东京和大阪等大城市甚至达2.5~3倍。企业的高积累、高利润,以及更高增长、更高利润的预期心理激发了国民的股票购买欲,导致股票价格也直线上升。日经平均股价1984年还只有11000多日元,随后一路上升,即便是世界市场上出现“黑色星期一”大股灾的1987年,还继续升到23000日元。1987年底,日本股票时价总额竟占全世界股票时价总额的41.7%,日本的股票市场开始超过美国成为世界第一。股价上涨在1989年达到最高值39000日元左右,比1984年上升了两倍多。^①

总之,1984~1989年间土地和股票等金融资产以高于机械和建筑物等实物资产的增势快速膨胀。根据表1-1数字计算,纯固定资产只增长了35%,而土地资产增长了1.29倍,股票资产增长了3.41倍,相差极为悬殊。资产价格异乎寻常地超越国民生产总值增长的膨胀形成了“泡沫经济”。

表1-1 日本国民总资产的变化 (单位:万亿日元)

	1984 (A)	1989 (B)	B/A
国民总资产	3618	6854	1.89
纯固定资产	656	888	1.35
土地	929	2129	2.29
金融资产	1920	3713	1.93
其中股票	203	895	4.41

资料:林直道(1993)《现代日本经济》,北京大学出版社,第273页。

股价、地价暴涨的直接因素正是长期超低利率。首先,超

① 日本银行调查统计局:《经济统计年报》,1993年,第28页。

金融缓和下的经济增长使企业收益增加,土地生产率提高,刺激了市场投机行为;其次,它使企业、个人通过向银行借款进行土地和股票投机成为可能。而银行和证券公司乃至企业无节制的融资、投资行为又使资产价格上涨之风愈演愈烈。

超金融缓和使企业以低利率借款成为可能,低成本投资使很多受日元升值冲击的企业迅速摆脱困境,经常收益率快速上升。1986年,日本企业的经常收益率仅为17.2%,1987年上半年一跃为33.5%,下半年即达到50.9%的超高水平。企业收益的增加提高了股票投资收益率,进而改善了投资者的心理预期,提高了股东的风险承受能力。如前所述,80年代中后期日本金融市场上存在大量的过剩资金,在实物投资市场狭小的情况下,大量资金涌向了高收益的股票市场。从1987年起,企业收益成为股价上涨的主要因素。1987年四个季度股价比上年同期分别上涨60.63%、66.21%、40.68%和29.63%,其中收益因素的贡献度分别是2.99%、12.43%、22.56%和22.31%。^①

与此同时,日本开始实行按时价发行股票以及证券公司操纵股价也加速股价超常上升。日本的资本主义制度通常被称为法人资本主义,这是因为日本企业之间相互持股比例较大,金融机构也不例外。20世纪60年代后期,在资本自由化过程中,日本企业为防止被外国大资本大量收买股票,开展了“稳定股东工作”。即股票发行公司寻找市场上本公司的浮动股,委托其系列公司买进,随后转交给同一集团的成员企业,或有业务联系的值得信赖的企业或银行持有,让这

^① 吴涛:《日本“泡沫经济”评析》,载《日本学刊》,1994年第4期,第109页。

些企业成为本公司长期稳定的股东。“稳定股东工作”使市场上流动的股票数量减少，股票价格上升，使外国公司很难通过大量收购股票兼并日本企业。70年代日本企业的增资方式由股东配股和面额发行股票向时价发行股票过渡后，“稳定股东工作”更为流行。因为，吸收市场上的浮动股可以控制股票供求关系进而提高股价，而利用高股价发行新股也有增加资本的好处。所以在80年代后期日益扩张的股票市场上，有限的浮动股成为推动股价上涨的一个重要因素。

在日本的股票市场上，野村、大和、山一和日兴四大证券公司的交易额占整个市场交易的一半左右，居垄断地位，并形成价格操纵，使股价再行上升。因为高股价意味着证券公司按时价计算的手续费收入增加。此外，地价暴涨使拥有大片土地的大型企业股价上升，也成为股市上扬的牵引力。

“平成景气”时期的经济快速增长使日本单位面积土地的附加价值增加，土地生产率提高。1987年日本的土地生产率达到了65.1亿美元/平方公里，分别是美、英、原西德的15、25和1.4倍。^①土地生产率的提高使人们对土地的财富意识加强，对土地的需求量迅速增加。加之日本国土狭小又集中，严重的供不应求使土地价格以东京都为首急速上涨。

除以上因素，市场预期和投机的作用又使资产市场价格一涨再涨。在资产价格上涨过程中，企业、银行和证券公司无节制的投资、投机行为是股价和地价轮番上涨的催化剂。首先，大企业利用市场上的高股价，不断按照市场价格发行股票，赚取股票市价和面值的差额。同时大量发行可转换的

^① 吴涛：《日本“泡沫经济”评析》，载《日本学刊》，1994年第4期，第109页。

公司债券和附加新股认购权的公司债券，1986~1989年间，大企业利用这两种方式获得了60多万亿日元的资金。其中近一半转为设备投资，余下则用于直接或间接股票投资^①敛财。包括日立、丰田和松下等高科技产业在内，日本的大企业纷纷利用手中大量的流动资金从事股票和土地的投机买卖，以获得巨额的泡沫利润。如日立公司1989年3月有价证券的涨价收益为2.188万亿日元，即便在“泡沫经济”破灭后的1991年3月还增至2.343万亿日元。据说许多从事制造业的大企业的巨额年收益中，几乎有一半以上来自所谓“金融投资活动”的收益^②。显然，大企业的这种投机活动对股价和地价的上涨起了推波助澜的作用。

在良好的市场预期驱动下，一向热衷于储蓄而对有价证券投资谨小慎微的日本居民受泡沫膨胀的势头感染，也积极投身于这场洪流之中。引发个人股票投资热的主要契机是1986年至1987年日本NTT(日本电话电信公司)股票的出售。^③当时日本推行行政改革，将NTT等三个国营公司民营化。NTT公司首当其冲被出售股票，上市仅两个月股票价格就上升了3倍。如此高的回报率使个人投资者爆发出极大热情，迅速将NTT股抢购一空。经过这场热身赛后，个人投资的比例和人数都迅猛增加。1985年个人金融资产构成中股票资产的比例是9.23%，1987年上升到16.12%，1989年又上升到21.21%，

① 间接股票投资指通过信托银行、证券公司及投资咨询公司的特定资金信托、营业特定资金信托、投资信托及资金信托以外的其他信托方式进行的股票投资。

② 朱绍文：《日本“泡沫经济”的破裂及其教训》，载《改革》，1993年第4期。

③ 馆龙一郎：《日本“泡沫经济”的成因及影响》，载《经济学动态》，1993年第8期。

是1985年的两倍以上。个人持股者从1985年的1600万人增加到1989年的2400万人,相当于日本总人口的1/5。

在金融自由化过程中,为在日益竞争的金融市场占据一定份额,大银行毫无节制地向土地投机融资,义无反顾地投身于投机洪流。银行发放大量的抵押贷款,鼓动土地持有者和其他个人进行土地投机,并以他们持有的或购买的土地为担保提供相当于地价70%的贷款让他们再去购地。如此循环,反复贷款,银行的土地抵押贷款额急剧膨胀。1992年3月末达到150万亿日元,占全国银行^①总抵押贷款的35.5%^②。土地投机者随着所购土地资产升值而成巨富,银行的金融资产也随之膨胀。证券公司为了获得更多的手续费,不但竭力游说发行公司发行可转换的公司债券和附加新股认购权的公司债券,还操纵股价、动员个人和机构投资者购买股票,不断掀起股票发行和投机热。甚至不惜以直接向大宗顾客给予损失补贴的方式扩大证券交易。

当然,技术和环境因素也对“泡沫经济”的形成起了加速作用:70年代以来的电子技术发展使经济和金融交易额成几十倍地膨胀;80年代中期迅速展开的金融自由化既给金融机构竞争造成巨大动力,又为金融业的膨胀与发展提供了自由空间。

二、“泡沫”破灭

1989年12月29日,东京证券交易所的日经平均股价暴涨到38915日元,正当人们翘首以待突破4万日元大关,

① 包括城市银行、地方银行、相互银行、信托银行和长期信用银行。

② 林直道(1993):《现代日本经济》,第275页,北京大学出版社1995年中文版。

1990年伊始，股价转而迅速下跌。仅3个月股价便降落11000日元，跌至28000日元。此后，股价跌势不断，“泡沫经济”行将崩溃。

股价下跌的导火线是1989年5月日本银行首次上调贴现率到3.25%后，又于10月、12月两次再行上调，使贴现率达到4.25%。但1990年初的股价大幅下降并没有使股票、土地投机热降温，人们依然沉浸于“低利率的神话”之中，坚信股市会再次回升。既然1987年“黑色星期一”那样的世界性危机都顺利闯关，国内股价暂时下跌后的反弹更不在话下。国外对日本经济发展的强劲势头也普遍看好，英国杂志《LONDON ECONOMIST》甚至以“感谢日本”为刊首语，指出世界经济之所以能摆脱80年代后期的经济危机正是受惠于日本经济的强劲增势。^①

仿佛印证了人们的乐观情绪，1990年5月底，股价果然回升到33000日元。但年中股票市场又再次疲软。8月，伊拉克入侵科威特，这是冷战结束后的首次世界性军事冲突，又发生在世界主要能源供应地，石油价格暴涨造成整个世界经济不安，全球股价同时下跌，日本股市也在劫难逃。

8月30日，日本银行第五次上调贴现率至6.0%，对日本股市又是致命一击，股价迅速下跌。此番下跌速度更快，仅一个月就跌至最低点20000日元，较年初的39000日元下跌了约50%。比1965年证券恐慌时44%的下跌率还要更胜一筹。即使如此，日本全国上下依然没有严峻的危机感，日本银行总裁甚至强调国内的景气繁荣依然持续扩大，股价跌速虽然快了些，但远未到影响金融体系的地步，无需为之担心。这时，1990

^① 高尾义一：《平成金融萧条》，第8页，（日）中央公论社，1994年。