

白钦先集

8



人有道术亦有道

(下册)

 中国金融出版社

白钦先集·8

国家“双一流”建设学科辽宁大学应用经济学重点项目成果

教育部哲学社会科学研究专项委托项目(09JF001)成果

人有道术亦有道

(下册)



中国金融出版社

责任编辑：肖丽敏

责任校对：刘明

责任印制：程颖

图书在版编目 (CIP) 数据

人有道术亦有道 (Renyoudao Shuyiyoudao). 下册/白钦先著. —北京: 中国金融出版社, 2018. 1

(白钦先集)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9339 - 7

I. ①人… II. ①白… III. ①经济学—文集②金融学—文集
IV. ①F0 - 53②F830 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 296139 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 155 毫米 × 235 毫米

插页 4

印张 20.25

字数 344 千

版次 2018 年 1 月第 1 版

印次 2018 年 1 月第 1 次印刷

定价 72.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9339 - 7

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

目 录

日本产业结构变迁与金融支持政策分析	1
战后日本金融结构变迁的影响研究及借鉴意义	16
美国金融倾斜“迷失陷阱”与金融监管改革评析	29
再论次贷危机的根源与金融发展方式转变	43
金融危机后对金融监管理论与实践的反思	54
近现代中国金融研究范式的变迁	66
信用评级、公共产品与国际垄断霸权	
——对信用评级市场本原的思考	85
产业升级背景下商业银行煤炭领域信贷策略分析	99
股票价格为什么会高估	
——基于“赢者的诅咒”现象的解析	107
基金公司总体绩效检验与投资风格分析	117
华尔街与山西票号经营理念比较研究	
——“贪婪、豪赌”与“节制、稳健”的历史对比	135
附录一 2017 年度“中国金融学科终身成就奖”颁奖典礼实录相关文献	
鸿儒金融教育基金会理事长许均华先生宣读评选获奖名单	151
2017 年度中国金融学科终身成就奖获奖人白钦先教授颁奖辞	153
2013 年度“中国金融学科终身成就奖”获得者张亦春教授的讲话	155
学界代表——国务院学位委员会第六届、第七届学科评议组成员	
郑振龙教授的讲话	157
学界代表——辽宁大学经济学院院长谢地教授的讲话	160
业界代表——中国人民银行金融研究所所长孙国峰研究员的讲话	162
业界代表——新沃集团董事长朱灿博士的讲话	164
学生代表——北京第二外国语学院副校长李小牧教授的讲话	166

学生代表——广东省广晟金融控股有限公司董事长牛鸿博士的 讲话	168
学生代表——国际资产评估理事会专业委员会委员姜伟教授的 讲话	170
辽宁大学党委书记周浩波教授的讲话	172
中国金融学科终身成就奖评委会主任、中央财经大学校长王广谦教授的 讲话	174
辽宁省政协主席夏德仁教授的讲话	176
厦门市前副市长厦门大学江曙霞教授在首届“中国金融研究杰出 贡献奖”颁奖典礼上的讲话	178

附录二 社会各界题词、白氏箴言选及贺信

社会各界题词汇总表	183
白氏箴言选	192
国家金融与发展实验室理事长李扬研究员的贺信	194
北京大学新结构经济学研究中心主任林毅夫教授的贺信	195
2016 年度“中国金融学科终身成就奖”获奖者孔祥毅教授的贺信 ..	196
山西财经大学校长刘维奇教授的贺信	197
吉林大学总会计师杜莉教授的贺信	198
浙江省金融办主任张雁云先生的贺信	199
广西大学副校长范祚军教授的贺信	200
中国金融学会贺信	201
中国农业发展银行山东省分行的贺信	202
广东财经大学的贺信	203
南开大学金融学院的贺信	204
厦门大学经济学院金融系的贺信	205
湖南大学金融与统计学院的贺信	206
中南财经政法大学金融学院的贺信	207
对外经济贸易大学金融学院的贺信	208
兰州财经大学金融学院的贺信	209
广西大学商学院的贺信	210
云南字如钧等十位弟子的联名贺信	211
苏州孙文基等三位弟子的联名贺信	212

辽宁大学副校长陆杰荣教授的贺信	213
辽宁大学法学院院长杨松教授的贺信	214
辽宁大学经济学院院长谢地教授、党委书记李本智教授的贺信	216

附录三 “白钦先学术思想高峰论坛” 专家学者及师门弟子感言

厦门大学金融工程学科带头人郑振龙教授的感言	221
山西金融职业学院校长崔满红教授的感言	225
对外经贸大学校长助理丁志杰教授的感言	230
海南银行副行长吴竞择博士的感言	233
太原师范学院副校长赵怡教授的感言	234
厦门大学经济学院院长朱孟楠教授的感言	236
中南财经政法大学朱新蓉教授的感言	238
北京工商大学研究生院院长杨德勇教授的感言	243
山西财经大学李惠芬教授的感言	246
山西儒学会会长秦援晋博士的感言	250
远洋资本有限公司副总经理陈阳博士的感言	254
沈阳师范大学金融系主任杨秀萍教授、海通证券投资银行部副总裁 薛阳博士的感言	256
暨南大学沈军教授的感言	277
哈萨克中国银行行长助理贾天飞先生的感言	282
首都经济贸易大学金融发展研究所副所长祁敬宇教授的感言	284
浙江财经大学耿中元教授的感言	287
中国建设银行总行谭庆华博士的感言	292
上海青黛文化传播有限公司总经理杨涤博士的感言	294
辽海讲坛教授文豪博士的感言	297
广东电白农村信用合作社副主任秦伟新博士的感言	304
山西信托股份有限公司武飞甫博士的感言	311
硕博连读研究生张坤博士的感言	315

日本产业结构变迁与金融 支持政策分析^①

内容提要：第二次世界大战以来，日本历经了经济复兴、高速增长、低速增长、结构调整和稳定发展等时期，产业结构由以轻工业为主导到以重工业为主导再到以第三产业为主导，成功完成了产业升级。在此过程中，日本政府审时度势，在不同的发展阶段，根据不同的经济金融社会环境，实行了不同的金融支持政策，在经济复兴和增长时期有力地促进了产业结构的成功升级，但在产业结构调整期，由于没能及时调整金融结构，反而阻碍了产业结构升级的进程。因此，中国应借鉴日本的经验和教训，根据产业发展不同阶段的需要进行相应的金融结构调整和制定合理的金融产业政策，以推动产业结构的顺利升级。

一、引言

随着经济的不断发展、社会分工的日益深化以及生产技术的提高，产业结构呈现出从初级向高级的发展趋势，即从以第一产业为主导到以第二产业为主导，再到以第三产业为主导的演变进程。第二次世界大战后，日本经过数十年的发展，产业结构成功地实现了从以工业为主导升级到以服务业为主导。研究日本产业结构升级的文献层出不穷，但大多是以产业政策、贸易政策或投资政策作为落脚点进行阐释。不可否认，日本政府围绕产业结构升级制定的一系列产业政策、贸易政策、投资政策是产业结构成功升级的可靠保障，但追踪其产业结构变迁的过程，金融支持无疑起到了至关重要的作用。因此，本文系统梳理了战后日本产业结构变迁过程及不同发展阶段的金融支持政策，并剖析其中的经验与教训，以期为中国实施

^① 本文与高霞博士合作完成，刊于《现代日本经济》2015年第3期，系教育部哲学社会科学专项委托项目“全球金融危机与国际货币金融体系改革研究”（09JF001）成果。

与产业发展不同阶段相适应的金融支持政策提供有益的参考。

二、日本战后产业结构及金融政策变迁

根据日本经济增长的特点和产业结构的变迁,本文将第二次世界大战以后的日本大致分为五个阶段(具体参见表1),即经济复兴期、高速增长期、低速增长期、结构调整期和稳定发展期。在经济复兴时期,日本政府根据重化工业发展的资金需要,通过建立各类政策性金融机构,并使之按政府规定的目标从事金融活动,有效地引导了有限的金融资源配置到亟须振兴的重化工业。在高速增长时期,为了支持重点产业的发展,日本政府不断完善以银行为主导的间接金融结构。在低速增长期,日本产业结构亟待转型升级,而原有的以银行为主的间接融资方式已远远不能适应产业发展的需要,日本开始推行金融自由化,实行了促进直接金融发展的金融政策,这使得日本金融结构进一步优化,推动了高科技产业的发展。然而,在结构调整期,新兴成长型中小企业大量涌现,当时的日本政府并未根据经济形势和产业结构的变化,大力培育多层次资本市场,而是为了消除日元升值带来的不利影响,开始采取扩张性的货币政策,引发了长达十余年的经济金融危机,产业升级的进程也受到了阻碍。21世纪以来,日本产业结构调整力度逐渐减小,更加注重产业内部合理化问题。日本政府进行了一系列金融市场化改革,开始注重多层次资本市场的培育,从“银行型间接金融”向“市场型间接金融”转变,这一转变为新兴产业提供了更加广泛的融资渠道,提高了经济活力。

表1 日本产业结构及金融政策变迁过程

时间	1945—1960年	1960—1974年	1974—1985年	1985—2000年	2000年至今
发展阶段	经济复兴期	高速增长期	低速增长期	结构调整期	稳定发展期
产业政策	向工业倾斜	以重化工业为主	知识密集型产业	以服务业为主	产业内部调整
金融政策	以政策性金融为主	以间接金融为主	向直接金融迈进	扩张性的货币政策	金融市场化改革

资料来源:根据张文玺·中日韩产业结构升级和产业政策演变比较及启示[J].现代日本经济,2012(4):41;《日本统计年鉴》;黄付生,魏凤春.日本经济结构转型与产业升级路径研究[J].现代日本经济,2010(2):14等文献整理。

(一) 1945—1960年(复兴期)

第二次世界大战后,日本经济与社会等各方面百废待兴,工业体系处

于瘫痪状态，金融体系也基本上是勉强维系。面对这种情况，日本政府实行以煤炭、钢铁等重工业为重点产业的经济发展战略，重工业建设周期一般较长，所需投资规模庞大，而当时的日本金融资源贫乏，民间的资本积累水平非常低。1948年，制造业自有资本比率只有不到12%，企业自有资本比率在50年代在30%~35%，不仅远远低于战前水平（约60%），也低于同期欧美国家的水平。显然，只依靠自有资本进行设备投资，将会极大地制约重工业化的发展进程，因此，为有效解决重工业化进程中的资本问题，日本政府积极打造良好的外部融资渠道，通过建立各类政策性金融机构，使其承担为重点产业服务的主要职能，从而调控宏观经济运行，促进重化工业优先发展。1947—1953年，日本先后建立了复兴金融公库、住宅金融公库、国民金融公库、开发银行、进出口银行、北海道开发金融公库、国民医疗公库、公营企业金融公库、中小企业信用保险公库、环境卫生金融公库、冲绳振兴开发金融公库和中小企业金融公库等政策性金融机构，这些机构分布在对经济和社会发展极其重要的产业，并在各自特定的领域，按政府预设的政策目标进行经营活动，从事商业性金融机构无力经营或不愿涉足的金融业务，在不同程度上弥补了商业性金融的不足，成为促进重化工产业振兴的关键因素。日本煤炭、钢铁、机械零部件等重点产业取得了长足发展，第二产业比重快速上升，截至1960年底，第一产业占名义GDP的比重是12.8%，第二产业占比是40.8%，第三产业占比是46.4%，基本完成了重工业化进程。

（二）1960—1974年（高速增长期）

1960年，日本政府推出了《国民收入倍增计划》，为了配合这一计划，进一步推动经济发展和产业结构升级，日本不断完善以银行为主导的间接金融结构，并实行了一系列金融支持政策。一是着力推动民间金融机构的发展。1955年以前，在日本金融体系中，政府控制的政策性金融机构一直占主导地位，但1955年以后，政府开始着力发展民间金融机构，逐渐地，城市商业银行的产业融资开始占据主导地位。1955—1971年，城市商业银行的贷款额占全国银行业总额约65%~70%。二是金融机构的贷款对象主要集中在政府重点发展的重工业，并向这些重点产业投放了大量的低利率信贷资金，这些企业因此降低了生产成本，从而迅速占领国际市场。三是形成了专业化银行体制。各类性质的专业性银行分工严密，各自服务的对象和从事的业务种类都有严格的分工，这就确保了日本能够将有限的金融资源投入到重点产业中，从而调节和优化产业结构。四是隔离国

内与国外金融市场。为了充分发挥利率管制及业务管制的作用，政府制定了一系列外汇管理措施，将国内与国外金融市场进行隔离。政府通过这些管制措施，使稀缺的外汇资金投入重点产业。五是政府规定了存款利率上限，使得存贷利差扩大，有效维持了银行业的稳定收益，从而推动了银行业的稳定发展。在金融业的大力支持下，日本重化工业迅速发展。1960—1970年，日本重化工业对名义GDP贡献上升近200%。1974年，第一产业占名义GDP比重大幅下降到5.4%，第二产业占比提高至41.3%，第三产业占比为53.4%^①。

（三）1974—1985年（低速增长期）

石油危机之前的10年，日本GDP年均增长率高达9.3%，而在石油危机的冲击下，日本经济增速快速下滑，危机之后10年的年均增长率降低到3.6%。在此期间，日本国内通货膨胀严重，日元对外不断升值，产业结构面临转型升级，而原有的金融结构也受到巨大冲击。为激发经济活力，日本政府加大了对计算机等电子产业的政策扶持，对这类企业从研究开发、生产试验、销售推广直至出口等各个方面都给予了最大程度的支持。而原有的以银行为主的间接融资方式已远远不能适应高科技产业发展的需要，国际上要求日本政府进一步放松金融管制的呼声也越来越高，在这种形势下，日本开始推行金融自由化，实行了促进债券市场、资本市场等直接金融发展的金融政策。同时，对高科技领域的研究开发实施金融方面的优惠政策。企业融资渠道不断拓宽，从以银行信贷为主逐渐转向了债券、股票和保险等。1965年，日本金融机构以间接融资方式向企业提供的贷款占到80%，到了1983年，这一比重下降到55%。金融结构的优化推动了高科技产业的发展，加快了产业结构升级的进程。1985年，日本第一产业占名义GDP的比重继续下降为3.0%，第二产业占比降为34.9%，而第三产业占比上升为62%。^②

（四）1985—2000年（结构调整期）

1985年，美国、英国、法国、德国、日本签订了“广场协议”，通过干预外汇市场，导致美元大幅贬值，而日元大幅度升值，这使日本经济遭受极大冲击。为继续扩大国际市场占有率，缓解汇率剧烈波动带来的不利影响，日本加大了对电子等出口行业的扶持力度。1985—1990年，日本电

^① 数据来源于[日]总务省统计局：《日本统计年鉴2014》。

^② 数据来源于[日]总务省统计局：《日本统计年鉴2014》。

气机械制造业劳动生产率比其他制造业高出大约 15 个百分点。同时，不断涌现出多样化的新兴成长型产业，信息通信、软件开发等产业比重不断上升。尽管新兴产业具有较高的技术含量，且其预期增长率较高，但其发展初期，业绩不稳定，财务不透明，加之不具备合格的担保条件，往往很难从银行业获得融资，只能求助于创业投资、风险投资等较为灵活的融资方式。令人遗憾的是，当时的日本政府并未根据经济形势和产业结构的变化，大力培育多层次资本市场，而是为了消除日元升值带来的不利影响，开始采取扩张性的货币政策。从 1986 年 1 月至 1987 年 2 月，日本连续五次降低基准利率，中央银行贴现率从 5% 降到了 2.5%。过度扩张性货币政策造成了大量的过剩资金。在实体经济缺乏有效投资机会下，这些过剩资金便想方设法，通过各种渠道流入股票市场和房地产市场，造成股价和房价大幅度上涨，当企业发现投资股市和楼市比投资实体经济能赚取更多利润时，便将更多的金融资源投入到了投机活动中，如此恶性循环。到 20 世纪 90 年代初，房地产市场和股市同时崩盘，造成大量呆账、坏账，几乎所有银行和企业都出现巨额亏损。同时，由于日本政府实施的国际化战略导致日本国内出现“产业空心化”和“金融泡沫化”，这更增大了日本金融和经济的脆弱性，引发了长达十余年的经济金融危机，产业升级的进程也受到了阻碍。

（五）2000 年至今（稳定发展期）

进入 21 世纪以来，日本通过提高制造业的技术含量，抢占全球价值链的高端环节，保持了以高技术支撑的比较优势。制造业占名义 GDP 比重一直保持在 20% 以上。在第三产业内部，面向企业的生产性服务业快速发展，长期受政府保护的金融保险业、通信运输业等行业迅速成长，成为带动第三产业发展的主要力量。日本政府充分吸取了上一轮经济金融危机的教训，围绕着银行业职能的恢复以及多层次资本市场的培育，开始进行金融市场化改革。通过一系列改革措施、法律规范和制度建设，银行信贷占名义 GDP 的比例不断下降，而资本市场占名义 GDP 的比例不断上升，单纯的“银行业集中”向“银行”与“市场”互为融合、进而向资本市场回归的结构方向转型，被称为“市场型间接金融”，即在保留原有间接金融的基础上，吸收直接金融的优势而形成的金融结构。这一转变为新兴产业提供了更加广泛的融资渠道，提高了经济活力（见表 2）。

表 2

日本主要行业产值占名义 GDP 比重变化

单位:%

行业/年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
农林水产	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
矿业	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.06
制造业	19.9	19.9	20.3	19.9	17.8	19.7	18.6	18.0
建设业	5.8	5.9	5.8	5.7	5.8	5.5	5.6	5.6
电气、煤气、水道业	2.3	2.2	2.0	1.9	2.4	2.3	1.8	1.7
批发、零售业	14.9	14.3	13.7	14.1	13.7	13.8	14.3	14.3
金融、保险业	6.2	6.0	6.0	5.0	5.1	5.0	4.9	4.5
不动产业	10.89	11.0	10.9	11.3	12.2	11.9	12.1	12.0
运输业	4.9	5.1	5.2	5.1	4.9	4.9	4.9	4.9
信息通信业	5.2	5.3	5.3	5.5	5.6	5.4	5.5	5.5
服务业	17.7	18.0	18.4	19.0	19.6	19.1	19.4	19.7

资料来源: [日] 总务省统计局:《日本统计年鉴 2014》。

总体来说,战后日本一直根据形势变化,不断调整产业政策和相适应的金融政策,综合运用政府与市场的力量推进产业结构升级。第一产业占名义 GDP 的比重从 1955 年的 19.2% 降到 2012 年的 1.4%; 第二产业的占比从 1955 年的 33.7% 降到 2012 年的 29%, 第三产业占比由 1955 年的 47% 升到 2012 年的 69.9%。具体到产业内部,制造业和服务业成为推动日本经济发展的两大主要动力。从从业人员构成看,第一产业从业人员占比从 1955 年的 41.3% 下降到 2012 年的 3.8%, 第二产业从业人员占比从 1955 年的 24.9% 降到 2012 年的 24.5%, 第三从业人员占比从 1955 年的 33.8% 上升到 2012 年的 70.6%, 三次产业间从业人员构成比重的变化趋势和名义 GDP 构成比重的变化保持高度一致(见表 3)。

表 3 日本三次产业占名义 GDP 比重变化及从业人员构成比重变化

单位:%

年份	名义 GDP 构成比重			从业人员构成比重		
	第一产业	第二产业	第三产业	第一产业	第二产业	第三产业
1955	19.2	33.7	47.0	41.3	24.9	33.8
1960	12.8	40.8	46.4	32.9	30.4	36.7
1970	5.9	43.1	50.9	19.7	35.3	45.0
1980	3.5	36.2	60.3	12.9	34.3	52.8
1990	2.4	35.4	62.2	8.8	33.8	57.4

续表

年份	名义 GDP 构成比重			从业人员构成比重		
	第一产业	第二产业	第三产业	第一产业	第二产业	第三产业
2000	1.7	28.5	69.8	5.1	31.2	63.7
2010	1.2	25.2	73.6	4.2	25.3	70.6
2011	1.2	24.3	74.5	3.7	24.6	70.6
2012	1.4	29.0	69.9	3.8	24.5	70.6

注：一、二、三产业人口占总产业比例之和未达 100%，因为无法分类而未进行统计部分。

资料来源：[日] 总务省统计局：《日本统计年鉴 2014》。

三、对日本金融支持产业升级政策的评价

（一）金融支持政策在产业结构升级中的积极作用

1. 在经济复兴期，通过构建政府集中控制的政策性金融体系促进了重化工业发展。重化工业投资规模庞大，建设周期较长，而战后日本民间资本积累水平较低，为解决工业化过程中的资金供求矛盾，日本建立了政府管制的政策性金融体系，并实施了一系列金融支持政策。一是实施强有力的信贷配给制度，通过政策性金融机构进行直接的信贷配给，保证了重化工业的资金供给。二是通过利率管制及利息补贴等价格调控手段推动重点产业发展。三是通过直接金融管制、国内外金融市场分割、分业经营等政策措施，为银行业发展创造了极其有利的环境。这些政策措施有效地满足了经济复兴期重化工企业的资金需求，保证了政府产业政策目标的顺利实施，加快了重工业化的进程。

2. 在经济高速增长期，以主银行制度为主要特点的间接融资体系促进了产业结构升级。日本金融制度的变迁过程中，最有特点的就是“主银行制度”。这种制度使银行和企业间联系更加密切和稳定。作为企业的“主银行”，不仅为企业发展提供了大量低成本资金，而且在公司治理结构中起到重要的主导作用，有力地促进了日本产业结构升级和经济高速增长。据统计，1959—1970 年，为更新和扩大固定资产而进行的设备投资高达 145.2 万亿日元，在整个高速增长时期，年均增长 20%。正是这种快速增长的巨额设备投资支撑了日本经济的高速增长，其中的 70%~80% 都是通过以银行为主导的间接融资方式取得。

3. 根据经济形势变化适时实行金融自由化。1971 年与 1973 年两次石油危机使日本经济进入低速增长期，日本由资金不足转向资金过剩型经

济。日本产业结构也面临转型升级的巨大挑战，知识密集型产业迅速发展，而以主银行制度为主的间接融资体系很难将资金配置到高技术成长型产业，金融结构已经不能适应新兴产业发展的需求。为顺应形势的变化，日本政府于20世纪70年代末启动了以金融自由化为主要内容的金融改革。如表4所示，日本的利率市场化采取分层推进、循序渐进的原则，先国债利率后存贷利率，先定期利率后活期利率，先法人利率后个人利率，从1978年至1994年共用了17年时间，具体推进过程较为审慎与保守，其中，1981年实施的一系列金融体制改革促进了资本市场的发育，拓宽了日本主要企业的融资渠道。

表4 日本金融自由化进程

年份	主要改革事项
1977	放松对金融机构所持国债的管制
1978	短期拆借市场利率、票据利率自由化
1979	大额可转让存单（CD）利率市场化
1980	允许证券公司以中期国债为中心出售中期国债基金
1981	修改《日本银行法》，开始从资产价格、金融业务、资本市场以及市场监管等各个方面进行一系列的金融体制改革
1983	金融制度调查会：决定要“渐进地实现利率自由化”； 提出建立“金融中心”的构想
1985	大额存款（10亿日元）利率自由化
1986	离岸市场
1987	引入商业票据，允许银行、证券公司参与商业票据市场； 废除了对公司债发行业务的管制； 采用国内公司债评级制度
1988	引进申请制，取消发债协会
1989	开设金融期货交易所
1993	放松对设立营业网点的管制； 金融机构开始混业经营； 实现定期存款利率完全自由化
1994	实现除支票账户以外的活期存款利率自由化
1996	公司债发行市场完全自由化

续表

年份	主要改革事项
1998	撤销全国银行协会制定的“比较信息管制”； 银行等参与投资信托业务
1999	实现股票手续费的完全自由化； 三菱商事参与证券业务

资料来源：根据奥村洋彦·日本“泡沫经济”与金融改革 [M]·北京：中国金融出版社，2000：85-88；郑蔚·战后日本的金融深化：基于1955—2006年两阶段的实证分析 [J]·南开日本研究，2013（2）：190-201等文献整理。

如表5所示，1965—1969年，主要企业筹资结构中，银行借款所占比重为35.8%，而发行股票仅占3.6%，发行债券仅占5.4%。到1985—1988年，主要企业筹资结构中，银行借款所占比重下降为3.2%，而发行股票所占比重上升为12.3%，发行债券所占比重上升为16.4%。

表5 日本主要企业筹资变化 单位：%

时间	银行借款	股票	公司债	购入债务	内部资金
1965—1969年	35.8	3.6	5.4	20	37.3
1970—1974年	41.4	3.2	5.1	21.8	35.7
1975—1979年	23.3	8.3	10.7	12.9	49.2
1980—1984年	15.6	10.4	8.7	9.6	56.4
1985—1988年	3.2	12.3	16.4	-7.5	59.5

资料来源：根据康焕军·战后日本企业筹资方式的变化 [J]·日本研究，1994（1）：1-7整理。

（二）金融支持政策在产业结构升级中的局限性

1. 强烈的政府干预导致了复兴金融公库的失败。战后日本面临重建经济体系的艰巨任务，为了保证重化工业的资金需求，政府设立了“复兴金融公库”，在两年时间里，共向企业发放贷款1260亿日元，大致占当时日本设备贷款总额的70%。但复兴金融公库只运转了两年。究其原因，一是该公库资金主要来自于政府发行的公债，其发行的债券全部由日本银行认购，因此，其融资活动客观上助推了通货膨胀，从而对经济的发展与社会的稳定造成了不利影响；二是项目选择和运作均听命于政府，经济效益极差，无法实现可持续发展，终于在1949年“道奇计划”实施后结束运营。

2. 以银行为主导的间接融资体系抑制了产业结构的高级化。在顺利

完成工业化后，日本经济发展也日益面临环境和能源制约，开始大力发展技术密集型的新兴产业。但新兴产业大多以中小企业为主，发展面临很大不确定性，成长有赖于创业投资、风险投资的发展和资本市场的发育。而以银行主导的间接融资体系由于在信息处理上的特殊性，难以将金融资源配置到高科技产业中。不可否认，日本以间接金融为主的金融结构在经济复兴期和高速增长期，对产业结构升级发挥了巨大的促进作用，但随着经济形势的变化和产业结构的不断升级，金融结构的调整却滞后于新兴产业的发展需求，在一定程度上抑制了产业结构高级化进程。

3. 金融体系脱实向虚延缓了产业结构高级化进程。日本经济进入低速增长期后，产业结构调整升级等问题日益突出，经济发展速度下降，但银行业却因长期实行主银行制度而获得了长足发展。1990年，利润前10名的企业中，有8家金融机构。1979—1989年，日本融资余额增长3.2倍，而同期GDP只增长1.8倍；1980—1989年，银行贷款占GDP比例由65%上涨至103%，银行资产占GDP比例由110%上涨至182%，10年间，银行资产相对实体经济的规模膨胀了大约70%。影子银行日趋活跃，金融虚拟化程度日益提高，金融投机盛行，大量货币脱离实体经济而主要在金融体系内部流转，延缓了产业结构高级化进程。

4. 脱离经济发展实际的国际化战略导致了金融泡沫化。在结构调整期，日本凭借日元的迅速升值，开始在国际市场迅猛扩张，大力推进日元国际化，却不顾国内金融机构的收益空间及金融业务创新。日本金融机构凭借金融垄断所获取的超额利润维持其虚假繁荣，同时，又把大量资金投向了房地产市场与股票市场。当日本经济泡沫破灭，许多在经济虚假繁荣阶段的投资都变成了呆账、坏账，日本政府不得不为之前咄咄逼人的、迅猛的国际化战略而导致的金融泡沫化“埋单”。

（三）小结

综上所述，日本产业结构的变迁伴随着金融结构和金融支持政策的不断调整。在经济复兴阶段，日本通过建立并控制政策性金融体系，引导金融资源的配置，集中有限的资金攻克了国家重点支持的重化工业的发展。在此过程中，却片面地强调了政策性金融的政策性目标，而忽视了其实现可持续发展所需要的市场化运作，注定了政策性金融在政府的强力干预下是短命的，尽管短命，但其已经在日本当时的历史时期，较好地完成了促进重化工业发展的使命；在高速增长阶段，日本通过建立以“主银行制度”为主要特征的间接融资体系，不仅密切了银企关系，而且有效降低了

企业的融资成本，为产业结构升级提供了强有力的支撑。但从另一方面看，以“主银行制度”为主要特征的间接融资模式的大力发展也在一定程度上抑制了资本市场的有效发育，银企关系固定之后，久而久之，银行形成了投资路径依赖，对企业低效项目的过度投资，企业也丧失了自主创新的积极性和自由选择融资渠道的灵活性，垄断资本、财阀日益壮大，市场竞争不充分的现象日益凸显，不仅影响金融资源的有效配置，也延缓了产业结构升级的步伐。

四、对我国的启示

(一) 要根据产业结构调整不同阶段的需求，配合以相应的金融支持政策

日本从自身的基本国情和产业现实的现实出发，确定了不同发展阶段的重点产业，并制定和实施金融配套支持政策。产业复兴时期，政府干预下的以政策性金融为主导的企业融资模式有效满足了日本经济起飞时期的重化工业的资金需求。在经济高速增长阶段，日本根据产业结构调整的需要，确立了以银行融资为主导的间接融资模式，并建立了特色鲜明的“主银行制度”。在经济低速增长时期，日本政府根据已经变化的国内外经济形势，适时启动金融自由化，再一次促进了日本产业结构的顺利转型。总的来说，日本政府能根据本国的经济与社会环境以及产业升级的不同阶段，及时实行配套的金融体制改革并制定合理的金融支持政策，有效地促进了实体经济的发展和产业结构的升级。我国应借鉴日本经验，首先要明确我国经济发展所处的阶段、现有的发展条件，以及当前阶段优先发展的产业，然后再根据产业发展的需要进行相应的金融结构调整和制定合理的金融产业政策，以推动产业结构的顺利升级。

(二) 政策性金融在促进产业结构升级方面比商业性金融更为直接、更为有力，但要防止政府过度干预

政策性金融应该以政府为主导，具有强烈的政策性目标，即贯彻和执行国家经济发展战略、经济政策与产业政策。从日本的经验看，在战后日本金融体系整体资金严重不足的情况下，通过设立对经济与社会发展极其重要的不同产业或领域的政策性金融机构，并使之按政府规定的特定目标从事金融活动，有效地引导了有限的金融资源配置到亟须振兴的重化工业。可见，政策性金融机构在促进产业结构升级方面，比商业性金融更为直接，更为有力，从而更为有效。而我国政策性金融发展先天不足，又无