

# 当前日本的金融危机及其启示

(1996 年 3 月)

王洛林 余永定 李薇

## 一、当前日本面临战后最严重的金融危机

1990 年泡沫经济破灭之后，日本经济一直处于萧条状态，金融业的困难也越来越大，到 1995 年终于发生了战后最严重的金融危机，危机的主要表现是：

金融机构受到不良债权的严重困扰，呆账、坏账包袱日益沉重。据估计，日本的银行和其他金融机构的呆账总额达 70 万亿~80 万亿日元，其中不可能归还的坏账为 40 万亿~50 万亿日元。即使按 40 万亿日元计算，也相当于 1994 年国内生产总值的 8.6%，相当于全部银行贷款的 6%。而且，许多学者专家认为，由于日本金融机构的经营状况缺乏透明度，实际上的不良债权还远远高于公布的数字。②一系列金融机构破产倒闭。在不良债权的困扰下，1995 年一年之内有一家银行和十家信用社破产倒闭。1995 年 8 月倒闭的兵庫银行是战后日本破产倒闭的第一家银行，同时倒闭的木津信用社是日本最大的信用社。更加令人震惊的是，大和银行纽约分行由于非法交易美国国债导致 11 亿美元的巨额亏损，因此美国金融管理当局下令大和银行在美国的 11 家分行和信托投资公司三个月内结束在美国的一切业务。大和银行是在日本排名第 15 位、在全世界排名第 19 位的著名的商业银

行，这家银行在美国的分行被迫关闭对日本金融业的打击特别大。③银行盈利下降甚至亏损。截止到 1995 年 3 月底，日本银行业已出现第六个年度的盈利倒退，在下一个财政年度（截止到 1996 年 3 月底）中，还将有许多家大银行由于放弃不良债权而亏损。④金融机构的国际信誉下降。金融界发生的一系列灾难性事件严重损害了日本银行的国际信誉，美国和欧洲的评级机构都降低了对日本银行业的信用评级。例如美国穆迪公司对日本 50 家大银行重新进行信用评级，结果没有一家获得 A 级。国际信誉的下降迫使日本金融机构在国际金融市场上筹款的条件迅速恶化，有的外国银行还削减了同日本金融机构签订的融资合同金额。

## 二、导致日本金融危机的原因

导致金融危机的直接原因，是在 1986~1990 年期间（“泡沫经济”时期），日本的金融机构漠视风险，把资金的安全性和流动性置之脑后，直接间接地大量投资于房地产。1990 年泡沫经济破灭，房地产价格暴跌（东京、大阪、名古屋的地价 1992 年下降 10%，1993 年又下降 30%），金融机构贷出的巨额款项无法收回，形成巨额呆账、坏账，于是银行倒闭、信用危机接踵而来。其更深刻的政策上、体制上的原因有以下几点：

第一，金融政策失误、宏观调控不力。80 年代后期，为促进经济的高速发展，给企业提供低成本的资金，也为了缓解由于日元升值给出口造成的困难，大藏省和日本银行一直奉行低利率政策，对于货币供应量也放松了控制，在 1986~1990 年期间，货币供应量年平均增长率为 10.8%，在经济已过热的情况下还未及时紧缩银根，从而使金融机构有可能以巨额低息资金介入股票和房地产投机。

第二，金融纪律松弛。日本银行法明文限制银行介入证券业和房地产。但是，由银行出资建立的八家住宅金融专业公司（简称“住专”）可以不受银行法限制融资给不动产公司。因此，在泡沫经济时期，银行参与房地产投机多数是通过“住专”进行的，于是就形成了一条金融机构——“住专”——不动产公司的债务链。随着泡沫经济破灭，房地产价格暴跌，不动产公司无力归还“住专”提供的贷款，因而“住专”也无力归还向银行筹措的资金，形成呆账、坏账。在八家“住专”中间，有七家存在着严重的呆账、坏账问题。它们的坏账总额达 12 万亿日元。

第三，金融体制本身的弊病。战后日本的金融体制，是以金融机构在较大程度上依靠政府的扶植和保护为主要特点的。这种体制在资金短缺、企业主要依靠间接融资的情况下，对于促进经济的高速增长起过积极作用。但进入 70 年代以后，资金由不足变为充裕，各金融机构之间的竞争加剧了。于是，原有的依靠政府保护的“温床式”金融体制就暴露出一系列弊病，如不利于自由竞争、优胜劣汰，缺乏透明度，搞幕后交易，容易滋长腐败现象等等。正是这些体制上的弊端使日本政府在处理不良债权问题时处处受到掣肘，行动迟缓，以至于呆账、坏账越滚越大。

例如，在 70 年代末 80 年代初，大藏省曾经一再发出通知，放宽银行对“住专”的贷款审查和担保条件，而大藏省之所以如此热衷于帮助“住专”获取银行贷款，是因为“住专”有着特殊的人事背景，七家背上了巨额呆账的“住专”总经理、董事长都是由大藏省的退休官员担任。又如，在泡沫经济时期直接参与房地产投机的不动产公司同黑社会势力的关系很密切，也就是说，黑社会势力是贷款搞房地产投机的主要债务人。因此，泡沫经济破灭之后，金融机构慑于黑社会势力而不敢坚决讨回不动产公司的欠款，政府也由于政界同黑社会势力有着千丝万缕的联系，在处理不良债权问题时受到多方面牵制。据日本报刊揭露，80~

90%无法追回的贷款上有着黑社会的阴影。再如，由于经营缺乏透明度，许多金融机构长时间不公布自己的呆账、坏账，总想用自己的盈利把坏账冲销。直到情况十分严重、有的金融机构由于背不动坏账而破产了，大藏省才不得不公布不良债权的数额，这种遮遮盖盖的作法也不利于问题的及早解决。

因此，有日本学者认为，不良债权问题之所以不易解决，不是由于经济原因，而是由于政治原因。也有学者认为，不良债权问题集中暴露了日本整个政治经济体制的缺陷。

### 三、日本政府的对策

第一，尽快处理金融机构的不良债权。1996年初桥本内阁上台之后，也把处理不良债权视为“当务之急”。在处理有关不良债权的一系列问题中间，首要问题是住宅金融专业公司（住专）的债权问题。因为“住专”造成的坏账占坏账总额的30%，而且“住专”问题涉及面很广，如不尽快妥善处理，会在政治上、经济上引起一系列连锁反应。所以大藏省决定成立专门机构接管“住专”债务，在下年度的财政预算中列入解决“住专”问题的专项拨款6850亿日元，还要求提供过资金给“住专”的银行和其他金融机构放弃对“住专”的债权。同时警视厅和检察厅也成立专门机构来追究造成巨额呆账的不正当贷款的刑事责任。除着重解决“住专”的债务问题以外，大藏省还采取了修订存款保险制度，整顿信用组合，增强银行经营的透明度等措施来推动不良债权问题的解决。

第二，推动和加速金融机构的重组。1995年发生的一连串金融机构破产倒闭的事件，说明日本政府已开始改变战后几十年一贯奉行的不让金融机构破产倒闭的方针，不再单纯依靠救济手段来维持经营不善的金融机构。然而，为尽快恢复金融业的稳定

和信誉，政府还不打算听任经营不善的金融机构大批破产倒闭，而是推动它们合并。东京银行和三菱银行已经合并；许多中小金融机构也将被兼并，如东京都内的 29 家信用社将被合并成三家大信用社。

第三，加强对金融机构的监督管理。为防止金融机构再次出现巨额不良债权的问题，大藏省采取了一系列措施加强对信贷资金质量和风险资产的管理。同时，在大和银行事件发生之后不久，大藏省还紧急指示所有在海外拥有分行的银行审查其内部管理体制，以防止再次发生此类事件。

第四，成立专门班子制订金融改革方案。

#### 四、日本金融危机的发展趋势

第一，金融危机在 1996 年内有可能逐步得到缓解。这是因为：政府采取的解决不良债权问题的措施，尽管在推行过程中遇到很大阻力，但还是有可能取得一定成效。因为举国上下都认识到解决不良债权问题的紧迫性。<sup>②</sup>日本的大银行经济实力都相当雄厚，不至于因为不良债权而破产倒闭。而且，如果哪一家大银行发生严重的困难，政府和中央银行还会采取措施帮助它渡过难关。日本经济的复苏虽然受到金融危机的影响，但经济发展的周期性起伏毕竟有自身的规律性。事实上，1995 年第四季度已经出现了经济回升的趋势，1996 年初继续回升，经济的回升反过来有助于金融危机的缓解。

所以，我们认为，从发展趋势来看，日本的金融状况在 1996 年将趋于稳定，虽然不排除再次发生类似大和银行事件的恶性事件，但不会出现严重的、全局性的金融动荡，更不会引起国际金融市场的严重动荡。

第二，金融危机暴露出了日本在战后建立的金融体制已经不

能适应经济发展的要求，也落后于西欧、北美金融体制的发展变化。在日本金融界和金融学界，要求改革“温床式”体制，加速实现金融自由化的呼声很高。从这个意义上，这次金融危机预示着金融体制的一次大变革。当然，这一变革不是短时间内能完成的，但变革的方向已经不可逆转。

第三，金融危机对日本“金融大国”的美梦是一次冲击，日本的大银行在短时期内不可能恢复它们在 80 年代那样的国际地位。但是，由于当时的国际地位也带有“泡沫”的成分，因此，这些大银行的国际地位的一定程度的下降，反而比较切合它们实际的发展水平。

## 五、日本金融危机对我国的几点启示

第一，在制订货币政策的时候，不但要重视货币供应对物价的影响，而且应当高度重视货币供应对于资产价格的影响。日本在 80 年代物价很稳定，国际收支状况也很好，于是货币政策的制订者就认为无需控制货币供应量，逐年大幅度地增加货币供应，忽视了货币供应量增加对房价、地价、股价等资产价格的影响，在资产价格暴涨的情况下没有及时调整货币政策，没有及时紧缩银根，从而导致泡沫经济。因此，今天日本金融界达成一个共识，就是在判断经济形势、制订货币政策的时候，一定要重视资产价格的变动。

第二，在推动金融自由化的同时一定要对金融管理体制进行相应的改革，一定要充分估计可能出现的风险并采取预防措施。日本在 70 年代末就开始了金融自由化的进程，但金融管理体制一直没有进行带有根本性的改革，没有在金融自由化过程中建立“新的规矩”，如扩大银行营业状况的透明度，加强对金融机构的内部管理，建立健全对贷款的审查制度，建立金融机构的破产机

制等。这种金融管理体制改革滞后的状况，是导致金融危机的重要原因之一。

第三，应当全面地、历史地评价一个国家的金融体制。这次金融危机发生以后，日本国内外对于日本现行的金融体制提出许多批评，加快金融自由化的步伐，彻底改革现行金融体制的呼声很高。但我们国家在金融体制改革过程中借鉴日本经验的时候，对于日本战后建立起来的一整套金融体制不应简单地否定。有的在今天已经不适应形势的发展，但在一定历史时期曾经起到积极作用的制度、政策、措施，也还是可以结合我们的具体情况有选择地学习和借鉴。当然，在学习和借鉴的时候需要全面地权衡这些制度、政策、措施的利弊，尽量避免重复别人走过的弯路。

（本文原为上报中央有关部门的报告）

# 日本经济学家、政府官员、银行家和 企业家关于日本金融自由化与 日本不良债权问题的谈话纪要

(1995 年 11 月 14~29 日于日本)

王洛林 余永定 李薇

## 一、经济学者的谈话

馆龙一郎：

美国对日本金融机构的主要批评是“内外勾结进行非法交易”。在泡沫经济期间，日本金融机构主要投资于房地产，尔后主要是证券。泡沫经济破灭之后，由于国内经济情况不佳，日本金融机构的投资转向美国国债。过去日本在美国拥有大量不动产，现在拥有大量美国国债。由于目前日本出现了大量不良债权，美国政府担心日本金融机构为了解决不良债权问题将会大量抛售美国国债从而导致美国利息率的提高。这种做法与美国政府的宏观经济政策是相矛盾的，因为美国政府目前的政策是维持较低的利息率以刺激经济。此外，美国还担心日本金融机构在处理不良债权问题时因外汇不足而抛售美国国债。尽管日本目前外汇

储备充裕，但国际资本流动迅速，日本出现暂时外汇储备不足的情况是可能的。美国政府之所以严厉指责日本金融机构，实质上是向日本政府施加压力，迫使日本在日本金融机构大量抛售美国国债之前想出其他办法来解决不良债权问题。

当日美贸易磨擦严重时，有人主张用抛售美国国债来吓唬美国，但日本十分重视日美关系，日本政府是不会同意这样做的。

美国目前在日美贸易谈判中对日方作出了一些让步，以便让日本政府可以集中精力解决不良债权问题。美国政府希望日本政府通过注入政府资金的方法来解决不良债权问题。美国在八十年代也面临过大金融机构倒闭的问题，美国政府正是通过注入资金的办法成功地解决了不良债权问题的。

美国对日本的主要要求是增加日本金融机构的透明度。大和银行违规所涉及的资金数额本身并不大，问题在于透明度。美国对日本金融机构拉关系、搞密室交易的做法很看不惯。（馆氏认为日本金融制度确实存在严重问题，而今后世界各国金融制度都应向美国模式靠拢，因为美国是一个移民国家，其金融制度较容易被各国接受。）

日本政府是否会向持有大量不良债权的金融机构注入政府资金以解决不良债权问题呢？不良债权的发生是因为在土地价格和股票价格上升时期，银行和其他一些金融机构把钱借给了不该借的人。银行当时认为地价是不会下降的，因而一味向房地产业投入资金。泡沫经济破灭之后，地价暴跌，作为抵押的不动产也变得不值钱了。银行那样做是非法的，国民是不会原谅的。因此国民不会同意国家用纳税人的钱向因不良债权而陷入困境的金融机构注入资金。日本政府目前所面临的重要课题是如何在国民允许的范围内向金融体系注入资金。作为一种试验，日本政府曾打算由日本银行和东京都政府共同为两个因不良债权而陷入困境的信用组合投入资金。但在东京都知事选举中，反对注入资金的候选

人当选了。注入资金变成政治问题。由于东京都的资金不到位，政府注入资金的办法被搁置。从目前的政治状况来看，用大量注入公共资金的办法来解决不良债权是不大可能的。目前日本民间并不缺乏资金，问题是民间不愿意把资金用来解决不良债权问题，资金被用于海外投资。日本政府目前的打算是，政府注入部分资金，但主要是作担保，大部分资金由民间注入。过去日本政府在处理不良债权时，步子太慢，结果使伤口越来越大，以至于在一段时间内处于不知如何是好的状态。大和银行事件是一件好事，敲了警钟，使人们认识到日本金融机构问题的严重性。为了避免使问题越来越大，日本政府将在今年内拿出一个解决不良债权的方案来。

关于中国的不良债权问题，主要还是应该由政府注入资金。因为中国与日本不同，中国民间没有很多资金。日本在战后也遇到过不良债权问题，当时的解决办法主要有两个：解散财阀直接取消债权；通过通货膨胀间接消除债权。为了经济的健康发展，必须摆脱不良债权这个包袱。惟一的问题是，消除不良债权的损失应由谁来负担（谁和谁之间的债权、哪些债权应取消哪些不应取消）。

小宫隆太郎：

日本经济目前正处在最恶劣的时期，我说不清今后的方向。日本需要解决三个问题：不良债权、金融机构透明度和对存款者的保护。关于世界金融体制的发展方向问题（馆龙一郎认为日本应向美国体制靠拢，因为美国是一个移民国家，其制度具有世界性，是当前唯一较能为世界各国所接受的金融制度。），我不认为有一个朝着英美模式发展的问题。目前，德国、瑞士的银行是最受尊敬的，因而它们可能是代表世界银行发展趋势的。哪一国在哪一方面领先，就会被别国追随。日本金融体系是介于英美和欧

洲大陆之间的一种模式。国际金融中的债务清算应遵照巴塞尔清算银行的模式。巴塞尔银行的成员国大都是欧洲国家，可见不存在追随美国模式的问题。美国是一个移民国家，经济规模大，法制严，在金融领域处于领先地位，确实有很多地方可以学习。日本应该学习美国的法制严格。80年代初，美国也发生过日本现在这样的问题，美国处理了上千犯法人员。日本到目前还手软。日本也应该学欧洲。欧洲在统一市场方面取得进展，其在联合统一方面的经验是很值得学习的。日本曾用了很多时间学习欧洲，战后是学习美国。日本觉得与欧美是等距离的。但这只是单相思，因为当时的国际形势，只有美国重视日本。

我不认为日本的不良债权是因为自由化时间太长。原因是当时因为土地、股票价格上涨，金融机构违反遵守的法规进行了不正确的融资。

中国进行金融自由化，首先应解决民间银行的问题，民间银行少，不独立，没有独立健全的民间金融机构是不行的。

日本的货币政策手段是短期拆借利率、公定利率和货币供应量。日本目前的长期国债利率是 3.8%，住房贷款是 3.2%，企业住房贷款是 4.3%，利率还可以降低。日本经济正处在凯恩斯的流动陷阱中。

冷战已结束 5 年了，美中关系变化十分突出。日美贸易摩擦曾十分严重突出，但在 9 月份一下子就冷了下来，因为中心已是日美安全保障问题，而不是贸易问题了。最近日本报纸对中国发展军备、搞军事演习、南沙发生争端很关注。目前日本正在讨论日美安保体系问题，中国的做法对此是会造成影响。在苏联瓦解之前，苏对日、中、美都有威胁。现在，亚洲集体安全（日中美三国关系）变得十分突出。日美安保问题本是社会党的口号，但村山却不再提这个口号了，表现出对美国需求很大。就具体问题来说，中国可能是对的。但在目前亚洲安全、日美安保问题以

及中、日、美三国关系微妙时期，中国执意干下去，会成为众矢之的，而失去许多机会。中国搞核试验，过去就搞，但军事演习则是新做法。两者的影响是不同的。

下河边淳：

日本的金融制度在世界上是非常独特的。大藏省指导，大企业在证券公司拥有股份，国家干预色彩很重。在 20 世纪初银行采取登记制度，第一、第二、第三……等等，很乱。二次世界大战后，依然是国家指导，银行还是依赖政府，银行失败了也等待政府救助。日本银行是社会主义和资本主义之间的东西。因此中日共同研究日本银行制度是很有意义的。

我目前正在从事把神户复兴和中国长江流域开发相联系的工作。首先是海上联运的问题。开发海—河两用船，由神户直行中国内地而无须在上海换船。长江上的大桥太矮，长江落差太大，只有开发新船才能直行。在解决直行问题后，发展两地贸易，神户可从长江流域进口农产品特别是蔬菜。南京、武汉生产的机器设备也可出口日本。此外，文化交流也因此而发展起来。上述方案与中国发展内陆经济的思想是一致的。这也有利于上海发展成中国的金融中心。

上海的地价、工资已很高，许多日本企业已考虑向内陆转移。信息等产业还是以上海为中心，但制造业等已开始移向内陆。

此次讨论，中方是上海和长江流域的 8 个城市。大家谈自己的看法，中方是政府领导，日方是企业领导。今后的课题是如何客观地研究。原仰仗上海经济研究院、日中经济研究会和日中经济交流会等方面。明年到中国访问中国社会科学院时将发表讲话征求意见。80 年代与中国社科院建立了许多关系。进入 90 年代，日中（社科院）交流应建立新渠道，应有新人、新思想。

石川滋：

日本金融制度在高速增长时期发挥了重大作用，但在转变时期未能及时转变，在泡沫经济中，一下子出现了大量问题。在高速增长时期，日本金融制度与大藏省的指导相配合，是产业金融。在高速增长时期以后，出现了资金过剩。在这种背景下出问题必然是。在政策性金融时代结束以后，失去了明确的产业方向。金融机构是微观单位，考虑问题是从微观出发的。应该有政府指导。金融机构的调研能力增强，银行与企业相结合，形成了系列企业。这种结构不利于竞争。中国不能贸然建立系列银行，其先决条件是有好的民间银行，而且只有在高速增长条件下才有意义。战后日本成立了许多政策性银行，这是对的。与此同时，日本还复兴了许多民间银行。政策银行的利息率较低。日本有十年实行双重利息率。中国如果目前实行这种制度，不利于中国加入世贸组织。IMF 很不喜欢双重利息率。

实行政策金融的条件是：民间金融发展健全（在日本，政策金融贷款占贷款总额的 30%，韩国是 80%）；良好的官僚体制，高素质官僚；独立的而不是依赖银行的、有中小企业支持的企业；政府在开展政策金融时应有必要的资金支持（日本有养老金和邮政储蓄）。 $M_2/GDP$  值高是令人担忧的， $M_2$  是平均值，重新算过后中国的  $M_2/GDP$  值大概就没有那样高了。

世界银行认为日元贷款的利息率太低。

## 二、政府部门官员的谈话

大藏省金融局 课长：

日本的金融自由化主要包括两个方面：利息率自由化和金

融业务自由化。日本金融体制的特点是纵向分割，即长期金融和短期金融的分割、银行业务和信托业务的分割、以及银行业务和证券业务的分割。日本金融纵向分割体制形成的历史背景是，第二次世界大战后日本资金严重不足，政府需要对资金的分配加以指导以便使资金得到最有效的使用。当时日本的证券市场极为不发达，三分开的原则有利于培育证券市场、保护证券市场。

进入 70 年代以后，高速增长时代结束，日本外贸开始出现大量黑字，资金由不足变为充裕。在 80 年代，情况更是如此。在 70 年代末、80 年代初，政府判断纵向分割的金融体制已不适应资金充裕的时代，金融自由化的时代已经到来。

在 1975 年以后，经济增长率下降，政府财政赤字大量增加。日本政府为了弥补财政赤字，开始大量发行公债。为了推销公债必须发展政府债券市场，以便使承销国债的银行可以在一定时间后出售它们所持有的国债。在这一时期出现了各种金融商品，出现了发展各种金融市场的需要。

从 70 年代末开始，日本用了 13 年实现利息率的自由化。13 年是否太长了呢？可能是太长了。过渡时间太长使某些金融商品获利过高，倒手多次，抬高了利息率。过渡时间太长还会造成经济的不平衡。泡沫经济崩溃之后为什么会出现这么多的不良债权？自由化时间太长妨碍了竞争是一个原因。胜者看不到形势（为什么胜、胜到什么程度、是否应罢手了），败者也没有被淘汰，而是在继续积累呆账、坏账。另一种看法是，时间长并不一定会导致目前的问题。关键是在自由化过程中有关方面没充分估计到可能出现的问题和风险。例如，在自由化的过程中应注意到银行、企业的公开性；存款的保险性；企业自有资本的比重；对贷款的审查（是否应贷款、有无担保等等）。在自由化的过程中新规矩必须建立起来，但过程不应拖得太长，否则会出现很多麻烦。

在泡沫经济期间，由于规制不严，银行过分扩张，资产运用

风险很大。长期以来银行和企业之间形成了特殊关系（系列企业？），在泡沫经济期间，银行不愿打破这种特殊关系。企业发售 CP，银行收受手续费；银行收入增加，进而增发 CD；银行增发贷款，企业增发股票（债券？），终于形成泡沫经济。对于泡沫经济的形成大藏省是有责任的。

自由化迟早是要发生的，不能认为不良债权是自由化造成的，问题是日本自由化的时间拖的太长了。企业资金越来越充裕，出现脱离银行的倾向是必然的。银行不希望企业脱离，就千方百计地吸引企业，发展业务以免失去贷款对象。于是不良债权就发生了。

关于日本非银行金融机构的问题。日本的非银行金融机构主要有两类：银行系统的住宅专门会社和“撒拉金”。住宅专门会社是发放住宅建设长期贷款的金融机构，在泡沫经济期间发放了大量不动产长期贷款。目前有八家专门会社因给农协系统贷款而出现了 8 万亿日元的不良债权。撒拉金是专门给工薪阶层提供住房贷款的金融机构。但由于利息太高在住房贷款方面没有什么发展，而是把钱借给急需用钱的人。日本的非银行金融机构是由银行出资 5% 建立的，余下的金额是从银行借的。例如，三井银行可出资 5% 建立一个非银行金融机构，其余的钱可以从与三井有关系的银行借，从哪里借都可以。为什么要建立非银行金融机构呢？由于制度限制，银行不能给某些企业贷款，但可以通过其控制的非金融机构贷款。因为后者是独立法人，银行可以避开风险。非银行金融机构贷款的风险大，非银行金融机构破产也会波及银行。

大藏省国际局 副局长：

自 70 年代末、80 年代初以来，由于外贸和对外投资的发展，日本在海外的金融机构大量增加。90 年代以后，日本在海

外的金融机构数目下降。这主要是因为欧美日本金融机构数目已很需要合理化。但在这期间，日本在亚洲的海外金融机构数目增加了（在香港、新加坡等地）。90年代以来，许多日本金融机构都希望在中国建立分支机构。日本企业在中国的投资增加，金融服务也将随之而进入中国。

日本出口多进口少，对外国金融机构的进入实行控制，以保护国内市场。当日本逐步实行开放后，国内市场已近饱和，故外国金融机构进入困难。1956年的有关法律规定限制外国在日本的投资。限制FDI是因为害怕外国掌握日本的基础产业。1956年以后商社被允许持有自己的外汇。1964年日本成为IMF的普通成员。1967年开始允许外国在日本直接投资。1973年以后对这种投资不再附加条件。80年代以后日本开始大量在海外取得资产。

在欧洲有ERM（汇率机制），是否也可以建立亚洲的汇率机制呢？日本希望日元-美元的汇率能够稳定下来，这将有利于日本、美国以至全世界，因为这两种货币代表了世界最大的交易量。在今后几年中均衡汇率可能是100~120日元兑1美元。在与美方会谈时，美方官员也认为目前的汇率均衡水平，美元不会进一步下降了。美方的主要理由是：①由于竞争力的改善，美国的贸易逆差将会减少；美国的政府财政赤字正在减少。

大藏省证券局 课长：

战前证券为财阀掌握。战后实现了民主化，证券分散到了民间。1948年基本框架与美国证券法相似的日本证券法诞生。随着经济的发展，日本证券市场也发展起来。战后日本金融结构的特点是间接融资为主直接融资为辅。造成这种特点的原因是大家谋求安定，个人存款主要流向了银行。尽管利息率低，公众还是愿意储蓄。这就造成了以间接融资为主的金融结构。随着经济的

发展，证券市场发展起来，但不是直线发展。企业出现过增资热，1965年因证券市场发展不健全曾发生过证券恐慌。1965年以后证券公司的成立由登记制改成了批准制。此后证券市场进入安定成长时期。日本证券市场发展的一个重要背景是国债市场的发展。1973年石油危机导致政府财政赤字大增。国债的发行导致了国债市场的发展，后者又进一步导致证券市场的发展。另一个重要背景是个人资产的增长。个人希望金融资产实现多样化。80年代以后，随着国际化、自由化的发展，东京证券市场成为世界三大证券市场之一。80年代后期，随着股票价格的上升，形成泡沫经济，至今还未恢复元气。

实体经济的发展以及相应的经济政策是证券市场健康发展的条件。大藏省的方针是：保护投资者。其方法是确保证券商品的质量。为此，一方面放宽对证券发行的限制；另一方面强调证券商品的透明度增强券商的自律。

关于公司债的发行问题，过去强调发行有担保的公司债券。1973年以后允许发行无担保的可转让债券，但附加了很多条件。1979年放宽了规定，放宽了发行债券的适债基准。发行主体必须是评过级的上市公司，而且必须是在过去三年中赢利的。例如，CP发行必须是AA级企业。债务商品的质量必须是很高的。之所以强调这一点是因为投资者还不成熟的。以后投资者变成成熟了，对商品的要求也就提高了。适债基准每年都要修改。明年将废除此基准，依靠市场决定。对整个证券业的规制方向是市场导向。大藏省将放宽规制而由行业协会来制定规则。大藏省仍是监管单位，但细则将由证券协会制定。证券协会原来是登记法人，现在是认可法人。

国债局 课长：

日本在发行国债时并不考虑证券市场的状况，发行国债是由