

第一章 日本证券市场的概况

日本证券市场与日本经济一样，曾经在 1980 年代鼎盛一时，东京交易所当时与纽约交易所和伦敦交易所并称世界三大证券市场。1990 年代泡沫经济崩溃之后，日本证券市场首当其冲，往日的辉煌黯然失色。但是与属于发展中国家的中国相比，日本仍然有着许多成功的经验可供学习。即便是失败的教训，也因为同是东方民族，同是政府主导型的经济，同是以间接金融为主的金融制度，所以比其他国家更值得研究。

第一节 战后日本证券市场的演变

第二次世界大战前，日本的证券市场已有五十年左右的历史。但是由于当时日本的资本主义经济为家族式财阀所垄断，作为投资大众化载体的证券市场并不发达。特别是股票交易采取定期交易方式，市场投机性很强，妨碍了投资大众的参与。证券市场不仅因此发展受制，而且还因其形象不良为以后的发展留下了心理障碍。

一、复兴时期 1945~1956 年的证券市场

第二次世界大战结束前夕，在盟军的进攻之下，整个日本为战火所笼罩，证券交易所不得已于 1945 年 8 月 9 日停止交易。同年 9 月，根据盟军的备忘录，证券交易所被关闭。此后，证券只能在证券公司的柜台这一非公开市场流通，直到 1949 年 5 月证券交易所才重新开市。

随着战争的结束，社会生活转向以经济建设为主，证券及其交易在经济生活中的重要性也理所当然地重新显现。特别是由于当时日本经济处于恶性通货膨胀之中，出于保值目的和对存款封锁的恐惧，人们对股票的购买非常踊跃。1946 年政府对对付恶性通货膨胀颁布了金融紧急措施令，规定支付股票的价款可以使用冻结存款。投资者仅仅为了获得新币，也会积极购买股票，这就促进了股票市场的活跃 [冈崎·滨田：《现代日本证券市场》有斐阁，1986]

1947 年根据盟军的占领政策，实施了解散财阀的经济民主化改革。作为经济民主化改革的一环，进行了证券民主改革。1947 年 6 月成立了证券处理调整协议会，将由于解散财阀控股公司以及作为财阀家族财产税而收缴的股票，出售给广大个人投资者。由此，个人投资者的数量和个人持股数在总股本中的比率迅速增加。与 1945 年相比，1949 年，股东人数增加了 258 万 其中 98% 为个人股东。新增股份 155 600 万股 其中 73% 为个人所有。个人股东的持股比率也从 51.9% 增加到 64.8%。日本股票市场由战前财阀家族为主向以民众为主变化。1948 年日本制定了新的《证券交易法》，1949 年在全国设立 9 家证券交易所，并开始证券交易。证券市场运作的基础是盟军的“市场三原则”，即：(1)交易按照时间优先的原则进行；(2)交易集中在交易所；(3)不进行期货交易。

鉴于战时和战后初期的教训，国债的发行由盟军司令部进行控制。1947 年日本制定了《财政法》原则上禁止发行赤字国债和由日本银行认购国债。1949 年，美国底特律银行的道奇作为特使来日本，帮助日本治理恶性通货膨胀。在日本推行所谓“超平衡预算”财政政策，杜绝了普通意义上的国债的发行。直至 1965 年，日本政府没有发行过赤字国债。在这时期，日本政府发行的债券仅限于交付国债、短期政府债券和特别减税国债，且数量非常有

限。虽然根据《地方自治法》地方政府可以发行债券，但是其发行额非常小。

按照盟军的意图，企业的长期金融和短期金融分别应该由证券市场和货币市场担任，即企业的长期资金需求应通过发行债券、股票从证券市场筹措，短期资金需求则依靠银行贷款。但是，由于在战时和战后初期的特殊条件下所形成的银行和企业的密切关系，使这种意图难以实现。面对这一势态，日本政府采取的措施也是模棱两可、左右摇摆。一方面作为证券市场的培育政策在《证券交易法》中规定将证券业务从银行分离出来，目的是给证券市场提供发展余地。1949年，推行了促进企业债券发行的政策，规定获得日本银行承认的企业债券可作为向日本银行申请借款的担保。1950年又修改了《商法》放松了对企业发行债券的批准程序和发行额度的限制。另一方面又制定了《长期信用银行法》，建立了兴业银行等长期信用银行和资金运用部等证券市场以外的长期资金筹措渠道，并通过发行金融债券开拓资金来源。战后复兴时期，金融债券余额占有所有债券的比率达到近60%。金融债券主要由金融机构、资金运用部购买，而这些机构的资金来源主要是银行储蓄存款和邮政储蓄。由此形成的长期资金供给渠道，压制了以直接金融为主的证券市场的发展。

上述发展证券市场的政策虽然有促进企业债券发行和消化的作用，但是由于当时证券市场的不发达、个人投资者和非金融机构的机构投资者尚未形成，企业债券主要由银行为主的金融机构消化。而金融机构又依赖日本银行的信用供给，企业债券发行实际上完全为日本银行信用所左右。1950年，金融紧缩时期，日本银行的信用供给大幅度缩减，金融机构的债券消化能力也随之大幅下降，企业债券的发行严重受阻。日本银行为了优先满足重点产业的资金需求，除了电力、煤气、钢铁等重点产业以及政策担保的金库、公社、公库等的债券以外，严格限制其他债券的发行。

因此，经济复兴时期的日本证券市场，无论从规模还是从证券的种类上来说，都是非常不发达的。表 1-1-1 中 1954 年以前的统计数据，可以充分地证明这一结论。

表 1-1-1 日本证券市场规模变化 单位 亿日元

年份	债券发行余额 ^①	股票市价总额 ^②	债券交易总额 ^③	股票交易总额 ^④
1945	1 633	—	—	—
1949	3 687	1 287	—	367
1954	9 866	7 822	—	1 837
1959	22 404	39 289	63	37 081
1964	61 187	76 943	143	34 297
1969	172 042	190 302	56 947	138 913
1974	360 455	374 690	326 617	123 903
1979	1 124 199	720 237	2 065 184	349 112
1984	2 097 815	1 674 957	7 267 585	679 740
1989	2 871 599	6 301 219	36 214 124	3 326 165
1994	3 550 897*	3 710 242	34 766 454	873 555

注：① 普通国债 + 地方政府债 + 政府担保债 + 金融债 + 公司债 + 可转换公司债 + 附新股认购权债。

全国。

东京市场（东京证券交易 + 东京的店头市场）

东京证券交易所。

* 为 1993 年数据。

资料来源 日本银行，《经济统计年报》东京证券交易所，《东证要览》1995 年。

二、高速增长时期 1956~1975 年的证券市场

1950 年朝鲜战争爆发，由此带来的战争“特需”成为日本重建战后经济的强心剂。1955 年日本经济超过战前。1956 年开始日本雄心勃勃地制定了经济自立 5 年计划、新长期经济计划和国民收入倍增计划等一系列经济计划。在这些经济计划的刺激下，日

本开始了长达二十年的高速增长。在经济高速增长的鼓舞下，证券市场呈现了非常活跃的情况。高速增长时期日本经济的主要支撑点是出口和企业的设备投资。旺盛的设备投资需求和贫瘠的企业内部积累的矛盾日益尖锐。为了解决这个矛盾，企业不断提高外部资金来源的比率，并积极谋求通过证券市场发行股票和债券来筹集资金。

如前所述，由于日本政府在发展长期金融方面的左右摇摆以及日本固有的金融结构，这一时期日本证券市场的发展及其作用仍然非常有限。但是，这一时期发生的三大事件，对以后日本证券市场特点的形成产生了重要影响。

其一，证券危机的发生。1963年日本国际收支恶化，股价下跌，导致企业股票主要持有者——金融机构的经营恶化。金融机构经营恶化又影响到企业，特别是大企业的资金筹措。因为传统的做法是一种银行信用与证券市场的有机结合：企业先从银行获得贷款，进行设备投资；等投资产生效益以后，再发行股票或债券以归还银行贷款。但是金融机构的经营状况恶化使得其向企业融资变得困难，股价下跌和企业业绩变坏又使得企业通过证券筹资难以进行，从而威胁到银行信用与证券市场配合机制作用的发挥。为了对付这个局面，1964年以银行为主投资建立了“日本共同证券公司”，以购买股票维持股价。但是银行作为私营企业，不可能只从眼前利益出发，不顾风险无限制地提供融资。最终购买股票维持股价的资金，主要还是依靠由日本银行通过日本证券金融公司向共同证券公司提供的750亿日元的信用。共同证券公司的成立虽然有支撑股价的作用，但同时也带来众多问题。首先，共同证券公司维持股价的对象是当时日本采用的所谓“道”式指数的股票。当时“道”式指数股票仅179种，只占东京证券交易所一部上市股票661种的27.1%。支撑股价的举措不仅扩大了“道”式指数股票与其他股票价格之间的差距，还扩大了东京证券交易所与

其他交易所的股价差距。其次，影响了正常的市场交易，加剧了证券公司的经营困难。因此，共同证券公司维持股价的行动也存在勉为其难的方面。至 1964 年底终于走到尽头，不得不放弃维持股价的活动。与此同时，证券交易所在 1964 年 10 月停止接纳新公司股票上市。1965 年 2 月以后，在大藏省的指导下，要求已上市的公司停止增资扩股。1965 年，证券公司又联合成立了“日本证券持有合作公司”。在日本银行的信用支持下，替代共同证券公司，接受了因股价下跌而处于经营困境的投资信托公司和债券公司的股票，共 21.2 亿股和 2 347 亿日元。但是，尽管采取了建立共同证券公司、证券持有合作公司等措施，仍然没能避免 1965 年发生导致山一证券和大井证券经营困难的证券危机。结果由日本银行向两公司分别提供 282 亿日元和 53 亿日元的特别融资，才避免了事态的进一步扩大。共同证券公司和证券持有合作公司这两个机构持有的股票最多时超过 4 200 亿日元，在证券市场情况好转以后，于 1966~1968 年陆续投放市场，其中大部分为企业所接受。在 1968 年还清了日本银行借款以后，两公司分别于 1969 年 1 月和 1971 年 1 月宣布解散。同一时期在债券市场方面，为解决证券公司的资金筹措，以证券公司为主自发地开始了以金融债券和政府担保债券为主的债券回购业务，债券流通市场迅速发展，其中 60% 以上依靠债券回购而迅速扩张。

其二，赤字国债的发行。1965 年的萧条终于使日本政府破除了 1947 年的《财政法》所作的禁止发行赤字国债的规定。发行所谓的建设国债，开始了长期国债发行之路。国债的消化基本上由金融机构组成国债承购辛迪加承担，1965~1974 年，国债的发行总额为 100 187 亿日元。政府机构（资金运用部）消化其中的 15.3%，余下的 84.7% 都由国债承购辛迪加消化。国债承购辛迪加中，88% 为银行承担，12% 归证券公司负责。而在国债承购辛迪加消化的 84 890 亿日元国债中，有 85.3% 一年以后通过转卖的方式由

日本银行吸收，所谓禁止日本银行购买国债的规定也就成为一纸空文。不过无论如何，长期国债的发行丰富了证券市场，促进了证券市场的发展。

其三，日本国内外证券市场相互隔离的状况有所改变。这一时期，日本企业开始走出国门，在海外市场筹集资金。1961年索尼公司成功地在美国发行了ADR(American Depositary Receipt)。1962年9月，国立创作所、新三菱重工率先在美国市场发行了可转换公司债券，分别为私募1500万美元和公募1000万美元。1963年武田药品公司在欧洲发行了可转换公司债券。1970年在日本首次发行了亚洲开发银行日元债券。虽然国际货币体系仍然维持着固定汇率制，但是随着日本经济的高速发展，在日元升值的预期之下，以投机牟利和规避汇率波动风险为目标的外国资金，开始增加对日本债券的投资。

尽管如此，在整个高速增长期，证券市场的发展仍不能适应经济发展的需要。银行在金融市场上的资金供给仍然占90%以上，企业外部资金来源中银行借款仍然占较大比重。

这一时期以金融债券为核心的债券市场虽然有所发展，但在优先发展重化工业的产业政策下，复兴时期的以间接金融为主的金融得到进一步加强。因为，低利率政策作为产业政策的一部分，保证银行可获得廉价资金来源，使得以银行为主的金融中介机构获得异乎寻常的膨胀，成为低利率政策的最大受益者。另一方面，产业政策也因间接金融体系而得到实现。因为与直接金融相比，在大部分情况下，由间接金融体系承担向重点产业部门分配资金，效率往往更高。所以，可以说产业政策与间接金融体系相辅相成，间接金融为主的金融体系在高速增长时期有其存在的历史合理性。

三、低速增长时期 1974~现在的证券市场

1970年代世界上发生了两起对日本经济产生深刻影响的事

件。一是 1971 年和 1973 年的美元危机 布雷顿森林体系崩溃 浮动汇率制替代固定汇率制。二是 1973 年的石油危机，带来了世界性的通货膨胀。受此影响，各国普遍采取了金融紧缩政策，日本则于 1974 年发生了战后首次国民经济的负增长。日本经济结束高速增长，进入低速增长时期。这一经济增长方式的转变，给日本证券市场带来了重要变化。

第一，以国债市场自由化为肇端的证券市场乃至金融市场的自由化。作为反危机措施，日本政府扩大了财政支出，大量发行赤字国债。国债发行量的急剧扩大，不仅使得国债发行收入在政府一般预算收入中的比重迅速增加，提高了证券市场的地位，而且促进了证券市场自身的发展。由于国债发行量的迅速增加，使得 1970 年代中期以前的国债发行方式难以消化大量增加的国债，国债发行向市场化的轨道转变。1970 年代以前的国债发行 采取由银行和证券公司组成“国债认购辛迪加”的方式进行。债券的发行条件主要由日本政府决定，然后摊派给银行和证券公司。一年以后再由日本银行按照不使银行损失的价格回购。但是，国债发行量的迅速增加，不可能像过去那样摊派给银行等金融机构。因此，不得不对国债的发行和消化实行改革。国债的发行开始采用公募方式，国债的消化对象扩大到金融机构以外的企业法人和个人。随着国债的大量发行，日本债券发行市场的规模迅速扩大，债券的流通市场也迅速发展起来了。事实上，随着经济增长率的下降，日本银行已不可能继续按老办法在一年以后全部收回。因为继续由日本银行在一年以后买回的做法，势必导致通货膨胀。同时由于国债发行量的增加，摊派给金融机构的国债即使由日本银行一年以后买回，也使得金融机构在经营上不堪负担。因而，不得不缩短金融机构持有国债的时间，并废除银行不得将持有的国债在市场上卖出的限制。为了促进国债的发行，必须发展国债流通市场，让国债流通市场的利率由市场的供求关系决定，实现国债流通市场利率

的自由化。而国债流通市场利率的自由化，又与发行条件受到管制的国债发行市场之间产生矛盾。因为市场供求关系决定的流通市场的利率，往往高于低利率政策下的发行市场利率，发行市场与流通市场之间产生了价格风险。过低的发行利率会使持有国债的价格风险增加，阻碍国债的发行。国债流通市场的发展反过来又要求国债发行市场的自由化，促进国债的发行价格也不得不走向自由化。国债的利率自由化又通过价格机制的传递作用影响其他金融市场，促使其他金融市场的自由化，冲击日本的以间接金融为主的金融体系。

第二，日本证券市场的国际化步伐加快。首先，由于固定汇率制转变为浮动汇率制，为避免汇率风险或以赚取汇率波动利益为目的对证券投资的需求增加。其次，随着日本跻身于世界第二经济大国以及 1960 年代下半期以来国际收支持续顺差，要求日本开放资本市场的呼声越来越强烈。于是，日本于 1980 年修改了《外汇管理法》向国外投资者开放国内资本市场并逐步放松国内投资者向国外投资的管制。从境外资金的流入来看，固定汇率制转向浮动汇率以后，日元逐步升值。日本经济虽然由高速增长转向低速增长，但是，与欧美其他国家相比，日本经济增长率仍然高于这些国家。日元证券成为外国投资者的热门品种。同时，对日本企业来说，欧洲的苏黎世市场具有利率低、汇率风险小和债券发行手续简便等优点，日本企业纷纷将债券的发行从国内转移到欧洲到 1982 年，日本企业在国外发行的债券占发行债券总额的 60%。1980 年代外国投资者开始涌入日本股票市场，1979 年外国法人持有的股票占 2.4%，1982 年上升到 5% 增加额与同期个人投资者的减少额 2.4% 基本相等。从日本国内资金向国外的流出来看，随着日本经济增长率、投资率和利率的下降，保险公司和信托银行等金融机构由于企业设备投资率的下降陷入资金运用难的境地。工商企业与金融机构的闲散资金日益增加，急于寻找出路。

1970 年代末、1980 年代初开始 美国实行‘双高’政策 美国财政部债券成为日本资金的重要投资对象。

第三，企业对证券市场参与热情的提高。由于石油危机的冲击和经济增长率的下降，一方面，使企业的经营从过去的粗放型转向集约型，企业在提高资金来源中内部积累比率的同时，努力降低筹资成本 减少银行借款 增加股票和债券的发行比率 另一方面，由于投资率也跟着下降，高速增长时期始终存在的企业资产严重不足的状况得到缓解。投资机会的减少促使企业改变了单纯依靠直接投资获取利润的经营策略，努力提高资金利用效率，积极参与证券市场进行间接投资。证券发行市场和流通市场的扩大，正好给企业投资证券市场提供了机会。

1980 年代中期以后，日本经济由高速增长向低速增长的转折，带来企业、金融机构和政府 在证券市场行为的变化。再加上国际上要求日本开放金融市场的冲击，日本证券市场迎来了大发展。证券市场的发展促进了金融自由化，金融机构之间为了争夺客户展开激烈竞争，银行与客户之间的关系较过去发生了根本性的变化。银行对客户的资金需求有求必应，使得企业热衷于证券资产的投资。日元的持续升值又使得日本企业在国外筹资成本变得异常低廉，甚至可以获得负利率的收益，不少企业纷纷涌向国外筹集资金，日本国内金融出现空前的“超缓和状况”。特别是 1985 年“广场协议”以后，日元持续升值 使得日本人一下子变得异常“富有”，纷纷将大量的资金投入房地产和股票市场，房地产和股票价格扶摇直上，终于导致泡沫经济。1989 年东证指数达到 38 915 点，当年股票的市场总额达到 630 万亿日元 是当年 GNP 的 1.5 倍。但是，泡沫经济终究是要崩溃的，1998 年，东京日经指数报收 13 842.17 点，几乎跌去近三分之二。

第二节 战后日本证券市场的特点

一、间接金融为主背景下的证券市场

资金融通既可以采取由剩余方直接向短缺方融通的直接金融方式，也可以采取通过中介机构的间接金融方式。表 1-2-1 中的股票和债券属于最常规的直接金融工具，贷款则是间接金融的当家融资工具。

表 1-2-1 产业资金供给状况 单位：%

方式	1932~ 1936 年	1937~ 1941 年	1942~ 1945 年	1946~ 1950 年	1951~ 1955 年	1956~ 1960 年
股票	95.5	42.2	14.4	13.1	14.4	14.2
债券	1.7	9.4	5.6	3.5	3.8	4.7
贷款	2.7	28.3	80.0	83.4	82.1	81.2

资料来源 日本银行，《经济统计年报》东京证券交易所，《东证要览》1995 年。

虽然直接金融尤其是股票发行，是战前日本产业资金的主要供给渠道。但是，需要分清楚的是直接金融作为资金的主要供给渠道并不一定就意味着证券市场的发达。

第一，日本作为后起的资本主义国家，其发展是在政府的强烈推动下进行的。为了实现产业现代化，日本政府引进了欧美发达国家的先进方法，包括股份公司制度。虽然日本的企业冠以股份制形式，但是，实际上绝大部分仍然是家族性的企业。这些企业的资金来源主要依靠银行，以股份为担保从银行借款。即使是一些较正规的股份制企业，其股东人数也极为有限，而且这些股东往往是一些富裕地主或商人，其股票不会轻易转让，也就是说股票流通意愿不强。

第二，因为是政府推动的资本主义，明治政府推行产业现代化的方法是用国家资金建立“官营事业”。这些资金的一个重要来源是甲午战争以后来自中国的赔款，而不是依靠发行公债。待“官营事业”发展到一定规模以后，再将其低价出售给财阀。因此，近代产业可以不依靠股票市场而得到培育和发展。同时，这种发展近代产业的方法，又从另一方面限制了证券市场的发展空间。

第三，作为日本现代产业核心的财阀企业虽然大多冠以股份公司的招牌，但实际上是家族控制的企业，其资金来源主要依靠家族内部的积累，实行封闭式的经营方式，事业的扩张被限制在财阀内部的积累规模范围内。证券市场的发展如何，与财阀的事业扩张规模并没有直接关系，证券市场的发展受到限制。

没有经济需求支撑的证券市场是没有长远生命力的。正如表 1-2-1 所揭示的那样，直接融资方式曾经有过 1932~1941 年的十年辉煌，但是很快即步入低谷。表 1-2-2 汇集了 1965~1984 年日本资金流动的方式。

表 1-2-2 不同金融机构资金供给率 单位：%

年份	1965~1969	1970~1974	1975~1979	1980~1984
金融中介机构	92.7	91.7	89.5	89.3
分类一：贷款	74.9	77.1	59.9	60.2
有价证券	17.8	14.6	29.6	29.1
分类二：银行	40.5	38.0	32.2	29.5
其他民间金融机构	22.5	22.7	20.5	15.9
信托保险	12.1	12.3	11.3	16.6
政府金融机构	17.6	18.7	25.5	27.3
证券市场	5.0	5.4	8.1	7.5
外资	2.3	2.9	2.5	3.2

资料来源 日本银行金融研究所，《我国的金融制度》。

由表可知，日本的金融主要通过金融中介机构进行，金融中介机构采取贷款和证券投资方式的资金供给为 90% 左右。其中贷款又占较大比重，1975 年以前占 75%，1975 年以后，随国债市场

规模的扩大,日本的金融出现“证券化”趋势,贷款占资金供给的比重逐渐下降,但仍然占 60%。通过证券市场融资的金融方式是比较次要的方法,1975 年以前只占 5%左右。1975 年以后,随着金融证券化,比重虽然上升,但仍然很低,仅在 8%左右徘徊。以间接金融为主与证券市场在日本产业发展的过程中的非主要作用有着密切关系。

战后初期的通货膨胀使日本国民战前积累的金融资产化为乌有,有价证券的二级市场规模萎缩。虽然日本政府在盟军的指导下曾经有意发展直接金融,但是不久日本又加强了政府对经济的引导,明确将间接金融作为资金融通的主要渠道给予支持。在战后初期的经济民主化改革中,银行被免于作为“排除集中”的对象而保存了实力与客户。复兴金融金库的融资,加强了间接金融的地位和企业对银行的依赖。允许长期信用银行发行债券吸收长期资金并向企业提供长期贷款,巩固了间接金融在产业金融中的地位。日本银行对设备投资采取了支持和扶助的政策,用提供日本银行信贷的政策向银行提供信用支持,强化了间接金融的实力。当然,间接金融为主并非是日本政府的一厢情愿,而是银行、企业与投资者等诸方面的共同选择。

第一,一般来说,银行为了保证贷款的安全,往往要求借款者维持一定的自有资金比率。虽然战后日本企业的自有资金比率很低并呈下降趋势,但银行仍然积极向企业提供贷款。主要是因为高速增长时期,企业的利润率基本上一直高于利息率,因此,银行得以放心地向企业贷款。战后日本的企业组织形态出现了集团化的倾向,企业之间的竞争以集团为单位进行,而集团的核心往往就是银行。在高速增长时期,企业以集团为单位掀起了大规模的设备投资浪潮,银行理所当然地从资金供应上为本集团企业撑腰。

第二,从企业的角度来看,间接金融占优势与企业的资金成本有关。在低利率政策下,银行存贷款利率上限受到管制,获得银行

贷款实际上就是获得补贴。由于股票的发行价格是市场价，企业不是热心于发行股票，而是争先恐后地争取银行贷款。而且低利率政策的重要一环，是维护银行的资金融通渠道。为了避免对银行存贷款的冲击，日本政府对股票和债券的发行进行严格限制，基本堵塞了企业依靠发行证券寻找资金来源的渠道。况且，日本的税收政策规定向银行借款所付利息可计入成本，而向股东支付的红利却作为企业盈利不能计入成本。因此，企业向银行借款可省去一笔利润所得税支出，银行借款在资金成本上优于股票发行。另外，债券市场的发行消化方法也制约了企业以发行债券的方式融资。在很长时期内，日本债券的发行条件与市场的供求毫无关系，而是由发行主体的发行费用、消化主体的资金成本以及与其他利率之间的关系所决定。虽然，1966年在东京和大阪交易所开始债券的交易，但是其价格是受到管制的。所以，证券价格调节供求关系的作用更重要的是象征性的，其结果证券市场成为企业资金的“边际”来源。企业只要有可能从银行获得资金，就不愿意从证券市场寻找资金来源。极端地说，只有当金融紧缩没有办法获得银行贷款时，或者为了归还银行贷款时，才不得不从证券市场寻求资金来源。

第三，实证研究表明，对有价值证券的投资与收入增加呈正相关。收入越多，有价值证券的比率就越高。战后日本实行的解散财阀、农地改革和实行财产税等经济民主化改革，一定程度上缩小了收入分配的差距，减少了个人对有价值证券的投资比重。五六十年代日本国民的收入水平还很低，有盈余的是分散而收入数量非常有限的个人。而就证券投资而言，为了避免证券价格波动的风险，需要持有各种不同类型的证券，分散而有限的个人收入并不适合投资证券。同时，战后的所得税制度对居民的储蓄实行优惠税率，也增加了居民进入银行储蓄的动力，而不是投资有价值证券。

以间接金融为主的金融结构，与投资引导型的增长模式是相适应的。投资引导的增长模式，使得每个企业家都制订

了雄心勃勃的投资计划。由熟悉企业情况的银行来鉴别可行的投资计划和盲目轻率的行为，既可保证可行的投资计划的实施、避免盲目行为可能造成的浪费，又可对尚未成名但有发展前途的成长中的企业提供资金方面的帮助。银行存贷款成为投资引导型的增长模式下资金融通最有效和必要的方法。但是，另一方面，间接金融为主的金融结构，也是强化政府干预经济的手段。从日本银行到城市银行的行政性资金分配模式，弱化了银行的企业功能，使银行积聚了大量的坏账。日本泡沫经济的发生表现在证券市场和房地产市场上，根源则存在于日本的已与低速增长经济不相适应的金融结构里。

二、长期国债为主的债券市场

1964 年发生的经济萧条，终于使日本在 1949 年以后实行的超平衡预算的道奇路线难以继续维持下去。1965 年日本在战后首次发行了长期性的建设国债即赤字国债，1966 年以后又继续发行建设国债。到 1970 年代，随着日本经济结构发生根本变化，发行建设国债成为日本政府的重要资金来源，其在政府一般预算中所占的比率也越来越高。1960 年代，发行国债仅占政府一般预算收入的 10% 以下；1970 年代下半期以后，发行国债在政府一般预算收入中的比率达到三分之一（见表 1-2-3）。

表 1-2-3 国债发行量的变化 单位：亿日元，%

年份	1965	1966~ 1970	1971~ 1975	1976~ 1980	1981~ 1985	1986~ 1990	1991~ 1993
国债发行量	2 212	27 949	142 774	573 268	905 567	980 208	657 302
占收入的比重	5.9	8.9	17.5	33.1	35.8	30.5	29.6

注：① 国债包括长期有息国债、中期有息国债和长期折扣国债。

收入指政府一般预算收入。

资料来源：日本银行，《经济统计年报》东京证券交易所《东证要览》，1995 年。

发行国债不仅成为政府的重要收入来源，而且大量的国债发行余额构成了日本债券市场的主体。如表 1—2—4，1980 年代以后国债发行余额占整个债券市场的比率超过 50% 以上而且在债券流通市场上国债的交易额占总交易额的比重也在 40% 左右。

表 1—2—4 国债发行余额和交易额 单位 亿日元，%

年份	债券发行余额 1	国债发行余额 2	2/1	债券交易额 3	国债交易额 4	4/3
1965	65 107	2 000	3.1	187	—	—
1969	140 470	24 634	17.5	953	99	10.4
1974	360 455	96 586	26.8	3 649	362	9.9
1979	1 124 199	562 513	50.0	23 388	7 572	32.4
1984	2 097 815	1 126 963	58.0	344 277	226 585	65.8
1989	2 871 599	1 609 100	56.0	726 673	294 321	40.4
1993	3 550 897	1 925 393	54.2	208 914	51 049	24.4

资料来源 日本银行，《经济统计年报》东京证券交易所，《东证要览》1995 年。

除了为填补预算赤字的国债发行以外，作为特别预算的资金来源，日本政府还发行了调节临时余缺的大藏省债券、粮食债券和外汇债券，以及为众多公营企业或特殊企业筹措资金的政府担保债券等如电信电话债券、电力债券和铁路债券。

国债的发行，促进了流通市场和发行市场的发展。就至今仍是间接金融占优势的日本而言，对促进金融资产的多样化、开辟多种金融融通渠道意义确凿。但是，日本国内对大量的国债发行，意见并非统一。一种意见认为，国债发行无非是在时间上转移负担。这种寅吃卯粮在时间上转移负担的方法，从资源配置的角度来看，往往是不合理的。尤其当发行的是赤字国债时，更是一种不合理的对债务发行者和债务接受者的强制性收入再分配。而且，如果因此造成政府国债偿付负担过重的话，财政政策作为机动政策发挥作用的余地就大大缩小了。另一种意见认为，则以凯恩斯经济学为理论基础以 1930 年代大萧条的复苏为事实依据，提出了通

过扩大国债发行进而刺激国内需求的政策主张。后一观点与美国为首的西方国家的要求相一致，并在日本 1990 年代的经济大萧条中得以实施。

三、法人持股为主的股票市场

1953 年日本修改了《反垄断法》对金融机构持有企业的股权从 5% 放松到 10%。金融机构为了加强集团的联合，尤其对成长型企业除了在贷款等方面给予支持以外，也通过增加持股比率的方式增强了对企业的控制。

表 1-2-5 上市公司股票持有者构成 单位：%

年 份	政 府	法 人	银 行	企 业	个 人	合 计
1945	8.3	38.6	11.1	24.6	53.1	100
1949	2.8	28.1	9.9	5.6	69.1	100
1950	3.0	35.5	12.6	11.0	61.3	100
1955	0.4	46.2	19.5	13.2	53.4	100
1960	0.2	53.2	23.1	17.8	46.6	100
1965	0.2	54.7	23.4	18.4	45.0	100
1970	0.3	59.6	30.9	23.1	40.1	100
1975	0.2	66.2	34.4	26.3	33.5	100
1980	0.2	70.5	38.8	26.0	29.3	100
1985	0.2	74.4	40.7	25.6	25.4	100
1990	0.6	76.2	45.2	25.2	23.1	100
1993	0.6	75.7	43.8	23.9	23.7	100

注 ①政府包括中央政府和地方政府。

法人包括银行证券公司一般企业投资信托基金和外国法人，1985 年以后包括外国个人。

资料来源 日本银行，《经济统计年报》东京证券交易所，《东证要览》，1995 年。