

东京金融市场的崛起与 西太平洋经济(上)

金融体制改革与东京金融市场

王 新 奎

自七十年代后半期日本经济从高速增长转入低速增长以来,其经济已进行了重大的结构性调整。在工业结构从资本、资源密集型向技术、知识密集型转变的同时,一方面由于国内投资需求大幅度下降,另一方面由于巨额贸易顺差的不断积累,日本正迅速向世界最大的资

本输出国的方向发展。这种在资本供求方面的根本逆转,必然对原来建立在五、六十年代资本相对匮乏基础上的金融体制产生巨大的冲击。这种冲击促成了以“金融自由化”和“金融国际化”为中心的金融体制改革,而东京金融市场的迅速崛起正是在上述背景下发生的。

一、东京城市功能的演变

从现代化城市发展过程中的功能演变来看,东京城市功能的发展大致经历了两个阶段。第一阶段从战前一直延续到战后五十年代。这一阶段的特点是全日本的工业向东京地区集中,并带来该地区生产中枢管理部门和商业、服务业的发展。但从五十年代开始,随着企业直接生产部门和中枢管理部门的分离,总公司向东京的集中引起中枢管理部门的集中,其结果,使东京从一个工业中心变为中枢管理中心。

中枢管理机能的集中主要表现为金融机能的集中,特别是国际金融机能的集中。七十年代后半期,随着金融自由化和国际化的进展,东京金融市场的扩大和外国金融机构进入东京市中心十分引人注目。1984年全国银行信贷余额的45.8%集中在东京都地区,比存款余额的集中程度要高10个百分点(34.6%)。更明显的

是,无论是短期市场中的票据交易市场,还是长期市场中的股票、债券市场,都集中在东京地区。并且,这种金融机能的集中有进一步向东京都市中心密集的趋势。在东京都23个区中,银行的存贷额大部份集中于千代田区、中央区和港区。

七十年代以来,外国金融机构在日本设立的分行和办事处迅速增加,而其中大部份也是集中在东京都中心地区。据统计,到1985年底,80.8%的外国银行分行与办事处集中在东京都千代田区。

现代金融机构之间的交易(特别是现货交易)要求金融机构在地区分布上有一定的密集度。金融机构向东京都,特别是向东京都市中心的集中,为东京金融市场的崛起和发展奠定了基础。

争取和维护发展中国家在关贸总协定中得到更好和更优惠的待遇,公平分享世界贸易成果作出贡献。

二、日本的金融体制改革

日本七十年代后半期开始的金融体制改革是东京金融市场崛起和发展的必要条件。

1. 战后日本金融体制的基本框架

日本金融制度的雏型是在大正、昭和的金融危机中逐步形成的，战后在美国的影响下定型。因此，严格的金融管制成为其基本特征。各种金融管制措施归纳起来可分为以下三类：

(1) 利率管制

具体地说，所谓利率管制主要是对存款利率上限作出规定。

在二十年代以前，日本并没有实行对银行最高利率的限制，结果导致银行之间争夺存款，使存款利率水平迅速提高。存款利率过高导致贷款利率过高，最终使银行周转不灵，屡次诱发金融危机。为此，日本政府早在1918年就对银行存款利率实行自我限制，禁止银行利用利率竞争的办法来获得存款。

战后，根据《临时利率调整法》，日本政府不仅规定银行存款利率的上限，而且对公司债券和信托资金的利率也都以行政指导的形式加以管制。

(2) 金融业务范围管制

金融业务范围管制包括：银行业务与证券业务分离，银行长期贷款业务与短期贷款业务分离，以及银行业务与信托业务分离。

实行证券业务与银行业务分离的原因是，如果允许银行兼营证券业务，就会使银行资本中风险资本的比重上升，一旦证券价格下跌，便会使银行的资产构成恶化。特别是银行为了收回贷款，往往以增资形式把贷款转换成债务人的股票或公司债券。这种做法虽然使银行避免了风险，但却把风险转嫁给了存户。

战后金融管制措施规定，长期信用银行和信托银行从事长期贷款业务，而其他银行只能从事短期贷款业务。在吸收存款方面，长期信用银行能发行5年期的金融债券，而一般银行

最多只能吸收为期2年的定期存款。实行上述管制的原因是，如果长期贷款业务与短期贷款业务不分，就会发生短存长贷的流动性风险和金融紧缩时期短期利率高于长期利率的“利率风险”。

实行银行业务与信托业务分离，主要是因为专业知识上的原因，以及避免“利益相反的兼业”。

(3) 隔离内外市场的管制

隔离内外市场的管制的核心是外汇管制。实施这项管制的目的是为了防止在低利率的情况下，发生国内资金外逃。

2. 推动金融自由化和国际化的原因

1973年石油危机以后，日本经济转入低速增长时期，上述严格的金融管制已不适应现实的需要，各种力量开始推动金融国际化和自由化的进程。

(1) 货币流量的变化和国债的大量发行

1973年以后，以设备投资为中心的企业部门的资金需求下降，而公共部门的资金需求上升。据统计，1974年以前，企业部门对借入资金的需求大约占GNP的6~8%，但1975年以后下降到2~4%，而公共部门对借入资金的需求占GNP的比例在这个时期大约从2%上升到8~10%。这种货币流量的变化，促使以国债为中心的债券市场的扩大。

日本政府从1966年开始发行赤字国债。在经济高速增长时期，国债是以银团包销的方式发行的。由于经济增长迅速，对现金的需求不断扩大，故银行所承购的国债的90%一年后即由日本银行收购，并且收购的价格以银行不受损失为前提。这样，对参加银团的金融机构来说，7年期的国债实际上变成了1年期的国债，流动性相当高。不仅如此，因为银行所承购的国债除了日本银行收购之外，卖出受到限制，长期国债市场的成交额十分有限，故即使在紧缩

时期短期利率猛升，长期国债的利率也极稳定。

但1975年以后，随着国债大量发行，金融机构所持的国债不断增加，而日本银行又不能象以前那样回购国债，其结果使银行资金周转不灵，把国债券抛向市场。这种转卖逐渐得到政府的认可。1977年4月，政府允许金融机构出售由银行发行的1年期以上的特别国债；1977年10月，又允许出售1年期以上的建设国债。其结果是自由利率的国债券流通市场迅速扩大。与此同时，原先就存在的短期自由利率债券市场的交易额也从1976年底的2万亿日元上升到1978年底的4万亿日元。随着自由利率市场的扩大，1978~1979年间，日本政府逐步废除了不能反映市场资金供求变化的银行同业拆放市场标准价格制，放开了银行同业拆放利率。自由利率债券市场的发展动摇了利率管制的基础。

自由利率市场的发展冲击了日本政府对金融业务范围的管制。其具体表现在两个方面：首先是债券发行渠道的改变。随着国债流通市场的扩大，1978年日本银行采取了公开招标的债券发行方式，私人持有债券大增。在这种情况下，依靠证券公司窗口发行债券已不足应付。1983年，政府允许银行从事国债券的窗口销售业务；同年10月，允许银行开设国债券与存款相结合的国债定期户头；1984年，又允许银行从事国债券的柜台交易业务。其次是银行与证券公司在开发新的金融商品方面的激烈竞争。1980年1月，政府允许证券公司从事中期国债储蓄业务。该项业务规定存款存入1个月后即可自由提取，利率稍高于6个月的定期存款。这种中期国债储蓄类似于活期存款，使证券公司具有了结算职能。由于中期国债储蓄能在存款和债券市场之间进行套利，流动性极高，所以得到迅速发展。其存款额从1981年的0.6万亿日元增加到1983年底的4.2万亿日元。自由利率证券市场的迅速扩大导致银行存款的大量流失。为此，从1978年10月份开始，政府分阶段放松对商业银行发行现货和期

货金融商品的限制，到1980年全部废止。金融业务范围管制开始被冲破。

(2) 经济的国际化和外汇管制的放松

从日本金融体制改革的外部环境来看，国际金融体制从固定汇率制向浮动汇率制的转变具有重要意义。在固定汇率制下，除了直接投资以外，各国都对资本交易予以严格的控制，日本也不例外。根据原来的外汇管理法，日本政府对资本交易原则上是禁止的。但是实行浮动汇率制以后，严格的外汇管制所带来的弊病日益明显。其具体表现为，当外汇市场的供需不平衡时，不能通过私人资本的移动来进行调整，从而使汇率水平受到扭曲。为此，从1977年开始，日本政府通过在日元升值时放松对资本流出的限制，在日元下跌时放松对资本流入的限制，逐步放松了外汇管制。

在1977~1978年的日元升值期间，为放松对资本流出的限制，1977年6月政府允许居民购买短期外币证券，1978年允许300万日元以内的外币存款。与此同时，对资本流入则加强限制。1978年3月，规定对非居民自由兑换日元存款户头的准备率提高到100%，事实上等于禁止支付利息。

但是，上述种种限制在1978年日元下跌后全部取消。1979年5月政府延长进口货物支付期限；允许筹借用途不加限制的外币贷款；允许非居民进入短期债券市场和现金存款(CD)市场。

上述放松外汇管制的种种措施通过1980年12月施行的新外汇管理法在法律上得到确认。居民的外币存款和从外汇银行借入外币完全自由化，并且于1984年4月废除了实际需要原则。

外汇管制的放松促进了银行业务国际化与日元国际化的加速。日本的银行对国外的中长期贷款从1975年底的89亿美元增加到1983年底的775亿美元。随着银行海外业务的扩大，日元也开始国际化。特别是1984年“美元、日元委员会”成立以后，实行了日元自由兑换，放宽了对向非居民的日元贷款和向居民的欧洲日元

贷款的限制,使国内外金融市场利率间的联系日益密切,形成对金融自由化的巨大压力。

(3) 金融技术的革新

七十年代后半期以来,金融技术的革新也为金融体制的改革提供了必要的物质基础。其中如现金自动收付机(ATM)的使用,同时管理跨越几家银行户头的附加价值通讯网(VAN)的建立,存款自动转为投资信托合同(MMMF)

的实用化等,都促进了金融体制改革的进行。

七十年代后半期以来的日本金融体制改革是由一系列的国内和国际因素促成的。其直接成果是东京金融市场的崛起和发展。目前,这场金融体制的改革还在逐步深化,因此,对东京金融市场的研究必须密切注意这一金融体制改革的大背景。

三、金融自由化、国际化与东京金融市场

随着金融自由化的发展,各类金融市场之间的套利可以自由进行,故一个市场的自由化必波及其他市场,从而引起整个金融市场的变化。

1. 短期资金市场

东京金融市场的短期资金市场分为两部份,即只有金融机构才能够参加的同业拆放市场,以及非金融机构也能参加的公开市场。金融体制改革以来,短期资金市场的规模迅速扩大。据统计,其成交额从1976年底的10万亿日元增加到1983年底的36万亿日元。与此同时,在短期资金市场中,各类交易所占的比重也发生很大的变化。1976年底,日元的短期融资和票据同业拆放市场大约占75%。但1977年后债券市场迅速扩大,到1978年底所占的比重已达30%。特别是1980年12月实行新的外汇法以后,美元短期拆借市场所占的比重迅速上升,到1983年底已达28%,而传统的同业拆放市场所占的比重却下降到32%。

2. 存贷市场

存款利率在1955~1969年间基本上没有变化。1970年4月制订临时利率调整法以后,存款利率开始变得较有弹性,但与市场利率之间还有很大的差距。如上所述,这种利率上的差距引起银行存款流失,而银行方面则通过开发新的金融商品来进行竞争,如存款与中期国债基金相结合,存款余额超过一定数额即自动转

为定期存款等。银行间的竞争有利于提高经营效率,故对存户有利。但与此同时也带来金融机构筹资成本提高,利率变动幅度增大等不利因素。

东京金融市场的贷款利率有两种,一种是与再贴现率联动的短期最低利率,另一种是长期信用银行自主决定的长期最低利率。临时利率调整法(包括利率限制法和出资法)所规定的利率上限很高,所以实际上并没有制约作用。近年来,因为对资金的需求减少,所以贷款利率一般在法律规定的利率上限以下波动。

从贷放市场的结构变化来看,对海外贷放的比重上升。据统计,日本全国银行贷放中向海外贷放所占的比重从1952年的5.1%上升到1983年底的17.5%。

3. 公司债券、股票市场

金融的自由化和国际化,使债券市场和股票市场也迅速国际化。据统计,外国投资家在东京债券市场交易中所占的比重,1978年为3.3%,1983年上升到11.2%。在债券发行市场中,非居民在东京市场发行的债券稳步增加,日元债券在国际债券中所占的比重从1975年的0.5%上升到1982年的4.5%。在股票市场中,非居民间交易的比重也在提高。这种比重1975年为4.7%,1983年达到16.6%。上述变化的结果,使东京市场与国际市场在债券和股票价格上的联系日益加强。