

日本资本市场开放的教训 对中国的启示

二〇一〇年四月

野村资本市场研究所 北京代表处
首席代表 神宫 健

目录

I. 简介	4
1. 目标	4
2. 日本经济回放	4
3. 储蓄和投资	5
4. 今天的中国	5
II. 金融市场高速发展时期（1955-1973）	6
1. 高增长时期的经济政策	6
2. 金融市场监管	6
3. 企业债券市场	7
III. 金融市场的放松管制	9
1. 政府债券发行	9
2. 有关政府债券的措施	9
IV. 石油危机后的金融市场	11
1. 企业融资	11
1) 降低债权股权比	11
2) 经常账户盈余	11
3) 股票价格的上升	12
2. 海外市场的国际发行	13
3. 国内市场的股权融资	13
V. 80年代后半期企业的金融结构	14
VI. 90年代的金融市场	14
1. 银行监管和银行行为	14
2. 企业债券的发行	15
3. 国内债券市场的监管变化	15
4. 监管对债券市场发展的影响	15
5. 90年代后半期企业债券发行放缓	16
6. 信用风险	16
7. 对中国的启示	17

日本资本市场开放的教训对中国的启示

【摘要与结论】

1. 中国当前有关金融国际化与放松管制的情形与七、八十年代的日本非常相似。这主要是因为中国和日本都是从计划经济或者说高管制经济开始逐渐转型为市场导向型经济，特别是在金融领域。因此，了解日本金融体制的发展历程可能会对今天的中国有一定的启示。
2. 首先来了解一下 1955 年至 1973 年高速发展时期的日本金融体制，当时日本平均每年的 GDP 增长率达到了 10%，就像当前的中国。那段时期，追赶发达经济体是制定经济政策时的优先目标，因此，如何才能合理配置储蓄和稀缺资源到重点产业就显得尤为重要。为了达到这个目标，当时实行有管制的利率并将利率维持在很低的水平，企业绝大部分的融资是通过银行体系实现的，日本中央银行对银行信贷体系实行窗口指导并决定银行把资金贷给谁和贷多少。当时的日本市场是与海外市场隔绝的。股票市场是当时唯一一个自由的市场，日本政府对于发行政府债持谨慎态度，而企业债(日文称“社债”)其实就是另一种形式的银行借贷。
3. 1973-1974 年的第一次石油危机对日本的经济与资本市场的发展有着非常大的影响。1975 年，日本政府开始发行政府债以刺激财政支出。这次大规模政府债券的发行加速了日本资本市场放松管制的进程，特别是利率的放松管制。从 60 年代末期开始的经常账户盈余，到了 80 年代开始急剧攀升，不断增长的经常账户盈余导致了与外国的贸易摩擦，特别是与美国的贸易摩擦。在金融领域，他们要求日元升值并开放很多市场包括资本市场在内。当时日本贸易摩擦的情形与今天的中国非常相似。
4. 在日本，“企业债信托制度”(日文称“社债受托制度”)和由此而造成的在国内市场债券发行的高成本使得日本的资本市场发展存在着一个很奇怪的现象。日本的经常账户盈余高企，形成了巨额的储蓄，然而，日本企业却愿意到欧洲市场如伦敦或者瑞士去发行债券，日本的机构投资者也愿意去欧洲市场投资这些债券。80 年代的日本国内债券市场发展扭曲。除此之外，外国投资者为了规避日本市场的高成本也放弃投资日本市场。
5. 一旦市场开放，必然存在着国内与国外市场的套利交易。于是，放松国内管制的进程将加快，如放松利率管制。如果到了那个时候仍然存在着某些管制会导致交易的高成本或低效率的话，金融交易必然从国内市场流向国外市场。所以，重要的是如何设计和协调国内资本市场的发展与开放政策，特别是在重重的国际压力之下如何处理。
6. 如果中国想通过资本市场(公司债)来达到有竞争性的资源配置，最重要的是建立评估体系。同时无风险利率和它们的收益率曲线也是必不可少的。所以我认为中国应该加强这方面的发展。
7. 严重依赖于银行的日本金融体系于 80 年代发生了变革。80 年代后半期，大企业开始脱离银行，在资本市场上发行股票和债券，这意味着银行失去了优质客户。于是，银行便试图寻找新的商业机会，将资金贷给中小企业和发放房地产相关的贷款，也就是更具风险性的贷款。当然，房地产贷款催生了房地产业的蓬勃发展，之后发展成为泡沫，最终在 90 年代，泡沫破灭，资产价格急速下降，造成了银行体系巨额的不良贷款。中国现在也在重点发展直接融资，未来将放松利率管制，增加直接融资，同时，中小企业的融资需求也在增加。所以，我这里再重申信用评估以及银行资产负债管理的重要性。

I. 简介

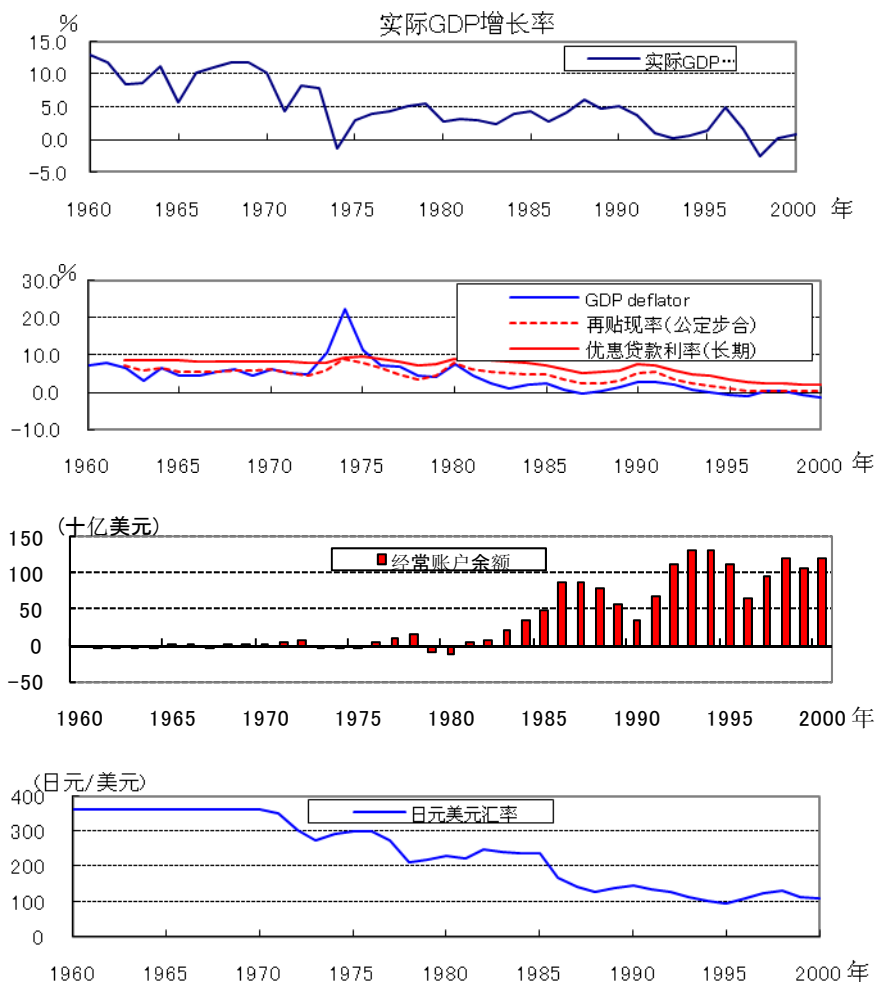
1. 目标

本文将主要讲述七、八十年代日本资本市场开放的历程以及从中总结出的经验教训，希望这些经验能够给今天的中国带来一些启示。二战后，日本的经济飞速发展，先后经历了以下几个时期：战后重建时期、经济高速增长时期、经济稳定增长时期、泡沫经济以及后泡沫经济发展时期。从某些方面来说，当前中国的经济形势跟日本七、八十年代情形非常相似。通过对二战后日本经济的了解可以更准确地把握当前中国的经济形势以及对其今后发展的预测。所以，在总结中国金融市场的实质问题以前有必要回顾一下日本资本市场开放的历程。

2. 日本经济回放

二战后日本经济高速发展，那段时期日本试图通过工业化发展来追赶其他国家，于是实行低利率政策来推动经济增长，当时实际短期贷款利率几乎接近于零；同时实行固定汇率政策，将汇率维持在 360 日元兑一美元的比率，增强了日本企业在国际市场的竞争力（见图表 1）。在宏观经济过热以及外贸逆差的情况下采取了紧缩的货币政策。这种增长率的限制

图表 1 日本主要经济指标



（出处）野村资本市场研究所根据政府统计数据整理

当时被称为“国际收支的天井”。后来，日本在 60 年代后期经常账户开始出现盈余，“国际收支的天井”限制没有了。

70 年代的“尼克松冲击”和石油危机削弱了日本经济发展的强劲势头。1971 年 8 月，美国前总统尼克松实行了“新经济政策”，终止了美元兑黄金，迫使日本等国对本国货币汇率重新估值，征收进口税和配额税。1973 年以后日元开始自由浮动。1973 年秋天，石油危机爆发并蔓延至全球。由于日本资源匮乏，国内资源耗费几乎全部依赖进口，暴涨的石油价格造成了严重的成本推动型通货膨胀，进口金额的迅速增加使得对外平衡恶化。于是日本实行了紧缩的货币政策并在 1974 年出现了负增长。经济衰退造成了财政预算赤字，政府就通过发行政府债补充财政预算。由于当时日本的债券市场发展还不够完善，政府采取了各种措施让市场消化这些债券。于是，债券的发行带来了利率政策的放松管制。加上 1979 年的第二次石油危机，那段时期日本经济的增长率从 5% 下降到了 3% 左右。

日本经济特别是工业成功地走出了两次石油危机，日本工业适应了新环境甚至在国际市场上取得了更强的竞争力。80 年代前期的特点是国际化和放松管制，至此，日本的经常账户出现了大量的盈余，美国政府又开始抱怨“日元低估”。事实上，正是由于这个问题加快了日本资本市场开放的进程，如由“美国日本日元美元委员会”推动的欧洲日元市场。1985 年，五国集团宣布了“广场协议”，随后，美元从 240 日元贬值到 120 日元。日本银行实行了宽松的货币政策，80 年代后期，尽管 CPI、PPI 这些代表通货膨胀的指标几乎接近于零，但是股票和房地产价格却很高。80 年代，放松金融管制和国际化在日本金融和资本市场迅速推行。最后，经济泡沫破裂，90 年代初期，股票和土地价格急速下跌，日本经济进入了长期衰退期。

3. 储蓄和投资

日本国民个人储蓄较高，即使在经济衰退时期居民仍然在增加储蓄。然而正是高储蓄和高投资才是经济高速发展的推动力。

第一次石油危机前，出口增长很快，企业融资后用于生产。石油危机后，为了刺激需求，稳定经济，政府开始增加借款并一直持续到 80 年代后期。第二次石油危机后，随着经常账户余额的增加，海外贷款开始增加。在 80 年代中和 90 年代初，泡沫经济时期，企业用于投资证券和房地产的资金需求空前高涨。泡沫破灭后，政府重新开始采取宽松的财政政策以便减轻经济衰退、刺激经济发展。于是，开始重新增加借款为经济发展融资。1994 年，企业的融资需求减少并开始偿还贷款。

4. 今天的中国

70 年代后期的日本，经济发展已经进入稳定发展时期，当时实行有管制的利率并将利率维持在很低的水平，企业绝大部分的融资是通过银行体系实现的，日本中央银行对银行信贷体系实行窗口指导，股票市场是当时唯一一个自由的市场。从 60 年代末期开始经常账户出现盈余，日本在 70 年代的两次石油危机中成功地调整了经济发展战略，出口产业取得了国际竞争优势。但是不断增长的经常账户盈余导致了与外国的贸易摩擦，特别是与美国的贸易摩擦。在金融领域，他们要求日元升值并开放很多市场包括资本市场在内。资本账户还处在逐步放松管制阶段。

中国从 1978 年开始实行开放政策以来，经济快速增长。随着利率政策的放松，中国现在也正面临着汇率体制和资本账户逐步放松管制的问题。由于资本市场发展尚不完善，企业主要的融资渠道还主要是商业银行贷款。经常账户盈余和政府赤字的情况也与 70 年代的日

本相似。从资本市场开放的国际压力来看，特别是来自美国的压力，与 80 年代的日本非常相似。（见图表 2）

中国当局所面临的问题与 70 年代早期的日本所面临的问题相似。大家普遍认为在不久的将来中国将完全实行浮动汇率制，资本账户管制也将逐步放开，金融市场也将逐步放松管制，越来越开放，股票和债券市场也将逐步改革和开放，成为企业越来越重要的融资渠道。总之，中国政府正走着日本政府七十年代所走的路。所以，了解日本七、八十年代的历程对中国今天政策的制定将是很好的借鉴。

II. 金融市场高速发展时期（1955-1973）

1. 高速增长时期的经济政策

二战后日本陷入了废墟当中。因此决定把精力集中在工业化发展以便赶超其他国家。为了取得经济上的繁荣，“外贸”成了日本追赶战略的重点。在高速增长时期，几乎近一半的 GDP 增长来自于贸易盈余的增长。生产率的增长成为出口增长的必要条件，为了提高生产率，增加投资成为必要。根据宏观经济等式，储蓄或进口也必须增加。然而，由于当时政府限制进口的增长，国内储蓄大幅增加，进而日本的竞争力增加¹。

另外，由于 60 年代外汇储备短缺，进口不能增加。日本实行了紧缩货币政策以便调控过热的经济，当时这种增长率的限制被称为“国际收支的天井”。随着 60 年代末出口的增加以及经常账户开始出现盈余，这种限制已没有必要。（见图表 3）

2. 金融市场监管

为了促进经济增长，日本政府采取了多种手段以达到目的。为了刺激储蓄，当时政府对个人储蓄实行了税收减免。利率由政府监管，低利率刺激企业增加投资。此外，外国投资者不允许进入国内的金融和资本市场。货币当局控制着资本进出，同时运用“窗口指导”，银行的信贷情况也在当局的掌控之中，由于居民几乎将全部积蓄存到银行，这种货币政策工具

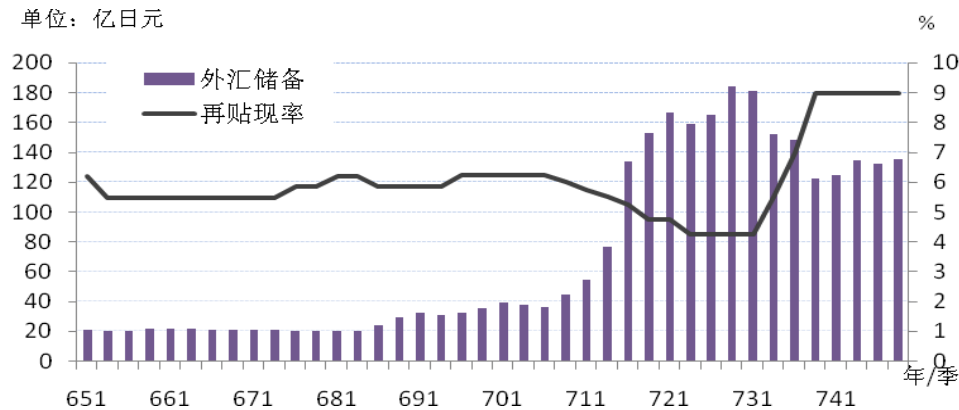
图表 2 日本经济发展历程

	60年代	70年代	80年代	90年代
经济增长	高速	稳定	泡沫	后泡沫+低增长
经常账户	赤字	盈余		
汇率	固定	浮动		
资本账户	管制	逐步放松管制		放松管制
利率管制	管制	放松管制		
融资渠道	间接		直接+间接	
财政	平衡	预算赤字	平衡	预算赤字

（出处）野村资本市场研究所

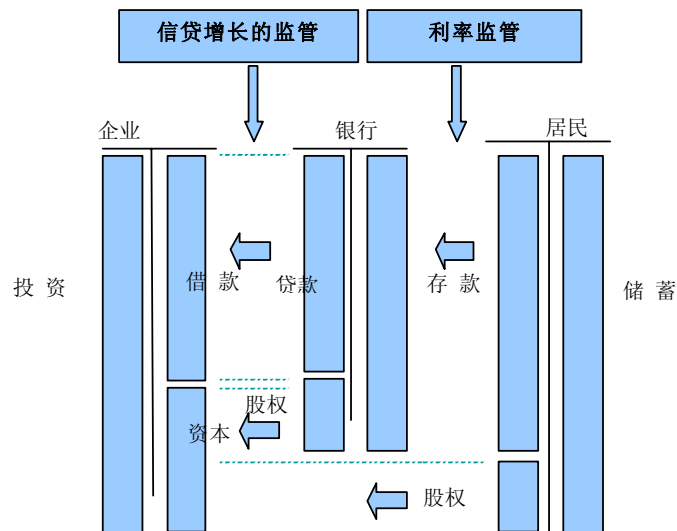
¹ 宏观经济等式： $S = I + G + (X - M)$ 。其中 S 是储蓄，I 是投资，G 是政府支出，X 是出口，M 是进口。

图表 3 日本的外汇储备



(出处) 野村资本市场研究所根据政府统计数据整理

图表 4 高速增长时期的日本金融体系



(出处) 野村资本市场研究所

当时非常见效。总之，政府通过银行体系成功地建立了资源优化配置体系。

在高增长时期，企业资金的主要来源是银行借款，金融市场被中央银行严格地控制着，日本银行和日本政府同时监管存贷利率。通过“窗口指导”决定银行可以贷多少和贷给谁，中央银行干预着贷款市场。另一方面，股票市场是当时唯一对公众开放的自由市场，国民和银行可以股票的形式投资企业，但是当时的股票市场规模不大。债券市场方面，政府很少发行政府债券，但是，当时市场上是有企业债（“社债”）的，关于企业债将在后面阐述。（见图表 4）

3. 企业债券市场

除了银行借款和股权融资以外，发行债券是企业另一个融资的渠道，但是当时企业债被看作是另一种形式的银行贷款。这个市场同样也受诸多规章和条款监管，当时叫所谓的“企业债券托管制度”（“社债受托制度”）。当企业准备发行债券，必须指定它的主要业务往来银

行（下称“主银行”）作为债券托管公司负责监管债券抵押物，从事与债券发行有关的工作，组织债券持有者会议等。债券托管公司（通常是债券发行者的“主银行”）的法律依据是《担保债券托管法》（日文称《担保付社债信托法》）和《商业法》（日文称《商法》）。通过发行担保债，这些“主 银行”可以赚取相对较高的费用，而无担保债的发行使得《担保债券托管法》和上述的“企业债券托管体系”没有意义，“主银行”们不想失去这种只要为债券发行者做些书面工作就能赚到丰厚利润的业务，所以他们抵制无担保债券的推出。

从宏观的角度来看，债券发行委员会（日文称“起债会”）主要是由托管银行组成，在货币当局的指导下可以控制整个发行市场。它用自己的“适债基准”来决定那些根据产业政策实际上事先已经决定的企业作为债券的优先发行人，这就好像投出飞镖之后再划定目标，以发行者公司规模大小为标准的所谓的“准入监管”制度被采用。如 1959 年采用的“三级评价体系”，A 指那些已经发行过公司债券，资质最好的公司，如一些钢铁公司、东芝公司和日立公司，B 指其他一些已经发行债券的公司，C 指其他的一些新成立的公司或小公司。两年以后，“A-D”评价体系被重新修正，增加了一些“定量标准”的因素。1966 年，“定性标准”开始被应用于除了“定量标准”评价以外的领域²。不过，这种人为操纵的“适债基准”有助于优良的企业发行债券。由于息票收益不够丰厚，那些“主银行”不得不购买所有剩余的债券。根据产业和低利率政策，政府人为地将债券的票面利率设的很低，这才是公众对企业债券反应不够积极的原因。在这种体制下，企业债券的发行被称为是另一种银行对企业的贷款。在企业债托管体制下，作为“主银行”，债券托管公司对每个债券发行人都有着很大的影响。（见图表 5）

从企业的角度来看，经济高速增长时期，企业会期待很高的营业利润。从企业财务战略的角度来看，高杠杆率是最佳选择，债权股权比率越高意味着净资产收益率越高。（见图表 6）因此，公司都通过增加债权股权比率来增加投资，直到 1973 年，第一次石油危机，这种高杠杆战略才停止运用。货币政策随后也开始紧缩，企业资金借贷的难度增加。

图表 5 企业债市场的多重监管

企业债受托制度	“企业债担保信托法”和“商业法” 企业债的发行人指定受托人（通常是他们的“主银行”） 受托银行履行与债券发行相关的工作，召集债券持有人会议，并且通常会在发行人破产时购回全部的债券等等。他们收取较高的受托费，抵制无担保债券的推出。
企业债受托制度的具体操作程序	微观层面：作为“主银行”，受托行对每一个发行者都具有影响力。 宏观层面：主要由受托银行组成的债券发行委员会在货币当局的监管下控制着债券发行市场。它用自己的评级体系来评价发行人的优先级别，将评级重点放在发行人企业规模并参照政府的产业政策。（也被称为“准入”监管） 利率监管：自从息票利率被人为地压低，债券的购买者通常都是发行人的“主银行” 每家公司债券余额的监管

（出处）野村资本市场研究所

² 定量标准包括投入资本和净资产，定性标准包括净资产比率、资产收入比和派息率等。

图表 6 经济高速发展时期企业的融资战略

当较高的营业利润可期的时候，越高的债权股权比就意味着越高的净资产收益率
在高速增长时期，日本企业通过增加债权股权比来增加投资
随着第一次“石油危机”的到来这种高杠杆策略也随之结束，取而代之的是严厉的货币紧缩政策
$P/E = \{A \times r - D \times i\} / E$
$P/E = \{ (D+E) \times r - D \times i \} / E$
所以
$ROE = r + (r-i) D / E$
这里，
ROE =净资产收益率
P =利润
r = 资产收益率
A (资产) = D (负债) + E (股东权益)，
i = 利率成本

(出处) 野村资本市场研究所

III. 金融市场的放松管制

1. 政府债券发行

1973、74 年间的第一次石油危机给日本经济和资本市场的发展带来了严重的影响。实际上，日本自然资源相对匮乏，所以要依靠国际贸易进口原材料，特别是石油。73 年后石油价格高企，生产成本受到了很大的影响。为了应对由此而产生的高通货膨胀问题，政府采取了紧缩的经济政策，进而造成了二战后第一次经济的负增长。财政支出的增长带来了财政赤字。1975 年成为日本政府债市场的转折点，超过 5 万亿日元的债券在日本政府债券市场发行，整个债券市场的余额超过 10 万亿日元。(见图表 7)

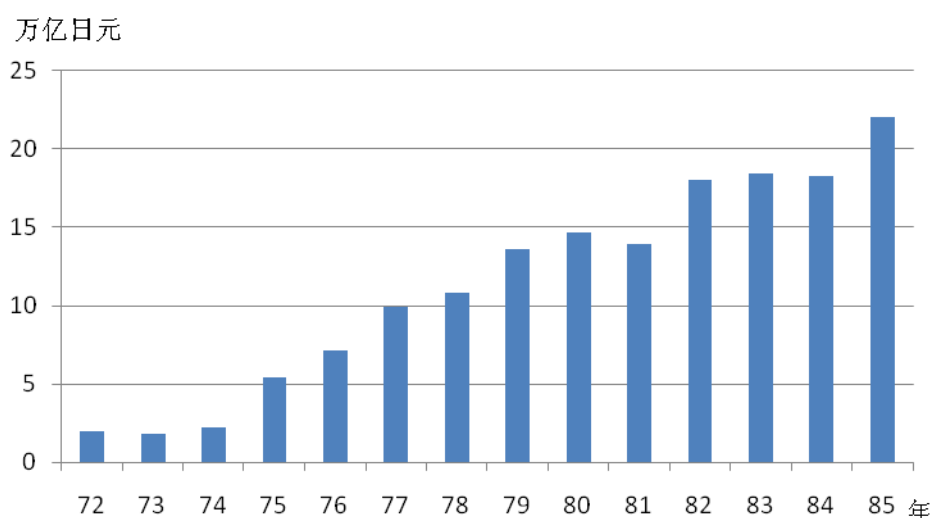
对经济最重要的影响是大量日本政府债券的发行推动了资本市场放松管制的进程，经济衰退和高利率也促使日本企业改变了他们的融资战略。

2. 有关政府债券的措施

由于日本债券市场发育还不完善，当时还不能确定发行的所有债券是否能被市场顺利地消化吸收。直到 70 年代中期，政府债券被实质上分派给银行，一年后日本银行再全部买回。随着 1975 年日本政府债券的大量发行，政府采取了一切措施确保市场能够吸收，这为后来金融市场的放松管制铺平了道路。(见图表 8)

从 70 年代中期开始金融市场的一些管制条款被逐步取消。随着交易管制的取消，建立了债券交易二级市场。票面利率不再被人为地调控在很低的水平，而是反映市场的供求状况，从而带来了利率政策的放松管制。市场上开始有了更多的品种供选择(如 2、3 和 4 年的中期债券以及 5 年的贴现债券等)，除此之外，首次允许证券公司进行债券的回购协议，通过做市活动和允许金融机构以券融资增加了市场的流动性。另外，东京证券交易所作为股票经纪人的经纪人被授权向金融市场提供实时的价格信息，另一方面，中期债券要通过竞价卖出。长期债券也通过竞价的方式卖出，但也有一部分长期债券是由承销团根据平均竞价配售债券发行(2006 年承销团制度废除)。

图表 7 政府债的发行情况



(出处) 野村资本市场研究所根据政府统计数据整理

图表 8 应对大量发行的政府债的措施

直到70年代中期，政府都是实质上分配给商业银行，之后再由中央银行（日本银行）购回。但75年大量发行的政府债打破了这种规律，之后政府采取了一些措施来让市场消化发行的债券，开始放松了金融管制。
交易限制被取消 (=二级市场)
根据市场情况来决定发行条件 (=放松了利率管制)
更多产品 (2、3和4年的债券，5年的贴现债券)
允许证券公司来做回购业务
东京证券交易所 作为经纪人的经纪人，提供实时的价格信息
竞价：中期债的发行都要通过竞价完成。而长期债则是将竞价和配售结合起来（还有一部分是承销团根据平均竞价来决定债券配售的价格）
每位政府债投资人投资政府债券不超过300万可免缴利息税。
中期政府债基金（80年代成立）：投资中期政府债和银行间储蓄的投资信托，储蓄人在一个月之后可以赎回，利率水平与1年期的存款利率基本持平
长期政府债期货（1985年推出）

(出处) 野村资本市场研究所

此外，政府还采用了多种方式吸引个人投资者。每个债券投资人投资政府债券不超过300万可免缴利息税。80年代设立了中期政府债基金，投资者持有该基金一个月后可赎回，并且利率水平接近于1年期储蓄利率，这就激发了人们对这种中期政府债基金的投资兴趣。所有这些措施都推动了由管制的金融市场向更自由市场的转变。

除此之外，80年代，政府还推出了许多新产品。1985年10月，10年期政府债券期货合约在东京证券交易所面世，此后，20年期政府债券期货合约在1988年的7月面世，5年

期政府债券期货合约在 1996 年 2 月面世，此外，更多的衍生产品在金融市场推出。80 年代后期和 90 年代，套利行为越来越多，它们确实给日本资本市场带来了一定的影响。

IV. 石油危机后的金融市场

1. 企业融资

70 年代后期和 80 年代，企业融资有三个重要的变化：

1) 降低债权股权比

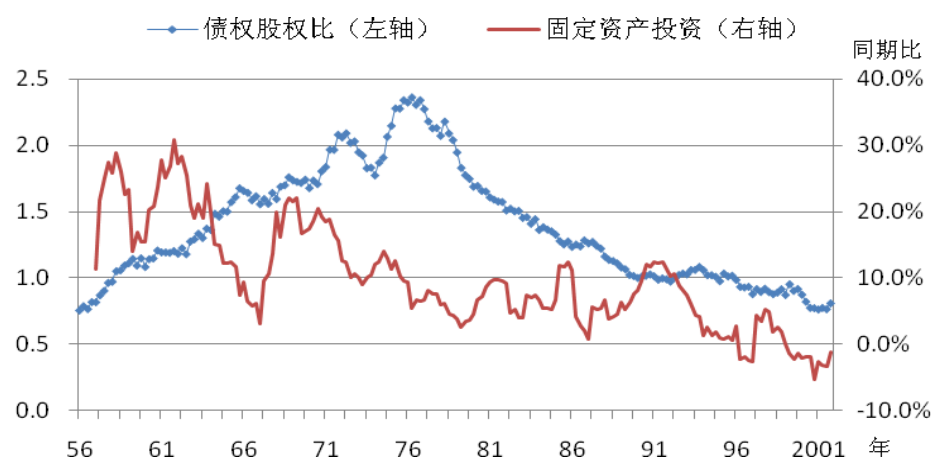
如前所述，石油危机影响了企业的融资策略，高杠杆战略一直沿用到石油危机爆发。第一次石油危机前，企业债权股权比高达 2.3 相当于今天评级标准的 BB 级。石油危机严重地削弱了企业的盈利能力，高企的利率和利率负担降低了企业增加借贷的兴趣。随着营业收入的减少，固定资产投资迅速减少，融资需求也减少，在这种情况下，企业试着降低债权股权比。（见图表 9）

2) 经常账户盈余

60 年代末期，经常账户开始出现盈余并在 80 年代迅速增长。日本企业成功地适应了两次石油危机，工业企业在全球市场上取得了竞争优势。然而，快速增长的经常账户余额却带来了其他国家的抱怨和要求日元升值并开放一些市场的压力，其中包括资本市场在内。一些人认为这与今天中国所面临的情况非常相似。

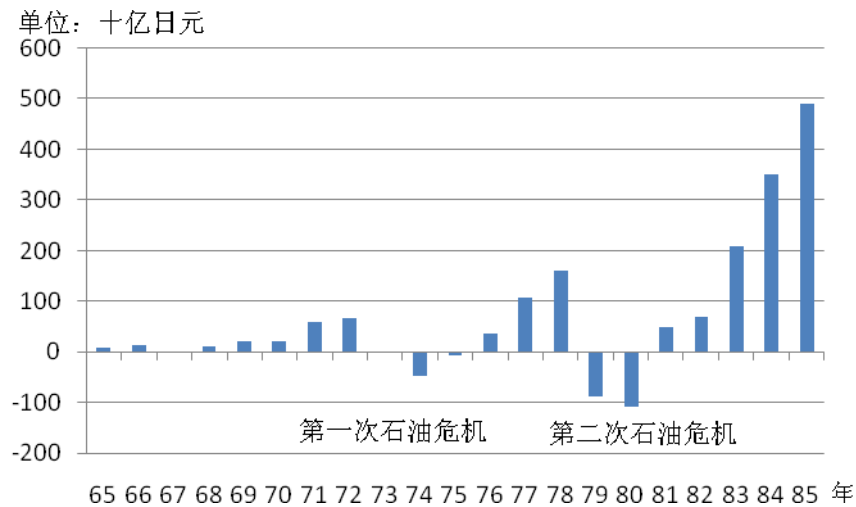
于是，金融市场出现了一些变化，由于从 60 年代末期开始日本成为了资本输出国，就以资本输出为目的，建立了东京国际资本市场。武士债券的发行就是一个例子，武士债券是非居民在日本市场发行的以日元计值的债券，相当于中国的熊猫债。政府试图通过武士债券的发行来减轻日元升值的压力。1973 年，工业国家放弃了固定汇率制度开始实行浮动汇率制度，1980 年汇率管制的放松进程加快。随着日本经常账户盈余的持续增长国外的压力也越来越大。1984 年，国外压力，特别是“美国日本美元日元委员会”的压力达到了顶点。这就造成了欧洲日元市场的放松管制，美国主张这些措施将会增加日元的吸引力，所以日元

图表 9 债权比与固定资产投资



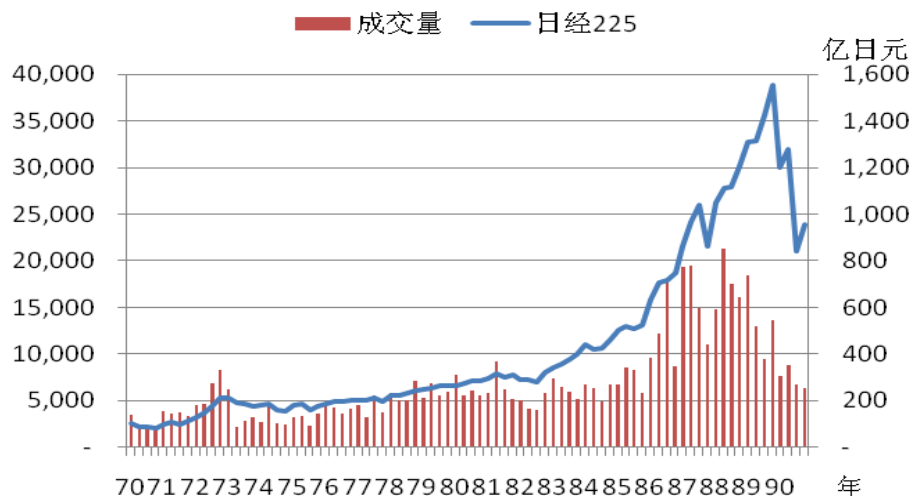
（出处）野村资本市场研究所根据政府统计数据整理

图表 10 经常收支状况



(出处) 野村资本市场研究所根据政府统计数据整理

图表 11 股票指数和成交量



(出处) 野村资本市场研究所根据政府统计数据整理

应该升值，这给日本国内资本市场（将在后面讨论）的发展带来了极大的影响。1985 年，广场协议促使了美元的贬值，1985 年到 1987 年间，日元从¥240/US\$ 升值到 ¥120/US\$，日本银行在 18 个月内将再贴现率从 5% 降到 2.5%。不容置疑，在这么短的时间里将利率降低一半对金融市场具有非凡的影响，这种充分的流动性促进了 80 年代后期投机泡沫的形成。（见图表 10）

3) 股票价格的上升

第三方面的发展是 80 年代后期股票价格的快速上升。企业将它们融资战略从国内借贷转到股权融资，那些大企业也纷纷转向了股权融资。1989 年股票价格达到了顶点。80 年代资本市场发展的特点可以概括为“股权融资”和“国际化”。（见图表 11）

2. 海外市场的国际发行

70年代下半期，日本公司开始在欧洲市场发行企业债券。1974年以后，国内市场流动性趋紧，相对于国内市场的高额费用和繁琐的程序（如上所述），瑞士的低利率对日本企业有着极大的吸引力，那些公司在海外市场主要发行的是可转债，发行量从1975年的1000亿日元上升到1979年的4000亿日元，但是普通债券的发行量却始终维持在低于1000亿日元的水平。（见图表12）

80年代，日本企业重视股权融资，开始发行可转债，到后来发行权证债券。应该注意到的是，自从日本出口企业在国际贸易中的竞争力增强并且取得很好的信誉，国际投资人愿意在他们的投资组合里增加对日本企业的投资。80年代权证债券的发行大量增加，权证债券的发行量从1981年的不到1000亿日元到1989年增加到8万多亿日元，与此同时，可转债的发行量却没有大幅度的增加，80年代后半期，权证债券的发行成了日本企业在海外市场发行债券的主要形式。

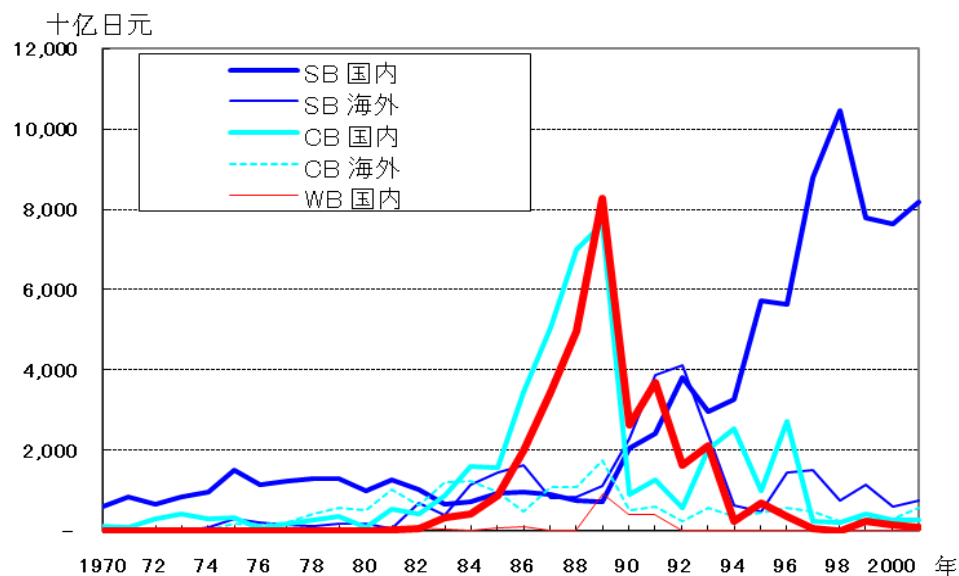
80年代中期，除了可转债和权证债券以外，在欧洲市场上普通债券的发行也在增加。1986年普通债券的发行量达到了1.6万亿日元。由于日本企业想规避高额费用和繁琐的程序，便转向海外市场发行普通债券。同时，一些日本投资者，如人寿保险公司，也试图规避国内的投资管制，他们购买了大部分欧洲市场发行的日本普通债券，尽管债券价格相对高些，所以，这些债券被称为“寿司债券”，因为大部分都被日本人吃掉了。

总体来看，80年代早期在欧洲发行债券的日本企业大部分都是知名的出口企业，如夏普、佳能、富士、索尼等。现在的一些中国企业也达到了国际化的阶段，也可以到国际市场上发行外国债券了。（见图表12）

3. 国内市场的股权融资

如前所述，80年代后半期股票价格快速上涨，日本企业通过发行股票以及与股票相关的可转债、权证等融到大量资金，而且数量是前所未有的。80年代上半期，发行量达到15.3

图表12 国内外市场债券发行情况



（出处）野村资本市场研究所根据政府统计数据整理

万亿日元；然而到了下半期，就攀升到 66.6 万亿日元。同时，在 80 年代后期，国内可转债的发行也在增长。1983 年，国内市场的一些管制被取消，放松管制为企业债券的发行创造了方便条件。（见图表 12）

V. 80 年代后半期企业的金融结构

大公司开始转向股权融资并降低债权股权比率，银行在金融市场的作用便降低了，也就是说，80 年代后半期，开始出现脱媒现象（disintermediation）并影响到了银行的贷款行为，于是银行开始找寻其他的商业机会，他们开始向高风险的中小企业贷款，特别是那些与房地产和金融相关的公司。那段时期，日本银行认为房地产行业过热，于是规定了银行向房地产行业贷款额度的上限，银行便将资金贷给非银行企业（包括金融公司），这些企业再将资金贷给房地产企业，于是，就避开了贷款上限要求。

1985 年底到 1989 年底，银行新增贷款大部分是中小企业特别是房地产、建筑和金融公司的贷款。最后，90 年代早期，泡沫经济爆发，股票和土地价格急速下跌，日本经济进入了长期的衰退期。房地产和建筑企业很难还回贷款，银行背负着大量的不良贷款，不能再为经济复苏提供贷款。（见图表 13）

VI. 90 年代的金融市场

1. 银行监管和银行行为

急速下跌的股票价格使得银行资产负债表中持有股票的账面利润减少，结果，日本银行业资本比率下跌并接近于 8%，这影响着 90 年代银行业的行为。银行不得不关注巴塞尔协

图表 13 不同产业银行信贷情况

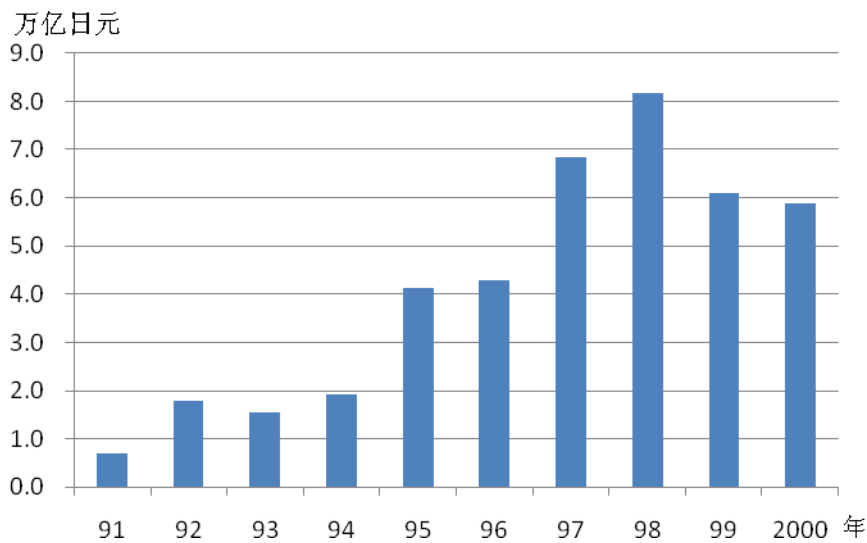
在 4 年的泡沫经济时期呈净增长（85 年底-89 年底）

（净增长：万亿日元）

	城市银行	长期信贷银行	信托银行
(大型企业)			
制造业	-7.0	-1.5	-2.2
公用事业	0.0	0.4	0.3
贸易	-1.7	1.0	0.0
建筑·房地产	-0.3	0.5	0.2
金融·保险·租赁	0.9	3.2	3.7
(小计：大型企业)	-8.1	3.6	2.0
(中小型企业)			
制造业	3.4	0.3	0.0
公用事业	0.9	0.2	0.0
贸易	14.4	1.1	0.8
建筑·房地产	12.7	2.4	2.8
金融·保险·租赁	6.3	4.0	6.7
(小计：中小型企业)	19.0	8.0	10.3
(个人)	19.0	0.0	1.0
(其他)	0.7	0.4	-0.3
(合计)	49.6	12.0	13.2
中小型企业占比 (%)	38.4	66.7	78.0
金融·保险·租赁占比 (%)	14.5	60.0	78.8
建筑·房地产占比 (%)	25.0	24.2	22.7
个人占比 (%)	38.3	0.0	7.6

（出处）野村资本市场研究所根据政府统计数据整理

图表 14 企业债发行情况



(出处) 野村资本市场研究所根据政府统计数据整理

议规定的 8% 的资本充足率³，于是银行的贷款便受制于资本的增长。银行的贷款不再是由他们吸收储蓄的能力来决定，而是由他们的资本，也就是说由他们提供商业服务所取得的费用收入和利润来决定。随着银行贷款能力的降低，他们开始增加对中小企业的贷款以便赚取更高的利息收入。银行的这种行为改变了企业的融资策略，特别是大型企业的融资策略。

2. 企业债券的发行

泡沫经济爆发后，日本大型企业更愿意发行债券来融资而不是通过股票市场来融资，这就造成了普通债券发行量的大幅攀升。90 年代，日本的企业债券市场开始引人注目，1991 年企业债券的发行量还不到 1 万亿日元，然而，到 1998 年，其发行量一跃达到了 8 万亿日元之多，这对石油危机后逐步放松管制的债券市场的发展起到了重要的作用。（见图表 14）

3. 国内债券市场的监管变化

过去的三十年里，债券市场许多严格的管制被成功地取消了。1986 年，证券交易委员会推动了企业债券一级市场的改革，包括担保债券、企业债托管制度等。一年以后，“提案书方式”推出增加了一级市场的竞争性。1993 年，《商业法》又重新修订，废止了企业债券发行余额监管，尤其重要的是废止了“企业债券托管制度”。

同时，债券市场的“准入监管”也进行了改革。1979 年，无担保债券（包括普通债券、可转换债券、权证债券）开始实行“适债基准”。1983 年到 1985 年期间，该标准逐步放宽。1996 年“适债基准”被取消了，这标志着政府对国内债券市场的“准入监管”以及政府主导的产业政策的终结。（见图表 15）

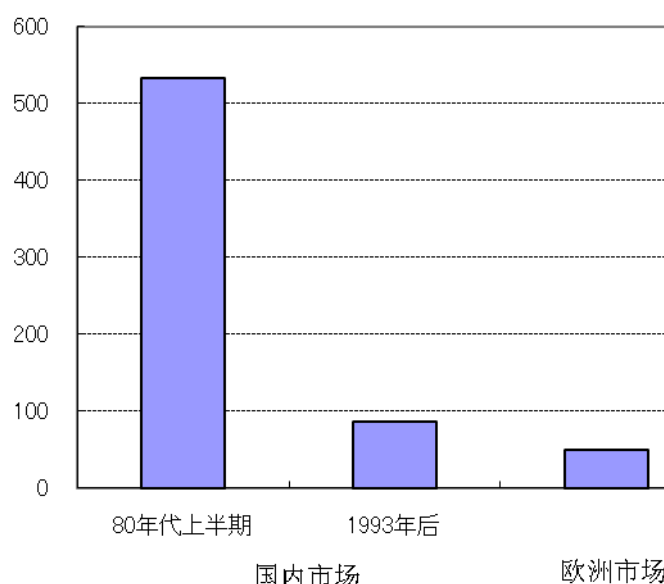
4. 监管对债券市场发展的影响

在放松管制以前，债券市场的高额费用和繁琐的程序怎样影响着日本资本市场的发展

³ 1988 年巴塞尔协议确立了风险加权资产的 8% 为最低股权资产标准来反映银行风险，这意味着银行要想持有这些贷款需要至少 8% 的资产来支持这些贷款的发放，也就是说，银行只能发放 12.5 倍于其资产的贷款。

图表 15 发债成本比较

单位：百万日元



(出处) 松尾顺介《日本の社債市場》东洋经济新报社 1999

呢？在这种情况下，70 年代，日本企业愿意去欧洲市场发行欧洲可转换债和普通债券，80 年代，发行权证债券。如“寿司债券”，发行人是日本人，投资者也是日本人，因为他们想规避国内的管制。发行人和投资人都是日本人，却在海外市场融资和投资，这在债券市场的发展历程中是个非常奇怪的现象。这说明在本国资本市场开放后，国内市场却依然实行严格的监管反而使得国内的金融市场被掏空。

此外，在放松管制之前，外国人也不愿意在日本市场发行债券，尽管日本早已经是资本输出国，从发行量来看,80 到 90 年代,非居民发行的武士债数量并不大。由于发行成本和程序的问题，外国发行人通常选择欧洲市场发行以日元计值的债券，如非居民欧洲日元债券。建立东京国际资本市场的设想失败了。这两方面的发展清楚地表明日本没有发展市场的观念或者说即使有这种观念也没有这种能力去实现。（见图表 16）

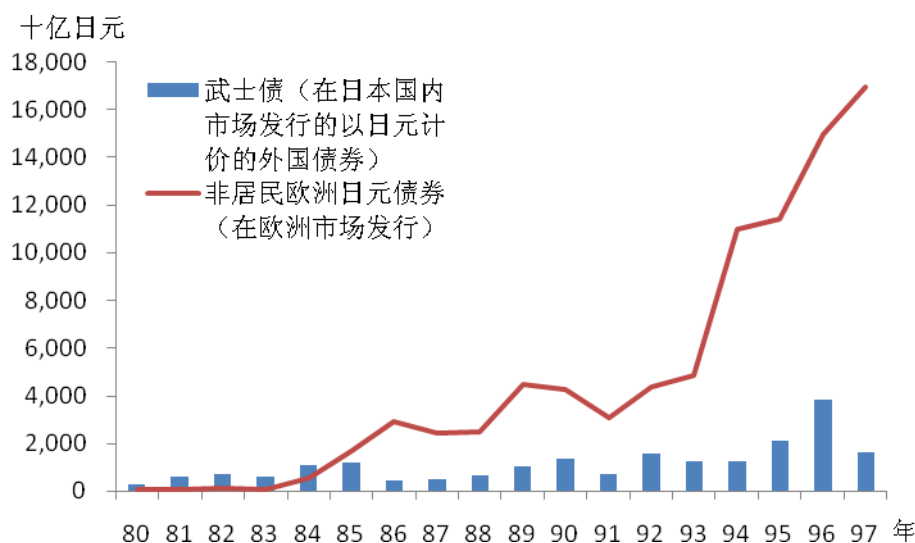
5. 90 年代后半期企业债券发行放缓

过去，企业获得贷款的首要条件是公司规模的大小，或者是公司的净资产值，于是大型的有着较高净资产的重工业企业可以很容易地得到贷款。然而，这种政策在 90 年代发生了变化，评级主要看以下的条件：1) 公司已发生借贷的情况；2) 公司的盈利能力；3) 还款能力；最后才是 4) 企业的资本规模。于是，日本企业的评级主要根据一些基本的指标来评判，如资本/资产比、债权/股权比、资产回报率、现金流/债权比和资本规模。

泡沫经济爆发后，随着股票和土地价格的崩溃，日本进入了经济停滞与金融不稳定时期。此外，由于 1997 年秋天一系列金融机构的倒闭造成了整个金融体系的震荡。90 年代后半期，企业的盈利能力恶化，固定资产投资也相应减少。由于较差的成绩，公司的评级也在下降。1998 年以后债券的发行开始减少，于是，大部分的居民储蓄通过政府发债被投入到公共事业中去了。然而政府债券的评级也下降了。

6. 信用风险

图表 16 监管对债券市场发展的影响



(出处) 野村资本市场研究所根据政府统计数据整理

90 年代以前，能够在市场上发行债券的公司倒闭的例子很少，就算公司倒闭了，它的“主银行”（债券托管人）也会从债券持有人手中购回债券。为了维持《担保债券托管法》的有效性，那些“主银行”不得不将债券购回。如果遵照修订的《破产法》的话，则会证明《担保债券托管法》已经过时，且与《破产法》中的某些规定相矛盾，在《破产法》框架下，这些债券并没有被完全担保，所以，以前没有必要让投资者去考虑债券发行人的评级区别。其实人们应该更早就知道，《担保债券托管法》和债券托管公司没有必要存在。

1993 年“债券托管制度”取消后，1998 年又一大批公司破产，投资者对评级更敏感了。这可以从 97 年秋天到 99 年春天的市场看出，企业债券市场风险溢价迅速扩大。通过对风险溢价迅速扩大的分析可以看出，日本企业债券投资者开始越来越关注每个债券发行人的评级。

7. 对中国的启示

我们在回顾了七、八十年代日本经济发展和资本市场开放的历程后，发现尽管今天的中国与七、八十年代的日本有着这样那样的不同之处，但是两者之间仍然存在着许多共同点。

第一放松国内管制与资本账户开放相协调的必要性。从现在开始，中国将逐步开放资本市场。一旦市场开放，必然存在着国内与国外市场的套利交易。于是，放松国内管制的进程将加快，如放松利率管制。如果到了那个时候仍然存在着某些体制会导致交易的高成本或低效率的话，金融交易必然从国内市场流向国外市场。所以，重要的是如何设计和协调国内资本市场的发展与开放政策，特别是在重重的国际压力之下如何处理。一般国内市场总是会有一些利益集团会支持国际压力所提出的政策，因为他们能够从中获利，从而使得开放的进程或者是时间非常困难或政治化。

想要一个什么样的国际市场，中国应该有一个规划蓝图。当年日本就没有一个明确的有关市场发展细节的规划，或者说日本没能好好地贯彻执行计划。比如日本可以选择在国内市场积极发展与日元相关的融资业务而不允许欧洲日元市场的发展；或者允许欧洲日元市场发展，但不影响国内市场。像这样的问题早在 80 年代初就应该有明确而详细的规划，如果没有，国际政治或者国际压力可能会导致本国不合理的发展。

第二，正如你们所知道的那样，日本的企业债市场过去曾是日本产业政策的工具，就如同中国的企业债。如果中国想通过资本市场（公司债）来达到有竞争性的资源配置，最重要的是建立评估体系。同时无风险利率和收益率曲线也是必不可少的因素。

第三，如何发挥银行的作用？通过回顾日本资本市场开放的历程，我们看到严重依赖于银行的日本金融体系于 80 年代发生了变革。80 年代后半期，那些大公司开始脱离银行，在资本市场上发行股票和债券。这意味着银行失去了优质客户。于是，银行便试图寻找新的商业机会，将资金贷给中小企业和发放房地产相关的贷款，也就是更具风险性的贷款。当然，房地产贷款催生了房地产业的蓬勃发展，之后发展成为泡沫，最终在 90 年代，泡沫破灭，资产价格急速下降，造成了银行体系巨额的不良贷款。美国的银行体系也存在着同样的问题，如能源信贷，七、八十年代拉丁美洲债务危机问题，S&L 危机，以及当前的次贷危机。中国现在也在重点发展直接融资，未来将放松利率管制，增加直接融资，同时，中小企业的融资需求也在增加，加强银行作用，特别是资产负债管理的同时信用评估的重要性是不容忽视的。

参考文献：

1. 内田茂男，《日本证券史 3》，日本经济新闻社，1995 年
2. 中村 实，《我が国民間債市場の展望》（《我国民间债市场的展望》），财界观测，野村证券金融研究所，野村综合研究所，1997 年
3. 中西孝雄，《ジ・アンダーライター》（《承销商》），金融ファクシミリ新闻社，1995 年