

动·荡·中·的·东·京·金·融·市·场

樊勇明^①

在 兵库银行等金融机构破产、大和银行被逐出美国等一系列金融丑闻的冲击下,东京作为国际金融市场的地位面临着严重挑战。有人甚至认为,在今后五年内,新加坡将取代东京而成为亚洲最大的国际金融中心。但是,日本政界、财界正在为稳定日本金融而积极行动,并已初见成效。可以预见,东京仍将是亚洲最大、最具魅力的金融、资本中心,对亚洲经济的发展继续发挥无可替代的作用,并将成为中国对外筹资的重要来源。

一、面临的严峻挑战

鉴于东京金融市场的内涵极为丰富,结构也甚为复杂,为叙述方便起见,本文以其中最具有代表性的外汇和证券交易市场为例加以说明。

据各国中央银行提供,再经国际清算银行汇总的外汇交易调查情况表明,过去一度与伦敦、纽约并驾齐驱的东京外汇交易市场无论在交易规模、交易货币品种,还是在交易结构上,不仅同伦敦、纽约明显拉开距离,而且也逊色于亚洲的另外两个外汇交易市场香港和新加坡。

1. 交易规模 1992年4月~1995年4月,东京外汇市场单个营业日的交易额由1202亿美元上升到1613亿美元,增幅为34%。然而,同期伦敦市场从2905亿美元增长到4645亿美元,增幅为60%;纽约市场从1669亿美元上升至2444亿美元,增幅为46%;新加坡市场从736亿美元上升为1054亿美元,增幅为43%;香港市场也从603亿上升为902亿美元,增幅为50%。可见就增幅而言,东京市场不仅落后于伦敦、纽约,而且落后于新加坡和香港。更引人注目的是,东京外汇市场在全球26个外汇交易市场交易总额中所占的份额从1992年4月的11%下降为10%,而伦敦却由27%增至30%,纽约、新加坡、香港均保持原份额。

2. 交易货币品种 在东京、伦敦、纽约三大金融市场中,东京市场主要是日元和美元互换交易的中心。虽然也有其它货币之间的交易,但所占份额甚少,只有24%,其中美元和德国马克的交易和其它货币之间的交易各占一半。而在伦敦市场上,日元和美元间的交易占17%,美元和德国马克间的交易占22%,英镑与其它货币间的交易占16%,可谓品种繁多,富有国际特色。同样,在纽约市场上,日元和美元之间的交易仅占20%,美元和德国马克之间的交易占30%,其它货币之间的交易占50%。考虑到德国马克、英镑对世界经济和金融的影响,不能不认为东京外汇交易市场还只是一个区域性市场,而不是国际性市场。

3. 交易结构 交易结构即市场结构。它包括市场参加者的构成和内外资银行的交易比重。先看市场参与者的构成,即银行同业交易和银行与顾客之间的交易。在东京外汇市场上,银行同业交易占73%,银行对顾客的交易占27%;两者各自的比重为75%和25%。纽约则为67%和43%,东京市场银行与顾客交易的比重居伦敦和纽约之间。但是,再从银行对海外顾客交易的比重来看,东京市场的劣势就明显了。东京市场的这一比率仅为11%,而伦敦和纽约则分别为45%和49%。这表明,东京市场主要是靠本国企业来支撑,而伦敦、纽约市场则是国内外企业各占半壁江山。然后来看内外资银行的交易量和交易比重。1992年4月~1995年4月,

① 本文作者系留日博士,现任日本三井海上国际金融研究所副所长。文稿寄自日本。

日本内资银行外汇交易量只增长了 16%；而外资银行交易量却增长了 63%。外资银行在东京外汇市场交易总额中的比重由原来的 40% 上升为 49%；而日本内资银行所占的比重却从 60% 下降为 51%。

如果说东京外汇市场的上述变化仅是短期资金的流动,有许多不确定因素的话,那么在由股票和债券市场组成的长期资本市场上出现的颓势,更加明显地反映了东京作为国际金融市场的先天缺陷和后天失调。

资本市场的颓势主要表现在两个方面:一是股市长期低迷不振;二是股市“空洞化”。

1989 年日本股市达到鼎盛期,其前一蹶不振,股价不断下滑。平均股价从 3 万日元急剧下跌至 1 万日元,直到 1996 年初才回复到 2 万日元的水平。与此相印证,YOPIX(即东京证券交易所股价指数)自 1989 年以来一路下跌,由 1989 年的 2569.27 点跌到 1995 年 11 月的 1365.09 点,跌幅为 50%。在此影响下,东京证券市场在亚洲独占鳌头的地位受到威胁。1994 年,东京证券交易所的交易总额为 9163.32 亿美元;大阪证券交易所的交易总额为 2214.34 亿美元;而同期台湾台北证券交易所的交易总额达 7354.19 亿美元。

所谓“空洞化”是指外国金融机构和上市公司纷纷撤离东京的趋势。据统计,1991 年有 125 家外国企业在东京证券交易所上市交易,1994 年减少到 93 家,1995 年又减少到 89 家。与此同时,1988~1995 年有 11 家外国金融机构把其亚洲总部从东京迁往香港和新加坡。有些日本投资者和国内上市的交易品种也从国内转移到海外。日经 225 期货指数交易的重心从东京大阪证券交易所转移到新加坡,便是一例。

二、增长减速的原因

东京金融市场增长减速、国际化色彩淡化和“空洞化”的出现,其原因固然多种多样,但主要是:

第一,从表面来看,正如近来报刊和舆论界所指出的那样,由于日本泡沫经济破灭、商业银行经营管理不善和政府监管不力,致使不良债权逐年递增,到 1995 年底日本各银行(含信用金库)的不良债权总额达 37.39 万亿日元。1995 年 10 月美国摩迪投资人服务公司已把日本的金融信用级别降到了 D 级,这是对号称经济大国日本的一个极妙讽刺。受此影响,日本金融机构在海外筹资的成本急剧上升,美欧各国银行进一步提高了对日本各银行的借贷特别附加利率(在伦敦同业拆放利率上专门对日本金融机构附加的特别利率),1995 年 10 月这一特别附加利率接近 0.5%,这即意味着在国际金融市场上日本金融机构的筹资成本要比美欧同行高出 0.5%。筹资成本的上升使日本金融机构在海外的筹资能力急剧下降。据国际清算银行 1995 年 11 月 24 日公布的数据显示,1995 年 6 月在国际银行同业交易中日本各银行的纯负债余额比 1994 年底减少 57%,跌到了 1990 年以来的最低点,为 442 亿美元。

第二,从深层次来看,日本金融体制和结构存在着许多内在的缺陷和问题。首先,政府对金融业的直接控制妨碍了东京金融市场的国际化和自由化。日本经济是政府主导型的市场经济。这在金融领域里反映尤为明显,政府官僚通过对许可权和认可权的控制来引导和制约民间的商业银行、证券公司和保险公司的经营。多年来,日本金融主管当局虽然一再主张金融国际化和自由化,但表面文章居多,实质性进展不大,根本没有触动以许可、认可制为代表的政府直接控制这一核心问题。其次,高成本的经济结构削弱了日本金融机构的国际竞争力。虽然日本各大银行的总资产都在 30~50 万亿日元之间,在规模上日本银行占据了世界最大银行的前 10 名,但其收益却很少。以投资盈利率(利润/资本金)为例,日本银行只有美国同行的 1/4~1/3。

还有,日本金融界的排外情绪阻碍了东京金融市场的国际化。大和民族的“身内”(自家人)观念和日本金融业中的主力银行制使得外资金融机构在东京的商业机会非常有限。到1995年底为止,尽管有143家外资银行在东京设立了分行,但是外资银行在日本银行贷款余额中所占的比例不到3%。另外,尽管外资证券机构在东京证券交易所交易额中所占的比重达20~25%,但其能争取到的新股发行比例只有1.5%。在日本国铁、日本电信电话公司的民营化过程中,外资金融机构均无法参与与发股上市。

第三,日本在世界经济中的定位不明确是东京金融市场生存和发展的最大障碍。近年来,美国已将自己的角色从西方经济的主宰转变为以高科技和美元基轴货币的地位来保持其对世界经济的影响;德国成为欧洲经济一体化的拱心石;英国则凭借其已有的丰富经验成为西方经济中的金融大国。然而,日本却没有关注到这一调整变化,仍旧陶醉在由日元升值带来的GNP膨胀和海外资产的激增之中,更未认识到在变化的形势下西方经济已不允许它继续扮演生产和出口大国的角色。进而言之,日本政府面对世界经济的大势变化既未作出反应,也没对日本在世界经济中新的定位制定明确的战略和具体的目标。从此意义上讲,东京金融市场停滞不前和“空洞化”的根本原因,是日本对自己在世界经济体系中的地位和扮演角色的迷茫。

三、前景展望

东京金融市场虽然目前面临严峻的挑战,但其实力仍不可忽视。迄今为止,它仍是世界三大金融中心之一,在亚洲尚未有能与之展开全面竞争的对手。而且从近期来看,东京金融市场已有恢复上升之兆。主要理由有四:①日本经济已经出现强劲回升的前兆。1995年日本产业利润平均增加20.6%,其中制造业利润增长率达35%以上。②史无前例的低利率。为了刺激经济,日本金融当局一再降低利率。1995年9月,短期贷款利率已降到2.212%,长期贷款利率也只有2.8%。一年期储蓄存款利率仅为0.5%。③居高不下的民间储蓄率。据统计,目前日本个人金融资产总额达100兆日元(约合10万亿美元),只要政府引导得当,这一庞大而稳定的资金来源将有可能成为东京金融市场东山再起的重要物质基础。④地价和汇率正在回落。现东京地价已降到1989年泡沫经济顶点时的1/6~1/5,汇率也大致在105日元兑1美元的水平上。另外,日本政府已采取诸如放宽外资企业在东京证交所上市的标准,减免或取消有价证券交易税,放宽保险公司对外国债券投资的限制,进一步开放短期资金市场等一系列金融改革措施。上述各点从不同角度预示着东京金融市场的重振。

近年来,东京金融市场对亚洲经济发展的影响正在逐步上升,首先表现在日本的长期资本逐渐流向亚洲。自1993年以来,日本对中国和其它亚洲发展中国家的直接投资急剧增加,日本对东亚的资本收支又重新变为净流出。与此相对应,日本各银行以日元计价的海外债权余额,1993年已达16.9%。其次,从西方各国银行对亚洲的债权结构来看,日本已经占到近4成。如,1994年在世界各国银行对亚洲各国的借贷中,美国占8.7%,日本占38.9%,其它国家为52.4%。可见,日本已经成为亚洲最大的债权国。再者,日本已经成为亚洲各国证券筹资的主要投资国。自1990年以来,日本对美国、欧洲的股票投资净值一直在减少,而对亚洲的股票投资净值却在上升,1994年比1993年翻了一番,为15.06亿美元。在此带动下,1994年日本对亚洲各国的证券投资总额已达53亿美元,占同期世界各国对亚洲证券投资的30%以上。由于空前低的利率,武士债券已经成为亚洲各国政府和国(公)营企业筹集外资的主要工具之一。1993年,亚洲各国在日本发行的武士债券年额为2565亿元日元。1994年上升为3505亿日元,一年增长了36%。