



热门文章

- 国外汇储备
- 何加强会计
- 国衍生金融
- 国有商业银行
- 云南农村信
- 章
- 章
- 品市场竞争
- 业银行走混
- 国存款保险
- 国创业板市
- 华夏并购案

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...



insights... investment boutique discover

[2008年4月]浅析日本80年代股市泡沫及其对中国证券市场发展的启示

【字体 大 中 小】

作者: [赵毅立 罗 伟] 来源: [本站] 浏览:

一、问题的提出

日本于20世纪80年代所经历的泡沫经济时期,最特殊的现象莫过于在资产价格膨胀的同时,价格却保持了稳定的态势,同时外汇储备保持了比较高的增长速度。在相关的研究中,支持是日本股市泡沫化的主要观点不在少数;就算看出日元升值只是泡沫化的导火线,也日本国内的经济与货币条件进行分析而忽略了当时的国际环境。本文认为日本股市泡沫产生因来源于日本当时的国内外经济金融环境。我国自汇改以来,A股市场上上证指数从2005年7月0点开始一路上涨,虽然受美国次贷影响股指于2008年3月份曾回调到4000点,与当年日本当“广场协议”后的情况极为相似。我国外汇储备高速增长同时产生的是流动性过剩问题,而的资产泡沫性问题也渐渐突出,因此对80年代日本股市泡沫进行深入分析显得十分必要。因试从日本国内与国外因素分析股市泡沫产生的根本原因,并在此基础上对我国当前股市的国与日本当年的环境进行对比,最后总结日本股市泡沫化危机对我国的经验教训。

二、日本股市泡沫化的特征与原因分析

自1985年日本签署“广场协议”后日元对美元的汇率一路走高,与此同时日本股市也进入了期,因此有人认为日元升值是股市泡沫化的根本原因。但本文认为日本在20世纪80年代所产泡沫化现象是日本泡沫经济的一个缩影。战后日本政府对重点行业实施政策扶持,因此日本银行间接融资为主的金融体系,并通过利率优惠与限制直接融资市场的发展来保护银行体系但政府政策的倾斜必定造成重点行业与非重点行业间的发展不平衡,以银行为主的间接融资政府保护而缺乏市场竞争力。这种产业发展的不平衡与金融市场的脆弱性积累到一定程度后泡沫经济的形式表现出来。同时全球经济周期走向衰退阶段是股市泡沫破灭的主要因素。

(一) 全球经济周期逐渐走向衰退阶段

80年代日本股市泡沫的产生与破灭在某种意义上看,主要受到以美国为代表的发达国家经济影响。1985年到1987年,日本的股市泡沫处于形成与扩散阶段。此时的全球经济环境主要表现伴伴随着低通货膨胀稳步增长,自80年代初开始美国在摆脱通货膨胀压力后逐渐通过降低联方式放松银根,并如图1所表示自85年以来通过与日本签署“广场协议”而使美元大幅贬值。美国宽松的货币政策导致过热的国际资本自然而然地进入日本等新兴经济体进行投资。的经济环境主要表现为经济高速增长,顺差扩大与本币升值。

但自1988年起由于通货膨胀再次成为全球问题,美央行为为了压制通货膨胀而采取从紧的货币此同时日本央行为应对通胀压力而提高利率与再贴现率。由于日本过于依赖美国市场,美国宽导致日本企业盈利能力大幅下降,这是造成日本股市泡沫的国外主要因素。

(二) 实体经济增长缓慢,急需寻找新的投资途径

二战后的日本为了实现经济的重新崛起,选择以劳动密集型制造业为主的出口导向型发展战略密集型产业的快速发展为日本经济的重新崛起积累了宝贵的原始财富,但劳动力成本也随着的提高而增长。此时,日本政府希望促进产业结构的升级,希望产业结构实现劳动密集型向型的转移。1985年所签订的“广场协议”促使日元对美元大幅升值,令人担忧的是此时正值产业升级的关键时刻。日本制造业为了避免日元升值对其竞争优势的影响,除了不断加大技投资力度之外,还通过对发展中国家实行产业转移而维持其成本优势。在一定时间内,以汽为龙头的日本制造业巨头通过以上措施的确避免了日元升值的影响。但进入80年代中后期,制造业技术的不断提高,缺乏自主创新能力的的问题逐渐被突出。此时日本对美元有继续升值短短的两年多一点的时间里日元升值了近50%。如图1所示日本传统制造业技术升级速度放慢值速度不断加快使其出口导向型发展战略面对挑战,企业利润增长放缓,因此在日元升值的急需寻找新的投资领域以求弥补出口下降对其业绩增长的影响,此时股市指数高速增长。因速增长后出现的实业投资领域的缺乏是导致股市泡沫的国内因素。

(三) 日元升值速度加快的同时,国内采取过度宽松的货币政策

二战后日本政府在外汇市场上对日元汇率实行有调控的自由浮动制度,不断在外汇市场当中并抛出本币。随着战后日本经济高速发展而带来的外汇收入不断增加,日本央行向市场投放逐渐增多。同时日本进入20世纪80年代后主要面对两大困难,一是技术创新出现瓶颈而导致放慢。二是金融产业在长期的保护之下缺乏竞争力而发展缓慢。因此以银行为代表的金融机构吸纳了大量的存款,流动性过剩问题尤为突出。加上日元在80年代中期开始对美元大幅升值,促使银行把大量资金的投资方向从传统制造业转向不成熟的股市及房地产市场。

“广场协议”签订后,日元的升值势头出乎日本央行的预期,为了排除其对日本出口导向型战略实施的影响。日本央行通过汇率调控与利率条件两个手段进行干预,一方面在外汇市场上大量抛售日元;另一方面不断的减低官定利率。由于当时的国内物价水平由于受到进口商品价格下降的影响,国内物价水平趋于稳定,因此能大胆地采用扩张性的货币政策。其实物价水平趋于稳定只是由于日本国内缺乏实业投资机会,而使投放市场的大量货币存放在银行而成为“消失的货币”。日本央行所采取的宽松的货币政策就是泡沫产生的助推器。

(四) 推进金融自由化的步伐快于金融监管的步伐

从80年代开始日本为了促进金融业的发展而达到产业的升级,推行金融自由化改革。主要包括银行实行混业经营、利率自由化和允许国内外资金自由流动。当金融市场的优胜劣汰规则还没有建立就采取混合经营制度的话,对金融市场的稳定是致命的打击。自二战后开始日本金融监管部门为了确保资金能流向重点扶持部门,对银行体系采取一系列的保护措施。当日本银行实行混合经营后,这种道德风险所带来的危害被急速地放大。日本银行纷纷把充足的自有资金直接投资于不断上涨的股市和房地产,并且企业也很容易地以股票与地产作为抵押品而获得贷款。这样一来,由于央行采取宽松的货币政策而积压在银行中的大量资金,像洪水一样不断地融入股市当中。同时大量的利率自由化衍生产品的出现与允许国外资金的自由流入也造成大量的资金涌入股市当中。缺乏做空机制的金融市场使得资金不断推动对股价上扬。在加快金融自由化步伐的同时,日本金融监管机构却没有建立金融机构的竞争机制。可见,金融自由化是导致股市泡沫发生的导火线。

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...



insights... investment boutique discover

### 三、当前我国股市特征与泡沫时期日本股市特征对比分析

#### (一) 国内外经济金融环境将继续支撑我国股市增长

我国现在遇到的国外经济环境与当年日本股市泡沫时所遇到的情况有所相同，美国国内经济在次贷危机下有走向衰退的可能，而且国际原油价格的不断攀升也可能进一步增大美国的经济衰退可能。但经过美联储的多次大幅降息，美国经济有放缓衰退的可能性，而且美国尽力了石油危机后能跟从容地面对油价上涨压力。进一步来讲，我国的国内需求有可能取代出口而成为拉动经济增长的主要动力。因此无论从国内外情况来看，仍然具有支撑我国股市增长的动力。

#### (二) 产业垄断造成的实业投资机会缺乏

我国的出口企业以劳动密集型产业为主，在人民币不断升值的背景下，也与当年的日本企业一样遇到利润空间不断减少的问题。同时出口企业自改革开放以来通过出口贸易获得大量外汇，但我国实行的强制结汇制度使企业资金以人民币的形式存放在金融机构当中。劳动密集型企业迫切通过投资以实现产业升级，但我国的通讯、能源等大部分具有投资机会的领域都存在垄断现象。企业实业投资受阻后自然会转向对股市等金融领域进行投资，这也是我国股市在05年以来股市不断上扬的重要原因。

#### (三) 人民币升值缓慢造成货币流动性问题

我国央行为使人民币汇率稳定而向市场投放的基础货币每年以10%以上的速度增长。投向市场的大量货币在预防性货币需求较大的情况下成为消失的货币，但当前在人民币升值预期不断增强的背景下，投向市场的基础货币急需寻找合适的投资机会。与当年的日本情况一样流动性过剩造成股市不断上扬。而且美联储为防止次贷危机导致经济衰退而多次采取降息的政策，美国利息的不断下调必定造成中美利差不断扩大。利差扩大也将导致大量美联储向市场倾注的流动资金有流向我国的冲动。

#### 四、日本股市泡沫化危机对我国的经验教训

日本国内经济流动性过剩、金融市场的自由化与实业投资机会的缺乏等因素都导致理性泡沫的产生。各企业将其闲置资金投向股票市场是对经济形式的一种理性反应，但结果却是导致集体的非理性。各投资机构过高的回报预期与投机气氛的浓厚是导致非理性泡沫产生的成因，日本股市泡沫化危机对我国的经验教训如下：

#### (一) 打破行业垄断并积极引导产业升级

为了对企业投资资金进行合理疏导，使其投资资金流向实业投资，避免股市理性泡沫的发生，我国必须打破垄断从而建立起公平的市场竞争环境。我国正处于工业化初级阶段，各产业主要以成本优势作为其竞争力，面对人民币升值预期的不断上升，传统优势产业的比较优势逐渐丧失，因此应积极引导各传统产业的升级换代。使企业留存资本投向技术研发等关键领域，这不仅仅降低人民币升值对企业的压力，也有利于企业的长远发展。

#### (二) 采取适当从紧的货币政策，完善市场做空机制

与当年日本在日元升值后所发生的情况一样，在缺乏实业投资机会的背景下，假如我国像当年日本那样采取宽松的货币政策的话，必定造成流动性过剩问题更突出而使股市当中的理性泡沫更严重，因此我国央行应采取提高利率与存款准备金率等从紧的货币政策。但考虑到我国企业在人民币升值背景下存在的生存压力，我国从紧的货币政策应当灵活地执行以帮助企业顺利地完成技术改造。同时根据日本的经验，一个缺乏期货做空机制的市场，在理性预期支配之下股市的理性泡沫会不断膨胀直到破灭，因此我国应引入多种做空机制以挤压由市场单向上涨而造成的理性泡沫。

#### (三) 加强投资者风险教育，大力培养机构投资者

中小投资者因缺乏适当的风险意识而往往成为股票追涨与杀跌的主力，非理性泡沫也相应地被放大。为防止非理性泡沫的膨胀，应对投资者进行相应的投资风险教育以培养起长期投资观。同时，应大力培养机构投资者，使投资基金等机构投资者成为市场的主导力量。因为机构投资者不但具有充足的投资知识，而且普遍坚持长期投资观。这将大大降低股市非理性泡沫产生的可能，减少股市波动。另外值得注意的是，引进国外优质投资者只是建立成熟股票市场的催化剂，建立成熟股票市场的根本是要提高监控的透明度，加强监控力度和提高监督效率。根据日本的经验教训，在利益驱动之下成熟的国外投资者进入不完善的股票市场时也会进行内幕交易等违规操作。因此我国证监会应加大管理力度，对虚报上市企业业绩、内幕交易等违反市场公平原则的事件进行严厉的查处。

#### 参考文献：

【1】尹振涛 巩勋洲 从日本经济史看我国的股市泡沫问题 金融教学与研究 2007(4)

【2】任德新 日本股市泡沫破灭前的特征及我们的思考 审计与经济研究 2002(2)

【3】李维刚 对日本泡沫经济的再思考 现代日本经济2001(2)

注：本文为广东商学院研究生自选研究项目 项目批准号为 YJS2007B016

(作者单位：广东商学院金融学院)

【评论】 【推荐】

#### 评一评

正在读取...



笔名：



评论：

发表评论

重写评论

[评论将在5分钟内被审核，请耐心等待]

【注】 发表评论必需遵守以下条例：

- 尊重网上道德，遵守中华人民共和国的各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留言中的任意内容
- 本站有权在网站内转载或引用您的评论
- 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款

