

# 資本控制與金融自由化

## 以日本為例

蔡 增 家

(政治大學政治學系博士班研究生)

### 摘 要

經濟發展與金融穩定是國家經濟政策的主要目標，但是在現實的國際經濟實例當中我們卻發現，要同時達成這兩項目標是相當困難的，舉例來說，要國家經濟發展便要適時引進國際資本，以為國內市場注入更多的資金來發展經濟，可是當政府鼓勵國外直接投資時，伴隨而來的常常是短期的流動性資本，這些短期資本卻會影響金融的穩定；因此有些國家便以控制國際資本來求金融市場的穩定，有些國家則進行金融自由化來求經濟的快速成長。本文認為，不論是資本控制或金融自由化，與經濟發展並沒有絕對的影響，關鍵在於國內政經體制的運作是否隨著自由化的腳步而適應與調整，本文將以日本為例來印證以上的假設。從二次大戰後，日本是先進工業國家當中對於國際資本管制最為嚴格的國家，但是從一九八〇年十二月日本修改銀行法至一九九七年四月全面進行金融改革，我們發現日本只是在對國內金融體制鬆綁 (deregulation)，而非對國際資本流動進行自由化 (liberalization)，這種自由化政策使得集團化的大公司 (keiretsu) 從中獲得更多金融工具投注在非生產工具上，讓日本經濟陷入更大的困境，本文將探討日本這種自由化政策背後隱藏的政經意涵。

關鍵字：經常帳、資本帳、資本控制、金融自由化、金融改革

\* \* \*

### 前 言

從十九世紀以來，營造一個穩定的金融市場來追求經濟快速成長一直是國家最重要的經濟目標，但是自國際化以來，國內的經濟卻時常會受到國際景氣波動的影響，國家間經濟的往來越來越密切，國際資本的地位也就相對越來越提高，如何管理國際



資本就成爲國家經濟政策中最重要課題，<sup>①</sup>國際資本對國內經濟的衝擊及造成區域性的經濟危機也成爲國際間亟待解決的議題。<sup>②</sup>因此，分析國家的經濟政策就必須要從政府與國際資本之間的關係來探討，一般來說，發展中國家爲了要管理國際資本以達成經濟成長的目標，通常會採取以下兩種政策：<sup>③</sup>第一種是二次大戰後至八〇年期間東亞國家所採取，以國家爲主導並控制國際資本流動的經濟政策；第二種是六〇及七〇年代拉丁美洲國家以國家爲主導，但開放資本自由流動的經濟政策。拉丁美洲國家因採取資本自由流動的政策，使得政府控制物價及匯率能力降低，進而造成一九八二年拉丁美洲外債危機；<sup>④</sup>東亞國家在嚴格控制資本流動的政策下，政府必須扭曲國內金融制度及資本市場，以求出口貿易快速成長，進而造成一九九七年的亞洲金融危機。<sup>⑤</sup>因此，我們不禁要問，政府要如何在資本控制、金融自由化及經濟成長與穩定之間找出最適點呢？這是本文主要的研究目的。日本是東亞國家中經濟發展最爲成功的國家，從七〇年代以降，日本便嘗試在資本管制、金融自由化及經濟成長之間找尋最適點，因此，日本在八〇年代的經驗將可以驗證我們的假設。

註① 有關國際資本管制與政府之間的關係請參閱 Sylvia Maxfield, *Governing Capital: International Finance and Mexican Politics* (Ithaca: Cornell University Press, 1990); E. Helleiner, *States and Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s* (Ithaca: Cornell University Press, 1994); James H. Mittelman, *Globalization: Critical Reflections* (Boulder, Colorado: Lynne Rienner Publishers, 1996); Jeffrey Frieden, "Invested Interest: The Politics of National Economic Policies in a World of Global Finance," *International Organization*, Vol. 45, No. 3 (Summer 1991), pp. 425~452; John B. Goodman, Louis W. Pauly, "The Obsolescence of Capital Control?: Economic Management in an Age of Global Markets," *World Politics*, Vol. 46, No. 1 (Oct. 1993), pp. 50~82; David M. Andrews, "Capital Mobility and State Autonomy: Toward a Structure Theory of International Monetary Relations," *International Studies Quarterly*, Vol. 38, No. 2 (June 1994), pp. 193~218.

註② 有關國際資本與經濟危機之間的關係請參閱 Benjamin J. Cohen, *Organizing the World's Money: The Political Economy of International Monetary Relations* (New York: Basic Books, Inc., Publishers, 1977); Peter Gourevitch, *Politics in Hard Times: Comparative Responses to International Economic Crises* (Ithaca: Cornell University Press, 1986); Joan M. Nelson, *Economic Crisis and Policy Choice: the Politics of Adjustment in Developing Countries* (New Jersey: Princeton University Press, 1990); Robert O. Keohane, and Helen V. Milner, *Internationalization and Domestic Politics* (New York: Cambridge University Press, 1996).

註③ John Zysman進一步將政府與市場之間的關係分成三種類型：第一種是資本市場模式，其經濟發展主要資金的來源是股票市場及債券市場；第二種是以政府爲主導的市場模式，其主要資金來自於間接金融的銀行機構；第三種是由金融機構爲主導的市場模式，以市場的供需來決定價格。請參閱 John Zysman, *Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change* (Ithaca: Cornell University Press, 1983), pp. 70~72.

註④ Sebastian Edwards, "Exchange Rates, Inflation, and Disinflation: Latin American Experiences," in Sebastian Edwards, ed., *Capital Controls, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy* (New York: Cambridge University Press, 1995), p. 340.

註⑤ Stephan Haggard, and Andrew MacIntyre, "The Political Economy of the Asian Economic Crisis," *Review of International Political Economy*, Vol. 5, No. 3 (Autumn 1998), p. 385.



日本從去年（1997）四月一日進行一連串的金融改革措施，其中包括銀行、證券及保險業之間的相互介入、外匯交易自由化、及解除對國外證券買賣的管制。<sup>⑥</sup>這是日本自一九八二年修改銀行法以來，最大一次規模的金融改革，本文的另一個問題是要問日本為何要進行金融改革？日本金融改革的動力是來自國內亦或是國外？日本是先進工業國家當中對國內金融保護最深的國家，一直到八〇年代才逐漸進行金融自由化的工作，但是比起其他OECD國家仍舊是落後一大截。過去學者分析日本金融改革大多從三個不同的角度來分析，首先是認為日本從事金融改革的動力是來自於國際壓力，提倡這個觀點的學者以 Frances McCall Rosenbluth 為代表，她認為日本跨國公司涉入國際經濟體系的程度相當深，而這種效應將會逐漸逸入進而影響國內政治體系，產生「第二種意象轉換」（second image reverse）的效應，<sup>⑦</sup>因此日本金融改革的動力實是來自國際體系。<sup>⑧</sup>第二種說法是認為日本金融改革的動力是來自國內社會，因為在日本國內以銀行體系為主集團化的大公司（Corporate Groups, Keiretsu, 以下稱企業集團），認為，在日本長久保護政策下使得他們的利益逐漸減少而無法和國際企業競爭，因而透過其金融族議員要求日本進行金融改革，抱持這種說法的學者有 James Horne，他以七〇年代日本政府解除利率管制的措施來印證他的看法。<sup>⑨</sup>第三種說法認為日本金融改革的動力來自於國家，尤其是指日本以大藏省為主體的經濟官僚體系，他們認為八〇年代日本經濟發展到一個階段之後，若不進一步進行金融自由化，將會使得日本公司喪失國際競爭力，所以大藏省便提出一連串金融改革措施，提出這種說法的學者有 Kent Calder，他舉出八〇年以後大藏省官僚所主導金融改革措施為例證。<sup>⑩</sup>另外，日本學者真澤勝則是提出不同的看法，他假設日本是一個具有「柔性權力」（soft state）的國家，他的任何決策都是透過政府與企業之間互相協商取得最適點來達成協議的，而不能從單一向來分析日本決策的過程，以日本金融改革的過程為例，其實日本政府在採取金融自由化措施時也同時使用修改法令等方式來加以管制，

註⑥ 「日本金融改革簡介」，國際經濟情勢週報，第1206期（民國86年10月16日），頁5。

註⑦ 所謂「第二種意象轉換」（second image reverse）的效應，是由 Peter Gourevitch 在一九七八年所提出的概念，他的概念起源於 Kenneth N. Waltz 在一九五九年 *Man, the State, and War: A Theoretical Analysis* 這本書中提到分析戰爭的原因是受到個人、國家及國際體系三個意象的影響，其中國家因素便是所謂第二意象，Peter Gourevitch 認為應該是國家受到國際體系的影響，而非國際體系受到國家的影響，這便是將 Kenneth Waltz 第二意象的概念轉換過來。Peter Gourevitch, "The Second Image Reverse: The International Sources of Domestic Politics," *International Organization*, Vol. 32, No. 4 (Autumn 1978), p. 911.

註⑧ Frances McCall Rosenbluth, "Financial Deregulation and Interest Intermediation," in Gary D. Allinson, and Yasunori Sone, eds., *Political Dynamics in Contemporary Japan* (Ithaca: Cornell University Press, 1993), pp. 107~114.

註⑨ James Horne, "Politics and the Japanese Financial System," in J. A. A. Stockwin et al., eds., *Dynamic and Immobilist Politics in Japan* (London: MacMillan Press, 1988), pp. 183~186.

註⑩ Kent Calder, "Assault on the Bankers' Kingdom: Politics, Markets, and the Liberalization of Japanese Industrial Finance," in Michael Loriaux, ed., *Capital Ungoverned: Liberalizing Finance in Interventionist States* (Ithaca: Cornell University Press, 1997), pp. 17~56.



他同時舉出 Richard Samuel 「互惠性同意」(reciprocal consent) 的概念<sup>⑩</sup>及沖本 (Daniel Okimoto) 「網絡國家」(network state) <sup>⑪</sup>來印證自己的看法。<sup>⑫</sup>本文同意真澤勝的觀察，認為日本金融改革的動力是來自於國內，但是本文卻認為日本之所以要進行金融改革，其最重要的原因是來自於政治因素，是由於日本自一九九一年以來經濟持續的衰退歷經七年八次的經濟振興方案仍無起色，使得日本不得不加速進行金融自由化，但是金融自由化政策卻是政府與大企業妥協的產物，筆者將以日本政府對低利率政策的修訂為例來印證這種說法。

本文分成五個部分，首先將先敘述金融管制與金融自由化的意涵，並探討這兩者與經濟成長之間的關係；之後則是介紹日本自六〇年代以來金融政策的特性及金融改革的動力；第三部分描述日本金融自由化的過程與影響，第四部分則是討論日本金融自由化措施的扭曲；第五部分介紹日本金融自由化措施被扭曲背後的政治意涵，並以一九七〇年以來的低利率政策為例，分析日本大藏省、自民黨與企業集團之間的互動關係，及這種三邊關係對日本金融改革的影響。

## 壹、資本管制與金融自由化

資本管制與金融自由化是兩種截然不同的經濟政策，其對國內經濟也有不同程度的影響，但不論是資本控制抑或金融自由化，其主要目的都是要維持經濟的成長與穩定，換句話說也就是維持低通貨膨脹率與穩定的匯率。所謂資本控制是指國家是一個封閉型的經濟體，他管制國際資本的流動，以擴張政府財政支出或發行國債來製造資本以帶動國內經濟發展，這種經濟政策在固定匯率下尚能維持經濟穩定，但在浮動匯率體制下常常會造成財政政策的無效及高通貨膨脹；<sup>⑬</sup>反之，金融自由化是指政府開放國內市場及引進國際資本來促進經濟發展，這些資本一方面有助於經濟的成長，但另一方面卻會造成國家高額的外債及物價的波動，<sup>⑭</sup>因此，國家要如何在資本控制與

註⑩ Richard J. Samuel, *The Business of the Japanese Miracle: The Growth of Industrial Policy, 1925~1975* (Ithaca: Cornell University Press, 1987), p. 10.

註⑪ Daniel Okimoto, *Between MITI and the Market* (Stanford, California: Stanford University Press, 1989), p. 230.

註⑫ Masaru Mabuchi, "Deregulation and legalization of Financial Policy," in Gary D. Allinson, and Yasunori Sone, eds., *Political Dynamics in Contemporary Japan* (Ithaca: Cornell University Press, 1993), pp. 139~154.

註⑬ 在國際金融中著名的 Fleming-Mundell 模式中，即證明在資本完全移動及中央銀行沒有進場進行沖銷時，財政政策在浮動匯率中完全無效，但在固定匯率最有效，反之貨幣政策在固定匯率中完全無效，但在浮動匯率中最為有效。Robert A. Mundell, "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixes and Flexible Exchange Rates," *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29, No. 3 (1963), pp. 475~485.

註⑭ 若政府在開放資本自由移動後又無法控制通貨膨脹率，將會影響經濟的穩定，故 Marina Arbetman 認為一個強的政府可以降低政府財政赤字及維持物價穩定，反之，一個弱的政府只能以擴大政府支出來降低失業率以維持政治穩定。Marina Arbetman and Jacek Kugler, "The politics of Inflation: An Empirical Assessment of the Emerging Market Economies," in Thomas D. Willett et al., eds., *Establishing Monetary Stability in Emerging Market Economies* (Boulder, Co.: Westview Press, 1995), pp. 81~82.



金融自由化當中尋求平衡點呢？從一九八二年拉丁美洲外債危機、一九九二年歐洲聯盟貨幣危機、一九九四年墨西哥披索危機，一直到一九九七年亞洲金融危機，我們都可以發現，在全球化的浪潮下資本自由化是一個無可避免的趨勢，只是國家要如何在這種浪潮下尋找出對自己最有利的經濟政策。因此，以下我們要探討的是國家如何進行金融自由化？

一般來說，金融自由化可以分成國際層面與國內層面的意涵，在國際層面是指開放國際資本的自由流動（liberalization），在國內層面則是指國內金融制度的鬆綁（deregulation），因此國家金融自由化腳步應該快或慢？要同時進行金融自由化與金融制度的鬆綁？抑或先開放金融自由化再解除對金融制度的管制？甚或先解除國內金融制度管制再開放資本自由流動？我們將從政治經濟學的角度來觀察這個問題，再從國際實例中來尋找解答。

在國際層面，首先我們要討論的問題是同時開放國際資本、及個別開放經常帳或資本帳對國內經濟會造成何種影響？所謂經常帳（current account）的開放是指政府降低關稅讓國內外商品自由進出，是商品及勞務資金的轉移；資本帳（capital account）的開放是指政府開放國外直接投資（foreign direct investment），及短期和長期性投資及證券資本的流動，<sup>①⑥</sup>一般來說，資本帳的流動速度快於經常帳資本的流動。根據James A. Hason的看法，若要開放經常帳必須先讓國內貨幣貶值，以避免關稅保護降低對國際收支平衡的影響，反之，若要開放資本帳則必須同時將貨幣升值，以避免過多短期流動資本的進入，因此為了避免資本帳開放後因貨幣升值對出口貿易及經濟成長的影響，Hason認為若要維持經濟的穩定應該先開放經常帳。<sup>①⑦</sup> Ronald McKinnon則持不同的看法，他認為應該要先開放資本帳再進行經常帳的自由化，因為，隨著資本帳的自由化可以引進大量國外資金來國內進行投資，當國內產品競爭力提高之後再降低關稅障礙，便可以將資本自由化的衝擊降到最低。<sup>①⑧</sup>另外，Michael Michaely則認為金融自由化應該要同時開放經常帳與資本帳，因為當國家要降低關稅時必須要有充足的資金為後盾，而要開放外來直接投資時更要維持國內產品高度的競爭力，這兩者之間是互有關連而且是相輔相成的。<sup>①⑨</sup>

但是不論國家開放資本自由化的步調如何，當國際資本自由流動之後，緊接著必

註①⑥ Richard E. Caves, Jeffrey A. Frankel, and Ronald W. Jones, *World Trade and Payment: An Introduction* (New York: Harper Collins Publishers Inc., 1990), p. 5.

註①⑦ James A. Hason, "Opening the Capital Account: Costs, Benefits, and Sequencing," in Sebastian Edwards, ed., *Capital Controls, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy* (New York: Cambridge University Press, 1995), p. 398.

註①⑧ Ronald McKinnon, "The Order of Economic Liberalization: Lessons from Chile and Argentina," in Karl Brunner and Alan Meltzer, eds., *Economic Policy in a World of Change* (Amsterdam: North Holland Publisher, 1982), pp. 159~186.

註①⑨ Michael Michaely, "The Timing and Sequencing of a Trade Liberalization Policy," in Aemeane Choksi and Demetris Papageorgiou, eds., *Economic Liberalization in Developing Countries* (London: Basil Blackwell, 1986), pp. 41~59.





定會產生兩種效果：在國內利率升高時會有大量國際游資流入，另外在國際利率提升時會造成大量國內資本移出，這兩種情形都會對國內經濟產生不利的影響。舉例來說，當大量國際資本流入，首先會使得匯率升值物價提高，這時政府若不採取緊縮性的貨幣政策將會造成通貨膨脹；另外，當大量國內資本移出，國內投資性資金不足，會形成失業率提高，此時政府應該要採取寬鬆貨幣政策釋放出貨幣來提升國內經濟景氣。<sup>②</sup>舉例來說，當政府在政治方面以國家為主導，在經濟政策採取資本控制，則是屬於封閉型經濟型態，這種經濟型態會扭曲國內金融市場體制；在政治方面以國家為主導，經濟政策則是採取金融自由化，是屬於半封閉經濟型態，這種型態的經濟政策常會受到政府干預及操縱，使得投機性資本流入造成經濟不穩定；另外在政治方面是以市場主導，經濟政策採取資本控制，則是屬於社會福利經濟，這種型態經濟常會因政府支出過多再加上缺乏國外資金的注入而出現經濟衰退；在政治方面以市場主導，經濟政策又是金融自由化，則是自由市場經濟型態，這種完全開放的經濟型態其經濟表現常會受到國際景氣循環的影響。

在國內層面，對於國內金融制度的鬆綁可以分成證券及債券市場的開放，及銀行機構功能的多樣化。<sup>③</sup>證券及債券市場的開放可以讓企業增加籌措資金的管道，而不必以銀行機構為主要的金融中介體系；銀行機構功能的多樣化則是讓銀行的功能不僅是存放款業務，同時也可以從事信託及壽險業務。而國內金融制度的鬆綁會產生何種的政策效果呢？首先是政府可以不用透過外來資本，從債券的發行及股市的交易，政府及企業仍可以獲得直接資本來達到經濟發展的效果，其次是銀行不必以民間存款為主要資金的來源，透過信託及壽險的經營，銀行仍可以獲得更多的資本。<sup>④</sup>因此從以上的政策效果我們發現，對國內金融制度鬆綁之後，政府與企業所能運用的資金更多了，政府更能以寬鬆的貨幣政策來達到刺激經濟的目標，企業也能從不同的金融市場來擴大企業的規模。

緊接著要探討的是金融自由化的步調會對國內經濟產生何種影響？若是國家以政府為主導，在經濟政策上對內進行金融控制，對外又進行資本管制，則會形成封閉型

註② 這種資本流動的假設是在匯率不變的情況下，若政府要降低因資本流動所帶來的通貨膨脹與物價不穩定，其可以使用財政政策與貨幣政策，財政政策是指政府可以使用政府財政支出的多寡來控制國內利率，貨幣政策是指政府可以使用貨幣供給的數量來控制通貨膨脹率。請參閱 Robert A. Mundell, "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy under Fixed Exchange Rates," *IMF Staff Papers*, Vol. 9 (March 1962), pp. 70~77.

註③ 有關探討國家控制國內金融進行資本的累積(credit allocation)最早由 Peter Katzenstein 及 John Zysman 兩位學者所進行，請參閱 Peter Katzenstein, *Between Power and Plenty: Foreign Economic Policies of Advanced Industrial States* (Madison: University of Wisconsin Press, 1978); John Zysman, *Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change* (Ithaca: Cornell University Press, 1983).

註④ Michael Loriaux, "The End of Credit Activism in Interventionist States," in Michael Loriaux et al., eds., *Capital Ungoverned: Liberalizing Financing in Interventionist States* (Ithaca: Cornell University Press, 1997), pp. 2~3.



經濟體系，造成經濟的衰退；若是國家在經濟政策上對內進行金融鬆綁，對外又進行資本自由流動，則會出現超額負債及通貨膨脹，以智利為例，智利於七〇年代實施貿易自由化，在關稅降低的情況下國外產品大量流入，因而出現鉅額貿易赤字，但智利政府在政治穩定的考量下以借外債來加以融通，使得智利在八〇年代出現超額的負債；<sup>②</sup>若是國家以政府為主導，在經濟政策上是先對內進行金融機構自由化，對外實施資本管制，則會產生泡沫經濟，以日本為例，八〇年代日本推動自由化的過程中，他先對國內債券及股票市場進行開放，但卻控制外來資本的流入，結果使得大企業將資金投注在非生產工具上，引發八〇年代末期的泡沫經濟；<sup>③</sup>若是國家在政治上以政府為主導，在經濟政策上是先開放外來資本的進入，但卻對內進行金融控制，則會引發金融危機，<sup>④</sup>例如馬來西亞在八〇年大量引進外來資本以促進經濟發展，但對國內金融機構進行管制，結果引起流動性的短期投機性資本進入，混亂國內金融秩序並造成一九九七年的金融危機。

從以上分析我們發現，金融自由化的步調，尤其是開放國內金融制度與國際資本流動的順序和國家的經濟是否能夠穩定息息相關，因此Manuel Guitian建議當國家要進行金融自由化的同時先要有足夠的外匯存底、穩定的匯率政策及值得信任的財政政策。<sup>⑤</sup>接著以下要探討的問題是自由化以前日本金融制度的特色及金融改革的動力。

## 貳、自由化前日本金融政策的特性及改革的動力

金融政策與國家的經濟發展息息相關，在自由化以前，日本金融政策最大的特色便是間接金融（indirect financing）的盛行、實施低利率政策、政府超貸銀行超借的金融現象及封閉的金融體系，這種金融政策在封閉經濟體系下及國際景氣佳的時候固然可以促進經濟快速發展，一旦遇到國際經濟危機將會使得金融體系喪失調適性，因此，日本金融自由化的動力是來自於國內經濟市場，其自由化政策也是以經濟成長與政權穩定為主要考量。以下便分別就這兩個面向來加以探討。

### 一、自由化前的日本金融政策

本節的主要目的是要分析日本在高成長時期金融政策的特性及七三年以後金融政

註② Salvador Valde's-Prieto, "Financial Liberalization and the Capital Account: Chile, 1947~84," in Gerard Caprio, Jr., Izak Atiyas, and James A. Hanson, eds., *Financial Reform: Theory and Experience* (New York: Cambridge University Press, 1994), pp. 357~360.

註③ Jeffrey A. Frankel, "The Evolving Japanese Financial System and the Cost of Capital," in Ingo Walter and Takato Hiraki, eds., *Restructuring Japan's Financial Markets* (Homewood, Illinois: Business One Irwin, 1993), pp. 263~269.

註④ Harold Crouch, *Government and Society in Malaysia* (Ithaca: Cornell University Press, 1996), p. 2.

註⑤ Manuel Guitián, "Reality and the Logic of Capital Flow Liberalization," in Christine P. Ries and Richard J. Sweeney, eds., *Capital Controls in Emerging Economies* (Boulder, Co.: Westview Press, 1997), p. 27.



策轉變的原因。日本從一九五五年開始發展經濟，其在經濟政策上是鼓勵出口與投資，在這種政策背景下自然需要金融政策來加以配合，根據鈴木義夫的看法，他認為日本在一九五五年至一九七三年經濟高度成長時期，金融政策呈現以下四種特性：間接金融的盛行、銀行超貸政策、大企業的過度依賴銀行資金及資本分配的失衡。<sup>27</sup>筆者認為鈴木忽略了日本政府控制國內利率及國際資金的進入兩項重要的因素，因此將以上六種因素的因果關係加以融合成四種金融特性：以間接金融來控制國內資本流動、實施低利率政策來提升企業出口競爭力、政府以超額借貸來控制貨幣政策及限制國際資本進入來維持經濟的穩定。以下便分別就這四種特性來加以說明。

(一) 以間接金融來控制國內資本流動：在所有金融工具當中，民間企業及個人主要融資的來源有銀行、證券及債券市場，銀行為間接金融工具，證券及債券市場為直接金融工具，其中政府對於銀行的控制力較強，證券及債券市場則較不易控制，因此在金融體系越封閉的國家其銀行佔融資比例越高，反之在越自由化的國家其證券及債券市場的比例則較高。<sup>28</sup>在日本，其金融體系主要仍是以銀行機構為主體，同時他也是民間企業融資的主要來源，其目的仍是為了便於政府控制國內資本流動，而日本的銀行機構是以專門銀行為主體，各自負責長期及短期的貸款業務，<sup>29</sup>在這種政策下便會壓縮債券市場等其他融資的管道，這使得日本短期資金及個人金融工具相當貧乏，金融體系淪為服務企業的主要工具。例如根據統計，在一九七〇年日本人民的金融資產當中有53.4%是來自於間接金融（銀行），美國則為10.7%，法國35%，而來自股票及債券市場有9%，也遠低於美國的28.2%。<sup>30</sup>

(二) 實施低利率政策來提升企業出口競爭力：封閉型經濟體系國家通常以低利率、控制資本流動及政府補貼的方式來控制國內的金融體系，<sup>31</sup>日本在七〇年代之前也不例外，由於限制國際資本的進入，利率的高低便攸關國內資金的多寡，在鼓勵出口與投資的政策下，日本政府自然希望銀行能夠以低利率及擴張信用方式來將錢借貸給企業擴充規模，由於銀行融資的代價低及便利性，使得大企業以銀行體系為主要的融資對象，這種低利率政策使得日本企業能夠擴張規模而無須憂慮資金的匱乏，同時降低製造產品成本提升出口競爭力，<sup>32</sup>但是這種低利率政策常使得銀行利率低於物價上漲率，使得經濟陷入通貨膨脹的泥沼而不自知。例如日本在一九七一年中央銀行的重貼現率為4.75%，銀行基本利率為4.5%，遠低於同年我國的9.25%及10.75%，南韓

註<sup>27</sup> Yoshio Suzuki, *The Japanese Financial System* (New York: Oxford University Press, 1987), p. 23.

註<sup>28</sup> Turo Teranishi, "Japan: Development and Structural Change of the Financial System," in Hugh T. Patrick and Yung Chul Park, eds., *The Financial Development of Japan, Korea, and Taiwan: Growth, Repression, and Liberalization* (New York: Oxford University Press, 1994), p. 63.

註<sup>29</sup> Yoshio Suzuki, *Money and Banking in Contemporary Japan: The Theoretical Setting and Its Application* (New Haven: Yale University Press, 1980), p. 18.

註<sup>30</sup> Toru Nakakita, "Restructuring the Financial System," *Japan Review of International Affairs*, Vol. 11, No. 4 (Winter 1998), pp. 270~271.

註<sup>31</sup> Ibid., p. 272.

註<sup>32</sup> 國際經濟情勢週報，第1211期（民國86年11月20日），頁4。





16%及22%，西德的7%及14%。<sup>③</sup>

(三) 政府以超額借貸來控制貨幣政策：長期以來，日本中央銀行——日本銀行受到大藏省的控制，日本的金融政策是以寬鬆的貨幣政策來促進經濟發展，因此日本銀行就必須以極低的重貼現率將資金借貸給銀行，形成日本銀行超額借貸（over-lending）及民間銀行超額借入（over-borrowing）的現象。<sup>④</sup>在這種政策下產生兩種效應，首先是日本政府可以利用日本銀行的超額借貸形成銀行對日本銀行資金的依賴，以有效控制貨幣政策；另外就是在政府充裕資金的支援下，使得銀行的放款及授信準則相當寬鬆。<sup>⑤</sup>因此七〇年以後，價格被高估的房地產更成為日本銀行的主要抵押物，這種情況在經濟景氣好的時候，銀行及企業的资金尚可以週轉，但是若遇到國際經濟不景氣、出口衰退及房地產下跌時，也會使得銀行逾放款比例升高，累積過多的不良債權。根據統計，從一九六六年到七〇年之間日本企業借款比例高達49%，美國只有12.4%、英國10.3%，<sup>⑥</sup>同時日本政府爲了要維持經濟的穩定，常常透過政府資金的支援而從不輕易讓銀行倒閉，這也形成日本從一九五五年到一九九五年四十年之間，日本沒有任何一家銀行宣布倒閉，但是日本政府也沒有設立任何一家新銀行。

(四) 限制國際資本進入以維持經濟的穩定：日本爲了維持國內經濟的穩定採取兩項措施，對外是限制國際資本的流動，對內則營造一個相當分化的銀行結構，其分爲普通銀行、專業金融機構及非銀行金融機構，彼此之間的界線相當分明，連短期及中長期的融資都由不同性質的銀行負責。<sup>⑦</sup>根據統計日本國內企業資金大多由十二家城市銀行所負責，再加上這些城市銀行都是民營化也是企業集團的經營觸角，形成銀行成爲大企業資金的主要來源，這使得日本銀行的競爭力相當低落，雖然日本銀行在政府刻意保護下其規模都相當大，但是在低利率政策及企業集團的過度融資下，其獲利率卻是相當低。例如日本的商業銀行只有一百五十家，但是平均每家資產高達380億美元，相對於美國有一萬兩千家商業銀行平均資產卻只有30億美元，只有日本銀行的十分之一。<sup>⑧</sup>

日本這種以政府爲主導控制利率，以銀行爲主要融資機構，及控制國際資本流動的金融政策，在固定匯率及國際經濟景氣佳的時候的確可以促進經濟的快速成長，但是在七〇年以後，國際貨幣機制轉變爲浮動匯率，再加上接連發生兩次石油危機，使

註③ 台灣金融統計月報，中央銀行經濟研究處，民國63年10月，頁18。

註④ Yoshio Suzuki, *The Japanese Financial System*, pp. 23~24.

註⑤ 日本銀行對於房地產抵押的價值高達90%，在泡沫經濟時期更高達120%，以致於九〇年泡沫經濟破滅後，銀行因房地產暴跌所累積的壞帳比例相當高，請參閱蔡增家，「日本金融改革之分析」，問題與研究，第37期第7卷（民國87年7月），頁31~48。

註⑥ Yoshio Suzuki, *Money and Banking in Contemporary Japan: The Theoretical Setting and Its Application* (New Haven: Yale University Press, 1980), p. 14.

註⑦ Yoshio Suzuki, *Money, Finance, and Macroeconomic Performance in Japan* (New Haven: Yale University Press, 1986), p. 166.

註⑧ Yoshio Suzuki, "Financial Reform in Japan and Global Economic Stability," *Cato Journal*, Vol. 13, No. 3 (Winter 1994), p. 232.



得日本出現經濟成長停滯及出口貿易衰退的現象。

## 二、日本金融自由化的動力

從十九世紀以來，金融體系一直是日本政府機構中最保守的一環，其主要目標無非是要維持經濟成長與價格的穩定，<sup>③</sup>自二次戰後到一九七〇年之間，日本封閉型的金融體系的確維持經濟高度成長，但從一九七三年之後，國際經濟體系出現變化，日本經濟成長也開始滑落，使得日本金融政策不得不跟著改弦易轍。因此，日本金融改革的動力主要是來自國內經濟的情勢，而其國內經濟又是受到國際體系的影響，以下就以國內政經的面向來加以分析。

首先是國際經濟不景氣導致出口衰退，日本的國際收支從一九七三年開始出現赤字，在一九七一年時出口貿易約 299.9 億美元，進口 253.6 億美元，尚有 46.3 億美元的盈餘，但是到了一九七三年出口貿易為 396.7 億美元，進口暴增為 449.4 億美元，國際收支出現 5.7 億美元赤字，<sup>④</sup>這是二次大戰後以來日本首次出現貿易赤字。緊接著是國際原料價格提高引發國內通貨膨脹率，再加上日本的基本利率從一九七〇年的 6.25% 降到一九七二年的 4.5%，使得日本物價指數從一九七三年開始每年以百分之一百三十的比例升高。<sup>⑤</sup>第三是進口成本提高使得經濟成長衰退，日本經濟從一九五五年開始快速成長，一直到一九七二年其經濟成長率都一直維持在兩位數，但是石油危機發生之後，日本經濟成長開始衰退，此時出現兩種現象，首先企業在國內工資日漸升高的情況下，爲了要維持國際競爭力必須要向外擴張；其次企業在出口減退的情況下不再向銀行大筆借款，金融機構的獲利能力大減而必須向外尋求資金。最後是政府財政出現赤字，日本政府財政赤字從一九六五年的 1.7 兆日圓暴增到一九七三年的 13.1 兆日圓，這些赤字的主要來源是日本政府於一九六五年開始大量發行公債。<sup>⑥</sup>

這種經濟衰退的情況也逐漸反映在選票上，影響到自民黨政權的穩定，自民黨在都市地區的得票率大幅降低，例如以一九八〇年衆議院選舉爲例，自民黨在東京及大阪 69 席議員當中只獲得 22 席佔 33%，而在全國其他地區 511 席中取得 286 席，得票率佔 57%。<sup>⑦</sup>因此一九七三年第一次石油危機發生時，日本這種大量依賴國外能源進口及對外貿易的經濟形態受到相當大的衝擊，日本經濟從一九七四年開始衰退，同時出現通貨膨脹及收支赤字，因此日本爲了要維持經濟的穩定及出口的競爭力其必須要

註③ Juro Teranishi, "Loan Syndication in War-Time Japan and the Origins of the Main Bank System," in Masahiko Aoki and Hugh Patrick, eds., *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies* (New York: Oxford University Press, 1994), p. 51.

註④ 李孟茂編著，日本經濟：問題與分析（台北：自印，民國 87 年 6 月 15 日），頁 37。

註⑤ 「日本經濟面臨新挑戰」，國際經濟情勢週報，第 1125 期（民國 85 年 3 月 14 日），頁 6。

註⑥ Kent Calder, *Strategic Capitalism: Private Business and Public Purpose in Japanese Industrial Finance* (New Jersey: Princeton University Press, 1993), p. 215.

註⑦ James Horne, "The Economy and Political System," in J. A. A. Stockwin et al., eds., *Dynamic and Immobilist Politics in Japan* (London: MacMillan Press, 1988), p. 160.



進行金融改革，所以根據 Akira Nambara 的觀察，他認為日本金融改革的力量是來自於市場。<sup>④</sup>在通貨膨脹及收支赤字下，日本必須要進行金融自由化以避免經濟持續衰退，一九八〇年日本政府修訂「外匯及外貿控制法」（Foreign Exchange and Foreign Trade Law）便是這種因素下的產物。

### 叁、日本金融自由化的過程及措施

以上分析七〇年之前日本金融制度的特性及日本金融改革的動力之後，本節將探討日本金融自由化的過程及措施。日本從一九七一年陸續開始進行金融自由化，其過程是漸進性及兼有限制與開放；在金融自由化措施方面，由於日本政府是在經濟不景氣時以政權穩定、經濟成長率及就業率為主要考量，因此他的主要措施包括有限度的開放資本帳、開放證券及債券市場、開放非銀行金融機構從事金融業務及以銀行為主要金融監督體系。

#### 一、日本金融自由化的過程

日本金融自由化可以分成三個階段，第一個階段是從一九七〇年四月開始到一九七七年六月，是開放國內金融投資時期；第二個階段則是從一九八〇年十二月到一九八九年五月，是鼓勵國人直接投資時期；第三個階段是從一九九三年至今，是金融普及化時期。在第一個時期，日本政府首先開放本國銀行及居民在一定的比例中可以購置國外股票，之後再開放外國居民及銀行可以購買本國的股票及債券；之後到了一九八〇年十二月，日本政府修改外匯及外貿投資法，日本國人及國外居民皆可以自由進行對外直接投資，之後更放寬 20% 比例的郵政儲金可以進行國外投資；<sup>⑤</sup>到了一九九三年日本政府一方面進行提升刺激經濟景氣對策，另一方面則解除各項外匯的管制，例如一九九八年日本金融改革的方案中便規定法人可以自由買賣外匯，不再需要經過大藏省的核准，並簡化人民進行海外直接投資的手續。<sup>⑥</sup>

從表一當中我們可以發現日本金融自由化過程中一個相當特殊的現象，那就是日本政府在對國際資本進行一項自由化措施時，緊接著必定會在程序上及比例上進行限制，例如一九七三年規定放寬外國及本國居民進行間接投資，但在一九七四年一月大藏省又規定間接投資只限於短期投資，長期投資仍然需要經過大藏省審議；又如在一

註④ Akira Nambara, "Financial Reform in Japan: A Central Banker's View," in Hang-Sheng Cheng, ed., *Financial Policy and Reform in Pacific Basin Countries* (Lexington, Mass.: Lexington Books, 1986), p. 65.

註⑤ Shin-Ichi Fukuda, "The Determinants of Capital Controls and Their Effects on Trade Balance During the Period of Capital Market Liberalization in Japan," in Sebastian Edwards, ed., *Capital Controls, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy* (New York: Cambridge University Press, 1995), pp. 230~233.

註⑥ 「日本金融大改革，向紐約及倫敦看齊」，中國時報，民國 87 年 4 月 1 日，版 10。



九八〇年修改外匯及外貿投資法，規定對外投資不必經由銀行中介，但在一九八三年十一月又規定一定比例及數量以上的對外直接投資仍然需要經過大藏省審議。由此看來，日本的金融自由化是屬於漸進式的，而且是限於國內金融機構的自由化，而不似拉丁美洲在六〇年代全面開放的金融自由化政策。<sup>④</sup>

表一 日本金融自由化的過程

日期	金融自由化措施
1970年4月至1972年4月	開放信託公司、證券公司及信託銀行購買外國股票
1972年5月至1974年1月	開放本國居民購買外國股票及外國居民購買本國股票
1974年8月至1977年6月	開放外國居民購買本國債券及本國居民購買外國債券
1974年1月	只限於短期債券，若是中長期則必須由大藏省審核
1975年	大量發行國債，長期信用市場形成
1980年12月至1982年4月	修改外匯及外貿投資法，在一定比例下日本公司及個人可以直接投資國外股市而不必透過銀行的中介，外國居民也可以直接買賣本地股票而不必經過政府審查
1983年5月至1984年7月	開放郵政儲蓄金購買外國股票，但以不超過總資產10%
1983年10月	大藏省核准銀行辦理中長期國債交易業務
1986年4月至1986年6月	放寬壽險公司投資外國股市，但以不超過總資產30%
1987年6月至1989年5月	繼續放寬郵政儲蓄金比例20%上限購買國外股票
1988年4月	核准保險公司及郵局賣國債
1983年11月	一定比例的對外直接投資仍需由大藏省審核
1993年4月	實施放寬金融管制五年計畫
1997年4月	法人自由買賣外匯，簡化對外直接投資的程序

資料來源：Shin-Ichi Fukuda, "The Determinants of Capital Controls and Their Effects on Trade Balance During the Period of Capital Market Liberalization in Japan," in Sebastian Edwards, ed., *Capital Controls, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy* (New York: Cambridge University Press, 1995), pp. 230~233; 及「日本金融大改革，向紐約及倫敦看齊」，中國時報，民國87年4月1日，版10。

## 二、日本金融自由化的主要措施

從以上分析日本金融自由化的歷史過程，我們發現日本金融自由化具有以下四種措施：有限度的開放資本帳引進國際資本，開放證券及債券市場以籌措更多資金，開放非銀行金融機構從事金融業務，替企業創造更多財源，及以銀行為主要金融監督體系，以掌控企業營運狀況。

(一) 有限度的開放資本帳：在金融自由化的過程中，首先必須面對的問題便是資

註④ Guillermo A. Calvo, Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart, "Capital Inflows to Latin America with Reference to the Asian Experience," in Sebastian Edwards, ed., *Capital Controls, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy*, pp. 339~441.





本的流動，而資本的流動可以分為經常帳與資本帳的開放，日本在七〇年代所面臨經濟衰退的問題，日本政府是亟欲在不影響出口貿易的情況下來促進經濟的成長，因此日本所使用的經濟政策便是先開放資本帳的自由流動，所以日本鼓勵開放債券及證券市場即是希望能夠引進國際資本來推動經濟的成長，但是對於貿易關稅障礙日本仍然是積極的保護，<sup>④</sup>一直到一九八〇年代末期才逐漸開放經常帳，因為開放經常帳會使國內產業受到極大挑戰，對於政權的穩定並無任何幫助。

(二) 開放證券及債券市場以籌措更多資金：日本學者青木昌彥將金融體系的屬性分成新古典市場模式 (neo-classical spot market model) 及英美模式 (Anglo-American model)，新古典市場模式是資本市場以銀行為主體，強調銀行與企業之間的關係，英美模式則是以證券市場為主要的資本市場，而日本則是以銀行為主體的金融體系，<sup>⑤</sup>因此日本大企業本身都擁有金融機構。日本金融自由化之後，我們發現日本主要金融的中介機構從銀行機構轉移至股票市場，日本政府為了要積極引進國際資金，在金融自由化的過程中便以開放東京股票市場來吸引國外資金的流入，因此從一九七五年到一九九一年日本在股票市場融資的比例從 2.9% 提升至 16.3%，到了一九九六年日本前首相橋本龍太郎所進行的金融改革 (Big Bang) 更是以開放國內證券市場為主要目標。<sup>⑥</sup>這種現象對日本經濟並無任何益處，因為在日本金融政治的特殊結構下，反而讓銀行累積許多不良的債權，更讓企業透過證券市場來從事交叉持股及高槓桿的財務分配。

(三) 開放非銀行金融機構從事金融業務替企業創造更多財源：日本在金融自由化的過程中，除了開放國際資本的進入以外，另一方面也積極打破以銀行為主要中介機構的概念，規定非銀行的金融機構包括信託公司及證券公司也可以從事金融業務，這些非銀行的金融機構大多與企業之間擁有深厚的關係，<sup>⑦</sup>其融資的標準也較一般銀行為低，因此這些非銀行金融機構從八〇年以後逐漸取代銀行成為企業最重要的融資管道，例如日本的住宅專門金融機構從一九七一年成立以後，以專門接受土地擔保為業務範圍，這種住宅專門金融機構在一九八〇年代末期拜土地飆漲之賜達到最高峰，但

註④ Thomas F. Cargill, "Financial Reform in the United States and Japan: A Comparative Overview," in Hang-Sheng Cheng, ed., *Financial Policy and Reform in Pacific Basin Countries* (Lexington, Mass.: Lexington Books, 1986), pp. 52~53.

註⑤ Masahoko Aoki, Hugh Patrick, and Paul Sheard, "The Japanese Main Bank System: An Introductory Overview," in Hugh T. Patrick and Yung Chul Park, eds., *The Financial Development of Japan, Korea and Taiwan: Growth, Repression and Liberalization* (New York: Oxford University Press, 1994), p. 36.

註⑥ Shoichi Royama, "Big Bang in the Japanese Securities Market," *Japan Review of International Affairs*, Vol. 11, No. 4 (Winter 1998), pp. 304, 308~309.

註⑦ 日本前十大財團大都擁有非銀行金融機構，例如日本三菱集團即擁有三菱信託和明治壽險，第一勸業集團也擁有 Asahi 及 Fukoku 兩家壽險公司。請參閱 Michael L. Gerlach, *Alliance Capitalism: The Social Organization of Japanese Business* (Berkeley, California: University of California Press, 1992), pp. 82~84.



在九〇年之後卻因不動產地價狂跌而累積鉅額的不良債權。<sup>②</sup>

(四) 以銀行為主要金融監督體系以掌控企業的營運情況：日本這種以銀行為主體的金融體系，企業與銀行之間的關係相當密切，在這種情況下銀行自然負起金融監督的任務，日本在金融自由化的過程中並非一味的進行開放政策，其是開放與限制並進，這與日本政治文化有很大的關連，日本政治的運作一向就並非是只有從事單一向面的努力，其必須要與企業之間充分的配合與溝通，這便是 Kent Calder 所說的「策略性的資本主義」(strategic capitalism)，<sup>③</sup>在這種策略性資本主義的架構下，日本的經濟政策常常會因經團連的政治壓力而有所改變，以這個面向來觀察日本金融政策的開放與限制就相當清楚了。先開放資本帳引進國際資本，但是卻不開放經常帳以避免影響出口；日本金融自由化的主要影響便是泡沫經濟的形成、金融制度的持續扭曲及經濟持續衰退，最後便造成一九九七年金融危機。

### 肆、日本金融自由化的扭曲

在日本政府金融自由化的過程中，我們明顯可以發現日本的策略是：(一)只對國內金融機構進行鬆綁，而仍對國際資本流動進行限制；(二)先有限度開放資本帳，而不願意開放經常帳，並對資本帳設下許多限制。這正如鈴木義夫所說的：日本在八〇年代所做的金融自由化只是單純的要將全球化的影響降至最低，以維持國內經濟的穩定及成長，但是卻弄巧成拙，反而使得短期資本大量擁入致使經濟陷入困境，<sup>④</sup>例如日本鼓勵國人到國外進行投資，但是在貿易方面，日本卻設下許多關稅及非關稅的貿易保護及障礙，這種措施會產生何種影響呢？我們可以分成以下四點來探討。

一、短期資本大量投入非生產工具上：從日本政府的金融自由化措施我們可以發現，日本在進行自由化時政府對於金融政策仍不願意鬆綁，再加上日本政府先開放資本帳，但卻實施高關稅壁壘的情況下，長期性投資資本進入日本的相當有限，大多是短期性流動資本，這些資本也多投注在非生產工具上，影響日本經濟的健全性與金融的穩定性。<sup>⑤</sup>表二顯示日本從一九八五至一九九一年泡沫經濟期間，國外資金不斷擁入，從 26 兆日圓增加至 47.5 兆日圓，這些資金大多是短期流動性資金投注在股市當中，這使得東京股市指數從 13,000 點上升至一九九〇年 37,000 點，之後再下滑至一九九一年的 23,000 點。

註② 「日本住宅專門金融機構問題簡析」，國際經濟情勢週報，第 1133 期（民國 85 年 5 月 9 日），頁 6~7。

註③ Kent Calder, *Strategic Capitalism: Private Business and Public Purpose in Japanese Industrial Finance* (New Jersey: Princeton University Press, 1993), p. 6.

註④ Yoshio Suzuki, "Financial Reform in Japan and Global Economic Stability," *Cato Journal*, Vol. 13, No. 3 (Winter 1994), p. 233.

註⑤ Teruhiko Mano, "New Moves in the Money and Capital Markets," *Japan Review of International Affairs*, Vol. 11, No. 4 (Winter 1998), pp. 292~294.



表二 日本外來資產、經常帳與股市指數

(單位：兆日圓)

年份	淨資產	每年改變	經常帳平衡	股市指數
1985	26.0	7.3	11.5	13000
1986	28.9	2.8	14.2	17000
1987	30.2	1.3	12.5	24000
1988	36.7	6.5	10.2	23000
1989	42.5	5.8	7.9	27000
1990	44.0	1.5	5.2	37000
1991	47.5	3.5	9.2	23000

資料來源：Teruhiko Mano, "New Moves in the Money and Capital Markets," *Japan Review of International Affairs*, Vol. 11, No. 4 (Winter 1998), p. 295; 「日本金融市場自由化的過程及未來發展」, 國際經濟情勢週報, 第 1156 期 (民國 85 年 11 月 24 日), 頁 15。

二、企業的交叉持股與財務不健全：在金融自由化的過程中，日本政府陸續開放許多新的金融工具，例如證券市場與債券市場，但卻沒有積極去處理銀行壞帳的問題，這使得一些原本體質就不好的企業又增加許多融資的管道，讓企業從股市中利用交叉持股及借殼上市的方式獲得許多資本，投入在房地產及股票買賣上。日本企業的交叉持股有兩種方式：大企業之間的交叉持股及企業集團內子公司之間的相互持股，這種現象使得日本的經濟情況更加不健全。<sup>⑤</sup>以表三為例，日本主要企業集團之間，企業的交叉持股的現象就相當普遍，例如第一勸業銀行當中，第一勸業集團本身的持股只佔 31.6%，而富士集團及三和集團則分別佔 4.4% 及 10.2%，其他企業更高達 42%。

表三 一九八六年日本主要企業交叉持股情況

	三井株式會社	三菱株式會社	住友株式會社	富士株式會社	三和株式會社	第一勸業株式會社
三井株式會社	51.4	2.3	2.1	0.7	4.4	5.3
三菱株式會社	1.6	63.4	0.9	4.0	4.7	4.4
住友株式會社	1.6	2.2	63.9	3.7	3.9	2.8
富士株式會社	0.0	1.5	2.2	38.1	4.8	4.4
三和株式會社	10.1	8.8	9.1	11.1	28.0	10.2
第一勸業株式會社	1.3	3.1	0.9	10.4	12.8	31.6
其他	33.7	19.0	21.0	34.7	42.4	42.0
總計	100%	100%	100%	100%	100%	100%

資料來源：Michael L. Gerlach, *Alliance Capitalism: The Social Organization of Japanese Business* (Berkeley, California: University of California Press, 1992), p. 126.

註<sup>⑤</sup> Hideaki Miyajima, "The Transformation of Zaibatsu to Postwar Corporate Group: From Hierarchically Integrated Groups to Horizontally Integrated Groups," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 8, No. 3 (Sep. 1994), p. 321.



三、非銀行金融機構的壞帳大幅增加：其次，銀行的借貸對象從製造業轉移至房地產。自從石油危機發生以後，由於進口的衰退使得企業對於資金的需求不再像以前那麼多，銀行在面對證券業的競爭及借貸量的縮減，因此在大藏省的默許下將承辦房地產抵押的業務，這使得銀行在八〇年代末期拜泡沫經濟的影響，使得房地產價格提高三倍，房地產逐漸成爲銀行往來主要對象。<sup>⑦</sup>房地產事業興盛以後，許多與房地產有關的非銀行金融機構紛紛投入金融業務中，而這些機構又是政府所忽視的一環，這些非銀行金融機構的壞帳使得日本經濟陷入停滯。從表四當中我們可以發現，從一九八〇年到九〇年之間，日本全國性的商業銀行的信用供給從41%下滑至38.5%，地方銀行也從13%滑落到8.3%，反觀住宅金融公庫及住專公司的信用供給卻分別從25.9%及7.5%上升至33.9%及11.8%。

表四 八〇年代日本銀行及非銀行金融機構的信用供給狀況

(單位：億日圓，%)

	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990
全國銀行	168,879 (41.0)	202,020 (33.9)	231,154 (35.8)	274,757 (37.8)	315,006 (38.6)	370,788 (39.5)	408,557 (38.5)
都市銀行	60,313 (14.6)	82,463 (13.5)	100,505 (15.6)	133,519 (18.4)	166,217 (20.4)	209,808 (22.4)	237,758 (22.4)
地方銀行	53,508 (13.0)	62,205 (10.4)	64,228 (10.0)	71,416 (9.8)	77,416 (9.5)	82,804 (8.8)	88,497 (8.3)
住宅金融公庫	106,884 (25.9)	212,157 (35.6)	230,345 (35.7)	254,498 (35.0)	288,482 (35.4)	323,187 (34.4)	359,529 (33.9)
住專公司	31,023 (7.5)	50,423 (8.5)	55,280 (8.6)	65,678 (9.0)	72,939 (8.9)	93,150 (9.9)	125,273 (11.8)
合計	412,257 (100)	595,927 (100)	644,808 (100)	727,204 (100)	816,050 (100)	938,696 (100)	1,061,319 (100)

資料來源：國際經濟情勢週報，第1133期（民國85年5月9日），頁8。

四、大企業及銀行的共生關係：日本大企業從二次大戰之前便是以銀行爲主體的企業集團來擴充其企業規模，他的主要資金來源並不需要透過股市及債券市場，而是從本身銀行機構中獲得，<sup>⑧</sup>這種大企業與銀行之間相互結合的體制在戰後並沒有消失，反而在日本政府鼓勵間接金融及專業銀行的業務區隔政策下，讓大企業與銀行形成共生的關係。日本在金融自由化的過程中卻一直忽略對金融制度的監督，使得企業可以透過兼併來擴大銀行的規模。一般來說，日本主要的大企業都擁有自己的銀行，例如三菱重工旗下擁有三菱銀行、三菱信託及明治人壽，住友集團擁有住友銀行及住有信

註<sup>⑦</sup> Edward J. Lincoln, "Japan's Financial Mess," *Foreign Affairs*, Vol. 77, No. 3 (May/June 1998), p. 59.

註<sup>⑧</sup> Michael L. Gerlach, *Alliance Capitalism: The Social Organization of Japanese Business* (Berkeley, Calif.: University of California Press, 1992), pp. 70~71.





託，第一勸業集團也擁有第一勸業銀行及朝日人壽。（表五）

表五 日本六個主要財團董事會成員

	三井株式會社	三菱株式會社	住友株式會社	富士株式會社	三和株式會社	第一株式會社
銀行	三井銀行	三菱銀行	住友銀行	富士銀行	三和銀行	第一勸業銀行
非銀行金融機構	三井信託 三井人壽	三菱信託 明治人壽	住友信託	安田人壽	東洋信託 日本人壽	朝日人壽
營建業	三井營造	三菱營造	住友營建	Taisei	東洋營造	清水營造
房地產	三井房地產	三菱房地產	住友房地產	東京房地產		
石化業	三井礦業	三菱石油	住友化學	Tonen	環球石油	昭和石油
鋼鐵業	日本鋼鐵	三菱重工	住友重工	NKK	日立重工	川崎重工
製造業	豐田汽車	Nikon	NEC	日立 Canon	日立	富士機電

資料來源：Michael L. Gerlach, *Alliance Capitalism: The Social Organization of Japanese Business* (Berkeley, California: University of California Press, 1992), pp. 82~84.

學者宮島秀明認為日本金融制度最大的特色就是企業的交叉持股，其目的便是要排除外來資本對國內市場的影響；另外就是以銀行為主體的金融體系，其目的便是要企業能夠以極低的代價來擴充規模；最後就是透過企業與銀行之間的相互監督來降低交易成本。<sup>⑨</sup>從以上分析日本金融自由化的特性及其對日本經濟的影響，我們發現自由市場經濟在日本特殊政商關係及政經制度下完全被扭曲了，因此使得這種金融自由化的措施完全不符合經濟學的原則，其不但對日本經濟無任何助益反而使日本經濟陷入停滯，為甚麼會產生這種結果呢？以下便以政治面向來加以解釋其背後的意涵。

## 伍、日本金融自由化的政治意涵： 以低利率政策為例

本節是要探討在日本從一九八〇年「外匯及外貿控制法」至一九九七年金融改革，這些金融改革措施背後的政治意涵，筆者認為日本大藏省、自民黨金融族議員與企業集團之間的三邊關係操縱日本金融改革的步調，他們真正的用意乃是要維持低失業率、高出口率及經濟穩定成長，以保自民黨政權的穩固，因此若要探究日本為何要先對國內金融機構進行鬆綁，但卻對國際資本流動進行管制？日本為何一直要維持國際收支

註⑨ Hideaki Miyajima, "The Transformation of Zaibatsu to Postwar Corporate Group: From Hierarchically Integrated Groups to Horizontally Integrated Groups," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 8, No. 3 (Sep. 1994), p. 294.



的順差？這都要從大藏省、自民黨與企業集團之間的三邊關係談起。<sup>⑥</sup>

### 一、日本金融政治的運作

首先是企業集團與銀行之間的關係。日本的企業集團與西方工業國家財團有諸多的不同，西方財團的資金大多是來自股票市場，而日本企業集團的資金大部分來自企業集團之間的交互持股，在這些交互持股的企業當中又以金融銀行業為多數。根據統計，美國企業的自有資金平均為5%左右，市場資金則佔95%，日本企業的自有資金也為5%，市場資金為25至30%，但企業間投資則佔70至75%，在這當中金融銀行的投資佔有40%，<sup>⑦</sup>可見日本企業集團與銀行之間的關係相當密切，而這種企業集團與銀行的相互持股代表著雙方「人質的交換」(exchange of hostages)，也正為兩者之間的關係提供相互的保障。<sup>⑧</sup>

之後再談到政府與企業集團之間的關係。日本政府在過去為了追求經濟的快速發展，便發展出所謂「柔性權力」，這種柔性權力與發展國家模式及官僚威權主義並不相同，其是建築在政府與企業之間的「互惠性同意」(reciprocity consent)，<sup>⑨</sup>在這種互惠性同意模式下，政府有權對企業進行「行政指導」(administrative guidance)，<sup>⑩</sup>另外許多退休大藏省及通產省官員也「空降」(amakudari)到企業當高階主管，<sup>⑪</sup>舉例來說，在一九八〇年每五位退休的大藏省官員就有一位是在民間金融機構服務，而在日本五十三家互助銀行中，總共聘任六十三位前大藏省官員，這六十三位前官員中又有十二位是擔任總裁，<sup>⑫</sup>因此政策形成是建立在雙方都有益處的基礎上，使得企業對政府政策也樂於加以配合，就是因為這種空降部隊及行政指導，使得日本政府與企業集團之間建立既深厚而又密切的關係。

最後便是要探討日本政府與銀行之間的關係。由於日本自民黨長期執政的關係，在自民黨黨內便出現所謂族議員，這些議員各自代表不同的利益團體而在黨內進行遊

註⑥ 有學者認為日本大藏省控制大藏省及握有「財政投資及放款計畫」(zaito, 財投)兩項工具，給予大藏省在金融體系中極大的權力運作空間。請參閱何思因，「日本金融體系的政治經濟分析」，發表於八十七年中國政治學會年會，台北，民國87年12月，頁2~3。

註⑦ Michael L. Gerlach, *Alliance Capitalism: The Social Organization of Japanese Business* (Berkeley, California: University of California Press, 1992), pp. 55, 60.

註⑧ Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism* (New York: Free Press, 1985).

註⑨ Richard J. Samuel, *The Business of the Japanese State: Energy Markets in Comparative and Historical Perspective* (Ithaca: Cornell University Press, 1987), pp. 258~260.

註⑩ Chalmers Johnson, *MITI and the Japanese Miracle: the Growth of Industrial Policy: 1925~1975* (Berkeley, CA.: University of California Press, 1982).

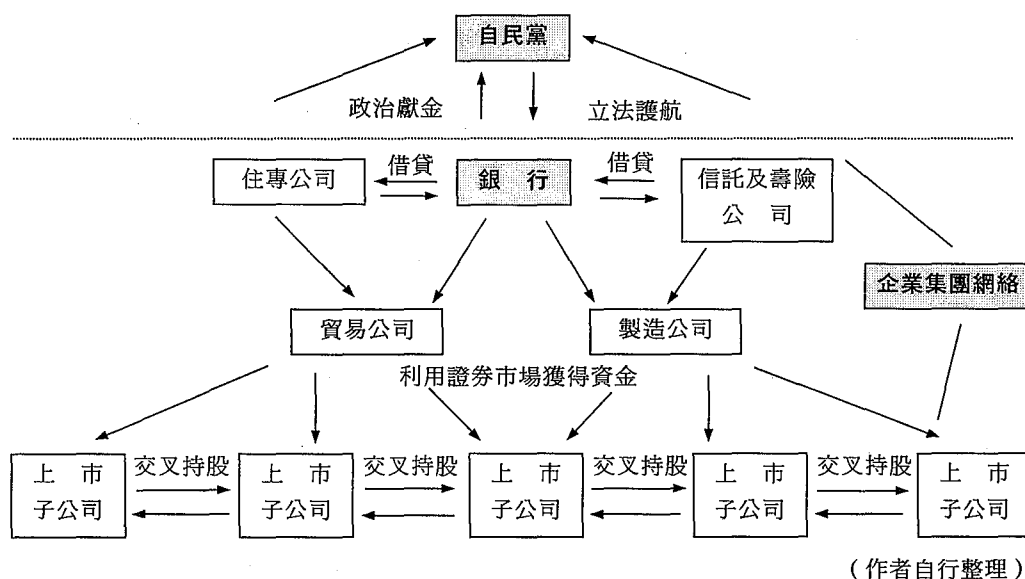
註⑪ Daniel I. Okimoto, *Between MITI and the Market: Japanese Industrial Policy for High Technology* (Stanford, CA.: Stanford University Press, 1989), pp. 161~165; David E. Weinstein, "Evaluating Administrative Guidance and Cartels in Japan: 1957~1988," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 9, No. 2 (June 1995), pp. 200~203.

註⑫ James Horne, "Politics and the Japanese Financial System," in J. A. A. Stockwin, et al., eds., *Dynamic and Immobilist Politics in Japan* (London: MacMillian Press, 1988), pp. 187, 189.



說，其中勢力最為龐大人數也最多的便是金融族議員，在些金融族議員的出身背景都是來自政府機關的中級官員，例如宮澤喜一三十二歲便從大藏省退休進入上議院，另外金子一平四十七歲從大藏省退休進入衆議院，又根據統計，在一九八〇年大選中共有二十四位前大藏省官員選上衆議員，六位選上參議員，<sup>⑥</sup>這些金融族議員遍布自民黨各個派系及決策單位——政調會，他們的目的便是要保護銀行的既得利益，而銀行也在選舉的時候投下大筆政治獻金來維持這些議員的選舉經費。從圖一我們可以知道日本銀行、企業集團與自民黨之間的關係，企業集團透過政府官員的空降及進入議會成爲族議員等兩個管道來加強與自民黨和政府官僚之間的關係，之後再透過對這些議員的政治獻金來換取其對法案的護航，與自民黨及政府官員的密切關係，使得這些企業集團能夠透過銀行機構的低利率貸款及股市的交互持股來維持本身的既得利益。

圖一 日本銀行、財團及自民黨之間關係



## 二、以利率政策爲例證

從以上分析自民黨、企業集團與銀行之間的鐵三角關係之後，我們要問的是他們是如何去影響日本的金融決策？以自民黨爲例，本文將以六〇年以來日本銀行所實施的低利率政策來解釋這種現象。

日本低利率政策的施行從一九四七年「利率管制法」(Interest Rate Control Act)以來已有三十年之久，幾乎已成爲日本金融政策的最重要特色，這種低利率政策的主

註<sup>⑥</sup> Ibid., pp. 189~190.

要用意是要降低企業獲取資金的成本，以有效降低產品的售價來提高出口競爭力，<sup>⑧</sup>這種政策在六〇年代日本封閉型的經濟體系下的確能夠促進經濟發展，但是在資本自由化之後，低利率政策所顯示出的經濟效應便相當有限，那麼首先要問的是，為什麼在七〇年代日本開始進行金融自由化的同時卻又逐漸降低重貼現率及基本利率呢？本文認為這是來自國內的政治壓力。其實在一九八五年日本政府對於大額定期利率進行自由化時，日本政府是相當有機會全面進行利率自由化，但在自民黨金融族議員及經團連的壓力下迫使日本只能消極的對利率設上限。

在這裡我們不禁要問，金融族議員及經團連為甚麼對於日本政府政策有那麼大的影響力？其次是維持低利率政策對這些大企業有何助益？對日本經濟會產生何種負面影響？從以上對日本金融政治的分析，我們發現日本金融制度最大的特色就是政府控制所有的金融工具，包括決定匯率的高低、證券交易的標準及產險的價格，這些都必須由大藏省決定，大藏大臣通常是下任首相的重要人選，所以都由自民黨派系的大老或掌門人擔任，<sup>⑨</sup>這些由派系大老所擔任的大藏大臣為了下屆首相寶座及黨內派系的和諧，通常會接受金融族議員及企業集團的關說；在另一方面，由於大量從大藏省官員空降到民間金融機構<sup>⑩</sup>及透過選舉進入議會，<sup>⑪</sup>也加深金融族議員對利率自由化議題介入的力量，由此延伸出來的金融政治就是自民黨金融族議員控制金融法案及大藏省，大藏省管理金融機構，之後企業集團再透過操縱族議員來從銀行中獲得低利率貸款。

維持低利率政策是有助於企業集團從銀行中以極低的代價獲得大筆的資金，但長期維持低利率對於經濟發展卻會有負面的影響，在九〇年初期泡沫經濟瓦解之後，日本在國內政治壓力下將重貼現率從八〇年代的4.75%降到一九九三年的1.75%，到了一九九五年因為經濟長期的停滯更是將重貼現率降到0.5%，基本利率更只有1.625%，<sup>⑫</sup>期望以寬鬆的貨幣政策再配合擴大政府財政支出來刺激景氣的復甦，這種低利率措施卻使得擴大政府支出的成效大打折扣，日本政府寄望於使用類似七〇年代的凱因斯經

註<sup>⑧</sup> Frances McCall Rosenbluth, "Internationalization and Electoral Politics in Japan," in Robert O. Keohane and Helen V. Milner, eds., *Internationalization and Domestic Politics* (New York: Cambridge University Press, 1996), p. 147.

註<sup>⑨</sup> 根據統計從一九六四年以來擔任大藏大臣有80%的機率可以成為首相，而歷界日本首相在就任之前幾乎都先擔任大藏大臣，如田中角榮、福田赳夫、中曾根康弘、竹下登及宮澤喜一。請參閱J. A. A. Stockwin, "Parties, Politicians and the Political System," in J. A. A. Stockwin et al., eds., *Dynamic and Immobilist Politics in Japan* (London: MacMillian Press, 1988), p. 45.

註<sup>⑩</sup> Tuvia Blumenthal, "The Practice of Amakudari within the Japanese Employment System," *Asian Survey*, Vol. 25, No. 3 (March 1985), p. 319.

註<sup>⑪</sup> 根據J. A. A. Stockwin 引用朝日新聞對一九八五年十二月二十八日中曾根康弘第三次重組內閣所作的一項統計，在二十一位內閣閣員當中曾經擔任政府官員的就有十一位。請參閱J. A. A. Stockwin, "Parties, Politicians and the Political System," in J. A. A. Stockwin et al. eds., *op. cit.*, p. 38.

註<sup>⑫</sup> 國際經濟情勢週報，第1211期（民國86年11月20日），頁4。





濟政策，使日本經濟從石油危機的陰影中走出，但在金融自由化的今日，不對國內的政經制度及金融制度進行改造，而任由大企業勸服政府釋放資金來解救經濟，這種政策只會將日本經濟推向更深的谷底。

## 結 論

從以上的分析我們發現，日本進行金融自由化時，在日本政府先對國內金融機構進行鬆綁但卻管制國際資本流動的政策下，反而使得企業集團與銀行關係從垂直的關係變成水平的關係，企業集團在金融自由化以前銀行是其最重要的資金來源，政府尚能夠透過銀行來監督企業集團的經濟情況，但是在金融自由化以後，企業集團所擁有的金融工具多元化，銀行並非其唯一的融資管道，其仍可透過證券市場、債券市場及非銀行金融機構來獲得資金，此時日本政府最重要的工作應該是對企業集團的金融工具進行嚴格管制，但是在自民黨與企業集團之間互賴的政商關係下並未具體實施，乃使得證券市場及非銀行金融機構成為企業集團利用交叉持股以獲得鉅額資金投注在非生產事業上的工具。

在全球化的浪潮下，國家若要加入國際經濟體系，或是從國際經濟體系當中獲取利潤，金融自由化將是不可避免的趨勢，但是開放國際資本流動腳步的快或慢，及先開放經常帳或資本帳都與國內政治的因素息息相關，從七〇年代南錐國家阿根廷、智利及烏拉圭金融自由化形成高利率及高通貨膨脹率，再從九〇年代東亞國家資本自由化也造成高失業率及經濟衰退的經驗看來，政府不能因為一方面要維持本身政權的穩定及高就業率，另一方面又要以低利率政策來維持高經濟成長率，而貿然開放金融自由化；換句話說，政府不能同時進行市場干預及開放國際資本流動，這不但無法提升經濟成長反而使得國內經濟受到國際投機客的攻擊，因為他們預期政府一定會進場干預，所以，穩定的總體經濟及健全銀行監督體系是金融自由化的先決條件。<sup>③</sup>

日本前首相橋本龍太郎在一九九六年十一月進行金融改革方案（Big Bang）時就曾經提到，將以自由、公平及全球化為金融改革的主軸，<sup>④</sup>日本金融最大的問題是出現在制度面，也就是政府、企業集團和銀行之間制度化的利益輸送，但是從日本在金融自由化的經驗中，我們發現日本金融自由化的動力來自於國內市場，他的自由化措施也都是為了要維持政權的穩定，所以是以高就業率、高經濟成長及高貿易順差為主要考量，因此日本捨棄先開放經常帳的措施而改以引進國際資本，但是在發生泡沫經濟之後又改弦易轍，以寬鬆貨幣政策及擴大政府支出來製造資本。日本銀行壞帳已高達 6,300 億美元（佔日本所有銀行放款比例 15%，佔全國 GDP 的 16%），<sup>⑤</sup>而日本

註③ Gerard Caprio, Jr. Izak Atiyas, and James A. Hanson, eds., *Financial Reform: Theory and Experience* (New York: Cambridge University Press, 1994), p. 4.

註④ Toru Nakakita, "Restructuring the Financial System," *Japan Review of International Affairs*, Vol. 11, No. 4 (Winter 1998), p. 265.

註⑤ 「日本住宅專門金融機構問題簡析」，*國際經濟情勢週報*，第 1133 期（民國 85 年 5 月 9 日），頁 13。



政府不願意進行制度面的改革，結果使得日本經濟從一九九一年以來一直盤旋在谷底。Paul Krugman 曾經說過，日本擁有全球最高的儲蓄率，而日本經濟最大的問題是人民與投資者不願意進行投資與消費，其最主要的原因就是對金融制度沒有信心。<sup>⑥</sup>因此，日本政府應捨棄長期以來以經濟成長為導向的金融政策，使經濟的運作回歸市場面向，將政府干預降至最低，這才是金融改革的最佳良方。

\* \* \*

(收件：88年3月1日，修正：88年4月15日，再修正：88年5月1日，接受：88年5月3日)

---

註<sup>⑥</sup> Paul Krugman, A Special Page on Japan, <<http://web.mit.edu/krugman/www/jpage.html>>, p. 1.



# Capital Control and Financial Liberalization

## The Case of Japan

*Tzeng-Jia Tsai*

### Abstract

This article explores the structural reasons behind Japan's liberalization policy since the 1980's. Two issues are dealt with. The first issue is the relationship between financial reforms and economic development. Second is the timing of financial deregulation. This paper examines Japan's liberalization policy from the revision of the Bank Law in 1980 to overall financial liberalization in 1997. This article finds that the Japanese government only proceeded with domestic financial deregulation but did not to carry out liberalization of foreign capital flows. Thus, Japan still has the most closed financial market of all the advanced countries. Through distorting liberalization policies, the *keiretsu* have been able to obtain more capital resources which they invest into non-product pursuits. These factors explain why the financial crisis has occurred in Japan.

Keywords : Current Account, Capital Account, Capital Control, Financial Liberalization, Financial Reforms

