

การเงินญี่ปุ่น 1991: ยุคเศรษฐกิจถดถอย

ดร. นริศ ชัยสูตร *

1. บทนำ

จุดประสงค์ของบทความนี้ คือ การสรุปสถานการณ์การเงินสำคัญ ๆ ที่เกิดขึ้นในญี่ปุ่นในรอบปี 1991 พร้อมทั้งวิเคราะห์สถานการณ์นั้น โดยการวิเคราะห์สถานการณ์ในที่นี้จะเน้นเฉพาะสถานการณ์ในด้านนโยบายการเงิน การไหลเข้าออกของเงินทุน เหตุการณ์สำคัญ ๆ ที่เกิดขึ้น ในสถาบันการเงินโดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์และบริษัทหลักทรัพย์ ส่วนเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ของญี่ปุ่นนั้นผู้เขียนจะกล่าวถึงเพียงเล็กน้อย เนื่องจากได้มีการมอบหมายให้อ.สมจิตต์ เซอร์ชันซี เป็นผู้สรุปสถานการณ์ในตลาดหลักทรัพย์เป็นบทความแยกต่างหากในวารสารไทย-ญี่ปุ่นศึกษา ฉบับนี้

ในการสรุปและวิเคราะห์สถานการณ์ทางการเงินของญี่ปุ่นในรอบปี 1991 นี้ ผู้เขียนจะแบ่งการบรรยายออกเป็นสี่ส่วนด้วยกัน ส่วนที่หนึ่งเป็นบทนำ ส่วนที่สองเป็นการกล่าวคร่าว ๆ ถึงสถานการณ์ทางการเงินในอดีต โดยเน้นเฉพาะเหตุการณ์ในปี 1990 ใน

ส่วนที่สามเป็นเรื่องของเหตุการณ์หลัก ๆ ทางการเงินที่เกิดขึ้นในปี 1991 ในส่วนที่สี่ เป็นการกล่าวถึงสถานการณ์ในปี 1992 และหลังจากนั้น

2. ย้อนอดีตการเงินญี่ปุ่น

ก่อนที่จะกล่าวถึงสถานการณ์การเงินของญี่ปุ่นในปี 1991 นั้น ขอกล่าวสั้น ๆ ถึงเหตุการณ์ปีก่อนหน้านั้นเล็กน้อย ทั้งนี้เพื่อเป็นพื้นฐานให้กับผู้อ่านส่วนรายละเอียดเกี่ยวกับเหตุการณ์ปีก่อนหน้านั้น อ่านได้จากงานของ นริศ (2534)

สถานการณ์ก่อนปี 1991 โดยเฉพาะอย่างยิ่งเหตุการณ์ในปี 1990 จัดว่าเป็นปีที่เป็จุดเปลี่ยนสำคัญมากในประวัติศาสตร์การเงินของญี่ปุ่น เนื่องจากในปีดังกล่าว เป็นปีที่ตลาดหุ้นญี่ปุ่นที่เคยพุ่งขึ้นเรื่อย ๆ จนสูงเป็นประวัติการณ์ ได้ตกลงมากเป็นประวัติการณ์เช่นเดียวกัน ธนาคารญี่ปุ่นที่เคยรุ่งเรืองอย่างมากในระยะเวลาก่อนหน้านั้น ก็ต้องประสบปัญหาจนต้องมีการปรับกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจอย่างมากเช่นกัน

เหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในปี 1990 มิได้เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นเป็นพิเศษในปีนั้น แต่เป็นปัญหาที่ได้สะสมกันมาในช่วงประมาณห้าปีก่อนหน้า กล่าวคือ ในปี 1985 เป็นปีที่มีการประชุมของประเทศอุตสาหกรรมใหญ่ที่เรียกว่า Plaza Accord ที่ประชุมดังกล่าวได้หาทางแก้ไขภาวะการขาดดุลการค้าอย่างมากของสหรัฐ ที่ส่วนหนึ่งเกิดจากการที่ค่าดอลลาร์มีค่าสูงมาก

การแก้ไขปัญหาค่าดอลลาร์สูงขึ้นดังกล่าว ด้วยการทำให้ค่าเงินเยนสูงขึ้นนั้น ทำให้รัฐบาลญี่ปุ่นกังวลใจว่าอาจจะไม่สามารถรักษาเศรษฐกิจเติบโตต่อไปได้ จึงได้มีการดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายเป็นอย่างมาก ตั้งแต่ปี 1985-1989 มีการลดอัตราดอกเบี้ยจนถึงระดับที่ต่ำสุด นับตั้งแต่หลังสงครามโลกครั้งที่สอง ผลก็คือ มีการขยายตัวอย่างมากในด้านอุตสาหกรรมราคาหุ้น ราคาที่ดิน ก็เพิ่มมากขึ้นเป็นประวัติการณ์ มีการเก็งกำไรเกิดขึ้นกว้างขวางในตลาดหุ้นและธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

อย่างไรก็ตาม สถานการณ์การเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ ที่ดิน ต้องหยุดลงเมื่อมีการแต่งตั้งผู้ว่าการธนาคารแห่งชาติญี่ปุ่นคนใหม่ซึ่งได้แก่นาย Yasushi Mieno เมื่อปลายปี 1989 โดยปรากฏว่านาย Mieno ได้พยายามหยุดยั้งการเก็งกำไรทั้งในตลาดหุ้นและตลาดอสังหาริมทรัพย์ด้วยวิธีการประกาศขึ้นดอกเบี้ยหลายครั้งในปี 1990 จนทำให้อัตราดอกเบี้ยในญี่ปุ่นสูงกว่าในสหรัฐเป็นครั้งแรก

ผลการขึ้นดอกเบี้ยหลายครั้งส่งผลรุนแรงต่อตลาดหุ้น ทำราคาหุ้นตกลงเกือบครึ่งในระยะเวลาเพียงประมาณหนึ่งปี มีการจำกัดปริมาณการให้สินเชื่อ โดยเฉพาะในกิจการอสังหาริมทรัพย์เป็นพิเศษ โดยห้ามมิให้ธนาคารพาณิชย์เพิ่มปริมาณสินเชื่อที่ให้กับ

ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มากกว่าการเพิ่มปริมาณสินเชื่อโดยเฉลี่ย ผลก็คือ ราคาอสังหาริมทรัพย์ในต่าง ๆ ตกลง 20-30 % การที่ราคาอสังหาริมทรัพย์ตกนี้ ได้ส่งผลสำคัญต่อธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ในญี่ปุ่นด้วย เนื่องจากว่าธนาคารพาณิชย์ได้ให้กู้ยืมเงินโดยใช้อสังหาริมทรัพย์หนุนหลังเป็นจำนวนมาก โอกาสที่จะสูญเสียจากการตกลงของราคาอสังหาริมทรัพย์มีมาก ประกอบกับธนาคารพาณิชย์ของญี่ปุ่นถูกกดดันจาก Bank for International Settlement (BIS) ที่กำหนดให้มีการเพิ่มเงินทุนต่อหน่วยสินเชื่อ และมีการลดการควบคุมทางการเงินมากขึ้นเป็นลำดับ จึงทำให้ธนาคารพาณิชย์ของญี่ปุ่นต้องปรับกลยุทธ์โดยการลดการให้กู้ยืมเงินลงเป็นจำนวนมาก

3. การเงินญี่ปุ่นในปี 1991

3.1 นโยบายการเงิน : ผ่อนคลายมากขึ้น

ในไตรมาสแรกของปี 1991 เศรษฐกิจญี่ปุ่นเริ่มต้นก่อนข้างดี อัตราการเจริญเติบโตของ GNP ที่แท้จริงในไตรมาสที่สูงขึ้นจากไตรมาสก่อน 2.0 % แต่หลังจากไตรมาสที่หนึ่งแล้วเศรษฐกิจญี่ปุ่นในไตรมาสที่สอง สามและสี่ กลับชะลอตัวอย่างมาก โดยเฉพาะในไตรมาสที่สี่อัตราการเจริญเติบโตเมื่อเทียบกับไตรมาสที่สามเท่ากับ -0.045 % ซึ่งเป็นครั้งแรกในรอบห้าปีที่เศรษฐกิจมีการเจริญเติบโตเป็นลบ ซึ่งการที่เศรษฐกิจชะลอตัวลงตั้งแต่ไตรมาสที่ 2 นี้เอง ทำให้ต้องมีการประกาศลดอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารกลางให้กู้ยืมกับธนาคารพาณิชย์ (discount rate) ถึงสามครั้งในปี 1991 คือ ในเดือนกรกฎาคม พฤศจิกายนและธันวาคมตามลำดับ ซึ่งการลดอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวได้มีต่อเนื่องมาในปี 1992 ด้วย (ตารางที่ 1)

ตารางที่ 1 ดัชนีตลาดเงิน

(% ต่อปี ยกเว้นราคาหุ้น)

	Central Bank Discount Rate	Deposit Rate (Fixed, 1 Year)	Call Money Rate (Overnight Collateral)	Bills Discount Rates (2-month)	Loans and Discount Rate Sort- Long- term term	
1989	4.25	4.32	6.50000	6.62500	5.427	5.914
1990	6.00	6.08	8.09375	8.03125	8.022	7.846
1991	4.50	5.25	5.50000	6.03125	.	
1991 Apr.	6.00	6.08	8.15625	8.03125	8.103	7.681
May.	↓	↓	7.96875	7.78125	7.990	7.706
Jun.	↓	↓	7.96875	7.75000	7.875	7.684
Jul.	5.50	5.75	7.43750	7.34375	7.865	7.509
Aug.	↓	↓	7.46875	7.31250	7.172	7.693
Sep.	↓	↓	6.75000	6.46875	7.548	7.637
Oct.	↓	↓	6.56250	6.18750	7.371	7.523
Nov.	5.00	5.25	6.18750	6.15625	7.156	7.411
Dec.	4.50	↓	5.50000	6.03125	6.861	6.974
1992 Jan.	↓	4.75	5.56250	5.25000	6.544	6.763
Feb.	↓	↓	5.62625	5.34375	6.304	6.618
Mar.	↓	↓	5.56250	5.28125	6.053	6.530
Apr.	3.75	4.15	4.71875			

ตารางที่ 1 (ต่อ)

(% ต่อปี ยกเว้นราคาหุ้น)

	Bonds Yield				Tokyo Stock Prices (Yen)
	Government Bonds	Bank Debentures	Industrial Bonds	Year- denominated Foreign Bonds	
1989	5.707	5.998	6.219	6.218	38,915.87
1990	6.412	6.850	6.862	8.162	23,848.71
1991	5.533	5.575	6.115	6.389	22,983.77
1991	Apr.	7.010	7.057	7.891	26,111.25
	May.	6.611	7.001	7.639	25,789.62
	Jun.	6.772	7.052	7.702	23,290.96
	Jul.	6.501	6.748	6.874	24,120.75
	Aug.	6.284	6.526	6.778	22,335.87
	Sep.	5.935	5.926	6.461	23,916.44
	Oct.	5.920	5.888	6.321	25,222.28
	Nov.	5.891	5.808	6.297	22,687.35
	Dec.	5.533	5.575	6.115	22,983.77
1992	Jan.	5.438	5.156	6.014	22,023.05
	Feb.	5.532	5.250	6.192	21,338.81
	Mar.	5.486	5.254	6.242	19,345.95
	Apr.	5.848	5.490	6.305	17,390.71

ที่มา : Tokyo Financial Review, June 1992.

เป็นที่น่าสังเกตด้วยว่า การประกาศลดอัตราดอกเบี้ยในเดือนธันวาคมนี้ ทางภาคได้ประกาศยกเลิกการควบคุมการให้กู้ยืมเงินต่อธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ด้วย ซึ่งเท่ากับเป็นการยอมรับว่ายุคของการขยายตัวของราคาอสังหาริมทรัพย์เกินความเป็นจริงได้ยุติลงแล้ว แต่การประกาศดังกล่าวค่อนข้างจะเป็นช้าเกินไป เพราะราคาที่ดินโดยทั่วไปได้ตกต่ำลงไปมากแล้ว ซึ่งส่งผลกระทบต่อกิจการธนาคารพาณิชย์ของญี่ปุ่น ซึ่งได้ให้กู้ยืมเงินในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ถึง ๗๙๐ พันล้านเยน

ในด้านนโยบายการเงินปีนี้ได้มีการปฏิรูปนโยบายการเงินครั้งใหญ่ในญี่ปุ่น กล่าวคือได้มีการประกาศยกเลิกนโยบายการเงินที่เข้มงวดเป็นเวลา ๓๔ ปี นั่นคือ นโยบายกำหนดปริมาณสินเชื่อให้ธนาคารพาณิชย์ แต่ละแห่งกู้ยืมได้ในแต่ละไตรมาส หรือ ที่เรียกว่า window guidance

การยกเลิกการควบคุมปริมาณสินเชื่อที่ธนาคารพาณิชย์ให้กันนั้น เท่ากับเป็นการเลิกการควบคุมพฤติกรรมด้านสินทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์ และธนาคารกลางจะหันมาใช้วิธีการควบคุมทางด้านหนี้สินของ

ธนาคารพาณิชย์มากขึ้น โดยผ่านอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารกลางให้กู้ยืมกับธนาคารพาณิชย์หรือ discount rate

สำหรับผลของการยกเลิกนโยบายดังกล่าวนี้ต่อการเงินของโลกนั้น ในระยะสั้นแล้วคงจะไม่มีผลต่อการเพิ่มการขายสินเชื่อบริษัทของธนาคารพาณิชย์มากเท่าไร เพราะขณะนี้ธนาคารพาณิชย์ของญี่ปุ่นกำลังถูกจำกัดการขายสินเชื่อบริษัท เนื่องจากต้องทำตามข้อกำหนดของ Bank for International Settlements ซึ่งทำให้ธนาคารพาณิชย์ต้องลดอัตราส่วนสินทรัพย์ต่อทุนลงมา สำหรับผลในระยะยาวแล้ว คาดว่าธนาคารพาณิชย์ญี่ปุ่นจะมีความยืดหยุ่นมากขึ้นในการกำหนดปริมาณเงินที่จะให้กู้ พร้อม ๆ กับธนาคารพาณิชย์จะต้องใช้ความระมัดระวังมากขึ้นในการควบคุมความเสี่ยง

3.2 บัญชีเงินทุนระยะยาว : เป็นบวกครั้งแรกในรอบ 11 ปี

ในรอบปี 1991 ที่ผ่านมานั้น ปรากฏว่าญี่ปุ่นเกินดุลบัญชีเงินทุนระยะยาว (long-term capital account) ถึง \$58.1 พันล้าน นับว่าเป็นครั้งแรกในรอบ 11 ปีที่ญี่ปุ่นอยู่ในสถานะที่มีเงินทุนไหลเข้ามากกว่าเงินทุนไหลออก

เมื่อพิจารณาแหล่งที่มาของเงินทุนไหลเข้าแล้ว ปรากฏว่า เงินทุนของญี่ปุ่นเองที่ไหลเข้ามาในปี 1991

มีปริมาณ \$121.4 พันล้าน เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากปริมาณ \$120.8 พันล้านในปี 1990 แต่เงินทุนหลักที่ไหลเข้ามา และเป็นแหล่งที่ทำให้เกิดการเกินดุลในบัญชีเงินทุนระยะยาวก็คือ เงินทุนของต่างชาติ กล่าวคือ ในปี 1991 เงินทุนของต่างชาติได้เพิ่มปริมาณการไหลเข้ามาในญี่ปุ่นจากระดับ \$72.2 พันล้านในปี 1990 เพิ่มขึ้นสูงสู่ระดับ \$158.5 พันล้านในปี 1991 เงินทุนต่างชาติเหล่านี้ส่วนใหญ่จะใช้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในญี่ปุ่น ซึ่งในปี 1991 มีปริมาณเงินทุนต่างชาติลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นถึง \$115.3 พันล้าน

การไหลเข้าของเงินทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ของญี่ปุ่นนี้มาจากสองแหล่งใหญ่ด้วยกัน ส่วนแรกมาจากการที่นักลงทุนต่างชาติเข้ามาซื้อหุ้นและพันธบัตรในตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นอีกส่วนมาจากการที่คนญี่ปุ่น โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทเอกชนได้นำพันธบัตรออกขายในต่างประเทศในช่วงปี 1991 ต่างชาติเข้ามาซื้อหุ้นญี่ปุ่นและพันธบัตรญี่ปุ่นเพิ่มขึ้นจากปี 1990 \$60.1 พันล้าน และ \$4.2 พันล้านตามลำดับ ในขณะที่การระดมเงินทุนของคนญี่ปุ่นผ่านพันธบัตรที่ออกขายในต่างประเทศเพิ่มขึ้น \$16.4 พันล้าน ดังนั้นจะเห็นได้ว่า การเข้ามาซื้อหุ้นจะเป็นปัจจัยสำคัญที่สุดในการที่ทำให้ญี่ปุ่นมีเงินทุนระยะยาวไหลเข้าสู่ญี่ปุ่นในปี 1991 (ตารางที่ 2)

ตารางที่ 2 การลงทุนของต่างชาติในพันธบัตรญี่ปุ่น

(ล้านดอลลาร์)

Year	Total net inflow	Stocks & Shares			Bonds Acquisition			External Bonds Acquisition		
		Net	Acquisition	Disposal	Net	Disposal	Net	Acquisition	Disposal	
1982	11,860	2,549	18,210	15,661	5,030	30,306	25,276	4,281	5,868	1,587
83	14,148	6,126	33,066	26,940	2,359	39,777	37,418	5,663	8,799	3,136
84	7,194	3,610	39,541	43,151	3,454	62,973	59,519	7,350	12,269	4,919
85	16,741	673	40,311	40,984	4,524	101,204	96,680	12,890	16,619	3,729
86	545	15,758	86,905	102,663	2,109	199,859	201,968	18,412	23,383	4,971
87	6,081	42,835	155,839	198,674	6,675	281,925	275,250	30,079	37,525	7,446
88	20,298	6,810	167,692	160,882	21,628	268,553	290,181	35,116	43,995	8,879
89	85,144	6,998	219,928	212,930	2,400	264,814	262,414	75,746	88,373	12,627
90	34,653	13,276	127,658	140,934	16,991	199,311	176,320	30,938	38,892	7,954
91	115,284	46,779	140,569	93,790	21,241	168,541	147,300	47,264	66,474	19,210
<hr/>										
91 1-3	28,033	17,486	39,445	21,959	1,418	44,812	43,394	9,129	12,819	3,690
4-6	22,266	4,140	31,793	27,653	6,348	36,440	30,092	11,778	16,138	4,360
7-9	38,070	15,245	36,053	20,808	9,508	42,012	32,504	13,317	20,336	7,017
10-12	26,915	9,908	33,278	23,370	3,967	45,277	41,310	13,040	17,181	4,141

ที่มา : Tokyo Financial Review, May 1992.

เมื่อพิจารณาเฉพาะการซื้อขายหุ้นญี่ปุ่นโดยต่างชาติ จะเห็นว่าปี 1991 เป็นปีที่ต่างชาติเข้ามาซื้อหุ้นญี่ปุ่นมากที่สุดเมื่อเทียบกับปีก่อนหน้านั้น ซึ่งในช่วงก่อนหน้านั้นส่วนใหญ่ต่างชาติจะขายหุ้นญี่ปุ่นมากกว่าซื้อ (ช่วง 1984-1988) หรือซื้อมากกว่าขายในปริมาณไม่มากนัก (1989-1990) ซึ่งสาเหตุสำคัญที่ทำให้ต่างชาติกลับมาให้ความสนใจซื้อหุ้นญี่ปุ่นมีหลายประการด้วยกัน

ประการแรก มาจากการที่ราคาหุ้นญี่ปุ่นตกต่ำลงอย่างมากจากระดับที่ดัชนี Nikkei ซึ่งเป็นดัชนีราคาหุ้นในตลาดหุ้นญี่ปุ่นที่เคยขึ้นสูงสุดถึง 38,915 จุด ในปี 1989 ตกลงมาอยู่ในระดับราว 22,000 จุด ในปี 1991 การที่ราคาเฉลี่ยหุ้นในญี่ปุ่นลดลงอย่างมาก ทำให้หุ้นของญี่ปุ่น ซึ่งเคยเป็นหุ้นที่ในสายตาต่างชาติแล้วมีราคาแพงกว่าความเป็นจริง (overpriced) กลายเป็นหุ้นที่มีราคาไม่แพงอีกต่อไป ประกอบกับราคา

หุ้นในตลาดอื่นโดยเฉพาะในตลาดนิวยอร์กได้พุ่งสูงขึ้นสู่ระดับที่เป็นสถิติอยู่หลายครั้ง จึงทำให้มีการเข้ามาหันเข้าซื้อหุ้นญี่ปุ่นมากกว่าการขายหุ้นดังกล่าว

ปัจจัยอีกประการที่ส่งผลซื้อหุ้นญี่ปุ่นจากต่างชาติเป็นบวกมาจากการที่ราคาหุ้นของญี่ปุ่นที่ตกลงเรื่อย ๆ นั้นเอง เพราะในสถานการณ์ดังกล่าว นักลงทุนต่างชาติที่ถือหุ้นอันมาจากสิทธิที่ได้จาก warrants หรือ convertible bonds ที่ออกโดยบริษัทญี่ปุ่นตั้งใจที่จะขายหุ้นนั้นออกไป สถานการณ์เช่นนี้ต่างกับในอดีตในช่วงที่ตลาดหุ้นญี่ปุ่นมีราคาสูงขึ้นเรื่อย ๆ ในตอนนั้นนักลงทุนต่างชาติมักจะขายหุ้นอันเป็นสิทธิที่ได้จากการถือ warrants หรือ convertible bonds เนื่องจากได้ capital gain จากการขายหุ้นดังกล่าวเพราะราคาที่ซื้อทั้ง exercise prices และ conversion prices จะต่ำกว่าราคาตลาดมาก แต่นับตั้งแต่ปี 1990 เป็นต้นมา ราคาหุ้นตกต่ำ จึงทำให้ทั้ง exercise

prices และ conversion prices สูงกว่าราคาตลาด ดังนั้นจึงทำให้ลดแรงจูงใจนักลงทุนต่างชาติในการขายหุ้น

ปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจที่เป็นผลทำให้หุ้นญี่ปุ่นเป็นที่นิยมของต่างชาติประการต่อไป คือ การคาดการณ์ว่าจะมีการลดอัตราดอกเบี้ย อันเป็นผลจากการขยายตัวของเศรษฐกิจญี่ปุ่นค่อย ๆ ช้าลง มีการเก็งกันว่าราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นจะฟื้นตัว นอกจากนั้นยังมีการเปลี่ยนแปลงตัวแปรพื้นฐานทางเศรษฐกิจ เช่น มีการขยายตัวของการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดและดุลบัญชีการค้า เศรษฐกิจสหรัฐอเมริกาอ่อนตัวลงก่อให้เกิดความวิตกกังวลว่าค่าเงินเยนจะสูงขึ้นเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งจะเป็ประโยชน์ถ้าถือสินทรัพย์ที่เป็นเงินเยนไว้ ปัจจัยต่าง ๆ เหล่านี้รวมกันทำให้มีการลงทุนในหุ้นญี่ปุ่นมากขึ้น

ในแง่ของพันธบัตรญี่ปุ่นนั้น เช่นเดียวกับกรณีของหุ้นญี่ปุ่น กล่าวคือ นับตั้งแต่ปี 1989 เป็นต้นมา ต่างชาติเข้ามาซื้อพันธบัตรญี่ปุ่นมากกว่าขาย สาเหตุสำคัญในการเข้ามาซื้อพันธบัตรญี่ปุ่นนั้นมีสองประการด้วยกัน ประการแรก เป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยในญี่ปุ่นในปี 1990 ทำให้เป็นแรงดึงดูดใจให้ต่างชาติเข้ามาซื้อพันธบัตรญี่ปุ่น ต่อมาในปี 1991 แม้ว่า อัตราดอกเบี้ยระยะยาวในญี่ปุ่นจะลดลงเนื่องจากเศรษฐกิจชะลอตัว และรัฐบาลมีนโยบายผ่อนคลายทางการเงิน แต่อัตราดอกเบี้ยที่ลดลงดังกล่าวก็ส่งผลให้ต่างชาติเข้ามาซื้อพันธบัตรญี่ปุ่นมากขึ้นไปอีก เนื่องจากต่างชาติหวังจะได้ capital gain อันเกิดจากการคาดว่า อัตราดอกเบี้ยจะลดลงไปจากเดิมอีก ประการที่สอง เป็นผลมาจากที่หุ้นญี่ปุ่นตกต่ำลง นักลงทุนต่างชาติเลิขหุ้นเหวความสนใจมาลงทุนในตลาดพันธบัตรเพิ่มมากขึ้น

สำหรับพันธบัตรของญี่ปุ่นที่ออกไปขายยังตลาดทุนต่างประเทศนั้น พอจะเห็นได้ว่าในช่วงตั้งแต่เริ่มทศวรรษที่ 1980 ถึง 1989 ปริมาณการขายพันธบัตรดังกล่าวเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ จนถึงระดับสูงสุดในปี 1989 ซึ่งมีปริมาณพันธบัตรที่ออกขายทั้งสิ้น \$75.7 พัน-

ล้าน แต่ปริมาณดังกล่าวลดลงอย่างมากในปี 1990 เหลือเพียง \$30.9 พันล้าน เนื่องจากราคาหุ้นในญี่ปุ่นตกลง จึงทำให้พันธบัตรซึ่งส่วนใหญ่อยู่ในรูป warrant-bearing bonds ในรูป Eurodollars หรือ convertible bonds ในรูป Swiss Franc ไม่เป็นที่นิยมอีกต่อไป

อย่างไรก็ดี ในปี 1991 สถานการณ์ของพันธบัตรญี่ปุ่นที่ออกขายในต่างประเทศเริ่มกระเตื้องขึ้น มีการขายพันธบัตรญี่ปุ่นในตลาดต่างประเทศ \$47.3 พันล้าน แต่เป็นที่น่าสังเกตว่าพันธบัตรญี่ปุ่นที่กลับมาเป็นที่นิยมของชาตินั้น ไม่ใช่พันธบัตรในรูปของ warrant หรือ convertible อีกต่อไป แต่เป็นในรูปพันธบัตรโดยตรง (straight bonds) นอกจากนี้เมื่อแยกพันธบัตรตามชนิดของเงินตราจะเห็นได้ว่า เมื่อเทียบกับปี 1990 พบว่าในปี 1991 พันธบัตรในรูปเงินตราต่างประเทศเพิ่มขึ้นในสัดส่วนไม่มาก แต่ที่เพิ่มขึ้นมากคือ พันธบัตรในรูปของ Euroyen

เมื่อพิจารณาถึงเหตุผลที่พันธบัตรที่ออกขายในต่างประเทศยังมีปริมาณมาก ทั้ง ๆ ที่เศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวลงนั้น จะพบว่ามาจากการที่ยังมีการลงทุนบางอย่างที่ไม่ขึ้นอยู่กับสภาพเศรษฐกิจมากนัก เช่น การลงทุนในด้านการวิจัยและพัฒนา การลงทุนเพื่อการประหยัดแรงงาน เป็นต้น นอกจากนี้บริษัทยังจำเป็นต้องระดมทุนเพื่อไถ่ถอนพันธบัตรที่ได้ออกไปจำนวนมากในครึ่งหลังของทศวรรษที่ 1980 ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวในรูปเงินเยนค่อย ๆ ลดลง จึงเป็นผลให้พันธบัตรในรูปเงินเยนเป็นที่นิยม

อนึ่งเป็นที่น่าสังเกตว่าพันธบัตรที่ออกขายในต่างประเทศนี้ ส่วนหนึ่งของผู้ที่ซื้อพันธบัตรนี้เป็นคนญี่ปุ่นเอง ซึ่งเมื่อใดคนญี่ปุ่นซื้อพันธบัตรในต่างประเทศที่ออกโดยคนญี่ปุ่น จะมีการบันทึกในบัญชีดุลชำระระหว่างประเทศว่าเป็นเงินทุนไหลออก ในปี 1991 เงินของคนญี่ปุ่นที่ซื้อพันธบัตรในต่างประเทศเพิ่มขึ้นจาก \$39.2 พันล้านเป็น \$68.2 พันล้าน ซึ่งปริมาณการลงทุนดังกล่าวจำนวนหนึ่งเป็นพันธบัตรในรูป Euroyen ที่ออกโดยคนญี่ปุ่น ดังนั้น เงินทุนต่างประเทศที่ไหล

เข้าจริง ๆ จากการขายพันธบัตรในต่างประเทศนั้นจึงอาจน้อยกว่าตัวเลขทางสถิติที่บันทึกไว้

3.3 ตลาดหุ้นญี่ปุ่น : ยังไม่กระเตื้องขึ้น

สถานการณ์ตลาดหุ้นญี่ปุ่นในปี 1991 ไม่ได้ดีขึ้นกว่าที่เป็นไปในปี 1990 แม้มีการลดอัตราดอกเบี้ยหลายครั้ง ดัชนี Nikkei ของตลาดหุ้นญี่ปุ่นยังคงอยู่ในระดับประมาณ 22,000 จุดซึ่งต่ำกว่าระดับ 39,000 จุด ซึ่งเป็นระดับที่เคยขึ้นสูงสุดในปี 1989

นอกเหนือจากการที่เศรษฐกิจชะลอตัว สาเหตุที่ทำให้ราคาหุ้นในตลาดญี่ปุ่นยังคงอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าเป็นไปในอดีตนั้น มาจากการที่ประชาชนต่างไม่พอใจบริษัทหลักทรัพย์ญี่ปุ่นที่พบว่าได้ทำการจ่ายเงินชดเชยการขาดทุนการถือหุ้นให้กับเฉพาะลูกค้าใหญ่ ๆ (ดูหัวข้อ 3.4) นอกจากนี้ความสัมพันธ์ระหว่างกระทรวงการคลังและบริษัทหลักทรัพย์เหล่านี้ไม่ค่อยดีนัก ตลาดหุ้นจึงไม่ค่อยได้รับการสนับสนุนจากทางการเท่าไร

ปัจจัยที่สำคัญอีกประการหนึ่งในการที่ทำให้ราคาหุ้นในตลาดหุ้นโตเกียวยังอยู่ในระดับต่ำก็คือ การที่มีการขายหุ้นธนาคารพาณิชย์ออกไปมากขึ้น เดิมทีเดียวในญี่ปุ่นนั้น มีระบบที่เรียกว่า keiretsu หรือระบบที่ธุรกิจช่วยเหลือกันด้วยการถือหุ้นซึ่งกันและกัน ซึ่งภายใต้ระบบนี้ ลูกค้าธนาคารพาณิชย์ทั้งหลายต่างก็ตอบแทนธนาคารพาณิชย์ด้วยการซื้อหุ้นธนาคาร ซึ่งในอดีตลูกค้าธนาคารพาณิชย์จะถือหุ้นธนาคารไว้มาก โดยไม่มีการขายออกไปแต่ประการใด

อย่างไรก็ดี ในช่วงหลัง ๆ นี้ ธนาคารพาณิชย์ญี่ปุ่นได้เริ่มขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ เพิ่ม margin ของการให้กู้ เพื่อแก้ไขงบดุลให้ดีขึ้น ยิ่งไปกว่านั้น นอกจากสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์จะแพงขึ้นแล้ว ยังมีการจำกัดอีกด้วย ดังนั้น บรรดาบริษัทต่าง ๆ จึงไม่รู้สึกว่ามีคามจำเป็นที่จะต้องผูกพันกับธนาคารด้วยวิธีการดั้งเดิม ผลก็คือ บริษัทหลายแห่งได้ขออนุญาตฝ่ายบริหารของธนาคารพาณิชย์เพื่อที่จะขายหุ้นธนาคารออกไป ซึ่งธนาคารพาณิชย์ก็ต้องจำยอมเพราะในปี 1990 ราคาที่ดินและราคาหุ้นได้ตกลงมาอย่างมาก

ทำให้หลักมูลค่าที่ดินและหุ้นที่ใช้ค้ำประกันเงินกู้ตกลง ทำให้ต้องมีการชดเชย ทางหนึ่งก็คือ การขายหุ้นธนาคารพาณิชย์ออกไป ผลก็คือ ราคาหุ้นจึงไม่กระเตื้องขึ้น

การที่ราคาหุ้นอยู่ในระดับต่ำนี้จะส่งผลกระทบต่อธนาคารพาณิชย์ กล่าวคือธนาคารสามารถนับเอาส่วนหนึ่งของกำไรที่ยังไม่ได้รับจริง (unrealized profits) จากการที่ราคาหุ้นเพิ่มขึ้นเข้าไปในนิยามของทุนธนาคารได้ ดังนั้นเมื่อราคาหุ้นตกลง จะทำให้ความสามารถในการให้กู้ของธนาคารพาณิชย์ลดลงไปด้วยเนื่องจากทุนลดลง นอกจากนี้ในกรณีที่ราคาหุ้นตกลงมาก ๆ บริษัทหลายแห่งอาจจะต้องล้มละลายเนื่องจากไม่สามารถที่จะหาเงินทุนด้วยการออกหุ้นหรือกู้ยืมเงินจากธนาคารมา refinance ได้ (โปรดอ่านรายละเอียดการวิเคราะห์ตลาดหุ้นญี่ปุ่นในปี 1991 จากบทความของ อ.สมจิตต์ เซอร์ชันซี ในวารสารไทย-ญี่ปุ่นศึกษา ฉบับนี้)

3.4 สถาบันการเงิน : ความไม่ชอบมาพากลครั้งใหญ่

เรื่องทางการเงินที่เป็นข่าวใหญ่ที่สุดในรอบปี 1991 เห็นจะเป็นเรื่องความไม่ชอบมาพากลของผู้บริหารในสถาบันการเงินต่าง ๆ กล่าวคือมีการพบว่าผู้บริหาร บริษัทหลักทรัพย์ใหญ่ คือ บริษัทโนมูระและบริษัทนิคโก้ ได้ทำการจ่ายเงินเป็นการชดเชยการขาดทุนการซื้อหุ้นให้กับลูกค้ารายใหญ่ของบริษัทเป็นจำนวนเงินกว่า ๑1,300 ล้าน การกระทำดังกล่าวแม้จะไม่ใช่ว่าสิ่งผิดกฎหมายในญี่ปุ่น แต่ไม่ถูกต้องกับนโยบายของกระทรวงการคลังที่ห้ามการกระทำดังกล่าว และเป็นสิ่งที่สร้างความไม่พอใจให้กับนักลงทุนรายย่อยเป็นจำนวนมาก จนทำให้ประธานบริษัททั้งสองต้องลาออกจากตำแหน่ง ซึ่งก่อนที่จะออกประธานบริษัทโนมูระคือ นาย Yoshihisa Tabuchi ได้ระบุว่า ฝ่ายทางการรู้อยู่ตลอดเวลาที่มีการกระทำดังกล่าว แต่ไม่ได้หยุดยั้งการกระทำนั้น

นอกจากนี้ได้เกิดความฉ้อฉลเกิดขึ้นในวงการ

ธนาคารหลายราย เช่น กรณีของ Industrial Bank of Japan ที่ปล่อยเงินกู้ให้กับลูกค้ารายเดียวถึงว \$1.8 พันล้านเพื่อเก็งกำไรในตลาดหุ้น รายที่สำคัญอีกรายที่ส่งผลมาก คือ ธนาคาร Fuji และ ธนาคาร Toyo Shinkin ซึ่งได้มีการปลอมหลักฐานการฝากเงินและนำไปใช้ในการค้ำประกันการกู้ยืมเงินด้านอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งการกระทำที่ไม่ถูกต้องครั้งแล้วครั้งเล่านี้ได้ก่อให้เกิดการวิพากษ์วิจารณ์กระทรวงการคลังของญี่ปุ่นอย่างรุนแรง เนื่องจากกระทรวงดังกล่าวมีหน้าที่โดยตรงในการกำกับดูแลสถาบันการเงินต่าง ๆ และสำหรับธนาคาร Fuji นั้นผู้แนะนำลูกค้ากลับเป็นเลขานุการส่วนตัวของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง ซึ่งการวิพากษ์วิจารณ์นี้เองผลที่สุดเป็นเหตุให้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังของญี่ปุ่น คือ นาย Ryotaro Hashimoto ต้องลาออกจากตำแหน่งในที่สุด

นอกจากการลาออกของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังแล้ว นัยสำคัญอีกประการที่เกิดขึ้นคือ การเรียกร้องให้มีการปฏิรูประบบการควบคุมดูแลสถาบันการเงิน โดยเฉพาะประธานของ Keidanren หรือสภานายจ้างของญี่ปุ่นได้เรียกร้องให้มีการตั้ง Securities and Exchange Commission หรือ SEC ให้เหมือนกับ SEC ในสหรัฐอเมริกา

อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาประเพณีนิยมของญี่ปุ่นที่เจ้าหน้าที่ชั้นสูงในกระทรวงการคลังมักจะไปทำงานในสถาบันการเงินหลังการเกษียณอายุ โอกาสที่จะเกิด SEC นั้นคงเป็นไปได้ยากแต่คงจะเป็นไปในรูปของการประนีประนอมมากกว่า รูปแบบหนึ่งคือ การรวมหน่วยงานสามหน่วยในกระทรวงการคลังเข้ามาเป็นหน่วยงานเดียวกัน หน่วยงานดังกล่าวคือหน่วยตรวจสอบด้านหลักทรัพย์ ธนาคารและไฟแนนซ์ต่างประเทศ นับว่าเป็นก้าวแรกของการปูทางไปสู่การลดอุปสรรคขวางกั้นระหว่างธุรกิจธนาคารและธุรกิจหลักทรัพย์

นัยอีกประการหนึ่ง คือ การเป็นไปได้ที่ประชาชนญี่ปุ่นจะหันมาใช้บริการของบริษัทต่างชาติในการเป็นนายหน้าซื้อขายหุ้นมากขึ้น ทั้งนี้เป็นผลมาจากความไม่พอใจบริษัทหลักทรัพย์ของญี่ปุ่น ซึ่งแน่นอนที่สุด

การที่บริษัทจะเรียกลูกค้ากลับมาได้ บริษัทจะต้องเปลี่ยนภาพพจน์และวิธีการดำเนินการเสียใหม่ ดังนั้นจึงคาดว่าในอนาคตจริยธรรมของสถาบันการเงินต่าง ๆ ในญี่ปุ่นจะดีขึ้น

3.5 ธนาคารพาณิชย์ญี่ปุ่น : ยังมีปัญหา

ในปี 1991 นี้ จากสถิติของธนาคารชาติญี่ปุ่น ทำให้ทราบว่าในปีดังกล่าว ธนาคารพาณิชย์ญี่ปุ่นมีหนี้ที่ไม่อาจชำระคืนได้ตามกำหนด 29 แสนล้านเยน (\$ 23.2 พันล้าน) หรือ คิดเป็น 4 % ของเงินที่ให้กู้ทั้งหมด ซึ่งถ้าดูอย่างเผิน ๆ แล้วหนี้ที่มีปัญหาระดับ 4 % นี้จัดว่าไม่มาก แต่เมื่อพิจารณาถึงช่องว่างกำไร (profit margin) ของระบบธนาคารญี่ปุ่นซึ่งค่อนข้างแคบ คือ ถ้าอยู่ระหว่าง 1-2 % ก็ถือว่ามิจากการที่ดีมากแล้ว จะเห็นว่า ถ้าธนาคารญี่ปุ่นพยายามตัดหนี้สูญแล้วธนาคารส่วนใหญ่จะขาดทุน และอาจจะต้องลดเงินกองทุนลงมา

แต่ในทางปฏิบัติแล้ว ทั้ง ๆ ที่มีปัญหา ธนาคารพาณิชย์ส่วนใหญ่ยังรายงานว่ ในปีงบประมาณ 1991 ซึ่งสิ้นสุดลงเมื่อวันที่ 31 มีนาคม 1992 ธนาคารยังมีกำไร การที่ธนาคารพาณิชย์ไม่ยอมประกาศตัดหนี้สูญก็เนื่องจากเหตุผลที่ว่า ตามกฎหมายแล้ว ธนาคารพาณิชย์ญี่ปุ่นสามารถนับดอกเบี้ยที่ค้างชำระที่มีอายุต่ำกว่าหนึ่งปีเข้าไปในรายได้ของธนาคารได้ อีกประการทางการเองก็ไม่ได้สนับสนุนให้ธนาคารพาณิชย์มีการตัดหนี้สูญในปีดังกล่าว เนื่องจากว่าธนาคารพาณิชย์เป็นผู้จ่ายภาษีรายใหญ่ให้กับรัฐบาล ประการสุดท้าย เป็นประเพณีของธนาคารพาณิชย์ญี่ปุ่นที่จะช่วยเหลือลูกค้าจนถึงที่สุด ธนาคารจะไม่ใช้วิธีตัดหนี้สูญหรือสำรองหนี้สูญไว้จนกว่าที่ลูกค้านั้นจะล้มละลายไป ในทางตรงข้ามธนาคารพาณิชย์จะทุ่มทรัพยากรช่วยเหลือลูกค้าที่มีปัญหาจนสุดความสามารถ

ปี 1991 นี้ เป็นปีแรกในรอบ 20 ปี ที่มีการใช้เงินทุนจากสถาบันประกันเงินฝาก (Deposit Insurance Corp.) ให้กู้ในอัตราดอกเบี้ยต่ำแก่ธนาคาร Iyo

เพื่อเข้ามาช่วยเหลือธนาคาร Toho Sogo เพื่อออกกู้สถานการณ์ไม่ให้ธนาคารดังกล่าวต้องล้มละลาย ซึ่งคาดว่าความช่วยเหลือทำนองนี้คงจะไม่มีเฉพาะธนาคาร Toho Sogo เท่านั้น แต่รวมถึงธนาคารอื่น ๆ ในอนาคตด้วย

อนึ่ง เป็นที่น่าสังเกตว่า นับตั้งแต่ธนาคารพาณิชย์ญี่ปุ่นมีปัญหาทางการได้มีการเข้มงวดในการดูแลกำกับธนาคารพาณิชย์มากขึ้น ยกตัวอย่าง ทั้งธนาคารชาติญี่ปุ่นและกระทรวงการคลังได้ลดช่วงระยะเวลาที่หน่วยงานทั้งสองจะไปเยี่ยมตรวจสอบธนาคารพาณิชย์ จากทุก ๆ ระยะเวลาปี เป็นทุก ๆ ระยะเวลาสามปี แต่ทั้งนี้ทั้งนั้นแม้จะมีการเยี่ยมธนาคารพาณิชย์มากขึ้น หรือมีการเก็บข้อมูลอย่างละเอียดมากขึ้น ธนาคารพาณิชย์ญี่ปุ่นบางแห่งยังนิยมที่จะให้กู้ยืมเงินจำนวนมากแก่ลูกค้ารายเดียว หรือ ภาคเศรษฐกิจเดียวอยู่ ซึ่งการกระทำดังกล่าวสร้างความเสี่ยงให้กับธนาคารพาณิชย์เป็นอันมาก

4. แนวโน้มในปี 1992

ในแง่อัตราดอกเบี้ยแล้ว เนื่องจากเศรษฐกิจตอนต้นปียังไม่ฟื้นตัวเท่าที่ควร จึงยังมีการลดอัตราดอกเบี้ยต่อเนื่องต่อไป แต่คาดว่าในครึ่งหลังของปี 1992 เศรษฐกิจของญี่ปุ่นจะเริ่มดีขึ้น และจะเข้าสู่ระยะฟื้นตัวในไตรมาสสุดท้าย ซึ่งถ้าเป็นเช่นนั้นจริง คาดว่าอัตราดอกเบี้ยอาจเริ่มขยับสูงขึ้นซึ่งจะส่งผลให้ค่าเงินเยนกระตือรือร้นด้วย อย่างไรก็ตาม เรื่องการฟื้นตัวของเศรษฐกิจญี่ปุ่นนี้ สิ่งที่จะต้องจับตามองติดตามใกล้ชิดก็คือ สถานการณ์เศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าสำคัญของญี่ปุ่นด้วย นั่นก็คือ สหรัฐอเมริกา เป็นไปได้เหมือนกันที่ว่า เศรษฐกิจสหรัฐอาจไม่ฟื้นตัวเร็วอย่างที่คาดไว้ ซึ่งถ้าเป็นเช่นนั้น อัตราดอกเบี้ยอาจไม่เป็นไปตามที่คาด

เหตุผลอีกประการที่ทำให้เกิดความเป็นไปได้ เศรษฐกิจอาจไม่ฟื้นตัวเร็วเท่าที่ควร คือ ความไม่แน่นอนของตลาดหลักทรัพย์ การตกลงของราคาหุ้นก่อให้เกิดปัญหาการประเมินเงินสำรองของธนาคาร ซึ่งส่งปัญหาต่อมาถึงการขยายสินเชื่อ เนื่องจากขณะนี้ ญี่ปุ่นอยู่ภายใต้กฎของ BIS นอกจากนี้การที่ราคาหุ้น

ลดลงทำให้เกิดปัญหาในการระดมทุนโดยการออกหุ้นด้วย ซึ่งส่งผลกระทบต่อการใช้จ่ายเพื่อการลงทุนที่แท้จริงด้วย ยิ่งไปกว่านั้นการที่ราคาหุ้นตก ทำให้บริษัทต่าง ๆ มีกำไรลดลงเนื่องจากบริษัทเหล่านั้นได้ลงทุนซื้อหุ้นไว้มาก การบริโภครถของครัวเรือนก็จะลดลงตามมูลค่าสินทรัพย์ที่ลดลงไปด้วย ซึ่งผลกระทบของหุ้นต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงทางลบนี้ จะส่งผลกระทบต่อกลับไปยังราคาหุ้นอีก เป็นวงจรอุบาทว์เช่นนี้ต่อไปก็เป็นไปได้

อีกปัจจัยหนึ่งที่ต้องทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวไม่เร็วเท่าที่ควรนอกเหนือจากที่ราคาหุ้นตกคือ การตกต่ำของราคาที่ดิน เนื่องจากทำให้มูลค่าของสินทรัพย์ลดลง

ปัจจัยต่าง ๆ เหล่านี้จำเป็นที่จะต้องติดตามดูให้ดี ซึ่งการแก้ไขเหล่านี้ปัญหาที่เกิดจากปัจจัยเหล่านี้จะขึ้นกับความสามารถของรัฐบาลในการดำเนินนโยบายการคลังและการเงิน เพื่อหลีกเลี่ยงหรือบรรเทาบางปัจจัยที่ก่อให้เกิดความไม่แน่นอนนี้ และเมื่อเศรษฐกิจกลับมาฟื้นตัวอีกปัจจัยเหล่านี้ก็จะลดความสำคัญลงไปเอง

สำหรับในปี 1992 คาดว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ญี่ปุ่นโดยต่างชาตินั้นคงเปลี่ยนแปลงไม่มาก เงินทุนจากต่างประเทศคงยังไหลเข้าสู่ญี่ปุ่นต่อเนื่องไปอีก ในแง่หนึ่งนักลงทุนต่างชาติเห็นว่าหุ้นในญี่ปุ่นราคาไม่แพง จึงเข้ามาซื้อเพิ่มเติม แต่ในอีกแง่หนึ่งอาจเป็นไปได้ว่า นักลงทุนระยะสั้นเห็นว่าตลาดหุ้นญี่ปุ่นยังไม่มียุทธภูมิที่จะฟื้นตัว จึงอาจจะลดการซื้อหุ้นญี่ปุ่นไว้ ดังนั้นคาดว่าแม้ นักลงทุนต่างชาติจะเข้ามาซื้อหุ้นญี่ปุ่นมากกว่าชาย แต่อัตราการเพิ่มขึ้นคงไม่มากเหมือนในปี 1991

สำหรับตลาดพันธบัตร เมื่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มดีขึ้น จะก่อให้เกิดการคาดการณ์ว่าโอกาสที่จะมีการผ่อนคลายนโยบายการเงินจะมีน้อยลงไปด้วย และการแสวงหากำไรจะเพิ่มขึ้นด้วยผลก็คือ แม้จะมีการซื้อพันธบัตรโดยต่างชาติมากขึ้นตามตัวแปรพื้นฐาน แต่ปริมาณซื้อคงจะน้อยกว่าปี 1991

สำหรับพันธบัตรที่ขายในต่างประเทศ คาดว่าในปี 1992 จะมีการขายพันธบัตรในรูปดังกล่าวเพิ่ม

ขึ้นมาก เพราะมีความจำเป็นที่จะต้องได้ถอนพันธบัตรดังกล่าวเป็นจำนวนมากนอกจากนี้ยังคาดว่า ผู้ที่จะเข้ามาซื้อพันธบัตรที่ออกในต่างประเทศนี้จะเป็นนักลงทุนญี่ปุ่นเอง การที่คนญี่ปุ่นสนใจลงทุนซื้อพันธบัตรของญี่ปุ่นเองที่ออกในต่างประเทศ แทนที่จะซื้อขายกันภายในประเทศเองมาจากเหตุที่ว่า ขั้นตอนการซื้อขายในต่างประเทศง่ายกว่าภายในประเทศ และยังไม่ต้องการการกำกับอีกด้วย

นอกจากนี้สำหรับคนญี่ปุ่นเอง การที่ตลาดหุ้นญี่ปุ่นตกต่ำถึงขั้นวิกฤต จะส่งผลทำให้นักลงทุนชาวญี่ปุ่นมี capital gain จากการถือหุ้นลดลง นักลงทุนญี่ปุ่นจะมีความระมัดระวังมากขึ้นในการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศไม่ว่าจะเป็นหุ้นหรือพันธบัตร เนื่องจากหลักทรัพย์นั้นมีความเสี่ยงทั้งในแง่ตลาดและอัตราแลกเปลี่ยน แต่เนื่องจากผลตอบแทนจากการลงทุนภายในประเทศลดลงเนื่องจากราคาดัชนีที่ตกลงและนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายการลงทุนพันธบัตรในเงินตราสกุลที่ให้อัตราดอกเบี้ยสูงและ Euroyen จะคงดำเนินอย่างต่อเนื่องต่อไป

ในด้านตลาดหุ้น ราคาหุ้นในปี 1992 จะลดต่ำกว่าราคาหุ้นในปี 1991 ต่อไปอีก ปริมาณการซื้อขายหุ้นแต่ละวันยังอยู่ในระดับต่ำกว่าระดับ 400 ล้านหุ้นต่อวันซึ่งเป็นจุดคุ้มทุน ทั้งนี้เป็นเพราะเศรษฐกิจญี่ปุ่นยังไม่ฟื้นตัวมากเท่าเดิม ในขณะเดียวกันประชาชนยังไม่พอใจการกระทำของบริษัทหลักทรัพย์ญี่ปุ่นที่จ่ายเงินให้กับลูกค้า การที่ดัชนีราคาหุ้น Nikkei ตกลงต่ำกว่าระดับ 19,000 จุดในสามเดือนแรกของปี 1992 ได้ก่อให้เกิดปัญหาแก่บริษัทหลักทรัพย์หลายแห่ง โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็ก คาดว่าบริษัทหลักทรัพย์ต่าง ๆ จะขาดทุนในปี 1992 จะมีการปิดที่ทำการหรือจุดซื้อขายหลักทรัพย์ลงหลายแห่ง ปริมาณการจ้างงานในธุรกิจหลักทรัพย์จะน้อยลงไปด้วย

สำหรับธุรกิจธนาคารพาณิชย์นั้น ปี 1992 จะยังเป็นปีที่ธนาคารจะยังมีปัญหาต่อไปอีกโดยเฉพาะในสถานการณ์ที่ราคาตลาดหุ้นโคจรแกว่งตัวลง ทั้งนี้เนื่องจากว่าธนาคารญี่ปุ่น สามารถนับเอา 45% ของ

กำไรที่ยังไม่ได้รับจริงจากการที่ราคาหุ้นสูงขึ้นเข้าไว้เป็นเงินกองทุน ชนิด tier 2 capital คาดกันว่าถ้าราคาหุ้นยังคงลงไปอีกโดยเฉพาะถ้าดัชนี Nikkei ตกลงต่ำกว่าระดับ 20,000 จุด จะทำให้ธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ส่วนมาก ไม่อาจทำตามมาตรฐานการที่ต้องมีกองทุนหนุนหลัง 8% ของเงินกู้ ที่กำหนดโดย Bank for International Settlement ได้ โดยมาตรฐานดังกล่าวจะบังคับใช้ในวันที่ 31 มีนาคม 1993

นอกจากนี้ปัญหาการเพิ่มทุนของธนาคารพาณิชย์ที่ทำได้ยากจากการที่หุ้นตกต่ำนี้ จะทำให้ระบบ Keiretsu ของญี่ปุ่นอ่อนแอลงไปอีก บรรดาบริษัทลูกก็จะขายหุ้นธนาคารพาณิชย์มากขึ้นในขณะเดียวกันธนาคารพาณิชย์ช่วยลูกค้าที่มีปัญหาได้น้อยลง ลูกค้าชั้นดีเท่านั้นที่จะได้รับความช่วยเหลือมากกว่าใคร ๆ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้โดยเฉลี่ยจะสูงขึ้น และต้นทุนการระดมทุนของบริษัทในญี่ปุ่นจะสูงขึ้น

ในปี 1992 ธนาคารกลางยังคงดำเนินนโยบายลดการควบคุมทางการเงิน (financial deregulation) ต่อไปอีก จะมีการยกเลิกการควบคุมอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ การกระทำดังกล่าวจะไม่ส่งผลต่อธนาคารขนาดใหญ่ (city banks) มากเท่าไร เพราะธนาคารเหล่านี้จ่ายอัตราดอกเบี้ยเงินฝากส่วนใหญ่ในอัตราตลาดอยู่แล้ว แต่การยกเลิกข้อกำหนดดังกล่าวจะทำให้ธนาคารเล็ก ๆ ต้องประสบปัญหา เนื่องจากว่าธนาคารเหล่านี้ไม่ได้จ่ายอัตราดอกเบี้ยเงินฝากในราคาตลาดให้กับลูกค้าส่วนใหญ่ นอกจากนี้ยังขาดอำนาจต่อรองในการเพิ่มกำไรจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ด้วย

นอกจากนี้ยังมีการลดการควบคุมทางการเงินด้วยการค่อย ๆ ยกเลิกข้อกำหนดที่แยกธุรกิจธนาคารพาณิชย์และธุรกิจหลักทรัพย์ออกจากกัน คาดว่ารัฐสภาญี่ปุ่นจะมีการออกกฎหมายอนุญาตให้ธุรกิจแต่ละชนิดเข้าซื้อกิจการของธุรกิจอีกชนิดได้ โดยในขั้นแรกจะให้ถือในรูปแบบบริษัทในเครือก่อน คาดกันว่าในระยะยาวการลดการควบคุมทางการเงินจะทำให้มีการปรับเปลี่ยนกลยุทธ์ของธนาคารพาณิชย์ โดยบางธนาคารอาจจะขยายกิจการเพื่อให้เป็น universal banks แต่ในขณะที่บางธนาคารจะเน้นเฉพาะกิจการบางอย่างที่ตนมีความชำนาญเป็นพิเศษ

เอกสารอ้างอิง

- Bank of Tokyo. **Tokyo Financial Review**. (various issues).
- "Continuing Net Inflows of Foreign Investment in Japanese Economy" **Tokyo Financial Review**. Vol. 17, No. 5, May 1992.
- Curran, John J. "What's Wrong With Tokyo's Market" **Fortune**. 23 September 1991, pp. 49-52.
- Delfs, Robert. "Friction in the Ranks" **Far Eastern Economic Review**. 9 January 1992, pp. 58-59.
- Enkyo, Soichi. "Outlook for Japanese Economy in FY 1992" **Tokyo Financial Review**. Vol. 17, No. 6, June 1992.
- "Japanese Bank Debt : Coming out" **The Economist**. 23-29 May 1992, pp. 80-82.
- "Nomura : Hacking Back" **The Economist**. 11-17 July, 1992, p. 76.
- Rosario, Louise do. "Fright Capital" **Far Eastern Economic Review**. 9 January 1992, pp. 60-61.
- Rowley, Anthony. "Ministry of Myopia" **Far Eastern Economic Review**. 12 September 1991, pp. 48-50.
 "Gateway for Gaigin" **Far Eastern Economic Review**. 12 September 1991, pp. 50-52.
 "Incedent Exposure" **Far Eastern Economic Review**. 12 September 1991, pp. 52-54.
 "Off the Leash" **Far Eastern Economic Review**. 9 January 1992, p.37.
 "Armour Unmeshed" **Far Eastern Economic Review**. 23 April 1992, pp. 56-57.
 "Question of Turf" **Far Eastern Economic Review**. 9 July 1992, pp. 69-70.
- "Securities Companies Trimming Sales Outlet" **The Japan Economic Review**. Vol. 24. No. 3, 15 March 1992, p. 7.
- "A Survey of World Banking" **The Economist**. 2-8 May 1992.
- Tsukada, Norifumi et al. "Japanese Banks On the Edge" **Tokyo Business Today**. May 1992, pp. 12-16.
- "Under the Volcano" **The Economist**. 7-13 September 1992, pp. 93-94.
- นริศ ชัยสูตร. "การเงินการธนาคารของญี่ปุ่นในรอบปี 1990" วารสารไทย-ญี่ปุ่นศึกษา เมษายน 2534 หน้า 70-93.
- นริศ ชัยสูตร, ปรากฏ อากาศิลปี และ ฐานิสร์ จาตุรงกุล. "ภาวะและแนวโน้มเศรษฐกิจไทยปี 2534-35 : การเงิน" เอกสารทางวิชาการประกอบการสัมมนาทิศทางเศรษฐกิจไทยปี 2535, กรุงเทพฯ : สมาคมเศรษฐศาสตร์ธรรมศาสตร์ 2534.