

# 八十年代后期日本的资产泡沫：原因、后果和经验教训

河合正弘（东京大学） 王京滨（东京大学）

## 一、导言

在 80 年代后期到 90 年代初期的历史时期，日本接受了一场前所未有的资产价格膨胀的洗礼。这一时期，在股票价格和土地价格一路攀升的同时，各种物价指数却保持了极其平稳的推移。资产价格和物价指数之间的这种近乎矛盾的经济状态，不但没有倏涨倏退，而且持续了相当一段时期。今天，我们称这种以基础因素（fundamentals）无法解释，且早晚要趋向崩溃的资产价格上涨为“泡沫经济”。

众所周知，“泡沫经济”是一种和实体经济不符的资产价格的变动，因此也必然避免不了最终破裂的命运。1989 年，日本银行开始实施紧缩性货币政策，分别于 5 月 31 日、10 月 11 日和 12 月 25 日先后三次上调了基础利率。翌年，又分别于 3 月 20 日和 8 月 30 日，两次上调了基础利率，于是，基础利率从以前的 2.5% 升高到 6.0%。基础利率的这种短时期内的急剧提升，最终成为“泡沫”崩溃的导火索，股价、地价自此一落千丈。

“泡沫经济”的崩溃不但使日本经济在之后的 90 年代丧失了活力，还使金融机构累积下了巨额的不良债权。金融体系的健全体质不可避免地遭到了严重侵蚀。在当时，虽然也有人认为，支撑日本经济高速发展的高科技、高素质的人才、高储蓄率以及高投资率等基本因素，并没有因“泡沫”的破裂而消逝，日本还可以通过彻底的结构改革，使经济重新走向持续增长的轨道上来。但是，这种乐观看法并没有为事实所支持，相反，1992~02 年期间，日本经济（GDP）只收到了 0.9% 的年平均实际增长率。对于日本来说，90 年代成为“失去了的十年”。

日本的“泡沫”仅仅持续了 5 年的时间，然而对其付出的清算过程已经花费了两倍多的时间，足见“泡沫”及其崩溃对经济所产生的影响是何等深刻。那么，成长中的经济是否不可避免地都要产生“泡沫”呢？这个问题，对自改革开放以来持续高速增长 25 年以上的中国来说，尤其具有重要的历史借鉴意义。我们接下来将对日本“泡沫经济”的产生、膨胀以及崩溃进行分析，以期对成长经济提供前车之鉴。

## 一、“泡沫经济”的产生

1980 年代的日本经济，从整体上说，呈现了一种良好的运行状态。1981 年仅有 261 万亿日元的国内生产总值增长势头强劲，到 1989 年时就突破了 400 万亿日元大关。一般来说，随着 GDP 的增长，人们的购买力会相应增大，对资产的需求也随之扩大，进而引起资产价格的攀升。可以说，从 70 年代至 80 年代之间，日本实体经济表现出的这种良性成长，在资产价格的提升过程之中，发挥了最为重要的作用。图 1 是我们把日本 1970 年至今的设备投资和经常收支对 GDP 的比例、消费者物价上升指数、完全失业率、实际 GDP 的增长率等项目绘制而成的。通过图 1，我们不难发现，设备投资和 GDP，除受 1973 年第一次石油危机的影响呈一

时下落趋势外，GDP 从 1975 年始、设备投资则从 1979 年开始走向恢复，并一直持续增长到 1990 年。同时，消费者物价指数，除短暂的狂涨猛跌之外，基本上是一路走低。总之，日本从 1970 年代中叶开始一直保持着低通货膨胀状态下的平稳增长，同时失业率和经常收支也丝毫未现恶化之兆。毋庸置疑，正是这种良好的宏观经济运行，掩盖并迷惑了政策当局，使悄然而至的资产价格“泡沫”未能及时得到发现和纠正。

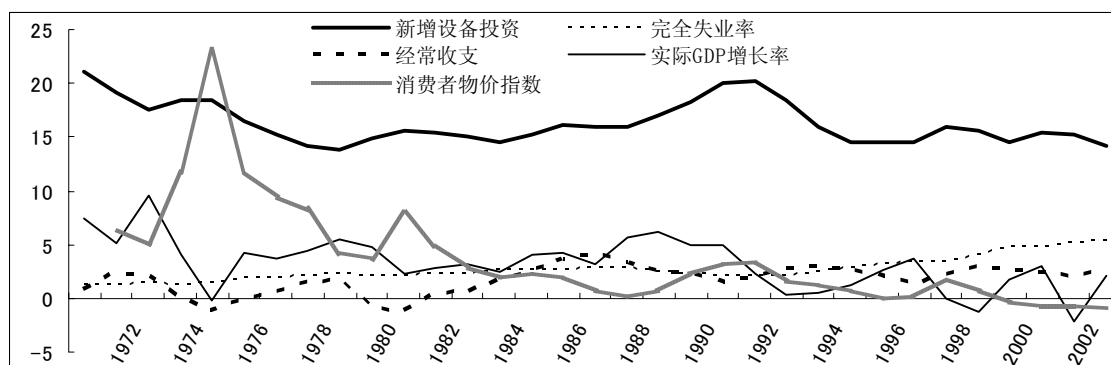


图 1 1970 年代以后的日本宏观经济运行状况

资料来源：日本银行《主要经济和金融数据》2003。

### (一)、地价的变动及其特征

接下来，我们首先对日本地价的变化情况加以探讨。图 2 是根据日本不动产研究所公布的市区地价格指数，做成的日本长期（1955~2003 年）地价变动情况。我们可以从中总结出日本地价变动的两大特征。那就是，第一、至 1980 年前叶，日本全国市区地价、6 大城市市区地价以及 6 大城市之外的市区地价，都保持了相同的变化趋势。第二、1985~1991 年期间，全国市区地价和 6 大城市之外的市区地价仍然保持了同一方向的变化，唯独 6 大城市市区地价表现出了异常的暴涨现象，2000 年以后，三者又重新向着同一方向收束。因此，有理由认为，发生于 80 年代后半叶的地价“泡沫”，始于 6 大城市，并在 6 大城市区域内表现得尤为深刻。

那么，6 大城市区域的地价变动是否从一而终地表现了相同特征呢？我们可以通过图 3，来考察并回答这个问题。图 3 中所绘制的是，6 大城市区域中不同用途土地的价格的比上年同期的增长幅度。可以看到，增长率超过 30% 的时期，在 1945 年以后的日本中曾出现过三次。

第一次是 1958~1962 年这段时期内的上涨。该时期最明显的特征又可以概括为，受工业用地价格大幅上涨的刺激，商业用地价格和住宅用地价格稍后开始上升。这是由于，在当时所谓的“岩户景气”之下，石油化学、电力、钢铁等工业向沿海地区寻求工业用地，相比之下，其他产业都向内陆城市近郊寻求工业用地的原因所至。该时期的地价暴涨，是日本在 1945 年后经历的第一次最大幅度的地价上涨。但是，它基本上是“反映着由高度经济增长带

来的日本经济构造的变化，反映了基础经济因素的好转，而不能称之为‘泡沫’”(吉川，2002)。随着工业向城市近郊的聚集，环境污染问题逐渐激化并浮出水面，日本自1962年开始实施限制城市近郊的工业用地政策，之后工业用地价格开始转向大幅跌落。

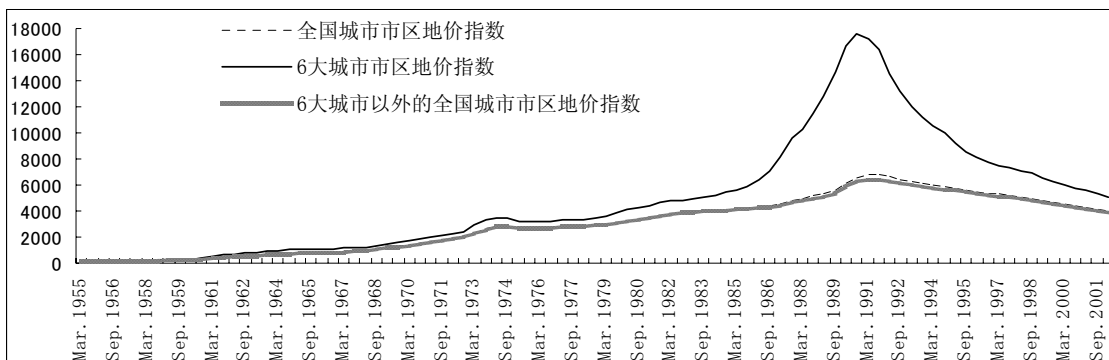


图2 城市市区地价指数（1955年3月为100）

资料来源：日本不动产研究所《城市市区地价指数和木造房屋市场价值指数》2002。

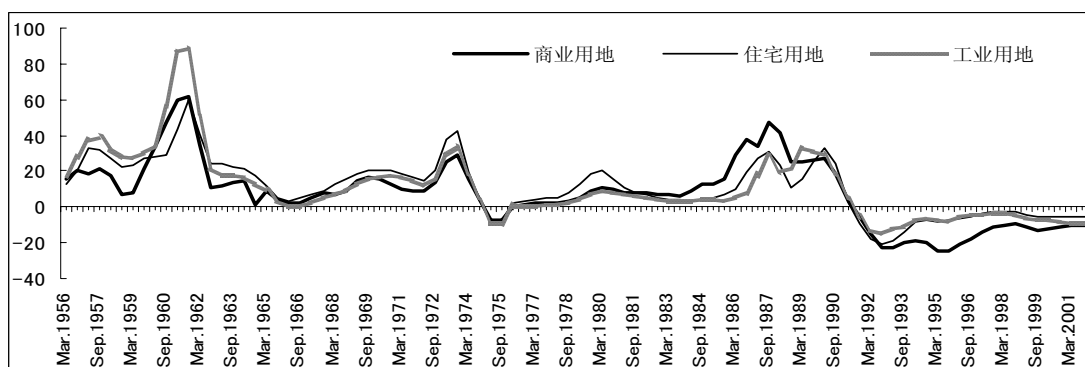


图3 6大城市市区地价比上年同期增长率

资料来源：同图2。

第二次是1972~1973年期间的地价上涨。这次带有浓厚的“全员参与型”特征的地价上涨，主要起于田中角荣提出的“日本列岛改造论”、和在国土开发构想下的新干线·高速公路运输网建设高潮以及工业向地方的重新配置等政策。其中与这些政策配套的“扩张性金融政策是最为重要的原因”(吉川，2002)。另外，我们也不能忽视对住宅用地过度需求的原因。也就是说，1961年始，日本逐渐完善了消费者金融体系，1963年前后兴起了第一次公寓建设热潮，以资产投资为目的的土地投资急剧扩大，从而导致了住宅用地的过度需求。对这一点，我们可以通过图3，住宅用地价格的上涨一直领先于其他用途地价中得到证实。

第三次地价的上涨是进入80年代以后，特别是1985年后的上涨时期。该时期，随着金融国际化、市场化的进程急剧加快，东京域外市场(offshore)随之创设，大批外资企业、银行以及证券公司蜂拥而至，其结果导致了对商业办公用房的需求在短时期内的急剧扩大。

也就是说，对东京成为国际金融中心的预期，促使了金融机构、法人企业对土地的投资，进而加剧了 1985 年以后的地价“泡沫”。如图 3 所示，以商业用地价格为先导的地价上涨特征十分显著，并与其他用途地价之间存在大幅度的上涨格差。然而，在“泡沫经济”崩溃的反作用下，商业用地价格的下跌幅度也远远大于其他用地价格的跌落幅度。其实，之所以在三次大幅度的地价上涨中，唯称 1985 年后期为“泡沫”的原因，在于该时期还伴随着股票价格暴涨的缘故。对于这一点，我们将在之后的章节中详细加以论述。

就 1980 年后半叶的地价暴涨而言，它还具有明显的地域差异的特征。我们把东京圈、大阪圈、名古屋圈以及北海道、九州·冲绳地区的地价平均上涨情况绘制成为图 4。通过图 4，我们可以清楚地看到，东京圈平均地价与上年同期比较，在 1987 年 9 月达到 88% 的最高值之后，转向下落。与此同时，接踵而至的是大阪圈地价的大幅度上升。而继大阪之后，名古屋圈的地价才开始了上升运动。与这三大城市圈相比，北海道以及九州·冲绳地区的地价几乎未表现出上涨趋势。因此，换句话说，“地价泡沫”仅局限于东京、大阪这样的大城市之中。

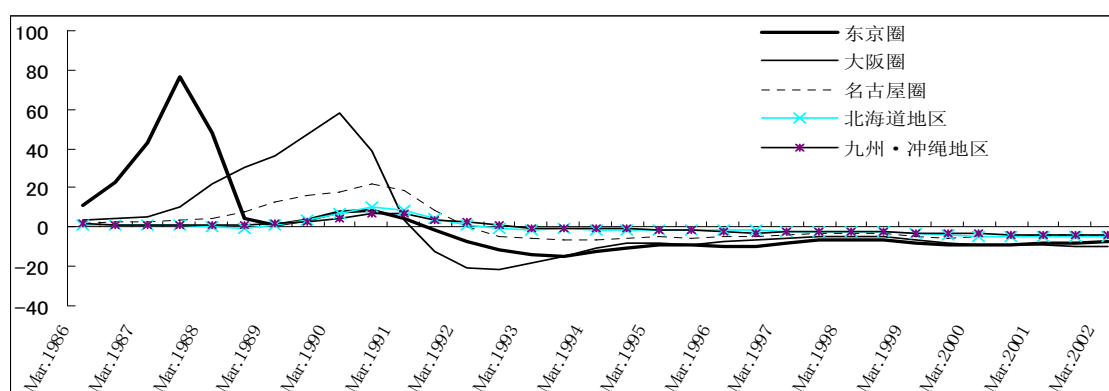


图 4 地价泡沫中大城市圈和地方的比较（上年同期比上涨率）

资料来源：同图 2。

## （二）、股票价格的变动

土地，因对其用途的不同，会存在各色各样的政策限制，其收益和流动交易状况会随之千差万别，从而很难形成一种全国性的统一市场。与此不同，股票作为一种标准化了的金融资产，一般在证券交易所上市流通，极易形成全国性的统一市场。所以，股票价格很少会呈现地价变动所表现出来的那种多样、复杂特征。

70 年代以前，日本的一般投资者对股票投资的认识还不具有较深，股票交易大多局限于机构投资者、法人企业和少数个人投资者之间。特别是受 1965 年山一证券公司倒闭引起的证券危机，这种局面更是雪上加霜，股票无人问津，股价下入了低迷状态。进入 80 年代以后，这种长时期徘徊不前的股票市场逐渐好转，股价开始攀升。据图 5 所描绘的正是上述的这些变动情况。

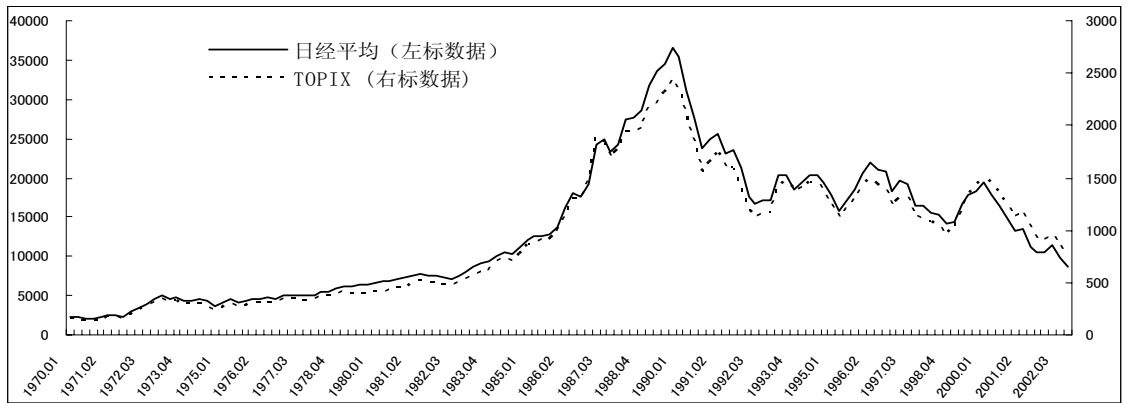


图5 日本股价变动情况

资料来源：日本银行《主要经济和金融数据》2003。

注释：两项指数都为季度平均值。

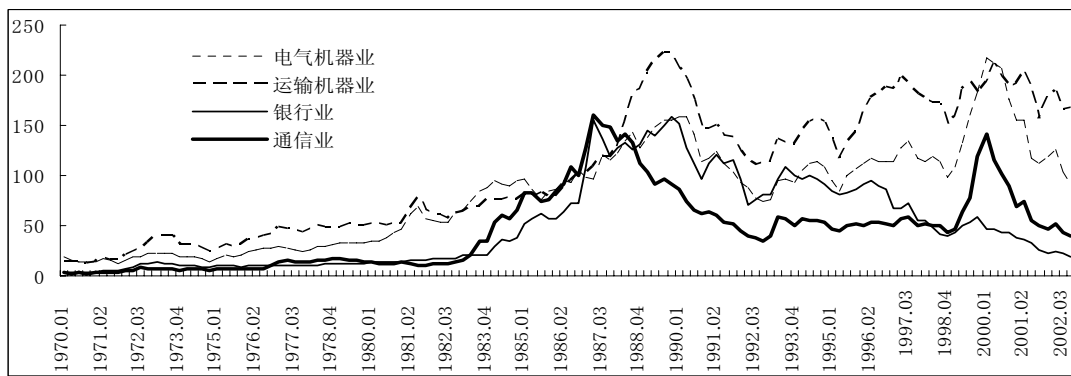


图6 不同产业股价指数的变化情况（1987年第1季度为100）

资料来源：同图5。

图5所描绘的是日本股价指数中，最具代表性的“**日经平均股价**”和“**东京证券交易所指数**”（TOPIX）<sup>①</sup>。在1980年前后还徘徊于6780日元左右的日经平均股价，1985年就上升到了1万2000日元左右，1989年12月达到了3万8915日元的最高值。TOPIX在1980年时

<sup>①</sup> “日经平均股价”是日本经济新闻报社从1950年开始公布的指数，它采取了美国道琼斯式股票指数的平均计算方式。该指数基本上是对225家上市公司股票价格进行的平均，为保持指数的连续性也进行一些诸如股票分算、替换上市公司等的调整，以此剔除股市的变动因素。“东京证券交易所指数”（TOPIX），顾名思义，是由东京证券交易所发布的股价指数，它显示了东京证券交易所一部上市公司（在东京证券交易所上市的公司，分别有“第一部上市”和“第二部上市”）整体的变动情况。它以1968年1月4日的东京证券交易所第一部全体上市公司的市价总值为基准，此后的TOPIX就反映着东证市场第一部全体上市公司的市价总值的增减程度。

也只有 420 点，到 1985 年时就翻了一番，突破了 900 点，在 1989 年达到了 2500 点以上的水平。可见，股价和市价总值在 1985~89 年之间，同时暴涨了 2 倍。

我们再来考察一下各不同产业的股价情况。如图 6 所示，拥有世界最强国际竞争力的日本电气机器和交通运输机械产业等制造业，其股价早在 70 年代就开始步入了上涨时期。而银行业和信息通信产业等服务业的股价，在 1985 年中期以前还未表现出上涨的势头，进入 1986 年以后才开始了上涨。整体上说，制造业在 80 年代后半期表现出的是一种平稳攀升的趋势，并在 1990 年“泡沫经济”崩溃后也没有像服务业那样暴跌。也就是说，与服务业相比，制造业股价的下跌幅度较小，低迷期间也短得多。信息通信业的股价在 2000 年前后，受世界性 IT 浪潮的冲击，呈现了一时的高涨，今年来又重新转入了低潮。

### （三）、对“泡沫经济”的验证

从 70 年代后期开始，随着日本产业所拥有的国际竞争能力的大幅提高，“Japan As Number One” (Vogel, 1979) 风靡全球。从日本企业的经营模式到社会制度，无不被冠以“日本式”这一定语。也正因如此，大多数人对 80 年代后期的资产价格的暴涨，认为是日本经济实力上升的必然结果而深信不疑。“泡沫”这一词语出现在大众媒体中的次数之少，就是一个极好的佐证。野口（1992）就日本经济新闻的报道进行了考证之后，指出和“泡沫”这一词语有关联的报道，在 1987 年中只有 1 条，88 年中出现了 4 件，89 年也不过有 11 条而已。这从一个侧面反映了，人们对当时地价和股价的暴涨，绝大多数人持肯定的态度，认为是城市结构的变化、日本经济实力的上升等基础因素好转所带来的必然现象。

在这种情况下，野口（1987）可以说是提醒人们要注意泡沫经济的早期研究之一。野口在该论文中，首先利用房地产的出租价格数据，根据利益还原模型，计算出“利益还原地价”，然后与实际地价相比较，发现两者之间存在着巨大的差异，提出了地价上涨中可能存在“泡沫”的论点。之后，野口（1990）在假定土地利用收益对产量的比例不变的情况下，计算出了土地的基础价格（fundamental price），再次指出了 1980 年后期的东京圈的地价上涨中存在着“泡沫”。同时，西村（1990）也通过对日本全国市区地价指数的分析提出了，基础因素估价模型（fundamental model）在解释 1985 年之前的地价上涨中是有效的，而对 1985 年之后的地价上涨就失去了应有的解释能力。之后，野口（1991）从对楼盘出租价格和利率等数据的计算中，进一步得出了东京地价上涨的大部分属于“泡沫”，而大阪的地价上涨中半数以上属于“泡沫”的结论。

在股市方面，植田（1989）指出了日本 1983 年以后股票价格的急剧膨胀，无法用企业的资产价值和股价收益率等原因来解释。之后，植田（1990）在基础估价模型中加入了风险承担收益率（risk premium），进一步扩展了基础因素估价模型之后，得到了 1983~88 年间的股价平均理论值为 6 的结果，而当时的实际价格已经高达 41 之巨，也就是说，高出理论值 6 倍左右的股价暴涨，是无法用基础因素来解释的。此外，小峰（1989）虽然没有直接使用“泡沫”这一词语，也曾经指出过日本地价和股价的“资产价格膨胀”，会通过资产效果的途径改

变企业和投资者的行动模式这一论点。可以说，小峰是对流行一时的“资产存量化”会开创日本经济新篇章的这种论点，发出了“早期戒备警报”。另外，西村、三轮编（1990）也以资产价格的形成机制为中心，从理论和实践两个侧面对日本的“泡沫经济”进行了较全面的考证。接着，《平成三年度（1991）经济白皮书》也提出了类似的看法。

相反，否认“泡沫”存在的看法也同时存在。在地价方面，宫尾（1991），原田、井上（1991）等就明确主张东京地价的上涨不过是反映了对土地实际需求的扩大，过分强调“泡沫”反而会对日本经济有害无益。在股价方面，若杉等（1988）立足于企业破产解散时价值的观点上，从对股票总市值与企业纯资产的比例（托宾的  $q$ ）的计算中，否认了“泡沫”的存在。另外，岩田（1990）、堀江（1990）也认为 80 年代后期的股价上涨基本上是风险承担收益率的大幅下降所致，对“泡沫”假说应持谨慎的态度。

其实，对资产价格的上涨不存在一个放之四海都皆准的验证方法和理论，就难免会产生上述的这些相互对立的观点。从整体上说，那些认为存在“泡沫”的研究，无一不是从基础因素估价模型计算出的理论值与实际价格之间，存在着巨大的偏差，从而推导出“泡沫”的。但是，在两者的偏差到底达到多大时，才能称为“泡沫”这一点上，一般都使用了“相当大的偏差”，缺乏一种明确的标准，导致了概念的模糊。众所周知，投资者能够在不同资产之间进行自由的裁定交易是基础因素估价模型成立的前提条件。然而，在现实经济中，由于存在信息的不对称性、交易费用等问题，上述前提条件一般不会成立。

于是，小野（1994）提出了立足于“流动理论”（liquidity theory）之上的资产价格形成机制。小野强调了资产价格的形成过程中的“凯因斯式”的“选美投票”这一心理预期效果，采取了重视上涨收益（capital gain）给资产价格形成带来的作用的立场。然而，我们可以很容易地发现，这也不能成为资产价格形成理论的最终版本。也就是说，是资产在交易中（赋予资产变现特征）产生了上涨收益呢，还是投资者为把已经潜在的上涨收益进行变现才有了交易呢？小野的理论仍然没有明确的回答。例如，在股市处于熊市状态时，整体上说不存在上涨收益，甚至会 capital loss，但仍有投资者不愿被套牢而进行变现目的的交易。因此，变现交易不应该是上涨收益的原因，而仅仅是一种结果。所以，我们认为，首先存在潜在性上涨收益（或者避免套牢和资产价格的进一步下降），之后才有变现交易活动。这样一来，是什么决定了潜在性上涨收益的产生呢？显然是实体经济的强势运行，是基础因素的好转。因此，资产价格的形成之中，预期的作用虽然不可忽视，但那是基础因素好转的预期，而非起因于为获得上涨收益进行的交易活动本身。

总之，日本在 80 年代后期发生了资产价格的“泡沫”，在现阶段已是一个不争的事实。在现今已有研究大多着重于“泡沫”产生的原因，以及“泡沫”的崩溃给日本经济带来的打击等方面。接下来，我们将在总结描述“泡沫”发生的背景之后，提出我们的论点。

## 二、产生“泡沫”的根本原因

基础因素（利率、收益以及实体经济的变化）决定资产价格的机制，一般可以描述为：

$$\text{资产价格} = \text{收益} / (\text{利率} + \text{风险承担收益率} - \text{收益增长率}) \quad (1)$$

很明显，收益、收益增长率（一般用 GDP 的实际增长率为代理变量）的提高，以及利率、风险承担收益率的下降会导致资产价格的上涨。因此，引起了日本 80 年代后期的“泡沫”的罪魁祸首，自然可以被认为是在“史无前例的金融缓和”状态下的低利率金融政策（野口，1992）。然而，正如吉川（2002）所指出的，“低利率金融政策是使所有用途、所有地区土地价格上涨的因素”，那么为什么日本的地价，象我们在第一节中所描述的那样只发生在了东京、大阪这样的大城市呢？因此，在金融方面的原因之外，还不能忽视“‘实体性’因素是‘首要原因’”（吉川，2002）。事实上，日本 GDP 的实际增长率在 80 年代后期仍保持在 5% 左右的水平上，投资者对未来资产的基础因素价格持有上涨预期，并进行积极的投资交易活动，完全合情合理。问题在于，预期催生预期，之后滚雪球式的扩大，资产投机随之加大，从而导致价格狂涨，引发了“泡沫”。

在对日本的“泡沫经济”的研究中，资产价格变动机制和其经济效果研究会（1993），翁、白川、白冢（2000，是对日本银行金融研究所一系列工作论文的总括），以及村松、奥野（2002）等最为全面。他们大体上把“泡沫”发生和崩溃的原因概括为以下几条。那就是，（1）长期的金融缓和，（2）金融市场化，（3）金融机构投资活动的积极化，（4）金融机构对贷款的风险管理的弱化，（5）BIS 对金融机构自我资本比率的规制，（6）加速了地价上涨的税收制度，（7）日本国民对经济的过度自信和陶醉，（8）东京的国际金融中心化等等。可以说，上述研究对“泡沫”发生的过程、各因素对“泡沫”的作用方面，已经足够深刻了，然而，在探讨上述因素之间所存在着的内在因果关系方面，仍存在不够明朗之处。我们接下来，将从上述因素中最为重要的原因着手，重点揭示它们之间存在的内在关系。

### （一）日本 80 年代资金循环的变化

资金循环一般是指各经济部门的投资储蓄结构。在此，我们把它扩展到，改变了经济主体的行为模式的宏观金融环境的变化来加以探讨。具体地说，在金融缓和的大背景之下，金融机构行为的活跃对企业和个人资产投资行为所带来的影响，如何引起并加速了“泡沫”，是我们着重探讨的课题。

#### 1. 面对急剧的日元升值进行的金融缓和

进入 80 年代以后，面对美元升值状态下日益扩大的美国贸易赤字，以通过各国货币对美元汇率的调整为解决方式的“国际政策协调”逐渐在各发达国家中成为共识。1985 年 9 月，G5 通过了各国上调汇率并采取一致行动的“广场协议”。之后，9 月中旬还处于 244 日元兑换 1 美元的汇率，在 85 底上升到 200 日元左右，86 年又升到了 153 日元左右水平上。这种在短期内的日元大幅度升值，对以“出口主导型经济”的日本来说，无疑会带来通货紧缩，进



而导致经济增长的减缓。鉴于此，日本在设立“日元升值对策本部”和发动财政政策<sup>①</sup>的同时，还启动了金融政策，以期将日元升值的影响压缩到最小程度。在货币政策中，1986年就4次下调基础利率，并在1987年2月使基础利率降低到了历史最低点的2.5%（参阅图7）。1987年10月，美国股票市场上发生了股价狂跌的“黑色星期一”，为防止各发达国家股票市场的连锁反应和美元贬值，各国采取了坚持金融缓和的协调政策。1988年3月以后，美国和德国在景气开始恢复，通货膨胀压力加剧之后，转向上调基础利率的紧缩金融政策。然而，在日本却发生了日元汇率欲突破120大关的紧急事态，上调利率将会加剧日元升值，导致美元进一步下跌，从而导致世界范围内的经济危机的可能。于是，“日本压轴论”迅速抬头，日本也就继续坚持了2.5%的低基础利率政策，并一直到延续到89年5月。

与此同时，美国和日本政府设立了“日美日元美元委员会”，着手处理日本的金融市场改革和开放等问题。1985年前后，日本在利率、金融业务以及开发新金融商品等三个领域开始了金融市场化改革。其结果，促进了银行、证券市场的商品向货币市场商品的渗透，改变了金融机构的行为模式，加速了信用活动的扩大，导致了货币供应量的迅速扩大。

图7反映的是日本70年代后期到2000左右的货币供应量的增长率、基础利率以及银行间拆借利率等指标。通过该图我们可以看到，1985~91年间的金融缓和时期，利率下降和货币供应量扩大，具有同时共进的特征。利率下降具有提升资产的基础因素价格的功能，而货币供应量的扩大又意味着投向资产交易市场的资金增大。

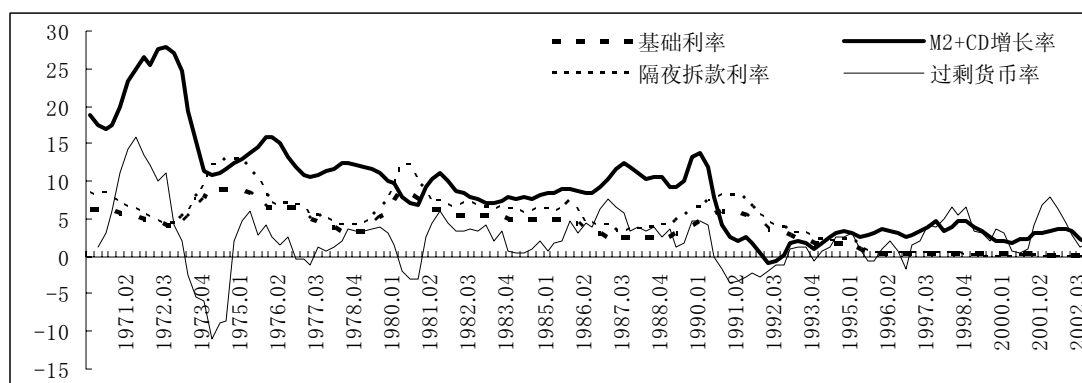


图7 日本70年代后的货币供应量和利率

数据来源：日本银行《主要经济和金融数据》2003。

注释：过剩货币率 = 货币供应量增长率 - 名义GDP增长率

一般来说，货币供应量的增加并不直接意味着为资产交易提供资金。这是因为，实体经济的增长会扩大对货币的需求，而具有吸收货币的功能所至。在图7之中，我们还计算了过

<sup>①</sup>1986年9月，启动了360,000亿日元的“综合经济对策”，1986年5月又启动了总额为6万亿日元的“紧急经济对策”（资产价格变动机制和其经济效果研究会，1993）。

剩货币率这一指标。即，在货币供应量的增长中，不能被实体经济所吸收的比例。在 70 年代以后，日本有两个时期明显出现过货币过剩。一、是 1971~73 年期间的货币过剩。其原因有，为对应“尼克松冲击”而采取的金融缓和政策、日本银行对国债实施的收购操作等政策。另外，商业银行通过日本银行再贷款等方式（超贷），对迅速扩大的出口产业的设备投资积极提供资金，也是一个重要原因（杉原等，1993）。然而，该时期的资金流量的大幅度扩大，导致了“狂乱物价”（图 1），从而创造出了对企业将来产品价格的上涨预期，带来了包括土地在内的实物投资高涨。在这种情况下，地价大幅度上涨，而股价却没有上升。该时期的日本证券市场还处于政府规制之下（尤其是对银行交易的规制），过剩货币也无从引起股市“泡沫”。

二、是在 1985 年以后的近 5 年的时间里，出现的货币过剩现象。其原因，虽然大体上和 1971~73 年间相同，但最为不同的是商业银行依靠日本银行再贷款的超贷结构已基本消失，大企业的资金调度中出现了“去银行化”的特征。再加上金融市场化改革，政府对资本市场的规制减弱，过剩货币必然流入股市。如此一来，大量的过剩资金流入土地、股票市场，引起了“泡沫”。在该期间，物价保持了高度的稳定，以物价稳定为首要政策目标的日本银行，也就没有对资产市场的“泡沫”采取必要的措施。

## 2. 金融机构的积极信贷行为

1985 年以后的货币供应过剩，在微观上又是由各种金融机构所采取的积极信贷行为所产生。

1971~73 年之间，日元对美元汇率在升值 35%左右之后，石油危机又接踵而至。以出口企业为主，面临着巨大的成本负担加重的压力。于是，企业采取了在控制资产的增加幅度的同时，加大了负债方面的财务力度，也就是所谓的“减量经营”。因此，1970 年后期，主要企业依靠银行信贷进行设备投资的财务体质开始发生变化，大企业的“去银行化”现象明显加强。到 80 年代中期，制造业中，来源于银行贷款的设备投资资金，已经降至 70 年代的一半左右，只占总调度资金的 20%。然而，这种变化对于银行而言，无疑是失去了稳定的收益来源。而金融市场化改革，又使银行不得不提高存款利率以吸引更多的存款，又导致了银行成本的上升。在这种夹板状态之中的银行，需要从根本上重整经营体制。银行经营遂转向长期、大额和高收益等领域。其中，向不动产、非货币金融机构等的贷款正符合了这些条件。

表 1 反映了日本全国银行贷款方向的一些情况。在制造业大企业“去银行化”的过程中，银行对制造业的贷款从 70 年代前半期的 39%下滑到 80 年代后期的 20%左右，并在 90 年代一直保持了下滑的走势。与此对应，银行贷款余额的年平均增长率，也在 70 年代前半期到下半期，从 18%下降到 9%。与制造业相比，银行对个人、不动产以及非货币金融机构的贷款比例都保持了上升的势头。而这种势头，在 80 年代后半期尤其明显。其中，对不动产和金融、证券和保险业的贷款，80 年代后期比前期翻了一番。金融、证券和保险业中包括非货币金融机构，这一部分的贷款又被转贷向不动产市场，不动产市场出现的“泡沫”现象也就不难想象了。银行贷款余额的年平均增长率在 80 年代以后重新上扬，80 年代后期达到了 14%以上（1989 年甚至超过了 21%）的水平，就反映了这一点。

另外，图 8 显示了各种银行向不动产贷出的款项余额占银行全体贷款余额的比例。可以

看到，60年代中，除个别情况以外，几乎所有银行对不动产的贷款都没有超过其总贷款余额的5%；70年代到85年之间，尤其是长期信用银行和信托银行对不动产的贷款为最甚；从1985年前后，都市银行的上升最为剧烈，这也反映着都市银行，在金融市场化改革中所受的冲击最大，其经营体制的也产生了巨变。与上述各种银行相比，地方银行对不动产的贷款最少。

表1 日本国内银行的放款结构(%)

	制造业	个人	不动产业	金融证券 保险业	贷款余额比 前年增长率
期间平均					
1971-75	38.9	7.6	5.8	-	17.8
1976-80	33.5	10.4	6.0	2.6	9.4
1981-85	28.3	11.2	6.5	4.9	11.0
1986-90	20.2	12.7	10.1	9.0	14.6
1991-95	15.4	13.7	11.7	10.0	2.1
1996-98	14.4	9.5	12.5	9.5	-0.02
泡沫时期					
1985	25.6	10.2	7.6	6.9	12.4
1986	23.6	10.6	9.0	7.9	12.9
1987	20.8	11.8	10.5	9.1	14.6
1988	18.7	13.1	10.8	9.8	11.2
1989	17.0	14.7	11.4	10.2	21.1
1990	15.9	15.9	11.4	10.4	12.9
1991	15.6	16.7	11.4	9.6	4.3

资料来源：日本银行《主要经济和金融数据》2003。

注释：贷款余额比前年增长率是根据“国内银行堪定”中的放款、信托和投资信托的合计，经过季度平均计算得出。

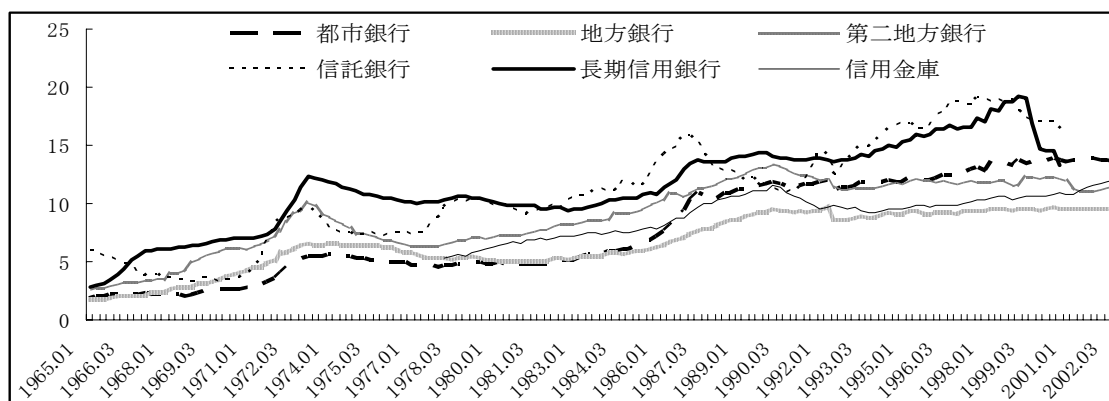


图 8 各种银行向不动产业放款占总放款余额的比 (%)

资料来源：日本银行《主要经济和金融数据》2003。

我们在叙述了不动产的有关情况后，再来考察一下股市。众所周知，股票市场上的机构投资者往往会采取同一方向的行动，从而引起股价的大起大落。表 2 显示了日本机构投资者对股票投资的状况。从整体上看，机构投资者确实表现了一种同一方向的股票投资行为。1985~89 年的“泡沫”时期，各机构投资者对股票投资极度扩张，信托公司投资 45 万亿日元，占据首位，比 80 年代前期增长了 16 倍之多。投资信托公司虽然投资额只有 17 万亿日元，但比 80 年代前期增占了近 18 倍。而括号内所显示的股票投资占其总投资的比例，也显示了该时期机构投资者对股票的力度加大。然而，在“泡沫”崩溃之后，各种机构投资者一齐减少了向股票的投资，其中信托公司在 1990~94 年间就缩减了 117 万亿日元。

表 2 机构投资者的股票投资情况 (万亿日元, %)

表 2 机构投资者的 股票投资情况 (万亿日元, %)	信托公司	投资信托公司	保险公司	证券公司
1970-74	0.4 (4.6)	0.3 (14.9)	1.5 (17.2)	0.1 (23.8)
1975-80	1.5 (10.2)	1.1 (33.5)	2.6 (17.0)	0.1 (14.1)
1980-84	2.5 (8.0)	0.9 (7.5)	3.5 (12.7)	0.2 (7.8)
1985-89	44.9 (45.3)	17.4 (50.1)	18.4 (23.1)	2.0 (13.7)
1990-94	-117.1 (-259.4)	-9.3 (114.0)	12.1 (16.3)	1.3 (366.8)
1995-98	5.9 (58.9)	-6.6 (172.6)	-4.2 (-20.1)	-1.3 (-5.3)

资料来源：同表 1。

注释：括号内为各种机构投资者对股票投资占其总投资额的比例。

综上所述，金融机构，特别是银行随着金融市场化改革的开展，在短期内被迫转向了重视收益的经营模式。为达此目的，银行没有向自己竞争力强的业务领域进化，而基本上是继承了传统的扩张规模的路线，也就是扩大放款。然而，银行在放款过程中，采取了过度注重借款人担保资产的路线。那么，在作为最重要的担保资产之土地的价格上涨阶段，所拥有的担

保价值必然升高。于是，银行向不动产的放贷，被错误地认为是“高收益低风险”的资产。另一方面，事业本部制、本部制等组织方式也被引进银行经营之中，日本金融机构中的“审查部”所发挥的功能被大幅度弱化（藤原，1998）。金融机构放松了对每笔放款的风险管理，导致了大规模的信贷扩张，最终引起了“泡沫”的产生。另外，当时的金融当局，既没有对银行的这种高风险放贷行为采取应有的措施，也没有努力去建立一套严格的金融监管制度。

### 3. 企业的财务投机

1970年以后，大规模的日元升值，曾3次袭击日本。日元对美元汇率，在“尼克松冲击”后的1971-73年间的短短18个月内，由360日元上升到270日元，之后而来的第二次石油危机使日元在1977-78年（21个月）内从280日元上升至190日元，“广场协议”在1985-86年期间的不足一年之内使日元从240日元一气升高到了120日元。这对以出口主导型为特征的日本经济增长来说，无疑每次都是沉重的打击。在以美元支付为主的出口结汇制度下，出口型企业的绩效恶化成为人们所担心的对象。然而，如图9所示的经营资产利润率，无论从全行业，还是单纯从制造业来看，虽然存在长期性绩效恶化的倾向，然而在泡沫经济崩溃的1990年之前却没有出现过大幅度的滑坡。

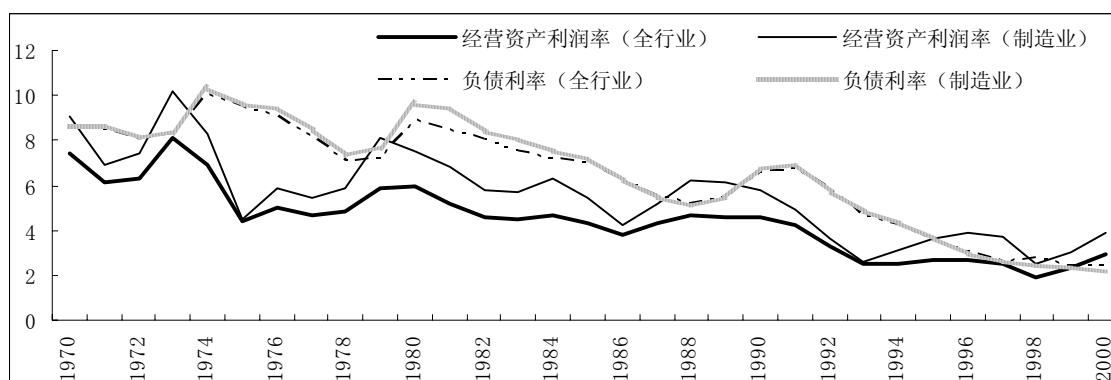


图9 日本70年代以后的企业利润情况

资料来源：财政综合政策研究所《法人企业统计年报特集》各年版。

进入1980年代以后，随着金融市场化改革的加快，CD高利率化、投资银行的特殊金融商品和基金投资也呈现出了高回报率的现象。另一方面，企业在股市强势的状态下，利用市价发行股票、发行可转为股票或具有可转权利的公司债券等手段，筹集到了大量的低成本资金。这样，企业将这些低成本的资金转手投向具有高回报率的金融资产，在举手之间获得了可观的利润，这就是所谓的“财务投机”。图10反映了，企业负债中银行贷款减少，公司债券增加，以及资产运用中现金存款和有价证券投资的增加，这种特征。

随着企业财务投机的活跃，企业资金大量涌入信托银行等金融机构，加上股票市场上的机构投资者的日益壮大，形成了“高股价→企业低成本融资→通过财务投机资金向金融机构回流→机构投资者向股票投资→高股价”这种循环链条。而地价的上涨，一方面带来了企业

担保资产价值的增强，同时又促使了企业将闲置土地向不动产领域的发展。

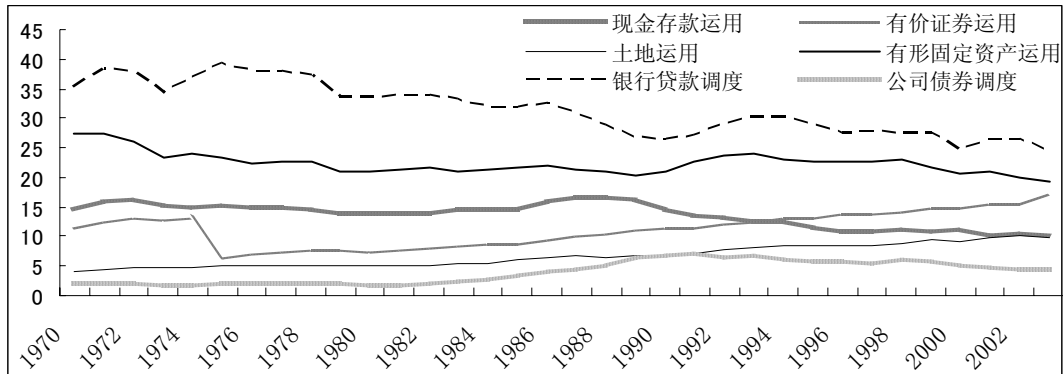


图 10 制造业法人企业的资金来源和运用结构 (%)

资料来源：财政综合政策研究所《法人企业统计年报特集》各年版。

注释：有形固定资产包括在建工程和其他有形固定资产；银行贷款包括短期贷款和长期贷款。

表 3 非金融企业部门资金流量金融交易部分中的资金来源和运用 (万亿日元)

	资金运用 (期间总计)						合计
	通货·存款·CD	信托·信托投资	有价证券	其中：股票	C P		
1970-74	26.8	1.4	3.5	2.7	0.0		83.7
1975-79	29.9	2.6	5.2	2.2	0.0		87.7
1980-84	35.2	3.0	9.4	2.4	0.0		105.6
1985-89	85.7	36.4	5.2	10.9	2.8		228.9
1990-94	-6.5	15.4	-1.4	-3.7	-0.2		34.5
1995-98	17.9	26.5	-0.2	-7.7	3.3		63.4
资金来源 (期间合计)							
	有价证券	其中：股票	C P	银行贷款	净金融投资	合计	
1970-74	7.7	5.0	0.0	66.9	-37.5	83.7	
1975-79	11.2	5.7	0.0	61.9	-26.3	87.7	
1980-84	16.9	9.4	0.0	94.5	-40.0	105.6	
1985-89	53.9	23.7	13.1	156.8	-61.8	228.9	
1990-94	34.1	7.9	-3.4	121.2	-113.1	34.5	
1995-98	5.0	7.4	4.4	-23.7	65.4	63.4	

资料来源：日本银行《主要经济和金融数据》2003。

表 3 是非金融企业部门的资金流量情况。首先，在金融资产的运用中，通货、存款和 CD 在 1985-89 年期间比 1980-84 年期间增加了 1 倍以上，达 86 万亿日元，信托和信托投资增长了近 12 倍，达 36 万亿日元。而 1984 年以前未超过 3 万亿日元的股票投资，在 1985-89 年期

间猛增至 11 万亿日元，竟达有价证券投资合计的 2 倍之巨。这有力地说明了，企业在资金运用中，极力减少低回报率的证券投资，加大股票投资的事实。整体上说，1985-89 年期间的企业对金融资产的运用占其资产运用总额的 57%。

在资金来源方面，我们可以看到，到 1989 年为止，企业调度到的资金一贯远远超过了其实际的资金缺口。特别是在 1985-89 年期间，资金缺口共计 62 万亿日元，而资金来源总计 229 万亿，达前者的近 4 倍。企业的过剩资金，在寻找出口的过程中流入资产市场，必然加剧了泡沫发生和膨胀。除此之外，银行贷款占总资金来源的比例，虽然从 1980-84 年间的 90%，下降到 1985-89 年间的 69%，但仍然是企业部门最重要的资金来源。这也隐含着大企业 and 中小企业在融资方面的不同，即，大企业利用低成本的资本市场融资缩小了对银行贷款的依赖程度，但是中小企业由于信用度低等问题，资本市场融资比较困难，只能依靠银行贷款。

可以说，在金融市场化改革之中，金融机构经营体制的变化，以及企业活跃的财务投机，是导致 80 年代后期“泡沫”的最重要的原因。另外，有人认为，住户部门的资产投资向注重收益方向的转换也导致了股票投资的膨胀（资产价格变动机制和其经济效果研究会，1993）。住户部门的金融资产总额，从 1970-74 年间的 83 万亿日元，上升到 1984-89 年间的 286 万亿日元，而其中的通货和存款所占的比例到 1989 年为止一直处于下降趋势（从 1970-84 年间的 71% 下降到 1985-89 年间的 51%）。然而，仔细考察住户部门的资金流量可以发现，这些减少了的通货和存款主要流向了信托或信托投资方面（从 8% 增长到 17%），并没有流向有价证券方面（从 1970-74 年间的 8% 减少到 1988-89 年间的 1%）。因此，对住户部门引起“泡沫”之说，我们仍有保留意见的余地。

## （二）对日本经济的过度期待

对接二连三的日元升值，日本企业表现出了强韧的适应能力，利润率并没有因升值而下降（图 9）。宏观方面，实际 GDP 的增长率也一直持续了高速增长，1987 年为 4.9%，1988 年为 6.0%，1989 年为 4.5%，每年都超过了政府的预计水平（分别为 3.5%、3.8%、4.0%）。在这种良好的景气之下，投资者自然会对股价和地价产生上涨的预期。90 年代初某报社对企业管理人员实施的问卷调查结果就说明了这一点。其中，对股价的预期最高达到 4 万 8000 日元（日经平均股价），最低的也不低于 3 万 4000 日元（资产价格变动机制和其经济效果研究会，1993）。

由于日元升值，日本人均 GDP 迅速接近美国，并在 1990 年最终超过了美国，跃居世界第一。加上美国长年经济疲软，日本取代美国成为世界“大国”的意识迅速膨胀。于是，“债权大国”、“金融大国”满天飞，日本国民整体感到了前所未有的陶醉。香西等（2001）就把“对未来预期的强劲化”作为引起“泡沫”最重要的原因之一。对未来日本经济预期的强劲化，从资产价格的决定方程（1）中，可以理解为收益增长率的上升，也同时意味着资产未来收益这一基础因素改善，那么，最终引起资产价格的上涨。严格地说，这种情况不能被称为“泡沫”，而是一种“比索问题”。

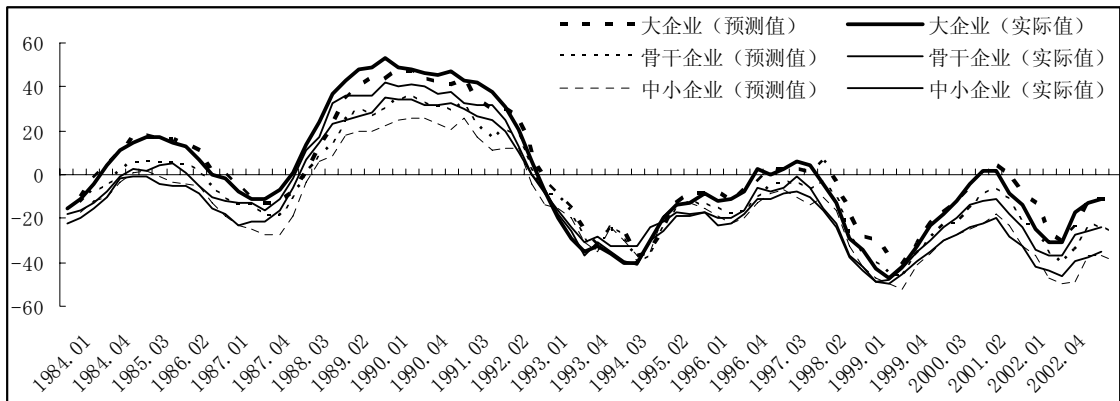


图 11 日本短观景气指数 D. I. (乐观企业-悲观企业)

资料来源：日本银行《主要经济和金融数据》2003。

“对未来预期的强劲化”可以通过日本短观景气指数加以验证。图 11 正是显示了这种情况。该指数是对未来景气状况，持乐观态度的企业占被调查企业总数的百分比减去持悲观态度的企业占被调查企业总数的百分比得出的。如图所示，1985 年日元升值时，所有规模的企业对未来景气的判断，都呈现了“悲观”明显多于“乐观”的倾向。1987 年景气指数好转，1988 年以后“乐观”开始明显超过“悲观”，1989 年达到最高值。1990 年之后，景气指数逐渐恶化，在 1992 年第 2 季度遂转为负值。

在此，我们要强调的是，景气指数是约滞后“泡沫”发生 1 年左右，在 1987 年第 4 季度才呈现正值的这一现象。它说明了“预期的强劲化”，并非引起“泡沫”的直接原因。我们还知道，企业利润率在 1986 年左右开始恢复（图 9），那么，我们有理由认为企业对未来景气判断的乐观态度，不属于单纯的心理因素，更多的是基于实体经济的判断。所以，日本国民对经济状况所拥有的“陶醉”心理，不会是“泡沫”发生的直接原因，最多不过是发挥了一种增幅效果。

因此，在实体经济走势强劲的基础上，资产基础因素价格面临潜在的上升压力，而金融机构提供的过剩资金，恰恰为资产交易提供了土壤。可以说，金融机构无节制的放款才是引起“泡沫”的罪魁祸首。

### （三）、土地税收和地价泡沫

对于地价泡沫而言，作为土地持有成本的固定资产税、转让所得税、遗产继承税等过低，以及由于对短期持有和长期持有之间所设置的歧视税率造成的 Lock-in 效果，都导致了地价“上涨容易下跌难”的“土地神话”。具体一点说，日本土地税收制度具有的问题可概括为以下 4 点（高木，1993）。

第一、首举土地评估中的评估价格不明确的问题。日本依据对土地所征收的税种不同，



对税基计算适用不同的标准，形成了所谓的“一物四价”的局面。即，转让所得税对应市场价格，遗产继承税对公布·基准土地价格、沿线价格，固定资产税对应固定资产评估价格。如果市场价格的评估率是100%的话，公布·基准土地价格约为70~80%，沿线价格为40~50%，而固定资产评估价格为10~30%。

第二、为避免地价上涨给企业或个人带来的税负加重问题，政府采取了抑制土地评估价格的措施，使各种地价均大大低于实际价格，实际税率就会大幅度降低。比如，东京住宅用地在1985~87年间上涨了2.3倍，根据各种抑制评估价格措施，评估价格只上升了10%（野口，1988）。住房用地的实际税率（固定资产税和城市税合计）在70年代还在0.3%的水平上，1985年开始迅速下滑，1990年跌至0.1%（目良等，1992）。过低的税率意味着土地持有成本过低，无疑会引起对土地需求的扩大，而土地又是一种不可再生商品，最终造成地价的“泡沫”。

第三、土地和其他资产之间，存在歧视性的遗产继承税收制度。股票等金融资产用市值计算税基，而土地却在遗产继承税收中，以市价的40~50%计算税基。为了避税人们必然选择土地作为遗产，这也从一个侧面扩大了对土地的需求。

第四、为抑制土地投机所采取的对短期交易土地实施高转让税率的问题。其结果，导致了土地的Lock-in效果，阻碍了土地的有效利用。也就是说，大量的土地被所有者长期持有，缩小了土地的供应量。

但是，我们不得不注意，这种税收制度是日本全国统一的制度，肯定是对日本全国都起作用，如果它们是“泡沫”的原因的话，为什么地价“泡沫”只发生在东京、大阪这些大城市呢？因此，我们认为，在日本“大国化”的过程中，东京·大阪成长为“国际大都市化”“国际金融中心化”的预期走强，大城市中产生了对土地、不动产的过度需求才是最为重要的原因。而在这种“实际因素”的带动下，寻求资产上涨收益的集资大量流向土地、不动产市场，这才从根本上引发了“泡沫”产生。

### 三、资产价格泡沫的危害

一般来说，越是富裕阶层越会拥有更多的有价证券和土地、不动产。所以，由于地价和股价的暴涨所带来的资产上涨收益，往往会给富裕阶层带来更多的利益，而低收入阶层很难有机会享受这种利益。80年代后期的日本资产价格“泡沫”，也同样具有“使富人更富”的效应，这无疑加剧了社会整体上的资产持有格差的扩大。

表4显示了工薪阶层的资产持有情况。通过该表，在资产价格开始明显上涨的1987年中，收入最高的家庭（第V阶层）所拥有的股票总额达294万日元，而低收入家庭（第I阶层）只有他们的二十分之一。另外，第V阶层的住房拥有比率也是第I阶层的两倍。在2000年中，随着股票的缩水，股票持有金额在两者之间的格差缩小为10倍左右，而住房拥有比率依然存在两倍的差距。从整体上说，越是富有其拥有的股票和住房也就越多的趋势，在表4中一目了然。

表 4 工薪阶层家庭的资产持有情况

	1987 年				2000 年			
	股票 (千日元)	住房 比率 (%)	户主品 均年龄 (岁)	收入划分 (万日元)	股票 (千日元)	住房 比率 (%)	户主品 均年龄 (岁)	收入划分 (万日元)
第 I 阶层	142	43.9	40.0	~372	144	44.8	42.7	~470
第 II 阶层	293	52.0	40.8	372~496	608	59.7	44.3	470~642
第 III 阶层	403	67.9	42.6	496~620	487	72.4	45.5	642~800
第 IV 阶层	960	77.6	46.3	620~785	787	80.3	47.7	800~1050
第 V 阶层	2935	84.1	48.7	785~	1765	87.3	50.5	1050~
平均	947	65.1	43.7		758	68.9	46.2	

资料来源：总务省统计局《家庭调查》。

这样一来，高收入家庭通过资产价格的上涨获得了更多的上涨收益，而低收入家庭不但不能受益，最终连拥有住房的美梦也被无情的打破了。图 12 显示了东京圈住房价格和工薪阶层年收入的比。我们可以看到，东京市中心 10 公里以内，10 公里外 20 公里内，以及东京圈平均，在 1986 年以前没有较大的变动，大约停留在 6~8 倍的水平上。1987 年之后，一齐上升，尤其市中心 10 公里以内的住房价格在 1990 年时达到了工薪阶层年收入的 18 倍之巨，就连东京圈平均也足有 10 倍。这意味着，工薪阶层辛苦一生也很难购买得起自己的住房了。

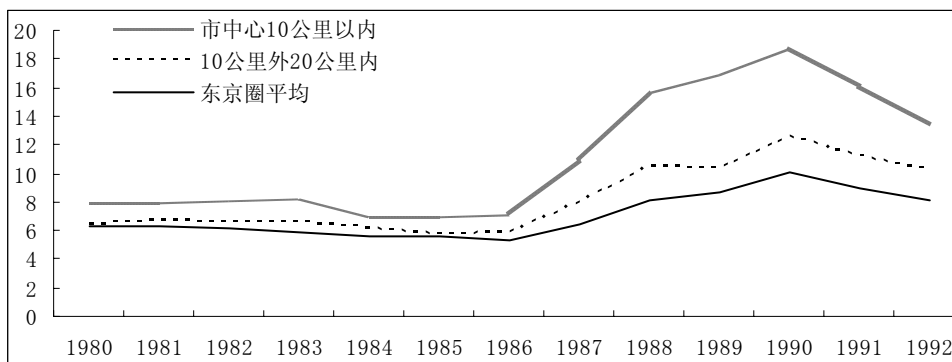


图 12 东京圈住房价格与工薪阶层年收入的倍数

资料来源：野口（1992）p. 99（原始资料为都市开发协会《中高层住宅的价格和平均工薪阶层收入》）。

注释：以民间房产开发商销售的利用面积为 75 平米的中高层住房为基准。

另外，企业在经营活动中，是否拥有土地对其绩效产生了严重的影响。特别是新兴企业也外国企业，在日本开展业务活动及其困难。由于地价的高涨，公共事业支出的大部分不得

不用于购买土地上，地价“泡沫”严重阻碍了社会资本的充实。在这种情况下，社会各界对地价的暴涨展开了激烈的批判，政府也只好认真地采取措施以抑制高昂的地价。

对“泡沫”所采取的政策措施，其实早地价、不动产价格呈现上涨的1986年，大藏省就对各金融机构发出了“慎重对待有关土地放款的通知”（12月19日）。1987年7月20~21日，大藏省再次向各金融团体、各金融机构发出了“严格土地交易的通告”。10月16日，日本政府发布“紧急土地对策纲要”，出手打击土地投机。10月19日，大藏省又一次发出“严格要且土地融资”的银行局通告。1988年6月，日本政府的“综合土地对策纲要”通过了国会审议，开始综合治理土地投机，并着手土地的有效利用。接着，1989年12月，该纲要正式以法律的形式固定下来，也就是《土地基本法》的公布和实施。然而，这一系列的措施对金融机构没有产生应有的约束力，金融机构向不动产的放款依然保持了猛增的势头（表1，图8）。1990年3月27日，大藏省发出了“关于金融机构向土地融资的总量限制”的指示，并决定自4月起正式实施。至此，各种金融机构对不动产融资不得不采取压紧措施，于是，各银行放款余额的增长速度迅速放缓（表1，1989年的21%到1990年的13%）。这样，政府通过对和土地有关的融资直接规制政策，切断了流入市场的过剩资金，可以说是从正面治理地价“泡沫”的开始。

日本银行也早1985年5月31日，将2.5%的基础利率提升到3.25%，在10月11日再次提升到3.75%，12月25日提升到4.25%，1990年3月20日提升到5.25%，最终在8月30日提升到6.0%。基础利率的升高，提高了融资成本，具有抑制资金需求的效应。这和大藏省的放款总量规制一起，减少了流入股票市场、土地市场的过剩资金。资产价格“泡沫”开始走向崩溃。

#### 四、泡沫的崩溃及其影响

1980年3月21日，日经平均股价下跌1161日元，标志着股价“泡沫”崩溃的开始。4月2日，日本生命损害保险公司发表了放出持有股份的计划之后，日经平均股价下滑1978日元至2万8千日元前后。这样，日本经济开始迎来了股票下跌、日元贬值和债券滑坡的三重疲软的局面。5月到7月，股价略有回升，日经平均股价恢复到3万3000日元左右。8月海湾战争爆发又使股市重新陷入了暴跌的境况。10月1日，日经平均股价滑落至2万221日元后，受长期利率的下降的影响一时反弹，在1991年3月恢复到2万7000日元左右。然而，随着景气恶化趋势逐渐明朗，股价再次下滑，1992年8月跌至1万4000日元（图5）。

与股价相比，地价大约滞后一年，从1991年起开始下跌。并与上涨时不同，所有用途、地区一齐下滑，尤其东京、大阪超过了两位数的暴跌。

关于“泡沫”的崩溃可能给日本经济带来的负面影响，政策当局在开始没有充分重视。无论是经济企划厅，还是日本银行，都保持了一种微不足道的态度。1994年之后，随着宏观经济运营迟迟不见好转，政策当局的认识逐渐加深（奥村，1999）。但是，与政策当局的认识迟缓相反，经济主体的行为模式之中，“泡沫”崩溃的负面影响早就反映出来了。接下来，我

们以企业的金融结构、住户部门的资产持有结构，以及不良债权为中心进行考证。

## （一）、企业的设备和职工过剩问题

### 1 设备过剩

在“泡沫”期间，利用表面上成本较低的股权融资筹集到巨额资金，并进行了大规模的“财务投机”的企业，在股价暴跌的情况下，不得不在资金的筹集和运用两个方面，同时改变其原来的行为方式。表 5 是在财务省实施的法人企业调查统计<sup>注①</sup>的基础上，计算出的法人企业的资金来源和运用情况。从中我们可以看到，资金来源（运用）总额在“泡沫”鼎盛期的 1989 年达到 140 万亿日元的最高点后，持续减少，1992 年约为当时的一半（71 万亿），1993 年减少到 45 万亿日元的最低点。这表明了日本企业的投资活动在“泡沫”崩溃之后，迅速走向低潮的特征。

表 5 企业法人在泡沫崩溃前后的资金来源和运用结构（%）

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>资金来源</b>								
外源资金	62.6	55.4	58.8	43.1	26.2	15.1	33.4	-12.4
其中：增资、公司债券	15.3	6.8	7.1	1.5	10.6	3.8	-0.5	4.9
其中：银行贷款	34.2	43.0	29.7	30.7	14.5	10.1	6.9	0.5
内源资金	37.4	44.6	41.2	56.9	73.8	84.9	66.6	112.4
其中：内部提留	14.5	17.8	5.2	0.5	-15.2	4.4	-3.2	37.8
其中：折旧费	22.9	26.9	36.0	56.4	89.0	80.5	69.8	74.5
<b>资金运用</b>								
有形资产	58.6	76.3	91.9	97.3	104.9	97.1	93.0	90.5
其中：设备投资	36.1	45.4	62.3	81.4	103.4	85.0	76.3	83.5
其中：土地	8.8	11.0	14.7	13.7	13.3	11.6	10.8	8.4
金融资产	41.4	23.7	8.1	2.7	-4.9	2.9	7.0	9.5
其中：通货、存款	15.5	-0.8	-8.1	-10.7	-12.2	-2.1	-6.2	-4.3
其中：有价证券	9.7	7.6	3.7	3.6	1.7	3.7	9.8	4.3
来源（运用）总计（万亿）	139.5	126.6	102.9	70.7	44.9	49.9	57.7	54.6

资料来源：奥村（1999）p. 113, p. 152。（原资料：财务综合政策研究所《法人企业统计年报》，《财政金融月报》）。

①法人企业统计调查是对日本的营利企业（在日本国内拥有总部的合名公司、合资公司、股份公司以及有限公司），利用抽样调查的方法实施的统计。基本上是对除金融保险业以外的注册资本在 1000 万日元以上公司，财务省通过分布在全国的财务局或财务事务所向企业邮寄问卷，由企业自主填写的方法实施调查统计。（<http://www.mof.go.jp/1c002.htm>）

从表 5 中，我们还可以看到，企业法人的资金来源总额中，外源资金所占的比例，从 1989 年的 63% 锐减到 1996 年的 -12%。其中，股权融资和公司债券融资的比例，从 1989 年的 15% 减少到 1990 年的 7%，而银行贷款却增加了 8 个百分点。1991 年后，由于金融机构不良债权问题逐渐浮出水面，银行被迫紧缩银根，企业资金中银行贷款的比例一路下降，1996 年减少到 0.5%。这样一来，企业不得不依靠内源资金（特别是折旧费）来维持生计，在 1993 年中，折旧费占资金来源总额的 89%。折旧费比例的扩大无疑是累计固定资产投资庞大的结果，从而说明了“泡沫”时期的企业，曾经进行了以扩大规模为目的的不必要的设备投资<sup>①</sup>。

另一方面，金融资产在总资金运用中所占的比例，从 1989 年的 41% 锐减到 1993 年的 -5%，这不但说明了，企业“财务投机”丧失了战场，也预示着企业在资金运用领域不得不向实物投资方面转移的状况。在实物投资中，由于地价的下跌导致了土地投资减少，设备投资的份额相应增大。企业的这种行为模式，使本来就处于过剩状态下的设备投资，加剧过剩。

## 2 职工过剩

过剩设备只有在过剩的从业人员的支撑下才能够存在。以“泡沫”的崩溃为导火线，企业开始了经营合理化改造，其最重要的特征之一就是大量裁员。在图 1 中我们曾看到，日本的完全失业率在 1992 年以后逐渐上升，且每况愈下。图 13 反映了 80 年代后期的雇用情况。如图所示，企业正式职工比上年的增长率（全行业 30 人以上企业为对象），以及职工报酬的增长率，在 1988 年到 1993 年期间，都呈现了较大幅度的增长。但在“泡沫”崩溃，经济停滞逐渐明显后的 1994 年开始，转向明显的下降趋势，2000 年之后情况更加恶化。雇用状况的恶化，必然导致人们对未来生活产生不安心理，居民消费萎缩，进一步加剧了日本经济的恶化。

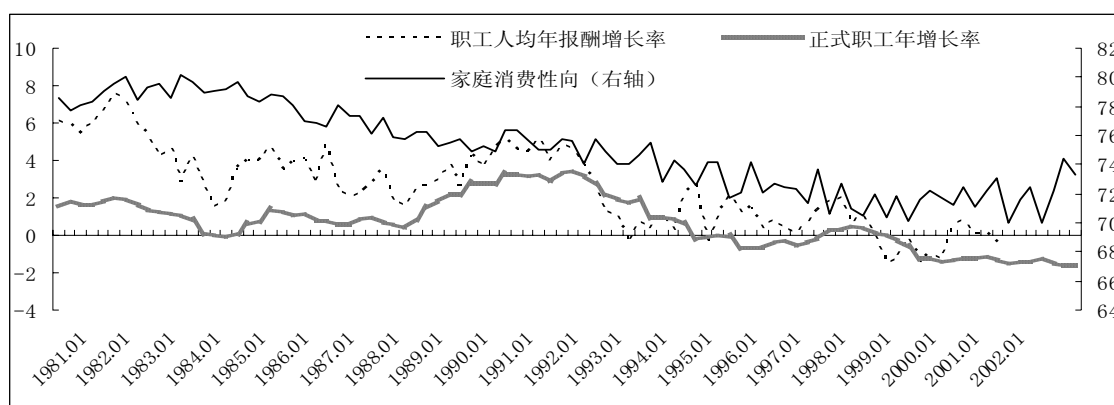


图 13 80 年代后日本的雇用状况

资料来源：日本银行《主要经济和金融数据》2003。

<sup>①</sup> “泡沫”时期企业通过“财务投机”将大量的资金运用到金融资产方向，表 3 也显示了 1985-89 年期间企业部门在筹集到的 229 万亿日元的资金中，55% 投向了金融资产。但这和设备过剩投资不矛盾。因为在资金来源本身数量巨大的情况下，即使对设备投资的比例相对较小，所投下的数量依然巨大。

## （二）、不良债权的发生和金融体系的不稳定

“泡沫经济”的崩溃，遗留下了大量的不良债权，使多数金融机构陷入了深度的经营危机之中。1991~94年期间，首先发生了釜石信用金库、东洋信用金库、三和信用金库，以及东邦相互银行等金融机构的倒闭事件。但是，由于它们的规模较小，没有引起政策当局足够的重视。自1995年起，以兵库银行陷入了经营困难为开端，1996年太平洋银行等6家银行破产，1997年都市银行中的北海道拓殖银行被北洋银行和中央信托银行所兼并，同年四大证券公司之一的山一证券也宣告破产。1998年，主要银行中的日本长期信用银行倒闭，被美国Ripplewood Holdings兼并，日本债权信用银行被SoftBank集团兼并。此后，金融机构的破产进一步扩大，日本在1997~98年期间经历了1945年以后的第一次金融体系危机。政策当局从该时期开始才正式制定有关制度，逐渐加强了对金融体系的监管。首先，日本政府公布实施了《新日本银行法》，又设立了金融监督厅（2000年7月改组为金融厅）、金融再生委员会等监管组织，一改传统的随意性强的金融管理行政，在注重市场机制的前提下强化了规制、监督体制，并要求金融机构进行彻底的经营业务信息公开（堀江，2001）。到“泡沫经济”崩溃之前仍发挥了较好功能的“日本式金融体系”，一时之间陷入了深度的不稳定状态，其直接原因无疑是不良债权的急剧增加。

一般来说，引发不良债权的因素主要是金融机构散漫的信贷行为，以及日本经济宏观运营的恶化。其中，藤原（1998）着眼于泡沫时期银行经营组织的变化，指出审查部功能的减弱导致了不良债权比例的上升。清水、堀内（1997）从金融市场化改革带来的影响、银行经营组织改革、向中小企业和不动产融资的增加等角度进行了分析。Ueda（2000）指出，银行向不动产的大量融资，在地价泡沫崩溃后，逐渐不良债权化的问题。堀江（2001）更进一步，认为金融机构在泡沫期间整体资产的迅速扩大，导致了之后的不良债权。

不良债权，从根本上来说，是以借款企业的经营状况来判断和定义的。因此，不能单纯就与不动产相关企业的经营恶化来进行解释，还应该包括其他产业，从全行业的经营恶化的角度全面考虑。如我们在以上章节中所述，1985年后企业进行了多种多样的“财务投机”。所以，股价泡沫破裂→企业财务投机失败→收益能力下降→返还贷款困难，通过这一途径产生的不良债权也不能被忽视。总之，80年代后期的“泡沫”是一种股价和地价同时暴涨的现象，其最大的原因是金融机构在积极的信贷活动中提供的过剩资金，“泡沫”的破裂必然会从各个侧面产生大量的不良债权。

可以说，虽然在程度上有所不同，不良债权是不论在什么国家，不论在哪个时代，都会产生的一种现象。因此，只有不良债权在短时期内大量发生，政策当局的处理不够迅速、妥当，并且给金融体系带来巨大的恶劣影响之时，才成为问题。

日本的问题之一，就是低估了资产价格泡沫的崩溃给日本经济所带来的负面影响。日本政府在“泡沫”崩溃之后的一段时期内的政策目标，集中体现在“誓不让泡沫再度在日本发生”方面，推出了加重土地税收等措施，没有出台一整套处理“泡沫”后遗症的有效措施。

而金融行政当局在，（1）对“泡沫”后遗症的认识不够充分、（2）经济增长的恢复会自然解决不良债权的问题、（3）日本在拥有大量的外汇储备和高储蓄率的状态下，没有发生国际收支危机和货币危机、（4）通过凯恩斯式的财政政策维持了最低限度的经济增长，等的意识所用下，没有及时迅速地对待“泡沫”崩溃后的后遗症问题（Kawai, 2005）。也就是说，日本对资产价格下跌对宏观经济的打击问题上，没有做出适当的评价。

上述这些原因，导致了日本在“泡沫”崩溃后，处理不良债权严重滞后的问题，加剧了金融机构中不良债权总额的扩大。我们可以通过，表 6 和表 7 来探讨一下日本的不良债权问题。

表 6 日本全国银行的不良债权及其处理情况（万亿日元）

财政年度	风险管理 债权余额	银行不良债权处理			
		合计	呆账准备金	直接摊提	其他
1992	12.8	1.6	0.9	0.4	0.3
1993	13.6	3.9	1.1	2.1	0.7
1994	12.5	5.2	1.4	2.8	1.0
1995	28.5	13.4	7.1	6.0	0.3
1996	21.8	7.8	3.5	4.3	0.0
1997	29.8	13.3	8.4	4.0	0.9
1998	29.6	13.6	8.1	4.7	0.8
1999	30.4	6.9	2.5	3.9	0.5
2000	32.5	6.1	2.7	3.1	0.3
2001	42.0	9.7	5.2	4.0	0.5
2002	34.8	6.7	3.1	3.5	0.1
2003	26.2	5.4	1.6	3.7	0.1

资料来源：金融厅“不良债权之状况”。

表 6 中的“风险管理债权”是根据日本银行法，以信息公开为目的，基于债权人数据（放款总额）中，金融机构对破产企业债权、呆账企业债权、3 个月以上呆账企业债权和减免措施债权的总和。从表中可以看到，该项不良债权自 1995 年起规模逐渐扩大。这意味着，银行在“泡沫”期间融出的长期贷款，在 1995 年后逐渐迎来了返还期限，随以不良债权的形式浮出水面。这一特征正说明了，“泡沫”后遗症不是在其崩溃后立杆显影，而是带有较长的时滞才慢慢表面化。它不但迷惑了日本的政策当局，还同时延缓了银行对不良债权的处理速度。1992 年度，银行处理的不良债权 1.6 万亿日元，只占总额的八分之一，就有力地说明了这个问题。自 1995 年到 1998 年之间，虽然处理速度有所加快，1999 年之后又重新走缓。这样一来，累积在银行资产负债表上的不良债权余额，到 2001 年度已经达到了 42 万亿日元。

表 7 各财政年度末（3 月分）的不良债权情况（万亿日元）

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
金融再生法公开的债权							
主要银行	—	21.9	20.4	20.0	28.4	20.7	13.8
地方银行	—	12.0	11.4	13.6	14.8	14.7	12.8
合作组织金融机构	—	8.7	9.1	9.4	9.2	9.1	8.0
存款货币银行机构合计 (A)	—	42.6	40.9	43.0	52.4	44.5	34.6
风险管理债权							
主要银行	22.0	20.3	19.8	19.3	27.6	20.5	13.6
地方银行	7.9	9.4	10.6	13.2	14.4	14.4	12.6
合作组织金融机构	—	9.0	11.0	10.9	11.0	10.8	9.7
存款货币银行机构合计 (B)	29.9	38.7	41.4	43.4	53.0	45.7	35.9
自主查定债权							
主要银行	50.2	41.5	40.8	42.2			
地方银行	21.6	22.7	22.5	23.5			
合作组织金融机构	15.7	16.3	18.4	17.1			
存款货币银行机构合计 (C)	87.5	80.6	81.7	82.8			
不良债权的规模							
A/GDP (%)	—	8.4	8.0	8.5	10.5	8.9	6.9
B/GDP (%)	5.8	7.6	8.1	8.6	10.6	9.2	7.1
C/GDP (%)	17.0	15.9	16.0	16.4	—	—	—

资料来源：同表 6。

自 1998 年始，金融监督厅成立，标志着日本对不良债权处理的真正开始。与此同时，依据《金融再生法》的定义的不良债权开始被正式公布发表。表 7 中的金融再生法公开的债权就是如此。它是以存款货币银行机构的信贷总额为对象，基于债务人的破产重整债权、危险债权、需要管理的债权的总和。该项不良债权在 1999 年 3 月共计 43 万亿，比风险管理债权仅多出 4 万亿日元。在之后的财政年度中，这两项不良债权之间没有太大的差别，2002 年同时超过了 50 万亿日元。另外，各金融机构为进行适当的不良债权处理业务，也被要求对总资产进行自我审查，基于债务人状况公开不良债权的情况。虽然该项不良债权在 2001 以后停止了计算，从表 7 中我们可以看到在每个财政年度都超过了 80 万亿日元。

日本不良债权的相对规模，可以用它和 GDP 的比率来考察。可以看到，金融再生法以及银行法基准下的不良债权，在其顶峰时期都超过了 GDP 的 10%。而银行自我查定的不良债权在其顶峰期达到了 GDP 的 17% 之巨。之后，作为“泡沫”后遗症之一的不良债权比率开始下降，日本的金融体系终于在 2003~04 年中走上马漫漫的恢复之路。



## 五、结语——日本资产价格泡沫的教训

从以上的论述之中，我们可以这样总结日本的资产价格“泡沫”。那就是，在金融市场化改革的大前提之下，“大国化”了的日本为达到防止美元贬值的目的被要求采取国际协调政策，又加上为对应日元升值的低利率金融措施，引起了各种经济主体行为模式的急剧变化，最终激发了“泡沫”的产生。而资产价格“泡沫”一旦发生，会引发预期的连锁反应，在金融机构过剩融资的杠杆作用下，“泡沫”会在短期内迅速膨胀。然而，“泡沫”的崩溃，不但损害了日本的金融体系的健全功能，还导致了 10 数年的经济停滞。

因此，国际协调必须在与国内各种制度相配套的情况下实施，这一点无疑是从日本 80 年代后期的经验中得来的一个重要的教训。另外，货币政策，不能单纯以物价水平为政策目标，还要在充分注意资产价格的基础上运营（翁等，2000，2002，2004）。最为重要是，采取有效、适当的措施，促进资产市场的价格、交易的透明化，争取不给“泡沫”有产生的条件和成长的土壤。而“泡沫”一旦发生之后，需要有步骤地采取措施，将“泡沫”对经济的负面影响抑制在最小的范围内，努力实现“软着陆”。在“泡沫”破裂，资产价格下降的状态下，需要尽快认识并采取措施，努力正确评价“泡沫”可能对实际经济产生的打击，并将之压缩在尽可能小的程度内。

中国现在已经成长为世界第 3 贸易大国，国民生产总值已跃居世界第 6 位。中国在国际社会所发挥的作用，也随着加盟 WTO 越来越大。在这个国际化过程中，北京、上海逐渐成长为国际大都市。加上国内城市化的发展，上海已成长为拥有 1600 万人口，北京为 1400 万人口，分别占据中国总人口的 1.2%、1.1% 的大城市。在全国 GDP 中所占的比例也分别上升到 5% 和 3%。与此相比，东京、大阪在人口方面分别占日本总人口的 10% 和 7%，在 GDP 方面占 17% 和 4%。所以，中国的“大城市泡沫”对国民经济整体带来的影响，可能会远远小于日本。然而，中国与日本在 85 年前后所面临的汇率调整等问题上，具有极其类似的一面。可以说，日本的经验将会给中国带来很多有益的参考。

### 参考文献

- 浅子和美・永井敏彦・河口晶彦・嶋倉収一[1994]、「日本の株価：ノート」、『フィナンシャル・レビュー』（大蔵省財政金融研究所）、June—1994、pp.187-197。
- 岩田規久男[1993]、『金融政策の経済学』、日本経済新聞社。
- 岩田一政[1990]、「資産価格変動の経済効果：日本と米国の比較」、『金融研究』（日本銀行金融研究所）第 9 卷第 1 号、pp.9-26。
- 植田和男[1990]、「日本株の株価収益率、株価・配当比率について」、『金融研究』（日本銀行金融研究所）第 9 卷第 1 号、pp.27-40。
- 岡本登[1993]、「近年における地価上昇とバブル現象について：東京圏住宅地のマイクロ・データによる実証分析」、『フィナンシャル・レビュー』（大蔵省財政金融研究所）、

June—1993、pp.156-188。

翁邦雄・白川方明・白塚重典[2000]、「資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓」、『金融研究』（日本銀行金融研究所）2000.12、pp.261-322。

翁邦雄・白塚重典[2002]、「資産価格バブル、物価の安定と金融政策：日本の経験」、『金融研究』（日本銀行金融研究所）2002.3、pp.71-116。

翁邦雄・白塚重典[2004]、「資産価格変動、構造調整と持続的成長：わが国の1980年代後半以降の経験」、『金融研究』（日本銀行金融研究所）2004.12、pp.86-112。

小野善康[1994]、『不況の経済学—甦るケインズ』、日本経済新聞社。

奥村洋彦[1999]、『現代日本経済論：「バブル経済」の発生と崩壊』、東洋経済新報社。

香西泰・白川方明・翁邦雄編[2001]、『バブルと金融政策：日本の経験と教訓』、日本経済新聞社。

香西泰・伊藤修・有岡律子[2000]、「バブル期の金融政策と反省」、『金融研究』（日本銀行金融研究所）2000.12、pp.217-260。

経済企画庁編[1993]、『バブルの教訓と新たな発展への課題』、大蔵省印刷局。

小峰隆夫編著[1989]、『株価・地価変動と日本経済：資産インフレの経済学』、東洋経済新報社。

資産価格変動のメカニズムとその経済効果に関する研究会報告書[1993]、「資産価格変動のメカニズムとその経済効果」、『フィナンシャル・レビュー』（大蔵省財政金融研究所）、November—1993、pp.1-75。

周藤利一・稲本洋之助[1996]、「土地政策の十年」、東京大学社会科学研究所編『地価バブルと土地政策（1985—1995）』、東京大学社会科学研究所。

清水克俊・堀内昭義 [1997]、「日本のセーフティネットと金融システムの安定性」、浅子和美・福田慎一・吉野直行編『現代マクロ経済分析』第3章、東京大学出版会。

白塚重典[2001]、「資産価格と物価：バブル生成から崩壊にかけての経験を踏まえて」、『金融研究』（日本銀行金融研究所）、2001.1、pp.289-316。

杉原弘恭・池田正雄・津本肇・三田村忠芳[1993]、『「プラザ合意」後の財政・金融政策について』、『フィナンシャル・レビュー』（大蔵省財政金融研究所）、February—1993、pp.151-207。

高木啓三[1989]、「地価の決定メカニズムと土地税制の問題点」、『金融研究』（日本銀行金融研究所）第8巻第2号、pp.39-77。

地主敏樹[1998]、「中央銀行の独立性と政策行動」、三木谷良一・石垣健一編『中央銀行の独立性』、東洋経済新報社。

東京大学社会科学研究所編[1996]、『地価バブルと土地政策：1985-1995』東京大学社会科学研究所。

西村清彦[1995]、『日本の地価の決まり方』、筑摩書房。

—— 編[2002]、『不動産市場の経済分析』、日本経済新聞社。

- 西村清彦・三輪芳朗編[1990]、『日本の株価・地価：価格形成のメカニズム』、東京大学出版社。
- 日債銀総合研究所編[1996]、『全解明日本の地価と不動産：オフィスビル・住宅・マンションの経済分析』、東洋経済新報社。
- 日本証券経済研究所編[1991]、『日本の株価変動に関する研究』、日本証券経済研究所。
- 野口悠紀雄[1988]、「固定資産税、相続税の軽減は方向間違いだ」、『エコノミスト』。
- [1989]、『土地の経済学』、日本経済新聞社。
- [1992]、『バブルの経済学：日本経済に何が起こったのか』、日本経済新聞社。
- 藤原賢哉 [1998]、「銀行の経営組織と貸出行動—審査部の独立性と不良債権」、金融システム研究会・川口慎二・古川賢編『現代日本の金融システム—公的金融と銀行行動』、直経経済研究センター関西支所。
- 堀内昭義[1990]、「資本市場の構造的変化にも留意したコメント」、『金融研究』（日本銀行金融研究所）第9巻第1号、pp.75-83。
- 堀江康熙[1990]、「資産価格の変動と日本経済：政策的課題」、『金融研究』（日本銀行金融研究所）第9巻第1号、pp.41-73。
- [2001]、『銀行貸出の経済分析』、東京大学出版会。
- 本多佑三編[1995]、『日本の景気：バブルそして平成不況の動学実証分析』、有斐閣。
- 村松岐夫・奥野正寛編[2002]、『バブルの発生とその背景構造（上・下）』、東洋経済新報社。
- 目良浩一・坂本昇・田中一行・宮尾尊弘[1992]、『土地税制の研究』、日本住宅総合センター。
- 吉川洋 [2002]、「土地バブル—原因と時代背景」、村松岐夫・奥野正寛編『バブルの発生とその背景構造（上）』第9章、東洋経済新報社。
- Ezra F. Vogel, 1979, “*Japan as Number One: Lessons for America*,” Harvard University Press.
- Masahiko Kawai, 2005, “Reform of the Japanese Banking System” ,
- Tamim Bayoumi and Charles Collyns, ed. 2000, “*Post-Bubble Blues: How Japan Responded to Asset Price Collapse*” , International Monetary Fund.
- Tim Call and Jonathan D. Ostry, ed. 2003, “*Japan’s Lost Decade: Policies for Economic Revival*,” International Monetary Fund.
- Ueda, Kazuo, 1999, “Cause of the Japanese Instability in the 1990s,” in Hoshi Takeo and Hugh Patrick ed. “*Crisis and Change in the Japanese Financial System*” , Kluwer Academic Publishers.

## データ

- 金融庁、「不良債権の状況について」、<http://www.fsa.go.jp/status/index.html>
- 財務総合政策研究所、『法人企業統計年報特集』、<http://www.mof.go.jp/1c002.htm#kekka1>
- 総務所統計局、『家計調査』、<http://www.stat.go.jp/>

日本銀行[2003]、『主要経済・金融データ CD-ROM』、[http://www.boj.or.jp/stat/stat\\_f.htm](http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm)

日本不動産研究所[2004]、『市街地価格指数全国木造建築費指数』、

<http://www.reinet.or.jp/indexd1.htm>