

论日本金融不稳定的内生变化

张艾莲 刘 柏

内容提要: 20 世纪 90 年代日本经济的不景气与金融不稳定导致的泡沫破裂同期进行。日本在 80 年代形成了资产价格膨胀, 90 年代初对经济扩张起关键作用的利率开始上升, 导致信用规模受到掣肘, 贷款水平下降, 引致股票和房地产投资下滑, 股票和房地产的购买力降低, 价格急剧下跌, 从资产膨胀阶段转变为资产紧缩阶段。日本金融不稳定的根源, 在于利润驱动的信用创造。中国在市场经济的发展过程中需要金融的支撑和资源配置功能, 因此要正确对待金融不稳定问题, 完善各项制度规范、培育理性的投资者并构建合理的金融机构经营模式。

关键词: 金融不稳定 股票价格 房地产价格 市场波动 内生变化

作者简介: 张艾莲, 吉林大学商学院副教授; 刘柏, 同学院教授。

中图分类号: D833. 13 **文献标识码:** A

文章编号: 1002 - 7874 (2014) 02 - 0084 - 16

基金项目: 国家社会科学基金项目“完善人民币汇率形成机制及应对升值压力研究”(编号: 11BJY141)、教育部人文社会科学研究青年基金项目“扩大内需的消费信贷长效机制研究”(编号: 11YJC790263)。

经济是一个国家或地区发展的基础和核心。在其发展过程中, 金融是实现资源配置的重要途径。随着经济水平的提升, 金融工具在经济活动总量中的比重日益提高并且社会财富日益金融资产化。经济金融化程度越高, 经济活动对金融的依赖程度越强, 因此金融的发达程度直接关系到经济的发展状况。但是, 融资关系的不确定性, 驱使金融体系内部潜在风险引发危机。在 20 世纪 90 年代日本经历的经济波动过程中, 金融内部不稳定加剧了震荡幅度并延长了低迷程度。中国在市场经济建设的过程中, 金融业受到诸多影响, 也面临金融不稳定的各种挑战。通过对日本金融领域的不稳定进行深入分析, 可以为中国宏观调控提供一些借鉴。

一 关于金融不稳定的理论概述

在全球经济一体化形势下,金融领域发展不断推进,投资规模逐步扩大。随着金融的快速发展,金融危机产生的频率和规模都有所增长。经济学者对金融危机来源的阐释也不断深入。在20世纪70年代至80年代,以克鲁格曼(Krugman)为主要代表的经济学者认为,危机的产生与否主要取决于一国经济基本面,尤其是财政赤字的货币化行为。^①但是,由于90年代欧洲货币危机中部分国家的经济基本面并未出现严重恶化,因此欧伯斯弗尔德(Obstfeld)等学者认为危机具有自我实现的特征。^②在东南亚金融危机发生之后,学者更重视金融机构在危机中的关键作用,认为外资的大规模流动以及信用和投资的过度扩张等因素导致了金融危机。上述分析,表现了传统经济学的分析主要基于理性预期和行为基础之上,但是现实与理论存在巨大差距,金融市场的异常状况可能与非理性行为相关。伯南克(Bernanke)和格特勒(Gertler)拓展了传统经济学的范畴,认为在信息不对称和代理成本的前提下,由于内外部融资成本存在差异,融资和投资受到现金流和资产净值的影响,从而产生了加速器效应。^③这从新的视角解释了经济周期波动和金融危机产生,并强调了金融在经济发展过程中的重要作用,金融体系的完善性和稳定性关系到经济的长期增长。

事实上,虽然历次金融危机的发生大相径庭,但是从爆发到延续具有一定的相似度,说明金融危机存在共性。危机爆发之前都存在经济泡沫,这是经济中的一种失衡现象,通常集中于资产价格方面,表现为资产价格严重偏离价值,资产价格表现出的异于理性行为的现象是非理性因素导致的,资产价格的泡沫形成与破裂在危机酝酿和爆发中起到了催化剂作用。从早期的荷兰郁金香危机到20世纪90年代的东南亚危机再到近期的欧债危机,都曾出现过资产泡沫现象。费舍尔(Fisher)基于20世纪30年代大萧条分析所形成

① Krugman P., "A Model of Balance - of - Payments Crises", *Journal of Money Credit and Banking*, Vol. 11, 1979, pp. 311 - 25.

② Obstfeld M., "Models of Currency Crises with Self - fulfilling Features", *European Economic Review*, Vol. 40, 1996, pp. 1037 - 47.

③ Ben Bernanke and Mark Gertler, "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations", *American Economic Review*, Vol. 79, 1989, pp. 14 - 31.

的债务—通货紧缩理论就体现了非理性和泡沫之间的关系。^①金德尔伯格 (Kindleberger) 认为,金融市场的非理性行为最终会导致整体的非理性,投资者会丧失理性,甚至是处于集体疯狂的状态。^②

金融市场的非理性行为,冲击了金融领域中的有效市场理论。1970年,法玛 (Fama) 提出了有效市场假说,认为市场是有效率的、投资者是理性的,所做出的决策是基于完全信息基础之上。^③事实上,如果交易者根据相同的信息做出完全理性决策,是不会产生泡沫的。^④泡沫不是一般均衡的结果。杰加地西 (Jegadeesh) 以证券市场为研究对象,认为与有效市场假说不同,证券市场缺乏效率。^⑤金融市场的内部脆弱性使得金融体系易于波动而呈现不稳定性,资产价格的极度膨胀会导致银行信贷支持下的过度负债。投资行为的从众心理进一步加剧了市场不稳定,加速了经济膨胀或者紧缩状态,无法达到均衡状态。

明斯基 (Minsky) 沿袭了凯恩斯思想,认为导致经济发展出现问题的根基是资本扩张,波动和危机是金融市场固有属性,因此提出了金融不稳定假说 (financial instability hypothesis, FIH)。这个假说认为,金融体系在稳固和脆弱之间摇摆,金融不稳定是金融体系内生的,根源在于利润驱动的信用创造。^⑥金融市场的发展和金融监管的放松,使得银行信用创造过程既包括正常的生产投资也包括投机性投资行为,导致金融体系不稳定。卢荻等认为,金融不稳定的原因分为两类:第一类,金融不稳定性是内生的,这一派以明斯基为代表人物,制度说和周期说可以划分到此类;第二类,金融的不稳定性是外生冲击的结果,这类是以卢卡斯 (Lucas) 和普雷斯科特 (Prescott) 为代表的新古典宏观经济学派,政策说和市场说可以划入此学派。^⑦原有界定金融

① Fisher Irving, "The Debt Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, Vol. 4, 1933, pp. 337 - 57.

② Kindleberger C. P. *Manias, Panics and Crashes: a History of Financial Crises*, Palgrave Macmillan, 5th ed., 2005.

③ Fama E. F., "Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, Vol. 25, 1970, pp. 383 - 417.

④ Tirole J., "On the Possibility of Speculation under Rational Expectations", *Econometrica*, Vol. 50, 1982, pp. 1163 - 82.

⑤ Jegadeesh N. and S. Titman, "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency", *Journal of Finance*, Vol. 48, 1993, pp. 65 - 91.

⑥ Hyman P. Minsky, "The Financial Instability Hypothesis", Working paper, Jerome Levy Economics Institute, Bard College, 1992, p. 9.

⑦ 参见卢荻、张强等:《金融不稳定性是外生冲击引起的吗》,《当代经济科学》2011年第4期。



为资金运动中的媒介和融通手段而且是经济发展的外在推动力,这已不适用于变化的经济状况。金融已经成为经济增长的核心内容,内生于经济中,对资源的合理配置和经济的润滑调控具有战略性作用。无论是政策还是市场因素都通过市场参与者发挥作用,因此,金融体系的内生性逐渐显著,因为金融市场的信贷要素对资本供需存在重要的影响,无论供给方还是需求方都可以通过借贷方式获得所需的资金和资产,从而脱离基础面因素的约束。投资者通过银行借贷获得资金购买金融资产之后引发资产价格上涨,在资产价格继续上扬的预期影响下通过所购买的资产抵押再次获得资金进行投资,从而实现自我增强的资产—债务循环。在信贷的支持和扩张下,资产价格上升会刺激需求膨胀造成泡沫。在上述过程中,金融市场上的供给方和需求方行为都存在从众现象和羊群效应,这种行为产生的原因是投资者是有限理性的,受到自身情绪和其他投资者行为的影响,因此会产生非理性投资行为,造成投资的过度狂热。20世纪80年代,因为金融体系的不稳定,非理性假设兴起,其中从众心理在金融领域广为应用。^① 班纳吉 (Banerjee) 认为从众是个体追随他人行为而做出相同的决策。^② 比赫昌达尼 (Bikhchandani) 和莎玛 (Sharma) 认为,从众行为使得投资者受到其他个体的影响而改变根据信息做出的原有决策。^③

二 日本金融不稳定与经济低迷的协同路径

日本经济自20世纪90年代陷入低迷状态后,一直未能实现再度振兴,这一过程是与金融不稳定相伴的。日本金融不稳定的内生性,造成了资金在投资领域流动的异常变化,在涌入投资领域时易造成资产价格的泡沫化并在流出市场时产生“去泡沫化”,对经济造成冲击并导致陷入低迷。

(一) 日本经济发展状况

从20世纪60年代开始,日本保持了较长时期的经济稳定增长,60年代

^① Allen V. L., "Situational Factors in Conformity", in Berkowitz L. ed., *Advances in Experimental Social Psychology*, New York: Academic Press, 1965.

^② Banerjee A. V., "A Simple Model of Herd Behavior", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, 1992, pp. 797-817.

^③ Bikhchandani S. and S. Sharma, "Herd behavior in financial markets: a review", Working Paper, IMF institute, 2000.



国内生产总值（GDP）增长率甚至超过了 10%，即使其后有所下降，但是依然保持了较高的水平，经济总量在短时期内达到了世界第二，仅位于美国之后。但是，进入 20 世纪 90 年代，日本经济步入了持续低迷时期，经济增长率几乎未超过 5%，在低位徘徊，甚至出现了负增长。2000 年之后，日本 GDP 增长率基本处于 2% 左右，最高时也未超过 4%，甚至出现多次负值。1992 年至 2001 年间，经济增长率均值仅为 0.9%；2002 年至 2007 年间，日本的经济增长率均值仅为 1.8%；2008 年金融危机之后，经济增长依然乏力，存在负增长状况。从 1985 年至 2012 年日本 GDP 增长率走势可见，在 20 世纪 80 年代后半期，日本经济增长还处在较高水平，但从 90 年代开始持续下挫，到 2012 年趋势依然未改变，逼近零线。^①

日本经济不景气与 20 世纪 90 年代金融不稳定导致的泡沫破裂同期进行。从 1985 年 1 月至 2013 年 11 月的日经 225 指数走势可见，1985 年至 1989 年指数一路上扬，增长非常快，迅速攀至历史高点。从 90 年代初开始日经指数急剧下降，至 1992 年 6 月降幅已经超过了 50%，下降趋势一直持续到 21 世纪初，虽然其后小幅上升，但是水平远低于 90 年代的高值，而且上升后又再度下挫。^② 1990 年是日本经济的转折点，对经济扩张起关键作用的利率开始上升，导致信用规模受到掣肘，贷款水平开始下降，利率的上升引致股票投资下滑，对股票的购买力下降，股票价格下跌，从资产膨胀阶段转变为资产紧缩阶段。

日本地价的变动趋势是经济周期性波动的有效体现，在经济下滑的过程中，地价同样表现了下挫状态。日本国土交通省公布的公示地价变动率表明，20 世纪 80 年代中期至 90 年代初，无论是商业用地、住宅用地还是无用途用地的地价增幅都是正值，增长率甚至高于 10%，增速呈大幅上扬，但是从 1992 年起三个指标开始大幅下降，尤其是商业用地的价格下滑甚至一度超过 10%，这种下降趋势一直持续到 2007 年才出现逆转，虽然出现暂时性的小幅增长，但是在国际金融危机的冲击下再度下跌。^③ 经过 20 多年的发展，日本的地价持续走低，几乎没有正向增长，对经济振兴造成了制约。可见，从 20 世纪 90 年代至今，日本经济伴随着金融支撑的股票市场和房地产市场整体都处于下滑状态。

① 内閣府『年次経済財政報告』各年版。

② 総務省統計局「統計データ」、<http://www.stat.go.jp/data/getujidb/2d.htm>。

③ 国土交通省「土地の価格 地価公示」、<http://tochi.mlit.go.jp/kakaku/chikakouji-kakaku>。

(二) 日本经济与金融市场关系检验

金融不稳定体现的信贷资金流动主要集中于股票市场和房地产市场,因此通过模型探析股价和房地产价格变动与经济发展状况之间的相互作用可以检验日本经济低迷状况与股市和房地产市场价格变化的同趋势性,并对其未来长期发展趋势进行判断。

接下来,对 1985 年至 2012 年的日本 GDP 增长率与日经 225 指数增长率和公示地价的变化关系分别进行检验。首先需要进行单位根检验以判断时间序列的稳定性,采用 ADF (Augmented Dickey - Fuller) 检验和 PP (Phillips - Perron) 检验,检验结果如表 1 所示,其中 GDP 表示国内生产总值增长率,NI225 表示日经 225 指数增长率,COM 表示商业用地地价增幅,RES 表示住宅用地地价增幅,NU 表示无用途用地地价增幅。

表 1 时间序列的单位根检验

序 列	ADF	PP	临界值
GDP	-2.70 *	-2.52 *	-1.61
NI225	-3.42 *	-3.36 *	-1.61
COM	-1.67 *	-1.84 *	-1.61
RES	-2.09 *	-2.42 *	-1.61
NU	-1.88 *	-1.98 *	-1.61

单位根检验结果表明,在临界值 10% 水平下拒绝原假设,时间序列不存在单位根,序列都是平稳的。由于时间序列具有相同的单整阶数,所以对 GDP 增长率与日经 225 指数增长率和公示地价分别进行协整检验以判断长期均衡关系。约翰森 (Johansen) 通过构建多变量结构探讨了协整检验 (cointegration test),亦即 在多变量长短期动态向量自回归 (vector autoregression, 即 VAR) 体系中,基于组变数线性组合标准相关最大化的原则,采用回归系数矩阵的秩判断协整关系,利用系数矩阵的特征根构建了统计值,并对协整向量进行统计判断。^①

设 VAR 模型为

$$X_t = \alpha + \beta_1 X_{t-1} + \beta_2 X_{t-2} + \cdots + \beta_k X_{t-k} + \varepsilon_t \quad (1)$$

其中, X_t 是包含时间序列的向量, α 为常数向量, β_i 为系数矩阵, ε_t 为

^① Johansen S., "Statistical Analysis of Cointegration Vectors", *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 12, 1988, pp. 231 - 54.

误差项。将方程 (1) 改写为差分形式, 即

$$\Delta X_t = \Pi X_{t-1} + \sum_{i=1}^{k-1} \Gamma_i \Delta X_{t-i} + \alpha + \varepsilon_t \quad (2)$$

其中, $\Pi = -I + \sum_{i=1}^k \beta_i$, $\Gamma_i = -\sum_{j=i+1}^k \beta_j$ 。 Π 反映了长期信息, 被称为长期冲击矩阵, 因此 Π 的秩决定了协整向量的数量。

GDP 增长率与日经 225 指数增长率和公示地价增幅的协整检验结果分别如表 2 和表 3 所示。

表 2 GDP 与股价之间的协整检验

序 列	特征根	似然比	临界值
GDP 与 NI225	0.322	13.74 *	12.32
	0.131	3.66	4.13

表 3 GDP 与地价之间的协整检验

序 列	特征根	似然比	临界值
GDP 与 COM、RES、NU	0.579	47.41 *	40.17
	0.386	23.15	24.28
	0.208	9.51	12.32
	0.101	2.99	4.13

在 5% 的显著性水平下, GDP 与股价以及地价之间协整检验的似然比统计量大于对应的临界值, 因此至少存在一个显著的协整关系, 序列之间存在长期的均衡关系, 经济增长与股票价格和地价变化是息息相关的。

既然 GDP 与股价以及地价之间存在长期关系, 则采用 Granger 因果检验甄别两个变量之间是否存在因果影响关系。格兰杰 (Granger) 通过预测界定两个变量之间的因果关系, 判断标准是预测值与实际值之间的差异。^① 格兰杰通过构建含有两个变量 (和) 的模型体现了因果关系检验过程, 模型设定如下

$$X_t = m_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_i Y_{t-i} + \mu_1 t \quad (3)$$

$$Y_t = n_0 + \sum_{i=1}^p c_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^p d_i Y_{t-i} + \mu_2 t \quad (4)$$

其中, $\mu_1 t$ 和 $\mu_2 t$ 是独立误差项, Granger 因果关系检验是对模型 (3) 和 (4) 中的回归系数进行显著性检验。对于方程 (3) 的检验原假设为: $b_i = 0$, $i = 1, \dots, p$, 如果 F 统计量拒绝原假设, 则认为变量 Y 对 X 具有显著的

① Granger C. W. J., "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross - spectral Methods", *Econometrica*, Vol. 37, 1969, pp. 424 - 38.

Grange 因果影响。

GDP 增长率与日经 225 指数增长率和公示地价增幅的 Granger 因果关系检验的结果分别如表 4 至表 7 所示。

表 4 GDP 增长率与日经 225 指数增长率之间的 Granger 因果检验

原假设	概 率
日经 225 指数增长率非 Granger 影响 GDP 增长率	0. 03
GDP 增长率非 Granger 影响日经 225 指数增长率	0. 65

表 5 GDP 增长率与商业用地地价增长率之间的 Granger 因果检验

原假设	概 率
商业用地地价增长率非 Granger 影响 GDP 增长率	0. 76
GDP 增长率非 Granger 影响商业用地地价增长率	0. 07

表 6 GDP 增长率与住宅用地地价增长率之间的 Granger 因果检验

原假设	概 率
住宅用地地价增长率非 Granger 影响 GDP 增长率	0. 79
GDP 增长率非 Granger 影响住宅用地地价增长率	0. 03

表 7 GDP 增长率与无用途用地地价增长率之间的 Granger 因果检验

原假设	概 率
无用途用地地价增长率非 Granger 影响 GDP 增长率	0. 79
GDP 增长率非 Granger 影响无用途用地地价增长率	0. 04

Granger 因果关系检验结果表明, 日经 225 指数能够 Granger 影响 GDP 增长, 对经济增长具有预测容度, 体现了股指作为先行指标的特征, 能够预警经济状态。不同地价波动程度是 GDP 增长率的影响结果, 经济状态的改变能够解释地产价格的变化, 经济的快速增长会带动地价的提升。上述检验说明, 作为市场类因素的日经指数对经济产生影响, 这体现了市场的内生变化, GDP 对地价的影响反映了周期性因素的内生性。

三 日本经济低迷的金融不稳定分析

在金融体系中, 以银行为主的金融机构起到关键作用, 自身融通资金的

借贷行为导致了日本金融不稳定的内生性，同时还受到诸多因素的影响，如投资者行为引致的借贷规模变化以及银行和企业之间资金往来模式等因素。这种不稳定易导致经济剧烈的起伏波动，尤其是泡沫的产生。泡沫现象之所以受到关注，是因为泡沫最终会破裂，而破裂的结果会对社会运转造成重大冲击并影响人们生产和生活。迪巴（Diba）和格罗斯曼（Grossman）认为，泡沫是在理性预期条件下，实际资产价格偏离市场基础价值的部分。^① 资产泡沫具有自我强化和自我加强的特点，当资产价格非正常上涨时，投资者会预期价格继续上扬而进行投资，导致价格的进一步上升，攀升至严重偏离市场基础价值的水平。

（一）市场参与者层面的从众行为

在 20 世纪 80 年代，日本投资者对股票市场和房地产市场的投资出于利润驱动。但是，随着股价和房价的不断攀升，高利润吸引更多的投资者涌入市场，交易量放大，形成了过度交易。未来交易预期向好，使得金融机构扩大贷款规模，尤其是依靠房产进行抵押融资的企业从银行获得资金后再次投入房地产和股票市场，造成资本泡沫。当利润增幅过大导致价格形成机制出现严重扭曲时，投资者预期价格未来会继续上涨而引发过度自信，同时受到其他投资者过热投资行为的诱导，形成了从众行为。投资者整体呈现类似的投资决策和行为，形成经济学的合成谬误。虽然市场交易是个体行径的集合，但是个体离不开总体行为的外在影响，在信息不对称和从众行为的影响下，市场趋向非理性投资，股价和房价也呈非正态上涨。在 20 世纪 80 年代末日经 225 指数达到了峰值，经过短短六年的时间，1990 年初的水平比 1985 年初超过了 200%，资本价格加速膨胀。面对资本市场价格的非正常攀升和过热投资行为，日本政府对经济调控方向进行了调整，为了抑制股票市场和房地产市场的交易过热，开始实施紧缩性货币政策，提高再贴现率，提升融资成本。^② 由于利率的上升，股票和房地产市场的利润空间缩小，部分理性投资者的资金从市场交易中流出，导致价格下降，这种下降现象引发了市场恐慌，再度导致了非理性的从众行为，投资者相继抛售股票，股价和房地产价格出现跳跃式下滑。

（二）市场制度方面的银企关系变化

日本银行通过与大型企业之间相互持股形成了主银行制度，银行是企业

① Diba B. T. and H. I. Grossman, "Rational Bubbles in the Price of Gold", Working paper No. 1300, Cambridge, Mass: NBER, 1984.

② 池尾和人「金融システムの何が問題か」、「経済セミナー」第 600 号、2005 年、20 頁。

资金的主要提供方,同时参与企业的经营活动。日本在经济高速发展的过程中,因为自身地理狭窄的局限,采用了民间投资和出口增长模式促进经济发展。为了刺激出口的扩张,需要对重要产业加大投资规模。当民间投资资金出现短缺时,金融机构资金雄厚的优势得以显现。日本各大银行持有企业的股票数量远远超过企业和国外金融机构。虽然《反垄断法》规定银行不得持有超过单一国内企业发行股票的5%,但是对于持有股票的总量却无限制,因此,银行只需要持有不同企业的股票就可以规避《反垄断法》的限定。另一方面,大型企业持股却受到资本或净资产的限制。银行对于大规模贷款的规定集中于贷款和担保,并未关注证券持有的信用暴露和表外交易,这为银行向大型企业提供信贷提供了便利,除了贷款还可以借助股票或债券向企业融资。主银行制度使得银行具有优势,能够比其他市场主体更早地认知企业的实际运营状况和财务困境,但是当企业确实发生经营困难时,主银行受到内幕交易规定的限制而无法即时出售股票,导致信用暴露增大。

在日本企业全球化战略实施的过程中,也带动银行实现了全球化。日本各银行持有企业股票除了投资收益,还通过交叉持股稳定银行股票的持有者并夯实与企业之间的往来关系。但是,随着金融市场的发展和完善,直接融资市场的低成本、手续简捷和反馈迅速等优势吸引企业从银行融资转向直接融资市场,日本银行界与大型企业之间的关系趋于减弱。在大型企业摒弃银行依赖的冲击下,银行为了维持自身收益,贷款对象转变为中小型企业,因其偿还能力较弱,导致金融体系脆弱性显著。另一方面,因为银行借贷不再是唯一的融资渠道,大型企业开始出售所持有的银行股票。银企之间交叉持股的减弱将削弱交叉持股数量,这也改变了银行在企业股票持有者中的稳定地位。银行放弃持有企业股票,意味着其他金融机构或企业将持有这部分股票,因为企业倾向于稳定的股票持有者,保险公司、投资基金等就成为银行的继任者。这种类型的机构投资者持有企业股票和债券等风险度较高的资产,主要通过自身资本以及股票和房地产投资收益对抗风险。当股票价格和房地产价格下降时,此类金融机构无法承受损失的冲击。因此,虽然日本曾自诩银行不会倒闭,但是在20世纪90年代,三洋证券公司、山一证券公司等金融机构相继倒闭,金融业受到重创。

(三) 金融政策调控的影响

在政策调控方面,日本银行界早期的宽松房贷政策助长了投资者的投资行为,房地产高利润吸引资金不断流入,房地产总规模有限条件下资金的过

度购买导致地价不断攀升,上涨幅度日趋扩大,尤其是中小企业从银行筹资是以土地作为抵押或担保。为了控制房地产价格的上涨,日本政府实行总量控制,收缩了对房地产企业的贷款,资金流入规模的下降导致房地产交易的缩小,房地产价格开始下挫。利率的提升导致资金成本上升,以资产抵押进行融资的企业面临抵押品价格下降引致的收益下降、资金紧张以及还贷能力下降,导致银行的资金回收困难,资金链出现断裂。^①

从 1986 年开始,日本调控利率从 5% 降至 2.5%,低利率政策避免了金融机构之间的利率竞争,并形成了以银行为中心的金融体系,同时低利率降低了融资成本和企业运营成本,激励了投资活动。低利率水平一直持续到 80 年代末期,同期货币供给量增长率每年都持续增长。日本对产业结构进行控制的手段主要是利率、业务范畴和市场调控。这些控制手段在资金短缺时期能够提高金融效率。但是,在金融自由化的影响下,控制手段之间会出现掣肘,影响经济的发展。存贷款利率的控制和管制为银行提供了租金机会,提高了利润,能够有效持有大规模股票组合。但是,随着日本经济的崛起,金融体系出现自由化趋势,表现为利率市场化、日元国际化、货币市场规模扩大化。在日本利率市场化过程中,1992 年引入自由浮动率的储蓄存款,1993 年取消了小额定期存款和货币市场存单的利率管制,1994 年取消了除活期存款之外的所有存款利率管制。利率自由化,使得银行丧失了管制所带来的租金效应。当 90 年代初股票价格急剧下降和贷款损失严重等问题出现时,银行无法抵抗股票组合所蕴含的风险。

从 90 年代开始,金融机构因为股票价格和房地产价格的下降导致资金回流困难,抵押品或担保品的价值也无法抵补账面的损失,过度贷款导致的巨额不良债权就此产生。此时,投资者因为投资领域收益下降而退出市场,企业因为资金流转断裂而陷入困境,金融机构也因为资金链条断裂而陷入窘境。

(四) “广场协议”的影响

在外部因素方面,日本金融的复杂性在一定程度上取决于内部脆弱性导致的金融不稳定,同时也受到外部冲击的影响。“广场协议”是日本资本泡沫和经济波动的最主要外部推力。1985 年美国为了改善国际收支状况和应对最大的债权国——日本,督促签署了“广场协议”。“广场协议”签订之后,日元兑美元汇率大幅升值,日元的迅速升值对日本出口产业造成重大冲击,出

^① 室伏謙一「政策金融改革について」、『政策研究レポート』2008 年第 6 号。

口价格攀升,出口产品竞争力下降,不利于产品的出口。日元升值对日本出口主导型经济造成巨大冲击,出口额下降,但是日本企业“重视市场份额”、积极谋求“提高市场占有率”的经营战略却促使其加快结构调整、提高生产效率,进而提升产品的附加值,扩大出口。^①

日元升值后,银行动用外汇储备对外汇市场的干预行为和利率的下调为泡沫形成构建了资金面条件。为了抵补净出口对经济增长的影响,日本采取了宽松的货币政策刺激投资和消费,利率水平不断下调, $M_2 + CD$ 的增长率在1985年至1990年都位于8%以上,甚至长达数月高于10%。加之日本传统的高储蓄率使得资金供应充足,投资活动增加,经济充满活力。与此相伴随的是,投资规模扩大主要集中于投机性投资,在股票市场和房地产市场高利润的驱动下对贷款的需求增加并得以满足,借贷规模的扩充使得金融体系脆弱性放大。在“广场协议”后近五年时间内,每年股价以大概30%、地价以大约15%的幅度增长,而同期日本名义GDP年增幅只有5%左右。

四 日本金融不稳定对中国的启示

日本金融不稳定的内生性不是独有的现象和特征,在国际上其他国家或地区经济由高涨到低迷的过程中也经历了金融不稳定。在中国改革开放过程中金融起到保障功能,重视金融不稳定并进行规范才能有效提高配置效率并推动经济增长。

(一) 金融不稳定的国际共性

金融不稳定不是日本特有的经济现象。在21世纪初的美国,网络股泡沫破裂导致股票价格急剧下降,经济也出现了大幅下滑。为了避免经济陷入衰退并实现振兴,美国政府实施了宽松的货币政策,连续下调利率水平,从6.5%降至1%,逼近于零。与此同时,货币供应量不断放大,导致资金过剩。资金的趋利动机引致过剩资金大量流入股票市场和房地产市场,尤其是房地产市场在资金推动下价格不断攀升。为了遏制资本市场的过度膨胀,美国政府出台措施控制经济过热,联邦基准利率经过17次调整后从1%升至5.25%。利率的上升导致融资成本提高,房地产价格大幅下滑,道琼斯工业指数从

^① 香西泰·高橋克秀「貿易構造と国際収支—日本の場合—」、大蔵省財政金融研究所『ファイナンシャル・レビュー』1989年3月号。

2007 年 10 月至 2009 年 3 月下挫了一半以上。至此, 美国经济陷入危机。

上述危机过程与日本经济低迷过程虽然有所差异, 但是实质过程存在类似路径, 即宽松货币政策下的信贷扩张使得资金流量过剩, 当资金流入膨胀度较高的股票市场和房地产市场时就易于产生泡沫, 呈现非理性上涨。当政府采取逆转措施对泡沫进行挤压时, 资金流出市场, 严重时会导致股票价格和房地产价格非理性下降, 通过资金链条作用于金融领域, 导致偿付困难和经济增长放缓甚至下滑。

(二) 对中国的启示

在微观层面, 因为金融市场参与者的非理性行为和从众心理作用于金融不稳定, 因此需要培育理性的投资者。

金融的主要特征之一是存在时间间隔的信用形式, 资金使用不局限于当期收入和利润, 未来现金流可以跨期至现期使用, 扩大了资金借贷规模。在这个资金流通的过程中, 市场参与者的行为起到了关键作用。金融不稳定的内生性体现在市场参与者的非理性行为。明斯基将经济中投资者分为三种类型, 即套期保值者、投机者和庞氏投机者。套期保值者采用未来利润和债权收入保障未来资金流出; 投机者未来的利润和债权收入无法抵补资金流出, 需通过外部负债满足资金的使用; 庞氏投机者在投资初始就需要负债的支撑, 负债规模更大且风险性更高。不同类型投资者在金融市场的比重影响金融体系的稳定性, 当后两种投资者占据主导地位时, 因其对资金流量敏感度较高而导致金融体系脆弱。而规避风险的投资者出于对风险的厌恶而能够有效控制借贷和投资行为, 因此有利于金融体系的稳定。在经济发展状况良好的阶段, 大多数的企业投资行为体现的是套期保值特点, 随着经济的扩张和交易的扩大, 企业投资的心理膨胀增强, 通过负债融资的投资行为增加。为了追求高利润和提升竞争力, 企业融资方式的风险度提高, 随着资产负债表中负债规模的膨胀, 投资类型从套期保值者转变为投机者, 甚至是庞氏投机者。

在中国向市场经济转变的过程中, 因为制度建设和市场机制等外部保障还不健全, 投资者行为约束力较弱, 面对高利润的吸引, 非理性成分显著, 为了逐利而进行过度投资和交易。2012 年商品房平均销售价格比 2000 年上涨了 174.2%, 同期住宅商品房平均销售价格上涨了 178.7%, 仅 2012 年与 2011 年同期相比就分别上涨 8.1% 和 8.7%, 即使政府采取措施调控, 依然没能遏制价格上涨, 中央银行上调利率 0.5 个百分点不仅没有阻止房价的上涨, 房价反而上涨了 5 个百分点。上证综合指数在 2007 年 10 月最高值时比 2000

年1月上涨了287.9%，与2007年3月相比短短几个月就上涨了87%；深证综合指数2007年9月比2000年1月上涨了226.3%，比2007年3月上涨了85.6%。其后，股市价格下滑，至2013年10月分别下降了64%和33.4%。上述中国房地产市场和股票市场的价格波动表现，体现了金融体系不稳定，存在一定程度的资产价格泡沫。成熟的市场依赖于成熟理性的投资者，因为投资者是市场赖以生存发展的基础。因此，应建立详尽的大型数据信息库，为投资者投资提供信息服务，避免因信息不对称和不完全导致投资决策失误。同时，应通过各种途径引导投资者正确评估面临的风险，提高对风险的认知度和重视程度；引导投资者遵循政府的监管，在规范的前提下进行投资分析决策，这样才能有效规避资产价格的泡沫化，从而实现金融稳定。

在中观层面，金融行业中应构建合理的金融机构经营模式。

中国的金融状况与日本不尽相同，最主要的区别是中国不存在大型银行和企业之间的交叉持股。这种持股方式虽然可以相互疏通利益，但是也会扩大风险损失。中国银企之间不存在交叉持股，降低了企业经营变动给银行带来的风险。但是，中国金融体系的经营方式与日本还是存在相似之处，比如利润来源主要是存贷款利息收入差额，不同于欧美银行为零售客户所提供的金融服务。这种模式易受产业集中度较高的贷款规模引致的资金困难和财务困境，并且形成产业偏好的过度投资。日本传统型间接金融下银行获得超额利润的空间缩小，收益下降。日本经济进入稳定增长期后，大企业资金需求减少，银行贷款下降。^①因此，现代金融为实体经济服务应以自身的独立性为前提，避免为单一产业提供金融服务，造成利率和货币投放的非市场化。金融机构应扩大和强化对零售客户的服务，一方面可以通过金融机构的融资优势和专业投资能力为零售客户提供服务，尤其是加强对居民的金融服务，“十二五”规划提出了“坚持扩大内需特别是消费需求的战略”^②，金融机构通过提高居民的金融服务，能够提升居民的消费水平；另一方面，零售业务的拓展能够提高金融机构的市场适应能力，提高资本使用效率并分散风险，实现对风险的优化控制。

① 池尾和人·財務省財務総合政策研究所『市場型間接金融の経済分析』、日本評論社、2006年、6~7頁、30~31頁。

② 国务院：《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，2011年3月16日，http://www.gov.cn/2011lh/content_1825833.htm。

在宏观层面,应正确对待金融不稳定,在金融调控和监管方面完善制度规范。

事实上,中国所要建立的市场经济内含金融不稳定。金融的不稳定在市场经济的资本特征下日益显著。即便在经济运行良好的状态下,金融依然会出现不稳定情形。随着经济的发展和壮大,金融交易日益活跃,市场参与者的非理性和不确定性不断转变资产和负债之间的构成比例关系,导致金融体系的不稳定性显著和金融机构抵抗风险能力的下降。随着金融不稳定的凸显,银行间信贷市场运行不畅,银行资金流动紧缩。银行借贷紧缩导致企业现金流出现困难。针对金融不稳定的内生性,应该强化金融信息的公开,从各层面对投资者进行信息渗透,引导投资者的理性行为,规避非理性决策,避免投资的过度膨胀或收缩;构建和完善金融风险预警系统,选取适用于中国经济发展水平的金融风险指标,如银行资本充足率、实际汇率及波动程度、外汇储备、股票价格和房地产价格变化态势等,对金融稳定进行有效评估,提前采取措施进行微调,避免政策导向的突然逆转对市场造成重大冲击而引发市场恐慌;在银行的“最后贷款人”制度基础上,构建多层次银行体系,避免单一类型银行对抗风险的脆弱性,并在多层面存款保险制度的保障下鼓励民间资本进入银行业,增强银行业应对风险的资金实力;金融的快速发展使得“影子银行”受到关注,不同于商业银行常规的存贷款业务,游离于金融监管体系之外的被称为“影子银行”的金融机构通过各种新型金融工具参与金融活动,资金流动引致的信用扩张效应对货币政策实施产生了影响。对于“影子银行”,监管部门应明确范畴并获取完整的数据和信息,在分析基础上,扩宽传统意义的间接融资方式,针对新型金融工具设定调控手段和方法,监控广义流动性的变化,并加速金融市场的改革。

金融创新的迅速发展,促使金融衍生产品层出不穷,资金的获取方式增加了融通的不确定性,现代资本经济日益复杂,弥漫着潜在风险。在这种情况下,政府的作用至关重要,通过推出并实施各种经济政策,降低不确定性,调节并拉动其他类型经济部门的活动,将经济引入稳定增长、充分就业的路径。因此,在金融不稳定且不确定性因素扩大的环境下,政府的稳定和合理干预能够缓解潜在危机,尤其是中央银行应通过金融监管、存款保险等制度约束银行等金融机构行为,控制金融风险规模,避免金融机构陷入危机并对经济造成冲击。

The Endogenous Changes of Japanese Financial Instability

Zhang Ailian and Liu Bai

In 1990s, economic recession and bubble rupture caused by financial instability emerged in Japan at the same time. In 1980s, capital price inflated in Japan, and in 1990s, interest rate that played a key role in economic expansion started to rise. The rise of interest rate restricted the expansion of the credit scale, lowered the loan scale, made stock and real estate investment to shrink and reduced the purchasing power for stock and real estate. It marked Japan's shift from capital inflation to deflation. Japan's economy is featured with the endogenous financial instability, which is derived from credit creation driven by a desire for profits. In China's development of market economy, financial support and allocation of resources are of great necessity. Financial instability should be treated correctly, and it is important to promote system specification, cultivate rational investors and construct reasonable operation mode of financial institutions.

日本の金融不安定のインプリケーションについて

張 艾蓮 劉 柏

1990年代、日本経済の不況と金融不安定によるバブルが一斉に弾けてしまった。1980年代、資産価格インフレができ、1990年代初頭に景気拡大に重要な役割を果たした金利が上昇し始めたことによって、信用規模の制約・ローンレベルの低下・株式や不動産投資の減少・株式や不動産の購買力の降下・価格の急落が引き起こされて、資産インフレから資産デフレへシフトされた。このプロセスにおける金融不安定の根本的な原因は利潤主導の信用創造にある。中国は市場経済の発展過程において金融の支援とリソース割り当ての機能が必要とされているので、金融不安定の問題を正しく対処して、諸制度規範を完備させ、理性的な投資家を育て、合理的な金融機関運営モデルを構築していくべきである。

(责任编辑: 叶琳)