

郑秀君 / 编著

RIBEN PAOMO JINGJI YU MEIGUO CIDAIWEIJI DE BIJIAO
——JIYU JINRONGTIXI SHIJIAO DE FENXI

日本泡沫经济与美国次贷危机的比较

——基于金融体系视角的分析

 复旦大学出版社

郑秀君 / 编著

RIBEN PAOMO JINGJI YU MEIGUO CIDAIWEIJI DE BIJIAO
——JIYU JINRONGTIXI SHIJIAO DE FENXI

日本泡沫经济与美国次贷危机的比较

——基于金融体系视角的分析



复旦大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

日本泡沫经济与美国次贷危机的比较:基于金融体系视角的分析/郑秀君编著.
—上海:复旦大学出版社,2012.12
ISBN 978-7-309-09267-7

I. 日… II. 郑… III. ①泡沫经济-金融危机-研究-日本②房地产抵押贷款-金融危机-研究-美国 IV. ①F833.135.9②F837.125.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 231115 号

日本泡沫经济与美国次贷危机的比较:基于金融体系视角的分析
郑秀君 编著
责任编辑/徐惠平 张咏梅

复旦大学出版社有限公司出版发行
上海市国权路 579 号 邮编:200433
网址:fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>
门市零售:86-21-65642857 团体订购:86-21-65118853
外埠邮购:86-21-65109143
常熟市华顺印刷有限公司

开本 890 × 1240 1/32 印张 9.75 字数 211 千
2012 年 12 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-09267-7/F · 1877
定价:22.00 元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社有限公司发行部调换。
版权所有 侵权必究

内 容 提 要

美国次贷危机爆发的原因、美国住宅泡沫的背景，都会让人想起日本的泡沫经济，两者有很多相同点；当时日本经济和现在美国经济不同，危机后的发展趋势也会不同，两者也有很多不同点。那么，中国在资本市场火热的今天又能从中吸取什么样的经验和教训呢？本书在文献综述的基础上，首先对日本泡沫金融危机和美国次贷危机进行概述，然后从金融市场、金融机构、金融监管、信用制度等方面比较日本泡沫金融危机和美国次贷危机，进而总结出对中国金融体系改革等方面的启示。

前 言

美国次贷危机爆发的原因、美国住宅泡沫的背景，都会让人想起日本的泡沫经济，两者有很多相同点；当时日本经济和现在美国经济不同，危机后问题的发展趋势也会不同，两者也有很多不同点。现任美国总统奥巴马在应对次贷危机时屡次提到了日本的经验，那么，中国在资本市场火热的今天又能从中吸取什么样的经验和教训呢？另一方面，关于银行主导（间接融资为主）金融体系与市场主导（直接融资为主）金融体系的优劣的争论和未来金融体系演进方向的分析在理论界形成一个热点问题。大家都认为市场主导金融体系在风险管理上优于以银行为主导的间接金融体系，结果恰恰相反，发生了百年一遇的金融危机。而且，美国次贷危机以后，人们对当前的金融体系产生了疑问：什么样的金融体系更容易产生金融危机？什么样的金融体系最适应经济发展？与此同时，究竟构建什么模式的金融体系，才能保障我国在全球经济一体化的趋势下保持经济稳定、持续的增长，实现金融体系和实体经济协调发展。因此，比较日本泡沫金融危机与美国次贷危机，对我国金融体系改革的路径选择具有重要借鉴意义。

本书从金融市场、金融机构、金融监管、信用制度来比较日本泡沫金融危机和美国次贷危机，进而总结出对中国金融体系改革等方面的启示。全书分六章来论述。

第一章绪论。主要内容是选题意义和相关概念界定,日本泡沫经济文献综述,美国次贷危机文献综述,本书的创新与不足。

第二章日本泡沫金融危机与美国次贷危机概述。首先介绍了日本泡沫经济和美国次贷危机的经过和处理措施等,接着从整体对两者进行比较:①从泡沫的发生和崩溃比较两者的相同点,从家庭部门和公司部门在金融危机中所起的作用、日美物价、经常账户和汇率变动比较两者的不同点;②从两者损失的规模、危机的关系者和责任者、对金融机构的影响程度、短期金融市场和风险溢价、不良债权的评价方法比较两者的损失;③从日美基本处理原则、注入公共资金进行比较两者的处理措施。

第三章金融危机中的金融市场比较。从金融市场的资金循环、股价泡沫、地价泡沫角度分析了日本泡沫金融危机中的金融市场。从“美国次贷危机中的金融市场现状、与次贷有关的证券化产品、住房抵押贷款市场、次贷危机下美国 and 全球股票市场的联动”等方面分析美国次贷危机中的金融市场。并从金融市场的基本结构与基本特征以及金融危机中的表现进行比较,总结出对我国股票市场、房地产市场的启示。

第四章金融机构比较。关于日本泡沫金融危机中的金融机构,分析了非银行金融机构的发展及倒闭,金融机构的高收益、利率体系的扭曲及收入转移,银行部门持有的不良债权,金融机构重组。关于美国次贷危机中的金融机构,分析了美国金融机构的风险管理、银行业务的变化和次贷危机、非银行金融机构在次贷危机中的表现。总结了次贷危机对我国商业银行公司治理,风险管理的启示,日本处理金融机构不良债权的经验教训与启示。

第五章金融监管和信用体系比较。关于金融监管比较,首先介绍了日本、美国金融监管的特点,接着分析了金融监管与金融危机的关系,然后比较了金融监管体制改革,最后总结了对我国金融监管改革的启示。关于信用体系比较,首先分析了日本、美国信用体系特点及其与金融危机的关系。接着比较了信用体系的基本特征,最后总结了对我国信用体系建设和信用评级监管的启示。

第六章金融体系演进与改革。关于日本金融体系改革,把日本金融业正式发挥作用、对本国经济运行取得自信的1960年为出发点,分析1960—2010年日本金融体系改革50年的轨迹。本书把这50年分为5期,每10年为1期进行考察。先介绍时代背景,接着分析金融体系改革。关于美国金融体系演变,主要分析了美国金融体系形成、结构、特点、次贷危机后金融体系的重构。最后回顾了我国金融体系改革30年,并总结了基本经验。在综合日本金融改革、我国金融改革、兼顾美国金融危机背景下提出我国金融体系改革的建议。

金融体系包含的内容多而且繁杂,需要搜集、阅读、翻译很多资料,相当费时费力,仍避免不了给读者留下面面俱到缺乏彻底论述之嫌。这是本书的不足之处。真诚地希望本书能得到有关专家、学者和金融机构管理者的指教!

本书经上海第二工业大学信用管理学科建设经费部分资助出版。值此出版之际,对我的老师、朋友、同事、同学、家人、参考文献的作者和帮助过我的人,表示衷心的感谢!

郑秀君

2012年7月22日

目 录

1 绪论	1
1.1 选题意义和相关概念界定	1
1.2 日本泡沫经济文献综述	5
1.3 美国次贷危机文献综述	17
1.4 本书的创新与不足	34
2 日本泡沫金融危机与美国次贷危机概述	36
2.1 日本泡沫金融危机概述	37
2.2 美国次贷危机概述	49
2.3 日本泡沫危机与美国次贷危机比较	55
2.4 小结	73
3 金融危机中的金融市场比较	80
3.1 日本泡沫金融危机中的金融市场分析	80
3.2 美国次贷危机中的金融市场分析	96
3.3 金融市场的比较	117
3.4 对我国金融市场的启示	122
4 金融机构比较	137
4.1 日本泡沫金融危机中的金融机构	137

4.2	美国次贷危机中的金融机构	153
4.3	对我国金融机构的启示	164
5	金融监管和信用体系比较	181
5.1	日本金融监管	181
5.2	美国金融监管	187
5.3	金融监管比较	191
5.4	日本信用体系	208
5.5	美国信用体系	218
5.6	信用体系比较	230
6	金融体系演进与改革	241
6.1	日本金融体系演进与改革	241
6.2	美国金融体系演进与改革	257
6.3	我国金融体系改革 30 年回顾	268
6.4	对我国金融体系改革的启示	270
	主要中文参考文献	275
	主要日文参考文献	294
	主要英文参考文献	301

1 绪 论

1.1 选题意义和相关概念界定

一、选题的科学意义、学术价值

日本在 90 年代发生了一场经济危机,这场被称为“泡沫危机”的金融危机,不仅重创了日本的股市和房地产市场,并且使日本经济进入了长达 10 余年的经济低迷时期,即人们称为“失去的 10 年”的长期经济萧条阶段。2007 年 8 月,一场令人始料未及的危机席卷了整个美国金融市场,这场名为“次级贷款危机”的金融危机从危害程度和影响范围来看,已足以对美国经济及世界经济的发展造成明显的影响,甚至有可能在今后几年内造成美国经济的整体衰退。那么,这两场危机有何共同之处,中国在资本市场火热的今天又能从中吸取什么样的经验和教训呢?

另一方面,关于银行主导(间接融资为主)金融体系与市场主导(直接融资为主)金融体系优劣的争论和未来金融体系演进方向的分析在理论界形成一个热点问题。在次贷危机爆发前相当一段时间内,经济学家、分析人士、市场舆论都更倾向于美国式以资本市场为主导的金融体系,而对欧洲与日本

以银行融资为主导的金融体系颇有微词。次贷危机爆发后,市场对于两种金融体系评价颠倒了过来。认为在资本市场为主导的金融体系中,所谓的“影子银行体系”(即依赖除居民储蓄外的融资来源进行融资的金融机构)倾向于过度追求风险,监管当局倾向于放松管制,导致衍生产品市场过度发达而严重背离了实体经济,最终导致危机。而银行主导的融资体系相对稳健,风险更加可控、政府管制更加严格,因此爆发危机的可能性较小。我国正面临着一个如何构建与未来我国经济持续、稳定增长相适应的现代金融体系的重大课题,中国和日本在不同时期存在相似的经济环境,中国“一行三会”的监管模式沿袭自美国,现在美国出了大麻烦,我们应该怎么办?

因此,对日本泡沫金融危机与美国次贷危机进行比较,对我国金融体系改革的路径选择具有重要借鉴意义。

二、相关概念界定

本书中的“日本泡沫金融危机”是指日本泡沫经济崩溃后引发的金融危机。因此不可避免要先界定日本泡沫经济。关于泡沫经济有很多说法,本文遵照铃木舒夫博士的解释,认为泡沫经济是指“土地、股票等资产的价格持续出现无法以基础条件解释的上涨或下跌,最后突然暴涨或暴跌”。通过金融战略、政策、机构揭示日本金融在泡沫经济生成及崩溃过程中的作用,可以透视日本金融体制问题。接着,必须明确“日本泡沫经济”的形成、发展、崩溃的具体时间。如果将“泡沫”定义为资产价格偏离经济的基本价格,那么,从地价、股价的变化来判断,日本经济“泡沫”出现在1987年,这一点已成定论。关于泡沫开始崩溃的时间,则有两种不同的意见,一种认为是1990年,另一种认为是1991年。如果着眼于股价、地价的下

跌趋势,1990年更为妥当;若强调股价、地价的水平,则1991年之说更为恰当。在这两者中,本文倾向于后者,即股价、地价偏离实际价格的程度。1991—1997年为泡沫经济的崩溃过程(奥村洋彦,p.117,2000),人们对泡沫经济的产生缺乏警惕性,没有认识到泡沫经济崩溃过程过于漫长。进入90年代,伴随着泡沫经济的崩溃,日本金融机构相继破产。特别是1994年,大阪的木津信用金库和神户的兵库银行破产,在破产的金融机构前聚集了提取存款的人,发生提取存款的骚乱,战后第一个真实的金融危机到来(衣川惠,p.97,2002)。因此,本文将日本泡沫金融危机的时间界定在1991年。

接着界定“美国次贷危机”。关于美国次贷危机,国内外学者已有连篇累牍的分析,因此总结了国内学者的观点:美国次贷危机(Subprime Crisis)又称次级房贷危机,也译为次债危机。它是指一场发生在美国,因次级抵押贷款机构破产、投资基金被迫关闭、股市剧烈震荡引起的金融风暴,它致使全球主要金融市场出现流动性不足危机。日本学者伊藤诚(2008)的观点是:美国次贷危机是,美国住宅金融向低收入阶层的次级住宅贷款的抵押金融破产,深刻打击了世界范围的金融机构和经济影响的总称。美国“次贷危机”是从2006年春季开始逐步显现的。2007年8月开始席卷美国、欧盟和日本等世界主要金融市场。次贷危机目前已经成为国际上的一个热点问题。因此有必要解释一下次级抵押贷款:次级贷款是贷款机构针对信用记录较差、无法从正常渠道借贷的借款人发放的房地产抵押贷款。次级贷款(Sub-prime Loan)是相对优良贷款(Primeloan)而言的,其主要特点是:(1)借款人的信用等级低,不能满足正常贷款的条件,信用评级通常低于620分。由于借款人的信用记录比较差,往往没有资格申

请传统的优良贷款；(2) 贷款的首付比例低，通常为 0%—10%。由于次级贷款的首付比例较低，在借款人违约的情况下，贷款人通过处置抵押物以弥补贷款损失的难度增加，尤其是在房价下跌的时候；(3) 贷款利率比较高。由于次级贷款具有前面两个特征，贷款风险较大，因此，次级贷款的贷款利率高于优良贷款。次级贷款利率通常比优良贷款高 2—4 个百分点(陈勇, 2009)。

其次,关于金融体系的界定。在现实中,世界各国具有不同的金融体系,很难应用一个相对统一的模式进行概括,这反映在对金融体系概念的界定上也是众说纷纭。如唐旭、易彬(2006)认为,“各种金融机构及其构成的市场、金融管理机构及其制度的总和构成了一国的金融体系”;潘青木(2001)认为,“金融体系是由金融机构、金融工具和金融市场相互作用而构成的有机整体”。金融工具是金融体系中的核心内容,它最终由经济发展需要决定,金融工具形成了金融资产,不同金融工具形成的金融资产及其比例关系形成了金融资产结构,金融工具及由此形成的金融资产结构与金融机构金融市场之间是相互影响相互决定的;邵颖(2008)认为,“金融体系一般由两个部分构成——金融中介和金融市场,通过金融中介和金融市场,借助金融工具,来完成促进储蓄向投资转化的任务”;陈楠(2004)认为,“金融体系实质上是一种经济运行机制,是指资金盈余单位、资金赤字单位、金融中介机构和金融市场等构成要素之间有机结合,互相联系及作用机理”;周永胜(2005)认为,“金融体系一般由两个部分构成:金融中介和金融市场,它们共同完成促进储蓄向投资转化的任务”;网络上 MBA 智库百科的记载是,从一般性意义上看,金融体系是一个经济体中资金流动的基本框架,它是资金流动的工具(金

融资产)、市场参与者(中介机构)和交易方式(市场)等各金融要素构成的综合体,同时,由于金融活动具有很强的外部性,在一定程度上可以是准公共产品,因此,政府的管制框架也是金融体系中一个密不可分的组成部分。基于此,本书按照黄达(2003)的观点来界定金融体系,“金融体系是一个及其庞杂的复杂系统,现代金融体系有五个构成要素:由货币制度所规范的货币流通、金融机构、金融市场、金融工具、制度和调控机制”。因此本书从金融市场、金融机构、金融监管、信用制度来比较日本泡沫和美国次贷危机,进而总结出对中国金融体系改革等方面的启示。

1.2 日本泡沫经济文献综述

一、国内研究综述

20世纪80年代后期至90年代的日本经济一直是业内外人士关注的焦点。在这段时间里,日本经济经历了泡沫的形成、发展和崩溃过程。学术界对日本泡沫经济的研究一直热度不减,但鲜有文献综述类的文章。鹿朋(2008)关于日本泡沫经济成因研究做过文献述评,没有对泡沫经济影响、启示等研究内容进行综述。基于此,本书搜集了大部分中文、日语文献,力图对“日本泡沫经济”的研究做一个系统、全面的文献综述,希望为研究金融危机的学者提供借鉴。国内研究日本泡沫经济的文献较多,大部分文献研究的内容和角度是:泡沫经济的成因、影响、治理措施,对我国的启示和借鉴等,本文按此思路进行如下综述。

1. 日本泡沫经济成因综述

关于泡沫经济的成因,有以下很多种说法。

第一种,日本泡沫经济源于英美的诱导孙杭生,1998;陈尉、吴权,1999。

第二种,由于日本金融体系的缺陷和基础研究的薄弱导致其产业结构从制造业向信息业升级失败,这使得其在贸易顺差快速扩大下所产生的过剩流动性失去产业投资渠道,最终必然涌向房地产和股票市场,从而造成日本泡沫经济的产生(鹿朋,2008)。

第三种,日元汇率升值对日本泡沫经济的影响。日本政府和金融当局试图把日元汇率维持在较低水平上的政策措施,才加速了日本泡沫经济的形成(张弘林,2005年)。

第四种,从金融相关比率(FIR)角度。20世纪80年代末,日本的金融相关比率大约为4,美国大约为2。日本金融资产膨胀偏离实体经济的程度已非常明显,经济学家普遍认为其存在非适度金融泡沫(黄正新,2001)。

第五种,国际政策协调(广场协议、罗浮宫协议)下,日本银行认为提高中央银行贴现率将会引起美元暴跌,导致“黑色星期一的重现”,直至1988年一直把中央银行贴现率保持在2.5%的超低水平上,这时原联邦德国和美国分别把贴现率提高到4.5%和6.5%。这种持久的超低利率成为日本“泡沫经济”产生的主要原因(陆静华,1994)。

第六种,泡沫经济的产生需要具备以下条件:①作为初期条件,整个宏观经济必须首先处于一种非常好的状态,经济状况不好,绝对不会产生泡沫经济。②人们对于将来普遍抱有极其乐观的、玫瑰色的憧憬和期待,并过度相信经济景气会永久持续下去,整个社会为此陶醉,人们特别是决策者听不进

谨慎相反的意见,对于风险处于一种麻木的状态。③ 泡沫经济的膨胀必须有大量的资金供给做支持。此时固然会有大量的海外投机“游资”涌入,但更多情况是中央银行采取过度缓和的金融政策和民间金融机构过度的信用供给。④ 在以上三个条件具备的基础上,还需要有起导火索作用的某种契机,这种契机可能是经济环境的变化、政府的某种政策及导向、投机游资的涌入等。当以上四个条件具备了在资本主义经济体制或者市场经济体制下,泡沫经济就会产生(三木谷良一,1998)。

第七种,日本的金融自由化使国内的金融机构的激励机制和约束机制变得更加不平衡,随着20世纪80年代金融自由化的急剧展开,日本的泡沫经济急剧膨胀(马文秀、马秀英,2004)。

第八种,在日本泡沫经济形成和破灭的过程中,日本银行的货币政策曾有过三次重大的失误,成为泡沫经济的主要成因:第一次是1986—1987年货币政策的过度扩张;第二次是1987—1988年日本银行过久地坚持了超低利率政策;第三次是1989—1990年货币政策的突然收缩(李跃军,2007)。

第九种,货币政策不当是促使泡沫产生的重要原因,金融体制改革过程中过度放松管制是泡沫膨胀的主要成因(谢芳1999)。

第十种,持这种观点学者把各种因素综合起来进行梳理,并不是单独强调某一个原因。如段玉彬(2004)系统地总结了日本泡沫经济形成的宏观金融因素和微观金融因素,其中从日本金融体制的内在缺陷(金融行政与泡沫经济、主银行制与泡沫经济、金融监管体制与泡沫经济)、日本金融当局的政策失误(货币政策的失误、财政政策的失误)来论述日本泡沫经

济形成的宏观金融因素;从金融机构行为异化与泡沫经济(银行行为异化与泡沫经济、非银行金融机构行为异化与泡沫经济)非金融机构企业部门行为异化与泡沫经济(大企业的行为异化与泡沫经济、中小企业的行为异化与泡沫经济)来论述日本泡沫经济形成的微观金融因素。

表 1-1 日本泡沫经济成因

日本泡沫经济的成因	代表文献
英美诱导。	孙杭生,1998;陈尉、吴权,1999
产业结构从制造业向信息业升级失败,这使得其在贸易顺差快速扩大下所产生的过剩流动性失去产业投资渠道,最终必然涌向房地产和股票市场,从而造成日本泡沫经济的产生。	鹿朋,2008
当四个条件具备了在资本主义经济体制或者市场经济体制下,泡沫经济就会产生。	三木谷良一,1998
80年代末,日本的金融相关比率大约为4,美国大约为2。日本金融资产膨胀偏离实体经济的程度已非常明显。	黄正新,2001
日本政府和金融当局试图把日元汇率维持在较低水平上的政策措施,才加速了日本泡沫经济的形成。	张弘林,2005
货币政策不当是促使泡沫产生的重要原因,金融体制改革过程中过度放松管制是泡沫膨胀的主要原因。	谢芳,1999
国际政策协调(广场协议、罗浮宫协议)下,直至1988年一直把中央银行贴现率保持在2.5%的超低水平上。这种持久的超低利率成为日本“泡沫经济”产生的主要原因。	陆静华,1994