

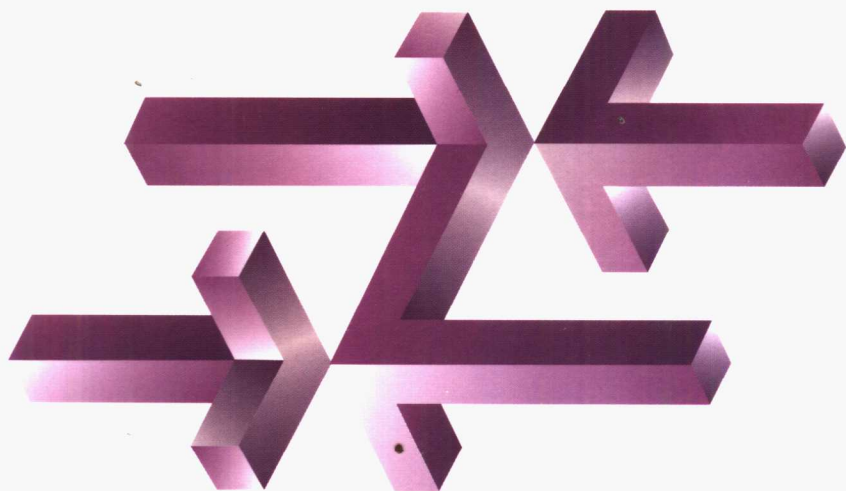
∴ 北京日本学研究中心 日本经济学名著译丛

[日] 野口悠纪雄 著 曾寅初 译

● 丛书主编 金洪云
副主编 川岛真

泡沫经济学 ◀

Paomo Jingjixue



生活 · 讀書 · 新知 三联书店

中国出版集团 中国财政经济出版社

中国出版集团 中国财政经济出版社

现代经济学

中国出版集团
中国财政经济出版社

中国出版集团
中国财政经济出版社



中国出版集团 中国财政经济出版社

∴ 北京日本学研究中心 日本经济学名著译丛

[日] 野口悠纪雄 著 曾寅初 译

● 丛书主编 金洪云
副主编 川岛真

泡沫经济学 ◀

Paomo Jingjixue

金洪云 译校

生活 · 讀書 · 新知 三联书店

前 言

未来的历史学家一定会认为，20 世纪 80 年代后期的日本，处于一个异常的时代。异常集中表现为股价与地价的“泡沫”，所以这个时代也许会被称为“泡沫的时代”。毫无疑问，人们一定会著书立说，来分析评价这个时代。

泡沫时代尚未完全结束，对泡沫后遗症的处理才刚刚开始。泡沫对日本经济到底会产生什么样的影响，我们还无法确知。因此，现在就来描述与分析这个时代，也许为时尚早。但是，我却认为记录下“仿佛就发生在昨天”的往事本身，就具有一定的价值。无论如何，生活在这个异常时代的人，有权利也有义务从各自的立场来记录下这个时代的真实历史。

在动笔写作本书时，我作了一个即使被称为偏见也毫不过分的判断，那就是泡沫是坏的，它会产生不良影响。

我作这个判断的理由有二：首先，我认为勤劳者不能获得正常报酬的社会是一个扭曲的社会。泡沫产生许许多多的危害，但是最大的危害在于资产价格的异常上涨扰乱了人们的价值观。许多企业开始热衷于资本运营，或者放弃主业而转向不动产投资。原本持有土地与股票的资产者，无须付出什么劳动，财产迅速膨

胀到上亿的规模。另一方面，几乎没有什么资产的劳动者，即使辛劳一生，也不能拥有自己的住宅。

其次，我作出上述判断的另一个重要理由是，泡沫使日本经济在无形中遭受了巨大的损失。凭借强大的经济实力，在过去的一段时期里，日本原本可以大有作为。我们可以建设城市的基础设施，改善上下班的铁路交通，也可以提高住宅的质量与环境，实现更加富裕的生活。之所以未能实现，泡沫引起的资源配置扭曲，无疑是一个重大原因。

值得庆幸的是，泡沫的发展过程已经中途停止。虽然，大家都知道，泡沫崩溃后的日本经济，现正处在痛苦挣扎之中。但是，回首往事我们会发觉，泡沫经济的中途崩溃，实在是值得庆幸的事。不是由于泡沫的崩溃，导致了日本经济的崩溃。相反，泡沫的崩溃才有可能使日本经济得以开始走向新生。现在的日本经济，正在走向正常经济的回归途中。

对于泡沫的膨胀，我们应该指责什么呢？是梦想通过不劳而获而发大财的欲望，还是无论拥有多少也得不到满足的贪婪。毋庸置疑，正是它们的存在，促成了泡沫的膨胀。

但是，在本书中我想强调的不是这些。20 世纪 80 年代后期的日本，并不是个人或者企业的行为准则突然发生了变化，而是产生了使这种贪欲得以无限制释放的经济条件。例如，金融机构对不动产业的巨额融资，支持了空前的土地投机。支撑了泡沫的原始资金，来源于金融投机，即企业把低成本获得的资金投资于金融资产。虽然这样的资金循环本身存在问题，但是，在其背后形成了企业可以通过金融投机获得巨大利润的异常条件。比起其他任何因素来，这种环境本身才是问题所在。

将我们的视野进一步扩大到宏观经济政策，我们还可以发现利率自由化引起的扭曲、金融管制过度放松、财政重建过快等问题。这些问题的产生，不仅仅来源于日本国内的因素，也与日本在世界经济中地位不断上升的过程密切相关。

基于以上的基本认识，本书主要不是关心个别企业和个别事件，而是关注与泡沫有关的经济环境与经济政策。

那么，我们能否防止泡沫在将来的再次发生呢？

就个人和企业行为准则而言，我是悲观论者。只要出现相同的经济条件，我想还会再次出现相同的情况。在局外人看来，投机热可笑之极，但是当局者迷。何况从经济主体的利己主义动机来看，许多情况下参与投机反而是合理选择。

正如加缪在其小说《鼠疫》的结尾处所写的那样，“鼠疫病菌绝不会从此死亡或者消失，数十年间，它们可以在家具、衣服堆中沉睡，在房间、洞穴、衣柜、皮箱、手帕中顽强地等待着。”人类追求不劳而获的这种愚蠢念头不会改变。泡沫崩溃的痛苦，也许可以使这种贪欲暂时休眠。但是，绝不会死亡。所以，“不知道什么时候，鼠疫病菌一定会与老鼠一起被再次唤醒，给人类再次带来不幸与教训。”我想，加缪的预言是正确的。因为这既是泡沫经济理论给我们的结论，也是历史给我们的启示。

那么，这是否意味着我们就将毫无作为呢？绝不如此。因为，我们可以通过修改不合理的制度与政策，改善经济环境。

当然，经济学还没有强大到可以为此开出完整的药方的程度。不如说，我们正在对经济学的无能为力而感到遗憾。实际上，即使到现在，我们也还没有合适的理论模型来系统地说明泡

沫的发生与崩溃过程。

但是，这并不是说经济分析不能够作任何贡献。反复地进行严密的数据分析，可以找到一些有益的启示。指出制度的问题所在与政策的缺陷所在，就可以对它们加以改进。虽然我们的工具远没有完善到无所不能，但是至少已经可以有助于社会进步。正是就这一点而言，我们可以发现记录下这一时代历史的意义。

本书由以下九章组成。

第1章是导论，也是全书的概述。在第2章中，我们阐述资产价格与泡沫的经济理论，解说泡沫的概念，分析泡沫为什么会是问题。在第3章中，我们回顾历史上发生的几个泡沫事件，以及我们对泡沫历史的思考。第2章和第3章是泡沫问题的一般论述。

接着的几章，我们集中论述20世纪80年代后期以后的日本经济。第4章分析泡沫的膨胀过程。首先对20世纪80年代后期股价、地价的暴涨过程进行整理，然后讨论到底能否把它看做“泡沫”的判断问题。第5章分析在资产价格暴涨背后存在的资金循环的变化、土地交易以及宏观经济政策。首先利用数据分析企业通过权益融资筹措资金、并将由此筹措到的资金投向金融资产的问题，以及大企业的“脱媒”等问题。接着推算20世纪80年代后期以来不动产业购入土地的数额。最后指出在金融自由化、金融管制过度放松、财政重建过度等方面存在的经济政策问题。

在第6章中，我们概述日本的泡沫应对政策、特别是土地政策，并对此进行评价。引起股价下降的是金融紧缩，而地价下降的导火索则是对不动产有关融资的总量控制。土地税制改革在方

向上是值得肯定的，但是内容并不充分。在第7章中，我们分析泡沫的崩溃过程及其对金融系统的影响。因为土地投机是以金融机构的融资来进行的，所以泡沫崩溃使得金融机构出现不良债权。不良债权的规模非常巨大，成为日本金融部门极为深刻的问题。但是，作为金融系统整体而言，这并不是无法克服的困难。

在第8章中，我们论述资产价格变动对实际经济的影响。这里的主要结论是，资产价格的变动虽然通过消费的资产效果，对实际经济产生了一定的影响，但是总体上看，影响有限。所谓资产价格的下降引起了信贷紧缩的看法，不能令人信服。在第9章中，我们对泡沫后的日本经济进行展望，论述为了防止泡沫的再次发生我们必须采取的对策，揭示日本经济发展所面临的长期课题。

本书的出版，得到了日本经济新闻出版社编辑部的田口恒雄、多气田亚希子的大力支持与帮助。特别是田口先生，认真地审阅了文稿，提出了许多宝贵的意见和建议。在此，我特表示衷心的感谢。

野口悠纪雄

1992年11月

目 录

前 言	1
-----	---

第1章

日本泡沫经济概述

第一节 泡沫的时代	1
泡沫的膨胀	1
泡沫的崩溃	4
人们是否认识到了泡沫的存在	5
第二节 泡沫经济的影响	8
泡沫的有利影响	8
大型景气是由泡沫形成的吗	9
赌博经济	11
劳动相对价值的降低	12
金融系统的“炉心熔毁”	13
第三节 泡沫的原因	15
仅仅是由于伦理问题吗?	15

支撑了泡沫的资本运营和土地投机	16
金融自由化的影响	17
为什么金融放松会成为治国之论	18
第四节 泡沫后的经济	20
是新类型的萧条吗?	20
能够防止泡沫再次发生吗?	22
泡沫后经济的课题	24

第2章 泡沫的经济理论

第一节 资产价格的决定理论	26
资产价格决定方程式	26
实体经济价格	29
第二节 泡沫与实体经济	30
资产价格变动的影响因素 (1) :	
收益与贴现率 (利率) 的变化	30
资产价格变动的影响因素 (2) :	
预期的影响	31
泡沫的定义	32
为什么要区别泡沫	32
第三节 泡沫理论	34
合理泡沫	34
凯恩斯的美女投票论	36

泡沫的崩溃：概率模型	36
泡沫的发生	38
泡沫存在的验证	38

第3章 历史上的泡沫事件

第一节 荷兰郁金香事件	42
投机热的扩散	42
崩溃	44
洋水仙狂热	45
第二节 劳氏体系及其崩溃	46
劳氏银行券	46
密西西比计划	47
劳氏体系的崩溃	48
第三节 南海泡沫事件	49
对南海公司的投机热	49
泡沫的发生	50
泡沫禁止法与投机的崩溃	51
第四节 20 世纪 20 年代的美国	52
佛罗里达的土地热	52
土地投机及其崩溃	53
空前的股票热	56
走向崩溃	57

第五节 可以向历史学习什么	59
为什么泡沫会反复出现	59
牛顿为什么参与了投机	60
类推的陷阱	61

第4章

泡沫的发生与膨胀

第一节 急剧升高的股价与地价	65
股价的变动趋势	65
地价的变动趋势	65
住宅价格的暴涨	68
第二节 实体经济影响因素的变化	69
空前的金融放松	69
收益的增加	71
第三节 有关地价与股价的泡沫论争	73
地价泡沫说	73
泡沫否定论	77
股价泡沫论争	79
事后分析	81

第5章

支撑泡沫的资金循环与宏观经济政策

第一节 热衷于资本运营的企业	85
----------------------	----

权益融资与金融投资	85
金融自由化与资本运营	87
制造业大企业的“脱媒”趋势	89
第二节 金融机构行为的变化	90
金融机构的资金筹集与运用	90
向不动产业与中小企业贷款的转移	92
剧增的对不动产业贷款	94
经过非银行金融机构的不动产融资	96
第三节 不动产业的土地购入	98
法人土地购入的增加	98
根据法人企业统计的推算	100
不动产业的借款与投资	102
第四节 宏观经济政策与资产通货膨胀	104
矫枉过正的财政重建	104
思考实验 (1) : 财政扩大	105
思考实验 (2) : 金融紧缩	106
为什么必须阻止日元升值	106

第6章

针对泡沫的经济政策

第一节 交易的直接控制	108
新设地价监视制度	108
监视制度是否有效	110

土地临调的报告	111
第二节 金融紧缩与总量控制	112
金融紧缩与股价下跌	112
总量控制与地价下跌	113
第三节 土地税制改革	114
对症状法式的对策	114
走向真正的改革	116
地价税的实施	118
地价税的效果	119
继承税的改革	120
强化农地征税及其效果	121
有必要放松的让与征税	122
置换更新特别优惠措施	123
固定资产税	126

第7章

泡沫的崩溃及其对金融系统的影响

第一节 泡沫的崩溃	129
股价的下跌	129
地价的下跌	131
金融丑闻	133
土地政策的转变	134
股价、地价将下跌到什么程度为止	135

第二节	金融机构的不良债权	137
	不良债权的规模：大藏省公布的数	137
	不良债权的规模：潜在总额的推算	139
	由于股价下跌而降低的银行应变能力	141
	“日本型救济”的限度	144
第三节	金融危机如何来克服	145
	确立原则是当务之急	145
	定量把握：信息公开的必要性	146
	泡沫清算成本的负担：自我责任原则	147
	美国与英国的事例	148
	债权收购公司及其评价	150
	不良债权的征税规定	151
	巨额的公共支援	153
	排除对金融放松的过度依赖	155

第8章

资产价格变动与实体经济

第一节	资产价格上升与大型景气	156
	大型景气	156
	消费的资产效果	159
	地价上涨与住宅建设	160
	权益融资与设备投资	161
	对景气起了抑制作用的财政重建	163

大型景气的基本原因不是泡沫	164
第二节 泡沫崩溃与实体经济	165
对过高增长水平的调整	166
资产价格下跌的影响	169
消费的资产效果	169
对资金成本的影响	171
信贷收缩	173
信用配额	178
正面影响	180
第三节 资产价格变动与对外投资	181
“日本资本实力”的增大	181
日本资本是不是来源于泡沫	184
日本已经沉没了么	185

第9章

泡沫崩溃后经济面临的课题

第一节 日本经济的性质因为泡沫而改变了吗?	188
日本的时代是否已经结束	188
走向健全的存量经济	189
第二节 防止泡沫的经济政策	190
监视区域制度问题不少	190
融资总量控制的时机非常重要	191
转变宏观经济政策目标	192

确立自我责任原则	193
实现土地税制合理化	194
建议发行地价指数债	195
第三节 迎接长期课题的挑战	197
发挥资本供给国的作用	197
加强社会基础设施建设	198
创造富裕的老龄化社会	199
参考文献	202
译后记	204