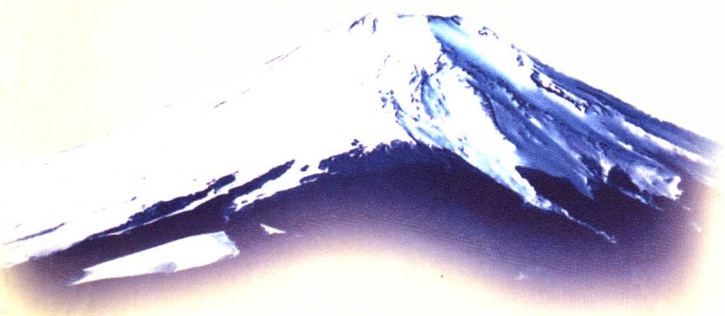


# 前车之鉴

# 日本的经济泡沫与「失去的十年」

The Bubble Economy And The Lost Decade of Japan

蔡林海 翟锋



经济科学出版社  
Economic Science Press

# 前车之鉴

# 日本的经济泡沫与「失去的十年」

The Bubble Economy And The Lost Decade of Japan

蔡林海 翟锋

 经济科学出版社  
Economic Science Press

## 图书在版编目 (CIP) 数据

前车之鉴：日本的经济泡沫与失去的10年 / 蔡林海，  
翟锋著. —北京：经济科学出版社，2007.10

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6629 - 4

I. 前… II. ①蔡…②翟… III. 经济 - 研究 - 日本  
IV. F131.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 150381 号

当中国经济处于发展的新阶段之时，研究日本所走过的道路，对我们清醒地认识今天的形势，避免重蹈他人覆辙无疑是有益的。由一个亲历了这一过程的华人学子撰写的论著，能给国人一个更易理解的视角。

**吴晓灵**

中国人民银行 副行长  
2007年9月2日

# 前 言

在第二次世界大战之后的经济复兴和其后的经济全球化的过程中，包括美国、德国和日本在内的许多发达国家都经历过经济上的失败。对经济正在迅速崛起的中国来说，要避免重蹈覆辙保持经济的健康持续的发展，以身边的日本作为研究考察的对象，研究和分析 20 世纪末日本的经济泡沫和“失去的 10 年”是再确切不过的事。所以，当蔡林海博士向我提出本书的构想时，我马上意识到这一构想的现实意义。

当然，在市场经济的环境下，美国和日本等发达国家在经济上所经历过的失败有不少是因为“共同的错误”所致，而且其教训和经验也有不少“共性”值得研究。在 20 世纪末，日本经济为何会失败？日本为何陷入“失去的 10 年”？在研究和分析这些问题时，我们不但要把注意力放到日本经济和社会本身，而且不可忽视当时日本经济所处的外部环境，这些环境包括日美经济关系、对外汇市场的国际干预等等。20 年前，当美国拿日本对美贸易顺差说事的时候，“醉翁之意不在酒”，一是要日元大

幅度升值，二是要日本开放金融、资本市场。日本迫于压力而一一就范，结果虽然享受了资产升值所带来的“繁荣”，但却落入经济泡沫的陷阱。今天，对美拥有贸易顺差的中国应以此为戒。

我认为，日本经济的失败是日本在 WTO 的体制下经历经济全球化的过程中所造成的。在经济全球化和现有的国际货币体制下，外汇市场内藏着许多矛盾，日益增加的资本交易往往会扭曲金融的本质从而麻痹人们的金钱感觉。在金融风险意识薄弱的情况下，金融本质的扭曲和金钱感觉的麻痹导致了日本经济泡沫的形成。这是一个深刻的教训。虽然日本已经超越了“失去的 10 年”，但是，导致金融本质扭曲和金钱感觉麻痹的大环境并未从这个世界消失，我们必须警惕，要有防犯金融风险的意识。

本书研究并分析了在 1990 年前后袭击了日本经济的泡沫，以及泡沫破裂后日本经济因为不良债权等金融问题和宏观经济决策的失误而陷入的“失去的 10 年”。本书不仅分析了泡沫经济和“失去的 10 年”的现象，而且阐述了问题发生的内外要因，解明了日本泡沫发生的经纬，现象的后果，以及日本超越“失去的 10 年”的方法。

本书对近 20 年来日本经济如此系统而卓有成效的研究即便是在日本的经济研究领域也是值得称道的。作为日立综合计划研究所的客座研究员蔡林海博士，对日本经济泡沫和“失去的 10 年”的研究是出于对自己的祖国——中国的忠诚心，他研究日本经济是为了中国经济的健康发展，这是最值得我赞赏并且令我怀有敬意的事。我在童年时期曾在北京生活过，我时常对家人说“我是半个中国人”。我寄希望于中国，希望中国能够在 WTO 的新一轮谈判中为构筑新的世界经济秩序起到主导性的作用。我也十分期待本书的出版能够为

中国经济的健康和持续发展起到积极的作用。

矶部朝彦

原日本政府“金融再生委员会”委员

中国 青岛大学 名誉教授

2007年8月28日

# 序 章

## 为什么要研究日本的经济泡沫和 “失去的 10 年”

经济实现了一段时期的扩张之后，人们的喜悦之情就主宰了一切，这时候就会催生出泡沫，而狂喜破灭之前，这些泡沫都将继续膨胀……人类在与泡沫作斗争时从未找到过灵丹妙药。

美国联邦储备委员会前任主席 格林斯潘

在整个 80 年代辉煌一时的日本经济在 90 年代却身陷泥沼，这不得不使我感到悲叹。虽然我不是日本问题的专家，但是，我不禁要问，日本为什么会进入长达 10 年的停滞时代？日本的经济兴衰及其原因着实值得洞察深究。

《经济大国的兴衰》 查尔斯·P·金德尔伯格（2002 年）

在 20 世纪最后的 10 年，已经崛起为世界第二位经济大国的日本在面临经济转型的当头，由于宏观经济政策和金融政策的失误而遭遇经济泡沫，经济和社会陷入“长期停滞”，经历了所谓的“失去的 10 年”。可以说，经济泡沫的形成与破裂，以及“失去的 10 年”是日本在调整经济结构转变经济增长模式的过程中，因外交政策、外汇制度改



革、金融和资本市场的开放以及宏观经济政策出现重大失误所付出的巨大代价，是日本经济转型失败的后果。尽管中国和日本的国情相异，但是，市场以过去的失败为教训。从学习发达国家发展经济的成功经验，吸取发达国家发展经济的失败教训这一角度来说，研究日本的经济泡沫和“失去的10年”对于实行社会主义市场经济的中国同样有其现实的意义。



## 一、美日贸易失衡，日元升值与 日本的经济转型

第二次世界大战后，日本在“贸易立国”的口号下实施“外需主导型”的经济增长战略获得了巨大的成功，国力明显增强，并且在20世纪80年代开始崛起成为世界第二位的经济大国。1985年，日本的对外净资产总额达到1298亿美元，超过英国居世界第一位。在这一年，日本的名义国内生产总值（GDP）为321兆日元，人均GDP为268万日元，日本国家的财富达到1835兆日元。如果按当时的美元汇率来计算，日本的经济实力会更大。美国经济评论家比尔·艾默特指出，日本正在成为世界经济的巨人。日本的国力已无法单纯地以国民生产总值（GNP）的规模及经济增长率来判断。

比尔·艾默特分析道，“由于贸易和财政的双赤字，美国成为世界头号债务国，而日本却因为拥有巨大的贸易顺差，不仅成为美国的债权国，而且成为世界上最大的纯债权国。这种状况如果长期持续下去的话，和平与协调终将难以维持”。美国的一部分政治家，学者和产业界人士认为，日本的贸易黑字和资本剩余与美国的贸易和经常收支的双赤字属于表里关系。美国为日本开放庞大的市场是日本“外需主导型”经济增长模式成功的一个不可缺少的条件。但是，在冷战结束后，日本

不应该再继续无止境地“搭便车”、“发财致富”了。美国政府的高官公开表示“即便是美国在经济上还能容忍对日本的庞大的贸易赤字，在政治上则已经变得忍无可忍了”。而且，一部分美国人认为日本经济的强大是日元被人为地“操作”而过小评价所致。换句话说，“日元低估”给日本带来了巨大的好处，但是却让美国经济付出了高昂的代价。冷战结束后，美国在发达国家首脑会议上明确地指出“美日之间的严重的贸易失衡是世界经济稳定增长的最大威胁”。

另一方面，对依靠外向型产业“出口创汇”而获得成功的日本来说，“外需主导型”经济增长战略所导致的庞大的贸易顺差不仅是涉及美日经贸关系的敏感问题，而且是涉及美日之间外汇制度及金融政策调整的重大问题，从根本上来说也就是涉及日本今后的经济增长模式和产业发展方向的大问题。在美国逼迫日本使日元大幅度升值和开放金融·资本市场的强大压力下，为了削减贸易顺差，日本从80年代中期开始面临转变经济增长模式的历史性课题。也就是说，在80年代中后期，日本崛起后，它在美国的强大压力下开始进入经济转型的过程。



## 二、寻找新的“指南针”：日本经济转型的三个阶段

从80年代中期开始的日本的经济转型整整花费了20年以上的时间，经历了以下三个阶段。

第一阶段（1985年~1989年初），日本的“外需主导型”经济增长战略获得成功，贸易顺差增大，外汇储备随之迅速增加，并且开始崛起为世界第二位的经济大国。与此同时，日本与包括美国在内的西方发达国家的贸易摩擦也日益增多，频频遭受来自欧美各国的反倾销，与此同时，日元的升值压力逐步增大。日本央行（日本银行）为了稳定日

元汇率，不得不大量发行日元在外汇市场上买入美元从而导致日本国内流动性过剩。在美国主导的“广场协议”的压力下，日元开始升值。随着日元的大幅度升值，日本国内的股价和房地产等资产也开始升值。经济泡沫化的倾向变得相当显著。

第二阶段（1989年末~1990年初），在日元大幅度升值的环境下，一方面，日本的经济结构转型因政府的宏观经济政策和金融政策的失误，国内的经济和产业结构调整一时无法到位；另一方面，日本政府一味地信奉凯恩斯主义推行扩张性财政，并且在美国的压力下过急地开放金融与资本市场，实施低利率的金融政策。宏观经济政策和金融政策上的失误为经济泡沫的进一步膨胀创造了宏观环境，热钱大量流入，日本国内的资产升值失去理智，完全偏离了实体经济，终于导致经济泡沫破裂。日本的经济转型以泡沫的形成与破裂而告失败。

第三阶段（1990~2005年），日本政府在处理泡沫破裂所带来的后遗症方面，由于信奉凯恩斯主义推行扩张性财政，在宏观经济政策和金融政策上屡次失误，不仅使日本经济陷入长期低迷停滞的状态，而且使日本财政“债台高筑”，日本的经济和社会开始经历“失去的10年”。在经济泡沫破裂后的10年中，日本总共损失了1500兆日元的资产（相当于日本整整3年的GDP总额）。在经过10多年的彷徨之后，从2001年开始，日本政府终于放弃了信奉凯恩斯主义推行扩张性财政的习惯做法，全力处理银行的不良债权，致力于改革经济结构，推进金融业和产业界的重组，彻底地医治了经济泡沫破裂的后遗症，从而超越了“失去的10年”，经济开始稳步回升。同时，日本的经济转型也获得成功，在2005年，随着日本的“所得收支（企业对外直接投资的收入，日本对外国证券投资的收入，对外知识产权交易的收入等）”的顺差明显地超过“贸易收支”的顺差，它的经济增长模式由“贸易立国”转变为“投资立国”。从2006年开始，日本准备告别“世界第二位经济大国”的称号，实施“新的经济增长战略”并且朝着“世界的创新中心”这一新的目标前进。



### 三、“广场协议”与日元汇率改革的失误

日本在经济转型过程中，最初之所以失败的一个主要原因是在外来压力下匆匆忙忙进行的日元汇率改革出现失误。在日元大幅度升值的同时，日本在金融自由化政策、货币供应管理政策（流动性过剩的对策），以及财政政策等领域也都出现了失误，正是因为这些失误导致了经济泡沫的发生。

80年代后期，面对美国国会日益强烈的贸易保护主义和美国政府的外交压力，日本政府和日本中央银行为了保持日本经济持续增长势头，不得不配合美国所主导的“广场协议”战略，“积极支持”使日元大幅度升值的“国际性市场干预”。另一方面，依存于出口的日本产业界为了避免被“赶出”美国市场的命运，也只好期待能够以日元的“适度”升值来换取回避美日贸易摩擦升级的“小安”。当时，在日本政府的内部，包括首相和大藏省大臣在内的一部分高官也和美国的里根总统一样信奉“强势货币代表强势国家”的理念，认为如果配合美国的“广场协议”战略让日元升值对日本来说恰到好处，可以显示日本正在强盛的国力。日本政府还希望借助日元升值的外来压力促使日本经济转型，在1986年版的《经济白皮书》中还高度评价日元升值的政策，并且声称，“日本最大的课题是国际收支不平衡，为此有必要转换产生贸易顺差的经济结构，积极扩大内需”。

可是，事与愿违，在“广场协议”战略下实施的“国际性市场干预”虽然达到了使日元大幅度升值的目标，但是却未能改善美日之间的贸易收支失衡的问题，日本对美国的贸易顺差有增无减。一位美国经济评论家在分析“广场协议”的历史时指出，可笑的是，在实施“广场协议”时，美日双方事先都对日元升值到什么程度时美日的贸易收

支失衡会有相应的改善，以及日本经济对日元升值到底有多少承受度等问题似乎根本没有做过认真的分析和预测。日本只是屈服于美国的压力而使日元升值。结果，日元的大幅度升值远远超过了日本当初所预想或是期待的范围，急速的日元升值开始冲击日本的经济和产业界。另一方面，美国在日元升值未能改善美日之间贸易失衡的情况下，转而开始在降低利率和扩大内需等宏观经济政策和金融政策的领域对日本施加压力，使得日本在金融政策和财政政策的两方面都被美国的压力所束缚，一方面降低利率，另一方面采取扩张性财政的政策，结果为经济的泡沫化创造了宏观环境，揭开了日本经济“走向衰退的帷幕”，从而犯下了大错。



#### 四、“信心泡沫”：日本经济转型失败的教训

美国的一位经济评论家指出，2005年前后，随着经济转型的成功，日本已经把“对美国拥有巨大贸易顺差”的“名声和地位”转手让给了中国。其实，从2000年开始，发展外向型经济获得成功的中国在对美国拥有贸易顺差方面超过了日本。在2005年中国对美国的贸易顺差达到2016亿美元，这一金额比同年日本对美国的贸易顺差高出一倍（见图1）。

由于庞大的贸易顺差，中国的外汇储备不仅远远超过日本而居世界第一位，而且增加额不断地创历史新高。与此同时，中国与欧美国家的贸易摩擦正在日益增多。而且在人民币汇率问题和开放金融·资本市场等方面，中国正受到来自美国的巨大压力。随着人民币的升值，流动性过剩的问题，股价和房地产价格等资产快速升值的问题开始出现。削减贸易顺差和经济转型开始成为中国政府所面临的一个迫切需要解决的新课题。可以说，2007年的中国所处的内外经济环境与20年前日本经济

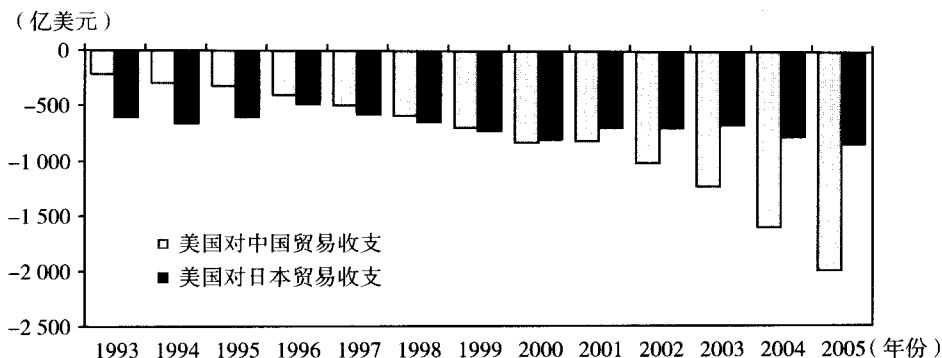


图1 中国和日本对美国贸易顺差的推移

资料来源: CEIC 数据公司及三菱 UFJ 调查咨询公司的《中国经济报告》2006 年 2 月。

转型的第一阶段有许多相似之处。

尽管中国和日本在社会体制和经济结构等方面有许多本质的不同,但是,实行社会主义市场经济的中国已经是世界贸易组织的成员,国内经济已有相当多的领域与世界经济接轨。市场以失败为教训。所以,研究和分析包括日本在内的西方发达国家在过去的经济转型过程中所得到的经验和失败教训,对面临经济转型课题的中国来说有着非常现实的意义。

在这里特别需要指出的是,日本在经济转型过程中最初之所以失败,经济泡沫化,泡沫破裂后又陷入了“失去的 10 年”,其中一个最大的教训就是为自己的经济成功和大国崛起而陶醉,自信心大为膨胀,形成了所谓的“信心泡沫”。

日元升值后,日本国内的股价和房地产等资产也随之大幅度升值。资产升值在“信心泡沫”的作用下形成了经济泡沫。到目前为止,学术界对经济泡沫并没有明确的定义,曾担任过日本政府经济企划厅次官,现任早稻田大学教授的盐谷隆英在《经济再生的条件:从失败中学习什么》的专著中分析日本的经济泡沫时指出,所谓“经济泡沫是指股价和房地产价格等资产价格的上升偏离实体经济,具体而言是资产价格的上升幅度远远高于 GDP 的增长幅度的现象”。盐谷隆英反省说,

“日本经济高速增长的成功经验是日本经济泡沫的源流”，在“经济奇迹”下形成的价值观阻碍了日本的经济转型。他继续指出，尽管在 20 世纪 80 年代后期，一部分有识之士已经认识到经济泡沫化的现象，甚至预感到泡沫一旦破裂将会给日本带来灾难性的打击，但是，日本的社会都被“经济奇迹”所陶醉，为资产升值而疯狂，政治家、财界名流、经济学家和媒体都在为日本的崛起大唱赞歌，根本容不得对日本经济的疑念，使得那些有识之士难以在冷静的条件下，对经济运营做出客观的判断和决策。而且，日本政府对美日经济贸易摩擦以及日元升值究竟会给日本经济带来怎样的影响缺乏战略性的政策，政策的失败导致经济“硬着陆”，日本为此付出了惨重的代价。

在 80 年代后期，当欧美的学者和经济评论家警告说日本经济已经出现泡沫化的现象时，日本政府的高官、学者、经济评论家和企业界们都对这些警告嗤之以鼻，认为这是西方人妒忌日本的成功，是唱衰日本的论调。许多日本经济评论家和学者发表长篇阔论强调日本经济的特殊性和东京证券市场的“抗震性”，在所谓的“好的泡沫”和“坏的泡沫”上做文章，认为随着经济的增长，资产价值的上升是理所当然的现象，出现“泡沫未必是坏事，无需大惊小怪”。当日本的经济泡沫破裂后，日本政府还颇为自信地在《经济白皮书》中宣称日本经济只不过是进入了一个“调整的阶段”，日本经济会“自律性的复苏”，等等。所以，有许多日本学者在回顾日本经济泡沫化时期的历史时反省说，“信心泡沫”比“资产泡沫”危害更深。



## 五、本书的构成

本书主要通过“第一部：日本的经济崛起与经济泡沫”；“第二部：日本与失去的 10 年”；“第三部：日本是如何超越失去的 10 年的”这

三部曲全面而系统地概观近 20 年来日本经济转型的全过程，详尽地分析日本在经济转型初期失败的教训和最后转型成功的经验。

在第一部“日本的经济崛起与经济泡沫”中，首先从外因和内因两个方面分析日本经济泡沫形成的主要原因，然后，在阐明经济泡沫形成的原因和环境的基础上，系统地概观日本经济泡沫从形成到破裂的全过程。著者根据大量的史料分析，把 80 年代日益严重的美日贸易收支失衡和贸易摩擦，美日货币外交和“广场协议”下的日元大幅度升值看做是日本经济泡沫形成的外部原因；把日本在外压下实行的金融自由化以及为扩大内需而实行的扩张性财政政策等的失误看做是日本经济泡沫形成的内部原因。在描述日本经济泡沫形成过程时，从国家、企业、银行、国民四个层面立体地分析经济泡沫形成的机制。并且通过对日本股市、房地产等资产价格的变化过程的动态分析详细地描述了日本经济泡沫破裂的过程。

日本整个国家、社会、企业、个人因为经济泡沫的破裂，在衰退、停滞、低迷、彷徨之中，整整失去了 10 年，那也就是 20 世纪最后的 10 年。所以，经济学家和社会学家们共同把 90 年代称为日本经济史和社会史中的“失去的 10 年 (The lost decade)”。本书的第二部“日本与失去的 10 年”，从政府、银行、企业的三个侧面探讨日本经济和社会在泡沫破裂后进入“失去的 10 年”的深层原因所在。首先，分析和总结在 90 年代日本政府对泡沫破裂后日本宏观经济形势判断的失误以及在宏观经济决策上的失误，从日本政府的“政策危机”寻找出泡沫破裂后日本经济陷入长期停滞低迷的“政策性原因”。然后，把分析问题的焦点放到银行等金融领域，对泡沫破裂的后遗症也即银行不良债权的处理被拖延搁置导致“平成金融危机”的原因和背景进行深入的研究。最后，通过对日本企业在泡沫破裂后陷入债务，设备和人员的“三项过剩”的分析，揭示日本式经营“无敌不败”神话在“失去的 10 年”中走向破灭的轨迹。

在第三部“日本是如何超越失去的 10 年的”之中，从“政策再



生”、“金融再生”和“产业再生”的三个方面，分析和总结日本走出经济长期衰退的困局，超越“失去的10年”的经验。著者重点研究了在超越“失去的10年”的过程中，日本的政府、学术界、金融界、产业界分别都进行了哪些尝试。在“失去的10年”的后期，特别是21世纪初，日本的一部分政治家，政府的官员，产业界人士和学者为了扭转危机局面开始意识到要再次振兴日本的经济并且提高产业竞争力，首先必须反省过去的宏观经济政策，并且放弃凯恩斯主义的扩张性财政政策，应该通过结构改革，彻底根治泡沫破裂所留下的“负的遗产”，从而告别“失去的10年”。为此，日本提出了“没有改革，就没有增长”的口号。在“政策再生”或是“政策创新”方面，为了突破传统的官僚体制在经济决策上的局限，日本政府模仿美国的总统经济咨询委员会设立首相直属的“日本经济战略会议”开始了请民间精英人士参加政府决策的尝试。其后，又成立了民间学者主导的“经济财政咨询会议”作为日本经济结构改革的“司令塔”，彻底改革经济决策的程序。日本还建立首相与产业界精英直接对话的机制，通过“产业竞争力会议”探讨重振日本国际竞争力的途径。在“金融再生”方面，日本在21世纪初，实施“金融再生计划”，采取“休克疗法”成功地根治了阻碍日本经济复苏的顽症，解决了银行不良债权的问题。在“产业再生”方面，以具体的事例介绍日本从立法和制度创新的领域为企业的重组和经营改革构筑“支援网络”，甚至动用公有资金和国家的力量帮助陷入经营危机的企业再生重建的经验。

最后，在“终章：告别世界第二位的经济大国，美日经贸关系再考”中，首先分析美日经贸关系对日本的经济泡沫形成与破裂，以及“失去的10年”的影响，指出美国是日本经济转型中不可忽视的“主角”。然后，介绍了标志着日本经济转型走向成功的“日本新经济增长战略”，为读者简单地描述了日本经济的未来。

《经济大国的兴衰》一书的著者查尔斯·P·金德尔巴特在他的专著中，对那些在从1550~1995年这段极为漫长的世界经济史中逐一登