



历史不会重复，但总会惊人的相似。

马克·吐温

日本的迷失 前夜：1992~1995

历经10年，还原
“危机前夜”的惊愕真相

検証 経済暗雲 - なぜ先送りするのか

[日] 西野智彦——著

兴全基金管理有限公司——译

中信出版集团

日本的迷失

前夜：1992~1995

検証 経済暗雲 - なぜ先送りするのか

[日] 西野智彦——著 兴全基金管理有限公司——译

图书在版编目(CIP)数据

日本的迷失·前夜:1992~1995/(日)西野智彦
著;兴全基金管理有限公司译.--北京:中信出版社,
2017.11

ISBN 978-7-5086-8127-6

I. ①日… II. ①西… ②兴… III. ①经济-研究-
日本-1992-1995 IV. ①F131.3

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第217248号

KENSHO KEIZAI ANUN: NAZE SAKI OKURI SURUNOKA

by Tomohiko Nishino

© 2003 by Tomohiko Nishino

Originally published 1999 by Iwanami Shoten, Publishers, Tokyo

This simplified Chinese edition published 2017

by CITIC Press Corporation, Beijing

by arrangement with Iwanami Shoten, Publishers, Tokyo

日本的迷失·前夜:1992~1995

著者:[日]西野智彦

译者:兴全基金管理有限公司

出版发行:中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

承印者:北京诚信伟业印刷有限公司

开本:787mm×1092mm 1/16

版次:2017年11月第1版

京权图字:01-2017-7105

书号:ISBN 978-7-5086-8127-6

定价:49.00元

印张:15.25 字数:150千字

印次:2017年11月第1次印刷

广告经营许可证:京朝工商广字第8087号

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题,本公司负责调换。

服务热线:400-600-8099

投稿邮箱:author@citicpub.com

《序言》

彼时彼地，日本经济“迷失的20年”告诉了我们什么

日本经济泡沫破灭及随后“迷失的20年”，是20世纪最重要的经济事件之一，也是各国经济学者研究的热点领域。中国和日本作为毗邻的亚洲经济大国，在经济发展路径和模式上具有诸多相似之处，而日本的这一段历史经验正可以作为中国经济发展的“他山之石”和“前车之鉴”。

第二次世界大战后的日本及改革开放后的中国，均经历过经济增速年均逾10%的增长奇迹，也都有一个“下台阶”的过程。20世纪50~60年代，日本经济增速年均10%左右，在70~80年代下降到年均5%左右，90年代以来再下降到年均接近零的水平；而中国在2008年的金融危机冲击后，也告别了之前两位数的经济高速增长，进入6%~7%的中速增长阶段。从经济增长模式来看，投资和出口在中日两国经济崛起的过程中都发挥了重要作用，而持续大量的贸易顺差和国际资本的不断涌

人，也为两国带来了大量的外汇储备，给本币带来了较大的升值压力，伴随着本国相对宽松的货币政策，存在资产泡沫化的隐患。

如今，中国也正面临着当年困扰日本的资产泡沫问题。1989年年底，日经指数创下38957的高点后泡沫破灭，日本股市从此进入漫长熊市，房地产在稍后一两年也步后尘进入持续下跌阶段；而中国在经历了2008年的股市泡沫破灭及2015年的股灾后，人们对于股市的暴涨暴跌已经心有余悸，但是房产泡沫仍然居高不下。在人口老龄化、产业结构转型、大规模海外投资以及金融业放松管制等方面，中国也日益呈现与当年日本相似之处。从整体来看，在中国经济研究中了解和借鉴日本发展历史是很自然的，也是很有必要的。

在对日本经济历史的研究中，有一类观点注重强调中日两国在社会制度、国土规模、城乡结构、经济发展阶段、人均收入水平，以及政府对金融市场的把控力度等方面的诸多不同，认为中国不可能遭遇和日本一样的泡沫经济问题或是日本的经验对中国没有借鉴意义。这种观点我们并不认同，世界上不会有两个国家的情况完全相同，历史上也不会有两次事件完全相同，如果简单强调不同点而无视相似性和共同规律研究，甚至放弃学习这么宝贵的经验教训，并不是一种理智的选择。

同样，也有部分观点满足于一些学者总结出来的结论，比如把日本资产泡沫的出现和破灭简单归咎于“被迫”接受《广场协议》，让货币快速升值，或者还有随后宽松的货币政策和过早的利率市场化，并认为中国只要不犯这些错误就足以避免走上日本经济的“老路”，这恐怕也是一种过于理想的判断。

事实上，日本资产泡沫的出现和破灭是非常复杂的经济现象，受到各种各样盘根错节、彼此关联或是互相抵消的因素的影响。时至今日，

学界和业界仍然存在很多争论，也仍然有许多困惑有待厘清。从曾经全世界普遍看好的“日本奇迹”，到后来“迷失的20年”，几乎没有人能预见到这样的剧变，这一切究竟是什么原因所致，是否存在走上另外一条持续繁荣的道路的可能性，这些问题不仅使其他国家的学者陷入困惑，日本学界自身也无法给出满意的答案。在种种学术争论中，如果缺乏足够的关于当时具体历史事件和过程的记录资料，那么争论就变成了“空中楼阁”，对外国研究者而言尤为如此。

当然，如果站在当今的时点，给出一种“事后诸葛亮”式的评价，对于当时历史的亲历者也并不公允。比如回看1992年日本大藏省对于银行资产负债表的评估，当时日本的银行向企业提供长期贷款时，大多要求以土地作为抵押，似乎很容易看出当政者低估了后续房价下跌的影响，对金融系统危机的认识和把握不足。然而中国的房价在10年前就不断有海内外经济学家看衰，在房产泡沫的质疑声中房价又不断上涨了数倍，我们的金融部门和管理层这10年及现在又该如何看待和判断我们的房地产业为好？克劳塞维茨说过的，评价战役指挥的得失不应简单地以成败论英雄，而应该还原到当时的环境、资源和信息条件下来观察和评判。我们相信，要想了解日本到底发生了什么，监管政策应对是否恰当，金融机构做错了什么，也必须回到彼时彼地，通过大量原始资料的整理，还原当时的市场条件、国内外环境和金融经济情况，进行抽丝剥茧的分析，才能够做出比较准确的评价，得出比较客观的结论。

该书作者西野智彦致力于站在“当政者”的视角，以近乎纪录片式的表述方式，展现当时日本政府官员、中央银行及金融机构的决策和博弈，媒体的报道、社会舆论的反应，以及政治人物的应对和互动。可以说，这本书以详尽的调研和细腻的文笔让读者有身临其境之感，提供了

宝贵的历史资料。市面上已有不少分析日本泡沫经济的文章和书籍，这本书的珍贵之处在于提供了大量第一手的原材料，供大家仁者见仁，智者见智地进行分析 and 思考。

值得一提的是，目前关于日本泡沫经济的研究绝大多数关注的是泡沫前和泡沫中，分析重点几乎都放在日本资产泡沫为什么会发生以及如何规避泡沫的发生，而该书则聚焦于资产泡沫破灭后，政府管理部门如何收拾随之而来的混乱局面，如何应对金融机构的各种困境，以及如何周旋于社会舆论的种种非议之中，相关人士在对金融政策进行斟酌决断的过程中，不可避免地受到政治选举和政治人物的干扰，导致不断修改方案。事实上，几百年来人类经济发展的历史一直与经济泡沫的不断出现和破灭相伴而行，但泡沫导致的结果却大相径庭。比如同样是大型资产泡沫，1929年的美国股市泡沫破灭导致了全球经济长期萧条，2008年的房地产泡沫破灭导致全球经济衰退，但2001年的互联网泡沫破灭却只造成了经济短暂且较轻微的衰退。美联储前主席艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）就一直认为，泡沫无法避免，管理当局也很难较好地预测泡沫和控制泡沫，最重要的是泡沫破灭后如何有效应对。如果说中国的资产泡沫形成已成事实，未来的泡沫破灭恐怕也难以避免。对于中国现在来说，更重要的大概不是争论经济有无泡沫，泡沫有多大，我们应该花更多精力，把研究和关注的重点放在泡沫破灭后的应对措施上，尽量减少冲击造成的不利影响和损失，也尽量规避政策应对可能发生的错误，让中国经济顺利地迈过这个坎，避免日本经济长期停滞的结果。该书在这些方面可以给我们提供许多借鉴和帮助。

作为一家公募基金公司，兴全基金管理有限公司在不断学习和研究的过程中，也致力于引入一些对行业发展或投资理念有益的书籍，曾翻

译出版了《台湾股市大泡沫》《社会责任投资》《掘金绿色投资》等专业书籍，同时赞助出版了《穷查理宝典：查理·芒格的智慧箴言录》《滚雪球：巴菲特和他的财富人生》《邓普顿金律：21个成功和快乐之道》等经典书籍。投资是一个喜欢历史的行业，规律时常隐藏在历史和案例中，正如马克·吐温（Mark Twain）所说：“历史不会重复，但总会惊人的相似。”我们推动翻译出版的这本《日本的迷失·前夜：1992~1995》，正是这样一本有着历史借鉴意义之作，期待读者能从中有所收获。

感谢杨岳斌、王彤彤、蒋璐临、林丽民、向若琛、张鸣宇、孙雯雯、夏凡、秦杰、李小天、黄鼎钧等人对该书的翻译出版做出的突出贡献。

杨东^①

^① 杨东，兴全基金牵手公益特邀顾问，兴全基金管理有限公司原总经理，具有25年证券和基金行业投资及管理经验，在投资业界具有相当的口碑和影响力。

《引子》

宫泽决定一大早就打电话。

再这样不管不问的话，说不定事情会变得愈加奇怪，警钟还是早点敲响为好。

前首相宫泽喜一拎起电话打给首相官邸的时间是2003年1月21日的早晨。

“哪怕是5分钟或是10分钟都行，能请首相抽出点时间来吗？”前首相亲自打来的电话顿时让秘书室气氛极为紧张，值班的秘书惶恐地问道：

“您担心的是外交，还是经济？”

“不好说，是金融经济。”

下午4点25分，一辆黑色的奔驰驶进了首相新官邸的大门。

身穿灰色条纹西装，系着绿色领带，潇洒出场的宫泽，瞟了一眼目瞪口呆的蹲守记者，悠悠地走进了正门大厅。仔细想来，自新官邸竣工以来，独自去5楼的首相办公室拜访，这还是第一次。

“非常抱歉，首相，在百忙之中打扰了。”

与小泉纯一郎相向而坐的宫泽直截了当地谈了起来：

“首先是金融，银行和保险应该没有什么大问题。银行正在进行大规模的增资，保险公司也还可以。可是，银行正加快节奏强制回收贷款，这样有可能会造成严重的后果。算了，这也是无可奈何的事情啊。”

虽然不用担心会发生社会上所流传的金融恐慌，但目前最好还是要充分注意经济运行状况——讲了前面一番话后，宫泽进入了正题：

“最近听到了类似通货膨胀目标的说法，只要这种话流行开来，就有可能出问题，必须相当谨慎才好。”

宫泽继续用叮嘱的语气说道：

“学者都是观念论，那些不懂经济的人凭一时的想法说三道四。如果光凭想象理解的话，会出现很大的‘副作用’，很有可能会导致国债暴跌、收益率猛涨。首相，请你务必三思。”

宫泽想要向小泉传达的意思是，不应该实施简单的通货膨胀政策。

目前在政府和执政党内，为了使克服通货紧缩和实施经济结构改革的政策齐头并进，认为应该启动超越以往的“非传统性”金融政策的呼声越来越高，呈现强劲的势头。

其中，对于日本银行有义务实现一定物价上升率的通货膨胀目标，经济财政大臣竹内平藏和自民党干事长山崎拓等实力人物纷纷表明了支持意向。而且，政府和银行为克服通货紧缩而签订政策协定之事，也受到了一些非议。

但是，另一方面，成为长期利率指标的10年期国债的收益率，自1998年10月以来下跌到了0.805%。那是因为在金融体系功能不全和经济长期不景气的背景下，大量躲避风险的钱流入国债市场。

在这种饱和状态下，如果首相在国会上说出类似“利率可以上升”的话，国债价格一定会暴跌。

宫泽独自感到了危机。他想，定期国会正式审议之前，无论如何必须向小泉提出。

宫泽看着认真倾听的小泉，诚恳地接着说下去：

“即使不定通货膨胀目标，也可以增加日本央行国债、公司债券购买额等。可以基于目前的状况实施，并没有必要非得达到多少通货膨胀率。”

然后，宫泽说了一句意味深长的话：

“因为日本银行也已经意识到了这点。”

实际上，宫泽在这之前，已与下一届日本央行总裁候选人福井俊彦见过面。他将那时福井对“用‘传统性’金融政策的框架能实施什么”这个问题的回答，原原本本地告诉了小泉。^①

① 宫泽的首相官邸访问中还包含了这样的信息：2003年3月任期届满的日本央行总裁速水优的后任不应该是“通货膨胀目标论者”，而应该是福井。实际上，2001年4月当宫泽还是财政大臣时，曾在赤坂的鳗鱼料理店受速水拜托：“我将辞任，我想让位给福井。”宫泽理解了他的想法，然而在第二天早上速水申请辞任的程序中，秘书官却说服他说：“在森政权末期，日本央行总裁的人事变动想征求国会的同意是不可能的。”宫泽这才勉强劝导速水放弃辞任。此后，宫泽取得了自民党参议院干事长青木干雄的同意，向官房长官福田康夫转达“下一任央行总裁是福井”之后，去了阁外。这个时期，宫泽拜访小泉在封锁通货膨胀目标论的同时，也有提醒两年前的转达事项的意图。

小泉对宫泽的说明一一表示肯定，并简短地回答了他：

“由于各种因素综合才导致了现在的状况，我非常清楚，对此并没有速效药。”

没有速效药——对宫泽来说，这一句话就够了。他感觉到了至少小泉没有倾向于通货膨胀政策。

然后，小泉这样提问：

“根据您长期担任财政大臣的经验，能否告诉我引导日元贬值能做到吗？”

最近出现一种主张，即实施通货膨胀目标的同时，可以引导外汇市场的日元贬值、美元升值，以此重振经济。

究竟是谁向小泉灌输日元贬值政策的？宫泽一边思考这个问题，一边回答说：

“就算是短时间浮动5日元左右，但要持续恐怕很难。”

“是啊，美国也不会让这种事发生吧。”

“对。”

谈话只有短短15分钟，内容却很多。

可能是因为得到了前辈的建言很高兴，小泉少见地将宫泽送至办公室门口，深深地鞠了一躬。

“非常感谢！请您常来。”

宫泽年轻时曾向政府首脑递交关于通货膨胀政策的“意见书”。文书的日期是太平洋战争结束前4个月的1945年4月，当时25岁的宫泽是大藏省银行保险局一名年轻的事务官。

那时，政府一方面通过日本央行购买国债来筹措庞大的战争经费，一方面为了不引起通货膨胀，要求国民极尽“节俭”。宫泽所写的以

《关于储蓄奖励和防止通货膨胀之考察》为题的意见书，充满了对政府毫不留情的批评。

- 现在的储蓄鼓励政策，一句话来说，就像是用舀子舀大河里的水一样，无论怎么努力，如果不能阻挡住大河的源头，就无法避免大通货膨胀的到来。
- 我相信，现下大藏省采取的主要政策应当是，极度压缩国家及产业的资金流出，断然实施通货紧缩政策。
- 本策的实施，必然会招致一部分军官民强烈的谴责，只是现在国家危急，我等作为陛下的官吏，在大藏省供职，应当不怕摩擦，拿出誓死的决心，向着信念前进。^①

最终，年轻事务官的进言并没有受到重视，日本在战败的同时，大通货膨胀也到来了。

这之后，宫泽接着劝诫。

无论多么艰难，也不能随意折腾通货、金融。

不能小看通货、金融的影响。

1985年秋天，宫泽面对签了《广场协议》而得意扬扬归来的大藏大臣竹下登，顶撞他说：“你真的明白自己所做之事的意义吗？”人为的

^① 摘自谷村裕《私抄大藏省史话》。

汇率调整加之后来的金融政策错误，招致了空前的泡沫经济。


1997年秋天，宫泽独自赶赴首相官邸，直言应该向不景气的金融体系注入公共资金。1998年夏天，他顶住社会舆论，提出了向日本长期信用银行进行“救济”的必要性。

宫泽打算奋力一搏，无论如何也要防止金融经济的混乱，虽然有时候并没有达到预期结果，但他有一个人发出警告的自信。


宫泽在结束了与小泉的谈话之后上了车。他思索着：希望这次不要出现不好的结局。忽然，他想起了过去似曾相识的光景。

1992年夏天，当时还是首相的宫泽，突然预感到危机的到来，向众人猛敲警钟。

但是，经济界人士并没有觉察到“恶疾”，问题一再被搁置，拖延不解决。每个人都过于自信，反正时间能让伤口痊愈，体力总能恢复。



那时，如果采取更强硬的态度，之后的进展也许会不同吧？



远眺正在拆迁的旧首相府邸，宫泽想，究竟是哪条路走错了呢？关于那个夏天，记忆的线索被慢慢拉到了眼前。

《 目 录 》

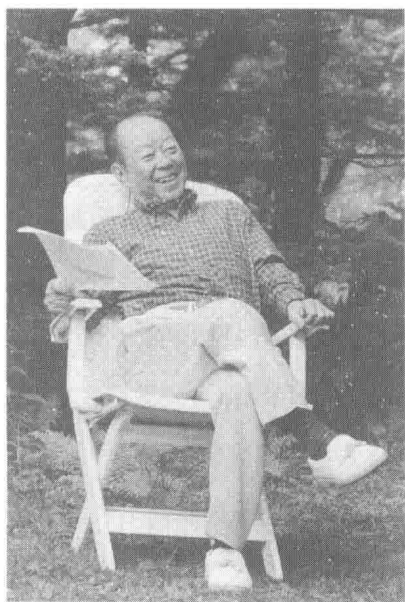
第一章 孤独的危机感——公共资金为什么被搁置	1
延期偿付政策被束之高阁	3
解不开的谜团	13
遥不可及的公共资金	26
第二章 备忘录的背后——为什么没能及时进行根本性处理	41
金融危机之门	43
住专圈套	52
日本央行的气魄	69
第三章 银行局的威信——为什么从两家信用合作社开始破产	83
被隐藏的 B 方案	85
向新局长下达的密令	102
涌向两家信用合作社问题处理的激流	117

第四章	收不到的危险信号——为什么金融当局犹豫了	129
	令人担忧的警告	131
	吉田行长的哀鸣	143
	“抹杀”法定利率	158
第五章	危机之门打开——为什么下决心投入公共资金	173
	存款限额保护冻结的真相	175
	惊险的复仇之战	186
	失败的结局	200
	尾 声	221

第一章

孤独的危机感

公共资金为什么被搁置



在轻井泽别墅度假的宫泽喜一首相
接受中岛义雄的拜访。

（长野县轻井泽町，1992年8月17日）