

全球金融危机下的日本经济及其金融对策

中国社会科学院日本研究所 刘瑞

在全球性金融危机严峻形势下，与欧美各国相比，虽然日本金融机构因证券化商品交易所蒙受的损失对金融体系直接影响有限，但金融机构收益骤减，企业融资环境恶化。金融危机的深化严重波及实体经济，日本经济陷入衰退困境，受挫程度甚至超过金融危机震源地的欧美国家。为应对金融危机，日本政府与央行全力实施政策总动员，多项临时性非传统金融举措也相继出台。在继续恶化的经济环境中，日本面临金融中介功能受阻、金融机构道德风险放大、中小企业融资艰难、货币政策执行空间有限等问题。

一、金融危机对日本金融体系的影响

（一）金融机构参与证券化商品损失有限。近年来，摆脱不良债权沉重负担的日本金融机构强化了风险管理，加之证券化商品运行模式尚未完善，与欧美国家相比，此次金融危机中日本因证券化商品交易所蒙受的损失对金融体系直接影响有限。截至 2008 年 12 月末，日本存款性金融机构持有 19.41 万亿日元证券化商品，损失 3.24 万亿日元，仅占其核心资本的 6.47%；持有次贷关联商品 0.57 万亿日元，损失 1.05 万亿日元，仅占其核心资本的 2.10%。而欧美损失额最大的前 15 家银行的次贷关联商品损失达到 413 万亿日元，占其核心资本比率高达 57.50%。

（二）金融机构收益恶化。经济衰退、贷款企业经营低迷及股票价格下跌等因素导致金融机构收益急剧减少。预计 2008 财年（2008 年 4 月至 2009 年 3 月）包括三菱日联集团、瑞穗集团、三井住友、理索纳集团、住友信托和中央三井银行集团在内的六大银行集团最终利润将由 2007 财年 1.8 万亿日元的盈利转为 1.2 万亿日元的亏损；不良债权处理损失合计预计高达 1.7 万亿日元，是前年的 4.4 倍，为 2004 财年以来最高水平。

（三）银行信贷增长，但中小企业融资困难。受金融危机影响，日本资本市场功能受损，发行股票、企业债及商业票据（CP）等融资渠道受阻，只能偏重银行中介。2008 财年全国银行贷款比前年增加 2.7% 达到 399.19 万亿日元，成为自 1993 财年有可比记录以来最高涨幅。但从贷款对象的企业规模看，银行面向大企业贷款大幅增加，而中坚企业、中小企业资金筹措一直处于紧张状态。在资金短

缺、经营艰难困境下，2008年日本破产企业升至五年来最高数量达 15,646家，其中绝大多数为中小企业。

二、金融危机下的日本宏观经济

金融危机的蔓延令日本经济不断恶化，甚至超过金融危机震源地的欧美国家。从 2008年第二季度起，日本实际 GDP连续三个季度与前期环比呈负增长态势，经济陷入衰退。第四季度 GDP为 -3.2%，换算成年率为 -12.1%，降幅仅次于 1974年第一季度的 -13.1%。2009年 4月日本政府将去年末对 2008 2009财年经济增长预测值 -0.8% 0.0%大幅调低至 -3.1%和 -3.3%，日本陷入二战后最为严重的经济衰退。

第一、消费物价低迷，居民消费急剧萎缩。2007财年居民消费占日本 GDP的 54%，对经济增长贡献巨大。受金融危机影响，至 2009年 3月，日本职工平均现金发放总额连续 10个月比前年同期减少，家庭平均支出连续 13个月负增长。2008财年国内新车总销售数量为 470万台比前年减少 11.6%，为 31年以来最低水准；全国百货店销售额比前年减少 6.8%，为历史最大降幅。同时，通货紧缩压力增大，日本政府预计 2009财年消费价格综合指数为 -1.3%，创历史新低。

第二、企业设备投资大幅下滑。设备投资约占日本 GDP的 16%。由于作为经济引擎的设备投资和出口极度低迷，2008年日本经常项目顺差创历史最高降幅。受外需减少影响，2008年企业设备投资连续两年减少，从第二季度起连续三个季度呈现不断扩大的负增长趋势，其中第四季度比前期下降 16.7%，创历史最大降幅。

第三、住宅投资低迷。在政府对住宅贷款减税等措施的激励下，2008财年住宅新开工户数比前年增加 0.3%为 103万户，但这主要是 2007年《建筑基准法》修订后投资大幅减少后的微弱反弹。2008年首都圈公寓销售数量比前年减少 28.3%，为 1992年泡沫经济崩溃后最低水平。

第四、日元急速升值，出口形势严峻。雷曼兄弟破产后风险厌恶情绪导致美元对主要货币全线贬值，日元汇率不断攀升，2008年 12月 17日 1美元=87.4日元突破 13年来最高值。世界经济减速、日元升值对出口依存度为 16%的日本经济影响巨大，主干产业出口急速刹车，2008财年出现 1980财年以来首次贸易收支赤字 7253亿日元。出口减少使企业业绩急剧恶化，2008年企业经常收益连续减少，第四季度 64.6%的减幅追平 35年前历史记录，其中以汽车、电器为代表的制造业更创历史记录减少 94.3%。日本企业面临历史性危机局面，凸显出口依存式经济结构弊端。

第五、就业形势黯淡。金融危机深化导致企业雇佣大幅减少，2009年 3月完全失业率升至 4.8，失业人数增加 67万人共计 335万人，为历史最大单月增幅。有效求人倍数仅为 0.52倍，持续 10个月恶化，为 2002年 4月以来最低值。

第六、股票价格跌势显著。世界金融危机对日本股票市场的影响不亚于处于危机中心的美欧国家，2008年末日经平均股价下跌 42%至 8859.56日元，创战后

最大跌幅，其中金融、运输用机器制造、电器制造业分别下跌 56.6%、56.4%和 53.6%。受股价暴跌影响，2008年末日本家庭持有金融资产余额下降 5.7%，为 1998年末以来最大降幅。

可以看出，全球金融危机已通过消费、投资和出口严重波及日本实体经济，而且由于危机尚未触底，日本经济衰退状况将会继续深化，短期内难以浮现复苏曙光。

三、日本应对危机的金融对策

在“百年一遇”的全球性金融危机中，日本政府从 2008年 8月起四次出台经济刺激对策，总额为 132.2万亿日元，其中金融对策约占 80%。值得关注的是 2009年 4月最新推出的总额 56.8万亿日元“经济危机对策”成为日本政府有史以来最大规模经济刺激计划，相当于日本 GDP的 3%，其中财政支出为创纪录的 15.4万亿日元，金融对策 41.4万亿日元，政府预计此项计划能为 2009财年 GDP增长率贡献 1.9%。日本银行也紧急推出多种举措，与政府合力拯救受到重创的金融环境和实体经济，其中不乏临时性的非常规、非传统的方式，如直接购买银行持有股票、企业所持商业票据和公司债、增加长期国债购买额度等措施。日本政府和央行主要采取了以下金融对策。

(一) 形成超低利率环境。2008年 10月日本银行宣布将银行间无担保隔夜拆借利率从 0.5%下调至 0.3%。基准贷款利率从 0.75%降至 0.5%。这是日本银行自 2001年 3月以来首次降息。12月再次将银行间无担保隔夜拆借利率下调至 0.1%，基准贷款利率降至 0.3%，继 1999年采取零利率政策以后，日本银行再度把利率降至接近零的水平。

(二) 维护金融市场稳定。1 提供美元流动性供给。雷曼兄弟破产后，日本银行协同欧洲 5家央行与美联储签署货币互换协议，其中日本银行向日本金融市场投放 600亿美元额度流动性资金，之后又取消上限额度，启动无限额美元供给。2 改善日元流动性。(1) 日本银行通过公开市场操作连续对短期金融市场实施大规模流动性供给，满足日本国内金融机构资金需求。(2) 对商业银行在央行经常账户的超额部分实行临时付息(0.1%)措施，以提供充足资金。(3) 改善国债期货市场流动性，增加交易品种。(4) 日本银行购买银行所持长期国债，提供较长期限资金，2008年 12月购买额度从每月 1.2增至 1.4万亿日元，2009年 3月再次提高至 1.8万亿日元。3 稳定国内股票市场。2009年 4月制定了由“政府相关机构”通过市场直接购买股票的特殊制度，政府为此机构提供 50万亿日元政府担保，相当于东证一部时价总额的 20%。

(三) 促进企业融资。1 中小企业资金支援。(1) 2008年 10月日本政府通过信用保证协会设定 20万亿日元紧急担保额度(2009年 4月扩大到 30万亿日元)，为符合条件的中小企业提供不超过 2亿日元贷款的全额担保(之后提高至 2.8亿

日元)。(2)日本政策金融公库为中小企业提供的“安全网融资额度”从2008年10月的9万亿日元增加到2009年4月的12万亿日元。(3)增加应对危机融资额度至3.3万亿日元。2 向中坚企业、大企业提供资金支持。(1)为了解决暂时陷入资金周转困境的中坚企业和大企业,通过政府性金融机构获得融资支持。(2)形成政策投资银行购买中坚企业、大企业CP机制。(3)增加政策投资银行在融资、保证和出资等方面额度。3 支持日本企业海外事业。日本国际协力银行(JBIC)向出口企业提供信用担保并对国内大企业在发展中国家的业务提供贷款。4 日本银行实施了新型公开市场操作方式,对金融机构实行总额3万亿日元的特别融资,帮助企业度过年末、财年末资金难关。5 直接购买企业CP、公司债。2008年12月,日本政府宣布通过政策性银行购买企业发行CP的非常规举措。2009年1月,日本银行也决定通过金融机构购买总额3万亿日元企业CP,2月决定购入总额1万亿日元的残存期限在1年以内的公司债。

(四)确保金融体系稳健。1 日本政府计划向金融机构注入额度为12万亿日元公共资金。2 从2008年12月末至2012年3月末决算期,对符合条件的存款性金融机构放宽资本充足率限制。3 为减少金融机构因股票下跌导致损失增加的风险,日本政府决定通过“银行等持有股票取得机构”购买最多20万亿日元银行所持股票(原定为2万亿日元)。2009年2月日本银行也公布了购买金融机构持有股票方案。4 2009年3月日本银行决定为大银行提供总额1万亿日元次级贷款,帮助改善资本充足率。

四、政策效果和亟待解决的课题

(一)政策效果。日本政府与日本银行的政策总动员使相关流动性指标、信贷指标发生了变化。1 基础货币激增。在日本银行大规模公开市场操作作用下,流动性供给增加,2008年9月起基础货币增长率转为正值。但对商业银行在央行的经常账户开始付息后,经常账户余额增加,反映出金融机构对金融市场的不安情绪。

2 货币存量增加,但流动性不高。在金融对策刺激下,2008财年M3比前年增加0.8%,为2004财年以来最高水准。但其中定期存款等准货币增加2.1%,为1990财年以来最大涨幅;而代表高流动性的M1同比减少0.6%,为历史最大跌幅。显示了资金向安全资产转移的状况。

3 企业融资增加,财年末融资严峻。在多次经济刺激对策下,截至2009年3月末,利用政策性金融机构为中坚企业、大企业提供低成本紧急融资577件达1.13万亿日元,比2月末增加了7000亿日元,表现出财年末企业对资金的旺盛需求。

4 日本银行总资产大幅增加。2009年3月末日本银行总资产余额为124.3万亿日元,为2006年3月末数量宽松货币政策解除后最高水准,体现央行为金融市场提供资金、支援企业融资的积极行动。但2009年1月以来,日本银行通过非传

统方式购买企业 OR 公司债、银行持有股票等风险资产达 5 万亿日元，在金融危机形势下，若企业破产、股票下跌将使日本银行蒙受巨额损失，导致日元信任危机。因此日本银行已开始着手增强自有资本，减少风险损失。

（二）存在课题。虽然日本政府和央行采取了各种对策抵御危机，但依然面临亟待解决的难题。1 金融中介功能受阻。虽然银行贷款增加，日本金融体系基本稳定，但是在金融危机深化过程中，受股票价格暴跌和企业经营低迷影响，银行在资本充足率制约下追加贷款刺激经济的政策很难持续奏效，只有真正提高银行收益才能正常发挥金融中介功能，确保金融体系稳定。

2 金融机构道德风险放大。在对金融机构实施公共注资时，《金融机能强化法》修正案删除了申请注资时提交经营计划中要求明确经营责任、整合业务等条款，旨在稳定地方金融体系。但申请条件的放宽或许会放大注资金融机构的道德风险，削弱市场约束，因此还需加强金融监管。

3 中小企业融资难问题突出。在经济不断恶化的背景下，出于资本充足率考虑，银行对中小企业的惜贷现象无法解决。虽然政府提出紧急担保政策后利用规模不断增加，但保证协会对中小企业提供的紧急担保条件非常严格，无法满足中小企业融资需要，中小企业融资依然严峻。

4 货币政策作用空间有限。日本政府追加刺激经济政策出台后，公布新发行 10.8 万亿日元国债的补充预算方案，此举将国家与地方长期债务余额推向新高，预计 2009 财年将达 816 万亿日元，占 GDP 比重高达 168.5%。为消化数量庞大的新发国债，政府期待日本银行继续增加购买额度，但在纸币发行量规则约束下，日本银行购买额度已接近极限，而且为了拯救不断恶化的实体经济，日本银行几乎动用了全部力量，这些方式必将增加日本银行的财务风险，损害通货及金融政策信用，反而无法继续支持经济走出危机困境。因此应与政府合理分担角色，并与其他相关经济政策相配合，才能发挥出更大效用。

《中国社会科学院报》2009 年 6 月 18 日第 5 版