

资产价格泡沫与货币政策有效性分析

—日本的经验、教训及其启示

Asset price bubbles and the effects of monetary policy

— the experience from Japan and its enlightenments to China

刘瑞*

摘要：在全球共同应对金融危机之时，货币政策如何应对资产价格泡沫成为理论界及政策当局必须面对的难题。20世纪 80年代末 90年代初期，日本经历了以房地产和股票为代表的资产价格泡沫的形成、膨胀和破灭，金融体系和实体经济严重受损，日本经济陷入“失去的十年”。本文分析了货币政策在日本泡沫经济形成与崩溃过程中的失误，梳理了理论界关于货币政策应对资产价格泡沫的两种观点，通过研究日本货币政策应对资产价格泡沫的困境及局限性，总结日本的经验、教训及其对我国货币政策的启示。

关键词：资产价格；货币政策；泡沫经济；货币政策目标

目前，发端于美国的金融危机正以愈演愈烈之势严重影响着全球经济的健康发展。众所周知 这场金融危机的源头是美国的资产尤其是房地产价格泡沫，在华尔街对金融衍生商品的滥用过程中，房地产价格泡沫过度膨胀并最终破裂。而美国联邦储备局（FRB）长期以来推行的宽松货币政策对促成房地产泡沫的持续膨胀起到了推波助澜的作用。值得关注的是，在资产价格泡沫破灭前，美国经济连年保持较高增长和较低物价的良好局面，FRB虽然也提出关注资产价格急剧变动，但在不断刺激经济繁荣中，宽松的货币政策最终促进了资产价格泡沫的生成。

20世纪 80年代后期，日本经济在物价相对稳定的背景下爆发了以房地产和股票为代表的资产价格泡沫，泡沫经济的崩溃引发的金融危机将日本经济带入了“失去的十年”，而日本银行货币政策失误也是导致资产价格泡沫产生与破灭的重要原因之一。在资本市场不断深化的过程中，金融创新使股票、房地产等资产价格形成机制更加复杂，一旦资产价格泡沫被刺破，其对经济的危害也更加严重。因此如何应对资产价格泡沫成为货币政策的必须面对的艰难课题。

本文以日本泡沫经济时期资产价格与货币政策为载体，分析货币政策应对资

* 刘瑞，经济学博士，全国日本经济学会理事，现为中国社会科学院日本研究所助理研究员。研究方向：金融理论与政策、中日金融制度比较。本成果受到日本住友财团 2007年度「アジア諸国における日本関連研究助成」的支持。

2000年 IT泡沫破灭后，为了刺激经济增长，FBR从 2001年 1月至 2003年 6月连续 13次下调联邦基金利率，将其从 6.5%降至 1%，并将 1%的历史最低水平维持了一年之久。在低利率刺激下，华尔街开创了大量金融衍生商品，极力扩张信用，促使美国房地产泡沫持续膨胀。

产价格剧烈波动的有效性，以期解答下列问题：货币政策如何作用于资产价格波动？资产价格泡沫与物价稳定之间是否具有相关性？货币政策最终目标是否应兼顾资产价格？在应对资产价格泡沫时货币政策有何困境？

一、日本的资产价格泡沫

（一）泡沫与资产价格泡沫

在日本泡沫经济研究的代表力作《泡沫经济学》中，野口悠纪雄将“泡沫”定义为“现实资产价格与实体经济价格之间的差”，即“泡沫”是现实资产价格中，实体经济无法说明的部分。1993年度日本《经济白皮书》指出，“泡沫”一般是指资产价格大幅偏离经济基础要素而急速上升的现象。关于“泡沫经济”，从20世纪80年代日本经济的实际情况来看，表现出三种特征：资产价格的剧攀升、经济活动过热、货币供应量及信用膨胀。

可以看出，尽管“泡沫”的定义不尽相同，但“泡沫”均以资产价格膨胀为其表现形式，随着资本市场的发展，资产价格的剧烈波动及其影响更加备受关注。

（二）日本资产价格泡沫的形成、发展与崩溃

作为泡沫经济的重要特征，日本从1983年起，以股票和房地产为代表的资产价格呈上升趋势，1986年开始急速膨胀。

首先表现为股票价格的急剧变化。如图1所示，日本股票市场从1983年开始缓慢回升，1984年末日经平均股价上升至11543日元，“广场协议”后股市迅速膨胀。1986年1月日经平均指数为13000日元，至1987年9月便上涨至26000点。1988年股票市场时价总额达到477万亿日元，是当年GDP387万亿日元的1.23倍。1989年末，日经平均指数达到历史最高点38916点，是1984年末的3.4倍，股票市场时价总额上涨到611万亿日元，是1984年末的3.8倍，相当于当年GDP的1.48倍。

进入20世纪90年代后，股票价格急剧回落，1990年末日经平均股价暴跌至23849日元，比1989年末的最高值下降了38.7%，东京股票市场总市值减少了232万亿日元。股票的下跌也引起国内债券市场的恐慌，抛售股票、债券的资金迅速流向海外，日本金融市场出现了股票、债券与日元三重贬值的混乱，日本经济步入衰退。在金融危机日益加深的今日，日本股票持续低迷，2008年底日经平均股价8860日元，仅为峰值的22.77%；时价总额为283.46万亿日元，尚不足1989年的50%。

野口悠紀雄『バブルの経済学』、日本経済新聞社、1992年、第57頁。

香西泰、白川方明、翁邦雄『バブルと金融政策 日本経験と教訓』、日本経済新聞社、2001年、第10頁。

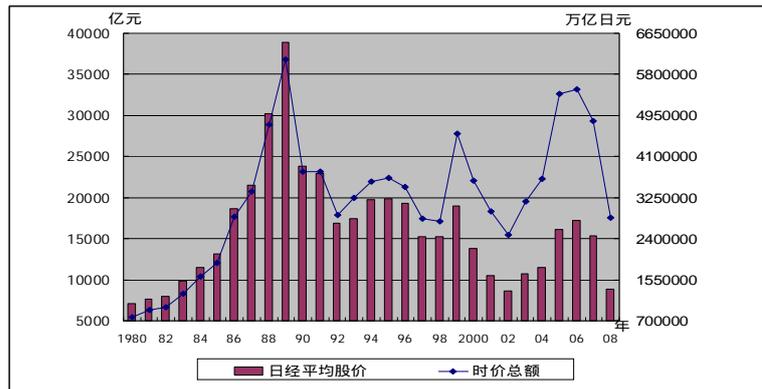


图 1 东京股票市场变化表

注：1 表中数据均为年末终值。

2 时价总额：1980-98年为东京证券交易所 1部、2部的合计；1999-2008为东证 1部、2部与创业板（MOTHERS）市场合计。

资料来源：根据 NIKKEI NET 东京证券交易所统计资料制作。

地价方面，20世纪 80年代在金融自由化、国际化进程中，东京决定设立离岸金融市场，各国金融机构进驻东京需要大量办公用地，东京首都圈地价开始高涨。1982至 83年东京都中心地带的商业用地价格飙升，随即带动六大都市商业用地价格上涨。如图 2所示，1984年 9月六大都市商业用地价格比上年增长 12.4%。日本全国地价上涨也首先表现为商业用地价格上升（参见图 3），1985年 9月升幅为 15.7%，而同期住宅用地和工业用地分别只上涨 5.5%和 3.7%。

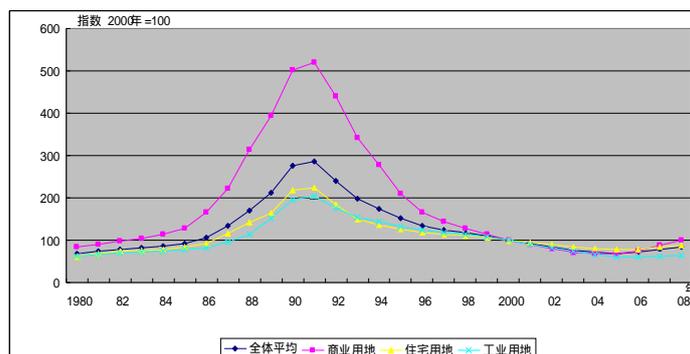


图 2 六大都市市街地价格指数变化

注：1 市街地价格指数为各年 3月末值。2 六大都市指东京都内、横滨、名古屋、京都、大阪和神户。

资料来源：日本不動産研究所「市街地価格指数」。

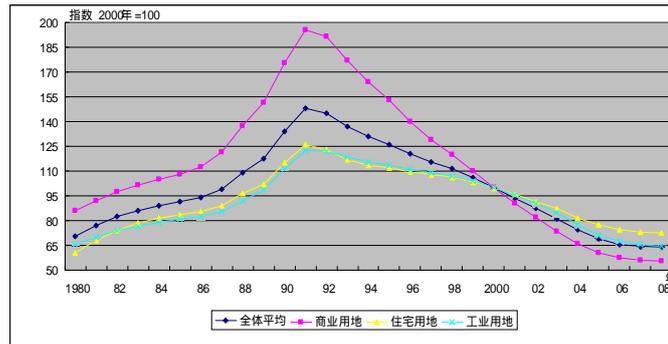


图 3 日本全国市街地价格指数变化

注：全国市街地价格指数为各年 3 月末值。

资料来源：日本不動産研究所「市街地価格指数」。

1985 年“广场协议”后，日本大企业融资出现“金融脱媒”现象。在“土地神话”刺激下，为追求业务规模和收益扩张，银行资金主要投向不动产和以不动产为担保提供个人住房贷款的非银行金融机构。从表 1 可以看出，从 1985 年至 1990 年，全国银行对制造业的贷款比重从 26.1% 下降至 15.7%，而对非制造业的贷款不断增加，其中，对不动产行业的贷款比重迅速增加。从 1986 年起，在商业用地价格带动下日本地价全面上升，1986 年 3 月末商业用地价格上涨 28.8%，9 月末升至 37.2%，同期住宅地和工业地价格分别由 9.6% 4.9% 升至 19.7% 和 7.8%。

表 1 全国银行业贷款比重及余额

年度	制造业 (%)	非制造业 (%)			合计(万亿日元)
		总体	不动产业	建筑业	
1983	28.9	58.0	6.4	5.5	181.0
1984	27.4	59.6	6.9	5.6	202.1
1985	26.1	60.5	7.7	5.7	222.8
1986	23.6	62.8	9.6	5.5	244.4
1987	20.5	64.5	10.2	5.2	268.6
1988	18.7	65.1	10.9	5.1	288.2
1989	16.7	65.0	11.5	5.4	355.1
1990	15.7	65.0	11.3	5.3	376.0
1991	15.6	64.7	11.6	5.6	385.7
1992	15.1	65.0	12.1	5.9	393.0
1993	16.0	65.1	11.4	6.2	477.6
1994	15.6	65.7	11.7	6.4	478.4
1995	15.0	65.5	11.8	6.4	484.5
1996	14.6	65.3	12.2	6.3	486.7

资料来源：日本銀行『經濟統計年報』(1996)

地价高涨一直持续到 1990年秋季，1990年 9月的市街地价格指数是 1985年 9月的四倍。为了抑制经济过热局面，在利率上升、不动产融资总量限制等紧缩政策下，地产相关企业陷入经营困境，1991年 4月不动产企业破产 103家达到 1974年以来最高水准，建筑企业破产比前年增加了 45%。地价也于 1991年开始一路暴跌，六大都市于 2005年止跌时，平均市街地价格指数仅为 1991年 3月峰值的 24.2%。而全国地价下滑状态一直持续至今，2008年 9月末平均市街地价格指数仅为 62.9%，是 1991年 3月末的 43.3%。1992年 1月 经济企画厅宣布日本景气扩张局面在 1991年第一季度最高峰后进入衰退期。

二、货币政策调整与资产价格急剧变化

在股票、不动产等资产价格急剧变化过程中，日本银行货币政策一直起到推波助澜的作用，其基本传导路径为：资产价格上升预期 货币政策进一步提供宽松金融环境 流动性过剩 资产价格膨胀 形成泡沫 经济政策（货币、财政）紧缩 经济措施过于严厉 资产价格下跌 企业、金融机构破产 泡沫破灭。

（一）资产价格泡沫形成及破灭过程中的货币政策

两次石油危机后，日本经济进入低速增长时期。1980年 8月，日本央行开始了降息步伐，至 1983年 10月，9%的历史最高再贴现率水平一直降低至 5%，为经济发展提供宽松的货币环境（参见表 2）。20世纪 80年代中期，日本经济增长势头迅猛，从债务国一跃成为债权国。与此同时，美国经济陷入因高利率和美元升值导致的财政赤字与经常赤字的困境之中。为摆脱窘境，在美国主导下，1985年 9月五国集团（G5）一致达成“广场协议”，以人为干预方式迫使日元升值。

为了应对日元的急速升值对国内出口产业的打击，从 1986年 1月起，日本银行连续五次下调再贴现率，一次下调存款准备金率，旨在通过增加投资和消费扩大内需。再贴现率从 5.0%降至 1987年 2月的 2.5%，而且这一当时日本银行创建以来的最低水准又维持了两年零三个月。在超低利率政策作用下，日本银行通过公开市场操作向金融市场投入大量流动性资金，货币供应量小幅增加。1987年 5月至 1988年 2月，货币供应量（M2+CD）连续九个月保持在 10%以上的增长率，远远超过 GDP增长率，形成了流动性过剩（参见表 3）。这些资金大量流入房地产和股票市场，满足了资产增值的投机需要，推动了不动产和股票等资产价格的异常繁荣。

日本银行于 1989年 5月改变了货币政策方向，将 2.5%的超低再贴现率提高至 3.25%。之后频繁上调利率，至 1990年 8月，再贴现率经过五次调整后上升至 6%。在强有力的紧缩货币政策作用下，1990年股票价格急速下降。1990年 4月 2日，日经平均指数暴跌至 28002.07点，比 1989年末的最高值下降了 28.05%，1990年 10月 1日，又降至 20221.86点，仅为最高值的一半左右。

在紧缩的货币政策作用发挥作用的同时，日本政府出台了土地融资的总量控

制、土地税制改革等一系列严厉的紧缩政策，1990年秋季，房地产开始暴跌。1990至91年，日本全国地价下跌了48%。资产价格泡沫最终被刺破。

表2 日本银行政策利率调整过程

时期	再贴现率		存款准备金率				政策调整方向
			大额定期存款		CDs		
1979年 4月	3.50	4.25%					紧缩
7月	4.25	5.25%					
11月	5.25	6.25%					
1980年 2月	6.25	7.25%					
3月	7.25	9.00%	1.625	1.75%	1.625	1.75%	
4月			1.75	2.00%	1.75	2.00%	
8月	9.00	8.25%					宽松
11月	8.25	7.25%	2.00	1.75	2.00	1.75	
1981年 3月	7.25	6.25%					
4月			1.75	1.625%	1.75	1.625%	
12月	6.25	5.50%					
1983年 10月	5.50	5.00%					
1986年 1月	5.00	4.50%					
3月	4.50	4.00%					
4月	4.00	3.50%					
7月			1.625	1.75%	1.625	1.375%	
11月	3.50	3.00%					
1987年 2月	3.00	2.50%					紧缩
1989年 5月	2.50	3.25%					
10月	3.25	3.75%					
12月	3.75	4.25%					
1990年 3月	4.25	5.25%					
8月	5.25	6.00%					
1991年 7月	6.00	5.50%					宽松
10月			1.75	1.20%	1.375	0.9%	
11月	5.50	5.00%					
12月	5.00	4.50%					
1992年 4月	4.50	3.75%					
7月	3.75	3.25%					
1993年 2月	3.25	2.50%					

9月	2.50	1.75%			
1995年 4月	1.75	1.00%			
8月	1.00	0.50%			
2001年 1月	0.50%				
2月	0.50	%0.35			
3月	0.35	%0.25			
9月	0.25	%0.10			
2006年 7月	0.10	%0.40			紧缩
2007年 2月	0.40	%0.75			
2008年 10月	0.75	%0.50			宽松
12月	0.50	%0.30			

注：1 2001年日本银行变更了政策利率名称，将“官定再贴现率”（日语为“公定歩合”）改为“基准再贴现率及基准贷款利率”，以银行间无担保隔夜拆借利率为上限。2 CDs指大额可转让定期存单。

资料来源：根据日本銀行「經濟統計年報」相关资料整理。

（二）20世纪 80年代货币政策背景

日本 20世纪 80年代过度宽松的货币政策对资产价格泡沫膨胀起到了决定性推动作用，但是，当时日本银行货币政策的制定与实施受到了国际、国内及物价指标等因素的制约。

1 国际因素：

20世纪 80年代以来，日本对外投资快速增长，贸易顺差不断激增。1985年日本对外直接投资余额为 440亿美元，是 1980年的 2.3倍，经常项目盈余 503亿美元，占国内生产总值（GDP）的 3.7%。为解决日美贸易摩擦签订“广场协议”后，日元对美元的快速升值，从 1985年 9月 20日的 242上升至 1988年 1月 4日的 121.65，在不到两年四个月的时间里，日元对美元汇率上升了近一倍。

日元的急速升值对日本经济打击主要表现在因出口减少而引发的通缩效果和因交易条件改善而带来的实际收入的增加效应上。为了进一步阻止日元升值，减少对国内出口产业的打击，日本银行连续下调再贴现率，维持宽松货币政策。

2 国内因素：

在应对日元升值减少外需影响的同时，日本政府推动了扩大内需政策。1986年 9月，日本政府出台了综合经济对策，追加 1.4万亿日元用于公共事业。1987年 5月又推出了紧急经济对策，公共事业追加投资 4.3万亿日元，并实施 1万亿日元减税、提供 7000亿日元住宅融资等措施。在巨大财政压力下，财政政策无法

内閣府『昭和 61年度經濟財政白書』、1986年。

继续扩张，必须充分利用注重有效需求管理的货币政策。

3 物价指标

日本货币政策最终目标是维持物价稳定。从表 3 可以看出，20 世纪 80 年代日本物价总体平稳，即使在股票、地价大幅上升的 1986-89 年，货币供应量升至两位数增长，但消费者物价指数与企业物价指数均保持低水准，影响了日本银行及时调整货币政策的判断。这一时期物价安定的主要原因在于日元升值降低了进口产品价格、通货膨胀预期减弱、国内生产供给能力预期增强等因素。

表 3 日本主要经济、物价、金融指标年增长率变化表（单位：%）

年份	GDP		物 价		日元 / 美元 汇率	货币供应量
	名义	实际	企业物价 指数	消费者物 价指数		
1980	8.4	2.8	12.5	7.6	226.45	9.2
1981	7.5	2.9	0.2	4.0	220.83	8.9
1982	5.0	2.8	0.3	2.6	249.26	9.2
1983	4.0	1.6	-0.8	1.9	237.61	7.4
1984	6.4	3.1	0.2	2.2	237.61	7.8
1985	7.5	5.1	-1.5	1.9	238.05	8.4
1986	4.7	3.0	-5.2	0.0	168.03	8.7
1987	4.1	3.8	-1.7	0.5	144.52	10.4
1988	7.6	6.8	-0.5	0.8	128.20	11.2
1989	7.7	5.3	2.6	2.9	138.11	9.9
1990	7.7	5.2	1.5	3.3	144.88	11.7
1991	6.4	3.4	0.4	2.8	134.59	3.6
1992	2.6	1.0	-1.0	1.6	126.62	0.6
1993	0.8	0.2	-1.8	1.2	111.06	1.1
1994	1.2	1.1	-1.3	0.4	102.18	2.1
1995	1.4	2.0	-0.8	-0.1	93.97	3.0
1996	2.2	2.7	-1.5	0.4	108.81	3.3
1997	2.2	1.6	1.0	2.0	120.92	3.1
1998	-2.0	-2.0	-2.2	0.2	131.02	4.4
1999	-1.4	-0.1	-0.8	-0.5	113.94	3.7
2000	1.1	2.9	-0.1	-0.5	107.79	2.1
2001	-1.0	0.2	-2.4	-1.0	121.58	2.8
2002	-1.3	0.3	-1.6	-0.6	125.17	3.3
2003	-0.2	1.4	-0.5	-0.2	115.93	1.7

2004	1.6	2.7	1.5	-0.1	108.18	1.8
2005	0.7	1.9	2.1	-0.1	110.16	1.8
2006	1.4	2.4	2.0	0.2	116.31	1.0
2007	1.3	2.1	2.3	0.4	117.77	1.6

注：1 物价指标为年度增长率，企业物价指数 2000年 = 100，消费者物价指数 2005年 = 100 2 货币供应量为平均余额，1980-2003年为 M2+CD，2004年以后为 M2

资料来源：内閣府『平成 20年度（2008）経済財政白書』。

三、理论争论：货币政策如何应对资产价格？

在经济生活中金融资产存量日益增加，资产价格波动对实体经济的影响增大，如何应对资产价格的剧烈变动成为货币政策的一个难题。

目前，关于货币政策如何应对资产价格泡沫存在着两种观点，即资产价格泡沫破灭后货币政策的事后对应和运用货币政策避免泡沫发生而采取的事前对应。前者主要以 FRB及美国主流经济学者为主，后者则以 BIS(国际清算银行)及欧洲中央银行为代表，因此被称为“FRB观点”(FRB view)与“BIS观点”(BIS view)。两种观点的争论主要表现在以下三个方面。

第一，对物价上升率的重视程度不同。前者认为，资产价格泡沫通过影响投资及总需求进而影响实体经济，这种影响也体现在通货膨胀率的变化上。因此为了抑制资产价格泡沫对实体经济的影响，通过货币政策调节利率足够反映通货膨胀率的变化，资产价格不应纳入货币政策目标。后者则认为即使在短期内通货膨胀率风险并不显著的情况下，由于资产价格上升、信用膨胀等各种“金融不平衡”的扩大，最终将引发经济风险，因此应重视“金融不平衡”的积累及爆发效应。

第二，对资产价格泡沫判定的认识不同。在资产价格上升过程中如何判断是否存在泡沫极其困难，尤其是 20世纪 80年代日本国内资产价格的上升表现为物价稳定和经济增长，其中的生产率提高因素也无法否定。BIS观点认为，如果监测物价上升、信用膨胀和投资比率上升等“金融不平衡”现象，在某种程度上能够判断是否有必要采取紧缩的货币政策。与 BIS相比，FRB观点虽然并非无视资产价格上升，但更重视其在需求方面对经济及物价产生的短期上升压力。

白川方明『現代の金融政策理論と実際』、日本経済新聞出版社、2008年、第 400- 417頁。

Bernanke, Ben, and Mark Gertler, “Monetary Policy and Asset Price Volatility,” Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999.

Bean, Charles. 2004, “Asset Prices, Monetary Policy and Financial Stability: A Central Banker's View”, Paper delivered at the AEA Conference, San Diego.

Borio, Claudio and Lowe, Philip. 2002, “Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus”, BIS Working Paper, No.114.

第三，对审慎性政策作用评价不同。FRB观点认为应由金融机构监管部门应对泡沫经济带来的危险，而 BIS 观点指出为防止金融不平衡的发生，货币政策与监管政策应紧密协调，发挥互补作用。

四、日本银行应对资产价格的货币政策困境

如何有效应对资产价格波动不仅一直是困扰中央银行的一个理论难题，在货币政策具体执行的实践过程中，日本泡沫经济的形成与崩溃不仅体现了货币政策运营中的失误，也反映了货币政策应对资产价格泡沫的困境及局限性。

（一）物价稳定与资产价格泡沫形成

根据《日本银行法》规定，日本银行通过进行货币及金融调节，以稳定物价为目标，以此促进国民经济健康发展。“广场协议”后，为维持宽松的经济环境，日本银行采取了扩张性货币政策。在 1986-88 年资产价格不断高涨时期，由于物价特别是消费者物价指数一直保持极低水准，日本银行在保持物价稳定这一最终目标指引下，只将通货膨胀纳入中央银行监测视野，忽视了资产价格急速上升信号，直至 1989 年 5 月物价上涨时才转换货币政策调控方向，延误了抑制资产价格泡沫生成的时机。

在实际经济生活中，资产价格泡沫在物价稳定且经济持续增长时期时有发生，如 20 世纪 20 年代末美国经济危机时期、1997 年亚洲金融危机等。究其原因，主要有：第一，对经济持续增长的乐观看法使经济主体愿意承担更多风险；第二，物价稳定增加了投资主体对货币当局持续低利率的预期，而低利率增加了市场流动性，资产价格随之上升；第三，在持续的低利率过程中，投资者风险意识降低，出于逐利要求，低利率资产被转移投入到风险资产中，资产价格进一步上升。

在物价稳定这一货币政策目标中，存在“统计上的物价稳定”和“持续的物价稳定”两种思路，前者主要以通货膨胀目标值为代表，设定物价变动区间量化物价指数；后者认为物价稳定实现的前提是持续的经济增长和与之相适应的金融、经济环境的稳定，而资产价格的稳定对金融体系的影响不容忽视。

（二）资产价格泡沫的判断

在实际操作中，资产价格中是否存在泡沫很难在技术上给予准确区分。根据资产收益还原模型，在未来受益年限一定的情况下，股票、土地等资产理论价格主要取决于未来年限内的未来年限内的预期净收益、折现率和风险溢价三大要素。具体相关关系为：资产价格理论值 = 预期净收益 / (贴现率 + 风险溢价)，在其他两个要素不变的前提下，资产价格与预期净收益成正比例，与贴现率和风险溢价呈

白川方明『現代の金融政策理論と実際』、日本経済新聞出版社、2008 年、第 405 頁。

白塚重典「望ましい物価上昇率とは何か？：物価安定のメリットに関する理論的・実証的議論の整理」、『金融研究』第 20 卷第 1 号、日本銀行金融研究所、2001 年。

反比例关系。

首先分析日本股票资产的理论价格。一般来说，股票市场衡量上市公司股票的价格与价值的比例指标为市盈率（PER），即 $PER = \text{股价} / \text{每股收益（年）}$ 。但若考虑预期因素，股票资产的理论值加入长期利率，即股价理论值指标变为利率修正 $PER = PER \times \text{长期利率}$ 。如图 4 所示，根据经济企画厅测算，1986 年后期至 91 年的现实股价，大幅超过 1985 年以前的 2.4-2.5 倍峰值，脱离了经济基础面。但在计算过程中，预期收益及利率实际上无法正确计算。

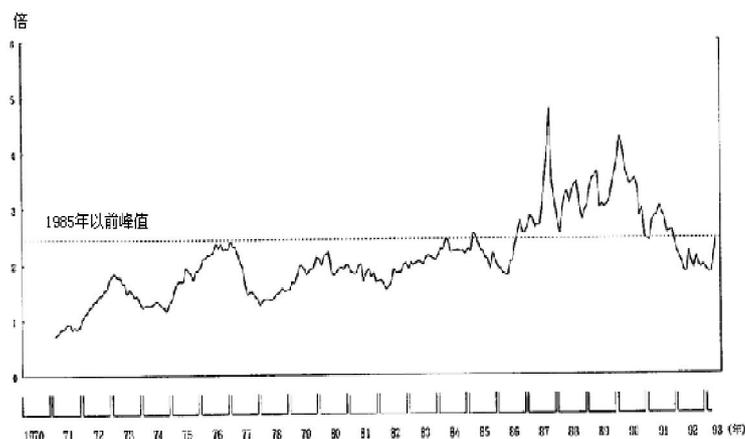


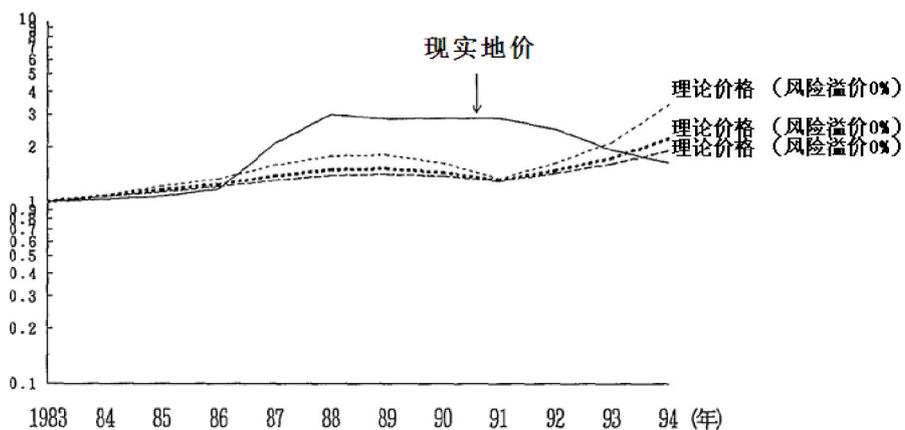
图 4 利率修正 PER 变化图

资料来源 经济企画厅『平成 5 年版经济白书』、1993 年 7 月、第 2-2-2 图。

再来看地价的变化，其公式为：理论价格 = 收益 / 利率。以东京地价测算，如图 5 所示，20 世纪 80 年代后期住宅用地和商业用地的理论值大幅高于现实价格。但理论地价的推算因计算方法不同而产生差异，因此理论价格与现实价格的比较可能产生较大出入。

① 住宅用地

(1983 年=1)



经济企画厅『平成 5 年版经济白书』

②商业用地

(1983年=1)

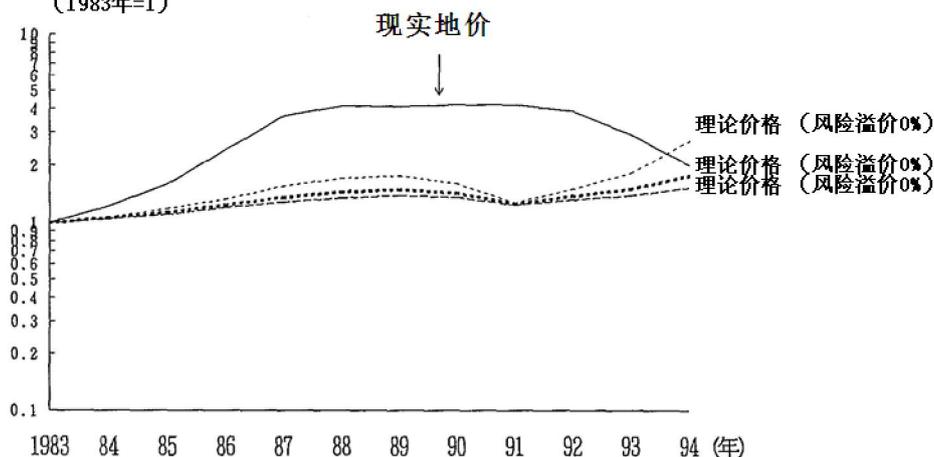


图 5 东京都理论地价与实际地价变化图

资料来源 经济企画厅『平成 6年版经济白书』、1994年 7月、第 2-3-6图。

可以看出，资产价格理论值是以经济基础要素为前提形成的，其与现实资产价格之间的量差经常性存在，而且现实的价格形成要素中，还涵盖许多政治、经济、文化或突发事件等因素，还包括许多人为主观因素，准确预测很困难。因此，金融理论无法准确区分资产价格中的基础要素和泡沫成分，资产价格不能作为中央银行的最终目标，但应作为一个重要信息变量加以关注。

(三) 资产价格泡沫破灭后金融体系稳定与货币政策

资产价格泡沫被刺穿后，从 1992年开始，日本金融机构陷入资金周转困境，破产现象频发。同时巨额不良债权严重影响银行正常发挥金融中介职能，“惜贷”导致企业经营陷入困境，严重影响了宏观经济的正常运行，日本经济步入长达十余年的长期萧条。

日本中央银行的基本职能一是货币政策运营，二是维护金融体系稳定。在金融体系健全的情况下，货币政策才能顺利传导，而资产价格的稳定是金融体系稳定的重要因素。资产价格泡沫破灭后，1991年 7月起日本银行大幅降低再贴现率，甚至实施了史无前例的零利率政策和数量宽松货币政策，但资产价格崩溃引发金融体系的混乱使日本银行货币政策效果大为减弱，超低利率的政策环境一直持续到现在，在世界性金融危机阴影笼罩下，日本政策利率已降至接近零利率水平，货币政策发挥效用的空间有限。

五、日本的经验、教训及其启示

(一) 货币政策不应只关注物价，还应将资产价格等风险变量作为重要信息。

从上述分析可以看出，由于民间经济主体预期等因素所致的不可控性，将资产价格纳入一般物价体系并作为通货膨胀调控目标在理论和实践中并不妥当，因

此目前各国中央银行的金融政策最终目标并未直接包括资产价格稳定。但是从日本经验可以看出，在物价稳定时期，资产价格剧烈变动容易引起经济活动激烈波动，有损经济持续发展。“作为影响经济活动的要因，资产价格应作为一个信号，日本银行给予关注”。

在调控物价的同时，资产价格作为重要经济先行指标，反映了经济主体对地价、股票等资产的市场预期，也在一定程度上反映了通货膨胀预期。目前，金融衍生商品不断推出，金融资产存量累积增加，资产价格变动的不确定性将更加突出。因此，中央银行在货币政策运营过程中，在将物价指标作为宏观经济目标的同时，还应从动态角度及时观测资产价格、供需缺口等信息变量，并以此验证货币政策的浸透效果。

（二）中央银行应保持独立性。

为了实现国际间政策协调、防止日元进一步升值以及满足日本国内扩大内需的要求，在财政手段受到制约的情况下，日本银行持续降息并长期维持低利率的宽松货币政策，最终形成了流动性过剩引发的资产价格泡沫。可以说日本银行当时缺乏独立性，服从于日本政府及大藏省的政策安排。

在目前全球金融危机环境下，中央银行在政策执行过程中应更具独立性，在确保国内经济持续稳定增长的前提下进行国际间协调。同时应加强与市场的对话功能，承担货币政策说明义务，提高经济主体对货币政策的信赖与信心，提升政策效果。

（三）应对资产价格泡沫时，中央银行既要及时调整货币政策运营，又要保障金融体系稳定。

从日本泡沫经济过程看出，资产价格波动通过金融机构、企业和家庭的资产负债影响金融体系和实体经济，而且“资产价格下跌过程表现为比上升过程影响更大的非对称性”。资产价格下跌导致担保价值减少，现金流量紧缩，实体经济迅速下滑，金融体系风险增大。因此，在应对经济泡沫时，货币政策应考虑未来通过膨胀或紧缩的风险，尽早采取相应对策，显示政策的前瞻性和有效性。这就需要准确判断资产价格变动的具体因素，并分析经济主体预期能否稳定持续。

为了减少金融体系功能受损对货币政策有效性的相杀效用，避免金融风险扩大，强化金融机构风险意识是确保货币政策顺畅传导的基础。同时，金融监管当局也应加强金融机构风险管理体制，完善监管手段，有效发挥审慎性原则与货币政策的综合作用。

（四）综合运用多种经济对策应对资产价格波动。

日本泡沫经济时期，货币政策过多考虑对外目标，在财政政策难以发挥作用

三重野康『日本経済と中央銀行』、東洋経済新報社、1995年、第100頁。

白塚重典「資産価格と物価：バブル生成から崩壊にかけての経験を踏まえて」、『金融研究』第20巻第1号、日本銀行金融研究所、2001年。

之时，过于宽松的货币政策最终对资产价格泡沫的形成起到推波助澜的作用。在泡沫膨胀时，在急速紧缩的货币政策和日本政府推动的税制改革和控制总量贷款等措施作用下，资产价格泡沫最终被刺破。泡沫破灭后，货币政策效果渗透缓慢。可以说泡沫经济的形成与崩溃不仅表现为货币政策的失误，更是宏观经济政策协调与运用的失误。

货币政策通过调整利率等手段影响经济主体行为，在地价、股价剧烈变化状况下，仅仅依赖货币政策的机动调节效果有限，还应及时发挥监管、财政、税制、会计、法制等综合经济政策，在应对经济与金融环境的变化时，长期、综合地推进政策实施。

原文刊载于《2009年日本经济蓝皮书》