

2008年全球金融危机下的日本金融政策分析

刘瑞

2008年9月，雷曼兄弟公司的破产使源于美国的次贷危机最终演变为一场全球性的全面金融危机。全球短期货币市场流动性急速收缩，资本市场功能弱化，金融市场陷入混乱局面，实体经济急速下滑。受此影响，日本金融市场波动剧烈，短期市场利率上行压力增大，长期债券市场震荡，股票市场暴跌，日元汇率攀升。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日本金融体系的直接影响有限，但金融机构收益恶化，银行贷款向大企业倾斜，企业融资环境严重受损。在世界经济减速背景下，日本出口及内需均受到重大打击，经济陷入衰退困境。为应对金融危机，日本银行与政府协力应对，实施了多种金融举措，主要包括形成超低利率环境、维护金融市场稳定、促进企业融资和确保金融体系稳健等内容。在继续恶化的经济环境中，日本银行还应解决金融中介功能受阻、金融机构道德风险放大、中小企业融资难和货币政策作用有限等问题。

一、2008年国际金融环境

2008年，美国次贷危机引发的金融风暴愈演愈烈。9月，美国多家大型金融机构深陷困境：9月7日，美国政府将政府支持的抵押贷款巨头房利美和房地美收归国有；14日，美国第三大投资银行美林证券被美国银行收购；16日，美国第四大投资银行雷曼兄弟公司因投资次级抵押住房贷款产品巨额亏损而宣布申请破产保护，美国联邦储备委员会（“美联储”）宣布向濒于破产边缘的最大保险公司美国国际集团（AIG）提供850亿美元紧急贷款，该集团近80%股份收归美国政府持有。

2007年下半年，为了应对美国次贷危机引发的金融市场的混乱，美国、日本与欧洲等国中央银行共同努力，通过降息、公开市场操作等方式向金融市场注资，以期缓解市场流动性紧张状况。但是2008年9月雷曼兄弟的破产，彻底动摇了原本脆弱的金融市场，美国金融危机最终演变为一场席卷全球的全面金融危机。短期货币市场流动性急速收缩，资本市场功能弱化，公众信心严重受挫。在悲观的经济预期及金融资产评估不确定性增加的作用下，公司债与国债之间的收益率利差进一步扩大，以次贷为基础资产的证券化商品价格急速跌落，涉足其中的金融机构蒙受巨大损失，金融机构破产事件时有发生。2008年10月，国际货币基金组织（IMF）公布的《世界金融稳定报告》显示，全球金融机构在此次金融危机中共损失1.4万亿美元，是2008年4月公布值9450亿美元的1.5倍。金融与实体经济间的反向乘数效应增大，美国、日本、欧洲等主要经济体相继陷入衰退，包括中国在内的新兴国家，其旺盛的经济增长势头也显著放缓。

2008年，为应对日益严峻的国际金融危机，避免经济陷入严重衰退或下滑，

全球多数经济体都实施了经济救援措施，各货币当局为防止市场信用进一步紧缩，采取了极其宽松的货币政策，并不断创新救助手段和流动性工具，向市场注入流动性，全力稳定金融市场。一年之中，美联储先后七次下调联邦基金利率，至 2008 年底，利率目标由年初的 4.25% 下调至 0.00-0.25%，进入零利率时代。欧洲中央银行初期还将重点置于防止通货膨胀，于 7 月将欧元区基准利率上调 25 个基点至 4.25% 后，从 10 月起三次大幅下调基准利率，降至 2.50% 的低水准。英格兰银行也五次降低基准利率，从 5.5% 降至 2%。其中 10 月 8 日，美联储同欧洲央行、英国、加拿大、瑞士和瑞典等五家央行紧急采取联合行动，同步下调基准利率 0.5 个百分点。为了应对金融危机，中国、印度、韩国等许多新兴经济体也采取了降息等宽松的货币政策。

面对金融危机严峻形势，日本银行也全力进行金融政策调整。日本金融政策目标是通过稳定物价促进国民经济健康发展，在制定政策时，既要紧密关注国际金融动向，更要根据国内经济、物价及金融环境作出准确判断。

二、2008 年日本宏观经济环境

2008 年日本经济状况不断恶化，甚至超过金融危机震源地的欧美国家。从第二季度起，日本实际 GDP 连续三个季度与前期环比呈负增长态势（参见表 1），经济陷入衰退。伴随金融危机的不断深化，日本第四季度 GDP 比前期增长 -3.2%，换算成年率为 -12.1%，降幅仅次于 35 年前第一次石油危机时期的 -13.1%（1974 年第一季度）。

从外需来看，在世界经济急速恶化的背景下，以汽车、电子产品为代表的主干产业出口急剧下滑，第四季度比前期减少 13.8%，创历史最大降幅。外需对实际 GDP 贡献度持续减少，第四季度为 -3.0%，远高于 1973 年第二季度的 -0.8%。

受金融危机影响，内需方面也持续低迷，内需对实际 GDP 的贡献度连续三个季度负增长。在雷曼兄弟破产后，股票等资产价格的大幅下落严重打击了消费者信心，占 GDP 一半以上的个人消费疲弱，第四季度增长 -0.4%。进入 2008 年，由于出口低迷，企业收益减少，企业设备投资一直处于负增长状态，第四季度降幅扩大至 -5.4%，是 2001 年第四季度以来的最大降幅。而住宅投资虽然下半年连续两个季度出现增长，但主要是由于《建筑基准法》修订后投资大幅减少后的反弹作用。

表 1 日本 2008 年 GDP 增长率及贡献度变化表

（单位：%）

	2007 年		2008 年			
	第三季度	第四季度	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
名义 GDP	0.1	0.4	0.0	-1.4	-0.7	-1.6
实际 GDP	0.4	1.0	0.3	-1.2	-0.4	-3.2

个人消费	-0.1	0.4	0.7	-0.8	0.3	-0.4
住宅投资	-8.3	-10.7	4.6	-1.9	4.0	5.7
设备投资	1.4	2.2	-0.7	-2.3	-3.4	-5.4
公共投资	-0.7	-1.2	-4.8	-0.8	1.1	0.1
出口	2.4	3.0	3.0	-2.3	0.6	-13.8
进口	-0.3	0.3	1.5	-3.1	1.7	3.0
GDP平减指数	-0.5	-1.3	-1.4	-1.5	-1.6	0.7
内需对实际 GDP贡献度	-0.1	0.5	0.0	-1.2	-0.2	-0.1
民间需求	0.0	0.2	0.3	-1.0	-0.2	-0.4
库存	0.2	0.0	-0.2	-0.2	0.0	0.5
公共需求	-0.1	0.3	-0.2	-0.2	0.0	0.2
外需对实际 GDP贡献度	0.5	0.5	0.3	0.1	-1.0	-3.0

注：数据为季节调整值；GDP平减指数为年增长率，其余指标为前期环比增长率。

资料来源：根据内阁府统计资料制作。

物价水平方面，表 1 中反映综合经济物价动向的 GDP 平减指数一直处于极低水准，由于原油等资源性大宗商品进口价格大幅降低，2008 年第四季度，GDP 平减指数比前年同期增长 0.7%。进口商品价格的回落，加之经济恶化，日本国内物价指数变动激烈。如图 1 所示，消费价格指数、生产价格指数与进口价格指数的涨幅在上半年均呈上升趋势，2008 年 8 月后逐渐下降，年末降速加快，12 月分别达到 0.2%、1.1%和 -22.9%的年度最低点。

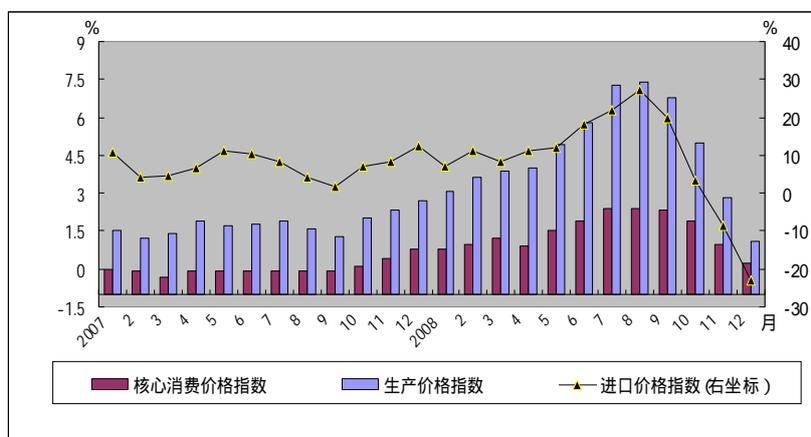


图 1 日本相关物价指标年增长率 (2005年=100)

资料来源：根据《日本经济新闻》统计数据制作。

三、2008年日本金融市场运营状况

2008年上半年，虽然受到国际金融环境变化的影响，但日本金融市场运行相对稳定，金融体系中银行等存款性金融机构经营相对稳健。伴随金融危机的继续深化，全球金融市场功能严重受损，货币市场流动性紧缺，股票市场大幅缩水，外汇市场美元对主要货币全面贬值，欧美金融机构经营陷入困境，破产现象频发。受此影响，日本金融市场波动剧烈。

(一) 短期货币市场

受次贷危机后欧美短期货币市场流动性紧缩影响，2008年日本短期货币市场中银行间短期市场利率上升压力加大，出现了“神经质”悸动向，但上本年无担保隔夜拆借利率在除了三月上升至0.6%以上外，其余月份均在日本银行诱导目标0.5%的水平上小幅波动(参见图2)，隔夜拆借市场的平均规模也基本保持在22万亿日元水平(参见图3)。

但是9月雷曼兄弟的破产严重动摇了欧美短期货币市场，也增大了日本短期市场对外资金融机构的交易对手风险，无担保隔夜拆借市场中外国金融机构融资利率大大高于日本金融机构。如图3所示，隔夜拆借市场中，日资银行与外资银行融资规模差距加大，2008年1月外资银行平均余额高于日本都市银行，达到76,280亿日元，而到12月降至12,250亿日元，规模仅相当于当月都市银行的19%。

为了舒缓短期金融市场流动性的紧张局面，日本银行采取了一系列措施(详见下文)，其中两次下调基准利率，10月末将无担保隔夜拆借利率的诱导目标从0.5%下调至0.3%，12月再将其降至0.1%。在经济衰退和超低利率作用下，日本短期货币市场利率维持着较低水准，与欧美相比相对稳定。

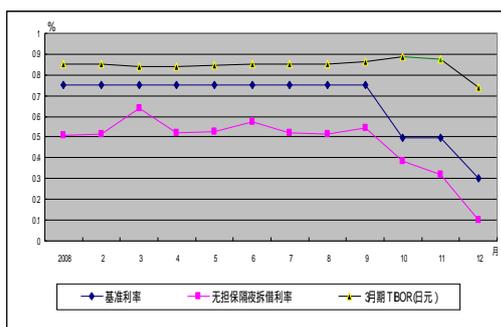


图 2 2008年短期货币市场利率走势
资料来源：根据日本银行数据制作。

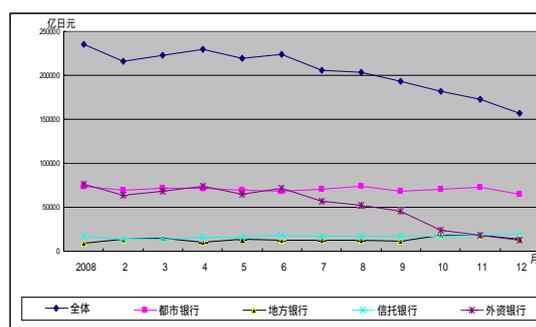


图 3 2008年隔夜拆借市场平均规模
资料来源：根据日本银行数据制作。

(二) 长期债券市场

长期债券市场利率是短期利率的先行指标，在货币政策传导中发挥重要作用。与短期金融市场相比，长期债券市场具有不确定性和风险大的特点。

2008年日本长期利率基本与欧美连动，作为长期利率的风向标，新发十年期国债的收益率于第一季度呈下滑低迷状态，反映出市场对经济前景的担忧。第二季度伴随美欧利率的上升，日本长期利率也同步攀升，新发十年期国债收益率月

【日】日本银行金融市场局《金融市场报告》，2008年7月，第38页。

平均为 1.74, 单日甚至超过 1.8%, 回至 2007 年 8 月的高水准 (参见图 4)。雷曼兄弟破产后, 美欧经济恶化、金融体系机能弱化, 出于安全性、流动性考虑, 美国国债市场出现了“向质的逃避”现象, 长期利率大幅下降, 年末跌至历史最低的 2% 的区间。与美欧长期利率一年内分别骤降 2 和 1.5% 左右相比, 日本债券市场长期利率的降幅止于 0.5%, 但 2008 年 12 月的平均利率为 1.2%, 低于 2007 年至 2006 年 3 月执行数量宽松货币政策时的平均利率 1.3%, 说明日本债券市场所受的震荡不亚于美欧市场。

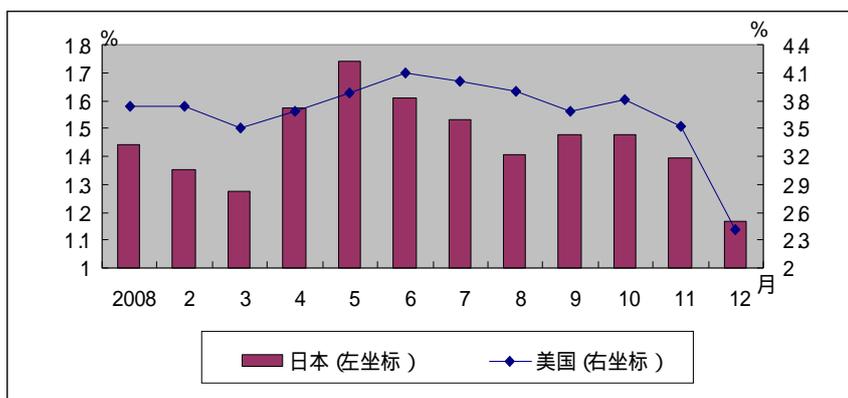


图 4 2008 年日美新发十年期国债收益率走势

注：数据为月平均收益率。

资料来源：根据日本相互证券数据制作。

（三）股票市场

2008 年世界主要股票市场均大幅下跌，其中俄罗斯以下跌 70% 列为榜首。2008 年末，全球股票时价总额为 3 万亿美元，比 2007 年末的 60 万亿美元几乎减少了一半。日经平均股价最终值连续两年下跌，2008 年末为 8859.56 日元，比上年下跌 42%，超过 1990 年 39 的记录，创战后最大跌幅。10 月 27 日，日经平均股价跌至 7162.90 日元，创 1982 年以来新低，10 月以 23.8% 创历史最大单月跌幅。从产业类别来看，出口、金融相关产业跌幅大，其中包括银行也在内的金融业下跌 56.6%，运输用机器制造业（包括汽车）下跌 56.4%，证券和商品期货下跌 55.2%，电器制造业下跌 53.6%。

2008 年末，东京证券交易所一部上市的股票时价总额为 282.93 万亿日元，比 2007 年末的 483.12 减少了 41.4%（参见图 5），东京证券交易所股价指数（TOPIX）下跌 41.8%，其中 10 月 27 日为 746.46 点，创泡沫经济崩溃后最低值。根据日本银行公布的资金循环统计数据，受股票价格暴跌影响，日本家庭持有的金融资产余额为 1433.52 万亿日元，比上年减少 5.7%，为 1998 年末以来最大降幅，其中第四季度

【日】日本银行金融市场局《金融市场报告》，2009 年 1 月，第 38 页。

【日】日本银行金融市场局《金融市场报告》，2009 年 1 月，第 39 页。

【日】《日本经济新闻》2008 年 12 月 31 日。

减少 6.2, 为 1979 年第二季度以来最高值。从家庭资产项目来看, 股票比前年缩水 40.2%, 为 87.79 万亿日元, 信托投资为 47.85 万亿日元, 同比下降 33.4%

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, 主要原因之一在于上市公司中出口外向型企业较多, 与海外经济联系紧密。二是外国投资者对日本股票市场影响很大。虽然从存量看外国投资者仅持有 30% 的股票, 但从流量看, 占股票市场交易额的 60% 以上。在经济衰退、日元升值背景下, 外国投资者撤离日本市场, 持续净抛售股票, 也是导致日本股票大幅下跌的重要原因。

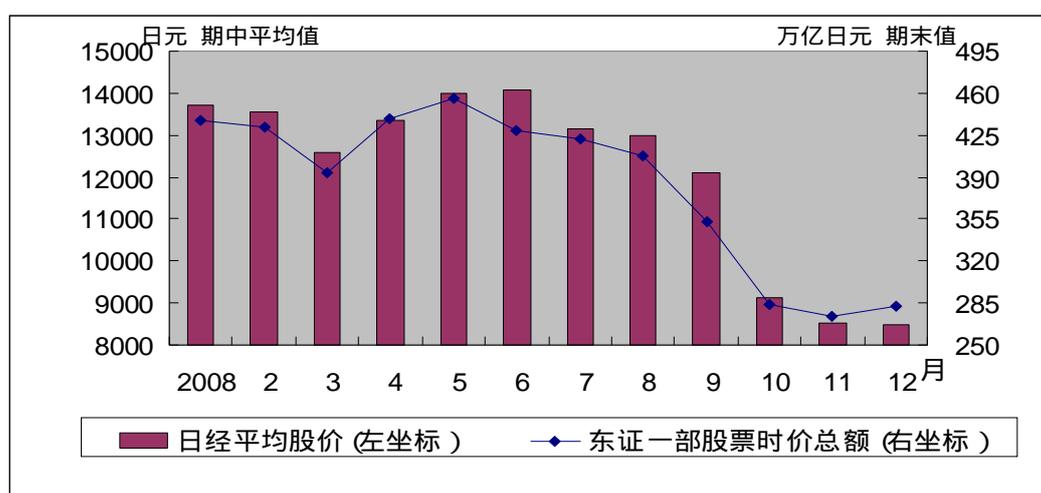


图 5 2008 年股票市场主要指标

资料来源：根据日本经济新闻、东京证券交易所数据制作。

(四) 外汇市场

2008 年第一季度, 次贷危机对美国经济的不断加剧, 美元对主要货币均呈贬值倾向, 日元对美元也保持升值趋势 (参见图 6)。之后在美国经济政策主导下, 经济回升预期增大, 日元对美元回落, 至 8 月份降至 1 美元 = 110 日元的水平。但 9 月以后金融危机愈演愈烈, 美元对主要货币全线贬值, 日元汇率不断攀升, 10 月 8 日, 日元对美元突破 100 大关, 12 月 17 日升至 1 美元 = 87.4 日元, 创造了 13 年来最高纪录。欧元区经济危机加深, 欧元对日元也不断贬值, 从 7 月的 1 欧元 = 170 日元一路贬为年末 120 日元左右, 半年内贬值率达到近 30%

从图 7 日元实际汇率走势中可以看出日元升值趋势明显, 名义实际汇率升至 1995 年以来的高水准。这也反映出日元套利交易平仓在推动日元升值中的作用。在全球经济环境不确定性增加形势下, 投资者风险偏好降低, 随着日本与欧美国家利差的缩小, 在美元贬值、日元升值预期判断下, 一直以低利率、低汇率成本融通并用于购买海外高风险、高回报资产进行套利交易的日元资金大规模平仓, 导致外汇市场日元汇率出现大幅升值。

NIKE NET, <http://www.nikkei.co.jp/news/keizai/20090324AT2C2400824032009.html>
 【日】内閣府《日本经济 2008-2009》, 2008 年 12 月, 第 65-67 页。

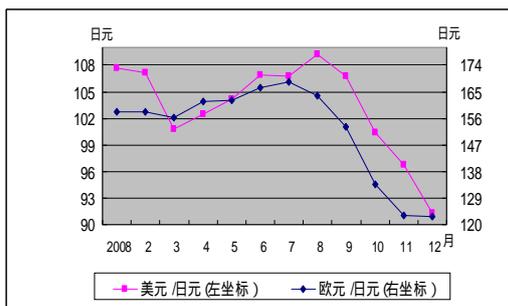


图 6 美元、欧元兑日元汇率

资料来源：根据日本银行数据制作。

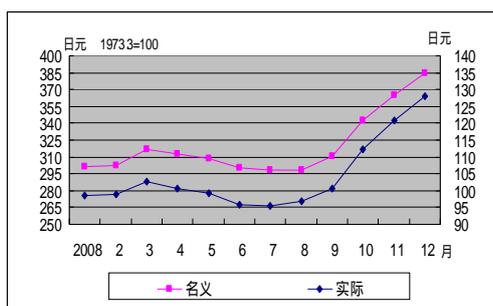


图 7 日元实效汇率走势

资料来源：根据日本银行数据制作。

四、2008年日本金融体系动向

由次级贷款引发的全球性金融危机危机，使日本的金融机构也无法独善其身。但由于深受 20 世纪 90 年代以来不良债权拖累，日本金融机构强化了风险管理和控制，对证券化商品投资较为谨慎，因此与欧美相比，因证券化商品交易所蒙受的损失对日本金融体系的直接影响有限。但是受金融危机影响，企业融资环境严重受损，金融机构收益恶化、银行贷款向大企业倾斜等动向对实体经济影响很大。

（一）金融机构参与证券化商品情况

从表 2 可以看出，2008 年 12 月末，日本存款性金融机构证券化商品保有额为 19.41 万亿日元，比 9 月末的 22.27 万亿日元减少了 12%；实际损失累计 2.17 万亿日元，评估损失 1.07 万亿日元，合计 3.24 万亿日元，比 9 月末减少 1%；次贷关联商品保有量为 0.57 万亿日元，损失合计 1.05 万亿日元，均比 9 月末下降。

从损失占金融机构核心自有资本比率看，日本存款性金融机构证券化商品合计损失仅占其核心自有资本比率的 6.47%，其中大银行占 10.53%，地方银行占 1.77%，合作性金融机构占 2.44%。存款性金融机构次贷关联商品合计损失占其核心自有资本 2.10%，其中大银行 3.70%，地方银行 0.43%，合作性金融机构 0.33%。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，占其核心自有资本比率高达 57.50%。

表 2 日本存款性金融机构证券化商品及次贷关联商品保有情况表

（2008 年 12 月末，单位：10 亿日元）

		大银行	地方银行	合作性金融机构	合计
证	保有量	15823	1513	2071	19408

减少现象主要是在金融厅暂缓执行证券化商品的时价会计制度以及日元升值的作用下，评估损失缩小。

欧美损失额最大的前 15 家银行：花旗银行、美林银行、瑞士银行集团、美国银行、汇丰银行、皇家苏格兰银行、摩根·斯坦利、JP 摩根、巴克莱、德意志银行、法国农业信贷、瑞士信贷、法国兴业银行、高盛、美国富国银行。

券 化 商 品		(18412)	(1672)	(2087)	(22271)
	损益合计	-2736	-228	-274	-3238
	评估损益	-877	-37	-157	-1071
		(-1264)	(-43)	(-203)	(-1511)
实际损益		-1859	-191	-117	-2167
		(-1512)	(-149)	(-101)	(-1762)
次 贷 关 联 商 品	保有量	496	39	30	565
		(719)	(46)	(31)	(797)
	损益合计	-961	-55	-37	-1053
	评估损益	-119	-7	-8	-134
		(-140)	(-3)	(-4)	(-147)
实际损益	-842	-48	-29	-919	
	(-727)	(-47)	(-29)	(-803)	
核心自有资本		25987	12862	11222	50071
业务实际纯收益		3499	1799	795	6093

注：1 下行（）值为 2008年 9月末数值。2 次贷关联商品是指是以次级贷款为原资的 ABS 商品以及将 ABS作为原资衍生的 CDO等金融商品。3 实际损益是指 2007年 4月以来的累计金额。4 核心自有资本与实际业务纯收益为 2008年 3月末值，核心自有资本指一级资本（Tier 1）。5 大银行指主要银行、农林中央金库、新生银行、蓝天银行、花旗银行、外资银行信托等。

资料来源：根据金融厅资料制作。

（二）金融机构收益状况

受内外经济环境恶化影响，银行收益急剧减少。从表 2也可以看出，存款性金融机构证券化商品损失总额占其业务实际纯收益的 52.63%，其中大银行占 78.19%，地方银行占 12.67%，合作性金融机构占 34.47%。根据日本全国银行协会对 124家银行的 2008年度上半期决算统计，2008年 4月至 9月末，全国银行业务纯收益为 2.18万亿日元，比上期减少 21.1%；经常利益 4173亿日元，比上期减少 76.3%；中间纯收益 4824亿日元，减少 60.4%。其中大银行业务纯收益连续两期呈负增长，地方银行连续 3年收益减少。

在经济衰退、信用风险增大、贷款企业经营低迷、股票市场下跌的背景下，金融机构业绩持续恶化。2008年 4至 9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合计纯利润前期同比下降了 57%，4月至 12月，六大银行集团的最终合计利润同比减少 80%以上，不足 2000亿日元。

【日】《日本经济新闻》2009年 1月 23日。

（三）银行贷款情况

20世纪 80年代以后，日本出现“金融脱媒”现象，即以大企业为中心通过资本市场由间接融资向直接融资方式转移。受危机影响，日本股票价格大幅下跌，资本市场功能受损，企业信用风险高涨，通过发行股票、企业债及商业票据（CP）等进行资金融通的渠道受阻，只能依赖银行中介进行融资。

从银行贷款金额看，2008年全国银行贷款平均余额为 395.46万亿日元，比前年增加 1.9%，为 1993年来最高年增长率。从图 8看出，2008年前三个季度贷款基本保持小幅平稳上升趋势，但第四季度贷款明显增加。这主要是由于雷曼兄弟破产后金融市场急剧波动，企业筹资渠道严重阻塞，预防性资金需求增加，对银行借款依存度增强。12月都市银行贷款余额为 214.99万亿日元，地方银行 192.19 万亿日元，涨幅分别比前年同期高 4.2%和 4.0%，全国银行贷款余额为 407.17 万亿日元，比前年同期激增 4.1%，是自 1992年 2月以来最大单月涨幅。

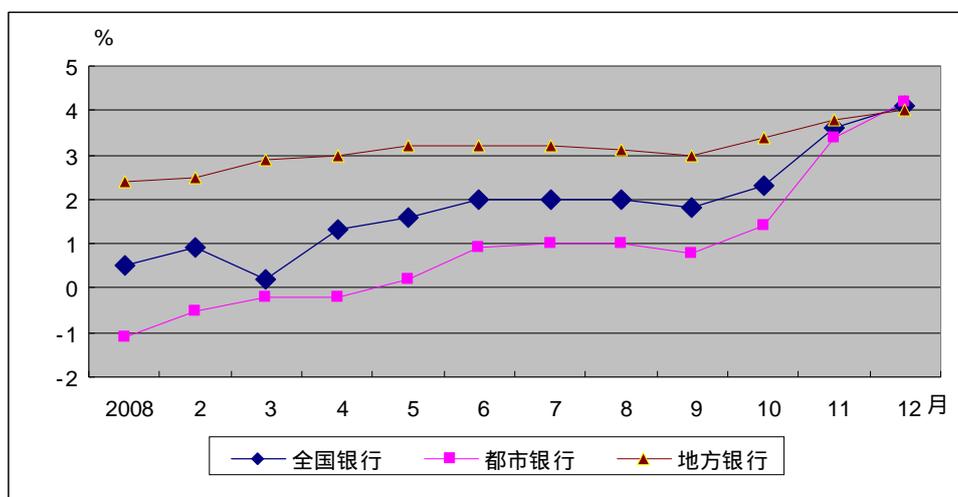


图 8 2008年银行贷款增长率（前年同期比）

资料来源：根据日本银行“贷款及资金回笼动向”制作。

虽然银行贷款激增，但从贷款对象的企业规模来看，银行向中坚企业、中小企业的贷款减少，对大企业贷款大幅增加（参见图 9）。在资金紧张、经营艰难困境下，2008年日本破产企业高达 15,646家，为五年来最高数量。其中上市企业破产数量为战后以来最高的 33家，负债 10亿日元以上的大型破产为 942件。在破产企业中，绝大多数为中小企业。在企业间信用收缩的情形下，中小企业、中坚企业的资金筹措一直处于紧张状态。

【日】《日本经济新闻》2009年1月13日。

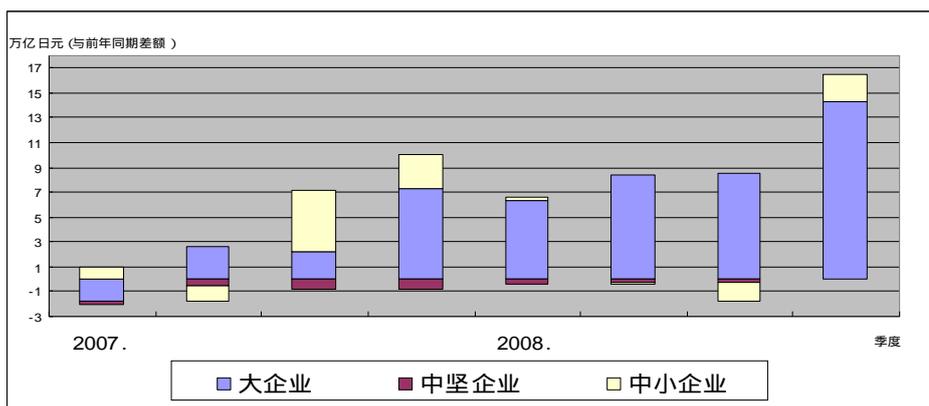


图 9 银行贷款变化情况（按企业规模）

资料来源：根据日本银行统计资料制作。

五、危机中的具体金融对策

在“百年一遇”的全球性金融危机中，各国都在全力拯救受到重创金融环境和实体经济。日本银行也与政府协力应对，实施了多种金融措施，主要表现在形成超低利率环境、维护金融市场稳定、促进企业融资和确保金融体系稳健等方面。

（一）形成超低利率环境。

在雷曼兄弟破产后，全球金融风险增大，日本银行频繁召开金融政策决定会议。在 2008 年 10 月上旬两次会议中，日本银行判断 0.5% 的政策利率已经保持在极低水准，能够维持宽松的金融环境，因此保持利率不变。但是 10 月 8 日六国央行联合降息，出于日本经济停滞、先行风险因素增多等考虑，日本银行于 10 月 31 日宣布将银行间无担保隔夜拆借利率从 0.5% 下调至 0.3%，同时将基准贷款利率从 0.75% 降至 0.5%。这是日本银行自 2001 年 3 月以来首次降息。此次利率下调旨在协调其他国家利率政策，共同应对金融危机。12 月 19 日，日本银行再次降息，银行间无担保隔夜拆借利率由 0.3% 下调至 0.1%，基准贷款利率由 0.5% 降至 0.3%，这是继 1999 年采取零利率政策以后，日本银行再度把利率降到接近零的水平。

（二）维护金融市场稳定。

9 月 15 日雷曼兄弟公司申请破产保护，金融市场流动性面临枯竭，日本银行通过各种方式积极提供流动性支持，确保金融市场稳定。

1、扩充美元供给。2008 年 9 月 18 日，日本银行协同欧洲中央银行等 3 家央行与美联储签署货币互换协议，至 2009 年 1 月 30 日，向日本金融市场投放 600 亿美元额度流动性资金，以提高货币市场美元流动性。资金对象选定为 40 家金融机构，其中半数以上为日本国内外资银行。10 月 14 日，日本银行召开临时货币政策会议，与欧美央行统一步调，决定扩大美元资金供给，取消原先货币互换协议规定的上限额度，启动无限额美元供给，在日本银行担保范围内所申请的美元资金均可按固定利率全额获得贷款担保。同时，至 2009 年 4 月末放宽金融机构抵押

贷款条件，通过抵押持有的资产支持商业票据（ABCP），可获得央行提供的美元资金。

2 提供日元流动性供给。

（1）日本银行从 9月 16日起通过公开市场操作，连续 19个工作日对短期金融市场提供总额近 40万亿日元的大规模流动性供给，以满足包括日本国内外资银行在内的金融机构筹措资金的需要，解决流动性不足问题。

（2）12月 8日，为了支持年度末企业资金需求，日本银行实施了新型公开市场操作方式，为市场供给 1.22万亿日元资金。这是一项以 2009年 4月末为时限的临时措施，利率低于通常的公开市场操作。

（3）为商业银行存款准备金账户付息。商业银行在日本银行设立经常账户并按照一定存款比例缴纳存款准备金，此账户不付利息。为了避免短期利率大幅波动，10月日本银行制定了“经常账户补充制度”，对商业银行在央行的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。

（4）日本银行 10月出台国债期货市场流动性改善措施，增加了浮动利率国债、30年国债及物价连动国债交易品种。

（5）为了向市场提供较长期限资金，日本银行于 12月决定将购买长期国债的数量从每年 14.4万亿增加至 16.8万亿日元，缓解市场紧张资金。

3 稳定国内股票市场。

面对日本股市下跌、资本市场动荡的局面，为了防止股市暴跌影响实体经济，日本银行从 10月 15日起暂时冻结出售从金融机构购买的股票。日本政府也采取了相应措施，包括放宽上市企业购买自身股票的条件，放宽员工持股会认购股份限制，要求股票交易所提供更多关于卖空股票的信息，禁止无担保的卖空交易，加强限制卖空执行过程中不当行为的监管，暂时冻结出售政府及日本银行持有股票，放宽银行持有股份限制规定等，还延长了上市公司股票分红的现行优惠税制期限。

（三）促进企业融资。

受金融危机影响，企业融资环境不断恶化，融资渠道也受阻。为解决企业融资难问题，日本银行提出放宽资金担保条件的方针，并于 12月 2日召开临时货币政策会议，制定了支援企业融资新方案。考虑到年关企业资金需求扩张因素，为缓解企业因金融机构惜贷导致资金紧张的困境，至 2009年 4月 30日，日本银行对金融机构实行总额 3万亿日元的特别融资。主要包括两项内容。

1 放宽日本银行接受公司债作为抵押品的标准。日本银行改变以往只接受信贷评级在 A级以上的公司债作为抵押品的做法，在特别融资期限内，接受 BBB级以上的公司债，以此鼓励商业银行购买更大范围的公司债，帮助企业获得贷款。

2 在公司债抵押价格范围内，日本银行决定无限制注入资金，利率与无担保隔夜拆借利率相同。作为抵押品的公司债，通过低利率更易获得资金，可以推动

金融机构扩大贷款规模。

此外，日本政府也通过政策性金融机构贷款及信用保证协会的紧急担保，为企业提供总额为 30 万亿日元贷款。

（四）确保金融体系稳健。

为了稳定金融体系，强化金融机构经营体质，日本政府实施向金融机构注入公共资金的措施。10 月 24 日，日本内阁审议通过《金融机能强化法》修正案，计划向金融机构注入额度为 2 万亿日元公共资金，注资对象从地方性中小金融机构到大银行，申请期限为 2012 年 3 月 31 日。

六、政策效果、课题及其展望

在金融危机的严峻形势下，日本银行重拳出击，与政府共同积极应对危机。在大规模刺激措施作用下，2008 年 12 月末，日本银行基础货币发行量年增长率为 1.8% 达到 101.26 万亿日元，2005 年以来首次突破 100 万亿日元大关。基础货币是流通纸币、流通硬币与央行经常账户余额的合计。在日本银行大规模公开市场操作带动下，2008 年 9 月起基础货币增长率转为正值，显示了流动性供给的增加（参见表 3）。但也可以看出，11 月起对商业银行在央行的经常账户付息后，原本应在短期金融市场运营的一部分资金滞留在经常账户上，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。

从货币存量来看，2008 年 9 月前保持基本稳步上升趋势，其中 8 月 M3 增长 1.0% 达到 1036.7 万亿日元，为 2004 年 12 月以来最高涨幅。2008 年第四季度货币存量大幅减少，10 月比前年同月相比减少了 0.1%（年比减少 0.5%），是 1981 年此数据开始统计以来的首次减少。主要是由于出于对金融市场的极度不安，资金向安全资产转移，企业筹措短期资金发行的商业票据（CP）减少，流动性资金紧张。

表 3 日本银行基础货币与货币存量增长情况

（年增长率，%）

	基础货币					货币存量	
		流通纸币	流通硬币	央行经常账户余额		M2	M3
					存款准备		
2007	-7.8	1.4	0.8	-49.6	-47.9	1.6	0.2
2008	0.1	0.8	0.8	-6.0	-5.0	2.1	0.7
1月	0.1	1.5	1.0	-14.4	-14.1	2.1	0.7
2月	0.1	1.1	1.0	-9.3	-7.6	2.4	0.8

2008 年 6 月起，鉴于对货币保有主体、各指标货币发行主体及金融商品范围的重新评估和判断，日本银行将“货币供应量”指标名称变为“货币存量”，共分为 4 个层次：M1、M2、M3 和广义流动性。其中 M2=现金+活期存款+CD（相当于“货币供应量”中的 M2+CD），M3=M2+邮储银行发行的 CD

3月	0.0	0.8	1.0	-7.4	-6.2	2.3	0.8
4月	-2.8	0.6	0.9	-27.3	-28.1	1.9	0.5
5月	0.9	0.7	0.8	-16.0	-16.7	2.1	0.7
6月	0.4	0.7	0.8	-2.2	-2.9	2.2	0.9
7月	-0.7	0.6	0.8	-12.3	-12.2	2.1	0.8
8月	-0.2	0.9	0.7	-10.1	-9.4	2.4	1.0
9月	0.9	0.4	0.7	5.4	2.6	2.2	0.9
10月	1.4	0.8	0.6	7.1	34.5	1.8	0.5
11月	1.9	1.1	0.5	11.3	10.2	1.8	0.6
12月	1.8	0.5	0.4	14.7	11.2	1.8	0.7

资料来源：根据日本银行统计数据制作。

虽然日本政府和央行采取了各种对策抵御金融危机带来的风险，但是依然面临亟待解决的难题。

（一）金融中介功能受阻。在复杂的经济环境中，虽然日本银行等存款性金融机构损失占其业务纯收益的比重很大，但对其核心自有资本比率影响较小，整体上银行贷款增加，日本金融体系的基本稳健。可是受股票价格暴跌和企业经营低迷的影响，银行的一级核心自有资本比率呈下降趋势，在自有资本比率制约下，通过银行贷款刺激实体经济的政策很难持续奏效。

（二）金融机构道德风险放大。在对金融机构实施公共注资时，与 2008年 3 月末到期的《金融机能强化法》相比，修正案删除了申请注资时提交的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，强化金融机构经营体制。

（三）中小企业融资难问题突出。虽然日本政府及央行均提出了企业融资对策，但因受金融危机影响，东京银行间同业拆借利率（TIBOR）攀升，企业通过发行商业票据（CP）筹措短期资金的环境恶化，只能依赖银行间接融资。据统计，2008年 10月 CP发行余额减少 8.5%，为 2007年 2月以来最大降幅。而 2008年 1-10月破产企业中，因资金短缺而破产的企业比前年同期增加了 31.3%。在经济不断恶化的背景下，日本银行的融资对策将首先惠及大企业，出于自有资本比率考虑，商业银行对中小企业的惜贷现象无法解决。对于日本政府提出的紧急担保政策，虽然利用规模不断增加，但保证协会对中小企业提供的紧急担保条件非常严格，依然无法满足中小企业融资需要。

（四）货币政策作用有限。日本银行将短期利率降至 0.1%后，多次表示继续降息将可能引发短期金融市场功能受损，而且日本经历过零利率政策下流动性陷阱的无奈，因此日本银行对继续降息一直持极其谨慎的态度。面对不断恶化的实体经济，日本银行或许会采取直接购买企业 CP、公司债等非传统手段，而这些方

式也将增加日本银行的财务风险。因此货币政策必须与其他相关经济政策相配合，才能发挥出更大效用。

2009年1月，日本银行公布了对2008-2009年度经济增长率的预测，两年分别为-1.8%和-2.0%，大幅低于10月公布的0.1%和0.6%，日本战后将首次出现经济连续两年负增长局面。在这种艰难困境下，日本银行必将继续加大政策力度，甚至采取20世纪90年代金融危机时实施的非常规手段和政策，将重点置于扩张央行的资产和负债，全力确保金融体系的安全与稳定。

原文刊载于《日本发展报告 2009》