

金融危机与日本的金融对策：影响、措施、效果及课题

The Financial Crisis and Japan's Financial Countermesasures:
The Influence, Measures, Effects and Issues

中国社会科学院日本研究所 刘瑞

摘要：在全球性金融危机严峻形势下，与欧美各国相比，虽然日本金融机构参与证券化商品交易所蒙受的损失对金融体系直接影响有限，但资本市场融资功能受损，企业融资环境恶化，金融机构收益骤减。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，受挫程度甚至超过危机震源地的欧美国家。日本政府与日本银行汲取泡沫经济崩溃后应对金融危机的失误及教训，重拳出击全力实施政策总动员，多项特例非传统金融举措相继出台。在继续恶化的经济环境中，日本面临金融中介功能受阻、地方性金融机构重组、中小企业融资艰难和货币政策执行空间有限等问题。

关键词：全球性金融危机；泡沫经济；日本经济；金融对策

一、金融危机对日本金融体系的影响

与欧美国家相比，日本金融体系在全球性金融危机中维持了一定的稳健状态。但国际金融市场动荡增大了日本金融体系风险，金融机构运营及金融市场功能严重受损。

（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，加之日本证券化商品运行模式尚未完善，与欧美国家相比，此次金融危机中因证券化商品交易所蒙受的损失对日本金融体系直接影响有限。从表 1 可以看出，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%。

表 1 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

【日】日本银行《金融体系报告》，2009 年 3 月，第 2 页。

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。

(2008年12月末,单位:10亿日元)

		大型银行	地方银行	合作性金融机构	合计
证券 化 商品	保有量	15823 (18412)	1513 (1672)	2071 (2087)	19408 (22271)
	损益合计	-2736	-228	-274	-3238
	评估损益	-877 (-1264)	-37 (-43)	-157 (-203)	-1071 (-1511)
	实际损益	-1859 (-1512)	-191 (-149)	-117 (-101)	-2167 (-1762)
次 贷 关 联 商 品	保有量	496 (719)	39 (46)	30 (31)	565 (797)
	损益合计	-961	-55	-37	-1053
	评估损益	-119 (-140)	-7 (-3)	-8 (-4)	-134 (-147)
	实际损益	-842 (-727)	-48 (-47)	-29 (-29)	-919 (-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(Tier)与实际业务纯收益为2008年3月末值。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2009年3月6日公布资料制作。

(二) 资本市场融资功能受损, 银行信贷激增。

2008年9月雷曼兄弟破产后,日本股票价格大幅下跌,资本市场功能受损,企业信用风险高企,信用息差(credit spread)扩大,通过发行股票、公司债及商业票据(OP)等进行资金融通的渠道受阻,以大企业为中心的经济主体对银行中介依存度提高。2008年度全国银行贷款比前年增加2.7%达到399.19万亿日元,这是自1993年度有可比记录以来最高涨幅。其中都市银行增加1.9%达到209.71万亿日元,为历史最高涨幅。地方银行和第二地方银行合计增长3.6%为189.47万亿日元。与2008年末相比,从2009年3月起贷款增长率略呈降低趋势,这主要是由于直接融资市场功能缓慢恢复,高信用等级企业逐步开始通过OP发行进行资金筹集。

(三) 金融机构经营风险增大, 收益恶化。

年度为日本财政年度,指当年4月至翌年3月末。2008年度为2008年4月至2009年3月。

【日】日本银行《贷款及资金回笼动向》,2009年4月10日。

受内外经济环境恶化影响，金融机构收益急剧减少。包括三菱日联、瑞穗、三井住友、理索纳、住友信托和中央三井在内的日本六大银行集团 2008年度并表决算最终损失 1.18万亿日元，五年来首次步入赤字，不良债权处理损失达 1.7万亿日元，为 2004财年以来最高水平。主要原因在于金融机构保有股票损失增加、贷款企业经营低迷、预防性增加呆坏账准备金等。

地方性银行损失更为严重，包括地方银行、第二地方银行在内的 109 家地方性银行 2008年度最终赤字达 4138亿日元，而前年同期盈利 6401亿日元，其中由于债券、投资信托手续费收入减少，实际业务纯利润比前年同期减少 38% 为 1.14 万亿日元，而地方中小企业破产增加导致不良债权处理损失为 1.18万亿日元，是前年同期的 1.6倍。

二、金融危机严重波及日本实体经济

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连续四个季度与前期环比呈负增长态势，经济陷入衰退。2009年第一季度实际 GDP速报值为 -4.0%，换算成年率为 -15.2%，为战后最大降幅。2009年 4月日本政府将去年末对 2008 2009年度经济增长预测值 -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。表 1表现出金融危机对日本宏观经济的深刻影响。

第一、消费物价低迷，居民消费急剧萎缩。2007年度居民消费占日本 GDP的 54%，对经济增长贡献巨大。总务省公布的家庭支出调查结果显示，受金融危机影响，至 2009年 4月末日本家庭平均支出连续 14个月负增长，创历史最长记录；职工平均现金发放总额连续 11个月减少。2008年度国内新车总销售数量为 470万台比前年减少 11.6%，为 1977年度 423万台以来最低水准；日本全国百货店销售额比前年减少 6.8%，为历史最大降幅，与提高消费税引起消费急剧减少的 1997年度持平。同时，通货紧缩压力增大，日本政府预计 2009年度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%。受外需减少影响，2008年企业设备投资连续两年减少，从第二季度起连续四个季度呈现负增长，其中第四季度比前期下降 16.7%，创历史最大降幅。2009年第一季度为 -9.9%，减少 2.20万亿日元，虽然降幅比前期缩减，但依然为 1987年第二季度以来的低水准，虽然非制造业转为 4.9%的正增长，但制造业 31.1%的降幅为 1987年 4月有可比记录以来最大值，企业设备投资意愿依然微弱。

【日】《日本经济新闻》2009年5月19日。

金融厅官方网站：<http://www.fsa.go.jp/news/20/ginkou/20090529-2.html>

【日】《日本经济新闻》2009年4月18日。

【日】《日本经济新闻夕刊》2009年5月15日。

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年度住宅新开工户数比前年增加0.3%为103.92万户，但这主要是2007年《建筑基准法》修订后投资大幅减少19.4%后的微弱反弹。若扣除建筑基准法影响因素，与截至2006年度的五年平均值相比，不计算作为特例的2007年度，2008年度住宅新开工户数减少14.1%，为1966年度88万户以来的最低水准。根据不动产经济研究所调查，2009年4月日本首都圈新公寓销售户数为2621户，比前年同期减少8.5%，连续20个月负增长，但降幅缩减至2007年10月以来的一位数。

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年度贸易收支赤字7253亿日元，为1980年度第二次石油危机以来首次赤字。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减产、破产现象频发，企业雇佣大幅减少，以非正式就业员工为代表的失业人群增加，并向正式员工波及。据总务省统计，日本2008年11月起完全失业率持续增加，2009年4月升至5.0，失业人数增加71万人共计346万人，为2003年11月以来最高值。就业人数为6322万人，连续15个月减少。日本厚生劳动省公布的2009年4月有效求人倍数仅为0.46倍，为1999年6月以来最低值，其中正式员工仅为0.27倍，创历史新低。

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。导致日本股票大幅下跌的重要原因，一是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。

可以看出，全球金融危机已通过消费、投资和出口等路径严重波及日本实体经济，在世界经济低迷背景下，日本陷入战后最严重的经济危机中。但在政府和央行政策组合作用下，日本2009年3月起矿工业生产指数开始回升，4月上升5.2%为74.3，升幅为56年来最高记录，经济产业省将其视为生产由“停滞”变为“好

【日】《日本经济新闻》2009年5月1日。

【日】内阁府《日本经济2008-2009》，2008年12月，第65-67页。

转”的动向。出口方面,财务省最新公布 2009年 4月出口额比前年同期减少 39.1% 为 4.20万亿日元,但减幅连续两个月缩小,使金融危机后出口急速下滑状况趋缓。这些亮点虽然短期内难以使日本经济复苏,但至少可以肯定日本不会再次步入泡沫经济崩溃后以“失去的十年”为代价的长期经济衰退。

表 2 日本近期主要宏观经济指标增长率(单位:%)

	名义 GDP	实际 GDP	居民消 费支出	住宅 投资	设备 投资	公共 投资	出口 前年比	完全失 业率	消费价 格指数
2007年 度	1.0	1.8	1.6	-19.4	-3.0	-4.1	9.9	3.8	0.3
2008年 度	-3.7	-3.5	-0.6	0.3	-14.1	0.1	-16.4	4.1	1.2
1	1.3	0.8	3.6	10.7	11.4	-3.5	7.7	3.8	0.8
2			0.0	-2.0	2.4	13.1	8.7	3.9	1.0
3			-1.6	-3.1	-6.2	-12.6	2.2	3.8	1.2
4	-2.1	-0.9	-2.7	3.3	0.5	-4.7	3.9	4.0	0.9
5			-3.2	-5.2	5.1	-9.6	3.6	4.0	1.5
6			-1.8	1.2	9.7	-11.3	-1.8	4.1	1.9
7	-1.5	-0.6	-0.5	-1.1	-4.7	13.8	7.9	4.0	2.4
8			-4.0	0.1	-13.0	-6.0	0.2	4.1	2.4
9			-2.3	1.0	-4.2	5.5	1.5	4.0	2.3
10	-1.6	-3.8	-3.8	-5.9	-15.5	-0.4	-7.9	3.8	1.9
11			-0.5	-5.6	-27.7	-2.8	-26.8	4.0	1.0
12			-4.6	1.5	-26.8	-6.4	-35.0	4.3	0.2
2009.1	-2.9	-4.0	-5.9	-4.4	-39.5	1.9	-45.7	4.1	0.0
2			-3.5	-9.5	-30.1	-2.8	-49.4	4.4	0.0
3			-0.4	2.6	-22.2	15.3	-45.5	4.8	-0.1
4			-	-	-1.3	-12.3	-	20.5	-39.1

注:住宅投资、GDP指标为前期环比增长率,其余指标为年增长率。

资料来源:NIKKEI NET统计数据、日本银行《金融经济统计月报》

三、泡沫经济崩溃后日本应对金融危机的启示

20世纪 90年代初期,日本陷入泡沫经济崩溃后的金融危机困境,金融机构大量破产,不良债权问题凸现,企业经营困难,实体经济低迷。虽然日本政府和央行采取了一系列救助措施,如清理不良债权、为银行注入公共资金、对问题金融

经济产业省官方网站: <http://www.meti.go.jp/statistics/tyo/iip/result-1.html>。

机构实施国有化、执行非传统的超宽松货币政策（零利率政策、数量宽松政策）等，但应对金融危机过程中的政策失误致使日本耗费长达十余年才彻底解决不良债权问题，摆脱长期经济萧条困境。总结日本的经验及教训，对化解此次全球性金融危机具有参照意义。

（一）两次金融危机相似点

1 危机爆发形式相似。从金融危机爆发形式来看，日本 90 年代金融危机与此次源于美国的全球金融危机都反映在房地产泡沫破灭后住宅抵押公司无法收回不动产融资而倒闭，进而致使相关金融机构破产这一模式中。日本泡沫经济发生的主要原因有：投资者对实现战后追赶型经济模式、一跃成为世界第一大债权国的日本资产价格上升预期强烈，形成投机过热；税收方面，对投资不动产的企业和个人实行的优惠制度加速了地价急速上升；日本银行为抑制“广场协议”后日元升值对日本经济的负面影响采取持续宽松的货币政策，在股票、地价大幅上升的 1986-89 年，直接刺激了资产价格泡沫的形成；金融自由化进程中，日本银行业为弥补因大企业融资“金融脱媒”而减少的收益，在“土地神话”刺激下，资金投向不动产和以不动产为担保提供住房贷款的非银行性金融机构。

2 金融市场动荡向实体经济波及。泡沫经济崩溃后，欧美国家面临与日本金融危机同样的局面，即大量金融机构破产、重组，不良债权包袱沉重，信贷紧缩，金融体系发生动摇。同时，金融危机对实体经济的负面作用明显，欧美主要经济体国家均陷入经济衰退。

3 危机应对措施相似。金融危机爆发后，日美等国政府和中央银行均采取了多种应对政策，通过大规模经济刺激对策、宽松货币政策、向金融机构注入公共资金、收购不良资产或有毒资产及实施国有化等政策，调整金融机构资产负债表，增加金融市场流动性，稳定市场预期及信心。

（二）两次金融危机的不同点

1 危机传导路径不同。由于金融衍生商品尚不发达，日本银行业当时持有的不良债权并未传递给国外投资者，风险集中在银行资产负债表的贷款方，金融机构的损失及金融危机对实体经济的影响仅限于日本国内。而此次金融危机中，美国商业银行通过复杂的证券化技术将不良债权多重打包销售，住宅泡沫破灭的损失被不断转移和扩散，最终导致源于美国的次贷危机演变为以美欧两大经济体为中心的世界性的金融危机。

2 不良债权结构不同。日本银行不良债权大部分来源于企业部门，不良债权问题的解决思路不仅要着眼于金融机构，还要强化企业的资产负债表。美国银行不良债权主要以家庭部门为主，过度举债的消费模式及放任的金融监管导致经济

【日】衣川惠《现代日本的金融经济》，中央大学出版部，1995 年，第 152 页。

【日】深尾光洋《20 世纪 80 年代后期资产价格泡沫发生与 90 年代萧条的原因》，村松岐夫、奥野正宽主编《平成泡沫的研究（上）》，东洋新报出版社，2002 年，第 95-96 页。

环境变化后消费者违约率攀升。与企业重组相比，防止住宅价格继续下跌、降低失业水平是家庭部门的经济重建的前提。

3 应对危机时间表不同。日本金融危机过程中，在宏观经济对策和结构性改革两派意见中，政策当局迟迟未推出解决危机的举措，使不良债权的处理、企业重组等严重滞后。当次贷危机演变为金融危机后，美欧等国迅速提供紧急流动性、保护存款人利益、公共资金注资等经济对策，以提振市场信心，减少危机引发的恐慌。

4 经济复苏环境不同。20世纪90年代后期，世界经济总体走势良好，尤其中国等新兴国家经济高速发展为外需依存度较高的日本经济复苏提供了必要的外部条件。而此次金融危机导致世界主要经济体国家经济恶化，恢复实体经济需要提振国内需求，并进行更为有效的国际间协调与合作。

（三）日本处理金融危机的失误及启示

1 处理不良债权时机不能拖延。在不良债权产生之初，日本政府一直采取隐瞒、拖延方式，延误了尽早解决金融危机的最佳时机。迫于投资者压力，日本当局在不良债权信息披露方面一直处于被动消极局面，直到1993年才开始“挤牙膏式”逐步扩大不良债权披露范围，1998年《银行法》修改后，作为金融机构义务，信息披露制度重要性得以确立。2002年10月《金融再生计划》的出台，主要银行才开始客观进行资产评估，切实为减少不良债权比率而努力。

2 金融危机处理必须要注入公共资金。日本最初在处理不良债权问题时成立了民间组织——共同债权购买机构，但由于自身经营目标限制，加之不良债权金额巨大，由民间机构处理相当困难。为维护金融体系稳定，政府通过购入不良债权、注资、破产处理、提供担保等方式投入公共资金，日本泡沫经济破灭后日本政府共投入47万亿日元，至2008年9月末累计回收32万亿日元。

3 促进金融与产业同步重组。在处理不良债权问题时，日本政府最初只将视点集中在资金供给方的金融机构方面，忽视了资金需求方的产业、企业的同步重组。金融机构收益源自企业部门，如同一个硬币的两面，解决不良债权问题的关键不仅仅在于银行方面，拥有过剩债务的企业也扮演着至关重要的角色。2003年成立产业再生机构之后，采取包括强化企业收益和企业再生对策的综合性措施，使不良债权问题得以标本兼治。

4 对金融机构注资要严格审查，注重完善公司治理机制。日本最初于1998年开始对金融机构注资，旨在解决银行“惜贷”问题，为陷入资金周转困境的银行提供帮助，但并未取得预期效果。日本长期信用银行破产后，日本为了改善其经营基盘进行注资。2003年，为解决理索纳银行资本充足率低下问题，日本政府实施了新型注资方式，即严格评估银行持有不良资产，对经营者实行责任追究，并要求银行制定经营健全化计划，督促银行完善经营体制。

5 综合运用多种经济对策应对资产价格波动。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，过度宽松的货币政策对资产价格泡沫形成起到了推波助澜的作用。在泡沫膨胀时，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最终刺破资产价格泡沫。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。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。

四、应对全球性金融危机的金融对策及具体措施

日本吸取了 20 世纪 90 年代应对金融危机的教训，在此次金融危机中重拳出击。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 CP 和公司债、增加长期国债购买额度等措施。这些金融对策将重点置于形成超低利率环境、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，主要采取了以下具体措施。

（一）形成超低利率环境。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。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，旨在通过国际间协调共同应对金融危机。12 月银行间无担保隔夜拆借利率再次下调至 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。2008 年 9 月雷曼兄弟公司申请破产保护，金融市场流动性面临枯竭，日本银行采取各种方式积极提供流动性支持，全力确保金融市场稳定。1 提供美元流动性供给。2008 年 9 月，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，以提高货币市场美元流动性。10 月日本银行与欧美央行统一步调，继续扩大美元资金供给，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。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 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

内閣府官方网站：<http://www5.cao.go.jp/keizai1/mitoshi-taisaku.html#taisaku>。

日本银行官方网站：http://www.boj.or.jp/type/exp/seisaku_cfc/index.htm。

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,增加浮动利率国债、30年国债及物价连动国债交易品种。(4) 为了提供较长期限资金缓解市场资金紧张局面,日本银行通过竞标方式购买银行持有长期国债。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。4000亿日元为过去最大月增量。(5) 日本银行决定扩大国债回购操作可接受的抵押品范围,从2009年7月起,金融机构可将所持美、英、法、德四国发行的本币计价国债进行抵押,以获得日本银行提供的日元资金。

3 稳定国内股票市场。(1) 暂时冻结出售政府及日本银行持有股票,延长上市公司股票分红的现行优惠税制期限。(2) 出台临时性措施,放松上市企业回购股票的市场管制,提高每日购买数量上限、延长购买时间。(3) 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。为解决企业融资难问题,日本政府和央行采取了强劲措施。

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) 暂时陷入资金周转困境的中坚企业和大企业可通过政策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) 增加日本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为国内大企业在发展中国家的业务提供贷款。

4 帮助企业度过年末、年度末资金难关。考虑到年末企业资金需求扩张因素,缓解企业因金融机构惜贷导致资金紧张的困境,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 注入公共资金。为了稳定金融体系,强化金融机构经营体质,2008年10月日本政府通过《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。2008年12月,注资金额扩大到12万亿日元。至2009年3月末,金融厅决定向三家地方银行(札幌北洋控股、南日本银行和福邦银行)注资1210亿日元。

2 放宽银行资本充足率限制。从2008年12月末至

2012年 3月末决算期，对银行自有资本比率实施部分弹性化措施。若存款性金融机构适用于国内基准，其有价证券评估损失不反映在自有资本中；适用于国际统一基准，对其持有的无信用风险的债券评估损失不计入自有资本。3 购买金融机构所持股票。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”购买不超过 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。截至 2010年 4月末购入总额为 1万亿日元，其中每家金融机构上限为 2500亿日元，上市股票评级在 BBB以上。4 向金融机构提供次级贷款。2009年 3月日本银行决定为以开展国际业务、符合国际资本标准的大型银行提供总额 1万亿日元次级贷款，帮助改善资本充足率。

五、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。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作用下，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。

2 货币存量增加。从货币存量来看，在金融对策刺激下，2009年第一季度 M3开始回升，2008年度 M3比前年增加 0.8%，为 2004年度以来最高水准。但其中定期存款等准货币增加 2.1%为 1990年度以来最大涨幅，代表高流动性的 M1同比减少 0.6%，为历史最大跌幅。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。

3 企业融资增加。在多次经济刺激对策下，截至 2009年 3月末，利用日本政策投资银行、商工组合中央金库窗口为中坚企业、大企业提供低成本紧急融资 577件达 1.13万亿日元，比 2月末值增加了 7000亿日元。日本银行通过购买金融机构保有的企业 CR 公司债等方式，为金融机构提供 12万亿日元的资金，是 2008年 12月末的 2.8倍。截至 4月末全国信用保证协会对金融机构为中小企业贷款提供的紧急担保金额为 10.17万亿日元，对企业融资起到间接支撑作用。

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，比 2007年度增加了 9.6%，为 2006年 3月末数量宽松货币政策解除后最

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

高水准，其中因与 FRB 签订货币互换协议提供美元流动性，外汇比前年度增长 2.1 倍，贷款增加 12%，反映出日本银行为金融市场提供大量资金、支援企业融资的积极行动。

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	存款准备	M2	M3
2007年	-7.8	1.4	0.8	-49.6	-47.9	1.6	0.2
2008年	0.1	0.8	0.8	-6.0	-5.0	2.1	0.7
1	0.1	1.5	1.0	-14.4	-14.1	2.1	0.7
2	0.1	1.1	1.0	-9.3	-7.6	2.4	0.8
3	0.0	0.8	1.0	-7.4	-6.2	2.3	0.8
4	-2.8	0.6	0.9	-27.3	-28.1	1.9	0.5
5	0.9	0.7	0.8	-16.0	-16.7	2.1	0.7
6	0.4	0.7	0.8	-2.2	-2.9	2.2	0.9
7	-0.7	0.6	0.8	-12.3	-12.2	2.1	0.8
8	-0.2	0.9	0.7	-10.1	-9.4	2.4	1.0
9	0.9	0.4	0.7	5.4	2.6	2.2	0.9
10	1.4	0.8	0.6	7.1	34.5	1.8	0.5
11	1.9	1.1	0.5	11.3	10.2	1.8	0.6
12	1.8	0.5	0.4	14.7	11.2	1.8	0.7
2009.1	3.9	0.4	0.2	41.8	35.9	2.0	0.9
2	6.4	0.7	0.1	65.8	56.3	2.1	1.2
3	6.9	0.8	-0.1	69.1	59.1	2.2	1.3
4	8.2	1.0	-0.2	81.2	69.7	2.6	1.7

资料来源：日本银行《金融经济统计月报》。

(二) 存在课题

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。

1 金融中介功能受阻。日本金融体系虽然维持基本稳定，2009年3月末主要银行资本充足率（并表）为 11.6%，基本与前年同期持平。但这主要由于股票价格暴跌和企业经营低迷导致银行自有资本总额降低，为了维持资本充足率，银行调整了作为分母的加权风险资产，使之大幅减少 11.0%。在资本充足率制约下银行追加贷款刺激经济的政策很难持续奏效，面临可能出现的通货紧缩，如何提高银行收益，正常发挥金融中介功能是金融机构亟待解决的课题。

2 地方性金融机构面临重组。泡沫经济崩溃后日本金融机构不良债权包袱沉重，银行通过增资、成立金融集团、合并等方式整合优质资产，增加自有资本。经过淘汰、重组后的都市银行从 1998 年 3 月末的 10 家减少至 2003 年 3 月末的 6 家，信用金库、信用组合数量减少了 40% 以上。而当时尚无余力重组的地方性银行在此次金融危机中资本金不足、收益减少现象尤为显著，这不仅由于经济低迷、中小企业经营困难，还存在少子化、老龄化导致地方人口减少等结构性因素，因此地方性金融机构整编重组迫在眉睫，部分银行已开始了重组行动，其中北洋银行收购札幌银行，关西 Urban 银行与 Biwako 银行、关东 Tsukuba 银行与茨城银行等发表合并声明，十六银行与岐阜银行决定开始业务与资本合作，地方性金融机构出现合纵连横趋向。重组后或许会解决银行数目过多问题，但作为地区性金融机构，能否发挥规模效应满足当地企业资金需要、强化财务基础将成为今后的经营重点。

3 中小企业融资难问题突出。据东京商工调查公司统计，在经济不断恶化背景下，2008 年度企业破产件数同比增加 12% 达到 1.61 万件，为六年来最高水准。2009 年 4 月企业破产 1329 件，其中中小企业达 1319 件。出于资本充足率考量，银行融资对策首先惠及大企业，对中小企业“惜贷”倾向明显。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。2007 年 6 月至 2009 年 1 月货币乘数为 7.1-7.3 倍，2009 年 2 月降为 6.9 倍，说明金融机构提供的资金仅停留在高评级的大企业中，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 年度将至 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，甚至采取直接购买企业 CR 公司债及金融机构持有股票等多种非传统手段，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。2008 年度日本银行经常收益减少 36%，作为最终收益的当期剩余金减少 53%，在大幅减少国库缴纳款的同时，日本银行已开始增强自有资本，继续支持经济走出危机的政策空间有限。因此货币政策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。

《经济学动态》2009 年第 6 期，人大《金融与保险》2009 年第 6 期转载

作者个人信息：

刘瑞：中国社会科学院日本研究所，〒 100007 北京市东城区张自忠路 3 号

TEL 13910008505; 010-82551575(H)

【日】《日本经济新闻》2009 年 4 月 6 日。

Email liuruijapan@gmail.com;
liu-rui@cass.org.cn