

美日两国资产价格泡沫治理的比较分析

● 李雅丽

内容提要：20世纪90年代日本泡沫经济破灭对日本经济造成了伤害远远大于2000年美国股市泡沫破灭对美国经济的打击，本文比较了两国泡沫破灭后的治理措施，发现由于美国货币当局一直密切关注泡沫问题，并在泡沫崩溃后及时采用下调利率和发表有公信力的言论稳定投资者预期起到了重要作用，同时美国金融体系具有的稳健和灵活保证了其能抵御各种冲击，而美国产业结构的升级从根本上保证经济的持续快速发展，从而泡沫崩溃对美国经济发展的影响远远小于对日本经济的危害。

关键词：资产价格 泡沫 货币政策

中图分类号：F82 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1770(2006)04-027-04

虽然目前理论界对货币政策要不要干预资本市场的价格波动存在很大的意见分歧，但是鉴于资产价格泡沫破灭后会对一国经济造成严重的损害，所以当现实生活中出现了明显的资产泡沫时，如何干预才能使损失达到最小化成为各国政府最为关心的问题。20世纪90年代日本泡沫经济破灭使得企业大量破产、金融机构不良债权激增、居民消费萎缩，以至于十几年来日本经济一直在“零增长”附近徘徊，被称为是“迷失的十年”。而2000年美国股市泡沫破灭后，经济虽一度低迷，被认为出现了战后的第十次衰退，但其持续的时间短，失业率也为历次衰退中最低，经济增长率一直保持为正。为什么两国泡沫崩溃后经济会出现如此巨大的反差，政府在治理泡沫中采取了什么样的政策，其效果如何，这是本文将要关注的问题。通过对美日两国对泡沫破灭的治理进行比较分析，以期深化认识资产泡沫与货币政策之间的关系，同时希望能够对我国的资本市场和房地产市场的发展提供一定的借鉴和指导作用。

一、两国治理泡沫的政策比较

1、泡沫破灭后，美日两国都采用了扩张性货币政策和财政政策

日本股票价格1990年上半年开始下跌，在1991年7月日本银行把官定利率由1990年的6%下调到4.5%，到1995年共分8次将利率逐渐降至1%的水平，到1998年9月9日日本银行又将隔夜拆借利率诱导至0.25%的超低水平。1999年3月3日，进一步降到0.03%的水平，在扣除货币经纪商佣金后，利息率实际为零。扩张性的财政政策自90年代初开始实行，到1996年年底，日本国债余额达到244.7万亿日元，到2001年达666万亿日元，约占到GDP的130%以上，财政赤字占GDP的7%。

对美国而言，纳斯达克指数在2000年3月到达5000点的高峰后开始一路下跌，年底收于2471.9点，全年下跌39.3%，意味着IT泡沫的破灭。2001年1月美联储开始下调联邦基金利率，经过连续13次的操作，将利率由6.5%逐渐减至1.0%，为1960

年代以来的最低点，并且格林斯潘一直在强调必要的时候将会继续降息。¹美国政府在股市泡沫破灭后，特别是小布什上台伊始就提出了10年减税法案，2003年的减税计划为6740亿美元（后受伊拉克战争影响追加700亿美元）到2003年9月，美国的财政赤字超过了4000亿美元，占到GDP的4%。

2、两国货币政策选择干预的时机、干预的侧重点各不相同

在日本泡沫经济崩溃的初期，日本银行把资产价格的严重缩水视为经济周期中出现的正常现象基本上没有采取任何政策，直到1991年7月才把金融政策转为缓和，官定利率逐步下调。从泡沫崩溃到政府采取政策，日本的“认识时滞”长达18个月。但美联储的货币政策则紧盯美国的经济表现、美国的股市特别是纳斯达克走势，特别是在2000年，年初是上调利率以抑制经济过热，到后来转向中性，年末时再从中性转为关注经济疲软。2001年1月3日，美联储突然宣布降息，联邦基金利率降低0.5个百分点，贴现率下调0.25个百分点。美联储在年初而不是在稍后的2001年第一次决策例会（2001年1月30-31日）上就出人意料地降低利率，这在美联储决策历史上比较少见，分析家认为美国股市新年开始第一天的暴跌是触动美联储提前降息的主要原因。而美联储能如此迅速地对泡沫破灭做出反应，则跟日本银行的教训所提供的前车之辙有一定关系。

虽然两国都采用降低利率的手段应对泡沫的破灭，但对比发现，美联储每次降息幅度都很小，25或50个基点，即采用了微调的方式，并且在调整利率之前，格林斯潘就会通过在国会作证和其他各种场合的讲话，让投资者产生一定的心理预期，给投资者留有调整投资行为的余地。相比而言，日本银行的利率政策缺乏连续性，每次利率调整都没有给投资者一个明确的预期，不利于经济主体形成一致的经济复苏预期。例如在2000年上半年时，经济金融形势稍有好转，8月11日日本银行就宣布解除零利率政策，将隔夜拆借利率提高到0.25%。不久经济

又开始下滑，股市下跌，2001年3月16日，日本政府宣布日本经济又陷入战后最严重的通货紧缩中，日本银行不得不再次实行宽松的货币政策，将再贴现率下调。

二、两国泡沫治理效果差异的原因分析

1. 美国货币当局有更高的调控宏观经济的能力

之所以说美国货币当局有更高的调控宏观经济的能力，是因为美联储对资产泡沫比日本银行有更深的认识，能更早地识别泡沫的存在，泡沫破灭后能采取更加有力的措施。

在日本资产泡沫的扩大和破灭初期，政府对泡沫的认识是不充分的。日本政府认为资产价格的变动是一种用经济理论无法解释的现象，如果资产的大幅度上升是有理论依据的，就不能说是泡沫。例如当时日本普遍认为地价的上升具有合理性：由于“岛国土地神话”——土地资源有限，而人口不断增长，人们会期待地价不断上涨——地价上升就会永远持续，所以地价很可能大大偏离理论价格。同时在经济繁荣的80年代后期，日本一般物价水平非常稳定，CPI通货膨胀率在1988年只有0.78%，日本银行认为达到了货币政策的运营目标。所以可以说在日本泡沫的形成和破灭初期，人们并没有认识到问题的严重性，人们乐观地认为资产价格很快就会上升，由此带来的金融机构不良债权问题也会随着价格的上涨而自动消除。²基于这种认识，在1990年初的股价下跌一年多时间里政府只是静观发展趋势，期待资产价格的上升、不良债权问题的自行解决和经济自律恢复和好转。遗憾的是，短期内日本资产价格没有回升还一直下降，不良债权仍在不断扩大，企业和居民的信心几乎丧失殆尽，错过了泡沫治理的最初关键时期。

20世纪90年代中后期，美国经济呈现高增长，低通胀，低失业的良好势头。从1996年6月到2000年5月，年度经济增长率在5%-6%，美国的CPI始终在2%到2.5%，失业率处于30年的最低点，股市出现了前所未有的繁荣。人们乐观地认为，美国的“新经济”可以不受经济周期的影响。但是格林斯潘并没有被此冲昏头脑，他提出了“人性不变论”，指出“从价格在今天和一个世纪以前的市场中所起的作用来看，人们对于冒风险的反感程度并没有显著不同。我们对资产的评估方式和那些影响经济价值方式的变化似乎与指导我们前辈的经济规则毫无二致。”所以格林斯潘对市场的“非理性繁荣”时刻保持警惕。早在1996年12月5日的一次私人晚宴上，格林斯潘就说到“我们如何知道何时非理性繁荣已过度推高资产价值，使资产价值面临意外而长期的下跌风险，就像过去十年来日本的情形一样。”在1999年1月20日，格林斯潘明确提出“鉴于金融市场对经济的重要性和金融资产价格波动更为普遍，决策者更应继续特别关注这些市场。”同年6月17日，他再一次表示“历史告诉我们，由于乐观预期心理会随经济扩张期拉长而转浓，即使产品价格相对稳定，资产价格也会攀升到无以为继的水平”。2002年12月19日他在纽约经济俱乐部就货币政策问题发表演讲又说到“具有讽刺意义的是，低通货膨胀、经济稳定以及低风险溢价可能成为资产价格的导火线。”由此可以看出格林斯潘

非常关注资产价格，关注资产泡沫与货币政策的关系。

央行关注资产价格并不意味着只要资产价格上升就要进行干预，事实上如果资产价格仅仅反映经济基本面变化，央行就没有理由干预，只有当资产价格波动是由非基本面引起，并且这种波动对实体经济有着潜在的显著影响时，货币政策对此才不能视而不见(Bernanke and Gertler, 1999)。但是客观上要想判断资产价格变动中有多少是合理的成分，有多少是泡沫成分是非常困难的，正如格林斯潘(1999)的一句名言：“要想干预市场，中央银行必须比市场还要了解市场”。但格林斯潘与一般银行家的不同之处在于，他在信息的收集上“是如此的偏爱，超出了人们的想象”，他经常关注着一般人不太关注的存货水平、产品的供应频率、劳动生产率的增长等反映经济基本面的指标。正因为如此格林斯潘总能比其他人更早的发现经济运行的方向，也更能把握资产价格上升中有多少是合理成分，有多少是泡沫成分，而这对于中央银行能否及时干预市场是十分必要的。

在应对泡沫破灭时美国与日本都采取降低利率的手段，但是利率变动本身对资产价格的影响不显著。根据当时尚任美联储理事的伯南克(Bernanke, 2003)的研究，联邦基金目标利率意外变动25个基点，将会使股价反方向变动0.75-1.5个百分点。也就是说，货币政策对股价的乘数效应仅为3-6倍³。对股价大幅波动的股市来说，这显得微不足道，所以利率的小幅调整对股市起不到太大的作用。只利用利率本身的下调来促使股票价格上升，可以说是一厢情愿的事情。但调整利率能起到改变市场预期作用，这对于泡沫的治理是非常重要的。

Charles P. Kindleberger于1978年给资产泡沫下了一个定义：“一种或一系列资产价格在一个连续过程中陡然上升，开始的上升产生进一步价格上升的预期，并且吸引新的买主——这些人只是想通过资产买卖来牟取利润，而对资产本身的使用或产生盈利的能力不感兴趣。随着涨价常常是预期的逆转，接着是价格的暴跌，最终以金融危机告终。”从中可以看出预期在资产价格泡沫形成和破灭中的重要作用，正是由于预期的逆转才引起了价格的暴跌。为了使泡沫破灭后资产价格能合理的回归到由基本面决定的合理价格，货币政策能够做到的就是在资产价格下降的初期及时给出信号：(1)降低利率，给市场以信心，从而改变公众预期，改变市场行为，改变资产价格下跌的趋势；(2)中央银行发表有公信力的言论以此达到稳定预期的效果，同时在以后的治理中，中央银行还要不断地明确这种预期。在市场信心动荡不安时只有能给市场明确预期的政策才是有力的政策。关于这一点，上面分析提到的美联储的出手及时以及格林斯潘的高知名度发挥了很好作用，从以往货币政策的普遍成功中，格林斯潘得到了极高的信誉度，没有人怀疑他的承诺，怀疑他调整政策的勇气和技巧。美联储理事科恩等人(2003)的研究表明，中央银行的声明对于形成公众预期具有重要作用，格林斯潘的国会证词对远期利率有着较政策声明更为显著的影响。Refet S. Gurkaynak等(2004)研究认为，联邦公开市场委员会的声明比行



动对市场的影响作用更大。所以说信誉值千金，好信誉能带来好运气，美国经济这艘大船顺利地驶出惊涛骇浪离不开美联储具有很强公信力的政策。相比之下，日本中央银行缺乏有公信力的政策，它起初的漠视以及后来的犹豫不决和政策的变化不定不能给投资者以稳定的预期，从而没有达到抑止资产价格下跌的目的。

2. 美国金融体系对资产价格下降的冲击具有更强的承受能力

在资产价格下跌过程中，金融部门受到严重的冲击，有一个更能应对一定资产价格下跌的金融体系对一国经济的稳定十分重要。美国是以资本市场为核心的直接融资体系，一方面自由和成熟的资本市场促使资本向效率最高，最为合理的方向流动，资本的分配、占有、调整日趋合理；另一方面，一旦资本市场出现非理性泡沫并且崩溃，股价的下跌是由大量的投资者共同来承担，这些损失分摊到每一个投资者身上就比较少。同时美国的银行业也日益变得更加具有稳健性和灵活性，抵御各种经济冲击的能力大为提高：(1) 银行资本实力雄厚。截止2002年9月，美国最大的25家银行持股公司的资本总额为3807.3亿美元，准备金为408.35亿美元，这些银行的核心资本充足率平均为8.7%，总资本充足率为12.24%，远远超过《巴塞尔协议》的4%和8%的最低要求。(2) 中间业务收入已成为银行收入的支柱，贷款收入所占比重越来越少，对于贷款而言，美国银行业也建立了完善的风险管理体系，他们根据自身能够承担的风险状况，大力推行了贷款的证券化、贷款的部分或全部拍卖和转让。(3)

自1933年实施的金融分业经营体制，商业银行形成了“保持一定距离”(keep at arm's length)的经营模式。这样美国金融体系对资产价格下降有较强的抵抗力和消化力。在此次股市调整的冲击下，银行业不良资产仅占2%左右，稳健的银行业避免了美国泡沫破灭后果的恶性传染。相比之下，日本金融机构缺乏这种对冲击的抵抗力。在80年代金融自由化的大背景下，日本银行把扩大经营业务和提高知名度作为首要任务，争相发放房地产和股票抵押贷款并参与直接融资市场，大量资金涌入股市和房地产。随着泡沫的崩溃，日本银行产生了大量不良资产，资本充足率严重不足，一批银行因此倒闭。十几年来银行业深陷坏账泥潭不能自拔，根本无法向实体经济提供充足的流动性以刺激投资和消费，以至于经济长期停滞不前。

3. 美国的经济结构更能抗击冲击

美国在20世纪80年代到90年代企业投资、特别是高新技术投资持续增长，不仅大大提高了各行业的劳动生产率，而且造就了国民经济中新的主导产业群，在全球率先实现了信息化产业升级。这种以知识经济为核心的经济结构，其发展依靠的是知识、人才和创新力的作用，而对资金的依赖性明显低于传统产业经济。对日本而言，其模仿型技术创新模式只注重技术在实体经济中的现实应用，不重视基础研发能力的培养，政府研发经费严重不足，特别是在泡沫经济时期，日本国内企业界为经济的景气所陶醉，将大量资金用于收购美国企业和不动产上，在产业升级方面投入严重不足。所以多年来日本产业结构一直未能成功升级。加上银行与企业之间的相互持股，资产价格下跌带来的损失在企业与银行之间互相加强，严重阻碍了经济的恢复。

三、结论和建议

通过比较和分析美日两国应对资产泡沫破灭的一些政策措施，我们可以看出，对于资产泡沫问题美国货币当局一直密切关注，在泡沫崩溃后及时采用下调利率和发表有公信力的言论稳定投资者预期，同时美国金融体系具有的稳健和灵活保证了其能抵御各种冲击，产业结构的升级换代从根本上保证经济的持续快速发展。而日本之所以迷失十年，其各种政策的失误难辞其咎，对泡沫问题认识不足，其破灭的治理政策缺乏果断性和连续性，不利于经济主体形成一致的经济复苏预期，同时日本的金融体系抗冲击能力不足，未能及时升级的产业结构使日本经济失去了持续发展的动力。

我国股票市场曾经出现过严重的泡沫现象，2001年后股市持续低迷，至今尚未有明显改善，对我国经济产生了一定影响，而近几年来部分地区又出现房地产市场的泡沫现象，前事不忘，后事之师，根据美日治理泡沫的经验本文提出以下建议：

1. 对资产泡沫防重于治

资产泡沫问题是虚拟经济发展过程中常见的现象，其产生的直接原因在于市场的过度投机行为。泡沫不可能长期持续地存在下去，最终一定会破灭，而一旦破灭将会对经济产生巨大的危害，并且持续时间越长，破灭时对经济的危害越大，治理

来越困难，所以对资产泡沫问题应该是防重于治。在当前我国外资大量流入的情况下，政府应调整产业结构，适当引导资金的流向，防止资金流入结构的不合理而引发泡沫。同时政府的决策应着眼于帮助投资者避免错误和提高市场效率，通过加强信息披露与财务报告的管理等手段来尽量减少资产价格泡沫。

2. 提高中央银行的独立性，增加货币政策的公信力

中央银行独立性越强，它对经济形势的判断就能较少地受党派利益的干扰，更能准确及时实施政策，并且保证政策的连贯性和一致性，在公众中形成较强的可信度，进而使政策实施成本下降。与美联储相比，我国中央银行的独立性以及对宏观经济的调控艺术还有待提高。

3. 对金融体系严格实施审慎监管，确保金融体系健康运转

金融体系的健康能保证在面临资产价格大幅度下跌时，仍然能够持续运行。不至于发生大规模的金融甚至经济危机。加强银行的监管，提高银行资本充足率，不仅可以使银行参与泡沫资产交易的动机减少，而且可以使银行在受到金融危机冲击后的不良后果最小化。与日本银行相似，我国银行业现在也面临着不良贷款率过高、资本充足率过低等困境，只有加大改革力度，从治理结构上入手，才能根本改变现状。

4. 增强研发和技术创新能力，促进经济结构的调整

从世界各国的经验来看，一国经济长期持续发展的最终决定因素还是经济结构的不断升级换代，这就要求一国具有较强的科技研发能力和自主创新能力，唯有这样才能从根本上抵御各种经济危机的冲击。

注：

1. 格林斯潘指出，虽然联邦基金利率趋向零，但是不意味美联储远期在政策放松和扩张上束手无策，由于长期利率明显高于1%，美联储可以通过购买长期债券、固定隔夜利率为零、制订中长期债券利率上限等非常规手段达到降低长期利率的目的。

2. 1992年7月的日本《经济白皮书》开头这样写到：“泡沫崩溃后的不良债权增加对经济景气的坏影响是有限的，通过企业重组和适当的宏观政策到1992年后半期就景气会恢复，地价也会上升。”

3. 这里所说的意外变动，是指联邦公开委员会例会之前联邦基金期货隐含利率与例会后实际公布的目标利率之间的差异来衡量的。

参考文献：

1. 成家军：资产价格与货币政策[M]，社会科学文献出版社，2004

2. 陆蓉：资本市场的货币政策效应[M]，上海财经大学出版社，2003

3. 马丁·迈耶：美联储 - 格林斯潘的舞台[M]，中信出版社，2002

4. 宋玉华，江乾坤：格林斯潘时代 - 美联储货币政策评论[J] 国际经济评论2003(11)

5. 王洛林等：20世纪90年代的日本经济[J]，世界经济2001(10)

6. 谢经荣等：地产泡沫与金融危机[M]，经济管理出版社，2002

7. 熊鹏：失去的十年之迷[J]，陕西省经济管理干部学院学报 2005(2)

8. 李至斌、刘健：货币政策、股票市场与经济增长[M]，中国金融出版社，2004

9. Bernanke and Gertler, 1999, Monetary Policy and Asset Price Volatility. Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, 84. 17-52

10. Refet S. Gurkaynak, Brian Sack, and Eric T. Swanson, 2004, "Do Action Speak Louder Than Words? The Response of Asset Price to Monetary Policy Action and Statements", Board of Governors of the Federal Reserve System Washington, DC20551

11. Anna Schwartz, : "Asset Price Inflation and Monetary Policy", NBER Working Paper9321, Nov. 2002.

作者简介：

李雅丽 厦门大学金融系博士研究生

