



## The Impact of Japan's Real Estate Bubble on Financial Institutions

# 日本房地产泡沫对金融机构的影响

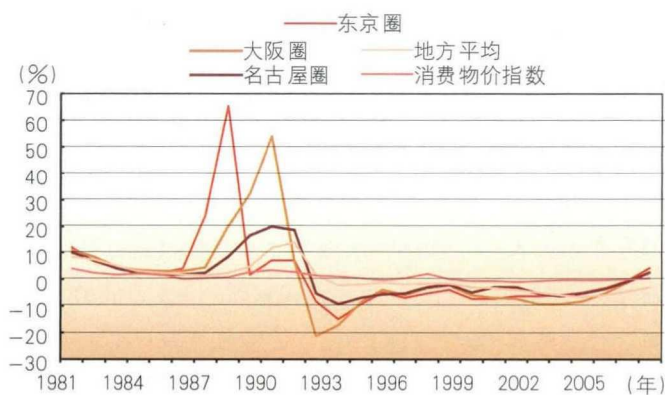
■ 宣晓影

金融机构作为一种较为特殊的市场运营主体为宏观经济运行提供流动性支持。尽管受制于各种监管规制，但金融体系危机的爆发却经常伴随着资产价格泡沫的膨胀和破灭，并非被认为的那样可以平抑经济波动。20世纪80年代后期，日本的城市化和产业结构优化进程告一段落，房地产价格的飙升源于日本国内银行部门的过剩资金和海外投机资金的推动，缺乏强大的经济增长的支撑和城市化进程所带来的实际需求的增加，泡沫极为严重。房地产价格于1990年冲到顶点后便开始暴跌，且价格调整的时间长、深度大、影响广。日本的金融机构在泡沫经济崩溃后遭受重创，政府在不良贷款处理过程中以及应对其后的金融危机过程中推行了一系列政策，使账面上已经“入不敷出”的金融机构在游戏规则内恢复了重新向实体经济部门输出流动性的“动力”。

### 日本房地产泡沫的崩溃

20世纪80年代后期的日本房地产泡沫是在各种因素的复合作用下产生的，其中银行的积极融资和长期的宽松货币政策，对其生成和扩大有着深刻的影响。银行的积极融资并不是在80年代后期的金融宽松时期突然出现的，而是随着日本金融自由化的推进，从80年代前期逐步开始的。一系列自由化和放宽限制给企业、个人及银行的行为带来了很大影响。

1985~1991年是日本房地产和股市泡沫的快速膨胀期，其基本模式是企业和个人通过房地产抵押贷款，之后再投资于房地产和股市。当时，日本普遍乐观，坚信房地产会长期上涨，媒体也鼓吹“不贷款购房是傻瓜”，导致有房人欣喜若狂的再投资，无房人担心永远赶不上房价上涨的脚步。实际上，日本政府也认识到了泡沫的存在，调控政策基本上是按照先采取行政手段、然后



资料来源：根据日本国土交通省的数据做成。

图1 日本房地产价格指数与消费物价指数的长期走势

表1 金融机构破产件数

	1991~1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年
银行	1	2	1	3	5	5	0	2	0	1
信用 金库	2	0	0	0	0	10	2	13	0	0
信用 组合	5	4	4	14	25	29	12	41	0	0
合计	8	6	5	17	30	44	14	56	0	1

资料来源：《存款保险机构年报》（2004年）

采取金融政策、接着出台相关税收政策的顺序推进，但最终效果却并不理想。其主要原因可以归结为：政府在初期错判了宏观经济和土地市场的发展形势，错过了财税政策尤其是金融政策调控的最佳时机；之后，日本央行实行的一系列过紧的金融政策又引发了急剧的泡沫崩溃，金融调控的力度过猛，对经济造成了重创（图1）。从时间来看，似乎日本的股市泡沫破裂在先，房地产泡沫崩溃在后，但实际上两者几乎同时爆发，只是由于房地产的处理速度较慢而已。泡沫崩溃后，巨额不良贷款不仅使银行无法发挥正常的金融中介职能，还导致企业所持资产的抵押担保价值减少，借款能力下降，经营陷入困境甚至破产，失业人口增加，经济步入低迷。对金融机构的不安心理也导致消费和投资的低迷，造成经济情况进一步恶化，日本实际GDP增长率由1990年的5.5%骤降至1991年的2.9%，1998年开始出现负增长，直至2005年才有所缓和，被称为“失去的15年”。

### 房地产泡沫破裂对金融机构的影响

泡沫经济时期，日本的金融机构（包括银行及各种非银行金融机构）都投入到房地产投资的大潮之中，部分保险公司的房地

产投资占比甚至与主营业务持平。20世纪90年代初期，随着泡沫经济的崩溃，以住宅金融专门公司（以下简称“住专”）为代表的非银行金融机构的大量不动产融资无法收回，导致向其提供融资的金融机构的资产状况急剧恶化，产生大量不良贷款的同时金融机构连续出现破产，“银行不倒”的神话彻底崩溃（表1）。由于当时日本未曾经历过泡沫经济崩溃，缺乏应对手段，法律制度等也并不健全，使得不良贷款的处理向长期化蔓延。实际上，20世纪90年代初期，日本国内有通过公共资金投入来解决不良贷款问题的讨论，但由于畏惧国民的反对，政府一直难于决策。随着危机进一步深化，1997~1998年大型金融机构连续破产，中小金融机构的破产数量陡增，在对实体经济影响不断加大的情况下，国民认识有了巨大的转变，通过积极注资来尽早解决不良贷款问题的观点逐步成为了主流。

### 日本政府主导的应对措施

由于日本财务省决定从1998年3月开始按照巴塞尔协议I实施更严格的资本充足率监管，日本的商业银行纷纷剥离资产，引发了全国乃至整个亚洲的信用紧缩。为应对泡沫经济崩溃引发的银行危机及信用紧缩，日本采取了如下九项措施（表2）。最终，日本的银行体系也由80年代的13家城市银行、7家信托银行、3家长期信用银行合并为现在的七大金融集团。

#### 20世纪90年代向银行注资

日本分别于1998年和1999年两次向银行业注资。1998年2月，日本通过了《金融稳定法案》，设立了30万亿日元公共基金，其中17万亿日元用于保护储蓄者及收购不良贷款，13万亿日元用于对危难中的银行提供资本。

但由于注资者与接受方都保持警惕，第一次注资仅防止了信用紧缩进一步恶化，而没能使其彻底结束。接着日本政府在1999年3月对15家大银行实施了总额为7.5万亿日元的第二轮注资，接受注资的15家银行的平均资本充足率从1998年9月底的9.66%提高到1999年3月底的11.56%，提高了近2个百分点。除此之外，1998年实施了针对小企业借款的特殊信用担保政策，这些都使得银行贷款态度大幅提升，标志着信用紧缩逐渐结束。

#### 对银行资产负债表中负债的处理

保护金融机构的存款。日本处理银行部门不良贷款的大部分资金用于保护处在危机中的金融机构的存款。从1991年开始，日本的存款保险机构先后给181家金融机构提供资金援助，截至2009年3月，总额高达18万亿日元。这些资金原本应该出于银行的存款保费，然而，日本的存款保险基金严重不足，不过是被保险存款的0.16%。因此，资助给金融机构的资金中只有8万亿日



表2 日本采取的九项措施

	危机应对账款	金融机能强化账款	金融再生账款	早期健全化账款
法律基础	存款保险法	金融机能强化法	金融功能安定化法 金融再生法	早期健全化法
应用期限	2003~	2004/8~2008/3末 (延至2017/3末)	1998~2005/3末 现在只有管理业务	1998~2002/3末 现在只有管理业务
资金用途	资本增强、超过存款保险机构偿还存款成本的资金援助等	资本增强	收购资产、继承及接管银行的相关出资等	资本增强
2016年3月末 资筹余额	-	4386亿日元	1.6万亿日元	-
2016年3月末 累计损益	3700亿日元	403亿日元	1155亿日元	1.6万亿日元
财源/ 账款废除	基本由商业银行等负担。政府需要维持信用秩序时，可补助一部分(要预算)。	账款废除：业务结束(资产处置结束)年度末的6个月 后剩余资金纳入国库 亏损部分的处理未定		

资料来源：R. KOO and M. SASAKI (2010)。

表3 日本的金融危机应对框架

	危机应对账款	金融机能强化账款	金融再生账款	早期健全化账款
法律基础	存款保险法	金融机能强化法	金融功能安定化法 金融再生法	早期健全化法
应用期限	2003~	2004/8~2008/3末 (延至2017/3末)	1998~2005/3末 现在只有管理业务	1998~2002/3末 现在只有管理业务
资金用途	资本增强、超过存款保险机构偿还存款成本的资金援助等	资本增强	收购资产、继承及接管银行的相关出资等	资本增强
2016年3月末 资筹余额	-	4386亿日元	1.6万亿日元	-
2016年3月末 累计损益	3700亿日元	403亿日元	1155亿日元	1.6万亿日元
财源/ 账款废除	基本由商业银行等负担。政府需要维持信用秩序时，可补助一部分(要预算)。	账款废除：业务结束(资产处置结束)年度末的6个月 后剩余资金纳入国库 亏损部分的处理未定		

资料来源：三井住友银行经营企划部金融调查室制作。

元出自银行的存款保费，其余的10万亿日元是政府将政府债券卖给存款保险机构而获得的。

购买金融机构的资产（特别是不良贷款）支援存款保险机构。1996年日本修订了《存款保险法》，增加了向倒闭金融机构融资方法。1999年成立了整理回收机构（RCC），与存款保险机构签署回收协议，从金融机构购买债券，并加强回收力度，回收收益最终上交国库。但RCC初期收效甚微，由此，2001年4月，日本政府制定了“紧急经济对策”，要求主要银行加快处理不良贷款。2002年9月，日本政府又提出了“金融再生计划”，采取强硬方式使不良贷款问题于2005年告终。截至2009年3月，RCC回收收益累计超过1.2万亿日元。

回购条款下购买的资产。当日本长期信用银行以及日本信贷银行在1998年倒闭时，日本政府基于金融重建法将两家借款人放在特殊的公共破产的位置，设立独立的金融重建委员会检查两家银行的资产，将它们分为“不合格资产（不良贷款）”和“合格资产”。前者由RCC接管，后者则由继任银行承担。继任银行担心他们承担的合格资产的质量恶化，造成二次损失，在起草最终转移合同时增加了一条特殊回购条款，以使政府保证承担由于资产质量恶化所带来的任何风险。

解决住专问题。1996年，日本政府通过了《住专法》，并通过RCC购买了7家住专持有的13万亿日元总贷款中的6万亿日元贷款（账面价值）。剩下的6万亿日元贷款通过1万亿日元的资助以及5万亿日元的私营金融机构的债务减免进行注销。然而，紧接着的贷款质量的恶化造成了RCC购买的6万亿日元贷款的二次损失。截至到2008年底，RCC在住专账户上的二次损失达到1.1万亿日元。

购买金融机构的股权。日本的商业银行与企业有交叉持股历史，银行在泡沫破灭后曾通过卖掉股份并记录收益，然后迅速买回这些企业股份的方式来解决不良贷款问题。但是，交易越多越容易受到股票市场的影响。由此，在2001年宣布的紧急经济计划中，政府规定银行所持的股票组合被限制为股东权益的价值，任何超出这一数量的持股必须在一定期限内卖掉。政府也组建了一个银行持股购买公司（BSPC），从2002年2月到2006年9月购买这些股票。另外，日本央行也决定从2002年11月到2004年9月底通过购买银行所持有的股份来减少金融机构持股，加强金融系统的稳定性。存款保险机构也购买了银行持有的股份。截至2009年3月底，该举措带来净收益1.1万亿日元。

#### 企业援助政策

通过产业复兴机构促进产融重组。2003年5月，日本政府与民间企业共同成立了产业复兴机构（IRC），加速处理不良贷款

的同时帮助企业重建。IRC在背负过剩债务的企业中，选择那些有望重组的企业，收购其债权，与主银行共同帮助企业实现重组计划。至2005年3月末，IRC通过购买银行不良贷款，共支援重组企业41家，合计收益745亿日元。

针对小企业的特殊信贷担保。1998年10月，日本政府通过银行注资构建框架，以提供特别贷款担保来稳定小企业融资。日本政府设定2000年3月为最终期限，并设定20万亿日元作为上限。1999年11月，在小企业的强烈要求下，该计划被延长一年，至2001年3月，上限也扩大到30万亿日元。日本政府通过该计划用2万亿日元的预算支持了私营部门将近30万亿日元的融资，特殊信用担保系统与政府注资成功地阻止了信用紧缩对日本经济的危害。

#### 积极财政政策与宽松货币政策

在金融危机过程中，政府实施的积极财政政策与央行的宽松货币政策，成为缓解信贷紧缩、增进市场流动性、避免实体经济陷入严重衰退的重要举措。

2007年3月末，日本主要银行不良贷款余额降至4万亿日元，比2002年3月末减少85%，不良贷款比率也从8.4%降至1.5%。中小金融机构也得到较大改善，不良贷款比率由2002年3月末的8%下降至2007年3月末的4%。摆脱不良贷款包袱的日本商业银行业，提高了经营管理水平，盈利能力开始上升，加强了金融体系的稳定，为日本经济的自律性复苏创造了条件。

#### 日本经验及启示

泡沫经济破灭后，日本的国民财富仅在股市和房地产领域就蒸发了1500万亿日元，银行也在处理不良贷款中损失了100万亿日元。而在事后处理这场危机的过程中，纳税人仅支付了11万亿日元。相比之下，2008年金融危机中西方金融机构的资金投入接近9万亿美元（时价约合810万亿日元），虽然这两个数字未必具有直接的可比性，但日本的不良债权处理应该说是一个奇迹。有人认为尽管日本纳税人最终付出的成本相对较小，但花在处理危机上的时间相当长，这延缓了最终的经济复苏，也给公众带来了沉重的代价。但无论如何，日本的整个危机应对经验有其深刻的借鉴意义。

**首先解决信用紧缩，之后拯救商业银行。**实际上，1995年和1996年银行的放款态度与泡沫经济期间一样积极。信用危机是在1997年银行着手财政整顿时出现的，从1997年10月出现信贷紧缩到政府第一次注资，日本只花了5个月的时间。政府及时的两次注资以及特殊信用担保计划使得银行的放贷态度在1999年3月开始大幅改善，各项措施成功地根除了信用紧缩，之后才考虑如何拯救商业银行。

**处理不良贷款不是越快越好。**泡沫经济崩溃后，由于银行修复资产负债表引发惜借问题。在这种情况下，通过快速处理不良贷款来改善银行状况并不能有效刺激经济恢复。信用紧缩可以在不良贷款残存的情况下得到解决。在1998年3月到1999年的注资过程中，日本政府并没有强迫银行立刻处理不良贷款，否则，巨额注资在不良贷款处理中只不过是打水漂。日本的例子表明，没有必要急于处理不良贷款，当微观与宏观政策目标冲突时，应该优先考虑宏观政策目标。

**构建政府注资的框架。**日本政府对金融机构的注资方式是：日本政府给存款保险机构提供一个贷款担保框架，存款保险机构通过这一框架从日本央行和金融机构借款或发债，再购买金融机构发行的优先股。实际上这种操作是用政府的信用作担保，并没有增加财政赤字，而财政赤字最终是上升还是下降只有在基金偿付时才揭晓。这有效规避了计划实施之初便产生巨大财政赤字，计划完成之后又引发财政收支巨大波动的风险。

**建立健全金融危机应对框架。**经历了20世纪80~90年代泡沫经济的爆发、崩溃及后期对金融机构不良债权的长期处理，日本逐步建立健全了一整套金融危机的应对框架（表3），为当时有效防止金融系统和整个社会陷入更深的混乱，以及其后的金融再生打下了良好基础。

（作者单位：中国社会科学院金融研究所、  
国际金融与国际经济研究室）

责任编辑：韩晓宇  
Hxymy2007@126.com

#### 中国银行法学研究会2017年年会将于11月在沈阳召开

8月18日，中国银行法学研究会发出通知，定于2017年11月10日至12日在沈阳召开2017年年会。本次年会的主题是：金融安全的法治保障。目前正在征集会议论文，截稿日期为10月30日。《银行家》杂志将为本次会议提供媒体支持。



## 金融市场 90

### 债券市场发展对中国金融安全的利与弊/宋爽 刘东民

随着国内金融市场的突飞猛进,金融安全问题也日益受到关注。在人民币国际化的推动下,近年来境外主体对人民币债券投融资需求明显增长。然而,债券市场的开放和创新也可能助长投机套利活动和跨境资金波动,形成国内金融市场的风险隐患,因此需要加强监管。

# Advantages

## and Disadvantages of Bond Market Development to China's Financial Security

With the rapid development of the domestic financial market, financial security issues are increasingly concerned about. However, the opening and innovation of the bond market may also contribute to speculative arbitrage activities and cross-border capital fluctuations, so that the domestic financial market risks may be formed. Therefore we need to strengthen supervision.



## 全球视线 108

### 日本房地产泡沫对金融机构的影响/宣晓影

20世纪80年代后期,日本的金融机构在泡沫经济崩溃后遭受重创。政府在不良贷款处理过程中以及应对其后的金融危机过程中推行了一系列政策,使账面上已经“入不敷出”的金融机构在游戏规则内恢复了重新向实体经济部门输出流动性的“动力”。

# The

## Impact of Japan's Real Estate Bubble on Financial Institutions

In the late 1980s, Japanese financial institutions suffered heavy losses after the collapse of the bubble economy. The government has made a series of policies in the process of non-performing loans and dealing with the subsequent financial crisis, which have made financial institutions back to restore Output liquidity "power" to the real sector of the economy.

77 张连泽/交易银行业务融合研究

80 代盛/砥砺前行 期待破冰

——中小银行同业业务调研

82 金豆/我国商业银行贷款质量变动趋势

——基于主要上市银行的分析

86 范嘉 王铁军/妥善运用融资担保与信用保险推动助贷业务

## 金融市场

90 宋爽 刘东民/债券市场发展对中国金融安全的利与弊

94 吕风勇/由存贷比差异看县域金融的地位和作用

96 沈嘉 吴旭/金融创新背景下投资者账户管理的对策建议

98 滕祥志/资管产品增值税新规的法律评析

100 霍冉冉 郑联盛/校园贷的风险与防控

## 全球视线

103 纪晓晴 欧明刚/印度的普惠金融政策及效果

108 宣晓影/日本房地产泡沫对金融机构的影响

112 于换军 姚云/开发性金融机构公司治理的国际经验与借鉴

115 斯坦利·费希尔/住房与金融稳定性

## 农村金融

118 张桂菊/富民惠农 润泽万家

——访桐城农商银行董事长刘决琦

122 杨蕾 张明烨/新型农业经营主体的金融服务创新

——在“三权分置”政策下

126 吴为民/增资扩股助力农合机构发展

## 地方工作

128 刘洋 彭飞/风控视角下金融如何支持实体经济发展

132 路东都/基层央行财务核算存在的问题及对策

## 金融科技

134 王茜 程都/人工智能如何影响银行业转型

136 陈文 蒋宏/数字化时代的核心银行系统转型

## 文化休闲

139 高续增/解读“特朗普现象”

142 宋建江/公社印象记