



复苏之路： 日本 的 观 点

既能解决流动性又能解决偿债问题的战略是必须的

Kenneth Kang和Murtaza Syed

一位银行顾客正在使用东京的高技术自动取款机。

日本在20世纪90年代和21世纪初所遭受的金融危机与目前困扰美国的金融动荡在起因上存在一些相似之处。15年前世界第二大经济体所发生的经济危机留下了一个明白无误、似曾相识的感觉：流动性过剩、金融监管松懈、过于乐观的资产价格预期造成房地产业急剧下滑和银行危机，导致经济泡沫的破裂。

与过去几年的遗留问题和政策反映相比，日本经济危机的时间明显延长。尽管日本经济泡沫的破裂为金融系统留下了大量的不良贷款，并极大削弱了经济，但仍然经过相当长时间，大量的问题才暴露出来。

1997年，日本经济危机发生6年后，房地产贷款的大量损失和股价下跌导致银行间市场冻结和金融机构的倒闭狂潮，其中包括日本一些最大的银行。在金融系统瘫痪可能破坏日本经济的情况下，日本银行匆忙开放信贷市场。政府同样采取了利用公共资金大规模介入的配合手段，从而导致目前熟悉的两难选择：如何在促进有秩序的去杠杆化的同时，使纳税人的支出最小化并限制道德风险。以日本的情况为例，金融危机被成功化解，但导致“失去的10年”的经济滞胀和通货紧缩时间延长。

当前的经济危机由于其全球性、涉及金融工具的复杂性和更加脆弱的国际背景，似乎更令人生畏。高度杠杆化的金融机构将大量举债的家庭卷入其中，同时使得国内资产负债表更加脆弱。然而，这两次危机都基于普遍的通病，因此日本最终克服这些挑战所取

得的成功（尽管早期存在困难）可能提供了一些有用的见解。

随着危机深度和广度的不断展现，日本的战略经过了数年的发展，最初集中在日本银行所采取的创新和非常措施以提供流动性，其中的措施包括：扩大抵押物的范围、直接购买资产、在零利率政策下放松数量限制。提供流动性虽然必要，但对于稳定金融系统是不够的。当危机加剧，政府当局转而重组银行，使银行承认问题贷款并增加新的资本，在某些情况下甚至会寻求公共资金或退出该部门。最终，更为严格的监管、公共资金的审慎使用、重组危困资产的稳健框架，帮助恢复了金融系统的正常运行。银行损失了100万亿日元以上（约1万亿美元），大大超过了最初的预期，最终大约动用47万亿日元的政府资金来处理大量不良贷款和银行资本的调整。然而，至今这些资金只有不到3/4得到了偿还。

令人鼓舞的是，应对当前危机的最初行动——主要是解决银行间市场流动性压力的一些措施和政府资金支持的救市方案，迅速而有力。总之，美国目前以令人赞许的敏捷行动推进救市：日本直到1999年——房地产泡沫破裂8年后，才注入纳税人资金实施全面的金融改革。

但是我们从这里将走向何方？美国金融市场仍然形势严峻，并且人们也担心出现严重的经济萧条。如果日本的历史有某些指导作用，一些最困难的阶段可能也将到来。尽管目前大量资金被用于解决银行债务

（保护存款并支持借贷），一个解决更广泛挑战的全面战略——重组陷入困境的资产并支持合并，却并未完全实现。

为实现持续的经济复苏，缺少解决资产负债表任何一方面的系统方案将不会发挥作用。以日本为例，解决银行系统偿付问题和流动性问题的综合手段被证明能够最为有效地解决危机。其中采取的措施包括银行重组和调整公司部门的债务。日本战略一些可能有用的经验如下：

- 虽然提供流动性有助于防止迫在眉睫的系统危机，但并不足以解决资本不足银行体系的根本问题。充足的流动性是解决方案的一部分，但不采取充分认识损失并解决资本不足的措施，市场功能将会被扭曲并推迟所需的调整。较差的会计实践及其对规章制度的忽视掩盖了多年的不良贷款问题，并限制了采取行动的动力，例如寻求新的资本或者与其他机构相融合。延期确认损失被证明代价极大，使破产的公司继续苟延残喘。据IMF估计，目前全球源于美国的证券化债务损失约1.4万亿，只有一半记录在案。基于公平市场评价的、更为透明的制度结构鼓励银行修补其资产负债表，这将有所助益。至少，早期采取行动确认损失并增加足够的准备金有助于确定短缺资本并启动重组程序。

- 用于银行资本重组的公共资金取决于股本冲销和严格的绩效标准以限制道德风险。在日本将资本注入能够存活下来的机构并依次解决不能存活的机构，有助于支持信贷并提高资本率。然而，作为公共资金的交换，银行需记录现有股东的资本，更换高级管理层，提交由金融服务机构定期评估的重组计划。在较宽松的方法失败后，公共资金同样将目标战略性地放在促进金融部门的合并，几个较大的银行和许多较小的银行机构相继倒闭或合并。为强化市场秩序并使道德风险的可能危害最小化，政府同样应考虑在银行系统恢复稳定后，采取适当的退出战略以剥离其在银行系统的股份。

- 重组危困资产是清理资产负债表所必须的。日本的战略要求主要银行在2—3年内，通过向市场直接出售、推进破产程序或通过不经法院恢复借款人，加速处理其资产负债表中的不良贷款。剩余贷款将销售给日本工业复兴公司(IRCJ)，该公司负责处理银行的不良资产，或出售给日本工业复兴公司。该公司成立于2003年，负责从银行购买危困贷款，并在重组过

程中与债权人合作。通过这些资产管理公司的政府采购有助于提供法定的清偿力和责任。如果资产价格恢复，这样的介入将结束纳税人的负担，并使其花费远低于其最初价格的情况。在日本，IRCJ在2007年倒闭前甚至力图创造少量的利润。

- 一个稳健的私营部门所主导的框架在这样的调整中将有所助益。尽管一个公共的资产管理公司能够迅速将危困资产从银行中剥离出去，价值的恢复可能取决于私营部门在调整中所充当的主导地位。在日本，私营部门发挥了重要作用，包括国外资金允许接管两家陷入困境的银行，并帮助重组危困公司。获得适当的激励取决于对危困资产的适当评估及其重组的稳健框架。

- 债务人资产负债表也需要调整。在日本，大量的不良贷款被注销，债务调整有助于推动公司部门必要的去杠杆化。更为重要的是，对破产系统进行了检查，2000年国内振兴法允许更快和更为多样的破产处理方法并建立了IRCJ。尽管美国清理住房抵押债务可能需要不同的方法，但是住房抵押债务使人们得到了自己的住房并导致不动产价格急剧下跌，成为目前危机的根源。

- 支持性的宏观经济政策尽管并不是一剂万能药，但是金融部门的补充措施。为应对危机，日本的决策者降低利率，增加财政支出。1991年中到1993年末，BOJ将贴现率由6%削减为1.75%。然而，由于危机破坏了货币政策的正常转移渠道，需要深入和全面地修补银行系统。总之，日本的经验表明宏观经济政策能够支持调整程序，并提供了一些思考的空间，但它们并不能替代解决导致危机的金融部门潜在不足的直接措施。

最后，一个令人安慰的经验是：尽管最初出现了极大的混乱，但是没有什么能比得上带来光明的危机——为许多必需的改革提供普遍的支持。在日本，在巴塞尔II框架下发展资本市场的措施和确保银行资本充足的制度，有助于建立一个更有竞争性的金融系统。这一金融系统在当前全球性危机中运行相对良好。通过一个更有战略性的焦点，目前的危机同样将预示着积极改革的实施，这一改革将增强全球金融体系的效率、应对危机的能力及其透明度。

Kenneth Kang，IMF 亚洲和太平洋部副处长；Murtaza Syed，该部经济学家。