

金融机构不良资产的宏观经济分析

——日本的教训与启示

石建民

不良资产(或不良债权)增多是近年来困扰许多国家的一些金融机构乃至整个金融业的一大隐患。其危害之深广,根治之困难,引起了人们的高度关注和重视。目前关于金融机构不良资产问题,人们从体制、结构层次谈得较多(如“泡沫经济”论)。这些固然是重要因素,但作为一个复杂的经济现象,金融机构不良资产增加的原因应是多方面的。本文试图以日本作为案例,从宏观总量角度来探讨金融机构不良资产的产生根源和治理对策,并希望能以之为鉴,为我国处理金融机构不良资产问题提供几点有益的启示和建议。

众所周知,日本金融机构不良资产问题是在20世纪90年代初期变得突出起来的。由于20世纪80年代日本证券和房地产价格脱离实际基础飙升,导致“泡沫经济”膨胀。进入90年代以后,过分膨胀的“泡沫经济”遭到破灭,股市和房地产价格双双暴跌,金融机构直接或间接流入这两个市场的贷款无法收回形成大量呆帐坏帐,金融机构陷入困境,不良资产急剧增加。

可以说,“泡沫经济”是90年代初日本金融不良资产的主要肇因。然而直至今天,日本金融机构不良资产仍未见减轻甚至有加重之势这一事实,却不能不令人作进一步的深思。进入90年代以来,尽管日本政府为挽救金融机构使其重新资本化而注入大量资金,日本银行系统的不良资产并未见减少。1997年年末日本大藏省公认的不良贷款总额约为79万亿日元(折合6300亿美元),占日本全部银行贷款总额的15%和国内生产总值的16%,与这次东南亚金融危机中的泰国和印尼水平相仿。而与此相应,大藏省官方公布因“泡沫经济”破灭给日本金融机构带来的不良债权为40万亿日元。而且近年来日本金融机构因不良资产过多、周转不灵而破产的事件也是有增无减。仅1997年11月一个月份,日本第七大证券公司——三洋证券公司、第十大城市银行——北海道拓殖银行、第四大证券公司——山一证券公司纷纷宣告破产倒闭,这犹如三颗重磅炸弹,

震撼着日本和全球金融界,演绎了日本战后最严重的金融机构倒闭风潮。显而易见,日本90年代尤其是近年来金融机构的不良资产问题,是不能仍旧简单地归结为仅仅是“泡沫经济”破灭的结果。

一、20世纪90年代以来日本的宏观经济失衡

20世纪90年代初日本“泡沫经济”破灭给居民财富造成极大损失,宏观经济面临需求不振、增长低迷的不景气局面。对此,日本货币当局采取放松货币的刺激性经济政策,以图促使经济走出不景气的低谷。从1991年7月起,日本银行开始实行包括降低法定贴现率在内的一系列扩张性货币政策。日本银行的法定贴现率自1991年的4.5%降为1992年的3.25%,1993年进一步降为1.75%,1995年降至战后以来的最低点0.5%,然后一直维持至今。与此同步,日本基础货币从1992年到1994年年均增长1.5%,从1995年到1997年增长速度升为7.9%。

尽管日本中央银行基础货币不断扩张,金融机构对私人部门提供的信用数量并未出现明显增长。从1992年到1997年,日本存款货币银行对私人部门的贷款年均增长率不到0.6%,其中从1995年到1997年间的年均增长率也仅为0.9%左右。日本银行民间借贷量增长速度大大低于基础货币增长速度的事实表明,日本经济的总量需求不足主要起源于私人消费和投资领域的心理或实际因素(如投资的预期边际收益较低,投资者信心不足),单纯依靠货币当局采取扩张货币政策并不能刺激有效需求启动经济增长。事实上自1992年以来,日本经济年均增长低于1%,1997年甚至出现战后以来的首次负增长。许多学者认为,日本经济已陷入“通货紧缩”和“流动性陷阱”的恶性循环之中。

二、宏观经济失衡与金融不良资产

上述日本经济的宏观总量失衡会对金融机构的不良资产产生哪些影响呢?

首先,“通货紧缩”使日本企业的实际债务负担加重,导致经济长期萧条,从而对不良资产起着雪上加霜的作用。据有关资料统计,由于经济长期萧条,1991—1997年日本企业倒闭家数每年均超过1万家,其中1997年为16500家左右,负债总额达11.5万亿日元。不言而喻,这些负债大部分构成了金融机构新增的不良资产。

其次,在“流动性陷阱”存在条件下,日本货币当局采取增加基础货币的扩张性货币政策,使金融机构压力增大,在一定程度上给不良资产问题带来负面作用。货币当局增加的基础货币无非通过两条途径注入经济生活中:一是被居民持有,从而流通中现金增加;二是被存入金融机构参与存款创造。从统计资料上看,90年代以来日本经济中的流通现金确有增加,由1992年38.10兆日元增为1997年的52.73兆日元。流通中现金增加作为一项“漏出”项,减少了货币乘数。但由于基础货币增长较快,日本金融机构的存款(负债)数量在庞大的基数上仍然呈不断增长之势(见表1)。在这种情况下,金融机构面临两难选择:要么维持正常的贷款条件和贷款数量,但必须为庞大的存款支付利息和营运成本;要么放松贷款条件,扩大贷款,但在经济不景气、企业投资收益递减的环境下,这样做只会导致不良资产进一步增加。

表1 90年代日本金融机构的流动负债
(万亿日元)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
债务总额	847.89	868.82	900.42	945.09	976.67	1021.05	1067.21

资料来源:国际货币基金组织:《国际金融统计》,1998年8月。

实际上日本金融机构面临的这种困境从实物经济来看,是产品市场储蓄大于投资和 product 需求不足、企业亏损加剧的反映而已。只不过实物经济领域的失衡在货币供给不断增加的压力下,使金融机构的不良资产问题变得更加恶化。

再次,日本劳动力市场的结构刚性阻碍了产品市场和金融市场失衡的及时调整,从而进一步给解决金融机构不良资产问题加大了难度。在总需求下降、经济陷入衰退期间,市场的正常适应调整应当是通过失业人数增加迫使就业工资率下降,从而降低产品成本和价格,刺激总需求回升(图1)。

而在日本,由于制度和文化等外生因素的影响,在经济严重萧条情况下,失业率的上升十分有限,1996年、1997年日本

的失业率仅为3.4%,比许多国家的自然失业率还要低。不仅如此,日本就业工人的工资不仅没有下降,反而相对物价有较大幅度的增加(见表2)。低失业率和较高的工资水平抬高了生产成本,降低了预期收益,从而使投资需求进一步被压制,经济增长无法回升。对于金融机构不良资产问题而言,它还有更特殊的一层涵义。在经济长期萧条条件下,工资和收入相对物价水平的增长并不能带来相应的消费需求上涨,因为一来人们对经济前景信心不足,增加的工资和收入出于预防动机大部分被储蓄起来;二来人们预期物价会进一步下跌,从而延迟购买和消费,也使得储蓄相对增加。而这种储蓄存款的增加只会给金融机构不良资产问题带来负面效应,因为投资和消费需求低迷,金融机构无法找到既安全又盈利的项目将负债贷放出去。

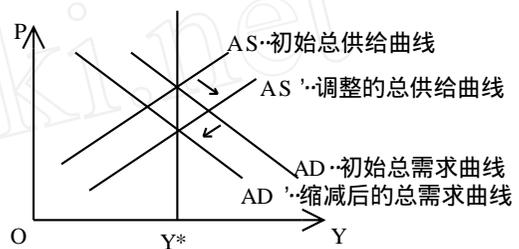


图1 总需求不足时的市场自发调整过程

表2 1991-1997年日本的物价和工资指数

	(1990年=100)						
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
消费者价格	103.3	105.1	106.4	107.1	107.0	107.2	109.0
月工资率	103.4	105.6	107.7	110.2	112.5	114.6	116.3

资料来源:日本统计局:《日本统计月报》,1998年6月。

最后,日本经济内需和外需的失调也是金融机构不良资产问题迟迟未解决的一个重要原因。90年代初日本泡沫经济破灭,需求普遍不足,日本为了刺激经济采取扩张性货币政策,日元利率的下降和日本经济内需的持续疲软驱动了拥有大量储蓄存款的日本银行积极向海外贷款。日本对外贷款和海外投资的急剧增加给日元汇率制造了很大压力,使日元汇率由1995年1美元兑90日元的水平,挫至1997年1美元兑120日元的低水平。日元汇率的大幅下跌使得海外贷款和投资的收益急剧减少,大量贷款和投资无法收回,加重了金融机构的不良资产。1997年东南亚金融危机的爆发,使这一问题的性质更为严重。据估计,泰国、印尼和韩国所接受的国际贷款大约1/3来自日本银行。官方的数据则认为日本借给亚洲国家的总额约为1250亿美元左右,实际可能比这更大。

这只是问题的一方面,另一方面,日元的贬值因为没有起到应有的刺激出口作用,可能使日本经济不良资产问题变得长

期化和复杂化。在内需严重不足时,货币贬值将拉动出口,通过外需带动经济。然而日元自1995年贬值以来,日本的外贸盈余并没出现明显上升(表3),1997年亚洲金融风暴的发生,使日本想通过贬值实现出口拉动经济增长的目标成为泡影。这也就意味着海外资产遭受损失的日本金融机构并不能通过贬值的出口效应而得以补偿,金融机构贷放给依靠外需支撑的出口行业的资产,可能象贷放给国内其他行业的资产一样无法收回而成为呆帐和坏帐。

表3 1991—1997年日本经常项目盈余(10亿美元)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
经常项目盈余	68.20	112.57	131.64	130.26	111.04	65.88	94.35

资料来源:国际货币基金组织:《国际金融统计》,1998年8月。

三、结论与启示

根据上面对20世纪90年代日本金融机构不良资产的分析,我们可从宏观总量角度得出以下几点政策含义与启示:

1. 在宏观经济衰退较为严重,“通货紧缩”和“流动性陷阱”迹象较为明显的环境下,不能一味实行货币扩张,而应注意财政政策和货币政策的适当配合。

在“流动性陷阱”存在时,货币需求的利率弹性很大,增发的货币被人们储蓄乃至窖藏起来,不仅无法刺激和启动经济,相反还会导致银行等金融机构经营环境恶化,经营成本上升,不良资产增加。而这时如果采取一定的财政扩张政策,将会扩大总需求,吸纳民间储蓄余额,带动私人部门消费和投资,缓解金融机构巨额不良资产的压力。

日本在90年代初经济衰退时采取货币扩张政策而拒绝减税和扩大财政支出。1997年4月大藏省反而全面将增值税从3%提高到5%,同时还增收其他政府费用。这一举措导致国内生产总值(GDP)减少2.5个百分点,并使私人消费和投资信心大减。此后在强烈的批评压力下,日本政府虽作出让步,但减税的幅度、范围很小,对经济刺激作用十分有限。日本政府不愿采取扩张性财政政策的理由是日本无法承受庞大的预算赤字,但事实上日本的财政赤字只占GDP的3%,与其他国家相差无几。如果日本生产能力得到充分利用,经济恢复增长,金融机构的不良资产将会大为改善,同时税收的增加将抵消掉财政扩张带来的赤字。

2. 金融机构不良资产在很大程度上是宏观经济失衡在金融市场上的一种表象,而金融市场又是和产品市场、劳动市场密切相联的,要解决金融市场失衡问题,必须同时处理好产品市场、劳动市场的失衡问题。

如前文所述,在日本劳动市场上,就业率和工资率不能灵

活调整以适应产品市场供求失衡,从而使金融市场的失衡加剧,金融机构不良资产无法得以解决。这个问题需要从长期着手消除劳动力市场存在的制度性障碍,其中关键是要建立一个完善的社会保障体系,提供失业救济等“缓冲器”和“内在稳定器”,减缓企业裁员和失业引发的社会震荡,同时在一定程度上还可对经济衰退起到一种积极的刺激作用。在短期来讲,政府应指导企业制订合理的工资标准,使其控制在物价增长水平以下。因为在预期看淡时,工资收入的增加不仅不能刺激消费,反而降低了投资收益(值得注意的是,这一措施有时被一些国家用于控制经济过热和通货膨胀的相反场合,虽然受到很大争议)。

3. 协调好内需和外需之间的关系对于开放经济下金融机构的不良资产问题具有重要意义。

在经济衰退、内需不足条件下,通过货币贬值的途径扩大出口,带动国内经济被许多国家采用。这里关键是货币贬值能否实现,贬值后又能否刺激需求增加。市场经济下一国往往通过货币扩张、降低贴现率间接地实现货币贬值。但在世界经济普遍萧条和有效需求普遍不足时,这一行为可能导致其他国家货币贬值甚至发生货币危机,引发一场货币贬值竞赛,即使其他货币汇率没有改变,贬值能否刺激出口、扩大需求也是一大问题,因为在经济普遍不景气时,进出口主要受收入弹性影响,而价格弹性的作用十分有限或严重滞后。

对于金融机构而言,在内需不足时,货币扩张、利率下降将驱使它们大举对外贷款和投资,而对外贷款和投资导致汇率下跌,使其海外资产及收益的外汇风险增加,从而不良资产也会扩大。如果汇率贬值没有起到扩大需求的效果,那么金融机构的不良资产还会进一步膨胀。

由此可见,在国内外经济普遍不景气的条件下,一国不能简单地依赖外需(哪怕是间接地通过货币政策手段)来实现经济增长目标,最重要的还是通过减税等财政政策扩大国内消费和投资需求实现经济增长,与此同时使金融部门的失衡得以缓解。

注释:

E L Incoln, Japan's Financial Mess, Foreign Affairs, Vol 77 (3), pp. 57~ 66, 1998

余永定:《泡沫经济与通货紧缩》,载《国际金融研究》,1998(6)。

(作者单位:海通证券公司研发中心 武汉大学世界经济系博士生 上海 200180)
(责任编辑:江 春)