



日本的房地产泡沫 与通货紧缩(deflation)

We hate inflation.
But why deflation?



日本房地产泡沫

- 20世纪80年代后期，为刺激经济的发展，日本中央银行采取了非常宽松的金融政策，鼓励资金流入房地产以及股票市场，致使房地产价格暴涨。
- 1985年9月，美国、联邦德国、日本、法国、英国5国财长签订了“广场协议”，决定同意美元贬值。美元贬值后，大量国际资本进入日本的房地产业，更加刺激了房价的上涨。
- 日本人发现炒股票和炒房地产来钱更快，于是纷纷拿出积蓄进行投机。到1989年，日本的房地产价格已飙升到十分荒唐的程度。当时，国土面积相当于美国加利福尼亚州的日本，其地价市值总额竟相当于整个美国地价总额的4倍。到1990年，仅东京都的地价就相当于美国全国的总地价。



日本房地产泡沫

- 1991年后，随着国际资本获利后撤离，由外来资本推动的日本房地产泡沫迅速破灭，房地产价格随即暴跌。
- 到1993年，日本房地产业全面崩溃，企业纷纷倒闭，遗留下来的坏账高达6000亿美元。
- 这次泡沫不但沉重打击了房地产业，还直接引发了严重的财政危机。受此影响，日本迎来历史上最为漫长的经济衰退。人们常把20世纪90年代视为日本“失去的十年”。

日本的通货紧缩






日本的通货紧缩

- 自20世纪90年代初以来，日本经济就因物价不断下降而深受其苦。首先是股票价格下跌，然后土地价格也跟着下降，到后来商品和服务价格也持续下降，日本出现了通货紧缩的恶性循环。
- 物价的持续下降，首先冲击生产者，厂商为了降低损失，会采取减少生产、裁员、延后投资等行动。
- 由于土地和股票债券等抵押资产价值严重“缩水”，银行被迫收缩信用，企业的廉价资金来源受到很大制约，资金周转出现困难，不得不大量抛售证券资产和房地产变现，从而进一步加快了金融资产价格的下跌。
- 债务-通缩理论
- 金融加速器理论



日本的通货紧缩

- 而失业的快速增加，会导致消费者的疑虑加深，在消费上采取过度谨慎保守的态度，使得国内消费需求进一步萎缩。
- 同时，物价持续下降，使消费者认为延迟购买更能获得较大的利益，消费意愿再受打击。
- 而原本希望购置后能增值的耐久财产或是投资产品，也因价值的不断下跌，使得人们资产缩水，为了弥补损失，对于当前的消费更加保守谨慎。这在并非急需而金额又高的房屋市场、汽车市场、家电市场等方面，情况就很严重。
- 生产者被迫进一步减少生产、裁员、停止投资，消费者不愿意去消费。



日本通货紧缩的政策性成因


- 在1986—1989年期间，在金融投资明显过热的情况下，政府没有及时提高利率，长期的低利率政策，大大降低了金融投资成本，致使虚拟资本过度膨胀，引发了严重的泡沫经济成分。
- 中央银行应否关注资产价格
- 尽管日本政府在1992年以后连续多次下调基准利率，但已经难以改变人们的预期，货币政策的“失效”日趋明显。

日本通货膨胀率

The Japanese slump

Table 22-4 Output Growth, Unemployment, and Inflation, Japan 1990-2001

| Year | Output Growth Rate (%) | Unemployment Rate (%) | Inflation Rate (%) |
|------|------------------------|-----------------------|--------------------|
| 1990 | 5.2 | 2.1 | 2.4 |
| 1991 | 3.4 | 2.1 | 3.0 |
| 1992 | 1.0 | 2.2 | 1.7 |
| 1993 | 0.2 | 2.5 | 0.6 |
| 1994 | 1.1 | 2.9 | 0.1 |
| 1995 | 1.9 | 3.1 | -0.4 |
| 1996 | 3.4 | 3.4 | -0.8 |
| 1997 | 1.9 | 3.4 | 0.4 |
| 1998 | -1.1 | 3.4 | -0.1 |
| 1999 | 0.8 | 4.1 | -1.4 |
| 2000 | 2.8 | 4.7 | -1.6 |
| 2001 | 0.4 | 5.0 | -1.6 |
| 2002 | -0.3 | 5.4 | -1.2 |
| 2003 | 2.7 | 5.3 | -2.5 |
| 2004 | 3.0 | 5.0 | -1.8 |



政策讨论

- 货币政策
- 财政政策
- 坏账
- 金融自由化

- 反思：供给侧还是需求侧？