

对平成经济危机的再思考

沈浩

(新疆财经大学国际经贸学院 乌鲁木齐 830012)

【摘要】本文分析了危机(指“美国次贷危机”和“平成经济危机”)条件下我国与日本在经济方面的相似之处,同时对我国当前实施的宏观经济政策所产生的效应做假设分析,并提出相应的政策预警。

【关键词】平成经济危机 通货膨胀 次贷陷阱

一、危机条件下我国与日本在经济方面的相似之处

1. 国际经济环境。2007年前后我国的内外部经济环境与日本经济转型初期(1985~1989年)的内外部经济环境有许多相似之处。20世纪80年代的日本以“贸易立国”为口号,在“外向型主导战略”的推动下迅速崛起,这时的日本具有较好的国际声誉和较高的国际地位,但同时日本与其贸易国(主要是美国)之间存在较多摩擦,这为后来的“广场协议”的签订和被迫进行经济转型埋下了伏笔。

从金融环境来看,美国次贷危机席卷全球并升级为金融风暴,美欧主要发达国家在经济疲软且通货膨胀压力增大的背景下均面临经济衰退的危险,而我国由于对美国次级债券介入较少以及资本市场暂未完全开放等,目前看来并未直接受此次危机波及,这与1987年的日本极其相似。无论两次危机(指“平成经济危机”和“美国次贷危机”)爆发的原因有何不同,相同的是危机未对同样处在经济转型阶段且以贸易立国的两个国家产生较大的影响。日本尽管顺利躲过平成经济危机,但泡沫经济带来的严重的不良债权问题及对其处理的拖延是日本经济在平成经济危机后又遭受长期而严重冲击的一大原因。日本央行的数据表明,金融机构的自有资本比率早已超过了8%的警戒线。1990年前后,大多数日本企业通过股权融资获得大量资金来搞所谓的“财技”,导致流动性过剩,为后来日本经济长达10年的停滞埋下了伏笔。而当前我国各方面对股权融资的态度非常积极,这样是好还是坏还是个未知数。

2. 国内宏观经济政策选择。目前我国一系列的扩张性财政政策、税收减免政策等与日本经济泡沫破灭后实施的政策有诸多相似之处。在经济泡沫破灭之后的最初一段时期,日本政府预计经济泡沫破灭引发的经济危机给实体经济带来的影响非常小,其甚至认为日本经济仍然处于持续50个月以上的增长过程。当时日本的经济界和学术界对资本紧缩给宏观经济带来的冲击还不具备理论分析能力,日本政府的经济主管部门认为资产价格变动会很快被市场机制所接收,将其归结为与市场自发调节有关的因素且只是暂时性的。1992年,宏观经济进一步恶化,开始感到问题的严重性的日本政府根据过去在经济不景气时采取刺激景气措施的经验,在当年8月

仓促颁布了耗资高达10.7兆日元的“综合经济政策”,这也就是日本所谓的“财政出动”。日本政府的经济主管部门在民间产业部门的设备投资等需求变小的情况下,希望通过“财政出动”即实施扩张性财政政策来刺激有效需求,把经济拉回到自律性复苏的轨道上。但“综合经济政策”的实施并未改变经济恶化的趋势,日本政府则认为扩张性财政政策尚未发挥其应有的作用,从而在信奉凯恩斯主义的情况下,坚持采用扩张性财政政策以谋求经济复苏,每年都反复实施大量的需求刺激政策,以致1999年的财政赤字与GDP之比达到-7.8%,比财政状况最差时(1992年)的美国的-5.9%还要高很多。同时为了刺激需求,日本政府还多次出台以减少所得税为主的减税措施,以致在1999年后,日本政府陷入了财政困境。日本政府的这些减税措施是在未能确保替代财源的情况下实施的,所以落入了“减税先行、替代财源确保滞后”的“减税陷阱”。

二、次贷陷阱的假设分析

我们从以上分析可以看出,无论是从国际经济环境还是从国家的宏观经济政策选择来看,处于经济转型时期且面临美国次贷危机的我国同平成经济危机时期的日本有着惊人的相似之处。首先,美国次贷危机后的世界经济陷入滞涨期,经济增长速度放缓,全球性通货膨胀压力增大,这与平成经济危机时期经历了“黑色星期一”后的世界经济状况相似(相关指标数值见表1)。其次,当前处于经济转型时期的我国的外贸依存度高达60%;改革开放至今,我国进出口总额排名世界第三,堪比当初日本贸易立国时期的水平;同时,我国与以美国为主的各贸易体的贸易顺差越来越大。这些都与平成经济危机时期的日本很相似。最后,在全球性金融危机的初期,尽管并没有迹象表明我国受到了很大的直接影响,但是通过与同在平成经济危机时的日本实施的经济政策相比,我国近期的扩张性财政政策、减税政策以及宽松的货币政策的实施力度与时机令人质疑。同时,我国央行对不良债权的信息暂时未作公开以及各方面对股权融资的积极态度令我们不得不好好分析一下平成经济危机时期日本的相关政策实施后带来的严重后果。

如果以上的对比假设成立的话,那么我国当前为应对美

表1 1986~1991年主要国家及地区GDP增长率(%)

	1986年	1987年	1988年	1989年	1990年	1991年
日本	2.7	4.1	6.2	4.7	4.8	4.3
法国	2.6	2.3	4.5	4.3	2.5	0.8
意大利	2.9	3.1	4.1	2.9	2.2	1.2
俄罗斯	5.8	1.4	2.9	2.7	-3.6	-12.8
瑞典	2.3	3.1	2.2	2.4	1.4	-1.2
瑞士	2.9	2	2.9	3.9	2.3	0
西班牙	3.2	5.6	5.2	4.8	3.7	2.3
英国	4.4	4.8	5	2.2	0.4	-2
美国	2.9	3	3.9	2.8	1.3	-0.4
欧洲和中亚	4.3	2.4	3.2	2.1	-2.3	-8.8

国次贷危机而出台的各项宏观经济政策则含有一定潜在的风险。更重要的是,当前我国处于经济转型期及全球性通货膨胀的经济大环境中,若美国次贷危机是经济危机的前兆,那么我国乃至世界各国背离抑制通货膨胀的主题而实施应对美国次贷危机的政策不但不会消除或缓解当前危机,反而会带来更大的危机,那么美国次贷危机就变成了名副其实的“次贷陷阱”。

三、宏观经济政策预警

1. 对盲目实施凯恩斯的扩张性经济政策提高警惕。金融危机使我国经济增速放缓,对于习惯了GDP增长率连续多年保持在10%左右的我国而言,GDP增长率突然因金融动荡跌到9%无疑会带来恐慌,正是这时才要谨慎地出台相应的宏观经济政策特别是财政政策。众所周知,金融政策具有“短、平、快”的特点,而财政政策的经济效应要经过一段时间才能显示出来,这就使得它对实体经济的运行以及经济结构的调整会产生远期影响。在通货膨胀压力较大的情况下,当前应对金融危机更应该谨慎,要把握好政策出台的时机和政策实施的力度。如果财政政策运用过度,很可能在金融危机的后期造成政府财政入不敷出,最后会因为财政赤字过度而无法应对经济的复苏,同时也会对实体经济造成严重的冲击。当前金融危机对实体经济的影响开始显现,并从美国、欧洲各国逐渐向各新兴经济体蔓延,仍有可能进一步引发新的更为严重的问题,例如信用市场风险加大、政府财政负担加重、欧元等货币体系的不稳定等,接下来实体经济增速放缓和盈利滑坡将不可避免,我国财政应当有充足的储备。

同样,GDP的回落令我国因担心通货紧缩的来临而盲目地出台一系列措施,这往往是我们对“滞涨”这一概念的误解。从国际经验来看,“滞涨”这一现象的出现并不是实施反通货膨胀政策的必然结果,而是通过实施凯恩斯主义财政政策来刺激需求失败后出现的结果。自凯恩斯理论流行以来,人们几乎已经形成一种思维定势,凡经济衰退必进行宏观扩张。但是事实上,如果我们简单地分析一下经济学的基本原理就会发现,所谓“衰退”就是存在GDP缺口,这一缺口从表面上看是总需求不足,但是本质上应是总供给出了问题,说明产品结构和产业结构需要调整。因此,凯恩斯主义财政政策实际上是

用总量扩张的办法来解决结构失衡的问题,存在着内在矛盾。当然,如果在经济严重衰退、依靠市场自身力量难以调节时,适当进行总量扩张有助于经济的短期稳定,能为结构调整赢得时间。但是,过度依赖扩张性宏观政策,有可能掩盖结构矛盾,使未来的经济运行更加不稳定。因此,不能说坚决抑制通货膨胀就必然导致“滞涨”。国际经验还告诉我们,正是坚持实施反通货膨胀政策的国家,最后大都扭转了“滞涨”的局面,在抑制通货膨胀的同时恢复了经济增长;而放弃实施反通货膨胀政策的国家,大部分尚未扭转“滞涨”的局面。

表2 2008年前10个月CPI变动情况及相应的货币政策

月份	CPI涨幅	M2同比增幅	货币政策
2008年10月	4.0%		存款准备金率:10月15日起下调0.5个百分点 存贷款基准利率:10月9日起下调0.27个百分点 利息税:10月9日起免征
2008年9月	4.60%		
2008年8月	4.90%		
2008年7月	6.30%	16.35%	
2008年6月	7.10%	17.37%	上调存款准备金率1个百分点到17.5%
2008年5月	7.70%	18.07%	上调存款准备金率0.5个百分点到16.5%
2008年4月	8.50%	16.94%	上调存款准备金率0.5个百分点到16%
2008年3月	8.30%	16.29%	上调存款准备金率0.5个百分点到15.5%
2008年2月	8.70%	17.48%	
2008年1月	7.10%	18.94%	2008年1月25日起,上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。至此,存款类金融机构人民币存款准备金率升至15%

2. 对金融政策出台后的连锁反应提高警惕。日本的经验告诉我们,央行的金融政策可以解决当前问题,但终究是治标不治本,同时还可能引发一系列的问题。例如,存贷款基准利率的下调、再贴现率的下调、存款准备金率的下调都会刺激资本流动加快及货币需求的增长,这会导致流动性的进一步过剩。当然,目前我国的通货膨胀率并不是高得吓人(相关指标与政策见表2),虽然理论和实践都表明低通货膨胀率有助于促进经济增长和金融稳定,可日本的经验表明:首先,在低通货膨胀率的条件下仍有可能产生资产价格泡沫。其次,在低通货膨胀率的条件下,资产价格泡沫破灭可能会对经济产生更大的危害,这是因为:①当物价稳定、名义利率下降时,“货币幻觉”会使人们误认为实际利率也在下降,从而导致大规模的借贷活动。同时,在低通货膨胀率时期,央行容易认为货币供应量增加是货币实际需求增加或货币流通速度放缓的结果,从而继续增加货币供应量从而导致资产价格上涨。②低通货膨胀率条件下,资产价格的调整只能通过其名义价格的大幅下降来实现,而名义价格的下降会对家庭、企业和金融部门的资产负债状况产生很大影响,进而危及金融体系和实体经济的安全。日本的案例证明了这一点。经济学家Kent和Lowe通过对澳大利亚20世纪70年代初和80年代末两次房地产泡沫进行比较分析后发现,虽然这两次的资产价格实际跌幅相近,但由于第一次的资产价格下跌发生在通货膨胀率较高的

税金的价值效应、价格效应与 现金流量效应分析

胡启亮

(沈阳职业技术学院 沈阳 110045)

【摘要】 本文探讨以资本市场为基础的财务经济学意义上的税金价值效应与价格效应,并在资本结构理论与实证会计理论的基础上延伸分析了应计制会计下反映产品的市场交易关系与契约关系的税金的现金流量效应。

【关键词】 资本结构理论 实证会计理论 价值效应 价格效应

一、资本结构理论与实证会计理论变迁的逻辑边界:所得税假定

20 世纪 60 年代的会计经验研究认为,除非会计变动具有税收含义,否则不具有任何价格效应。威廉·H.比弗(1973)在《FASB 的目标应该是什么》一文中指出,会计政策的选择并不会影响所得税实际支付,如果披露的信息足够多以使投资者能够提炼会计政策的转换信息,会计政策则不会影响证券的市场价格。这种基于有效市场假说、预测会计政策变化不会引起股票价格变化的理论为“无效应假说”,其与资本结构无关论(莫迪利亚尼、米勒,1958)是相似的。资本结构无关论大大影响了早期实证会计研究者对会计方法变动是否伴随股票价格变化的预测结果,在资本资产定价模型中,资本结构与会计方法都只是形式而已,没有价格效应。

如果存在税收效应,资本结构会影响现金流量与公司价值。莫迪利亚尼和米勒(1963)证实,存在公司税情况下,如果利息支付是免税的、股利支付是不免税的,资本结构会影响公司的现金流量。这是资本结构相关论。在这种情况下,实证会

计理论也发生了变迁。威廉·H.比弗(1981)认为,因类似税收目的的变更引起的用于财务呈报的会计方法变更将会影响税后现金流量,会计方法的选择是一个信号,信号的解释和传递具有信息价值。瓦茨和齐默尔曼(1986)在评价无效应假说时指出,一些会计变动会影响公司税(所得税),从而影响现金流量与公司价值。20 世纪 70 年代开始的对会计方法变动与税收效应的经验检验和基于有效缔约理论的三大假设,都开拓了会计变动与会计方法选择的实证研究领域,资本结构理论与实证会计理论以所得税作为研究假定,使其成为理论变迁的逻辑边界。我们可以看出,资本结构理论注重阐述税金与公司价值的关系,本文将其定义为“税金的价值效应”;实证会计理论虽然承认税金的价值效应,但理论上更强调税金与股票价格的关系,本文将其定义为“税金的价格效应”。

二、税金的价值效应与价格效应

1. 税金的价值效应。莫迪利亚尼和米勒(1963)认为,完美市场加入所得税之后,公司的负债愈多,利息费用愈多,利息费用就可以节税,公司的价值就会增加。此理论的重大命题之

时期,而第二次的资产价格下跌发生在物价水平较稳定的时期,因此第二次的资产的名义价格跌幅更大,经济衰退更严重。所以,即使在经济增长、物价较稳定的形势下,央行也要时刻对资产价格泡沫保持警惕。

3. 对金融机构的不良债权问题提高警惕。平成经济危机使我们懂得,对不良债权问题处理的延误使得危机后本来就不堪重负的财政雪上加霜,银行“惜贷”现象随处可见,日本经济的发展被延误了整整 10 年。可见,对不良债权的监控不容小视。同时,在经济危机来临时,以央行为主的有关机构也应该谨慎对待新出现的金融衍生品,以免给经济的后期发展埋下隐患。

主要参考文献

1. 王春雷.通货紧缩时期的财政与货币政策.大连:东北财经大学出版社,2004
2. 张季风.挣脱萧条:1990-2006 年的日本经济.北京:社

会科学文献出版社,2006

3. 何志成.遏制通胀期待全球携手.瞭望,2008;1
4. 余芳东.当前全球居民消费价格水平变动状况、原因及未来走势.统计研究,2008;1
5. 卜壮志.从美国次贷危机看我国商业银行房贷风险管理.经济纵横,2007;10
6. 甄炳禧.透视美国次贷危机及对我国的启示.经济与管理研究,2007;11
7. 朱孟楠,杨林.中日银行不良债权成因比较分析.日本学刊,2006;1
8. 刘宪法.“日本陷阱”与当前中国宏观经济现实.经济研究,1999;8
9. 吴文旭.近年来日本经济政策浅析.日本学刊,1999;2
10. 杨哲英.90 年代以来日本政府的经济政策效应.财经问题研究,1999;9