

2021年2月26日

經濟研究員 張弘頊

經濟研究員 蔣天驕

## 全球經濟會步入“日本化”嗎？

在現存的研究文獻中，很多學者對日本經濟過去20年的長期停滯進行了深入探索。我們把多數研究分為兩類，一種是從需求側基於宏觀政策角度研究日本經濟停滯的動因。比如日本經濟學家伊藤隆敏(2016)和日裔經濟學家 Richard Koo 結合經濟週期發現日本長期的經濟低迷與通縮問題源於日本央行在貨幣供給量與流通速度方面的決策與估計上存在滯後與失誤，這導致貨幣政策傳導問題及財政刺激不及時。另一種是從供給側出發對日本經濟結構變化進行更加微觀研究。比如榊原英資和池田信夫，他們認為日本經濟的長期停滯主要是供給側結構性的問題，這種解釋目前成為學術界的主流，也就是說日本經濟的長期停滯主要源於勞動力市場結構的變化。然而，現存文獻中的對日本經濟增長停滯的研究多數假設日本經濟處在一個閉合經濟增長條件（即就業不變，工資自由調整，資本存量增長率等於投資增長率）下。

然而，無論是從需求側還是供給側，都無法完整的解釋彼此留下的問題。從需求側來看，過去三十年的時間裡日本不斷推行總需求政策，即便是負利率政策也未能使日本經濟擺脫長期停滯的問題。從供給側來看，總需求不足是長期存在的，因此供給側無法完整地解釋為何私人投資需求不足的問題。更重要的是，多數研究並沒有將日本經濟增長變化納入一個開放條件進行研究，即資本存量增長率與投資增長率存在複雜的非線性關係，並且就業市場與經濟增速存在非線性變化。

本文試圖在開放的條件(勞動就業人口可變，資本存量與投資增長率存在非線性關係)下探索日本經濟增長停滯的動因和特徵。更重要的，我們試圖通過這些特徵來分析是否全球主要經濟體（如美國、英國、歐元區）的經濟增長存在日本化的趨勢。

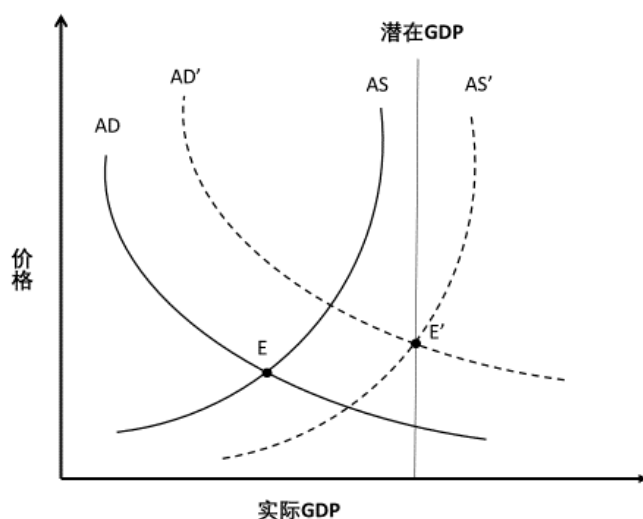
## 一、 日本經濟增長的特徵

上世紀 90 年代以來日本經濟增長特徵：1) 經濟增長停滯，2) 長期勞動產生率停滯，3) 通貨緊縮。正如我們之前所提到的，無論是從需求側還是供給側對日本經濟的解釋主要都是圍繞這三個特徵出發。

### 1) 經濟增長停滯：實際 GDP 增速大幅度下降，名義 GDP 大幅度萎縮

由於日本經濟長期處於實際增長率小於潛在增長率（見圖 1）。一方面，實際產出低於潛在產出主因總需求不足。由於日本總需求政策效果不佳，總需求曲線未能有效右移推動實際 GDP 接近潛在 GDP。另一方面，實際增長率小於潛在增長率亦受制於全要素生產率增長緩慢，具體來說，知識積累速度，技術進步及組織管理創新速度因緩慢增長以至於無法推動總供給曲線右移。

圖 1：日本實際 GDP 低於潛在 GDP



資料來源：中銀香港研究院

### 2) 長期勞動產生率停滯：自然利率長期低迷

無論是凱恩斯學派還是貨幣主義學派，自然利率被定義為在排除短暫性需求衝擊條件下，實際 GDP 等於潛在 GDP 水平的實際利率，即充分就業情況下的實際利率（Laubach and Williams, 2003）。因此，自然利率也可以定義為“一段時期內，在不引發通脹條件下能達到的

最大勞動生產率”。在經濟學中，最大勞動產出水平進一步引出了另一個重要概念—潛在產出水平，該產出主要指在資本和勞動力等生產要素得到充分利用情況下，總產出能夠達到的水平。而潛在產出實際對應的利率即為自然利率（或均衡利率）。當我們觀察日本經濟，日本在不引發通脹的條件下，日本的自然（均衡）利率長期低於實際利率。當自然利率低於實際利率，實際利率過高，使得總需求擴張動力不足。

### 3) 長期通貨緊縮壓力：零利率下限

當我們剔除食品和能源後，觀察日本通脹（CPI）水平可以發現，自 1998 年以來，除了受 2008 年金融危機以及 2013 年後日本消費稅政策調整影響，日本核心通脹水平長期圍繞在零水平。而在長期通縮壓力的影響下，日本最終也不得不實施負利率政策從而希望刺激通脹預期，減輕日本面臨的通縮壓力。縱觀全球，幾乎除了中國以外，目前其他主要發達經濟體的一年期國債收益率整體均一直下降。歐元區與英國已經在進入負利率水平，而美國受到疫情衝擊影響也進入零利率時代。在後面的章節中，我們也會繼續探索歐美主要經濟體是否會進一步存在日本化的趨勢。

## 二、 探索日本經濟三大特徵的動因

正如我們上節分析，日本經濟存在三大特徵：**經濟增長低迷，長期勞動生產率停滯，通縮壓力較大**。形成這三大特徵的原因是什麼呢？儘管大多數學者已經從需求側與供給側試圖解釋這三種特徵。但正如我們所強調的，需求側無法更準確的解釋為什麼長期負利率政策無法拉動總需求的問題，而供給側也無法回避長期總需求小於總供給的現實情況。更重要的是，多數研究並沒有將日本經濟增長的特徵納入到一個開放條件進行研究。

### 2.1 研究邏輯

我們的研究邏輯是，通過探索日本經濟三大特徵的動因，回答最終的核心研究問題即“全球經濟是否面臨日本化”？因此，負利率或零利率這個特徵是我們研究邏輯的出發點。具體來說，為什麼日本會採取負利率或零利率呢？或者說日本實施負利率的動因是什麼？顯而易見的，日本實施負利率政策是為了刺激通脹水平以避免通縮。那為何日本通脹水平難以達到預期目標？其實在 2019 年，日本央行行長黑田東彥就指出，日本私人消費水平其實近年來是增長的，但通脹低迷從已實證和普遍認同的分析結果來看主要是日本私人投資長期動力不

足，而這同樣也是一個長期存在的事實。所以，我們進一步研究的問題主要圍繞在何為私人投資需求長期疲弱。

因此，本文中我們試圖基於托賓 Q 理論，將微觀經濟中的托賓 Q 公式應用到宏觀分析解釋日本私人投資增長不足的動因。同時，利用宏觀化的托賓 Q 模型，我們通過解釋疲弱的投資需求進一步連接供給派與需求派的觀點以實現對日本三大經濟特徵更為全面的解讀。

關於托賓 Q (Tobin's Q)，實際上就是指企業發行證券的單位價值。我們將托賓 Q 模型進行變型和分解可以得到：

$$\text{托賓 } Q \text{ (Tobin's } Q) = \frac{r(\text{資本邊際報酬})}{i(\text{名義利率}) + P(\text{風險溢價}) - \pi(\text{通貨膨脹率})} \quad (1)$$

這個公式實際上是假設企業發行證券的單位價值由企業發行證券的資本成本所決定。而實際的資本成本其實就是企業部門借款的真實利率  $i^*$  ( $= i + P - \pi$ )。在該模型中，當托賓  $Q > 1$ ，企業資本邊際報酬大於企業的融資成本，企業將追加投資。反之，當托賓  $Q < 1$ ，企業投資動力不足。因此，在托賓 Q 模型中，決定投資需求的核心決定因數是資本成本與資本邊際報酬。而日本實施負利率後，日本的私人投資仍然長期疲弱。因此，合理的解釋只有兩個：1) 資本邊際報酬長期處於低位；2) 風險溢價抬升。然而過去 30 年，除了兩次金融危機和疫情衝擊，日本的風險溢價並不算高。因此，唯一可解釋日本私人投資不足的原因是資本邊際報酬長期處於低位或者資本邊際報酬顯著下降。

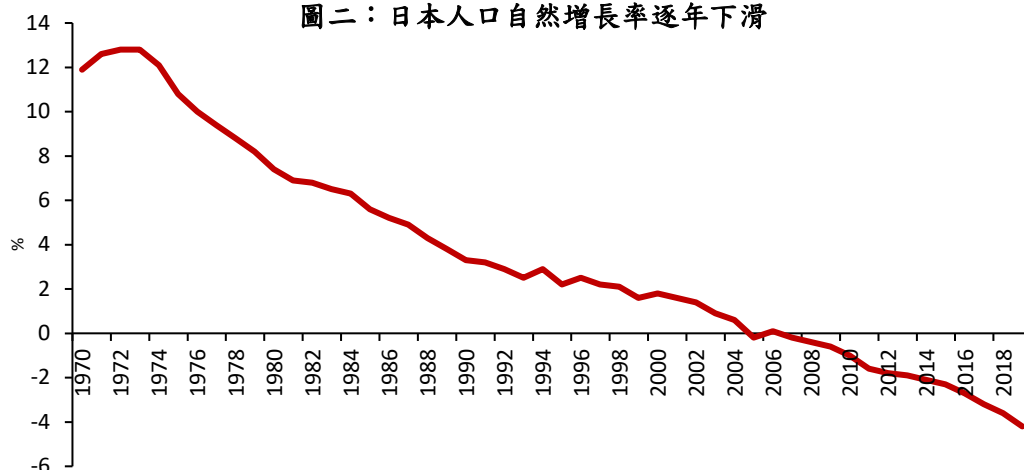
資本邊際報酬(MPK)的高低實際取決於有效勞動的資本密集度，即資本除上勞動生產率 A 和勞動力 L。類似於增長因素的分解一樣，從我們把資本邊際報酬的變化可以分解成 3 個因素，**第一，是勞動生產率的變化，第二是勞動力的變化，第三是資本存量的變化。**

$$\text{MPK} = \partial f(K,A,L)/\partial K \quad (2)$$

綜上，從資本邊際報酬的角度來解釋企業不願意投資，無非就是 3 個因素，勞動生產率、勞動力和資本存量。

首先，很明顯的，日本過去 30 年來早已邁入人口老齡化社會；1990 年左右，日本勞動人口進入拐點；自 2005 年起，人口逐年負增長。日本的勞動力人口占總人口的比重自 1990 年以來就開始出現顯著下滑。

圖二：日本人口自然增長率逐年下滑

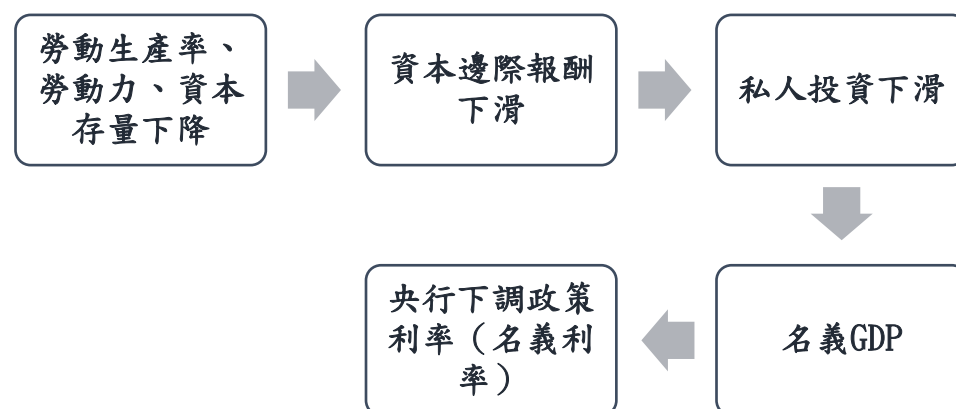


資料來源：WIND, 中銀香港研究院

其次，資本存量也是影響資本邊際報酬下滑的重要因素，資本存量的不斷投入可能導致資本邊際報酬遞減，甚至為負。我們認為在過去20年，日本的資本邊際報酬遞減是顯著的，因為隨著可變要素投入量的增加，可變要素投入量與固定要素投入量之間的比例在發生變化。在可變要素投入量增加的最初階段，相對於固定要素來說，可變要素投入過少，因此，隨著可變要素投入量的增加，其邊際產量遞增，當可變要素與固定要素的配合比例恰當時，邊際產量達到最大。如果再繼續增加可變要素投入量，由於其他要素的數量是固定的，可變要素就相對過多，於是邊際產量必然遞減。

上世紀90年代以來，日本有效勞動的資本密集度增長過剩，資本的增長持續快於勞動的增長，最終導致資本邊際報酬遞減。

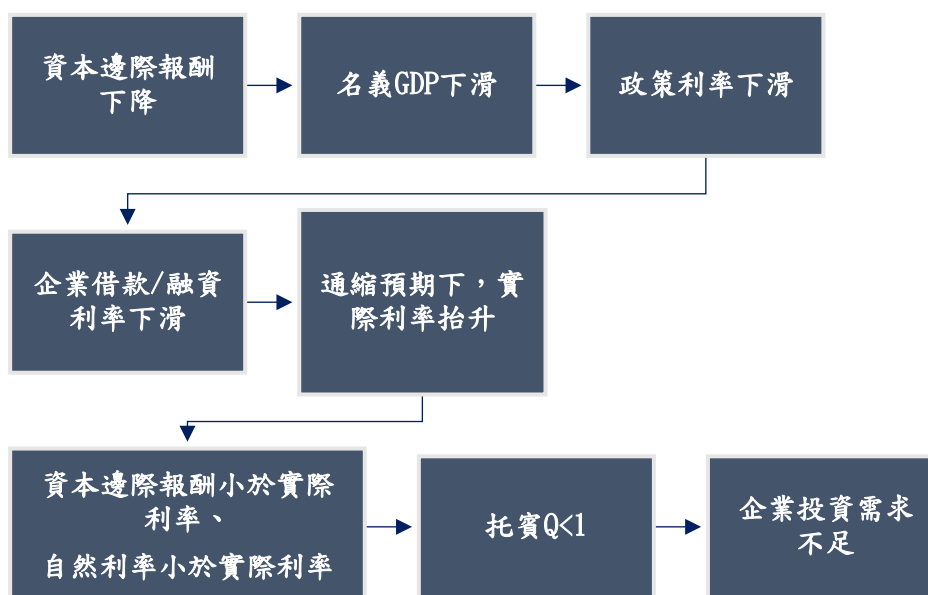
因此，根據以上分析，資本邊際報酬因勞動生產率、勞動力、資本存量等三個因素而不斷下降。資本的邊際報酬顯著下滑， $Q < 1$ ，私人投資動力減弱，名義GDP將下滑，從而驅動名義利率趨近下滑。



資料來源：作者整理，中銀香港研究院

實踐中，政策利率可以因為資本邊際報酬下降為零而接近零或者成為負利率，但企業融資/借款的利率很難接近零。因此，融資/借款的實際利率會被鎖定在通縮的預期上，通縮預期會進一步傳導影響實際通縮水平。名義利率減去通縮水平導致實際利率水平抬升。而當資本邊際回報小於實際利率的時候，無論怎麼的刺激，通過貨幣政策或者財政政策的擴張，企業是不會投資的。

同時，受到資本存量、勞動生產率、勞動力數量以及人口流動性等不確定性因素影響，自然（均衡）利率開始顯著下降。最終使得日本出現了實際利率大於自然利率的經濟特徵。



資料來源：作者整理，中銀香港研究院

此外，從居民端來分析，資本存量與勞動人口之間的相互影響同樣對市場產生了一種負面的溢出效應。正如我們上述所提，日本有效勞動的資本密集度增長過剩，資本的增長持續快於勞動的增長，資本成本大幅提高，在整體GDP增長停滯的情況下，企業為了應對資本成本的提高就需要放緩對勞動收入的增長或直接解雇員工。但是，考慮到日本社會和企業對員工的特殊文化（如終身雇傭制），我們認為資本成本的提高將主要導致居民部門的勞動收入增長放緩，而收入增長放緩將拖累居民投資的需求。

根據上述分析，我們從日本經濟通縮和負利率特徵出發，進一步利用托賓Q模型分析解釋了投資需求不足的動因。具體來說，我們認

為資本邊際報酬低是導致投資需求不足的原因，而通過拆解資本邊際報酬，我們發現資本密集度（存量）、勞動力、勞動生產率是影響資本邊際報酬的主要原因。實際上，殷劍峰（2016）等人也同樣採用類似的方法研究過日本經濟增長的特徵與動因。然而，正如我們所言，多數經濟學家主要是基於在封閉條件下探索日本經濟增長的特徵。因此，我們進一步研究了在開放條件下，即考慮勞動就業人口可變，資本存量與投資增長率存在非線性關係的情況下，資本存量、勞動生產率以及勞動力結構對投資需求的影響。

## 2.2 開放條件對資本邊際報酬的影響

首先，我們提出三個重要的開放條件：

- 1) 技術進步與全球貿易一體化：加速日本資本邊際報酬下降
- 2) 全球價值鏈重構與金融信貸擴張：加速金融資本轉移
- 3) 全球經濟金融與政治週期進入動盪期

進一步的，我們研究了在上述三個開放條件下，資本存量、勞動生產率以及勞動力結構對投資需求的影響。根據我們的研究發現，開放條件下資本存量、勞動生產率及勞動力的變化將加快日本資本邊際報酬下降的速度。

首先，技術進步尤其是以互聯網為代表的技術進步，加速了全球貿易一體化與國際化分工，這使得以外部導向型發展為主體的日本經濟進一步面臨來自國內外的同步調整。一方面，日本需要先後面對來自亞洲四小龍和中國崛起的外部衝擊。尤其是中國崛起對日本在亞洲經濟影響的替代作用，中國以更具優勢的勞動力要素發展勞動密集型產業從而吸引了大量的金融資本湧入中國。更重要的是，中國勞動力人口迅速抬升，經濟規模效應與資本邊際報酬不斷提高，而日本在中國的替代效應影響下，勞動力增長率逐步低於資本增長率，而可變要素投入量與固定要素（如固定資產）投入量之間的比例逐步變大，這使得日本資本邊際報酬加速下滑。

另一方面，日本受到國際分工的重塑，國內勞動力市場結構也被迫重塑，部分勞動力面臨被市場淘汰的風險，而為了平衡經濟增長與社會穩定，日本選擇了後者。具體來說，就是通過對低效經濟部門的流動性支持從而維護就業穩定。這與現在中國大陸出現的僵屍企業與部分低效國有企業問題是相似的。然而，這種代價是明顯的，低效的資本存量無法及時有效的出清，使得市場資源的有效配置降低，進一

步影響到勞動生產率和資本邊際回報下滑。

其次，根據 BIS 經濟學家申玄松等人的研究發現，全球價值鏈在過去 30 年的逐步構建不僅僅影響了全球的貿易結構，更重要的是金融資本會通過價值鏈上的貿易活動進行信貸的擴張，而信貸擴張的速度則受到價值鏈上經濟體經濟規模的影響。自 90 年代以後，隨著中國經濟的崛起，中國、美國以及德國成為全球價值鏈上的核心。日本在價值鏈上的信貸擴張速度可能會因為全球價值鏈的重塑而受到負面影響。具體來說，來自境外金融資本的轉移，長期可能會制約本國的創新能力，這主要是因為技術的創新與生產力轉化需要金融資本持續的支援。

最後，全球經濟金融與政治週期開始進入動盪期。儘管日本先後通過積極的財政政策，貨幣政策以及勞動力市場改革刺激經濟增長與通脹水平。然而，受到全球經濟金融與政治週期的疊加效應影響，不論是總需求政策還是供給側改革均受到了制約。尤其是在 2008 年金融危機後，全球市場長期勞動生產率增長出現滯緩，全球主要經濟體同時快速進入老齡化社會使得全球經濟週期進入下行週期。而短期經濟金融週期由於受到 QE 等量化寬鬆貨幣政策影響，導致全球流動性氾濫，需求政策的邊際效用逐步降低，金融危機的後果使得日本在內的全球部分主要經濟體陷入流動性陷阱中。最後，全球市場在流動性氾濫、互聯網產業興起以及地產泡沫不斷的積累作用下，社會貧富差距拉大，社會的撕裂導致民粹主義與國家主義開始興起，地緣政治危機加劇弱化了日本政策的邊際效用。在這三種週期在 2008-09 年金融危機後相互開始疊加影響，使得本就疲弱的日本需求供給政策效用再次大大折扣。而弱化的日本貨幣財政政策無力拉動資本邊際報酬長期的低迷表現。

### 三、全球經濟會步入日本化嗎？

在本節中，我們深度探討本文的核心研究問題，即全球主要經濟體是否會步入日本化增長，並進一步呈現類似日本經濟的三大特徵（經濟增長低迷，長期勞動生產率停滯，通縮壓力較大）？

隨著 2008-09 年的全球金融危機爆發以及 2020 年全球新冠疫情的巨大外生衝擊，全球金融體系遭到了顯著性衝擊。短期內，多數發達經濟體出現了嚴重的經濟停滯，通縮風險加大。美國作為全球經濟的領頭羊，無論是 08 年金融危機期間時任美聯儲主席的伯南克還是現任美聯儲主席鮑威爾，為了阻止美國經濟陷入通縮的惡性循環，都果斷下調利率並實施量化寬鬆貨幣政策以刺激通脹率與經濟復蘇。而在



2008-09 年後，受到金融危機的溢出影響，歐洲經濟體在 2010-2012 年遭遇銀行危機和歐債危機，經濟增長出現停滯，同時物價下跌並長期疲弱。而受到英國脫歐與新冠疫情的再衝擊，本就脆弱的歐洲經濟進一步陷入經濟衰退。作為應對，歐洲央行將利率逐步降至負利率水平並同時擴大了歐洲央行的資產負債表。而英國在受到疫情衝擊和脫歐動盪的影響下，同樣在 2021 年年初考慮實施負利率政策。

無論是美國還是歐洲，這一系列的操作都使得越來越多的經濟學家開始擔憂美國和歐洲將會像日本一樣進入長期低通脹、低增長、低勞動生產率的增長模式中。那麼這種原來日本長期獨有的經濟特徵是否會像新冠病毒一樣快速蔓延至歐美發達經濟體並長期存在呢？

正如上節中我們對日本經濟特徵形成的分析，我們將“日本化”總結為三大特徵：1) 經濟增長停滯：實際、名義 GDP 增速大幅下降；2) 長期勞動產生率停滯：自然利率遠低於實際利率；3) 長期通貨緊縮壓力：名義利率接近或低於零。在下節中，我們先通個觀察經濟事實來進行對比分析。

### 3.1 經濟事實與對比分析

有了上文的定義和分類，我們首先觀察一些經濟事實。

(1) 經濟增長率：日本經濟呈現長期低增長，而美國、英國、德國、歐元區的經濟增長率沒有明顯扭曲

如圖 3、4 所示，比較過去 40 年的經濟增長，我們可以看出：

首先，上世紀 80 年代，日本經濟增速並不慢於其他四個經濟體，實質 GDP 增速甚至為五個經濟體中最高，但 1990 年後，日本經濟增速出現明顯拐點，實質 GDP 與名義 GDP 增速均迅速下降，在五個經濟體中基本墊底。

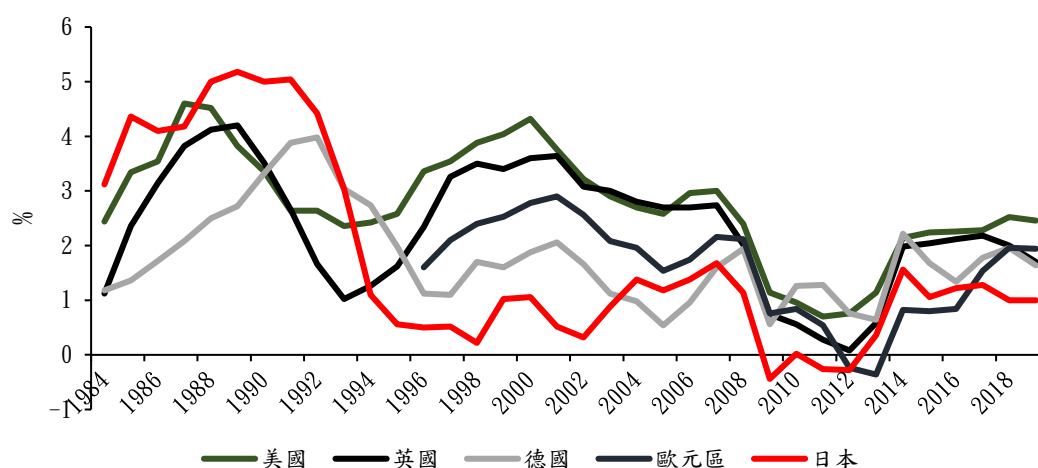
其次，日本名義 GDP 在 1998 年左右基本停止增長，而美國、英國、德國、歐元區的名義 GDP 除了 2008-09 年全球金融危機外一直保持正增長（由於 2020 年疫情導致全球經濟負增長，我們暫不考慮）。由於名義 GDP 衡量的是實質增長和通脹的結合，日本停滯不前的名義 GDP 表明日本在這兩方面都處於相對停滯的狀態。

再次，2015 年之前，各國經濟增長走勢協調，基本同升同跌。但

2015 年後，日本與其他四個經濟體增速明顯分化，GDP 增速明顯下行，而另四個經濟體增速仍保持基本穩定，延續後危機時期的經濟復蘇。這一方面說明 2014 年 4 月日本開始增加消費稅後，日本家庭進一步節約開支，對 GDP 增長帶來拖累；另一方面也反映出即使 2016 年之後，日本首次將利率從 0 降到 -0.1%，仍無法阻止經濟進一步放緩。

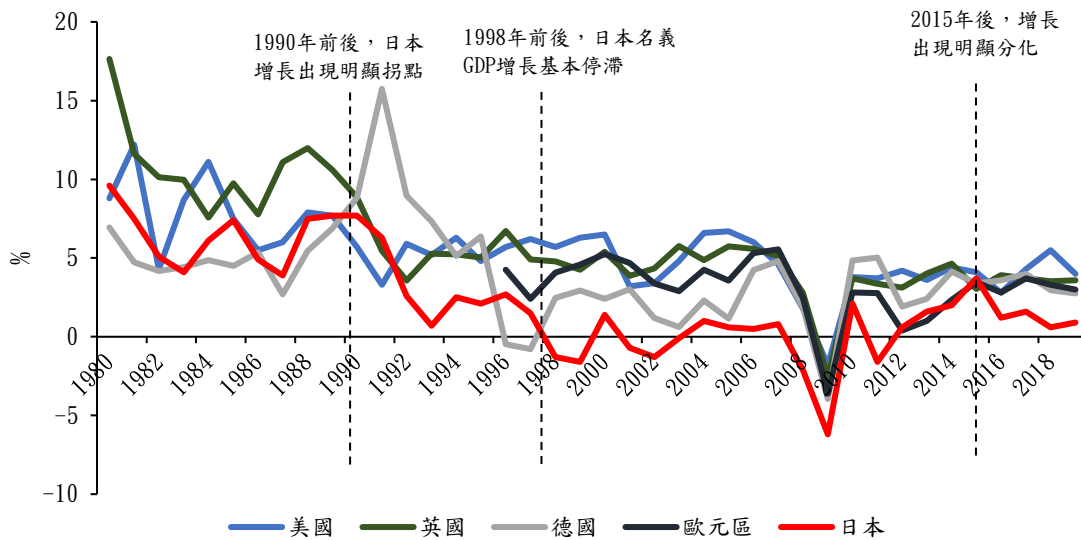
可見，日本的經濟低增長問題是長期性、持久性的，貨幣政策的寬鬆對日本經濟或有短期的提振作用，但長期結構性的問題很快便又占據主導，令經濟回歸到低增長軌道。相比來看，其他主要國家整體經濟增長率比日本高，對貨幣政策的依賴有限，貨幣政策與經濟增長呈現出正向的相輔相成作用，當經濟復蘇動力強勁時，貨幣政策的收緊並不會令經濟轉向。

圖3：實質GDP按年增長  
(5年移動平均)



數據來源：Wind，中銀香港研究院

圖4：名義GDP按年增長



數據來源：Wind，中銀香港研究院

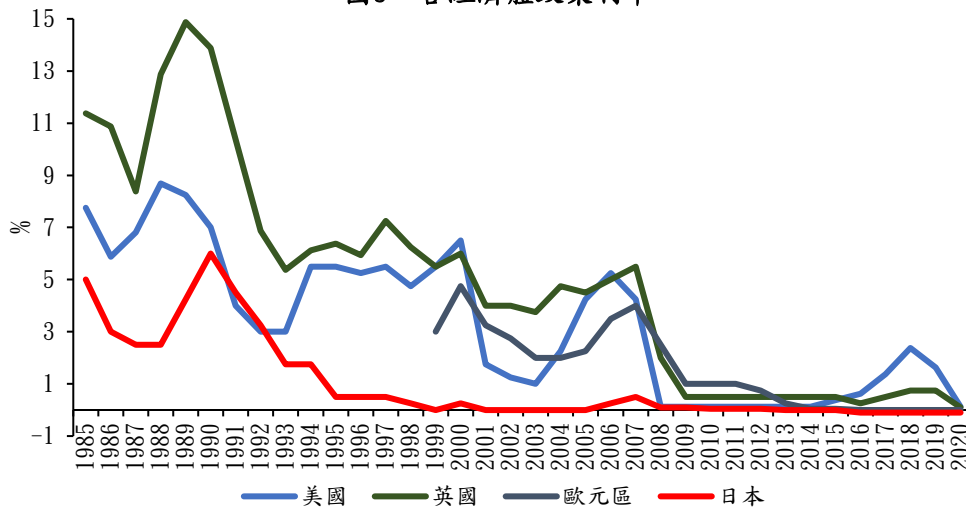
## (2) 名義利率與實際利率

從政策利率來看，日本的政策利率在1999年首次降至零，此後，除了2000-01年和2006-2009年短暫加息外，日本政策利率一直保持在零附近。2016年，日本正式步入負利率至今（圖5）。

對比來看，其他幾個經濟體只有在2008-09年的全球金融危機後，為應對經濟衝擊或隨之而來的主權債務危機，才大幅降低利率。2015年，在美國經濟好轉時，美聯儲重新啟動加息。英國亦在2017年面對經濟好轉時啟動加息。雖然2020年疫情的到來令全球主要國家再次步入零利率或負利率，但相信作為需求側貨幣政策管理措施，當疫情受控，再通脹預期加強、經濟可持續復蘇時，貨幣政策將會因應收緊。因此，金融危機並不是“日本化”的導火索，也不是“日本化”的成因。日本的長期結構性問題非一朝一夕可以解決，也非一朝一夕可以形成的。

在企業及居民的投資決策中，實際利率比名義利率更重要，因為實際利率才是企業的真實資金成本。正如我們此前分析，“日本化”的顯著特徵是儘管名義利率為零，而通縮壓力加大將導致實際利率的上升。

圖5：各經濟體政策利率

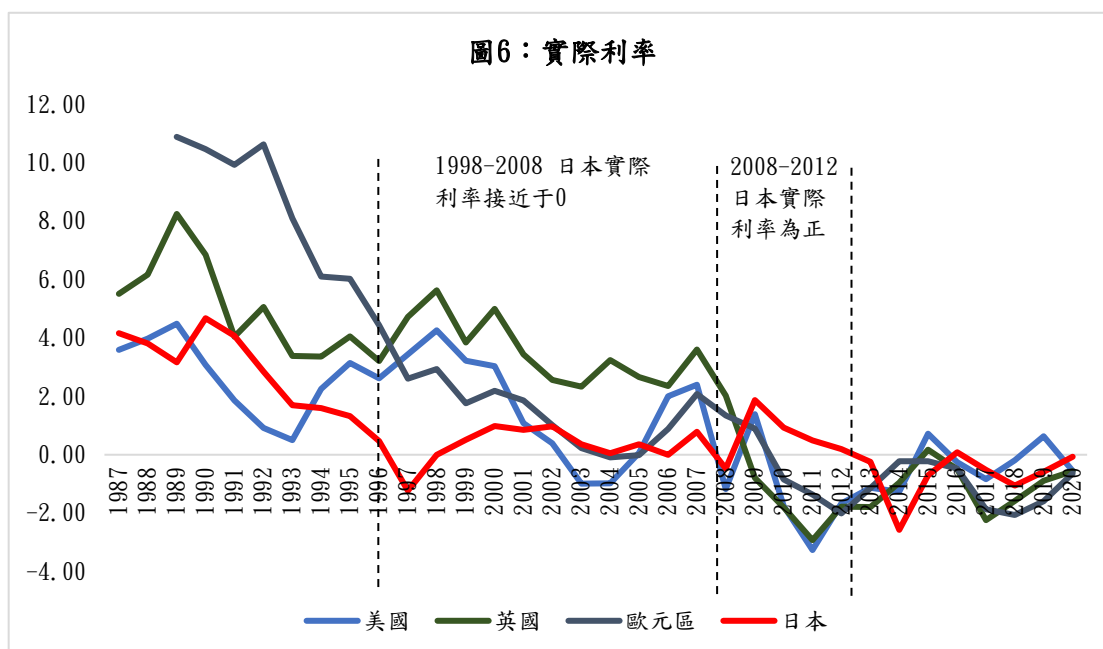


數據來源：Wind，中銀香港研究院

1998 年到 2008 年間,日本的實際利率在一直接近於零，因為名義利率和通貨膨脹率都接近於零。1985 年至 2008 年，美國、英國、歐元區的實際利率呈下降趨勢，而絕大部分時間高於日本（圖 6）。

2008-09 年全球金融危機之後，日本和其它國家的實際利率出現了截然不同的變化。2009 年到 2012 年，日本的實際利率一直為正 - 這是名義利率為零，而通脹率為負的結果。相反，美國、英國和歐元區的實際短期利率在 2009 年後變為負值，並一直持續到 2014 年，幫助經濟從全球金融危機的深淵中復蘇。除日本外的其他國家通脹率均為正數，通縮陷阱只出現在了日本。

2012 年之後，日本實際利率回到負區間，除了在 2016 年短暫轉正外，實際利率基本小於零，與其他幾個主要國家實際利率的差距也較 2008-2012 年大幅縮窄。這體現了以下三個事實，一是日本國內消費的回暖帶動 CPI 回升，CPI 在 2014 年一度升至 2.7%，壓低了實際利率；二是日本央行於 2013 年再度將政策利率由 0.5% 調低至 0%，名義利率的下跌同時壓低了實際利率；三是雖然從需求側看，日本消費輕微回暖，但供給端的資本邊際報酬仍處於低位，自然利率水平無法提升，實際利率雖然下行，但仍然高於自然利率，“日本化”特徵持續存在。

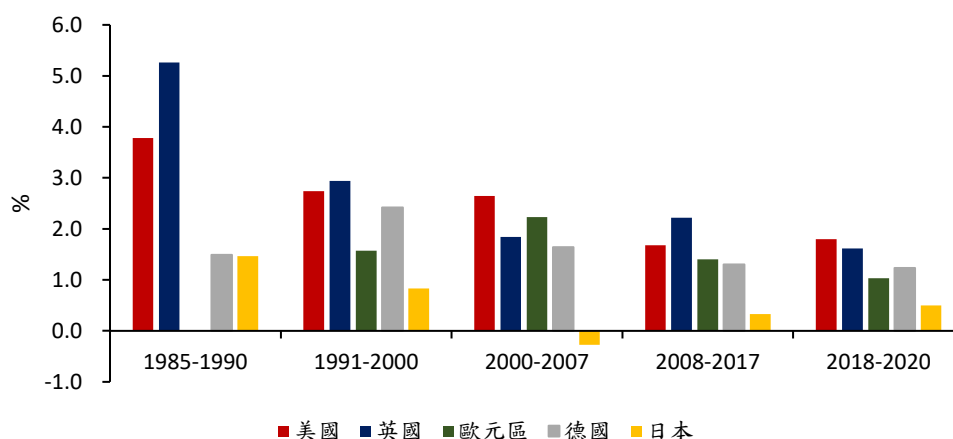


### (3) 通脹率

為了更好地比較各個經濟體的通脹率，我們把過去 35 年分為五個子階段，分別為 1985-1990（通脹高位）；1991-2000 年（通脹溫和下降）；2001-2007 年（全球金融危機爆發前的繁榮時期）；和 2008-2017（後金融危機時代）；2018-2020 年（中美貿易摩擦與新冠疫情衝擊）。

在圖 6 中，我們可以看出：首先，過去 35 年來美國、英國、德國、歐元區整體通脹均呈下降趨勢；其次，日本通脹水平長期低於其他幾個經濟體，低約 1.3-2.9 個百分點。最後，到目前為止，只有日本經歷了長時間的通縮，這是“日本化”的重要標誌。

**圖7：各經濟體通脹率**



### 3.2 結論

從上述統計觀察中，我們可以看到，當今全球主要經濟體確實存在部分“日本化”的特徵，如通脹走低、政策利率位於歷史低位。但我們部分否認全球主要發達經濟體的經濟增長將邁入所謂的“日本化”，原因如下：

首先，從經濟的角度來看，日本三大經濟特徵體現在投資需求不足，投資需求不足的背後是資本邊際報酬的加劇下滑，而這種下滑本質來自於供給與需求側的不同因素（勞動力結構、勞動生產率、資本存量、宏觀政策制定）在過去 20-30 年不斷變化的外部條件下（全球經貿一體化，互聯網資訊進步，中國經濟崛起，地緣政治危機興起）中相互作用影響下不斷形成的。我們認為這種作用和影響是複雜且存在非線性的。因此，僅用歐美出現負利率政策或通脹放緩來反推其步入“日本化”是缺乏邏輯的。

其次，從歷史的角度來看，日本化的三大特徵基於日本近 30 年來長期經濟金融週期的演化。上世紀 90 年代初泡沫破裂後，日本金融機構的不良貸款問題嚴重，日本政府為了挽救就業開始容忍低效經濟的存在，大量的不良貸款兜底使得日本市場出現了一批僵屍企業。這嚴重影響了整個日本銀行體系的綜合競爭力。1997 年的亞洲金融危機令日本再受重創，低效的銀行體系使得日本的金融機構長期被國際市場拒之門外，金融業發展因此更加封閉。到 1998 年，日本的 GDP 增長率和通脹率都變成了負值，這是日本通貨緊縮的開始，從此持續了超過 15 年的時間。為了應對通縮問題，日本央行於 1999 年開始實施零利率政策。儘管在金融危機後全球經濟從 2012-13 年開始再一次復蘇，但伴隨英國脫歐、中美貿易戰以及 2020 年新型冠狀病毒的侵襲，日本央行也於 2016 年將政策利率首次降至-0.1%，即使如此，日本經濟難以擺脫低增長困局。

基於上述歷史背景，所謂“日本化”三大特徵出現的根本原因是日本沒有將全球一體化的高動態不確定性與本國自身經濟結構變化實現有效的平衡。也就是說，日本沒有充分認識到 90 年代以後，國際局勢的大變革以及全球經濟貿易一體化的深刻變化。同時，日本沒有找到在本國經濟結構和增長要素發生實質性變化的情況下如何應對國際環境的快速變化。在這兩個條件下，日本很難做出有效的總需求政策，從而在適合的時間對經濟活動實施必要的刺激。

再次，經濟學的方法論不能用現象來歸納原因。以美國為例，與日本的相對封閉相比，美國是一個移民國家，外來勞動力可以對沖本國人口的內生老齡化問題，改善人口結構，尤其是增加年輕人口的比例；美國的資本市場化、勞動力市場化環境有利於市場順利出清，不存在終身僱傭制，出清的市場對資本邊際報酬帶來極大的支撐，這與日本經濟結構性問題存在差異。

#### 四、對我國的啟示

“日本化”問題之所以被廣泛關注，在於其經濟停滯的持久性以及難以擺脫性。可以說，日本之痛為全球各國的經濟、社會發展都帶來了啟示。我國作為世界上最大的發展中國家，更應盡早引以為鑒，避免陷入“低增長、低勞動生產率、低通脹”的困境。在此，“日本化”對我國至少帶來三方面啟示：

首先，減少政府對企業的干預，促進市場出清。日本的教訓告訴我們，政府對市場的過多干預只會扭曲要素配置，影響市場出清，從而導致效率低下。我國政府對國有企業的隱性的剛性兌付令僵屍企業難以出清，導致不公平競爭的同時，也增加了國家財政壓力、擴大了銀行體系的風險。我國國務院去年發佈《關於構建更加完善的要素市場化配置體制機制的意見》，旨在引導勞動力、資本、土地、技術等各類生產要素進一步邁向市場化配置，提高全要素生產效率，增強中國核心競爭力。此外，從資本市場來看，加快推出新一輪退市制度改革也是鼓勵市場出清、優勝劣汰的重要措施。

其次，要注意人口老齡化與經濟發展的協調。從日本的經驗看，老齡化對經濟增長的負面影響是直接且迅速的。勞動力人口減少，在一定程度上會抵消技術進步對經濟增長的促進作用，降低經濟增速。此外，出生率的下降也不利於國內需求的增加，長此以往會導致收入及消費增長的放緩。在“以國內大循環為主體”的“雙循環”發展格局下，刺激國內需求、擴大內循環是未來我國的重要經濟目標。此外，人口老齡化導致撫養比下降，也對我國養老金體系、國家財政將帶來巨大壓力。所以，鼓勵生育，或者放寬吸收移民制度，是避免“日本化”的可選政策方向。

最後，進一步擴大市場開放，迎接全球競爭。正如我們在上文的分析，日本病的另一個教訓是沒有將全球一體化的高動態不確定性與本國自身經濟結構變化實現有效的平衡。日本政府過去所宣導的“雁

型模式”鼓勵出口、限制進口，實際上隔離了外來競爭，令國內經濟難以與國際接軌，坐井觀天，錯失了提高企業效率的良機。而有序開放市場，迎接日趨複雜的國際競爭是倒逼國內改革、保持自身經濟結構與全球環境動態平衡的捷徑。

## 參考文獻

Guijarro, J.R.D., 4. EUROPE'S POTENTIAL "JAPANIZATION". *THE EURO IN*, p.95.

Ito, T., 2018. Japanization: is it spreading to the rest of the world?. In *Economic Stagnation in Japan*. Edward Elgar Publishing.

Ito, T., 2016. *Japanization: Is it endemic or epidemic?* (No. w21954). National Bureau of Economic Research.

Kawai, M. and Morgan, P., 2013. Banking Crises and 'Japanization': Origins and Implications.

殷劍峰（2016），負利率與長期停滯：日本的教訓和啟示