

研究
信息

2015 年第 47 期

2015.04.20

城市金融研究所所长：

周月秋

国际宏观研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮 王婕

罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：郭可为

guokewei@icbc.com.cn

鉴日本“平成通缩” 防中国通缩风险（上）

——日本“平成通缩”特点与成因

要点

- 日本在上世纪 90 年代初泡沫经济破灭后陷入“平成通缩”。其主要特点：多项通缩指标长期反复低迷；在全球主要经济体里独一无二；日本央行多项货币政策效果不佳；日本财政恶化，提高消费税效果虎头蛇尾。
- 日本学术界对“平成通缩”的成因看法不一。货币派认为：一是货币政策传导机制不畅。二是日元汇率的长期升值。三是日本央行行动迟缓、政策摇摆。结构派认为：一是国内外因素叠加导致结构性供给过剩。二是居民消费意愿与能力不足。第三，日本老龄化问题抑制消费。第四，日本的政治特征与企业制度保守僵化。
- 我们认为，货币派和结构派从不同角度进行了解释，各有其合理之处。从政策实践的角度来看，货币政策传导机制不畅背后反映的金融体制问题、泡沫经济崩溃导致的需求不足、老龄化严重带来的长期通缩压力，以及日本的政治特征和保守僵化的企业制度，是最深层次的原因，也是对中国而言最值得警醒的教训。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

1989年，日本进入了具有重大转折意义的“平成时代”¹。此时正是泡沫经济的顶峰时期，史称“平成景气”²。但好景不长，日本经济在泡沫破灭后一蹶不振，期间虽有短暂好转但难以持久，学术界称之为“平成萧条”³、“平成不况”⁴等。本文主要以日本平成时代的通货紧缩问题为研究对象，因此简称为“平成通缩”。研究日本“平成通缩”的主要特点与成因对分析判断当前以及未来中国通缩形势有着重要的参考借鉴意义。

一、日本“平成通缩”的主要特点

日本内阁府对通货紧缩的判定主要有三方面：一是消费者物价指数持续下跌；二是名义GDP增长率连续两个季度低于实际GDP增长率；三是需求缺口较为明显⁵。日本央行(Bank of Japan)将通货紧缩定义为“物价全面的、持续的下跌”⁶。日本“平成通缩”的主要特点主要有：

（一）多项通缩指标长期反复低迷

从年度数据看，在日本1986年至1991年泡沫经济时期，年度CPI一度高达3%以上，泡沫经济破灭后，1992年至2014年总共23年里，CPI则基本在低位徘徊。没有任何一年达到国际上普遍认为比较合理的3%的通胀率，仅有刚刚过去的2014年，CPI达到2.7%，接近了这一数值。

从月度数据看，CPI共有7次连续半年及以上负增长。其中1999年9月至2003年9月连续49个月，2009年2月至2010年9月连续20个月负增长。

PPI共有5次连续一年及以上负增长。其中1992年1月至1997年3月连续63个月、2000年9月至2003年12月连续40个月、1998年3月至1999年12月连续22个月负增长。

¹ 1989年，日本皇太子明仁即位，改元平成，沿用至今。

² 日本经济在20世纪80年代中期至90年代初期经历了一段高速发展的阶段。根据不同的经济指标，这段时期的长度有所不同，但一般是指1986年11月到1991年4月之间的4年零5个月的时期。

³ 金明善、车维汉，论“平成萧条”及今后日本经济的走向，《世界经济》1996年第5期

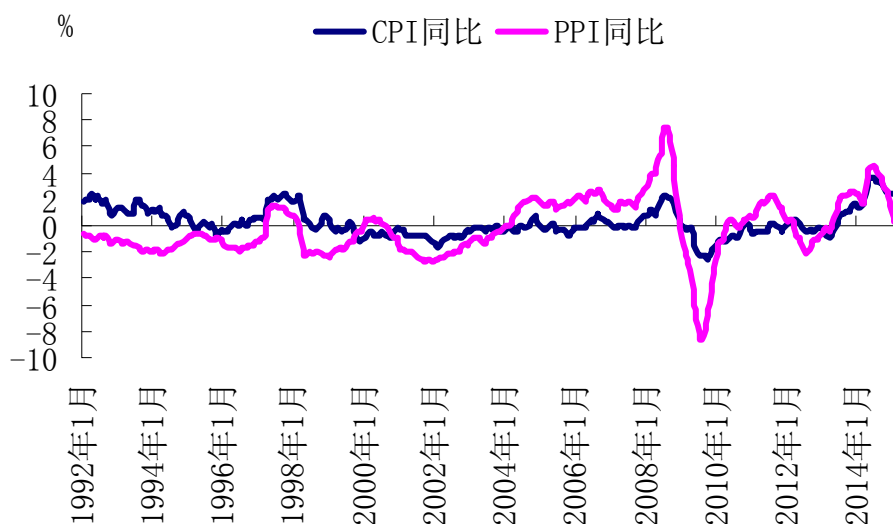
⁴ 余炳雕，日本的“平成不况”与政府经济对策，《现代日本经济》1994年第2期

⁵ 车维汉，日本学者关于本国通货紧缩问题研究述评，《现代日本经济》2011年第2期

⁶ 日本银行，“Price Developments in Japan-A Review Focusing on the 1990s”，上网时间2015年3月15日，网址：http://www.boj.or.jp/en/research/brp/ron_2000/data/ron0010a.pdf



图1 日本 CPI 与 PPI 同比增长走势

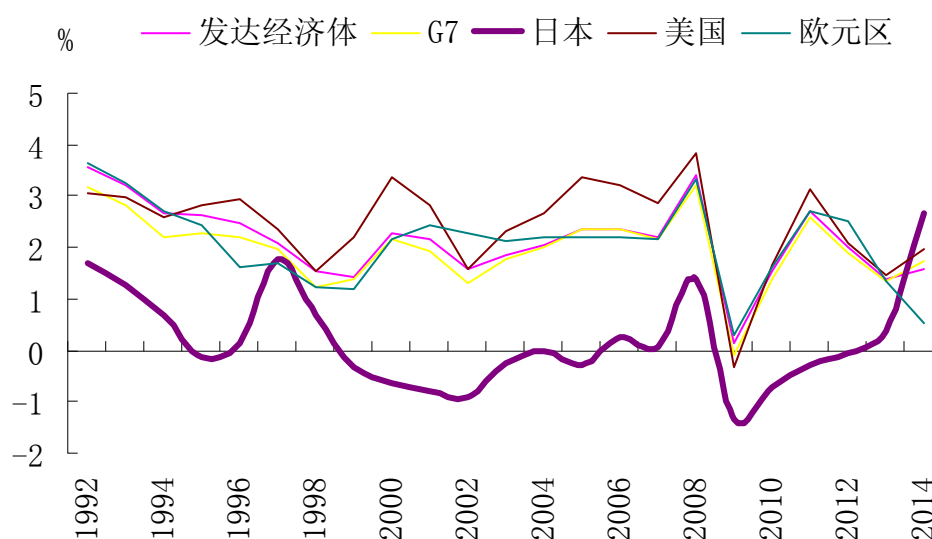


数据来源：彭博、wind 资讯金融终端，下同

（二）日本通缩状况在全球主要经济体里独一无二

日本通货紧缩的特征是温和持久，从全球的视野看十分罕有。根据国际货币基金组织（IMF）的数据，1992年至2014年，全球CPI年均增长率为9.5%，发达经济体为2.14%，G7国家为1.97%，新兴经济体为22.1%，美国为2.45%，欧元区为2.08%，而日本年均仅增长0.23%。由此可见日本CPI增长率不仅明显低于发达经济体平均水平，也低于全球平均水平，更远远低于新兴经济体。

图2 日本、美国、欧元区、G7、发达经济体经济增长走势

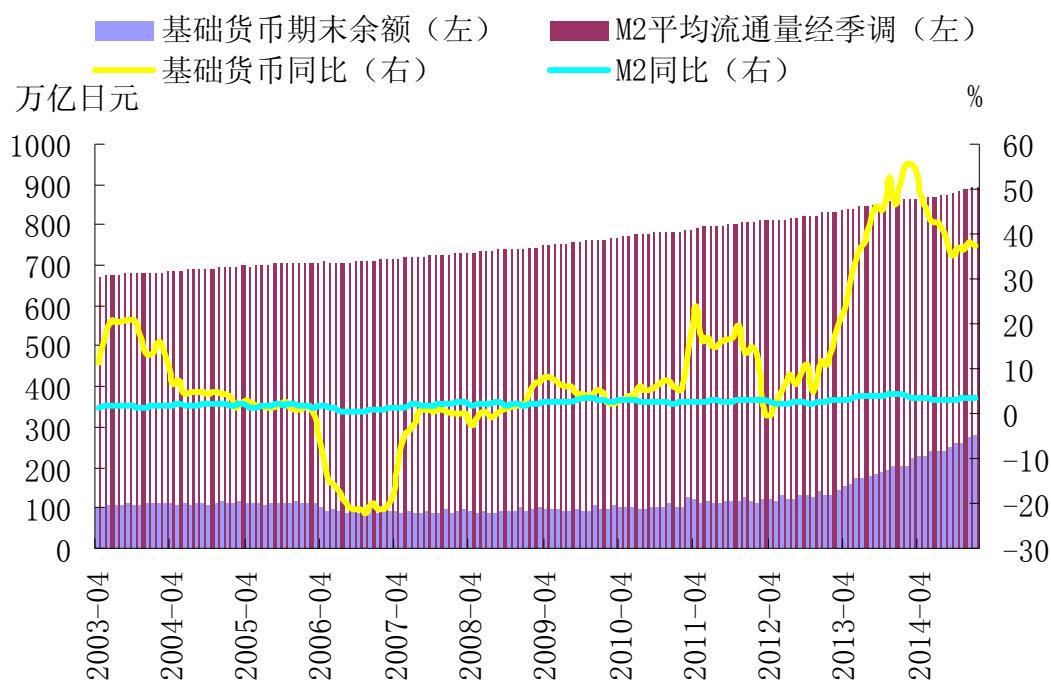


（三）日本央行多项货币政策效果不佳

为了刺激经济复苏、走出通缩，日本央行在 1999 年之前采取了低利率政策以及 1999 年之后采取了零利率和量化宽松政策。截至 2013 年白川方明卸任日本央行行长之际，日本央行共推行了多轮量化宽松措施，资产购买总规模达 101 万亿日元。黑田东彦上任后更是强势推行“量和质两方面大胆宽松”（QQE）政策，意图通过把央行债券购买规模和货币基础扩大至现有水平的“两倍”，在“两年”时间内实现“2%”的通货膨胀目标。

日本实施零利率、QE 以及 QQE 政策对基础货币的影响比较显著，但并没有对增加货币供应量起到明显的效果。2014 年末日本银行基础货币期末余额达 275.9 万亿日元较 2003 年末的 111.4 万亿日元增长了 147.7%。而日本 2014 年末的货币供给量（M2）为 893.6 万亿日元，较 2003 年末 680.3 万亿日元的 M2 仅增长 31.4%，显示日本量化宽松政策对刺激信贷增长效果有限。

图 3 日本基础货币余额、M2 平均流通量以及同比走势



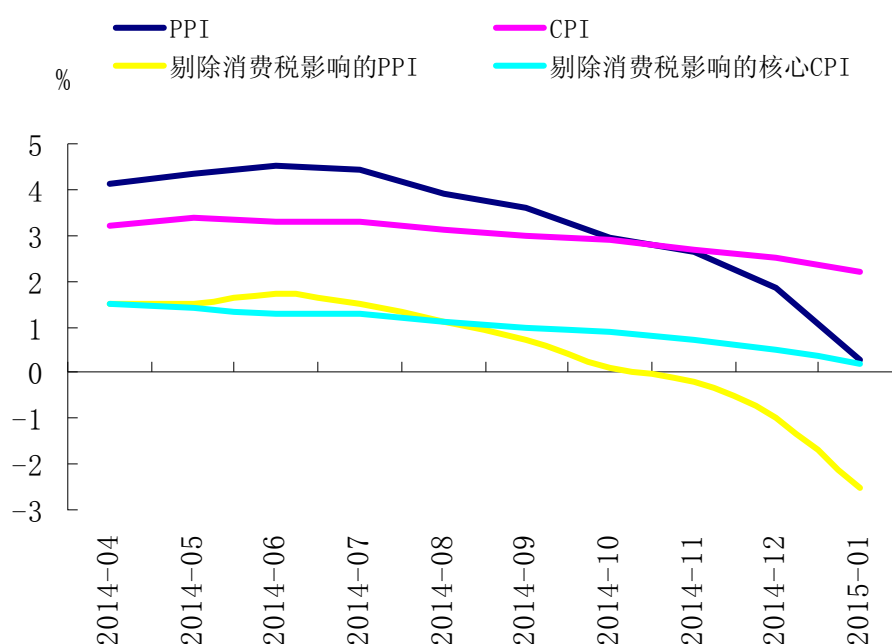
(四) 通缩加剧日本财政困顿，提高消费税效果虎头蛇尾

一方面，面对经济不振、长期通缩的压力，日本政府采取了大规模的财政扩张政策，尤其是公共事业费支出曾经有过大幅上升。1990 年日本在公共工程支出为 6.96 万亿日元，此后逐年增加，从 1993 到 2001 年连续 9 年维持在 10 万亿日元之上。但另一方面，日本税收的减少趋势非常明显。从 1990 到 2014 年度，日本的税收收入由 58.2 万亿日元减少为 48.9 万亿日元，15 年间减少了将近 10 万亿日元。通缩导致企业经营效益变差，以及个人收入减少是日本公司税和个人所得税同步减少的重要原因之一。

日本在 1997 年与 2014 年两次提高消费税率均对 CPI 起到立竿见影的效果，但效果递减趋势明显。1997 年 4 月日本将消费税率由 3% 提高至 5%，当月 CPI 立刻由前一月的 0.5% 跃升至 1.9%，此后一路升至 10 月的 2.5% 后开始回落，至 1998 年 4 月回落至 0.4%，从此再度走向低迷。2014 年 4 月，日本政府将消费税率由 5% 上调至 8% 之后的状况有所类似，当月 CPI 由前一月的 1.6% 跳高至 3.4%，5 月升至 3.7% 的高点后逐渐下滑，2015 年 2 月降至 2.2%。根据日本央行的测算，剔

除消费税因素后，日本的通胀形势并不乐观。在 2014 年 4 月至 2015 年 1 月的区间内，剔除消费税影响的 PPI 最高值为 6 月的 1.7%，此后一路下滑，2015 年 1 月跌至-2.5%，连续 3 个月负增长。同期，剔除消费税影响的核心 CPI 的最高值为 4 月的 1.5%，之后同样持续下降，2015 年 1 月跌至 0.2%。

图 4 日本 CPI、PPI 以及剔除消费税影响的 CPI、PPI 走势



二、日本“平成通缩”的成因

针对日本长期通货紧缩的成因，日本学术界一直存在激烈的争论，主要分为货币派和结构派。

（一）货币派认为日本长期通货紧缩是货币现象，可以用货币政策来解决

货币派的重要代表人物主要有滨田宏一、岩田规久男、伊藤隆敏等，他们认为通货紧缩是一种货币现象，是日本银行货币政策的失误造成的，并把通货紧



缩作为日本经济长期停滞的主要原因。

第一，货币政策传导机制不畅导致利率杠杆失效。

由于泡沫经济崩溃，日本股票市场和房地产价格都出现大幅下跌，大量企业因债务破产，金融机构也出现大量不良债权。为了追求安全资产，降低杠杆率和提升资本充足率，金融机构出现了严重的“慎贷”或“惜贷”，甚至提前收贷的现象。这对以间接金融为主的日本来说，无疑堵塞了货币政策传导机制，使企业特别是中小企业间接融资困难。再加上风险投资不发达以及股市低迷，直接融资难度也在加大。间接融资与直接融资渠道都不畅通，企业生存更加困难，因此减少投资并加剧了通缩。

第二，日元汇率的长期升值压力引起“进口推进型通货紧缩”。

1985年“广场协议”生效后，日元启动了持续升值的进程，由大约250日元/美元的水平升至2015年4月的120日元/美元左右，其间最高升至76日元/美元的水平。日元升值不但造成日本产品价格竞争力的下降，而且还使日本进口商品更加便宜，进口物价水平的下降进一步加深国内物价水平的下滑，因此日本的通货紧缩一定程度上是一种“进口推进型通货紧缩”。

图5 日元对美元汇率走势



第三，日本央行行动迟缓、政策摇摆。

不容否认，日本央行是一个独立性相对较强的中央银行，但问责机制并不完善。一方面，与美联储和欧洲央行相比，日本央行行长并不需要在议会发表证词和接受提问。因此，他也没有美联储主席那样很强的动力去采取更加激进的态度来对抗通缩。日本央行实际上直到 2009 年 12 月，才设定了官方的“价格稳定”的目标。另一方面，日本货币政策也没有连续性，1996 年政府注入 6850 亿日元救助“住宅金融专门公司”，但 1997 年政府不再救助，一批证券公司和城市银行倒闭，1998 年却又分两次向金融系统注入 90 万亿日元资金。政策不连贯和朝令夕改，打击了投资者与消费者的信心，货币政策的效果也因此大打折扣。

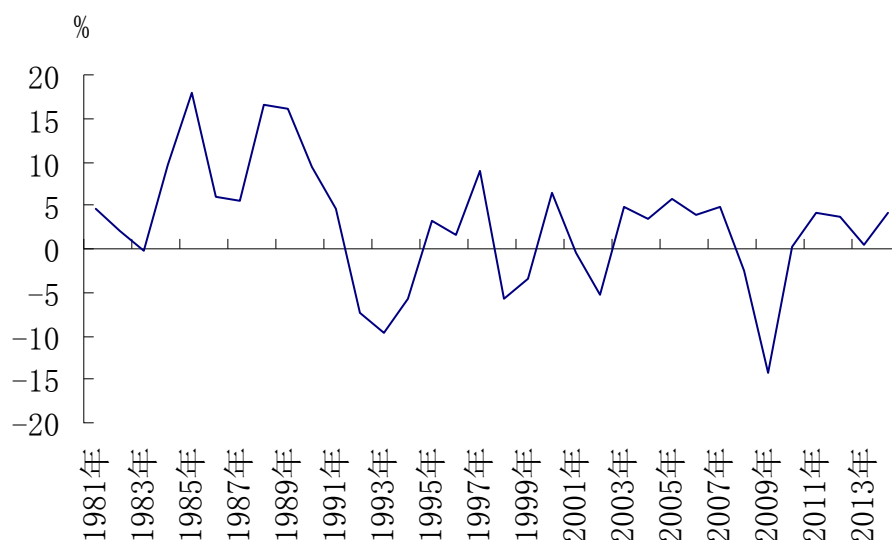
（二）结构派认为长期通货紧缩是结构性问题，需要推进各个层面的结构性改革

结构派的重要代表人物主要有白川方明、榊原英资、野口悠纪雄等，他们认为，日本通缩长期化的原因在于日本经济一直延续高速增长时期形成的体制，从 20 世纪 90 年代起未能成功实行适应国内外环境变化的结构性改革，导致供需缺口不断扩大。

第一，国内外因素叠加导致结构性供给过剩。

从国内层面看，上世纪 80 年代，日本私人设备投资年均增长率达到 8.8%，很多企业疯狂扩张。经济泡沫破灭后，日本出现严重的产能过剩现象，90 年代私人设备投资年均增长率降至-0.7%。通货紧缩时期本应加大投资以促使经济摆脱衰退，但过去积累的过剩生产能力抑制了投资的增加，从而进一步加剧了通货紧缩。加之劳动力和资金转移缓慢、都市和地方财政分配效率低下等因素，日本全要素生产率（TFP）趋于下滑。此外，企业对需求变化应对缓慢，产品结构形成错位，也导致部分产品供给过剩、生产效率低下。

图 6 日本私人企业设备投资同比走势



在海外因素层面,近年来,以中国、韩国等国家在制造业上取得了突飞猛进的发展,这些国家的产品价格低廉,且技术含量不断提高,严重削弱了日本产品的竞争优势,使得日本产品不得不主动压降生产成本与其展开激烈的竞争。长期以来日本引以为荣的松下、索尼、夏普等电子巨头近年来连年亏损,在全球市场上纷纷溃败也说明了日本产品竞争力大不如前,“日本制造”畅销全球的场面一去不复返,也从一个角度反映了日本经济的衰落。

第二,居民消费意愿与能力不足。

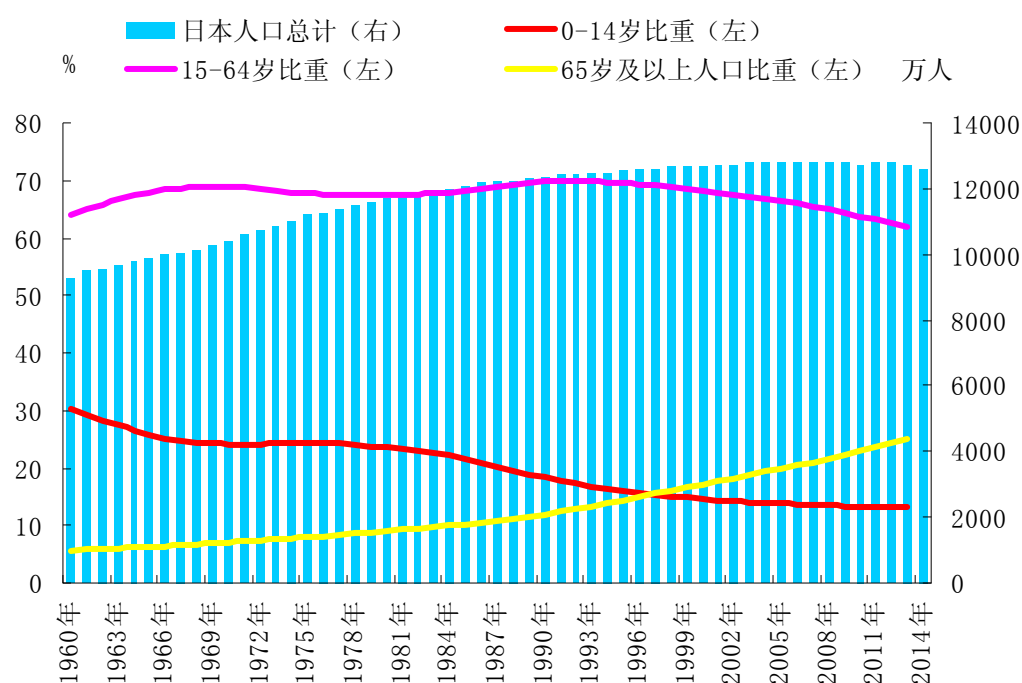
日本居民消费欲望和能力不足有三方面原因:一是由于经济增长停滞,企业人力资本方面的投资减少导致居民尤其是工薪劳动者收入增长缓慢甚至下降,直接降低个人实际消费能力。二是在居民实际消费能力下降的同时,地价和股价持续下跌导致家庭资产缩水,强烈影响居民的消费心理,居民的边际消费倾向下降。三是家庭到期债务负担尤其是住房债务负担空前加重,偿债支出占家庭可支配收入的比重大幅提高,也直接降低家庭消费支出能力。

第三,日本老龄化问题抑制消费。

1990年以来,在日本总人口增长基本停滞的大环境下,日本人口呈现出“两降一升”的特征。粗出生率和劳动人口数量在下降,老年人口数量在上升。根

据 IMF 的统计,日本的粗出生率由 1990 年的 1%逐渐下降到 2013 年的 0.82%。15 至 64 岁的劳动人口占日本总人口的比重由 1990 年的 69.74%一路下滑至 2013 年的 61.87%。同期 65 岁以上人口在总人口中所占比重由 1990 年的 11.95%上升到 2013 年的 25.08%。老龄化提升了日本国民的储蓄防老预期,这导致日本家庭消费支出的持续低靡。日本消费者节制当前消费而增加储蓄。随着储蓄率的增高,消费需求的增长速度必然不断下降,从而使经济陷入通货紧缩。

图 7 日本人口总数、各年龄段占比走势



第四，日本的政治特征与企业制度保守僵化。

消费能力旺盛的年轻人在日本得不到应有的重视,对通缩的形成产生不可估量的影响。从政治层面看,由于老龄化程度的不断提升,老年人在日本的政治选举中的作用越来越大,因此日本政治家们十分重视日本老年人的利益。而老年人的收入主要来自养老金,或者持有存款、债券等传统金融资产,绝大部分为定息金融产品。他们欢迎通缩,反对政府采取刺激措施引发通胀。日本国



会和政府也就倾向采纳切合长者利益的通缩性措施和政策。

日本的年功序列制、终身雇用制等人力资源制度也对年轻人的就业与成长十分不利。终身雇用制阻碍了劳动者的自由流动，由于不能轻易解聘老员工，企业难以减少冗员和“闲散富裕族”的诞生。特别是日本经济不景气的时候，企业失去了雇用年轻人的能力，工资也不能上涨，导致劳动意愿减退，生产率下降。年功序列制的弊端也很突出，易使员工劳动积极性降低，不求上进，效率下降。竞争机制欠缺，不利于员工队伍的优化和调整，缺乏创新能力。总之，年轻人的消费欲望与能力受到了政治特征和企业用人制度的抑制。

我们认为，造成日本通缩的原因是多方面的、非常复杂的，货币派和结构派从不同角度进行了解释，各有其合理之处。从政策实践的角度来看，货币政策传导机制不畅背后反映的金融体制问题、泡沫经济崩溃导致的需求不足、老龄化严重带来的长期通缩压力，以及日本的政治特征和保守僵化的企业制度，是最深层次的原因，也是对中国而言最值得警醒的教训。