
“失去”的日本经济：事实、原因及启示*

闫坤 汪川

内容提要：通过国际比较，本文认为虽然日本经济在泡沫经济崩溃后曾陷入“失去的十年”，但就长期发展态势而言，日本相比其他发达经济体并无系统性差异，日本并未陷入“失去二十年”甚至“失去三十年”的长期经济困境。对经济结构、人口结构、产业结构和金融结构等结构性因素进行对比研究发现，单纯的结构性因素不能解释日本经济长期的“失去”，日本经济的“失去”是经济结构与政策因素互相叠加的结果。一方面，一系列宏观调控措施被结构性因素放大，对日本经济造成了多次负面冲击；另一方面，货币政策的多重角色使其陷入“丁伯根冲突”，尤其是长期在产业政策目标与宏观调控目标之间游移，不仅加剧了货币政策失误的可能性，还形成了大量不当投资和僵尸企业，延长了市场出清和经济泡沫破灭后经济复苏的过程。

关键词：日本经济 失去的十年 结构性因素 经济金融体制 宏观调控 丁伯根冲突

作者简介：闫坤，中国社会科学院日本研究所研究员，博士生导师；汪川，中国社会科学院财经战略研究院副研究员。

中图分类号：F131.3 **文献标识码：**A

文章编号：1002-7874(2022)05-0085-16

基金项目：国家社会科学基金社科学术社团资助项目“日本收入分配制度及其对中国推动共同富裕的政策启示研究”(编号：22STA034)。

2012年以后，中国经济由两位数的高速增长不断减速，进入了高质量发展的转型期。20世纪90年代的日本也曾经历了一场深刻的经济社会转型。就经济增速来看，日本平均国内生产总值(GDP)增长率在20世纪80年代曾高达4.6%，但1990年开始进入低速增长，1990—1999年的平均增速仅为1.5%，被称为“失去的十年”。2000年之后，日本经济增长率有一定起色，

* 感谢《日本学刊》编辑部和匿名审读专家提出的意见和建议，文中若有疏漏和不足概由笔者负责。

但受全球金融危机影响，2008—2009 年连续两年负增长，“失去二十年”的讨论随之而起。围绕日本经济“是否失去”这一命题的讨论至今仍在继续。总体而言，学界对日本经济在 20 世纪 90 年代陷入“失去的十年”基本达成共识，但对导致日本经济“失去”的原因分析存在很大分歧。例如，克鲁格曼（Paul Krugman）认为日本陷入“失去的十年”，就本质而言，是以日本为代表的东亚经济体的经济发展没有依托真正的知识进步与技术创新，而且缺乏有效的制度支持，所以不能带来持续增长；同时，货币政策的失误和流动性陷阱加剧了日本的经济萧条。^① 樱井健一和近藤孝反驳了“产业空心化”导致日本经济长期低迷的观点，提出：虽然已有研究证实了海外投资和国内就业之间呈负相关关系，但就因果方向来看，是日本国内劳动力市场萎缩导致企业增加海外投资，海外投资是人口老龄化趋势下日本企业优化资源配置的结果，海外投资的增加使日本经济保持了较高的劳动生产率。^② 吉野直行等认为日本经济停滞的原因在于人口老龄化等结构性问题，而非暂时的低迷。^③ 日本银行前行长白川方明则承认“失去的十年”是泡沫经济的直接后遗症，同时驳斥了泡沫经济崩溃后日本央行反应迟滞的观点，将日本长期经济萧条归因于日本企业未能有效应对全球化以及日本政府所实施经济政策对低效率企业的保护导致经济效率下降。^④ 中国学界也涌现出相关研究成果，任宇中认为日本官僚体系的僵化、腐败与改革滞后导致了日本经济的长期低迷；边恕认为，日本经济的确经历了“失去的十年”，财政政策的动摇不定及金融政策的失误都对日本经济摆脱低迷状态造成了负面影响，是导致日本经济长期难以复苏的重要原因；徐朝阳认为，日元在“广场协议”后大幅升值导致了泡沫经济，而经济泡沫破灭后的经济萧条、政局动荡造成了“失去的十年”；周尔倩和宋顶峰通过对日本经济增长核算发现，资本和技术都有明显的负向冲击，这是导致日本经济停滞的重要原因。^⑤

① Paul Krugman, “The Myth of Asia’s Miracle”, *Foreign Affairs*, Vol. 73, No. 6, 1994, pp. 62–78.

② Sakura K. and Kondo T., “Outward FDI and Domestic Job Creation in the Service Sector”, *Bank of Japan Working Paper Series 2014*, 2014.

③ 吉野直行等：《日本经济长期衰退的原因和对策》，《新金融》2016 年第 7 期，第 16—23 页。

④ Shirakawa Masaaki, *Tumultuous Times: Central Banking in an Era of Crisis*, Yale University Press, 2021, pp. 380–402.

⑤ 参见任宇中：《日本官僚体系与“失去的十年”》，《四川师范大学学报（社会科学版）》2004 年第 3 期，第 115—120 页；边恕：《日本“失去的十年”的经济绩效及宏观政策分析》，《日本研究》2008 年第 3 期，第 36—40 页；徐朝阳：《泡沫经济与日本“失去的十年”》，《消费导刊》2010 年第 1 期，第 67—68 页；周尔倩、宋顶峰：《日本转型困境与“失去的十年”——基于要素冲击分解的证据》，《统计与决策》2019 年第 3 期，第 146—150 页。

至于2000年后日本经济的表现以及是否存在“失去的二十年”，学界则呈现出更大分歧。其中，池田信夫较早提出“失去二十年”的命题，并从多个维度分析了日本陷入“失去的二十年”的原因。^①徐可和孟牧麟认为泡沫经济崩溃后，“低欲望”“老龄化”“低生育率”等社会问题已经成为日本进一步发展难以逾越的障碍。范立夫等指出，泡沫经济崩溃后日本出现了通货紧缩和经济衰退螺旋式发展势头，多种因素相互叠加造成了“失去的二十年”。^②与上述观点相对，张季风则认为“失去了二十年”是一个伪命题，并从国际比较角度指出日本经济在2000年之后已经进入持续复苏阶段。^③

基于上述文献围绕日本经济表现所论述的不同意见，本文拟通过对日本经济增长的纵向、横向对比以及对四种结构性因素相关假说的辨析，挖掘日本经济“失去”的真相。相比已有文献，其创新之处或可体现为三个方面：首先，通过对日本经济增长进行对比分析，认为：虽然在泡沫经济崩溃之后日本经济陷入了衰退，但其长期增长势头与发达经济体并无系统性差异，而且2000年后经济增长已经回归潜在增速，生产率表现更是明显优于大多数发达国家，日本并未陷入长期经济困境，所谓“失去二十年”和“失去三十年”的说法无从谈起。其次，通过经济结构、人口结构、产业结构与金融结构的国际对比，指出：日本在前三个方面与德国十分类似，但在金融结构上表现出过于依赖银行信贷和企业部门杠杆率过高的特征。最后提出日本经济的“失去”是经济结构与经济政策因素互相叠加造成的，即：日本经济“失去的十年”是经济、金融结构双重扭曲下一系列宏观调控措施失当的结果，尤其是以货币政策来执行产业政策目标，束缚了宏观调控的手脚，同时保护了不当投资和僵尸企业，是造成日本经济“失去”的深层次原因。

一、日本经济真的“失去”了吗

20世纪90年代，日本经济结束高速增长而转入低速增长阶段，媒体和学界将这一时期称为“失去的十年”。进入21世纪，受全球金融危机影响，日

^① 池田信夫『希望を捨てる勇氣—停滞と成長の経済学—』、ダイヤモンド社、2009年。

^② 参见徐可、孟牧麟：《从日本“失去的二十年”看我国的发展阶段与路径抉择》，《经济界》2018年第6期，第24—31页；范立夫等：《日本经济“失去的二十年”及政策启示》，《金融纵横》2018年第7期，第95—100页。

^③ 张季风：《重新审视日本“失去的二十年”》，《日本学刊》2013年第6期，第9—29页。

本经济再次陷入低迷，关于“失去二十年”甚至“失去三十年”等的讨论升温，并一直持续至今。接下来将对日本经济增长进行纵向和横向比较，以寻找日本经济“失去”的真相。

（一）日本经济增长的相关事实

就经济增速来看，日本在战后很长一段时期保持着经济高速增长。但自 20 世纪 70 年代，受美元冲击和石油危机等因素影响，日本经济增速开始下滑，1974—1990 年的平均实际 GDP 增长率降为 4% 左右。90 年代初，泡沫经济崩溃，日本经济开始陷入低增长的状态，1997 年亚洲金融危机进一步加剧了经济萧条，1998 年、1999 年连续两年出现负增长。就整个 20 世纪 90 年代而言，日本的年均 GDP 增速仅为 1.5%。但是，自 2000 年开始，日本经济恢复正增长，进入缓慢复苏期。而且，日本的人均 GDP 也保持了较长时期的快速增长，其间虽时有波动，但整体保持着较高水平。（参见图 1）日本的经济社会维持了繁荣和稳定发展。

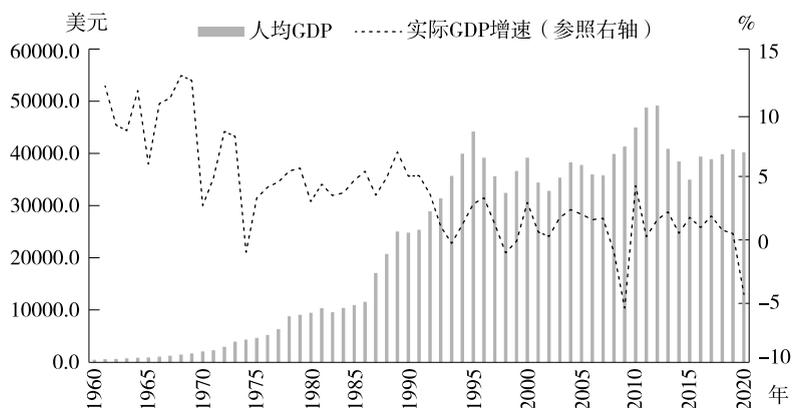


图 1 日本 GDP 增长和人均 GDP 水平

资料来源：依据世界银行数据库相关数据制图，参见：The World Bank, “World Bank Open Data”, [https://data.worldbank.org\[2022-06-25\]](https://data.worldbank.org[2022-06-25])。

从国民生活水平来看，相比 GDP 增速的趋势性下滑，日本的可支配收入并未出现倒退，1980 年日本国民可支配收入为 210 万亿日元，且在整个 20 世纪 80 年代一直处于增长状态，到 1990 年已达 370 万亿日元。^① 具体到人均可支配收入，如图 2 所示，1968 年日本人均可支配收入为 45.18 万日元，到经

^① The World Bank, “World Bank Open Data”, [https://data.worldbank.org\[2022-06-25\]](https://data.worldbank.org[2022-06-25])。

济泡沫破灭之前的1990年已达到300万日元，是1968年的6.64倍。此后，人均可支配收入在波动中持续增加，至2018年达350万日元。再看失业率，日本的失业率长期处于较低水平，虽然在泡沫经济崩溃后有所上升，但在“失去的十年”间最高也仅达到4.7%。2000年后，受结构性改革的影响，日本的失业率有所上升，但自2004年又开始下降，到2018年已与泡沫经济之前的水平相当。

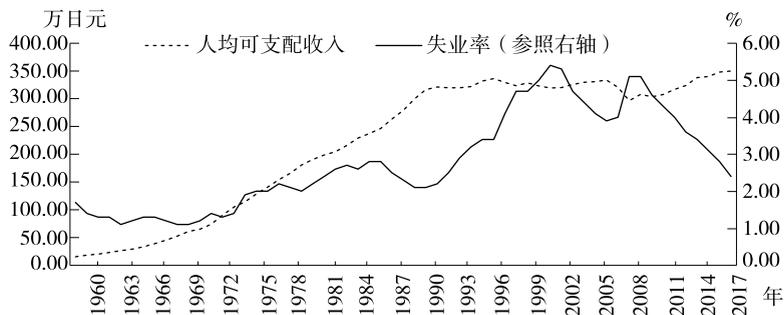


图2 日本的人均可支配收入和失业率

资料来源：依据世界银行数据库相关数据制图，参见：The World Bank, “World Bank Open Data”, [https://data.worldbank.org\[2022-06-25\]](https://data.worldbank.org[2022-06-25])。

(二) 日本经济增长的国际比较

日本经济增长在20世纪90年代初开始出现减速，从国际比较的角度来看，1990—1999年日本平均经济增长率的确低于德国、法国等欧洲发达经济体，但自2000年开始，日本的经济增长并未出现系统性偏低，且劳动生产率始终保持较快增长。

首先，就实际GDP增长率来看，根据世界银行公布的数据，相比20世纪80年代平均4.31%的增速，1990—1999年日本经济的平均增速仅为1.5%，日本的确处于经济增长的“失去期”。但如果考虑到同期德国的平均经济增速为2.17%，法国和意大利等国也仅为2%左右，那么日本经济结束追赶期的高速增长、回归2%左右的增速理应是正常现象。因此，要讨论日本经济是否“失去”，其参照系应该是横向比较的2%，而非纵向比较的4%以上的经济增速。

其次，即便将20世纪90年代设定为日本经济的相对“失去期”，2000年至全球金融危机爆发前的2007年，日本的GDP平均增速为1.45%，而德国和意大利同期的经济增速分别为1.55%和1.46%。两相比较，将这段时间称为日本经济“失去的二十年”明显存在偏颇。同理而言，全球金融危机后的

2010—2019 年，日本经济的平均增速达到了 1.21%，而作为欧元区经济引擎的德国的平均 GDP 增长率不过 1.97%，意大利更仅为 0.24%，所以日本经济“失去三十年”更无从谈起。

最后，从劳动生产率角度来看，日本全要素生产率始终保持了较高水平。如表 1 所示，1990 年以后的三个十年当中，日本全要素生产率水平都明显高于德国，1990—1999 年间甚至高于美国。由此可见，日本在生产率上的表现也处于发达国家的领先水平。

表 1 全要素生产率的国际比较

| 时间 | 日本 | 德国 | 美国 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 1990—1999 年 | 0.9257 | 0.8733 | 0.8660 |
| 2000—2009 年 | 0.9460 | 0.9315 | 0.9464 |
| 2010—2019 年 | 0.9807 | 0.9728 | 0.9904 |

资料来源：依据世界银行数据库相关数据制表，参见：The World Bank, “World Bank Open Data”, <https://data.worldbank.org>[2022-06-25]。

考虑到 2000 年之后日本的经济增长已经回归潜在增速，2010 年之后更是处于发达国家中相对较好水平，所谓日本经济“失去二十年”和“失去三十年”的说法不攻自破。至于 20 世纪 90 年代，虽然日本的经济表现较其他发达经济体并未出现系统性差异，但其发展态势明显不如其他阶段，也出现了很多不容忽视的问题，可以认为日本经济在 20 世纪 90 年代确实经历了相对“失去期”。

二、日本经济“失去”背后的结构性因素

如前所述，20 世纪 90 年代，日本经济陷入相对“失去期”，经济增长的各项指标都出现了明显恶化，而结构性因素被普遍认为是日本经济“失去”背后的原因。接下来将通过经济结构、人口结构、产业结构与金融结构等结构性因素的国际对比，探究日本经济“失去”的原因。

（一）经济结构

就经济结构来看，日本呈现出居民消费偏低、储蓄率偏高的情况。如图 3 所示，日本居民消费占 GDP 的比重保持相对稳定，即使受 20 世纪 90 年代初泡沫经济崩溃和 1997 年亚洲金融危机影响，日本进入“平成萧条”，其家庭消费占 GDP 的比重也始终保持在 50%—60%。近年来，虽然受全球金融危机等因素影响，日本居民消费占比呈下滑趋势，但仍高于德国。需要指出的是，

如果与美国的情况相比，日本的居民消费则明显不足。2021年，美国居民消费占GDP的比重超过70%，同期日本的这一占比却仅为53.85%。

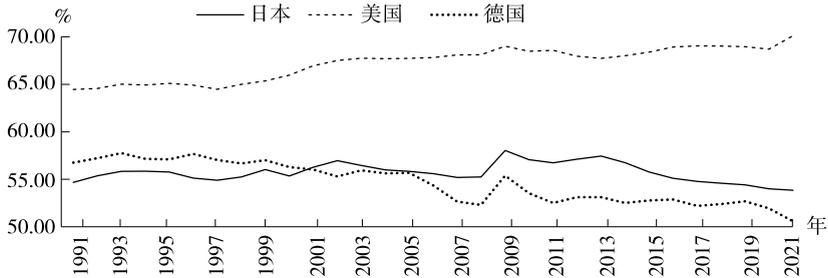


图3 日本与德国、美国的居民消费占GDP的比重

资料来源：依据世界银行数据库相关数据制图，参见：The World Bank, “World Bank Open Data”, <https://data.worldbank.org/>[2022-06-25]。

而且，就国民储蓄率来看，日本也偏高。根据国民收入恒等式，国民储蓄对应着国内投资和出口。战后日本以“贸易立国”，在20世纪80年代之前，出口是消耗国民储蓄、引领日本经济增长的主要动力，但也带来了国际收支不平衡和日元升值的压力。正因如此，关于日本经济在20世纪90年代的“失去”，“广场协议”和日元升值假说颇受欢迎。

概括而言，“广场协议”和由此引发的日元升值假说将日本经济的“失去”归因于1985年“广场协议”后日元不断升值，并赋予美国阴谋打压的判断。事实上，该假说忽略了一个事实，即“广场协议”不仅包含美国和日本两国，还涉及德国、英国和法国，这三国的货币在“广场协议”之后也普遍大幅升值，且幅度不比日元小，但其经济并未经历“失去期”。此外，“广场协议”在时间上较日本经济的“失去期”早了五年，这五年间日元快速升值，但日本的GDP平均增速仍高达5.2%。可见，“广场协议”下日元升值并不是导致20世纪90年代日本经济“失去”的原因。

更为重要的是，在“广场协议”之后，为了阻止美元快速贬值，1987年2月，美国、德国、日本等七国的中央银行行长达成“卢浮宫协议”，采取联合措施保持美元汇率基本稳定，避免美元过度贬值。从理论上讲，“卢浮宫协议”将对美元之外的其他货币起到稳定汇率的作用，但从实际效果来看，日元在此后仍表现为大幅升值，资产价格和银行信贷迅速膨胀加速了经济泡沫的形成。从这个角度看，泡沫经济的出现是日本国内货币政策和外部汇率压力的综合结果，“广场协议”和阴谋论的解释明显存在偏颇。

(二) 人口结构

人口老龄化也被广泛认为是日本经济“失去”的主要原因之一。如表 2 显示, 日本的老龄化问题比欧美国家更为明显, 2019 年以后日本 65 周岁以上老龄人口所占比重甚至超过 28%, 明显高于美国和欧盟的同期水平, 位居世界第一。

表 2 日本与美国、欧盟的人口年龄结构对比 (单位:%)

| 年份 | 日本 | | | 美国 | | | 欧盟 | | |
|------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|
| | 0—14 岁 | 15—64 岁 | 65 岁及以上 | 0—14 岁 | 15—64 岁 | 65 岁及以上 | 0—14 岁 | 15—64 岁 | 65 岁及以上 |
| 2011 | 13.31 | 63.54 | 23.16 | 20.03 | 66.72 | 13.25 | 15.45 | 66.80 | 17.75 |
| 2012 | 13.24 | 62.88 | 23.88 | 19.82 | 66.62 | 13.56 | 15.41 | 66.57 | 18.03 |
| 2013 | 13.17 | 62.21 | 24.63 | 19.62 | 66.48 | 13.91 | 15.37 | 66.29 | 18.35 |
| 2014 | 13.08 | 61.57 | 25.35 | 19.42 | 66.32 | 14.27 | 15.33 | 65.99 | 18.69 |
| 2015 | 12.99 | 60.99 | 26.02 | 19.22 | 66.13 | 14.64 | 15.29 | 65.66 | 19.04 |
| 2016 | 12.91 | 60.49 | 26.59 | 19.02 | 65.94 | 15.03 | 15.25 | 65.41 | 19.34 |
| 2017 | 12.81 | 60.08 | 27.11 | 18.86 | 65.72 | 15.42 | 15.24 | 65.10 | 19.66 |
| 2018 | 12.70 | 59.73 | 27.58 | 18.71 | 65.48 | 15.81 | 15.23 | 64.82 | 19.95 |
| 2019 | 12.57 | 59.42 | 28.00 | 18.55 | 65.24 | 16.21 | 15.18 | 64.57 | 20.25 |
| 2020 | 12.45 | 59.15 | 28.40 | 18.37 | 65.00 | 16.63 | 15.12 | 64.32 | 20.56 |

资料来源: 依据世界银行数据库相关数据制表, 参见: The World Bank, “World Bank Open Data”, <https://data.worldbank.org>[2022-06-25]。

一般而言, 人口老龄化会带来劳动年龄人口减少, 但考虑到日本劳动参与率更高、老龄人口就业更多, 日本的劳动力人口并未表现出与发达国家存在明显差距。图 4 显示, 在劳动力人口的增速上, 日本虽与美国有较大差距,

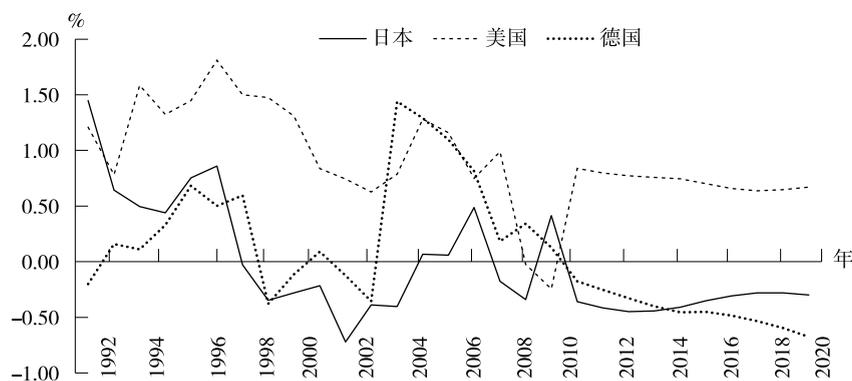


图 4 日本与美国、德国的劳动力人口增速

资料来源: 依据世界银行世界发展指标 (WDI) 数据库相关数据制图, 参见: The World Bank, “World Bank Open Data”, <https://data.worldbank.org>[2022-06-25]。

但与德国并无明显差异。日本劳动力人口增速虽然自 20 世纪 90 年代开始下滑，但仍明显高于德国，而且在整个 90 年代均高于德国。1998 年以后，日本劳动力人口增速进入负增长阶段，但相比之下，德国的下滑幅度更大。尤其是自 2015 年，德国劳动力人口增速的下滑速度较日本更为明显，2020 年下滑 0.67%，而同期日本仅下滑 0.3%。

（三）产业结构

日本的人口老龄化带来劳动力不足等一系列问题，进而加速了日本企业对外投资。尤其在泡沫经济崩溃后，这一趋势更为明显。根据世界银行的数据，1996 年日本在对外直接投资（FDI）项下的净流出达 264.02 亿美元，截至 2020 年已高达 1460.56 亿美元，为 1996 年的 5.53 倍。^①

“产业空心化”被认为是导致 20 世纪 90 年代日本陷入长期经济衰退的主要原因之一，该假说认为日本制造业企业的海外投资和国内产业的服务化导致其国内就业减少、产生“空心化”效应并削弱经济长期增长。但从实际情况来看，如图 5 所示，若以制造业占比来度量，日本的产业结构并未出现明显的“空心化”特征，其制造业占比仅在 2007 年和 2018 年之后出现了下滑；同期，德国的产业结构也呈现出十分类似的特征，甚至较日本更为明显；至于美国，其制造业的“空心化”更表现出趋势性特征。

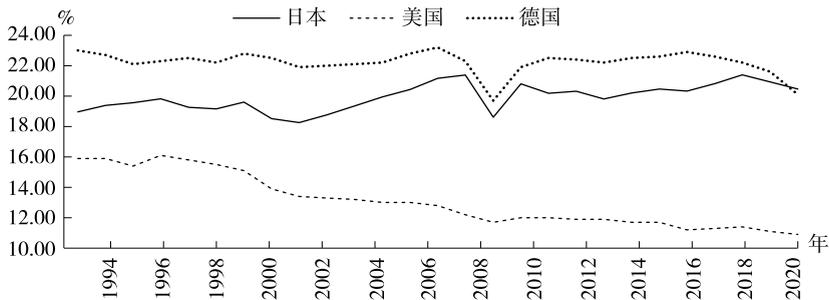


图 5 日本与美国、德国的制造业在 GDP 中所占比重

资料来源：依据世界银行数据库相关数据制图，参见：The World Bank, “World Bank Open Data”, <https://data.worldbank.org>[2022-06-25]。

而且，日本的制造业外移并未导致其生产率下降；相反，随着日本企业有目的地将经济活动和就业机会在国内外重新配置，日本企业的生产率保持

^① The World Bank, “World Bank Open Data”, <https://data.worldbank.org>[2022-06-25].

了较快增长态势（参见表 1）。如果考虑到人口老龄化带来每年劳动力人口减少 1%，日本经济能够保持 1% 以上的经济增速，就意味着其全员生产率增长在 2% 以上，明显高出发达国家的平均水平。究其原因，日本的“产业空心化”现象是日本企业对人口老龄化的主动应对，日本企业对外投资的加速避免了劳动力供给不足和劳动力市场僵化可能造成的生产率下降，规避了人口老龄化带来的负面效应。

（四）金融结构

从金融结构来看，在日本以间接融资为主的金融体系下，银行信贷构成了全社会重要的资金来源。表 3 显示，与英国、德国和美国相比，日本银行部门提供的国内信用在 GDP 中所占比重明显偏高，1980—1999 年的均值为 241.75%，2000 年以后更上升至 313.06%。

表 3 银行部门提供的国内信用在 GDP 中所占比重 （单位：%）

| 时间 | 日本 | 英国 | 德国 | 美国 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 1980—1999 年 | 241.75 | 83.37 | 105.83 | 149.33 |
| 2000—2019 年 | 313.06 | 166.71 | 136.85 | 221.36 |

资料来源：依据世界银行 WDI 数据库相关数据制表，参见：The World Bank, “World Bank Open Data”, <https://data.worldbank.org/>[2022-06-25]。

在间接融资为主的金融制度下，银行信贷和流动性宽松被认为是导致日本泡沫经济的主要原因之一。如图 6 所示，日本非金融企业部门的杠杆率明显高出德国和美国一倍以上。可以说，日本长期的流动性宽松刺激了资产价格和企业负债扩张，泡沫经济由此形成；而刺破经济泡沫后的长期去杠杆过程

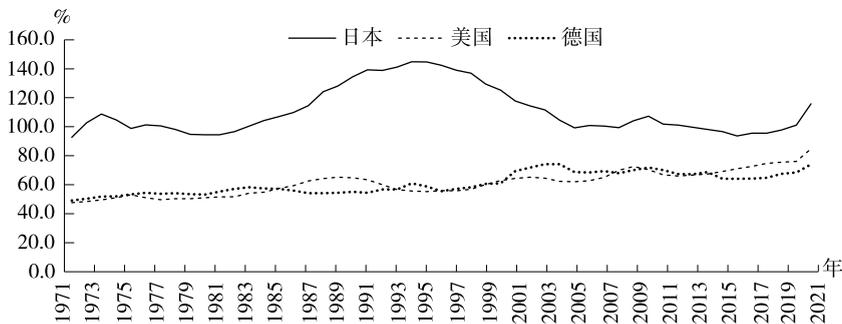


图 6 日本与美国、德国的非金融企业部门杠杆率

资料来源：依据国际清算银行（BIS）相关数据制图，参见：Bank for International Settlements, <https://www.bis.org/statistics/>[2022-06-25]。

导致了“债务型通缩”，由此带来的投资下滑更加速了经济衰退。事实是，泡沫经济发生前后，日本非金融企业部门的杠杆率经历了一次大幅波动：1980年日本非金融企业部门的杠杆率为94.4%，后逐年上升，至1993年升至144.9%的最高水平，此后又逐步下降，直到2004年才回到泡沫经济之前的负债水平，整个去杠杆过程长达十年。

需要指出的是，虽然可以说泡沫经济崩溃是引发日本经济出现衰退的导火索，但日本经济在20世纪90年代陷入“失去期”却不可简单地用“泡沫经济”来解释。泡沫经济的形成和崩溃伴随着企业资产负债的扩张和衰退过程，日本之所以出现长达十年的去杠杆过程，是因为其产业政策的扭曲导致了大量不当投资，面对泡沫经济后的债务型通缩，金融机构又选择对僵尸企业继续发放贷款而非对坏账进行冲销，这不仅延缓了企业部门的去杠杆过程，也降低了企业部门的活力和效率。

而且，泡沫经济的崩溃也并不是毫无益处。在造成投资下滑和抑制需求的同时，经济泡沫的破灭纠正了20世纪80年代后日本经济中存在的投资过剩局面。日本投资增速在泡沫经济之前最高曾达10%，1990年之后则陷入零增长，而同期消费的平均增速达到1.2%。日本企业的经营状况随之发生了变化，制造业企业在更大程度上经历了投资收缩。可以说，泡沫经济崩溃带来的去杠杆过程，虽然在短期内抑制了投资，却促进了宏观经济结构的再平衡。

综上所述，日本经济在经济结构、人口结构、产业结构等方面虽然与美国存在较大差异，但与德国的情况十分类似，至于金融结构方面则表现出过于依赖银行信贷和企业部门杠杆率过高的特征。我们不能简单地将日本经济在20世纪90年代的“失去”归因于结构性因素，就经济陷入衰退的导火索来看，这一时期日本在经济政策上频频失误，使得结构性因素与经济政策因素相互叠加，造成了日本经济长达十年的“调整期”。

三、深层次原因：经济结构与政策失误叠加

日本经济在20世纪90年代的确经历了一段相对“失去期”，在“失去”背后，经济结构与经济政策因素扮演了重要作用。一方面，受宏观经济金融结构双重失衡的影响，一连串宏观调控政策失当，对日本经济造成了多次负面冲击；另一方面，货币政策长期在产业政策目标和宏观调控目标之间徘徊，不仅加剧了货币政策失误的可能性，同时保护了不当投资和僵尸企业，企业

部门陷入漫长的债务型衰退是导致日本经济长期萧条的深层次原因。

（一）宏观经济金融结构的双重失衡与货币政策操作失误

所谓“宏观经济金融结构双重失衡”，是指在经济结构方面，国民储蓄率过高，导致经济增长过度依赖国内投资，而在间接融资为主的金融结构下，投资又过度依赖银行体系的信贷来实现。这种双重失衡的宏观结构，使得日本的经济增长过多地受到宏观调控和货币政策的影响。20 世纪 90 年代日本银行一系列宏观调控措施的失当直接导致了日本经济发展陷入“失去期”。

就经济结构来看，日本的储蓄率相比美国等发达国家明显偏高，在 1991 年达到最高点 35.56%，此后虽逐年下降，但自 1970 年以来的平均值高达 30.7%，而美国为 19.8%。截至 2020 年，日美两国国民储蓄率分别为 28.32% 和 19.3%，日本较美国仍高出近九个百分点。^① 高储蓄为日本经济增长提供了强劲的推动力，但也产生了负面影响，使日本陷入了高储蓄的两难困境，不仅导致了贸易不平衡，还加剧了日本与欧美国家间的贸易摩擦。国民储蓄对应着国内投资和出口，20 世纪 80 年代，日美贸易摩擦问题凸显，美国认为居民储蓄率高是日本长期保持经常账户顺差的根源，从而迫使日本通过扩大公共投资来刺激内需，更多地依赖国内投资这一渠道来消化过高的储蓄。在金融结构方面，日本以间接融资为主的金融体系下，投资过度依赖银行信贷支持，这造成日本的经济增长对于宏观调控和央行货币政策反应敏感。如图 7 所示，在间接融资体制下，无论是何种渠道实现的信贷投放，都将反映在广义货币 M_2 中。在信用扩张机制过程中，货币从央行流出，在金融机构和实体经济之间流动，最终回到央行资产负债表。为了实现经济增长目标，货币政策通过投放货币信用的方式，使得央行、商业银行以及实体经济部门的资产负债表均扩张。因此，在间接融资体制下，经济增长的过程也是货币投放的过程，货币政策一旦出现失误，对经济的损害将十分明显。

日本银行一系列宏观调控措施的失当是日本经济陷入长期萧条的直接原因。尤其是“广场协议”之后，日本央行为扩大内需，长期推行宽松货币政策，更加剧了本就已经过热的国内投资，泡沫经济由此形成。之后，日本央行又跟随美联储加息，刺破了经济泡沫，从而造成广泛的经济衰退。1990 年的“海湾战争”引起油价波动，为应对油价上涨带来的通胀压力，日本央行提高利率，进一步加剧了国内衰退。值得注意的是，20 世纪 90 年代，日本央

^① The World Bank, “World Bank Open Data”, <https://data.worldbank.org>[2022-06-25].

行汲取泡沫经济的教训，转而在宏观调控方面趋于保守，限制经济萧条中的货币政策作用，这也加深了日本的经济衰退。

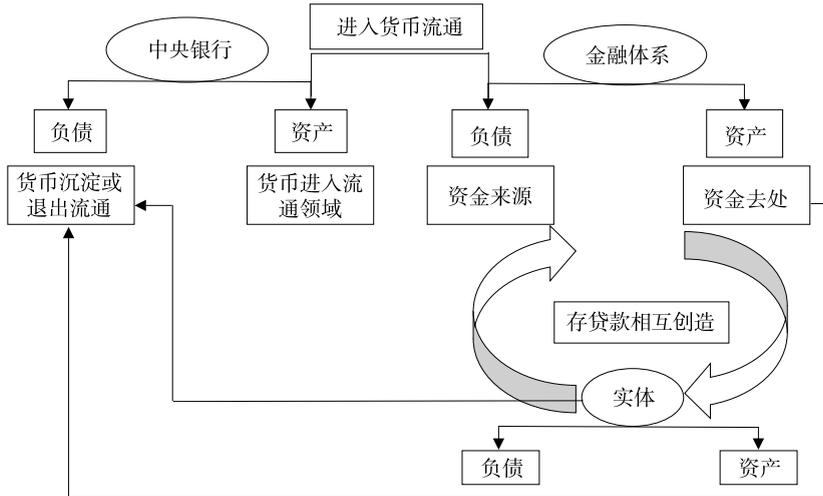


图7 间接融资体制下的货币扩张与信用投放

除此之外，这一时期，财政与货币政策的配合也频频出错。例如，日本经济于1996年开始出现复苏迹象，但桥本龙太郎政府的平衡财政和增税措施叠加亚洲金融危机的影响，造成了1997年后的新一轮经济衰退，导致日本经济直至2000年后才逐渐得以恢复。

（二）货币政策陷入“丁伯根冲突”

出于恢复经济的需要，战后不少经济体的货币政策都带有浓厚的产业政策色彩，日本也不例外。日本学者野口悠纪雄就曾经提出，日本的经济金融体制仍然是战后的管制体制，限制了市场化的活力，从而拉低了日本经济增长。^①

战后，日本的货币政策长期带有产业政策特征，其核心是以低利率补贴企业，尤其是出口企业。为了将利率维持在较低水平，早期日本的货币政策相当程度上依赖政府管制和官方指导，利率管制、数量调控和市场管控成为货币金融政策的主要特征。具体而言，在利率管制方面，贴现率是日本实现货币政策目标的主要政策工具，为了实现补贴企业投资的政策目标，贴现率被设定在偏低的水平。同时，为了配合利率管制，日本央行的货币政策以数

^① 野口悠纪雄『平成はなぜ失敗したのか「失われた30年」の分析』、幻冬舎、2019年。

量控制为主要手段，并实施严格的市场管控。不仅如此，为了防止同业竞争，日本的金融市场呈现高度分割状态，而且国内金融市场与国际市场相分隔。

充当产业政策职能的货币政策虽然在短期内有助于扶持和鼓励企业发展，但也造成了金融体制和货币政策的僵化，中长期来看造成了诸多恶果。就本质而言，日本货币政策的产业政策职能带来的问题是丁伯根法则（Tinbergen's Rule）下货币政策的目标工具冲突。根据丁伯根法则，政策工具的数量或控制变量数至少要等于目标变量的数量，而且这些政策工具必须相互独立。但考虑到货币政策工具之间的内在联系，多目标的货币政策必然带来目标工具冲突。

具体就日本的货币政策执行来看，其货币政策不仅要承担保障经济增长和充分就业的目标，还要维持较低的通胀环境和外部平衡，更承担了补贴企业投资的产业政策目标。宏观调控目标要求货币政策适时调整，而产业政策目标不仅需要将利率维持在较低水平，还需要一系列管制型货币金融政策与之配套，后者在金融自由化的时代背景下几乎是不可维持的。

首先，管制型货币金融政策必将面临金融自由化的多重挑战。随着日本资本市场的发展，银行间竞争更趋激烈，当企业越来越多地依赖资本市场融资时，银行就需要寻找新的客户和市场，不断创新业务类型，从而突破了传统的利率监管和窗口指导的限制。除此之外，金融市场的发展也削弱了传统货币政策的有效性。自 1980 年开始，伴随金融产品的多元化，低利率的货币政策导致资金流向其他金融工具，这些金融工具并未被包含在传统的货币和信贷数量监控当中，从而影响了作为货币政策中间目标的有效性。

其次，货币政策目标工具冲突构成了泡沫经济前后日本货币政策失控的深层次原因。就日本央行的货币政策历程来看，在战后初期，为了实现鼓励企业投资和出口的战略目标，日本央行实施低利率和汇率的货币政策，造成了巨额的经常账户顺差。为了消除巨额顺差，日本政府开始鼓励资本流出，日本的金融市场不得不与国际市场接轨。而“广场协议”之后，为了缓冲外需减少的负面作用，日本央行实施了扩张型货币政策以扩大内需，结果加速了经济泡沫的形成。在经济泡沫不断膨胀之时，日本央行又转而跟随美联储执行紧缩性政策，直接刺破泡沫，导致了长期的经济衰退。

最后，货币政策与产业政策的冲突导致了不当投资和僵尸企业的大量存在，是造成泡沫经济及之后日本长期经济衰退的根源。与其他国家的经济衰退相比，日本在 20 世纪 90 年代的去杠杆和债务型通缩过程，持续时间更加

漫长，衰退程度更为激烈。究其原因，是因为日本央行的货币政策承担了过多产业政策职能，形成了大量不当投资；为了应对不当投资形成的不良资产，日本的金融机构往往对僵尸企业继续发放贷款而非对坏账进行冲销。诸多旨在保护企业的政策不仅延迟了金融部门资产负债表的重组和收缩，还产生了限制竞争、减少投资和阻碍新企业进入的效果，最终延迟了泡沫经济崩溃后的日本经济复苏节奏。

综上所述，日本银行的货币政策至少面对三重目标，在传统的宏观调控目标之外，还承担了产业政策目标和经济平衡目标。产业政策层面要求执行低利率的货币政策以刺激企业出口，传统的经济增长与通胀目标要求货币政策更为灵活可变，而内外部经济平衡目标要求对管制型利率和汇率体系进行调整。根据丁伯根法则，有限的货币政策工具很难同时实现上述目标，这使得日本央行的货币政策在不同目标间反复漂移。可以说，多重目标下货币政策的反复漂移是造成日本泡沫经济的直接因素，也为泡沫破灭后的长期萧条埋下隐患。

四、启示和政策建议

通过对日本经济增长态势进行对比分析，笔者认为，虽然在泡沫经济崩溃后日本经济陷入了“失去的十年”，但就长期经济增长而言，日本与发达经济体并无系统性差异；考虑到2000年之后其经济增长已经回归潜在增速，且生产率表现明显优于发达国家的平均水平，可以说日本经济并未陷入“失去二十年”“失去三十年”的长期经济困境。对结构性因素进行国际比较分析后发现，日本经济“失去的十年”是经济结构与经济政策因素相互叠加造成的。一方面，经济、金融结构双重扭曲下，一系列宏观调控措施失当对日本经济造成了多次负面冲击；另一方面，由于货币政策承担了一定的产业政策角色，宏观调控的错位造成了不当投资和僵尸企业，漫长的去杠杆过程和债务型通缩使得日本经济陷入“失去期”。

就中国的情况来看，在经济结构方面，国民储蓄率明显偏高、居民消费占比偏低，2020年中国国民储蓄占GDP的比重超过45%，几乎是发达国家平均水平的一倍以上。高储蓄率造成了一系列宏观经济问题，尤其在2008年全球金融危机之后，外部经济环境的恶化使得过高的国民储蓄主要通过国内投资来消化，这与日本在20世纪80年代的状况十分相似。而在金融结构方面，

中国国内金融体系同样以间接融资的银行信贷为主，因此中国的经济增长不可避免会受到宏观调控和货币政策的直接影响。中国在经济结构和金融结构上与日本具有较高的相似性，对日本经济的“失去”及其深层次原因进行研究，于中国而言具有镜鉴价值，日本在这一转型时期的经验教训或可为中国提供“前车之鉴”。

首先，应充分借鉴日本银行在宏观调控和货币政策方面的得失，避免长时期的政策宽松造成经济泡沫。但当遇到类似泡沫经济崩溃之类的负面冲击时，宏观调控和货币政策不应保守，要坚定地维持低利率政策，耐心地等待市场信心恢复和金融机构重新健康运转；同时，有必要采取“量化宽松”式的货币政策，直接向市场注入流动性。

其次，应建立宏观调控与产业政策之间的“隔离墙”，明确宏观调控与产业政策的边界。与日本的情况类似，中国的宏观调控范畴比较宽泛，职能设置上往往将宏观调控与行政审批等混淆在一起，结果造成宏观调控措施手段越界。为有效区分宏观调控与产业政策的边界，应明确宏观调控的职能，依靠市场化的货币政策和财政政策手段对经济进行宏观调控；产业政策的职能则应转向中长期国家经济发展战略，并限定宏观调控行政化手段的适用范围和条件。未来的产业政策应着重处理好政府与市场的关系，致力于创造促进公平竞争、鼓励创新的市场环境。

再次，应逐步调整以投资为主导的经济结构和以银行信贷为主导的金融结构。在经济结构上，应充分平衡消费、投资、出口在经济增长中的作用，逐步扩大消费占 GDP 的比重，实现可持续增长；在金融结构方面，应充分发展直接融资市场，降低投资对商业银行信贷的依赖程度。为此，可在建立适合中小企业特点的股票发审制度的同时，大力发展债券市场，实现债券的市场化发行和监管。

最后，借鉴日本应对人口老龄化和海外投资的经验，应以构建国内国际双循环相互促进的新发展格局为目标，在进一步推进对外开放的同时，加快国内企业“走出去”的海外布局。这不仅有助于缓解人口老龄化带来的劳动力成本上升的负面效果，还可帮助国内企业在全世界进行资源配置，全面提升企业的劳动生产率。

（责任编辑：叶琳）

vision. After half a century, the spectrum of Japanese cognition towards China shows a patchwork pattern, drawing a complex overall cognitive picture that integrates rational cognition, subjective misinterpretation and negative imagination.

The “Lost” Japanese Economy: Facts, Reasons and Implications

Yan Kun and Wang Chuan

Through an international comparative analysis of Japan’s economic growth, this paper argues that although Japan’s economy has fallen into a “lost decade” after the “bubble economy” burst, but in terms of long-term economic growth, Japan still has no systematic differences from developed economies. Based on the comparison of structural factors such as economic structure, population structure, industrial structure, and financial structure, this paper further proposes that the “loss” of the Japanese economy is the result of its economic structure and policy factors: on the one hand, a series of inappropriate macro policies under the structural distortion caused negative shocks on Japanese economy; on the other hand, the multiple roles of monetary policy made it fall into the “Tinbergen Conflict”, which not only aggravated the possibility of monetary policy mistakes, but also brought about improper investments and zombie companies, prolonging the process of economic recovery.

The Development and New Trends of Japan’s Foreign Investment Management System

Chen Youjun and Wang Xing’ao

Since the end of WWII, Japan’s foreign investment management system has gone through three historical stages: the period of strictly controlling foreign investment, the period of promoting capital liberalization and the period of re-establishing the management system. Since 2017, Japan has revised the Foreign Exchange Law three times, resulting in significant changes in Japan’s foreign investment management system, which generally presents three characteristics, such as the expansion of the scope of review objects, the refinement of foreign investment management, and the completion of the foreign investment management system, marking a new period of development of Japan’s foreign investment management system. The Japanese government’s revision of the foreign investment management system is mainly based on three strategic considerations: preventing the leakage of important technologies, maintaining the country’s leading position in science and technology, strengthening the comprehensive security capability, coping with global uncertainties