

六、「日本化」之經驗與啟示：貨幣寬鬆、財政激勵與結構性改革搭配之效益

近期國際間憂心，一國經濟出現**低利率、低通膨、低成長**的「日本化」(Japanification 或 Japanization)現象，似已逐漸**蔓延至西方經濟體**；其中，又以**歐元區**與日本的情況最為相似。過去，西方主流思維認為，日本自 1990 年代起陷入「日本化」，係政策當局未大膽採行貨幣寬鬆等政策錯誤所致的結果；惟**近期若干論者強調**，「日本化」**真正的問題**應在於，**決策者聚焦於過度狹隘的貨幣政策**、高估其有效性，而**未善加處理「日本化」背後的結構性問題**。

全球金融危機後，**主要央行**為避免落入「日本化」，已**大採貨幣寬鬆**，惟仍**無法完全擺脫「日本化」隱憂**。國際間咸認，**具有落入「日本化」風險的國家**，**需要範圍較廣的政策組合**(policy mix)。此際，重新評估財政政策的角色係屬必要，**具財政空間**(fiscal space)的國家，**尤應採更有效且及時的行動**；此外，政策制定者亦須辨識並**處理更深層的結構性問題**、著手進行**結構性改革**，積極採行**較廣泛的政策組合**。

本文擬先引介「日本化」的特徵；其次，簡述「日本化」的背景與啟示；進而說明為因應「日本化」困境，亟需妥適的政策搭配；最後，強調目前台灣經濟雖應無落入「日本化」困境的問題，惟為因應人口結構轉變等可能帶來的挑戰，可汲取日本經驗，配合寬鬆性貨幣政策，積極採行擴張性財政政策與結構性改革。

(一)「日本化」的特徵

1. 什麼是「日本化」¹？

(1)「日本化」乙詞，最早出現於1990年代後期，主要係描述日本產業、文化的擴散。2010年前後，經濟學家開始以「日本化」乙詞，來描繪**日本自1990年代以來，力抗通縮與疲弱經濟成長**的情況。

(2)迨至目前，「日本化」概指一國呈現**低利率、低通膨、低成長**的經濟現象。

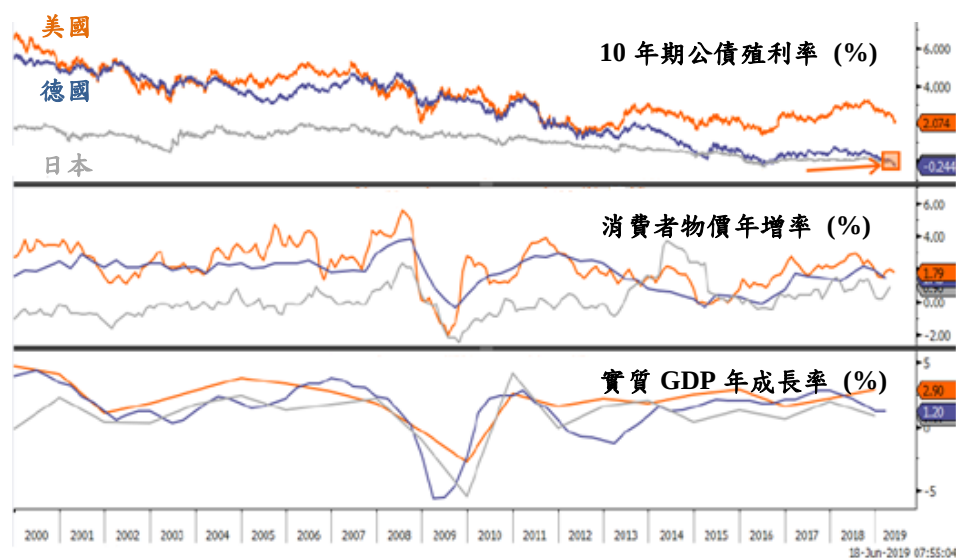
¹ Weller, Chris (2017), "Japan's Demographic Time Bomb Is A Bad Omen for the US," *Business Insider*, May 29; Bio, Full (2011), "What the Japanization of the World Economy Means for Stocks, Bonds, And Commodities," *Forbes*, July 29; Wigglesworth, Robin (2019), "Japanification: Investors Fear Malaise Is Spreading Globally," *Financial Times*, Aug. 27; Shirakawa, Masaaki (2019), "Central Banking: Bridging the Gap between Theories and Practices," Lecture at Seminar at National Taiwan University, Oct. 30.

2. 近期「日本化」的隱憂似已蔓延至西方經濟體，尤以歐元區為最

(1)2008 年全球金融危機後，**主要先進經濟體經濟復甦**的情況，較多數政策制定者、政治家與經濟學家所**預期**的為**緩慢**；尤其是，**歐元區**恐陷入**經濟放緩**困境。此外，彼等的**利率**、**通膨率**仍續於**低檔徘徊**（見圖 1）²。

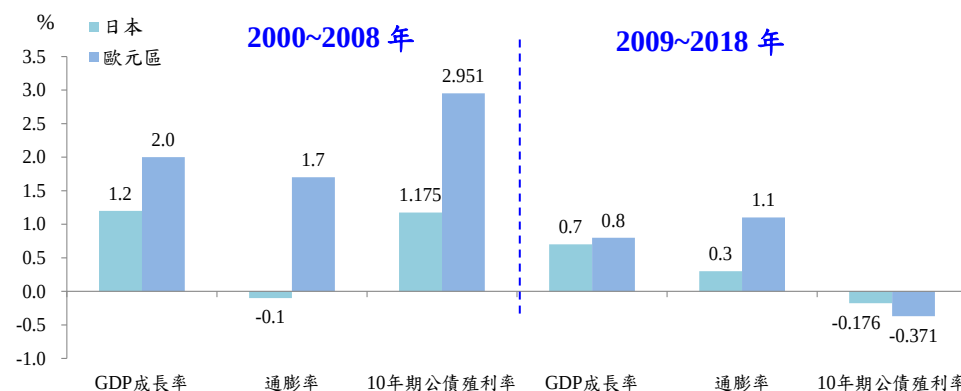
(2)論者認為³，**歐元區**已出現若干「**日本化**」的**症狀**：**經濟成長疲弱**、**低通膨**與**低利率**（尤其在 ECB、BoJ 的負利率政策下，**負殖利率**已蔓延至中長天期**公債**），故有歐元區「**日本化**」的說法（見圖 2）⁴。

圖 1 主要經濟體面臨低利率、低通膨、低成長的情況



資料來源：ING (2019)。

圖 2 歐元區似出現「日本化」症狀



註:1. 惠譽以各項指標評估歐元區「日本化」風險；其中，就 GDP 成長率及 10 年期公債殖利率方面，認為是中度風險，至於通膨率，則認為風險有限。

2. 歐元區 10 年期公債殖利率係以德國 10 年期公債殖利率作為代表，另 2009~2018 年資料係取 2018 年第 4 季至 2019 年第 3 季。

資料來源：Fitch Solutions (2019), "Is The Eurozone At Japanification Risk?" Fitch Solutions,

² Masset, Thierry (2019), "The "Japanification" of Europe?" *ING Monthly Review*, June; The Economist (2019), "Low Inflation Is A Global Phenomenon with Global Causes," *The Economist*, Oct. 10.

³ Shirakawa, Masaaki (2019), "World Has Learned Wrong Lessons from 'Japanification'," *Nikkei Asian Review*, Oct. 21; Stubbington, Tommy (2019), "Eurozone At Risk of Japan-Style Stagnation, Fitch Warns," *Financial Times*, Nov. 29.

⁴ ECB 副總裁 Luis de Guindos 指出，雖然相較於日本，歐元區沒有信用泡沫，且擁有較大的財政空間，惟如不採取措施激勵經濟，歐元區恐面臨「日本化」風險。惠譽信評亦指出，歐元區雖未完全落入「日本化」，但已出現若干「日本化」的症狀；若歐元區完全陷入「日本化」，其政策回應的複雜度恐將更高。詳 Howcroft, Elizabeth and Marc Jones(2019), "Risk of European Recession 'Very Low': ECB's De Guindos," *Reuters*, Nov.14; Mendez-Barreira, Victor(2019), "De Guindos Says ECB 'Implicitly Has Symmetrical Targeting Policy'," *Central Banking*, Nov. 14; Fitch Ratings (2019), "Fitch Ratings: Escaping Japanification Difficult for Eurozone If It Takes Root," *Fitch Ratings*, Nov. 28..

3. 目前台灣經濟應無落入「日本化」困境的問題

就台灣經濟情況而言，**台灣經濟持續成長、未出現通縮、利率未觸及零利率底限**，且**銀行業授信、對中小企業放款呈穩定成長**，目前應**無**落入「**日本化**」困境的問題。

(1)**台灣經濟持續成長**，也**未曾出現**有如日本的**通縮**問題。

—1992 年以來，日本經濟失落逾 20 年，且通縮困擾近 15 年(近年來，通膨率始略為回升至正數)。

—同期間(1992~2018 年)，台灣經濟穩定成長、物價平穩。

	經濟成長率(1992~2018 年平均)	CPI 年增率(1992~2018 年平均)
日本	0.91%	0.27%
台灣	4.60%	1.49%

(2)**台灣並未面臨**須採 QE 或負利率政策的**零利率底限困境**。

—BoJ 的基本貼現率與基本放款利率 0.3%(2008/12/19 迄今)已趨近於零，不得不採 QE 來壓低實質利率；此外，BoJ 於 2016 年 1 月 29 日宣布採負利率政策，將銀行存放於 BoJ 的部分準備金餘額之利率調降至-0.1%。

—本行的重貼現率目前為 1.375%(2016/7/1 迄今)⁵，尚有運用傳統利率政策的空間。

(3)**台灣亦無信用緊縮(credit crunch)現象**，**銀行業授信、對中小企業放款呈穩定成長**。

	銀行業授信年增率(1995 年迄今平均)	對中小企業放款年增率(2009 年迄今平均)
日本	0.74% (1995 年 1 月~2019 年 8 月)	1.06% (2009 年 Q1~2019 年 Q3)
台灣	5.08% (1995 年 1 月~2019 年 9 月)	7.21% (2009 年 Q1~2019 年 Q3)

⁵ 另本行以 28 天期央行定存單利率作為操作利率，目前為 0.590%(自 2016/7/1 起)。

(二)「日本化」的背景與啟示

1. 為何日本會陷入失落逾 20 年的「日本化」？

1985 年「廣場協定」
(Plaza Accord)
日圓大幅升值

- G5(美國、日本、德國(統一前的西德)、英國、法國)為改變當時日本鉅額貿易順差的情況，於 **1985 年 9 月 22 日** 簽訂「**廣場協定**」，致 **日圓兌美元** 在短短 3 年內 **升值逾 50%**，**日本企業** 大量外移。

因應日圓升值，BoJ
採寬鬆貨幣政策

- 為協助出口產業，1986~1987 年，BoJ 將重貼現率從 5.0% 大幅調降至 2.5%。
- 日本銀行業貸款浮濫，房地產、股票價格飆漲，造成嚴重的 **資產泡沫**(asset bubble)。

在資產泡沫下，BoJ
轉採強烈緊縮貨幣
政策

- **1989 年 5 月**起 BoJ 轉而採取**強烈**的**緊縮**性措施，**BoJ**的**重貼現率**在短短 **1 年多**的時間內，大幅**調升 3.5 個百分點**(從 **2.5% 升至 6.0%**)。
- 資產泡沫破滅 ➡ 「**資產負債表型衰退**」(balance sheet recession)、自我增強的「**通縮惡性循環**」(deflation vicious cycle)。

因應資產負債表型
衰退，BoJ 採零利
率及 QE 政策

- 1991 年中起 BoJ 大幅降息，1999 年 2 月更進一步採零利率政策。
- 2001 年 BoJ 史無前例地採行**量化寬鬆(QE)**政策。

政策失誤+兩次金
融危機

- **1997 年日本首相橋本**誤判經濟好轉，**提高消費稅**，肇致**日本經濟數季的衰退**。
- 1997 年爆發亞洲金融危機。
- **2000 年 BoJ** 誤判景氣已復甦，**貿然升息**，導致**日本經濟**又開始**惡化**(連同 1997 年的這兩次錯誤政策，一般咸信對日本經濟造成嚴重後果，詳附錄說明)。
- 2006 年 BoJ 總裁福井俊彥(Toshihiko Fukui)過早結束 QE。
- 2008 年爆發全球金融危機。
- 2009~2011 年日本再陷入通縮危機，至今通膨與經濟成長仍未明顯復甦。

失落逾二十年

2. 為擺脫「日本化」，日本當局已採一系列因應對策，雖有助於提振經濟，惟仍無法完全脫困

(1)1990年代初期，日本經濟低迷，為提振景氣，日本當局不斷採取寬鬆性貨幣政策、擴張性財政政策⁶。

—BoJ 持續降息至接近零，並採量化寬鬆(QE)政策，提供市場充裕的流動性。

➤ 1991 年 7 月起，BoJ 不斷降息，重貼現率由 6%降至 1995 年 9 月的 0.5%；1999 年 2 月，進而採零利率政策。

➤ 2001 年 3 月，鑑於零利率政策仍無法奏效，BoJ 總裁速水優(Masaru Hayami)遂採行史無前例的 QE。

—積極動用擴張性財政政策，以填補民間部門有效需求的不足。

➤ 在嚴重的「資產負債表型衰退」下，因民間需求明顯不足，亟需日本政府扮演激勵經濟的角色。

➤ 1992~2012 年，日本政府共推出 22 次、總規模達 375.7 兆日圓的經濟激勵措施，其中包括約 127 兆日圓的財政支出。

(2)2012年日本開始採行「安倍經濟學」，有助於日本金融市場與實體經濟，惟仍無法完全脫離「日本化」困境。

—2012年12月26日安倍晉三(Shinzo Abe)就任日本首相後，提出「安倍經濟學」(Abenomics)的三箭計畫，即寬鬆貨幣政策、擴大財政支出，及成長策略(經濟結構改革)，分別為短期(為期1~2年)、中期與長期的計畫(見圖3)。

—「安倍經濟學」使日圓劇貶、股價高漲、日本經濟成長上升(2013年日本的 GDP 成長率攀抵2%的高點)，且失業率已降至2.4%；儘管「安倍經濟學」扭轉了長期以來的投資下滑，惟仍無法防止企業的閒置資金增加⁷。此外，在人口結構變遷(如生育率下降、高齡化等)等結構性壓力下，結構性改革的進展似嫌不夠積極⁸，或為其難完全脫離「日本化」困境的原因。

⁶ 參見李榮謙、高超洋、黃麗倫、楊淑雯(2010)，「日本失落十年的經驗與啟示」，中央銀行季刊，第 32 卷第 2 期，6 月；鈴木智也(2019)，「裁量のな財政政策の効果？—平成を振り返り、次の景気後退に備える」，日本生命保險基礎研究所，3 月 8 日。

⁷ The Economist (2019), "Japan's Economic Troubles Offer A Glimpse of A Sobering Future," The Economist, Dec. 7.

⁸ Nohara, Yoshiaki (2019), "Abenomics Virtuous Cycle Lacks Traction as Milestone Looms," Bloomberg, Nov. 18.

圖3 2012年「安倍經濟學」的三箭計畫



(3)為因應經濟下行風險，近期日本仍持續擴大財政激勵措施。

— 安倍的經濟顧問濱田宏一(Koichi Hamada)曾指出，「安倍經濟學」的三箭計畫中，以寬鬆貨幣政策最為重要。惟本(2019)年他改口表示，「安倍經濟學」實施之初，貨幣政策非常有效；但現階段，僅靠貨幣政策，很難有顯著效果；在經濟成長放緩時，財政政策可能成為主角⁹。

— 為因應海外經濟成長放緩、消費稅稅率提高、天災衝擊等國內外經濟下行風險，繼2016年8月的經濟激勵方案(總規模28.1兆日圓、財政支出13.5兆日圓)後，日本政府於本年12月5日推出新一波經濟激勵方案，預估將動用約13.2兆日圓的財政支出，若加上金融機構、民間企業的支出，總規模將達26兆日圓¹⁰。

⁹ Chris Anstey、伊藤純夫、藤岡徹(2019)，「景氣対策の主役は黒田日銀から財政へ、副作用で上がる緩和のハードル」，Bloomberg，11月19日；Diamond Online(2019)，「浜田宏一氏が語る『MMTは均衡財政への呪縛を解く解毒剤』」，Diamond Online，3月8日。

¹⁰ 日本經濟新聞(2019)，「經濟対策事業規模26兆円」，日本經濟新聞，12月6日。

3. 決策者從「日本化」所汲取的教訓可能有誤：其癥結在於結構性問題，而非央行未積極採貨幣寬鬆¹¹

(1)過去主流思維大抵認為，「日本化」肇因於日本未採大膽的貨幣寬鬆。

—過去，論者大抵認為，日本未大膽採貨幣寬鬆，是落入低成長、通縮與永久性低利率的主因。

—前 BoJ 總裁白川方明(Masaaki Shirakawa)指出，西方經濟學家及決策者誤認通縮是最重要的挑戰，故往往著眼於追求貨幣寬鬆，而忽略其他層面的問題。

(2)結構性問題的確是經濟深陷「日本化」的一大關鍵，包括：人口結構轉變、生產力成長減緩等。

—西方主流思維最初高估貨幣政策的有效性，因彼等可能忽略「日本化」實源自於人口成長趨緩¹²、生產力成長減緩等結構性問題(見圖 4、圖 5)，從而導致通膨率與利率下降。

➤日本因勞動投入減少¹³，導致潛在成長率下滑，另亦影響企業與家計部門對長期經濟成長的預期，透過預期管道，壓抑消費與投資，進而導致通膨率與利率下滑¹⁴。

➤日本政府太慢認知到，人口老化係亟需解決的結構性問題，這才是其他國家應從「日本化」中學習的課題。

—一般咸認，面臨「日本化」風險的國家，亟需更廣泛的政策組合。

➤在嚴重的金融危機後，主流思維建議所採之積極的貨幣寬鬆，或非全然正確；除寬鬆性貨幣政策外，其他政策(如財政政策、結構性改革等)更是刻不容緩¹⁵。

➤以歐元區為例，並非 ECB 在積極地實施必要的貨幣寬鬆時過於膽怯，而是其從日本所汲取的教訓有誤，從而過度聚焦於貨幣寬鬆；欲解決經濟的供給面與需求面問題，更廣泛的政策組合係屬必要。

¹¹ Shirakawa, Masaaki (2019), "World Has Learned Wrong Lessons from 'Japanification'," *Nikkei Asian Review*, Oct. 21; El-Erian, Mohamed A. (2019), "How Western Economies Can Avoid the Japan Trap of Weak Growth, Disinflation, Low Interest Rates," *Project Syndicate*, Apr. 8; Baba, Naohiko, Tomohiro Ota and Yuriko Tanaka (2019), "Lessons From Japan's Demographics: Delayed Recognition, Delayed Action," *Japan Economics Analyst*, Goldman Sachs, Jun. 28.

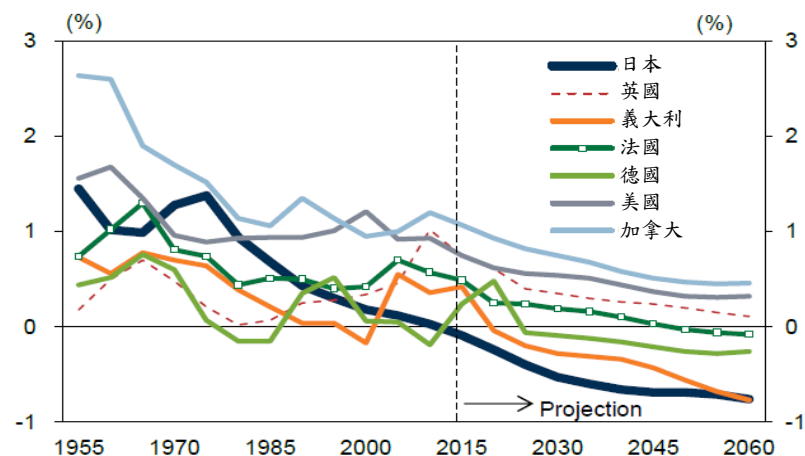
¹² 前 BoJ 總裁白川方明認為，「日本化」的根本原因係人口結構快速惡化，亦即少子高齢化現象，及勞動人口減少等問題。詳白川方明(2018)、「中央銀行 セントラルバンカーの経験した 39 年」，10 月，第 665 頁~667 頁。

¹³ 根據日本總務省統計局資料顯示，日本的工作年齡人口占總人口比重自 1995 年之 69.5%，降至上(2018)年的 59.7%。

¹⁴ IMF 研究報告對日本的實證研究顯示，工作年齡人口減少將經由降低潛在經濟成長率而對中性利率產生負向影響，且隨時間經過，影響將愈來愈大。詳 Han, Fei (2019), "Demographics and the Natural Rate of Interest in Japan," *IMF Working Paper*, WP/19/31, Feb..

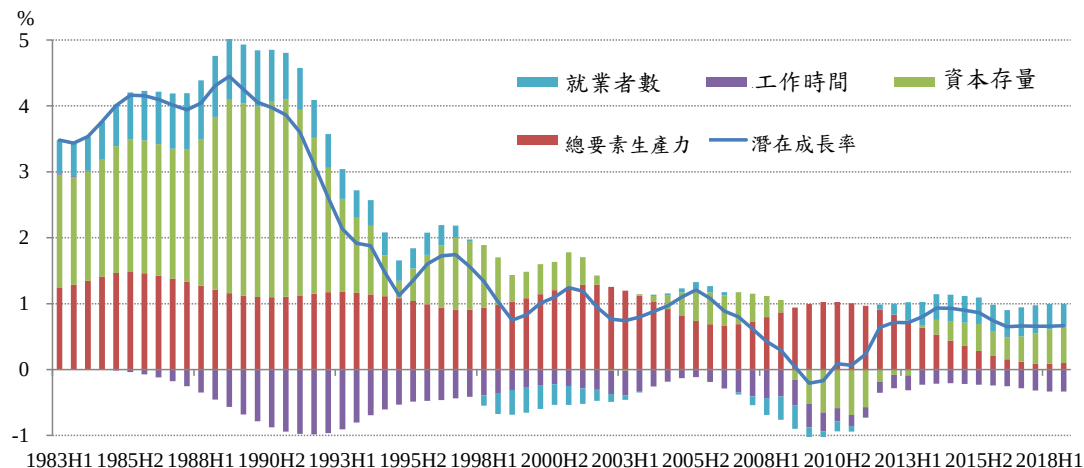
¹⁵ 《華爾街日報》認為，「日本化」是兩大力量的結果：人口因素(其影響可能被誇大)，及不良的政策決策之後果(很大程度上，或可歸因於對持續的財政激勵有所保留)。就後者而言，其他國家應以日本為戒。詳 Bird, Mike (2019), "Investors Could Do Much Worse Than 'Japanification'," *The Wall Street Journal*, Nov. 26.

圖 4 主要國家的總人口成長率下滑，尤以日本為最



資料來源：Baba, Naohiko, Tomohiro Ota and Yuriko Tanaka (2019), "Lessons From Japan's Demographics: Delayed Recognition, Delayed Action," *Japan Economics Analyst*, Goldman Sachs, Jun. 28.

圖 5 近期日本的總要素生產力成長下滑



註：資料起始點為 1983 年。

資料來源：BoJ

4. 為進一步處理日本面臨的結構性問題，近年安倍政府再推出新的結構性改革措施

(1) 為強化經濟結構改革，2016 年安倍政府提出新三箭「一億活躍總社會計畫」，主要構想包括：

— 2021 年名目 GDP 提高至 600 兆日圓。

— 改善支援育兒環境(目標：2025 年生育率提升至 1.8 人)。

— 提供安心的社會保障(目標：2025 年因照護老人而離職的勞工降至零)。

(2) 為處理勞動市場結構性問題、提高生產力，2017 年安倍政府提出「勞動方式改革實行計畫」，主要措施包括：改善非正職勞工之待遇、提高最低工資、改善勞工工時過長現象，及促進女性及高齡者就業等¹⁶。

¹⁶ 《華爾街日報》指出，日本在提升既有勞工的生產力方面表現出色；自 2010 年以來，日本的勞動生產力成長(以每工作小時的 GDP 來衡量)上升 6.5%，已超越其他 G7 國家(平均為 5.8%)；此外，日本亦大幅擴增其勞動力，尤其是提高女性與 65 歲以上人口的勞動參與率。實際上，自 2007 年以來，日本工作年齡人口的人均 GDP 成長，已超越任一 G7 經濟體；《華爾街日報》認為，日本的經濟表現強勁，在考量其人口縮減的情況下尤然；此外，相較於全球多數地區，日本的金融市場已提供良好的機會，投資者似毋須過度擔憂「日本化」(同註 15)。

(三)國際間咸認，各國在因應「日本化」須訴諸更多的政策搭配

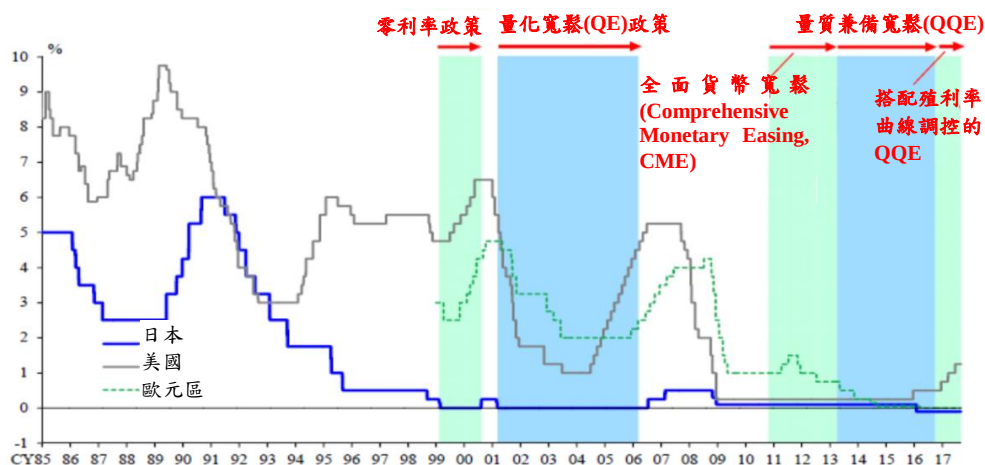
1. 寬鬆性貨幣政策有其侷限，且可能已負荷過重¹⁷

(1)寬鬆性貨幣政策的效益已遞減，傳遞至實體經濟的效果似屬有限。

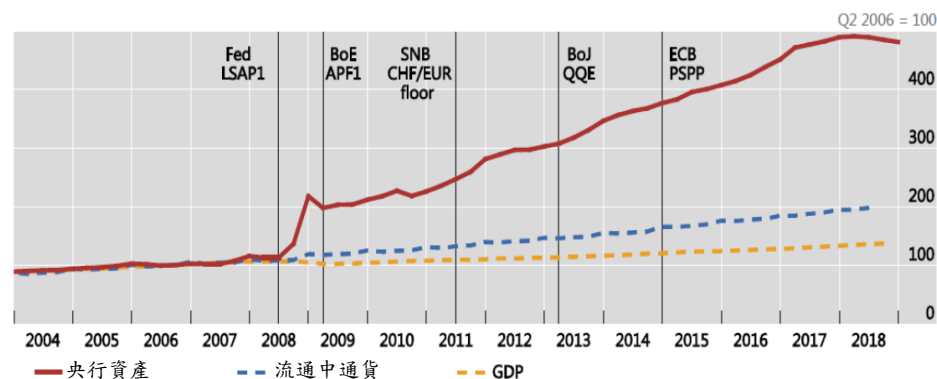
— 主要央行已記取日本教訓，大採貨幣寬鬆，惟其邊際效益可能遞減。

- 自 1990 年代中期以來，BoJ 的政策利率維持於接近零，並陸續採量化寬鬆(QE)、量質兼備寬鬆(Quantitative and Qualitative Easing, QQE)等非傳統性貨幣政策(見圖 6)；日本過去的經驗，實已受到國際間央行的重視；自 2008 年全球金融危機以來，全球主要央行亦積極採貨幣寬鬆、資產負債表規模大幅擴張(見圖 7)。

圖 6 1990 年代中期以來，BoJ 大採寬鬆性貨幣政策 圖 7 全球金融危機以來，6 大央行的資產負債表規模大幅擴張*



資料來源：Nakaso, Hiroshi (2017), “Evolving Monetary Policy: The Bank of Japan's Experience,” Speech at the Central Banking Seminar Hosted by the Federal Reserve Bank of New York, Oct. 18.



* 6 大央行包括：Fed、ECB、BoE、BoJ、瑞士央行、瑞典央行。

資料來源：BIS (2019), “Large Central Bank Balance Sheet and Market Functioning,” BIS Markets Committee Papers, Oct. 7.

¹⁷ Shirakawa, Masaaki (2019), “Global Challenges Confronting Central Banking: Spreading of “Japanification” ?” Lecture at Seminar at National Taiwan University, Oct. 30; da Silva, Luiz Pereira et al. (2019), “The Inflation Conundrum in Advanced Economies And A Way Out,” Paper Based on Remarks at the University of Basel in May, Sep. 5; Central Banking Newsdesk (2019), “BIS Authors Offer Advice on Escaping Low Inflation Trap,” Central Banking, Sep. 5.

➤ **全球金融危機後**，主要央行所採的 **QE 有助於穩定經濟與金融體系**；在避免陷入通縮與拉低長期利率方面，QE 或可發揮效用；然而，**QE 係藉貨幣寬鬆將未來的需求提前帶至今日**，或藉通貨貶值**將國外需求移轉至國內**，其**邊際效益**最終仍可能**遞減**。

— **即使央行能大幅拉低長期利率**，惟**民間部門**(商業銀行、家計單位與企業等)對此的**回應程度**(如銀行增加貸款、家計單位增加消費、企業增加投資的幅度等)，似仍屬**有限**。

(2)**貨幣政策的負荷過重，長期低利率恐不利經濟金融穩定**¹⁸。

— 總體面：**長期維持低利率**恐扭曲金融市場、鼓勵**過度**的**風險承受**(excessive risk-taking)，助長**槓桿**、**資產泡沫**形成，恐**對金融穩定構成威脅**，甚至可能引發金融危機。

— 一個體面：低利率可能**損及金融機構的健全性**、**提高企業殭屍化**(zombification)**風險**，恐無益於長期經濟成長。

➤ 低利率**削弱金融機構的獲利能力**，增加彼等對利率突然反轉的敏感度。

➤ 長期低利率讓**無效率**的**企業**得以**存活**，引發企業殭屍化風險，不僅**阻礙資本的效率配置**，且可能**妨礙競爭**，對經濟產生不利影響。

➤ 在低利率環境下，對於面臨高風險溢酬(risk premiums)的**企業**而言，能以接近零的成本舉債，可能鼓勵彼等**購回庫藏股**，而非進行實質投資。

(3)當利率幾乎已降至底限時，貨幣政策恐無足夠空間來處理總體經濟不平衡的問題；欲進一步**提振經濟**，並**減輕**貨幣政策負荷過重所致的**金融穩定風險**，亟需**其他政策**的**搭配**¹⁹。

¹⁸ Stansbury, Anna and Lawrence H. Summers (2019), “Whither Central Banking?” *Project Syndicate*, Aug. 23; Central Banking Newsdesk (2019), “Summers And Stansbury Warn of ‘Black Hole’ As Central Bankers Debate Solutions” *Central Banking*, Aug. 23; de Larosière, Jacques (2019), “Tackling ‘Dead-End’ Monetary Policy,” *Central Banking*, Oct. 18.

¹⁹ BIS (2019), “Unconventional Monetary Policy Tools: A Cross-Country Analysis,” *BIS CGFS Papers*, Oct. 7.

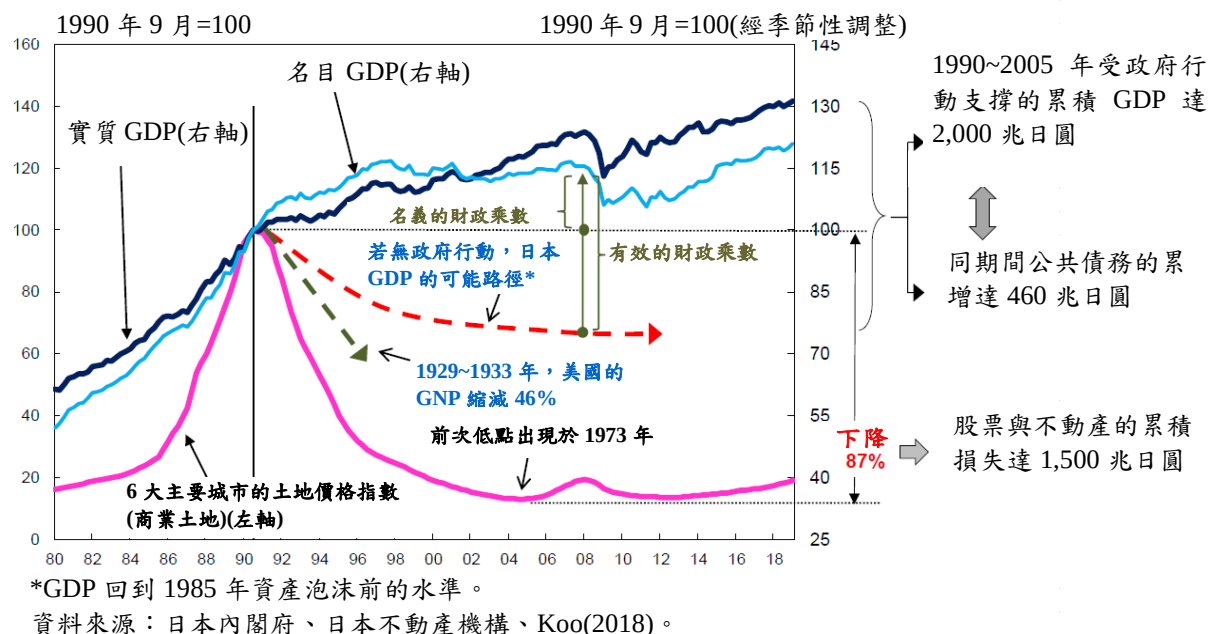
2. 擴張性財政政策的角色至關重要，在低利率、低成長時期尤然

(1)雖然日本的擴張性財政政策的成效曾遭質疑，惟一般咸認，若無財政政策，其經濟情況恐將更差。

—若干研究質疑日本所採的財政激勵效果不大，惟野村證券首席經濟學家辜朝明(Richard Koo)指出²⁰，若無財政激勵措施，日本經濟老早就可能已衰退 20% 或 30%(見圖 8)。

—或有論者指出²¹，日本基礎建設的品質良好、數量充足，進一步擴大基礎建設投資的效益有限，無此必要；惟惠譽信評指出，若日本未採如「安倍經濟學」般大規模的貨幣與財政激勵措施，其 GDP 成長與通膨料將更低²²。

圖 8 若日本政府未採財政激勵，經濟衰退情形恐更嚴重



²⁰ Koo, Richard C. (2001), "The Japanese Economy in Balance Sheet Recession," *Business Economics*, April, pp.15-23; Koo, Richard (2018), "The Other Half of Macroeconomics and the Fate of Globalization," *Nomura*, Mar..

²¹ McKinsey Global Institute (2013), "Infrastructure Productivity: How to Save \$1 Trillion a Year," Jan..

²² Fitch Ratings (2019), "Fitch Ratings: Escaping Japanification Difficult for Eurozone If It Takes Root," *Fitch Ratings*, Nov. 28.

(2)在**低利率、低成長**環境下，**擴張性財政政策**的**成效更大**，尚有財政空間的國家更應善用此一優勢²³。

—近期**先進經濟體**主權債務的**利率下降**，**公共債務**的**償債成本降低、財政空間擴大**；此外，相較於景氣擴張時期，**景氣下滑**時期的**財政乘數**(fiscal multipliers)**較大**²⁴。

—IMF 實證研究顯示，**基礎建設投資**如係在**經濟疲弱**及**貨幣政策寬鬆**的時期進行，則**乘數效果**為**3 倍**；此時，**擴張性財政政策**不會帶來不利於民間投資的**排擠效果**(crowding out effect)²⁵，**逆循環財政政策**可能**非常有效**。

—只要財政可持續性(fiscal sustainability)得以確保，具財政空間的國家，應更積極、及時地採行擴張性財政政策，俾發揮激勵經濟的較大成效。

3. 為解決「日本化」問題，推動結構性改革是不可或缺的關鍵²⁶

(1)**人口成長下滑、生產力成長減緩**等**結構性因素**，是導致**經濟落入「日本化」**的**重要原因**；這些結構性變遷的根本問題，仍須賴**結構性改革**方可徹底**解決**。

(2)鑑於此，面臨「日本化」的經濟體，須就結構性問題對症下藥，積極採行結構性改革，主要包括：

—實施**勞動市場改革**措施，**增加勞動供給**(如鼓勵合法移民²⁷、促進勞動力流動等，以填補勞動力缺口)、**移除勞動市場參與障礙、強化勞動力培訓**等。

—**強化對中小企業的支持**(如協助中小企業取得融資等)，提升其競爭力。

²³ Da Silva, Luiz Pereira et al. (2019), “The Inflation Conundrum in Advanced Economies And A Way Out,” *Paper Based on Remarks at the University of Basel* in May, Sep. 5; Central Banking Newsdesk (2019), “BIS Authors Offer Advice on Escaping Low Inflation Trap,” *Central Banking*, Sep. 5; Central Banking Newsdesk(2019), “ECB’s Mersch Shows Support for European Deposit Insurance Scheme,” *Central Banking*, Nov. 11; Batini, Nicoletta et al. (2014), “Fiscal Multipliers : Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections,” *IMF Technical Notes and Manuals*, Oct 2; IMF (2014), “Chapter 3: Is It Time for an Infrastructure Push? The Macroeconomic Effects of Public Investment,” *World Economic Outlook*, Oct..

²⁴ 進一步內容，請參閱中央銀行（2019），「長期停滯的成因與對策—財政政策須扮演積極角色」，央行理監事會後記者會參考資料，6月20日。

²⁵ 辜朝明指出，在利率極低環境下，擴張性財政政策不會帶來資金排擠效果，由此衍生的財政赤字係屬「良性財政赤字」(同註20)。

²⁶ Shirakawa, Masaaki (2019), “Global Challenges Confronting Central Banking: Spreading of “Japanification” ?” Lecture at Seminar at National Taiwan University, Oct. 30; IMF(2019), “Japan: Staff Concluding Statement of the 2019 Article IV Mission,” *IMF Mission Concluding Statement*, Nov. 25.

²⁷ 本年4月安倍政府實施新「出入國管理法」，引進外國高端、新創人才與中低階勞工，以填補勞動力缺口。

—鼓勵採行**新科技**，及有助於提升產業附加價值的**研發與創新改革**。

—推動**貿易自由化**，消除貿易壁壘與外人直接投資(FDI)之障礙。

—強化健康照護、**社會安全保障**等。

4. 貨幣寬鬆、財政擴張與結構性改革的政策組合，能發揮提振經濟、達成可持續成長的更大效益

(1) 高盛研究指出²⁸，**貨幣寬鬆與財政擴張相輔相成**，可發揮**提振經濟的綜效**(synergies)；較寬鬆的貨幣政策能創造財政空間，而擴張性的財政立場亦為貨幣寬鬆創造空間；兩者搭配協調，**激勵經濟成長與通膨的效果更大**。

(2) 國際間咸認，為實現**可持續成長**，**貨幣寬鬆、財政擴張與結構性改革**等較廣泛的**政策搭配係屬必要**²⁹。

—在目前環境下，**貨幣政策**仍須扮演**支持性的角色**，惟其無法獨挑大樑，**財政政策**須扮演**更積極**的角色；最重要的是，須致力於實施有助**提升生產力與韌性**(resilience)的**結構性改革**。

➤ 以「安倍經濟學」為例，其結合貨幣寬鬆、財政擴張與經濟結構改革的策略，在提振經濟方面已收部分成效，惟仍應賡續推動相關措施(尤其是結構性改革)，積極採妥適的政策搭配³⁰。

➤ IMF 研究報告建議³¹，日本政府宜致力於結構性改革提高潛在經濟成長率，抵銷人口減少的負面影響，藉以提高日本的中性利率，促使 BoJ 的貨幣政策恢復功能。

—欲發揮施政的最大效益，**政府政策的規畫**，須就較**長遠的眼光**、較**廣泛的層面**進行**通盤考量**。例如，當採**積極的財政擴張**時，若**搭配**有利於**提升潛在成長的結構性改革**，可**強化公共債務的償債能力**與財政可持續性；另一方面，若**政府**著眼於有助於**提振生產力的投資**，亦可**增強結構性改革的效果**，從而實現可持續成長。

²⁸ Stehn, Sven J. et al. (2019), “Synergies in Fiscal and Monetary Policy,” *Goldman Sachs Economics Research*, Jul. 7. BoJ 總裁黑田東彥(Haruhiko Kuroda)亦指出，若政府須進一步實施擴張性財政政策，應以貨幣政策、財政政策搭配的形式來執行；與單獨實施財政政策或貨幣政策相較，兩者搭配的效果更好(同註 9)。

²⁹ Georgieva, Kristalina (2019), “The IMF’s Purpose: Delivering for People,” Delivered at 2019 World Bank Group - IMF Annual Meetings Plenary, Oct. 18; El-Erian, Mohamed A. (2019), “How Western Economies Can Avoid the Japan Trap of Weak Growth, Disinflation, Low Interest Rates,” *Project Syndicate*, Apr. 8.

³⁰ Harding, Robin (2017), “Abenomics a ‘Success’, Declares IMF,” *Financial Times*, Jun. 19.

³¹ 同註 14。

(四)結語

1. 一般而言，「日本化」概指日本自 1992 年以來，所存在的低利率、低通膨、低成長的經濟現象；歐元區似已出現若干「日本化」的症狀。
 - (1)全球金融危機後，主要先進經濟體的經濟成長不如預期、通膨率與利率仍屬偏低，「日本化」的隱憂，似已逐漸蔓延至西方經濟體；尤其是，歐元區的經濟成長與通膨率仍低，加以在 ECB、BoJ 的負利率政策下，公債殖利率落入負值的情形更為普遍，此使 ECB 目前面臨的狀況，與過去數十年來 BoJ 所面臨的情況類似。
 - (2)就台灣經濟情況而言，1992~2018 年間，台灣的經濟成長率平均達 4.60%、CPI 年增率平均為 1.49%，分別高於日本的 0.91%及 0.27%；此外，本行的政策利率未觸及零利率底限，且銀行業授信及對中小企業放款亦呈穩定成長。
2. 為擺脫失落逾 20 年的「日本化」，日本已採行一系列因應對策，2012 年安倍政府所採的「安倍經濟學」，已有助於日本金融市場與實體經濟(促使日圓貶值、股價攀升、推升經濟成長、拉低失業率等)，惟仍無法讓日本完全脫離「日本化」困境；近期論者認為，過去日本施行結構性改革的進程似過於緩慢，或為其深陷「日本化」的一大關鍵。為進一步處理人口結構變遷等結構性問題，安倍政府自 2016 年以來，陸續推出新的結構性改革措施，包括：「一億活躍總社會計畫」、「勞動方式改革實行計畫」，以因應人口結構與勞動市場轉變的挑戰。
3. 國際間咸認，為因應「日本化」，貨幣寬鬆係屬必要，惟其可能並不足夠；當前須考慮朝更多財政激勵、結構性改革的政策組合再平衡邁進；在低利率、低成長環境下，尤為如此。
 - (1)全球金融危機後，主要央行積極採 QE 等寬鬆性貨幣政策，雖有助於穩定經濟與金融體系，惟其效益恐已遞減；尤有甚者，長期過度寬鬆的貨幣政策，恐引發若干副作用，不利未來經濟金融穩定。加拿大央行總裁 Stephen Poloz

日前表示³²，加拿大過去 4 年的財政激勵措施，帶來相當於降息約 1 個百分點的效果；該等措施讓加拿大央行得以少降息約 1 個百分點，有助於減少金融脆弱性、降低金融穩定風險。

(2)為激勵經濟，擴張性財政政策的角色至關重要，尤其是，在低利率、低成長時期，財政政策的乘數效果更大。日本過去所採的擴張性財政政策雖曾遭質疑，惟實際上，若日本未採該等財政激勵措施，其經濟情況恐將更差；近期，為減緩經濟下行風險，日本政府更推出新一輪包括大規模財政支出的經濟激勵方案。除日本外，近期若干亞洲經濟體(如南韓、印度、泰國、香港、新加坡、中國大陸等)亦皆擬積極擴大財政激勵措施。

(3)為解決「日本化」，亟需針對人口成長下滑、生產力成長減緩等根本的結構性問題，積極進行結構性改革，例如實施勞動市場改革、強化對中小企業的支持、鼓勵研發與創新改革等。

(4)欲發揮進一步提振經濟、實現可持續成長的最大效益，須賴貨幣寬鬆、財政擴張與結構性改革等較廣泛的政策搭配。

4. 儘管目前台灣經濟應無落入「日本化」困境的問題，惟為因應人口結構轉變等可能帶來的挑戰，台灣可汲取日本的經驗，積極採妥適的政策組合。

(1)目前台灣與日本均面臨人口結構轉變的問題，台灣雖已積極推動「我國少子女化對策計畫」、前瞻基礎建設之「因應少子化友善育兒空間建設」及「人才培育促進就業之建設」，惟預算規模似屬有限；此外，台灣甫通過「中高齡者及高齡者就業促進法」，似可進一步參考日本經驗，加速擬定強化高齡者勞動參與意願之相關措施。

(2)在政府尚有財政空間的情況下，擴大基礎建設投資並非債留子孫，而是充實社會資本(societal capital)³³；投資於有助提升生產力及潛在成長的高品質基礎建設計畫，並搭配完善的結構性改革，可為後代子孫留下有助於經濟持續成長的財富；況且，今天不做，未來的成本可能會更高！

³² Jeffery, Christopher (2019), "Canada's Fiscal Stimulus Worth 100bp of Rate Cuts – Poloz," *Central Banking*, Nov. 28.

³³ 加拿大央行總裁 Stephen Poloz 指出，在目前環境下，財政政策可發揮最大效力；對基礎建設的投資，有助於提升成長趨勢，此係「社會投資」(societal investment)，並不算是真正的赤字(同註 32)。

附錄 日本兩次重大政策錯誤的慘痛經驗³⁴

(一) 1997 年日本首相橋本龍太郎(Ryutaro Hashimoto)貿然提高消費稅，肇致日本經濟連續幾季衰退³⁵

1. 1997 年 4 月，日本首相橋本誤判日本經濟已進入復甦軌道，將消費稅稅率從 3% 提高至 5%，並一度縮減政府支出、降低財政赤字，導致日本數季的經濟衰退，造成二次大戰以來主要國家中最差的經濟表現，甚至險使經濟崩潰(見圖 9)。
2. 此一錯誤還好被即時發現，並轉而採行與先前完全反向的財政政策，日本經濟始起死回生。

(二) 2000 年 BoJ 誤判景氣已復甦，貿然升息，導致日本經濟又開始惡化

1. BoJ 從 1991 年 7 月起持續降息，至 1999 年 2 月更進一步採行零利率政策；2000 年 8 月 11 日，BoJ 誤判景氣已復甦，貿然調升無擔保隔夜拆款利率，結果導致景氣復甦中斷，最終不得不再次降息矯正錯誤。
2. 經此事件後，或有論者指出³⁶，儘管當時日本的通縮情況已趨緩，但通膨率仍為負值，且正值美國發生科技泡沫事件，經濟前景應屬疲弱，故質疑 BoJ 過早退出寬鬆貨幣政策措施；事實證明，之後日本經濟開始惡化，致 BoJ 不得不在 2001 年推出 QE；這對 BoJ 的聲譽與可信度，帶來嚴重的傷害。
3. 此一結果說明，寧可讓寬鬆性貨幣政策維持一段較長時間，等待明確證據顯示經濟確已恢復正常，否則不宜輕易改弦易轍。

³⁴ 主要取材自中央銀行(2014)，「美、日兩國央行量化寬鬆政策之內涵及其可能影響—附錄『國際間重蹈政策失誤的例子』」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 18 日。

³⁵ Koo, Richard C. (2001), "The Japanese Economy in Balance Sheet Recession" Business Economics, Vol. 36, Iss. 2, Apr. 2; 李榮謙、高超洋、黃麗倫、楊淑雯(2010)，「日本失落十年的經驗與啟示」，中央銀行季刊，第 32 卷第 2 期，6 月。

³⁶ Dewatripont, Mathias, Xavier Freixas, Richard Portes (2011), *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20 Business Economics*, Centre for Economic Policy Research, London, Mar. 8.

(三) 2014 年安倍如期調漲消費稅稅率，日本經濟所受之衝擊更甚 1997 年；幸賴安倍急踩煞車

1. 為整頓財政，2012 年日本朝野取得共識，欲分別於 2014 年及 2015 年實施兩階段調漲消費稅稅率(5% ↑ → 8% ↑ → 10%)；接任野田佳彥(Noda Yoshihiko)的日本首相安倍晉三(Shinzo Abe)，於 2013 年 10 月宣布將如期施行。
2. 2014 年 4 月，日本開啟第 1 階段的消費稅稅率調升後，2014 年第 2 季日本的 GDP 成長率下降 7.4%(見圖 10)，此係自全球金融危機以來最嚴重的下滑；其衝擊遠較 1997 年嚴重，所帶來的消費緊縮程度為 1997 年的 2 倍³⁷，甚至有論者指出，若當時未提高消費稅稅率，或有機會擺脫經濟不景氣的目標³⁸。
3. 鑑於此，安倍急踩煞車，於 2014 年 11 月宣布延後 18 個月進行第 2 階段的消費稅稅率調升；迨至 2016 年 6 月，安倍將原本已延至 2017 年 4 月實施的調升消費稅稅率計畫，繼續推遲 2 年半。
4. 本年 10 月，日本政府才正式將消費稅稅率從 8%，再調升至 10%；惟此次的消費稅稅率調升，安倍搭配大規模經濟激勵方案等相關配套措施，另也提供消費者包括無現金支付的點數回饋，以及部分減輕稅率等機制。論者認為，本次增稅對日本零售業的衝擊，可能不若 2014 年嚴重³⁹。

圖 9 1997 年 4 月日本調高稅率前後的經濟成長率

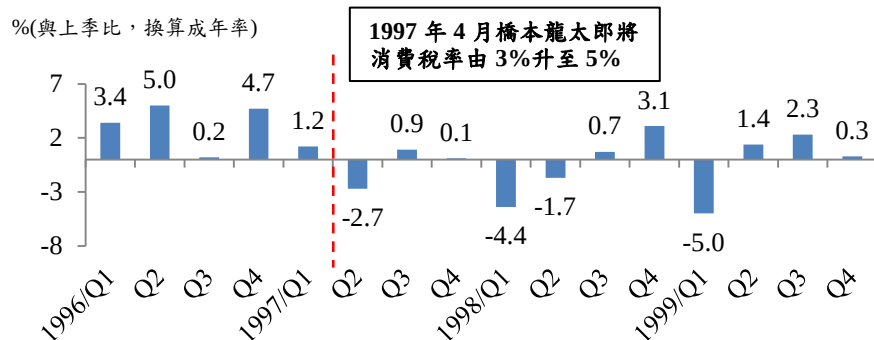
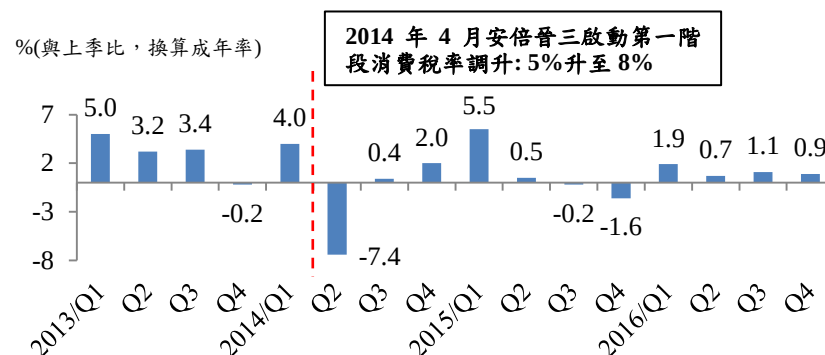


圖 10 2014 年 4 月日本調高稅率前後的經濟成長率



³⁷ Katz, Richard (2014), "The Failure of Abenomics," *The Wall Street Journal*, Nov. 17.

³⁸ The Economist (2019), "Japan's Economic Troubles Offer a Glimpse of a Sobering Future," *The Economist*, Dec. 5.

³⁹ Nikkei Asian Review (2019), "Abe Instructs Ministers to Compile Economic Package After Disasters," *Nikkei Asian Review*, Nov. 8; Reuters (2019), "Hit to Japan Retail Sales by Tax Hike Unlikely to be As Bad As 2014: Moody's," *Reuters*, Oct. 30; IMF (2019), "Japan: Staff Concluding Statement of the 2019 Article IV Mission," *IMF Mission Concluding Statement*, Nov. 25.