

四、日本經濟金融之現況、問題與挑戰：日本央行啟動貨幣政策正常化

相較於許多主要央行為因應物價高漲自 2022 年起緊縮貨幣政策，**日本央行(BoJ)貨幣政策仍維持相對寬鬆**；BoJ 在**推動負利率政策**(Negative Interest Rate Policy, NIRP)**退場**、結束殖利率曲線調控(Yield Curve Control, YCC)等政策時**仍相當謹慎**。上(2023)年下半年起，在新冠肺炎(COVID-19)疫情、地緣政治風險及主要國家貨幣政策等外部因素牽動，以及國內政策影響下，日本經濟似乎正逐步走出「失落三十年」(lost thirty years)，**日經股價指數**不但突破 1989 年創下之高點 38,957 點，並**站上 4 萬點**之里程碑；**核心 CPI 年增率更連續 22 個月高於 BoJ 之 2%通膨目標**。

本(2024)年 3 月 19 日 BoJ 在判斷薪資與物價之良性循環已強化，**達成 2%通膨目標已見跡象**，除解除 2016 年 2 月以來實施的負利率政策外，亦廢除用來抑制長期利率(10 年債殖利率)揚升之 YCC 政策，且停止購買指數股票型基金(ETF)、不動產投資信託基金(REIT)等風險性資產；並將**貨幣政策架構重回以引導市場無擔保隔夜拆款利率維持於政策利率區間 0%~0.1%左右**，係 17 年來首次升息，**跨出貨幣政策正常化之第一步**。BoJ 對結束貨幣寬鬆仍非常審慎，可能與 1990 年代以來力抗通縮與疲弱經濟成長之「日本化」經驗，以及過去重大的政策失誤相關。

BoJ 於 2013 年在「**安倍經濟學**」(Abenomics)三箭計畫下**啟動量質兼備寬鬆**(Quantitative and Qualitative Easing, QQE)激進貨幣政策，惟經過 **10 年仍未實現 2%通膨率目標**。野村證券首席經濟學家辜朝明(Richard Koo)指出，**若無財政政策，日本經濟情況恐將更差**。BoJ 前總裁白川方明(Masaaki Shirakawa)則主張，**真正的問題其實並非通縮，而是快速進展的少子高齡化問題**。再者，惡化的貿易條件，以及終生僱用制造成企業及 IT 產業競爭力下滑等因素，亦導致潛在經濟成長長期疲弱不振；日本經濟**最大挑戰是如何維持可持續性的成長**，關鍵則是**如何提高生產力**，以**帶動實質薪資持續成長**¹。

本文擬先分析日本經濟金融之現況；再回顧「日本化」慘痛經驗；接著探究日本迄今仍未完全脫離經濟困境的問題所在；進而探討 BoJ 結束負利率政策後，貨幣政策正常化過程中仍需面對之中長期結構性問題；最後則為結論。

¹ Sirakawa, Masaaki (2021), "Tumultuous Times: Central Banking in an Era of Crisis," Yale Program on Financial Stability Series, Yale University Press.

(一)日本經濟金融之現況

1. 近年日本經濟穩步走升，惟薪資升幅不及物價漲幅，經濟成長自上年第 2 季起呈現放緩

(1) 日本實質 GDP 年增率自 **2021 年第 2 季起恢復正成長**(圖 1)，之後在疫後生活正常化帶動**民間消費回溫**，加上供應鏈斷鏈危機解除、半導體短缺緩解帶動汽車出口大幅增加，促使**商品輸出加速成長**，**國際旅客強勁的消費亦帶動服務輸出增加**之下，呈現溫和復甦態勢，**上年經濟成長率為 1.9%**，連續三年呈現成長。

(2) 2021 年初伴隨疫情緩和，需求逐漸恢復，全球能源及食品價格反彈回升，之後爆發俄烏戰爭促使能源及食品價格進一步上揚。日本由於薪資上升幅度趕不上物價上漲速度，**實質薪資成長率**自 2022 年 4 月至本年 1 月**連續 22 個月呈現負值**(圖 2)，**嚴重打擊民間消費信心**，上年第 2 季起**民間消費成長力道明顯轉弱**；企業對節能減碳及數位化、自動化設備之投資意願旺盛，惟受到營建資材價格高漲及人手不足造成設廠延遲等供給面制約，**民間投資動能仍緩**(圖 1)。

圖 1 日本實質 GDP 年增率及主要項目之貢獻度

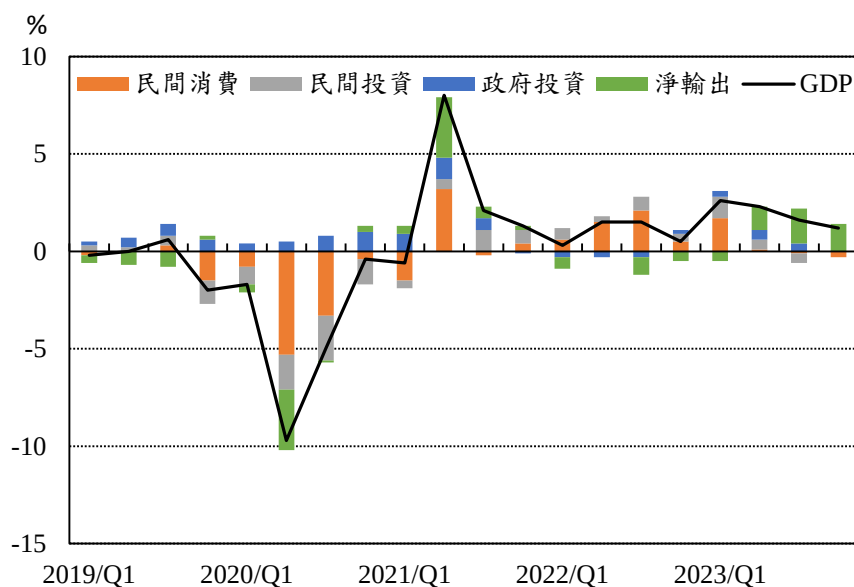
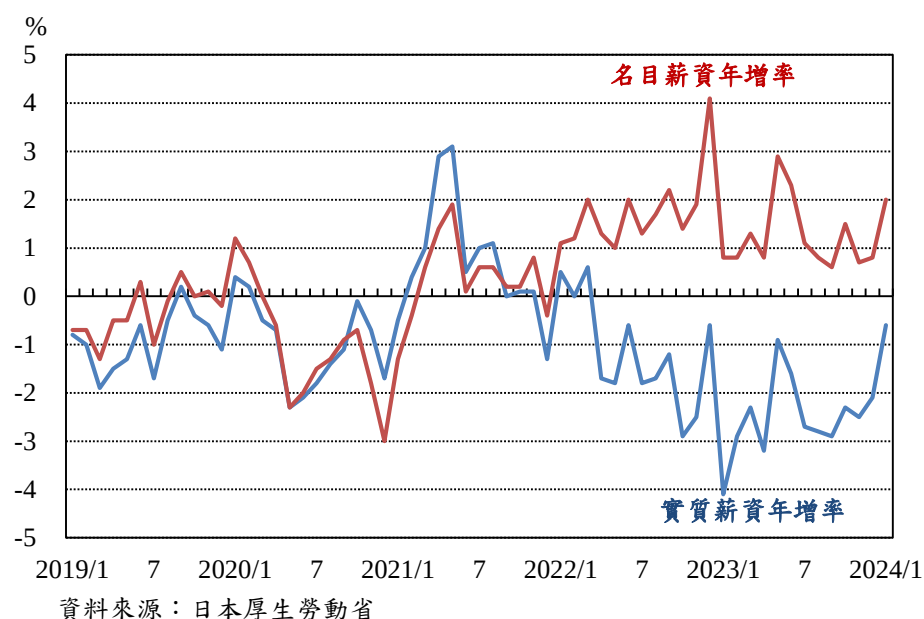


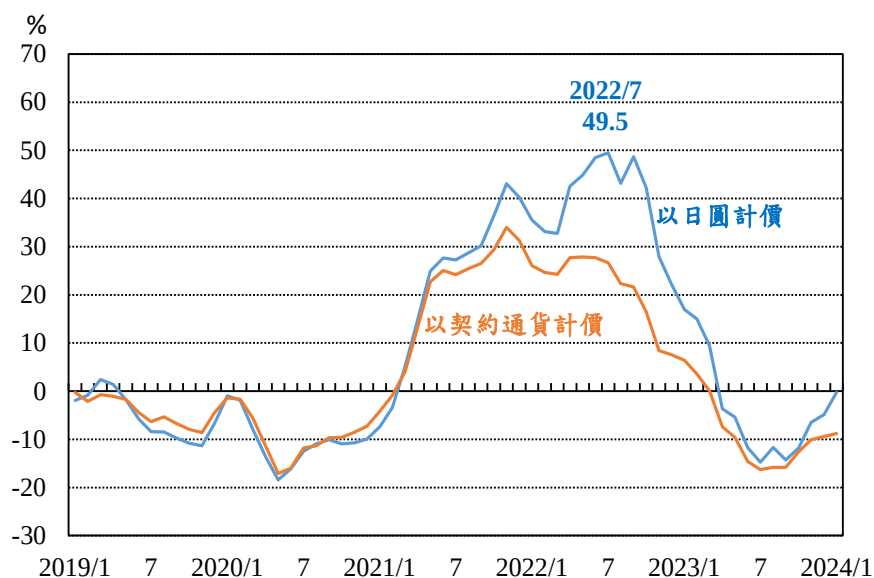
圖 2 日本名目薪資及實質薪資成長率



2. 服務價格逐漸取代能源及食品價格成為支撐日本通膨之主力

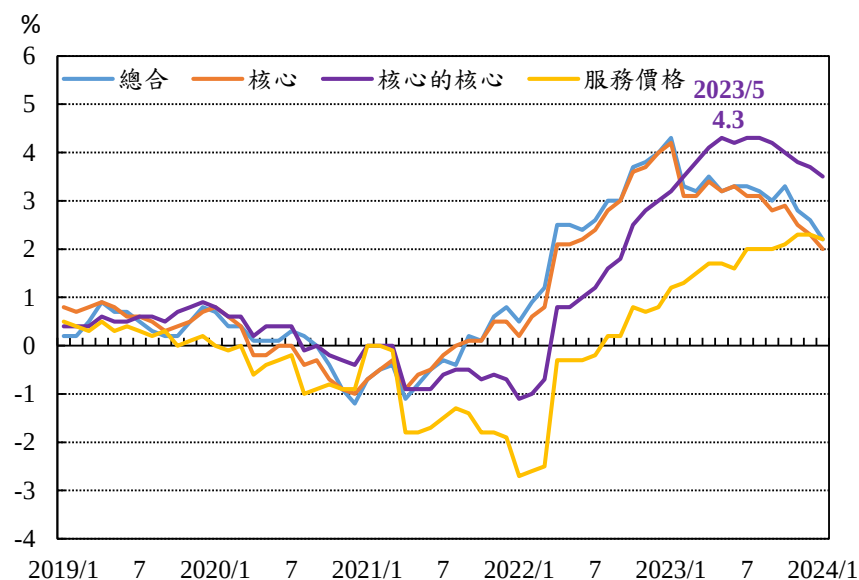
- (1) 為抑制物價漲勢，Fed 及 ECB 自 2022 年起加速升息腳步，惟 BoJ 仍為實現 2% 通膨目標而維持寬鬆貨幣政策，致美日利差擴大促使日圓加速貶值。影響所及，進口物價年增率自 2021 年 3 月起由負轉正之後加速攀升，以日圓計價之進口物價年增率於 2022 年 7 月一度升至 49.5% 之高點(圖 3)。上年 4 月起伴隨能源及原物料價格回落，進口物價年增率跌至負值。
- (2) 日本對能源及食品之進口依賴度分別高達 89% 及 21%；消費者物價指數(CPI) 結構中，食品權重高達 26%，能源權重亦達 7%。食品及日常用品價格大幅上揚，且漲價之品項擴大，核心(剔除生鮮食品)CPI 年增率自 2022 年 4 月起連續 22 個月高過 2%(圖 4)；核心的核心(核心 CPI 再剔除能源)CPI 年增率亦於上年 5 月升至 4.3%，創 1981 年 6 月以來最大漲幅。能源及原物料價格大幅回落，惟本年 1 月核心的核心 CPI 年增率仍維持於 3.5% 之高水準，顯示服務價格正逐漸取代能源及食品價格成為支撐日本通膨之主力。

圖 3 日本進口物價成長率



資料來源：BoJ

圖 4 日本 CPI 年增率



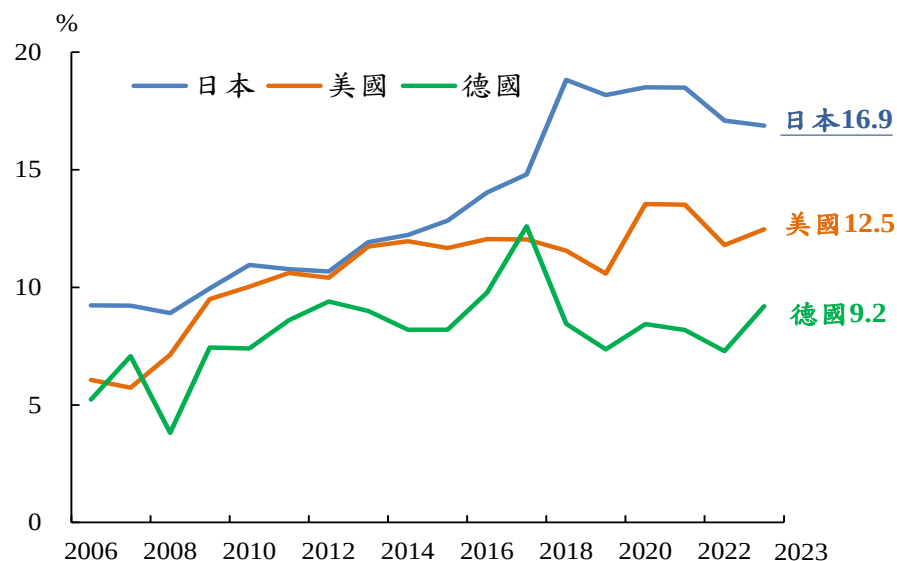
資料來源：日本總務省統計局

3. 日本政府推動公司治理改革，股價突破 1989 年歷史高點，有助提振企業投資信心

(1) 日本政府要求股價淨值比低於 1 的企業提出股價改善等公司治理改革，提升獲利能力及評價

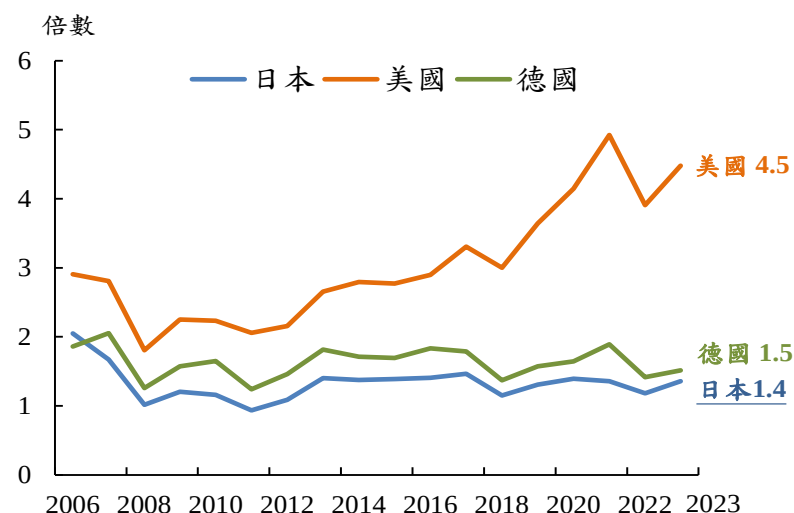
- 日本企業相較其他先進國家企業更傾向持有現金部位(圖5)，而非進行投資或支付更高薪資，主要係受根深蒂固的通縮預期、對破產的厭惡及缺乏重組程序、企業大量交叉持股致輕忽普通股東權益等日本特有因素影響。
- 日本上市公司的股價淨值比(Price-to-Book Ratio, PBR)長期低於其他主要先進國家(圖6)，且上市公司中近半數 PBR 低於1，顯示企業管理階層未能有效運用股東資本，投資人對日本企業之評價偏低。上年3月東京證交所宣布，要求上市公司提出改善企業獲利能力及市場評價之改進計畫，指示企業管理階層應盡責促使資本報酬率高過資本成本，長期增加公司價值，尤其應特別關注 PBR，若上市公司 PBR 持續低於1，企業將因此面臨股票下市處置。
- 企業開始積極進行結構性改革，上年上市企業買回庫藏股總額高達9.6兆日圓，連續三年成長，致使股東權益報酬率(ROE)、PBR 不斷提升，使得日股仍有價值重估(Re-Rating)的空間。

圖 5 日本、美國及德國企業持有現金相對總資產比例



資料來源：Bloomberg

圖 6 日本、美國及德國上市公司股價淨值比 (PBR)

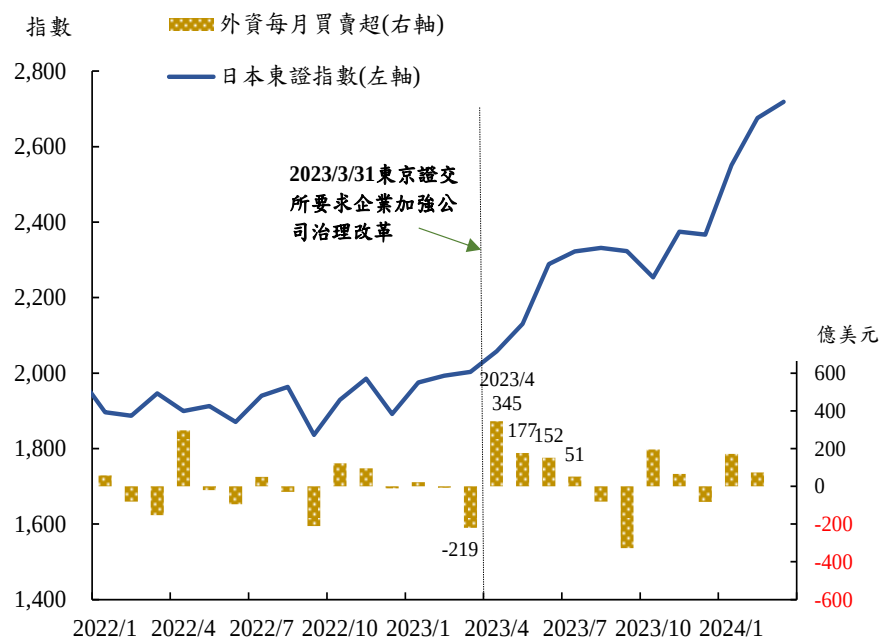


資料來源：Bloomberg

(2) 海外投資人對日本股市關注度升高

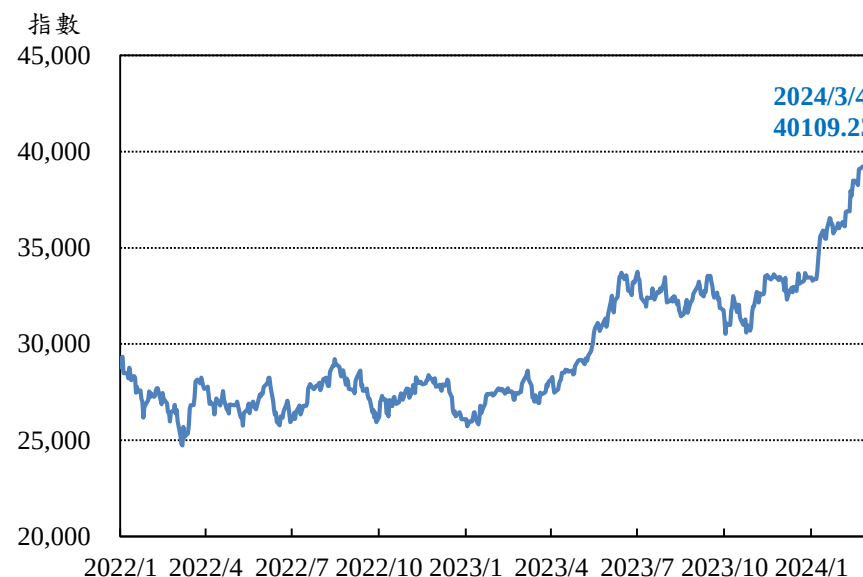
- 上述改革措施推出後，上年4月以來**海外投資人大幅增加日本股票投資**(圖7)。著名投資人巴菲特(Warren Buffett)增加日本五大商社持股，並表示**日本的低利率環境有利籌借資金進行投資**，將持續在日本市場中尋找適合的投資標的。投資人樂觀預期日本投資環境改善，東證指數(TOPIX)自上年7月突破1990年3月泡沫經濟高點後迭創新高。
- **上年東證指數**漲幅高達28%，為**全球主要股市中表現最佳**。本年以來在全球資金集中投向**半導體相關股票**之情況下，進一步**推升日經225指數**，繼3月1日刷新歷史新高後，3月4日收盤再突破**4萬點之里程碑**²(圖8)。

圖 7 日本東證指數外資買賣超情形



資料來源：日本金融廳，Bloomberg

圖 8 日經 225 指數走勢



資料來源：LSEG Datastream

² 日本東證指數與日經 225 指數都是投資日本市場時的重要指數，差別在於日經 225 指數是股價加權，東證指數則是主流的市值加權，且涵蓋的股票更多，因此評估日本市場時，東證指數雖然知名度低於日經 225 指數，但更具有參考價值。

(3)以免稅措施引導家庭持有之現金存款投入股市

- 日本個人金融資產高達2,000兆日圓，**一半以上以存款及現金持有**。相較於歐美國家，過去20年美国家庭金融資產成長3倍，英國成長2.3倍，而日本僅成長1.4倍。2014年日本政府為鼓勵更多民眾進行投資，推動**個人小額投資免稅制度**(Nippon Individual Savings Account, NISA)，進行**長期、分期及多元化的小額投資**。
- 為引導家庭持有之現金投入股市，除積極推動公司治理改革，日本首相岸田另提出「**資產所得倍增計劃**(Asset-Income Doubling Plan)」。**作為「資產所得倍增計畫」的一部分，日本金融廳於本年1月推出新的 NISA，提高原本 NISA 中的免稅投資額度**(包括資本利得、股利)，且**取消原免稅期間限制**(表1)，**鼓勵民眾將家庭儲蓄轉為投資**。惟相較外國投資人對日股的熱情，或許因過去日本泡沫經濟之陰影，截至目前日本散戶尚未積極進場，其資金多流向全球股市基金³。

表 1 日本個人小額投資免稅制度(NISA)

	舊 NISA			2024 年新 NISA	
帳戶分類	標準 NISA	每月定期定額 NISA	未成年 NISA	每月定期定額 NISA	成長型投資 NISA
	須擇一			可併用	
申請截止期	2023 年	2023 年	2023 年	不限	不限
免稅期間	5 年	20 年	5 年	不限	不限
年度免稅投資額度(日圓)	120 萬	40 萬	80 萬	120 萬	240 萬
總免稅投資額度(日圓)	600 萬	800 萬	400 萬	1,800 萬	1,200 萬
適用投資標的	上市股票、ETF、基金、REITs 等	指數型基金	上市股票、ETF、基金、REITs 等	指數型基金	上市股票、ETF、基金、REITs 等
適用民眾	成年民眾	成年民眾	18 歲以下民眾	成年民眾	成年民眾

資料來源：日本金融廳

³ 參考 The Economist (2024), “As the Nikkei 225 Hits Record Highs, Japan’s Young Start Investing,” *The Economist*, Feb. 22; Lewis, Leo (2024), “Will Retail Investors Back Japan’s Stock Market Breakthrough?” *Financial Times*, Feb. 24。截至本年 1 月底，日本 5 大網路證券公司的新增開戶數多達 90 萬人。日本政府預估 2027 年時，NISA 的總開戶數將從 2022 年 6 月的 1,700 萬人增加至 3,400 萬人；投資總額則從 28 兆日圓增加至 56 兆日圓。根據日本投資信託協會調查，20~29 歲的日本年輕人中，上年投資基金的比重為 23%，高於 2016 年的 6%；30~39 歲的日本民眾中，此一比重亦從 10% 上升至 29%，成長大於其他年齡層。但問題是，比起日本國內市場，許多日本年輕人更喜歡海外市場。

4. BoJ 仍維持寬鬆貨幣政策恐加重日圓貶勢，日圓匯價低落損及購買力，不利內需復甦

(1) 為抑制日圓貶勢，日本財務省自 2022 年起數度執行外匯干預，BoJ 亦擴大 YCC 操作區間，惟未能有效阻止日圓貶勢。本年以來美國各項經濟數據仍強勁，Fed 表示可能延遲降息腳步，**市場預期短期內美日利差擴大現象仍難改善而加重日圓貶勢**(圖 9)。本年 2 月中旬日圓再度貶破 1 美元兌 150 日圓之心理關卡，**財務省再提出警告將適時干預，試圖消弭市場強烈的投機氣焰**。

(2) 根據 BoJ 公布之本年 1 月實質有效匯率指數為 72.87(圖 10)，已低於 1970 年 8 月之低點 73.45，且接近過去 1 美元兌 360 日圓之固定匯率時代；相較於 1995 年 4 月之高點，大幅下降約 6 成，**日圓匯價低落對進口成本之影響最為明顯**。根據智庫估算，2022 年每個**家庭之日常生活必需品費用大幅增加約 10 萬日圓**⁴。

圖 9 美日 10 年期公債殖利率利差及日圓匯率

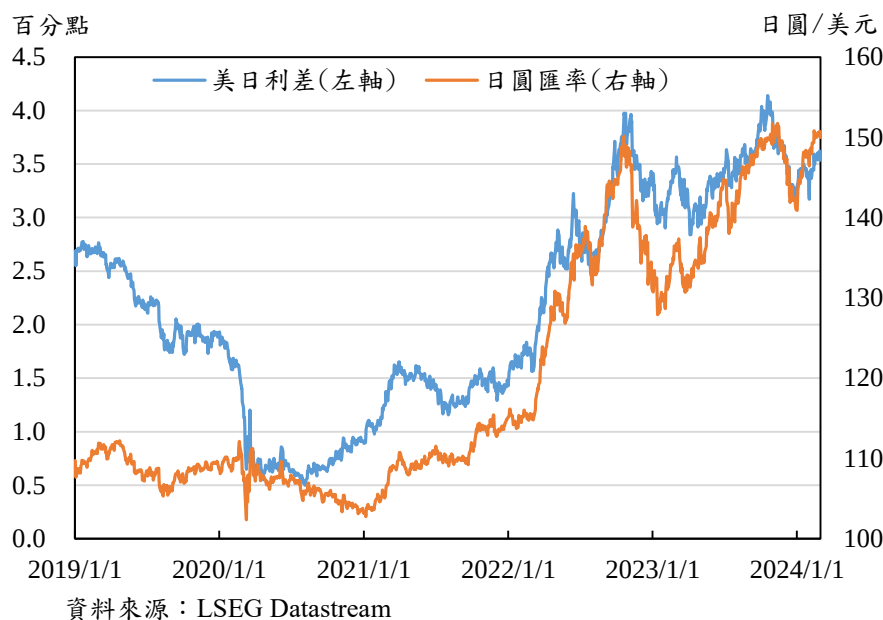
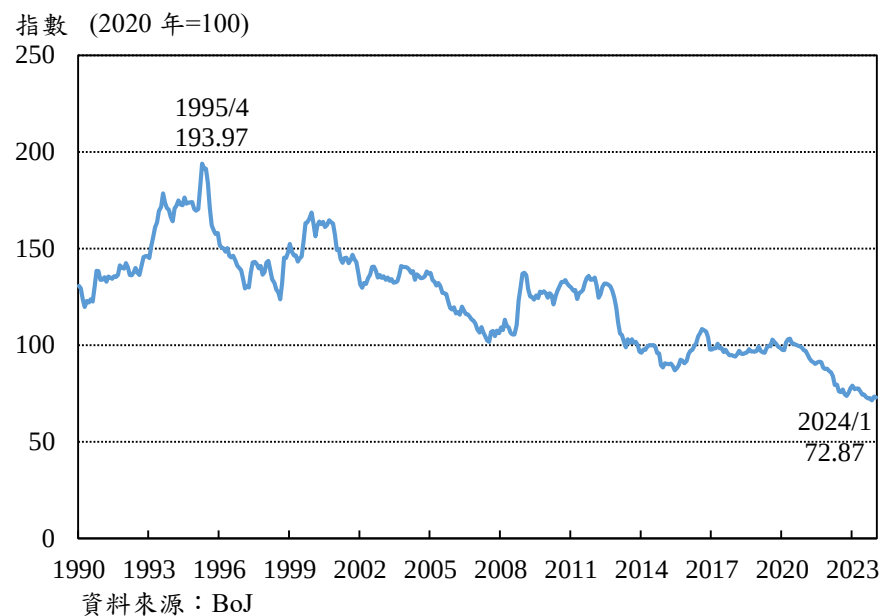


圖 10 日圓實質有效匯率指數



⁴ 酒井才介、風間春香、中信達彦、南陸斗 (2022)，「止まらない物価上昇と家計負担増」，Mizuho RT EXPRESS，みずほリサーチ&テクノ，11 月 22 日。

(二)日本迄今仍未完全脫離「日本化」之困境⁵

1. 1990 年代以來，日本在國內外環境劇變等因素影響下，長期陷入低利率、低通膨、低成長之經濟困境

「日本化」(Japanification 或 Japanisation) 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，力抗因國內外環境劇變所形成的通縮與疲弱經濟成長之情況。特別是全球化快速發展、中國大陸崛起，日本所面臨的外部挑戰與日俱增。

(1) 日本陷入低利率、低通膨、低成長困境之背景

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。

重大的政策失誤+ 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**日本經濟連續幾季衰退**。
- 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)。
- 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，至今仍難完全脫離困境。

失落三十年

⁵ 主要取材自中央銀行(2019)，「『日本化』的經驗與啟示—貨幣寬鬆、財政激勵與結構性改革搭配的效益」，央行理監事會後記者會參考資料，12月19日。

(2) 1990年代以來，全球化快速發展、中國大陸崛起，日本面臨的外部挑戰日增

- 1990年代以來，伴隨全球經濟加速整合，尤其中國大陸於2001年加入世界貿易組織(World Trade Organization, WTO)後，在全球輸出大量廉價商品，對全球經濟帶來重大影響。
- 伴隨中國大陸出口大量價格低廉的商品，日本等許多先進國家的工廠倒閉、製造業工作機會流失；全球化高度發展、中國大陸崛起等外部挑戰，使日本面臨通縮、製造業空洞化等問題。

(3) 日本政府兩次重大政策錯誤的慘痛經驗⁶

- 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，導致日本面臨連續數季的經濟衰退，甚至險使經濟崩潰⁷。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。
- 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。經此事件後，或有論者指出，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。

2. 日本政府雖陸續採因應對策以提振經濟，惟仍無法完全擺脫「日本化」困境

(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⁸。

- 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。

⁶ 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。

⁷ 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。

⁸ 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)，「裁量的な財政政策の効果？—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。

—日本政府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。

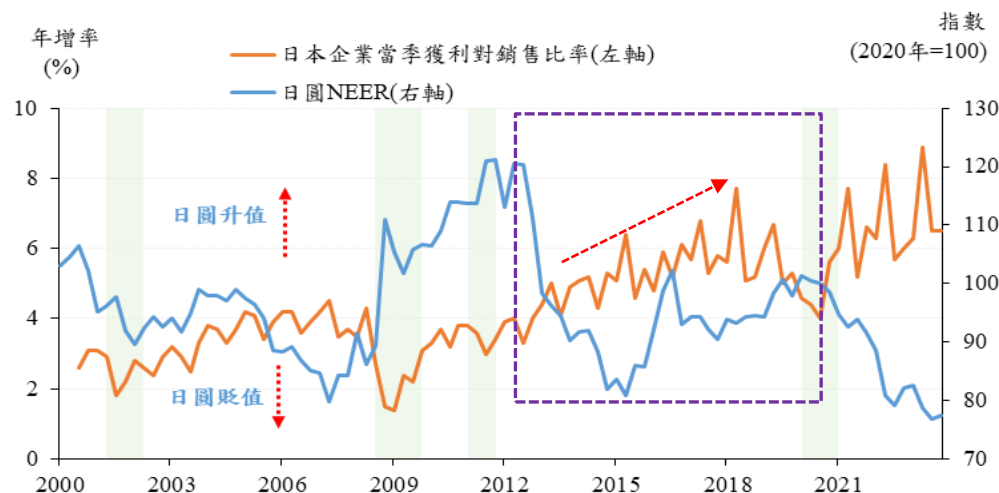
- 在嚴重的資產負債表型衰退下，因民間需求明顯不足，亟需日本政府扮演激勵經濟的角色。
- 1992~2012年，日本政府共推出22次、總規模達375.7兆日圓的經濟激勵措施，其中包括約127兆日圓的財政支出。

(2) 2012年日本開始採行「安倍經濟學」，有助於日本金融市場，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」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。

—時任 BoJ 總裁黑田東彥(Haruhiko Kuroda)亦配合啟動 QQE⁹，試圖藉由激進的寬鬆貨幣提高通膨預期促使實質利率下降，藉以刺激企業與家庭的投資與消費活動，一舉扭轉長期以來民眾根深蒂固的通縮心態。QQE 實施之後，日圓因扮演避險天堂角色而過度升值之情況大幅修正，企業獲利明顯獲得改善(圖 11)。

圖 11 日本企業當季獲利對銷售比率及日圓 NEER



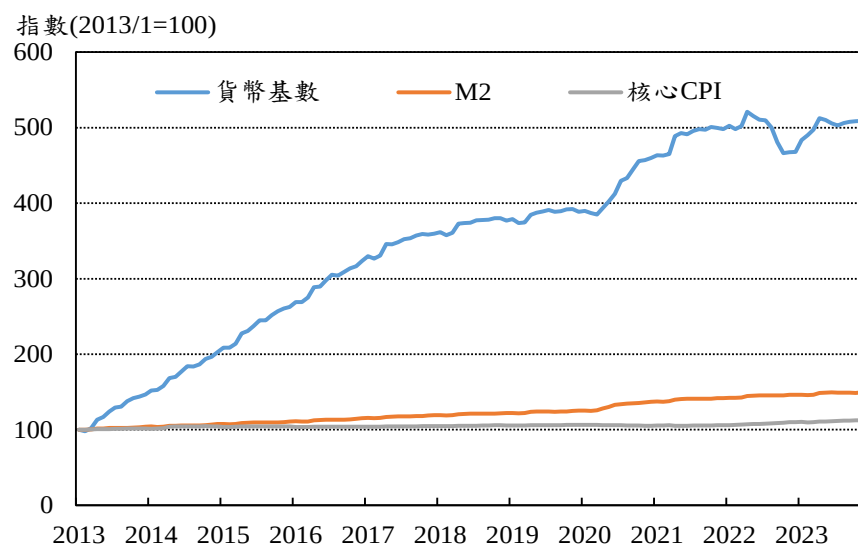
**綠色陰影面積分別為 2001 年下半年網路泡沫、2008 年底全球金融危機、2011 年 3 月日本 311 大地震及 2020 年中 Covid19 疫情爆發期間。

資料來源: Bloomberg

⁹ 黑田認為 BoJ 的貨幣寬鬆力道過小，宜加大量化寬鬆；白川則認為 BoJ 量化寬鬆規模已大，問題並非貨幣數量不足，而是被貨幣流通速度下跌所抵銷，唯有進行結構改革，提高民眾信心、成長預期才是正途。黑田與白川不同調的主張，外界將之稱為「黑白論戰」。

—QQE 促使日圓大幅回貶、股價上漲，有助扭轉長期以來日本投資持續下滑之窘境，協助產出缺口一度由負轉正。惟 **2014 年原油價格大幅下跌**所形成不利拉抬通膨的負面衝擊，**影響日本通膨預期重新制約(re-anchor)的過程**，加上**通膨預期的滯後效應比預期更強**。最終 QQE **未能有效進一步激勵企業投資信心帶動 M2 同步擴增**，企業及家計部門大量的閒置資金仍留滯於金融體系中，致使最初宣稱能在 2 年之短期內達成 **2%通膨目標並未實現**(圖 12)。

圖 12 日本貨幣基數、M2 及核心 CPI 之變化



資料來源：BoJ 及日本總務省統計局

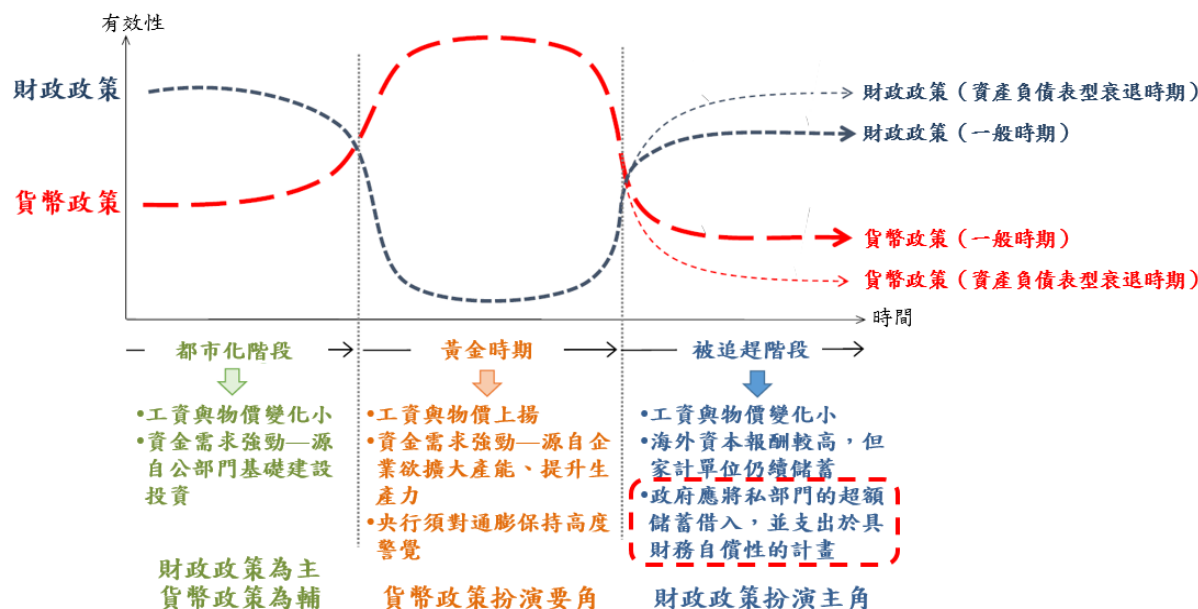
3. 為解決「日本化」問題，妥適的政策搭配至關重要

(1)隨經濟發展階段演進，因經濟面臨的問題不同，適合的政策亦不同；當經濟發展至一定程度，財政政策的角色更重要。

—野村證券首席經濟學家辜朝明指出，當經濟體的薪資水準高到一定程度、國內具吸引力的投資機會罕見，企業會開始向外尋求機會；此時私部門資金需求低迷，故無須擔心排擠效果(crowding-out effect)，應由財政政策扮演主

角；尤其是，在資產負債表型衰退時期，財政政策的有效性更強¹⁰(圖13)。

圖13 經濟發展的3個階段與貨幣政策、財政政策之有效性



資料來源：Koo (2018)

—Fed 前主席 Bernanke 於 2003 年演講時表示，日本同時使用貨幣激勵及財政激勵以因應經濟衰退(例如對家計單位及企業減稅，再輔以 BoJ 增加購買政府債務)，比單獨使用任何一項工具更有效¹¹。

—若干研究質疑日本所採的財政激勵效果不大，惟辜朝明指出，若無財政激勵措施，日本經濟可能早就已衰退 20%或 30%¹²。

¹⁰ Koo, Richard (2018), “The Other Half of Macroeconomics and the Fate of Globalization,” *Nomura*, Mar.; Koo, Richard (2016), “The Other Half of Macroeconomics and the Three Stages of Economic Development,” *Real-World Economics Review*, Issue No. 75.

¹¹ Bernanke, Ben S. (2003), “Some Thoughts on Monetary Policy in Japan,” Remarks at the Japan Society of Monetary Economics, May 31; Seidman, Laurence (2006), “Learning about Bernanke,” *Challenge*, Sep.-Oct.

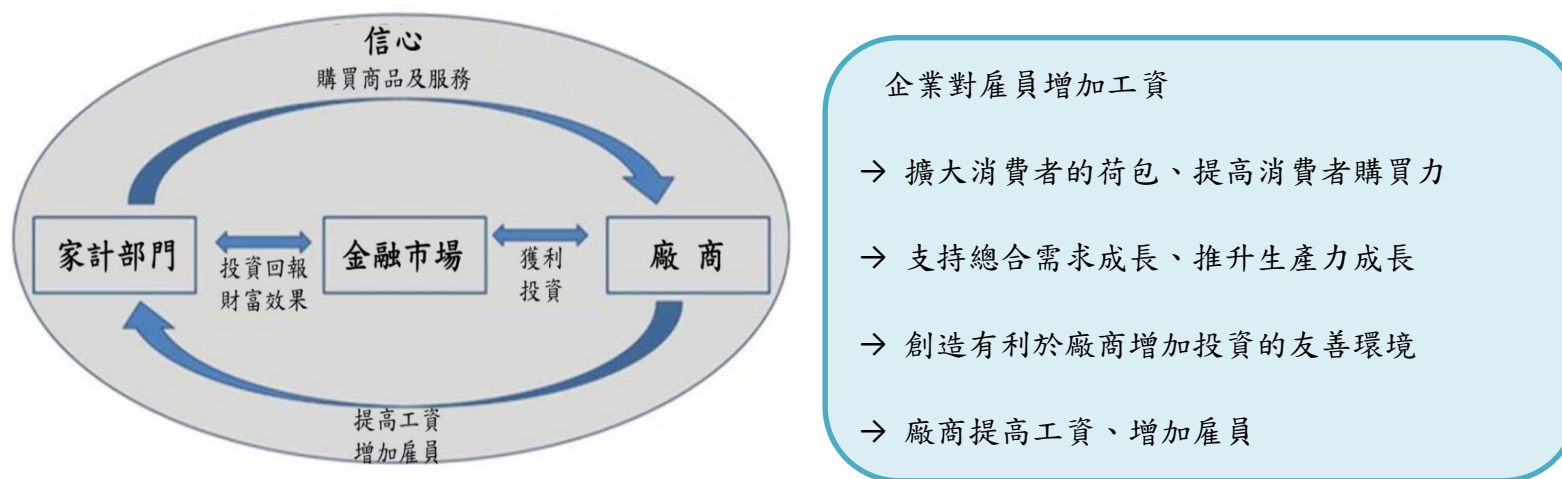
¹² Koo, Richard C. (2001), “The Japanese Economy in Balance Sheet Recession,” *Business Economics*, Apr., pp.15-23; Koo, Richard (2018), “The Other Half of Macroeconomics and the Fate of Globalization,” *Nomura*, Mar.

(2)結構性問題未能妥善解決，或為日本難以突破經濟困境的重要因素。

—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**¹³，或為其難完全脫離「日本化」困境的原因。

—時任安倍首相及黑田總裁均致力**敦促企業為員工加薪**，希望能帶動物價緩升、創造經濟成長的良性循環，亦即訴諸所謂的「**薪資帶動型成長策略**」(Wage-led Growth Strategy)(圖14)。惟長期受制於「日本化」之困境，**薪資與物價不會輕易上漲的假設與心態**已在日本社會根深蒂固，並**未能成功推動薪資與物價朝向良性循環進展**。

圖 14 透過提高名目薪資，創造經濟成長的良性循環



資料來源：Botman, Dennis and Zoltan Jakab (2014), “Abenomics—Time for a Push from Higher Wages,” *IMFdirect*, Mar. 20

¹³ Nohara, Yoshiaki (2019), “Abenomics Virtuous Cycle Lacks Traction as Milestone Looms,” *Bloomberg*, Nov. 18.

(三)日本經濟困境的真正問題：快速進展的少子高齡化現象等結構性因素¹⁴

BoJ 前總裁白川方明主張，唯有改善快速進展的少子高齡化問題、惡化的貿易條件，以及終生僱用制造成企業及 IT 產業競爭力下滑等因素，才能有效解決日本經濟的結構性問題。

1. 人口結構變化嚴重影響經濟成長

- (1) **日本總人口**自 2008 年約 1 億 2,800 萬人之高峰，下滑至 2023 年的 1 億 2,443 萬人(圖 15)，約**減少 3%**。另一方面，**15~64 歲之工作年齡人口**，於 **1995 年即達高峰**之 8,726 萬人，2023 年降至 7,397 萬人，**29 年間約減少 15%**。
- (2) 工作年齡人口減少速度剛開始時仍緩慢，之後逐漸加速，至 **2012 年戰後第一波嬰兒潮「團塊世代」開始大量退休**¹⁵，每年約減少約 100 萬人。影響所及，**工作年齡人口占總人口比重加速惡化**(圖 16)。
- (3) **65 歲以上高齡者相對工作年齡人口之比率**，1970 年代為 10.2%，推估至 **2048 年將達 71.8%**，如此快速進展的高齡化現象在世界經濟史上未見先例。

圖 15 日本高齡化現象加速惡化

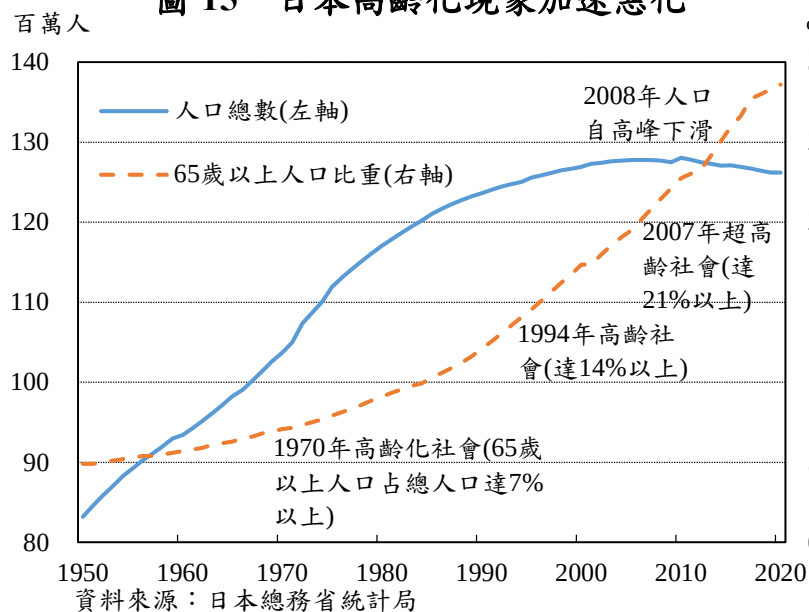
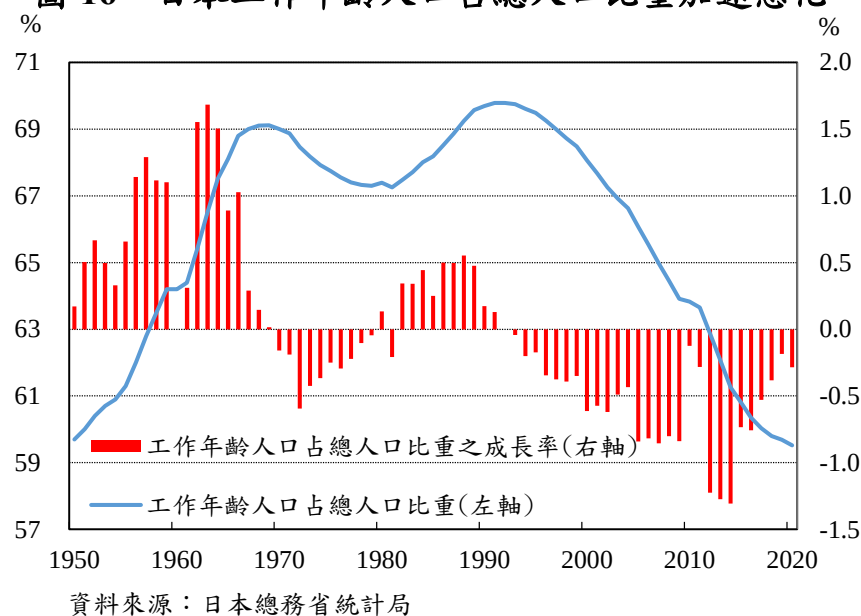


圖 16 日本工作年齡人口占總人口比重加速惡化

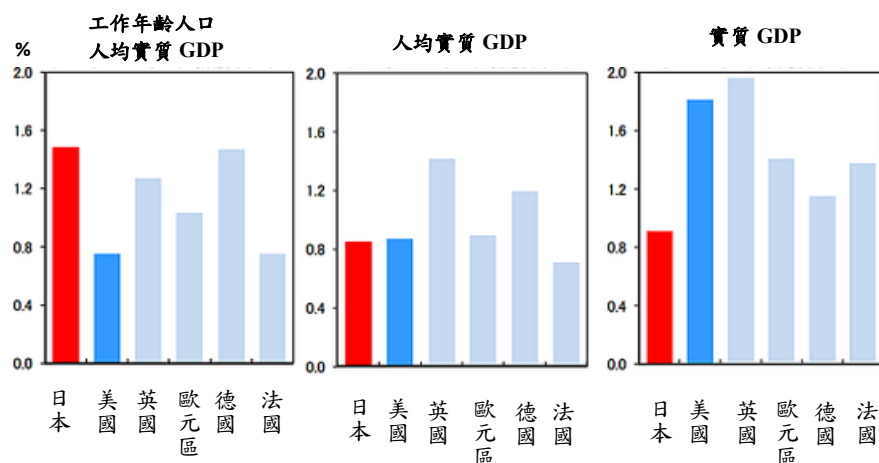


¹⁴ 參考 Shirakawa, Masaaki (2021), “Tumultuous Times: Central Banking in an Era of Crisis,” Yale Program on Financial Stability Series, Aug.。

¹⁵ 「團塊世代」係指二次戰後日本於 1947~1949 年出生之第一波嬰兒潮，每年有新生兒 270 萬(2022 年新生兒僅 77 萬)，總計約 810 萬人，約占總人口之 2.7%，2007 年至 2009 年達到 60 歲，2012 年至 2014 年達到 65 歲。

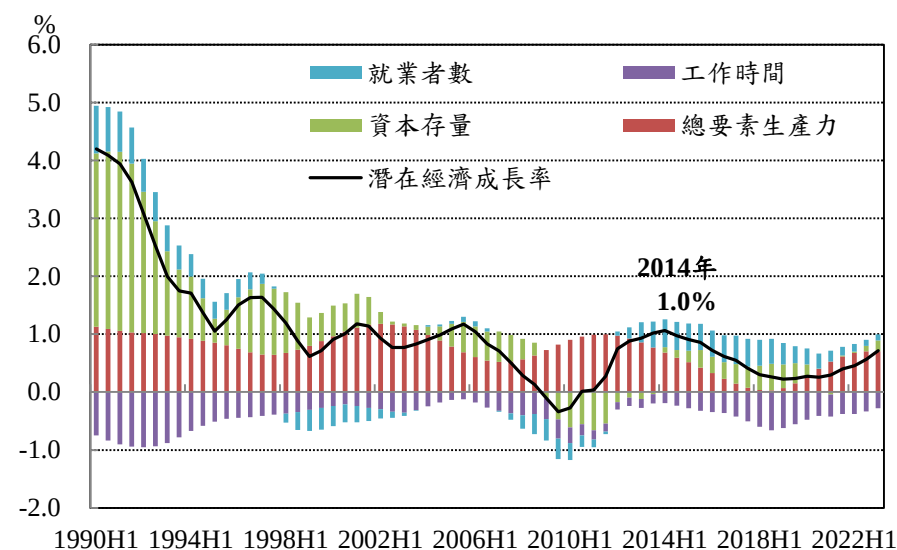
- (4) 為了解工作年齡人口減少對日本經濟之影響，Sirakawa (2021) 比較 2000~2010 年 G7 各國之實質 GDP 成長率與工作年齡人口人均實質 GDP 成長率。日本之實質 GDP 成長率於 G7 各國中屬較低水準者；惟工作年齡人口人均實質 GDP 成長率則與德國並列，屬較高水準者，因此日本若欲進一步提高勞動生產力需要相當努力；再觀察人均實質 GDP 成長率，日本則大致維持與各國平均的水準(圖 17)。
- (5) 改變勞動人口與生產力等兩個因素，有可能提升潛在經濟成長率，惟欲於短期內快速提升勞動人口與生產力相當不容易。安倍首相於 2013 年修改「高齡者僱用安定法」，將勞工退休年齡由 60 歲延長至 65 歲，並新增對 65 歲至 70 歲高齡者之就業確保措施；為激勵企業僱用高齡者，積極提供助成金與租稅優惠措施，確實發揮了提升高齡者勞參率之效果，成功增加就業者數，緩和潛在經濟成長率下滑的速度。
- (6) 日本之潛在經濟成長率由 2014 年之 1.0% 持續下滑，近年則在企業推動數位化改革提升總要素生產力之努力下已略見回升¹⁶(圖 18)。

圖 17 主要先進國家之經濟成長率 (2000~2010 年)



資料來源：Sirakawa (2021)

圖 18 日本之潛在經濟成長率



資料來源：BoJ

¹⁶ 海津政信 (2022), 「デジタル化による経済の好循環を期待」, 財界観測, 野村證券金融経済研究所, 8 月 26 日。

2. 觀察 2000 年以後日本、美國及德國貿易條件之趨勢，可發現日本惡化之情況最為嚴重

- (1) **日本貿易條件**(Terms of Trade, ToT)**惡化**的原因之一，雖來自**原油價格上漲**(2001~2008 年布蘭特原油價格由每桶約 24 美元上升至約 98 美元)，惟**與同為資源進口國之德國比較**，**日本惡化之情況特別突出**(圖 19)。**日本 ToT 持續惡化之另一項主因**，係**出口價格持續低迷不振**所致。由於 2000 年至 2008 年全球危機之前，日圓兌主要通貨匯價並未明顯走強(圖 10)。據此，可推論日本出口商品之競爭力下滑，為確保出口及生產量不得不採取調降價格之策略。
- (2) 日本主要出口商品中，最典型的例子就是**家電及電子產業**(圖 20)，**日本被南韓及中國大陸的企業追上**之後，不得不**忍痛調降價格**。反觀**德國**企業，以**高級汽車及資本財**為主力出口產品，**成功調升價格**。**瑞士**企業即使在瑞士法郎較日圓明顯升值之情況下，仍以**精密機械及醫藥品**為主力出口產品，成功調升價格。
- (3) 日本企業在產品製造之生產力提升方面並不遜色，未來唯有從**提升具高附加價值及魅力的財(耐久財或消費財)與服務方面努力**，才可能改善競爭力持續下滑的問題¹⁷。

圖 19 日本、美國及德國之貿易條件

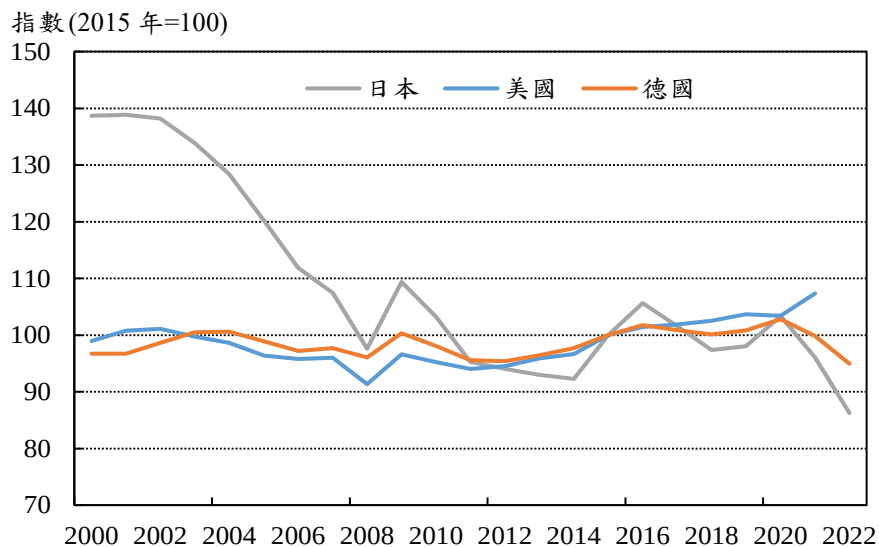
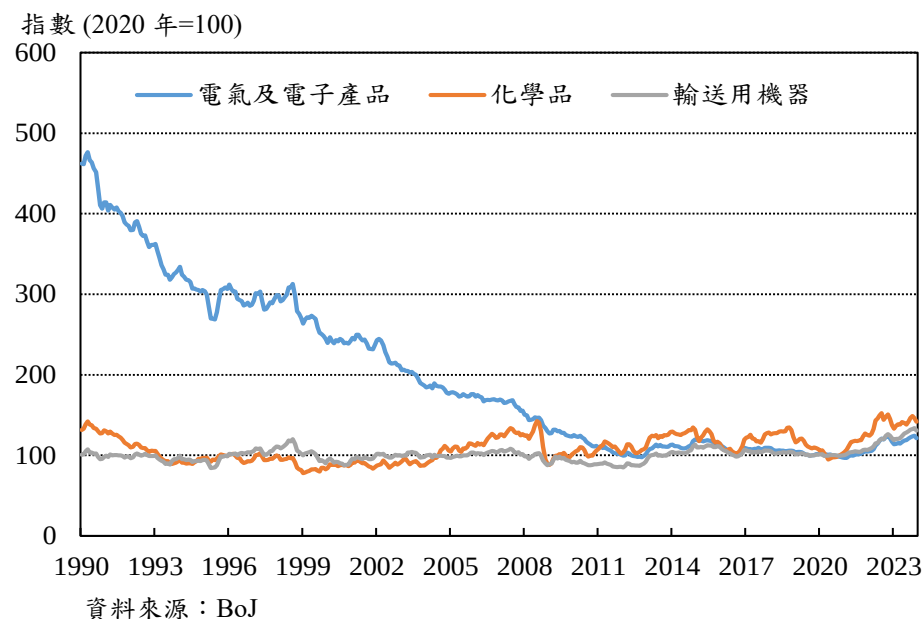


圖 20 日本主要出口商品之出口價格指數

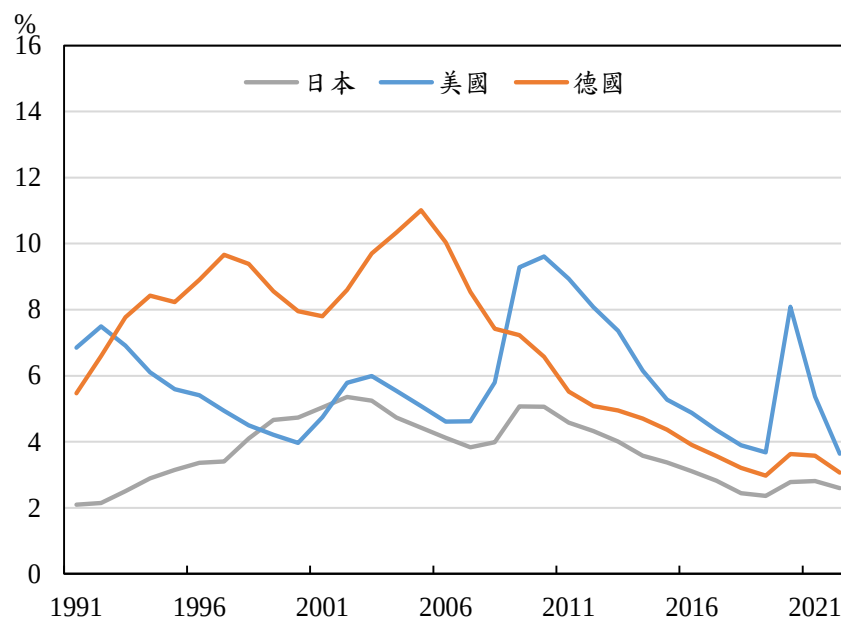


¹⁷ Shirakawa, Masaaki (2021), "Tumultuous Times: Central Banking in an Era of Crisis," Yale Program on Financial Stability Series, Aug.

3. 日本企業長期執行終生僱用制，造成許多不具經營效益之部門，ICT 產業競爭力下滑

- (1) 當面臨外部危機時，日本企業習慣維持勞工僱用，非必要不執行裁員，失業率長期以來較其他先進國家如美國及德國低(圖 21)。因此，**企業內持續存在許多不具經營效益的冗員部門**，導致**成長預期持續下滑**。不具經營效益的冗員部門，因不具價格競爭力，導致**商品售價及勞工薪資下降**，**長期的通膨預期因而持續低迷不振**。
- (2) 過去日本企業對半導體及液晶顯示器等高科技產品之製造及研發，基本上於同一家企業集團內完成。因此，相對自我封閉的日本式企業經營型態尚可因應。惟近年來，跨企業及跨國境之開放式創新成為主流，**日本企業之終生僱用制度反而導致勞動市場缺乏充分的流動性**，**ICT 產業之競爭力因而持續下滑**。
- (3) 近年岸田首相推動「新資本主義」特別重視勞動市場改革，提出 5 年 1 兆日圓之預算，致力**建立企業間及產業間勞動力順利移轉之機制**，並**擴大企業對勞工技能再培訓之支援計畫**等，藉以改善終生僱用制之弊病。

圖 21 日本、美國及德國之失業率



資料來源：IMF

4. 日本輕忽潛在經濟成長率反轉下滑之警訊

觀察泡沫經濟破滅後最初 10 年之日本經濟，主要係對經濟泡沫之形成與破滅之巨大衝擊進行調整，該等調整為左右經濟活動之主要因素。若泡沫經濟之後遺症真的是經濟變動之主要因素，那麼只要靜待企業之過度僱用、過度機器設備投資，以及過度舉債等 3 個問題，伴隨時間之推移而被消化之後，日本經濟就可回到成長的軌道。惟 Sirakawa (2021)認為此一想法犯下兩點錯誤：

- (1) 泡沫經濟破滅之初期，**潛在經濟成長率反轉下滑**(圖 18)，惟企業家、投資人或社會大眾**誤認仍能維持於高水準。為追求高利潤，仍積極投資及借貸**，結果**留下大量閒置的機器設備**，以及**巨額的債務**。再者，人口動態對潛在經濟成長率及不動產價格亦造成影響。不巧的是，**日本之工作年齡人口相對總人口比率**(圖 15)**與不動產價格，幾乎於同一時間由高峰反轉下滑**，加重了對潛在經濟成長率之不利影響。
- (2) **過去成功的商業模式及終生僱用制與全球資通訊技術革命出現嚴重適應不良的現象**，以及**工作年齡人口快速減少**等兩個新增因素，與泡沫經濟破滅並無直接關連，惟進一步壓低潛在經濟成長率。BoJ 於 1990 年代已注意到它們的影響，惟其**影響力遠超過原先之預期**。

5. 「日本教訓」之重思與政策意涵

Sirakawa(2021)指出，藉由重新審視日本經濟自泡沫破滅至今仍欲振乏力之主因，可獲得以下之重要啟示：

- (1) **經濟體長期間於「不可能持續的軌道」前進，最終必定會發生巨大的調整，導致長期低成長之惡果**。以日本為例，所謂「不可能持續的軌道」係指泡沫經濟。調整之成本，不僅僅是經濟的成本，並對政治及社會之穩定造成嚴重的衝擊。經由此一教訓後可知，於事後處理泡沫經濟將事倍功半，必須於事前即運用金融規制、金融監理，以及貨幣政策等進行預防性的因應。**貨幣政策不僅須因應物價或景氣等較短期的經濟問題，對於威脅經濟可持續性的金融不均衡，亦應被加以考慮而善加運用**。
- (2) 決定 10 年或 20 年的長期性成長軌道，並不是物價及貨幣等名目變數，而是生產力、創新及工作年齡人口等實質

變數。貨幣政策對於影響潛在成長軌道周邊之變動，利用調整支出面達到調平(leveling)之效果，而無法對成長軌道本身造成影響。在經濟低成長長期持續之情況下，必須對導致經濟低成長之實質面因素正面處理才能奏效。

(3)過去 BoJ 對工作年齡人口減少之影響，並未有充分的經驗及知識。真正的問題並非來自人口減少，而是來自高齡者相對工作年齡人口之比率發生急劇的變化，隨之而來包括社會保障制度等許多制度尚未被調整與修正。高齡者占大多數的社會，欲調整與修正這些制度已變得非常不容易。因此，由日本經驗可知，應當及早調整與修正這些制度，才能預先因應將來人口動態之變化，避免陷入措手不及之窘境。

(四)BoJ 逐步自非傳統的大規模寬鬆貨幣政策退場

1. YCC 操作面對市場之挑戰愈來愈大，BoJ 解除 2016 年 2 月實施的負利率政策

(1)BoJ 於 2016 年 9 月開始運用 YCC 操作引導 10 年期公債殖利率趨近於 0%以壓低長期利率，其後多次放寬波動區間；YCC 激勵經濟之正面效應雖可期待，惟同時伴隨若干負面效應(表 2)。因此，如何適時擴大長期利率於一定區間內自由波動，並善用政策工具避免長期利率遽升之風險，據以恢復債券市場功能，係上年 4 月 BoJ 總裁植田上任後之首要任務。

(2)以 2022 年 12 月將 10 年期公債殖利率波動區間由 $\pm 0.25\%$ 放寬至 $\pm 0.5\%$ 之前後期間為例，若貨幣政策採取被動態度，市場將因投機者預期未來政策變化而事先大規模賣出債券而陷入混亂。因此，植田總裁認為於債券市場相對穩定的時期，須事先採取因應措施，而於上年數度調整 YCC 操作架構(表 3)。

(3)本年 3 月 19 日 BoJ 在判斷薪資與物價之良性循環已強化，達成 2%通膨目標已見跡象，除解除負利率政策¹⁸外，亦廢除用來抑制長期利率(10 年債殖利率)揚升的 YCC 政策，且停止購買 ETF、REIT 等風險性資產；並將貨幣政策架構重回以引導市場無擔保隔夜拆款利率維持於政策利率區間 0%~0.1%左右，係 17 年來首次升息，跨出貨

¹⁸ BoJ 自 2016 年 2 月 16 日起，對銀行新增之超額準備實施-0.1%之利率（亦即收取 0.1%之保管費），試圖藉由負利率政策進一步壓低長期公債殖利率，以激勵實質經濟。

幣政策正常化之第一步。

—BoJ 結束於 2016 年 9 月導入之 YCC 政策，**廢除目前所設定的「1%」長期利率參考目標上限**，將容忍利率因應市場實際情況進行波動。惟為穩定長期利率，**每月仍將維持購買約 6 兆日圓之長期公債**。另外，**若長期利率出現急速上升之情況，將機動增加長期公債購買額度**，或實施指定利率之無限量購債操作、適用全體合格擔保品之資金供給操作，以迅速壓制長期利率。

表 2 BoJ 長期壓低長期利率之副作用

1.導致債券市場之市場機能低落，嚴重影響企業發行公司債等籌資行為。
2.利差縮小導致金融機構之收益惡化。
3.對保險業及年金基金之長期資產運用產生嚴重影響。
4.引起外匯市場過度波動，造成日圓加速貶值。
5.無法藉由分析長期利率了解目前經濟及金融之實況。
6.發行公債成本降低，導致政府忽視財政紀律。
7.放款利率維持低檔，導致無效率且低收益之殭屍企業續存。

資料來源：本行自行整理

表 3 BoJ 於 2023 年數度調整 YCC

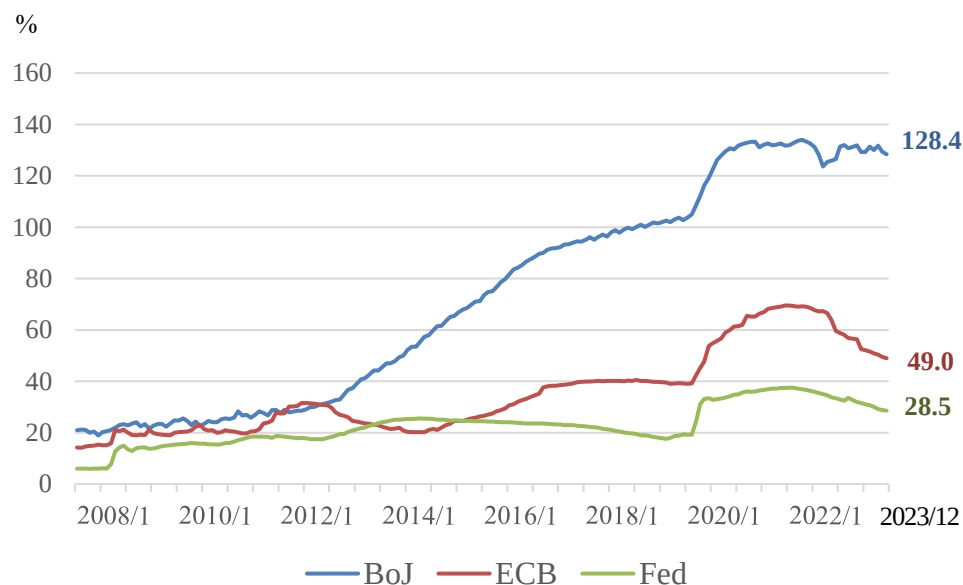
	7 月 28 日之前	7 月 28 日貨幣政策會議	10 月 31 日貨幣政策會議
1.10 年期公債殖利率波動區間	±0.50%左右	±0.5%左右(參考目標)；1%(上限)	上限 1.0%左右(參考目標)
2.干預債市指定利率操作(10 年期公債)	一旦 10 年期公債殖利率超出 0.5%，則實施指定利率 0.5%之無限量購債操作。	參考目標上下限僅作參考，將依據市場實際情況實施指定利率 1%之無限量購債操作。	參考目標上限上調至 1%，並容許可以一定程度超過。
3.負利率政策維持不變：短期政策利率維持於-0.1%。			
4.長期公債以外之資產購買額維持不變：ETF、REIT、CP 及公司債。			

資料來源：本行自行整理

2. BoJ 之資產規模龐大，未來在縮減資產負債表規模的過程中恐面臨挑戰

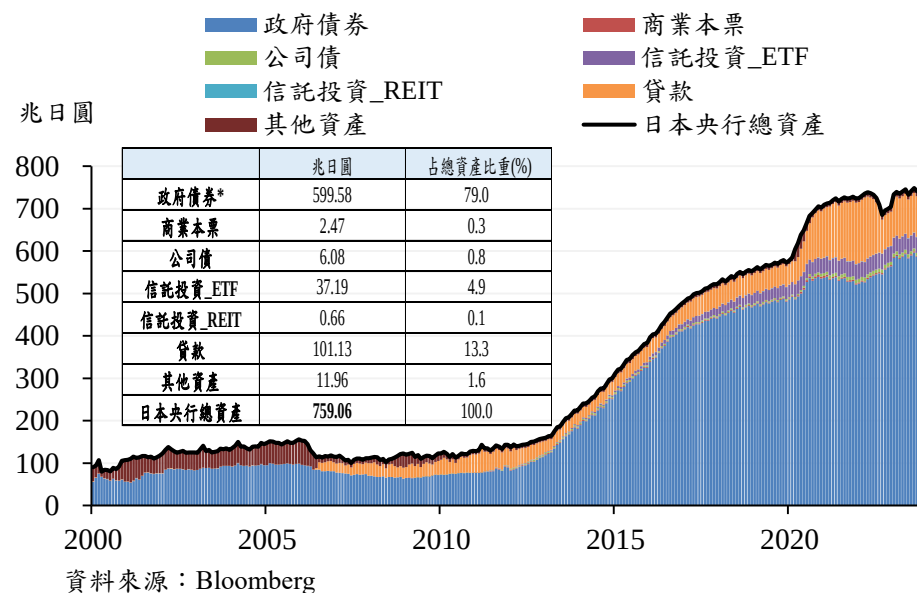
- (1) **BoJ 資產規模對 GDP 比率高達 128.4%**，遠高於 Fed 之 28.5%、ECB 之 49%(圖 22)；在如此龐大的資產規模下，如何有序推動非傳統貨幣政策順利退場，將為一大挑戰。
- (2) BoJ 持有資產種類繁多且部位龐大，如日本公債、日本公司債、ETF 及 REIT 等(圖 23)，累計購買量前兩大資產為日本公債及 ETF¹⁹，BoJ 持有部位占其總流通在外比率分別為 53.9%及 43.0%，將增添該行未來縮減資產負債表規模之難度。因此，**建立一個透明且具公信力的機制，並強化與市場對話溝通**，避免對債市及股市造成巨大衝擊相當重要。再者，伴隨 BoJ 提高政策利率，利息支出若超過債息收入將導致淨利息收入由正轉負，進而影響 BoJ 財務之健全性，恐不利其貨幣政策之運作²⁰。

圖 22 主要央行資產規模對 GDP 比率



資料來源：Bloomberg

圖 23 日本央行資產組成



資料來源：Bloomberg

¹⁹ 根據 BoJ 表示，截至上年 9 月底，其持有的 ETF 帳面價值約為 37 兆日圓，由於股市上漲，潛在收益已膨脹至目前約 30 兆日圓規模。

²⁰ 日本銀行企画局 (2023)，「中央銀行の財務と金融政策運営」，多角的レビューシリーズ，日本銀行，12 月。

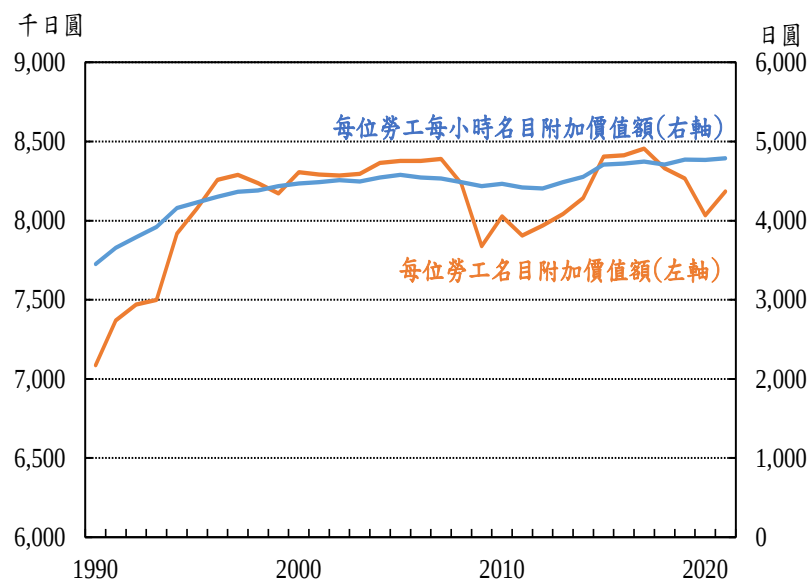
3. 貨幣政策正常化過程，仍需面對中長期結構性問題挑戰

(1) 寬鬆貨幣政策帶動潛在經濟成長率及勞動生產力之效果有限

— 日本之短期利率從10年前之0.1%下降至目前之-0.1%，僅下降0.2%；10年期公債殖利率從0.8%下降至目前之0.7%，下降幅度亦有限。因此，刺激需求之效果實際上相當有限。而且，觀察**潛在經濟成長率並未見明顯回升**，上年僅0.5%左右(圖18)，可見 **BoJ 非傳統的大規模寬鬆貨幣政策並未能有效改變其下滑之趨勢**。

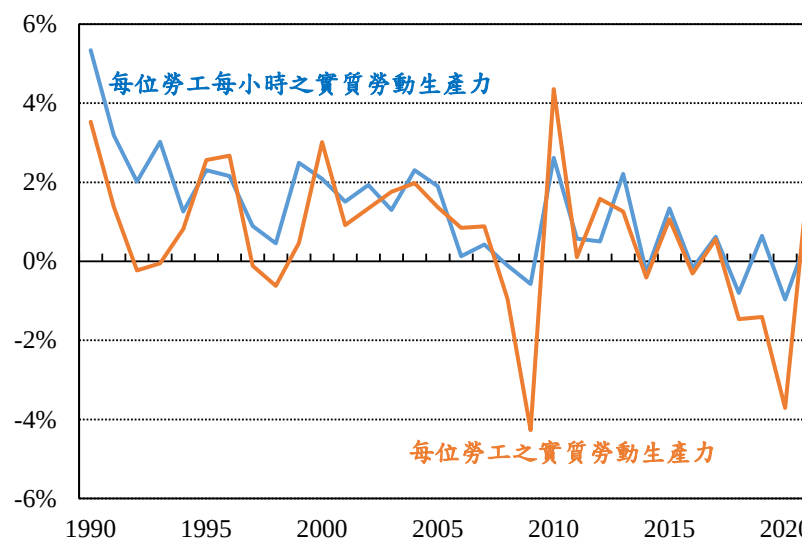
— 日本名目勞動生產力水準值及實質勞動生產力成長率陷入長期低迷不振之困境(圖24、圖25)。回顧1990年代初期日本經濟之發展情況，**欲穩定實現2%通膨目標，勞動生產力成長率可能需要超過3%**²¹(圖25)。惟近年**勞動生產力成長率仍相當疲弱**，2015~2019年每位勞工之實質勞動生產力平均成長率僅-0.3%，2021年升至2.1%。未來只有在**勞動生產力提升之情況下，實質薪資成長率才有可能持續提高**，進而帶動薪資與物價呈現良性循環。

圖 24 日本之名目勞動生產力水準值



資料來源：日本生產性本部

圖 25 日本之實質勞動生產力成長率



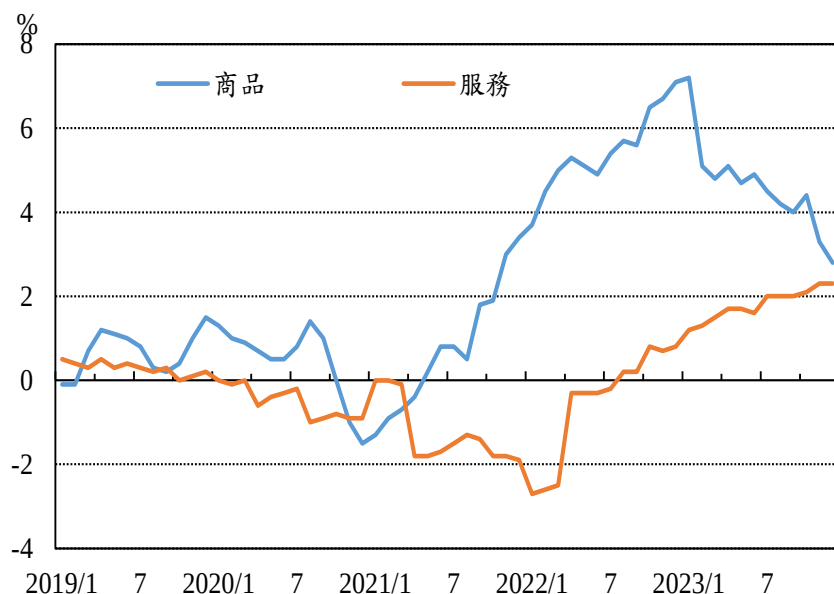
資料來源：日本生產性本部

²¹ 木內登英 (2023)，「物価と賃金的好循環は起こるか」，*Global Economy & Policy Insight*，野村総合研究所，2月10日。

(2) 中小企業若無法跟進加薪，薪資與物價之良性循環恐曇花一現

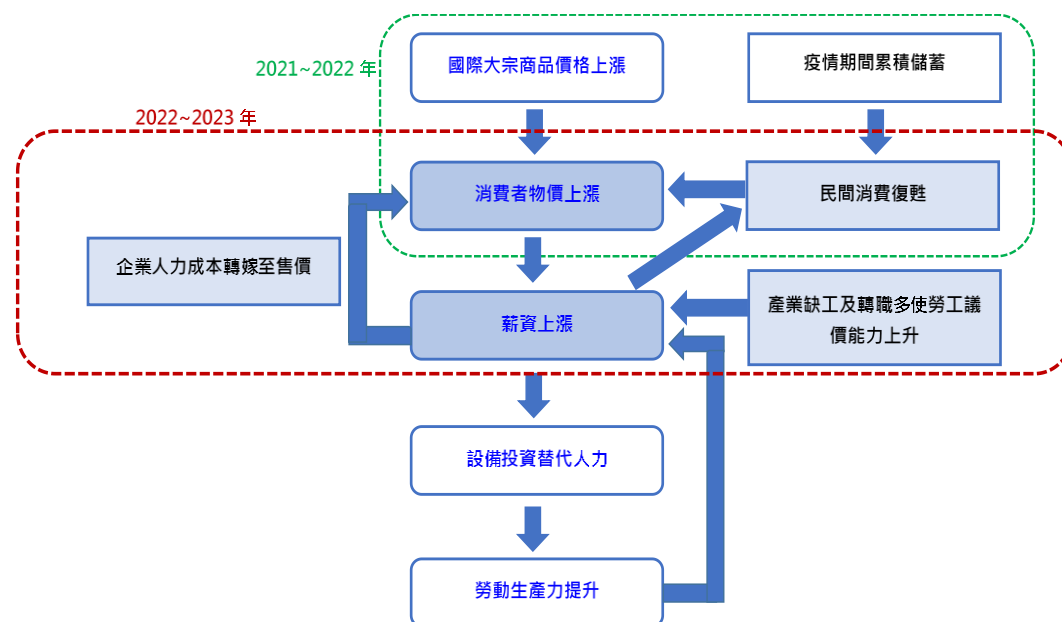
- 上年春季勞資談判**大型企業加薪約3.6%**，**本年**日圓貶值帶動業績持續改善，加薪幅度33年來首度超過5%達到**5.3%**。惟大部分勞工就業之**中小企業**因原物料大漲經營艱困，**加薪幅度小且不易持續**，占就業人口約4成之非正職勞工更不易調薪。
- 勞務費在成本中所占比例高的**服務價格**，在**人手不足及企業調薪態度漸趨積極**帶動下漲幅呈**擴大趨勢**(圖26)，係帶動薪資與物價良性循環好的開始，惟中小企業轉嫁勞動成本增加至銷售價格並不容易(圖27)。據此，**日本政府制定有關適當轉嫁勞務費用的價格談判指南協助中小企業**，對價格設定之靈活度將有好的影響而值得期待²²。

圖 26 日本商品價格及服務價格指數年增率



資料來源：日本總務省統計局

圖 27 近年日本物價與薪資之關係



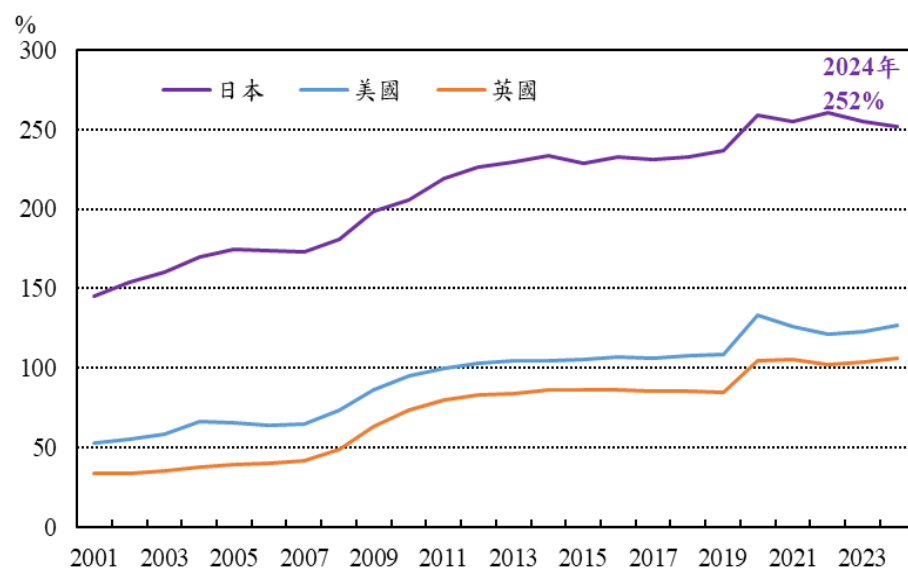
資料來源：高田 (2024)

²²參考 Ueda, Kazuo (2023), “Japan's Economy and Monetary Policy,” Speech at a Meeting with Business Leaders in Nagoya, Bank of Japan, Nov. 6；Ueda, Kazuo (2023), “Wages and Prices: Past, Present, and Future,” Speech at the Meeting of Councillors of Keidanren (Japan Business Federation) in Tokyo, Bank of Japan, Dec. 25；高田創 (2024), 「わが国の経済・物価情勢と金融政策」, 日本銀行, 2月29日。

(3) 貨幣政策正常化過程若造成長期利率遽升，恐導致財政狀況更加惡化

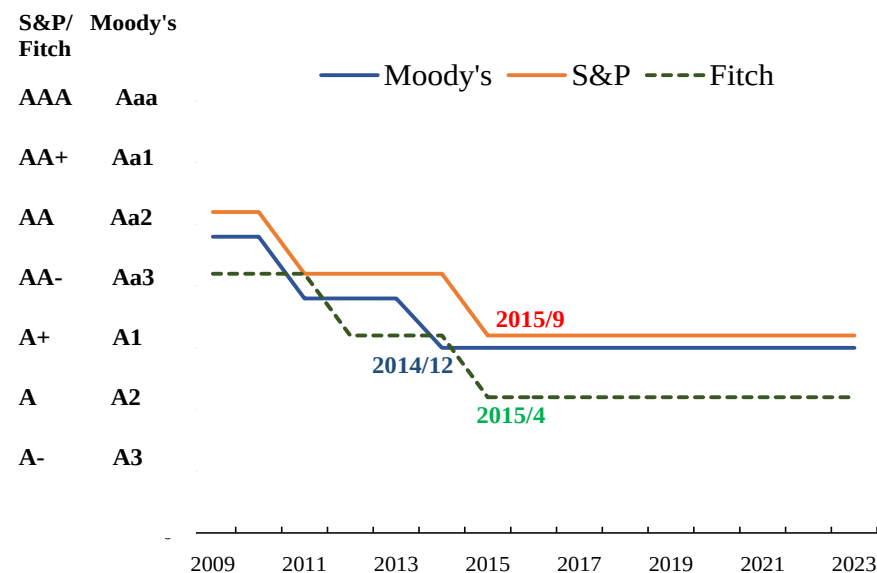
- **各級政府債務餘額對 GDP 比率**為衡量財政健全度的指標之一，IMF 預估**本年**日本該比率為**252%**(圖28)，遠高於美國之127%及英國之106%。近10年來，日本各級政府債務餘額約增加280兆日圓，惟**長期利率並未明顯上升**，原因之一係 **BoJ 透過大規模增持公債進行吸收**。
- 背負鉅額債務之日本財政面對利率上升顯得相當脆弱，根據日本財務省之估算，若**利率上升1個百點**，**明(2025)年度之本息償還負擔**將較預期**大幅增加約3.7兆日圓**，勢必將嚴重衝擊財政之健全性。
- 伴隨 BoJ **貨幣政策之正常化過程**，**長期利率將上升**，政府之利息負擔勢必增加，導致財政狀況更加惡化，恐陷入長期利率進一步上升之惡性循環。屆時2015年以來維持不變之**日本國家主權信用評等**恐再度面臨被調降之危機(圖29)，金融機構及企業之海外籌資成本若大幅增加將不利經濟復甦。

圖 28 日本各級政府債務餘額對 GDP 比率



資料來源：IMF

圖 29 日本國家主權信用評等



資料來源：Bloomberg

(五)結論

1985 年廣場協定迫使日圓大幅升值，及隨後 1990 年代資產價格泡沫破滅，日本經濟受到嚴重衝擊，尤其 2000 年以來，**全球化**快速發展、中國大陸於 2001 年底加入 WTO，且南韓於 2007 年與美國簽訂自由貿易協定，亞洲國家漸加深與日本間之競爭，更加深日本廠商所受衝擊。加以同期間日本經濟開始面臨**資產泡沫後所引發之國內需求萎縮及少子高齡化等內部結構性問題**，使其經濟長期陷入低利率、低通膨、低成長之經濟困境。為因應**民間部門資產負債表衰退及通縮問題**，日本政府及 BoJ 分別採行財政政策、零利率及 QE 政策；惟後續因誤判經濟情勢而採行提高消費稅、升息及提前退出 QE 政策，致日本經濟仍未見起色。

長期而言，日本經濟的最大挑戰在於，**如何維持經濟可持續成長及解決通縮問題**；如 BoJ 前總裁白川指出，「**日本化**」之癥結在於**結構性問題，而非 BoJ 未積極採貨幣寬鬆**；日本經濟真正的問題並非通縮，而是少子高齡化問題惡化及終身僱用制等結構性問題。然在 2012 年日本前首相安倍晉三推出「安倍三箭」，除擴大財政支出及成長策略(經濟結構改革)等兩箭外，亦包含透過寬鬆貨幣政策來改善日本經濟展望的關鍵一箭；BoJ 前總裁黑田東彥隨即實施 QQE 政策，並指出其理由在於**扭轉長期以來民眾根深蒂固的通貨緊縮心態，營造未來物價將穩定上揚的預期心理**。

日本經濟情勢在實施 QQE 後初期，的確出現**負產出缺口縮小、通膨上揚，企業加薪幅度提高，以及使日圓升值趨勢反轉，日本企業獲利因而改善等初步成效**。惟 QQE 政策解決通縮問題之成效亦有其侷限，除受制於國內經濟長期結構性因素之改革常無法立竿見影外，如民眾預期價格不易上漲的觀念根深蒂固和科技創新抑制了單位勞動力成本的影響，復受到**中國大陸紅色供應鏈興起及亞洲鄰國崛起，外部競爭加劇等負面衝擊**；如 2015 至 2016 年間日圓 NEER 因人民幣匯改及中國大陸經濟進行結構轉型致人民幣貶值而升值，以及 2018 年**美中貿易衝突增溫的地緣政治事件**，全球經濟面臨逆風之影響，均使前述 QQE 效果逐漸鈍化。此外，2020 年爆發 COVID-19 疫情拖累全球經濟陷入衰退，美國 Fed 實施擴大 QE，日圓對美元升值，日本再度陷入通縮。

後疫情時代以來，由於**全球需求回溫、美中貿易衝突及中國大陸經營情勢惡化(如勞動成本上升及疫情時嚴格的**

「淨零政策」措施等影響企業經營)等，使全球供應鏈重組與移轉(如台積電赴日本熊本設晶圓廠帶動當地投資、及日商回流投資)²³，以及主要央行大幅緊縮貨幣政策使日圓對主要貨幣貶值，均有利日本國內投資及出口表現；此外，內部方面，BoJ 之企業訪談報告指出，在經歷許久未見的價格上漲經驗之後，企業未來將更容易對價格調整進行協商。本次春鬥勞工平均薪資漲幅創 33 年新高等因素，亦顯示日本薪資與物價同步上漲之良性循環似已逐漸形成；另一方面，日本基本薪資成長率與 CPI 房租通膨長期存在高度相關性；近期日本 CPI 房租通膨率仍遠低於基本薪資成長率，未來若薪資成長率持續上揚，可望帶動房租通膨率上揚，有助達成通膨目標²⁴。

當前情勢似有助於日本經濟逐步走出「失落三十年」，而 BoJ 已於本年 3 月跨出貨幣政策正常化之關鍵第一步，如結束負利率政策及 YCC 操作，而購買 ETF 及 REIT 等機制亦同步退場，但仍保留購買日本公債之量化寬鬆政策；BoJ 並強調日本通膨距離政策目標 2% 仍有一段差距，未來仍將維持寬鬆金融情勢，未來觀察重點在於通膨預期及薪資是否能維持穩定成長。

鑑於當前日本經濟仍持續面臨內部結構性問題，且 BoJ 持有近 54% 之日本政府公債，未來 BoJ 如要逐步調高政策利率、縮減購債、進而實施量化緊縮(Quantitative Tightening, QT)以回歸傳統貨幣政策，屆時國內、外金融市場及日本政府財政情勢均將面臨挑戰。因此，亟需企業與政府配合，致力結構性改革提高勞動生產力，以維持薪資及經濟能夠持續成長之環境；如在企業方面，需持續提高資本效率及獲利能力；在勞工方面，則需擴大技能再培訓來提升技能，提高勞動生產力。至於日本政府，則宜加速勞動市場改革促進勞動力流動(labor mobility)、充分利用外國勞動力以因應少子化問題、擴大旅行服務輸出，以及減少城鄉差距，矯正人口過度集中大都市等成長策略，以提高潛在經濟成長率，並有助於日本財政健全發展。

²³ 近年來中國大陸勞動成本大幅上揚，以及中國大陸在 COVID-19 疫情期間執行「淨零政策」，導致近年來外國廠商(包含日本廠商)自中國大陸撤出。此外，台積電赴日本熊本設晶圓廠，亦帶動當地半導體業投資。

²⁴ 參考 Ota, Tomohiro, Yuriko Tanaka and Andrew Tilton (2024), “Rent: The Last Part of the Equation for Sustainable Inflation,” *Goldman Sachs Research*, Feb. 21。