

日本中长期经济发展前景展望

◎ 闫坤 张晓珉

摘要：当前日本经济形势出现通胀回升、房价和股价修复、海外投资收益增长等积极变化，但内生经济动力偏弱，中长期问题依旧未能解决。安倍经济学主要是从资产渠道改善经济，经济回暖和通胀向好是否可持续依然存疑，中长期经济增速难以明显抬升。财政方面，财政收入过于依赖债务融资，财政支出偏重社会保障和债务偿还，政府债务率居高难下，制约政策发力空间。货币方面，日本经济起色难以持续，为避免金融市场和政府债务过度承压，货币政策难以大幅调整，美日利差导致汇率贬值压力存在，或导致日本国内经济分化。

关键词：日本经济；安倍经济学；日元

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

一、当前日本经济的积极变化：通胀回升、房价和股价修复、海外投资收益增长

日本经济有所回升，根据日本内阁府数据，按照不变价计算，2022年和2023年日本GDP增速分别为1.0%和1.9%，增速表现尚可，并突出表现在

通胀水平回升至货币政策目标以上、安倍经济学助推房地产和股市价格修复、日元贬值助推海外投资收益增加等方面。

第一，通胀水平已达到2%的货币政策目标以上。通胀方面，根据日本统计局数据，自2022年4月以来，日本CPI已连续24个月高于2%，最新数据显示2024年3月CPI同比增长2.7%。日本央行“通胀超调承诺”盯住的剔除新鲜食品和能源后的CPI自2022年11月以来也已经连续18个月高于2%。日本央行曾长期认为输入型通胀是日本通胀的主要来源，但随着海外通胀水平逐步下行，日本央行认为可能是经济内生需求助推通胀，随之调整货币政策。2021年3月以来，日本央行逐步调整收益率曲线控制政策的上下限（YCC），2023年10月上下限已放宽至1%；2024年3月19日，宣布调整其货币政策框架，将无抵押隔夜拆借利率维持在0~0.1%，首次结束负利率政策。值得注意的是，日本央行货币政策操作风格谨慎，货币政策宽松取向依然未变，购买国债等量化宽松政策依然持续。

第二，安倍经济学助推房地产和股市价格修复。日本资产泡沫破灭后，伴随房地产价格和股票价格

作者简介：闫坤，中国社会科学院日本研究所党委书记；张晓珉，中国银行间市场交易商协会。

图1 日本通胀水平回升至2%以上



图2 自2012年年底安倍经济学推出以来,日本房价和股价进入上行通道



大幅回落,私人部门出现“资产负债表衰退”。但2012年年底以来,时任日本首相安倍晋三推出了“三支箭政策”,即增加货币供应、扩大政府支出,以及经济和监管改革。在“安倍经济学”推动下,日本股市自2012年年末以来持续上涨,根据东京证券交易所数据,日经225指数从2013年年初10000点左右上涨至2024年3月22日的41087.75点。东京住宅的房价指数自2012年年末以来也开启上涨态势,国际清算银行统计显示,东京住宅房价指数从2013年年初的97.7上涨至2023年11月的158以上。当前,日本的股市指数和房地产价格均已回升至日本经济高峰期水平,修复全部跌幅,资产泡沫破灭的影响相继出清。房地产、股市等资产价格回升,助力私人部门资产负债表修复和信心回暖。

第三,日元贬值助推海外投资收益增加。20世

纪90年代以来,日本企业加快了出海进程,加大了对海外的直接投资和企业兼并收购,致使日本企业大部分收入来自海外收入差额。经常账户余额体现了一国的经济结构和储蓄投资平衡情况。20世纪90年代以来,日本经常账户差额连续30多年保持盈余状态,特别是2023年经常账户余额高达20.6万亿日元,约为2022年的两倍,占2023年日本现价GDP比重的3.5%,该比重高于历史均值(2.8%)。探究经常账户余额的结构发现,海外投资收益差额占经常账户余额的比重自20世纪90年代初的30%左右上升至2023年的168%,是日本经常账户盈余的第一大贡献因素。反观货物和服务差额,占经常账户盈余的比重从20世纪90年代初的70%左右下滑,且自2019年以来持续为负。日本对外收支结构已从海外贸易转变为海外投资,日元贬值较大提升了日本海外投资收益。

图3 海外收益占经常账户的比重维持上升态势，并已超过100%

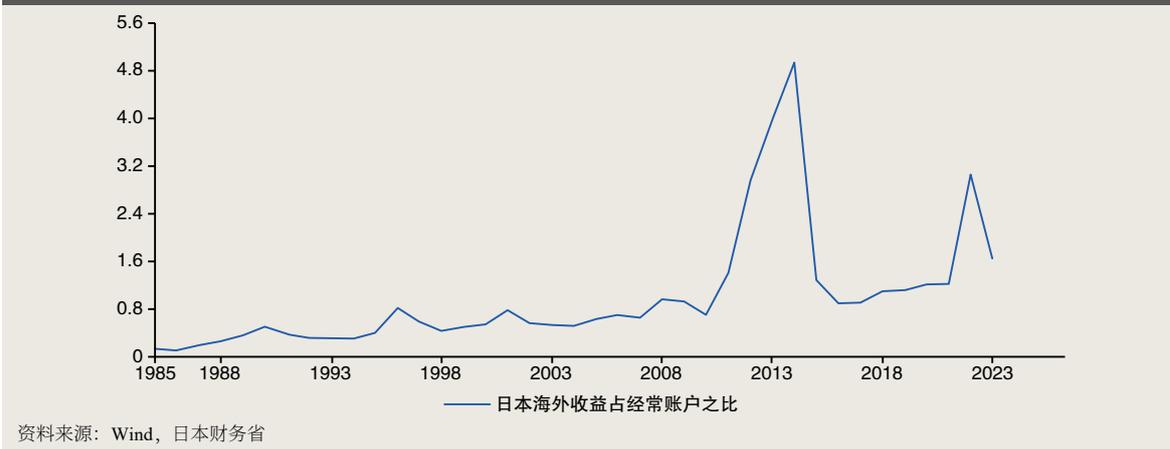
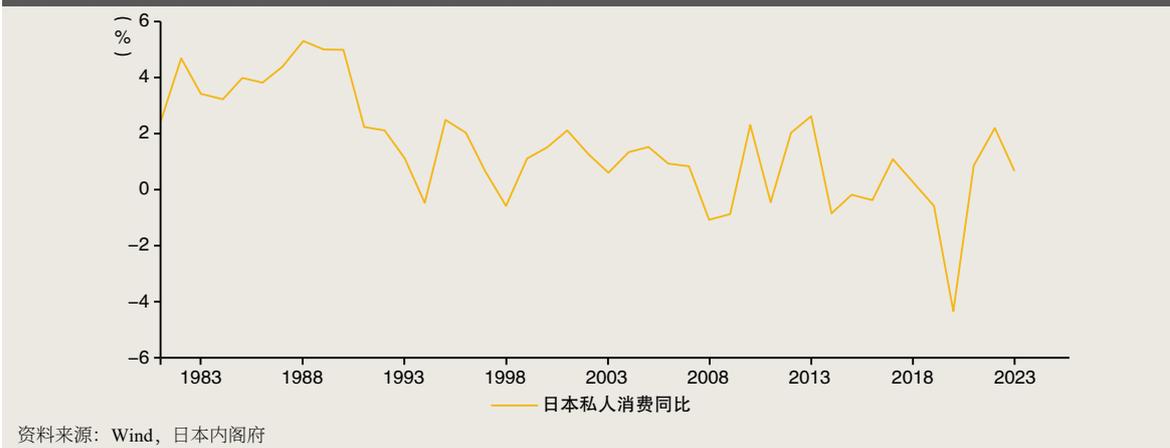


图4 最近两年日本私人消费增速并无明显起色



二、日本中长期经济形势展望：向好的可持续性存疑

尽管日本经济出现了积极变化，但考虑到日本内生经济动力偏弱，中长期问题依旧未能解决，安倍经济学只是从资产渠道改善经济，经济回暖和通胀向好是否可持续依然存疑。根据国际货币基金组织（IMF）的预测，2024—2028年，日本实际GDP年平均增长率预计为0.6%左右，没有实质性增速抬升。

第一，内生经济动力依然较弱。根据日本央行统计，日本国内需求对GDP的贡献率已连续两个季度为负，特别是私人部门需求相对乏力，日本内阁府数据显示2023年私人需求增速仅有0.7%，低于经济整体增速。一是私人消费疲软。日本内阁府数据表明，2023年第二、三、四季度私人消费环比

增长率分别为-0.7%、-0.3%、-0.3%，换算成年增长率分别为-2.7%、-1.4%、-1.0%，私人消费连续三个季度负增长，全年增速仅为0.7%，增速不及近30年中位数水平，绝对规模仍不及疫情前2019年的水平。二是私人住宅投资下滑态势未变。日本内阁府数据显示日本私人住宅投资连续多年的下滑大趋势并未出现根本性转变，2023年私人住宅投资绝对规模仍处于30年来最低水平区间。虽然2023年私人住宅投资增速为1.1%，高于近30年均值，但主要因为2020—2022年连续3年增速为负，基数较低。三是私人企业设备投资规模仍未恢复至疫情前水平。日本内阁府数据表明，尽管维持了新冠疫情后连续3年正增长，但2023年该投资规模仍不及疫情前2019年的水平。在此背景下，外需成为日本经济贡献第一大因素。日本央行统计表明，2023年第二、三、四季度货物和服务净出口对日本实

图5 2023年日本私人住宅投资规模处于历史低位



际 GDP 同比增长的贡献率分别高达 45%、96% 和 116%，呈现逐季走高态势。

第二，制约日本私人部门需求的体制性、机制性问题并未解决。拆解 2023 年日本经济发现，私人部门羸弱的局面并未改变，外需才是助推经济回暖的主要动力。制约私人部门的因素依然存在：一是产业结构问题。“日本制造”曾火爆全球，但后来未能紧跟时代发展，叠加中国、韩国等同行激烈竞争，导致其支柱产业放缓。2024 年 2 月，日本产能利用率同比增长 -6.2%，而韩国为 1.6%。二是僵尸企业问题。日本政府推出企业融资支持政策，使得日本企业破产数量减少，失业率长期维持低位。这实际导致僵尸企业“僵而不死”，一方面自身效率低下拖累社会整体效率，另一方面挤占社会资源，削弱优秀企业竞争能力。三是日本企业机制和文化问题。日本企业施行终身雇佣制和年功序列制，导致员工竞争、新老迭代受阻，人力资本创新能力下降。

第三，老龄化问题制约私人部门需求。2020 年日本 65 岁及以上老年人口占比高达 29%，已进入超高龄社会。老龄化导致社会消费欲望降低，储蓄养老倾向较高，消费更加谨慎，私人部门需求不足。“超高龄社会”导致社会福利支出大量占用日本财政资源，制约了公共部门在公共投资方面的发力空间。此外，老龄化导致日本适龄劳动力人口减少，资本要素相对劳动要素过剩，庞大的资本品存量价格可能相对更快下滑。

第四，通胀是否长期维持在 2% 以上存疑。一

图6 2023年日本私人企业投资规模仍未恢复至疫情前水平



是内生需求可能制约通胀。从经济学经典理论来看，通货紧缩即一般物价水平的下行，其本质在于宏观层面的总供给总需求存在失衡。如内生需求不足，日本通胀可能回落。二是日本居民实际收入下滑制约消费。当前日元贬值较为显著，受输入型通胀影响，2023 年剔除价格波动较大的生鲜食品及能源的 CPI 综合指数增长率达到 3.9%，2023 年日本名义平均工资较 2022 年上升 1.2%，但去除物价因素后的实际平均工资较 2022 年下降 2.5%，实际收入下滑对提振内需形成制约。三是日本并非第一次出现通胀形势向好，但往往“昙花一现”。2014 年 4 月至 2015 年 3 月，日本月度 CPI 同比数值均在 2% 以上，但在随后长达 7 年的时间中 CPI 同比增速不及 2%。四是安倍经济学主要依靠资产渠道修复市场。安倍经济学通过宽松货币和积极财政助推了房地产市场和股票市场的回升，房地产市场和股票市场相继突破往日高点，逐渐修复了经济泡沫破灭后的资产缩减，提振了居民信心，形成了财富效应，对短期经济有所助益，但制约经济的长期因素并未得到解决。

三、日本财政政策展望：政府债务率居高难下，制约政策发力空间

20 世纪 90 年代以来的 30 多年间，日本一般政府总债务占 GDP 比重持续攀升且增速极快。根据 IMF 数据，1990 年日本一般政府总债务占 GDP 比重仅为 69%，但 1996 年就突破 100%，2009 年突破 200%，2023 年则高达 252%。32 年间，每年平均

图7 一般政府总债务占GDP比重：日本负债水平最高且抬升速度最快

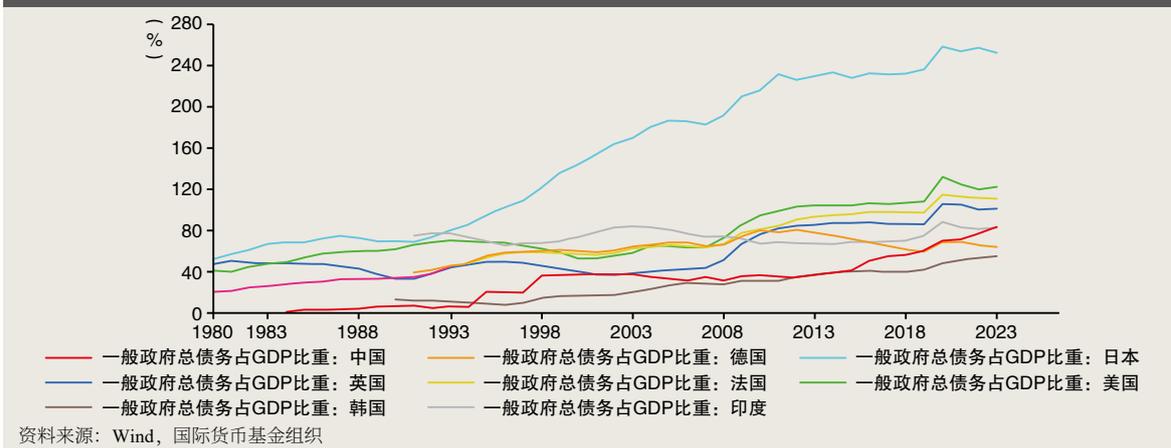
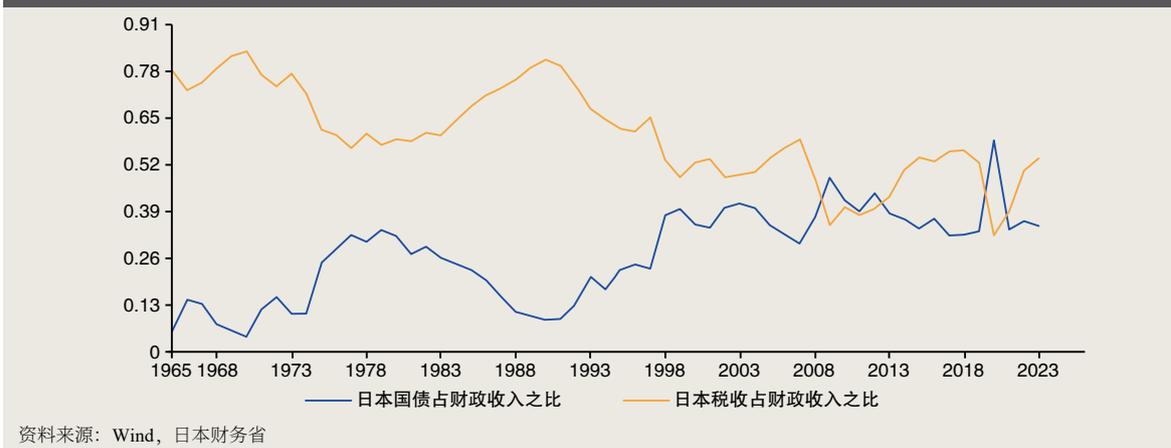


图8 日本财政收入结构：国债占比上升、税收占比下降



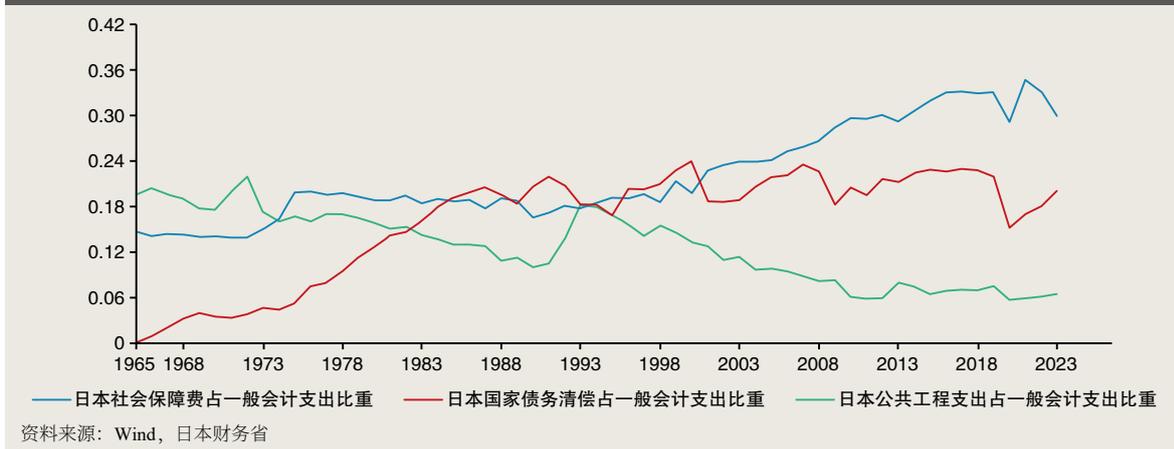
提高 5.5 个百分点。日本成为世界主要经济体中政府债务率最高的国家，其他国家对比日本差距巨大。例如，2022 年主要经济体的政府债务率分别是美国 122%、法国 111%、德国 67%、英国 103%、韩国 54%、印度 83%、中国 77%，均不及日本的一半。

财政收入方面，日本财政已患上“国债依赖症”，税收收入占比过低。以一般会计收支作为日本国家财政的代表，2023 年税收收入占一般会计收入的比重仅有 54%，而发行国债带来的财政收入占比高达 35%，日本对国债依赖度极高，仅靠税收无法实现政府财政的正常运转。回顾 1965 年以来的日本财政史，我们发现日本以国债增强一般会计收入由来已久，1965 年国债发行占财政收入比重仅为 5%，但在 1966 年就达到 15%，1977—1980 年间该比重均突破 30%。自 1998 年以来，日本国债发行提供的财政收入比重持续高于 30%，其中国债依赖度最

高的两年分别是：国际金融危机后的 2009 年，国债占财政收入比重高达 49%；新冠疫情暴发后的 2020 年，国债占财政收入比重高达 59%。

财政支出方面，社会保障支出给财政带来较重负荷，公共工程支出逐步下滑，债务偿还占据大量财政资源。一是社会保障费支出是日本一般会计支出的第一大项，2022 年占比达 33.7%。社会保障费支出刚性增长与日本老龄化紧密相关。日本老龄化始于 20 世纪 70 年代，至 2020 年日本 65 岁及以上老年人口占比已高达 29%，进入超高龄社会。为应对老龄化，日本推行了高福利养老保险制度、高龄者医疗制度、护理保险制度等。日本社保支出占财政支出比重在 1965 年为 14.7%，在 1975—2000 年间接近 20%，2001 年后突破 20%，2012 年后更突破 30%，2022 年的社保支出规模约为 1990 年的 3.2 倍。二是公共工程支出比重逐步下滑。随着日本完

图9 日本财政支出结构：社会保障和国家债务清偿占比较高，公共工程下滑



成经济赶超，对基础设施的公共投资的边际效益逐渐递减。同时，日本社会进入低欲望社会以来，边际消费倾向不断下滑，导致日本公共投资乘数随之下降。日本在 20 世纪 90 年代为应对经济泡沫破灭，曾试图加大基础设施投资，甚至“为投资而投资”，但政策效果不佳，造成资源浪费，政府债务率增高。日本逐步适应经济形势变化，降低了公共工程支出在财政支出中的比重，从 1972 年的 22% 降至 2022 年的 5.6%。三是 2022 年国家债务清偿占一般会计支出比重达 22.6%，是第二大财政支出项。日本债务高企，每年都需要财政支持以实现债务本息接续，自 20 世纪 80 年代以来债务偿还就占据了日本财政支出的 10% 以上，1985 年后该比重在 20% 附近上下波动。

债务结构方面，日本国债均为内债，且近半为央行持有，践行了财政赤字货币化。截至 2023 年年末，日本国家政府债务总计约 1286 万亿日元，为 2023 年日本名义 GDP 的 2.2 倍。分结构来看，政府债券规模达 1146 万亿日元，占日本政府债务的 89%，短期国库券 92.2 万亿日元，占比 7%，二者合计占比 96%，近 40 年来一直是日本政府债务的主体。此外，日本还有部分政府借款，2023 年年末占比 4%。值得注意的是，日本政府债券均为内债，日本央行数据显示，自 1988 年年末以来，日本政府国外发行的债券余额始终是 0，这在一定程度上保证了日本债务率畸高却未发生严重的金融危机。从持有人结构来看，日本央行是日本国债的最大持有人，2023 年年末持有近 50% 的日本国债和短期

国库券。2013 年日本央行引入量化质化宽松（QQE）后，次年央行持有国债比重突破 20%；2016 年日本央行启动收益率曲线控制政策（YCC）以来，央行持债比重就长期处于 40% 以上。

政府举债度日，债务率居高难下，财政政策推动经济的能力有限。2023 年的日本国家政府债务总计是 GDP 的 2.2 倍，是一般会计收入的 10 倍，政府以税收为支撑来偿还债务已积重难返。同时，日本经济长期低迷，为刺激经济，财政政策“易宽难缩”，日本不可能为偿还债务而收紧财政、打击经济。在此背景下，以借新还旧维持债务稳定和经济社会平稳成为更加现实的选择。日本经济奇迹有赖于政府主导型发展模式，该模式的核心在于以公共投资、产业政策推动经济增长和转型。但公共投资高企必然意味着大规模的政府负债，而日本已成为世界主要经济体中政府债务率最高的国家，导致财政发力空间日益缩小，对推动经济回升质效有限。

四、日本货币政策展望：渐进式调整，在美联储降息前汇率依然承压

货币政策难以改变日本经济长期潜在增长率。20 世纪 90 年代以来，尽管日本超宽松货币政策花样百出，但日本经济增速并未出现明显抬升。经济学理论和多国实践已经论证，货币政策在长期中并无法改变经济潜在增长率。希望以宽松货币政策让日本经济重回高速增长无异于缘木求鱼。日本央行在 2001 年就已多次表示，为了日本重回稳定和可

图10 日本央行持有的日本政府债券规模比重持续上升



持续道路，金融体系、经济结构和工业等方面的结构性改革不可或缺。当前，安倍经济学也只是通过资产渠道修复了房地产和股市价格，在财富效应层面一定程度修复了经济，但诸多中长期问题、体制性问题、结构性问题难以通过宽松政策彻底改变。

通胀回暖可持续性存疑，货币政策剧烈调整的可能性较低。日本银行作为日本的中央银行，其货币政策理念在于“通过实现价格稳定，为国民经济的健康发展作出贡献”。但IMF、世界银行均预测2024年和2025年日本经济增速为0.9%和0.8%，未脱离过去30年的经济增速趋势。本文第二部分也论述了日本经济回升的可持续性仍然存疑，当前货币政策框架并未改变宽松取向，未来也难以进一步剧烈调整。

货币政策难以进一步大幅度调整，否则可能导致金融市场和政府债务过度承压。如日本货币政策大幅度调整，日本国债等资产价格可能剧烈波动，增添市场恐慌情绪。同时，如果市场预期日本央行可能大幅度调整货币政策，则市场投资者为规避损失将争先卖出债券离场，导致债券市场波动过大，甚至日本央行不得不天量承接市场卖出的国债，导致日本国债市场交易对手进一步萎缩。日本政府债务率已连续多年高居世界主要经济体的首位，利率大幅度回升将导致政府债务付息压力增大。另外，日本货币政策调整还可能引起经济全方位变局。日本央行于2023年4月发文表示，自20世纪90年代末日本经济陷入通货紧缩以来，实现物价稳定一直是数十年的焦点问题，并已实施各种货币宽松措

施。这些货币宽松措施相互关联，对日本经济活动、价格和金融机构产生了广泛影响。

美日利差导致汇率贬值压力存在，日元贬值可能导致日本国内经济表现分化。在日本货币政策调整空间缩减的背景下，日元汇率贬值压力持续存在。只有美联储进入降息周期，美国和日本利差缩窄，才能逐步缓解日元贬值压力。需要注意的是，日元贬值带来日本企业海外投资收益增值，但海外投资收益获得者以大公司为主。而日元贬值将导致日本国内通胀变相上升，特别是进口型企业成本上升，粮食、蔬菜价格上涨，抬升居民生活成本，居民实际收入可能下滑，中小企业承压。因此，日元贬值利好海外投资收益丰厚的企业部门，但给中小企业和居民部门带来不利影响，日本央行是否下场干预汇率，取决于日元贬值带来的成本和收益二者之间的权衡。

五、日本经济发展对我国的启示

经济发展应向改革要动力，不能患上类似日本的“货币政策依赖症”。尽管日本施行多种非常规超宽松货币政策，但并未改变自身经济增速中枢水平、物价水平处于长期低迷的现实。事实上，经济学理论和多国实践已经论证，货币政策主要以改善短期需求为主，在中长期难以改变经济潜在增长率。日本央行在2001年就曾多次表示，金融体系、经济结构和工业等方面的结构性改革对于日本重回可持续道路不可或缺。以日本为鉴，我国应杜绝货币

图11 美国利率水平是影响美元兑日元汇率的重要因素



政策依赖,认识到货币政策有其政策效力边界。提振我国经济发展态势需要多措并举,核心是依靠持续推进经济深层次改革,激发经济内生活力。应加强财政货币政策的协调配合,特别是在当前储蓄意愿较强、货币有所沉淀、货币政策效力减弱的背景下,更加注重发挥财政政策直达实体经济、改善经济结构的效能。注重推进我国产业改革,更新工业体系,提升服务业水平,助力我国摆脱依靠房地产和地方基建的增长老路。同时,借鉴日本老龄化历程,我国应筑牢就业、民生等社会底线,提前布局银发经济,降低养育成本,提高生育率,在保障供给侧产业升级的同时,助力需求侧协同共进,实现经济高质量发展。

以中性视角看待政府债务问题,积极优化财政支出结构,提高财政政策效能。当前有观点呼吁我国加大中央财政力度,提升政府部门债务率水平以刺激经济增长;也有观点认为,我国地方政府隐性债务较大,债务风险较大。借鉴日本的财政赤字货币化特征,我国不应滥用政府债务,但对债务也应秉持中性态度,不必“谈债色变”。尽管日本政府债务庞大,但有巨大资产支撑且债务均以日元本币为主,一直未有明显的债务危机,我国也具备资产支持和债务本币为主的特征,风险可控。特别是当前我国政府债务处于合理区间,具备足够的政策空间,积极财政仍可以相当赤字作为支撑。财政“融到钱”后需关注“花好钱”。借鉴日本的财政支出长期被社保和债务偿还捆绑、未能及时推进经济产业变革的教训,我国应将财政支持与产业“弯道超

车”结合起来,推动我国经济高质量发展。借鉴日本公共工程支出比重逐步下滑和老龄化日趋严重的历程,我国还应将财政从“投资型”转变为“民生型”,避免投资领域的重复性建设而加剧政府债务负担,应健全社会福利体系,增强居民部门信心,积极扩大内需。

参考文献:

- [1] 郭可为. 日本通缩问题对中国通缩治理的启示 [J]. 日本问题研究, 2015 (5): 11-20
- [2] 李清如. 国际变局下日本经济形势分析与展望 [J]. 东北亚学刊, 2024 (2): 66-83+147
- [3] 刘轩. 日本长期通货紧缩的形成机理与政策警示 [J]. 现代日本经济, 2016 (6): 1-13
- [4] 闫坤、张晓珉. 日本走出通缩了吗 [J]. 中国外汇, 2023 (21): 22-24
- [5] 闫坤、张晓珉. 日本货币政策在经济增速“换挡”后的经验教训 [J]. 经济导刊, 2023 (8): 59-61
- [6] 闫坤、张晓珉. 日本财政收支长期失衡致使政府债务率畸高 [J]. 经济导刊, 2023 (8): 55-58
- [7] 闫坤、张晓珉. 日本或以渐进式方式修正货币政策 [N]. 中国经济时报, 2023-7-5
- [8] 闫坤、张晓珉. 日本货币政策展望: “摸着石头过河”的小步调整 [N]. 中国经济时报, 2024-3-29
- [9] 殷剑峰. 通货紧缩的日本案例剖析 [J]. 中国外汇, 2023 (12): 24-29
- [10] 赵硕刚. 日本通货紧缩的成因分析及对我国预防通缩的建议 [J]. 发展研究, 2015 (12): 16-19

(责任编辑:冯天真)

“30·60”背景下银行业金融机构 转型贷款实施规范研究

◎许建军

摘要：转型金融是指支持高碳密集型产业实现绿色转型的金融活动。当前，对高碳行业的低碳转型活动支持力度亟待提高。在此背景下，转型金融与绿色金融是实现“30·60”目标的两大重点领域。近年来，转型金融领域不断发展，已在行业转型目录制定、转型金融产品创新和市场开发等方面取得了重要突破，但银行在支持转型活动时仍面临诸多问题。本文梳理国内外转型金融相关研究，分析各类转型金融业务与管理机制实践，尝试构建银行业金融机构转型贷款实施规范，明确转型贷款贷前、贷中、贷后三大关键环节的管理规范，为提高银行业金融机构在转型贷款领域的规范性、实操性和有效性提出建议。

关键词：转型金融；转型目标；转型披露；实施规范

中图分类号：F832 **文献标识码：**A

实现“双碳”目标需要大量的资金支持。传统

框架下的绿色金融对高碳行业低碳转型和实现可持续发展相关的经济活动覆盖十分有限，导致高碳行业普遍面临金融支持不足、缺乏投融资保障等问题。转型金融支持高碳密集型产业向绿色低碳转型，对实现“双碳”目标具有重要意义。对银行业金融机构而言，转型贷款是转型金融业务的主要形式。通过建立转型贷款实施规范，可支持银行完善转型金融业务流程，有效防范“假转型风险”，切实支持经济绿色低碳发展。

一、转型金融的研究背景与意义

（一）转型金融的内涵和依据：金融支持高碳行业向绿色低碳转型

近几年，部分国际组织、经济体及机构出台各类文件与相关标准，探索从不同角度界定转型金融概念。经济合作与发展组织（OECD）于2019年3月最早提出了转型金融这一概念，认为转型金融指