



大公国际：日本通缩泥沼——破局路与启示录

国际合作部 赵红静

2025 年 4 月 14 日

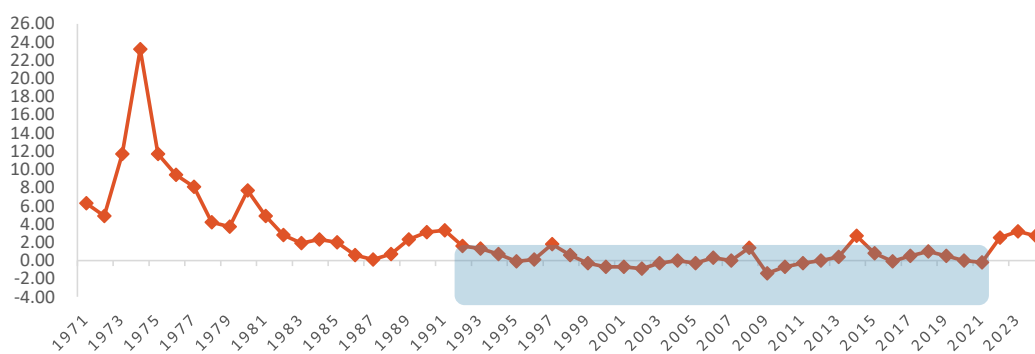
外部输入性通胀及日本劳动力供给紧张带来的物价上涨效应，加之日本央行于 2024 年初历史性退出负利率政策，使得“日本是否真正摆脱通缩”这一问题成为全球热议的焦点。面对长期超宽松货币政策难以破解的结构性通缩困境，日本央行采取创新策略：借助输入性通胀契机，着力构建“物价-工资-消费”的良性循环机制，顺势推动货币政策正常化进程。然而，由于内生性通胀机制尚未稳固形成，叠加人口老龄化、政府债务高企等结构性因素制约，日本彻底摆脱通缩的前景仍不明朗，货币政策正常化面临诸多挑战。日本陷入通缩泥沼的教训为我国防范通缩风险提供了重要启示，如建立前瞻性的通胀预期管理机制，着力扩大内需以夯实物价稳定基础，优化货币政策传导机制并强化政策协同效应等。

一、私人部门资产负债表衰退、政府债务负担过重及人口老龄化加剧是日本深陷长期通缩困境的根本原因。

日本通缩呈现出平稳且持续的特点。自 20 世纪 90 年代日本经济进入“失去的 30 年”，与经济增速放缓相伴，日本物价形势陷入长期通缩。数据显示，在 1992-2021 年的 30 年间，日本 CPI 同比增速年度均值约为 0.3%，其中仅有 2014 年一年超过 2% 的调控目标、更有 16 个年份处于零或负增长（如图 1），这表明日本长期受制于通缩压力。与典型通缩案例相比，日本通缩呈现出平稳且持续的特点，例如，美国大萧条期间（1931-1932 年）物价年降幅高达 10%，但美国仅用 4 年就走出了通缩。反观日本，1992-2021 年间物价累计下降 6.1%，年均降幅仅为 0.2%。这种长期物价基本持平的现象，被经济学家称之为“慢性通缩”。



图1 日本CPI年度同比 (%)



数据来源：Wind、大公国际整理

日本长期陷入“慢性通缩”的核心原因在于需求持续疲软。泡沫经济破灭后，资产价格下跌、产能过剩问题暴露，叠加人口老龄化加快，导致日本经济总需求不足。日本央行原行长白川方明曾明确指出，日本通缩的根源在于需求不足。而造成日本需求不足的深层原因，主要可归纳为以下三方面。

首先，日本经济陷入资产负债表衰退与结构性僵化的双重困境。泡沫经济破灭后，私人部门陷入资产负债表衰退，企业因资产缩水而负债率飙升，被迫优先偿债而非投资，导致民间投资长期低迷。2021 年日本国民名义总支出仅为 1995 年的 92%。与此同时，私人部门还面临多重结构性制约，其一，支柱产业受困于转型升级滞后与同质化竞争，发展动能持续弱化；其二，政府救助政策导致大量低效“僵尸企业”得以存续，不仅挤占社会资源，更扭曲了市场竞争机制；其三，传统的终身雇佣制和年功序列制严重限制了人才流动和创新活力。

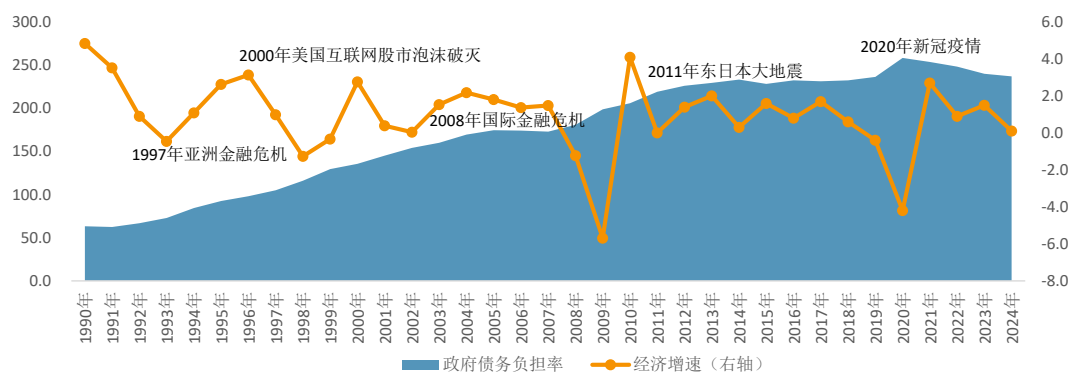
其次，政府债务负担率高企严重制约财政政策空间，使其难以有效提振经济。日本政府债务负担率从 1992 年的 66.8% 飙升至 2021 年的 253.7%（如图 2），且每逢突发重大危机事件便加速攀升。这种债务困境导致财政刺激效果边际递减，一方面，偿债压力迫使大量资金用于债务滚动，而非公共投资；另一方面，在私人部门持续疲软和“低欲望社会”的双重制约下，传统凯恩斯主义的赤字财政政策对刺激总需求和摆脱通缩的效用显著弱化，进而形成了政策效力递减的恶性循环。

最后，日本深度老龄化对经济供需两端形成系统性压制。日本早在 1970 年就已迈入老龄化社会，2005 年进一步进入超老龄化社会（65 岁以上老年人口占总人口的比重超过 20%）。老龄化程度加剧背景下储蓄养老倾向增强导致私人消费意愿持续低迷，老龄化相关的社会福利支出增加挤占公共财政资源，社保支出占比从 1965 年的 14.7% 飙升至 2022 年的 30% 以上，规模达 1990 年的 3.2 倍，同时



挤压公共投资占比从 1972 年的 22% 降至 5.6%。此外，劳动力锐减造成资本相对过剩，进而引发资本品价格加速下跌。这一传导机制通过双重路径抑制消费，一是通过抑制企业投资需求传导至工资和就业市场，二是产生负向财富效应削弱居民消费能力。

图2 日本经济增速及各级政府债务负担率（%）



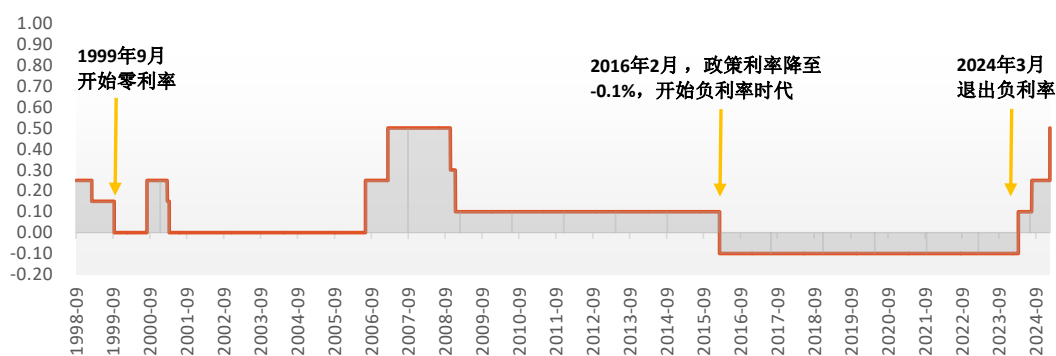
数据来源：Wind、IMF、大公国际整理

二、超宽松货币政策难破通缩困局，日本央行创新应对通缩策略，并顺势推动货币政策正常化进程。

日本超宽松货币政策的失效凸显了通缩治理的结构性困境。为应对持续三十年的经济停滞与通缩压力，日本央行自 1999 年起实施了一系列史无前例的宽松政策：从最初的零利率政策（1999 年），到量化宽松（QE，2001 年）、全面量化宽松（CME，2010 年），再到质化量化宽松（QQE，2013 年）和收益率曲线控制（YCC，2016 年），期间更包含长达八年的负利率时期（如图 3）。然而，在资产负债表衰退与深度老龄化的双重制约下，这些政策释放的流动性始终难以有效传导至实体经济。一方面，企业部门持续去杠杆抑制了信贷需求；另一方面，老龄化导致的消费低迷削弱了货币乘数效应。这种流动性陷阱现象使得货币政策传导机制失效，最终导致日本央行虽维持超宽松政策二十余载，却始终未能实现稳定通胀的政策目标。



图3 日本央行政策利率 (%)



数据来源：Wind、大公国际整理

日本央行实施了一项创新的应对通缩策略，并顺势推动货币政策正常化进程。该策略视外部输入性通胀为摆脱通缩的机遇，通过通胀预期和薪资增长建立“物价-工资-消费”的良性循环，推动通胀从成本推升型转化为需求拉动型。其底层逻辑或主要包含以下方面的考量。第一，借助输入性通胀势头，建立日本央行长期寻求的工资-通胀正向循环，可持续实现央行 2% 的通胀目标。第二，日本亟需通过货币政策正常化应对长期超宽松货币政策带来的负面影响，主要包括：长期货币宽松造成日本财政赤字货币化问题突出，国债价格被人为扭曲的客观挑战愈发凸显，日元汇率在美日利差持续高位下面临着严峻的贬值压力，输入性通胀带来的生活成本压力导致经济复苏乏力。第三，通过货币政策正常化增强公众对长期通胀的预期，避免通缩心态进一步固化。第四，利用输入性通胀的窗口期，小幅加息修复政策工具（如利率调节能力），同时通过薪资增长和通胀预期锚定增强经济抗通缩韧性，为未来可能的通缩回潮预留政策空间。

基于通胀持续上涨和薪资增加，日本央行自 2024 年初以来采取了一系列措施推进货币政策正常化。通胀方面，自 2022 年初以来，地缘政治冲突背景下能源和食品价格上涨推动日本通胀率逐步上升，而美日利差走阔加剧日元贬值压力，进一步加大输入性通胀压力。2024 年，日本年度 CPI 和去除生鲜食品后的核心 CPI 分别同比上涨 2.7% 和 2.5%，通胀率已连续三年保持在或高于日本央行 2% 的目标水平。薪资方面，劳动力市场紧张及通胀高企推动薪资水平提升，2024 和 2025 年“春斗”薪资谈判中，平均工资涨幅均高于 5%。货币政策方面，2024 年 3 月，日本央行将基准利率从 -0.1% 上调至 0-0.1%，正式结束负利率政策，并决定结束收益率曲线控制政策(YCC)；2024 年 7 月，将政策利率进一步上调至 0.15%-0.25%，并公布缩表计划¹；2025 年 1 月，将政策利率从 0.25% 上调至 0.5%，创 17

¹ 每个季度减少约 4,000 亿日元，到 2026 年第一季度月度购债规模将减少至 3 万亿日元。



年来新高。

三、日本能否走出通缩变数仍存，货币政策正常化道阻且长。

工资和物价的良性循环仍存在不确定性。尽管日本前央行行长黑田东彦在2025年初宣称日本已“完全”告别通缩，但财务大臣加藤胜信随即以“确保通胀不回落、经济不倒退”的审慎立场提出不同看法。当前日本是否走出通缩的关键争议点在于通胀是否由内需驱动。就目前来看，日本通胀仍属成本推升型，能否转化为需求拉动型通胀仍不确定。一是通胀仍主要由成本驱动。截至2025年2月，日本CPI和核心CPI分别同比上涨3.7%和3.0%。其中，蔬菜价格同比上涨28%，大米价格暴涨81.4%，电费增加9%。居民生活成本持续攀升仍是通胀的重要推手，主要由日元贬值、劳动力市场紧张、能源及物流成本较高等推动。二是工资增长可持续性存疑。工资涨幅追不上物价涨幅的局面仍在持续，实际工资持续下降。2024年日本民众实际工资收入比上年减少0.2%，实际工资水平已连续三年下降。“春斗”谈判的薪资涨幅主要集中于少数大企业，中小企业²工资涨幅明显低于大企业。生产成本上升和消费需求不足导致中小企业经营压力突出、利润空间被挤压，为员工涨薪的空间实际上非常小。三是造成日本通缩的根本性原因并未消除。人口结构少子老龄化、产业结构转换滞后以及政府债务负担持续高位等长期积累的结构性顽疾仍然存在。日本经济评论家门仓贵史表示，只要通胀不是来自于国内需求旺盛及工资成本增加等因素，日本经济重陷通缩的风险依然存在。

日本央行货币政策正常化进程面临艰难平衡。自2024年初退出负利率以来，日本央行货币政策正常化进程较为缓慢，反映出其在稳定汇率、控制通胀、促进经济增长、平衡政府债务可持续性以及应对外部贸易环境风险等多方面面临艰难平衡。一方面，通胀上升及汇率贬值推动进一步加息。一是高通胀导致经济复苏乏力。2024年日本实际经济增长率仅为0.1%，几乎处于停滞状态。工资增长跟不上物价涨幅，导致私人消费低迷，占日本经济比重一半以上的私人消费下降0.1%，四年来首次转为负值；同时，原材料、能源和劳动力成本不断增加，叠加市场需求疲软等因素，导致传统制造业企业投资信心缺乏，企业设备投资增长动能不足。二是汇率贬值压力持续较大。受2024年上半年美日利差预期变化以及下半年美国经济降温预期和美元指数走低等多因素影响，2024年全年日元整体呈现震荡贬值趋势，平均汇率较上年贬值7.8%。日元汇率大幅贬值抬升进口成本、

² 2025年1月14日，日本民间企业信誉调查机构东京商工调查所公布的数据显示，2024年总计有10,006家日本企业破产，同比增加15.1%，创下2013年以来的新高，其中10,004家为中小企业。



压缩企业利润，并削弱居民实际收入及购买能力，虽然政府进行多次干预，但难以扭转贬值趋势。

另一方面，内生通胀良性循环尚未形成、债务可持续及特朗普关税政策带来的外部风险成为货币政策正常化的制约因素。一是如前文所述薪资-通胀正向循环机制能否建立尚存在不确定性，若日本央行采取快速加息措施，将扼杀初现端倪的内生通胀良性循环，使当局谨慎“呵护”再通胀的努力功亏一篑，甚至可能重蹈长期“慢性通缩”覆辙。二是利率上升对日本财政稳定性构成严重威胁。截至2024年底，估计日本各级政府债务负担率约为237.0%，远高于其他主要发达经济体。一旦国债收益率出现显著攀升，政府债务利息支出将急剧增加，引发市场对日本政府债务可持续性的担忧。三是特朗普关税政策加剧的外部风险可能迫使日本央行维持谨慎立场。美国总统特朗普推行的系列关税措施中，涉及日本的主要包括对日本征收24%的“对等关税”，以及对进口汽车征收25%的追加关税。这些措施可能严重冲击日本出口，尤其是汽车行业，从而拖累整体经济表现。在此背景下，日本央行的加息步伐或将慢于预期。

四、日本经验对我国通胀管理的三点启示。

根据国家统计局数据，当前我国物价运行呈现“三低”特征，CPI低位波动，PPI持续负增长，GDP平减指数走弱。虽然尚未构成典型通缩，且物价低位运行呈现周期性、局部性和阶段性特点，但日本陷入通缩困境的教训为我国预防通缩风险提供了以下启示。

第一，加强通胀预期管理，提振微观主体信心。日本对抗通缩的实践表明，一旦形成长期通缩预期，将产生自我强化的恶性循环，不仅削弱政策效力，还会加大经济恢复难度。当前我国宏观经济数据与微观体感出现偏差，价格水平偏低正是这一现象的核心成因。这已引起决策层的高度重视，2024年中央经济工作会议首次将价格总水平纳入宏观调控核心目标，提出要实施适度宽松的货币政策，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。中国人民银行明确提出，把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量。2025年两会政府工作报告将CPI预期目标从3%调降至2%左右，反映出引导和管理预期更加务实。可以预见，随着后续稳价格政策的持续发力，微观主体信心有望得到实质性改善。

第二，着力扩大内需，增强需求侧对物价的支撑作用。需求不足是日本长期通缩的根本原因，而当前我国物价低位运行同样反映出国内有效需求不足的问题。



但与日本因结构性改革滞后导致需求疲软不同，中国具有超大规模市场的需求优势、产业结构不断优化、内需潜能巨大，稳预期促增长的现实条件较为充分。2025年政府工作报告将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”作为首要任务，主要措施包括：1) 消费端，围绕提升消费能力、增加优质供给和改善消费环境实施提振消费专项行动；2) 投资端，运用超长期特别国债支持“两重”、“两新”建设，实施投向领域负面清单管理以及支持和鼓励民间投资发展；3) 产业端，通过产业深度转型升级为内需潜力释放提供坚实支撑。这些举措不仅着眼于短期需求提振，更立足于长期结构性改革推动经济高质量发展。在政策组合作用下，内需扩张将形成对物价水平的有效支撑，同时为经济持续回升提供核心驱动力。

第三，拓展货币政策空间，优化传导机制，强化政策协同效应。日本对抗通缩的经验表明，单一货币政策在应对通缩时存在明显局限性：既受制于传导机制不畅和政策空间不足的约束，又难以独自承担稳定物价的重任。这一教训凸显了加强政策协调的必要性。就货币政策本身而言，我国金融管理部门始终坚持金融服务实体经济的根本宗旨，通过多重举措提升政策效能，一是兼顾货币政策工具总量和结构双重功能，持续创新和优化货币政策工具组合，在 2025 年适度宽松的货币政策基调下，政策工具箱具备充足的操作空间。目前金融机构存款准备金率平均为 6.6%，仍具下调空间，结构性货币政策工具利率也有调整余地；二是着力疏通货币政策传导渠道，完善利率形成和传导机制，切实提升金融支持实体经济的质效。需要特别强调的是，在当前物价水平较低迷的情况下，财政政策在推动总需求扩张方面往往比货币政策更具优势，此时货币政策应更加注重与财政政策相配合。2024 年中央经济工作会议明确提出，要打好政策“组合拳”，通过建立健全跨部门协同机制，加强财政、货币、就业、产业等政策的协调配合，形成政策合力。这表明我国既有充足的政策空间，又有强大的政策协同优势，完全能够避免陷入日本的通缩困境。



报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。