



吴敬琏：日本泡沫/通缩时期 经济政策的启示



文/意见领袖专栏作家 吴敬琏



在本丛书所涵盖的“泡沫和通缩时期”（从 20 世纪 80 年代中期到本世纪初期），日本经济经历了前所未有的巨大波折。先是日元大幅度升值，然后是地产、股票等资产价格飞涨和泡沫经济的极度膨胀，最后随着泡沫瞬间破灭，日本经济陷入超过十年的长期萧条。因此，这一时期就成为现代日本乃至世界经济史上具有标志性意义的节点，而研究这 20 来年日本经济发展的起伏变化和日本当局政策应对的得失，更是日本乃至国际经济界和学术界经久不衰的热门话题。

这一时期起始于 1985 年。当年 9 月，经过长时期的艰难谈判，法国、联邦德国、日本、英国、美国等“五国集团”在纽约的广场饭店签订协议，约定通过它们的协同行动，实现日元、德国马克等“非美元货币对美元的

有序升值”，以纠正美元高估和全球金融系统失衡。广场协议签订以后，美元对日元的汇率迅速从 1 美元兑 250 日元左右上升到 1 美元兑 200 多日元。1986 年 1 月，又突破广场协议谈判时日方认为可以接受的 200 日元，并继续奔向战后汇率的新高点。

这时，日本当政者受到两方面的压力：一方面，作为日本经济支柱的汽车、家用电器、半导体等出口产业认为，日元升值将会损害本产业的出口竞争力，因而表现出对自民党政府支持日元升值的不满。同时，日本许多媒体也跟风对日本政府支持日元升值政策进行声讨。反对党和自民党内的升值反对派政治活动家甚至企图利用这种情势把时任首相的中曾根赶下台。另一方面，广场协议生效后，美国继续对日本施加压力，要求后者承诺通过扩大内需来降低仍然居高不下的日方经常账户顺差和美方经常项目逆差。

面对国内外的压力，中曾根首相邀约 18 位资深官员和经济学家成立了他的私人咨询机构“为实现国际协调的经济结构调整研究会”，为他提供应对时局的政策建议。由于这个研究会是由前日本中央银行（日本银行，简称“日银”）行长前川春雄担任会长的，所以又被通称为“前川研究会”，它为中曾根提供的策论报告也被称为《前川报告》。虽然这份报告 1986 年 4 月 7 日才正式发布，但在此前 5 个月紧锣密鼓的研讨过程中，它的基本内容已经被日本政府的领导层所接受，成为经济政策的指导方针。

这一方针的核心内容，是实现由出口导向到内需主导的“结构转换”，

以便满足美国对日本提出的要求和安抚日本国内的不满。为了扩大内需，《前川报告》要求“财政金融应承担起重要责任”。于是，日银和大藏省闻风而动。从1986年1月到1987年2月的一年时间里，日银5次下调央行再贴现率，从4.5%下调到历史最低水平的2.5%。这个超低利率一直保持到1989年5月。1986年7月再次当选首相的中曾根改组内阁，任命一贯批判广场协议、自诩为凯恩斯主义者的宫泽喜一为大藏相。随后，日本政府在1987年5月推出了“紧急经济对策”，以5万亿日元的公共投资加1万亿日元的减税进行高强度的财政刺激。

在空前未有的扩张性宏观经济政策的推动下，地产、股票等资产的价格迅速上升。据日本政府公布的数据，1986年末东京都市圈土地价格比上年末上涨23.8%，1987年进一步上涨65.3%。到1989年底，日本全国土地价格总额高达2400万亿日元，是当时日本GDP的6倍，也是国土面积达日本26倍的美国全国土地价格总额的2.9倍。日经平均股价在广场协议签署的前一个交易日（1985年9月20日）只有12666点，1987年2月初就涨到2万点，1988年12月突破3万点，一年后的1989年末达到创历史记录的38915点。仅仅4年多的时间股价上升了3.1倍。

早在1987年就有日本有识之士指出地价和股价“高烧不退”，只是虚幻的“泡沫”。但是，当时日本大多数人都沉浸在人均GDP已经超过美国、1991年甚至达到美国人均GDP151%的“日本第一”乐观氛围之中，没有人理会这一警示。加之习惯上作为通货膨胀表征的消费物价指数(CPI)

持续稳定在 1%左右的低水平上,这就使宏观当局更加认为完全没有必要实行将会拖累 GDP 增长的紧缩政策。直到 1989 年年中,有关当局才取得共识,决定进行政策调整。日银从 1989 年 5 月 31 日到年末三次调整利率,把央行贴现率从 2.50%提高到 3.75%。1990 年开年时,日本舆论还认为日本经济仍将沿袭过去 5 年的成功路径,以实现 GDP 的高速增长和资本市场的兴旺发达。然而,1 月 4 日,新年第一个交易日,东京股市就突然崩盘,日元也开始暴跌,接着来的是 1991 年地价势不可挡地滑落。由此,开始了长期持续的经济衰退。

人们对于 20 世纪 80 年代后期日本经济“其兴也勃焉,其亡也忽焉”的大幅度波动提出的核心问题是:什么原因造成了金融市场的崩溃和长期持续的经济衰退。对此,日本经济界和经济学界一直存在不同的观点。

从学术观点着眼,本丛书第一卷《宏观经济与产业结构》主编深尾京司教授把不同的见解大致区分为两类:一类按照凯恩斯主义的理论,侧重于有效需求不足等需求侧的因素;另一类则侧重于全要素生产率(TFP)降低等供给侧的因素。

从政策角度着眼,也可以把不同的观点大体区分为两类:一类观点是,日本接受广场协议以及随之而来的日元升值,是导致日本经济衰退的基本原因。另一类观点则认为,日本“失去的二十年”发生于广场协议签订 5 年之后,其间隔着一个资产泡沫的急速膨胀,而资产泡沫的急速膨胀,又只能归因于宏观当局对日元升值的过度反应。长时期地实施极度宽松的宏

观经济政策，使得靠高杠杆支撑的资产价格的急速上涨和泡沫经济的形成。在他们看来，后来的泡沫爆破以及由此引发的资产负债表危机，其实就发轫于此。

20 世纪 90 年代以来，世界论坛上出现了大量描述和论述这个历史时期日本经济和日本政府经济政策的著作，包括一些具有很高水平的著作，例如曾任美国联邦储备委员会主席的 P. 沃尔克 (Paul Volcker) 和日本大藏省副相的行天丰雄合著的《时运变迁：世界货币、美国地位与人民币的未来》(1992/2016)、日本央行前行长白川方明的《动荡时代：白川方明亲历日本经济繁荣与衰退的 39 年》(2018)。这些著作都对日本在 20 世纪 90 年代陷入长期衰退的原因做出了精湛的分析，澄清了一些对“日本故事”的错误解读。不过，在有些报刊上，也广泛流传着一些肤浅解读、甚至完全违背实际情况的讲述“日本教训”的文章。

与此同时，在国际论坛上还发表了一些探究在广场协议中处于与日本类似地位的联邦德国经济和经济政策的著作。早在广场协议达成以前的 1982 年，通过德国联邦议会的“建设性不信任投票”取代社民党-自民党联合政府执政的基民盟/基社盟-自民党联合政府就摒弃了上一任政府采取的凯恩斯主义式的需求导向政策，循着秩序自由主义的路径，实现了市场经济的复兴。所以面对西德马克升值的冲击，他们没有采取日本宏观当局实行的那种扩张性宏观经济政策，而是进一步推行供给导向即改善供给环境的政策，包括放松管制、促进竞争、扩大开放、降低社会支出等等。

这一系列政策由于激发了市场的经济活力而取得了极大的成功。到 1986 年末，联邦德国重新回到现代工业国的第一梯队，人均工业增加值全球第一，出口总额也超过美国和日本等顶尖国家。1988 年和 1989 年甚至成为 20 年来经济最繁荣的年代。由于日德两国采取了完全不同的应对策略，结果也大相径庭。

这样，论述联邦德国在广场协议后经历的理论著作和历史著作，也成为人们研究日本泡沫/通缩时期经济和经济政策的重要参考文献。

不过，要想更严谨深入地研究泡沫/通缩时期日本经济和经济政策，不仅要有依据事理的讨论，还需要在掌握充分数据的基础上进行细致入微的定量和定性分析，才能对纷纭的议论做出无可争议的评判。

为了更通透地了解泡沫和通缩时期的日本泡沫经济的形成以及和泡沫经济破灭后经济长期停滞的原因和后果，日本内阁的经济社会综合研究所 2007 年邀集了 100 多位日本主要的政治学家和经济学家开展了一项大规模的课题研究。课题组用了两年半的时间，对日本宏观经济、产业结构、货币政策与泡沫经济、国际经济环境变化对日本的影响、不良债权与金融

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45562

