

## 日本失落十年的經驗與啟示\*

李榮謙、高超洋、黃麗倫、楊淑雯\*\*

### 摘要

1980年代初起，日本逐步解除金融管制，同時致力於資本移動的自由化，加以1985年的廣場協議後，日圓大幅升值，日本央行（BOJ）為協助出口產業，復採行極度寬鬆的貨幣政策，致銀行放款浮濫，房地產、股票價格狂飆。起初，BOJ並未採因應措施，資產價格泡沫持續膨脹；1989年5月起，BOJ轉而採取強烈的緊縮性措施，短短18個月內，重貼現率大幅調升3.5個百分點，資產價格泡沫終於被戳破，並帶來了往後十餘年的夢魘。

資產價格泡沫破滅後，日本資產價格急速崩跌、銀行不良債權遽升，致金融中介功能嚴重受損，而家計部門與廠商則積極去槓桿化，不僅帶來了「資產負債表型衰退」，更促使日本陷入嚴重的「通貨緊縮惡性循環」。為因應此一嚴峻的情勢，日本政府持續降息至零、採行「量化寬鬆政策」、推出存款全額保障、對銀行再資本化，並積極動用擴張性財政政策等諸多措施，然而，日本經濟仍遲至2005年左右才步入復甦軌道。

經過事後檢討，日本政府採行的政策部份有效，部份則沒有效，其間也犯了不少的錯誤。日本這段「失落十年」的經驗與教訓，對於面對2008年全球金融海嘯的各國政府而言，實具有重要的啟示。各國政府因應此次危機之所以能迅速推出各種大規模激勵措施，即是對日本「失落十年」慘痛經驗的警覺；另外，在各國經濟逐漸邁向復甦正軌之際，這些大規模激勵措施應如何退場，日本當初執行退場的經驗與教訓，正可供各國參考或引以為鑑。

\* 本文純屬作者個人意見，與服務單位無關；若有任何疏漏或謬誤，亦概由作者負責。

\*\* 李榮謙、高超洋、黃麗倫、楊淑雯分別為中央銀行業務局研究員、經濟研究處副研究員、業務局四等專員與辦事員。

## 壹、前言

日本於1990年代初因資產價格泡沫破滅，導致十年間出現嚴重的「資產負債表型衰退」（balance sheet recession）；在這十年間，伴隨土地及股票等資產價格的下跌，銀行、家計部門及廠商均「去槓桿化」（deleveraging），積極調整資產負債表，結果民間需求大幅萎縮，一般性物價持續下跌，平均經濟成長率不及1%，失業率則高達4%。相較於泡沫破滅前的20年間，平均經濟成長率達4%，失業率僅約2%，這段期間日本的經濟表現被戲稱為「失落十年」（lost decade）。

在這段「失落十年」的期間，日本政府不僅大幅降息至接近零的水準，亦即採行所謂的「零利率政策」（zero interest rate policy），而且推出數次規模極為龐大的財政激勵方案，甚至於進行諸多的結構性改革，但日本經濟迄無太大起色。一直到2001年3月，日本央行（BOJ）史無前例地

採行「量化寬鬆政策」（quantitative easing policy），再伴隨國際經濟情勢的好轉，日本經濟終於自2005年起亮麗復甦，消費者物價指數（CPI）上漲率也自2006年起轉呈正數，正式擺脫十餘年的經濟困境。

2008年9月全球金融海嘯爆發後，各國政府為避免重蹈日本「失落十年」的後塵，紛紛推出龐大的財政激勵措施、積極降息至接近零（甚至採行「量化寬鬆政策」），並推出許多大規模的金融穩定措施。邇來，伴隨大多數國家已逐步邁向經濟復甦，未來各國政府在執行退場策略時，應以日本為鑑，避免出現類如日本政府當時的錯誤。

本文將回顧日本在這段期間的經驗與啟示。首先說明資產泡沫破滅對日本經濟的衝擊；接著引介日本政府的因應對策；進而評估日本政府政策的有效性；然後探討日本退場策略對金融海嘯後各國的啟示；最後則是本文的結論與建議。

## 貳、資產價格泡沫破滅的影響

1980年代初起，日本逐步解除金融管制，同時致力於資本移動的自由化，加以1985年的廣場協議後，日圓大幅升值，BOJ為協助出口產業，採行極為寬鬆的貨幣政策，結果銀行競相大肆放款至不具生產性與投機性的領域，造就了房地產、股票價格的

狂飆。再者，當時日本政府為紓緩貿易摩擦，擴大國內需求，而將緊縮性財政政策轉為擴張性財政政策。回顧日本在資產價格泡沫破滅前的那段期間，銀行放款與貨幣總計數M2年增率均維持兩位數的成長，顯示超額流動性確實是點燃資產價格泡沫的元兇。

鑒於資產價格泡沫不斷坐大，已導致通貨膨脹率明顯攀升，惟在大藏省（財務省的前身）希望BOJ維持低利率以擴大內需的壓力下，1988年以迄於1989年5月前，BOJ並未採緊縮性措施，使得資產價格泡沫繼續膨脹。迨至1989年5月，BOJ轉而採取強烈的緊縮性措施，短短18個月內，重貼現率即大幅調升3.5個百分點，至此，日本的資產價格泡沫終於被戳破，並帶來了往後十餘年的夢魘。

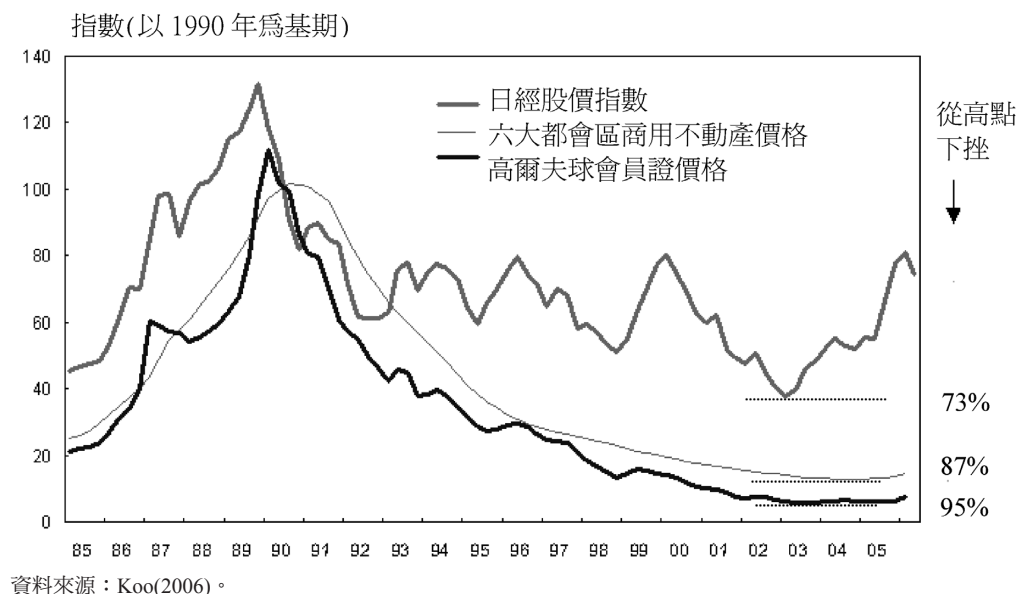
綜觀，資產價格泡沫破滅對日本經濟至

少帶來了下述的重大衝擊：

## 一、資產價格崩跌，房地產與股票財富大幅縮水

自1990年代初起，日本的資產價格開始下挫，不動產價格係緊隨股價與其他資產價格同步下跌；最高點與最低點比較，日經股價指數下挫約73%，商用不動產價格下挫87%，至於高爾夫球會員證價格則下挫95%（見圖1）。

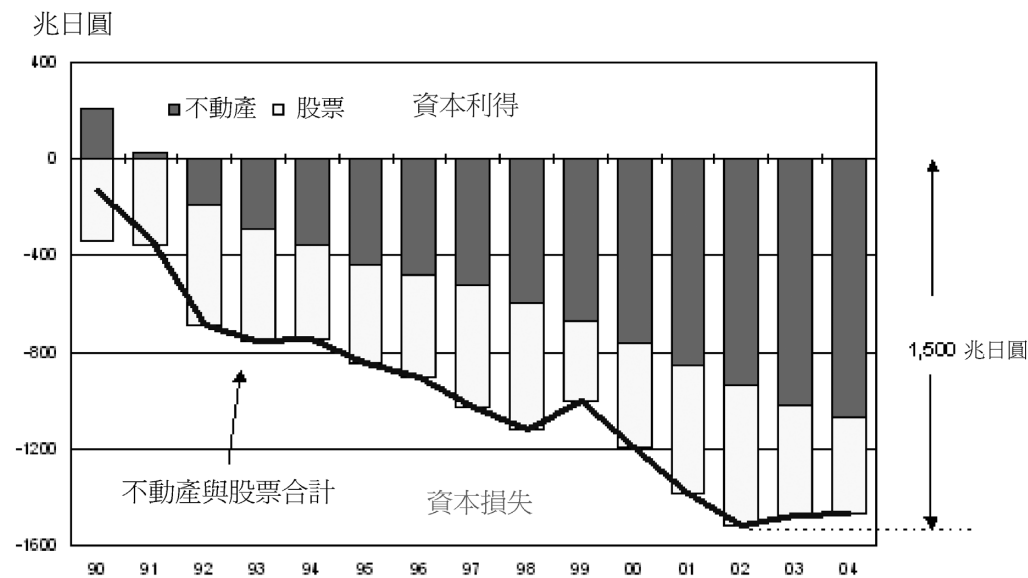
圖1 日本資產價格大起大落



在資產價格泡沫破滅後的十年間，日本不動產及股票財富足足跌掉了1,500兆日圓（見圖2），約等於日本三年的GDP。換言之，資產價格下挫耗掉了日本三年的產出。

Koo（2008）指出，這可能是現今一國在和平時期所歷經的最大經濟損失，只有美國在1929年經濟大蕭條（Great Depression）的慘痛經驗足以比擬。

圖2 日本資產價格崩跌導致財富大幅縮水



資料來源：同圖1。

## 二、銀行不良債權遽升，金融中介功能嚴重受損

由於日本銀行業握有大量上市公司股票，因此伴隨資產價格的大幅下跌，導致日本銀行業的財務明顯惡化，再加上銀行業不良債權陸續浮現，日本銀行業自1990年代初其實已顯露經營困境。

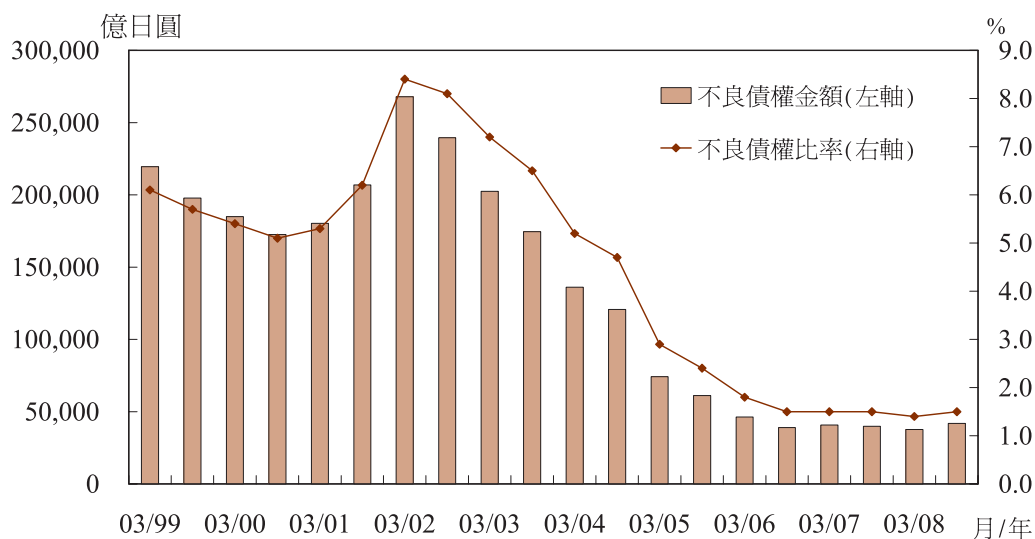
1996年間，受到許多大型信用合作社、地方銀行倒閉事件之波及，日本銀行體系出現存款擠兌的風潮，日本政府隨即宣布存款全額保障，始消弭了迫在眉睫的金融危機。1997年11月，北海道拓殖銀行及山一證券公司倒閉，日本爆發金融危機的壓力再現，至此日本政府始著手處理棘手的金融中介問題。

無論如何，歸因於日本政府延宕解決銀行業的不良債權，銀行業的不良債權自1990年代中大幅攀升至2002年稍早的26.78兆日圓或8.4%高峰（見圖3），削弱了銀行業的放款能力與意願，導致金融中介的功能嚴重受損。

## 三、家計部門、廠商積極去槓桿化，民間需求明顯轉弱

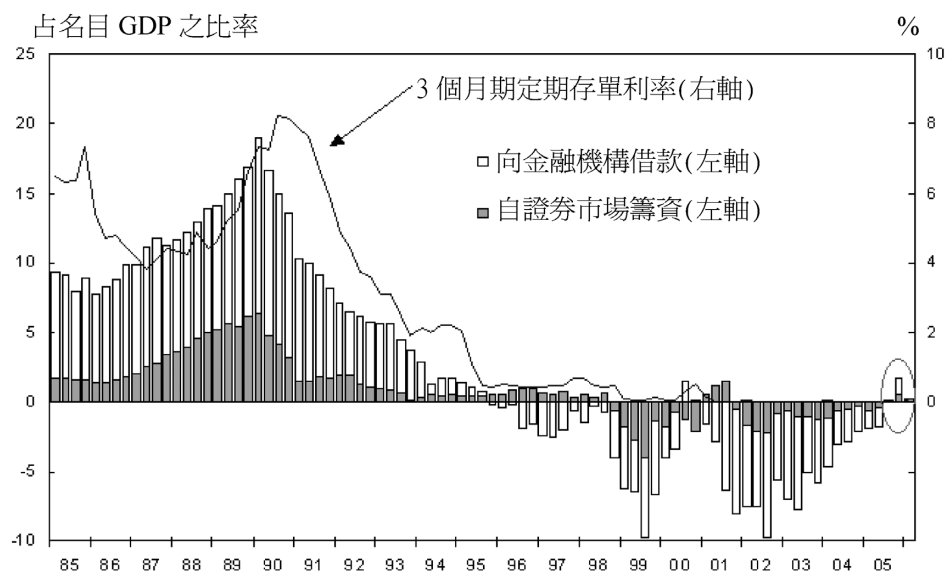
日本資產價格泡沫崩潰後的龐大資本損失，引發家計部門及企業嚴重的資產負債表惡化，彼等為了積極「去槓桿化」減輕負擔，卯足勁全力償還債務，而不敢擴大舉債來消費、投資，結果帶來民間需求的明顯轉弱。

圖3 日本主要銀行的不良債權



資料來源：日本金融廳。

圖4 日本企業的資金需求情形



註：金融機構借款占名目GDP之比率，採4季移動平均；證券市場籌資之比率亦同。

資料來源：同圖1。

觀之圖4，可以發現，在資產價格泡沫崩潰後的1990年代中期以迄於2000年代初，日本企業大幅減少向金融機構告貸，同時自證券市場籌資亦呈明顯減少；在這段期間，即使BOJ自1999年2月起採「零利率政策」，也沒有對資金需求帶來明顯的激勵作用。

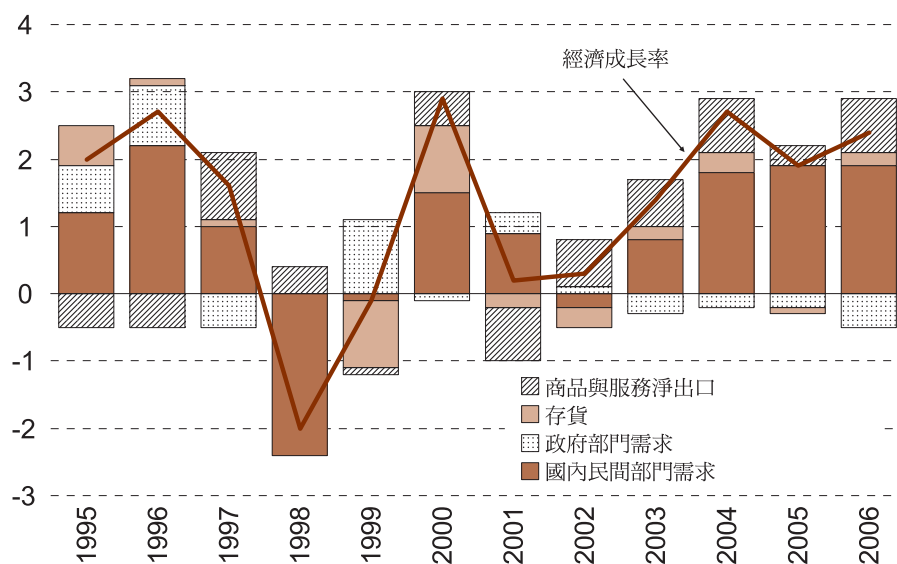
#### 四、陷入通貨緊縮的困境

由於民間需求明顯不足（見圖5），自1998年起日本的「核心消費者物價指數」（core CPI）年增率開始轉呈負數，且通膨率負成長的情況長達數年（見圖6），亦即出現了經濟學家所稱的「通貨緊縮」（deflation）。這種民間需求不足所引發的通貨緊縮<sup>註1</sup>，不僅帶來生產低落、有效需求的下挫，一旦實際通膨及預期未來的通膨下

探，則實際利率（名目利率扣除預期通膨率）將走高，而實際利率的上升將再削弱民間支出，使有效需求進一步下挫。

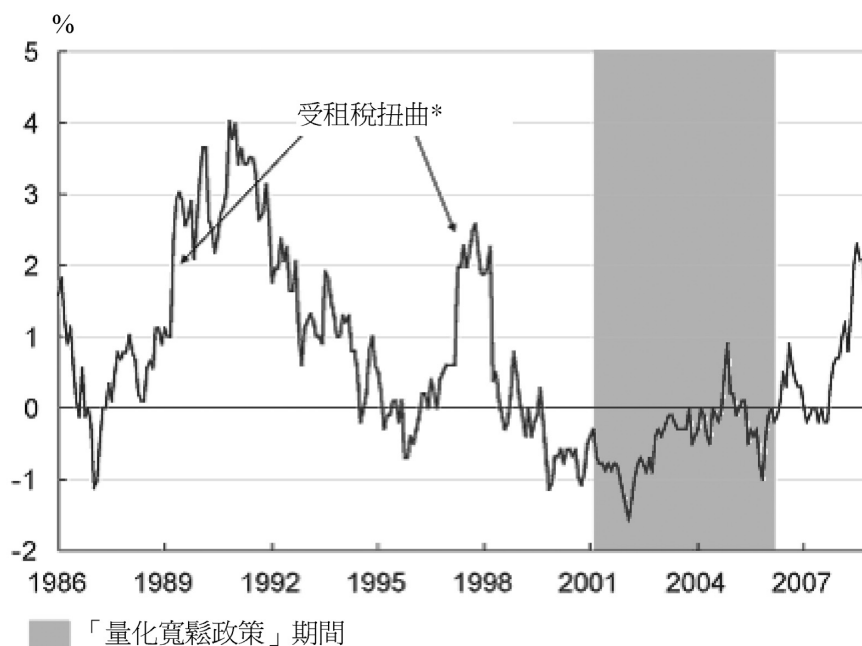
綜觀，當資產價格大幅下跌，導致金融業的資產負債表惡化，阻礙金融中介功能，進而使得家計部門與廠商積極進行「去槓桿化」，致削弱民間需求，加重一般性物價及資產價格進一步下滑的壓力；價格下跌繼之又引發新一輪的實質利率走升及「去槓桿化」，民間有效需求又再下挫；此一惡性循環的夢魘將揮之不去，這種極端的情節，即是一般所謂的「通貨緊縮惡性循環」（deflationary spiral）（見圖7）。可見，日本之所以陷入「失落十年」的困境，可歸因於「資產負債表型衰退」，帶來了嚴重自我增強的「通貨緊縮惡性循環」<sup>註2</sup>。

圖5 日本經濟成長率的貢獻來源



資料來源：IMF（2009a）。

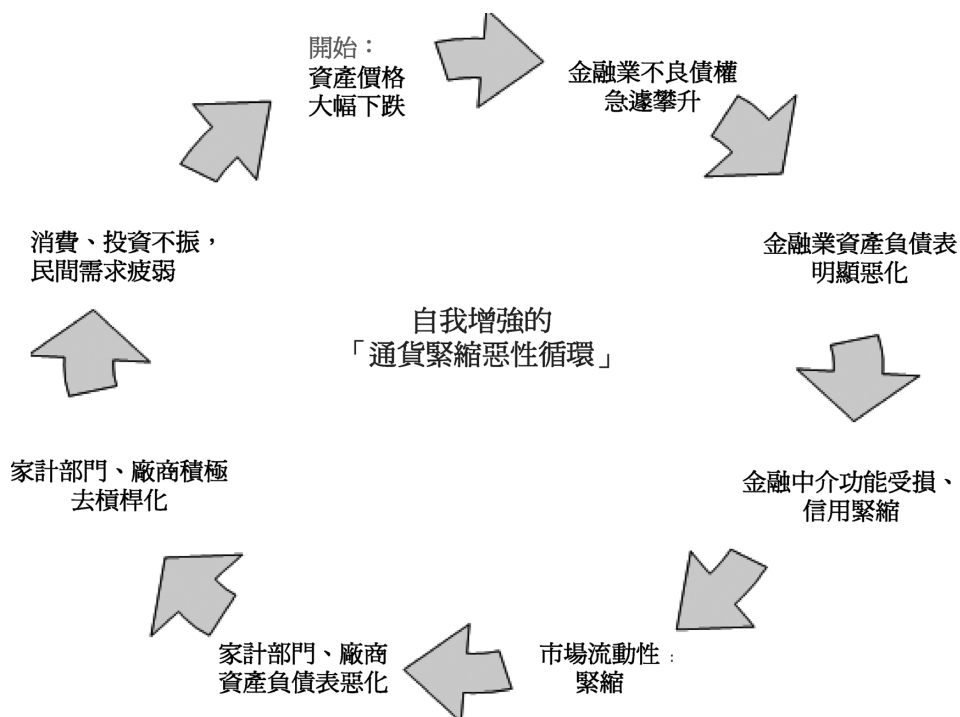
圖6 日本的核心CPI年增率



\* 日本政府於1989年4月起，開徵加值型消費稅，稅率為3%；1997年4月將消費稅的稅率由3%提高為5%。

資料來源：Humpage and Shenk（2008）。

圖7 通貨緊縮惡性循環





## 參、日本政府的因應對策

面對資產價格泡沫破滅對日本經濟帶來的重大衝擊，日本政府自1990年代中以迄於2000年代初，採行了一連串的因應對策。茲分述如次：

### 一、BOJ持續降息至接近零，並採「量化寬鬆政策」，提供市場充裕的流動性

1991年中起，BOJ將重貼現率由6%持續調降至1995年9月的0.5%，1999年2月12日更進一步採行「零利率政策」，將隔夜拆款利

率引導至儘可能的低點（見圖8）。

2001年3月19日至2006年3月9日，BOJ史無前例地採行「量化寬鬆政策」。採行「量化寬鬆政策」的這段期間，BOJ係透過買進長期公債、商業票據及資產擔保債券（ABS），持續將金融機構的準備部位維持在偏高的水準，據以促使彼等從事貸放。起初準備部位的目標只有5兆日圓，經過八度的調高，最終提高至30-35兆日圓（見圖9）。

圖8 BOJ重貼現率與隔夜拆款利率走勢

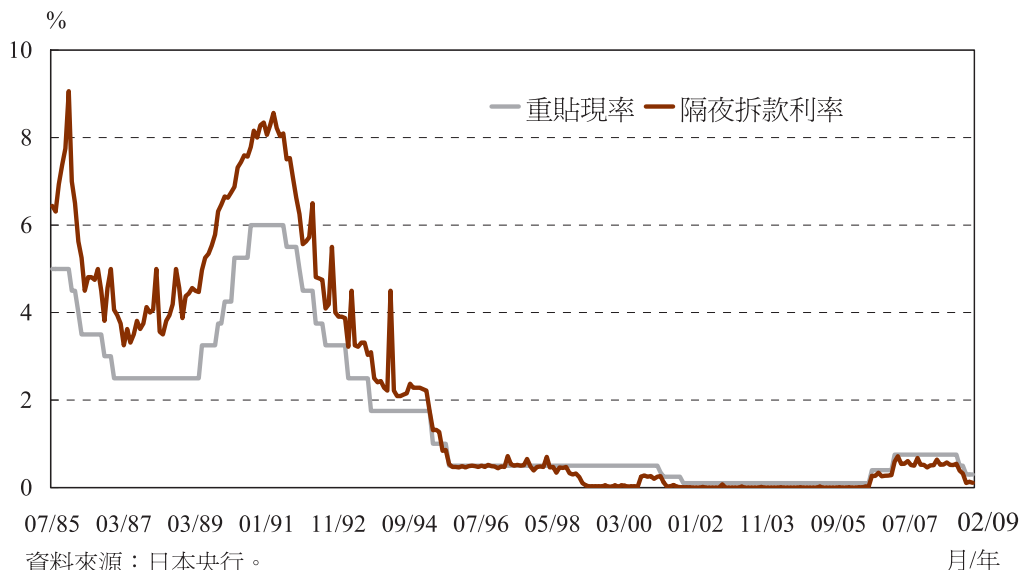
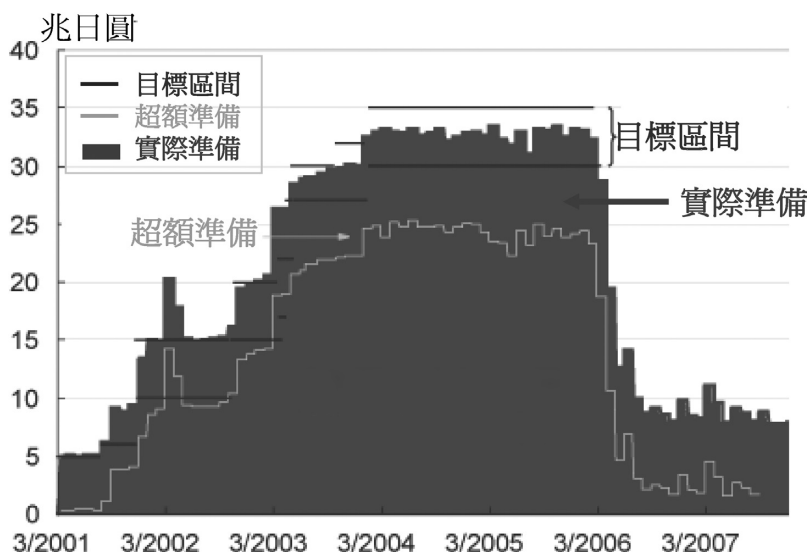




圖9 BOJ量化寬鬆下金融機構的準備部位



資料來源：同圖6。

## 二、透過暫時性存款全額保障、再資本化等措施，重建銀行中介功能

誠如前述，日本政府於1996年6月對銀行存款全額保障，希望藉此穩住存款人信心，且在1997年11月北海道拓殖銀行與山一證券公司倒閉後，積極整頓日本銀行業的問題。首先，在1998年4月實施早期矯正措施，迫使銀行加強自有資本結構，以迎合資本適足率，確保經營之健全性。

1998年10月，日本政府並採取一連串的金融部門政策，以避免銀行體系出現系統性風險，並重建銀行中介功能。日本政府投入金融重建的公共資金總計達60兆日圓，約占GDP的14%。金融重建的主要內容包括：

1. 投入17兆日圓資金，因應金融機構破產時，賠償存款人超出存款保險理賠額度以外的存款，據以保護存款人；
2. 投入18兆日圓資金，提供設立過渡銀行、實施特別公共管理、收購金融機構不良資產所需資金；
3. 投入25兆日圓資金，購入金融機構的優先股，藉以增強金融機構的資本結構。

此外，1999年5月，日本銀行政策委員會並通過特別融通業務的準則，未來BOJ於接受大藏大臣（財務大臣的前身）要求執行特別融通業務時，將以維持其自身的財務健全性為最重要考量下，提供金融機構的緊急流動性需求，但儘量避免再對任何機構提供資本性出資。

### 三、積極動用擴張性財政政策，填補民間部門有效需求的不足

在面臨嚴重「資產負債表型衰退」的情況下，由於民間需求明顯不足，因此亟須

由政府來扮演激勵經濟的角色。1990年代初以迄於2001年，日本政府總共推出了11次的經濟激勵措施，總金額高達134兆日圓，占GDP的28%，內容大抵含蓋了減稅與擴大公共投資等要項（見表1）。

表1 日本政府因應資產價格泡沫破滅所採行之歷次經濟激勵措施

宣布日期 項目	1992年 8月	1993年		1994年 2月	1995年 9月	1998年		1999年 11月	2000年 12月	2001年	
		4月	9月			4月	10月			10月	12月
總規模	10.7	13.2	6.2	15.3	14.2	16.7	20	17	11	5.8	4.1
(占GDP比率)	(2.3)	(2.8)	(1.3)	(3.2)	(3.0)	(3.3)	(4.1)	(3.5)	(2.2)	(1.2)	(0.9)
減稅	—	0.2	—	5.9	—	4.6	6	—	—	—	—
(占GDP比率)	(—)	(—)	(—)	(1.2)	(—)	(0.8)	(1.2)	(—)	(—)	(—)	(—)
公共投資	6.2	7.6	2.0	4.5	6.3	7.7	8.1	6.8	4.7	—	4.1
(占GDP比率)	(1.3)	(1.6)	(0.4)	(0.9)	(1.3)	(1.5)	(1.7)	(1.4)	(0.9)	(—)	(0.9)
土地購置	1.6	1.2	0.3	2.0	3.2	1.6	—	—	—	—	—
(占GDP比率)	(0.5)	(0.3)	(0.1)	(0.4)	(0.7)	(0.3)	(—)	(—)	(—)	(—)	(—)
增加住宅金融專門會社的放款	0.8	1.8	2.9	1.2	0.5	—	—	2.0	1.1	—	—
(占GDP比率)	(0.2)	(0.4)	(0.6)	(0.3)	(0.1)	(—)	(—)	(0.4)	(0.2)	(—)	(—)
增加政府相關金融機構的放款	2.1	2.4	1.0	1.5	2.6	2.0	5.9	7.4	4.5	4.5	—
(占GDP比率)	(0.5)	(0.5)	(0.2)	(0.3)	(0.5)	(0.4)	(1.2)	(1.5)	(0.9)	(0.9)	(—)
其它	—	—	—	0.2	2.6	0.8	—	0.8	0.7	1.3	—
(占GDP比率)	(—)	(—)	(—)	(—)	(0.5)	(0.2)	(—)	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(—)

資料來源：日本財務省。

### 肆、政策有效性的評估

日本經濟在1990年代陷入「失落十年」的困境，固然是由於諸多因素所使然，但是BOJ因欠缺獨立性<sup>註3</sup>，延宕解決問題的時機，以致於造成「太遲且太猛」的後遺症。

資產價格泡沫破滅後，日本經濟一蹶不振，日本政府雖運用了諸多的貨幣、財政及金融部門政策，嘗試擺脫「資產負債表型

衰退」的夢魘，但日本經濟遲至2005年左右才正式步入復甦的軌道。經過事後的檢討，日本政府採行的政策部份有效，部份則沒有效，其間也犯了不少的錯誤。茲說明如下：

一、處於「資產負債表型衰退」下，持續降息，乃至於採行零利率政策，由於各部門皆致力於償還債務「去槓桿化」，加以

伴隨日本物價持續下跌，實質利率不降反升（Humpage and Shenk, 2008），因此民間部門增加借貸有限。

惟據近期BOJ的看法<sup>註4</sup>，1990年代的降息並非完全沒有效果。因為降息可以鼓勵沒有過度債務問題的民間部門增加需求及提高風險意願，有助於民間支出及所得，亦能藉由減少利息支出，削減債務人負擔，有助於支撐資產價格，並促進企業加速改善資產負債表。

二、藉由買進公債、商業票據及資產擔保債券（ABS）的「量化寬鬆政策」是否有效則存在爭議，認為無效者主要係基於政府未能果斷解決銀行體系資本不足問題，使得貨幣政策注定無法有效提振經濟；不過，一般咸認「量化寬鬆政策」確實有相當正面的影響，不僅挹注了市場充裕的資金、降低殖利率曲線的斜率，而且也提高了民間所握持資產的流動性，繼而有效提振了消費者信心、增加支出<sup>註5</sup>。

值得注意的是，在持續降息的期間，BOJ曾於2000年8月11日誤判景氣已復甦而冒然升息，結果帶來景氣中輟，最終不得不再次降息矯正錯誤。此一結果，說明寧可讓寬鬆性貨幣政策維持一段較長期間，等待明確證據顯示經濟確已恢復正常，否則不宜輕率的改弦易轍。

三、日本政府大規模擴張性財政政策確實有效填補了民間需求的不足，對提振日本

經濟助益頗大，這其中尤以擴大公共投資的效益最為彰顯。雖然亦有若干論者質疑這段期間日本財政激勵措施的效果，但Koo（2001）指出，若無財政激勵措施，日本經濟老早就可能衰退20%或30%。

不過，日本政府擴大公共投資的作法也有檢討餘地，可歸因於這段期間日本政府所從事的諸多基礎建設投資大多集中在鄉村地區之道路、橋樑，其所帶來的衍生效益，不若在都會區投入於大眾運輸系統來得大。

此外，1997～1998年日本首相橋本誤判日本經濟已進入復甦軌道，而著手財政重建，提高消費稅，並一度縮減政府支出、降低財政赤字，此舉差一點使日本經濟崩潰，肇致連續5季的經濟衰退，並創造二次大戰以來，主要國家中最差的經濟表現（Koo, 2001）。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。

四、日本政府於1996年間宣布暫時性存款全額保障，確實有效穩住了存款人信心，避免銀行擠兌釀成系統性風險，至於1998年10月起對銀行體系挹注資金、積極處理銀行不良債權，以及利用公共資金進行銀行再資本化等，則促使銀行體系的不良債權自2002年的高峰持續走低至2005年9月的2.5%以下（迨至2007年3月已跌至1.5%），對恢復銀行中介功能助益甚大。

日本政府雖自1998年起認真處理銀行體

系的不良債權問題，但是論者認為，最初6年日本政府的優柔寡斷，早已延宕了解決問題的最佳時機，這恐怕是日本會陷入「失落十年」的關鍵；再者，論者也指出，日本政府雖設立了資產管理公司，卻沒有分離足夠的不良債權，同時沒有將分離出來的不良債權重新組合或出售，反而放任它們爛在自己手中，從而又影響了這些資產管理公司進一步處理不良債權的能力（沈鈞, 2009）。

無論如何，由於1990年代後期日本政府

有效解決了銀行業的不良債權，使金融中介的功能得以恢復正常，再配合「量化寬鬆政策」及財政激勵方案的奏效，以及國際經濟情勢的好轉，日本經濟終於在2005年亮麗復甦，困擾多年的經濟衰退、通貨緊縮陰霾終於落幕。

由於日本經濟正式步入正軌，BOJ在2006年3月9日宣告結束「量化寬鬆政策」，2006年7月14日再結束長達5年的「零利率政策」。

## 伍、日本退場策略對金融海嘯後各國的啟示

2008年全球金融海嘯爆發以來，導致全球經濟面臨二次大戰以來最嚴重的衰退，幸賴各國政府推出一連串的經濟激勵方案與金融穩定措施，始擺脫衰退的陰霾，步入復甦。值此各國經濟逐步邁入復甦正軌之際，退場策略執行的時機與方式，已成為各界關心的焦點。

本節擬先簡要說明各國政府因應金融海嘯所採行的對策；接著，再藉由日本當初執行退場措施的經驗與教訓，俾供參考或引以為鑑。

### 一、金融海嘯期間，各國政府推出大規模的激勵方案與穩定措施

2008年9月中雷曼兄弟宣告破產，全球爆發嚴重的金融海嘯並損害實體經濟。各國

政府紛紛擴大財政政策與貨幣政策，並推出大規模的金融穩定措施，以因應經濟急劇萎縮與金融市場交易停滯的壓力。茲簡單說明如下：

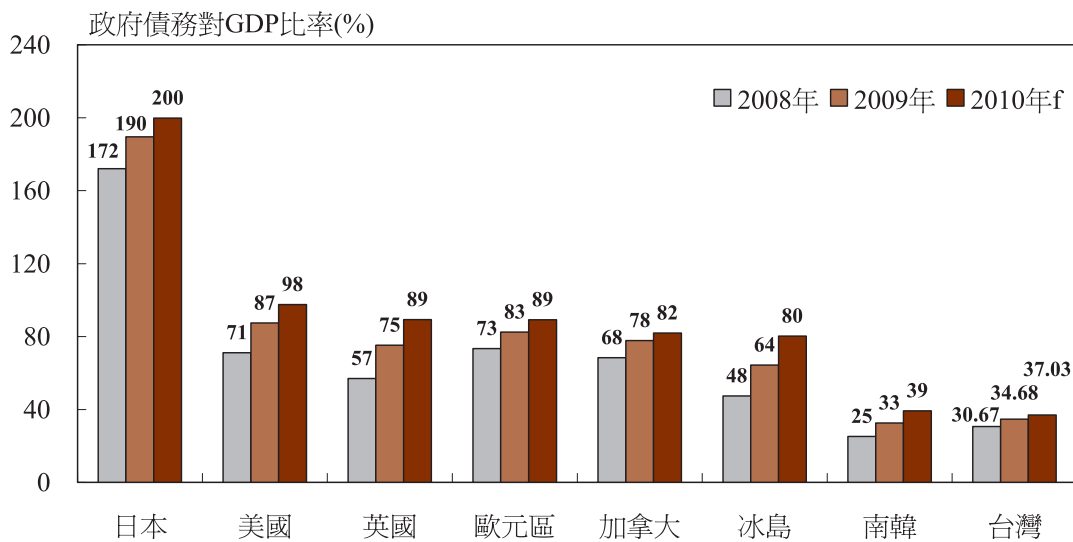
#### 1. 財政政策

由於經濟活動急遽下滑，各國財政收入大幅減少；加以各國政府為因應此一嚴峻情勢，紛紛推出龐大的財政激勵措施，主要包括擴大政府支出與減稅。影響所及，各國政府的財政均呈明顯惡化，政府債務餘額大幅累增（見圖10），引發未來通膨隱憂與債務可持續的憂心。

#### 2. 貨幣政策

主要國家央行積極降息使利率接近零後，美、英及歐元區央行復實施大規模的量化寬鬆措施，導致彼等的資產負債表規模急

圖10 主要國家金融海嘯後的政府債務狀況



資料來源：OECD、財政部國庫署。

劇膨脹（見圖11）。英國率先於去（2009）年3月宣布購買政府公債，目前已追加至2,000億英鎊；美國Fed資產收購規模總額擴大至1.25兆美元，並買入3,000億美元的公債；ECB於5月宣布買入600億歐元的資產擔保債券。BOJ在金融海嘯期間量化寬鬆的規模相對較小，或可歸因日本政府的財政負擔已重，且在政府擴大舉債來激勵經濟之際，BOJ若擴大收購資產將有政府債務貨幣化（monetization）之嫌；然而，日本通貨緊縮問題再形惡化，BOJ始於去年12月推出10兆日圓的擴大融通措施。

極度寬鬆的貨幣政策，肇致市場流動性浮濫，這將會導致市場交易萎縮；同時，信用利差的壓縮，則妨礙金融機構辨識問題放款的能力，並破壞市場紀律，這些負作用都

將削弱金融改革的誘因（IMF, 2009a）。

### 3. 金融穩定措施

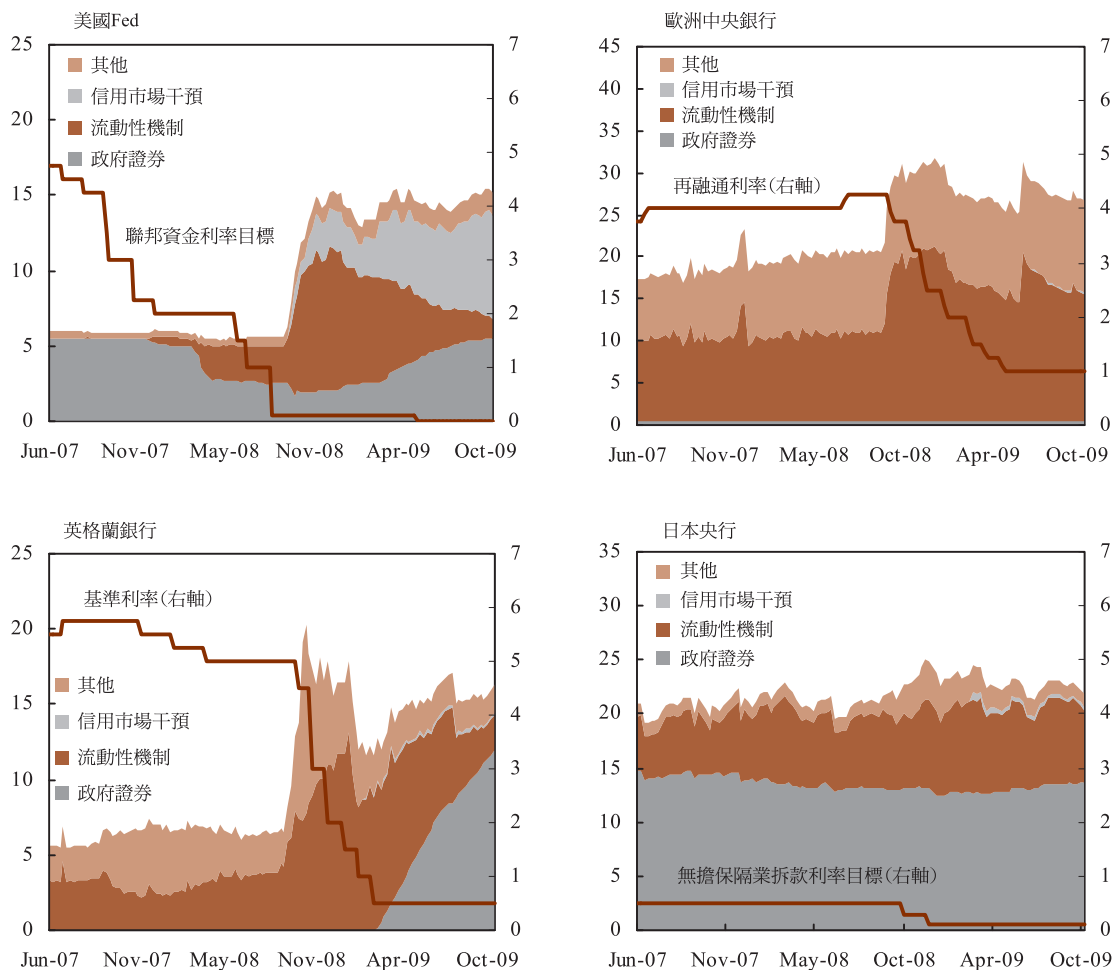
全球金融海嘯爆發後，由於金融體系交易停滯，為避免實體經濟與金融體系兩者間產生不利的反饋循環，各國政府推出多項大規模的金融穩定措施，包括對存款全額保障或提高保障額度、對銀行間拆款提供全額保障、強化金融機構資本結構、對金融機構放款予以保障，以及強化中小企業信保機制。

這些措施雖有助於金融穩定，惟一旦持續過久，將帶來道德風險升高的疑慮（IMF, 2009a）。

## 二、日本執行退場措施對全球的啟示

各國政府迅速採行一連串的經濟激勵方案與金融穩定措施後，已成功避免經濟陷入

圖11 Fed、ECB、BOE及BOJ的資產負債表



嚴重衰退的困境。然而，誠如前述，這些大規模激勵措施亦帶來諸多的問題，例如政府債務規模龐大，已引發未來通膨隱憂與債務可持續性的憂心；低利率與浮濫的流動性，則導致市場交易萎縮，壓縮信用利差，妨礙金融機構辨識問題放款的能力，並破壞市場紀律；至於金融穩定政策一旦持續過久，將帶來道德風險升高的疑慮。

因此，值此全球經濟逐步邁向復甦的正軌、各國政府開始著手規劃退場策略之際，日本當初執行退場的經驗與教訓<sup>註6</sup>，可供各國參考或引以為鑑。

### 1. 退場時機：須待經濟復甦確立後，才開始執行退場

日本在失落十年間，兩度在經濟尚未完全確立復甦之際，即貿然執行財政與貨幣政



策的退場，導致日本經濟進一步受挫，錯失了復甦的契機。有鑑於此，G20與IMF均多次強調（IMF, 2009b），各國執行退場策略的時機，應等到有強力的證據顯示，國內金融穩定與經濟自主復甦的可持續性無虞，亦即寧可保守地讓支撐措施持續，也不宜貿然撤除。

## 2. 財政政策的退場策略：應提出具體的中期健全財政計畫，俾在支撐經濟與維持長期債務可持續性的信心間取得平衡

日本在1997年即已制定出相關的法律，但在執行財政措施的退場策略上，卻出現了窒礙難行的問題。因此，一直到2007年始取消所得稅減免，導致持續性的財政赤字與政府債務攀升，政府債務規模在金融海嘯爆發前約達GDP的170%，限制了日本政府因應本次金融海嘯使用財政政策的空間。

全球金融海嘯以來，各國政府實施的積極財政刺激方案，已造成政府債務規模快速攀升。由於財政政策的靈活度遠低於貨幣政策，且回歸正常化所需的時間更長，健全國家財政為當務之急。各國政府應立即著手提出具體的中期健全財政計畫，俾在支撐經濟與維持長期債務可持續性的信心間取得平衡，並藉此處理人口老化與擴大社會安全網的長期支出需求。

## 3. 貨幣政策的退場策略：央行應清楚闡明極度寬鬆貨幣政策的退場策略，據

## 以引導市場的預期

BOJ於2003年10月，清楚說明兩項執行退場策略的必要條件：核心CPI年增率需持續數月為正（或等於零），且通膨的預期值亦為正；亦即在通縮疑慮未除之前，BOJ不會貿然執行退場策略。BOJ清楚、明確的說明，有效引導市場形成對未來利率走勢的預期。2006年3月，當前述條件滿足時，BOJ在維持利率於零的情況下，逐漸吸收市場的流動性；同年7月，BOJ成功地結束量化寬鬆措施，並降低資產負債表的規模。

現階段各國央行應清楚向外界闡明極度寬鬆貨幣政策的退場策略與執行時機，以引導投資人提高風險偏好，令信用市場逐步回歸正常，確保金融市場能順利過渡到正常的情況；同時，備妥多樣化管理流動性的工具，例如，央行可考慮自行發債，以強化政策的彈性與可信度。此外，G20認為非傳統貨幣政策的退場無須早於傳統貨幣政策的緊縮（亦即提高利率）<sup>註7</sup>。

## 4. 金融穩定措施的退場策略：應擬定對金融體系與企業部門支撐措施的退場策略，先緊縮支撐工具的使用條件，同時縮小擔保範圍，以極小化市場的扭曲與財政風險

日本在執行對金融體系與企業部門支撐措施的退場策略時，顯得相當不易。日本在金融體系穩定之後，為恢復市場紀律與降低道德風險，雖決定將存款保險全額保障回歸



到保額上限，卻因政治與經濟因素，延宕至2005年始全面退場；此外，BOJ亦無法全部出售其向金融機構買入的股票，對於中小企業支撐措施的退場亦相當緩慢，阻礙了產業的重組。

鑑於日本執行金融穩定措施退場所遭遇

的政治與經濟困難，各國政府應擬定對金融體系與企業部門支撐措施的退場策略，先緊縮支撐工具的使用條件，並逐步降低擔保與補貼的範圍，利用循序漸進的方式降低可能的政治與經濟壓力，以極小化市場的扭曲與財政風險。

## 陸、結論與建議

日本在資產價格泡沫破滅前的1980年代，藉由銀行競相大肆放款，帶動房地產與股票等資產價格的飆漲，享受了逾10年的經濟榮景，然而資產價格泡沫破滅後所導致的「資產負債表型衰退」，卻帶來長達十餘年的經濟低迷與信貸停滯。資產價格泡沫破滅所造成的傷害，遠遠超過泡沫坐大時所帶來的經濟利益，因此在資產價格泡沫逐漸膨脹之際，政府應牢記資產價格坐大的「非理性榮景」（irrational exuberance）不會永遠持續，泡沫破滅後的代價不容小覷。在泡沫形成的過程中即應適時回應，最好採具針對性的審慎政策(prudential policy)<sup>註8</sup>，或者以稅賦手段<sup>註9</sup>，及早處理泡沫問題。

回顧1980年代日本資產價格泡沫期間，日本政府在處理資產價格坐大的過程中毫無作為，而在因應資產價格泡沫破滅的衝擊時，又過於優柔寡斷，以致於造成日後「太遲且太猛」的後遺症；之後，又在日本經濟尚未完全確立復甦前冒然執行退場，這也是

日本於1990年代陷入失落十年的關鍵。

2008年9月全球金融海嘯爆發以來，各國政府以日本為鑑，迅速採行諸多經濟激勵措施，成功擺脫經濟衰退的陰霾。值此全球經濟步入復甦正軌之際，如何讓先前所推出規模龐大的經濟激勵與金融穩定措施，在不危及短期經濟復甦、不扭曲長期經濟發展的情況下妥適退場，實為棘手的難題，而日本當初執行退場的經驗與教訓，正可作為各國政府的借鏡：

（一）在退場時機方面：政府對於退場時機的拿捏須格外小心，須在經濟復甦確立後，才開始執行退場，若誤判情勢，將可能重蹈當年日本冒然退場帶來景氣中輟的後塵。

（二）在財政政策退場策略方面：政府須擬定具體的中期健全財政計畫，例如日本在1997年即已制定相關法律；同時須妥善處理可能造成退場難以執行的問題，俾在支撐經濟與維持長期債務可持續性的信心間取得平

衡。

(三) 在貨幣政策退場策略方面：央行應清楚向外界闡明極度寬鬆貨幣政策的退場策略，例如BOJ即清楚說明兩項執行退場策略的必要條件，以確保金融市場能順利過渡到正常的情况。

(四) 在金融穩定措施的退場策略方面：

須擬定對金融體系與企業部門支撐措施的退場策略，並避免發生有如日本政府一再延宕退場的情形，以極小化金融穩定措施所帶來的市場扭曲與財政風險。

## 附 註

(註1) 如果物價下跌是源自中央銀行對通貨膨脹的控制得宜，或因產業技術進步、市場自由化及全球化等因素，促使供給面成本不斷下降，則這種通貨緊縮可視為良性的通貨緊縮，因為伴隨物價下跌，產出呈現增加的現象。

(註2) 另有論者認為，出生率走低、平均壽命延長的人口老化問題，亦是導致日本陷入失落十年困境的原因。見Heng（2009）。

(註3) 日本已於1998年4月修法，大幅提高BOJ的獨立性與透明化。

(註4) BOJ總裁白川方明於2009年11月16日之演講，即認為當時BOJ的降息有效。參見Shirakawa（2009）。

(註5) 參見Bernanke, Reinhart, and Sack（2004）及Goodhart（2009）。

(註6) 主要取材自IMF（2009a）。

(註7) 見IMF（2009b）。

(註8) 以因應房市泡沫為例，限制房貸成數即是針對性的審慎政策，其不同於一般性貨幣政策工具；一般性貨幣政策工具（如調整利率）影響範圍大，又不能有效針對問題本身，因此如以貨幣政策工具來應付資產價格泡沫，就有如ECB總裁Jean-Claude Trichet所形容的，好比以大刀進行需精密儀器的外科手術，其結果可能是無法將毒瘤清除乾淨，反倒誤傷重要的神經。見Trichet（2005）。

(註9) BoE貨幣政策委員Adam Posen於2009年12月1日表示，對於房市泡沫問題，決策者除了針對金融體系制定審慎政策之外，應尋求其他專門處理房市泡沫的稅賦工具，例如藉由房屋產權費、資本利得稅、印花稅及交易稅等稅賦手段，跨過銀行體系，直接解決房地產市場的問題。見Posen（2009）。

## 參考文獻

- 沈鈞 (2009), 「L型大蕭條前景, 美國何去何從?」華盛頓觀察週刊, 2009年第5期, 2月11日。
- Bernanke, Ben and Mark Gertler (2000), "Monetary Policy and Asset Price Volatility," National Bureau of Economic Research, Working Papers 7559, Feb..
- Bernanke, Ben, Vincent R. Reinhart, and Brian P. Sack (2004), "Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment," Finance and Economics Discussion Series Paper 2004-48.
- Citrin, Daniel and Alexander Wolfson (2006), "Japan's Back!" IMF: *Financial and Development*, Vol. 43, Number 2, June.
- Eggertsson, Gauti and Jonathan D. Ostry (2005), "Does Excess Liquidity Pose a Threat in Japan?" *IMF Policy Discussion Paper*, PDP/05/5, April.
- Goodhart, Charles (2009), "It Is Time to Declare Victory and Withdraw from Easing," Financial Times, Dec. 1.
- Heng, Siam-Heng, Michael (2009), "Insights from Japan's 'Lost Decade'," *East Asia Institute Working Paper* No. 154, Oct. 21.
- Humpage, Owen F. and Michael Shenk (2008), "Japan's Quantitative Easing Policy," Federal Reserve Bank of Cleveland: *Economic Trends*, Dec. 10.
- IMF (2009a), "How Japan Recovered from Its Banking Crisis: Possible Lessons for Today," *Asia and Pacific Regional Economic Outlook*, Oct..
- IMF (2009b), "Global Economic Prospects and Principles for Policy Exit," Meetings of G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors, Nov.
- Klyuev, Vladimir, Phil de Imus, and Krishna Srinivasan (2009), "Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies," IMF: SPN/09/27, Nov. 4.
- Koo, Richard C. (2001), "The Japanese Economy in Balance Sheet Recession," *Business Economics*, April, pp.15-23.
- Koo, Richard C. (2006), *Japan Is Back*, Nomura Research Institute, July.
- Koo, Richard C. (2008), *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd.
- Posen, Adam S. (2009), "Finding the Right Tool for Dealing with Asset Price Booms," Speech to the MPR Monetary Policy and the Markets Conference, London, Dec. 1.
- Shirakawa, Masaaki (2009), "Balance-Sheet Adjustments and the Global Economy," Speech at the Paris EUROPLACE Financial Forum, Tokyo, Nov. 16.
- Thomas, Landon Jr. (2009), "Lost Decade Feared for British Economy," *International Herald Tribune*, Nov. 21.
- Trichet, Jean-Claude (2005), "Asset Price Bubbles and Monetary Policy," Speech at Singapore, June 8.