价格理论与实践
Price:Theory & Practice
ISSN 1003-3971,CN 11-1010/F

《价格理论与实践》网络首发论文

题目：基于日本通胀回暖的动因与可持续性分析：对中国宏观治理的启示
作者：闫坤，张欣怡
DOI：10.19851/j.cnki.CN11-1010/F.2025.05.119
网络首发日期：2025-06-20
引用格式：闫坤，张欣怡．基于日本通胀回暖的动因与可持续性分析：对中国宏观治理的启示[J/OL]．价格理论与实践.
https://doi.org/10.19851/j.cnki.CN11-1010/F.2025.05.119

网络首发：在编辑部工作流程中，稿件从录用到出版要经历录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿等阶段。录用定稿指内容已经确定，且通过同行评议、主编终审同意刊用的稿件。排版定稿指录用定稿按照期刊特定版式（包括网络呈现版式）排版后的稿件，可暂不确定出版年、卷、期和页码。整期汇编定稿指出版年、卷、期、页码均已确定的印刷或数字出版的整期汇编稿件。录用定稿网络首发稿件内容必须符合《出版管理条例》和《期刊出版管理规定》的有关规定；学术研究成果具有创新性、科学性和先进性，符合编辑部对刊文的录用要求，不存在学术不端行为及其他侵权行为；稿件内容应基本符合国家有关书刊编辑、出版的技术标准，正确使用和统一规范语言文字、符号、数字、外文字母、法定计量单位及地图标注等。为确保录用定稿网络首发的严肃性，录用定稿一经发布，不得修改论文题目、作者、机构名称和学术内容，只可基于编辑规范进行少量文字的修改。

出版确认：纸质期刊编辑部通过与《中国学术期刊（光盘版）》电子杂志社有限公司签约，在《中国学术期刊（网络版）》出版传播平台上创办与纸质期刊内容一致的网络版，以单篇或整期出版形式，在印刷出版之前刊发论文的录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿。因为《中国学术期刊（网络版）》是国家新闻出版广电总局批准的网络连续型出版物（ISSN 2096-4188，CN 11-6037/Z），所以签约期刊的网络版上网络首发论文视为正式出版。

网络首发时间：2025-06-20 08:44:33　网络首发地址：https://link.cnki.net/urlid/11.1010.F.20250619.1647.002

基于日本通胀回暖的动因与可持续性分析:对中国宏观治理的启示

闫　坤　张欣怡

内容提要:近年来,日本通胀形势的持续回暖引发了广泛关注。本文基于日本通胀回暖的特征事实,系统分析其动因与可持续性,探讨“薪资—物价”良性循环的传导机制,在此基础上,结合中国当前面临的低通胀压力,总结日本经验对中国的启示。如科学看待通胀数据的政策意义、构建促进薪资增长的政策体系、平衡国内国际双循环、避免过度依赖货币政策,以及防范“日本病”等。本文研究旨在为理解通胀治理的结构性难题提供新视角,并为中国实现经济高质量发展提供政策参考。

关键词:日本通胀;消费者价格指数;“薪资—物价”循环;通胀动因
DOI:10.19851/j.cnki.CN11-1010/F.2025.05.119
中图分类号:F823.13;F124.7　　文献标志码:A

近年来,日本通胀形势的持续回暖引发了广泛关注。2022年以来,日本消费者价格指数持续增长,薪资水平亦呈现显著回升,国债收益率随之走高,日本经济似乎正逐步摆脱长达三十年的通缩困境。本文分析认为,日本通胀回暖的动因复杂,既有成本推动型与输入型因素的短期驱动,也受劳动力市场结构性变化等中长期因素的影响,其可持续性仍面临潜在增长率低迷、财政债务高企及人口老龄化等多重挑战。本文基于日本通胀回暖的特征事实,系统分析其动因与可持续性,并探讨“薪资—物价”良性循环的传导机制,在此基础上,结合中国当前面临的低通胀压力,总结日本经验对中国的启示。如科学看待通胀数据的政策意义、构建促进薪资增长的政策体系、平衡国内国际双循环、避免过度依赖货币政策,以及防范“日本病”等。本文研究旨在为理解通胀治理的结构性难题提供新视角,并为中国实现经济高质量发展提供政策参考。

一、当前日本通胀形势的特征事实①

2022年以来,日本消费者价格指数已连续3年维持在同比增速2%以上并连续超过40个月维持正增长。与此同时,“春斗”薪资增速也呈逐年抬高态势。在物价、薪资可能双双回升的背景下,对日本走出“失落三十年”、从通缩步入通胀的预期升高,日本央行加息预期走强,日本国债收益率随之明显上行。

第一,日本消费者价格指数已连续三个自然年度同比增速维持在2%以上水平,创下日本泡沫经济破灭后持续时间最长的通胀回升阶段。自20世纪90年代日本经济进入“失落三十年”以来,与经济增速放缓相伴,日本物价形势整体上陷入“通缩”状态(闫坤和张晓珉,2023)。从数据来看,1992-2022年的三十年间,日本仅有2014年、2022年的年度核心CPI同比数值大于2%,核心CPI同比数值处于1%以下、非正数的年份分别有25年和16年。但2022年4月以来,日本CPI和核心CPI同比数值均已连续36个月处于2%以上。最新数据显示,2025年3月CPI和核心CPI同比分别为3.6%和3.2%。值得注意的是:这并非“失落三十年”间日本通胀首次回暖,但却是时间持续最久的回暖期。此前日本核心CPI共有3次在2%及以上,分别是1997年4月至1998年

①数据来源:Wind。如无特别说明,下同。

基金项目:国家社会科学基金社科学术社团资助项目“日本现代经济体系演变及对中国式现代化的借鉴启示研究”(批准号:24SGB003)。

作者介绍:闫坤(1964-)女,满族,辽宁大连人,中国社会科学院经济学博士、管理学博士后,中国社会科学院日本研究所党委书记,二级研究员,博士生导师。研究方向:宏观经济与财政理论、日本经济;张欣怡(1985-),女,汉族,辽宁大连人,中国财政科学研究院经济学博士,北京语言大学商学院教授。研究方向:宏观经济与财政理论,区域国别与日本经济。本文通信作者:张欣怡。

1月、2008年7月至当年9月、2014年4月至2015年3月，“回暖期”均未超过1个自然年。

第二，伴随通胀形势好转，工资出现上涨态势。日本工会在每年春季召开全国性劳资谈判，俗称“春季工资斗争”，简称“春斗”，这是日本全年工资涨幅的重要参考。在“失落三十年”期间，20世纪90年代“春斗”工资增速呈现逐年下滑态势，在21世纪以来的大部分年份，“春斗”工资涨幅在2%以下。随着2022年通胀形势的好转，“春斗”工资涨幅迅速回升，2022年、2023年、2024年的“春斗”中，平均工资涨幅分别为2.1%、3.6%、5.1%，实现逐年走高。分企业类型来看，大型企业的“春斗”工资涨幅高于中小型企业。以2024年为例，日本1000人及以上规模、300人及以上规模、300人以下规模、100人以下规模的“春斗”工资增速分别为5.24%、5.19%、4.45%、3.98%，呈现企业规模越大，工资增速越高的特点，2023年、2022年的春斗结果也如此。日本银行认为，工资上涨体现出大企业先行、中小企业跟进的态势。最新的2025年“春斗”中，企业首次答复的平均涨薪幅度达5.5%，再创20世纪90年代以来新高。

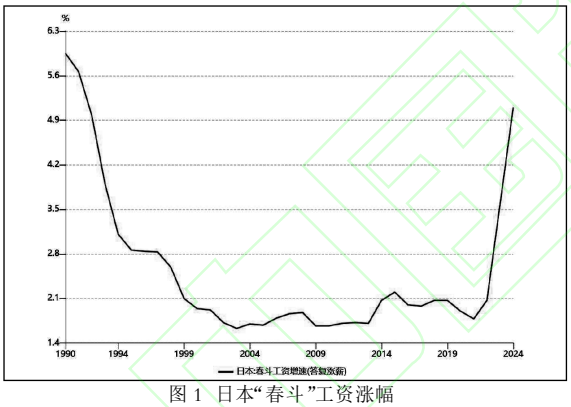

图1 日本“春斗”工资涨幅

数据来源：Wind。

第三，日本央行货币政策以通胀水平和工资增幅作为重要政策依据，通胀走高的“加息”预期推动日本国债收益率上行。根据《日本银行法》，日本央行的职责在于货币发行与货币管理，其政策目标在于实现价格稳定，并以此促进经济发展。日本央行将物价稳定设为首要目标，所谓物价稳定，指的是家庭、企业等各类经济主体不受物价水平变动的困扰，能够就消费、投资等经济活动做出决策的状态。进一步，日本央行在2013年开始践行“通胀目标制”，即将“物价稳定目标”设定为消费者物价指数持续、稳定地同比上涨2%（闫坤和张晓珉，2023）。日本央行在2025年3月货币政策会议中明确表示，判断货币政策的重要依据有三方面，分别是企业和家庭的通胀预期、物价上涨风险、工资增长的进展情况。日本央行行长植田和男曾表示，“如果日本基础通胀率像预期的那样向2%的通胀目标靠拢，央行将继续加息，但央行将研究美国关税对经济和物价的影响”。在通胀预期带动下，日本国债收益率维持上升态势，日本CPI和核心CPI自2021年9月以来连续43个月正增长，在此期间，10年期日本国债利率从0%附近上涨至1.3%左右。

二、当前日本通胀回暖的动因分析

基于日本通胀和薪资回升的特征事实，分析推动日本通胀因素的原因有成本推动型通胀和输入型通胀，需求拉动型通胀贡献有限。而薪资回升的原因与老龄化背景下劳动力市场供给减少等因素紧密相关，不完全由企业盈利和经济需求推动。

1.日本商品物价增速高于服务价格，特别是食品、农产品价格增速较高，与“鲍莫尔定律”相悖，预示物价走高存在非经济发展因素。拆分2025年3月日本通胀数据来看，商品CPI和服务CPI同比增速分别为5.6%和1.4%，显示出商品物价增速高于服务的特点。1966年，美国经济学家威廉•鲍莫尔提出“鲍莫尔定律”，即在经济发展中，服务业的生产率提升滞后于制造业，其成本会因劳动力向高生产率部门转移而不断上升，最终导致整体经济中服务业价格持续上涨。这在美国和中国的通胀结构中均有所体现，即如教育、医疗等服务业的价格增速往往高于制造业和农业。但在日本最新通胀形势中，商品物价上升速率高于服务业。具体数据来看，商品分项中，食品CPI同比增长7.4%，对商品物价形成上拉，尤其是大米CPI同比增长高达92.1%，创下1971年数据公布以来的最大升幅，农业、水产及禽畜产品CPI、生鲜食品、生肉及切花CPI同比增长也分别高达16.5%和10.3%。反观服务CPI各分项，大部分分项CPI均在2%以下，如房屋租赁CPI、医疗福利相关公共服务CPI、文化娱乐CPI、教育相关服务CPI分别仅有0.7%、0.5%、0.4%、−4.1%。日本通胀形势与“鲍莫尔定律”不一致的反常现象，可能预示日本通胀形势存在非经济内生发展的因素。

2.日本通胀呈现大米等食品价格高企，显示出通胀推升因素主要是成本推动型，这与日本农业老龄化加剧、农业政策失误等紧密相关，而并非经济需求拉动。前文分析指出，日本CPI上行的最明显动力来自农产品价格。日本2025年3月工业产品分项的CPI同比增速为3.4%，明显低于农产品。农产品价格上涨，受供给能力下降和人工费上升等非暂时性因素的影响较大。据日本农林水产省（MAFF）2024年9月发布的报告，尽管日本以卡路里计算的食品自给率仅有38%，但大米自给率高于100%，然而3月日本米价涨幅仍超90%。日本“米荒”有多方

面因素[①]：一是随着日本老龄化加剧，农业人口衰减明显，年轻人从事农业的意愿走低，出现稻田无人管理的现象。二是日本农业政策判断失误，日本政府认为日本消费结构多元化，对大米依赖度下降，长期鼓励大米减产。三是日本农业协会（JA）通过控制农产品流通和农村选票，主张减少水稻种植面积。四是日本对大米施行贸易保护主义，进口大米将面临高昂关税，导致尽管日本国内米价高企，却无法以境外低价大米贸易来平抑米价。五是地震、天灾等自然灾害导致大米歉收，并加剧了日本国内居民恐慌情绪，出现对大米的抢购和囤积。

3.日本通胀形势长期受海外因素影响，输入型通胀推动成本上升是本轮通胀回升的重要原因，日元贬值进一步加剧了这一态势。日本市场和原材料“两头在外”，其经济运行和通胀形势受海外因素影响极大。福永一郎等（2024）研究表明，进入 21 世纪的前 10 年，全球化带来的成本下降压力持续压制日本物价，包括新兴市场廉价商品进口，造成海外供给冲击，以及全球价值链深化等因素，这表明日本通缩因素突出表现为输入型通缩效应。李连发（2024）的研究也表明，日、美、德、英等发达国家通胀数据为正相关性，其原因在于世界贸易体系中，各国供应链和价值链的交错联系。2013 年量化质化宽松（Quantitative and Qualitative Monetary Easing，QQE）政策虽产生约 0.5 个百分点的提振效果，但海外因素的抑制作用达 0.7 个百分点。2020 年新冠疫情后，海外因素转向推高通胀，一是全球供应链中断导致进口成本上升；二是俄乌冲突影响造成能源和大宗商品价格暴涨；三是海外需求复苏带动日本出口价格上涨。据福永一郎等（2024）测算，海外因素对通胀的贡献度达 40%。同时，服务价格也开始受海外因素影响，具体表现为尽管服务价格通常主要由国内需求驱动，但近期输入型通胀，如能源、原材料涨价，已开始影响服务行业定价。日本工资对海外通胀的敏感度在 2020 年新冠疫情后也有所上升，具体机制为全球能源和食品价格上涨推高日本企业成本，部分企业被迫提高工资以应对劳动力短缺。此外，随着日本央行对日元贬值的容忍，美元兑日元从疫情前的不足 110 贬至 2025 年 4 月末的 140 以上，日元贬值推动进口能源和食品价格进一步上升。如出现供应链重组、地缘政治冲突长期化、日元升值有限等情况，输入型通胀压力可能持续。

4.核心 CPI 和薪资的正增长，体现出日本出现“内需驱动型通胀”迹象，但这一迹象并不稳固。剔除能源和新鲜食品后的日本 CPI 在 2025 年 3 月同比上涨 2.9%，连续 9 个月增速抬升，并已连续 30 个月维持在 1.9%以上，显示出内生驱动的通胀因素有所增多。譬如日本汽车 CPI、服装 CPI、文化娱乐 CPI 分别已连续 22 个月、7 个月、25 个月同比增长保持在 2%以上。值得注意的是，尽管核心 CPI 增速维持在 2%以上，但租金和医疗等权重较高的分项涨幅长期在 0 左右徘徊，核心通胀的可持续性仍然存疑。日本银行在 2025 年 3 月的货币政策会议中指出，工资上涨机制的形成关键在于中小企业设备投资和更大规模的结构改革[②]。但从法人企业统计数据来看，占就业 70%的中小企业，工资在增加的同时，设备投资已连续两年减少，工资上涨的持续性仍存担忧。此外，随着美国经贸政策的不确定性加剧，可能影响世界各国企业投资和家庭消费，并对日本物价回暖的持续性造成影响。

5.日本劳动力薪资上涨主要因为人口老龄化背景下的劳动力市场供需格局变化。根据日本统计局数据，2024 年日本人口老龄化率高达 29.3%，2023 年日本人口出生率仅有 6‰，而死亡率为 13‰。日本自然增长率自 2007 年为负，且跌幅逐年走扩，从 2007 年的−0.2‰跌至 2023 年的−7‰。随着老龄化和少子化加剧，2024 年 15−64 岁的劳动力人数较 1997 年峰值时减少了 5%，尤其是 15−24 岁的年轻劳动力减幅最大，而 45−64 岁的中年劳动力有所增长，体现出劳动力总量的缩减和结构的老龄化。以有效求人倍率作为劳动力市场供需情况的观测指标来看，2021 年以来，该指标整体维持震荡上行态势，并持续高于 1，如 2025 年 3 月有效求人倍率为 1.3，表明岗位需求多于求职者，企业招聘难度较高。受劳动力市场供需不平衡影响，薪资上涨成为结果。此外，受劳动力供给短缺影响较大的服务业 CPI 也随之上涨，如 3 月家政服务 CPI 同比增长 11.3%，并已连续 11 个月保持在同比增长两位数的水平。

三、对当前日本工资与物价关系的探讨

日本内阁和日本央行均将“薪资—物价”良性循环作为重要的政策参考，基于物价与工资的联动关系，我们认为“价格—工资”的传导可能比“工资−价格”的传导强度更大，服务业的工资和价格联动强度明显强于制造业。

1.2020 年疫情后，物价与工资的联动关系明显增强。開発壮平等（2024）研究表明，日本工资与价格两者之间的联动性在 20 世纪 90 年代末期断裂，两者相关系数从 0.9（显著）降至 0.2（不显著）。然而，在新冠疫情后时代，数据显示：工资与价格之间的联动机

①资料来源：光明网.日本“米荒”缘何一再升级?[EB/OL].(2024−09−09).https://baijiahao.baidu.com/s?id=1809662152172653940&wfr=spider&for=pc.

②资料来源：Bank of Japan.Fiscal sustainability and monetary policy in a high−debt environment[R].Monetary Affairs Department,2025.

制有所修复。两者联动机制修复的微观机制在于如下方面：一是供应链因素，疫情后全球供应链重塑，导致跨国运输成本上升，本土生产和本土采购的竞争力提升，工资成本传导弹性相应提高。二是货币政策因素，长期施行的超宽松货币政策提升了日本银行2%通胀目标可信度，量化宽松对制造业价格传导的边际效应有所提升。三是劳动力市场出现变化，制造业高技能岗位空缺率上升，劳动力供不应求的局面出现，提升薪资溢价能力。

2.工资与物价的联动效应具有不对称性。关于工资与物价的相互作用，如果企业持续加薪，可能推动“需求拉动型通胀”，帮助日本摆脱通缩。但如果工资增长无法覆盖物价上涨，实际收入下降可能抑制消费，反而拖累经济。IMF《日本经济评估报告》批评日本“薪资增长长期滞后于经济复苏，非正式雇佣占比过高（35%）导致劳动力市场二元分化，削弱了内需驱动潜力”。此外，研究表明“价格-工资”的传导可能比“工资-价格”的传导强度更大（Fukunaga 等，2024）。因此，“通缩”时期更需要“加薪”政策作为“外生力量”打破这一恶性传导。

3.工资与物价的联动效应具有行业异质性。行业异质性方面，日本服务业的工资和价格联动强度明显强于制造业，这在跨国比较研究中体现为“劳动密集型行业联动更显著”。具体微观机制体现为：一是服务业具有一定的不可贸易性，老龄化背景下的劳动力短缺可能推高服务业议价能力；二是20世纪90年代后亚洲供应链扩张，日本对国际定价权的影响偏弱，迫使日本制造企业成为“价格接受者”，无法将本土工资成本转嫁至出口价格；三是日本制造业出海及离岸生产，导致本土“工资—价格”弹性下降；四是工业机器人、自动化机械等资本对劳动的替代，引致制造业物价与工资的联动走弱。

四、对当前日本通胀回暖的深层原因分析

日本通缩几乎贯穿了整个“失落三十年”，从宏观经济理论视角，通货紧缩本质是总供给与总需求的持续失衡。日本央行前行长白川方明曾指出，需求不足是日本通缩的主要原因[①]。这种通缩与经济低迷形成负向循环：经济下行造成产出缺口，压制物价，而物价持续走低，造成名义债务负担加重，实际利率高企，抑制企业投资和居民消费，进一步拖累经济增长。因此，分析当前日本通胀回暖是否具有可持续性，本质上是基于物价与经济的关系，分析制约经济需求的根源性因素是否仍然存在。本文分析认为，“资产负债表衰退”等部分因素已然消解，但日本企业机制和劳动力市场机制不灵活、财政债务高企、人口老龄化等部分因素仍然存在，日本通胀回暖的可持续性仍需“边走边看”。正如日本央行在货币政策会议表示的：“不要先入为主地进行物价和经济形势判断，而是紧跟数据”。

1.日本私人部门曾出现“资产负债表衰退”，但此因素在“安倍经济学”推动下已逐步消除。20世纪90年代初房地产与股市泡沫破裂后，企业资产缩水与负债高企并存，迫使企业将盈利优先用于债务清偿而非再投资，形成典型的“资产负债表衰退”（Koo，2008）。2012年年底，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，私人部门资产负债表和信心逐步修复（闫坤和张晓珉，2024）。

2.日本潜在增长率低迷仍未根本性改变，存在供给侧约束与结构性机制问题。当前，日本潜在增长率仍然低迷，IMF测算日本2024年潜在增长率为0.6%，2025-2028年维持在0.5%-0.7%，显著低于OECD国家平均1.8%的水平（International Monetary Fund，2024）。OECD测算则显示，日本2025年潜在增长率为0.6%，2026年降至0.5%，低于G7国家平均1.2%的水平（Britannica，2025）。日本潜在增长率长期低迷的核心在于供给侧结构性约束，包括老龄化和少子化导致的劳动力绝对数量减少、僵尸企业导致的资本配置效率恶化、制度等多重因素导致的全要素生产率（TFP）持续偏低。进一步分析供给侧的结构性制约因素包括：一是产业升级滞后。传统制造业面临中韩等国的激烈竞争，汽车、电子等支柱产业增长放缓。二是僵尸企业问题。政府的融资支持政策使得低效企业长期存续，挤压优质企业的发展空间，拉低社会整体生产效率。三是企业制度约束。终身雇佣制与年功序列制导致人力资本僵化，抑制创新活力和劳动生产率提升，进一步削弱企业投资意愿（闫坤和张晓珉，2023）。

3.政府债务高企，财政政策效能递减。政府主导型发展模式遗留的债务问题，严重制约财政政策的逆周期调节空间。根据IMF数据，1990-2024年，日本一般政府债务占GDP比重从69%飙升至237%，成为全球主要经济体中债务率最高的国家。日本央行在2023年的《财政可持续性与货币政策互动》报告中，基于日本历史数据构建DSGE模型，发现当政府债务/GDP突破250%时，财政刺激的短期乘数效应从20世纪90年代的0.8下降至0.2以下。Auerbach和Gorodnichenko（2016）分析OECD国家数据

①资料来源：白川方明.动荡时代：白川方明亲历日本经济繁荣与衰退的39年[M].北京：中信出版集团,2021.

发现，债务/GDP 超过 200%时，财政乘数平均下降 60%。具体机制包括：一是高债务水平引发市场对增税或通胀的预期，导致私人部门提前收紧支出，即李嘉图等价效应；二是政府举债挤出私人投资；三是债务存量过高导致新增支出中大量用于偿债本息，出现“财政疲劳”现象（International Monetary Fund，2023）。从 2024 年财政支出结构来看，国债费 27.0 万亿日元，占比 24.0%。其中，债务偿还费用和利息偿还费用分别占比 15.4%和 8.6%，利息偿还部分占到了国债费用的 35.9%，出现了“以债养债”的恶性循环，债务规模仍将延续居高难下的态势。

4.老龄化社会的需求抑制效应已然存在，对通缩的影响不容忽视。日本老龄化进程自 20 世纪 70 年代加速，2024 年 65 岁以上人口占比达 29.56%，进入超老龄社会。这对日本经济低迷和通缩局势有多方面影响：一是资本闲置。每 1%老龄化增速伴随 2.3%的资本存量闲置率上升，导致全要素生产率年均损失 0.4%（Hayashi 和 Prescott，2021）。过剩资本引发设备投资品价格持续下跌，即资本品物价下滑。二是消费收缩。日本内阁府《高龄社会白皮书》（2023）显示，75 岁以上家庭储蓄率 25.1%，而 30-49 岁家庭储蓄率 14.7%。日本存在“退休储蓄之谜”，即退休后储蓄率不降反升，日本老年储蓄率比 OECD 均值高 9 个百分点（OECD，2022）。老年人消费更加谨慎，老龄化造成社会消费倾向下滑。实证研究显示，日本老龄化每加速 1%，总消费增速下降 0.15%（Watanabe，2021）。三是财政资源挤占，社保福利支出已成为日本财政支出第一大项，制约财政资源腾挪空间。

5.流动性陷阱下的货币政策失效困境。日本央行近三十年的宽松政策未能破解通缩，本质是结构性矛盾对货币传导的阻断（闫坤和张晓珉，2023）。从 1999 年零利率到 2013 年 QQE 再到 2016 年收益率曲线控制，政策工具不断创新，但核心 CPI 在 2000-2020 年均值仅 0.2%。一是私人部门信用收缩。资产负债表衰退导致企业信贷需求下降，2022 年企业部门债务规模较 1990 年仅增长 15%，远低于 GDP 增速，货币乘数从 1990 年的 10 降至 2020 年的 6.5。二是财政货币化陷阱。央行成为国债主要持有者（2022 年末持有 45%），大量流动性滞留于金融市场而非实体领域。2013-2022 年央行资产负债表扩张 3 倍，但 M2 与 GDP 之比从 130%升至 170%，显示货币流通速度下降。正如日本央行 2001 年政策报告指出，货币政策效果受制于结构性改革滞后。当私人部门致力于修复资产负债表、政府深陷债务泥潭、老龄化抑制供需两端时，单纯依靠货币宽松政策难以提升潜在增长率，反而加剧资产价格与实体通胀的背离。

五、日本治理通胀的财政货币政策经验

回顾日本“失落三十年”间的政策史，日本政策部门为推动日本走出通缩付出了多种努力。其中，2012 年末以来，日本推行安倍经济学“三支箭”政策，即大胆宽松的货币政策、机动的财政政策和结构性改革，一定程度推动了日本修复“衰退”的资产负债表，为通胀回升奠定了基础。此外，安倍后时代，延续并调整了安倍经济学思想，以“工资增长”为财政激励核心，推出了“薪资—税收”体系。但需要注意的是，日本的政策经验也遗留了诸多后遗症风险。

1.货币政策方面，以超常规货币政策营造低利率的宽松融资环境，提振通胀预期（闫坤和张晓珉，2023）。2013 年日本央行推出通胀目标值，同年推出量化质化宽松政策（即 QQE），将货币市场的操作目标由无抵押隔夜回购利率改为基础货币数量，大量购入日本国债、ETF、不动产投资信托基金（J-REITs）和货币基金，以压低名义利率，降低企业融资成本，刺激投资与消费，并提升通胀预期。2016 年 1 月，日本央行推出负利率 QQE 政策，同年，日本央行推出收益率曲线控制政策（YCC）。具体操作来看，短期利率，对日本央行经常账户适用-0.1%的负利率；长期利率，使 10 年期日本国债收益率维持在 0%左右，并设置波动上下限，一旦十年期国债利率触发上限，日本央行将无限量购买国债以压低利率到上限之下，以此维持低利率环境，避免债务负担加重。当前，日本央行虽然已实质上退出收益率曲线控制政策，但强调明确将物价通胀水平和薪资增长纳入货币政策目标考量，以此调整货币政策。

2.财政政策方面，加大财政支出力度以强化逆周期调节，并构建薪资增长促进税制。安倍执政期间推出多轮财政刺激，其经济思想来自凯恩斯主义的需求管理政策，希望通过“财政乘数效应”刺激总需求，通过逆周期调节打破通缩循环。面对新冠疫情冲击和日本经济长期结构性矛盾，时任首相菅义伟延续并调整了“安倍经济学”的政策框架，通过政府支出填补私人需求缺口。进入岸田文雄时期，日本通胀形势再出现回升态势，物价高涨对策成为其政策课题。岸田内阁首度确立以“工资增长”为财政激励核心，以税制改革撬动工资—企业利润再平衡，突破传统企业治理模式。具体措施是实行工资倍增战略，鼓励企业给员工加薪，对工资涨幅 3%以上的企业给予法人税减免，大企业最高抵免 30%，中小企业 40%，同时对未达标企业取消设备投资税收优惠。

3.从股市和房地产市场来看，安倍经济学助推了资产价格修复，为走出通缩提供了基础（闫坤和张晓珉，2024）。在“安倍经济学”推动下，日本股市自 2012 年

末以来持续上涨，日经 225 指数从 2013 年初的 10000 点左右上涨至 2019 年的 20000 点以上。东京住宅的房价指数自 2012 年年末以来也开启上涨态势，从 2013 年年初的 97.7 上涨至 2019 年的 120 以上，并延续上行态势至新冠肺炎疫情后。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，助力了私人部门资产负债表修复和信心回暖。

4.安倍经济学遗留了诸多政策后遗症，如债务问题、滞胀风险等。安倍时期的财政赤字货币化，导致未来日本财政、货币政策均面临债务问题的制约（闫坤和张晓珉，2024）。一方面，由于日本央行是日本国债的最大持有人，二级市场流动性枯竭，国债换手率下降。如日本货币政策猛烈调整，日本国债等资产价格可能暴动，增添市场恐慌情绪，货币政策维持市场预期稳定的效能减弱。另一方面，日本政府债务率已连续多年高居世界主要经济体的首位，安倍经济学“过度依赖短期刺激，结构性改革滞后”，未能扭转人口老龄化、产业空心化等问题，形成“借债-付息-再借债”的恶性循环，国债余额越来越大，形成债务雪球效应，财政空间削弱。展望未来，长期财政赤字货币化的实践，使日本面临日元大幅贬值和严重通货膨胀的双重压力，摆脱通缩之后的日本有直接步入滞涨时代的巨大风险（刘轩，2023）。

六、日本治理通胀经验对我国宏观治理的启示

当前，中国 GDP 平减指数已连续 8 个季度为负，CPI 和 PPI 均在低位运行，主要原因在于宏观需求不足。日本曾在“失落三十年”间经历通缩，并于近年来出现物价和薪资的抬升。“它山之石，可以攻玉”，希望以日本物价变动的历程，为我国需求回升、物价回暖提供建设性的借鉴。

1.将通胀数据回升作为判断经济形势的依据是不全面的，更重要的是判别通胀回升因素是否来自经济需求转暖。通胀数据往往是经济运行的结果，并反作用于经济运行，简单将通胀数据转暖作为判别经济冷热的依据是不可行的。按照通胀的成因，可以分为成本推动型、输入型、需求拉动型等。根据前文的分析，日本本轮通胀回升中，成本推动型，特别是输入型因素不可忽视，而需求拉动型的贡献还相对有限。正因如此，即使日本通胀数据已连续三年超过日本央行“通胀目标制”设定的同比增长 2%水平，但日本央行依旧维持货币政策宽松化取向，对加息的步调保持克制和谨慎，更加关注通胀回升的稳定和可持续。当前，我国通胀数据在低位运行，应更加关注通胀的助推因素，即经济需求，而非通胀数据本身。

2.日本在抵抗通缩中构建了“加薪”政策体系，建议中国多措并举推动各行业薪资回升，推动形成“薪资—物价”的良性循环。前文分析指出，工资涨幅是日本央行货币政策的重要考量；日本的实证研究也表明，“企业定价—调薪决策”的微观传导渠道确实存在。日本在推动“薪资—物价”良性循环方面做了诸多探索，可为我国提供借鉴：一是日本建立“薪资增长促进税制”。对积极提高工资的企业，给予税收减免，通过财政激励，鼓励企业将利润用于员工加薪而非留存。尤其是对中小企业设置了相比大型企业更大的税收抵扣幅度，以税收分层设计鼓励更多中小企业加薪。二是日本修订《劳动施策综合推进法》。新增“工资透明化义务”，为薪资上升提供信息抓手。三是日本提高最低工资。强制提高低收入群体工资，推高整体薪资水平提升。四是日本推动“同工同酬”立法。日本形成二元劳动力市场，非正规雇佣占比从 1990 年的 20%升至 2015 年的 38%（福永一郎等，2024）。日本要求企业对正式员工和派遣、兼职等非正式员工在相同岗位提供同等薪资和福利。

3.通胀形势并非只是国内问题，譬如日本通胀形势受国际局势影响较大，而中国通胀形势也受到对华单边主义影响，助推通胀应兼顾国内国际双循环。前文分析指出，日本通胀形势受输入型因素影响较大，虽然我国经济体量和市场纵深远超日本，但外需对中国经济增长也至关重要，尤其是日本和中国面临的国际政治经济环境存在较大差异。根据李连发（2024）的研究，2017 年特朗普首次担任美国总统以来，出现了中、美两国通胀数据相关性为负，但日本、德国、英国等发达国家与美国通胀数据相关性为正的特点，即出现了中国与发达国家群体的通胀形势分化。分析其原因在于，中国的价值链、供应链等在国家贸易体系中受到了不公平的压制，针对中国的保护主义和单边主义在世界盛行，这一定程度对中国造成了通缩压力。因此，为助推我国通胀回暖，眼光不能只看国内，还需放眼全球。譬如谋求中国在国际政治博弈中的主动，开拓出口多元化市场，助推内需和外需的良好双循环，增强中国应对逆全球化的实力。

4.日本货币政策在助推通胀方面虽有作用，但在中长期更不宜过分依赖货币政策，应更强调结构性改革。尽管有观点认为，通胀是货币现象，并因此对货币政策依赖度较高，但这可能是需要斟酌的。在通缩时代，日本央行引入“2%通胀目标”“量化与质化宽松（QQE）”和“收益率曲线控制（YCC）”等政策，试图通过大规模货币宽松政策推高通胀。具体传导路径有四条，一是利率渠道，压降名义利率，降低实

际融资成本，刺激投资与消费。二是信贷渠道，宽松贷款条件，改善企业融资环境，刺激投资。三是汇率渠道，即扩大美日利差，推动日元贬值，改善出口和企业盈利。四是资产价格渠道，即推动股价和房地产价格上涨，通过托宾 Q 效应和财富效应，提振消费和投资。实证研究表明，这在一定程度上抵消了海外因素带来的通缩压力，使日本物价在 2013-2019 年期间小幅回升。但由于海外因素，尤其是新兴国家的低价商品输入持续存在，QQE 的通胀推升效果被部分抵消，导致日本长期未能实现 2%的通胀目标。伊藤雄一郎等(2024)分析了货币政策的中长期影响，认为货币政策从两方面影响中长期经济，一是通过缓解融资约束促进研发投资和技术进步；二是可能导致资源错配和“僵尸企业”滋生。实证研究表明，虽然货币宽松政策可能通过资本积累影响潜在 GDP，但统计上未发现显著的中长期关系，即货币政策的中长期效应具有不确定性。从政策层面而言，单纯依赖货币政策难以持续提升潜在增长率，需配套结构性改革改善资源配置效率。

5.以“日本化”中的房价泡沫破灭、人口老龄化、政府债务高企、僵尸企业、企业管理僵化等问题为前车之鉴，构建中国的“预防性政策框架”。一是多措并举支持房地产止跌回稳，避免出现日本式房价下行的资产破灭引致“资产负债表”衰退。具体措施可以考虑建立包含房价收入比、租金收益率、空置率等指标的房地产监测体系、成立住房政策性金融机构托底房地产市场、优化地方专项债住房收储的收益率要求等。二是避免出现老龄化导致的资本过剩和需求不足。具体措施包括通过延迟退休年龄和构建终身学习体系提升劳动参与率；构建涵盖生育、托育、教育、住房的一体化支持体系，提升人口出生率。三是强化政府债务管理。应避免日本“政府债务高企—借新还旧—政策空间萎缩”的恶性循环，严格落实政府债务上限管理，强化地方政府融资平台债务管理，推动“政府—平台”信用分离。四是完善市场出清机制与僵尸企业治理。持续推动僵尸企业破产重组，发展不良资产处置市场和并购重组市场，引入 AMC 竞争机制；构建个人破产制度，完善债务豁免机制；硬化银行预算约束，破除“刚性兑付”。五是持续推动劳动力市场化改革和企业管理创新。日本的终身雇佣制和年功序列制导致人力资本错配，中国需推进灵活就业与社会保障体系改革，提升劳动力市场弹性；推动企业治理现代化，鼓励“合伙人制”“同股不同权”等多种企业制度；创新人才激励机制，鼓励人才自由流动，保障劳动者合法权益。

参考文献：

[1]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,2023-07-05.

[2]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.

[3]福永一郎,城戸陽介,吹田昂大郎.日本通貨膨脹和価格波动的国际联系[J/OL].日本銀行ワーキングペーパーシリーズ,2024, No.24-J-2.

[4]李连发.全球通货膨胀分化：分析及中国对策[J].北京交通大学学报(社会科学版),2024,23(1):63-72.

[5]開発壮平,中野将吾,山本弘樹.长期通貨膨脹预测中的波动对经济和价格的影响[J/OL].日本銀行ワーキングペーパーシリーズ,2024, No.24-J-20.

[6]闫坤,张晓珉.日本中长期经济发展前景展望[J].国际金融,2024(6):3-10.

[7]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.

[8]日本内阁府.《高齢社会白皮书》[R].东京都:东贩出版社,2023.

[9]闫坤,张晓珉.日本走出通缩了吗[J].中国外汇,2023(21):22-24.

[10]刘轩.从通缩到滞涨：日本尝试“现代货币理论”的冒险代价[J].现代日本经济,2023,42(1):1-13.

[11]伊藤雄一郎,中野将吾,幅俊介,等.貨币政策的长期影响[J/OL].日本銀行ワーキングペーパーシリーズ,2024, No.24-J-21.

[12]Fukunaga I,Hougen Y,Ito Y,et al.Japan´s potential growth rate and issues surrounding price-wage relationships[R].Bank of Japan Research Paper,2024.

[13]Koo R C.The holy grail of macroeconomics: Lessons from Japan´s great recession[M].Wiley,2008.

[14]International Monetary Fund.World Economic Outlook: Countering Fragmentation[R].Washington,2024.

[15]Encyclopædia Britannica.Organisation for Economic Co-operation and Development.OECD Economic Outlook[M].Paris: OECD Publishing,2025.

[16]Auerbach A J,Gorodnichenko Y.Fiscal multipliers in recession and expansion[J].American Economic Review,2016,106(5):81-84.

[17]International Monetary Fund.Japan: 2023 Article IV consultation[R].Country Report,2023.

[18]Hayashi F,Prescott E C.Aging,capital stagnation,and productivity decline: Evidence from Japan's lost decades[J].Journal of Political Economy,2021,129(5):1521-1556.

[19]OECD.OECD economic surveys:Japan 2022[M].Paris: OECD Publishing,2022.

[20]Watanabe S.Aging and deflation: Evidence from Japan[R].IMF Working Paper,2021.

（作者单位：闫坤，中国社会科学院日本研究所；张欣怡，北京语言大学商学院）

Analysis of the Causes and Sustainability of Japan's Inflation Recovery: Implications for China's Macro Governance

YAN Kun[1] and ZHANG Xinyi[2]

(1.Institute of Japan Studies, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100007;
2.Business School of Beijing Language and Culture University, Beijing, 100083)

Abstract: In recent years, the sustained rebound in Japan's inflation has drawn widespread attention. This paper conducts a systematic analysis of the key characteristics, underlying drivers, and sustainability of Japan's inflation recovery. It further explores the transmission mechanism of the "wage-price" virtuous cycle. Based on these findings, and in light of the low inflationary pressure currently facing China, the paper derives key policy implications from the Japanese experience. These include: interpreting inflation data through a more nuanced and policy-oriented lens; developing an institutional framework conducive to wage growth; balancing domestic and international dual circulation; avoiding over-reliance on monetary policy; and preventing the onset of "Japanification." The study aims to offer new perspectives on the structural challenges of inflation governance and provide policy references for promoting high-quality economic development in China.

Keywords: Japan's inflation; consumer price index (CPI); wage-price spiral; inflation drivers