

Lecture Notes of Macroeconomics (I)

De-Xing Guan (官德星, 國立台北大學經濟學系)

May 31, 2021

今天我們要來探討日本的平成泡沫 (*Heisei bubble*) 是如何形成與破滅的。日本在二次大戰之後被美軍佔領，對外貿易和匯率政策也由美國決定。在布列敦森林體系 (*Bretton Woods System*) 之下，日本以一美元兌 360 日圓的價位釘住美元，在低幣值以及快速技術進步的幫助之下，日本對美國的貿易出超不斷上升，日圓也隨著順差增加而逐步升值。

到了 1980 年代，美國總統雷根 (Ronald Reagan) 上台，由於在 1970 年代發生了兩次石油危機，形成通貨膨脹，這使得美國聯準會在 1979 年 10 月 6 日宣布大幅升息，到了 1980 年代初美國的利率升到將近 20%，於是消費和投資受到壓抑，導致經濟衰退。

然而雷根政府當時信奉供給面經濟學 (*supply-side economics*) 的主張，想利用減稅來刺激經濟成長並增加稅收，但這個政策有效的前提是減稅使勞工的工作時間和生產力上升，這樣才能增加稅收，並同時促進經濟成長。可惜雷根政府當時減的多半是富人的資本稅，而不是勞工的薪資所得稅，所以這個供給面學派主張的減稅效果並沒有發生作用，反而使得政府預算赤字大增，再加上對日本和西德等國家的貿易赤字，形成所謂的雙赤字現象，更加重了經濟的衰退。

為了解決這個問題，雷根政府採取的方式是強迫日本、西德等對美貿易順差國家的貨幣升值。於是在 1985 年 9 月 17 日以美國為首的五國財政部長，在美國紐約的廣場飯店集會，出席的除了美、日、德等三國財長之外，還包括英、法兩國的財政部長。這個集會結束之後簽訂了著名的廣場協議 (*Plaza Accord*)，內容主要是讓日圓和馬克升值，以降低這兩個國家對美國的貿易順差。

後來日圓和馬克的確升值了，但是因為升值幅度超過美國的預期，美國開始擔心美元被過度低估，影響它世界貨幣霸主的地位，於是在 17 個月後的 1987 年 2 月 17 日，美國又召開七國財長會議，不過這次集會的地點是在巴黎的羅浮宮，而除了廣場協議時的五國之外，又加上義大利和加拿大這兩個國家的財政部長一起與會。

這個會議的主要目的是要為日圓的升值設限，因為美國固然希望日圓升值以減少美國的貿易順差，但是又不希望它升的太多，影響美元價位。而當時七國財長決定的政策，是人類有史以來第一次實施的匯率目標區 (*target zone*) 政策。簡單來說，羅浮協議 (*Louvre Accord*) 為日圓設定了上下各 10% 的限制，只要日圓匯率超過這兩個限制，七個國家有責任透過外匯的買賣，將日圓導回目標區之內。

這個看起來好像萬無一失的政策，卻為日本種下接下來數十年難以翻身的惡因，這是因為投機客知道日圓會升值，但是又有上限，所以無論是放空還是做多日圓，都不會有太多風險，因為如果放空使日圓跌破 10% 的下限，七國央行會進場干預；同理，如果做多使日圓升破 10% 的上限，各國央行也一樣會協力把它拉回。而在預期日圓升值的心理下，日圓漲多跌少，於是匯價慢慢向上推升，一路升到一美元兌換 100 日圓左右的價位。

這個日圓一路升值的戲碼持續了兩年多，這使得許多人開始大量買進以日圓計價的資產，譬如日本的房地產和股票。這使得日本的股價和房價升到有史以來最高的價位。到了 1989 年底，東京的房價總額已經超過美國加州的房地產價格總和。股市和房市的投機氣氛越來越高，最後在 1990 年 1 月日本銀行 (*Bank of Japan*) 終於忍不住升息一碼，試圖降溫，但這就像壓垮駱駝的最後一根稻草一樣，日本股市和房市應聲下跌，跌幅之大也是史無前例。於是這個後來所謂的平成泡沫，就這樣破滅了。

平成泡沫破滅了 15 年之後，日本的經濟才稍微有一點起色。需要花這麼多時間才有起色，引起了許多經濟學家的好奇，因為即使美國在經濟大蕭條的時候，也只花了不到 10 年的時間經濟就復甦了，那麼為什麼日本需要用到 15 年，也才只有些微起色呢？

要回答這個問題，必須考慮到日本的財經和文化的環境。日本人的文化習慣是不要給別人添麻煩，所以當一個企業產生巨額負債的時候，通常不願意聲張，一方面是覺得丟臉，另一方面也怕消息外漏，會引起股價大跌。所以只要企業還有賺錢，就會拿去還債，但是由於泡沫破滅產生的負債金額太高，所以需要花到 15 年左右的時間才陸續還清。

可惜在 2005 年日本銀行升息兩碼之後不久，接著又碰到美國的次級房貸風暴，於是經濟又急轉直下，直到現在仍然沒有完全復甦。在 2001 年日本銀行曾經實施全世界第一個量化寬鬆 (*quantitative easing*)，雖然略有成效，但是效果仍然不足以讓經濟真正復甦。而在 2013 年日本銀行又實施第二輪量化寬鬆，接著就是所謂的安倍經濟學，但是直到現在八年過去了，再加上疫情作祟，經濟情況依舊不好。所以從 1990 年算起，到現在已經足足超過了 30 年，可以說是失落的數十

年 (*lost decades*)。

日本的經濟長期低迷不振是非常少見的現象，雖然它的生產力仍在，但是因為通貨緊縮和需求不足等因素一直糾結不清，使得復甦的步調依然緩慢，經濟榮景至今依然遙遙無期。要怎麼解決這個問題，仍是令經濟決策者和經濟學家十分頭痛的問題。

這兩週來我們提到許多次次級房貸風暴 (*subprime mortgage crisis*) 的問題，我們在下週就來討論這個十多年前發生的著名泡沫破滅現象。今天就講到這裡，我們下週見！