

陈 共 宋兴义★著

RIBENCAIZHENGZHENGCE

日本财政政策



中国财政经济出版社

日本财政政策

陈共 宋兴义 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

日本财政政策/陈共、宋兴义著. —北京: 中国财政经济出版社, 2007. 4

ISBN 978 - 7 - 5005 - 9818 - 3

I. 日… II. ①陈…②宋… III. 财政政策 - 研究 - 日本
IV. F813. 130

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 049401 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 11 印张 279 000 字

2007 年 6 月第 1 版 2007 年 6 月涿州第 1 次印刷

印数: 1—1 500 定价: 25.00 元

ISBN 978 - 7 - 5005 - 9818 - 3/F · 8531

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

前 言

当本书接近完稿之际，2005 年的 10 月我们看到《经济学人》^①、《远东经济评论》^② 和美国的《新闻周刊》^③ 同时发表了内容相似的文章，均称日本经济走在稳定复苏的道路之上。这些文章认为，日本经过 10 余年的改革，银行清除了坏账，公司大力削减负债，劳动力市场更加灵活，解决了债务过剩、就业过剩和生产能力过剩的问题，“日本有着重新成为亚洲经济增长发动机的良好前景。”

这条消息对日本以至于对亚洲和国际社会无疑是一件重要的喜讯。在经济全球化的国际环境下，日本作为一个经济大国的发展状况，对全世界经济的发展起着举足轻重的作用。二战后的 60 余年，日本经济发展走过的不是一条平坦的道路，20 世纪 50—60 年代曾创造了经济高速发展的奇迹，接着于 70 年代陷入长期的萧条，如今经济复苏也是在跌跌撞撞、曲折徘徊中前进的，这期间有成功的经验，也有失败的教训。我们写这本书的目的，首先是系统地介绍

① “The sun also rises”, http://www.economist.com/displaystory.cfm?story_id=4454244.

② “Japan is Back, For Real This Time”, <http://www.feer.com/articles1/2005/0510/free/p011.html>.

③ “Japan: Rising Again”, <http://www.msnbc.msn.com/id/9557434/site/news-week/>.

日本经济发展过程中财政政策这个侧面，其次是吸取其中的成功经验，借鉴失败的教训。由于全书洋洋 20 余万字，在书前我们对二战后日本财政政策实施的主要历程以及其中的主要经验教训加以概述。

高速增长的奇迹

日本经济二战后经过一段的过渡恢复期后，从 1955 年以设备投资和发展重工业为主要推动力，开始了高速增长，1956—1970 年期间 GDP 实际增长率平均达 9.66%。与当年其他发达国家相比，日本的经济增长速度令人叹为观止：1953—1973 年日本 GNP 年平均增长率为 9.8%，几乎比西德和法国快 1 倍，比美国、英国快 2 倍；国民生产总值 1966 年超过法国，1967 年超过英国，1968 年超过西德，成为资本主义仅次于美国的第二经济大国；贸易额占世界贸易的比重从 1955 年的 2.4% 提高到 1970 年的 6.9%，同期出口商品价值占工业化国家出口商品价值的比重从 3.68% 提高到 9.28%，仅次于美国的 18.97%、西德的 17.74%；产业结构高级化的趋势十分明显，到 1973 年，三次产业的构成比达 5.7:42.5:51.8；重工业化率（重化工业产品的出厂额占整个制造业产品出厂额的比重）1955 年为 44.6%，到 1970 年时达到 62.3%，成为工业化国家中该比率最高的国家之一；到 1970 年，日本人均国民收入达到 1630 美元，相当于美国 37.45%、西德的 59.32% 和法国的 65.78%，大大缩小了与欧美国家的差距。

日本经济高速增长期间，经济增长虽然十分迅速，但并未摆脱周期的波动。这个期间经历了 4 次景气，3 次衰退。但是与欧美国家经济衰退所不同的是，日本的经济衰退不是有效需求不足的生产过剩危机，而是由于自身资源短缺需要增加进口而带来国际收支的

恶化，因而国际收支状况成为景气与萧条循环的契机：一旦国际收支恶化，就要采取紧缩措施抑制国内需求，当进、出口的对比向有利于国际收支的方向转化后，政府政策则开始放松，在降低利率和增加国内需求特别是投资需求的推动下，又会重新走上景气。在当时的背景下，为实现增长优先和贸易立国的整体经济的政策目标，财政金融政策的基本思路是在确保通货价值稳定，注意尽可能缩小景气与萧条的变动幅度的同时，顺利并恰当地为经济发展提供必要的资金。日本在高速增长时期的财政政策，从总的指导思想上看仍遵循道奇路线确定的一般预算的“平衡预算”原则（尽管并不彻底），在这个原则的约束下，支出数额取决于经济增长带来的财政收入的自然增加额，虽然财政政策在扩大需求和反萧条中也发挥一定的作用，但重点是放在供给和调景气方面，主要是扩大资本积累、加速经济增长。在财政政策与货币政策的配合上基本上是采取“松货币、紧财政”的政策组合，当然“松”和“紧”是相对的。在政策操作上，强调财政政策的灵活性，充分发挥在经济恢复期建立的产业税制的作用；在景气调节上，除常用的财政政策和货币政策有效配合外，还十分重视财政投融资的辅助作用。

这一时期财政政策的特点和成功表现在如下几个方面：

1. 小政府、轻税负、高储蓄。日本战后高速增长的理论基础是哈罗德—多马模型，强调资本积累对经济增长的决定性作用，同时遵循古典和新古典理论，实行小政府、轻税负、高储蓄格局，因此，如何提高国民储蓄率、扩充资本成为财政政策促进经济增长的一个基本课题。日本高速增长时期的经验似乎为上述的理论提供了实例。轻税负与高储蓄并存被认为是日本经济增长的主要特征之一。日本的税收负担率是西方发达国家中最低的，事实上日本政府把租税负担对国民收入的比率不超过 20% 作为其政策的一项重要目标。如 1965 年税收占国民生产总值的比重日本为 14.7%，相对应的美国为 22.3%，英国为 25.7%，西德为 22.9%，法国为

22.5%；1964—1968年间平均国民储蓄率日本为36.2%，相对应的美国为15.7%，英国为18.8%，西德为26.7%，法国为25.7%。日本通过财政手段提高国民储蓄率的方式之一，是大规模的年度减税，这是日本经济高速增长时期税收政策最显著的特点之一。经济的高速增长为日本带来了大量的税收收入，之所以能够长期保持低税负，根本原因在于日本每年将由经济增长带来的税收自然增收额中的相当部分用于减税。有人认为，日本在高速经济增长时期所采取的相对于自然增收的减税比率，是保持经济活力的关键，是经济增长的源泉。日本通过财政手段提高国民储蓄率的手段之二，是控制财政支出。高速增长时期日本税收的自然增长额十分巨大，还有专卖等其他收入，但是政府并没有用这笔收入来扩张政府支出，而是采取了抑制政府支出规模的政策，因而出现了大量的预算盈余，成为总储蓄的一个重要来源。

2. 1965年开始发行国债，突破财政平衡主义。日本高速增长时期的前一段时间仍一直坚持年度平衡的财政原则。1964年10月东京举办奥运会带来了所谓“奥林匹克景气”，随着奥运会的落幕，经济走向战后严重的衰退，1965年开始发行国债，开始突破财政平衡主义。

到1968年，日本在经济已经成为仅次于美国的资本主义第二经济大国，在这种条件下，仍然坚持外贸和外汇严厉管制的日本受到欧美的指责，于是开始外贸和外汇的自由化，1964年4月贸易和汇兑自由化率已达到93%，外需的拉动作用被大大削弱。尤其是1963年7月美国肯尼迪政府设立利息平衡税和对外加强了贷款的限制给日本带来的冲击构成日本景气转换的直接外因。然而，导致萧条的主要因素还是国内民间投资的调整迟缓。从1955年到1964年，日本民间投资增幅在大部分年度内远远高于实际国民生产总值的增长率，特别是1960和1961两年，固定投资的增长率分别高达31%和29%，十分明显，这种固定资本投资的持续高速增长

长，若没有国内最终消费或出口的支撑，早晚必然出现停滞。实际上，一般机械、电气机械、精密机械的投资已经连续4年下降，耐用消费品的产量也出现下降。总之，这是一次由外需和内需两方面的不足而带来投资结构性的萧条。

日本政府对这次萧条的性质和严重性认识不足，开始采取的措施是在降低利率的同时坚持年度平衡的财政原则，随后发现岁入大大低于当初的估计，仍然在坚持财政年度平衡的原则下采取了保留公共事业费和行政费等1000亿日元的措施。实践说明，在利润率的下降幅度超过了利率的下降幅度的情况下，单纯的金融缓和措施已经不足以诱导投资使经济得到恢复，必须同时启动直接有效的财政措施。1965年7月决定实行紧急对策，主要措施是设想长期减税和准备发行国债。当年12月成立的补充预算正式决定战后首次发行赤字国债2590亿日元。为此，1966年1月制定“财政处理特别措施法”，修改财政法增加了“特例”条款，打破一般会计预算必须保持收支平衡的原则，准许发行赤字公债，并在1966年1月通过了1966年度的大型预算，一般会计支出比上一年度增加17.9%，发行国债7300亿日元，减税3069亿日元。此后，建设国债每年均在发行，赤字国债的再次发行是在1975年度。在此期间，日本的“不发行国债原则”变成了“不发行赤字国债原则”。这次国债的发行增强了财政政策刺激景气的功能，实际上承担起景气调节的作用，而且这次国债的发行对自从1947年以来一直坚持年度平衡财政原则的日本财政是一个巨大的转变，也为日本70年代的赤字财政树立了先例。

3. 投资支出比例高，重视教育支出。日本高速增长时期财政政策的特点是整体规模低但投资比率高，高比例的投资支出是日本财政支出的一个重要特征，这也是日本政府干预经济的程度比欧美国家高的主要表现之一。当然，日本的财政性投资不是直接对企业的投资，而是对道路、交通、港口等社会资本的投资。日本政府对

社会资本重要性的认识在《国民收入倍增计划》中得到体现。该计划指出,社会资本对于生产资本的相对落后会阻碍经济的增长;社会资本在加强产业和生活基础的同时能够扩大就业和收入,促进经济的增长。在“增长优先”的政策导向下,公共投资在财政支出中占有重要地位。从财政支出构成来看,用于社会资本投资的公共事业费是仅次于“拨转地方税金”的第二大项目,而且产业基础设施投资是日本社会资本投资的重点。1955至1973年,日本社会资本投资名义额增长31倍,而其中包括公路、港口码头、铁路、工业用水和工业废物处理等5项内容的产业基础设施投资却增加了44倍,占社会资本投资总额的比例从1955年的53%上升到1973年的75.7%。在扩大财政性投资中特别重视发挥财政投融资的作用,从1955年到1970年,财政投融资从2998亿日元增加到37987亿日元,扩大11.67倍。日本政府为了促进经济增长,在财政支出中尽量压缩消费性支出,以便把更多的财力用于资本积累。与欧美国家相比,日本政府支出结构中消费性支出比例低、固定资本投资比例高的特点更加凸现出来。以1970年为例,日本政府自身的消费性开支仅占国民生产总值的8.2%,加上政府转移给个人的社会福利开支,两者合计为12.5%,而美国的两项合计为27.4%,英国为26.1%,西德为28.6%,法国为28.8%。

日本财政支出结构中需要注意的另一个特点是教育支出。1962年发表的《日本的经济发展和教育》报告中曾有如下一段表述:“在激烈的国际竞争中,科学的创见、技术的熟练、劳动者的素质等因素,对于经济发展所起的作用,不亚于增加物质资本和劳动力的数量。”“教育投资的成果,其特点是以培养人的才能的形式积累起来的。所以一旦做了投资,从其效果具有持久性这一点来看,可以认为它是生产上的重要投资。”因此,日本政府是把财政对教育的支出作为促进经济增长的最主要方式,在这方面的成就举世公认。日本财政支出的相当部分用在了教育科技方面,虽然公共教育

费占国民收入的比率在世界上不是最高,1975年为6.5%,同年美国为7.6%,英国为8.2%,法国为5.0%,西德为6.4%,但它的增长十分迅速,从1965至1973年间,公共教育费的年均增长率,日本为17.6%,美国为10.2%,英国为12.8%,法国为11.5%。教育的发展使日本劳动力结构发生巨大变化。从每年新就业的毕业生的学历水平结构看,1955年初中生占60.0%,高中生为31.4%,大学生仅8.6%;到1975年,初中生减少到6.1%,高中生为58.6%,大学生为35.4%。而这段时期,日本国民经济劳动生产率的提高幅度是十分惊人的,如以1970年为100,1960年仅为42,1975年为128。日本前首相吉田茂在谈及日本高速发展的原因时,突出地强调了教育的作用。他认为教育给日本人民以巨大的力量,在现代化中发挥了主要作用,这大概可以说是日本现代化的最大特点。

4. 充分发挥税收优惠的作用。促进经济增长的税收政策除了年度减税外,50年代前期对产业重建发挥重大作用的租税特别措施仍然继续采用,并且与日本政府在这段时期制定的整体经济发展计划、产业合理化计划和产业临时措施法等相配合。在高速增长时期,日本出台了多项经济计划和产业立法,而税收政策围绕租税特别优惠这个核心,从有利于企业积累资金的立场出发,通过修改企业折旧制度、调整税制减轻法人税负等方法,促进上述计划和立法目标的实现。以钢铁业为例。早在1951年的“租税特别措施法”规定特定机械设备的折旧率可在3年内比一般折旧率提高50%的特别折旧制度时,钢铁业就已经成为实行该特别折旧制度的产业。1952年根据“企业合理化促进法”,钢铁业又获得了特定设备可在购入第一年度按购入价格的50%进行特别折旧的优惠。特别折旧制度在钢铁业的发展过程中,特别是在1956—1960年期间的钢铁业第二次合理化过程中,成为设备投资的重要资金来源,作为当时进行高比率设备投资的一个决定性因素发挥了作用。钢铁业第二次

合理化中，6大钢铁公司^①特别折旧额占设备投资额的比重为12.7%，占折旧总额的34.9%。进入60年代后，特别折旧的重要性渐趋下降，日本政府又出台了新的优惠措施，如1961年修改机械设备的法定使用年限，平均缩短20%，1964年再次平均缩短15%。另外，1961年建立出口特别折旧制度，允许出口额增加的企业按照出口比率增加的部分与普通折旧额的乘积来计算特别折旧；1964年建立开拓国外市场准备金制度，允许将一定比例的国际贸易收入作为免税的准备金积累起来用于弥补亏损。这些优惠措施为钢铁企业带来新的好处，起到了鼓励投资的作用。在高速增长的前10年里，日本税收优惠的力度是相当大的，优惠总额约占法人税税收总额20%，企业自筹投资资金的13%实际上是来自于政府以税收优惠形式给予的补贴。

5. “汲水政策”运用的成功。日本在高速增长时期，因为设备投资、国内消费和对外出口的迅速增长，需求不足并非这一时期经济增长的严重障碍，这可从萧条持续时间通常不超过12个月即转向景气的经济实际运行情况得到证明。因此，凯恩斯主义的需求管理政策不是这段时期宏观经济政策的主旋律，它带有短期性、临时性的特点，而从财政政策方面来看，更近于罗斯福“新政”时期实施的所谓“汲水政策”。汲水政策是在经济萧条时实施的通过增加公共投资使经济自动复苏的财政政策，它的特点是：（1）是一种以经济体具有自发恢复能力为前提的反萧条政策，起诱导景气复苏的作用；（2）公共投资是政策的载体，以扩大公共投资规模作为启动民间投资的手段；（3）财政支出规模是有限的，不进行超额支出，只要使民间投资恢复活力即可；（4）是一种短期的财政政策，随着经济萧条的消失而停止。由萧条转向景气的的时间不超过12个月这一事实可以证明，日本政府运用的汲水型财政政策是

① 八幡制铁、富士制铁、日本钢管、川崎制铁、神户制钢、住友金属。

成功的。可是，必须强调这种政策的成功必须有一个关键的前提，即经济恢复自主增长的能力较强，财政政策的诱导作用短时间内便可奏效。根据前文的分析，日本在高速增长时期面临的经济波动与欧美国家不同，采取的财政政策也就有所不同。欧美国家面临的是经常性的国内需求不足，财政支出作为弥补产出缺口的工具使用长期化。而日本高速增长阶段的主要矛盾是产业投资（生产规模扩大）与国内资源短缺制约的矛盾，解决这一矛盾的手段是经常维持足以支付进口需要的一定水平的国际收支顺差，因而高涨向萧条转换的导火线往往是政府为恢复国际收支平衡所采取的紧缩政策。然而，原有的需求并没有随着萧条的出现而消失，只是由于国内需求超出了资源供给（包括进口）的限度而被暂时予以抑制，一旦资源供给（包括进口）增长了，紧缩政策便立即停止，政策导向又转至追求经济增长，被压抑的民间需求便会重新高涨。在这种条件下，自然无需再借助于财政政策人为地扩大需求；否则，在私人需求高涨的情况下，扩张性的财政支出无疑会火上浇油，只能使下一次紧缩提前到来。

6. 注重财政政策与货币政策的协调配合。日本政府十分重视财政政策与货币政策的协调配合，一方面强调二者协调一致，另一方面强调二者各有侧重。一般而言，抑制过度进口、消除国际收支危机主要依靠货币政策，财政政策在其中起辅助作用；而财政政策在刺激增长方面更加积极，货币政策则相对保守。关于财政政策的作用，上文已经说明很多，现在需要说明的是：为何货币政策成为调节总需求和国际收支不平衡的主要措施，为何日本高速增长时期采用的基本上是“松货币、紧财政”的政策组合？

调节总需求和国际收支不平衡的政策包括汇率政策、财政政策和货币政策。布雷顿森林体系下的汇率制度是“钉住”汇兑汇率制度，只有一国基本国际收支不平衡，经IMF批准才能调整汇率。而且，从日本的角度看，出口被认为是经济增长的关键环节，360

日元兑1美元的汇率是不能动的。这样，可利用的政策只能在财政政策和货币政策这两者中选择，而日本选择了货币政策。

日本在第二次世界大战中战败，历史的教训和战后初期的恶性通货膨胀让日本政府对财政政策的使用保持相当谨慎的态度，信奉平衡财政的古典主义财政管理原则。冷战爆发后，美国出于自身战略利益的考虑，对日本进行扶植，其中的一个重要措施就是实行道奇路线。道奇路线通过严厉的财政紧缩措施来消除通货膨胀。尽管后来日本政府对道奇路线作了一定程度的修改，但道奇路线严格限制政府支出和补贴的思想保留下来，这就相对地限制了财政政策作用的发挥。最重要的原因则在于日本经济增长第一的政策目标，经济增长的核心问题是如何提高资本积累。前文已指出，财政政策只是通过低税负、高投资支出等措施促进了资本积累和投资的增长，而低利率政策则是促进资本积累和投资增长的主要手段。如果采取膨胀性财政政策和紧缩性货币政策，实行高利率政策的结果会对私人部门的资本积累产生负面影响，会引导国家资源从制造业流向建筑和房地产等产业，这与日本政府通过发展制造业、促进出口来发展经济的政策目标是背道而驰的。

货币政策成为日本高速增长时期调整调节总需求和国际收支不平衡的主要措施并能彰显效果，还在于日本企业资金来源主要依靠银行贷款的融资结构这一微观特点。日本经济高速增长的主要推动力是企业的设备投资，而其资金来源绝大部分来自于间接融资的银行贷款。60年代中期，现金存款、储蓄存款在个人金融资产中的比例高达66%，美国仅有26%。这种资金供给结构决定了银行在企业的资金来源中起决定作用。从企业设备投资的资金供给结构来看，1966—1970年期间股票占6.2%，债券占2.8%，贷款占91%。而在银行存款不能满足企业资金需求的情况下，则由日本银行向民间银行发放贷款，在高速增长时期，除了极少数年份，都市银行从日本银行介入的资金占其负债与资本的比例都在5%之上，

最高的1961年达到12.3%。因此，只要收紧货币，投资需求便会出现明显的抑制。只有进入萧条时期当利润率的下降幅度超过了利率的下降幅度单靠金融措施不足以诱导投资时，则需要重视财政政策的作用。

失去的10年

20世纪70年代第一次石油危机使主要资本主义国家陷入经济滞胀，日本也不例外，结束了高速增长时期。但从世界范围看，日本的经济增长明显好于其他发达国家，仍保持了较长时间的相对低速的稳定增长时期。由于长时间实施刺激经济的财政金融政策，特别是宽松的金融政策，为市场提供了充足的流动性，但日本政府在80年代完成赶超任务后，向信息技术为主导的产业结构的调整和转变迟缓，企业将大笔的资金用于金融资产和土地投资，股票和房地产价格因之暴涨，形成泡沫经济。在土地价格的高峰时期，甚至有“卖掉日本列岛能买四个美国”的说法。但是，资产价格的急剧膨胀被稳定的物价水平所掩盖，日本政府未及时察觉并给予充分重视，最终导致泡沫经济的崩溃，于1991年4月从繁荣的顶端跌入了危机的深渊。自陷入萧条以来，便一蹶不振，一直处于长期停滞状态，1990—1999年的10年间，实际国内生产总值总共才增长了12.1%，只相当于高速增长时期1年的增长水平。对于日本经济来说，20世纪90年代可以称之为“失去的10年”。

泡沫经济崩溃后，日本政府和日本银行方面对形势判断失误，认为“在强劲的合理化投资和旺盛的个人消费支撑下经济保持着缓慢的扩大趋势”。但是，经济低迷的程度和持续时间之长超乎日本经济决策者的预想，到1999年日本政府在《经济白皮书》中，才坦承日本经济正面临前所未有的严峻考验。日本政府为应对这次

危机相继出台了各项刺激性措施，而且刺激力度之大为战后日本经济史上所仅见。日本政府如同高速增长时期倚重于货币政策推动经济增长一样，仍然首先倚重于货币政策来克服经济危机。从1991年7月1日起开始下调利率，经过9次下调，1995年9月8日商业票据贴现利率降到接近于零的0.5%。1999年2月，日本银行宣布要诱导隔夜拆借利率尽可能低，使其围绕0.15%波动，于是正式出台所谓“零利率政策”。2002年9月18日召开的货币政策委员会决定由中央银行收购私营银行持有的上市公司股票，此举在世界上市开了中央银行收购企业股票的先河。然而，银行仍然背着大量不良债权的沉重包袱，信贷机制十分脆弱，同时由于消费低迷，企业投资意愿萎缩，利率杠杆的刺激功能失灵，政府不得不将政策重点转向财政政策：以“紧急经济对策”或“补充预算”等方式，围绕公共投资，多次扩张财政支出和实施减税政策；为了替财政支出融资，从1994财年起又开始发行赤字国债，加大建设国债发行额；更加突出财政投融资对经济增长的刺激作用，还动用公共资金为日本金融机构的坏账买单，将银行坏账转为公共基金。可以说，几乎用尽了各种财政金融手段。但是，由于形势判断和政策操作上的失误，并没有从根本上克服经济危机，而且一步一步地将经济带入10年的萧条。

这一时期财政政策的特点和失误主要表现在如下几个方面：

1. 处理不良债权不力。日本商业银行在泡沫经济中发放了大量以土地为担保的贷款，同时通过交叉持股拥有大量关系企业的股票，并将所持股票的隐含收益算作自有资金，当泡沫经济崩溃引发股价、地价大跌，商业银行形成大量坏账。据估计，20世纪90年代初日本银行的不良债权高达100万亿日元。日本政府对此一直没有给予足够的重视，仍对经济增长抱有不切实际的幻想，采取拖延战术，希望通过经济的自我恢复带动股价、地价的上升来解决坏账问题。直到亚洲金融危机爆发后，日本经济萧条越来越严重，日本

政府才开始进行迟到的金融体制改革。以住宅金融专门公司为例，大藏省 1991 年就确认其贷款余额中 40% 是不良贷款，但是却没有立即处理而是给了这些公司 10 年的宽限期，结果 1995 年不良贷款率上升到 75%，大大增加了处理成本。结果导致银行资产的恶化和信用创造功能的严重弱化，并产生了银行惜贷现象，给经济恢复带来了障碍。不仅如此，政府为了解决泡沫破灭之后大型城市商业银行的经营问题，还向它们注入了大量的公共资金，将几十万亿日元的银行不良债权转化为公共资金，也就是转为国民的负担。

2. 零利率政策失效，陷入“流动性陷阱”。进入 20 世纪 90 年代后，日本的货币存量（CD + M2）相对于过去出现大幅下滑。1970—1980 年平均年增长率为 15.27%，泡沫经济崩溃后，货币存量增长率从未超过 5%。银行信贷增速下降是货币存量增速下降的主要原因。这种下降并非是日本央行采取紧缩性货币政策的结果，相反 2001 年 9 月以来，日本银行贴现率已降到几近于零的 0.1% 的水平，然而信贷供需两方面的低迷严重制约这种超低利率政策的效果。

从信贷供给方来说，日本商业银行出现大量坏账，而且因为股票预期收益下降，使其资本充足率低于巴塞尔协议要求的 8%。为恢复资本充足率，商业银行采取了收缩贷款规模，对贷款需求者有选择地授予信用等手段，形成信贷配给。从信贷的需求方来看，银行信贷的收缩沉重打击了广大企业，特别是中小企业，法人破产案数和负债额在 90 年代中后期大幅度上升，企业对未来景气的信心恶化，由于利润和投资收益率降低，投资意愿不足，也就是说需求方也降低了对银行信贷的需求。无论是凯恩斯主义还是新古典主义都十分强调健康的银行系统对于货币政策传导机制的重要作用。商业银行的贷款意愿影响存款准备比，进而影响货币乘数，由于大型金融机构相继倒闭，对银行的贷款意愿造成极大的负面影响，大量资金开始在中央银行囤积，形成数额巨大的超额储备，结果使货币

乘数跌至10以下,并持续下跌至2003年的6.32。货币乘数的下跌意味着银行体系货币创造能力的削弱,即使日本银行扩大基础货币的供应,仍然得不到满意的货币扩张效果,陷入“流动性陷阱”,零利率政策已经失去刺激经济恢复的效力。同时,货币政策的软弱也制约和加大了财政政策扩张需求的难度。

3. 国债发行过度,财政状况恶化。在经济泡沫破灭的形势下,依旧采取了传统的凯恩斯主义需求管理政策——扩张支出与减税并举,收支缺口通过发行国债来弥补,结果是刺激经济的作用并不明显,而财政状况却因国债的大量发行而极度恶化。2003财年财务省发布的《当前的财政状况和需考虑的问题》预计一般会计收入的45%由政府债券发行筹集。财务依存度将达到44.56%,包括地方债、政府担保债和政府担保借款在内的累计债务余额约为686万亿日元,为GDP的137.6%。2005财政年度预算预计,加上地方政府债券,长期债券总额为GDP的151.2%。国债费占中央政府财政支出的比例1991财年达到22.02%的战后顶峰,2000财年进一步升至24.01%,创造新的记录。国债费具有刚性特点,不能压缩,实际上是将一部分财政收入以国债利息的形式转移给居民,而且在居民消费低迷的情况下,几乎不可能发挥扩张总需求的作用,同时又制约了财政政策的调节空间。

4. 公共投资的乘数效应严重下降。公共投资是日本政府刺激经济的惯用手段,日本公共部门的国内固定资本形成总额占GDP的比例稳定在8%左右,大大高于其他工业化国家1%—3%的水平,以至于日本获得了“公共工程国家”的称号。在经济高速增长时期,公共投资对基础设施大大落后于其他发达国家的日本确实起到了积极的作用。然而公共投资并不是越多越好,Gómez(2004)证明,公共资本和私人资本之间有一个和经济增长路径相适应的稳定的比例值,当该比例值超过其稳定值时,最优的选择是公共投资为零。各种证据表明,日本的公共资本供应,尽管在某些领域还存在不足,