



# 工资物价良性循环与日本央行货币政策

## Virtuous Cycle between Wages and Prices and the Bank of Japan's Monetary Policy

植田和男

### 一、引言

2024年3月18日至19日，日本央行在结束为期两天的货币政策会议后，宣布调整货币政策框架，希望以可持续和稳定的方式实现物价稳定目标。日本央行认为，自2013年4月推出量化和质化宽松货币政策（QQE）以来，长达11年的大规模货币宽松政策实施效果明显。本文就日本央行对经济形势和物价走势的评估情况做简要介绍，其中包含了2024年4月底发布的《经济形势和物价走势展望报告》（以下简称《展望报告》）的内容，并就日本央行新货币政策框架详细内容和未来货币政策实施谈几点思考。

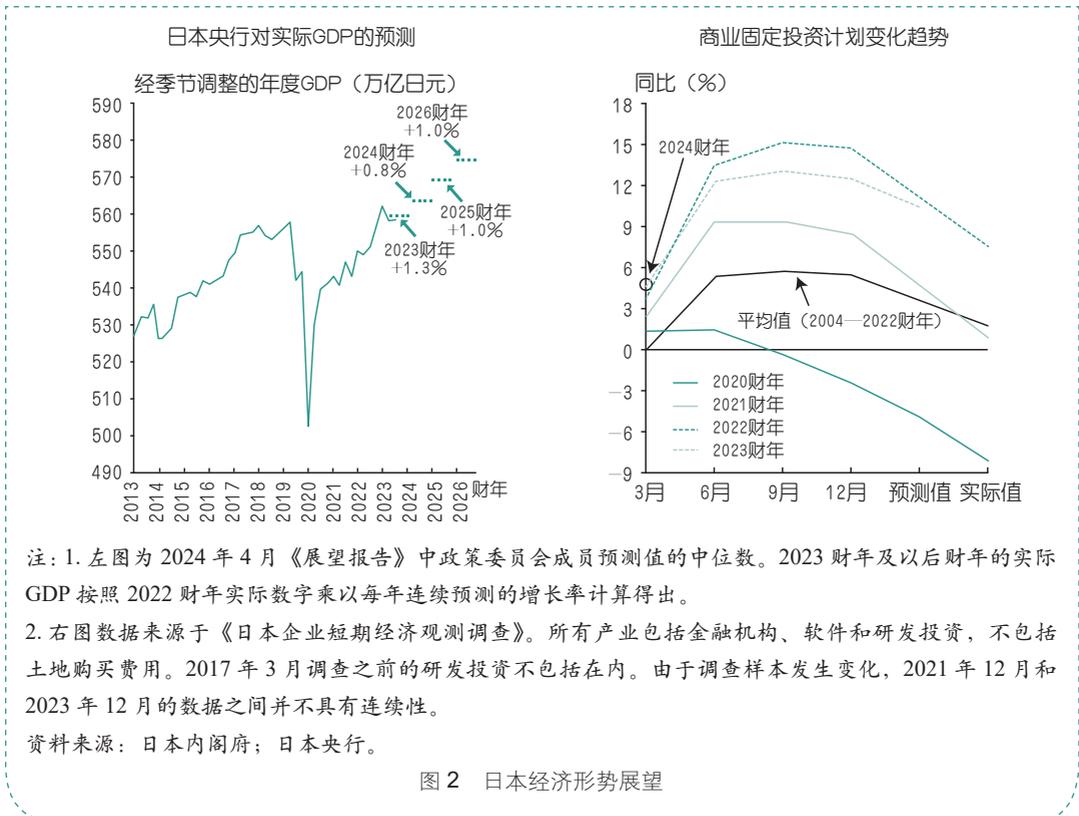
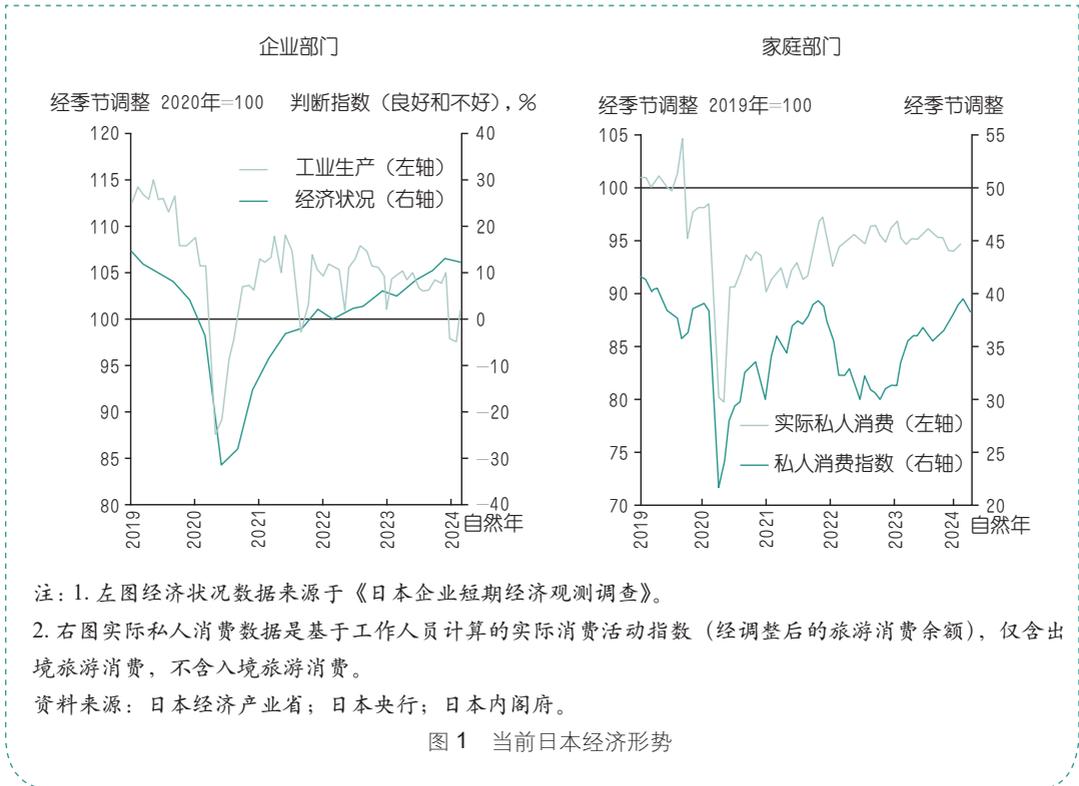
### 二、经济形势

目前，日本经济正经历适度复苏，但部分领域仍表现疲软。从企业部门来看，生产一直保持平稳态势，但最近因部分汽车制造商停产和出货量下降受到一定影响（图1）。2024年3月份发布的《日本企业短期经济观测调查》（以下简称《短观调查》）显示，尽管受汽车产业影响部分行业信心有所下降，但总体上看企业信心指数保持在良好水平。由于企业将上升成本转

嫁到销售价格上，企业利润得以改善，促使企业固定投资也呈温和增长趋势。从家庭部门来看，因物价上涨对个人实际收入造成下行压力，食品等非耐用品的私人消费受到影响，同样汽车生产和销售亦受到波及。然而，近期日本家庭信心指数因预期工资上涨而出现明显改善。总体来看，尽管企业部门和家庭部门都出现了一些暂时性疲软现象，但是从收入到支出的良性循环仍可维持。

日本央行预计随着海外各国经济温和增长以及前文所提的暂时性因素消失，日本经济将继续稳步增长。《展望报告》指出，随着家庭部门和企业部门从收入到支出的良性循环逐渐稳固，日本央行预计在2026财年之前日本经济增速将高于潜在增速（图2）。从企业部门来看，由于国内外需求温和增长以及IT相关产品全球调整取得进展，预计生产将恢复上升趋势。在此背景下，企业利润将改善，企业固定投资也可能继续呈增长态势。《短观调查》显示，为响应政府经济数字化和去中心化的举措，企业固定资产投资预计2024财年将 继续上升，进一步证实了企业固定投资呈现良好态势。从家庭部门来看，工资预计稳步增长，叠加政府减免所得税和居民税，

植田和男 (Kazuo Ueda)，日本央行行长。本文根据植田和男2024年5月8日在东京读卖国际经济恳谈会（Yomiuri International Economic Society in Tokyo）上的演讲整理，原文出自[https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen\\_2024/data/ko240508a1.pdf](https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2024/data/ko240508a1.pdf)。谢华军编译。





家庭实际收入预计会有所提高。考虑到这些因素，私人消费将逐渐恢复增长态势。

### 三、物价走势

#### (一) 物价现状和前景

2024年3月份公布的最新数据显示，不包括生鲜食品在内的消费者价格指数同比上涨2.5%左右（图3）。虽然通货膨胀率已连续两年高于2%，但通货膨胀的性质已发生变化。

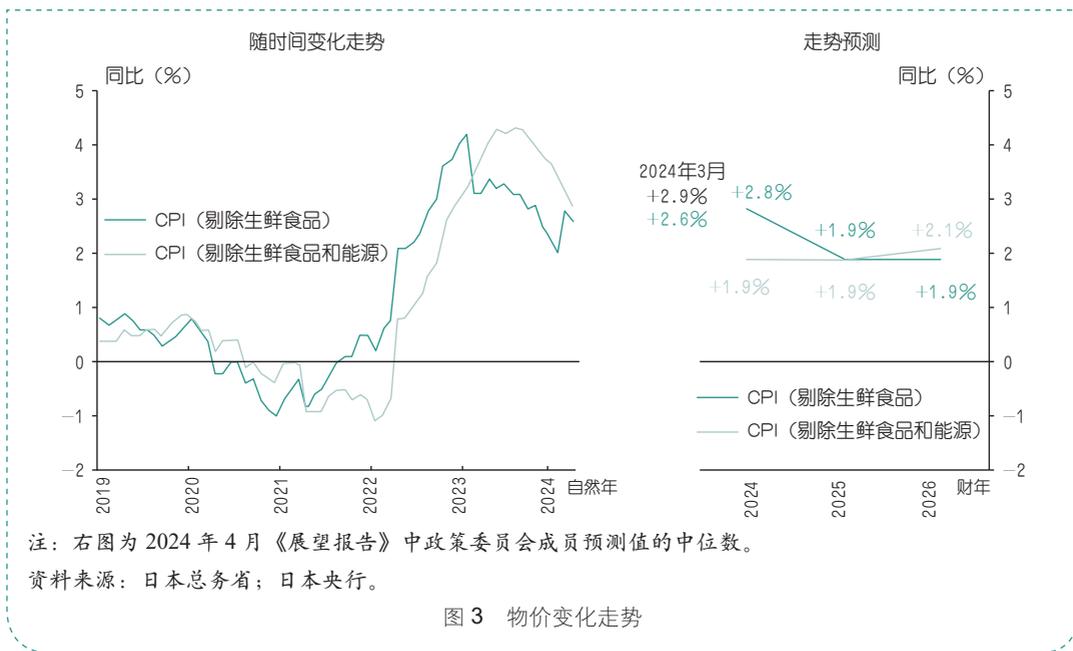
针对2021年以来物价走势的背后驱动因素，可尝试用“两股力量”来进行阐释（图4），其中“第一股力量”是指进口价格上涨的成本推动力量，“第二股力量”是指工资和物价之间的良性循环力量，即在劳动力市场条件收紧且经济改善的背景下，工资上升推动物价上涨。毋庸置疑，“第一股力量”属于暂时性驱动因素，一旦进口价格上涨压力不存在，其影响将逐渐消失。与此相反，随着企业工资和物价设定行为的变化，“第二股力量”预计将以可持续的

方式推高通货膨胀率。

基于这两股力量的区别，可以更好地观察最近物价走势情况。一方面，近期以食品为代表的商品价格涨幅明显回落，表明“第一股力量”的影响正在缓解。另一方面，因劳动力成本在总成本中所占比重较大，导致服务价格持续温和上涨，表明“第二股力量”的影响正在上升。

展望未来，我预计“第一股力量”影响将有所缓解，但“第二股力量”影响将持续上升。《展望报告》预计，剔除生鲜食品和能源以外，2024年居民消费价格指数将从2023财年的3.9%下降至1.9%，2025财年和2026财年将分别为1.9%和2.1%。受政府逐步取消能源补贴影响，剔除生鲜食品的消费价格指数上涨将出现较大波动，但预计2024财年维持在2.5%~3.0%之间，2025财年以后将保持在2%左右。

从《展望报告》预测结果可以清楚地看出，物价上涨驱动因素预计将从“第一股力量”转向“第二股力量”。因此，评



注：右图为2024年4月《展望报告》中政策委员会成员预测值的中位数。

资料来源：日本总务省；日本央行。

图3 物价变化走势



估物价走势时关键是要抓住“第二股力量”背后的运行逻辑，即潜在通货膨胀。

评估潜在通货膨胀往往取决于多个指标，评估时应仔细研究有关反映经济形势和物价走势的各种信息，不仅包括各种价格指标，还包括隐藏在价格变化背后的信息，如产出缺口、通货膨胀预期和工资增长率。因此，评估潜在通货膨胀并非易事，特别是现阶段面临着“第一股力量”导致价格波动较大的艰巨挑战。日本央行一直在探索各种有助于识别价格变化潜在趋势的指标，但是在计算这些指标时并未考虑到现阶段进口价格的急剧上涨情况。例如，剔除属于价格变化上下幅度10%的项目后，可以计算出截尾均值。如果大部分项目价格出现暂时性上涨，价格潜在变化趋势就无法通过截尾均值来反映。为了评估现阶段的潜在通货膨胀，有必要采用一种新的方法。

《展望报告》指出，日本央行提出了衡量现阶段潜在通货膨胀的三种方法：一是采用新方法从物价统计数据中抓取潜在因素；二是关注通货膨胀预期指标；三是从经济模型中估算趋势性通货膨胀指标（图5）。<sup>①</sup> 尽管这些方法估算出的指标显示出不同的变化趋势和数值，但在综合分析时应注意以下两点：一是尽管这些指标数值各不相同，但都低于2%的物价稳定目标。二是所有指标都在逐步上升，意味着潜在通货膨胀几乎肯定在上涨，因此潜在通货膨胀似乎正朝着2%的目标值迈进。

考虑到所有估计结果都基于一定的前提和假设条件，结果解释存在着相当大的

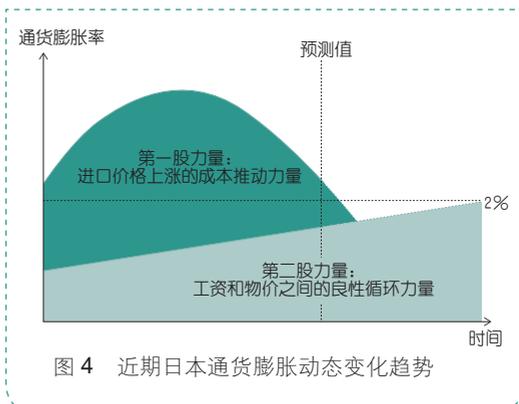


图4 近期日本通货膨胀动态变化趋势

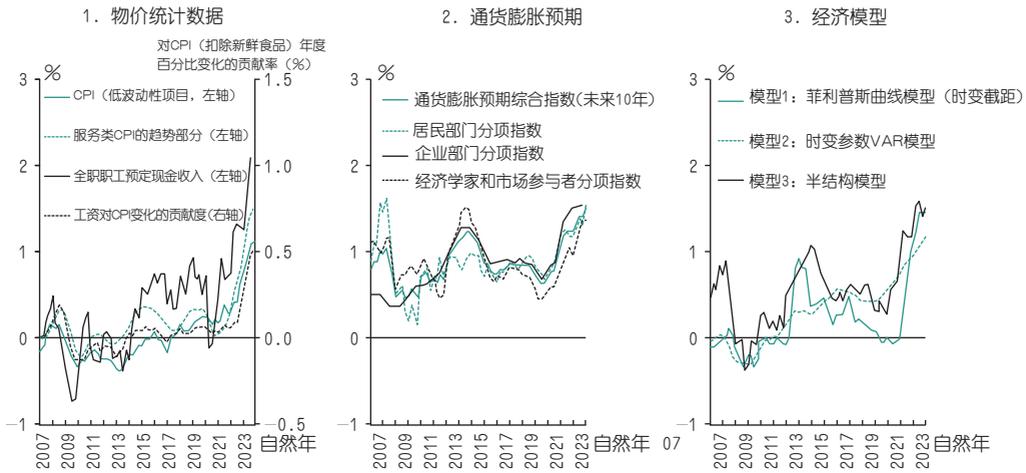
自由度。例如，依据经济模型计算出的趋势性通货膨胀数据会受到模型设定方式的影响。此外，特别需要强调的是，全面评估潜在通货膨胀变化趋势不能仅仅依赖于上述分析，日本央行还会从多种角度来评估，同时会使用来自企业的新闻信息来仔细研究价格变化背后的运行机制。

## （二）企业工资与物价设定行为以及工资物价良性循环

《展望报告》预测在评估期的后半段，潜在通货膨胀可能与2%的物价稳定目标保持基本一致，主要原因是近期企业工资和物价设定行为的变化更为明显，无论是从物价到工资，还是从工资到物价，两者之间的螺旋循环上涨趋势都有所加强。

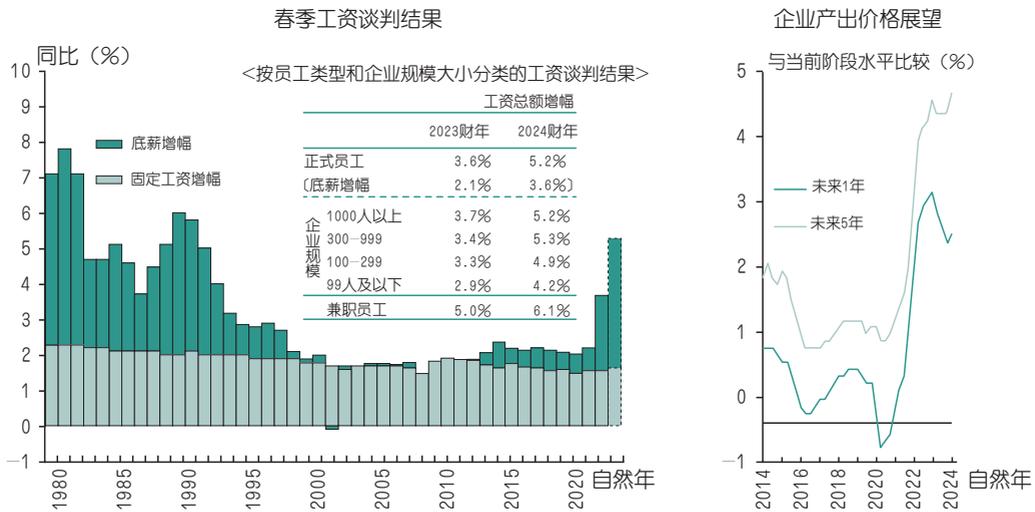
从工资端来看，在企业利润良好和劳动力市场趋紧的背景下，工资反映物价上涨的态势已十分明显。目前，劳资双方在2024年春季全国性劳资谈判中商定的工资增幅超过5%，底薪增幅约为3.5%，均为1991年以来的最高水平（图6）。大型企业的工资增幅尤为明显，表明企业工资设定行为发生了相当大的变化。

① 如欲了解每种方法的详细情况，请参阅2024年4月发布的《展望报告》专栏四。



注：如欲了解每种方法的详细情况，请参见2024年4月发布的《展望报告》专栏四。  
资料来源：总务省；厚生劳动省；日本央行；日本金融信息服务公司Quick；英国共识公司；彭博社；日本内阁府；Google Trends。

图5 三大方法衡量潜在通货膨胀



注：1. 左图所示1980年至2014年数据来源于日本中央劳动委员会，2015年至2024年数据来源于日本工会联合会（Rengo）。底薪增幅和固定工资增幅数据是指日本工会联合会经劳资谈判后对明确增加底薪结果后的汇总值。兼职工工资增幅是指固定期限员工的小时工资增幅。2024年数据来源于日本工会联合会第四次汇总值。

2. 右图数据来源于日本工会联合会（Rengo）。

资料来源：日本工会联合会（Rengo）；日本中央劳动委员会；日本央行。

图6 企业工资和物价设定行为



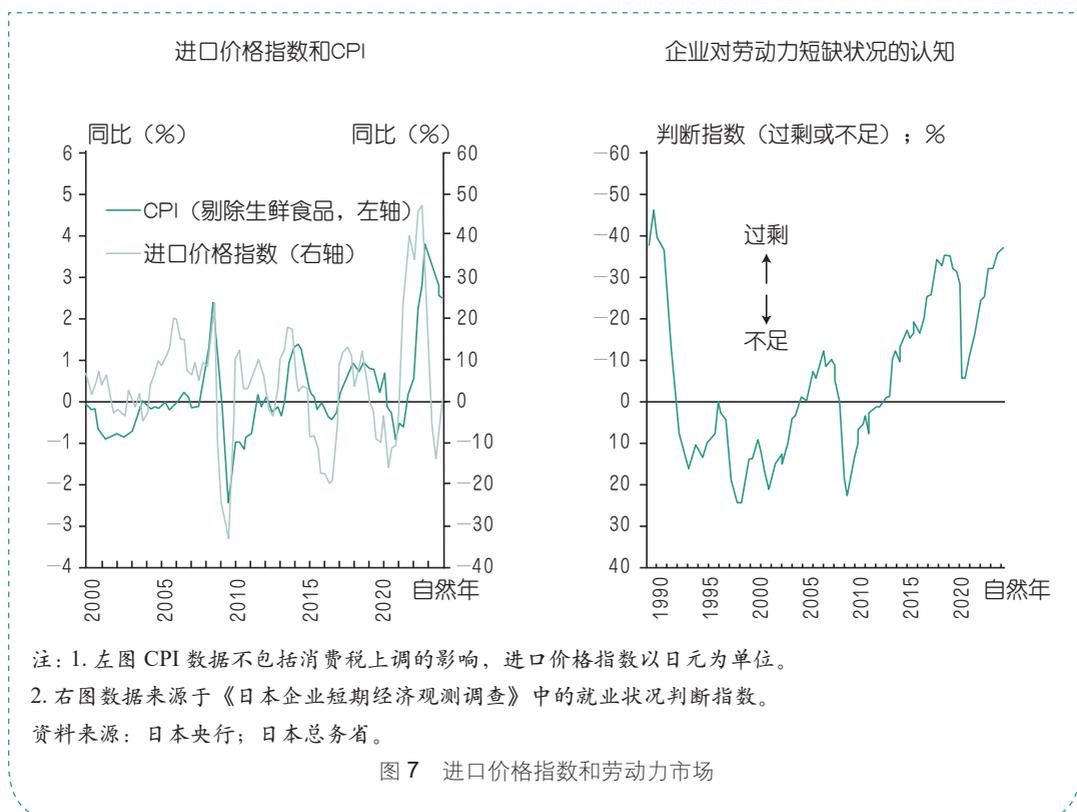
目前，中小型企业工资谈判紧随其后。值得注意的是，中小型企业经营状况因所在行业、自身经营状况会有所不同，部分企业认为提高工资并非易事。但是，日本央行（含总行和分行）根据与众多企业之间建立的定期对话机制上了解到，包括地区性中小型企业在内的大多数企业劳动力存在明显短缺现象，经营状况形势严峻，这些企业为了能够招聘和挽留员工正考虑提高工资。此外，政府一直在采取措施鼓励在企业间交易中适当转嫁劳动力成本，似乎也在支持企业提高工资。根据既往经验，日本大型企业达成的工资谈判结果往往会形成所谓的现行工资标准，会引导中小型企业实施类似的工资标准，2023年的情况亦是如此。综合上述情况，预计2024年的平均工资增幅极有可能超过

2023年。

从物价端来看，企业物价设定行为同样发生了变化。从《短观调查》显示的企业对产品价格展望看，尽管进口价格上涨影响有所缓解，短期内预计下行，但从长期来看价格还是有望进一步上涨。我认为，这种预期表明企业物价设定行为发生着变化，即企业预期劳动力成本将持续上升，因此计划逐步提高产品销售价格。

### （三）企业工资和物价设定行为变化

回顾历史，20世纪90年代末日本陷入通货紧缩以来，日本企业和家庭基于“物价不会轻易上涨”这一假设的思维模式和行为方式已根深蒂固。与此同时，尽管这一时期，也多次出现进口价格上涨带动物价上涨的阶段（图7）。然而，企业的工资和物价设定行为并未发生实质性变化，如





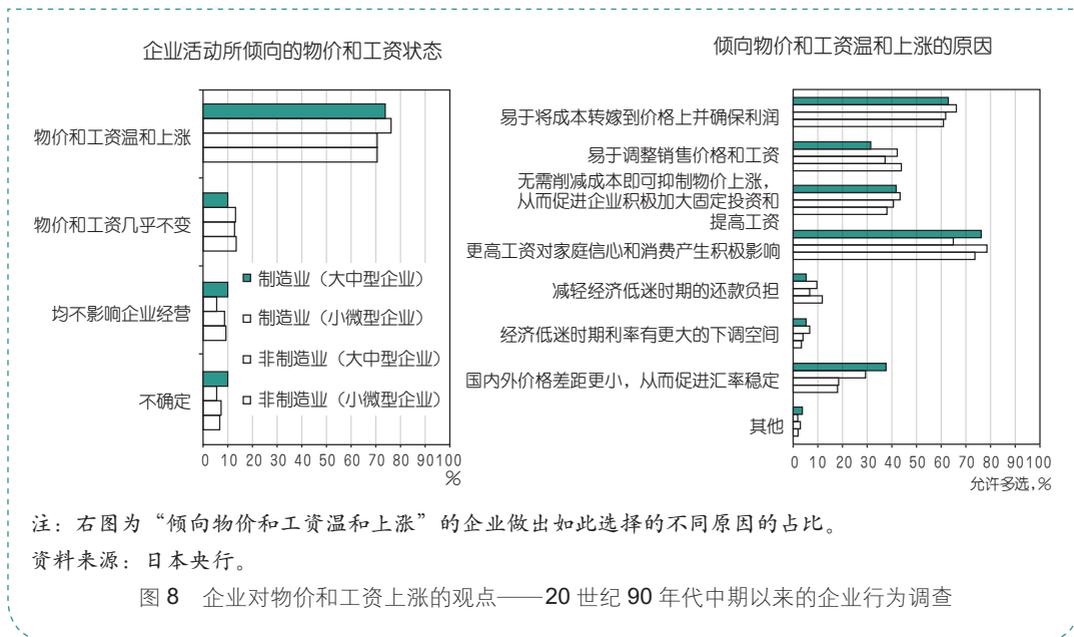
20 世纪末即使价格上涨，工资也几乎没有发生变化。

本轮价格上涨与过去价格上涨阶段有所差异，导致这种差异的原因之一是此次进口价格上涨非常显著。而另一个重要原因则是当前劳动力市场明显收紧，导致工资和物价形成机制发生变化。自 20 世纪 90 年代末以来，日本就业人数虽有波动，但基本持平。从 2010 年代中期开始，随着经济长期向好，劳动力需求增加，就业人数明显增加。在此背景下，叠加婴儿潮一代退出劳动力市场等劳动力供给端变化，近期劳动力市场明显趋紧。这一阶段，日本央行耐心地实施大规模货币宽松政策也有效地刺激了总需求。

因此，现在企业工资和物价设定行为的变化是过去所没有的。工资连续两年大幅增长，企业预期商品销售价格稳步上涨，表明在通货紧缩时期形成的“工资和物价

不会轻易上涨”的思维模式和行为方式发生了明显变化。

展望未来，预计劳动力市场持续趋紧，企业工资和物价设定行为的变化将继续巩固。基于上述预期，预计企业将在更深程度上调整其行为。为了从更宽广的视角来审查货币政策，日本央行开展了 20 世纪 90 年代中期以来企业行为的专项调查，就“物价和工资均适度上涨或两者几乎不变”哪种情况更适应企业经营状况，调查了大量企业（图 8）。<sup>①</sup> 调查结果显示，约有 70% 的企业认为物价和工资适度上涨更可取。部分企业补充指出，适度上涨将使企业不必为抑制价格上涨而削减成本，从而更有动力加大固定资产投资并提高工资水平。毋庸讳言，经济要持续增长，提高生产效率至关重要。虽然“工资和物价不会轻易上涨”的思维模式和行为方式已经发生了变化，但希望日本企业能够充分利



① 调查结果将稍后发布。



用当前这一有利环境，努力提高生产效率。

#### (四) 物价风险

前文讨论了基于基准情景的物价变化展望。尽管看涨物价，但实际上无论是上行还是下行，关于未来物价的展望都面临较高风险。需要重点强调以下两大风险。第一大风险是企业工资和物价设定行为风险。如前所述，最近企业行为更多地转向提高工资和物价，因此工资和物价之间的联系可能会比预期进一步加强，从而导致物价偏离基准情景。此外，假设进口价格上涨的成本推动力量减弱，日本央行有必要密切关注由此带来的将工资和其他成本上涨传导至销售价格上的行为变化是否会随之减弱。第二大风险是未来外汇汇率和国际商品价格变化风险，以及这些风险在多大程度上外溢至进口价格和国内价格。在上文进行价格展望时，我们是基于进口

价格上涨带来的成本压力将变小这样一个前提。但如果发生原油价格上涨和日元贬值，这个前提的有效性将被削弱。而且最近企业的行为更多地转向提高工资和价格，因此与过去相比汇率变化更有可能影响物价。

## 四、日本央行货币政策

### (一) 货币政策框架变化

由于工资与物价之间的良性循环更趋稳固，以可持续和稳定的方式实现2%的物价稳定目标指日可待。因此，在2024年3月份的货币政策会议上，日本央行决定调整过去11年来实施的大规模货币宽松政策（图9）。

具体来说，日本央行做出了以下决定：一是在短期利率方面鼓励无抵押隔夜拆借利率维持在0%至0.1%左右。鉴于负利

- 鉴于近期数据和新闻信息逐渐显示工资与物价之间的良性循环更趋稳固，日本央行判断2%的物价稳定目标将以可持续和稳定的方式实现。日本央行认为，负利率政策、收益率曲线控制等大规模货币政策宽松措施实施效果明显。
- 在物价稳定目标下，日本央行将从可持续和稳定的角度，根据经济形势、物价走势和金融状况，适时实施货币政策，以引导短期利率作为主要政策工具。鉴于目前的经济形势和物价走势前景，日本央行预计宽松的金融状况仍将暂时维持。

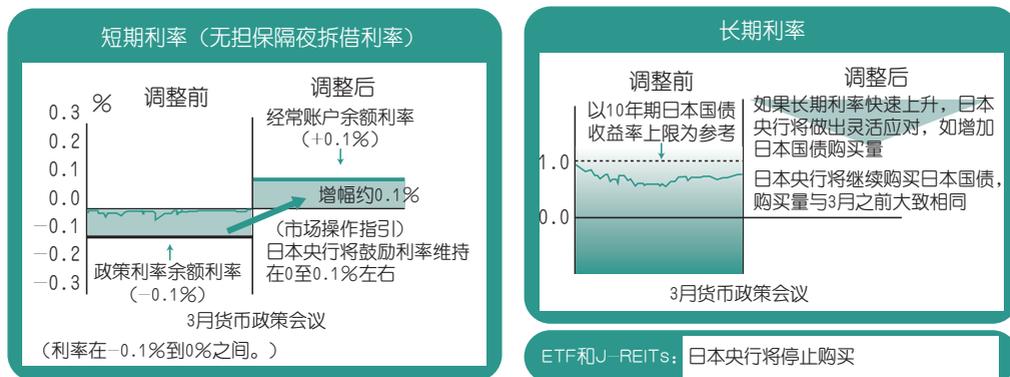


图9 货币政策框架变化（2024年3月）



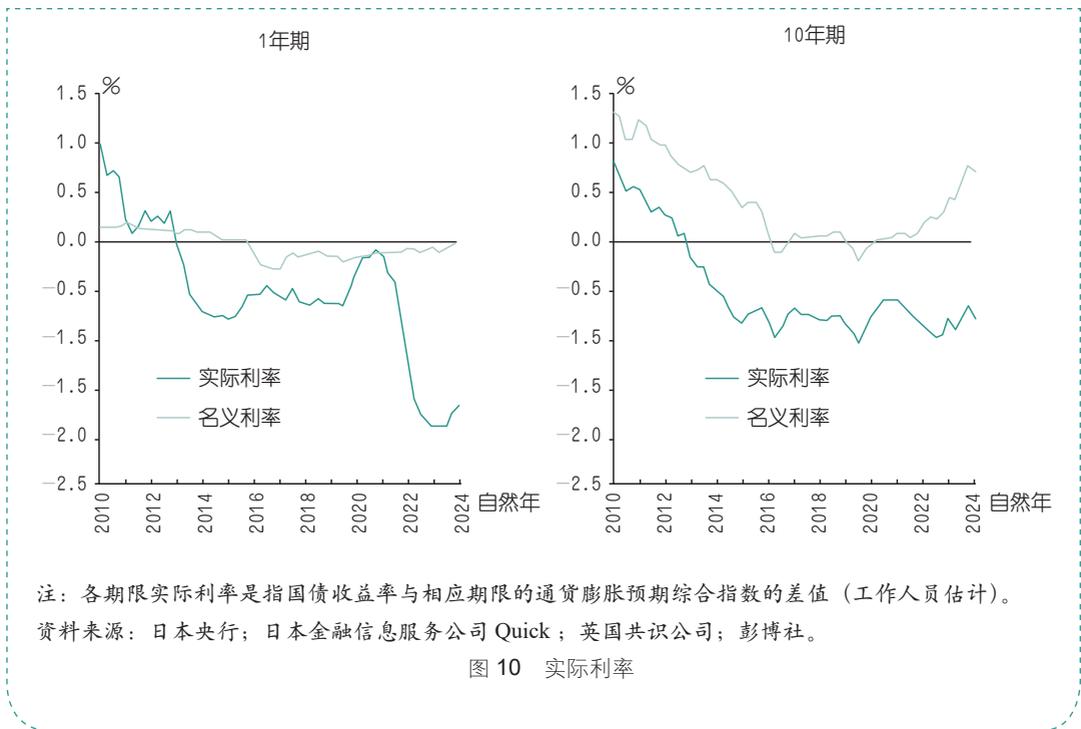
率政策下的利率在-0.1%至0%之间，这一政策变化意味着利率上调约0.1个百分点。二是终止收益率曲线控制框架，不再将10年期日本国债收益率的目标水平和上限作为参考。三是停止购买交易所交易基金(ETF)和日本房地产投资信托基金(J-REITs)。同时，逐步减少商业票据和公司债券的购买数量，直至停止购买。

简而言之，货币政策新框架可以说仍然属于传统的货币政策框架，在该框架中，日本央行将短期利率作为主要的政策工具，并将物价稳定目标设定为2%。在国债购买方面，日本央行决定继续保持与之前大致相同的购买量，以避免在政策框架调整前后出现不连续的变化，但在每次市场操作中，可能会结合市场变化调整日本国债的实际购买数量。在这种情况下，长

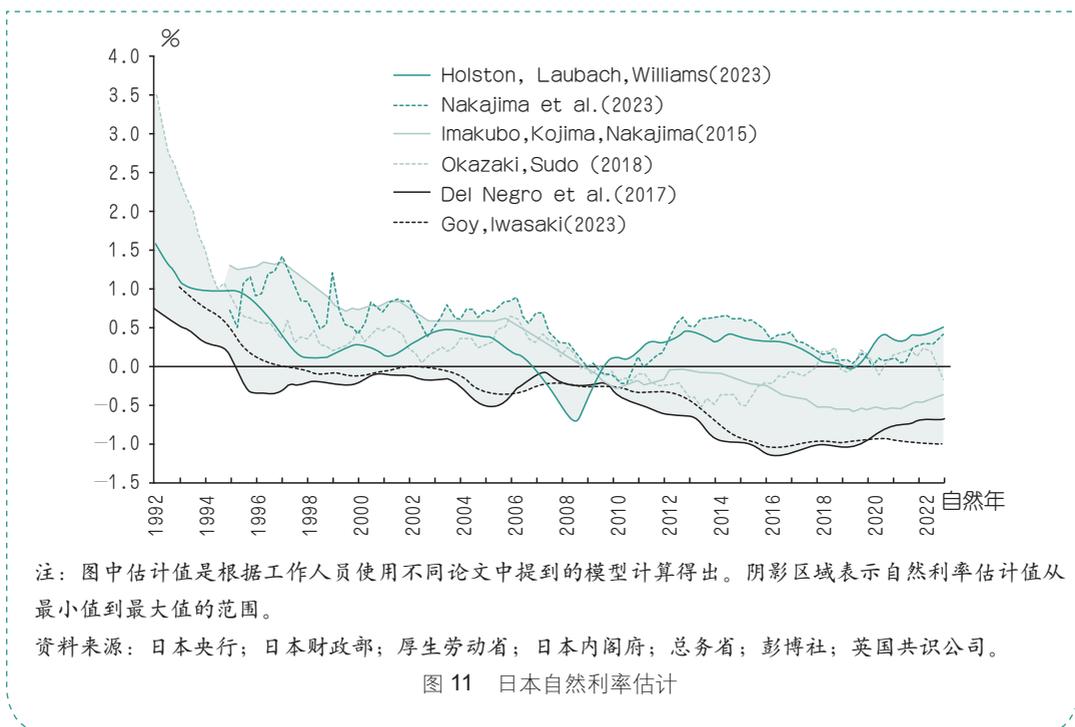
期利率将基本由金融市场决定。因此，随着海外市场利率变化以及经济形势和物价走势的变化，长期利率波动就变得更为正常。此外，根据2024年3月份修订的日本国债购买框架，日本央行目前正在研究金融市场状况，在大规模货币宽松政策退出的情况下减少日本国债购买量是适当的。

### (二) 评估货币宽松程度：实际利率和自然利率( $r^*$ )

评估货币政策宽松程度是日本央行面临的挑战之一，因为日本央行希望通过指导短期利率与物价稳定目标保持一致<sup>①</sup>，从而维持最适宜的金融条件。结合利率趋势、金融机构贷款意愿、金融市场环境等因素，日本央行全面评估了金融条件，其中实际利率(即名义利率减去预期通货膨胀率)是本次评估的基础。近期，短期实际利率和



① 详细情况请参阅2024年4月发布的《展望报告》专栏五。



长期实际利率均出现了明显的负值（图 10）。

此外，根据实际利率评估货币政策宽松程度时，有必要将该利率与自然利率  $r^*$  进行比较。 $r^*$  是对经济活动和物价保持中性的实际利率。如果实际利率低于  $r^*$ ，家庭部门和企业部门的消费行为就会更加活跃，从而推动经济增长和物价上涨。相反，如果实际利率高于  $r^*$ ，家庭部门和企业部门的消费行为就会受到抑制，经济增长和物价上涨就会受到限制。

$r^*$  的难点在于无法直接观测，因此必须借助统计方法进行估计。目前，日本央行已经设计出了多种估计方法，并进行了估算。实际情况显示  $r^*$  的估计值因使用方法不同而出现明显差异（图 11）。

日本、美国和欧洲经济体都针对  $r^*$  的不确定性特征进行了深入地讨论，事实上除了估算  $r^*$  本身非常困难之外，最近全球经济形势的变化也使得估算  $r^*$  变得难上加

难。原则上， $r^*$  值取决于储蓄和投资之间的平衡。随着企业投资行为和跨境资本流动对地缘政治风险加剧、全球化变化、脱碳进程等各种因素做出反应，全球范围内的这种平衡可能会发生重大变化。此外，日本本身存在一些特殊情况，如日本的人口老龄化速度快于美国和欧洲，人口老龄化也可能改变国民经济中储蓄与投资之间的平衡，进而影响  $r^*$ 。另一个问题是日本短期利率长时间未上调，因此很难估计利率上调对经济形势和物价走势的影响。

整体上看，目前很难确定日本的  $r^*$ ，也很难明确显示货币政策宽松的程度。不过，目前实际利率数值在很大程度上低于各种方法估计出的  $r^*$  值，因此毫无疑问金融条件是宽松的，相信这种情况将继续支撑经济发展。考虑到  $r^*$  存在不确定性，日本央行将在未来的政策制定中研究利率变化将如何通过金融条件的变化影响经济形



势和物价走势。

### （三）未来货币政策实施

按照既定的2%物价稳定目标，日本央行将以可持续和稳定实现目标的方式，适时调整货币政策，同时在每一次货币政策会议上研究经济形势和物价走势的风险与前景。

如果潜在通货膨胀符合日本央行预期，那么从实现物价稳定目标的角度来看，日本央行将适时调整货币政策的宽松程度。此外，如果经济形势和物价走势展望发生变化，或者与展望风险发生变化，日本央行也有理由相应地调整政策利率。如前所述，无论是上行风险还是下行风险，未来物价风险仍然很高。如果物价展望向上修正，或者上行风险加大，那么日本央行就应该提前调整政策利率。此外，如果经济形势和物价走势面临巨大的下行风险冲击，日本央行将考虑采取必要行动，但不会事先排除任何选项，包括实施迄今为止已经采取的各种非常规措施。

## 五、结语

本文主要讨论了日本央行是如何评估当前的物价走势和货币政策新框架。整体上看，日本潜在通货膨胀率正稳步迈向2%，

且工资与物价之间的良性循环更加稳固。按照既定的2%物价稳定目标，日本央行将以可持续和稳定实现目标的方式，根据经济形势、物价走势和金融条件变化，适时调整货币政策。

最后，我想简单谈谈基于宽广视角开展的货币政策审查。2023年4月，日本央行启动了货币政策全面审查，其中包括与各相关方交换意见，举办研讨会和开展调查。2023年10月，日本央行在货币政策会议上就审查中的一些发现进行了研究讨论。

本次审查将全面回顾过去25年的经济发展形势和物价走势，并结合在每个时点所面临的内外部环境，分析日本央行迄今为止所采取的各种非常规措施的积极影响和副作用。事实上，没有任何一家中央银行能够在如此长的时间内，以如此多样的方式实施非常规措施。日本央行依托各领域专家学者的专业知识，将从更宽广的视角分析已积累的丰富经验，并希望分析结果能为日本和其他经济体今后实施货币政策提供有益借鉴。[N]

学术编辑 韦燕春