

日本經濟復甦的短期與長期展望

經濟研究處

國際經濟科

高超洋、黃也欣

2023年8月

目 錄

壹、前言	1
貳、日本政府積極推動公司治理改革，股市投資吸引力上升.....	2
一、日本政府推動公司治理改革，以提升企業獲利能力及評價.....	2
二、海外投資人對日本股市關注程度升高，日股創高.....	4
三、以免稅措施引導家庭持有之現金存款投入股市.....	5
四、小結—NISA 搭配公司治理改革可望加速民間投資	7
參、日本經濟持續復甦，惟成長力道仍緩.....	9
一、日本經濟復甦時程及力道均落後歐美國家.....	10
二、企業及民眾對短期經濟前景大抵仍抱持樂觀態度.....	14
三、小結—國際景氣下行風險升高，僅依賴外需帶動，不利後續經 濟成長動能	16
肆、支撐日本經濟長期發展之優勢.....	17
一、旅行服務輸出對支撐日本經濟復甦日益重要.....	17
二、重振半導體產業可促進日本企業投資並有助產業升級.....	18
三、亞洲地緣政治風險升高有利日本國防工業發展.....	19
四、小結—全球供應鏈重組可望成為日本製造業回流之助力.....	19
伍、日本經濟仍需面對中長期結構性問題之嚴峻挑戰.....	20
一、BoJ 長期壓低長期利率之副作用愈來愈大	20
二、潛在經濟成長率及勞動生產力成長動能仍相當疲弱.....	25
三、持續惡化的財政狀況.....	30
四、小結—寬鬆貨幣政策加重日圓貶勢，反而增加家計與企業負擔.....	31
陸、結語與對我國之啟示	32
參考文獻	35

壹、前言

在新冠疫情、地緣政治風險及主要國家貨幣政策等外部因素牽動，以及國內政策影響之下，近期日本經濟似乎正逐步走出「失落的 30 年」之低潮，迎來一個經濟結構轉型的契機，股票市場率先反映，升至 33 年高點。

日本經濟能否走出「失落的 30 年」，再現榮光？到底這波日本投資潮是疫情期間全球大規模寬鬆貨幣政策帶動股票市場之附隨產物，還是日本經濟真的不一樣了？受到全球投資人及學者專家之高度關注。除了股票市場在落實企業治理諸措施受到國外投資人肯定之外，此波復甦民間部門有較強的通膨預期，以及較高的投資意願，明顯不同於過去主要依賴政府部門所推動。惟困擾日本經濟之中長期結構性問題，例如日本央行（BoJ）長期壓低長期利率之副作用愈來愈大、長期低迷不振的潛在經濟成長率及勞動生產力，以及持續惡化的財政狀況等，仍對復甦之路造成重重束縛。

美、中兩強角力演變成兩個半球化效應，以及疫情觸發之生產韌性需求，正帶動全球供應鏈進行重組。日本企業若能在近期經濟及金融情勢改善之助力下，把握製造業回流之良機，進行產業轉型提高產品附加價值，或許有機會能走出長期的通縮困境，打破長期以來企業畏懼調高售價及調薪之保守意識型態，達成 BoJ 伴隨薪資成長之情況下實現 2% 之通膨目標。近期日本政府對股票市場之改革僅僅是第一步，未來若未能加快處理中長期結構性問題之腳步，「日本經濟再起」之看法恐仍將只是曇花一現。本報告共分五節，除本節為前言外；第二節簡介日本政府積極推動公司治理改革提升股市投資吸引力之亮點措施；第三節分析實質經濟之最新發展；第四節探討可望支撐日本經濟

長期發展之優勢；第五節探討日本經濟仍需面對之中長期結構性問題；文末則總結本報告。

貳、日本政府積極推動公司治理改革，股市投資吸引力上升

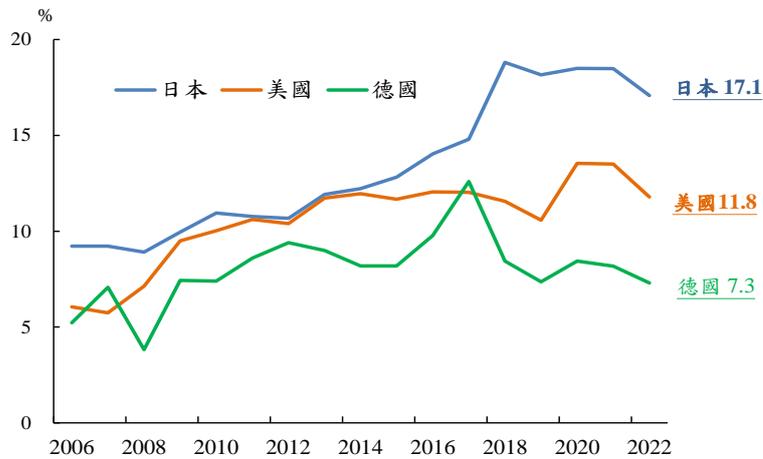
日本上市公司股價淨值比（Price Book Ratio, PBR）長期低於其他主要先進經濟體，且上市公司中近半數 PBR 低於 1，顯示企業管理階層未能有效運用股東資本，投資人對日本企業之評價偏低。近年岸田首相延續「安倍經濟學」之精神，持續推動公司治理改革及改進 NISA 制度，有效改善海外投資人信心，進而激勵本國青壯年投資人亦積極投入股市，帶動日股屢創泡沫經濟以來新高。

一、日本政府推動公司治理改革，以提升企業獲利能力及評價

日本企業相較其他主要經濟體企業更傾向持有現金部位（圖 1），而非進行投資或支付更高薪資，主要係受根深蒂固的通貨緊縮預期、對破產的厭惡及缺乏重組程序、企業大量交叉持股致輕忽普通股東權益等日本特有因素影響。IMF 研究指出，日本企業超額儲蓄降低資源運用效率，抑制經濟成長動能，政府所推出之提振經濟成長計畫必須包含全面的公司治理改革，以釋放企業超額儲蓄，進而促進投資成長¹。

¹ 參見 Aoyagi (2014)。

圖 1 日本、美國及德國企業持有現金相對總資產比例



資料來源：Bloomberg

2013 年「安倍經濟學」推出以來，日本金融廳、經濟產業省、法務省及東京證交所聯合推行公司治理改革，企業獨立董事（指來自企業外部或審計師等不會與普通股東存在利益衝突之董事會成員）比例已出現改善²，惟企業資產運用效率及長期投資方面則成效不彰³。上（2022）年 9 月岸田首相親赴紐約證交所，宣布將汲取海外投資人建議，加速提升日本公司治理成效，嗣後政府相關單位舉行多次研討會後，訂定以提升企業獲利及可持續性為優先政策目標⁴。

日本上市公司 PBR 長期低於其他主要先進經濟體（圖 2），且上市公司中近半數 PBR 低於 1，顯示企業管理階層未能有效運用股東資本，投資人對日本企業之評價偏低。本（2023）年 3 月東京證交所宣布，要求上市公司提出改善企業獲利能力及市場評價之改進計畫，指示企業管理階層應盡責於促使資本報酬率高過資本成本，長期增加公司價

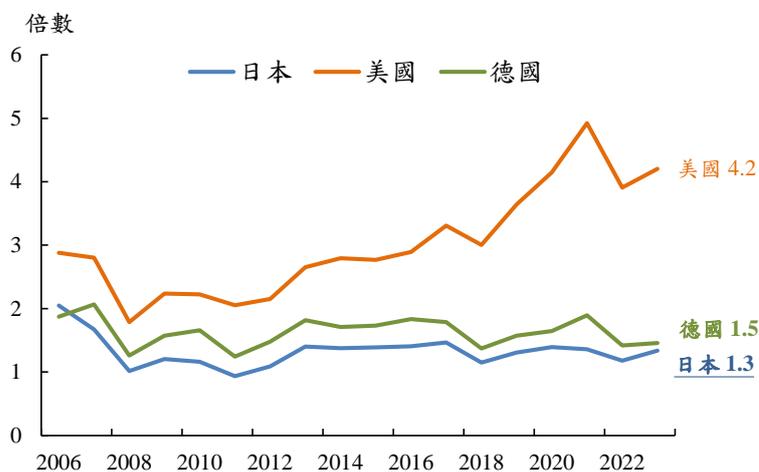
² 如主要上市公司董事會中，獨立董事超過 1/3 的比例由 2018 年之 32% 上升至上（2022）年之 91%。參見 Feldman (2023)。

³ 參見日本經濟產業省 (2022)。

⁴ 參見 Financial Services Agency (2023)。

值，尤其應特別關注 PBR，若上市公司⁵PBR 持續低於 1，企業將因此面臨股票下市處置⁶。

圖 2 日本、美國及德國上市公司股價淨值比 (PBR)



資料來源：Bloomberg

東京證交所要求企業提高 PBR 之聲明中，特別提出企業應增加知識產權及無形資產之研發，並重視人力資本、設備投資及業務重組，另亦可通過股利或公司回購股票等方式增加股東之報酬率；各界多樂觀預期日本公司治理改革成效⁷。

二、海外投資人對日本股市關注程度升高，日股創高

在上述改革措施推出後，本年 4 月以來，海外投資人大幅增加日本股票投資（圖 3）。著名投資人巴菲特（Warren Buffett）亦於本年 4 月宣布將增加日本五大商社持股⁸，並表示日本的低利率環境有利籌借

⁵ 上年 4 月東京證交所將上市公司由五個板塊分類，依規模重組簡化為三個新的板塊，分別為優質板（Prime, 國際型企業）、標準板（Standard, 中型企業）和成長板（Growth, 新創企業），並提高企業上市審核標準。本文所描述之措施係針對優質板及標準板公司。

⁶ 參見 Tokyo Stock Exchange (2023)；The Japan Times (2023)。

⁷ 參見 Komatsu (2023)、Webb (2023)及 Nomura Research (2023a)。

⁸ 日本商社係指「貿易公司」，其中分為專門經營特定產業（如食品、化學品鋼鐵）之專門商社，與經營業務涵蓋廣大民生物資之綜合商社。五大商社依營收規模分別為：三菱商事（Mitsubishi Corporation）、三井物產（Mitsui Bussan）、伊藤忠商事（Itochu Shoji）、丸紅（Marubeni）與住友商事（Sumitomo）。

資金進行投資，將持續在日本市場中尋找適合的投資標的。投資人樂觀預期日本投資環境改善，日股於本年 7 月創 1990 年 3 月泡沫經濟以來新高⁹（圖 4）。

圖 3 日股外資買賣超情形



資料來源：日本金融廳，Bloomberg

圖 4 日股（東證 225 指數）走勢



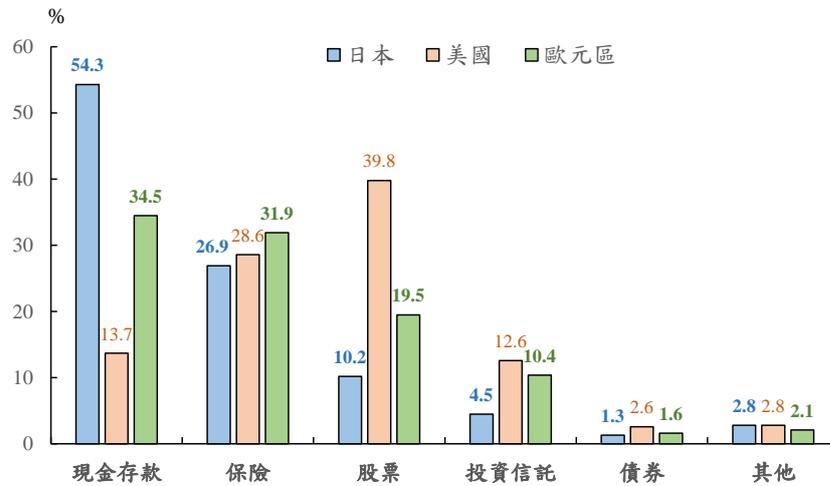
資料來源：Bloomberg

三、以免稅措施引導家庭持有之現金存款投入股市

一般咸認，日本家庭較具風險規避意識，如本年 3 月底統計資料顯示，與美國及歐元區相比，日本家庭金融資產中，現金存款占其金融總資產之比例為 54.3%，遠高於美國家庭之 13.7% 及歐元區家庭之 34.5%；股票投資之比例則僅 10.2%，遠低於美國之 39.8% 及歐元區之 19.5%（圖 5）。

⁹ 參見 Taketsume (2023)。

圖 5 日本、美國及歐元區家庭金融資產分配比例



資料來源：Nomura Research (2023b)

為引導家庭持有之現金投入股市，除積極推動公司治理改革，岸田首相另提出「資產收入倍增計劃 (Asset-Income Doubling Plan)」，預計明 (2024) 年 1 月起，提高個人小額投資免稅制度 (Nippon Individual Savings Account, NISA) 中的資本利得免稅額度¹⁰，且新制度取消原免稅期間限制，並擴大免稅投資額度 (表 1)，鼓勵民眾將家庭儲蓄轉為投資。

在日本政府的規劃中，預期若家庭資金可成為企業增加投資的資金來源，將有助形成企業價值上升，同步帶動家庭金融資產收入上升的有利循環。在總體經濟環境好轉，公司治理提升及 NISA 改善後，日本家庭將改變其投資行為，重新調整投資組合；在樂觀情境下，家庭增加國內風險資產配置，除有助擴大企業資金來源，亦可進一步助益日本經濟發展並健全股票市場機能¹¹。

¹⁰ NISA 係參考自起源於英國之個人儲蓄帳戶機制 (Individual Savings Account, ISA)，政策目的係為藉由減免帳戶中之資本利得稅，以提升國民投資意願。

¹¹ 參見 Nomura Research (2023b)

表 1 日本個人小額投資免稅制度(NISA)

帳戶分類	現行制度			2024年新制	
	標準 NISA	每月定期定額 NISA	未成年 NISA	每月定期定額 NISA	成長型投資 NISA
申請截止期	2028 年	2042 年	2023 年	不限	不限
免稅期間	5 年	20 年	5 年	不限	不限
年度免稅投資額度(日圓)	120 萬	40 萬	80 萬	120 萬	240 萬
總免稅投資額度(日圓)	600 萬	800 萬	400 萬	1,800 萬	1,200 萬
適用投資標的	上市股票、ETF、REITs、股票基金	股票基金	上市股票、ETF、REITs、股票基金	基金	上市股票、基金
適用民眾	成年民眾	成年民眾	18 歲以下民眾	成年民眾	成年民眾

資料來源：日本金融廳，Nomura Research (2023b)

四、小結—NISA 搭配公司治理改革可望加速民間投資

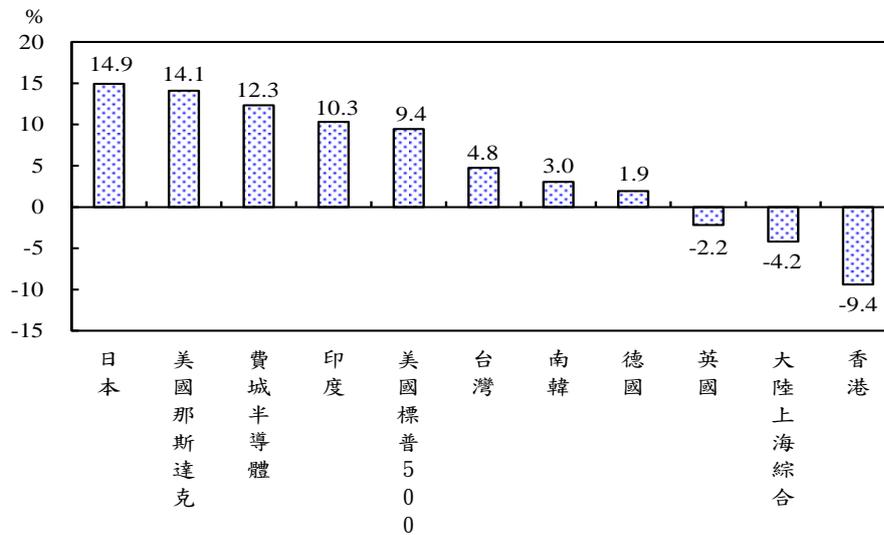
岸田首相為實踐其「新資本主義」(New Form of Capitalism) 政見，藉由政策措施促使企業部門積極運用閒置資金進行設備、研發及拓展新業務方面之投資，以提升期企業長期獲利能力，並鼓勵日本家庭運用儲蓄資金進行金融投資，以增加工作外之金融資產收入。

上述相關措施的政策效果初步評估如下說明。

(一) 日本公司治理改革初見成效，惟仍待進一步提升投資吸引力

東京證交所要求上市公司提出改善企業獲利能力及市場評價之改進計畫後，日股表現優於主要經濟體股市，漲幅更甚近期因人工智慧熱潮而大漲的那斯達克及費城半導體指數 (圖 6)。

圖 6 主要股市指數漲跌幅
(本年 8 月 29 日與 3 月底比較)



資料來源：Refinitiv Datastream

另 Bloomberg 資料顯示，自 2020 年巴菲特開始投資日本五大商社以來，旗下公司 Berkshire Hathaway 陸續大量發行日圓債券進行融資，發行金額逾 1.1 兆日圓(78 億美元，估計約為日股總投資規模的 35%¹²)，債券到期日最長為 2060 年；日圓自上年初以來對美元大幅貶值，加以低利率之有利融資環境，亦為吸引國際投資人的重要因素。

近期日本企業已陸續開始宣布改善股東報酬率及提高資本運用效率計畫(如提高股利及進行股權回購)¹³，惟主要仍著眼於提升企業評價偏低現象，近期日股上漲亦有部分因素來自有利的融資環境等短期因素，未來仍待政府推動改善企業間交叉持股弊病之措施，並鼓勵企業增加科技研發投資，增進長期獲利潛力，此將有助提高機構投資人持股比例，進一步提升日本公司治理績效。

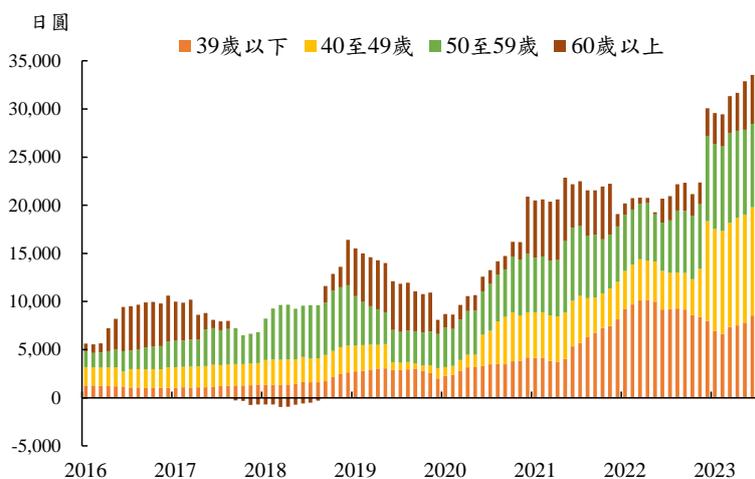
¹² 假設巴菲特持有日本五大商社股權比例均為 8% 估算。

¹³ 參見 Wall Street Journal (2023), “Japanese Companies Are Making Big Promises to Boost Their Stock Prices,” Aug. 27。

（二）NISA 常態化有助日本家庭增加股票配置，惟宜加強民眾金融知識訓練，方能藉由長期分散投資增加資產收益

自 2014 年開始實施 NISA 後，日本總務省統計資料顯示，日本家庭對股票投資的態度已開始發生轉變，39 歲以下及 40 至 49 歲之青壯年族群投資股票的傾向已大幅上升（圖 7）。

圖 7 日本不同年齡層家庭平均每月股票投資金額



資料來源：日本總務省家庭收支調查統計，作者整理

若明年進一步擴大 NISA 免稅額度並取消免稅期間限制，將 NISA 制度常態化，預期有助日本國民進行長期投資，提高家庭金融資產配置比例。另 NISA 允許進行小額投資（最低為 100 日圓），雖可降低投資門檻，惟股票投資須具備充足的金融專業知識，政府宜加強民眾的金融教育及認知長期投資之重要性，以達成支持家庭金融資產收入增加之政策目標。

參、日本經濟持續復甦，惟成長力道仍緩

相較歐美主要國家於疫後在報復性需求下經濟快速反彈復甦，日本經濟復甦時程及力道均相對落後。目前企業及民眾對短期經濟前景大抵雖仍抱持樂觀態度，惟若未來薪資上升幅度趕不上物價上漲速度，

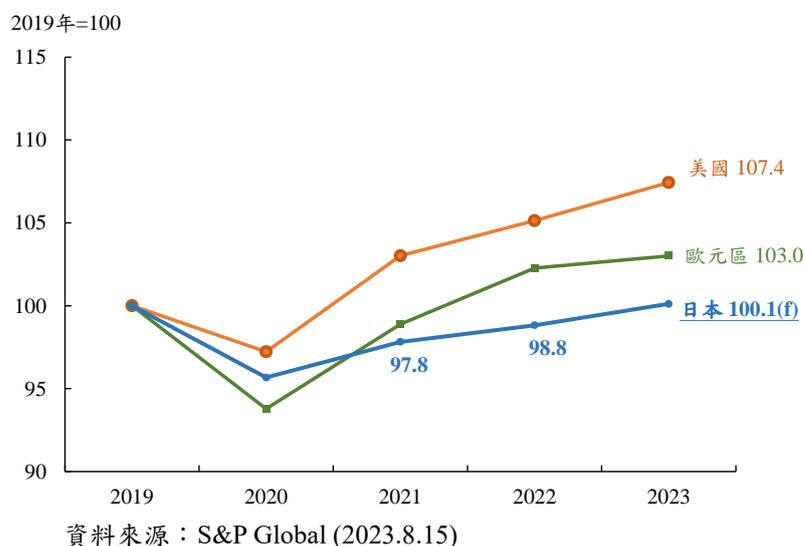
將導致家庭購買力持續下降而抑制家庭支出。本年下半年海外經濟下行風險升高之情況下，若民間消費低迷不振，勢必對日本經濟復甦之路構成嚴重阻礙。

一、日本經濟復甦時程及力道均落後歐美國家

(一) 支撐復甦之主力民間消費因物價上漲而漸趨疲弱

相較歐美主要國家於疫後在報復性需求下經濟快速反彈復甦，實質 GDP 總額於 2021 年即陸續超越疫情發生前水準，日本經濟復甦時程及力道均相對落後(圖 8)。直至上年第 4 季實質 GDP 總額才勉強追上 2019 年第 1 季；全年實質 GDP 總額僅 546.5 兆日圓，仍大幅低於 2019 年之 552.5 兆日圓，顯示日本中長期的結構性問題對復甦之路仍造成重重束縛。

圖 8 日本、美國及歐元區 GDP 總額之變化

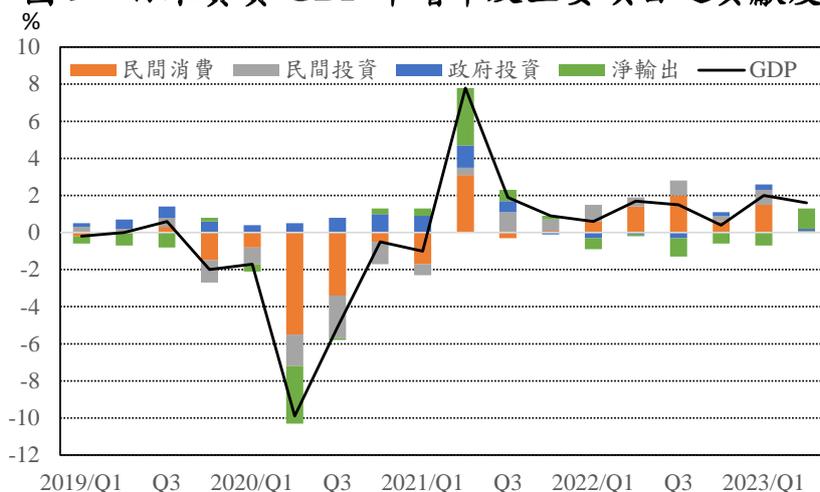


日本實質 GDP 年增率於 2021 年第 2 季起恢復正成長，之後在疫後生活逐漸正常化帶動民間消費回溫之下，大致維持於 1% 上下，呈現溫和復甦之態勢；本年第 2 季由上季之 2.0% 略放緩至 1.6% (圖 9)¹⁴，

¹⁴ 第 2 季實質 GDP 年增率 1.6% 中，內需貢獻度為 0.5 個百分點；外需貢獻度為 1.1 個百分點，除

外需部分，因半導體短缺緩解，帶動汽車出口大幅增加，促使商品輸出加速成長，國際旅客強勁的消費亦帶動服務輸出增加；惟內需部分則呈現低迷不振，約占 GDP 六成之民間消費，受物價大漲之影響，年增率由第 1 季之成長 2.7% 大幅降至 0.1%，企業設備投資亦由 4.7% 放緩至 1.4%。

圖 9 日本實質 GDP 年增率及主要項目之貢獻度

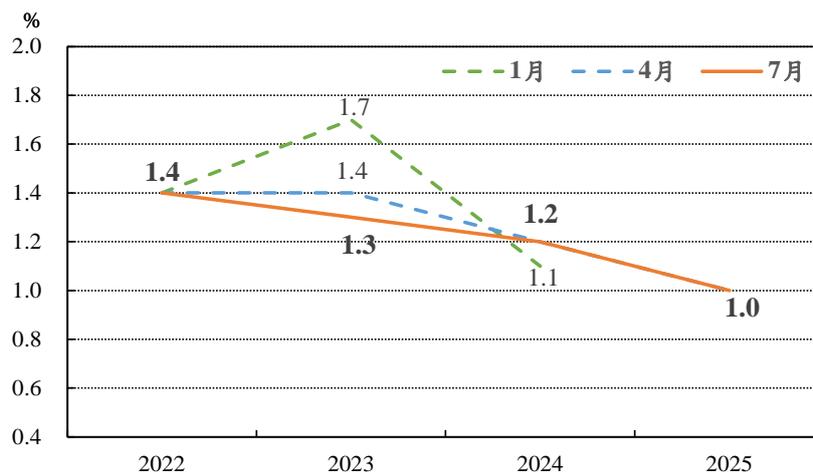


資料來源：日本內閣府

俄烏戰事延宕導致能源及食品價格居高不下，美國 Fed 及歐洲央行 (ECB) 為抑制通膨仍將維持高利率一段時間，加上中國大陸解封後經濟復甦不如預期，全球經濟於下半年起恐再放緩。由於經濟前景之不確定性，BoJ 於本年 4 月及 7 月之貨幣政策會議分別下調本年度實質 GDP 年增率預測值 0.3 個百分點及 0.1 個百分點至 1.4% 及 1.3% (圖 10)；S&P Global Market Intelligence 於本年 8 月預測本年日本實質 GDP 年增率僅由上年之 1.0% 略升至 1.3%，明 (2024) 年則回降至 0.9%。

輸出增加貢獻 0.7 個百分點之外，亦受到輸入大幅減少而貢獻 0.4 個百分點之影響。

圖 10 BoJ 對實質 GDP 年增率之預測值

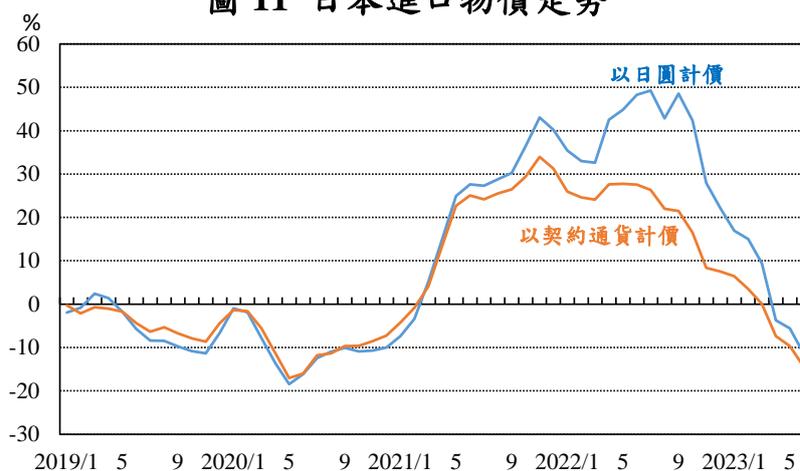


資料來源：BoJ

(二) 通膨率未隨進口物價大幅回落而明顯下滑

2021 年初伴隨疫情緩和及需求逐漸恢復，全球能源及食品價格反彈回升；上年 2 月爆發俄烏戰爭促使能源及食品價格進一步上揚。Fed 及 ECB 加速升息以抑制物價，惟 BoJ 仍為實現 2% 通膨目標而維持大規模寬鬆貨幣政策，美、日利差持續擴大促使日圓加速貶值。影響所及，日本進口物價年增率自 2021 年 3 月起由負轉正之後加速攀升，以日圓計價之進口物價年增率於上年 7 月更一度升至 49.2% 之高點（圖 11）。

圖 11 日本進口物價走勢

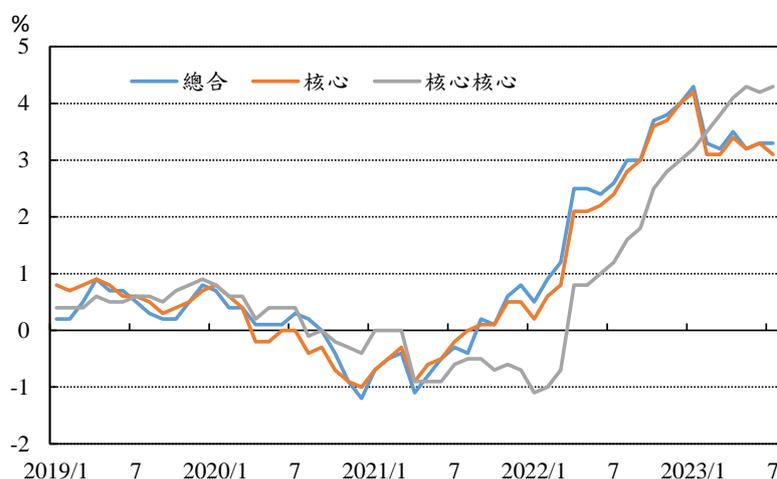


資料來源：BoJ

由於日本對能源及食品之進口依賴度分別高達 89% 及 21%；通膨結構中，食品及能源占比亦高，食品權重為 26%，能源權重亦達 7%。

伴隨進口物價飆漲，日本核心（剔除生鮮食品）消費者物價指數（CPI）年增率亦於上年 4 月升破 BoJ 之 2% 通膨目標，本年 1 月更來到 4.2%；核心核心（剔除生鮮食品及能源）CPI 年增率亦於本年 5 月升至 4.3%（圖 12），創 1981 年 6 月以來最大漲幅，主因食品及日常用品價格持續上揚，且漲價之品項持續擴大，以及疫後外食、娛樂（主要為旅宿費）等服務價格加速攀升¹⁵。近期能源及食品等進口價格已明顯回落，本年 7 月能源進口價格年增率大幅降至 -32.1%，食品亦降至 -1.8%，惟核心核心 CPI 年增率仍維持於 4.3% 之高點。

圖 12 日本物價走勢



資料來源：總務省統計局

本年春季勞資談判，在岸田首相及最大聯合工會「日本勞動組合總連合會」（JTUC，簡稱連合）之協調溝通下，旗下工會平均加薪率達 3.8%，較上年同期上升 1.66 百分點，創近 30 年來最大漲幅，惟仍無法趕上物價上漲速度而導致家庭購買力日漸萎縮。本年 3 月起兩人以上家庭每戶月均消費支出年增率，已連續 4 個月呈現負成長。

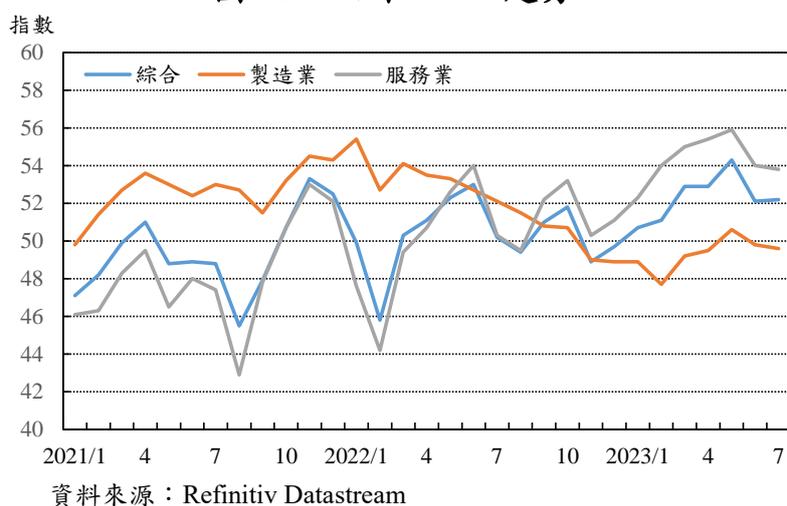
¹⁵ 參見安川亮太、中信達彥、酒井才介、風間春香 (2023)。

二、企業及民眾對短期經濟前景大抵仍抱持樂觀態度

(一) 綜合 PMI 連續 7 個月呈現擴張

本年 7 月綜合採購經理人指數 (Composite PMI) 已連續 7 個月呈現擴張。其中，伴隨疫情限制鬆綁，來自國際旅客之消費需求強勁復甦，服務業需求持續暢旺，服務業 PMI 於本年 5 月達到歷史高點 55.9，7 月略降至 53.8，已連續 10 個月高於 50 之榮枯線；至於製造業 PMI，在全球景氣趨緩新增訂單加速減少之情況下，由 5 月之 50.6 回落至 49.6 (圖 13)。

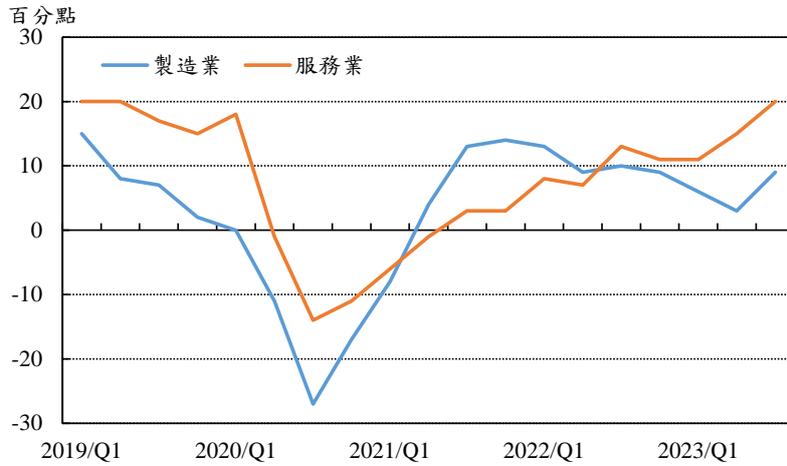
圖 13 日本 PMI 走勢



(二) BoJ 短觀報告顯示企業對景氣之信心回升

本年第 2 季 BoJ 短觀報告顯示，受原物料成本觸頂，以及防疫限制取消有利民間消費信心之激勵下，製造業之未來景氣信心指數自年初以來持續好轉；服務業則從 15 攀升至 20，係 2019 年第 2 季以來高點 (圖 14)。

圖 14 BoJ 短觀報告對未來景氣之展望

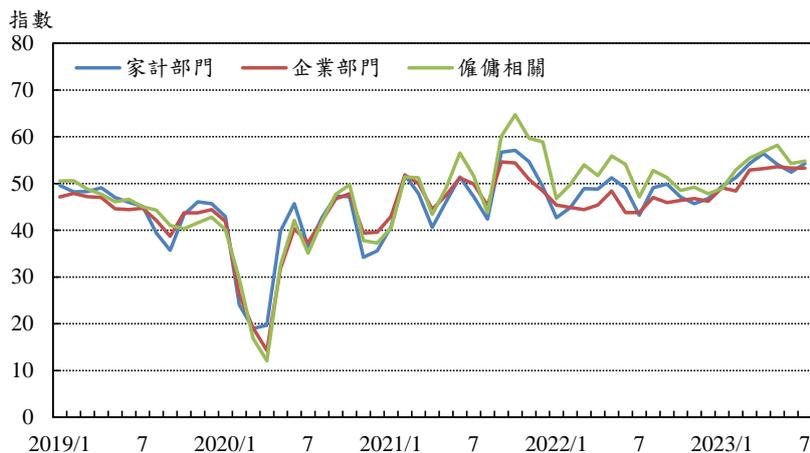


資料來源：BoJ

(三) 街頭景氣展望指數顯示民眾仍看好短期經濟前景

民眾對短期經濟前景仍抱持樂觀態度。根據內閣府本年 7 月公布之街頭景氣調查 (Economy Watchers Survey)，包含家計部門 (零售、餐飲及房地產等)、企業部門 (農林水產、製造業等) 及僱傭相關 (人才派遣、職業介紹所等) 等三個領域，看好指數均高於 50 之榮枯分界點 (圖 15)。

圖 15 日本街頭景氣展望指數



資料來源：內閣府

三、小結—國際景氣下行風險升高，僅依賴外需帶動，不利後續經濟成長動能

近期推動日本經濟復甦之動能主要來自國外需求。其一是汽車出口，其二是國際旅客帶動旅行服務輸出。疫情期間汽車產業面臨半導體嚴重的短缺問題，儘管消費者對汽車需求強勁，卻無法順利生產。本年初半導體短缺緩解促使生產快速增加，上半年日本汽車出口達 202 萬輛，較上年同期大幅成長 17%；國內銷售亦恢復，新車銷售達 245 萬輛，亦成長 17%。至於旅行服務輸出方面，上半年國際旅客較疫情前之 2019 年已恢復 7 成，越南、新加坡及美國等國家甚至超越疫情前水準；每人旅遊支出則幾乎所有國家均大幅超越疫情前水準。

為維持經濟成長動能，除外需之外，最重要的莫過於確保約占 GDP 六成之民間消費持續成長。惟薪資上升幅度趕不上物價上漲速度，導致家庭購買力日漸萎縮。伴隨疫情緩和，外食及旅宿支出增加，惟食品及家電產品等消費卻大幅減少。本年 8 月 25 日美國 Fed 主席 Powell 於 Jackson Hole 召開之全球央行年會指出，儘管通膨已從峰值回落，惟仍然過高，可能於適當情況下進一步升息；中國大陸則因房地產市場低迷，經濟復甦步伐緩慢。在本年下半年海外經濟下行風險升高之情況下，若民間消費低迷不振，勢必對日本經濟復甦之路構成嚴重阻礙。

因此，短期內政府仍需積極規劃延長對汽油、電費及瓦斯費等補助措施，避免民眾消費持續萎縮，惟全面補助措施宜改為僅對低收入者補助，並協調各界擴大提高最低工資之幅度，保障低所得勞工之基本生活；長期則加速推動包括技能再培訓 (reskilling)、職務加給制度，以及促進勞動力順利移轉至成長領域等措施，進行一次到位的改革。

肆、支撐日本經濟長期發展之優勢

美中兩強角力、疫情觸發生產韌性需求所帶動之全球供應鏈重組，正給日本產業結構升級提供一個良機。惟鑑於過去的泡沫化造成日本消費、投資長期低迷，日本民眾對未來展望之企圖心依然不足。因此，此時亟需日本政府展現加快執行經濟結構改革，以及成長策略之決心，以政策引導民間企業部門追求創新、勞工提升勞動生產力等途徑來克服。

一、旅行服務輸出對支撐日本經濟復甦日益重要

(一) 國際旅客之消費需求已超越疫情前水準

自上年 10 月開始實施邊境解封措施以來，到訪日本之國際旅客數量一直呈現穩步復甦。日本政府觀光局發布本年 6 月份之國際旅客為 2019 年同月之 72.0%，大致已恢復至疫情前水準。國際旅客之消費動向調查顯示，本年第 2 季每位國際旅客之消費額為 20.5 萬日圓，遠超過 2019 年疫情前之 15.8 萬日圓。預估本年之入境消費將達到 5.9 兆日圓，超過 2019 年疫情前之 4.8 兆日圓¹⁶。相較於人數，消費額恢復速度較快之原因，係人均消費額大幅高於疫情前水準。

(二) 日圓貶值促使國際旅客之消費額維持於較高水準

每位國際旅客之消費額超過疫情前水準之一個主要原因係日圓貶值。即使國際旅客以本國貨幣計算之支出金額不變，以日圓計算卻大幅增加，使得日本旅遊變得更有價格競爭力。其次，日本旅遊因疫情而停擺 3 年，解封後出現強勁的報復性消費現象。此外，國際旅客對日本文化、自然景觀及其他旅遊體驗產生更大的興趣，從而願意支付更多費用來體驗這些價值。

¹⁶ 參見木內登英 (2023c)。

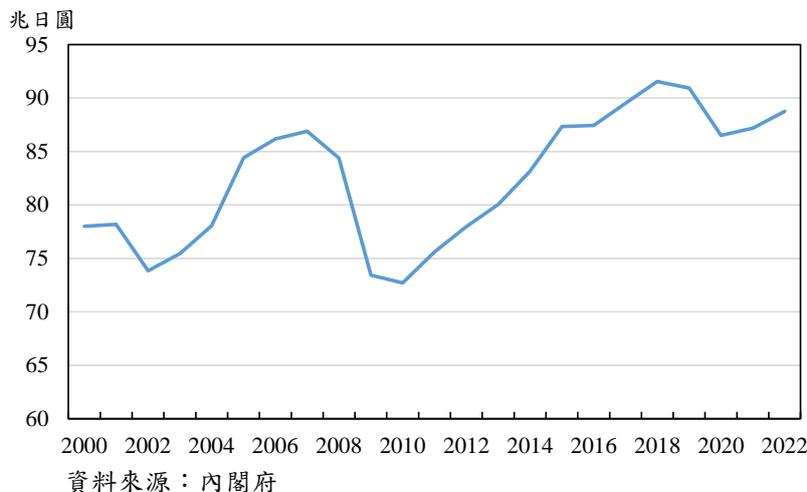
(三) 地方導向與高附加價值化可促進國際旅客之消費需求

國際旅客快速回歸之同時，可能會出現住宿及服務人手不足等瓶頸問題。加強宣傳地方旅遊資源，積極將國際旅客引導至地方可緩解此瓶頸問題，對促進地方經濟亦有很大助益；另可透過創造獨特、豐富及個性化之旅遊體驗，吸引更多遊客前來探索日本文化、歷史及美景，促進旅遊業之高附加價值化，均可對全體經濟產生積極之影響。

二、重振半導體產業可促進日本企業投資並有助產業升級

近年日本政府大力推動數位轉型及綠色轉型政策，激勵企業增加機器設備投資。惟在企業信心不足之情況下，日本上年之企業投資金額仍低於疫情前 2019 年之水準（圖 16）。

圖 16 日本企業設備投資金額



由於日本競爭力較強的汽車、機器人等高科技產品之核心零組件均依賴半導體產業，為維持競爭優勢，經濟產業省於 2021 年 6 月公布「半導體與數位產業策略」，積極推動重振日本半導體產業。該策略包括確保製造基地、新一代技術展開美、日合作，以及開發有希望改變遊戲規則之未來技術等。目前除了熊本之台積電設廠外，北海道亦將考慮成立 2 奈米晶圓廠。推動半導體產業之復活進而帶動日本經濟活力

之關鍵因素，仍需依賴政府預算之大力支持¹⁷、企業之持續投資，以及半導體人力需求之供應等問題，惟這些配套措施非一蹴可幾，仍須各項因素之配合。

根據本年第 2 季 BoJ 短觀報告，本年度大型企業設備投資額預估將年增 13.4%，較上次調查結果上揚 5.4 個百分點，顯示美、中兩強角力演變成兩個半球化效應，以及疫情觸發之生產韌性需求，帶動全球供應鏈進行重組之下，日本企業確實較過去具有更強烈的投資意願。惟欲實際落實投資計畫需要評估未來的經濟及金融環境，仍需要相當的時間。

三、亞洲地緣政治風險升高有利日本國防工業發展

為圍堵中國大陸，美國需要日本之協助，遂同意日本逐步提高國防預算上限。預估自本年開始的五年間，日本國防預算總額將達到 43 兆日圓；至 2027 年每年國防預算占 GDP 之比重將倍增至 2%，可望達到 11 兆日圓¹⁸。國防預算支出大幅提高勢必對有國防武器發展經驗之三菱、山崎、川崎等大廠，以及五大商社之營運有相當幫助，間接可帶動日本經濟¹⁹。

四、小結—全球供應鏈重組可望成為日本製造業回流之助力

從日本電機設備、機械及交通運輸等三大出口項目年增率可知，長期以來三大產業之國際競爭力很強，日圓貶值對其助益不大。就過去經驗，2004 年日本政府曾大動作促貶日圓，雖帶動一波製造業回流，之後卻因產業發展與國際競爭優勢改變，使夏普、松下等企業面臨巨

¹⁷ 日本政府於 2024 年度預算之初步編製，預定撥款超過 2 兆日圓用於邁向脫碳的綠色轉型(GX)領域。該領域將集中支援於國內生產儲能電池、半導體、氫相關設備等不可或缺之 GX 產品。預算將跨足多個年度使用，以推動民間企業加速相關投資。參見日本經濟新聞 (2023c)。

¹⁸ 參見東京新聞 (2023)。

¹⁹ 參見王健全 (2023)。

大虧損。再者，2013 年起 BoJ 執行大規模寬鬆貨幣政策多年，日圓貶值且資金成本低，亦未見製造業大舉回流。

本波日本製造業回流潮與過去不同，日圓貶值僅是助力之一，美中兩強角力演變成兩個半球化效應、疫情觸發的生產韌性需求，所帶動之全球供應鏈重組，才是日本製造業回流最大的動力，回流的企業亦集中於有利經濟戰略的高效率產業。日本並與美、台、韓共同發展半導體產業供應鏈，其產業結構或許正迎來一個借力使力之轉型契機，可望逐步走出失落 30 年的低潮。

伍、日本經濟仍需面對中長期結構性問題之嚴峻挑戰

日本經濟此波復甦，民間部門有更強的通膨預期，以及更高的投資意願，明顯不同於過去主要由政府部門所推動。惟困擾日本經濟之中長期結構性問題，例如 BoJ 長期壓低長期利率之副作用愈來愈大、長期低落不振的潛在經濟成長率及勞動生產力，以及持續惡化的財政狀況等，仍將對復甦之路造成重重的束縛。

一、BoJ 長期壓低長期利率之副作用愈來愈大

(一) BoJ 之 YCC 操作面對市場之挑戰愈來愈大

BoJ 運用殖利率曲線控制 (Yield Curve Control, YCC) 操作引導 10 年期公債殖利率趨近於 0% 左右以壓低長期利率，雖可期待刺激經濟之正面效應，惟同時伴隨嚴重的負面效應 (表 2)。因此，如何擴大長期利率於一定區間內自由波動，以增進市場機能，係當前 BoJ 貨幣政策之最迫切課題。

表 2 BoJ 長期壓低長期利率之副作用

1. 導致債券市場之市場機能低落，嚴重影響企業發行公司債等籌資行為。
2. 利差縮小導致金融機構之收益惡化。
3. 對保險業及年金基金之長期資產運用產生嚴重影響。
4. 引起外匯市場過度波動，造成日圓加速貶值。
5. 無法藉由分析長期利率了解目前經濟及金融之實況。
6. 發行公債成本降低，導致政府忽視財政紀律。
7. 放款利率維持低檔，導致無效率且低收益之殭屍企業續存。

資料來源：日本經濟新聞 (2023b)

(二) BoJ 於本年 7 月再次調整 YCC 操作

BoJ 本年 7 月調整 YCC 操作之重點如下²⁰：

BoJ 宣布之新政策將促使 10 年期公債殖利率之波動更具彈性，波動區間上限雖仍維持於 0.5%，惟超過 0.5% 時並不會立即干預；惟當 10 年期公債殖利率於 0.5%~1% 區間波動時，若有大規模非理性投機性賣壓，或利率水準、變化速度出現異常之情況，將機動運用增加購債額度、指定利率購債操作或合格擔保品資金供給操作等方式進行適當調節（表 3）。

²⁰ 9 位政策委員中，僅來自日立製作所之中村豐明委員投下唯一的反對票。中村豐明委員認為，儘管大規模寬鬆貨幣政策向正常化邁進是正確的方向，惟當前經濟與物價之前景仍不明朗，市場與政治的動向亦不透明，未來仍然充滿著很高的不確定性。似乎應等待情況更加明朗，例如，確認包括「法人企業統計」等統計指標，明確顯示企業之獲利能力提高之後再實施將較為適當。

表 3 BoJ 於本年 7 月貨幣政策之主要調整重點

YCC 政策		
	現狀	新政策
1. 10 年期公債殖利率波動區間	±0.50%左右	±0.5%左右(參考目標) 1%(上限)
2. 干預債市指定利率操作 (每日；10 年期公債殖利率)	一旦 10 年期公債殖利率超出 0.5%，則實施指定利率 0.5%之無限量購債操作	上下限僅作參考目標，將依據市場實際情況實施指定利率 1%之無限量購債操作(隱含容許 10 年期公債殖利率波動區間擴大至 1%)
3. 負利率政策維持不變：短期政策利率維持於-0.1%。		
4. 長期公債以外之資產購買額維持不變：ETF、J-REIT、CP 及公司債。		

資料來源：BoJ

BoJ 總裁植田和男於貨幣政策會議之會後記者會指出，繼上年 12 月放寬 YCC 操作之 10 年期公債殖利率波動區間，由 ±0.25% 左右擴大至 ±0.5% 左右之後，再次調整 YCC 操作，以增加其操作之彈性，主要基於以下三個理由：

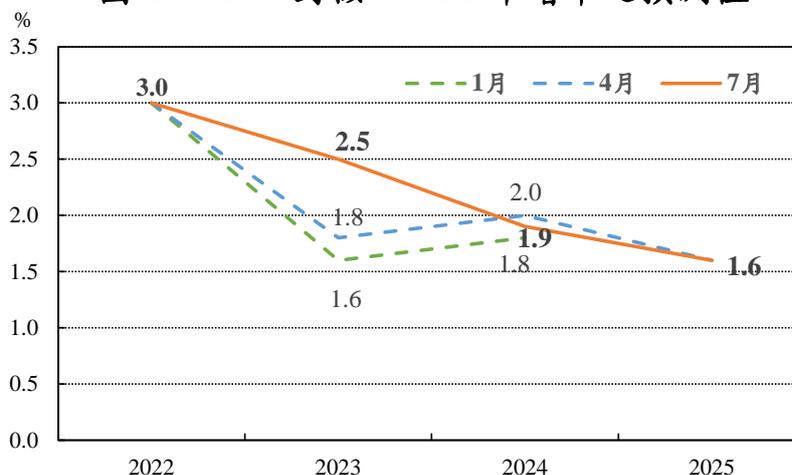
1. 對物價持續穩定上漲至 2% 通膨目標以上仍缺乏信心

本年上半年雖有高基期因素，以及政府補貼電費及瓦斯費之壓抑作用²¹，惟通膨之增速仍超乎預期，核心 CPI 年增率維持在 3% 以上，促使 BoJ 大幅上修本年度核心 CPI 年增率預測值，由 4 月預估之 1.8% 上修至 7 月之 2.5% (圖 17)。惟 2024 年度及 2025 年度核心 CPI 年增率之預測值仍落在 2.0% 之通膨目標以下，顯示 BoJ 對於勞工薪資能否持續維持上升態勢，並帶動物價持續上揚仍缺乏信心。因此，植田總裁

²¹ 根據日本總務省估算，日本政府補貼電費、瓦斯費，以及支援國內旅行政策，壓低核心 CPI 年增率之作用約 1.1 個百分點。若無該等政策，本年 6 月之核心 CPI 年增率將由 3.3% 上升至 4.4%。參考日本經濟新聞 (2023a)。

一再強調，本次調整 YCC 政策旨在擴大操作之彈性，以確保寬鬆的貨幣政策能持續執行，並非已開始轉向緊縮的貨幣政策。

圖 17 BoJ 對核心 CPI 年增率之預測值



資料來源：BoJ

2. 政策調整若處於被動地位，將導致未來之操作更加困難

若未來日本經濟持續復甦，且帶動通膨上升，若 BoJ 仍強行將長期利率壓低，將導致較實際市場利率低（即較市場價格高）的債券被投機者加速出售，進而造成 BoJ 需不斷擴大債券購買金額。不僅將導致 BoJ 之資產負債表持續膨脹，還會扭曲市場利率，對企業發行公司債產生嚴重的影響。

植田總裁認為，以上年 12 月放寬 YCC 波動區間至 $\pm 0.5\%$ 之前後期間為例，若貨幣政策採取被動態度，市場將因預期未來政策變化而受到投機者攻擊而陷入混亂。因此，在債券市場相對穩定的時期，有必要事先採取因應措施。例如，本年第 2 季 BoJ 之資產負債表中債券增加金額約 3.6 兆日圓，已明顯小於第 1 季之約 19.8 兆日圓。

3. 避免外匯市場過度波動

BoJ 再次面臨日圓加速貶值之風險。植田總裁指出，再次調整 YCC 政策，亦考慮到金融市場的過度波動，其中包括外匯市場。日圓本年貶

幅一度超過 10%，若 BoJ 持續壓低長期利率，將使美、日利差進一步擴大，進而導致日圓加速貶值。上年 12 月，日圓大幅貶值導致進口物價加速上升（圖 11），社會大眾對 BoJ 之批評聲浪變得更加強烈，因此不能再次重蹈覆轍。

BoJ 仍保留 10 年期公債殖利率之上限於 1%，顯示大規模貨幣寬鬆政策尚未完全轉向，並希望能藉此威懾市場投機。至於容忍殖利率超過 $\pm 0.5\%$ 之參考目標，則是為保留彈性，並測試市場動能，為進一步緊縮貨幣政策爭取更多的觀察時間。植田總裁於就任記者會上曾明確表示，將於 5 年的任期內完成貨幣政策之正常化任務，上任後第 2 次貨幣政策會議隨即再次擴大 YCC 操作區間，市場預期接下來將是正式取消操作上限，結束 YCC 操作，提高短期政策利率-0.1%至 0%以上，結束負利率政策，逐步朝向貨幣政策之正常化方向推進。

（三）政策調整後長期利率升至 9 年新高，日圓呈現加速貶值

BoJ 宣布新政策之初，市場預期其仍將動用各種工具強力干預債券市場以維持穩定，債券市場並未出現大規模投機性賣壓。嗣因市場預期美國 Fed 於下半年可能進行額外的升息，帶動長期利率持續走高，致使日本之長期利率上升壓力與日俱增。本年 9 月 11 日 10 年期公債殖利率升至 0.7%，達到 2014 年 1 月以來之高點。

日圓則呈現加速貶值之態勢。雖然 10 年期公債殖利率波動區間上限容許範圍提高至 1%，惟市場預期取消負利率政策仍需要一段時間。因此，預期在美、日利差將持續擴大之情況下，日圓利差交易仍將持續熱絡。影響所及，東京外匯市場之日圓匯率，由 7 月 28 日貨幣政策會議前之上午 5 時之高點 1 美元兌 138 日圓，加速貶至 8 月 17 日之 1 美元兌 146 日圓左右，已超過財務省於上年 9 月 22 日 24 年來首度執行匯率干預之水準 1 美元兌 145 日圓左右（圖 18）。據此，財務大臣頻頻

對日圓貶值速度表示高度關切，市場對財務省可能再度實施匯率干預之警戒升高，暫時壓制了日圓之貶勢。

圖 18 日圓對美元之走勢



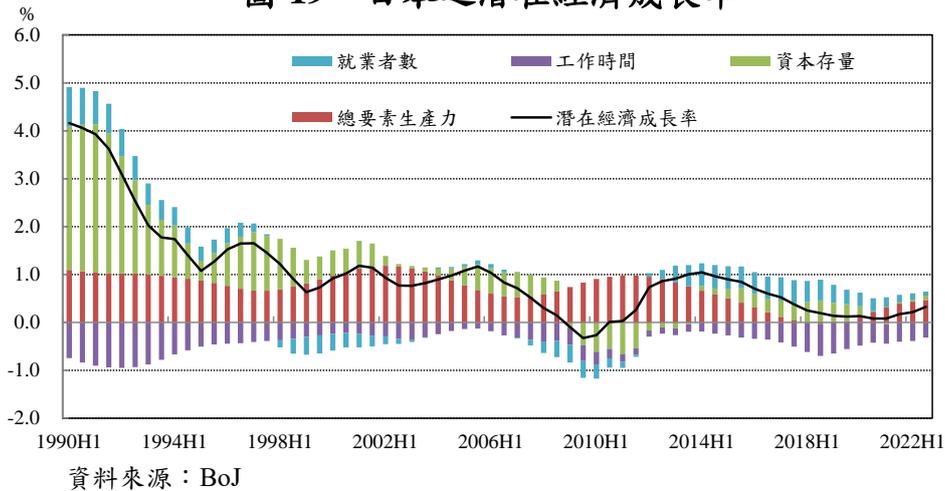
資料來源：Refinitiv Datastream

二、潛在經濟成長率及勞動生產力成長動能仍相當疲弱

(一) 大規模寬鬆貨幣政策並未能有效提振潛在經濟成長率

日本之短期利率從 10 年前之 0.1% 下降至目前之 -0.1%，僅下降 0.2%；10 年期公債殖利率從 0.8% 左右一度短暫變成小幅負值，目前仍維持於 0.7% 左右，下降幅度有限。因此，刺激需求之效果實際上相當有限。而且，觀察潛在經濟成長率並未見明顯回升，本年 3 月僅維持於 0.3% 左右（圖 19），可確認 BoJ 非傳統的大規模寬鬆貨幣政策並未能有效改變持續下滑之趨勢。

圖 19 日本之潛在經濟成長率



進一步觀察潛在經濟成長率主要項目之貢獻度，就業者數、資本存量及總要素生產力（total factor productivity）等，雖呈現正貢獻，惟成長動能仍相當疲弱。其中，顯示生產力及技術創新之總要素生產力，2023 年 3 月為 0.46%，僅略高於過去 10 年平均水準 0.37%；資本存量僅 0.10%，仍低於過去 10 年平均水準 0.16%，顯示企業之投資態度仍相當保守。至於就業者數，雖在「安倍經濟學」大力推動高齡者及婚後女性再就業政策之激勵下，自 2012 年起一度呈現明顯成長，惟在少子高齡化現象未見改善且持續惡化之情況下，近年成長動能已再度呈現疲弱。

（二）提高勞動生產力才能有效提振潛在經濟成長率

隨著本年上半年物價上漲及薪資增加，民眾對能夠擺脫通縮困境之期望逐漸浮現。惟薪資成長率及通膨率之成長幅度若在同一範圍內，實質薪資仍將維持不變，對提振經濟活動並不會有明顯之效益。要改善民眾生活及企業收益環境，主要仍需依賴提高勞動生產力。1990 年代以來，日本之名目勞動生產力水準值及實質勞動生產力成長率陷入長期低迷不振之困境（圖 20、21），原因係因多種結構性因素交互作用。

圖 20 日本之名目勞動生產力水準值

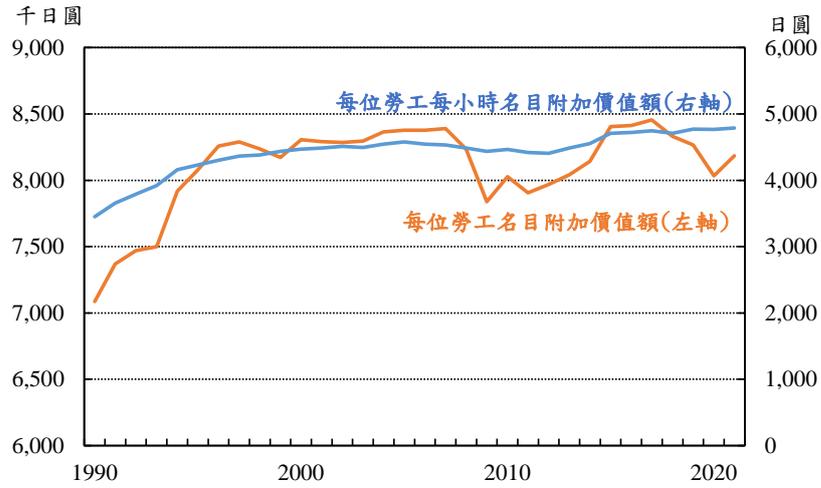
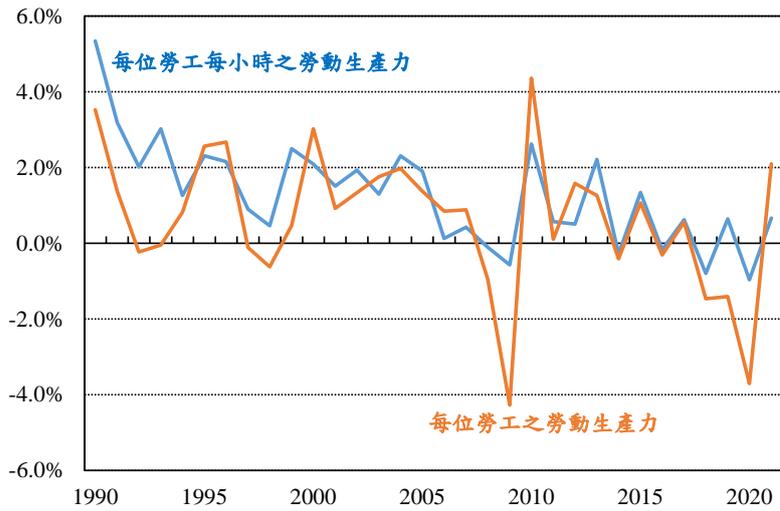


圖 21 日本之實質勞動生產力成長率



根據日本生產性本部之研究，日本勞動生產力長期低迷不振之原因大致可歸納為以下 7 項（表 4）²²。

²² 參見日本生產性本部 (2022)。

表 4 日本勞動生產力低迷之原因

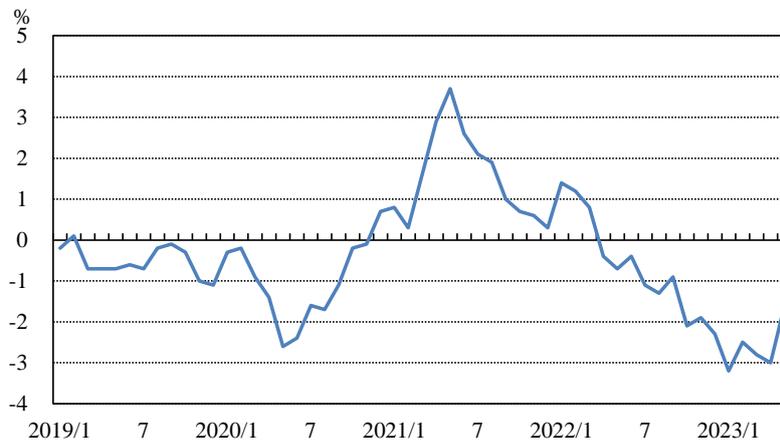
原因	說明
1. 高齡化社會與勞動力減少	處於高齡化進程中，勞動力人口正在減少；在老年人占多數之勞動市場，生產力容易下降。
2. 工作環境不佳	長時間工作非常普遍，過度加班成為社會問題；勞工累積疲勞，導致生產力下降。
3. 工作與生活未取得平衡	企業文化存在過度的工作壓力及升遷競爭，勞工壓力增加及動力下降，導致生產力下降。
4. 適應數位革命之能力較差	某些產業之技術水準很高，惟對數位化革命之適應能力較差，導致錯失提升生產力之機會。
5. 學用落差問題	學校教育與勞動市場所需要之技術無法配合；若未適當的再培訓及再教育，生產力將下降。
6. 市場結構問題	某些產業之市場結構缺乏競爭，導致企業對追求有效生產及創新之動機不足。
7. 勞動市場基礎設施問題	勞動市場之流動性及資訊不透明，影響勞工轉換較高技術及較高薪資的工作，導致生產力下降。

資料來源：日本生產性本部

(三) 提高勞動生產力才能有效提高實質薪資

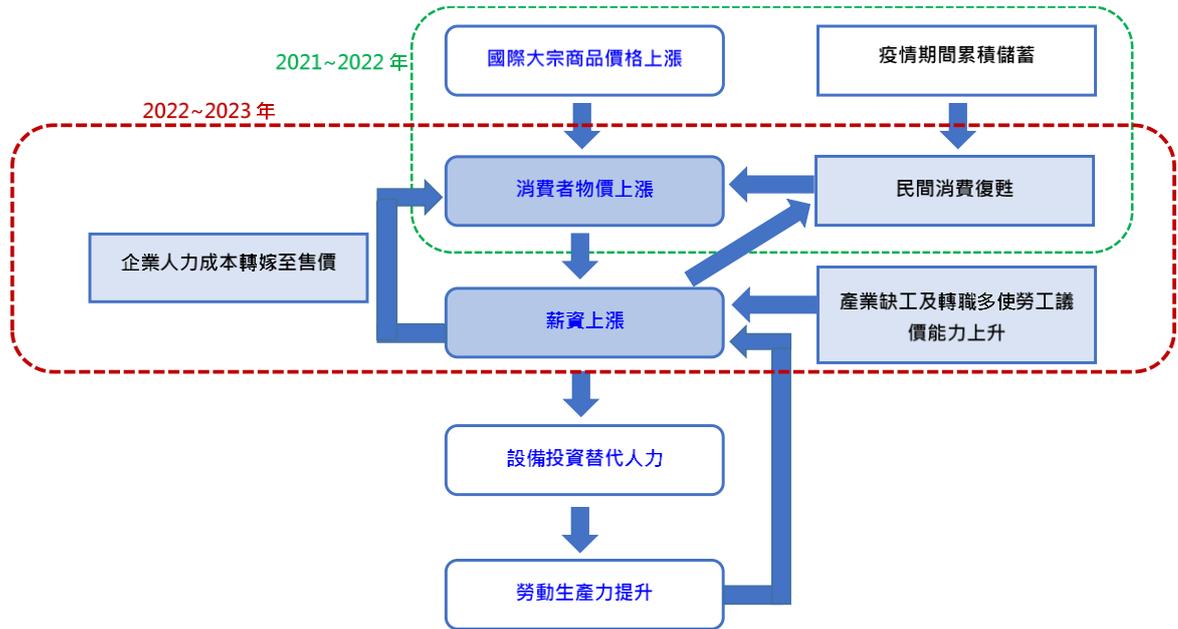
即使名目薪資成長率在短期內上升，惟受通膨率大幅上漲之影響，日本之實質薪資成長率於 2021 年短暫呈現正成長後（圖 22），自上年 4 月起再陷入負成長，導致民眾之日常生活更加困難。因此，只有在勞動生產力提升之情況下，實質薪資成長率才有可能持續提高，進而帶動薪資與物價呈現良性循環（圖 23）。

圖 22 日本之實質薪資成長率



資料來源：厚生勞動省

圖 23 近年日本物價與薪資之關係



資料來源：Noguchi (2023)

若回顧 1990 年代初期日本經濟之發展情況，欲穩定實現 2% 之通膨目標，勞動生產力成長率可能需要超過 3%²³。惟近年日本勞動生產力成長率仍相當疲弱，2015 年~2019 年以每位勞工計算之實質勞動生產力成長率僅 -0.7%，以每位勞工每小時計算之實質勞動生產力成長率亦僅 0.1% (圖 21)。

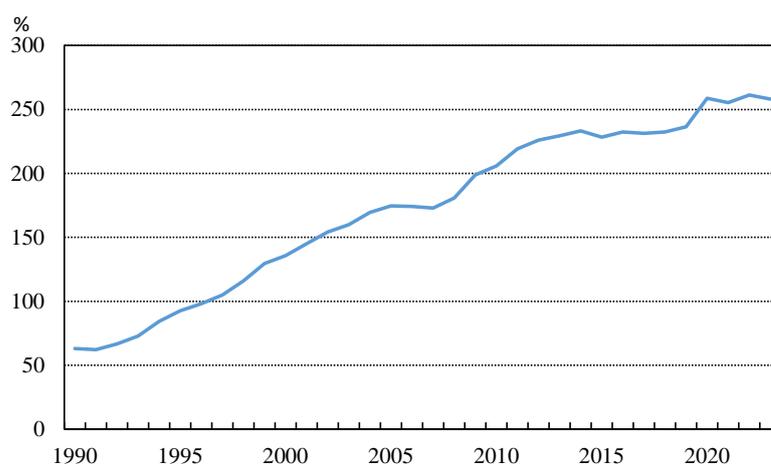
為把握在此波經濟及金融情勢改善之契機，同時提升勞動生產力，近年日本政府正積極推動一系列措施，包括投入大規模預算大力推動勞工技能再培訓計畫以提升勞動生產力，積極修法推動勞動市場改革以提高勞動市場流動性、擴大引進高技能的外國勞工以填補數位人才之不足，以及廣邀社會各界參與擬訂與執行更有效率的少子化對策，以緩和日益嚴峻的少子高齡化現象等等。

²³ 參見木內登英 (2023a)。

三、持續惡化的財政狀況

各級政府債務餘額相對 GDP 比率為衡量財政健全度的指標之一。根據 IMF 資料，本年日本該比率已升至 258% (圖 24)，遠高於美國之 122% 及英國之 106%。近 10 年來，日本各級政府債務餘額約增加 280 兆日圓，惟長期利率並未明顯上升，原因之一係 BoJ 透過增持公債進行吸收。東短研究社長加藤出認為，BoJ 之貨幣政策實際上已被政府納入作為填補債務缺口之工具。背負鉅額債務之日本財政面對利率上升顯得相當脆弱，根據日本財務省之估算，若利率上升 1 個百點，2025 年度之本息償還負擔將較預期大幅增加約 3.7 兆日圓，勢必將嚴重衝擊財政之健全性。

圖 24 日本各級政府債務餘額相對 GDP 比率

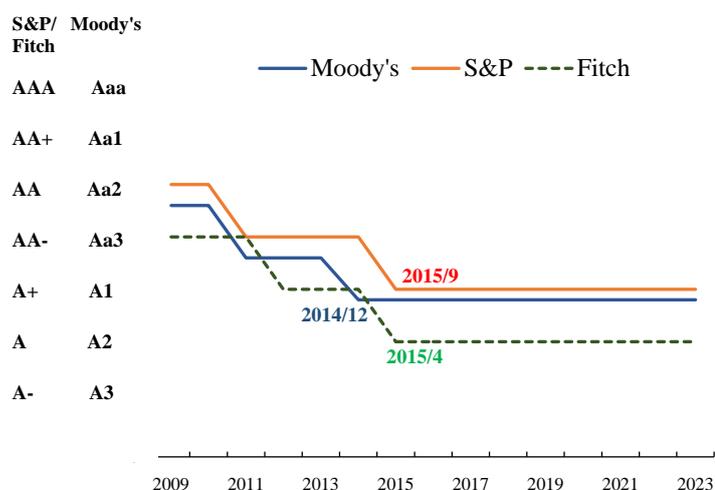


資料來源：IMF

未來伴隨 BoJ 貨幣政策之正常化過程，長期利率將逐漸上升，政府之利息負擔勢必增加，導致財政狀況更加惡化而陷入長期利率進一步上升之惡性循環²⁴。屆時 2015 年以來維持不變之日本國家主權信用評等恐再度面臨被調降之危機 (圖 25)，金融機構及企業之海外籌資成本將大幅增加而不利經濟復甦。

²⁴ 參見財務省理財局 (2021)。

圖 25 日本國家主權信用評等

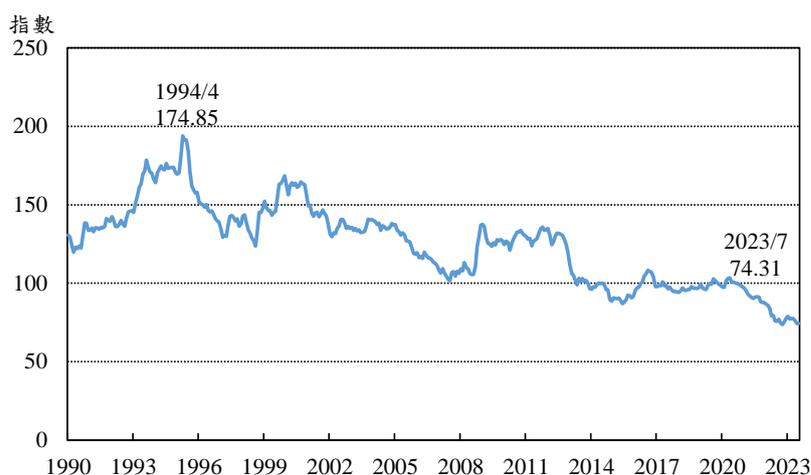


資料來源：Bloomberg

四、小結—寬鬆貨幣政策加重日圓貶勢，反而增加家計與企業負擔

本年 8 月在美、日利差將持續擴大之預期下，日圓再度貶破 1 美元兌 145 日圓之重要心理關卡，而衡量日圓購買力之實質有效匯率指數更跌至 53 年來低點。根據 BoJ 公布之本年 7 月實質有效匯率指數為 74.31，已逼近 1970 年 9 月底點，且接近過去 1 美元兌 360 日圓之固定匯率時代；相較於 1994 年 4 月之高點，大幅下降約 6 成（圖 26）。

圖 26 日圓實質有效匯率指數



資料來源：BoJ

日圓購買力低落對進口成本之影響最為明顯。以日圓為計價基礎之進口物價指數，目前雖自上年高點下降，惟與日圓貶值加劇前之 2021

年底相比，仍高出約 10%。除汽油等能源價格上漲外，食品及飲料價格明顯上升。根據 Mizuho Research & Technologies 估算，自上年開始的兩年內，每個家庭之負擔將增加約 20 萬日圓²⁵。

即使日圓貶值，惟企業出口並未增加。上年與 2019 年疫情前相比，日圓兌美元貶值約 20 日圓，惟出口數量卻減少 3%，主要係受到企業擴大海外生產之影響。2021 年日本國內企業之海外生產比率已增至 26%，20 年來增加近 2 倍。雖然進口價格大幅上升，惟出口價格並未能伴隨上升，反映國內與國外貿易收益能力之貿易條件相較於 1995 年 4 月惡化約 48%，嚴重衝擊企業（特別是屬於大企業周邊衛星工廠之中小企業）之獲利能力²⁶。

陸、結語與對我國之啟示

2013 年安倍首相推動之「安倍經濟學」各項措施中，在推行公司治理改革方面被認為最具成效，惟企業資產運用效率及長期投資方面則成效不彰。上年 9 月岸田首相宣布將汲取海外投資人建議，加速提升日本公司治理成效，若企業能持續改善企業體質，藉由擴大投資提升獲利，相信可吸引更多海外資金投入日本股市。而且，明年將擴大 NISA 免稅額度並取消免稅期間限制，使之常態化，預期 NISA 搭配公司治理改革可望帶動日本國民進行長期投資，有助激勵潛在經濟成長率中資本存量之加速擴增。

BoJ 於 2013 年亦伴隨「安倍經濟學」啟動量質兼備寬鬆（QQE）貨幣政策，最初宣稱在 2 年之短期內達成 2%通膨目標，惟經過 10 年貨幣基數餘額由原先預定之 270 兆日圓大幅膨脹至約 670 兆日圓仍未

²⁵ 參見酒井才介、風間春香、中信達彥、南陸斗 (2022)。

²⁶ 參見日本經濟新聞 (2023d)。

實現。近期日本經濟及物價情勢雖有改善，惟其中有多少可歸因於 BoJ 執行寬鬆貨幣政策之效果，並不明確。另一方面，YCC 操作則已產生各種嚴重的副作用。而且，由於日本政府過度期待寬鬆貨幣政策之效果，導致在推動經濟重建中不可或缺的經濟結構改革及成長策略方面並未全力執行。另外，亦降低了政府財政之紀律性，導致過去 10 年間政府債務快速膨脹，影響企業及家計部門對未來的經濟成長預期，進而降低了日本經濟之潛在成長力。

綜上所述，日本經濟要真正走出「失落的 30 年」，再現榮光，首先，日本政府部門宜積極爭取半導體等重要關鍵產業回流，加強科技技術及創新研發投資，並持續推動公司治理改革，加速經營績效低落之保守企業之重組，創造永續提升國內固定投資之經營環境，降低經濟結構對外需之依賴。另外，BoJ 需從穩定經濟及金融之角度，加速重新審視 YCC 操作激勵經濟及物價之效果已愈來愈小，惟未來副作用可能持續放大之情況；致力增加貨幣政策之透明度，提升公信力，藉以重新取得市場信任下，逐步回歸至傳統的貨幣政策操作。

日本政府需正視伴隨 BoJ 貨幣政策之正常化過程，可能導致財政狀況更加惡化，國家主權信用評等再度面臨被調降之立即性危機；據此，儘快提出具體可行且透明度高的財政重建計畫已刻不容緩。過去日本政府積極改善中高齡者及女性之就業環境藉以提高勞動力參與率，近年則積極改革勞動市場及技能再培訓之教育訓練環境，致力提升勞動生產力，似乎已體認到唯有如此才能持續提高實質薪資成長，進而帶動薪資與物價呈現良性循環，協助日本經濟早日走出「失落的 30 年」之困境。

（二）對我國之啟示

長期以來，日本經濟面臨各種難題，例如長期低迷之物價及薪資，惟究其根本原因實與經濟之潛在成長力持續下降密切相關。這些問題需透過政府執行經濟結構改革、成長策略，以及民間企業部門的不斷追求創新、勞工技術能力之提升等途徑來克服。藉由執行擴張性財政政策或貨幣政策，雖可將未來需求提前實現，惟無法直接改善經濟結構，例如提升潛在經濟成長率或勞動成長力等。

2025 年我國即將邁入超高齡化社會，僅依賴公共年金將明顯不足以因應老後退休生活之開支，因此鼓勵民眾於青壯年時期儲蓄，且運用於股市進行長期且分散投資，藉由股利所得以充實退休金已成為重要的課題。我國似可仿效日本之 NISA 制度，給予民眾小額購買股票、基金或相關金融投資工具給予「定期定額」之免稅優惠。由於目前我國現行並無課徵證所稅，例如可考慮於股利所得方面進一步減免、或降低證交稅率等，不但可藉此協助達成充實退休金之目標，而民眾將儲蓄穩定投入股市亦可增加股市深度及廣度，對緩和占股市已達 40% 以上之外資大規模進出所造成金融市場之劇烈波動亦有助益。

參考日本之經驗，超高齡化社會將對經濟之供給面及需求面產生嚴峻的制約，加上我國周邊之自由貿易協定包括跨太平洋夥伴全面進步協定（CPTPP），以及區域全面經濟夥伴協定（RCEP）已陸續啟動，恐加速我國產業外移而影響經常帳順差之來源。本年第 2 季我國國際收支旅行服務輸出因報復性出國旅遊而出現逆差 24.8 億美元，創近 6 年最大逆差金額。因此，未來除藉由強化技能再培訓制度持續提高勞動生產力，以強化商品競爭力之外，提高旅行服務輸出亦變得相當重要。日本近年積極將國際旅客引導至地方，並促進旅遊業高附加價值化之經驗，對增加旅行服務輸出已有相當成效，亦值得我國參考。

參考文獻

- 王健全 (2023), 「日本經濟復甦是真的嗎?」, 經濟日報, 7月25日。
- Aoyagi, Chie and Giovanni Ganelli (2014), “Unstash the Cash! Corporate Governance Reform in Japan,” IMF Working Paper, Aug.
- Feldman, Robert Alan (2023), “Japan's New Grand Strategy,” Morgan Stanley MUFG, Jun. 11.
- Financial Services Agency (2023), “Corporate Governance Reform in Japan,” Jun.
- Komatsu, Masahiko (2023), “Capital Efficiency Initiative in Japan Highlights Market Opportunity,” Nikko Asset Management, Jun. 26.
- Noguchi, Asahi (2023) “Economic Activity, Price and Monetary Policy in Japan,” Speech at a Meeting with Local Leader in Okinawa, Jun. 20.
- Nomura Research (2023a), “Japanese Economy and Japanese Corporations Finally Appear to Be Waking up,” Jul. 6.
- Nomura Research (2023b), “Changes in Japanese Households' Portfolios in Response to Inflation,” Jul. 24.
- Sasso, Michael (2022) “Yellen Says Dollar Strength ‘Logical Outcome’ of Policy Stances,” *Bloomberg*, Oct.12.
- Shalal, Andrea and Chizu Nomiya (2022), “U.S. Treasury Acknowledges Bank of Japan Forex Intervention,” *Reuters*, Sep. 22.
- Taketsume, Masaki and Taku Arai (2023), “Japanese Shares Have Hit 33-year Highs – but Why?” Schrodgers Investment Management, Jun. 26.

The Japan Times (2022), “Kishida's Asset Income Plan Marks Departure from Focus on Wealth Redistribution,” Jul. 24.

The Japan Times (2023), “Tokyo Stock Exchange Urges More Focus on Stock Prices and Capital Efficiency,” Jul. 24.

Tokyo Stock Exchange (2023), “Action to Implement Management that is Conscious of Cost of Capital and Stock Price,” Mar. 31.

Webb, Merryn Somerset (2023), “It's Finally Time to Buy Japan,” Bloomberg Opinion, Jun. 15.

木内登英 (2023a), 「物価と賃金の好循環は起こるか」, *Global Economy & Policy Insight*, 野村総合研究所, 2月10日。

木内登英 (2023b), 「異次元緩和10年と日本銀行新体制の政策展望」, *Global Economy & Policy Insight*, 野村総合研究所, 3月10日。

木内登英 (2023c), 「YCC運用柔軟化後の債券市場：日本銀行は臨時の国債買い入れオペで利回り上昇をけん制」, *Global Economy & Policy Insight*, 野村総合研究所, 7月31日。

酒井才介、風間春香、中信達彦、南陸斗 (2022), 「止まらない物価上昇と家計負担増」, *Mizuho RT EXPRESS*, みずほリサーチ&テクノ, 11月22日。

財務省理財局 (2021) 「国債発行を取り巻く現状と課題」, 11月29日。

東京新聞 (2023), 「2027年度の防衛関連費は他省庁経費と合わせて約11兆円、GDP比で1.96%に 政府が初の試算」, 3月30日。

日本経済新聞 (2023a), 「消費者物価指数、6月3.3%上昇 2ヵ月ぶり伸び率拡大」, 7月21日。

日本経済新聞 (2023b), 「日銀、正常化への前進なのか? 政策修正の真意を読む」, 7月28日。

日本経済新聞 (2023c), 「GXに2兆円超、政府概算要求 複数年で民間投資後押し」, 8月22日。

日本経済新聞 (2023d), 「円の実力、53年ぶり低水準 家計負担は20万円増」, 8月29日。

日本生産性本部 (2022), 「日本の労働生産性の動向2022」, 11月。

安川亮太、中信達彦、酒井才介、風間春香 (2023), 「物価上昇局面は転換点を迎えるのか～CPI上昇率は鈍化の兆し。家計・企業のノルムは変わらず～」, *Mizuho RT EXPRESS*, みずほリサーチ&テクノ, 7月26日。