



“日本病”的特征与根源以及中美欧 “日本化”程度研究

要 点

金融研究总监：詹向阳

国际宏观经济研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮

王婕 罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：郭可为

guokewei@icbc.com.cn

相关研究：

2013/10/22 《福兮，祸兮？——提高消费税对日本经济的影响分析》

2013/8/9 《安倍经济学能否拯救日本经济？》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

- 日本在 20 世纪 90 年代“泡沫经济”破灭后患上了“日本病”。主要症状有：经济低迷如影随形；通缩阴影挥之不去；政府债务不断高企；私人部门持续去杠杆化；产业空心化日益严重以及就业形势不容乐观。日本僵化的政治经济体制、滞后的经济战略和宏观政策，愈加严重的“少子老龄化”等因素是“日本病”的深层次原因。
- 在此基础上，我们通过构建“日本化”指标体系，深入比较分析美国、欧元区和中国“日本化”程度。基本结论是：美国的“日本化”得分为 2.22 分，处于低度“日本化”。欧元区的“日本化”得分为 3.08 分，处于中度“日本化”。
- 中国的“日本化”得分为 2.47 分，处于低度“日本化”，但是已经十分接近中度“日本化”。中国经济增长在未来一段时间内依然有望保持中高速增长，十八届三中全会和“克强经济学”将“改革视为最大的红利”，为未来持续稳定健康的经济发展提供了坚实保障，中国“日本化”的风险会大幅降低。
- 日本经济“失去的二十年”给中国的启示：一是积极寻求扩大内需的经济增长方式；二是积极采取措施应对老龄化；三是加强对金融体系的审慎监管；四是把推进改革放在首位而不应过分强调货币和财政政策的作用；五是加快产业结构优化升级。

目 录

第一部分 导论.....	1
一、研究意义.....	1
二、研究思路.....	2
三、分析指标体系的构建.....	2
第二部分：“日本病”的主要特征与深层次原因.....	5
一、“日本病”的六大特征.....	5
（一）经济增长低迷，停滞与衰退如影随形.....	5
（二）通货紧缩压力长期伴随日本经济.....	7
（三）政府债务负担高企，财政空间受限.....	8
（四）资产泡沫破裂使家庭和企业对负债强烈排斥，金融机构不良债权激增.....	10
（五）产业空心化日益严重.....	12
（六）就业形势不容乐观.....	13
二、“日本病”的深层次体制原因.....	14
（一）僵化的经济体制.....	14
（二）无效的货币政策.....	17
（三）急剧失衡的财政水平.....	18
三、“日本病”的政治与社会根源.....	20
（一）不稳定的政治.....	20
（二）逐渐老去的社会.....	21
四、安倍经济学能否终结“日本病”.....	22
（一）短期看，安倍经济学初见成效.....	22
（二）方向正确，但“安倍经济学”三大支柱均有隐忧.....	23
（三）安倍经济学终结“日本病”风险大于机遇.....	25
第三部分 美国“日本化”程度分析.....	26
一、宏观经济维度：美国经济增长现状和潜力均优于日本.....	26
（一）21世纪以来美国经济陷入相对低速增长期.....	26
（二）2013年以来美国经济强势归来，复苏基础日趋稳固.....	26
（三）在经济增长模式来看，美国的科技创新模式更具可持续性.....	28
（四）从经济发展战略看，美国发展战略更具可操作性.....	28
二、货币金融维度：美国货币政策效果和金融体系稳定性要优于日本.....	30
（一）美联储的量化宽松政策起到了一定程度的刺激经济的作用.....	30
（二）美国并未完全摆脱通缩的可能性.....	30
（三）金融系统的调整和恢复能力较强.....	31
（四）金融体系方面，美国较日本稳定性更好.....	31
三、财政债务维度：财政失衡现象严重，成为影响经济前景的重要问题.....	32
（一）政府财政赤字大幅飙升.....	32
（二）政府债务总量持续增长.....	32
（三）财政失衡所引致的两党博弈日趋激烈.....	32



四、社会环境维度：美国社会结构较为合理，社会充满活力.....	33
（一）美国“老龄化”和“少子化”问题并不严重	33
（二）美国社会包容性强，善于吸纳全世界的精英人才为美国服务.....	33
五、政治体制维度：美国政治体制较日本更稳定和高效	33
（一）美国的总统制、两党制更趋稳定，更加高效、更具执行力.....	33
（二）美国利益集团的影响力十分广泛	34
六、基本结论：美国经济“日本化”的概率较小	34
第四部分 欧元区“日本化”程度分析.....	37
一、宏观经济维度：欧元区经济的状况与日本非常相似	37
（一）本世纪以来，欧元区经济陷入低迷	37
（二）2013年以来，欧元区经济稍有好转，但复苏进程仍将艰难.....	37
（三）欧元区失业率高企的状况短时间内难以扭转	38
（四）欧元区经济发展战略关键在于执行	39
（五）欧元区科技创新的能力有所减弱	39
二、货币金融维度：欧元区货币政策效果和金融体系稳定性与日本较为类似.....	40
（一）当前欧元区经济前景最大的隐忧是通货紧缩风险	40
（二）欧洲央行货币政策陷入“流动性陷阱”的概率增大	40
（三）欧元区生产和需求双向不足制约通胀率上升	41
（四）欧元区银行业危机的治理尚需时日才能见效	41
三、财政债务维度：欧元区财政失衡仍将长期困扰欧洲	42
（一）2013年欧元区主权债务危机基本缓和	42
（二）欧元区的财政失衡问题仍很严重	42
（三）欧债危机的阴影仍将长时间笼罩在欧洲的上空	43
四、社会环境维度：欧元区的老龄化和高福利制度拖累经济发展.....	44
（一）近年来欧元区人口老龄化问题也逐步凸显	44
（二）欧元区的高福利社会保障体制严重拖累财政平衡	44
（三）老龄化和高福利让欧元区的失业问题更加突出	45
五、政治体制维度：欧盟治理机制的局限与不足令政策效力和效率大打折扣.....	45
（一）欧盟治理机制的复杂性与多层级性令欧盟难以迅速拿出有效解决方案.....	45
（二）各成员国在欧盟层面上也存在权力博弈现象	45
六、基本结论：欧元区步入日本式“失去的二十年”可能性较大.....	45
第五部分 中国“日本化”程度分析.....	48
一、宏观经济维度：中国经济虽然减弱但尚优于日本经济	48
（一）2012年以来中国经济增速持续放缓，未来维持中高速增长或成常态.....	48
（二）投资、消费和净出口三驾马车的作用较为均衡	49
（三）中国就业形势不容乐观，结构性矛盾突出	49
（四）十八届三中全会与“克强经济学”有助于未来中国经济的可持续增长.....	50
二、货币金融维度：中国与日本有着较大的相似性	51
（一）中国长期面临通胀的压力，基本不存在通货紧缩问题.....	51
（二）中国的M2余额水平位居全球第一，但进入实体经济的部分非常有限.....	52
（三）人民币2005年以来保持单边升值与日元升值趋势基本相似.....	53

（四）房地产与股票市场价格的大涨大落类似日本的泡沫经济.....	54
（五）银行业利润增速明显下滑，风险逐渐暴露.....	55
（六）金融监管难度有所加大.....	56
三、财政债务维度：中国的财政失衡状况要稍好于日本，但风险不容忽视.....	57
（一）中国的政府财政与债务水平要优于日本.....	57
（二）全社会的杠杆率已经很高.....	58
四、社会环境维度：中国的老龄化趋势将拖累经济发展.....	58
（一）中国正逐步迎来人口年龄结构的重大转变.....	58
（二）我国“未富先老”对经济的影响日益明显.....	59
五、政治体制维度：中国政府更稳定，执行力更强.....	59
（一）中国特色的政治体制兼具灵活性和稳定性.....	59
（二）中国的腐败问题虽然存在，但打击力度逐渐加大.....	60
六、基本结论：中国存在陷入日本式“失去的二十年”可能性，但政策得当有望降低风险.....	60
第六部分 日本经济“失去的二十年”对中国的启示意义以及对我行的建议.....	63
一、日本经济“失去的二十年”给中国的启示.....	63
（一）积极寻求扩大内需的经济增长方式.....	63
（二）积极采取措施应对老龄化.....	63
（三）加强对金融体系的审慎监管.....	63
（四）把推进改革放在首位而不应过分强调货币和财政政策的作用.....	63
（五）加快产业结构优化升级.....	64
二、针对我行的建议.....	64
（一）针对中国宏观经济金融现状和未来趋势，对我行的建议.....	64
（二）针对日本宏观经济金融现状和未来趋势，对我行的建议.....	65
（三）针对美国宏观经济金融现状和未来趋势，对我行的建议.....	65
（四）针对欧元区宏观经济金融现状和未来趋势，对我行的建议.....	65

图目录

图 1 日本、美国、欧元区和中国经济年同比增长率（1981 年-2012 年）.....	5
图 2 日本私人消费、私人企业设备投资和出口年同比增长率（1981 年-2012 年）.....	6
图 3 日本 CPI 与企业商品价格指数（1980 年-2013 年 11 月）.....	7
图 4 日本国家债务总额走势（1982 年 4 月-2013 年 10 月）.....	8
图 5 日本政府总债务总额占 GDP 比重与财政赤字占 GDP 比重走势（1980 年-2018 年）.....	9
图 6 日经 225 指数和标普 500 指数走势（1980 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 30 日）.....	10
图 7 日本所有城市土地价格指数走势（1980 年至 2013 年）.....	11
图 8 日本制造业固定资产投资和消费者贷款新增额走势（1990 年至 2013 年 9 月）.....	12
图 9 日元对美元以及美元指数走势（1980 年至 2013 年）.....	13
图 10 日本失业率走势（1980 年至 2013 年）.....	13



图 11 日本产业结构占比（1980 年与 2011 年）	15
图 12 日本银行业对政府债权和私人部门债权占 M2 比重（1980 年与 2011 年）	17
图 13 日本历年财政各项支出金额（1980 年与 2013 年）	18
图 14 日本历年财政各项收入金额（1989 年与 2013 年）	19
图 15 日本 2013 财年各项支出占比	20
图 16 日本人口增长率、总生育率和 65 岁以上人口比重走势（1980 年至 2012 年）	22
图 17 日本 GDP 季环比年率走势（2008 年至 2013 年）	23
图 18 日本 CPI 走势（2008 年至 2013 年）	23
图 19 美国与日本 GDP 增速走势（1981 年至 2013 年）	26
图 20 美国近期 GDP 季度增速走势（2008 年至 2013 年）	26
图 21 美国 CPI 和失业率走势（2008 年至 2013 年）	27
图 22 美国制造业对实际 GDP 拉动作用（1980 年至 2013 年）	28
图 23 美国出口额和同比增速（2008 年至 2013 年）	29
图 24 美联储持有国债和 MBS 走势图（2002 年至 2013 年）	30
图 25 美国 CPI 和 PPI 年度走势（1980 年至 2013 年）	31
图 26 美国政府总债务总额占 GDP 比重与财政赤字占 GDP 比重走势（1980 年-2018 年） ..	32
图 27 美国人口增长率、总生育率和 65 岁以上人口比重走势（1980 年至 2012 年）	33
图 28 欧元区与日本 GDP 增速走势（1981 年至 2013 年）	37
图 29 欧元区季度 GDP 增速、出口和消费增速走势（1995 年至 2013 年）	38
图 30 欧元区失业率和青年失业率（1995 年至 2013 年）	39
图 31 欧元区 HICP(调和 CPI) 走势（1997 年至 2013 年）	40
图 32 欧元区制造业产能利用率和居民最终消费同比走势（1995 年至 2013 年）	41
图 33 欧元区政府总债务总额占 GDP 比重与财政赤字占 GDP 比重走势（1980 年-2018 年） ..	43
图 34 欧元区德国、法国、意大利、西班牙、葡萄牙和希腊 65 岁以上人口比重走势（1990 年至 2012 年）	44
图 35 中国与日本 GDP 增速走势（1981 年至 2013 年）	48
图 36 中国投资、消费和出口增长走势（1981 年至 2013 年）	49
图 37 中国城镇失业人数和登记失业率（2002 年至 2013 年）	49
图 38 中国 CPI 走势图（2000 年至 2013 年）	52
图 39 中国 M2 以及同比走势图（2000 年至 2013 年）	52
图 40 人民币对美元汇率走势图（2005 年至 2013 年）	53
图 41 上证综合指数走势图（2005 年至 2013 年）	54
图 42 中国银行业金融机构总资产和税后利润走势图（2005 年至 2013 年）	55
图 43 中国政府总债务总额占 GDP 比重与财政赤字占 GDP 比重走势（1984 年-2018 年） ..	57
图 44 中国人口出生率、自然增长率和 65 岁以上人口占比（2002 年-2018 年）	58

表目录

表 1 “日本化”研究分析指标体系3

表 2 “日本化”评级指标体系4

表 3 美国“日本化”研究分析指标体系得分一览表34

表 4 欧元区“日本化”研究分析指标体系得分一览表45

表 5 中国“日本化”研究分析指标体系得分一览表60



第一部分 导论

一、研究意义

日本经济在 20 世纪 50 年代至 70 年代实现了高速增长，成就了举世瞩目的“日本奇迹”。20 世纪 80 年代，日本经济产生了严重的“泡沫”并于 90 年代初破灭，从此陷入了长期衰退与持续通缩的艰难境地，被称为“失去的十年”。21 世纪初，日本经济有所好转，但随后由于 2008 年爆发的全球金融危机、2011 年“3·11”大地震等因素的冲击，日本经济再次跌入低谷，日本国内悲观情绪弥漫，甚至开始谈论“失去的二十年”¹。

日本在“失去的二十年”中所表现出来的种种现象和问题，被许多学者称之为“日本病”。经济学家谢国忠在《日本病威胁全球》²一文中认为“日本病”的关键在于经济和社会老化带来的经济发展停滞。香港科技大学教授丁学良在《日本病的启示》³一文中认为 1980 年代初期开始，随着呆账、坏账不断暴露，经济泡沫终于破裂，老龄化社会的到来加剧了经济包袱，日本经济出现了停滞，可以说是政府涉入市场太深导致了经济的停滞。清华大学教授李稻葵在《中国如何杜绝“日本病”》⁴一文对“日本病”作了综合的概括，认为“日本病”是日本经济病征的简称，具体是指日本在上世纪 80 年代初赶超美国经济时逐步染上的、严重的经济结构不合理和体制老化僵化等病症，它使得日本经济一蹶不振，从 90 年代初至今仍未走出泥潭。本报告综合文献资料以及通过系统研究，认为“日本病”是日本在 90 年代初泡沫经济破灭后所表现出的经济增长低迷、长期通货紧缩、政府部门债务不断攀升、私人部门持续去杠杆化，产业空心化等一系列病症的总称，日本僵化的政治经济体制、滞后的经济战略和宏观政策，愈加严重的“少子老龄化”等因素是“日本病”的深层次原因。

没有一次金融危机是完全相同的，但是他们有着共同的因素，有望帮助我们

¹ 池田信夫《失去的二十年：日本经济长期停滞的真正原因》，机械工业出版社，2012 年出版。池田信夫，日本上武大学大学院（研究生院）经营管理研究科教授。

² 《中国经贸》2010 年第 4 期

³ 《南方周末》2010 年 10 月 6 日

⁴ 《新财富》2010 年第 2 期

发现并且缓和下一次危机。⁵因此，深入研究日本经济出现“日本病”的病症与深层次原因，并从中汲取有益的经验教训有着重要的意义。一方面，“日本病”的若干症状在发达经济体中并不罕见，2008 年全球金融危机爆发后，美国和欧元区经济复苏一波三折，财政失衡和债务问题持续发酵，因此学术界形成一股研究“欧美日本化”的浪潮，认为欧美发达经济体已经或者将要染上“日本病”、正在逐渐“日本化”⁶。

另一方面，改革开放以来中国经济在持续高速增长三十年后已经逐渐放缓，房地产市场价格不断高企，人民币持续升值等现象与“日本病”的某些特征有所相似，有学者认为，中国有可能正在变成 20 世纪 90 年代的日本⁷。

因此，研究“日本病”的主要表现以及深层次原因，以此为基础比较美国、欧元区和中国当前经济、金融、财政、社会与政治各方面的状况是否与“日本病”症状的相似性，重蹈日本覆辙的风险有多大，具有十分重要的研究意义。

二、研究思路

本报告拟认真梳理 20 世纪 80 年代至今日本经济的发展特征、深入挖掘“失去的二十年”的深层原因，并尝试对“安倍经济学”未来效力作出评价。在此基础上，根据日本“失去的二十年”中的特征与原因构建“日本化”研究分析指标体系，通过深入比较，对美国、欧元区⁸和中国“日本化”程度进行比较分析，未来是否会重蹈日本“失去的二十年”的覆辙作出定性以及定量的判断。最后，从以上分析中得出对中国的启示以及对我行的建议。

三、分析指标体系的构建

根据“日本病”所表现出的各种特征，我们审慎挑选日本经济、金融、财政、社会和政治等方方面面的 40 个重要指标和典型现象，构建了“‘日本化’研究分析指标体系”。该体系为三级指标体系，一级指标为宏观经济、货币金融、财政

⁵ 沈联涛《十年轮回——从亚洲到全球的金融危机》第 7 页，上海远东出版社，2009 年 8 月第一版。

⁶ 崔成、牛建国《欧美日本化现象研究综述及启示》，中国经贸导刊，2012 年 2 月上半期

⁷ 复旦大学博士傅勇在《全球经济的“日本化”之忧》，《西部论丛》2009 年第 2 期

⁸ 本文欧元区的概念和数据均以 2013 年的欧元区为准，共有 17 个成员国，分别是：奥地利、比利时、芬兰、法国、德国、爱尔兰、意大利、卢森堡、荷兰、葡萄牙、西班牙、希腊、斯洛文尼亚、塞浦路斯、马耳他、斯洛伐克、爱沙尼亚。2014 年 1 月 1 日，拉脱维亚正式成为欧元区第 18 个成员国，但不在本文论述范围内。



债务、社会环境、政治体制五个方面，所占权重依次为 30%、20%、20%、15%和 15%。在一级指标下，我们设置了经济发展状况等 12 个二级指标，在二级指标下，我们设置了 40 个三级指标，具体指标以及各自权重如下：

表 1 “日本化”研究分析指标体系

一级指标	二级指标	三级指标
(一) 宏观经济 (30%)	经济发展状况 (50%)	指标 1：中长期 ⁹ 以来GDP是否低速增长甚至停滞（30%）
		指标 2：近期以及未来 GDP 是否放缓甚至停滞（30%）
		指标 3：中长期以来消费、投资和出口是否均衡（30%）
		指标 4：中长期以来就业状况是否低迷（10%）
	经济战略和模式 (50%)	指标 1：经济战略的可行性和持续性（30%）
		指标 2：政府是否过多干预市场和企业（30%）
		指标 3：科技创新的能力（30%）
		指标 4：产业“空心化”程度（10%）
(二) 货币金融 (20%)	通货膨胀水平 (30%)	指标 1：中长期以来的消费者价格指数（50%）
		指标 2：中长期以来的生产者价格指数（50%）
	央行货币政策 (30%)	指标 1：货币政策的执行力度（50%）
		指标 2：是否陷入“流动性陷阱”（50%）
	金融市场稳定性 (20%)	指标 1：汇率是否长期升值（50%）
		指标 2：是否存在资产泡沫以及泡沫破灭（50%）
	金融体系稳定性 (20%)	指标 1：金融机构出现系统性风险的可能（40%）
		指标 2：金融监管能力（30%）
指标 3：银行资产状况（15%）		
指标 4：银行不良贷款状况（15%）		
(三) 财政债务 (20%)	财政实力(50%)	指标 1：政府债务总量/GDP（40%）
		指标 2：财政预算平衡（盈余或赤字）/GDP（40%）
		指标 3：税收水平及其占 GDP 的比重（20%）
	财政政策(30%)	指标 1：财政政策的执行力度（50%）
		指标 2：财政政策的执行效果（50%）
	外债水平(20%)	指标 1：总外债占 GDP 比重（50%）
指标 2：总外债占总债务的比重（50%）		
(四) 社会环境 (15%)	社会保障状况 (50%)	指标 1：教育体系及整体水平（20%）
		指标 2：医疗体系及整体水平（20%）
		指标 3：社会保障体系及整体水平（20%）
		指标 4：高储蓄率（20%）

⁹ 本报告中的中长期一般指五年以上的时间范围，近期一般指近两年以内的时间范围。

	人口状况和结构 (50%)	指标 5: 低消费率 (20%)
		指标 1: 老龄率 (30%)
		指标 2: 人口出生率 (30%)
		指标 3: 人口增长率 (30%)
		指标 4: 移民所占全体国民比重 (10%)
(五) 政治体制 (15%)	政府稳定性和效率 (70%)	指标 1: 政治运行是否顺畅 (25%)
		指标 2: 政府是否高效 (25%)
		指标 3: 政府是否稳定 (25%)
		指标 4: 政策是否连续性 (25%)
	利益集团以及腐败 (30%)	指标 1: 利益集团的状况 (50%)
		指标 2: 政府腐败情况 (50%)

为更加客观、公正地评定美、欧、中“日本化”的状况以及进行横向纵向比较，我们对“日本化”研究分析指标体系中的每个风险指标设置了权重并进行量化评分。

评分方法和流程如下：首先，将评分分值设定为 1 至 5 分，根据被评经济体某一指标的数据和状况与日本“失去二十年”的数据和状况进行比较，相似程度越高，评分越高；其次，将每一个三级指标的得分乘以权重，得出二级指标的分值；再次，依据二级指标权重和分值，计算一级指标分值；最后，依据一级指标权重和分值计算该经济体的“日本化”分值，并按照表 2 确定最终“日本化”等级。

表 2 “日本化”评级指标体系

相似程度	超过日本状况	高度相似	中度相似	低度相似	完全不相似
三级指标分值	5	4	3	2	1
二级指标分值	5	4	3	2	1
一级指标分值	5	4	3	2	1
“日本化” 分值	$5 \geq \text{JPN} > 4.5$	$4.5 \geq \text{JPN} > 3.5$	$3.5 \geq \text{JPN} > 2.5$	$2.5 \geq \text{JPN} > 1.5$	$1.5 \geq \text{JPN} \geq 1$
“日本化” 等级	超高度	高度	中度	低度	无

注：JPN 代表“日本化”分值



第二部分：“日本病”的主要特征与深层次原因

本部分将通过具体分析日本经济“失去的二十年”重要指标、典型表现以及深层次原因来描绘日本经济“失去的二十年”的全景图，并以此基础构建“‘日本化’研究分析指标体系”，以便于后文进行深入比较研究。

一、“日本病”的六大特征

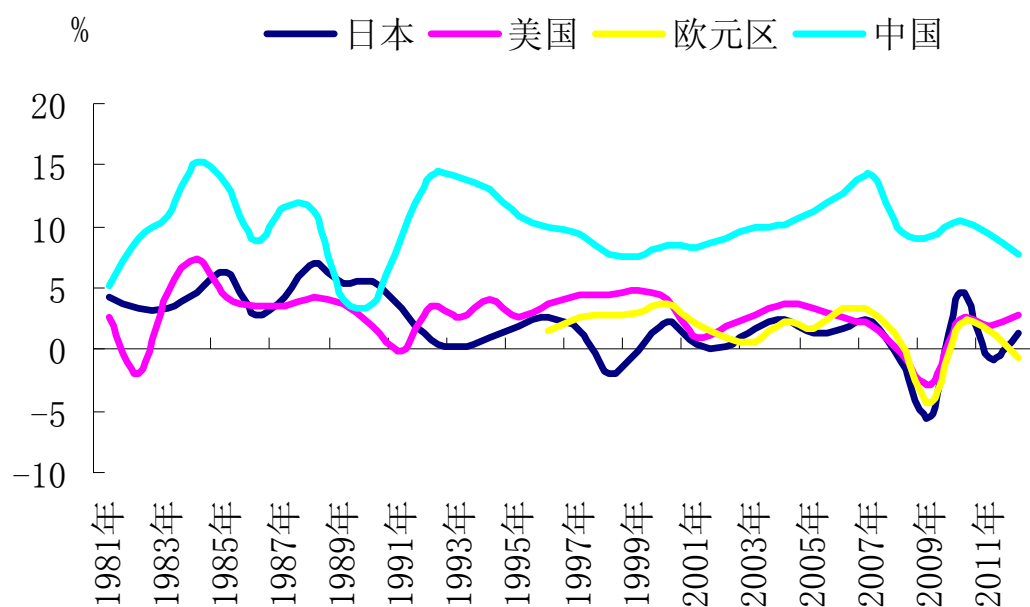
日本经济在 20 世纪 80 年代中期进入“平成景气”，也就是众所周知的泡沫经济阶段，但在 90 年代初泡沫破灭，进入了“失去的二十年”，这个阶段主要有六大特征：

（一）经济增长低迷，停滞与衰退如影随形

我们可以将 1991 年以来的日本 GDP 增长率进行横向和纵向的比较。横向比较，20 多年来，由于美国等发达经济体积极迎合 IT 技术、互联网应用等高新科技发展浪潮，经济增长较快，中国等新兴经济体依靠正确的发展战略和“人口红利”等因素使经济迅猛增长，日本经济的低迷更加显现出来。从 1991 年至 2012 年，美国年均同比增长率为 2.54%，中国年均同比增长率高达 10.29%，而日本同期年均增长率仅为 0.95%。1996 年以来经济起伏不定且债务缠身的欧元区的年均增长率虽不及美国，但也远高于日本，达到 1.55%。

纵向比较，我们可以以 10 年为一个阶段来看日本经济增长状况。1981-1990 年日本经济年均同比增速为 4.71%，1991-2000 年日本经济年均同比增速为 1.14%，2001-2010 年年均同比增速仅为 0.82%。2011-2012 年年均同比增速仅为 0.65%。由此可见，日本经济增速二十多年来呈现直线下滑的趋势。

图 1 日本、美国、欧元区和中国经济年同比增长率（1981 年-2012 年）

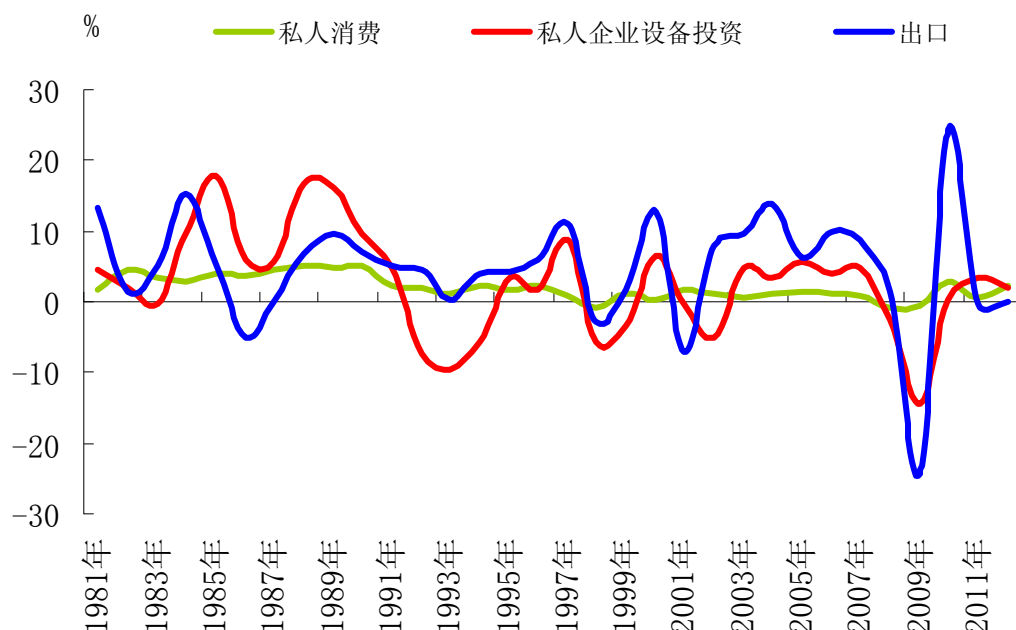


注释：欧元区数据始于 1996 年。

数据来源：Wind 资讯金融终端，Bloomberg，IMF，中国工商银行城市金融研究所，下同。

拉动日本经济增长的消费、投资、出口三大引擎发展失衡。从 1991 年至 2012 年三驾马车的增速来看，消费年均增长率为 3.48%，投资年均增长率为-3.61%，出口年均增长 4.41%。而 1981 年至 1990 年消费、投资和出口年均增长率分别为 7.78%、13.51%和 5.85%。由此可见，1991 年以来日本消费和出口增速有所下降，而之前 10 年增速最猛的投资大幅下降且成为负增长。

图 2 日本私人消费、私人企业设备投资和出口年同比增长率（1981 年-2012 年）



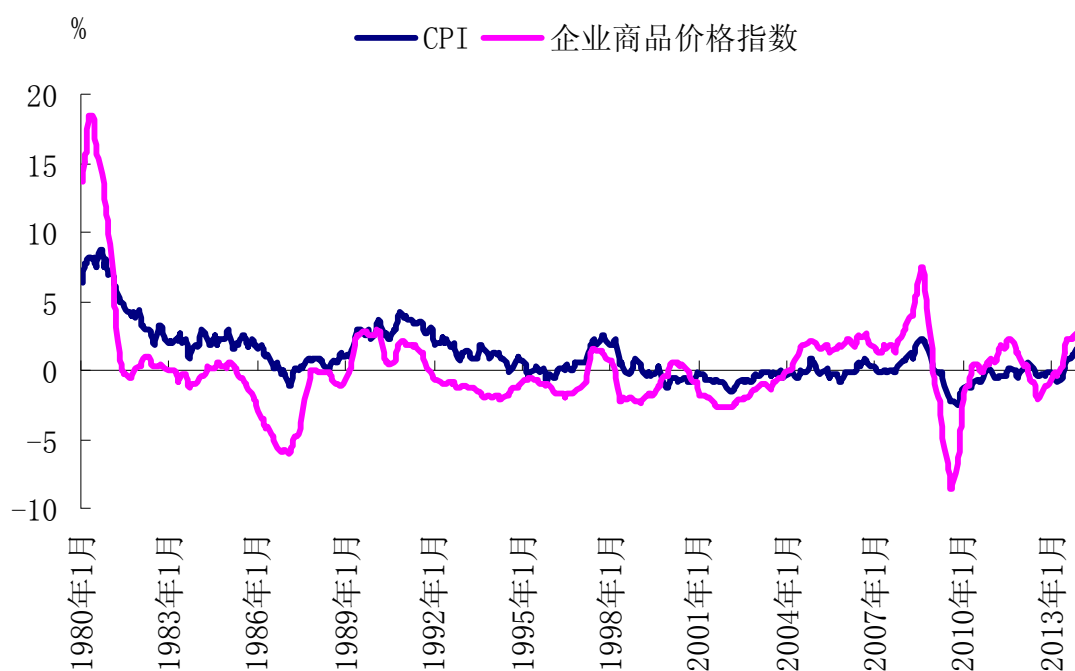
(二) 通货紧缩压力长期伴随日本经济

经济衰退与通货紧缩相互交织,也是日本“失去的二十年”中的突出特点。上世纪90年代初经济泡沫破灭后,日本国内消费及投资需求持续低迷,特别是产能利用率大幅下滑带动企业投资显著萎缩。不良贷款攀升也引发日本银行业信贷状况恶化,贷款意愿大幅下降,流动性紧缩情况严峻。严格意义上来看,日本经济属于相对通货紧缩¹⁰。1991年日本的消费者价格指数(CPI)为97.6,而2012年为99.7,22年间仅上涨了2.1点,并有10个年度CPI指数同比下降,年均同比增长率为0.25%,但距离绝对通货紧缩¹¹并不遥远。

图3 日本CPI与企业商品价格指数(1980年-2013年11月)

¹⁰ 相对通货紧缩是指物价水平在零值以上,物价水平虽然还是正增长,但已经低于该国正常经济发展和充分就业所需要的物价水平,通货处于相对不足的状态。

¹¹ 绝对通货紧缩是指物价水平在零值以下,即物价出现负增长,这种状态说明一国通货处于绝对不足状态。这种状态的出现,极易造成经济衰退和萧条。



从“国内企业商品价格指数”来看，日本通缩状况要更加明显一些。1991年1月该指数为109，此后延续下降趋势，至2013年11月降至102.6。从1991年1月至2013年11月共275个月中，该指数下降的有155个月，占比达56.4%。

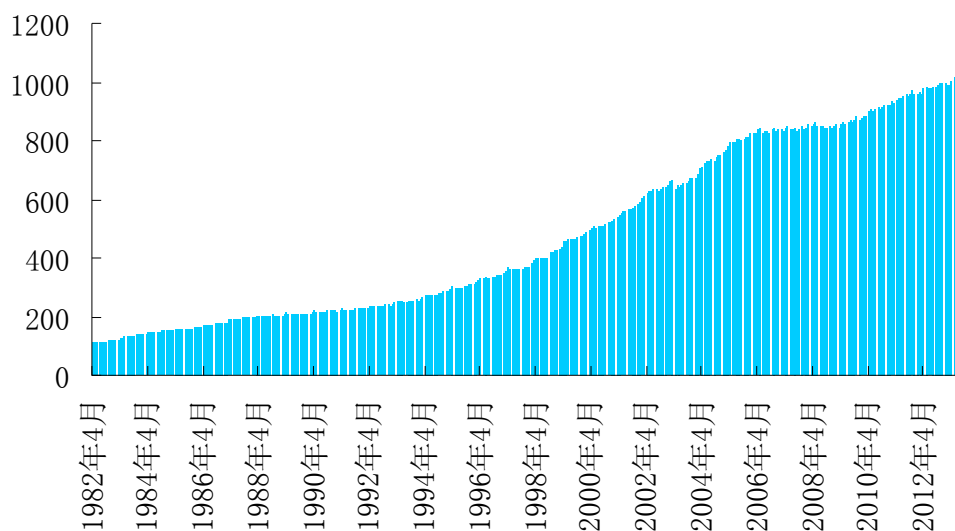
（三）政府债务负担高企，财政空间受限

随着泡沫经济的破灭，日本进入了长达二十年的资产负债表衰退时期，税收停滞不前，而财政支出却迅速增长并产生庞大的公共部门债务。日本目前是全球第一大债务国，截至2013年10月末，日本包括国债、短期证券等在内的政府债务达到1015.36万亿日元，创下日本政府债务最高纪录。

图4 日本国家债务总额走势（1982年4月-2013年10月）

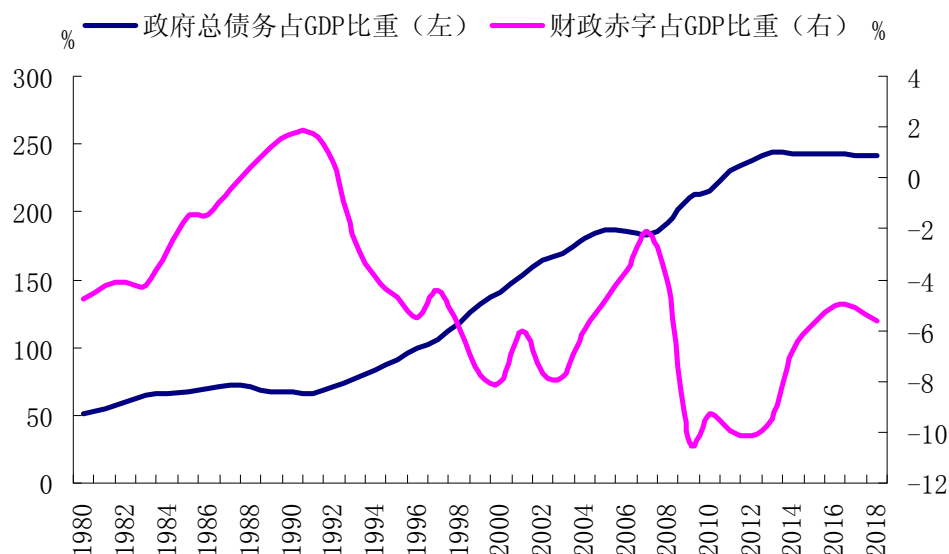


万亿日元



日本债务总额占 GDP 比重从 1990 年的 67% 一路升至 2012 年的 237%。国际货币基金组织（IMF）最新发布报告预测，2013 年至 2015 年日本政府债务总额占 GDP 的比重将分别达到 245%、246%、248% 的水平，均远远高于国际公认的 60% 的健康标准。此外，日本财政赤字占 GDP 的比重也偏高，2009 年至 2012 年分别为 -10.4%、-9.3%、-9.9% 和 -10.1%，2013 预计将达到 9.5%。

图 5 日本政府总债务总额占 GDP 比重与财政赤字占 GDP 比重走势(1980 年-2018 年)

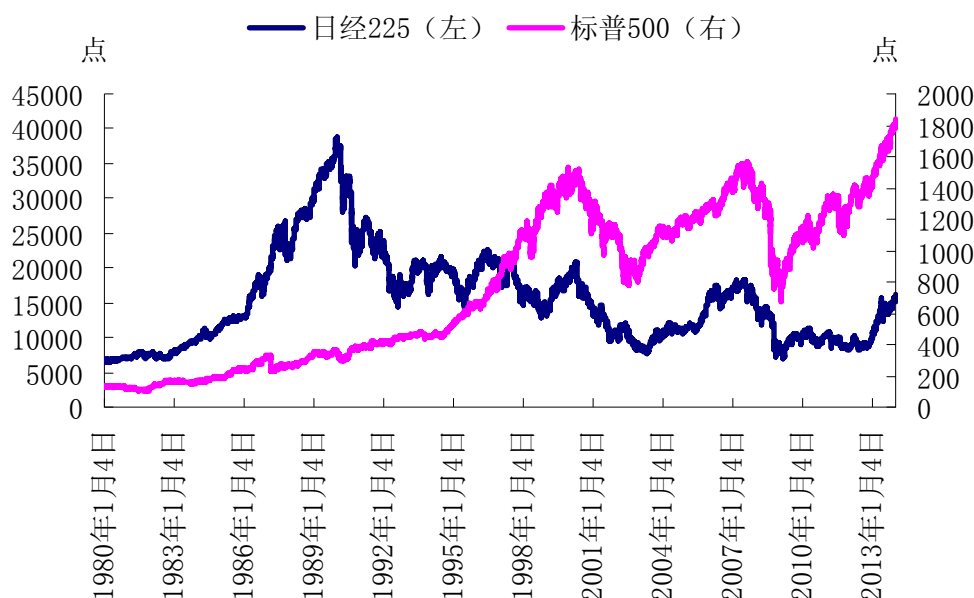


注释：2012 年之后为预测值

(四) 资产泡沫破裂使家庭和企业对负债强烈排斥，金融机构不良债权激增

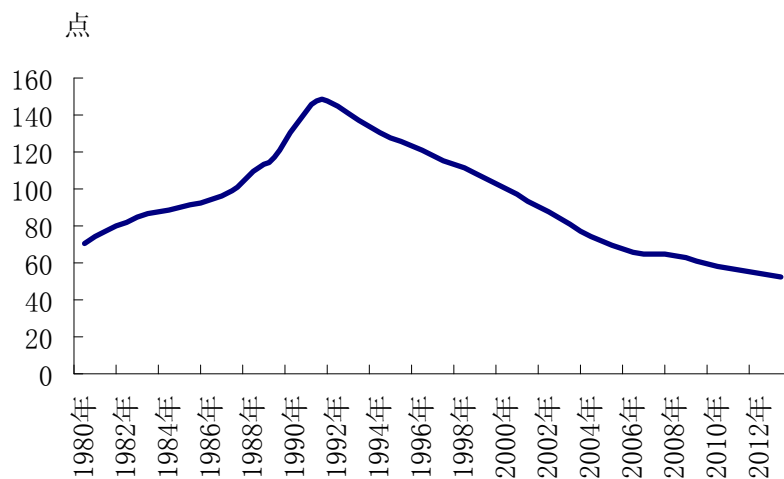
当日本经济泡沫破灭后，日本股市步入了长达 20 多年的震荡下行阶段，截至 2013 年 12 月 27 日，日经 225 指数较 1989 年末下降了 60.54%。同期美国三大股指道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数分别增长了 476.46%、404.09%和 771.09%，德国 DAX30 指数、法国 CAC40 指数和英国 FTSE100 指数分别增长了 406.96%、113.31%和 180.42%，日本股市是发达经济体中极为罕见的长期“熊市”。

图 6 日经 225 指数和标普 500 指数走势（1980 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 30 日）



房地产市场同样陷入了长期低迷。1991 年日本所有城市土地价格指数为 147.8，此后几乎毫无回调的一路下跌，2013 年已降至 52.7，仅为 1991 年的三分之一略多。

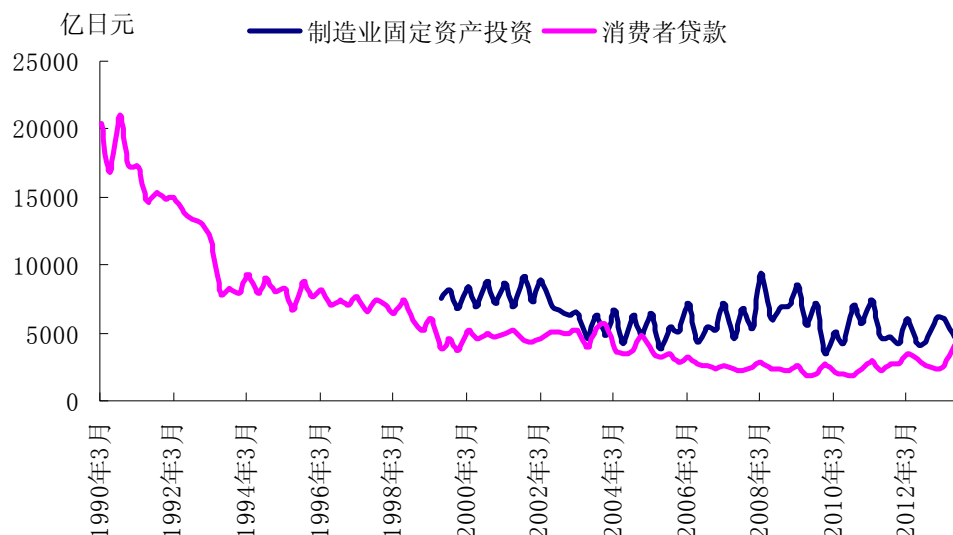
图 7 日本所有城市土地价格指数走势（1980 年至 2013 年）



由于股价和地价的暴跌，家庭、企业和金融机构也受到了严重的影响，不得不持续修复自身资产负债表，共同促成了日本经济长期的信贷紧缩局面。随着危机的深化，失业率和失业人数逐年增加，人们对将来生活的不安心理增强，居民消费意愿低迷。日本消费者个人新增贷款由 1990 年第三季度的 2.1 万亿日元不

断下滑，截至 2013 年第三季度降到了 3396 亿日元，降幅达-518.37%。

图 8 日本制造业固定资产投资和消费者贷款新增额走势（1990 年至 2013 年 9 月）



企业部门同样损失巨大，经营策略集体转向负债最小化，借贷意愿显著降低，设备投资随即出现了明显的下降。在此期间，金融机构也持续消化不良债权。据日本金融厅统计，1992 年至 2002 年，金融机构中所有银行的不良债权 12.78 万亿日元增加到了 43.21 万亿日元。日本民间以及穆迪评级公司和标准普尔公司对日本不良债权的估计更高，大约是官方数据的 3 至 5 倍。实体经济不良债权问题的爆发以及金融机构所持有的房地产和股票大幅缩水，促使金融机构与企业部门集体转向了负债最小化，主动削减自身债务，修复资产负债表。随后，巴塞尔资本协议的出台更加剧了这一现象。

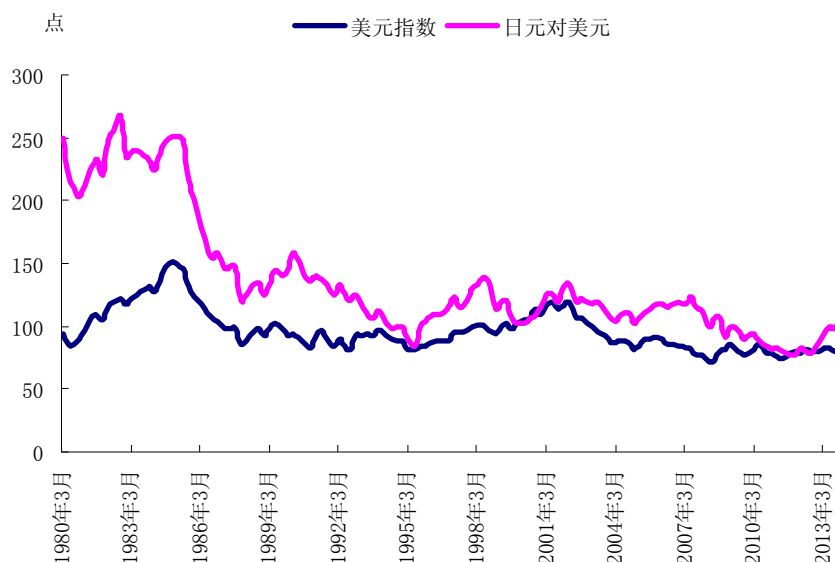
（五）产业空心化日益严重

二战后，日本政府大力推行以出口带动经济增长，严格限制进口的战略，同时积极鼓励和支持企业“走出去”争夺国际市场尤其是欧美市场。1985 年广场协议后，日元对美元汇率急剧升值。尽管日本政府和日本央行先后采取了零利率加量化宽松等多项措施以压低日元汇率，但收效甚微。1985 年 9 月，日元汇率还在 1 美元兑 250 日元左右波动，期间虽有反复，但升值趋势十分明显，截至 2013 年末，日元对美元为 105.31 日元/美元。日元长期升值对日本出口十分不



利，加上日本国内人口的老龄化驱动了劳动力成本的上升，日本企业纷纷加大向海外投资的力度，使其主要生产和经营基地向海外转移，国内生产和投资不断萎缩，“产业空心化”趋势逐渐严重。

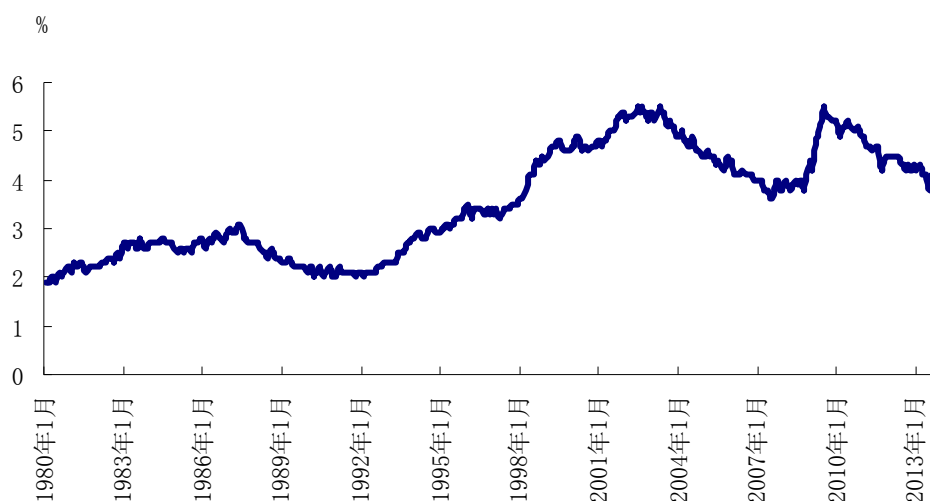
图9 日元对美元以及美元指数走势（1980年至2013年）



（六）就业形势不容乐观

日本一向以就业稳定、失业率低而著称于西方世界，但从20世纪90年代起却开始形成失业人数和失业率居高不下的态势。纵向比较，全日本失业人数和失业率在90年代前最严重的1987年分别只有173万人和2.8%，而从1995年开始突破200万人和3%大关，分别达210万人和3.2%，2003年4月失业人数和失业率更达到385万人和5.8%的峰值。此后，日本的失业率不断下滑，截至2013年11月，日本失业率为4%，但仍较20世纪80年代2.5%的月均失业率高出不少。

图10 日本失业率走势（1980年至2013年）



横向比较，当前日本失业率虽然较 2013 年 11 月美国和欧元区各自 7.0% 和 12.1% 要好很多，但是值得注意的是，有学者认为日本官方统计机构关于失业的界定标准过于严格¹²，以致人为地减少失业人数以及降低了失业率。因为日本用“完全失业率”这个概念来代替普通人的“失业”常识：按照日本统计局的定义，只要你在上一个月的最后一周得到任何一点工作报酬（例如，临时帮忙一小时得到 750 日元报酬），你上个月就算“被雇用”了，因此不算失业。由此可见，日本的失业数据恐怕并不能反映就业市场的真实情况。

二、“日本病”的深层次体制原因

日本经济经历了“低迷的二十年”，我们可以从经济、金融和财政领域找到深层次原因，而日本经济的持续低迷又加重了这些因素的负面影响，陷入了恶性循环，成为今后日本经济发展的严重障碍。

（一）僵化的经济体制

1. 政府主导型的市场经济体制阻碍了日本经济的发展

在政府主导型经济体制下，资源配置不是以市场调节为基础，而是以政府干预为主。政府与企业存在密切的联系，企业（特别是众多传统的中小企业）把生存的希望寄托在政府身上，过多地依靠政府的财政补贴。由于政府对企业的过分

¹² Jing Zhao, “Re-define and Measure Unemployment in Japan, the U.S. and China,” *International Political Economy: Theory and Practice*, ISBN: 978-0-557-05663-7. Morriville, NC: Lulu Enterprises, Second Edition, First Printing. January 14, 2010.

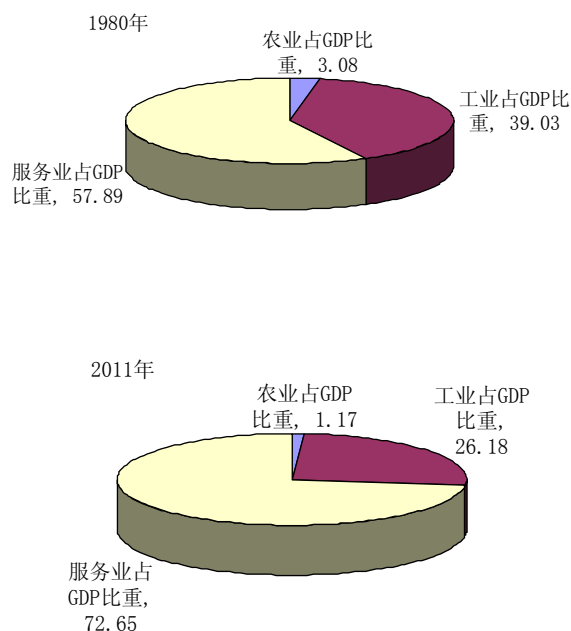


干预和保护，企业变得封闭保守，缺乏公平竞争风险意识。并且，这种过度干预和保护还抑制了企业自主性的发挥，影响了民间投资的活力，形成了官营事业庞大而民间企业力量薄弱的格局。

2. 产业双重结构造成竞争力失衡

日本经济双重结构根深蒂固制约经济的创新与发展。日本经济存在着双重产业结构：一类是面向出口的相关企业，包括汽车、家用电器、机械以及钢铁等出口企业，如丰田、本田、松下和索尼等。这些企业很早就面向世界市场，参与国际竞争，具有很高的生产效率。另一类是面向国内的制造业和服务业，如服装制造业、食品加工业、流通行业、医疗服务业等。日本政府对这部分企业的管制相当严格，同时也给予了大量的补贴。因此有人形容日本经济结构是具有竞争力的一成产业支撑着缺乏竞争力的九成产业。日本的政策决策者出于选举的需要把资源分配到“夕阳产业”，从而妨碍了资本从低效益领域向高效益领域转移，使日本产业陷入“结构性陷阱”。

图 11 日本产业结构占比（1980 年与 2011 年）



3. 技术创新对经济的拉动作用逐渐减弱

首先，日本的技术创新模式缺乏对经济增长的后续拉动力。战后日本通过大

量引进技术发展本国制造业来实现经济的高速增长。这一模式的突出特征是重技术在实体经济中的现实应用，而轻基础研究在经济发展中的长期效应，因此难以形成产业领导力和发挥持续效力。

其次，日本以间接金融为主的融资方式不利于高新产业的发展。战后日本一直实行间接金融为主的融资政策，直接金融不够发达，缺乏发展高新技术产业所必要的风险投资机制，新兴产业、高科技企业和创业中的中小企业很难及时筹到开展事业所需的资金，科技创新主要在政府主导下开展，国家意志决定一切，适应市场的科技创新十分匮乏。

第三，日本在几项重大技术发展方向上的决策失误。如在电脑技术上，80年代日本的个人电脑技术和美国不相上下，但日本政府却把大型计算机作为发展方向，虽然取得了一定成功，但其市场容量却十分有限；而美国则大力发展个人电脑，培育出前景广阔的信息与互联网产业。

4. 会社制、主银行制以及终身雇佣制越来越不适应经济形势的迅速变化

首先，企业集团内企业交叉或循环持股，企业集团日趋封闭保守，竞争力下降。公司董事会成员主要来自企业内部，决策与执行都由内部人承担。企业间相互持股虽然有效地阻止了外资收购日本企业，但却人为地抬高了股价，使日本的市场经济扭曲成大财阀垄断的畸形市场经济，大股东不注重投资回报，而只是一味地追求相互之间发展业务关系，为日本经济的持续发展埋下了隐患。

其次，企业的主银行制度的作用大为减弱，银企关系大不如前。通过交叉持股¹³和贷款，某公司与同一会社的某个银行，即主银行建立了长期业务关系。90年代的金融危机迫使公司和银行抛售自己所握有的对方股票，公司与其主银行之间的关系大大削弱。

第三，采取终身雇佣、年功序列制等使日本企业缺乏监督和激励机制。终身雇佣制最大的弊端是阻碍人才流动，制约人才能力的充分发挥；年功序列制的最大弊端是全体员工在没有突出贡献的状况下同样按工龄加薪，其结果是企业丧失

¹³ 主银行对客户企业的持股份额不得超过 5%。同一系列会社成员公司可能持有主银行 70-80% 的股份。



开拓创新精神。

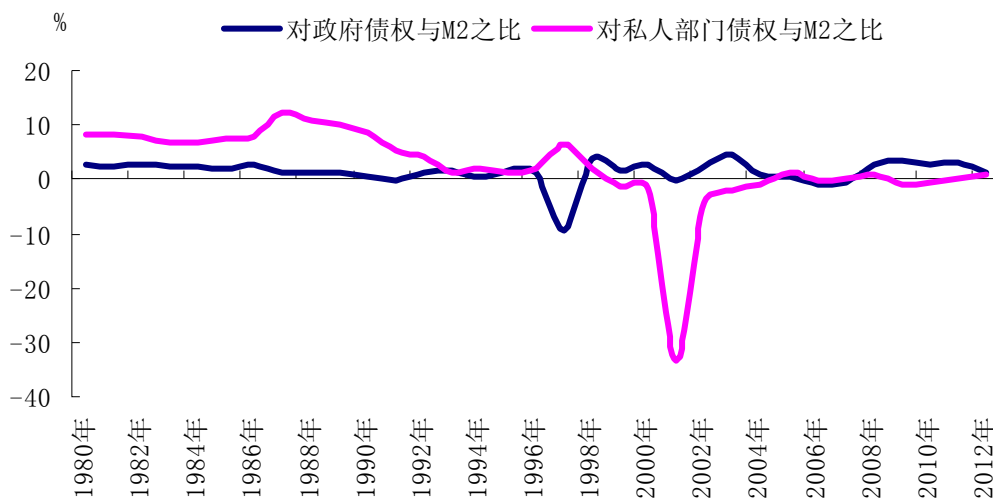
（二）无效的货币政策

1. 零利率和量化宽松政策陷入“流动性陷阱”¹⁴

日本泡沫经济破灭后，日本央行相继采取了一系列旨在刺激经济复苏、走出通缩的扩张性货币政策，主要包括1999年之前的低利率政策以及1999年之后的零利率政策和量化宽松政策。除从“直升飞机上撒钞票”外，日本银行几乎已经尝试了所有可以尝试的扩张性货币政策措施，但效果难以令人满意，日本显然陷入了“流动性陷阱”。我们认为主要有以下几个方面的原因。

首先，从宏观经济的角度看，1991年以来，日本整个宏观经济增长严重放缓，私人投资和消费持续不振，失业状况不容乐观，利率已经达到零利率水平，名义利率甚至为负利率，但是投资者对经济前景预期不佳，消费者对未来持悲观态度，这使得利率刺激投资和消费的杠杆作用失效。货币政策对名义利率的下调已经不能启动经济复苏。

图12 日本银行业对政府债权和私人部门债权占M2比重（1980年与2011年）



其次，从金融机构的角度看，由于多种原因，金融机构放贷能力和意愿均不足，从而削弱了超宽松货币政策的资产配置再平衡效果。一是80年代泡沫经济破灭后，日本的大多数金融机构背负了大量不良贷款的沉重包袱。金融机构为防

¹⁴ 流动性陷阱指当一国的名义利率接近某个较低的水平，以至于货币当局已经无法再通过货币政策提振投资需求，此时即使发行再多的货币，也难以有效推动物价上涨的萧条格局。

止不良贷款的再度恶化增加了贷款损失准备金的预提。二是金融机构自身在泡沫经济时期，也投资了部分房地产、股票等资产，泡沫破裂后，所购资产大幅缩水，因此自身也面临偿债的资金需求。三是出于对交易对手风险的担忧，也出现惜贷情况。

第三，从实体企业的角度看，因自身负债累累，借贷意愿很弱，也使超宽松货币政策难以发挥效力。日本 80 年代经济泡沫破灭后，日本很多实体企业深陷其中，资产大幅猛降，债务负担大增，债台高筑的企业存在严重的对债务风险的厌恶情绪，再度向银行借贷、增加自身负债的意愿大幅减少。

2. 政府金融政策不断出现失误

首先，政府强势主导下的金融监管体系助长了金融机构的投机行为。习惯于“护送船队”行政管理体制保护之下的金融机构，竞争意识、风险意识极为淡薄，经营思想比之经济环境的变化明显落后。加之监管体制未能适应新的形势进行变革，金融机构的风险未能得到及时有效地遏制，以至于过度膨胀的经济泡沫终于在 90 年代初迅速破灭。

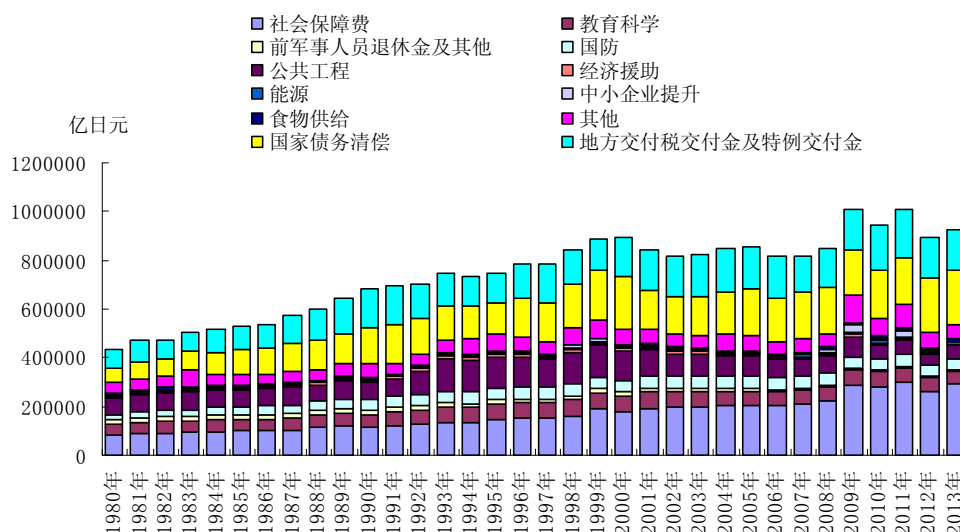
第二，泡沫破灭后，政府的过度保护导致银行信用萎缩，企业大量倒闭，金融危机与经济萧条恶性循环。日本经济泡沫的破灭，让金融机构和企业的资产负债表严重受损，大量企业陷入资不抵债的局面。但日本政府并没有让这些本应倒闭的企业宣布破产，而是通过输血的方式让它们如僵尸般活着。这样一来，日本民间就长期处于修复资产负债表的状态，持续去杠杆化引发需求不足带来的通缩压力。

（三）急剧失衡的财政水平

1. 财政支出急剧扩大，导致政府不得不举债度日

为了刺激经济增长，日本政府采取了增加公共投资的扩张性财政政策，财政支出总额从 1980 财年的 43.4 万亿日元增加到 2013 财年的 92.6 万亿日元。而财政刺激的资金来源主要依靠发行国债，由于国债发行额的日积月累，日本成为全世界债务总额对 GDP 之比最高的国家。

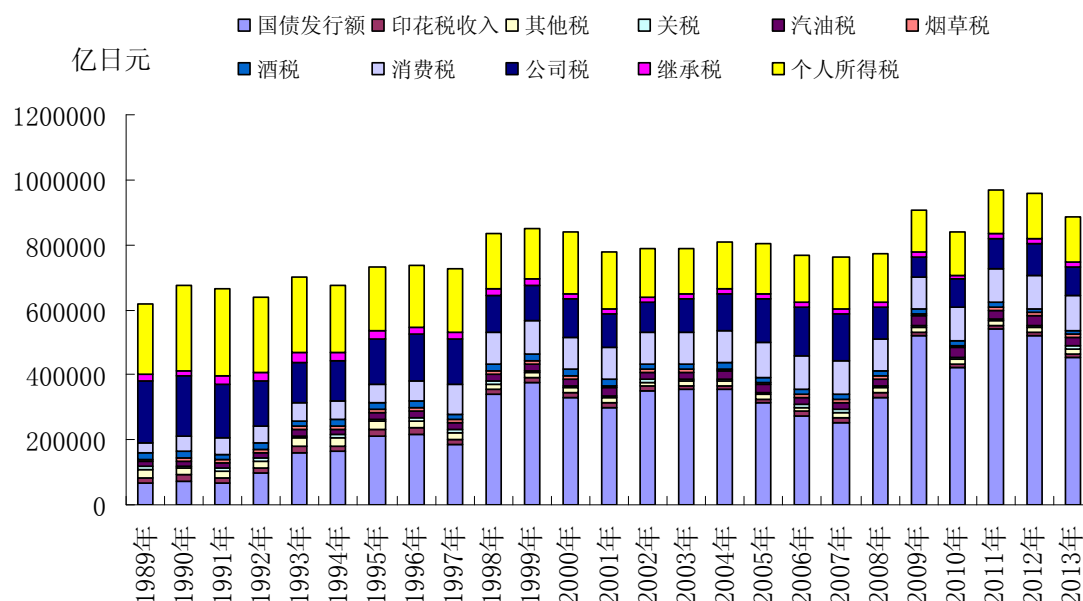
图 13 日本历年财政各项支出金额（1980 年与 2013 年）



2. 财政收入大幅度减少，使得政府入不敷出

一方面是因为经济增长停滞导致税收减少，另一方面是由于日本政府在 20 世纪 90 年代为刺激经济增长错误地推行了减税政策。双重因素导致 2013 财年日本的个人所得税收入只有 1990 财年的 53.5%，公司所得税收入只有 1990 财年的 47.4%。

图 14 日本历年财政各项收入金额（1989 年与 2013 年）



3. 政府还债以及利息支出规模越来越大

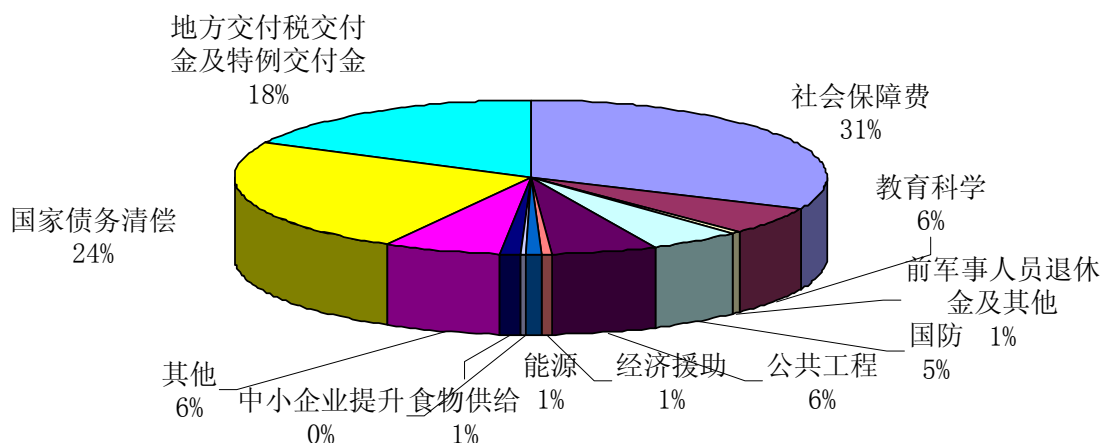
1980 年，日本所需偿还的国债以及利息总额约为 5.49 万亿日元，到 2013

财年已经上升至 22.24 万亿日元，增长了 3 倍多。

4. 人口的老龄化不断加剧，社会保障支出不断增长

进入 20 世纪 90 年代，日本的老龄化现象日渐严重，政府在社会保障支出方面的预算也日益增加，2013 财年，日本的社会保障支出预算已经接近 30 万亿日元，占总支出的比例为 31%。

图 15 日本 2013 财年各项支出占比



三、“日本病”的政治与社会根源

日本经济“失去的二十年”，绝不仅仅是经济、金融以及财政领域方面出现了问题，也与日本的政治环境和社会氛围息息相关。

（一）不稳定的政治

1. 政治力量多极化，政府很不稳定，政策连续性差

日本经济的结构性问题与日本的政治体制是紧密联系在一起，其政治体制是造成日本经济双重结构的重要原因，同时也是阻碍经济结构改革的重要因素。

首先日本政治权力较为分散，政府更替频繁，政策持续性很差。日本主要的政党有近十个，每个政党内部又派阀林立，可谓“党中有党”；首相往往是各大政党、派阀利益权衡的产物。大多数首相因为任期很短，因此不愿将国家的利益放在首位，而是为自己的派阀争取利益。纵观日本政坛近十多年的历史，首相走马灯似的频繁更换是家常便饭，政局的动荡不安直接导致了政策的朝令夕改，执行力度差。

其次，日本国会常常出现“扭曲国会”的现象。日本国会是最权威和唯一



立法机关，分为众议院和参议院；然而，参议院和众议院常常分别由执政党和在野党把持，执政党提出的政策措施常常不能同时在众议院和参议院通过，因此政策往往会被阻碍、拖延，甚至废弃。

2. 利益集团势力强大，阻碍改革的推进

日本政治体制的突出特点就是日本政治舞台上行政官僚、政治家（政党）和利益集团所形成的“铁三角”结构，在这一结构中，根深蒂固的各利益集团成为左右日本政治经济政策的主要力量，也成为改革的最大阻力。利益集团向国会议员、特别是执政党的国会议员提供选票和政治资金，并提出更多的利益要求；执政党国会议员为巩固自己的选举地盘，除在制定政策时照顾到有关社会团体的利益外，还利用职权向行政机构施加影响，为有关团体争取更多的政府补助金和公共事业建设费；而政府省厅为维护各自的权限也需要国会议员的支持，为退休后能到民间企业、特别是大企业任职又迫使他们不得不考虑利益集团的要求。

（二）逐渐老去的社会

1. 社会心理更趋保守

20 世纪 80 年代时，日本是亚洲的成功典范，是一个充满活力与野心的国家，充满投机色彩的股市及房地产泡沫膨胀到了空前的水平。但泡沫破裂后，日本的社会氛围也日渐消沉。日本社会出现这种转变有三大原因：一是日本经济的低迷、长期的通缩潜移默化地影响了日本人的世界观。这让日本人对未来产生了严重的悲观情绪，让人不愿去冒险，自然也就不愿消费或投资，因此进一步拉低了需求和物价。二是国内政局的动荡、国际政治格局巨大变化，特别是中国的迅速崛起，美国战略重心由欧洲向亚太地区的转移，日本在全球特别是亚洲的影响力受到了弱化，外交活动空间受到了挤压，也使日本人有了更大的挫败感和失落感。三是虽然日本“老龄化”、“少子化”问题非常严重，但日本国内保守情绪严重，从上至下都不愿意接纳更多的外来移民，这也导致日本更加缺乏新鲜血液的注入，国内经济与社会更加缺乏活力。

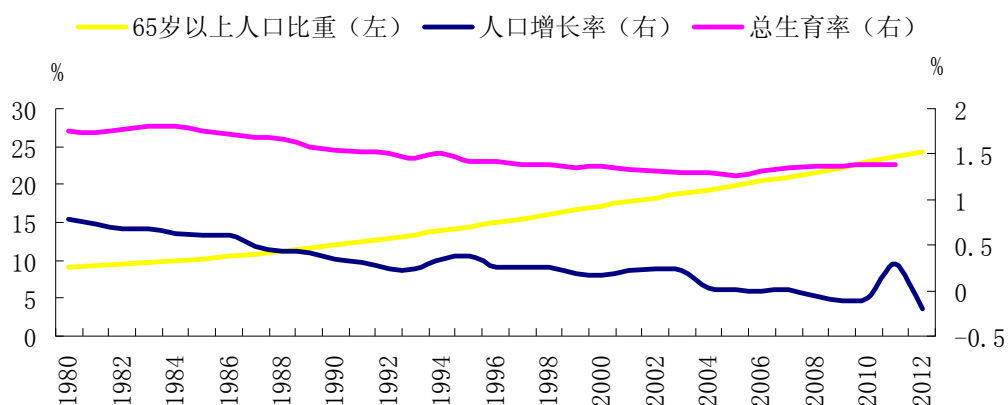
2. “少子老龄化”趋势加剧，社会压力持续上升

理论研究认为，老龄化会减少劳动力供给，降低社会储蓄率，导致产出和

资本形成能力下降，最终影响经济增长。根据日本总务省统计局的最新数据，截至 2013 年 9 月 1 日，日本全国总人口为 1.27 亿人，其中 65 岁以上人口占 25%。在老龄人口增加的同时，日本人口总数却增加缓慢并且有减少的趋势。2020 年和 2050 年将分别减至 1.24 亿和 1.01 亿。

老龄人口增加而总人口减少给日本经济带来三方面的问题：一是年轻劳动力供应不足，经济发展的可持续受到影响。二是给老年人的医疗和护理带来困难，尤其是年轻的护士严重不足。三是社会保障的压力增大，使财政面临越来越大的负担。老龄化社会所带来的社保费用的激增，并成为日本最大的财政支出项目。以 2013 财年日本政府预算案为例，社保费用支出总额高达 29.1 万亿日元，占 2013 财年财政支出的 31%，相当于同年度日本税收总额的 69.3%，社会保障相关费用对日本公共财政来说已不堪重负。

图 16 日本人口增长率、总生育率和 65 岁以上人口比重走势（1980 年至 2012 年）



四、安倍经济学能否终结“日本病”

日本第 96 任首相安倍晋三 2012 年 12 月 26 日上台后，大力推行所谓“安倍经济学”（Abenomics）旨在解决日本经济持续低迷与长期通缩状况。“安倍经济学”以“大胆的金融政策，灵活的财政政策和刺激民间投资为中心的经济增长战略”为三大支柱。

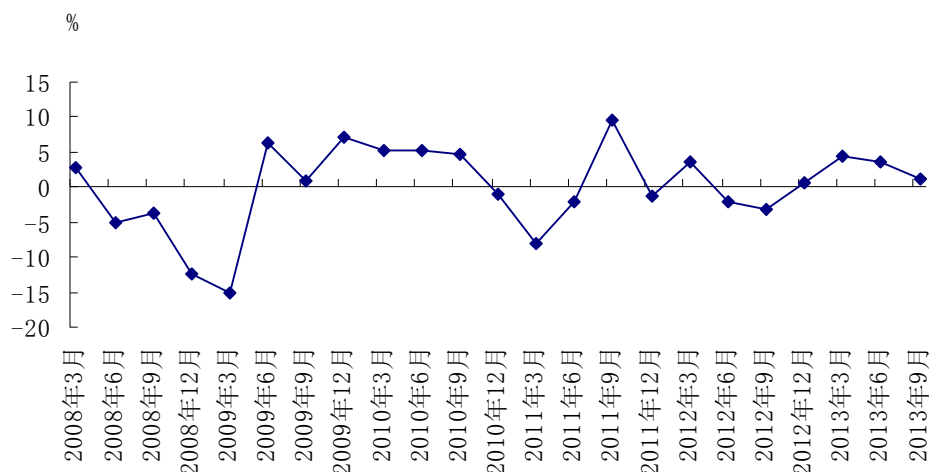
（一）短期看，安倍经济学初见成效

从目前来看，安倍经济学已经初见成效。一方面经济增长较为顺利。2013



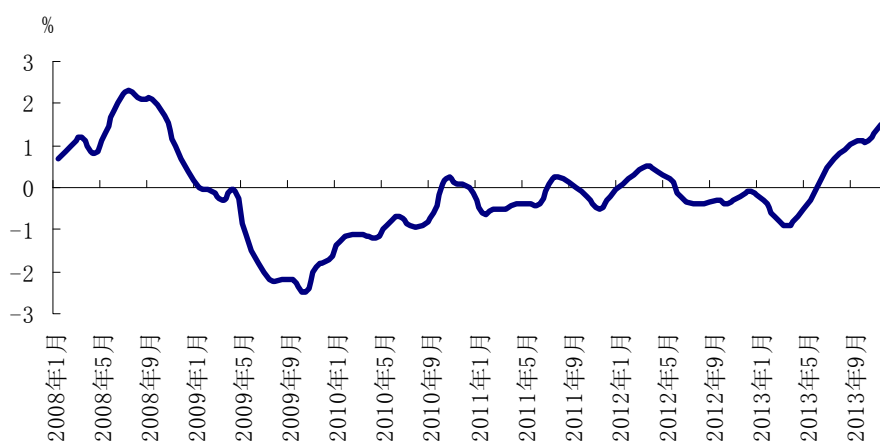
年前三季度日本国内生产总值季调折年率分别为 4.5%、3.6%和 1.1%，虽然增速逐渐下滑，但仍连续四个季度保持正增长。日本的经济增速不逊于美国，更远远高于欧元区。

图 17 日本 GDP 季环比年率走势（2008 年至 2013 年）



另一方面，通缩状况大为缓解。自 2013 年 6 月至 11 月，日本 CPI 连续上涨 6 个月，分别为 0.2%、0.7%、0.9%、1.1%、1.1%和 1.5%。日本政府在 2013 年 12 月最新发布的月度经济报告中已经没有了“通货紧缩”的表述，这是自 2009 年 11 月将日本经济表述为“通货紧缩”状态后首次删除该字样，显示出日本政府认为经济已逐步摆脱通货紧缩的影响。

图 18 日本 CPI 走势（2008 年至 2013 年）



（二）方向正确，但“安倍经济学”三大支柱均有隐忧

那么我们是否可以说安倍经济学将会终结日本“失去的二十年”？我们应该辩证的看这个问题：从政策方向上看，安倍经济学以宽松货币政策、财政刺激政策与推行结构性改革的经济增长战略为三大支柱来重振日本经济，结束通缩状况是应该是正确的。但从实践来看，面临的局面要复杂得多。

1. 安倍经济学中最重要的经济增长战略缺乏具体措施，结构性改革任重道远。

安倍经济学号称拥有三大支柱，但在日本经济最需要的结构性改革上却“雷声小，雨点更小”，安倍内阁虽然提出了旨在结构性改革的经济增长战略，但给人以虚张声势的感觉：一是安倍经济学的经济增长战略几乎面面俱到，但却流于表面，对日本的少子高龄化等深层次问题，它仅仅提出将医疗保健、医疗设备和制药作为日本主要的增长领域等框架性建议。二是经济增长战略所提目标和指标值的达成期限大多在五年后，内容笼统，没有提出实现这些中长期目标的具体对策和路线图，明显令市场以及普通民众对其缺乏信心。三是经济增长战略遇难而退。例如放宽企业人员新陈代谢的解雇制度，对提高产业竞争力不可或缺。但由于朝野意见分歧太大，经济增长战略对日本企业用人制度改革并未触及。

2. 安倍经济学中以超宽松货币政策来压低日元汇率的举措也利弊参半

日本央行实施超宽松货币政策的一大目的是压低日元汇率。日本作为出口导向型经济，通过日元贬值提振出口的作用虽然有所显现，但也有隐忧：一是抬升了进口成本。根据日本财务省最新公布的11月贸易统计初值显示，以通关数据为准，日本当月贸易逆差为1.29万亿日元，创下1979年有可比数据以来的同期最大纪录，且连续17个月呈现逆差。二是日元贬值的优势未来可能会被减弱。日元贬值已经引起韩国等国的强烈反对并且采取了相应的措施，日元贬值所带来的优势或将减弱甚至消失。三是在日元贬值过程中盈利大增的日本企业的资金流向值得关注。由于深受全球经济危机之害以及固有的保守经营理念使日本企业对加大研发、设备以及人力资源的投入增幅较小，而加大了防范风险的预留资金额度。综合来看，宽松货币政策对提振经济力的效力不容乐观。

3. 安倍经济学中“灵活的财政政策”受巨额债务问题掣肘，施展的空间有限。

从灵活的财政政策来看，虽然安倍政府推出了多个大规模的财政预算案，但



由于日本目前全球第一的政府债务水平无疑会限制财政刺激空间。同时，如果安倍政府继续大规模财政扩张以及量化宽松政策势必推升通胀预期，通胀预期上升也将导致名义利率升高，从而加重日本政府的利息偿付负担。此外，政府大规模投资对私人投资产生严重的挤出效应，也不利于日本经济的长远发展。

（三）安倍经济学终结“日本病”风险大于机遇

短期来看，“安倍经济学”取得了一定成效，但也暴露出金融市场波动，资产泡沫增加的问题。中长期来看，“安倍经济学”结构性改革能否顺利推行以及效果如何尚存疑问，还将面临上调消费税率对经济的冲击，安倍晋三在外交方面与中国等周边邻国频频交恶，以及安倍内阁支持率持续下滑，提前下台的风险有所增大。因此，“安倍经济学”想实现结束日本“失去的二十年”这一使命并非轻而易举。

第三部分 美国“日本化”程度分析

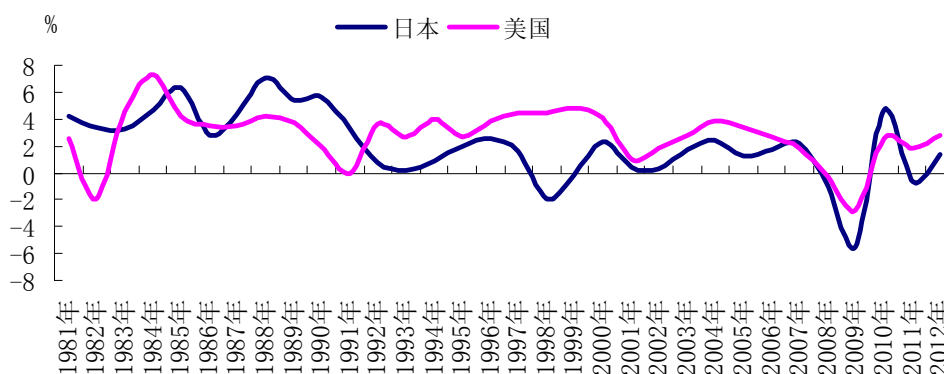
美国自 2000 年以来，经济增长一波三折，债务问题日渐突出，与日本“失去的二十年”有一定相似度。

一、宏观经济维度：美国经济增长现状和潜力均优于日本

（一）21 世纪以来美国经济陷入相对低速增长期

美国经济的相对衰落主要体现在全球占比和增长率两个方面：从全球占比看，随着“金砖四国”为代表的一批新兴经济国家的迅速崛起，美国占世界经济总量的比重不断下降，2012 年美国的占比为 21.8%。较 2000 年的 30.6%大幅下降。而“金砖四国”GDP 总量占世界 GDP 的比重已由 2000 年的 7.9% 提高到 2012 年的 20.11%。从增长率看，2000 年以来，由于互联网泡沫破灭、次贷危机等一系列事件的冲击，美国进入了一个相对低速的增长阶段。2000 年至 2012 年，美国年均同比增长率为 1.95%，同期中国年均增长率为 10%，印度为 6.88%，俄罗斯为 6.7%，巴西为 4.43%，均远远高于美国的增长速度。

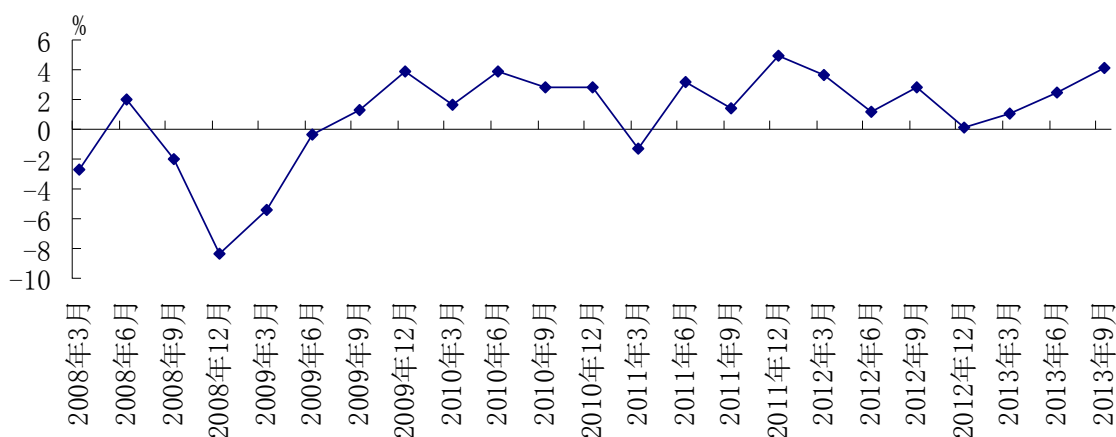
图 19 美国与日本 GDP 增速走势（1981 年至 2013 年）



（二）2013 年以来美国经济强势归来，复苏基础日趋稳固

2013 年美国经济增长表现抢眼。主要有三大特点：一是经济增速逐季加快。美国前三季度实际 GDP 环比折年率分别为 1.1%、2.5%和 4.1%，其中第三季度创下了近 2 年来最快增速。

图 20 美国近期 GDP 季度增速走势（2008 年至 2013 年）

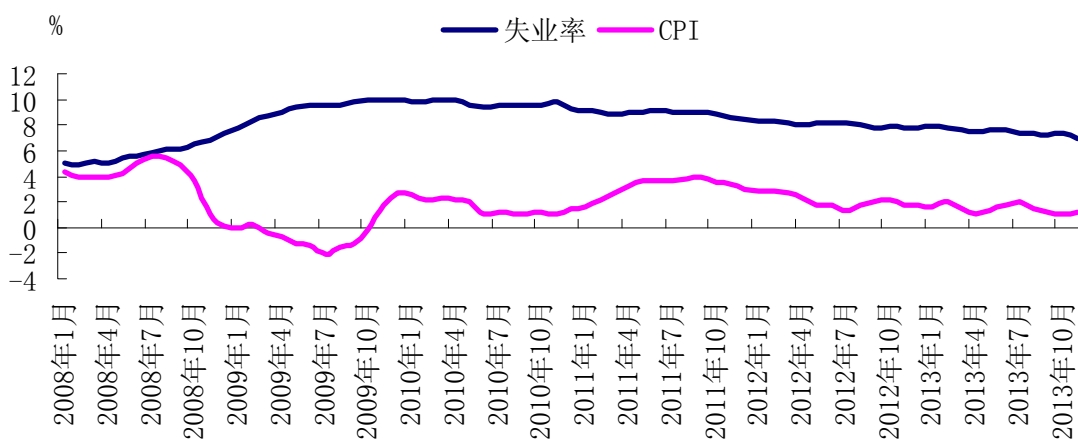


二是拉动美国经济增长的三驾马车齐头并进。美国经济从消费、投资到出口，正在全面展现出强劲的增长动力。即便是在美国财政问题不确定性的困扰下，借助假日季的提振，消费依然抢眼。同时，随着美国房地产行业进一步回暖，新房开工也在进一步增加，制造业持续扩张并进入加库存阶段。

三是失业率下降，就业市场有所改善。美国失业率从年初的 7.9% 逐渐下降至 11 月的 7%，创下 2008 年 11 月以来的新低，主要是源于劳动者就业意愿的略微回升和失业群体的减少。

四是通胀率保持在合理甚至较低的区间内。美国 11 月份季调 CPI 为 1.2%，距离美联储 2.5% 的红线十分遥远，因此令美联储维持货币宽松政策提供了有利依据。

图 21 美国 CPI 和失业率走势（2008 年至 2013 年）



这一切都为美国经济在未来进一步强劲增长奠定了坚实基础。IMF 预计，2013

年美国经济将增长 1.6%，2014 年有望进一步提速，将达到 2.6%。

（三）在经济增长模式来看，美国的科技创新模式更具可持续性

根据内生增长理论，科技创新是经济增长的源泉。美国和日本都是科技创新的强国，但是具体来看，美国和日本的科技创新模式有所不同，美国更侧重于自主创新，而日本更侧重于模仿改良。

在长达半个多世纪内，美国在科技领域一直远远领先于其他国家，处于国际科技创新的龙头地位，是无可争议的世界技术领袖，这可以从 R&D 投入、科学家数量、诺贝尔获奖人数以及企业专利等一系列指标中得到印证。立足于不断技术创新的强大基础，美国总能够找到降低资本有机构成、提高企业平均利润率的途径，使得美国企业总体上能够避免出现资本有机构成持续提高、平均利润率的持续下降的状况。

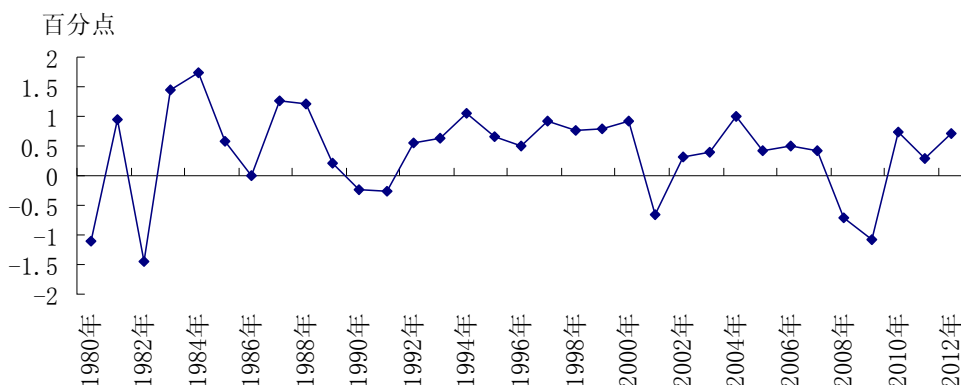
（四）从经济发展战略看，美国发展战略更具可操作性

基于对金融危机的深刻反思，美国政府正在积极推进“再工业化战略”、出口倍增计划、新能源革命三大经济战略调整。

1. 再工业化战略

美国政府提出“再工业化战略”旨在达到“一石数鸟”效果：短期刺激经济复苏、缓解严重失业缓和社会矛盾；中期结构调整，培育新的增长动力，促进经济再平衡；长期目标是抓住新一轮产业革命之机，谋划战略主导权，重塑国家竞争优势。从近年来美国制造业对实际 GDP 拉动作用看，2008 年和 2009 年分别为 -0.71 和 -1.07 个百分点，而在美国实施“再工业化”战略后，制造业对实际 GDP 拉动开始明显回升，2010 年至 2012 年分别为 0.75、0.28 和 0.71 个百分点。

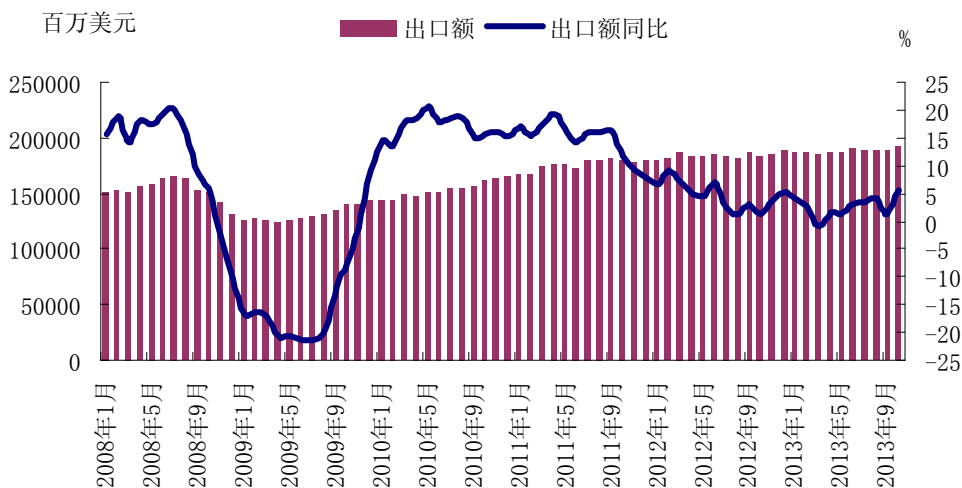
图 22 美国制造业对实际 GDP 拉动作用（1980 年至 2013 年）



2. 出口倍增战略

美国既有经济模式的一大弊病是巨额贸易逆差，因此奥巴马政府希望通过促进出口增加来减少贸易逆差。奥巴马在 2010 年的国情咨文中，明确提出了“五年之内出口翻番，以增加 200 万个美国就业岗位”的目标。随着美国制造业的回暖，出口也从中受益，得到进一步提振。美国主导的跨太平洋伙伴关系协议 (TPP) 和跨大西洋贸易与投资伙伴关系协定 (TTIP) 的贸易谈判进展顺利，也为美国经济的增长“添砖加瓦”。

图 23 美国出口额和同比增速 (2008 年至 2013 年)



3. 新能源革命

2009 年 9 月，美国多个部门联合发布《美国创新战略——推动可持续增长和高质量就业》，提出以发展清洁能源技术和产业为核心，依靠创新确保美国经济高速、持续的增长。2010 年美国已取代俄罗斯成为世界第一天然气生产大

国。2012 年，美国页岩油的产量已达到 1076 万桶。国际能源机构预测，到 2020 年前后，美国可能取代沙特阿拉伯成为世界第一大产油国，到 2035 年美国将再次实现能源独立。

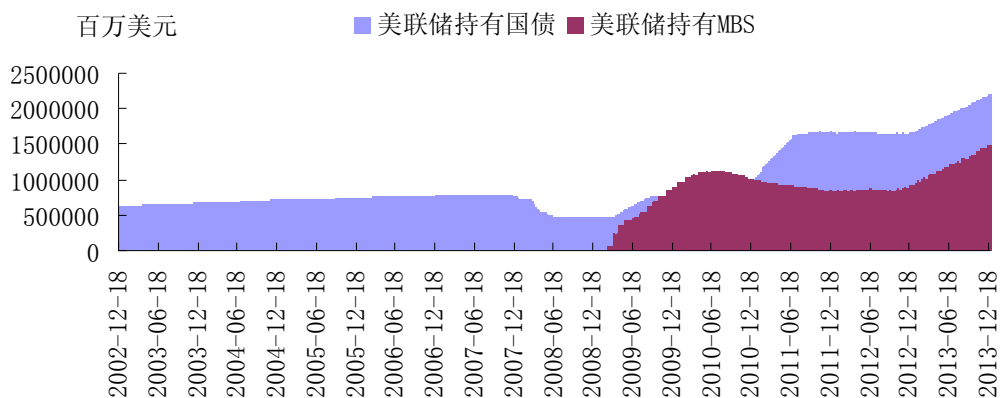
目前来看，“再工业化”战略、出口倍增战略以及新能源革命这三大战略目标比较明确，措施比较具体，实施的效果也基本符合预期，拉动了美国经济的强劲复苏，促进了就业状况的持续改善，甚至引领了全球新工业革命、新贸易革命和新能源革命，这是日本当前空洞无物的“经济增长战略”所远远无法比拟的。

二、货币金融维度：美国货币政策效果和金融体系稳定性要优于日本

（一）美联储的量化宽松政策起到了一定程度的刺激经济的作用

在 2008 年金融海啸席卷全球后，美联储陆续推出 QE1-QE3 加强版，以及扭转操作（OT）等措施。从刺激经济的角度看，美联储的量化宽松政策配合美国政府的经济战略起到了一定实效，私人部门的消费稳定增长，投资大幅上升，整个美国经济复苏趋势日趋稳固。在此形势下，对退出 QE 一向不甚积极的美联储主席伯南克也不得不在其任内最后一次公开市场操作委员会（FOMC）后宣布开始缩减 QE 规模。这充分说明，以美联储的标准来看，QE 对美国经济的刺激作用已经部分达到，可以开启退出程序了。

图 24 美联储持有国债和 MBS 走势图（2002 年至 2013 年）



（二）美国并未完全摆脱通缩的可能性

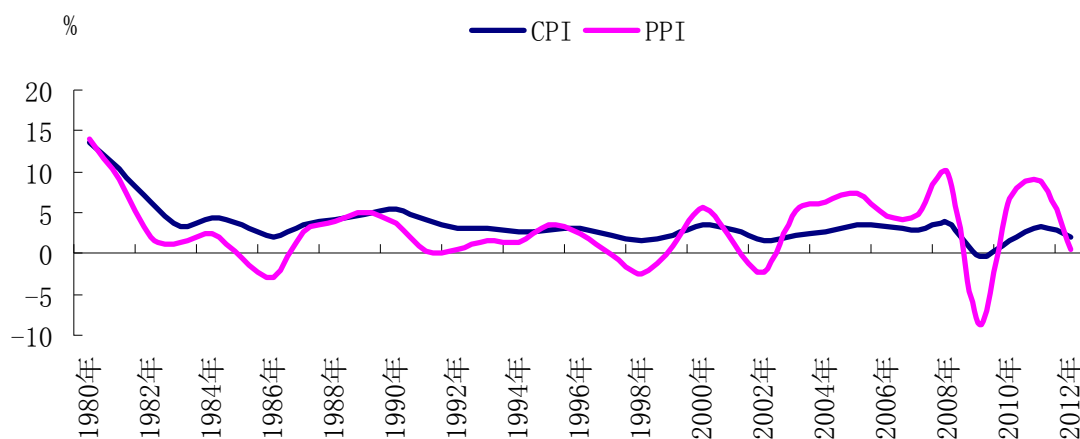
美国量化宽松货币政策实施以来，美国并没有发生严重的通货膨胀。总体上看，正常年份美国的 CPI 指数大致都在 3% 左右。而量化宽松货币政策实施五年



来, 只有 2008 年和 2011 年因国际能源和其他大宗商品价格上涨导致当年 CPI 指数超过 3%, 其余 3 年都低于 3%, 2009 年甚至出现显著的通货紧缩。

美国 CPI 在 2011 年 9 月推出 QE2 时达到阶段性高点的 3.9% 之后不断下滑, 截至 2013 年 11 月, 美国 CPI 同比为 1.2%, 相较于 2% 的目标仍有一段距离。事实上, 美联储认为到 2015 年美国都有可能面临通缩压力, 在 2013 年 12 月的 FOMC 声明中指出: “通货膨胀持续低于 Fed 的 2% 目标, 可能对经济表现构成风险, 委员会正密切注意通货膨胀的发展, 找寻中期内, 通货膨胀将反弹至目标水平的证据。”

图 25 美国 CPI 和 PPI 年度走势 (1980 年至 2013 年)



(三) 金融系统的调整和恢复能力较强

次贷危机后, 美国金融监管的思路发生重大变革, 2010 年 7 月生效的《多德-弗兰克华尔街改革和个人消费者保护法案》, 被认为是“大萧条”以来最严厉的金融改革法案。同时, 美国银行业在金融危机爆发后, 积极调整经营战略, 努力摆脱危机困扰, 自 2009 年第二季度至 2013 年第二季度开始连续 17 个季度出现净利润同比增长。2013 年第三季度美国银行业净利润出现同比下降, 主要原因是美国资产规模最大的银行摩根大通因金融危机前不当销售抵押贷款支持证券与美国监管机构达成 130 亿美元和解协议, 导致法律诉讼费用增加 40 亿美元。因此不会对美国银行业未来盈利前景产生致命影响。

(四) 金融体系方面, 美国较日本稳定性更好

美国的金融体系是以资本市场为主导的金融体系, 而银行业的分布高度分

散，具有强烈的地域性，且规模较小，一旦破产，对社会的影响范围较小。而日本的金融体系是以银行机构为主导的金融体系，有其自身固有的脆弱性。如果一家银行发生挤兑或者倒闭将引起其他银行存款客户的危机感，从而极易引发整个银行体系的挤兑风潮。因此，相对于日本的银行业主导的金融体系来说，美国的资本市场主导型的金融体系稳定性更好。

三、财政债务维度：财政失衡现象严重，成为影响经济前景的重要问题

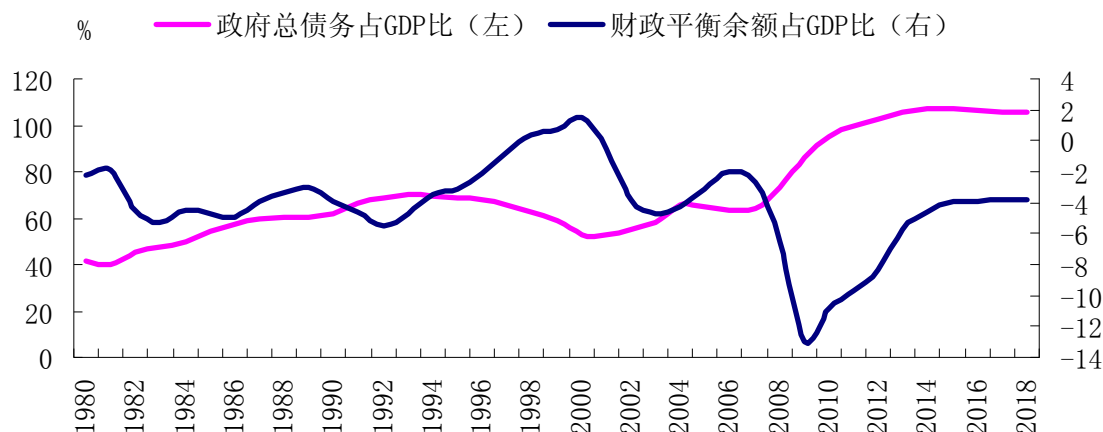
（一）政府财政赤字大幅飙升

根据 IMF 的数据，美国 2008 年至 2012 年财政赤字占 GDP 的比重分别为 -6.5%、-12.9%、-10.8%、-9.7% 和 -8.3%，均远远超过国际公认的不超过 3% 的财政健康标准。

（二）政府债务总量持续增长

政府债务对政府财政可持续性造成严重威胁。根据 IMF 的数据，美国 2008 年至 2012 年政府总债务占与当年 GDP 的比重分别为 73.3%、86.3%、95.2%、99.4% 和 102.7%，也远远超过国际公认的不超过 60% 的标准。

图 26 美国政府总债务总额占 GDP 比重与财政赤字占 GDP 比重走势(1980 年-2018 年)



注释：2012 年之后为预测值

（三）财政失衡所引致的两党博弈日趋激烈

由于美国国债规模如滚雪球般越积越多，美国政府不得不多次调高政府债务上限，而共和党 and 民主党关于债务上限和财政预算的博弈也愈演愈烈。特别是



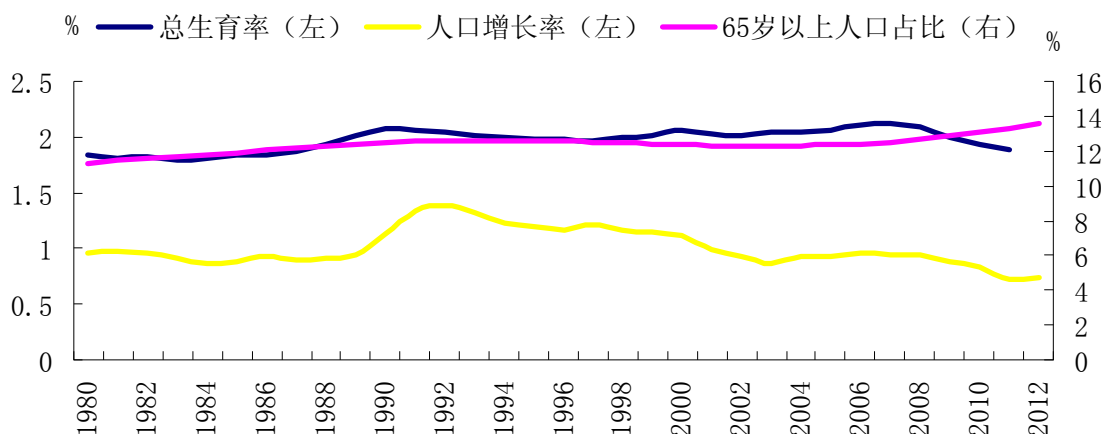
2013 年在艰难避免了“财政悬崖”后，两党围绕政府预算和调高债务上限又产生严重分歧，联邦政府的非核心部门被迫关门 16 天。

四、社会环境维度：美国社会结构较为合理，社会充满活力

（一）美国“老龄化”和“少子化”问题并不严重

美国“老龄化”和“少子化”问题较日本来说并不严重。根据世界银行的统计，2012 年美国 65 岁及以上的人口占全部总人口的比例为 13.6%，远远低于日本 24.4% 的比例。美国 2011 年的总生育率为 1.89%，也远远高于日本 1.39%。美国 2012 年人口增长率 0.74%，而日本为 -0.2%。

图 27 美国人口增长率、总生育率和 65 岁以上人口比重走势（1980 年至 2012 年）



（二）美国社会包容性强，善于吸纳全世界的精英人才为美国服务

美国经济优于日本的一个重要原因在于它善于吸收利用“移民的活力”。美国是一个典型的移民国家，一部美国历史同时也是一部移民发展史。美国政府从 20 世纪 50 年代就多次修改移民法，规定可不考虑国籍、资历和年龄，允许专业精英优先进入美国。2007 年美国发生次贷危机以来，全球投资移民、技术移民和留学生仍源源不断地流向美国。据统计，2007-2008 学年在美国高校的国际学生达 62.4 万，比上学年增加 37%，2011-2012 学年达到 76 万，2012-2013 学年达到 82 万。

五、政治体制维度：美国政治体制较日本更稳定和高效

（一）美国的总统制、两党制更趋稳定，更加高效、更具执行力

美国是一个总统制的国家，美国的总统尽管名义上是所在党的领袖，但当选后更多的是以“全民总统”的面目出现，其政党背景和痕迹淡化。美国国会议员虽然也是选举产生，但两大政党在议会中席位的多少与执政地位无关。美国政党存在的意义更多是作为各类选举的工具，选举之后，政党作为一种组织体系作用相当微弱。总统受政党的约束小，独立性较大，有利于较快地作出政治决断，提高执政效能。此外，两党制比较稳定。在美国历史上，常常出现第三党运动，但从未获得成功。两大政党轮流执政的格局一直比较稳定。

（二）美国利益集团的影响力十分广泛

美国政治，从很大程度上说，实际上就是一种利益集团政治。众多正规和非正规利益集团的存在并对美国政治发生重大影响，从政党政治到选举政治，从政府结构到政府过程，从国内政策的制定到对外政策的调整均表现出利益集团的广泛影响力。美国政治的诸多独特现象和表现形式，往往能够透过利益集团与政党及政府的互动关系找到直接原因。

美国和日本的腐败现象并不严重，根据国际组织“透明国际”¹⁵的 2013 年清廉指数排名，日本和美国分别排在总共 174 个国家中的第 18 和 19 位。在 G7 中处于中间位置，优于法国、意大利，逊于加拿大、德国和英国。

六、基本结论：美国经济“日本化”的概率较小

表 3 美国“日本化”研究分析指标体系得分一览表

三级指标（权重 3）	得分 3	权重 3* 得分 3	二级指标 （权重 2）	得分 2	权重 2* 得分 2	一级指标 （权重 1）	得分 1	权重 1* 得分 1
指标 1：中长期以来 GDP 是否低速增长甚至停滞（30%）	3	0.9	经济发展 状况（50 %）	2.8	1.4	（一）宏观 经济（30 %）	1.95	0.585
指标 2：近期以及未来 GDP 是否放缓甚至停滞（30%）	2	0.6						
指标 3：中长期以来消费、投资和净出口是否均衡（30%）	3	0.9						

¹⁵ 透明国际(Transparency International)即“国际透明组织”，简称 TI，是一个非政府、非盈利、国际性的民间组织。今天已成为对腐败问题研究得最权威、最全面和最准确的国际性非政府组织，目前已在 90 多个国家成立了分会。它的研究结果经常被其他权威国际机构反复引用。



指标 4: 中长期以来就业状况是否低迷（10%）	4	0.4						
指标 1: 经济战略的可行性和持续性（30%）	1	0.3	经济战略和模式（50%）	1.1	0.55			
指标 2: 政府是否过多干预市场和企业（30%）	1	0.3						
指标 3: 科技创新的能力（30%）	1	0.3						
指标 4: 产业“空心化”程度（10%）	2	0.2						
指标 1: 中长期以来的消费者价格指数（50%）	2	1	通货膨胀水平（30%）	2	0.6	（二）货币金融（20%）	2.33	0.466
指标 2: 中长期以来的生产者价格指数（50%）	2	1						
指标 1: 货币政策的执行力度（50%）	2	1	央行货币政策（30%）	2.5	0.75			
指标 2: 是否陷入“流动性陷阱”（50%）	3	1.5						
指标 1: 汇率是否长期升值（50%）	2	1	金融市场稳定性（20%）	2.5	0.5			
指标 2: 是否存在资产泡沫以及泡沫破灭（50%）	3	1.5						
指标 1: 金融机构出现系统性风险的可能（40%）	3	1.2	金融体系稳定性（20%）	2.4	0.48			
指标 2: 金融监管能力（30%）	2	0.6						
指标 3: 银行资产状况（15%）	2	0.3						
指标 4: 银行不良贷款状况（15%）	2	0.3						
指标 1: 政府债务总量/GDP（40%）	3	1.2	财政实力（50%）	3	1.5	（三）财政债务（20%）	2.8	0.56
指标 2: 财政预算平衡（盈余或赤字）/GDP（40%）	3	1.2						
指标 3: 税收水平及其占 GDP 的比重（20%）	3	0.6						
指标 1: 财政政策的执行力度（50%）	3	1.5	财政政策（30%）	3	0.9			
指标 2: 财政政策的执行效果（50%）	3	1.5						
指标 1: 总外债占 GDP 比重（50%）	3	1	外债水平（20%）	2	0.4			
指标 2: 总外债占总债务的比重（50%）	3	1						
指标 1: 教育体系及整体水平（20%）	3	0.6	社会保障状况（50%）	2	1	（四）社会环境（15%）	1.95	0.2925
指标 2: 医疗体系及整体水平（20%）	3	0.6						
指标 3: 社会保障体系及整体水平（20%）	3	0.6						
指标 4: 高储蓄率（20%）	1	0.2						
指标 5: 低消费率（20%）	1	0.2						
指标 1: 老龄率（30%）	2	0.6	人口状况和结构（50%）	1.3	0.65			
指标 2: 人口出生率（30%）	1	0.3						
指标 3: 人口增长率（30%）	1	0.3						
指标 4: 移民所占全体国民比重（10%）	1	0.1						
指标 1: 政治运行是否顺畅（25%）	2	0.5	政府稳定性和效率（70%）	1.75	1.225	（五）政治体制（15%）	2.125	0.31875
指标 2: 政府是否高效（25%）	2	0.5						
指标 3: 政府是否稳定（25%）	1	0.25						
指标 4: 政策是否连续性（25%）	2	0.5						

指标 1：利益集团的状况（50%）	3	1.5	利益集团 以及腐败 （30%）	3	0.9			
指标 2：政府腐败情况（50%）	3	1.5						
“日本化”得分								2.22225

从“日本化”研究分析指标体系的得分中看，美国的“日本化”得分为 2.22225 分，处于低度“日本化”。分项来看，财政债务方面属于中度“日本化”；宏观经济、货币金融、社会环境和政治体制四个方面属于低度“日本化”。我们从第二部分的分析也可以看出，虽然目前美国财政失衡问题会对美国政治都将产生负面影响，但当前美国经济复苏势头强劲，奥巴马政府推行的经济发展战略切中要害，美国科技创新能力为经济发展提供了源源不断的推动力，金融体系也更稳定，社会充满生机和活力，政治上较为高效，陷入日本式“失业的二十年”可能性较小。



第四部分 欧元区“日本化”程度分析

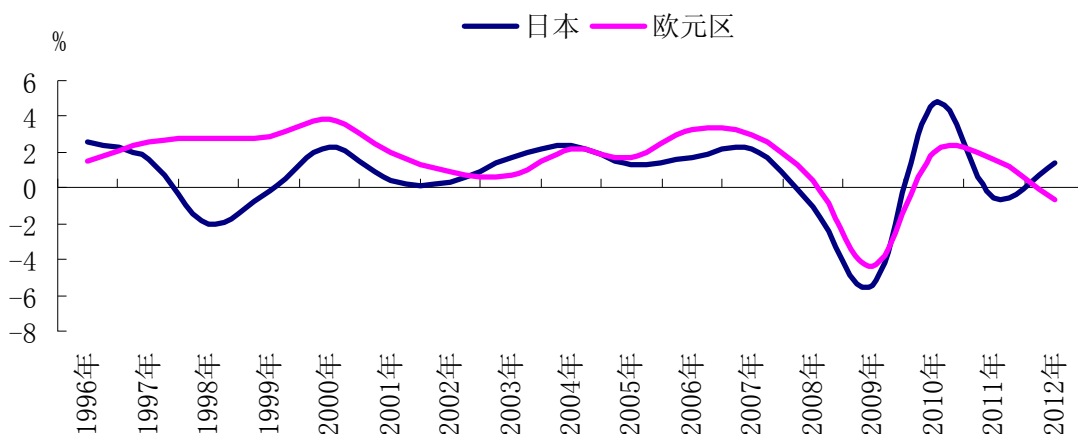
2000 年以来，欧洲经济增速较低。2009 年欧债危机爆发以来，欧元区更是深陷经济衰退、主权债务危机和银行业危机的泥潭之中。从种种迹象来看，欧洲经济有演化成为日本式“失去的二十年”的可能性。

一、宏观经济维度：欧元区经济的状况与日本非常相似

（一）本世纪以来，欧元区经济陷入低迷

2000 年以来，欧元区经济也如美国和日本一样，经济增长较慢，经济总量占比不断缩小。2000 年至 2012 年，欧元区年均同比增长率为 1.27%，不及同期美国的 1.95%，优于日本为 0.89%。欧债危机爆发后，欧元区经济更是深陷衰退，2009 至 2012 年年均增长率为-0.38%。欧元区占世界经济总量的比重也不断下降，由 2000 年的 19.34% 下降到 2012 年 16.96%。

图 28 欧元区与日本 GDP 增速走势（1981 年至 2013 年）

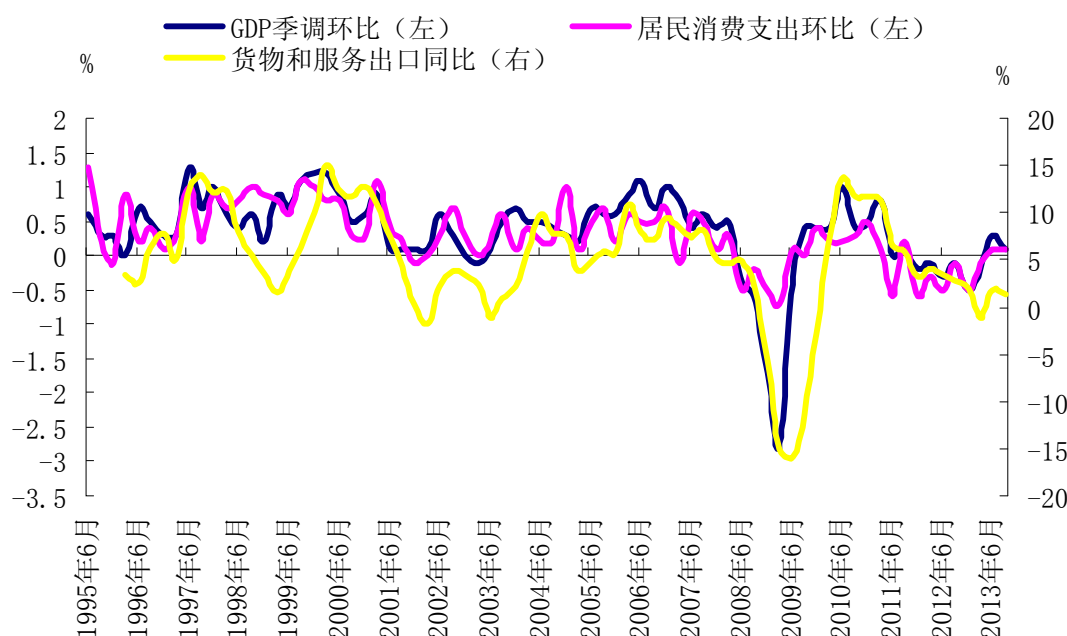


（二）2013 年以来，欧元区经济稍有好转，但复苏进程仍将艰难

2013 年以来，阴霾已久的欧洲经济露出一丝曙光。在连续多个季度经济萎缩后，欧元区经济终于在 2013 年第二、三季度实现了正增长，前三季度环比增长率分别为-0.2%、0.3%和 0.1%。欧元区经济的好转主要有三方面支撑因素：一是制造业的复苏。欧盟制造业 PMI 自 7 月份突破荣枯分界线之后，已经连续六个月维持在 50 点以上，12 月欧元区制造业 PMI 升至 52.7，创 31 个月来新高。二是出口的稳定增长。欧元区第二、三季度货物及服务的出口同比连增两个季度，

分别为 1.8% 和 1.4%。三是消费持续改善，需求回升。其中欧盟的居民消费需求增长较快，而欧元区则是政府消费涨幅较快。

图 29 欧元区季度 GDP 增速、出口和消费增速走势（1995 年至 2013 年）



虽然短期内欧洲经济有复苏的迹象，但是展望未来，欧洲经济复苏进程仍将十分缓慢。主要原因：一是内需不足难有明显改观。由于政府、银行、企业以及家庭不得不持续修复资产负债表，造成欧元区内部需求持续疲软，企业投资、银行信贷均恢复缓慢，居民消费意愿明显不足。二是外需可持续性面临挑战。受全球经济复苏疲弱、贸易保护主义抬头等因素影响，国际贸易总量增长缓慢，这对欧元区出口增长形成明显制约。

总体来看，未来欧元区经济复苏的进程仍将比较漫长，IMF 预计欧元区 2013 年 GDP 下降 0.4%，2014 年将重返增长，增速为 1%。

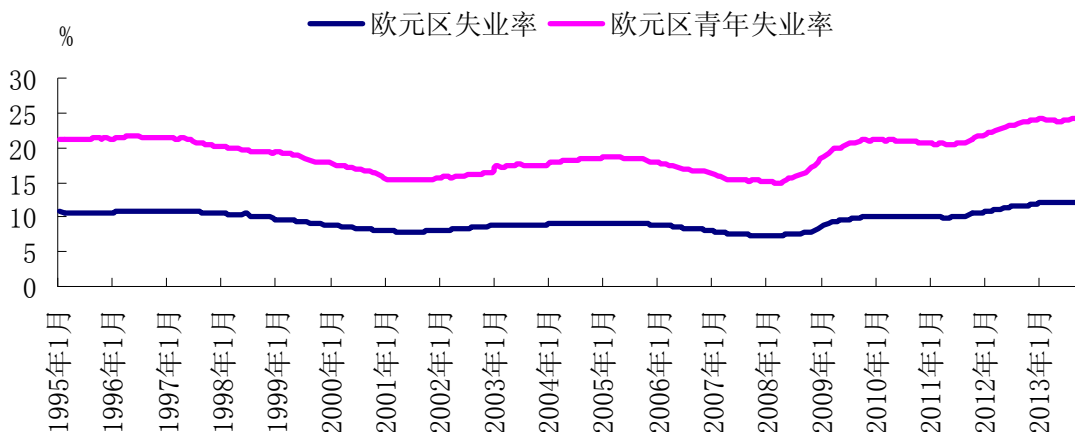
（三）欧元区失业率高企的状况短时间内难以扭转

欧元区失业问题十分严重。2013 年 10 月欧盟和欧元区的失业率分别为 10.9% 和 12.1%。9 月欧元区失业率达到 12.2%，创下了欧元区有史以来的最高点。除了失业率居高不下外，欧元区还有一个突出的特点是青年失业率长期维持高位。10 月，欧元区与欧盟 25 岁以下青年人的失业率分别高达 24.4% 和 23.5%，均为



有历史统计以来的新高。其中，青年失业率最高的五个国家分别是西班牙（57.4%）、希腊（54.8%）、塞浦路斯（43.3%）、意大利（41.2%）和葡萄牙（36.5%）。尽管近期欧洲已经开始推行劳动力市场改革，但改革成效需要经过一段时间才能显现，预计欧元区就业市场短期内难以走出疲态。

图 30 欧元区失业率和青年失业率（1995 年至 2013 年）



（四）欧元区经济发展战略关键在于执行

为了应对欧债危机以及欧洲未来发展，欧盟于 2010 年 6 月正式出台了《欧洲 2020 战略》。该战略确立了以知识型、低碳型、高就业型经济为基础的未来十年欧盟经济增长的新模式，突出了三个“增长”：第一，以知识创新、教育和数字化社会为基础的“灵巧增长”（smart growth）。第二，以提高能源利用率、提倡“绿色”、强化竞争力为内容的“可持续增长”（sustainable growth）。第三，以扩大就业、消除贫困和促进社会融合为目的的“包容性增长”（inclusive growth）。

虽然“2020 战略”是欧盟中长期改革的开端，有助于欧盟增长的发展潜力，维护经济和社会模式。但是“2020 战略”也暴露出一些局限性：一是战略的执行依然完全取决于成员国的政治意愿，从目前看，各国的反应并不积极。二是允许成员国对战略目标“按需取舍”，为各成员国留下了不完成目标的正当理由。三是战略没有对经济增长设定具体目标。如果经济持续低增长，不但欧洲人的生活水准将受损，而且解决公共财政和失业问题也将越来越困难。

（五）欧元区科技创新的能力有所减弱

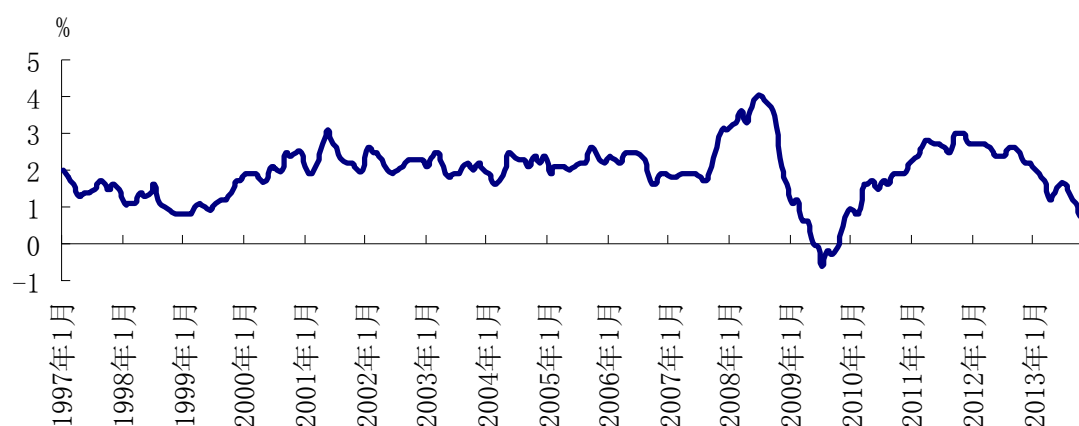
虽然欧盟在上世纪 80 年代和 90 年代就开始推进创新政策,包括科技政策和系统创新政策,并结合欧盟主要成员国纷纷实施国家创新战略。但是过去十年中,在美日竞争和新兴经济体追赶的双重压力下,欧盟创新经济在国际社会的地位出现下滑趋势。欧盟委员会在《创新联盟竞争报告》(2011 年)中,根据“研究人员数量”、“公共研发支出”、“高被引论文”、“专利申请数”这四个项目在全球中的比重,对欧盟创新活动在全球中的比重进行评估。根据 2008 年与 2000 年数据进行比较可见,欧盟在上述四项指标方面都呈下降趋势。当然从数量和质量总体而言,欧盟仍然是全球主要创新经济体,但是在全球中的比重呈下降趋势也是不容忽视的事实。

二、货币金融维度：欧元区货币政策效果和金融体系稳定性与日本较为类似

(一) 当前欧元区经济前景最大的隐忧是通货紧缩风险

事实上,欧元区通胀率目前已经位于历史低位。2008 年至 2012 年,欧元区的调和消费者物价指数(HICP)分别为 3.3%、0.3%、1.6%、2.7%和 2.5%。自 2012 年下半年以来,欧元区的通缩风险持续大增,欧元区 HICP 从 2012 年 9 月的 2.6% 逐渐降至 2013 年 11 月的 0.9%。尤其是金融服务和商务服务等高端服务价格相对此前偏弱,抑制了居民收入和总体价格水平的修复。

图 31 欧元区 HICP(调和 CPI) 走势(1997 年至 2013 年)



(二) 欧洲央行货币政策陷入“流动性陷阱”的概率增大

欧洲央行的货币政策传导机制仍未完全修复,宽松货币政策对刺激经济的作用不显著。2011 年末以来,欧洲央行推行了两轮长期再融资操作(LTRO),共计

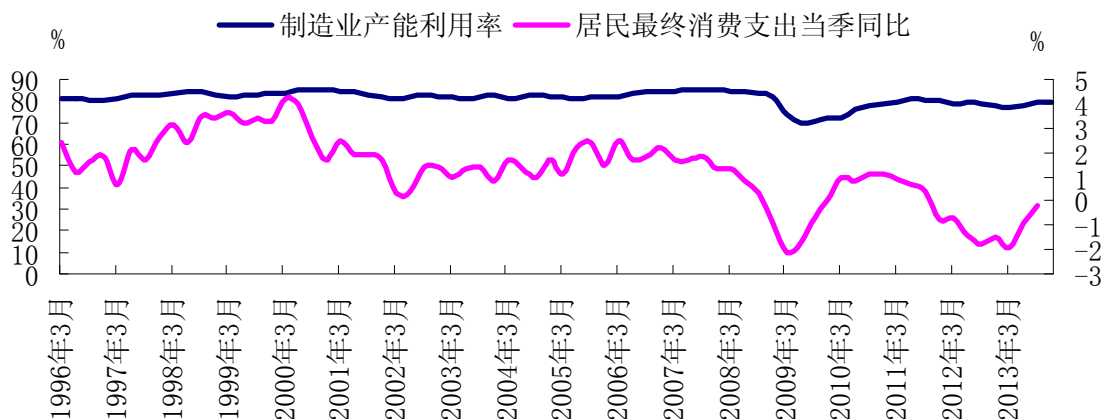


向市场注入了约1万亿欧元的流动性,基准利率也经过多次调整,最终降至0.25%的历史低位水平。但欧元区信贷需求疲弱态势仍难以扭转,私营部门投资仍显不足。尽管欧洲央行的“弹药箱”仍然有“子弹”,欧洲央行实施新一轮长期再融资计划(LTRO)以释放流动性的概率有所增加,但我们预计中期内这项政策效果将十分有限。未来即使继续加大宽松力度,也难保障资金流入实体经济,中小企业融资难问题仍很严重。

(三) 欧元区生产和需求双向不足制约通胀率上升

由于全球金融危机的爆发以及主权债务危机的持续演化,欧元区特别是边缘国的家庭和企业资产负债表亟待修复,投资和消费意愿明显不足。自2011年四季度至2013年第四季度,欧元区制造业产能利用率连续8个季度不足80%,大大低于危机前水平,家庭消费也连续8个季度同比负增长。生产和需求均未饱和使欧元区走出经济低迷和通缩风险的道路更加漫长。

图 32 欧元区制造业产能利用率和居民最终消费同比走势(1995年至2013年)



(四) 欧元区银行业危机的治理尚需时日才能见效

与此同时,随着主权债务危机持续蔓延,欧元区的银行也面临岌岌可危的境地,不良贷款激增,风险敞口不断扩大。欧元区银行业降低杠杆率并重建资产负债表的进程仍在艰难的进行当中。旨在解决欧元区银行业危机的重要举措——欧洲银行业联盟的构建也在2013年12月欧盟冬季峰会取得一定进展,银行业联盟三大支柱之一的“单一解决机制”在欧盟各国财长层面获得通过,可以说欧洲银行业联盟向前迈出了一大步。

但是，欧元区银行业危机的治理仍有不少疑难问题：一是“单一解决机制”对困难银行的解决方式并未体现“单一”的特点。尤其是在10年期的基金筹备阶段，到底由谁来负担经费一直是谈判各方激烈争论的焦点。德国一直坚持纾困资金应由受困银行的债权人及投资人先承受一部分损失，各国政府也必须负起责任，但不排除由欧盟共同分担的可能性。二是面对即将处于欧洲央行监管下的数千家银行，550亿欧元的“单一解决机制”的总规模可谓杯水车薪。总体来看，欧洲银行联盟尚未起步，面临的问题较多，政治博弈始终牵扯其中，未来是否能发挥预期效力不容乐观。

三、财政债务维度：欧元区财政失衡仍将长期困扰欧洲

（一）2013年欧元区主权债务危机基本缓和

2013年欧债危机的治理出现了不少可喜的突破：一是边缘国家“退欧”风险锐减、信心逐步改善。欧盟五个受援的重债国中，爱尔兰和西班牙已经先后于2013年底和2014年初退出救助计划，而希腊、葡萄牙和塞浦路斯三国虽然仍然在接受国际救助，但基本风险可控。二是欧洲央行的作用逐渐显现。欧洲央行为了刺激经济和抑制通缩两次降息共50个基点至创纪录低位的0.25%。此外，欧洲银行业联盟三大支柱中的“单一监管机制”将由欧洲央行承担。三是默克尔成功连任德国总理有望推动欧元区实现进一步整合。默克尔所领导的“联盟党”与注重“紧缩与增长再平衡”的“社会民主党”组成联合政府，有望在欧洲事务上向中间路线靠拢，支持“放宽重债国财政约束”的减压措施以及“进一步整合欧元区”的结构性改革。

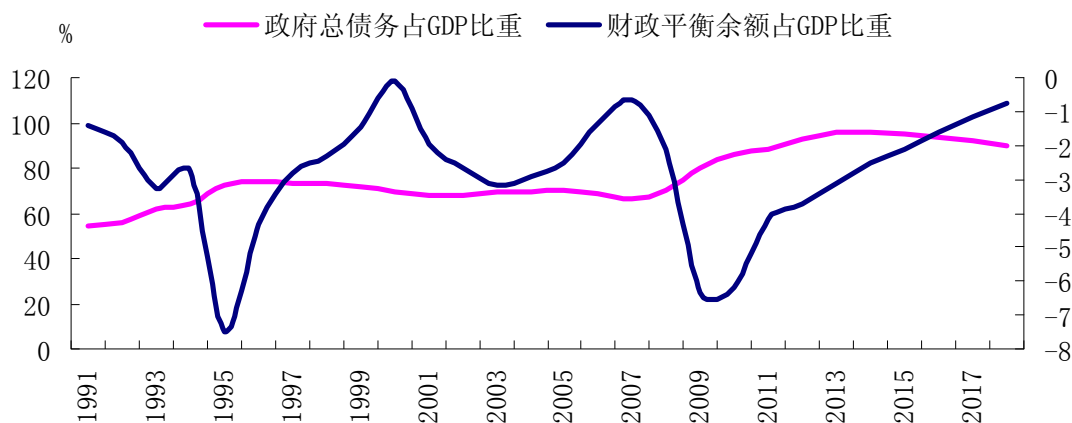
（二）欧元区的财政失衡问题仍很严重

一是政府财政赤字压力不减。根据IMF的数据，欧元区2008年至2012年财政赤字率分别为-2.1%、-6.4%、-6.2%、-4.2%和-4.2%。近两年虽然有所降低，但也超过欧盟相关法律规定的不超过3%的财政健康标准。欧元区17个成员国中达到这一标准的仅有奥地利、比利时、芬兰、德国、意大利、卢森堡和爱沙尼亚6个国家。西班牙、希腊、爱尔兰和葡萄牙的这一比例分别为-10.6%、-9%、-8.2%和-6.4%。



二是政府债务总量持续增长，对政府财政可持续性造成严重威胁。根据 IMF 的数据，欧元区 2008 年至 2012 年政府总债务占 GDP 的比重分别为 70.3%、80.1%、85.7%、88.2%、93%，均远远超过欧盟相关法律规定的不超过 60% 标准，且呈现持续上涨的趋势。2012 年欧元区 17 个成员国中达到 60% 标准的也仅有芬兰、卢森堡、斯洛文尼亚、斯洛伐克和爱沙尼亚五个国家。

图 33 欧元区政府总债务总额占 GDP 比重与财政赤字占 GDP 比重走势（1980 年-2018 年）



注释：2012 年之后为预测值

（三）欧债危机的阴影仍将长时间笼罩在欧洲的上空

主要有三方面的原因：一是财政、货币政策的二元结构短期内不可能有实质性改变。欧元区的货币政策统一由欧洲中央银行制定，而财政政策的决策权仍掌握在各国手中。这种财政、货币政策的二元结构安排，一方面容易导致各成员国财政、货币政策的冲突和错配，另一方面导致各国在遭受外来冲击时，由于无法调整货币政策，只能更加倚重财政政策，从而造成巨额赤字和债务负担。

二是财政紧缩目标受到挑战，欧盟不得不放松紧缩力度。包括法国在内的诸多成员国财政紧缩压力依然沉重，财政赤字及公共债务尚处于较高水平。由于赤字超标问题无法避免，且过于严格的紧缩很有可能适得其反，激起成员国政局以社会的动荡，从而会加剧欧洲的分裂趋势，因此欧盟同意放宽多个国家达到赤字目标的期限，法国、西班牙、波兰、斯洛文尼亚将获得额外两年时间实现预算赤字目标；荷兰和葡萄牙将获得额外一年时间实现预算赤字目标。此举虽然对短期

内欧元区经济景气的恢复起到了促进作用，但是长期来看，给未来欧元区各成员国能否严格执行统一的财政纪律留下了隐患。

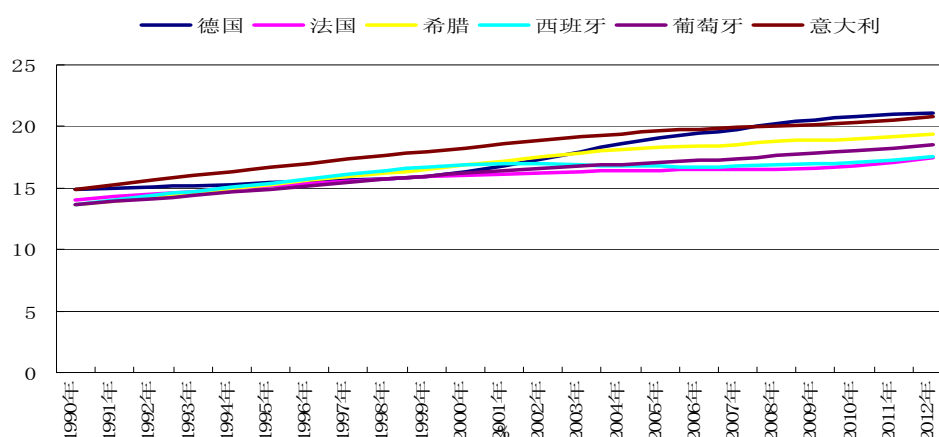
三是边缘大国无法被援助机制全盘救助。爱尔兰、希腊等边缘小国正在被“三驾马车”（欧盟、欧洲中央银行和国际货币基金组织）逐一从市场中救出。而西班牙和意大利的公共债务规模过大，无法被欧元区援助机制全盘承接。目前，西班牙已取得长足进展，不过由于起点较低该国仍需付出更多努力。意大利在财政和外部失衡问题上的直接压力较小，但在提高生产率的结构性改革方面进展不足仍是一个长期问题。

四、社会环境维度：欧元区的老龄化和高福利制度拖累经济发展

（一）近年来欧元区人口老龄化问题也逐步凸显

2012年，世界上65岁及以上老年人口比例最大的国家前四位分别是日本（24.4%）、德国（21.1%）、意大利（20.8%）、希腊（19.4%），除日本外都是欧元区国家。此外，葡萄牙、西班牙、芬兰、奥地利等欧元区成员国也都在17%以上。人口老龄化带来财政支出压力、私人储蓄下降、公共储蓄恶化、劳动供给减少、资本积累不足等多种问题，使欧洲经济增长迟缓。欧盟预测，到2050年，大多数成员国的公共支出占GDP的比重将增加3-7个百分点，这些支出主要用于养老金、卫生保健和长期照顾服务等。

图 34 欧元区德国、法国、意大利、西班牙、葡萄牙和希腊 65 岁以上人口比重走势（1990 年至 2012 年）



（二）欧元区的高福利社会保障体制严重拖累财政平衡



欧元区成员国大多数是高福利国家。多数成员国长期维持低增长、高支出的格局，于是过高的福利费用推高了财政赤字与外债比例，最终导致了欧洲债务问题的爆发。以希腊为例，自上世纪 80 年代以来，希腊政党承诺高福利以争取民众选票，而无视本国经济的实际发展状况。希腊政府的财政赤字占 GDP 的比例在 2012 年底高达-9%，长期过高的财政赤字势必导致严重的债务危机。

（三）老龄化和高福利让欧元区的失业问题更加突出

与欧盟国家相比，新兴经济体的生产力水平和社会福利水平较低，劳动力价格相对便宜，因此很多欧盟国家的企业关闭了在本土的工厂，转而在中国等地区投资建厂，这直接造成了欧盟国家失业状况的加剧。此外，欧盟的高失业救济制度削弱了劳动力就业积极性。长期以来，欧盟高水平、广覆盖的失业救济、现金补贴等高福利政策不仅导致社会支出费用的增加，国家背上了沉重的财政负担，也使相当部分的人失去了寻找工作的动力而宁愿选择“自动失业”。

五、政治体制维度：欧盟治理机制的局限与不足令政策效力和效率大打折扣

（一）欧盟治理机制的复杂性与多层级性令欧盟难以迅速拿出有效解决方案

欧元区的每项议题，不仅在欧盟层面需要反复的沟通、讨论，而且需协调各成员国政府，有的还需通过本国议会投票表决，这使协调难度更大，行动起来十分迟缓，从而使欧洲常常面对事态的瞬息万变而行动迟缓。

（二）各成员国在欧盟层面上也存在权力博弈现象

由于政治一体化进程的明显滞后，各国利益博弈导致解决问题效率低。经过多年的扩张，2013 年欧盟共有成员国 27 个，但各成员国都有自己的政治经济利益，且经济结构、发展程度存在很大差异。当一个国家出现危机，其他国家或出于自身利益的考虑，或自身难保，从而不会对危机发生国进行及时有效的救助，导致危机扩散。同时欧盟的话语权主要集中在德、法等大国手中，而其余中小诸国却力量单薄，这使治理结构更趋失衡。

六、基本结论：欧元区步入日本式“失去的二十年”可能性较大

表 4 欧元区“日本化”研究分析指标体系得分一览表

三级指标（权重 3）	得分 3	权重 3* 得分 3	二级指标 （权重 2）	得分 2	权重 2* 得分 2	一级指标 （权重 1）	得分 1	权重 1* 得分 1									
指标 1：中长期以来 GDP 是否低速增长甚至停 滞（30%）	4	1.2	经济发展 状况（50 %）	3.8	1.9	（一）宏观 经济（30 %）	3.1	0.93									
指标 2：近期以及未来 GDP 是否放缓甚至停滞 （30%）	5	1.5															
指标 3：中长期以来消费、投资和净出口是否 均衡（30%）	2	0.6															
指标 4：中长期以来就业状况是否低迷（10%）	5	0.5															
指标 1：经济战略的可行性和持续性（30%）	3	0.9	经济战略 和模式（50 %）	2.4	1.2												
指标 2：政府是否过多干预市场和企业（30%）	1	0.3															
指标 3：科技创新的能力（30%）	3	0.9															
指标 4：产业“空心化”程度（10%）	3	0.3															
指标 1：中长期以来的消费者价格指数（50%）	3	1.5	通货膨胀 水平（30 %）	3	0.9	（二）货币 金融（20 %）	3.21	0.642									
指标 2：中长期以来生产者价格指数（50%）	3	1.5															
指标 1：货币政策的执行力度（50%）	3	1.5	央行货币 政策（30 %）	3	0.9												
指标 2：是否陷入“流动性陷阱”（50%）	3	1.5															
指标 1：汇率是否长期升值（50%）	3	1.5	金融市场 稳定性（20 %）	3.5	0.7												
指标 2：是否存在资产泡沫以及泡沫破灭（50%）	4	2															
指标 1：金融机构出现系统性风险的可能（40%）	4	1.6	金融体系 稳定性（20 %）	3.55	0.71												
指标 2：金融监管能力（30%）	3	0.9															
指标 3：银行资产状况（15%）	4	0.6															
指标 4：银行不良贷款状况（15%）	3	0.45															
指标 1：政府债务总量/GDP（40%）	4	1.6	财政实力 （50%）	3.8	1.9	（三）财政 债务（20 %）	3.4	0.68									
指标 2：财政预算平衡（盈余或赤字）/GDP（40%）	4	1.6															
指标 3：税收水平及其占 GDP 的比重（20%）	3	0.6															
指标 1：财政政策的执行力度（50%）	3	1.5	财政政策 （30%）	3	0.9												
指标 2：财政政策的执行效果（50%）	3	1.5															
指标 1：总外债占 GDP 比重（50%）	3	1.5	外债水平 （20%）	3	0.6												
指标 2：总外债占总债务的比重（50%）	3	1.5															
指标 1：教育体系及整体水平（20%）	3	0.6	社会保障 状况 （50%）	3	1.5	（四）社会 环境（15 %）	3.4	0.51									
指标 2：医疗体系及整体水平（20%）	3	0.6															
指标 3：社会保障体系及整体水平（20%）	4	0.8															
指标 4：高储蓄率（20%）	2	0.4															
指标 5：低消费率（20%）	3	0.6															
指标 1：老龄率（30%）	4	1.2	人口状况	3.8	1.9												



指标 2：人口出生率（30%）	4	1.2	和结构（50%）								
指标 3：人口增长率（30%）	4	1.2									
指标 4：移民所占全体国民比重（10%）	2	0.2									
指标 1：政治运行是否顺畅（25%）	2	0.5	政府稳定性和效率（70%）	2	1.4	（五）政治体制（15%）	2.15	0.3225			
指标 2：政府是否高效（25%）	3	0.75									
指标 3：政府是否稳定（25%）	1	0.25									
指标 4：政策是否连续性（25%）	2	0.5									
指标 1：利益集团的状况（50%）	3	1.5	利益集团以及腐败（30%）	2.5	0.75						
指标 2：政府腐败情况（50%）	2	1									
“日本化”得分								3.0845			

从“日本化”研究分析指标体系的得分中看，欧元区的“日本化”得分为 3.0845 分，略高于 3 的中值，处于中度“日本化”。分项来看，宏观经济、货币金融、财政债务和社会环境属于中度“日本化”，其中货币金融和财政债务接近高度“日本化”。政治体制属于低度“日本化”。从第三部分的分析我们也可以看出，未来欧盟以及欧元区各成员国领导层只有尽快采取有效措施，大力推行结构性改革，采取积极措施应对老龄化问题，在财政紧缩与经济增长两者之间掌握好平衡，欧元区才有望最终摆脱日本式“失去二十年”的困扰。

第五部分 中国“日本化”程度分析

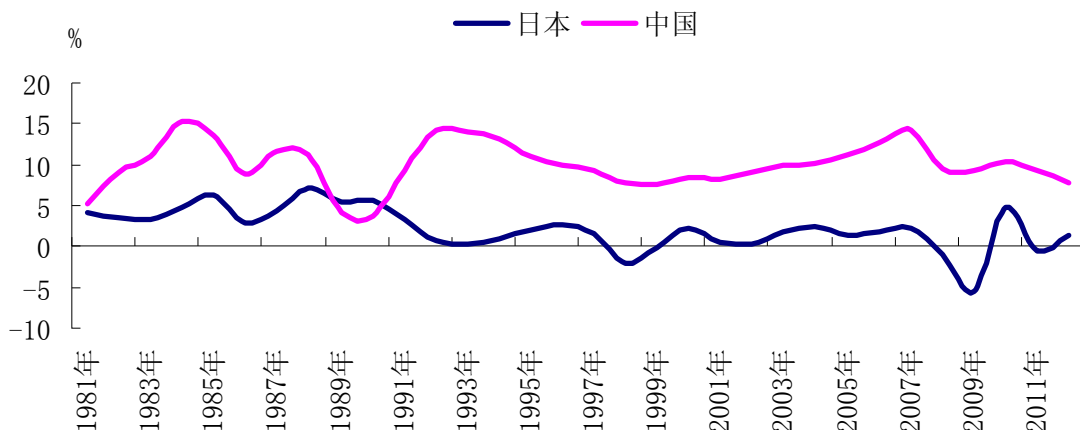
2010 年中国经济总量超越日本成为世界第二大经济体，与此同时，中国的经济发展也开始出现一些令人担忧的现象。本部分将重点探讨中国是否会步日本“失去的二十年”的可能性。

一、宏观经济维度：中国经济虽然减弱但尚优于日本经济

（一）2012 年以来中国经济增速持续放缓，未来维持中高速增长或成常态

从经济发展看，20 世纪 80 年代的泡沫经济时期的日本与 21 世纪以来的中国的确存在着一些相似之处。日本在 1987 年到 1990 年间，始终维持着 5% 左右的经济增长率，1988 年 GDP 增长率达到 7.2%，远高于同期发达工业化国家的平均水平。中国改革开放后，要素投入的成本优势推动 GDP 增长率持续上升。2000 年至 2012 年，中国经济增长率年均增长率为 10%。但是应该注意到，2008 年以来，受全球金融危机的冲击，以及国内经济增长模式的转变与经济结构调整，中国经济增速有所下滑。2008-2012 年年均增速为 9.2%。从季度同比增速来看，2012 年一季度至 2013 年第三季度，中国经济增速大幅放缓，连续 7 个季度的增长率在 8% 以下。

图 35 中国与日本 GDP 增速走势（1981 年至 2013 年）



当前，中国经济进入了增长阶段转换期，其经济潜在增长率约在 7% - 8% 之间；在历经一个寻找均衡点的波动过程后，潜在增长率将可能最终稳定在 6% - 7%¹⁶。IMF 预计中国 2013 年 GDP 增速为 7.6%，2014 年增速进一步放缓，为 7.3%。

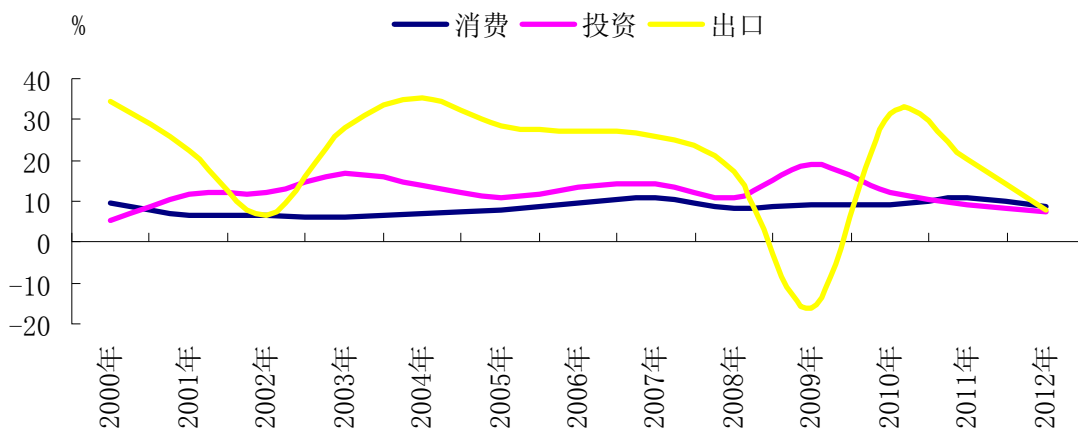
¹⁶ 《中国经济进入增长阶段转换期》，刘世锦，国务院发展研究中心副主任，中国经济时报 3 月 23 日



（二）投资、消费和净出口三驾马车的作用较为均衡

2000年至2012年，投资、消费和出口对中国经济的拉动作用较为均衡。投资年均增长率为12.05%，消费年均增长率为8.48%，出口年均增长率为13.75%。

图 36 中国投资、消费和出口增长走势（1981年至2013年）

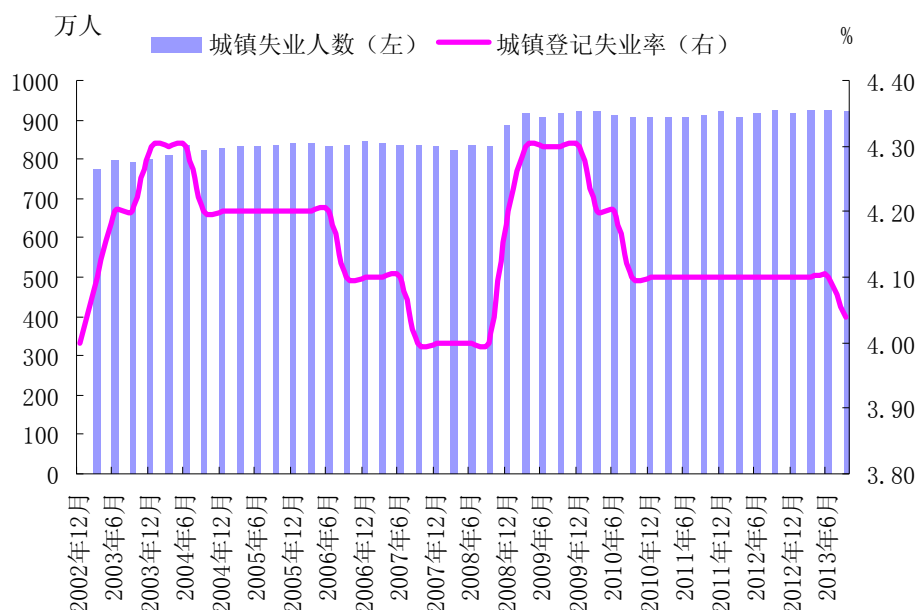


2013年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）同比名义增长20.2%。社会消费品零售总额名义累计增长12.9%。在促进贸易便利化的一揽子措施和欧美经济逐步企稳的推动下，出口增速总体反弹，1-11月，出口总额同比增长8.26%。

（三）中国就业形势不容乐观，结构性矛盾突出

虽然2000年至今，中国经济取得高速增长，但是不容忽视的一个问题就是就业矛盾也日趋突出。主要表现在：劳动力供求总量矛盾和就业结构性矛盾同时并存，新增劳动力就业和失业人员再就业问题相互交织，城镇就业压力加大和农村富余劳动力向非农领域转移速度加快同时出现。城镇登记失业率在2002年末升至4%后至今一直维持在这一水平线上，截至2013年三季度末，我国城镇登记失业率为4.04%。城镇的登记失业人数在2003年末突破了800万，2009年一季度突破了900万，2013年三季度末，我国城镇失业人数达到921万人。不仅如此，如果加上下岗失业人员和众多的流动性的农民工，中国的失业人口将大幅高于此数。

图 37 中国城镇失业人数和登记失业率（2002年至2013年）



(四) 十八届三中全会与“克强经济学”有助于未来中国经济的可持续增长

尽管中国十一届三中全会以来取得了巨大发展成就,但同时也积累了大量矛盾,必须全面推进和深化改革。面对这种形势,中国共产党十八届三中全会出台了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》(以下简称《决定》),为2020年之前的全面改革提出了明确的顶层设计。《决定》涉及从经济到社会改革的方方面面。主要亮点有三方面:

一是坚定不移的推进以及深化改革。《决定》明确提出全面深化改革的总目标是完善和发展中国特色社会主义制度,第一次提出推进国家治理体系和治理能力现代化。

二是从强调市场的基础性作用到强调市场的决定性作用。《决定》中提纲挈领的指出,“紧紧围绕市场在资源配置中的决定性作用,深化经济体制改革”,“建立统一开放、竞争有序的市场体系,是使市场在资源配置中起决定性作用的基础”。

三是经济改革思路更全面。即“市场经济、公有制主体、创新型国家”相互促进,让一切创造社会财富的源泉充分涌流,让发展成果更多更公平惠及全体人民。



此外，从政策的执行层面，先于三中全会《决定》成型的“克强经济学”也为未来中国经济的走向作好了铺垫。李克强总理 2013 年 3 月正式执政以来，其执政思路已经渐渐清晰：首先，全面而坚定地推进经济体制改革，“改革是中国的最大红利”。改革必然要触动固有利益格局，重点调整预期利益和增量利益，但最终是要落到人民真正得利益上。

其次，改革红利的释放要依靠创新体制、建立机制。要发挥好发展的潜力，财政需要增加投入，但更重要的是在创新体制机制上做文章。

第三，改革是渐进式的、累积式的，不可能一蹴而就，但也不能踟蹰不前，绕着矛盾走。

我们认为，十八届三中全会的《决定》和“克强经济学”的一些改革措施（如抑制产能过剩和控制地方政府支出）将带来“阵痛”。但是改革的贯彻落实应有助于提升中国中长期潜在的经济增长水平。首先，未来几年独生子女政策的宽松有望温和提高出生率，使人口老龄化的速度放缓。根据国家卫生和计划生育委员会统计，新生婴儿数量可能反弹至 2000 年的水平，这意味着比目前的水平增加 100-150 万左右，人口红利可望得到一定程度的延续。

其次，改革应该以不同的方式提高生产率增速。一是财政和金融改革以及城镇化将支持基础设施投资增长，私营企业更容易获得资金有助于释放民间投资动力。二是放松管制、支持创新、国有企业改革和城镇化相关改革将提高经营效率。三是对于服务行业而言，允许私营企业参与铁路、文化、金融服务和医疗保健行业当属向前迈出了一大步。相关服务供应将得到提升以满足需求。四是推进新型城镇化将有助于劳动力从低生产率的农业转移到生产率更高的城市工业、服务业部门，这本身就是一个可持续的生产率提升来源。

二、货币金融维度：中国与日本有着较大的相似性

（一）中国长期面临通胀的压力，基本不存在通货紧缩问题

2000 年以后，我国面临的通胀压力要远远大于通缩压力。从消费者价格指数来看，除了 2002 年和 2009 年分别为 -0.8% 和 -0.7% 外，2007 年和 2008 年达到一个通货膨胀的高峰，分别达到 4.8% 和 5.9%，2008 年创下近 11 年新高。2010

年至 2011 年，由于某些农产品的减产和资本的炒作，大蒜、绿豆、生姜等出现暴涨，蒜你狠、豆你玩、姜你军等词汇也横空出世。2012 年，我国通胀水平又处于一个较温和的状态。

图 38 中国 CPI 走势图（2000 年至 2013 年）

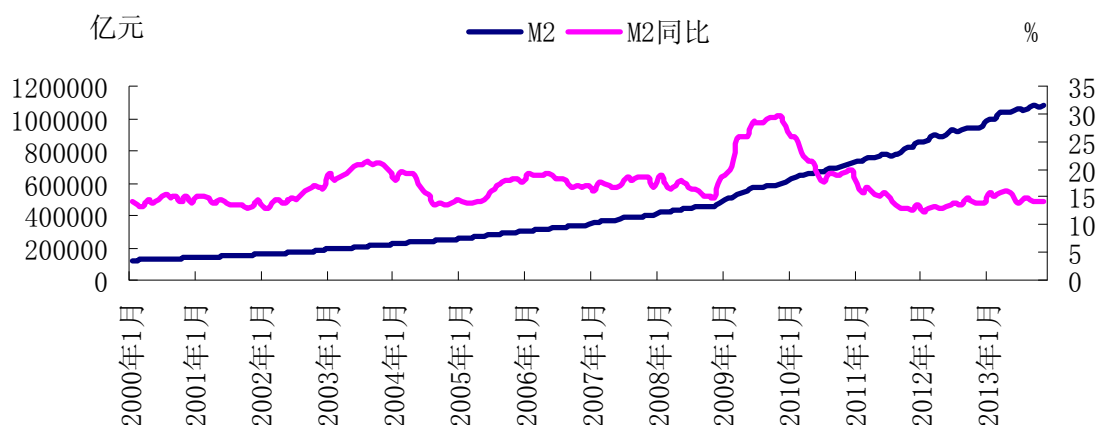


2013 年以来，物价水平总体较低，前 11 个月 CPI 累计上涨 2.6%，为 2009 年以来同期最低。物价涨幅较低，主因是食品价格涨幅大幅放缓。前 11 个月，食品价格涨幅为 4.7%，低于上年同期 0.2 个百分点，而非食品价格比较稳定，一直维持在 1.6% 左右。2014 年，考虑到翘尾因素、食品价格持续上涨、公共事业产品价格上调等因素，预计 CPI 涨幅较 2013 年有所扩大。总体来看，2014 年 CPI 上涨预计在 3.3% 左右，比 2013 年加快 0.7 个百分点。

（二）中国的 M2 余额水平位居全球第一，但进入实体经济的部分非常有限

根据我国央行数据，截至 2013 年 11 月末，中国广义货币 M2 已达 107.93 万亿元，同比增长 14.2%，居世界第一。2012 中国的 M2/GDP 比率接近 190%，远高于美国、日本、欧元区以及其他金砖国家。但是这一比例较高并不能说明中国央行货币超发将一定会导致通货膨胀，主要原因有两个：一是中国是以“间接融资”为主，银行会派生存款，因此货币总量就比较多。而美国等以直接融资为主的国家，货币只是在不同经济主体之间进行转化，货币总量就比较有限。二是中国“高储蓄”因素，中国的 M2 中单位和个人存款占了很大比重，真正在流通中的现金较少，这样为了满足经济活动的基本需要，以 M2 定义的货币总量就会偏高。

图 39 中国 M2 以及同比走势图（2000 年至 2013 年）

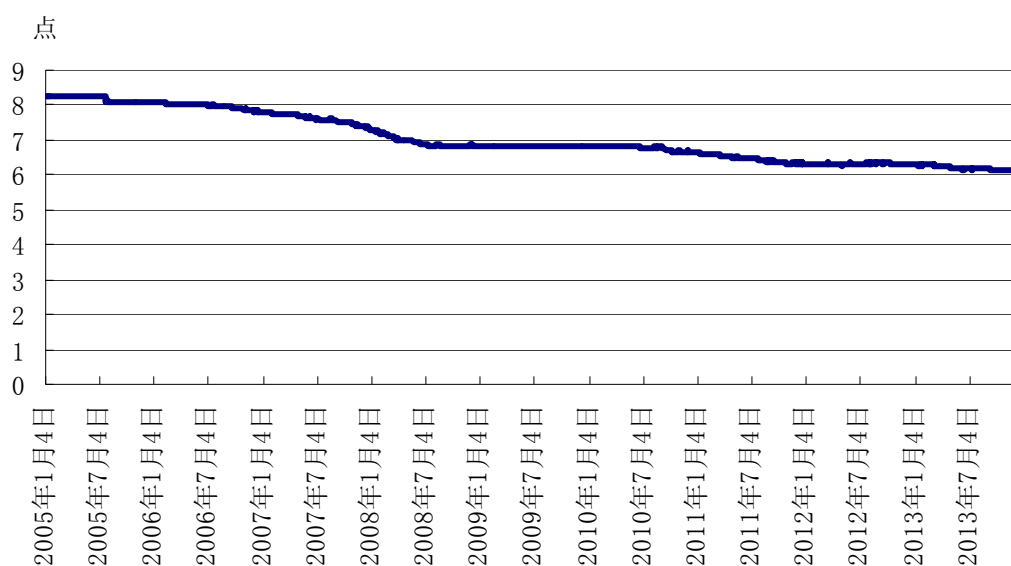


当前的问题是，从银行体系流出的货币进入有相当一部分流入了房地产市场。中国央行最新数据显示，截至 2013 年底金融机构贷款余额为 71.9 万亿元，增长 14.1%。其中房地产贷款余额为 14.61 万亿元，增长 19.1%。全年新增房地产贷款 2.34 万亿元，占同期各项贷款增量的近三成。当大量货币流向房地产时，不仅会让国内住房市场投机炒作盛行，房价不断推高，让货币快速流出的风险在房地产市场快速聚积，也会直接让整个物价水平全面上升而影响居民的实际生活，并将严重影响中国经济持续稳定发展。

（三）人民币 2005 年以来保持单边升值与日元升值趋势基本相似

与 1985 年“广场协议”后，日元汇率单边升值的趋势一样，我国自 2005 年 7 月 22 日开始启动人民币汇率改革起，人民币兑美元汇率在大部分时间中也保持着单边升值的走势。截至 2013 年 12 月 20 日，人民币对美元汇率为 6.1196:1，比汇改之初升值 26.06%。

图 40 人民币对美元汇率走势图（2005 年至 2013 年）

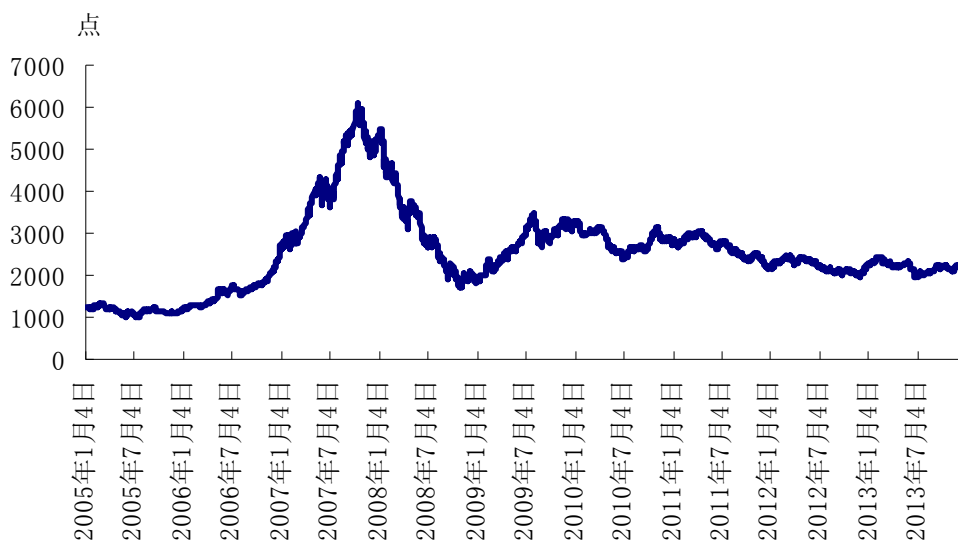


(四) 房地产与股票市场价格的大涨大落类似日本的泡沫经济

日本经济在上世纪 80 年代形成了巨大的泡沫，其中最显著的就是房地产和股市的泡沫。如今中国也面临类似的状况。房地产市场方面，2004 年以后，房地产价格上升幅度很大。2007 年，国内一系列紧缩政策相继出台，房地产市场受到暂时打压。此后，国内房地产市场虽有一些波动，但交易量依旧保持快速增长，房价持续攀升。

股票市场的泡沫已经完成了破灭的过程。2006 年 6 月开始，国内股市出现了一轮牛市行情。2007 年 10 月 16 日，上证综指创下 6124.04 点的历史最高点后一路下跌，于 2008 年 10 月 28 日跌至 1664.93 点，跌幅 72.81%。截至 2013 年 12 月 24 日，上证综指收于 2092.67，仅为 2007 年最高点的三分之一左右。

图 41 上证综合指数走势图（2005 年至 2013 年）

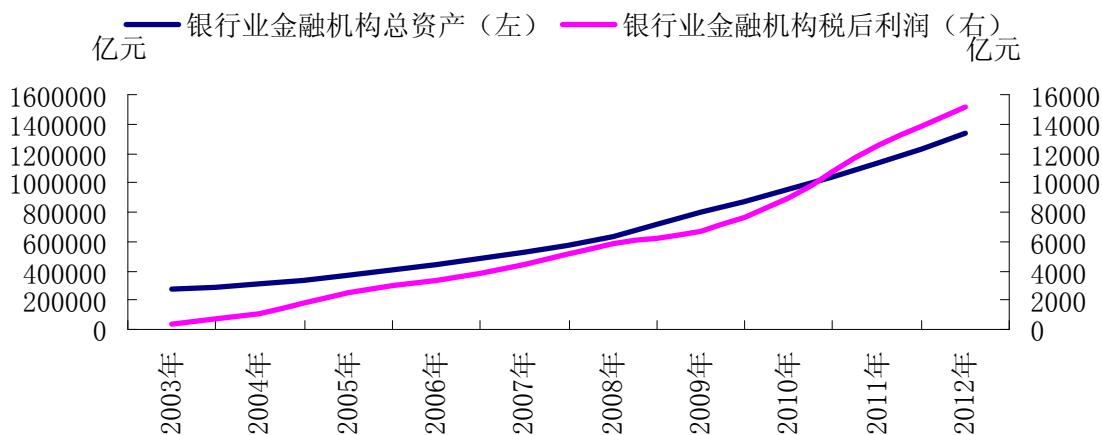


（五）银行业利润增速明显下滑，风险逐渐暴露

日本经济在泡沫破灭后，商业银行的不良债权问题暴露无遗。而如今中国银行业面临的风险也在不断的加大。主要有以下几点：

一是随着整体宏观经济增速的下降，整体流动性由宽松向稳健转向，商业银行的盈利增速放缓。2011年以来银行业利润增速处下降通道。2010年银行业净利润增长率为14.26%；2011年增长率达36.34%；2012年增长率为18.9%。中国银行业协会发布的《中国银行业发展报告》预计2013年上市银行净利息收入和营业收入的增速将会进一步下滑至10%左右，净利润增速可能下降至8%左右。

图 42 中国银行业金融机构总资产和税后利润走势图（2005 年至 2013 年）



二是利率市场化进程不断加快促使银行风险管理意识有所松懈。银行机构为

应对利率市场化这一挑战，金融创新的冲动强烈，风险管理难度加大，整体风控水平未来可能上升，不仅给银行发展带来经营模式转变的风险，也加大了金融监管的难度。

三是银行仍是众多金融风险的最终承担者。2012 年，人民币贷款占同期社会融资规模的 52.1%，较 2002 年的最高值 91.9% 已大幅降低。然而，银行仍是金融市场最重要主体的地位没有改变，债券、信托或担保等融资活动都离不开银行的参与，风险仍然大量存在且更加复杂化和隐蔽化。

四是地方政府融资平台贷款蕴藏风险。虽然目前银行机构的平台贷款总规模也有所压缩，但平台公司的其他类负债却急剧膨胀，这主要包括大量的信托理财产品、银行间债务市场发行的各级城投债、大量的工程欠款、社会集资等，负债总额又进一步扩大。

五是银行业不良贷款反弹压力加大。2012 年以来，我国经济出现持续下行的压力，前几年巨额投资所形成的产能过剩等问题也在部分行业暴露出来，从而产生大量的不良资产，银行资产负债表或将严重受损。2013 年三季度末，商业银行不良贷款余额上升至 5636 亿元，不良贷款率上升至 0.97%。

六是银行业表外业务迅速增加。截至 2012 年末，银行业金融机构表外业务（含委托贷款和委托投资）余额 48.65 万亿元，比年初增加 8 万亿元，增长 19.68%。表外资产相当于表内总资产的 36.41%，比年初提高 0.54 个百分点¹⁷。商业银行表外业务风险可能向表内传递，存在内部收益转移和交叉补贴等行为，监管亟待加强。

（六）金融监管难度有所加大

上世纪日本经济的泡沫逐渐加大，与金融监管体制的应对迟缓和策略不断失误有很大的关联性。目前，中国的金融监管当局也面临着非常复杂的局面，需要及时适应和作出针对性的监管措施。一是分业监管的体制难以适应混业经营需要。当前中国越来越多的金融机构综合化经营的步伐非常快，涉足领域扩展到银行、保险、证券、信托、租赁、投行等各项金融业务。现行金融法律主要以行业

¹⁷ 《中国金融稳定报告 2013》，中国人民银行金融稳定分析小组，2013 年 5 月



为主线，三大监管机构监管对象固定化，没有包括所有从业的银行和非银行金融机构，没有涵盖从市场准入到市场退出的所有业务经营活动。二是随着电子信息技术的快速发展以及金融多元化发展趋势，金融衍生产品不断出现，金融服务的行业边界日渐模糊，给金融监管带来了日益严峻的挑战。

三、财政债务维度：中国的财政失衡状况要稍好于日本，但风险不容忽视

（一）中国的政府财政与债务水平要优于日本

根据国家审计署 2013 年 12 月 30 日发布的《全国政府性债务审计结果》显示，与一些国家的政府债务主要用于消费性支出不同，我国的政府性债务主要用于经济社会发展和人民生活条件改善相关的项目建设，大多有相应的资产和收入作为偿债保障。结果表明，全国政府性债务各项风险指标均处于国际通常使用的控制标准参考值范围内，风险总体可控。

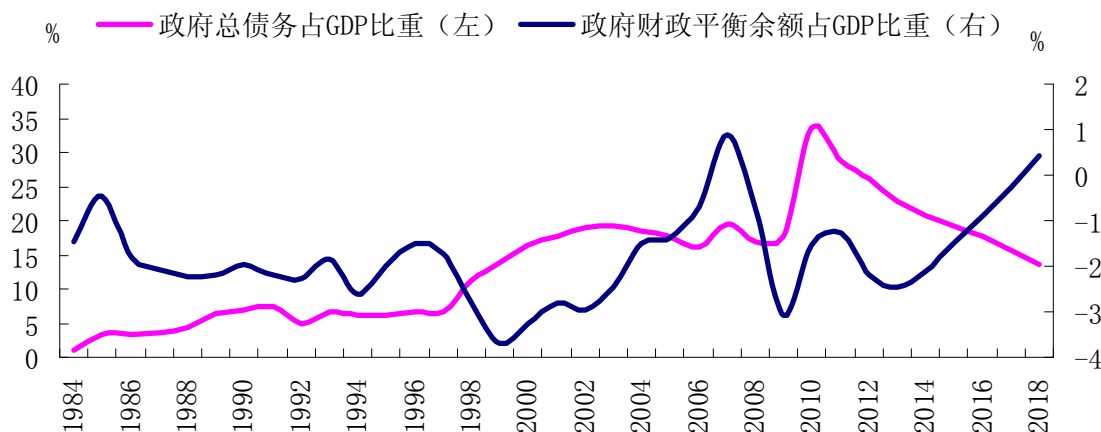
1. 负债率。截至 2012 年底，全国政府负有偿还责任的债务余额与当年 GDP（518942 亿元）的比率为 36.74%。

2. 政府外债与 GDP 的比率。截至 2012 年底，全国政府外债余额为 4733.58 亿元，占 GDP 的比率为 0.91%，低于国际通常使用的 20%的控制标准参考值。

3. 债务率。截至 2012 年底，全国政府负有偿还责任债务的债务率为 105.66%。若将政府负有担保责任的债务按照 19.13%、可能承担一定救助责任的债务按照 14.64%的比率折算，总债务率为 113.41%，处于国际货币基金组织确定的债务率控制标准参考值范围之内。

如果拉长时间跨度可以以 IMF 的数据为参照，中国 2008 年至 2012 年财政赤字率分别为-0.7%、-3.1%、-1.5%、-1.3%和-2.2%。基本处于国际上比较公认的不超过 3%的财政健康标准。从政府债务总量占 GDP 的比重来看，中国 2008 年至 2012 年政府总债务占与当年 GDP 的比重分别为 17%、17.7%、33.5%、28.7%、26.1%，均远远优于国际公认的不超过 60%标准。

图 43 中国政府总债务总额占 GDP 比重与财政赤字占 GDP 比重走势(1984 年-2018 年)



注释：2012 年之后为预测值

（二）全社会的杠杆率已经很高

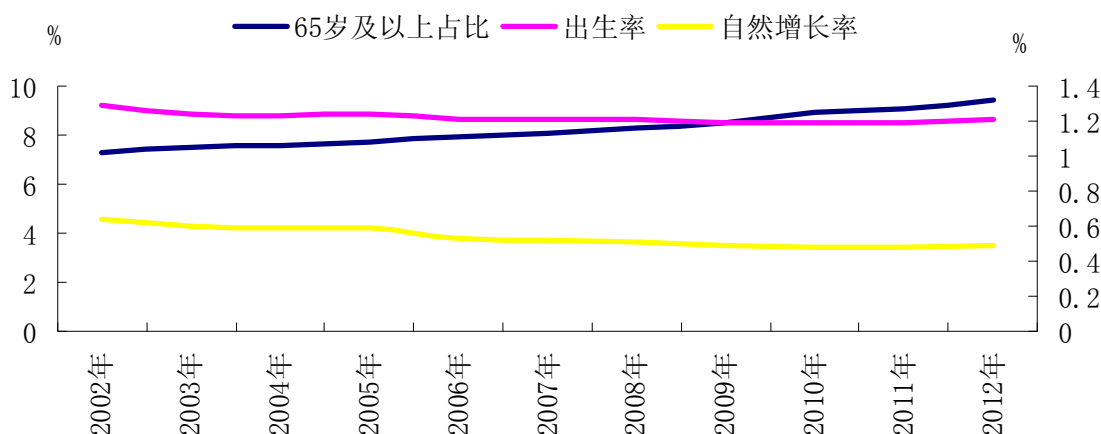
根据中国社科院的《国家资产负债表编制与风险评估》报告，近年来我国资产负债表体现出杠杆率在提高，2005-2008 年杠杆率逐年下降分别为 150、148、147、146，2009-2012 年杠杆率则是不断攀升，分别为 176、184、186、194，如果将金融企业、居民部门、金融部门以及政府部门的债务加总，2012 年全社会的债务规模达到 111.6 万亿元，占当年 GDP 的 215%。这意味着全社会的杠杆率已经很高，去杠杆在所难免。其中，2012 年地方政府债务高达 19.94 万亿。企业部门杠杆率（企业债务占 GDP 的比率）已达 113%，超过 OECD 国家 90% 的阈值，在所有统计国家中高居榜首，值得高度警惕。

四、社会环境维度：中国的老龄化趋势将拖累经济发展

（一）中国正逐步迎来人口年龄结构的重大转变

2000 年 11 月，我国 65 岁及以上人口占比达到 6.96%，基本达到国际社会 7% 的老龄化标准。近年来，我国人口老龄化速度加快，2012 年末，65 岁及以上人口占比达到 9.4%，同时，15-59 岁劳动年龄人口比上年减少 345 万至 9.37 亿，这是我国相当长时期以来第一次出现劳动人口的绝对数量下降。

图 44 中国人口出生率、自然增长率和 65 岁以上人口占比（2002 年-2018 年）



(二) 我国“未富先老”对经济的影响日益明显

与发达国家“富老同步”或者“先富后老”相比，我国人均收入水平仍然较低，属于明显的“未富先老”。对经济增长的影响日益明显。一是未来劳动力供给减少和成本上升，将不利于企业尤其是劳动密集型企业的发展。二是老龄化率上升将影响居民储蓄数量和储蓄倾向，并通过降低企业利润间接影响企业储蓄行为。储蓄下降将减少投资资金来源，并影响资金价格。三是加重财政支出负担。随着我国社会保障体系逐渐完善，养老金水平不断提高，医疗保障覆盖面扩大，未来老龄化所带来的财政支出将大幅增长，财政压力随之增大。预计2050年中国全社会总养老金支出占GDP的比例将为11.85%¹⁸，这一水平将与当前欧洲一些高福利国家的水平大致相当。

五、政治体制维度：中国政府更稳定，执行力更强

(一) 中国特色的政治体制兼具灵活性和稳定性

新中国1949年成立以来不断进行着政治体制改革，在权力移交、监督制约方面形成了中国特色的制度模式。从目前看，中国的模式逐渐显现出灵活性、稳定性和延续性。西方的制度模式有灵活性，但缺乏延续性，往往随着政党轮替，新政府的建立而出现大幅度的改变。

中国的制度优势之一是建立在能力基础之上的全国性选拔、长期培养和历练、年龄的限制、定期的更替、行政和立法机构的差额选举。中国的制度优势之

¹⁸ 中国社科院的《国家资产负债表编制与风险评估》报告

二是中国政治体制一直保持了政治的独立性和最终的决策权。在西方，民众、资本和权力三种力量博弈的最后结果是以普选为特征的民主制度。目前的中国，虽然三种权力的博弈日益激烈，但至少在全国一级，政治权力仍然有最终的决定权。所以，一些很困难的决策、但符合国家长远利益的决策都能够执行。这两大优势使中国的政治体制要比包括日本在内的西方国家更加稳定和高效。

（二）中国的腐败问题虽然存在，但打击力度逐渐加大

不容否认，当前中国还存在着比较严重的腐败现象。但是近年来中国打击腐败的力度在不断的强化。十八大以来，新一届中央领导对腐败现象重拳出击，习近平总书记表态要坚持“老虎”、“苍蝇”一起打，既坚决查处领导干部违纪违法案件，又切实解决发生在群众身边的不正之风和腐败问题。在公布了“关于改进工作作风、密切联系群众”的八项规定中，大部分都与约束官员，防范腐败相关。

《党政机关厉行节约反对浪费条例》等反腐国法党规日益完备。2013 年末，中共中央又发布《建立健全惩治和预防腐败体系 2013—2017 年工作规划》，提出要全面推进惩治和预防腐败体系建设，坚持党要管党、从严治党，深入开展党风廉政建设和反腐败斗争，推进国家治理体系和治理能力现代化等理念。据不完全统计，十八大以来至今，国内已有蒋洁敏、李东生¹⁹等 18 位省部级官员先后被调查。国际组织“透明国际”编制的清廉指数，中国分数和排名一直呈稳步提高趋势也可以从一个侧面反映出中国反腐败的成效。

六、基本结论：中国存在陷入日本式“失去的二十年”可能性，但政策得当有望降低风险

表 5 中国“日本化”研究分析指标体系得分一览表

三级指标（权重 3）	得分 3	权重 3* 得分 3	二级指标 （权重 2）	得分 2	权重 2* 得分 2	一级指标 （权重 1）	得分 1	权重 1* 得分 1
指标 1：中长期以来 GDP 是否低速增长甚至停滞（30%）	1	0.3	经济发展 状况（50 %）	1.7	0.85	（一）宏观 经济（30 %）	2.1	0.63
指标 2：近期以及未来 GDP 是否放缓甚至停滞	2	0.6						

¹⁹ 十八大以来截至 2013 年 12 月 29 日，先后有李春城、衣俊卿、刘铁男、倪发科、郭永祥、王素毅、李达球、蒋洁敏、季建业、廖少华、陈柏槐、郭有明、陈安众、付晓光、童名谦、李东生、杨刚、李崇禧等 18 位省部级官员先后被调查。其中，蒋洁敏和李东生为中国共产党第十八届中央委员。



(30%)											
指标 3: 中长期以来消费、投资和净出口是否均衡 (30%)	2	0.6									
指标 4: 中长期以来就业状况是否低迷 (10%)	2	0.2									
指标 1: 经济战略的可行性和持续性 (30%)	2	0.6	经济战略和模式 (50%)	2.5	1.25						
指标 2: 政府是否过多干预市场和企业 (30%)	3	0.9									
指标 3: 科技创新的能力 (30%)	3	0.9									
指标 4: 产业“空心化”程度 (10%)	1	0.1									
指标 1: 中长期以来的消费者价格指数 (50%)	1	0.5	通货膨胀水平 (30%)	1	0.3	(二) 货币金融 (20%)	2.9	0.58			
指标 2: 中长期以来的生产者价格指数 (50%)	1	0.5									
指标 1: 货币政策的执行力度 (50%)	4	2	央行货币政策 (30%)	4	1.2						
指标 2: 是否陷入“流动性陷阱” (50%)	4	2									
指标 1: 汇率是否长期升值 (50%)	4	2	金融市场稳定性 (20%)	4	0.8						
指标 2: 是否存在资产泡沫以及泡沫破灭 (50%)	4	2									
指标 1: 金融机构出现系统性风险的可能 (40%)	3	1.2	金融体系稳定性 (20%)	3	0.6						
指标 2: 金融监管能力 (30%)	3	0.9									
指标 3: 银行资产状况 (15%)	3	0.45									
指标 4: 银行不良贷款状况 (15%)	3	0.45									
指标 1: 政府债务总量/GDP (40%)	3	1.2	财政实力 (50%)	2.4	1.2	(三) 财政债务 (20%)	2.4	0.48			
指标 2: 财政预算平衡(盈余或赤字)/GDP (40%)	2	0.8									
指标 3: 税收水平及其占 GDP 的比重 (20%)	2	0.4									
指标 1: 财政政策的执行力度 (50%)	2	1.0	财政政策 (30%)	2	0.6						
指标 2: 财政政策的执行效果 (50%)	2	1.0									
指标 1: 总外债占 GDP 比重 (50%)	3	1.5	外债水平 (20%)	3	0.6						
指标 2: 总外债占总债务的比重 (50%)	3	1.5									
指标 1: 教育体系及整体水平 (20%)	2	0.4	社会保障状况 (50%)	2.8	1.4	(四) 社会环境 (15%)	2.9	0.435			
指标 2: 医疗体系及整体水平 (20%)	2	0.4									
指标 3: 社会保障体系及整体水平 (20%)	2	0.4									
指标 4: 高储蓄率 (20%)	4	0.8									
指标 5: 低消费率 (20%)	4	0.8									
指标 1: 老龄率 (30%)	3	0.9	人口状况和结构 (50%)	3	1.5						
指标 2: 人口出生率 (30%)	3	0.9									
指标 3: 人口增长率 (30%)	3	0.9									
指标 4: 移民所占全体国民比重 (10%)	3	0.3									
指标 1: 政治运行是否顺畅 (25%)	2	0.5	政府稳定性和效率	2	1.4				(五) 政治体制 (15%)	2.3	0.345
指标 2: 政府是否高效 (25%)	2	0.5									

指标 3：政府是否稳定（25%）	1	0.25	（70%）			%		
指标 4：政策是否连续性（25%）	3	0.75						
指标 1：利益集团的状况（50%）	3	1.5	利益集团 以及腐败 （30%）	3	0.9			
指标 2：政府腐败情况（50%）	3	1.5						
“日本化”得分								2.47

从“日本化”研究分析指标体系的得分中看，中国的“日本化”得分为 2.47 分，处于低度“日本化”，但是已经十分接近中度“日本化”。分项来看，中国的货币金融、社会环境方面已属于中度“日本化”，宏观经济、财政债务和政治体制方面属于低度“日本化”。此外，一个不容忽视的现象是：中国是中美欧中唯一一个五大一级指标得分均超过 2 分的经济体，说明和日本全方位具有相似度。但是中国经济增长在未来一段时间内依然有望保持中高速增长，十八届三中全会和“克强经济学”将“改革视为最大的红利”，为未来持续稳定健康的经济发展提供了坚实保障，中国“日本化”的风险会大幅降低。



第六部分 日本经济“失去的二十年”对中国的启示意义以及对我行的建议

一、日本经济“失去的二十年”给中国的启示

（一）积极寻求扩大内需的经济增长方式

从历史的经验看，“外向型”的经济发展战略容易受制于外部经济环境的变化。美日贸易摩擦是引发日元升值问题的根源，也是形成金融泡沫的重要外因。虽然中美贸易关系与美日之间的贸易关系存在较大的差异，但人民币升值问题已经充分说明中国经济发展的外部贸易环境正在发生不利的改变。因此，进一步实施扩大内需的宏观经济政策，避免过度依赖外部经济，夯实国内金融市场发展的真实经济基础，是抵御外部冲击、避免虚假繁荣的重要举措。中国人口众多、区域、城乡差异显著和产业结构升级存在的广阔空间等经济现状为扩大内需政策提供了现实的基础。

（二）积极采取措施应对老龄化

人口老龄化将是我国需要面对的一个长期问题，应加快采取相关应对措施，继续推进新型城镇化建设和区域经济协调发展，进一步推动农村剩余劳动力的转移和就业。加大人力资本投入，提高劳动者素质。大力促进科技创新，实现产业结构优化升级，通过技术进步来弥补劳动力优势的逐步丧失。加快健全社会保障体系，继续扩大养老保险和医疗保险覆盖面，逐步提高社会保障水平。

（三）加强对金融体系的审慎监管

与昔日日本金融系统相比，今天中国的金融系统也是典型的以银行为主体的金融系统，但是无论是在银行系统的公司治理结构、经营机制和风险管理方面，还是金融市场发展的深度与广度方面，并没有表现出明显的优越性。因此，强健金融系统和加强审慎监管对于遏制中国潜在的金融危机存在显著的必要性。可以进一步改善的具体措施包括强化信息披露、加强审慎监管、切实设立与适用国际标准与准则、大力培育和发展金融市场、改善金融资产结构、积极构建多层次、全方位的金融风险监测系统及金融安全网。

（四）把推进改革放在首位而不应过分强调货币和财政政策的作用

宽松的货币政策和扩张的财政政策只是通过消除不确定性、缓解流动性压力

的方式为经济活动提供了一个相对温和、有利经营的环境，但并不能直接拉动经济高速增长，经济增长最终还要依靠技术进步推动的投资和消费驱动。当前美欧日等发达经济体面临债务高企、经济动能不足等深层次问题，新兴经济体则面临经济结构调整、增长方式转变等结构性问题，均需要将经济体制改革、提升核心竞争力作为首要任务，而过度发行货币以及扩张财政刺激的举措无异于舍本逐末。

（五）加快产业结构优化升级

目前中国需要抓紧完成调整和优化工业化进程中产业结构不合理的任务。中国应吸取日本在经济制度上的经验和教训。一是加大力度对高新技术尤其是信息技术、生物技术还有新材料技术的利用，和传统产业相结合，优化并且升级产业的结构。二是调整不规范的产业结构，对那些高消耗、高浪费、高污染的产业坚决淘汰。对那些质量效益良好、科技含量高、资源消耗少的产业发展进行积极的扶持。

二、针对我行的建议

（一）针对中国宏观经济金融现状和未来趋势，对我行的建议

一是关注平台贷款后期的债务续接工作。我行应加强与地方政府、平台公司之间的沟通、协调和配合，推动平台公司提前做好即将到期债务还本付息计划，做好各种可能的应对预案。结合地方债券的发行，严格平台贷款退出标准、程序和责任，积极加强已退出平台贷款的贷后管理。严格要求新增平台贷款仅投向国家重点建设项目续建和保障性住房等领域，并科学审慎确定贷款额度和期限，确保信贷安全。

二是关注房地产贷款因经济放缓带来的对银行信贷资产质量的影响。我行应认真开展房地产贷款风险排查、测算和压力测试，并制定有针对性的预案和措施。联合有关部门，加强对土地违规抵押重点机构、重点地区的检查和督促整改，强化房地产信托业务的风险管控。继续执行差别化的房贷政策，同时按照市场化原则和审慎经营要求，继续支持保障性安居工程建设，并做实还款保证机制。

三是关注影子银行和非法高利贷等风险向银行体系的传染。我行应从三个方



面采取措施：第一，重点关注银担、银信合作风险。采用更加全面、更为综合的评价方式，正确选择担保机构，构建平等、互利、共赢的银担合作模式。另外，严格限制通道式融资类银信业务，防止通过不当产品创新规避监管。第二，保持对非法集资活动的高压态势，加强形势跟踪研判。第三，加强防火墙建设。严格约束员工，禁止“牵线搭桥”参与民间借贷。

（二）针对日本宏观经济金融现状和未来趋势，对我行的建议

从短期来看，我行应密切关注“安倍经济学”的政策走向和效果。一方面，随着日元贬值，日本出口企业的经营业绩逐渐改善，我行可在经过深入调研的情况下，积极开展与其合作。另一方面，随着日股不断创出新高，日债收益率的上升，我行应密切关注所持日元资产的质量和潜在风险，准确研判市场走势，并适时进行资产配置调整。

从长远发展来看，“日本化”的种种表现有其深刻的国内政治、社会原因，这就要求我行在经营中，除了全面评估当地财政金融状况之外，还应通盘掌握其政治、社会等因素的特殊性，加强风险防范意识，做好风险管理和应急预案。

（三）针对美国宏观经济金融现状和未来趋势，对我行的建议

建议我行关注美国政策不确定性带来的复杂影响，并做好应对预案。一方面，美国两党对于财政平衡的博弈还将持续，美联储 QE 规模也将不断缩减，这不仅会对全球经济增长、国际金融市场走向带来一系列的连锁性影响，还会引发跨境资金从包括中国在内的新兴市场持续回流至美国，进而加大国内金融资产价格及金融体系流动性的波动。我行应高度关注美国的政策动向，对政策变化可能带来的市场震荡及流动性变化提前做好风险预案。此外，还应重视对客户风险提示工作，提前警示国际金融市场波动的可能风险。

（四）针对欧元区宏观经济金融现状和未来趋势，对我行的建议

欧债危机有所缓和但风险重重。一方面应看到欧洲在危机解决方面迈出的实质步伐以及欧债危机出现的阶段性缓和，另一方面还要清醒地认识到欧债危机演化的长期性与复杂性，并在此基础上辩证看待欧债危机的“危”与“机”：在经贸方面，既要看到欧洲持续衰退给中欧双边贸易带来显著不利影响，也要看到中

欧优势互补背景下双边投资及技术合作出现的新机遇；在金融方面，既要涉欧资产及业务做出审慎、前瞻的风险管理预案，又要积极主动地把握市场风险偏好改善及金融市场回暖带来的投资机会。