

【专题研究】读历史知兴衰，观日本看中国

联合资信 研究中心

2023 年以来，中国 CPI 指数持续走弱，市场各方关于中国面临“债务—内需通缩”风险的关心持续上升。从历史视角来看，日本在二十世纪七十年代后的发展经历和诸多问题，与中国当前的经济发展阶段具有一定的相似性。特别是，进入二十世纪八十、九十年代之后，在与美国的竞争中，日本经历了国内经济发展转型，应对房地产泡沫、人口老龄化、长期通缩等一系列挑战。为全面认识目前中国经济发展中出现的一些问题，可与具有相似发展阶段的日本进行对比。2023 年 12 月中央经济工作会议指出，当前综合起来看，中国发展面临的有利条件强于不利因素，经济回升向好、长期向好的基本趋势没有改变，要增强信心和底气。面对中国内需不足、价格弱势，中央经济工作会议做出针对性部署，风物长宜放眼量，让我们翻阅历史，观察日本的经济发展历程，从比较中思考道路，用历史的锤子、现实的钉子，稳稳钉住中国战胜价格弱势的必胜信心。

一、中国较大的三次经济波动

在探索中国特色社会主义市场经济建设的过程中，中国经济在市场力量驱动下出现过三次较大的起伏。第一次是从价格双轨制到价格闯关，制度、货币、财政因素发生巨大变化。第二次是 2008 年以后，受全球金融危机影响，我国出口导向、两头在外的经济增长模式受到重度考验，后采取强刺激模式，提高国内投资增长率，稳定了整体经济走势。第三次是，2023 年经济展现出的 CPI 低位运行受疫情影响较大，内需不足，一方面是中国自 2010 年开始着力扩大内需的改革进程较慢带来的，另一方面是疫情冲击带来的。回顾这三次中国经济发展中的波动，尽管原因有所不同，但都是总供给与总需求失衡的表现，是中国发展模式的外在表现。第一次是有效供给不足，特别是有质量的供给不足，经济体中有大量无效供给；第二次是在前期刺激政策下，总供给阶段性超过总需求；今年以来主要是内需严重受阻，总需求不足。回顾日本经济发展历程可以发现，日本使用极度宽松货币政策治理通胀低迷困境，但是随着历史发展，货币政策越发宽松，通胀却依然低迷，有众多研究将视角转向日本企业、文化等更深层次的发展模式探讨，试图从中寻找日本走出经济困境的答案。但是，日本在美国主导的地缘政治格局的地位，是上述货币、发展模式两个因素的重要补充并起到决定性作用，是被很多研究者忽视的历史事实。

二、从日本经济发展历程看中国经济增速

二十世纪的日本和二十一世纪的中国都经历了经济增速换挡的相似经历，核心原因便是，在原有生产资料及发展模式下，投资回报率边际递减的过程。1968年日本超越西德，GDP 总量成为西方体系中的第二大力量，自 1968 年之后日本 GDP 总量增长率经历了快速下降阶段，从 10%左右增速迅速下降至 1970 年左右的 4%的水平，后在 1971 年短暂超过 4%的增长水平。在 1970-1985 年的十五年间，日本总量 GDP 保持了 3.7%左右的增长水平，虽然与 1968 年前的经济增长速度相比很低，但是依然超越 OECD 国家的平均水平。1985 年《广场协议》签订后，日元对美元汇率大幅升值。自《广场协议》签订到 1988 年初，短短不到两年的时间里日元对美元汇率升值将近 1 倍。1985 年的广场协议对日本国内的市场化利率、金融市场改革带来了巨大冲击。为应对这一剧烈变化，日本采取的宽松国内政策，通过刺激国内需求的方式来提振经济增长。这一措施，确实将日本经济在 1985-1990 年的状态大大提振，其增长速度进一步扩大领先全球和发达国家的水平。在经历了五年的快速增长之后，日本经济急转直下，从此经济增速落后于全球和发达国家经济增长水平。1991 年开始，日本 GDP、人均 GDP 增速均显著下滑。

关于中国经济潜在增长水平的讨论，有两个代表性学说，一个是中速增长平台假说，一个是劳动人口总量下降假说，也就是著名的刘易斯第二拐点。在这两种主要学说看来，中国经济再维持高速增长的能力已经不足，但是可以通过高质量发展，来保持一定增长水平。正如日本经济在 1968 年之后，无法再支撑 10%以上的经济增长水平，转而寻找国际大市场，推动外向型经济增长模式。但日本在外向型经济增长模式受挫之后，没有找到内需的支撑力量，使其经济增长水平也无法达到 4%的第二增长平台。这对于中国寻找中速增长平台来说具有重大借鉴意义。对于中国在接下来十年左右时间的经济增长速度，有一些基本共识，就是经济整体增速将逐步台阶式下降到 4%至 5%左右，但仍然高于西方主要发达国家的经济增长水平。对于中国是否可能由于房地产危机而出现长达十年的经济低速增长情况，目前还没有比较有力的学术理论。从货币现象向实体经济扩散的过程中，多元化的经济结构能够消化金融加速器效应带来的经济波动对整体增长的冲击。从 2023 年中国经济增长动能的多元化来说，在绿色经济、数字经济的新动能拉动下，对于经济波动的消化能力是有的。如果平稳度过这个传导阶段，顺利处置过程中的债务问题可能需要一个较为宽松的货币环境。一个有利的点是，宽松的货币环境也有利于刺激数字经济、绿色经济的发展。风险点在哪里？在经济波动向长期经济增长扩散的过程中，有两个学术上的概念来说明风险点。一个是宏观上的磁滞效应，一个是微观上的疤痕效应。由于两个效应的存在，经济波动有可能显著、长时间压低经济

潜在增长水平。在自由化市场经济理论下，经济波动是一个市场自动出清过程，在这个过程中供需双方将快速调整到新的均衡点。磁滞效应是指经济体在这个调整过程中可能不迅速，并且不顺利，长期的结构调整显著将经济体困于一个低的增长均衡之中。疤痕效应说，居民部门在调整过程中失去了对经济增长的信心，从而系统性改变了自己的消费、投资行为，将减少消费、减少借债，将资金主要用于储蓄，这将带来巨大的经济逆风。目前来看，这两个风险点在中国现实存在。房地产产业在中国经济体量占比较大，尽管中国从 2019 年开始投资率明显下降，经济增长动能更多依靠消费增长。但是房地产形成了大量债务问题，这些债务蔓延到经济体各个角落。再加上居民经过 2022 年疫情反复冲击，债务困境越发严重。在居民消费增长乏力下，进行房地产债务的定向拆弹，确实存在落入一个低增长困境的风险。我国对于企业破产要求比较严格，对于居民部门更加严格，居民在房地产债务偿还方面面临很大压力。这在某种意义上加重了疤痕效应，对居民的预期和信心带来了不小的压制。反思日本在应对房地产泡沫带来的经济大幅波动，之后陷入经济长期停滞的教训，积极应对两种效应，避免经济波动的后遗症将长期经济增长平台增速压低。

三、有利条件支撑下中国有能力实现中速增长平台

中速增长平台不仅是提高人民生活水平，不断创造有竞争力的新产品的过程，而且是地缘政治的需要。在日本的故事中，日本因为长期经济增长失速，从而失去了国际市场，从而很难有机会再次参与全球产品创新的竞争。一个大型经济体保持持续的经济增长并不是理所应当的事情，要在残酷的全球市场竞争中获得一席之地，需要有不断的创新精神，有完善的制度保障，有强大的政治力量。要实现经济中等增速要回答好两个问题，一是我们如何比当年日本做得好，能够顺利处理好房地产债务问题；二是我们如何能够与美国在科技创新上同台共舞，凭借大市场，以并驾齐驱的科技创新拉动经济增长。

回顾中国与日本相似的经济增长与经济波动阶段，参考学者对日本经济现象的反思与总结，从经济长期增长速度、货币层面下的价格稳定、经济发展结构模式、金融市场化改革对比分析中日经济进程。可以发现，中日在经济发展中存在如下四大相同点：1、工业化、城镇化建设过程中，高储蓄、高贸易盈余支撑国内投资率，实现经济 10%左右的超高速增长，进入世界前列。2、之后，投资回报率递减规律发挥作用，经济增速回落，进一步市场化改革，经济结构性改革、扩内需任务压力凸显，人口老龄化问题逐步加剧。3、房地产价格回落引发商品价格走弱、金融债务累计的困难，对经济长期增长潜能具有重大影响。4、推进金融市场化改革的同时，面对着利率水平下降、前期债务积累大环境下的商业银行改革重任。商业银行

资产负债表的健康程度在很大程度上也决定着经济体走出商品价格弱势的政策效能。但是与此同时，又存在如下三大不同点：**1、**中国市场内的公司竞争激烈，特别是制造业企业在国内市场竞争激烈，比日本更加市场化，不存在僵尸企业大规模生存的基础。**2、**中国股票、债券价格没有跟随房地产价格出现大面积回落，金融资产价格的稳定保障了中国金融系统正常运转的环境，也有利于继续推进企业直接融资。**3、**国际环境、地缘政治存在重大差异。虽然，中国和日本在经济转型期都与美国爆发了以贸易摩擦为代表的地缘政治博弈，但是日本在 1985 年左右没有外部力量来对冲美国的贸易压力，此时的美国在冷战中正逐步确立优势。回望二十一世纪的中国，有金砖国家、东盟等全球经济增长潜力大的地区作为国际贸易伙伴加以对冲贸易压力。面对百年未有之大变局，中国加快建设双循环经济模式，依靠国内大市场挖掘高质量发展的持续动力，比日本有更大的地缘政治空间。综上，中国的 CPI 负增长仅是一种经济周期现象，但距离日本式的“流动性陷阱”风险还有一段距离。

当然，面对错综复杂的国际环境以及艰难繁重的国内改革任务，我们还需从日本经济历程中总结经验，即要全面贯彻落实好中央政治工作会议部署，有效提振国内需求。其中，**保持独立性，币值稳定，收入分配调整，调整经济重心至科技进步**这四点尤为重要。具体政策措施包括：**（一）从居民需求不断新生增长中探寻经济的未来动能。**将人口战略提升为经济增长的国家战略，不折不扣向生育资源倾斜，前瞻性对养老政策、社保、医保政策作出适应人口变化的调整措施。**（二）创造更为宽松的货币环境以处置债务风险。**由于通缩风险从货币现象向实体经济扩散过程中，多元经济结构能够消化金融加速器效应带来的经济波动对整体增长的冲击。因此，顺利处置过程中的债务问题可能需要一个较为宽松的货币环境。**（三）积极应对磁滞和疤痕效应，纠正经济预期，避免经济波动的后遗症压低长期经济增速。**采取多种方式提振居民、企业信心，加大宣传力度，突出经济中的积极因素。采取有效的财政和货币政策，围绕债务拖欠困境，多出快出纾困政策。**（四）对房地产供需关系做出长足调整，避免中国房地产价格长期性回落。**需求方要保障劳动工资水平长足增长。供给方要综合核算金融弹性，允许一定房地产企业破产清算，实现供给端债务风险出清。**（五）稳步推进中国银行体系改革。**在扩大直接融资比重，利率市场化形成的改革方向下，中小银行需要处置前期积累的劣质资产，并应对贷款需求下降的整体改革局面。诸如中小银行进入投资银行领域、中小银行重组、多渠道补充资本金都将是十分重大的改革问题。**（六）将扩大内需同深化供给侧结构性改革有机结合起来。**中国应以科技创新为抓手，不断培育新产品、新模式，提高消费在拉动经济增长中的基础性作用。加快全国统一大市场建设，为民营经济发展创造优质环境，以有效投资来促进经济增长，降低宏观杠杆率。完善一次、二次、

三次收入分配制度改革，多方面提高居民可支配收入增速。（七）在中国利率市场化改革中，一是，**扩大股票市场融资，支持创新企业融资**。美国切断中资企业在美国上市融资的渠道，将中国吸引外来资本投资中国风险企业，并通过美元资本市场退出的渠道设置了障碍。以科技创新驱动的内需扩张离不开风险投资的支持，要统筹有效重组商业银行业务范围和股票融资发展。二是，**有效降低实体经济融资成本**。在商业银行债务重组，无法再大规模降息让利的环境下，放松债券融资限制，加快发展高收益债券市场，提升民企和科创企业的融资能力，减轻股票融资审核强度，降低实体企业通过直接融资渠道的中介成本是有效的改革选项。

此报告为研究中心《读历史知兴衰，观日本看中国》深度研究的简略版本，要获得课题报告全文请联系投资人服务。