

基于产业和企业视角的日本房地产泡沫启示

主要观点

地产崩盘后日本企业行为的变化

1990年后被称为日本“失去的十年”或“失去的二十年”。在经济停滞期间，日本企业行为发生了重大改变：非金融企业募资减少，从净投资者变为净储蓄者，经营目标从利润最大化转向负债最小化；银行信贷投放萎缩，信贷增长全靠政府拉动，私人企业信贷增速几乎为零。

面对经济衰退，日本政府和央行积极应对。日本政府财政开支大幅增加，用于基础设施建设和农村改造；央行快速下调利率，并进行量化宽松。然而，在资产负债表衰退的背景下，任何货币政策的效果都会大打折扣，这也是传统货币理论假设的重大缺陷。

地产崩盘后日本产业结构的变迁

房地产崩盘后数年，日本制造业显著衰退，而非制造业受到的冲击小很多。以1994年为分水岭，日本产业格局发生巨变：1994年后，皮革、服装、纺织品、建筑等行业加速恶化，精密仪器、有色金属、金融保险等行业出现反弹，商业活动、食品和通讯行业进一步扩张，而生活服务、娱乐服务、便利零售以及后期的通信电子等产业则是危机之后蓬勃发展的典型。

假如房地产“泡沫”真的破灭了...

中国房地产市场应该不会重蹈日本的覆辙：第一，中国土地市场依然是一个卖方垄断市场，政府可以成为最大的“麻烦制造者”，也可以成为最大的“麻烦终结者”；第二，中国房地产市场的风险已被高度警惕。有美国和日本的前车之鉴，中国央行不会连续快速收紧货币政策，土地财政政策的调节亦会更加平滑。

如果中国房地产“泡沫”真的破灭了？日本“失去的二十年”为我们提供了足够的经验教训。危机爆发前做好准备：抑制金融机构过度加杠杆、合理引导人民币汇率预期；危机爆发时积极应对：积极财政政策托底、央行提供紧急流动性、推出全面存款担保；危机爆发后把握“危中之机”，加速产业结构的调整和升级。当然，我们不必等待危机“倒逼”我们实现产业结构“痛苦”升级，趁中国经济增长韧性犹存之际，适当降低“稳增长”的诉求，锐意加大“促改革”的力度，矫正金融经济的定位，提升中国经济的体质，方能更好地应对资产价格波动的可能冲击。

钟正生

Zhongzhengsheng
@cebm.com.cn

夏天然

trxia@cebm.com.cn

目录

一、日本房地产泡沫崩盘再回眸.....	4
1、“广场协议”打开“潘多拉魔盒”	4
2、1990年日本经济迎来转折点.....	4
3、资产价格缩水重创企业资产负债表	4
二、日本房地产崩盘后企业行为的变化.....	5
1、非金融企业募资减少	5
2、金融机构信贷投放萎缩	5
3、企业投资需求急剧下滑	6
4、货币政策僵化失灵	6
5、财政支出托底增长	7
三、日本房地产崩盘后产业结构的变迁.....	8
1、制造业受损远胜非制造业.....	8
2、行业格局“大洗牌”	8
3、制造业下滑明显.....	9
4、非制造业维持平稳	9
四、中国房地产会重蹈日本覆辙么？.....	11
1、中国房地产“泡沫”会破灭吗？	11
2、假如中国房地产“泡沫”破灭了...	11
五、结语性评价	15

图表目录

图1：“广场协议”后日本经济急剧下滑.....	4
图2：日本房地产崩盘后“一片狼藉”.....	4
图3：1985年后日本非制造业负债快速增加.....	5
图4：非制造业负债率在90年后长期居高不下.....	5
图5：地产崩盘后，日本企业募集资金大幅减少.....	5
图6：地产崩盘后，日本贴现率快速降至零附近.....	5
图7：地产崩盘后，日本私人信贷几近“冰封”.....	6
图8：2001年，日本央行推出量化宽松，但私人部门借贷依然停滞.....	6
图9：日本企业投资需求大幅下滑.....	6
图10：企业投资损失相当于于20%的GDP.....	6
图11：房地产泡沫破灭后，日本私营部门信贷没有提升.....	7
图12：房地产泡沫破灭后，银行信贷主要投向非私营部门.....	7
图13：房地产泡沫破灭后，日本经济仍在增长.....	7
图14：这全拜日本政府财政扩张所赐.....	7
图15：房地产泡沫破灭后，日本企业销售保持平稳.....	8
图16：房地产泡沫破灭后，日本制造业利润下滑较多.....	8
图17：房地产泡沫破灭后，日本制造业投资下滑较快.....	8
图18：1994年是一个分水岭（全部行业）.....	8
图19：房地产泡沫破灭后，日本产业结构的兴衰（以行业产值变化率来度量）.....	9
图20：房地产泡沫破灭后，日本制造业销售的变化.....	9
图21：房地产泡沫破灭后，日本制造业投资的变化.....	9
图22：房地产泡沫破灭后，日本非制造业销售变化.....	10
图23：房地产泡沫破灭后，日本非制造业投资变化.....	10
图24：1990年代日本娱乐业一直保持较高增速.....	10
图25：次贷危机后，美国娱乐业发展也韧性十足.....	10
图26：土地出让金在我国政府财政收入中占比较高.....	11
图27：次贷危机前美联储连续收紧货币政策.....	11
图28：房地产泡沫破灭后，日本财政支出急剧增加.....	12
图29：次贷危机爆发后，中国财政支出大幅扩张.....	12
图30：“广场协议”后日本央行大幅下调利率.....	12
图31：2015年“8·11”汇改后人民币汇率弹性加大.....	12
图32：1990年代日本服务业占比快速攀升.....	13
图33：中国目前服务业与制造业的比重与日本80年代初类似.....	13
图34：中国制造业行业结构的变化（以工业增加值增速度量）.....	14
图35：中国制造业行业结构的变化（以主营业务收入度量）.....	14

历经2016年以来中国房地产市场的又一轮疯狂后，有关房地产的一切均受到广泛关注，“泡沫”也成为年度热门词。在纠结房价涨不涨、泡沫何时破的问题时，我们往往会拿上世纪八十年代末的日本进行对比。不管从房价的上涨速度，还是从企业的行为模式来看，当下的中国都与当年的日本颇为相似。日本房地产崩盘已成过往，中国房地产也会殊途同归么？

没有坚立不破的资产泡沫，只有似曾相识的“末日狂欢”！我们不妨从最坏的角度，假设中国房地产在可见的未来“崩盘”，那么该如何收拾危机后的一地鸡毛？对日本房地产市场崩盘来龙去脉的分析众多，但鲜有对房地产崩盘后的进一步追踪。人们往往用“失去的十年（二十年，甚至三十年）”来形容危机后的日本。为何日本经济经历了如此长期的“失落”？在这十年（二十年，甚至三十年）中，日本企业又经历了怎样的“万劫不复”，抑或“劫后余生”？这些问题亟待解答，且颇有借鉴意义。我们在此略作分析，力求从新的视角带来一些新的启示。

一、日本房地产泡沫崩盘再回眸

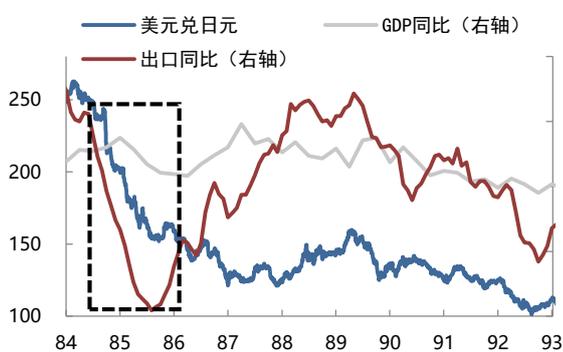
1、“广场协议”打开“潘多拉魔盒”

上世纪80年代，美元指数一度飙升至160的历史最高位，严重抑制了美国的出口竞争力，而彼岸的日本则享受着持续而巨额的贸易顺差。1985年的“广场协议”就在此背景下签订，并从此打开“潘多拉魔盒”（图1）。随后，日本央行不断下调基准利率，以应对日元升值带来的贸易和经济下滑，快速扩张的流动性刺激了股市和房地产市场。

2、1990年日本经济迎来转折点

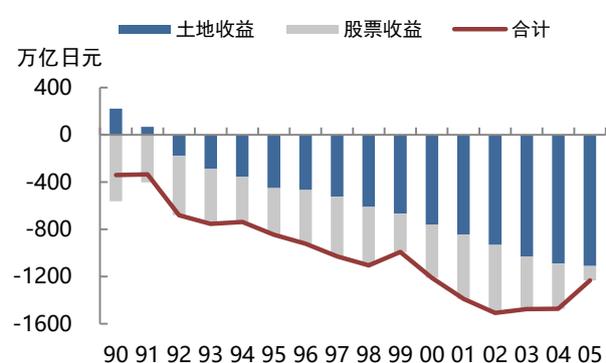
“树不能长到天上”，面对资本市场巨大的隐忧，日本政府选择以最痛苦的方式刺破泡沫。1989年5月到1990年9月，日本央行连续加息，贴现率从2.5%上调至6.0%，加息幅度远超“广场协议”后的降息幅度。同期，日本政府出台多项房地产紧缩政策，打压过快上涨的地价。1990年日本股市率先崩盘，1991年房地产市场开始大溃败，平成景气（1986-1990年）宣告结束（图2）。

图1：“广场协议”后日本经济急剧下滑



来源：Bloomberg，莫尼塔

图2：日本房地产崩盘后“一片狼藉”

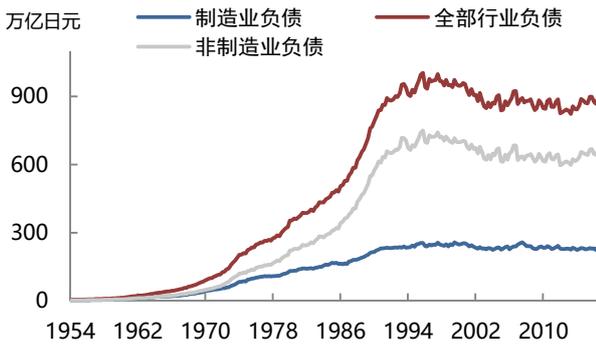


来源：OEIC，莫尼塔

3、资产价格缩水重创企业资产负债表

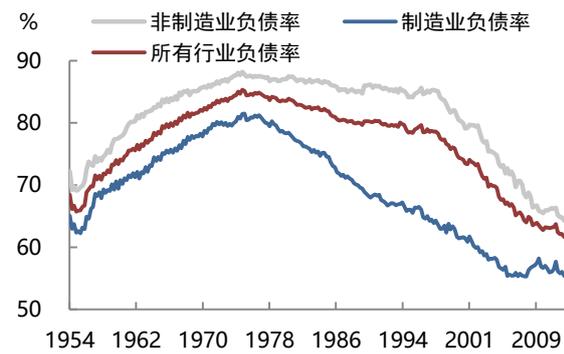
1980年代资产泡沫期间，日本企业竞相从事地产投资，股票和土地价格的下跌给当时的日本企业造成了巨额损失。1990年至2002年，资产价格下挫造成的累计损失高达1500万亿日元。当时，日本企业基本经营状况并未发生根本变化，正是资产价格的迅速缩水导致了企业资产负债表的大幅衰退。更糟糕的是，由于此前资产价格一路攀升，1980年代后期日本企业大量举借债务，扩大经营和购买资产，因此泡沫破灭对于高负债经营的企业打击更大（图3，图4）。

图 3： 1985 年后日本非制造业负债快速增加



来源：日本财务省，莫尼塔

图 4： 非制造业负债率在 90 年后长期居高不下



来源：日本财务省，莫尼塔

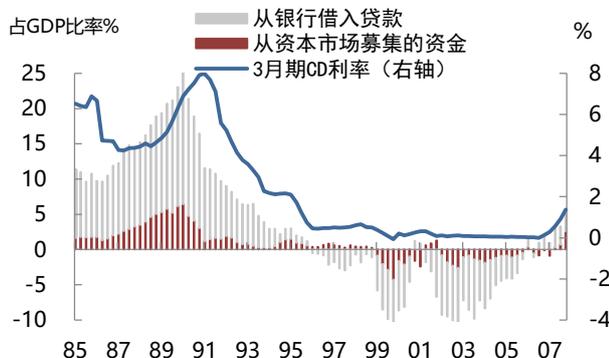
二、日本房地产崩盘后企业行为的变化

1、非金融企业募资减少

地产泡沫破灭后，由于资产大幅减少，但负债并未相应下降，日本企业部门陷入了严重的资产负债表衰退。当企业负债超过资产时，从技术角度来看就可以定义为破产。但1990年代日本企业的破产与一般意义上的破产不同。一般意义上的企业破产是因销量下滑或经营不善，导致资不抵债，终被市场淘汰，而当时的日本企业依然拥有优秀的技术和研发能力，全球消费者对日本产品的需求也依然很高。

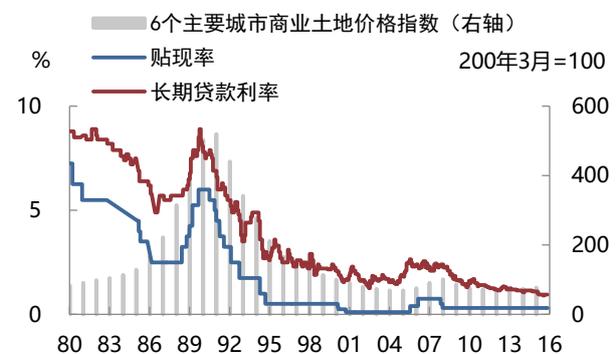
正因日本企业突然面临这种“非典型破产”，企业风格开始从扩张转向还债，经营目标从利润最大化转向负债最小化。也就是说，只要盈利能力依然存在，日本企业就会不断用收益填补负债缺口。在此情况下，日本企业融资意愿极低，即便当时日本央行已经快速将政策利率下调至零附近（图5，图6）。

图 5： 地产崩盘后，日本企业募集资金大幅减少



来源：Bloomberg，莫尼塔

图 6： 地产崩盘后，日本贴现率快速降至零附近



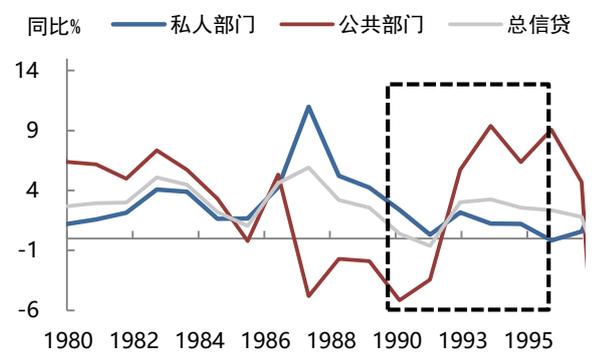
来源：Bloomberg，莫尼塔

2、金融机构信贷投放萎缩

“资产负债表衰退”导致企业还债需求超过融资需求，与此同时金融部门的信贷投放也受到阻碍。1991年，日本信贷开始负增长，私人企业信贷增速几乎为零。好在从1992年开始，政府部门及时开始加杠杆，政府部门信贷增速大幅转正，拉动了整体信贷增速的回升（图7）。2001年，

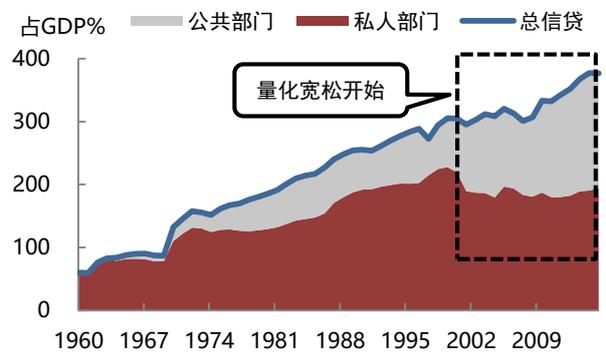
日本央行开始量化宽松 (QE)，政府部门借贷扩张更加迅速，由此推动整体信贷占GDP比重接近400%。但这一时期私营企业借贷几乎没有变化，“宽货币”无法有效传导至“宽信用”，正是日本央行量化宽松屡被指责的重要原因 (图8)。

图 7: 地产崩盘后, 日本私人信贷几近“冰封”



来源: Worldbank, 莫尼塔

图 8: 2001 年, 日本央行推出量化宽松, 但私人部门借贷依然停滞

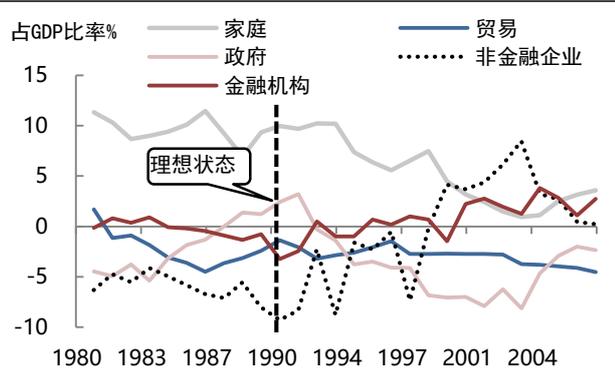


来源: Worldbank, 莫尼塔

3、企业投资需求急剧下滑

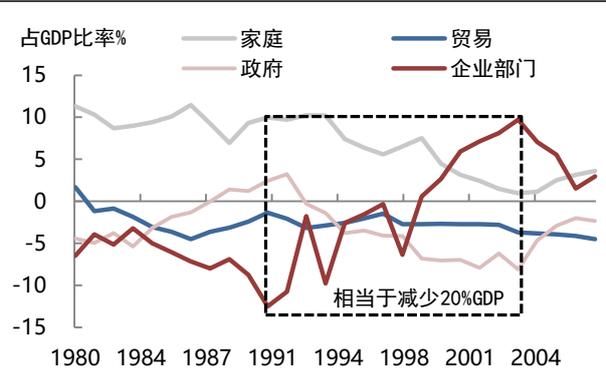
在其代表作《大衰退》一书中，辜朝明描述了其认为理想的经济结构：家庭部门高储蓄率、企业部门高投资率、政府支出和贸易差额保持平衡。在1990年平成泡沫的顶峰，日本经济结构正处于这一状态。(图9)然而，房地产泡沫破灭后，企业从借贷转向偿债，投资需求急速衰竭。至1998年，企业已经从净投资者变为净储蓄者，即企业不仅停止了吸收投资，还将自有资金用于偿债。企业部门投资需求下降导致日本经济停滞不前，1990年到2003年，累计损失大约相当于这一时期日本GDP的20% (图10)。

图 9: 日本企业投资需求大幅下滑



来源: 日本银行, 莫尼塔
注: 图中数据为不同部门资金流向情况, 大于0为净储蓄, 小于0为净投资

图 10: 企业投资损失相当于于 20%的 GDP



来源: 日本银行, 莫尼塔
注: 图中数据为不同部门资金流向情况, 大于0为净储蓄, 小于0为净投资

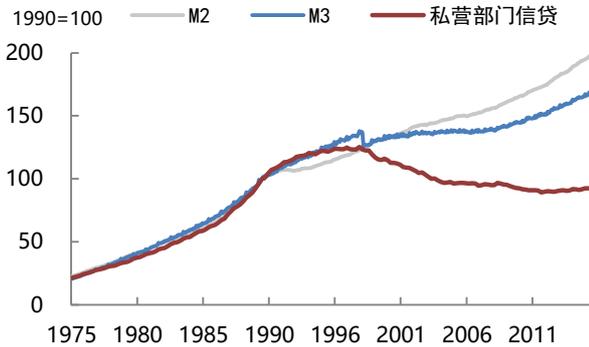
4、货币政策僵化失灵

房地产泡沫破灭后，日本央行连续快速下调利率，1995年贴现率已经降至0.5%。然而，日本企业信贷并未提升，1998年开始甚至走向下滑 (图11)。日本企业忙于修复资产负债表，根本无意于继续举债。企业借贷需求低迷，对于利率变化并不敏感，货币政策传导失效，这就导致所谓零利率下限的问题 (Zero Interest Rate Lower Bound)。这种状态一直持续至今，即便2001年日本央行祭出量化宽松的货币政策，企业借贷也依然疲弱不振。

不过，当时日本政府大规模发行国债，为了寻求更高收益的无风险回报，日本的银行选择将

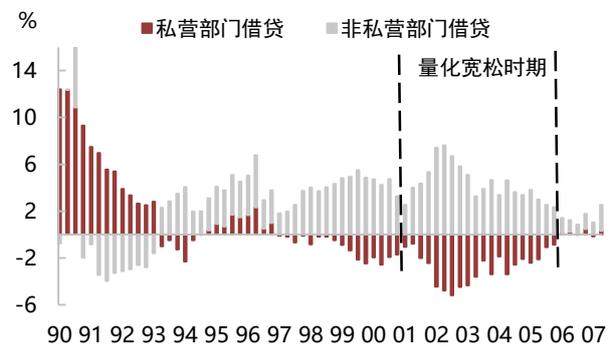
多余资金购买国债。从图12中可以看出，自1998年开始，私营企业专注于偿债，而政府部门成了唯一的借贷方。这一时期日本的货币供应没有萎缩，很大程度拜日本政府财政扩张所赐。

图 11：房地产泡沫破灭后，日本私营部门信贷没有提升



来源：IMF，莫尼塔

图 12：房地产泡沫破灭后，银行信贷主要投向非私营部门



来源：日本银行，莫尼塔

5、财政支出托底增长

房地产泡沫破灭后，日本经济没有陷入美国1929年大萧条时的情景（1929-1932年间，美国GDP缩水了46%），名义GDP和实际GDP都平稳增长，人均GDP仍然保持年均8%左右的增速，直到1995年（图13）。个中原因就在于日本政府的财政刺激。1990年后，日本政府大举发债，国债发行额从1990年的7万亿日元，上涨至1995年的21万亿日元，财政支出占GDP比重大幅增加（图14）。财政刺激导致日本政府债务高企，但保证了日本经济能够继续维持泡沫顶峰时的绝对水平。如果日本政府不进行财政刺激，那么日本GDP会跌至泡沫崩盘前的一半甚至1/3。

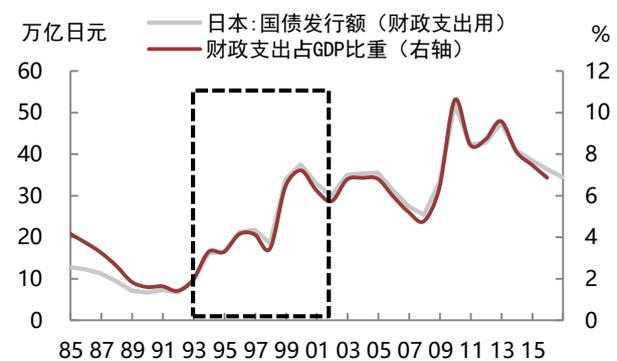
有意思的是，虽然日本政府的财政刺激防止了人民生活水平的灾难性下降，但鲜有学者对当时的日本政府褒扬有加，反倒是批评之声不绝于耳。最主要的批评就是，日本政府并未有效利用资金，在花费140万亿日元巨资后，并未带来日本经济增速的提升。但事实上，日本政府在房地产泡沫破灭后，大量投资基础设施建设，日本的公路铁路系统更趋完善；积极补贴改造日本农村，农村生活水平大幅提高。正由于完善的基础设施，平稳的物价水平，房地产泡沫崩盘后，日本居民的生活压力并未显著增加，似乎并未深切体会到“失去的痛楚”。

图 13：房地产泡沫破灭后，日本经济仍在增长



来源：Wind，莫尼塔

图 14：这全拜日本政府财政扩张所赐



来源：Bloomberg，莫尼塔

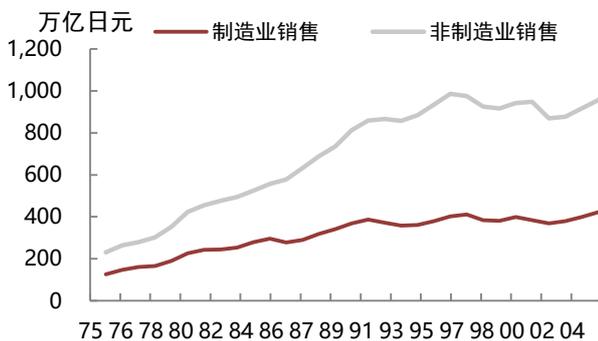
三、日本房地产崩盘后产业结构的变迁

房地产泡沫破灭后，随着日本企业行为的巨大改变，政府角色的激进转向，日本的产业结构也呈现出一些颇有借鉴意义的变迁。

1、制造业受损远胜非制造业

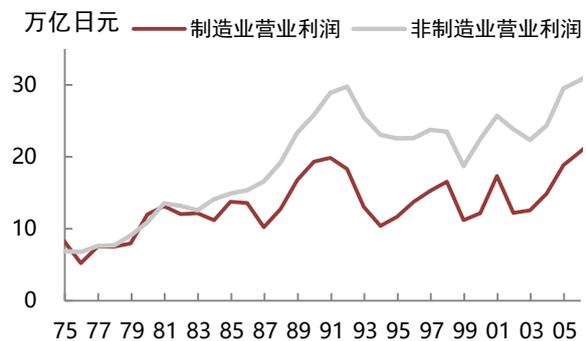
1990年以后，日本企业销售继续稳定上涨，没有明显受到冲击（图15）。但从企业利润、库存和投资的明显下滑中，就可看出房地产泡沫破灭的影响。早在1970年代，日本制造业产值就已超过非制造业，房地产崩盘后也受到更多冲击。1991年至1994年，制造业利润累计下滑41%，非制造业下滑22%；制造业投资累计下滑37%，非制造业投资累计下滑13%（图16，图17）；制造业销售累计下跌2%，而非制造业同期增长9%。

图 15：房地产泡沫破灭后，日本企业销售保持平稳



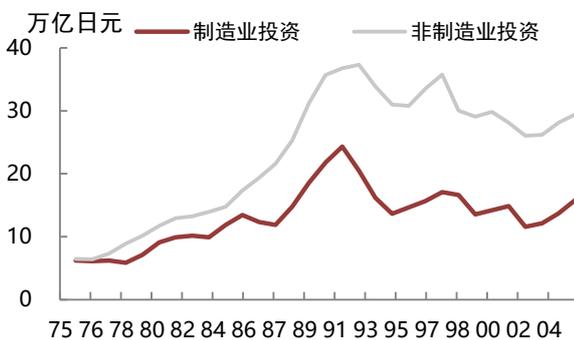
来源：日本财务省，莫尼塔

图 16：房地产泡沫破灭后，日本制造业利润下滑较多



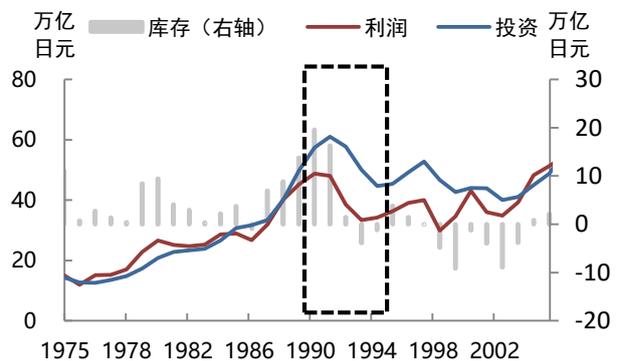
来源：日本财务省，莫尼塔

图 17：房地产泡沫破灭后，日本制造业投资下滑较快



来源：日本财务省，莫尼塔

图 18：1994 年是一个分水岭（全部行业）



来源：Wind，莫尼塔

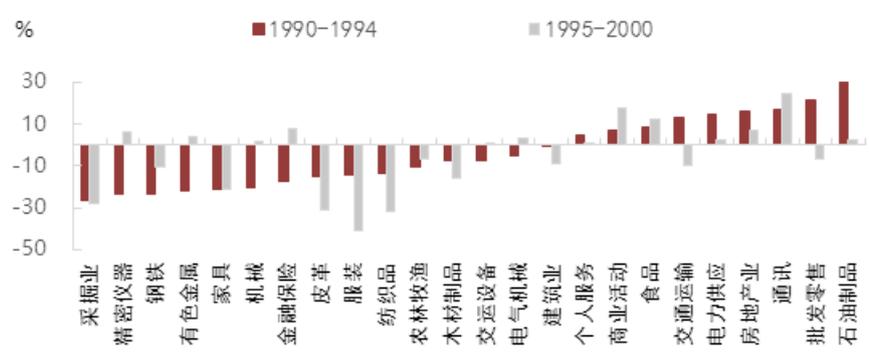
2、行业格局“大洗牌”

房地产泡沫破灭后，日本产业大变迁，行业格局大洗牌。从产值、利润、投资等指标来看，1994年是一个重要的分水岭，日本企业的各项经济指标在1994年后都有好转，一些行业在1990-1994年期间衰退，随后迅速恢复（图18）。我们以1994年为分界点，将日本经济最初的“消失的十年”分为两段，观察房地产泡沫破灭对日本产业结构的影响。

从不同行业的产值变化来看，皮革、服装、纺织品、建筑等行业在1994年后加速恶化，但精密仪器、有色金属、金融保险等行业在1994年后出现反弹，而商业活动、食品和通讯行业均进一

步扩张（图19）。

图 19：房地产泡沫破灭后，日本产业结构的兴衰（以行业产值变化率来度量）



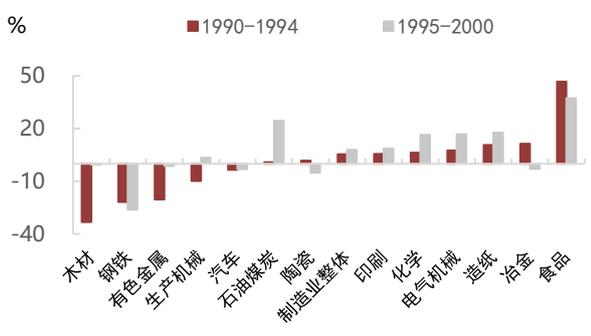
来源：日本财务省，莫尼塔

3、制造业下滑明显

日本制造业在房地产泡沫破灭后受到影响相对较大。钢铁、有色、生产机械等行业销售下滑严重，但食品销售却快速增加，灾后十年累计上涨高达80%。1994年之后，木材、有色、生产机械等行业开始转暖，继续大幅下跌的只有钢铁产业，这与当时日本政府坚决调整钢铁产业结构有很大关系（图20）。在经历了第二次石油危机和房地产崩盘后，日本钢铁行业产能严重过剩，利润持续下降，但钢铁产能却在“逆势”扩张。为了加速去产能，日本银行在逐渐下调基准利率的同时，不断提高对钢铁企业的贷款利率。这种差异化的利率政策十分有效地遏制了企业的扩张需求，日本钢铁行业产能随之不断收缩。

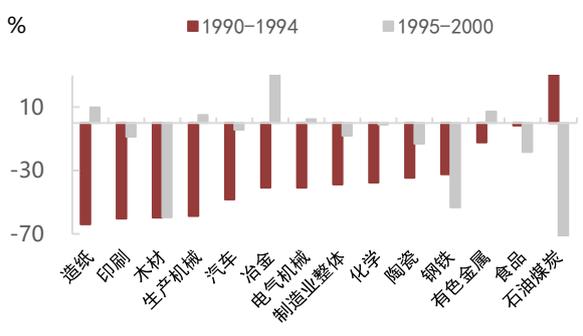
从企业投资的角度来看，日本制造业衰退更加明显。1994年之前，几乎所有制造业企业都大幅削减投资，这印证了上文中提到的，企业贷款需求低迷，从净投资者转向净储蓄者；1994年以后，日本制造业投资整体依然在下滑，但下滑幅度比1994年之前已收窄很多（图21）。

图 20：房地产泡沫破灭后，日本制造业销售的变化



来源：日本财务省，莫尼塔

图 21：房地产泡沫破灭后，日本制造业投资的变化



来源：日本财务省，莫尼塔

4、非制造业维持平稳

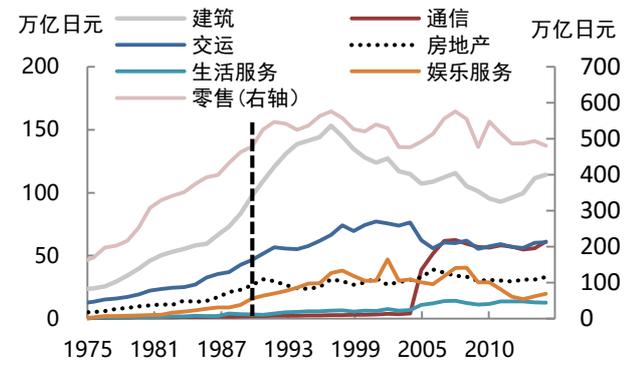
非制造业与制造业形成鲜明对比。除了建筑业销售在1997年亚洲金融危机爆发后明显下滑外，1990年之后的10年，其他非制造业行业均保持增长或平稳。其中，增长较快的行业包括零售、建筑、交通运输、娱乐服务业等。

从销售角度来看，1990-1994年，生活服务以及娱乐服务的销售额分别上涨了95%和53%，为发展最迅速的两个行业（图22）。以7-11、全家为代表的便利零售业也一直保持旺盛的发展势头。值

得关注的是，总体来看建筑业和房地产业并没有遭遇到想象中的巨大打击。政府的基建投资支持了建筑业发展；房价一落千丈，但房屋成交却依然高增长。进入2000年以后，在信息技术革命的推动下，日本非制造业发生了脱胎换骨的变化。信息通信产业在2005年左右实现爆炸式发展，“失落的十年”中逐渐没落的消费电子产业重振雄风，索尼、夏普等厂商均获得了新的生机和活力。

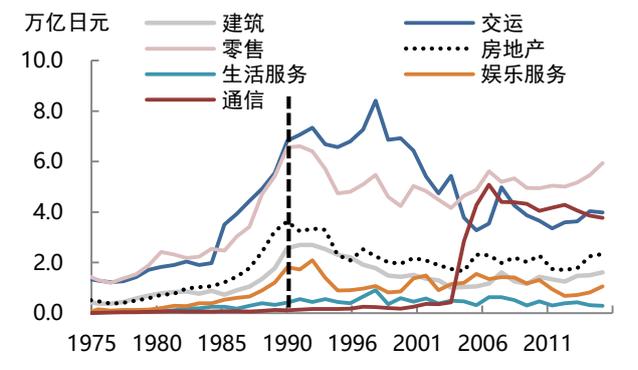
从投资角度来看，除了交通运输行业投资不断加大外，房地产泡沫破灭后，大多数行业的投资均持续下滑（图23）。显然，日本政府积极扩大财政支出，大兴铁路公路等基建项目，带动了交通运输行业的快速发展。

图 22：房地产泡沫破灭后，日本非制造业销售变化



来源：日本财务省，莫尼塔

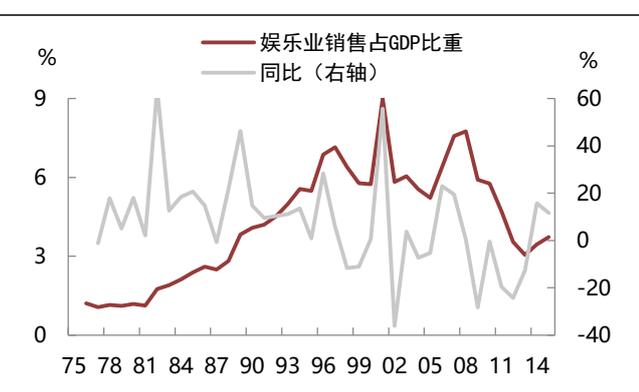
图 23：房地产泡沫破灭后，日本非制造业投资变化



来源：日本财务省，莫尼塔

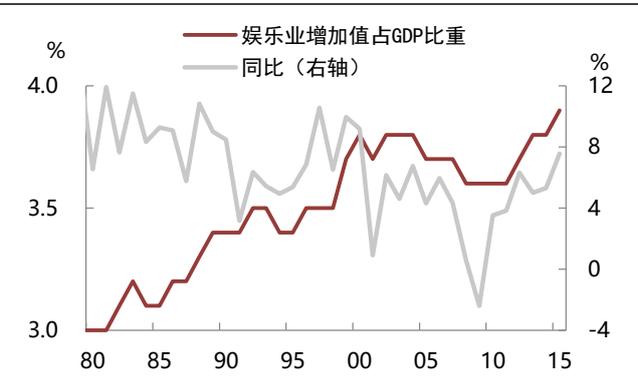
有意思的是，与“口红经济学”描述原理类似，当经济不景气时，人们反而会增加廉价的可选消费。1930年代大萧条时期，美国诞生了大量优秀电影和戏剧，50%的人每周看一次电影。日本“失去的十年”则刺激了以影视、游戏为代表的娱乐服务业的平稳发展。2001年，日本娱乐业销售占GDP比重一度达到9%的高峰（图24）。相映成趣的是，次贷危机后，美国娱乐业所受影响也很小，恢复速度也很快（图25）。

图 24：1990年代日本娱乐业一直保持较高增速



来源：日本财务省，莫尼塔

图 25：次贷危机后，美国娱乐业发展也韧性十足



来源：Wind，莫尼塔

四、中国房地产会重蹈日本覆辙么？

1、中国房地产“泡沫”会破灭吗？

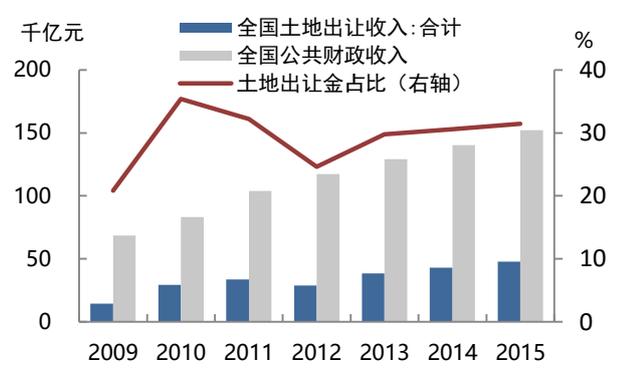
对于当前房价高企、泡沫之声不绝于耳的中国来说，日本“失去的十年”无疑是非常好的借鉴。但首先我们需要明确一个问题，中国的房地产市场是否会重蹈日本覆辙？

目前，对于中国房地产市场的讨论和研究不知不觉成为“热门”，其中不乏将中日情况进行对比的文章。诚然，不管从宏观的经济产业发展路径，还是微观的居民生活习惯和观念来看，日本都是一个很好的参照样本，且当前中国房地产市场的疯狂也确实与1980年代后期的日本颇为相似。但我们还是需要看到中日房地产市场间的两个关键差异，这些差异决定了至少短期内，中国的房地产市场不会重蹈日本的覆辙。

第一，我国房地产问题归根结底是土地财政问题。由于土地国有化，中国的土地一级市场依然是一个卖方市场，而唯一的“庄家”就是地方政府。而目前，这个庄家的“控盘”意愿有，“控盘”能力也有！我国地方政府对土地财政的依赖程度非常之高。截至2015年年末，房地产相关收入在地方政府收入中占比至少为30%。在中央与地方政府间财政事权划分并未根本调整的背景下，地方政府显然不愿也不能摆脱对土地财政的过分依赖（图26）。简单地说，只要地方政府控制了土地供应这个“命门”，就能维持节节攀升的土地溢价，支撑房地产调控只重需求端而不重供给端的痼疾和困局就很难从根本上消除。但地方政府是房地产调控最大的“问题制造者”，但也可以成为最大的“问题解决者”。只要充分增加土地供应，房价的平稳上涨理应可期。

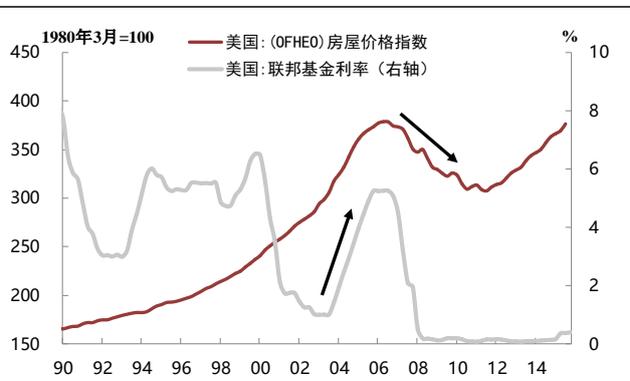
第二，中国房地产市场风险已被高度警惕。日本和美国房地产崩盘前，两国央行均有意无意地持续快速地上调了政策利率。日本政府在1980年代末时，意识到当时虚假的繁荣并不符合二战后国家发展的基本方针（即“农田自保”和“科技兴国”），痛定思痛之下，狠心戳破了房地产泡沫。美联储也从2004年开始将基准利率从1%一路上调至2006年的5.25%，货币政策的快速收紧最终酿致美国房地产市场的崩盘（图27）。日美两国事先显然没有意识到房地产泡沫破灭的巨大破坏力。有如此多的前车之鉴，中国央行“来硬的”可能性非常低。当前，中国货币政策依然“不紧不松”，即便货币政策收紧，也不会太快。温和去杠杆，或为“以时间换空间”创造条件。

图 26：土地出让金在我国政府财政收入中占比较高



来源：日本财务省，莫尼塔

图 27：次贷危机前美联储连续收紧货币政策



来源：Wind，莫尼塔

2、假如中国房地产“泡沫”破灭了...

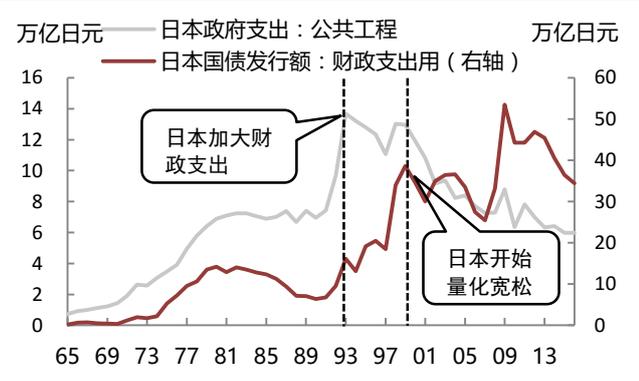
撇开中国房地产泡沫会不会破灭不谈，假如中国的房地产市场出现动荡，中国政府该如何行动？日本“失落的十年”显然为我们提供了弥足珍贵的经验教训。

如前文所述，日本央行在上世纪九十年代快速放宽货币政策，然而利率水平的大幅下降并未

促进企业融资和投资的实质复苏，“宽货币”向“宽信贷”传导失败恰恰因为企业需求的下滑。而造成企业需求下滑的根本原因在于日本企业资产负债表的衰退。假如中国房地产泡沫破灭，企业部门可能面临同样的问题，这是决策者制定预防或救助措施时需要考虑的核心。

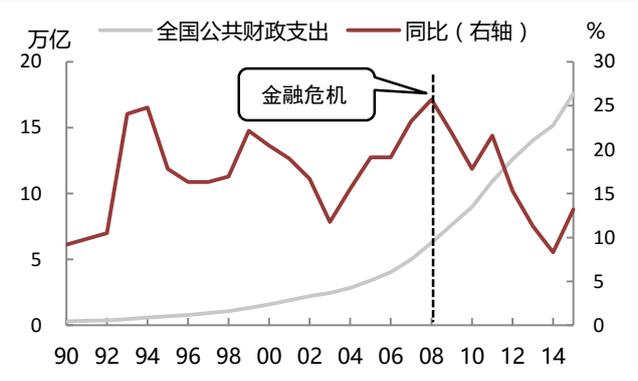
首先，政府需要及时扩大财政支出。房地产泡沫破灭后，日本人均GDP能够维持高位，得益于日本政府大规模举债刺激，否则日本人民的生活水平可能出现灾难性下降（图28）。现在，正如此前博鳌论坛上周小川行长指出的，全球政府均已意识到财政政策和结构性改革的重要性，尤其是货币政策从零利率到量化宽松再到负利率的“花样出新”之后，已经接近宽松周期的尾部，财政扩张才是未来拉动经济增长的主要工具（图29）。

图 28：房地产泡沫破灭后，日本财政支出急剧增加



来源：Wind，莫尼塔

图 29：次贷危机爆发后，中国财政支出大幅扩张



来源：Wind，莫尼塔

其次，人民币汇率似乎不是主要问题。日本房地产泡沫的根源在于过度宽松的货币政策，而这一切恰恰肇始于1985年的“广场协议”。由于担心日元升值损害日本经济，日本央行采取了超级宽松的货币政策，希望用内需增长代替出口动力（图30）。随后，在内需快速增长的同时，巨大的资产价格泡沫也酝酿成形。央行货币政策被对汇率的担忧而左右，这是日本危机爆发的直接原因，也是中国需要引以为镜鉴之处。

2015年8月11日汇改后，人民币汇率的弹性明显加大（图31）。在经历了去年年底“保房价还是保汇率”的大讨论、看到日本曾经的教训之后，中国政府应以明白本末之别——没有中国经济的稳定，何谈人民币汇率的稳定！内部失衡，而非外部失衡更应成为货币政策的首要考虑目标。当前，中国经济正处转型升级的关键时期。如果能够继续深入推进供给侧结构性改革，进一步消除经济中的“肿瘤”，释放制度的“红利”，那么中国经济在新的平台上，新的常态上的持续平稳健康发展可以期待。如此，人民币汇率压力才会从根本上缓解，中国央行被美联储政策“绑架”，被迫连续上调利率的风险才会实质性地降低。

图 30：“广场协议”后日本央行大幅下调利率



来源：Wind，莫尼塔

图 31：2015 年“8·11”汇改后人民币汇率弹性加大



来源：Wind，莫尼塔

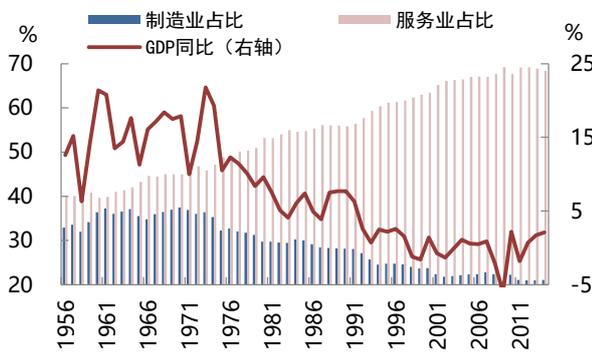
再次，紧急时期，政府可以考虑实行“全面存款担保”。日本在上世纪七十年代就已实施了存款保险制度。但房地产泡沫破灭后，日本存款保险机构的资金根本不足以维系不断发生挤兑的金融体系。1990年后，日本金融业危机频频，日本存款保险机构动用大量资金救助，对三和银行、岩手银行、大阪弘容信用社等机构的援助资金都在200亿日元左右。1995年，东京协和、安全两家信用社发生挤兑，存款保险机构已经无力再出手救助，最后由日本央行出资200亿才得以解决。

此后，日本政府推出“全面存款担保政策”，对破产银行的存款进行无限担保。由于日本长期实行饱受诟病的“主银行制度”，企业与银行之间关系过于紧密。因此，金融机构破产不仅会影响居民存款，也会影响到很多大企业的资产负债表和运营，导致危机愈发严重。在“全面存款担保政策”下，日本政府承担最后出资人义务，给存款者提供保障和信心，有效降低了银行挤兑现象，也使大型企业免受银行危机的拖累，从而避免了可能比美国大萧条更严重的经济危机。这一政策直到2005年才取消，日本银行业在这10年间完成了大规模的兼并重组。当然，“全面存款担保政策”只是非常时期的非常举措。在非危机时期，抑制金融机构过度加杠杆，提高其抵御潜在风险的能力才是监管层的首要任务。

2015年，中国存款保险制度最终落地。在目前的存款保险制度下，99.7%的账户都可得到“全额赔付”，但这仅针对50万以下的账户。这部分账户虽是绝大多数，但在全部存款中的占比只有46%。也就是说，一旦发生重大的金融冲击，依然有一半以上的存款得不到全额补偿，对高额存款者的信心冲击尤其剧烈。我国政府可以借鉴日本政府的经验，特殊时期采用特殊方法，“全面存款担保政策”可以作为危机时期首要考虑的应对措施。

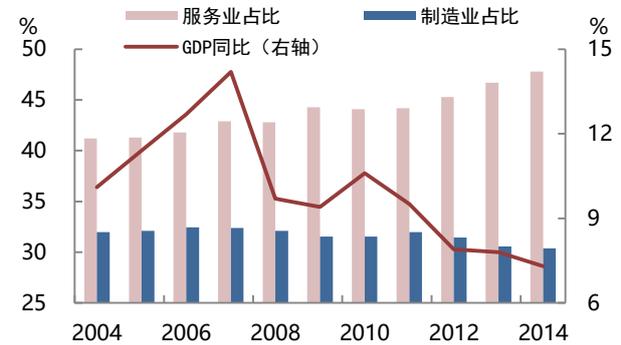
最后，扎实推进结构性供给侧改革，把握产业结构变迁的机遇。“失去的十年”中，日本产业结构发生了重大变革：制造业几乎停滞，但服务业加速发展。日本第三产业产值在上世纪70年代中期超过第二产业产值。若只考虑服务业与制造业的对比，早在1950年代，服务业产值就已经超过制造业产值。到了1990年后，服务业走强、制造业走弱的趋势愈发明显（图32）。其中，娱乐业、新型零售业都自发性高成长，交运行业则受益于政府投资扩张而快速增长。再往后，通信、互联网以及机器人产业均迅速成为日本经济的重要驱动力量。

图 32：1990 年代日本服务业占比快速攀升



来源：Wind，莫尼塔

图 33：中国目前服务业与制造业的比重与日本 80 年代初类似

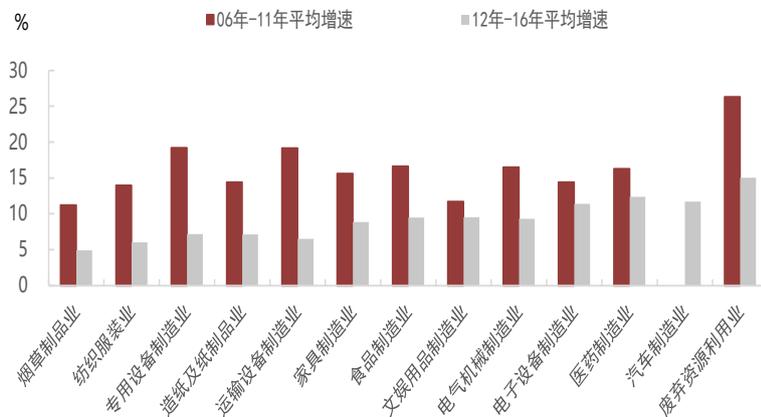


来源：Wind，莫尼塔

注：2014年后国家统计局不再公布制造业的产值数据，仅公布工业总产值数据

日本产业结构变迁对中国是良好的借鉴。从服务业和制造业占比的情况来看，当前的中国与1980年初的日本非常相似，服务业和制造业在GDP中的占比约为50%和30%。按照日本的产业变迁路径，中国的产业结构升级还有很大空间（图33）。近10年来，中国产业结构也确实在逐渐调整，一个突出表现就是各制造业行业增速的下台阶（图34）。

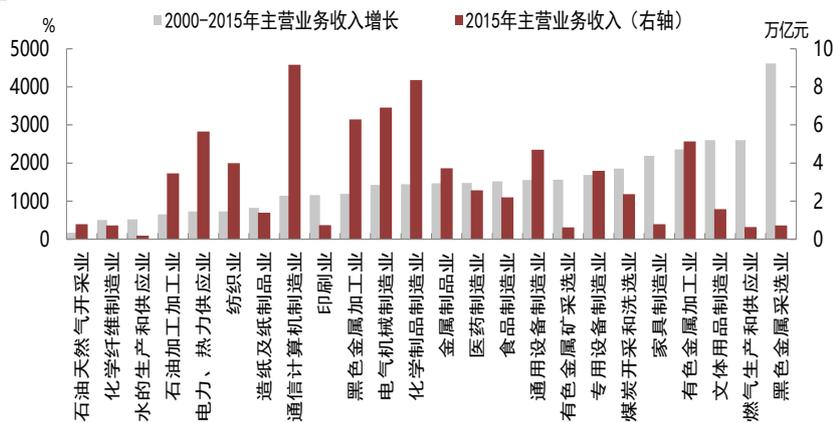
图 34：中国制造业行业结构的变化（以工业增加值增速度量）



来源：Wind，莫尼塔
注：汽车制造业工业增加值增速数据从2012年开始公布

从细分行业看，我国呈现出“大而不快，快而不强”的产业格局。2015年，在经济体量中占比较大的通信和计算机设备制造业、电力热力供应业、黑色金属加工业、化学制品制造业等行业，主营业务收入增速不高，而发展最迅速的黑色金属采选业、燃气生产和供应业等行业则整体体量较小（图35）。

图 35：中国制造业行业结构的变化（以主营业务收入度量）



来源：Wind，莫尼塔

总体看来，中国的产业格局在2000年后变化不大，传统行业 and 新兴产业均保持较为平稳的增长。中国这些年的产业结构自发性变化速度较慢，可能是因为缺乏彻底的结构改革。上世纪日本产业结构发生巨变，不仅有自发因素，更有经济危机带来的“危中之机”。中国经济一直稳定高速发展，既然没有危机的催化，就更需要前瞻和主动地进行结构性改革。

五、结语性评价

由于经济增长几乎停滞，1990年后被称为日本“失去的十年”，或“失去的二十年”，这也是日本政府广受诟病的重要原因。但货币政策失效的根本原因在于日本的企业行为发生了改变，企业从净投资者变成了净储蓄者，或者说企业的行为从融资变为了偿债。在“资产负债表衰退”的背景下，任何货币政策的效果都会大打折扣，这也是传统货币理论假设的重大缺陷。日本作为最早进行量化宽松的国家，其通胀和经济迟迟没有起色，皆因企业在当年泡沫破灭中损伤的元气还未恢复。

目前，我国房地产“泡沫”迹象似已足够明显，我们不仅需要前瞻性地研判何时泡沫可能会破，更要批判性地审视现有政策的缺陷，并积极建立抵御危机的能力。日本的经验和教训值得我们学习！在危机爆发之前做好准备：抑制金融机构过度加杠杆、合理引导汇率预期；在危机爆发之时积极应对：积极财政政策托底、央行提供紧急流动性、推出“全面存款担保”；在危机爆发后把握“危中之机”：加速产业结构的调整和升级。当然，我们不必等待危机“倒逼”我们实现产业结构的“痛苦”升级，趁中国经济增长韧性犹存之际，适当降低“稳增长”的诉求，锐意加大“促改革”的力度，矫正金融经济的定位，提升中国经济的体质，方能更好地应对资产价格波动的可能冲击。

近期报告

- 2017年6月26日 海外宏观周报：美元低迷还会持续
- 2017年6月25日 国内宏观周报：失真的发电煤耗“高基数”
- 2017年6月23日 美股还会再创新高吗？——对近期美股走势的一些思考
- 2017年6月22日 油价还会跌跌不休么？
- 2017年6月19日 海外宏观周报：别总关注美联储，欧日央行更重要
- 2017年6月18日 国内宏观周报：慎言债牛
- 2017年06月14日 乏善可陈的经济，暗潮涌动的金融——5月经济和金融数据点评
- 2017年06月13日 中美货币政策还会“完美联动”吗？
- 2017年06月10日 夕阳将至——美股的现状和前景
- 2017年06月09日 今年出口怎么看？——5月外贸数据点评
- 2017年06月05日 海外宏观周报：要加息了，美债利率却继续低迷
- 2017年05月30日 “逆周期因子”会给人民币汇率带来什么？
- 2017年05月26日 民间投资的活力恢复了么？
- 2017年05月25日 货币市场利率走高，实体经济融资梦魇？
- 2017年05月20日 国内宏观周报：何妨降准？
- 2017年05月19日 警惕日本央行的“悄然转身”
- 2017年05月18日 金融监管风暴来袭：银行如何参悟与应对——金融监管专题调研纪要
- 2017年05月17日 别为美国房地产操心！
- 2017年05月16日 那些已获证实的和仍需警惕的——4月经济增长数据点评

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

上海 (总部)

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号
东亚银行大厦702室
电话：+86 21 3383 0502
传真：+86 21 5093 3700

北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方
广场E1座1803室
电话：+86 10 8518 8170
传真：+86 10 8518 8173

纽约

地址：纽约市曼哈顿区麦迪逊大道295
号12楼1232单元
电话：+1 212 809 8800
传真：+1 212 809 8801

<http://www.cebm.com.cn>

Email: cebm@cebm.com.cn