

日本地产泡沫后，消费不“躺平”

——资产负债表衰退系列（一）

分析师：李美岑

SAC：S0160521120002

分析师：张日升

SAC：S0160522030001

报告日期：2022.6

- ◆ 历史不会重演细节，过程却会重复相似。——霍华德·马克思《周期》
- ◆ 90年代贸易全球化和金融自由化之后，围绕着居民、企业、政府、国家资产负债表的金融周期，不断上演。自2007年金融危机以来，全球市场已经先后经历了2007-2011（次贷危机）、2011-2015（发达政府债务危机）、2015-2018（韩国南非土耳其等新兴市场危机）、2018-2020（美国股市泡沫）、2020年至今的五轮金融周期。
- ◆ 1) **居民资产负债表**：居民资产和负债包括房地产资产、股票资产、房贷、消费贷；当地产、股票暴跌或者房贷、消费贷收紧时，居民财富和消费将大幅下滑，引发经济衰退。
- ◆ 2) **企业资产负债表**：财务杠杆在顺周期时扩大股东收益，且大量企业负债用于回购股票；而逆周期、信用收缩时风险加倍，影响经济投资和产出能力。
- ◆ 3) **政府资产负债表**：此前政府债务约束主要为法定债务（还本+付息）上限，2008年金融危机期间欧美扩大财政支出，因此在2011年时普遍面临债务约束；实施MMT理论后，政府债务从硬性约束转向信用软性约束。
- ◆ 4) **国家资产负债**：主要是外债压力，有较多的新兴发展中国家依靠资源出口维系国际收支平衡，当资源品价格暴跌或美国加息资本回流的环境下，往往会出现国内资产泡沫破灭、汇率大幅贬值、无力进口等危机。
- ◆ 当下全球高通胀与美联储大幅加息，几乎打破过去四十年“大宽松”和债务扩张周期的趋势，在此时点复盘历史案例，为暴风雨中指引一线光明，必要性已经凸显，后续报告我们也将回顾过去四十年重要的资产负债表衰退案例，为投资者提供启发。

- ◆ **1989年日本年号由“平成”替代“昭和”，而同时，日本的社会和经济发展也迎来重大拐点时刻：从“昭和复兴”走向了“平成衰退”，其中日本居民资产负债表的拐点一直为社会所热议。**
- ◆ **日本如何在平成年代走向资产负债表拐点？** 90年代击垮日本的不只是一场地产泡沫，而是一系列负面事件：广场协议、地产泡沫破灭、阪神大地震、亚洲金融危机、科网泡沫。**日本经济的收缩顺序为：**1) 85-90年日元升值->出口产业链。2) 90年地产泡沫破灭->住宅投资。3) 股债汇房暴跌->居民消费。4) 居民消费萎靡->企业投资。5) 企业投资生产收缩+亚洲金融危机+科网泡沫+人口老龄化->居民消费进一步收缩。
- ◆ **90年代日本央行并非碌碌无为，而是非常积极地展开宏观调控：**1) 86年初面对日元升值冲击，加大信贷和货币投放。2) 为应对复苏带来的通胀，87年中开启货币正常化，89年开始紧缩货币，引发地产两次调整。3) 90年日本央行在股市崩盘时未介入，而地产崩盘后迅速转为宽松降息，但信贷拐点已现。4) 95年后两次超常规货币政策，但“拉得动M1、拉不动M2”。
- ◆ **从日本经验来看，当居民和企业的资产负债表从扩张转为收缩时，放松流动性呈现“流动性陷阱”特征，并不能刺激经济。** 对于居民而言：1) 80年-89年十年间，以日元计价的居民可支配收入复合增速3.3%，并未大幅提升，消费和进口的景气主要来自于日元升值+股房资产升值带来的财富效应。2) 90年代地产和股票占日本居民资产的50%左右，在地产泡沫破灭后成为压在日本居民部门身上的“大山”。3) 参考日本，央行最重要的工作是防范“坏的”去杠杆、维持居民财富稳定、扭转长期信心预期。对于企业而言：当90年日本居民的杠杆率和收入迎来拐点后，94年日本国内企业进入长达20年的去杠杆过程。

◆ 从经济对应到资产价格：

- ◆ **日本债市从90年代起进入长期“债牛”**。90年日本十年期国债利率达到8%以上，后续单边下行至03年的0.55%，降幅超过7个百分点；03年后，日本国债利率常年维持在1%以内，形成“长期资产荒”。日本国债利率的走势与日本名义GDP增速基本协同，实际经济增长逐步下台阶且“大放水没有带来大通胀”，成为日本债牛的两大支撑。日本长期大放水没有带来大通胀，背后的债牛和经济萎靡互为镜像：放水没有带来实际需求回升，实际经济增长和CPI表现为通缩，资金转而流入金融资产，导致债市利率下行和资产荒，反映日本央行货币政策的积极“有为”却又“无为”。

- ◆ **股市是经济的晴雨表，在90年代日本如期演绎**。1988-1999年间，东京综合指数与GDP同比增速的相关性达到78%，就行情阶段划分来看：1) 90年至92年7月，受流动性收紧资产泡沫破灭影响，指数下跌58%。2) 92年8月至96年6月，资产泡沫破灭后的修整期，指数4年间上涨40%，但其间波动剧烈，例如95年上半年受阪神大地震影响指数较高点最多下跌29%。3) 96年7月至98年12月，受亚洲金融危机影响，指数下跌37%。4) 99年后经历科网泡沫的急涨和急跌。从指数的盈利和估值来看，企业ROE与经济周期和指数走势基本重合，也影响指数估值变化。

◆ 债牛股熊的背后的MMT:

- ◆ **过去三十年日本政府大规模扩张政府债务，以刺激需求和经济。** 政府的消费和公共投资支出占日本GDP比重从1990年的20%左右上升到2021年的27%，在经济通缩的过程中，日本试图通过政府部门的资产负债表扩张对冲居民和企业的资产负债表收缩，过去历任日本首相的执政理念都以财政扩张闻名，典型的就有“安倍经济学”。日本政府的财政支出逐步由新发国债融资支持，债务依存度从1990年的10%扩张到近年来的40%附近。从本质来看，日本已经大规模实行MMT理论，财政货币政策倾向一体化，一边压低利率、一边实施大规模财政化的放水。
- ◆ **日本能成功实现MMT，离不开其国家特性。** 作为典型东亚国家，日本政府大规模扩张债务后大规模动员国内金融机构和个人持有国债；而对于国内金融机构和居民而言，除了国债之外也没有更好、更安全的投资可以参与。在这样的背景下，日本尝试持续压抑居民的投资需求、促进消费需求，鼓励当下消费。作为对比，欧美各国的国家债务稳定性难以与日本政府媲美。大规模MMT和压低利率的结果，是挤出日本国内投资、使其转向海外，日本海外资产规模大约为国内GDP总量的2倍，但是2000年后美元持续贬值导致日元相对升值，让日本海外投资效率较低。

◆ 居民资产负债表拐点之后，日本的消费和消费股如何？

- ◆ **90年代日本消费降级或“躺平”了么？** 从商业销售总额来看，自90年起，日本进入长达12年的商业销售额负增长，或许从总量上验证了这一观点。但详细拆分了日本消费结构：1) 人口结构变迁，日本服务消费崛起了；2) 居民对必须消费“精打细算”，可能是降级了，但居民对于可选消费反而“大手大脚”，更像是升级了。做个生动举例，可能像是一个吃着711快餐、喝着打折的朝日啤酒、穿着优衣库衣服，一切精打细算的“宅男”，却在任天堂、索尼的游戏机上一掷千金。
- ◆ **日本10大消费行业21家核心资产简要回顾。** 从90年代10大消费行业21家核心资产的股价表现来看：1) 对于必须消费，日本伴随着人口老龄化、居民财富收入下滑，进入了衰退期，居民消费看“性价比”。2) 对于可选消费，并没有相对必须消费受到更大波动和冲击，反而是呈现了消费升级特征。这说明能够创造和挖掘居民消费新需求的生意，受到社会和经济条件的约束更少。3) 全球化是日本企业摆脱国内衰退的共同解决之道，90年代日本消费核心资产的主旋律就是扩张海外市场，寻找第二增长点。

- 一、日本如何在平成年代走向资产负债表拐点**
- 二、90年代日本消费降级或“躺平”了么？
- 三、日本10大消费行业21家核心资产简要回顾

击垮日本平成年代不只是一次地产泡沫，而是一系列冲击

90年代击垮日本平成年代的不只是一场地产泡沫，而是“广场协议—>地产泡沫破灭—>阪神大地震—>亚洲金融危机—>科网泡沫”一系列负面事件。日本实际GDP增速也从80年代的4.1%下降至90年代的0.5%。



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43263

