

逝去的芳华：日本经济所失去的 20 年

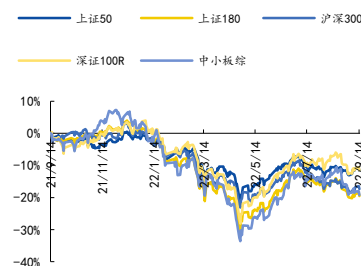
报告要点：

- 日本所失去的 20 年是一个被人翻来覆去琢磨的样本。
- 危机并不会必然引起经济长期崩溃，而为什么单单日本陷在危机之中迟迟爬不起来，资产负债表的衰退是目前流行的解释。
- 但这个解释也不能解释全部：
 - 1) 资产负债表衰退的前提是资产价格的大幅缩水，但如果经济存在韧性，则资产价格就不会大幅缩水，也就是说，日本在资产下跌最初的那一下，其经济就已经失去了韧性；
 - 2) 日本经济崩溃时，其企业杠杆过高也并不一定是合理的理由，以上帝视角看，近年中国、中国香港、法国和新加坡等国家的企业杠杆率已经超过了日本当时的水平。
- 日本真正的问题在于万念俱灰的信心，一个关乎技术的问题是，在最初泡沫崩溃的那一下，日本政策的应对是偏慢的：
 - 1) 日本经济泡沫破灭始于 1990 年，但日本首次降息的时间是 1991 年 7 月，此间间隔的时间高达一年半左右；
 - 2) 信心一定是一个加速度，90S 日本最佳挽回败局的时间窗口被错过了，在经济周期被拖长后，积极的政策效果有可能南辕北辙。
- 更深层次的影响一定是日本的产业问题：
 - 1) 一个成熟国家的发展无非靠两个东西，人口或人均 GDP，前者是地广物博，后者是技术革命；
 - 2) 日本并不在地广人稀的国家之列，而日本的科技产业在过去三十年内出现了明显的滑坡。
- 再深挖一步的话，日本的科技停滞不前，其原因是教育这个重要的孵化器的作用在下降：
 - 1) 一个现实是：自危机后日本教育所获得的财政资源明显下降；
 - 2) 随着日本的人口老龄化，社会保障是一块越来越多的刚性支出，这块支出的增加导致日本财政对教育的支持力度被不断挤出，政府自顾不暇；
 - 3) 教育这一投资属长线投资，而日本首相的更迭又过于频繁（仅 90 年代，就有 7 位首相在任），这使得每一届政府都对基建这种短时见效的投资更加偏好。
- 再深挖的话，日本的老齡化与日本的住房成本或人口密度关系不大，日本的经济的发展也没有到瓶颈，日本的生存压力似乎是被人为放大了：
 - 1) 人口密度不是生育率必然下降的理由，在日本人口增长停滞的初期，新加坡、菲律宾、印度、韩国等国家的人口密度不比日本低，但这些经济体的人口一直增长至今，如今新加坡的人口密度是日本的 22 倍；
 - 2) 日本的房价压力实则不大，在全球几个重要城市中，东京的住房收入比都排不到偏前的位置，北京的住房收入比是东京的近四倍；
 - 3) 此外，经济也没有天然的瓶颈，当年日本经济绝没有好到不可增长的程度，如今就连人口密度远高于日本的新加坡，其人均 GDP 水平也是日本的近两倍。
- 日本人口更大的问题是：日本藏塞的移民文化没有给日本合理的人口缓冲器，除了日本过低的英语普及率之外，更重要的是文化认同问题。

主要数据：

上证综指：	3237.54
深圳成指：	11774.78
沪深 300：	4065.36
中小盘指：	4215.39
创业板指：	2867.14

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

● 现如今的日本似乎已经逐步走出泥潭，资产负债表也慢慢地爬了起来：

- 1) 日本重新重视产业的孵化作用，自 2006 年教育改革之后，财政对教育的支持就逐步增加；
- 2) 日本在执政上的连贯性明显增加，且安倍彻底执行了充分宽松的货币政策，甚至在 2016 年后，将企业长期贷款利率稳定在 1% 或以下的位置之上；
- 3) 预期逐步扭转之后，日本逐渐走上了正轨，不但房价和股市开始企稳走升，而且私人和企业所持有的非金融资产也开始转降为升。

内容目录

1.失去的 20 年：流行的解释及问题.....	5
1.1 日本经济是一个被人翻来覆去琢磨的样本。.....	5
1.2 但这个解释也不能解释全部，至少这套理论不适用于美国的过去。.....	7
1.3 以上帝视角去看，我们以为日本经济在当时触及的种种瓶颈，如今都不是事儿。.....	8
2.信心为何崩溃.....	10
2.1 首先，一个关乎技术的问题是，在最初泡沫崩溃的那一下，日本政策的应对是偏慢的，自此万劫不复。.....	11
2.2 其次，更深远的影响一定是日本的产业问题。.....	12
2.3 其三，日本的人口的确是个问题。.....	13
3. 最深层次的问题：体制和文化.....	15
4. 日本的未来：似乎在逐步走出泥潭.....	18

图表目录

图 1：1990 年经济危机后，日本 GDP 长期处于停滞水平（单位：百万美元）	5
图 2：次贷危机后，美国同样出现杠杆瓦解（单位：%）.....	5
图 3：经济危机爆发后，美日货币政策调整变化（单位：%）.....	6
图 4：美日生产者物价指数变化情况.....	6
图 5：相较于日本，次贷危机两年半后美国资产价格又创新高.....	7
图 6：历史上看，美国企业经历了数次去杠杆状态.....	8
图 7：中国、中国香港、法国及香港企业杠杆率（单位：%）.....	8
图 8：印度、韩国、菲律宾、新加坡及日本人口数量（单位：千人）.....	9
图 9：部分国家人口密度（单位：人/平方公里）.....	9
图 10：全球主要城市房价收入比.....	10
图 11：日本、新加坡及美国人均 GDP.....	10
图 12：日本货币政策与经济增速（单位：%）.....	11
图 13：美国货币政策与经济增速（单位：%）.....	11
图 14：新加坡、韩国是通过获取技术上的先发优势实现高收入水准的典范（单位：%）.....	12

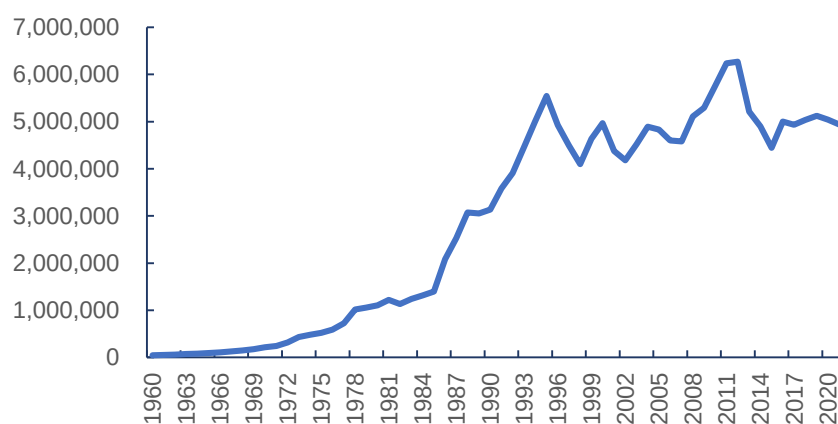
图 15: 日本高科技产品出口占比从 30%下降至当前 18% (单位: %)	13
图 16: 日本出口占比及变化 (2007-2021)	13
图 17: 美国及日本人口自然增长率 (单位: %)	14
图 18: 日本抚养比 (单位: %)	14
图 19: 各国移民力度	15
图 20: 危机后, 日本教育所获得的财政资源是明显下降的 (单位: %)	15
图 21: 科研经费的下降, 也使得博士就业率连年下降 (单位: %)	16
图 22: 日本财政支出细分项 (单位: 百万日元)	16
图 23: 日本居民私人投资规模 (单位: 十亿日元)	18
图 24: 日本非金融企业投资规模 (单位: 十亿日元)	18
图 25: 2016 年后, 日本企业长期贷款利率稳定在 1%或以下位置 (单位: %)	19
图 26: 日本房屋价格指数与日经 225 指数	19
表 1: 日本历任首相	16

1.失去的 20 年：流行的解释及问题

1.1 日本经济是一个被人翻来覆去琢磨的样本。

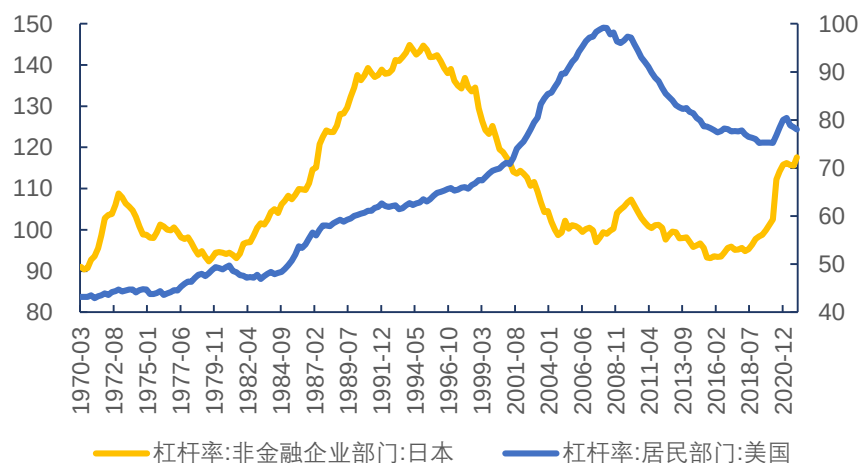
危机并不会必然引起经济长期崩溃，美国就是典型的反例。日本自 1990 年经济危机爆发后，日本经济就一蹶不起，其资产价格（房价、股价）在危机后发生了连绵多年的下跌，GDP 水平也在几年后增长停滞。这一切始于危机，但又不完全始于危机，毕竟我们看到，08 年美国发生的次贷危机同样使美国出现了经济崩溃和杠杆瓦解，但美国只用了三个季度就让经济增长及资产价格见底回升，两年半后，美国资产又创了新高。

图 1：1990 年经济危机后，日本 GDP 长期处于停滞水平（单位：百万美元）



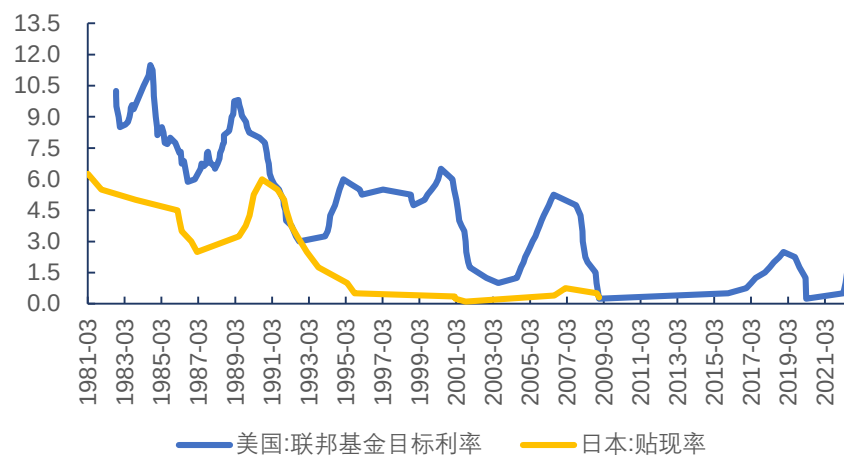
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 2：次贷危机后，美国同样出现杠杆瓦解（单位：%）



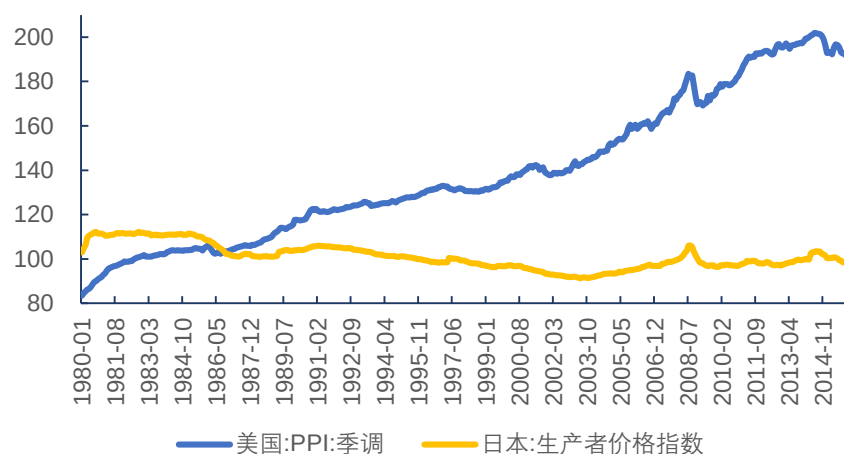
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 3：经济危机爆发后，美日货币政策调整变化（单位：%）



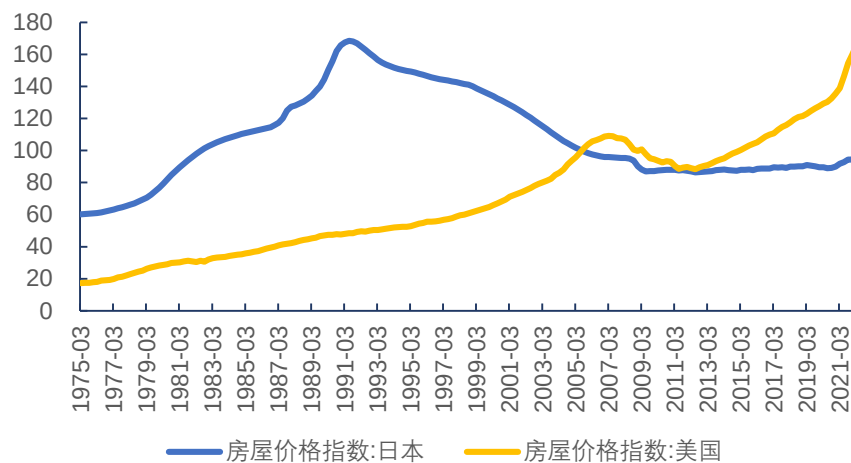
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 4：美日生产者物价指数变化情况



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 5：相较于日本，次贷危机两年半后美国资产价格又创新高



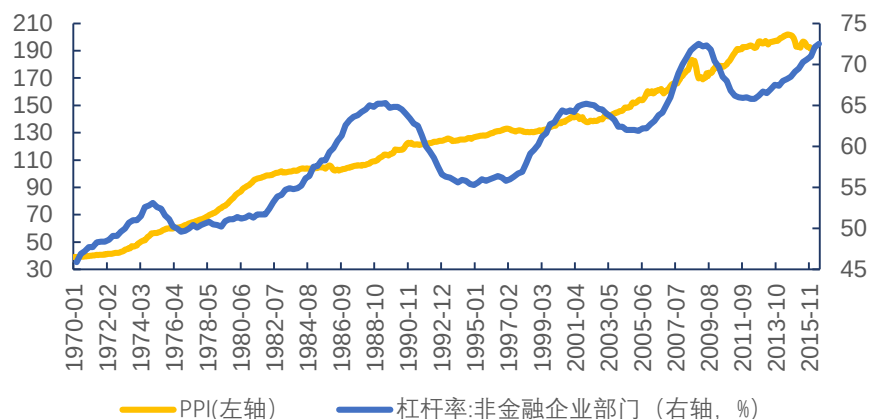
资料来源：Wind，国元证券研究所

为什么单单日本陷在危机之中，迟迟爬不起来，目前流行的解释是资产负债表的衰退。资产负债表衰退的意思是：在危机后，因资产价格的下跌，日本企业的资产负债表遭到了极大程度的破坏，这时企业权益的收缩又被动推升了企业的杠杆率，这时，企业的主目标已经不是扩张资产负债表，而是如何使资产负债表安然落地。即使货币政策宽松，企业也对进一步资产开支的态度非常谨慎。

1.2 但这个解释也不能解释全部，至少这套理论不适用于美国的过去。

1) 资产价格和经济韧性，这完全是鸡生蛋还是蛋生鸡一样辨不清楚的事情。历史上美国企业也数次经历过去杠杆的状态（虽然不完全是由价格下跌推动的），但可能看到，每次美国企业杠杆去化完成后，会如期进入新一轮新的加杠杆趋势之中，正是因这种经济韧性的存在，才导致美国资产价格在其中不会受影响太大，也不会反过来连累企业信心。如果拿美国当样本的话，很明显日本在资产下跌最初的那一下，其经济就已经失去了韧性。

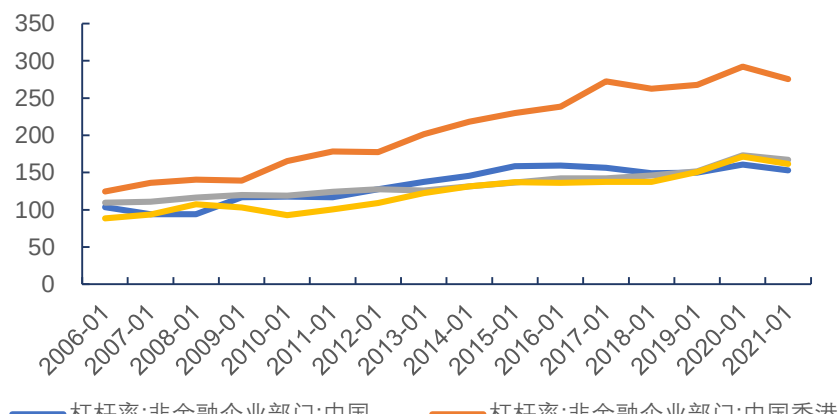
图 6：历史上看，美国企业经历了数次去杠杆状态



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 日本的企业杠杆过高，这也不是日本必然衰退的理由。如果我们站在 80 年代末那个时点，日本 144% 的企业杠杆率似乎已岌岌可危，但在近些年里，中国、中国香港、法国和新加坡等国家的企业杠杆率已经超过了日本当时的水平，且这些经济体的企业杠杆似乎还在无压力地增长。

图 7：中国、中国香港、法国及香港企业杠杆率（单位：%）



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_46105

