

聪明人是如何犯错的？ ——日本“失去的三十年”得失考

■ 研究日本的报告已经不胜枚举，但更多是从泡沫产生前的角度去分析，提出要避免产生泡沫的政策建议，但对于泡沫破裂后日本政策应对的得失，分析相对较少。我们通过复盘日本的经验得失，力图弄清那些经验丰富、智慧过人的政策制定者们，为何没能挽救陷入泥潭的日本经济？期间日本的资本市场又表现如何？希望达到“知日”以“鉴今”的目的。

■ 回顾日本三十年：**初期（1991-2000年）**：货币和财政政策扩张，并持续加力，但两种政策节奏阶段性错位。这一阶段里，尽管宏观政策在持续发力，但取得的效果并不如意，经济趋势性回落，仅有阶段性回升，主要资产价格（股价、房价、地价）也持续下跌。**中期（2001-2012年）**：宏观政策进一步加力，但空间明显受到了限制。这一阶段里，受到全球经济修复和日本国内宏观政策的托举，经济表现略有好转，但遗憾的是主要资产价格（股价、房价、地价）持续低迷。**后期（2013-2019年）**：为提振低迷了二十年的社会信心，日本政府积极拓展政策空间，推出“三支利箭”。在更强的政策托举下，2013-2019年经济逐步修复，同时主要资产价格（股价、房价、地价）逐步回升。

■ **复盘与思考**：回头看，在最初的十余年（1991-2000）政策效果不甚理想，日本政策存在失误，也有时代局限，体现在四个方面：一是货币政策僵化遵循泰勒规则，降息速度偏慢；二是财政政策出台迟缓、效率低下，中途反复；三是宏观政策各自为政，出现合成谬误；四是政策空间初期透支，导致中期乏力。

到中期（2001-2012年）和后期（2013-2019年），日本政府汲取前期的经验，改进了政策思路，并取得了一些成效，提高了财政政策的稳定性和有效性、对经济进行结构性改革，更好地激发了市场活力。

向前望，日本经验的启示主要体现在四大方面：一是应该避免政策合成谬误，加强总量政策的一致性；二是更加积极和高效的财政政策，才能使财政货币总量政策更有效；三是要避免资产价格过快收缩导致资产负债表衰退；四是经济改革措施必不可少。

刘东亮

资本市场研究所所长

☎：0755-82956697

✉:liudongliang@cmbchina.com

柏禹含

资本市场研究员

☎：0755-83132042

✉:baiyuhan@cmbchina.com



目录

一、为什么还要研究日本.....	1
二、日本“失去的三十年”的政策应对得失.....	1
(一) 初期：日本政府积极应对危机，但效果南辕北辙.....	3
1、1991-1993年：出台大规模货币和财政政策，但未能挽救经济.....	3
2、1994-1996年：继续降息，大规模减税，经济和资产价格阶段企稳，但通缩问题开始显现.....	3
3、1997-1999年：政策“失误”和外部冲击导致经济再次恶化，日本进入零利率时代.....	3
(二) 中期：缓慢复苏中受到两轮外部危机的冲击.....	4
1、2001-2007年：总量政策配合结构改革，经济缓慢修复.....	4
2、2008-2012年：外部冲击迫使总量政策再发力.....	5
(三) 后期：“三支箭”将日本经济逐步拉出泥潭.....	6
1、2013-2019年：超常规政策助力经济修复.....	6
三、复盘与思考：“聪明人”的错误有哪些启示.....	7
(一) 回头看：“聪明人”的失误与时代局限.....	7
1、货币政策：僵化遵循泰勒规则，降息速度偏慢.....	7
2、财政政策：出台迟缓、效率低下、政策反复.....	8
3、合成谬误：宏观政策各自为政.....	9
4、政策空间：初期透支，中期乏力.....	10
(二) 回头看：“聪明人”的改进和成效.....	11
1、财政政策提高了稳定性和有效性.....	11
2、结构性改革能够更好激发市场活力.....	11
(三) 向前望：日本三十年复盘的启示.....	12
1、应避免政策合成谬误，加强总量政策的一致性.....	12
2、更加积极和高效的财政政策，才能使财政货币总量政策更有效.....	12
3、要避免资产价格过快收缩导致资产负债表衰退.....	13
4、改革必不可少.....	13



图目录

图 1: 日本 1991-2019 年间货币政策、财政政策、经济和资产表现回顾.....	2
图 2: 1991-2000 年日本 GDP 增速与核心 CPI 增速走势	4
图 3: 1991-2000 年日经指数和 10 年期国债利率走势	4
图 4: 2001-2007 年日本 GDP 增速与核心 CPI 增速走势	5
图 5: 2001-2007 年日经和 10 年期国债利率走势	5
图 6: 2008-2012 年日本 GDP 增速与核心 CPI 增速走势	6
图 7: 2008-2012 年日经指数和 10 年期国债利率走势	6
图 8: 2013-2019 年日本 GDP 增速与核心 CPI 增速走势	7
图 9: 2013-2019 年日经指数和 10 年期国债利率走势	7
图 10: 1991-2000 年日本财政资金投向及规模	8
图 10: 1991-1993 年公共投资和政府消费上升, 支撑经济	9
图 11: 1994-1996 年私人资本设备投资和消费出现上升	9
图 12: 1991-2000 年, 日本财政收支压力快速上升	9
图 13: 中期 (2001-2012) 日本失业率趋势性上升, 收入趋势性下滑	10
图 14: 中期 (2001-2012 年) 日本财政压力进一步上升	10
图 15: 2001-2012 年, 居民部门杠杆率持续下降	11
图 16: 日本不良贷款率在 2002 年后快速下降.....	12

一、为什么还要研究日本

日本经济在 20 世纪 90 年代后经历了所谓“失去的三十年”，这一时期也被称为“平成衰退”，直到最近几年日本经济才有所起色。

作为发达国家的一员，日本决策层拥有一流的政策工具与治理手段，日本政府也集中了全日本最聪明的智囊，在泡沫破灭后的数十年间，日本政府出台的货币和财政政策“看起来都是合理且正确的”，但终究还是未能挽救日本经济与资产价格。

研究日本的报告已经不胜枚举，但更多是从泡沫产生前的角度去分析，提出要避免产生泡沫的政策建议，但对于泡沫破裂后日本政策应对的得失，分析相对较少。

同时，“失去的三十年”是一个高度概括缺乏细节的表述，对于多数投资者而言，这三十年到底发生了什么也是不甚清楚的。我们希望通过复盘日本的经验得失，力图弄清那些经验丰富、智慧过人的政策制定者们，为何没能挽救陷入泥潭的日本经济？期间日本的资本市场又表现如何？希望达到“知日”以“鉴今”的目的。

二、日本“失去的三十年”的政策应对得失

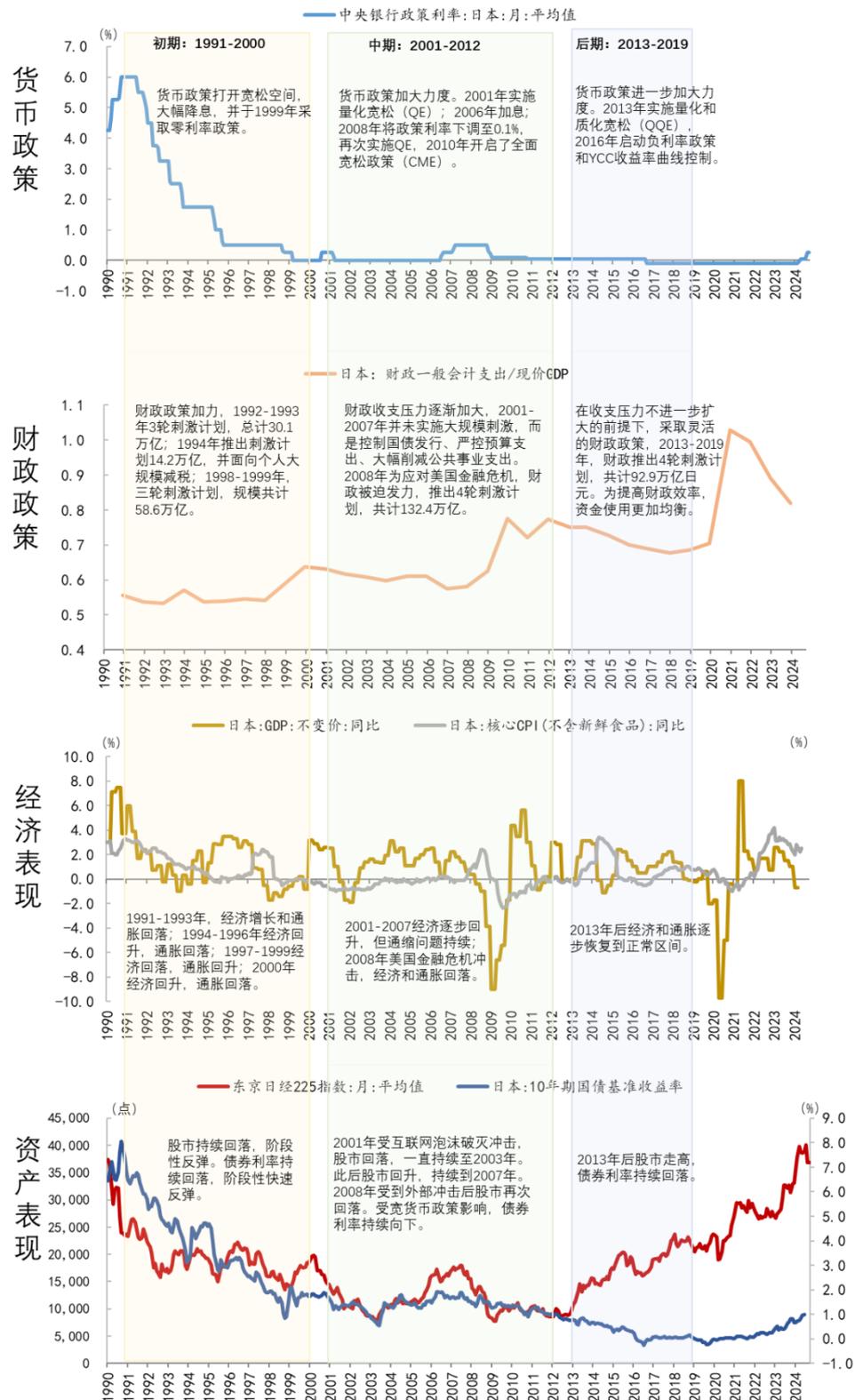
在时间轴上，我们将“失去的三十年”划分为泡沫破灭后的初期（1991-2000 年）、中期（2001-2012 年）和后期（2013-2019 年），梳理了三个阶段政策、经济和资产的主要脉络。

初期：货币和财政政策扩张，并持续加力。但是两种政策节奏发生了阶段性错位，最开始是货币政策宽松加力，而财政政策滞后发力，到中途，财政政策阶段性收缩，突如其来的加税不仅削弱了政策效果，还阻断了经济的修复。这一阶段里，尽管宏观政策在持续发力，但取得的效果并不如意，经济趋势性回落，仅有阶段性回升，主要资产价格（股价、房价、地价）持续下跌。

中期：宏观政策进一步加力，但空间明显受到了限制。尽管在货币政策上，日本央行开启了量化宽松，但财政因前期透支，收支压力持续上升，导致财政支出受限，只能保持在一定的水平，然后转向收支结构改革和提高资金运用效率。这一阶段里，受到全球经济修复和日本国内宏观政策的托举，经济表现略有好转，但遗憾的是主要资产价格（股价、房价、地价）持续低迷。

后期：为提振持续低迷了二十年的社会信心，日本政府积极拓展政策空间，推出“三只利箭”，包括超宽松货币政策、灵活的财政政策以及结构性改革。在更强的政策托举下，2013-2019 年经济逐步修复，同时主要资产价格（股价、房价、地价）逐步回升。

图 1：日本 1991-2019 年间货币政策、财政政策、经济和资产表现回顾



资料来源：Wind、招商银行研究院，注：“一般会计支出:总计”日本政府预算的一个主要组成部分，涵盖了政府的常规性活动和公共服务支出，包括但不限于教育、医疗、福利、国防、公共安全、基础设施建设等广泛领域

为更好地理解日本在初期、中期和后期政策的应对和效果，下文分阶段进行简要的回顾。

（一）初期：日本政府积极应对危机，但效果南辕北辙

1、1991-1993 年：出台大规模货币和财政政策，但未能挽救经济

日本政府在 1991 年下半年启动宏观政策，日央行在当年 7 月开启降息，贴现率¹在 26 个月的时间内，从高点的 6% 快速下调至 1.75%（1993 年 9 月，降幅高达 425BP）。滞后于货币政策，财政政策从 1992 年才开始落地，随后推出三轮²综合经济对策（1992-1993），总计达 30.1 万亿日元。比较遗憾的是系列宏观政策收效甚微，经济³和资产价格⁴持续恶化。

由于股票与地产价格的剧烈下跌，资产价格的过快收缩叠加宏观政策效果不理想，实体部门的微观预期持续恶化，企业部门率先开始追求“债务最小化”，随后逐渐传递给居民部门，日本由此进入到持续数十年的资产负债表衰退，并深刻影响了后续政策的效果。

2、1994-1996 年：继续降息，大规模减税，经济和资产价格阶段企稳，但通缩问题开始显现

在经济持续低迷的背景下，日央行坚持宽松的货币政策，期间降息两次至 0.5%（降幅共计 125bp）。财政政策进一步加力，1994 年再次推出 14.2 万亿日元的综合经济对策，同时，日本政府面向个人大规模减税，两年间减税规模合计达 11 万亿日元。这一减税政策明显提振了私人消费和投资，支持 GDP 增速在 1995 年-1996 年回升至 2-3% 的区间。伴随经济企稳，资产价格⁵阶段性企稳。

3、1997-1999 年：政策“失误”和外部冲击导致经济再次恶化，日本进入零利率时代

在经济企稳后，因财政收支压力上升，1997 年日本政府上调了消费税率（从 3% 提升至 5%），这一操作中断了经济的复苏进程。随后，亚洲金融危机爆发，引爆了长期积累的不良债权问题，给日本经济带来了更为沉重的打击，加速了实体部门资产负债表衰退的节奏。

¹ 公定贴现率是上世纪九十年代日本的政策利率

² 三轮刺激政策规模分别达到 10.7 万亿日元、13.2 万亿日元和 6.2 万亿日元

³ 1993 年日本 GDP 增速跌至 0.3%，核心 CPI 同比跌至 0.8%。

⁴ 日元持续贬值，10 年期国债利率从 6% 迅速降至 3% 附近，日经 225 指数从 2.5 万点大幅下跌至 1.5 万点附近，跌幅高达 40%。房地产市场恶化，城市土地价格指数和 OECD 实际房价指数持续下跌。

⁵ 尽管日元继续贬值，但日经 225 指数停止下跌，在 1.5 万至 2 万点间震荡，10 年国债利率触底反弹。不过，房地产市场持续恶化。

为应对危机，日本政府被迫加大逆周期调节的力度。日央行 1998 年继续下调政策利率，并于 1999 年大胆地实施零利率政策⁶。财政方面，日本政府 1998-1999 年间陆续推出三轮刺激计划⁷，规模共计 58.6 万亿。在多项刺激经济的政策之后，2000 年日本经济出现企稳，GDP 回升至 2% 附近。不过在资本市场上，主要资产⁸价格表现持续低迷。

图 2：1991-2000 年日本 GDP 增速与核心 CPI 增速走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 3：1991-2000 年日经指数和 10 年期国债利率走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）中期：缓慢复苏中受到两轮外部危机的冲击

1、2001-2007 年：总量政策配合结构性改革，经济缓慢修复

2001 年美国互联网泡沫破灭，日本资本市场再次受到重挫，资产价格的负面冲击再次传导到经济。为应对外部冲击，日本再次推出刺激政策和改革政策。在货币政策方面，日本央行开始实施量化宽松政策（QE），通过购买长期国债向市场注入大量流动性。财政方面，在越来越严重的收支压力下，财政政策坚持了要托底经济的做法，承诺不上调消费税，并将其保持在 5% 的水平。但为应对收支压力，财政进行了一系列改革，包括控制国债发行、严控预算支出，大幅削减公共事业支出，避免实施大规模的景气对策，还推动了地方财政改革⁹。除传统的宏观政策以外，日本加大了金融改革力度¹⁰，彻底解决不良债权问题。同时，当年的小泉内阁也做了经济改革，改革雇佣制度和企业用工制度，并积极推行国营企业民营化、市场化，比如将邮政系统改制为企业，这些举措一定程度上激发了日本经济的活力。

⁶ 1998 年将贴现率降至 0.25%；1999 年，日本央行将无担保隔夜拆借利率作为政策利率，并开始采取零利率政策。

⁷ 1998 年日本政府推出了 16.7 万亿日元的综合经济对策和 23.9 万亿日元的紧急经济对策。1999 年，日本政府推出 18 万亿日元的经济新生对策。

⁸ 日经 225 指数先升后降，最终回到原点（1.4 万点附近），10 年国债利率低位震荡在 1% 附近，地产表现仍然不佳。

⁹ 在压缩地方财政规模和减少地方财政支出的前提下，一体化地改革国库支出金、税源转让和地方交付税制度，旨在实现地方财政的自立。这些改革遵循了“民间能办的事情尽量交给民间去办”和“地方能办的事情尽量交给地方去办”的基本原则。

¹⁰ 2002 年 10 月，政府在《基本方针》的基础上提出了针对金融体制改革的《金融再生计划》，承诺在 2-3 年内解决不良债权问题。



在全球经济逐步修复的背景下，叠加多项政策的推动，2003-2007年日本经济开始缓慢复苏，股票资产和债券利率出现了阶段性反弹，不过房地产市场表现持续恶化。

图 4：2001-2007 年日本 GDP 增速与核心 CPI 增速走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 5：2001-2007 年日经和 10 年期国债利率走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

2、2008-2012 年：外部冲击迫使总量政策再发力

2008 年美国金融危机爆发，再次冲击日本的资产价格和经济表现。为应对猛烈的外部冲击，货币和财政政策被迫再次发力。日本央行进一步加大了宽松力度，将政策利率下调至 0.1%，并重启了量化宽松（QE）政策，2010 年开启了全面宽松政策（CME）。在财政政策方面，政府相继推出了 4 轮共计 132.4 万亿日元的财政激励计划，并且优化了财政资金的支出结构，不仅将资金用在促进金融机构稳定上，还改变公共投资结构，资金投向重点由生产型社会资本¹¹转移到生活型社会资本¹²。在更大力度的宏观政策支持下，2010-2012 年日本经济逐渐企稳修复，不过资产价格表现仍比较低迷。

¹¹ 生产型社会资本：主要指的是用于提高生产效率、促进经济增长的基础设施投资，如交通、能源、通信等。

¹² 生活型社会资本：则更侧重于提高民众生活质量和社会福利的投资，如教育、医疗、环保、文化设施等。

图 6：2008-2012 年日本 GDP 增速与核心 CPI 增速走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 7：2008-2012 年日经指数和 10 年期国债利率走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）后期：“三支箭”将日本经济逐步拉出泥潭

1、2013-2019 年：超常规政策助力经济修复

2013 年开始，日本进一步加大政策力度，安倍晋三内阁推出“三只利箭”。超宽松的货币政策方面，2013 年日本央行启动量化和质化货币政策宽松（QQE）¹³；2014 年扩大量化和质化货币宽松政策（QQE）¹⁴；2016 年启动负利率政策¹⁵和 YCC 收益率曲线控制¹⁶。灵活的财政政策方面，为保持收支平衡，日本在 2014 年和 2019 年两次上调了消费税，同时也扩张了财政支出，共推出了 4 轮总计 92.9 万亿日元的大规模财政刺激计划¹⁷。不过，和之前的财政政策相比，这一阶段的资金应用更加均衡，也更强调资金的使用效率和效果评估，以确保财政投入能够真正促进经济增长。结构性改革方面，政府增加个人的可支配收入，同时鼓励企业投资，为企业提供更有利的投资环境。在强有力的“三支箭”刺激下，经济逐步修复，资产价格出现明显回升。

¹³ 用约 2 年时间实现 2% 的物价上涨目标，在 2 年内基础货币供应增至 2 倍，国债净购量每年约 50 万亿日元，ETF 购买量每年约 1 万亿日元。

¹⁴ 国债净购量每年增至约 80 万亿日元，ETF 购买量每年增至 3 万亿日元。

¹⁵ 对民间金融机构存放在日本央行的超额准备金利率设为 -0.1%（旨在引导金融机构把盈余资金用于投资和放贷）。

¹⁶ 通过购买国债，使 10 年期国债收益率基本保持在零左右（为避免长期利率进一步下降，把政策锚头从“量”转向“利率”）。

¹⁷ 这些资金主要用于公共投资、灾后基础设施建设、扶持中小企业以及缓解消费税上调带来的冲击等方面。

图 8：2013-2019 年日本 GDP 增速与核心 CPI 增速走势


资料来源：Wind、招商银行研究院

图 9：2013-2019 年日经指数和 10 年期国债利率走势


资料来源：Wind、招商银行研究院

三、复盘与思考：“聪明人”的错误有哪些启示

（一）回头看：“聪明人”的失误与时代局限

通过上文的回顾可以发现，日本政府中的“聪明人”一直在努力通过政策工具修复日本经济，但在最初的十余年（1991-2000）效果不甚理想，资本市场也是在 2013 年后才开始有所表现。那么“聪明人”到底失误在哪里？

1、货币政策：僵化遵循泰勒规则，降息速度偏慢

从应对来看，日本货币政策的宽松节奏与经济下行的节奏基本保持了一致，在大方向上并没犯错。

当时日本央行调整政策利率遵循了国际主流的泰勒规则，这被前日本央行行长白川方明写在了著作《动荡时代》一书中。在泰勒规则中，通胀是一个关键变量，由于当时日本通胀的下降比较慢，因此日本央行在调整利率时是渐进的，而不是迅速下调至零利率。

后来很多经济学家对日本央行的降息政策提出了批评，认为其降息速度过慢，错失了挽救经济的最佳时机。他们认为 2008 年美国金融危机后，美联储下调政策利率的速度远超泰勒规则，为后续经济的恢复创造了更有利的条件，这是更为成功的案例。

对于日本央行当时是否应更快速的降息，一直存在争论，毕竟在 30 多年前，尚未有快速降息至零利率的实践先例。但可以确定的一点是，日本央行一方面没有提前预见到资产负债表衰退的力度和持续时间，另一方面将降息过于机械地锚定在通胀水平上，未能灵活应对经济快速下滑和资产价格暴跌，确实是失去了更好的时间窗口。

进入 21 世纪后，日本连续遭遇了外部冲击，货币政策充分汲取了 20 世纪 90 年代的经验教训，跳出旧有的理论与实操约束，大胆采取了量化宽松政策和超常规货币宽松政策。这些举措为受到外部冲击的金融系统注入了充足

的流动性，金融市场的稳定提供了坚实的资金后盾，有效抵御了危机带来的负面影响。

2、财政政策：出台迟缓、效率低下、政策反复

日本政府在财政上的总体思路遵循的是凯恩斯主义，在当年的理论视角下，采用大规模刺激是没有问题的。但是回头来看，财政政策应对的过程存在三点明显的不足：

一是认知局限导致财政政策的启动时机较晚。 货币政策是从 1991 年 7 月启动的，但是财政政策的刺激措施直到 1992 年 3 月才推出。财政政策启动滞后的原因在于，一方面是政府和企业都未能充分认识到经济下滑的速度与严重性；另一方面，在 20 世纪 90 年代，日本政府和民间笃信新自由主义经济理念，普遍认为政府不应过多干预经济，这种观念在一定程度上阻碍了财政政策的及时启动，也限制了财政资金的应用范围和实际效果。

二是初期财政资金的投向导致运用效率低。 由于当时日本的大城市基础设施已经相当完善，政府决定将财政资源从核心都市圈向地方圈倾斜。然而，这些投资主要集中在基础设施领域，对当地投资和消费的带动作用非常有限。因此，这一阶段的财政政策几乎没有产生什么实质性的效果，经济和资产价格下滑的趋势并未得到有效遏制。

图 10：1991-2000 年日本财政资金投向及规模

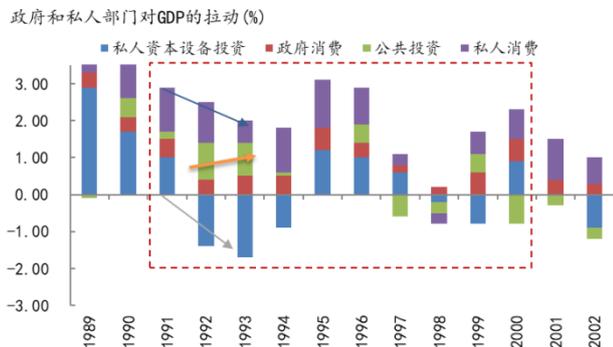
年份	投向	投资金额 (万亿日元)
1992	基础设施建设	12.0
1993	公共工程项目	2.0
	环境保护	0.5
	外援和国际合作	0.2
1994	信息技术和通信	0.5
	社会福利和医疗	1.5
1995	基础设施建设	15.0
	教育和研究	1.0
	地区振兴	1.0
1998	公共工程项目	1.5
	环境保护	1.0
	金融市场和银行体系改革	2.0
	外援和国际合作	0.2
1999	信息技术和通信	1.0
	社会福利和医疗	1.0
	地区振兴	1.5
	债务管理	1.0
2000	金融市场和银行体系改革	1.5

资料来源：Wind、招商银行研究院

相比之下，1994 年至 1996 年期间，日本的财政政策进行了策略性的调整。政府针对个人所得税实施了多次减税措施，三年间分别减税 5.5 万亿、2 万亿和 2 万亿日元。这一调整取得了显著效果：1994 年，私人消费率先出现明显增长，随后在 1995 年至 1996 年间，私人资本设备投资和私人消费都呈现出大幅度回升的态势，有力推动了日本经济的企稳回升。

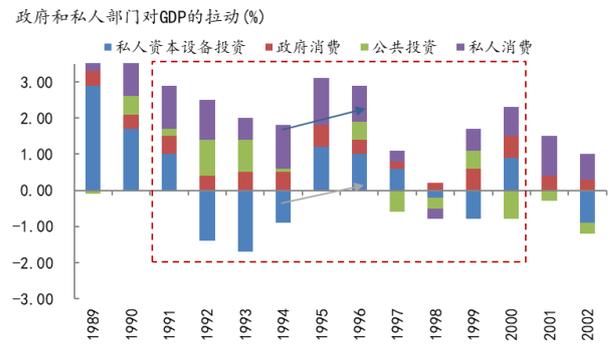


图 10：1991-1993 年公共投资和政府消费上升，支撑经济



资料来源：Wind、招商银行研究院

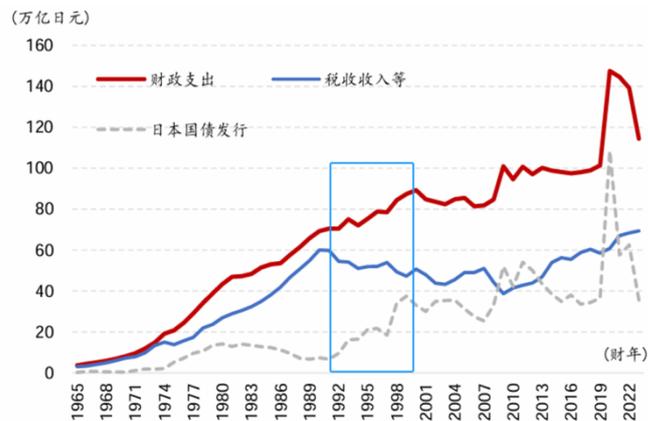
图 11：1994-1996 年私人资本设备投资和消费出现上升



资料来源：Wind、招商银行研究院

三是财政政策中途反复。1997 年，日本将消费税率从 3% 提升至 5%，这一举动中断了当时的经济修复。为何财政政策中途出现反复？我们认为这和日本当时遵循凯恩斯主义息息相关。在 1991-1993 年间财政大规模支出，叠加 1994-1996 年连续减税的举措，日本收支缺口快速上升，公众对财政可持续性的质疑也随之上升。为应对这一压力，在 1994 至 1996 年经济逐渐企稳后，政府选择上调消费税来增加财政收入。但这一举动明显高估了日本经济的修复程度和可持续性，打击了刚刚修复起来的信心。

图 12：1991-2000 年，日本财政收支压力快速上升



资料来源：Wind、野村证券、招商银行研究院

3、合成谬误：宏观政策各自为政

站在当时日本政府决策部门的角度来看，各个部门所出台的政策都遵循了“适当性”“合理性”的原则，顺应了日本经济与资产价格的变化。

但是，日本的经济决策部门犯了一个致命的错误，即缺乏宏观政策的统筹和一致性，头痛医头，脚痛医脚，导致虽然政策出台很多，但最终的效果却大打折扣。比如，财政政策出台太晚，导致失去了稳定经济的重要时间窗口，就

一直为学界所诟病。又比如，无论是出于捂盖子的想法还是出于制度不完善的原因，对金融系统不良资产的处置是偏慢的，导致问题一直被拖延到亚洲金融危机爆发。再比如，财政政策突然上调消费税导致了经济修复中断。

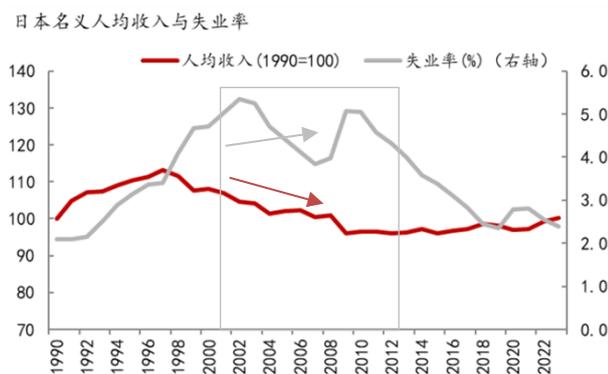
因此，看似各个部门的“聪明人”都在努力工作应对经济下滑，但最后加总的宏观政策呈现出合成谬误的特征，错失了稳住经济或者减缓经济下滑速度的机会。

4、政策空间：初期透支，中期乏力

在经济泡沫破灭初期，宏观政策的逆周期调节力度是不断加大的，到了中期，逆周期调节尽管保持了高力度，但很明显空间已经受限。由于初期的诸多经济问题并未得到妥善解决，这导致中期日本的经济难有起色，而此时政策的空间已经不大，对经济的托举力度降低。

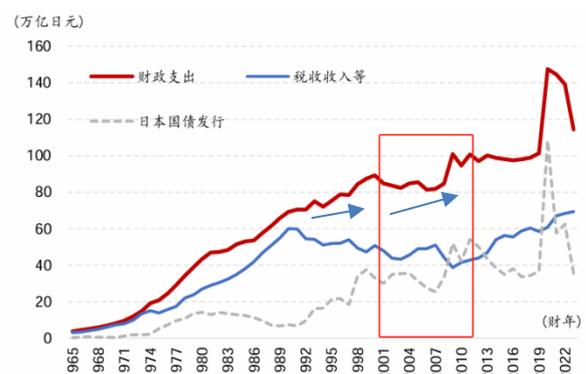
自 1990 年之后，资产价格大幅下跌，由于当时的日本企业投资大量不动产，企业资产负债表迅速遭到冲击，被迫开启了去杠杆的进程。同一阶段，居民部门也受到了冲击，但由于居民部门的资产负债表抗风险能力要更强，因此 19901-2000 年，居民的杠杆率是持续维持在偏高水平，并未出现明显下降。但是在 1997 年金融危机和 2001 年互联网危机的冲击下，企业又开启了第二轮去杠杆，从 2001 持续到 2012 年。这一阶段，劳动力市场受到严重冲击，失业率趋势性上升（明显高于 1990-2000 年的平均水平），人均收入趋势性下滑（低于 1990-2000 年的水平）。在收入压力不断上升的背景下，居民部门最终走向去杠杆，资产负债表逐步收缩。

图 13：中期（2001-2012）日本失业率趋势性上升，收入趋势性下滑



资料来源：Wind、招商银行研究院

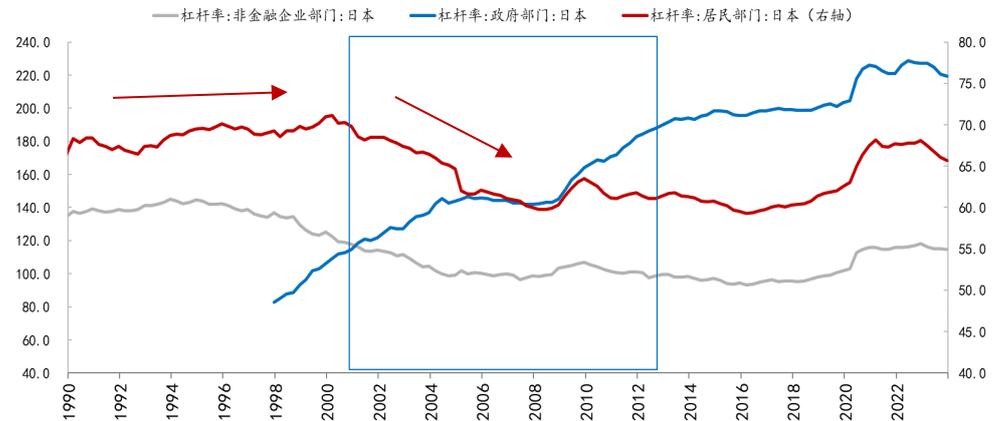
图 14：中期（2001-2012 年）日本财政压力进一步上升



资料来源：Wind、野村证券、招商银行研究院

在 2001-2012 年，日本微观层面企业与居民的通缩预期不断强化，加重了日本经济陷入资产负债表衰退的程度。此时公共部门逆势发力是十分有必要的，但遗憾的是由于前期的透支，日本的财政收支问题已经十分严重，财政支出上升的空间非常有限。相较于实体部门的需求而言，财政的支持可以说是不足的。

图 15：2001-2012 年，居民部门杠杆率持续下降



资料来源：Wind、招商银行研究院

(二) 回头看：“聪明人”的改进和成效

在中期和后期，在政策空间不大的情况下，日本政府中的“聪明人”对初期的政策进行了反思和改进。尤其是在后期，经济和资产价格有了更多正向的反馈，那么“聪明人”的改进在哪里？

1、财政政策提高了稳定性和有效性

在巨大的财政压力下，日本政府坚持了底线，并努力进行了改革。一方面，汲取了 20 世纪 90 年代的经验，坚持不上调税率。这一政策极大程度地稳定了企业和居民的收入和消费的预期，避免微观预期负循环形成惯性而造成更大的通缩压力。另一方面，在财政支出上，日本政府一改以往大幅支出的做法。首先是鼓励民间投资，提高市场活力，这在一定程度上缓解了财政需要承担的压力。再次是优化了财政资金的投向，将更多的资金投向于生活型社会资本（包括教育、医疗、社保、环保等），不仅提高了社会生活保障程度，也有利于财政资金在消费领域发挥更好的乘数效应。

2、结构性改革能够更好激发市场活力

结构性改革最早是出现在金融体系风险的处置上。在 20 世纪 90 年代经济泡沫破裂之初，日本央行对不良资产的处理是迟缓的，甚至是有拖延的成分，这一点在后来成为多数日本及国际学者的共识。随着不良债权的不断累积，1997 年亚洲金融危机引爆这一雷区，最终导致大量日本银行破产，金融体系一度接近崩溃边缘，连锁反应也使得 1998-1999 年的日本经济陷入了更深度的衰退。

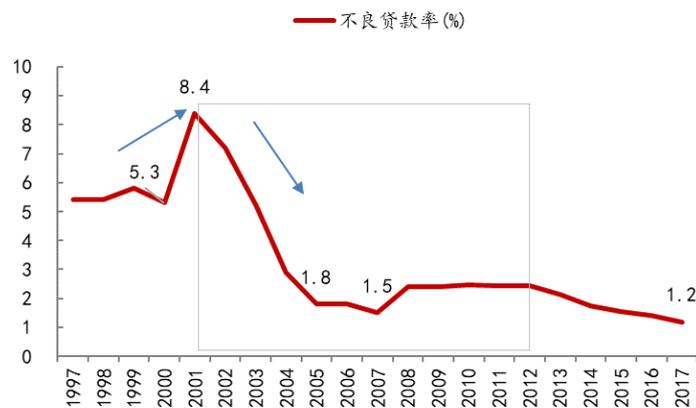
为了挽救濒临崩溃的金融体系，1998 年日本政府推出了一系列金融改革¹⁸与救助措施。日本政府还正式向金融系统注入资金，国会更是批准了高达 60

¹⁸ 包括颁布《金融再生法》和《早期健全化法》，同时对《存款保险法》进行了修订，以推动银行业内部的深层次改革。

万亿日元的银行救助资金。最终，日本对金融体系进行了大范围改革。特别是在处理不良债权问题上，到 2003 年，不良债权问题得到了有效解决，这为后续经济的企稳与恢复奠定了坚实的基础。

此后，2013 年安倍内阁开始推行经济结构改革和贸易自由化。日本政府减少了政府干预，鼓励民间投资，为企业提供更灵活的经营环境。同时，通过改革税收制度、劳动市场政策以及商业法规，为企业创造更有利的发展条件。并且，在产业发展上，支持创新和科技发展，鼓励企业投资于新技术和产品的研发。通过建立科技园区、提供研发资金支持等措施，促进科技创新和产业升级。在一系列改革政策下，市场活力上升，为经济修复提供了助力。

图 16：日本不良贷款率在 2002 年后快速下降



资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）向前望：日本三十年复盘的启示

1、应避免政策合成谬误，加强总量政策的一致性

造成宏观政策合成谬误的原因主要是将局部合理的政策简单加总到整体，忽视了政策之间的相互作用和对全局的影响。由于局部和整体之间的关系是非常复杂的，要尽量避免这一问题，政策制定者不仅需要厘清政策之间的关系，确保政策同向发力，还要把握政策出台的时间点，确保形成合力，同时还要具备动态思维，不断观察产业、价格、就业等方面的表现，根据实际效果来调整相应的政策。

2、更加积极和高效的财政政策，才能使财政货币总量政策更有效

逆周期政策调节是需要货币和财政形成合力的，单纯的依靠货币政策大概率属于“瘸腿”政策，甚至在某些关键阶段，迅速且强有力的财政政策才是经济能够稳定的核心变量，财政如果缺位，只会带来稳经济时间窗口的关闭。

在优化财政支出方面，财政资金需要应用在更能够支持经济，激发经济活力的板块，不应仅局限于基础设施投资，还应考虑投入到能够刺激私人部门设备投资和消费的领域，更好地发挥财政资金的乘数效应，从而支持经济。

3、要避免资产价格过快收缩导致资产负债表衰退

资产价格快速下跌，或长时间下跌会给实体部门资产负债表造成负面冲击，甚至是衰退。要避免这一问题，在资产快速下跌时，宏观政策需要加大力度进行逆周期调节，日本基本上也沿用这一思路，但由于政策缺乏连续性，过早的实施财政整顿，阻碍了经济的修复。

此外，还需要注意到实体部门的资产负债表最终会反映到金融机构的资产负债表上，金融机构的资产负债表会面临收缩的压力，金融风险也会随之上升。金融体系的问题若持续累积，或发生危机，则会对经济再次造成重创，并且还会导致政策工具失效，使挽救经济的工作变得极其困难甚至失败。

4、改革必不可少

日本在走出泥潭的过程中，多届政府实施了不同的改革措施，可以认为，改革加速了日本脱离经济停滞的速度。放眼全球，通过改革来激发经济活力的例子比比皆是，从 70 年代末中国的改革开放，到美国、英国 80 年代初分别执行的“里根主义”“撒切尔主义”，到 2000 年后日本实施的结构性改革。总的来说，这些改革能够成功的原因，都是遵循了“市场的归市场，政府的归政府”这一原则，即通过遵循市场规律，提升市场主体自由度，来激发市场活力，从而“搞活”经济。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇