

2024 年日本经济专题报告：逃逸第四个“失去的十年”

一、复苏的速度与质量：日本的复苏平庸、廉价，但令人惊艳，持续性待考验

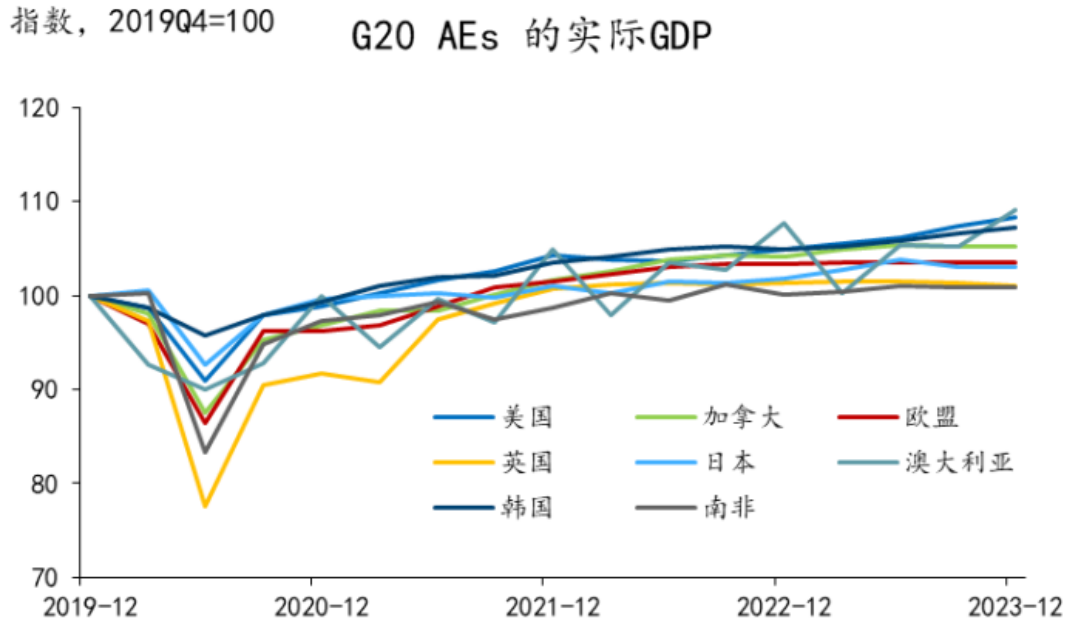
日本经济的真实复苏是平庸的，但逃逸“慢性通缩”是令人惊艳的。因为，日本失去的本就不是真实增长，而是名义增长。逃逸通缩的意义可等价于摆脱长期停滞。

（一）“平庸的”复苏：日本经济周期处于复苏尾声，外需是“亮点”，内需仍是“短板”

横向比较，2020 年以来日本经济的复苏是平庸的。2021-2023 年，全球、发达和新兴与发展经济体的实际 GDP 平均增速分别为：4.3%、3.3%和 5.0%。在发达经济体（AE）中，美国、欧元区、日本和德国的实际 GDP 平均增速分别为：3.4%、3.2%、1.7%和 1.6%。日本的平均增速仅相当于 AE 的一半，仅比德国高 0.1 个百分点。以本币计价，截止到 2023 年底（2019=100），日本的实际 GDP 水平仅恢复至 103，落后于 G7（105）、G20-AE 中的澳大利亚（109）、美国（108）、韩国（107）和加拿大（105），与

欧盟齐平，好于英国（101）和南非（100）。从产出缺口角度而言，日本产出缺口收敛到 0 的时间点也落后于美国、澳大利亚、加拿大等国。

图表2：实际 GDP 的弹性：与欧盟齐平，远落后于美国



日本内生动能（实际消费和固定资本形成）的修复更是差强人意。以 2019 年 4 季度为基期（100），2020 年期间日本实际个人消费最低下降到 92.7（2020 年 6 月），2023 年底恢复到了 100.6，目前已经连续 3 个季度下行（2023 年 1 季度为 101.9）。横向比较而言，日本实际消费的复苏远落后于美国 and G7 平均水平，与欧盟持平，但好于德国。日本投资（固定资本形成）的复苏路径同样呈现平坦化的特征，2023 年底

基本与 2019 年底持平，同样落后于 G7 和美国，也落后于德国。

与“失去的二十年”相比，2020年以来日本经济的复苏较为强劲，经济同步指数已经超过2020年之前水平（但距离上一轮周期的顶点仍有一段距离）。参考日本内阁府编制的经济同步指数¹，设置每一轮周期的低谷为100（本次为2020年5月），可比较历次复苏周期的弹性。截止到2023年底²，同步指数已经反弹至133，为7个复苏周期的最大值，超过了2020年之前水平。但与周期顶点（2018年10月）相比，仍有6%的缺口。参考实际GDP，比较1958年以来14个复苏周期，也可知本轮复苏的弹性弱于90年代以前，强于90年代以后。

结构上看，日本经济复苏的持续性仍面临考验。2022-2023年，日本经济的复苏是名义而非实际的、外生而非内生的，这两个特征与美日货币政策周期的“冲突”引发的日元汇率大幅贬值有关¹。2022年4季度-2023年2季度，日本名义GDP快速扩张，实际GDP增速则较为缓慢。2023年下半年，名义GDP增速放缓，实际GDP一度陷入“技术性衰退”²。从需求结构上看，前一阶段内需反弹，后一阶段外需偏强、内需转弱（连续3个季度环比负增长），而净出口的拉动效应部分源于汇率贬值对进口的压缩。

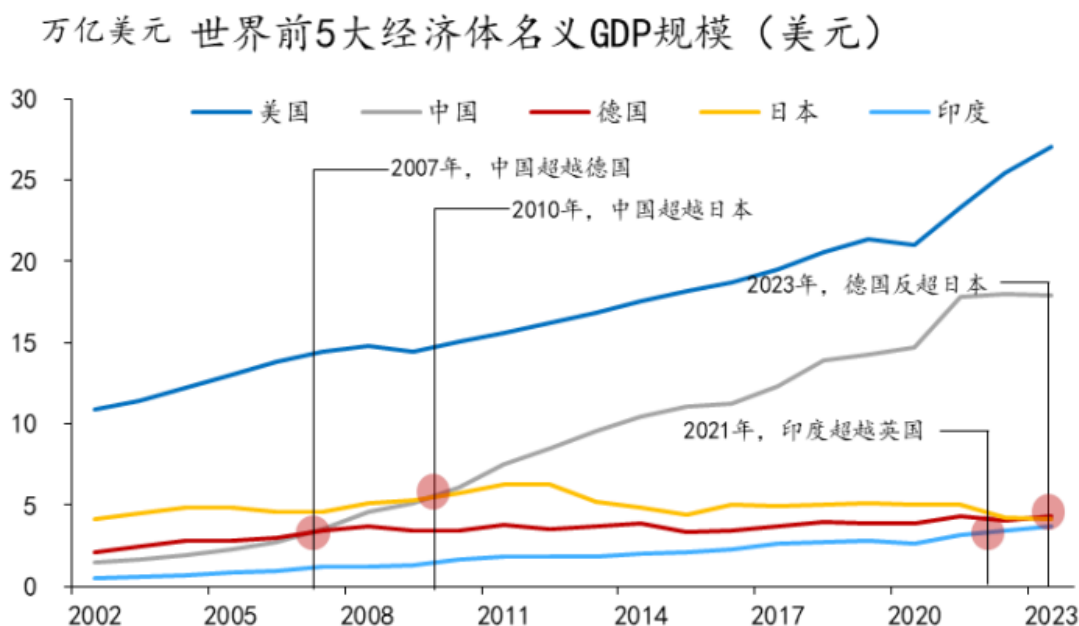
但是，依靠汇率低估的方式强化输入性通胀、增加企业盈利是不可持续的、也难以为继：

一方面，日央行已开始加息，货币政策周期或将从冲突走向收敛——虽然基本面的对比和日央行“谨慎前行”的货币政策立场暂时不支持日元走强，但日央行也表达了对日元贬值的关注；另一方面，汇率低估本质上是财富的再分配，是将购买力从国内部门转向国外部门，从而是当前日本内需不足的一个解释，与日央行追求的可持续的 2% 通胀目标相悖。换言之，日元升值有助于日本的通胀动能从外部供给侧冲击切换至国内的需求。

（二）“廉价的”复苏：汇率低估是把“双刃剑”，弱区间里的缓慢升值更符合 BOJ 的目标

以美元计价，2020 年以来日本经济甚至出现了“倒退”，这主要归因于更低的通胀水平和日元汇率的贬值。自 2010 年被中国超越之后，日本以美元计价的名义 GDP 规模一直位于世界第三，直至 2023 年被德国反超、退居第四。以美元计价，2023 年世界名义 GDP 规模排名前五的国家为：美国（27.1）、中国（大陆，17.9）、德国（4.4）、日本（4.2）和印度（3.6）。日本相对于美国的 GDP 规模自上世纪 90 年代中期（峰值为 72.6%）开始持续下行，2023 年下行至 15.4%（下降 57 个百分点）。

图表17：世界前五大经济体名义 GDP 规模（美元）



日本经济的“倒退”是实际 GDP 低增长、通货紧缩和日元贬值三因素叠加的结果。非美经济体以美元计价的名义 GDP 增速可拆解为 3 个部分：以本币计价的实际 GDP 增速、GDP 平减指数和本币/美元汇率的变化。分阶段而言，2010-2019 年，日本以美元计价的名义 GDP 增速年均为 0，以本币计价的实际 GDP 增速年均 1.2%，GDP 平减指数增速年均 0，兑美元汇率年均贬值 1.2%；德国的读数依次为：1.6%、2.0%、1.6%和-2%。日本与德国的差值分别为-1.6%、-0.8%、-1.6%和 0.8%。所以，2010-2019 年，日本的倒退主要源于更低的实际增长和更低的通胀，汇率为正贡献。2020 年以来，日本经济的倒退主要归因于更低的通胀和日元汇率贬值。2020-2023

年，日本以美元计价的名义 GDP 增速平均落后于德国 7.7 个百分点，平减指数贡献了其中的 3 个百分点，汇率贡献了 4.8 个百分点。

美日国债利差是日元汇率波动的主要解释变量。2021 年来，日元兑美元汇率的贬值可主要由美日 10 年期国债利率来解释，而美日利差的扩大则源于各自经济基本面及其派生的货币政策周期的差异。一方面，2022 年初以来，在美国经济内生动能强势复苏和高通胀的背景下，美联储选择强势加息、并将高利率长期保持高位；另一方面，由于日本通胀明显低于其它发达经济体，且内需仍是拖累项，日央行选择推迟政策正常化，始终保持负利率政策不变，仅在 2022 年 12 月和 2023 年 10 月两次上调 YCC 区间上限（分别从 0.25% 调至 0.5% 和从 0.5% 上调至 1%，目前 YCC“名存实无”）。所以，日美利差的变化主要是由美债利率的波动贡献的，这又主要取决于美国的内因：经济基本面与美联储货币政策立场。

日元贬值可通过贸易条件、企业盈利（及其再分配）和资本市场的财富效应作用于日本经济。日元贬值既是“好的”，也是“坏的”，净效应则需要定量分析。“好的”方面：1）改善贸易收支，促进经济复苏。日元贬值缓解了外需收缩对日本贸易收支状况的冲击、加速 reopen 后净出口的转正。2023 年，日本商品贸易顺差持续扩大、服务贸易差额已经转正

——考虑到“J 曲线效应”，日元贬值将首先恶化、而后改善贸易收支状况，而贸易收支的改善也将有助于稳定日元汇率。

2) 日元贬值增厚了跨国公司的海外利润，改善了日本的经常账户收支。日元汇率与经常账户中的“主要收入”（**Primary Income**）高度负相关——日本主要收入的增长与日元贬值趋势基本同步。2020 年以来，即使商品贸易顺差转为逆差、服务贸易逆差扩大，日本仍保持经常账户顺差，这主要归因于主要收入净额的高增长。上市公司 **EPS** 的改善直接解释了日经指数的表现，进而可财富效应。经验上看，日股（以东证综合指数为例，**TOPIX**）与日元汇率显著负相关。**TOPIX** 反超 1990 年泡沫时期的高点、创 30 年来新高，是与日元汇率（对美元汇率，或有效汇率）创新低同步发生的。这是因为，**TOPIX** 成分股超过 40% 的收入来自海外。分行业而言，日股涨幅与海外收入占比也显著正相关¹，其中，海外利润占比超 4 成的行业有：可选消费（64%）、信息技术（56%）、材料（47%）和工业（41%），近半年来指数涨幅均超过了 20%。

3) 通胀方面，日元贬值可通过贸易条件渠道强化输入性通胀、增强通胀粘性、推升通胀预期，有利于日本走出“通缩陷阱”。机制上看，在商品贸易方面，日元贬值导致日元计

价的进口商品价格大幅上行，由于日本高度依赖能源和食品进口，且此类商品的需求弹性较低，成本易于转嫁至终端消费，直接推升 CPI 通胀；服务贸易方面，2022 年 reopen 以来，日本入境游客人数大幅增加——2024 年初已回升到 2020 年之前水平，推升了娱乐服务和酒店等与旅游相关的通胀。

但是，也不可忽视日元长期、大幅贬值的副作用——与“好的”方面相对应：1) 抬升进口原材料和中间品的成本，不利于制造业的复苏；2) 压缩进口企业的利润，尤其是小企业；3) 降低居民实际收入和购买力，不利于私人消费的复苏；最终都表现为内需的乏力。日元贬值本质上是一种再分配，净效应是动态变化的。例如，随着企业的“出海”，日元贬值拉动出口、改善企业盈利的作用趋弱，但通过主要收入增厚利润的效应在增强。由于日本企业自上世纪 80 年代以来便持续扩大对外直接投资，在日央行内部，认为净效应大于零的意见占上风。在 2022 年 1 月《经济与物价形式展望》1 报告中，日央行定量分析了日元贬值的利弊，认为利大于弊——机制上，跨国公司和出口企业的利润部分将转化为工资上涨和资本开支。当然，日央行也承认，随着海外增加值占比的增加，以及企业向高附加值生产环节的跃迁，出口的汇率弹性趋

于下降——汇率贬值对出口的拉动作用趋于下行。综合而言，“日元的走低对日本经济的影响，总的来说还是积极的。”

即使日元贬值的净效应为正，但日央行也表达出了对日元继续贬值的担忧，并有意将日元-美元汇率的下限维持在150左右。4月4日，日央行行长植田和男在采访中表示，由于薪资大幅上涨推高物价，通胀可能在今年夏季至秋季加速。如果日元贬值以难以忽视的方式影响日本通胀和工资，央行可能将“采取货币政策应对”¹。消息公布后，日本两年期国债收益率上涨至0.21%，日元走强，市场预期日本10月份或再次加息。这说明，植田和男对于“日元贬值-贸易条件恶化-输入性通胀”的传导从欣然接受的态度走向了对立面。次日，日本首相岸田文雄也表示，不排除任何干预外汇市场的行动选项，过度的外汇波动可能对经济和金融稳定产生不利影响²。因为，日元贬值不利于小企业和消费者——两者相互依存。如果消费不改善，2%可持续通胀的目标恐难最终实现，企业资本开支的意愿也料难明显改善。如何增强内生动能、维持相对较高的名义增速是日本经济下一阶段的挑战，也是政策当局迫切需要解答的难题。日本经济复苏的持续性和通胀高度依赖于全球经济状况。全球制造业周期处于复苏早期，故外需仍有保障。但另一方面，日元贬值压力的阶段性增强或迫使日央行被动加息，进而加剧日元汇率的波动。如何处理好内、外需的关系，平衡好日元汇率——既不快速升值、也不继续贬值，是日央行的一个考验。

二、失去的“名义增长”：“急性通胀”对抗“慢性通缩”，这次是否不一样？

一定限度内，对于权益等风险资产而言，名义增长的重要性高于实际增长。对于深陷“慢性通缩”的日本来说，供给冲击引发的“急性通胀”可谓“良药苦口”。本节主要关注 2020 年冲击以来日本通胀的形成机制、当前状态及再通胀的持续性。

（一）“慢性通缩”的观念根源：失去的二十年，“不涨价-不涨工资”成了一种社会共识

关于日本经济，最流行的概念莫过于“失去的十年”、“失去的二十年”，甚至是“失去的三十年”。所以，首先需要厘清的是：日本到底“失去”了什么？进而才能理解“安倍经济学”想要“找回”什么、以及“它”回来了吗、又从何时开始的？日本“失去”的并非真实增长，而是名义增长（本币或美元计价）。所以，日本能否“归来”，关键也在于能否逃逸“通缩陷阱”。1991 年房地产泡沫破裂后，日本经济进入“失去的二十年”（1992-2012），实际 GDP 增速从放缓阶段（1974-1991）的 5.1% 跌至 0.9%，但名义 GDP 增速从 8.3% 跌至 0.1%。相应地，GDP 平减指数从 3.1% 跌至 -0.8%——通货紧缩基本对冲了实际增长，导致名义增长基本为零。在“失去的二十年”早期（1992-1997）—

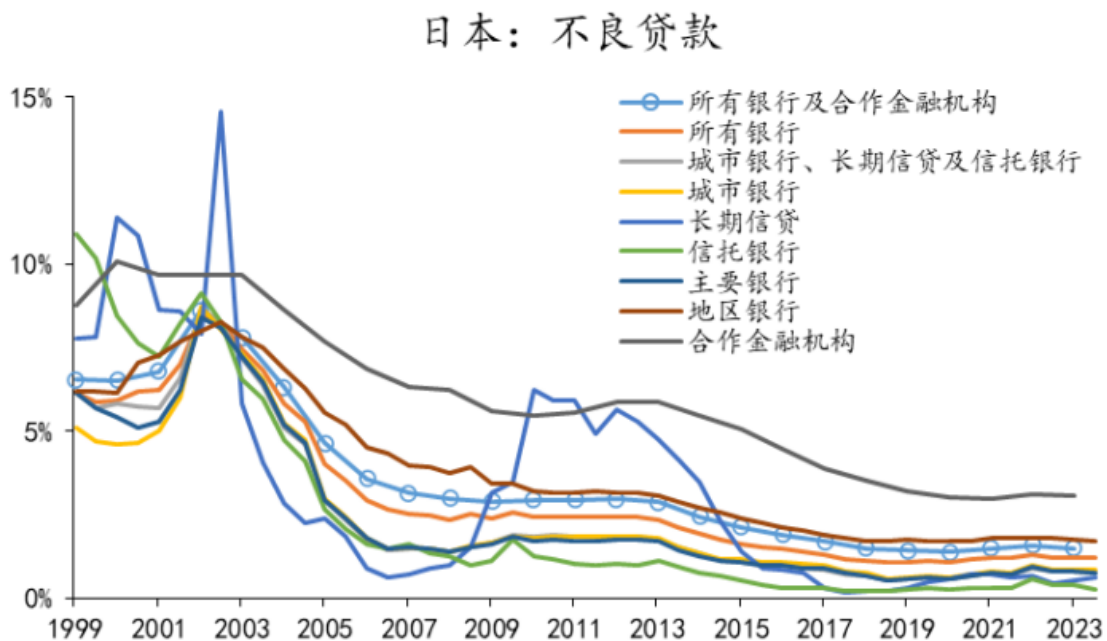
——最符合辜朝明“资产负债表衰退”的描述，日本通缩水平较为温和（-0.1%），但在1997年金融危机至安倍经济学之前的15年，通缩水平稳定在-1%左右。2013年安倍晋三重新执政以来，日本实际GDP增速的抬升并不显著（0.9%增至1.0%），但GDP平减指数从“失去二十年”的-0.8%和1998-2012年的-1.1%提高到了0.5%，名义GDP增速相应从0增长提升到了1.4%。故可以说，从安倍时代开始，日本就慢慢地从“通缩循环”中走了出来。

日本“失去的二十年”是如何形成的？常见的解释有：1）长期结构性问题，如老龄少子化、全要素生产率下降等；2）财政、货币和金融政策错失最佳救助时机；3）不良债权问题处理不当，银行信用扩张功能失灵；此外4）1985年后日元升值与全球化背景下的对外直接投资浪潮（导致国内企业资本开支不足）和来自于亚洲其他国家的竞争，也不可忽略。我们建议将“失去的二十年”划分为三个阶段，以区别看待日本经济周期的起落，而非笼统地将其看作“后地产周期”。因为，辜朝明（Richard Koo）所描述的资产负债表式衰退——“资产价格泡沫破裂-债务最小化-内需不足”的反馈循环——在进入21世纪后明显缓和了。例如，日股在1997年亚洲金融危机之后已经见底，此后的涨跌则有各自不同的逻辑，如2000

年科网泡沫破裂、2001 年中国加入 WTO（带动日本经济复苏）、2008 年全球金融危机、2011 年东日本大地震、2014

年页岩油革命（强化通缩压力）等。地价与房价迟至2005年前后见底。银行不良贷款率自2002年开始下行，至2007年基本见底。基于经济周期同步指数可知，2008年大危机之前和安倍时代，日本经济都经历了较长时间的复苏，期间，企业金融净投资率都明显下行——上行表示企业的目标是“债务最小化”。

图表37：本世纪初以来，日本不良贷款率持续下行



但是，作为资产负债表衰退的“后遗症”之一，日本的“慢性通缩”症状一直延续到安倍时代末期，直到2020年之后出现“急性通胀”才显著改观。“慢性通缩”形成的原因是多方面的，但我们更想强调“现实-预期-行为”之间的正反馈及其产生的锁定效应：由于预

期是路径依赖的，行为又受预期的影响，通缩一旦形成并持续一段时间后，“不涨价-不涨工资”就成了社会共识和经济中的一种稳态¹。并且，这一稳态极难靠内生力量打破！

1997年金融危机是“慢性通缩”形成的重要节点。以1997年山一证券破产为导火索，日本大型金融机构纷纷陷入经营困境。此后，银行信贷急剧收缩，广义货币“坍塌”，企业遭遇“破产潮”，失业率激增。居民部门储蓄倾向和对物价的敏感性上升。企业经营策略偏向保守，对提价保持谨慎，也冻结了工资。久而久之，危机时期的防御行为逐渐成了惯例，不涨价-不涨工资成了“新常态”：没有企业敢于单方面涨价，因为消费者会习惯性地寻找替代品——需求价格弹性高。在劳动力市场偏松和灵活就业兴起的背景下，员工对于涨工资的诉求也趋于下降。

（二）“急性通胀”的可持续性：日本通胀的广泛性显著提升，动能正在由外向内切换

2020年以来，受全球供应链扰动、大宗商品价格上涨和日元贬值-贸易条件恶化的影响，日本通胀水平升至90年代以来的历史高位。2023年，日本GDP平减指数、CPI与核心-核心CPI（扣除新鲜食品和能源）同比分别为3.8%、3.3和2.7%，（季度或月度）高点分别为5.2%（2023Q3）、4.3%（202301）和

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。
如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/315022003124011222>