



大泡沫来临之前的日本经济

宏观研究

要点

- 目前中国并不是投资者普遍认同的 1990 年代的日本。
- 中国经济的轴线处于日本从工业化结束到走向成熟的时期，即，日本战后第四个经济景气周期的后半程（1968-1971 年）的水平。与当年的日本相比，中国较早地经受了石油价格上涨与人民币小幅升值的考验，也就是说外部市场的发育有所超前，大体快于轴线 5 年。而城市化、工业化程度、人均收入均等都落后于日本，这意味着中国的内部市场发育有所欠缺，距离轴线差不多 6-8 年。
- 1970 前后，日本已经进入了罗斯托所讲的从起飞到成熟，并进而到达大众消费的阶段。随着石油危机的冲击，日本自 1974 年后结束高速增长并进入稳定增长时期。1970-1980 年代，日本的经济增长区别于以前的特征为：外部冲击巨大、治理通胀贯穿始终，产业结构急剧调整、节能减排提上日程、各要素贡献全面下降。
- 1970 年代，日本的消费在 GDP 中的占比开始降低，投资贡献加快。相对于私人消费，政府的消费占比在增加，政府倾向于提供后工业化时代的服务。
- 制造业一直是日本的主导产业。1960 年后是高炉炼铁业—医药制造业—集成电路—汽车制造业。1970 年后则是汽车、配件、电气机械、机械器具、家电、音响等民用电器制造业等。产业结构调整后的制造业竞争力是日元升值的物质基础。
- 日本的资本市场在 1972-1973 年有过一次短暂的波动，在 1978 年金融自由化变革之前，保持着稳定的增长状态。在成功应对通货膨胀与经济下行的不利局面后，日本实体经济的创造力接近顶峰。当增长不得不依赖更多的虚拟经济来支撑的时候，泡沫就已经产生了。这种状态出现的时间是 1985 年后。
- 中国面临着比日本当年更大的风险，更易受到外部的冲击。中国有着更大的足以消化泡沫的制度优势，公共风险的消融依赖于政策的调整。

魏凤春

weifengchun@csc.com.cn

010-85130308

执业证书编号：S0640207100074

胡艳妮

huyanni@csc.com.cn

010-85130973

执业证书编号：S1440206070030

王洋

wangyangbj@csc.com.cn

010-85130386

执业证书编号：S1440210080015

刘之意

liuzhiyi@csc.com.cn

010-85130273

执业证书编号：S1440110040077

发布日期：2010 年 12 月 13 日



目录

前言 日本为什么如此不重要？	3
一、定位日本与中国的指标设定	4
1.1 主要经济指标的设定	4
1.2 次要经济指标的设定	4
1.3 非经济指标的设定	4
二、中国与日本的时间对比：轴线在 1968-1971 年	5
2.1 主要经济指标的对比：中国相当于日本 1962-1969 年的水平	5
2.2 次要经济指标的对比	6
2.3 非经济指标的对比	12
2.4 综合对比	12
三、1970 前后日本的经济增长	13
3.1 日本景气循环的全景考察	14
3.2 从高速增长转向平稳增长	15
3.3 经济增长的结构分析	20
四、日本的行业增长情况	24
4.1 一二三产业的结构与增长	24
4.2 日本的支柱产业	26
4.3 不同行业的产值增长率	27
五、日本资本市场的表现	30
5.1 日经指数的走势	30
5.2 日本不同行业的在证券市场上的表现	30
5.3 日本土地市场	32
5.4 日本资本市场波动的成因	32



图表目录

图 1: 日本与中国工业化的对比	7
图 2: 日本与中国城市化的对比	8
图 3: 中日经济增长率的对比	9
图 4: 日本与中国人均粗钢产量的对比	9
图 5: 日本与中国每万人拥有铁路营业里程对比	11
图 6: 日本与中国房地产市场对比	11
图 7: 日本与中国股票市场的对比	12
图 8: 日本与中国的综合对比	13
图 9: 日本的经济增长与通货膨胀	15
图 10: 1974 年后日本经济调整的三个阶段, 经济低速增长成为现实	19
图 11: 日本的经济增长因素分析: 1953-1989	20
图 12: 日本 GDP 构成中投资、消费与净出口的贡献率	20
图 13: 日本的投资与消费的对比高位运行后下降	21
图 14: 日本私人消费与政府消费的关系	22
图 15: 日本政府支出的结构与各项目增长率	22
图 16: 个人消费的结构变化	23
图 17: 日本一二三产业产值在 GDP 中的占比	24
图 18: 日本一二三产业的增长速度	25
图 19: 日本一二三产业接纳就业人数的比例	25
图 20: 日经指数走势 (1968-2004)	30
图 21: 日本不同行业在证券市场表现 (1968-1989)	31
图 22: 日本土地价格 (1964-2004)	32
图 23: 日元的法定贴现利率与长期贷款利率	33
图 24: 日元升值率 (1969-1990)	33
表 1: 中国与日本人均 GDP 对比	6
表 2: 百户拥有耐用消费品的对比	10
表 3: 日本战后日本的景气循环	14
表 4: 日本经济增长的因素分析: 1953-1971	16
表 5: 1961-1975 年日本的通货膨胀	17
表 6: 1973-1974 年的金融、财政紧缩与窗口指导措施	18
表 7: 日本 GDP 中不同行业产值的占比	26
表 8: 日本各阶段主导产业和支柱产业群	27
表 9: 日本不同行业的平均增长率 (以 1990 年价格为基准)	28
表 10: 日本不同行业的增长率 (以 1990 年价格为基准)	29



前言 日本为什么如此不重要？

中国政府通过“硬”启动，进行负债扩张，无疑是为未来的泡沫泛滥制造了温床。于是，投资者总是在忐忑中进行短线布局，不知道哪一天这个泡沫会破灭。

这不是投资者在杞人忧天，不远的日本在不远以前的惨痛经历总是让人难以忘记。于是，人们便想当然地认为中国正在步日本的窠穴。

是的，中国具备日本泡沫制造的一切条件：人民币升值、信贷肆意投放、人口红利一步步消失、资本边际收益逐渐递减。不仅如此，中国的收入分配不均、二元结构、地方政府对中央政府的裹挟等等都增加了我们对未来的担心。

日本显得如何重要，近几年来凡是谈到投资风险，往往是“以日为本”。在几近机械化思维的同时，我们并没有对日本进行深入地了解。或者说，至少投资者较少地全面对比中国与日本。

基于此，我们的报告主要在述而不在评。在本报告中，我们将在主要通过人均 GDP 对比的基础上，定位中国与日本的发展阶段。进而分析日本的增长与结构、投资与消费的增长与结构，以及投资者最关心的核心产业的演化过程。我们将会针对日本主导产业的深化、房价与地价的走势进行较为深入的分析。

我们的研究结果与目前市场流行的观点有所不同。数据表明，中国经济的轴线处于日本从工业化结束到走向成熟的时期，即，日本战后第四个经济景气周期的后半程（1968-1971 年）的水平。与当年的日本相比，中国较早地经受了石油价格上涨与人民币小幅升值的考验，也就是说外部市场的发育有所超前，大体快于轴线 5 年。而城市化、工业化程度、人均收入等均都落后于日本，这意味着中国的内部市场发育有所欠缺，距离轴线差不多 6-8 年。

形象地讲，中国经济处于头脑有些发热、四肢发凉、身子比较正常的状态。

从这个层面上看，中国经济的风险比当年的日本更大，外部的冲击会使得中国泡沫扩散的时间提前。

当然，中国化解泡沫的空间也比日本大得多。分析的结果表明，日本的泡沫是在国内实体经济增长几乎没有余地的背景下外部冲击的必然结果。中国回旋的余地相对较大，只要政府应对得当，在城市化、工业化与市场化之间寻找到平衡点，中国不仅不会产生泡沫，而将继续高速增长。

因此，对于投资者来讲，最大的风险在于政策，或者说在于下一届政府的改革力度。

日本是如此重要，日本又是如此不重要，重要的是我们自己。



一、定位日本与中国的指标设定

1.1 主要经济指标的设定

本文主要采用人均 GDP 来定位中国与日本。对此要做如下说明：

- 可比美元汇率计算的困难

这意味着人均 GDP 是对比不同国家类相同阶段水平的重要指标，但并不是一个全面的指标。全面的对比，还需要加入工业化程度、城市化程度、国际贸易程度等一系列动态的指标加以相互验证。

- 人均 GDP 的可比性

一般来讲，用购买力平价（PPP）计算，会高估中国的人均 GDP 水平，因为中国的市场化程度非常难以估算。用名义 GDP 计算，会低估中国的 GDP 水平；

- 人均 GDP 计算的处理

人均 GDP 的计算是经济学家的日常课题，我们选择影响最大，投资者能够广泛接受的结论。

第一，我们在《世界经济千年史》的作者安格斯·麦迪逊（Angus Maddison）提供的数据的基础上，以 1990 年为基期，对数据进行了简单的处理，得出可信的对比结果。

第二，以人均 GDP 按 2005 年的价格水平，考虑到中日两国的汇率，以及 CPI 综合计算。

第三，参考世界银行提供的购买力平价，考虑到汇率的变化以及人口的变化进行推算。

第四，参考最原始的名义人均 GDP。

1.2 次要经济指标的设定

我们选择工业化程度、城市化程度、人均粗钢拥有量、人均汽车拥有量等指标作为参考指标来定位日本与中国。

1.3 非经济指标的设定

除了上述经济指标之外，一些非经济指标也可以对比中国与日本。比如举办奥运会的时间、加入世界贸易组织（关贸总协定）、本币被迫升值的时间、国际原油等大宗原材料价格飙升对本国工业化的冲击、政府在计划与市场之间的角色定位等。



二、中国与日本的时间对比：轴线在 1968-1971 年

我们不认同市场上普遍认为的 2009 年的中国可类比日本泡沫破灭后的 1990 年代前期的观点。从主要经济指标来看，中国相当于日本 1968-1971 年的水平，其它的指标表明中国的内部市场发育较慢，而外部市场发育较快。本报告共设计了 21 个指标来对比中国与日本。

2.1 主要经济指标的对比：中国相当于日本 1962-1969 年的水平

本报告从四个不同的角度对比了中国与日本的 GDP，分别是：

- **比较一：麦迪逊以 1990 年国际元计算，中国类比日本 1967-1968 年（1）**

按麦迪逊的计算，2006 中国人均 GDP6048 国际元，在此基础上加入中国的经济增长率进行推算。2009 年中国人均 GDP 为 7842 国际元，相当于日本 1967-1968 年的水平。

- **比较二：以 2005 年价格为基准计算，中国类比日本 1961-1962 年（2）**

在现价名义人均 GDP 的水平上，考虑到中国与日本的 CPI，以及人民币、日元与美元的汇率水平，分别以中国与日本 2005 年的不变价格为基准计算。中国 2009 年人均 GDP2789 美元，相当于日本 1961-1962 年的水平。

- **比较三：以世界银行购买力平价计算，中国类比日本 1968-1969 年（3）**

在世界银行公布的按购买力平价计算的人均 GDP 的水平上（1985-2004），结合日本 1955-1984 年的实际经济增长率、人口增长率、汇率计算日本相应时期的人均 GDP，结合中国 2005-2009 年的上述数据计算中国的人均 GDP。中国 2009 年人均 GDP7926 美元，相当于日本 1968-1969 年的水平。

- **比较四：按现价名义值计算，中国类比日本 1972-1973 年（4）**

现价名义人均 GDP 对于日本与中国的定位并无实际意义，只有一定的参考价值。2009 年中国人均 GDP3519 美元，相当于日本 1972-1973 年的水平。



表 1：中国与日本人均 GDP 对比

比较一				比较二				比较三				比较四			
日本		中国		日本		中国		日本		中国		日本		中国	
麦迪逊计算，以 1990 国际元计算				以 2005 年为基准人均 GDP（美元）				人均 GDP（PPPs 美元）				现价名义人均 GDP（美元）			
数值	时间	时间	数值	数值	时间	时间	数值	数值	时间	时间	数值	数值	时间	时间	数值
2772	1955	1996	2892			1996	659	2086	1956	1996	2,748	476	1960	1996	703
2949	1956	1997	3013			1997	745	2260	1957	1997	3,022	570	1961	1997	775
3138	1957	1998	2993			1998	824	2423	1958	1998	3,263	641	1962	1998	821
3290	1958	1999	3162			1999	887	2673	1959	1999	3,528	725	1963	1999	865
3556	1959	2000	3421			2000	952	3027	1960	2000	3,880	844	1964	2000	949
3988	1960	2001	3759			2001	1,035	3449	1961	2001	4,272	929	1965	2001	1,041
4429	1961	2002	4197	1510	1955	2002	1,154	3741	1962	2002	4,707	1070	1966	2002	1,135
4778	1962	2003	4803	1679	1956	2003	1,254	4155	1963	2003	5,240	1240	1967	2003	1,273
5131	1963	2004	5170	1846	1957	2004	1,377	4618	1964	2004	5,885	1451	1968	2004	1,490
5670	1964	2005	5578	1963	1958	2005	1,680	4973	1965	2005	6,394	1684	1969	2005	1,715
5934	1965	2006	6048	2192	1959	2006	1,855	5552	1966	2006	6,908	1964	1970	2006	2,027
6506	1966	2007	6653	2544	1960	2007	2,171	6233	1967	2007	7,408	2210	1971	2007	2,489
7151	1967	2008	7252	2878	1961	2008	2,583	6972	1968	2008	7,338	3192	1972	2008	3,259
7976	1968	2009	7832	3021	1962	2009	2,789	7904	1969	2009	7,926	3486	1973	2009	3,519
8869	1969			3170	1963			8809	1970			4482	1974		
9715	1970			3579	1964			8320	1971			4938	1975		
10042	1971			3669	1965			8792	1972			6717	1976		
10735	1972			4034	1966			9050	1973			6752	1977		
11439	1973			4503	1967			9761	1974			8451	1978		
11145	1974			4982	1968			10388	1975						
11349	1975			5492	1969			10489	1976						
11669	1976			5902	1970			9368	1977						
12063	1977			6264	1971			8374	1978						
12584	1978			8647	1972										

资料来源：日本统计局，中信建投研发部

2.2 次要经济指标的对比

● 工业化的对比，中国相当于日本 1968-1973 年之间的水平（5）（6）

工业化的对比包括两个指标：一是，根据一二三产业对 GDP 的贡献度以及之间的关系来确认中国与日本的工业化时期。二是根据制造业对 GDP 的贡献来确定中日的工业化程度。

根据中国社科院工经所《中国工业化进程报告》的标准，第一产业产值占比低于 10%、第二产业占比大于第三产业，为工业化后期。若第一产业产值占比低于 10%，第三产业占比大于第二产业，则为后工业化阶段。



自 1990 年后，中国的第一产业产值占比就一直低于 10%，中国的二产业占比从 2000 年的 60% 逐步下降到 2008 年的 50%，第二产业占比除了在 2001 年低于第三产业 1.5% 外，一直高于第三产业，2003-2007 年高达 10% 以上，2008 年仍然高达 7%。这表明，中国的工业化进程，特别是重化工进程并没有结束，正处于工业化后期。根据近五年第二、第三产业占比的趋势简单外推，至 2013 年二、三产业占比分别为 47.9% 与 46.38%，三产业占比超过第二产业，中国将进入后工业化阶段。

按照当年价格，日本在 1955-1968 年间，第一产业占比从 21.87% 下降到 9.01%，首次低于 10%。同时，第二产业从 35.33% 上升到 43.59%。1973 年达到最高点 45.66%，1975 年后下降到 41.88%，之后维持在 40% 以上的水平。日本的第二产业占比在 1973 年之前，除 1958 与 1966 年两次略低于第三产业外，皆高于第三产业。1974 年之后，第三产业占比才真正高于第二产业，这表明日本的工业化真正完成，进入后工业化阶段。

对比工业化进程，我们可以得出结论：目前，中国相当于日本 1968-1969 年之间的水平，处于工业化后期。考虑到工业化对环境的影响，中国可能并不需要如日本一样经过 6 年才进入后工业化阶段。

图 1：日本与中国工业化的对比



资料来源：日本统计局，CEIC，中信建投研发部

下面分析日本与中国制造业产值的对比。中国在 2006 年工业产值在 GDP 中的占比为 43.1%，为历史最高，之前在 1997 年也曾经达到过 41.7% 的历史次高峰。日本制造业产值在 GDP 中的占比也有过两个高峰，1961 年



的 34.7%与 1970 年的 34.85%。巧合的是，中日两个高峰之间都间隔了 10 年。

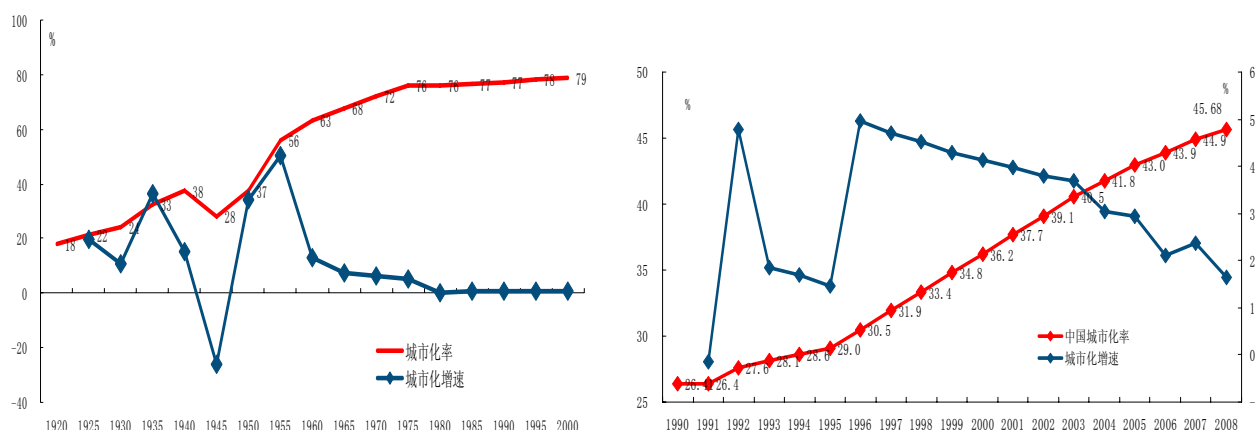
正因为工业品出口对本国财富创造的巨大贡献，中国与日本都差不多是在制造业贡献最大的时节受到本币升值的外部冲击。也正因为制造业在发展过程中受到的资源与环境约束，国际大宗原材料等价格的波动才使得中日高速增长受到巨大的影响。

因此，联系到 1971 年日本、2005 年中国本币第一次被动升值；以及日本 1974 年石油冲击、中国 2007-2008 年石油冲击的情况，单纯从制造业的发展来看，中国的工业化程度类似于日本 1973 年。

● 城市化的对比，中国类比于日本 1966 年的水平（7）

1955 年，日本的城市化率为 56%，1960 达到了 63%。2008 年中国城市化率为 46%，远低于日本 1955 年的水平。这是静态地考虑，动态地看，日本的城市化增速在 1955 年后剧下落，中国则在 1996 年后降低了城市化的程度。再考虑到中日与日本两国不同的地理空间，以及中国与日本对城市人口的认定等不同因素，我们大致可以判断，中国的城市化水平相当于日本 1966 左右的水平。

图 2：日本与中国城市化的对比



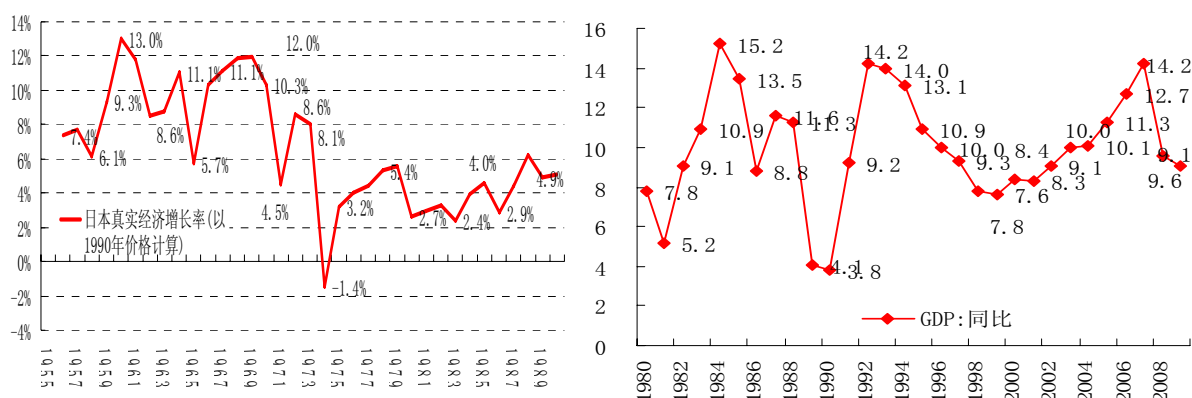
资料来源：日本统计局，CEIC，中信建投研发部

● 经济增长率的对比，中国相当于日本 1971 年的水平（8）

日本自 1973 年后经济增长率最高不高于 6%，结束高速增长阶段。中国目前经济增长保持在 8%以上水平是确定的事情，从增长率来看，2007 年 13%的高点类似于日本 1969 年 12%的高点，相应地，2009 年的中国经济增长类似于日本 1971 年的长期高速增长之后的时期。



图 3：中日经济增长率的对比

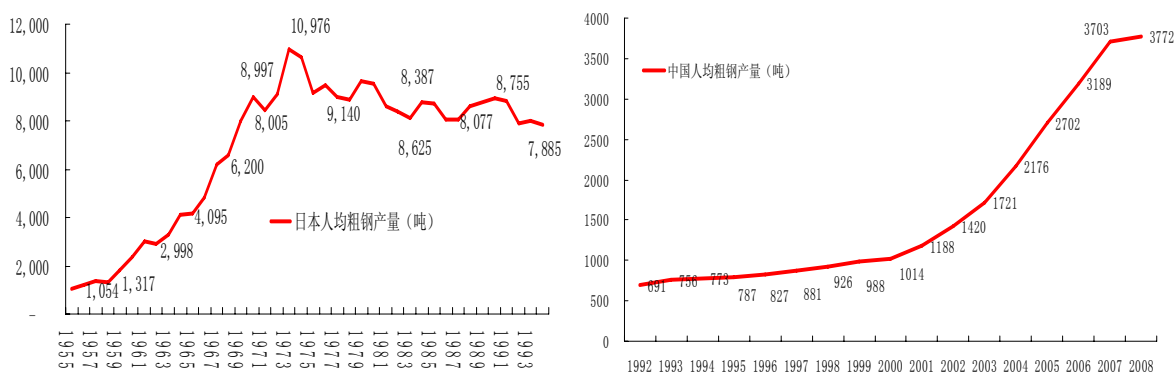


资料来源：日本统计局，CEIC，中信建投研发部

● 人均粗钢产量的对比，中国相当于日本 1964 年的水平 （9）

从人均粗钢产量来看，中国 2008 年人均 3772 吨，日本在 1964 年即达到了人均 4095 吨。日本的人均钢铁产量在 1973 年达到顶峰 10976 吨，之后逐年下降。这标志着日本重化工业阶段的结束，与之相对应，1975 年日本高速增长阶段结束，进入稳定增长阶段。

图 4：日本与中国人均粗钢产量的对比



资料来源：日本统计局，CEIC，中信建投研发部

● 每百户家庭拥有耐用消费品对比 （10）（11）（12）（13）（14）

从每百户耐用消费品的对比中看，目前的中国城市家庭消费品种在结构上很难与日本一一对应。



表 2：百户拥有耐用消费品的对比

日本每百户拥有耐用消费品					中国城镇每百户拥有耐用消费品				
时间	小汽车	彩电	照相机	电冰箱	时间	小汽车	彩电	照相机	电冰箱
1959			43.6	7.0	1999	0.3	111.6	38.1	77.7
1964	6.8		79.9	63.7	2000	0.5	116.6	38.4	80.1
1969	27.8	23.1	99.7	94.4	2001	0.6	120.5	39.8	81.9
1974	57.3	106.6	112.7	108.3	2002	0.9	126.4	44.1	87.4
1979	75.9	142.2	123.8	112.5	2003	1.4	130.5	45.4	88.7
1984	95.4	168.5	133.1	115.4	2004	2.2	133.4	47.0	90.2
1989	109.0	192.7	138.5	120.0	2005	3.4	134.8	46.9	90.7
1994	130.2	221.5	152.1	124.9	2006	4.3	137.4	48.0	91.8
1999	139.7	231.8	147.5	128.1	2007	6.1	137.8	45.1	95.0
2004	144.6	214.0	140.1	127.4	2008	8.8	132.9	39.1	93.6

资料来源：日本统计局，中信建投研发部

- 从人均小汽车的拥有量上看，中国目前每百户拥有 8.8 辆，近似日本 1965 年的水平，1969 年日本已经达到了百户拥有 27.8 辆。
- 中国城镇 2008 年百户拥有彩电 132.9，农村为 99，达到日本 1974-1979 年的水平。
- 2008 年中国城镇百户照相机拥有量为 39 台，远低于日本 1959 年的水平。
- 中国 2008 年城镇百户电冰箱拥有量为 93.6 台，农村 30.19 台，城镇水平相当于日本 1969 年的水平，农村相当于日本 1960 年左右的水平。

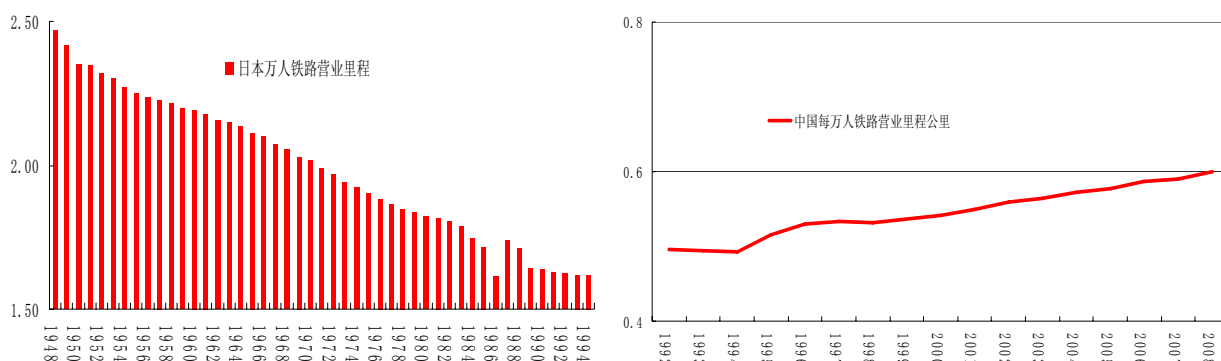
总起来看，中国城镇耐用消费品的水平达到日本 1969-1974 年左右的水平，农村的消费仅相当于日本 1960 年左右的水平。

● 每万人拥有铁路营业里程的对比，中国相当于日本 1948 年以前 （15）

1948 年日本每万人拥有铁路营业里程 2.47 公里，之后逐年下落，至 1970 仍然高达 2.01 公里，至 1994 年下降到 1.62 公里。中国 2008 年的数据是 0.6 公里，是日本 1994 年的 37%，是日本 1948 年的 24%。



图 5：日本与中国每万人拥有铁路营业里程对比



资料来源：日本统计局，CEIC，中信建投研发部

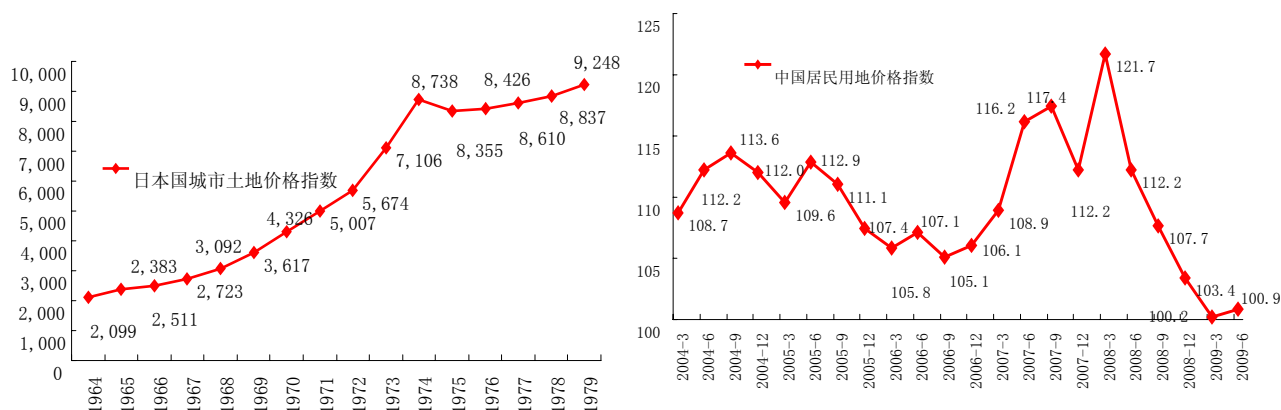
● 资本市场的对比，当前中国可类比日本 1975 年的水平 （16）

资本市场的对比主要从两个方面进行：房地产市场与股票市场。

随着日本政府“列岛改造”计划的推出，在日元升值与银根放松的双重刺激下，日本股市与房地产市场全面升温。日本城市土地价格指数从 1970-1974 年，每年最高增长 25%，最低增长 13%，至 1975 年才下降 4%。1971-1975 年 5 年间地价上涨 1.93 倍。

中国在 2006-2009 年间居民用地价格指数从 105.1 上升到 2008 年 6 月的 121.7%，之后下降到 2009 年六月的 100.9，同样经历了一个周期轮动。

图 6：日本与中国房地产市场对比

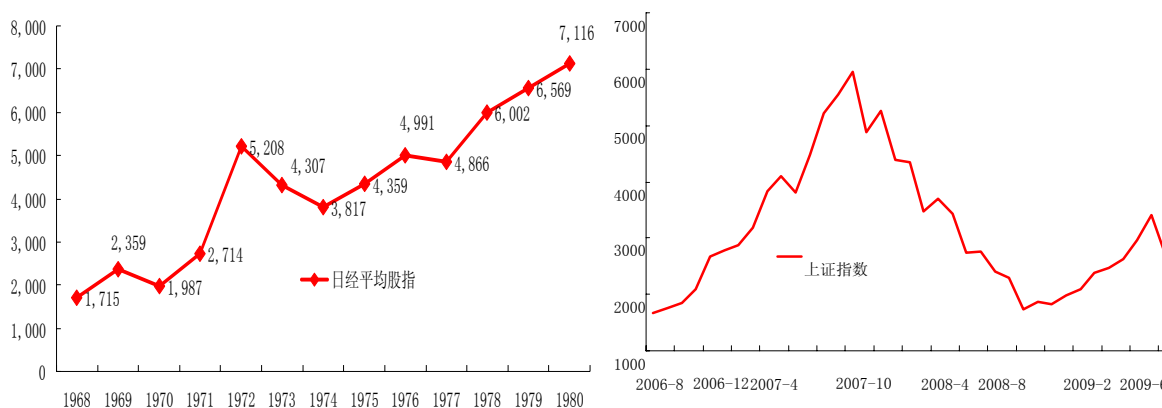


资料来源：日本统计局，CEIC，中信建投研发部

日经平均股指从 1970 年 12 月的平均 1987 点上升到 1973 年 1 月的 5256 点，25 个月上升 2.65 倍。之后下降到 1974 年的 3817 点，下降 27%。中国的股市从 2006 年 8 月的 1658 点上升到 2007 年 10 月的 6124 点，14 个月上升 2.69 倍，之后回落到 2008 年 10 月的 1664，下降 73%。



图 7：日本与中国股票市场的对比



资料来源：日本统计局，CEIC，中信建投研发部

2.3 非经济指标的对比

非经济指标可以从另一个侧面来对比中国与日本，这些指标列示如下：（17-21）

- 奥运会：日本 1964 年举办第十八届奥运会，中国 2008 年举办第 29 届奥运会，时间相关 44 年。如果中国外交政策成功，则会在 2000 年举办第二十七届奥运会。则目前中国相当于日本的 1973 年。
- 加入世贸组织：日本 1963 年加入关贸总协定（GATT），1964 年加入 OECD，中国 2001 年加入世界贸易组织（WTO），时间相差 38 年。
- 高速铁路：日本 1964 年 10 月 1 日，东海道新干线正式投入商业运营，日本人把它喻为“经济起飞的脊梁”。中国的第一条高速铁路“京津城际高速铁路”2008 年投入运营，相差 44 年。
- 本币升值。日本 1971 年 12 月，日元从 1 美元兑 360 日元升值到 1 美元兑 308 日元，升值 14.4%。中国 2005 年 7 月人民币与美元汇价从 1:8.27 的固定汇率变动浮动汇率，当年升值 7%，相差 34 年。
- 石油冲击：日本 1974 年经历第一次石油危机，中国 2008 年经历石油价格飙升，相差 34 年。
- 政府计划：1972 年日本首任田中角荣提出《日本列岛改造论》，旨在到 1985 年间保持平均 10% 的经济增长率。中国 2008 年下半年推出四万亿投资计划，旨在保证经济增长率在 8% 以上。

2.4 综合对比

根据上面 21 个指标综合对比的结果，综合得出结论：目前的中国与历史上的日本相比，根据不同的对比指标，可以分别定位在三个层面上。

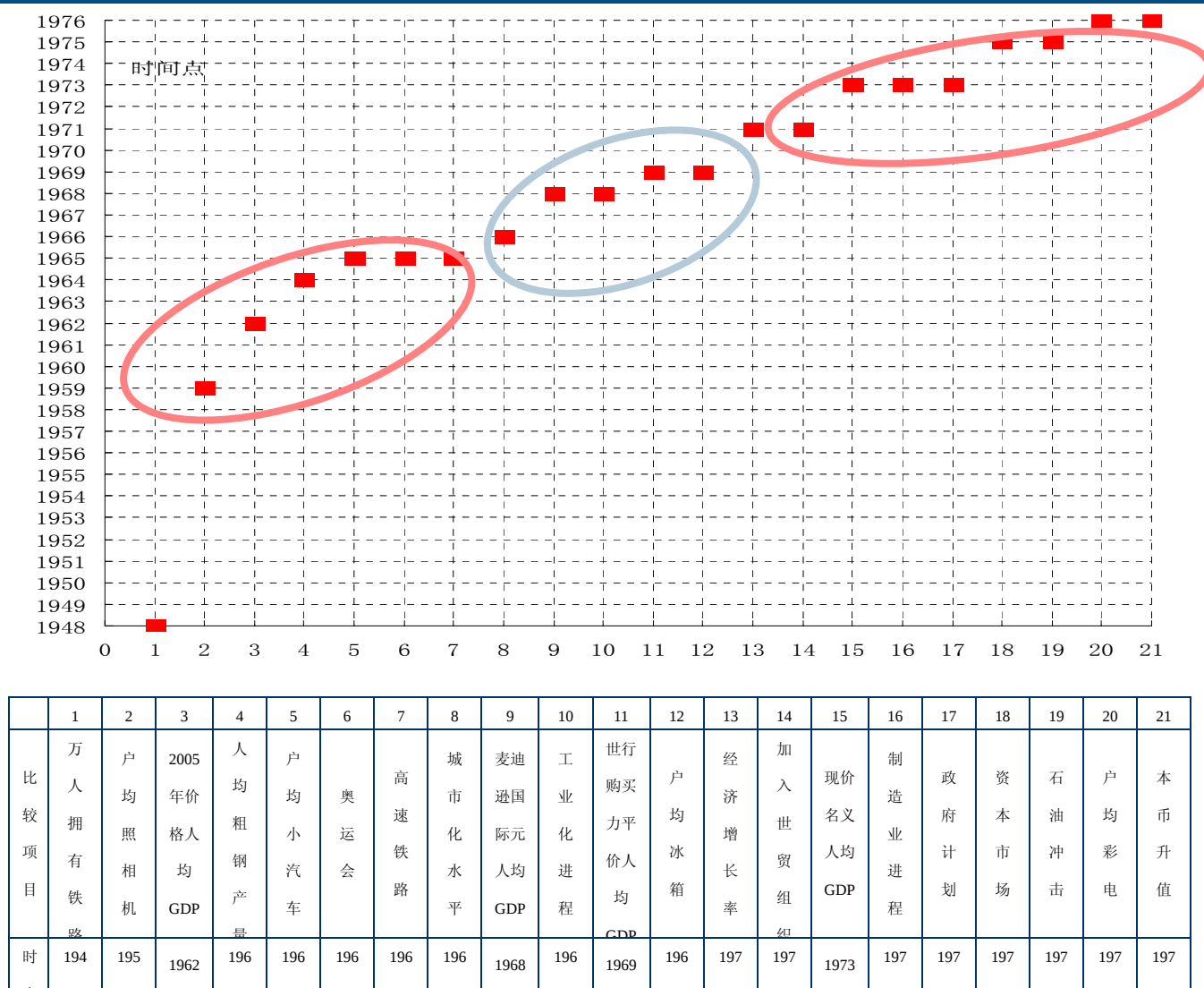
- 麦迪逊根据 1990 年国际元计算的人均 GDP、工业化程度、经济增长率、中国在国际市场参与度等指标表明，目前中国相当于日本 1968-1971 年左右的水平上。



- 中国的城市化水平、基础设施建设水平、耐用消费品等水平表明中国处于日本 1960-1966 年的水平。
- 从资本市场、汇率变动的冲击、石油的冲击以及政府的计划等指标看，中国相当于日本 1973-1976 年。
- 个别的指标，如铁路营业里程等方面，中国只相当于日本 1950 年之前的水平。

总起来看，中国经济的轴线处于日本从工业化结束到走向成熟的时期，即伊茨诺景气周期（1965、11-1970、7）末期。内部市场的发育晚于这一时期 6-8 年，而国际市场的发育快于这一时期 5 年。

图 8：日本与中国的综合对比



资料来源：日本统计局，CEIC，中信建投研发部



三、1970 前后日本的经济增长

3.1 日本景气循环的全景考察

根据日本内阁府的分析，二战后日本经历了 14 个景气循环。我们要分析的主要指 1968 年之后，伊奘诺景气的后半段以及整个 70 年代的经济走势。粗略分析，这包括第 6-9 次循环。考虑到中国刚刚过去的长达十年繁荣以及目前面对的重大困难，我们认为，将分析的重点放在第 7 到第 9 次循环更为合适。

● 日本的景气循环

分析日本的景气循环，可以分为两个阶段。第一个阶段，即 1955 年至 1973 年，经济增长率年均高达 9% 以上，属于高速增长阶段。第二个阶段，1974 年至 1985 年，经济增长率低于 6%，属于平稳增长阶段。第一个阶段经济环境相对封闭，实体经济增长尚有潜力。第二个阶段受到外部冲击，实体经济潜力基本用完，虚拟经济开始成为经济新的增长点，但距离真正的泡沫经济还有些许时日。

表 3：日本战后日本的景气循环

	谷	峰	谷	扩张（月数）	衰退（月数）	整个循环（月数）
第 1 次循环		1951.6	1951.1		4	
第 2 次循环	1951.10	1954.1	1954.11	27	10	37
第 3 次循环	1954.11	1957.6	1958.6	31	12	43
高速增长期		从神武景气到锅底萧条				
	1958.6	1961.12	1962.1	42	10	52
		岩户景气				
	1962.1	1964.10	1965.1	24	12	36
		从奥运景气到昭和四十年萧条				
第 6 次循环	1965.10	1970.7	1971.12	57	17	74
伊奘诺景气						
第 7 次循环	1971.12	1973.11	1975.3	23	16	39
第 8 次循环	1975.3	1977.1	1977.1	22	9	31
第 9 次循环	1977.10	1980.2	1983.2	28	36	64
第 10 次循环	1983.2	1985.6	1986.11	28	17	45
稳定增长期	1986.11	1991.2	1993.1	51	32	83
		平成景气				
第 12 次循环	1993.10	1997.3	1999.4	41	25	66
第 13 次循环	1999.4	2000.10	2002.1	21	15	36

说明：日本的景气

1) 神武景气（1954-1957）是指日本 1954 年至 1957 年出现的战后第一次经济发展高潮，是经济高速成长的开始。1956 年，日本制定“电力五年计划”，进行以电力工业为中心的建设，并以石油取代煤炭发电。因此大量原油从外地进口，大大促进了炼油工业的发展。日本



经济至此不仅完全从二次大战中复兴，而且进入积极建立独立经济的新阶段。受到好景气的影响，带动耐久性消费财的热潮，出现了“三神器”（即电视机、洗衣机、冰箱）。（“神武”取自第一位人间天皇的名号）

2）岩户景气（1958-1961）是指 1958 年 6 月至 1961 年 12 月起，日本战后第二次经济发展高潮。出现是日本经济高度成长的开始。日本大量生产汽车、电视及半导体收音机等家用电器，钢铁取代纺织品成为主要出口物资。（岩户的来源：天皇的血统之源是天照大神，这位太阳女神曾经隐入岩石中，世界因之黑暗，女神重新从岩石的左边出现。天皇的血统之源是天照大神，这位太阳女神曾经隐入岩石中，世界因之黑暗，女神重新从岩石的左边出现，“岩户景气”意为开天辟地的繁荣。）

3）奥运景气（1962-1964）是指日本 1963 年至 1964 年由于夏季奥运会的举办而带来的经济高速发展。

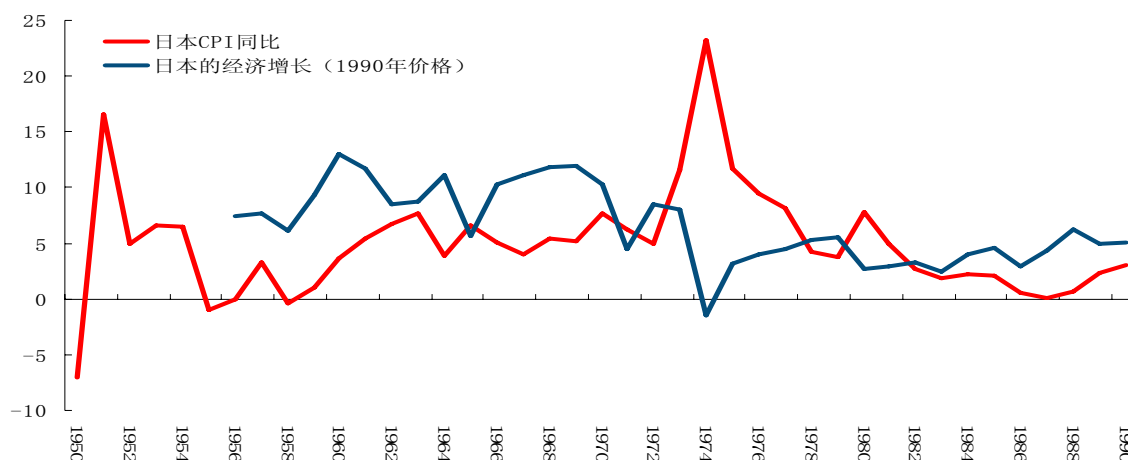
4）伊奘诺景气（1965-1970）指日本经济史上自 1965 年到 1970 年期间，连续五年的经济增长时期。1964 年日本举办东京奥运后，曾一度陷入经济不景气，政府于是决定发行战后第一次建设国债。1966 年后，经济景气持续畅旺。期间有不少大企业合并，而私家车和彩色电视亦快速普及。日本国民收入水平快速提高，当时有所谓的“新三神器”（即汽车、空调、彩色电视机）。另一方面，当时国内生产总值若以美元汇率换算，日本为世界第二的经济大国。（伊奘诺，是日本天照大神的父神伊奘诺尊之名，本次景气时间之长和规模之大均超过此前的“神武景气”和“岩户景气”，故以此命名）

资料来源：日本内阁府 中信建投证券研发部

● 日本的通货膨胀

1960 到 1973 年，日本的通胀并不明显。自石油危机之后，日本的通胀就成为一个明显的问题，1974-1978 年是日本全力应对通胀的时期。整个 1980 年代，随着日元升值带来的输入性通缩，物价并没有出现明显的上涨。

图 9：日本的经济增长与通货膨胀



资料来源：日本国会办公室，中信建投研发部

3.2 从高速增长转向平稳增长

对比日本与中国的意义主要在于寻找到从高速增长转向平稳增长的规律，并对中国经济增速的转折点进行评估。日本自 1973 年之后，直到 1988 年经济增长率一直没有高于 6%，增长的模式发生了重大变化。这种转变是由 1960 年代与 1970 年代的增长模式决定的。

● 1960 年代的增长：外部良性冲击下的爆发式增长

1955 年到 1971 年，日本平均增长 8.77%，劳动贡献 1.85%，资本贡献 2.1%，生产率贡献 4.9%，整个经济处



于帕累托改进的状态。具体来说，以下因素决定了日本经济的高速增长。

- 1962 年刘易斯拐点到来前后，在个人极高的储蓄率支持下，以厂房和设备为代表的私人投资快速扩张。
- 在第一产业向第二产业转移的过程中，即工业化起飞阶段，丰富的高质量的劳动力供给和劳动人口的大转移保证了经济的快速增长。
- 生产率的提高和外国技术的引进，带来了技术的进步。
- 从 60 年代后期直到 20 世纪 70 年代，新的社会问题开始出现。环境污染，城市问题和社会治安问题成为政府管理的目标，增长方式面临着改变。

表 4：日本经济增长的因素分析：1953-1971

增长要因	增长贡献率
实际 GDP	8.77
1) 劳动	1.85
就业数量	1.14
劳动时间	0.21
男女比例	0.14
教育	0.34
其他	0.02
2) 资本	2.1
库存	0.73
生产设备	1.07
其他	0.3
3) 生产率	4.9
知识的提高等	1.97
资源分配效率	0.95
规模经济	1.94
其他	0.04

资料来源：H.Patric and H.Hozovskt eds.(1976) Asia's New Giant: How the Japan Economy Works,Brooks.P9

这一时期的经济增长有以下几个特点：

第一， 外部良性冲击

自 1971 年 8 月“尼克松冲击”之前，日本受到的外部冲击基本上是良性的。这突出表现为，1) 自 1948 年实施的 1 美元=360 日元的汇率体系是稳定的，这可使得日本免受国际金融市场的冲击。2) 日本 1963 年加入 GATT，1964 年加入 OECD，日本作为贸易大国从世界自由贸易体系中获得巨大利益。3) 1965 年的越南战争特需与 1950 年代初的朝鲜战争特需要直接提升了日本的需求。

第二， 从工业化起飞阶段进入到成熟阶段

根据罗斯托的论断，人类社会将会经历六个阶段：传统社会、为起飞创造前提阶段、起飞阶段、成熟阶段、



高额群众消费阶段、所求生活质量阶段。按此判断，日本自 1970 年后开始进入到成熟阶段。

第三， 国际收支恶化不再，国内政策自由度增大

1966-1970 年五年间，日本的贸易顺差分别为 22.75、11.6、25.29、36.99 和 39.63 亿美元。随着贸易顺差的稳定增长，日本的制造业美元对于财富创造贡献开始增大。同时，日本在扩张性经济政策的推行时，不必再担心国际收支的约束，国内政策相对自由。

第四， 物价稳定

1960 年代，日本的景气过热往往表现为国际收支的恶化，而极少表现为物价的上涨。1961-1970 年，日本的批发物价指数只有 1.3%，进口物价指数为 0.6%，CPI 也仅为 5.9%。

表 5：1961-1975 年日本的通货膨胀

时 间	批发物价指数 WPI %	进口物价 %	消费物价指数 CPI %
1961-1970 平均	1.3	0.6	5.9
1971	-0.8	0.0	6.1
1972	0.8	-4.3	4.5
1973	15.9	21.0	11.7
1974	31.3	66.3	24.5
1975	3.0	7.6	11.8

资料来源：日本经济企划厅，中信建投研发部

第五， 产业规制促进垄断，收入倍增计划保证了足够的消费能力

随着产业竞争力的提升，日本在 1960 年代末期受到国际上要求其开放国内市场的要求。通产省提出的新产业体制在某种意义上促进了国内寡头竞争，企业竞争的对手由国内转到了国外。在人口红利消失之后，日本实施的收入倍增计划保证了消费的稳定增长。

● 1970 年后的增长：开放条件下的困难与曲折

自 1970 年后，日本的经济增长就置身于一个开放环境下，两次石油危机之后，日本经济结束高速增长进入稳定增长阶段。在成功应对通货膨胀与经济下行的不利局面后，日本实体经济的创造力接近顶峰。当增长不得不依赖更多的虚拟经济来支撑的时候，泡沫就已经产生了。这是 1980 年以后的事情。1970 到 1980 年代，日本的增长具备以下特征：

● 外部恶性冲击明显

1971 年 8 月布雷顿森林体系崩溃后，日元兑美元从 1: 360 升值到 1: 308。1973 年 2 月，日本采取了浮动汇率制度。此为其一。

其二，1973 年 10 月第四次中东战争导致了第一次石油危机，引发了日本的高通胀。1974 年日本出现战后首次经济负增长。



- 应对输入型通胀，实行严厉的紧缩措施。

1974 年日本 CPI 高达 24.5%，输入型通胀明显。日本通过严厉的紧缩，至 1978 年将 CPI 年降到 3.8%。这些紧缩的措施包括一年内四次提高存款准备金率与央行再贴现率，并通过窗口对信贷进行指导等货币政策，也包括叫停日本列岛改造计划等公共支出项目等财政政策。具体措施见下表。

表 6：1973-1974 年的金融、财政紧缩与窗口指导措施

	财政政策	央行再贴现率	存款准备金	窗口指导
1973 年 1-3 月		4.50%	1 月 16 日，3 月 16 日两次上调	贷款额与上年同比增长 12.7%
4-6 月	4 月 12 日决定公共事务的实施时间延期，6 月 29 日再次强调	5.25%（4 月 5 日） 5.75%（6 月 2 日）	5 月 30 日第三次上调	贷款额与上年同比减少 16%
7-9 月	8 月 31 日将公共事业费、财政投融资的 8%，包括地方财政在内总额 1 万亿日元的计划推迟到下年度实施	6.35%（7 月 5 日） 7.25%（9 月 1 日）	8 月 28 日第四次上调	贷款额与上年同比减少 24%，此后又修正为减少 40%
10-12 月				贷款额比上年同比减少 41%
1974 年 1-3 月		9.0%（1 月 4 日）	1 月 4 日第五次上调	贷款额与上年同比减少 34.6%

资料来源：日本经济企划厅《1974 年版经济白皮书》，中信建投研发部

- 产业结构迅速调整

经过两次石油危机的打击，日本从“能源依赖”变为节能，在成功克服通货膨胀的同时，进行了产业的升级。

工业化的发展重点从基础材料型产业向汽车、机械、电子加工等组装型产业转移。产业结构从过去的“重厚长大”向“轻薄短小”转变，向节能型、技术密集型和高附加值型产业转变。

同时，日本加快了节能减排的步伐，铝、生铁、粗钢等的产量大幅下降。1973 年以后的 10 年间，日本实际 GNP 增长 47%，一次性能源的消耗量只增长 17%，单位 GNP 的石油消耗量下降了 50%。

- 新能源开发，公害治理

1974 年与 1978 年日本分别提出《日光计划》与《月光计划》，开发新能源与节能并重。70 年代末，日本制定《节能法》和《替代能源法》，核电发展迅速。这为目前日本的太阳能发电、蓄电池等技术世界领先打下了基础。

同时，日本加强了环境治理。

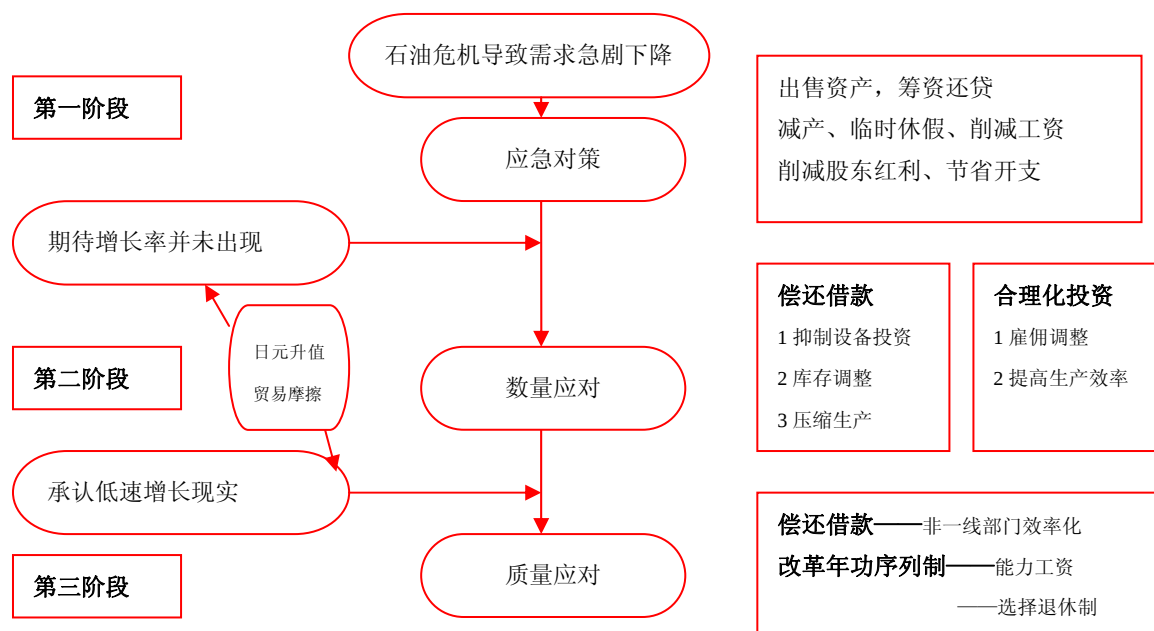
- 减量经营，石油危机后进行全面的去产能过程

日本通过减量经营，应对成本上升带来的经济负担。减量经营包括应急对策、数量应对与质量应对三项。



减量经营之后，日本最终承认了高速增长不再的事实。

图 10：1974 年后日本经济调整的三个阶段，经济低速增长成为现实



资料来源：根据 日本《经济白皮书》昭和54 年版汇制，中信建投证券研发部

● 推动日本经济增长的所有要素贡献率都呈下降趋势

下表表明，自 1973 年以后，推动日本经济增长的所有要素都呈下降趋势，具体来看，

第一， 资本的贡献

民间设备投资实际年均增长率 1956-1973 年为 16%，1974-1985 年下降为 3.9%。由于设备投资的下降，资本要素对经济增长的贡献度开始下降，1970-1973 年间为 6%左右，1975 年之后则下降到 3%以下。

投资的下降由以下因素导致。一是，能源成本的上升。二是，至 1970 末，日本的“后发展效应”消失，创新的成本与风险增大。三是，政府投资从生产设施优先型投资转向生活关联投资，房地产投资在财政投融资中的比重从 1965 年的 11%上升到 1980 年的 25%。四是，企业用于公害治理的投资增加。

第二， 劳动的贡献

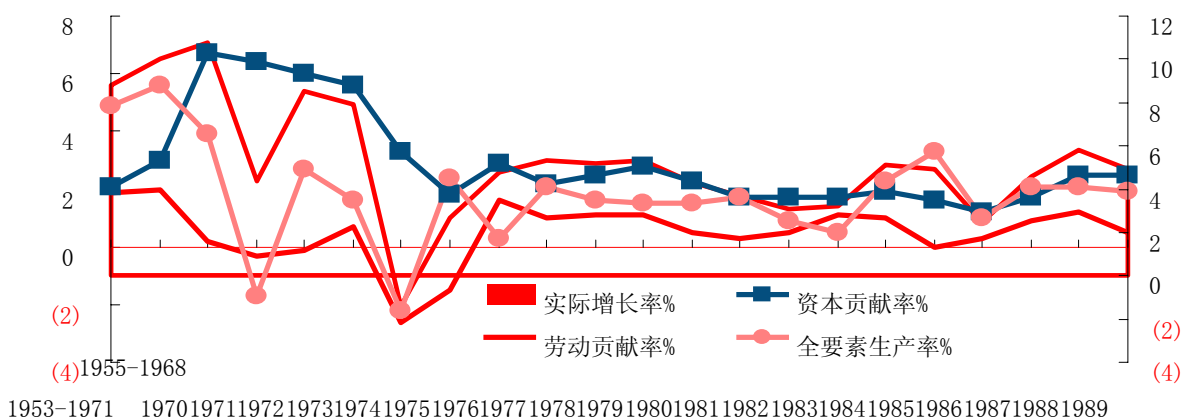
1955-1968 年，劳动对经济增长的贡献度年均增长 2%，1970 年后大多数年份下降到 1%以下。这主要是由于劳动人口增长率下降、劳动时间缩短以及教育水平提高接近极限所致。

第三， 全要素生产率贡献

全要素生产率的贡献在 1955-1968 年为 5.6%，1970 年代以后为 2%以下，下降明显。主要有以下几点原因。一是，由规模经济带来的景气循环已经停止。二是农村劳力转移停止。三是，两次石油危机之后，国际市场贸易萎缩，日本的外需受到抑制。



图 11：日本的经济增长因素分析：1953-1989



资料来源：馆龙一郎：《日本经济》，东京大学出版社 1991 年版，P6。

3.3. 经济增长的结构分析

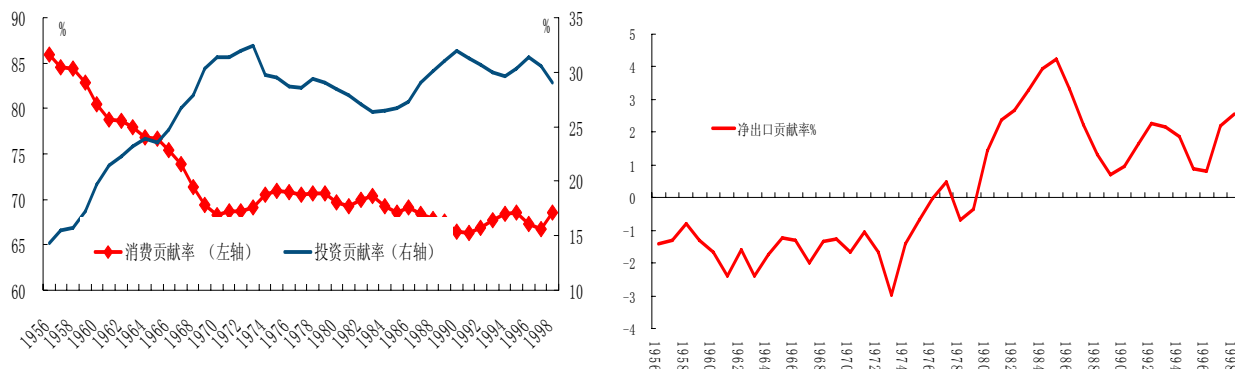
3.3.1 三架马车对经济增长的贡献描述：U 型消费与倒 U 型投资

根据 1990 年的不变价格，1960-1980 年间，消费对国内生产总值的贡献呈左低右高的 U 型。从 1960 年的 80% 持续下降到 1972 年的 68.2%，之后反弹到 1975 年的 70.9%，在 70% 的水平上维持到 1984 年后，一直在 67% 左右的水平上运行。

投资贡献率则呈倒 U 型。自 1960 年贡献率 19.66% 开始上升，到 1973 年达到最高峰 32.40%，之后逐年下降，到 1983 年下降到 26.31%。

在 1980 年之前，净出口的贡献一直是负值，之后才变为正值，1985 年高达 4.24%，这是“广场协议”形成的重大背景。

图 12：日本 GDP 构成中投资、消费与净出口的贡献率



资料来源：日本总务省统计局，CEIC，中信建投研发部



3.3.2 投资与消费的关系解释：资本形成对经济增长是决定性的

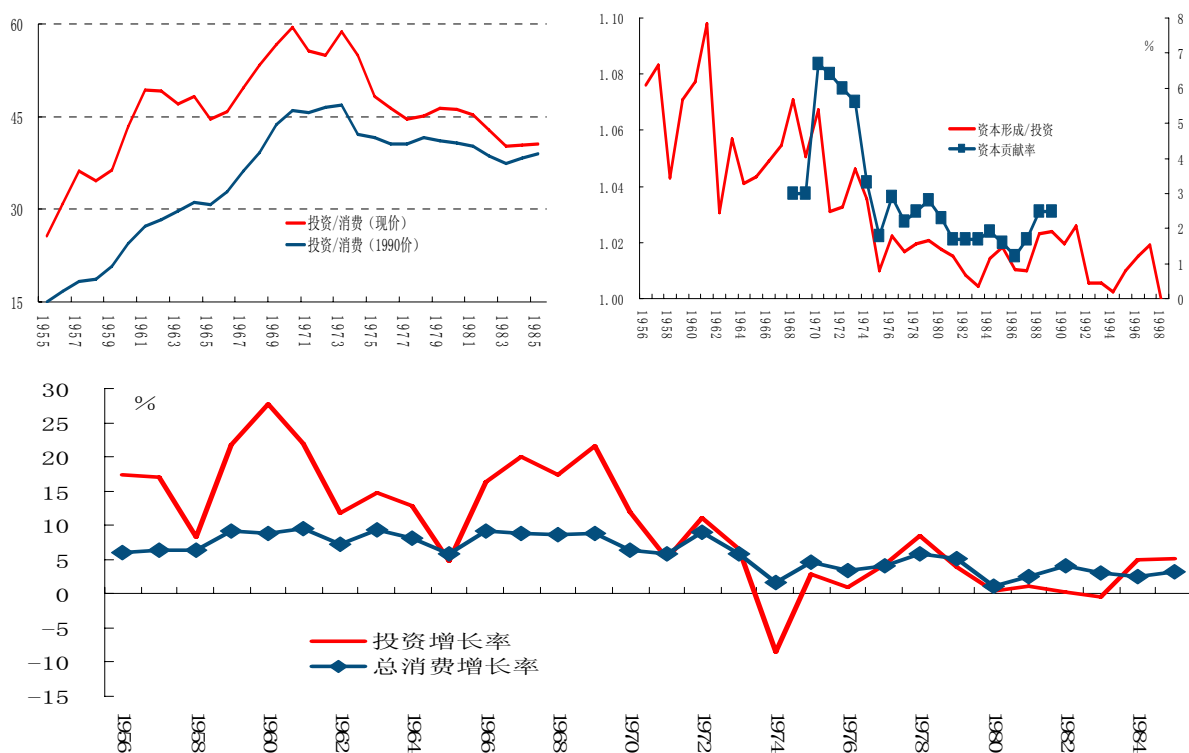
日本最终消费率与经济增长率，资本形成率与经济增长率的相关系数都比较高，分别达到-0.70 和 0.70，消费率下降以及投资率上升有利于经济增长速度的提高。日本消费率与投资率的走向与其经济从高速增长向平稳增长的态势保持一致。

按 1990 年不变价，投资与消费的比值在 1960 年为 43.44%，至 1970 年上升到最高峰 59.48%，之后持续下降，至 1983 年下降到 40%。这种趋势与资本形成的效率也是一致的。

1970 年日本的资本形成系数为 1.07，即一元的投资可以形成 1.07 元的资本，至 1980 年则下降到 1。同期，资本形成对经济增长的贡献也从 1970 年的 6.7% 下降到 1981 年的 1.7%。

据 1990 年价格计算，投资增长率在 1972 年达到 11.2% 之后，开始低于消费增长率。高速投资的时代结束，经济增长的高速期也在一年后结束。

图 13：日本的投资与消费的对比高位运行后下降



资料来源：日本总务省统计局，CEIC，中信建投研发部

3.3.3 个人消费与政府消费：政府个人消费比先低后高

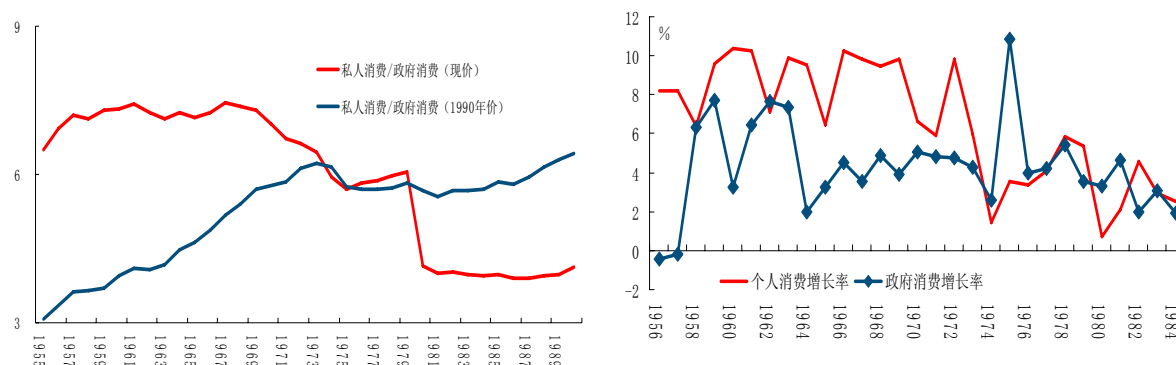
根据当年价格，分解消费的构成，个人消费与政府消费的倍数在 1967 年达到历史的最高点 7.45 倍。之后逐年下降，至 1974 年下降到 5.69 倍，至 1980 年更是下降到 4.14 倍，之后近三年再也没有超过这一倍数。1990 年不变价显示的个人消费与政府消费的关系大致如此，考虑到物价的影响，高点在 1973 年，低点在 1981 年。

在整个消费中，政府消费份额占比的提升既是个人消费速度减慢，又是政府消费速度加快的结果，从下图



我们发现自 1974 年后，政府消费速度开始快于个人消费速度。

图 14：日本私人消费与政府消费的关系



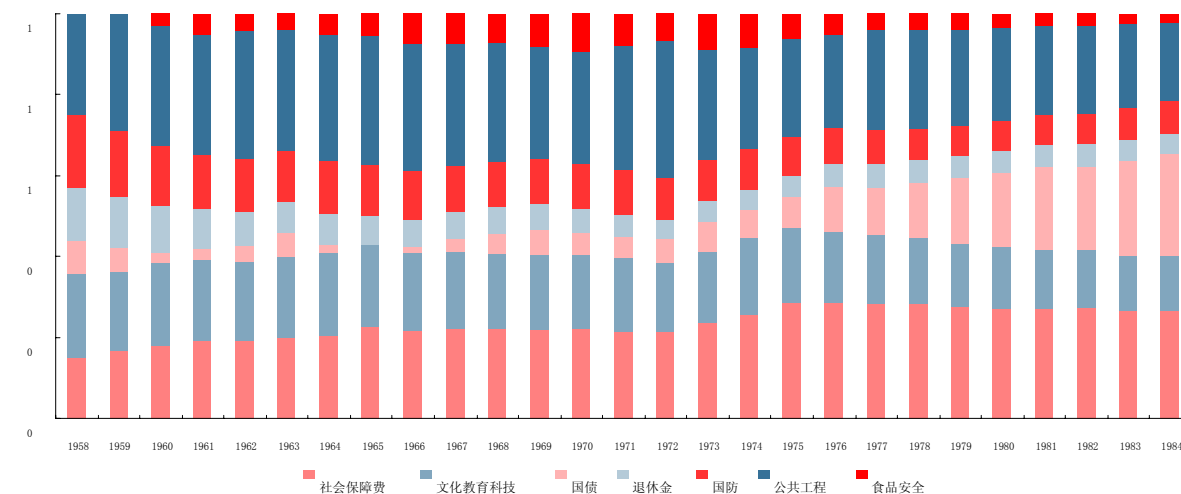
资料来源：CEIC，中信建投研发部

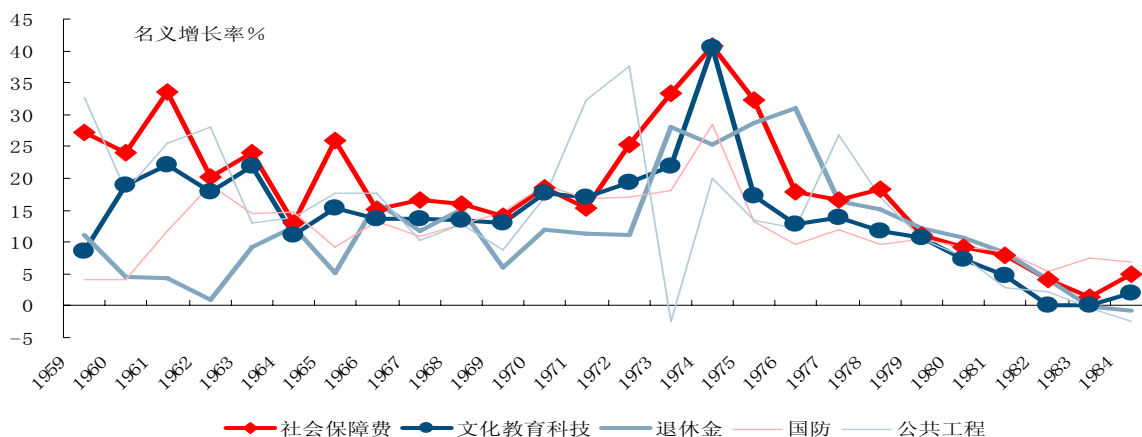
日本消费的上述特点，一方面是政府长期坚持凯恩斯主义，实施积极财政政策的结果。1965 年日本突破了 1947 年《财政法》规定的“国家的岁出，必须以公债或借款以外的岁入为其财源”的原则，在论证了国债无害论之后，突破了财政平衡的原则，为政府支出的膨胀准备了条件。

另一方面，日本的财政支出结构发生了重大变化。1973-1979 年，日本的社会保险支出占全部支出的比率从 15% 提高到 1976 年的 19.94%；国债支出从 4.23% 提升到 11.28%；其它支持保持相对稳定的结构

从支出各项目的增长率来看，1966-1971 年社会保障、文化教育科技、退休金、国防、公共工程的增长率分别为 15.99%、14.73%、12.02%、14.57%、16.47%。1972-1975 年，则分别为 32.94%、24.75%、23.23%、19.19% 与 17.18%，增长率大幅度提高。

图 15：日本政府支出的结构与各项目增长率





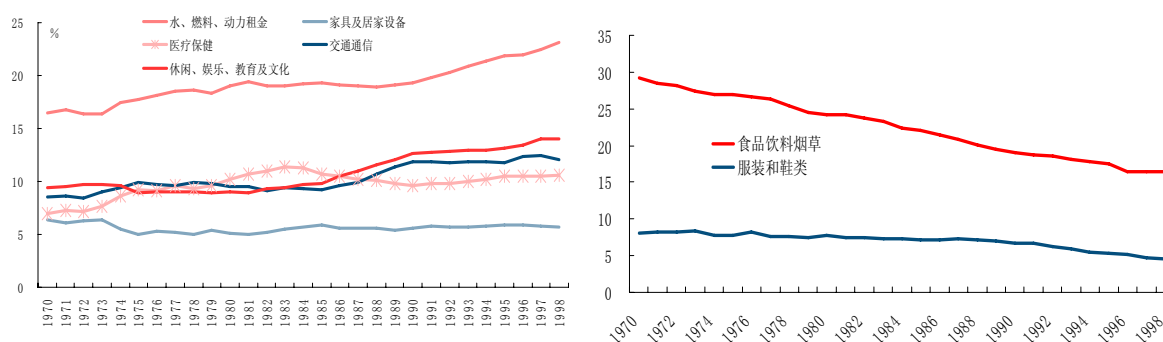
资料来源：日本总务省统计局，CEIC，中信建投研发部

3.3.4 个人消费的结构变化：两次消费革命

自战后至 1980 年，日本经历了两次消费革命。日本在第一次消费革命(1956-1970)中，开始由“生活合理化”向“更加舒适化”、追求“实现物质需求欲望”发展，进而引发了战后第二次消费革命(1971-1980)。在第一次消费革命中，“恩格尔系数”稳定变化，1955 年 46.9%，1960 年 41.6%，1965 年 38.1%，1970 年下降到 34.1%。各种家庭耐用消费品彩电、冰箱、洗衣机、吸尘器、微波炉、热水器、立体声音响等等普及率甚至达到 90%以上。从第二次消费革命开始，娱乐和交际费用或从无到有，或从少到多，比重也不断增加，保龄球、高尔夫球、旅行等休闲产业成为时尚，日本进入了“大众消费社会”。

日本消费革命的不断升级，主要得益于 1960 日本池田内阁宣布实施的“国民收入倍增计划”，至 1967 年日本提前完成翻一番的目标，实际国民收入增加了一倍。收入的倍增，是消费时代的物质基础。

图 16：个人消费的结构变化



资料来源：CEIC，中信建投研发部



四、日本的行业增长情况

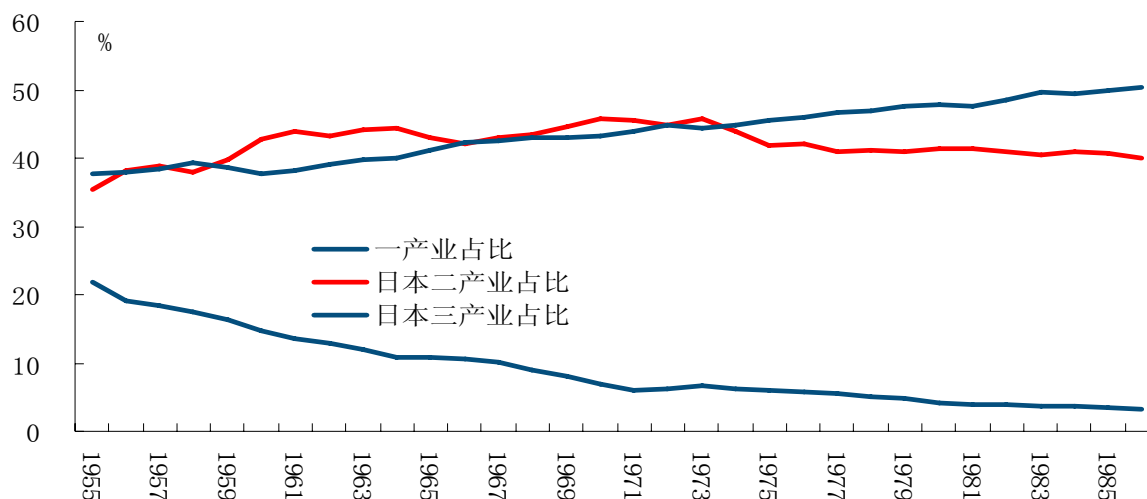
4.1 一二三产业的结构与增长

日本的第一产业包括农林渔业与采矿业，第二产业包括制造业、建筑业、供水供电及供气业，第三产业包括批发零售、房地产业、运输通信业与服务业。在 GDP 的统计中，由于还包括政府创造的部分，所以各产业占 GDP 的比重之和略低于 100%。

● 1974 年日本第三产业占比超过第二产业

根据当年价格计算，1974 年日本第三产业在 GDP 中占比首次超过第二产业，之后，以年均一个百分点的速度拉大差距，这标明日本的工业化真正完成。建筑业、制造业等对经济增长的贡献开始减弱，第三产业成为经济增长的新的力量。自 1970 年以来，第一产业吸引的就业人数与创造的 GDP 急剧下降。1980 年后，第二产业面临着相同的情景，第三产业则呈现上升态势。

图 17：日本一二三产业产值在 GDP 中的占比



资料来源：CEIC，中信建投研发部

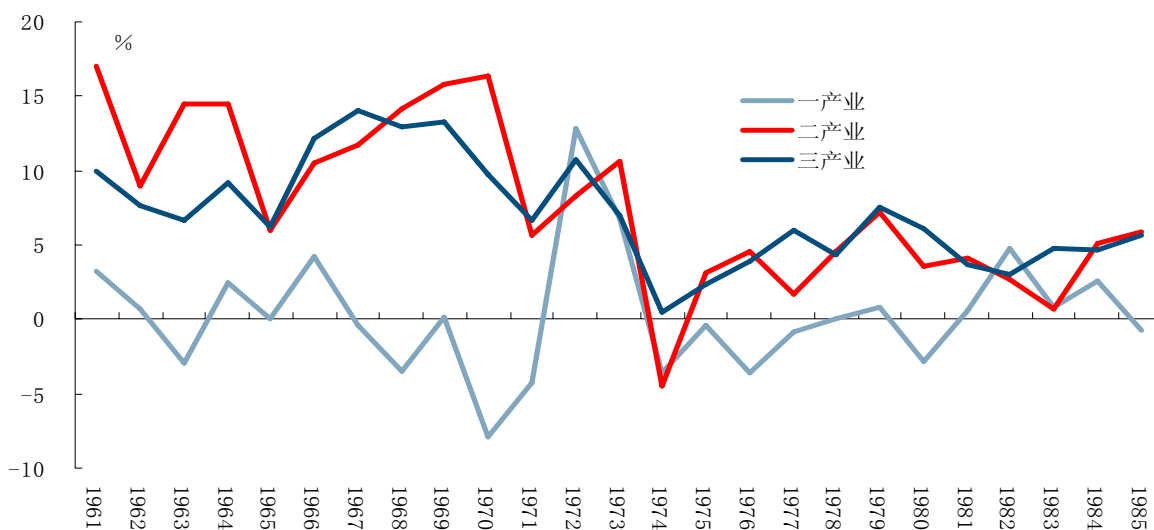
● 1974 年后各产业增速陡然下降，第三产业增长快于第二产业

根据 1990 年的不变价格计算，以 1974 年为界，之前所有产业都经历了 10% 以上的高速增长，并且第二产业增长高于第三产业。之后，所有产业增速都陡然下降，三产业增长速快于二产业。

而按当期价格计算，则会发现，经历了 1971 年的低迷后，一二产业在 1972-1974 年经历了一个急剧上升之后急剧下降的峰谷期，之后相对平稳。而第三产业则没有出现如此大的峰，也未遇到极大的谷，一直在高位运行。1980 年后，第三产业增速下降到个位数，而第一产业则在 1974 年后下降为个位数，第二产业则经历 1975-1978 年的反复后增速滑落到个位数。



图 18：日本一二三产业的增长速度

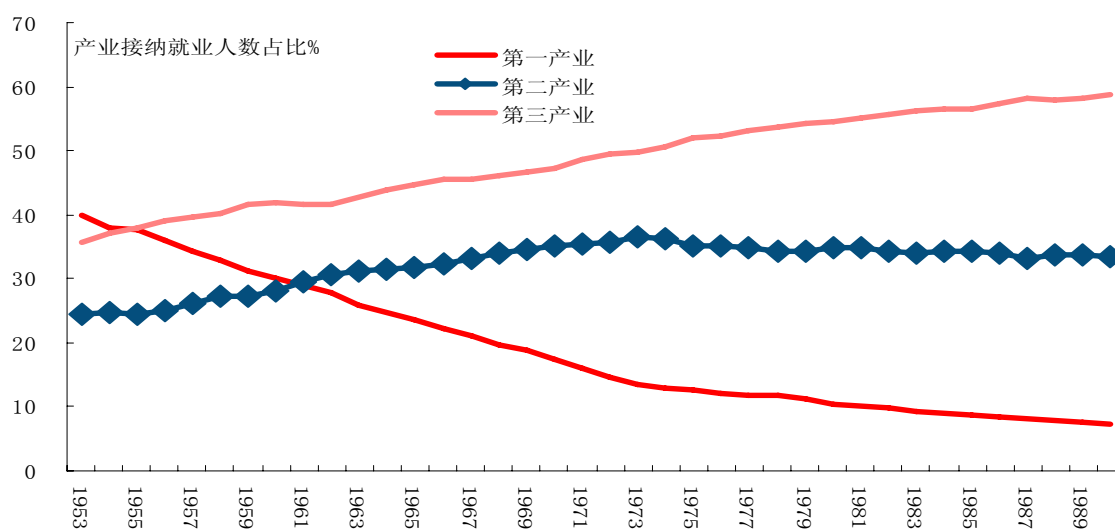


资料来源：日本总务省统计局，中信建投研发部

● 1973 年后第二产业吸纳就业比重达到顶峰后平稳回落，一、三产业吸纳就业成剪刀状分布

第二产业吸纳就业人员比重 1962 年达到 30%，至 1973 年达到高峰 36.6%，之后平稳回落至 35% 的水平上。第一产业与第三产业吸纳就业比例则自 1955 年后开始呈明显的剪刀状，第三产业愈高，第一产业愈低。1967-1981 年，第三产业吸纳了 45.7-50.1% 的劳动力，第一产业则仅为 21.1-10%。

图 19：日本一二三产业接纳就业人数的比例



资料来源：CEIC，中信建投研发部



4.2 日本的支柱产业

日本根据“筱原二准则”即，收入弹性准则与生产率上升准则进行主导产业和支柱产业的确定。这里，主要根据不同产业产值在 GDP 中的贡献率来考察，没有考虑产业关联效果和比较利益原则。本部分数据依据 1990 价格计算。

● 制造业一直是日本的支柱产业

1964 年日本制造业在 GDP 中占比超过 20%，至 1973 年达到 25.96 的峰值，之后略有下降，1981 年后上升到 26%，1995 年更是高达 28%。日本在经历两次石油危机期间，进行了明确的产业结构调整，制造业的竞争力非但没有下降，反而有所提升，贸易摩擦引发的升值压力起因于此。

表 7：日本 GDP 中不同行业产值的占比

	农林 渔业	采矿业	制造业	建筑业	电力天 然气及 供水	批发 零售	金融保 险业	房地 产业	运输通 信业	服务业
1961	12.62	0.65	16.96	11.04	2.15	5.56	1.57	11.87	6.09	15.63
1962	11.83	0.69	17.24	11.43	2.13	5.94	1.89	12.01	6.39	14.84
1963	10.62	0.65	19.08	11.39	2.27	6.19	2.02	11.85	6.85	13.76
1964	9.91	0.66	20.29	11.67	2.36	7.00	2.19	11.21	6.70	13.53
1965	9.39	0.66	20.22	11.80	2.56	7.24	2.36	11.34	7.06	13.07
1966	8.84	0.71	20.86	11.38	2.60	8.12	2.32	10.98	7.08	13.50
1967	8.03	0.58	22.08	10.55	2.59	8.37	2.41	10.66	7.33	14.61
1968	6.97	0.54	22.78	10.91	2.70	9.18	2.53	10.06	7.42	15.15
1969	6.18	0.55	23.52	11.46	2.73	9.22	2.50	9.85	7.54	15.82
1970	5.08	0.55	24.58	12.57	2.70	9.68	2.51	9.68	7.62	15.28
1971	4.59	0.55	24.56	12.77	2.88	9.94	2.97	10.04	7.49	15.15
1972	4.82	0.53	24.76	12.65	2.72	10.53	3.69	9.96	6.85	15.45
1973	4.76	0.51	25.96	12.55	2.52	10.54	3.48	10.41	6.93	14.60
1974	4.72	0.45	25.37	11.88	2.56	10.57	3.07	11.13	7.54	14.62
1975	4.59	0.42	24.51	12.64	2.76	10.64	3.46	10.93	7.37	14.32
1976	4.16	0.47	25.62	11.74	2.76	11.07	3.45	11.12	7.24	13.81
1977	3.94	0.50	25.62	11.19	2.58	11.40	3.78	11.46	6.92	14.18
1978	3.78	0.48	25.25	11.70	2.59	11.77	4.15	11.55	6.59	13.75
1979	3.59	0.43	25.54	11.45	2.69	12.16	4.00	11.42	6.23	14.34
1980	3.28	0.45	25.94	10.74	2.61	13.03	3.82	11.45	6.32	14.21
1981	3.20	0.42	26.10	10.75	2.56	12.88	3.76	11.32	6.29	14.49
1982	3.26	0.42	26.46	10.20	2.65	13.00	3.69	11.12	6.18	14.79
1983	3.24	0.38	26.68	9.22	2.75	13.09	4.05	11.11	6.35	15.28
1984	3.23	0.34	27.49	8.84	2.68	12.61	4.36	11.22	6.51	15.39
1985	3.06	0.31	27.96	8.64	2.74	12.24	4.53	11.22	6.55	15.87

资料来源：日本总务省统计局，中信建投研发部



● 房地产业对 GDP 贡献滞后于建筑业

建筑业在 1969 至 1975 年间在 GDP 的占比从 11% 平均上升到 13%，之后才开始回落到 11.7% 左右。而房地产业的占比则在 1969 年前 10% 以上的水平上下降到 9.8% 左右，直到 1973 年之后，才恢复到 10% 以上的水平，并加速上升。这种情况与日本在国土改造过程中，多注重公共工程而少注重民生有关。

● 批发零售业增长迅速

批发零售业自 1961 年至 1983 年在 GDP 中的贡献逐年上升。1961-1971 年从 5.56% 提升到 9.94%，年均 0.4 个百分点。1972 至 1983 年年均增长 0.21 个百分点，从 10.53% 提升到 13.09%。

● 日本富士通研究所对主导产业的研究

根据日本富士通研究所的研究，从附加值和就业效果来看，日本制造业中的主导产业经历了如下进程：1960 年后，高炉炼铁业—医药制造业—集成电路—汽车制造业。1970 年后，则是汽车、配件及相关制造业、电气机械、机械器具、家电、音响等民用电器制造业等。

● 薛敬孝对日本主导产业的研究

从日本不同阶段的主导产业和支柱产业群的图中可以看出，1970 年后日本的主导产业仍然是电力、汽车、化工、钢铁等，制造业经过升级换代后，焕发了新的活力。

表 8：日本各阶段主导产业和支柱产业群

	主导产业	相关支柱产业群
第一阶段 1950 年代	棉纺产业	纺织、冶炼、煤炭、早期制造业、交通运输业
第二阶段 1960 年代	钢铁、铁路运输	钢铁、煤炭、造船、纺织、机械、铁路运输、水上运输及其他工业
第三阶段 1970 年代	电力、汽车、化工、钢铁	电力、电器、机械、化工、汽车等
第四阶段 1980 年代	汽车、石油化工、钢铁	化纤、家电、运输机械、工业机械、精密机械、宇航、计算机、核工业、合成材料工业等
第五阶段 1990 年代	信息产业	电脑、手机、网络、新材料、新能源、生物、宇航、环境、医疗保健等

资料来源：中信建投研发部，参考薛敬孝、白雪洁等《当代日本产业结构研究》天津人民出版社 2002 年版

4.3 不同行业的产值增长率

● 大行业的总体考察：1970 年代建筑业、水电气供应各领风骚

我们把日本不同行业的增长状况进行了分阶段考察。

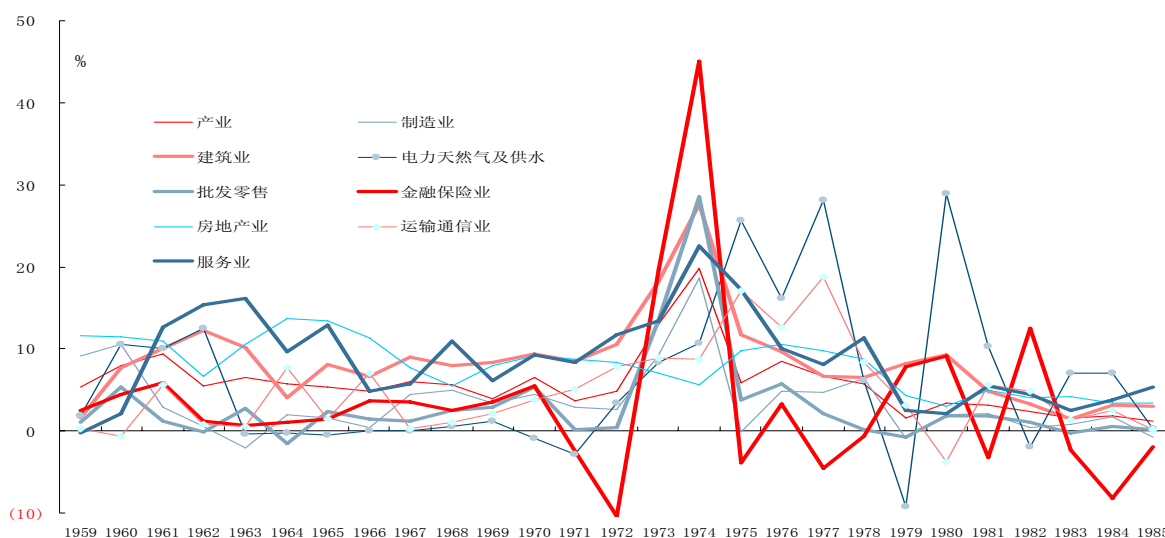
1961-1970 年增长最快的前五大行业分别为服务业、房地产业、农林渔业、建筑业与采矿业。1971-1975 年，则为建筑业、服务业、农林渔业、金融保险业、运输通信业。1976-1980 年为电力天然气供水、建筑业、运输通



信业、房地产业与服务业。1981-1985 年为电力天然气供水、服务业、房地产业、建筑业、运输通信业。从各大类行业的增长率看，1971-1975 年前五名行业的增长率保持了高位，之后明显下降，1981-1985 年的增长率则没有一个行业超过 4.6%的，远远低于 1961-1970 年平均水平。行业的走势与日本经济的走势基本相当。

表 9：日本不同行业的平均增长率（以 1990 年价格为基准）

1961-1970 (%)		1971-1975		1976-1980		1981-1985	
增长率		增长率		增长率		增长率	
服务业	10.4	建筑业	15.4	电力天然气供水	14.0	电力天然气供水	4.6
房地产业	9.7	服务业	14.6	建筑业	8.0	服务业	4.3
农林渔业	9.0	农林渔业	10.4	运输通信业	7.8	房地产业	4.0
建筑业	8.6	金融保险业	9.6	房地产业	7.3	建筑业	3.2
采矿业	3.3	运输通信业	9.5	服务业	6.8	运输通信业	2.9
运输通信业	3.0	批发零售	9.3	采矿业	5.7	制造业	0.9
金融保险业	2.9	电力天然气供水	9.0	农林渔业	4.1	批发零售	0.7
制造业	2.3	房地产业	7.9	制造业	3.4	农林渔业	0.7
电力天然气供水	2.2	采矿业	7.1	金融保险业	3.0	金融保险业	-0.6
批发零售	1.8	制造业	6.7	批发零售	1.8	采矿业	-2.7



资料来源：日本国家统计局，中信建投研发部

● 细分行业的考察

由于数据取得的困难，我们只考察了日本 1971-1985 年细分行业的年度增长率。有以下结论：

1971-1975 年，平均增长率最快的十大行业为：电气设备、精密机械、社区和社会服务、通信、供水供气、批发、零售、房屋租赁、其它不动产、运输机械。其中电气设备增长达 177%，精密机械增长 18.9%。

1976-1980 年，平均增长率最快的十大行业中，电气设备仍然排在第一，增长 31%、依次是化工、橡胶增长都超过 20%，精密机械保持了近 20%的增速。其它六位是通用机械、批发、非铁金属、商业服务、钢铁、运输



机械。

1981-1985 年，电气设备平均增长率仍然排在第一位，但增长率已经明显下降，只有 6.2%，其它的也都保持了极低的增长率。这表明日本实业的增长没有潜力可寻，经济增长唯有寻找虚拟经济才行。

表 10：日本不同行业的增长率（以 1990 年价格为基准）

1971-1975		1976-1980		1981-1985	
	平均增长率		平均增长率		平均增长率
电气设备	177.0	电气设备	30.91	电气设备	6.2
精密机械	18.9	化工	26.81	精密机械	5.4
社区和社会服务	10.8	橡胶	21.44	化工	4.3
通信	9.7	精密机械	19.57	橡胶	3.9
供水供气	9.5	通用机械	12.77	批发	2.6
批发	9.1	批发	11.54	社区和社会服务	2.3
零售	7.5	非鉄金属	11.22	供水供气	2.2
房屋租赁	7.4	商业服务	10.54	商业服务	2.1
其它不动产	6.3	钢铁	10.01	非鉄金属	2.0
运输机械	6.3	运输机械	9.30	运输机械	1.9
食品	6.1	供水供气	7.96	零售	1.6
商业服务	6.1	电力	7.34	其它不动产	1.5
化工	6.1	其它不动产	7.34	通用机械	1.5
造纸	5.6	零售	7.28	钢铁	1.5
家具	5.5	社区和社会服务	6.82	房屋租赁	1.4
服装	5.5	金属製品	5.43	电力	1.1
非鉄金属	5.1	造纸	5.16	造纸	1.0
石油煤炭	5.1	房屋租赁	5.11	通信	1.0
纺织	4.1	家具	4.40	家具	0.9
木材加工	3.7	印刷出版	3.46	食品	0.7
钢铁	3.7	私人服务	3.00	服装	0.6
电力	3.6	食品	2.34	金属製品	0.5
橡胶	2.9	服装	1.60	纺织	0.3
运输	2.8	非金属矿产品	1.46	木材加工	0.3
皮革	1.8	纺织	1.18	私人服务	0.2
非金属矿产品	1.3	运输	0.84	运输	0.2
通用机械	1.3	木材加工	0.64	非金属矿产品	0.1
金属製品	1.1	通信	0.47	印刷出版	0.1
私人服务	0.7	皮革	-4.76	皮革	-1.0
印刷出版	-4.8	石油煤炭	-8.86	石油煤炭	-1.8

资料来源：日本总务省统计局，中信建投研发部



五、日本资本市场的表现

在对实体经济进行分析之后，本报告将考察日本的资本市场。根据前文的分析，我们判断中国的资本市场远远没有达到日本 1990 年泡沫出现之后，陷入长期萧条的状态。考察的重点是日本 1972 年至 1975 年及之后的资本市场走势，

5.1 日经指数的走势

1968 年日经指数 1714 点，经过了 1969 年的 2356 点后，至 1970 年回落到 1987 点。在日元升值、日本列岛改造计划、宽松的货币政策的几重刺激下，达到 1972 年 5208 的高点。随着石油冲击，日本出现战后第一次经济负增长，日经指数回落到 1974 年的 3817 点。之后，日本进入长达 5 年的经济调整期，指数一直在 5000 点以下徘徊。1978 年站上 6000 点以后，直冲向 1989 年的 38916 点。

图 20：日经指数走势（1968-2004）



资料来源：CEIC，中信建投研发部

5.2 日本不同行业的在证券市场上的表现

我们将日本证券市场上不同产业的表现进行了归类分析：

1968-1971 年，日经指数增长 58.2%，建筑、仓储、农林渔、不动产、海运业走势最低超过 70%。

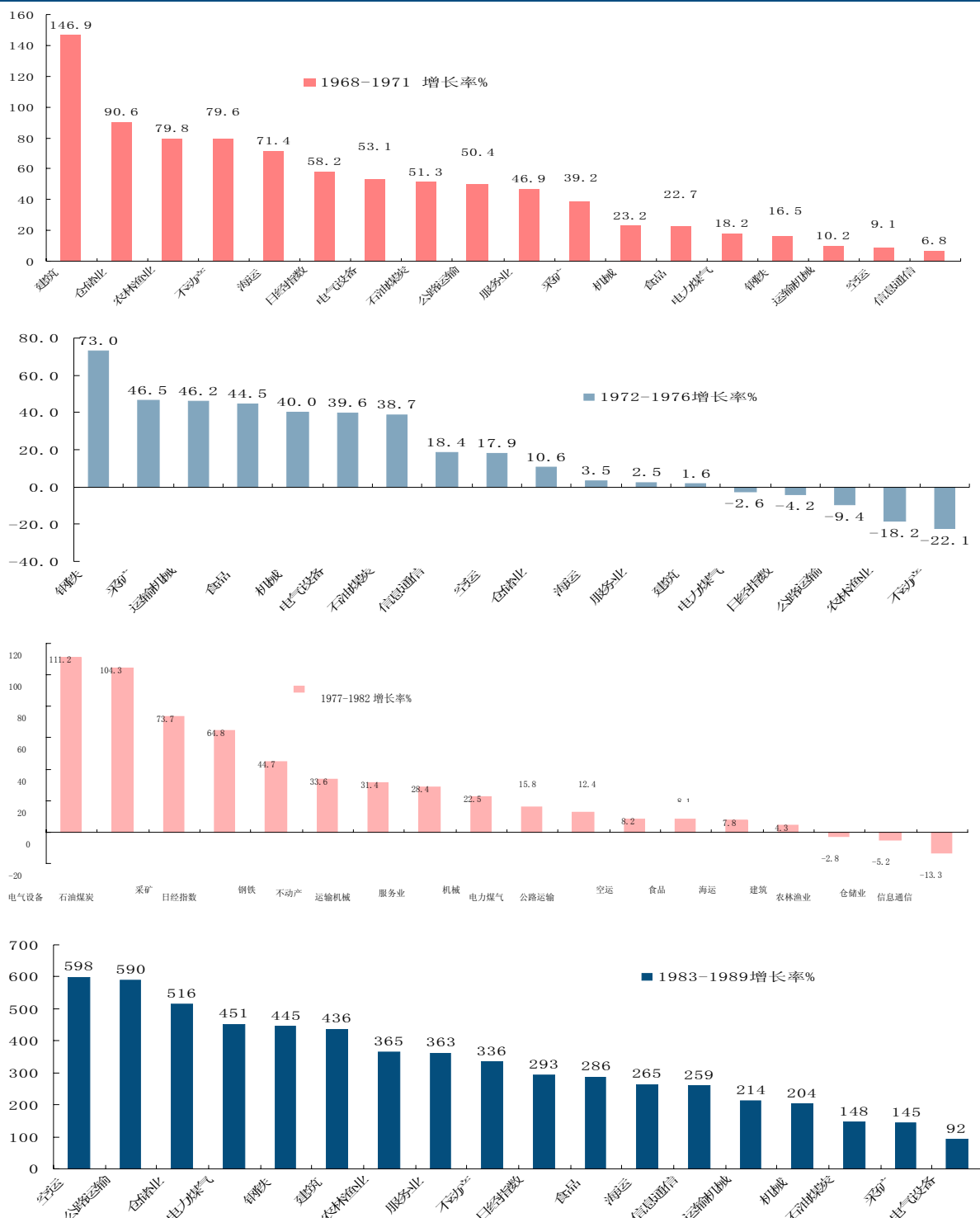
1972-1976 年，日经指数下降-4.2%，钢铁、采矿、运输机械、食品、通用机械业增长最低 40%。

1977-1982 年，日经指数增长 64.8%，仅有电气设备、石油煤炭、采矿业增长率高于指数增长水平。

1983-1989 年，日经指数增长 293%，增长率超过 300%的有九大行业，其中，空运接近 600%。



图 21：日本不同行业在证券市场上的表现（1968-1989）



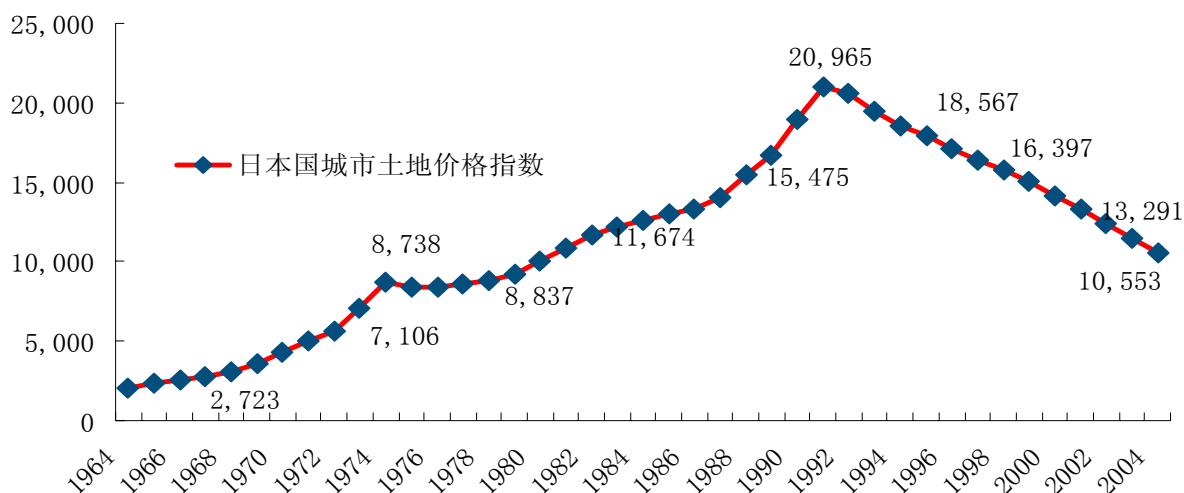
资料来源：日本总务省统计局、中信建投研发部



5.3 日本土地市场

日本城市土地价格指数在 1975 年达到新高后，稍稍回荡，在 1980 年前，稳定在 10000 点以下的水平上。之后，随着泡沫的形成，才在 1991 年冲高到 20965 点，之后急剧滑落。

图 22：日本土地价格（1964-2004）



资料来源：CEIC，中信建投研发部

5.4 日本资本市场波动的成因

不同于市场普遍认同的中国类比于日本 1990 年后的水平，我们认为日本在 1967-1980 年代的资本市场还是相对封闭的，在 1978 年第二次石油危机之前更是如此。但是，资本市场的迭荡起伏又总是与外部冲击直接联系。前期的外部冲击主要是日元升值与石油危机，在政府严厉压制通胀与进行结构调整的过程中，资本市场大起之后，并没有进行大落。

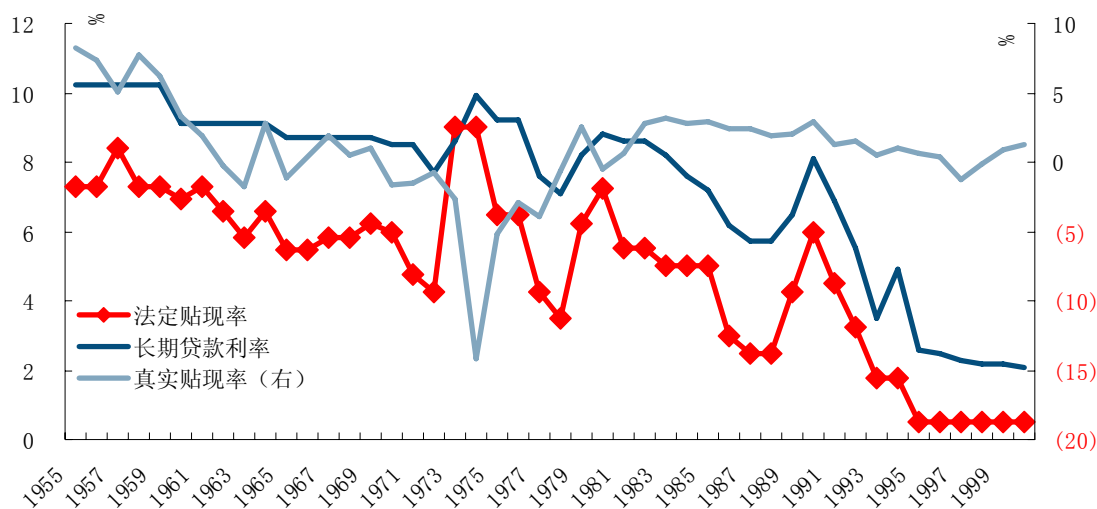
1970 年代后期资本市场的稳定增长，与日本政府推行的金融自由化直接相关。1977 年日本央行放松对银行持有国债的限制，1978 年实现了短期拆借市场利率、票据利率自由化，1979 年解除对资本市场的控制，大企业更多地从国际金融市场上融资。1983 年实行利率自由化、1985 年实现大额存款（100 万日元）利率自由化。

在 1980 年代资本市场高速发展之前，实体经济对财富创造的贡献接近于极限。资金开始过剩，同时随着日元升值预期的提升，国际资金更多地流向日本。在货币政策并不是特别宽松的背景下，资产泡沫尚处于酝酿之中，真正的泡沫产生是日本广场协议之后。1985 年后，日元连续三年升值超过 20%、央行自 1986 年连续五次降息，1986 年开始扩大公共投资规模，需求旺盛。过剩的资金没有投向有利于增强基础开发能力和企业创新上去，而是投向了股市与楼市等虚拟经济。

在日元升值的背景下，政府担心通缩甚于通胀，持续的刺激导致了泡沫，之后又自 1989 年硬着陆。伴随着日本战后最后一次平成景气的消失，日本进入了长达 10 年的萧条期。

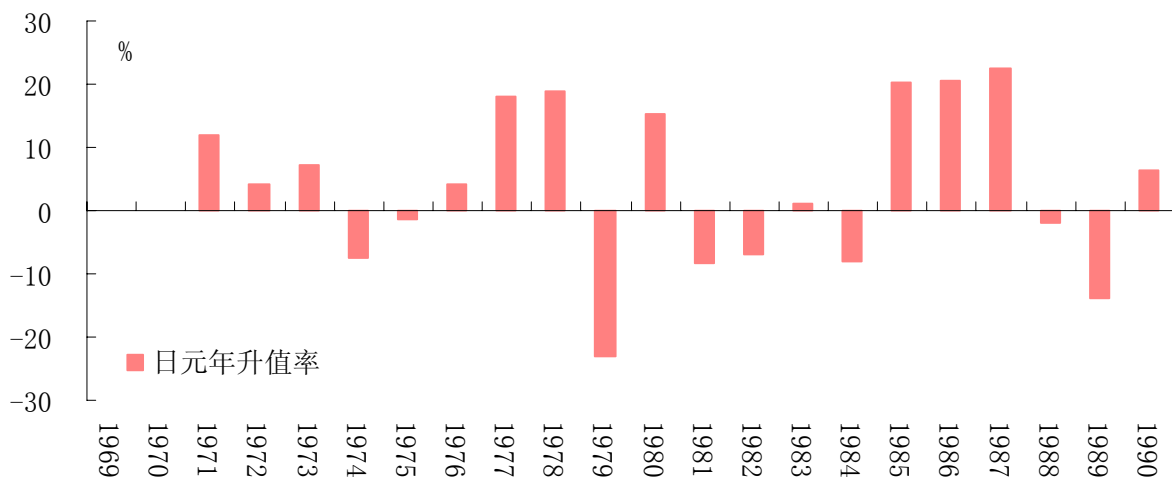


图 23：日元的法定贴现利率与长期贷款利率



资料来源：CEIC，中信建投研发部

图 24：日元年升值率（1969-1990）



资料来源：CEIC，中信建投研发部



分析师介绍

魏凤春：南开大学经济学博士，清华大学管理科学与工程博士后，首席宏观分析师。致力于在周期波动的框架内解构宏观经济的运行，将中国经济看作一份资产，通过资本资产定价的方式来确定其价值与风险。

胡艳妮：湖南大学经济学硕士，宏观经济分析师。证券从业 9 年，从经济体系所蕴含的内在发展规律出发，立足于中国特色经济发展阶段，结合国家政策导向，研判中国宏观经济走势。2006 年《新财富》宏观组最佳分析师第三名。

王洋：南开大学经济学博士，宏观经济分析师。金融从业 3 年，主要研究领域货币和流动性，致力于从经济主体间的收益-风险博弈和货币资金流动考察经济运行和政策走向。

刘之意：南开大学经济学硕士，宏观经济分析师。证券从业 2 年，立足于产业演进、库存变动等中微观观察，为宏观判断提供来自实体领域的支持。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。