



证券研究报告·策略深度 经济结构转型系列研究（2）

## 经济转型中的经济表现特征

——基于日韩的分析

### 经济增长的调整

日本和韩国在经济转型中其经济增长都受到重大的冲击，日本负面冲击持续时间较长，韩国冲击程度相对较大，这主要在于日本面临了外部冲击的叠加，韩国则是其自身模式的脆弱性更加突出。日本转型的时间达到 4 年，最大的冲击程度为 8.6 个百分点；韩国转型的时间大致为 7 个季度，最大冲击程度高达 11.5 个百分点。

### 滞胀与准滞胀

经济转型是一个经济增长水平降低的过程。上世纪 60 年代末期的日本和 90 年代初期的韩国，经济转型正是增长中枢下移的过程，经济增长下滑和中枢下移的趋势十分明显，为此，经济增长放缓。同时，大政府的格局使得政策放松程度较大，尤其是货币政策，由此导致流动性的过剩或物价水平的持续上涨，最后的经济结果是日本的滞胀和韩国的准滞胀，韩国物价的刚性尤其明显。韩国在 90 年代初期，CPI 中枢水平达到了 8% 的高位。

### 工业产出和产能的观察

经济转型带来增长乏力的重大根源在于处在工业化进程中的工业产出水平下降。日本的经验是在转型中工业产出的周期性仍然十分明显，但是周期的弹性相对降低。韩国则是出现了工业产出增长水平的阶梯式下移，产能水平同步下滑，充分反映了工业化进程不同阶段转换或经济结构转型带来的结果，特别是对工业产出和产能利用的实质性约束。

### 转型中的需求结构

日本在上世纪 60 年代末期的转型中，是大结构转型和小结构升级并举的过程。大结构的转型主要体现在消费部门兴起及其对投资部门和公共支出的替代性，而小结构升级则在于投资部门结构的优化。韩国转型的初衷在于大结构转型，但是，最后并没有成功，有回归到投资主导的增长模式中来，再次孕育了经济和金融体系的脆弱性。

### 转型中的内外经济平衡

日本和韩国的转型都具有外部的压力，其外部失衡带来了内部结构调整的必要性。但是，外部失衡的调整对整体经济增长的冲击相对有限，日本在日元缓慢升值中并没有遭遇明显的升值萧条，韩国遭遇了一定的贸易保护主义，但整体的外部经济关系并没有受到实质性影响。

## 投资策略

郑联盛

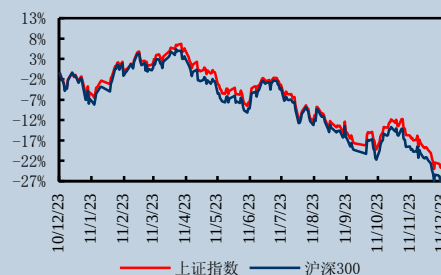
zhengliansheng@csc.com.cn

010-85130208

执业证书编号：S1440511080001

发布日期：2012 年 2 月 1 日

上证指数、沪深 300 走势图



沪深 300、深证成指走势图





## 目录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 一、引言 .....               | 2  |
| 二、增长与物价 .....            | 2  |
| 1、经济增长下滑的方式 .....        | 2  |
| 2、滞胀或准滞胀的形成 .....        | 5  |
| 日本滞胀的格局 .....            | 5  |
| 韩国的准滞胀 .....             | 6  |
| 三、工业产出及产能的整体观察 .....     | 8  |
| 1、日本工业产出下降及其周期性 .....    | 8  |
| 2、韩国工业产出增速的阶梯下移 .....    | 9  |
| 四、转型中的需求结构 .....         | 9  |
| 1、日本转型中的投资受冲击，但有反复 ..... | 9  |
| 2、韩国的需求结构 .....          | 11 |
| 五、转型中的内外经济平衡 .....       | 12 |
| 1、日本贸易失衡，迎来升值第一波 .....   | 12 |
| 日本制造 .....               | 12 |
| 日元第一波升级与日本结构转型相伴随 .....  | 13 |
| 2、韩国转型遭遇贸易保护主义 .....     | 14 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 中国人口扶养比 .....                 | 4  |
| 图 2: 标普能源价格指数 .....                | 4  |
| 图 3: 转型中的韩国经济 .....                | 5  |
| 图 4: 滞胀期间美国和日本的货币增速 .....          | 6  |
| 图 5: 石油危机迅速拉高 PPI 并向 CPI 传导 .....  | 6  |
| 图 6: 韩国货币供应量增长情况 .....             | 7  |
| 图 7: 韩国通胀中枢阶梯式上移 .....             | 7  |
| 图 8: 日本工业生产指数及其波动 .....            | 8  |
| 图 9: 转型中的韩国工业部门 .....              | 9  |
| 图 10: 转型中的日本消费和投资 .....            | 10 |
| 图 11: 转型中的日本出口和政府购买 .....          | 11 |
| 图 12: 转型中的日本出口和政府购买 .....          | 11 |
| 图 13: 第一波日元升值对日本经济增长带来了脉冲式冲击 ..... | 13 |
| 图 14: 韩国汇率 (1981—1995) .....       | 14 |
| 图 15: 韩国贸易依存度 .....                | 14 |
| 图 16: 韩国出口增速 .....                 | 15 |
| 图 17: 韩国出口拉动经济水平(名义值) .....        | 15 |
| 表 1 日本战后日本的景气循环 .....              | 3  |
| 表 2 日本出口增长趋势 .....                 | 12 |

## 一、引言

日本在经历了 20 多年的高速增长之后，在上世纪 60 年末末期开始遭遇增长的瓶颈。实际上，在此前的高速增长中，日本主要依靠是投资引致生产的模式来推动经济增长，主要通过工业化进行批量生产，来填补全球总需求的巨大缺口。

不过，由于人口、资源、能源等因素的约束，日本在上世纪 60 年代末达到了潜在增长能力的极限，1965 年之后经济增长长期超越了潜在增长能力上限，其失业率低至接近 1%，这在全球经济发展历史上都是创纪录的就业奇迹。在 1967-1969 年，日本经济增长（以 2000 年不变价格计算）速度高达 12% 以上，1969 年 3 季度达到 12.7%。但是，中期处在潜在增长率之上，随之给日本带来了增长的约束。

而韩国在 80 年代末期，遭遇了投入产出的低效率，投资主导的增长模式受到与日本不一样的限制，随后也进入一个转型时期。

两个经济体转型的动因存在一定的差异，这对于我们了解历史经验反而是更加有利的。基于不同的根源，日本和韩国经济转型的现实，可以给我们提供一些不同的视角。在本章，我们主要向看看日本和韩国在转型时期的经济表现特征，比如经济增长、物价水平、工业产出、需求结构以及内外经济平衡等方面。这对于处在相同时期的中国经济转型，也是有一定的借鉴意义。

## 二、增长与物价

### 1、经济增长下滑的方式

对于经济转型时期的经济增长，总是受制于投资水平的相对不足、或供给能力受约束还有可能是总需求水平的结构性变化与整体的不足，一般其增长速度都是下移的。这个学术界或者市场应该都有相对一致的预期，这也为历史经验所验证。

但是，不同经济在转型中，其经济增长下降的幅度、以及方式，可能存在不同。这是我们希望从日本和韩国的经验中得到更有意义的结论或启示。

从经济增长方面看，日本经济增长的下滑程度明显，持续时间也相对较长。这可能有几个方面的原因：一是日本的转型是一个要素配置模式的重大变化，主要受制于劳动力的约束，对于生产函数而言这是一个内生性的要件；第二日本的转型是在物价水平相对较高的情况下进行，其后由于地缘政治的影响，石油价格不断攀升，给能源严重依赖进口的日本经济带来进一步的冲击；第三，日本的政策更多集中在了货币政策，而政府主导投资的模式并没有在日本出现，即风险应对和增长下滑的宏观应对中，日本的政策效用相对有限。

韩国的经济增长下降幅度更大，但持续时间较短。一是虽然韩国投资的效率在降低，经济增长下移很快，但是政府能动性很大，经济下行不久之后投资率又进一步上升，韩国的转型实际上并没有成功，又重回到投资主导的增长模式，甚至有所强化，直至东亚金融危机的爆发。二是韩国第三产业相对更加发达，其对经济周期运行的弹性相对比较小，具有一定的刚性，所以在转型的压力下没有迅速降低消费水平，从而使得经济整体保持在较高的水平上。

**表 1：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       |
| 从神武景气到锅底萧条     |         |         |         |        |        |          |
| 高速增长期 第 4 次循环  | 1958.6  | 1961.12 | 1962.1  | 42     | 10     | 52       |
| 岩户景气           |         |         |         |        |        |          |
| 第 5 次循环        | 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 第 11 次循环 | 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。（岩户的来历：天皇的血统之源头是天照大神，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。天皇的血统之源头是天照大神，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。）

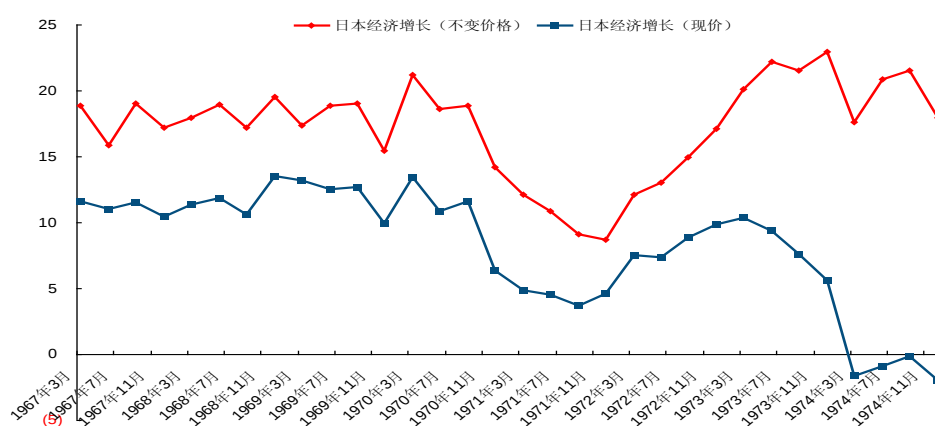
3) 奥运景气（1962-1964）是指日本 1963 年至 1964 年由于夏季奥运会的举办而带来的经济高速发展。

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

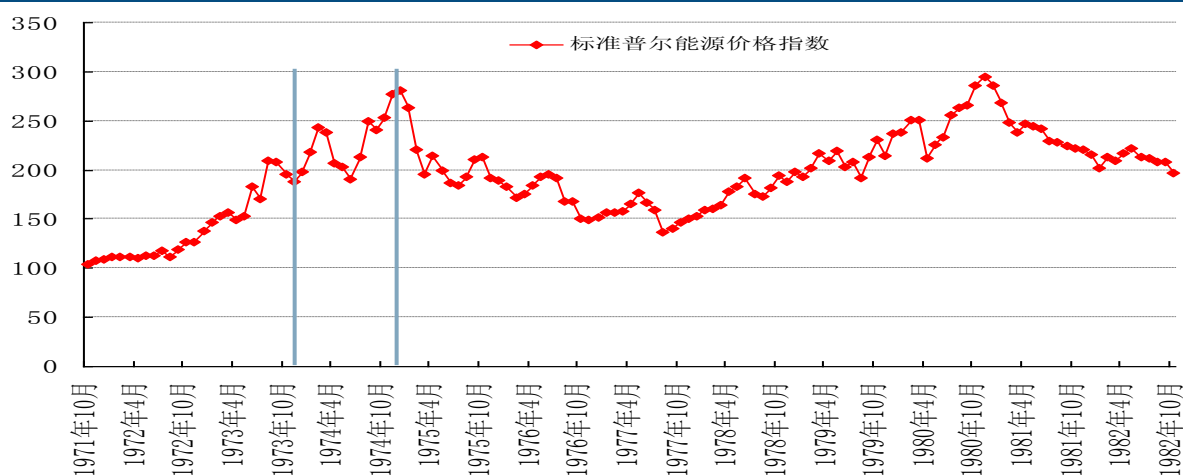
但是，我们对日本在经济转型的过程中，其较大的增长下滑程度是内生的冲击，还是由于外部原油价格的冲击更多一些。从数据看，由于第一次石油危机是产生在 1973 年年底，此前虽然原油价格明显上升，但是整体仍然较低，难以造成巨大的冲击，为此，我们认为，在转型的前期，日本经济的冲击更多来自于内生结构转型带来的，是一次相对剧烈的冲击。以不变价格计算，GDP 增长率从 1970 年一季度的 13.4%，快速下跌至 1971 年一季度的 4.8%，随后由于石油冲击的影响，进一步下移至 1971 年四季度的 3.7%。而这个时刻是布雷顿森林体系崩溃之后，石油价格才出现第一波大幅上涨阶段。当第一次石油危机于 1973 年 10 月 6 日由于第四次中东战争而爆发时，日本经济实际上已经从 1971 年的低谷复苏了。只不过，第一次石油危机使得日本经济复苏夭折，在 1974 年陷入了负增长。

图 1：转型中的日本经济



资料来源：CEIC，中信建投研发部

图 2：标普能源价格指数



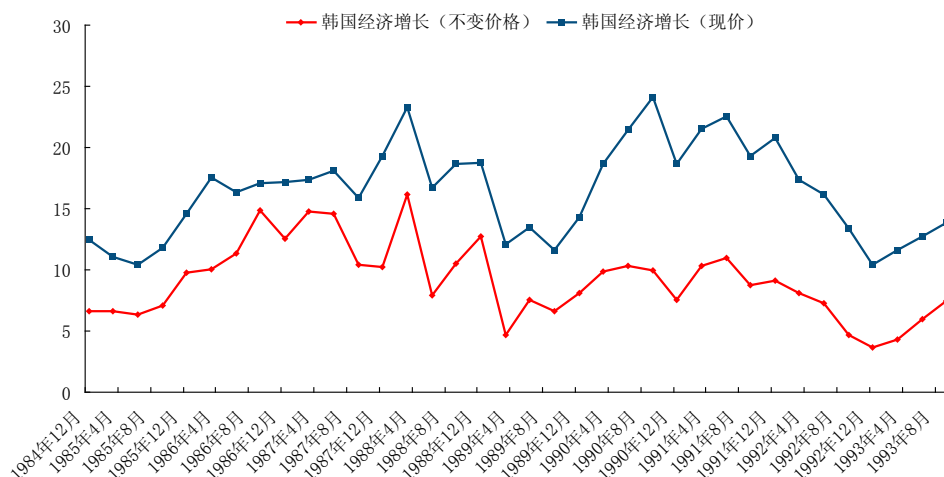
资料来源：Datastream

对于韩国而言，其经济转型过程中，经济波动的幅度相对较大。1988 年第一季度，奥运会前夕的韩国经济增长达到了 16.1% 的增长高度（以 2000 年不变价格），其后开始震荡下行，在 1989 年第一季度，韩国经济增长的速度将降至 4.6%，也算是一个明显的硬着陆。但是，韩国转型的增长冲击持续时间相对较短，而且不是一路向下的。

但是，如果剔除基数效应的影响，实际上，韩国的经济增长则保持着稳定下行的格局。日本在转型时期，经济环比季调增速从 4% 下移至 2%，而韩国基本保持在 3% 的水平。而且随后，韩国经济复苏的基础更加牢固，经济增长复苏比日本相对更好，虽然在 1993 年出现二次探底，在后来持续恢复到 7-8% 的增长水平，当然这个增长水平是比较无效率的更高投资引致的。但是，日本在石油危机的冲击下，经济转型面临新的剧烈冲击，随后进入了一个滞胀时期。

从日韩的经验可以看出，经济转型中的增长都会受到明显的冲击，但冲击的程度、持续的时间以及下行的方式是不一样的，日本是一路向下、持续时间达到 6 个季度，经济下滑 8.6 个百分点；韩国是震荡反复下行的，持续时间为 4 个多季度，经济下滑 11.5 个百分点，但是韩国如此大的下行速度主要是基数效应造成的。季调之后的环比数据看，日本的冲击相对更加明显。最后，经济结构转型中的外部因素也是重要的，可能是影响经济下行程度和时间的重大因素，这点韩国比日本幸运很多。

图 3：转型中的韩国经济



资料来源：CEIC，中信建投研发部

## 2、滞胀或准滞胀的形成

东亚经济体一个重要的特征就是政府是强大的。在经济增长中枢下移的过程中，日本和韩国的政府都进行了重大的救援，纷纷出台扩张性的财政政策和货币政策，来挽救经济的下滑和失业的提高。当时，日本和韩国的政府都没有意识到这可能是一个经济增长中枢下移的趋势性问题，而理解为经济波动或总需求波动问题，认为可以通过扩张性的政策才填补需求的不足。

### 日本滞胀的格局

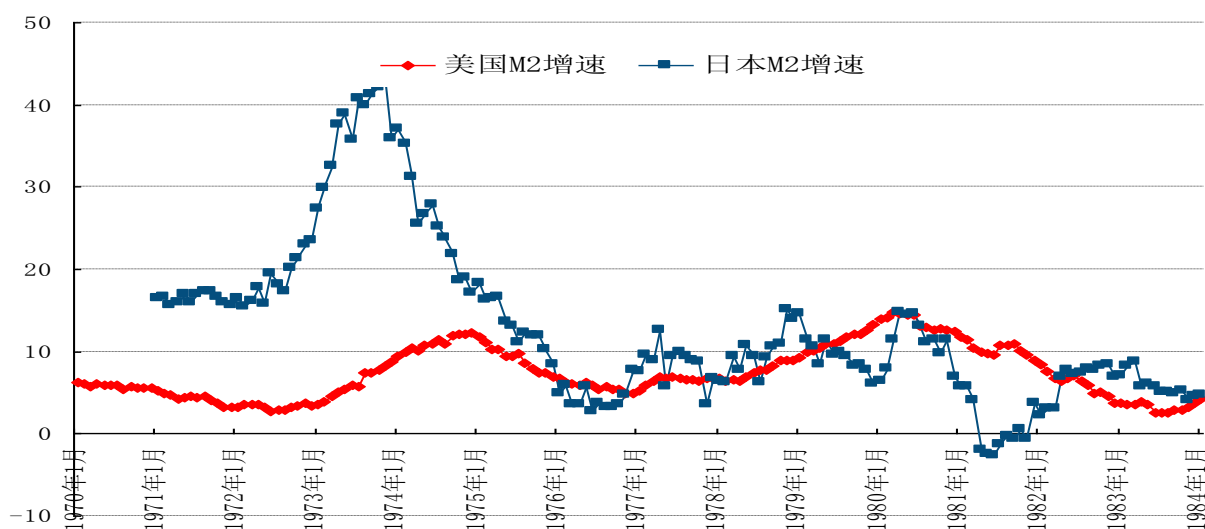
日本的命运更加更加坎坷。在看到经济下滑之后，日本的财政货币政策持续扩张，在石油危机到来之前，日本的货币释放就十分宽松。根据现有的数据，1971 年日本广义货币供给同比增长达到了 17%。此前的 1969-70 年的数据无法获得，但是可以肯定大致和 1971 年差不多，至少也是 15%。相对于美国 5-6% 的货币供应增长率，日本的货币供应显然是过于宽松了。

这种宽松的货币政策在 1972 年进一步被放大，这是日本经济转型过程中严重通胀的一个货币基础。货币宽

松的效应逐步显现，加上随后日益严重的石油价格冲击，最后将日本带入了滞胀的泥淖。后来，在日本滞胀的研究中，很多日本学者认为，当时日本政府的政策在石油危机尚未到来的时候就反映过度了。

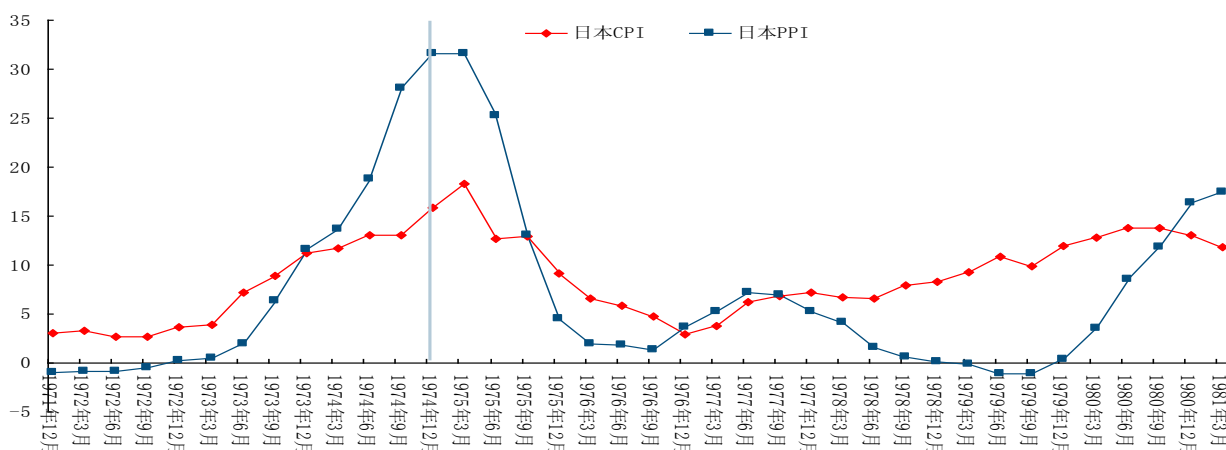
不过，值得注意的是，滞胀格局的演化更加重大的推动力是外部冲击，即第一次石油危机，这也是全球长波周期第四波拐点到来的时刻。日本的经济结构转型在全球长波的大拐点阶段，这使得日本转型的压力更加巨大，风险也更加明显。最后的结果是，日本宏观经济政策不断地走入深渊。

图 4：滞胀期间美国和日本货币增速



资料来源：CEIC

图 5：石油危机迅速拉高 PPI 并向 CPI 传导



资料来源：CEIC，中信建投研发部

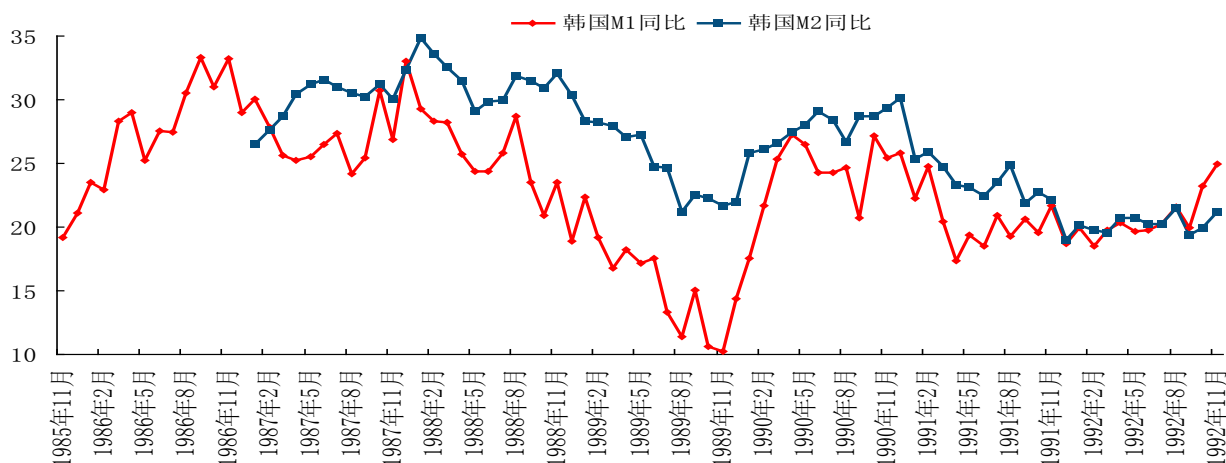
## 韩国的准滞胀

韩国在经济转型的过程中，同样遭遇了经济下滑的过程。作为传统的政策工具，财政扩张和货币放松仍然是韩国政府的政策之选。1988 年之前的政策放松使得韩国的通货膨胀中枢从 2% 快速上升至 6%，1987 年韩国的狭义和广义货币供应量增长基本都超过 20%。

1989 年由于通胀压力明显，韩国货币当局略微收紧了货币政策，但是这个时候正当韩国经济下行和转型“巧遇”，韩国货币政策随即又放松，货币供应量再次回到 20% 以上的增长，货币政策的再次放松，使得韩国的通胀水平再上一层，通胀中枢在 90 年代初期达到了 8% 以上，通胀水平最高峰甚至接近 10%。韩国经济整体在这个阶段进入一个相对低增长、高物价的“准滞胀”形态。

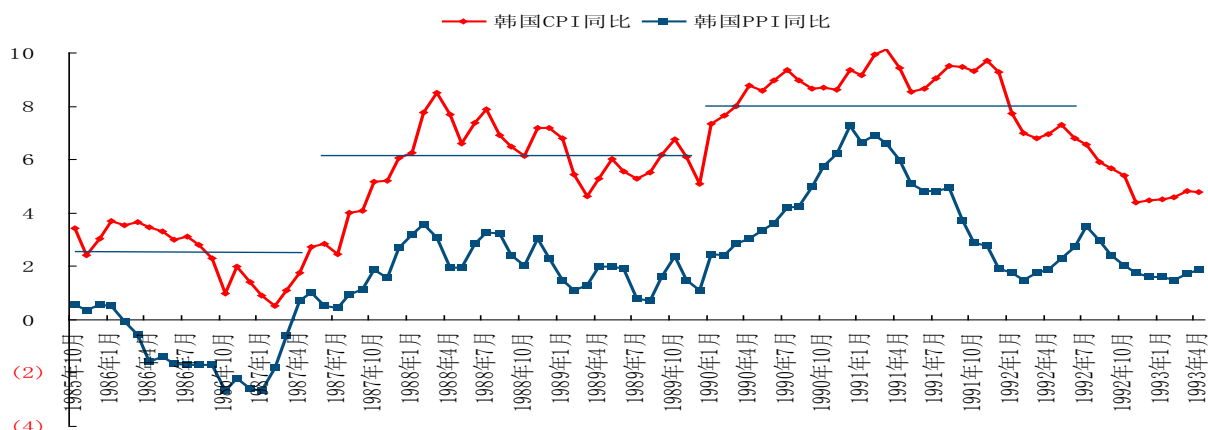
但是，对于“准滞胀”的定性，一些韩国经济学家并不认同，比如韩国前财政部副部长 Park 就认为，当时的韩国经济是由于政府过度放松政策，而出现了经济过热的情况。为此，“准滞胀”更多是 1989-90 年期间韩国经济增长走向相对低水平、通胀不断上移的一个动态描述，而实质上韩国经济正在经历一个过热。随后，在 1992 年之后，韩国政策再缓慢紧缩，经济增长缓慢下移，出现一个“软着陆”，但其经济增长水平难以复苏到 10% 以上了。

图 6：韩国货币供应量增长情况



资料来源：CEIC，中信建投研发部

图 7：韩国通胀中枢阶梯式上移



资料来源：CEIC，中信建投研发部

### 三、工业产出及产能的整体观察

#### 1、日本工业产出下降及其周期性

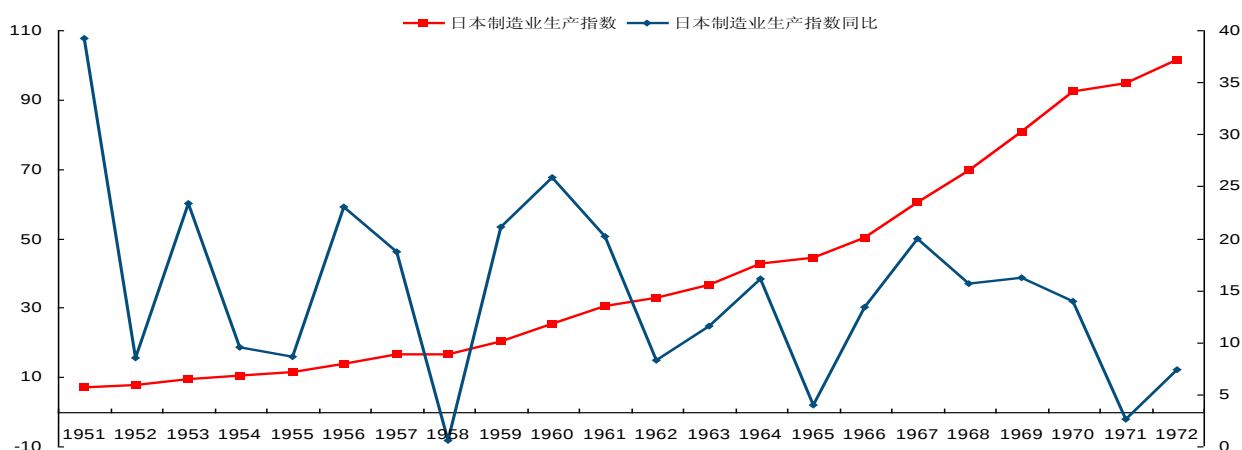
对于一个工业化进程中的经济体，在经济转型的过程中，仍然还是无法脱离工业化的轨迹。罗斯托在工业化起飞向成熟的过渡中也指出，无法短期内摆脱过去的经济模式和结构，只能是一种渐进的转变。在经济转型时期，日本的工业产出仍然是持续向上的，可以看出 1965 年到 1969 年是日本工业化起飞过程中的繁荣阶段，工业产出持续增长。

但是，可以看出日本工业产出的增长率是具有周期性的。从 1951-1961 年是日本工业化准备阶段，1962-1970 是日本工业化的起飞阶段，1971 年之后至 80 年代初期是日本工业化成熟阶段。在每个工业化阶段，基本对应一个中周期，而每个中周期对应 2-3 个短周期。工业化起飞阶段，日本经历了三个短周期，分别是投资消费景气、神武景气和岩户景气。在工业化起飞阶段，经历了两个短周期，分别是奥林匹克景气和伊奘诺景气（1965/10-1970/07），其中后者是一个“非典型”短周期，其周期长度超过了 6 年，复苏和繁荣阶段达到了 57 个月，是日本战后经济扩张持续时间最长、经济成就最大的一个历史阶段。

1969 年之后，日本经济进入一个转型期，持续了 57 个月扩张阶段的伊奘诺景气逐步得到一个高点，但是可以看出其制造业产出的增长速度逐步下滑，到 1971 年，制造业产出的增长出现负增长的情况，日本工业产出陷入了一个长达 17 个月的衰退阶段，日本经济也基本同比下滑。

从日本的情况看，不管是工业化准备阶段向工业化起飞阶段的过渡，还是工业化起飞向工业化成熟的过渡，实际上也是一个经济转型的过程，经济增长和工业产出都出现了相对明显的下滑，其中前一个阶段工业产出下滑为 12 个月，后者调整阶段为 17 个月。为此，从日本的经验看，经济转型对于经济产出和工业产出都是一个负面的情况。

图 8：日本工业生产指数及其波动



资料来源：CEIC，中信建投研发部

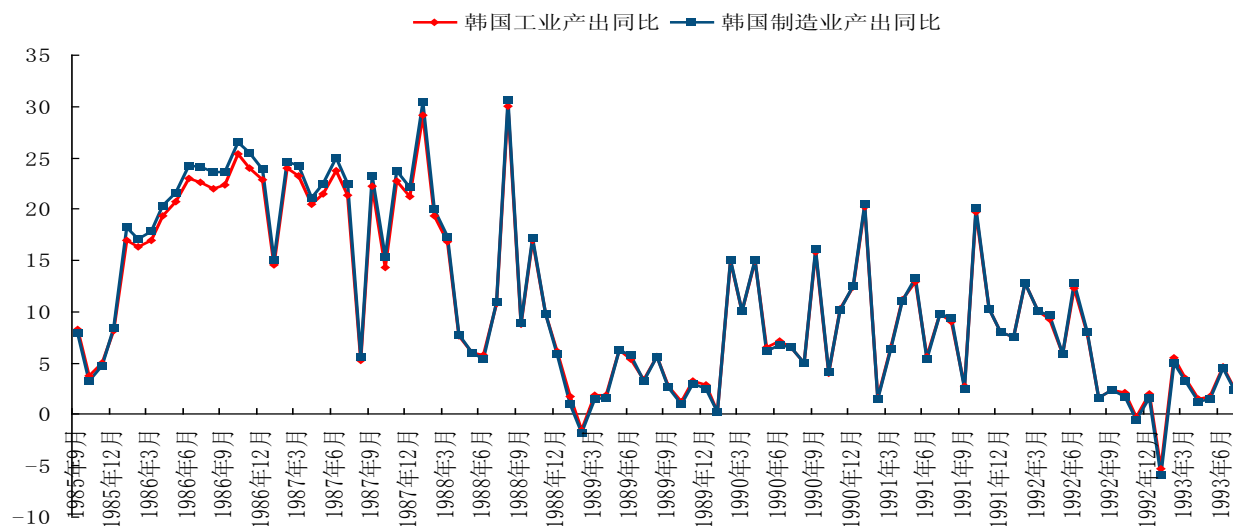
## 2、韩国工业产出增速的阶梯下移

与日本工业产出增长速度出现周期性波动的情况存在一定差异，韩国的工业产出增速出现了中枢下移的状况。在 1988 年汉城奥运会之前，韩国工业产出进入一个新的高速增长阶段，工业产出增长速度从 1985 年 10 月的 3.7%，急速上升至 1986 年 6 月近 25% 的水平，其后按季度计算，基本都持续保持在 20% 以上的水平。这也是韩国 1960 年代开启工业化以来的第二个工业产出增长高峰，第一次高峰出现在 1970 年代的中期，工业产出同比增速达到 25% 以上。

但是，随着奥运会景气的淡去，韩国的工业产出出现明显下滑，1989 年初韩国工业产出出现了负增长，这是韩国工业化以来所少有的情况，而且 1989 年整年工业产出都保持在疲软的状态。工业产出的增长中枢从接近 25% 的水平，明显地下滑一个阶梯至 10% 左右。在 1992 年之后，甚至下滑至 2-3% 的水平。东亚金融危机之前，韩国工业增长速度基本维持在 10% 左右。

从韩国的经验看，在经济转型阶段，工业产出出现了明显下滑，甚至出现了阶梯式下移。韩国出现这样的情况，可能和下面几个原因有关系：第一是韩国在奥运会之前过度的经济刺激和过度投资，产生了过剩的产能。第二在转型阶段由于总需求水平相对不足，而整个工业部门的产能相对过剩，工业产出对总需求不足作出了明显的反应。第三个原因可能是韩国第三产业相对更加发达和具有刚性，工业部门收到经济转型的冲击可能更加明显。

图 9：转型中的韩国工业部门



资料来源：CEIC，中信建投研发部

## 四、转型中的需求结构

### 1、日本转型中的投资受冲击，但有反复

在经济转型过程中，我们已经知道经济和工业产出都是下滑的。从工业产出的角度看，实际上主要是集中于供给方面，但是供给的变化其实都是最终需求变化的结果，在短期内经济波动是需求的函数，也决定了短期

经济产出和工业产出的短期波动。

如果从需求的角度出发，我们基本都是采取四部门的分析，看居民消费、资本形成、政府支出和净出口等四个部门对总需求的影响。理论上，经济转型的过程中，整体需求水平是不足的，而这种需求的不足到底是哪个部门造成的呢？更重要的是，在这个过程中，需求结构可能发生变化，而这种变化可能是短期性、脉冲性，也可能是一个长期的问题，即所谓的大结构的变化。

在转型时期的前半阶段，日本资本形成收受到了明显的冲击，但是后半段却出现了明显的反弹。在我们一般的理解中，转型过程中应该是朝着更高级的需求结构严谨，比如消费部门的比重相对上升，而资本形成部门的贡献相对要下降，至少我们在理解中国的经济转型是这么一个逻辑。可以看出，日本在转型中的资本形成有四个特点：

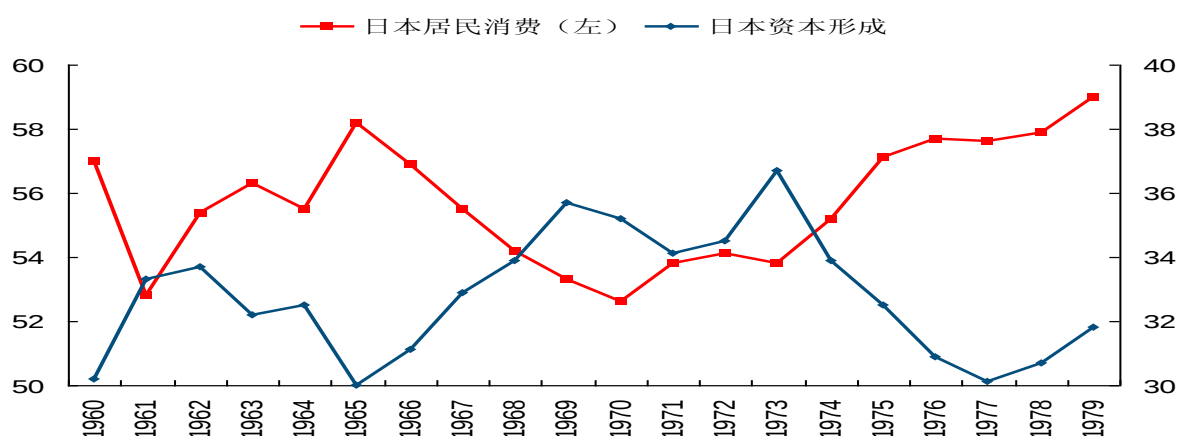
一是资本形成整体规模占比是在下降的，这个时段大概维持了 2 年。1969 年日本资本形成对 GDP 的贡献达到了工业化以来的新高，近 36%。但是，其后在经济转型的过程中整体占比出现了下降，与此同时消费也是下降的，而由净出口的增长和政府购买的扩大，来填补总需求的缺口。

二是资本形成随后发生反弹。在 1972 年之后，日本资本形成对 GDP 的贡献再度上升，在 1973 年达到了 38%，为历史性新高。而这个资本形成的推动力可能更多来自于政府公共财政扩张之后带来的投资部门的临时性的投资增加。但是，很明显的，在 1973 年之后，资本投资的贡献在持续下降。从需求的结构看，在这个时点日本才真正进入一个大结构的转型之中。

三是在随后的资本形成的发展中，虽然其对 GDP 产出的整体贡献出现了明显的下滑，但绝对量仍然是相对较高，在 1977 年，日本基本完成了经济转型，从投资主导的增长模式向消费主导的模式实现了转换，但是，资本形成对经济产出的贡献率仍然保持在 30%。

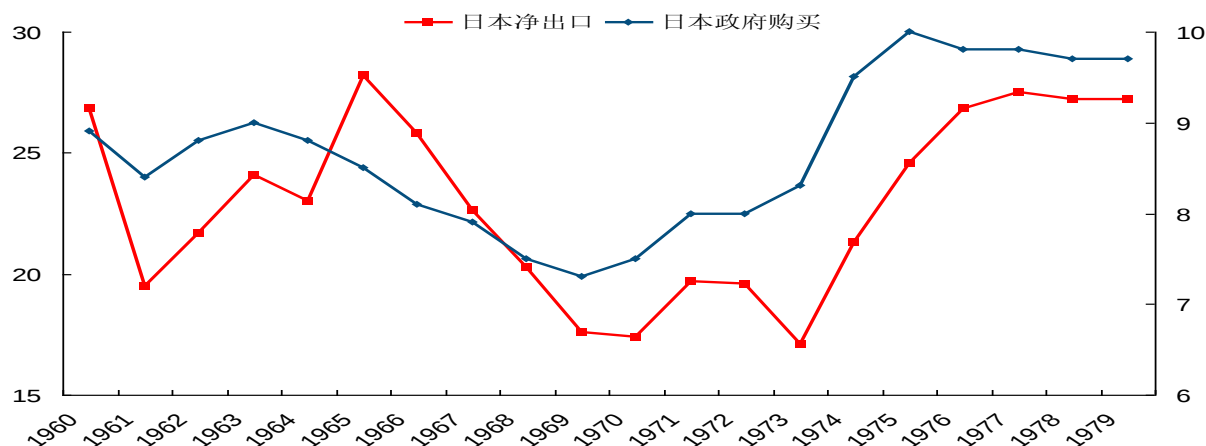
四是资本形成的下降，即投资部门支出的下降，很大一个部分是由政府购买的扩张来填补的。日本在这个转型的过程中，公共部门的消费是在扩大的。

图 10：转型中的日本消费和投资



资料来源：CEIC，中信建投研发部

图 11：转型中的日本出口和政府购买



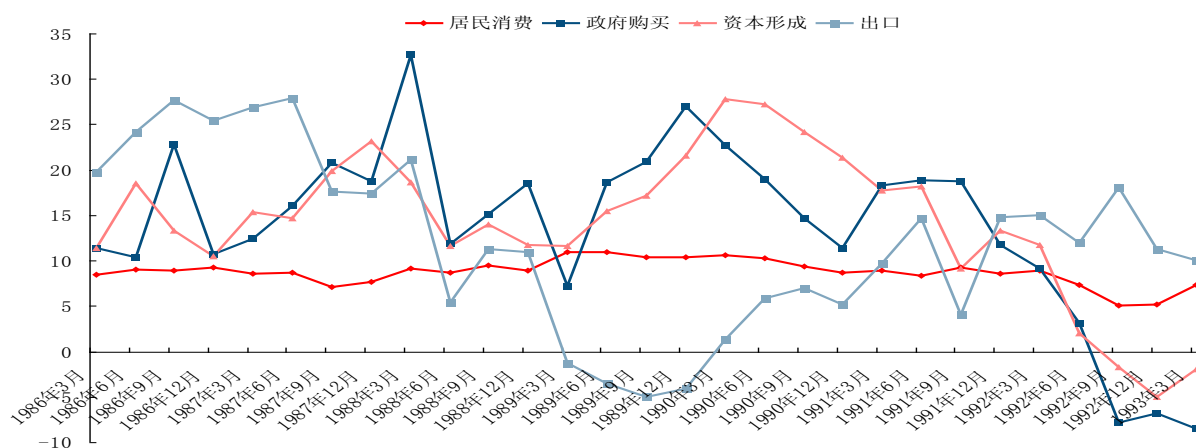
资料来源：CEIC，中信建投研发部

## 2、韩国的需求结构

从韩国的情况下，在经济转型的前期，总需求水平是在下降的，主要的下跌动力在于出口、政府购买和投资等部门的明显下跌，特别是出口和政府购买。比如，政府购买从 1988 年 2 季度的 33% 的同比增长率下降至 1989 年 2 季度的 7%，当然这与韩国奥运会的采购有关，但是，这也被认为是一个经济下滑的重要根源。不过在转型的开始时期，居民消费反而是比较明显地上升。

1989 年韩国经济进入转型阶段之后，居民消费开始下滑，而出口持续下滑，但是，政府购买和资本形成大大提升。这是韩国与日本差异最大的地方。韩国资本形成增长的快速增长以及过度的财政货币放松，使得未来一段时间内，韩国的经济下滑更加明显，特别是投资和政府购买。可以看出，在经济转型中，韩国的政府的政策更加积极，资本形成的增长率持续上升，达到了 27%，比奥运会之前的投资增长水平更快，这给韩国的经济增长带来了巨大的不确定性，最后韩国的资本形成被东亚金融危机所清算。

图 12：转型中的韩国四部门分析



资料来源：CEIC，中信建投研发部

## 五、转型中的内外经济平衡

### 1、日本贸易失衡，迎来升值第一波

#### 日本制造

在上世纪 60 年代，日本作为制造核心国，是布雷顿森林体系外围中最重要的国家。日本在第二次世界大战之后，所制定的经济增长和产业发展战略中，以加工贸易模式弥补国内资源不足、建立现代工业体系成为日本实现战后经济振兴的重要途径。对外贸易在日本经济复苏时期、工业化起飞阶段等都发挥了重要的促进作用。从 1955-74 年，日本经济年均增长 8.8%，净出口平均贡献了 0.6 个百分点，贡献率约为 7%。但是，在 1964 年日本东京奥运会之后，日本经济外向型发展开启了一个新的时代。

日本国际化时代的开启，并非是一帆风顺的，日本同样遭遇了巨大的外部压力，尤其是日本的贸易顺差和日元汇率问题。日本在工业化的过程中，由于美国的支持使得日本经济增长对美国等外部需求有明显的依赖性，为此对外贸易及其相关的投资和工业体系在经济增长中起到了“战略性”、“关键性”作用。但是，由于日本是严重依赖进口原料的国家，没有进口的增长，就不会有经济的增长，而进口必须用出口来补偿。实际上，日本的贸易结构和中国相似，有些“加工贸易”的影子。

在日本工业化进程中，有能力出口的工业是生产效率最高、生产增长率最快的行业，实际上经济增长是通过经济结构向有相当大部分出口的工业转移而产生的。这与中国在吸引外资时，对外资采取广泛的“超国民待遇”是相似的。两个国家都是通过贸易部门的发展，来促进非贸易部门的增长，从而实现经济增长的高速增长和工业化的迅速推进，即是都重留人所总结的“出口主导型增长”。

**表 2 日本出口增长趋势**

| 年份   | 出口额 GDP 占比（现价） | 出口额 GDP 占比（1965 价格） | 经常项目净差额 GDP 占比 | 制成品出口占比指数（1970=100） |
|------|----------------|---------------------|----------------|---------------------|
| 1960 | 11.4           | 9.1                 | 0.4            | 74                  |
| 1961 | 9.7            | 8.4                 | -1.8           | 67.2                |
| 1962 | 10.1           | 9.3                 | 0              | 73.3                |
| 1963 | 9.6            | 9                   | -1.1           | 76.4                |
| 1964 | 10             | 9.6                 | -0.5           | 81.9                |
| 1965 | 11.2           | 11.2                | 1.1            | 101.7               |
| 1966 | 11.3           | 11.7                | 1.4            | 105.1               |
| 1967 | 10.2           | 11                  | 0              | 91.4                |
| 1968 | 10.7           | 11.8                | 0.9            | 98.4                |
| 1969 | 11.3           | 12.6                | 1.4            | 99.4                |
| 1970 | 11.6           | 13.2                | 1.1            | 100                 |
| 1971 | 12.5           | 14.6                | 2.6            | 117.5               |
| 1972 | 11.4           | 14.4                | 2.4            | 117.4               |
| 1973 | 10.8           | 13.9                | 0              | 104.8               |

资料来源：都重留人（1980）

## 日元第一波升级与日本结构转型相伴随

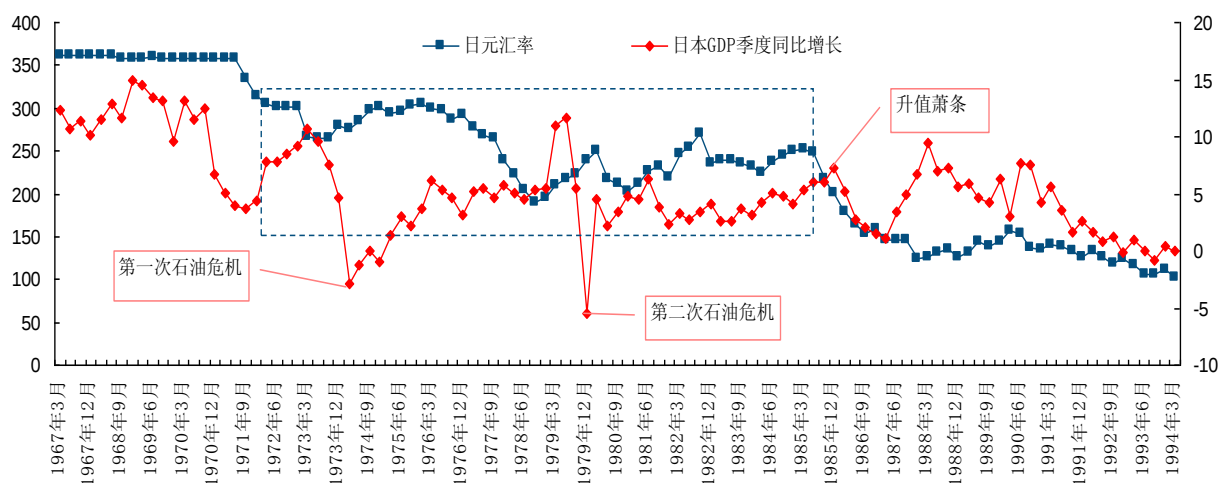
日本真正的国际压力出现在 1965 年之后。按照传统经济学的逻辑，一个处在高速工业化的国家，应该需要足够多的外部资源流入来支撑工业生产的进行，为此如果需求条件在决定进口和出口方面都起支配作用的话，就很容易导致国际收支的逆差。但是，1965 年之后，日本并没有遵循经济学的逻辑，日本的进口增长速度远低于出口的增长速度，日本开始累积大量的贸易顺差。1965 年之后，日本工业制成品出口占比大幅提高，从 1955 年的 3.68% 提升至 1972 年的 10.37%，尤其日本出口市场主要是美国和亚洲，这样使得这些经济体穷于应对膨胀式的外来供给，国外市场供需的失衡矛盾就更突出。而这个阶段正好是日本转型的阶段。

日本当时的企业业态有两种，一是劳动力支付高工资和借贷成本给付低利率的现代大企业部门，二是低工资、高利率的传统中小企业部门。由于当时日本的人口结构处在最有竞争力的人口红利时期，经济结构的二元性使得日本在纺织品、玩具等低端产品和钢铁、汽车、电子产品等高端产品都具有全球竞争力，这就使得美国等国家遭遇了强大的“日本冲击”。美国对日本开始出现大规模的贸易赤字。

在日本持续出现贸易顺差之后，关于加强进口出口协调（所谓的特定商品措施）、资本外流、国内通货膨胀以及日元升值等讨论变得日益热烈起来。美国等国家对日本的压力也大幅提升，美国认为日本应该加快其进口自由化的步伐，取消进口关税壁垒。甚至有经济学家认为，日本可以通过调整性通货膨胀来解决贸易顺差问题。这个观点现在看来是多么的愚蠢。

到 60 年代末，日本经济转型的压力持续上升，其中外部失衡的压力也是明显加大，这对于经济结构转型是有进一步的促进作用。日本转型的两个特点：一是大结构的转型，从投资、出口主导向内需消费主导；二是小结构内部的升级，即内部是提高专业化水平，外部则是提高竞争力。由于布雷顿森林体系中美元的地位摇摇欲坠，日本出口的压力相对较大，同时，日元升值的呼声日益强烈，日本面临着第一波的升值压力。但是，日本对外部失衡的处理是相对失当的，不管是第一波升值应对，还是第二波（广场协议）的应对，都是存在重大的政策失误。

图 13：第一波日元升值对日本经济增长带来了脉冲式冲击



资料来源：CEIC

## 2、韩国转型遭遇贸易保护主义

到 80 年代末，韩国的经济实力已经跃居世界前 20 强，基本完成了对发达国家追赶，成为了令世界瞩目的新兴工业化国家。80 年代末 90 年代初，西方国家特别是美、日两国再次陷入经济萧条，而韩国等亚洲新兴工业化国家的经济却保持着高速的增长，这就进一步激起了西方国家的贸易保护主义。

1987 年，美国宣布取消对新兴工业化国家 790 种商品的特惠关税，1988 年 1 月又宣布从 1989 年起取消“四小龙”的特惠关税，实行“毕业政策”，7 月美国宣布将解决韩国、日本等国对本国造船业的补贴问题，并重新确定了韩国等 29 个国家 1992 年 3 月以前的对美国过钢铁出口限额。此外，欧美等发达国家还强迫韩国等新兴工业化国家开放市场，升值货币。1988 年 12 月韩元兑美元升值 30%，这对经济依赖出口，特别是严重依赖美日市场（1989 年韩国队美日出口分别占到总出口的 33.1%和 21.6%）的韩国产生了不利影响。

图 14：韩国汇率（1981—1995）

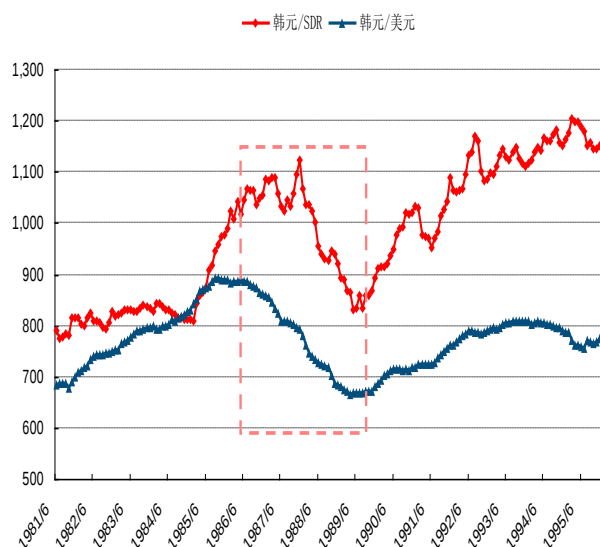
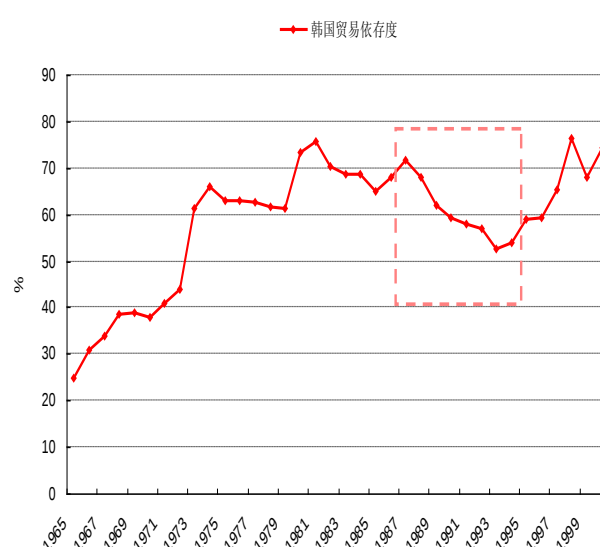


图 15：韩国贸易依存度



资料来源：CEIC，中信建投研发部

从 1989 年开始，世界经济开始衰退，全球 GDP 增长率从 1988 年的 4.49% 下跌至 1991 年的 1.47%，而作为韩国主要出口对象的美国和日本经济也出现大幅回落的情况，美国的经济增长率从 1988 年的 4.13% 下滑到 1991 年的 -0.23%，日本经济增长率则从 1988 年的 7.15% 下降到 1992 年的 0.82%，1993 年的 0.17%。

外部需求的急剧萎缩，贸易摩擦的日渐增多，再加上我们之前已经论述的人工成本上升、韩元升值以及由于自身科技研发创新能力不强导致的产品国际竞争力下降等因素的影响，最终导致韩国出口严重受阻。由于韩国长期以来坚持的出口导向型发展战略使其经济增长严重依赖出口的拉动，因此随着出口增速的迅速下滑，韩国经济增速也随之放缓。

1989 年韩国的出口增长率由上年的 26.9% 猛降为 2.95%，1990 年继续下降为 2.8%。贸易顺差也从 1988 年的 114.4 亿美元急剧下降为 1989 年的 45.97 亿美元，1990 年则再度出现了 20 亿美元的贸易赤字。随着出口的萎缩，出口对经济的拉动作用不断下滑，韩国国民经济增长率由 1986 至 1988 年的 12% 以上下降了 1989 至 1992 年期间的 6% 的水平，其中 1992 年的经济增长率降到了 5.8% 的水平。

虽然在最近的二十多年中韩国贸易出口对经济的拉动作用仍偶有强劲的表现，但是整体来看，其贸易出口对经济的拉动水平在 1989 年之后表现出明显的中枢下移状态。在国际环境不断变化的情况下，外部竞争的加剧与贸易摩擦的日渐增多，自身科技创新能力不强，已经严重影响到了韩国传统出口导向模式之下经济的高速增长态势。

图 16：韩国出口增速

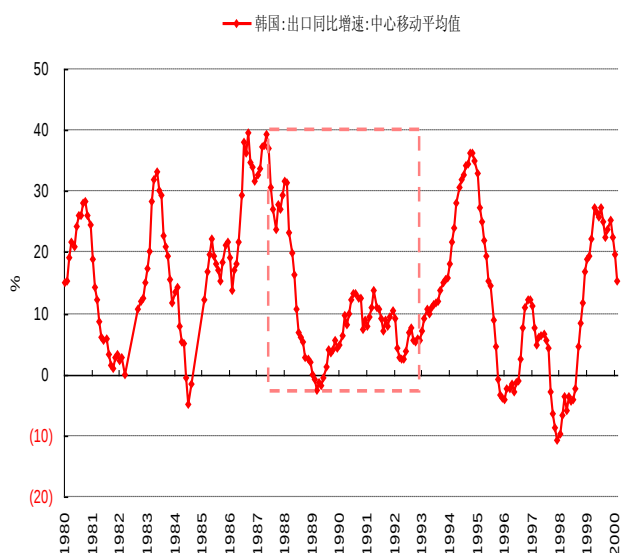
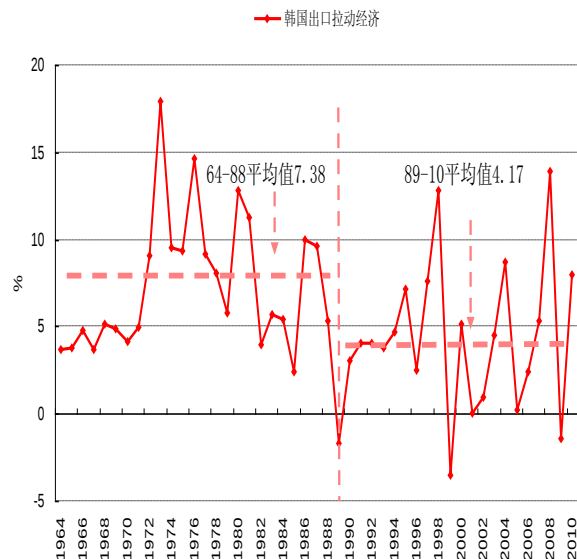


图 17：韩国出口拉动经济水平(名义值)



资料来源：CEIC，中信建投研发部



## 分析师介绍

**郑联盛：**中国社会科学院经济学博士，策略分析师。主要从事宏观经济和市场趋势研究，在经济周期波动、产业结构变化以及工业化理论等方面有较为深入的研究，在经济史、货币政策以及金融稳定机制等领域具有浓厚兴趣。

## 研究服务

### 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

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

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

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@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

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

### 保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

### 私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本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，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时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任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 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