

# 反以观往，覆以验来

## ——复盘日本经济泡沫破灭后的政策应对

### 摘要

- **资产泡沫：繁荣景象破灭，陷入持续的经济萧条。**日本在1980年代开始形成资产泡沫，股市和楼市均出现了繁荣景象，产生泡沫的原因主要包括政策宽松、热钱涌入、监管松懈、情绪催化等。日本政府意识到泡沫的严重性后，选择主动刺破经济泡沫。由于资产价格暴跌，企业经营陷入困境，大量企业倒闭，居民收入下降、消费降级，商业银行的不良债权也快速增加，大批金融机构破产，整体经济进入到通货紧缩时代。
- **财政政策：积极与紧缩交替，债务负担不断累积。**日本政府交替采用扩张和紧缩的财政政策，但大部分时间内都处于扩张的态势，为刺激经济不断投入大量财政资金，但国内需求疲软使得征税困难，加之减税政策阶段性推出，导致日本债务负担持续累积。然而，从总的经济走势来看，财政刺激对经济增长的作用并不显著。日本国内一种观点认为日本政府支出乘数下降，没有起到提振经济的作用，反而造成了大量债务累积的问题，另一种观点则是认为经济泡沫破灭后企业的资产负债表出现了衰退，企业追求“负债最小化”，财政刺激防止了更深程度的经济衰退。
- **货币政策：非常规政策持续推出，宽货币向宽信用受阻。**日本银行不断创新货币政策工具，在政策利率接近于零的状态下，多次采用非常规的货币政策，政策力度持续加码，货币政策目标也经历了从价格型到数量型的转变。总的来看，日本经济的疲软态势仍未被改变，对于消除通缩和增加货币供应方面的作用并不显著。货币乘数也自1990年左右开始下降，直到2005年后才开始回升。导致该现象的原因包括：家庭对于未来通缩的预期上升、个人和企业更加倾向于保障金融资产的安全性、零利率使得经济各部门持有现金的机会成本下降、不良债权高企的背景下银行惜贷。但货币政策也可能通过汇率这一传导路径来对经济起到拉动作用。
- **产业政策：倾向知识密集型，更加崇尚市场机制。**产业政策通常分为调整产业结构和调整产业组织形式两大方面。从产业结构来看，日本政府在上世纪90年代后出台的产业政策呈现出三个特点，一是从外需主导向内需主导转变，二是从“单极型”向“多极型”转变，三是产业导向中的科技成分增加；从产业组织形式来看，1990年以后，日本产业政策的思路更多是在体制改革上，改变过去通过行政手段实施的“追赶型”体制，更多地利用市场化的方式来促进产业发展，实施了一系列产业活性化措施。效果上，从产业结构的演变来看，日本服务业的地位持续上升，制造业中电机设备等行业更具成长性。从放松监管的角度来看，日本政府在90年代后采取的监管措施改革，也使得日本全要素生产率提升，其中金融保险、房地产等行业受监管限制放松的影响更明显。
- **风险提示：观点收集和整理不全面，日本经济超预期变化。**

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-57631106  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏  
执业证号：S1250523030002  
电话：010-55758502  
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 他山之石：美国、日本财政政策对比 (2023-07-05)
2. 全球央行“购金热”的驱动与影响——国际货币体系演变解析之二 (2023-06-08)
3. 蓄力前行，识变应变——复苏二阶段的变奏与政策展望 (2023-05-26)
4. 如何从美国当下的信号，看未来的变化？ (2023-05-18)
5. 去美元化与人民币国际化新策略——基于国际货币体系演变的解析 (2023-04-30)
6. “一带一路”大布局，哪些领域国别值得关注？ (2023-04-21)

## 目 录

1 资产泡沫：繁荣景象破灭，陷入持续的经济萧条 .....	1
2 财政政策：积极与紧缩交替，债务负担不断累积 .....	2
3 货币政策：非常规政策持续推出，宽货币向宽信用受阻 .....	8
4 产业政策：倾向知识密集型，更加崇尚市场机制 .....	10

## 图 目 录

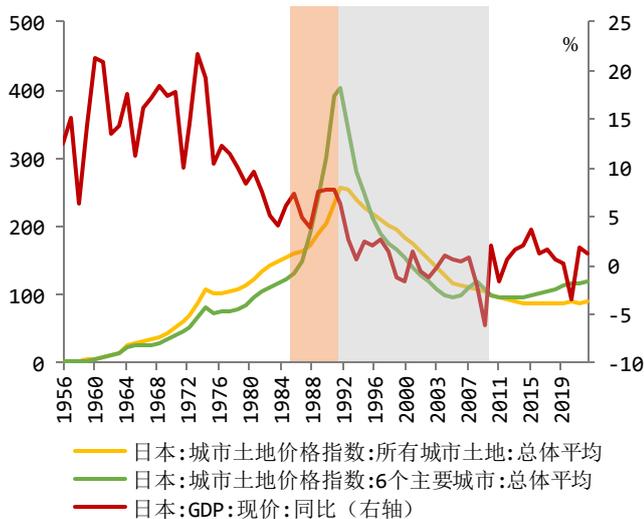
图 1: 日本城市土地价格走势与经济增速对比.....	2
图 2: 日本股市价格走势与经济增速对比.....	2
图 3: 日本 GDP 增速变化与日本政府一般会计收支及国债发行额变动对比 .....	6
图 4: 对日本实际 GDP 同比增长的拉动分项 .....	7
图 5: 日本实际政府支出乘数不同时期变化情况 .....	7
图 6: 日本 1990 年经济泡沫破灭后实施的货币政策的变化 .....	9
图 7: 基础货币量呈高增长态势, 而货币供应量维持低增长 .....	10
图 8: 日本、美国货币乘数变化对比.....	10
图 9: 影响日本货币乘数变化的因素构成.....	10
图 10: 日本基础货币量的相对上升和实际汇率贬值.....	10
图 11: 日本国内研发支出自 1980 年代以来快速增长 .....	11
图 12: 战后日本产业政策的演变 .....	11
图 13: 日本 1990-2009 年各行业占实际 GDP 比重.....	12
图 14: 1990-2009 年日本制造业细分行业占实际 GDP 比重 .....	12
图 15: 监管改革进展与主要行业平均全要素生产率增速的关系 .....	12
图 16: 监管改革带来的全要素生产率增长细项 (1995-2002 年) .....	12
图 17: 监管体制改革使消费者受益情况对比 (1997-2005 年) .....	13
图 18: 监管体制改革使消费者受益情况对比 (2005-2008 年) .....	13

日本在 1990 年左右经历了资产泡沫的破灭，而后又陷入连续二十年左右的经济萧条。在此背景之下，日本当局采取了多种举措来促进经济修复，但总体来看成效并不显著，日本经济增速多次下台阶，至今再也没回到此前高速增长的时期，通胀水平也持续处于低位。本篇报告主要从政策制定的角度出发，分析了当时日本政策制定者为了挽救经济所出台的财政、货币和产业政策，并对这些政策的效果进行评价。

## 1 资产泡沫：繁荣景象破灭，陷入持续的经济萧条

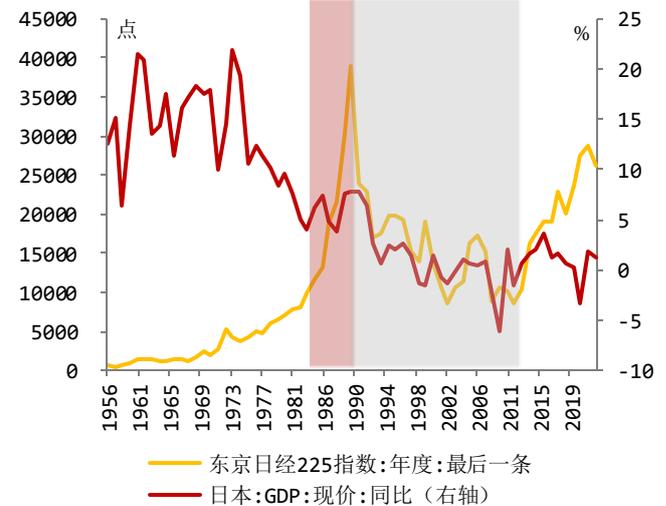
日本在 1980 年代开始形成资产泡沫，股市和楼市均出现了繁荣景象，产生泡沫的原因主要包括政策宽松、热钱涌入、监管松懈、情绪催化等。虽然日本经济增速在 1970 年代中期开始下降，制造业增长较为乏力，然而在 1985 年广场协议签订后，外资持续流入日本，日本政府同时也采取了低利率和公共投资等刺激政策，对冲出口下行压力，而且在 1987 年“黑色星期一”事件后日本依然持续采取宽松的货币政策，为市场创造了大量的资金供应，资金状况逐渐转变为过剩。与此同时，日本正在进行产业结构的转型，由于日元升值导致出口下降，经济重心开始逐渐从制造业转向非制造业。然而，在美国压力下日本逐渐开启金融自由化进程，放松对于金融的管制措施，从而导致金融机构的行为激进化，银行急剧增加地产相关的放贷量，促使大量资金进入房地产相关行业，投资“脱实向虚”。同时，日本政府为了减轻对国债的依赖，采用相对紧缩的财政政策，这导致货币政策相对过度宽松，造成了大量投机需求。再加上二战后日本经济快速增长，企业和居民情绪高涨，对资产价格的看涨预期得到不断强化，坚定相信地价、股市永远不会下跌，进一步推升资产价格的上涨。1980-1989 十年间，日本 GDP（不变价）仅上涨 49.0%，私人住宅投资也仅增长了 31.8%，而土地和股市价格急剧攀升，日本所有城市土地价格指数上涨 66.1%，6 个主要城市土地价格指数上涨 213.9%，日经 225 指数上涨 451.0%。

日本政府意识到泡沫的严重性后，选择主动刺破日本经济泡沫，重点采取了以下措施：一是货币政策收紧流动性，日本银行自 1989 年开始连续 5 次加息，将再贴现利率由 2.5% 上调至 6.0%；二是收紧房企融资政策，1990 年日本大藏省开始收紧房企融资政策，限制金融机构对房地产行业进行过度融资，要求其金融机构地产融资的增长率不得超过总的融资增长率；三是开始征收地价税，日本于 1989 年出台《土地基本法》，提出土地所有者应承担与其土地价格上升所带来的收益相应的税收负担，开始征收地价税。一套组合拳下来，1990 年日本经济开始减速，1991 年下半年进入调整过程：资本和住房投资开始下滑，私人住宅投资于 1991 年同比增速转为下降 5.3%，私人企业设备投资于 1992 年转为下跌 7.3%；股价和不动产价格出现暴跌，日经 225 指数在 1990 年下跌超过 38.7%，城市土地价格也在 1992 年开始下行。由于资产价格暴跌，企业经营陷入困境，大量企业倒闭，居民收入下降、消费降级，商业银行的不良债权也快速增加，大批金融机构破产，整体经济进入到通货紧缩时代。

**图 1：日本城市土地价格走势与经济增速对比**


数据来源: wind, 西南证券整理

注: 红底色为日本经济泡沫期, 灰底色为泡沫破灭后的二十年

**图 2：日本股市价格走势与经济增速对比**


数据来源: wind, 西南证券整理

注: 红底色为日本经济泡沫期, 灰底色为泡沫破灭后的二十年

## 2 财政政策：积极与紧缩交替，债务负担不断累积

在日本经济泡沫破灭后的二十年间，日本政府采取过积极扩张的财政政策，也为了解决债务高企的问题而采用过紧缩的财政政策。但大部分时间内日本财政都处于扩张的态势，为刺激经济不断投入大量财政资金，但国内需求持续疲软使得征税困难，加之减税政策阶段性推出，导致日本债务负担持续累积。具体来看：

**1990年-1996年：财政扩张以应对经济萧条。**为应对经济萧条，1992年3月宫泽内阁开始决定实施紧急经济对策，然后分别于1992年8月、1993年4月、1993年9月和1994年2月出台景气刺激对策，1995年日元升值对日本经济再次形成冲击，日本政府不得不在1995年4月和9月继续推出经济刺激对策，1992至1995年期间，日本政府实施的6次经济刺激对策的总规模约为66万亿日元，主要用于公共事业等的投资。

**1996年-1997年：桥本内阁财政改革。**大规模的财政支出使得日本政策财政状况日益恶化，1996年日本未偿国债余额约为244.7万亿日元，占名义GDP的比例达到48.1%。在此背景下，桥本内阁于1996年下半年提出了开源节流的财政改革，一方面大幅降低政府支出，日本财政支出占GDP的比重由1996年的33.8%下降至1997年的33.1%。另一方面将消费税率由3%提高至5%，并取消特别减税项目，财政收入占GDP比重则由28.9%上升至29.6%。

**1998年-2000年：重启积极财政。**紧缩的财政政策叠加亚洲金融危机的爆发，日本经济再度陷入衰退，日本政府不得不再次启动积极的财政政策。1998年，桥本内阁决定暂缓财政改革，并在4月推出了16.65万亿元的综合经济对策，但难以修复下行的经济形势。小渊首相上台后在11月再次出台23.9万亿元的紧急经济对策，随后在1999年11月也推出了18万亿日元的“新生经济对策”，森喜朗出任首相后也在2000年10月实施了11万亿日元的刺激政策，之后日本经济才开始有所好转。

**2001年-2006年：小泉内阁主张财政整顿。**随着经济逐步企稳，小泉纯一郎入主日本内阁后再次主张财政整顿，提出了四方面的改革措施：一是改革财政结构，争取在2010年实现财政平衡，二是大幅削减公共事业支出，确保2006年财政支出占GDP的比重不超过2002年，三是控制国债发行量，提出2002年起将政府年度发行的国债额度限制在30万亿日元之内，四是培育新的经济增长点。2006年日本财政预算支出比2000年减少了6.3万亿日元，国债发行量也减少了5.5万亿日元。然而由于全球IT泡沫破灭，日本税收低迷，日本国债发行量在2001至2005年度均维持在30万亿日元及以上，未能实现小泉政府当初制定的目标。

**2007年-2011年：经济刺激挽救金融危机。**2007年金融危机海啸席卷全球，再次打乱日本财政重建的改革思路。日本政府分别在2008年8月、10月和12月出台了资金规模为11.5、26.9和43万亿日元的财政对策，2009年又连续实施了56.9和24.4万亿日元的经济刺激对策，2010年为应对日元升值和通货紧缩，日本政府继续采取了两次应对措施，共约30.6万亿日元。直到2013年安倍晋三上台后开始着手于财政健全化，日本的基础财政收支情况才开始有所改善，但离财政平衡仍有较大距离。

**表 1：1992 至 2010 年日本政府出台的经济对策**

出台时间	政策名称	各事业规模 (万亿日元)	合计事业规模 (扣除重复金额) (万亿日元)	占当年 GDP 比重 (%)
1992 年 8 月	综合经济对策	公共工程等: 5 独立本地企业: 2.8 住房贷款公司等: 0.8 支持中小企业措施: 1.2 促进民间资本投资: 0.9	10.7	2.23
1993 年 4 月	综合性经济对策	公共工程等: 5.32 独立本地企业: 3.5 住房贷款公司等: 1.8 支持中小企业措施: 1.91 促进民间资本投资: 0.5 就业措施: 0.028 减税: 0.15	13.2	2.73
1993 年 9 月	紧急经济对策	公共工程等: 1.45 独立本地企业: 0.5 住房贷款公司等: 2.9 其他投资: 0.3 支持中小企业措施: 0.77 其他: 0.08	6	1.24
1994 年 2 月	综合经济对策	公共工程等: 4.2 独立本地企业: 1.8 住房贷款公司等: 1.2 支持中小企业措施: 1.36 促进民间资本投资: 0.1 就业措施: 0.01	15.25	2.98

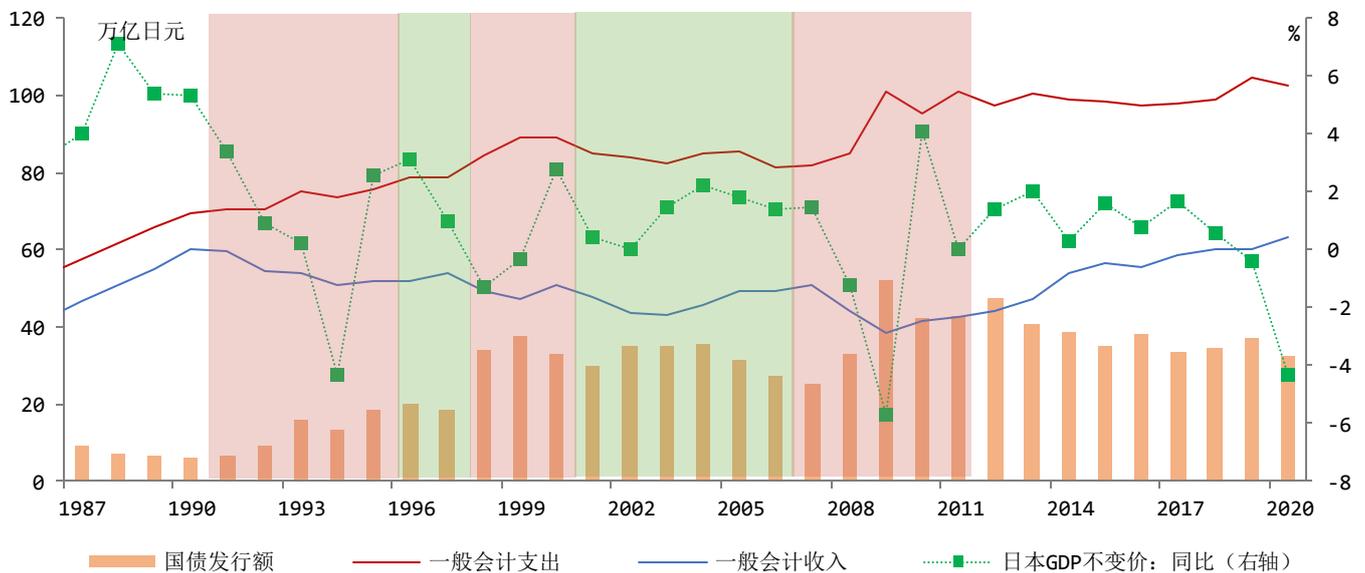
出台时间	政策名称	各项目事业规模 (万亿日元)	合计事业规模 (扣除重复金额) (万亿日元)	占当年 GDP 比重 (%)
		减税: 5.85 其他: 0.73		
1995 年 4 月	日元紧急升值和经济措施	科技/通讯/教育/福利: 0.33 支持中小企业措施: 1.44 防灾: 5.1 其他: 0.13	7	1.34
1995 年 9 月	经济对策	公共工程等: 4.63 独立本地企业: 1 住房贷款公司等: 0.52 科技/通讯/教育/福利: 0.91 其他投资: 4.34 支持中小企业措施: 1.29 就业措施: 0.014 防灾: 1.41 其他: 0.106	14.22	2.73
1998 年 4 月	综合经济对策	公共工程等: 4.5 独立本地企业: 1.5 其他投资: 1.7 支持中小企业措施: 2 就业措施: 0.05 减税: 4.6 其他: 2.3	16.65	3.10
1998 年 11 月	紧急经济对策	公共工程等: 5.7 住房贷款公司等: 1.2 其他投资: 2.4 应对信贷紧缩的措施: 5.9 就业措施: 1 减税: 6 地域振兴券: 0.7 其他: 1	23.9	4.45
1999 年 11 月	经济振兴措施	公共工程等: 2.9 科技/通讯/教育/福利: 2.3 其他投资: 1.6 支持中小企业措施: 7.4 就业措施: 1 其他: 2.8	18	3.41
2000 年 10 月	日本复兴的新发展政策	公共工程等: 2.1 科技/通讯/教育/福利: 1.5	11	2.05

出台时间	政策名称	各事业规模 (万亿日元)	合计事业规模 (扣除重复金额) (万亿日元)	占当年 GDP 比重 (%)
		其他投资: 1.1 支持中小企业措施: 4.5 防灾: 0.5 其他: 1.3		
2001年10月	先行改革方案	就业措施: 1 支持中小企业措施: 融资保证规模 4.5 为加速结构改革特别紧急性高的措施: 0.3	1.3	0.24
2001年12月	紧急响应计划	城市功能: 1.1 社区环境: 1.2 促进科学、基数、教育和信息技术拓展增长领域: 1.2 应对少子化和人口老龄化: 0.7	4.1	0.77
2008年8月	实现安心的紧急综合对策	老年人医疗保健等: 0.4 节能、农林牧渔、学校抗震、防灾等: 1.9 中小企业融资等: 9.1 其他: 0.1	11.5	2.18
2008年10月	生活对策	家庭应急支援: 2 加强就业: 0.3 确保生命安全: 0.7 中小企业扶持: 21.8 增强增长潜力: 0.1 区域振兴: 1 住房投资/防灾强化: 0.4 支持地方政府: 0.6	26.9	5.10
2008年12月	生活防卫紧急对策	就业措施: 1.1 增加地方交付税以创造就业: 1 设立经济应急储备基金: 1 减税: 1.1 生活方式: 6 强化金融职能法扩大政府资本参与限制: 10 银行股票收购机制的运用和强化: 20 政策性金融“危机应对行动”: 3 房地产市场措施: 0.2	43	8.15
2009年4月	经济危机对策	就业措施: 2.5 金融措施: 41.8 低碳: 2.2 健康长寿与养育子女: 2.8 二十一世纪基础设施发展: 3.8 区域振兴: 0.4	56.8	11.48

出台时间	政策名称	各事业规模 (万亿日元)	合计事业规模 (扣除重复金额) (万亿日元)	占当年 GDP 比重 (%)
		安全保障: 2.2 地方政府: 2.4 税收改革: 0.1		
2009年12月	应对明日安心和增长的 紧急经济对策	就业: 0.6 环境: 4.1 景气: 18.6 民生: 1.0 地方支持: 3.5	24.4	4.93
2010年9月	针对日元升值和通货紧缩 的紧急应对措施	就业: 1.1 投资: 0.3 消费: 8.1 区域防灾措施: 0.3	9.8	1.94
2010年10月	应对日元升值和通货紧缩 的紧急综合经济措施	就业和人力资源开发: 0.3 促进和加速新增长战略: 1.3 加强育儿、医疗、护理、福利等保障: 1.4 区域振兴、社会基础设施、中小企业支持等: 17.8	20.8	4.11

数据来源:《1990年代日本の财政政策》、日本内阁府, wind, 西南证券整理

图 3: 日本 GDP 增速变化与日本政府一般会计收支及国债发行额变动对比

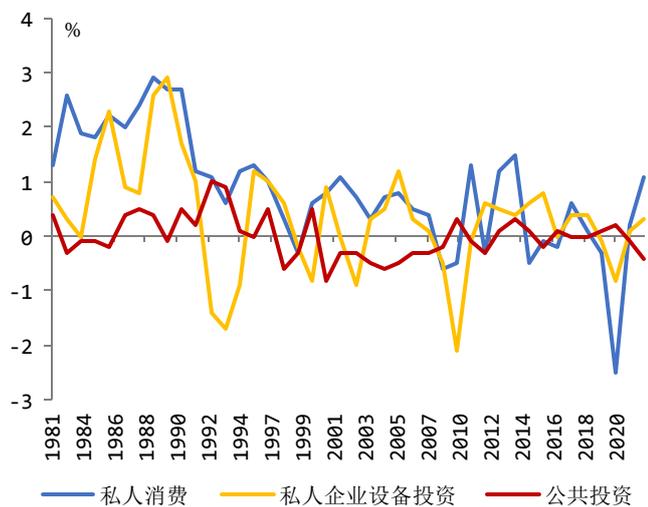


数据来源: 日本财务省, 西南证券整理。注: 红底色为 1990 至 2011 年间日本财政扩张时期, 绿底色为财政政策调整时期

从总的经济走势来看，尽管日本政府频繁出台大规模财政刺激政策，但在 1990 年之后日本经济走势持续低迷，进入通货紧缩的周期，难以恢复到此前高速增长的状态。1980 年代日本年均 GDP 增长率为 4.6% 左右，而 1990 至 2011 年的平均增长率则下滑至 0.7% 左右。从结构上看，在私人投资和消费下降的背景下，由于政府实施的经济刺激对策，公共投资对 GDP 的拉动作用逆势增长，成为托底日本经济的一股重要力量，尤其是在 1992-1993 年，公共投资对 GDP 的拉动率升至 1.0% 和 0.9%，而在 1980 年代这一项的拉动率最高仅为 0.5%。同期，私人消费和企业投资对经济的拉动作用较此前下滑十分明显。

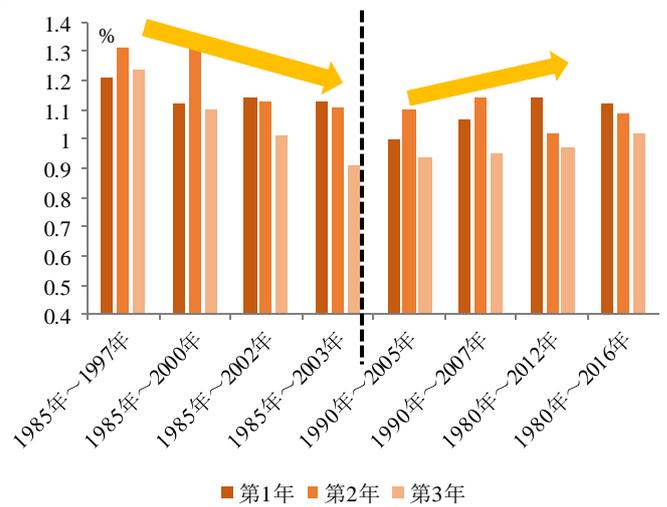
日本国内对于当时政府采取的财政政策的效果观点是有分歧的。一种观点认为日本政府支出乘数下降，当时采取的财政措施并没有对经济起到提振的作用，反而造成了大量债务累积的问题。据日本内阁府公布的经济短期宏观计量模型，在 1985-1997 年、1985-2000 年、1985-2002 年、1985-2003 年期间，实际政府支出乘数在政策出台后总体呈下降态势，直到 1990-2005 年、1990-2007 年、1980-2012 年、1980-2016 年期间，支出乘数才开始有所回升。另外，日本内阁府经济社会研究所采用季度数据进行测量，得出的结论是，在 1965 至 1986 年，政府支出有助于增加全社会的产出，减税也对产出增加具有显著影响，然而在 1987-2004 年产出对于政府支出的同步反应减弱，导致财政乘数下降，而且减税的效果也相应地被削弱。究其原因，日本财务省认为造成近年来乘数下降的主要原因有：消费倾向下降、社会保险费负担率上升、投资倾向下降、预期增长率下降、进口倾向上升等，这些与日本所面临老龄化少子化、财政负担加重以及经济潜在增长率下行有关，很难得到扭转；另一种观点则是认为财政刺激防止了更深程度的经济衰退。以辜朝明为代表，他认为在经济泡沫破灭后企业的资产负债表出现了衰退，企业的目标不再是“利润最大化”而是“负债最小化”，直到 2005 年日本企业才停止了债务削减的行为。如果当时日本政府没有推出财政刺激，经济很可能会出现更加严重的衰退。

图 4：对日本实际 GDP 同比增长的拉动分项



数据来源：wind，西南证券整理

图 5：日本实际政府支出乘数不同时期变化情况



数据来源：日本内阁府、财务省，西南证券整理

### 3 货币政策：非常规政策持续推出，宽货币向宽信用受阻

在日本经济泡沫破灭之后，为应对经济长期的不景气，日本银行不断创新货币政策工具，在政策利率接近于零的状态下，多次采用非常规的货币政策，政策力度持续加码，货币政策目标也经历了从价格型到数量型的转变。

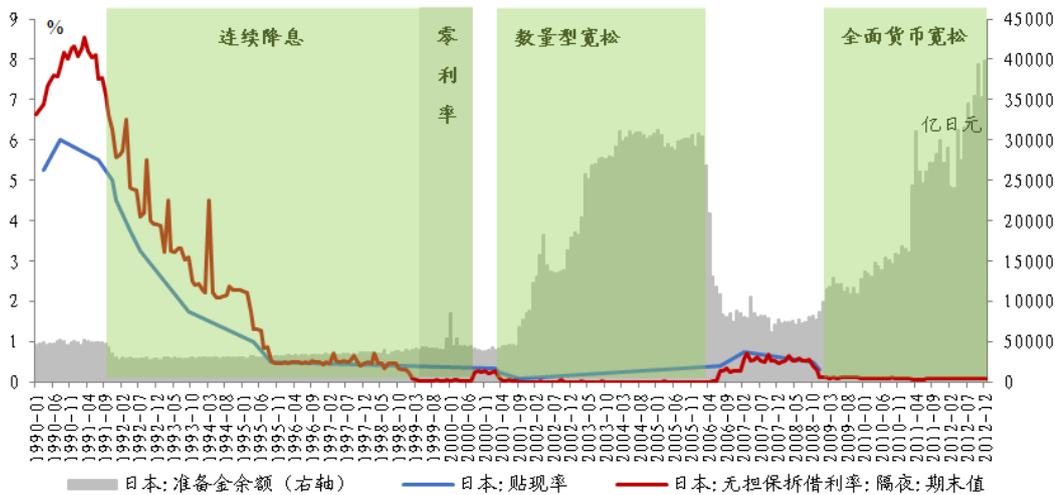
**1991-1999 年：采用连续降息的宽松货币政策。**日本政府自 1991 年下半年开始实施扩张性货币政策，逐步下调贴现利率。那时，日本的官方贴现率是指日本银行在同业拆借市场向银行等金融机构提供的商业票据、国债和特定证券的抵押贴现率，意味着商业银行等从日本银行取得贷款的成本，其变动可以影响各种短期利率。1991 年 7 月至 1995 年 9 月，连续五年下调官方贴现率共 9 次，从 6.0% 下调至 0.5% 的历史最低水平，并将这一贴现率保持到 1999 年年初，但对经济的提振作用十分有限。

**1999-2000 年：“零利率”政策开始实施。**尽管日本银行连续多次降息，但日本经济仍处于长期萧条，再加上 1997 年亚洲金融危机使得日本金融机构的不良债权问题进一步加重。因此，日本银行在 1999 年 2 月决定采取紧急状态下的零利率政策。日本银行关注的重点从官方贴现率转向指导短期市场利率的变动，开始采用公开市场操作。1999 年 2 月，日本银行将无担保的隔夜拆借利率降至 0.15%，3 月份进一步降至 0.03%。这也就意味着资信较差的金融机构也可以以零利率筹集到资金。然而在 2000 年 8 月，日本银行宣布解除“零利率”政策，将隔夜拆借利率提高到 0.25%。

**2001-2006 年：数量型的货币政策扩张。**在 2000 年美国 IT 泡沫再次冲击日本经济之后，零利率政策重启。2001 年 2 月日本银行将官方贴现率再度下调至 0.35%，3 月又下调至 0.25%，并在 2 月将无担保的隔夜拆借利率下调至 0.15%。此外，日本银行还进一步采取了数量型的宽松货币政策。将货币政策的操作目标由之前的隔夜拆借利率改为央行的经常账户余额，以此来增加货币供应量。2001 年 8 月至 2004 年 1 月，日本银行连续 9 次上调准备金余额的目标，从 5 万亿日元逐步提升至 30-35 万亿日元的目标。另外，日本银行还增加了长期国债的回购规模，从 4000 亿日元/月逐步增加至 12000 亿日元/月，标志着 QE 的开启。

**2006-2008 年：零利率政策解除，但危机后再度重启。**2006 年，在经济出现回暖迹象之后，日本央行决定结束时隔 5 年多的量化宽松的货币政策。3 月，日本银行将准备金活期账户余额从 30-35 万亿日元减少到法定的 6 万亿日元左右。官方贴现率由 0.1% 回调至 0.4%，无担保的隔夜拆借利率也由接近于零的水平回升至 0.25%。2007 年官方贴现率和无担保隔夜拆借利率再次分别上升至 0.75% 和 0.5%。然而在 2008 年金融危机爆发后，日本银行重启零利率政策，短期利率指导目标定在 0-0.1%。并且，再次采取了“全面货币宽松”，但与之前不同的是，此次量化宽松改为了设立资产购买基金。

图 6：日本 1990 年经济泡沫破灭后实施的货币政策的变化

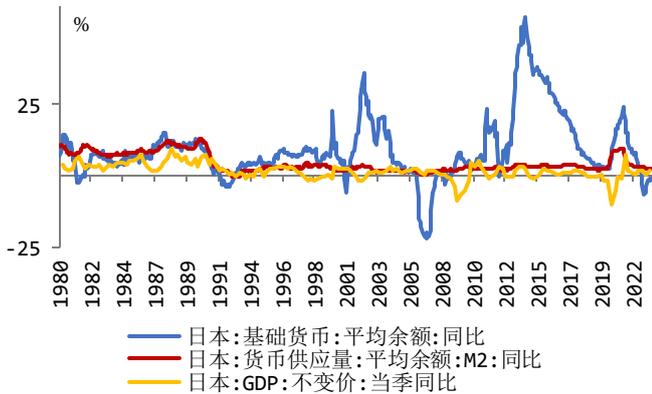


数据来源：wind，西南证券整理

总的来看，尽管日本保持了货币政策的宽松，但仍然难改日本经济的疲软态势。1990-1994 年，尽管日本银行连续 7 次下调贴现率，同时财政也维持扩张，但 GDP 同比增速逐年走低，从 1990 年的 5.3% 逐步下行至 1994 年的 -4.3%；1995-1996 年，在货币和财政政策的共同扩张之下，日本经济得到短暂恢复，GDP 增速回升至 2.6% 和 3.1%；然而由于财政不合时宜地收缩，尽管货币政策保持了宽松态势，但 1997-1998 年日本经济仍迎来衰退，1998 年日本 GDP 同比下降 1.3%；1999-2000 年全球 IT 需求的增加带动日本出口，然而 2000 年 8 月货币政策收缩，且正逢美国 IT 泡沫，日本经济再次陷入衰退。而后货币政策只能再度扩张，直至 2003-2007 年日本 GDP 同比增速才回升至 1% 以上。

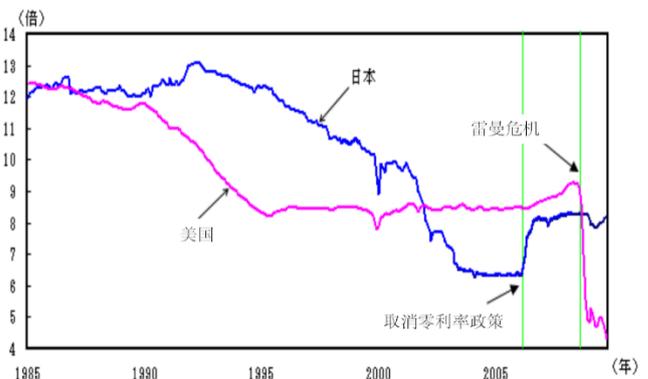
可以看出，日本央行虽然积极扩大基础货币来应对经济的停滞，但对于消除通缩和增加货币供应方面的作用并不显著。图 7 显示：**基础货币量保持高增长态势，然而货币供应量却维持低速增长，宽货币向宽信用路径受阻，其中很大部分原因是由于货币乘数的下降。**据图 8 显示，日本的货币乘数自 1990 年左右开始下降，直到 2005 年后才开始回升。从结构来看，在 1990 年代，家庭部门的现金持有率上升是货币乘数下降的主要原因，1999 年“零利率”政策实施之后，企业持有现金率大幅上升，对货币乘数下降的影响增大，而且银行增加超额准备金，进一步推动货币乘数下降。导致该现象的原因主要包括：1) 对于未来通货紧缩的预期上升，家庭更加倾向于持有现金；2) 土地、股票等资产价格下跌使得个人和企业更加倾向于保障金融资产的安全性；3) 零利率使得经济各部门持有现金的机会成本下降；4) 由于不良资产的风险上升，银行惜贷且更倾向于持有现金和准备金。但货币政策也可能通过汇率这一传导路径来对经济起到拉动作用，量化宽松导致对外国资产的需求增加，从而引发汇率贬值，对出口起到提振作用。

图 7：基础货币量呈高增长态势，而货币供应量维持低增长



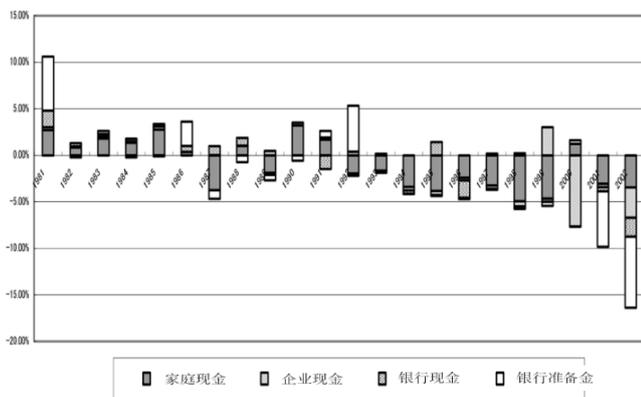
数据来源: wind, 西南证券整理

图 8：日本、美国货币乘数变化对比



数据来源: 日本内阁府, 西南证券整理

图 9：影响日本货币乘数变化的因素构成



数据来源: 日本内阁府经济社会综合研究所, 西南证券整理

图 10：日本基础货币量的相对上升和实际汇率贬值



数据来源: 日本内阁府, 西南证券整理

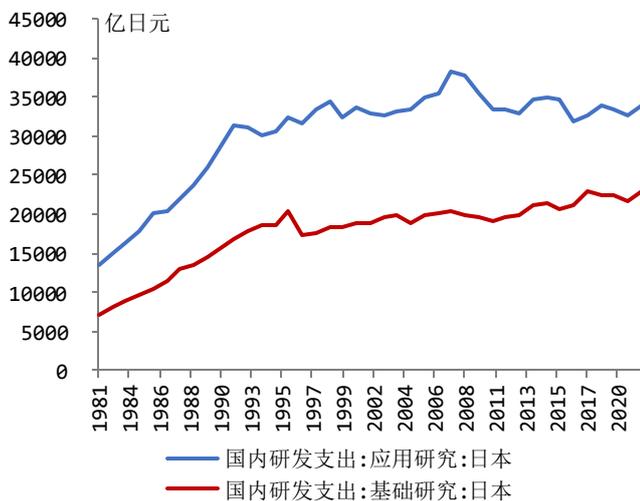
## 4 产业政策：倾向知识密集型，更加崇尚市场机制

与财政和货币政策不同，产业政策是对经济中长期发展的调整，通常分为两大方面，一方面是对产业结构的调整，另一方面是对产业组织形式的调整。从产业结构来看，自战后到 1990 年代，日本政府出台的产业政策经历了从支持煤炭、钢铁、重化工业等传统原材料、加工制造行业的发展，到向支持资本和技术密集型产业的发展转变，如节能环保、汽车、半导体、集成电路等。1990 年以后，经济泡沫破灭之后，在产业空心化和老龄化问题愈发突出的背景之下，日本政府采取的产业政策更倾向于支持知识密集型的行业，创立了“官产学研流动科研体制”。1995 年，日本颁布《科学技术基本法》，明确提出以“科学技术创造立国”作为基本国策。1980 年代初，日本对于基础研究的投入为 7243.5 亿日元，而后逐年攀升，1995 年日本基础研究的研发支出超过 2 万亿日元，之后也保持在高位；1997 年 5 月，日本政府出台《实现经济结构变革及创造的行动计划》，确定将重点培育的十余个新兴领域：医疗福利、生活文化、信息通信、流通及物流、环境、海洋、城市环境改善、民用航空航天、新能源及节能、国际化以及住宅等；2006 年 7 月，日本经济产业省公布《新经济增长战略大纲》，对于汽车电池、清洁型飞机制造、农林水产、旅游观光、医药及器械、IT 以及服务行业等提出了具体的增长目标和措施。总的来看，日本 90 年代之后的产业政策在产业

结构方面呈现出三个特点，一是从外需主导向内需主导转变，二是从“单极型”向“多极型”转变，三是产业导向中的科技成分增加。

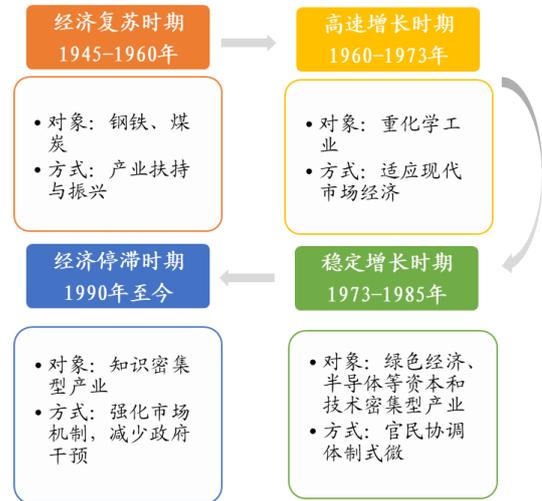
从产业组织形式来看，90年代以后，日本产业政策的思路更多是在体制改革上，改变过去通过行政手段实施的“追赶型”体制，更多地利用市场化的方式来促进产业发展，实施了一系列产业活性化措施。1995年，日本政府在经济泡沫破灭、企业不良债权问题凸显的大环境下，推出了“事业革新法”，通过企业制定事业革新计划的方式，向企业提供融资、租税等方面的支持；1996年，桥本内阁提出了六大改革，包括行政、经济结构、金融体制、社会保障、财政、教育六大方面，主要是为了放松管制；1997年通过的《实现经济结构变革及创造的行动计划》，提出了关于经济增长潜力大的领域的综合对策，决定完善事业环境，从而提高经济的效率性和灵活性；1999年，在经历亚洲金融危机后，日本政府制定了《产业活力再生特别措施法》，更多地是为了解决僵尸企业的问题，推动生产率低的企业有序退出市场，而后在2003年、2007年、2009年和2011年经历了多次修订。

图 11：日本国内研发支出自 1980 年代以来快速增长



数据来源: wind, 西南证券整理

图 12：战后日本产业政策的演变



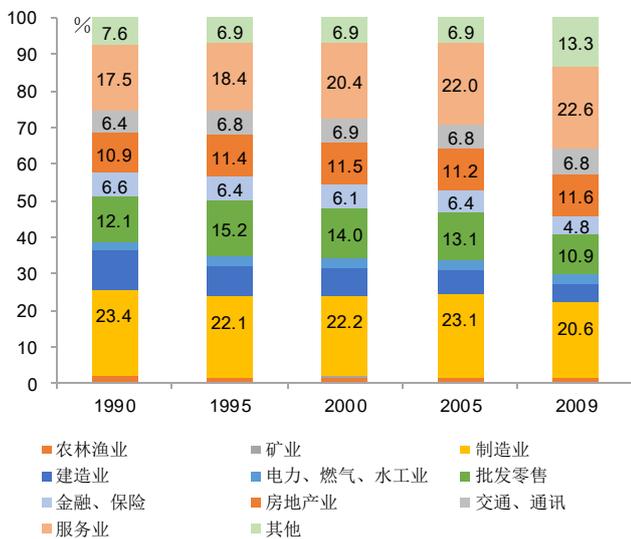
资料来源:《日本产业政策的演变及对我国的启示》, 西南证券整理

从产业结构的演变来看，日本服务业的地位持续上升，制造业中电机设备等行业更具成长性。自1990年到2009年，日本产业在实际GDP当中的占比提升最快的是服务业，上升了5.1个百分点，其次是房地产业和交通通讯业，分别提升0.7和0.4个百分点，这也符合1990年后日本大力发展知识密集型产业的政策导向。相比之下，传统行业的占比下滑较为明显：受房地产泡沫破灭的影响，日本产业结构中比重下降幅度最大的是建筑业，下滑了5.3个百分点，其次是制造业，比重下降了2.8个百分点，主要因为国内消费需求收缩和出口增速放缓等，金融保险业对经济的贡献也减少较多。制造业的细分行业中也出现了分化，电机设备行业对经济的贡献度提升最为显著，上升了4.6个百分点，另外运输设备行业的占比也有所提升，而机械、钢铁、金属制品、服装及服装配饰行业在GDP中的占比下滑较多，分别下降了1.1、0.9、0.7和0.7个百分点。

从放松监管的角度来看，日本政府在90年代后采取的监管措施改革，也使得日本全要素生产率提升，其中金融保险、房地产等行业受监管限制放松的影响更明显。据日本内阁府2006年对结构改革的评估报告，该报告制定了“监管指数”，衡量1995年以来各行业监管法规的数量变化情况。对于所有行业而言，2005年的监管数量平均下降19.5%

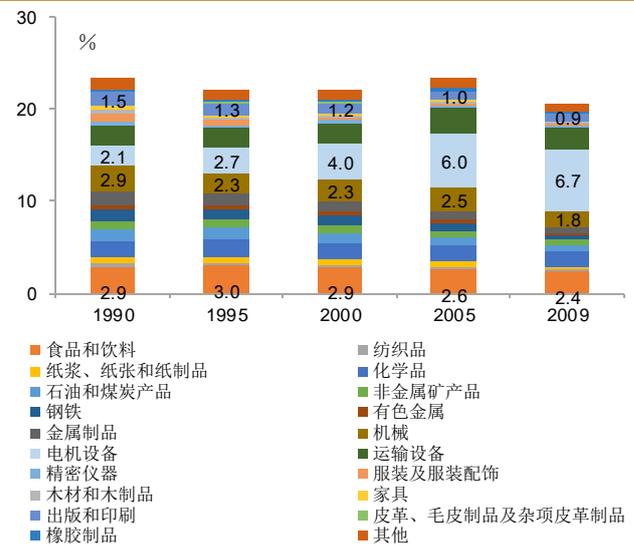
平的 40%左右，电报电话、商业服务和电力等行业的监管改革取得更多进展。报告指出，1995-2002 年，日本的监管改革进展与生产率增长之间是显著相关的，监管指数比 1995 年水平每下降 0.1 个百分点，TFP 增长率（全要素生产率）将升高 0.14 个百分点，非制造业的 TFP 增长率将升高 0.19 个百分点。其中，金融保险业、房地产业、建筑土木工程业受监管限制放松的影响更为明显。另外，内阁府在 2007、2010 年从消费者的角度去评价了监管制度改革的影响，认为监管体制的改革有利于促进竞争、降低价格和收费，从而使得消费者剩余增加，给消费者带来更多收益。据 2007 年的评估，1997-2005 年，涵盖的 14 个行业因监管制度的改革给消费者带来的收益增加了约 11.4 万亿日元，其中电力、卡车、电信等领域的消费者剩余增加的较多；据 2010 年的评估，2005-2008 年消费者收益增加了 5.4 万亿日元，与之前相比边际递减，其中移动通信、石油产品、电力等领域的消费者效益有着较大的提升。

图 13：日本 1990-2009 年各行业占实际 GDP 比重



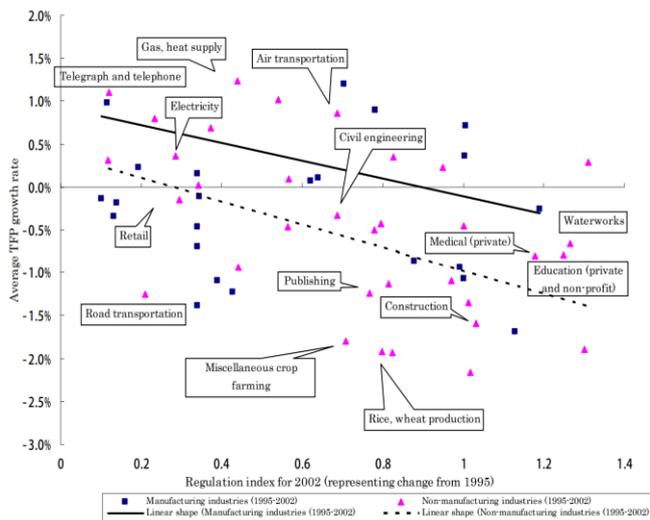
数据来源：日本内阁府，西南证券整理

图 14：1990-2009 年日本制造业细分行业占实际 GDP 比重



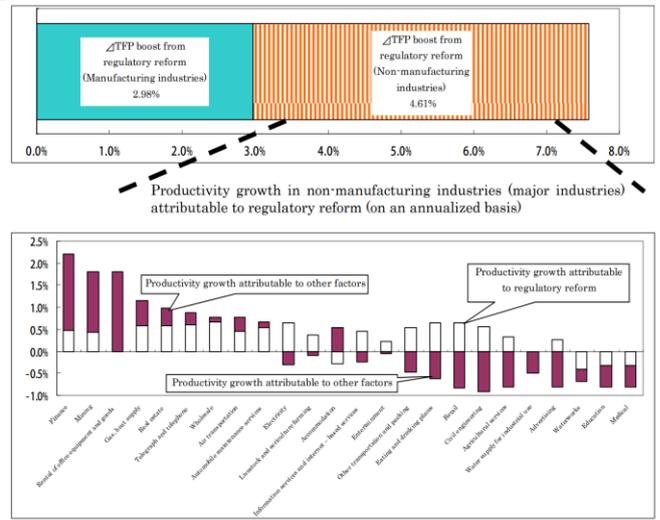
数据来源：日本内阁府，西南证券整理

图 15：监管改革进展与主要行业平均全要素生产率增速的关系

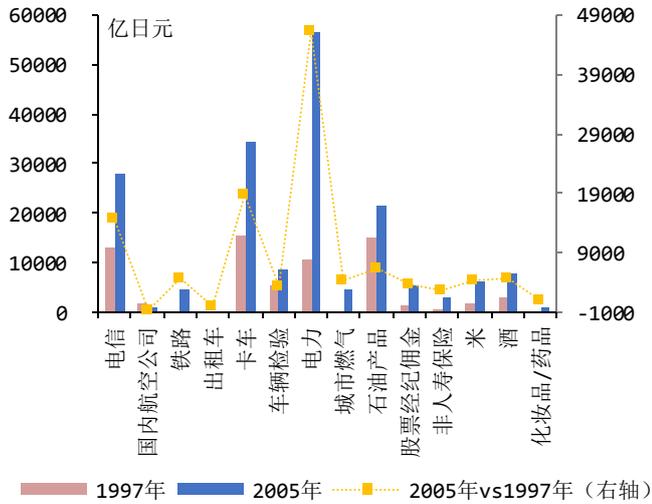


数据来源：日本内阁府，西南证券整理

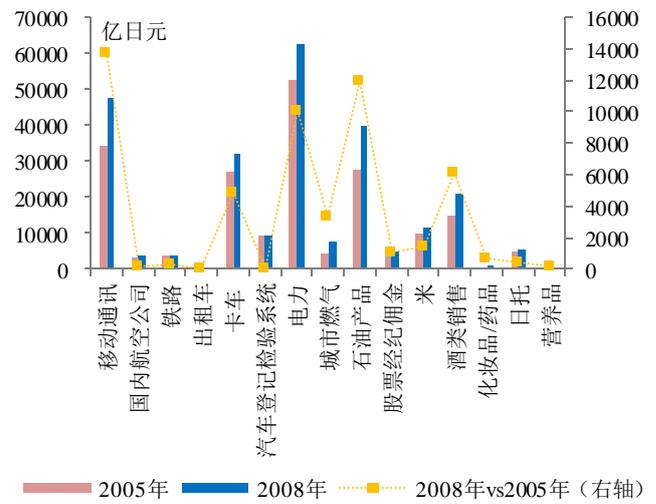
图 16：监管改革带来的全要素生产率增长细项 (1995-2002 年)



资料来源：日本内阁府，西南证券整理

**图 17：监管体制改革使消费者受益情况对比（1997-2005 年）**


数据来源：日本内阁府，西南证券整理

**图 18：监管体制改革使消费者受益情况对比（2005-2008 年）**


数据来源：日本内阁府，西南证券整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362
张岚		销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
杨薇		高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
王一菲		销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
姚航		销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
徐铭婉		销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
胡青璇		销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
王宇飞		销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
路漫天		销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
巢语欢		销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
马冰竹		销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn