

基于国际比较探寻

中国经济可持续增长之路*

经济增长非常重要，不同经济体短期内经济增速较小的差别将带来长期内巨大的差别。2008 年国际金融危机是二战以来国际政经格局演变的分水岭。自那以后，全球经济增长动能明显减弱，关于全球经济会否“日本化”的担忧也不时出现。疫情影响消退后，针对中国经济“日本化”的讨论又喧嚣尘上。通过比较中、美、日等经济体可以发现，由于资产价格泡沫破裂、宏观政策失误以及人口老龄化加深等深层结构性问题，日本经济陷入了“失去的 30 年”，成为经济发展面临“高收入之墙”困境经济体的典型；为对冲疫情冲击，美国实施了超宽松货币政策和大规模财政刺激政策，推动居民收入较快增长和消费需求稳定恢复，成为疫后支撑美国经济恢复的重要力量。当前中国并未出现所谓“资产负债表衰退”，但需要关注市场信心不足、预期偏弱等问题。展望未来，中国仍然拥有较大的政策回旋空间和经济发展潜力。推动中国经济持续较快发展，不仅要吸取日本“失去的 30 年”的经验教训，也要借鉴美国百年来经济发展的成败得失，结合中国实际扬长避短。

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：周景彤 范若滢
电话：010 - 6659 2780

签发人：陈卫东
联系人：王静 刘佩忠
电话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

基于国际比较探寻中国经济可持续增长之路

经济增长非常重要，不同经济体短期内经济增速较小的差别将带来长期内巨大的差别。2008年国际金融危机是二战以来国际政经格局演变的分水岭，也是全球经贸投资发展的历史转折点。自那以后，全球经济增长动能明显减弱，关于全球经济会否“日本化”的担忧也不时出现。疫情影响消退后，2023年中国经济下行压力不减且物价低水平运行，针对中国经济“日本化”的讨论又喧嚣尘上。通过比较中、美、日等经济体可以发现，由于资产价格泡沫破裂、宏观政策失误以及人口老龄化加深等深层结构性问题，日本经济陷入了“失去的30年”，成为经济发展面临“高收入之墙”困境经济体的典型；为对冲疫情冲击，美国实施了超宽松货币政策和大规模财政刺激政策，推动居民收入较快增长和消费需求稳定恢复，成为疫后支撑美国经济恢复的重要力量。当前中国并未出现所谓“资产负债表衰退”，但需要关注市场信心不足、预期偏弱等问题。展望未来，中国仍然拥有较大的政策回旋空间和经济发展潜力。推动中国经济持续较快发展，不仅要吸取日本“失去的30年”的经验教训，也要借鉴美国百年来经济发展的成败得失，结合中国实际扬长避短，制定出有针对性的宏观经济政策，推动中国经济行稳致远，为实现第二个百年目标奠定坚实基础。对于当前中国经济面临的问题，一方面，既要认识到这是一个经济体发展到一定阶段须经历平台期的客观必然性，包括发展动力转换、外部环境和比较优势变化等；另一方面，也要在改革开放、经济政策、发展环境和舆论引导等方面，系统梳理并不断优化和完善。最要紧的是，要把短期稳增长和中长期促改革紧密结合起来，把治标和治本结合起来，推进中国经济景气持续回升。

一、从国际经济对比看，当前我国并不存在所谓“资产负债表衰退”问题

第一，上世纪90年代资产价格泡沫破裂后，日本出现了所谓“资产负债表衰退”问题，并陷入了经济增长长期停滞的困境。在资产价格泡沫破裂前，日本经济经历了较长时间的经济高速增长、宽松货币政策和金融自由化。东京日经225指数在1970年

至1990年间翻了约18倍，涨至38000点以上。日本东京房价指数从1980年初的90点左右持续攀升至1991年的240点以上，翻了约1.7倍。由于经济增速下行、美日贸易摩擦加剧和宏观政策短期迅速收紧等因素共同作用，1990年日本股市和楼市开始出现历史性崩盘。东京日经225指数从1990年的高点38000点快速下跌至15000点左右；东京房价指数则从1991年的高点248.3点持续下跌至100点以下。资产价格暴跌成为日本资产负债表衰退的导火索。此后，居民和企业部门资产负债表经历了长时间的去杠杆。由于家庭资产价值大幅缩水，居民消费意愿持续低迷，居民部门杠杆率从上世纪90年代的70%左右逐渐下降至2016年的60%以下。大量企业破产，企业投资意愿和投资能力减弱，企业部门杠杆率从上世纪90年代的140%以上一路下降至2016年的93%左右。

图1：日本股价和房价走势

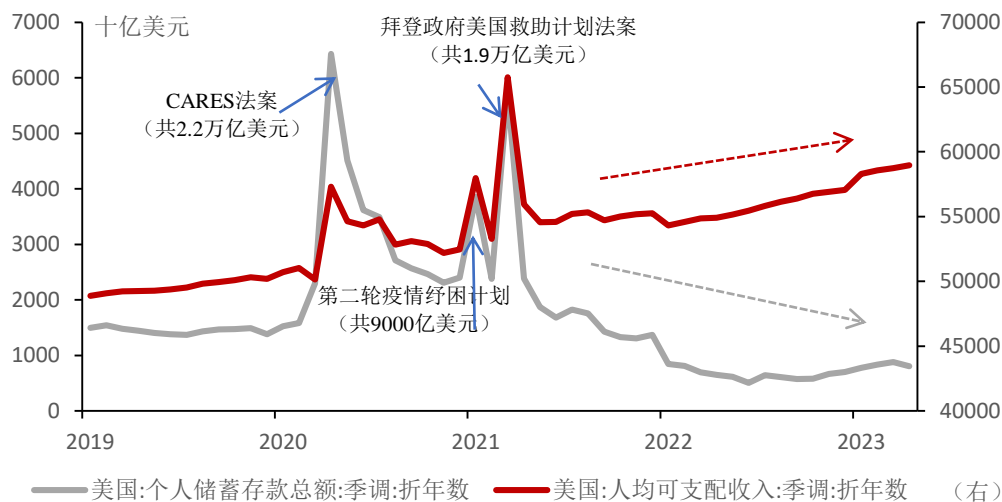


资料来源：Wind，中国银行研究院

第二，美国居民资产负债表非但没有在本次疫情中受损，反而收入有所增加。截至2022年末，美国人均可支配收入为5.71万美元，较疫情前（2020年初）增长了12.52%，主要原因在于美国通过政府加杠杆的方式在一定程度上稳定和改善了居民资产负债表。截至2022年末，美国居民部门杠杆率为74.8%，略低于疫情前水平（2019年末为75.6%）；美国政府部门杠杆率则从2019年末的99.8%迅速上升至2020年末的122%。分阶段来看，美国居民收入增长来源有所变化。疫情期间由于美国财政“直升

机撒钱式”的强刺激，这一阶段美国人均可支配收入增长并不是匀速的，增长快的时点恰好对应着大规模财政“发钱”。例如2020年3月的《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》（“CARES”法案）共推出2.2万亿美元、美国政府救助法案共推出1.9万亿美元。疫情后则是由前期财政刺激的滞后效应、劳动力市场旺盛推高工资收入以及资本市场持续恢复带来的财富效应等因素共同推动的。美国居民收入增长带来消费需求的迅速释放，先表现为商品消费支出的较快恢复，接着服务消费支出也随之修复，进而使消费成为疫后美国经济增长的重要支撑。

图 2：疫情后美国居民储蓄转化为消费



资料来源：Wind，中国银行研究院

第三，当前中国居民和企业部门并未出现降杠杆现象，更多表现为杠杆率上升速度放慢。截至2023年上半年，中国居民部门和非金融企业部门杠杆率分别为63.5%和167.8%，分别较上年同期上升1.5和7.5个百分点，较疫情前（2019年末）上升7.4和15.9个百分点，均为历史最高水平。当前，居民储蓄动机增强、企业投资意愿减弱，主要原因是疫后经济恢复不及预期带来的信心不足。此外，中国并未发生类似日本上世纪90年代资产价格泡沫破裂问题。从股票价格来看，当前中国A股整体在低位徘徊，截至2023年10月底，上证综合指数仅为3018，位于历史较低水平。从楼市价格看，中国房价整体稳定。2023年前9个月，70个大中城市新建住宅和二手住宅环比

平均增速分别为0.02%和-0.22%。2023年9月，百城样本住宅平均价格为16184元/平方米，并未出现明显下跌。

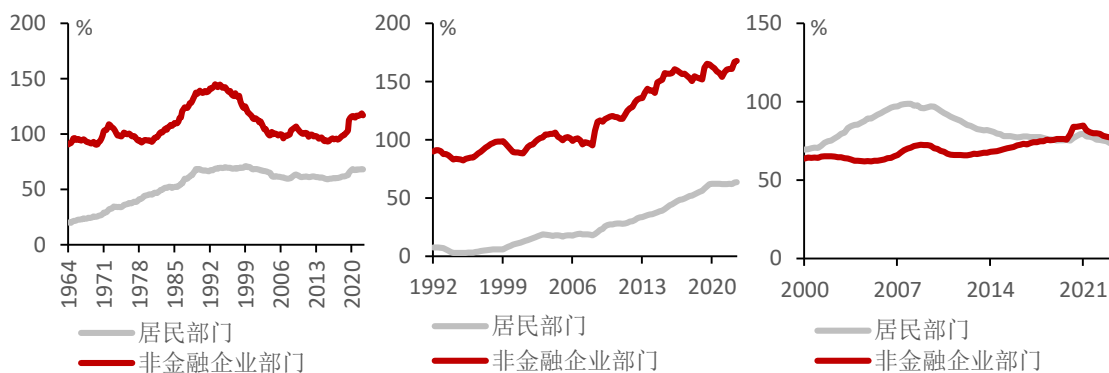
图3：中国股价和房价走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

综合分析，当前中国居民和企业部门资产负债表整体上仍是稳定健康的，并未出现上世纪90年代日本所谓“资产负债表衰退”问题。但需要关注市场信心不足、预期较弱等问题。受财政刺激和杠杆率在不同部门之间切换影响，美国疫情期间居民资产负债表还有所改善，进而带动疫情前后消费需求保持旺盛，成为疫后经济恢复的重要力量。

图4：日本（左）、中国（中）、美国（右）的居民和企业杠杆率



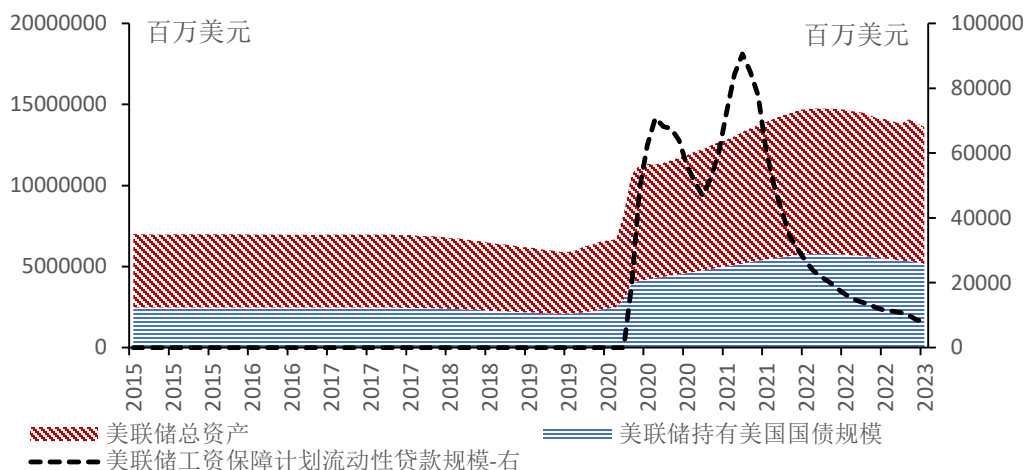
资料来源：Wind，中国银行研究院

二、从宏观政策对比来看，中国仍拥有较大的政策回旋空间

第一，宏观政策操作偏差是日本经济陷入长期不振的重要原因。日本政府在上世纪 90 年代面对资产价格泡沫问题时采用了长期问题短期化的处理方式，通过短期内快速收紧货币政策来主动挤压资产泡沫。日本央行贴现利率从 1987 年 2 月的 2.5% 迅速提升至 1990 年 8 月的 6%，成为刺破日本股市楼市泡沫的导火索。在资产价格泡沫破裂之后，日本扩张性财政政策也并未一以贯之，虽然在 1995 年推出了价值 14 万亿日元的“综合经济对策”，但由于财政压力加大，1997 年后又重新推行紧缩财政政策，大幅收紧房地产税收，进一步加剧了经济下行压力。同时，由于没有及时处理金融系统不良资产，导致房地产风险快速蔓延至大型金融机构而致使多家银行破产。日本银行业不良贷款率从 1997 年的 5.4% 飙升至 1999 年的 9.8%。事后来看，这些应对政策可能存在偏差。

第二，美国为应对疫情冲击实施了史无前例的宽松货币政策，并推出了大规模财政刺激政策，在此过程中货币政策与财政政策实现了高强度的捆绑，即“财政赤字货币化”。截至 2021 年末，美联储资产规模为 8.81 万亿美元，较疫情前（2020 年初）增长了 109.71%。由于在超低利率环境下货币政策对经济增长的刺激效应显著下降，因此，在应对本次疫情冲击，美国启动了“财政赤字货币化”，美联储充当了最后贷款人的角色。其一，美联储通过大规模购买国债与市政债券来支持政府融资，为财政赤字“买单”，并创设市政流动性便利工具，直接向政府购买短期票据。截至 2021 年末，美联储持有美国国债规模到 5.65 万亿美元，较疫情前（2020 年初）增长了 142.7%。其二，美联储创设了一系列新型信贷工具直接支持企业和居民部门。例如，工资保障计划流动性贷款、中产阶级贷款计划等。正如前文所说，美国通过政府加杠杆的方式一定程度上改善了居民资产负债表，起到了“杠杆转移”的效果，为疫情后消费支撑经济恢复创造了条件。但“财政赤字货币化”也带来了明显的负面效应，成为推动 2022 年以来全球高通胀的重要原因。

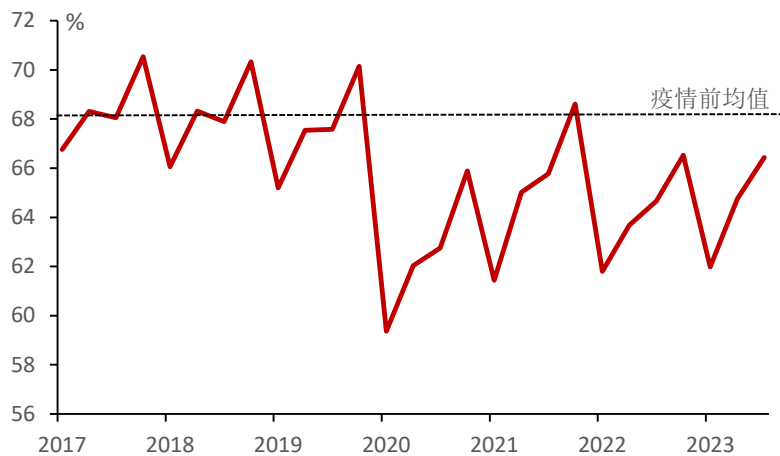
图 5：美联储资产规模变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

第三，中国在有效控制疫情的同时采取了较为克制的稳增长政策。中国较短时间内控制住了疫情，率先恢复了生产活动和经济秩序。2020-2022 年中国工业增加值增速均值为 5.3%，与疫情前水平（2019 年为 5.7%）基本持平。但由于消费场景缺失、居民收入放缓和市场预期走弱等原因，疫情期间我国居民储蓄意愿上升、消费倾向减弱。居民人均消费支出年均增速从 2017-2019 年期间的平均 8% 降至 2020-2022 年期间的平均 4.4%，下降 3.6 个百分点。在疫情放开后，由于居民收入和消费信心恢复缓慢，叠加房地产市场向下的拖累，居民消费倾向仍低于疫情前水平。截至 2023 年三季度，中国人均消费支出占人均可支配收入的比重为 66.43%，仍低于疫情前水平（2019 年同期为 67.58%）。此外，与美、欧等经济体不同，疫情期间中国货币和财政政策较为克制谨慎。疫情以来，中国坚持实施稳健的货币政策，不搞“大水漫灌”，是全球少数货币政策始终保持正常的主要经济体。货币供应量保持稳定增长，2020-2022 年间中国 M2 同比增速保持在 10% 左右，与名义 GDP 增速基本匹配。财政赤字率也保持在合理水平，2019-2023 年赤字率目标分别为 2.8%、3.6%、3.2%、2.8%、3%。正由于此，中国政策空间仍然较大。2023 年 7 月以来，随着一系列稳增长政策密集出台并显效，经济恢复向好趋势进一步确立，经济景气度逐月回升。

图 6：中国居民人均消费支出占可支配收入比



资料来源：Wind，中国银行研究院

总体来看，应对疫情方面中美宏观政策出发点不同，中国更侧重于保市场主体即保供给，美国更侧重于保居民收入即保需求，各有利弊。上世纪 90 年代日本政府采取的长期问题短期化的处理方式则导致经济运行出现重大系统性风险，值得反思。

三、从发展潜力来看，中国经济长期向好的基本面没有改变

第一，日本经济经历了“失去的 30 年”，原因既包括资产价格泡沫破裂、宏观政策失误和美国打压，也包括人口老龄化、经济结构失衡等深层结构性问题。日本是世界上人口老龄化最严重的国家之一。人口老龄化加剧导致劳动力市场供需失衡，加大工资上涨压力、增加企业成本和产业对外转移，最终削弱了日本经济竞争力。日本政府对人口老龄化的应对政策不及时并且效果不佳。1990 年日本 65 岁以上人口占比已达 12.4%，之后这一比重持续上升，2022 年高达 29.92%。此外，在泡沫破裂后，日本社会长期存在大量“僵尸企业”，对生产力的提升造成明显拖累。这类企业缺乏竞争力，但提供了大量就业机会，日本政府并未对其进行果断的债务重组和市场出清，导致资源配置受到扭曲。

第二，美国经济保持了长期稳定增长。美国是高度发达的资本主义国家，在发展过程中高度重视激发市场主体活力，持续致力于技术创新，在教育、科研、产业之间建立了紧密的联结，并且发达的风投市场和资本市场为科技创新创造提供了强有力的

资金支持。美国还通过其强大的国际影响力来调动全球资源，为自身经济发展助力。当然，美国经济在发展中也出现了一些问题，比如经济“脱实向虚”问题。美国制造业占 GDP 比重从上世纪 90 年代的高点（28%）逐渐回落至当前的 12% 左右。但针对这一情况，2008 年国际金融危机以来美国开启了“再工业化”进程，出台了多项政策吸引制造业回流美国本土。还有债务危机问题。美国政府长期以来依靠举债度日，积累了大规模债务，给全球经济增长和金融市场稳定带来了巨大不确定性。截至 2023 年 10 月底，美国未偿还公共债务总额已超过 33.6 万亿美元。

第三，中国经济具有较大的发展潜力与空间，长期向好的趋势没有改变。健全的国民经济体系、超大规模市场潜力、高素质的劳动力群体、完善健全的基础设施、强大的体制优势等，都是支撑中国经济长期走稳向好的关键。当然，前提是要减少、减轻非经济因素对经济运行的冲击。中国已拥有联合国产业分类中所列的全部工业门类，形成了一个比较齐全的现代工业体系。中国城镇化仍有较大提升空间。日本早在 1980 年城镇化率就已达 76.19%，2022 年更是高达 91.95%，美国达到 83.08%；而中国 2022 年的城镇化率为 65.22%，按户籍人口算更是不足 50%。中国拥有全球最大的消费市场，具有较大的内需发展潜力。根据世界银行数据，2021 年，中国家庭最终消费支出规模达 9834 亿美元，约为日本（2483 亿美元）的 4 倍。中国还具备强有力的体制优势，集中资源和力量办大事，既能确保中国经济航向正确，也能有效应对外部风险冲击。当然，仍需关注和应对包括国际环境趋紧、创新能力亟待加强、新旧动能顺利转换和人口年龄结构变化等众多挑战。

综合来看，当前中国经济与 30 年前的日本在经济发展潜力及抵御风险冲击的能力等方面存在明显差异。我们不仅要吸取日本“失去的 30 年”的教训，也要借鉴美国经济长期保持增长的经验，结合中国经济现实情况扬长避短。

四、思考与建议

他山之石，可以攻玉。深入研判日本、美国过去几十年经济发展的成败得失，避免犯同样的错误，对推动中国经济可持续发展至关重要。促进中国经济稳定增长，一

是把创新特别是科技创新作为推动经济增长的根本动力；二是坚持市场化改革大方向百年不动摇，厘清政府和市场之间的边界和关系；三是在不确定性不断增大的国际环境中，努力营造稳定和谐有利的外部发展环境。

第一，咬定青山不放松，把经济持续稳定增长摆在首要地位。经济增长非常重要，没有一定速度的增长是难以想象的。短期内，要加大稳增长政策力度，进一步巩固经济企稳回升的基础，助力经济景气持续回暖。财政政策需要持续加力提效，在稳增长、扩需求方面担当更重要的角色。2024年财政赤字率目标设定可适度高一点，拓展专项债使用范围、提升专项债实际用作资本金的比例，考虑使用政策性金融工具等作为预算内的重要补充。货币政策尤其是结构性货币政策工具需继续加强对小微、涉农、绿色、科技等领域的支持力度。此外，要加强财政、货币、产业等政策之间的协同配合，形成更大政策合力。

第二，居安思危，积极防范化解重大风险。一是全力化解地方政府债务风险。可考虑主要通过债务置换来降低地方债务风险，优化信用、利率和期限结构。可结合各地区经济发展实际情况，探索区域特色化债模式。强化地方政府自律约束和严肃财经纪律。二是房地产政策要全力推动预期修复和风险化解。进一步加大对房企风险化解的支持力度，对于已经风险暴露的房企，可由相关部门成立联合组织，对其进行破产重组，实现行业出清的同时阻断风险蔓延。进一步推动更多有条件的城市放开限购、限贷等购房限制政策，充分释放合理住房需求。三是多措并举防范外部风险。针对地缘政治风险，持续做好压力测试，密切关注金融领域的潜在风险挑战。在保持我国传统对外经贸关系中的成本优势和部分行业技术优势的同时，继续加强区域协作、畅通国际交流，为经济可持续发展营造有利的外部条件。

第三，长期要坚持改革开放大方向不动摇。寻求面向未来的突破，根本还是要靠改革开放。结合我国经济优劣势，在改革过程中要补短板、强弱项，推动经济持续稳定健康的发展。进一步处理好政府与市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用，尊重市场规律。全力支持科技创新，加大基础研发投入，加大知识产权保护，抓住新一轮科技革命和产业变革的新机遇，推动我国产业链的进一步

跃迁，创造出更多“新三样”这样的具有国际比较优势的高技术产品出来。持续优化营商环境，保护私人产权，稳定企业和居民等市场主体信心，激发市场主体活力。通过新一轮一篮子改革为我国经济长期稳定健康发展营造更好的制度环境和不竭动力。

