



▶ 過去30年，日本經歷了泡沫破滅及經濟衰退，但失業率仍然維持低位。

近期，關於資產負債表衰退的討論突然火熱起來。一個明顯的起因在於，今年以來中國居民部門的信貸增長，包括房貸、消費貸和經營貸大幅放緩，甚至出現負增長的現象。私人部門（企業和家庭）資產負債表出現「縮表」的跡象，自然引發對資產負債表型衰退的擔憂。但筆者認為，我們現在真正要擔心的並非是資產泡沫，而是投資意願和創新精神減退帶來的經濟下行。

日本經濟長期停滯警示

環球經緯 丁安華
招商銀行
首席經濟學家

「資產負債表衰退」理論的出處，源於對上世紀九十年代日本資產泡沫破滅後經濟陷入長期衰退的解釋。其主要邏輯是，私人部門的系統性去槓桿行為，導致了經濟陷入持久的衰退。顯然，對這一問題的討論，具有重要的現實意義。需要我們重新走入歷史現場，追問日本經濟過去30年發展困境的真實原因，並回答一個長久縈繞不去的問題：我們會重蹈覆轍嗎？

貨幣寬鬆 股樓泡沫爆破

上世紀六、七十年代，日本經歷了由出口帶動的經濟高速增長。特別是兩次石油危機之後，日本的經濟適用型轎車大規模出口北美，日本的電視機、雪櫃等家用電器在全球市場異軍突起，經常項目順差不斷擴大，外匯儲備大幅增加，經濟快速起飛。

日本出口導向型經濟的一個顯著特徵是，國內市場相對封閉，引進外資也不積極。美國為什麼會容忍對日貿易長期巨額逆差？這裏有地緣政治的原因。戰後，美國為拉攏日本制衡蘇聯和中國，對日本採取了放任的態度，美日之間的貿易矛盾讓位於地緣政治需要。進入七、八十年代，美國深陷石油危機和越南戰爭的泥潭，經濟陷入滯脹，國內政治與社會矛盾激化。八十年代之後，中美、美蘇關係相繼改善，日本對美國的地緣政治價值下降，美日之間的貿易矛盾自然突顯出來。

1985年簽訂《廣場協議》，美國要求日本放鬆匯率管制、實行金融開放。隨後日圓兌美元快速升值，僅僅一年時間從240升至150，對日本出口行業造成重大衝擊。為了減輕日圓升值壓力、保護日本的出口，日本央行採取持續5年的寬鬆貨幣政策，不斷降低基準利率。貨幣大放水的結果，導致銀行放款氾濫，地價、樓價和股市大幅上升，資產泡沫得以形成。有趣的是，日本多年的寬鬆貨幣政策，並沒有導致消費物價的明顯上行，這讓政策當局放鬆了警惕。

直到1989年5月，日本央行才開始採取強烈的緊縮性措施，18個月內連續上調基準利率3.5個百分點（從2.5%升至6%）。1990年，日本股市開始暴跌，次年房地產價格崩盤，資產泡沫終於爆破。

不良資產去槓桿 艱苦漫長

資產價格泡沫破滅，地價、樓價和股市急速崩跌，金融體系壞賬飆升，導致銀行資本金嚴重不足、融資中介功能喪失、社會融資和信貸增長停滯，日本陷入持續的經濟衰退。

令人唏噓的是，在股市、樓價雙雙下跌之初，日本於1991年開始徵收地價稅，加快房地產市場的崩盤。不良貸款飆升，商業銀行資產負債表嚴重受損。直到1998年取消地價稅，此時大多數銀行機構均陷入深度的經營危機，銀行破產現象蔓延，金融體系陷入系統性危機。日本同年成立金融監督廳，開始認真處理銀行不良資產問題。政府先後投入了60萬億日圓（相當於GDP的14%）的公共資金，



用於存款保障、壞賬剝離和補充銀行資本金。

企業部門在泡沫經濟期間積累的不良資產，需要出清（去槓桿），但過程極為漫長而痛苦。這可能與日本式公司治理和企業文化相關，例如財閥體系、年資制度、交叉持股等。同樣在住宅價格快速下行的背景下，家庭部門也迫切需要「去槓桿」以減輕負債，導致私人消費和投資快速萎縮，信貸需求崩盤。

去槓桿使得資產價格陷入螺旋式下滑的惡性循環，儘管日本央行大幅降低名義利率，但亦受到零下限的制約。持續通縮之下，實際利率通常不減反升，投資和消費需求進一步下挫，形成一個不斷自我實現的通縮預期。

老齡化加劇 內需萎縮

經過多年的兼併重組、化解不良和補充資本，日本的銀行業經歷了一次徹底的洗牌。銀行體系不良率從頂峰時超過10%降至2005年9月的2.5%，到2007年再下降至1.5%，融資功能遂得以恢復。但此時的日本銀行體系，與昔日的輝煌相比已面目全非。至此，日本私人部門的資產負債表得到修復，但日本經濟還是沒有根本性的起色。可見，原有理論無法解釋長達15年來，日本的低增長、低通脹（通縮）、低利率現象。

為尋找經濟長期停滯背後的深層原因，學界逐漸將目光聚焦到日本的人口因素上來。日本勞動人口在1991年見頂，總人口2008年回落，老齡人口佔比快速攀升，成為老齡化程度最嚴重的國家；勞動人口和青少年人口迅速萎縮，老齡撫養比升至48，在可預見的未來還將上升。

老齡化加劇背景下，內需嚴重不足，日本企業在資本開支上一直非常保守和謹慎，資本投入增長明顯落後於其他發達國家。同時，全要素生產率增長也在下行。在勞動人口收縮的同時，日本近年還修改《勞動基準法》限制勞動時長，每單位勞動人口的勞動時間減少。這些因素都導致了經濟增長乏力甚至停滯。

日本的優勢產業，都是上世紀八十年代的產物，集中在汽車、電視機、家用電器、電子產品、光學儀器等行业。近20年來，這些傳統行業受到新技術革命的劇烈衝擊。日本創新型經濟發展動力不足，在移動互聯網和人工智能時代處於落後的位置。一個可靠的證據是，日本的創業股權投資基金規模偏小，創業投資市場不活躍，沒有出現如同美國硅谷或中國深圳這類創業十分活躍的區域。

為什麼日本會在新一輪技術創新

中落伍？這是一個有趣的問題。原因可以有很多方面，其中之一還是與老齡化相關。日本目前的人口年齡中位數為49歲，高出中美10歲。高科技創新，大多源於年輕人的冒險活動。麻省理工研究發現，校友創業年齡日益年輕化，最活躍的首次創業年齡段從上世紀七十年代的30至40歲，下降到目前的25至35歲。日本人口逐漸老化，逐漸偏離最佳創業年齡窗口，也許是他們錯過本輪創科浪潮的主要原因。

中國底氣足 不會步後塵

首先，必須明確的是，從資產負債表衰退的源頭來看，中國與日本上世紀九十年代的行情不同。我們從來沒有出現過持續多年的股市泡沫，中國股市基本上是「牛短熊長」；中國政府對房地產泡沫高度警惕，堅持「房住不炒」，主管部門和監管機構的風險意識，與日本政府在泡沫經濟時期的盲目樂觀，不可同日而語。

其次，外界最為關注中國房地產價格上漲可能帶來的資產泡沫風險，但總體來看，中國樓市發展是健康的。樓價雖經過幾輪快速上漲，但若以全國商品房均價與人均GDP的關係來看，判斷房地產市場出現資產泡沫，顯然依據不足。

所以，一場由於泡沫破滅帶來的資產負債表衰退，在中國並不成立。但從人口結構看，中國與日本情況相似。我們現在真正要擔心的並非是資產泡沫，而是投資意願和創新精神減退所帶來的長期經濟下行。

那麼，今年出現的私人部門（企業和家庭）信貸需求收縮，應該怎麼解釋？筆者認為，收入增長的預期轉弱是根本的原因。這一背景下，對企業而言，資本擴張的冒險精神正在流失；對家庭而言，可支配收入預期轉向悲觀，影響了消費和投資意願。而收入預期下行，引發資產價格承壓。私人部門的資產端價值縮水，負債端去槓桿就成為一個合乎理性的經濟行為，這就是導致此輪信貸收縮的主要誘因。預期悲觀是因，資產價格走弱是果，這與日本的資產負債表型衰退正好相反。

過去30年，日本經歷了泡沫破滅、經濟衰退和發展停滯的艱難歲月，但日本仍然具有很多值得我們敬佩的地方。首先是韌性。雖然經濟仍然低迷，但日本的失業率保持在低位，日本單位勞動力的GDP增速大致與G7其他成員國相當。其次是社會穩定。日本人均壽命全球最高，收入不平等程度較低。30年發展停滯，沒有出現大的動盪。歲月靜好，僅此一點就難能可貴。

三招提升中國青年就業機遇

中金點睛

鄭宇馳
張文朗

疫情導致勞動參與率降低，部分人群退出勞動力市場，而這部分人並未被統計為失業人口中，某程度上低估了中國失業率。有觀點認為，本輪疫情對失業的影響大於2020年初疫情。但事實上，2020年初城鎮調查失業率或未完全考慮農村外出務工人員下降的影響，而經過調整後的城鎮調查失業率顯示，本輪失業狀況整體上好於2020年初疫情。

雖然整體就業壓力小於2020年初疫情，本輪大城市和青年人結構性就業壓力特徵或更為明顯，主要群體是青年農民工和高校畢業生。青年人失業率上升幅度大於整體走勢並非中國獨有的現象，數據顯示，近20年來全球整體失業率有兩次明顯的上升：一是2008年國際金融危機，二是新冠疫情。兩次都造成整體失業率上升，青年人失業率的上升幅度都要高於整體，而且青年人失業率似乎並未在疫情緩解後隨着整體失業率下降，反而繼續上揚。

導致青年人結構性就業壓力的一個重要原因在於，他們的就業集中在受疫情直接影響更大的行業。在2020年，中國16至24歲就業人員較整體偏向程度最高的兩個行業分別是住宿餐飲業（13%）、居民服務和其他服務業（9%），而整體分布水平分別為6%、5%，這兩個行業恰好是受到疫情直接影響較大的服務業。

導致青年人結構性就業壓力的另一個因素，可能來源於疫情對高校畢業生求職就業的影響。從智聯招聘公布的CIER指數來看，第一季高校畢業生CIER指數為0.71，創疫情後新低，且與整體指數差距拉大。面對疫情，一方面，企業相對於裁員更傾向於收縮招聘，這對於缺乏工作經驗的高校畢業生來說影響更甚；另一方面，裁員補償通常與工作年限掛鈎，例如《勞動合同法》規定了N+1補償（工作年限+1個月工資補償），這會使企業解除工作年限較短員工的勞動合同成本低於工作年限較長的員工。

疫情造成青年人下調就業預期。智聯招聘公布的調研數據顯示，2022屆畢業生的平均期望月薪為6295元（人民幣，下同），低於2021屆的6711元；截至今年4月中旬，在有求職計劃的應屆畢業生中，46.7%已經收到通知，15.4%已簽署合約，較2021年的62.8%和18.3%為少。

除了失業率上升，青年人就業充分性也下降。譬如，美國16至24歲青年人未充分就業的比例由疫情前（2019年春季）的15%，上升到疫情後（2020年春季）的35%，而美國25歲以上人群未

充分就業的比例由疫情前的6%上升至疫情後的18%。對於中國來說，2020年疫情後網約車新增司機的比例中，上升最多的是20至29歲青年人。這固然體現出數字經濟對於就業的拉動作用，但也從側面反映疫情影響下，青年人的就業充分性有所下降。

相比本科生，專科生的就業面臨更大壓力。專科生的升學選擇總體上少於本科生，根據麥可思《2021年中國高職生就業報告》和《2021年中國本科生就業報告》，2020屆專科生專升本的比例為15.3%，低於本科生讀研的比例（18%）。

專科生的專業和就業或更為集中於受疫情影響更大的行業。2020屆專科生畢業半年仍未就業的比重為9.1%，高於地方本科院校畢業生（5.7%）和「雙一流」院校畢業生（2.7%）；自由職業和創業的比重也高於後兩者。

筆者認為，政府可考慮推出針對性措施，三管齊下緩解青年就業壓力：

一、推出針對性扶持措施

首先，針對性扶持受到疫情影響更大和青年人就業集中的行業。5月23日國務院常務會議確定六方面33條穩經濟一籃子政策措施，包括退減稅、緩繳社保、加大留工培訓補助、擴崗補助等財政政策，增加普惠小微貸款支持工具額度和支持比例、延期部分貸款還本付息等金融政策，都旨在保住市場主體，從而吸納青年人就業。尤其是針對受到新冠疫情影響更大的行業和小微企業的社保緩繳，都有助於針對性地支撐青年人就業。

二、增加社會工作等崗位

其次，增加衛生、社會工作等公益性崗位。這類措施在2020年疫情時已經有所體現，該年衛生、社會保障和社會福利業就業佔整體城鎮單位就業比重為6.2%，較2019年提升0.3個百分點，若簡單按照這個比例推算整體城鎮就業，增量規模約203萬。筆者預計，在今年常態化疫情防控的背景下，此類公益性崗位的增量規模或不會低於2020年，這有助於緩解青年就業壓力。而且醫藥衛生是高職畢業生人數排名第三的專業，結構上也能較好對應。

三、提供升學和培訓補貼

最後，對退出勞動力市場的青年人擴大升學規模和提供職業技能培訓補貼。如果青年人退出勞動力市場的同時仍在繼續參加教育或培訓，就能持續提升其人力資本，避免產生長期的人力資本損失。

（鄭宇馳、張文朗均為中金公司分析師）



◀ 企業在疫情下減少招聘活動，導致青年人找工作更加困難。

樓價重上升軌 全年看漲6%

樓市強心針 廖偉強
利嘉閣地產總裁

來到上半年最後一天，回看這半年，香港市民的生活實在不容易渡過。1月份開始，第五波新冠疫情爆發，變種株Omicron的傳播力驚人，大批市民感染，在3月見逾5.6萬宗確診個案頂峰後慢慢回落。直到今天，雖然每天確診數字還有逾千宗，但市民的恐慌情緒已大幅紓緩。

股市方面，恒生指數在3月初最低見18325點，當時投資者無不心灰意冷，很多人認為仍未見底，但到6月初已反彈至約22000點，每日成交額亦多達1800億元，股民信心又恢復，資金重新流入股票市場。

政治方面，俄烏衝突雖然仍未平息，但是市場的憂慮情緒已開始淡化。另外，美國的經濟數據比預期差，通脹

問題嚴重，適逢中美關稅期限快將完結，估計美國有機會放寬部分中國進口產品關稅。

明日開始，新一屆特區政府管治團隊上場，為香港社會帶來新希望，兼且新特首是紀律部隊出身，相信決策會較快及執行力較強，大部分市民寄予厚望，相信明天會更好。

防疫措施鬆綁 經濟重啟活力

樓市方面，年初疫情肆虐，同時地緣政治緊張，股市波動，美國息口接連上揚，樓價在第一季回落約4%。踏入第二季，特區政府開始放寬社交距離，經濟活動慢慢重啟，樓價開始重拾上升軌道。

筆者預期，今年樓價能夠從低位反彈超過一成。簡單而言，全年樓價升幅約5%至6%左右。

筆者相信，下半年的經濟環境與上半年完全不一樣，各位大可保持樂觀心態，下半年重展笑容。