

宏观深度报告 20250805

跨越百年的产能调整经验：如何从失衡到再平衡

2025 年 08 月 05 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

■ 我们选择历史上跨越百年的三个典型的产能调整案例进行分析，来看对供需再平衡有何启示。一是 19 世纪后期美欧的长期萧条，由于技术进步、新兴产业过度投资，引起产能失衡；二是 1929 大萧条，政策经历了从不干预到干预的转变；三是日本在 20 世纪 70 年代和 90 年代两次去产能，产能政策经历了相反的变化，从干预到不干预。主要结论如下：

■ （1）产能失衡存在负反馈循环机制，若不加控制可能持续二三十年。产能失衡容易形成自我强化，如物价下跌→企业利润减少→企业降低劳动成本→居民就业和收入走弱→消费需求下降→物价下跌。因此，依靠市场自发出清的话，可能耗时良久，甚至不乏持续二三十年的案例，如 1873-1896 年长期萧条、日本失去的三十年。

■ （2）面对产能失衡，政府干预比不干预要好。1929 大萧条后，从胡佛到罗斯福，政策加强了对工农业生产的干预，同时积极刺激需求，较快走出萧条。而日本面临供需失衡，产业政策从“干预”到“不干预”，使得萧条时间大幅拉长。在 70 年代，企业无法完成过剩设备的处理时，日本政府通过“共同行动”组建萧条卡特尔，帮助企业顺利去产能；90 年代后，面临产能失衡，政府减少了“共同行动”等供给端的直接干预，直到泡沫破灭十多年后，即 2003 年后，僵尸企业才逐渐出清，供需不平衡持续很久。

■ （3）供需再平衡，需要在控制产能、修复信用、稳定就业等多个环节同步发力，单靠供给政策或是单靠需求政策，可能都是不够的。欧文费雪的“债务通缩理论”将通缩循环分为 9 个步骤：①债务清算和资产抛售→②银行存款收缩与货币流通速度下降→③价格水平下降→④企业净值下降→⑤破产增加与利润减少→⑥产出下降与失业上升→⑦悲观情绪蔓延→⑧货币窖藏加剧→⑨名义利率下降但实际利率上升进一步抑制需求。从我们的案例来看，1933 年罗斯福新政，控制价格下跌、修复信用、稳定就业等多方面采取了有效政策。日本 70 年代产能过剩，至少也在控制产能、稳定就业、稳定资产价格等方面及时出手；相比之下，日本 90 年代泡沫破灭后，供给端政策干预不多、需求端政策犹豫反复，导致了失去的三十年。

■ （4）困境中蕴含着机会，大规模供需失衡往往也是劳动工资改善和内需回升的契机，治理供需失衡的改革政策，有助于推动生产型社会向消费型社会转变。第二次工业革命后，西方国家接连经历了 1873-1896 长期萧条、1929 大萧条，供需失衡频发，扩大需求的重要性越来越突出，这带来了工人权益、劳动工资等状况的改善，加快了从生产型社会向消费型社会的转型。

■ （5）对新兴产业而言，去产能和反垄断可能交替出现，根本上需要规范政府跟市场的关系，规范竞争秩序。新兴产业经历产能去化后，往往会带来市场集中度的提高，可能形成垄断组织，如美欧长期萧条后形成的托拉斯、卡特尔。这种市场结构的变化，可能会重塑政府跟市场的关系。美国在 1887 年通过了《州际商业法》（Interstate Commerce Act），成立了州际商业委员会（ICC），开始对铁路运费和竞争行为进行监管；1890 年《谢尔曼反托拉斯法》拉开了反垄断的序幕。治理新兴产业的产能过剩，既要推动低价低效企业自动退出市场，营造产能有效出清的市场环境，也要防止形成市场垄断，从根本上来讲是要规范竞争秩序，规范地方政府补贴、银行贷款，规范企业公平竞争行为。

■ 风险提示：（1）部分历史案例间隔较远，历史的细节可能有所缺失，如 1930 年之前的案例；（2）不同时期、不同国家，产能失衡时面临的环境并非完全相同，这些不同点我们可能未能完全囊括；（3）在使用国际比较和历史比较的经验时，应注意结合实际情况。

相关研究

《利率：从“逢调买入”到“逢低止盈”》

2025-08-04

《债券增值税或推动资金增配实体经济资产》

2025-08-03

内容目录

1. 1873-1896 长期萧条：新兴产业过度投资带来的产能过剩	4
1.1. 新兴产业过度投资是长期萧条的导火索之一	4
1.2. 长期萧条的表现	5
1.3. 长期萧条期间，如何实现供需再平衡？	7
1.3.1. 美国：市场自发整合供给端，并通过工人运动提高工资	7
1.3.2. 欧洲国家如何去产能：卡特尔、关税和殖民主义	8
2. 1929 大萧条：从不干预到干预的政策转变	9
2.1. 供给侧：AAA 和 NIRA，政府控制农业和工业生产	9
2.2. 需求端：货币宽松和居民增收	11
3. 日本的两次去产能：从干预到减少干预	15
3.1. 70 年代去产能：共同行动和萧条卡特尔	16
3.2. 90 年代去产能：更多依靠市场化去产能	17
4. 三个产能调整案例的启示	18
5. 风险提示	20

图表目录

图 1:	19 世纪后半叶美国铁路建设迅速增长.....	5
图 2:	美国工业指数和人均消费的变化.....	5
图 3:	1870-1910 英德美工资变化	5
图 4:	1870-1910 美国 CPI 的变化	6
图 5:	1870-1910 英德 CPI 的变化	6
图 6:	1873-1896 年英德美名义和实际 GDP 增速的变化	6
图 7:	美国工资和名义 GDP 增速差距逐步缩小	8
图 8:	AAA 法案减少农作物产量、提升价格	9
图 9:	粗钢产量大幅下降	11
图 10:	美国工业生产在 1932 见底、1933 回升	11
图 11:	美国利率和货币供应量	12
图 12:	大萧条期间的财政赤字	13
图 13:	美国国民收入中劳动报酬比例的变化	14
图 14:	美国新房开工数量变化	15
图 15:	日本 GDP 的两次增速换挡对应两轮产能过剩的开始	15
图 16:	日本短观调查的制造业产能扩散指数	16
图 17:	日本僵尸企业数量随着不良贷款而减少	18
图 18:	日本 70 年代房价下跌，被及时挽救	19

我们选择历史上跨越百年的三个典型的产能调整案例进行分析，来看对我们实现供需再平衡有何借鉴。一是 19 世纪后期美欧的长期萧条，由于技术进步、新兴产业过度投资，引起产能过剩和长期通缩；二是 1929 大萧条，经济政策经历了从不干预到干预的转变；三是日本在 20 世纪 70 年代和 90 年代两次去产能，产能政策经历了相反的变化，从干预到不干预。

1. 1873-1896 长期萧条：新兴产业过度投资带来的产能过剩

1.1. 新兴产业过度投资是长期萧条的导火索之一

作为新兴行业，19 世纪后期出现了铁路建设的过度扩张和投机狂热。美国内战后，铁路建设进入“狂热期”。1868 年，美国铁路里程约 3.9 万英里，但 1869-1873 年以每年平均近 6000 英里的速度增长。这种快速建设显著超出了实际需求，同时扩张主要通过投机性铁路债券融资，吸引了大量国内外投资。

这种过度建设和投机带来的泡沫被刺破，导致了 1873 年金融危机，从而成为长期萧条的导火索。1873 年欧洲首先出现金融危机，维也纳证券市场在 5 月 8 日开始崩盘，随后欧洲投资者开始抛售他们在美国项目上的投资，尤其是铁路项目。美国金融巨头 Jay Cooke and Company 银行因北太平洋铁路债券的问题而破产倒闭，这一事件导致纽约证券交易所于 9 月 20 日休市十天，随后金融危机传染到欧美主要国家。美国和欧洲一些国家开始陷入长达二十多年的产能过剩、持续通缩，被称为“长期萧条”（Long Depression）。

除了投资泡沫破灭带来的金融危机之外，第二次工业革命带来的技术进步也是长期通缩的重要原因。第二次工业革命生产力大幅提升，特别是钢铁、铁路、机械、高效蒸汽船和电报等新兴产业的发展。技术进步使得商品生产成本持续下降，导致价格普遍下跌，加剧了通缩。

图1: 19 世纪后半叶美国铁路建设迅速增长



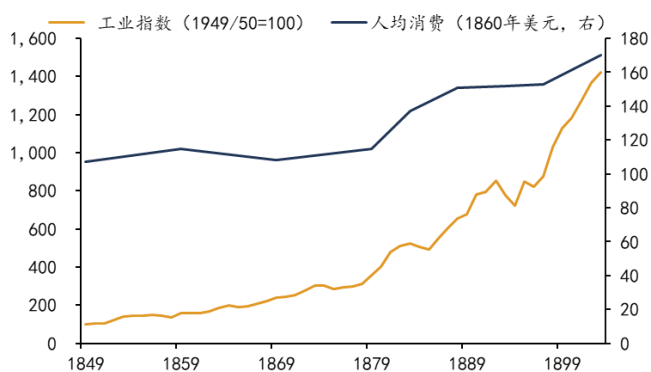
数据来源: FRED, 东吴证券研究所

1.2. 长期萧条的表现

第二次工业革命期间, 技术进步带来供需失衡的一个原因是大量利润被用于生产再投资, 工资增长缓慢。1873-1896 年, 德国、英国、美国的名义工资累计增速分别只有 39%、24.4%、5.4%。

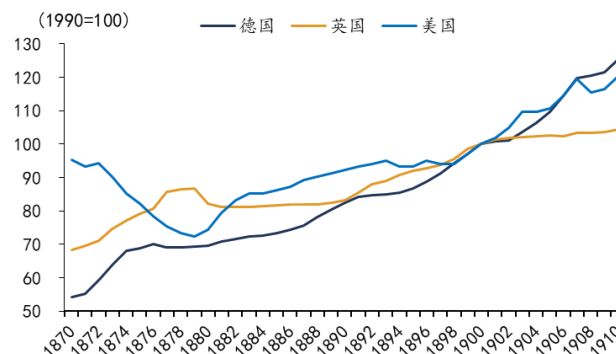
这使得工业产出量的增长远超过需求增长。按照《剑桥美国经济史》的数据, 1870-1898 年, 美国人均消费增长不到 50%, 即使考虑到期间人口增长 33% 左右, 总消费增速也只有 80% 左右。但从工业生产来看, 这期间工业产量增幅超过 300%, 需求增长远不及生产的增长。

图2: 美国工业指数和人均消费的变化



数据来源: Davis (2004), 剑桥美国经济史, 东吴证券研究所

图3: 1870-1910 英德美工资变化

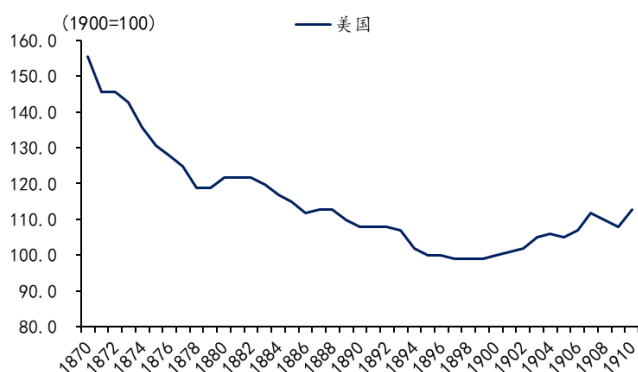


数据来源: Òscar Jordà, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor. 2017, 东吴证券研究所

供需失衡的结果是通缩。从物价来看，1873-1896 年，美国 CPI 累计下降 29.9%，英国和德国分别下降 17.5%和 12.3%。大致要到十九世纪末，美国和欧洲国家才开始迎来物价上涨、走出通缩。

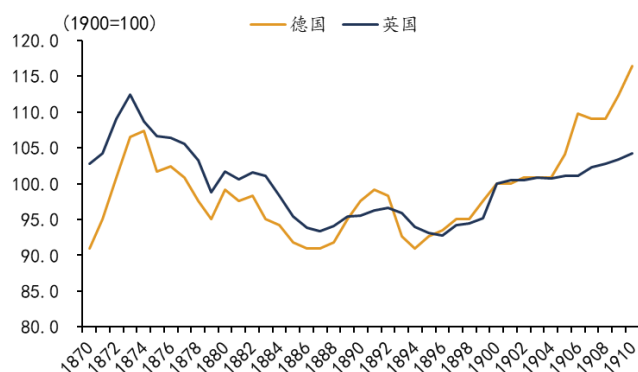
从经济增长来看，1873-1896 年，美国实际 GDP 年均增长 3.5%，名义 GDP 年均 2.5%，GDP 平减指数年均-1.0%；德国和英国在此期间的 GDP 平减指数分别为-0.6%和 -1.0%。

图4：1870-1910 美国 CPI 的变化



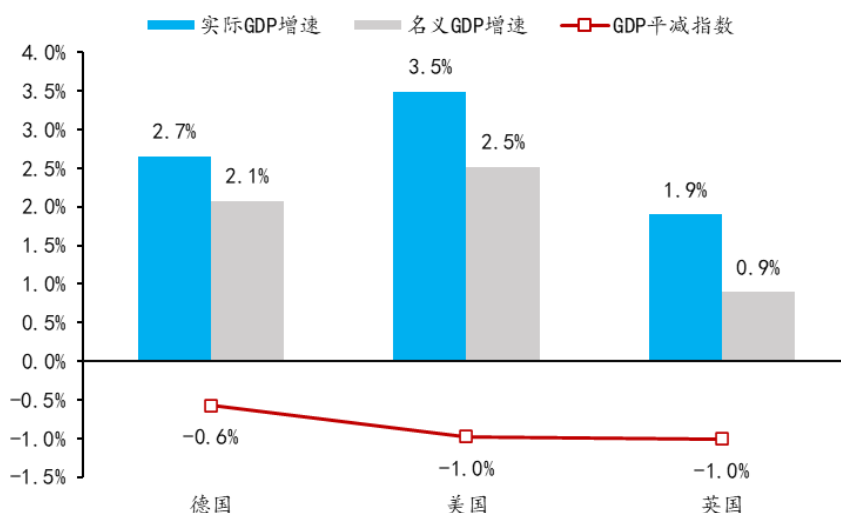
数据来源：Òscar Jordà, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor. 2017, 东吴证券研究所

图5：1870-1910 英德 CPI 的变化



数据来源：Òscar Jordà, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor. 2017, 东吴证券研究所

图6：1873-1896 年英德美名义和实际 GDP 增速的变化



数据来源：Òscar Jordà, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor. 2017, 东吴证券研究所

1.3. 长期萧条期间，如何实现供需再平衡？

1.3.1. 美国：市场自发整合供给端，并通过工人运动提高工资

（1）货币政策注入流动性

货币政策方面，恢复白银本位，增加货币供应。1873 年美国的《铸币法案》废除了白银的法定货币地位，正式确立了纯金本位，进一步收缩了货币供应，加剧了通缩。1878 年美国通过《布兰德-艾利森法案》（The Bland-Allison Act, also referred to as the Grand Bland Plan of 1878），授权政府恢复购买白银，旨在增加货币供应，缓解通缩压力。

尽管有 1878 白银法案，但真正缓解通缩的是大规模的黄金发现。1848 年加利福尼亚淘金热、1886 年南非威特沃特斯兰德淘金热和 1896-1899 年克朗代克淘金热，增加了全球黄金供应，从而缓解了金本位制下的货币短缺问题，有助于走出通缩。在金本位制下，货币供应的弹性主要依赖于黄金储备的自然增长。当技术进步和政策调整无法有效应对通缩时，外部的黄金供应冲击成为打破僵局的关键因素。

（2）供给端：托拉斯等垄断组织形成，通过兼并重组提高效率

面对过度竞争和产能过剩，美国企业通过大规模合并、收购和破产重组来整合产业，形成托拉斯等垄断组织。长期萧条下，美国工业供给端不断整合，发生了两个变化，一是工厂普遍向规模经济演变。根据 Atack&Passell 的《新美国经济史：从殖民地时期到 1940 年》，南北战争后美国工厂规模迅速扩大。1869 年石油行业每个企业雇佣不到 13 名工人，1889 年提高到 46 名工人。生产端从分散走向集中的体现之一是单个企业规模的不断扩大。二是产生了托拉斯等垄断组织。美国的托拉斯是在产能过剩和通缩的危机驱动之下诞生的。企业通过水平整合（收购竞争对手）和垂直整合（控制生产的各个环节）来应对市场失灵和过度竞争，这在一定程度上缓解了产能过剩，提高了生产效率。到 1904 年，美国 318 个托拉斯控制了 40% 的制造业资产。当然，这也带来的垄断组织的盛行，最终催生了 1890《谢尔曼反托拉斯法》。

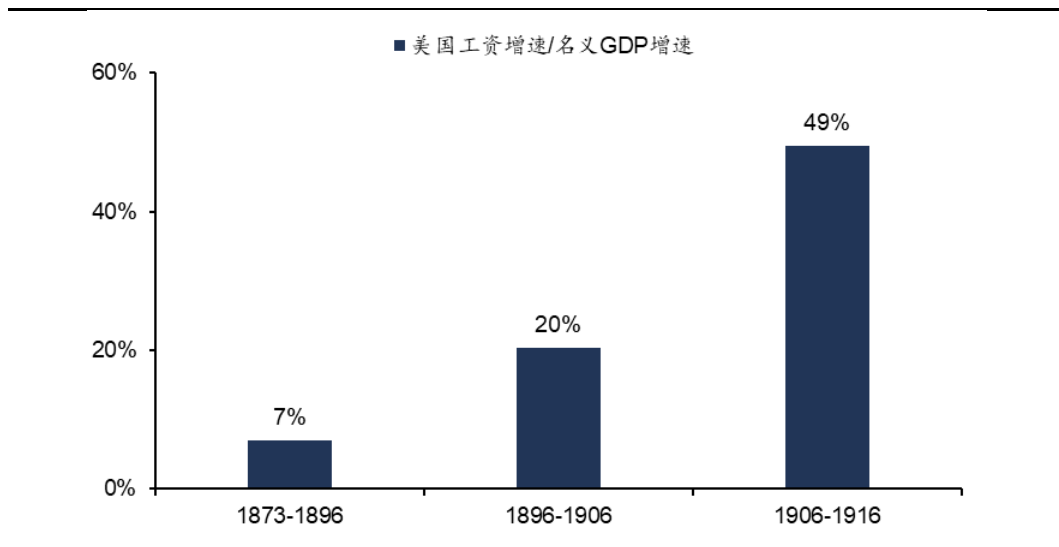
（3）需求端：工资回升带动内需改善

长期萧条导致失业率飙升，劳工运动应运而生。美国兴起了大规模劳工运动（如 1877 年大铁路罢工），争取工人权利、改善工作条件和提高工资。

为争取工人权益，19 世纪中叶美国开始出现了工会。1869 年，最早的大规模工会劳工骑士团 The Knights of Labor 成立，但由于组织不善、缺乏有效领导、目标分歧以及来自雇主和政府力量的强烈反对，该组织最终瓦解。1886 年的创立美国劳工联合会 The American Federation of Labor，放弃“劳工骑士团”的激进主张，专注于通过集体谈判为技术工人争取实际权益（如提高工资、改善条件），成为美国最有影响力的工会组织，标志着美国工会进入规范化阶段。

工人运动和工会的出现提高了工人工资，工资增速和名义 GDP 增速的差距逐步缩小，长期萧条期间（1873-1896）美国工资增速仅为名义 GDP 增速的 7%，随后 10 年升至 20%，再十年后升至 49%。工人工资的改善有助于带动内需回升，供需失衡逐渐缓解。

图7：美国工资和名义 GDP 增速差距逐步缩小



数据来源：Òscar Jordà, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor. 2017，东吴证券研究所

（4）市场开拓：通过西进运动和殖民主义催生新兴市场

铁路建设为西部提供了快速通道，将农产品运往东部市场，并促进了采矿业、铁路和重工业的发展。1862 年的《宅地法》等慷慨的土地法令鼓励了农业扩张。这些条件综合起来促成了南北战争后西进运动的发展，从而为美国经济提供了一个巨大的内部市场和资源腹地，在一定程度上缓解了东部工业化带来的产能过剩压力，并为工业品提供了新的消费市场。另一方面，美国和欧洲列强再次掀起殖民运动，向殖民地转嫁国内产能过剩。

1.3.2. 欧洲国家如何去产能：卡特尔、关税和殖民主义

从供给端来看，欧洲同样产生了垄断组织，美国是托拉斯，欧洲是卡特尔。作为一种垄断组织，卡特尔在德国大规模出现。根据《剑桥欧洲经济史》，1907 年德国 48% 的水泥、50% 的粗钢、90% 的纸张，都由卡特尔生产。

提高关税，转向贸易保护主义。长期萧条导致许多国家转向保护主义，放弃了自由贸易政策，如德国、法国先后提高关税，只有英国和荷兰仍然坚持低关税政策。这种保护主义政策旨在保护本国产业免受廉价进口商品的冲击，缓解国内产能过剩带来的竞争压力。

殖民扩张开拓海外市场。在提高进口关税的同时，欧洲国家通过殖民扩张将产能过剩和对资源的需求“外部化”。通过武力征服和建立排他性贸易体系，殖民地成为宗主国

经济的补充，缓解了国内的通缩和产能压力。殖民地提供了廉价的原材料和垄断的销售市场，还被视为投资过剩资本的安全场所。

社会福利改善，促进内需扩张。工业化带来的恶劣工作条件和普遍贫困促使劳工运动兴起，争取工人权利、改善工作条件和公平工资。

2. 1929 大萧条：从不干预到干预的政策转变

应对 1929 大萧条跟此前的 1873-1896 年长期萧条不同，长期萧条是由市场逐渐出清，因此费时较长，通缩持续二十多年；大萧条不一样，在 1933 年罗斯福新政后，通过政府介入市场，相对快速地实现了供需再平衡。主要政策如下：

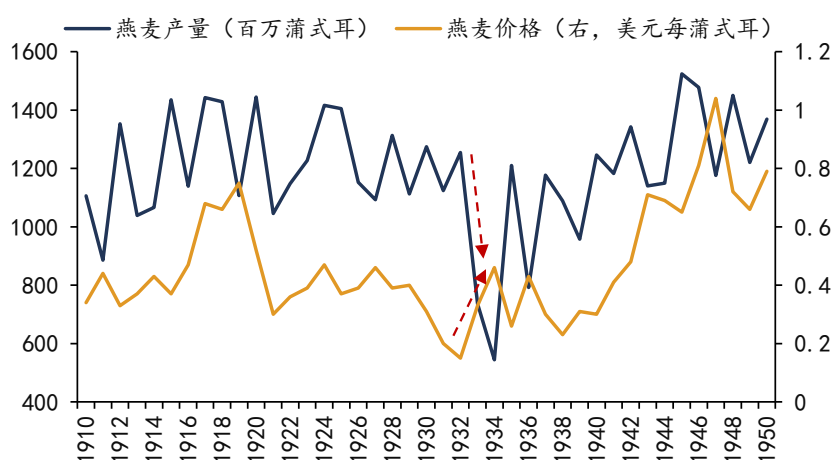
2.1. 供给侧：AAA 和 NIRA，政府控制农业和工业生产

(1) 农业调整法案 (AAA)：生产控制与农业补贴

《农业调整法案》(The Agricultural Adjustment Act AAA) 于 1933 年 5 月颁布，旨在解决严重的农业过剩困境。该法案的目标是通过减少农产品产量，来稳定价格。其运作机制是向农民支付补贴，鼓励他们自愿减少耕种面积（例如不种植某些作物）。这些补贴的资金来源于对食品加工商征收的税款。1935 年，AAA 被裁定违宪，1938 年通过了第二部 AAA，该法案恢复了之前农业调整法中的规定，但不同之处在于，该法案项目的资金将由联邦政府提供，而不是由加工者缴纳税款。

AAA 在解决农业过剩方面发挥了直接作用，农产品产量减少、价格回升。以燕麦为例，其产量从 1932 年的 12.5 亿蒲式耳降至 1934 年的 5.4 亿蒲式耳，两年内减产 57%，同时价格从 0.15 美元/蒲式耳回升到 0.46 美元/蒲式耳，涨价 207%。1932 年至 1935 年间，农民收入增长了 50% 以上。但是也带来了一些问题，在普遍饥饿和失业并存的情况下，政府干预却刻意通过减少食物供应来制造“人为稀缺”，受到不少人的攻击。

图8：AAA 法案减少农作物产量、提升价格



数据来源：Historical Statistics of the United States, Millennial Edition，东吴证券研究所

（2）国家工业复兴法（NIRA）：规范竞争秩序

1933年6月签署的《国家工业复兴法》（NIRA）旨在重组美国工业，NIRA的核心是鼓励各行业制定“公平竞争法规”（Codes of Fair Competition），包括以下方面：

- **限制生产配额和市场进入：**这是NIRA最直接影响生产的机制。为了缓解产能过剩和提高价格，许多行业设定了生产配额，限制了每个企业可以生产的产品数量，甚至限制了新企业的进入。这旨在减少供应，从而推高产品价格，恢复企业利润。

- **设定最低价格：**行业法规还规定了产品的最低销售价格，以防止恶性竞争导致的降价。这使得企业不能通过大幅降价来争夺市场份额，从而稳定了价格。

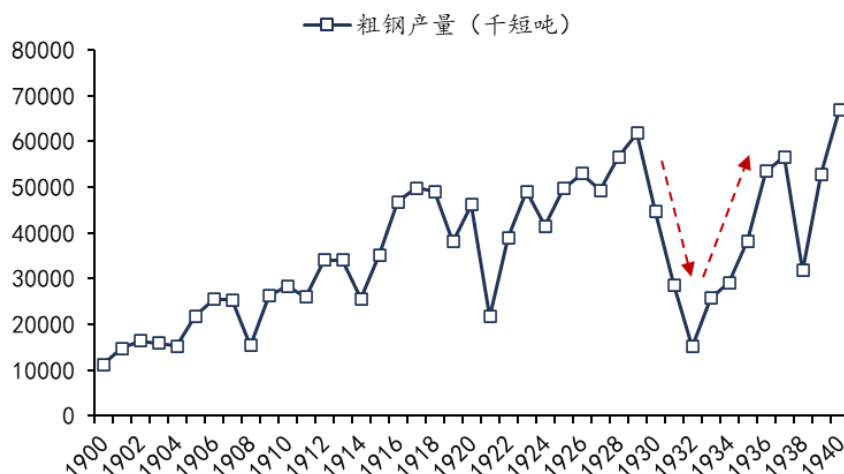
- **规定最低工资和最长工时：**全国统一规定最高工时、最低工资，禁止雇佣童工。尽管这不是直接针对生产数量的规定，但通过增加劳动力成本间接影响了生产决策。NIRA旨在提高工人的购买力，从而刺激消费需求，反过来带动生产。同时，限制工时也意味着企业可能需要雇佣更多工人来维持相同产量，从而缓解失业。

- **保障工人集体谈判权：**工人有权组织工会并与资方谈判，雇主不得因工人加入工会而歧视或解雇；禁止“黄狗合同”，雇主不得强迫工人签署“不加入工会”的雇佣条件。赋予了工人更大的议价能力，有助于改善工资和工作条件。

NIRA对工业的影响并不像AAA对农业的影响，并非直接去产能，而是整顿竞争秩序。农业部门此前没有面临足够的市场自发去产能，因此AAA促进了产能去化；但工业部门在NIRA出台前，已经经历了持续4-5年的产能去化，比如粗钢产量在1929年是6174万短吨，1932年降至1512万短吨，4年减产76%；整体工业生产指数从1929-1932年下降了46%。因此，NIRA发挥的作用更多是整顿工业部门的竞争秩序、保障劳工权益。

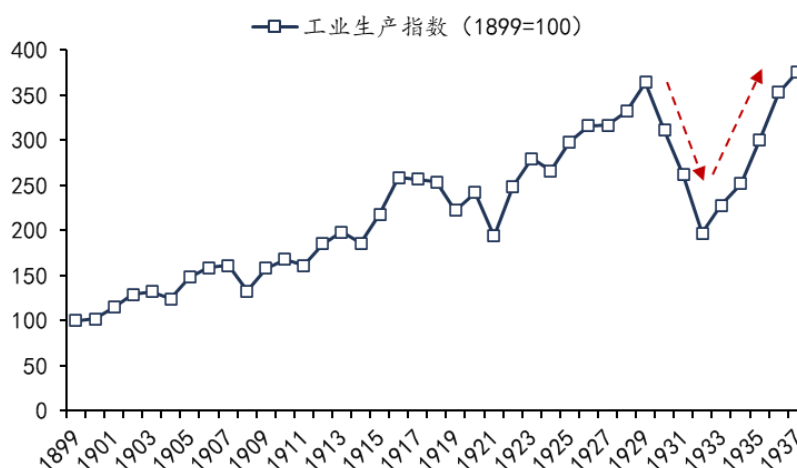
NIRA被裁定违宪，反映了政府直接干预企业生产所面临的社会阻力。NIRA法案因可能导致价格垄断和减少竞争而受到批评，并最终于1935年被最高法院裁定违宪，理由是其联邦权力过度扩张。

图9：粗钢产量大幅下降



数据来源：Historical Statistics of the United States, Millennial Edition，东吴证券研究所

图10：美国工业生产在 1932 见底、1933 回升



数据来源：Historical Statistics of the United States, Millennial Edition，东吴证券研究所

2.2. 需求端：货币宽松和居民增收

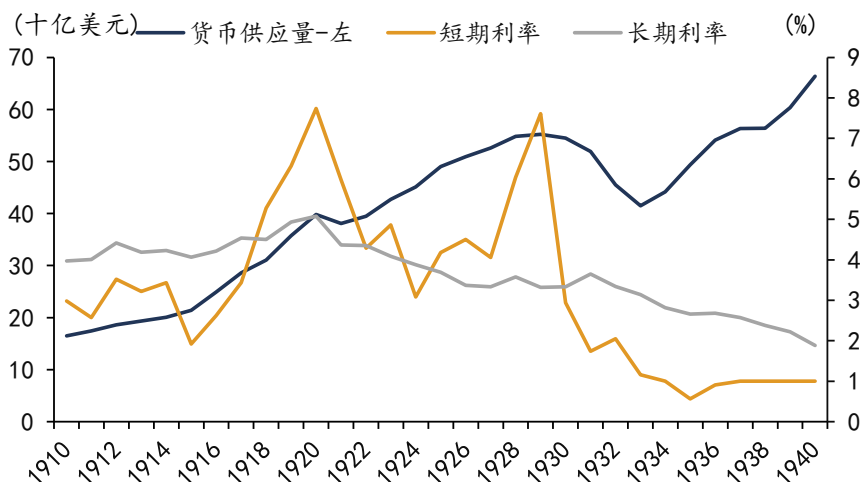
(1) 货币政策：废除金本位制

在危机早期，美联储维持了紧缩的货币政策，1929-1933 年美国货币供应量减少了 25%。这导致信贷不足、价格和产出急剧下降，以及大量银行倒闭。

罗斯福新政实施了关键的货币改革：一是 1933 年废除金本位制，这使得货币供应量得以增加，有助于结束通货紧缩。二是创建存款保险，缓解银行挤兑，恢复了人们对银行系统的信心。1933 年开始，短期利率降至 1.2% 的水平，货币供应量开始见底回升，

有助于支持经济走出通缩。

图11：美国利率和货币供应量



数据来源：Oscar Jordà, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor. 2017，东吴证券研究所

（2）财政政策：加大政府支出与调整税收政策

罗斯福新政的财政政策在危机早期并没有大幅扩张，赤字率的明显提升是在 1940 年之后。一方面，罗斯福新政主张加大政府支出以应对大萧条，进行大规模的公共工程、提供社会救济和农业补贴；另一方面，新政同时倾向于平衡预算，并试图通过增税来为这些新支出提供资金，减轻赤字压力。

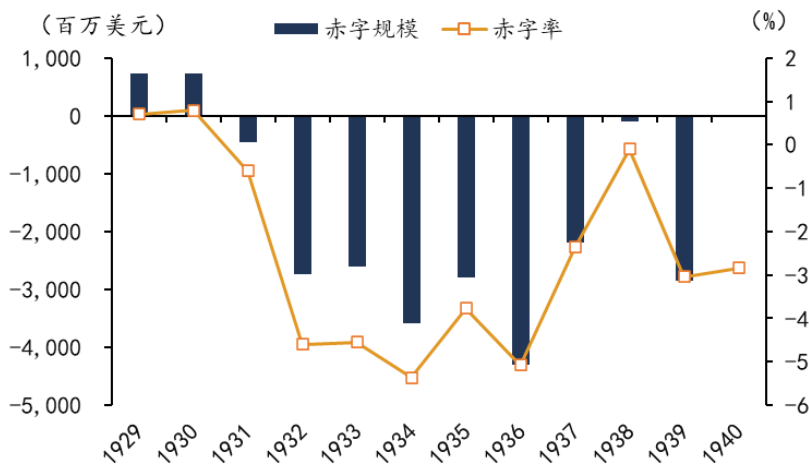
财政支出端：大规模基建支出，以工代赈。一是《国家工业复兴法》（NIRA）中的公共工程计划。1933 年 6 月通过的《国家工业复兴法》第二部分批准了一项高达 33 亿美元的巨额公共工程计划，旨在迅速将资金注入经济，创造就业机会和提高购买力。这笔资金用于修建公路、公园、保护自然资源等。二是设立田纳西河谷管理局（TVA）。作为新政中最大的公共工程项目之一，TVA 旨在开发落后的田纳西河流域，通过兴建水坝、发电站等基础设施，改善当地经济和民生。三是设立民间资源保护队（CCC）和公共事业振兴署（WPA）。这些机构通过“以工代赈”的方式，直接雇佣大量失业人员从事公共设施建设，提供了数百万个工作岗位。胡佛政府也曾启动资助州政府救济计划的系统，但罗斯福政府则更直接地介入了基于救济而直接雇佣劳工的政策，规模也更大。

财政收入端：加税。《1935 年税收法案》（The Revenue Act of 1935）是最具代表性的措施。这项法案特点是加大向富人征税的力度，对于年收入超过 500 万美元的极高收入者，最高税率达到 79%。1936 年开始，根据公司规模分等征收公司所得税；此外，为了支付 1933 年 AAA 的补贴，政府还对农产品加工公司征收了加工税，但在 1935 年被判定为违宪。

加大支出和加税，带来的结果是财政赤字在新政期间并未明显扩大。罗斯福新政开

始前的 1932 年，美国财政赤字为 27.3 亿美元，赤字率为 4.6%；1933 年新政启动后，赤字规模和赤字率都维持在 1932 年附近、没有大幅变化，直到美国加入二战后才加大财政力度。

图12：大萧条期间的财政赤字



数据来源：FRED，东吴证券研究所

（3）收入政策：提高居民收入、扩大内需

改善居民收入的政策在前面供给跟需求端都已经有所体现，我们做一个总结。

一是大规模基建计划，以工代赈。

二是特定群体增收补助。一方面，联邦紧急救济署（FERA）拨款通过州政府向失业者提供直接救济（现金或物资），保障基本生活需求（如购买食品、衣物），直接转化为即时消费。另一方面，AAA 法案向农民提供直接补助，1935 年前这笔钱来自加工税，1935 年后来自联邦政府。

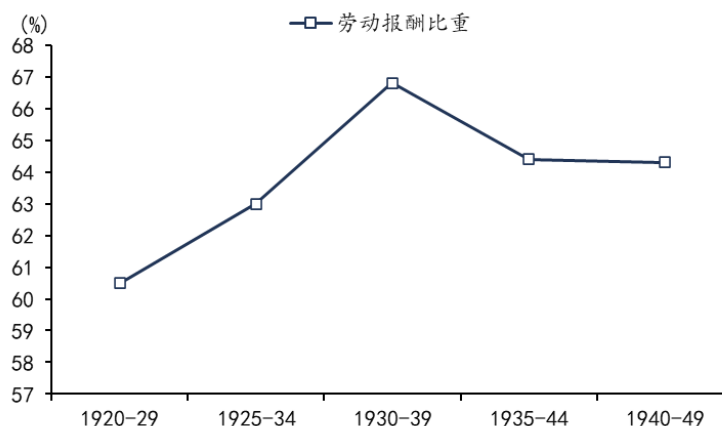
三是提高工资和加强劳工权益保护。《国家工业复兴法》（NIRA）规定各行业最低工资和最高工时，禁止童工，避免企业通过压低工资竞争，直接提升工人收入水平。

四是完善社会保障。1935 年《社会保障法》确立失业保险（雇主缴费）、养老保险（工薪税筹资）和对贫困老人、残疾人的救助，居民无需为“老无所依”过度储蓄，可将部分收入用于日常消费。

五是加大对富人征税的力度，为财政扩张提供资金，同时缩小贫富差距。

通过上述增收政策，美国劳动报酬占国民收入比例有明显提升。

图13：美国国民收入中劳动报酬比例的变化



数据来源：Historical Statistics of the United States，东吴证券研究所；注：横轴为年份

（4）房地产政策：设立 FHA，重新激发房地产需求

大萧条下的银行倒闭潮和房地产市场崩溃导致大量房屋被收回，许多房主失去了住房。为了解决这一危机，罗斯福政府在 1934 年通过了《国家住房法》（National Housing Act），据此设立了联邦住房管理局（Federal Housing Administration, FHA）。

FHA 设立后采取如下措施稳定了房地产市场：一是设立抵押贷款保险，降低风险，银行愿意发放贷款。二是降低首付比例，在 FHA 成立之前，购房者通常需要支付高达 50% 的首付。FHA 的保险制度使得银行能够接受更低的首付比例，这大大降低了普通家庭的购房门槛，使得更多的人能够承担购买房屋的初始成本。三是延长贷款期限和降低利率，FHA 的设立推动了抵押贷款的标准化和长期化。

FHA 设立后重新激发了居民购房需求，房地产投资也快速发展，1935 年新房开工比 1933 年增长了 130%，从而带动建筑、家具、家电等相关产业需求。

图14：美国新房开工数量变化

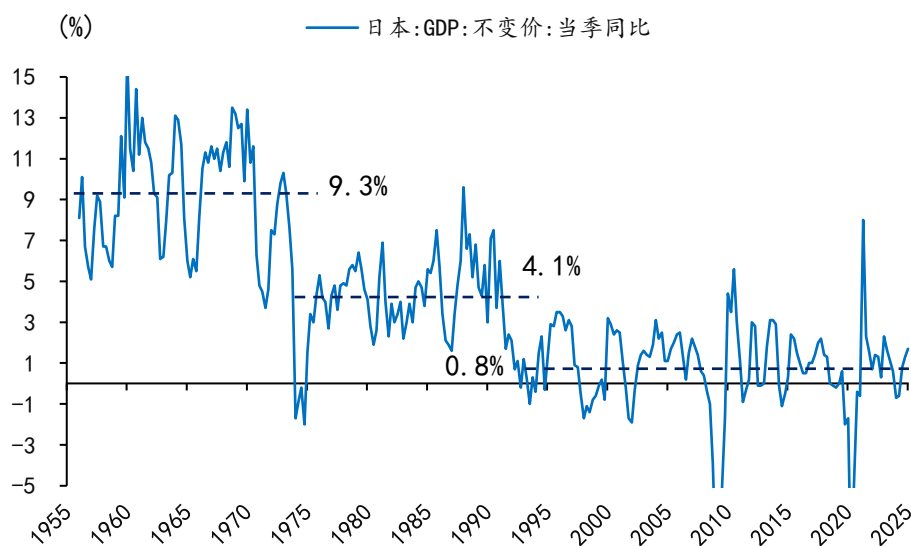


数据来源：Historical Statistics of the United States，东吴证券研究所

3. 日本的两次去产能：从干预到减少干预

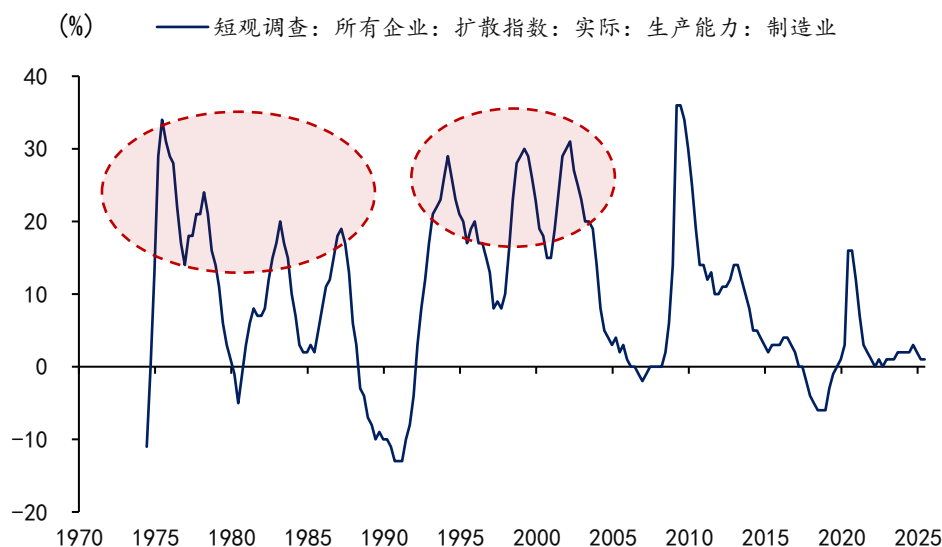
日本历史上有两轮较为明显的产能过剩，但两轮产能过剩的表现和处置不同。第一轮是1974年石油危机后，日本经济增速换挡，从9%左右的增速降至4%左右，增速换挡过程中，钢铁等传统行业此前的高投资带来了产能过剩。第二次是1992年泡沫破灭后，但这次产能过剩更多集中在房地产领域。从应对来看，70年代去产能更多依靠政府行政力量，如“共同行动”和“萧条卡特尔”，取得了较好效果；90年代去产能更多依靠市场化手段，背后原因是日本放松管制和小政府的转型，产能去化相对缓慢。

图15：日本GDP的两次增速换挡对应两轮产能过剩的开始



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16：日本短观调查的制造业产能扩散指数



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：指数编列方式是将“表达过剩的企业百分比”减去“表达短缺的企业百分比”。指数大于 0 表示产能过剩，小于 0 则表示产能不足。

3.1. 70 年代去产能：共同行动和萧条卡特尔

日本第一轮过剩是 70 年代石油危机之后，由于能源价格和工资的上涨，此前的高投资、高增长行业，如钢铁、造船、石化等失去了竞争力，面临产能过剩的困局。按照《日本通商产业政策史》，70 年代产能过剩的行业包括三类：一是在石油危机前后曾积极进行设备投资，结果由于需求骤减产生明显的设备过剩的行业，包括平炉、电炉、制铝、瓦楞纸等；二是由于内需外需明显减少而使供给出现不平衡的行业，包括化学肥料、氯乙烯树脂等；三是由于原材料和劳动力成本上升而使国际竞争力减弱，导致出口减少的行业，包括纺织业、合成纤维、铁合金等。

应对 70 年代产能过剩的政策是明确的，政府通过“共同行动”采取行政式去产能政策。1977 年 9 月的经济阁僚会议确定了“综合经济对策”，核心思路是扩大内需和调整生产；1978 年，这些应对思路被写进《特定萧条产业安定临时措施法案》（简称“特安法”），经国会审议后实施。“特安法”的核心是帮助特定行业去产能，主要包括三个方面：①主管大臣负责制定特定萧条产业行业的“安定基本计划”，明确以处理过剩设备为中心的企业界所应采取的标准。②当仅靠企业界的自主努力无法实施安定基本计划时，主管大臣可指示采取共同行动。③设立特定萧条产业信用基金，作为依据安定基本计划借入过剩设备处理贷款的债务保证机关。

通俗来说，“特安法”的思路是：政府制定特定萧条产业的“安定基本计划”，内容包括：需要处置的过剩设备数量及种类、禁止有关设备的新设与增设、维持就业稳定等。特定产业必须按照计划的要求，自主推动过剩设备处置。当特定萧条产业无法自主完成

时，政府可以采取“共同行动”。共同行动是指行业内企业组成萧条卡特尔（垄断组织），来一起完成去产能目标。在去产能过程里，有配套金融机构提供专门的资金支持，主要目的是在去产能的同时稳定就业。

“特安法”去产能效果如何？根据《日本通商产业政策史》，截至1982年8月，结构性萧条产业基本都完成了去产能目标，按照过剩设备处理率来看，平均处理率23%，平均处理目标达成率95%。

3.2. 90年代去产能：更多依靠市场化去产能

90年代泡沫破灭后，日本的第二轮去产能更多依靠市场手段，以企业合并重组为主，类似于70年代“共同行动”为代表的行政式去产能政策大幅减少。

主要政策如下：

一是鼓励企业合并重组，如允许股票互换和简化并购程序，促进产业整合。

二是帮助企业调整经营业务。1999年日本制定《产业活力再生特别措施法¹》，目的是帮助企业调整经营范围，提高经营效率，以应对产能过剩。依据《产业活力再生特别措施法》，推动日本企业制定“事业再构筑计划”，通过选择与集中的方式，拆分公司所属业务部门，剥离生产率低的经营业务，盘活企业经营资源，同时增加企业资本金，做大做强企业核心业务，以提高企业生产率。

三是处理僵尸企业。泡沫破灭后，日本产生了大量僵尸企业，他们在银行的帮助下，即使亏损也不退出市场，形成低效过剩产能。直到2002年，竹中平藏出任金融大臣后，金融监管机构开始要求银行处理不良贷款。代表性事件是2003年5月，要求大和银行强制注销大量不良贷款，注销后该银行被认定为资本不足，并接受注资。不良资产的处理，使得大量僵尸企业实现退出市场，起到了促进产能出清的作用。

¹ 《日本产业活性化政策分析——日本结构性改革政策的变化及其对中国的启示》

图17：日本僵尸企业数量随着不良贷款而减少



数据来源：伊藤隆敏和星岳雄《繁荣与停滞》，东吴证券研究所

为何日本 70 年代的行政式去产能在 90 年代难以复现？一是国际批评，70-80 年代日本日益参与全球化，与美国贸易摩擦日益剧烈，日本直接干涉产业发展的产业政策受到较多批评。二是日本国内竞争规则的完善，70 年代去产能主要依靠“共同行动”组织萧条卡特尔，但 80 年代后，萧条卡特尔的做法受到反垄断法的禁止，如 1980 年东京高等法院判决根据通产省行政指导形成的卡特尔也违法²。三是日本国内改革的推进，中曾根康弘（1982-87 任首相）、小泉纯一郎（2001-2006）等内阁任期内推进民营化和市场化改革，政府对经济的直接介入明显减少。

相比于 70 年代，90 年代日本去产能的效果明显不够好，经济陷入长期的需求不足，失去三十年后才于近期逐渐走出通缩。

4. 三个产能调整案例的启示

（1）产能失衡存在负反馈循环机制，若不加控制可能持续二三十年。产能失衡容易形成自我强化，如物价下跌→企业利润减少→企业降低劳动成本→居民就业和收入走弱→消费需求下降→物价下跌。因此，依靠市场自发出清的话，可能耗时良久，甚至不乏持续二三十年的案例，如 1873-1896 年长期萧条、日本失去的三十年。

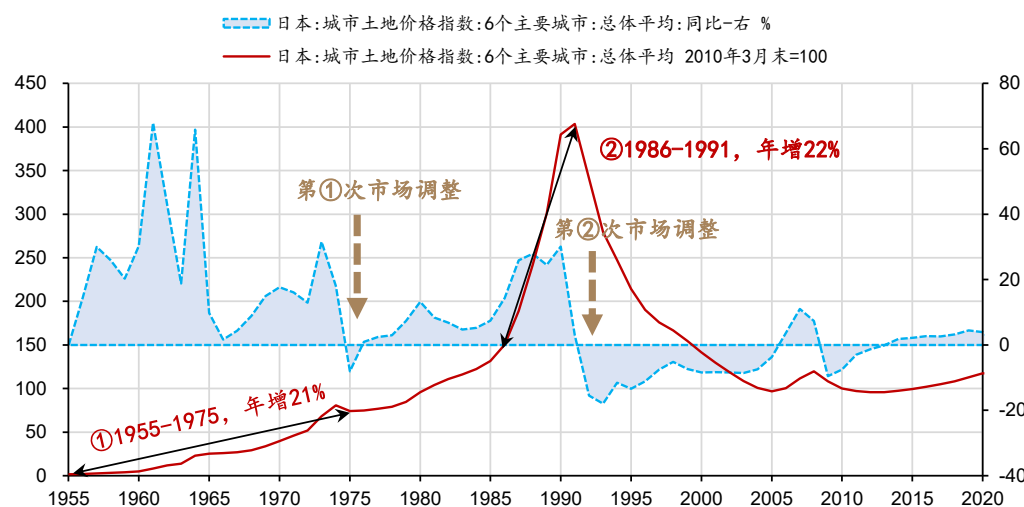
（2）面对产能失衡，政府干预比不干预要好。1929 大萧条后，从胡佛到罗斯福，政策加强了对工农业生产的干预，同时积极刺激需求，较快走出萧条。而日本面临供需

² 包小忠.20 世纪 90 年代日本产业政策衰微的原因分析——关于日本产业政策的最新回顾[J].世界经济研究, 2001(4):5.DOI:10.3969/j.issn.1007-6964.2001.04.013.

失衡，产业政策从“干预”到“不干预”，使得萧条时间大幅拉长。在 70 年代，企业无法完成过剩设备的处理时，日本政府通过“共同行动”组建萧条卡特尔，帮助企业顺利去产能；90 年代后，面临产能失衡，政府减少了“共同行动”等供给端的直接干预，直到泡沫破灭十多年后，即 2003 年后，僵尸企业才逐渐出清，供需不平衡持续很久。

（3）供需再平衡，需要在控制产能、修复信用、稳定就业等多个环节同步发力，单靠供给政策或是单靠需求政策，可能都是不够的。欧文费雪的“债务通缩理论”将通缩循环分为 9 个步骤：①债务清算和资产抛售→②银行存款收缩与货币流通速度下降→③价格水平下降→④企业净值下降→⑤破产增加与利润减少→⑥产出下降与失业上升→⑦悲观情绪蔓延→⑧货币窖藏加剧→⑨名义利率下降但实际利率上升进一步抑制需求。从我们的案例来看，1933 年罗斯福新政，控制价格下跌、修复信用、稳定就业等多方面采取了有效政策。日本 70 年代产能过剩，至少也在控制产能、稳定就业、稳定资产价格等方面及时出手；相比之下，日本 90 年代泡沫破灭后，供给端政策干预不多、需求端政策犹豫反复，导致了失去的三十年。

图18：日本 70 年代房价下跌，被及时挽救



数据来源：CEIC，东吴证券研究所

（4）困境中蕴含着机会，大规模供需失衡往往也是劳动工资改善和内需回升的契机，治理供需失衡的改革政策，有助于推动生产型社会向消费型社会转变。第二次工业革命后，西方国家接连经历了 1873-1896 长期萧条、1929 大萧条，供需失衡频发，扩大需求的重要性越来越突出，这带来了工人权益、劳动工资等状况的改善，加快了从生产型社会向消费型社会的转型。

（5）对新兴产业而言，去产能和反垄断可能交替出现，根本上需要规范政府跟市场的关系，规范竞争秩序。新兴产业经历产能去化后，往往会带来市场集中度的提高，

可能形成垄断组织，如美欧长期萧条后形成的托拉斯、卡特尔。这种市场结构的变化，可能会重塑政府跟市场的关系。美国在 1887 年通过了《州际商业法》(Interstate Commerce Act)，成立了州际商业委员会 (ICC)，开始对铁路运费和竞争行为进行监管；1890 年《谢尔曼反托拉斯法》拉开了反垄断的序幕。治理新兴产业的产能过剩，既要推动低价低效企业自动退出市场，营造产能有效出清的市场环境，也要防止形成市场垄断，从根本上来说是要规范竞争秩序，规范地方政府补贴、银行贷款，规范企业公平竞争行为。

5. 风险提示

(1) 部分历史案例间隔较远，历史的细节可能有所缺失，如 1930 年之前的案例；
(2) 不同时期、不同国家，产能失衡时面临的环境并非完全相同，这些不同点我们可能未能完全囊括；(3) 在使用国际比较和历史比较的经验时，应注意结合实际情况。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>