宏观研究

日本“双循环”经济对我国启示

宏观专题报告 2020 年 08 月 27 日

报告摘要：

- **背景：美日贸易摩擦是日本经济走向“双循环”重要催化剂**

  二战后日本采用出口导向型经济的发展模式，一度取得良好效果。但进入80年代，日本与美国的贸易摩擦越来越频繁，美国多次在汽车、半导体、电信、金融等领域对日本展开制裁，由于过度依赖美国市场，日本被迫妥协，自愿限制出口，外循环主导的经济模式难以为继。为了应对这一问题，日本经济政策开始从“贸易立国”向“技术立国”转变，经济开始切换到内循环为主，外循环为辅的模式。

- **为了打造“内循环”经济，日本采用了六个重要措施**

  这六个措施分别是：1、减税降费，促进消费；2、财政扩张，举债发展基建；3、调整产业结构，发展新型产业；4、发展中小城市，打造均衡发展；5、提高工资，增加居民收入；6、放松金融管制，鼓励消费贷发展。前五条措施均取得不错的效果，使日本国民收入持续增加，消费得以带动，产业转型升级大获成功；但放开金融管制以及货币宽松政策加剧了日本金融和房地产泡沫问题。

- **日本经济走向“双循环”后，消费股和利率债走出一波超级长牛**

  “内循环”经济最利好的是消费行业，日本自走向“双循环”经济后，消费板块表现一直强于其他板块，无论是必需消费品还是非必需消费品，走势均明显超过其他板块。另一方面，由于“内循环”后资金从传统行业流向新兴行业，资金利用效率变高，日本利率债也迎来一波超级长牛。

- **日本发展“内循环”经济对中国的启示**

  首先，“内循环”的根本是要提高国民可支配收入，减少收入差距，提高财富分配效率。其次，“内循环”要大力推进产业转型升级，加快“中国制造 2025”相关领域的发展，推进半导体行业发展，实现芯片、能源、粮食自主安全。

- **风险提示：**

  中美关系恶化、国民收入增长不及预期、基尼系数加大等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001
电话： 010-85127665
邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号： S0100119080008
电话： 010-85127665
邮箱： fuwancong@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号： S0100119110016
电话： 010-85127665
邮箱： guyangkai@mszq.com

相关研究

目录

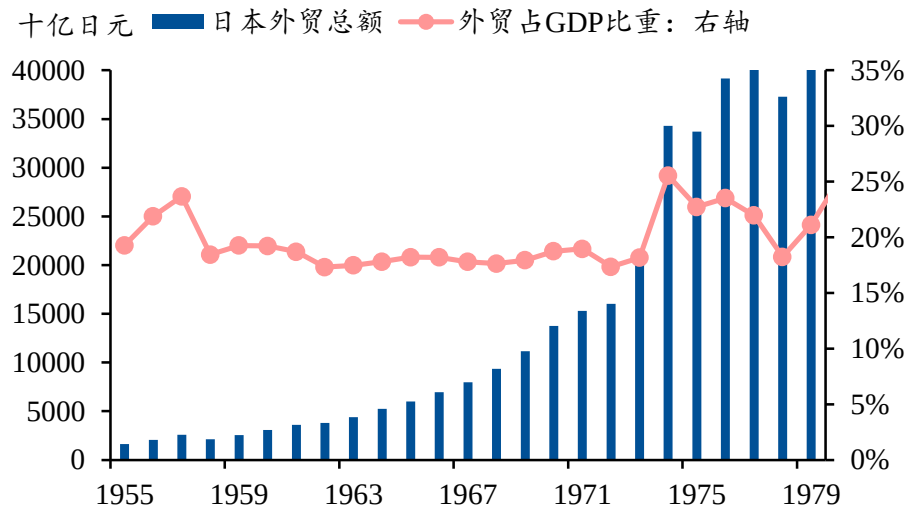
一. 50-70 年代末，日本以外循环为主.....3
（一） 50-70 年代末，日本推行“出口导向型”经济.....3
（二）50-70 年代末，日本内循环也取得重大成果.....4
（三）外循环为主的经济发展模式也带来一定问题.....4
二. 80 年代，日本经济向内循环主导模式转变.....5
（一）美日贸易摩擦是日本经济转型催化剂.....5
（二） 内循环的第一步：减税降费，促进消费.....5
（三） 内循环的第二步：财政扩张，举债发展基建.....5
（四） 内循环的第三步：调整产业结构，发展新型产业.....6
（五） 内循环的第四步：发展中小城市，打造均衡发展.....7
（六） 内循环的第五步：提高工资，增加居民收入.....7
（七） 内循环的第六步：放松金融管制，鼓励消费贷发展.....8
三. 日本发展“内循环”经济的成果与教训.....9
（一）80 年代之后日本从出口导向型经济转变为内需拉动型经济.....9
（二）日本内循环的教训：金融泡沫与债务杠杆.....9
四. 90 年代日本经济切换到“内循环”主导后，大类资产表现.....10
（一）90 年代以来日本消费板块表现极其强劲.....10
（二）90 年代以来日本利率债走出一波长牛.....11
五. 日本“双循环”经济对中国的启示.....12
（一）促进消费最根本的方法是有效提高国民可支配收入.....12
（二）产业转型升级是“双循环”应有之义.....12
风险提示.....12

一. 50-70 年代末，日本以外循环为主

（一） 50-70 年代末，日本推行“出口导向型”经济

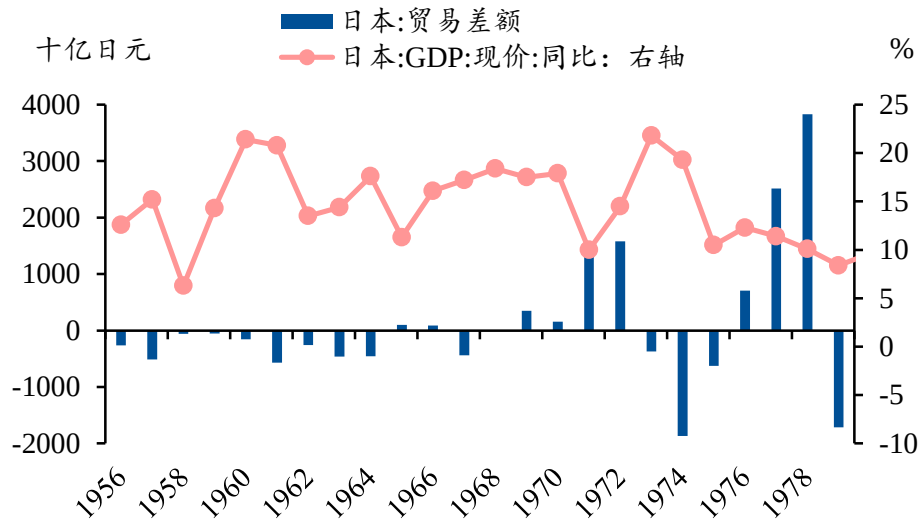
外循环助力战后日本经济快速崛起。二战后，日本经济百废待兴。针对本国资源贫瘠、市场狭小的特点，日本推行“出口导向型”经济，重点发展煤炭、钢铁、造船、汽车的产业，并大量出口纺织等劳动密集型产品，以此来赚取外汇，换取用于本国建设的资金。日本的“出口导向型”政策取得很大成功，日本外贸规模持续增长，外贸也从逆差国变为顺差国。这一时期，日本 GDP 保持年均两位数以上的增速，使其从中低收入国家迈入高收入国家。

图 1：“贸易立国”政策使日本外贸总额大幅增长



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：日本从逆差国变为顺差国，经济高速增长

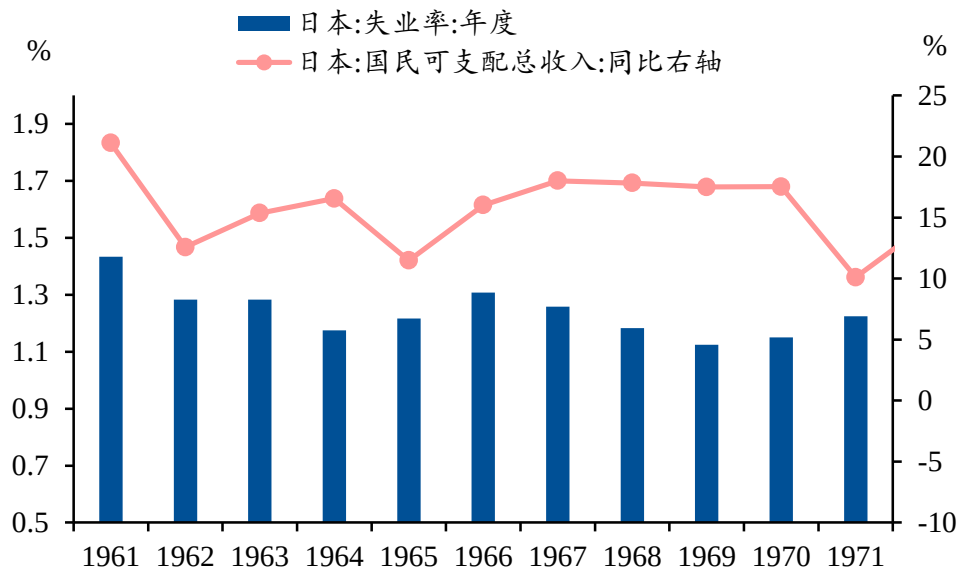


资料来源：wind，民生证券研究院

（二）50-70 年代末，日本内循环也取得重大成果

“国民收入倍增计划”助力日本内循环取得成效。上个世纪 50 年代，日本在经历“神武景气”与“岩户景气”的高速增长期后，经济大幅增长，但也暴露出一系列问题。尽管国民经济高速增长，政府财政收入源源不断，但当时的日本却存在产能过剩、居民收入水平普遍较低、收入差距悬殊、失业率偏高等问题，而且对外贸易依存度过高、产业结构配比不均衡也制约日本经济长期发展。在此背景下，以池田勇人为代表的内阁制定了“国民收入倍增计划”，该计划的核心在于扩大内需，而扩大内需则需要提高公共投资、调节产业结构、降低贫富差距等。为了降低贫富差距，有效提高国民消费水平，日本政府不断提高最低工资标准、完善社会保障、促进中小企业发展、缓解区域不平衡，通过这些手段有效保证低收入人群收入水平快速提高，以释放内需。“国民收入倍增计划”取得良好效果，社会财富增长大部分的蛋糕被国民享受，到了 70 年代，日本出现数量庞大的中产群体，基尼系数和失业率显著下降，内需对经济增长的贡献明显提高。

图 3：60 年代“国民收入倍增计划”使日本人均可支配收入大幅增长



资料来源：wind，民生证券研究院

（三）外循环为主的经济发展模式也带来一定问题

从 50 年代到 70 年代末，依靠外循环为主的经济发展模式使日本经济大幅增长，日本 GDP 总量列居资本主义国家第二，仅次于美国。但这种外循环的发展模式也带来一系列问题：首先，在 1973 年石油危机后由于油价上涨，日本面临原材料价格涨价的问题，这对于出口是一种打击。另一方面，当时的日本经济结构失衡，传统粗放型产业增长难以为继，且会造成环境污染问题。70 年代日本也面临劳动力成本上涨的问题，这不仅削弱了企业竞争力，还使日本面临通胀问题。再次，由于日本长期依靠出口导向型经济，其产品大量出口国外特别是美国，美日之间贸易摩擦越来越频繁，这些都注定了日本出口导向型经济模式难以为继。

二. 80 年代，日本经济向内循环主导模式转变

（一）美日贸易摩擦是日本经济转型催化剂

日本出口导向型经济一度使其能保持较高的经济增速，但这也导致其与美国为主的西方国家贸易摩擦越来越激烈，特别是进入 80 年代后，美国多次在汽车、半导体、电信、金融等领域对日本展开制裁，由于过度依赖美国市场，日本被迫妥协，自愿限制出口，外循环主导的经济模式难以为继。为了应对这一问题，日本经济政策开始从“贸易立国”向“技术立国”转变，经济开始切换到内循环主导。

图 4：80 年代后美日贸易摩擦异常激烈

时期	行业	措施	结果
50年代	纺织	多边与双边贸易谈判，Mills配额法案，232条款	美日纺织品贸易协定
60年代	钢铁	要求自愿限制出口，1977反倾销起诉，301条款	美日钢铁产品协议、自愿限制出口、配额限制、
70年代	彩电	美国国际贸易委员会裁定、反倾销反补贴调查	
80年代	汽车	卡特汽车行业救济政策，要求自愿限制出口、开放市场	美汽车及零部件协议
	半导体	301条款，反倾销诉讼，禁止日资在美投资与并购	日美半导体协议
	电信	301条款，里根特使，系统性全行业的市场开放	系统性全行业市场开放
	全行业	1989国家贸易评估报告，超级301条款，美国国务院、财政部和贸易代表处三个部门为主导进行多个部门谈判	美日结构性障碍协议

资料来源：民生证券研究院整理

（二） 内循环的第一步：减税降费，促进消费

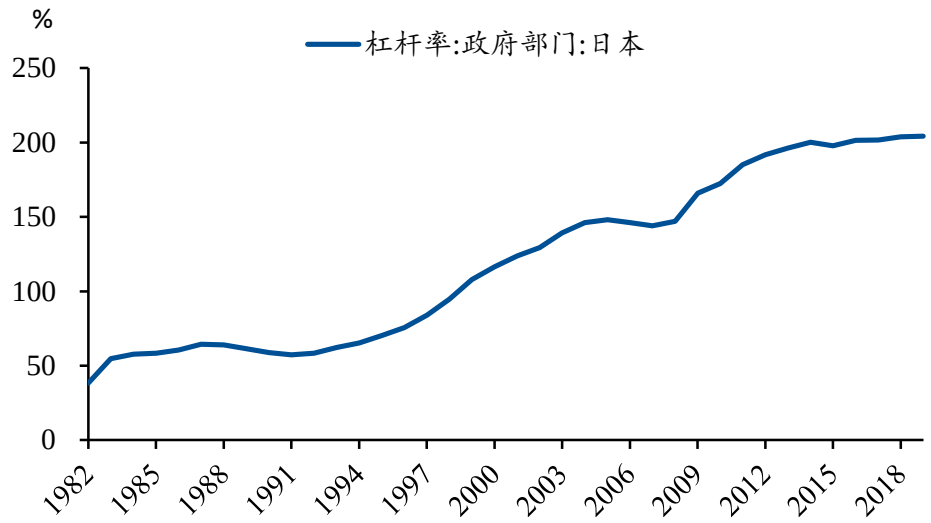
针对日本国内市场狭小的情况，日本通过减税降费来提高国民可支配收入，以达到促进消费的作用。在 80 年代税制改革中，日本个人所得税由原来最高税率 70 % 降至 50 %，税率的档次由 15 个减为 6 个，从 10.5%至 70%改为 10%至 50 %。新设配偶者特别减免 15 万日元，法人税的基本税率由原来的 43. 3% 降至 1987 年度的 42% ， 最终降为 37. 5% ；在利息税方面，从 1987 年 10 月起，原则上废除原来的小额储蓄和邮政储蓄的免税制，其利息所得一律征税 20%。小额储蓄利息收入优惠免税仅限 65 岁以上的老人和母子家庭。贴现金融债贴现国债的税率也由现行的 16% 上升为 18 %。税制改革取得重要成果，1 9 8 7 年日本减税达 1. 5 万亿日元，1988 年减税达 2 万亿日元，这在一定程度上降低了日本居民的储蓄率，鼓励了个人消资，扩大了国内雷求。

（三） 内循环的第二步：财政扩张，举债发展基建

为了应对外部市场可能恶化导致的外需疲软，日本政府大搞扩张性财政政策，以扩大公共投资为核心，共进行了十多轮财政刺激计划。其中改善住宅和生活环境是日本公共事

业投资主要项目，特别是公共住宅项目（相当于保障房），单 1987 年日本就新建住宅共 165 万套，1988 年新建住宅 140 万套，创历史记录。公共投资的高增长带动了日本企业的设备投资发展，对扩大内需起到很大作用。为了保障财政扩张的资金，日本政府多次提高财政预算，并通过发行巨额国债来支持财政扩张。

图 5：日本政府通过举债来实行财政扩张政策

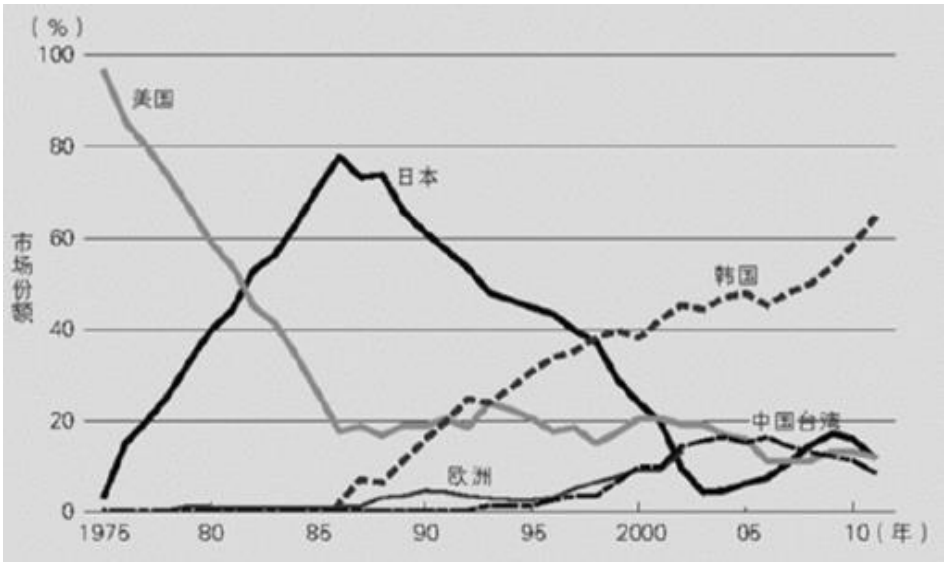


资料来源：wind，民生证券研究院

（四） 内循环的第三步：调整产业结构，发展新型产业

80 年代，日本积极推进产业转型升级。首先，缩减石油、钢铁、造船等部门的规模，缩减的规模约达 20 %，其压缩的人力和资金都投入到新型产业。其次，积极扶持电子通讯、计算机、服务、新材料、生物工程、航天等产业，以扩大日本内需。80 年代以来日本有不少企业纷纷由其它产业投入这些新产业。为保障产业结构调整，日本大力支持教育科研工作，具体包括：1、对重点产业实行特别技术引进政策；2、大力鼓励民间研究机构进行自主研发；3、政府出巨资设立发明奖、科技立功奖，对科研人员实行奖励。在这些政策的保障下，日本经济逐渐由传统制造业切换至中高端制造业，产业附加值不断上升，使其成为全球产业链中不可或缺的一环。

图 6：80 年代日本半导体产业产值一度占全球一半以上



资料来源：经济产业省，民生证券研究院

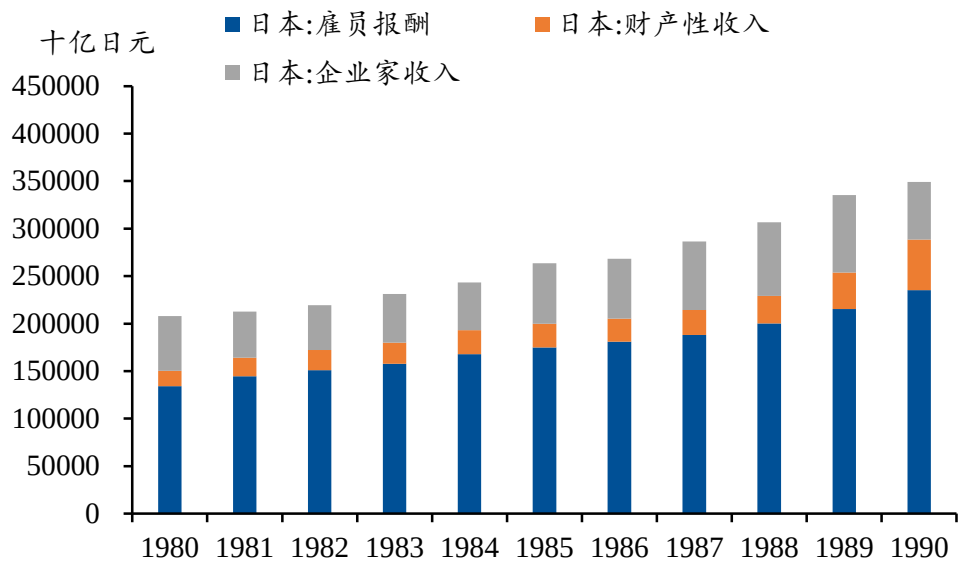
（五） 内循环的第四步：发展中小城市，打造均衡发展

80 年代，为了克服日本区域发展不均衡，东京与地方城市经济发展不平衡的问题。日本加快疏散东京多余产业，将东京的中心城市功能释放到各地。一方面是发展包括东京、大阪等以大城市为核心的都市带，拉动了东京周围城市的发展。另一方面是大力发展中小城市和农村工业，扩大这些区域产业经营能力和范围。在区域均衡方面，日本一度做得很好，最富裕的东京和最不富裕的冲绳，人均 GDP 差距不超过一倍，这就为日本内需释放奠定基础。

（六） 内循环的第五步：提高工资，增加居民收入

为了保障国民收入增长，日本不断提高最低工资，增加薪资占国民总收入比重。80 年代日本薪资增速长期高于 GDP 增速，大部分国民充分享受到了社会蛋糕做大带来的好处。除了薪资外，日本还注重提高社会保障，提高养老保险和失业保险，让国民敢于放心花钱。日本也增加了国民年休假时间，推广带薪休假制度，发展旅游、餐饮、休闲等产业，这就使日本国民有更多的时间用于消费，商店和百货店销售额均有明显增长。

图 7：80 年代日本薪资收入占国民收入大部分比重



资料来源：wind，民生证券研究院

（七） 内循环的第六步：放松金融管制，鼓励消费贷发展

为了释放内需，提高消费，日本也逐步放松了金融管制。一方面是推行利率市场化，允许银行自主决定利率，这样一来是降低了企业的借贷成本，使企业有更多动力进行投资和生产；二来是降低了居民的储蓄意愿，使居民储蓄转换为投资和消费。另一方面日本也减少了对金融机构的管制，使其交易更加便利。80 年代日本可转让大额存单市场和离岸美元拆借市场都异常发达，为金融市场提供流动性。值得一提的是，这一时期日本的住房金融和汽车金融都蓬勃发展，居民贷款迅速增加。

三. 日本发展“内循环”经济的成果与教训

（一）80 年代之后日本从出口导向型经济转变为内需拉动型经济

80 年代日本“内循环”经济取得良好效果，日本经济发展模式逐渐由出口导向型切换为内需拉动型。日本经济社会也出现几大变化，首先是随着人民省会水平提高，人们日益追求多样化和娱乐性强的生活，餐饮、旅游、文娱、医疗等行业迅速发展。其次是日本社会信息化程度越来越高，电子产品普及度越来越高，办公领域和生产领域也越来越依赖信息化和自动化，尖端技术和新材料渗透到日常生活用品中。而且消费下沉也取得良好效果，日本中小城市和农村消费品质均有明显提升。日本内需的提高也体现在进口上，从 80 年代后期开始，日本进口规模逐渐提升，不仅如此，日本进口结构也发生改变，像纺织品和一些工业制成品的进口量也在提升，日本还加大对中国的进口，使日本本国不用再大量生产一些劳动密集型商品，这就解放了劳动力。

（二）日本内循环的教训：金融泡沫与债务杠杆

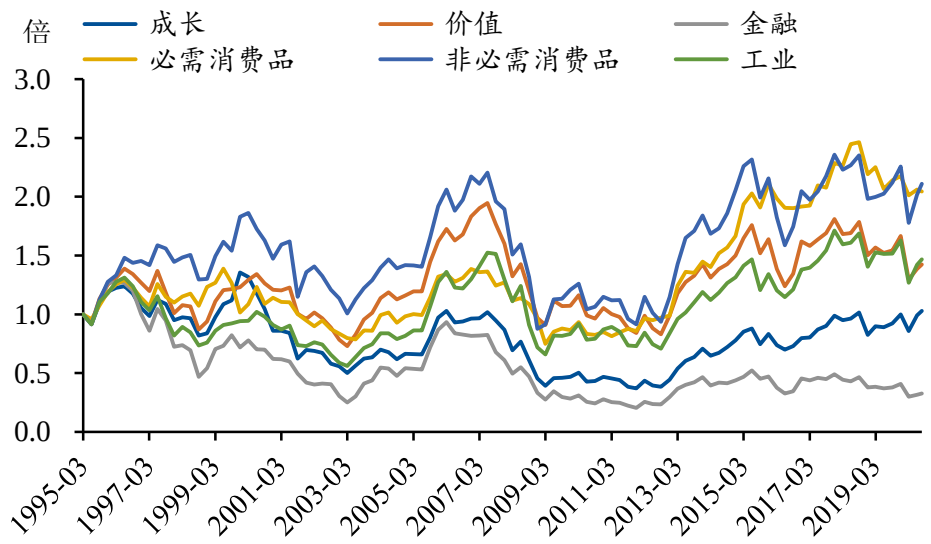
80 年代日本为了刺激消费，大幅降低基准利率，日本央行贴现率从 1980 年的 9.0%下降至 1987 年的 2.5%，大幅降息并未有效地起到刺激消费作用，其中一部分流入奢侈品领域，对实体经济拉动有限。货币宽松也加剧了日本的金融泡沫，这最终体现在日本的楼市和股市方面，这反而对实体的融资需求造成挤出效应。而财政过度宽松导致政府背了很多债务，80 年代日本修了很多基建，其中一部分是偏远地带的港口、公路等，这些项目收益率较低，长期来看入不敷出，加剧了日本的财政困难，使其成为世界上政府杠杆最高的大型经济体。

四.90 年代日本经济切换到“内循环”主导后，大类资产表现

（一）90 年代以来日本消费板块表现极其强劲

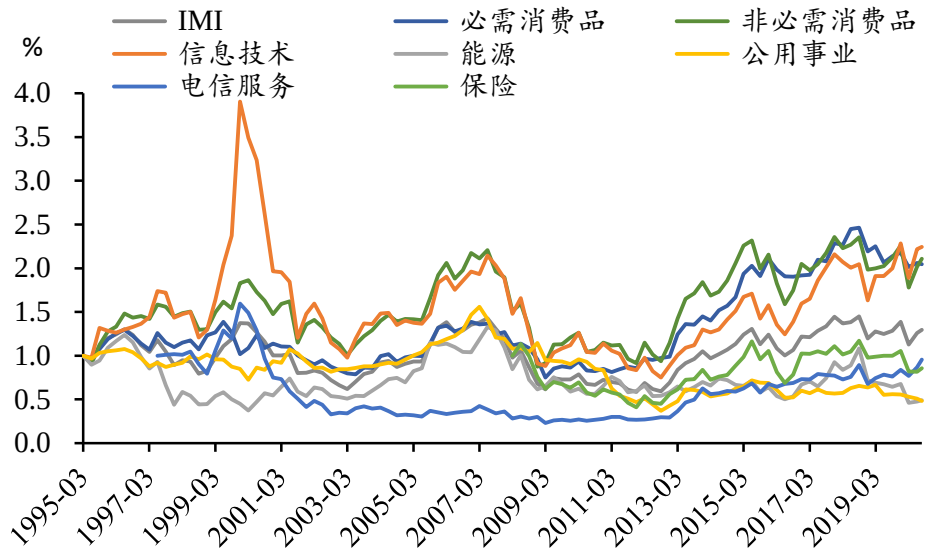
日本在 80 年代开始经济转型，从“贸易立国”的出口导向型经济转变为“技术立国”的内需拉动型经济，取得重大成果。尽管 80 年代末 90 年代初日本经历了股市和楼市的估值泡沫，之后陷入“失去的二十年”。但日本消费行业表现极其强劲，一方面是消费对经济增长的贡献越来越高，另一方面是消费升级导致消费种类和品质也越来越高端化。在股市上，日经消费板块表现最为良好，无论是必须消费品板块还是非必需消费品板块，表现长期好于大盘走势。

图 8：“内循环”主导经济后日本股市中消费板块表现最好



资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：与其他细分行业比，消费表现仍占优势



资料来源：wind，民生证券研究院

（二）90 年代以来日本利率债走出一波长牛

“内循环”主导意味着经济增长从投资切换到消费，从出口切换到内需，从资金密集型产业到技术密集型产业。大量资金从传统行业流入新兴产业和消费行业，这就是日本的资金利用效率提高，无风险利率下降。日本利率债迎来一波超级牛市，尽管在此期间日本政府大量发行债务，但并没有显著推高利率，日本十年期国债收益率从 90 年代初的 8%左右下降至近几年的负利率。

图 10：“内循环”主导经济后日本股市中消费板块表现最好



资料来源：wind，民生证券研究院

五. 日本“双循环”经济对中国的启示

（一）促进消费最根本的方法是有效提高国民可支配收入

过去一直强调刺激消费，但如果刺激消费仅靠一时的政策是难以持久的。要想真正促进消费，一方面要大力提高国民可支配收入，另一方面要减少收入差距，提高财富分配效率。参考日本的经验，这一方面要提高薪资收入占总收入比重，另一方面也要大力发展中小城市和农村经济，减小区域经济发展不平衡的问题。还应该提高社会保障，并针对性的减税降费，使国民真正敢于消费。

（二）产业转型升级是“双循环”应有之义

日本在战后依靠出口导向型经济一度实现了经济高增长，但到了 80 年代这种发展模式难以为继，一方面是这会消耗大量资源，造成资金浪费；另一方面过度依赖出口也造成美日之间越来越严重的贸易摩擦。在这种背景下，日本果断进行产业转型升级，产业附加值明显提升，淘汰了很多高污染、高耗能的传统产业，使日本在人口老龄化之前成为高收入国家。未来我国应当大力发展以“中国制造 2025”为主的高端制造业，特别是半导体产业，以尽早实现芯片行业进口替代，使中国制造变为中国智造。

参考文献：

[1] 刘昌黎：《现代日本经济概论》

[2] 任景波：《日本经济战略转型与对策》

[3] 野口悠纪雄：《战后日本经济史》

[4] 严学旺：《日本经济转轨成功——实现由出口主导向内需主导的转变》

[5] 喻卫斌：《90 年代以来日本扩大内需的政策及其启示》

[6] 蒲卫晖：《德国、日本扩大内需的措施及其借鉴》

[7] 高桥毅夫：《日本经济新二重结构论——重视潜在增长力及内需扩大》

[8] 陆岷峰：《构建新发展格局：经济内循环的概念、特质、发展难点及实现路径》

[9] 张宇：《日本对外经济贸易发展趋势及其对中日经贸关系的影响》

[10] 浜野洁：《日本经济史》

风险提示

中美关系恶化、国民收入增长不及预期、基尼系数加大等。

插图目录

图 1：“贸易立国”政策使日本外贸总额大幅增长 3
图 2：日本从逆差国变为顺差国，经济高速增长 3
图 3：60 年代“国民收入倍增计划”使日本人均可支配收入大幅增长 4
图 4：80 年代后美日贸易摩擦异常激烈 5
图 5：日本政府通过举债来实行财政扩张政策 6
图 6：80 年代日本半导体产业产值一度占全球一半以上 7
图 7：80 年代日本薪资收入占国民收入大部分比重 8
图 8：“内循环”主导经济后日本股市中消费板块表现最好 10
图 9：与其他细分行业比，消费表现仍占优势 11
图 10：“内循环”主导经济后日本股市中消费板块表现最好 11

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观固收组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。