

# 中国经济面临“日本化”可能性

花旗分析师团队宣称，今天的中国看起来与 20 年前的日本“惊人地相似”。该行的报告特别警告了中国银行体系存在的潜在风险。



在接下来几个月里，日本将迎来一系列它很可能宁愿忘记的周年纪念日。但中国领导层留意这些日期——由房地产泡沫启动计时器的定时炸弹最终爆炸——可能是明智的。

因为一些人会认为，当今是明显带有历史回声的时代。新的研究似乎表明，如果不小心，中国可能会迎来新一波“日本化”。

2003 年时，日本再也无法自欺欺人地认为形势一派大好。上世纪 90

年代时，该国已偏离了一度貌似它有超越美国的轨道。此后，日本对其在 80 年代虚荣岁月累积的不良贷款处理不当，从而终结了有关该国可以轻松复苏的想法。

东京方面在之前三年鼓励的大规模银行合并，不足以掩盖一系列环环相扣的未解决危机。2003 年 3 月，三井住友金融集团(SMFG)面对巨额亏损，在恐慌之中与一家子公司进行了反向并购。4 月，关于日本最大银行之一 Resona 摇摇欲坠的首批迹象开始浮出水面。到了 5 月，纳税人通过一项 170 亿美元的国有化计划拯救了该行。那年晚些时候，警报声再度响起，曾经是顶级地方银行的足利银行(Ashikaga)破产了。所有这些事件都属于延迟引爆的爆炸，而如果早点让这些爆炸发生，它们造成的损害可能会小得多。

就像花旗集团(Citigroup)的一个分析师团队近日宣称的那样，问题在于今天的中国看起来与后房地产泡沫时代的日本“惊人地相似”。两个国家各自的人口结构(与多年前的日本一样，中国人口现在在减少)提醒人们，1990 年之后，日本的房价指数随着 35 至 54 岁人口的减少而下降。花旗的报告特别警告了中国银行体系存在的潜在风险。

花旗识别了几个相似的领域。两国都通过投资于基础设施和鼓励出口，进入国内生产总值(GDP)持续强劲增长的阶段(日本的这一阶段始于战后时代，而中国始于 2001 年加入世界贸易组织(WTO)后)。根据

世界银行(World Bank)的数据, 2010 年至 2020 年间, 资本形成占中国 GDP 增长的平均比例为 43%。1990 年泡沫破裂时, 日本的资本形成比例约为 36%, 已经被认为非常高。

日本和中国也以类似的方式为经济增长提供资金。日本的泡沫时代是由商业银行提供的间接融资助推的, 这些银行在当局的鼓励下向受青睐的产业提供软贷款。花旗集团称, 类似地, 中国已经形成了一个主要依赖间接融资的金融体系。除了中国人民银行(PBoC)可用的工具外, 政府可以通过一系列机制指导商业银行的贷款活动。

1987 年至 1989 年的日本房地产和股市泡沫在当局出台意在促进内需的宽松政策后膨胀最快。借贷急剧扩大, 流动性流入股票和房地产, 直到对企业而言, 金融投机变得比实际经营企业更有利可图。

几十年后, 中国也允许实体经济与金融体系脱钩。花旗估计, 中国明显起泡的房地产市场到 2020 年已达到 65 万亿美元, 超过美国、欧盟和日本房地产市场的总和。到 2021 年, 与房地产相关的贷款和信贷占中国银行体系总资产的 41%。在这两个国家, 庞大的影子银行市场都加速了房地产泡沫的形成。影子银行市场经过演变, 规避了国家施加的放贷限制和其他限制。

花旗分析师甚至看出两国的对美关系存在相似之处。随着日本贸易顺

差激增,与美国之间的竞争摩擦在 80 年代升级为一场全面的贸易战,其核心是技术、知识产权和安全担忧。近期美国寻求限制非美国人获取先进技术的立法和其他措施,就与当年存在相似之处。

这些相似之处可能并不完全等同,但它们的总体效果可能等同。20 年前,日本刚刚触及泡沫后经济下滑的谷底。僵尸企业债务霸占了捉襟见肘的金融机构的资产负债表,企业和家庭处于长期去杠杆阶段,利率被保持在低位。花旗总结称,世人将见证中国特色的“日本化”,而投资者应该关注的风险存在于银行体系中。