

经济转型期的日本与韩国：人口、资本与股市

宏观研究报告

宏观分析师：袁野

电话：15810801367

Email: yuanye@tpyzq.com

执业资格证书编码：S119051902000

2. 《中美贸易战：从宏观到行业的影响分析》—2018/03/27
3. 《本轮欧美经济同步复苏的逻辑：警惕再度出现的分化》—2018/05/28
4. 《3200条“推特”分析：读懂特朗普的政治手腕》—2018/06/04
5. 《中国财政政策手册：详解中央与地方的收支博弈》—2018/07/05
6. 《房产税究竟合适推出？》—2018/07/27
7. 《特朗普加征2000亿产品关税对美国通胀的影响》—2018/08/02
8. 《从省级到市级的地方政府隐性债务测算》—2018/08/29
10. 《2019年中国减税规模测算与分析》—2018/11/07
11. 《40年的改革开放，40年的思潮激扬——效率与公平的再出发》—2018/12/13
12. 《农村“三块地”改革释放的消费潜力》—2019/01/07
13. 《从“黄马甲”运动看法国、意大利的经济困境》—2019/01/31

核心观点：

1、在人口结构迅速恶化的背景下，中国实际GDP相对潜在GDP可能仍有1个百分点的下行空间，经济下行压力依然很大。

2、经济增速下滑背景下，产业从劳动、资本密集型逐渐转向技术、知识密集型。以日本为例：劳动密集型和能源消耗量大的行业，例如纺织品、石油焦炭和炼油、钢铁、木材及木制品行业，1990年的产值相较于1970年下降了30%-60%不等。通用机械、电气机械、精密仪器等技术和知识密集型行业的产值都有不同程度上升。重工业为代表的数量型经济增长宣告结束，产量不再是经济增长的目标；精细化需求和研发型产业成为发展的重点。

3、综合各国资本市场走势来看，人口红利拐点出现后，资本推动经济的过渡阶段，股市往往会出现资金推动的牛市。在债务开始出清到出清结束，资本市场通常表现平淡。直到经济转型成果初现，市场的长期涨势即所谓的“慢牛”将逐步构建。

风险提示：中美贸易争端恶化、处置地方债务带来的经济超预期下滑。

目录

一、经济增长三要素	1
1. 劳动力要素	2
2. 资本要素	3
3. 应对经济下滑的政策反应	4
4. 全要素生产率的变化	4
(1) 日本转型思路	5
(2) 韩国转型思路	5
二、危机中债务的被动湮灭有助于经济转型	7
三、经济“三要素”的变化在资本市场中的反映	8
四、中国目前处在什么阶段	9

图表目录

图 1: GDP 同比增速（五年移动平均）	2
图 2: 15-64 岁人口占比	3
图 3: 劳动力成本	3
图 4: GDP 同比增速（五年移动平均）	3
图 5: 日本工业生产指数	5
图 6: 日本 1990 年相对 1970 年各行业产值增速	5
图 7: 不同产业对韩国实际 GDP 同比增长的拉动	6
图 8: 经济结构转型期股市的变化	9
图 9: 中国非金融部门债务占 GDP 比重	9
图 10: 中国全要素生产率	9

1998年亚洲金融危机后，中国经济增速开始进入快速爬坡阶段。行至2007年，实际GDP增速取得14.2%的阶段高点，而后在08年经济危机的影响下失速。为稳定经济增长，曾一度祭出财政、货币超宽松政策，拉动经济增速回升至2010年的10.6%。之后伴随对宏观经济政策的重新认识，中国结束了高速增长阶段。2014年5月，经济“新常态”提出，中国经济开始了漫长的寻底过程。通过对中国潜在GDP的测算，目前可能仍有0.5-1个百分点的下行空间，经济下行压力依然很大。我们应该采取何种对策平稳度过这个经济增速放缓的关键时期？未来又该如何跨过所谓的“中等收入”陷阱，重新获得经济的自发动能？在寻底与重拾增长两个阶段如何配置资产？是我们亟待考量的问题。本篇报告选取亚洲可类比的国家和地区，考察其发展过程中经历的高速增长与增速放缓阶段，客观的从劳动、资本和技术三要素的角度寻找经济增长是否存在相似趋势，且三要素阶次对经济增长贡献率发生变化时，资本市场会如何反应。

一、经济增长三要素

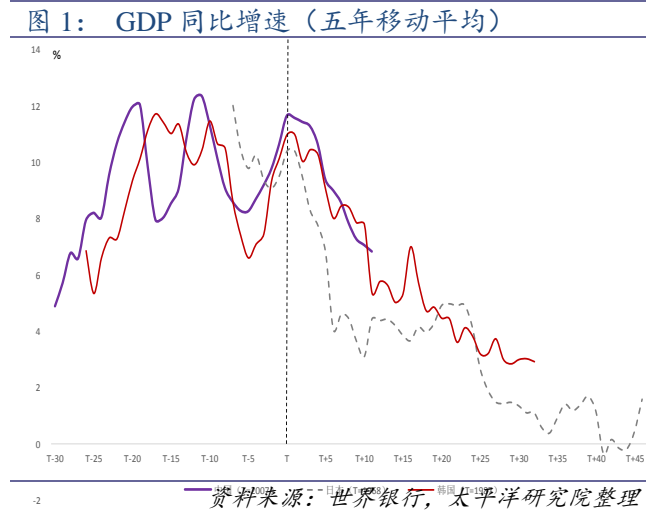
从宏观角度看，经济增长归根结底取决于两个条件：一是劳动力、资本等实体要素充足的存量丰富；二是科学技术这一渗透性要素的极大进步。在发展初期，丰富的劳动力资源带来的成本优势，能够保证较快的财富积累，进而带动经济增长高速增长，更进一步增加对劳动力的需求。此一良性循环，同时也增加了对资本要素的合理需求。但若人口红利期结束，人口老龄化问题会从多个方面制约经济增长：首先老龄化社会会加大劳动力负担，增加社会保障成本；其次，青壮年劳动力所占人口比例的下降，不仅会减少劳动力要素供给，也会使得资本投入放缓，从而影响资本要素的积累；最后青壮年和老年人不同的储蓄偏好也通过社会储蓄水平影响资本要素的供给量。

单位劳动资本投入期初虽会提升生产力水平，但在人口红利结束，资本投入过量化后，又会带来边际投资收益递减。此时全要素生产率将成为拉动经济增长的主要要素。技术的进步可以提高要素质量、提升生产效率，同时引起其他要素边际产量递增，以拉动经济增长。

我们选取日本、韩国的GDP增速作对比，判断经济增速高点前后一段时间内，人口、资本和技术三要素是否会经历共性的变动。

七十年代初期，由于日本内部人口红利的减少和外部石油危机的冲击，日本经济增速明显下了一个台阶，1950-1973年间日本GDP年均增长超过9%，对比之下1974-1991

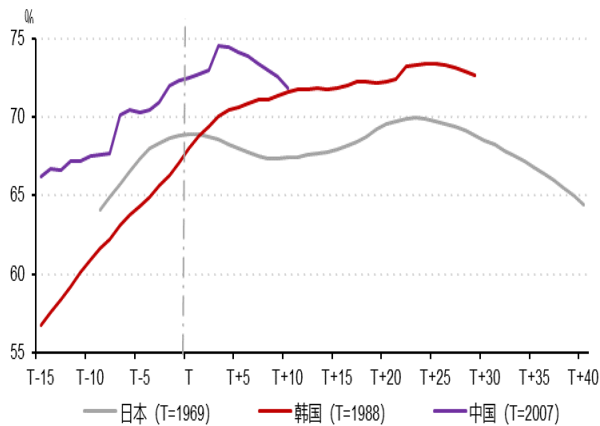
年间不到 4%。20 世纪 80 年代后期，韩国 GDP 增速开始放缓，以 1988 年为当时 GDP 增速的高点，随后逐渐回落至 3%-5% 的区间，但并未像日本一样出现“断崖式”下跌。



1. 劳动力要素

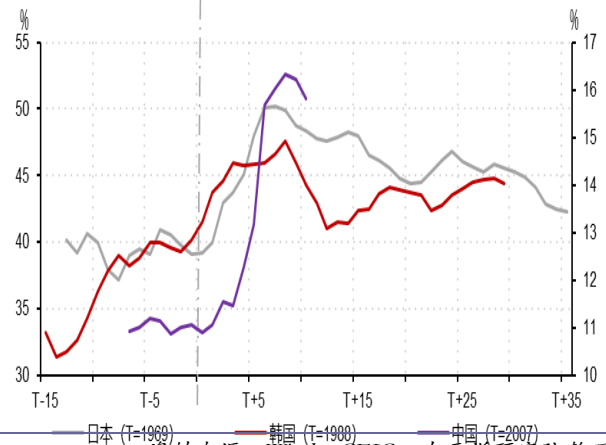
经济增速放缓时，各国劳动力要素增速开始同步放缓。一般而言，可以从劳动力人口的结构和劳动力成本两方面阐述经济增速放缓时期人口红利的变化。T=0 时期为各国经济增速最高点，以 15 至 64 岁的劳动力人口占总人口数量变化衡量劳动力人口结构变化，T=0 时期后 20 年间，日本、韩国的劳动力人口占比的强劲增长趋势开始放缓。此后劳动力占总人口比重开始下降，人口老龄化趋势加重。除了劳动力占比减少外，以劳动报酬占 GDP 的比重衡量的各国劳动力成本也有较为相似的趋势。随着经济增速的放缓，T=0 期后 10 年内，劳动力成本呈上升趋势，但 10 年后，劳动力成本开始下降。下降原因主要是各国及地区均采取了两方面的措施，一是劳动密集型产业部分向外转移，国内向资本及技术密集型产业转型。二是人才引进政策。80 年代以后，日本劳动力短缺问题突出，日本政府采取了短期劳动力迁移政策的折中方案。一方面招收海外日本后裔回国工作。另一方面日本“移民控制法”增设“培训人员”身份，“培训人员”工作最长时间为 2 年。但外来移民并未根本上解决刘易斯拐点的问题。以劳动参与率衡量劳动者就业的意愿，随着劳动力成本的下降，日本劳动者就业意愿一直维持较低水平，韩国劳动参与率也终止了前期增长趋势。

图 2: 15-64 岁人口占比



资料来源: Wind, CEIC, 太平洋研究院整理

图 3: 劳动力成本



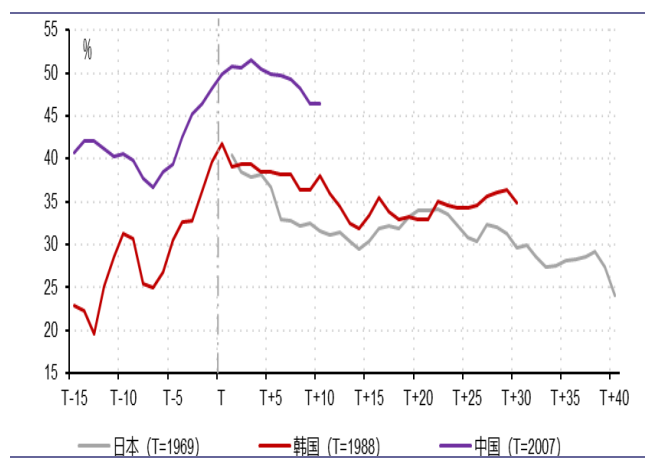
资料来源: Wind, CEIC, 太平洋研究院整理

2. 资本要素

在经济的良性循环期，一国经济的高速发展需要较高投资增速以扩张资本存量。或通过提高国民储蓄完成内部资本供给，或通过举借外债进行外部资本补充。与我国发展情况相似的经济体，基本上都是出口导向型。贸易顺差决定了国内投资主要依赖国内资本供给。资本供给可以用国内储蓄率这一指标衡量。

国民储蓄率与经济增速保持同步变化趋势，经济增速放缓期，日本、韩国储蓄率有相同下滑趋势。较高的储蓄率水平意味着充足的内部资本供给，可看作一国债务杠杆的“资本金”，对于确保债务稳定、维护债务安全至关重要。而在经济增速下行阶段，首先，人口拐点到来，经济负担加重，经济剩余比例减小。其次，劳动者家庭资本收入增长，需求的内生动力增强，导致居民储蓄倾向下降。第三，国家经济重心开始由投资转向消费，有效供给增加。信用体系逐步健全，政策等外生动力刺激内需发力。储蓄率的自然下降，伴随为稳定经济而实施的宽松经济政策，最终导致债务杠杆高企，风险压力渐增。

图 4: GDP 同比增速 (五年移动平均)



资料来源：世界银行，太平洋研究院整理

3. 应对经济下滑的政策反应

人口结构和劳动力成本在短期内难以改变的情况下，为了稳定经济增长，各国试图通过调整货币政策及财政政策以增加资本要素存量的方式稳定经济增长。结果往往是边际资本收益的下滑以及债务规模的快速增长。

日本自 70 年代开始采用稳健偏紧的货币政策，为了应对石油危机爆发导致的物价水平大幅上升，日本短期贷款利率在 70-90 年代维持在 5%至 9%的水平。同时，为应对经济停滞，采取扩张性的财政政策，大量发行国债，扩大政府投资。80 年代末，日本抑制恶性通胀问题后开始实施宽松的货币政策促进经济增长，贷款利率大幅下降至 1%左右。

韩国实施了宽松的货币政策，自 80 年代中后期起，为刺激经济进一步回升，韩国央行贴现率不断降低，以维持经济增长和适度通胀为目标做货币政策调整。90 年代起，韩国中央银行开始逐渐减少直接干预，而以市场调节为主。90 年代，韩国开始了金融体制改革时期，逐步放松利率管制和外汇管制，使其金融市场逐渐自由化和市场化。

从日韩经济增长经验观察，人口红利拐点决定了经济的长期拐点。本质上它代表着劳动密集型经济高速发展模式的结束，仅靠宽松政策企图达到维稳经济的目的，只能是短期策略，会出现无效债务的积累，提高全国经济各部门的杠杆水平，为经济转型带来较大的阻力。从各国过往经历看，经济高速增长拐点后，资本投资对 GDP 的拉动均出现了长期的下滑。而杠杆水平在经济高速增长拐点后均出现了持续上行。

4. 全要素生产率的变化

各国所实施的宽松的货币政策为市场注入了大量流动性，但经济并未因资本扩张而

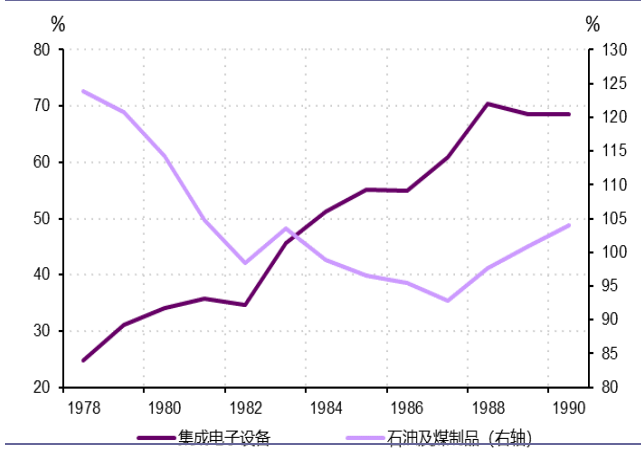
企稳，增速下滑趋势仍在继续，各国进而开始转向追逐全要素生产率，即转变经济发展方式，寻求产业升级、结构转型。

(1) 日本转型思路

上世纪 70 年代，受到石油危机所带来的巨大冲击影响，日本政府出台了相关政策，优化产业结构，以减少对石油等能源的依赖。日本政府提出大力节能，减少对能源的依赖程度，并大力发展耗能少的产业。具体来看，工业产业中，石油及煤制品行业生产指数由 120 点跌至 70 点左右，集成电子设备等技术密集型产业的生产指数则持续增长，由 20 点增至最高 100 点。

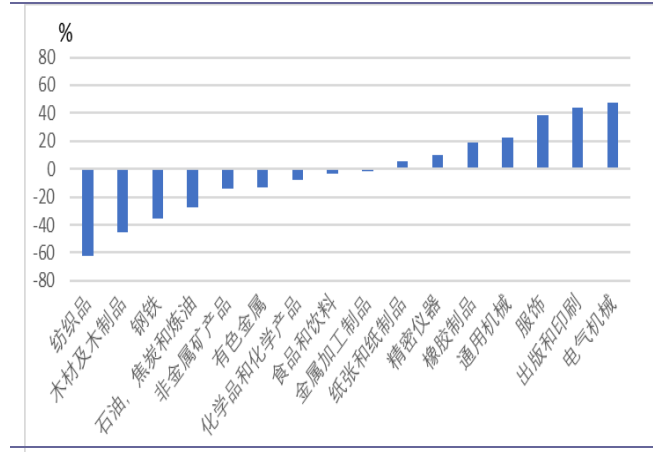
经济增速下滑背景下，日本产业从劳动、资本密集型逐渐转向技术、知识密集型，计划优先发展的工业机器人等高尖端产业。我们对比 1990 年和 1970 年经济增速高点时制造业中具体行业的产值，以各行业的产值增速衡量经济下滑期行业制造业发展情况。劳动密集型和能源消耗量大的行业，例如纺织品、石油焦炭和炼油、钢铁、木材及木制品行业，1990 年的产值相较于 1970 年下降了 30%-60% 不等。而通用机械、电气机械、精密仪器等技术和知识密集型行业的产值都有不同程度上升。重工业为代表的数量型经济增长宣告结束，产量不再是经济增长的目标；精细化需求和研发型产业成为发展的重点。

图 5：日本工业生产指数



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 6：日本 1990 年相对 1970 年各行业产值增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(2) 韩国转型思路

韩国在产业升级过程中，顺应产业自身发展的规律，不同阶段引导不同主导产业的发展，且主导产业间存在着紧密的联系，能够使得韩国传统产业退出过程和高新技术产

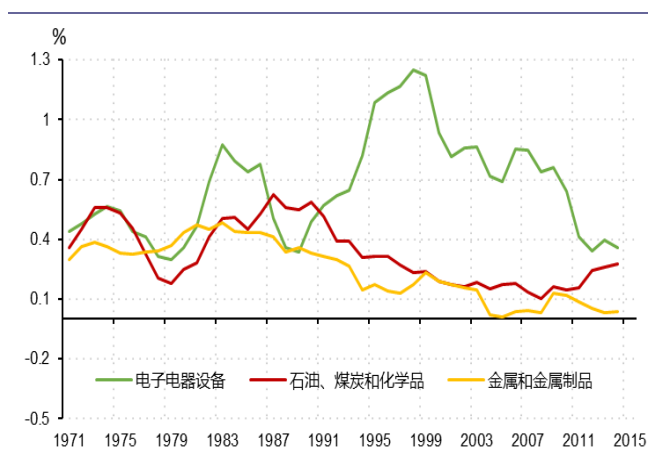
业发展过程有序进行，源源不断地为经济增长注入新的动能。

韩国出台了一系列支持结构转型升级的产业政策，引导传统的劳动和资本密集型产业，逐渐向技术和创新驱动型产业转型。为此韩国颁布了一系列以半导体等电子产业为主导的产业升级政策，配套发布《半导体芯片保护法》以保护韩国半导体芯片产业的发展。《科学技术振兴法》的提出也鼓励科学技术信息的普及，鼓励全民参与科技创新的浪潮，为大力发展创新驱动行业做准备。

韩国最为成功的转型是进军全球面板及内存领域。从1991年到1996年，日本在全球液晶面板产业的份额占比高达90%--94%以上。伴随着液晶面板产业的崛起，日本形成了平板制造供应链中完整的上下游配套体系。1990年代中期，韩国的面板企业才开始正式入场，有鉴于韩国一直努力攻克的存储芯片技术，三星和LG在1995年即实现了液晶面板的大规模量产。1997年亚洲金融危机爆发后，全球面板市场再次低迷，日本厂商虽然占据绝对垄断地位，但大多面临亏损的窘境。在这种情况下，三星电子和LG却再一次采取了反周期的投资战略，果断投入数十亿美元，继续建设大尺寸液晶面板生产线，如此高的投资强度，让日本的企业也望尘莫及，进而导致日本转而开始投向更为未来的机器人领域。韩国面板及存储芯片2011年最高时曾达到50%及80%的全球市占率，至今仍稳坐全球市占率第一。从而带动韩国成为全球出口贸易的“金丝雀”。

同时，韩国政府逐年增加研发支出和公共教育支出，减少对外部引进技术的依赖，在较完备的工业基础上，鼓励技术密集型和创新驱动型先进制造业发展，以实现产业稳步的更新换代、结构优化。伴随教育和科研投入增长，韩国自主创新增长能力明显提升，自90年代开始，国内申请PCT专利（Patent Cooperation Treaty）数量大幅提升，如今总量已超过17000，其中韩国的主导行业电气工程的PCT专利数量超过5600件。

图7：不同产业对韩国实际GDP同比增长的拉动



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

二、危机中债务的被动湮灭有助于经济转型

劳动力存量在短期内相对固定，储蓄率同步下行进一步抑制了资本存量累积。而通过发展技术要素推动经济增长需要一个长期积累过程。

经济下行初期，大多数经济体都依赖债务扩张来支撑经济高速增长。然而，依靠债务扩张并未带来经济的起底回升，反而绑架了货币政策，导致金融资源配置效率下降，难以向处于初创期的高新技术产业提供资金。金融危机的强行介入，被动导致债务出清。虽然短期经济难以承受，但有助于金融资源打破常规，重新配置。

日本战后经历了两轮危机——债务被动湮灭过程。日本依托重化工业等传统产业，在 1955 年至 1973 年间保持了近 20 年的高速增长，年均增长率达到 9.25%，同时资本也经历着高速增长阶段，非金融企业部门杠杆率在 1973 年达到阶段性高点 143.8%。1970 年代，全球石油危机带来油价大幅波动，日本作为贸易结构相对单一、石油进口占比较高的生产型经济体，受到较大冲击。日本 GDP 平均增速降至 4%，而私人非金融部门杠杆率在短期内有小幅下降，下调至 1975 年 134% 的水平。第二轮债务被动去化则在亚洲金融危机后，1995 年日本非金融企业部门杠杆率再次攀上 218.2 的高点，之后被政府部门债务高企所置换。但 90 年代的这场危机没有让日本 GDP 增速和日经 225 指数从中恢复，而让日本经济陷入低迷在于自 1983 年后，日本全要素生产率最高仅有 1.48%，且呈现相对下滑的趋势。全要素生产率增速下降抑制了潜在产出的增长，企业技术水平发展速度放缓，长期来看，很大程度上是日本经济长期萧条的主要原因。

韩国在经历 1997 年亚洲金融危机后三年中,非金融部门杠杆率自 171.5 下降至 151.6。1998 年韩国的 GDP 增速减为负数,但在接下来的两年间经济快速恢复,2000 年增速重回两位数增长。在资本市场上,韩国综合指数自 1997 年下跌了近 50%后,于 1999 年再次回升至危机前的水平。

当各国债务在危机爆发中被动湮灭后,金融资源效率得到了提升,在合适的结构优化政策的引导下,有助于完成经济快速转型。

三、经济“三要素”的变化在资本市场中的反映

首先,对比各国和地区人口红利出现前后资本市场的变化。当劳动力要素拉动经济增长时,资本市场反应不明显,随着经济增长而维持较为平稳的上升趋势。当人口红利消失,经济转而由资本存量拉动时,资本市场波动明显,各国股市开始出现大起大落的现象。

其次,随着债务的不断积累,日本在危机爆发前保持强劲的增长势头。而韩国则在经历了前期股票市场资产泡沫的冲击后,维持在一个较为稳定的水平,没有明显的增长趋势。

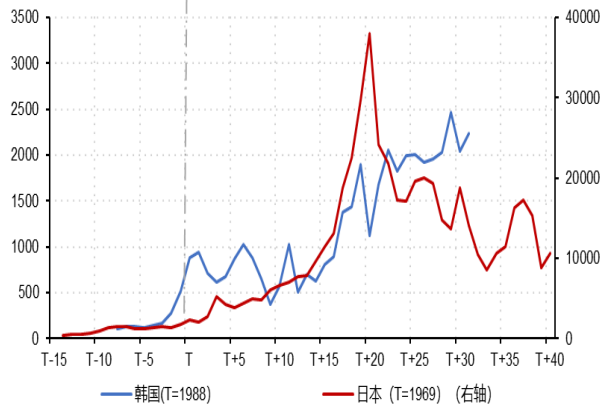
第三,由于经济转型过程是一个长期积累的过程,因此我们对比各国资本市场长期发展趋势,来看经济转型过程中资本市场会发生怎样的变化。

韩国经济主要向中高端制造业转型。转型前期,部分技术密集型先进制造业培育较快,在电子、通信等产业上有明显体现;转型后期,通过加大研发和教育力度,培养创新型人才,培育创新驱动性产业。韩国股票市场整体呈现震荡上升趋势,自 1988 年经济增速拐点起至 2018 年增长 320%。日本从 1970 年代开始进行产业结构的转型升级,钢铁、有色等资本密集型重化工业占比回落,化学制品和环保等行业得到大力的发展,除此之外,日本政府积极通过技术创新,对结构性萧条产业实施升级改造。因此日本 1970 年之后股市保持稳步上涨。但由于 1990 年代后日本产业规划脱离实际,计划优先发展的工业机器人等高尖端产业,与该阶段实际技术发展水平不符,使得新兴主导产业培育严重不足,因此,日本对于新兴产业的培育并不 1990 年从 39000 点的高点下跌,并至今没有充足的增长动力使其重新达到此高点。

综合各国资本市场走势来看,人口红利拐点出现后,资本推动经济的过渡阶段市场

往往会出现大级别的增长。而后在债务开始出清到出清结束，资本市场又通常表现平淡。直到经济转型成果初现，市场的长期涨势即所谓的“慢牛”将逐步构建。

图 8：经济结构转型期股市的变化



资料来源：IMF，太平洋研究院整理

四、中国目前处在什么阶段

目前中国劳动参与率下降、劳动力成本提高，已出现人口红利拐点。自 2007 年次贷危机后，中国 GDP 增速开始回调，进入漫长的寻底阶段。同样，在人口红利拐点至经济转型完成的换档期，中国政府为稳定经济增长采取积极的货币财政政策，试图通过资本扩张以稳定经济增长。中国非金融部门债务占 GDP 比重由 1996 年的 100% 上升至 250% 左右。资本扩张速度自 2009 年后增长迅速，但对经济促进效果不显著，经济增速下行压力仍然较大。与其他国家相似，中国政府也实施了一系列产业政策，开始进入经济转型、产业升级的阶段。但中国全要素增长率自 2006 年起开始下降，创新驱动生产率增加效果还未显现。

图 9：中国非金融部门债务占 GDP 比重

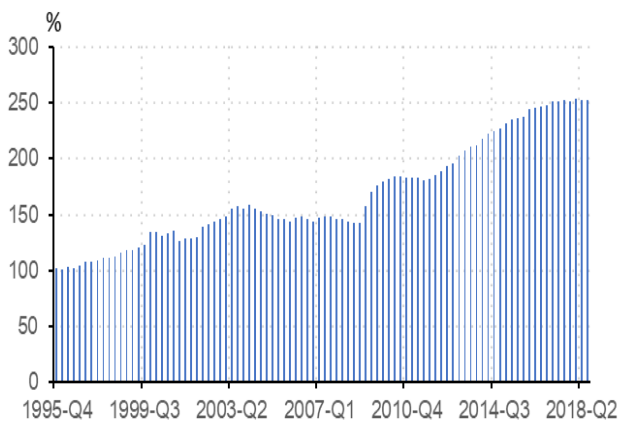
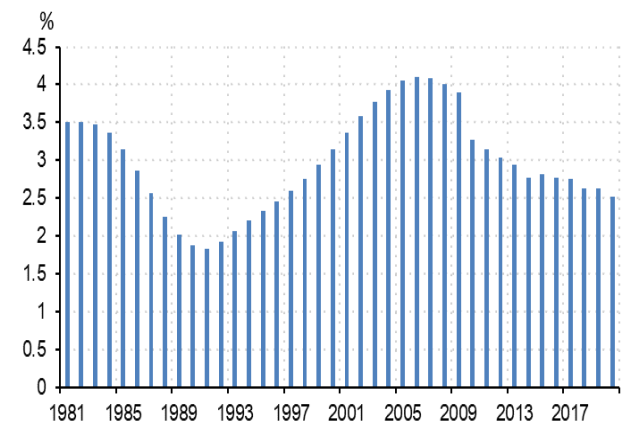


图 10：中国全要素生产率



资料来源：BIS，太平洋研究院整理

资料来源：彭博，太平洋研究院整理

另一个不容忽视的问题，即没有危机被动出清债务的情况下，如何重新激发金融资源的配置活力。中国不能再寄希望于依靠负债维持经济高增长，随着杠杆率快速攀升，经济增速逐渐放缓，低效率的资金运用导致金融体系积累了大量风险，正在逐步绑架货币政策。若不希望通过危机的形式完成债务湮灭，则必然要进行结构性出清。经济中的某些部门需持续承受转型的痛苦。通过金融供给侧去杠杆重新提升金融资源的配置效率，增加对创新驱动的金融支持。如同韩国成功推动结构性改革，在结束经济探底后，虽然经济增速没有明显回升，但增长可持续性更高。

综上，依据对我国正处在债务开始出清、创新转型初期的判断，依据各国经验来看，中国资本市场的表现，可能不会出现较大规模的升势，也难以促成“慢牛”的形成。未来还需耐心等待经济转型的推进。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。