

债务、贸易下滑和通缩幽灵 中国经济引发全球担忧

PETER S. GOODMAN

在超过四分之一世纪里，中国一直是不懈发展和向上流动的代名词。随着14亿人口对世界各地的商品产生兴趣——好莱坞电影、韩国电子产品、澳大利亚的铁矿石，这个看似取之不竭的引擎推动着全球经济。

现在，这台发动机正在失灵，给中国家庭和全球经济带来了令人担忧的风险。长期以来，在这种利润增长版的全球化里，中国一直是核心，但在世界经济极度不确定的时刻，中国却变成了终极未知数。

最近几周的一系列事态发展加剧了这些风险。先是传来了中国经济在春季大幅放缓的消息，浇灭了新冠极端限制取消后强劲扩张的希望。

本周公布的数据显示，中国出口连续三个月下降，进口连续五个月下降——这是前景黯淡的又一个信号。

随后有消息称，从食品到公寓等一系列商品价格下跌，引发了人们对中国可能处于所谓通货紧缩边缘的担忧，即价格持续下跌，这是商业活动疲软的先兆。

连接着金融、建筑和家庭财富的中国房地产市场日益陷入困境，大型房地产开发商碧桂园未能支付其债券利息，并且估计今年上半年亏损高达76亿美元。

这些事件使中国劳动者和家庭的处境雪上加霜。在全球范围内，中国经济疲软标志着对主要商品需求的萎缩——从巴西收获的大豆，到美国饲养的牛肉，再到意大利制造的奢侈品。这意味着人们对石油、矿产和其他工业基石的兴趣减弱。

“中国经济放缓肯定会给全球经济前景带来压力，”澳大利亚金融服务公司麦格理驻香港首席中国经济学家胡伟俊表示。“因为中国现在是世界第一大商品消费国，所以影响将会非常非常大。”

BCA研究公司最近的分析显示，过去十年，中国对全球经济增长的贡献率超过40%，而美国的贡献率为22%，欧元区20个国家的贡献率为9%。

更令人担忧的是，人们普遍认为中国当局重振经济的选择有限，因为目前不断增加的债务估计已占国民产出的282%——比美国还高。

政府列出了旨在刺激消费者消费和企业投资的支出计划。但细节并不透明，同时给人留下了地方政府将为此买单的印象。地方政府是债务危机担忧的焦点。多年来，他们大肆举债，为道路、桥梁和工业园区的建设提供资金。

所有这一切发生之时，执政的中国共产党正试图从国家主导的基础设施投资和出口经济向国内消费支出主导的经济转型。

旧模式已经走到了尽头。在世纪更迭的20年里，该模式效果非常好，当时政府为港口、电网和其他基础工程提供资金，以促进出口带动的工厂繁荣。

与此同时，私营企业家创办了世界上最具创新性和价值的一些科技公司。近年来，许多企业都受到习近平推动的监管打压的限制。

在世界其他地区，尤其是在美国，中国惊人的出口增长加上国内工厂就业岗位流失，引发了贸易冲突。

特朗普政府对中国进口产品全面征收关税。拜登政府延续了这一政策，并增加了对先进计算机芯片等中国关键行业投资的禁令。拜登总统周三强化了这一行动，签署行政命令禁止对可以增强中国军事力量的行业进行投资。

周四，拜登将中国的经济脆弱性称为“定时炸弹”。

他还说：“当坏人遇到问题时，他们就会做坏事。”

习近平指责美国开展了一场旨在压制中国发展的运动。

面对华盛顿和北京之间的敌意，以及疫情期间将产品从中国工厂运送到北美和欧洲零售商的困难，跨国公司已将工厂订单转移到越南、印度和墨西哥等国。

对于中国的政策制定者来说，国际商贸版图的变化，增加了向内需为中心经济转型的紧迫性。

尽管如此，疫情还是阻碍了这些设计。政府对商业和行动自由实施了严厉限制，封锁了整个城市。

去年12月，一系列非同寻常的公众抗议活动之后，政府解除了这些限制。人们普遍预计这将刺激消费者支出。但消费者支出一直很疲软，以至于中国国家统计局最近停止发布那些引起人们对经济问题关注的数字。

长期以来，由于社会保障体系薄弱，中国家庭一直是世界上储蓄最多的家庭之一。今年上半年，中国银行系统的家庭存款总额增长了约12万亿元人民币（约合1.7万亿美元），是十年来最大的增长。

但储蓄的增加，以及投资和消费支出的疲软，似乎反映出公众信心的普遍削弱。在疫情期间，政策从完全封锁转向不加控制——经济学家亚当·波森最近称之为“经济长新冠”。

中国消费者热衷囤积现金，部分原因是他们普遍认为，房地产是一个充满不幸结局的故事。几十年来，开发商的过度投资导致整个城市充斥着空置的公寓楼。

随着房价暴跌，开发商纷纷中途叫停项目，留下摩天大楼的骨架，成为投机盛宴失败的纪念碑。

这一基本情况引发了人们与日本的比较。上世纪90

年代初，投机性房地产泡沫的破裂导致日本陷入了长达30年的衰退。

日本经济下滑的核心原因是通货紧缩，这个词让经济学家不寒而栗。

通货紧缩影响了社会的基本预期，破坏了人们消费、扩大业务或雇佣工人的积极性，因为一切都有可能以后变得更便宜。对个人而言理性的节俭，对社会而言则会变为衰退。

大多数经济学家认为，中国将避免这种命运。物价下跌的趋势可能很快就会扭转。政府对成功民营企业的攻击似乎也有所缓和。

香港房地产和投资管理公司仲量联行大中华区首席经济学家庞滨说，在几年来对民营企业进行妖魔化之后，政府最近发出了转向“支持增长、支持商业心态”的信号。“关键的政策重点将是如何提振内需。”

在最乐观的情况下，政府将引导经济逐步向较慢的增长过渡，用服务业取代工厂就业岗位，同时控制房地产损失的规模。

然而，如果笼罩在中国经济上的债务限制了政府应对措施的效力，这可能会带来最糟糕的担忧——房价暴跌，随之而来的是对陷入困境的银行的昂贵救助，以及不受控制的资金外流。

这一结果最令政府官员不安，因为它可能带来失业、企业破产和社会动荡。

这样的景象强化了一种假设，即政府将加大刺激经济的力度，即使这样做可能会加剧经济面临的根本性威胁，产生新的债务。

然而，即使政府成功地监管了经济的逐步放缓，一些人也看到了越来越多的挑战，它们可能会引发重大波动。

工厂的工作继续从中国转移出去，加上经济以国内消费为中心，这可能会压低工资和家庭财富。即使在由一个不经选举的政党控制的国家，大量民众失去信心也可能带来动荡。

麻省理工学院斯隆管理学院经济学教授黄亚生在5月的一次会议上指出，中国的进出口总额占其经济总产出的40%。中国的许多进口产品都是出口工厂产品的零部件。因此，中国的出口下降得越多，进口也下降得越多——这是一个财富递减的反馈循环。

这会拖累了就业和收入，黄亚生说。“这不可能是个开心的故事。”

日本泡沫经济 从繁荣到萧条的历程

引言

日本泡沫经济，是指上世纪80年代末到90年代初，日本经济出现了一场前所未有的繁荣和崩溃的过程，日本的股市和房地产市场出现了极端的高估和低迷，给日本社会和金融体系带来了巨大的冲击和损失。

背景

日本战后经济的快速发展
日本在第二次世界大战中遭受了重创，但在美国的援助和监督下，日本很快实现了战后重建。从1950年代到1970年代，日本经济以平均每年10%以上的速度增长，成为世界第二大经济体，并在汽车、电子、钢铁等制造业领域取得了领先地位。日本也积累了大量的外汇储备和贸易顺差，成为一个出口大国。

1985年签署的广场协议
然而，日本经济的快速发展也引起了美国等西方国家的不满和担忧。他们认为日本利用低汇率、高关税、政府补贴等手段进行不公平竞争，导致美国等国出现巨额贸易逆差和工业衰退。为了解决这一问题，1985年9月22日，美、日、西德、英、法在纽约广场饭店签署“广场协议”：五国同意通过市场干预等手段让美元相对于其他主要货币贬值，以缓解美国贸易赤字和刺激其他国家进口美国产品。

日本泡沫经济的形成

由于美元贬值，日元迅速升值。从1985年到1987年，美元兑日元汇率从240降到120左右。日元升值后，日本产品在国际市场上失去了价格优势，出口下降；同时进口却增加了，因为外国产品在日本市场上变得更便宜了，增加了消费者的购买力。这样，日本的贸易顺差开始缩小，经济增长速度也放缓了。

为了应对日元升值带来的困境，日本政府和央行采取了一系列措施：
• 降低利率。日本央行从1986年开始大幅降低利率，从6%降到2.5%，其目的是为了刺激国内需求，尤其是投资需求，以弥补出口需求的不足。低利率也使得借贷成本降低，鼓励企业和个人进行更多的借贷活动。

• 实施财政刺激。日本政府在1987年和1988年分别推出了两个大规模的财政刺激计划，总额达到约20万亿日元。这些计划主要包括了基础设施建设、税收减免、社会福利支出等内容，旨在提高公共投资和民间消费水平。

• 推动结构性改革。日本政府也意识到单纯依靠出口导向型的经济模式需要进行结构调整和转型升级，于

是制定了一系列的政策和措施，以促进国内市场的开放和竞争，鼓励技术创新和新兴产业的发展，支持中小企业和服务业的壮大。

这些措施在一定程度上缓解了日元升值对日本经济的冲击，但也带来了一些副作用。由于利率过低，市场上出现了大量的廉价资金，而这些资金并没有被有效地用于生产性投资，而是流向了股票市场和房地产市场，形成了投机热潮。股票市场和房地产市场之间也形成了正反馈机制，互相推高彼此的价格。股票市场上，投资者对未来经济前景过于乐观，高估企业盈利能力，导致股价脱离实际价值而不断上涨。房地产市场上，由于土地供给有限而需求旺盛，土地价格不断攀升。土地又作为银行放贷的主要抵押品，使得银行愿意向土地所有者提供更多的贷款。土地所有者则利用这些贷款来购买更多的土地或股票，从而进一步推高土地价格和股价。

这样，在1986年到1990年期间，日本经济进入了一个泡沫化的阶段，日本股市场和房地产市场的价格都达到了历史的最高点。1989年12月29日，日经225指数创下了38915.87点的历史最高纪录，而东京23区的平均地价也达到了每平方米290万日元的峰值。这些价格远远超过了日本经济的实际水平和潜在增长率，反映了市场上的过度投机和非理性行为。

日本泡沫经济的破灭

股市泡沫的破灭
股市泡沫的破灭主要是由于日本央行收紧货币政策所引起的。从1989年5月开始，日本央行逐步提高利率，从2.5%提高到6%。这样做的目的是为了抑制通货膨胀和投机活动，以及为可能出现的金融危机做准备。然而，这一举措也打击了股市的信心和活力，导致股价开始下跌。随着股价下跌，投资者开始恐慌性抛售股票，进一步加剧了股市的动荡。1990年10月，日经225指数跌破20000点，比历史最高点下跌了近50%。

房市泡沫的破灭
房市泡沫的破灭相对缓慢和漫长。这是因为房地产市场的流动性较低，价格变动较慢，而且受到政府和银行等多方面的干预和支持。然而，随着经济增长放缓，失业率上升，消费者信心下降，房地产市场也开始出现供过于求和需求萎缩的现象。土地价格开始下跌，而银行则面临着不良贷款的增加和资本金的缩水。为了避免银行系统崩溃，政府和央行采取了一系列救助措施，包括降低利率、注入公共资金、放宽监管标准等。然而，这些措施并没有能够有效地解决银行体系内部的结构性和道德风险问题，反而延缓了银行清理不良资产和重组业务的进程。到1995年底，东京23区的平均地价跌

至了每平方米140万日元左右，比峰值下跌了近52%。

日本泡沫经济的影响

• 失落的十年
从1991年到2000年，日本经济的平均增长率仅为1.1%，远低于其他发达国家和新兴国家。日本经济面临着通货紧缩、债务累积、银行危机、企业破产、股市低迷、消费萎缩等多重困境。日本政府和央行试图通过各种财政和货币政策来刺激经济复苏，但效果甚微。日本社会也出现了失业增加、收入下降、贫富差距扩大、人口老龄化等问题。日本的国际地位和影响力也受到了挑战和削弱。

• 金融机构破产
由于土地价格下跌，银行面临大量不良贷款，占据了银行资产的很大部分。据估计，到1995年底，日本银行业的不良贷款总额达到了约100万亿日元，相当于当时日本GDP的20%。为了应对这一危机，日本政府和央行采取了一系列救助措施，包括注入公共资金、放宽监管标准、设立金融重建机构等。然而，这些措施并没有能够有效地解决银行体系内部的结构性和道德风险问题，反而延缓了银行清理不良资产和重组业务的进程。在此期间，有数十家银行和证券公司倒闭或被接管，包括当时规模最大的住友信托银行、山一证券、北海道拓殖银行等。

• 大藏省丑闻
日本泡沫经济的破灭还暴露了日本政府和金融监管部门的腐败和失职问题，引发了一场轰动全国的大藏省丑闻。大藏省是当时负责金融监管和财政政策的最大权力机构，其官员被曝出与金融机构有不正当的利益关系，收受贿赂、泄露内幕信息、放纵违法行为等。这些丑闻引起了公众的愤怒和不信任，导致了大藏省的改组和分割，以及多名高级官员的辞职和起诉。

结语

日本泡沫经济是一场令人震惊的经济危机，它给日本和世界带来了深远的影响。通过分析日本泡沫经济的形成、破灭和影响，我们可以从中汲取一些有益的教训，以避免重蹈覆辙，也可以对今天的经济和金融问题有更深刻的理解和思考。

（节选自《时代风采录》2023年5月4日期）

◆ 文章仅代表作者个人观点，不代表本报立场 ◆