



| 专栏 |

西方经济日本化？

□ 胡祖六 | 文

明治维新以来，日本一直努力学习西方，成为亚洲最西方化也最成功的国家。但1989年日本经济泡沫破灭，20年沉痾不起，物价与资产价格经历了长时期与痛苦的下降。今天，日经225指数仍然比1989年的峰值低了75%，东京与大阪的房地产价格仍不及1989年水平的一成。日本国债余额超过了GDP的200%。高负债、零利率、通缩与经济长期低迷，成为日本后泡沫时代的典型特征。

美欧的信用与房地产泡沫在2007年破灭，触发了2008年的全球金融危机。通过大规模的紧急危机处置、救援与货币财政刺激措施，及市场自身的调整，美欧的金融体系趋于稳定，实体经济从2009年始逐渐复苏，推动全球股市强力反弹。

可惜，好景不长。近来欧美的负面消息接踵而至，



高债务、低成长、低利率与定量宽松——目前发生在美国、英国与欧元区的现象简直就是日本经验的重演

欧元区主权债危机在历时18个月后未能平息，反而变本加厉，从边缘小国蔓延到了举足轻重的西班牙与意大利，直接可能威胁到欧元的存亡。而长期代表全球主权债信用金本位的美国政府信用惨遭降级，更糟糕的是多个经济指标显示经济复苏步伐大幅放慢，美国真实GDP在2011年上半年仅增加了0.8%，欧洲经济领头羊

德国在第二季度只有可怜的0.1%。鉴于显著恶化的经济前景，全球股市在一片动荡不安的气氛中持续下跌。

具有讽刺意味的是，美联储主席伯南克是最早警告日本式风险的央行家。他认为，上世纪30年代美欧严重大萧条与本世纪日本通缩，都是泡沫破灭后央行货币政策过紧的结果。2008年他大手笔推出大规模定量宽松方案，后又出台备受争议的QE II，其良苦用心正是为了使美国避免陷入日本式的通缩泥沼。美联储的资产负债平衡表由2008年中的7000亿美元迅速膨胀，现已达到3.2万亿美元。在当前实体经济成长前景显著趋于恶化的形势下，美联储公开市场委员会宣布，至少在2013年中之前，联邦基金利率将维持在0-0.25%的历史最低水平上。

但是，全球投资者仍忐忑不安。奥巴马总统与国会就债务上限勉强达成的政治妥协，将导致美国短期财政紧缩高达GDP的2%，进一步制约脆弱的经济复苏。而且，债务协议并没有包含大幅削减中长期社会福利方面的支出，美国未来的财政稳健性令人担忧。在财政刺激已无政治现实可能性之时，美联储除了维持低利率及一些小打小闹，比如调整资产组合、债券展期、降低银行在联储的准备金利息等，是否还有其他重招可施？换言之，QE III是否箭在弦上？

最终，美联储又回到了原地，必须再度评估是否需要购买资产创造货币，同时把握核心CPI通胀率的变化趋势，看经济低迷和通胀的风险孰高孰低。走钢丝平衡术的难度高出日本央行几分。

值得注意的是，在股市凄风苦雨的同时，美国政府10年期债券收益率一度跌破了2%，到了1950年来的最低位。暗淡的财政展望与标普破天荒的降级，丝毫没有影响美国国债的表现。一如既往，美国国债成为了动荡市场中的避风港。

但问题恰恰出在这里。在长达20年的经济低迷期中，日本政府债券（JGB）表现一直优于股票。日本持续的低成长、通缩与低利率导致资产配置严重偏向政府债券。即使日本政府主权债信用由AAA被连削三级到了AA-，也没有改变这一资产配置变化的趋势。

高债务、低成长、低利率与定量宽松——目前发生在美国、英国与欧元区的现象简直就是日本经验的重演。日本之所以日本化，主要原因不在于日本的消费者、企业甚至银行业，而是在于日本政府的低能和日本结构与宏观政策的无效。西方是否正在不可逆转地朝日本化的方向渐行渐近？答案就在美国与欧洲政治领导人的手中。◎

作者现任春华资本集团主席