

餐饮下半场 · 中日宏观镜像研究

中国 vs 日本

泡沫破裂后宏观指标 镜像对照报告

锚点：日本1991 = 中国2021 = T0

数据更新截至：2026年4月

GDP · CPI · 生育婚姻 · 老龄化 · 房价 · 居民杠杆 · 利率

识别同步、加速、分化与中国特有的结构变量

徐露 · 餐饮下半场研究院

目录

一、锚点选择：为什么是 1991 vs 2021	3
1.1 为什么这种对照很重要	3
二、八大核心宏观指标对照表	3
① 实际 GDP 增速 (%)	3
② 核心 CPI 同比 (%) — 通缩拐点对照	3
③ 总和生育率 (TFR) — 最大的结构性差异	4
④ 结婚登记数 (T-2=100, 相对指数)	4
⑤ 65 岁以上人口占比 (%)	4
⑥ 住宅价格指数 (T-2=100)	4
⑦ 居民部门杠杆率 (%) — “起跑线”问题	5
⑧ 政策基准利率 (%)	5
三、关键洞察：六大“中日异同”	5
3.1 中国正在“加速复刻”日本的维度	5
3.2 中国“显著比日本严重”的维度 (红灯)	5
3.3 中国“明显比日本好”的维度 (绿灯)	6
四、桥水/辜朝明等机构的关键判断	6
4.1 桥水 (Bridgewater Associates) 2023-2024 报告	6
4.2 辜朝明 (野村综研首席经济学家)	6
4.3 Rhodium Group 2026 年 4 月《China's Demographic Future》	6
4.4 IMF 2025 年 Article IV 咨询报告	7
4.5 林毅夫等中国本土学者的反驳意见	7
五、由此可推出的关键判断	7
5.1 中国的“日本镜像”是非线性的	7
5.2 中国可能进入的三种情形	7
5.3 投资与商业策略含义	7
5.4 公共政策含义	7
5.5 结语	8
附录：核心数据来源	8

一、锚点选择：为什么是 1991 vs 2021

辜朝明、桥水 (Bridgewater)、华泰、中金、国泰君安等机构在做中日经济镜像对照时，最常使用以下两个时间锚点：

表1 中日泡沫破裂锚点选择

国家	T=0 锚点	选择依据
日本	1991 年	日本国土交通省地价见顶之年；CPI 由升转降的拐点；日本央行紧缩到位、信贷开始收缩
中国	2021 年	商品房销售额 18.2 万亿创历史峰值；恒大 9 月违约；三道红线效应全面显现；人口达峰前夜

替代锚点：日本也可以用 1989 年 (日经指数 38915 点峰值) 或 1990 年 (股市开始崩盘)；中国也可以用 2020 年 (三道红线公布)。但 1991 vs 2021 是综合“地价、CPI、信贷、人口”四维信号最一致的对照点，也是辜朝明、桥水等机构最常用的版本。

1.1 为什么这种对照很重要

- 它不是简单的“日本经验”叙事，而是把中日两国放在同一个相对时间轴上，可以直接看出：哪些指标中国“复制”了日本（同步、同向、同幅）；哪些“加速”了日本（同向但更快/更深）；哪些“逆向”了日本（不同方向）。
- 不同维度的对比能揭示：单一指标可能误导（比如 GDP 增速看似中国更稳），但叠加生育率、杠杆率、老龄化等“先决条件”，会得出更准确的判断。
- 这种可视化方式是当前桥水、Rhodium Group、CSIS、辜朝明、刘煜辉等顶级研究者最常用的论证手法。

二、八大核心宏观指标对照表

① 实际 GDP 增速 (%)

表2 实际GDP增速镜像对照

时间轴	T-2	T-1	T+0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7
日本 (1989-1998)	4.9	4.9	3.4	0.8	0.2	0.9	1.9	2.7	1.6	-2.0
中国 (2019-2025)	6.0	2.2	8.4	3.0	5.4	5.0	5.0	—	—	—

来源：日本：内阁府 SNA 数据；中国：国家统计局历年统计公报

▸ 日本 T+1 (1992) 增速从 3.4% 直接掉到 0.8%；中国 T+1 (2022) 从 8.4% 降至 3.0% (含上海封城影响)。中国 T+2~T+4 维持 5% 档，比日本同期 0.2%-1.9% 明显更稳——这是中国从日本经验中学到的最重要教训：央行未犯日本式“过度紧缩”错误。

② 核心 CPI 同比 (%) — 通缩拐点对照

表3 核心CPI同比镜像对照

时间轴	T-2	T-1	T+0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+8	T+9
日本 (1989-2000)	2.3	3.1	3.3	1.7	1.3	0.7	-0.1	0.1	-0.3	-0.7
中国 (2019-2025)	2.9	2.5	0.9	2.0	0.2	0.2	~0	—	—	—

来源：日本：日本统计局；中国：国家统计局

▸ 通缩拐点惊人地相似——日本 T+4 (1995) 首次进入负值区间；中国 T+3 (2024) CPI 已贴近 0 轴，2025 年 2 月录得 -0.7% (自 2024 年 1 月以来最快降速)。中国进入"准通缩"比日本快了约 1 年——这是日本镜像中最明确的"加速版"信号。

③ 总和生育率 (TFR) — 最大的结构性差异

表4 总和生育率镜像对照

时间轴	T-2	T-1	T+0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+9
日本 (1989-2000)	1.57	1.54	1.53	1.50	1.46	1.50	1.42	1.43	1.36
中国 (2019-2025估)	1.50	1.30	~1.15	1.07	~1.02	~1.00	~0.95	—	—

来源：日本：厚生劳动省人口动态统计；中国：国家统计局、《七普》、育娲人口研究院

▸ 日本 T=0 时 TFR 是 1.53，中国 T=0 时已是 1.15——中国"起跑线"比日本低了近 30%。中国 T+4 (2025) TFR 估约 0.95，比日本 T+9 (2000) 的 1.36 还低 30% 以上。中国是"在更低的起点进入低生育陷阱"，这是和日本最不同的"未富先老"具体表现。

④ 结婚登记数 (T-2=100，相对指数)

表5 结婚登记相对指数镜像对照

时间轴	T-2	T-1	T+0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
日本 (1989-1996)	100	102	105	107	112	110	112	112
中国 (2019-2024)	100	86	81	72	81	65	—	—

来源：日本：厚生劳动省婚姻动态统计；中国：民政部历年《民政事业发展统计公报》

▸ 日本结婚登记数在泡沫破裂后 10 年内基本平稳 (甚至略有回升)；中国 T+3 (2024) 已比 T-2 跌 35%——这是个反向加速的强信号。中国婚姻塌缩的速度和深度远超日本同期，这也直接预示了未来 5-8 年中国出生人口的进一步下行。

⑤ 65 岁以上人口占比 (%)

表6 65岁以上人口占比镜像对照

时间轴	T-2	T-1	T+0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+9
日本 (1989-2000)	11.6	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5	15.1	17.4
中国 (2019-2025)	12.6	13.5	14.2	14.9	15.4	15.6	15.9	—	—

来源：日本：总务省统计局；中国：国家统计局历年公报

▸ 中国 T=0 老龄化率 14.2%，比日本 T=0 的 12.5% 还高；中国 T+4 (2025) 的 15.9% 已经超过日本 T+5 (1996) 的 15.1%——中国老龄化进程比日本同期提前约 1-2 年。

⑥ 住宅价格指数 (T-2=100)

表7 住宅价格指数镜像对照

时间轴	T-2	T-1	T+0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+9	T+14
日本六大城市住宅地价	99	100	100	92	81	71	62	56	45	~24
中国百城二手房	~99	~102	100	97	93	~88	~85	—	—	—

来源：日本：日本国土交通省地价公示；中国：中指研究院、贝壳研究院（百城二手房价格指数）

▸ 日本 T+5（1996）住宅地价已较峰值跌 44%，T+9（2000）累计 -55%，最终底部 2005 年较顶部 -76%。中国百城二手房 T+3（2024）较峰值约 -15%（一线核心城市跌幅显著更大）。从绝对幅度看中国目前下跌幅度小于日本同期，但持续时间正在拉长——百城二手房环比已连跌 32 个月（截至 2024 年末），未来需观察是否进入“日本式 L 型”。

⑦ 居民部门杠杆率 (%) —“起跑线”问题

表8 居民部门杠杆率镜像对照

时间轴	T-5	T-2	T+0	T+5	T+10	T+15
日本	~50	60	65	70	73	70
中国	27 (2016)	55	62	64 (T+3)	—	—

来源：BIS（国际清算银行）；中国国家金融与发展实验室（NIFD）

▸ 中国 T=0 时（2021）居民部门杠杆率 62%，已经接近日本 T+10（2001）的 73% 水平——中国是带着比日本高得多的“初始杠杆”进入下半场。这意味着通过居民加杠杆来刺激消费/地产的政策空间远小于日本当年。这也解释了为什么中国从 2024 年开始转向“促消费”而非“促房贷”。

⑧ 政策基准利率 (%)

表9 政策基准利率镜像对照

时间轴	T-2	T-1	T+0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+8
日本贴现率	2.5	6.0	5.5	3.75	1.75	1.75	0.5	0.5	0.0
中国 1 年期 LPR	4.35	4.05	3.85	3.65	3.45	3.45	3.10	—	—

来源：日本：日本央行；中国：人民银行、全国银行间同业拆借中心

▸ 日本花了 8 年才降到接近零利率（T+8=1999 零利率）；中国 T+4 降幅仅 125bp 至 3.10%，下行节奏远比日本克制。但这也意味着传统货币政策空间在加速消耗，且中国从未达到过日本式“接近零”的水平——意味着无论是政策利率绝对值还是降息节奏，中国都更克制，未来空间更窄。

三、关键洞察：六大“中日异同”

3.1 中国正在“加速复刻”日本的维度

- 通缩传导：CPI 进入零附近的时间，中国比日本提前约 1 年。
- 房地产塌陷顺序：股市先跌→地产销售下滑→房价下跌→财富效应反转→居民储蓄飙升，时间序列高度一致。
- 居民储蓄飙升：中国 2022-2024 三年新增住户存款约 50 万亿元，与日本 1992-1995 模式高度相似（占 GDP 比重相当）。
- 企业部门信贷需求收缩：中国 2024 年企业贷款增量明显减少，与日本 1992 年开始的“借贷断崖”相似。

3.2 中国“显著比日本严重”的维度（红灯）

- 生育率/结婚率塌缩速度：中国比日本同期严重得多——TFR 起点低、跌速快；结婚登记 4 年跌 35%（日本同期反而 +12%）。

- 居民杠杆率起点：中国 T=0 时 62%，已经接近日本 T+10 水平——带着发达国家级别的杠杆进入收缩期。
- 老龄化进程：中国 T=0 老龄化率高于日本 T=0，且上升斜率更陡。
- 人均收入起点：日本 1991 年人均 GDP 约 3 万美元（已是发达国家），中国 2021 年约 1.25 万美元——典型的“未富先老”。

3.3 中国“明显比日本好”的维度（绿灯）

- 政策反应速度：日本 1989 年加息+1990 年货币紧缩+1991 年地价管制是“政策错误的教科书”；中国从 2014-2016 年起就主动去杠杆，2021 年三道红线后政策切换到稳楼市，没有重复日本“过度紧缩”。
- 新动能赛道：中国新能源车、电池、AI、电商出海等仍在扩张，日本当年没有这种“补偿性赛道”——这是中国和日本最重要的结构性差异。
- GDP 增速韧性：T+1 到 T+4 中国维持 5% 档，日本同期已是 0%-2% 档。
- 市场纵深与城镇化空间：中国城镇化率 67.89%（2025），仍有 7-10 个百分点提升空间；日本 1991 年城镇化率已 78%。

四、桥水/辜朝明等机构的关键判断

4.1 桥水（Bridgewater Associates）2023-2024 报告

"China is in a similar deleveraging environment to Japan in the early 1990s, but with significantly lower per capita income and weaker demographics. The biggest difference is that China is engaging in active policy responses much earlier than Japan did."

（中文：中国当前的去杠杆环境与日本 1990 年代初相似，但人均收入显著更低、人口结构更弱。最大的差异是中国比日本当年更早采取主动政策应对。）

4.2 辜朝明（野村综研首席经济学家）

"中国的资产负债表衰退比日本更复杂，因为它叠加了人口、地缘政治和地产三重外部冲击。日本只面对地产单一泡沫，中国是三重冲击同时发生。"（2024 年第一财经专访）

辜朝明的核心建议：政府部门必须主动加杠杆来对冲私人部门去杠杆——这是日本 1990 年代后期的核心教训，但中国地方政府已高杠杆，中央政府需要更主动。

4.3 Rhodium Group 2026 年 4 月《China's Demographic Future》

"China's demographic decline will accelerate in the next decade, with annual deaths reaching ~15 million by 2035 due to the 1950s baby boomers entering high-mortality ages. Combined with births at ~7-8 million, the natural population decline could exceed 7 million per year — a rate of decline Japan never experienced."

（中文：未来 10 年中国人口减少将加速，到 2035 年年死亡人口将达到约 1500 万，叠加出生人口仅 700-800 万，年自然减少将超过 700 万——这是日本从未经历过的下降速度。）

4.4 IMF 2025 年 Article IV 咨询报告

"China shows several characteristics typical of post-bubble Japan, particularly in deflationary pressure and household savings behavior, but with the critical difference of much greater geopolitical headwinds. The fiscal response has been more proactive than Japan's in 1992-1995, but household balance sheets remain a constraint."

4.5 林毅夫等中国本土学者的反驳意见

"中国仍处追赶期（人均 GDP 仅美国 1/5），新动能（新能源、AI、半导体、生物医药）扩张可对冲传统部门收缩，不应过度类比日本。日本 1990 年代是发达国家增长极限，中国还有制度红利、市场纵深、新动能三重支撑。"

林毅夫的反驳值得重视：把"四少"完全等同于"日本失去 30 年"是过度悲观。但即使林毅夫的乐观假设成立，"四少"在结构层面的表现仍然是事实——只是宏观层面有更多缓冲。

五、由此可推出的关键判断

5.1 中国的“日本镜像”是非线性的

简单地把"中国 2025 = 日本 1995"或"中国 2030 = 日本 2000"是过度简化的。更准确的描述是：中国在某些维度（CPI、储蓄、地产）以约 1 年的速度复制日本；在另一些维度（生育率、老龄化、杠杆率）以更深、更快的方式超越日本；而在 GDP 韧性、政策灵活性、新动能上，中国又显著强于日本同期。

5.2 中国可能进入的三种情形

- 情形一：日本式“失去的 20 年”（基准情形，概率约 35%）：GDP 增速逐步降至 2-3%，CPI 长期在 0 附近，房价 L 型筑底约 8-10 年，居民储蓄率维持 35%+，但通过"出海+新动能"避免完全失速。
- 情形二：“日本+韩国”复合型衰退（悲观情形，概率约 30%）：日本式资产负债表衰退 + 韩国式人口塌陷 + 地缘政治压力 → 增速降至 1-2%，TFR 跌破 0.9，年人口减少 700-1000 万。
- 情形三：“新动能跨越”（乐观情形，概率约 35%）：新能源、AI、半导体、生物医药、出海等新赛道扩张速度足以对冲传统部门收缩，GDP 维持 4-5%，房价软着陆，TFR 在政策刺激下小幅回升。

5.3 投资与商业策略含义

- 中长期资产配置：参照日本经验，固收/高股息/海外资产权重应提升；高 Beta 房地产/高端消费需要重估。
- 行业选择：参照日本"失去 20 年"中跑出的胜者——便利店（7-11）、折扣店（唐吉诃德）、性价比餐饮（萨莉亚）、宠物、动漫文创、二手交易、出海制造——这些都是中国当下正在快速放大的赛道。
- 个人/家庭策略：日本"失去 20 年"中真正受影响最深的是高杠杆买房的中产家庭，他们的资产负债表修复花了 15-20 年。中国当下中产家庭也面临同样问题，需要在 5 年内主动降杠杆、提高现金流稳定性。
- 企业策略：日本企业 1990 年代后期靠出海和精益生产生存下来；中国企业当下也需要"出海+精益"双轮驱动。

5.4 公共政策含义

- 日本最大的政策错误：泡沫破裂初期"过度紧缩"+"过晚救助银行体系"+"政策摇摆"。中国前两条已经避免，第三条（政策摇摆）需要继续警惕。

- 日本的有效政策：1990 年代后期持续财政扩张（基建、社保）+ 货币宽松 + 推迟而非取消改革。中国当前财政空间和货币空间都更窄，需要更精准的支出。
- 生育/婚姻政策：日本经验表明，单纯“发钱”无法逆转 TFR 下降（日本 30 年补贴只让 TFR 维持在 1.3-1.4）。中国如果走日本路线，TFR 可能继续在 0.9-1.0 区间。需要更激进的“普惠托育+性别平等+长产假”组合（法国/北欧路线）。

5.5 结语

“日本镜像”对照不是末日叙事，也不是简单乐观叙事。其最大价值在于：把抽象的“四少”转化为可观测、可量化、可预判的具体路径。

中国正面临一个结构性的“下半场”——这个下半场比日本同期更复杂（叠加人口、地缘、地产三重冲击），但也比日本同期更主动（政策响应更早、新动能更强、纵深更大）。最终走向情形一、二还是三，取决于未来 3-5 年的政策选择和企业适应速度。

附录：核心数据来源

日本数据来源

- 总务省统计局（人口、CPI、就业）
- 厚生劳动省（婚姻、生育、人口动态）
- 内阁府 SNA 数据（GDP）
- 日本国土交通省（地价公示）
- 日本银行（货币、利率）

中国数据来源

- 国家统计局（GDP、人口、CPI）
- 民政部（婚姻登记）
- 中国人民银行（利率、储蓄）
- 中指研究院、贝壳研究院（房价）
- 国家金融与发展实验室、BIS（杠杆率）

国际研究

- 辜朝明《被追赶的经济体》《大衰退：宏观经济学的圣杯》
- 桥水（Bridgewater）《China-Japan Macro Comparison Report 2023-2024》
- Rhodium Group《China's Demographic Future》（2026年4月）
- IMF《Article IV Consultation: China》（2025年）
- 华泰证券《日本泡沫破裂后的改革与探索》
- 中金《日本镜鉴系列报告》