

Kína középtávú kilátásai Japán gazdaságtörténeti tapasztalatainak tükrében*

Alicia Garcia Herrero 

Évtizedekig tartó erőteljes növekedés után Kína gazdasága 2012 óta folyamatos lassulást mutat. A jelenlegi GDP-növekedés kevesebb mint fele a korábbi szintnek, és a trend várhatóan folytatódik. Az ingatlanbuborék 2021 közepi kipukkanása óta a deflációs nyomás aggodalomra ad okot a tekintetben, hogy Kína azt a pályát követheti, melyet Japán írt le a 1990-es évek elején. Mindkét ország hasonló strukturális jellemzőket mutat: a háztartások alacsony fogyasztása, magas megtakarítások és jelentős gazdasági egyensúlytalanságok – ami Kínára még inkább jellemző. A szakpolitikai válaszok is egymás tükörképei: lassú monetáris és költségvetési lazítás, a gyártásra összpontosítás és a kereskedelmi többletekre támaszkodás, ami az USA-ból protekcionista reakciókat váltott ki. Japánhoz hasonlóan Kína is kihelyezi a termelést, hogy ellensúlyozza a kereskedelmi korlátozásokat. Vannak azonban kulcsfontosságú tények, amelyekben különböznek: Kína még mindig fejlődő gazdaság, nagyobb a növekedési lehetőség, és sokkal jelentősebb geopolitikai erőt képvisel, mint Japán. Ez a gazdasági hatalom egyrészt motiválja az USA által bevezetett technológiai korlátozásokat, másrészt Kínának szélesebb körű globális befolyást biztosít, különösen a Globális Délen. Az, hogy Kína megismétli-e Japán útját, továbbra is fontos, nyitott kérdés marad.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E20, E32, E44, F41

Kulcsszavak: Kína, Japán, gazdaság, elveszett évtized, megtakarítások, egyensúlyhiányok

1. Hogyan értékeljük Kína középtávú kilátásait, különösen annak tekintetében, hogy megismétli-e Japán „elveszett évtizedét”?

Azt követően, hogy 2007-ben a növekedési ütem figyelemre méltó 14 százalékos szinten tetőzött, a kínai gazdaság jelentős lassuláson ment keresztül. A növekedés 2019-re fokozatosan 6 százalékra lassult, majd a Covid19-világjárvány idején és azt

* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Alicia Garcia Herrero: Bruegel, tudományos főmunkatárs; Szingapúri Nemzeti Egyetem, külsős főmunkatárs; Hongkongi Tudományos és Technológiai Egyetem, adjunktus. E-mail: alicia.garcia-herrero@bruegel.org

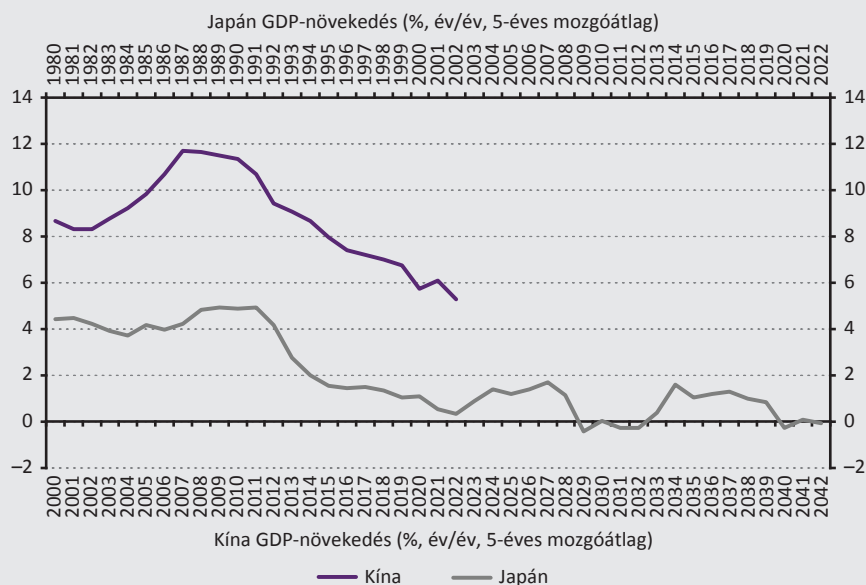
Az angol nyelvű kézirat első változata 2025. április 15-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.25201/HSZ.24.3.25>

követően még gyorsabban csökkent. A növekedés most alig 5 százalékos, legalábbis a hivatalos statisztikák szerint, és még ennél is kevesebb (4,2 százalék) nominálisan, a GDP-deflátor csökkenése miatt (vagyis az infláció figyelembevétele mellett). Ez a gyors gazdasági lassulás és egyéb tényezők¹ – mint például az ingatlanszektor összeomlása – áll annak háttérében, hogy a Kína által leírt pályát egyre gyakrabban hasonlítják Japán 1990-es évekbeli tapasztalataihoz, amit gyakran „elveszett évtizedként” említ a szakirodalom (1. ábra).

1. ábra

Kína és Japán GDP-növekedési rátájának összehasonlítása



Megjegyzés: A két országban megfigyelt hasonló gazdasági minták időbeli eltolódása miatt az összehasonlítható trendek időbeli összehangolása érdekében kettős vízszintes tengelyt alkalmazok. A felső idő-tengely Japánra, míg az alsó tengely Kínára vonatkozik.

Forrás: Natixis, CEIC

Ebből adódik a kérdés: ha a korábbi japán tapasztalatok összehasonlíthatók Kína mai tapasztalataival, akkor vajon útmutatást nyújtanak-e a kínai gazdaság jövőjének megértéséhez? Számos tanulmány vizsgálta Japán elveszett évtizedének magyarázatát, beleértve a nem megfelelő fiskális politikát (Kuttner és Posen 2002), az elégtelen monetáris politikát és a likviditási csapdát (Bernanke 1999; Leigh 2010), a pénzügyi közvetítés szerepét (Kwon 1998; Ogawa és Suzuki 1998), valamint a Japán elveszett évtizedét megelőző túlzott beruházást, amely a tőke alacsony megtérülési rátájához vezetett (Bayoumi 2001).

¹ Lásd például Bloomberg News: „China's Property Crisis Enters a Dangerous New Phase”, 2025. február 11. <https://www.bloomberg.com/news/features/2025-02-11/china-s-real-estate-crisis-property-sector-debt-is-getting-worse>.

Hayashi és Prescott (2002) egyik alapvető tanulmányában hosszú távú perspektívából vizsgálta Japán gazdasági lassulását, és azt állította, hogy az alapvető hajtóerő az új, alacsonyabb növekedési pályára áttérés volt, amelyet a teljes tényezőtermelékenység (TFP) csökkenése idézett elő. *Griffin és Odaki (2009)* kimutatta, hogy a legkevésbé termelékeny cégek piacról kilépésének és a kicsi, termelékeny cégek piaci belépésének hiánya csökkentette a TFP növekedését az 1990-es években, de nem talált szilárd bizonyítékot az erőforrások cégek közötti rossz elosztására. A megállapítás arra engedett következtetni, hogy Japán elveszett évtizedében nem volt alkotó/romboló folyamat. *Imai et al. (2017)* ökonometriai elemzése megállapította továbbá, hogy Japán export-versenyképességének csökkenése az 1990-es években az innováció és a növekedés csökkenésének tudható be az exportágazatokban.

Japán második világháború utáni gazdasági sikere, amely az 1980-as években kihívást jelentett az Egyesült Államok gazdaságának, Kínában és azon kívül is a figyelem középpontjába került mint összevetési alap Kína gazdasági sikerével. Ez a közelmúltban még inkább beigazolódott, hiszen Japánban egy ingatlanbuborék keletkezett, majd tíz évvel később kipukkadt, ami egybecseng azzal, ami Kínában történt az elmúlt két évtizedben. *A kérdés tehát az, hogy a gyors növekedési időszakot követően Japánhoz hasonlóan Kínában is tartós lassulás következik-e be?*

A Kínát figyelemmel kísérők alapos összehasonlításnak vetették alá a két ország tapasztalatait. *Weede (2004)* áttekintette Japán és Kína fejlődési modelljeit (lásd még *Nogimori (2023)*), míg *Wu (2023)* a különbségekre összpontosított. *Garcia Herrero és Iwahara (2024)* a japán ingatlanpiaci összeomlás kínai tanulságait vizsgálta.

Ebben a tanulmányban tágabb perspektívából vizsgálom Kína és Japán megtakarítási-befektetési mintázatát, bemutatva, hogy Japán 1980-as évekbeli makrogazdasági egyensúlytalansági tapasztalatai összehasonlíthatók Kína 2000-es évekbeli egyensúlytalanságainak kialakulási folyamatával. Megvizsgálom a hasonlóságokat (ingatlanbuborékok, demográfia és deflációs nyomás), valamint néhány jelentős eltérést – különösen Kína katonai és geopolitikai hatalmát és vezető pozícióját a Globális Délen.

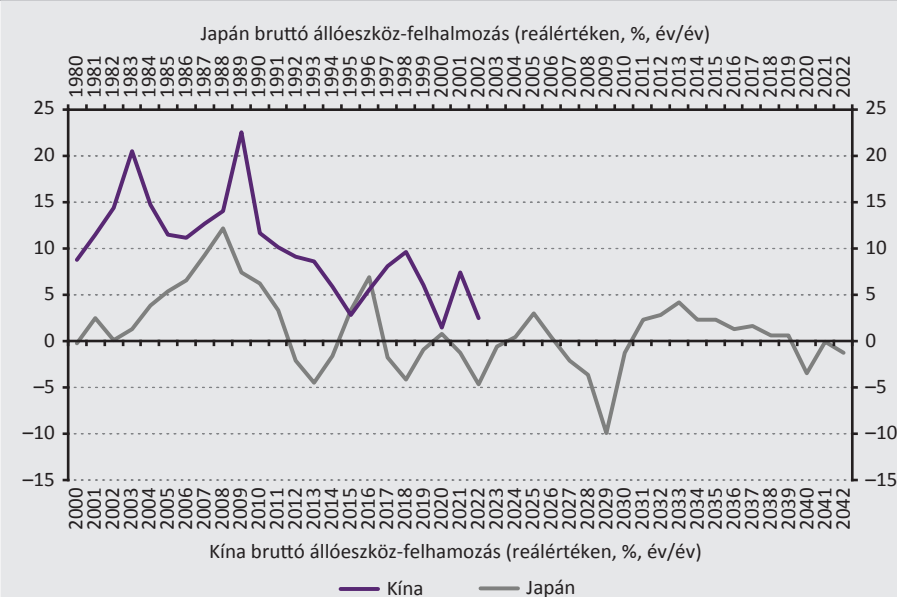
2. Megtakarítási-befektetési minták

Kínában és Japánban egyaránt nagy makrogazdasági egyensúlytalanság alakult ki, magas megtakarításokkal és viszonylag alacsony szintű beruházásokkal. Az, hogy a hazai megtakarítások még a magas szintű beruházásokat is teljes mértékben finanszírozni tudták, és még többletmegtakarítások is maradtak, mindkét ország számára megkönnyítette a mesterségesen alacsony kamatok által finanszírozott beruházási fellendülést. A nagymértékű beruházásokat mindkét országban a háztartások alacsony szintű fogyasztása kísérte.

A japán állóeszköz-beruházások (FAI) növekedési üteme az 1980-as évek 4,7 százalékos átlagáról az 1990-es évekre mindössze 0,34 százalékra csökkent. Kínában a FAI növekedése az ország Kereskedelmi Világszervezethez (WTO) való 2001-es csatlakozása után elérte a 14,2 százalékot, amit nemcsak a gyártóüzemek Kínában történő létesítésére irányuló közvetlen külföldi befektetések, hanem az infrastrukturális beruházások is tápláltak (2. ábra). Ezt követően a 2010-es években Kína növekedési üteme az ingatlanszektor lassulását követően 7,7 százalékra lassult.

Az 1980-as években Japán ingatlanszektorának hozzáadott értéke 3,7 százalékkal nőtt, de ezt követően az 1990-es években jelentősen, 2,1 százalékra lassult. A kínai ingatlanágazat hozzáadott értéke a 2000-es években 10,7 százalékkal nőtt, de ez is lassult, és a 2010-es években már csak 5,11 százalékot tett ki (2. ábra). A trend hasonlóan tűnik, de a beruházások növekedése Kínában mindig magasabb volt, mint Japánban, ami megmagyarázza, hogy a kínai GDP növekedése miért haladta meg mindig Japánét. Az is tény, hogy Kína kiindulópontja az egy főre jutó jövedelem tekintetében alacsonyabb volt, mint Japáné, ami azt jelenti, hogy mivel alacsonyabb urbanizációs szintről indult, ezért több tere volt a növekedési konvergenciára.

2. ábra
Bruttó állóeszköz-felhalmozás

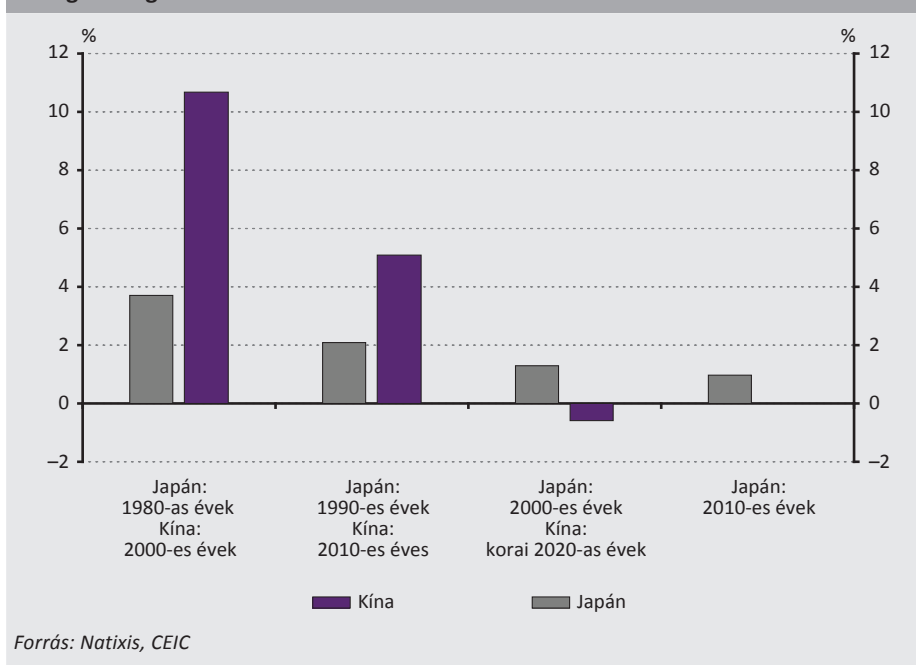


Megjegyzés: A két országban megfigyelt hasonló gazdasági minták időbeli eltolódása miatt az összehasonlítható trendek időbeli összehangolása érdekében kettős vízszintes tengelyt alkalmazok. A felső időtengely Japánra, míg az alsó tengely Kínára vonatkozik.

Forrás: Natixis, CEIC

Ennek ellenére Kína ingatlanpiaci alkalmazkodása gyorsabb volt, mint Japáné, ami Kína esetében aggodalomra ad okot egy esetleges „kemény landolás” miatt² (3. ábra). A fő kockázat a jelentős helyi önkormányzati adóssághoz, különösen a helyi önkormányzati finanszírozási eszközökön (LGFV-k) keresztül, nem hivatalos adóssághoz kapcsolódik (Tao 2015). Bár a politikai döntéshozók lépéseket tettek a kockázatok mérséklésére, a fennmaradó egyensúlytalanságok arra utalnak, hogy a pénzügyi rendszer nem teljesen stabilizálódott. Japán pénzügyi szektorát elsősorban az ingatlanválság és a vállalati szektor adósságkeelépítése sújtotta, kevésbé a helyi pénzügyek, finanszírozás. Így a pénzügyi kockázat fő forrásai Japánban és Kínában némileg eltérőek voltak, és jelenleg is azok.

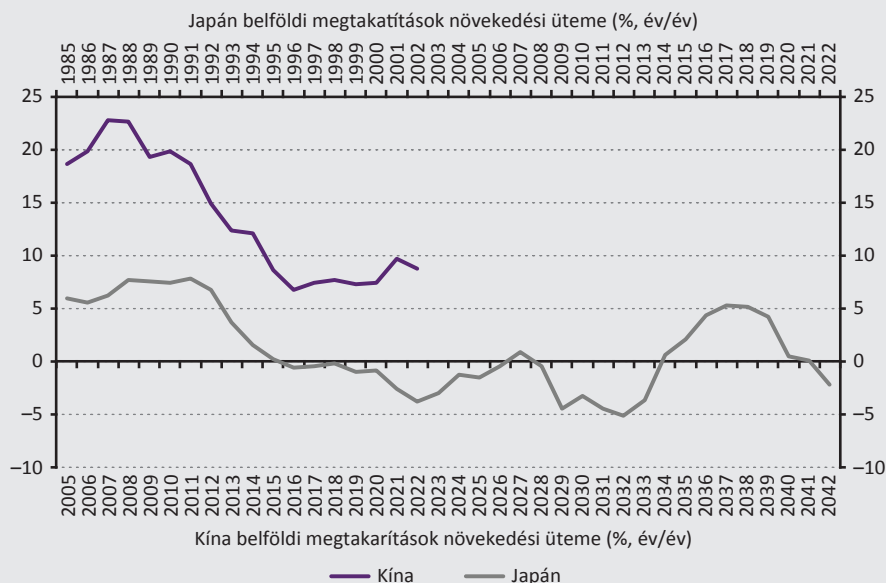
3. ábra
Az ingatlanágazat hozzáadott értéke



Általánosságban elmondható, hogy a beruházások csökkenése jellemzően arra készteti a gazdaságot, hogy jobban támaszkodjon a fogyasztásra, ami csökkenti a megtakarításra való ösztönzést. Ez történt Japánban az 1990-es években. Japán nemzetgazdasági megtakarításainak növekedési rátája az 1990-es évek gazdasági lassulása során közel 8 százalékról negatív szintre esett vissza (4. ábra).

² Például Ann Stevenson-Yang: „Soft or Hard? China’s Property Sector Is Coming In For Landing”, Forbes, 2022. január 17. <https://www.forbes.com/sites/annstevenson-yang/2022/01/16/soft-or-hard-chinas-property-sector-is-coming-in-for-a-landing/>.

4. ábra
A belföldi megtakarítások növekedési üteme



Megjegyzés: A két országban megfigyelt hasonló gazdasági minták időbeli eltolódása miatt az összehasonlítható trendek időbeli összehangolása érdekében kettős vízszintes tengelyt alkalmazok. A felső idő-tengely Japánra, míg az alsó tengely Kínára vonatkozik.

Forrás: Natixis, CEIC

Ezt főként a meredeken csökkenő költségvetési bevételek és a deflációs nyomás okozta, ami a költségvetési egyenleg romlásához vezetett, jóval túlmutatva a vállalati eladósodás leépítésének hatásain az ún. „mérlegrecesszió” során³. Kína 2008 óta hasonló pályán halad, de a megtakarítások csökkenése kisebb mértékű. A megtakarítások GDP-hez viszonyított aránya Kínában továbbra is jelentősen meghaladja a többi nagy gazdaság mutatóit (5. ábra), még a gazdasági lassulás után is, ami bizonyos mértékig már korrigálta a megtakarítások és a beruházások egyensúlytalanságát.

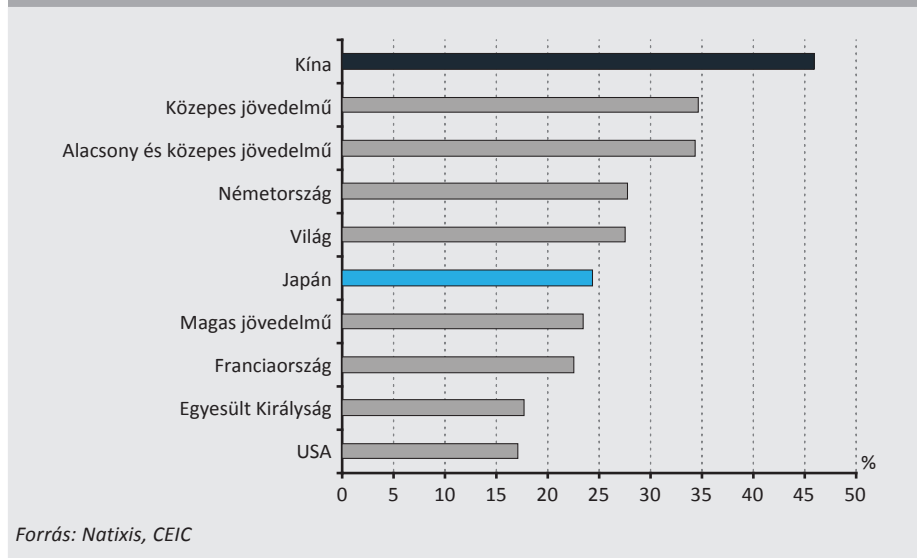
Kína rendkívül magas, akár Japánét is meghaladó megtakarításainak okai részben a jóléti állam vagy más szóval az állami biztosítási mechanizmus hiányával függenek össze (Yang 2012). A magánbiztosítás továbbra is meglehetősen korlátozott, még a kínai pénzügyi szektor reformja után is, amely az 1990-es években, Zhu Rongji miniszterelnöksége alatt kezdődött. Ezen tényezőkön túl a geopolitikai környezettel

³ A „mérlegrecesszió” kifejezés a gazdasági stagnálás olyan elhúzódó – gyakran egy pénzügyi válságot követő – időszakára utal, amikor a magánszektor vállalatai és a lakosság az adósságsökkentést (adósságleépítést) helyezik előtérbe a beruházásokkal és a fogyasztással szemben. Ez visszafogott aggregált kereslethez, deflációs nyomáshoz és – az alkalmazkodó monetáris politika ellenére – gyenge gazdasági fellendüléshez vezet. A koncepciót Richard Koo közgazdász tette széles körben ismertté Japán 1990-es évekbeli, buborék utáni gazdasága kapcsán (lásd Koo 2023).

kapcsolatos nagyfokú bizonytalanság – különösen Donald Trump elnök első hivatali ideje és az azt követő, Kína megfékezésére irányuló amerikai politika, valamint a Covid19-világjárvány – azt is megmagyarázza, hogy a kínai lakosság miért alkalmazza az elővigyázatossági szempontokat, és miért tart fenn még mindig magasabb megtakarítási szintet.

5. ábra

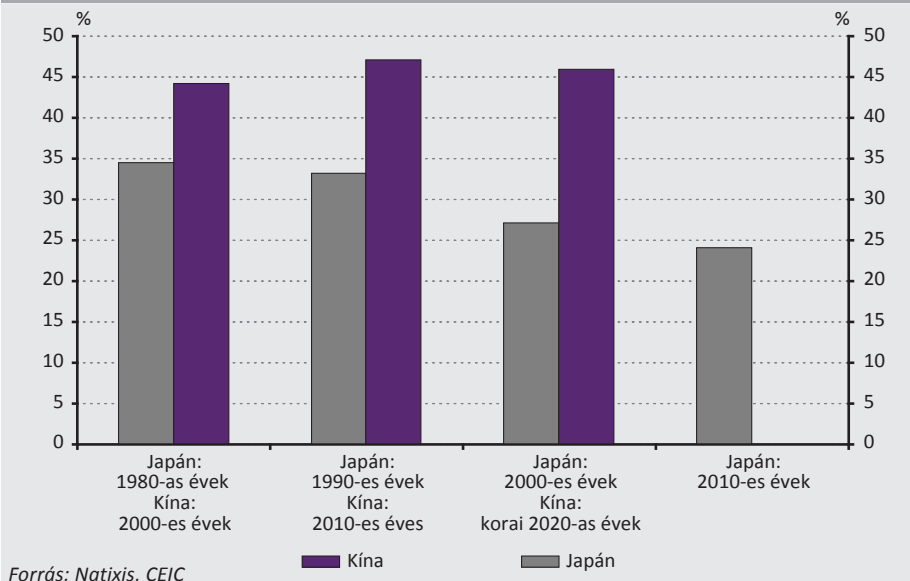
A megtakarítási ráta a főbb gazdaságokban a 2020-as évek elején



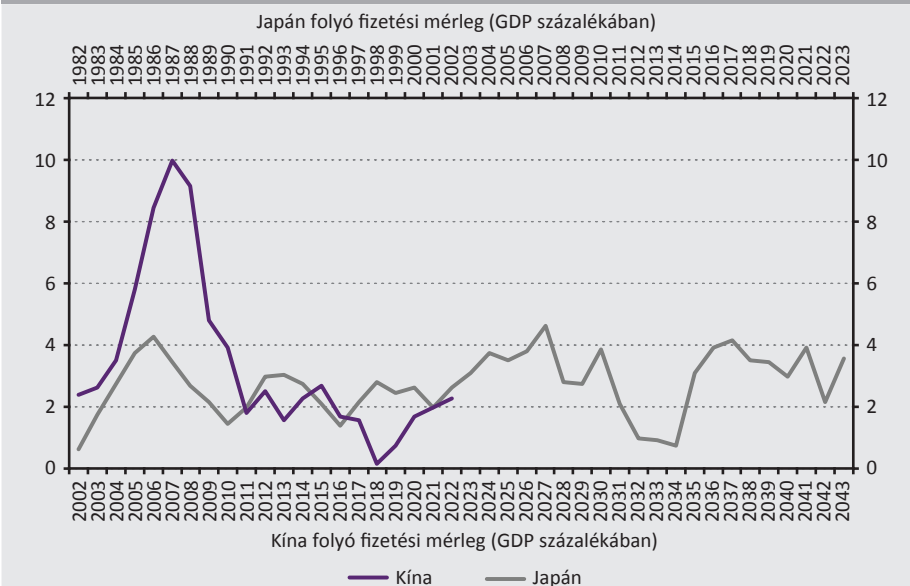
Összességében mind Kínában, mind Japánban jelentősen csökkentek a beruházások, de míg Japánban sikerült fokozatosan áttérni a beruházásvezérelt növekedési modellről a fogyasztásvezéreltre, addig Kínában alig csökkent az egyensúlytalanság, amelyet a magas többletmegtakarítás (6. ábra) és a háztartások alacsony fogyasztása jellemez.

Következésképpen Kínában a megtakarítási ráta továbbra is meghaladja a beruházási rátát, ami tartós folyó fizetésimérleg-többletbe vezet. Ez az eredmény ellentétben áll a korábbi várakozásokkal, miszerint a többlet csökkenni fog, mivel Kína egy főre jutó GDP-je emelkedett, és nőtt az import is, ami a felsőkategóriás fogyasztási cikkek kereső növekvő középosztálynak köszönhető. Kína folyó fizetési mérlegének aránya körülbelül 2 százalékon stabilizálódott, ami Japán 2000-es évek eleji helyzetéhez hasonlít (7. ábra).

6. ábra
Megtakarítási ráta Kínában és Japánban



7. ábra
Kína és Japán folyó fizetési mérlege



Megjegyzés: A két országban megfigyelt hasonló gazdasági minták időbeli eltolódása miatt az összehasonlítható trendek időbeli összehangolása érdekében kettős vízszintes tengelyt alkalmazok. A felső idő-tengely Japánra, míg az alsó tengely Kínára vonatkozik.

Forrás: Natixis, CEIC

Végül, a – mind Trump, mind Biden elnök által alkalmazott – Kína befolyásának mérséklését célzó stratégia Japán 1980-as évek végi tapasztalatait tükrözi. Japán esetében ez a befolyásmérséklés elsősorban gazdasági jellegű volt, és inkább a kereskedelemre, mint a technológiára összpontosított, mivel Japán a második világháborúban elszenvedett vereséget követően nem állította helyre katonai képességeit. Az Amerikai Egyesült Államok olyan kereskedelmi tárgyalásokat folytatott, amelyek nagymértékben az amerikai érdekeknek kedveztek, kihasználva a Japánnal szembeni jelentős kétoldalú (bilaterális) deficitet, különösen az autópári és elektronikai ágazatban. Az USA vámokat és kvótákat vezetett be a japán importra, és önkéntes exportkorlátozásokat alkalmazott bizonyos termékekre. Emellett az USA a japán félvezetőipart is célba vette, amire példa az 1986-os amerikai-japán félvezető-kereskedelmi megállapodás⁴, amelynek célja az amerikai vállalatok piaci részesedésének növelése volt. Az USA a Plaza-egyezményen keresztül is ösztönözte Japánt a jen felértékelésére⁵.

Az USA Kínával szembeni befolyásmérséklő stratégiája másképp alakult. Az USA úgy látja, hogy Japánnal ellentétben Kína nemcsak gazdasági fenyegetést jelent, hanem katonai és biztonsági kihívást is. Ennek eredményeképpen a szélesebb körű stratégiának csak egy részét képezi a gazdasági befolyásmérséklés – mint például a Trump elnök első hivatali ideje alatt hozott kereskedelmi intézkedések (*Dadush 2019*), amelyeket most, második ciklusa alatt jelentősen megerősítettek. Kína Egyesült Államok általi korlátozása gyorsan kiterjedt a technológiára is, különösen a kettős felhasználású technológiákra, szigorú exportellenőrzéssel a kritikus ágazatokban, beleértve a fejlett félvezetőket is. Az USA elsődleges célja Kínával kapcsolatban sokkal átfogóbb, mint Japán esetében volt, mivel arra törekszik, hogy globálisan megőrizze hegemon pozícióját.

3. Néhány fontos tanulság Japánból

3.1. A Bank of Japan szerepe a japán buborék kipukkadásában

Visszatekintve, az 1980-as években a japán jegybank (Bank of Japan, BoJ) reakciója a részvény- és ingatlanbuborékokra túl mérsékelt volt és túl későn érkezett, illetve valószínűleg kisebb fokú kiszámíthatatlanság jellemezte. Miután 1986 januárjától a BoJ a növekedés támogatása érdekében csökkentette az irányadó kamatot, végül 1989 májusától szigorított, hogy lehűtse a túlfűtött gazdaságot és csökkentse a buborékok okozta nyomást (8. ábra). Bár a fogyasztói árindex stabil volt, a banki hitelek éves növekedése mintegy +10 százalékkal gyorsult, és az eszközárak ugyanebben

⁴ Lásd: *Statement on the Japan-United States Semiconductor Trade Agreement*, 31 July 1986, Ronald Reagan Presidential Library and Museum, <https://www.reaganlibrary.gov/archives/speech/statement-japan-united-states-semiconductor-trade-agreement>.

⁵ Lásd *Announcement the Ministers of Finance and Central Bank Governors of France, Germany, Japan, the United Kingdom, and the United States (Plaza Accord)*, 22 September 1985, <https://g7.utoronto.ca/finance/fm850922.htm>.

az időszakban több mint kétszeresükre emelkedtek. Mivel a makroprudenciális politika akkoriban még alig volt kidolgozva, a japán jegybank késlekedett a növekvő makrogazdasági egyensúlytalanságokra való reagálással.

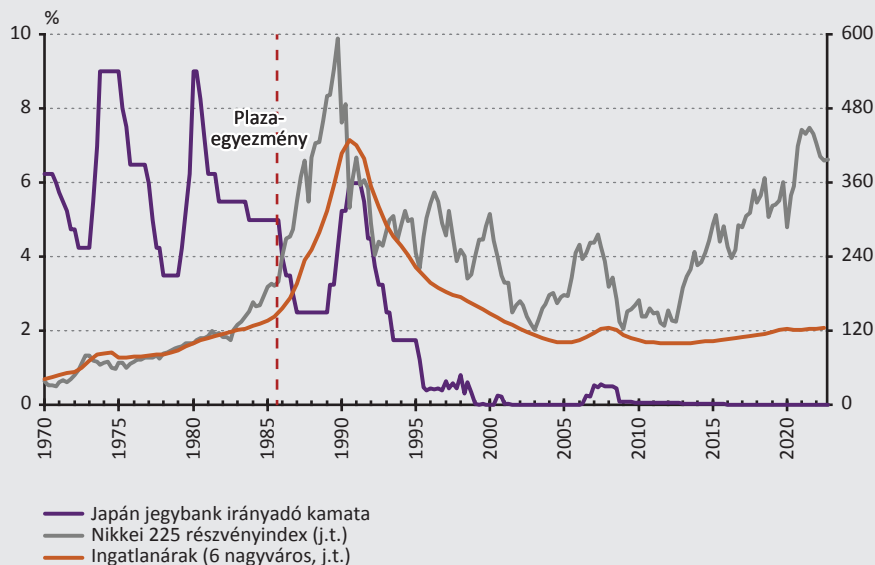
A BoJ lassan reagált a részvényárfolyamok erőteljes csökkenésére is. Miután a Nikkei részvényindex az 1989. decemberi csúcshoz képest 38 százalékkal csökkent, a jegybank végül az irányadó kamatláb 50 bázisponttal történő mérséklésével reagált 1991 júliusában. Több mint négy évbe telt az is, hogy a japán jegybank 1995 szeptemberében 0,50 százalékra csökkentette az irányadó kamatot, mert attól tartott, hogy a monetáris lazítás újraéleszti az ingatlanbuborékot. Ez a fokozatos enyhítés nem volt elegendő, mivel a monetáris kondíciók az 1990-es évek második felében is feszesek maradtak. A „japán prémium” növelte a japán bankok finanszírozási költségeit a nemzetközi piacon, és a japán jen folyamatosan felértékelődött, amikor a bankok végre elkezdtek megtisztítani mérlegeiket.

Miután az irányadó kamat 1999 februárjában elérte a 0,0 százalékot, a japán jegybank szembesült a zero nominális alsó kamatkorláttal, vagyis azzal a meggyőződéssel, hogy az irányadó kamat nem csökkenhet 0,0 százalék alá. A monetáris politika továbbra is restriktívnek számított, mivel a defláció a reálkamatlábat körülbelül 1 százalékra emelte, amikor általánosságban úgy vélték, hogy a semleges kamatláb 0,0 százalék alá csökkent (9. ábra).

Végül a BoJ 1999-től a hagyományostól eltérő, nem konvencionális szakpolitikai eszközöket vezetett be a zero nominális alsó kamatkorlát kezelésére. Akkor a jegybank kijelentette, hogy az irányadó kamatot mindaddig 0,0 százalékon tartja, amíg a defláció megszűnésének kilátásai nem válnak világossá, amit ma előretekintő iránymutatásnak nevezünk. Ezt követően a japán jegybank 2001-ben mennyiségi lazítást indított rövid lejáratú állampapírok tömeges vásárlásával, hogy növelje a bankok tartalékait a jegybanki mérlegében. Miután 2013 áprilisában bevezette a mennyiségi és minőségi monetáris lazítást (QQE), amelynek célja a hosszú lejáratú kötvényhozamok csökkentése, valamint a részvény- és ingatlanpiaci kockázati felárak csökkentése volt, a japán jegybank kibővítette a keretrendszert azáltal, hogy 2016 januárjában -0,1 százalékra csökkentette az irányadó kamatot (QQE negatív kamatlábbal), hogy a bankokat a hitelezés bővítésére ösztönözze. 2016 szeptemberében a szakpolitikai eszközt átkevertezték a hozamgörbe-szabályozás (QQE YCC) hozzáadásával, azzal a céllal, hogy a 10 éves japán államkötvény (JGB) hozamát 0 százalék körüli szinten tartsák, és a kötvényhozamokat a hozamgörbe teljes hosszában csökkentsék. Miközben ezek a szakpolitikai válaszlépések a japán jegybank mérlegének erőteljes, a GDP 100 százaléka fölé emelkedésével végződtek, ami a legmagasabb a nagy jegybankok között, a BoJ 2022 elején végre kezdte meglátni a fényt a deflációs alagút végén.

8. ábra

Japán: A BoJ és az eszközárak

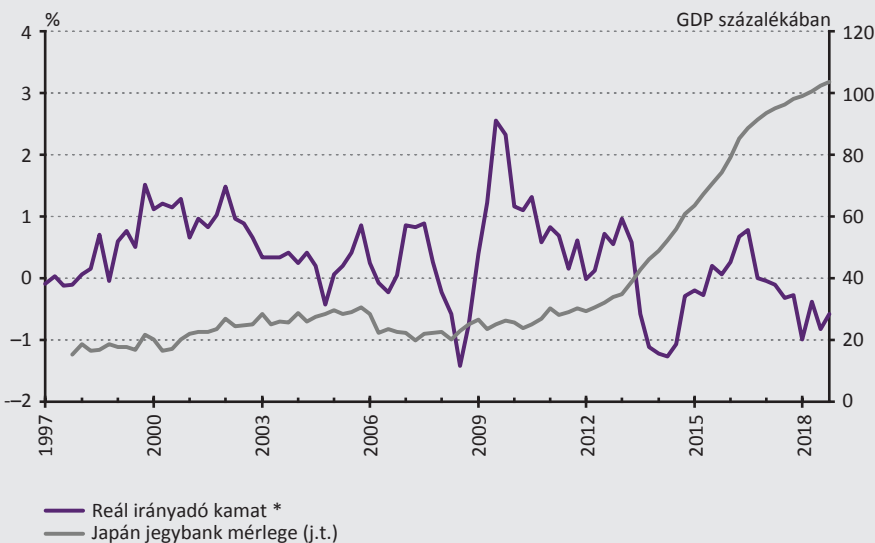


Megjegyzés: A jobb oldali függőleges tengelyen feltüntetett változók esetében: 1980Q1=100.

Források: INDB, NATIXIS

9. ábra

Japán: A BoJ irányadó kamata és mérlege



Megjegyzés: *Áfa-emeléssel kiigazítva

Források: NATIXIS, INDB

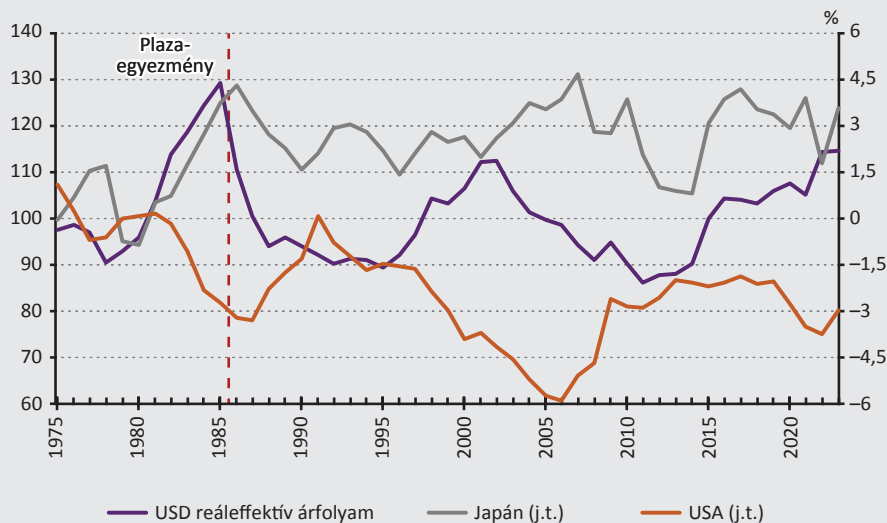
3.2. A jen felértékelődése: Japán elveszett két évtizedének strukturális tényezője

Az 1985-ös Plaza-egyezmény vitathatatlanul fontos fordulópontra volt a japán gazdaság számára. Az 1980-as évek elejétől kezdve a magas kamatlábak és a Reagan-kormányzat alatti nagy költségvetési hiány az amerikai dollár felértékelődését eredményezte. Széles körben elterjedt az a nézet is, hogy a szigorú japán szabályozás megakadályozta a tőke beáramlását, ami alulértékeltette a japán jent. Ennek következtében az USD reáleffektív árfolyama (REER) 1981 és 1985 között mintegy 25 százalékkal felértékelődött, ami viszont növelte Japán folyó fizetési mérlegének többletét és az USA hiányát (10. ábra). A makrogazdasági egyensúlytalanságok enyhítése érdekében 1985 szeptemberében Japán aláírta a Plaza-egyezményt, hogy a G5-ökkel együtt leértékeltse az amerikai dollárt. Ahogy a jegybankok összehangoltan beavatkoztak a devizapiacra, a jen gyorsan felértékelődött az 1985. augusztusi USD/JPY=237,1-ről 1987 áprilisára USD/JPY=139,7-re (11. ábra). Az exportot érő súlyos nehézségek ellensúlyozása és a növekedés támogatása érdekében a BoJ az irányadó kamatot az 1985-ös 5,00 százalékról 1987 februárjában 2,50 százalékra csökkentette. A monetáris ösztönzés végül a japán gazdasággal kapcsolatos optimizmust táplálta, ami végső soron kettős buborékot eredményezett az ingatlan- és részvénypiacokon.

A buborék 1990 körüli kipukkanása után az erős jen különböző csatornákon keresztül nehezítette a gazdasági fellendülést, ami jellemző volt Japán elveszett két évtizedére. A jen felértékelődése nemcsak az exportot csökkentette, hanem növelte a versenyt az Ázsiából származó olcsóbb importtermékekkel is. Mivel a buborékot követő időszakban a belföldi kereslet is stagnált, a vállalati jövedelmezőség tovább romlott, ami csökkentette a nominálbéreket, ami viszont az infláció csökkenéséhez vezetett. Ahogy a defláció beágyazódott a várakozásokba, a feldolgozóipari vállalatok a magasabb reálkamat miatt csökkentették a beruházásokat, miközben Ázsiában bővítették a közvetlen külföldi befektetéseket, ami hozzájárult a japán gazdaság leépüléséhez. Ezek a fejlemények megnehezítették a japán jegybank szakpolitikai döntéseit, miután 1999-ben 0,0 százalékra csökkentette az irányadó kamatot.

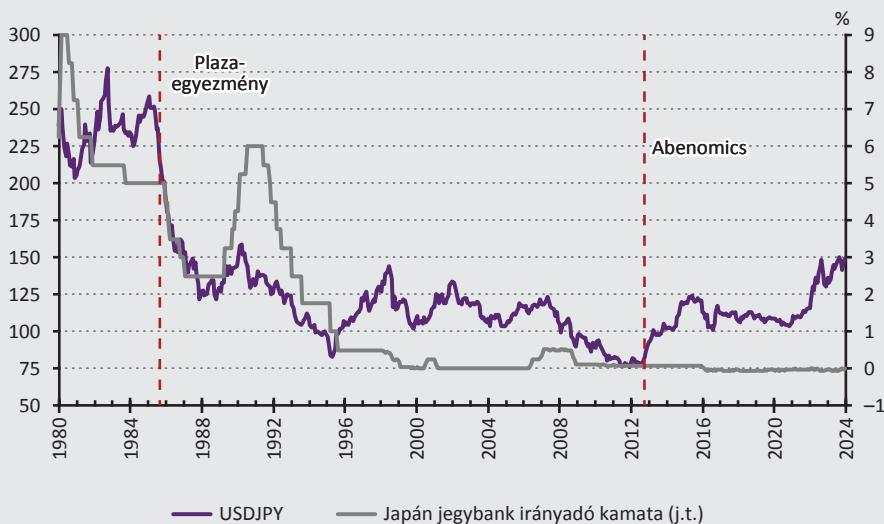
A jen trendje végül megfordult, miután a japán jegybank 2013 januárjában 1 százalékról 2 százalékra emelte az inflációs célt. Míg az Abenomics keretében a mennyiségi és minőségi monetáris lazításon alapuló monetáris politika leértékeltette a jent az USD/JPY=115 körüli szintre, a lendület 2022 elejétől felgyorsult az amerikai Federal Reserve (Fed) és a japán jegybank által folytatott monetáris politikák közötti egyre nagyobb különbség miatt. Míg a Fed a gyorsuló infláció megfékezése érdekében szigorított, a BoJ a középtávú 2 százalékos inflációs cél elérése érdekében továbbra is alkalmazkodó monetáris politikát folytatott.

10. ábra
Japán: REER és folyó fizetési mérleg (GDP arány)



Források: Datastream, NATIXIS

11. ábra
Japán: A japán jegybank irányadó kamata és árfolyama



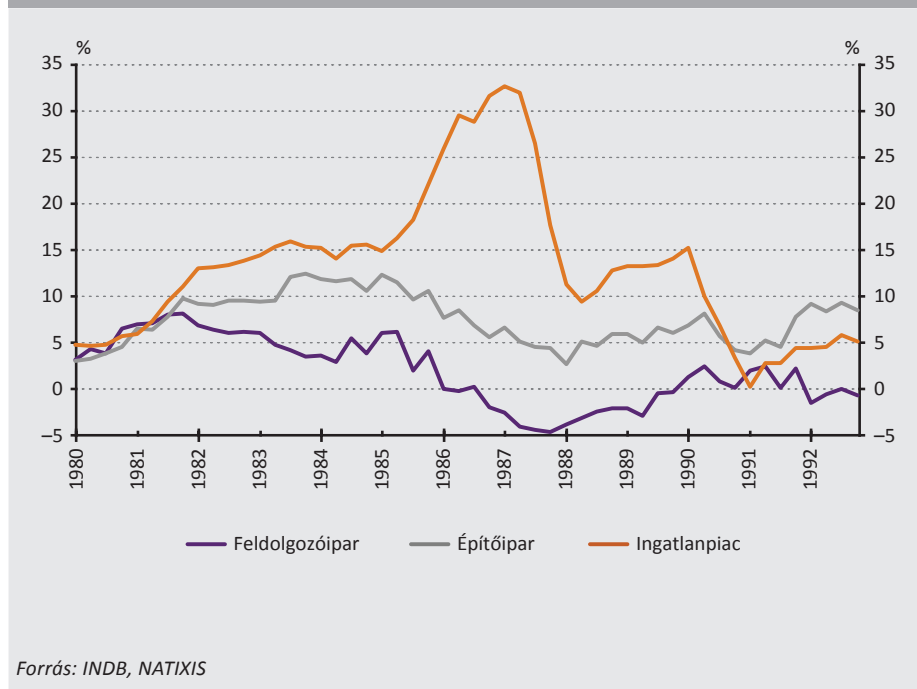
Források: NATIXIS, INDB

3.3. Japán bankok: Évtizedes próbálkozások és tévedések útján a lakáspiaci válságból való kilábalásig

Az 1980-as években a japán bankpolitikák egyre inkább eltértek az optimális pályától, ami jelentős eszközár-buborék kialakulásához vezetett. A pénzügyi deregulációt követően a nagyvállalatok elkezdtek pénzt bevonni a pénzügyi piacokról, csökkentve ezzel a bankoktól való függőségüket. Ez arra készítette a bankokat, hogy új ügyfélkört keressenek, és elkezdtek agresszívan hitelezni az ingatlanszektornak. A Pénzügyminisztérium „konvojrendszere”, amely biztosította a csődhelyzetben lévő bankok egyesülését a csődbe jutás helyett, tovább ösztönözte ezt a felelőtlen viselkedést az erkölcsi kockázat növelésével.

Az ingatlanszektor központi szerepet játszott a buborék kialakulásában, amelyet a „föld mítosza” támogatott – az a meggyőződés, hogy a földterületek értéke soha nem fog csökkenni. Miután a japán jegybank az 1985-ös Plaza-egyezményt követően kibővítette a monetáris politikát, az ingatlanárak megháromszorozódtak. Ebben a zűrzavaros környezetben a bankok agresszívan bővítették az ingatlanszektornak nyújtott hiteleket, gyakran a felértékelődő földterületeket használva fedezetként (12. ábra).

12. ábra
Japán: bankhitelek szektorok szerint (év/év)

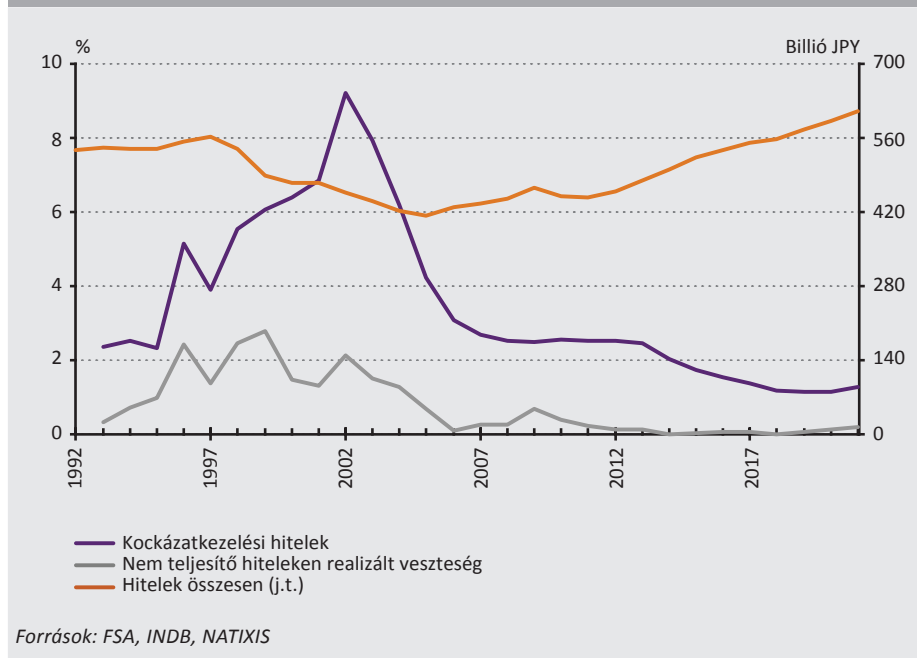


Amikor az 1990-es évek elején a buborék kipukkadt, a bankok lassan reagáltak. A „föld mítoszában” bízva átmeneti áresésre számítottak, és vonakodtak a nemteljesítő hitelek (NPL) leírásától, nem megfelelő céltartalékot képezve. Ezt a tétlenséget tetézték a laza számviteli szabályok és a konvojrendszer keretében esetlegesen megvalósuló kormányzati mentőcsomagba vetett hit. Ennek eredményeként a bankok továbbra is hiteleztek a „zombi” ingatlan- és építőipari cégeknek, miközben korlátozták az új, termelő ágazatok hitelezését, ami károsította Japán gazdasági termelékenységét.

Az 1997-es, jelentős bankcsődöt eredményező pénzügyi válság döntő fordulópontra volt. Világossá vált, hogy a kormány nem tud minden intézményt megmenteni. Válaszul Japán olyan jogi kereteket vezetett be, mint az 1998-as pénzügyi revitalizációs törvény és a 2002-es pénzügyi revitalizációs program, a diszkrecionális politikáról a törvényen alapuló rendszerre váltva, és véget vetve a konvojrendszernek. Ez arra kényszerítette a bankokat, hogy megfelelően értékeljék a hitelképességet, és leírják a nemteljesítő hiteleket. Következésképpen a banki hitelek végül a 2000-es évek közepe táján érték el a mélypontjukat, egy teljes évtizeddel a buborék kipukkadása után (13. ábra).

13. ábra

Japán: a bankok nemteljesítő hitelei (pénzügyi év, a teljes hitelállományhoz viszonyított arány)



4. Követi-e Kína a Japán által bejárt pályát?

Vajon a kínai megtakarítási-befektetési mintázat, mely hasonlít a korábban Japánban megfigyelthez, hasonló növekedési pályához – a buborék kipukkanását követő gyors lassuláshoz – vezet?

Kohsaka et al. (2002) azzal érvel, hogy a japán jegybank 1988 és 1989 között túl messzire ment a kamatemelésben. Ez az eszközárak további növekedésének visszafogása érdekében történt, és hozzájárult a buborék kipukkadásához. Ugyanígy azzal is lehet érvelni, hogy a Kínai Központi Bank (PBoC) monetáris politikája a világválság előtt és alatt hasonlóképpen túl szigorú volt, legalábbis a világ többi részéhez képest. Ez, valamint a további szabályozási szigorítások, például az ingatlanfejlesztőkre vonatkozó, az ún. „három vörös vonal”⁶ politikája gyorsan lehűtötte a befektetési lelkesedést. (További részleteket a 3.1. *alszakaszban* tárgyaltunk a japán jegybank magatartásáról.)

Bár a japán jegybank a buborék kipukkanása után csökkentette a kamatokat, ezt nagyon fokozatosan tette, és a kamatszint csak 1999-ben érte el a nullát annak ellenére, hogy a deflációs nyomás tartósan fennállt, különösen a termelői árak esetében. Más szóval, a japán reálkamatok makacsul magasak maradtak a buborék kipukkanása után, amíg Haruhiko Kuroda kormányzó 2016 végén negatív kamatlábat nem vezetett be, és a japán jegybank mérlegét jelentősen tovább bővítette⁷ (14. ábra). Hasonló mintázatot figyelhetünk meg Kínában is, mivel a kínai jegybank az ingatlanbuborék 2021 közepén bekövetkezett kipukkadását követően magasan tartotta a kamatokat. Annak ellenére, hogy a gazdaság potenciális szintje alatt, deflációs nyomással működött – különösen a termelői árak tekintetében –, a kínai jegybank monetáris politikai irányultságának változása is igen fokozatosan ment végbe.

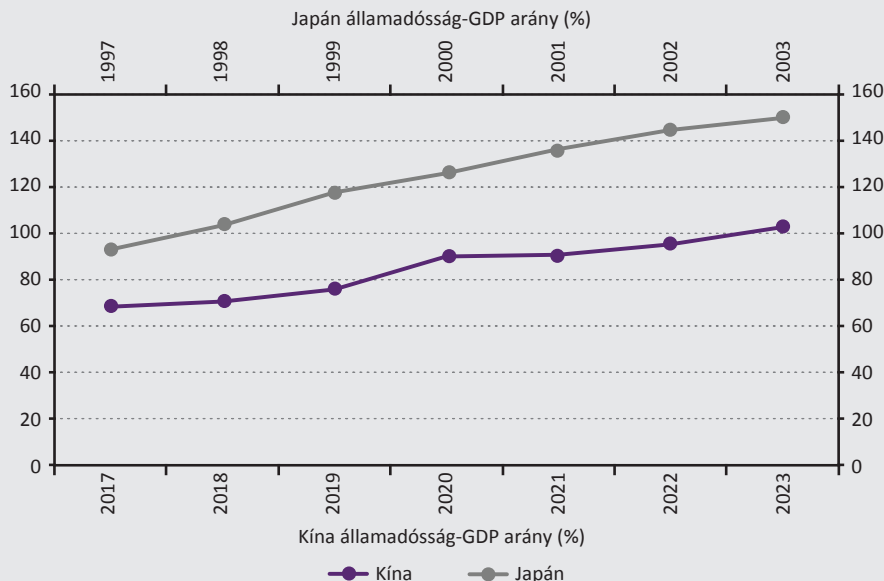
Költségvetési téren Japán a buborék kipukkanása óta nagyon gyorsan halmozta az államadósságot, amely mára a GDP 230 százalékát is meghaladja. Kína ugyanezt az utat járja be a költségvetési hiányok és az államadósság felhalmozásával (15. ábra). Kína azonban nagyon óvatos lett az adósságproblémával kapcsolatban, különösen a helyi önkormányzatok szintjén, és elkezdte korlátozni a költségvetési kiadásokat. Így Kína fiskális ösztönzése is korlátozott volt, noha az adóssághalmozódás már annyira érzékelhetővé vált, hogy a kormány továbbra is intézkedéseket hajt végre a kezelésére. 2024 novemberében 1,4 billió USD értékű gazdaságélénkítő csomagot bocsátott ki, amely magában foglalja a rejtett (helyi önkormányzati pénzügyi eszközök formájában lévő) önkormányzati adósság hivatalos helyi önkormányzati adósságra történő cseréjét.⁸ Az ilyen csereügyletek – amelyek már egy ideje zajlanak – a túlzott adósság, különösen a nem hivatalos adósság felhalmozásában rejlő pénzügyi kockázat csökkentését célozzák.

⁶ A „három vörös vonal” (three red lines) politika a kínai ingatlanfejlesztőkre vonatkozó pénzügyi iránymutatásokat tartalmazza. A politikát 2020 augusztusában vezették be, hogy segítsen az ingatlanszektor adósságának ellenőrzésében és pénzügyi helyzetének, stabilitásának javításában (*Yang et al. 2023*).

⁷ Lásd Bank of Japan statement of 29 January 2016, Introduction of “Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate”, https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdec/mpr_2016/k160129a.pdf.

⁸ <https://www.reuters.com/markets/asia/what-you-need-know-about-chinas-14-trillion-debt-package-2024-11-10/>

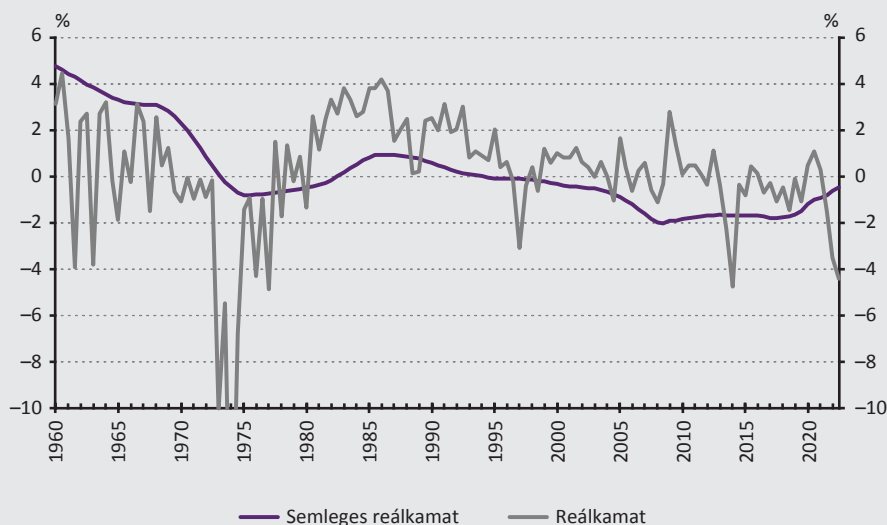
14. ábra
Kína és Japán GDP-arányos államadóssága



Megjegyzés: A két országban megfigyelt hasonló gazdasági minták időbeli eltolódása miatt az összehasonlítható trendek időbeli összehangolása érdekében kettős vízszintes tengelyt alkalmazok. A felső időtengely Japánra, míg az alsó tengely Kínára vonatkozik.

Forrás: Natixis, CEIC

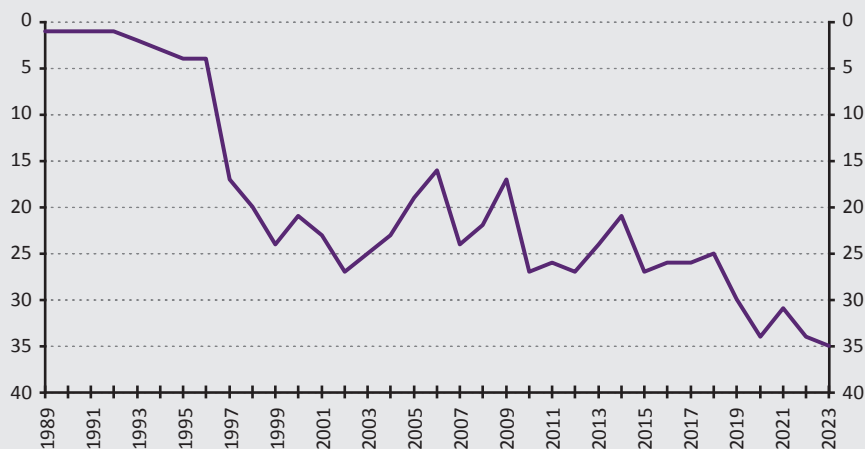
15. ábra
Japán: semleges kamat



Forrás: NATIXIS

A másik hasonlóság az, hogy a strukturális lassulásra adott válaszul mind Japán, mind Kína megerősítette iparpolitikáját. A japán kormány a bankoknak nyújtott pénzügyi támogatási programot – 1998-ig a GDP több mint 18 százalék – (Fujii és Kawai 2010), valamint adózási ösztönzőket vezetett be bizonyos – stratégiaiilag fontosnak ítélt – iparágak számára, beleértve az információs technológiát, a biotechnológiát és a környezetvédelmi technológiákat (Callen és Ostry 2023). Emellett pénzügyi eszközökkel ösztönözte a kutatás és fejlesztés (K+F), valamint a köz- és magánszféra közötti partnerségeket. A masszív iparpolitika nem tudta megállítani a feldolgozóipar arányának csökkenését a japán gazdaságban, és ami a legfontosabb, Japán innovációs helyezésének romlását (16. ábra) a nemzetközi rangsorban (Fukao és Kwon 2005). Kína ugyanezt az utat követi: növeli K+F-kiadásait és speciális projekteket hajt végre a csúcstechnológiai ágazatok támogatására.

16. ábra
Japán a globális versenyképességi rangsorban

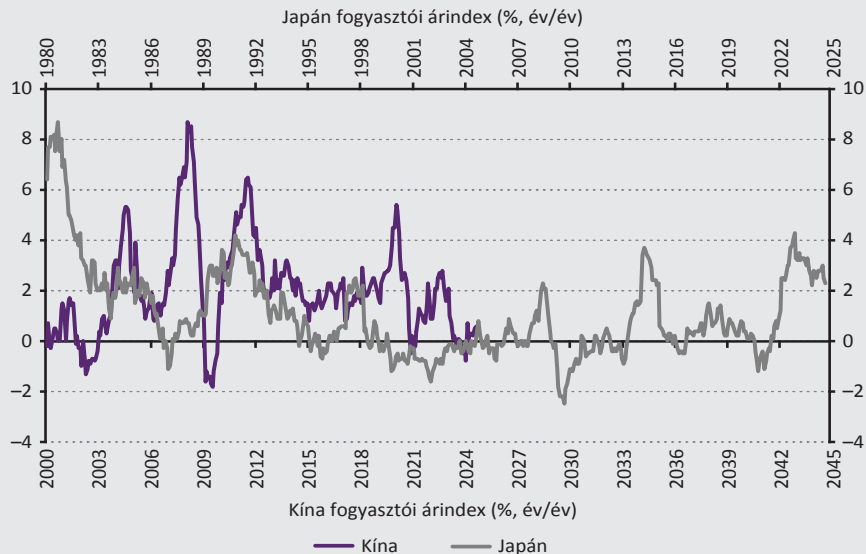


Források: IMD, NATIXIS

A feldolgozóiparra és az iparra irányuló túlzott összpontosítás miatt mindkét gazdaság deflációs nyomást szenvedett el, különösen a termelői árak tekintetében. Japán hosszan tartó deflációs nyomást élt át, míg Kínában két különböző deflációs időszakot tapasztaltak: először 2015-ben, majd 2022-től ismét (17. és 18. ábra). Kínának 2015-ben sikerült enyhítenie a deflációs nyomást ösztönző intézkedésekkel, de a második deflációs időszakban már vonakodott ugyanezt az utat követni.

17. ábra

Kína és Japán fogyasztói árindexének összehasonlítása

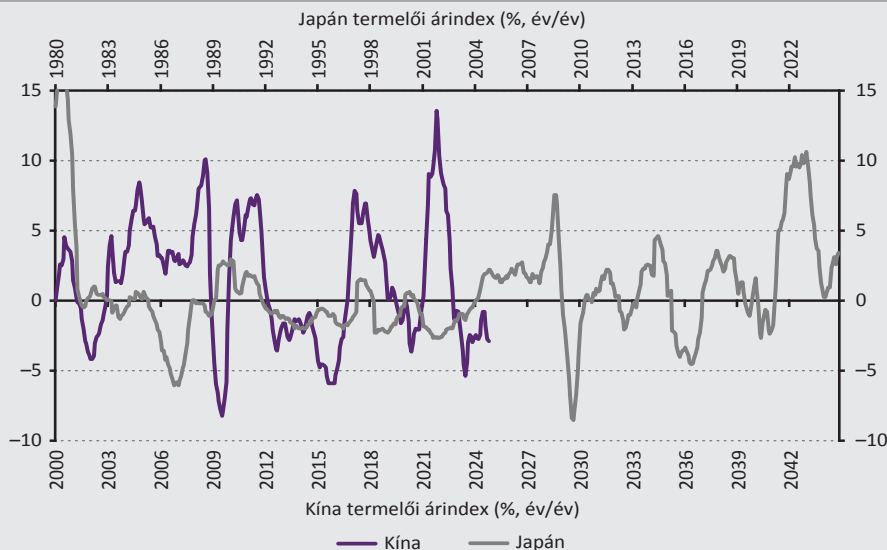


Megjegyzés: Adatok 2024. októberéig bezárólag. A két országban megfigyelt hasonló gazdasági minták időbeli eltolódása miatt az összehasonlítható trendek időbeli összehangolása érdekében kettős vízszintes tengelyt alkalmazok. A felső időtengely Japánra, míg az alsó tengely Kínára vonatkozik.

Forrás: Natixis, CEIC

18. ábra

Kína és Japán termelői árindexének összehasonlítása



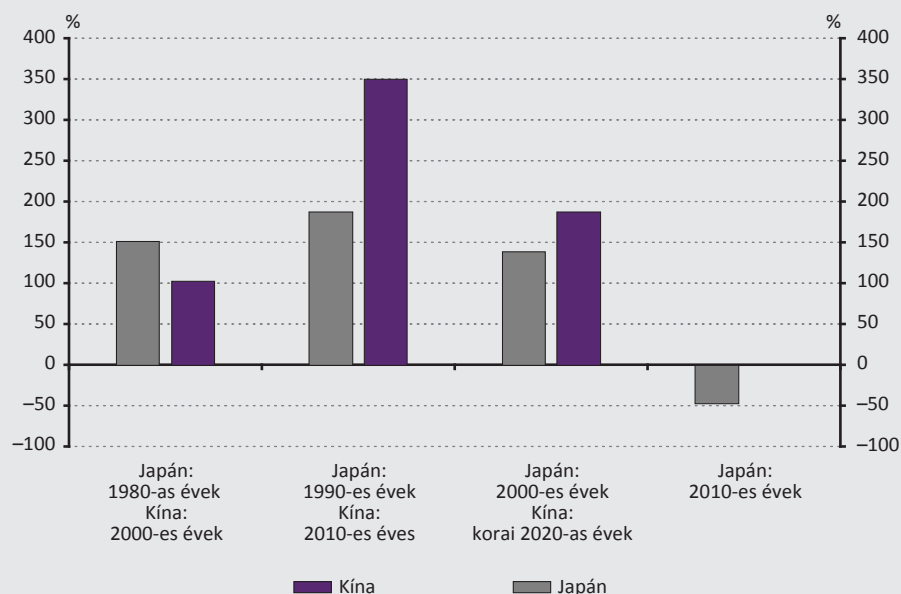
Megjegyzés: Adatok 2024. októberéig bezárólag. A két országban megfigyelt hasonló gazdasági minták időbeli eltolódása miatt az összehasonlítható trendek időbeli összehangolása érdekében kettős vízszintes tengelyt alkalmazok. A felső időtengely Japánra, míg az alsó tengely Kínára vonatkozik.

Forrás: Natixis, CEIC

Egy további lényeges hasonlóság az exportpiacok felhasználása a túlzott gyártási kapacitás felszabadítására. Japán a tengerentúli piacok bővítésével próbálta enyhíteni strukturális lassulását, ami folyó fizetésimérleg-többletbe vezetett (19. ábra), de ez a hatás mérséklődött, sőt hús év elteltével eltűnt, mivel Japán inkább vált turisztikai célponttá, mint feldolgozott termékek exportőrévé. A lassulást követően Kína továbbra is jelentős folyófizetésimérleg-többletet tart fenn, különösen a felsőkategóriás technológiai export javulása tapasztalható.

19. ábra

Az áruforgalmi többlet a folyófizetésimérleg-többlet arányában



Forrás: Natixis, CEIC

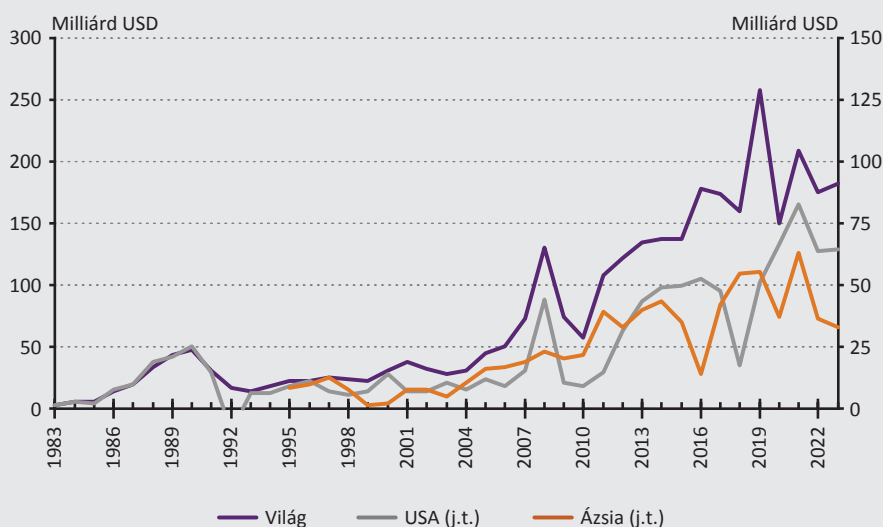
Japán és Kína egyaránt úgy döntött, hogy közvetlen külföldi befektetéseken (FDI) és hitelezésen keresztül bővíti beruházásait a tengerentúlon. Japán számára a közvetlen külföldi befektetések jelentették a terjeszkedés elsődleges csatornáját, Délkelet-Ázsia és Kína pedig a „repülő ludak” (flying geese) stratégiája alapján a legfontosabb célországok voltak (Kojima 2000). A feldolgozóiparban végrehajtott zöldmezős beruházások mellett Japán fúziókra és felvásárlásokra is törekedett, amelyek különösen megvalósíthatóvá és költséghatékonyabbá váltak, amikor a Plaza-egyezményt követően a jen felértékelődött. A gazdasági buborék kipukkanása tovább gyorsította a japán gazdaság eltolódását a tengerentúli eszközök megszerzése irányába, amit a hazai növekedés meredek visszaesése és a feldolgozóipari ágazaton belüli tartósan magas munkaerőköltségek okoztak (20. ábra). Eközben a japán bankok jelentős

globális tengerentúli hitelezőkké váltak, többek között Latin-Amerikában is az 1980-as évek nagy államadósság-válsága előtt.

Kína is jelentősen bővítette tengerentúli jelenlétét – elsősorban hitelezéssel –, különös hangsúlyt fektetve az infrastruktúra finanszírozására. Határokon átnyúló hitelnyújtási erőfeszítései elsősorban a feltörekvő gazdaságokat célozták meg, különösen azokat, amelyek részt vesznek a Kína zászlóshajójának számító Egy Övezet Egy Út Kezdeményezésben. Japánhoz képest Kína zöldmezős beruházásai a feldolgozóiparban viszonylag új keletűek, és a fejlett világot választották fő célpontnak a piacok bővítése és a technológiai eszközök megszerzése érdekében.

20. ábra

Japán: kiáramló közvetlen külföldi tőkebefektetések (folyó adatok)



Források: NATIXIS, JETRO

5. Miben különbözhet Kína Japántól?

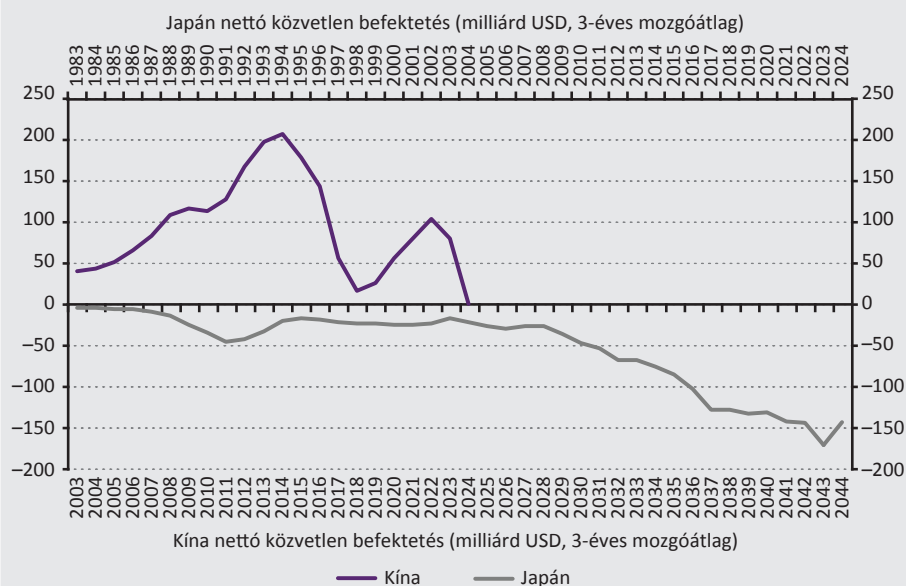
Bár sok a párhuzam az 1980-as és 1990-es évek Japán tapasztalatai és a mai Kína között, jelentős különbségek is megfigyelhetők. Ezek némelyike Kínának kedvez, míg mások arra utalnak, hogy helyzete még nagyobb kihívást jelenthet, mint annak idején Japáné.

A legfontosabb különbség a kifelé irányuló beruházások szintje. Japán évtizedekkel ezelőtt a világ legnagyobb nettó külső hitelezőjévé vált, és ezt a státuszát jelentős

közvetlen külföldi befektetések és portfólió-áramlások révén tartja fenn. Ezzel szemben a kifelé irányuló kínai közvetlen külföldi tőkebefektetések a 2013 és 2016 között tapasztalt növekedés óta jelentősen lelassultak (21. ábra). Továbbá Kína soha nem liberalizálta teljesen a tőkeáramlást, ami sokkal korlátozottabb tengerentúli portfólió-befektetésekhez vezetett (22. ábra).

Ez a strukturális különbség hatással van a gazdasági ellenálló képességükre. Japán számára a tengerentúli befektetésekből származó jelentős jövedelem létfontosságú volt a folyófizetésimérleg-többlet fenntartásában. Kína többletét azonban túlnyomórészt a kereskedelem hajtja, a külföldi befektetésekből származó nettó jövedelem minimális (23. ábra). Ezáltal Kína kiszolgáltatottabbá válik az Egyesült Államok és az Európai Unió növekvő protekcionizmusával szemben (García Herrero – Vasselier 2024). Ezen túlmenően – mivel a kínai bérek még mindig alacsonyabbak, mint a japán bérek voltak a hasonló szakaszban – a termelés áttelepítése a tengerentúlra kevésbé egyértelmű stratégia, mivel a bérkülönbségek nem olyan jelentősek.

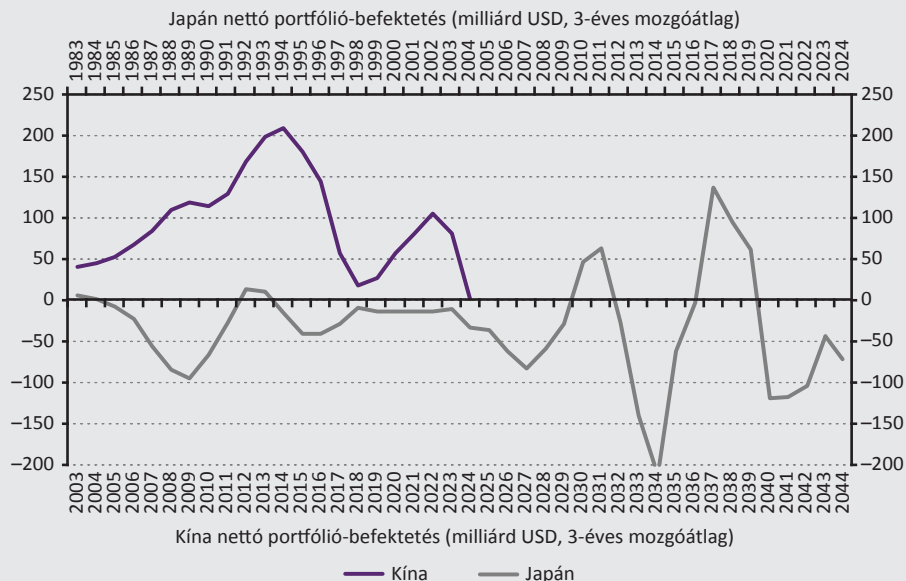
21. ábra
Nettó közvetlen beruházások



Megjegyzés: Adatok 2024. októberéig. A két országban megfigyelt hasonló gazdasági minták időbeli eltolódása miatt az összehasonlítható trendek időbeli összehangolása érdekében kettős vízszintes tengelyt alkalmazok. A felső időtengely Japánra, míg az alsó tengely Kínára vonatkozik.

Forrás: Natixis, CEIC

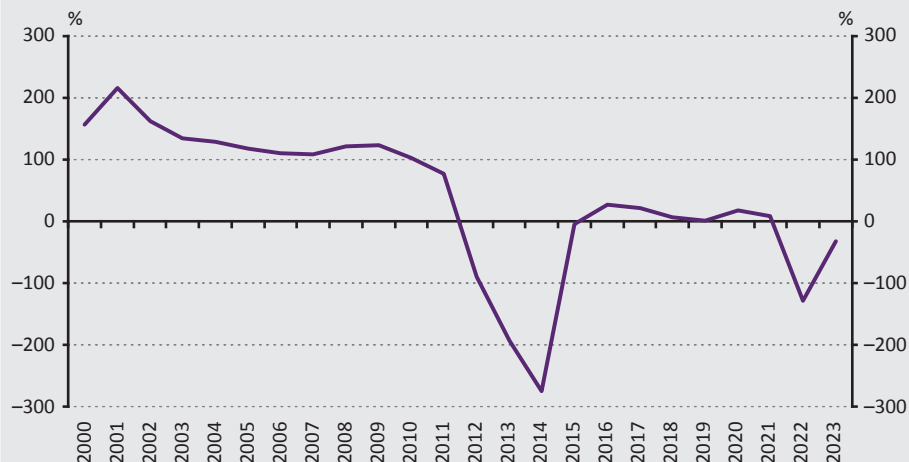
22. ábra
Nettó portfólió-befektetés



Megjegyzés: Adatok 2024. októberiéig. A két országban megfigyelt hasonló gazdasági minták időbeli eltolódása miatt az összehasonlítható trendek időbeli összehangolása érdekében kettős vízszintes tengelyt alkalmazok. A felső időtengely Japánra, míg az alsó tengely Kínára vonatkozik.

Forrás: Natixis, CEIC

23. ábra
Japán áruforgalmi többletének aránya a folyófizetésimérleg-többletben



Forrás: Natixis, CEIC

Japán árfolyam-politikája is különbözött a mai kínaitól, legalábbis eddig. Japán elfogadta a jen hirtelen, gyors felértékelődését az 1980-as évek közepén az USA által szorgalmazott Plaza-egyezmény keretében összehangolt beavatkozást követően. Az erős jen következményeit a 3.2. *szakaszban* elemeztem. Kína eddig elkerülte az amerikai államkincstárnak a kínai jüan felértékelését szorgalmazó törekvéseit, és a külső versenyképesség elősegítése érdekében általában viszonylag gyengén tartotta a kínai jüant. Kína számára a tőkeáramlás korlátozása még mindig fontos eszköz e cél eléréséhez, míg Japán már régen felhagyott vele.

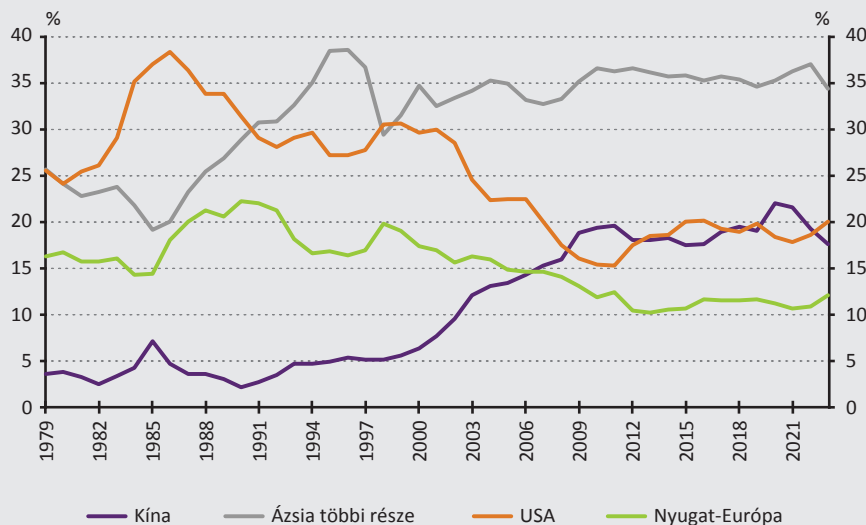
Egy másik jelentős különbség az ingatlanválság japán és kínai bankszektorra gyakorolt hatásában rejlik. A japán bankok lényegesen nagyobb mértékben voltak kitéve az ingatlanfejlesztőknek, mint mai kínai társaik (lásd a 3.3. *szakaszt*), mivel a kínai szabályozás korlátozta a bankok ingatlanvállalkozások finanszírozási lehetőségeit. Míg a kínai bankoknak kevesebb közvetlen kitettsége van a fejlesztőkkel szemben, nagymértékben ki vannak téve a helyi kormányzati pénzügyi eszközöknek (LGFV-k), amelyek fontos szerepet játszottak az ingatlan- és infrastrukturális projektek finanszírozásában, de jelenleg komoly pénzügyi nehézségekkel küzdenek. A japán bankokhoz hasonlóan a kínai bankoknál is csökken a kamatmarzs, ami hatással van jövedelmezőségükre (Garcia Herrero – Ng 2024).

Összefoglalva, bár Kínának eddig sikerült enyhítenie a gazdasági lassulás és az ingatlanpiaci kiigazítások bankszektorra gyakorolt hatásait, továbbra is bizonytalan, hogy végül Japán nyomdokaiba lép-e. A bankok jövedelmezőségének folyamatos csökkenése és az eszközminőséget érintő újonnan felmerülő kockázatok erős kihívásokat jelenthetnek a jövőben.

Nemzetközi szinten szemlélve Japán és Kína koncepciója merőben eltér egymástól. A második világháború utáni meggyengült politikai státuszú Japán nagyrészt visszafogott szerepet játszott a globális kormányzásban, történelmileg igazodott az USA politikáihoz, anélkül, hogy saját útját járta volna (24. *ábra*). Kína ezzel szemben egyre határozottabb álláspontot képvisel. Olyan kezdeményezéseken keresztül, mint az Egy Övezet Egy Út, aktívan kiterjesztette gazdasági, puha (soft) és kemény hatalmát (hard power) világszerte, és igyekezett megszerezni a Globális Dél támogatását. Ez a stratégia előnyös lehet, de egyben ki is teszi Kínát az USA közvetlen korlátozó, befolyáscsökkentő intézkedéseinek. Következésképpen Kína törekvése az önállóságra – különösen a kritikus ágazatokban, mint például a félvezetők – sokkal proaktívabb, mint Japáné valaha is volt.

24. ábra

Japán: export országoként (részesedés)



Források: MoF, NATIXIS

Végül, Kína technológiai pályája is eltérő lehet. A kritikus területeken áttörést ért el, ami azt sugallja, hogy közelebb került a globális élvonalhoz, mint hasonló szakaszban Japán, ami megerősíti a technológiai függetlenségre való törekvését az USA nyomása közepette. A döntő kérdés azonban az, hogy ezek az előnyök képesek-e növelni az általános termelékenységet. A jelenlegi adatok azt mutatják, hogy Kína teljes tényezőtermelékenysége a gazdasági lassulás során csökkent (Cerdeiro – Ruane 2022), ami kétségeket ébreszt azzal kapcsolatban, hogy a technológiai innováció képes-e ellensúlyozni az ország folyamatban lévő strukturális lassulását.

5. Következtetések

Kína jelenlegi gazdasági pályájának és Japán 1990-es évekbeli tapasztalatainak összehasonlító elemzése egyaránt feltár feltűnő párhuzamokat és kritikus eltéréseket, amelyek meghatározzák Kína középtávú kilátásait. Mindkét gazdaságban gyors növekedés következett be, amelyet kifejezett lassulás követett, amit hasonló strukturális jellemzők támasztottak alá: magas megtakarítási ráták, a háztartások alacsony fogyasztása és jelentős makrogazdasági egyensúlytalanság. Ezeket az egyensúlytalanságokat mindkét esetben súlyosbították az ingatlanbuborékok és az azt követő

korrekciók, valamint a gyakran lassú vagy nem kellően erőteljes szakpolitikai válaszleépések a mögöttes sebezhetőségek kezelésére.

Az egyik legfontosabb hasonlóság a megtakarítás–befektetés dinamikájában rejlik. Az 1980-as évekbeli Japánhoz hasonlóan Kína magas hazai megtakarításai hosszú időn keresztül finanszírozták a beruházások hatalmas fellendülését, különösen az infrastruktúra és az ingatlanok területén, miközben a háztartások fogyasztása viszszafozott maradt. Mivel a beruházások növekedése lelassult, mindkét országnak szembe kellett néznie azzal a kihívással, hogy a fogyasztásvezérelt növekedés alapjaira helyezzék gazdaságukat. Kína alkalmazkodása azonban kevésbé volt markáns: a megtakarítási ráta továbbra is rendkívül magas, és a nagyobb fogyasztásra való áttérés lehetősége korlátozott, így a folyó fizetési mérleg továbbra is többletet mutat, és a külső kereslettől való függést eredményezett.

Az ingatlanszektor mindkét gazdaság lassulásában kulcsszerepet játszott. Japánban a buborék és annak következményei stagnálás elhúzódó időszakához vezettek, míg Kínában a közelmúltbeli ingatlanpiaci korrekció élesebb és gyorsabb volt, ami aggodalmakat keltett egy esetleges „kemény landolás” miatt. A pénzügyi kockázat forrásai azonban különböznek: Japán válságának okai a vállalati és a bankszektor adósságállományának leépítésében gyökereztek, míg Kína sebezhetősége szorosabban kötődik a helyi önkormányzatok adósságához és az átláthatatlan finanszírozási eszközökhöz. Az e kockázatok megfékezésére irányuló szakpolitikai erőfeszítések ellenére Kína pénzügyi rendszere továbbra is ki van téve a tartós egyensúlytalanságoknak.

A demográfiai trendek és a deflációs nyomás tovább erősítik az összehasonlítást. Mindkét országnak szembe kellett néznie a népesség elöregedésével és a munkaerő csökkenő növekedésével, ami hozzájárult a potenciális kibocsátás lassulásához és a deflációs kockázatok növekedéséhez. Japánban ezek a tényezők hozzájárultak az úgynevezett „elveszett évtizedhez”, míg Kínában azzal fenyegetnek, hogy visszafogják a jövőbeli növekedést és megnehezítik a szakpolitikai válaszleépéseket (*García Herero 2024*).

A Kína és Japán közötti különbségek azonban ugyanolyan jelentősek. Kína továbbra is fejlődő gazdaság, nagyobb tér nyílik így a felzárkózó növekedésre, az urbanizációra és a termelékenység növekedésére. Az ország geopolitikai pozíciója sokkal erősebb, mint Japáné volt az 1990-es években, ami nagyobb befolyást biztosít számára a globális ügyekben, különösen a Globális Délen. Ez a geopolitikai erő az Egyesült Államok szélesebb körű és intenzívebb befolyáscsökkentési stratégiájának célpontjává tette Kínát, amely nemcsak a kereskedelemre, hanem a technológiára és a biztonságra is kiterjed. Japánnal ellentétben – aki elsősorban gazdasági befolyáscsökkentéssel nézett szembe – Kínának egy összetettebb és ellenségesebb nemzetközi környezetben kell eligazodnia.

A szakpolitikai válaszok is eltérőek voltak. Míg kezdetben mindkét ország a fokozatos monetáris és fiskális lazításra támaszkodott, Kína szakpolitikai eszköztára szélesebb körű, és vezetése hajlandóságot mutatott a hagyományostól eltérő intézkedésekkel való kísérletezésre. Mindazonáltal e szakpolitikák hatékonyságát olyan strukturális tényezők korlátozzák, mint a teljes körű jóléti állam hiánya – ami fenntartja a magas elővigyázatossági megtakarításokat –, valamint a pénzügyi szektor reformjának lassú üteme.

Összefoglalva, bár Kína számos olyan tünetet mutat, amelyek Japán esetében az elveszett évtizedhez vezettek – lassuló növekedés, ingatlanpiaci korrekció, magas megtakarítások és deflációs nyomás –, ugyanakkor egyedülálló erősségekkel rendelkezik, és sajátos kihívásokkal néz szembe. Az, hogy Kína el tudja-e kerülni az elhúzódó stagnálást, attól függ, képes lesz-e felgyorsítani a strukturális reformokat, átállni a fogyasztásalapú gazdaságra, kezelni a pénzügyi kockázatokat és alkalmazkodni az egyre összetettebbé váló globális környezethez. A japán tapasztalatok tanulságosak, de Kína útját végső soron saját politikai döntései, intézményi fejlődése és geopolitikai stratégiája fogja alakítani.

Felhasznált irodalom

- Bayoumi, T. (2001): *The morning after: explaining the slowdown in Japanese growth in the 1990s*. Journal of International Economics, 53(2): 241–259. [https://doi.org/10.1016/s0022-1996\(00\)00075-1](https://doi.org/10.1016/s0022-1996(00)00075-1)
- Bernanke, B.S. (1999): *Japanese monetary policy: a case of self-induced paralysis?* Mimeo. https://www.princeton.edu/~pkrugman/bernanke_paralysis.pdf
- Callen, T. – Ostry, J.D. (eds.) (2023): *Japan's Lost Decade: Policies for Economic Revival*. International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781589061873.071>
- Cerdeiro, D.A. – Ruane, C. (2022): *China's Declining Business Dynamism*. Working Paper No. 2022/032, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798400200359.001>
- Dadush, U. (2019): *Implications of the escalating China-US trade dispute*. Bruegel Blog, 14 May. <https://www.bruegel.org/blog-post/implications-escalating-china-us-trade-dispute>
- Fujii, M. – Kawai, M. (2010): *Lessons from Japan's Banking Crisis, 1991–2005*. ADBI Working Paper Series 222, Asian Development Bank Institute. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1638784>
- Fukao, K. – Kwon, H.U. (2005): *Why Did Japan's TFP Growth Slow Down in the Lost Decade? An Empirical Analysis Based on Firm-Level Data of Manufacturing Firms*. Discussion Paper 05-E-004, Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI). <https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/05e004.pdf>

- García Herrero, A. (2024): *China's aging problem will be much more serious when urbanization is completed*. China Leadership Monitor 80, 30 May. <https://www.prcleader.org/post/china-s-aging-problem-will-be-much-more-serious-when-urbanization-is-completed>
- García Herrero, A. – Iwahara, K. (2024): *How similar is the Chinese economy to that of Japan after the bubble burst?* Research Report, Natixis. <https://research.natixis.com/Site/en/publication/j0LDj94lAxndfXQQ-I9cBw%3D%3D?from=share>
- García Herrero, A. – Ng, G. (2024): *Chinese banks: Profitability pressured by weaker economic growth and deeper government intervention*. Research Report, Natixis. https://research.natixis.com/Site/en/publication/Z0JFc7TUEQ_IMdtjBAEWWg%3D%3D?from=share
- García Herrero, A. – Vasselier, A. (2024): *Updating the EU strategy on China: co-existence while de-risking through partnerships*. Policy Brief 27/2024, Bruegel. <https://www.bruegel.org/sites/default/files/2024-10/PB%2027%202024%20311024.pdf>
- Griffin, N.N. – Odaki, K. (2009): *Reallocation and productivity growth in Japan: revisiting the lost decade of the 1990s*. Journal of Productivity Analysis, 31(2): 125–136 <https://doi.org/10.1007/s11123-008-0123-5>
- Hayashi, F. – Prescott, E.C. (2002): *The 1990s in Japan: A lost decade*. Review of Economic Dynamics, 5(1): 206–235. <https://doi.org/10.1006/redy.2001.0149>
- Imai, M. – Wolfson, J. – Zheng, B. (2017): *Japan's Lost Decade: Did Decline in Innovation Lead to Loss of Competitiveness in Japanese Industries?*. Economics Bulletin, 37(2): 1318–1326. <http://www.accessecon.com/Pubs/EB/2017/Volume37/EB-17-V37-I2-P120.pdf>
- Kohsaka, S. – Takeuchi, F. – Nikami, K. (2002): *The Path to Stable and Sustained Growth – Towards both a Revitalized Economy and Fiscal Consolidation*. The 29th Medium-term Forecast of the Japanese Economy Fiscal Years 2002-2010, Japan Center for Economic Research. <https://www.jcer.or.jp/eng/pdf/m29contents.pdf>
- Kojima, K. (2000): *The “flying geese” model of Asian economic development: origin, theoretical extensions, and regional policy implications*. Journal of Asian Economics, 11(4): 375–401. [https://doi.org/10.1016/s1049-0078\(00\)00067-1](https://doi.org/10.1016/s1049-0078(00)00067-1)
- Koo, R.C. (2023): *Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*. Wiley.
- Kuttner, K.N. – Posen, A.S. (2002): *Fiscal policy effectiveness in Japan*. Journal of the Japanese and International Economies, 16(4): 536–558. <https://doi.org/10.1006/jjie.2002.0512>
- Kwon, E. (1998): *Monetary policy, land prices, and collateral effects on economic fluctuations: evidence from Japan*. Journal of the Japanese and International Economies, 12(3): 175–203. <https://doi.org/10.1006/jjie.1998.0400>

- Leigh, D. (2010): *Monetary policy and the lost decade: Lessons from Japan*. Journal of Money, Credit and Banking, 42(5): 833–857. <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2010.00309.x>
- Nogimori, M. (2023): *The “Japanization” of Chinese Economy and Fears of Prolonged Stagnation*. JRI Research Journal, 6(8). <https://www.jri.co.jp/en/MediaLibrary/file/english/periodical/jrirj/2023/09/nogimori.pdf>
- Ogawa, K. – Suzuki, K. (1998): *Land Value and Corporate Investment: Evidence from Japanese Panel Data*. Journal of the Japanese and International Economies, 12(3): 232–249. <https://doi.org/10.1006/jjie.1998.0405>
- Tao, K. (2015): *Assessing Local Government Debt Risks in China: A Case Study of Local Government Financial Vehicles*. China & World Economy, 23(5): 1–25. <https://doi.org/10.1111/cwe.12125>
- Weede, E. (2004): *Comparative Economic Development in China and Japan*. Japanese Journal of Political Science, 5(1): 69–90. <https://doi.org/10.1017/S146810990400132X>
- Wu, J. (2023): *Comparing the Economy Between China and Japan*. Highlights in Business, Economics and Management, 16: 554–563. <https://doi.org/10.54097/hbem.v16i.10649>
- Yang, C. – Zhang, X. – Zhu, Y. – Sun, Y. (2023): *The Impact of Three Red Lines Policy on Chinas Real Estate Industry*. Advances in Economics Management and Political Sciences, 7(1): 335–342. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/7/20230252>
- Yang, D.T. (2012): *Aggregate Savings and External Imbalances in China*. Journal of Economic Perspectives, 26(4): 125–146. <https://doi.org/10.1257/jep.26.4.125>