

## “日本启示录”系列（三）

## 日本房地产泡沫如何走向破裂——产业篇

## 相关研究报告

【平安证券】“日本启示录”系列（一）：日本房地产泡沫如何走向破裂——政策篇

【平安证券】“日本启示录”系列（二）：日本房地产泡沫如何走向破裂——金融篇

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号  
S1060522100001  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号  
S1060522080003  
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

## 研究助理

李泉剑 一般证券从业资格编号  
S1060122030023  
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



## 平安观点：

- 党的二十大报告提出“建设现代化产业体系”，制造业转型升级仍是我国高质量发展的重要驱动力。本文作为“日本启示录”系列承前启后的第三篇，尝试从产业视角入手，探讨产业空心化与房地产泡沫的膨胀和破裂之间的联系，并探讨中国该如何避免产业空心化带来的负面影响。
- 日本产业空心化有何表现？1) 工业在整体经济中的比重不断下滑，服务业比重提升。2) 对外直接投资不断增长。1985年开始，随着日本金融自由化的深入以及日元的大幅升值，日本对外直接投资迅速增加。2005年后，随着泡沫经济时期遗留的不良债权问题得到彻底解决，以及日本经济逐步回暖，企业对外投资意愿再度增强。3) 外商直接投资低迷。房地产泡沫破裂后，日本经济持续低迷，陷入“失去的三十年”，而外商投资意愿也不断下滑，部分年份甚至出现外资撤出的情况。4) 企业海外生产活动更加频繁。目前日本运输机械行业海外生产比率已达到44.4%，通信机械、通用机械以及传统的钢铁、化学等行业海外生产比率也相对较高。
- 日本房地产泡沫的膨胀和破裂与产业空心化现象的出现，存在着千丝万缕的联系。一方面，资产价格剧烈变动使企业面临的经济环境发生深刻变化，企业经营行为的转变引发了产业结构的变化。另一方面，企业作为资本市场的重要参与者，其行为变化也通过多种渠道对资产价格形成影响。具体来看：一是，“广场协议”后日元大幅升值，日本央行过度放松货币政策，不仅催生房地产泡沫，也加快了日本国内产业结构的调整。二是，土地价格上涨导致制造业企业的营业成本增加，盈利能力下降，企业向外转移的意愿更强。三是，资产泡沫膨胀导致银行信贷扭曲，进而引发产业结构调整。四是，产业向外转移后，实体经济投资机会变少，在流动性较为宽松的条件下，过剩资金涌入了房地产和股票市场，亦助推了资产泡沫的形成。五是，1990年代初日本房地产泡沫破灭后，企业陷入“资产负债表衰退”，不仅设备投资意愿低迷，对新兴产业的研发投入也停滞不前。
- 从日本经验来看，产业空心化与房地产泡沫的膨胀破裂之间联系紧密，二者之间可谓“相辅相成”。对中国而言，提升产业竞争力，积极培育新兴产业，推动产业向高端化转型升级，不仅有助于防止产业空心化现象的出现，也能够降低房地产市场大起大落的风险。一是，保持房地产市场平稳发展，这不仅有助于保持企业资产负债表健康，也能维持制造业终端需求稳定；二是，加强自主创新能力，积极推动传统产业转型升级，提升实体经济投资回报率和制造业竞争力，在此过程中适度的财政货币政策支持同样重要；三是，建立与经济发展阶段相匹配的融资体系，让资本市场更好地推动产业结构的调整升级。

# 正文目录

一、	产业空心化的定义与表现.....	4
二、	产业空心化与房地产泡沫的关联.....	7
三、	结论与启示.....	12

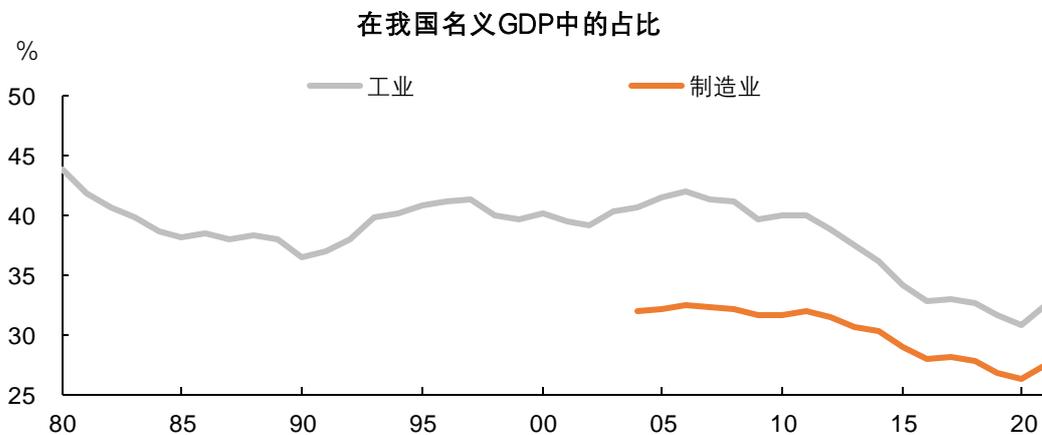
## 图表目录

图表 1	近年来制造业在我国 GDP 中的占比持续下滑	4
图表 2	日本三次产业结构变化	5
图表 3	上世纪 70 年代以来日本对外直接投资情况	6
图表 4	日本对外直接投资与外商直接投资对比	6
图表 5	日本制造业企业海外生产比率不断提升	7
图表 6	日本运输、通信等行业海外生产比率相对更高	7
图表 7	“广场协议”签订后，日元大幅升值引发“日元升值萧条”	8
图表 8	“日元升值萧条”期间，日本制造业受到的影响明显大于非制造业	8
图表 9	日元升值后日本对外直接投资明显增长	9
图表 10	1980 年代后期开始日本工业土地价格大幅上涨，而企业利润总额增长缓慢	9
图表 11	1980 年代日本制造业银行贷款余额占比明显下滑，而房地产、金融保险等行业占比提升	10
图表 12	日本泡沫经济时期土地价格上涨速度明显快于制造业利润率	11
图表 13	日本泡沫经济时期非金融企业是最主要的土地购买方	11
图表 14	与美国、德国等经济体相比，近三十年日本研发支出绝对值增长缓慢	12
图表 15	目前我国已成为资本净输出国	13
图表 16	近年来我国工业占比持续下滑	13
图表 17	我国工业用地价格远低于住宅用地	13
图表 18	我国制造业企业资产负债率低于 1980 年代的日本	13
图表 19	中国房地产对非金属矿物、黑色加工、煤炭加工等行业增加值拉动比例超 20%	14
图表 20	我国研发支出占 GDP 比重仍较低	14
图表 21	目前我国民营企业 ROIC 低于同期一般贷款加权利率	15

党的二十大报告提出“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”，并强调“建设现代化产业体系，坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国”。可见，制造业转型升级仍是我国高质量发展的重要驱动力之一，增强制造业竞争力、保持制造业比重稳定亦是新发展格局的重要一环。但近年来，制造业在我国经济中的占比开始出现下滑迹象，产业结构出现明显转变，对于我国“产业空心化”、“过早去工业化”的讨论逐渐升温。

实际上，上世纪日本也曾出现过类似的现象：1980年代中期开始，日本对外直接投资大幅增长，制造业在经济中的比重不断下滑，其国际竞争力开始减弱，“产业空心化”的概念开始受到日本政界、学界的重视。我们“日本启示录”系列的前两篇分别从政策和金融视角，对上世纪日本房地产泡沫的形成与破裂进行回顾。本文作为“日本启示录”系列承前启后的第三篇，尝试从产业视角入手，探讨日本产业空心化与房地产泡沫膨胀和破裂之间的联系，并探讨中国该如何避免产业空心化带来的负面影响。

图表1 近年来制造业在我国GDP中的占比持续下滑



资料来源：Wind, 平安证券研究所

## 一、产业空心化的定义与表现

“产业空心化”(Hollowing Out)的定义最早出现在1982年美国学者布鲁斯通(Barry Bluestone)和哈里森(Bennett Harrison)合著的《美国的去工业化》一书中。书中提出，产业空心化是指一国的基础生产能力方面出现了广泛的资本撤退。1985年“广场协议”签订后，日元大幅升值，日本国内生产成本迅速上升，出口竞争力下降，随即出现了大规模的以对外直接投资为主要表现形式的对外产业转移，产业空心化问题开始受到日本学界、政界的广泛关注。

产业空心化这一概念被提出至今已有近40年之久，但时至今日国内外学术界对其内涵仍未形成统一的意见。从广义定义来看，部分学者认为产业空心化是指第二产业比重降低，第三产业比重上升。而狭义的定义认为，产业空心化是对外直接投资发展之后，制造业生产基地外移，国内制造业萎缩。部分日本学者基于1970年底以来日本国内产业发展和对外直接投资情况，提出了对于产业空心化内涵的理解。日本经济学家高野邦彦认为，产业空心化是某一特定区域的传统产业出现衰落，同时该地区新兴产业的发展不能弥补这一空缺，进而导致该地经济全面衰落的现象。

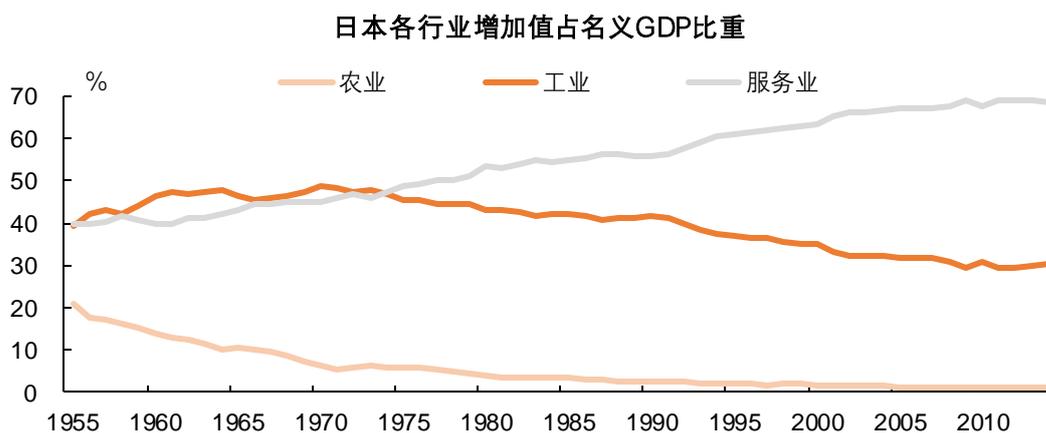
日本经济企划厅1994年发布的年度经济报告中，对产业空心化做出了较官方的解释：一是，国产与进口产品竞争加剧，国产产品失去竞争力，企业开始减产甚至退出，国内生产被进口替代；二是，当出口变得无利可图或海外生产变得更有利可图时，公司将生产基地转移到海外或扩大海外生产规模，用于出口的国内生产被海外生产替代；三是，当国内生产被进口和海外生产替代，制造业国内生产基地收缩时，非制造业的权重将增加，经济将更加以服务为导向，即制造业被非制造业所取代。

从产业空心化的定义，以及近几十年来日本的发展状况，可以总结出日本在产业空心化过程中的一系列表现。主要包括：

**工业在整体经济中的比重不断下滑，服务业比重提升。**二战后，随着日本经济高速发展，工业化水平不断提升。1955年至1970年，农业在日本GDP中的占比由21.0%大幅降至6.4%，而工业、服务业在日本GDP中的占比分别由39.3%、39.7%提升至48.6%、45.0%。自1970年代后期开始，农业在日本GDP中的占比继续下滑，但工业与服务业的占比却呈现出“此消彼长”的态势：服务业的份额不断提升，而工业的份额持续下滑。这一现象在房地产泡沫破裂后的1990年代表现的尤为明显：工业在日本GDP中的占比由1990年的41.6%，降至2009年的仅29.5%。

**制造业向服务业转移的现象是经济发展的客观规律，在多数经济体中均能观察到这一现象。这背后的驱动因素包括：**1) **需求升级带动产业结构升级。**随着一国国民收入水平的提高，消费者可能更多倾向于增加对服务的需求，减少对制造品的需求。2) **生产率提高带动产业结构升级。**当制造业生产率提高得更快时，制造业部门需要的劳动力比例也会有所降低，多余工人更多流入服务业。3) **贸易因素的影响。**由于全球贸易目前主要是商品贸易，全球贸易萎缩或本国贸易比较优势丧失，可能导致一国被动失去部分制造业份额。4) **产业政策的影响。**若一国大力施行产业升级政策，主动引导制造业向服务业转移，也可能对制造业占比有一定影响。就日本而言，“广场协议”签订后日元大幅升值、国内自然资源匮乏、人口老龄化程度加深、税率较高等特有因素，也是导致日本制造业比重下滑的重要原因。

图表2 日本三次产业结构变化

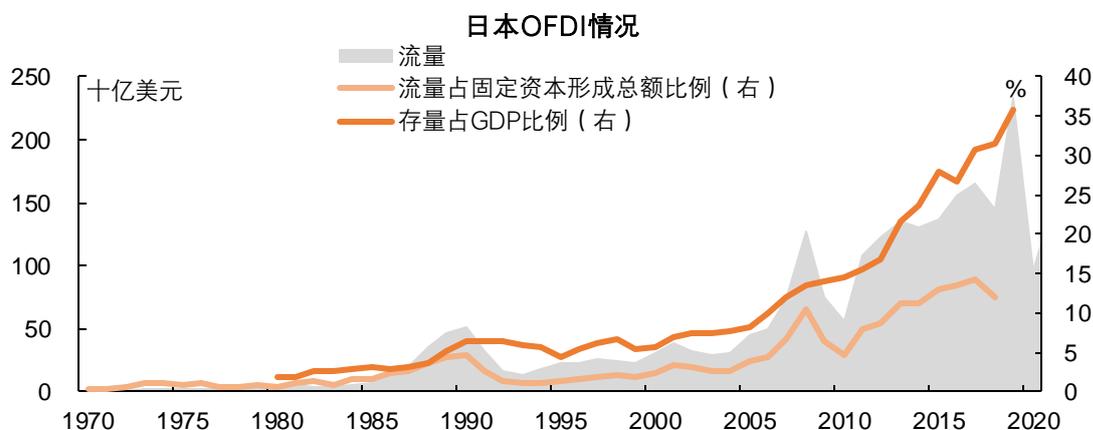


资料来源：Wind, 平安证券研究所

**对外直接投资不断增长。**日本产业空心化的另一个重要表现是，对外直接投资（OFDI）不断增长。1985年以前，由于资本管制等诸多因素的限制，日本对外直接投资发展较为缓慢，OFDI流量占其当年固定资产投资总额的比重长期维持在2%以下。1985年开始，随着日本金融自由化的深入以及日元的大幅升值，本土企业开始大举对外扩张，日本对外直接投资迅速增加。1985年至1990年，日本OFDI流量由64.4亿美元大增至507.7亿美元，在其固定资产投资中的占比也由1.56%提升至4.75%。

1990年代房地产泡沫破裂后，日本国内企业资产负债表受损，投资意愿大幅减弱，日本对外直接投资规模也出现下滑。但1993年开始，日本对外直接投资规模便开始触底回升。2005年开始，随着泡沫经济时期遗留的不良债权问题得到彻底解决，以及日本经济逐步回暖，企业对外投资意愿加速回暖。2005年至2008年，日本对外直接投资规模由457.8亿美元增至1280.2亿美元。尽管此后国际金融危机的爆发导致日本对外直接投资规模短暂回落，但2011年开始日本对外投资再度回升，并在2019年一季度超过2000亿美元。

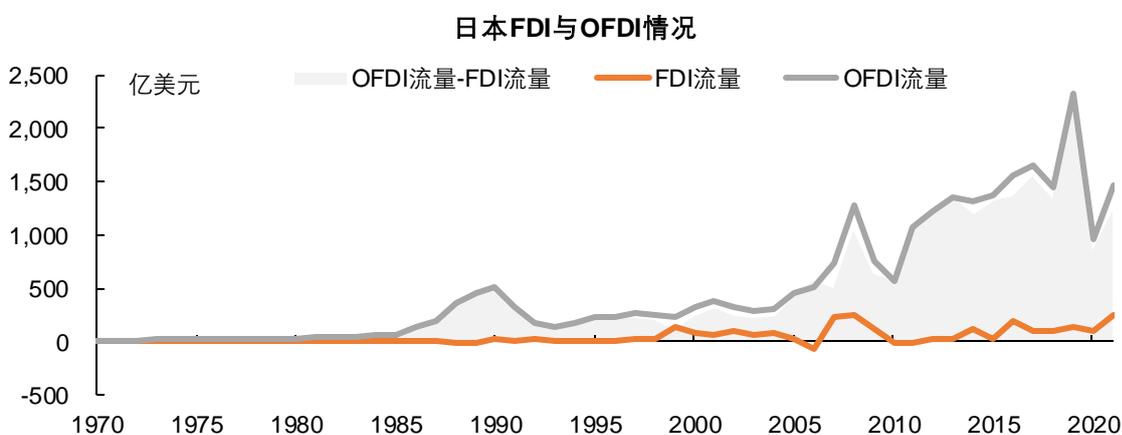
图表3 上世纪70年代以来日本对外直接投资情况



资料来源：Wind,平安证券研究所

**外商直接投资低迷。**在日本企业大规模向外扩张的同时，外资企业在日本国内的投资却呈现出另一番景象：在行政手续较为复杂、优惠政策不足等因素限制下，日本经济的高速发展并没有吸引大量的外商直接投资。在房地产泡沫破裂后，日本经济持续低迷，陷入“失去的三十年”，而外商投资意愿也不断下滑，2006年等部分年份甚至出现外资撤出的情况。

图表4 日本对外直接投资与外商直接投资对比



资料来源：Wind,平安证券研究所

**企业海外生产活动更加频繁。**与日本国内产业空心化相对应的，日本企业开始更多选择在海外进行生产。根据日本经济产业省的海外经营活动调查,日本制造业企业海外生产比率<sup>1</sup>由1985年的仅3.0%一路上升,在2017年、2018年一度突破25%。分行业来看,目前日本运输机械行业海外生产比率已达到44.4%,占比近半,而通信机械、通用机械以及传统的钢铁、化学等行业海外生产比率也相对较高。

<sup>1</sup> 企业海外生产比率是指制造业企业全部销售额中,海外子公司生产所占比重。

图表5 日本制造业企业海外生产比率不断提升



资料来源：日本经济产业省《海外经营活动调查》，平安证券研究所

图表6 日本运输、通信等行业海外生产比率相对更高



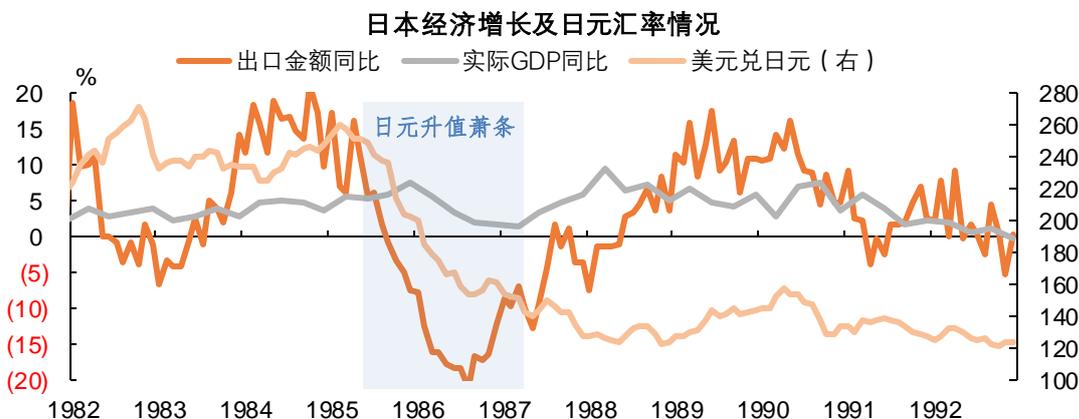
资料来源：日本经济产业省《海外经营活动调查》，平安证券研究所

## 二、产业空心化与房地产泡沫的关联

日本房地产泡沫的膨胀和破裂与产业空心化现象的出现，存在着千丝万缕的联系。一方面，资产价格的剧烈变动使企业面临的经济环境发生深刻变化，而面对新的经济环境，企业必须对自身行为做出调整，进而引发了产业结构的变化；另一方面，企业等微观主体作为资本市场的重要参与者，其行为变化也通过多种渠道对资产价格形成影响。同时，日本的产业空心化与房地产泡沫也共同受到日元大幅升值等因素的影响。可以说，二者之间的关系错综复杂。接下来，本文尝试探讨日本房地产泡沫的膨胀和破裂与产业空心化现象之间的联系渠道，并做简要分析。

一是，“广场协议”后日元大幅升值，日本央行过度放松货币政策，在催生房地产泡沫的同时，也加快了日本国内产业结构调整。1985年9月，美国、日本、法国、英国及西德五国签订了“广场协议”，日本政府表示将“灵活管理货币政策，适当关注日元汇率”，并“使日元充分体现日本经济的内在实力”。“广场协议”签订后，日元大幅升值，引发“日元升值萧条”。1985年9月广场协议签订之时，美元兑日元汇率尚在240左右，而到1986年底则升值至160，升值幅度超过30%。日元大幅升值使得日本出口增速由1985年9月的-0.7%大幅回落至1986年8月的-20.9%，实际GDP同比增速由1985年四季度的7.5%降至1986年四季度的1.9%。日元过度升值，及其引发的日本经济下行，使得日本央行对当时的经济状况出现误判，货币政策操作过急过松，催生了其后的房地产泡沫。在1986年1月至1987年2月约一年的时间内，日本央行连续五次下调政策利率，将贴现率由6.0%降至2.5%的超低水平。

图表7 “广场协议”签订后，日元大幅升值引发“日元升值萧条”

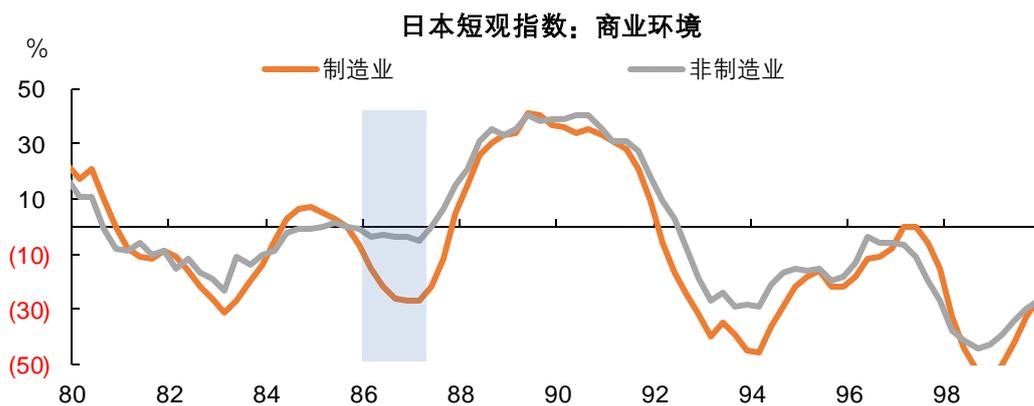


资料来源: Wind, 平安证券研究所

而日元大幅升值也是 1980 年代后期日本产业空心化现象出现的原因之一。日元汇率变动对日本产业空心化的影响路径可能有二：

**途径 1: 进出口贸易。**日元汇率变动将直接影响日本的进出口贸易，即日元升值将削弱日本出口产品在国际市场上的竞争力，同时增强进口商品在日本国内市场上竞争力。这导致国内出口部门面临的需求下滑，企业生产意愿下降，进而导致日本国内的产业结构发生变化。尤其是，作为贸易部门的制造业受到的冲击要明显大于服务业等非贸易部门。从日本央行公布的短观指数 ( Tankan Index ) 来看，“日元升值萧条”期间日本制造业景气水平下滑程度明显高于非制造业，表明 1980 年代中期日元的大幅升值加重了日本产业空心化的程度。

图表8 “日元升值萧条”期间，日本制造业受到的影响明显大于非制造业

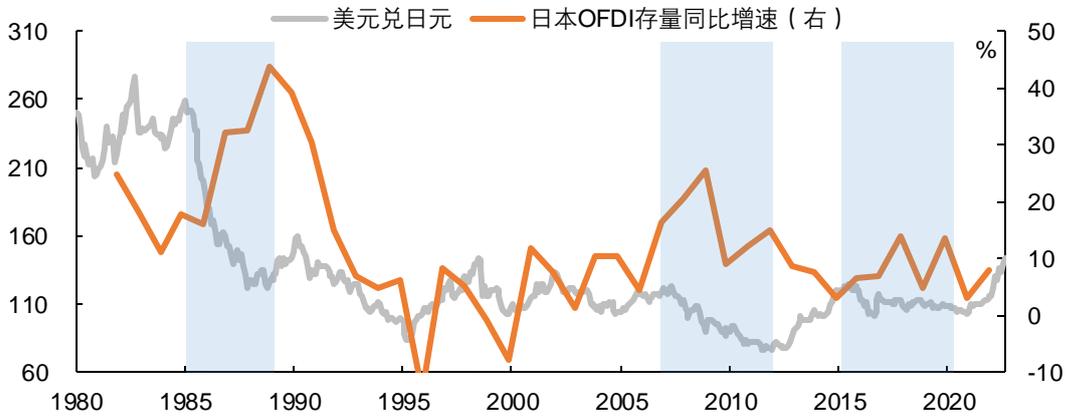


资料来源: Wind, 平安证券研究所

**途径 2: 直接投资。**根据相对成本效应理论，日元升值将直接提高外商在日本的生产成本，降低资本回报率，从而导致外商直接投资的减少。同时，日本本土企业在海外的生产成本将会降低，资本回报率提升，带动对外直接投资增加。此消彼长之下，日本制造业企业将不断向外转移，最终带来产业结构的调整，并导致“产业空心化”。历史上来看，1985 年广场协议签

订后、国际金融危机爆发后日元均出现明显升值，期间日本对外直接投资（OFDI）出现明显增长。而 2015 年至 2019 年，日元汇率稳中有升，日本对外直接投资亦有小幅回暖。

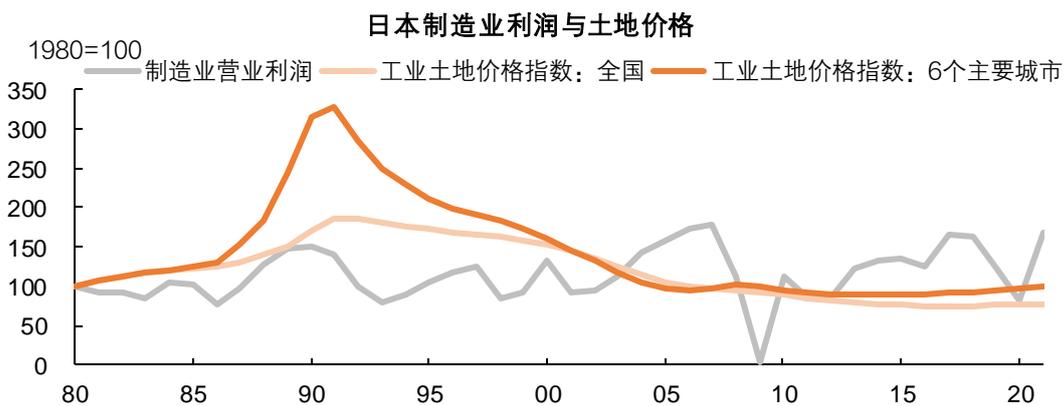
图表9 日元升值后日本对外直接投资明显增长



资料来源：Wind,平安证券研究所

二是，土地价格上涨导致日本制造业企业的营业成本增加，盈利能力下降，企业向外转移的意愿更强。诸多研究表明，土地价格的上涨将对产业转移以及产业升级造成多种负面影响：土地价格上涨不仅直接提高了企业的经营成本，也将通过房租上涨——工资上涨等渠道间接影响企业的盈利能力。例如，Goodhart 和 Hofmann（2000）<sup>2</sup>提出，房价的过快上升提高了通货膨胀水平，增加了企业成本，且抑制了实体经济投资。1980 年至 1991 年，日本制造业企业营业利润总额仅增长了 39.5%，同期全国工业土地价格增幅达到 86.9%，6 个主要城市的增幅更是达到 227.3%，可见，当时日本土地价格的上涨速度远快于企业利润的增长速度，导致企业扩产动力不足，而更有动力对外转移。另外，土地价格的上涨也会对企业的创新研发行为造成影响。例如，Miao & Wang（2012）<sup>3</sup>通过内生增长模型表明，企业投入存在泡沫的房地产等市场，会对原本主要业务的创新投入产生挤出效应。

图表10 1980年代后期开始日本工业土地价格大幅上涨，而企业利润总额增长缓慢



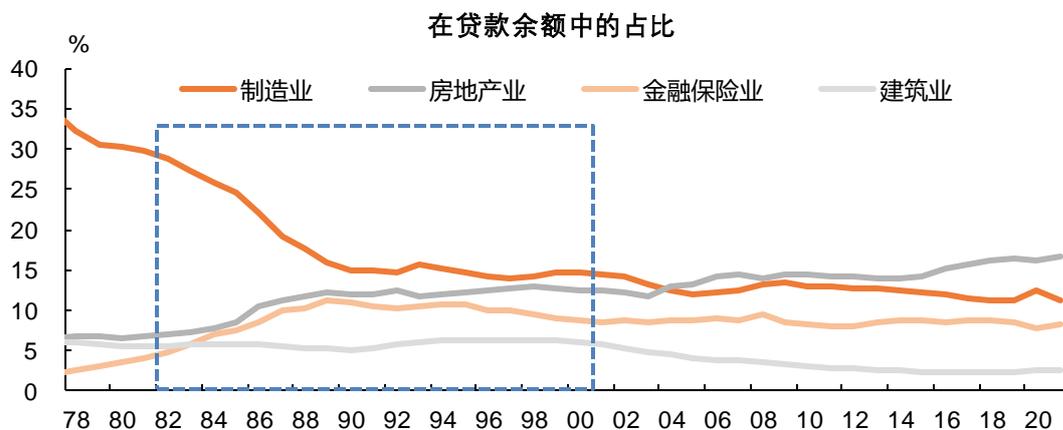
资料来源：Wind,平安证券研究所

<sup>2</sup> Goodhart C, Hofmann B. Do Asset Prices Help to Predict Consumer Price Inflation? [J].The Manchester School,2000,68(s1):122-140.

<sup>3</sup> Miao J, Wang P. Bubbles and total factor productivity[J].American Economic Review,2012,102(3):82~87.

三是，房地产泡沫的膨胀导致银行信贷扭曲，进而引发日本产业结构调整。房地产泡沫的不断膨胀，会从多个方面影响银行的贷款行为：土地、建筑、不动产业由于其账面价格不断攀升，会被银行视为未来发展前景良好的优质放贷部门，导致银行对房地产行业的资金供给量大幅提高。而银行贷款向不动产业倾斜，对长期经济增长会产生明显的不利影响：一方面，大量资本经由银行系统进入不动产业，极大地推动了土地泡沫的迅速膨胀，是促成日本泡沫经济的重要原因。另一方面，银行对制造业发放贷款数量减少。这其中虽有金融自由化推进导致“大企业远离银行”因素的影响，但从总体上看，日本制造业得到的金融支持相对减弱，这在一定程度上阻碍了未来实体经济的高质量发展。1980年代开始，日本新增贷款中投向制造业的比重不断降低，制造业在银行贷款余额中的占比由1980年的30.3%降至1990年的15.0%。与此同时，房地产业、建筑业和金融保险业三大行业在银行贷款余额中的占比由1980年的15.7%大幅增长至1990年的28.1%。

图表11 1980年代日本制造业银行贷款余额占比明显下滑，而房地产、金融保险等行业占比提升

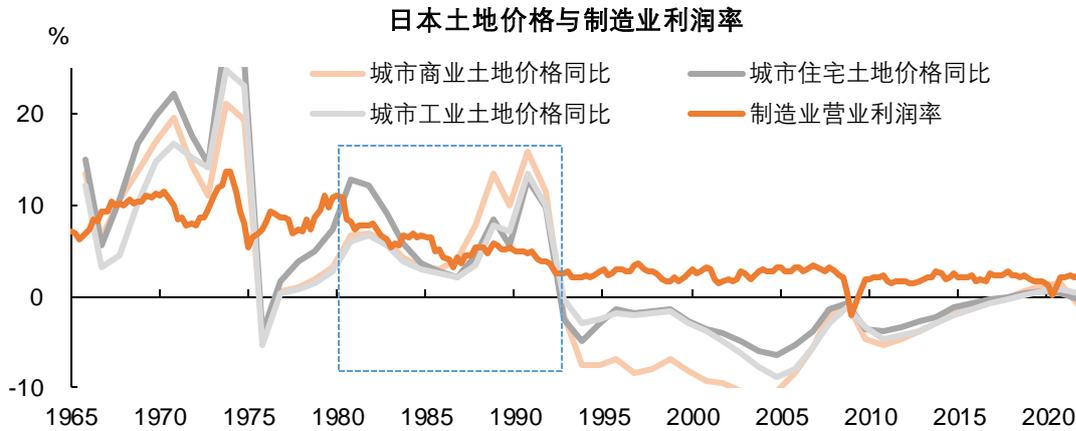


资料来源：Wind, 平安证券研究所

四是，产业逐渐向外转移后，实体经济的投资机会变少，在流动性较为宽松的条件下，过剩的资金势必涌入房地产和股票市场，亦助推了日本资产泡沫的膨胀。前文提到，资产价格的变动将会通过成本或信贷等渠道影响企业行为，进而影响产业结构，但日本房地产泡沫的膨胀与产业空心化现象的出现并非单纯的因果关系，二者实际上“互为因果”，产业空心化现象的出现也会助推房地产泡沫的膨胀。

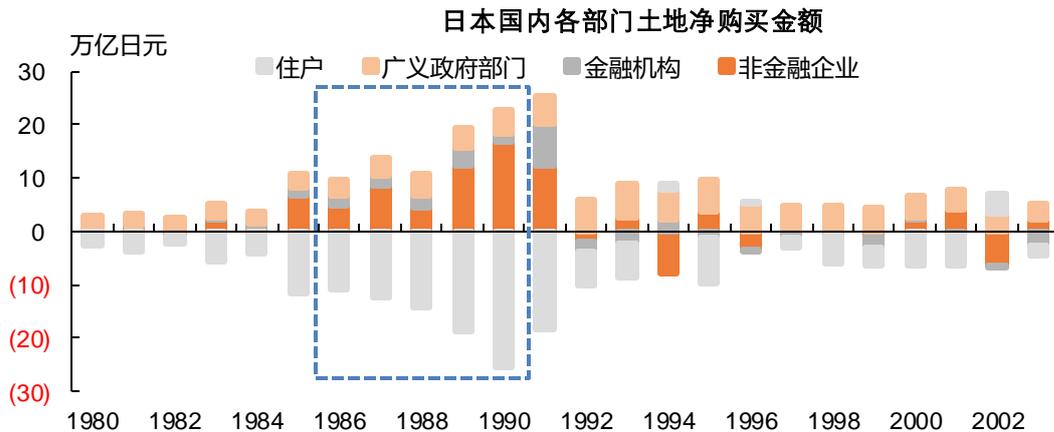
1979年末，日本制造业企业的营业利润率（营业利润/净资产）为10.8%，明显高于日本土地价格增速。但此后日本国内制造业营业利润率不断下滑，截至1990年末仅为4.79%。与此同时，日本土地价格不断上涨，尤其是在1985年后，日本土地价格同比增速开始大幅高于制造业营业利润率。土地投资收益率的上升导致企业有更强动力将资金投入房地产市场，而非用于正常的生产投资，这也在一定程度上加剧了房地产泡沫的膨胀程度。根据日本内阁府数据，非金融企业部门的土地购买金额由1980年的0.3万亿日元大幅增长至1990年的16.8万亿日元，即企业部门是日本房地产的主要购买者，而住户部门反而是当时土地的出售方。

图表12 日本泡沫经济时期土地价格上涨速度明显快于制造业利润率



资料来源: Wind,平安证券研究所

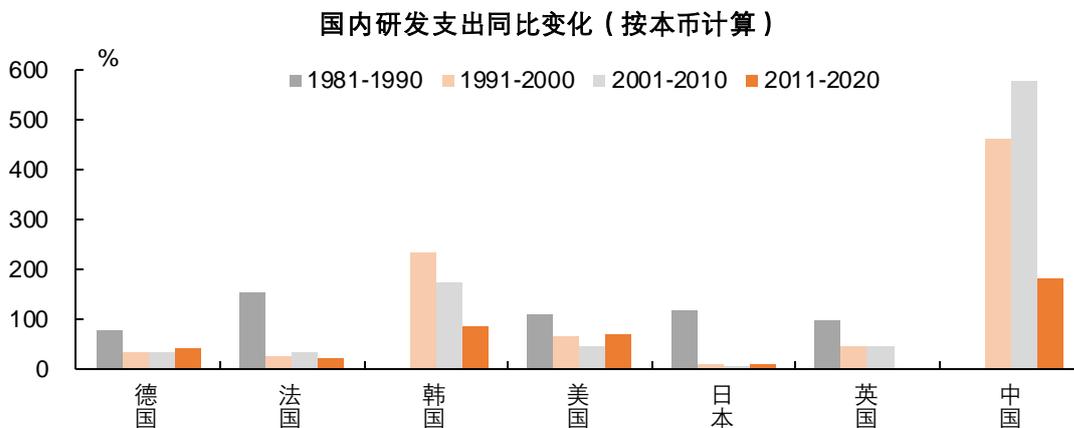
图表13 日本泡沫经济时期非金融企业是最主要的土地购买方



资料来源: 日本内阁府,平安证券研究所

五是, 1990年代初日本房地产泡沫破灭后, 企业陷入“资产负债表衰退”, 不仅设备投资意愿低迷, 在研发方面的支出也停滞不前。1981年至1990年期间, 日本国内研发支出增长了118.6%, 增速高于美国(109.5%)、英国(99.1%)、德国(75.3%)。但资产泡沫破裂后的1991年-2000年, 日本国内研发支出仅增长了11.1%, 远低于同期的韩国(223.0%)、美国(67.0%)、英国(46.0%)、德国(34.3%)等。进入21世纪后, 日本研发支出同样停滞不前, 2001年至2010年期间甚至仅增长1.0%。

图表14 与美国、德国等经济体相比，近三十年日本研发支出绝对值增长缓慢



资料来源：Wind, 平安证券研究所

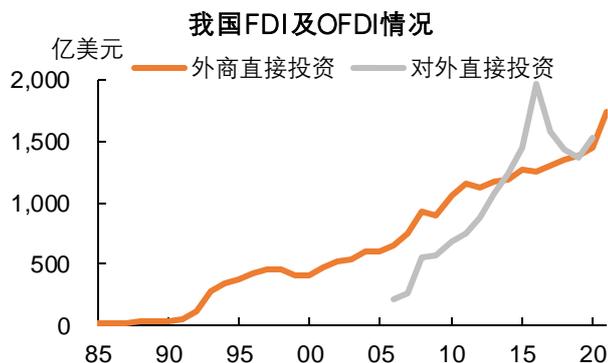
从产业升级角度来看，日本产业空心化现象的重要原因在于缺乏替代传统产业的新兴主导产业。一般来说，产业结构的演变实际上是一个新陈代谢的过程，旧的产业、夕阳产业转移出去以后，留下的产业空间应当由其他产业来弥补。对外直接投资与产业转移的过程，同时也是国内产业结构调整与升级的过程。通过对外直接投资与产业转移，将技术相对陈旧、丧失发展前景的传统制造业转移到国外，然后通过发展新兴主导产业，带动高新技术产业的发展，来弥补传统制造业转出后留下的产业空间。二战后，日本完成了从纺织等劳动密集型产业到钢铁、化学等重工业，再到汽车、电子等资本密集型产业的转型升级。1990年代开始，房地产泡沫的破裂导致日本企业研发意愿明显下降，对于新兴产业的投入不足，而传统的汽车、电子等行业已步入成熟期，新老产业“青黄不接”致使日本产业空心化现象更加严重。

### 三、 结论与启示

党的二十大报告提出“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”，并强调“建设现代化产业体系，坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国”。可见，制造业转型升级仍是我国高质量发展的重要驱动力之一，增强制造业竞争力、保持制造业比重稳定亦是新发展格局的重要一环。

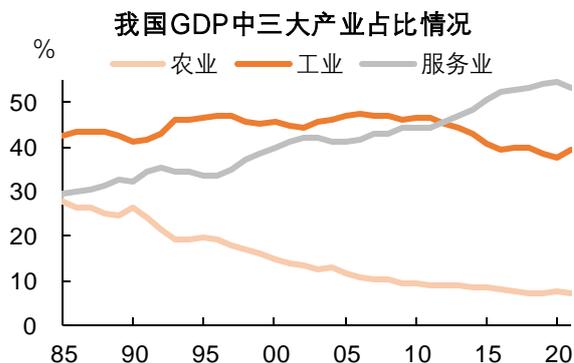
近年来，我国在大量引入外资的同时，对外直接投资也明显增长，部分制造业开始向外转移，制造业在我国经济中的占比也持续下滑。2014年，我国对外直接投资金额达到1231亿美元，首次超过外商直接投资，我国已开始成为资本净输出国。从国际经验来看，经济发展和产业升级引起服务业比重上升，农业、工业比重下降是客观规律，我国也难以避免这一现象的发生。不过，过早、过快去工业化导致的产业空心化可能会影响中长期经济增长，并加剧劳动力市场的结构失衡。从日本经验来看，产业空心化与房地产泡沫的膨胀破裂之间联系紧密，二者之间可谓“相辅相成”。因此，提升产业竞争力，积极培育新兴产业，推动产业向高端化转型升级，不仅有助于防止产业空心化现象的出现，也能够降低房地产市场大起大落的风险。

图表15 目前我国已成为资本净输出国



资料来源: Wind, 平安证券研究所

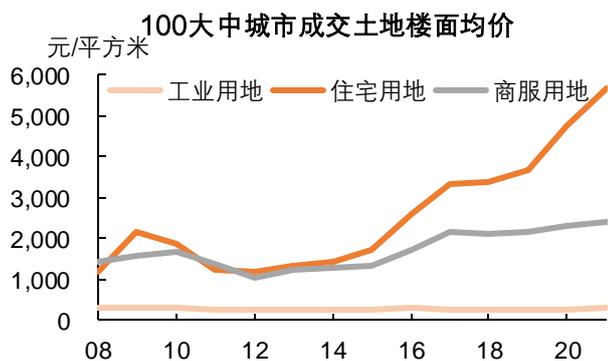
图表16 近年来我国工业占比持续下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

一是，保持房地产市场平稳发展，避免地产市场过快调整对制造业形成冲击。一方面，土地价格稳定有助于保持企业资产负债表健康，避免企业因“资产负债表衰退”导致创新能力下滑。企业作为经济系统中创新的主体，其研发活动对于产业的发展与转型至关重要。日本房地产泡沫破裂后，企业陷入资产负债表衰退，设备投资、研发支出停滞不前，成为阻碍日本产业升级的重要因素。与日本相比，我国企业出现资产负债表衰退的概率相对偏低：一方面，我国工业用地价格相对较低，土地在企业资产负债表中占比也较低，土地价格的调整对企业资产负债表的冲击更小；另一方面，尽管目前我国非金融企业部门杠杆率偏高，但其中实际上包含了城投主体的负债。在剔除城投有息负债后，2021年我国非金融企业杠杆率约为104.5%，明显低于泡沫经济时期的日本（1986年至1990年，日本非金融企业杠杆率均值为125.2%）。另外，从制造业企业资产负债表来看，当前我国制造业企业的资产负债率明显低于上世纪八九十年代的日本。

图表17 我国工业用地价格远低于住宅用地



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表18 我国制造业企业资产负债率低于1980年代的日本



资料来源: Wind, 平安证券研究所

另一方面，房地产业作为制造业的终端需求之一，对制造业的拉动不可忽视。根据我们在《中国制造业全景图——基于需求的视角》中基于2020年竞争性投入产出表的测算，2020年中国广义房地产部门直接和间接创造的增加值约17.5万亿，占当年GDP的17.2%，房地产部门对非金属矿物、黑色加工、煤炭加工、木材加工等制造业行业增加值的拉动比例均超过20%。因此，从需求角度来看，房地产行业的平稳发展和转型对于防止产业空心化同样具有重要意义。

图表19 中国房地产对非金属矿物、黑色加工、煤炭加工等行业增加值拉动比例超 20%

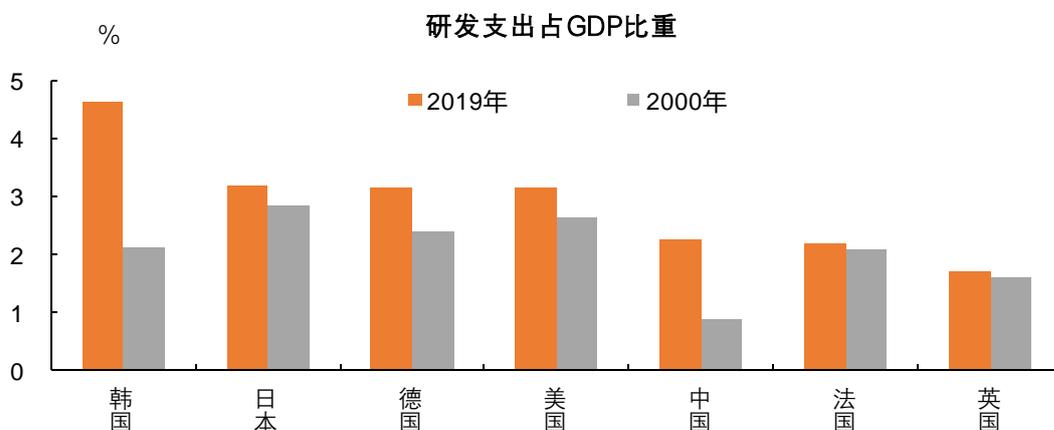


资料来源: Wind, 平安证券研究所

二是, 加强自主创新能力, 积极推动传统产业转型升级, 提升实体经济投资回报率和制造业竞争力。与日本类似, 我国在产业发展转型过程中也频繁使用了“吸收—消化—模仿”的战略。在产业发展的初级阶段, 这一战略无疑能够加速工业化进程。但随着技术水平的进步以及国际环境的演变, 从海外获取先进技术的难度明显增加, 实体企业盈利难度增加, 这时自主创新的重要性便开始显现。尽管近年来我国研发投入持续提升, 但从研发投入占 GDP 比重这一相对指标来看, 目前仍然低于韩国、日本、德国、美国等主要经济体。

同时, 积极推动传统产业转型升级也是增强制造业竞争力的有效手段。在日本钢铁、纺织、造船等行业不断衰退的同时, 行业内的相关企业却并未“坐以待毙”, 部分公司在原有技术基础上, 开始向新兴行业转型升级。例如, 成立于 1926 年的日本东丽公司, 原本是日本主要的纺织企业之一。在日本纺织行业整体衰败的背景下, 东丽公司基于自身在纺织及材料方面的技术积累, 开始向新材料方向转型, 并取得了巨大的成功。目前, 东丽公司已成为世界上最大的碳纤维制造商, 并成为波音 737/757/767 和空客 A310 的供应商。日本造船行业的代表三菱重工亦是如此: 1970 年代中后期造船行业步入衰退后, 三菱重工开始向机械设备方面转型。目前, 三菱重工已经发展成为一家经营能源设备、航空航天设备、海运交运设备、环保设备、汽车发动机装备、建筑设备的综合性装备制造集团, 是日本制造业中流砥柱型的公司。

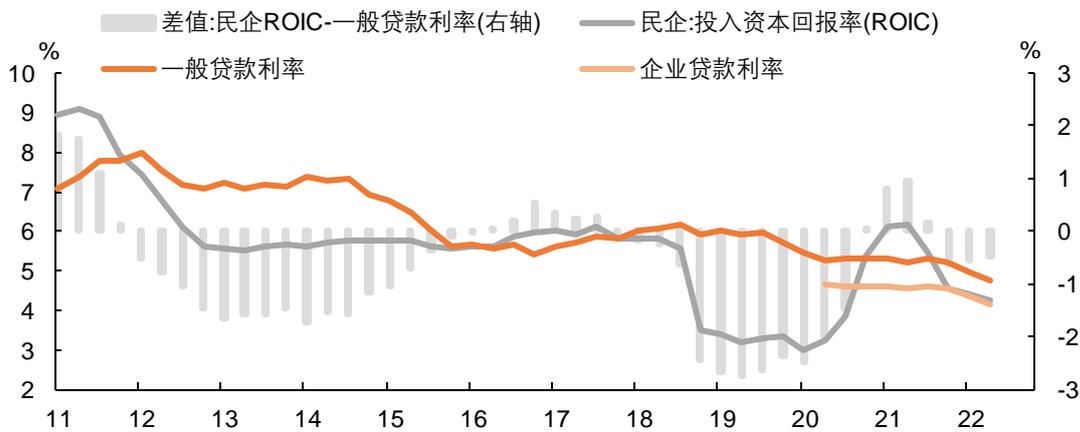
图表20 我国研发支出占 GDP 比重仍较低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

适度的财政货币政策支持对于提升我国制造业竞争力、增强投资意愿同样重要。从上市制造业企业投入资本回报率来看，截至今年二季度，我国民营企业投入资本回报率（ROIC）为 4.27%，与同期企业贷款加权平均利率（4.16%）相近，但明显低于一般贷款加权平均利率（4.76%）。我们之所以选择民营企业来分析，是因为在中国制造业投资中民间投资占据了绝大比重。显然，企业投入资本回报率与贷款利率的倒挂抑制了企业的研发和设备投资意愿，从中长期来看也会削弱制造业的竞争力。9月28日，人民银行设立设备更新改造专项再贷款，专项支持金融机构以不高于3.2%的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。同时，中央财政将为贷款主体贴息2.5%，这意味着更新改造设备的贷款主体实际贷款成本不高于0.7%。适度的财政货币政策支持不仅有助于改善制造业企业的盈利状况，也能够提升企业的研发和投资意愿。

图表21 目前我国民营企业 ROIC 低于同期一般贷款加权利率



资料来源：Wind, 平安证券研究所

三是，完善与经济发展阶段相匹配的融资体系，让资本市场更好地推动产业结构的调整升级。产业复兴时期，政府干预下的以政策性金融为主导的企业融资模式有效满足了日本经济起飞时期重化工业的资金需求。在经济高速增长阶段，日本根据产业结构调整的需要，确立了以银行融资为主导的间接融资模式，并建立了特色鲜明的“主银行制度”。上世纪70年代，日本政府开启了金融自由化改革，股票、债券等直接融资方式发展迅速，但金融体系对于新兴产业的支持仍稍显不足，创新型中小型企业融资难度较大。一方面，日本股票市场优化资源配置的功能并没有很好发挥，1990年至2014年间，日本股市IPO筹资金额中仅有10%左右流向了科技行业，明显低于金融（29%）、可选消费（16%）等行业；另一方面，日本的风险投资机构多附属于大金融机构、大企业集团等，独立的风险投资公司发展相对滞后，资金来源也以金融机构和大公司出资为主。这导致日本风投市场发展较为缓慢，且对于初创企业的热情不高。

风险提示：制度、文化差异，科技创新、产业升级具有不确定性，国际环境变化，国内经济下行压力加重等。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033