



# 迎来财政年

——宏观经济研究专题报告

2022年2月22日

## 投资摘要：

我们判断今年权益类资产中受财政政策影响较大的板块有望迎来行情，固收类资产则震荡运行。从对经济的拉动作用来看，我们认为基建和制造业投资将成为经济增长稳定器，预期全年基建投资增速 11.8%，设备工器具投资增速 5.9% 的基础，基数效应带动消费增速达到 6%。从其他项目来看，房地产投资增速降幅预计将收窄至 -1.4%；出口增速受美国经济衰退程度影响，不确定性较大。

以上结论通过将我国经济与印度、日本对比后得出，在此过程中我们发现：

- 我国目前所处的阶段与 90 年代初日本资产泡沫破裂后十分相似，企业和居民资产负债表受到冲击，流动性无法传导。
- 尽管居民收入和经济体量全面领先印度，但长期以来我国居民消费倾向又与印度形成了巨大的反差。

导致消费倾向不足的深层次原因仍在，叠加修复资产负债表侵蚀掉的需求和信心，我们认为投资仍将是经济增长的动力来源。

- 从政策来看，未来货币政策的刺激作用有限，财政政策将是决定经济强弱的关键，因此财政支出的力度和方向也将是 2023 年的投资主线。
- 从数据上来看，为托底经济带动基建投资，我们预测 2023 年公共财政赤字率约为 3.5%，新增专项债额度 4.5 万亿元，政策性开发性金融工具根据全年节奏投放，规模或实现翻倍。

### 一、消费引领的印度：与收入水平无关的消费倾向

疫情政策调整后的消费复苏是年初的投资主线之一。对比印度后，我们发现尽管我国在经济体量、居民收入和基础设施方面全面领先，但经济结构的特点将导致居民消费长期趋弱。因此，尽管回暖显著，但在资产负债表受到冲击后未来消费增长动力仍显不足。

#### 1、印度经济疫情后表现亮眼

经济快速恢复，疫情影响弱化。2022 年 1-9 月印度不变价 GDP 同比增长 7.7%，增速较 1-6 月收窄 0.7 个百分点；3 季度不变价 GDP 同比增长 6.3%，增速较 2 季度收窄 7.2 个百分点。

#### 2、我国消费长期不足

与印度相比，我国消费在 GDP 中占比较低，对 GDP 增速的贡献也相对较低。分部门来看，我国政府部门消费在最终消费支出中占比达 29%，而印度为 16%。私人部门消费对 GDP 的影响更加有限，2012 年以来我国私人消费 GDP 占比稳定在 35% 左右，而印度则为 60%。而私人消费对 GDP 增速的贡献，我国也显著低于印度。在发展成果中参与度低导致我国居民消费少储蓄多。

- “大国企”进一步挤占了居民对资产的所有权。我国国企规模远超世界主要国家，由于居民在做消费储蓄决策时，国企资产并不出现在居民的预算约束中，因此资产增值并不能改善居民的预算约束。
- 印度企业集中度较低，一定程度上也实现了居民广泛持有资产的目的。根据亚洲开发银行 2010 年相关报告数据，印度制造业中小微企业占比达 84%，而我国为 25%。小微企业占比较高有损整个经济的规模效益，但资产所有权也得到了分散，对消费水平起到了提振作用。
- 社会福利和转移支付进一步提升居民消费倾向。印度 2019 年和 2020 年社会福利和补贴支出占财政支出比重分别为 44.1%、44.5%，而我国分别为 34.2% 和 32.8%，均低于印度，同时也低于同年世界平均水平。

### 二、泡沫破裂后的日本：财政政策未来将是经济着力点

我国与日本 90 年代的情况类似，疫情扰动、地产链受到的冲击叠加年末的理财赎回在一定程度上恶化了居民和企业部门的资产负债表。除此之外出口增速的下降加剧了我国经济复苏的压力，同时对复苏节奏的判断上我们也应该吸取日本经验，保持谨慎的预期。

根据日本的经验，在实体经济需求和预期均较弱的情况下，政府应该充当好“最后借款人”的角色，加大财政支出的力度，适当扩大赤字率，引导实体经济重回增长路径。从政策上来说，财政政策优于货币政策，今年投资对经济的拉动作用将更加显著，而基建和制造业设备投资将是着力点。

#### 1、财政政策发力点：基建投资

敬请参阅最后一页免责声明

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

### 1953-2022 年 GDP 不变价同比



资料来源：wind，申港证券研究所

### 相关报告

- 1、《紧张状态下的弱松动信号——宏观经济研究周报》2023-1-10
- 2、《整体较弱但仍有结构亮点——宏观经济研究周报》2023-1-15
- 3、《出口继续承压——宏观经济研究周报》2023-1-29
- 4、《不作过分“鹰派”判断——宏观经济研究周报》2023-2-5
- 5、《复苏尚需更多证据——宏观经济研究周报》2023-2-12
- 6、《结构重于总量——宏观经济研究周报》2023-2-19

**基建投资对冲压力。**在明确了财政发力的必要性后，基建投资这一稳增长抓手将在一定程度上对冲下行周期的压力，成为 2023 年重要的经济增长点。从历史上来看，这一规律也多次出现：每当外需和内需进入下行周期时，基建投资都保持稳定增长，从而带动经济企稳回暖。

**杠杆或从地方政府向中央政府迁移。**我们判断今年公共财政赤字率较去年小幅上行，新增专项债额度提升，政策性金融工具发力。公共财政或保持在 3.5%，结合新增专项债额度 4.5 万亿元，政策性金融工具适时发力，则 11% 及以上的基建增速完成压力不大。

## 2、财政政策发力点：朱格拉周期

**设备更新需求预示新一轮周期起点。**2020 年末，设备工器具投资增速达到 1990 年以来的历史低位。从历史规律来看，2021 年距上一轮周期起点已过去 12 年，超出了企业通常 10 年的设备折旧年限。

**库存仍在去化途中，未来新库存周期有望同步启动。**2022 年 4 月产成品库存增速达到峰值后开始回落，伴随营业收入降速，企业进入了主动去库存阶段。未来随着新一轮朱格拉周期上半程的演进，企业或同步进入被动去库存阶段，双周期的叠加有望进一步扩张投资需求，提升投资增速。

**设备更新需求有望带动投资增速提升。**2022 年固定资产投资中设备工器具投资总额约 10.9 万亿，同比增长 3.5%。按照设备工器具 10 年的折旧年限来测算，为抵消折旧，2023 年设备工器具投资规模则至少应为 11.5 万亿元，对应增速 5.9%，可拉动 GDP 增速 0.5 个百分点。

**风险提示：**财政政策力度不及预期、居民预期修复进程缓慢、海外经济衰退程度超预期。

## 内容目录

1. 核心观点.....	5
2. 消费引领的印度：与收入水平无关的消费倾向.....	5
2.1 印度经济疫情后表现亮眼.....	6
2.2 消费长期不足.....	8
3. 泡沫破裂后的日本：财政政策未来将是经济着力点.....	10
3.1 泡沫破裂冲击日本经济.....	11
3.2 资产负债表衰退的特征.....	12
3.3 日本的应对措施及对我国的启示.....	14
3.4 财政政策发力点：基建投资.....	15
3.5 财政政策发力点：朱格拉周期.....	17
3.5.1 1982-1989年：改革开放的刺激与调整.....	18
3.5.2 1990-1999年：相同周期下的不同模式.....	19
3.5.3 2000-2009年：全球化.....	20
3.5.4 2010-2020年：“4万亿”和去产能.....	21
3.5.5 新一轮周期的起点.....	21
4. 风险提示.....	23

## 图表目录

图 1： 1962-23 年 GDP 消费支出与社零总额增速（23 年为预测值）.....	5
图 2： 2019-22 年 3 季度印度与主要发达国家 GDP 增速.....	6
图 3： 2019-22 年 3 季度印度与主要发展中国家 GDP 增速.....	6
图 4： 2015-22 年 9 月印度 GDP 分项对整体增速贡献.....	7
图 5： 2021 年印度与我国 GDP 组成（分行业）.....	7
图 6： 2015-22 年 9 月印度 GDP 增速及行业增速贡献.....	7
图 7： 2012-21 年我国和印度私人消费 GDP 占比.....	8
图 8： 2012-21 年我国和印度私人消费 GDP 增速贡献.....	8
图 9： 2016 年世界主要国家国有企业资产名义 GDP 占比和私人消费名义 GDP 占比.....	9
图 10： 2009 年部分亚洲国家制造业企业规模分布.....	9
图 11： 2019-20 年世界主要国家社会福利和补贴支出占财政支出比重.....	10
图 12： 1990-06 年日本居民和非金融企业部门净借贷规模.....	10
图 13： 1990-06 年日本进出口增速及贸易差额.....	11
图 14： 1961-2021 年日本实际 GDP 增速.....	11
图 15： 1973-92 年美元兑日元平均汇率.....	12
图 16： 1973-06 年日本东京交易所市值及城市土地价格指数.....	12
图 17： 2021-22 年沪深 300 指数和 70 大中城市新建商品住宅指数增速.....	12
图 18： 1989-06 年日本居民和非金融企业部门贷款余额增速.....	13
图 19： 2021-23 年 1 月各月社融同比增速.....	13
图 20： 1990-06 年日本高能货币增速及短期贷款利率.....	13
图 21： 2021-22 年我国高能货币、M2 及货币乘数.....	13
图 22： 1990-2006 年日本财政税收收入及赤字.....	14
图 23： 2004-22 年我国基建投资、房地产投资和出口增速.....	16
图 24： 2007-22 年基建支出占公共财政支出比重.....	17
图 25： 2001-23 年公共财政收入增速与 GDP 增速.....	17

图 26: 1982-21 年我国企业设备工器具投资完成额和 GDP 增速.....	18
图 27: 1980-89 年我国粮食产量同比.....	18
图 28: 1982-89 年我国进出口金额同比.....	18
图 29: 1990-99 年我国外商直接投资差额增速.....	19
图 30: 1990-99 年我国 GDP 平减指数变化.....	19
图 31: 2000-09 年我国进出口金额同比.....	20
图 32: 2000-09 年我国外商直接投资差额增速.....	20
图 33: 2000-09 年我国工业增加值增速.....	20
图 34: 2010-20 年我国进出口金额同比.....	21
图 35: 2020-22 年我国设备工器具投资增速.....	21
图 36: 2000 年-22 年我国工业企业产成品库存和营业收入增速.....	22
表 1: IMF 对主要国家和地区 GDP 实际增长率预测.....	7
表 2: 《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》中基础设施相关部分.....	16

## 1. 核心观点

我们判断今年权益类资产中受财政政策影响较大的板块有望迎来行情，固收类资产则震荡运行。从对经济的拉动作用来看，我们认为基建和制造业投资将成为经济增长稳定器，预期全年基建投资增速 11.8%，设备工器具投资增速 5.9%，基数效应带动消费增速达到 6%。从其他项目来看，房地产投资增速降幅预计将收窄至-1.4%；出口增速受美国经济衰退程度影响，不确定性较大。

以上结论通过将我国经济与印度、日本对比后得出，在此过程中我们发现：

- ◆ 我国目前所处的阶段与 90 年代初日本资产泡沫破裂后十分相似，企业和居民资产负债表受到冲击，流动性无法传导。
- ◆ 尽管居民收入和经济体量全面领先印度，但长期以来我国居民消费倾向又与印度形成了巨大的反差。

导致消费倾向不足的深层次原因仍在，叠加修复资产负债表侵蚀掉的需求和信心，我们认为投资仍将是经济增长的动力来源。

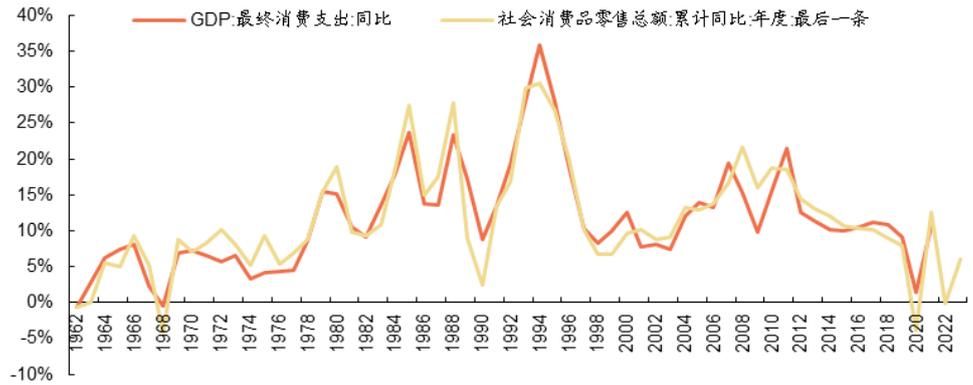
- ◆ 从政策来看，未来货币政策的刺激作用有限，财政政策将是决定经济强弱的关键，因此财政支出的力度和方向也将是 2023 年的投资主线。
- ◆ 从数据上来看，为托底经济带动基建投资，我们预测 2023 年公共财政赤字率为 3.5%，新增专项债额度 4.5 万亿元，政策性开发性金融工具根据全年节奏投放，规模或实现翻倍。

## 2. 消费引领的印度：与收入水平无关的消费倾向

疫情政策调整后的消费复苏是年初的投资主线之一。对比印度，我们发现尽管我国在经济体量、居民收入和基础设施方面全面领先，但经济结构的特点将导致居民消费长期趋弱。因此，尽管回暖显著，但在资产负债表受到冲击后未来消费增长动力仍显不足。

从历史上看，社零增速与 GDP 最终消费支出的相关性较好。2021 年自疫情恢复后，社零增速由 2020 年的-3.9%跃升至 12.5%，我们认为 2023 年社零增速也会出现类似的反弹，但由于 2022 年社零与 2021 年基本持平且居民资产负债表受损，预计反弹幅度约为 6%。因此，2023 年消费支出增速或也维持在 6%附近。

图1：1962-23 年 GDP 消费支出与社零总额增速（23 年为预测值）



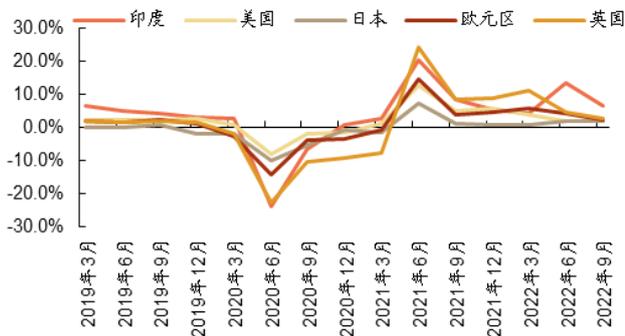
资料来源: Wind, 申港证券研究所

作为我国在国际舞台上的竞争对手,印度的经济特点值得我们关注和研究。同样作为人口大国,印度前期并没有按照东亚各国的发展模式以制造业拉动经济增长,而是走出了一条以服务业为支柱产业的独特发展道路。尽管在收入水平、基础设施等方面落后于我国,但印度经济却具有很多发达国家的特点:如消费强劲、服务业占比高、国际贸易保持逆差。与同为发展中国家的印度进行比较或许能够帮助我们看清自己的经济特点与发展方向。

### 2.1 印度经济疫情后表现亮眼

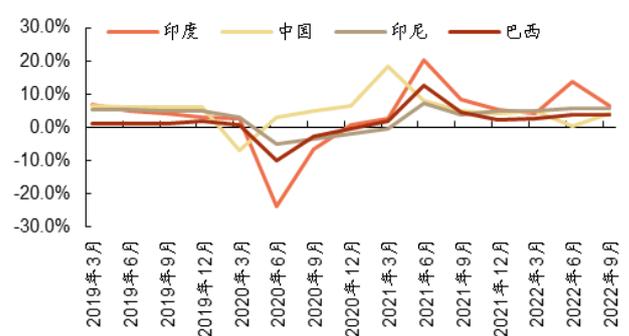
**经济快速恢复,疫情影响弱化。**2022年1-9月印度不变价GDP同比增长7.7%,增速较1-6月收窄0.7个百分点;3季度不变价GDP同比增长6.3%,增速较2季度收窄7.2个百分点(图2、图3)。2020年以来,全球经济在疫情以及滞胀的影响下蹒跚前行,主要经济体GDP增速均受到较大拖累。疫情对印度也造成了巨大的冲击,但各项政策逐步发力叠加旺盛需求使经济迅速恢复;印度较早地放开了疫情管控,进一步弱化了疫情的影响。

图2: 2019-22年3季度印度与主要发达国家GDP增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图3: 2019-22年3季度印度与主要发展中国家GDP增速

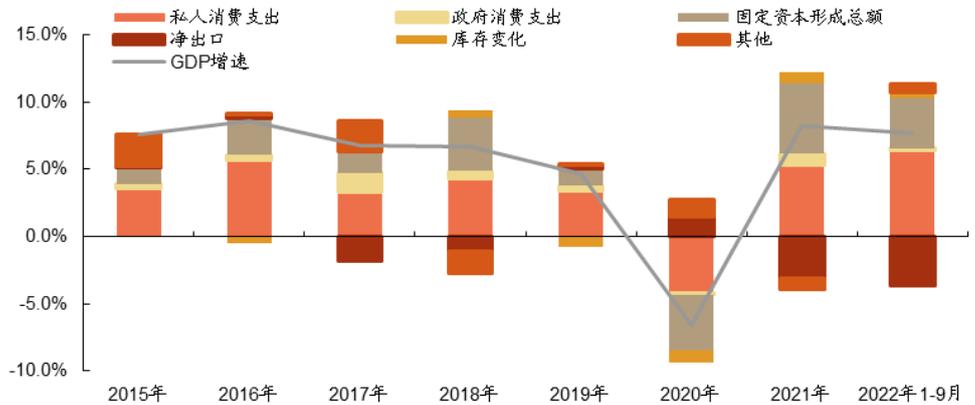


资料来源: Wind, 申港证券研究所

**财政发力恢复中断内循环,经济增速领先世界主要国家。**疫情发生后,印度迅速采取了扩张的财政政策,提高政府支出刺激需求,同时下调政策回购利率保证金融系统的流动性。2021财年印度一般政府财政赤字率达13.3%,较上一财年上升6.2个百分点,政策回购利率下调至4%,国内经济的内循环重新启动。在疫情后的高息环境中,内循环继续缓释全球需求收缩和流动性冲击对印度造成的影响。

- ◆ 2021 年和 2022 年前 3 季度，印度不变价 GDP 分别增长 8.3%、7.7%，而消费贡献了整体增速 5.3、6.4 个百分点（图 4）。
- ◆ 2022 年 3 季度，印度当季不变价 GDP 增速超过全球主要发达国家和发展中国家（图 2、图 3）。IMF 预测，未来 3 年内印度 GDP 增速对主要经济体仍将保持领先（表 1）。

图4：2015-22 年 9 月印度 GDP 分项对整体增速贡献



资料来源：Wind，申港证券研究所

表1：IMF 对主要国家和地区 GDP 实际增长率预测

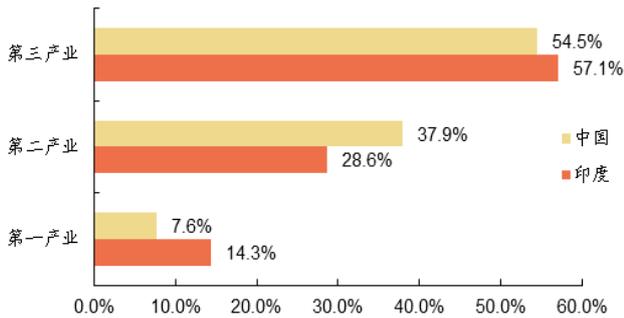
国家和地区	2022	2023	2024	2025
全球	3.2%	2.7%	3.2%	3.4%
发达经济体	2.4%	1.1%	1.6%	1.9%
美国	1.6%	1.0%	1.2%	1.8%
欧元区	3.1%	0.5%	1.8%	1.9%
日本	1.8%	1.6%	1.3%	0.9%
英国	3.6%	0.3%	0.6%	2.4%
新兴市场和发展中经济体	3.7%	3.7%	4.3%	4.3%
中国	3.2%	4.4%	4.5%	4.6%
印度	6.8%	6.1%	6.8%	6.8%

资料来源：Wind，申港证券研究所

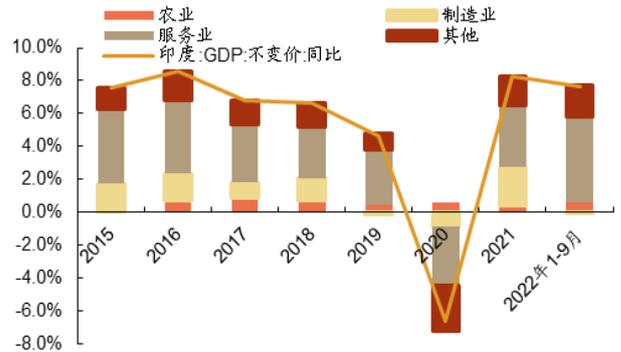
服务业提供核心增长动力，制造业基础薄弱。与我国相比，印度经济中第一、第三产业占比较高，其中第三产业占比接近 60%，与之相反的是第二产业相对薄弱（图 5）。从增速贡献来看，服务业是印度经济增长的主要动力，而制造业增速贡献有限（图 6）。

图5：2021 年印度与我国 GDP 组成（分行业）

图6：2015-22 年 9 月印度 GDP 增速及行业增速贡献



资料来源: Wind, 申港证券研究所

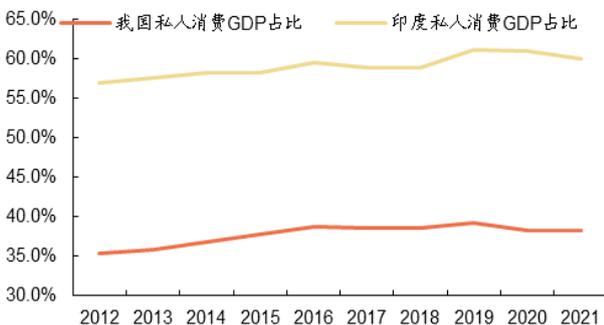


资料来源: Wind, 申港证券研究所, 其他行业计入第三产业

## 2.2 消费长期不足

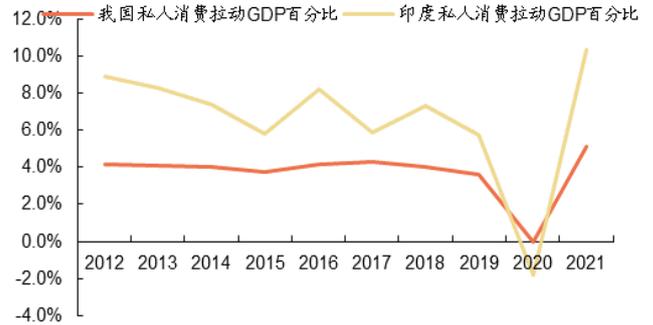
与印度相比,我国消费在GDP中占比较低,对GDP增速的贡献也相对较低。分部门来看,我国政府部门消费在最终消费支出中占比达29%,而印度为16%。私人部门消费对GDP的影响更加有限,2012年以来我国私人消费GDP占比稳定在35%左右,而印度则为60%(图7)。而私人消费对GDP增速的贡献,我国也显著低于印度(图8)。

图7: 2012-21年我国和印度私人消费GDP占比



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图8: 2012-21年我国和印度私人消费GDP增速贡献



资料来源: Wind, 申港证券研究所

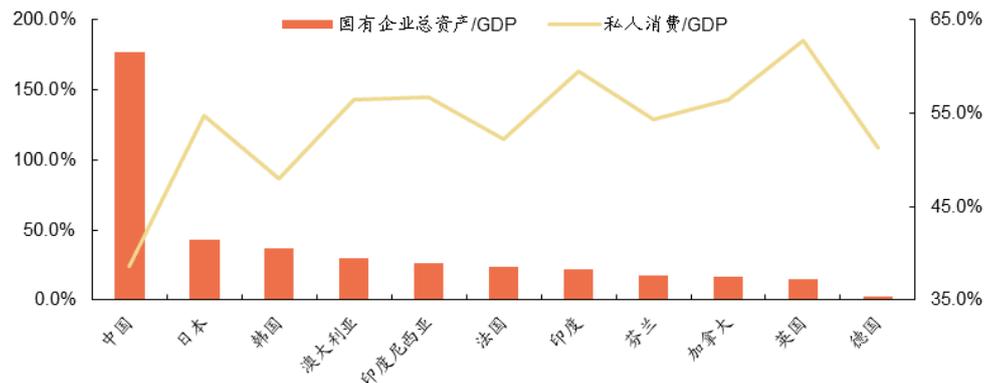
在发展成果分享中参与度低导致我国居民消费少储蓄多。导致我国GDP结构中私人消费占比较低的原因是居民部门未充分参与发展成果分享。除工资收入外,我国居民主要的金融资产是存款,参与经济的方式主要是充当劳动者和债权人。但在发展过程中,经济体以权益类资产的回报率进行扩张,而居民收入以劳动要素生产率和存款利率进行增长,增速低于整体经济产出增速。同时缺乏对资产的所有权使居民对收入的预期弱化,进一步导致居民在做消费储蓄跨期决策时更倾向于储蓄。

- ◆ 2022年我国股票市场市值88万亿元,占当年名义GDP比重为70%,而美国股票市场市值达53.2万亿美元,是名义GDP的2倍。
- ◆ 与存款规模相比,我国股票市场市值较低,2022年末我国M2规模266万亿元,相当于股市市值的3倍,而美国M2规模21万亿美元,约股市市值的40%。

我国资本市场起步较晚,与发达国家相比并不完善的市场机制,以及相对银行信贷而言较小的规模使我国居民无法充分享受经济增长带来的资产回报和资产增值。

“大国企”进一步挤占了居民对资产的所有权。我国国企规模远超世界主要国家，2016年我国国企资产规模131.7万亿元，是当年名义GDP的1.8倍，同期印度国企资产占名义GDP比重为22.4%，日本为43.4%。由于居民在做消费储蓄决策时，国企资产并不出现在居民的预算约束中（数学推导过程参见徐高博士《宏观经济学25讲：中国视角》），因此资产增值并不能改善居民的预算约束。私人消费占GDP比重与国有企业的资产规模呈现一定的负相关关系（图9）。

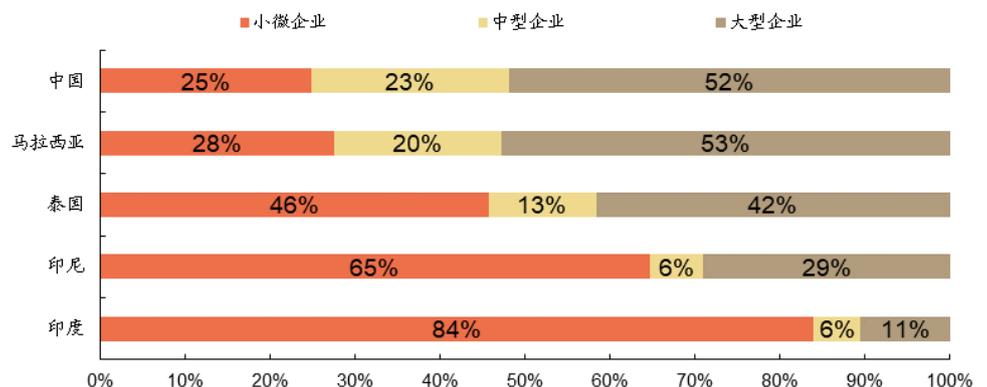
图9：2016年世界主要国家国有企业资产名义GDP占比和私人消费名义GDP占比



资料来源：IMF，国资委，Wind，申港证券研究所

印度企业集中度较低，一定程度上也实现了居民广泛持有资产的目的。与我国类似，印度股票市场同样起步较晚，发展不足，但印度居民消费占比却远超我国，主要原因在于居民对资产广泛的持有。根据亚洲开发银行2010年报告《印度公司规模分布：调查能告诉我们什么》的数据，印度制造业中小微企业占比达84%，而我国为25%（图10）。小微企业占比较高有损整个经济的规模效益，但资产所有权也得到了分散，对消费水平起到了提振作用。

图10：2009年部分亚洲国家制造业企业规模分布



说明：小微企业规模为1-49人，中型企业规模为50-199人，大型企业规模为200人及以上

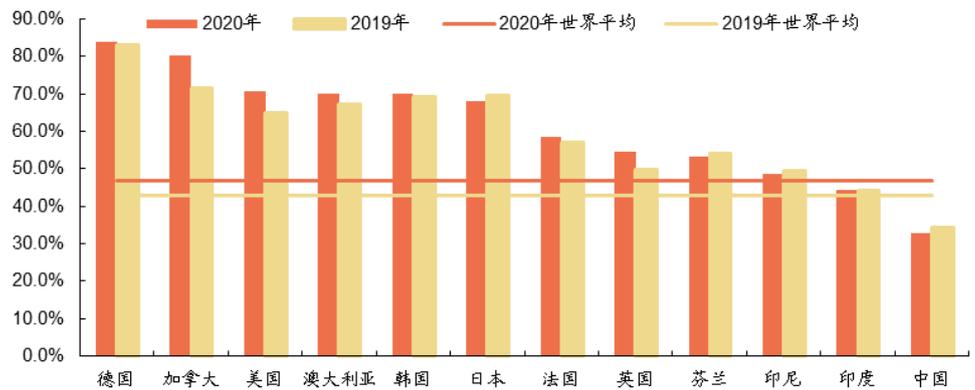
资料来源：ADB，申港证券研究所

社会福利和转移支付进一步提升居民消费倾向。在企业生产过程中，处理剩余的途径主要有股权分配、向外输出、借贷和转移支付。在资本市场发展成熟的国家或资

产所有权较为分散的国家主要依靠股权分配，如美国、印度，出口导向型国家如德国主要依靠向外输出，我国则主要依靠借贷。除此之外还可以通过政府向居民的转移支付来消耗生产剩余。其中股权分配和转移支付能够直接提高居民收入，从而引导更高的消费倾向。

- ◆ 根据世界银行数据，印度 2019 年和 2020 年社会福利和补贴支出占财政支出比重分别为 44.1%、44.5%。同时根据殷剑锋教授在《财政的“钱”去哪了》中的计算方法，我国 2019 和 2020 年社会福利和补助支出占财政支出比重分别为 34.2% 和 32.8%，均低于印度，同时也低于同年世界平均水平（图 11）。社会福利和补贴支出占财政支出比重较低也是导致我国居民消费倾向弱的原因。

图11：2019-20年世界主要国家社会福利和补贴支出占财政支出比重

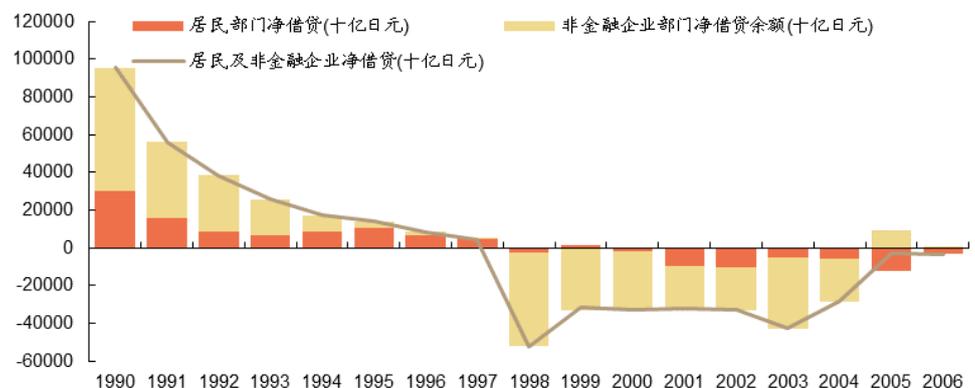


资料来源：World Bank, Wind, 申港证券研究所

### 3. 泡沫破裂后的日本：财政政策未来将是经济着力点

以企业重新开始借贷、经营目标由“负债最小化”转为“利润最大化”为标志，日本于 2005 年走出了资产负债表衰退的阴霾，前后共用了 15 年（图 12）。日本政府在危机发生后曾在财政刺激与赤字控制上摇摆不定，导致了复苏时间的延长。

图12：1990-06年日本居民和非金融企业部门净借贷规模

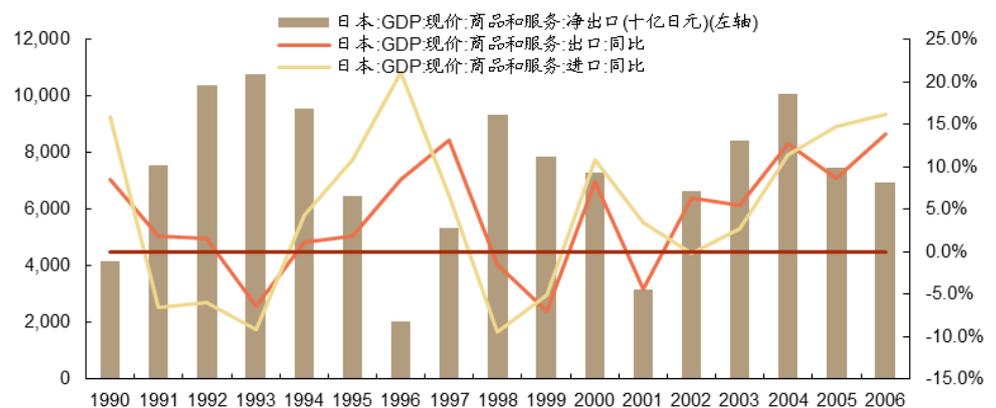


资料来源：BIS, 申港证券研究所

我国与日本的情况类似，疫情扰动、地产链受到的冲击叠加年末的理财赎回也在一定程度上恶化了居民和企业部门的资产负债表。出口增速的下降加剧了我国经济复苏的压力，同时在对复苏节奏的判断上我们也应该吸取日本经验，保持谨慎的预期。

- ◆ 外需收缩使未来需求雪上加霜。日本在资产泡沫破裂后，除受亚洲金融危机影响外，外需长期保持强劲，为经济复苏提供了额外动力（图 13）。而我国目前面临着外需收缩的不利环境，结合对预期的负面影响，经济复苏之路并不平坦。
- ◆ 经济复苏所需时间或超预期。日本完全走出衰退影响耗时 15 年之久，这其中有关键政策的不利影响，但在 2003 年完全转向财政刺激后仍耗费了 2-3 年，因此我国经济的修复节奏可能要比市场预期的缓慢。

图13：1990-06 年日本进出口增速及贸易差额



资料来源：Wind，申港证券研究所

根据日本的经验，在实体经济需求和预期均较弱的情况下，政府应该当好“最后借款人”的角色，加大财政支出的力度，适当扩大赤字率，引导实体经济重回增长路径。从政策上来说，财政政策优于货币政策，今年投资对经济的拉动作用将更加显著，而基建和制造业投资将是着力点。

国内海外经济周期错位或导致贸易差额同比负增长。2022 年贸易差额再创历史新高，若财政政策适时发力则 2023 年国内经济复苏较为确定，而海外高息环境压制需求，与国内形成反差。在这种情况下，贸易差额或出现负增长，乐观估计与 2022 年持平。

### 3.1 泡沫破裂冲击日本经济

战后经济持续增长创造日本奇迹。二战结束后，日本经济迅速从战争造成的巨大破坏中复苏，并保持了近 30 年的快速增长（图 14）。探究其原因，外需刺激固然功不可没，但日本依照自身资源禀赋大力发展制造业，并在此期间逐步完成产业升级才是走向繁荣的根本原因。除此之外，战后的“1940 年体制”以及延续至 1971 年的布雷顿森林体系也对日本的经济增长形成了巨大助力。多方因素作用下，日本经济创造了增长“奇迹”。

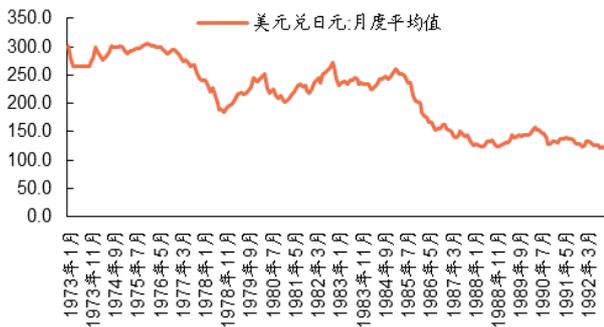
图14：1961-2021 年日本实际 GDP 增速



资料来源: World Bank, 申港证券研究所

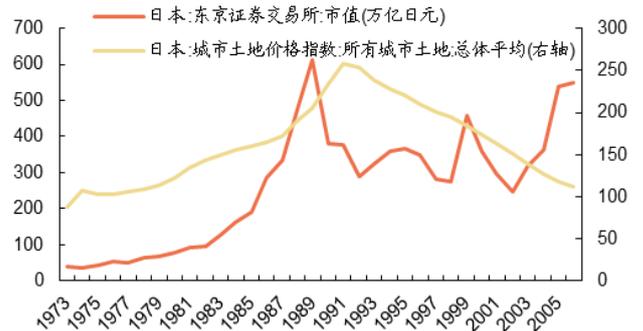
**经济过热与日元升值推升资产价格。**经济的高速增长给日本经济带来了过热的风险,常年的贸易顺差也给日元带来了巨大的升值压力。1971 年布雷顿森林体系的瓦解以及 1985 年的广场协议也全面放开了日元的升值空间(图 15)。汇率的不断升值降低了资源进口价格,但却进一步推升了资产价格。在 80 年代后期,日本的资产泡沫出现愈演愈烈的迹象(图 16)。

图15: 1973-92 年美元兑日元平均汇率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图16: 1973-06 年日本东京交易所市值及城市土地价格指数



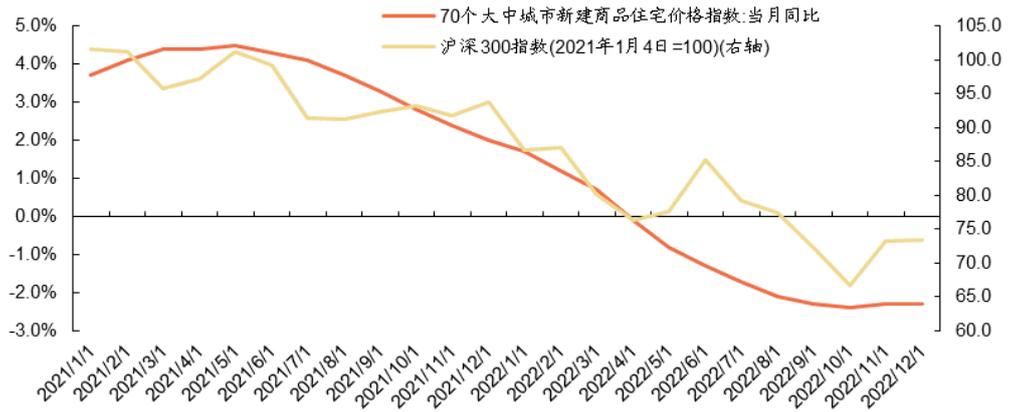
资料来源: Wind, 申港证券研究所

**泡沫破裂导致资产负债表的衰退。**1990 年和 1991 年日本股市和房地产市场依次出现大跌,资产的减值使许多企业濒临破产;资产价格持续上涨的信仰被打破,抵押物被银行出售造成了进一步的减值。企业在资不抵债的情况下,经营目标由“利润最大化”转为“负债最小化”,由此带来的信贷萎缩和需求减弱严重伤害了日本经济。其后续影响 15 年后才逐步消除。

### 3.2 资产负债表衰退的特征

**资产减值。**造成资产负债表衰退的直接原因是资产的大幅减值,日本在 1990 年和 1991 年经历了“平成泡沫”的破裂,股市和房价大幅跳水。从过去两年来看,由于疫情的冲击我国也经历着类似的资产价格下跌,尽管规模与日本 90 年代初不可同日而语。自 2021 年初,房价增速一路走低,2022 年 4 月后出现负增长,股市表现低迷,年末理财的大规模赎回也导致居民财富缩水(图 17)。

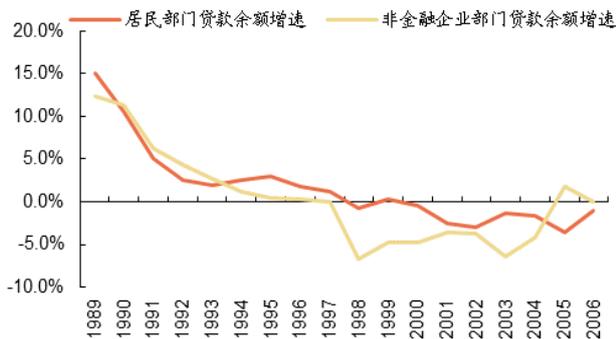
图17: 2021-22 年沪深 300 指数和 70 大中城市新建商品住宅指数增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

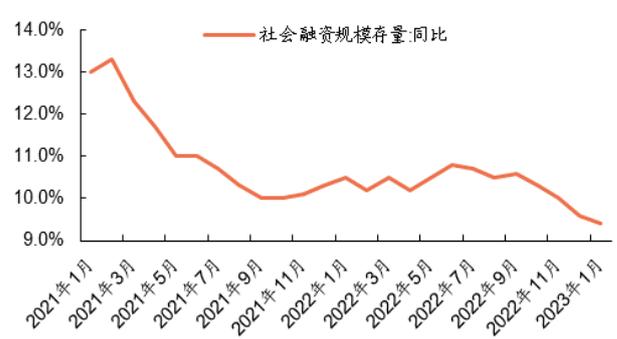
**信贷需求收缩。**在资产负债表衰退后，日本企业的经营目标由“利润最大化”转为“负债最小化”，投资项目遭大幅削减，对银行贷款的需求也显著下降（图 18）。过去两年类似的情况也在我国发生，社融存量增速持续走低，背后反映的是疫情影响下内需的持续疲软，以及房地产行业经营压力的不断增大（图 19）。各项经济指标也在 2022 年 4 季度跌入谷底。

图18：1989-06 年日本居民和非金融企业部门贷款余额增速



资料来源: BIS, 申港证券研究所

图19：2021-23 年 1 月各月社融同比增速

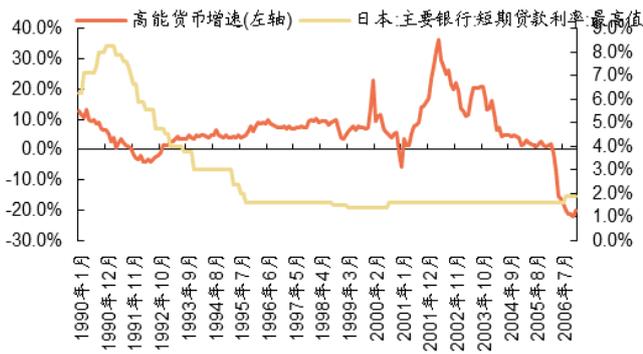


资料来源: Wind, 申港证券研究所

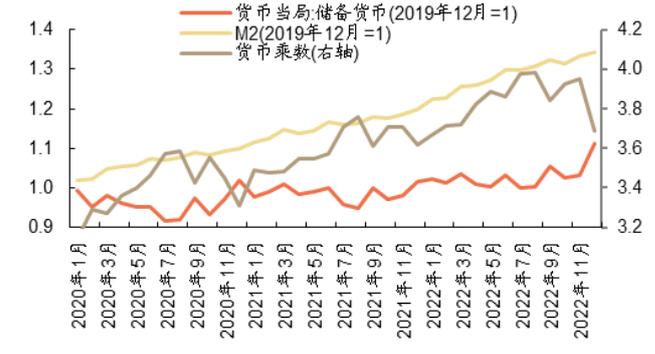
**流动性过剩。**为刺激需求、提振经济，日本银行在 1991-2005 年期间坚定地执行了宽松的货币政策，不断提高货币供给，短期国债利率大幅下降，但由于企业缺乏贷款意愿，流动性出现过剩（图 20）。无独有偶，我国高能货币发行增速也在 2022 年显著上扬，但货币乘数下降，实体缺乏贷款需求使银行出现了资产“资产荒”。从城投债遭遇疯抢到存款利率下调均是缺乏优质资产的外在表现（图 21）。

图20：1990-06 年日本高能货币增速及短期贷款利率

图21：2021-22 年我国高能货币、M2 及货币乘数



资料来源: BOJ, Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

**通货紧缩既是果也是因。**与日本 1991-2005 年相似,我国也在近两年面临了通货紧缩的压力。这一现象既是在外来通胀压力较小时需求不振的结果,同时也提高了实际利率,进一步增加了借贷成本。但货币派生的主要阻碍仍是需求的萎缩,日本的核心原因是企业忙于修复资产负债表而无力借贷,我国则是疫情冲击和外需不振带来的投资降速。

### 3.3 日本的应对措施及对我国的启示

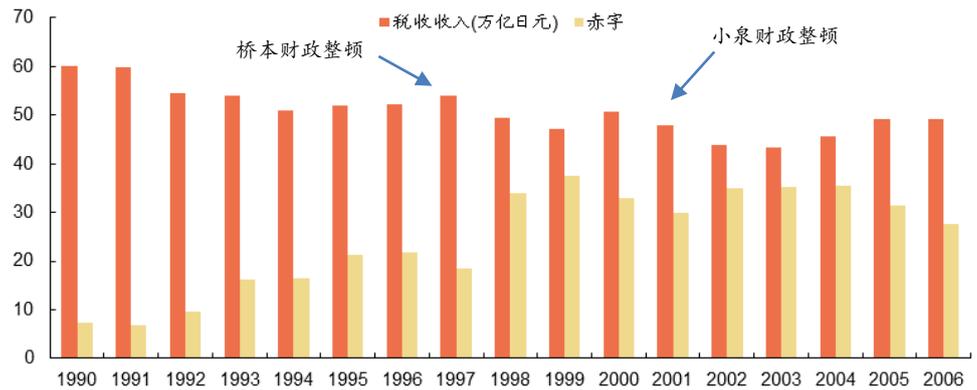
**货币政策还是财政政策?**在衰退发生后,日本政府与国际学术界就政策措施进行了探讨。彼时西方学术界笃信货币政策对于刺激经济的巨大作用,他们认为日本的情况与 1929-1933 年的大萧条相同,即通胀紧缩压力与银行收紧银根的不当操作共同导致了经济衰退。包括弗里德曼和世界银行在内的众多智囊认为问题出在日本银行系统,建议日本银行向市场提供巨量流动性。

**财政赤字是好是坏?**在巨量流动性的加持下,日本企业的借贷意愿仍未得到显著改善。令情况更为糟糕的是日本内阁在危机期间进行的两次财政整顿。

- ◆ 1997 年以桥本龙太郎为首的内阁决定实行财政改革方案,包括将消费税税率提升至 5%,终止特别减税法案等,计划总计削减 15 万亿日元的财政赤字。
- ◆ 2000-2001 年小泉内阁再次实施财政整顿,限定每年国债发行额不超过 30 万亿元。

在日本企业和居民积极修复资产负债表的 15 年中,两次财政整顿均造成了事与愿违的效果,税收收入在两次财政整顿后均出现滑坡,相反的是赤字率在整顿后快速升高(图 22)。

图22: 1990-2006 年日本财政税收收入及赤字



资料来源: Highlights of the Budget for FY2008, 日本财政部, 申港证券研究所

财政政策大于货币政策，财政收入与赤字无需担心。相似的经济特征以及内需疲软的通病使日本的政策选择对我国来说很有借鉴意义。

- ◆ **财政政策应当成为下阶段政策的主要发力方向。**从日本的经验来看，资产减值后货币政策对需求端的刺激有限，实体经济主要矛盾在于“贷不贷”不在于“贷多少”，而财政政策能有效创造需求，带动经济从衰退中快速恢复。
- ◆ **扩张型财政政策并不会造成巨大的赤字率。**在日本的两次财政整顿之间，日本政府间歇式地实行了财政刺激措施，但由于对赤字率的担心，执政党对此摇摆不定。事后来看，财政刺激政策反而通过做大“蛋糕”提高了税收收入，限制了赤字率。
- ◆ **外需减弱将进一步加大我国经济恢复压力。**在日本经济衰退期间，出口贸易一直保持着较高的景气度，强劲的外需是日本经济恢复的重要推手。而今年我国则面临着外需收缩的不利局面，财政政策或需要加强力度和持续时间。
- ◆ **需求修复时间或超预期。**从日本的经验来看，直到 2005 年，企业和居民部门贷款余额增速才重新进入上行通道。尽管我国居民和企业部门资产负债表受损程度远低于日本，但外需疲软或将在一定程度上延长需求修复的时间。

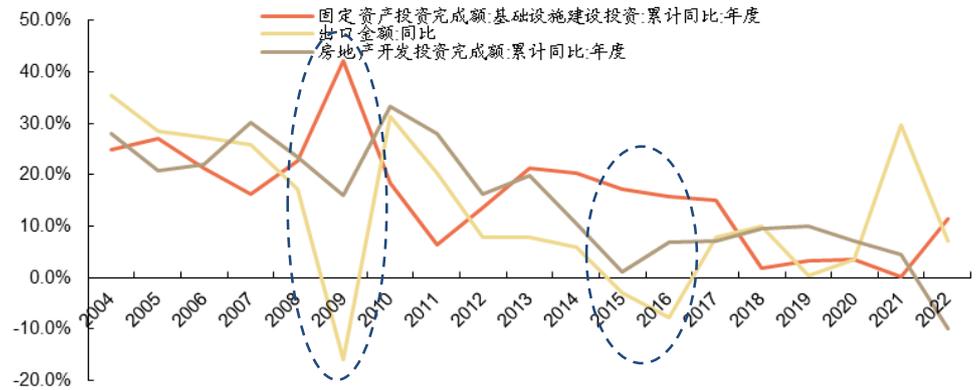
### 3.4 财政政策发力点：基建投资

**基建投资对冲压力。**在明确了财政发力的必要性后，基建投资这一稳增长抓手将在一定程度上对冲下行周期的压力，成为 2023 年重要的经济增长点。从历史上来看，这一规律也多次出现：每当外需和内需进入下行周期时，基建投资都保持稳定增长，从而带动经济企稳回暖（图 23）。

- ◆ **2009-2010 年在次贷危机造成外需大幅收缩后，我国出台了“四万亿”经济刺激计划，一大批基建项目上马，为中国经济走出阶段性困境做出了巨大贡献。**尽管造成了地方政府债台高筑的后果，但对于我国高储蓄的经济结构，高杠杆是必然的结果，为了防止后续降杠杆带来的阵痛而放弃加杠杆是错误的逻辑。
- ◆ **2015-2016 年在出口和房地产增速再次滑坡时，基建投资又一次发力。**2010-2013 年政府着力解决前期高投资带来的地方政府债务问题，清理融资平台，核实和处置存量债务。在压力缓解后，国家适当放松了融资约束，允许地方政府发行债券、鼓励推广 PPP 模式以撬动社会资本参与基建。在上述政策的支持下，基建投资

快速增长，再次为其他实体经济部门的复苏赢得了时间。

图23：2004-22年我国基建投资、房地产投资和出口增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

《扩大内需战略规划纲要》强调基建对扩大内需、培育完整内需体系的作用。《扩大内需战略规划纲要》将基建投资作为“优化投资结构，拓展投资空间”的重要组成部分，并提出了6大需要着重补短板的传统基建领域，以及未来需要系统布局的3大新基建领域（表2）。从内容上看，国家推行“质”“量”并举的建设思路，针对薄弱领域和关乎国家竞争力的领域重点投资，强调投资回报率。

表2：《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》中基础设施相关部分

基建方向	核心内容
交通	建设国家综合立体交通网，推进“6轴7廊8通道”主骨架建设，增强区域间、城市群间、省际间交通运输联系；继续推进“四好农村路”建设；加强航空网络建设，加快建设国际和区域枢纽机场。
能源	推进煤矿智能化、绿色化发展，提高煤炭铁路运输能力；加快全国干线油气管道建设；大幅提高清洁能源利用水平；统筹推进现役煤电机组超低排放和节能改造。
水利	综合水网建设，提升国家水安全保障能力；推动综合性水利枢纽和调蓄工程建设；加强节水基础设施建设，提升水旱灾害防御能力。
物流	统筹国家物流枢纽，构建“通道+枢纽+网络”的现代物流运行体系；优化商贸物流设施网络；加快建设农产品产地仓储保鲜冷链物流设施。
生态环保	构建具有综合监测监管能力的环境基础设施体系；实施重要生态系统保护和修复重大工程；全面推进资源高效利用。
民生	全面提升县级医院救治能力和设施条件；加强教育基础设施建设，改善各级各类学校办学条件；增加普惠性养老和医养结合服务设施；完善妇幼健康服务设施。
信息	建设全国一体化大数据中心体系，布局建设大数据中心国家枢纽节点；推动人工智能、云计算应用；增强国家广域量子保密通信骨干网络服务能力。
融合	推动5G、人工智能、大数据等技术与交通物流、能源、生态环保、水利、应急、公共服务等深度融合，助力相关行业治理能力提升。
创新	支持有条件的地方建设区域性创新高地，适度超前布局建设重大科技基础设施；优化提升产业创新基础设施。

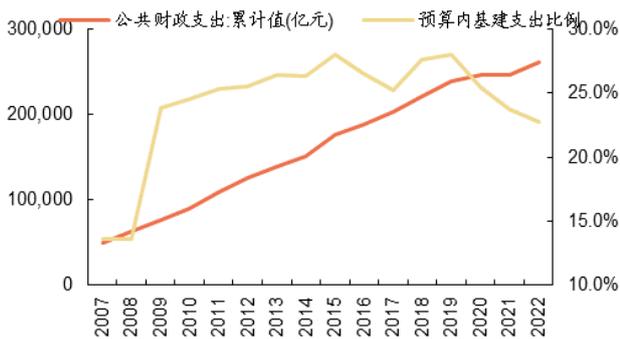
资料来源: 中国政府网, 申港证券研究所

地产下行周期叠加海外需求收缩，基建稳增长压力较大。根据我们的测算，2023年地产投资完成额增速约为-1.4%，尽管较2022年显著收窄，但仍小幅拖累整体投资增速。2022年全年基建投资完成额21万亿元，同比增长11.5%，占总固定资产投资

资的 37%，成为稳增长的重要力量。2023 年我国宏观经济仍受到需求端的制约，基建投资稳增长的压力较大。

- ◆ 政府基建投资的资金来源主要有公共预算内资金、专项债和政策性金融工具。2022 年公共预算中与基建投资相关的资金规模约为 6 万亿元，新增专项债额度接近 4 万亿，政策性开发性金融工具约 7400 亿元。
- ◆ 中央或适当提高加杠杆力度。相比中央政府，地方政府的杠杆率较高，同时近年来公共财政中基建支出的比重有下降的趋势（图 24）。在基建投资对宏观经济至关重要的 2023 年，中央政府或将适当提高赤字率，稳定基建投资规模，提升对实体经济的支持力度。我们预测 2023 年赤字率约为 3.5%。
- ◆ 专项债或继续加力。2022 年末地方专项债余额 20.7 万亿元，而经全国人大审议批准的专项债余额限额为 21.8 万亿元，剩余约 1.1 万亿元。根据近期财政部的表态，预计 2023 年专项债使用力度将加大，在新增额度充分利用的基础上，未达限额的余额部分或将适时投入使用以实现稳增长、稳预期的目标。我们预测 2023 年新增专项债额度为 4.5 万亿元，较 2022 年增长 5000 亿元。
- ◆ 赤字率较去年小幅上行，新增专项债额度或高于去年。根据 5% 的 GDP 目标，我们测算 2023 年公共财政收入同比增速约为 0.4%，对应全年财政收入 20.5 万亿元（图 25）。在测算时考虑到减税对 GDP 的拉动作用，未剔除留抵扣税因素的公共财政收入能更好地反映与 GDP 增速的关系。结合赤字率我们预测 2023 年财政支出约为 24.9 万亿元，其中 22% 用于基建，即 5.5 万亿元。
- ◆ 政策性开发性金融工具后备发力。2022 年政策性开发性金融工具共投入 7400 亿元，预计 2023 年或将实现翻倍，作为后备力量对投资提供支持。全年基建投资资金=公共财政预算内资金+卫生健康支出释放资金+专项债+政策性开发性金融工具，若政策性开发性金融工具投入较 2022 年增长 100%，则基建投资增速可达 11.8%。

图24：2007-22 年基建支出占公共财政支出比重



资料来源：Wind，申港证券研究所

图25：2001-23 年公共财政收入增速与 GDP 增速



资料来源：财政部，Wind，申港证券研究所

说明：公共财政收入未剔除留抵扣税因素

### 3.5 财政政策发力点：朱格拉周期

周期跨度平均为 9.8 年，3 年左右投资增速达到峰值。从历史数据来看，企业设备的更新换代需求会以固定资产投资中的设备投资增速为表现，呈现周期性的变动：大规模的设备更新会带动投资提速，而在设备更新完成后投资增速又将趋于平稳。

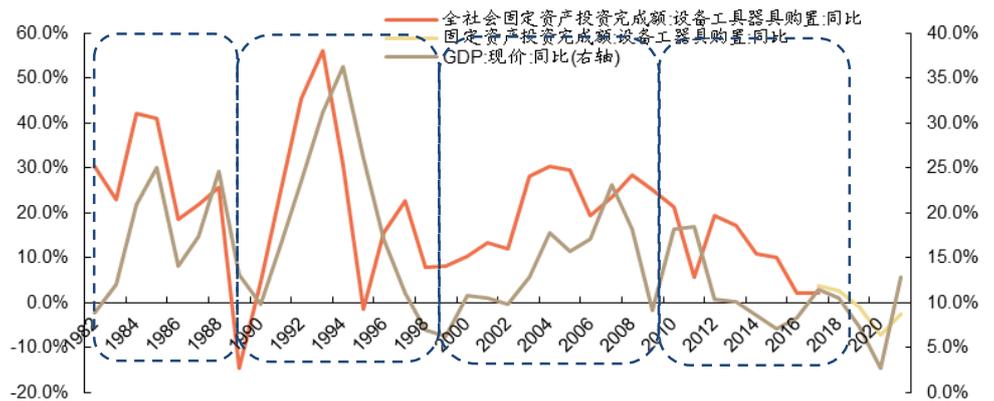
这种周期性的波动被称为朱格拉周期（图 26）。

**设备工器具投资增速表征周期宽度。**朱格拉周期的跨度可用固定资产投资中的设备工器具购置增速来表征，一轮完整的朱格拉周期应该包括设备工器具投资增速上行和下行两个阶段（图 26）。同时由于投资增速与 GDP 增速的相关性，通常在一个朱格拉周期内也能观察到 GDP 增速的换挡。改革开放以来我国共经历了 4 轮完整的朱格拉周期，分别是：

- ◆ 1982-1989 年，跨度为 8 年，设备工器具投资增速峰值出现在 1984 年。
- ◆ 1990-1999 年，跨度为 10 年，设备工器具投资增速峰值出现在 1993 年。
- ◆ 2000-2009 年，跨度为 10 年，设备工器具投资增速峰值出现在 2004 年。
- ◆ 2010-2020 年，跨度为 11 年，设备工器具投资增速峰值出现在 2012 年。

总体来看，我国朱格拉周期的平均时间跨度为 9.8 年，投资增速上行时间约为 3 年，随后以较平缓的斜率降温。第 2-4 轮周期投资增速中枢逐步下移。

图26：1982-21 年我国企业设备工器具投资完成额和 GDP 增速



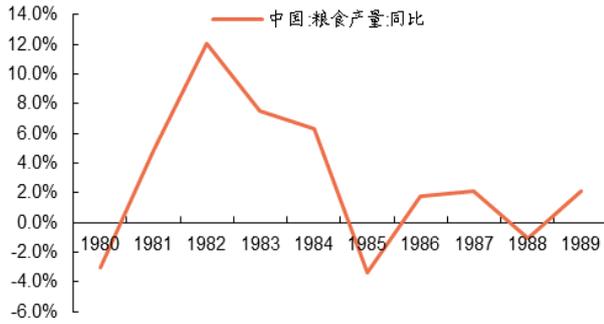
资料来源：wind，申港证券研究所，2017 年后全社会固定资产投资完成额停止更新

### 3.5.1 1982-1989 年：改革开放的刺激与调整

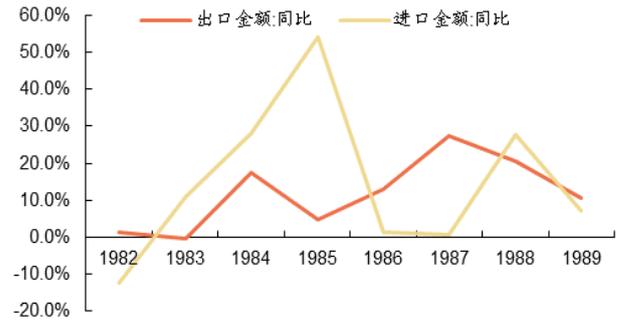
**生产力解放激发全社会投资热情。**十一届三中全会后，80 年代初期国家政策和改革方向进一步清晰，家庭联产承包责任制的全面实行极大地促进了农业生产力的解放，粮食产量大幅提升（图 27）。同时，四川省对国营企业的“放权让利”逐步在全国推广，企业的经营被赋予了更多自由度，生产力得到了进一步的解放。

图27：1980-89 年我国粮食产量同比

图28：1982-89 年我国进出口金额同比



资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

**需求快速扩张。**工资制度改革使企业职工工资与盈利挂钩，从根本上打破了“吃大锅饭”对生产积极性的制约，人均生产力的提高也显著改善了职工的收入水平，消费潜力得到了激发。1982年中央提出20世纪末工农产值翻两番，明确的目标推动了全国产能的扩张，投资增速上台阶。从进口增速的大幅走高上，需求的强劲程度可见一斑（图28）。

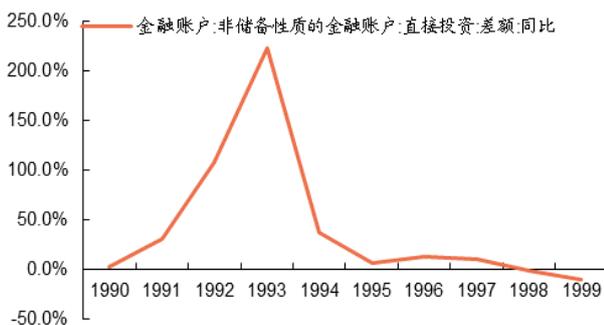
**通胀大幅上升使中央开始整顿经济。**需求的过热自然带来了通胀的压力，1985年中央为抑制经济过热开始控制货币、收缩信贷和降低工资，并在1988年决定利用三年的时间对经济进行彻底整顿，包括暂停价改。随着政策转向，朱格拉周期进入下半程，投资增速下行。

### 3.5.2 1990-1999年：相同周期下的不同模式

**整顿完成，重装上阵。**经历了三年经济整顿后的阵痛，经济和市场秩序得到了显著的修复，改革的方向和目标更为清晰（如价格市场化）。1992年邓小平南方谈话更加坚定了市场化的改革方向。在这样的背景下，中央重启经济刺激政策，使经济重新回归增长轨道，新一轮朱格拉周期也同步开启。

**外商投资进一步助力，但通胀再次引发政策拐点。**南方谈话后，中央取消了外商投资办厂的限制，我国经济的开放程度进一步提升。在本轮朱格拉周期的前半程，外商直接投资大规模涌入，设备工器具投资增速甚至超过了上一周期（图30）。但通胀问题的再次出现中断了周期的上行路径，随着支持政策的退去，投资增速连同国内经济开始了后半程的“下坡”（图31）。

图29: 1990-99年我国外商直接投资差额增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图30: 1990-99年我国GDP平减指数变化



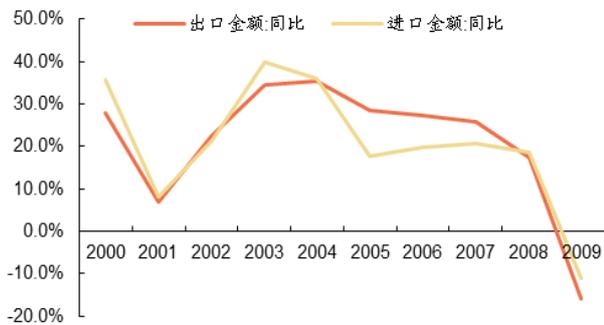
资料来源: Wind, 申港证券研究所

**改革初步完成，未来充满机遇。**从表面上看，第一轮和第二轮周期的演进方式极其类似，同样是向市场化的过渡带来了需求和生产力的扩张，上行周期随之启动。随后通胀导致的政策退潮又标志着周期拐点的出现。但从深层次来看，两轮周期演绎了我国市场化改革的关键进程，价改终于完成，经济秩序得到巩固，政府财政实现集中，未来的发展基础更加牢固，经济面貌焕然一新。

### 3.5.3 2000-2009 年：全球化

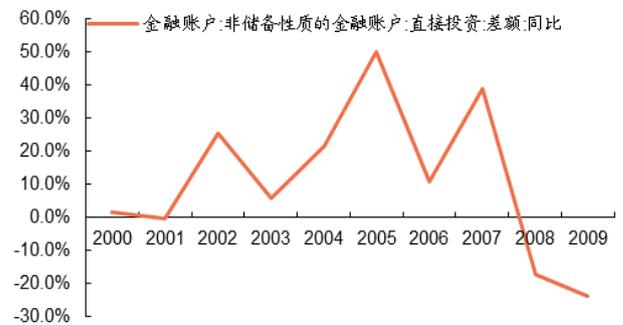
**成功进入全球市场。**2001 年末我国加入世贸组织，为后 10 年的经济增长带来了重要驱动力。依托比较优势，我国的国际贸易规模迅速扩张，进出口金额均常年保持两位数增长（图 31）；外商直接投资规模不断扩大，国际收支常年保持“双顺差”（图 32）。

图31：2000-09 年我国进出口金额同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

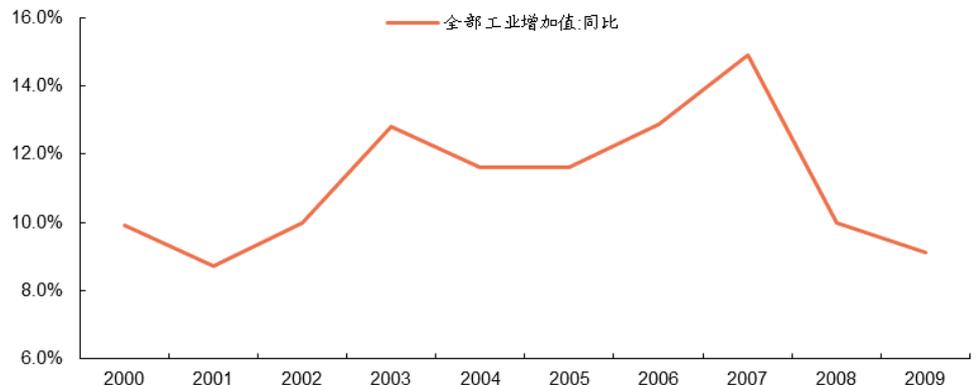
图32：2000-09 年我国外商直接投资差额增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

**需求带动国内产能提升。**在外需的带动下，国内企业有很强的扩产动力，工业增加值增速逐年提升（图 33）。叠加外商直接投资的支持，本轮朱格拉周期中投资增速的上行跨度明显较长，从峰值回落后，增速仍保持在高位。

图33：2000-09 年我国工业增加值增速



资料来源：wind，申港证券研究所

**金融危机结束本轮周期。**2008 年金融危机开始在全球蔓延，衰退预期带来的需求疲软迅速影响到了我国的进出口贸易，增速出现断崖式下滑。而避险情绪引致的美元回流也使外商直接投资出现负增长。全球经济环境的恶化打压了国内企业的盈利

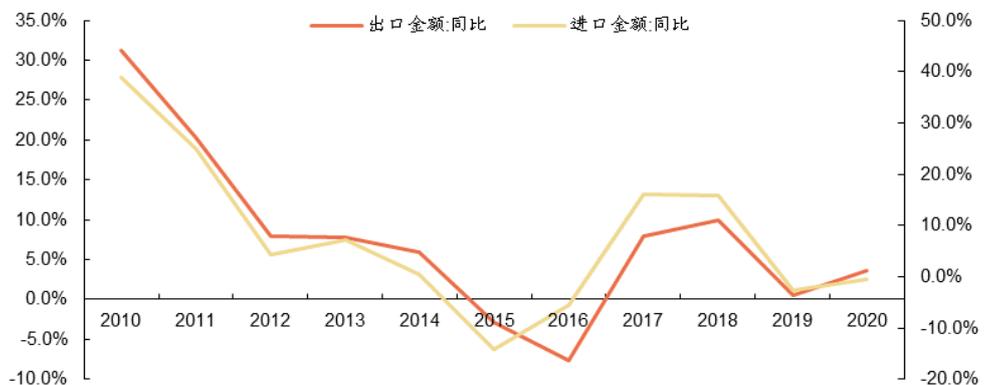
预期，投资增速也开始回落，本轮周期的下半程迅速结束。

### 3.5.4 2010-2020 年：“4 万亿”和去产能

**刺激政策直线拉升投资增速。**为对冲金融危机对我国经济的影响，中央出台了“四万亿”经济刺激计划，设备工器具投资增速从 2011 年的 5.6% 迅速提升至 2012 年的 19.3%（图 26），新一轮的朱格拉周期启动。

**需求不振使高投资增速难以长期维持。**危机发生后，各国出台了一系列经济刺激计划，和我国的“四万亿”一道，支撑了 2010 和 2011 年的全球需求。但金融危机的影响远未消除，我国出口金额增速降至 2012 年的“1 位数”。国内需求疲软使进口金额增速也同时下降（图 34）。在需求的影响下，投资增速在高位短暂停留后便开始回落，周期后半程的起点已经出现。

图34：2010-20 年我国进出口金额同比



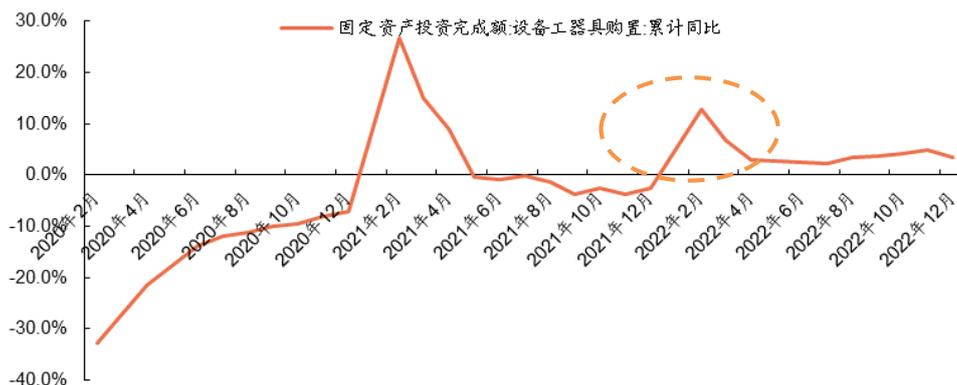
资料来源：wind，申港证券研究所

**去产能长期压制投资增速。**本轮朱格拉周期的特点是上行速度快、时间短，同时下行跨度长，斜率平缓。主要原因是“四万亿”刺激计划在发力后，大幅提高了国内企业的产能。但由于与需求的错配，产能严重过剩。中央也根据实际情况逐步将政策重心放在了提高发展质量和优化经济结构上，去产能进程也随即开启，投资增速也进入了后半程的下行通道。

### 3.5.5 新一轮周期的起点

**设备更新需求预示新一轮周期起点。**2020 年末，设备工器具投资增速达到 1990 年以来的历史低位，企业设备更新趋于停滞。2021 年抛开低基数影响后，增速修复程度不佳。从历史规律来看，2021 年距上一轮周期起点已过去 12 年，超出了企业通常 10 年的设备折旧年限，因此设备工器具投资是有潜在需求的，这一点也可以从 2022 年初设备投资增速的上行得到印证（图 35）。

图35：2020-22 年我国设备工器具投资增速



资料来源: wind, 申港证券研究所

**2022 年疫情多点散发中断周期进程。**2022 年年初企业设备的投资需求得到初步释放，增速向上快速修复，新一轮朱格拉周期启动在即。但 1、2 季度全国疫情的不利扰动严重影响企业的盈利预期，全国停产停工中断了设备更新，再次将投资增速拉回到个位数。随着中央各项稳增长政策的出台以及疫情防控的优化，设备投资增速自 2022 年 7 月后逐步回升，1-11 月达 4.8%，新周期的起点逐渐清晰（图 35）。

**库存仍在去化途中，未来新库存周期有望同步启动。**我们用企业营业收入增速和产成品库存增速来刻画库存周期的位置。2022 年 4 月产成品库存增速达到峰值后开始回落，伴随营业收入降速，企业进入了主动去库存阶段（图 36）。未来随着新一轮朱格拉周期上半程的演进，企业或同步进入被动去库存阶段，双周期的叠加有望进一步扩张投资需求，提升投资增速。

图36：2000 年-22 年我国工业企业产成品库存和营业收入增速



资料来源: wind, 申港证券研究所, 2017 年前由于数据缺失以主营业务收入代替营业收入

**设备更新需求有望带动投资增速提升。**2022 年固定资产投资中设备工器具投资总额约 10.9 万亿，同比增长 3.5%。按照设备工器具 10 年的折旧年限来测算，为抵消折旧 2023 年设备工器具投资规模则至少应为 11.5 万亿元，对应增速 5.9%，可拉动 GDP 增速 0.5 个百分点。

#### 4. 风险提示

财政政策力度不及预期、居民预期修复进程缓慢、海外经济衰退程度超预期。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上