

# “重估中国”系列报告

宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）  
yang\_fei@gjzq.com.cn

联系人：袁征宇  
yuanzhengyu@gjzq.com.cn

## “后地产”时代，经济增长靠什么？

伴随地产大周期向下，经济或已进入“后地产”时代，后续如何演绎、驱动来自哪里？中外比较梳理，可供参考。

### 时代之变：经济或已进入“后地产”时代，亟待培育增长新动能

地产对经济增长的贡献下降，投资乘数效应的影响已大不如传统周期。地产投资是传统周期下经济的重要驱动之一，链条长、乘数效应强，但近年来乘数效应明显减弱，1单位投资由原来最高拉动2.7单位综合产出下降至2020年2.1单位综合产出、2022年大概率进一步下降，使得房地产链条占GDP比重或由原来的20%降至当前17%左右。

伴随地产大周期向下，经济或已进入“后地产”时代，亟待培育、壮大增长新动能。伴随人口进入负增长、25-44岁主力购房人群增长放缓等，住宅销售驱动的地产大周期拐点已现；而结婚和生育意愿下降等，进一步降低购房需求。经济增长也早开始降低对房地产的依赖、培育新动能，但制造业、服务业等非地产驱动领域的内生动能尚弱。

### 他山之石：“后地产”时代，海外经济体走出“阵痛”不尽相同

日本经济进入“后地产”时代，经历了“迷失的十年”，后来靠政府需求补位、产业升级等逐步走出“阵痛”。1991年日本地产泡沫灭，尽管货币迅速转向宽松，但财政扩张滞后等，并没有遏住资产负债表衰退。经济持续低迷下，居民消费低迷，政府加大公共投资、政府消费；同时，通过引导技术创新等培育高端制造，扩大出口竞争优势。与日本不同，美国注重遏制地产“次生风险”，依靠消费和服务业双轮驱动走出低迷期。美国经济对地产的依赖度不高，但地产下行周期如80年代初、2007年等，引发金融风险，政府果断采取货币宽松、财政兜底等措施降低金融风险对实体的冲击；同时，宽松的货币环境也为居民消费修复、企业科技创新提供等提供支持，推动经济走出低谷。

### 海外启示：遏住次生风险，稳定消费基本盘，创新驱动多极增长

海外经验显示，顺利过渡至“后地产”时代，中短期需遏住地产次生风险、稳定消费基本盘，中长期推动创新实现多极增长。遏住地产问题带来的资产负债表收缩，是进入“后地产”时代的关键一步；当前，中国经济增长对地产依赖已明显降低，但地方政府、银行对地产的依赖非常高，如何避免“缩表”非常关键，同时也需稳定消费基本盘。中长期来看，通过技术创新，推动制造业、生产性服务业多极增长，增强抵抗内外部冲击的能力。

眼下，以新能源为代表的中国制造已开始突破，但还不够抵补传统动能的减弱；需要以装备制造为核心打造多极强势产业，并培育和壮大生产性服务业。电气机械、汽车、有色等新能源相关行业生产、投资，在过去几年表现亮眼，但经济高质量发展需要构建多支柱的创新产业集群；制造业的高质量发展离不开生产性服务业的支撑，需要加强信息服务、商业服务等生产性服务业，推动我国服务业“走出去”深层次参与全球化分工。

### 风险提示

政策效果不及预期，地缘冲突加剧。

## 内容目录

一、时代之变：经济或已进入后地产时代，亟待培育增长新动能.....	5
（一）地产对经济增长的贡献下降，投资乘数效应的影响已大不如传统周期.....	5
（二）地产大周期向下，经济或已进入“后地产”时代，亟待培育、壮大增长新动能.....	6
二、他山之石：后地产时代，海外经济体走出“阵痛”不尽相同.....	8
（一）地产泡沫后，日本依靠政府需求补位、产业升级等逐步走出“阵痛”.....	8
（二）美国注重遏制地产“次生风险”，依靠消费和服务业双轮驱动走出低迷期.....	11
三、海外启示：遏住次生风险，稳定消费基本盘，创新驱动多极增长.....	15
（一）中短期需遏制地产次生风险、稳定消费基本盘，中长期推动创新实现多极增长.....	15
（二）以装备制造为核心打造多极强势产业，并培育和壮大生产性服务业.....	17
风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1：近年来，地产投资和经济增长相关性减弱.....	5
图表 2：受地产销售影响，房地产业 GDP 趋弱.....	5
图表 3：地产开发活动对上游工业品存在拉动.....	5
图表 4：地产销售活动对下游消费品存在拉动.....	5
图表 5：广义房地产拉动经济的乘数效应减弱.....	6
图表 6：房地产建筑活动对上游工业品的乘数效应减弱.....	6
图表 7：广义房地产对 GDP 的贡献见顶回落.....	6
图表 8：房地产间接拉动的 GDP 规模趋于下行.....	6
图表 9：人口增长转负、主力购房人群规模萎缩.....	7
图表 10：快速进入深度老龄化社会.....	7
图表 11：结婚登记趋势性下降.....	7
图表 12：我国家庭户小型化空间有限.....	7
图表 13：2012 年以后，第三产业占比超过第二产业.....	8
图表 14：次贷危机后，高技术产业加速发展.....	8
图表 15：地产见顶后，居民部门负债持续负增长.....	8
图表 16：地产见顶后，地产投资萎缩拖累经济增长.....	8
图表 17：地产见顶后，居民收入和消费增速快速回落.....	8
图表 18：日本居民和企业陷入资产负债表衰退.....	8
图表 19：地产见顶后，日本经济被动转向消费驱动.....	9
图表 20：地产见顶后，日本采取了扩张性的财政政策.....	9
图表 21：地产见顶后，政府消费的比重不断提升.....	9

图表 22: 地产见顶后, 失业率和社保开支持续上行.....	9
图表 23: 地产见顶后, 日本开启第二轮产业活化政策.....	10
图表 24: 研发支出占比高于其他发达经济体.....	10
图表 25: 研发推动专业和科技活动服务扩张.....	10
图表 26: 经济增速向全要素生产率增速收敛.....	10
图表 27: 泡沫后, 日本传统制造业行业占比持续下降.....	10
图表 28: 泡沫后, 日本电子信息和汽车产业快速发展.....	10
图表 29: 泡沫后, 日本仍持续积累大量贸易顺差.....	11
图表 30: 半导体和汽车出口规模不断扩大.....	11
图表 31: 泡沫破灭后, 日本房地产业占比延续提升.....	11
图表 32: 日本地产业务朝多元化方向发展.....	11
图表 33: 资产管理业务逐步成为重要营收来源.....	11
图表 34: 房地产建筑活动持续回落.....	11
图表 35: 美国地产投资和经济周期关联性较高.....	12
图表 36: 美国住宅投资对固定资产投资的贡献较大.....	12
图表 37: 美国房地产以成屋销售为主.....	12
图表 38: 美国房地产服务活动对 GDP 贡献更大.....	12
图表 39: 石油和房地产危机影响下, 美国通胀高企.....	12
图表 40: 美国政府通过加息、减税对抗滞胀.....	12
图表 41: 80 年代后, 美国最终消费占比趋势性上升.....	13
图表 42: 80 年代后, 美国产业结构加速转变.....	13
图表 43: 美国产业政策转向研发创新.....	13
图表 44: 美国科学技术服务增加值占比不断提升.....	13
图表 45: 美国积累了大量服务贸易顺差.....	13
图表 46: 金融、研究开发等服务贸易快速扩张.....	13
图表 47: 制造业中计算机电子、化学产品等行业扩张.....	14
图表 48: 美国知识产权投资占比不断上升.....	14
图表 49: 美国研发投资分布.....	14
图表 50: 美国在信息等领域的专利保持快速增长.....	14
图表 51: 监管放松滞后效应显现, 大量金融机构破产.....	14
图表 52: 储贷危机时美国企业杠杆率并不高.....	14
图表 53: 储贷危机后, 美国地产保持长期稳定运行.....	15
图表 54: 信贷体系对房地产的依赖仍然较大.....	15
图表 55: 房地产相关收入对广义财政贡献较大.....	15
图表 56: 房地产贷款占比见顶回落, 但占比仍高.....	15
图表 57: 我国居民消费对 GDP 贡献较低.....	15

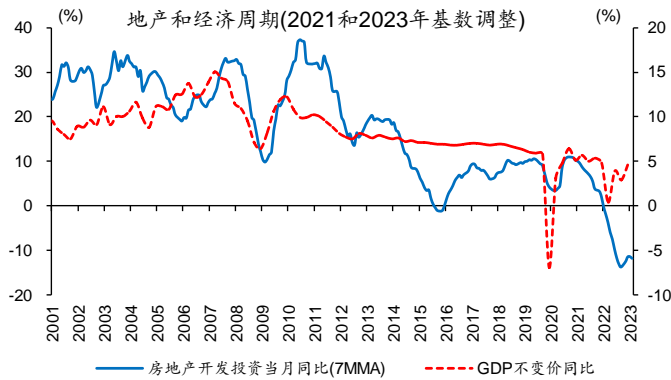
图表 58: 我国服务消费占比较低.....	15
图表 59: 当前, 我国经济发展水平还不高.....	16
图表 60: 近年来, 我国全要素生产率回落.....	16
图表 61: 我国生产性服务业占比明显低于日美.....	16
图表 62: 我国高等教育入学率快速攀升.....	16
图表 63: 我国产业调整空间仍然较大.....	17
图表 64: 中游装备制造投资占比持续提升.....	17
图表 65: 装备制造业占比仍低于日美.....	17
图表 66: 生产性服务贸易对 GDP 贡献持续上升.....	17
图表 67: 2020 年以来, 新能源相关投资保持旺盛.....	17
图表 68: 2020 年以来, 新能源相关生产较强.....	17
图表 69: 装备制造业完全消耗系数.....	18
图表 70: 我国汽车产业出口竞争力开始显现.....	18
图表 71: 生产性服务贸易对就业的吸纳也不断增多.....	18
图表 72: 2020 年, 本专科毕业人数约 800 万人.....	18
图表 73: 生产性服务结构变化趋势.....	18
图表 74: 我国科学技术服务增加值占比过低.....	18
图表 75: 服务贸易竞争力指数明显低于发达经济体.....	19
图表 76: 我国服务贸易逐步由逆差转向顺差.....	19
图表 77: 运输服务、知识产权使用服务费逆差较大.....	19
图表 78: 建筑、信息和其他商业服务贸易顺差较大.....	19

## 一、时代之变：经济或已进入后地产时代，亟待培育增长新动能

### (一) 地产对经济增长的贡献下降，投资乘数效应的影响已大不如传统周期

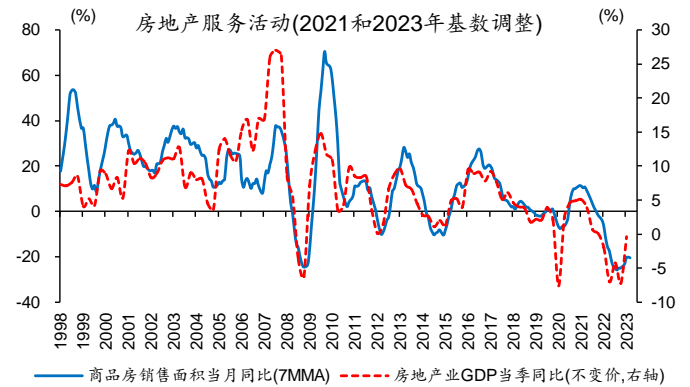
近年来地产对经济周期的驱动趋弱。2012年以前，房地产对经济增长的驱动较强、地产投资与经济周期的相关性较高。传统周期下，地产建筑活动通过上游工业品渠道拉动经济增长，地产销售活动通过下游消费品渠道拉动经济增长。伴随经济结构转型、房地产行业调整，地产逐步由经济的“发动机”向经济的“稳定器”切换。

图表 1：近年来，地产投资和经济增长相关性减弱



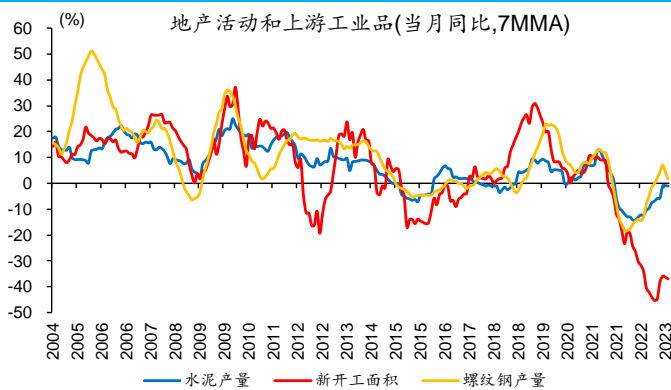
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：受地产销售影响，房地产业 GDP 趋弱



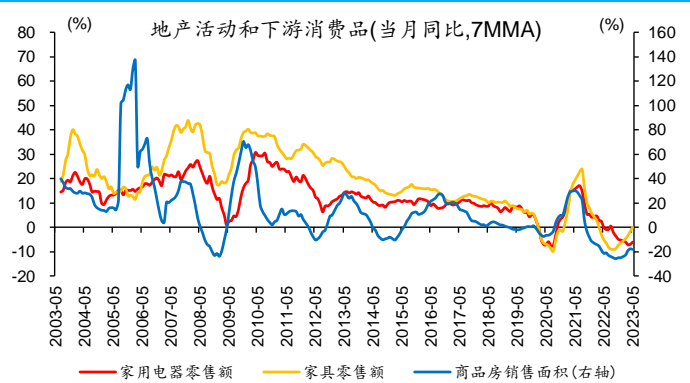
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：地产开发活动对上游工业品存在拉动



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：地产销售活动对下游消费品存在拉动

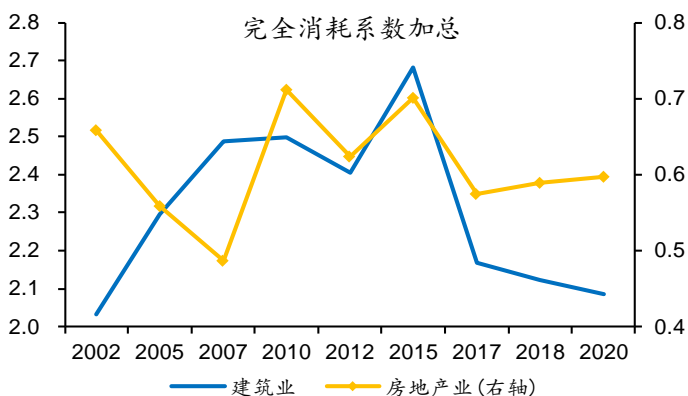


来源：Wind、国金证券研究所

驱动趋弱背后，地产拉动经济的乘数效应减弱。房地产建筑活动和服务活动对经济的间接拉动均不如以往，完全消耗系数分别由高点的 2.7、0.7 下降至 2.1 和 0.6。相较而言，链条更长、影响面更广的房地产建筑活动，其乘数效应的衰减更为明显。房地产建筑对钢压延产品、电热产供、瓦砖石材、水泥石灰石膏等产品的完全消耗系数明显变小。

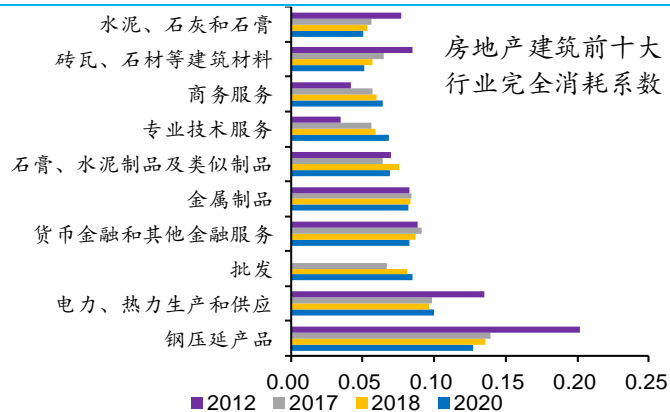


图表 5: 广义房地产拉动经济的乘数效应减弱



来源: Wind、国金证券研究所

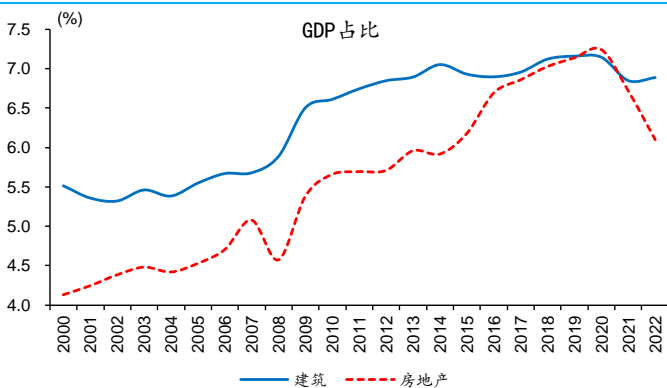
图表 6: 房地产建筑活动对上游工业品的乘数效应减弱



来源: 国家统计局、国金证券研究所

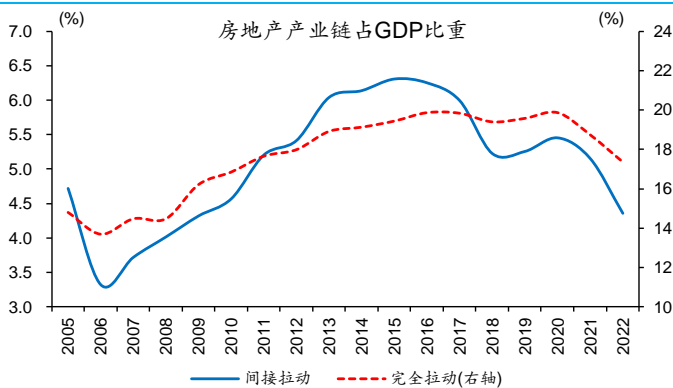
广义地产对经济的直接和间接贡献均较以往明显下降。从直接贡献看, 2022 年房地产业对 GDP 的贡献为 6.1%、较历史高点下降 1.1 个百分点; 受基建活动对冲影响, 建筑业对 GDP 贡献回落相对较小、录得 6.9%。与此同时, 房地产对经济的间接贡献也由高点 6.3% 下降至 2022 年的 4.4%, 带动地产链对经济的完全贡献由 20% 降至 17%。

图表 7: 广义房地产对 GDP 的贡献见顶回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 房地产间接拉动的 GDP 规模趋于下行

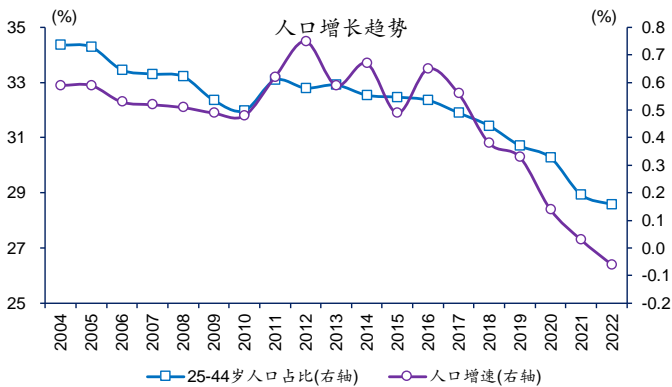


来源: 国家统计局、国金证券研究所

## (二) 地产大周期向下, 经济或已进入“后地产”时代, 亟待培育、壮大增长新动能

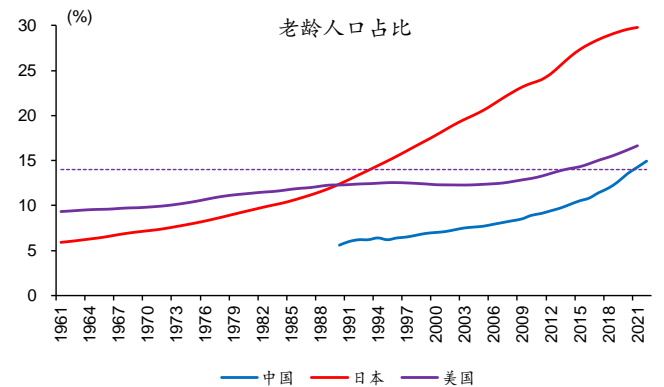
主力购房人群增长放缓, 人口进入深度老龄化阶段。2011 年以来, 我国人口增速也波动下行、2022 年首次负增长, 潜在购房人群规模也见顶回落, 25-44 岁人口占比逐年下降, 2022 年回落至 28.6%。置业人群萎缩背后是我国人口结构的快速老化, 2022 年我国老龄人口占比达到 14.9%, 较日本、美国等发达经济体更快进入深度老龄化社会。

图表 9: 人口增长转负、主力购房人群规模萎缩



来源: Wind、国金证券研究所

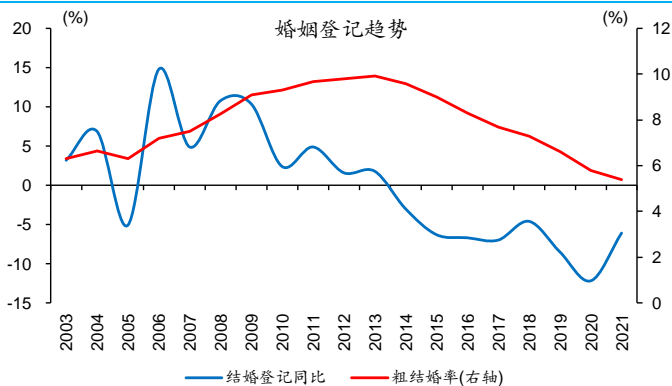
图表 10: 快速进入深度老龄化社会



来源: Wind、国金证券研究所

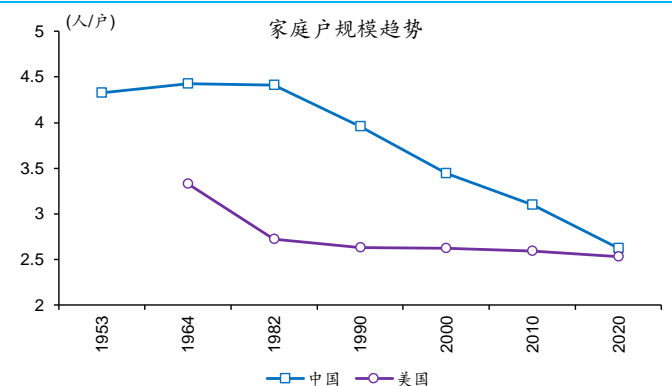
结婚和生育意愿下降等进一步降低购房需求。婚姻和家庭小型化过去是传统地产的微观驱动力,但近年来明显减弱。我国婚姻登记数量同比自 2014 年开始连续 8 年负增长,粗结婚率也由 2013 年的 10% 下降至 2021 年的 5.4%、几乎腰斩。历次人口普查数据显示,我国家庭户平均规模快速下降、小型化的天花板已现。2020 年我国家庭户平均规模为 2.62 人/户,与同期美国 2.62/户的水平极为接近。

图表 11: 结婚登记趋势性下降



来源: Wind、国金证券研究所

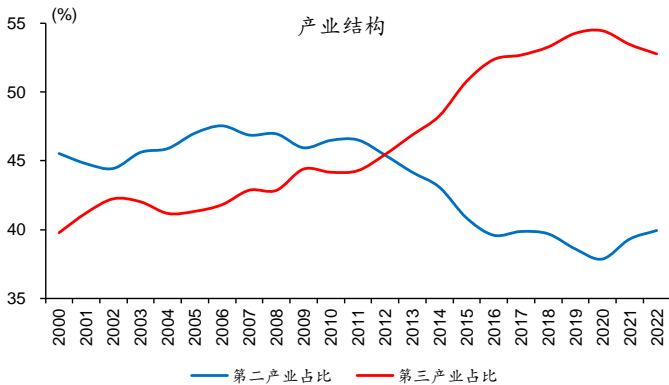
图表 12: 我国家庭户小型化空间有限



来源: 国家统计局、statista、国金证券研究所

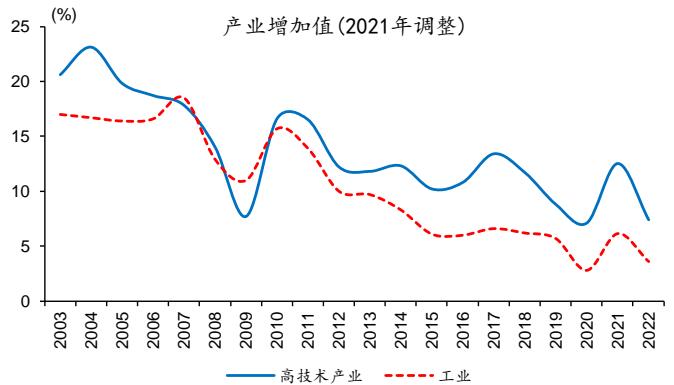
经济增长也早开始降低对房地产的依赖、培育新动能。伴随投资效率下降,第二产业占 GDP 比重趋势性下行、回报更高第三产业加快发展,2012 年第三产业占 GDP 比重超过第二产业、2020 年一度升至 54% 以上。与此同时,工业部门也在加快产业升级,2011 年以来高技术产业增长保持高速增长、远超同期工业增加值增速,经济新动能逐步壮大、但制造业、服务业等非地产驱动领域的内生动能尚弱。

图表 13: 2012 年以后, 第三产业占比超过第二产业



来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 次贷危机后, 高技术产业加速发展



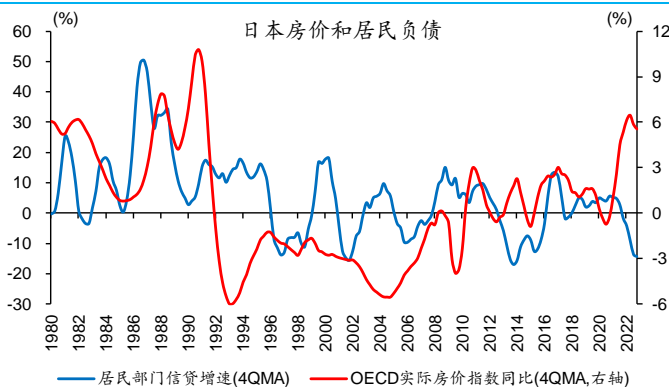
来源: Wind、国金证券研究所

## 二、他山之石: 后地产时代, 海外经济体走出“阵痛”不尽相同

### (一) 地产泡沫后, 日本依靠政府需求补位、产业升级等逐步走出“阵痛”

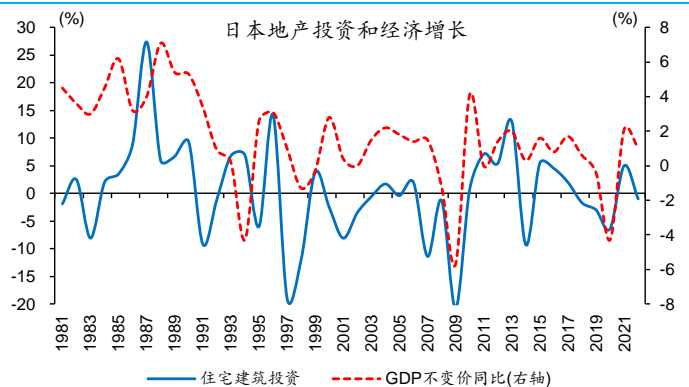
地产破灭后, 日本居民和企业部门陷入资产负债表衰退。1991 年日本房价见顶后, 地产投资快速回落、带动经济增速“跳水”。伴随经济下行对居民收入的滞后影响逐渐显现, 居民部门的负债端开始收缩、信贷增速一度转负。与此同时, 企业部门也开始了漫长的去杠杆过程, 政府部门不得不大幅加杠杆以对冲信用体系的收缩。

图表 15: 地产见顶后, 居民部门负债持续负增长



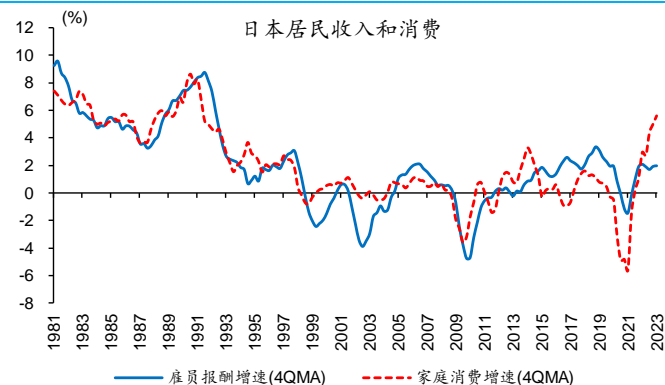
来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 地产见顶后, 地产投资萎缩拖累经济增长



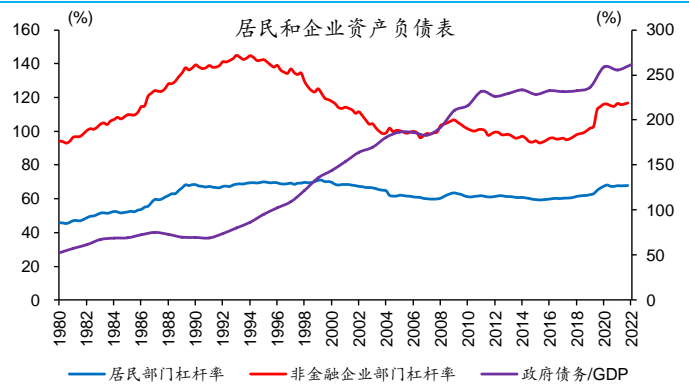
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 地产见顶后, 居民收入和消费增速快速回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 日本居民和企业陷入资产负债表衰退

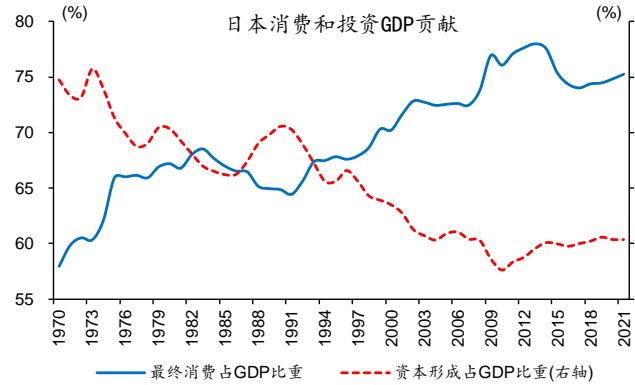


来源: Wind、国金证券研究所



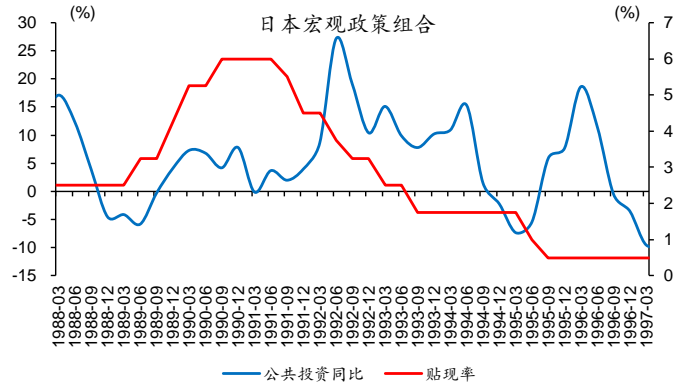
扩张性财政政策未能撬动私人部门投资，日本经济被动转向消费驱动。地产见顶后，日本政府迅速采取了货币宽松，但财政对冲滞后、直到1992年年中才实施大规模公共投资。扩张性的政策组合未能阻止私人部门陷入资产负债表衰退，投资对GDP的贡献进入下行通道。与此同时，消费对GDP的贡献趋势性上升，但背后主要是政府消费驱动，社保支出快速攀升带动下、政府消费占比由20%升至28%。

图表 19: 地产见顶后, 日本经济被动转向消费驱动



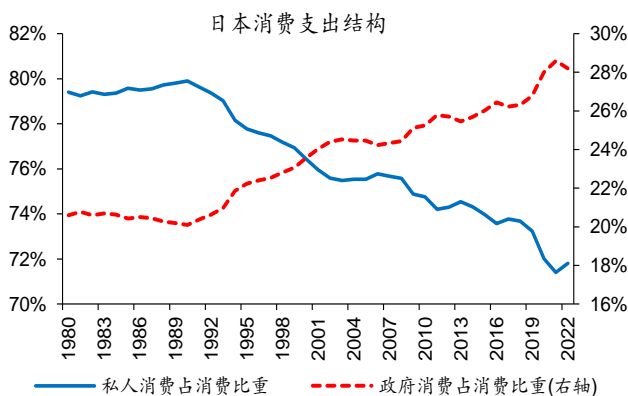
来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 地产见顶后, 日本采取了扩张性的财政政策



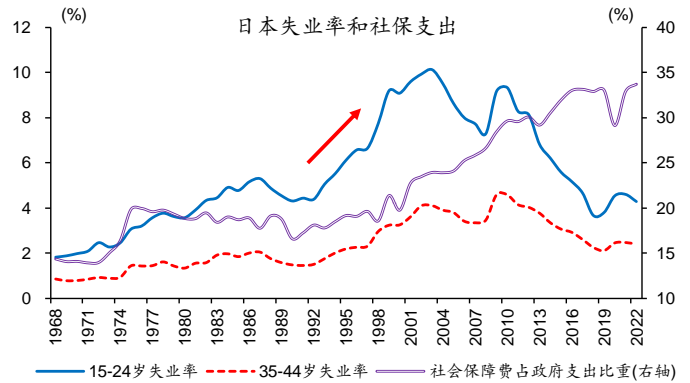
来源: Wind、国金证券研究所

图表 21: 地产见顶后, 政府消费的比重不断提升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 22: 地产见顶后, 失业率和社保开支持续上行



来源: Wind、国金证券研究所

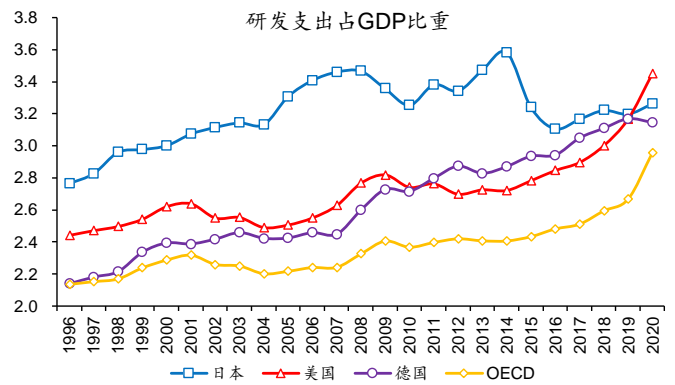
产业政策转向引导技术创新，推动专业技术服务业扩张。地产见顶后，日本产业政策由消除产能过剩、加快业务调整转向转型升级和研发创新。尽管经济增长乏力，日本仍然保持了3%左右的研究支出强度、远超同期其他发达经济体。大量研发需求刺激下，专业和技术活动服务业持续扩张、占服务业比重由7%升至12%。与此同时，资产负债表修复和人口老龄化制约下，资本和劳动投入受限、日本经济主要由全要素生产率驱动。

图表 23: 地产见顶后, 日本开启第二轮产业活化政策

政策名称	实施时间段	政策目标	政策对象	主要政策手段
《事业革新法》	1995~1999年	推动企业业务升级转型和业务调整	针对特定企业	事业革新计划、产业基金整备基金
《产业活力再生特别措施法》	1999~2014年	推动企业业务转型、提升资源使用效率、鼓励企业技术创新	针对特定企业	事业再构筑计划、产业基金整备基金、产业再生机构、产业革新机构等
《产业竞争力强化法》	2014年至今	促进产业新陈代谢、推动规制改革、增强产业竞争能力	针对特定企业	新事业活动计划、事业再编计划、中小企业基金整备机构、产业革新机构等

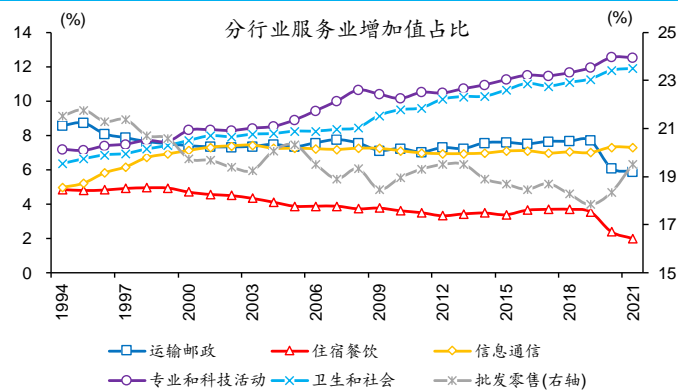
来源: 田正和江飞涛(2021)、国金证券研究所

图表 24: 研发支出占比高于其他发达经济体



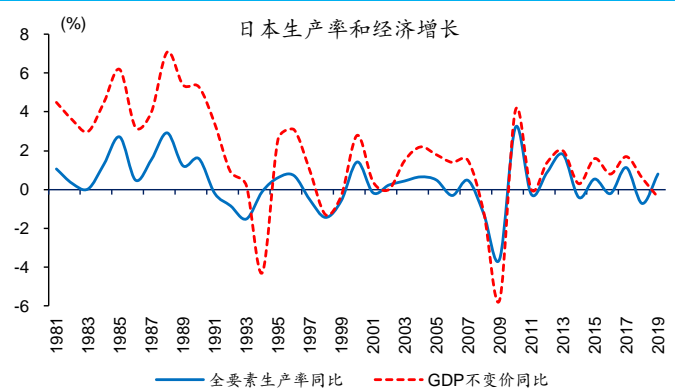
来源: Wind、国金证券研究所

图表 25: 研发推动专业和科技活动服务扩张



来源: Wind、国金证券研究所

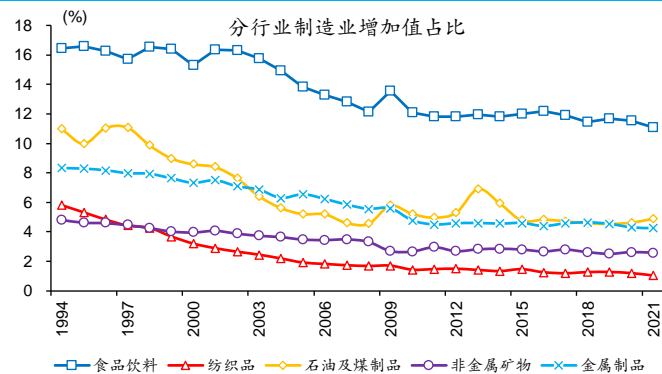
图表 26: 经济增速向全要素生产率增速收敛



来源: Wind、国金证券研究所

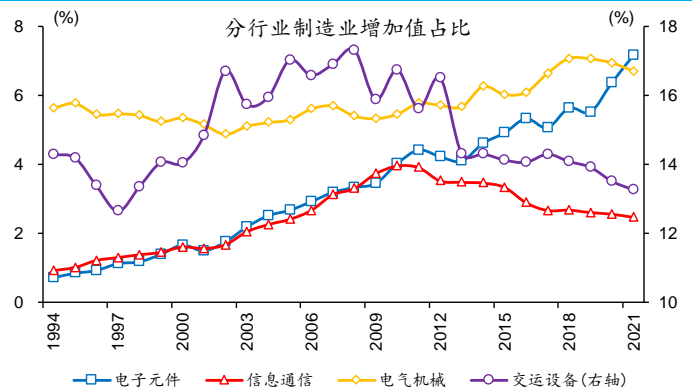
通过研发提质增效, 日本制造业的竞争力并未受损、技术和知识密集型制造业加快扩张。1990 年以后, 金属制品、纺织品、石油及煤制品等传统产业占制造业的比重持续下降, 而电子元件、信息通信、运输设备等中游装备制造业占比快速提高。产业结构的及时调整使日本制造业保持了较强的出口竞争力、持续积累大量的贸易顺差。其中, 机动车和半导体对日本出口的贡献较大、出口规模不断扩大。

图表 27: 泡沫后, 日本传统制造业行业占比持续下降



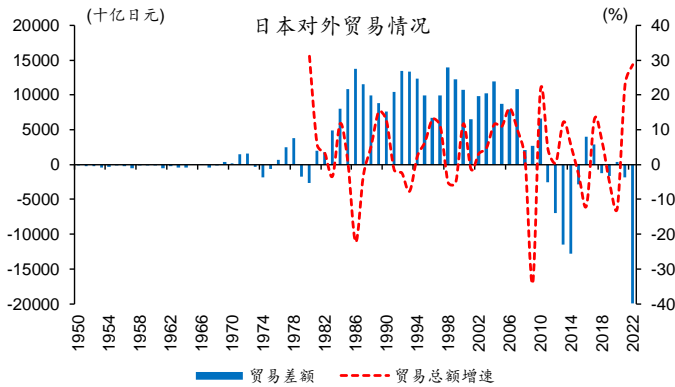
来源: Wind、国金证券研究所

图表 28: 泡沫后, 日本电子信息和汽车产业快速发展



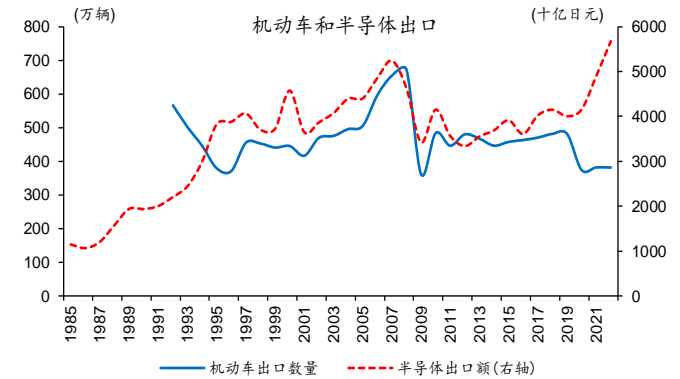
来源: Wind、国金证券研究所

图表 29: 泡沫后, 日本仍持续积累大量贸易顺差



来源: Wind、国金证券研究所

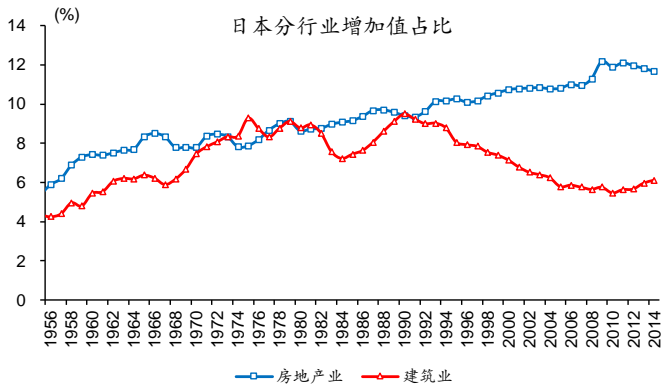
图表 30: 半导体和汽车出口规模不断扩大



来源: 彭博、国金证券研究所

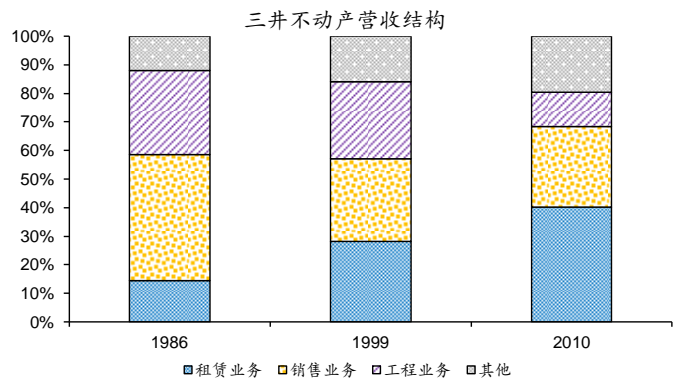
后地产时代, 房地产对日本经济的贡献仍在持续提升, 但建筑活动的影响持续走弱。地产见顶后, 日本房地产业占 GDP 的比重仍然持续上行、次贷危机前升至 12%, 但建筑活动明显趋弱、一度降至 5.5%。房地产业再度扩张背后, 租赁业务和资产管理业务不断壮大。以三井不动产为例, 泡沫前工程业务和销售业务营收占比超过 7 成; 到了 2010 年, 租赁业务占比升至 40%、资产管理业务超过 20%, 建筑和销售板块合计降至 4 成。

图表 31: 泡沫破灭后, 日本房地产业占比延续提升



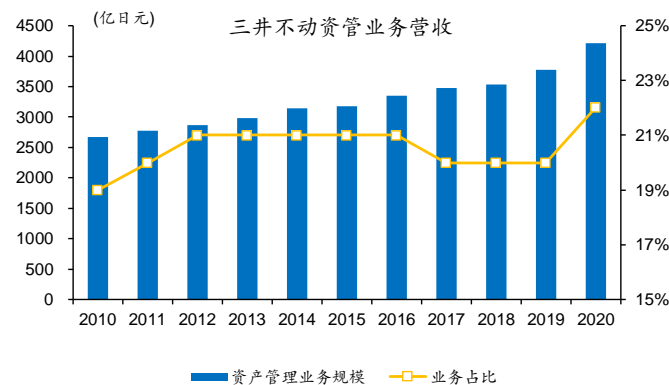
来源: Wind、国金证券研究所

图表 32: 日本地产业务朝多元化方向发展



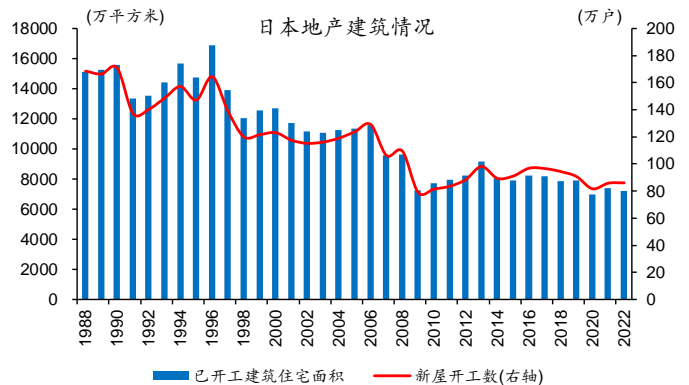
来源: 高桥门香(2021)、国金证券研究所

图表 33: 资产管理业务逐步成为重要营收来源



来源: Wind、国金证券研究所

图表 34: 房地产建筑活动持续回落



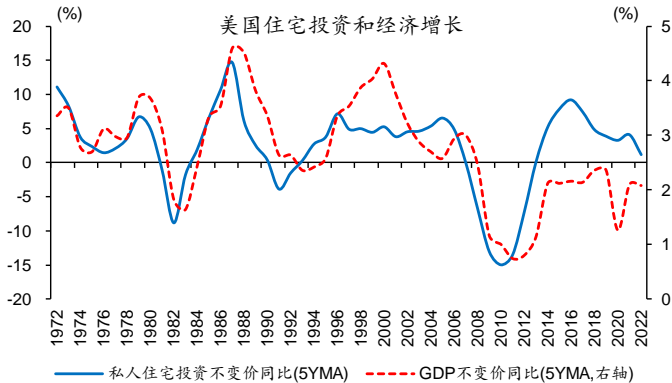
来源: Wind、国金证券研究所

## (二) 美国注重遏制地产“次生风险”, 依靠消费和服务业双轮驱动走出低迷期

美国房地产以服务活动为主, 对实体经济的乘数效应较日本更弱。美国住宅投资占固定资产投资的比重超过 1/4, 过去和经济周期的关联性较高。但与日本不同, 美国的房地

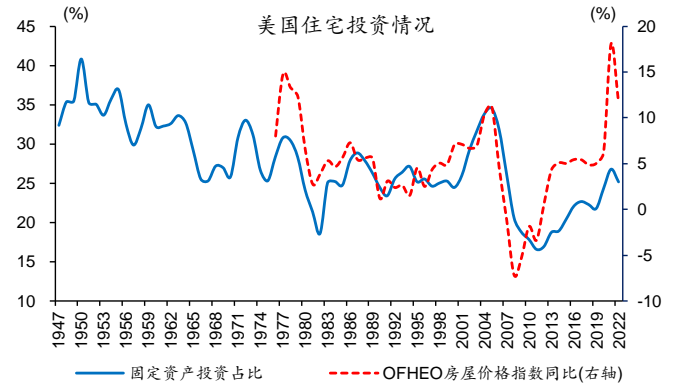
产市场以成屋销售为主、新建住房销售占比不到 20%。映射到经济中，以服务活动为主的房地产业对 GDP 贡献超过 10%、而建筑活动对 GDP 贡献仅 4%左右。

图表 35: 美国地产投资和经济周期关联性较高



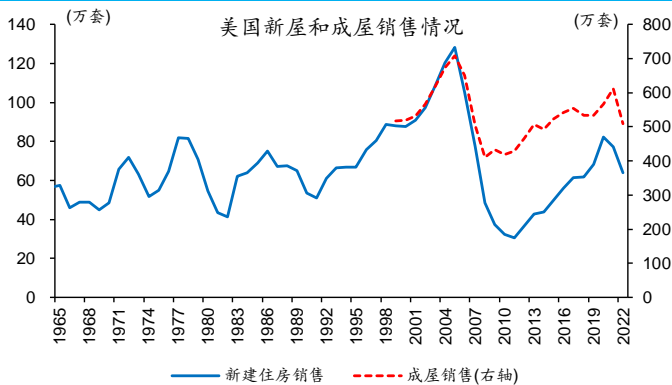
来源: Wind、国金证券研究所

图表 36: 美国住宅投资对固定资产投资的贡献较大



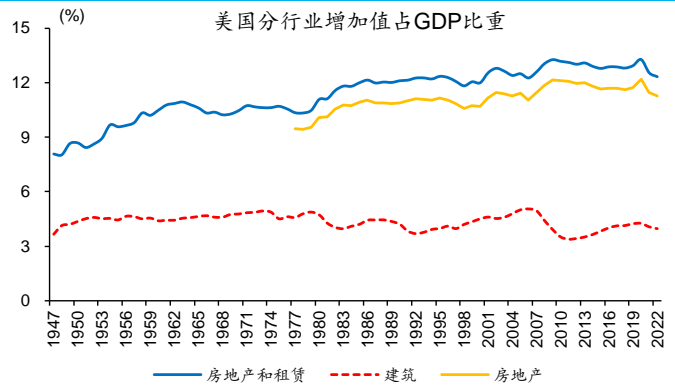
来源: Wind、国金证券研究所

图表 37: 美国房地产以成屋销售为主



来源: Wind、国金证券研究所

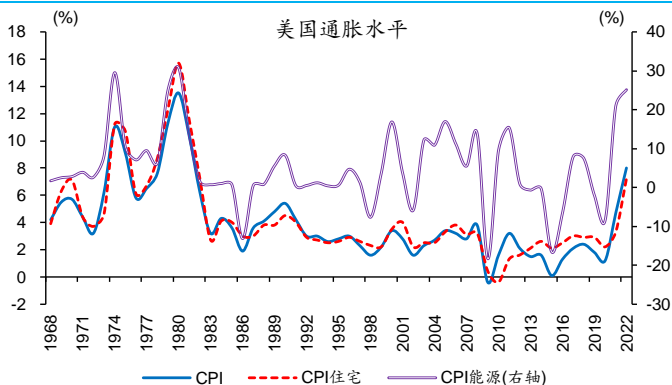
图表 38: 美国房地产服务活动对 GDP 贡献更大



来源: Wind、国金证券研究所

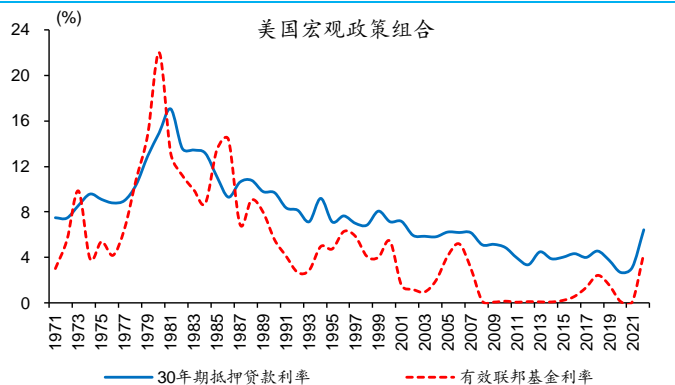
地产危机发生前，美国经济已转向消费和服务业驱动经济。80 年代初，石油危机和高房价引发了高通胀，为遏制滞胀、美国采取了加息、减税的政策组合，通过刺激私人部门扩张重回经济增长轨道。克服滞胀后，美国基本确立了消费和服务业双轮驱动经济增长的格局，最终消费对 GDP 的贡献趋势性上升，服务业也再度加快扩张。

图表 39: 石油和房地产危机影响下，美国通胀高企



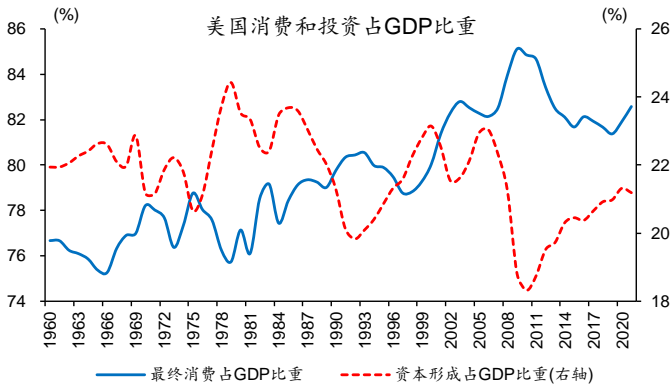
来源: Wind、国金证券研究所

图表 40: 美国政府通过加息、减税对抗滞胀



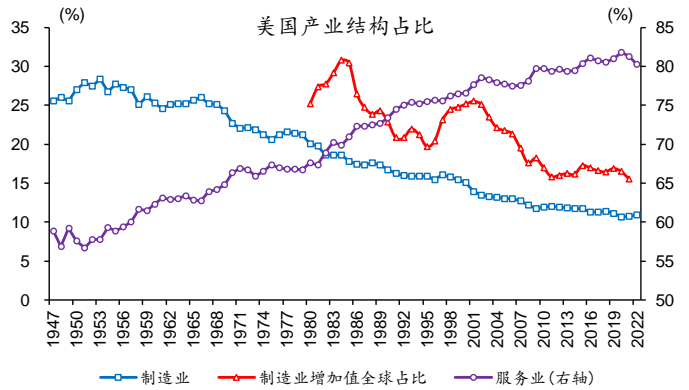
来源: Wind、国金证券研究所

图表 41: 80 年代后, 美国最终消费占比趋势性上升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 42: 80 年代后, 美国产业结构加速转变



来源: Wind、国金证券研究所

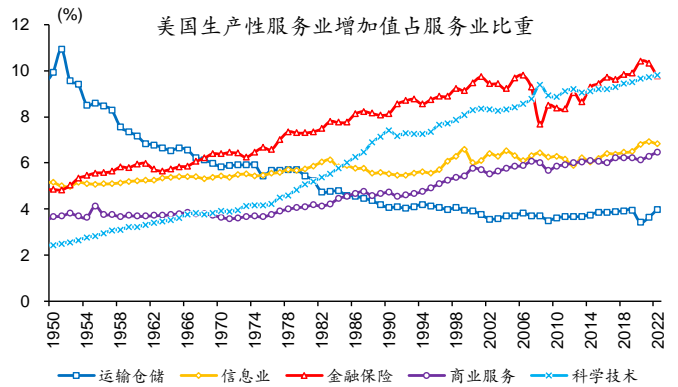
为应对滞胀, 美国还通过产业政策引导强化创新驱动、推动生产性服务业调整。80 年代后, 美国产业政策重心向研发创新转移、出台了一系列政策和法案, 科学技术服务业增加值占服务业比重由 5% 升至 10%。与此同时, 金融保险、商业服务等生产性服务业也得到快速发展, 2022 年服务业占比分别为 9.8% 和 6.5%。发达的生产性服务帮美国积累了大量的服务贸易顺差, 金融、研究开发等服务贸易快速扩张。

图表 43: 美国产业政策转向研发创新

图表 44: 美国科学技术服务增加值占比不断提升

年份	政策立法	主要内容
1980	《小企业经济政策法》	强化技术创新, 以及鼓励军用研究成果转移到民用企业
1980	《大学和小企业专利程序法》	
1980	《技术创新法》	
1981	《经济复苏税法》	通过减税为企业技术改造提供可靠的资金来源
1982	《小企业技术创新法》	
1982	《准时付款法》	支持小企业创新, 不得拖欠小企业贷款鼓励小企业扩大出
1983	《小企业出口扩大法》	
1984	《合作研究法》	鼓励企业间合作研发与联合竞争
1986	《联邦技术转移法》	
1987	《1987 年贸易、就业、生产率法案》	建立各方合作研究发展机制
1988	《综合贸易和竞争法》	强调提高劳动生产力素质、科研能力和加强知识产权保护
		提出先进技术计划和制造业发展合作伙伴计划

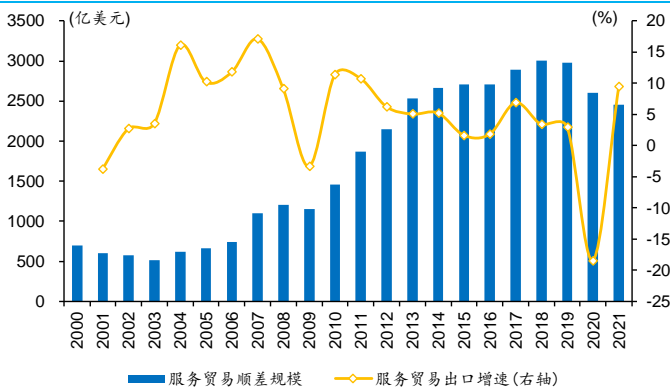
来源: 李长胜和蔡敏(2018)、国金证券研究所



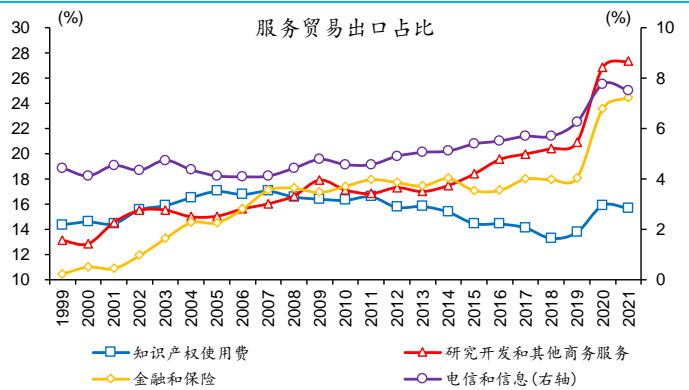
来源: Wind、国金证券研究所

图表 45: 美国积累了大量服务贸易顺差

图表 46: 金融、研究开发等服务贸易快速扩张



来源: Wind、国金证券研究所



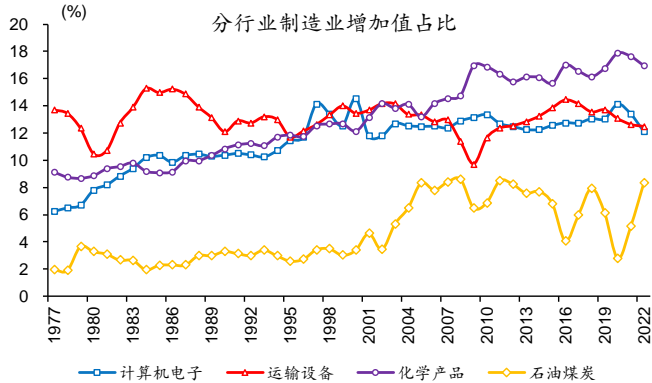
来源: Wind、国金证券研究所

创新活动与制造业融合加强, 美国知识和技术密集型制造业持续扩张。1970 年代以来, 计算机电子、化工产品(包括医药)等行业在美国制造业中的比重快速提升。这些行业的扩张并非由设备投资而是由知识产权投资推动, 相关行业 R&D 投资占比长期维持较高



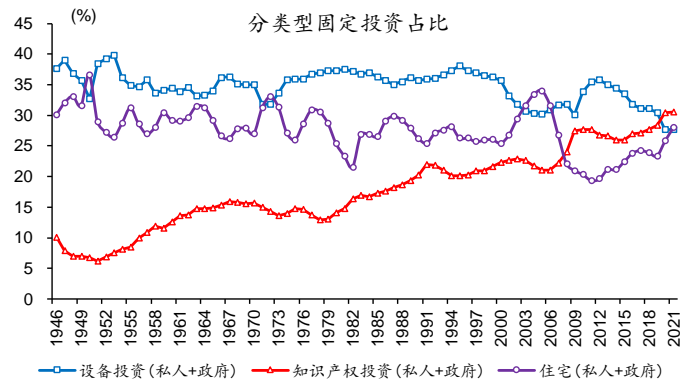
份额。专利申请量也可侧面佐证，美国数字通信、计算机技术、制药和医疗技术等领域的 PCT 专利申请量在过去 30 年保持高速增长。

图表 47: 制造业中计算机电子、化学产品等行业扩张



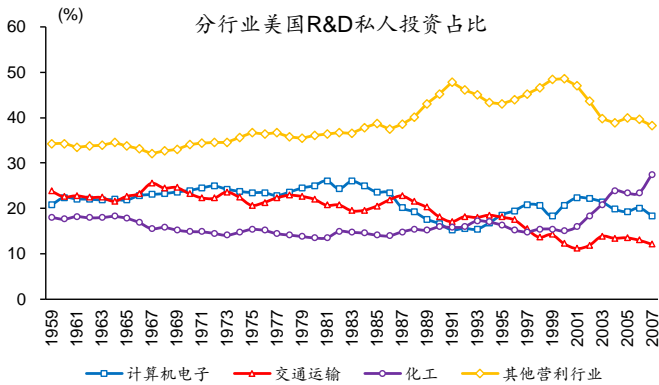
来源: Wind、国金证券研究所

图表 48: 美国知识产权投资占比不断上升



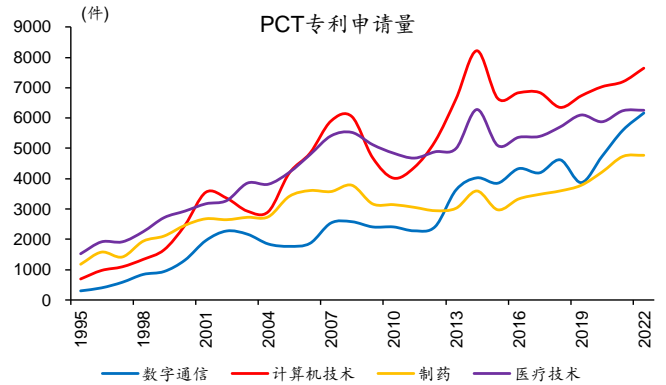
来源: Wind、国金证券研究所

图表 49: 美国研发投资分布



来源: Wind、国金证券研究所

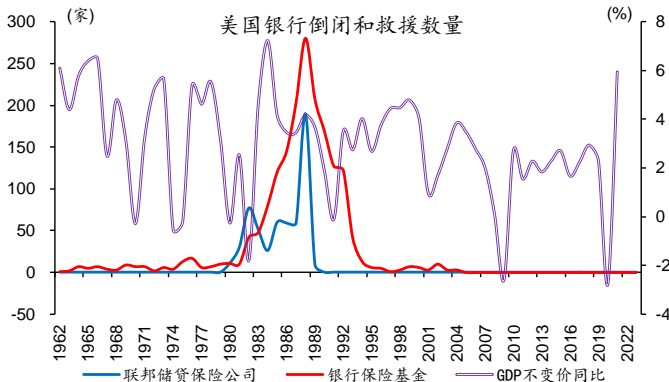
图表 50: 美国在信息等领域的专利保持快速增长



来源: Wind、国金证券研究所

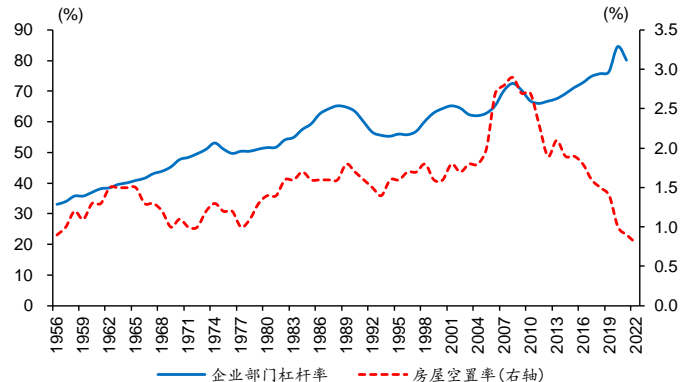
地产泡沫最终催生了储贷危机，伴随地产次生风险得到遏制、经济快速走出低迷期。80 年代初美国为应对滞胀采取的一系列措施最终造成抵押贷款利率飙升、金融机构资产大幅减值，直到 80 年代中期储贷危机爆发、大量金融机构破产。相较日本，储贷危机爆发时美国企业部门的财务相对健康、住宅的投机属性更低，政府通过降息、财政兜底等方式最终控制了次生风险、避免了私人部门的资产负债表衰退。储贷危机后，信贷体系对地产的依赖虽然仍较大，但监管收紧下美国房地产市场总体保持了较长时间的平稳运行。

图表 51: 监管放松滞后效应显现，大量金融机构破产



来源: Wind、国金证券研究所

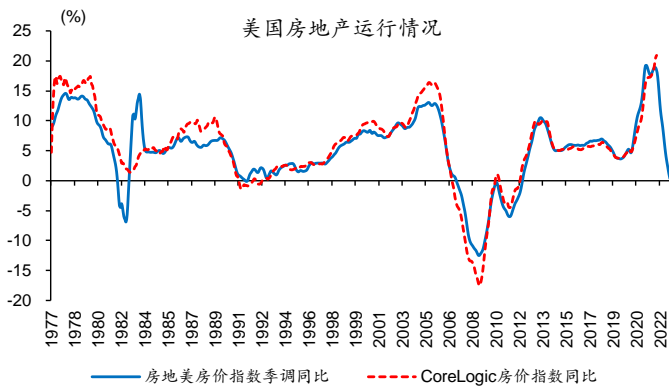
图表 52: 储贷危机时美国企业杠杆率并不高



来源: Wind、国金证券研究所

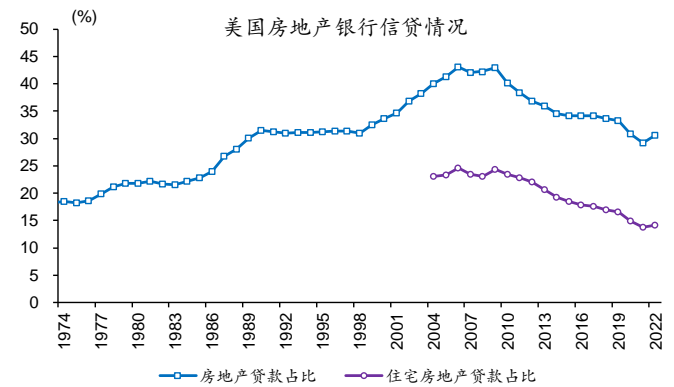


图表 53: 储贷危机后, 美国地产保持长期稳定运行



来源: Wind、国金证券研究所

图表 54: 信贷体系对房地产的依赖仍然较大



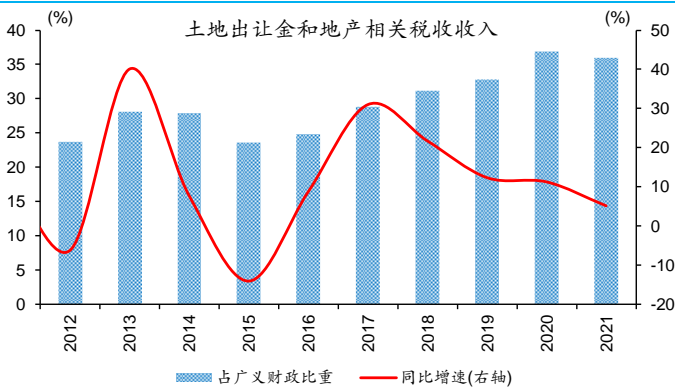
来源: Wind、国金证券研究所

### 三、海外启示: 遏住次生风险, 稳定消费基本盘, 创新驱动多极增长

#### (一) 中短期需遏制地产次生风险、稳定消费基本盘, 中长期推动创新实现多极增长

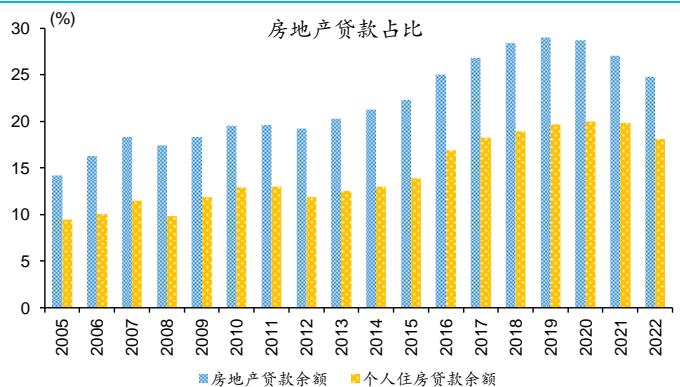
海外经验显示, 顺利过渡至“后地产”时代, 需遏制地产次生风险、稳定消费基本盘。当前, 中国经济增长对地产依赖已明显降低, 但地方政府、银行对地产的依赖非常高, 土地出让收入和房地产相关税收收入对广义财政的贡献超过 35%、房地产贷款余额占比约 25%。如何避免“缩表”非常关键, 同时也需稳定消费基本盘。我国拥有全球最大的消费市场、但居民消费占 GDP 比重仅 37%, 远低于日本的 55%和美国 68%。服务消费的开发潜力较大, 居民服务消费占比仅 43%、同样低于日本的 56%和美国的 66%。

图表 55: 房地产相关收入对广义财政贡献较大



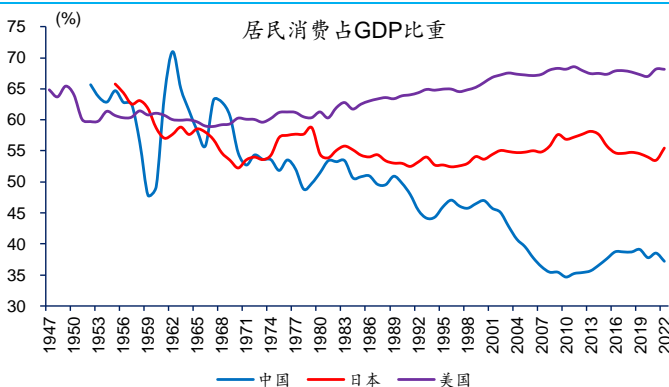
来源: Wind、国金证券研究所

图表 56: 房地产贷款占比见顶回落, 但占比仍高



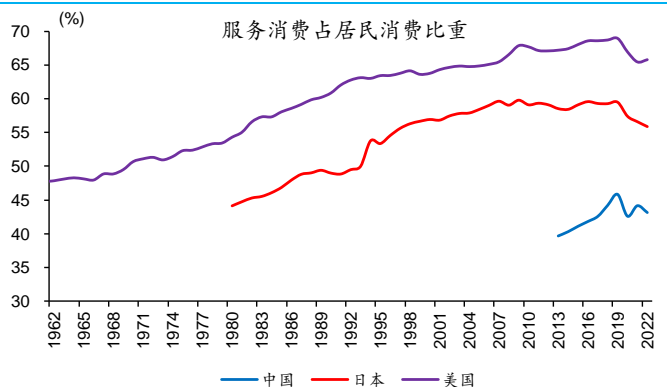
来源: Wind、国金证券研究所

图表 57: 我国居民消费对 GDP 贡献较低



来源: Wind、国金证券研究所

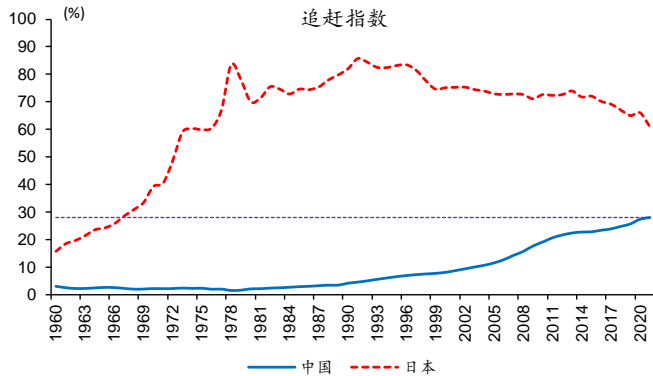
图表 58: 我国服务消费占比较低



来源: Wind、国金证券研究所

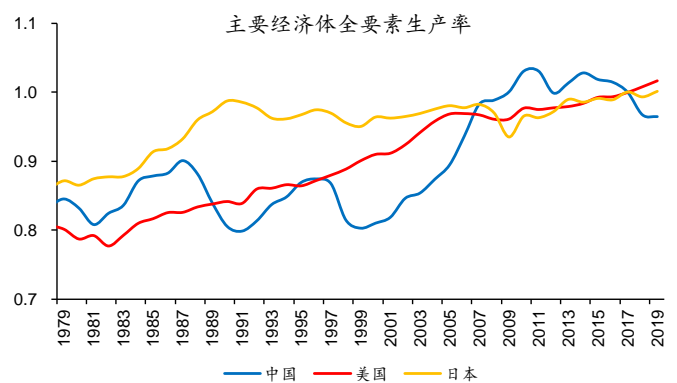
加快推动高质量发展、提升全要素生产率水平。以追赶指数衡量，我国当前经济发展水平与日本 60 年代末相当、提升潜力巨大，但全要素生产率增长已有所放缓、背后是创新动能不足。相较同期的日本和美国，我国生产性服务业规模偏低，但人口受教育水平快速提升、高等教育入学率接近 60%。下一步，我国需扩大作为创新驱动载体的生产性服务业规模、加强与制造业的互动，提高资源配置效率。

图表 59：当前，我国经济发展水平还不高



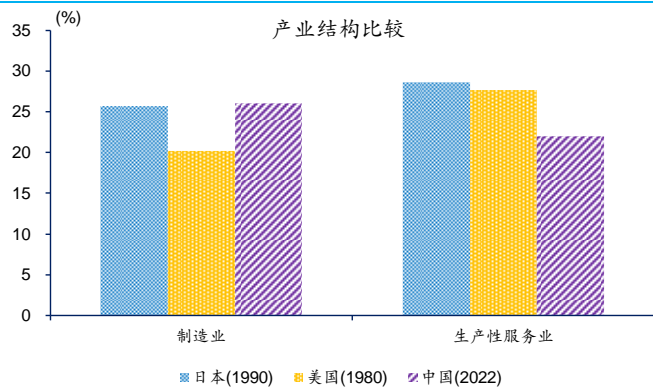
来源：Wind、国金证券研究所

图表 60：近年来，我国全要素生产率回落



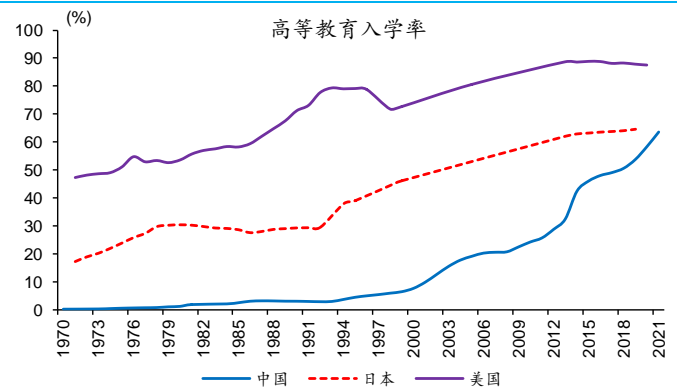
来源：Wind、国金证券研究所

图表 61：我国生产性服务业占比明显低于日美



来源：Wind、国金证券研究所

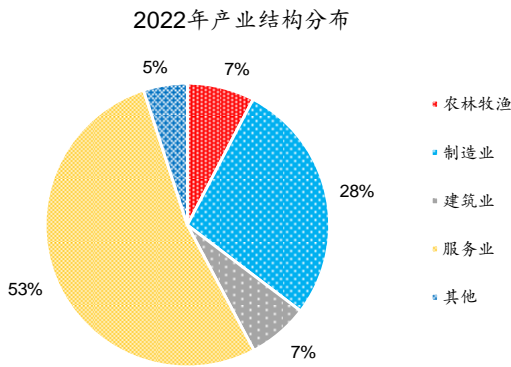
图表 62：我国高等教育入学率快速攀升



来源：Wind、国金证券研究所

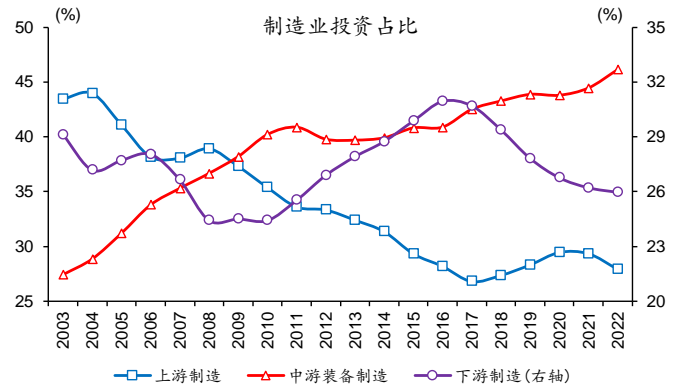
利用好产业结构调整空间、推动装备制造业和生产性服务业扩张。2022 年，我国制造业和服务业分别占我国 GDP 的 28%和 53%，农林牧渔业和建筑业分别占比 7%、调整空间较大。与此同时，制造业内部和服务业内部的结构调整也在加速。装备制造业投资占比攀升至 45%以上、带动相关产业扩张，但相比日美仍有差距。与此同时，生产性服务业也加快扩张，占 GDP 比重已由 2004 年的 15.2%升至 2020 年的 21.6%。

图表 63: 我国产业调整空间仍然较大



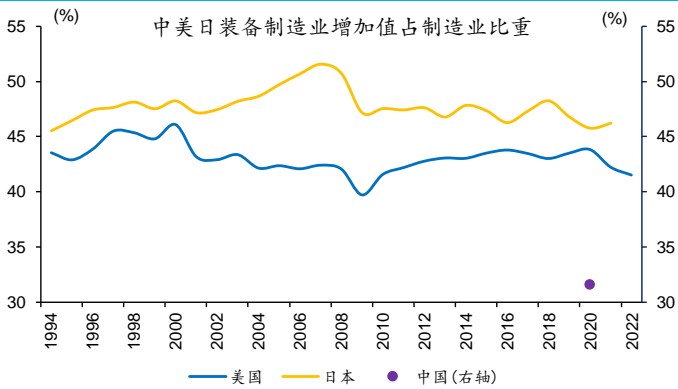
来源: Wind、国金证券研究所

图表 64: 中游装备制造投资占比持续提升



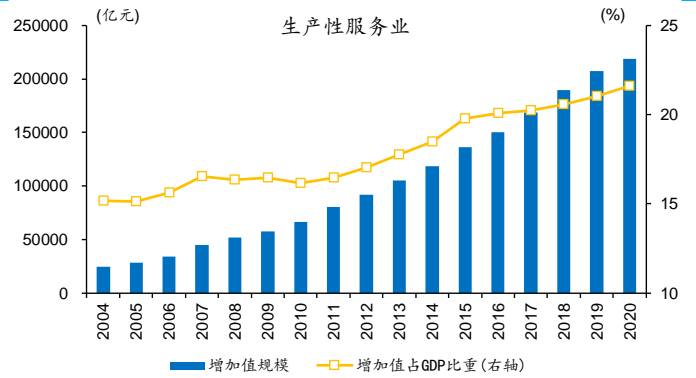
来源: Wind、国金证券研究所

图表 65: 装备制造业占比仍低于日美



来源: Wind、国金证券研究所

图表 66: 生产性服务贸易对GDP贡献持续上升

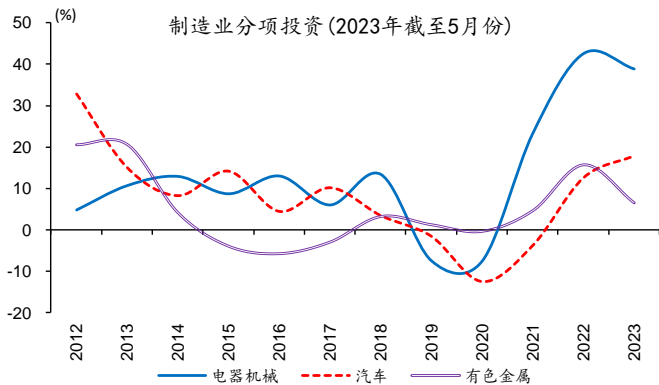


来源: Wind、国金证券研究所

**(二) 以装备制造为核心打造多极强势产业，并培育和壮大生产性服务业**

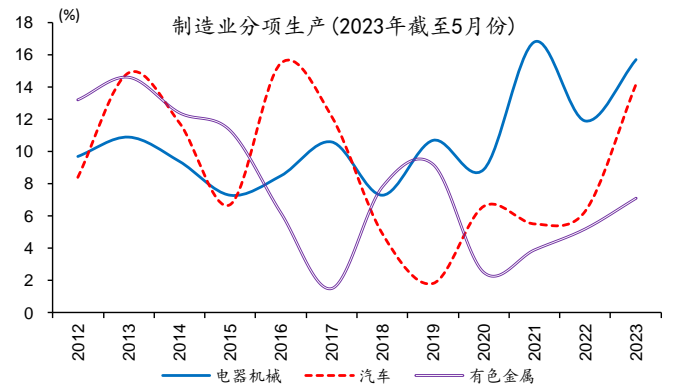
中游装备制造具备支柱产业的潜力，部分产业优势已有所凸显。当前，以新能源为代表的中国制造已开始突破，电气机械、汽车、有色等行业的投资、生产表现亮眼，2022年以来我国汽车贸易开始由逆差转变为顺差、新能源车出口表现亮眼。然而，仅靠新能源产业还不足以抵补传统动能的减弱，需要以装备制造为核心打造多极强势产业。装备制造业拉动经济的乘数效应并不小，专用设备、运输设备、通用设备等行业潜力均较大。

图表 67: 2020年以来，新能源相关投资保持旺盛



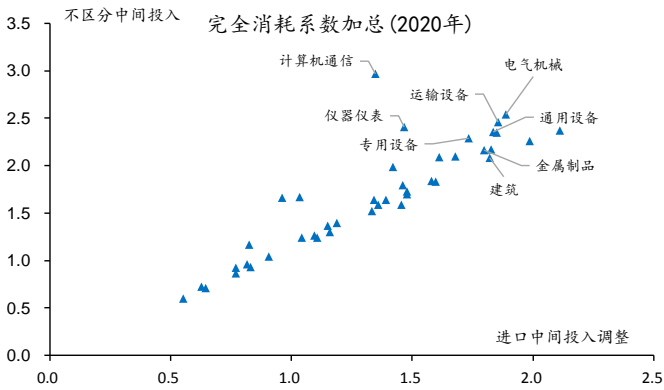
来源: Wind、国金证券研究所

图表 68: 2020年以来，新能源相关生产较强



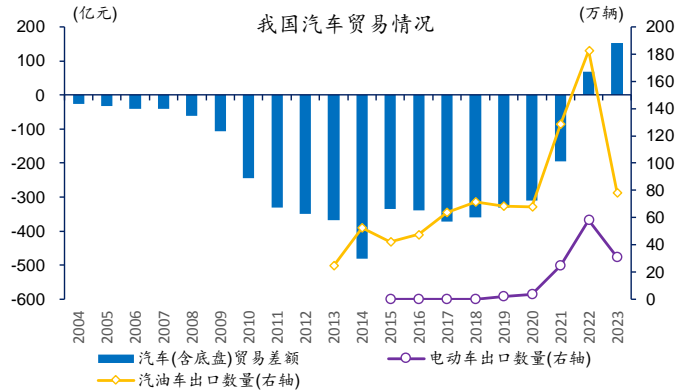
来源: Wind、国金证券研究所

图表 69: 装备制造业完全消耗系数



来源: 国家统计局、国金证券研究所

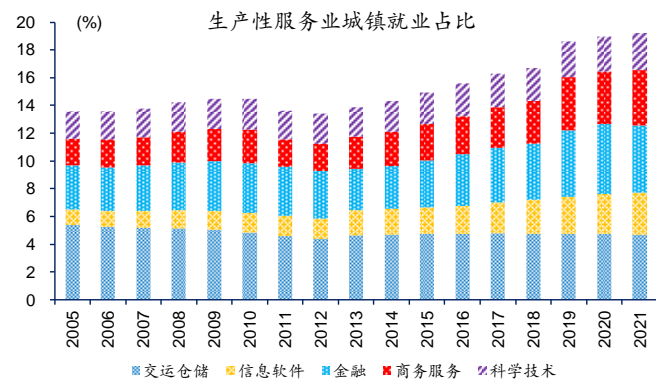
图表 70: 我国汽车产业出口竞争力开始显现



来源: Wind、国金证券研究所

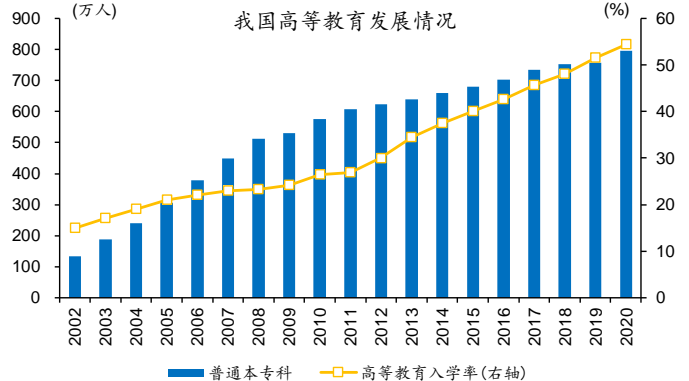
制造业高质量发展离不开生产性服务业的支撑,近年来生产性服务快速扩张、但结构有待调整。我国生产性服务吸纳的就业占比由2005年的13.6%升至2021年的19.2%,但明显低于高等教育入学率、大量本专科毕业生下沉到低端服务业就业。从结构来看,金融业、商务服务业和科学技术服务业扩张最快,但发展结构较不平衡。相较日美,我国科学技术服务业增加值占比不到5%、而金融业占比高达15%,结构上进一步调整空间较大。

图表 71: 生产性服务贸易对就业的吸纳也不断增多



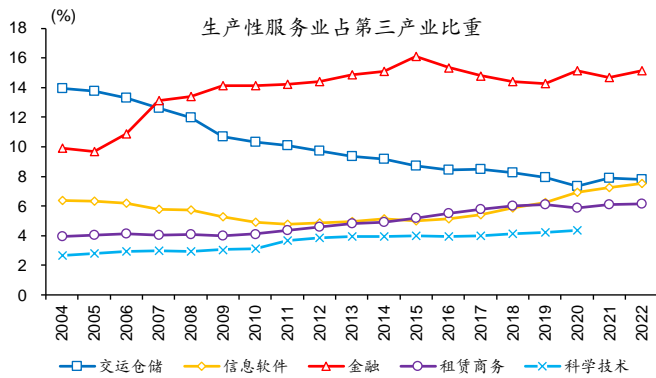
来源: Wind、国金证券研究所

图表 72: 2020年,本专科毕业人数约800万人



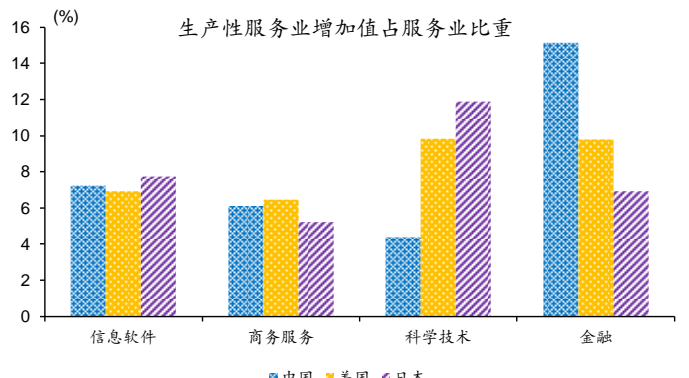
来源: Wind、国金证券研究所

图表 73: 生产性服务结构变化趋势



来源: Wind、国金证券研究所

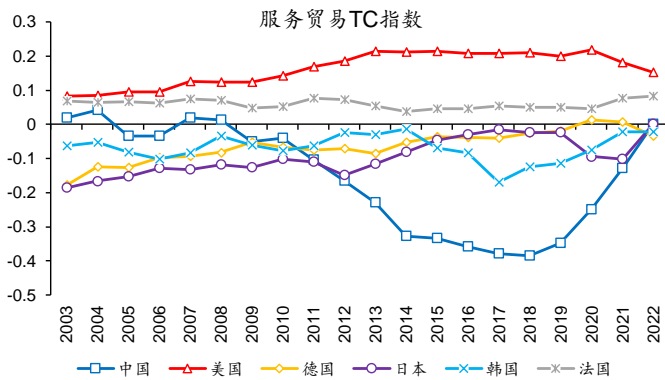
图表 74: 我国科学技术服务增加值占比过低



来源: Wind、国金证券研究所

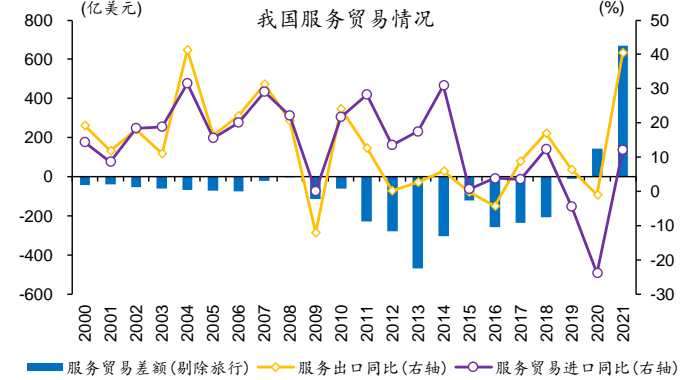
部分生产性服务业已初步形成竞争力、服务贸易逆差格局改善。我国服务贸易竞争力相对不强，运输服务、保险服务和知识产权服务等部门长期处于服务贸易逆差，其中知识产权服务贸易逆差有扩大的趋势。与此同时，我国在建筑服务、信息服务和其他商业服务等部门开始向输出海外市场、逐步积累贸易顺差。对冲之下，自2020年开始，我国服务贸易净额开始由负转正，2021年服务贸易顺差达670亿美元。

图表 75: 服务贸易竞争力指数明显低于发达经济体



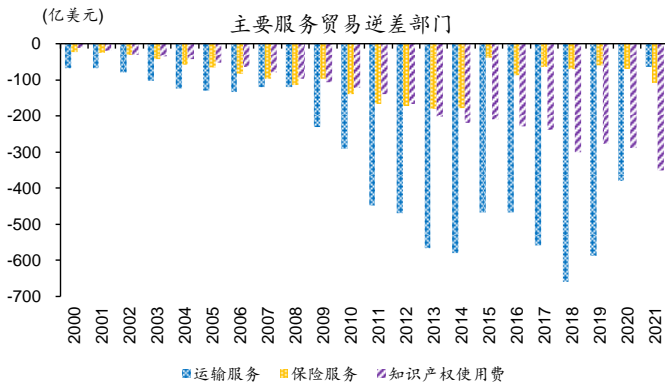
来源: Wind、国金证券研究所

图表 76: 我国服务贸易逐步由逆差转向顺差



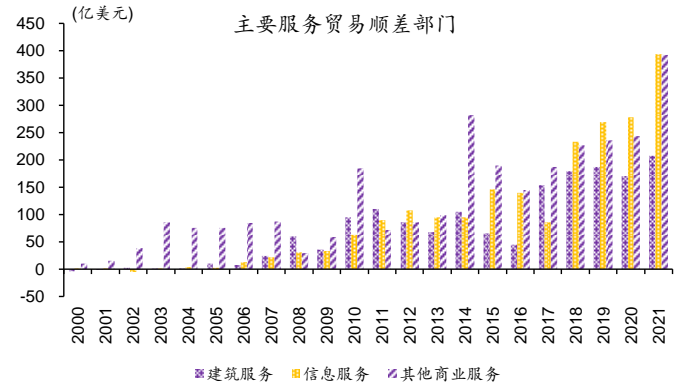
来源: Wind、国金证券研究所

图表 77: 运输服务、知识产权使用服务费逆差较大



来源: Wind、国金证券研究所

图表 78: 建筑、信息和其他商业服务贸易顺差较大



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

时代之变：经济或已进入“后地产”时代，亟待培育增长新动能。1) 地产对经济增长的贡献下降，投资乘数效应的影响已大不如传统周期。2) 伴随地产大周期向下，经济或已进入“后地产”时代，亟待培育、壮大增长新动能。

他山之石：“后地产”时代，海外经济体走出“阵痛”不尽相同。1) 日本经济进入“后地产”时代，经历了“迷失的十年”，后来靠政府需求补位、产业升级等逐步走出“阵痛”。2) 与日本不同，美国注重遏制地产“次生风险”，依靠消费和服务业双轮驱动走出低迷期。

海外启示：遏住次生风险，稳定消费基本盘，创新驱动多极增长。1) 海外经验显示，顺利过渡至“后地产”时代，中短期需遏住地产次生风险、稳定消费基本盘，中长期推动创新实现多极增长。2) 以装备制造为核心打造多极强势产业，并培育和壮大生产性服务业。

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。产业扶持政策执行不到位，同质化和低水平重复投资等。
- 2、地缘冲突加剧。中美贸易摩擦增多，海外科技封锁加剧等。



**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402