

潜龙在渊

——中国经济如何走向复苏？

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

内容提要：

在过去几轮经济周期中，地产销售和投资的恢复对中国经济的企稳通常都会发较大作用。七月政治局会议指出“我国房地产市场供求关系发生重大变化”。这也意味着，本轮经济复苏可能很难重新依赖地产需求的回升。从日本、美国地产长周期拐点之后经济复苏的经验来看，实现劳动力和资产市场的出清是改善经济内生性动能的决定性因素。由于中国地产上下游为民营企业主导，我们认为中国劳动力市场和资产市场的出清情况可能好于上世纪90年代的日本。伴随着出清的持续推进，辅以稳增长的政策支持，我们预计中国经济的复苏或不会晚于2024年2季度。

核心观点：

从日本1991年以后和美国2008年以后的经验来看，地产市场深度调整之后，被地产超级繁荣所掩盖的问题开始显现，有关后遗症也显露出来，包括：1) 存量资本过剩、潜在经济增速台阶式下行和利率中枢显著下行；2) 居民乃至企业部门去杠杆，导致消费与投资低迷；3) 被高估的要素价格回调；4) 泡沫期间形成的大量不良资产。

IMF的研究表明，与房地产深度调整相关联的金融危机之后的经济衰退时间较长，复苏也比较迟缓。我们认为与上述四个特征形成的三个特殊的困境有关：投资困境、通缩困境和出清困境。

回顾日本与美国走出地产长周期拐点之后衰退的历史，我们发现恢复经济内生性动能的过程分为两个阶段：第一阶段，经济增长动能的初步恢复需要稳定金融系统，实现相当程度的市场出清；第二阶段，比较强有力的经济增长的实现则需要居民、企业部门去杠杆告一段落，更重要的是要通过改革和创新提高实体经济的真实回报。

就经济增长动能的初步恢复而言，中国的金融稳定有明显的优势，出清的速度和程度可能介于2008年以后的美国和上世纪九十年代的日本之间。对于实现更有力的经济增长而言，我们认为，中国的企业部门去杠杆压力小于日本，当然通过改革和创新提升实体经济回报仍然任重道远。

IMF的统计表明，即使是地产金融危机之后的衰退，平均衰退时间也不超过两年，如果考虑一个标准差的波动，也仅仅为三年。从2021年下半年算起，我们预计，伴随着出清的进行，我们预计，中国经济的复苏最晚或不会晚于2024年2季度。市场可能会更早地逐步进入股债双牛阶段。中国走出1997年亚洲金融危机的过程正是一次通过出清实现经济复苏的典型案列。

风险提示：政策与预期的一致，出清弱于预期，地缘政治风险。

相关报告

- 1、《汇率短期或仍有利于出口：——中国汇率风险简析》2023.08.04
- 2、《稳增长信号好于预期：——七月政治局会议及未来经济展望》2023.07.25

正文目录

1. 引言	5
2. 房地产市场深度调整之后的后遗症	6
2.1 潜在经济增速与中性利率水平的台阶式下行	6
2.2 居民、企业部门去杠杆压制总需求	8
2.3 要素价格重估	9
2.4 不良资产的挑战	10
3. 调整中的三大困境	12
3.1 地产深度调整后复苏缘何更为迟缓?	12
3.2 投资困境	14
3.3 通缩困境	14
3.4 出清困境	15
4. 通往复苏之路：日本与美国的借鉴	17
4.1 日本：去杠杆和出清是经济的拐点	17
4.2 美国：市场出清开启复苏，去杠杆决定复苏强度	22
4.3 为什么美国经济的修复好于日本?	23
5. 中国将如何实现经济复苏?	26
5.1 经济复苏的相似挑战	26
5.2 推动中国经济增长动能初步恢复的特色优势	28
5.3 中国经济何时复苏?	32
5.4 支撑中国经济更强有力增长的因素	33
6. 出清与复苏：中国的案例（1997-2002）	35
6.1 1997年中-1998年初：外部需求冲击中国经济	35
6.2 1998年初-1999年底：主动与被动去库存	36
6.3 1999年底-2000年Q3：复苏曙光初现	37
6.4 2000年Q4-2001年底：全球衰退打断中国经济复苏	38
6.5 2002年以后：经济全面复苏	39
7. 风险提示	40

图表目录

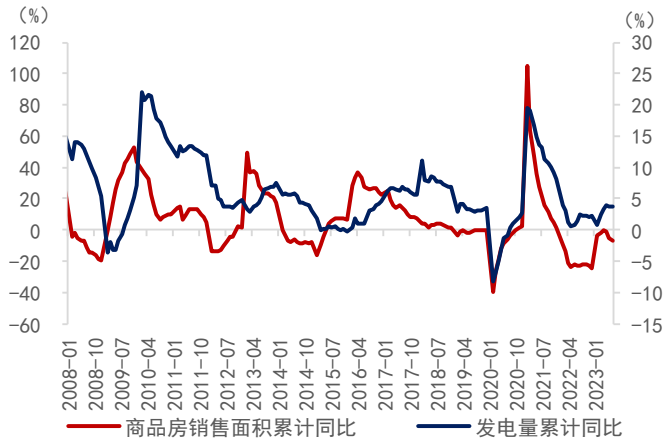
图表 1:	商品房销售变动领先于发电量	5
图表 2:	名义 GDP 同比与地产投资同比高度同步	5
图表 3:	中国地产企业住宅狭义库存水平 (单位: 万平方米)	5
图表 4:	1991 年前后的日本实际 GDP 增长	6
图表 5:	2008 年前后的美国实际 GDP 增长	6
图表 6:	1991 年前后的日本 10y 政府债券利率	7
图表 7:	2008 年前后的美国 Tips-10y	7
图表 8:	日本的资本回报和边际回报	7
图表 9:	美国与欧元区国家资本回报	7
图表 10:	美国住房空置率	8
图表 11:	日本国内 VS 海外设备投资 (1994=100)	8
图表 12:	日本房市和股票市场市值	9
图表 13:	美国房市市值 (统计开始于 2005)	9
图表 14:	日本各部门金融净投资	9
图表 15:	美国各部门金融净投资/GDP	9
图表 16:	日本工资价格指数与失业率	10
图表 17:	美国工资价格指数与失业率	10
图表 18:	美国 Ted 利差	11
图表 19:	日本溢价 (3 月期 Tibor-Libor)	11
图表 20:	不同类型衰退的时长和产出损失	12
图表 21:	不同类型衰退后复苏的不同表现	12
图表 22:	相较其他衰退, 金融危机期间的房屋租售比变化更剧烈	13
图表 23:	2009 年以后美国政策利率长期在 0 附近	13
图表 24:	1994 年以后日本政策利率长期在 0 附近	13
图表 25:	美国 CPI、核心 CPI 同比	14
图表 26:	日本 CPI、核心 CPI 同比	14
图表 27:	日本实体企业出清迟缓	15
图表 28:	解决僵尸企业问题后日本银行股终于回升	15
图表 29:	三类困境互相交织, 彼此加强	16
图表 30:	日本扩张与收缩周期 (1985-2019)	17
图表 31:	日本实际 GDP 增长率	18
图表 32:	日本政府推出的一系列财政刺激计划	18
图表 33:	日本实际 GDP 增长率	19
图表 34:	日本央行政策利率	19
图表 35:	日本实际 GDP 增长率	20
图表 36:	日本通胀水平	20
图表 37:	居民与企业的杠杆率水平明显下降	20
图表 38:	僵尸企业占比与银行不良贷款率大幅下降	20
图表 39:	主要发达国家央行 2008 年后扩表速度对比	21
图表 40:	日元对美元汇率和日本 CPI	21
图表 41:	日本 CPI 从 2013 年以后趋于正常	22
图表 42:	2013 年后, 经济增速受劳动供给限制偏低	22
图表 43:	美国各部门杠杆率 (%)	22
图表 44:	美联储的资产负债表和政策利率	22
图表 45:	美国政府的支出结构 (不含转移支付)	23
图表 46:	日本政府的支出结构 (不含转移支付)	23
图表 47:	泡沫破灭之后美日政策利率对比	24
图表 48:	美国银行破产数量	24
图表 49:	主要发达经济体全要素生产效率 (1980=100)	25
图表 50:	对潜在经济增速的不同估计和产出缺口	26
图表 51:	中国工业企业 ROA 正在逼近历史低点	27
图表 52:	中国核心 CPI、服务业 CPI 同比	27

图表 53:	中国核心 CPI、服务业 CPI 季调环比.....	27
图表 54:	中国地方融资平台的资产和负债(2022)	28
图表 55:	中国地产企业直接有息债风险敞口(2022)	28
图表 56:	中国银行业分类评级.....	29
图表 57:	中国地产和城投公司的就业人数(万人)	30
图表 58:	建筑业从业人员 PMI	30
图表 59:	日本房价下跌企稳历程.....	30
图表 60:	美国房价下跌企稳历程.....	30
图表 61:	某城投公司重组方案.....	31
图表 62:	经济衰退时长的历史统计.....	32
图表 63:	中国三大部门杠杆率水平(%)	33
图表 64:	中国商业物业以地产公司持有居多	33
图表 65:	中日城镇化率对比.....	34
图表 66:	工业增加值(1996-2004,%)	35
图表 67:	固定资产投资同比增速(1997-2003)	36
图表 68:	存货投资(亿元)和 PPI 同比(%)	36
图表 69:	我国制造业和基建固定资产投资	36
图表 70:	企业盈利累计同比增速(%)	37
图表 71:	第二产业和房地产投资当月同比(1997-2003)	38
图表 72:	消费者价格指数(1997-2004,%)	38
图表 73:	中国进出口金额增速同比(%)	38
图表 74:	全球大宗商品价格同比增速(%)	39
图表 75:	货币政策利率与 M2 同比增速(1996-2004,%)	39
图表 76:	供给出清中,工业企业资产负债率下降	40
图表 77:	供给出清之后,工业部门出现投资回升的势头	40

1. 引言

虽然影响经济周期波动有多方面的因素,但是回顾 2009 年以来的几轮经济周期,我国房地产需求的变动对我国经济周期有较大影响。

图表1: 商品房销售变动领先于发电量



资料来源: Wind, 国联证券研究所

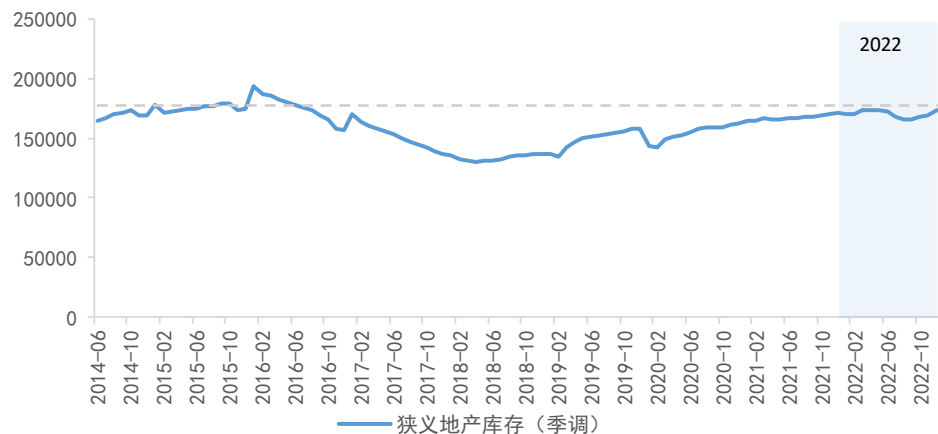
图表2: 名义 GDP 同比与地产投资同比高度同步



资料来源: Wind, 国联证券研究所

七月政治局会议提出,“我国房地产市场供求关系发生重大变化”。实际上,当前中国房地产库存仍然维持在非常高的水平上,尤其是在三四线城市(《三四线城市草根调研见闻》)。

图表3: 中国地产企业住宅狭义库存水平(单位:万平方米)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

这或许意味着本轮中国经济的复苏难以再像过去那样依赖地产的需求。在这种情况下,中国经济将如何复苏?下一轮经济复苏又将何时到来?

本文回顾了美国、日本在地产深度调整后的复苏历程,并结合过往中国经济调整的案例,试图对以上的问题作出回答。

2. 房地产市场深度调整之后的后遗症

回顾美日经济在 2008 年和 1991 年地产深度调整后的表现，我们注意到，地产市场深度调整之后，被地产过度繁荣所掩盖的问题暴露出来，还伴随着一系列的“后遗症”。

2.1 潜在经济增速与中性利率水平的台阶式下行

泡沫破灭之后美日潜在经济增速台阶式下行。美国和日本都是在经济转轨期，潜在经济增速和实体经济回报的下行阶段出现了非常明显的地产泡沫（《寻找疫后复苏的预期差——2023 年宏观经济展望》）。

泡沫繁荣一度通过虚幻的需求和高估的产出掩盖了潜在经济增速渐进式下行的真相，因此在资产泡沫破灭之后，潜在经济增速会表现出台阶式的下行。

图表4：1991年前后的日本实际GDP增长



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：2008年前后的美国实际GDP增长

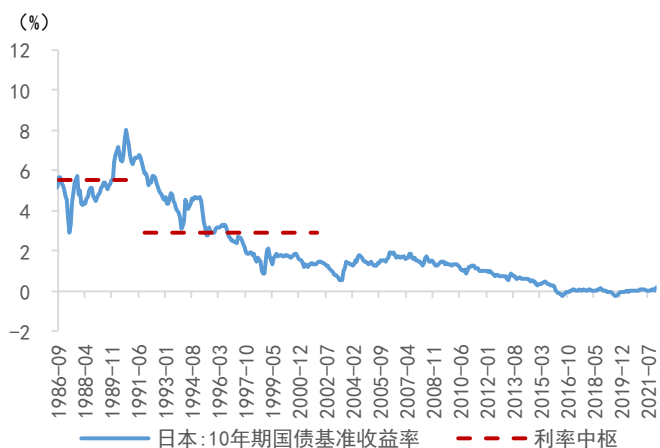


资料来源：Wind，国联证券研究所

利率水平也随之下行。根据利率的“黄金法则”——在消费者追求福利最大化的约束条件下，经通胀调整后的真实利率应与实际经济增长率相等——也就是说，全社会的中性利率也会与潜在经济增速同步台阶式下行。

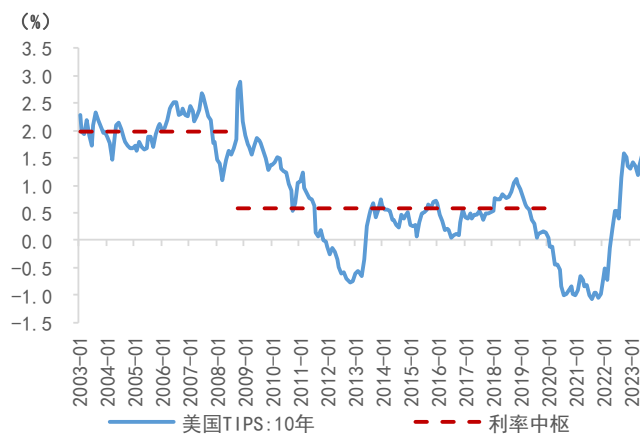
如果以中长期国债利率在一个经济周期的平均水平作为全社会利率水平的代表，我们注意到无论是 1991 年地产泡沫破灭后的日本，还是 2008 年次贷危机后的美国，社会的整体利率水平也都明显的下了台阶。

图表6: 1991年前后的日本10y政府债券利率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表7: 2008年前后的美国TIPS-10y

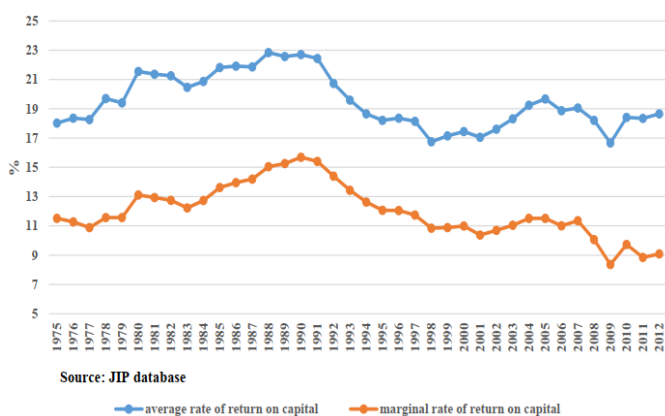


资料来源: Wind, 国联证券研究所

利率下行的实质是实体经济的真实回报的下行；实际上，繁荣期造成的过度投资导致了泡沫破灭经济体的存量资本过剩，使得实体经济回报水平的下行更为剧烈。

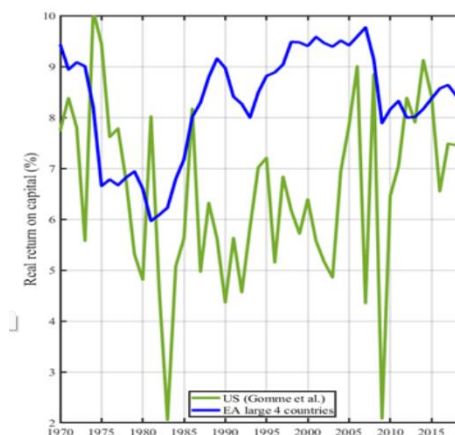
一些研究表明¹，日本和欧洲的实体经济回报在泡沫破灭之后下行得比较明显，美国的下行则相对缓和。但是，大量研究也表明2008年以后美国也面临投资回报偏低的问题，并且引发了学界关于美国经济“长期停滞 (secular stagnation)”的讨论²。

图表8: 日本的资本回报和边际回报



资料来源: “Declining Rate of Return on Capital and the Role of Intangibles in Japan”, 国联证券研究所

图表9: 美国与欧元区国家资本回报



资料来源: “Why have interest rates fallen far below the return on capital?”, 国联证券研究所

¹ Miyagawa Tsutomu, “Declining Rate of Return on Capital and the Role of Intangibles in Japan”, March, 2016; Ben S. Bernanke, “Why have interest rates fallen far below the return on capital?”, March, 2015

² Ben S. Bernanke, “Why are interest rate so low”, Ben Bernanke's Blog, March 31, 2015b

在微观上，这种存量资本过剩体现为广义的产能过剩，包括住房空置、基础设施过剩、产能利用率不足、以及对外投资增加等多个方面。

比如，2008 年以后，美国的住房空置经历了相当长时间才被消化。

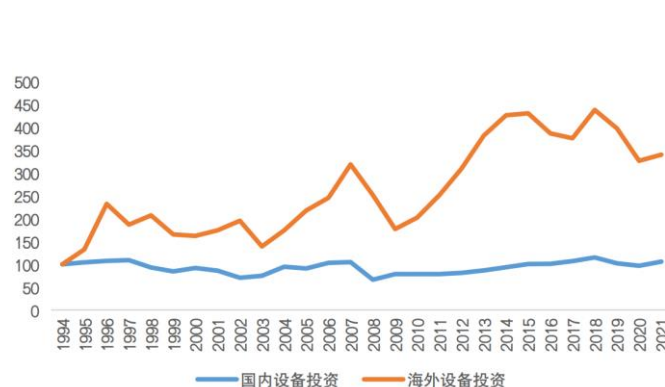
又比如，“失去的二十年”间，日本企业大量增加了对外投资，但是不太愿意在本土投资，侧面印证了日本国内实体经济回报的低迷。

图表10：美国住房空置率



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：日本国内 VS 海外设备投资 (1994=100)



资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 居民、企业部门去杠杆压制总需求

地产市场深度调整后，与房价挂钩的一系列资产的价格也剧烈调整，由此引发了杠杆率被动抬升。受到风险偏好下降、预防性储蓄增加等多方面因素的影响，居民乃至企业部门有去杠杆的行为，导致消费与投资低迷。

1991 年到本世纪初之间，日本地价的总市值下滑超过了 50%，大城市的商业用地下滑幅度甚至更大³。在次贷危机期间，美国房地产市值下跌幅度也超过 25%。

³ 日本六大城市商业地产的价格最大跌幅超过 80%。

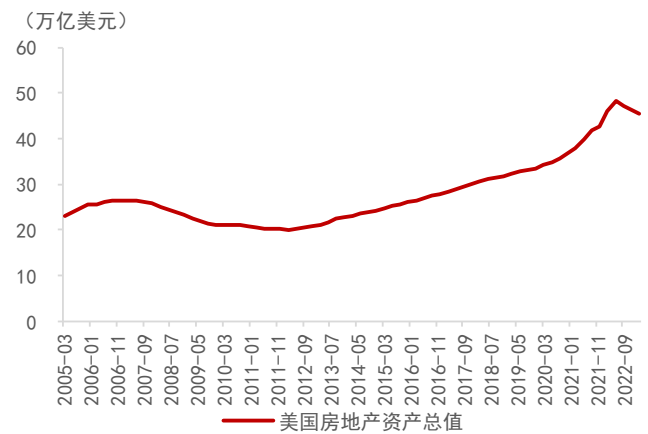
图表12: 日本房市和股票市场市值



图 1-2 土地总市值与 GDP 的推移

资料来源:《泡沫通缩时期的日本经济与经济政策》, 国联证券研究所

图表13: 美国房市市值 (统计开始于 2005)



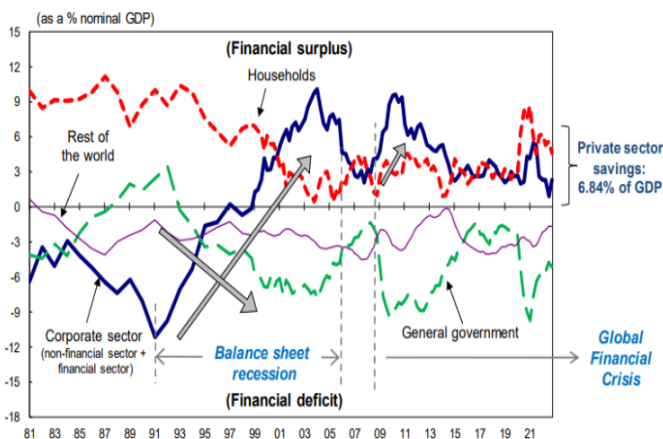
美国房地产资产总值

资料来源: Wind, 国联证券研究所

在地价大幅调整之后, 大量参与商业地产投资的日本企业从资金融入方转变为资金融出方, 日本政府则被迫加杠杆以对冲居民、企业去杠杆的影响——这就是著名的“资产负债表衰退”。

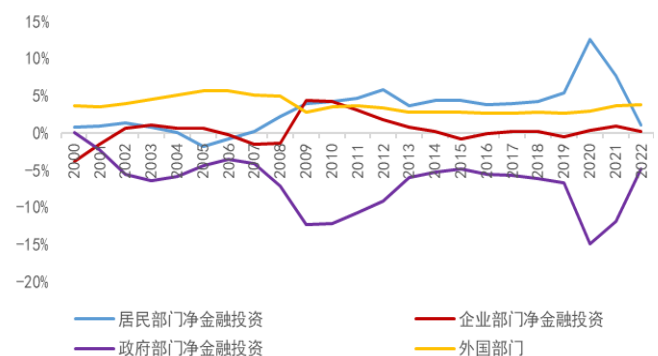
2008 年以后, 美国居民也由原来的几乎没有金融储蓄, 转而大量增加金融储蓄。与此同时, 美国企业在前景不确定的情况下, 从金融储蓄的消耗者, 转变为了金融储蓄的提供者。而在这种情况下, 只有政府加杠杆才能帮助居民、企业去杠杆。这一情况直到 2014 年前后才开始改变。

图表14: 日本各部门金融净投资



资料来源: Bank of Japan, 《大衰退》, 国联证券研究所

图表15: 美国各部门金融净投资/GDP



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.3 要素价格重估

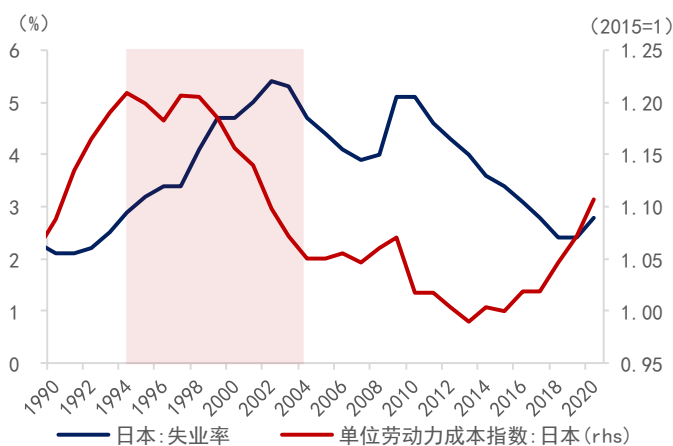
在地产泡沫造成的虚幻繁荣阶段, 需求和产出都被高估, 自然导致包括工资、利

率、汇率、租金等在内的各类要素价格被高估。泡沫破灭之后这些要素价格都经历回调。

以劳动力市场为例，2008年后，美国的劳动力成本连续两年下降。

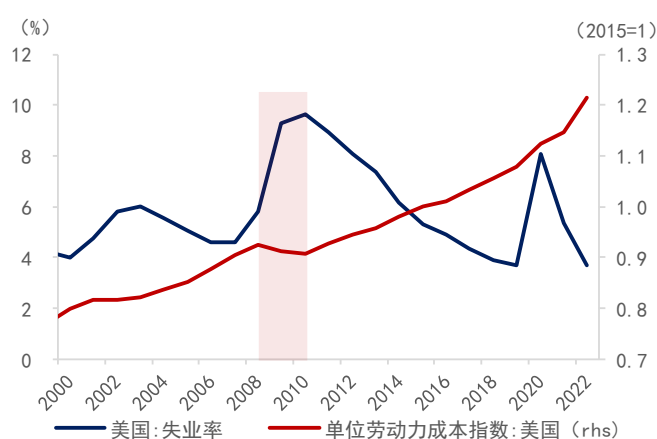
日本的劳动力成本则经历了更加漫长的调整过程。因为日本的上世纪90年代僵尸企业问题叠加劳动力市场存在终身雇佣制等因素，日本的劳动力市场经历了将近十年才完成调整和出清，失业率到2001年前后才见顶，劳动力成本在2003年左右才初步见底。

图表16：日本工资价格指数与失业率



资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表17：美国工资价格指数与失业率



资料来源: ifind, 国联证券研究所

2.4 不良资产的挑战

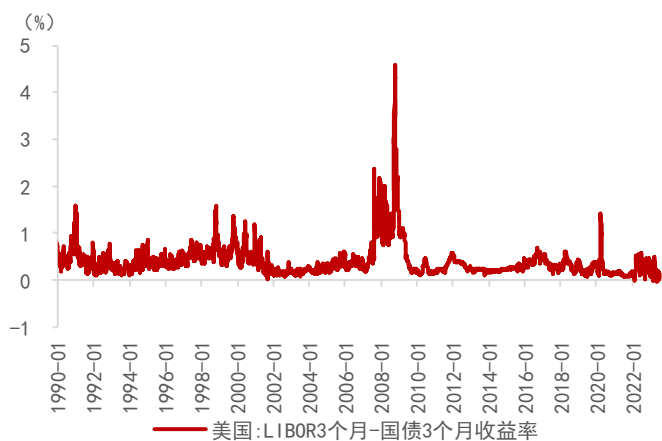
市场经济环境下，价格引导资源配置。在房价被高估的情况下，资源配置自然也会被扭曲。泡沫破灭也会形成大量不良资产，包括空置房屋、过剩产能、过度基建等。

这些资产如何处置，也是宏观经济面临的重大挑战。

次贷危机期间，美国房价下跌，叠加衍生品产生的放大作用，由此形成的不良资产冲击了金融系统。以“雷曼兄弟”为代表的美国金融机构出现了信用危机，最终形成了系统性的金融风险。

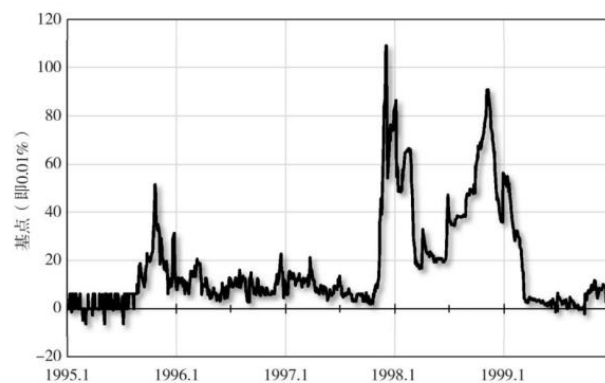
而日本的金融机构在房价下跌之际则隐瞒了不良债权，导致了大量“僵尸企业”的产生。这些“僵尸企业”直至2000年前后才大量出清。当然，1997年三洋证券的破产也造成了日本金融系统的“雷曼时刻”，并引发了系统性金融风险。

图表18: 美国 Ted 利差



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表19: 日本溢价 (3 月期 Tibor-Libor)



资料来源: Ito 和 Harada (2005), 《繁荣与停滞——日本经济发展与转型》, 国联证券研究所

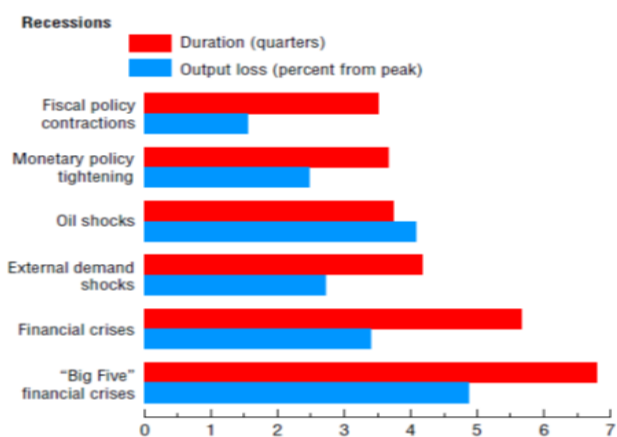
3. 调整中的三大困境

实际上，历史经验也显示，与普通的经济衰退相比，与房地产市场深度调整相关的金融危机之后经济衰退的时间往往较长，复苏也相对迟缓。我们认为，这与上述“后遗症”形成的三个特殊困境有关：投资困境、通缩困境和出清困境。

3.1 地产深度调整后复苏缘何更为迟缓？

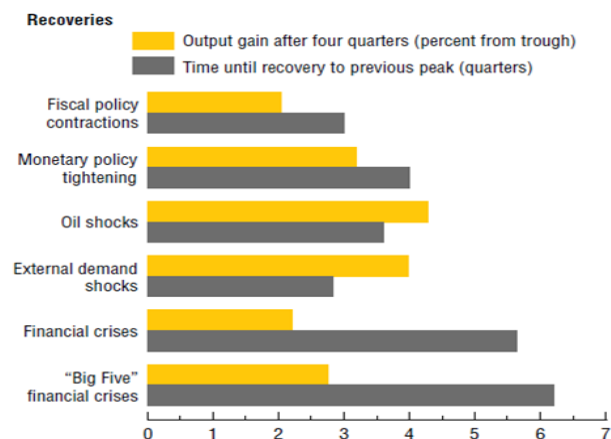
IMF 对 1960 年到 2008 年前 21 个发达经济体经历的全部 122 次完整的经济衰退与复苏进行了回顾。IMF 的研究发现，大型金融危机之后的衰退时间显著长于一般性的经济衰退，而且衰退之后恢复的速度也比较慢。

图表20：不同类型衰退的时长和产出损失



资料来源：《From Recession to Recovery: How soon and how strong》，国联证券研究所

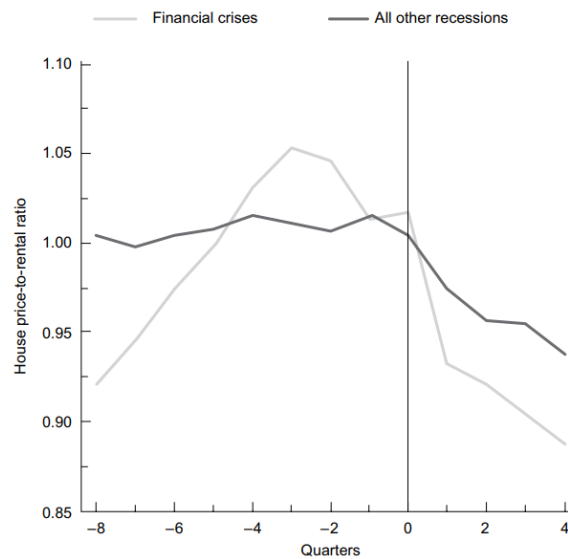
图表21：不同类型衰退后复苏的不同表现



资料来源：《From Recession to Recovery: How soon and how strong》，国联证券研究所

而金融危机通常与地产市场的深度调整有关。IMF 的统计显示，在金融危机爆发前，房屋售价与租价的比例远高于其他类型的经济衰退期间，而在衰退发生后，房屋租售比的下行更为剧烈。

图表22：相较其他衰退，金融危机期间的房屋租售比变化更剧烈



资料来源：《From Recession to Recovery: How soon and how strong》，国联证券研究所

日本 1991 年和美国 2008 年以后的经济衰退和复苏，确实也符合上述规律。

2009 年以后，美国经济复苏一直不尽如人意，联储连续三轮量化宽松试图加速美国经济复苏的进程。直到 2015 年，美联储的加息仍然小心翼翼。

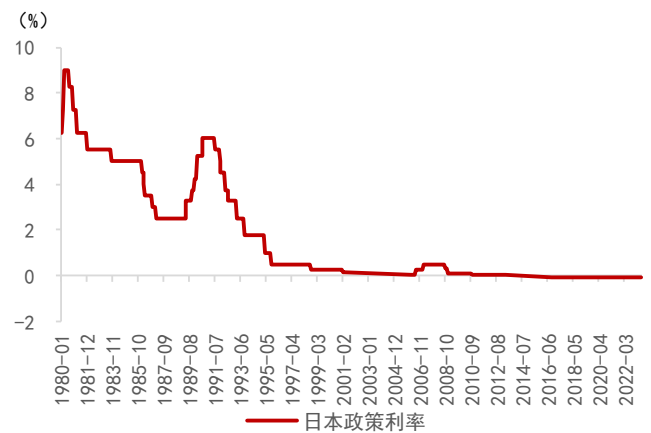
日本在 1994 年-1996 年，以及 2000 年前后都出现过一些复苏，但是这些复苏都比较乏力，因此日本仍然被称为“失落的二十年”。

图表23：2009 年以后美国政策利率长期在 0 附近



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表24：1994 年以后日本政策利率长期在 0 附近



资料来源：Wind，国联证券研究所

而地产深度调整之后的经济复苏之所以更为迟缓，我们认为有三个特殊的困境。

3.2 投资困境

地产深度调整后，居民与企业部门去杠杆，其储蓄水平上升。宏观上，增加的储蓄需要更多的投资来消耗，于是政府可能被迫增加投资来稳增长，帮助私营部门去杠杆。

但是，即使政府财政扩张，投资的增加会加剧存量资本过剩，进一步降低了实体经济的真实回报并可能对私人投资形成替代，总需求因此显得不足。

3.3 通缩困境

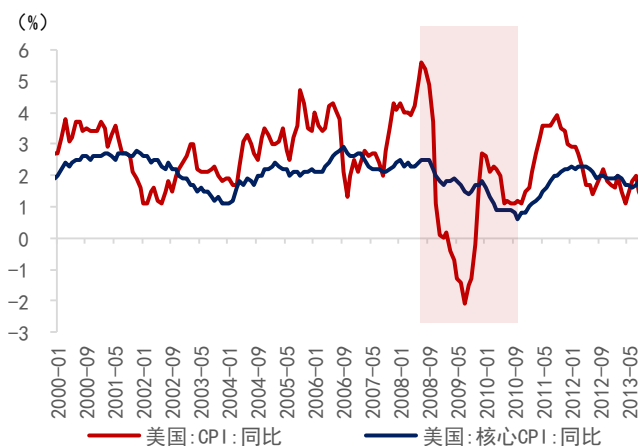
当实体经济回报下降且需要去杠杆的时候，实际利率需要降低以刺激需求。实际利率的充分下行既需要名义利率迅速调整，也需要通胀水平以及预期通胀能够维持在一定水平上。

$$\text{实际利率} = \frac{1 + \text{名义利率}}{1 + \text{通胀补偿利率}} - 1$$

但是，地产部门深度调整之后的要素价格重估本来就带来通缩压力，一旦出现通缩甚至通缩预期固化，考虑到名义利率有零利率下限的约束，也可能导致实际利率的被动回升。上升的实际利率会反过来进一步压制总需求，导致更严重的通缩。

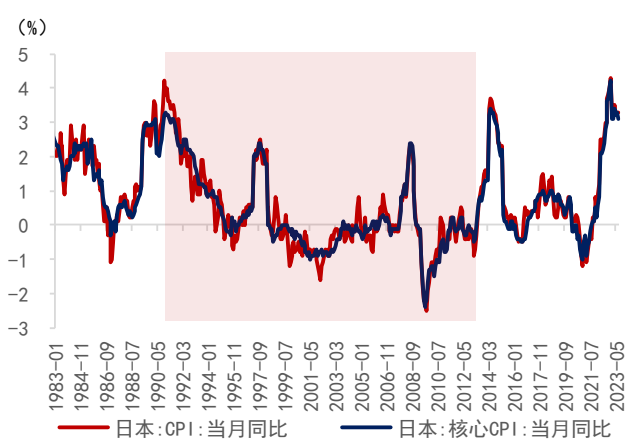
经济就容易陷入这样一个陷阱里难以自拔。

图表25：美国CPI、核心CPI同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表26：日本CPI、核心CPI同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

3.4 出清困境

此外，当金融体系面对大量不良资产风险暴露时，实际上也面临两难选择。如果充分让损失暴露出来，可能危及金融系统本身，冲击金融稳定甚至形成金融危机。

但是，如果出于避免金融风险暴露的考虑，当然背后也常常受到利益集团的裹挟，资不抵债的部门常常难以快速完成出清，这就有可能形成“僵尸企业”。

金融危机与僵尸企业都不利于经济复苏。

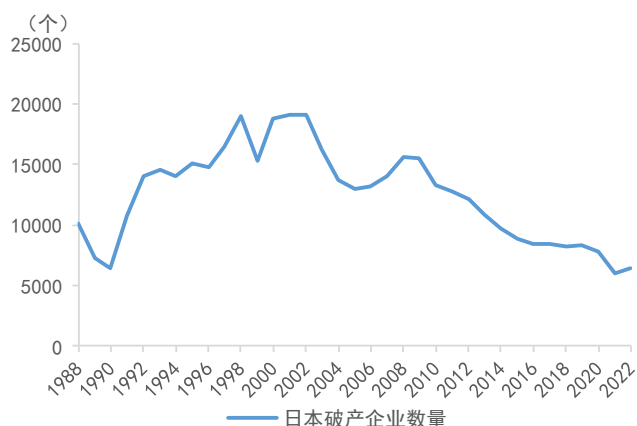
1991年日本地产泡沫破灭之后形成的“僵尸企业”问题举世瞩目。

伴随着日本的地价与资本市场的持续下跌，大量实体企业经营困难，甚至资不抵债。但是，日本的银行并没有对这些问题企业断贷、清算，而是在监管的默许之下持续通过所谓的贷款“常青化”继续给资不抵债的企业增加放贷，以供其支付此前贷款的利息。

日本银行这种异化的行为与自身资本充足率不足有关⁴。房价的下跌也明显侵蚀日本银行的资本金，许多银行无法达到《巴塞尔协议》中资本监管规定对银行资本金规模的要求。如果揭露实体企业的不良贷款，银行也会面临倒闭。反过来，持续给企业输血，就存在一个小概率事件企业能够恢复正常，那么银行也就可以存活下来。当然，大概率事件是损失会越来越大，但是对于资本金已经严重不足的银行，自身的损失有限，扩大的损失主要由社会和公共财政承担。

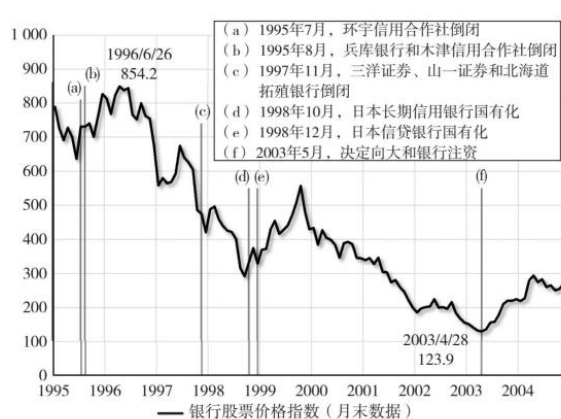
日本最终在将近十年以后通过动用公共资金重新向银行体系注资才大体上解决了这个问题⁵。

图表27：日本实体企业出清迟缓



资料来源：TSR，国联证券研究所

图表28：解决僵尸企业问题后日本银行股终于回升



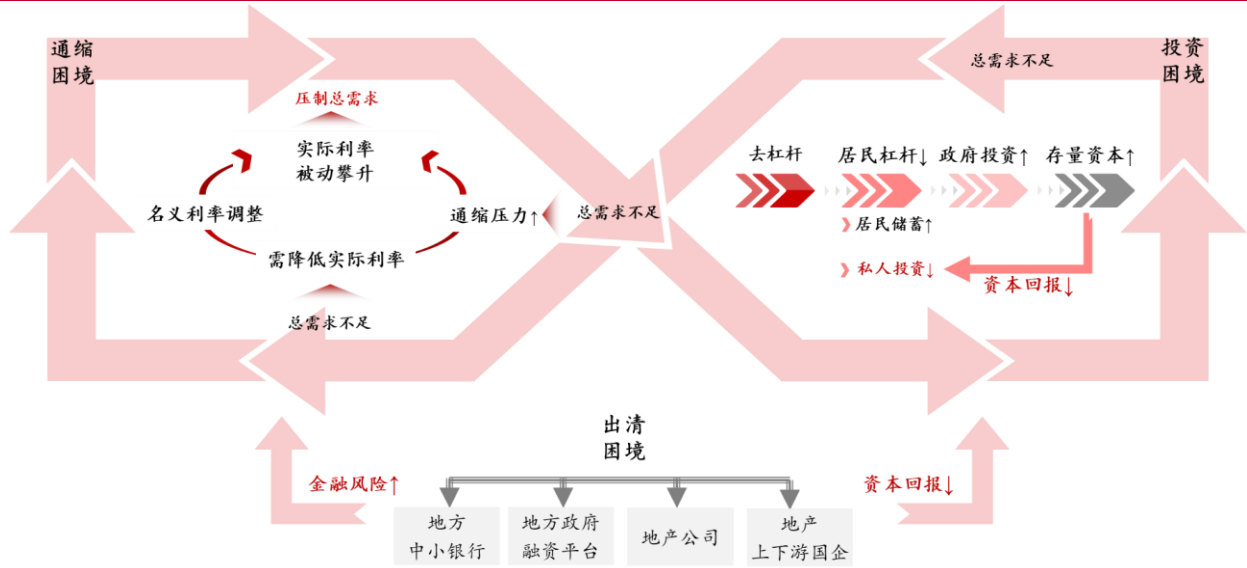
资料来源：《繁荣与停滞——日本经济发展与转型》，国联证券研究所

⁴ 日本实体企业与银行交叉持股造成利益共同体等因素对僵尸企业形成也有贡献。

⁵ 仍有一些企业未能出清，这个问题解决的并不彻底。

在这三类困境互相交织、彼此加强的情况下，经济摆脱衰退、实现复苏显得尤其困难。

图表29：三类困境互相交织，彼此加强



资料来源：国联证券研究所整理

4. 通往复苏之路：日本与美国的借鉴

即使面临三大困境的挑战，日本与美国经济仍然最终实现了复苏。除了采用扩张性的财政和货币政策帮助企业居民去杠杆、应对“通缩困境”之外，我们注意到动用政府信用稳定金融系统的同时实现出清可能是应对“出清困境”的最好方案，而完成去杠杆甚至通过改革、创新提升实体经济回报则会缓解投资困境带来的挑战。

实际上，从美日的经验来看，如果排除纯粹靠政策刺激带动的需求回升，恢复经济内生性增长动能分为两个阶段：

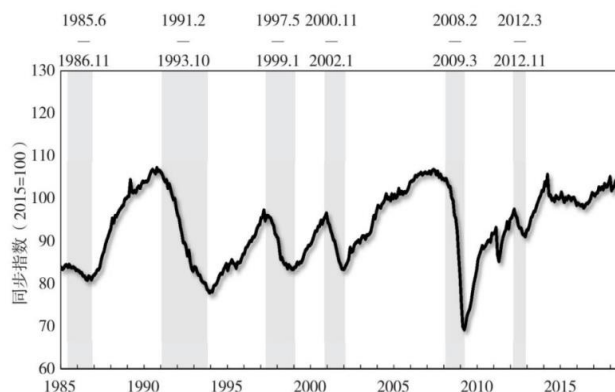
- 实现经济增长动能的初步恢复需要稳定金融系统，并实现相当程度的市场出清；
- 而要进一步实现比较强有力的经济增长，则需要去居民、企业部门去杠杆告一段落。当然，更重要的是通过改革和创新提升实体经济的真实回报——这也是国家的核心竞争力。

当然，如果对比美国和日本在应对三大困境方面的做法，美国的政策安排和制度设计更有优势。

4.1 日本：去杠杆和出清是经济的拐点

1991年日本地产泡沫破灭到2020年新冠疫情之前，日本经济共经历了五轮复苏。我们注意到2001年前后市场出清完成与去杠杆告一段落是日本经济的关键拐点。

图表30：日本扩张与收缩周期（1985-2019）



资料来源：《繁荣与停滞——日本经济发展与转型》，国联证券研究所；注：阴影代表经济衰退。

在市场出清和居民企业去杠杆完成之前，前两轮复苏的内生性动力很弱，通胀、就业（以及其代表的产出缺口）整体恶化（参见图表 16）。

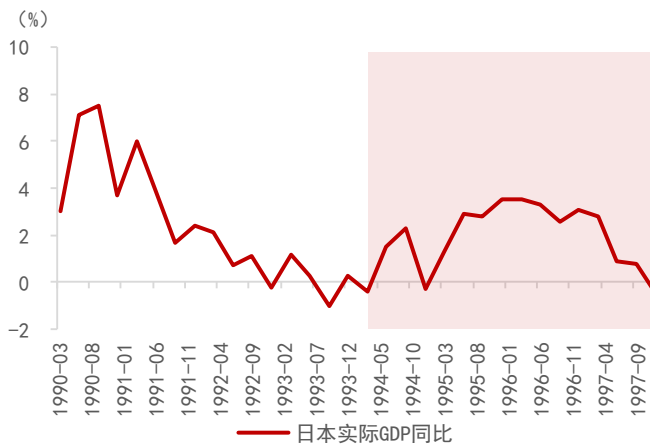
➤ 第一次复苏（1994 年-1997 年）

第一轮经济复苏主要依托政策的刺激。1992 年底-1995 年，日本政府多次出台大规模的一揽子财政刺激政策，货币政策也保持宽松。1993 年底 1994 年初，日本经济开始企稳回升。1996 年，日本 GDP 增速达到 3%。

但这一阶段的经济复苏缺乏内生性动能。

由于房价与地价持续下跌，不良贷款和“僵尸企业”（zombie firm）问题开始显现并且愈演愈烈，还影响到企业投资的恢复。由麻省理工学院主导的一项研究显示，相比僵尸企业占比维持在历史平均水平的情况，90 年代日本僵尸企业的增加使得各个行业的投资明显下降，降幅在 4%-36%⁶。

图表 31：日本实际 GDP 增长率



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表 32：日本政府推出的一系列财政刺激计划

首相	日期	主要项目（万亿日元）						
		总规模 (万亿日元)	基础设施 (公共工程)	税收 减免	土地 购置	中小 企业	住房 投资	与整套方案相关的 补充预算(日元)
	1992/03	NA	-	-	-	-	-	NA
宫泽喜一	1992/08	10.7	5.7	-	1.6	2.1	-	-728 340 194
	1993/04	13.2	6.6	-	1.6	2.4	0.8	2 188 707 063
细川护熙	1993/09	6.2	2.0	-	-	0.8	2.9	708 717 581
	1994/02	15.3	3.9	5.9	2.8	1.3	1.2	2 185 248 615
	1995/04	NA	-	-	-	-	-	2 726 062 392
村山富市	1995/06	NA	-	-	-	-	-	NA
	1995/09	14.2	9.1	-	3.2	1.3	0.5	5 325 240 493
桥本龙太郎	1997/11	NA	-	-	-	-	-	1 143 156 292
	1998/04	16.7	7.7	4.6	-	2.0	0.7	4 645 452 787
小渊惠三	1998/11	23.9	8.1	6.0	-	-	1.2	5 676 852 702
	1999/11	18.0	6.8	-	-	7.4	2.0	6 788 975 717
森喜朗	2000/10	11.0	4.7	-	-	4.5	1.1	4 783 173 642
	2001/04	NA	-	-	-	-	-	NA
小泉纯一郎	2001/12	4.1	1.1	-	-	-	-	2 639 222 200
	2002/12	4.4	2.6	-	-	-	0.5	2 458 991 316
福田康夫	2008/04	NA	-	-	-	-	-	NA
	2008/08	11.5	-	-	-	9.1	-	1 064 122 005

资料来源：日本内阁官房，国联证券研究所

➤ 第二次复苏（1999 年-2001 年）

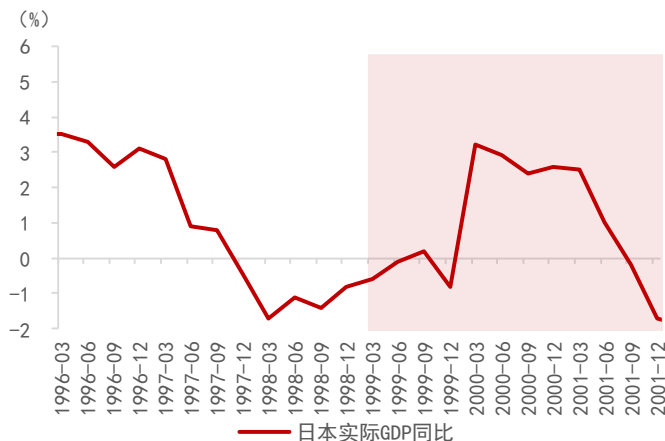
第二轮的经济复苏非常疲弱。由于地价持续下跌引发金融系统崩溃，叠加亚洲金融危机影响，日本经济在 1997、1998 年陷入衰退。1999 年，日本的银行业危机在政府的大规模注资后基本平息，金融市场趋于稳定。央行也大幅降息刺激经济。

在财政货币政策的刺激下，1999 年三季度，日本经济终于企稳。但是，即使日

⁶ Ricardo J. Caballero, Takeo Hoshi & Anil K. Kashyap, 《Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan》

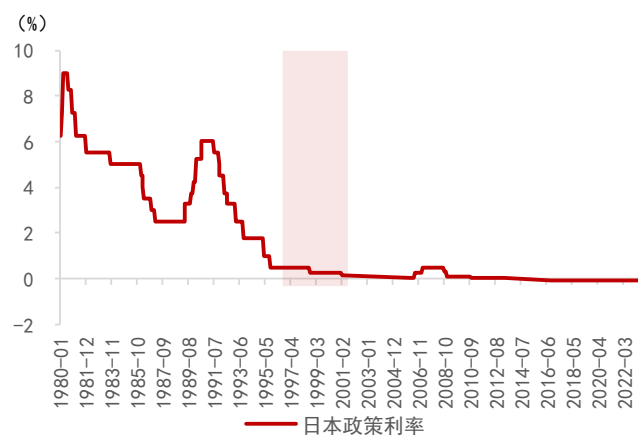
本自己的经济学家也承认此时的“日本经济依旧停滞不前”，货币政策刺激对“增长和通胀的影响微乎其微”，“僵尸企业问题仍然严重”⁷。

图表33：日本实际GDP增长率



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表34：日本央行政策利率



资料来源：Wind，国联证券研究所

在市场出清与去杠杆告一段落后，日本经济逐步有了起色。

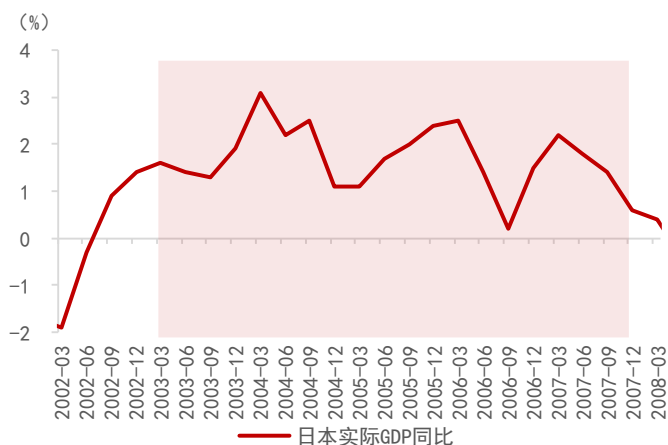
➤ 第三次复苏（2003年-2007年）

纳斯达克泡沫破灭等外部因素引发日本再次进入衰退后，结束了第二次复苏。但是，2003-2007年，日本经济迎来了1991年泡沫后增速最高的复苏周期。

这一阶段，经济增速明显回升，平均增速达到1.7%。2006年，通胀水平也首次出现了持续、显著的回正，失业率也明显回落。

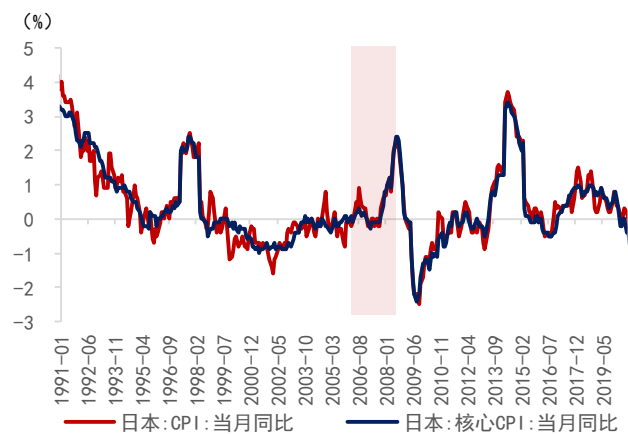
⁷ 伊藤隆敏，星岳雄，《繁荣与停滞——日本经济转型与发展》。

图表35: 日本实际 GDP 增长率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表36: 日本通胀水平

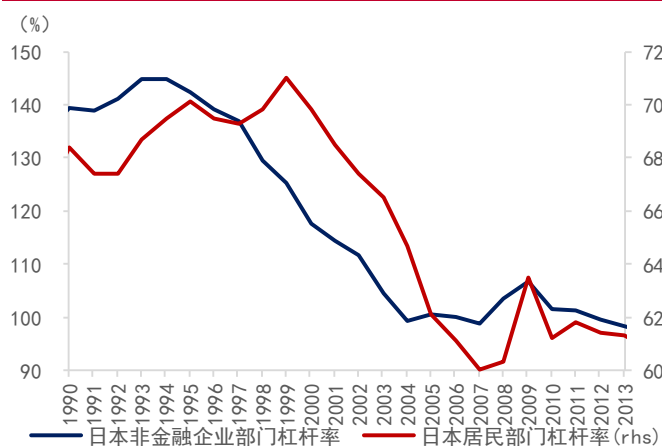


资料来源: Wind, 国联证券研究所

究其原因，市场出清、居民企业去杠杆以及经济改革功不可没。

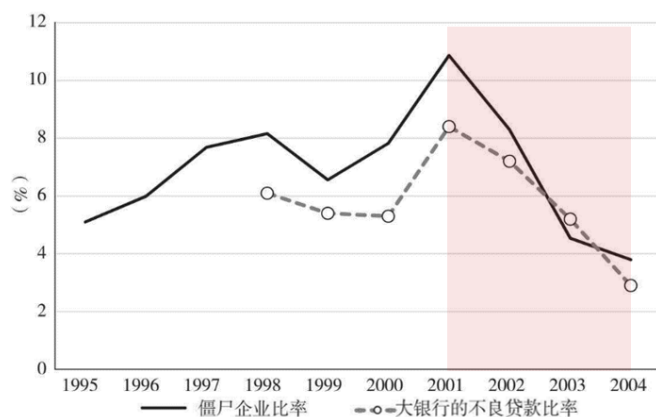
一方面，经过各方面长期的艰苦努力，日本的僵尸企业大量出清。在政府对银行注资之后，日本金融大臣强硬要求银行披露坏账，进行处置，“僵尸企业”终于被“断奶”。另一方面，经历了十年的储蓄还钱，日本的居民、企业端完成了一定程度的去杠杆。此外，日本进行了包括邮政系统私有化等一系列的经济改革，有助于提升实体经济回报。

图表37: 居民与企业的杠杆率水平明显下降



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表38: 僵尸企业占比与银行不良贷款率大幅下降



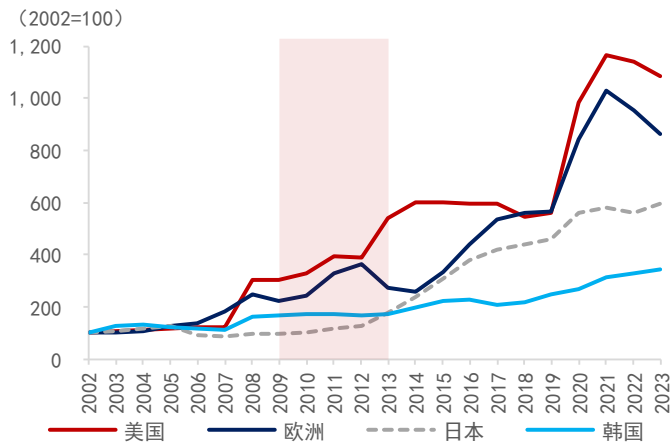
资料来源: Fukuda 和 Nakamura (2011), 国联证券研究所

➤ 第四次复苏 (2009 年-2012 年)

2008 年，全球金融危机导致日本出口受到重创，叠加风险偏好的下降，日本经济大幅下滑。此后，在政策的支持下，日本经济有所复苏。

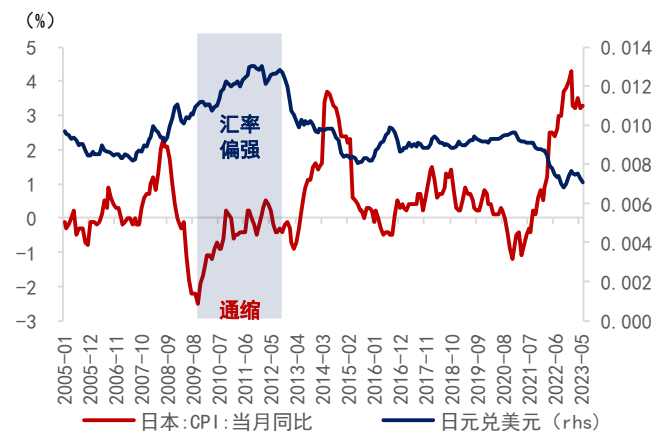
但是由于日本银行在金融危机之后宽松力度不如欧美央行，日元汇率大幅升值，日本出口受挫，叠加长期的通缩预期，物价持续下跌，实际利率被动上升，经济增长和就业改善因此比较有限，日本被动地陷入到通缩困境之中。

图表39：主要发达国家央行 2008 年后扩表速度对比



资料来源：日本内阁官房，国联证券研究所

图表40：日元对美元汇率和日本 CPI



资料来源：Wind，国联证券研究所

➤ 第五次复苏（2013 年-2019 年）

在这个背景下，2012 年底“安倍经济学”推出，三箭齐发，有力刺激了经济的进一步复苏。

- 首先，大幅宽松的货币政策一方面刺激需求，一方面推动日元贬值。
- 其次，安倍政府采用灵活的财政政策，在短期内先实施扩张性的财政政策，并计划在后期再进行财政整顿。货币财政双管齐下把日本拉出“通缩困境”。
- 最后，安倍政府还推出了“促进私人投资”的增长战略，该战略包括提高女性劳动参与率、大幅放松产业管制、实施税制改革促进民间企业设备投资等一系列能够提高实体经济回报的措施。

尽管结构性改革的政策效果存在争议，2013 年以后，日本的通胀水平转正。2017 年，日本经济的负产出缺口转正。日本国内普遍认为，日本自此摆脱了“失去的二十年”（1992-2012 年）⁸。

2013 年以来日本经济增速仍然偏低，国内似乎有日本经济“失落三十年”的评论，但是我们认为这可能与日本人口萎缩、劳动力供给等因素导致的潜在经济增速偏低有关，其就业（参见图表 16）和通胀基本趋于正常。

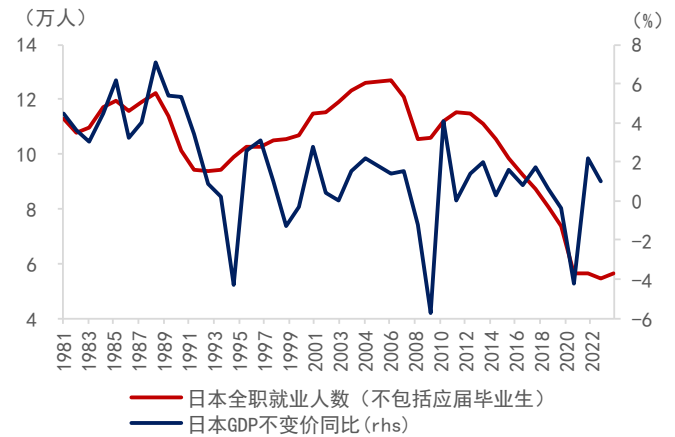
⁸ 伊藤隆敏，星岳雄，《繁荣与停滞——日本经济转型与发展》

图表41：日本CPI从2013年以后趋于正常



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表42：2013年后，经济增速受劳动供给限制偏低



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：就业人数来自日本统计局劳动力调查样本。

4.2 美国：市场出清开启复苏，去杠杆决定复苏强度

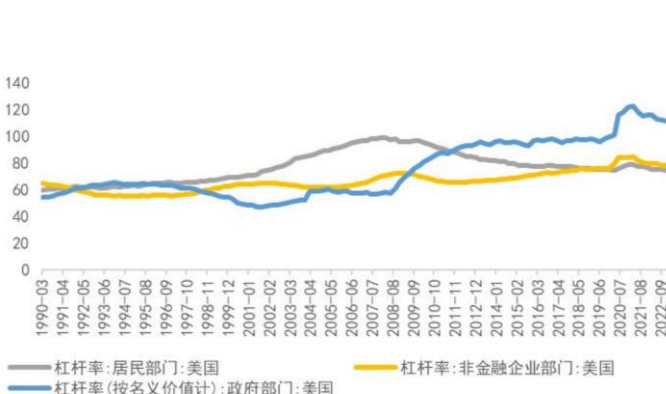
美国的经济复苏历程更加快速、清晰。

2008年金融危机爆发之后，美国实体部门出清非常迅速。2019年下半年美国经济就开始复苏，失业率也见顶回落。当然，这轮复苏力度不强，美联储连续推出三轮QE、持续宽松支持经济复苏。

在2014-2015年之后，伴随着居民部门去杠杆的初步完成，以及企业端的持续加杠杆，美国经济复苏的动能有所增强。联储也逐步退出量宽并加息缩表。

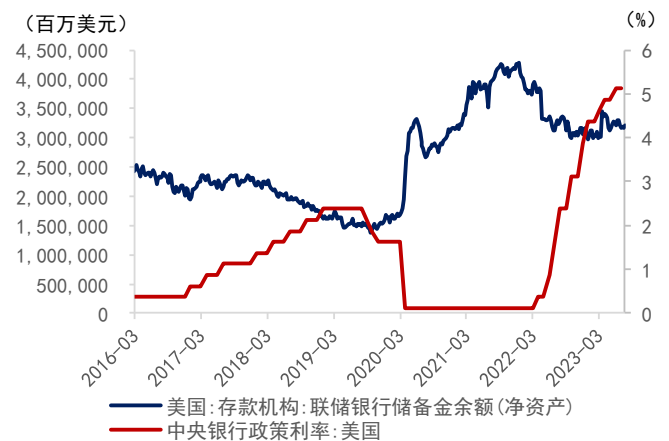
总体上看，出清决定了复苏的方向，去杠杆决定了复苏的强度。

图表43：美国各部门杠杆率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表44：美联储的资产负债表和政策利率



资料来源：Wind，国联证券研究所

4.3 为什么美国经济的修复好于日本？

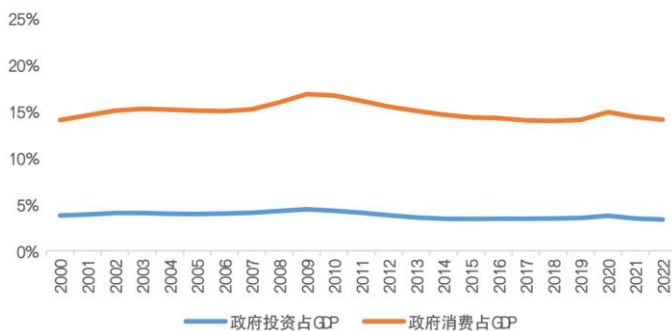
诚然，美国经济没有经历“失落的二十年”，与其人口结构较日本有优势等长期因素有关。但是，美国在政策选择、制度安排等方面也更加合理——部分的与美国吸取了日本的教训有关。

- 美国财政刺激更重视对消费的刺激，更好地避开了“投资困境”。

2009年美国财政刺激达到顶峰之际，政府投资占GDP的比重较2008年仅仅上升约0.2%，但政府消费占GDP的比重上升约1%。对比而言，1994年日本政府投资和消费占GDP比重较1991年分别上升了2.5%和1.3%。

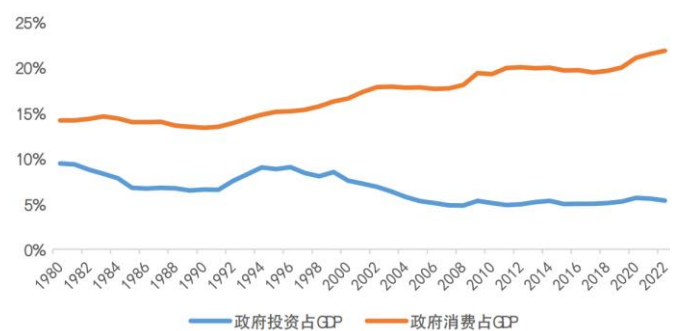
当然，2000年以后，日本政府的财政支出也明显转向，更加重视政府消费而非投资。

图表45：美国政府的支出结构(不含转移支付)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表46：日本政府的支出结构(不含转移支付)



资料来源：Wind，国联证券研究所

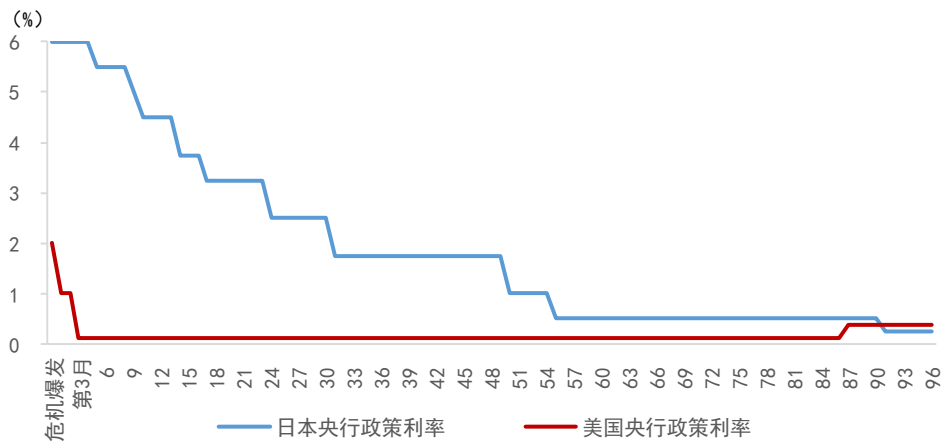
- 货币政策方面，美国更为及时灵活，更好的应对了“通缩困境”。

资产泡沫破灭之后，美联储在危机爆发的前三个月内便充分降息，将联邦基金利率降至“零利率”水平；并较早地使用了“量化宽松”等非传统货币政策工具。

相反，日本央行的货币政策放松则亦步亦趋，决策者魄力有所欠缺，没能阻止通胀的持续下行，甚至一度被动地使日本陷入通缩困境。包括伯南克在内的一些学者对此也有颇多批评。

当然，客观而言，日本货币政策响应不够及时可能也是受到日本出清速度较慢的制约。

图表47：泡沫破灭之后美日政策利率对比



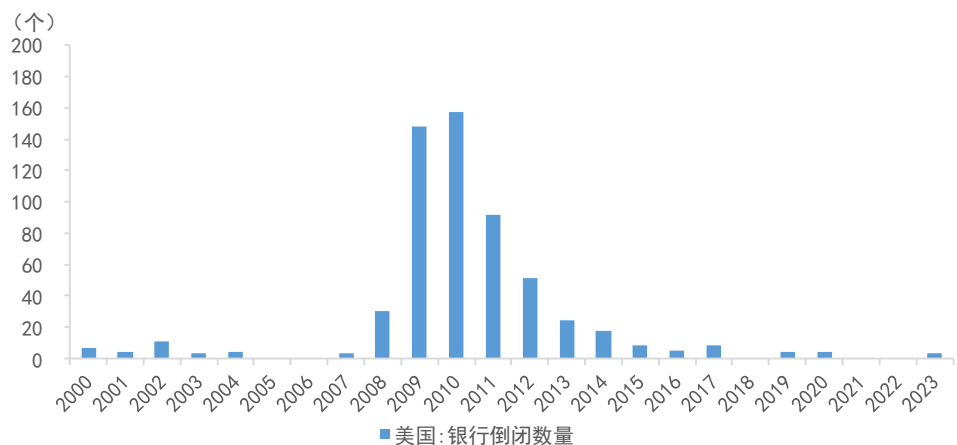
资料来源：Wind，国联证券研究所

● 企业出清与劳动力制度方面，美国更加灵活，有助于克服“出清困境”。

金融危机发生之初，美国金融机构便较快地获得了注资或者接受了破产清算，避免形成大量的僵尸企业。同时，美国的劳动力市场灵活性也更强，人员的出清更为顺畅。

日本则受到许多政治方面的因素影响，没能及时对银行体系注资。而长期形成的劳动力终身雇佣制等因素也影响日本劳动力市场出清。

图表48：美国银行破产数量



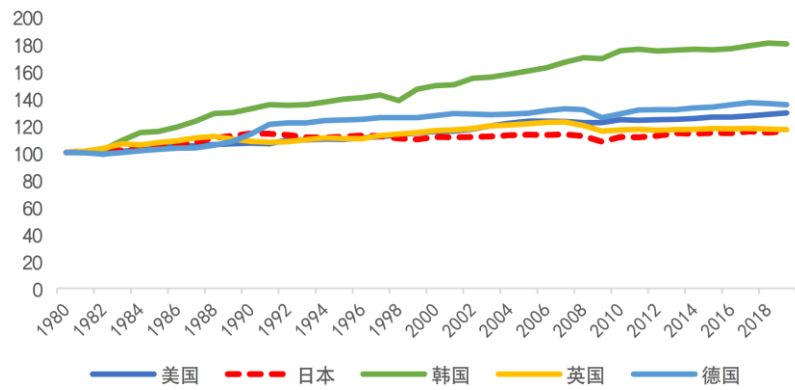
资料来源：Wind，国联证券研究所

● 美国更市场化，有效推动了生产效率的进步，有利于克服投资困境。

作为市场机制最为有效、完备的国家之一，美国充分的市场竞争更好地鼓励

了技术创新，推动了全要素生产率的提高，避免了像日本服务业部门那样长期停滞的问题。

图表49：主要发达经济体全要素生产效率（1980=100）



资料来源：Wind，国联证券研究所

5. 中国将如何实现经济复苏？

在“我国房地产市场供求关系发生重大变化”⁹的背景下，中国经济面对的一些挑战与美日当年有相似之处，也有自身的特色。

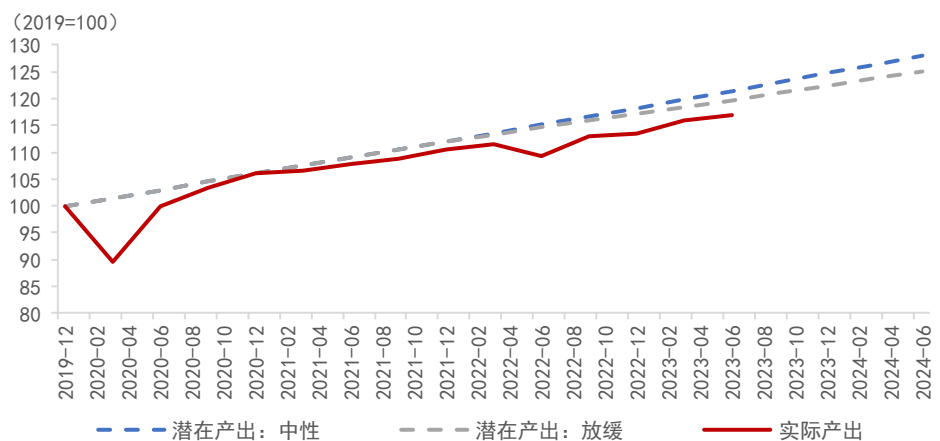
就经济增长动能的初步恢复而言，中国的金融稳定有优势，出清速度可能介于美国和日本之间；对更强有力的经济增长而言，中国去杠杆的压力可能小于日本，但仍需通过改革和创新提升实体经济的回报。

5.1 经济复苏的相似挑战

七月政治局会议指出：“我国房地产市场供求关系发生重大变化”。在中国同样走过房地产大周期拐点，许多城市地产价格出现深度调整的局面下，中国经济面临的挑战与当年日本、美国有一些相似之处：

首先，潜在增速可能台阶式下行。考虑到三、四线住房存在较多空置（《三四线地产草根调研见闻》）、许多中西部地区基础设施使用率不足等微观现象，当下实体经济的回报可能也偏低。

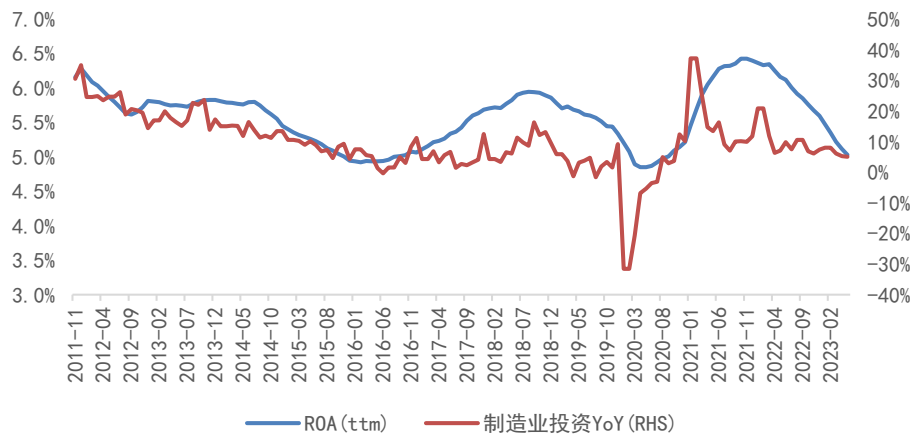
图表50：对潜在经济增速的不同估计和产出缺口



注：蓝线参考的是央行的工作论文《“十四五”期间我国潜在产出和增长动力的测算研究》，灰线是我们估计的水平。
资料来源：Wind，国联证券研究所估计

⁹ 七月政治局会议

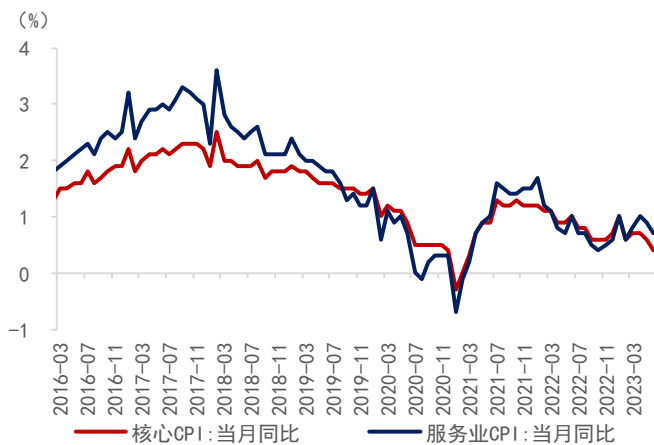
图表51：中国工业企业 ROA 正在逼近历史低点



资料来源：Wind，国联证券研究所

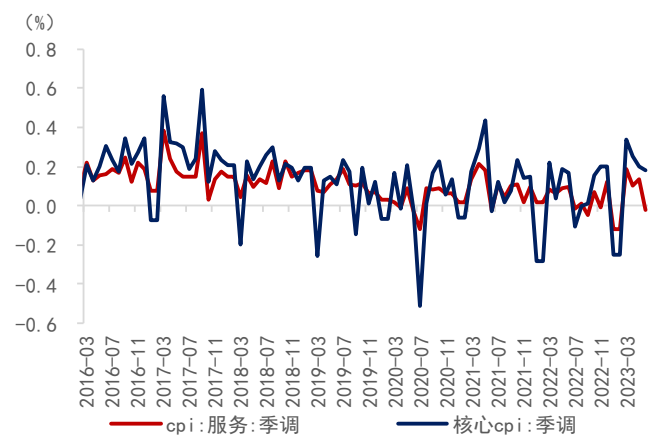
其次，居民、企业端都存在一定程度的去杠杆的压力，叠加实体经济的真实回报的下行导致消费与投资低迷，还有要素重新定价的问题，经济运行存在总需求不足和通缩双重压力。

图表52：中国核心 CPI、服务业 CPI 同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表53：中国核心 CPI、服务业 CPI 季调环比



资料来源：Wind，国联证券研究所

最后，在房地产走过长期拐点的大背景下，一些部门存在出清需求，也需要妥善应对。

从微观上看，出清是那些资不抵债（也就是资源使用没有效率）的项目和组织清算重组的过程，通常意味着相关的劳动力、土地以及其他资产从没有效率的部门流向有效率的部门。在中国地产市场销售已经明显下台阶，并且房地产价格深度调整的过程中：

- 已经过剩的地产及上下游存在出清压力，当然也应该包括允许住宅和商业物业本身按照（充分下跌以后的）市场公允价格进行交易；
- 那些基于虚高房价、地价预期而实施的项目——包括许多城投公司的基建项目——可能也有清算的要求；

考虑到城投债务支持了许多公益性项目，也有地方政府的隐性担保，清算其债务应该也包含对地方财政资源和地方的国有资本的处置安排；

- 部分参与地产和城投债务较多的中小金融机构在合适的时机可能也有注资和重组的必要。尽管得益于制度安排上的优势，中国的银行破产的风险极小，但是仍需要注资以避免出现日本银行业上世纪 90 年代的行为异化。

图表54：中国地方融资平台的资产和负债(2022)

项目	金额/比率
城投公司资产合计(亿元)	1,449,634
城投公司负债合计(亿元)	867,941
城投公司平均资产负债率(%)	59.9%

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表55：中国地产企业直接有息债风险敞口(2022)

项目	金额(亿元)
房地产开发贷款余额	126,900
国内债券余额	17,780
海外债券余额	10,391
房地产资金信托余额	12,239
总计	167,310

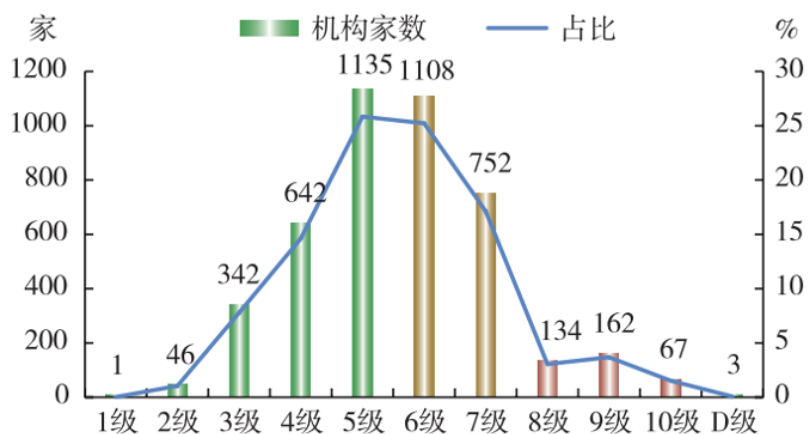
资料来源：Wind，国联证券研究所

5.2 推动中国经济增长动能初步恢复的特色优势

除与日美的相似之处外，中国经济也有一些自己的特色。从简单经济复苏的两个条件来看，金融稳定是中国的优势，中国的出清状况可能介于美国和日本之间。考虑到大量投资人直接把中国和当年的日本相比，我们认为市场一致预期过于悲观了。

首先，中国金融体系中国有金融机构占据主导，整体而言，出现金融危机的可能性有限，有利于中国经济的复苏。

图表56：中国银行业分类评级



资料来源：《中国金融稳定报告 2022》，国联证券研究所；注：评级结果按风险由低到高划分为 11 级，1-7 级为可视为在安全边界内。

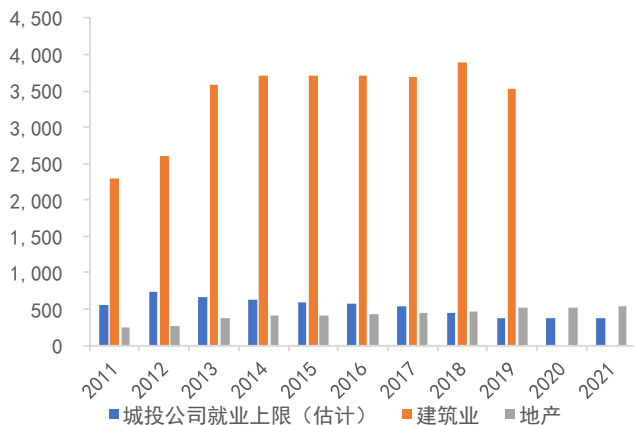
其次，中国劳动力市场出清相对较快，这也是我们对中国经济复苏较为乐观的主要理由之一。出清包括劳动力和资产市场的出清，考虑到一般而言生产函数中劳动的份额比资本更高，劳动力市场的出清对经济复苏可能更加重要。

由于地产上下游以民营企业为主，劳动力市场的出清可能好于 90 年代的受到“僵尸企业”拖累的日本。以地产和建筑业为例，其就业人员总计超过 3800 万人，而中国有企业就业不足 100 万人。在需求下滑的背景下，民营企业的劳动力出清是比较快的。比如说，根据每日经济新闻援引恒大集团年度报告进行的报道，2021-2022 年两年，恒大集团就业人员流失超过 16 万人，2022 年度雇员总成本从 2021 年度的 140.7 亿元下降至 46.3 亿元¹⁰。

当然，融资平台相关劳动力的出清可能较为迟缓，但从规模上来看，融资平台就业人员占比较小，对整体的出清影响有限。

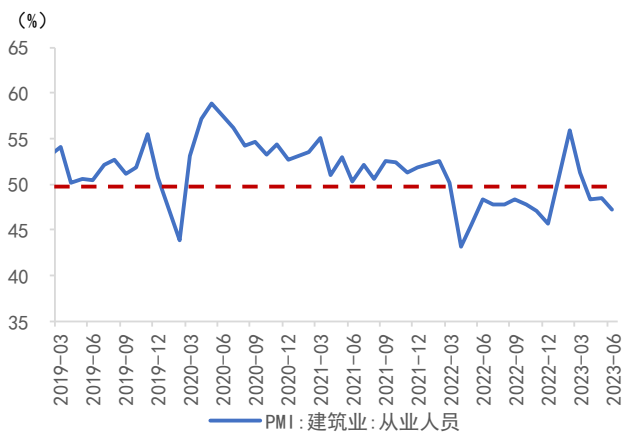
¹⁰ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1774469425398776329&wfr=spider&for=pc>

图表57：中国地产和城投公司的就业人数（万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所估计

图表58：建筑业从业人员 PMI

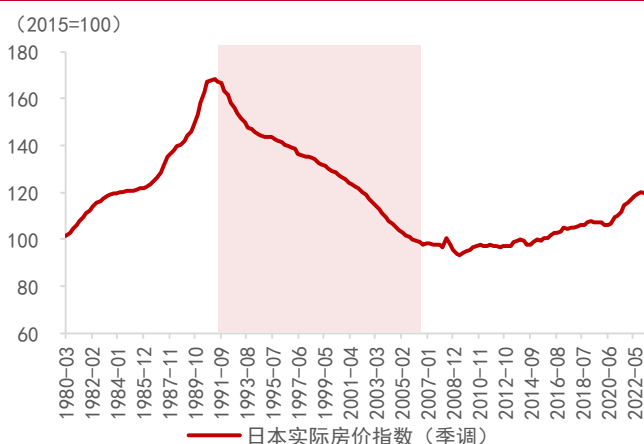


资料来源：Wind，国联证券研究所

第三，中国二手房市场本身的出清可能也好于日本。资产市场中最重要当然是地产本身，除此之外才是融资平台以及地方政府相关的资产的出清。

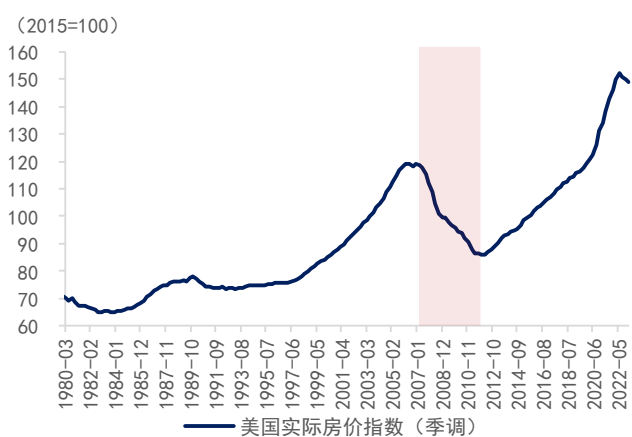
日本二手房市场的出清持续了十余年，与美国迥然不同，是相当罕见的情况，本质上还是与当年日本存在大量僵尸企业有关。由于日本大量企业参与了商业地产投资，这些企业不出清，商业物业的价格就很难全面出清。此外，劳动力市场出清时间较长可能也在相当程度上影响了日本住宅物业的出清速度。

图表59：日本房价下跌企稳历程



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表60：美国房价下跌企稳历程



资料来源：Wind，国联证券研究所

就中国来看，商业物业大量由地产公司持有，目前看占地产公司绝大多数的民营地产公司形成僵尸企业的风险或有限；另一方面如果劳动力市场出清较快，原则上二手住宅市场也有望较快实现出清。从我们调研的情况来看，大量三四线城市二手房市

场较快的价格调整也反映了这一点（《三四线地产草根调研见闻》）。

当然，地产公司降价卖房仍受到较多限制，债务违约民营地产商的相关资产的出清在“保交楼”等多方面因素的影响下，是否能够按照市场化和法治化的原则迅速出清仍然需要观察。因此，我们认为，中国二手房市场的价格可能也还没有完全吸收一手房地产市场和土地市场出清的冲击。

最后，融资平台以及地方政府相关资产的出清或需要加速。

近期，政治局会议提出制定“一揽子化债方案”。我们认为如果中国能够借助清偿隐性债务和地产大周期拐点之后城投公司被迫转型的机会，推动城投公司和地方国企进一步出清，将有利于提升资本回报，更进一步推动中国经济的复苏。

我们认为，出清需要真实资源从无效率部门释放。这一过程要充分尊重债权人的权力和市场化法治化的原则，只有在充分博弈、抹去股东权益、甚至处置资产之后实在不能偿还，再进行债务减记。需要防范一些地方政府以债务重组为名，在城投公司和地方国资的实体部门没有做出任何调整的情况下，单纯要求金融机构拉长贷款期限，减免贷款利息，实现债务滚动的行为。这种行为本质是对于无效率的部门实施补贴，可能增加形成僵尸企业的风险。

图表61：某城投公司重组方案

		贷款重组安排	
贷款重组 主要安排	债务规模	155.94 亿元	
	贷款期限	调整为 20 年	
	贷款利率	调整为 3%/年-4.5%/年	
	还本付息	前 10 年仅付息不还本， 后 10 年分期还本	

资料来源：某城投公司公告，国联证券研究所

市场化程度较高的美国处置地方政府债务危机可以为我们提供参考。美国主要遵循两条原则¹¹：首先，需要保障城市的基本公共服务继续平稳运行；在此基础上，债务处置遵循一般性的市场化原则进行，由债务人与债权人根据权益和责任共同分担损失，政府的资产可以被处置，人员和福利也可以被削减。

这一过程中，联邦政府与州政府提供的救助都较为有限。

联邦政府扮演的角色是破产法庭，主要负责受理是否通过破产申请，以及审理破产重组方案。除非联邦政府能够向国会证明这一地方政府债务危机会带来系统性风

¹¹ 孙大海，财政部政策研究室，《美国地方政府债务危机处置机制与典型案例》

险，才可能亲自介入危机的处置。

州政府则主要在地方政府申请破产前进行干预，包括监督警告、派驻专员接管地方财政等，但州政府给予的干预也非常有限——考虑到联邦破产法庭也会选择优先保障基本公共服务，州政府会控制资源投入。

比如，2011年杰斐逊郡债务危机时，亚拉巴马州政府进行了非常有限的干预，联邦政府也拒绝了其求助。为应对债务危机，杰斐逊郡政府进行了一系列人财物的出清，包括解雇部分公务员、缩减投资、减少非必要的公共服务支出，以及私有化公立医院与污水处理项目等等。

当然，从2013年美国底特律政府破产的案例来看，地方政府相关资产的出清不仅受到基本公共服务保障的限制，一些涉及公共利益的资产处置也可能受限。比如底特律的紧急管理小组曾考虑拍卖底特律美术馆中的藏品，并已聘请佳士得拍卖行进驻估价，但这一方案引发民众的普遍抗议，一个反对的主张认为，尽管藏品的所有权属于底特律市，但拍卖藏品会破坏公众信任，影响后续可能的捐赠——在不影响基础公共服务的情况下，公共资产的处置也可能存在显著的外部性。

5.3 中国经济何时复苏？

那么中国经济将何时出现复苏？IMF的统计显示，即使出现金融危机，经济衰退的持续时间平均也不超过两年；再加上一个13个月的标准差，三年以内出现经济复苏的概率超过80%。

因此，如果从2021年下半年中国经济显著偏离潜在产出水平（图表47）、部分民营地产公司出现风险事件且三四线城市房价开始明显下滑（《三四线地产草根调研见闻》）算起，我们预计，中国经济复苏的时点最迟或不晚于明年2季度，考虑到资本市场会提前反应，资本市场可能更早就逐步进入股债双牛阶段。

图表62：经济衰退时长的历史统计

经济衰退的种类		衰退时间（月）	从谷底复苏到上轮产出高点的时间（月）	产出下降幅度（%）
全部衰退	平均	14.6	12.9	-2.71
	方差	8.3	10.9	2.93
金融危机衰退	平均	22.7	22.6	-3.39
	方差	12.6	13.3	3.25
其它衰退	平均	13.4	11.8	-2.61
	方差	6.8	10.1	2.89

资料来源：“From Recession to Recovery: How soon and how strong”，IMF，国联证券研究所

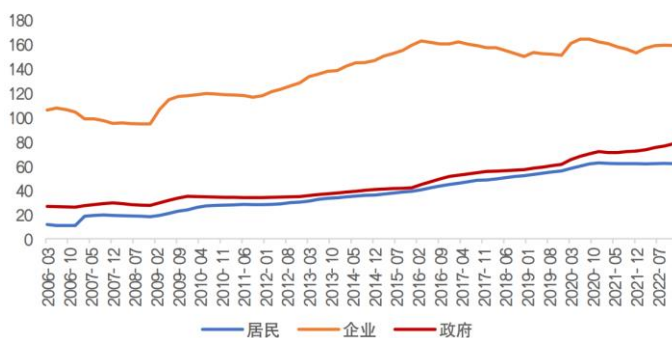
5.4 支撑中国经济更强有力增长的因素

美国和日本的经验都显示，比较强有力的经济增长的实现则需要去居民、企业部门去杠杆告一段落，更重要的是需要提高实体经济的真实回报。从这一角度来看，中国经济要实现比较强有力的复苏，也存在一些支持因素：

首先，相对而言，中国实体企业部门去杠杆的压力较小，居民部门去杠杆的压力也有望减轻。在地产市场深度调整之后，中国企业部门确实也存在一些去杠杆的需求，但是除了地产企业外，我们认为，中国的实体企业部门并没有深度参与房地产投资，去杠杆的压力可能小于美国和日本。比如，中国商业地产虽然也经历了广普的下跌，但是一方面其市值规模较小，另一方面商业地产主要由地产公司持有，对其他企业部门与居民部门的影响相对有限——这与日本当年的情况完全不同。

此外，存量房贷利率下调的措施落地后，也有望减轻居民部门去杠杆的压力。

图表63：中国三大部门杠杆率水平（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

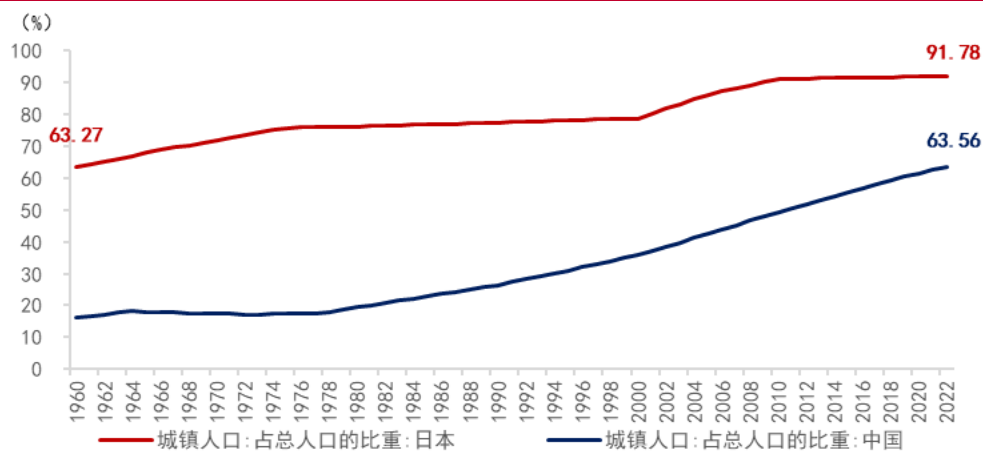
图表64：中国商业物业以地产公司持有居多

城市	近年土拍常见的自持比例要求
北京	50%-100%
上海	40%-100%
广州	50%-70%
南京	50%以上
东莞	45%以上
成都	50%以上
杭州	平均 10%左右

资料来源：各地住建官网，国联证券研究所

其次，中国城镇化仍有较大潜力。从影响长期潜在经济增速和实体经济真实利率的因素来看，虽然当前中国人口老龄化的压力高于1990年的日本，但是中国城镇化的水平仍然低于当时的日本，这意味着中国城镇人口仍有增长的空间。这将有利于地产库存的去化和稳定城镇资本投资回报。

图表65：中日城镇化率对比



资料来源：Wind，国联证券研究所

第三，中国通过技术创新提高生产效率的机会可能也好于日本。从中国抓住互联网经济、新能源汽车等技术革命浪潮的情况来看，中国国内的竞争环境可能也优于日本，有利于全要素生产效率的提升和维持潜在经济增速。

当然，中国仍然需要更大力度推进各种领域的体制改革，取得科技突破，这才是中国长期维持竞争力、提振实体经济回报的根本举措。

6. 出清与复苏：中国的案例（1997-2002）

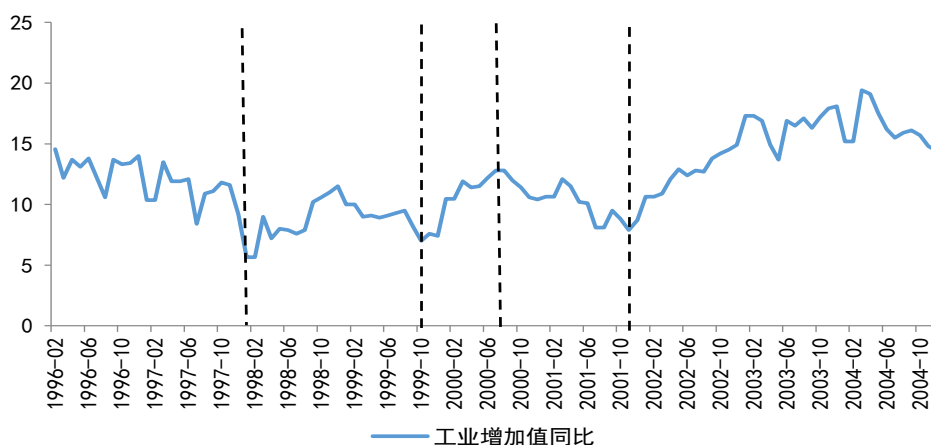
实际上，中国走出亚洲金融危机的经历，正是市场出清推动中国经济走向复苏的一个范例。

1997年亚洲金融危机对中国经济构成了重大冲击，叠加此前经济过热时期的一些过度投资，中国逐步出现了比较严重的产能过剩、金融风险 and 通货紧缩。

应对经济下行的压力，政府一方面采取了积极的财政政策稳定总需求，另一方面大力关闭过剩产能并进行了一系列改革，包括国企改革、住房市场化改革、剥离银行业不良贷款和金融业改革等等。

具体而言，我们把这一段历史划分为1997年中-1998年初，1998年初-1999年底，1999年底-2000年中，2000年中-2001年底，2002年以后五个阶段。

图表66：工业增加值（1996-2004，%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

6.1 1997年中-1998年初：外部需求冲击中国经济

1997年，受到亚洲金融危机的冲击，我国的出口增速出现了大幅下滑。虽然当时投资增速仍然比较平稳，但工业生产总体下滑明显。伴随着总需求下滑，这一时期CPI持续下滑，PPI也温和下滑。

对此，央行迅速调整了货币政策，大幅降低了基准利率。但是这些政策调整并没能立竿见影产生效果，信贷需求依然不振，M2增速持续滑落。

图表67：固定资产投资同比增速（1997-2003）



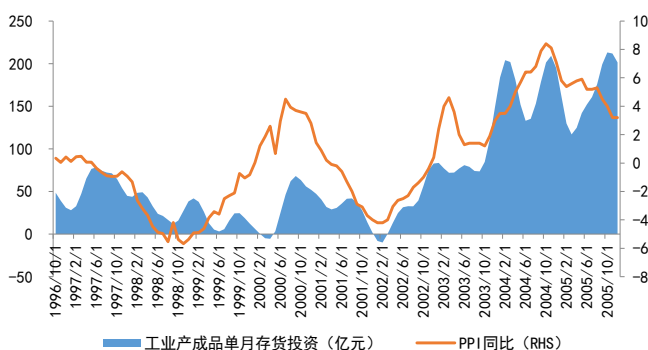
资料来源：Wind，国联证券研究所

6.2 1998 年初-1999 年底：主动与被动去库存

1998 年，外需的持续下滑迫使政府采取积极的财政政策刺激经济，政府发行了大量长期国债，固定资产投资特别是基建投资出现剧烈反弹。

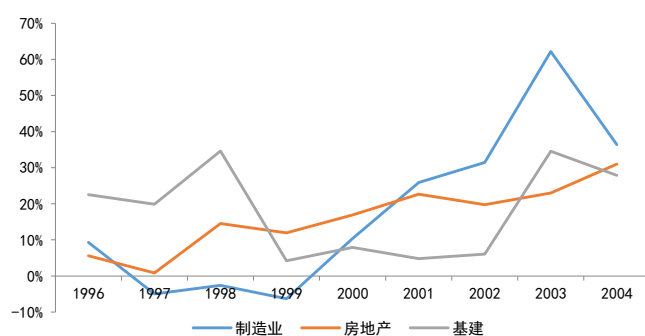
但同时，企业表现出了主动去库存的特征。工业品存货投资的大幅下滑，导致生产偏弱。伴随着大规模的去库存，工业品价格也出现显著下滑，更进一步提升了企业部门去库存的意愿。总需求疲弱也不可避免导致 CPI 持续下滑，经济进入到了通缩阶段。

图表68：存货投资(亿元)和PPI同比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表69：我国制造业和基建固定资产投资



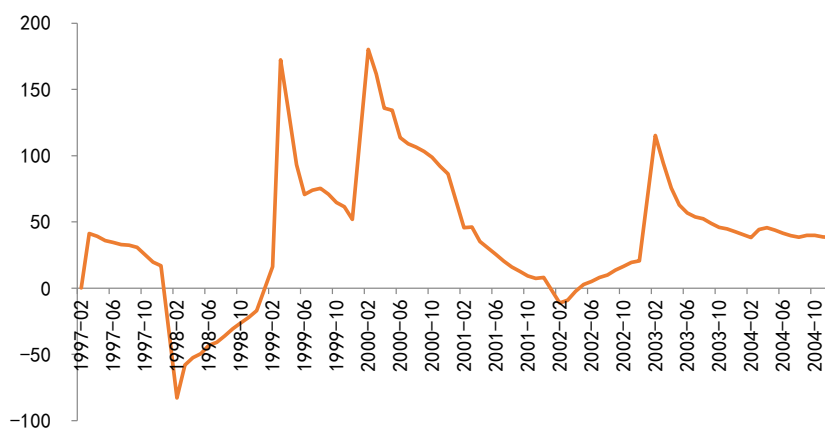
资料来源：Wind，国联证券研究所

1999 年，政府持续实施了积极的财政政策，但是政策边际效用开始消退，固定资产投资特别是基建投资同比增速下行明显。尽管伴随着全球经济进入一轮复苏周

期，中国的 PPI 指数显著反弹。但是由于对经济极度悲观，企业仍然在去库存而非加速生产。

货币政策方面，1998-1999 年，央行持续降息。企业利息支出的减少和工业品价格反弹推动了企业盈利恢复，制造业投资在 1999 年见底开始反弹。

图表70：企业盈利累计同比增速（%）



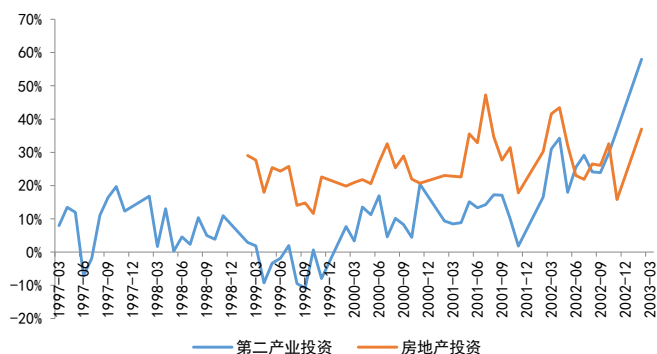
资料来源：Wind，国联证券研究所

6.3 1999 年底-2000 年 Q3：复苏曙光初现

这一阶段，企业盈利恢复和国企改革取得一定成效，以制造业为主的工业部门投资开始恢复增长。而在经历住房改革之后，房地产投资也出现加速。同时，存货投资方面，国际经济复苏中后期大宗商品价格的持续上涨终于触发了补库存的投资。

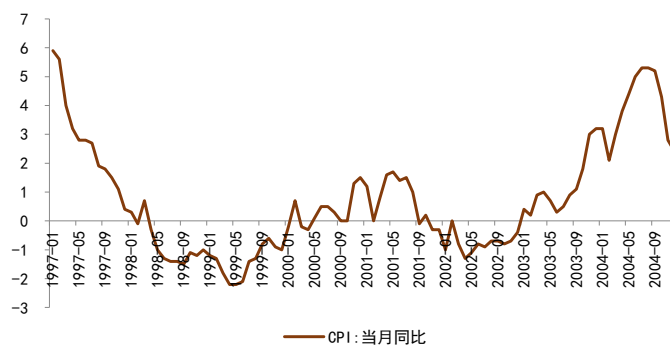
由于总需求回暖，CPI 在这一阶段走出通缩的区间，工业品价格也持续上行。同时，在央行维持基准利率稳定的情况下，M2 增速也有所反弹。

图表71：第二产业和房地产投资当月同比(1997-2003)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表72：消费者价格指数（1997-2004，%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

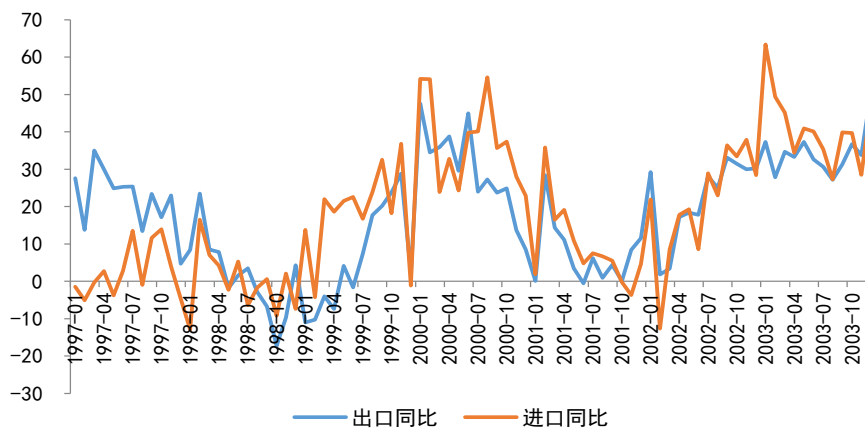
6.4 2000年Q4-2001年底：全球衰退打断中国经济复苏

美国经济在2000年一季度左右开始见顶回落，随后出现纳斯达克泡沫破灭，美国及全球经济的下滑持续到了2001年“911”事件以后。这对国内经济复苏产生了较大的影响。

首当其冲的是贸易部门，中国的出口业从约2000年初开始下行。净出口占GDP的比重在2000和2001年持续下降，对国内总需求形成了新的冲击。其次，大宗商品价格特别是原油价格的下滑在2000年四季度左右触发了国内工业企业的去库存。

总需求回落导致通货紧缩卷土重来，这一阶段M2的同比增速也略有下滑，与经济偏弱的表现基本一致。

图表73：中国进出口金额增速同比（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

6.5 2002 年以后：经济全面复苏

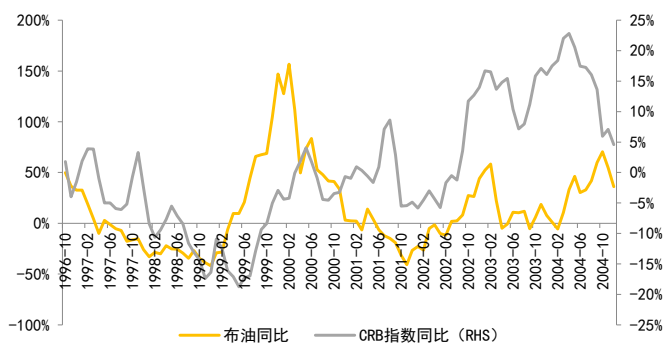
2002 年一季度以后，美国经济和全球经济开始走出 2001 年衰退的阴影。中国出口大增，贸易盈余对 GDP 的贡献显著扩大。

在房地产和基建投资相对平稳的情况下，制造业投资增速的显著抬升构成经济增长的又一个主要动力。除此之外，国际大宗商品价格全面反弹，触发新一轮工业品补库存投资。

随着总需求的全面回暖，PPI 与工业生产几乎同时反弹，CPI 指数稍微滞后，中国经济在 2002 年底全面走出通缩。

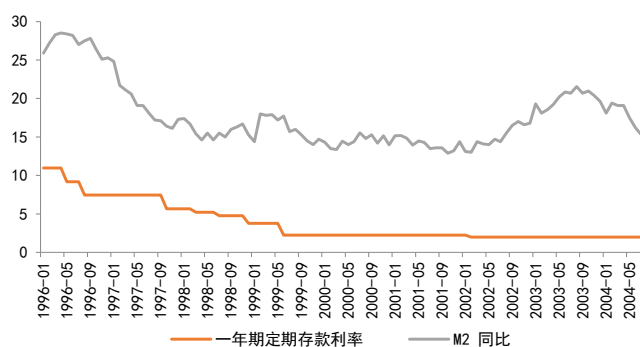
央行在 2002 年初完成了这轮经济调整最后一次降息，说明决策者对于当时经济的判断并不乐观。但此后 M2 意外的大幅扩张表明即使是央行也未能提前判断出经济已经为进入新一轮繁荣周期做好了准备。

图表74：全球大宗商品价格同比增速（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表75：货币政策利率与 M2 同比增速（1996-2004，%）



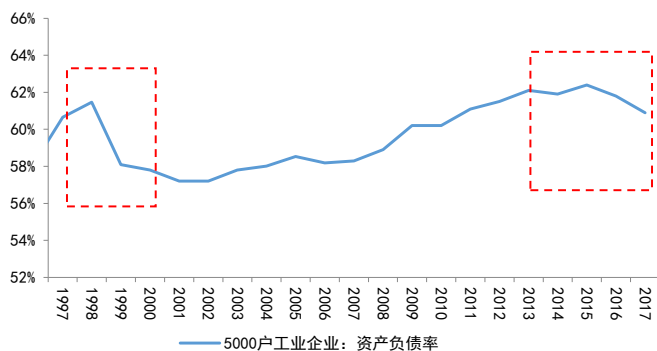
资料来源：Wind，国联证券研究所

回顾该轮经济复苏，1999 年是中国经济真正的拐点，超出市场预期，其中市场出清发挥了关键作用，制造业投资与工业企业盈利成为经济复苏的支撑因素。自 1999 年底煤炭纺织去产能取得实质进展，经济就因为制造业投资反弹出现了真正的拐点。此后，经济整体的表现不断超出预期，即使是存在外部冲击的情况下。可以说，1999 年-2000 年市场出清后，企业盈利的恢复是制造业投资出现反弹的关键，而制造业投资反弹是提升经济增长韧性的的重要因素。

这轮复苏超出市场乃至政策制定者预期的原因在于，经济是通过供给出清创造了需求，而一般情况下市场观察追踪的是需求的扩张。在正式进入全面繁荣之前，市场的一致预期一直比较悲观。而实际上，每次经济向上的拐点几乎都是出乎意料的，

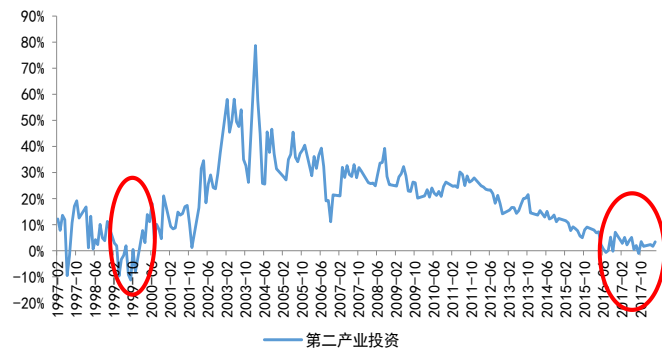
甚至连政策制定者都难以预料。

图表76: 供给出清中, 工业企业资产负债率下降



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表77: 供给出清之后, 工业部门出现投资回升的势头



资料来源: Wind, 国联证券研究所

7. 风险提示

政策与预期的不一致: 若政策落地时间与力度有所变化, 则相关领域的增速可能不符合我们的预期。

出清程度弱于预期: 则经济修复速度可能低于预期。

地缘政治风险: 如果出现地缘政治事件, 则出口可能不符合我们的预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼