



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 涵煦徐行，蓄势而动

——周期叠加下的转型节点与政策布局

西南证券研究发展中心  
宏观研究团队  
2023年8月

# 概述

- **周期叠加下的预期目标：二阶发力点与转型节点。**从周期视角看，目前我国处于新一轮长周期的初期与第五轮中周期的二阶复苏期，疫情后的第二轮短周期已近尾段，慢补库带动小周期回升可期。年初以来政策集中于十大领域，消费、制造业、民生就业、支持中小微企业等是重点。从经济增长看，三、四季度受低基数消退及修复波折性影响，GDP增速或在4.2%-4.8%，全年5%左右依然可期，投资端，房地产供需两端仍低迷，后续认房不认贷、存量房贷利率下调等落地后，对市场提振效果待观察；基建在三季度专项债发行加快下或有较好表现；消费端，二季度消费边际转弱，四季度有望回升，但全年增速难回疫情前；通胀方面，CPI在8月后或触底回升，库存位于低位，PPI料将进入上升区间；出口在外需偏弱下短期延续回落，中期有望企稳，全年进口增速有望回升至-4.5%左右。
- **财政与货币的协同效应：宽货币打底、财政稳进。**2011年后，我国财政与货币政策多种创新工具使用，进入了持续宽松期，目前看这一周期仍将持续。**财政方面**，今年1-7月财政收支放缓，进度偏慢；新增专项债限额已发行8成，三季度节奏有望加快。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，特殊再融资债券、SPV等工具的推出具有较大可能性，此轮特殊再融资债券或发行1.5万亿，可能涉及12个地方债务压力较大的省份和地区。**货币政策方面**，年内将保持宽松态势，降准降息可期，中期利率走廊、人民币汇率对降息空间约束较弱。此外，借鉴海外流动性危机后政策，宽货币收效较低，财政配合货币政策多管齐下对经济恢复较为有效。
- **热点关注：改革提升与产业新布局下的投资机会。****热点一：国改深化提升**，探索建立健全ESG体系，进一步提升市场对国企业的价值认可，央企方面，提高市值的方式包括吸收合并、资产重组、跨市场运作等，将资源向央企集团旗下优势企业和主业企业集中，逐步形成“一业一企、一企一业”的新格局，地方国企在政府引导基金的帮助下在战略性新兴领域做大做强，进入资本市场融资并实现国有资本增值，从而增加地方政府的税收及分红。**热点二：科技产业突破。**目前中央层面科技型企业改革政策体系已相对完备，国家级产业基金在未来产业发展中将起到重要推动作用，据不完全统计，2011年以来设立的国家级基金约有22个，总规模约为2.76万亿元，近期较为活跃的基金所投项目主要有：芯片、半导体、工业母机及机器人，新材料等领域。**热点三：对外开放新布局**，促进内外贸一体化发展，“一带一路”合作倡议及中非合作贸易推进加速，内外联动在“一带一路”沿线进行产业发展新布局，新建产业园区加强技能和技术转让。
- **他山之石：日本经济泡沫破灭后的政策应对。**日本在1990年左右经历了资产泡沫的破灭，我国目前也面临着资产负债表扩张放缓、老龄化、青年失业率较高等问题，我们梳理了过去三十年日本政府所采取的政策措施，总结其中得失。财政政策方面，主要采取了减税、扩大支出、大量发行国债以及财政货币化等措施；货币政策方面，不断创新货币政策工具，政策利率逐步降至零以下，政策目标向数量型转变，开启QE和QQE；产业政策方面，在产业空心化和老龄化问题愈发突出的背景之下，日本政府更倾向于支持知识密集型的行业，并采取了一系列产业活性化的措施。

**风险提示：国内经济复苏低于预期，海外货币政策紧缩超预期，地缘政治风险。**

# 目 录

---

◆ **周期叠加下的预期目标：二阶发力点与转型节点**

◆ **财政与货币的协同效应：宽货币打底、财政稳进**

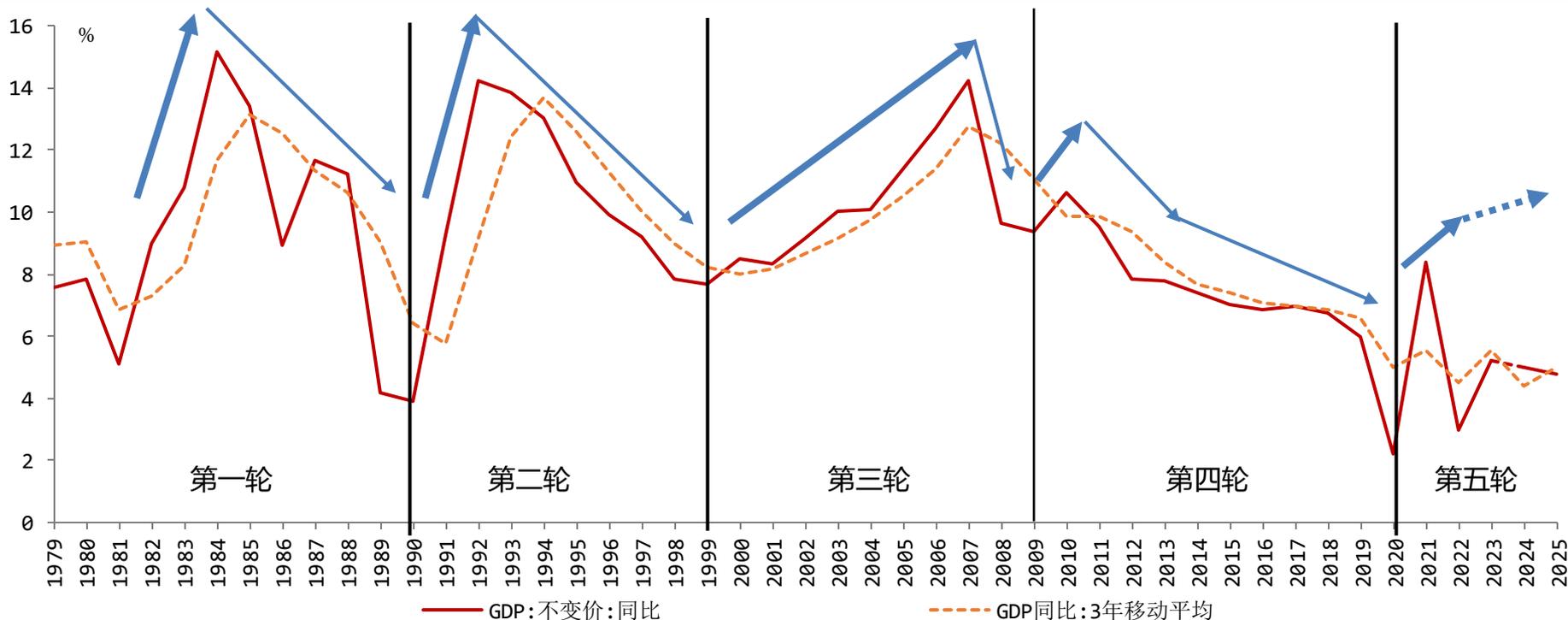
◆ **热点关注：改革提升与产业新布局下的投资机会**

◆ **他山之石：日本经济泡沫破灭后的政策应对**

# 1 周期叠加下的预期目标：二阶发力点与转型节点

- 目前我国处于新一轮长周期的初期与第五轮中周期的二阶复苏期。从经济的扩展与收缩周期来看，长周期50-60年，通常由重大创新带来的生产技术和效率极大提高引发，目前我们处于数字经济的转型期，也是新一轮长周期的初期阶段，中周期通常有9-10年，1978年改革开放以来，按照“谷-谷”形态划分，目前我们处于第五轮中周期。从经济周期的波形来看，第一、二轮属于“前峰型”，第三轮是“后峰型”，第四轮切换回“前峰型”，并出现了二阶下探的形态，目前处于第五轮中周期，如果与上一轮的波形呈对称形态，考虑到疫情的冲击影响，二阶复苏期可能持续至2025年。

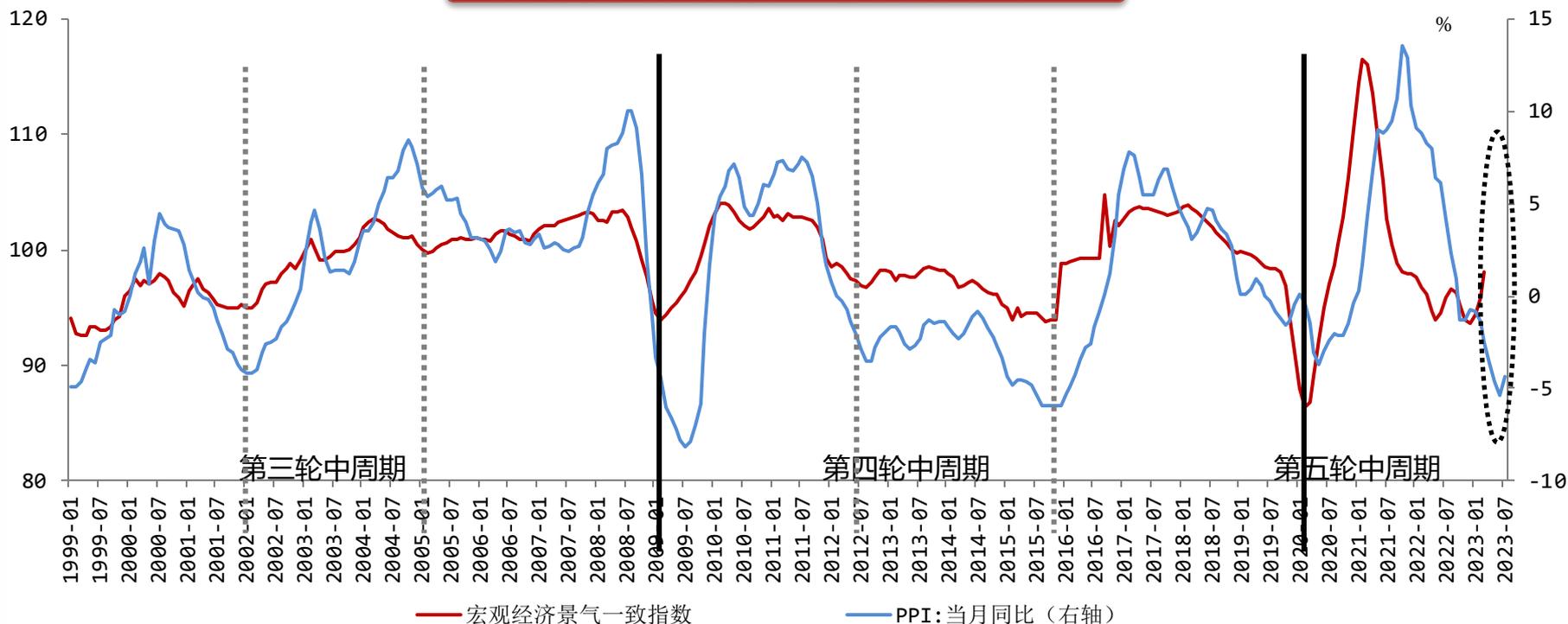
## 我国当前处于1978年以来的第五轮中周期



# 1 周期叠加下的预期目标：二阶发力点与转型节点

- **疫情后的第二轮短周期已近尾段，慢补库带动小周期回升可期。** 一个中周期中通常包括3个短周期，短周期波动受国内外经济环境、货币投放、财政政策、产业政策导向等影响，1999年以来我国经历了6轮完整的短周期，疫情前的5轮周期平均长度为41个月，与40个月的存货周期基本一致。疫情后第一个短周期拉长至49个月，目前，处于疫情后的第二个短周期（已有41个月），考虑到疫情对周期拉长的影响在减弱，以及PPI增速与产成品库存增速较强的一致性，PPI在7月已出现触底回升，国内经济可能在今年四季度至明年一季度迎来新一轮补库，从而带动小周期回升。

我国目前处于疫后第二短周期的尾声阶段



# 1 周期叠加下的预期目标：二阶发力点与转型节点

- 分区域来看，上半年31个省市自治区中有15个省市的GDP增速超过全国增速5.5%，东部地区的平均增速最快，其次是东北和西部地区，最后是中部地区。上半年，受基数影响上海增速最快，海南、西藏、吉林等增速也较快，江西、广西和湖南等增速较低。与一季度相比，除天津外，东部地区二季度增速均加快，对全国经济增长有明显带动。

各省上半年经济增速对比

地区	省市	2023年GDP增速目标	2023年上半年GDP同比增速	2023年上半年 vs 一季度增速 (个百分点)	地区	省市	地方两会2023年GDP增速目标	2023年上半年GDP同比增速	2023年上半年 vs 一季度增速 (个百分点)
东部地区	北京	4.5%以上	5.5%	2.4	西部地区	内蒙古	6%左右	7.3%	1.7
	天津	4%左右	4.8%	-0.7		广西	5.5%左右	2.8%	-2.1
	河北	6%左右	6.1%	1.0		重庆	6%以上	4.6%	-0.1
	上海	5.5%以上	9.7%	6.7		四川	6%左右	5.5%	1.7
	江苏	5%左右	6.6%	1.9		贵州	6%左右	4.4%	1.9
	浙江	5%以上	6.8%	1.9		云南	6%左右	5.1%	0.3
	福建	6%左右	3.8%	2.1		西藏	8%左右	8.4%	0.2
	山东	5%以上	6.2%	1.5		陕西	5.5%左右	3.7%	-1.6
	广东	5%以上	5.0%	1.0		甘肃	6%	6.8%	0.1
	海南	9.5%左右	8.6%	1.8		青海	5%左右	6.8%	1.7
中部地区	山西	6%左右	4.7%	-0.3	宁夏	6.5%左右	6.5%	-1.0	
	安徽	6.5%左右	6.1%	1.3	新疆	7%左右	5.1%	0.2	
	江西	7%左右	2.4%	1.2	东北地区	辽宁	5%以上	5.6%	0.9
	河南	6%	3.8%	-1.2		吉林	6%左右	7.7%	-0.5
	湖北	6.5%左右	5.6%	0.5		黑龙江	6%左右	4.7%	-0.4
	湖南	6.5%左右	3.6%	-0.5					

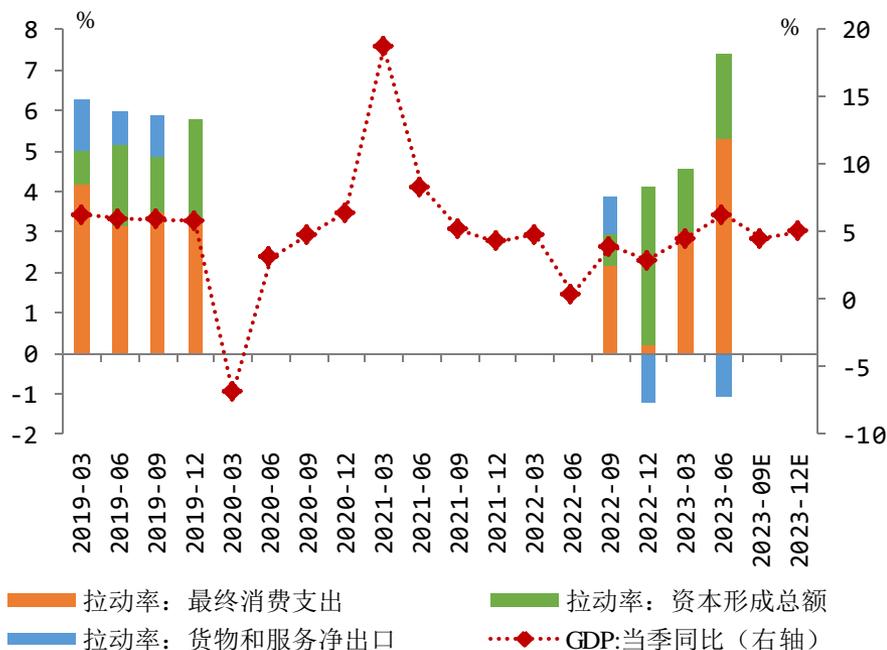
注：红色字体为高于全国增速，绿色字体为低于或等于全国增速，2023年上半年增速是5.5%；橙色底色为上半年增速较一季度增大，绿色底色为增速较一季度减小。

数据来源：wind、各省市人民政府、统计局，西南证券整理

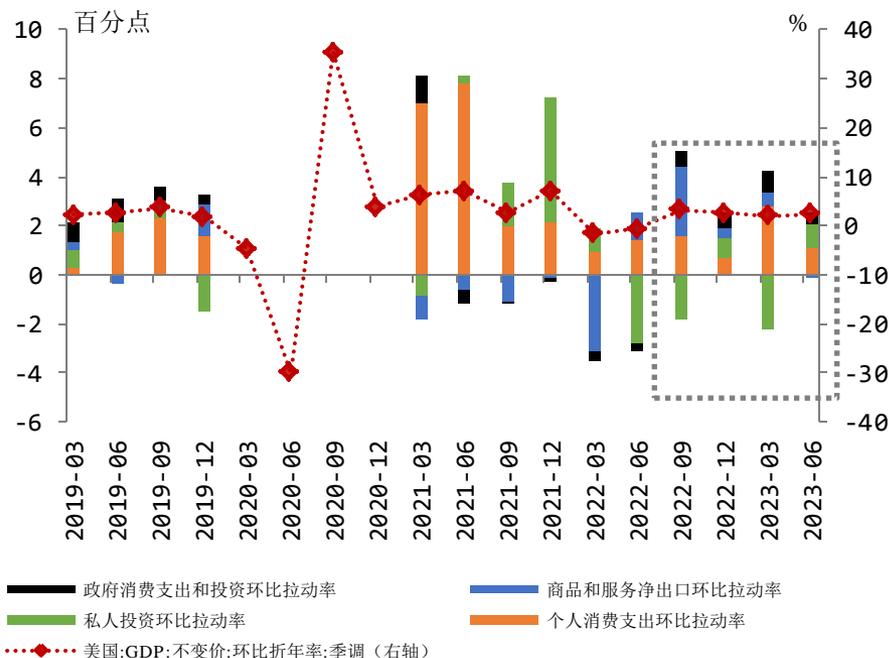
# 1 周期叠加下的预期目标：二阶发力点与转型节点

国内疫后增长主要驱动力在内循环，5%全年目标力保不破。国内疫情限制全面放开后，上半年经济增速5.5%，从结构来看，一季度、二季度消费对经济的拉动率明显抬升，这与美国疫后消费修复的状态较为类似；国内投资拉动率也体现出较强的韧性，与美国疫后初期的投资相比对经济的支撑力更强；净出口受内外部因素影响，二季度以来对经济的拉动率明显下行。7月政治局会议后，政策组合拳频出，8月，国务院第二次全体会议上强调“确保完成全年目标任务”，我们预计三、四季度受低基数消退及修复波折性影响，增速或在4.2%-4.8%，全年5%左右的增速依然可期。

### 疫情后内循环对国内经济的拉动率上升



### 2023年美国消费拉动率向疫情前回归



数据来源：wind、西南证券整理

www.swsc.com.cn

# 1 周期叠加下的预期目标：二阶发力点与转型节点

- 我们对今年以来国务院及部委出台的政策措施按月度进行分类统计，主要集中于十大重点领域，消费、制造业、民生就业、支持中小微企业等是重点。截至8月末，出台的主要政策总计95条，其中国务院共发布15条。政策频次逐季递增，1-3季度分别为26、30、39条，7、8月份政策密集推出，支持中小微企业、活跃资本市场等新增政策显著增加。国务院发布的政策主要集中在民生和就业、稳外贸稳外资以及基础设施建设等领域。

2023年以来国务院及主要部委的政策发布频次

政策支持领域	2023.1	2023.2	2023.3	2023.4	2023.5	2023.6	2023.7	2023.8	总计
消费	1		3	1	2	4	6	1	18
民生和就业	2		2	1	1	2		2	10
制造业	4	2	1	4	1	2	3		17
房地产	1	1			1	2	2		7
基础设施建设	1	1	1	2	1	1	2	1	10
中小微企业			1			1		8	10
民营经济							2	2	4
活跃资本市场								6	6
乡村振兴	2	1				2		1	6
稳外贸稳外资	1	1		1		1	1	2	7
<b>合计</b>	<b>12</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>23</b>	<b>95</b>

注：以上统计截至8月24日。

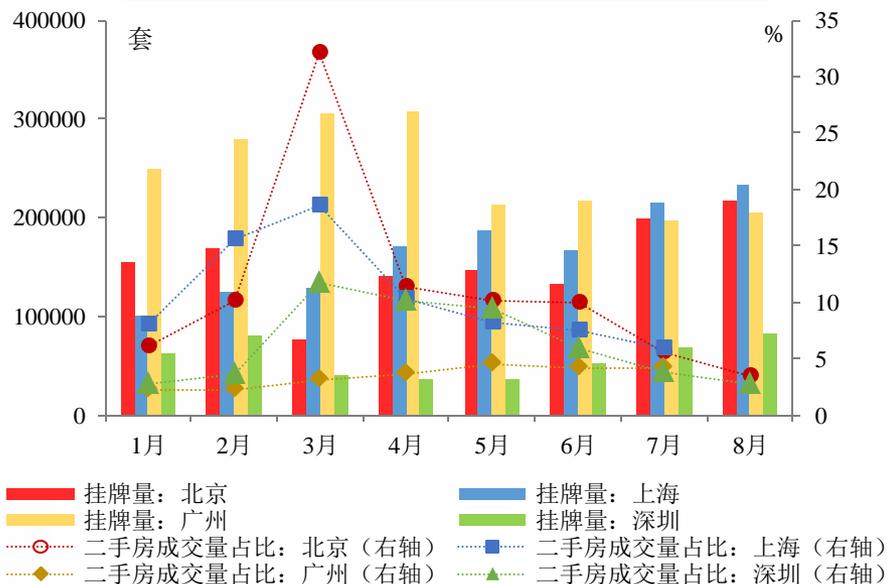
资料来源：国务院、央行、财政部、发改委、商务部、住建部、工信部等官网，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

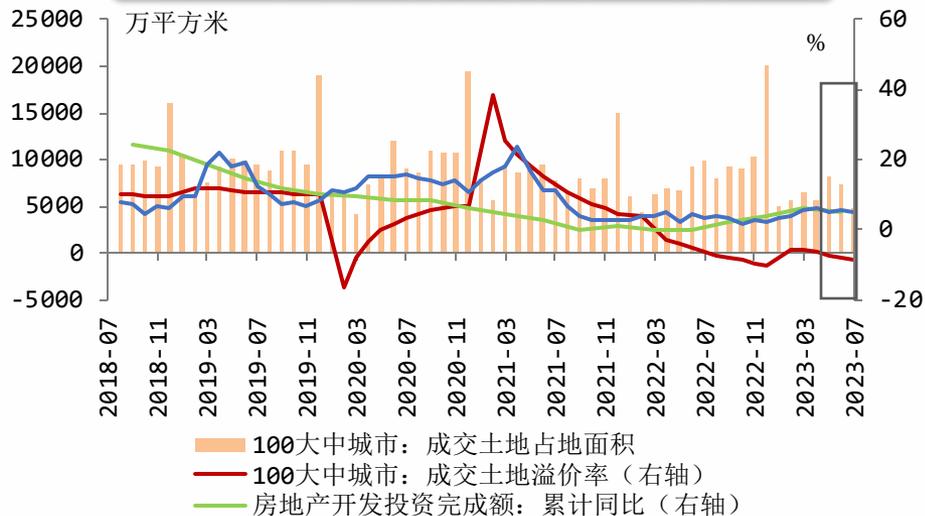
# 1 周期叠加下的预期目标：二阶发力点与转型节点

□ 供需两端仍低迷，二手房热度持续回落。销售端来看，7月商品房销售面积同比下降24.1%，相比6月降幅略有收敛，新建住宅成交价格下行，一线城市二手房成交量下行、挂牌量上升；投资端来看，7月100大中城市成交土地占地面积为4811.8万平方米，同比下降51.1%，降幅较上月扩大31.2个百分点。土地溢价率也由6月的5.84%回落至5.05%，房地产开发投资同比降幅扩大至-8.5%。

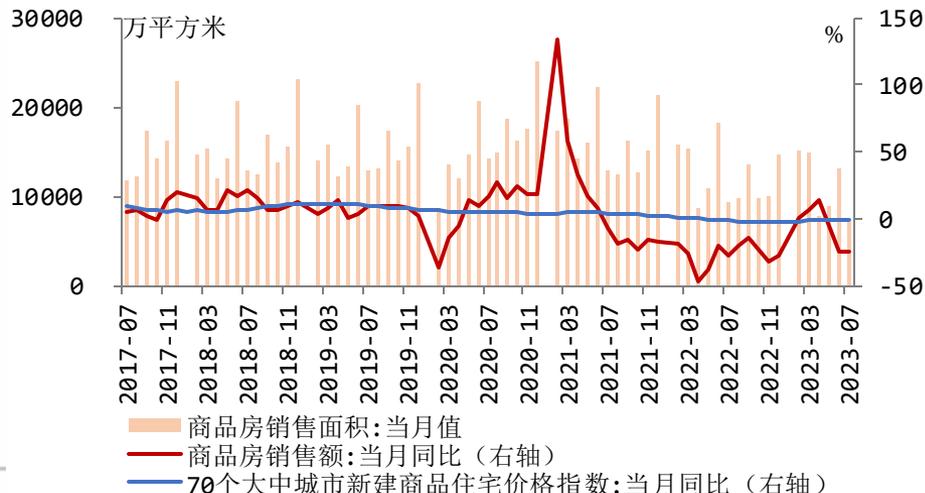
## 一线城市二手房挂牌量与成交量占比



## 4月后房地产投资增速与土地溢价率走低



## 5月以来商品房销售价格与总额同比负增长

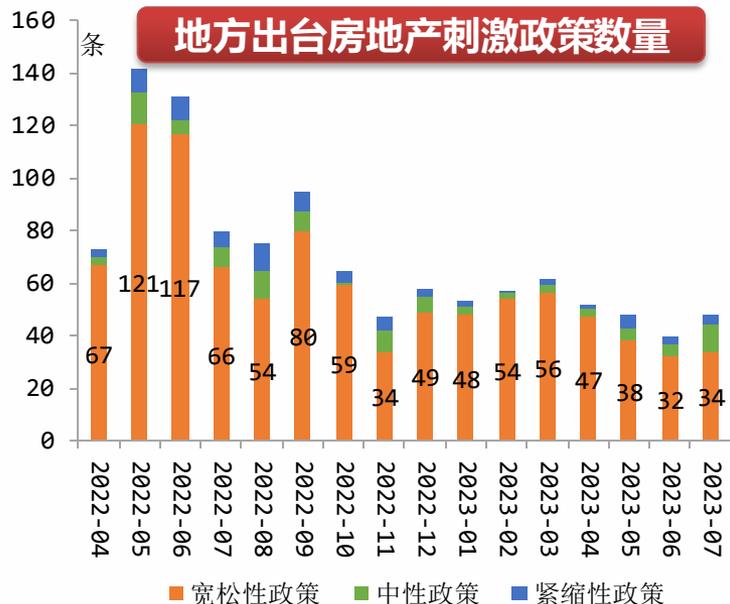


www.swsc.com.cn

数据来源：wind、诸葛找房、上海中原研究院，西南证券整理；  
注：在售挂牌量截至8月20日，销售量占比截至8月24日

# 1 周期叠加下的预期目标：二阶发力点与转型节点

□ 7月以来，中央和地方房地产调控政策出台频次高于此前，尤其是在中央政治局会议定调“适时调整优化房地产政策”后，国务院及部委频频发声，存量房贷利率下调在即、认房不认贷在各地陆续落地。7月，地方出台房地产调控政策48条，其中宽松性政策34条，较6月有所增加。



数据和资料来源：中国政府网、各省市政府官网、中房研协测评研究中心、wind、西南证券整理  
www.swsc.com.cn

## 7-8月中央和主要城市房地产刺激政策出台情况

日期	中央	主要政策内容
7月10日	央行、国家金融监督管理总局	延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限。
7月24日	中央政治局会议	适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。
7月27日	住建部	进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施。
7月31日	国务院	要调整优化房地产政策，根据不同需求、不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政策举措，加快研究构建房地产业新发展模式。
8月1日	央行	因城施策精准实施差别化住房信贷政策，继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行，更好满足居民刚性和改善性住房需求。指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。
8月17日	央行	加大对城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度 延续实施保交楼贷款支持计划至2024年5月末。
8月18日	央行、金融监管总局、中国证监会	积极推动城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设。调整优化房地产信贷政策。
8月25日	住建部、央行、金融监管总局	居民家庭申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。

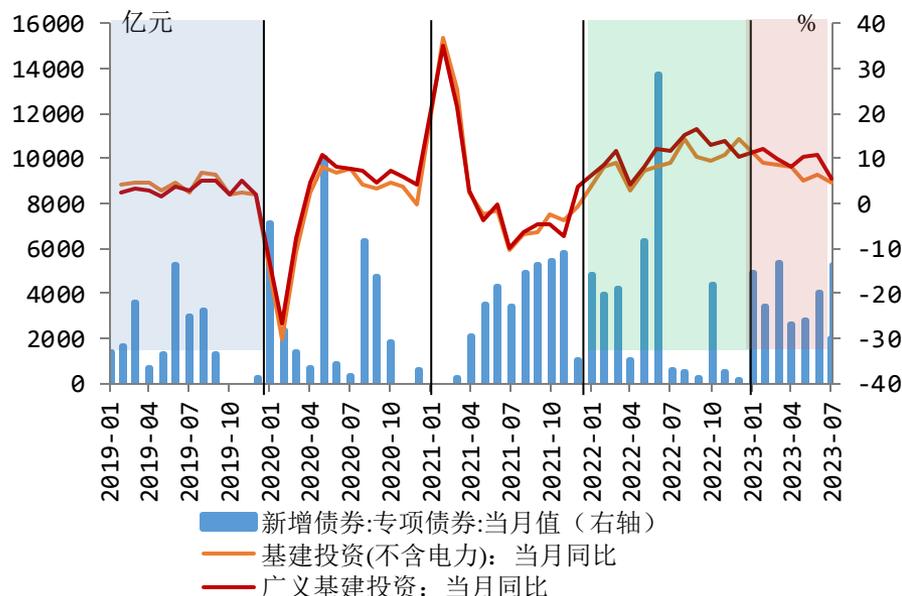
  

日期	城市	主要政策内容
7月3日	深圳	调整住房公积金缴存基数，发布保障房“1+3”新政
7月6日	厦门	调整2023年度住房公积金缴存基数和缴存比例
7月10日	温州	家庭住房公积金最高贷款额度调整至100万元，二手房可带押过户
7月12日	珠海	多子女家庭首套公积金最高贷款额度可上浮20%
7月28日	合肥	大胆稳妥推进商品房“现房销售”试点，大力推动货币化安置、房票安置等多元化安置方式等
8月3日	郑州	明确落实“认房不认贷”，未开工建设的安置房，原则上以货币化安置为主等
8月4日	南京	对购买新建商品住房实施补贴，对集体土地房屋征收推行房票安置
8月8日	太原	支持居民换购住房退还个人所得税等
8月16日	金华	2021年8月3日至2022年6月9日期间在市区范围内购买的新建商品住宅和二手住宅，不再执行限售限制政策。
8月17日	南昌	首次购房首付比例最低执行20%，二套房首付比例最低执行30%

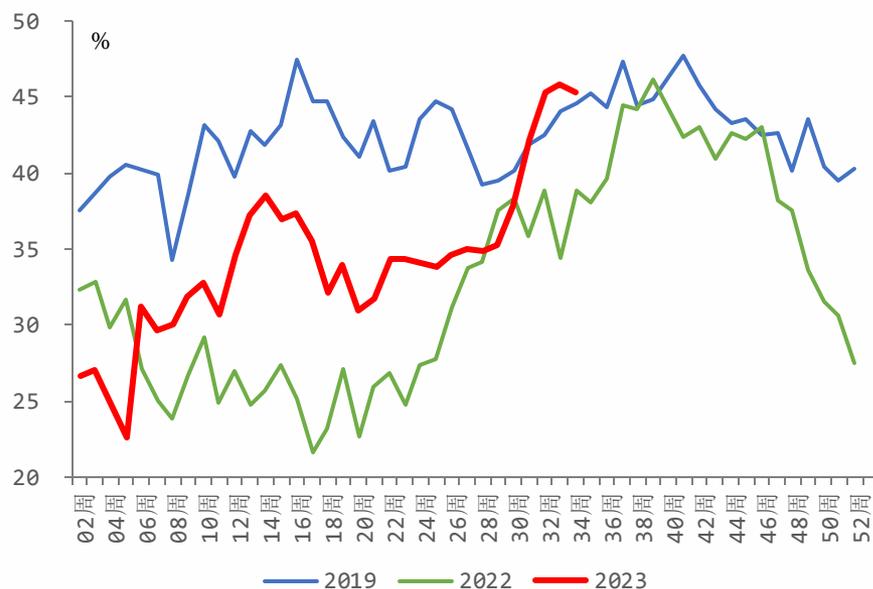
# 1 周期叠加下的预期目标：二阶发力点与转型节点

- **基建投资仍保持较快增长，新基建推进成效显著。**1-7月，广义基础设施建设投资同比增长9.4%，增速较1-6月下滑0.7个百分点，目前维持全年增速9%左右的判断。上半年，新建投资同比增长16.2%，占全部基础设施投资的比重较去年同期提高0.4个百分点，其中5G、数据中心等信息类新型基础设施投资增长13.1%，工业互联网、智慧交通等融合类新型基础设施投资增长34.1%，均高于总体基建投资增速。
- **三季度专项债发行有望加快，8月基建投资或有较好表现。**截至8月25日，新增专项债发行进度已接近80%，有望在9月底前发行完毕，10月底前使用完毕，对下半年基建投资增速有所支撑。从高频数据上看，8月以来石油沥青装置开工率逐步回升，截至8月第四周，8月石油沥青装置开工率平均约为44.7%，较7月均值上升了8.9个百分点，8月基建投资增速或有边际回升。

### 专项债发行对基建投资形成支撑



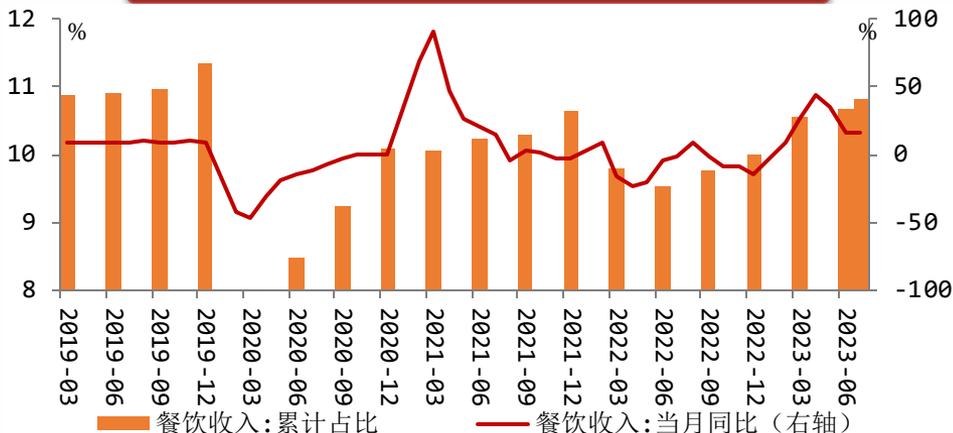
### 石油沥青装置开工率8月回升较快



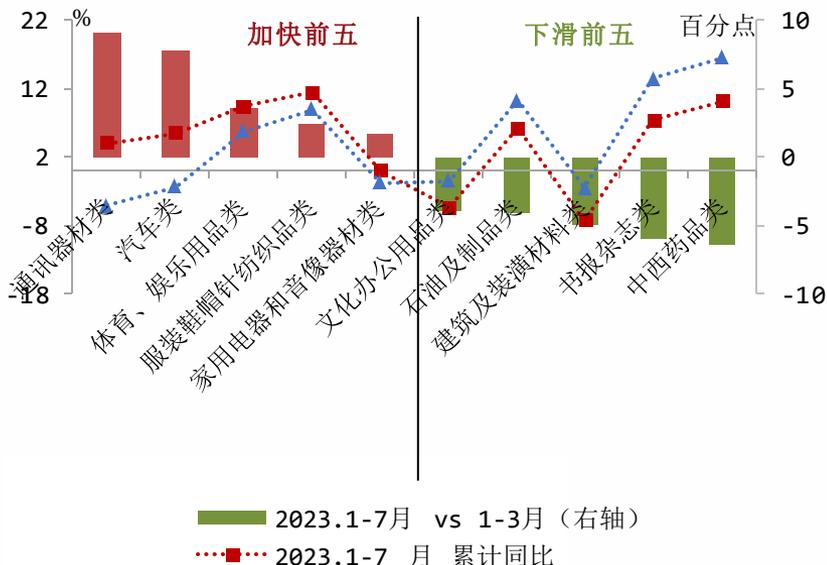
# 1 周期叠加下的预期目标：二阶发力点与转型节点

□ 二季度消费边际转弱，四季度有望回升，但全年增速难回疫情前。1-7月同比增长7.3%，7月，社会消费品零售总额同比仅增长2.5%，低于6月0.6个百分点，连续三个月增速下行，一季度疫后报复性消费释放后，二季度后消费疲态逐渐显现，三季度后消费刺激政策密集出台，但收入预期仍未有明显改善，预计四季度在低基数和节日效应下消费增速会有所回升，全年消费增速或为6.5%-7%，仍未恢复至疫情前。

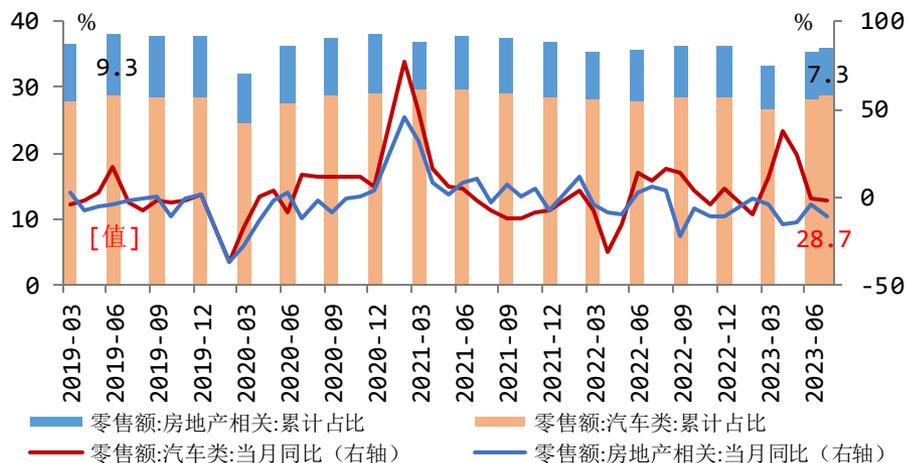
餐饮消费占比小幅上升，同比增速放缓



商品零售增速变化较大的商品类别



汽车与房地产相关消费增速与占比



注：房地产相关包括建筑及装潢材料，家具，家用电器和音响器材

# 1 周期叠加下的预期目标：二阶发力点与转型节点

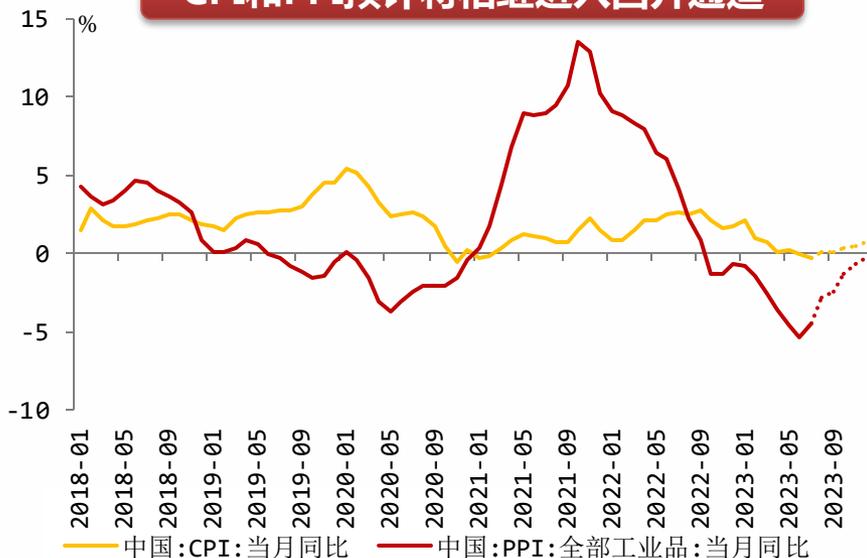
## 7-8月中央和主要省市促消费政策推出情况

日期	部委	文件/通知	主要内容
7月12日	商务部等	《全面推进城市一刻钟便民生活圈建设三年行动计划(2023-2025)》	到2025年，在全国有条件的地级以上城市全面推开，推动多种类型的一刻钟便民生活圈建设，形成一批布局合理、业态齐全，功能完善、服务优质，智慧高效、快捷便利，规范有序、商居和谐的便民生活圈
7月18日	商务部等	关于促进家居消费若干措施的通知	组织开展家居焕新活动，加大优惠力度，支持居民更换或新购绿色智能家居产品、开展旧房装修。
7月21日	发改委等	《关于促进汽车消费的若干措施》的通知	优化汽车限购管理政策、支持老旧汽车更新消费、加快培育二手车市场、加强新能源汽车配套设施建设、着力提升农村电网承载能力、降低新能源汽车购置使用成本、推动公共领域增加新能源汽车采购数量、加强汽车消费金融服务等
7月21日	发改委等	《关于促进电子产品消费的若干措施》的通知	持续推动家电下乡、完善电子产品销售配送体系、开展绿色智能电子产品展销活动等
7月21日	国家体育总局	《关于恢复和扩大体育消费的工作方案》	出台了16条具体举措。内容涵盖加大优质体育产品和服务供给、丰富体育消费场景、夯实体育消费基础三个维度
7月31日	发改委	国家发展改革委发布关于恢复和扩大消费的二十条措施	包括稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费拓展新兴消费等方面。
8月14日	商务部等	《县域商业三年行动计划（2023-2025年）》	继续支持新能源汽车、绿色智能家电、绿色建材和家具家装下乡，加快农村充换电设施建设，完善售后回收服务网络，促进农村大宗商品消费更新换代。
8月21日	商务部等	《关于推动商务信用体系建设高质量发展的指导意见》	到2025年，信用信息、信用产品和信用服务在商务领域广泛应用，信用交易规模和质量不断上升，商务信用经济发展壮大。
日期	地区	文件/通知	主要内容
7月11日	河南	《河南省实施扩大内需战略三年行动方案（2023—2025年）》	从8个方面提出77条任务举措，并在“整体谋划推进”的基础上开展“重点攻坚突破”，聚焦“重大事项”与“重大项目”，研究制定“2张清单”，明确一批标志性、牵引性的举措和项目
7月12日	云南	《云南省贯彻落实扩大内需战略的实施方案》	在提升传统消费方面，促进吃穿用、出行、居住等传统消费提档升级、提质扩容，鼓励家电家具家装下乡，扩大汽车、家电等大宗消费，促进住房消费健康发展；在发展服务消费方面，拓展多样化、个性化、定制化旅游产品和服务，大力发展文创消费
7月13日	浙江	《浙江省完善高质量充电基础设施网络体系促进新能源汽车下乡行动方案（2023—2025年）的通知》	到2025年，全省累计建成充电桩230万个以上、乡村不少于90万个，其中建成公共充电桩12万个、乡村不少于2万个，满足400万辆以上新能源汽车充电需求；新能源汽车年销量达到100万辆以上，建成新能源汽车维保服务网点超500家。
8月3日	广东	广东省商务厅相关负责人对媒体表示	下半年将重点抓好大宗消费、文旅消费、销售龙头和县域消费。目前，广东正推动放宽广州、深圳“限牌”；支持广州、深圳等汽车大市实施购车补贴、以旧换新，扩大新能源车销量。
8月4日	河南	《关于印发持续扩大消费若干政策措施的通知》	聚焦汽车、住房、家电、文旅、体育等重点领域，提出10条举措“真金白银”鼓励消费、扩大内需。
8月9日	广州	《广州市关于培育羊城夜市先行区助力国际消费中心城市建设的若干措施》	从夜间消费载体、夜间经营监管、夜间活动组织、夜间配套支撑四方面，提出18条促进广州夜间消费的具体措施
8月14日	福建	《关于进一步促消费扩内需若干措施》	支持各地聚焦汽车、家电、家居、服装鞋帽等重点消费，围绕中秋、国庆、双11等重要消费节点，策划开展美食节、家居节、网购节、年货节、直播大赛等重点主题促销活动5000场次以上。
8月15日	山东	《关于进一步提振扩大消费的若干政策措施的通知》	通过出台40条政策措施进一步提振扩大消费，包括新能源汽车购置税减免、推动新能源汽车下乡、充电基础设施建设、加大汽车消费信贷支持、发展保障性租赁住房、开展家居家装促销、促进文旅消费、扩大餐饮和住宿消费、提升健康服务消费、增加养老和托育服务供给等。

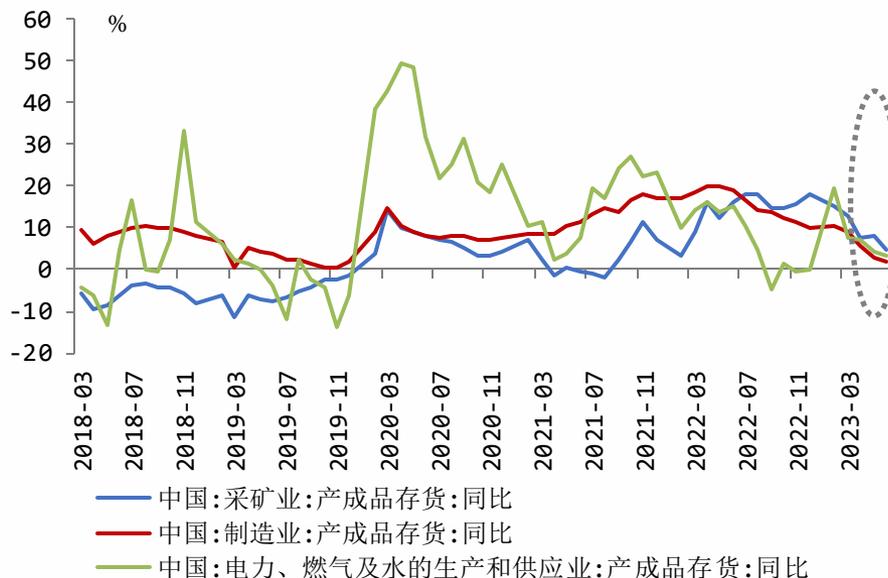
# 1 周期叠加下的预期目标：二阶发力点与转型节点

- **CPI表现偏弱，下半年将现小幅回升之势。**7月，CPI同比较6月下降0.3个百分点至-0.3%，自2021年2月以来再次转负，但核心CPI涨幅扩大至0.8%。其中，食品CPI同比转为下降1.7%，主因是去年同期猪肉价格大涨，而在暑期游和油价上行的影响下，非食品CPI同比由下降转为持平。根据前期能繁母猪存栏量的变化，预计下半年生猪出栏量逐步收紧，猪价或震荡上行。8月开始CPI有望逐步回升，全年呈U型走势。
- **库存位于低位，PPI料将进入上升区间。**7月，受基数效应及部分大宗商品价格回升影响，PPI同比降幅较上月收窄1.0个百分点至-4.4%，触底回升。目前，海外市场对联储结束加息的预期较强，国内刺激政策持续出台，加之库存处于相对低位，三季度后部分工业品价格有望继续走高，且去年同期基数走低，预计后续PPI同比增速将持续回升。

### CPI和PPI预计将相继进入回升通道



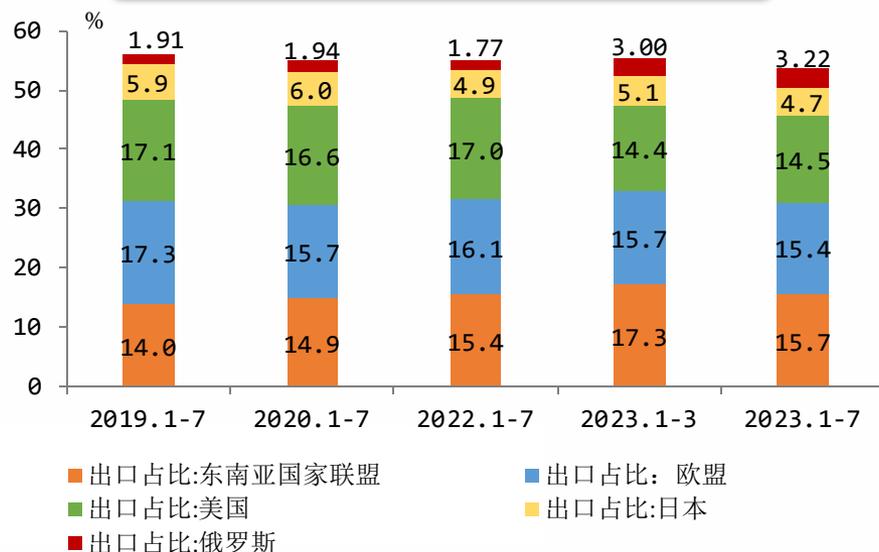
### 三大门类工业企业库存已处于低位



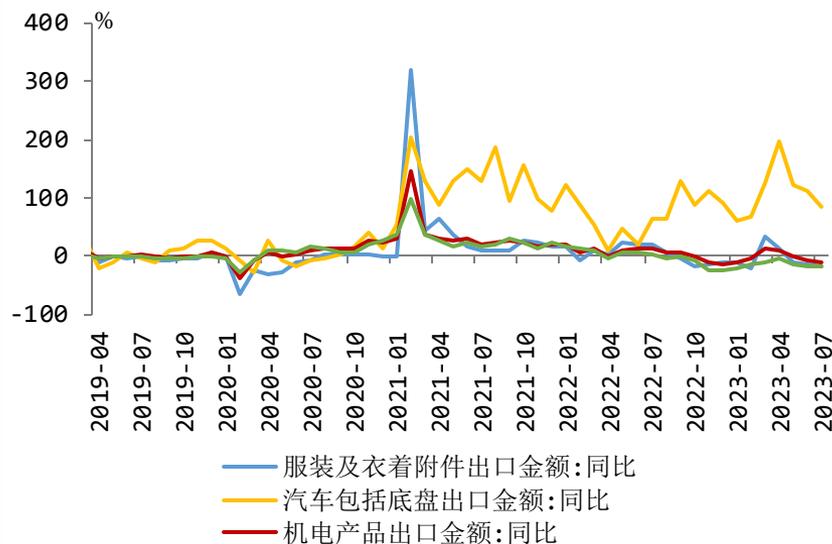
# 1 周期叠加下的预期目标：二阶发力点与转型节点

- 外需偏弱，出口和进口增速都在负值区间，且近期回落程度逐渐加深。**按美元计，1-7月份我国货物贸易进出口总额同比减少6.1%，其中出口同比降低5%，基数仍高叠加外需放缓导致出口增速继续回落。外需走弱趋势不改，出口短期内或仍承压，但8月后基数效应减弱，且人民币汇率仍在低位，出口增速有望逐步企稳回升。从结构看，我国对主要贸易伙伴进出口增速下滑，但与一带一路、拉丁美洲、非洲等贸易关系较稳定。
- 主要出口商品，尤其劳动密集型商品出口下滑明显；大多商品进口也继续下滑。**1-7月，从出口数量看，劳动密集型产品出口数量同比增速大多回落，粮食出口数量增速回升，上游原材料出口数量分化，机电产品中大多品类增速回升，这与基数及行业需求都有一定关系；从出口金额看，大多商品，包括劳动力密集型商品、上游产品等出口金额增速大多较前值回落，机电产品和高新技术产品出口金额增速也下滑。

我国对主要贸易伙伴出口占比变化



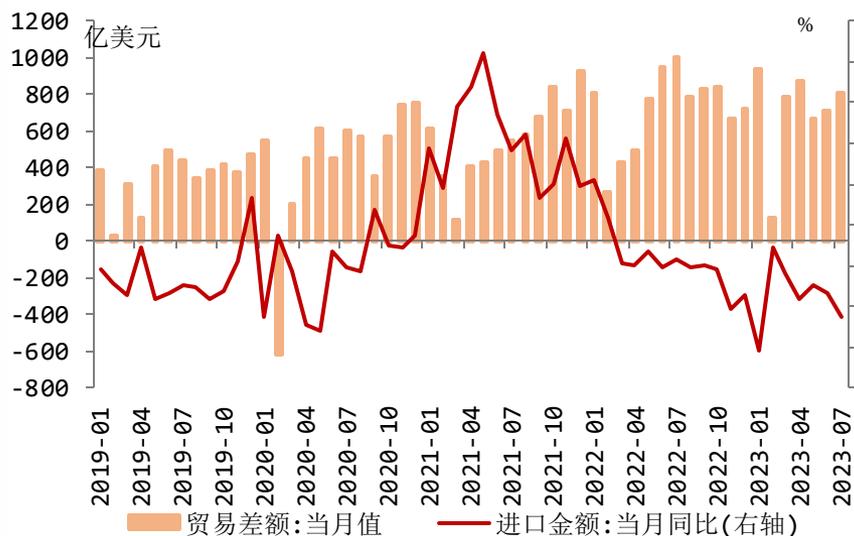
我国主要出口产品同比增速



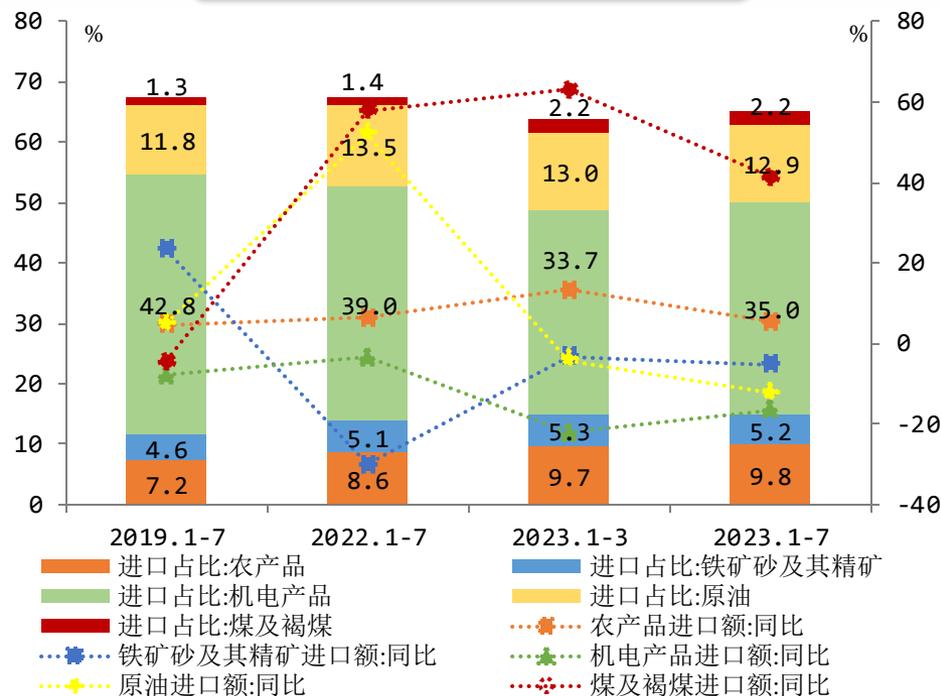
# 1 周期叠加下的预期目标：二阶发力点与转型节点

- **内需偏弱3月后进口增速持续走弱，扩内需政策对进口增速形成支撑。**1-7月进口同比-7.6%，较1-6月继续回落0.9个百分点，贸易顺差4895.7亿美元，累计同比3.46%，较1-6月放缓6.13个百分点。7月，进口PMI指数为46.8%，较前值回落0.2个百分点，连续4个月在荣枯线下运行，显示出国内需求依然较弱。但7月后稳增长政策密集推出，三季度后内需有望保持相对韧性，叠加四季度基数效应影响，全年进口增速有望回升至-4.5%左右。
- **上游原材料进口额占比较疫情前上升，但进口增速今年二季度有所放缓。**与疫情前相比，今年前7个月主要进口品类中，铁矿砂及其精矿、农产品、原油、煤及褐煤的进口额占比上升，机电产品进口额下降。今年1-7月，煤及褐煤、农产品累计增速实现正增长，与一季度相比，除机电产品外，其余四大类原料进口额增速均有所放缓。这与目前国内经济仍处恢复期，需求偏弱，及海外市场承压有关。

## 2021年下半年以来我国进口增速持续回落



## 我国主要进口产品占比与增速



# 目 录

---

◆ 周期叠加下的预期目标：二阶发力点与转型节点

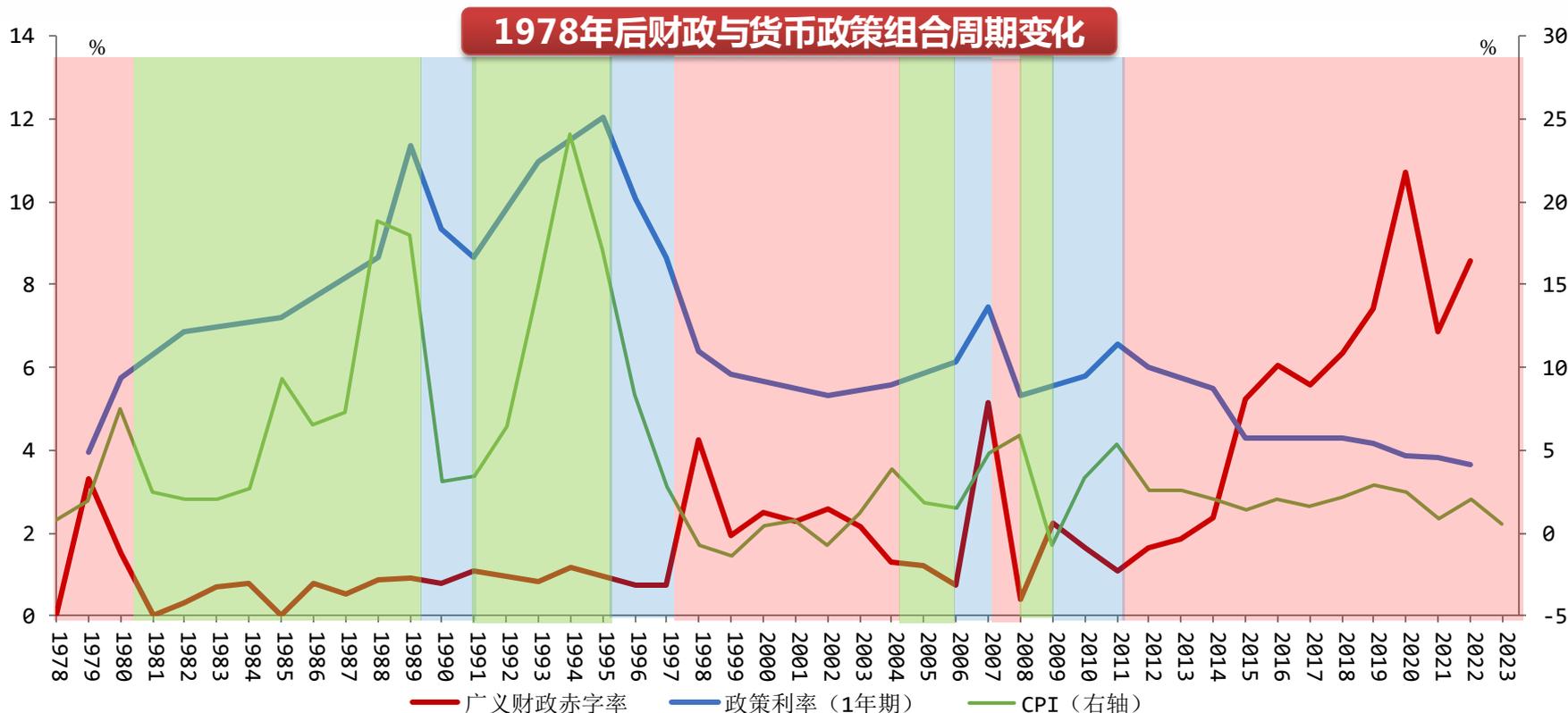
◆ 财政与货币的协同效应：宽货币打底、财政稳进

◆ 热点关注：改革提升与产业新布局下的投资机会

◆ 他山之石：日本经济泡沫破灭后的政策应对

## 2 财政与货币的协同效应：宽货币打底、财政稳进

- 1978年以来，与通胀和经济周期相关联，财政货币的政策多种组合交替出现，其中货币政策的灵活性调控性更强。1990年代后，财政货币政策更加体现出逆周期调节的作用，其中货币政策的逆周期调节体现的更加明晰。1998年亚洲金融危机爆发后，利率和存款准备金率多次下调，广义财政赤字率从1998年的0.73%上升至2002年的2.59%；2008年全球金融危机爆发后，集中实施降准降息，政府公共投资扩张。2011年后，我国财政与货币政策多种创新工具使用，进入了持续宽松期，目前看这一周期仍将持续。

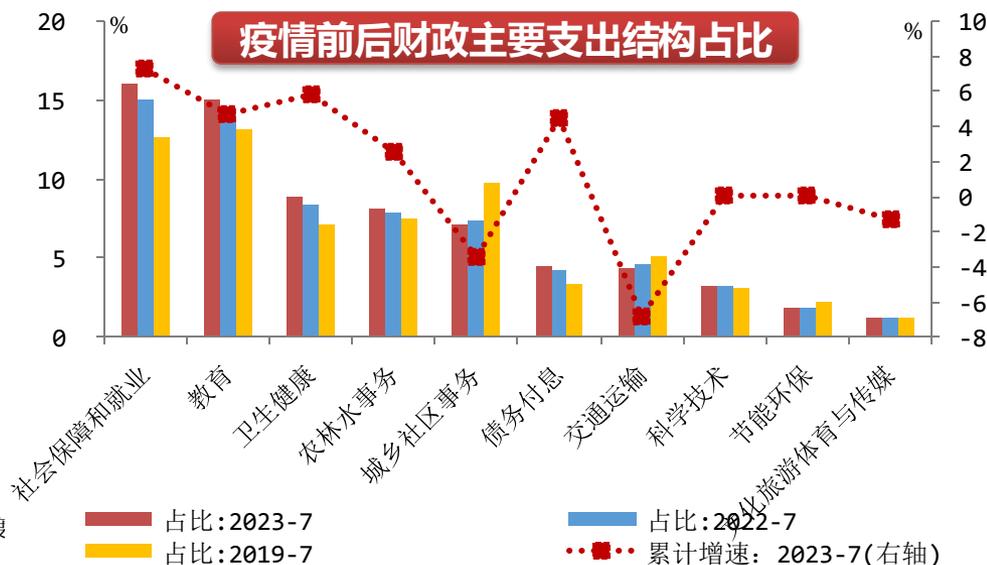
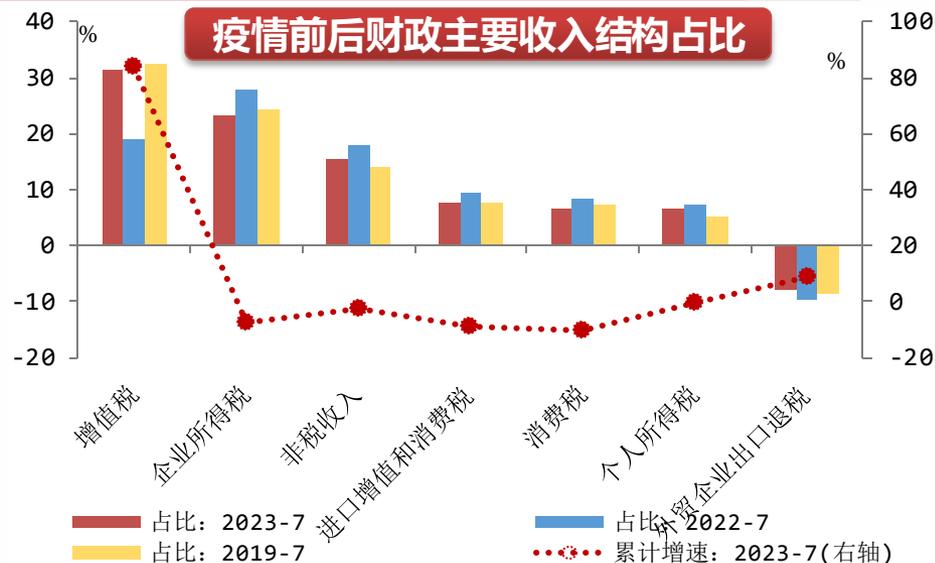
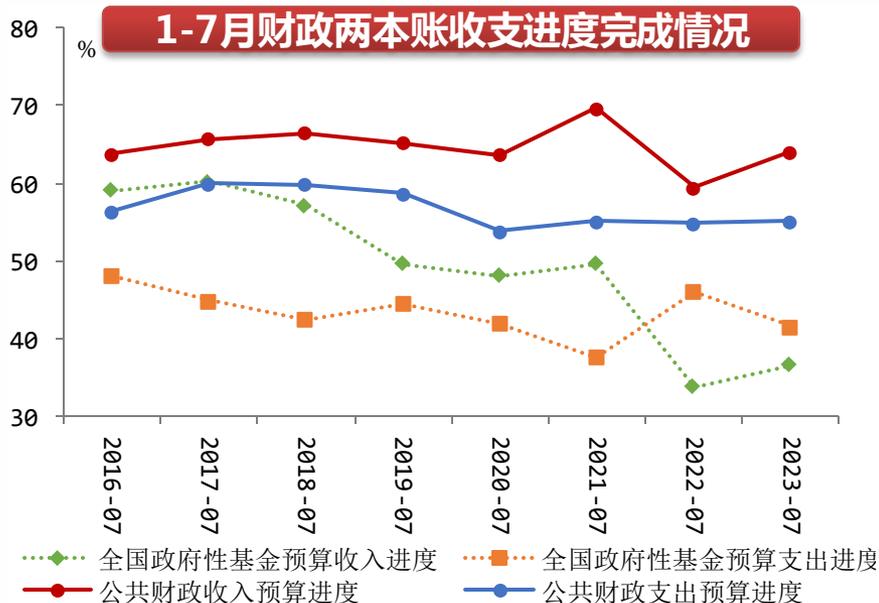


数据来源：wind、西南证券整理；注：1979-1988年采用1年定期存款利率(整存整取)，1989-2012年采用1年期贷款基准利率；2013年及之后采用1年期LPR；广义财政赤字包括公共财政收支差、特别国债、地方政府新增专项债、PSL，2023年CPI为1-7月累计值。广义财政赤字率 $\geq 3$ 是宽财政，1.5-3是稳财政， $< 1.5$ 是紧财政，红底色代表财政与货币双宽，蓝色代表一宽一稳，绿色代表双紧。

## 2 财政与货币的协同效应：宽货币打底、财政稳进

□ **财政收支放缓，进度偏慢。**1-7月，全国公共财政收入和支出分别同比增长11.5%和3.3%，较1-6月增速均放缓，完成全年预算进度分别为64.1%和55.1%，均慢于2021、2019年同期；政府性基金预算收支同比分别下降14.3%和23.3%，完成进度分别为36.6%和41.7%，从近5年来看，收入增速和完成进度仅快于2022年同期。

□ **从结构来看，**收入端增值税收入增长较快，主因去年留抵退税基数较低，消费税和企业所得税降幅较大；支出端社会保障和就业增速最高，其次是卫生健康、教育等，交通运输、城乡社区事务、文旅体与传媒累计同比下降。

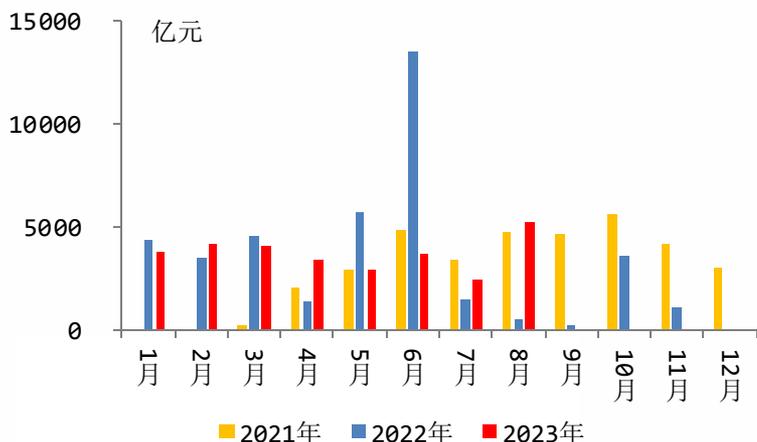


数据来源：wind、西南证券整理

## 2 财政与货币的协同效应：宽货币打底、财政稳进

- **新增专项债限额已发行8成，三季度节奏有望加快。** Wind数据显示，截至8月25日，地方政府新增专项债已发行3.04万亿元，占全年限额的80%左右，8月专项债发行规模明显增大，8、9月发行有望提速。
- **地方层面：**1-7月，地方新增专项债发行量较大的是广东、山东、四川等省份。上半年，广东、山东、江苏、浙江等省份债务余额较大，但债务率水平较低，北京、广东以及上海部分区隐债清零，后续或有较大加杠杆空间；而青海、吉林、贵州等地区政府杠杆率相对较高，化债的紧迫性较强。

近三年地方政府新增专项债发行进度



省/直辖市	2023年6月末 地方政府债务余额 (亿元)	2023年1-6月 政府债务率 (地方政府债务余额 /GDP) (%)	2023年1-7月 新增专项债券 发行额 (亿元)
北京	11637	56.4	949
天津	8761	111.7	95
河北	17344	83.5	1290
上海	8870	41.5	324
江苏	22417	37.1	1111
浙江	21778	56.2	1473
福建	13449	52.6	1443
山东	25750	58.4	2164
广东	28302	45.0	2820
海南	3772	109.1	231
山西	6854	58.6	362
安徽	14662	63.5	1306
江西	12043	78.2	967
河南	16337	52.2	1184
湖北	14931	56.9	964
湖南	16525	68.9	816
内蒙古	9541	87.8	245
辽宁	11650	83.2	635
吉林	7274	118.3	237
黑龙江	7688	116.4	421
广西	10418	82.1	535
重庆	10987	76.6	991
四川	19365	69.4	1812
贵州	12558	122.9	130
云南	12653	89.3	472
西藏	568	53.1	0
陕西	10506	67.8	738
甘肃	6463	116.7	416
青海	3124	173.7	47
宁夏	2075	14.8	31
新疆	9697	113.5	634

## 2 财政与货币的协同效应：宽货币打底、财政稳进

- 2008年后，共开启过三轮地方债务置换，每次提出债务置换都是在稳增长压力加大的时期，如2015、2019和2020年。从发行置换债券到特殊再融资债券，不断优化地方政府存量债务结构。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，特殊再融资债券、SPV等工具的推出具有较大可能性。

### 地方政府性债务化解的历程

2014年，进行第三次地方政府性债务审计，新《预算法》通过，规定发行债券为地方政府融资的唯一途径；

2015-2018年，通过置换债券来置换存量债务。置换债券累计发行12.2万亿元

2020-2022年，采取特殊再融资债券，主要偿还隐性债务，共发行1.12万亿元左右的特殊再融资债

2020-2021年9月，主要用于建制县区隐性债务化解试点；

2021年10月-2022年6月，主要用于全域无隐债试点

开始重视地方债务风险（2010-2013年）

开启地方债务置换（2015-2017年）

隐债控增量、化存量（2018-2019年）

特殊再融资债券启动（2020-2022年）

一揽子化债方案（2023年-）

2010年，国务院发布《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题》，要求对融资平台公司债务进行一次全面清理；

2011年和2013年分别对地方政府性债务进行审计摸底

2017年，首次提出不得新增隐性债务；

2018年，全面开启地方政府隐性债务审计工作，要求地方政府在5-10年内化解隐性债务；

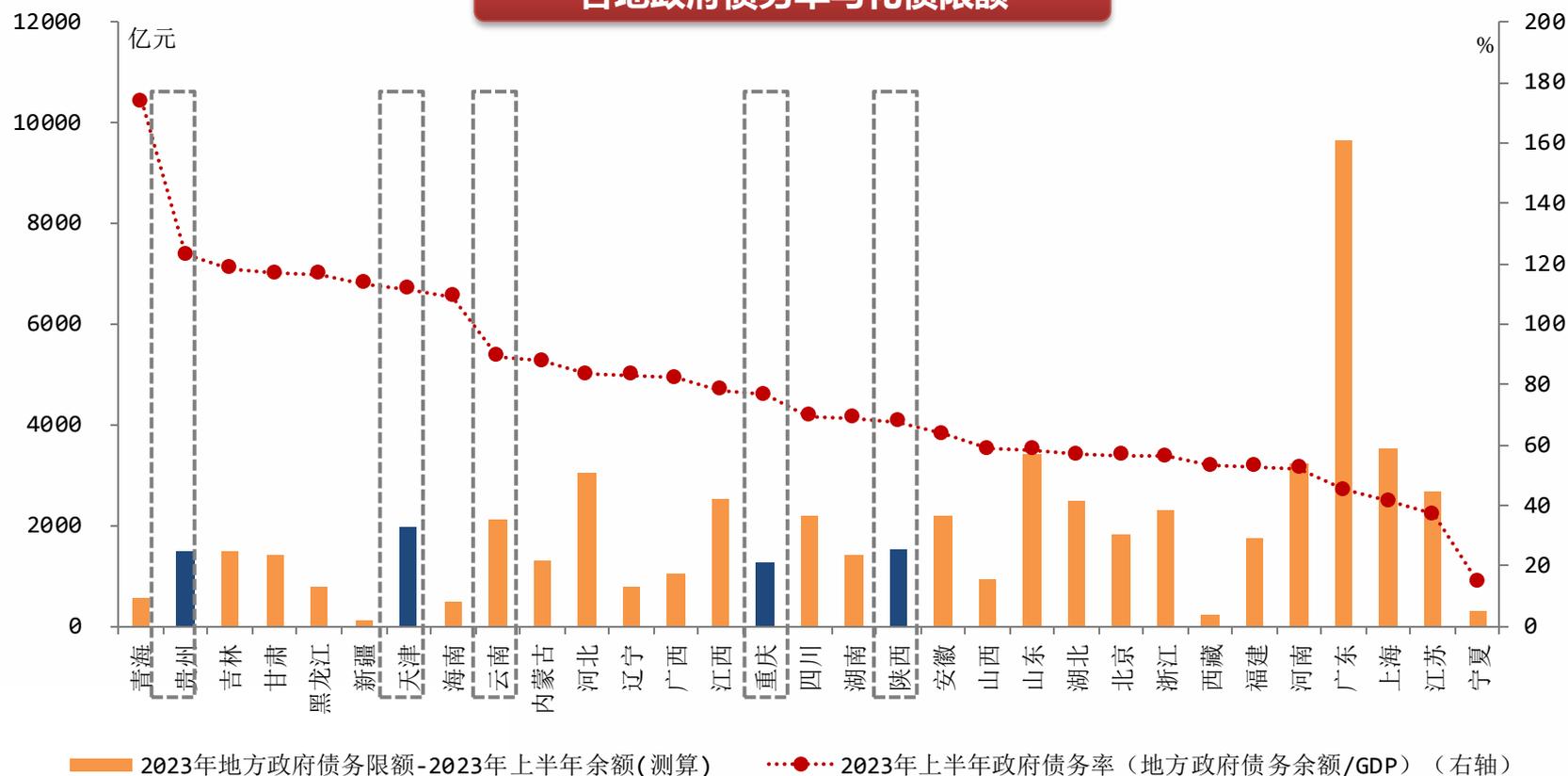
2019年，选取6个省份开启建制县隐性债务试点工作，仍是采用置换债方式，全年置换债券发行1579亿元

2023年：中共中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”；特殊再融资债券或重启，央行或将设立应急流动性金融工具(SPV)

## 2 财政与货币的协同效应：宽货币打底、财政稳进

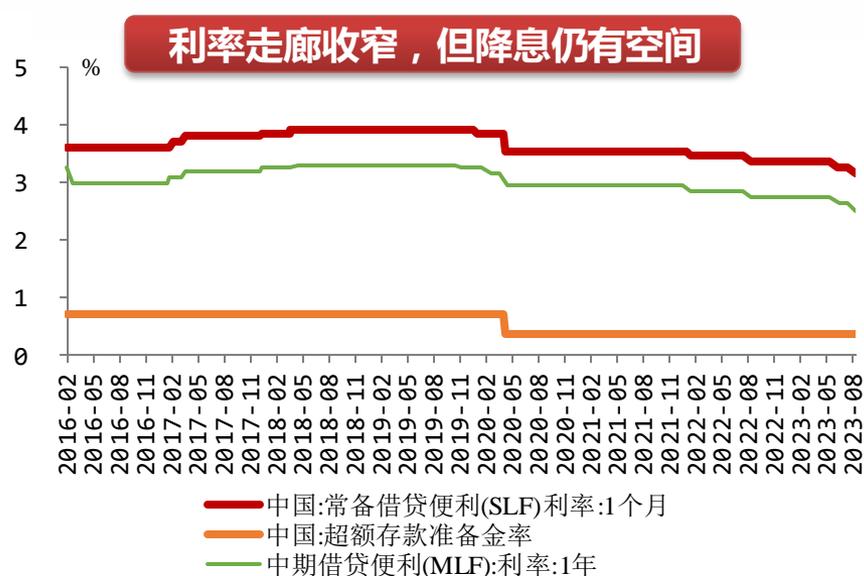
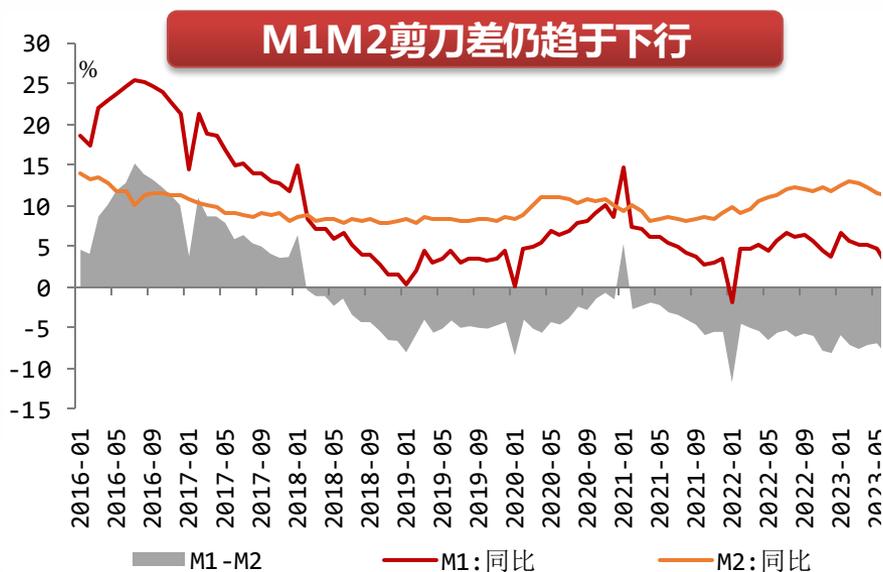
- 2023年全国地方政府债务限额约为42.2万亿元，其中，一般债务限额16.55万亿元，专项债务限额25.62万亿元。截至2023年6月末，全国地方政府债务余额约37.8万亿元，其中，一般债务余额为14.87万亿元，专项债务余额为22.93万亿元。此轮特殊再融资债券或发行1.5万亿，可能涉及12个地方债务压力较大的省份和地区，包括天津、贵州、云南、陕西、重庆等。

### 各地政府债务率与化债限额



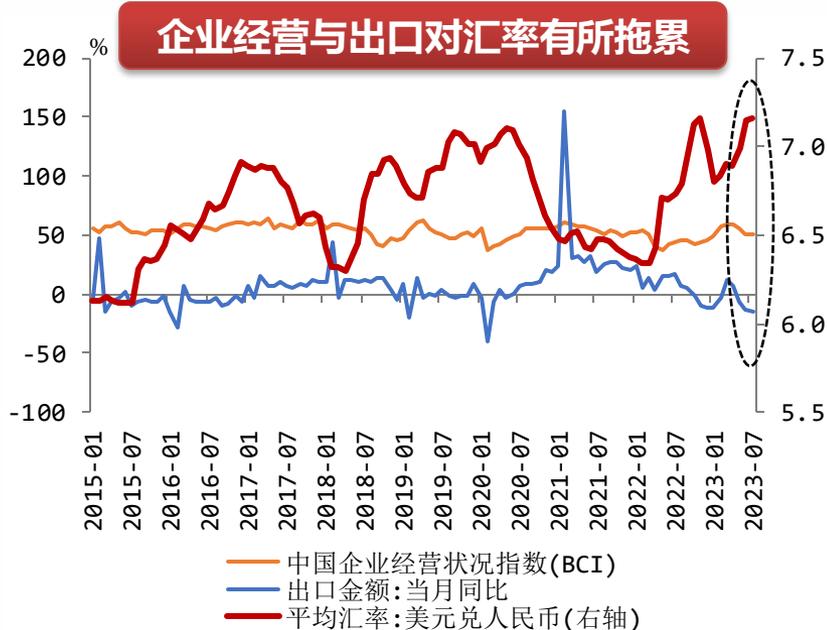
## 2 财政与货币的协同效应：宽货币打底、财政稳进

- **年内货币政策将保持宽松态势，降准降息可期。**8月15日，MLF操作利率为2.50%，较上月下降15bp，7天逆回购操作利率下调10bp至1.8%，21日，一年期LPR调降为3.45%，较前值3.55%下降10个基点，五年期LPR为4.2%，持平于前值。随着一年期LPR下降，商业银行存款利率也有望调整，进一步缓解银行净息差问题。9-12月将有2.4万亿MLF到期，降准置换的概率较大。
- **从我国利率走廊的宽度看，降息仍有空间。**2022年9月，《深入推进利率市场化改革》（央行“走中国特色金融发展之路”系列第四篇）发布，指出目前我国已形成以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利利率为中期政策利率、利率走廊机制有效运行的央行政策利率体系。值得注意的是，相比以往新增了利率走廊机制的表述。2020年4月7日起，央行决定将超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%，是央行12年来首次调整超额存款准备金利率。央行以常备借贷便利（SLF）作为利率走廊上限，超额准备金利率作为利率走廊下限，通过逆回购等公开市场操作进行调节，使DR007围绕着央行7天逆回购利率波动。



## 2 财政与货币的协同效应：宽货币打底、财政稳进

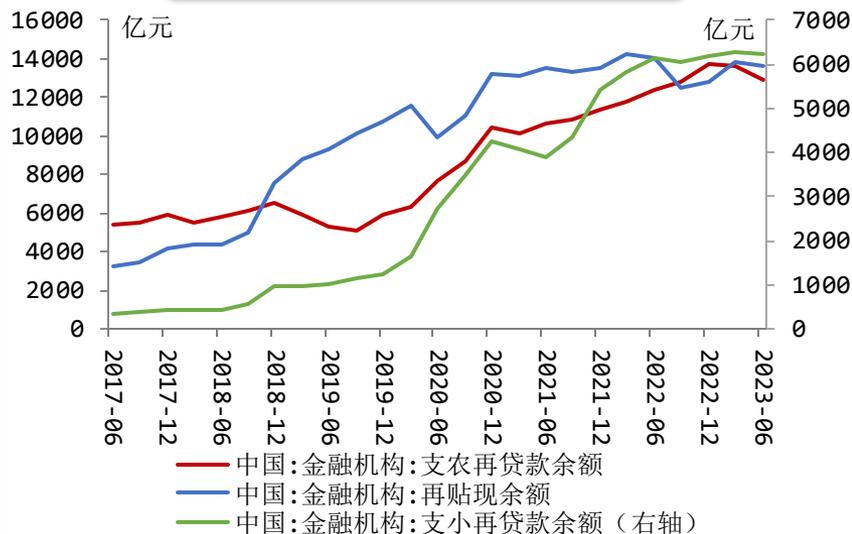
- 8月，央行发布《2023年第二季度货币政策执行报告》指出，坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，综合施策、稳定预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，坚决防范汇率超调风险。随着人民币汇率形成机制不断完善，人民币汇率双向浮动弹性进一步增强，汇率双向波动的适应度明显提升。7月末，我国外汇储备规模为32043亿美元，黄金储备为6869万盎司，对外支付能力和调节国际收支实力稳健。
- **人民币汇率短期低位波动，中长期或稳中趋升，对货币政策空间的约束趋弱。**从外部环境看，主要经济体面临通胀仍在相对高位，利率也因为加息处于高位，经济增长不确定性增强；从国内环境看，随着国内各项稳经济政策和举措不断发挥效应，经济增长有望持续回升。短期在中外货币政策差及国内复苏曲折波动影响下，人民币汇率仍在相对低位。中期随着美联储加息节奏放缓、国内经济回升向好，支撑人民币走强的积极因素将逐步显现。



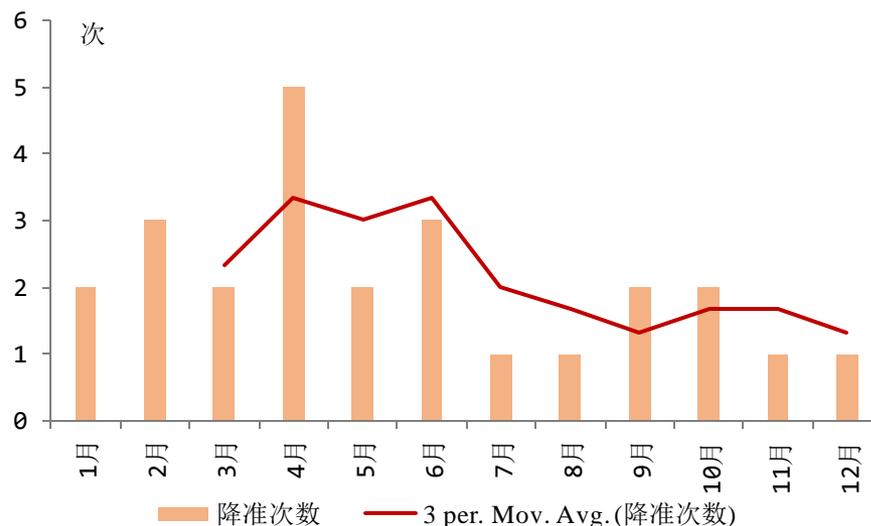
## 2 财政与货币的协同效应：宽货币打底、财政稳进

- **上半年结构性工具余额增长放缓，后续仍将在四方面发力。**结构性货币政策工具在激励和引导金融机构优化信贷资源配置方面发挥了积极作用。截至2023年6月末，结构性货币政策工具余额大约为6.9万亿元。其中，支持普惠金融的支农支小再贷款、再贴现余额大约为2.6万亿元，与上年末基本持平；支持绿色低碳、科技创新等领域的余额大约为1.2万亿元，比上年末增加5166亿元。下一阶段，对结构性矛盾仍然突出领域延续实施期限，多措并举巩固政策成效，必要时还可再创设新的工具，持续支持普惠金融、绿色低碳等重点领域和薄弱环节，此外科技和房地产方面也为重点。
- **降准在9、10月落地概率较大。**8月15日，降息落地，政策利率继续向下，货币市场利率却一反常态地持续冲高，市场资金面呈现收敛态势。9月后，MLF集中到期、政府债供给放量与季末、节假日等因素可能形成叠加，为保持流动性合理充裕，预计央行将综合运用多种政策工具，降准或加快提上日程，且存量按揭贷款利率下调在即，降准置换MLF有助于在资金端缓解负债压力。

### 主要结构性货币政策余额

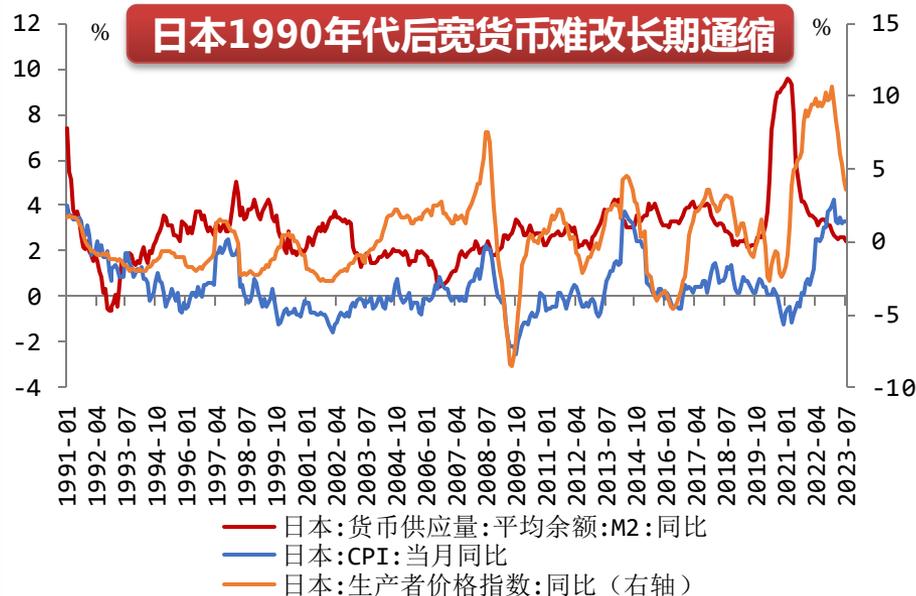


### 2012年以来，月降准次数



## 2 财政与货币的协同效应：宽货币打底、财政稳进

- **日本流动性冲击分为三个阶段，宽货币收效甚微。**90年代初股票市场崩盘、1993年开始的房地产价格普跌、1997年开始的金融机构违约、银行破产。措施方面，日本从90年代初期开始快速降低政策利率，在5年内从1990年高点的6%降至1995年的0.5%，2001年进一步降至0.1%。但激进的货币政策既没有带来信贷增长，也未能遏制通缩和总需求不足。除了宽松货币外，日本实行扩张性的财政政策，包括扩大政府财政投资，拉动社会资金对公共事业的投资规模、降低税负等，如1996年和1997年桥本政府“重整财政”等，产业政策方面，深化经济结构改革、确立新的主导产业。
- **美国在金融危机后陷入流动性陷阱，多轮量化宽松使其走出阴霾。**房地产市场的压力和经济衰退风险是促使美联储从2007年9月起快速降息，从2007年9月到2008年12月，联邦基金利率从高点5.33%下降524bps至0.09%，并在2015年末之前始终保持0.2%以下，但激进的降息未能收获良好效果，美联储被迫开启量化宽松，GDP产出缺口和失业率均有所好转，物价也从通缩回归通胀。



# 目 录

---

◆ **周期叠加下的预期目标：二阶发力点与转型节点**

◆ **财政与货币的协同效应：宽货币打底、财政稳进**

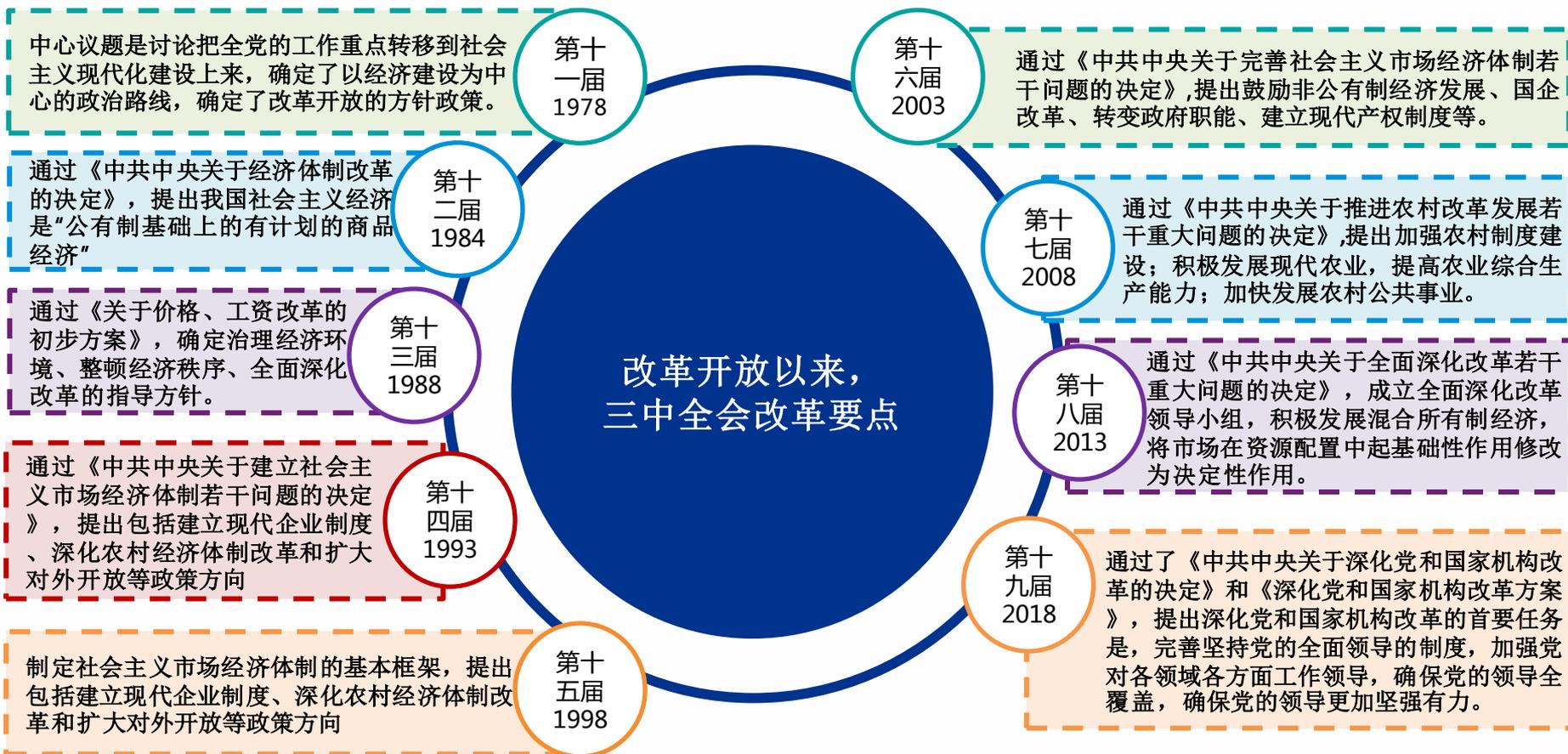
◆ **热点关注：改革提升与产业新布局下的投资机会**

◆ **他山之石：日本经济泡沫破灭后的政策应对**

### 3 热点关注：改革提升与产业新布局下的投资机会

- 三中全会通常是出台重要改革政策和体现新一届领导施政纲领的会议，十一届三中全会以来一共召开九次三中全会，改革开放持续深化，社会主义市场经济体制逐步建立起来。第十八届三中全会拉开了我国全面深化改革的序幕。

#### 改革开放以来，历次三中全会改革要点



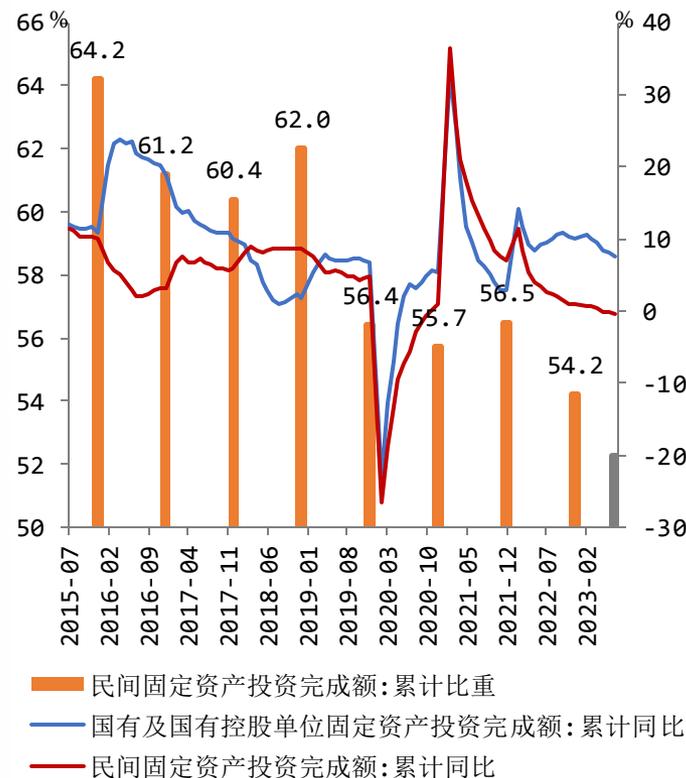
### 3 热点关注：改革提升与产业新布局下的投资机会

自十九届三中全会以来，**公有制经济方面**，深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，做强做优做大国有资本，提高国企核心竞争力；**非公有制方面**，强调构建亲清政商关系，优化民营经济发展环境，促进民营经济发展壮大。2015年后，民间固定资产投资比重持续下降。2022年以来，国有及国有控股单位投资增速高于民间投资增速，对经济起到明显的支撑作用。2023年1-7月，民间投资同比下降0.5%，比重降至52.3%。

#### 2018年以来重要会议对国企、民企的定调

时间	重要会议	涉及国企、民企的内容
2018年12月	中央经济工作会议	要加快国资国企改革，坚持政企分开、政资分开和公平竞争原则，做强做优做大国有资本，加快实现从管企业向管资本转变，改组成立一批国有资本投资公司，组建一批国有资本运营公司，积极推进混合所有制改革，加快推动中国铁路总公司股份制改造。要支持民营企业发展，营造法治化制度环境，保护民营企业家人身安全和财产安全。
2019年12月	中央经济工作会议	发挥国有企业在技术创新中的积极作用。要加快国资国企改革，推动国有资本布局优化调整。要完善产权制度和要素市场化配置，健全支持民营经济发展的法治环境，完善中小企业发展的政策体系。
2021年3月	政府工作报告	深入实施国企改革三年行动，做强做优做大国有资本和国有企业。深化国有企业混合所有制改革。构建亲清政商关系，破除制约民营企业发展的各种壁垒。
2022年3月	政府工作报告	完成国企改革三年行动任务，加快国有经济布局优化和结构调整，深化混合所有制改革，加强国有资产监管，促进国企聚焦主责主业、提升产业链供应链支撑和带动能力。落实支持民营经济发展的政策措施，鼓励引导民营企业改革创新，构建亲清政商关系。
2022年10月	党的二十大	构建高水平社会主义市场经济体制。坚持和完善社会主义基本经济制度，毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用。深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力。优化民营企业发展环境，依法保护民营企业产权和企业家权益，促进民营经济发展壮大。
2023年7月	中共中央政治局	要持续深化改革开放，坚持“两个毫不动摇”，切实提高国有企业核心竞争力，切实优化民营企业发展环境。

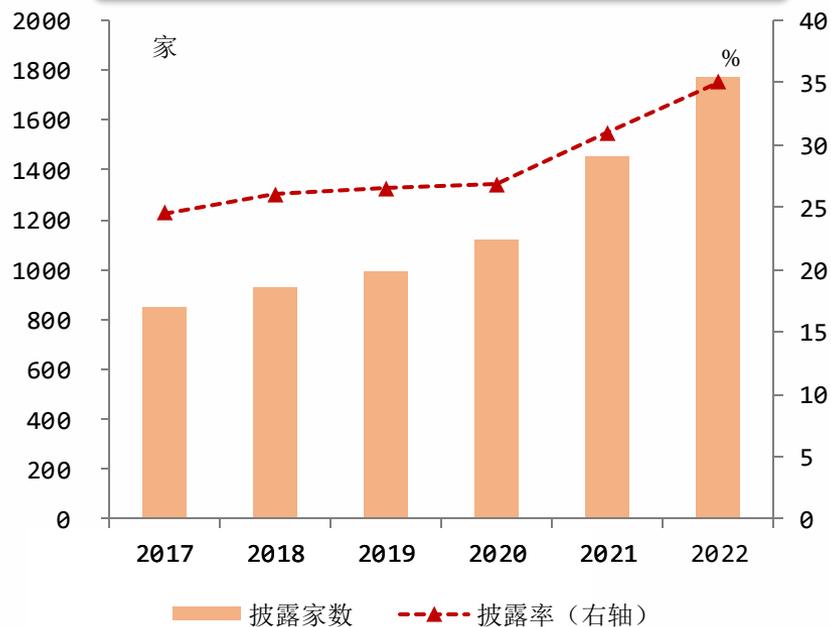
#### 国有和民营固定资产投资增速变化



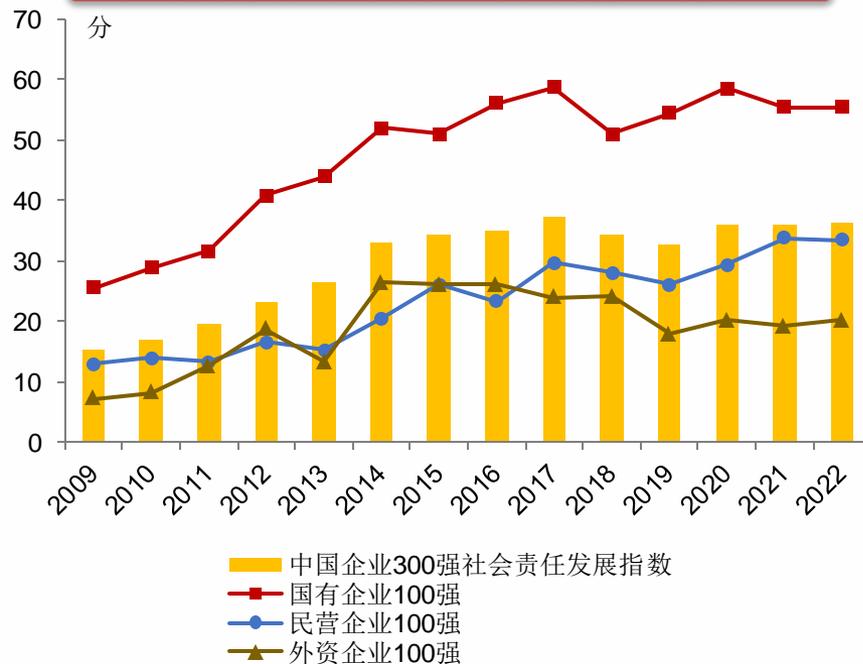
### 3 热点关注：改革提升与产业新布局下的投资机会

- **探索建立健全 ESG 体系，进一步提升市场对国企业的价值认可。** 由于国有企业承担了更多的社会职能，传统的估值体系难以全面体现国有企业真实的价值。ESG 评价体系既关注了企业的经济价值，同时也关注社会价值，代表企业发展的可持续性。Wind 数据显示，近年来，A 股上市公司发布 ESG 报告的数量逐年增加，2023 年以来共有 1773 家公司披露了 2022 年度 ESG 独立报告，披露率为 34.99%。
- 2023 年 4 月，首个央企发布的中国国新 ESG 评价体系成果发布，包括 ESG 评价通用体系和 31 个行业模型，在环境、社会、治理三大议题下，设置 120 余个指标、400 余个底层数据点，覆盖 A 股 4720 家上市公司主体。此外，国资委也要求在 2023 年前央企控股上市公司要全部实现 ESG 信息披露。

#### A 股上市公司发布 ESG 报告数量递增



#### 国企社会责任发展指数高于民营和外资企业



### 3 热点关注：改革提升与产业新布局下的投资机会

- 截至8月28日，中央企业年内累计发布210起并购事件，其中仍处于董事会预案阶段的有133起。A股央企控股上市公司作为竞买方，年内公告重大重组事件约有22家，有9起仍在董事会预案阶段。在重大重组事件中，主要分为（1）解决同业竞争问题，可以关注同一集团下或者集团间，在相同领域存在内部同业竞争问题的上市公司的并购重组机会；（2）拓展业务领域、完善产业链等，后续或通过并购属于战略性新兴产业的企业来拓展自身的业务领域；（3）剥离无效、低效资产和非主业、非优势业务，提高上市公司的盈利水平；（4）非上市企业通过改制上市融资，后续航天系、电科系、兵装系等资产证券化率相对较低的央企或通过改制上市加大融资力度。

#### A股央企控股上市公司作为竞买方年内公告重大重组事件

最新披露日	竞买方	重组事件	最新事件进度	事件类型
2023-08-25	隆平高科	隆平高科收购隆平发展7.14%股权	董事会预案	横向整合
2023-08-22	本钢板材	本钢板材资产置换收购本钢矿业100%股权	董事会预案	横向整合
2023-08-22	美利云	美利云定增收购天津聚元100%股权及苏州力神100%股权	证监会恢复审核	多元化战略
2023-08-22	中航电测	中航电测定增收购成飞集团100%股权	董事会预案	横向整合
2023-08-22	中船科技	中船科技定增收购中船海装100%股权,中船风电发展88.58%股权,新疆海为100%股权,洛阳双瑞44.64%股权和凌久电气10%股权	完成	多元化战略
2023-08-19	上海电力	上海电力拟收购KE66.40%股权	进行中	横向整合
2023-08-18	祁连山	祁连山定增收购公规院,一公院,二公院的100%股权及西南院,东北院和能源院的100%股权	国资委批准	买壳上市
2023-08-16	宁夏建材	宁夏建材拟换股吸收合并中建信息	股东大会通过	其他并购目的
2023-08-15	佳电股份	佳电股份购买哈电动装51.00%股权	董事会预案	战略合作
2023-08-15	中瓷电子	中瓷电子定增收购博威公司73%股权,国联万众94.6029%股权和氮化镓通信基站射频芯片业务	过户	战略合作
2023-08-15	昊华科技	昊华科技定增收购中化蓝天100%股权	董事会预案	横向整合
2023-08-04	天山股份	天山股份拟增资宁夏赛马获其51%股权	董事会预案	战略合作
2023-08-03	乐凯新材	*ST乐材定增收购川南能源100%股权和航天模塑100%股权	完成	战略合作
2023-07-26	中水渔业	中水渔业收购农发远洋72.08%股权,中渔环球51%股权,舟渔制品100%股权	完成	多元化战略
2023-07-19	中直股份	中直股份定增收购昌飞集团100%股权及哈飞集团100%股权	董事会预案	横向整合
2023-07-14	中环装备	中环装备定增收购环境科技100%股权,中节能石家庄19%股权,中节能保定19%股权,中节能秦皇岛19%股权,中节能沧州19%股权和承德环能热电14%股权	完成	战略合作
2023-06-30	长江通信	长江通信定增收购迪爱斯100%股权	董事会预案	战略合作
2023-04-24	节能铁汉	节能铁汉定增收购大地修复72.60%股权和杭州普捷100%股权	董事会预案	横向整合
2023-04-14	中航电子	中航电子换股吸收合并中航机电	完成	横向整合
2023-03-11	株冶集团	株冶集团定增收购水口山有限100%股权及株冶有色20.8333%股权	完成	战略合作
2023-02-09	长江电力	长江电力定增收购云川公司100%股权	完成	战略合作
2023-01-31	易普力	南岭民爆定增收购易普力95.54%股权	完成	买壳上市

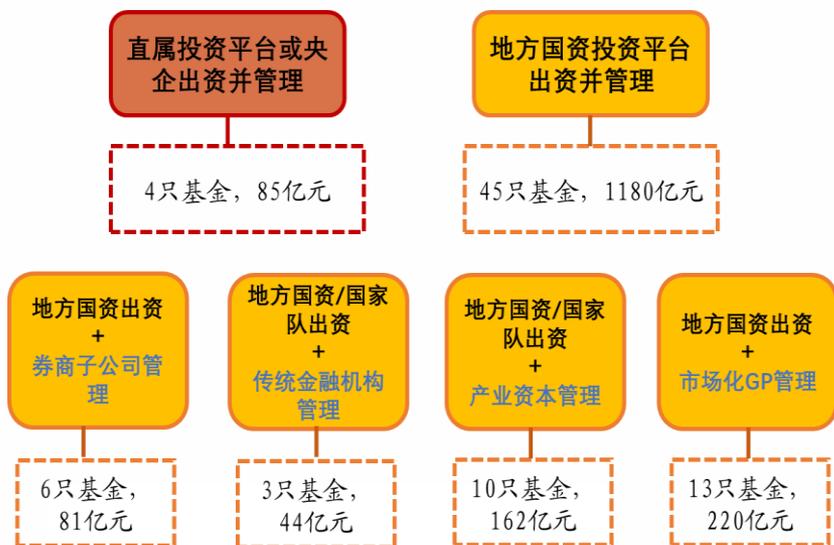
www.swsc.com.cn

资料来源：wind、西南证券整理

### 3 热点关注：改革提升与产业新布局下的投资机会

- 2023年以来，多只千亿元级别的地方产业母基金宣布成立，包括浙江“415X”先进制造业专项基金群、北京高精尖产业发展投资基金、湖北省政府投资引导基金、重庆产业投资母基金等。地方政府持续通过“两类公司”或者金控公司来设立政府引导基金，引入社会资本共同投资地区产业项目，领域上更加倾向于战略性新兴产业。
- 华兴资本数据显示，2023年二季度，大规模基金中，国资主导基金占比持续提升至75%，地方政府GP募资已占国资主导基金的67%，相比上季度50%有大幅提升。**更多地方企业在政府引导基金的帮助下能够尽快做强做大，尤其是战略性新兴产业，而后进入资本市场融资并实现国有资本增值，从而增加地方政府的税收及分红。**

2023年Q2国资主导基金数量及规模



2023年以来部分省市设立或计划设立的产业投资基金

省市	基金/政策	总规模	主办方
浙江	“415X”先进制造业专项基金群	2000亿元	浙江省金融控股公司等
北京	北京高精尖产业发展投资基金	20亿元	北京市政府投资引导基金等
北京	北京经开区政府投资引导基金	100亿元	北京亦庄国际产业投资管理有限公司等
湖北	湖北省政府投资引导基金	2000亿元	湖北省投资引导基金有限公司等
重庆	重庆产业投资母基金	2000亿元	重庆渝富控股集团等
江西	现代产业引导基金	1500亿元	江西国控集团等
广州	广州产业投资母基金	1500亿元	广州产投集团
广州	广州创投母基金	500亿元	广州产投集团
上海	《投资促进政策》	1000亿元	社会资本、园区平台、国有资本等
北京	机器人产业基金	100亿元	-
安徽	新兴产业引导基金	2000亿元	财政出资500亿元
西安	西安市创新投资基金、西安市城市更新基金、区域稳定发展基金	250亿元	财政出资

### 3 热点关注：改革提升与产业新布局下的投资机会

- **2023年4月21日，二十届中央全面深化改革委员会第一次会议指出**，强化企业科技创新主体地位，是深化科技体制改革、推动实现高水平科技自立自强的关键举措。要坚持系统观念，围绕“为谁创新、谁来创新、创新什么、如何创新”。要聚焦国家战略和产业发展重大需求，加大企业创新支持力度，积极鼓励、有效引导民营企业参与国家重大创新，推动企业在关键核心技术创新和重大原创技术突破中发挥作用。
- **中央层面科技型企业改革政策体系已相对完备，政策重点在人才培养和体制改革上。**从中央层面政策体系的发展历程来看，可以追溯到二十年前。2002年，中央层面开始支持高新技术企业推动长期激励，之后到推动科技型企业体制机制改革的政策出台，此后税收优惠政策以及鼓励科技创新和科技投资的政策相继出台。

#### 十九届三中全会以来关于科技重点政策

##### 2018年，创新财税体制

《关于扩大国有科技型企业股权和分红激励暂行办法实施范围等有关事项的通知》

##### 2020年创新人才机制

《赋予科研人员职务科技成果所有权或长期使用权试点实施方案》

##### 2022年 科技创新与人才培养

《企业技术创新能力提升行动方案（2022—2023年）》

##### 2019年体制和股权改革

《关于支持鼓励“双百企业”进一步加大改革创新力度有关事项的通知》

##### 2021年 体制和股权改革

《国务院办公厅关于完善科技成果评价机制的指导意见》

##### 2023年 科技开放

《进一步鼓励外商投资设立研发中心若干措施的通知》

### 3 热点关注：改革提升与产业新布局下的投资机会

#### 2011年以来设立的国家级基金

国家级基金	发起部门	规模	设立时间
国家科技成果转化引导基金	科技部、财政部	624亿元（截至2021年底）	2011年7月
<b>国家集成电路产业投资基金</b>	财政部	一期1300亿元 二期2000亿元	2014年9月
国家新兴产业创业投资引导基金	发改委、财政部	400亿元	2015年1月
国家中小企业发展基金	工信部、财政部	600亿元	2015年9月
先进制造产业投资基金	国家发展改革委、财政部、工业和信息化部	首期200亿元 二期500亿元	2016年6月
中国国有资本风险投资基金	国资委、中国国新	2000亿元	2016年8月
<b>中国国有企业结构调整基金</b>	国资委、中国诚通牵头	3500亿元	2016年9月
央企扶贫基金	国投集团	342.05亿元	2016年10月
“协同创新”四大基金 包括国协、国同、国创、国新基金	国资委、航天科技、招商局集团、 中国国新和国开金融	国协：300亿元 国同：1500亿元 国创：1500亿元 国新：1500亿元	2016-2017年
中国互联网投资基金	网信办、财政部	1000亿元	2017年1月
国家级服务贸易创新发展引导基金	财政部、商务部、招商局	300亿元	2018年1月
<b>国家战略性新兴产业发展基金</b>	发改委	3000亿元	2018年6月
国家军民融合基金	财政部、国防科工局	1500亿元	2018年12月
中国农垦产业发展基金	财政部、原农业部、招商局集团	首期100亿元	2018年12月
国企改革“双百行动”发展基金	中国国新	600亿元	2019年4月
国家制造业转型升级基金	财政部与多家央企	1472亿元	2019年11月
安全产业发展投资基金	工信部、中国国新	500亿元	2019年11月
国家绿色发展基金	财政部、生态环境部和上海市政府	885亿元	2020年7月
中国国有企业混合所有制改革基金有限公司	国资委、中国诚通	2000亿元	2020年12月

□ 国家级产业基金主要由财政部、发改委等部委和央企共同发起，通过发挥财政资金、国有资本等的杠杆效应，吸引各类社会资本参与产业投资与发展，运作结构主要为“引导基金+子基金”双层结构或“引导基金+母基金+子基金”三层架构。基金管理人通常由央企或央企全资子公司担任。

□ 据不完全统计，2011年以来设立的国家级基金约有22个，总规模约为2.76万亿元，平均约1255.6亿元。最大规模的是国有企业结构调整基金，总规模达3500亿元，其次是国家集成电路产业投资基金、国家战略性新兴产业发展基金等，总规模也超过3000亿元，中国国有资本风险投资基金、中国国有企业混合所有制改革基金有限公司的规模约2000亿元。

### 3 热点关注：改革提升与产业新布局下的投资机会

#### 四个重要国家级大基金近一年以来主要投资动态

2019年二期落地，截至2023年7月，已投资38家公司，投资总额超过530亿元，**涉及集成电路全产业链**，包括晶圆制造、集成电路设计工具和芯片设计、封装测试、应用等，还有半导体装备、零部件、材料

##### 国家集成电路产业投资基金

- ◆ 2023年8月，增资士兰微关联参股公司士兰明镓；
- ◆ 2023年8月，增资华润微电子子公司润鹏半导体；
- ◆ 2023年6月，作为战投参与华虹半导体A股发行认购；
- ◆ 2023年3月，增资晶瑞电材子公司湖北晶瑞；
- ◆ 2022年11月，参与通富微电定增

截至2022年6月，国家制造业大基金自成立以来投资项目达35个，投资布局了超过10家制造业龙头企业，**倾向于工业母机及机器人等高端领域**

##### 国家制造业转型升级基金

- ◆ 2023年1月，拟增资双环传动子公司环动科技；
- ◆ 2022年7月，与徐工机械签署战略合作；
- ◆ 2022年6月，参与定增科德数控，认购1.5亿元

2021年二期正式成立，募资规模将不低于1000亿元。截至2022年3月底，国调基金累计交割项目144个，累计投资金额1205亿元，**其中81%为央国企相关项目**

##### 中国国有企业结构调整基金

- ◆ 2023年4月，入股华润生物；
- ◆ 2023年2月，出资中粮福临门引战项目；
- ◆ 2023年1月，国机汽车募集配套资金获配；
- ◆ 2022年12月，参与定增中化国际；
- ◆ 2022年11月，南网储能定增获配；
- ◆ 2022年11月，领投上海超硅半导体股份有限公司

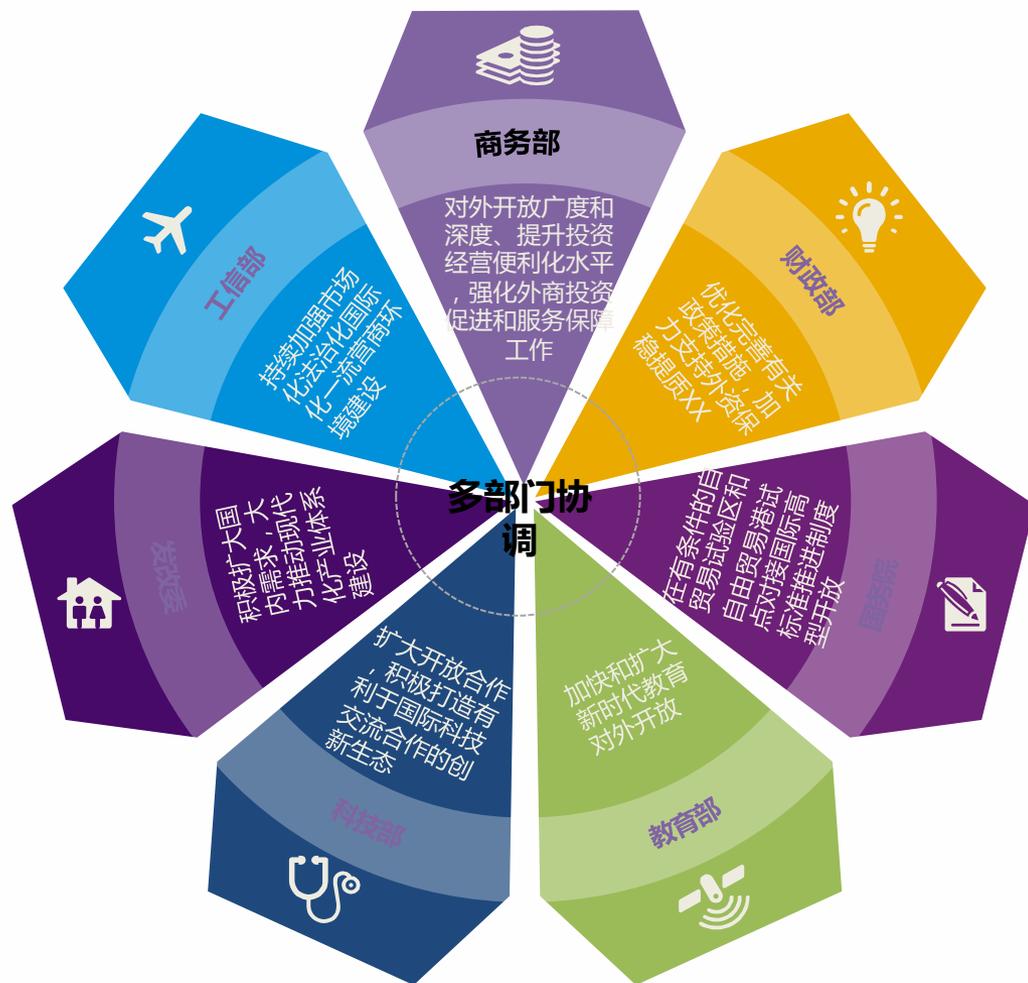
2020年成立，主要投向**混改概念及战略性新兴产业**，重点布局国家战略领域、竞争性领域、科技创新领域和产业链关键领域

##### 国有企业混合所有制改革基金

- ◆ 2023年6月，领投臻捷电子、奇异摩尔、后摩智能；
- ◆ 2023年5月，投资中芯集成；
- ◆ 2023年4月，领投中科海钠、入股中车戚墅堰机车研究所、入股华润生物；
- ◆ 2023年2月，认购中国电建非公开发行股票、领投质子汽车；
- ◆ 2023年1月，领投挚途科技；
- ◆ 2022年12月，战略投资中材锂膜，领投联通中讯院

### 3 热点关注：改革提升与产业新布局下的投资机会

- **扩大开放从四个方面推进：首先，推动外贸稳规模、优结构。**2023年4月，国务院办公厅印发《关于推动外贸稳规模优结构的意见》，从政策看，加大财政金融支持力度及加快对外贸易创新发展、优化外贸发展环境为重点。**其次，行先试、推广经验。**国务院印发《关于在有条件的自由贸易试验区和自由贸易港试点对接国际高标准推进制度型开放的若干措施》，聚焦货物贸易、服务贸易、商务人员临时入境、数字贸易、营商环境、风险防控等6个方面。**第三，优化营商环境、推进内外贸一体化。**具体来看，海关总署推出优化营商环境16条，商务部扎实推进内外贸一体化。**第四，搭建平台、畅通渠道、扩大“朋友圈”。**举办“投资中国年”系列活动，今年6月RCEP对菲律宾正式生效。
- 2023年上半年，电动载人汽车、锂电池、太阳能电池等“新三样”外贸出口产品合计出口增长61.6%，拉动整体出口增长1.8个百分点。7月，习近平在江苏省考察时强调，“推动外贸创新发展，不断巩固和拓展国际市场”。上半年，跨境电商进出口1.1万亿元，同比增长16%。

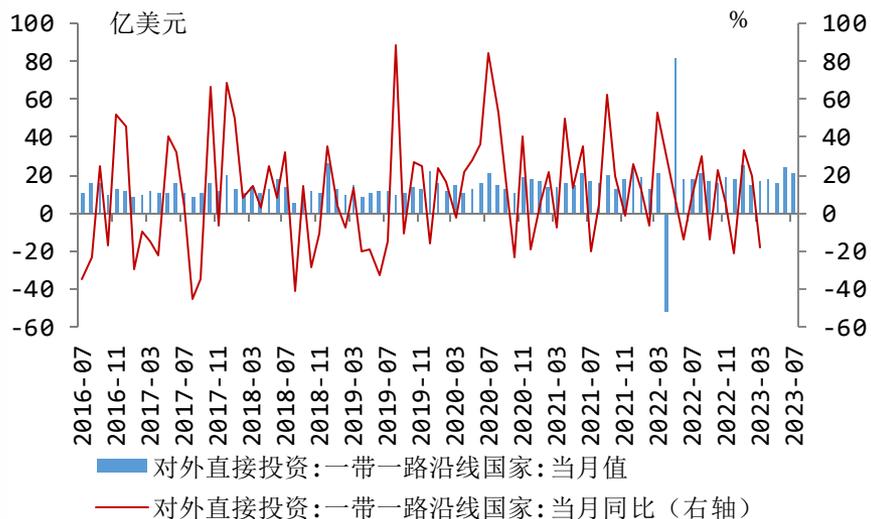


资料来源：中国政府网、西南证券整理

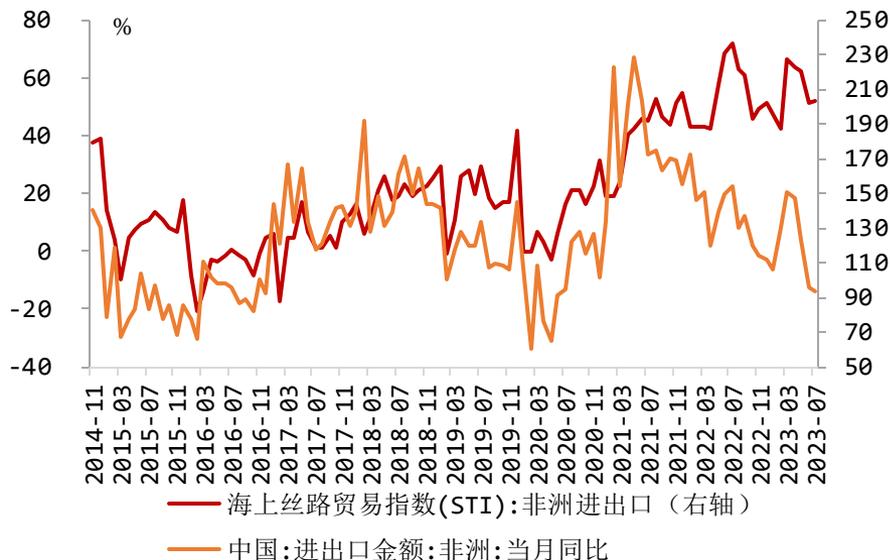
### 3 热点关注：改革提升与产业新布局下的投资机会

- **“一带一路”机遇与挑战并存。**2023年是共建“一带一路”合作倡议提出的十周年，7月24日中央政治局强调，要精心办好第三届“一带一路”国际合作高峰论坛。我国已与152个国家、32个国际组织签署了200多份共建“一带一路”合作文件，覆盖我国83%的建交国。从机遇看，我国产业链供应链优势为共建“一带一路”提供了有力支撑，全球经济恢复发展急需注入新动能，新一轮科技革命和产业变革带来发展新机遇；从挑战看，国际形势更加错综复杂，全球经济复苏道阻且长，传统安全与非传统安全风险增多，国内发展不平衡不充分问题仍然突出。
- **金砖成员国“扩容”，中非合作加速推进。**8月22日至8月24日，金砖国家领导人第十五次会晤在南非约翰内斯堡举办，金砖合作机制从5国扩容至11国。22日，《中华人民共和国和南非共和国联合声明》公布，双方鼓励两国工商界在相关原材料产地附近增加制造业基地，增加南非高附加值产品和优质农产品对华出口，加大对制造业和装配业投资，加强技能和技术转让。

#### 我国对一带一路沿线直接投资总额与增速



#### 我国与非洲合作贸易加深



# 目 录

---

◆ 周期叠加下的预期目标：二阶发力点与转型节点

◆ 财政与货币的协同效应：宽货币打底、财政稳进

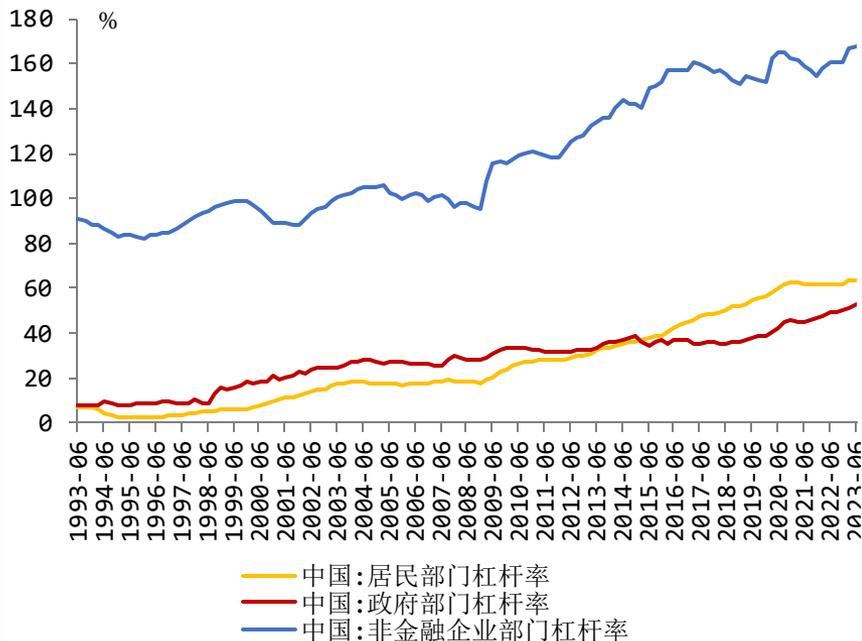
◆ 热点关注：改革提升与产业新布局下的投资机会

◆ 他山之石：日本经济泡沫破灭后的政策应对

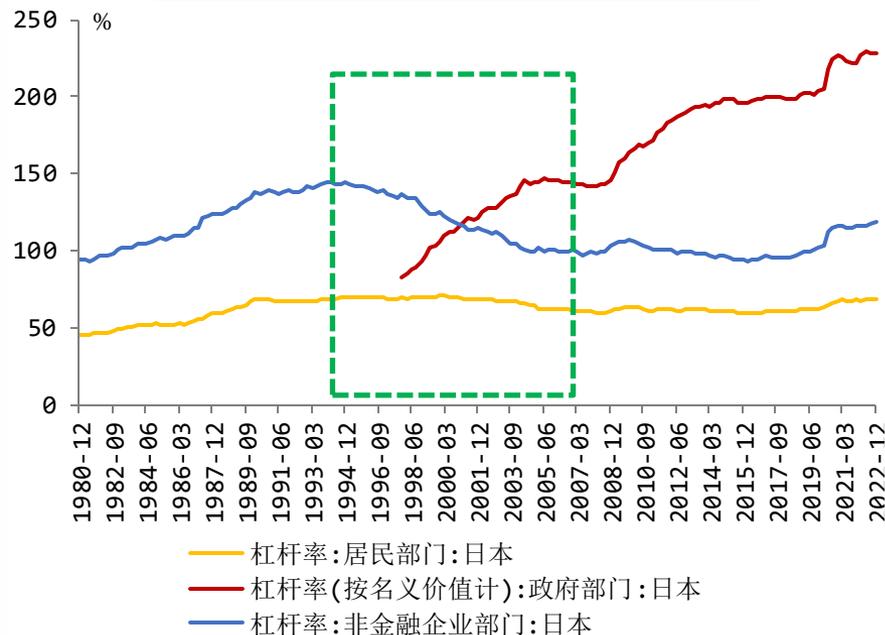
## 4 他山之石：日本经济泡沫破灭后的政策应对

- **从资产负债表的角度来看**，2023年中国二季度宏观杠杆率达到283.9%，其中非金融企业部门杠杆率167.8%，居三大部门之首。二季度末，实体经济债务存量351.5万亿元，同比增速较一季度的10.1%放缓至9.3%，债务增速下降，使得宏观杠杆率增幅也有所下降，居民和企业部门开始主动修复资产负债表。
- 日本在1990年代以前企业和居民杠杆率也持续上升，但在资产泡沫破灭后，日本经历资产负债表衰退，企业部门杠杆率显著下行，从1994年的144.7%降至2007年的98.8%，而政府部门杠杆率随后快速攀升，2022年已经达到228.5%。

### 中国三大部门杠杆率



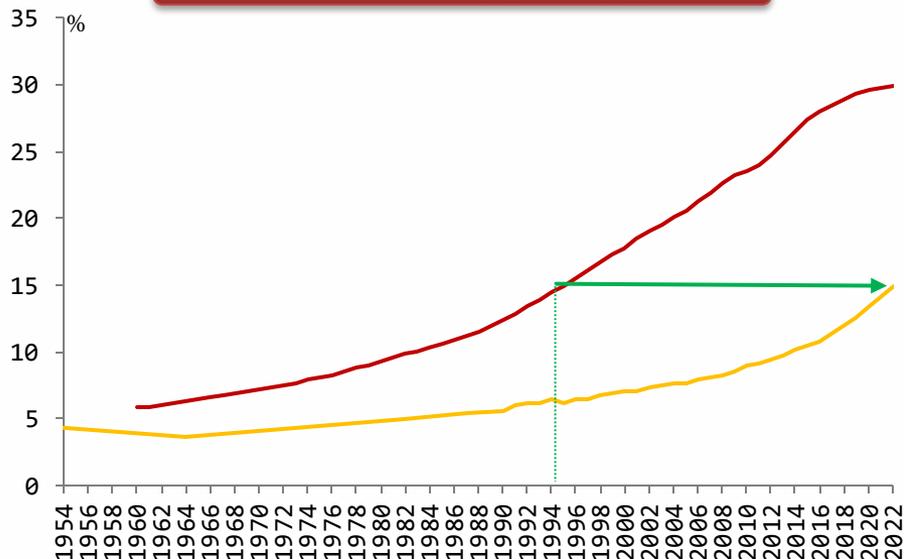
### 日本三大部门杠杆率



## 4 他山之石：日本经济泡沫破灭后的政策应对

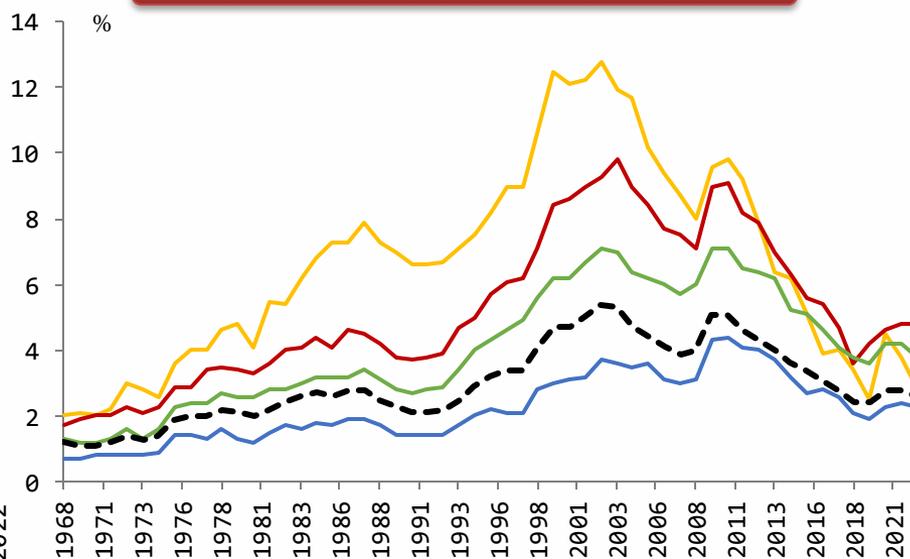
- 从中长期维度来看，中国和1990年代的日本同样面临着老龄化程度持续加深的问题，2022年中国65岁以上人口占总人口的比例达到14.9%，接近日本1995年的14.96%。而且少子化的问题也较为突出，2022年中国出生率仅为6.77%，自2017年以来持续走低。2022年末，全国人口141175万人，较2021年减少85万人，是近60多年来人口规模首次出现负增长。
- 日本在资产泡沫破灭后也出现了青年失业率高企的问题，15-24岁的青年失业率从1990年的4.3%持续升至2003年10.1%的高位，企业大幅减少应届生的招聘。同时，日本兼职就业人数持续上升，而全职就业人数下降。截至2021年末，中国灵活就业人员数量达到2亿人左右，2021年61.14%的企业在使用灵活用工。

### 中国和日本人口老龄化进程对比



— 中国:人口结构:占总人口比例:65岁及以上  
— 日本:65岁及以上人口:占总人口比重

### 日本1990年代青年失业率快速攀升

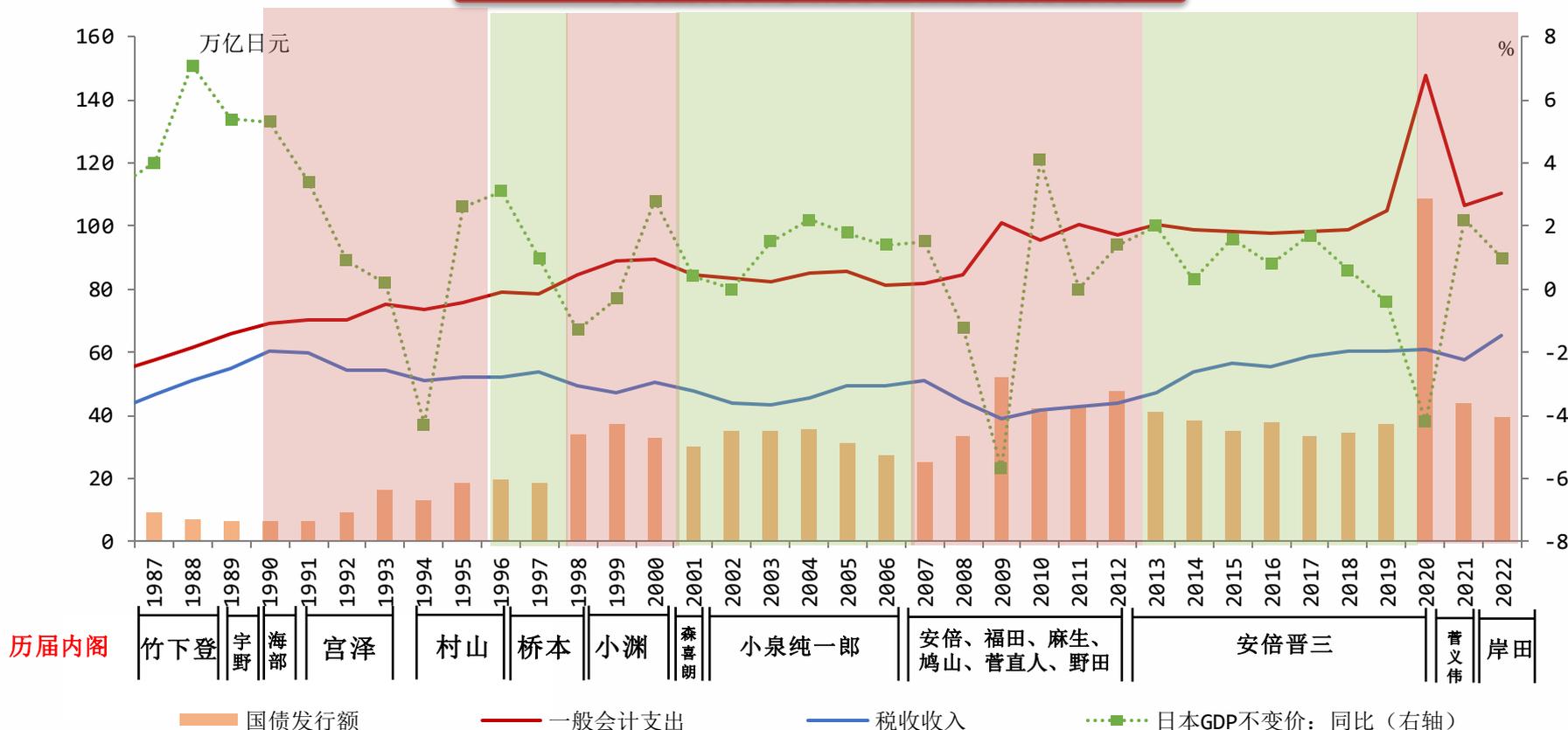


— 日本:失业率:15到19岁  
— 日本:失业率:20到24岁  
— 日本:失业率:25到29岁  
— 日本:失业率:40到44岁  
- - - 日本:失业率:总计

## 4 他山之石：日本经济泡沫破灭后的政策应对

- 日本财政主要采取了**减税、扩大支出以及财政货币化等措施**。1990年代危机爆发后，日本政府交替采取了扩张和紧缩的财政政策，意图刺激经济复苏的同时也致力于财政整顿。1990-1995年：财政加快扩张应对危机；1996-1997年：提高消费税率、降低政府支出；1998-2000年：经济下行使得财政改革暂缓；2001-2006年：再次主张财政整顿；2007-2012年：重拾扩张财政；2013-2019年：安倍内阁实施灵活的财政政策；2020年至今：新冠疫情、原油价格冲击使得财政再度扩张。

### 1990年代后日本财政收支及国债发行情况



www.swsc.com.cn

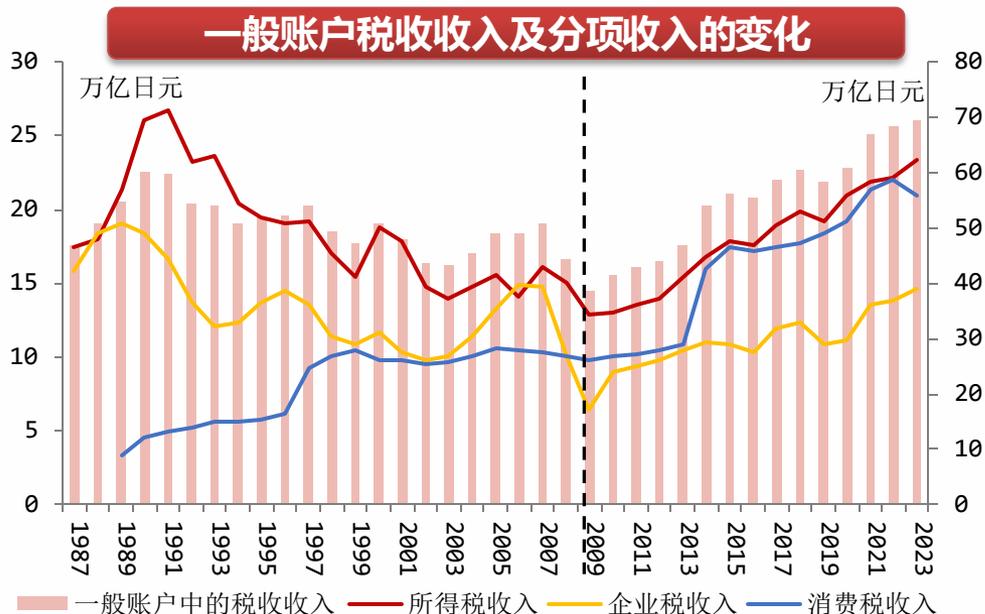
数据来源：日本财务省，西南证券整理；注：一般会计收入主要指税收和印花税收入；红底色为1990至2011年间日本财政扩张时期，绿底色为财政政策调整时期

## 4 他山之石：日本经济泡沫破灭后的政策应对

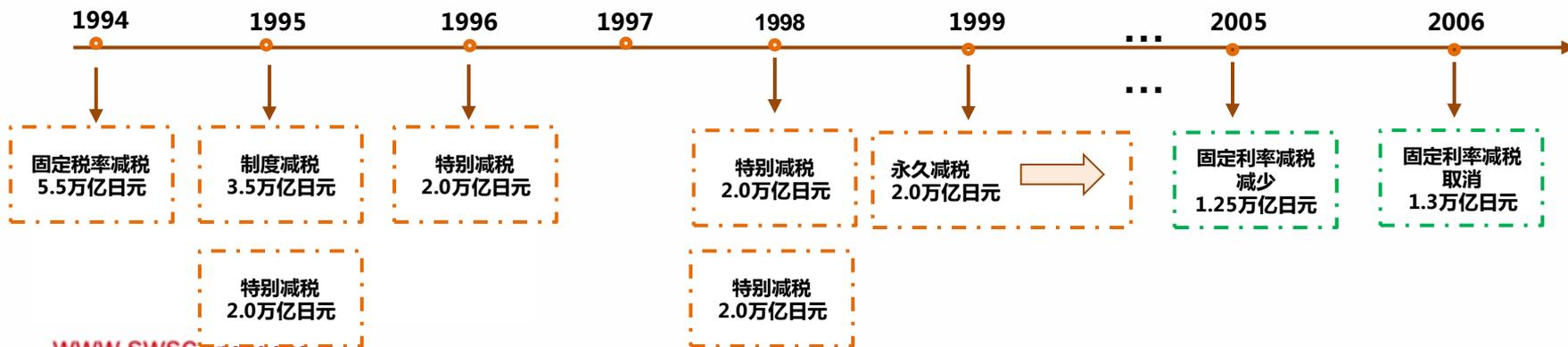
□ 收入端来看，1990年之后日本的税收收入可以主要分为两个阶段：

**第一阶段**1990-2009年税收收入呈震荡下行趋势，从1990年的60.1万亿日元下降至2009年的38.7万亿日元，这一阶段采取过多次减税措施。

**第二阶段**：2009年-至今日本税收收入持续上行，从2009年的38.7万亿日元逐步攀升至2023年的69.4万亿日元。消费税收入在经过1997、2014和2019年三轮上调后成为日本税收中的最大组成部分。



### 1990年代以来日本政府出台的主要减税政策

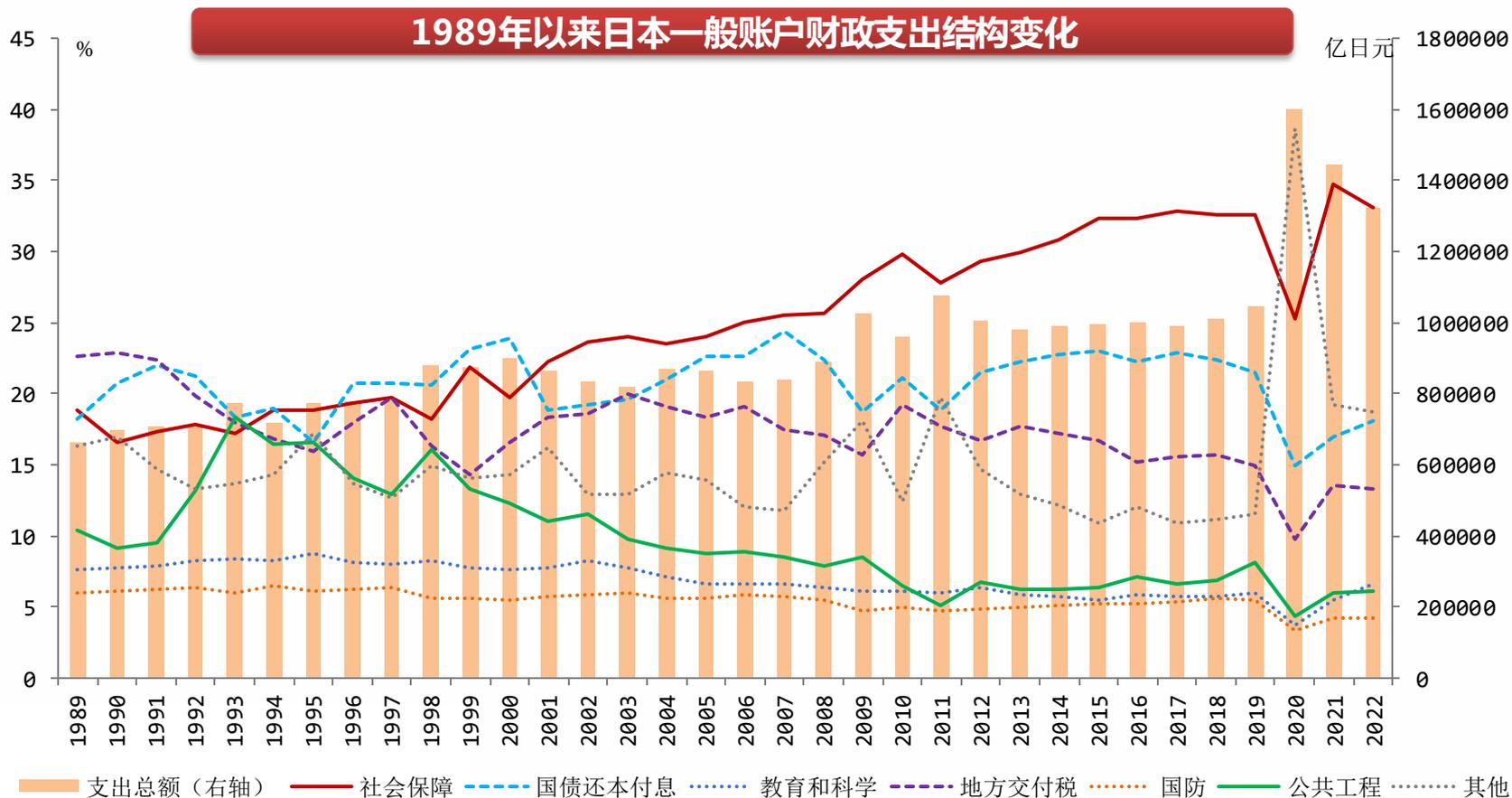


WWW.SWSC.COM.CN

数据资料来源：日本财务省，西南证券整理；注2022年为补充后预算收入数据，2023年为预算收入数据

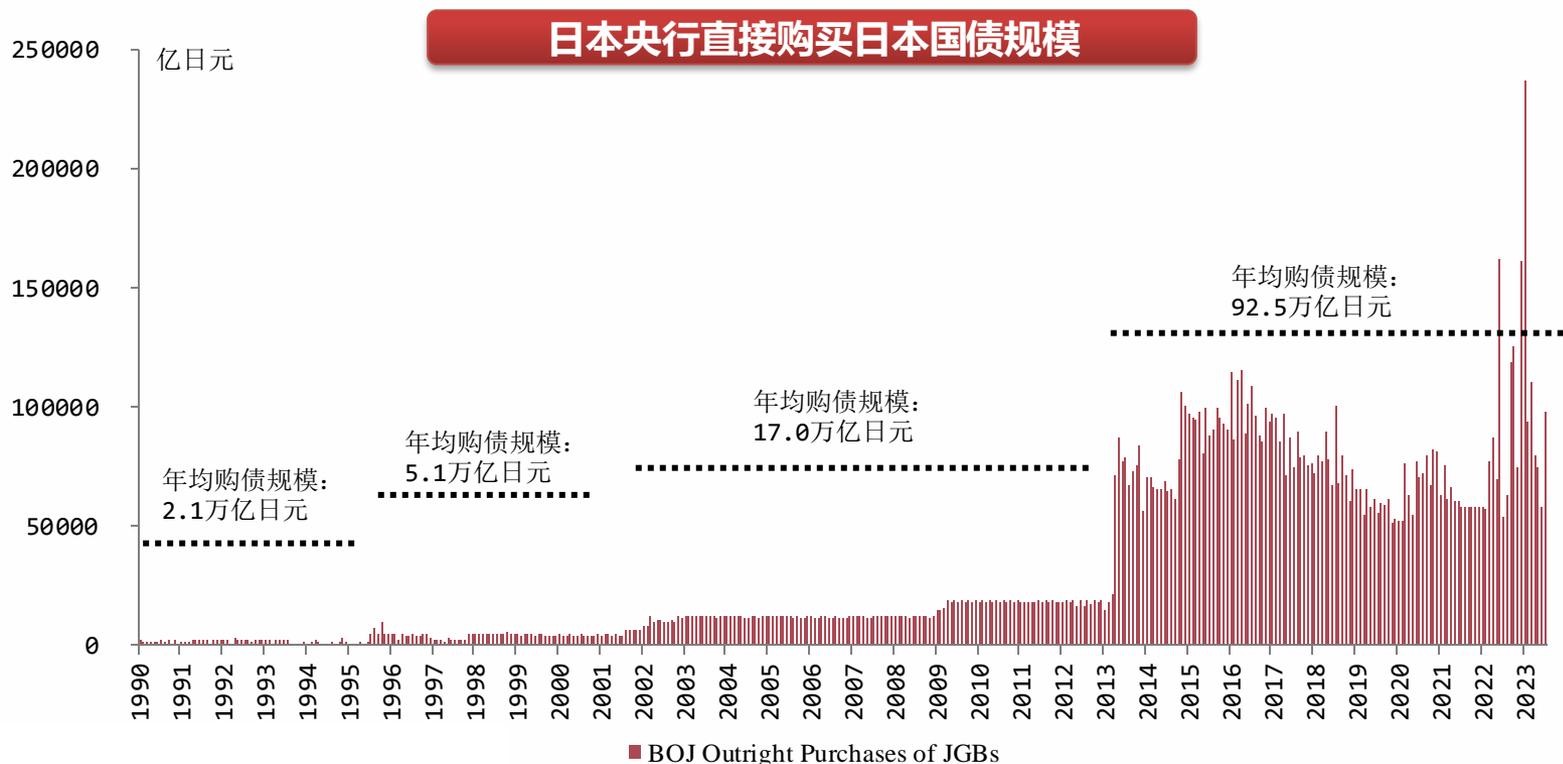
## 4 他山之石：日本经济泡沫破灭后的政策应对

- 支出端来看，日本政府持续加大开支。结构上，1991-2000年财政支出中的公共工程项目比重明显较此前提升，一度高达18.4%（1990年该比重为9.1%），直至2003年逐渐下滑，目前仅为6%的水平；由于日本老龄化问题严峻，财政中的社会保障项目不断提升，从1990年的16.6%逐渐提升至2022年的33.1%；向地方的转移支付总体呈下降的态势。



## 4 他山之石：日本经济泡沫破灭后的政策应对

- **减税和扩大支出导致财政赤字不断扩张，政府债务持续攀升，日本逐步开启财政赤字货币化。**日本央行一方面采取长期低利率的政策，降低日本政府偿债付息的压力，另一方面不断扩大购买国债的规模。1990-1994年，日本央行购买长期国债规模年均仅为2.1万亿日元左右；2001年QE开启后，2002-2012年年均购债规模达到约17万亿元；2013年日本央行开启QQE，2013-2022年年均购债规模再度扩张至92.3万亿日元。



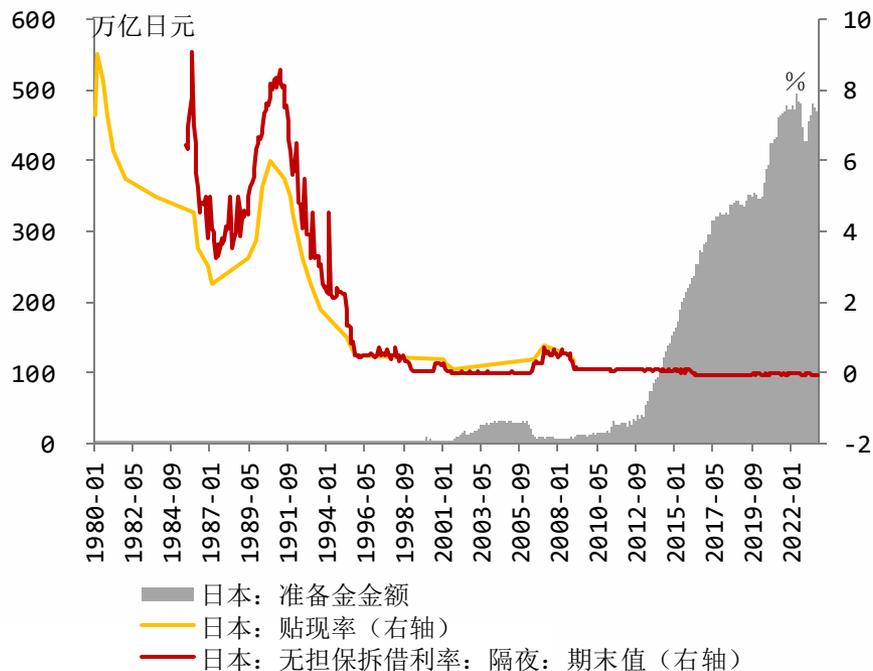
数据来源：日本央行，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

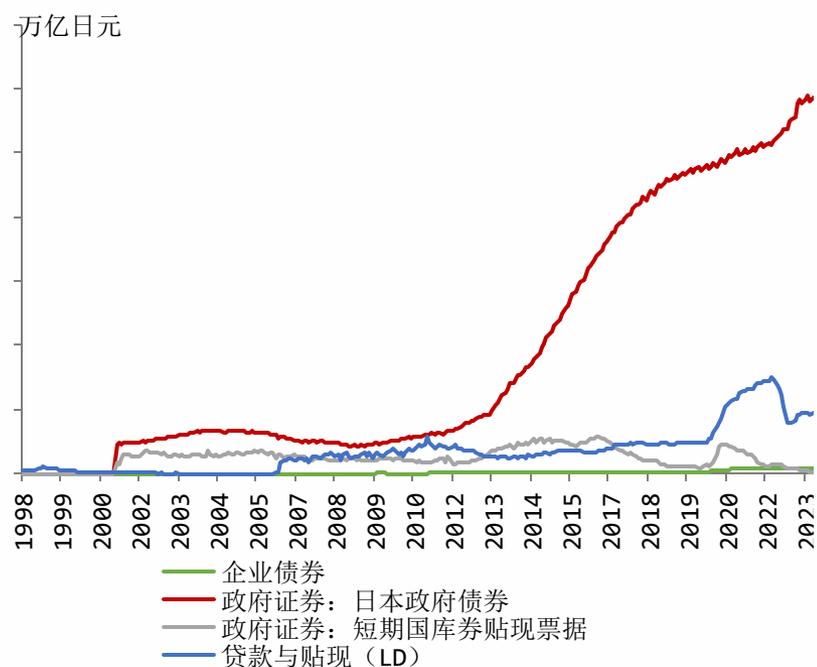
## 4 他山之石：日本经济泡沫破灭后的政策应对

- 货币政策方面，为应对经济长期的不景气，日本央行不断创新货币政策工具，在政策利率接近于零的状态下，多次采用非常规的货币政策，政策目标从价格型向数量型转变。1991-1999年，连续降息；1999-2000年，“零利率”政策开始实施；2001-2006年，零利率+QE；2006-2008年，零利率和QE政策暂时解除；2009-2013年，零利率+QE加码；2013-2015年，零利率+QQE；2016年-至今，负利率+QQE，大量购买长期国债。

### 日本央行采取的价格和数量型措施



### 日本央行主要资产规模变化



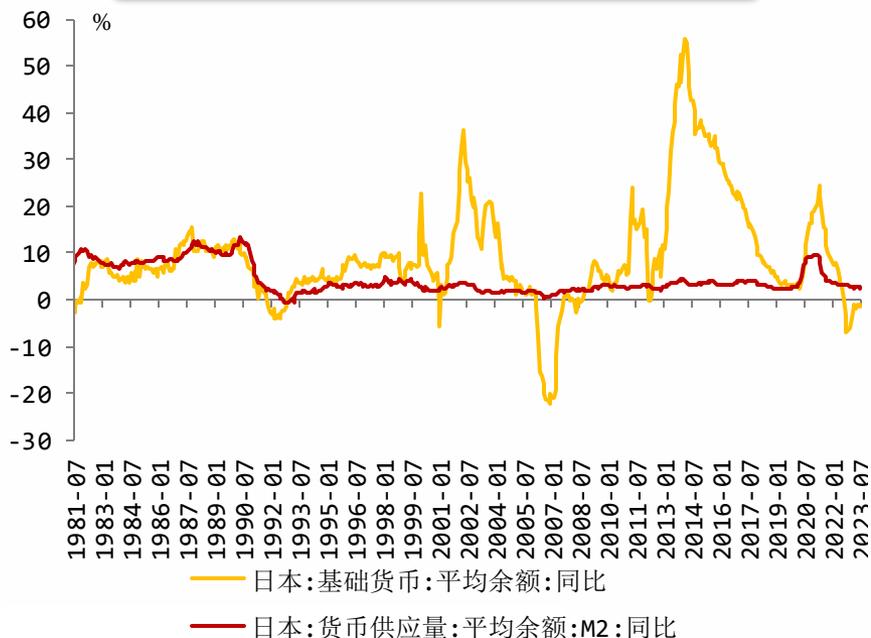
数据来源：wind、CEIC，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

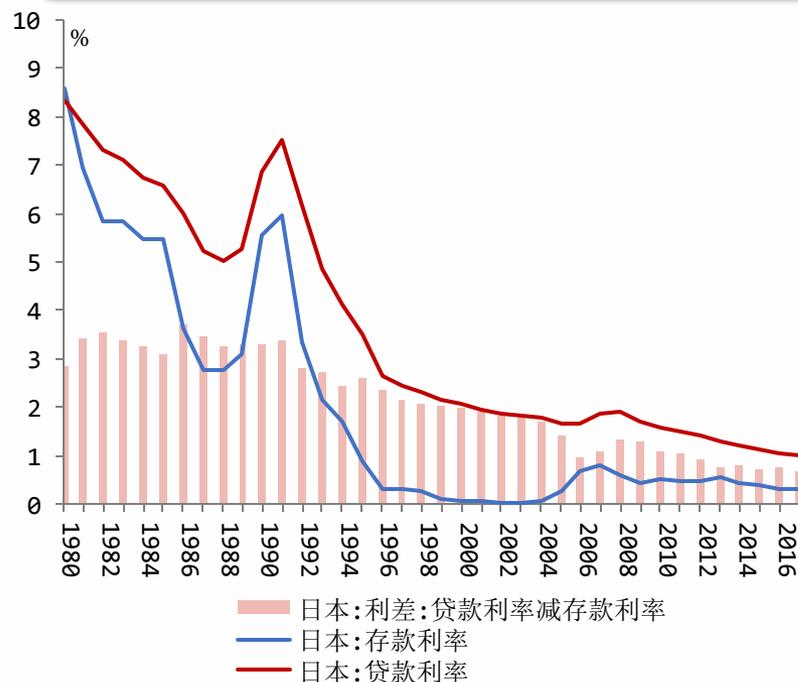
## 4 他山之石：日本经济泡沫破灭后的政策应对

- 从效果上看，宽货币向宽信用路径受阻，基础货币量保持高速增长态势，然而货币供应量却维持低速增长，其中很大部分原因是由于货币乘数的下降。货币乘数下降的原因主要包括：1) 家庭对于未来通货紧缩的预期上升；2) 企业更加倾向于保障金融资产的安全性；3) 零利率使得经济各部门持有现金的机会成本下降；4) 银行惜贷。
- 另外，在贷款利率持续下降，但存款利率保持韧性下，日本存贷款利率持续收窄，给银行业的利润带来更大压力，银行释放贷款的意愿也降低，制约信贷扩张。

### 宽货币向宽信用路径受阻



### 日本存贷款利率持续收窄，银行业压力加大



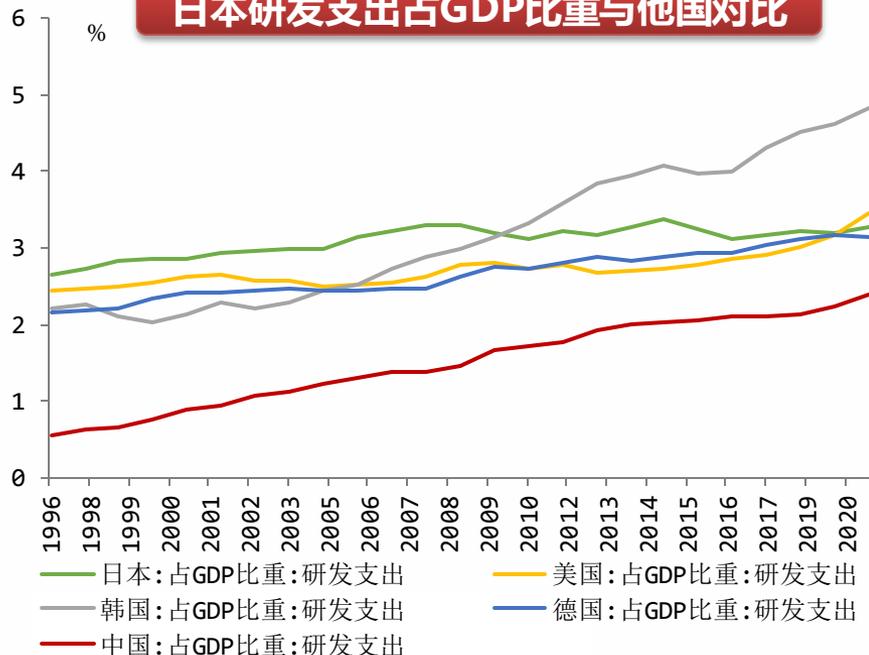
数据来源：wind，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

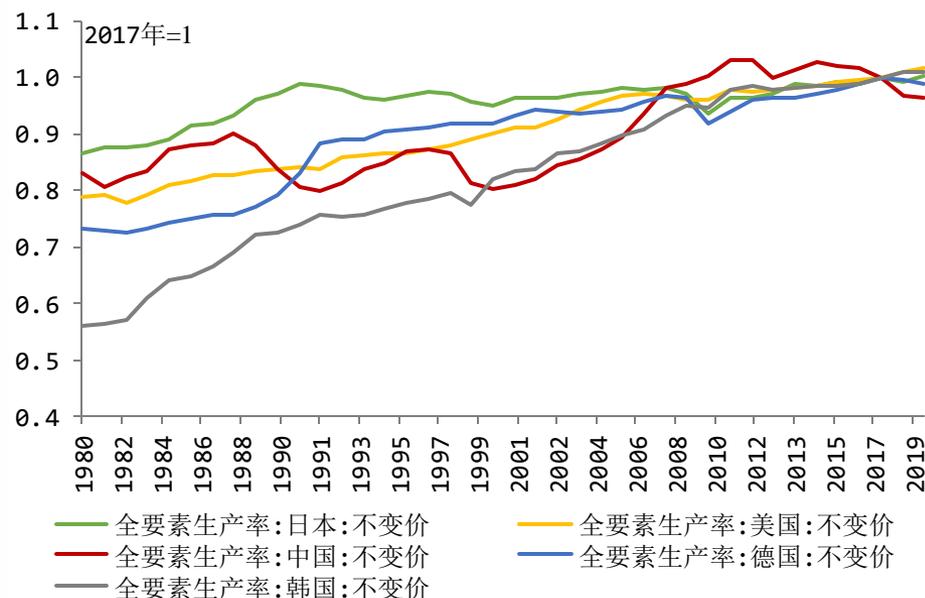
## 4 他山之石：日本经济泡沫破灭后的政策应对

- 在产业空心化和老龄化问题愈发突出的背景之下，日本政府采取的产业政策更倾向于支持知识密集型的行业。1995年，日本颁布《科学技术基本法》，明确提出以“科学技术创造立国”作为基本国策。产业政策呈现出三个特点，一是从外需主导向内需主导转变，二是从“单极型”向“多极型”转变，三是产业导向中的科技成分增加。
- 从产业组织形式来看，90年代后，日本产业政策的思路更多是在体制改革上，改变过去通过行政手段实施的“追赶型”体制，更多地利用市场化的方式来促进产业发展，实施了一系列产业活性化措施。

### 日本研发支出占GDP比重与他对国对比



### 日本全要素生产率仍陷入瓶颈



数据来源：wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn



**西南证券**  
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-58251911  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦  
执业证号：S1250522090001  
电话：010-57631299  
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏  
执业证号：S1250523030002  
电话：010-55758502  
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司  
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上

持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业  
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究发展中心

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	陈阳阳	销售经理	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	卞黎昶	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	田婧雯	销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	wyf@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	xyx@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				