

80-90 年代日本“双循环”的启示

——双循环系列报告之三

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

2020 年 11 月 27 日

80-90 年代的美日冲突是基于美日同盟的大背景下产生的贸易、经济方面的冲突。对外,自 80 年代中期开始的 10 年间,美日贸易摩擦呈现全面升级的态势。对内,以日本本国经济情况来看,日本自 1980 年 3 月到 1983 年 5 月陷入经济衰退,且伴随严重的财政赤字。

为应对美日贸易升级,日本采取了一系列政策。

- 对内政策包括 1) 提高工资,增加居民收入 2) 降低个税与企税等 3) 金融方面加大了对经济进行干预的力度,多次下调利率 4) 调整产业结构,发展新型产业 5) 继续实行和完善土地对策,提高土地的利用率,促进城市开发; 6) 实施积极的财政政策,扩大政府支出,大力开展基建投资 7) 提高住宅质量,完善社会基础设施并促进社会保障措施。
- 对外政策包括 1) 日本政府增加了海外直接投资、扩大制成品进口 2) 加快推动金融、资产交易的自由化。

同期资本市场价格来看,自日本经济走向“双循环”后,制造业升级、消费升级及政策宽松带动下,精密仪器(246.67%, 17.03%)、电子设备(387.68%, 48.85%)、汽车(316.67%, -7.43%)、服务业(619.69%, 33.33%)、医疗(231.42%, -10.67%)、零售(556.36%, -0.03%)、批发(321.16%, -24.02%)行业股票指数,利率债(150BP,470BP)明显走牛。

- 以同期 TOPIX 指数作为基准,进一步分析在“1980-1989 年代的繁荣”、“1990-1999 年代的衰退”两阶段资本市场价格。我们发现板块表现强于基准的有精密仪器、电子设备、汽车、批发、零售、医疗、服务业。此外,利率债在两阶段分别下降 150BP,470BP。
- 由于制造业升级,传统重工业增速放缓,化学、石油煤炭、机械在“1990-1999 年代的衰退”时期走势较差。尽管财政政策大幅拉动基建,公租房大幅建设,对建筑业、房地产的拉动效应并不持久。由于消费升级,对食品饮料、纺织品等必需品在“1990-1999 年代的衰退”时期也难有超强表现。

对比来看,当前中国与 80 年代日本在外贸依存度、与美国贸易关系上、经济发展模式等都有较大相似性,所以当下中国的对比就具备一定的参考意义。

- 外贸依存度上,从高点逐步下降,但内需支撑尚不足够。
- 与美国贸易关系上,贸易冲突加剧且有向其他领域扩展的趋势。
- 经济发展模式上,都处于由外需主导型向内需主导型的发展模式转变。
- 经济结构调整上,都面临由工业化成熟并逐步后工业化时期。

从日本经验来看,后工业化阶段产业升级脉络清晰;提高居民收入,减税降费,提高公宅数量质量及社会保障制度,释放地产对居民支出占用,让居民能够消费敢于消费仍有可为;中国相比日本更能实现真正意义上的“双循环”。

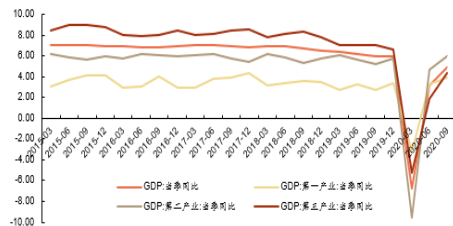
- 后工业化阶段的主导产业将从重工业制造业向高端制造业升级。预测仍有较大空间的机械设备行业包括:智能仪表装备、大型智能工程机械、高效农业机械、智能印刷机械、自动化纺织机械、环保机械、冶金机械、高级机床、大型铸锻件、交运设备、航空设备、轻工机械等。
- 随着下端需求的启动和加速,中游偏下的电子、电气、汽车、医药等行业更具备投资增长空间,其投资的需求弹性更大。中游上端的采掘、钢铁、石化等行业投资速度将下降。

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源: WIND

相关报告

- 1、《各分项继续向好 四季度出口仍值得期待: 10 月经济数据点评》2020-11-18
- 2、《城镇化与消费升级下的内循环机会: ——双循环系列报告之十四五政策倾斜》2020-11-09
- 3、《工业生产继续向上 消费恢复强度为下阶段关注点: 9 月经济数据点评》2020-10-20
- 4、《经济结构化视角下的内循环机会: ——双循环系列报告之一》2020-09-27
- 5、《工业增长略超预期 结构性分化或将延续: 8 月经济数据点评》2020-09-16

- ◆ 投资将更多来自消费拉动，与消费升级相关的第三产业投资增长迅速。工业化进程的升级和城市化下移将出现结构性转变，消费出现普及与升级并行。随消费水平和层次沿着一二线城市向三四城市递延，消费结构将显著优化。服务业、汽车、家电、教育、医疗、卫生保健、商业零售等投资增速将加快。
- ◆ 收入是消费的基石，而从中国工资增速长期低于 GDP 增速来看，仍有较大空间。参考日本的经验，一方面增加劳动者报酬占比国民收入的比重，持续解决中低收入居民的收入难题；另一方面通过针对性降低个税、消费税，增加相关资产转移相关税率等，缩小贫富差距，让想消费的居民能够消费。
- ◆ 提高公宅数量质量及社会保障制度，释放地产对居民支出大头占用，对地产及相关产业链依赖度系统性下降将为居民消费打开空间。增长效率的日益降低等问题仍以来地产产业链难以创造新增长动力点。
- ◆ 房地产市场软着陆才开始。11 月 25 日，国务院副总理刘鹤表示，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。而我们认为房地产市场软着陆只是开始。
- ◆ 所谓内循环，至少需要庞大的消费市场及较好的本土产能，而这些恰恰就是日本最缺少的。从供求双方看，我们具备实现内部大循环、促进内外双循环的诸多条件。11 月 15 日签订的 RCEP 将成为中国“外循环”的核心。
- ◆ 投资策略：关注精密仪器、电子设备、汽车、批发、零售、医疗、服务业、教育、卫生保健及智能仪表装备、大型智能工程机械、高效农业机械、环保机械等高端制造业行业机会。
- ◆ 风险提示：海内外关系变动超预期、政策力度不及预期等。

2020 年中国主要经济指标预测

指标	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
实际 GDP	6.80	6.90	6.70	6.10	1.60
名义固定资产投资	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
名义社会零售总额	10.90	9.40	8.16	8.00	-5.00
CPI	2.00	1.56	2.10	2.90	2.40
PPI	-1.37	6.31	3.54	-0.32	1.20
顺差对 GDP 贡献度	-0.5	0.6	-0.6	0.70	-0.20
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.92	6.59	6.89	7.01	6.55

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 80-90 年代日本内外部经济状态	4
1.1 外部环境.....	4
1.2 内部环境.....	4
2. 政策转变.....	4
2.1 政策转变背景	4
2.2 对内政策方面	5
2.2.1 提高工资 增加居民收入	5
2.2.2 降低相关税费	6
2.2.3 金融方面加大了对经济进行干预的力度	6
2.2.4 调整产业结构，发展新型产业	6
2.2.5 继续实行和完善土地对策，提高土地的利用率，促进城市开发	9
2.2.6 实施积极的财政政策，扩大政府支出，大力开展基建投资	10
2.2.7 提高住宅质量，完善社会基础设施并促进社会保障措施	11

2.3 对外政策方面	11
2.3.1 日本政府增加了海外直接投资、扩大制成品进口	11
2.3.2 加快推动金融、资产交易的自由化	12
3. 同期资本市场价格变动	13
3.1 提高居民收入 降低相关税费推动消费板块走强	14
3.2 宽松的货币政策带动日本利率债长牛趋势	16
3.3 产业变革带来制造业与第三产业升级	17
3.4 促进城市开发带动医疗等服务业升级 食品饮料纺织品下降	19
3.5 积极的财政政策 大力开展基建投资 建筑业股价推动并不持久	20
3.6 提高住宅质量 完善社会保障措施 医疗表现显著 房地产股价推动并不持久	21
3.7 推动金融资产交易的自由化 证券业与银行业激烈争斗双双式微	22
4. 经验与线索	23
4.1 后工业化阶段产业升级脉络清晰	24
4.2 提高居民收入 减税降费 让居民能够消费	24
4.3 提高公宅数量质量及社会保障制度 释放地产对居民支出占用 让居民敢于消费	25
4.4 中国相比日本更能实现真正意义上的“双循环”	25

图表目录

图 1: 日本 GDP 与居民收入	5
图 2: 日本 GDP 同比增长	7
图 3: 工业化加速期日本制造业生产能力指数（以 1975 年=100 计）	7
图 4: 工业化成熟期日本制造业生产能力指数（以 1975 年=100 计）	7
图 5: 日本电子计算机产量	8
图 6: 日本服务业增加值对 GDP 增长的贡献	9
图 7: 1955 年-1975 年日本三大都市圈（东京圈、阪神圈、中京圈）人口集中	10
图 8: 日本国债发行额及用于财政支出	10
图 9: 日本公共支出中用于公共工程与社会保障费金额	11
图 10: 日本股市批发与零售行业指数走势（蓝色为批发）	15
图 11: 日本股市汽车行业指数走势	15
图 12: 日本 10 年期国债利率	16
图 13: 日本股市精密仪器&电子设备行业指数走势（蓝色为电子设备）	17
图 14: 日本股市机械行业指数走势	17
图 15: 日本股市化学与石油煤炭指数走势（蓝色为石油煤炭）	17
图 16: 日本股市服务业行业指数走势	18
图 17: 日本股市医疗行业指数走势	19
图 18: 日本股市食品饮料与纺织品行业指数走势（蓝色为食品饮料）	19
图 19: 日本股市建筑业指数走势	20
图 20: 日本股市房地产行业指数走势	21
图 21: 日本股市银行业与证券业指数走势	22
表 1: 88 年末各主要工业国在海外直接投资情况（单位：亿美元）	5
表 2: 88 年末各主要工业国在海外直接投资情况（单位：亿美元）	11
表 3: 日本 80-90 年代政策对应相关产业行业及资本市场价格	13

1. 80-90 年代日本内外部经济状态

1.1 外部环境

80-90 年代的美日冲突是基于美日同盟的大背景下产生的贸易、经济方面的冲突。20 世纪 80 年代前，美日同盟为日本经济发展提供了战略支撑。而自 20 世纪 80 年代后，尤其是自 80 年代中期开始的 10 年间，美日贸易摩擦呈现全面升级的态势。

- ◆ **20 世纪 80 年代前，美日同盟为日本经济发展提供了战略支撑。**首先，美日同盟为日本经济发展提供了和平环境，很大程度上确保日本能将有限的资源集中于经济领域。其次，美日同盟使日本得以迅速完成战后资本积累，包括避免付出在战争赔偿上应有的巨大代价，并利用朝鲜战争的所谓“特需”等契机经济建设从而全面恢复。第三，美日同盟为日本经济发展提供了良好的投资环境，日本在资金、市场、技术等领域均得到了美国的大力扶植。
- ◆ **自 20 世纪 80 年代后，尤其是自 80 年代中期开始的 10 年间，美日贸易摩擦呈现全面升级的态势。**20 世纪 80 年代中期，日本世界性经济大国的地位日趋稳固，在经济总量、债权、金融投资等领域具有明显优势；而美国经济则在巨额贸易赤字和财政赤字的“双赤字”压迫下陷入困境。日本占比美国的贸易赤字从 80 年代中期的 34% 上升到 1989 年下半年的超 50%，在 1991 年，更是达到了 65% 的峰值。而美日贸易摩擦所带来的最严重问题在于其逐渐超越单纯的经济范畴，美日以贸易摩擦为代表的国家利益冲突开始凸显。

1.2 内部环境

而以日本国内自 1980 年 3 月到 1983 年 5 月陷入经济衰退，且伴随严重的财政赤字。在此期间政府的财政赤字高达 140000 亿日圆，政府不得不增大公债发行量来弥补。

- ◆ **此次经济衰退的原因有四点。**包括 1) 外部环境上，世界经济衰退及世界贸易萎缩背景下，日本同欧美国家的贸易摩擦加剧，出口贸易严重受阻。2) 因技术革新步伐的放慢，民间企业设备投资增长处于较低水平。3) 第二次“石油冲击”以及日本政府所采取的紧缩性经济政策对日本经济产生的收缩性影响。为了避免因石油价格上涨所引起的投机性进口，日本政府采取了金融紧缩政策，大幅降低了货币的供应量。4) 基于存量大规模的财政赤字，对财政规模也进行了适当的压缩，紧缩性的政策加剧了经济形势的急转直下。
- ◆ **1982 年中，美国经济在巨额财政支出的持续刺激下，开始走出低谷并逐步进入扩张阶段，日本对美国等国的出口也由此开始逐月增加。**出口量的增加消化了企业积压的产品。以输出产业为中心的企业设备投资有了明显的恢复，带动了日本经济的复苏。
- ◆ **1983 年 6 月，世界经济形势的好转为日本经济的复苏提供了良好的外部条件。**

2. 政策转变

2.1 政策转变背景

80 年代中期，日本经济开始从外需主导型的发展模式向内需主导型的发展模式转变。

- ◆ **早期针对本国资源贫瘠、市场规模狭小、技术落后等困难，日本确立了出口导向型的“贸易立国”发展战略。**随着经济水平和贸易规模的提高，“出口导向型”的发展模式暴露出诸多弊端，除了频繁的贸易摩擦外，该发展模式还暴露出两点缺陷：第一，该模式受海外政策与市场环境变化的影响太大，经济发展的主动权难以自我掌握；第二，对出口的片面重视引发了日本经济结构的失衡，也限制了日本的产业升级，而劳动力成本的上涨又日益制约着日本的出口竞争力。
- ◆ **1985年9月，西方5国财政部长会议召开，在美国等国的压力下，日元被迫升值。**日元的大幅升值抑制了出口，使贸易量大大幅度削减，从而引发了经济衰退的发生。但是由于当时日本国内的经济形势看好，国内的设备投资和库存仍在进行，因此未出现严重的衰退现象，但此时日本开始着手向内需主导型的发展模式转变。1986年制定通过了著名的《前川报告》，重点强调了经济发展思路从出口主导向内需主导转变，此后又接连出台了《经济结构调整推进纲要》等一系列纲领性文件，着力于摆脱过分依赖出口的状况，大力开发国内市场以应对国际环境变化。
- ◆ **随后，日本实行了一系列政策。**1987年新任首相竹下登上台后，立即着手制定了1988年—1992年的新经济计划，把中期宏观经济增长率定为4%，其中内需增长目标是4.5%，出口则为-0.5%。为了切实达成从外需主导型的发展模式向内需主导型的发展模式转变，日本实行了一系列政策。

表1：88年末各主要工业国在海外直接投资情况（单位：亿美元）

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1987
经济增长率	4.2	3.7	3.1	3.2	5.1	4.7	4.2
内需推动比率	0.9	2.2	2.8	1.7	3.7	3.7	5.0
外需推动比率	3.4	1.5	0.3	1.5	1.3	1.0	-0.7

资料来源：日本经济企划厅，申港证券研究所

2.2 对内政策方面

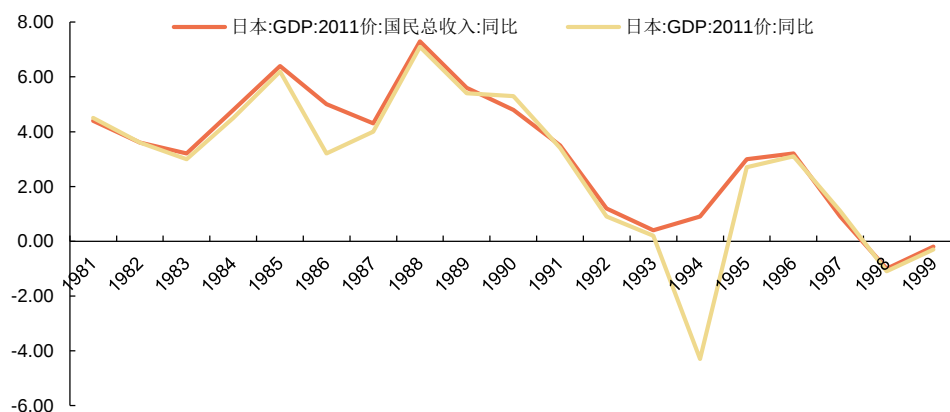
对内政策包括 1) 提高工资，增加居民收入 2) 降低个税与企税等 3) 金融方面加大了对经济进行干预的力度，多次下调利率 4) 调整产业结构，发展新型产业 5) 继续实行和完善土地对策，提高土地的利用率，促进城市开发 6) 实施积极的财政政策，扩大政府支出，大力开展基建投资 7) 提高住宅质量，完善社会基础设施并促进社会保障措施。

2.2.1 提高工资 增加居民收入

19 世纪 60-70 年代开始，日本就发起过“国民收入倍增计划”，民众收入与生活水平都实现了大幅度提升。到了 80 年代，日本继续发力提高老百姓的最低工资，并增加劳动者报酬占国民总收入的比重。1992 年开始截至 90 年代末，用于公共事业投资，增加职工收入总计已超过 100 兆日元。

对应的 80-90 年代日本人的工资增速长期高于 GDP 增速，大部分民众都充分享受到了经济发展带来的红利，购买力也一再提升。

图1：日本 GDP 与居民收入



资料来源: Wind, 申港证券研究所

2.2.2 降低相关税费

80年代开始日本政府进行了大刀阔斧的税制改革,包括个人所得税,法人税等多个方面进行减税降费。

- 居民方面,个人所得税由原来最高税率 70% 降至 50%, 税率的档次由 15 个减为 6 个, 从 10.5%~70%改为 10%~50%。一系列行为变相增加了居民可支配收入,鼓励了个人消费,并扩大了国内需求。
- 企业方面,以培育和保护市场主体为主基调,推行“企业优先”政策,采取了一系列措施: (1)实行低税率的法人税政策及其他相关政策,保证企业获得高利润和促进企业投资竞争(2)实行低利率的金融政策,降低企业资金成本(3)针对本国企业实行严格的保护政策(4)实行稳定批发物价优先的政策,为企业投资创造良好的环境。

2.2.3 金融方面加大了对经济进行干预的力度

从 1986 年到 1987 年间,日本银行连续 5 次下调官定利率,到 1987 年利率已降至 2.5%。1993 年 9 月,政府将公定利率由 2.5%降至 1.75%,已达到当时历史最低水平。在这之后,日本为了刺激经济增长,又连续调低利率,成了世界罕见的低利率政策。而且在 1998 年 9 月举行的日本银行政策委员会会议上,又决定引导短期利率从 0.4%~0.45%降至 0.25%,1999 年 2 月始日本几乎实行“零利率”政策。

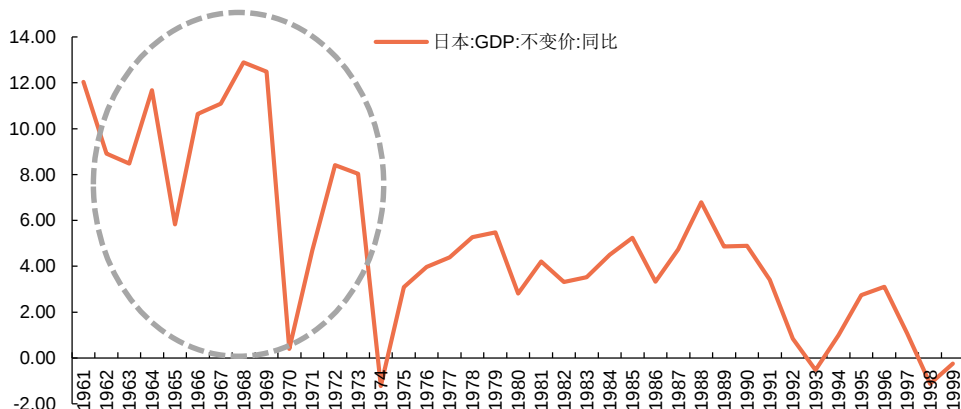
- 低利率一方面削弱了存款对居民的吸引力,使储蓄转化为消费与投资。另一方面,又助推了股价的上升。使持股家庭的潜在资产收入增加,并可通过抛售股票予以实现,财富效应显著,促使持股家庭的消费增加。
- 据当时数据的相关测算,股价每上升 10%,消费支出约增加 0.4%~0.6%。同时,低利率还会推动地价的上涨,这会使那些拥有空闲土地的家庭通过出售土地实现资产增值并相应扩大消费。另外,又因地价上涨引起房价上升,也促使一些消费者在购房无望的情况下将储蓄转用于其他消费。

2.2.4 调整产业结构,发展新型产业

1956 年-1974 年,日本处于工业化加速并逐步成熟阶段,特征为设备投资高速增长,重化工占比迅速提高。期间实际 GDP 年均增速超 9%,粗钢产量年均增速超

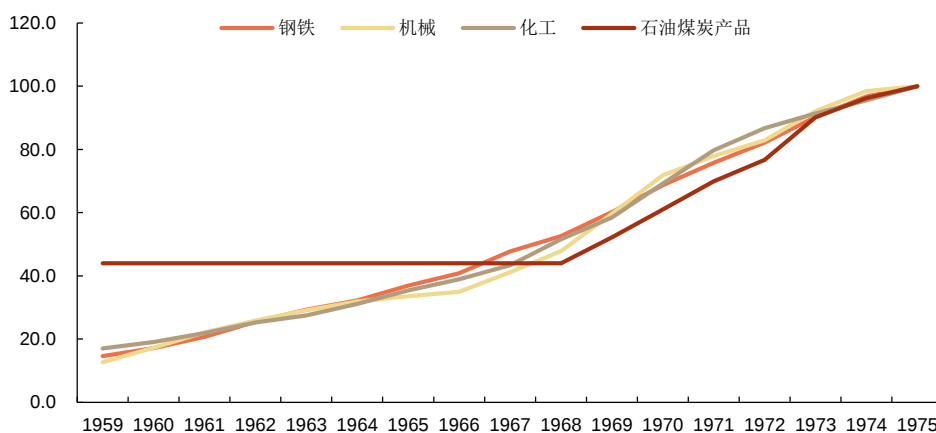
16%，期间主导产业主要是钢铁、石油、化工、机械等重化工业，生产能力指数大幅提升。

图2：日本 GDP 同比增长



资料来源：世界银行，申港证券研究所

图3：工业化加速期日本制造业生产能力指数（以 1975 年=100 计）

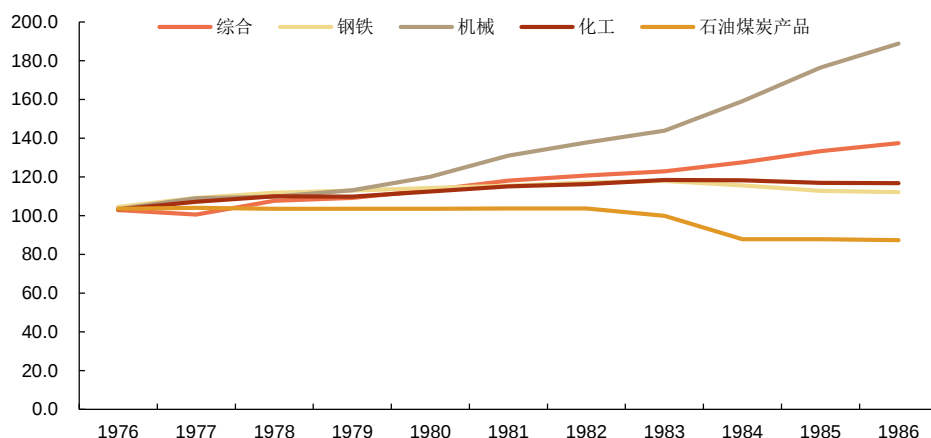


资料来源：《战后日本经济社会统计》，申港证券研究所

1975 年-1990 年，工业化成熟并逐步后工业化时期，特征是设备不断更新并伴随技术升级，行业重组大型化及产业结构持续升级。固定资产投资结构有明显的向高端制造业转移的倾向。钢铁、石油、化工等重化工业增长趋缓，高端机械继续发力。城市化快速进行并伴随消费升级，服务业贡献日益提升。

- ◆ 行业上看，高端制造业、电子电气、精密仪器、汽车、家电等中游偏下产业快速发展。
- ◆ 与此同时钢铁、化工、石化、普通机械等中游偏上的产业虽然也保持一定发展速度，但其重要性相对降低，而处于上游的产业则基本处于萎缩的状态。

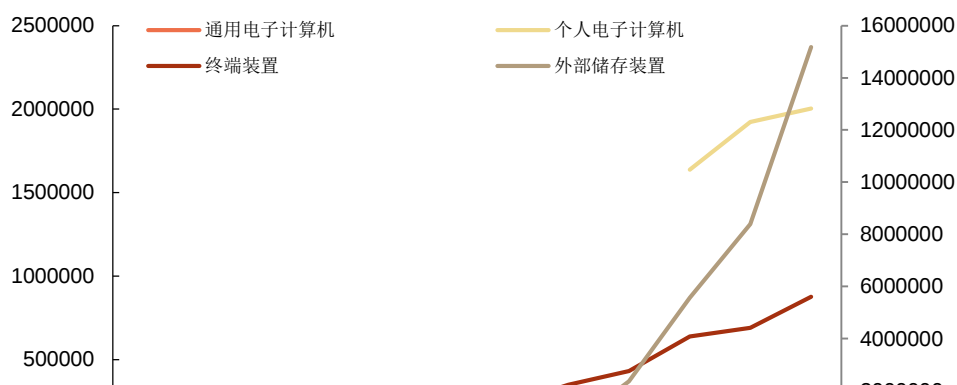
图4：工业化成熟期日本制造业生产能力指数（以 1975 年=100 计）



资料来源:《战后日本经济社会统计》, 申港证券研究所

1980 年, 日本通产省在《80 年代的通产政策构想》中, 正式提出“科技立国”的口号, 带动超大规模集成电路、光导纤维、人工智能计算机等尖端技术代表行业产业进入上升期。“科技立国”成为日本新的基本国策。其领域就是当前和未来科技发展中起决定作用的尖端技术, 一方面要在 80 年代内能广泛应用推广的尖端技术, 包括超大规模集成电路、光导纤维、新陶瓷等; 另一方面为至少到 90 年代后乃至 21 世纪才能应用推广的尖端技术, 如人工智能计算机、生物工程、航天技术、海洋开发等。

图5: 日本电子计算机产量



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1159

