

迎来财政年

——宏观经济研究专题报告

申港证券
SHENGANG SECURITIES

2022 年 2 月 22 日

投资摘要：

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

以上结论通过将我国经济与印度、日本对比后得出，在此过程中我们发现：

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

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

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

一、消费引领的印度：与收入水平无关的消费倾向

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

1、印度经济疫情后表现亮眼

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

2、我国消费长期不足

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

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

二、泡沫破裂后的日本：财政政策未来将是经济着力点

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

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

1、财政政策发力点：基建投资

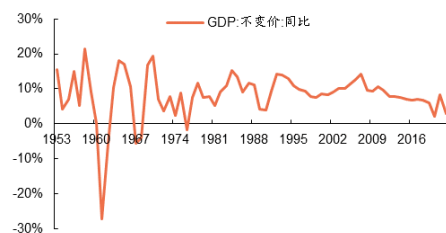
敬请参阅最后一页免责声明

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

1953-2022 年 GDP 不变价同比



资料来源：wind，申港证券研究所

相关报告

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

证券研究报告

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

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

2、财政政策发力点：朱格拉周期

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

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

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

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

内容目录

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

图表目录

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

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

1. 核心观点

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

以上结论通过将我国经济与印度、日本对比后得出，在此过程中我们发现：

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

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

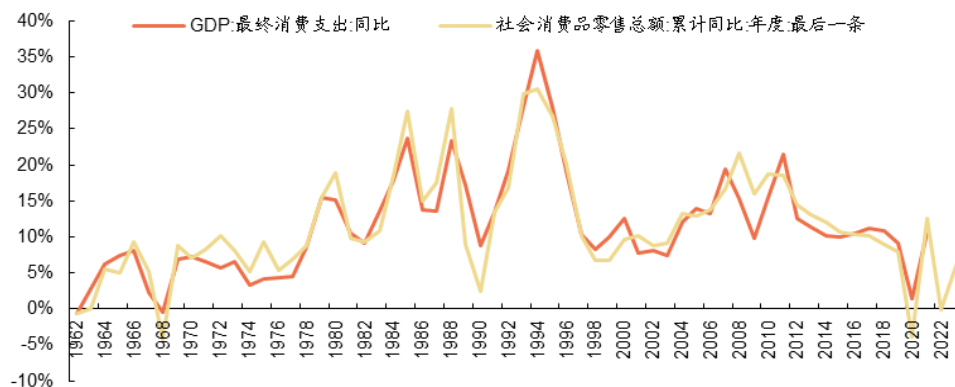
- ◆ 从政策来看，未来货币政策的刺激作用有限，财政政策将是决定经济强弱的关键，因此财政支出的力度和方向也将是 2023 年的投资主线。
- ◆ 从数据上来看，为托底经济带动基建投资，我们预测 2023 年公共财政赤字率为 3.5%，新增专项债额度 4.5 万亿元，政策性开发性金融工具根据全年节奏投放，规模或实现翻倍。

2. 消费引领的印度：与收入水平无关的消费倾向

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

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

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



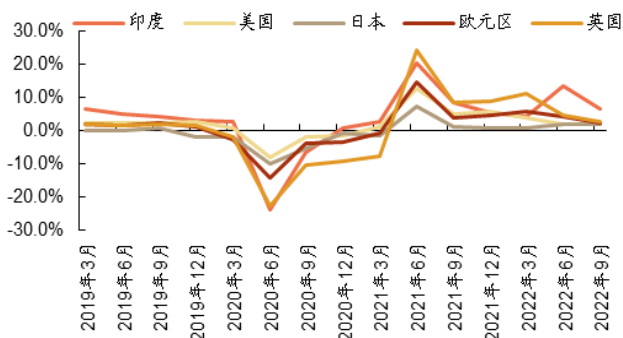
资料来源: Wind, 申港证券研究所

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

2.1 印度经济疫情后表现亮眼

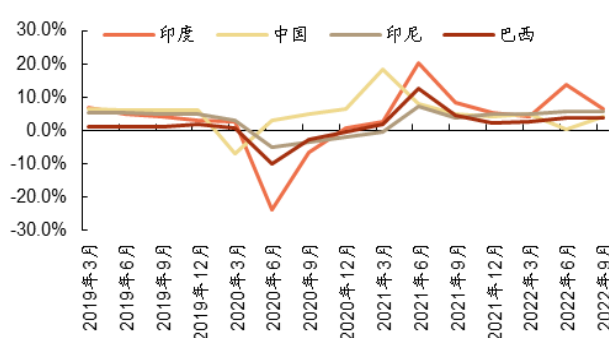
经济快速恢复,疫情影响弱化。2022年1-9月印度不变价GDP同比增长7.7%,增速较1-6月收窄0.7个百分点;3季度不变价GDP同比增长6.3%,增速较2季度收窄7.2个百分点(图2、图3)。2020年以来,全球经济在疫情以及滞胀的影响下蹒跚前行,主要经济体GDP增速均受到较大拖累。疫情对印度也造成了巨大的冲击,但各项政策逐步发力叠加旺盛需求使经济迅速恢复;印度较早地放开了疫情管控,进一步弱化了疫情的影响。

图2: 2019-22年3季度印度与主要发达国家GDP增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图3: 2019-22年3季度印度与主要发展中国家GDP增速

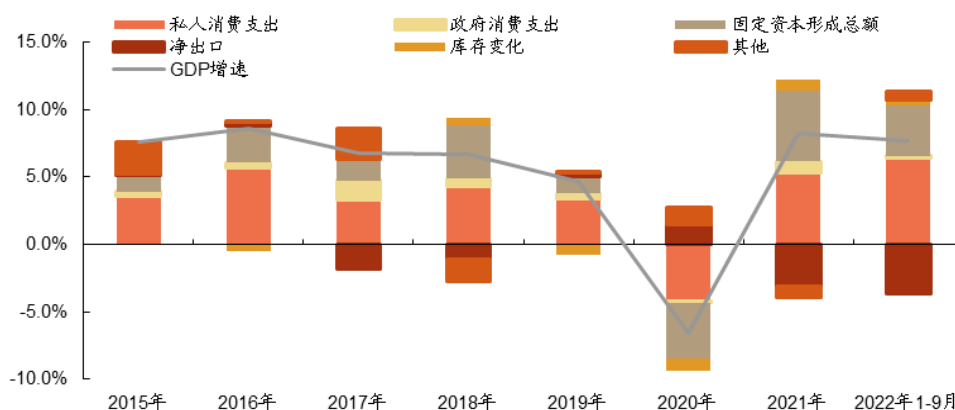


资料来源: Wind, 申港证券研究所

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

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

图4：2015-22 年 9 月印度 GDP 分项对整体增速贡献



资料来源：Wind，申港证券研究所

表1：IMF 对主要国家和地区 GDP 实际增长率预测

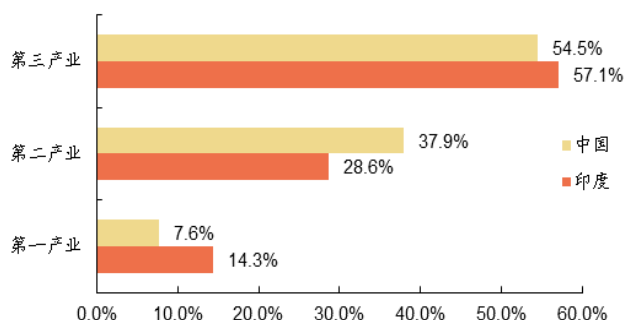
国家和地区	2022	2023	2024	2025
全球	3.2%	2.7%	3.2%	3.4%
发达经济体	2.4%	1.1%	1.6%	1.9%
美国	1.6%	1.0%	1.2%	1.8%
欧元区	3.1%	0.5%	1.8%	1.9%
日本	1.8%	1.6%	1.3%	0.9%
英国	3.6%	0.3%	0.6%	2.4%
新兴市场和发展中经济体	3.7%	3.7%	4.3%	4.3%
中国	3.2%	4.4%	4.5%	4.6%
印度	6.8%	6.1%	6.8%	6.8%

资料来源：Wind，申港证券研究所

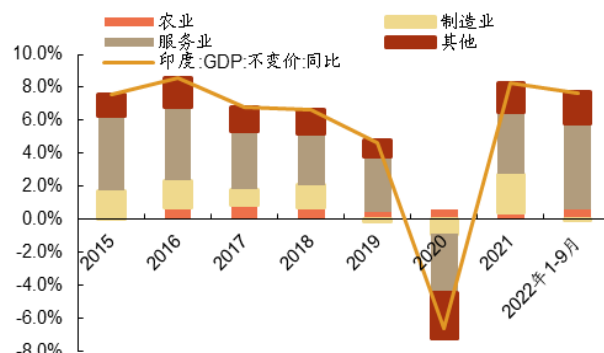
服务业提供核心增长动力，制造业基础薄弱。与我国相比，印度经济中第一、第三产业占比较高，其中第三产业占比接近 60%，与之相反的是第二产业相对薄弱（图 5）。从增速贡献来看，服务业是印度经济增长的主要动力，而制造业增速贡献有限（图 6）。

图5：2021 年印度与我国 GDP 组成（分行业）

图6：2015-22 年 9 月印度 GDP 增速及行业增速贡献



资料来源：Wind，申港证券研究所

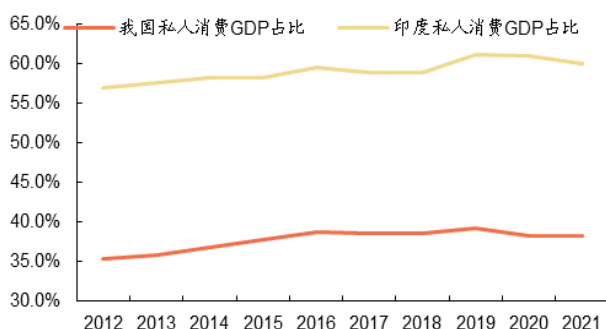


资料来源：Wind，申港证券研究所，其他行业计入第三产业

2.2 消费长期不足

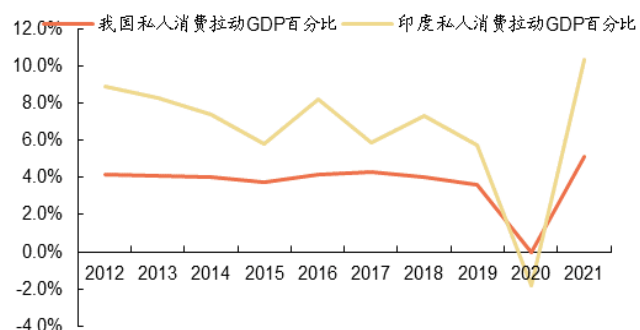
与印度相比，我国消费在GDP中占比较低，对GDP增速的贡献也相对较低。分部门来看，我国政府部门消费在最终消费支出中占比达29%，而印度为16%。私人部门消费对GDP的影响更加有限，2012年以来我国私人消费GDP占比稳定在35%左右，而印度则为60%（图7）。而私人消费对GDP增速的贡献，我国也显著低于印度（图8）。

图7：2012-21年我国和印度私人消费GDP占比



资料来源：Wind，申港证券研究所

图8：2012-21年我国和印度私人消费GDP增速贡献



资料来源：Wind，申港证券研究所

在发展成果分享中参与度低导致我国居民消费少储蓄多。导致我国GDP结构中私人消费占比较低的原因是居民部门未充分参与发展成果分享。除工资收入外，

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_52373

