

2019年9月10日

长期去杠杆周期下的投资线索

——美日去杠杆周期的启示

联系信息

马涛	分析师
SAC 证书编号: S0160518060001	021-68592280
mat@ctsec.com	
王镜	联系人
wangjing1@ctsec.com	021-68592290

投资要点:

● 要点一 中国已经进入长期去杠杆周期

2012年之后,中国杠杆率大幅攀升,经济增长率却缓慢下降。一方面,加杠杆对经济刺激的边际作用不断减弱,另一方面,继续加杠杆的空间十分有限。具体到各部门:①居民部门整体杠杆率虽不高,但考虑到中国的收入差距,个别群体或地区的居民杠杆率可能很高;②非金融企业部门杠杆率不论是纵向还是横向比较都处在高位;③政府部门的显性杠杆率不高,但如果加上地方政府隐性债务,政府部门杠杆率恐超国际警戒线。目前,政府出台了许多针对性政策,长期去杠杆的决心十分坚决,中国未来将会长期处在去杠杆周期中。

● 要点二 美股去杠杆阶段消费和信息技术行业具有超额收益率

美国2008年金融危机后经历了快速的去杠杆过程。这一阶段,股市表现较好的行业主要是消费和信息技术。原因主要有:①这些行业在信用收缩阶段的基本面较好,行业本身杠杆率较低,受去杠杆影响较小,盈利增速和ROE的边际增幅较大。②美国的消费支出占GDP的三分之二,即使在去杠杆阶段,消费支出占比仍保持稳定且略有上升,消费的稳定助推了消费行业的超额收益率。

● 要点三 日股去杠杆阶段尖端制造业、信息通信及医疗行业表现突出

日本在1989年经济危机后经历了长达10年的信用收缩过程,日本经济也因此进入了长期衰退。我们分析了1993年到亚洲金融危机之前这一快速去杠杆阶段日本股市的表现,发现以运输设备、精密仪器和电器为代表的高端制造、信息与通信和医疗行业表现突出。高端制造和信息与通信行业的超额收益主要源于好的盈利能力,医疗行业的超额收益主要由于宏观层面日本人口结构加速老龄化,对医药健康领域的需求加大。日本消费股表现不如美国消费股,一方面是因为日本城市化率非常高,消费提升的空间有限,另一方面愈加严重的老龄化也使得国内私人消费对GDP的拉动不足。

● 要点四 中国未来去杠杆的特点以稳、慢为主,与日本较为相似

中国未来将经历慢中求稳的去杠杆进程,不论从时间上还是去杠杆中要解决的问题上可能与日本更加相似。但中国在城市化率和人口结构方面与日本仍有较大差异,所以中国在未来去杠杆阶段表现较好的行业可能是消费、医疗和信息技术行业。

我们推荐投资者关注:①消费领域:关注大消费和新零售;②医疗领域:关注创新药;③信息技术领域:关注国家政策大力支持的人工智能。

● 风险提示:宏观经济超预期下降,中美谈判不达预期。

相关报告

- 1 《策略报告:美股策略专题报告--美股牛市或已经进入长期拐点》 2019-08-22
- 2 《策略报告:《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区》的解读-明确深圳战略地位,重点关注科技创新》 2019-08-19
- 3 《策略报告:策略·大势研判--多事之秋,稳为上策》 2019-08-19
- 4 《策略报告:策略·大势研判--静待数据指引方向》 2019-08-11
- 5 《策略报告:A股估值处历史低位,创业板相对上证综指估值呈现上升趋势--行业比较系列·A股月度估值跟踪》 2019-08-11

内容目录

1、中国已经进入长期去杠杆周期	4
1.1 加杠杆推动经济发展的模式难以为继	4
1.1.1 居民部门：2015年后杠杆率上升迅速	5
1.1.2 非金融企业部门：房地产和建筑业是主要加杠杆行业	6
1.1.3 政府部门：实际杠杆率远高于显性杠杆率	8
1.2 政府长期去杠杆的决心十分坚决	9
2、美股在去杠杆周期中的表现分析	10
2.1 美国的两次去杠杆过程	10
2.2 美股去杠杆下的优势行业：信息技术、消费	11
2.3 美国去杠杆下的投资线索	13
3、日股在长期去杠杆周期中的表现分析	14
3.1 日本的长期去杠杆过程	14
3.2 日本去杠杆下的优势行业：运输设备、精密仪器、电器、信息通信和医药	16
3.3 日本去杠杆下的投资线索	17
4、中国长期去杠杆周期下的投资机会	19
4.1 从日美经验看中国	19
4.2 推荐关注的行业及细分主题	20

图表目录

图 1：中国实体经济部门杠杆率与经济增长率	4
图 2：中国居民、政府和非金融企业部门的杠杆率（%）	5
图 3：中国居民部门名义杠杆率并不高（2018 年，%）	5
图 4 中国银行卡渗透率不足 50%，居民部门债务可能集中在部分收入阶层和地区	6
图 5：一线城市房价 2015 年后涨幅最大	6
图 6：2015 年后居民杠杆迅速提升	6
图 7：中国非金融企业部门杠杆率在国际比较中非常高（2018 年，%）	7
图 8：中国非金融企业部门杠杆率已超过美日的历史最高水平（%）	7
图 9：中国不同行业上市公司的资产负债率（2018 年，%）	8
图 10：中国政府部门显性杠杆率在国际比较中并不高（2018 年，%）	9
图 11：城投债的余额增速放缓	9
图 12：美国 1980 年代以来的两次信用收缩过程	11
图 13：S&P500 行业指数涨跌幅（2009.01.01-2010.12.31）	12
图 14：非核心消费、信息技术行业盈利增速较高（%）	13
图 15：非核心消费、信息技术行业 ROE 边际提升较大	13
图 16：去杠杆阶段美国个人消费占 GDP 比重不降反升	14
图 17：去杠杆阶段美国耐用品消费对经济增长的拉动更大	14
图 18：日本债务周期	15
图 19：去杠杆使得日本经济停滞（%）	15
图 20：日本各部门杠杆率的时间序列	16
图 21：日本 TPX 指数各行业涨跌幅（1993.01.01-1997.06.30）	17
图 22：日本 1985-1995 年间出口受损	17
图 23：日本进入 20 世纪 90 年代老龄化速度加快	18
图 24：高端制造业和高科技行业的盈利增速好于平均水平	18
图 25：20 世纪 90 年代以来，日本消费一直表现低迷	19
图 26：中国债务周期	20
图 27：中国城市化率有很大提升空间	20
图 28：中国老龄化水平不及日本，但正在加速	20
图 29：中国人均医疗保健支出占消费比重不断上升	21
图 30：AI 赋能实体经济规模有很大空间	22

图 31: AI 领域投资额 2018 年增长迅速	22
图 32: 2018 年人工智能赋能实体经济的产业份额	22
表 1: 去杠杆政策梳理	10
表 2: S&P500 指数四级子行业中收益较好和较差的行业 (2009.01.01-2010.12.31) ...	12

1、中国已经进入长期去杠杆周期

1.1 加杠杆推动经济发展的模式难以为继

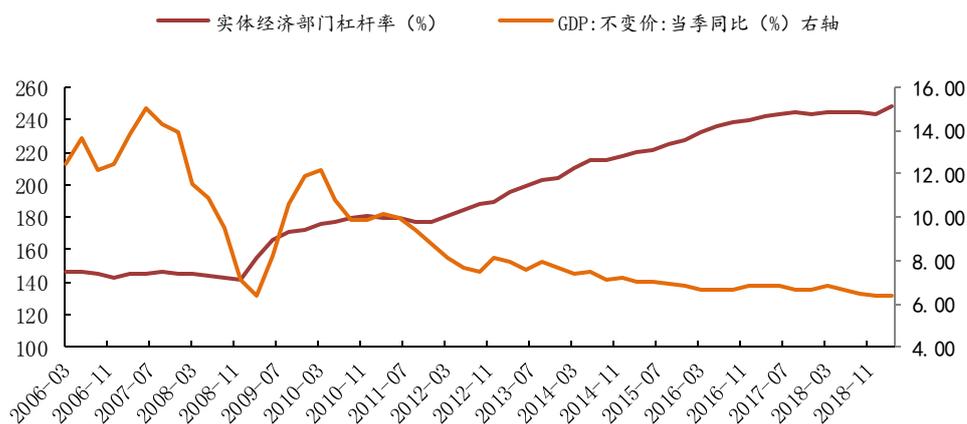
加杠杆对经济的边际作用越来越弱：2008 年以后，为了稳定经济，“四万亿”支出计划推动国内杠杆率上升。但是随着时间推移，加杠杆对经济的刺激作用越来越弱。在 2012 年后，虽然中国杠杆率持续大幅攀升，但是 GDP 增长率反而是缓慢下降的。

继续加杠杆的空间也十分有限：

(1) 实际的杠杆率可能很高：如果从数据来看，中国只有非金融企业部门的杠杆率较高。但是，对于政府部门，因为地方政府隐性债务是由政府信用担保，所以实际的杠杆率可能会更高。而对于居民部门，因为中国人口众多、各地发展很不平均，所以虽然整体居民部门的杠杆率不高，但是可能都集中在个别人或者个别地区。

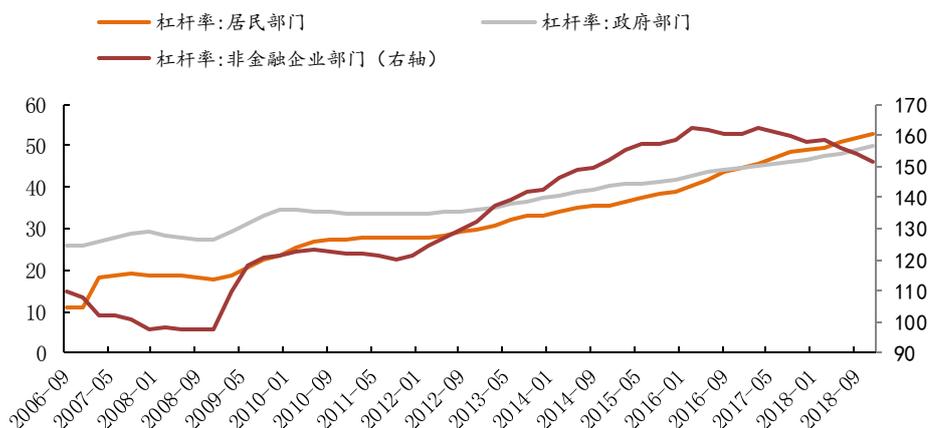
(2) 加杠杆速度很快：三个部门的加杠杆速度都很快，非金融企业部门 2011-2016 年杠杆率提高 33 个百分点，政府部门 2011-2018 年杠杆率增加 48 个百分点，居民部门加杠杆速度最快，2011-2018 年杠杆率近乎翻倍，这和美国 2001-2008 年居民部门加杠杆速度差不多。过快的加杠杆速度往往意味着风险累积。

图1：中国实体经济部门杠杆率与经济增长率



数据来源：国家资产负债表研究中心 Wind 财通证券研究所

图2：中国居民、政府和非金融企业部门的杠杆率（%）



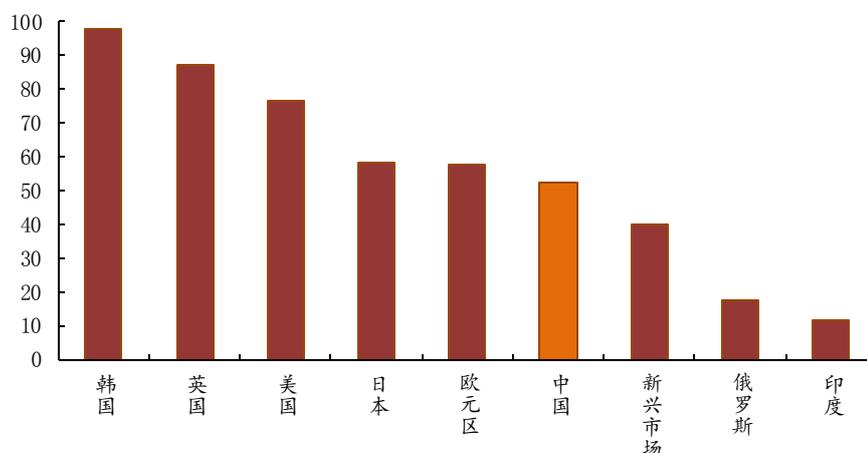
数据来源：BIS 财通证券研究所

1.1.1 居民部门：2015年后杠杆率上升迅速

整体杠杆率并不高，但可能分化严重：居民杠杆率总体不高，但考虑到中国银行卡渗透率不足50%，加上中国城乡和地区间巨大的收入差距，居民部门信贷可能只集中在某些收入阶层和地区，只考虑这部分人口的债务/GDP，杠杆率很有可能已经超过了警戒水平。

2015年后，居民杠杆率上升迅速：在2015年后，受房价快速上涨的影响，居民的杠杆率迅速增加，从35%上升至52%，四年增长了50%。考虑到国内的房价收入比很高，所以有能力购房的人只是少数。因此，居民部门增加的杠杆率可能主要增加在少数有购房能力的人身上，实际的杠杆率的增加情况比名义上的要严重的多。

图3：中国居民部门名义杠杆率并不高（2018年，%）



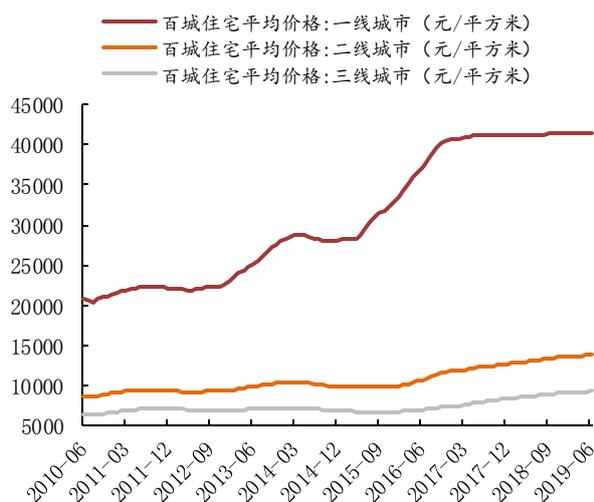
数据来源：BIS 财通证券研究所

图4 中国银行卡渗透率不足50%，居民部门债务可能集中在部分收入阶层和地区



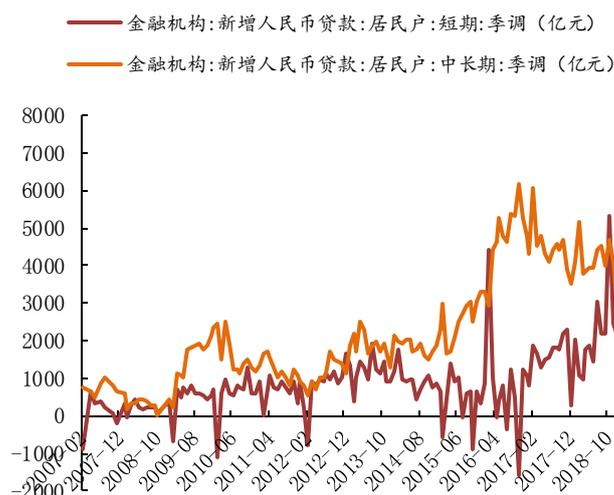
数据来源: Wind 财通证券研究所

图5: 一线城市房价2015年后涨幅最大



数据来源: Wind 财通证券研究所

图6: 2015年后居民杠杆迅速提升



数据来源: Wind 财通证券研究所

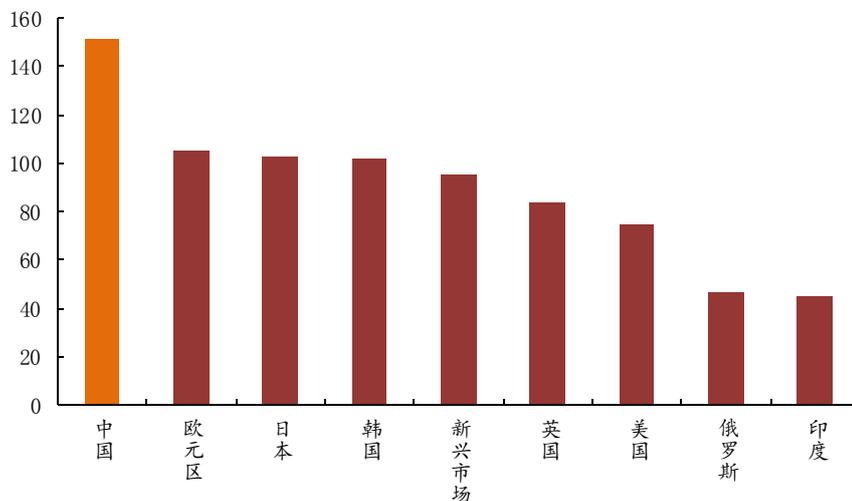
1.1.2 非金融企业部门: 房地产和建筑业是主要加杠杆行业

非金融企业部门的杠杆率在历史高位: 从区域横向上来看, 中国非金融企业部门的杠杆率已经超过了发达国家, 比排名第二的欧元区的杠杆率高了47个百分点。从时间纵向上来看, 中国非金融企业部门的杠杆率已经超过了美日的历史高值。

非金融企业部门的杠杆主要集中在房地产和建筑业: 从非金融部门不同行业的杠杆率来看, 房地产和建筑业的杠杆率高于其他行业。所以中国非金融企业部门的高杠杆率, 和中国近几年房地产市场的繁荣是密切相关的。随着政府坚定“房住不炒”理念, 收紧房地产公司的融资, 房地产和建筑业企业可能会被迫快速去杠

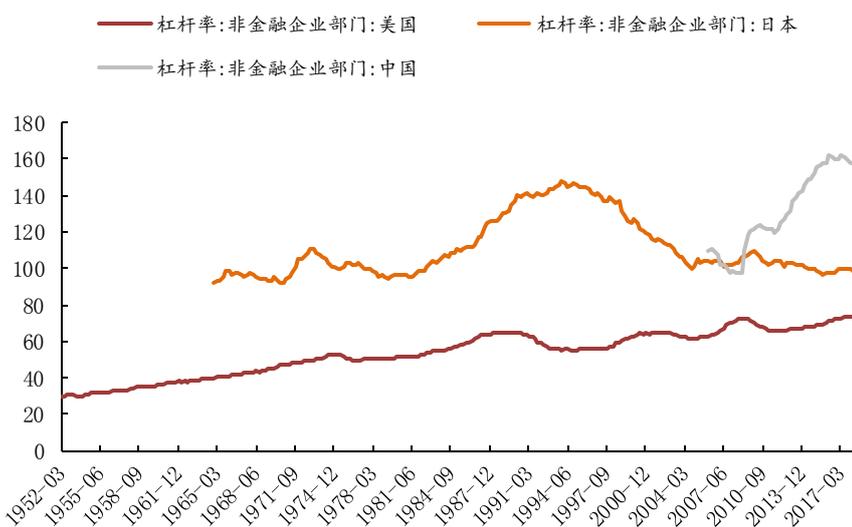
杆，从而对宏观经济造成一定的负面影响。

图7：中国非金融企业部门杠杆率在国际比较中非常高（2018年，%）



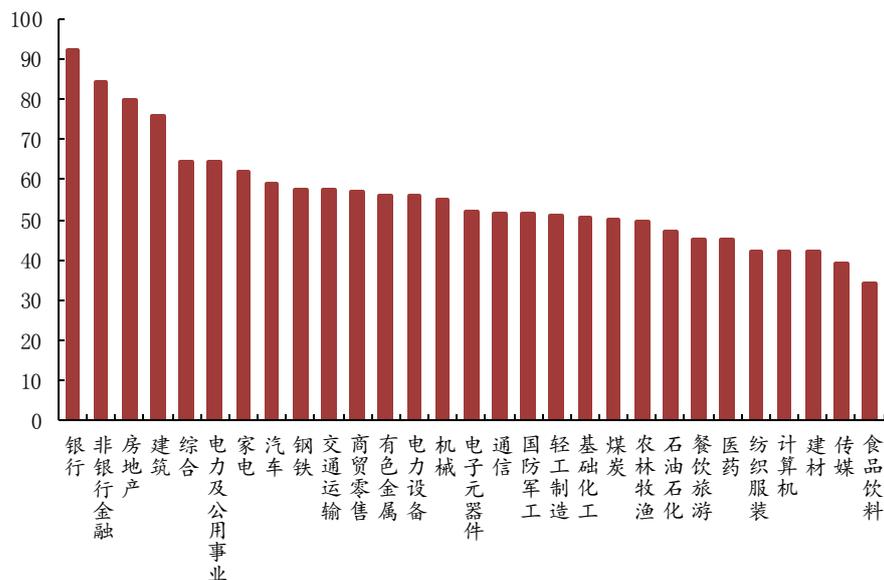
数据来源：BIS 财通证券研究所

图8：中国非金融企业部门杠杆率已超过美日的历史最高水平（%）



数据来源：BIS 财通证券研究所

图9：中国不同行业上市公司的资产负债率（2018年，%）



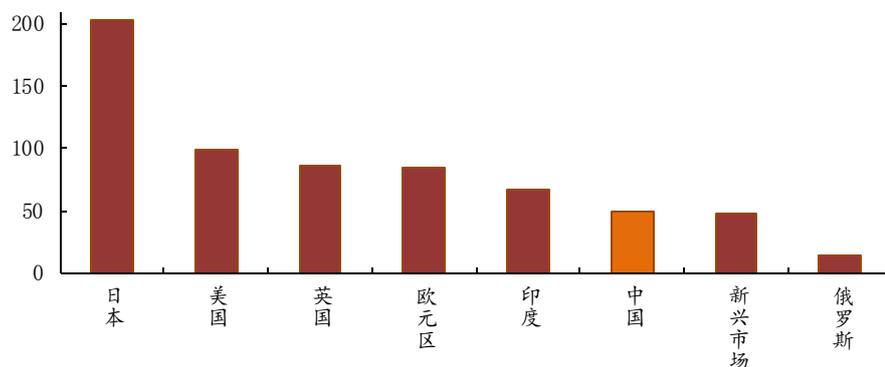
数据来源：Wind 财通证券研究所

1.1.3 政府部门：实际杠杆率远高于显性杠杆率

显性杠杆率并不高 根据国际清算银行（BIS）的统计，中国政府的杠杆率在2018年底为49.8%，远低于日本政府的202%以及美国政府的99%，与新兴市场国家的整体水平相当。增速方面，政府部门杠杆率增长相对于居民和非金融企业部门较温和，2008年-2009年一年杠杆率提高了7个百分点，之后缓慢上升，八年增长了16个百分点。

考虑隐性债务后，政府杠杆率并不低 政府债务不仅包含政府直接举债，还包含政府有担保责任且可能承担一定救助责任的项目，主要包含PPP项目以及各种城投公司债务（简称城投债）。据《中国去杠杆进程报告（2017年度）》，地方政府融资平台债务约30万亿，占GDP的40%。而2017年中央和地方政府债务余额总额为29.85亿元，如果包含上述地方政府融资平台债务，2017年政府总杠杆率为72%，超过国际通用的60%预警线。幸好，在一系列地方政府债务管理的政策下，地方政府隐性债务增速放缓。

图10：中国政府部门显性杠杆率在国际比较中并不高（2018年，%）



数据来源：BIS 财通证券研究所

图11：城投债的余额增速放缓



数据来源：Wind 财通证券研究所

1.2 政府长期去杠杆的决心十分坚决

中国宏观经济的杠杆问题积重难返，已经到了危及中国经济长期发展和金融稳定的地步。因此，政府现在对于长期降杠杆的决心也是十分坚决，只要不出现系统性风险，即使出现一定程度的经济下滑，政府也是能够接受的，难以像以前一样，经济略有下滑就开始推动“稳增长”政策。政府出台的去杠杆政策包括：

- ①针对政府部门，主要是加强了对地方政府隐性债务的管理。对地方政府进行债务限额管理，妥善处理存量债务，取消融资平台公司的政府融资职能，同时对PPP项目的融资方式和资金来源都做了严格的限制，防止PPP异化为新的政府融资平台，防止过度举债。
- ②针对企业方面，主要以市场化、法治化方式降低企业杠杆率。开展市场化债转股，同时与企业改组改制、降低实体经济企业成本、化解过剩产能、促进企业转

型升级等工作有机结合，以有效防范和化解债务风险，助推经济转型升级。

③针对居民部门，重点是加强房地产市场的调控。政府反复强调“房住不炒”原则，并强调不将房地产作为短期刺激经济的手段。

表1：去杠杆政策梳理

时间	来源	文件	主要内容
2015. 12. 21	财政部	《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》	1、切实加强地方政府债务限额管理；2、建立健全地方政府债务风险防控机制；3、妥善处理存量债务，取消融资平台公司的政府融资职能
2017. 11. 21	国资委	《关于加强中央企业PPP业务风险管控的通知》	要求央企严格遵守参与国家重大项目资本金准备制度，合理控制杠杆比例，可根据项目需要引入优势互补、协同度高的其他非金融投资方；吸引各类股权类受托管理资金、保险资金、基本养老保险基金等参与投资，但不得通过引入“明股实债”类股权资金或者购买劣后级份额等方式承担应由其他方承担的风险
2019. 7. 1	发改委	《关于依法依规加强PPP项目投资和建设管理的通知》	各行业固定资产项目资本金必须满足国务院规定的最低比例要求，防止过度举债。PPP项目融资方式和资金来源应符合防范和化解地方政府隐性债务风险和相关规定。
2019. 7. 12	发改委	《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》	房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房地产企业在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息
2019. 7. 29	发改委、央行、财政部、银保监会	《2019年降低企业杠杆率工作要点》	1、推动金融资产投资公司发挥市场化债转股主力军作用；2、拓宽社会资本参与市场化债转股渠道，出台金融资产投资公司发起设立资管产品备案制度；探索提出允许在满足一定条件下公募资管产品依法合规参与优质企业债转股；3、进一步推动商业银行调动全行资源用好定向降准资金支持市场化债转股
2019. 7. 30	中央政治局会议	部署下半年经济工作	重申了“房住不炒”原则，并强调不将房地产作为短期刺激经济的手段

数据来源：财政部、发改委、国资委等政府部门官网 财通证券研究所

2、美股在去杠杆周期中的表现分析

2.1 美国的两次去杠杆过程

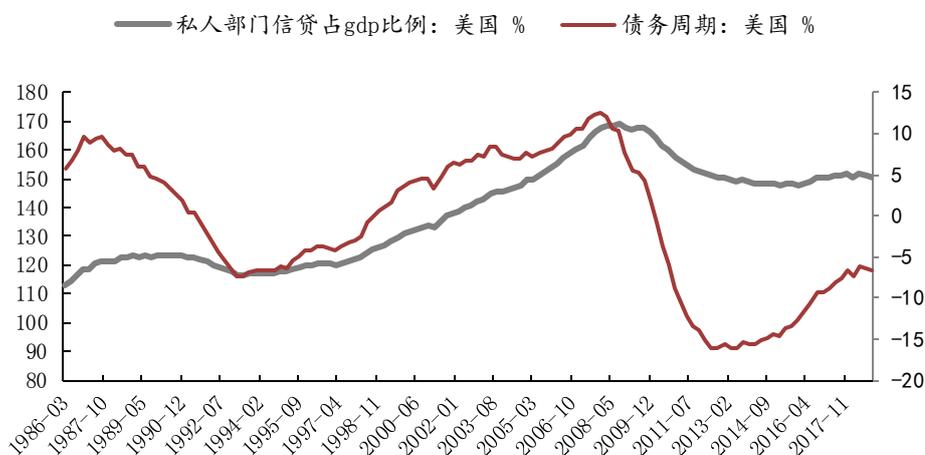
1980年代以来，美国经历了两次主要的信用收缩过程，如下图所示：

①第一次去杠杆的力度较小，去杠杆的时间从87年3月-93年6月，持续了6年，私人部门信贷占GDP的比重从123%下降到了118%，仅下降了5个百分点。

②第二次去杠杆的力度较大，去杠杆的时间从07年6月-11年9月，持续了4年，私人部门信贷占GDP的比重从168%下降到了150%，大幅下降了18个百分点。

由于数据的限制，我们着重分析美国第二次去杠杆的情况，主要分析去杠杆如何影响股市，哪些行业在去杠杆下表现较好。

图12：美国1980年代以来的两次信用收缩过程



数据来源：BIS 财通证券研究所

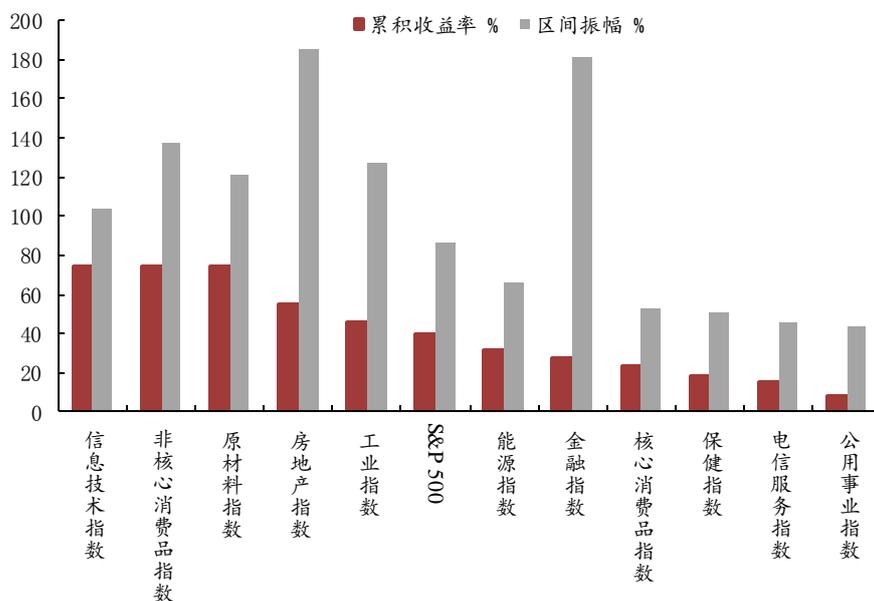
2.2 美股去杠杆下的优势行业：信息技术、消费

行业表现方面，利用S&P500的行业指数进行统计，可以发现在美国的快速去杠杆阶段，信息技术、消费行业的表现较好，都大幅跑赢了S&P500指数：

- (1) 信息技术行业指数的累积涨幅为74.52%，是S&P500指数涨幅的2倍，同时其区间振幅在其他高收益行业中最小，说明其高收益是相对最稳定的。
- (2) 消费中非核心消费品指数的涨幅为74.45%，同样是S&P500指数涨幅的2倍，其区间振幅相对较高，仅次于金融和房地产；而核心消费品指数虽然涨幅平平，但振幅也相对较小，属于比较稳定的行业，受去杠杆的影响较小。
- (3) 房地产指数的涨幅虽为55%，是S&P500指数的1.4倍，但其区间振幅高达185%，区间价格波动较大，说明其受信用收缩的影响较大。

其他行业也都表现出了正的累积收益率，不过没有跑赢S&P500指数。核心消费品、保健、电信、公共事业等行业指数振幅较小，表现相对平稳。金融行业指数虽累积收益率不高，但是受去杠杆影响较大，区间振幅过大。

图13：S&P500行业指数涨跌幅（2009.01.01-2010.12.31）



数据来源：Bloomberg 财通证券研究所

表2：S&P500 指数四级子行业中收益较好和较差的行业（2009.01.01-2010.12.31）

指数	收益率
表现最好前10名	
S&P500 保健医院指数	481.73%
S&P500 汽车制造指数	453.04%
S&P500 综合金属采矿指数	374.40%
S&P500 房地产服务指数	374.11%
S&P500 网上零售指数	279.16%
S&P500 科技咨询服务指数	208.77%
S&P500 家用电器指数	176.73%
S&P500 煤及可用燃料指数	143.05%
S&P500 酒店业指数	135.69%
S&P500 纸制品指数	131.73%
表现最差前6名	
S&P500 特殊消费者服务指数	-47.58%
S&P500 教育服务指数	-38.92%
S&P500 建筑材料指数	-36.25%
S&P500 抵押贷款指数	-20.86%
S&P500 生物科技指数	-5.46%
S&P500 公用电力指数	-3.00%

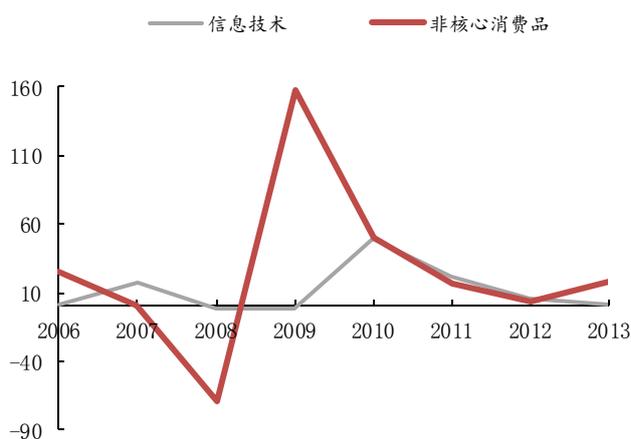
数据来源：Bloomberg 财通证券研究所

2.3 美国去杠杆下的投资线索

在美国2008年去杠杆的过程中，以信息技术为主的科技股和消费股表现较好，我们认为根本原因就是这些行业的基本面较好，它们的盈利能力受去杠杆的影响较小，这使得这些行业可以在股市下跌的时候脱颖而出，取得超额收益率：

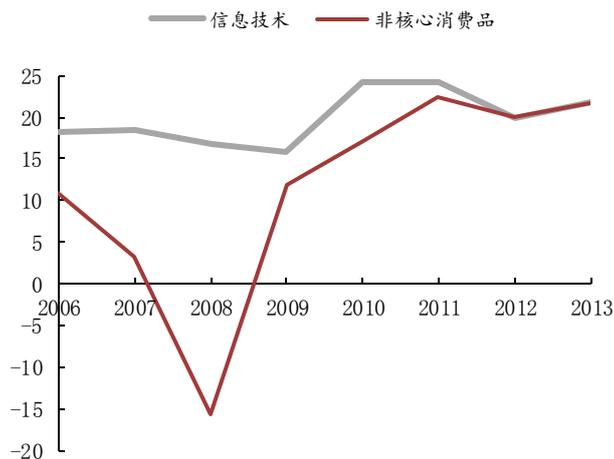
第一，行业盈利能力是超额收益率最重要的指标。信息技术和消费行业的盈利增速、ROE 边际变化等指标优于其他行业。信用收缩阶段，信息技术行业由于低杠杆特点，受去杠杆影响不大，所以其 ROE 水平波动较小，而在 2010 年又取得了相对较高的 60% 的盈利增速，因此具有较高且稳定的超额收益；消费方面，受信用收缩影响，市场资金更多从金融行业流向非核心消费品即耐用消费品（因为这部分产品兼具投资和使用价值），使得耐用消费品的盈利增速和 ROE 两个指标边际上升非常大，从而在短期带来了很高的超额收益。

图14: 非核心消费、信息技术行业盈利增速较高 (%)



数据来源: Bloomberg 财通证券研究所

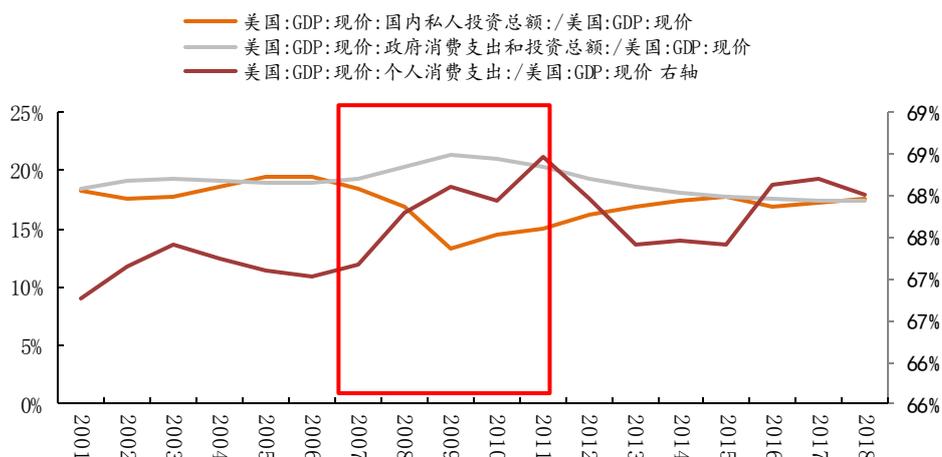
图15: 非核心消费、信息技术行业ROE边际提升较大



数据来源: Bloomberg 财通证券研究所

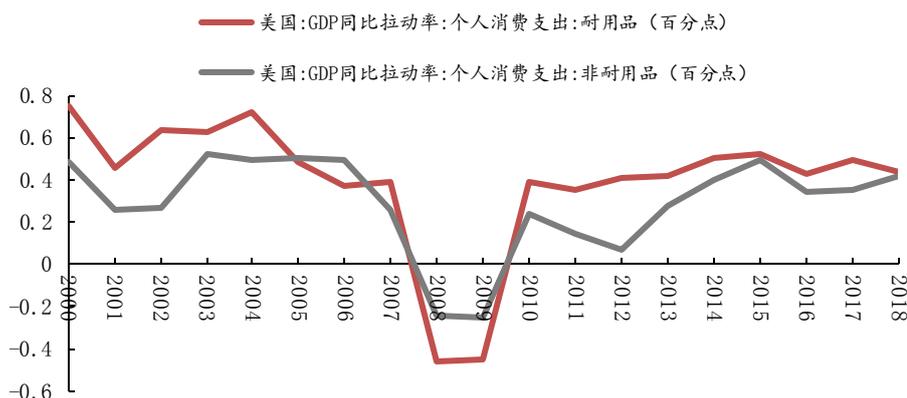
第二，消费稳定助推了消费行业超额收益率。长期以来，消费支出占据美国GDP的三分之二，即使是在信用收缩阶段也同样如此。美国个人消费支出占GDP的比重维持在67.5%左右，虽有波动，但是波动幅度不超过1个百分点。即使是在2007年次贷危机发生之后，个人消费支出占GDP的比重仍然是略有上升的。相比之下，次贷危机发生后国内私人投资的比重下降了6%，政府支出变化不大，消费成为了唯一的亮点，这也助推了消费股的表现。消费行业内部，2010年以来，耐用消费品对经济增长的拉动作用明显强于非耐用品。

图16：去杠杆阶段美国个人消费占GDP比重不降反升



数据来源：Wind 财通证券研究所

图17：去杠杆阶段美国耐用品消费对经济增长的拉动更大



数据来源：Wind 财通证券研究所

3、日股在长期去杠杆周期中的表现分析

3.1 日本的长期去杠杆过程

去杠杆使得日本经济停滞 根据国际清算银行（BIS）的数据，日本1990年经济危机之后的信用收缩周期长达10年（1990年-2001年），私人部门信贷占GDP的比重经历了长达10年的下降后长期维持在160%左右，去杠杆过程相对于美国十分缓慢。10年的信用收缩使得日本的经济也进入了长期的停滞甚至衰退阶段，经济增长率在0附近徘徊。

图18：日本债务周期



数据来源：BIS 财通证券研究所

图19：去杠杆使得日本经济停滞 (%)

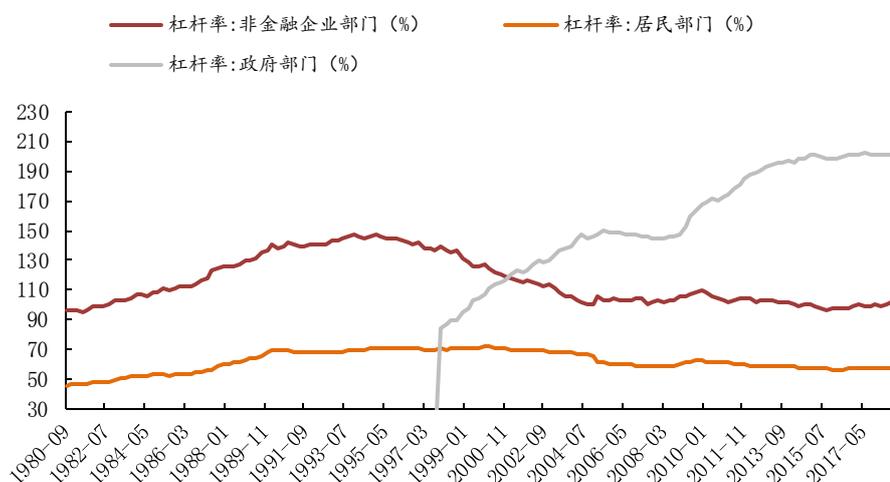


数据来源：Wind 财通证券研究所

非金融企业去杠杆使得日本进入资产负债表衰退 从日本三大部门的杠杆率可以看出，日本去杠杆主要是非金融企业部门去杠杆。1986年-1987年，广场协议使得日元大幅升值，为了缓解汇率升值对经济的负面影响，日央行接连五次下调贴现率，这使得日本非金融企业的杠杆率大幅攀升。

而1989年-1990年，日央行又接连五次提高贴现率，虽然成功遏制经济和股市泡沫，但是却使得很多日本企业陷入资不抵债的情况。为了修复自己的资产负债表，日本非金融企业开始缓慢去杠杆，而这又使日本经济进一步恶化，从而使得更多的企业陷入资不抵债的情况，日本经济开始进入资产负债表衰退的恶性循环。

图20：日本各部门杠杆率的时间序列



数据来源：BIS 财通证券研究所

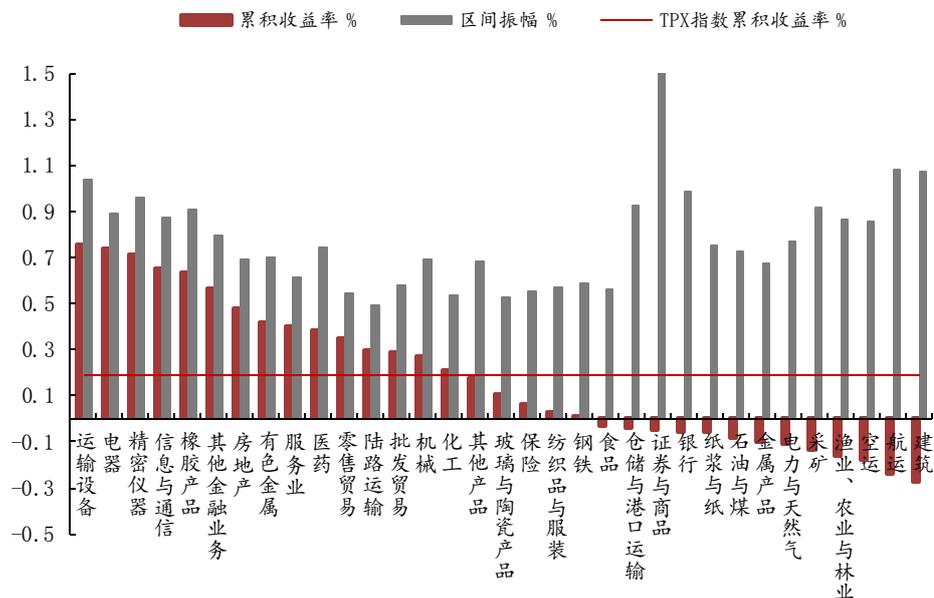
3.2 日本去杠杆下的优势行业：运输设备、精密仪器、电器、信息通信和医药

由于日本去杠杆周期较长，中间又夹杂着 1997 年亚洲金融危机的影响，为了厘清信用收缩对日本股市的影响，我们选择 1993 年 1 月 1 日到 1997 年的 6 月 30 日这个区间作为研究对象。这一时期，日本私人部门信贷占 GDP 比重快速下降，日经 225 指数累计涨幅 21.74%，东京证券交易所股价指数（TPX index）累计涨幅 18.82%。

在 TPX 指数细分行业中，运输设备、精密仪器和电器等高端制造业、信息通信、医药、批发零售等行业表现较好，跑赢了 TPX 指数，航运、空运和金融行业则领跌：

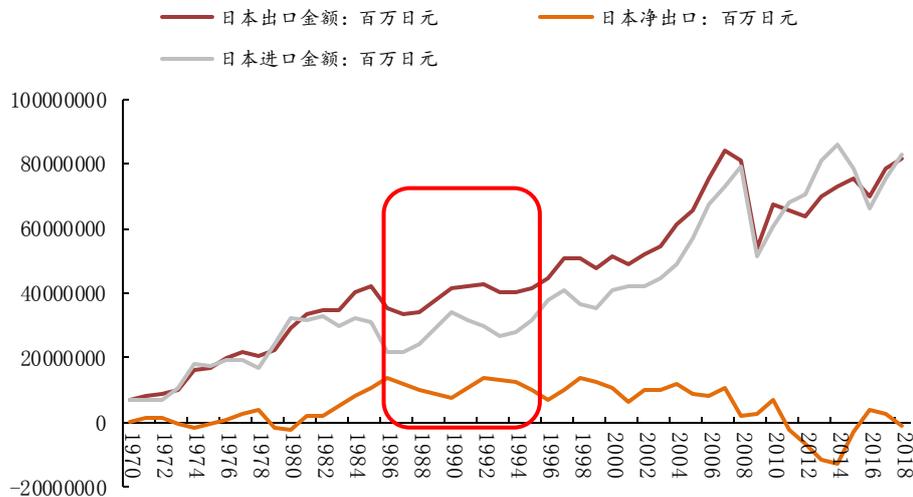
- (1) 运输设备、精密仪器、电器等高端制造业、信息与通信行业的累积收益率在 65% 以上，是 TPX 指数涨幅的 3 倍以上，并且这些行业的区间振幅适中。
- (2) 医药行业的收益率排在第二梯队，累积涨幅达 38.58%，是 TPX 指数的 2 倍，其区间振幅比高端制造业和信息通信等高新技术行业的要小。
- (3) 以食品和服装为代表的消费行业的表现不佳，累积收益率基本为 0。
- (4) 受日美贸易战影响日本出口严重受损，航运和空运行业分别以 -24% 和 -18% 的收益率领跌；证券和银行等金融行业跌幅虽然不大，但区间波动较大，说明受去杠杆的影响较大。

图21：日本TPX指数各行业涨跌幅（1993.01.01-1997.06.30）



数据来源：Bloomberg 财通证券研究所

图22：日本1985-1995年间出口受损



数据来源：Wind 财通证券研究所

3.3 日本去杠杆下的投资线索

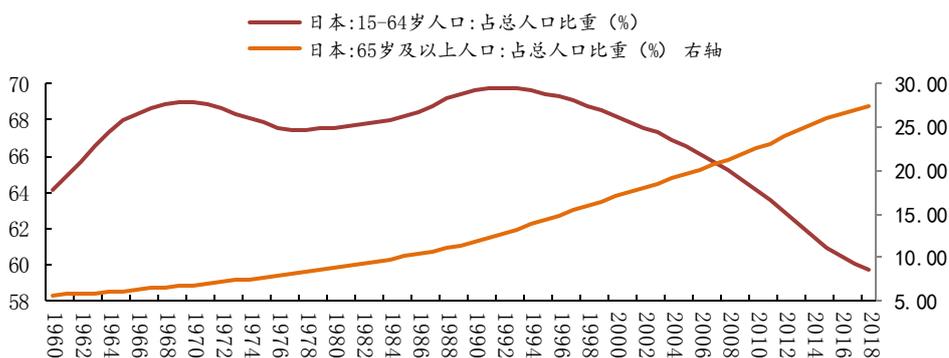
日本在信用收缩阶段，具有超额收益的行业主要是医疗、以及高科技制造业（以运输设备、精密仪器、电器、信息与通信行业为代表）。我们认为医疗行业的超额收益主要是宏观层面日本人口结构导致的，而高科技行业则是因为低杠杆率和好的盈利能力等基本面因素所决定的。

第一，日本进入 20 世纪 90 年代劳动年龄人口比重逐年降低，老龄化速度加快。1960-1990 年，30 年间日本 65 岁以上人口占比从 5.62% 增长到 11.87%。而从 1990-2000 年，10 年的时间里这个比例增加了 5 个百分点，老龄化速度加快，因而社会对于医药的需求加大，从而支持了该行业在经济下行阶段的超额收益。

第二，高端制造业、信息与通信高科技行业的盈利增速好于平均水平。在 94-97 年间，反映整个股市的 TPX 指数的盈利增速基本为负，而同时期，运输设备、精密仪器和信息与通信都表现出了 100% 以上甚至是 220% 的盈利增速，盈利增速的边际增幅较大。而电器行业在这一时期的盈利增速稳定在平均 50%，从而也带来了较高的超额收益。

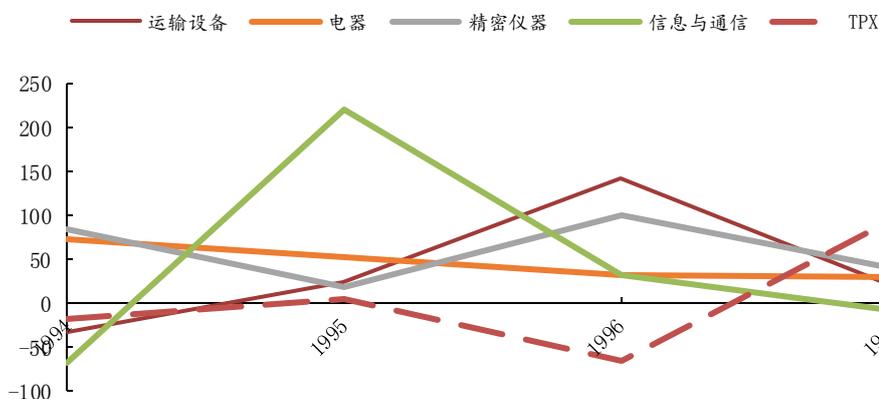
第三，消费拉动不足。泡沫破裂后日本政府通过大量公共投资来拉动内需，但随着国内劳动年龄人口下降，老龄化加剧，国内私人消费对 GDP 的拉动始终没有起色，因此日本的食品、服装等消费股并没有如美国市场那样表现亮眼。

图 23：日本进入 20 世纪 90 年代老龄化速度加快



数据来源：Wind 财通证券研究所

图 24：高端制造业和高科技行业的盈利增速好于平均水平 (%)



数据来源：Bloomberg 财通证券研究所

图25：20世纪90年代以来，日本消费一直表现低迷



数据来源：Wind 财通证券研究所

4、中国长期去杠杆周期下的投资机会

4.1 从日美经验看中国

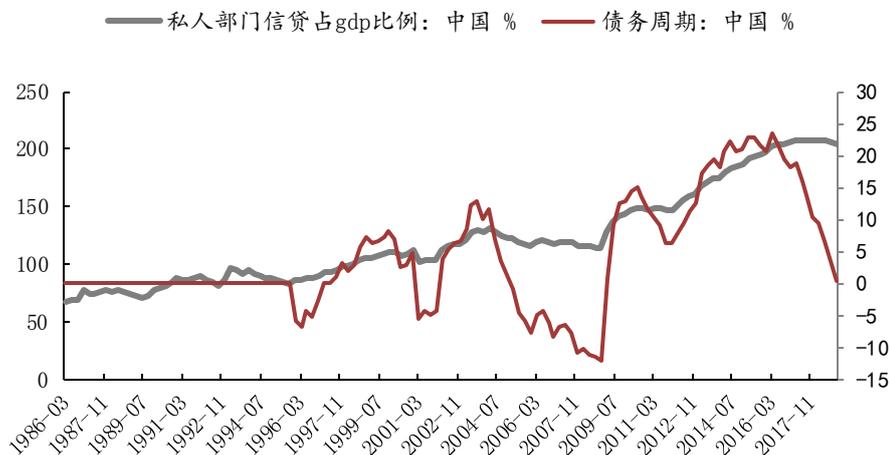
中国的去杠杆特点是慢且稳，和日本较为相似。根据国际清算银行（BIS）计算的债务周期的数据，中国的去杠杆进程刚开始，但已初见成效，主要是非金融企业部门的杠杆率下降明显。以中国目前对于金额风险的防范重视程度来讲，未来发生如美国金融危机那样迅速崩盘的危机的概率较小。不论是市场经济的发展水平还是发展阶段，中国也不会以美国那样通过迅速的市场出清方式来去杠杆。中国目前的发展阶段在某些问题上可能与1990年代的日本较为相似，比如出清僵尸企业，摆脱国有企业的预算软约束问题等。

中国未来的消费、医疗保健以及信息技术等高科技行业有很大的增长潜力：

- (1) 中国和日本在基本的国情上还是有很大的差距，比如中国的城市化率与日本1990年代还有很大差距，老龄化水平也并不如日本严重，因此中国的消费水平仍有很大的提升空间。加上2019年8月27日，国务院印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，从政策上指明了下一步优化消费环境，促进商业繁荣，激发国内消费潜力的发展方向，消费行业未来有很大的增长潜力。
- (2) 中国老龄化水平虽远不及日本，但近年来增速加快，所以未来以医疗保健、养老服务为主的银发产业有巨大的发展前景。
- (3) 以人工智能为代表的信息技术行业正在全球如火如荼的发展，中国政府

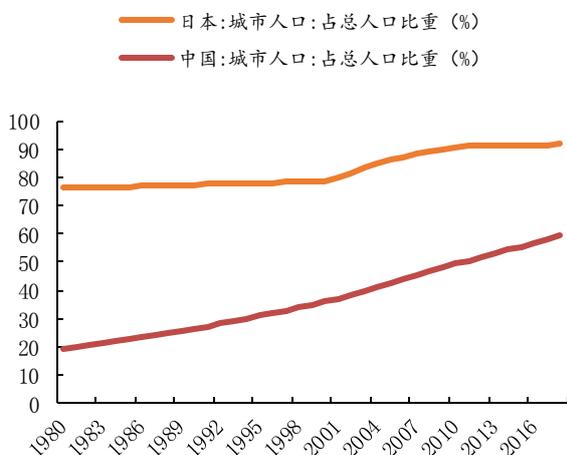
也给予了高度重视，出台了一系列的发展规划。加上行业本身杠杆率不高，所以在未来漫长的去杠杆阶段，信息技术行业会是突出的增长点。

图26：中国债务周期



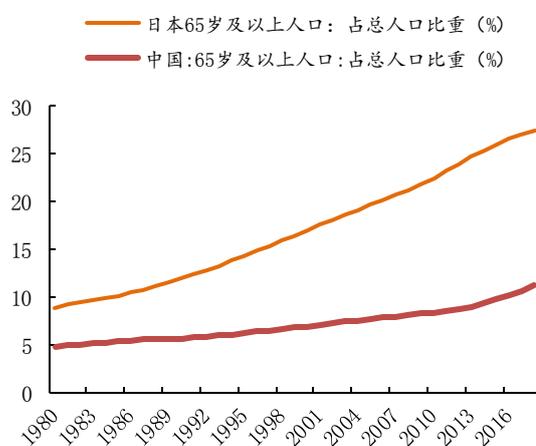
数据来源：BIS 财通证券研究所

图27：中国城市化率有很大提升空间



数据来源：世界银行 财通证券研究所

图28：中国老龄化水平不及日本，但正在加速



数据来源：世界银行 财通证券研究所

4.2 推荐关注的行业及细分主题

(1) 消费领域：大消费、新零售增长潜力巨大

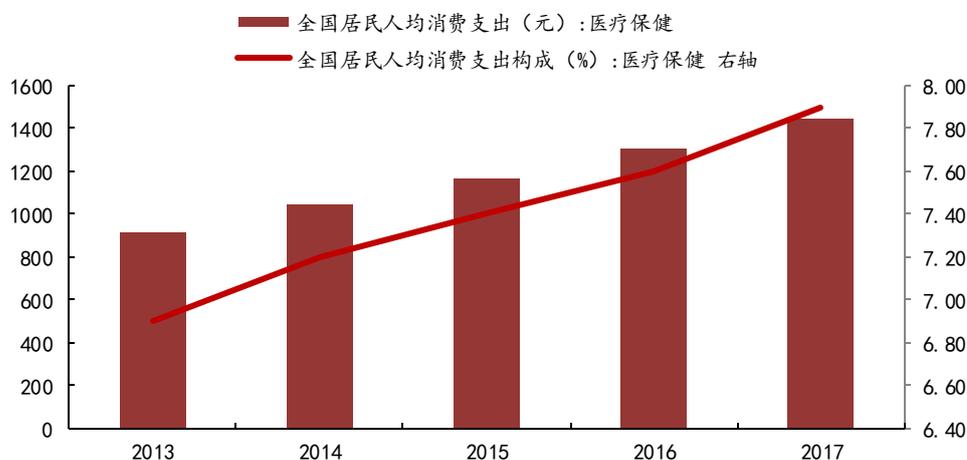
零售创新新业态、新模式。当前中国的社会消费品零售总额同比增速处于低点，伴随着未来城市化率的不断提升和人们消费习惯的转变，消费的增长空间是巨大的。AI技术的赋能会带来更多商业模式的创新，同时大数据使得长尾效应的消费

者也可以被照顾到，物流技术的发展会进一步使电子商务覆盖更多的农村消费群体，一切新的技术都在为挖掘更多的消费服务。政策上，2019年8月27日，国务院印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，旨在推动流通创新发展，优化消费环境，促进商业繁荣，激发国内消费潜力。汽车领域，释放汽车消费潜力，探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施。更值得关注的是政府首次重视并提出了活跃夜间商业和市场，这是更加关注人的体现，也在时间上拓宽了消费的可能性。

（2）医疗领域：创新药

新《药品管理法》对假药做了重新界定，同时从制度上鼓励药品创新。伴随着我国老龄化速度加快，居民人均消费中医疗保健的占比越来越高，行业需求会不断增加。而药品作为医疗支出的重要组成部分，政策变化关乎企业和消费者的福利水平。2019年8月26日，新的《药品管理法》出台，对假药的界定做出了修改，特别是进口未批准的境外合法新药不再按假药论处，在药品管理方面更加体现注重人民健康。同时引入药品上市许可持有人制度，保障了有能力研制新药品的科研机构能够从上市中获益；再配合优先审评审批制度，能够极大促进药品创新，以满足人民群众的用药需求。

图29：中国人均医疗保健支出占消费比重不断上升



数据来源：Wind 财通证券研究所

（3）信息技术领域：人工智能

AI概念已不再陌生，未来是“AI+”时代。早在2017年7月，国务院就出台了《新一代人工智能发展规划》，定位人工智能产业为新的经济增长点，并计划在2020、2025和2030年，人工智能核心产业规模分别超过1500、4000和1万亿元，带动相

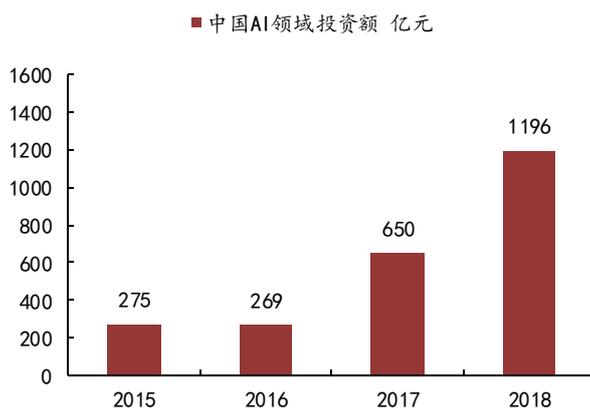
关产业规模分别超过1万、5万和10万亿元。而截至2018年，我国目前的人工智能产业规模为251.1亿元，距离2020年的1500亿元目标还有很大差距。AI领域的投资额在2018年几乎增长了一倍。在刚刚结束的2019世界人工智能大会，议题更多从技术转向了行业赋能和创新应用场景。人工智能拥有广阔的应用空间，加上政府产业政策和资金的加持，未来会继续保持高速增长。

图30：AI赋能实体经济规模有很大空间



数据来源：艾瑞咨询 财通证券研究所

图31：AI领域投资额2018年增长迅速



数据来源：艾瑞咨询 财通证券研究所

图32：2018年人工智能赋能实体经济的产业份额



数据来源：艾瑞咨询 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于~5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于~5%与~15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于~15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平~5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平~5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。