证券研究报告

建筑装饰

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

推荐 （维持）

以日本为鉴，中国基建投资向何处去

2019 年 02 月 19 日

相关报告

《兴证建筑周专题之八： PPP 板块 2018 年回顾及 2019 年展望》2019-02-17

《兴证建筑每周观点：社融超预期&基建申报项目大幅增长，关注基建板块的补涨机会》2019-02-17

《央企、国企签单向上拐点确立，民企降幅收窄》2019-01-31

分析师：

孟杰

S0190513080002

黄杨

S0190518070004

高远

S0190518070005

团队成员：

孟杰、黄杨、高远、蔡琨

投资要点

- **2017 年，日本建筑行业投资金额达 56.02 万亿日元，其中基建投资占比达 41.1%。**城市化是推动基础设施发展的最重要的因素之一，2017 年中国的城市化率仅为 58%，相当于日本 1955 年的水平（58.4%），中国的城市化率还有较大的提升空间。由于日本实行地方自治、地方政府自主性较高，因此基建项目筹资的关键是资金在中央政府、地方政府及实施主体之间各自承担的比例。根据 1960 年以来日本基建投资增速情况，可以分为 4 个阶段：高速增长时期（1960-1973）、中低速增长期（1974-1992）、下行期（1993-2010）、复苏期（2011 至今）。
- **90 年代以来日本典型的基建刺激有三次：经济泡沫破灭后的 1991-1993 年、亚洲金融危机后的 1998 年、全球金融危机后的 2009 年。**日本历史上的三次基建刺激均对经济有一定的拉动作用，在基建刺激期间，基建对 GDP 的拉动作用均为正且高于在此之前和之后的年份，表明基建刺激对经济恢复有一定的拉动作用。90 年代基建刺激力度大且持续时间长，但并未能拉动经济走出泥潭——在第一次刺激期间，日本 GDP 增速从 6.3% 下降至 0.7%，第二次基建刺激当年及次年的 GDP 均为负增长、分比为 -1.2%、-1.6%，因此可以说 90 年代的基建刺激并未能拉动经济走出泥潭。
- **政治与财政因素交叠，掣肘日本 90 年代的基建刺激。**日本 90 年代的基建刺激持续时间长且有一定的托底效果，但是公共工程开支维持高位叠加老龄化加速，快速推升政府债务率。日本基建刺激未能拉动经济走出泥潭，主要原因在于：政府更迭频繁，“十年九相”，导致措施出台滞后，实际刺激时措施又难以落实，政策持续性较差，效果难以保证；财政制度不完善，财政预算呈现“表面大、实际小”的特点，制约了其经济景气调节的功能、刺激效果也大打折扣；公共投资领域资金流转漏洞多、效率低下。
- **以日本为鉴，中国未来基建投资向何处去。**短期来看，“去杠杆”叠加贸易战使我国经济面临下行压力，基建投资大概率有望加速。和日本对比，我国财政状况优于日本，具备基建托底的能力；而且我国政策连贯性强，基建托底政策有望长期持续。长期来看，基建投资拉动经济增长的模式造成了日益庞大的地方政府债务，我们预计未来基建投资增速将低于 GDP 增速，预计大概在 5%左右。

风险提示：“去杠杆”政策限制政府资金来源、地方政府专项债发行进度较慢、老龄化加速导致社会保障开支大增、城市化率提升低于预期

目 录

1、日本基础设施建设概览 ..... - 4 -
1.1、日本基建投资所处的阶段 ..... - 4 -
1.2、日本基建投融资模式 ..... - 5 -
1.3、日本基建投资的回顾 ..... - 6 -
2、日本历史上三次基建刺激梳理 ..... - 8 -
2.1、第一次基建刺激：1991-1993 年 ..... - 8 -
2.2、第二次基建刺激：1998 年 ..... - 11 -
2.3、第三次基建刺激：2009 年 ..... - 13 -
2.4、90 年代的基建刺激未能拉动经济走出泥潭 ..... - 14 -
3、财政与政治因素交叠，掣肘日本 90 年代的基建刺激 ..... - 16 -
3.1、基建刺激叠加老龄化，推升政府债务率，导致财政恶化 ..... - 16 -
3.2、原因之一：政府更迭频繁，政策持续性较差 ..... - 18 -
3.3、原因之二：财政制度不完善，影响其经济景气调节功能 ..... - 19 -
4、以日本为鉴，中国未来基建投资向何处去 ..... - 20 -
4.1、长期来看，我国基建投资增速有望保持在 5%左右 ..... - 20 -
4.2、短期来看，经济下行压力较大，基建投资大概率加速 ..... - 20 -
4.3、结论：我国基建投资短期增速可能更快，长期有望稳定在 5%左右 ... - 23 -

图 1、日本 2017 年建筑业投资占比明细 ..... - 4 -
图 2、中国、日本、美国城市化率对比 ..... - 5 -
图 3、中国和日本公路和铁路人均指标（公里/每万人） ..... - 5 -
图 4、中国和日本公路和铁路密度指标（公里/每万平方公里） ..... - 5 -
图 5、日本基建投资及增速（亿元） ..... - 7 -
图 6、日本央行贴现率变动情况 ..... - 9 -
图 7、日本:不动产价格指数:住宅地:东京都 ..... - 9 -
图 8、1981-2000 年日本基建投资增速 ..... - 10 -
图 9、日本财政支出中公共工程占比 ..... - 10 -
图 10、日本财政支出中公共工程开支及增速（亿日元） ..... - 10 -
图 11、基建投资对名义 GDP 同比增长的拉动 ..... - 11 -
图 12、公共投资对名义 GDP 同比增长的拉动 ..... - 11 -
图 13、受亚洲金融危机影响的主要国家 GDP 增速（%） ..... - 12 -
图 14、1988-2000 年日本基建投资增速 ..... - 12 -
图 15、日本财政支出中公共工程开支及增速（亿日元） ..... - 12 -
图 16、对名义 GDP 同比增长的拉动 ..... - 13 -
图 17、全球金融危机主要国家 GDP 增速变动（%） ..... - 13 -
图 18、1999-2010 年日本基建投资增速 ..... - 14 -
图 19、日本政府公共工程开支（亿日元） ..... - 14 -
图 20、对名义 GDP 同比增长的拉动 ..... - 14 -
图 21、日本公共工程支出（亿日元） ..... - 16 -
图 22、日本政府建设国债发行（亿日元） ..... - 16 -
图 23、日本社会保障费开支（亿日元）及占比 ..... - 17 -
图 24、日本人口结构变动 ..... - 17 -
图 25、日本政府总支出和税收总额缺口（万亿日元） ..... - 18 -
图 26、日本政府赤字国债发行（亿日元） ..... - 18 -
图 27、日本的一般政府债务占 GDP 的比重 ..... - 18 -
图 28、一般政府总债务占 GDP 比重（%） ..... - 21 -

图 29、中国和日本政府债务依存度 ..... - 21 -
图 30、各国财政赤字率（%） ..... - 22 -

表 1、日本各阶段基建投资额及复合增速（万亿日元） ..... - 6 -
表 2、90 年代日本历次经济对策（万亿日元） ..... - 9 -
表 3、日本三次基建刺激汇总 ..... - 15 -
表 4、日本泡沫经济后的“十年九相” ..... - 19 -

报告正文

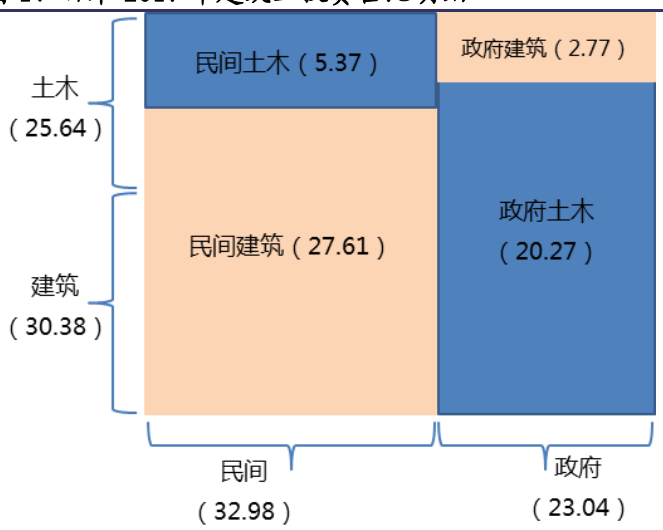
日本政府自 90 年代以来，为应对经济金融危机进行了三次基建刺激，每次刺激的背景、力度、效果不同。我们重点分析泡沫破灭之后政府的基建刺激及其带来的影响，以期提供有益的借鉴！

1、日本基础设施建设概览

2017 年，日本建筑行业投资金额达 56.02 万亿日元，其中基建投资占比达 41.1%。
1）分领域来看，建筑工程、土木工程投资金额分别为 30.38 万亿、25.64 万亿日元，占比分别为 54.2%、45.8%;
2）分资金来源看，政府投资、民间投资金额分别为 23.04 万亿、32.98 万亿日元，占比分别为 41.1%、58.9%。

基础设施是由政府投资建设并提供的公益性设施，因此我们认为根据业主来确认基建投资更为恰当，因此日本的基建投资是指政府投资这部分——2017 年基建投资为 23.04 万亿，在建筑业投资中的占比为 41.1%，剩下的 58.9%为民间建筑投资；基建投资中的 88%为土木工程，其余 12%为建筑工程投资。

图 1、日本 2017 年建筑业投资占比明细

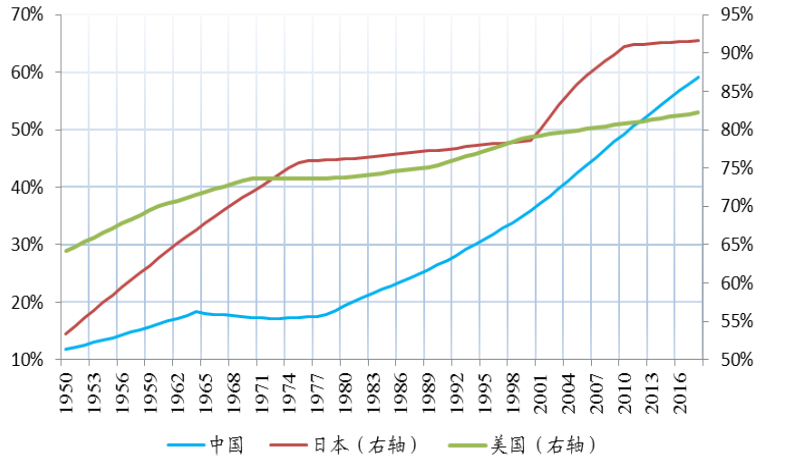


资料来源：日本国土交通省，兴业证券经济与金融研究院整理

1.1、日本基建投资所处的阶段

2017 年日本城市化率高达 91.6%。城市化是推动基础设施发展的最重要的因素之一，2017 年日本的城市化率为 91.6%，居于较高水平；而 2017 年中国的城市化率仅为 58%，大致相当于日本 1955 年的水平（58.4%），中国的城市化率还有较大的提升空间。

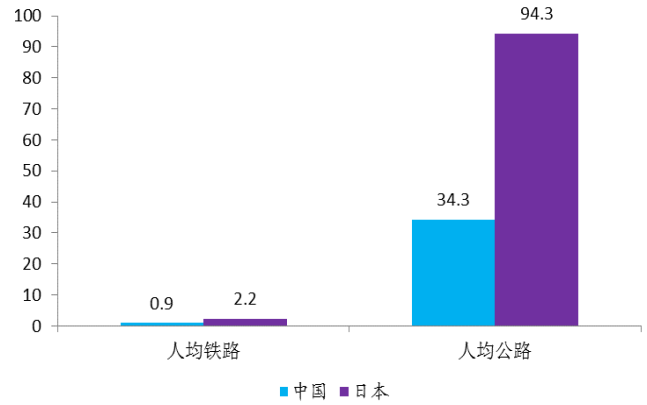
图 2、中国、日本、美国城市化率对比



资料来源：联合国，兴业证券经济与金融研究院整理

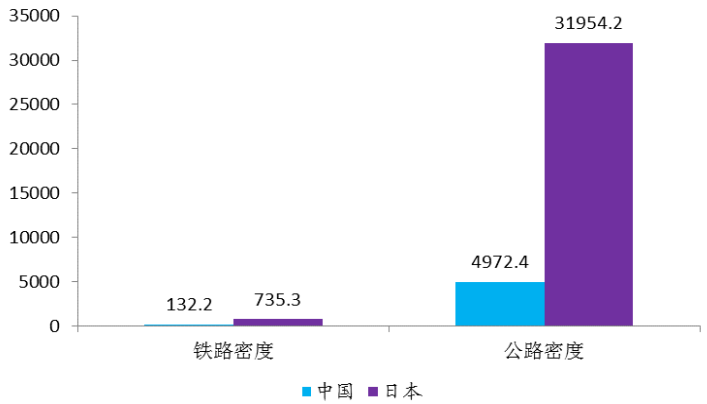
从人均来看，日本每万人拥有公路 94.34 公里、铁路 2.17 公里，而我国分别为 34.34 公里、0.91 公里，分别为日本的 36%和 42%；从密度来看，日本每万平方公里的土地上有公里 3.2 万公里、铁路 735 公里，而我国分别为 0.5 万公里、132 公里。

图 3、中国和日本公路和铁路人均指标（公里/每万人）



资料来源：国土交通省，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、中国和日本公路和铁路密度指标（公里/每万平方公里）



资料来源：国土交通省，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、日本基建投融资模式

由于基础设施建设细分领域较多，我们主要分析有代表性的基建领域的投融资模式，如日本新干线（高铁）、公路及轨道交通三个领域。而且，由于日本实行地方自治、地方政府自主性较高，因此基建项目筹资的关键是资金在中央政府、地方政府及实施主体之间各自承担的比例，而非其采取何种方式筹资。

1) **日本新干线投融资模式。**（1）分资金来源来看，日本新干线的资金来源渠道主要有国家出资、银行贷款、铁路整备基金、地方出资、JR 客运公司出资，占建设费用的比例分别在 33%、27%、34%、3%、3%左右；（2）分负担比例来看，日本铁路民营化之后，新干线的建设费用由中央、地方政府、JR 公司

共同分担，并且地方政府负担的比例不断提升、JR 公司负担的比例大幅下降，近年来中央政府、地方政府、JR 公司承担的比例分别为 65%、30%、5%左右。

2) **日本公路投融资模式。**日本普通公路的建设，中央和地方出资比例分别达 60%、40%，其资金来源主要是车辆购置税、汽油税、柴油交易税、汽车吨位税、液化石油气税等；日本收费公路建设的资金来源主要包括财政投资贷款、政府担保债券、商业贷款、中央或地方财政专项补助等方式。

3) **日本轨道交通投融资模式。**日本的轨道交通分为公营线路和私营线路，二者的运营长度在 40%：60%左右。公营轨交项目的建设资金来源中，地方财政出资平均约占 20%,地方财政补助约占 28%,国库补助金约占 25%,建设主体自有资金约占 27%；私营轨交项目的建设资金来源中，建设主体自有资金占比达 20%，日本政策融资银行优惠贷款占比 40-50%，其余资金通过企业债券、商业贷款、物业开发商提供等方式筹集。

1.3、日本基建投资的回顾

我们根据 1960 年以来日本基建投资增速情况，可以分为 4 个阶段：

1) 高速增长时期（1960-1973）：受益于经济高增长的带动和日本财政政策侧重公共工程开支的刺激，基建投资的复合增速达 19.3%；并且在此期间，日本城市化推进较快，从 63.3%提升至 74.2%。

2) 中低速增长期（1974-1992）：1973&1978 年两次石油危机影响使得包括日本在内的工业化国家经济增长明显放缓，基建投资也下台阶式放缓、复合增速为 6.5%；在此期间，日本城市化率基本保持稳定，1992 年为 77.6%、较 1974 年提升了 2.6%。

3) 下行期（1993-2010）：泡沫破灭前期日本进行基建刺激以拉动经济，使得基建投资增速有所回升，之后持续下行，在此期间的复合增速为-3.5%，2010 年的基建投资额仅为 1993 年的 52.6%。

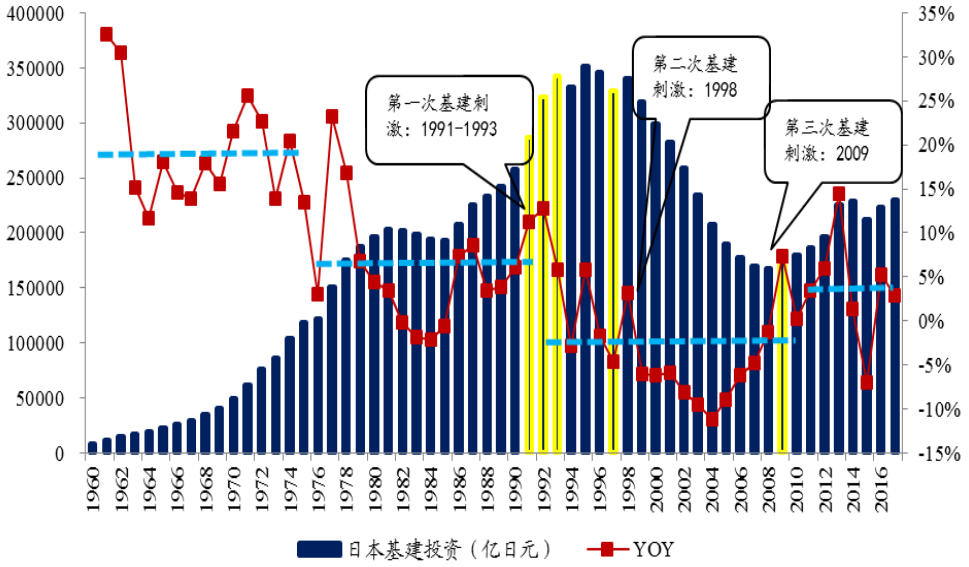
4) 复苏期（2011 至今）：在地震灾后重建、安倍经济学所要求的扩大公共投资、奥运项目驱动基建投资等一系列因素刺激之后，日本基建投资开始恢复增长，期间复合增速提升至 3.6%。

表 1、日本各阶段基建投资额及复合增速（万亿日元）

时期划分	时间范围	期初	期末	基建投资
高速增长时期	1960-1973	0.87	8.68	19.3%
中低速增长期	1974-1992	10.45	32.33	6.5%
下行期	1993-2010	34.21	17.98	-3.5%
复苏期	2011 至今	18.61	23.06	3.6%

资料来源：日本国土交通省，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、日本基建投资及增速（亿元）



资料来源：日本国土交通省，兴业证券经济与金融研究院整理

2、日本历史上三次基建刺激梳理

自 1991 年泡沫经济破灭以来，日本进行了三次典型的基建刺激:

- ✓ **第一次基建刺激：泡沫经济破灭后的 1991-1993 年。**1991 年泡沫破灭后，日本政府加大基建投资以稳定宏观经济，公共工程开支加速增长；公共工程开支的增长带动基建投资的持续较快增长。这次基建刺激时间较长且力度大，对 GDP 有一定的拉动作用。
- ✓ **第二次基建刺激：亚洲金融危机后的 1998 年。**为应对亚洲金融危机，1998 年日本公共工程开支再度高增长（17.8%）、增速较上年反弹了 28.1 个 pct，并且使得 1998 年的基建投资由上一年的负增长转为正增长。
- ✓ **第三次基建刺激：全球金融危机后的 2009 年。**为应对 2008 年全球金融危机，2009 年日本公共工程开支同比增长 20.7%、增速较上年反弹了 25.3 个 pct，同时 2009 年基建投资较快增长、扭转了 2000 年以来的负增长局面。

2.1、第一次基建刺激：1991-1993 年

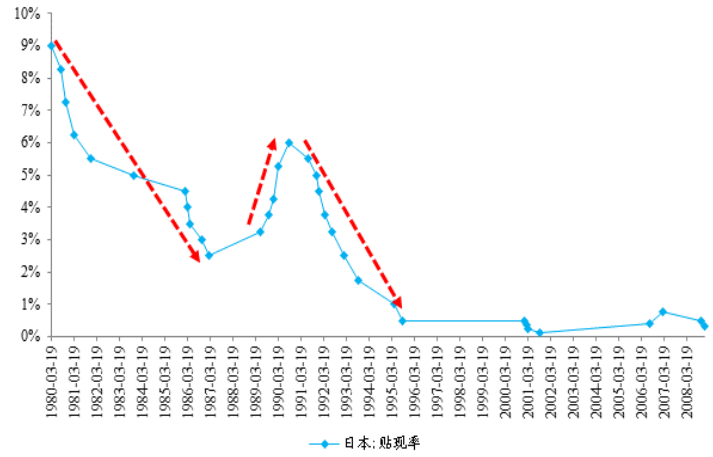
- **背景：日本经济泡沫破灭**

日本经济泡沫时期一般是指 1986 年 12 月至 1991 年 2 月。广场协议后，为应对日元升值对出口的不利影响，日本改为改为内需拉动、采取积极的财政政策，1985 至 1987 年贴现率从 4.5%下调至 2.5%、基准存款利率由 1.5%降至 0.26%；在积极的财政政策和宽松的货币政策双重刺激之下，日本经济泡沫由此产生。

1989 年 5 月日本央行开始提高基准利率，连续 5 次加息将贴现率由 2.5%提升至 1990 年 8 月的 6%。金融紧缩政策刺破了泡沫，日经指数从 1990 年 2 月开始快速下跌，东京都不动产价格价格指数从 1990 年 9 月开始暴跌，到 1992 年 8 月时分别较高点时下跌了 60%和 40%。

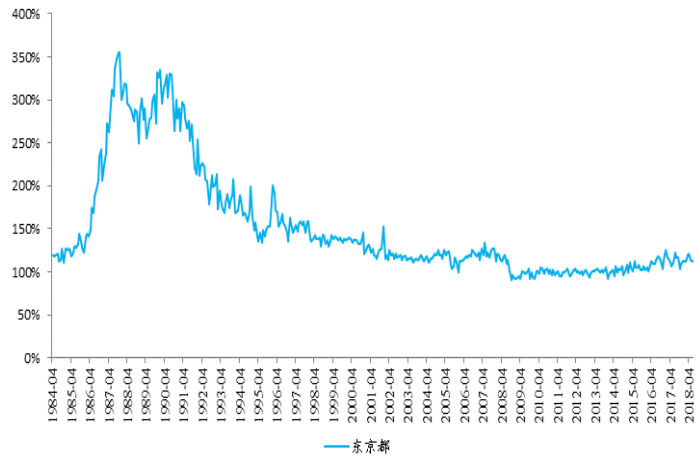
为应对经济泡沫破灭的不利影响，日本于 1992 年 3 月推出了历史上的第一次紧急经济对策，并于当年 8 月再度推出综合经济对策。总得来看，日本自 1992 年 3 月至 1999 年 11 月累计推出 11 次刺激经济回升的对策，除了 1993 年 9 月和 1995 年 4 月这两次之外，其余的每次对策的支出规模都高于前一次。

图 6、日本央行贴现率变动情况



资料来源：日本央行，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、日本:不动产价格指数:住宅地:东京都



资料来源：日本国土交通省，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、90 年代日本历次经济对策（万亿日元）

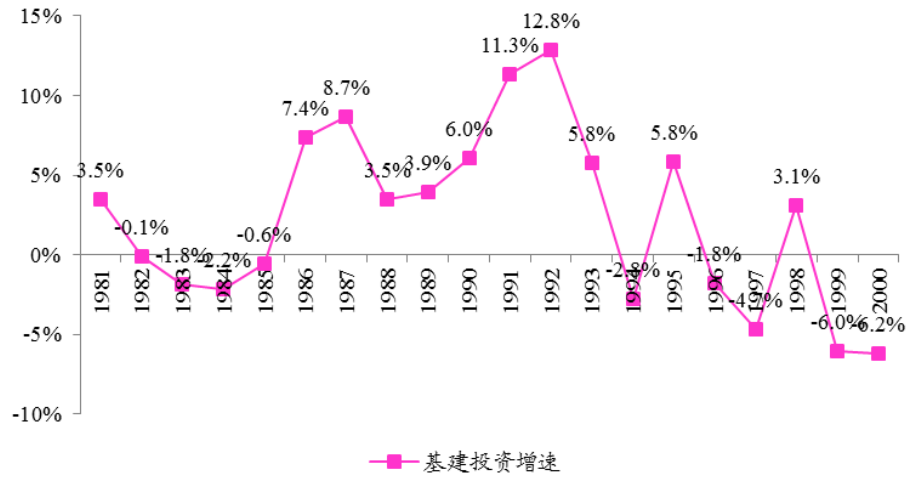
	决定日	内阁	支出规模	公共事业规模	政策意图
第一次经济对策	1992 年 3 月	宫泽内阁	--	--	
第二次经济对策	1992 年 8 月	宫泽内阁	10.7	6.3	希望使今后一个年度的 GNP 增加 2.4%
第三次经济对策	1993 年 4 月	宫泽内阁	13.2	7.2	希望使今后一个年度的 GNP 增加 2.6%
第四次经济对策	1993 年 9 月	细川内阁	6.2	2	
第五次经济对策	1994 年 2 月	细川内阁	15.3	4	希望使今后一个年度的 GNP 增加 2.2%
第六次经济对策	1995 年 4 月	村山内阁	4.6	3.9	
第七次经济对策	1995 年 9 月	村山内阁	14.2	9.1	希望使今后一个年度的 GNP 增加 2%
第八次经济对策	1997 年 11 月	桥本内阁	--	--	
第九次经济对策	1998 年 4 月	桥本内阁	16.7	7.7	
第十次经济对策	1998 年 11 月	小渊内阁	24	8.1	
第十一次经济对策	1999 年 11 月	小渊内阁	18	6.8	

资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **力度：1992 年基建投资增速达 1980-2000 年 20 年内最高**

1991&1992 年日本基建投资增速分别为 11.3%和 12.8%，较之前明显加速增长，而且 1992 年基建投资增速为 20 年间的最高增速。

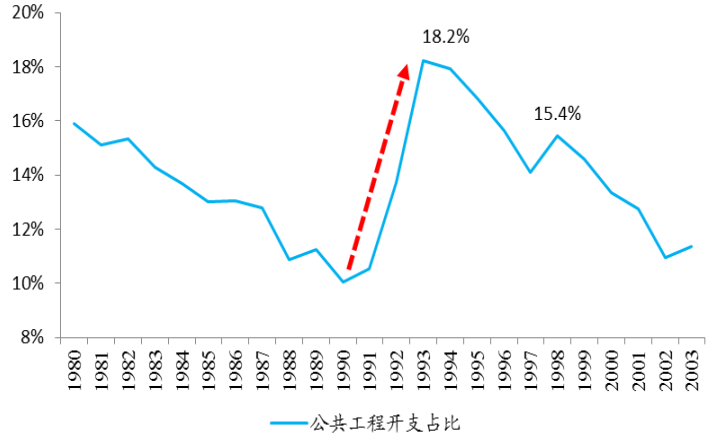
图 8、1981-2000 年日本基建投资增速



资料来源：国土交通省，兴业证券经济与金融研究院整理

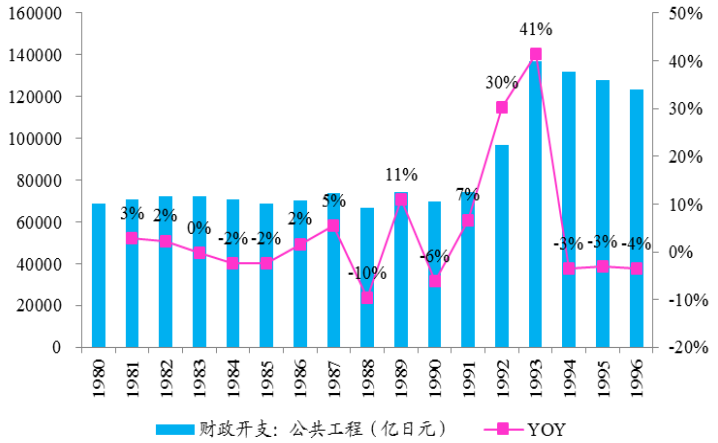
1992&1993 年日本公共工程开支高速增长、占财政支出的比例达历史最高，表明日本进行基建刺激的力度非常大。公共工程支出是指政府为了道路、桥梁、港口、供水和污水处理等公共设施而进行的工程活动的开支，它属于基建各类资金来源中的政府预算内资金，公共工程开支快速增长同样可以说明日本基建刺激的力度——1992&1993 年公共工程开支分别同比增长 30%、41%，为 1960 年以来的最高增速；公共工程支出占财政支出的比例由 1990 年的 10%迅速提升至 1993 年的 18.2%，达到了历史最高水平，表明日本在这两年进行基建刺激的力度非常大。

图 9、日本财政支出中公共工程占比



资料来源：日本财务省，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、日本财政支出中公共工程开支及增速（亿日元）



资料来源：日本财务省，兴业证券经济与金融研究院整理

- **效果：1992 年基建投资拉动 GDP 增速 0.78%**

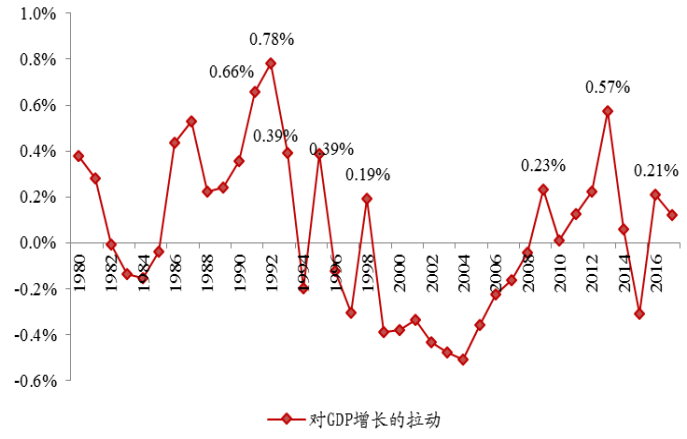
1991&1992 年基建投资对 GDP 的拉动明显上升，1992 年的拉动作用为 20 年内的最高值。1980-1990 年基建投资对 GDP 同比增长的拉动的均值为 0.19%，1991 年对 GDP 的拉动迅速提升至 0.66%、较上年提升了 0.3%，1992 年基建对 GDP 同比

增长的拉动进一步提升至 0.78%。因此，基建刺激对经济增长有一定的拉动作用。

以公共投资为参考，1992 年公共投资对 GDP 同比增长的拉动达 1.1%。东京大学教授 Etsuro Shioji 将公共投资分为教育类、基础设施、国有保护土地、农业和渔业四类，1990 年基础设施建设投资在公共投资中的占比达 60.6%。1992-1994 年年，公共投资对 GDP 同比增长的拉动分别为 1.1%、0.8%、0.1%，1992 年的拉动为 20 年内的最高值。因此，日本政府在泡沫破灭之后加大公共投资对 GDP 也具有一定的拉动作用。

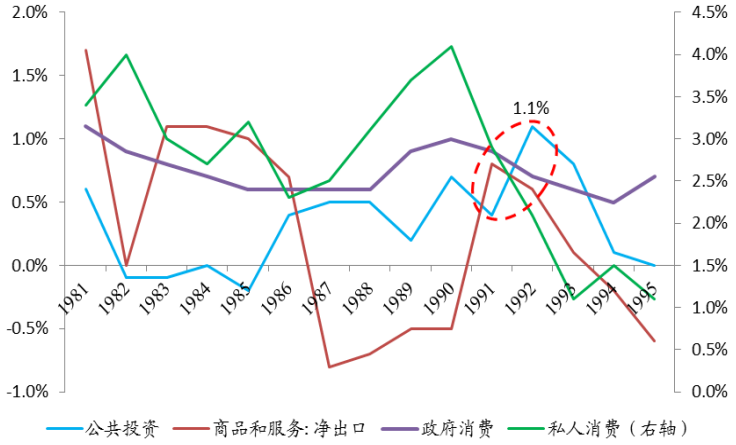
不过值得注意的是，基建刺激快速推升日本政府的债务，债务余额占 GDP 的比例从 1990 年的 69.4%快速提升至 79.9%。

图 11、基建投资对名义 GDP 同比增长的拉动



资料来源：日本内阁府，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、公共投资对名义 GDP 同比增长的拉动



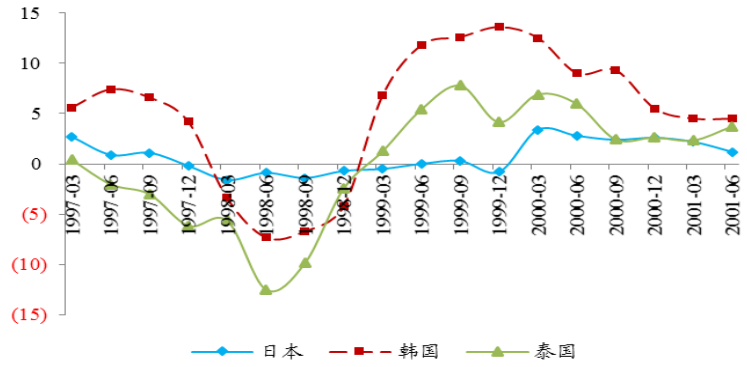
资料来源：日本内阁府，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、第二次基建刺激：1998 年

- **背景：亚洲金融危机**

第二次基建刺激的宏观背景：亚洲金融危机导致 GDP 负增长。日本经济从 1994 年开始复苏，GDP 增速稳定在 2%以上，但由于受亚洲金融危机冲击，GDP 增速在 1997Q4-1999Q1 连续六个季度为负（在-1.6%至-0.2%之间）。

图 13、受亚洲金融危机影响的主要国家 GDP 增速（%）



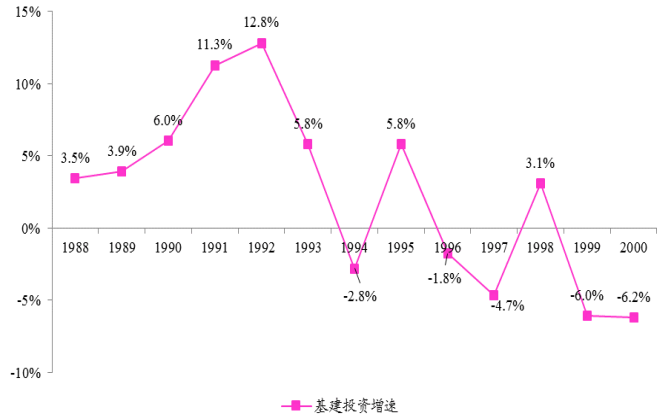
资料来源：IMF，兴业证券经济与金融研究院整理

- **力度：1998 年基建投资增速反弹了 7.8%**

1998 年日本基建投资增速转正，较上年反弹了 7.8 个百分点。1996&1997 年日本基建投资连续两年负增长，1998 年为应对亚洲金融危机的冲击，日本政府采取积极的财政政策、加大基建投资力度，当年基建投资增速转正、达 3.1%，较上年反弹了 7.8 个百分点。

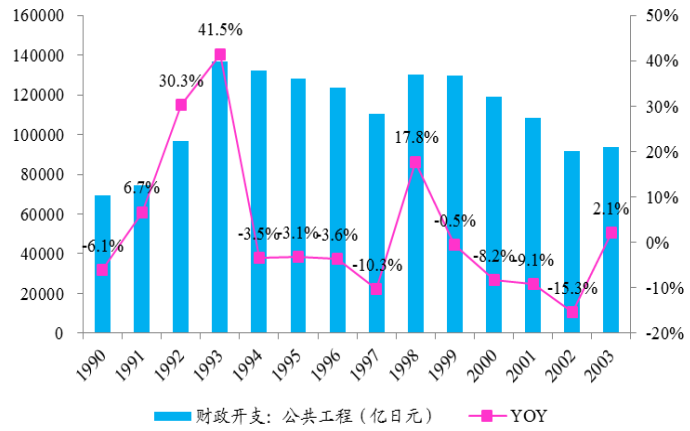
日本公共工程开支当年的反弹幅度达 28 个 pct。如前所述，公共工程开支实际上属于基建资金来源中的政府预算内资金， 1998 年公共工程开支达 13.03 万亿、同比增长 17.8%，较上年反弹了 28 个 pct。

图 14、1988-2000 年日本基建投资增速



资料来源：国土交通省，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、日本财政支出中公共工程开支及增速（亿日元）

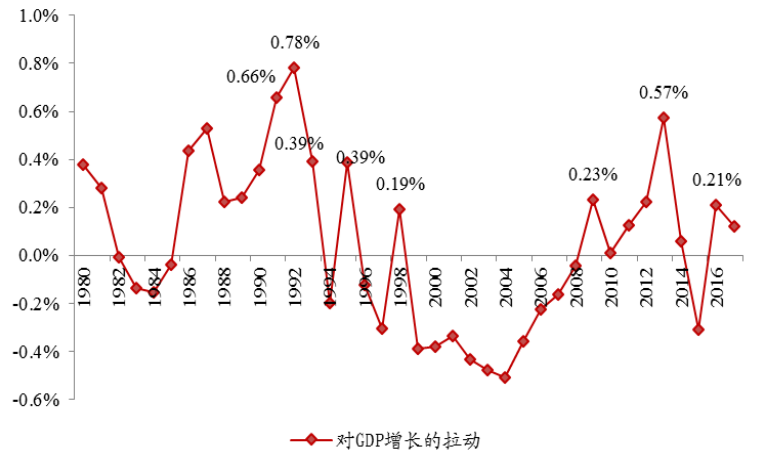


资料来源：日本财务省，兴业证券经济与金融研究院整理

- **效果：1998 年基建投资拉动 GDP 增速 0.18%**

1998 年基建投资对 GDP 同比增长的拉动为 0.19%，前一年（1997 年）和后一年（1999 年）的拉动分别为-0.31%和-0.39%，表明 1998 年日本基建刺激对经济恢复有一定拉动作用。

图 16、对名义 GDP 同比增长的拉动



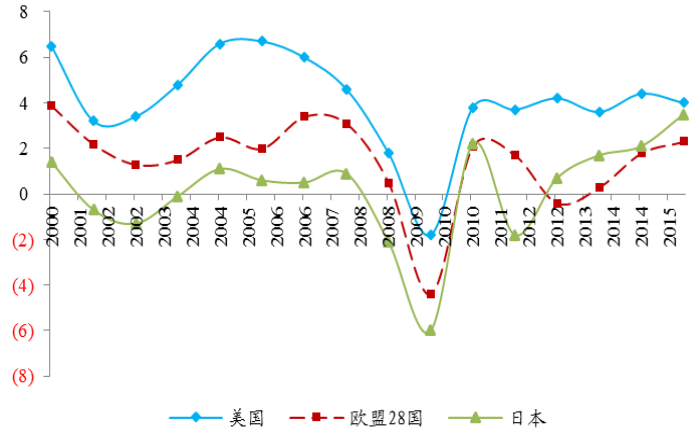
资料来源：日本内阁府，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、第三次基建刺激：2009 年

- **背景：全球金融危机**

第三次基建刺激的宏观背景：全球金融危机导致 GDP 负增长。2008 年由美国次级贷款引起的金融危机席卷全球，日本经济受冲击更大、GDP 同比下降 6.0%。

图 17、全球金融危机主要国家 GDP 增速变动（%）



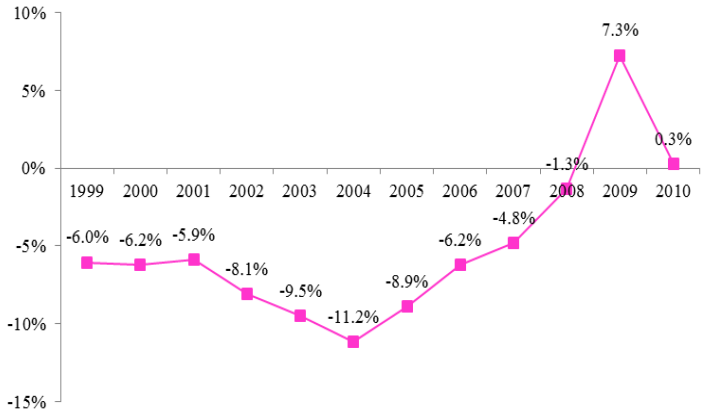
资料来源：IMF，兴业证券经济与金融研究院整理

- **力度：基建投资增速为 7.3%、10 年来首次正增长**

2009 年日本采取积极的财政政策应对全球金融危机，当年日本基建投资同比增长 7.3%、反弹了 8.6 个 pct，为 10 年来的首次正增长。

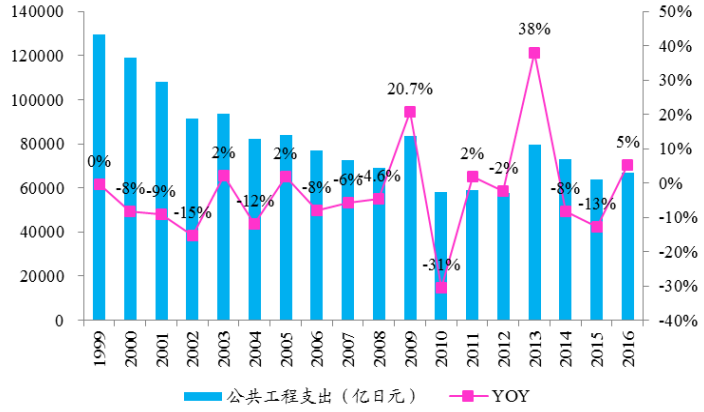
参照日本公共工程开支，当年的反弹幅度达 25.3 个 pct。2009 年公共工程开支为 8.35 万亿日元、同比增长了 20.7%，较上年的增速反弹了 25.3 个 pct。

图 18、1999-2010 年日本基建投资增速



资料来源：国土交通省，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、日本政府公共工程开支（亿日元）

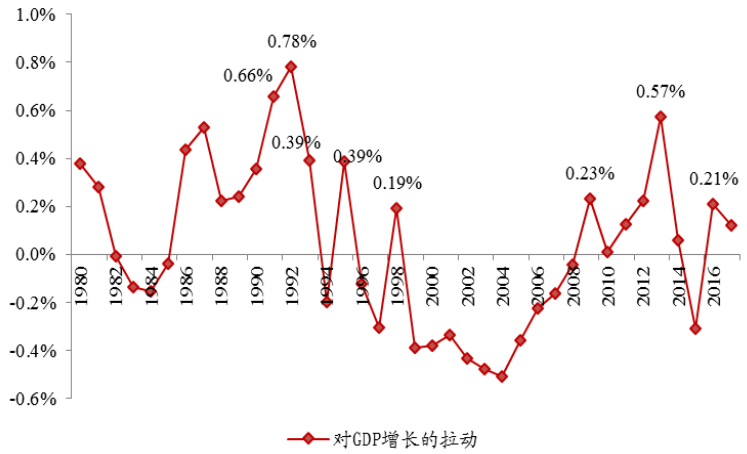


资料来源：日本财务省，兴业证券经济与金融研究院整理

- **效果：1998 年基建投资拉动 GDP 增速 0.23%**

2009 年基建投资对 GDP 同比增长的拉动为 0.23%，为 1998 年基建刺激之后的再次正拉动，表明 2009 年日本基建刺激对经济增长的拉动效果较为明显。

图 20、对名义 GDP 同比增长的拉动



资料来源：日本内阁府，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、90 年代的基建刺激未能拉动经济走出泥潭

日本历史上的三次基建刺激均对经济有一定的拉动作用。在基建刺激期间，基建对 GDP 的拉动作用均为正切高于在此之前和之后的年份，表明基建刺激对经济恢复有一定的拉动作用。

90 年代基建刺激力度大且持续时间长，但并未能拉动经济走出泥潭。在第一次基建刺激期间，日本 GDP 增速从 6.3%下降至 0.7%，第二次基建刺激当年及次年的 GDP 均为负增长、分比为-1.2%、-1.6%，因此可以说 90 年代的基建刺激并未能拉动经济走出泥潭。

表 3、日本三次基建刺激汇总

	背景	时间	基建投资增速	公共工程开支增速	对 GDP 拉动	期间 GDP 增速	刺激后 1 年 GDP 增速
第一次刺激	日本经济泡沫破灭	1991-1993 年	1992 年基建投资增速为 20 年间的最高增速	公共工程开支高速增长、占财政支出的比例达历史最高	0.66%/0.78%/0.39%	6.3%/2.6%/0.7%	2.5%
第二次刺激	亚洲金融危机	1998 年	1998 年基建投资增速反弹了 7.8%	公共工程开支当年的反弹幅度达 28 个 pct	0.19%	-1.20%	-1.6%
第三次刺激	全球金融危机	2009 年	基建投资增速为 7.3%、10 年来首次正增长	公共工程开支当年的反弹幅度达 25.3 个 pct	0.23%	-6.00%	2.2%

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3、财政与政治因素交叠，掣肘日本 90 年代的基建刺激

90 年代日本基建刺激持续时间长且有一定的托底效果，但是总体而言，并未拉动经济走出泥潭；而且日本公共工程开支维持在高位，叠加老龄化加速导致社会保障支出增加，快速推升政府债务率，使得日本政府的财政情况加速恶化。

日本基建刺激未能拉动经济走出泥潭，主要原因在于以下两个方面：

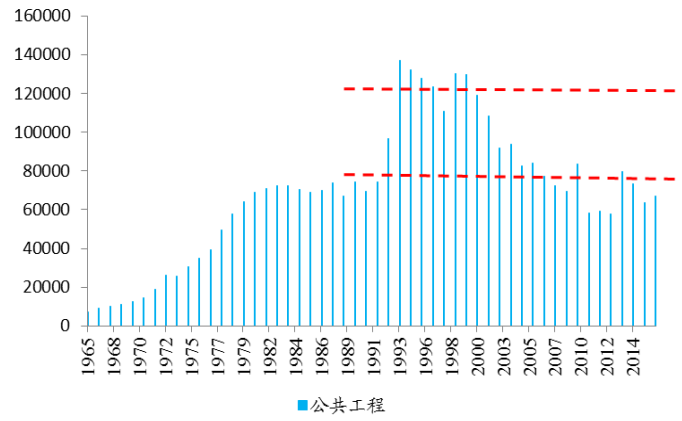
1) **政府更迭频繁，政策持续性较差。**政府更迭频繁，“十年九相”，导致措施出台滞后，实际刺激时措施又难以落实，政策持续性较差，效果难以保证；
2) **财政制度不完善，影响其经济景气调节功能。**90 年代日本财政制度不完善，财政预算呈现“表面大、实际小”的特点，制约了其经济景气调节的功能；同时，公共投资领域资金流转漏洞多、效率低下，刺激效果也大打折扣。

3.1、基建刺激叠加老龄化，推升政府债务率，导致财政恶化

经济泡沫破灭之后，政府公共工程支出长期处于高位。1992&1993 年日本公共工程开始快速增长，分别同比增长 30%和 41%；从平均值来看，1993-2001 年公共工程开支一直维持在 10 万亿日元之上、平均值为 12.43 万亿日元，较之前 9 年的平均值（7.38 万亿日元）高出近 70%，实际上直到 2007 年公共工程开支才降到泡沫前的 1991 年之下。

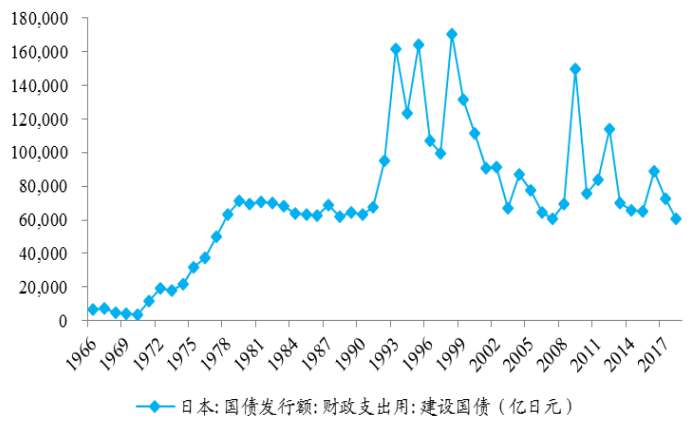
日本为进行基建刺激发行巨额建设国债，造成庞大财政负担。日本的赤字国债包括建设国债和特别赤字融资国债两类，1991-1993 年日本发行的赤字国债均为建设国债。历史上三次基建刺激期间，日本建设国债发行额均出现飙升——1991 年建设国债发行额为 6.73 万亿，1993 年则达到了 16.17 万亿、较 1991 年翻了 1.4 倍；1998 年发行额为 17.05 万亿，同比增长 71.5%；2009 年发行额为 15.01 万亿日元，同比增长 115.2%。日本政府为进行基建刺激而加大发行建设国债，构成了日本政府庞大的财政负担。

图 21、日本公共工程支出（亿日元）



资料来源：日本财务省，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、日本政府建设国债发行（亿日元）



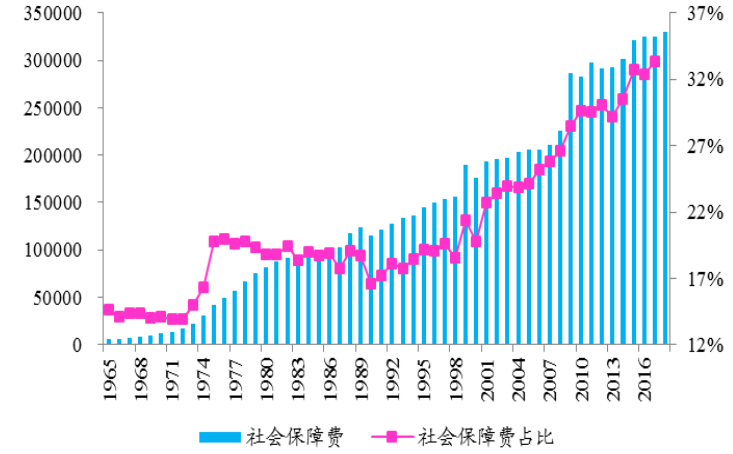
资料来源：日本财务省，兴业证券经济与金融研究院整理

税收减少使得财政收支恶化，特别赤字国债发行额飙升。1992 年日本税收总额为 56 万亿日元，同比下降了 2.3%，之后延续下降态势，而与此对应的是开支不断增加，导致缺口持续扩大——1991 年总支出和税收总额的缺口仅为 13.26 万亿日元，1999 年则扩大至 44.94 万亿日元，2009 年则达到历史最高、为 65.18 万亿日元。日本通过发行赤字国债来应对日益扩大的收支缺口——泡沫前财政重建的努力使得赤字国债发行额 1989 年降至 20 多年来的最低水平（2085 亿日元）、1991-1993 年降至 0，但是财政恶化持续推高赤字国债发行额，1995 年达 4.8 万亿日元、1999 年达 24.3 万亿日元、2010 年达 34.7 万亿日元。

导致财政恶化的另一主要原因是老龄化日渐严重，社会保障开支占比持续走高。日本 65 岁以上人口占比由 1990 年的 12.1%提升至 2015 年的 26.6%，与此同时社会保障开支占比从 16.6%提升至 33.4%。社会保障中的养老和医疗占比高达 80%。因此，老龄化加深导致日本政府财政开支持续恶化。

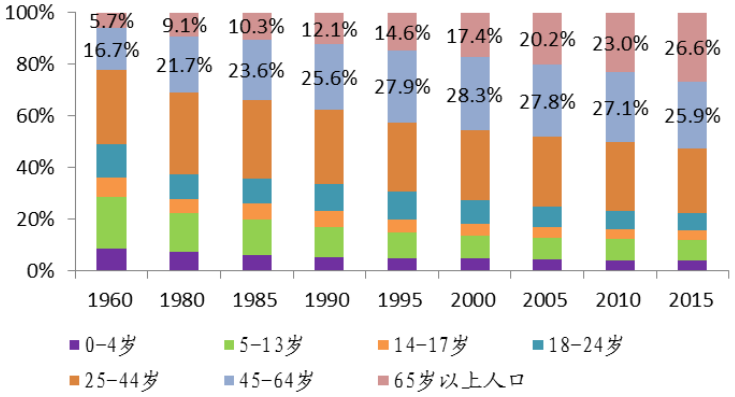
在老龄人口占比提升、社保开支膨胀的背景下，日本政府维持长期且巨额的公共工程投资，再加上税收减少，结果就是日本政府债务率飙升：由 1991 年的 68.8%提升至 2011 年的 231.6%。

图 23、日本社会保障费开支（亿日元）及占比



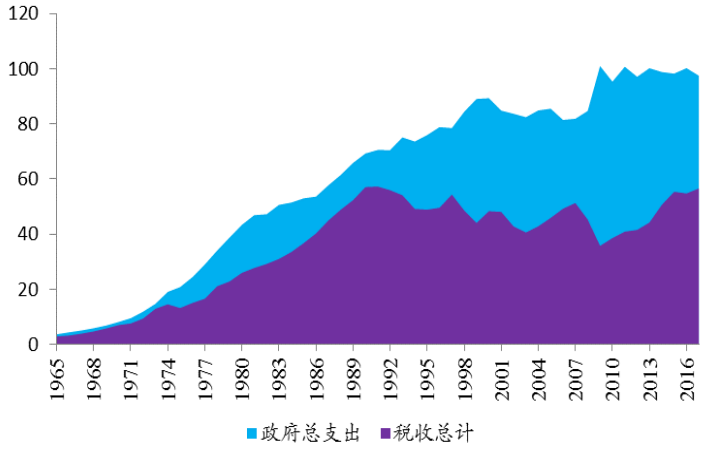
资料来源：日本财务省，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、日本人口结构变动



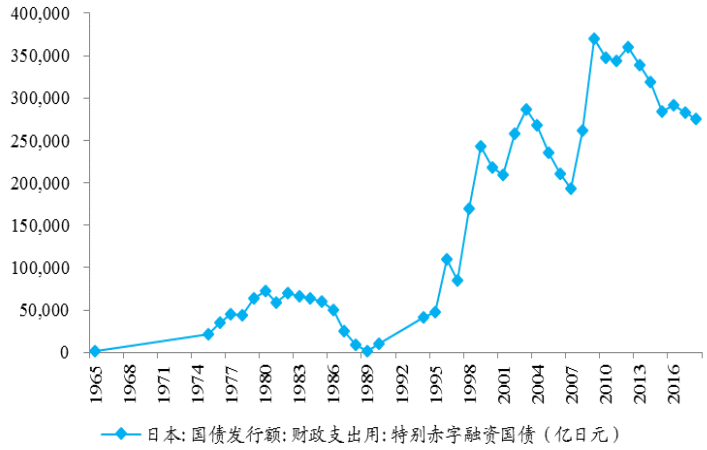
资料来源：国际货币基金组织，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、日本政府总支出和税收总额缺口（万亿日元）



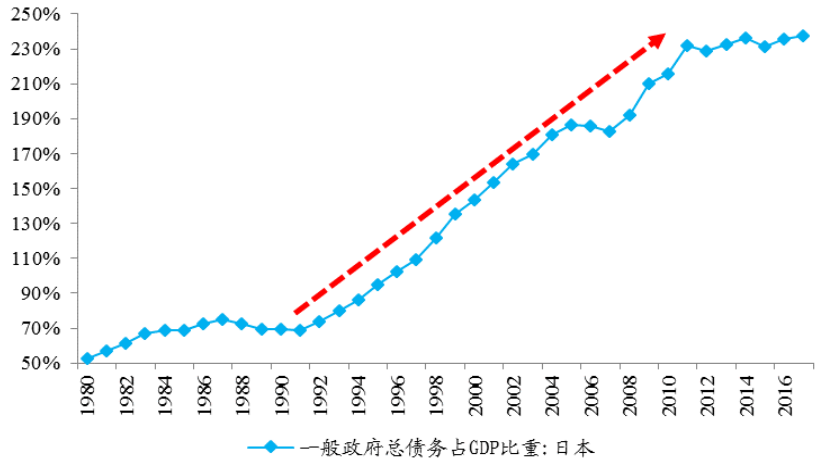
资料来源：日本财务省，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、日本政府赤字国债发行（亿日元）



资料来源：国际货币基金组织，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、日本的一般政府债务占 GDP 的比重



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、原因之一：政府更迭频繁，政策持续性较差

泡沫经济以来，日本政局呈现政党林立、十年九相的特点——在 1989 年到 98 年 10 年间换了 9 任首相。平均每任内阁执政时间较短，而且每任首相对当下的经济开出不同的对策，如宫泽内阁的施政纲领为“国民生活五年计划”，意在提高国民的生活水平；细川内阁则着眼于放开管制以增加活力；村山内阁则力图进行结构改革。

政府换届频繁导致措施出台滞后，实际刺激时措施又难以落实。90 年代日本国内经济面临复杂的困境，而且国际经济较为动荡、外部冲击较多，政府换届频繁导致难以出台及时有效的应对措施。即使措施得以出台，但是政府换届之后，措施执行的效果难以保证，在宫泽内阁及细川内阁时，政府已经出台了 30 万亿日元的经济刺激对策，但是却没能阻止经济下行的态势；继续的羽田内阁存续时间仅 2 个月，之后村山内阁上台，村山内阁政治基础稳定，因此在 1995 年再度加大经济

刺激、当年基建投资增速反弹至 5.8%（反弹了 8.6 个 pct）；1996 年桥本内阁上台，当年基建投资转为下滑。**因此，日本政府更迭频繁，导致刺激措施连贯性较差、效果难以保证。**

表 4、日本泡沫经济后的“十年九相”

任期	名字	时间	党派	施政文件/纲领
第 75 任	宇野宗佑	1989 年 6 月 3 日—1989 年 8 月 10 日	自由民主党	
第 76 任	海部俊树	1989 年 8 月 10 日—1990 年 2 月 28 日	自由民主党	
第 77 任	海部俊树	1990 年 2 月 28 日—1991 年 11 月 5 日	自由民主党（第 2 次担任首相）	
第 78 任	宫泽喜一	1991 年 11 月 5 日—1993 年 8 月 9 日	自由民主党	国民生活五年计划；生活结构改革与国际协调
第 79 任	细川护熙	1993 年 8 月 9 日—1994 年 4 月 28 日	日本新党	《平岩报告》；原则取消经济管制，随时调整社会管制
第 80 任	羽田孜	1994 年 4 月 28 日—1994 年 6 月 30 日	新生党	
第 81 任	村山富市	1994 年 6 月 30 日—1996 年 1 月 11 日	日本社会党	结构改革之经济社会计划
第 82 任	桥本龙太郎	1996 年 1 月 11 日—1996 年 11 月 7 日	自由民主党	放宽管制、官民共担、信息公开；七大改革
第 83 任	桥本龙太郎	1996 年 11 月 7 日-1998 年 7 月 30 日	自由民主党（第 2 次担任首相）	
第 84 任	小渊惠三	1998 年 7 月 30 日—2000 年 4 月 5 日	自由民主党	

资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、原因之二：财政制度不完善，影响其经济景气调节功能

在日本制度安排下，财务部门的职权较大，对制定宏观经济政策能够施加较大的影响，同时由于大藏省注重控制赤字率高于宏观经济景气度，因此财政支出往往难以达到预期的效果，90 年代大藏省的财政预算呈现“表面大实际小”的特点，制约了其经济景气调节的功能、刺激效果也大打折扣。

日本公共投资效率较低，资金流转漏洞制约刺激效果。在刺激期间，大藏省将资金拨付给建设省，建设省将资金下拨至各地方政府、各项目，但是实际情况是资金未能下拨到位，使得工程无法进展；但是其中的管理单位又非常分散，无法得出有效的统计结果并查找原因。因此，总得来看，泡沫时其日本公共投资的流程、分配、评估等方面并不完善，影响其景气调节功能。

财政制度不完善的典型例子，是 1997 年紧缩的财政政策打断经济复苏的进程。1996 年宏观经济有所复苏，大藏省为降低债务负担，建议桥本内阁实行紧缩的财政政策，在 1997 年一季度提高消费税。在经济有所好转但还未能进入良性轨道之时，政府采取了提高销售税及增加社会保障等措施，使得复苏进程被打断，经济再度下行。

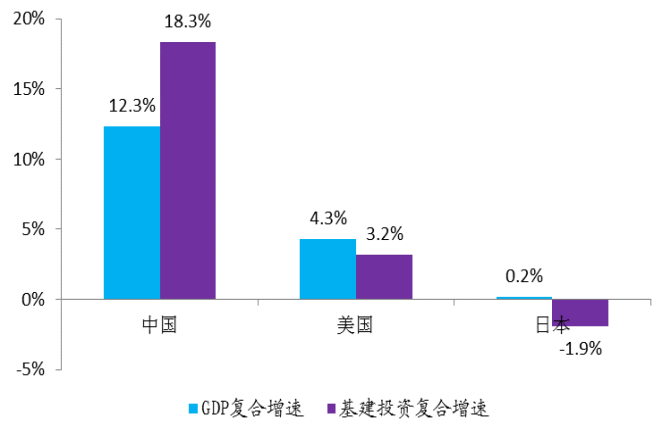
4、以日本为鉴，中国未来基建投资向何处去

4.1、长期来看，我国基建投资增速有望保持在 5%左右

长期来看，我国基建投资增速大概率向 GDP 增速回归。1996 年以来，我国基建投资复合增速 18.3%>GDP 复合增速 12.3%，22 年间的基建复合增速大幅高于 GDP 增速、高出 6 个 pct；对比美国和日本，美国基建投资复合增速 3.2%<GDP 复合增速 4.3%，日本基建投资复合增速-1.9%<GDP 复合增速 0.2%——美国和日本基建增速均小于 GDP 增速而且二者的差值在 2 个 pct 左右。参照美国和日本经验，长期来看，我国基建投资增速大概率向 GDP 增速回归。

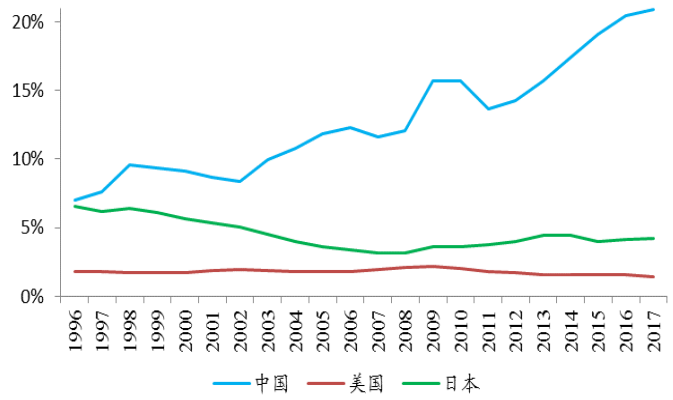
对比美国和日本，我国基建投资占 GDP 比例偏高。我国基建投资增速长期高于 GDP 增速的一个显著结果便是基建投资占 GDP 的比例持续提升——占比从 1996 年的 7.0%持续提升，2017 年高达 20.9%，而美国基建投资占 GDP 的比例稳定在 1.8%左右、日本基建投资占 GDP 的比例从 6.6%下降至 4.2%。我国基建投资占 GDP 比例过高，基建投资拉动经济增长的模式造成了日益庞大的地方政府债务，在中央严控地方政府债务的大背景下，我们预计未来基建投资增速将低于 GDP 增速，预计大概在 5%左右。

图 1、1996 年以来 GDP&基建复合增速



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、1996 年以来基建投资占 GDP 的比例



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、短期来看，经济下行压力较大，基建投资大概率加速

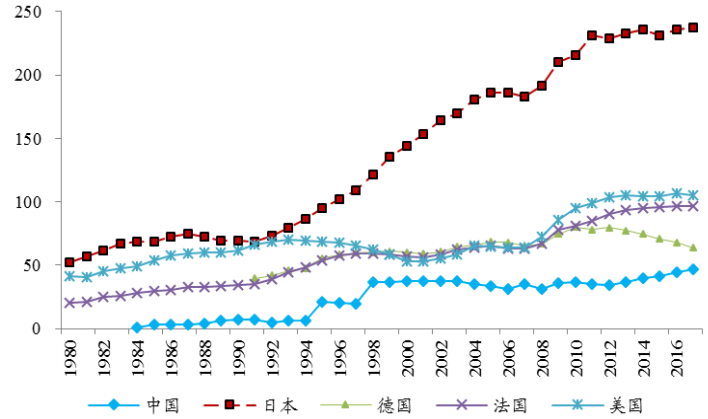
短期来看，“去杠杆”叠加贸易战使我国经济面临下行压力，在基建托底宏观经济的政策取向下，基建投资大概率有望加速。同时，和日本对比，我国财政状况优于日本，具备基建托底的能力；而且我国政策连贯性强，基建托底政策有望长期持续。

- **首先，我国财政情况优于日本，具备基建托底的能力**

判断一国的财政状况的主要有年度财政收支平衡、中央政府和地方政府长期债务余额占 GDP 的比重、政府净债务占 GDP 的比重以及基础财政平衡状况等。**从各个方面来看，中国的财政情况均大幅好于日本。**

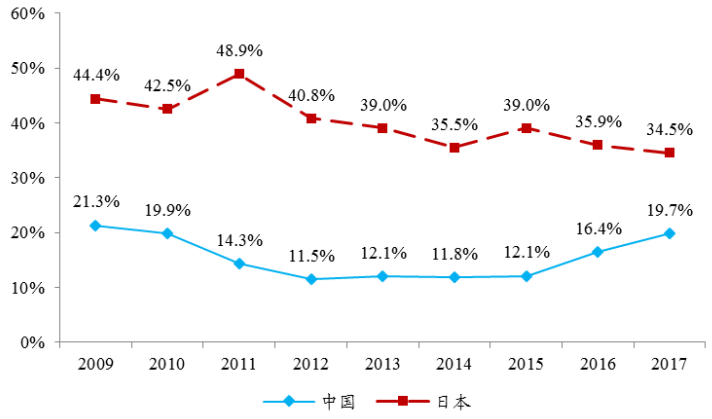
- **我国债务余额占 GDP 的比重在各个主要经济体中处于较低水平。**政府债务余额占 GDP 的比重反映了一国的长期财政状况，从 1991 年日本政府进行基建刺激以来，债务余额占 GDP 的比重不断攀升，1998 年已经达到 121.63%、较 1991 年提升了 52.85 个 pct，2017 年为 237.65%。而我国债务余额占 GDP 的比重一直处于较低位置，2017 年为 46.96%，在主要经济体中处于较低水平。
- **中国的债务依存度长期低于日本。**债务依存度指当年的债务收入与财政支出的比例关系，占比越高表明政府当年的开支越依赖于发债。泡沫破灭前，日本的债务依存度仅为 9.2%，然而到了 1993 年债务依存度已经提升至 21.5%，1999 年再度攀升至 42.1%、2009 年更是达到了 51.5%，近年来随着经济的好转债务依存度略有下降。相比较而言，我国的债务依存度一直处于较低的水平，2015 年以来有所提升，但依然低于 20%。
- **我国财政赤字率低于日本。**财政赤字率（财政赤字与 GDP 之比）是流量指标，反映年度财政状况。日本的财政赤字率在 2007 年下降至 2.6%，但是 2009 年急剧上升至 8.9%，此后下降但依然高达 6.6%，位居主要经济体之首。我国的财政赤字率长期保持在 3%以内。

图 28、一般政府总债务占 GDP 比重（%）



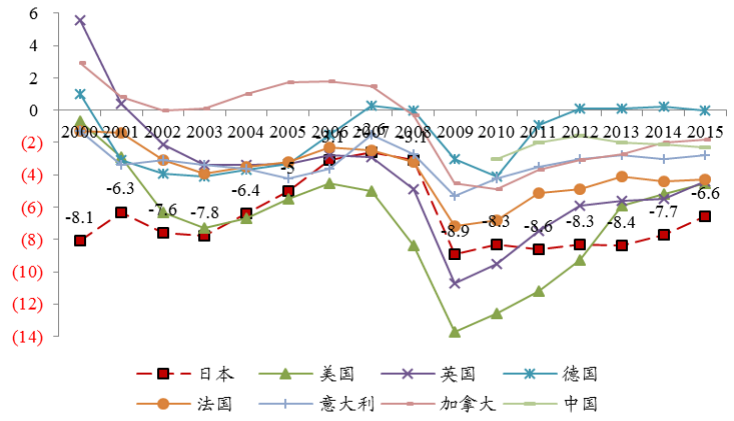
资料来源：IMF，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、中国和日本政府债务依存度



资料来源：IMF、统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、各国财政赤字率（%）



资料来源：OECD、发改委，兴业证券经济与金融研究院整理

- **其次，我国政策连贯性强，基建托底政策有望长期持续**

相比较日本而言，中国政府措施连贯性强而且执行力度大。我国政府政策延续时间长且执行效果较佳。以 2008 年应对全球金融危机为例，中央政府迅速出台“四万亿”的经济刺激计划，刺激力度大、涉及面广而且持续时间长；正因为如此，“四万亿”效果也非常明显，2008&2009 年我国 GDP 增速均在 9%以上，避免了宏观经济硬着陆。因此，对比日本，中国财政政策执行的延续性和效果都好于日本。

2018 年“去杠杆”叠加中美贸易战可能长期化，我国宏观经济下行压力再度凸显。7 月下旬政治局会议、国常会分别作出决议，要求加强“基建领域补短板”，保障在建项目资金来源，10 月基建投资较前期反弹、“基建补短板”效果初显。未来宏观经济增速将长期维持中低速增长，我国基建投资增速也将维持中低速增长的区间，因此我们判断在“基建补短板”的政策框架下，基建托底政策有望长期持续。

4.3、结论：我国基建投资短期增速可能更快，长期有望稳定在5%左右

日本三次基建刺激均对GDP有一定的拉动作用，但是由于公共工程开支长期处于高位叠加社会保障支出持续增加，日本政府债务率持续攀升；对比之下，目前我国各项债务指标在主要经济体中均处于较低位置，我国进行基建托底的财政空间较大；而且我国政策连续性强、执行效果好，基建投资政策有望长期保持。**短期来看，在经济下行压力较大且具备财政空间的情况下，我国基建投资增速有望更快。**

长期来看，基建投资拉动经济增长的模式造成了日益庞大的地方政府债务，我们预计未来基建投资增速将低于GDP增速，预计大概在5%左右。

风险提示：“去杠杆”政策限制政府资金来源、地方政府专项债发行进度较慢、老龄化加速导致社会保障开支大增、城市化率提升低于预期

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或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信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn