宏观经济

专题报告

申港证券股份有限公司证券研究报告

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

2020 年 11 月 27 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

投资摘要：

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，公住房大幅建设，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。

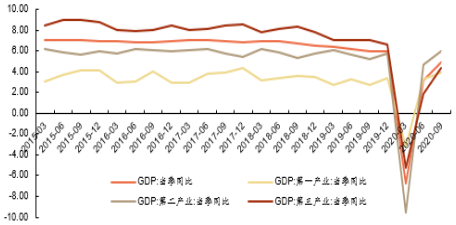
对比来看，当前中国与 80 年代日本在外贸依存度、与美国贸易关系上、经济发展模式等都有较大相似性，所以当下中国的对比就具备一定的参考意义。

- 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经济发展模式转变。
- 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率空间，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。

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经济发展模式向内需主导型的经济发展模式转变。

- **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经济发展模式转变。**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经济发展模式向内需主导型的经济发展模式转变，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

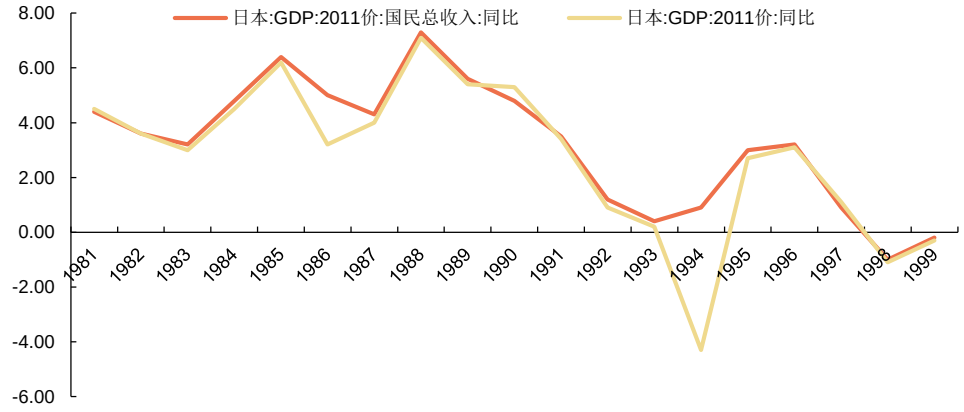
对内政策包括 1）提高工资，增加居民收入 2）降低个税与企税等 3）金融方面加大了对经济进行干预的力度，多次下调利率 4）调整产业结构，发展新型产业 5）继续实行和完善土地对策，提高土地的利用率，促进城市开发 6）实施积极的财政政策，扩大政府支出，大力开展基建投资 7）提高住宅质量，完善社会基础设施并促进社会保障措施。

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。

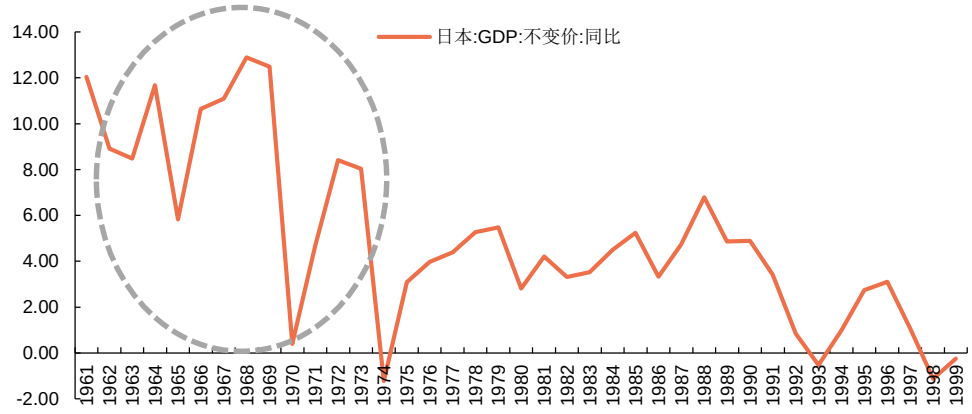
- **低利率一方面削弱了存款对居民的吸引力，使储蓄转化为消费与投资。另一方面，又助推了股价的上升。**使持股家庭的潜在资产收入增加，并可通过抛售股票予以实现，财富效应显著，促使持股家庭的消费增加。
- **据当时数据的相关测算，股价每上升 10 %，消费支出约增加 0.4 %～0.6 %。**同时，低利率还会推动地价的上涨，这会使那些拥有空闲土地的家庭通过出售土地实现资产增值并相应扩大消费。另外，又因地价上涨引起房价上升，也促使一些消费者在购房无望的情况下将储蓄转用于其他消费。

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进行，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

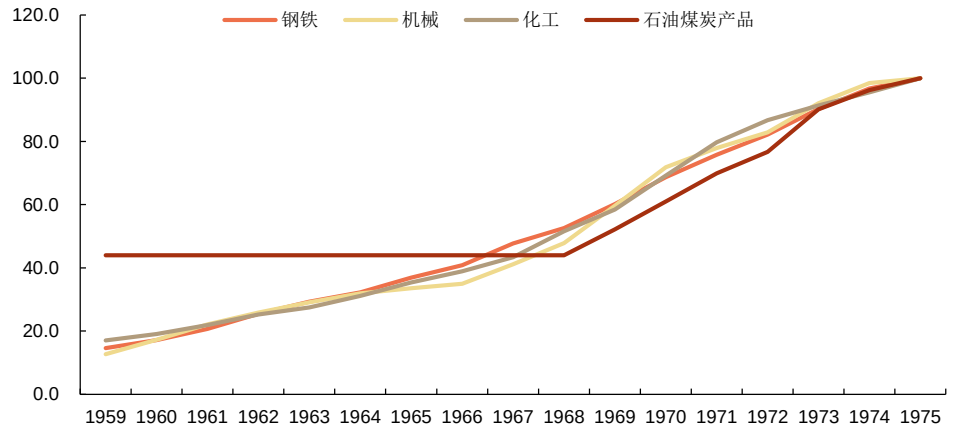
16%，期间主导产业主要是钢铁、石油、化工、机械等重化工业，生产能力指数大幅提升。

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）

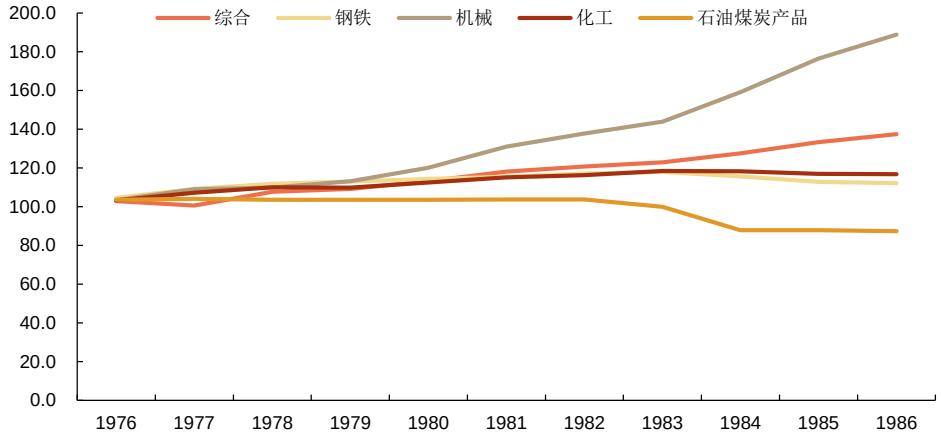


资料来源：《战后日本经济社会统计》，申港证券研究所

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。固定资产的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。

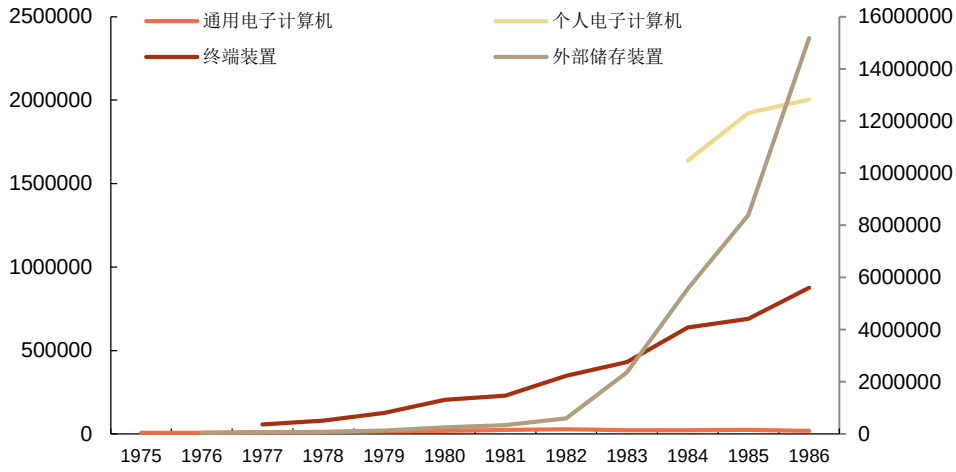
图4：工业化成熟期日本制造业生产能力指数（以 1975 年=100 计）



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



资料来源：《战后日本经济社会统计》，申港证券研究所

产业结构的升级换代和产品国际竞争力的提高。生产方式上，日本素有实施“倾斜生产方式”的传统，在新的历史时期，推出了“战略产业优先”的政策。强调在经济增长的不同时期选择对国民经济整体发展具有战略意义的产业给予特殊政策，予以特殊支持。其产业政策直接目标，就是产业结构的升级换代和产品国际竞争力的提高。对于“夕阳产业”及时改造，对于“朝阳产业”优先发展。

- **产业发展顺序上，80 年代火力发展了集成电路、电子信息、机器人、数控机床**

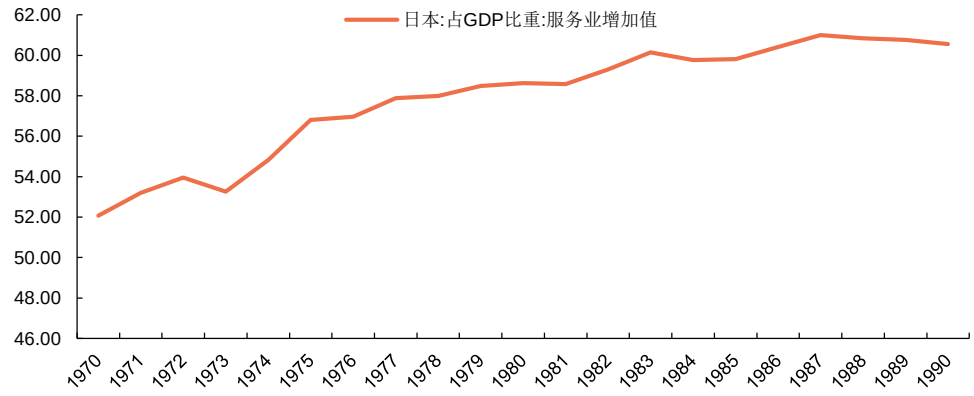
和数据处理技术。90 年代，致力于生物工程、海洋技术、新材料、新能源以及以人工智能电脑为核心的创新性知识密集型产业结构建设。

- **人力资本投入上，日本将发展重心向知识密集型产业倾斜。**一方面大幅度缩减石油、钢铁、造船等传统制造业部门的规模，另一方面，其压缩的人力和资金都投入到了电子通讯、计算机、服务、新材料、生物工程、航天等新兴产业之中。

随工业化向消费阶段升级，生产者和消费者对服务业的需求是空前的。一是工业升级和深化，带来生产服务业（中间需求）结构转变;二是城市化及消费结构变化带来消费服务业（最终需求）结构转变。期间投资就呈现工业各产业分工的细化、中间产品的技术深化、中游产业的膨胀以及下游三产的蓬勃发展。

- **随着人均收入的增加，服务业的相对需求将是上升的。**克拉克在配第-克拉克定理中提出，“随着人均收入增加，对农产品的相对需求一直在下降，而对制造品的相对需求开始上升然后下降，进而让位于服务业。”他进一步指出，若把服务业扩大到包括为企业提供的服务，服务业的相对需求将是上升的。
- **产业升级也带来新的特征。**伴随组织产业化及产业链内角色的转变，产业组织模式体现在社会分工的进一步细化，产品组织模式逐步由“技术多样化”转向“顾客需求导向”，产业领域上也更注重新产品特性、终端需求多样化。

图6：日本服务业增加值对 GDP 增长的贡献



资料来源：世界银行，申港证券研究所

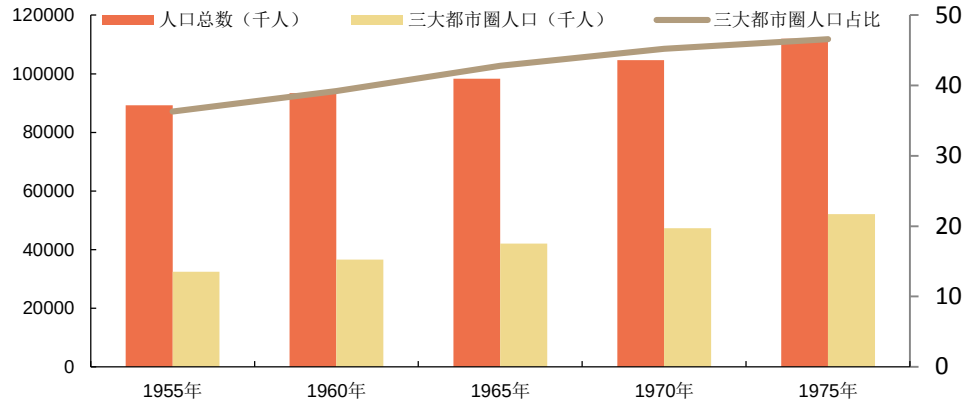
2.2.5 继续实行和完善土地对策，提高土地的利用率，促进城市开发

随着日本工业化逐步走向成熟，部分工业化程度高的地方向服务消费阶段过渡。以东京都市圈形成为例，1960 年-1970 年，东京制造业开始逐渐走向衰退，东京都市圈的产业面临转型升级。1970 年-1980 年，随着第三次科技革命浪潮，日本企业凭借技术引进和创新，在很多领域取得了世界领先的成就。在空间结构上，东京的第二产业逐步向都市圈外围区域转移，第三产业成为都市圈经济的核心。

日本出现大城市化倾向后，带动汽车、家电、商业零售等投资增速加快，食品饮料纺织品增速放缓，服务型支出大幅上升。日本出现大城市化倾向后，消费结构出现显著变化。其一，耐用消费品普及率上升速度加快，并呈现一般耐用消费品向高档耐用消费品的升级，耐用消费品消费支出实际增速也不断加快，行业上汽车、家电、

商业零售等投资增速将加快;其二，必需消费品支出所占比例不断下滑，商业零售等投资增速将加快恩格尔系数总体呈现下降趋势，行业上体现在食品饮料、纺织品等投资增速及行业份额占比逐步下降;其三,服务性消费支出随城市化进程加快保持快速上升。行业上体现教育、医疗卫生等服务型行业投资增速加快。

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



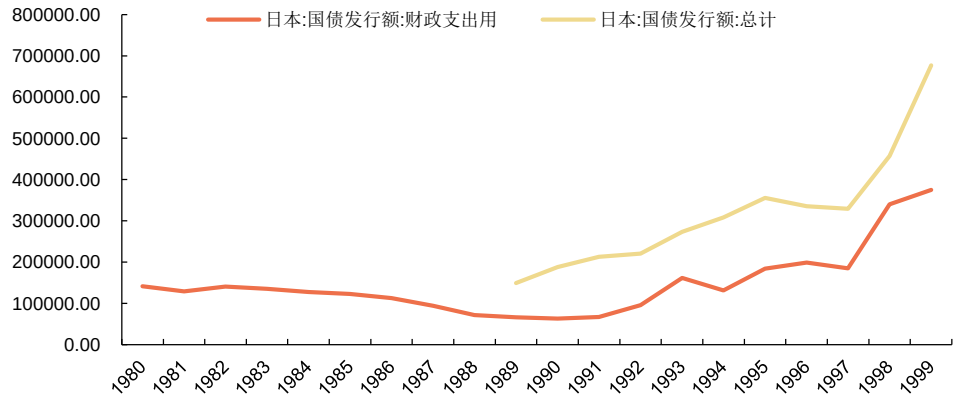
资料来源：《现在日本经济》，申港证券研究所

城市化下移带来主要消费品总量增加，并将出现结构性转变，消费出现普及与升级并行。如果未来城市化率年增 1%计算，每年将增加 1300 万~1400 万城市人口，增加消费支出 1000 亿元左右。消费水平和层次沿着中心城市向二线城市再向三四城市递次延伸，消费结构将得到显著优化。**这一趋势将带动汽车、家电、教育、医疗卫生、商业零售等投资增速将加快。**

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

日本通过发行国债、地方债等方式筹集资金，大力开展基础设施建设。如在 1987 年和 1988 年增加财政支出 9.6 万亿日元。把改善住宅和生活环境为主的公共事业投资及公共设施建设和改造计划作为扩大内需的重要途径，例如关西新机场、新干线的完善工程等，通过扩大公共财政支出，刺激国内需求的增加。

图8：日本国债发行额及用于财政支出



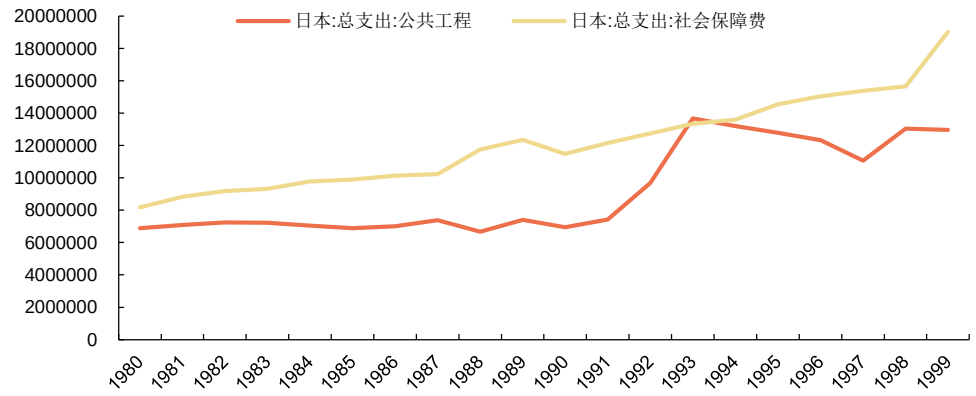
资料来源：Wind，申港证券研究所

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

80 年代后，日本大力推动公共事业发展，其中，最为突出的是公共住宅项目。仅 1987 年一年，日本就新建住宅 165 万套，1988 年又新建住宅 140 万套。公共投资的高增长还极大地带动了日本企业的设备投资发展。

社会保障体系的完善方面，日本通过提高养老保险和失业保险来解决居民消费的后顾之忧，医疗行业也得到很好的促进。其间，日本还一改此前周日单休的局面，大力推广双休制度以及带薪休假制度，延长老百姓的闲暇时光，以此来增加人们的消费机会和时间，受此影响，日本的旅游业、商店和百货店的销售额均明显增长。

图9：日本公共支出中用于公共工程与社会保障费金额



资料来源：世界银行，申港证券研究所

2.3 对外政策方面

2.3.1 日本政府增加了海外直接投资、扩大制成品进口

日本战后时期的对外投资出现三次热潮。这三次投资高潮均与外贸出口存在着紧密联系，起着促进或替代出口的作用。第一次投资高潮发生在 1973 年，对外投资对象国主要集中在发展中国家和地区，多为劳动密集型产业，目的是利用当地的资源和廉价劳动力。第二次在 1981-1982 年，主要对象国是发达国家,资本流向主要是电子、机电以及金融、证券行业。目的是减缓与欧美国家的贸易摩擦。第三次是从 1986 年起,在这次高潮中投资额明显增加，克服贸易失衡动机更为明显。

三次投资热潮中，1988 年日本的对外直接投资增长率为最大，高达 43.9% ，跃居世界第三位。

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）

排名	国家	金融（增长率%）	占各工业国投资的%
1	美国	3269（6.1%）	31.7
2	英国	1837（8.6%）	17.8

3	日本	1108（43.9%）	10.7
4	西德	973（-2.5%）	9.4
5	荷兰	702（-6.1%）	6.8
6	法国	581（12.4%）	5.6
7	加拿大	507	4.9

资料来源：《易振兴会白皮书投资篇》，申港证券研究所

对外投资具有几个特点：在地理方向上进行战略性的重点转移、对非制造业投资所占的比重逐渐增加、投资的动机和效益明显。

- **在地理方向上进行战略性的重点转移。**在 50 年代后半期日本投资的重点是以东南亚为中心,在尔后的时期里提高了对欧美国家的投资比重,特别是对以美国为中心的北美投资。行业上对制造业的投资居多,占整个投资 30%，特别是对在世界上具有竞争能力产业——电气机械、运输机械、一般机械的投资显著增加。1988 年日本对海外制造业的投资额为 138.05 亿美元，比上年增加 59.72 亿美元，增长率为 76.3%，对海外机械部门的投资猛增一倍以上，达 14.32 亿美元。
- **对非制造业投资所占的比重逐渐增加,**尤其是接近 90 年代末对金融、保险业、股票业的投资，对不动产的投资增加也显而易见。
- **从投资的动机和效益上看，日本对外直接投资无论在哪个时期均和出口有直接关系。**从投资的动机和效益上看，主要有三种类型：第一种虽在日本内处于比较劣势的产业但在海外居于优势。第二种类型是针对有些国家采取的限制进口或者其他贸易限制的做法，迂回进行直接投资。第三种是通过企业的国际化达到合理的国际分工。

2.3.2 加快推动金融、资产交易的自由化

70 年代中后期开始，日本政府加快推动金融、资产交易的自由化。70 年代中期以前，日本一直对金融业的市场准入、各类金融机构的业务范围、金融业价格与非价格竞争、资本市场国际流动等有严格管控。此后伴随着大企业资金需求减少与融资手段逐步多元化，赤字国债的大量发行，强大的国际压力，不良贷款金融交易大幅萎缩等问题的日益严重，不断迫使日本政府主动或被动进行金融制度改革，推进金融自由化。

- 70 年代末，先后促进证券回购市场的发展，并以此引发了证券业与银行业间的竞争。1978 年，日本大藏省实施国债的“流动化”和利率的“弹性化”政策，自此国债作为重要的自由利率金融商品开始流通。
- 1984 年，日本“金融自由化和国际化宣言”发表，日本存款利率自由化步伐加快，其中都市银行的存款利率自由化程度最高，由 1986 年 3 约的 15.9%上升至 1988 年 3 约的 34.7%。
- 1992 年日本通过《金融制度改革法》，确定了银行、证券、信托三类金融机构可以通过设立子公司进入对方经营领域。
- 1998 年 4 月，日本新《外汇法》规定，实行内外资本交易自由化，外汇业务完全自由化。

一直以来，国内外学术界有观点认为金融自由化是促成 20 世纪 80 年代后半期日本泡沫化严重和金融风险不断加剧的一个重要原因。前期高增速的经济发展使日本

政府对传统金融管制体系十分满意，没有对系统体制进行改革。随问题逐步暴露，危机不断加深，90 年代后半期日本的金融自由化改革是经济、金融危机的必然结果。

3. 同期资本市场价格变动

纵观整个 90 年代，日本经济几乎都处于低迷的发展阶段，伴随泡沫破灭，经济逐步恢复过程中，资本市场价格走势也显现分歧。1991 年 5 月开始，日本经济开始经历长达 33 个月的衰退期，史称“平成萧条”。总的来说，在 80 年代中后期开始，日本国内货币政策空间及效果、生产与资本存量失衡、广场协议等日美贸易摩擦、劳动力过剩、泡沫经济等因素影响之后长期的萧条。虽然 1995、1996 两年经济有缓慢的复苏，但 1997 年开始，日本经济又进入了战后最为严重的衰退。

- **“平成萧条”由多种原因造成。**其一，随着刺激存量逐步上升，日本政府继续刺激经济回升政策收效甚微。其二，生产与资本存量之间的平衡被破坏。据统计，1987 年至 1990 年期间，设备投资的年增长率为 14.1%，其增长速度远超经济年均增长率的 4.95%，生产能力急剧膨胀与实际经济增速并不匹配。其三，劳动力雇佣过重，企业不得不大批裁员，大量失业引起个人消费需求持续不振。其四，泡沫经济的影响。1980 年代中后期，个人及企业金融投机活动异常活跃，大量信贷资金流入不动产领域，政府又大幅度下调官定利率。泡沫经济崩溃后，股价爆跌，不动产萎缩，叠加利率升高，企业因无债务偿还能力而破产。
- **1997 年开始，日本经济又进入了战后最为严重的衰退。**此次经济衰退的原因，一是政局不稳定，内阁更换频繁，党派分化活跃。二是世界经济前景堪忧，亚洲金融危机冲击严重。随着东南亚危机对全球的辐射，许多地区经济增长减速，投资减少，资纷纷撤离，非关税壁垒增多，进口需求减少，阻碍日本经济的增长。三是金融机构出现“惜贷”现象，企业融资困难。

我们试图以日美冲突视角下的政策转变带动经济模式及产业变迁的角度，窥探 80 年代-90 年代的日本经济发展模式中的机会与线索。因此，我们逐条梳理政策效果，分析其对行业产业的影响，针对机械、精密仪器、电子设备、汽车、批发、零售、医疗、服务业、建筑业、房地产、食品饮料、纺织品、化学、石油煤炭、银行、证券等行业，分别对“1980-1989 年代的繁荣”、“1990-1999 年代的衰退”两个阶段的以上行业的资本市场价格表现进一步分析。

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

政策及相关行业产业		资本市场价格			
政策	政策与关联的产业	行业	1980.01-1989.12	1990.01-1999.12	对比 TOPIX 是否超额
		基准-TOPIX	542.48%	-40.72%	
提高工资增加居民收入降低税费	购买力一再提升。耐用消费品消费支出实际增速也不断加快，行业上汽车、家电、商业零售等投资增速加快.	批发	321.16%	-24.02%	是
		零售	556.36%	-0.03%	是
		汽车	316.67%	-7.43%	是

政策及相关行业产业			资本市场价格		
政策	政策与关联的产业	行业	1980.01-1989.12	1990.01-1999.12	对比 TOPIX 是否超额
持续宽松金融环境	日本无风险利率持续下降，利率债迎来长牛趋势。	利率债	下降 150BP	下降 470BP	不可比
调整产业结构，发展新型产业	生产服务向消费服务转变	服务业	619.69%	33.33%	是
	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重要性相对降低。	电子设备	387.68%	48.85%	是
		精密仪器	246.67%	17.03%	是
		机械	310.04%	-59.44%	否
		石油煤炭	171.51%	-80.04%	否
		化学	328.07%	-50.30%	否
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	大城市化倾向，一般耐用消费品向高档耐用消费品的升级，汽车、家电、商业零售等增速加快；2）恩格尔系数总体呈现下降趋势，食品饮料、纺织品等投资增速下降；3）服务性消费支出快速上升。教育、医疗卫生等服务型行业投资增速加快。	食品饮料	451.53%	-58.56%	否
		纺织品	546.15%	-74.59%	否
		服务业	619.69%	33.33%	是
积极财政政策，大力开展基建投资	基建投资推动建筑行业高投资增速	建筑	527.37%	-81.88%	否
完善社会基础设施并促进社会保障措施	提高养老和失业保险解决居民消费后顾之忧，医疗行业良好促进。	医疗	231.42%	-10.67%	是
	公共住宅项目大幅推进，房地产业高增速	房地产	452.63%	-73.81%	否
加快推动金融、资产交易的自由化	渐进式的金融自由化，金融风险不断加剧，期间证券业和银行业围绕国债业务、“经济租”等激烈争夺	银行	705.56%	-66.67%	否
		证券	557.14%	-55.12%	否

资料来源：申港证券研究所

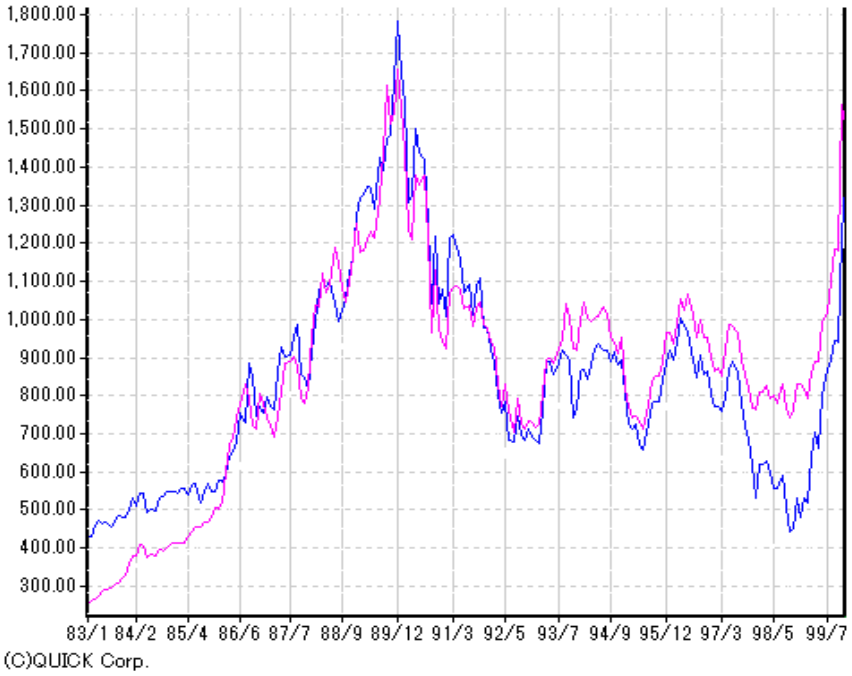
3.1 提高居民收入 降低相关税费推动消费板块走强

80 年代-90 年代期间，工资增速长期高于 GDP 增速，相关税费一降再降，居民购买力一再提升。消费取决于居民可支配收入、收入预期、居民融资环境等。提高消

费收入及不断降利率的过程对消费品持续拉动效应。对应的耐用消费品消费支出实际增速也不断加快，行业上汽车、家电、商业零售等行业增速加快。

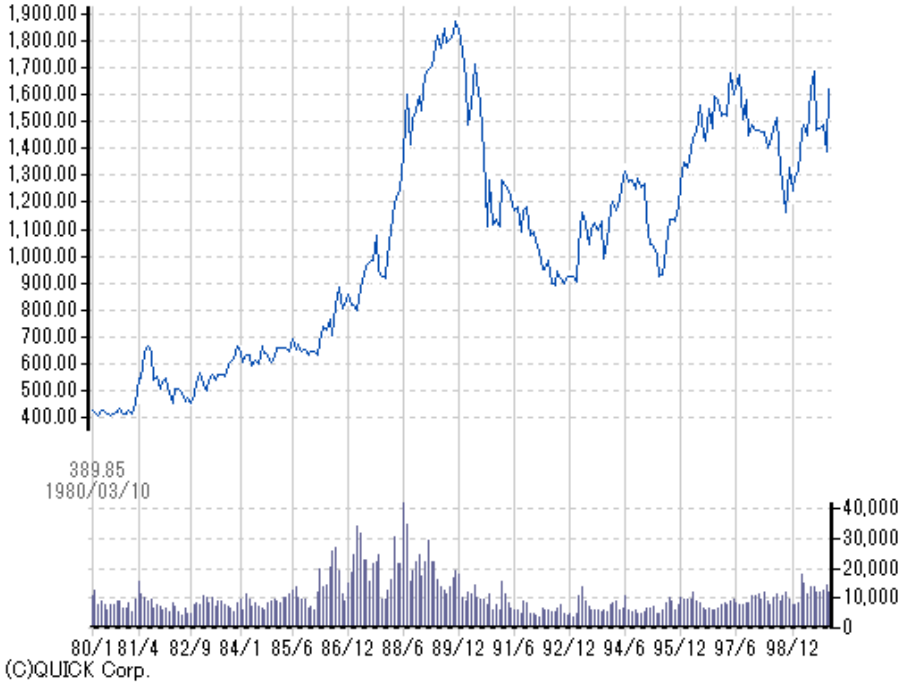
从日本同期权益市场表现来看，零售行业在“1980-1989 年代的繁荣”、“1990-1999 年代的衰退”两阶段涨幅分别为 556.36%、-0.03%，全区间内取得了超于市场总体的收益，其次为汽车、批发在“1980-1989 年代的繁荣”阶段取得较好收益的同时，能率先走出 90 年代的经济衰退。

图10：日本股市批发与零售行业指数走势（蓝色为批发）



资料来源：东京交易所，申港证券研究所

图11：日本股市汽车行业指数走势



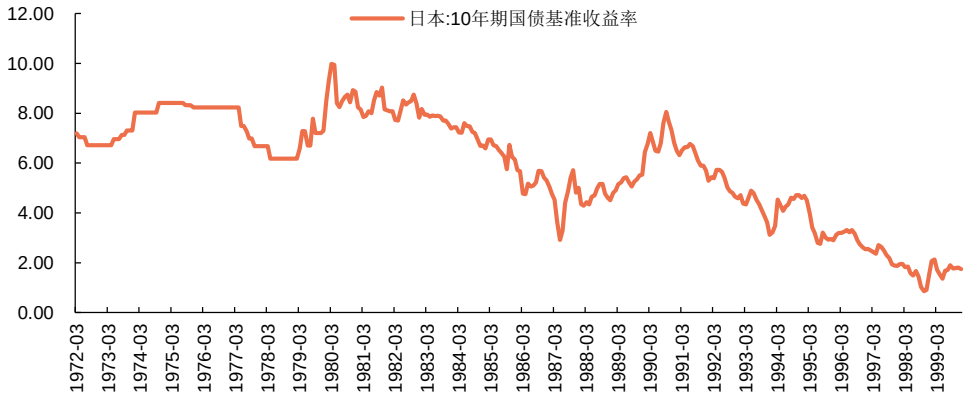
资料来源：东京交易所，申港证券研究所

3.2 宽松的货币政策带动日本利率债长牛趋势

从 1986 年到 1987 年间，日本银行连续 5 次下调官定利率，至 1999 年 2 月日本几乎实行“零利率”政策。随日本银行多次下调官定利率并维持在低水平，期间日本无风险利率持续下降，利率债迎来长牛趋势。

尽管同期日本政府大量发行债务，但并没有显著推高利率。从日本同期权益市场表现来看，日本十年期国债收益率在“1980-1989 年代的繁荣”、“1990-1999 年代的衰退”两个阶段分别下降 150BP，470BP。

图12：日本 10 年期国债利率



资料来源：wind，申港证券研究所

3.3 产业变革带来制造业与第三产业升级

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。

- **从行业看，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。
- **同期行业指数对应的资产价格上也有明显表现，精密仪器(246.67%、17.03%)、电子设备(387.68%、48.85%)在全区间维持了很好上涨表现。**随高端制造业、高科技行业带动机械投资不断加快，但化工、石油等传统机械增长放缓，在“1990-1999 年代的衰退”随产业增速放缓，传统机械带动机械整体板块表现不佳，TOPIX 指数 1990.01-1999.12 下跌 40.72%，机械行业指数、石油煤炭行业指数、化学行业指数分别下跌 59.44%、80.04%、50.3%。

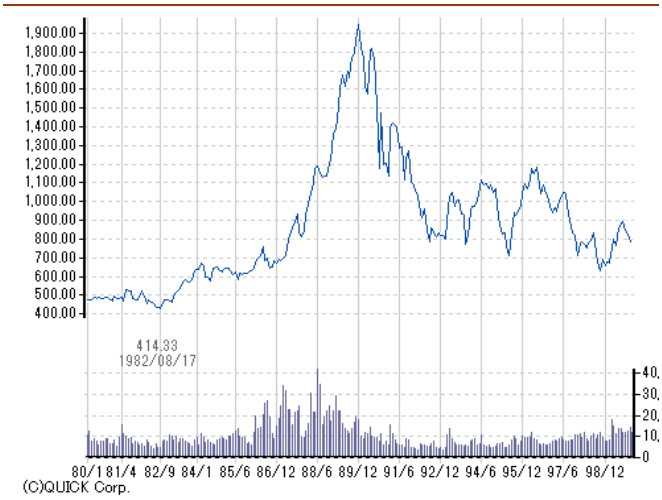
图13：日本股市精密仪器&电子设备行业指数走势（蓝色为电子设备）



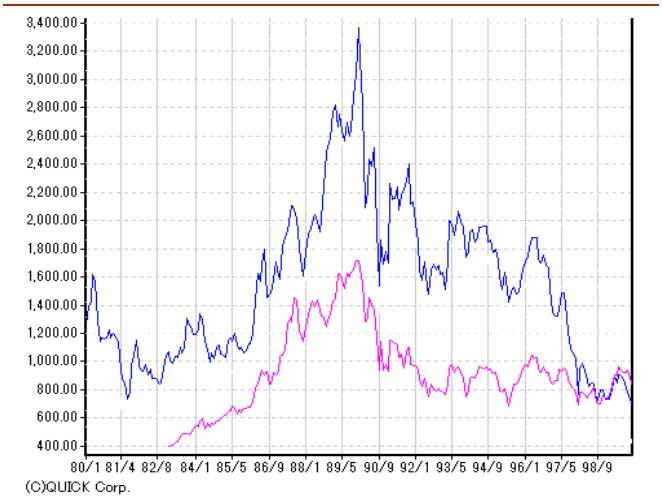
资料来源：东京交易所，申港证券研究所

图14：日本股市机械行业指数走势

图15：日本股市化学与石油煤炭指数走势（蓝色为石油煤炭）



资料来源：东京交易所，申港证券研究所



资料来源：东京交易所，申港证券研究所

随工业化向消费阶段升级，带来生产服务业（中间需求）向消费服务业（最终需求）结构转变。随工业化向消费阶段升级，生产者和消费者对服务业的需求是空前的。一是工业升级和深化，带来生产服务业（中间需求）结构转变;二是城市化及消费结构变化带来消费服务业（最终需求）结构转变。期间投资就呈现工业各产业分工的细化、中间产品的技术深化、中游产业的膨胀以及下游三产的蓬勃发展。

同期，服务行业指数在所有行业指数中取得最为显著超额表现。服务业指数在“1980-1989 年代的繁荣”、“1990-1999 年代的衰退”两阶段涨幅分别为 619.69%、33.33%在全区间维持了很好上涨表现。

图16：日本股市服务业行业指数走势



资料来源：东京交易所，申港证券研究所

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

大城市化倾向后，消费结构变化。1）一般耐用消费品向高档耐用消费品的升级，行业上汽车、家电、商业零售等投资增速将加快 2）恩格尔系数总体呈现下降趋势，行业上食品饮料、纺织品等增速及行业份额占比逐步下降 3）服务性消费支出快速上升。行业上体现教育、医疗卫生等服务型行业投资增速加快。

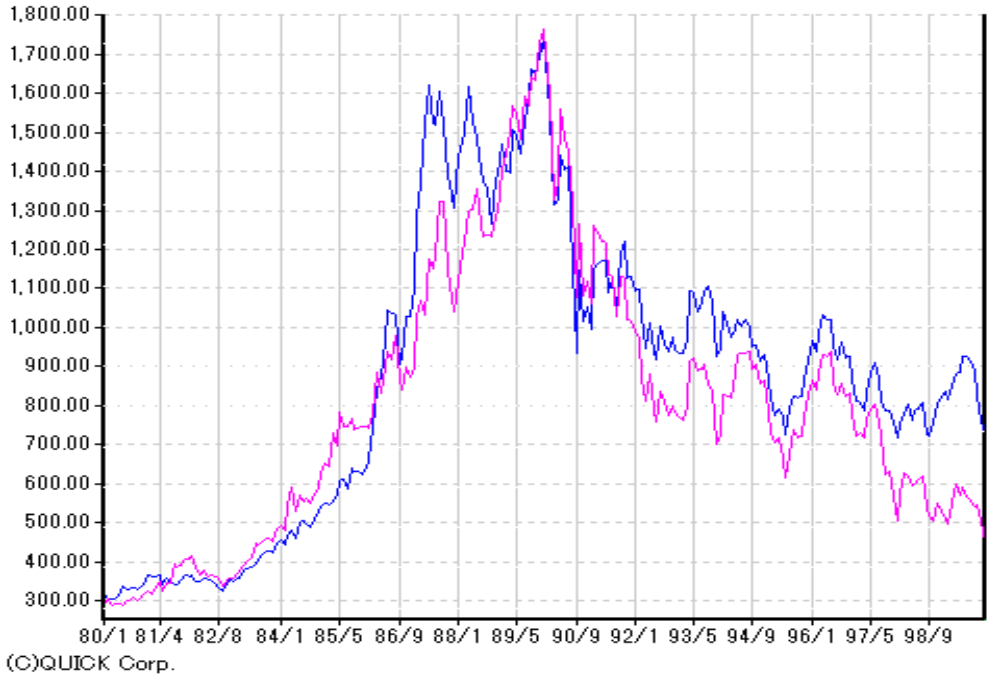
同期相关行业指数上，医疗(231.42%、-10.67%)在全区间维持了很好上涨表现，，食品饮料、纺织品表现不佳。随恩格尔系数总体下降及一般耐用消费品向高档耐用消费品的升级，食品饮料、纺织品等增速及行业份额占比逐步下降，在“1990-1999年代的衰退”随产业增速放缓，食品饮料行业指数、纺织品行业指数分别下跌58.56%、74.59%。

图17：日本股市医疗行业指数走势



资料来源：东京交易所，申港证券研究所

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）



资料来源：东京交易所，申港证券研究所

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

1980 年开始日本政府通过发行国债、地方债等方式筹集资金，大力开展基础设施建设。把改善住宅和生活环境为主的公共事业投资及公共设施建设和改造计划作为扩大内需的重要途径，例如关西新机场、新干线的完善工程等，通过扩大公共财政支出，刺激国内需求的增加。

但从资本市场价格表现来看，对建筑业股价的推动并不持久。其在“1980-1989 年代的繁荣”、“1990-1999 年代的衰退”两阶段涨幅分别为 527.37%、-81.88%

图19：日本股市建筑业指数走势



资料来源：东京交易所，申港证券研究所

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

80 年代后，日本大力推动公共事业发展，其中，最为突出的是公共住宅项目。仅 1987 年一年，日本就新建住宅 165 万套，1988 年又新建住宅 140 万套。公共投资的高增长还极大地带动了日本企业的设备投资发展。

但从资本市场价格表现来看，对房地产行业指数的推动并不持久。其在“1980-1989 年代的繁荣”、“1990-1999 年代的衰退”两阶段涨幅分别为 452.63%、-73.81%

图20：日本股市房地产行业指数走势



资料来源：东京交易所，申港证券研究所

社会保障体系的完善方面，日本通过提高养老保险和失业保险来解决居民消费的后顾之忧，医疗行业也得到很好的促进。其间，日本还一改此前周日单休的局面，大力推广双休制度以及带薪休假制度，延长老百姓的闲暇时光，以此来增加人们的消费机会和时间，受此影响，日本的旅游业、商店和百货店的销售额均明显增长。

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

推动金融资产交易的自由化，导致证券业与银行业为争夺业务激烈争斗，但双双式微。在日本渐进式的金融自由化过程中，金融风险也在不断加剧，期间证券业和银行业围绕国债业务发生尖锐对立；管制放松过程，由于存在巨额“经济租”，银行业与证券业展开激烈争夺。

激烈争斗的结果是在经济衰退阶段，证券业与银行业双双式微。两阶段涨幅证券业(557.14%、-55.12%)，银行业（705.56%、-66.67%）。

图21：日本股市银行业与证券业指数走势



资料来源：东京交易所，申港证券研究所

4. 经验与线索

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。

- **外贸依存度上，从高点逐步下降，但内需支撑尚不足够。**从上世纪 80 年代初至 1985 年，日本外贸依存度从 27%的最高点下降至 21%，到 1990 年进一步降到 17%。而尽管我国 GDP 的贸易依存度已经从 2007 年的 66.2%下降到 2018 年的 34%，贸易依存度在过去十年的下降部分源于劳动要素上升、多边贸易关系日益复杂等，无法再像从前依赖外部需求而不得不转向内需的结果。
- **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。**日本自 1968 年成为第二大经济体，随后其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，美国的贸易赤字中，日本占比从 80 年代中期的 34%上升到 1989 年下半年的 50%以上，美日以贸易摩擦为代表的国家利益冲突开始凸显，并逐步蔓延到政治、文化等领域。对比来看，自 2017 年 12 月发布美国国家安全战略报告以来，特朗普政府公开将中国作为头号战略竞争对手，采取了一系列打压和遏制中国的政策，2018 年以来的中美贸易摩擦导致中美关系多次降至冰点。不可置否是维护世界霸权一直是二战后美国的战略目标，所以 80 年代的日美关系对比当下中国就具备一定的参考意义。
- **经济发展模式上，都处于由外需主导型向内需主导型的经济发展模式转变。**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。此时日本开始着手向内需主导型的经济发展模式转变。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，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。对

比来看，中国从 2019 年 7 月政治局会议提出深挖国内需求潜力到 2020 年 5 月两会期间，总书记强调要“逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。

- **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，有类似的能源瓶颈。**中国面临着与日本 20 世纪 60 年代中后期相似的资源能源瓶颈，尤其是钢铁、石化等行业，一方面，未来对资源能源的需求将进一步提升，重化工业面临的外部约束将更加严重。另一方面，产出效率上，重化工业的整体投资效率是在下降的。为了规避资源能源约束，提高固定投资的总体效率，政府政策可能会向下游倾斜。如汽车行业其产业链比钢铁等更长，投资的整体效益可能更好。

4.1 后工业化阶段产业升级脉络清晰

通过前文对比分析，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。从日本的经验看，工业化进程的升级，使得大型化、合理化和高级化等成为工业发展的新要求。中游偏上的产业由于资本及技术密集性，主要将走向大型化。而中游偏下的行业更接近终端需求，更将向合理化和高级化，即产业结构升级。

- **具备知识技术密集、处于价值链高端、具备高附加值、在产业链中占据核心部位的机械品类投资仍将具备明显的增长空间**
- **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、交运设备、航空设备、轻工机械等。**

中国城市化的深入和消费临近将带动工业化进程向下转移。从日本的经验看，日本工业进程的升级伴随着城市化的加速，日本在四个工业带形成了诸多的新兴城市，加速了日本经济对中游偏下产业的需求，以及对第三产业的强劲需求。

- **随着下端需求的启动和加速，中游偏下的行业的投资将持续高涨，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，而靠近下端的**电子、电气、汽车、医药等行业投资增长率较高。**
- **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带来主要消费品总量增加，并将出现结构性转变，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。**

4.2 提高居民收入 减税降费 让居民能够消费

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，提高居民最低工资水平，只有更多的居民大众充分享受到了经济发展带来的红利，购买力才能一再提升；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，扩宽消费群众范围，让真正想消费的居民能够消费、勇于消费。

只有国民经济平衡增长，内部分配机制合理改善，劳动者的实际工资增长可以匹配

经济增长，企业生产率提高可以匹配其赢利能力增强，才能打通需求端、生产端、供给端间互为因果的良性循环，从根本上夯实内循环基础。

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

以日本经验为例，日本政府将改善住宅和生活环境为主的公共事业投资及公共设施建设和改造计划作为扩大内需的重要途径。此外，日本大力推动公共事业发展中，最为突出的公共住宅项目也助力释放消费需求。

社会保障体系的完善方面，日本通过提高养老保险和失业保险来解决居民消费的后顾之忧，医疗行业也得到很好的促进。其间，日本还一改此前周日单休的局面，大力推广双休制度以及带薪休假制度，延长老百姓的闲暇时光，以此来增加人们的消费机会和时间，**整体对医疗、卫生保健、旅游业、酒店、线下餐饮服务等需求拉动明显。**

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。以中国前期的经济增长经验来看，政策偏向刺激地产和基建稳增长来拉动投资，实现经济增长，保住就业。通过地产和土地抵押融资，推动信贷和财富扩张，进而实现经济循环。但随着收入分配问题日益突出，杠杆存量过大伴随的风险日益加大及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，完善长租房政策，促进房地产市场平稳健康发展。而我们认为对于房地产市场软着陆，这只是开始。

4.4 中国相比日本更能实现真正意义上的“双循环”

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。而且不论是从供给端的资源依附度，生产端的本土产能还是需求端的消费市场体量，日本难以实现摆脱对外的经济依附度，美日争端的时候，日本几乎没有说不的权利，实现根本层面的“内循环”。即使在 80-90 年代，日本着力于经济转型的过程中，对外政策上，日本也是对外投资占比大头，FDI 持续净流出，受限于岛国资源相对匮乏，一直以来日本持续增加海外直接投资、扩大制成品进口。

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。大国经济的重要特征是必须实现内部可循环，并且提供巨大国内市场和供给能力，支撑并带动外循环。11 月 25 日，中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤提出从需求潜力看，我国拥有 14 亿人口，其中 4 亿多中等收入群体，是全球最大最有潜力市场。随着向高收入国家行列迈进，规模巨大的国内市场不断扩张。从供给能力看，我国储蓄率仍然较高，拥有全球最完整、规模最大的工业体系和完善的配套能力，拥有 1.3 亿户市场主体和 1.7 亿多受过高等教育或拥有各种专业技能的人才，研发能力不断提升。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。

RCEP 将成为中国“外循环”的核心。RCEP（《区域全面经济伙伴关系协定》）于 11 月 15 日正式签订。作为 RCEP 成员国组织内规模占比 GDP 过半、人口过半、

发展速度最快的中国而言，核心成员国地位稳固。而且对于中国而言，RCEP 内部经济贸易交流摩擦更小，中国庞大的工业产能更能得到充分利用，提供中国经济发展新的增长点，日韩的高科技技术更具备与中国交流的环境及合作空间，这将一定程度上带动中国与这些国家的科技领域及相关产业发展，形成"合作共赢"势能。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上