

## 相关研究

《增值税减并展望：效果几何，谁更受益？——财税改革系列之七》2018.10.30

《债务的轮回与启示——从金融周期看历次危机》2018.10.30

《财政把钱花哪儿了？——兼论减税政策的实施空间》2018.10.29

## 日本的尝试，我们的启示

## ——日本财政政策的比较

## 投资要点：

- 上世纪90年代之后，日本财政政策发力应对经济失速，在扩大投资、税率调整、结构性改革等方面做出诸多尝试。虽然我国当前环境与日本当时存在差异，但仍可以从中得到不少启示。
- **长期财政赤字，政府债务庞大。货币政策失效，日本依赖基建。**90年代后日本陷入流动性陷阱，宽松的货币政策已经难以刺激经济，日本政府转而采取增加公共支出、扩大基建投资，公共投资占总投资的比重从90年代初的21%快速增长到90年代中后期的30%。**支出持续扩大，带来债务问题。**但由于老龄化加剧和扩大公共投资都进一步增加财政支出、而直接税为主的税制下财政收入增长乏力，日本财政赤字逐年扩大，政府债务问题严重。
- **日本财政政策的几次尝试。桥本上调消费税，叠加危机经济衰退。**为重建财政，97年桥本内阁实施了消费税率从3%提高到5%的法案，并停止了原本的减税措施，同时削减政府公共支出。加税预期下，96年日本出现突击消费、建房和投资，而加税冲击下，97年日本私人消费、私人住宅和设备投资对GDP的拉动都出现了下滑。叠加97年亚洲金融危机，日本受到波及，经济再度负增长。**小泉缩减公共开支，鼓励私人投资。**重建财政的另一种方式是减少开支。01年6月小泉内阁通过经济改革计划，一方面，削减公共投资，控制国债规模。02年后日本国债发行未延续90年代大幅增加的趋势，日本国债的债务依存度从02年的41.8%下降到金融危机前07年的31%。另一方面，减少政府干预、鼓励民间投资、提高社会经济活力：采取特殊法人改革或民营化，在医疗、护理、教育等领域引入竞争，对研发和投资费用列为减税对象，支持教育和科研等措施。小泉时期的6年，日本公共部门投资持续收缩，而私人部门逐年投资回升，实际GDP自02年下半年开始连续23个季度正增长，而财政恶化的形势也得到了缓解。**安倍上调消费税，经济回落再恢复。**08年危机日本财政问题加重，11年再次通过消费税率上调的法案。12-13年日本经济短期好转，安倍政府14年按计划将上调消费税率到8%。这次日本同样出现了居民提前消费、投资的现象，推高13年下半年和14年1季度经济增速。加税之后，日本的居民消费波动较大，但在短暂冲击后，日本经济还是出现了好转，而这一次的消费税率提升，最终也增加了财政收入。此次加税没有重蹈97年桥本的覆辙，是因为14年安倍政府采取了更多的紧急经济对策，包括：基础设施更新、地震灾后复兴、低收入群体和购房者的转移支付、鼓励设备投资方面的税收减免等。此外，安倍加税的进程也会依据经济的具体情况进行调整，曾两次推迟了后续将消费税上调至10%的计划。
- **日本的尝试，我们的启示。**第一，加税对经济产生抑制，因而日本在消费税率上调的同时都采取了一些缓解冲击的措施。这反过来则意味着经济下行时更应减轻企业和居民负担，不合适的税负水平会打压经济。美国80年代、01年以及18年的减税都对居民消费起到了明显提振。而日本即便在经济短期景气时上调消费税，也仍给经济带来了负面影响。第二，日本政府加大公共投资短期拉动经济，但并不是长期依赖的万能灵药。由于日本长期偏重基建，一些领域出现过剩，公共投资的效用降低，而过度的公共投资增加了劳动力和资金需求，又间接推升民间投资成本，反而产生挤出效应。第三，只有形成经济增长的良性循环，才能摆脱对基建的长期过度依赖，这就依靠激发民间消费和投资的活力。01-06年日本采取了结构性改革，向“小政府”转变，减少政府干预，缩减公共开支，激活民间投资，采取了鼓励私人部门研发和投资、更多行业引入市场竞争、提升社会活力等措施，虽然这一时期日本政府公共投资持续负增，但私人投资逐年回升，经济随后维持了较长的景气。

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lj111087@htsec.com

证书:S0850518070004

联系人:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

## 目 录

---

1. 长期财政赤字，政府债务庞大 .....	5
1.1 货币政策失效，日本依赖基建 .....	5
1.2 支出持续扩大，带来债务问题 .....	5
2. 日本财政政策的不同尝试 .....	6
2.1 桥本上调消费税，叠加危机经济衰退 .....	6
2.2 小泉缩减公共开支，鼓励私人投资 .....	8
2.3 安倍上调消费税，经济回落再恢复 .....	10
3. 日本的尝试，我们的启示 .....	12
3.1 加税冲击经济，减税刺激经济 .....	12
3.2 扩大公共投资，效果却在减弱 .....	13
3.3 激活民间投资，助力良性循环 .....	14

## 图目录

图 1	日本贴现率 (%)	5
图 2	私人住宅投资和设备投资同比 (%)	5
图 3	日本公共投资占总投资比重 (%)	5
图 4	日本社会保障费 (十亿日元)	6
图 5	日本社会保障费占财政支出比和 65 岁以上人口占比 (%)	6
图 6	日本税收收入规模 (万亿日元)	6
图 7	政府债务/GDP 比重 (%)	6
图 8	1997 年发达国家租税负担率 (%)	7
图 9	日本 GDP、私人消费和私人投资实际增速 (%)	7
图 10	私人消费、私人投资对 GDP 实际同比拉动 (%)	7
图 11	85-05 年日本主要税收收入规模 (万亿日元)	8
图 12	日本 GDP 同比增速 (%)	8
图 13	日本政府债务/GDP 及财政余额/GDP (%)	8
图 14	小泉改革的三大支柱与七项计划	9
图 15	用于财政支出的国债发行额 (万亿日元)	9
图 16	日本国债债务依存度 (%)	9
图 17	日本私人设备投资和公共投资占 GDP 比重 (%)	10
图 18	日本公共投资增速与私人投资实际增速 (%)	10
图 19	日本社会保障费支出与税收收入 (万亿日元)	10
图 20	日本会计决算支出 (万亿日元)	10
图 21	日本 GDP、私人消费和私人投资实际增速 (%)	11
图 22	私人消费、私人投资对 GDP 实际同比拉动 (%)	11
图 23	GDP 环比及分项拉动率 (%)	11
图 24	03-18 年日本主要税收收入规模 (万亿日元)	11
图 25	日本加税, 打压私人消费和 GDP 实际增速 (%)	13
图 26	美国减税, 提升私人消费和 GDP 实际增速 (%)	13
图 27	日本 GDP 名义增速和公共投资名义增速 (%)	14
图 28	日本 GDP 实际同比增速及主要分项的拉动 (%)	14

## 表目录

---

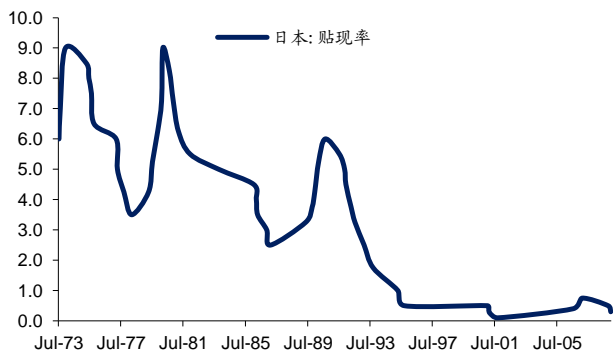
表 1 安倍政府减轻上调消费税影响的相关措施.....	12
-----------------------------	----

# 1. 长期财政赤字，政府债务庞大

## 1.1 货币政策失效，日本依赖基建

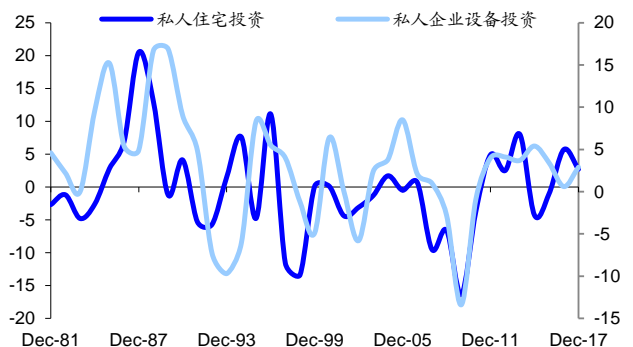
**90年代后日本陷入流动性陷阱，货币政策失效。**由于房地产泡沫时期日本企业和居民持有了大量不动产，90年代初泡沫破灭之后，房价暴跌导致私人部门资产负债表严重恶化。因此，尽管当时日本政府短时间内大幅下调了基准利率，但是日本私人部门的投资意愿依然持续低迷，私人住宅投资和设备投资同比增速一直在0%左右徘徊。低利率难以刺激私人投资的情况实际上反映出当时日本正处于流动性陷阱，宽松的货币政策基本无效。

图1 日本贴现率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

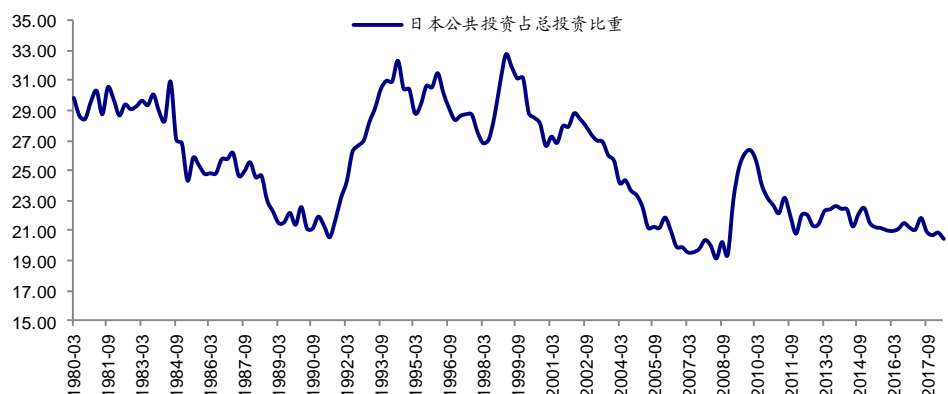
图2 私人住宅投资和设备投资同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

**货币政策的困境，使得日本加大了基建投资的财政刺激。**由于宽松的货币政策难以刺激经济，日本政府转而采取更加积极的财政政策，而见效最快、最容易的就是政府增加公共支出、扩大基建投资，带动GDP增速回升。无论是上世纪90年代初，98年亚洲金融危机，还是08年美国次贷危机后，日本经济下行之初都以增加政府投资应对，在私人消费和投资遭遇大幅萎缩时，的确有助于帮助经济恢复景气。日本公共投资占总投资的比重从90年代初的21%快速增长到90年代中后期的30%，尽管近几年有所下降，但是占比也维持在20%左右。

图3 日本公共投资占总投资比重 (%)

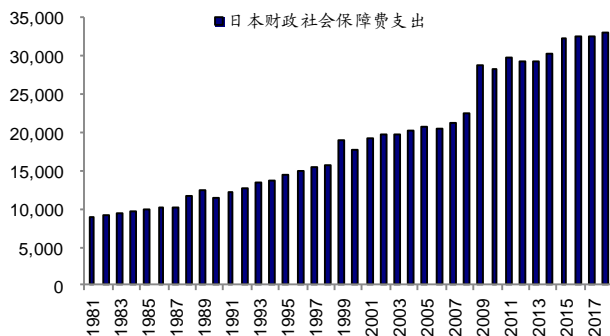


资料来源: Wind, 海通证券研究所

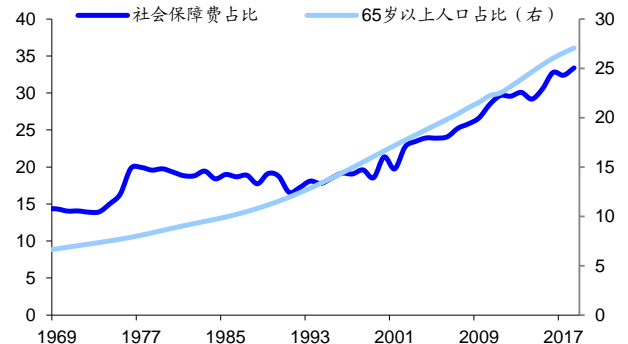
## 1.2 支出持续扩大，带来债务问题

日本的财政支出不仅仅是因基建投资而扩大，日本人口老龄化加重也进一步增加了政府的社会保障支出。作为养老保障较完善的国家，日本老年人的养老负担大部分由

政府承担。90年代开始，日本65岁以上人口占比从12%持续上升至2017年的27%，老年人口的增加导致社会保障费支出不断扩大，目前已经成为日本财政最主要的支出项。由于养老支出有着刚性支出属性，因此随着日本老龄化的不断加剧，财政支出只能被动扩大。

**图4 日本社会保障费（十亿日元）**


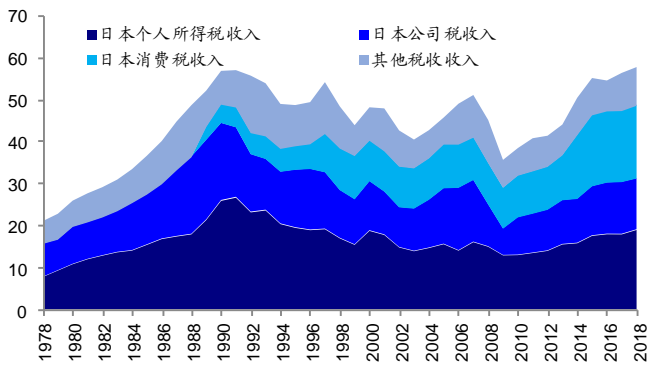
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图5 日本社会保障费占财政支出比和65岁以上人口占比(%)**


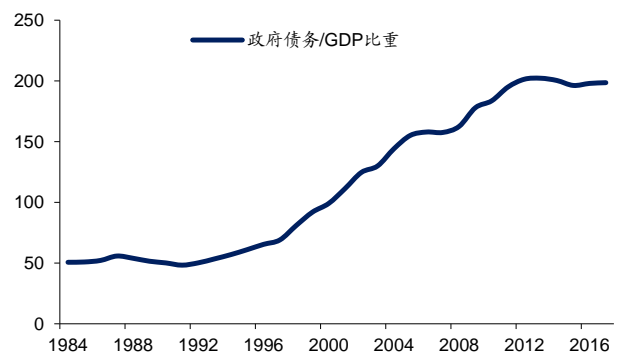
资料来源：Wind，海通证券研究所

但日本税收结构又以直接税为主，因此在日本经济低迷的同时，日本税收收入增长十分缓慢。私人部门消费和投资没有起色，意味着企业和居民的收入提升缓慢。在日本税收体系中，企业和居民的所得税合计占比超50%，在消费税引入之前，更是绝对的税收主体，但直接税随经济环境顺周期波动较大，因此，90年代经济下滑之后，日本税收收入增长极其缓慢，甚至不少年份是减少的。

支出扩大和收入难增使得日本财政逐年赤字扩大，政府债务问题严重。一面是财政支出的不断扩大，一面是税收收入难有起色，日本的财政赤字不断扩大，只能依靠发行国债弥补空缺。90年代之前，日本每年用于弥补财政支出缺口的国债发行规模最高约14万亿日元，但到2000年这一规模已经扩大到30万亿日元左右。日本政府债务占GDP的比重不断增长，财政收支结构调整迫在眉睫。

**图6 日本税收收入规模（万亿日元）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图7 政府债务/GDP比重(%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

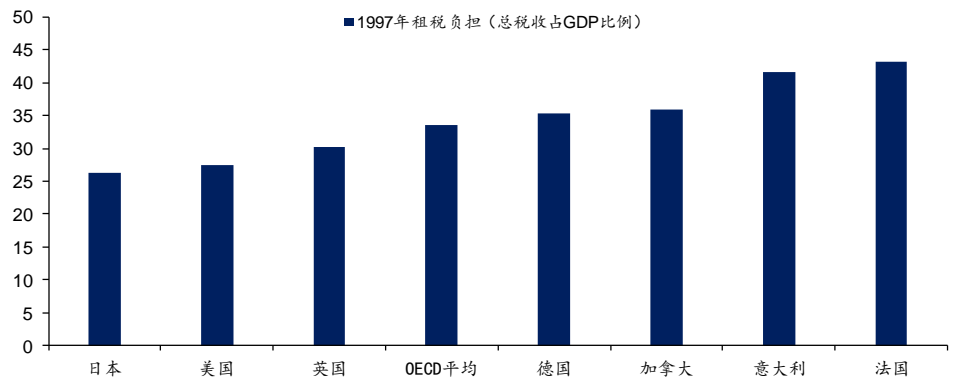
## 2. 日本财政政策的不同尝试

### 2.1 桥本上调消费税，叠加危机经济衰退

为重建财政、解决高赤字问题，日本政府采取了诸多尝试以平衡财政收支，但结果大相径庭。其中一种措施就是引入和提高消费税率。二战以后，日本在美国的建议下形成了以直接税为主的税制，但随着日本老龄化和对社会保障需求的增长，日本意识到需要更为稳定的财政收入来源，于是在1989年正式引入了作为间接税的消费税（类似其他国家的增值税），税率定在3%，同时调减了公司税和居民所得税率。



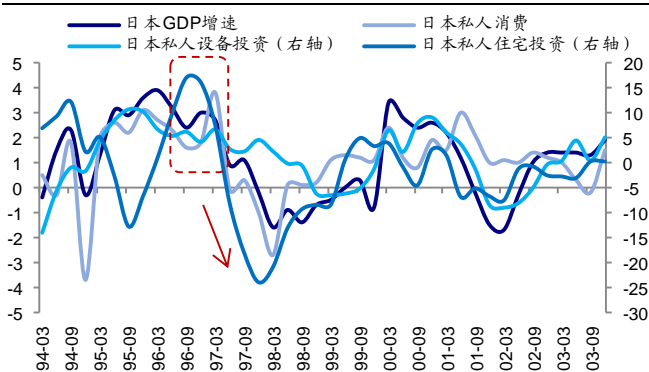
在财政压力日益增加的背景下，1994年11月村山内阁通过了消费税率由3%上调至5%的税制改革法案，并定于3年后实施。不过鉴于当时经济形势不佳，也为了减少加税对经济的冲击，村山内阁在1994至1996三年间实施了共9.5万亿日元的个人所得税及住民税的减税措施。而与其他高福利国家相比，日本也的确有加税的空间。1997年日本的租税负担为26.2%，仍低于不少欧洲发达国家超过30%的水平。

**图8 1997年发达国家租税负担率(%)**


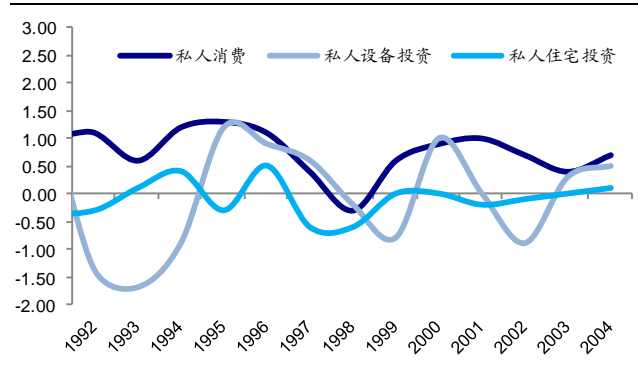
资料来源：OECD，海通证券研究所

经济略微企稳后，桥本内阁为实现财政重建的计划，正式上调消费税率。1995到1996年，在宽松政策的刺激下，地产泡沫破灭后的日本经济短暂恢复元气，连续两年实际GDP增速超过2%。于是，当时的桥本内阁判断经济形势改善，按计划实施了加税法，并在此基础上停止了已实施三年的个税及住民税的减税措施，同时还增加了医疗费个人负担比例，同时也削减了政府公共支出、降低了政府年度预算。

消费税率提高，挤压居民消费与投资。日本的消费税是一种间接税，最终会转嫁给消费者承担。虽然政府也对低收入家庭提供了总规模1000亿日元的临时补助金，但据日本综合研究所的测算，加税在内的一系列财政重建措施还是使日本家庭实际负担增加了8.5万亿日元。加税预期下，96年日本出现了突击消费、建房和投资，以避免之后税负增加，在正式开始加税的97年4月前，日本的私人住宅同比增速一度冲高到17%，私人设备投资、私人消费实际增速分别达到6.6%和3.8%，而在加税冲击下，97年日本的私人消费、私人住宅和设备投资对GDP增速的拉动都出现了下滑。

**图9 日本GDP、私人消费和私人投资实际增速(%)**


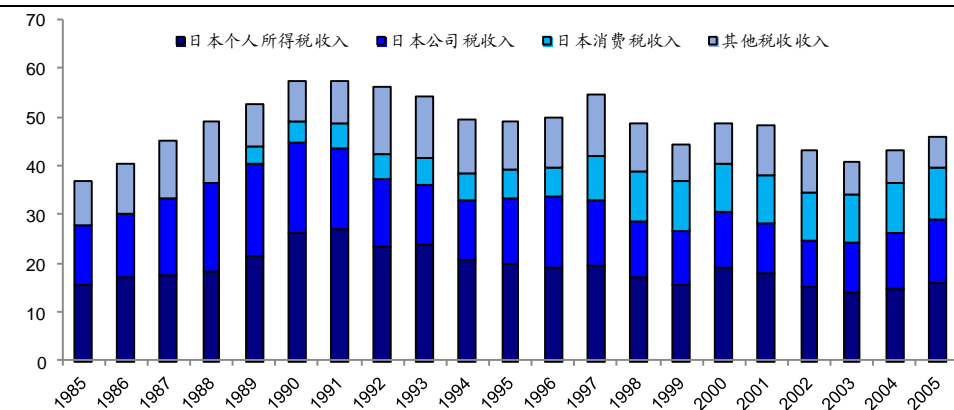
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图10 私人消费、私人投资对GDP实际同比拉动(%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

加税后遭遇亚洲金融危机，日本经济再次陷入低谷。1997年的亚洲金融危机来袭，日本的金融行业也受到波及，当年11月北海道拓殖银行等大型金融机构相继破产，日本金融市场陷入巨大恐慌，经济景气度下行，日本GDP再次陷入负增长的困境。

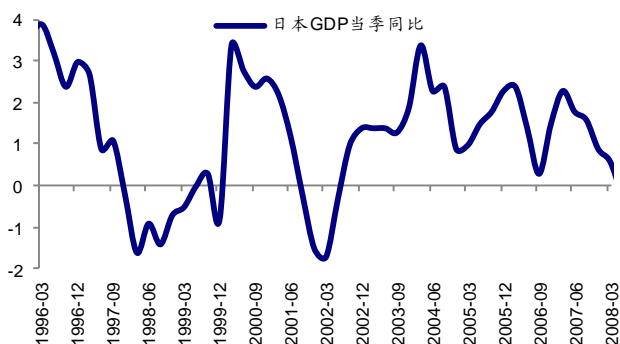
因此，桥本内阁时期的加税，最终未能改善政府收支状况，反倒拖累经济下行。在金融危机和加税的双重负面冲击下，尽管消费税税收小幅上升，但经济增速放缓导致98年起日本的个人所得税和公司税等其他主要税收明显下滑，政府总税收不升反降。

**图11 85-05 年日本主要税收收入规模 (万亿日元)**


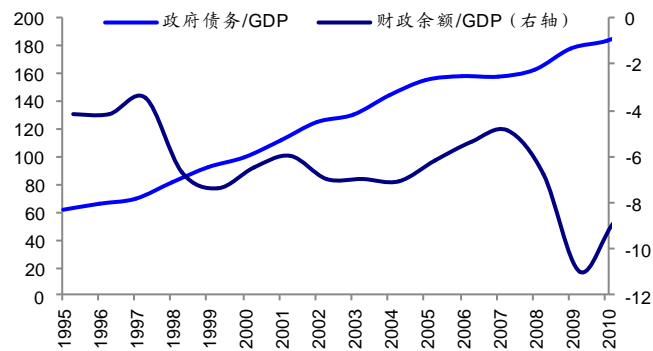
资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 2.2 小泉缩减公共开支，鼓励私人投资

重建财政的另一种措施是减少支出、控制快速膨胀的国债规模。这主要是小泉纯一郎 01 年就任日本内阁总理大臣后，面对经济与财政困境采取的措施。东南亚金融危机冲击下，98、99 年日本 GDP 接连负增长，日本政府不得不对财政刺激更加依赖，继续扩大公共投资和降低所得税，因而也就导致财政状况更加恶化。1999 和 2000 年日本赤字率分别上升到 6.4% 和 7.4%，日本政府债务/GDP 也是在此期间突破了 100%。

**图12 日本 GDP 同比增速 (%)**


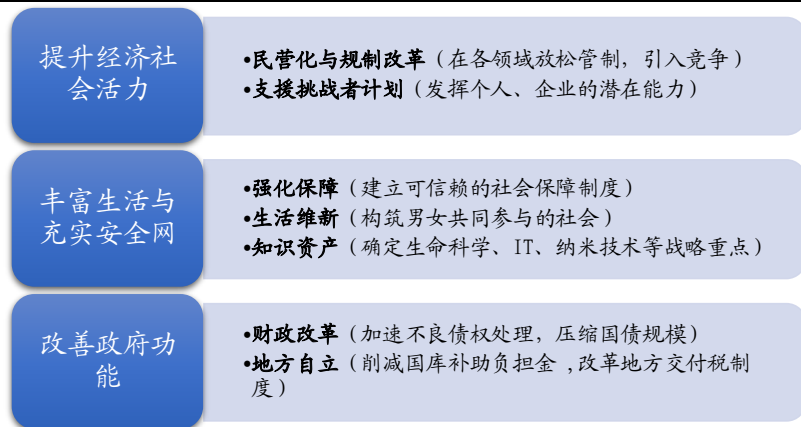
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图13 日本政府债务/GDP 及财政余额/GDP (%)**


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

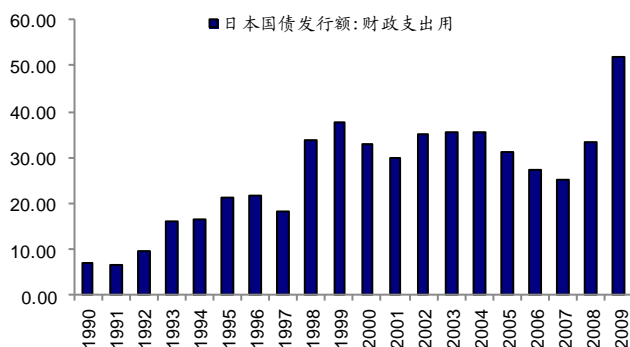
**小泉减支松绑，全面改革。**2001 年 4 月小泉上台后，面对经济增长和财政困境的双重挑战，旋即在 6 月通过制定了名为《今后的经济财政运作以及经济社会的结构改革的基本方针》的经济改革措施，提出了由“三大支柱”和“七项计划”组成的经济结构改革计划，主要内容包括解决不良贷款问题、民营化改革、中央与地方税收分配改革等，体现了其“从中央到地方，从政府到私人”的设想。而在财政改革方面，与之前加税改善财政收支的方式不同，小泉提出在所有领域全面调整，大幅削减公共投资的计划。



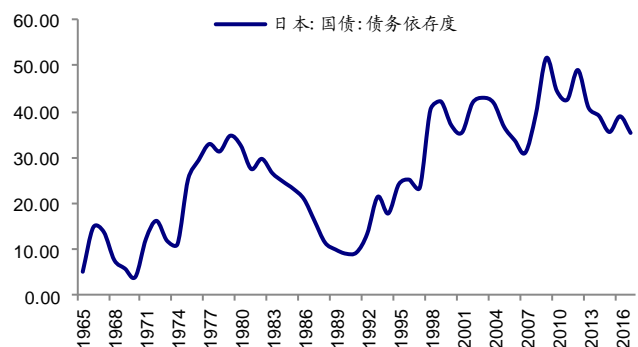
**图14 小泉改革的三大支柱与七项计划**


资料来源：日本内阁府，海通证券研究所

对于攀升的国债规模，小泉提出在 02 年度一般预算中将新增政府债券的发行控制在 30 万亿日元之内的目标。虽然由于此后经济再度陷入通缩，政府仍采取了财政刺激，这一限制直到 06 年才完全实现，但日本 02 年后的国债发行也并未延续 90 年代以来大幅增加的趋势。而这期间日本国债的债务依存度（财政支出用途的国债发行规模/财政一般会会计支出）也从 02 年的 41.8% 逐年下降到金融危机前 07 年的 31%。

**图15 用于财政支出的国债发行额（万亿日元）**


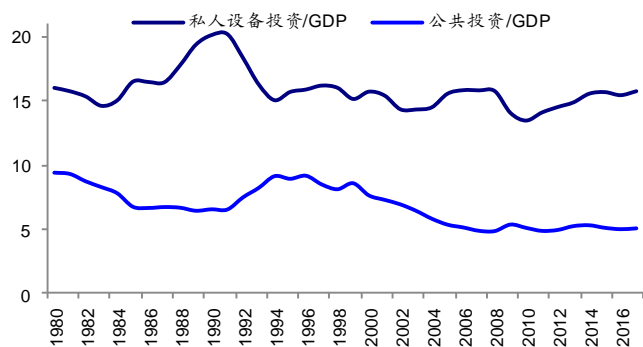
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图16 日本国债债务依存度（%）**


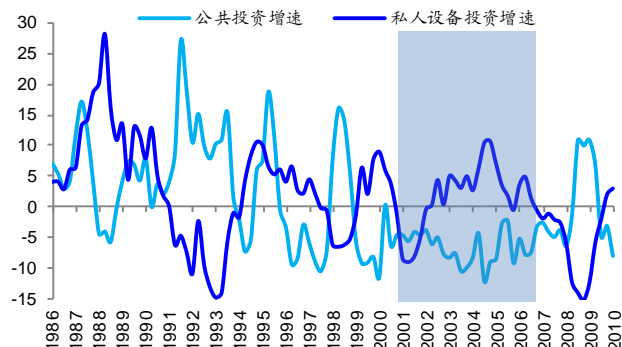
资料来源：Wind，海通证券研究所

在减少公共开支的同时，小泉内阁采取一系列措施鼓励民间投资，提高社会经济活力。与此前相比，小泉在其“三大支柱”的理念下，并未过度依赖公共投资，而是减少政府干预，转向激励私人部门。具体措施包括：特殊法人改革或民营化，以消减对特殊法人的补贴等，例如通过了邮政民营化法案，在医疗、护理、教育等领域引入竞争；对研发和投资费用列为减税对象；推行教育改革，确立生命科学、IT、环境、纳米材料为战略重点，支持高水平大学科研资金等等。

小泉时期的 6 年，日本公共部门投资持续收缩，而私人部门投资回升。随着政府缩减公共投资以及增加社保养老支出，总投资中来自政府的比重从 2001 年的 27.4% 降到了 2006 年的 20.7%；2001-2006 年日本公共投资持续负增，在 GDP 中的占比从 7.3% 降至 5.1%。与此同时，民间投资开始活跃，2005 年日本私人设备投资实际同比一度达到 8.5%。而这期间日本经济也维持了温和扩张，实际 GDP 自 02 年下半年开始连续 23 个季度正增长，是日本房地产泡沫破灭之后持续时间最长的一段复苏。

**图17 日本私人设备投资和公共投资占 GDP 比重 (%)**


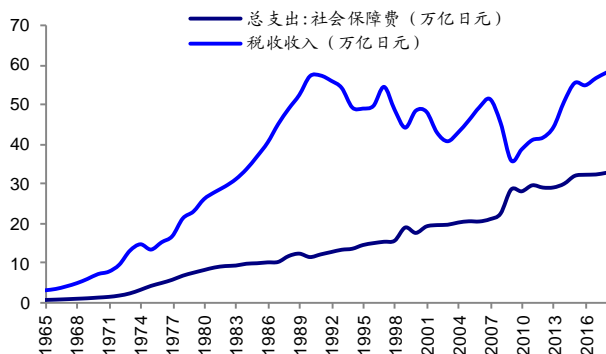
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图18 日本公共投资增速与私人投资实际增速 (%)**


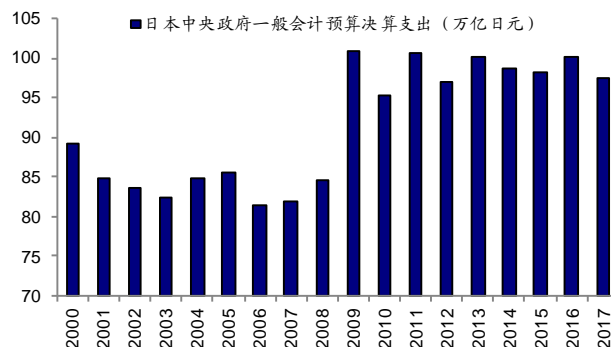
资料来源: Wind, 海通证券研究所

小泉的改革整体上取得了积极的效果。这期间日本经济维持增长,到06年CPI和核心CPI也摆脱了通缩。而由于缩减开支,日本06和07连续两年的国债发行规模都控制在30万亿日元以内,政府赤字率也有所收敛。

但随后08年金融危机再度冲击了日本经济,政府不得不重启扩张财政,相继推出应对危机的紧急政策。而日本这一时期内阁频繁更迭,当局行为短视,也更助涨了财政的肆意扩张。社保负担攀升、公共支出加大、居民生活补贴增加以及中小企业税收减免等因素使得日本财政再度恶化。

**图19 日本社会保障费支出与税收收入 (万亿日元)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图20 日本会计决算支出 (万亿日元)**


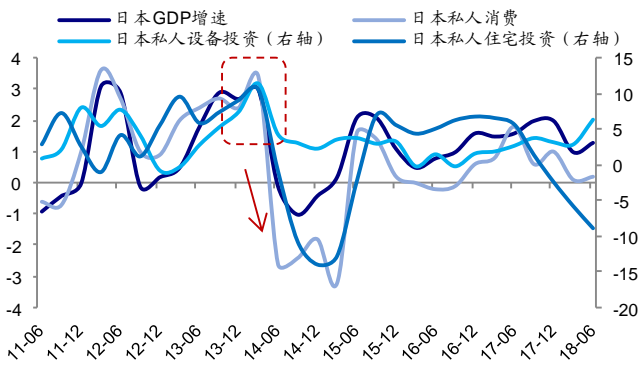
资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 2.3 安倍上调消费税, 经济回落再恢复

财政收支恶化,加税被重新提起。一方面是养老支出持续扩大,另一方面08年危机后政府加大财政刺激力度,赤字高企和国债高增的问题依然摆在日本面前,政府还是不得不考虑如何增加税收收入。2011年野田内阁时期,日本再次通过消费税税率上调的法案,规定于2014年和2015年分别上调3个和2个百分点。

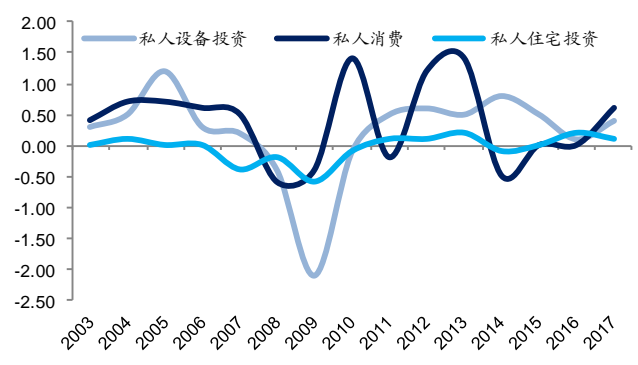
经济短期好转,安倍政府上调消费税。日本经济在2012-2013年有了短期好转,2014年4月安倍政府按照前任内阁计划如期将消费税税率从5%上调到8%。这一次,在消费税加税预期下,日本同样也出现了居民提前消费、投资的现象,推高了加税之前的13年下半年和14年1季度经济增速。

图21 日本 GDP、私人消费和私人投资实际增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

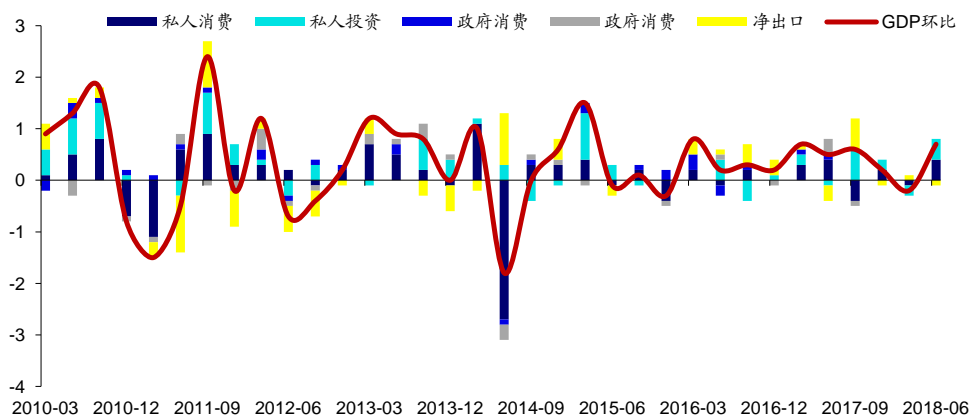
图22 私人消费、私人投资对 GDP 实际同比拉动 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

2014 年消费税加税后, 日本经济短期回落, 但随后 GDP 同比还是重新回升到 1% 以上。加税之后, 日本的居民消费波动较大, 其对 GDP 的环比拉动率从 14 年 1 季度的 1.1% 到 14 年 2 季度降至 -2.7%。但在短暂的冲击后, 日本经济还是出现了好转。而这一时期外部经济环境也更为友好, 欧美经济开始复苏, 2012 年开始净出口对日本 GDP 同比增速的拉动率就持续回升。2015 年以来日本 GDP 同比增速维持在了 1% 以上, 没有重演 97 年加税后的遭遇。

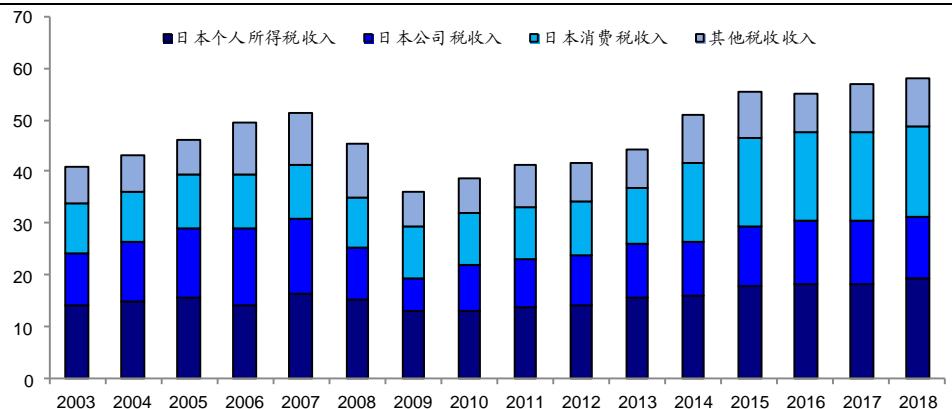
图23 GDP 环比及分项拉动率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

而这一次的消费税率提升, 最终也增加了财政收入。消费税税率的上调使得日本消费税收入出现跳升, 2014 年收入相比于 2013 年增加了 42%。而由于日本经济增长并未受到加税的严重影响, 因此 2014 年以来随着消费税收入的增加, 日本税收收入也出现了大幅增长, 2017 年税收收入达到 56.6 万亿日元。

图24 03-18 年日本主要税收收入规模 (万亿日元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

同样是加税，97年桥本和14年安倍的两次尝试却带来了不同的结果。背后的原因在于，14年安倍政府采取了更多的紧急经济对策，总规模达5万多亿日元，相当于返还了增税幅度3%中的2%。一方面，政府扩大财政支出，包括基础设施更新、地震灾后复兴、低收入群体和购房者的转移支付；另一方面，政府还采取了鼓励设备投资等方面的税收减免。此外，安倍加税的进程也会依据经济的具体情况进行调整，曾两次推迟了约定于2015年将消费税上调至10%的计划，直到2018年10月安倍内阁才确认消费税将于2019年10月进一步上调。

**表1 安倍政府减轻上调消费税影响的相关措施**

	具体措施	规模(日元)
扩大支出	基础设施建设更新等公共工程项目	约2万亿
	东日本大地震灾后复兴项目	1.3万亿
	对低收入群体的转移支付	3000亿
	对购房者的转移支付	3100亿
税收减免	提前结束为东日本大地震复兴征收的特别公司税	9000亿
	促进设备投资的专门减税	7300亿
	对提高员工工资的公司的专门减税	1600亿

资料来源：日本经济新闻网站，海通证券研究所整理

### 3. 日本的尝试，我们的启示

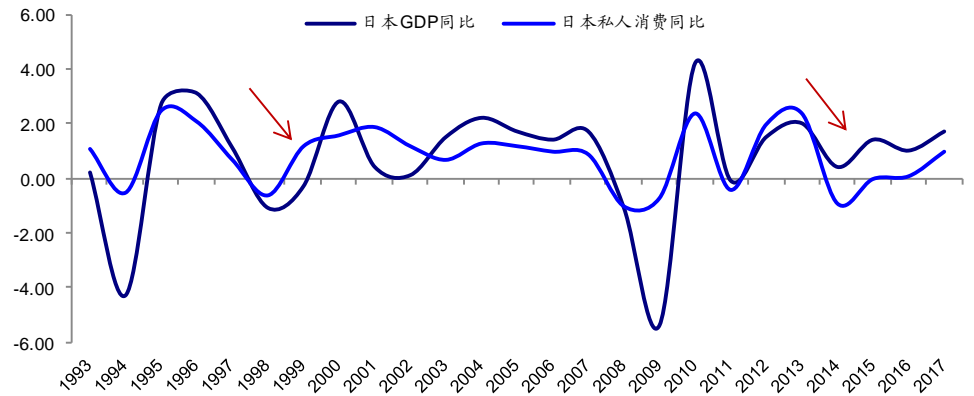
当前，我国经济面临较大压力，提出积极的财政政策要更加积极。积极的财政政策主要靠两个抓手，一是政府加大支出、启动基建投资，二是实施减税，鼓励民间投资和消费。过去30年，日本地产泡沫破灭之后，陷入了“流动性陷阱”，同样也是通过财政政策发力来应对经济失速，在基建投资、税率调整、结构改革方面做了诸多尝试，恰恰可以为我们带来不少启示。

#### 3.1 加税冲击经济，减税刺激经济

日本在财政收支失衡后，将消费税率调整作为重要的政策工具。

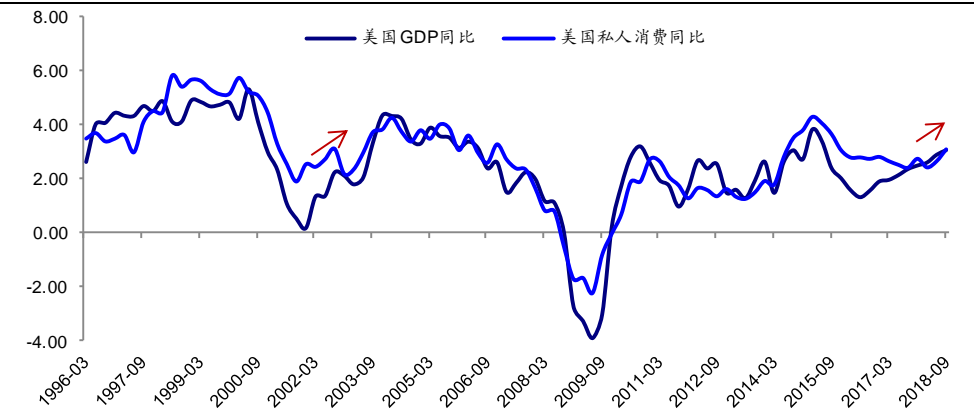
加税对经济会产生抑制，因而日本在消费税率上调的同时都采取了一些缓解冲击的措施。89年开始征税消费税的同时，降低了所得税税率，并且扩大了对个人的所得税扣除和减免。97年提高消费税率前也实施过税收减免。而14年日本再度上调消费税率，不仅增加了对低收入者的补贴，还提出降低企业实际税率的措施，以刺激国内投资和鼓励增加员工薪资。

税率调整时机的把握也非常关键。经济环境好的时候，加税对经济的影响容易被消化，日本政府97年加税后叠加了亚洲金融危机冲击，日本经济压力加大甚至衰退。而14年上调消费税之后，也同样出现了居民消费和投资的下滑，但由于外部经济环境优于97年，全球经济也在回升，最终日本经济还是缓慢复苏了。并且安倍政府依据经济情况两度推迟消费税的下一轮上调，也防范了多次加税对经济造成的叠加冲击。

**图25 日本加税，打压私人消费和 GDP 实际增速 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

这反过来也说明，经济面临下行压力时，更应减轻企业和居民负担，鼓励投资和消费，否则不合适的税负水平会对经济产生更严重的后果。将日本和美国的经历进行对比可以发现，美国 80 年代、01 年以及 18 年的减税措施，都对居民消费起到了比较明显的提振，从而带来了经济的回升。而日本即便是在经济短期景气时上调消费税，也不可避免地给经济带来了负面影响。

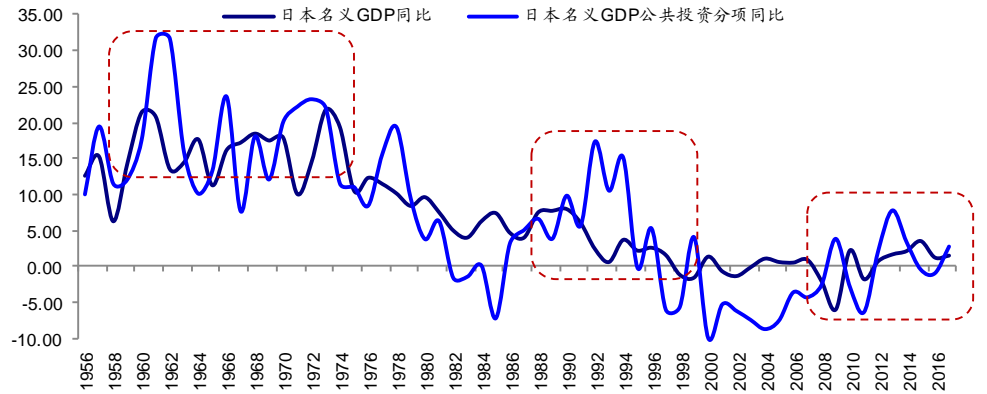
**图26 美国减税，提升私人消费和 GDP 实际增速 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 3.2 扩大公共投资，效果却在减弱

日本财政失衡从支出来看，主要原因一是老龄化加重产生不断攀升的养老社保支出，二是为刺激经济多次实施了扩大公共投资的计划。

日本经验表明，政府扩大公共投资的确在短期拉动了经济，但这并不是一个可以持续依赖的万能灵药。上世纪 80 年代以前，日本工业化和高速增长时期，公共投资保持 15% 以上的名义增速，经济也呈现较快增长。这一时期公共投资不仅直接创造了 GDP，也为工业生产带来正的外部性。但到了 90 年代之后，日本继续增加公共投资刺激经济，GDP 增速可以在短期减缓下行趋势，但却难见到根本性的起色。

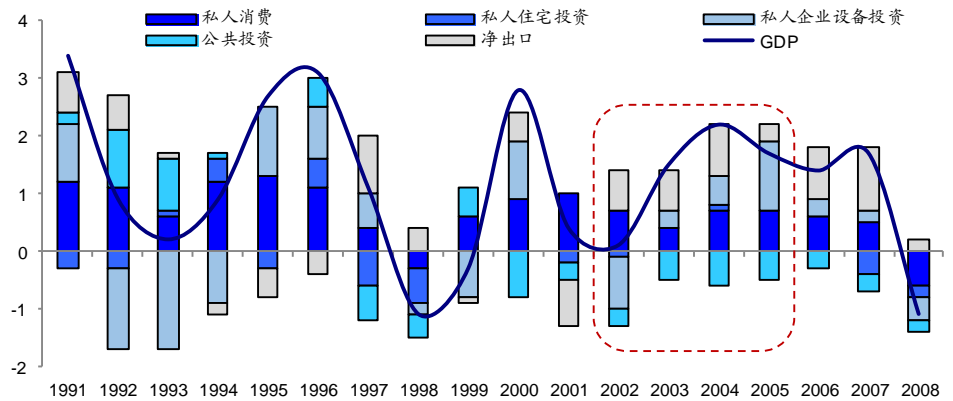
**图27 日本 GDP 名义增速和公共投资名义增速 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

这固然有金融系统出清和改革滞后、人口老龄化加重等方面的原因，但基建为主的公共投资拉动经济的效果也在减弱。一方面，由于长期偏重公共投资，基建的一些领域可能已经出现过剩，并且泡沫破灭之后居民和企业对前景预期低迷，扩大基建对企业投资产生的正向带动也有所减弱，因而投资的整体效用在降低。另一方面，过度的公共投资增加了对劳动力和资金的需求，又甚至间接推升民间投资成本，反而产生挤出效应。

### 3.3 激活民间投资，助力良性循环

所以，只有形成经济增长的良性循环，才能摆脱对基建的长期过度依赖，并避免加重财政负担，而这就要通过激发民间消费和投资的活力来实现。2001-2006年日本采取了结构性改革，缩减公共开支、激活民间投资，不仅改善了财政状况，同时经济也保持了温和扩张。当时小泉政府在缩减公共开支、控制国债规模的同时，采取了诸多鼓励私人部门研发和投资、行业引入市场竞争、提升社会活力的措施，虽然这一时期日本政府公共投资持续负增，但私人投资逐年回升，并且私人投资改善也有助于增加居民收入和稳定消费，因而日本经济在随后几年维持了相对的景气。

**图28 日本 GDP 实际同比增速及主要分项的拉动 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所



## 信息披露

### 分析师声明

姜超 宏观经济研究团队  
李金柳 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
联系人  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
联系人  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
薛涵(021)23154167 xh11528@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
联系人  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
谭宏实(021)23219445 tsh12355@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
周旭辉 zhx12382@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

### 中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
钮宇鸣(021)23219420 nyumiu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com  
联系人  
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
联系人  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com  
联系人  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com  
梁广楷 lgk12371@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

### 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
联系人  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
联系人  
史岳 sy11542@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
许樱之 xyz11630@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com  
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
联系人  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
李骥(021)23154513 lj11875@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com  
联系人  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈(010)50949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(021)56760091 lyj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com 刘璐(0755)82900465 lx11212@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
<b>军工行业</b> 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 联系人 林加力(021)23214395 lj112245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 联系人 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

## 研究所销售团队

### 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com  
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com  
 宗亮 zl11886@htsec.com  
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

### 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com  
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com

### 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com  
 吴尹 wy11291@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 杜飞 df12021@htsec.com  
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com  
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com  
 李婕 lj12330@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com