

三种资本开支周期模式

行业深度

全球资本开支周期分为三种模式，分别是中国、美国、日本模式。资本开支周期模式是由一国的经济发展阶段决定的，是内生的。

对于中国而言，经济制度、经济结构是快速变化的，加上预算软约束导致市场自发出清比较缓慢，资本开支周期是由制度改革主导的，而且每次资本开支周期的内容都不一样。疫情后的企业资本开支增速会先随着利润增速上升而上升，后续会随着利润增速下滑而下滑，整体上可能没有大规模的资本开支周期启动。但是从结构上看，新一轮资本开支周期可能在供给侧改革时就已孕育。随着中国新经济的比重不断提升，新资本开支周期的特征将更加明显，潜在经济增速下滑的态势也会得到遏制，在新的中枢稳定下来。等到中国经济完成追赶，经济制度成熟、稳定之后，中国的资本开支周期模式将向美国模式转变。

美国资本开支周期是最经典的模式，由资本边际回报率主导，是自发形成的。当经济衰退时，市场出清留下高效率企业，也会有新的高效率企业产生，加上市场集中度提升、加成定价能力增强，以及物价下降带来的生产成本降低、需求增加，企业资本回报率较高，开始加杠杆，新的资本开支周期启动，带动经济复苏。由于企业的盲目乐观，以及金融机构的顺周期性信用扩张，企业会过度投资。经济衰退的种子在经济复苏时已经埋下。在资本边际报酬递减以及成本上升作用下，资本回报率下降，加上价格上涨带来的需求下滑，企业减少投资，甚至破产，资本开支周期向下，经济再次衰退。这个过程是自动的，并不需要借助于外力，货币财政政策只是加快经济的复苏和衰退。

疫情前美国企业杠杆率就已经比较高，这次经济危机中美国企业没有去杠杆，反而在低利率环境下大量借债，未来美国企业加杠杆的空间可能不是很大，估计很难出现大规模的资本开支周期。为了防止债务危机，美联储也不敢贸然收紧货币政策，美国利率或许无法回到疫情前的水平。美国资本开支周期向日本模式过渡。

1990年代房地产泡沫、股市泡沫破灭之后，日本经济主体的资产负债表一直无法得到修复，日本企业资本开支周期没有根本性启动，资本开支周期变得不明显，中短期变量变成了长期变量。同时，资本开支周期弱化，加上老龄化等因素，潜在经济增速不断下降，货币政策利率被迫保持低位。在财政政策的刺激下，日本企业资本开支有过几次脉冲，但终不可持续。要根本改变“长期停滞”或许只能寄希望于未来发生大规模的技术革命。

● **风险提示：每个国家的资本开支周期模式可能是不同的**

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

相关报告

行业深度：股票估值体系的坍塌

2020-08-19

目 录

1、 美国资本开支周期模式.....	3
2、 日本资本开支周期模式.....	5
3、 中国资本开支周期模式.....	7
4、 结论	9

图表目录

图 1: 美国资本开支周期模式.....	3
图 2: 美国资本开支周期特征明显	4
图 3: 本轮经济危机美国企业还没有去杠杆	4
图 4: 日本资本开支周期模式.....	5
图 5: 1990 年代以来日本企业没有明显地加杠杆	7
图 6: 中国资本开支周期模式.....	7
图 7: 中国资本开支周期是制度改革周期.....	9
图 8: 中国资本边际生产率由制度改革决定.....	9

Shocks to trend growth—rather than transitory fluctuations around a stable trend—are the primary source of fluctuations in emerging markets.

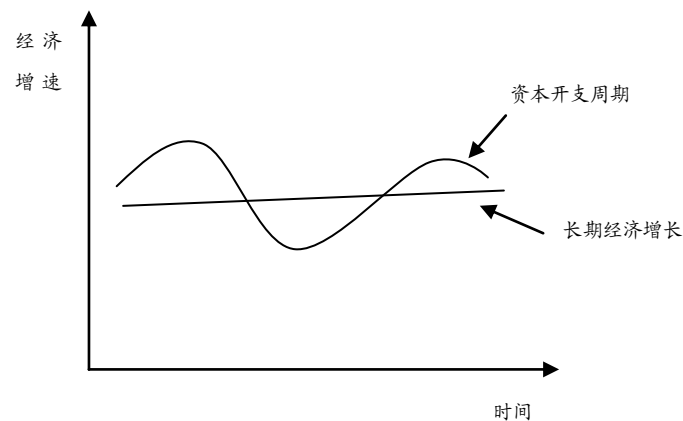
—Mark Aguiar and Gita Gopinath (Journal of Political Economy, 2007)

全球资本开支周期分为三种模式。第一种，以美国为代表的经典资本开支周期。第二种，以日本为代表的经济“长期停滞”资本开支周期，资产负债表无法修复，资本开支周期弱化。第三种，以中国为代表的市场无法自动出清、制度改革驱动的资本开支周期。由于国有企业的预算软约束，加上逆周期调节政策的频繁使用，经济主体无法自动出清，无法像美国一样自动产生资本开支周期，每一轮大规模资本开支周期启动都是制度改革的结果。一国的资本开支周期模式并不是不变的，它是经济发展的结果，在不同的经济阶段会有不同的模式。

1、美国资本开支周期模式

美国的资本开支周期是最经典的模式。当经济衰退时，市场出清留下高效率企业，也会有新的高效率企业产生，加上市场集中度提升、加成定价能力增强，以及物价下降带来的生产成本降低、需求增加，企业资本回报率较高，开始加杠杆，新的资本开支周期启动，带动经济复苏。由于企业的盲目乐观，以及金融机构的顺周期性信用扩张，企业会过度投资。经济衰退的种子在经济复苏时已经埋下。在资本边际报酬递减以及成本上升作用下，资本回报率下降，加上价格上涨带来的需求下滑，企业减少投资，甚至破产，资本开支周期向下，经济再次衰退。这个过程是自动的，并不需要借助于外力，货币财政政策只是加快经济的复苏和衰退。

美国资本开支周期模式



资料来源：新时代证券研究所

1982年以来美国经历了四轮完整的资本开支周期，分别是1982年-1991年，1991年-2001年，2001年-2009年，2009年至2020年。

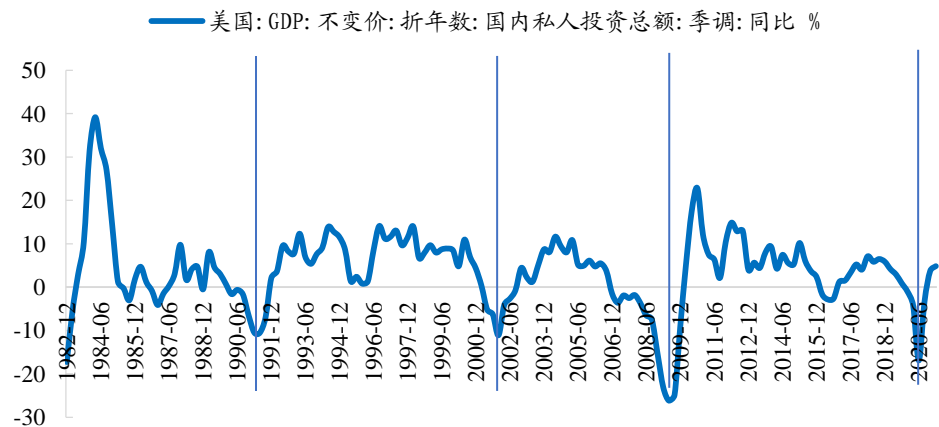
次贷危机后，经过市场出清、企业去杠杆，2012年美国企业开始加杠杆，经济逐渐复苏。好的投资机会越来越少，再加上资本边际报酬递减，2015年美国企业资本回报率大幅下降，经济出现见顶迹象，美国2016年经济增速下滑，但是2017年特朗普减税刺激了消费，也提高了资本回报率，企业投资增速触底反弹，资本开

支周期拉长。随着减税效应消退，2018年下半年开始美国资本开支周期又进入了下行阶段，而疫情只是加快了这个进程。

疫情后的美国能否开启新一轮大的资本开支周期？我们对这个问题的回答比较谨慎的。疫情前，美国企业杠杆率就已比较高，和前几次不同的是，这次经济危机下美国企业没有去杠杆，还不断地加杠杆。2020年美国企业杠杆率快速上升当然有GDP快速下降的原因，但是考虑到这次美国金融机构的信用扩张程度，即使未来美国GDP恢复，美国企业的杠杆率也不会下降太多，仍会高于疫情前。美国企业的债务压力将长期存在，这也意味着美国经济未来加杠杆的空间不是很大。

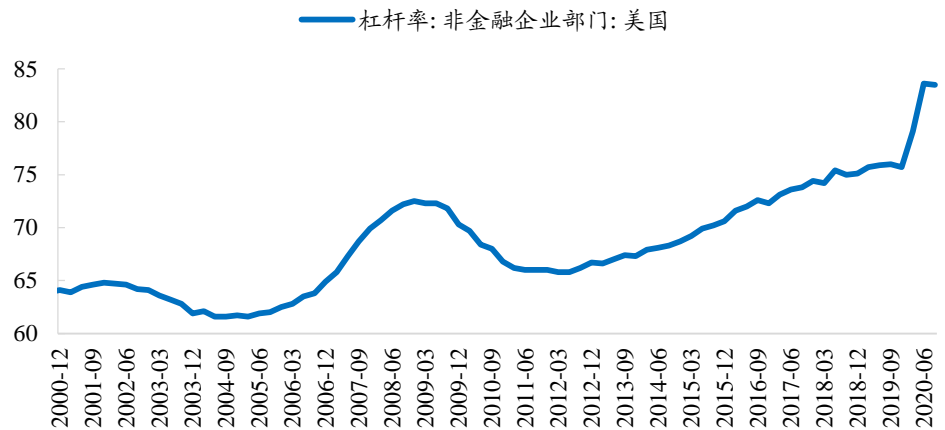
低利率环境下，美国企业大量借贷，企业杠杆率创新高，美联储在收紧货币政策时不得不考虑可能引发的债务风险。随着经济好转，未来美联储会相应收紧货币政策，但是利率或许无法回到疫情前的水平。最终，美国经济可能向日本模式转变，也就是“低增长、低通胀、低利率”。当然，由于美国的技术进步以及人口结构都好于日本，美国经济不至于完全像日本那样。

美国资本开支周期特征明显



资料来源：Wind，新时代证券研究所

本轮经济危机美国企业还没有去杠杆

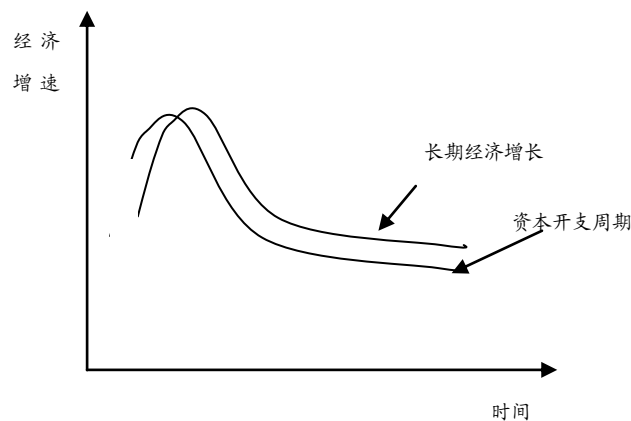


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2、日本资本开支周期模式

经济“长期停滞”(secular stagnation)下的日本资本开支周期模式有两个特征: 一是资本开支周期变得不明显, 快变量变慢; 二是资本开支周期和长期经济增长互相影响。

日本资本开支周期模式



资料来源: 新时代证券研究所

1990年代初期, 日本房地产泡沫破裂, 房价、股价大跌, 居民、企业资产负债表恶化, 抵押品价值缩水, 银行坏账增加, 信用收缩, 企业去杠杆, 经济陷入“长期停滞”。金融危机后的最初几年, 日本货币和财政政策并不是很积极, 错失了救助经济的良机。此后, 量化宽松、负利率、积极财政政策轮番登场, 但仍难敌资产负债表恶化、老龄化的负面影响。1990年代以来, 日本企业先去杠杆, 2005年杠杆率趋于平稳, 但没有明显地加杠杆现象, 资本开支周期变弱。

日本企业资本开支周期弱化, 技术进步和资本积累速度放缓, 潜在经济增速下

滑。同时，技术进步放缓又拉低资本回报率，企业减少资本开支。最终，资本开支周期和长期经济增长形成负反馈。

潜在经济增速下滑意味着自然利率下降，甚至为负值。为了刺激经济，货币政策利率要低于自然利率，低利率、负利率成为常态。然而，受制于零利率下限、有效利率下限，政策制定者被迫寻找其他的解决方案。“长期停滞”理论为积极财政政策提供了理论支持。在财政刺激的拉动下，日本企业也有几次微弱的加杠杆，但老龄化约束下，财政刺激终不可持续，企业的资本开支周期随之熄火。

日本经济周期模式，打破了人们关于经济周期、资本开支周期是中短期现象的固有思想。教科书中，经济周期是中短期概念，经济增长是长期概念，代表国家是美国。对于日本来说，经济衰退后，资本负债表无法修复，长期通货紧缩，甚至影响了经济增长趋势，经济周期就变成了长期现象，资本开支周期变得不明显。

1990年代以来日本企业没有明显地加杠杆



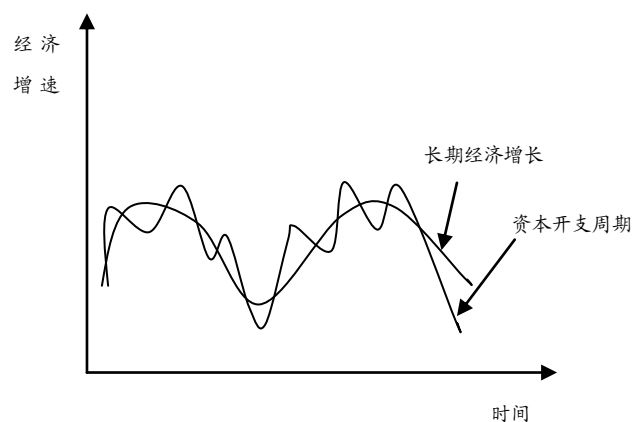
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3、中国资本开支周期模式

由于存在预算软约束, 国有企业并不能完全自动出清, 中国没有像美国一样的自发形成的资本开支周期。中国企业大规模加杠杆、扩大投资基本上是因为, 制度改革引起资源配置效率改善、资本回报率提升。企业加大投资, 拉升实际经济增速的同时, 资本存量增速也会上升, 从而进一步拉升潜在经济增速。此后, 随着改革红利消退, 加上资本边际报酬递减的作用, 资本回报率下降, 企业加杠杆速度放缓, 投资增速下滑, 实际经济增速和潜在经济增速都会下降。

中国这种转型经济体, 潜在经济增速不是慢变量, 又由于市场无法完全自动出清, 资本开支周期的启动取决于供给侧改革。另外, 中国频繁地运用逆周期调节工具稳定经济波动, 这导致中国实际经济增速往往不会偏离潜在经济增速太多, 否则一旦出现通货膨胀或者通货紧缩, 需求管理政策就会马上调整。中国的这种资本开支周期模式可以用下图表示。

中国资本开支周期模式



资料来源: 新时代证券研究所

1980年代以来，中国经历了三轮完整的制度改革带动的资本开支周期，而次贷危机之后的资本开支增速上升只是政府刺激的结果，不是真正的资本开支周期。

第一轮资本开支周期是1981年-1990年，这一阶段是改革开放初期，是完完全全的帕累托改进，农村实行家庭联产承包责任制，城市改革在政治和经济领域放权，地方政府和企业的积极性调动起来，资源配置效率迅速改善，带动企业加杠杆，投资增速上升，这进一步拉升潜在经济增速，中国经济走上追赶道路，每个人的福利都在提高。当然，放权带来的企业加杠杆、投资过热，引起了严重的通货膨胀，此后宏观调控政策收紧，加上改革的刺激效应减弱，经济增速下滑，经济周期进入下半程。

第二轮资本开支周期是1990年-2000年。1992年的南巡讲话极大地增强了全国人民坚持改革开放的信心，同一年，十四大提出建立社会主义市场经济体制，中国改革开放进入新的阶段，民营经济快速发展。低效率的国有企业无法和民营企业竞争，但是又不能自动出清，中国通过国有企业破产重组等形式，人为地进行市场出清，这也为民营企业的成长腾出了空间和资源。很快，企业加杠杆，再次投资过度扩张带来产能过剩，加上亚洲金融危机的影响，资本开支周期进入衰退阶段。

第三轮资本开支周期是2000年至供给侧改革前。中国加入WTO，并配套进行了一些改革，投资增速再次回升，并拉升实际经济增速和潜在经济增速。加入WTO至次贷危机这段时间是中国经济发展的“黄金时期”。

很多人将是将次贷危机后的投资增速上升、下降视为第四轮资本开支周期，我们是不认同的，原因是投资回报率并没有根本性的提升，投资增速的上升只是政府刺激的结果，不是企业自发形成的，并不可持续，非常短暂。次贷危机后，尽管政府进行了几轮刺激，但由于改革红利消退，激励机制破坏，“后发优势”减弱下技术进步放缓，人口、环境、资源约束增强，实际经济增速无法摆脱潜在经济增速的下滑。随着经济增速下滑，资本回报率下降，企业资本开支增速难逃下降。

由于市场无法自动出清，所以需要政府的干预。只有中国开启新一轮改革，为企业创造新的经济增长点，企业自发的债务周期才会向上，企业才会加快资本开支。这就有了供给侧改革、碳中和。

我们倾向于将2015年开启的供给侧改革视为新一轮资本开支周期的起点。新经济的资本开支周期已经启动，只是由于传统经济规模较大，整体经济资本开支周期仍有较大下降压力。疫情后的本轮企业资本开支增速会随着企业利润增速的上升而上升，后续会随着利润增速的下滑而下滑，整体上可能没有大规模的资本开支周

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19595

