

相关研究

《实体经济观察 2018 年第 43 期: 11 月经济起步偏弱》2018.11.16

《Inflationary pressure was not big and funds supply remained sufficient》2018.11.15

《通胀压力不大, 资金依旧充裕》2018.11.12

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lj11087@htsec.com

证书:S0850518070004

联系人:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

联系人:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

为什么我们对中国未来有信心?

投资要点:

- **海外华人励志启示, 没有中等收入陷阱!** 如果我们来看下海外华人的处境, 虽然在移民海外的过程中曾经遭遇过不公平对待, 但是华人依旧是在当地生根发芽, 经过几代人的打拼之后, 在当地的生活水平基本上都在中上层。现在大家都很担心我们陷入中等收入陷阱, 担心未来经济有压力。但其实很多陷入中等收入陷阱的东南亚和拉美国家, 其实是因为懒惰等原因。而海外华人的励志经历告诉我们, 对于华人而言, 其实不管在哪, 都可以凭借努力奋斗过上好日子, 这说明对于中华民族而言, 并不存在中等收入陷阱。
- **房价下跌不是末日, 没有暴跌不是危机!** 在金融危机之后, 加拿大全国的房价涨幅高达 220%。而基于对房价上涨过快的担忧, 加拿大不少地方政府都在 17 年实施了各种政策抑制房价, 在多重政策打压之下, 加拿大的房价出现了大幅下跌。虽然房价大幅下跌, 但是并没有导致加拿大经济的崩盘, 其经济依然保持持续的增长。加拿大的房价变化其实可以对中国的未来的房价走势给出重要的启示: 首先, 我们预计这一轮中国房价的跌幅应该也不会超过 30%。其次, 这一次的房价下跌, 对不同区域的影响会有显著差异。
- **教育医疗才真值钱, 服务消费就是未来!** 问题是, 中国经济如果离开了房地产, 未来还能靠什么? 第一个答案是服务业。而第二个答案, 其实是来自于资本市场。我们在加拿大接触到了许多规模巨大的年金机构, 几乎每个大省都有各式各样的年金机构, 比如教师基金、医生基金等等, 加拿大统计局数据显示 2018 年二季度加拿大居民持有的养老保险和年金的价值达到 2.6 万亿加币, 是其 GDP 总量的 120%。而这些年金机构都是市场化运作, 把居民的资产投向全球最有希望的资本市场。所以, 在房地产熄火之后, 加拿大经济靠的是服务业, 以及美国资本市场的繁荣支持居民财富增长, 归根到底其实就是服务业和美国经济, 那么靠什么发展服务业, 美国经济强大的奥秘又是什么?
- **美国强大全靠创新, 华为代表中国希望!** 美国服务业比我们强大, 并不是他们服务的比我们更好, 而是他们的工资比我们高太多。根本来源还是强大的高端制造业, 他们占据了制造业的最高端的设计和研发, 攫取了最大的利润。而另一个奥秘在于美国庞大的年金体系。美国居民的养老金通过 401K 等养老金计划, 大量投入到了美国的优秀企业, 美国居民能够通过年金计划分享到财富的增值。**华为的巨大进步让我们眼前一亮, 看到了希望!** 正是持续的高研发投入, 使得华为拥有自己的芯片技术。在某种意义上, 华为比腾讯、阿里等公司还要伟大, 因为后两者的成功主要得益于国内市场, 而华为则是在海外市场充分竞争, 而且是攻城略地, 持续向最高端迈进。
- **收缩货币打击投机, 减税降费股债双牛!** 展望未来, 中国正面临历史性选择: 第一种选择是继续货币超发, 其对应的是拉美滞胀模式; 第二种是大规模基建, 对应的是日本式的长期萧条; 最后一种是美国式减税, 对应的是股债双牛, 尤其是创新将迎来长牛行情。我们认为, 过去两年的金融去杠杆、资管新规代表着我们已经下决心收缩货币、不会走货币超发老路, 而对地方政府新增隐性债务终身追责、意味着基建投资只是托底而非强刺激, 而增值税和个税的减免、税收增速的大幅下降意味着减税降费已经上路。因此, **中国已经选择了收货币、减税负, 这说明我们有望走向美国式的股债双牛之路, 今年债券牛市已经大放异彩, 而未来新一轮股票牛市正在孕育当中, 所以我们说当前的中国资本市场面临着历史性的投资机会。**

目 录

1. 每周交流与思考	3
2. 经济：下行压力仍大	9
3. 物价：通胀趋势回落	9
4. 流动性：宽松预期升温	10
5. 政策：加大民企信贷投放	10
6. 海外：国际油价暴跌，德国经济萎缩	10

1. 每周交流与思考

三个星期以前，我们在北美路演时写了一篇报告《投资中国的历史性机会》。三周过去了，这一次中国的资本市场表现的很争气，不仅债券牛市继续大涨，股市也出现了难得的吃饭行情。

现在回想起来，幸亏我们写的早，如果再晚写两周，就是遵守职业规范，弘扬正能量了。毕竟目前公布的 10 月份经济金融数据依旧不佳，如果只是靠喊话声音大，并不能打消大家心中的疑虑。

为何我们只是出去走了一圈，就对中国经济充满了信心？

海外华人励志启示，没有中等收入陷阱！

在加拿大和美国，因为是移民国家，所以可以接触到各种各样的人。

比如说目前美墨边境的“大篷车移民”闹得沸沸扬扬，一群又一群来自中美洲的移民大军，坐着大篷车千里迢迢来到美墨边境，试图移民美国。而特朗普则是派出了几千名士兵严阵以待，防止非法移民偷渡入境。

众所周知，美国是个移民国家，为什么特朗普对于这些移民如此紧张？

其实加拿大也是一个移民国家，而且在历史上对难民极其友好，在二战结束之后，加拿大接收了 19 万欧洲难民，在越战结束后加拿大接收了 5 万多越南难民，而由于叙利亚战争，最近几年加拿大接受了大量叙利亚难民。过去的难民都很好地融入了加拿大社会，但这一次的叙利亚难民过去以后，却引发了巨大的社会动荡。

以前加拿大也有来自伊朗的穆斯林移民，这些人工作勤奋，所以大家对穆斯林移民也有很好的印象，但这一次大量的叙利亚难民过去以后住在政府提供的酒店、免费吃住，很多人长期不工作，让当地政府不堪重负。

而德国也有类似的经历，二战以后德国经济发展缺人，曾经引入了大量土耳其、伊朗的劳工，而且这些劳工吃苦耐劳，后来德国还放开了这些劳工入籍的限制，比如说前德国国家足球队厄齐尔就是土耳其裔。而在叙利亚内战之后，德国也接受了大量叙利亚难民，德国政府以为这些难民接受过高等教育，是不错的劳动力资源，结果很多穆斯林难民进入德国以后并不工作，而是靠政府救济生活，这和加拿大现在的情况也很像。而由于对难民问题的处理受到民众质疑，德国总理默克尔已经宣布不再竞选党主席和总理。

一方面，是对难民的百般刁难，另一方面则是对技术移民、投资移民大开其门，这说明这些发达国家并不是不欢迎移民，而是移民的大门并不是对所有人打开，而主要是对有钱人、高科技人才开放。

这其实也告诉我们一件事，虽然人生而平等，但人和人是不一样的。

如果我们再来看下海外华人的处境，虽然在移民海外的过程中曾经遭遇过不公平对待，例如美国和加拿大都出台过臭名昭著的《排华法案》，但是华人依旧是在当地生根发芽，经过几代人的打拼之后，在当地的生活水平基本上都在中上层。

比如说在美国，根据皮尤研究中心的调查，2016 年美国的四大族群当中，亚裔家庭收入的中位数是 8.1 万美元，高于白人家庭的 6.5 万美元，西班牙裔家庭的 4.8 万美元，以及非洲裔家庭的 3.9 万美元。而在亚裔当中，华人家庭收入的中位数是 7 万美元，同样高于白人、西班牙裔和非洲裔家庭。

而根据加拿大研究协会(Association for Canadian Studies)的研究,在 35-44 岁年龄组的加拿大劳动人口当中,第二代中国移民的收入水平最高,年平均收入为 6.5 万加元。

为什么在美国、加拿大,华人能够后来居上,在工作和收入上超过当地人而成为中上层阶层?答案其实非常简单,因为华人吃苦耐劳,勤俭节约,努力工作攒钱,又有重视教育的传统,所以往往一代强过一代,最终日子会越过越好。

所以我们可以看到像新加坡这样以华人为主的国家,其经济水平远超周边国家。而即便是在马来西亚、泰国等国家,当地华人即便是在政治上受到歧视,但是靠着勤奋努力,依旧是在经济上占据了主导地位。比如马来西亚十大富豪当中的七位都是华人、泰国十大富豪当中的八位都是华人。马来西亚马哈蒂尔最近就公开表示:马来西亚人在经济竞争中输给华人,是因为马来西亚人的态度恶劣和怠惰的工作文化!

大家很多都有海外旅游的经验,也都知道要购物的话尽可能要挑选工作日时间过去,否则到了周末很多商场都关门了,而且不仅是周末,工作日到了下班时间商场就关门了,因为员工需要准时下班休息。而在中国,会发现商场到晚上 10 点才关门、甚至还有 24 小时营业的商场,很多公司下班了大家还在主动加班、而且是周末节假日全年无休,中国人的勤劳绝对是首屈一指。

根据统计局的数据,我国城镇就业人员每周平均工作 46 小时,而美国劳工部的数据显示美国人平均每周工作 34.5 小时,欧盟员工平均每周工作 36.4 小时,就连一直以勤劳著称的德国员工,平均每周工作时间也只有 34.9 小时,均远低于中国。而在中国香港,每周平均工作时间达到 50 小时,香港的财富也与其勤劳有关。

现在中国的人均 GDP 已经接近 1 万美元,大家都很担心我们陷入中等收入陷阱,担心未来经济有压力。但其实很多陷入中等收入陷阱的东南亚和拉美国家,其实是因为懒惰等原因。而海外华人的励志经历告诉我们,对于华人而言,其实不管在哪,都可以凭借努力奋斗过上好日子,这说明对于中华民族而言,并不存在中等收入陷阱。

我们每个人都这么努力,怎么可能没有希望呢?

房价下跌不是末日,没有暴跌不是危机!

但是有人会说,虽然我们大家都很勤奋努力,但是问题也很严重啊,这几年居民举债买房,产生了严重的地产泡沫,万一房价大幅下跌了怎么办?毕竟房地产是中国经济的支柱,而且大家谁也不知道房价会跌多少,会有多大影响。

确实,放任居民举债买房是条不归路,相信如果大家看到了今年消费增速大幅下滑的恶果,肯定会遗憾当初我们为什么会走上这条路。我们在 16 年写过的报告《居民加杠杆、危险的游戏!》、17 年的报告《繁荣的顶点》,包括我们在过去两年一直在怒怼高房价,其实就是在担心举债发展会带来现在的后果。

但是经济发展就像人一样,并不是犯了错就没有了机会,而这一次我们去了加拿大,发现他们过去犯了和我们一样的错误,但是只要愿意改正错误,太阳依然会照常升起。

在金融危机之后,加拿大全国的房价涨幅高达 220%,而在多伦多、温哥华等大城市,房价上涨主要发生在 2013 年以后,13 年至今的房价涨幅超过一倍。房价上涨的原因包括海外买家涌入导致的投机买房等,但核心原因还是在于超低利率环境,刺激居民持续举债买房,目前其居民债务/GDP 已经超过了 100%,居民债务/居民收入已经超过 150%,这比我们中国还要严重得多。

而基于对房价上涨过快的担忧,加拿大不少地方政府都在 17 年实施了各种政策抑制房价,比如说出台了外国人交易税,也就是没有绿卡买房要多交 15% 的税,在温哥华甚至开始实施 1% 的房屋空置税,你要敢买房不住就收税收到你痛!在多重政策打压之下,加拿大的房价出现了大幅下跌。

虽然房价大幅下跌,但是并没有导致加拿大经济的崩盘,其经济依然保持持续的增

长，我们观察到其房价下跌有如下两个重要特点：

首先，虽然房价涨幅超过一倍，但是房价并没有因为下跌 50% 而跌回到原点，即便最先征税的温哥华，其房价跌幅也在 30% 以内。其次，并不是所有房子的价格都在跌，投机性比较强的别墅房价格大幅下跌，但有刚需支撑的公寓房价格相对比较稳定。

加拿大的房价变化其实可以对中国的未来的房价走势给出重要的启示：

首先，我们预计这一轮中国房价的跌幅应该也不会超过 30%。本轮房价的上涨始于 2015 年，过去 4 年当中许多城市的房价上涨了一倍左右，这种短期大幅上涨的背后有着居民巨额举债的推动，显然不合理。但是另一方面，过去 4 年中国 GDP 的名义增速每年都在 10% 左右，4 年下来累计增幅达到 40%，这意味着至少有 40% 的房价上涨应该是合理的，所以哪怕房价下跌，应该也不会跌回原点，而我们认为跌 30% 左右应该是极致。

我们知道在中国购房对首付有着明确的要求，首套房的首付比例在三成以上，二套房的首付比例在五成以上，因此只要房价跌幅不超过 30%，就不会出现大量的房屋负资产，对于中国金融体系就不会产生系统性风险的冲击。

其次，这一次的房价下跌，对不同区域的影响会有显著差异。对于投机性的购房，尤其是在三线以下城市，由于缺乏人口流入、产业支持，其房价上涨明显是受到棚改货币化的推动，而目前棚改货币化正在陆续退出，所以这些投机性购房的区域房价会面临大幅回调的压力。

但是在一二线城市及其周边，人口依然在持续流入，而且拥有产业、教育、医疗等资源支撑，其房价上涨背后有着刚需的支持，加上过去几年为了调控房价而实施的限购政策，其实一旦略有放松就会带来新增需求，所以一二线房价的跌幅应该相对有限。

所以，对于未来中国的房价下跌，其实没有必要过于恐慌，首先其跌幅应该有限的，不会普遍击穿 30% 的首付比例、引发对金融危机的担心；其次在中国经济命脉的广大一二线城市，由于人口流入等刚需的支持，其房价跌幅相对更小。

因此，与我们类似的加拿大已经用经验告诉我们，房价下跌并非世界末日，经济离开了房地产照样可以正常运转！

教育医疗才真值钱，服务消费就是未来！

问题是，中国经济如果离开了房地产，未来还能靠什么？

其实在加拿大，我们发现这个问题的背后，有两个重要的答案。

第一个答案是服务业。

虽然华人在持续移民加拿大，但是最近这二十年很多是从中国大陆过去的新移民，由于到加拿大的时间比较晚，所以好的地方都被当地人住了，所以华人新移民并不住在唐人街，而是住得离市中心比较远。

但是华人比较喜欢抱团，所以大家都住在一起，另外华人的一个重要特点是重视教育，所以在华人搬过去以后，当地的学校考试成绩就开始突飞猛进，于是就变成了学区房，然后房子就涨价了。

这个故事其实告诉我们真正值钱的并不是房子，房子只是一堆钢筋水泥，真正值钱的是房子背后的教育、医疗、公共服务等资源。

其实在中国也是类似的，比如说目前上海的房价已经阴跌了不少了，但是学区房的房价其实并没有怎么下跌，这就是教育的价值。

所以，教育、医疗这些服务业，一定是中国经济未来发展的希望。

而第二个答案，其实是来自于资本市场。

其实，加拿大拿得出手的产业并不多，比如说加拿大的油砂资源丰富，但是由于政府效率低下，修不了油管，所以油价卖得特别便宜。以前房地产是支柱产业，但是这几年也熄火了，那么加拿大凭什么还能这么发达？

一个很重要的原因其实在于发达的企业年金。我们在加拿大接触到了许多规模巨大的年金机构，几乎每个大省都有各式各样的年金机构，比如教师基金、医生基金等等，加拿大统计局数据显示2018年二季度加拿大居民持有的养老保险和年金的价值达到2.6万亿加币，是其GDP总量的120%。

而这些年金机构都是市场化运作，把居民的资产投向全球最有希望的资本市场。我们可以简单算一笔账，如果加拿大年金的回报率能达到5%，其实其居民养老金的增长就会超过经济增长，所以哪怕居民的房地产泡沫破掉了一些，但是通过其年金的持续增值，最终可以通过时间来消化这个泡沫。

而加拿大年金投资的最主要市场是美国，美国的纳斯达克指数在过去40年的年均回报率高达10%，是加拿大居民财富保值增值的主因。

所以，在房地产熄火之后，加拿大经济靠的是服务业，以及美国资本市场的繁荣支持居民财富增长，归根到底其实就是服务业和美国经济，那么靠什么发展服务业，美国经济强大的奥秘又是什么？

美国强大全靠创新，华为代表中国希望！

我们观察美国经济结构，和中国存在着巨大的差别。

在美国，其经济当中的80%都是服务业，而第二产业占比18%，目前美国GDP总量为20万亿美元，对应服务业增加值为16万亿美元，第二产业增加值约为4万亿美元。而中国的GDP总量约为13万亿美元，其中服务业占比为52%，对应6.8万亿美元，而第二产业占比40%，对应5.2万亿美元。

这说明中国的制造业增加值其实已经超过了美国，美国经济比中国经济强大的主要部分在于服务业，其服务业增加值是中国的两倍还多。

那么，我们要问，凭什么美国服务业比我们强大？

大家去美国旅游，肯定会对美国的小费制度耿耿于怀，因为不管做什么事，只要涉及到服务，就要付小费。比如去餐馆吃饭，约定俗成的小费比例就是餐费的18%左右，问题是如果服务确实好付小费就算了，有时候压根就没有任何服务，也必须付小费，其实会让人觉得很不爽。

相反，我们在国内用餐，由于充分竞争，其实很多服务并不比美国差，比如海底捞的精彩服务让大家欲罢不能、乐不思蜀，但是并不需要额外付小费。

所以对于服务业而言，其实并不存在生产效率上的显著差异。比如说美国的护士和中国的护士，其工作内容不会有本质差别，美国的老师和医生，也不一定比中国的做的更好。

但是，服务业最显著的差异其实是在工资。

我们统计了交运、信息服务、金融、商业服务、教育、文化娱乐等六大服务行业的工资，发现美国平均工资约在5万美元左右，而中国则是在5万人民币左右，差距恰好是中美的汇率，整整达到了7倍。

所以，美国服务业比我们强大，并不是他们服务的比我们更好，而是他们的工资比我们高太多了，所以互相服务的更愉快。

问题是，为什么美国服务业可以拥有这么高的工资？

首先的原因在于服务业不太能自由流通，如果在制造业存在巨大的工资差别，那么这些制造业早就跑光了，这也是美国出现制造业空心化的根本原因，而特朗普喊的美国制造其实没有那么容易回归，但是服务业则不太一样，中国的护士不可能大规模跑到美国去提供服务。

但是最根本的原因，还是在于美国居民有钱为高企的服务价格付费，问题是美国居民的钱从哪里来？

其实根本来源还是强大的高端制造业。美国貌似没有多少制造业，其实他们是没有低端制造业，而是占据了制造业的最高端的设计和研发，攫取了最大的利润。

我们可以以苹果公司为例，来理解美国强大的原因。

目前，苹果公司的手机大约可以卖到 800 美元一部，而全球智能手机的平均售价大约在 400 美元，而智能手机的生产成本大约也在 400 美元左右，这意味着苹果手机每卖一部可以赚 400 美元，而其他手机商根本赚不到钱。而这也是手机产业链多年的写照，苹果以不到 20% 的手机销量份额占据了手机产业链 80% 的利润份额。

苹果手机每年的销量在 2 亿部，因此其靠卖手机就可以实现 800 亿美元的利润，再加上 10 多倍的估值，其股票市值就高达 1 万亿美元。

为什么大家就心甘情愿为苹果手机付出 800 美元的高价？因为人家性能就是好！苹果公司每年投入 100 多亿美元搞研发，换来的就是苹果手机的优异表现，所以创新可以攫取最大的利润。

一个苹果市值 1 万亿美元，如果有 20 个苹果其市值就会达到美国 GDP 的 20 万亿美元。而美国不仅是有一个苹果，其拥有亚马逊、谷歌、脸书等等一系列伟大的公司。

而另一个奥秘在于美国庞大的年金体系。目前美国的养老金总额高达 30 万亿美元，是其 GDP 的 1.5 倍，美国居民的养老金通过 401K 等养老金计划，大量投入到了美国的优秀企业，这就意味着只要这些大企业能够占据创新的高点，不停赚取利润推动股价上涨，那么美国居民就能够通过年金计划分享到财富的增值，而有了钱以后大家就有条件相互服务。

所以在美国庞大的服务业基础之上，是其更为发达的高端制造业。而中国虽然是全球制造业工厂，但是我们过去一直在制造业比较低端的生产加工部分，挤在除苹果以外那 80% 的手机厂中争取 20% 的手机利润份额，大家赚不到钱，当然就没有钱互相服务了。

比如说小米公司在上市前夕喊出硬件业务综合利润率不超过 5% 的口号，这一方面是业界良心，但其实也是一种悲哀，因为小米 17 年手机的平均售价仅为 881 元人民币，仅为 100 美元出头，因为利润率卖到 6% 可能就没人买了。

但是，华为的巨大进步让我们眼前一亮，看到了希望！

我们在北美的时候听到了这样一个故事，国人出国旅游一般都会代购一些名牌包包、衣服，因为比国内便宜太多。而现在外国人到中国旅游也流行代购，而代购的第一名是华为手机，原因是华为在海外的手机售价一般比国内贵 1000 元人民币左右，而这一次的 Mate20 系列海外版甚至是比国内版贵了 2000 元左右，多买几个华为手机就把旅游费用赚回来了！

过去，华为手机的平均售价只有不到 300 美元，但是 Mate20 在欧洲的售价达到 800 欧元，其实已经达到了苹果手机的定价范围，这意味着华为已经正式进入苹果所垄断的

高端智能手机市场，开始分食苹果手机的利润。而近期苹果公司的股价大幅回调，原因在于其销量和业绩展望都出现了明显下调。为什么美国人对华为如此紧张，甚至直接禁止华为进入美国手机市场，其实是害怕华为对苹果等核心产业形成冲击，创新是美国经济强大的根本！

而华为能够在最高端的智能手机市场和苹果直接竞争，在于其持续的高研发投入。2017年华为的研发投入是900亿人民币，而中国研发费用排第二的公司是中国石油，2017年总研发费用为186亿人民币，仅为华为的1/5。

正是持续的高研发投入，使得华为拥有自己的芯片技术。在某种意义上，华为比腾讯、阿里等公司还要伟大，因为后两者的成功主要得益于国内市场，而华为则是在海外市场充分竞争，而且是攻城略地，持续向最高端迈进。

今年华为的手机销量已经超过苹果，达到了2亿部的数量级。如果其手机的销售均价也能从300美元上升到800美元，那么其利润也会达到800亿美元，潜在市值也会接近1万亿美元。

而中国的经济总量是13万亿美元，这意味着如果能够有十几个华为出现，其市值总和就会达到中国经济的总量，其创造的财富将足以增加中国居民的收入、化解债务泡沫的风险，中国经济也会充满希望。

收缩货币打击投机，减税降费股债双牛！

既然华为代表了中国的希望，那么为什么华为只有一个？

其实答案非常简单，因为做华为要投1000亿人民币搞研发，还不一定能见效，这个太难了。而在货币超发的环境下，大家首选是做恒大、做碧桂园，君不见中国过去6年当中有4年的首富都是房地产老板，而美国的首富一直是科技巨头，微软的盖茨做了20多年的美国首富，最近刚刚换成亚马逊的贝索斯。

其实在美国，整个70年代也都是投机分子盛行的时代，当时股市一直没有涨，意味着实业投资没有回报，但是物价飞涨，说明当时也是各种投机分子发财。美国80年代的首富邦克是做石油发家，最后做农产品投机，1979年开始做白银，其在巅峰时期拥有了纽约商品交易所70%的白银。

但到了80年代以后，由于白银价格暴跌，搞投机的邦克破产了，而新的首富来自于两个行业：一是科技行业，微软盖茨和亚马逊贝佐斯相继成为美国首富；还有就是投资行业的巴菲特，他也是一度成为美国首富。

巴菲特享受了美国资本市场股债双牛的一大红利：一是美国利率长期下行30年，巴菲特的保险公司融资成本越来越低；另一个是美国的创新红利，纳斯达克指数40年涨了50倍，巴菲特的投资收益越来越高，所以他的公司越来越大。

而在这一变化的背后，是战后美国最伟大的总统之一里根。1980年，他竞选总统的口号就是“让美国再次伟大”，听上去是不是很熟悉？对的，特朗普的竞选口号其实就是抄袭了里根的原话，靠抄袭也能当上美国的总统！

在1981年里根当选总统之后，他提出了著名的《经济复兴法案》，其中的核心思想来源于供给学派，首先是收缩货币，他认为货币超发是通胀的根源，因此支持当时美联储主席沃尔克紧缩货币的政策，而在货币大幅收缩之后，带来了通胀的大幅回落和利率的大幅下降，以及债市持续30年的长牛行情。

今年中国债市走出了大牛市行情，10年期国债利率从4%降至3.4%以下，其背后的最重要原因就来自于货币收缩。而今年债券牛市的结构又有明显的分化，一面是以国债利率为代表的无风险利率大幅下降，但是另一方面，由于信用违约风险上升，以AA-级企业债为代表的风险利率比年初明显抬升。这说明我们过去两年的金融去杠杆绝对是正确的政策选择，这不仅帮我们降低了无风险利率，还惩罚了那些过去胡乱举债的投机

份子，去杠杆帮我们驱逐了经济当中的劣币。

而里根的另一大政策主张是减税。他认为是高税负抑制了私人部门的生产和投资热情，其在任期内实施了两次大规模减税政策，将企业所得税、个人所得税和资本利得税三大税率均大幅下调。

而得益于大规模减税，美国的研发支出占比在经历 70 年代的下降之后，到 80 年代开始重新回升，而代表创新的知识产权投资占比则从 80 年代开始持续上升，在减税的推动下，美国进入了创新引领的信息技术时代。

我们比较中国和美国的上市公司，发现一个最大的区别在于美国企业研发支出很大，2017 年平均每家研发费用超过 2 亿美元，而 A 股上市公司每家研发费用仅为 1 亿多人民币，两者相差近 10 倍，这说明中国公司的研发费用有很大的提升空间。

过去由于货币超发，税负过重，所以使得大量企业喜欢投机地产泡沫，而忽视研发创新。如果未来我们下决心收缩货币、减轻税负，那么相信会有越来越多的企业会像华为学习，再加上每年 1000 万大学毕业生作为后盾，中华民族又是如此勤奋努力，那么中国的研发创新就充满希望。

展望未来，中国正面临历史性选择：

第一种选择是继续货币超发，其对应的是拉美滞胀模式，这意味着应该配置房子商品等实物类资产，而金融资产没有配置的价值，这其实是我们过去 10 年的经历。

第二种是大规模基建，对应的是日本式的长期萧条，因为政府投资挤出一切有效投资，经济没有效率，对应的是债市长牛，股市长熊。

最后一种是美国式减税，对应的是股债双牛，尤其是创新将迎来长牛行情。

我们认为，过去两年的金融去杠杆、资管新规代表着我们已经下决心收缩货币、不会走货币超发老路，而对地方政府新增隐性债务终身追责、意味着基建投资只是托底而非强刺激，而增值税和个税的减免、税收增速的大幅下降意味着减税降费已经上路。

因此，中国已经选择了收货币、减税负，这说明我们有望走向美国式的股债双牛之路，今年债券牛市已经大放异彩，而未来新一轮股票牛市正在孕育当中，所以我们说当前的中国资本市场面临着历史性的投资机会。

2. 经济：下行压力仍大

1) 三线以下地产下滑。11 月上半月主要 36 城市地产销售同比下降 4%，比 10 月的降幅收窄。其中 22 个一二线城市地产销售同比增长 3.6%，而 14 个三四线城市地产销售同比下降 34%，比 10 月降幅扩大。

2) 汽车销售继续下降。11 月第一周乘联会乘用车零售同比下降 41%，批发零售同比下降 38%，降幅比 10 月明显扩大。

3) 工业生产依旧低迷。11 月中上旬 6 大电厂发电耗煤同比下降 10%，比 10 月的 -19%有所收窄，但降幅依旧很大。

3. 物价：通胀趋势回落

1) 食品价格下跌。上周蔬菜价格下跌，食用油、粮食、水产品价格回落，猪肉价格反弹，食品价格整体下跌。

2) 11月CPI回落。11月以来商务部食用农产品价格、农产品批发价格环比分别回落-1.1%、-2.3%，我们预测11月CPI环比下降0.9%，11月CPI同比回落至2.4%。

3) PPI继续下跌。上周煤价、钢价回落，油价大幅下跌，截止目前11月港口期货生产资料价格环比下跌0.8%，预测11月PPI环降0.5%，11月PPI同比降至2.3%。

4) 通胀趋势回落。进入11月以来，不仅食品价格继续回落，油价等生产资料价格也大幅下跌，这不仅意味着短期通胀将明显回落，而且也表明在经济回落的大背景下，未来通胀或将出现趋势性回落。

4. 流动性：宽松预期升温

1) 货币利率反弹。上周R007均值上行7BP至2.63%，R001均值上行21p至2.39%。DR007上行4bp至2.61%，DR001上行21bp至2.35%。

2) 央行小幅回笼。上周央行暂停公开市场操作，国库定存到期回笼1200亿。

3) 汇率小幅反弹。上周美元指数回落，人民币兑美元小幅反弹，在岸和离岸人民币汇率分别回升至6.94与6.92。

4) 宽松预期升温。央行公布10月份M2增速降至8%，10月份社会融资总量降至7288亿，10月社会融资总量增速降至10.2%。10月表外非标融资仍在继续萎缩，带动货币融资增速下降，这也意味着后续经济下行风险仍大，而为了维持货币信贷的平稳运行，未来仍有进一步降准的可能。

5. 政策：加大民企信贷投放

1) 健全城镇化融资。发改委表示，健全新型城镇化建设投融资机制，在债务风险可控前提下，保持有效投资力度和精准性，健全地方债券发行管理制度，补齐外部性强的城市设施软硬短板；引导非公有制企业进入特许经营领域，优化政府与社会资本合作（PPP）模式，推动形成市场化可持续的城市建设投入运营机制。

2) 精准补短板。发改委表示，“十三五”后三年，基础设施建设任务仍然艰巨，发改委将严格按照国办101号文件要求和任务分工，进一步深化供给侧结构性改革，进一步加快推进重大项目前期工作，加大资金筹措力度，调动民间投资积极性，聚焦精准补短板。

3) 加大民企信贷投放。央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会。央行行长易纲指出，针对部分企业仍面临的融资难、融资贵问题，金融部门要主动担当，合理规划信贷投放的节奏和力度。

6. 海外：国际油价暴跌，德国经济萎缩

1) 国际油价暴跌，美国原油库存增加。上周二WTI油价年内首次跌破56美元/桶，并创三年最大跌幅。上周OPEC和国际能源署也先后提到，考虑到国际经济增长放缓等因素，下调明年原油需求预期。上周四，美国能源信息署公布当周EIA原油库存增加1027万桶，连续第八周增长，创2017年2月份以来最大单周增幅。

2) 英国内阁就脱欧草案达成共识。上周三，英国内阁就脱欧协议草案达成了共识，意味着英国脱欧协议将进入下一步，等待议会的批准。但随后，包括脱欧事务大臣在内的4名英国政府高官相继请辞，并有多位议员提交了对首相梅的不信任投票申请函。

3) 受汽车产业临时性因素影响，德国三季度经济萎缩。上周三，德国公布经济数据，德国 GDP 三季度季调环比初值-0.2%，低于预期-0.1%和前值 0.5%。德国经济部长表示，三季度 GDP 出现萎缩主要是受汽车行业影响，为应对新的排放标准，许多德国车企第三季度短暂停产，导致汽车行业产出下滑，德国经济状况仍然良好，预计第四季度恢复增长。

4) 美国紧缩周期接近尾声。美国国债收益率大幅走低，美联储新任副主席克拉里达表示，美国利率接近美联储预估的中性水准，暗示当前的紧缩周期可能很快结束，10 年期美债收益率降至 3.067%。

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
于博 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 ljll11087@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
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

电子行业 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	煤炭行业 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	电力设备及新能源行业 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
基础化工行业 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	计算机行业 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	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张弋(010)50949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com
非银行金融行业 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	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lryj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 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	钢铁行业 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
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	农林牧渔行业 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	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 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	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 联系人 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
家电行业 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	造纸轻工行业 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 010-58067936 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