

相关研究

《实体经济观察 2019 年第 8 期：生产恢复偏慢》2019.02.28

《Demand remained sluggish and loan rates went down》2019.03.01

《需求依旧低迷，贷款利率下行》2019.02.25

从刺激需求到改革供给 ——历史角度看 A 股走牛的真正原因！

投资要点：

- **19 年 A 股独领风骚，何为历史性的机会？** 19 年以来中国 A 股涨幅超过 20%，表现不仅好于国内的房地产、黄金、银行理财、债券和现金等各类资产，也好于美股、欧股、日股等发达市场和印度、韩国等新兴市场。在 2018 年的 10 月份，我们写下了《投资中国的历史性机会》，如果让我们来寻找那些未来可能改变中国普通人命运的机会，我相信中国资本市场或许会是其中之一，远比 P2P、比特币之类的要靠谱，也优于“黄金、美金”，甚至还要比房产更有价值。
- **美国股市、房市的历史性转折。** 在 1979 年，美国商业周刊曾经写了一篇著名的文章《股市已死》，其核心观点就是：年轻人正在远离股市、买货币基金就可以轻松击败股市，只有买房才能抗通胀，而买股票不能抗通胀。这其实和当下中国市场的情绪非常类似，由于 A 股市场长年下跌，而房市长期上涨，因此中国年轻人宁可做房奴也不愿意炒股，中国股民的主力是中老年人。但是事后来，看，《商业周刊》的预测其实是大错特错，1980 年以后股市和房市的地位发生了大逆转，美国股市的涨幅高达 25 倍，而房子的涨幅只有 4 倍，甚至跑输了现金。
- **凯恩斯主义：从罗斯福新政到滞胀。** 在 1929 年，由于股市崩盘，美国爆发了经济危机，后来演化成席卷全球的大萧条。而凯恩斯主义应运而生，其核心理论是经济危机的时期，要依靠国家干预来刺激有效需求，促进就业和经济增长。而罗斯福新政通过大量公共工程，成功地带领美国经济走出萧条。但是到了 60/70 年代，凯恩斯主义失灵了，持续的刺激未能带来经济增长，反而是导致了持续的通胀，也就是“滞胀”。正是滞胀的出现，使得房价大涨，股市不涨，而其源头其实在于罗斯福新政及其相关的凯恩斯主义刺激政策。
- **供给学派：里根与美国经济复兴。** 正是在滞胀的泥潭中，里根成为了美国的总统。里根给这个国家开出的药方来自“供给学派”，标志着美国对凯恩斯主义的全面宣战，也就是不再靠刺激需求来获得经济增长，而是转向提高供给的效率。里根提出了著名的“经济复兴法案”，其核心思想是两点：首先是收缩货币、其次是大幅减税。里根带领美国经济走出了滞胀的泥潭，为之后的繁荣打下了伏笔。而里根的供给学派改革，是导致股市和房市表现逆转的根本原因，货币增速的回落对房市不利、而是压低了利率提高了股市估值，而减税激发了创新活力、改善了企业盈利，两者一起创造了美股 40 年高达 25 倍的涨幅神话。
- **从刺激需求到改革供给——A 股走牛的真正原因！** 在经济学当中，供给和需求是两大永恒的主题。改革开放之初，中国经济缺的不是需求，而是有效供给，从计划经济转向市场经济激活了 13 亿人民的活力。而 2008 年全球金融危机爆发之后，我们靠刺激需求度过了危机，也走向了举债发展经济的不可持续之路。而在 10 年的货币超发、地产泡沫之后，我们痛定思痛提出了供给侧结构性改革。我们也和美国 80 年一样，不再靠刺激需求发展，而是降低了货币增速，转向靠减税来激活经济，那么在美国 80 年前后发生的变化，就很有可能在中国再现，也就是说，我们也有望从地产牛市转向股票牛市。因此，从刺激需求转向改革供给，是我们看好中国资本市场未来发展的最核心理由，我们坚信现在就是投资中国的历史性机会。

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

目 录

1. 每周交流与思考	3
2. 经济: PMI 再创新低	12
3. 物价: 通胀短期分化.....	13
4. 流动性: 货币利率大升	13
5. 政策: 加快推进新基建.....	13
6. 海外: 美国 4 季度 GDP 增速 2.6%, 英国首相放松脱欧日期立场.....	14

1. 每周交流与思考

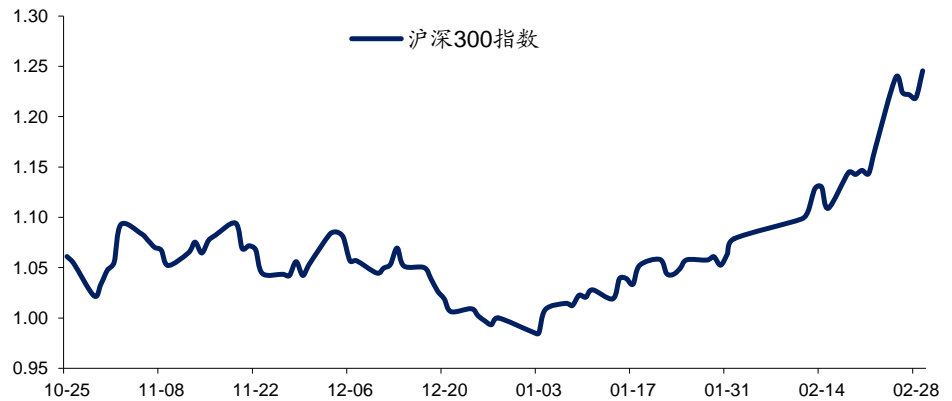
一、19年 A 股独领风骚

进入 2019 年以来，中国股市一扫去年的阴霾，表现非常出色。到目前为止，包括上证指数在内的主要 A 股指数涨幅均超过 20%，其中沪深 300 等指数涨幅高达 25%。

而从房市来看，统计局公布全国 70 个城市 1 月份二手房价格环比微涨 0.2%，为近 3 年的月度最低涨幅。而非官方的“中国城市二手房”指数显示，1 月全国 376 城市二手房价格环比微跌 0.2%。无论是官方还是非官方数据，都显示房价已经涨不动了。

从固定收益类产品来看，19 年以来中证国债指数上涨 0.82%，中证货币基金指数上涨 0.5%，持有 3 个月银行理财产品的收益率大约是 0.72%。

图1 沪深 300 指数 (以 2018 年 12 月 28 日为基期=1)



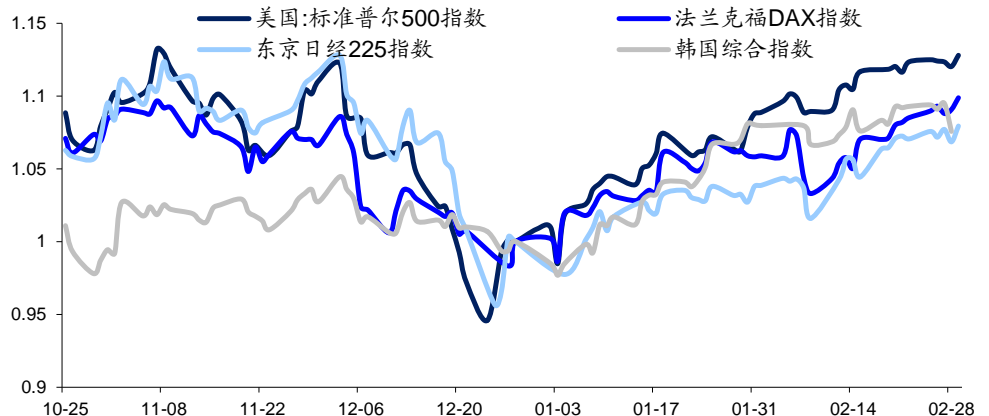
资料来源: Wind, 海通证券研究所

而经过上周的大跌之后，国际金价今年的涨幅只剩 0.9%，而且由于人民币今年升值了 2.3%，人民币黄金价格今年还下跌了 1.5%。

从全球来看，今年美国标普 500 指数上涨 11.8%，德国 DAX 指数上涨 9.9%，日经 225 指数上涨 7.9%，韩国综合指数上涨 7.6%，孟买 sensex30 指数还跌了 0.05%。

也就是说，今年的中国 A 股表现不仅好于国内的房地产、黄金、银行理财、债券和现金等各类资产，也好于美股、欧股、日股等发达市场和印度、韩国等新兴市场。

图2 全球主要国家股市指数 (以 2018 年 12 月 28 日为基期=1)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

二、何为历史性的机会？

但是对于中国资本市场，向来最缺乏的就是信心。哪怕现在 A 股已经涨了 20%，大家的第一反应就是涨太多该卖了。尤其是当前的经济数据并不好，加上两融余额迅速回升，有观点认为现在又是新一轮杠杆牛，上涨并不可持续。如果我们说这是新一轮大牛市的起点，相信很多人会嗤之以鼻。

我自己是 2005 年入行的，在目睹了 06/07 年 A 股大牛市的疯狂之后，在 07 年曾经幼稚地写过《大鹏一日同风起》的报告，省略了后半句“扶摇直上九万里”，试图用一百页的报告，来证明中国股市在 08 年可以涨到 1 万点，结果反倒是跌到了 1000 多点，这个目标过了 10 多年依然遥不可及。

图3 上证综合指数（点）



资料来源：Wind，海通证券研究所

自从那一次教训以后，我对每一份报告的观点都倍加珍惜，要求自己一定要客观，要先有逻辑再有结论，绝对不能倒过来，变成先有结论后有逻辑。因为写出去的报告就是泼出去的水，有白纸黑字证明，不可能收回来了。

在 14 年年底，我们写下了《金融泡沫大时代》，由于货币宽松、水太多，我们认为有一个金融大泡沫即将诞生，可以参与，但需牢记这是一个泡沫。在 17 年大家谈论经济新周期时，我们在年中写了《繁荣的顶点》，认为举债买房不可持续，未来要提防衰退而不是迎接新周期。

而这一次在 2018 年的 10 月份，我们写下了《投资中国的历史性机会》，在 11 月我们又写下了《为什么我们对中国未来有信心？》。在 19 年初，我们又相继写下了《这是最坏的时代，也是最好的时代——再论投资中国的历史性机会！》，以及《便宜就是硬道理！——再论为何我们看好股市、看淡房市？》

所有这些文章，我们其实都在表达一个观点，中国经济或许处于最坏的时代，但对于中国的资本市场而言反而是最好的时代，当前就是投资中国的历史性机会！

何为历史性的机会？

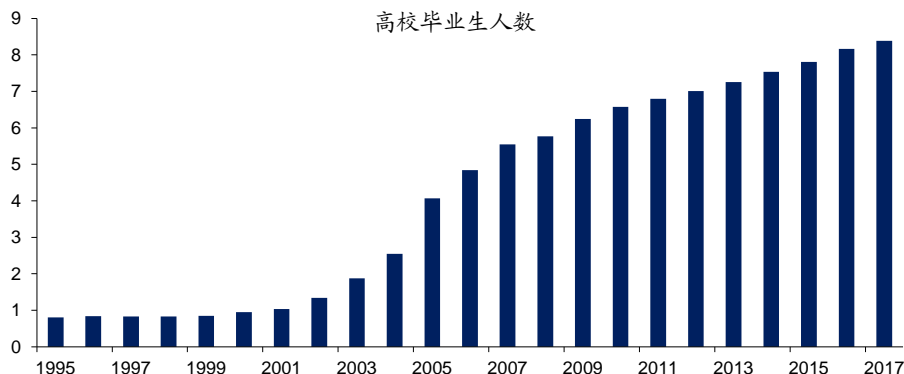
在《大江大河 40 年：改变命运的七次机遇》中，张假假和戴老板写下了普通中国人在过去 40 年当中足以改变命运的七次机会，分别是：**高考归来、乡镇企业、双轨生意、九二下海、资源巨潮、楼市疯狂、网络红利。**

也就是说，如果你在 78 年参加了高考、在 80 年开办了乡镇企业或者做“倒爷”，在 92 年下海经商，在 2000 年当上了煤老板、钢老板，在 2005 年以后买房，或者是加入腾讯、阿里等知名的互联网企业，都可以改变自己的命运。

但遗憾的是，这里面的绝大多数都是过去的机会，而且不可复制。比如说去年的大学毕业生已经多达 820 万，而在 1978 年只有 16.5 万，大学毕业生早已不再稀缺、而是

许多工作的基本要求。乡镇企业已经淡出了历史舞台，而“倒爷”已经消失。而在房价高企的现在，还想靠买房来改变人生或许只是一个美好的梦想。

图4 普通高校毕业生数（百万人）



资料来源：Wind，海通证券研究所

我们注意到，在上述七个机会中，没有一个字提到中国的资本市场，这其实也是一个非常令人悲哀的事实：在过去的几十年，中国的资本市场未能替普通老百姓创造财富。虽然今年的 A 股大涨了 20%，上证指数回到了 3000 点，但和 07 年 6000 多点的最高点相比，依然下跌了一半。中国 A 股市场诞生于 1990 年，而早在 1992 年上证指数就曾经涨到过 1400 点以上，27 年才涨一倍，连物价都远远没有跑赢。

然而过去不代表未来，如果让我们来寻找那些未来可能改变中国普通人命运的机会，我相信中国资本市场或许会是其中之一，远比 P2P、比特币之类的要靠谱，也优于“黄金、美金”，甚至还要比房产更有价值。

这其实就是我们想要表达的核心思想：**中国资本市场就是《投资中国的历史性机会》!**

三、美国股市、房市的历史性转折

为什么我们认为未来中国资本市场面临历史性的机会，因为我们发现，中国当前的情况特别像美国的 1980 年。

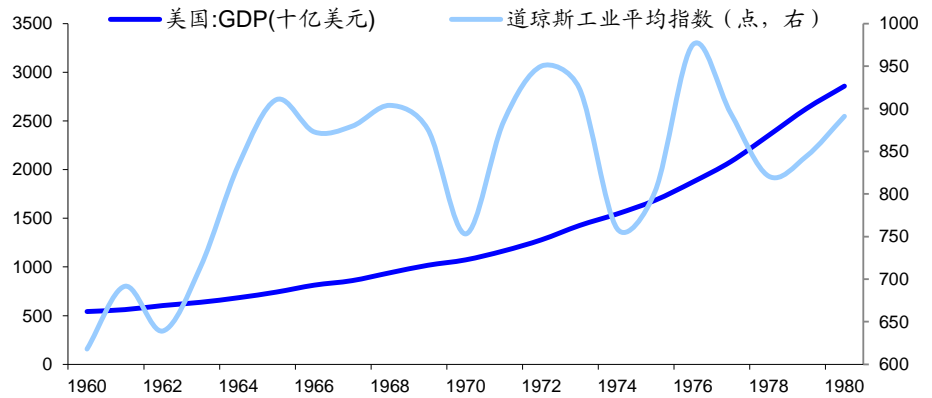
在 1979 年，美国的标普 500 指数收于 107.9 点，而在 1964 年标普 500 指数就达到了 84.8 点，相当于美国股市 15 年内只涨了 27%。

而在此期间，黄金从 35.1 美元/盎司涨到 512 美元/盎司，涨幅高达 14 倍。石油从 2.92 美元/桶涨到了 32.5 美元/桶，涨幅超过 10 倍。而美国的新房销售中间价从 1.89 万美元涨到了 6.29 万美元，涨幅为 2.3 倍。而即便是美国的物价指数也上涨了 1.3 倍，持有货币基金等现金类资产也能翻一番。

也就是说，如果在 1964 年的美国投资了股市，那么持有 15 年下来几乎颗粒无收，不仅跑输了黄金、石油，还跑输了房子、物价，甚至连持有现金都不如。

无怪乎著名的《商业周刊》杂志在 1979 年刊登了著名的文章《股市已死》，其核心观点就是：年轻人正在远离股市，买货币基金就可以轻松击败股市，只有买房才能抗通胀、而买股票不能抗通胀。

图5 美国 GDP 和道琼斯工业平均指数



资料来源: Wind, 海通证券研究所

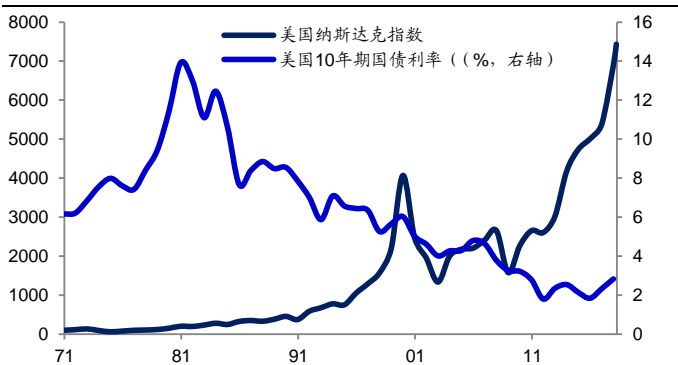
这其实和当下中国市场的情绪非常类似,由于 A 股市场长年下跌,而房市长期上涨,因此中国年轻人宁可做房奴也不愿意炒股,中国股民的主力是中老年人。根据数据宝和腾讯自选股的《2018 年度 A 股股民报告》,40 岁以上股民占比为 43%,而 30 岁以下的股民占比只有 18%。而贝壳研究院发布的《2018 年全国购房者调查报告》显示,2018 年中国购房者平均年龄为 29.5 岁,处于全球最低位附近,显著低于中国股民的平均年龄。

我自己刚刚去了我们云南分公司给营业部的客户讲课,在会场放眼望去,发现好多都是白发苍苍的老同志,甚至还有拄着拐杖过来的。而在当天与客户餐叙的时候,发现大家几乎都没有任何股票资产,甚至连股票账户开在哪都忘记了。大家的主要资产是房子、银行理财乃至货币基金,就是没有股票,这不就是上面《股市已死》里面写过的事情吗?

然而事后来看,《商业周刊》的预测其实是大错特错。在 1980 年以后,美国股市和房市的地位发生了惊天大逆转,股市的涨幅高达 25 倍,而房子的涨幅只有 4 倍。从年化回报率来看,股市年均上涨 8.4%,而房市年均涨幅只有 4.3%,而同期持有现金的回报率是 4.8%,也就是说过去 40 年在美国买房其实是跑输现金的。

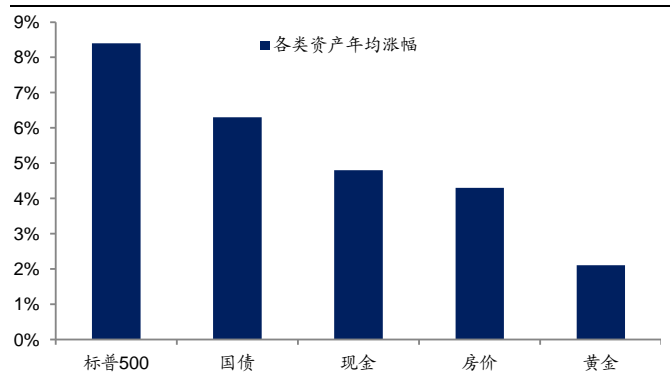
是什么因素导致了美国房市在 6、70 年代的大涨,又是什么支撑了美国股市在 80 年代以后长达 40 年的大牛市呢,房市和股市大逆转的原因是什么?

图6 美国纳指、10 年期国债利率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 80 年至今美国各类资产年均涨幅



资料来源: Wind, 海通证券研究所

四、凯恩斯主义:从罗斯福新政到滞胀

在 1980 年,演员里根宣布竞选美国的总统,而他的竞选口号就是“让美国再次伟大”,后来被特朗普所借鉴。里根被誉为是美国战后最为伟大的总统,而与之交相辉映的

则是美国二战时期的伟大总统罗斯福。

而在经济学上，罗斯福最有名的政策是“**罗斯福新政**”，而里根则是“**里根经济学**”，前者带领美国走出了大萧条，而后者则带领美国走出了滞胀的泥潭。要理解里根的伟大，同样离不开罗斯福。

大萧条与罗斯福新政。

在 1929 年，由于股市崩盘，美国爆发了经济危机，后来演化成席卷全球的大萧条。到了 1932 年，美国的 GDP 萎缩了 43%，人均收入减少了 40%，失业人口高达 1300 万。而德国 1932 年的工业生产也比 1929 年下降了接近一半，失业人口高达 500 多万。

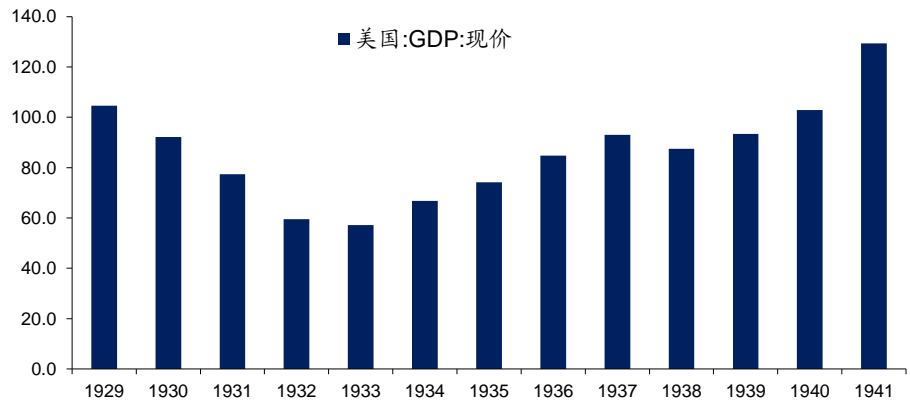
面对经济危机，为了自保，各个国家都加强了贸易保护，一方面设置关税壁垒限制进口，另一方面加紧了对国际市场的争夺，导致了各国对立的加深，这或许也是第二次世界大战爆发的重要原因之一。

而在 1936 年，凯恩斯发表了著名的《**就业、利息和货币通论**》，提出在面对经济危机的时期，要依靠国家干预来刺激有效需求，促进就业和经济增长。通俗的说，就是大家不用抢了，靠政府请人挖坑就可以解决大萧条。

而罗斯福在 1933 年就任美国总统之后，提出了一系列新政，其核心思想就是通过举办公共工程建设和紧急救助，提供大量的就业机会，并间接增加了居民收入和消费增长。

罗斯福的一系列新政最初取得了非常好的效果，到 1941 年的时候，美国经济的总量已经超过了 1929 年 1046 亿美元的顶峰水平。但是与之相应的代价则是美国政府规模的急剧上升，1932 年美国财政收入只占 GDP 的 2.7%，但是到 1945 年时激增至 18%。

图8 美国 GDP 规模 (十亿美元)



资料来源：Wind，海通证券研究所

凯恩斯主义与滞胀。

在二战以后的 1950/60 年代，凯恩斯主义一度成为西方经济学的“显学”。但是到了 1960、70 年代，凯恩斯主义失灵了，持续的刺激未能带来经济增长，反而是导致了持续的通胀，也就是“滞胀”。

凯恩斯主义的核心是靠政府刺激需求来拉动经济，但是凯恩斯主义解决不了的问题是如果靠刺激需求拉不动经济该怎么办？而这恰恰就是在 1960/70 年代发生的现象，政府不停地刺激经济，但是刺激政策并没有带来增长，只是超发了货币、推高了通胀。

从 1964 年到 1979 年，美国的广义货币 M3 总量从 4400 亿美元激增至 18000 亿美元，货币总量增长了 3 倍，而同期美国经济总量仅增长 70%。这意味着大多数刺激政策只是导致了货币超发，而并未带来经济增长。

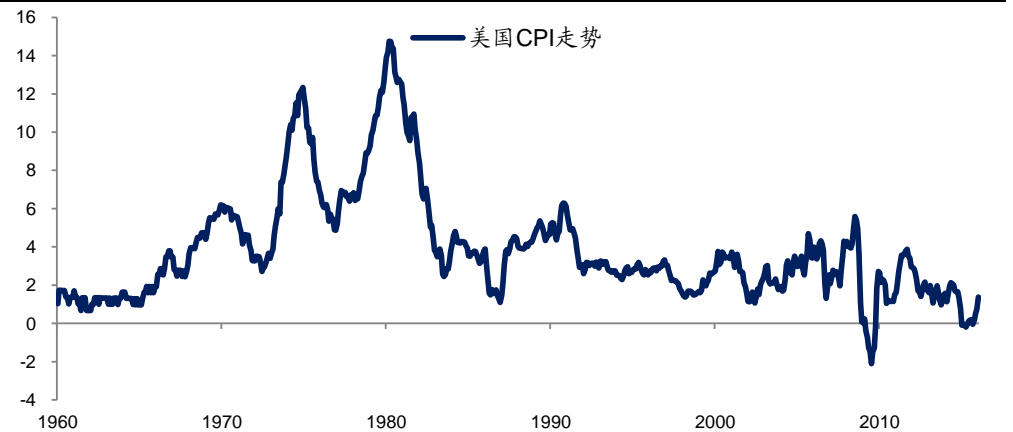
滞胀：推高房价、压低股价。

货币超发推升了通胀预期，有利于实物资产，美国同期房价涨幅就与货币增幅大致相当。而高货币增速带来了高利率，对属于金融资产的股市和债市都极其不利。

1964年时美国标普500指数的PE估值高达20倍，到了1979年最低降至8倍左右，由于估值降低了60%，即便同期上市公司业绩增长了3倍，但合计的股市涨幅只有20%出头，几乎等于没涨。因而对于当时的美国居民来说，抵御风险的主要办法就是买房。

而正是滞胀的出现，使得1960/70年代房价大涨、股市不涨，而其源头其实在于罗斯福新政及其相关的凯恩斯主义刺激政策。

图9 美国CPI走势(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

五、供给学派：里根与美国经济复兴

伟人往往在逆境中诞生，正是在滞胀的泥潭中，里根成为了美国的总统。

在他的就任演讲中提到：“We are a nation that has a government-not the other way around. And this makes us special among the nations of the earth. Our government has no power except that granted by the people. It is time to check and reverse the growth of government which shows signs of having grown beyond the consent of the governed.”

在这篇演讲词当中，里根只提了一个问题：“为什么这个全世界最自由的国度里，人民不能自由地创造财富？”他的回答是：“政府膨胀过度了！”这其实是半个世纪以来，美国总统首次直面罗斯福新政给美国经济带来的困境，也标志着美国对凯恩斯主义的全面宣战。

供给学派：增长不是来自需求，而是有效供给。

里根给这个国家开出的药方来自“供给学派”，也就是不再靠刺激需求来获得经济增长，而是转向提高供给的效率。

在供给学派看来，经济衰退表现上是因为供过于求，因为产能过剩，导致供给超过需求。但过剩的其实是“劣等货”，更深层的原因不是需求不足，而是缺乏创造性的生产。

我们可以举个例子来理解，我们把一个国家看做是一家商店，而这个国家的人只能到这个商店买东西，国家经济好不好就是商店的生意好不好。如果这个商店永远卖同样

的东西，那么大家买到够用就不会再买了，好比每天吃海鲜也会腻。如果商店给大家发钱促销，结果是大家不一定会买的更多，而是商店的东西会涨价。

但假如商店可以不停地卖新东西，比如说今年卖汽车、明年卖电脑、后年卖手机，那么新东西出来了只要好用，大家就会抢着买，根本不用商店促销。

因此，供给才是现代经济和古代经济的根本区别。古代经济的供给长年不变，所以经济增长缓慢。但是进入到工业革命以后，人类的供给效率大幅提高，所以才进入了经济高速发展时代。因此，在长期决定经济增长不是需求，而是供给。

里根经济学：收缩货币、降低税负。

由此，里根提出了著名的“经济复兴法案”，其核心思想是两点：首先是收缩货币，他认为货币超发是高通胀的根源，因此支持当时美联储主席沃克尔紧缩货币的政策。在货币大幅收缩之后，到了 1983 年，美国的通胀率降至了 5% 以下，而且之后长期保持在 5% 以下的低位。

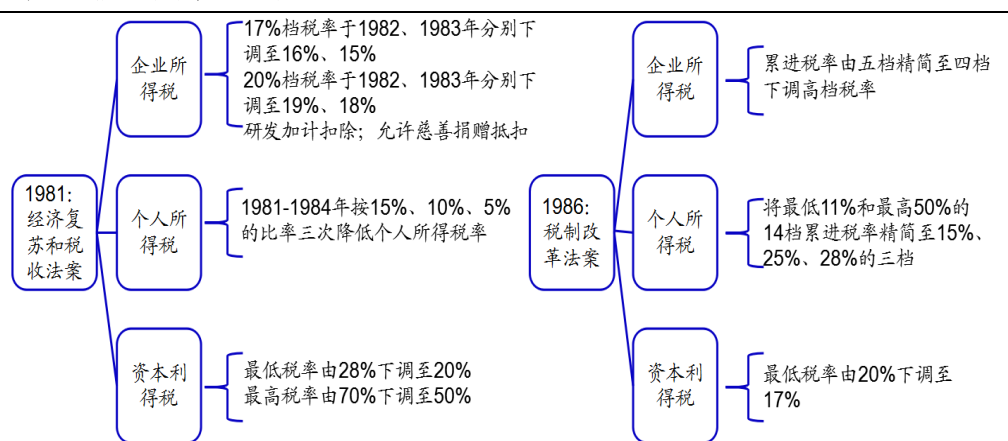
表 1 美国货币增速、通胀和经济增长 (%)

	货币增速	通胀	经济增长	利率
1800-1900	4.5	0	4.1	4.9
1900-2000	7	3	3.3	5.5
1970-1980	10	7.8	3.2	8.6
1980-2018	6	2.7	2.8	6

资料来源：WIND，海通证券研究所

里根的另一大政策主张是减税，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。而大幅减税激活了美国企业的研发创新和居民消费，使得经济重新恢复了活力。美国经济在 1983 年以后重拾高增长，失业率也从 10% 以上的高位缓慢下降。自里根上台以后美国经济终于摆脱了持续十余年的滞胀局面，并为之后克林顿的繁荣时代打下了基础。

图 10 里根政府时期税改措施



资料来源：Wind，海通证券研究所

供给革命：不利房市、推涨股市。

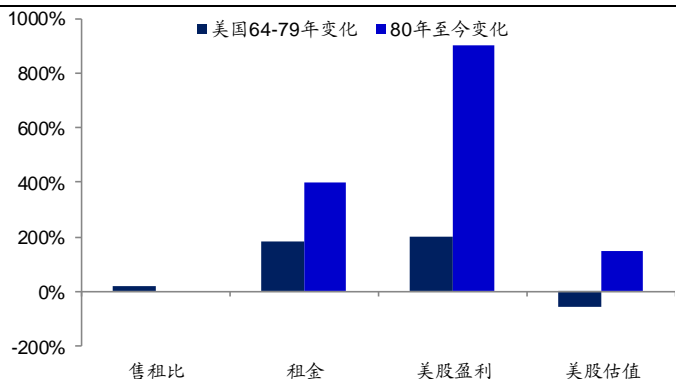
而里根的供给学派改革，是导致股市和房市表现逆转的根本原因。

由于里根支持当时美联储主席沃克尔紧缩货币的政策，美国的货币增速从 70 年代的 10% 降至 80 年代以后的 6%，而房价与货币增速高度相关，货币增速的回落使得房价的潜在涨幅大幅回落。

而另一方面，货币增速的回落带来了美国通胀和利率水平的大幅下降，而高利率是

导致美国 70 年代股市估值下降的主因，而在利率下行之后，美国股市估值明显修复，标普 500 的 PE 估值从 79 年的 8 倍重新回到了现在的 20 倍。

另一方面，里根开启的减税政策增加了企业的盈利、激发了企业创新的动力，这使得美国企业盈利增速保持了长期稳定增长，在过去 40 年美国上市公司的盈利增长了 10 倍。盈利的增长加上估值的修复，一起创造了美股 40 年高达 25 倍的涨幅神话，远超同期房市 4 倍的涨幅。

图11 美国房市、股市涨跌原因


资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 美国房市和股市估值水平变化 (倍)

	售租比	美股PE
64年	18	19
79年	24	8
当前	25	20

资料来源：Wind，海通证券研究所

六、从刺激需求到改善供给——A股走牛的真正原因!

在经济学当中，供给和需求是两大永恒的主题，与之相应，该如何促进经济增长，在每一个时代都有着深刻的时代烙印，也会带来不同的投资机会。

市场经济之初：供给至上。

现代经济学的鼻祖是亚当·斯密，他在《国富论》中第一次提出了市场是无形的手的说法，认为市场可以解决经济运行中的一切问题。在亚当斯密看来，经济增长其实是来自于供给端，他说国民财富的增长取决于两个条件：即劳动生产率的提高和从事劳动人数的增加。而促进劳动生产率提高的主要因素是分工。

而中国的改革开放始于 1978 年，随着我们从计划经济转向市场经济，中国经济迎来了腾飞，而市场经济的核心思想是用市场这只无形的手来调控经济。

在改革开放之初，中国经济缺的不是需求，而是有效供给。通过家庭联产承包责任制、取消价格管制、农民进城，我们成功地激活了 13 亿人民的活力，大幅提高了生产效率，经济实现了高速起飞。

图13 中国 GDP 增速 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

萧条出现：需求崛起。

但是在国富论诞生 150 年之后，资本主义国家爆发了席卷全球的大萧条，凯恩斯主义应运而生，对经济增长的推动转向了需求端，而罗斯福新政虽然带领美国走出了萧条，但也为之后的滞胀埋下伏笔。

而中国经济在经过改革开放前 30 年的发展之后，在 2008 年遭遇了全球金融危机，这其实类似于美国 1929 年大萧条的挑战。我们的应对方式是 4 万亿投资计划，这类似于罗斯福新政。通过刺激需求我国度过了全球金融危机，但从此也走上了靠举债刺激经济发展的不可持续之路，可谓成也萧何败也萧何！

滞胀危机：重回供给。

在罗斯福新政 50 年以后，由于滞胀的爆发，在 1980 年代美国里根、英国撒切尔等先后转向了经济的供给端，通过减税、放松管制等政策重新激活了经济增长，进入新一轮繁荣时代。

中国在过去 10 年货币超增、债务率持续上升，经济增速下行而房价持续暴涨，其实就是类滞胀的状态。而在痛定思痛之后，2015 年 11 月，中国正式提出了供给侧结构性改革，这其实类似于美国的“供给学派”改革，意味着我们也把经济增长的重心转回到了供给端。

图14 中国社会总杠杆率



资料来源：WIND，海通证券研究所

在最初的阶段，我们的供给侧改革主要体现为减少过剩供给，例如压缩钢铁、煤炭等行业的过剩产能，以及减少房地产行业的过剩库存。但从理论上讲，减少供给及其带来的价格上涨只是改变了经济的分配结构，并没有提高中国经济的生产效率。

去杠杆降税负：投资中国的历史性机会！

而在过去两年，我们的供给侧改革开始啃硬骨头。通过金融去杠杆、我们关闭了影子银行，大幅降低了货币增速，广义货币 M2 增速从过去 10 年的年均 15% 降至目前的 8% 左右。而从去年开始，我们开始减税降费，去年降低了增值税和个人所得税，全年减税超万亿，而 19 年提出了更大规模的减税降费计划。

这意味着我们也和美国 80 年一样，不再靠刺激需求发展，而是降低了货币增速，转向靠减税来激活经济，那么在美国 80 年前后发生的变化，就很有可能在中国再现，也就是说，我们也有望从地产牛市转向股票牛市。

图15 中国 M2 增速 (%)

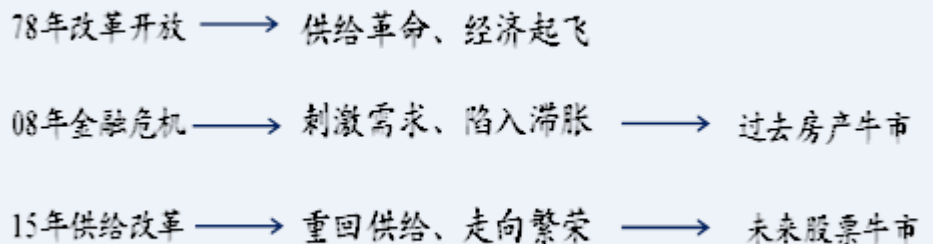

资料来源：WIND，海通证券研究所

很多人说中国股市没有好公司，但其实回到 1980 年，美国的好公司也没有那么多，现在大家耳熟能详美股五巨头 FAAMG，其中的微软和苹果当时只是刚刚诞生、还没有上市，而谷歌、亚马逊、脸谱等都还没有诞生。

因此，投资机会的关键不在于现在的中国股市有没有好公司，而是在于中国有没有好公司，未来还能不能产生好公司，这些好公司能不能在 A 股上市，A 股现在上市的公司未来会不会更好？而这些问题，其实是可以找到答案的。

腾讯、阿里、华为、抖音等其实都是好公司，这说明我们现在就有好公司。如果减税降费以后企业的负担更轻了，那么未来应该还会有更好的公司诞生出来。只不过过去中国的好公司很多都没有在 A 股上市，或者没有上市。但如果我们能够改革资本市场的制度，尤其是把好市场入口和出口两道关，严格退市制度、加快注册制，让优秀的企业尽快上市、垃圾企业尽快退市，其实就能够让资本市场更好地为中国经济服务。而用资本市场取代银行融资，其实就是提高资本使用效率，提高中国经济增长潜力的过程。

因此，从刺激需求转向改善供给，是我们看好中国资本市场未来发展的最核心理由，我们坚信现在就是投资中国的历史性机会。

图16 政策选择与资产表现


资料来源：海通证券研究所整理

2. 经济：PMI 再创新低

1) **PMI 再创新低**。19 年 2 月全国制造业 PMI 为 49.2%，较 1 月回落 0.3 个百分点，仍处荣枯线下，并创下 16 年 3 月以来新低，前两月均值较去年 12 月微幅下滑至 49.35%，也处于 13 年以来同期次低点，指向制造业景气仍在转弱。主要分项指标中，需求、价格回升，生产回落，库存去化。

2) **内需改善、外需下滑。**2月新订单指数回升至50.6%，重回线上，前两月均值也高于18年12月，指向需求季节性回升。2月新出口订单指数线下回落至45.2%，外需仍在下滑。

3) **生产线下新低。**2月生产指数降至49.5%，跌破荣枯线，前两月均值50.2%，创13年以来同期新低，印证1-2月发电耗煤减速，指向工业生产仍在下滑。

4) **库存继续去化。**2月原材料库存指数降至46.3%，产成品库存指数降至46.4%。需求边际改善而生产仍在回落，令库存双双去化。

3. 物价：通胀短期分化

1) **食品价格继跌。**上周蔬菜价格大跌，肉禽价格回落，食品价格环比上周下跌1.3%。

2) **2月CPI下降。**2月恰逢春节，但食品价格涨幅远低于预期，2月商务部食品价格环比上涨1%，农业品农产品价格环比上涨6.4%，预测2月CPI食品价格环比上涨1.5%，2月CPI同比涨幅下降至1.1%。

3) **2月PPI回升。**19年2月以来油价大幅回升，煤价钢价小幅回升，截止目前2月港口期货生资价格环比上涨0.7%，预测2月PPI环比上涨0.4%，2月PPI同比涨幅或小幅回升至0.5%。

4) **通胀短期分化。**从前两月物价的走势来看，食品价格涨幅偏弱，而且由于去年同期的高基数效应，将导致CPI短期内大幅下滑。但年初以来的工业品价格环比回升，2月的PMI购进价格指数重回50%以上，我们预测2、3两月的PPI或有望低位回升。

4. 流动性：货币利率大升

1) **货币利率大升。**上周货币利率大幅回升，其中R007均值上行54bp至2.96%，R001均值上行55bp至2.63%。DR007上行34bp至2.67%，DR001上行53bp至2.54%。

2) **央行小幅投放。**上周央行逆回购投放2200亿，逆回购到期回笼600亿，央行净投放1600亿。

3) **汇率保持稳定。**上周美元指数持平，人民币兑美元保持稳定，在岸与离岸人民币汇率均稳定在6.71。

4) **流动性依旧充裕。**2月末货币利率出现大幅回升，或与前两个月央行公开市场持续大幅回笼货币有关，2月央行公开市场回笼货币8200亿，前两个月净回笼12000亿，几乎与央行1月份全面降准投放的货币相当。但由于18年末金融机构超储率高达2.4%，即便考虑外占流出、财政缴款等因素冲击，我们测算2月末的超储率仍在1.5%以上，远高于去年同期的1%左右，因此整体看流动性充裕的格局并未改变，3月初的货币利率已经有明显下降。

5. 政策：加快推进新基建

1) **深化财税体制改革。**财政部“三定”规定出炉，提出要完善宏观调控体系，创新调控方式，构建发展规划、财政、金融等政策协调和工作协同机制，强化经济监测预测预警能力；深化财税体制改革；规范举债融资机制，构建“闭环”管理体系，严控法定限额内债务风险。

2) 加快推进新基建。发改委预计, 2019 年基建投资有望保持中速增长态势; 2019 年将加大关键技术、高端装备、以及核心零部件和元器件领域投资, 加快推进新型基础设施建设, 加快 5G 商用步伐; 预计 2019 年采矿业、中高端制造业等有望成为投资热点行业。

3) 推动物流发展。发改委、财政部等多部委联合发布《推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》。意见指出, 选择部分基础条件成熟的承载城市, 启动第一批 15 个左右国家物流枢纽布局建设, 培育形成一批资源整合能力强、运营模式先进的枢纽运营企业; 鼓励持牌金融机构在相应的金融业务资质范围内开发基于供应链的金融产品, 引导和支持资金流向实体企业, 加大对小微企业融资支持力度。

6. 海外: 美国 4 季度 GDP 增速 2.6%, 英国首相放松脱欧日期立场

1) 美国 4 季度 GDP 增速 2.6%。上周四, 美国商务部发布数据显示, 美国 18 年 4 季度实际 GDP 年化季环比初值 2.6%, 较前值 3.4% 大幅回落, 但高于预期的 2.2%。18 年全年美国经济实际同比增速 2.9%, 为 15 年以来最高, 但略低于特朗普政府设定的年度目标 3%。

2) 美国 2 月制造业 PMI 不及预期。上周五, 美国供应管理协会 (ISM) 公布美国 2 月制造业 PMI 指数 54.2, 低于预期 55.8 和前值 56.6, 创 2016 年 11 月以来新低, 分项中, 就业指数 52.3, 也创 2016 年 11 月以来新低, 新订单指数 55.5, 低于前值 58.2。

3) 鲍威尔表示接近达成缩表终止计划。上周二和周三, 美联储主席鲍威尔出席国会听证会时表示, 近期部分数据疲软, 表明今年美国经济增速将较去年放缓, 但经济扩张仍稳健, 需密切监控海外经济增长放缓和英国脱欧等变化。鲍威尔重申联储决策会有耐心, 并称终止缩表过程的计划接近达成、预计很快公布。

4) 英国首相放松脱欧日期立场。据彭博报道, 英国首相特蕾莎·梅与其内阁在上周二举行的紧急会议上讨论将原定于 3 月 29 日的脱欧日期推后, 以避免无协议脱欧。同一天, 反对党工党领袖科尔宾决定支持开展第二次英国脱欧全民公投。此前, 英国首相特蕾莎·梅已将脱欧协议在下议院的最终表决投票推迟到 3 月 12 日前举行, 以延长两周与欧盟官员谈判的时间。

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 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
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
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
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@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
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
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桂(010)56760092 wjs11852@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
孙小雯(021)23154120 sxw10268@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
李殊醒(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
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹琴(021)23154119 yll1569@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
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@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 01050949962 zy12258@htsec.com
 张峥青(021)23219383 zzq11650@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 lzf11585@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江(010)56760091 lj12399@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
 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
 联系人
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 张欣劼 zxx12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lf112225@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
 张恒旭 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
 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com
 联系人
 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
 许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 联系人
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣楦永(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
 季唯佳(021)23219384 jiwj@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
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@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
 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