证券研究报告

宏观研究与资产配置

姜 超（首席经济学家、宏观债券研究）

SAC号码：S0850513010002

2019年8月10日

目录

第一部分：美国经济研究

1. 经济研究与资产配置

2. 长期增长与短期波动

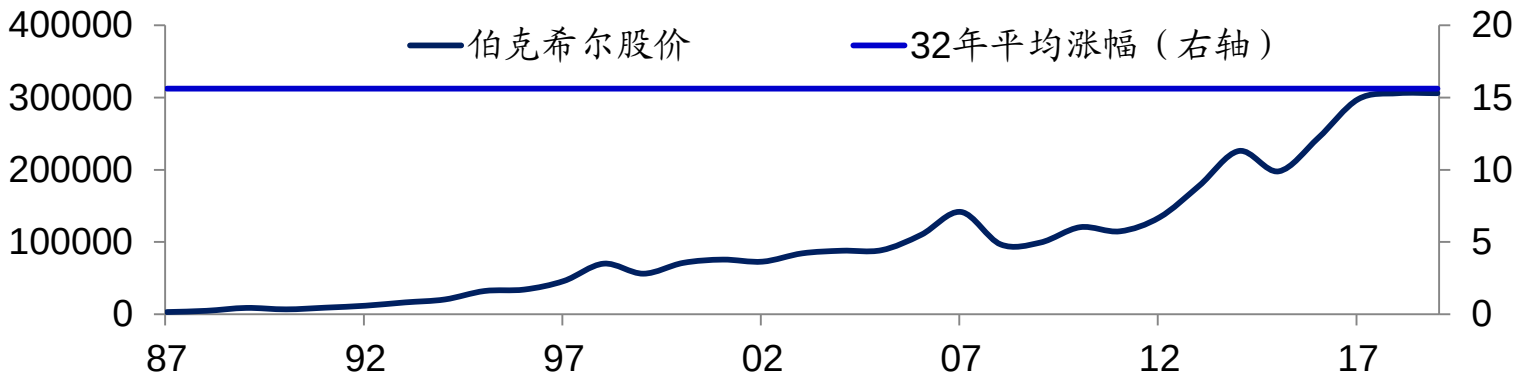
3. 经济周期与债务周期

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

巴菲特滚雪球：寻找长坡

资本市场投资研究的核心是如何赚钱。巴菲特的伯克希尔公司股价在过去40年从每股300美元上涨到接近30万美元，累计涨幅1000倍，年均涨幅约20%。巴菲特的名言是“人生就像滚雪球。最重要之事是发现湿雪和长长的山坡。”

伯克希尔股价（美元/股）与涨幅（%）



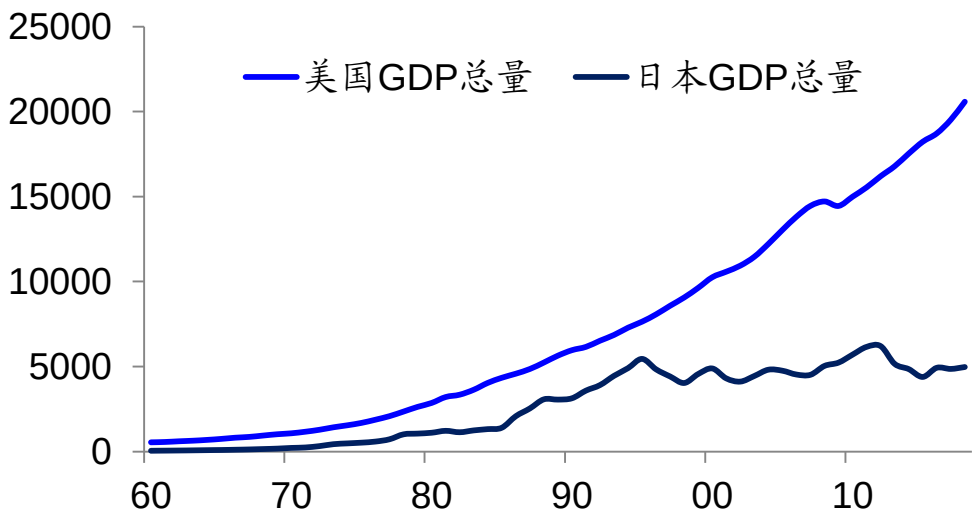
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

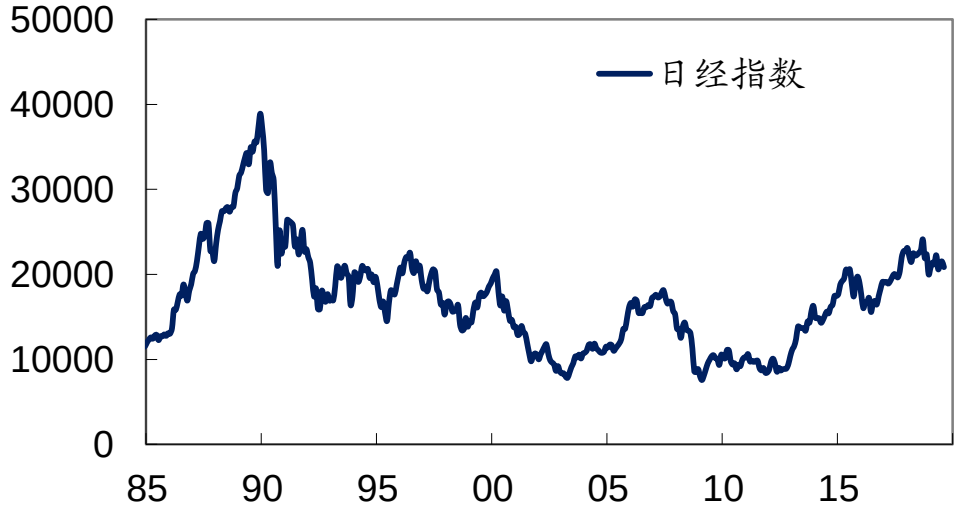
美国、日本经济对比

巴菲特说他自己中了卵巢彩票，因为他出生在美国，而且美国的经济总量持续创出历史新高。其他比如日本经济已经20年没有增长了，对应的股市已经震荡了30年，也就难以诞生巴菲特这样的投资神话。

美国、日本GDP变化（十亿美元）



日经指数（点）



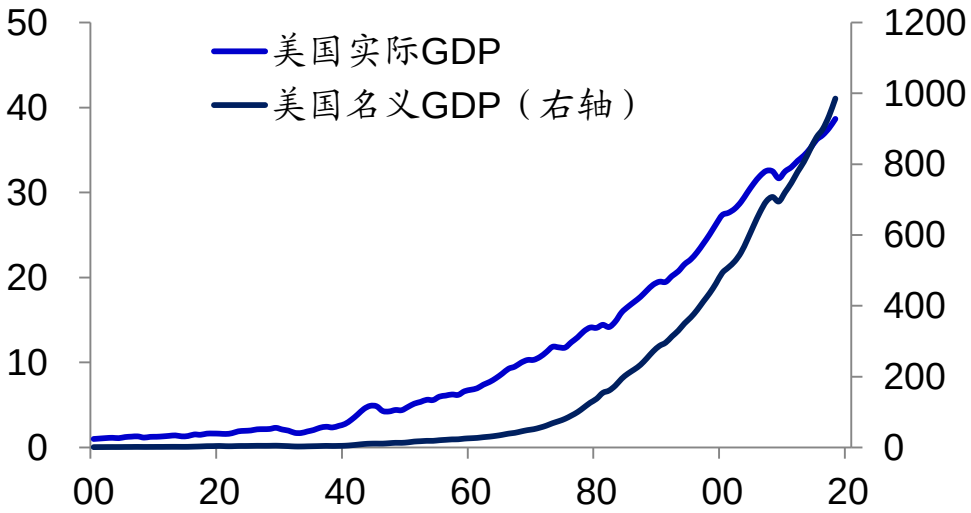
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

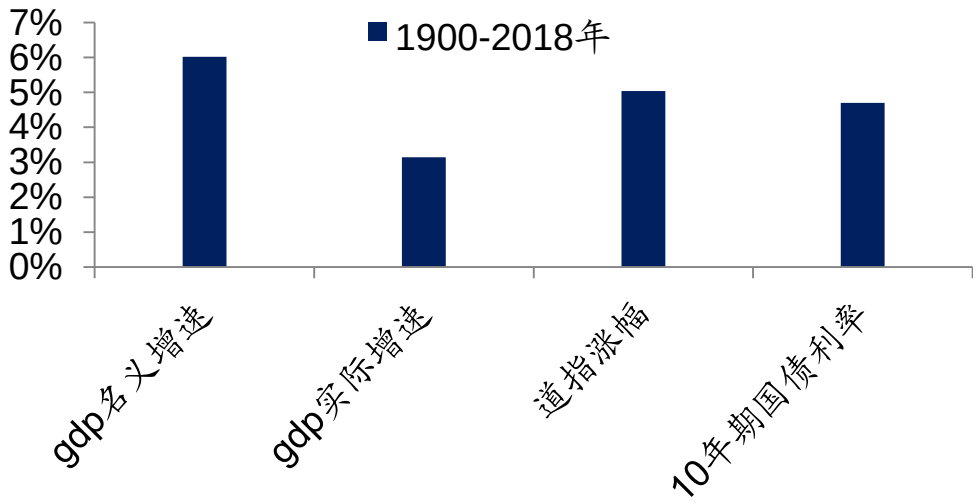
经济增长：资产回报的基础

从1900年到2018年，美国的实际GDP增长了40倍，而名义GDP增长了近1000倍，折合年化涨幅分别为3.1%和6%。而经济增长是资产回报的基础，美国道指过去118年的年均涨幅为5%、10年期国债利率的均值为4.7%，均接近其GDP名义增速。

美国名义GDP和实际GDP（1900=1）



美国年均GDP增速、道指年均涨幅和10年期国债利率均值



资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目录

第一部分：美国经济研究

1. 经济研究与资产配置

2. 长期增长与短期波动

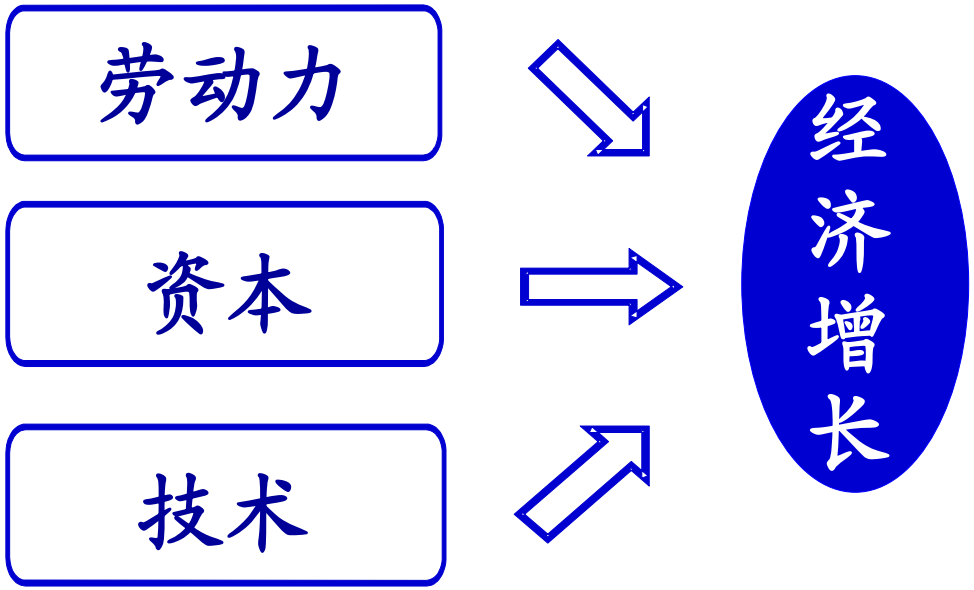
3. 经济增长与债务周期

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

经济增长三大动力：劳动力、资本和技术

从生产投入的角度看，经济增长有三大来源：劳动力、资本和技术，这三者的增长均能带来经济增长。

经济增长三大动力



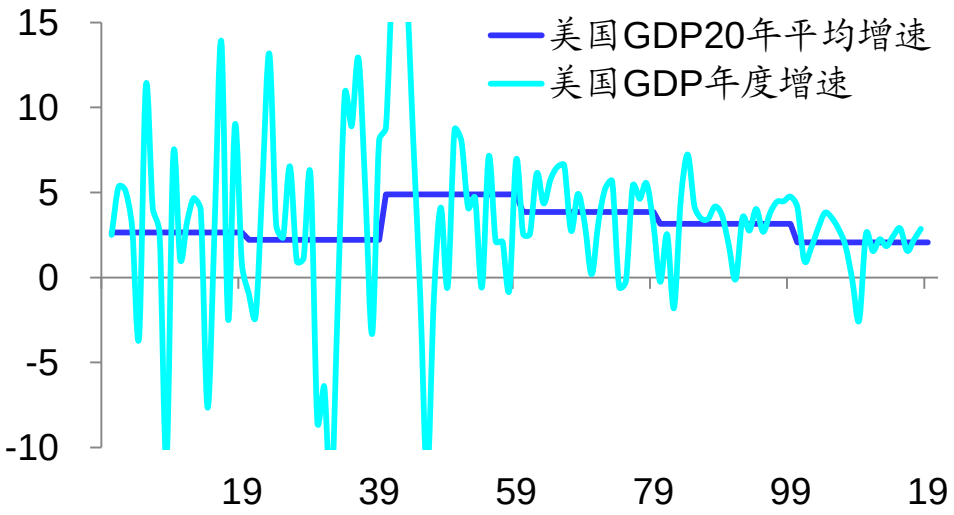
资料来源：海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

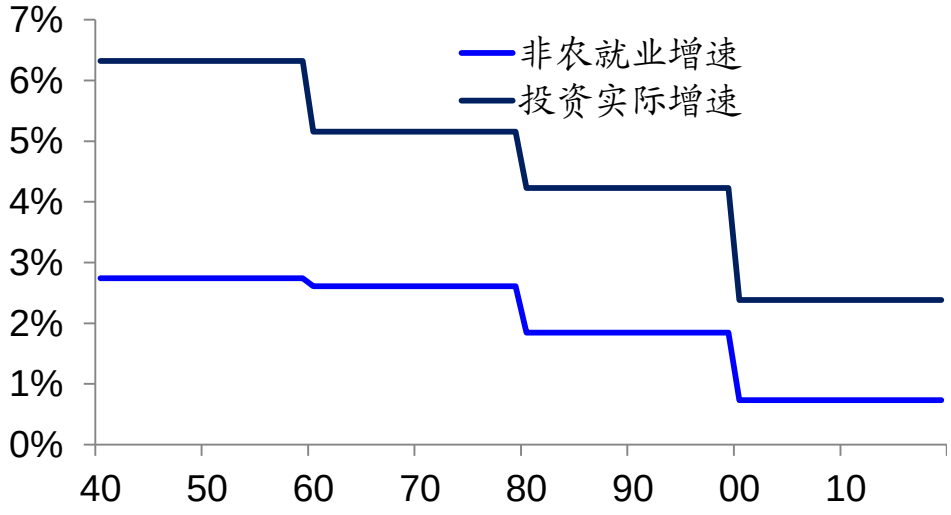
过去80年：增长中枢持续下行

过去80年，美国经济增长中枢在持续下行。其中经济增长最快的是1940-60年，年均GDP实际增速高达4.9%，而在近20年的年均GDP实际增速降至2.1%。经济增速长期下行的背后，我们注意到美国的劳动力供给和实际投资的增长都在持续下降，其中非农就业增速从2.7%降至0.7%，投资实际增速从6.3%降至2.4%。

美国GDP实际增速、20年平均增速（%）



美国非农就业增速、投资实际增速（%）



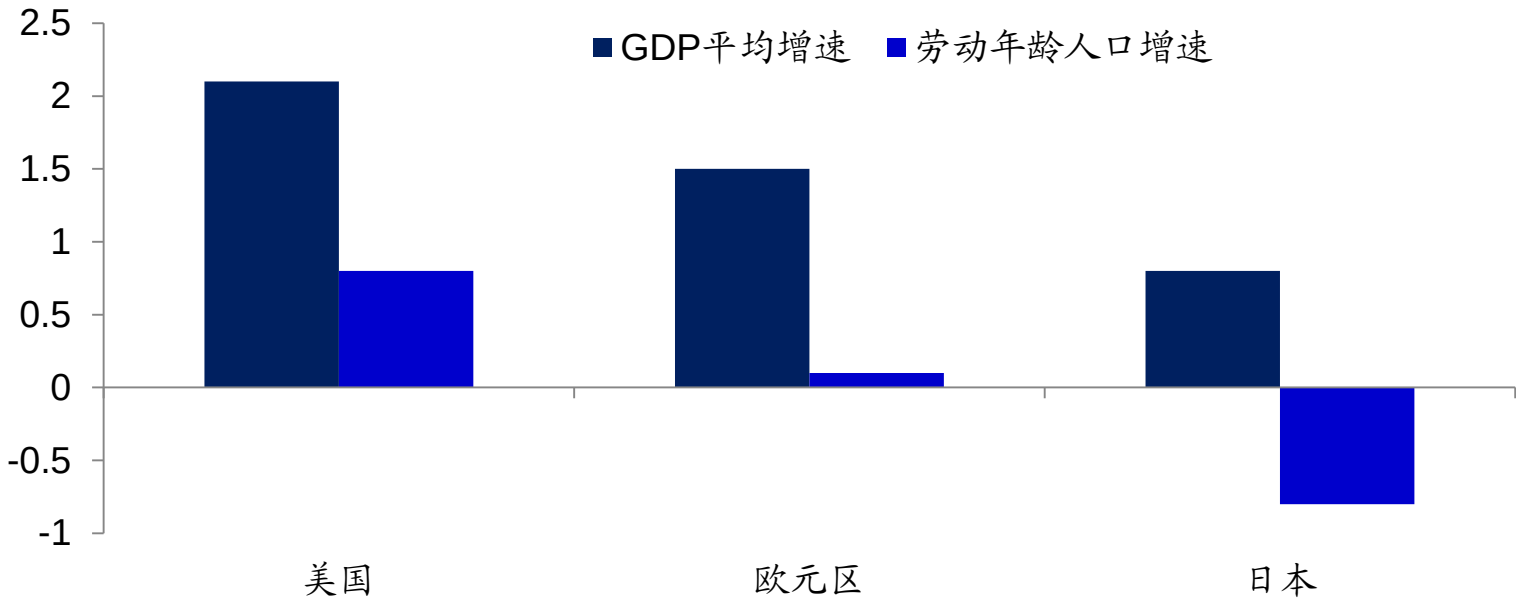
资料来源：Wind，海通证券研究所，右图为20年平均增速

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

美国好于日本欧洲

虽然美国经济增速长期下行，但相比于日本和欧洲，美国的情况要好得多。欧元区过去20年的GDP增速均值为1.5%，日本仅为0.8%，均远低于美国的2.1%。其中一个关键原因在于美国的人口增长好于欧洲日本，美国过去20年的劳动年龄人口年均增长0.8%，而欧洲年均增长0.1%，日本年均下降0.8%。

过去20年美日欧GDP实际增速、劳动人口增速均值（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

美国的经济周期（NBER）

理论上说，只要劳动力、资本、技术这些投入还在增长，那么哪怕经济增速会变慢，但是会一直增长下去。但实际情况是美国经济增长存在着巨大的波动，最高的1942年GDP增速高达19%，最低的1932年GDP增速为-12.9%。美国的NBER记录了过去100多年美国经济周期的运行情况，其记录显示上一轮经济衰退始于07年12月，本轮经济复苏始于09年7月，到目前为止复苏持续时间已经达到121个月，成为有史以来最长的复苏周期。问题是，什么时候会再次衰退？

美国的经济周期（月）

顶峰	谷底		收缩	扩张	周期	
			从顶峰到谷底	从谷底到顶峰	从谷底到谷底	从顶峰到顶峰
1945年2月(1季)	1945年10月(4季)		8	80	88	93
1948年11月(4季)	1949年10月(4季)		11	37	48	45
1953年7月(2季)	1954年5月(2季)		10	45	55	56
1957年8月(3季)	1958年4月(2季)		8	39	47	49
1960年4月(2季)	1961年2月(1季)		10	24	34	32
1969年12月(4季)	1970年11月(4季)		11	106	117	116
1973年11月(4季)	1975年3月(1季)		16	36	52	47
1980年1月(1季)	1980年7月(3季)		6	58	64	74
1981年7月(3季)	1982年11月(4季)		16	12	28	18
1990年7月(3季)	1991年3月(1季)		8	92	100	108
2001年3月(1季)	2001年11月(4季)		8	120	128	128
2007年12月(4季)	2009年6月(2季)		18	73	91	81

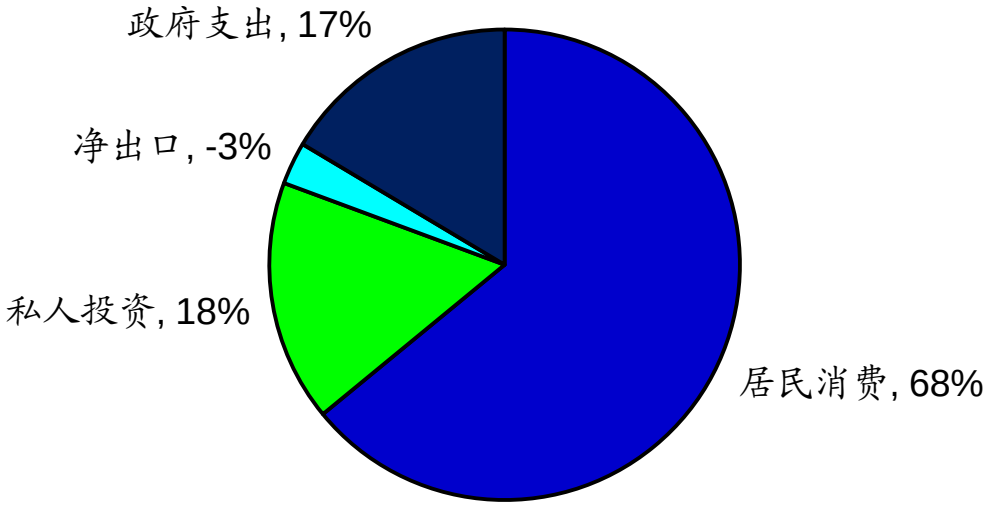
资料来源：NBER、BEA，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

美国GDP四大构成

观察经济增长的另一个重要角度是需求，而经济增长的短期变化，其实都是需求的波动造成的。美国经济是由四大需求拉动的，分别是：居民消费、私人投资、政府支出和净出口，其中居民消费占比超过2/3，而私人投资和政府支出占比各在1/6左右，净出口的占比是-3%，也就是对美国经济短期影响比较大的是消费、投资和政府支出。

美国GDP构成（2018年）



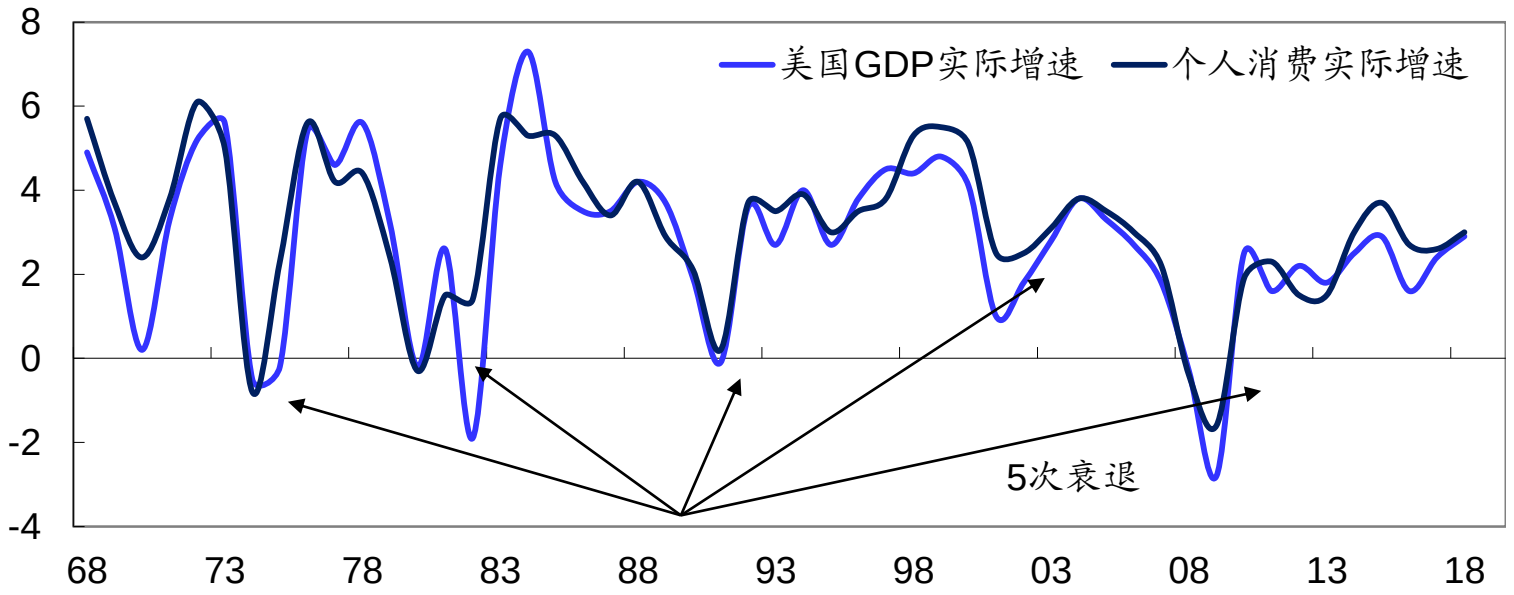
资料来源：BEA，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

消费：与经济增长同步

观察美国的居民消费增速，其走势与美国GDP增速走势基本同步。因此，虽然美国的居民消费对经济而言很重要，但是由于其体量太大，因而基本上就代表了美国经济走势，并没有领先性。

美国GDP实际增速、居民消费实际增速（%）



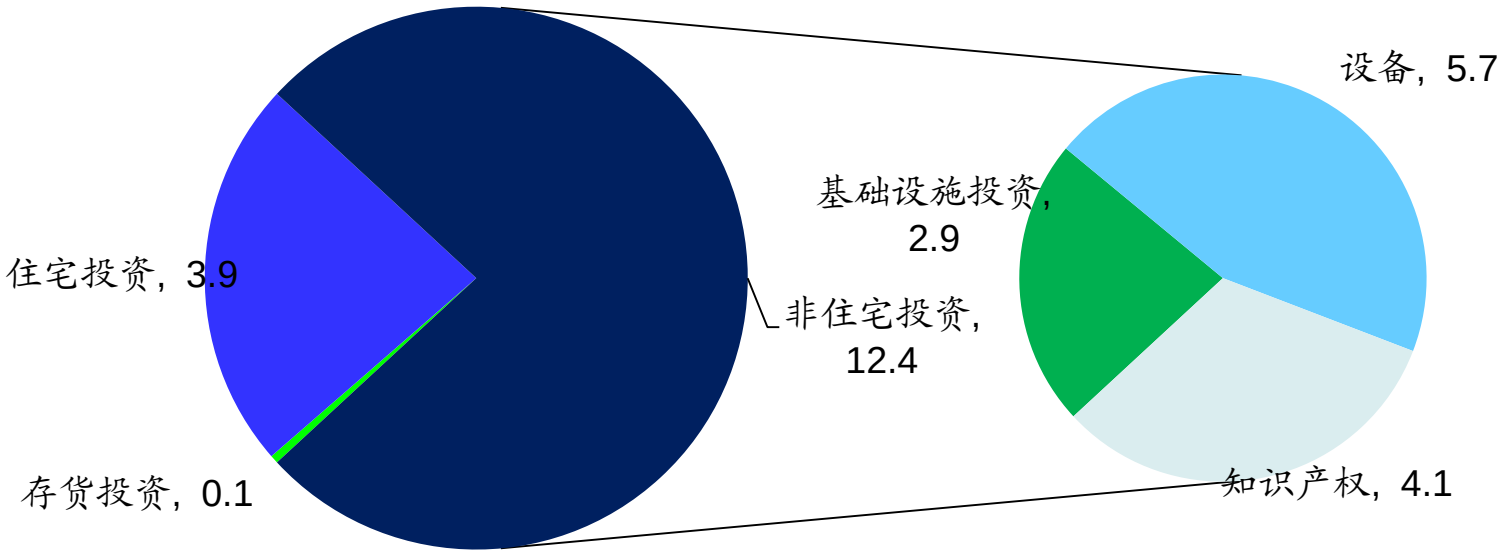
资料来源：BEA，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

私人投资支出构成

再来看投资，投资有三种：最大的是非住宅投资、其次是住宅投资、最小的是存货投资。而非住宅投资包括设备投资、基建投资和知识产权投资三大类。虽然美国的投资占比不大，但从理论上说，投资是经济的积累，代表了经济增长的来源，因而投资的变化对经济增长有着重要影响。

2017年美国投资构成（%）



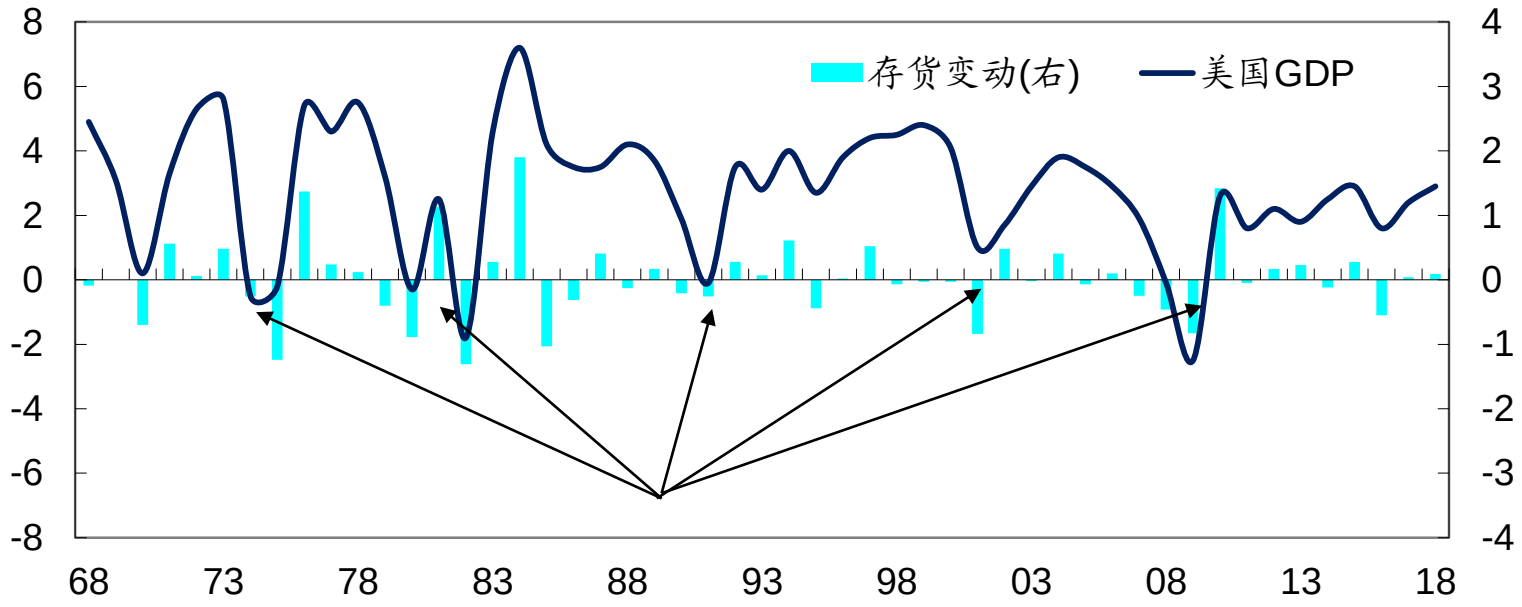
资料来源：BEA，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

存货：春江水暖鸭先知

首先看占比最小的存货投资，虽然其体量不大，但是对经济增长有明显的领先性，基本上每次经济衰退前存货投资已经开始大幅下行。有道是春江水暖鸭先知，如果经济衰退，那么企业的产品必然开始积压，就体现为存货的上升。

美国存货变动贡献GDP增速、GDP增速（%）



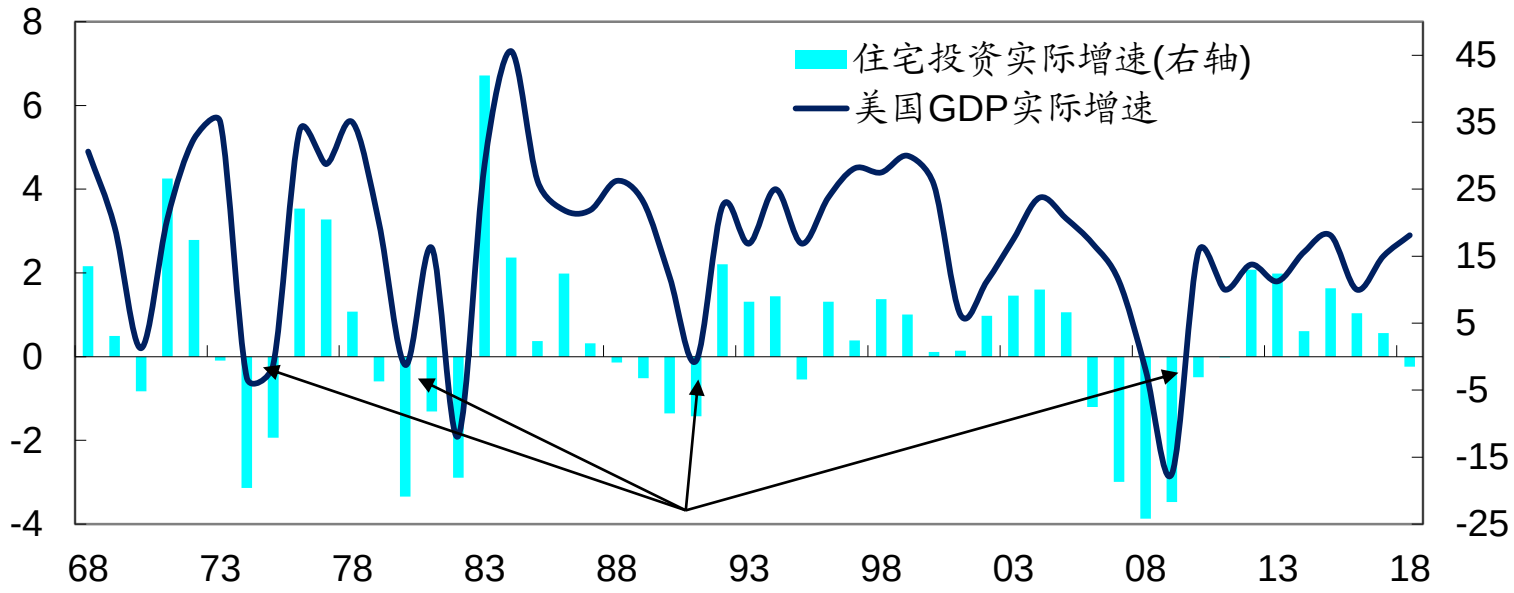
资料来源：BEA，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

房地产：经济周期之母

其次来看地产投资，房地产是经济周期之母，美国经济受房地产的影响也非常大，过去的5次经济衰退中有4次都出现了地产投资的负增长。以08年的次贷危机为例，早在2006年地产投资实际增速就出现了负增长，一直持续到09年。如果对这个指标的下滑足够敏感，其实可以预防可能出现的经济危机。

美国GDP增速、住宅投资增速（%）



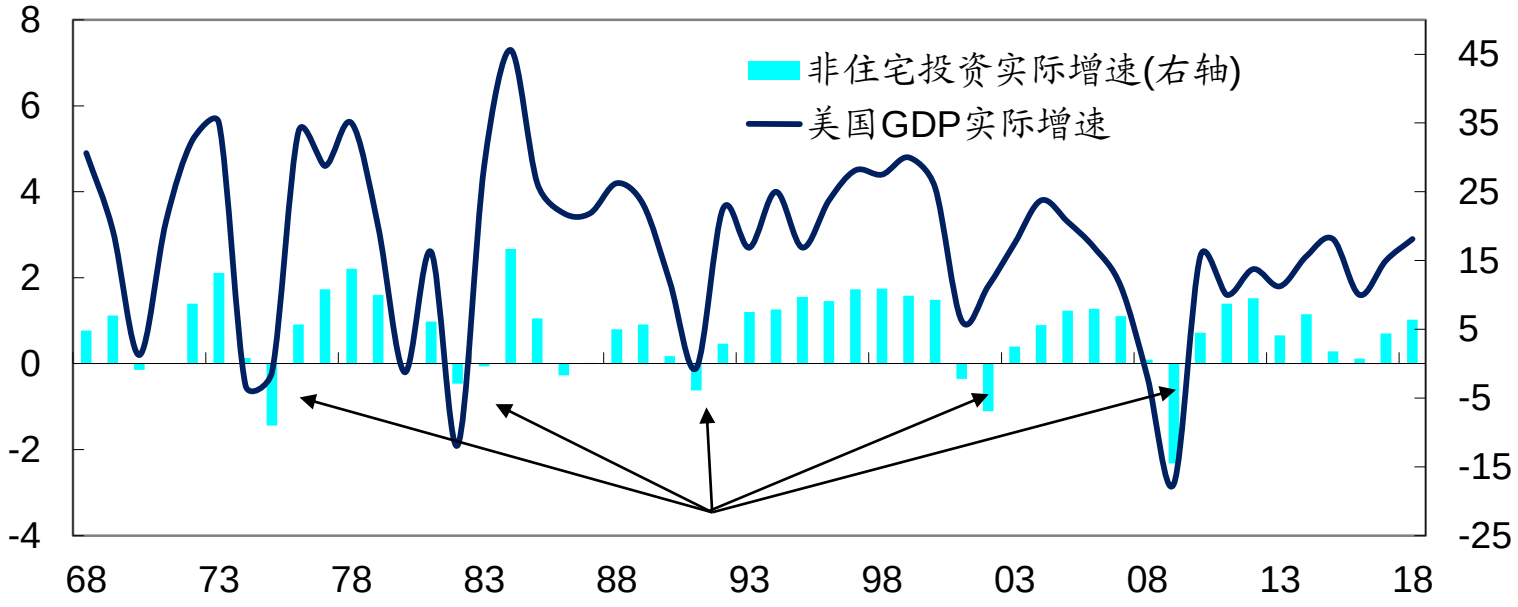
资料来源：BEA，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

非住宅投资：同步经济变化

再来看非住宅投资，主要包括企业的设备投资、知识产权投资和基建投资。历史数据显示，非住宅投资往往同步于经济周期的变化，没有明显的领先性。

美国GDP增速、非住宅投资增速（%）



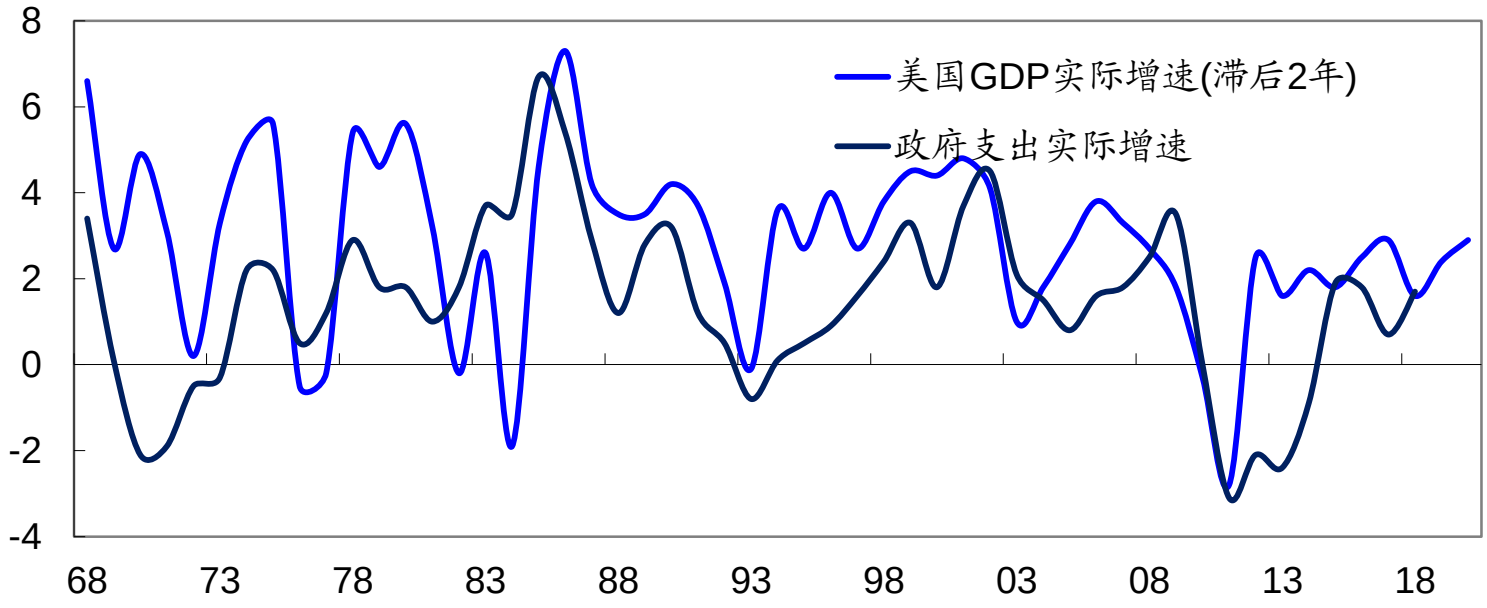
资料来源：BEA，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

财政支出：滞后经济增长

最后我们来看财政支出，可以发现其滞后于经济增长2年左右。从理论上说，政府支出来自于税收，而税收来源于经济增长，这也意味着政府的能力也是有限的，不能凭空创造经济增长。

美国GDP实际增速、政府支出实际增速（%）



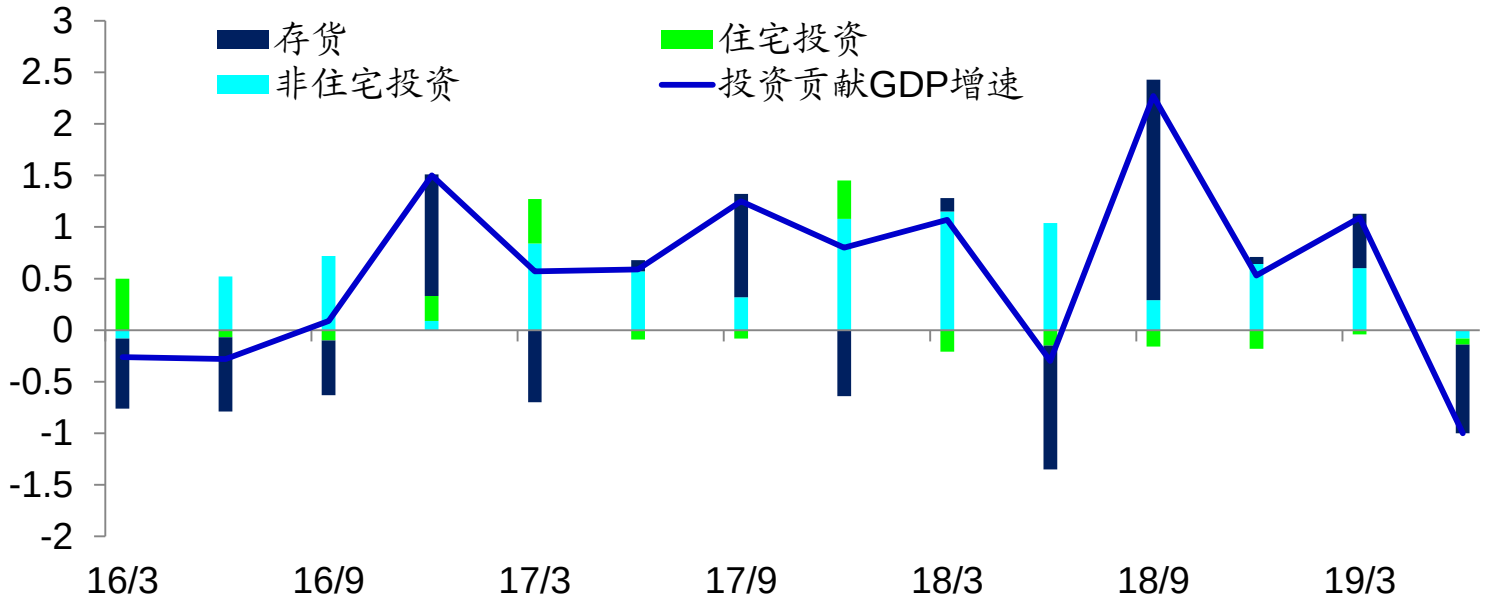
资料来源：BEA，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

投资全面下滑，经济衰退风险

在19年2季度，投资对美国经济增长的拖累达到1%，创下16年以来的季度新低，而且三大投资均出现负贡献，则是近8年以来首次出现。而参照以往的历史，一旦投资出现全面下滑，则需要提防未来经济衰退的风险。

美国投资贡献GDP增速，其中分项贡献（%）



资料来源：BEA，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目录

第一部分：美国经济研究

1. 经济研究与资产配置

2. 长期增长与短期波动

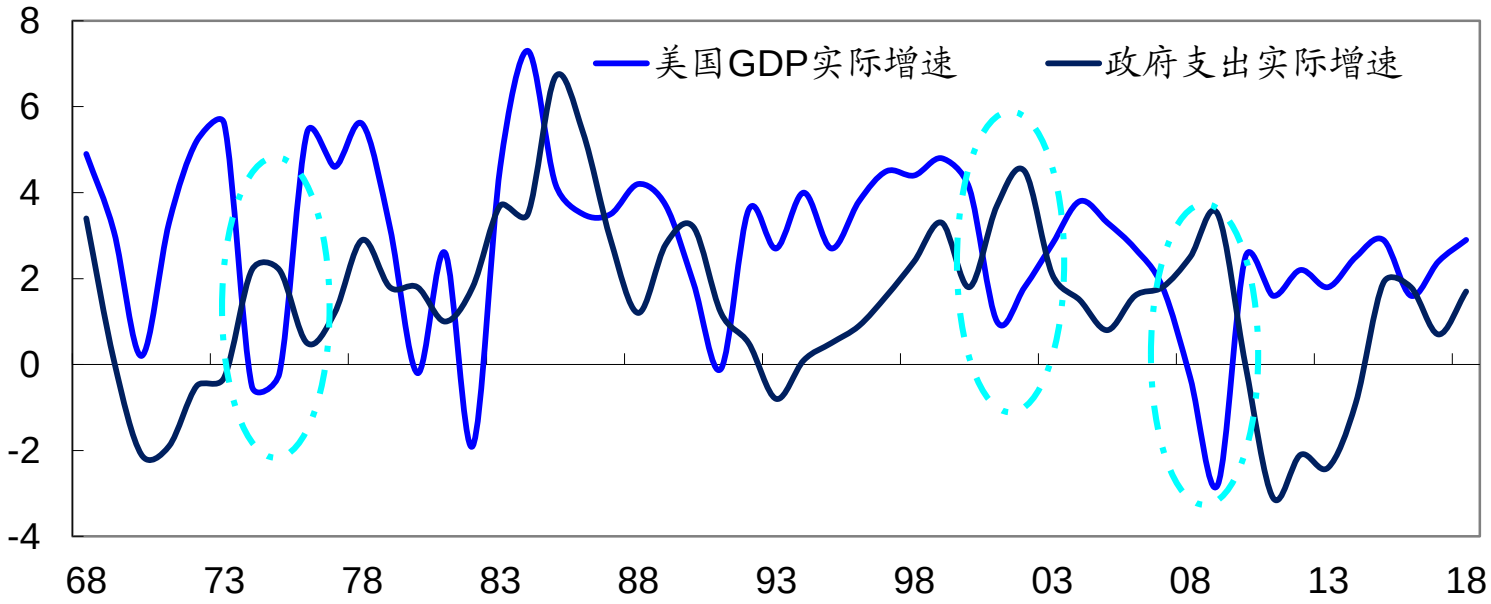
3. 经济增长与债务周期

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

财政政策：逆周期调节

如何对冲经济下滑的影响，第一个手段是财政政策，我们发现在经济危机时期，美国的政府支出增速往往逆周期上升，从而对冲经济下滑的影响。

美国GDP实际增速、政府支出实际增速（%）



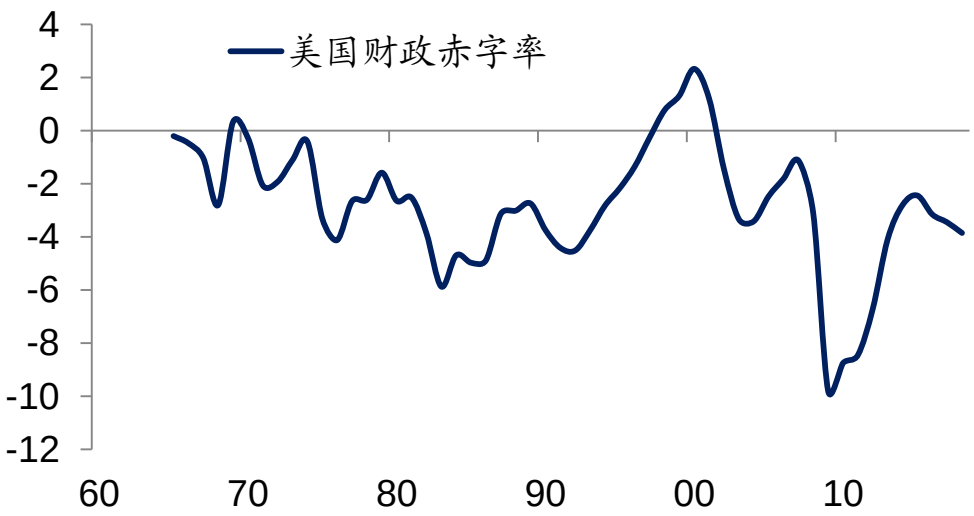
资料来源：BEA，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

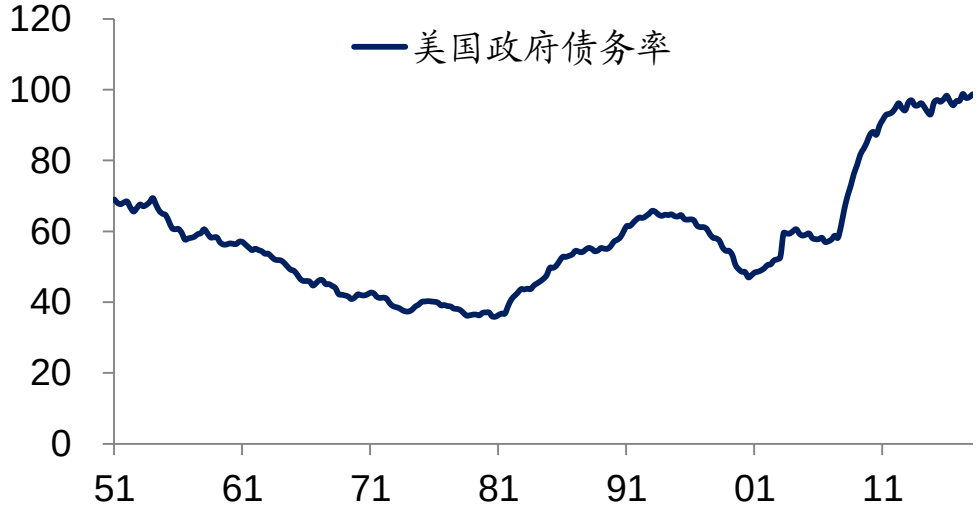
政府债务高企，赤字难以扩大

但是经济危机往往伴随着财政收入下滑，如果要增加财政支出，势必会扩大财政赤字，在美国过去50年，几乎在绝大多数时期政府都保持着财政赤字，尤其是在08年金融危机时期财政赤字率一度扩大到10%。问题是经过多年举债之后，目前美国政府债务率已经达到100%的历史顶峰，进一步举债的空间已经不大了。

美国财政赤字率（%）



美国政府债务率（%）



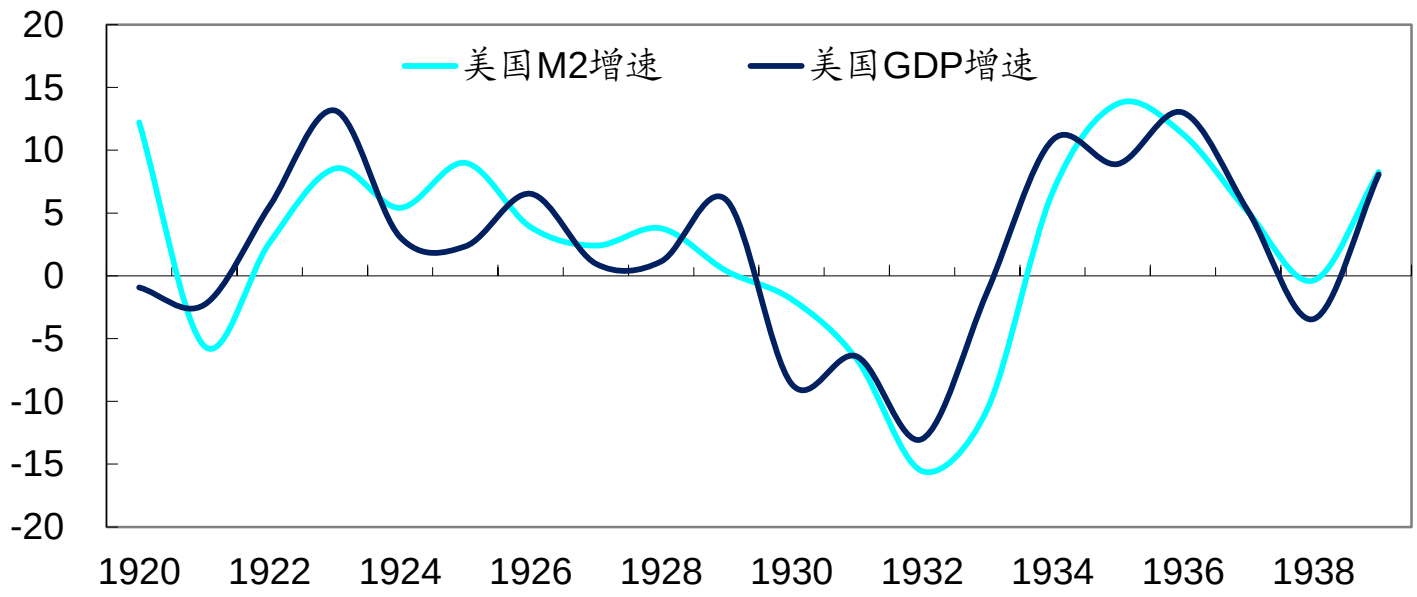
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

货币收缩与大萧条

除了财政政策以外，还有没有其他调控经济的手段？在上个世纪早期，人们发现美国经济增长与货币增速走势高度一致，当时美国的货币供应以信贷为主，可以总结为信贷导致了经济波动，29年的大萧条即源于信贷崩盘。既然货币决定经济增长，那么能不能调控货币来影响经济增长？

美国GDP增速、M2增速（%）



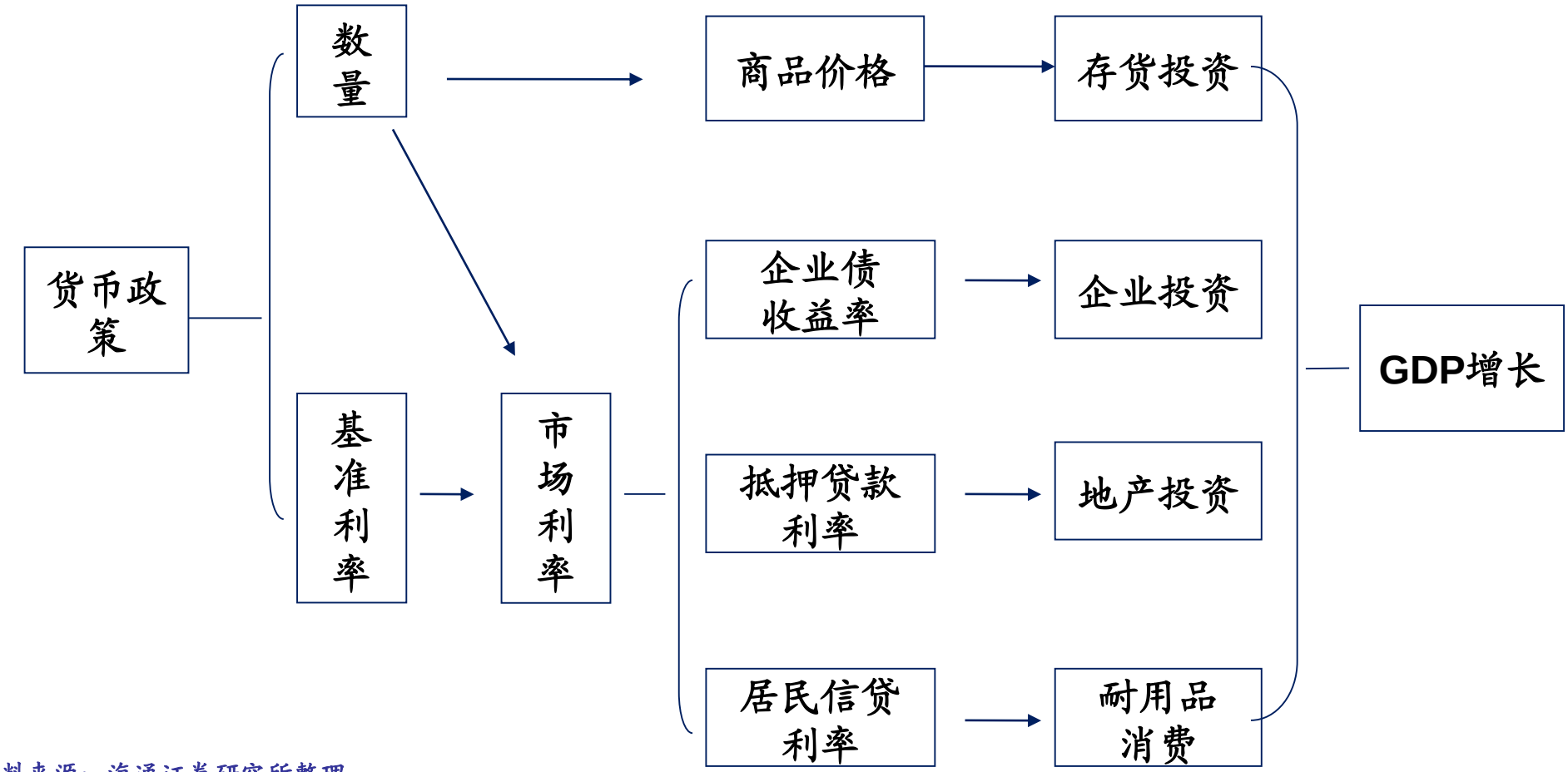
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

货币政策传导机制

在1913年，美国成立了美联储，其使命就是防止经济衰退，熨平经济波动。其传导机制或在于，央行通过利率的变化，可以影响投资和消费需求，以及货币信贷数量，最终影响经济增长变化。

货币政策传导机制



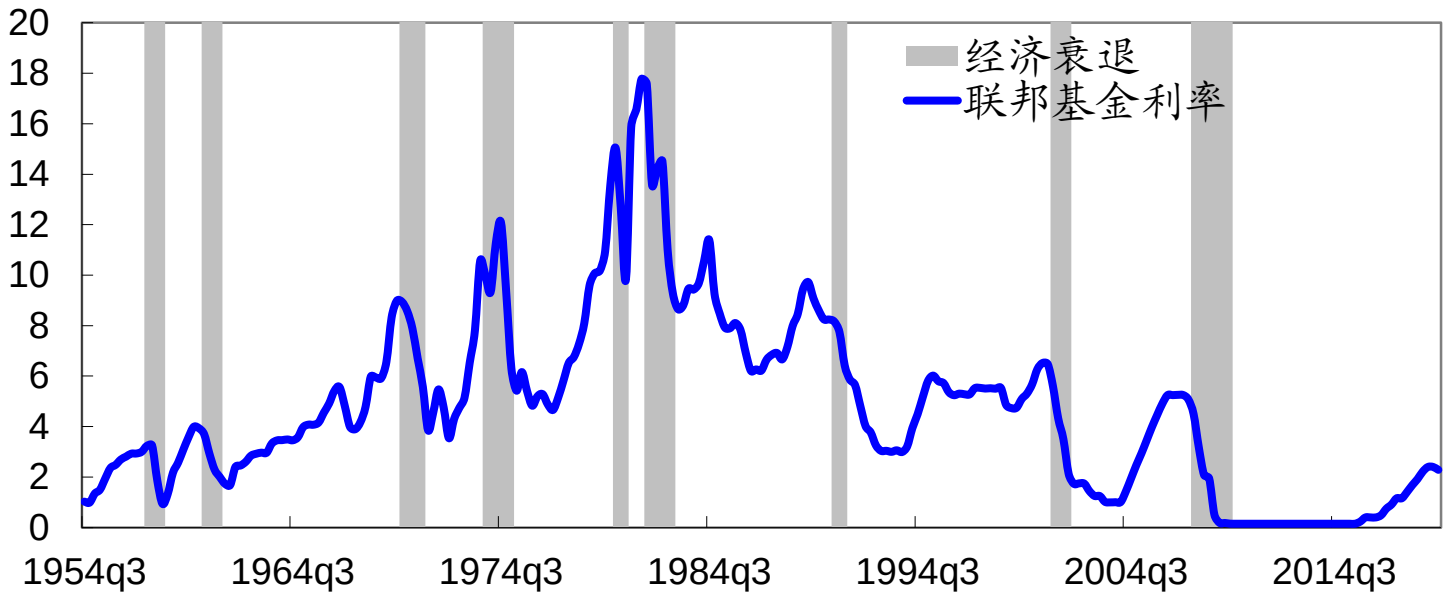
资料来源：海通证券研究所整理

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

货币政策与经济周期

在美联储成立以后，央行的基准利率成为影响经济周期最核心的因素。我们发现，在美国的任何两次经济衰退之间，都存在一个完整的利率周期。也就是利率的下降会启动经济周期，而随着利率的上行，又会终结经济周期。例如08年金融危机之后，美联储把利率降至0，同时开始了QE，随后经济开始了复苏。而目前在经过3年多的加息之后，美国经济出现了下行风险，美联储又重启了降息周期。

美国联邦基金利率（%）与经济周期



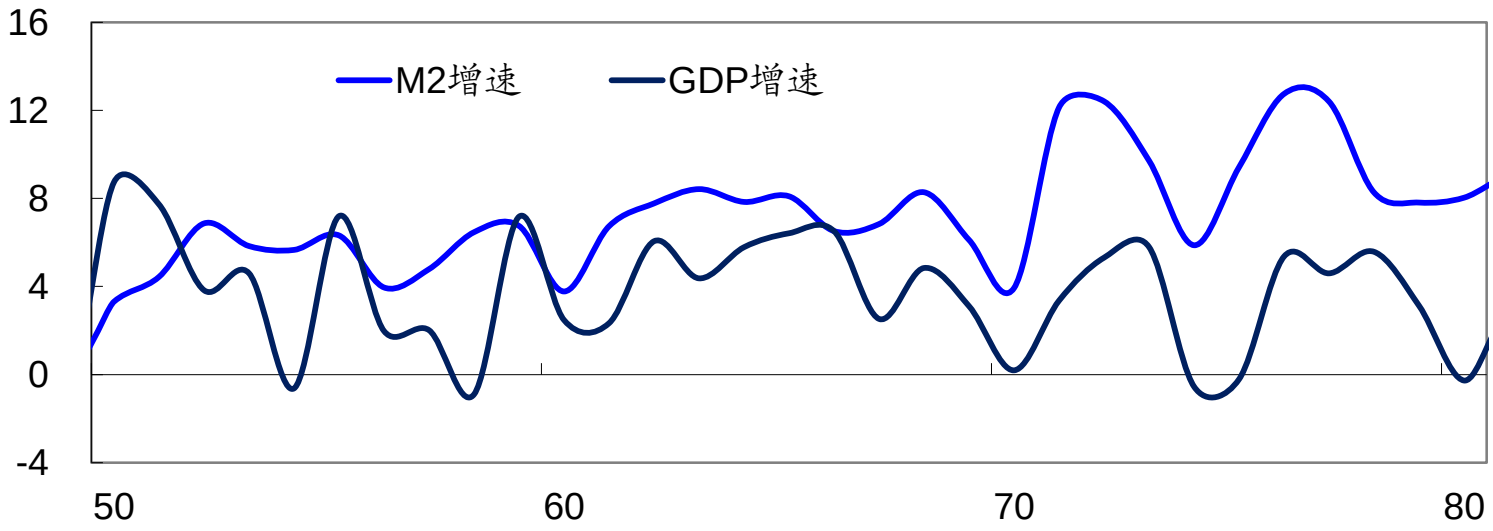
资料来源：Wind，NBER，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

70年代：货币超发滞胀

从货币的角度观察美国经济增长，在20世纪的早期，美国的货币增速与经济增长基本一致，说明货币对增长是有效的。但是进入70年代以后，货币增速和经济增长之间出现了巨大的缺口，这意味着靠货币驱动增长已经开始失灵。

美国GDP增速、M2增速（%）



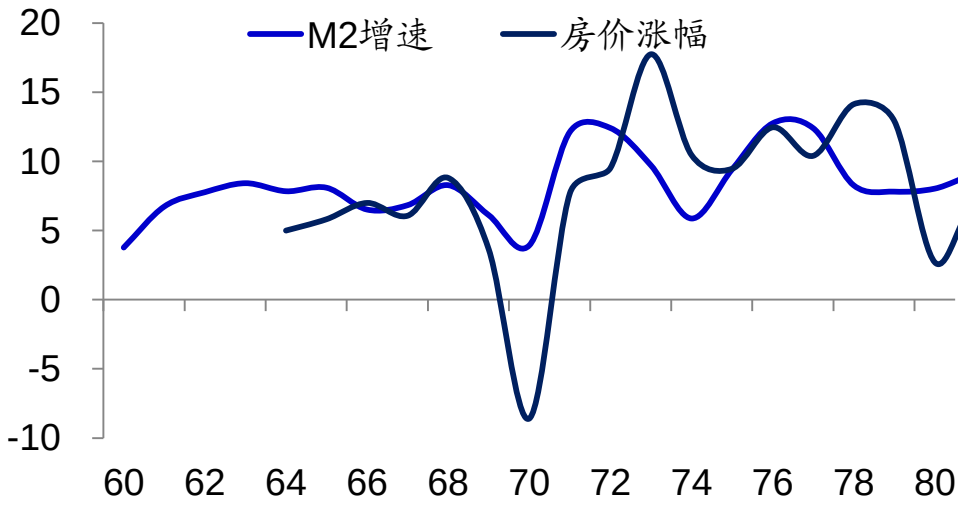
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

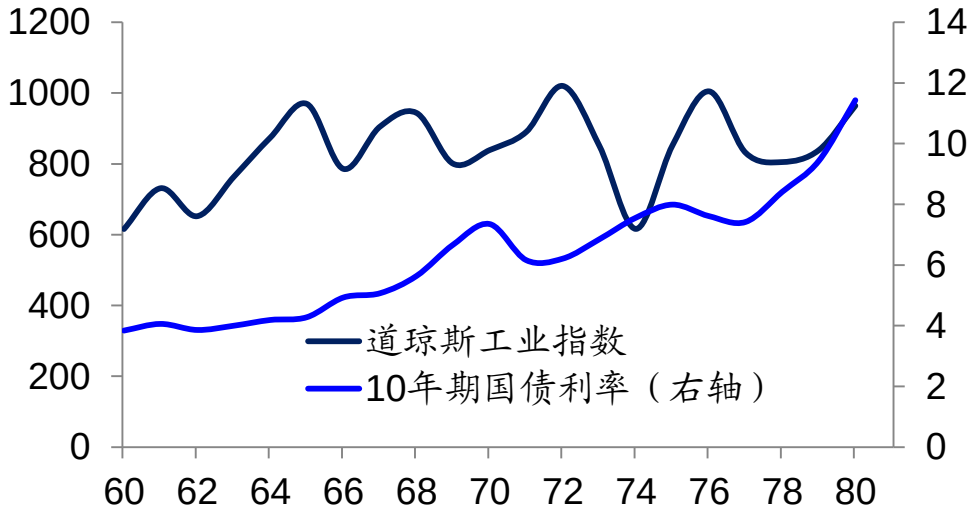
物价房价飞涨，股市债市双杀

货币超发在70年代产生的现象是滞胀，也就是经济增长停滞，但是物价和房价飞涨。在滞胀环境之下，70年代的美国居民热衷买房，富豪热衷商品投机，当时邦克.亨特凭借投机白银一度成为美国首富，而股市和债市长期下跌。

美国M2增速、房价涨幅（%）



美国10年期国债利率（%）、道指



资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

里根与供给学派：降低货币增速

1980年，里根宣布竞选美国总统。里根认为美国经济陷入滞胀的根本原因就是货币刺激，而他给美国开出的药方是“供给学派”，其核心思想是两大内容：一是支持央行行长沃克尔的货币紧缩，大幅降低货币增速，这使得通胀和房价涨幅显著回落、抑制了泡沫投机，同时也使得利率水平大幅下降，这不仅降低了企业的融资成本，也显著提升了股市的估值水平。

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

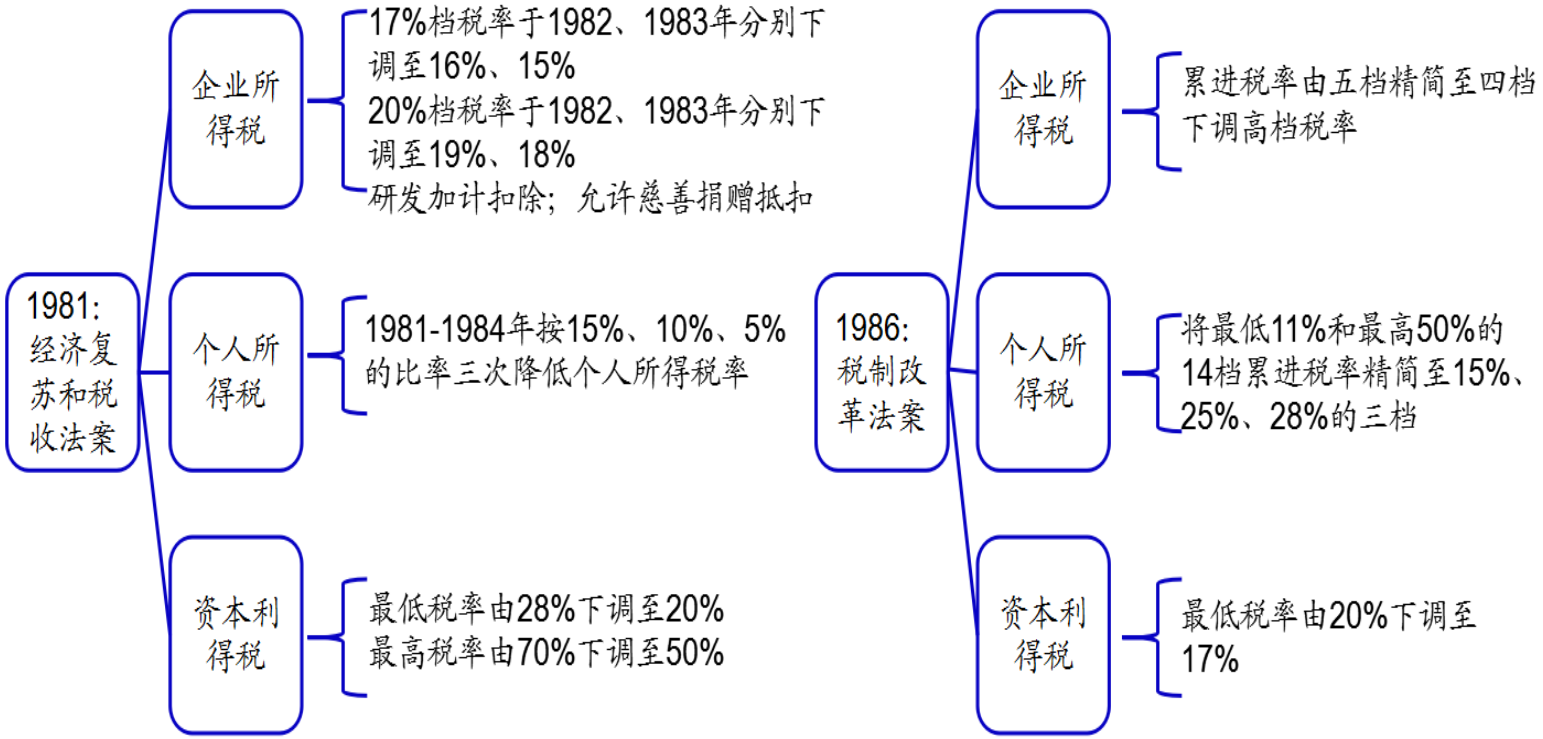
资料来源：Wind，BEA，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

里根经济学：两次大减税

里根的另一政策是减税，在其任上实施了两次大规模减税，大幅的减轻了居民和企业的税负水平。正是得益于里根新政，美国的货币增速大幅下降，泡沫投机得到抑制，与此同时利率下降提升股市估值，减税提升企业盈利，之后美国股市开启了近40年的超级大牛市，进而培育了一代代优秀的科技公司。

里根政府时期税改措施



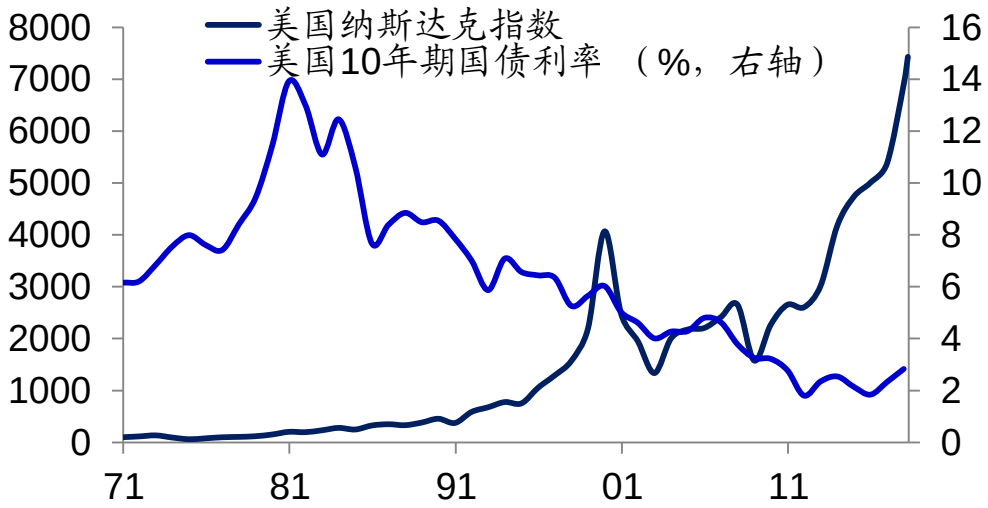
资料来源：海通证券研究所根据美国财政部网站整理

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

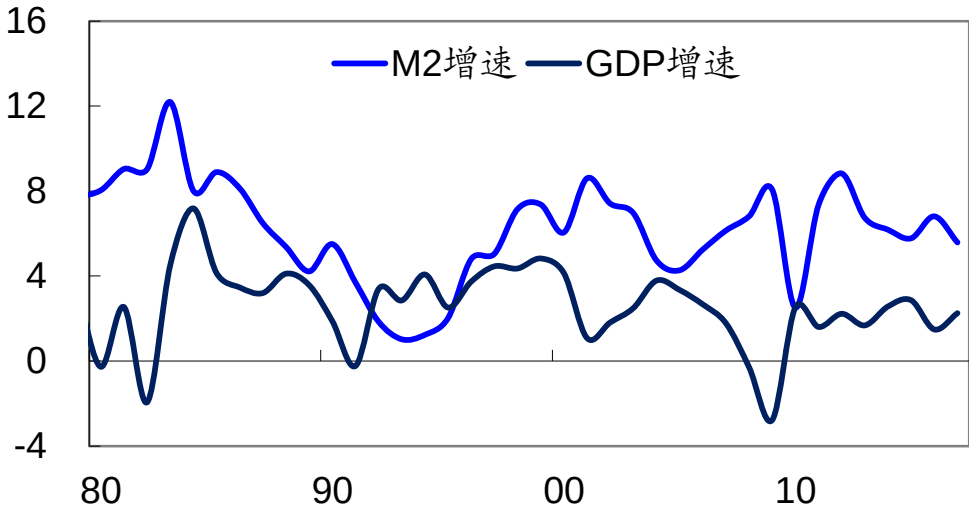
80年以后：股债双牛，隐患仍存

得益于里根时代的货币收缩和大幅减税两大政策，美国的通胀回落，利率下降，企业盈利好转，出现了股债双牛的行情，一直持续到了今天。但是从90年代以后，随着格林斯潘接替沃克尔成为美联储主席，美国的货币增速逐渐又显著超出其经济增速，因而在过去的20年，美国时常出现资产泡沫，01年是科网股泡沫、08年是地产泡沫，而目前股市又有泡沫化的迹象。

美国纳指、10年期国债利率



80年至今美国货币和经济增速（%）



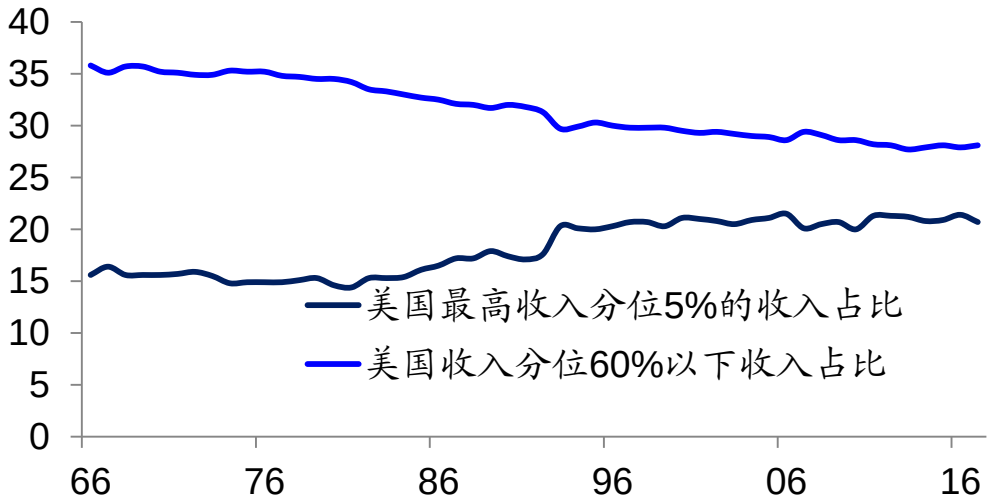
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

特朗普不是里根

特朗普的所有行为都是在模仿里根，然而特朗普绝对不是里根，最为关键的一点就是在货币政策上，当时里根力挺沃克尔紧缩货币，而特朗普则是威胁联储放水。特朗普的上台源于美国的贫富差距扩大，低收入阶层实际工资长期停滞，而特朗普将原因甩锅给中国，说是中国人抢走了美国的低端工作，开出的药方是通过高关税把低端工作找回来。但高关税政策没有给美国找回工作，而是导致经济下滑，特朗普反过头来又逼迫美国央行降息放水，这只会推高金融资产价格，让贫富差距越来越大。所以，特朗普的政策并不是让美国更伟大，而是让美国更分裂。

美国贫富差距扩大（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

里根与特朗普政策异同

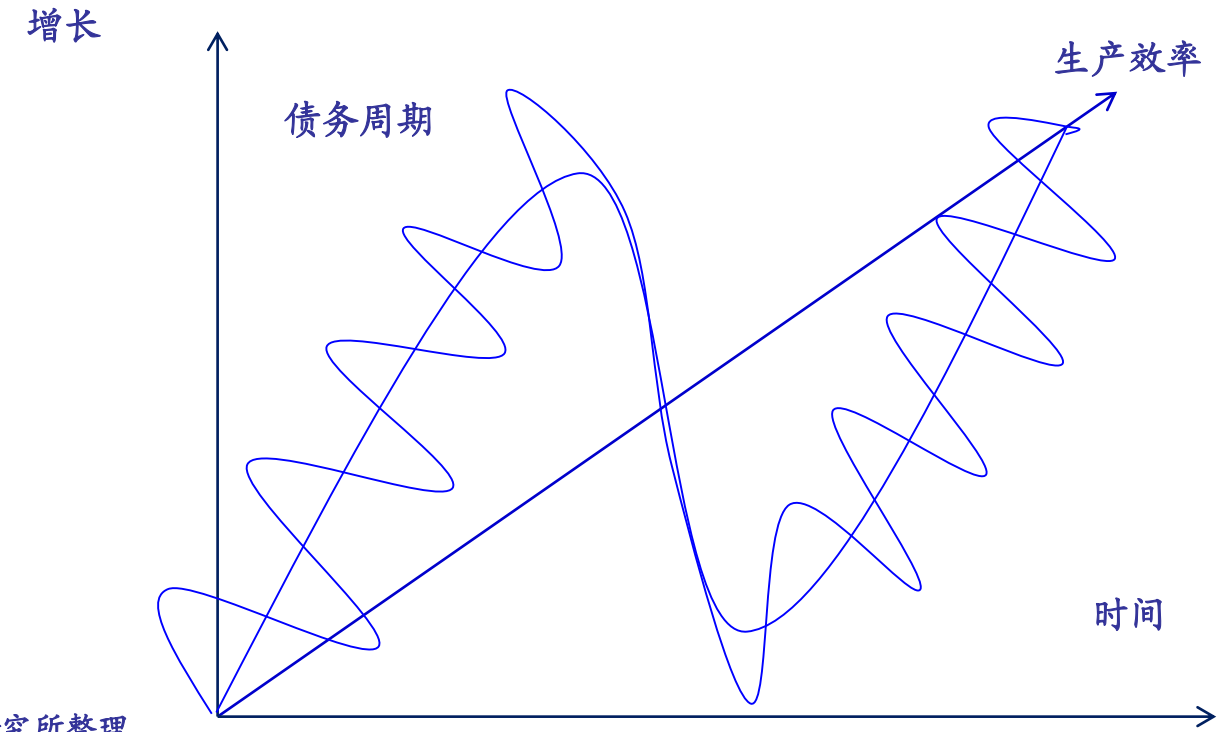
	货币	财政
里根	收货币	减税
特朗普	放水	减税

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

经济增长与债务周期

总结来说，我们发现达里奥的债务周期模型很好地概括了经济增长和政策变化的关系。从长期来看，经济增长取决于劳动力、资本和技术进步。但是在短期内，由于人们总想过好日子，不愿意承受经济衰退，因而往往会举债过度，或者是政府举债、或者是央行放水刺激居民和企业举债，而债务的波动就会产生经济周期，而当所有经济主体的债务都到达极限的时候，就会爆发债务危机。

经济增长与债务周期



资料来源：海通证券研究所整理

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目录

第二部分：中国经济研究

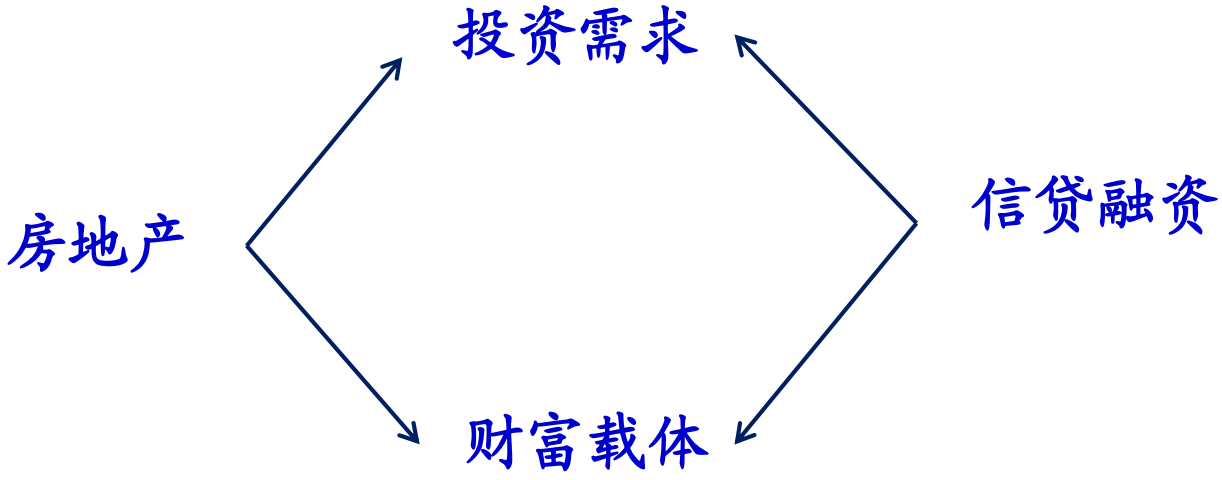
1. 工业经济：靠货币与地产驱动
2. 债务周期：从举债到减税降费
3. 资产配置：从实物到金融资产

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

工业化时期，地产是核心

过去在工业化时期，房地产是中国经济的核心。经济靠投资驱动，而投资需求靠地产支撑，在融资方面，与之配套的是以银行贷款为代表的间接融资。与此同时房地产也是居民财富的载体。

房地产与工业化



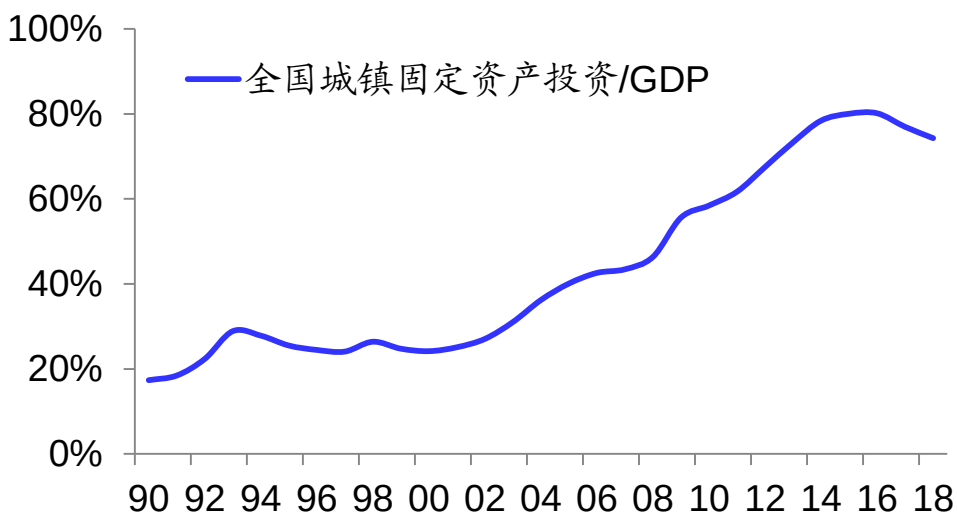
资料来源：海通证券研究所整理

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

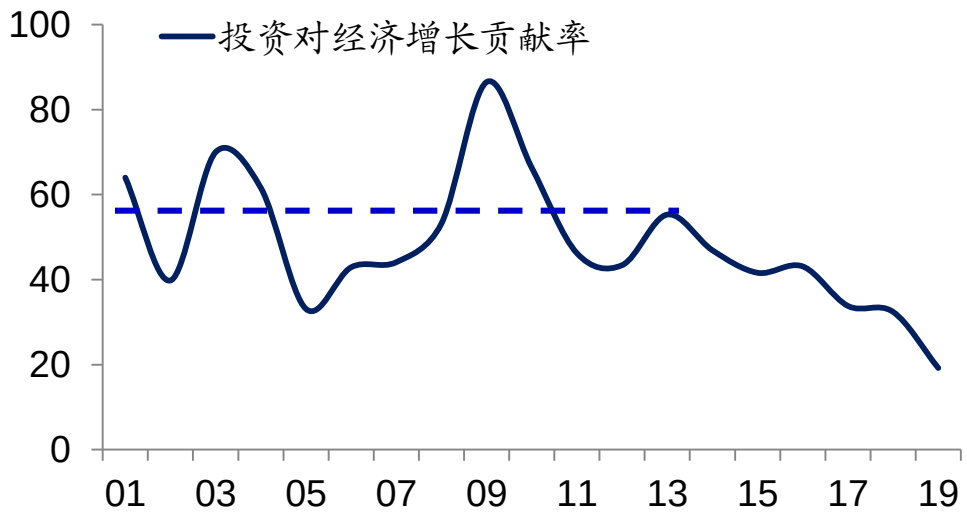
投资主导经济增长

从2000年开始，中国工业化开始加速推进，体现为中国固定资产投资与GDP的比值持续上升，从25%最高升至80%。与此相应，投资也成为经济增长的主要来源，从01年到13年，投资贡献了一半以上的经济增长。

固定资产投资占比GDP



投资对经济增长贡献率（%）



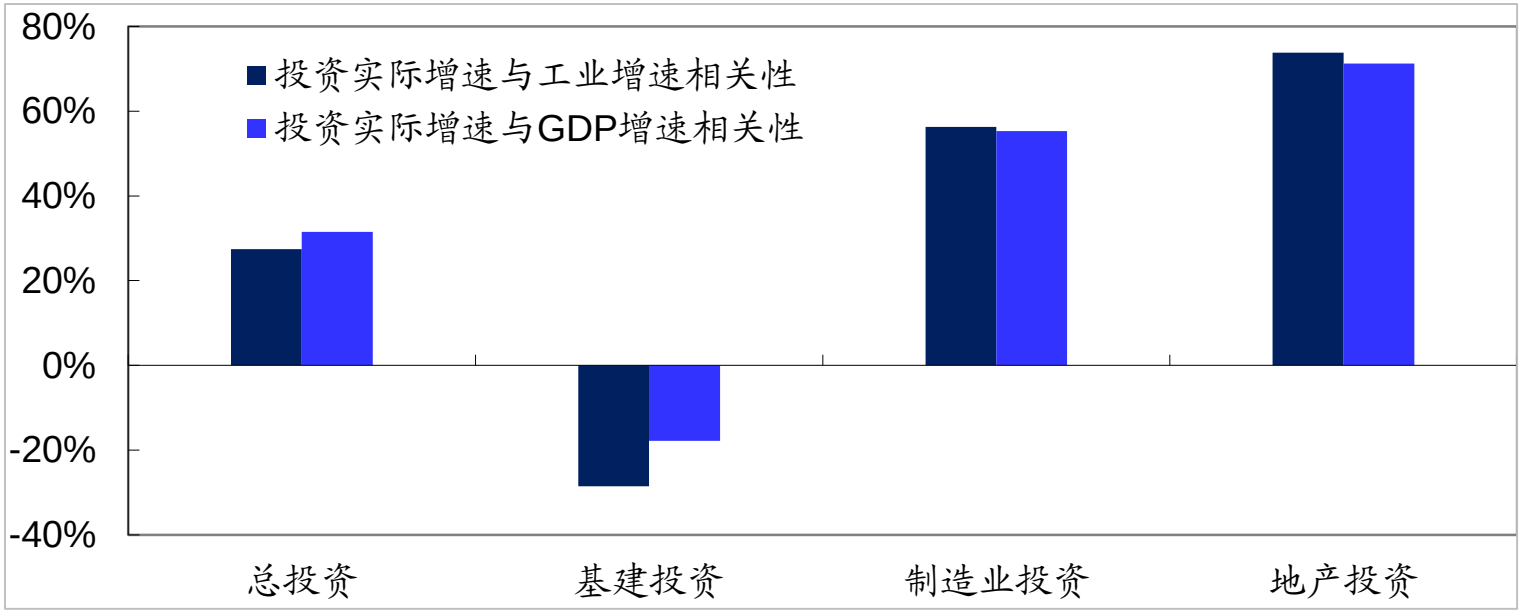
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

地产投资与经济最相关

理论上是投资驱动了中国经济，但是从各类投资与GDP的相关性来看，从08年到16年，总投资和GDP略微正相关，制造业和地产投资和GDP显著正相关，而基建投资和GDP负相关，其中尤其以地产投资和经济增长的正相关性最为显著。

中国投资各成分与GDP增速相关性（08-16年）



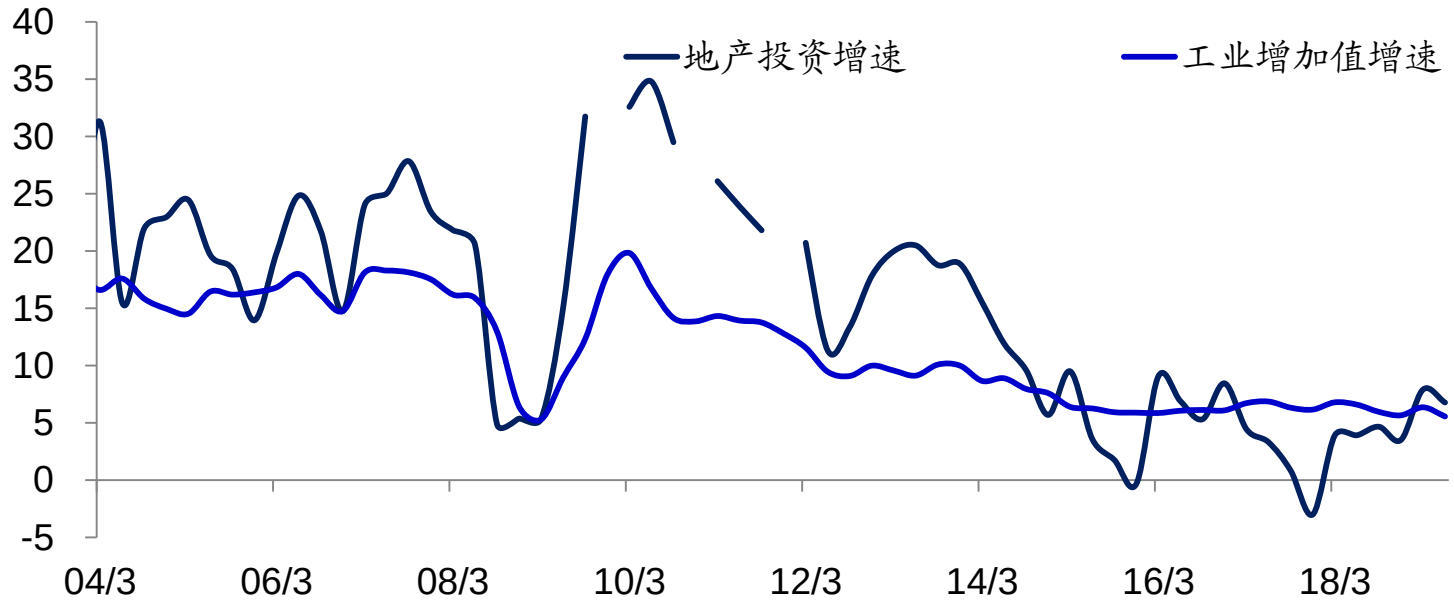
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

地产投资拉动工业经济

而观察中国工业经济过去的走势，可以发现从04年一直到15年，地产投资与工业经济的走势都是高度一致，因此历史数据表明是地产投资拉动了中国工业经济增长。

地产投资增速、工业增加值增速（%）



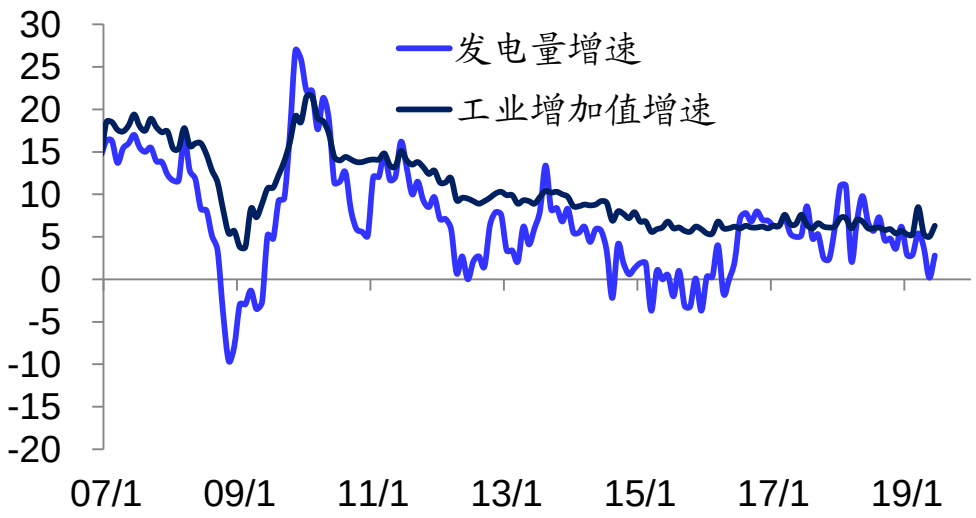
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

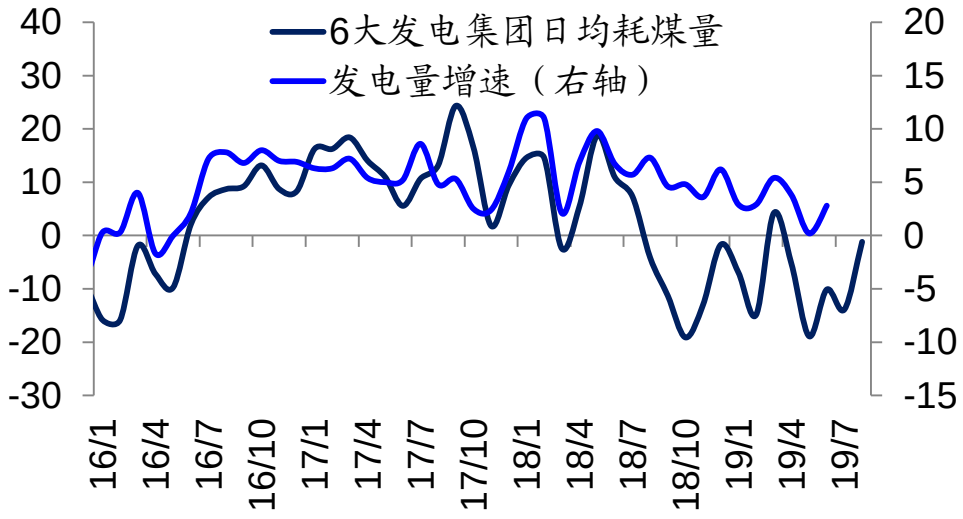
发电量验证工业走势

工业增速也可以从发电量增速等实物指标的角度验证，数据显示发电量增速与工业增速走势高度相关。此外，中国发电中70%是火电，因而可以用发电耗煤增速作为发电量增速的近似指标，因为6大电厂的发电耗煤数据每天都在公布，因而可以更高频地观察工业经济变化。

发电量增速、工业增速（%）



发电耗煤增速、发电量增速（%）



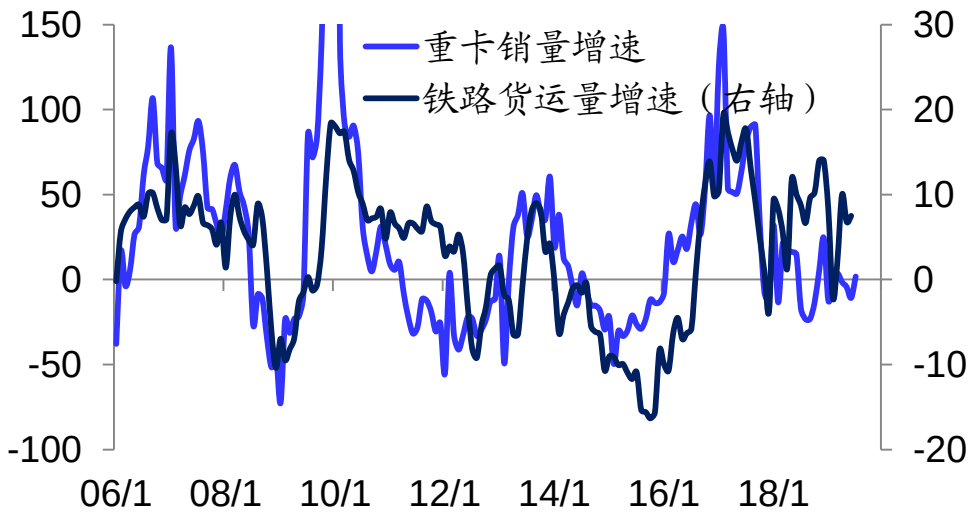
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

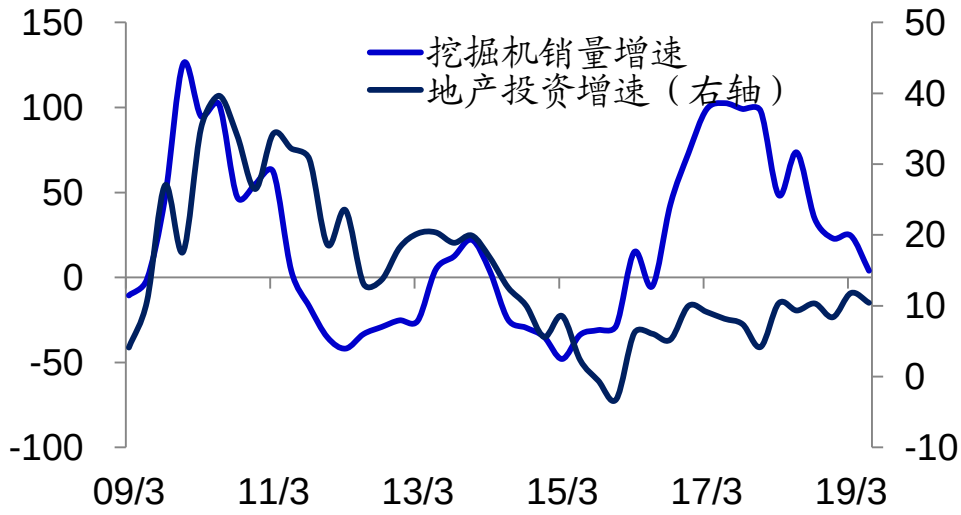
重要物量指标：重卡、挖掘机、铁路货运量

其他验证工业增速的指标还包括挖掘机、重卡增速、铁路货运量增速等等，这些均是与工业经济密切相关的实物指标。而不出意外的是，这些指标普遍与地产投资存在着高度的相关性，因为挖掘机、重卡也普遍用于房地产及其相关行业。

重卡销量、铁路货运量增速（%）



挖掘机增速、地产投资增速（%）



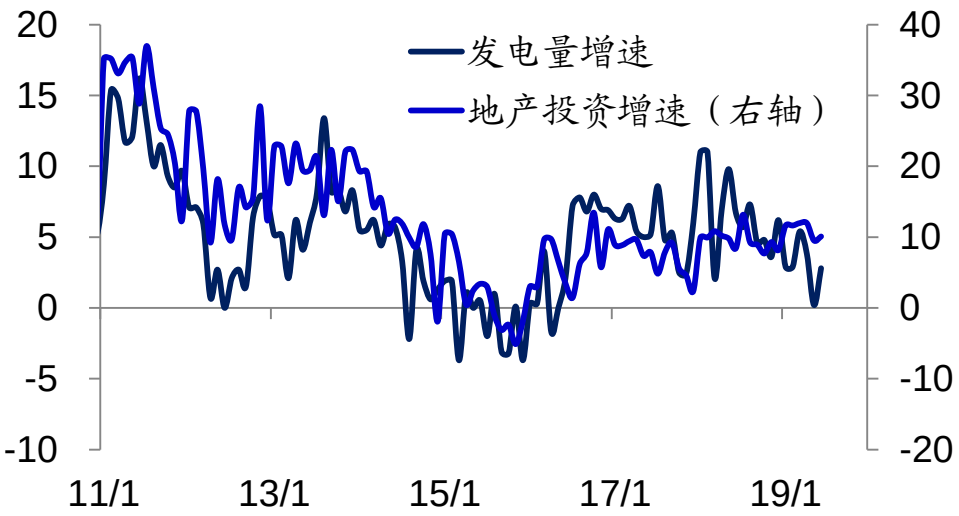
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

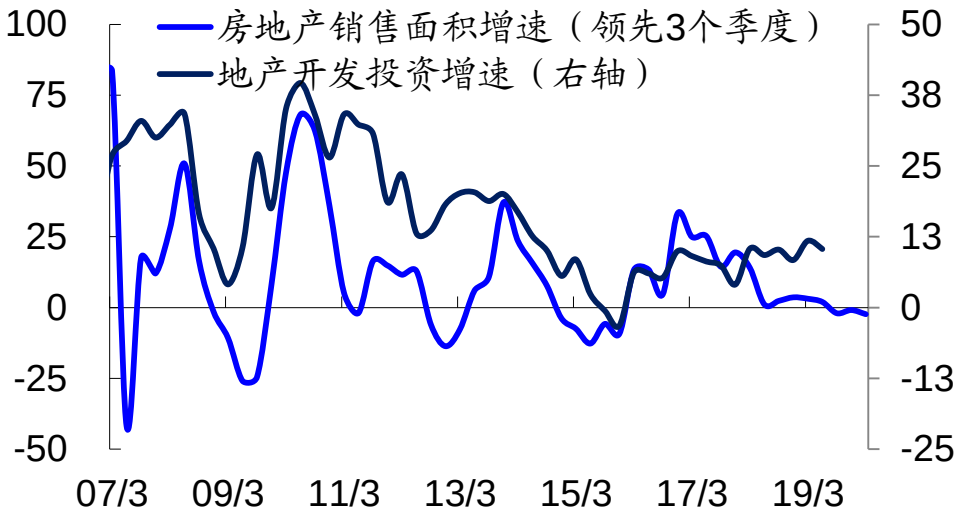
地产仍是核心指标

所以，从实物产品的角度，再度证明地产投资对工业经济的重要性，尤其是地产投资与发电量增速的走势高度一致。而在地产行业中，地产销量又是地产投资的领先指标，领先时间在2到3个季度左右，因此过去地产销量的变化对工业经济走势举足轻重。

地产投资同步于发电增速（%）



地产销量领先地产投资（%）



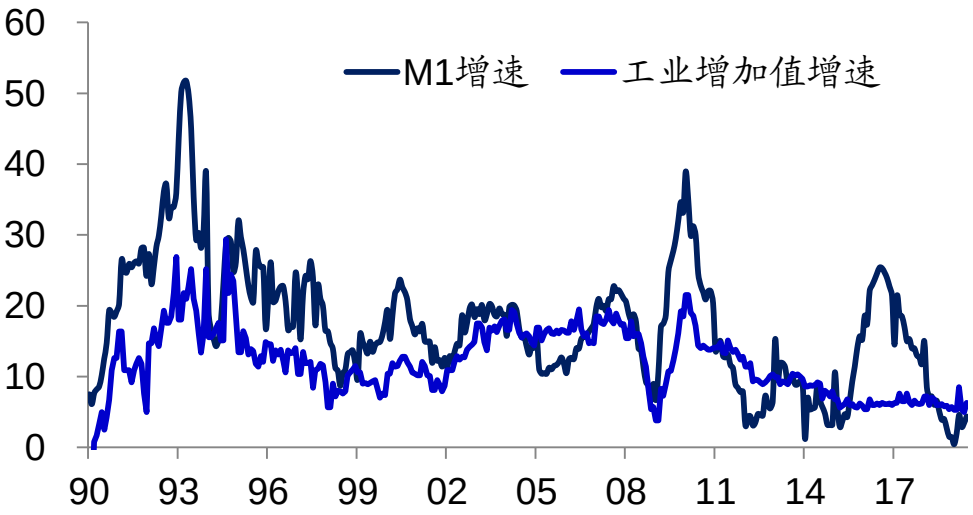
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

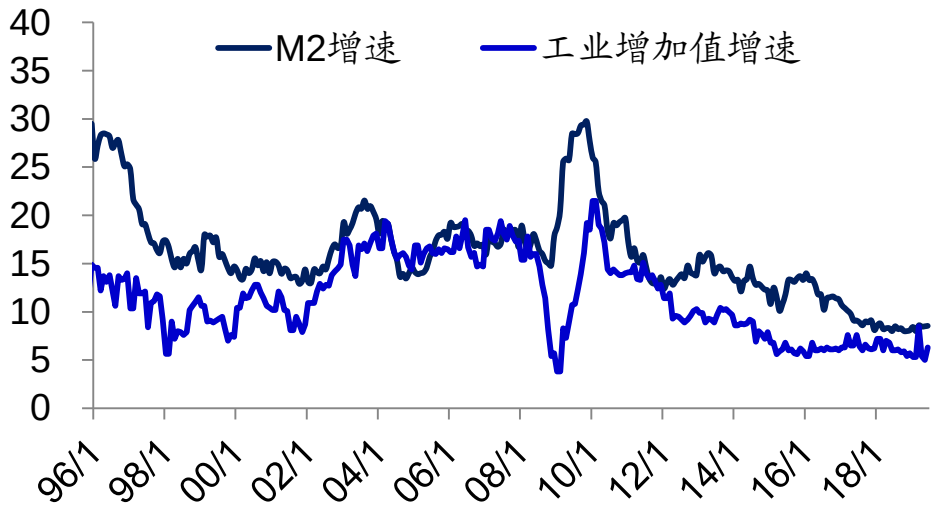
从狭义货币到广义货币

再从货币的角度观察工业经济，早期狭义货币M1增速与工业经济高度相关，后来M1与工业经济的相关性消失，而广义货币M2与工业经济还有一定的关联，而M2也曾长期作为央行最重要的货币数量指标，过去央行每年都会公布M2目标增速。

M1增速与经济增速（%）



M2增速与经济增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

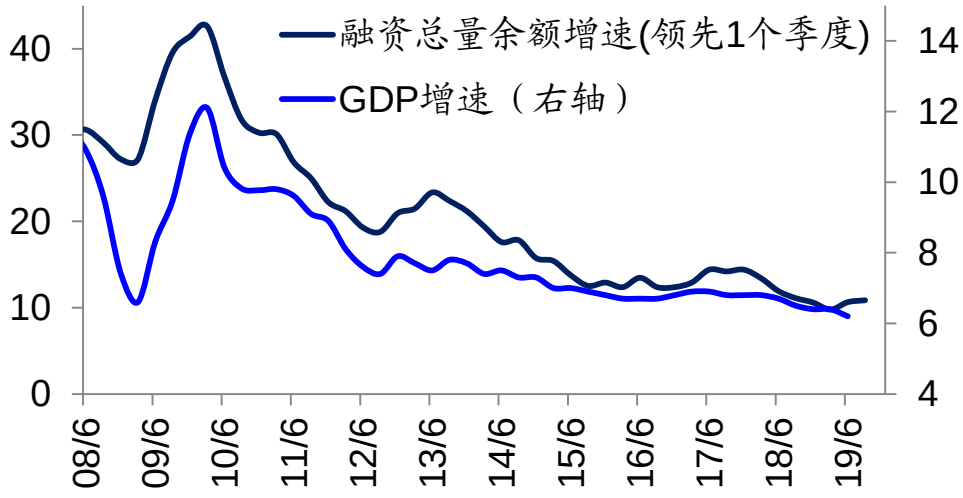
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

从信贷决定到社融决定

货币是银行的存款，相当于银行的负债，而另一面则是银行的资产，例如信贷。在早期中国工业经济与信贷增速高度相关，随着直接融资的发展，信贷与工业经济的关联度下降，而包含了直接融资的社会融资总量余额增速成为影响中国经济的最重要指标。

工业增加值增速、信贷增速（%）

GDP增速、社会融资总量余额增速（%）



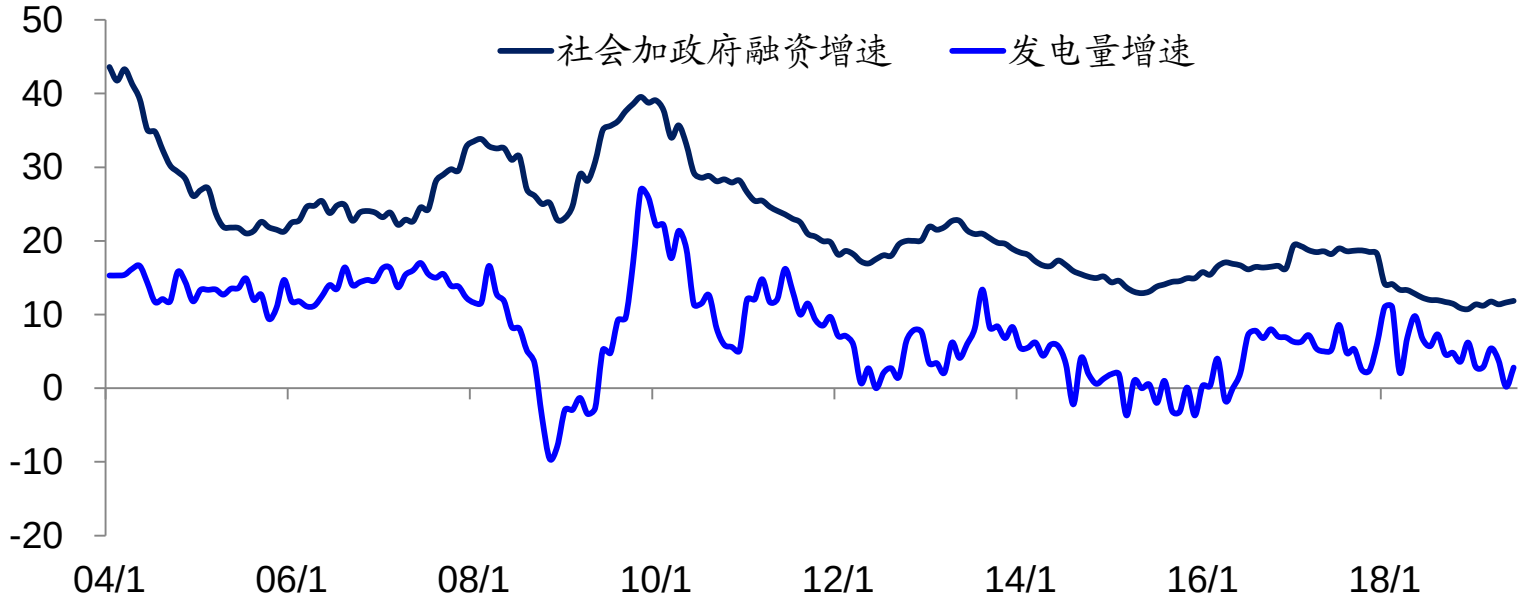
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

总融资决定工业经济

社会融资总量的一个缺点是没有包含中央政府融资，在把这部分融资补充之后，我们发现政府和社会的总融资增速与代表工业经济的发电量增速的走势高度一致，这证明总融资确实是决定工业经济的核心指标。

社会加政府融资增速、发电量增速（%）



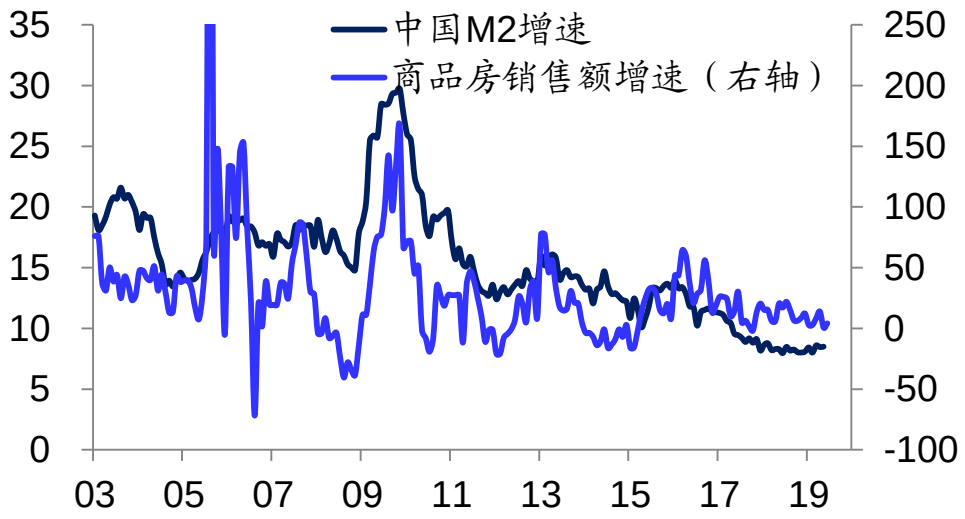
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

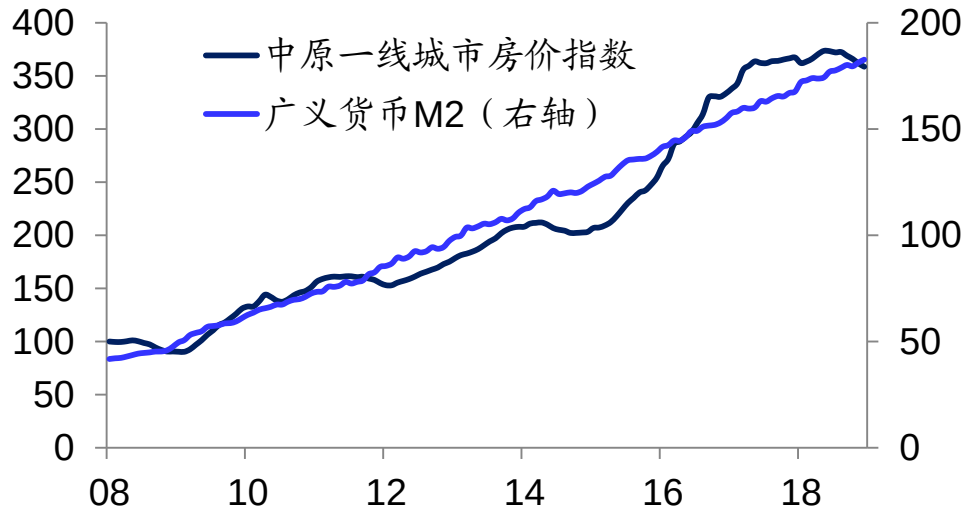
货币地产互相强化

也就是说，在工业经济时代，决定经济最核心的两个指标分别是地产销售和融资总量，而这两者本身又密切关联。我们可以发现，中国商品房销售额增速与M2增速高度相关，而且一线城市的房价涨幅也与货币增长高度相关。可以说是货币超发导致了地产泡沫，而房地产泡沫又强化了货币超发。

中国M2增速、商品房销售额增速（%）



中原一线城市房价指数、广义货币M2（万亿元）



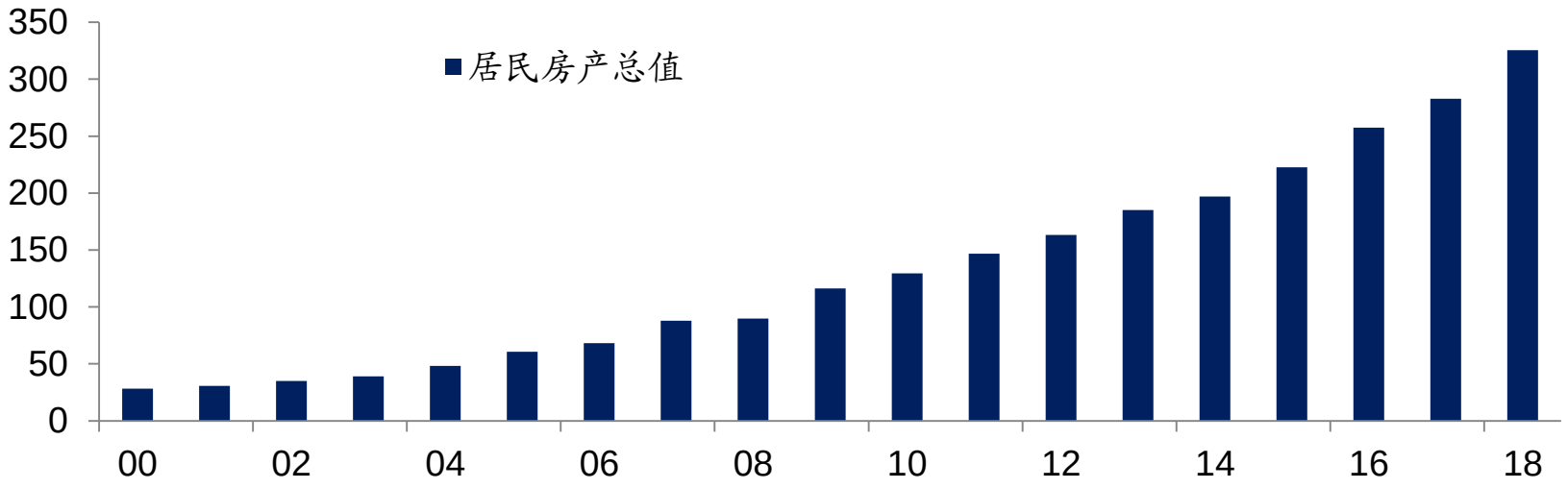
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

房地产成为财富载体

与之相应的是，在工业化时代，房地产也成为中国居民过去财富增长的最主要载体。我们统计18年中国居民的房产总值已经超过300万亿，相比2000年的水平增长超过10倍，这与货币总量的增幅也基本一致。

中国居民房产总值（万亿）



资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目录

第二部分：中国经济研究

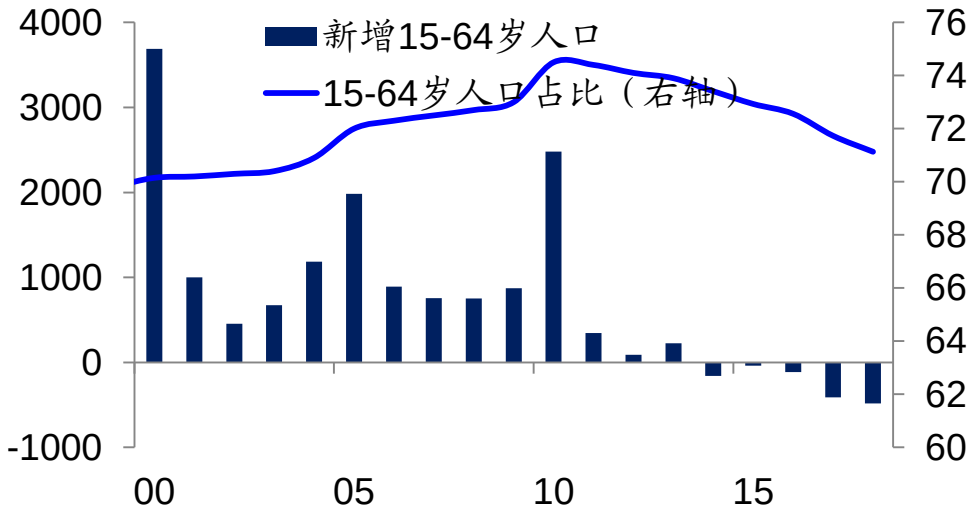
1. 工业经济：靠货币与地产驱动
2. 债务周期：从举债到减税降费
3. 资产配置：从实物到金融资产

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

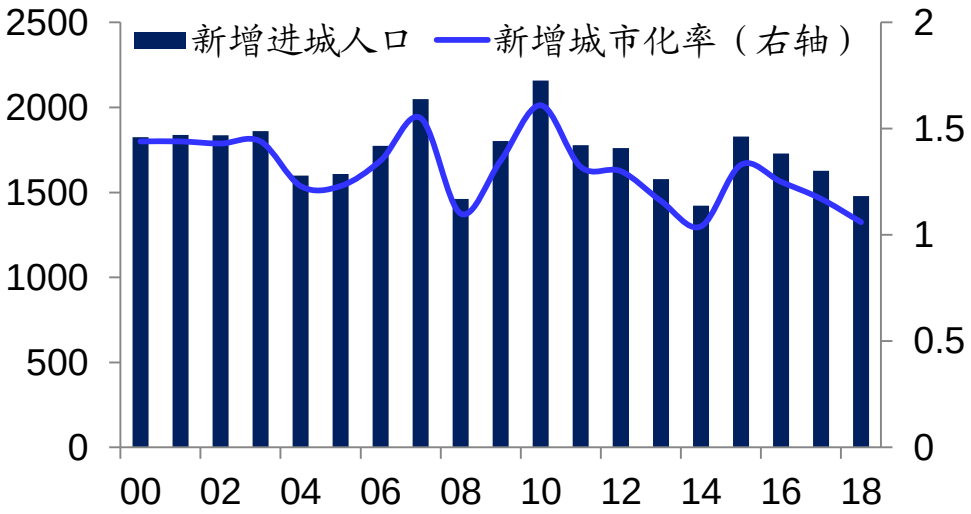
人口红利结束，城市化放缓

如果中国人永远不停地买房，那么中国工业化就可以不停地持续下去，但房地产不是永动机，过去地产之所以可以持续不断发展，靠的是两个动力：一是年轻人，二是城市化，这其实也是中国工业化的主要动力。但我国城市化推进最快的时期是在2010年，而这也是近十年来新增年轻人口最多的一年，这意味着地产驱动的工业化已经遭遇到了拐点。

中国人口红利结束（万人，%）



新增城市化率、新增进城人口（万人，%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

中国经济潜在增速下行

而回头来看，除去07至09年由于全球金融危机导致的巨大波动，2010年就是上一轮经济回升的最高点，此后中国经济增速开始持续下行，这其实是由于人口红利结束和城市化放缓导致的经济潜在增速下台阶。

中国GDP季度增速（%）

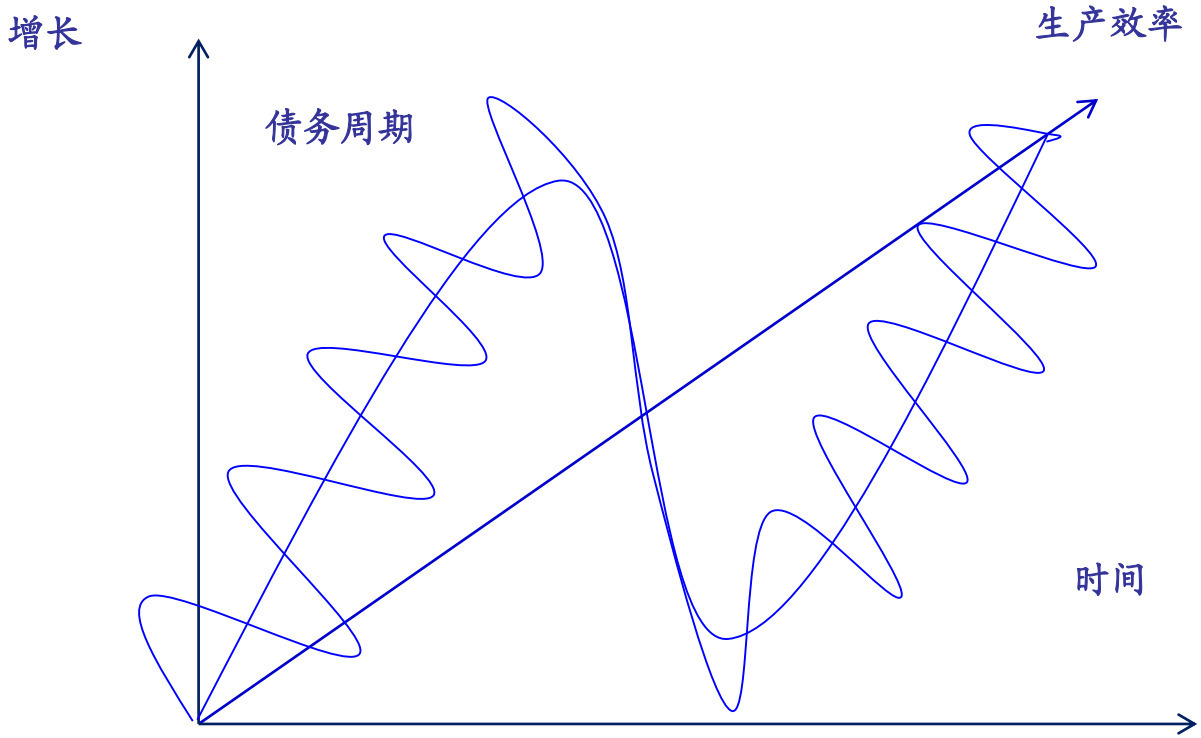
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

经济增长与债务周期

但问题是，在过习惯了好日子之后，没有人愿意过苦日子。而借用达里奥的债务周期模型，虽然长期增长由劳动力、资本投入和技术进步决定，但是在短期之内，靠举债也能拉动经济增长，而且一旦开始举债就会上瘾，直到举债达到极限为止。

经济增长与债务周期



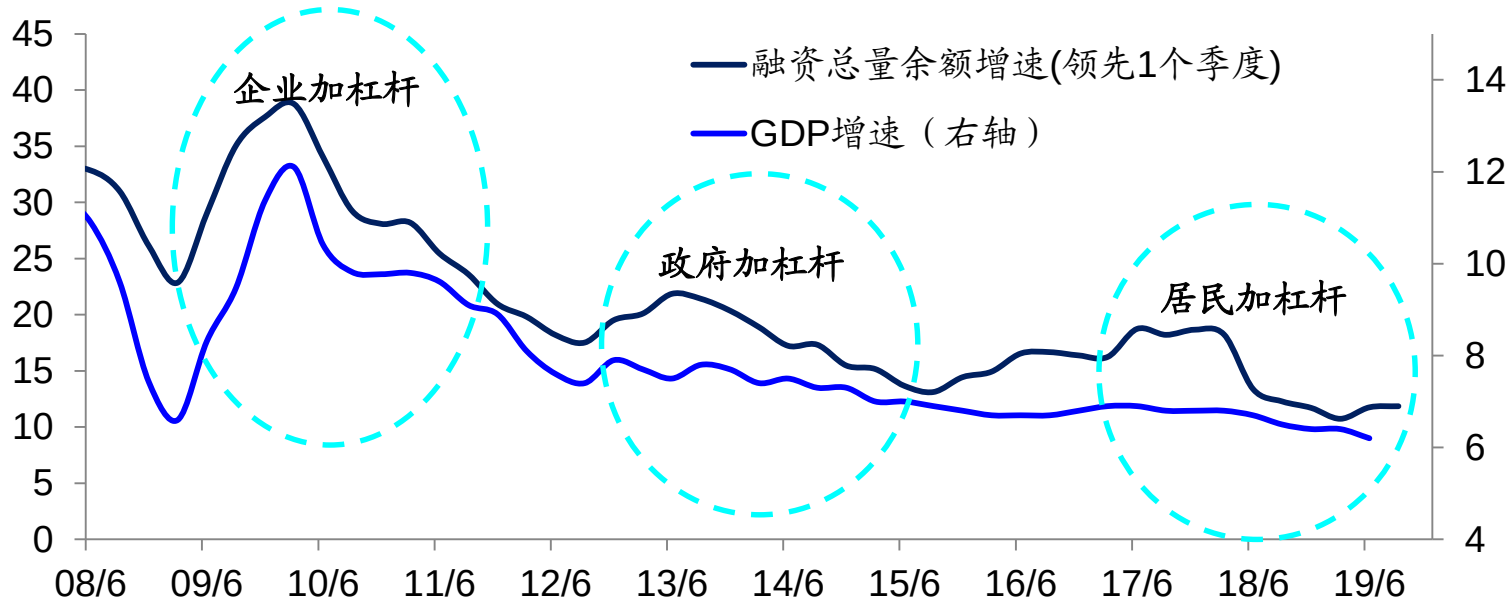
资料来源：海通证券研究所整理

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

08年以后：三次举债加杠杆

也就是从08年金融危机以后开始，我们走上了靠举债发展的不可持续之路。最早一轮是09/10年，主角是企业部门加杠杆；第二轮是12/13年，主角是政府部门加杠杆，第三轮是16/17年，主角是居民部门加杠杆。而经过10年不停举债之后，我们的所有经济主体居民、企业和政府都举过债了。

社会融资总量增速、GDP增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

债务见顶，穷则思变！

到了2015年，中国的整体债务率达到250%左右的历史顶峰水平，和美国次贷危机之前的水平也十分接近、没有上升空间了。为了经济的长期健康，我们在2015年推出了供给侧结构性改革，这其实类似于美国80年里根时代的供给学派改革，也会带来经济发展模式的相应变化。

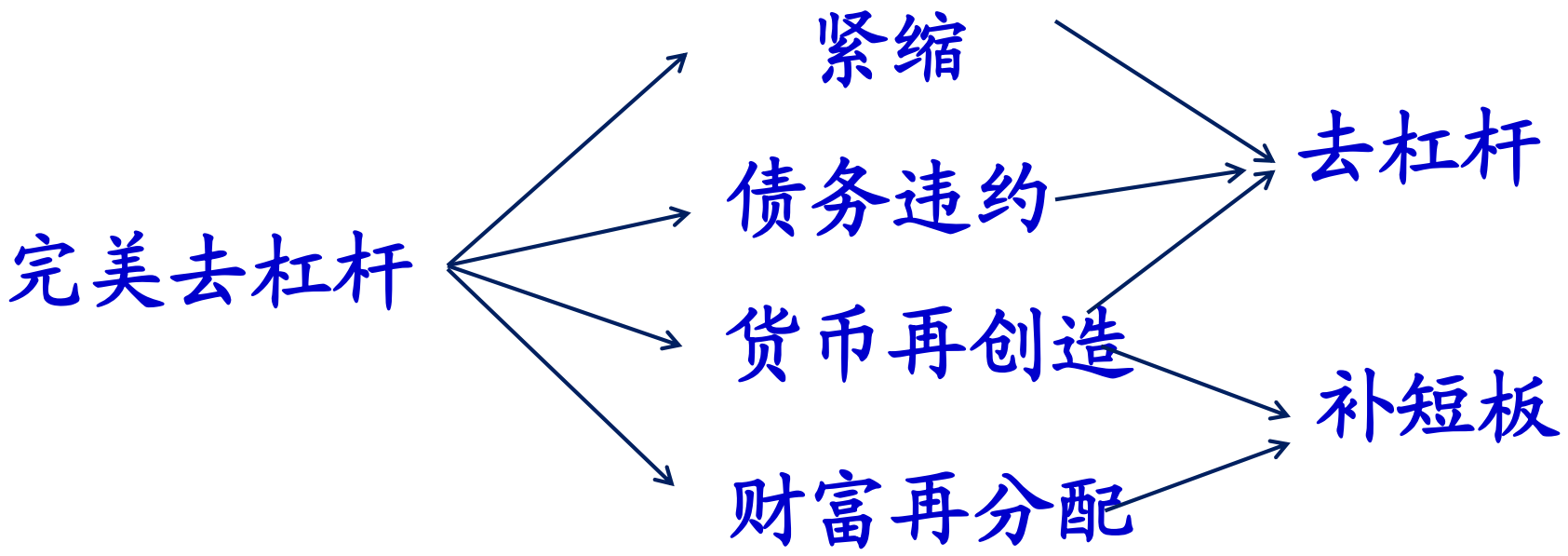
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

如何完美去杠杆

在达里奥的新书《A template for understanding big debt crisis》中提到，很多国家都遭遇过巨债危机的挑战，要想完美去杠杆，核心是做好紧缩、债务违约、创造货币、财富再分配这四件事。而这其实对应的就是我们过去几年做的去杠杆和补短板。

如何完美去杠杆



资料来源：《A template for understanding big debt crisis》，达里奥，海通证券研究所整理

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

货币为何超发？非为央行，而是影子银行

谈到货币超发，大家第一反应是和央行有关。但其实央行所控制的基础货币只占广义货币的20%，因此真正超发的其实是商业银行层面的广义货币。商业银行是一个高杠杆机构，天然就有超发信贷的冲动，08年的4万亿就与商业银行的信贷投放过度有关。但在2012年，中国实施了《巴塞尔协议三》，用资本充足率约束了商业银行信贷投放，结果货币依然超发，这其实主要因为12年以后影子银行的大发展，从11年到17年，我们估算影子银行的规模扩张了近10倍。

基础货币、广义货币、信贷和影子银行

	基础货币	M2	信贷	三大影子银行
07年	10万亿	40万亿	26万亿	1万亿
11年	22.5万亿	85万亿	55万亿	5.6万亿
17年	32万亿	168万亿	120万亿	57万亿
11-17年均增速	6%	12%	14%	147%

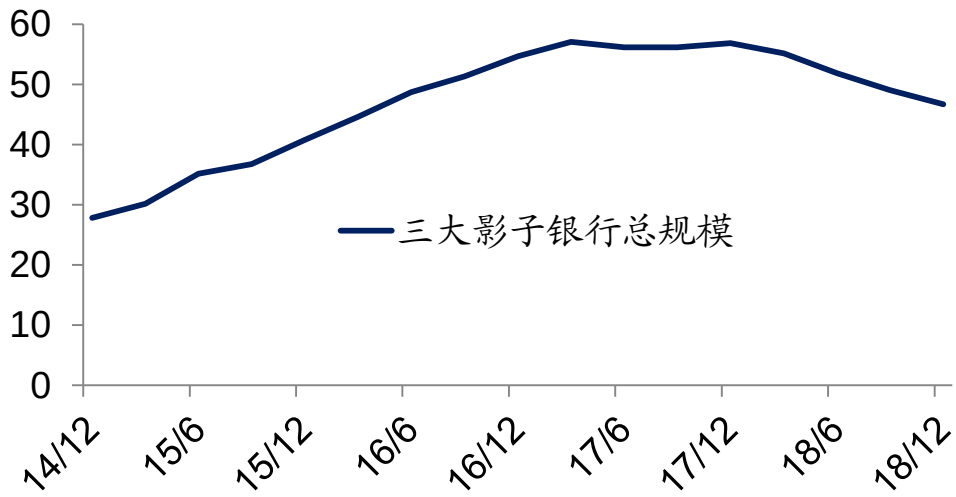
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

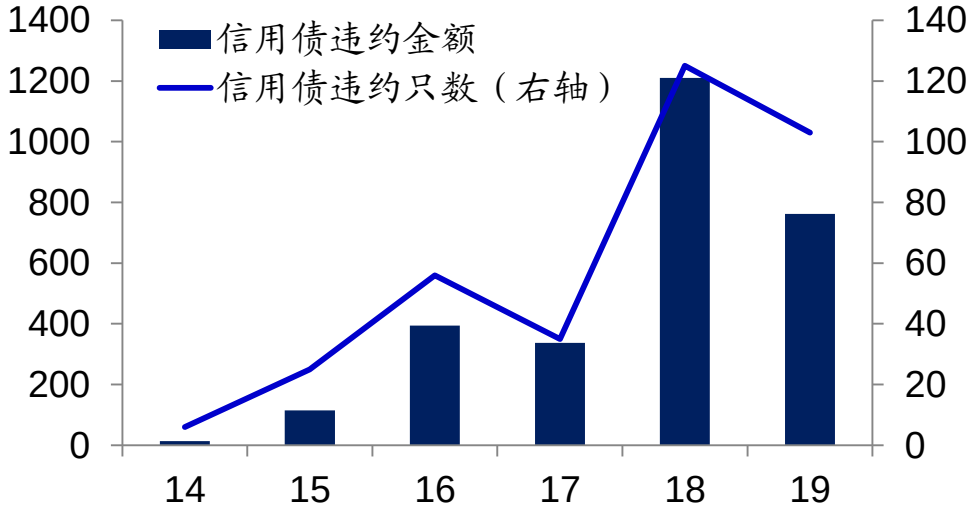
收缩影子银行、打破刚性兑付

而18年开始的资管新规等金融监管要求穿透式原则，这使得通道业务等监管套利无处遁形，信托、基金子公司、券商资管等影子银行载体的规模都开始大幅收缩，在过去1年三大影子银行的资管规模收缩了大约10万亿，总规模萎缩了接近20%。18年中国债券违约金额超过1000亿，19年5月包商银行因为严重的信用风险而被托管，部分原因也在于同业业务发展过度，受到了影子银行监管的打击，这其实意味着我们在实体经济和金融市场都打破了刚性兑付。

三大影子银行总规模（万亿）



中国信用债违约金额（亿元）、违约只数



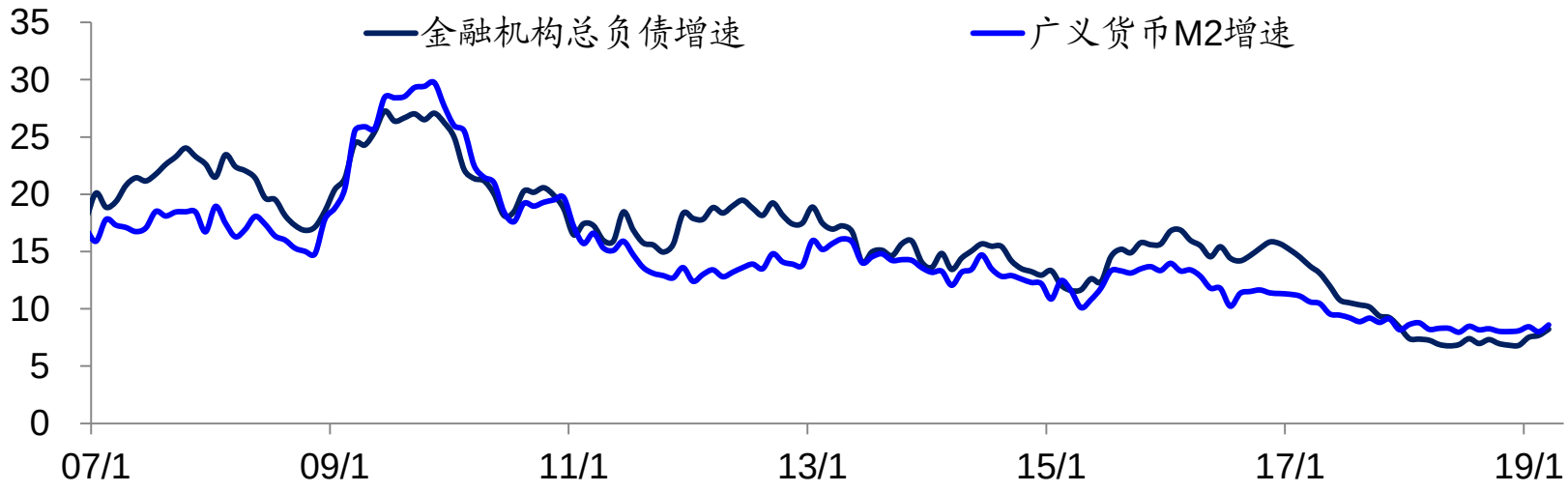
资料来源：Wind，海通证券研究所，右图19年数据截止7月

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

中国货币从超发到收缩

而影子银行监管、打破刚性兑付的最大意义在于改变了金融机构的行为，减少了无效的融资活动。19年以来的M2增速仅在8%左右徘徊，远低于08-17年15.4%的平均增速，这说明货币超发的时代已经彻底结束了。

中国M2增速、金融机构总负债增速（%）



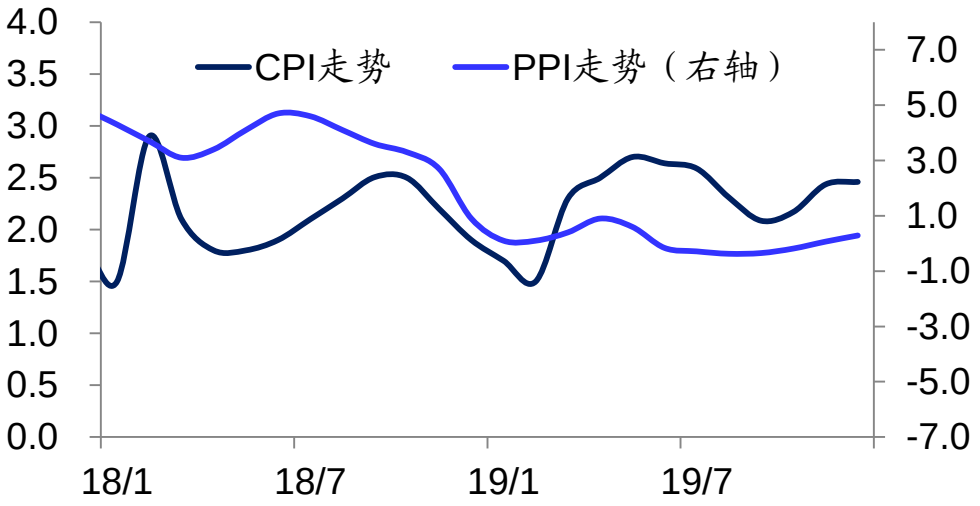
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

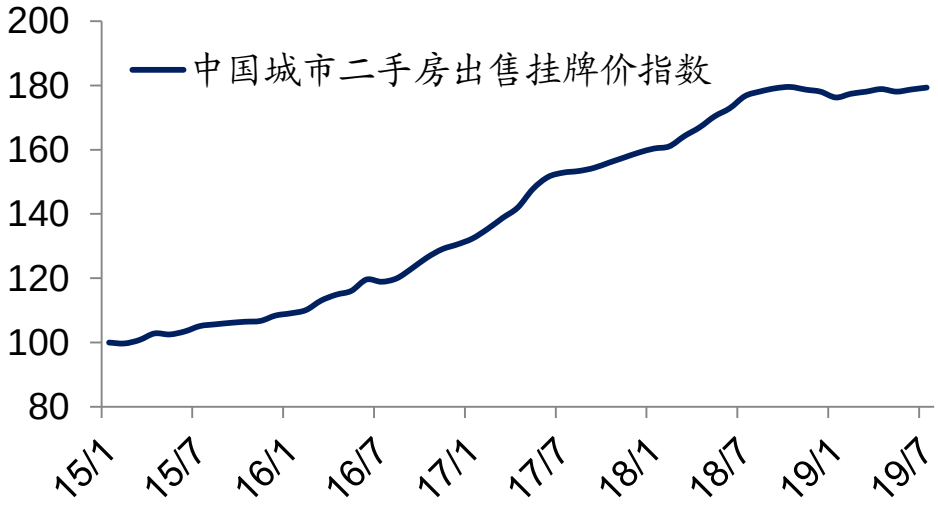
通胀趋势回落，二手房价止涨

而在货币增速回落之后，通胀预期和地产泡沫都得到了有效的控制。19年初以来，猪肉、水果价格的上涨引发了对通胀的担忧。但由于缺乏货币增速的大幅上升，意味着没有需求端的支持。从工业品价格来看，近期油价、铜价、煤价大幅下跌，意味着工业通缩风险大于通胀风险，我们预计全年CPI在2.4%左右，下半年通胀有望高位回落。而中国城市二手房挂牌价指数显示，经过3年上涨之后，19年以来的二手房房价已经止涨回稳。

CPI同比、PPI同比与预测（%）



中国城市二手房挂牌价指数



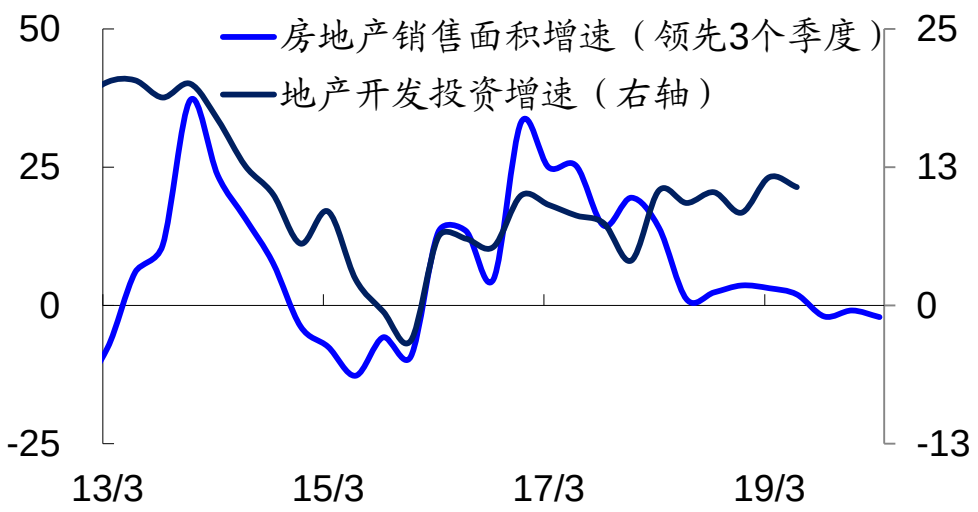
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

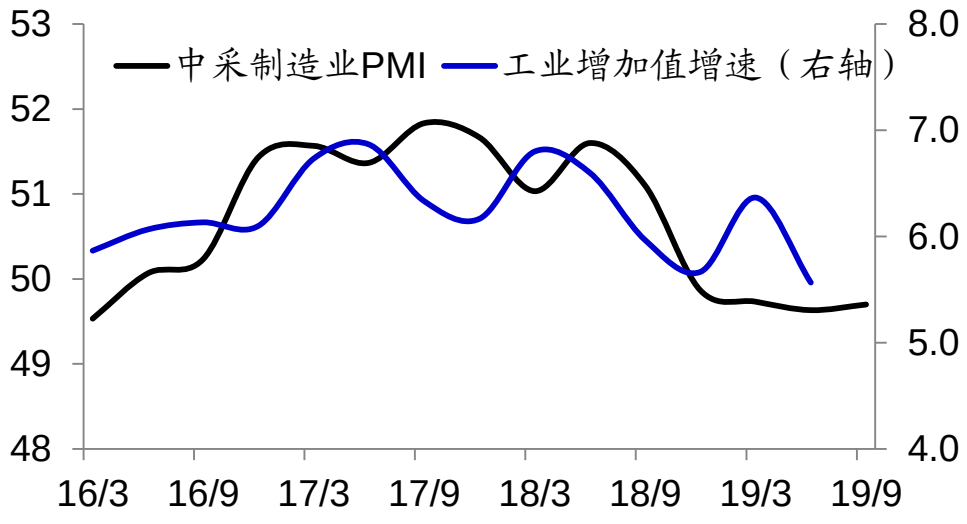
地产投资趋降，经济依旧承压

近期政府再次强调，不把房地产作为短期刺激经济的手段。由于本轮经济并没有强刺激，今年以来的地产销量增速持续为负，也意味着后续地产投资趋于下降，工业经济仍有下行风险，19年以来的制造业PMI指数整体维持在50以下的收缩区间。

房地产销售面积、地产投资增速（%）



工业增加值增速、中采制造业PMI（%）



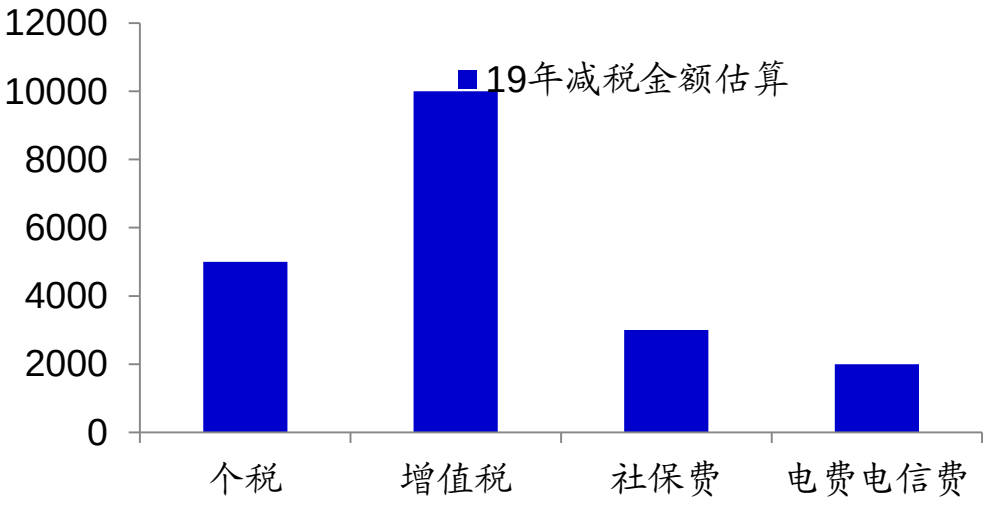
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

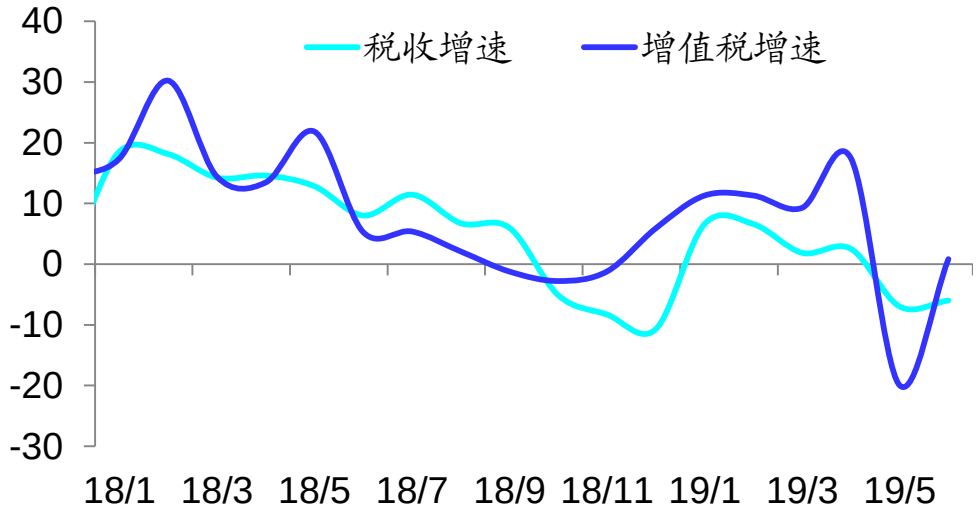
加大减税力度，政府过“紧日子”

但是，不搞刺激并不是没有政策，今年政策最大的亮点在于减税降费。19年政府宣布减税降费2万亿，我们估算其中个人所得税减免大约5000亿，增值税下调大约10000亿，社保减税大约3000亿，还有2000亿是电信费、电费等的下调。事实上，19年5、6两个月税收增速降幅都在6%以上，充分证明了政府的减税诚意。

19年减税金额估算（亿元）



税收收入、增值税收入增速（%）



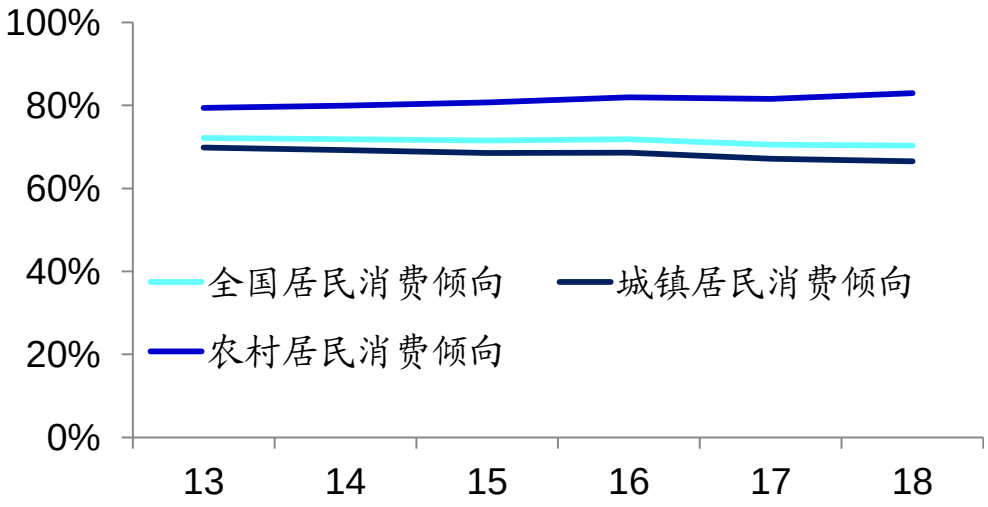
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

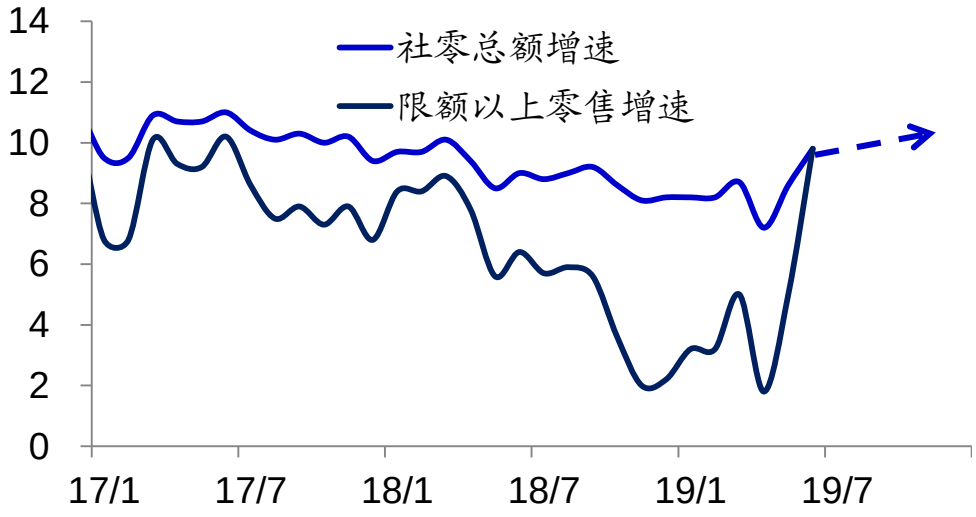
增加居民收入、提升消费增速

而减税的最大作用是增加居民收入，提升居民消费。中国居民的人均可支配收入刚刚超过4000美元，其实并不高，因而中国居民的边际消费倾向高达70%。我们测算今年给居民部门减税降费1万亿左右，可以增加7000亿的居民消费，提升消费增速2%，足以把社会消费总增速从年初的8%提升到年底的10%以上。

中国居民消费倾向



社零总额增速、限额以上零售增速（%）



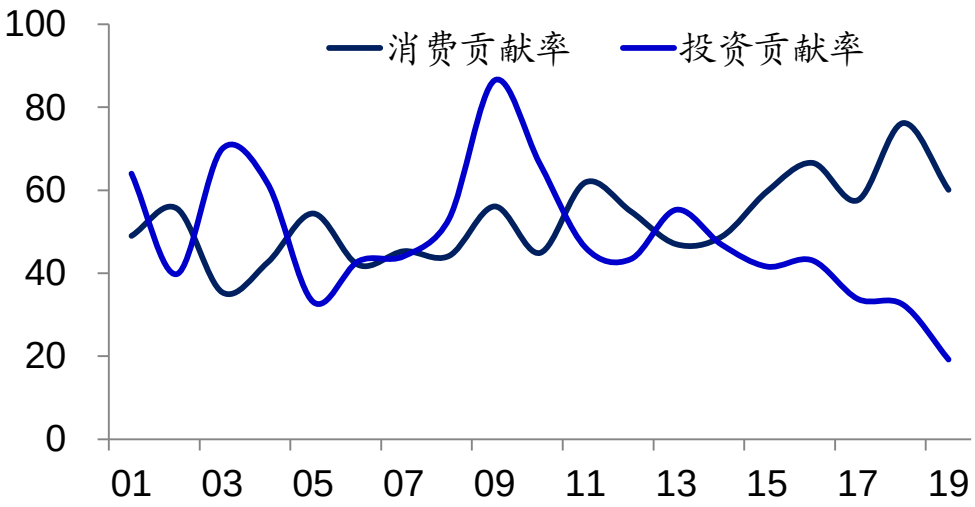
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

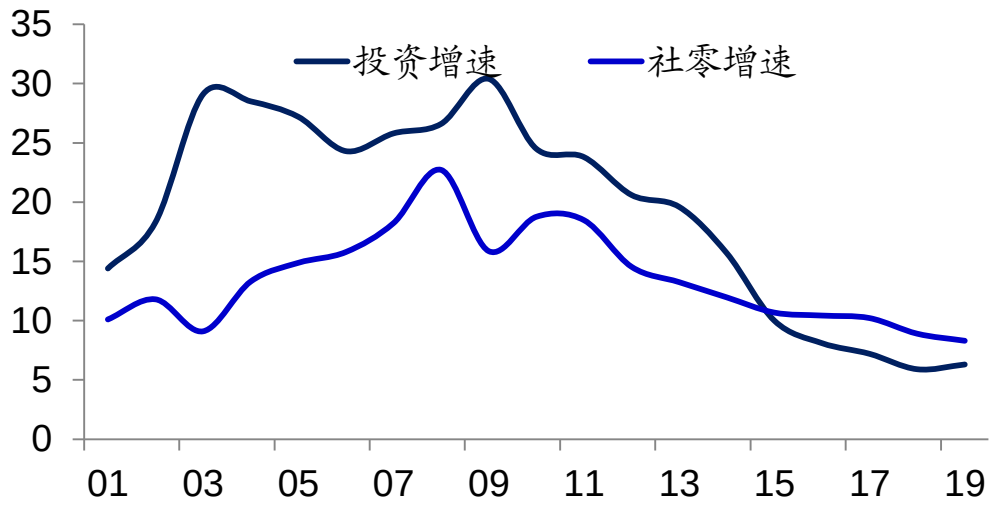
消费已成主角，无惧投资下行

过去中国经济主要靠投资拉动，无论是投资增速还是投资对经济增长的贡献度，都远超消费。但是从2015年开始，消费增速就超过了投资增速，今年上半年的消费增速为8.4%，高于5.8%的投资增速。而从对经济增长的贡献率来看，上半年消费的贡献率为60%，远超投资的19%。因而未来即便投资增速小幅下滑，靠消费的回升也能稳住经济增长。

消费、投资对GDP增速的贡献度（%）



投资增速、社零增速（%）



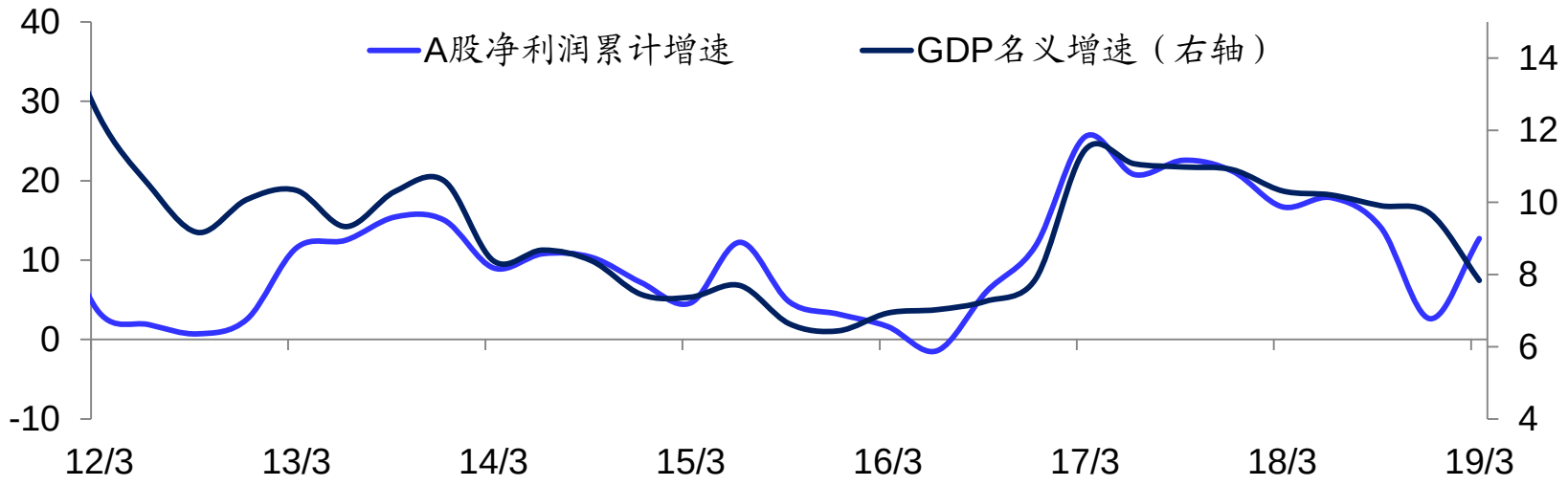
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

利润有望提前见底

减税的另一个作用是增加企业利润。我们估算2万亿减税降费中，有1万亿会直接归属企业部门，增加企业收入，而且没有任何成本，相当于直接增加了1万亿的利润。1季度上市公司的利润增速高达10%，其实就是归功于减税降费。而且考虑到今年的减税将逐步落地，去年的利润增速前高后低，因而今年全年的上市公司利润增速或超过10%。

GDP名义增速，上市公司利润增速（%）



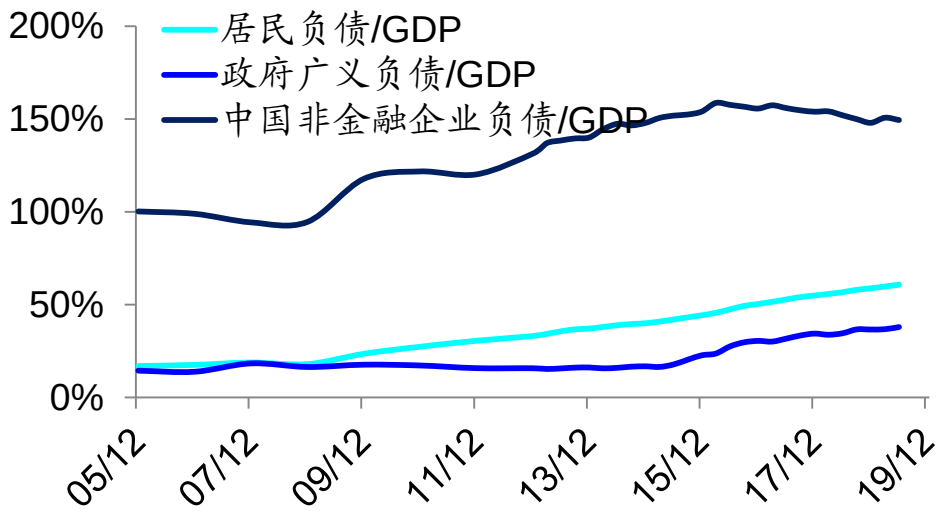
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

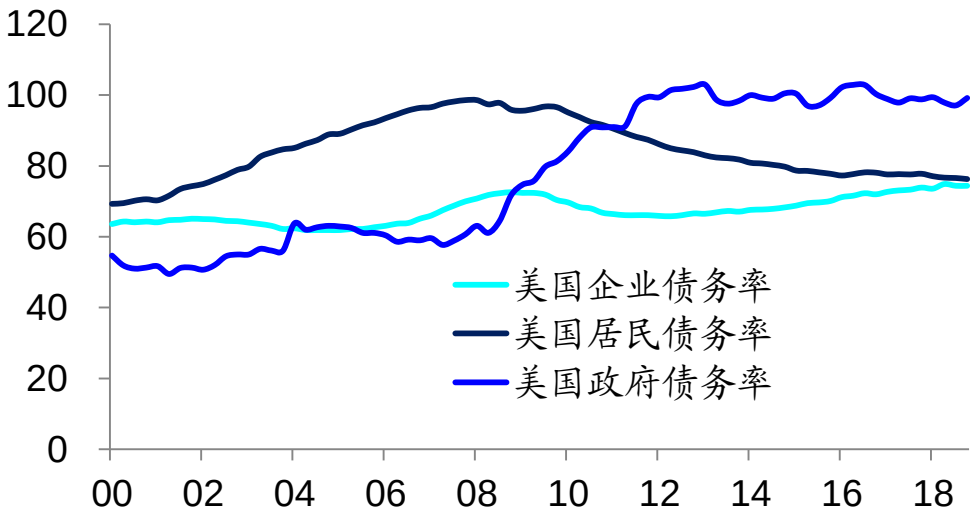
政府举债转移杠杆

很多人担心中国减税的空间有限，但其实不然，政府其实可以考虑举债来减税。事实上，在美国的金融危机之后，靠的就是政府举债加杠杆，帮助居民和企业降低了债务杠杆，从而成功地实现了经济复苏。当前中国的主要问题是企业部门的杠杆率居高不下，但是政府债务率仅为38%，哪怕考虑隐性债务之后也仅为50-60%左右，其实可以借鉴美国转杠杆的经验。

中国各经济部门债务率



美国各经济部门债务率（%）



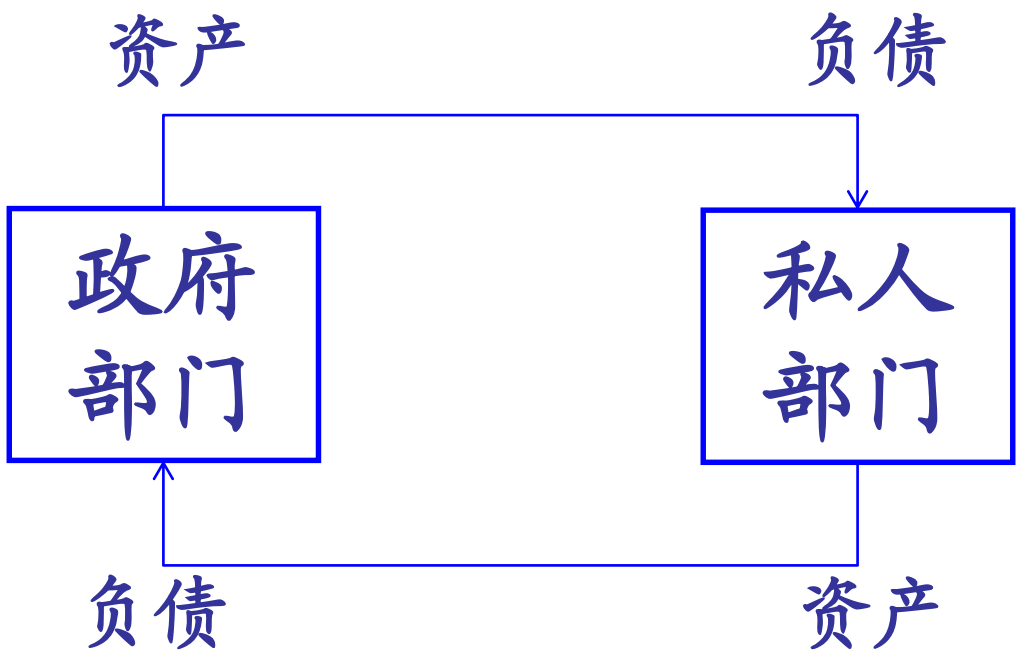
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

现代货币理论：政府部门债务即私人部门资产

为什么政府可以考虑举债？借鉴现代货币理论的观点，我们假设经济由政府部门和私人部门两个部门组成，那么这两个部门的任何交易都会形成债务关系，理论上私人部门的债务是政府部门的资产，而政府部门的债务是私人部门资产。那么要想让私人部门保持盈余，政府的举债在某种程度上是必需的。而且政府的本币债务是以主权背书的，其实没有破产的风险，例如日本的政府债务率达到200%以上，其实也没有爆发债务危机，其企业盈利在过去几年反而明显改善。

现代货币理论两部门均衡理论



资料来源：《现代货币理论》，兰德尔，海通证券研究所整理

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目录

第二部分：中国经济研究

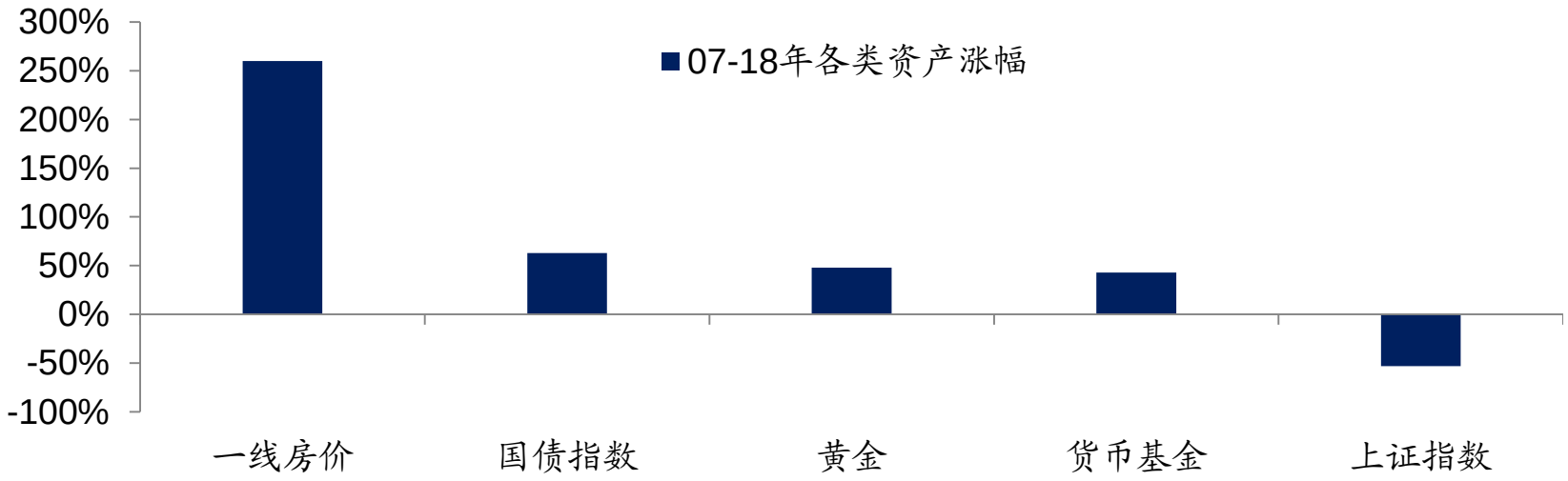
1. 工业经济：靠货币与地产驱动
2. 债务周期：从举债到减税降费
3. 资产配置：从实物到金融资产

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

过去十年：房市领涨、股市领跌

从07年到18年，中国一线城市房价平均涨幅为2.6倍，而上证指数代表的股市跌幅高达53%，房市的表现远好于股票、债券、黄金和现金，是国内资产配置的最大赢家，而股市则是大输家。

07-18年各类资产表现



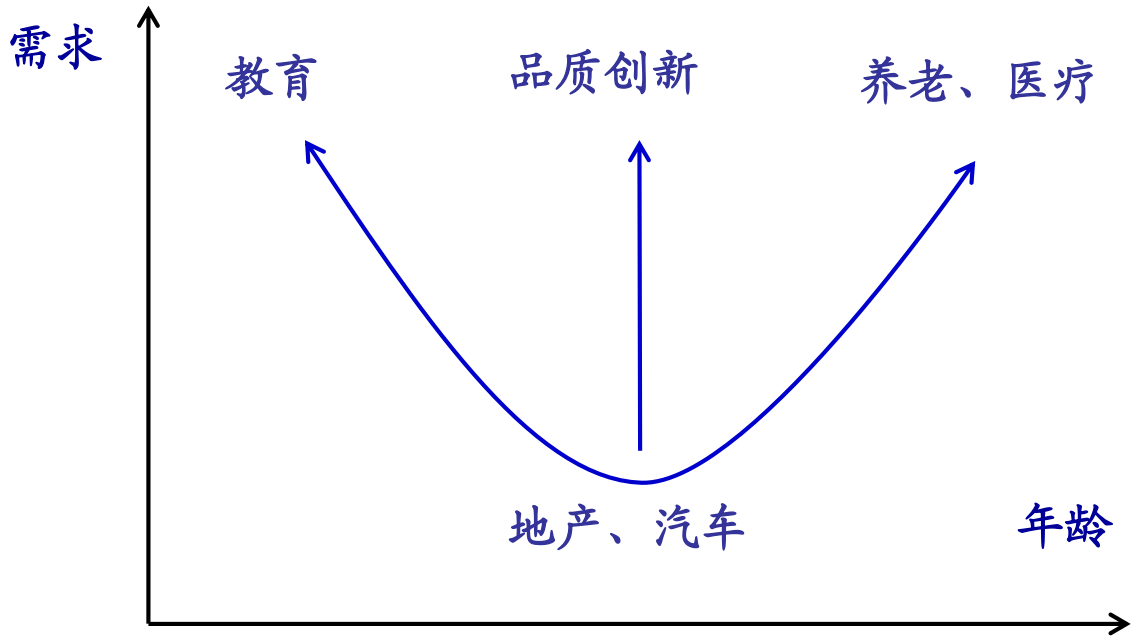
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

后工业化时代，服务创新为王

但随着人口红利的结束，中国的地产需求见顶，工业化也步入尾声，经济发展的结构将发生变化，这意味着财富产生的机制也会发生变化。未来年轻人变少了，大家不需要买更多的房子，但随着老年人数量的增加，大家需要更多的医疗、养老、教育等服务。而年轻人需要的不是更多的消费品，而是品质更好的消费品，这就是消费升级。而随着居民消费转向服务消费和品质消费，服务业和科技产业将成为经济发展的新希望。

居民消费转型升级



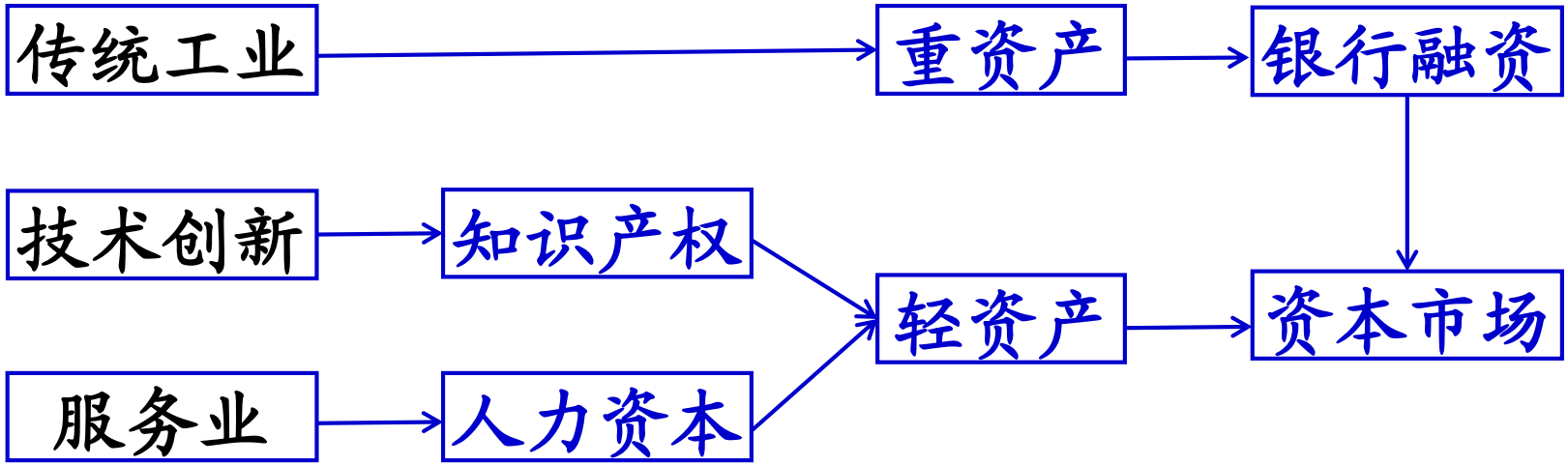
资料来源：海通证券研究所整理

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

服务创新靠资本市场

在工业化时代，经济靠投资驱动，而投资是重资产，因而最适合银行信贷为代表的间接融资发展。而在服务和创新的时代，最佳的融资方式是直接融资。因为创新的根基是知识产权，服务业的根基是人力资本，这些都是轻资产，因而无法向银行抵押借贷，只能靠直接融资。

增长动力切换带来融资结构调整



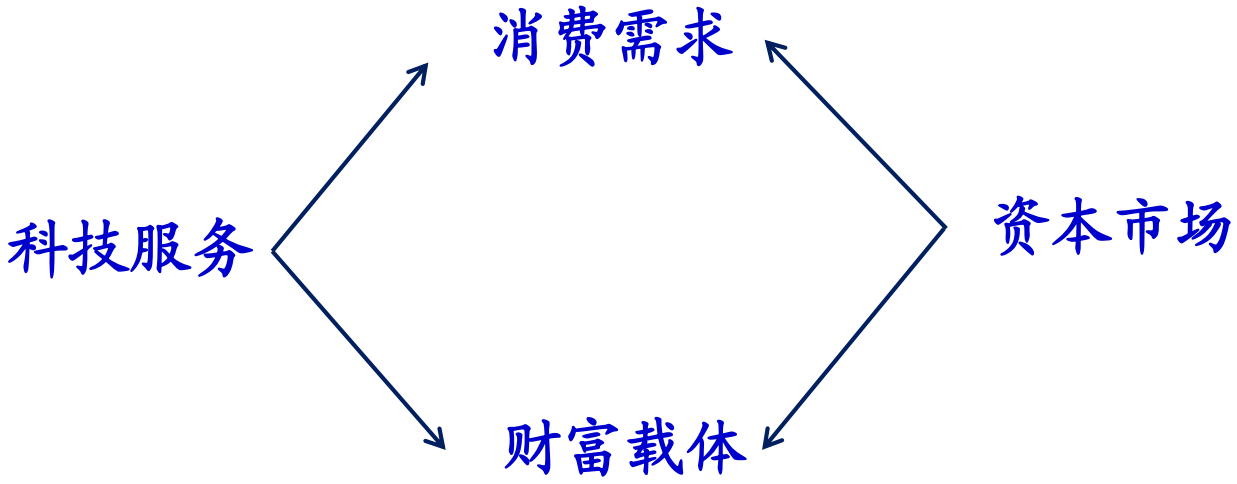
资料来源：海通证券研究所整理

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

发展资本市场，助力经济转型

今年政府提出深化金融供给侧结构性改革，增强服务实体经济的能力，在我们看来其中有两层含义：一是在传统的地产和信贷方面做减法，抑制地产泡沫扩张；二是在资本市场上做加法，发展股市和债市，通过科创板等的注册制改革，帮助创新企业直接融资。因此，资本市场将是帮助中国未来企业发展的主战场。

科技服务靠资本市场



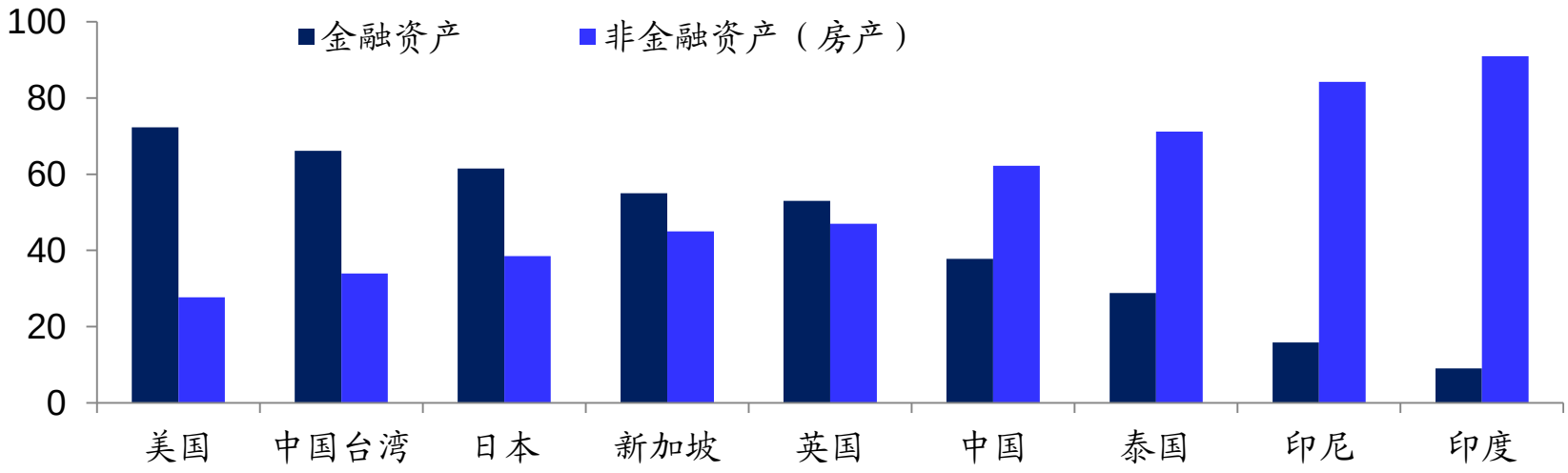
资料来源：海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

后工业化时代，金融资产为王

而随着企业融资从信贷转向资本市场，居民的财富也会从房地产转向金融资产。我们发现，对于新兴经济体，其处于工业化阶段，居民财富往往以房地产等实物资产为主。而对于发达经济体，其居民财富往往以金融资产为主，这其实也预示了中国居民财富的增长方式将发生变化。

主要发达、新兴经济体居民财富比例（%）



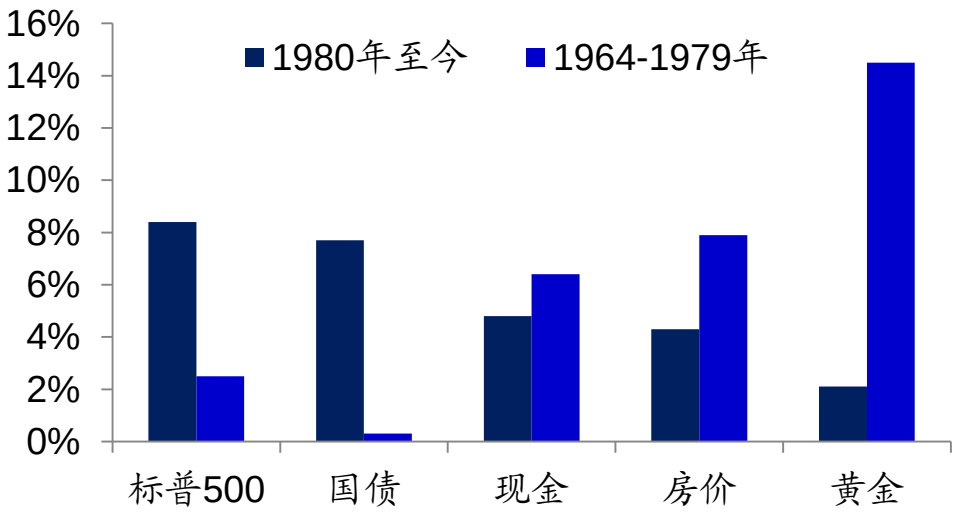
资料来源：WIND，海通证券研究所，数据为18年。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

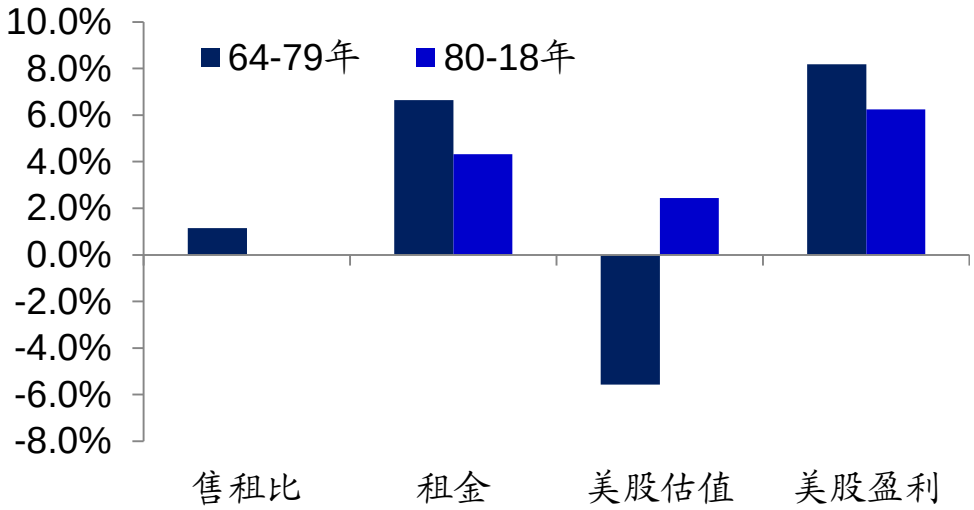
美国80年前后：实物和金融资产表现逆转

在美国80年代前后，就发生了实物和金融资产表现的大逆转。在80年代以前的15年，黄金和房地产等实物型资产的表现最好。但是在80年代以后，表现最好的是股市和债市等金融资产，其中股市和债市的年均回报率在8%左右，而房产只有4.3%、黄金只有2.1%，后两者甚至是跑输现金的。为何股市和房市表现逆转，原因在于股市之前跑输主要因为估值下跌，而之后股市的估值和盈利表现均跑赢房市。

美国80年代前后各类资产涨幅



美国股市、房市估值和盈利变化



资料来源：WIND，海通证券研究所，左图1980年以来数据截止2018年。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

货币超发滞胀，减税股债双牛

而资产价格发生变化背后的原因其实在于政策选择。在美国70年代，货币超发导致了滞胀，推动实物资产价格上涨，这其实和中国过去10年非常类似。而在1980年以后，里根的供给学派收缩了货币，减税改善了供给，所以出现了股债双牛。而中国供给侧结构性改革的实施，通过去杠杆收缩了货币，大规模减税降费改善供给，其实也有希望出现股债双牛。

政策选择与资产配置

美国70年代
中国过去10年 → 刺激需求、陷入滞胀 → 过去房产牛市

里根供给学派
中国供给侧改革 → 收缩货币、改善供给 → 未来股债双牛

资料来源：海通证券研究所整理

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

利率中枢下行，债券牛市很长

首先，去杠杆大幅降低了中国货币增速。相比于过去的10年15.4%的货币增速，目前的中国货币增速只有8%左右，相当于降到了过去的一半，这个变化其实和美国里根时代前后的变化一模一样。这预示着中国的利率中枢也发生了永久性的下降，我们预计未来10年期国债利率的中枢或在3%以下。

中国货币增速、经济通胀和利率预测（%）

	货币增速	通胀	经济增长	国债利率	贷款利率
2007-2018	15	2.8	8.7	3.6	6.4
2019-2030	7	2	5	2.7	5

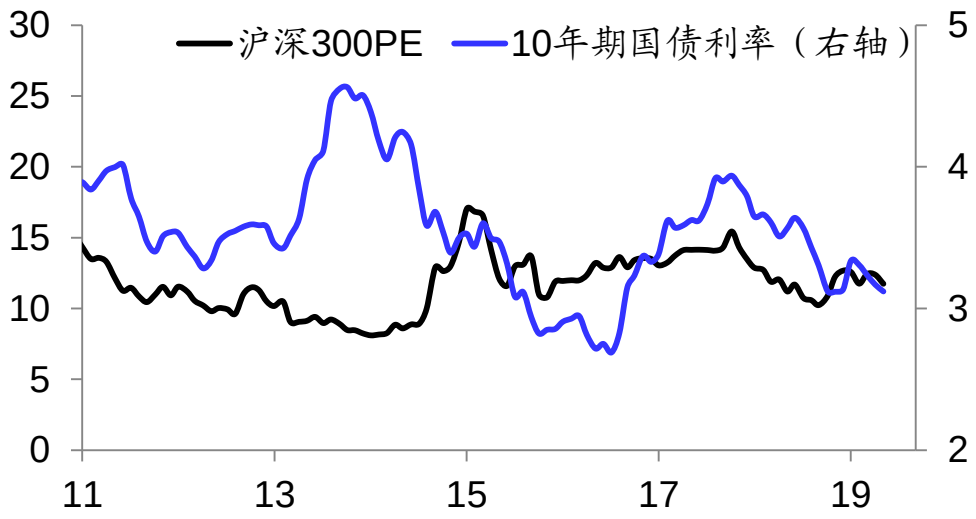
资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

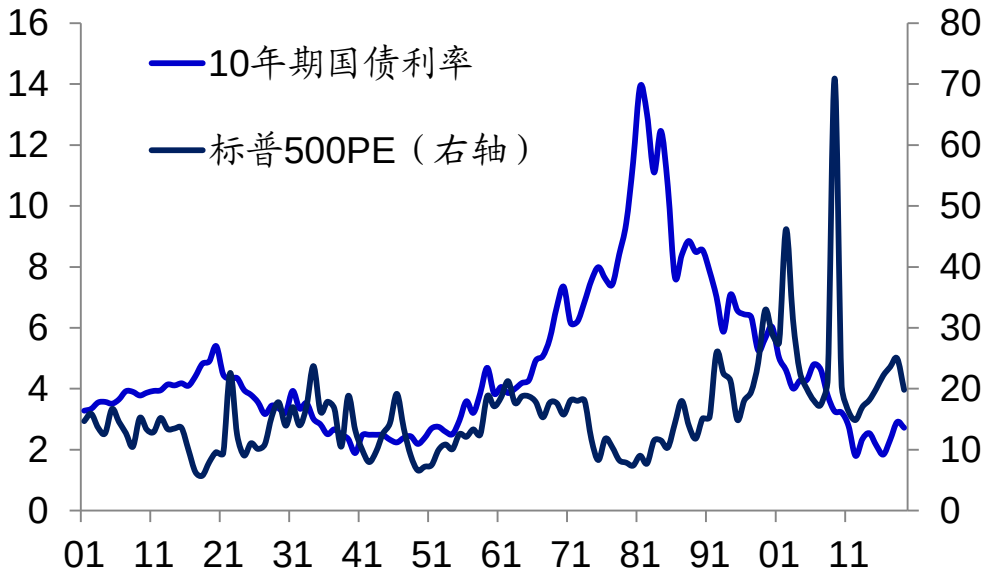
国债利率下降，提升股市估值

从美国的经验来看，其国债利率与股市估值有着明显的反向关系，80年代以后标普500指数市盈率从8倍提升至当前的约20倍，源于国债利率从10%以上降至目前的2%以下。而中国过去的无风险利率实际上是各类地方政府隐性债务的融资利率，高达8%-10%左右，而现在打破刚兑之后，3%左右的国债利率真正成为无风险利率，意味着中国股市的估值也有望得到提升。

沪深300PE（倍）、10年期国债利率（%）



标普500PE（倍）、10年期美债利率（%）



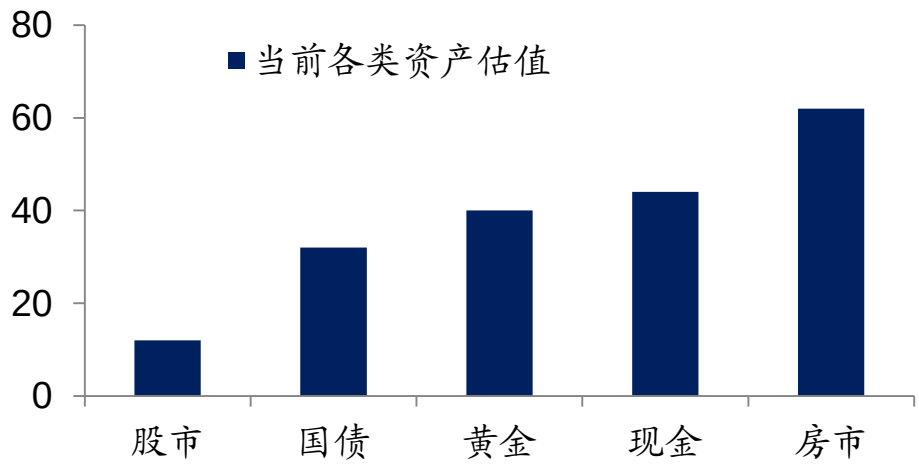
资料来源：WIND，海通证券研究所
注：市盈率数据均为TTM。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

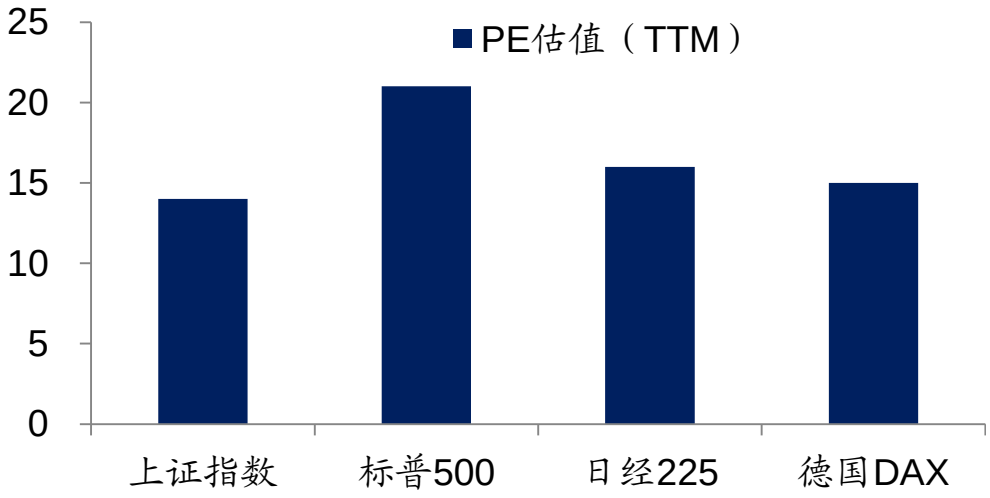
便宜是硬道理：股>债>黄金>现金>房

我们认为当前中国股市有价值、房市有风险，理由是两者的估值水平不一样，前者处于历史低位，而后者处于历史高位。上证指数目前的市盈率为13倍，低于美股、日股和欧股，也是全球相对最便宜的市场之一。更重要的是，从国内各资产的估值比较来看，目前10年期国债利率仅为3.1%、倒过来算是32倍估值。而黄金的价值在于通胀保值，中国目前CPI约为2.5%，倒过来算相当于40倍的估值。货币基金收益率2.3%、倒过来算相当于44倍估值；而一线城市房产的租金回报率为1.6%、相当于62倍估值。单纯从估值水平来看，中国各类资产的投资价值当中“股>债>黄金>现金>房”。

中国各类资产估值比较（倍）



全球主要股市估值比较（倍）



资料来源：WIND，海通证券研究所

注：数据时间为19年7月最后一个交易日。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

经济最坏的时代、投资最好的时代

美国股市已经走牛了近40年，标普500指数在过去40年的年化回报率是10%，其中的6%来自于企业盈利、2%来自于股息和回购，还有2%来自于估值的提升。为什么过去10多年的A股很难赚钱？其实A股过去11年的平均盈利增速高达11%，股息率也有2%，但是估值每年下跌15%。由于我们过去股市的估值太贵，所以花了近10年时间在消化估值泡沫，导致大家很难赚钱。如果未来在低利率环境下股市的估值不再压缩了，同时企业盈利也能保持7%左右的增长，加上2%的股息率，那么未来A股就可以提供9%左右的年均回报，其实就可以和过去40年的美股相当了。

美股与A股的回报与分解

	回报率	估值变化	股息率与回购	盈利增速	GDP名义增速
美股80-19年	10%	2%	2%	6%	5%
A股07-18年	-4%	-15%	2%	11%	12%
A股19年-30年	9%	0%	2%	7%	7%

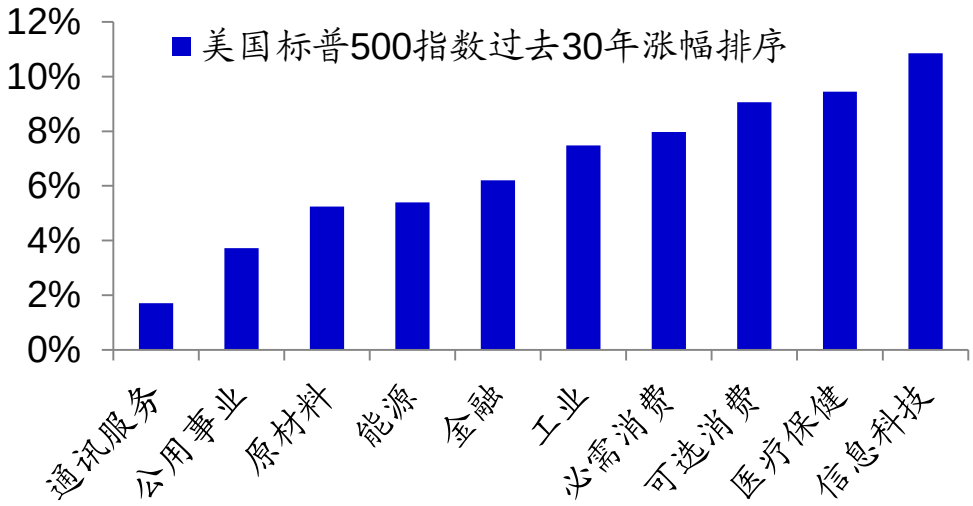
资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

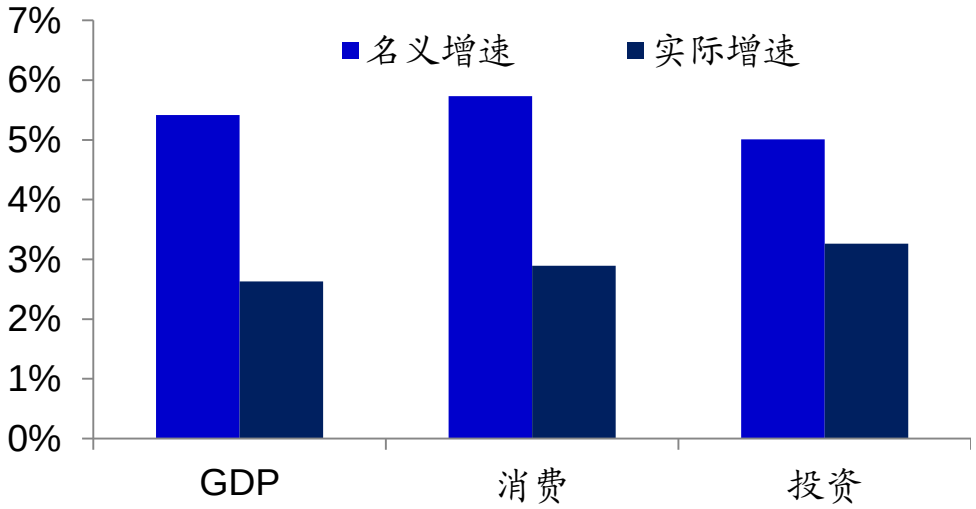
美国过去30年：消费和科技领涨

在美国过去几十年的牛市当中，我们发现领涨的四大板块分别是信息科技、医疗保健、可选消费和必需消费，也就是消费和科技行业领涨。而其根基则是在于以消费为主导的经济增长模式，过去40年，其GDP年均增速为2.6%，考虑物价之后的GDP名义增速均值为5.4%，而消费名义增速均值为5.7%。只要消费整体保持在5-6%左右名义增速，那么优秀的消费型企业就有希望实现10%左右的业绩增速，这其实是其股市回报的来源。

标普500过去30年各行业指数涨幅



1980年以来美国经济分类增速



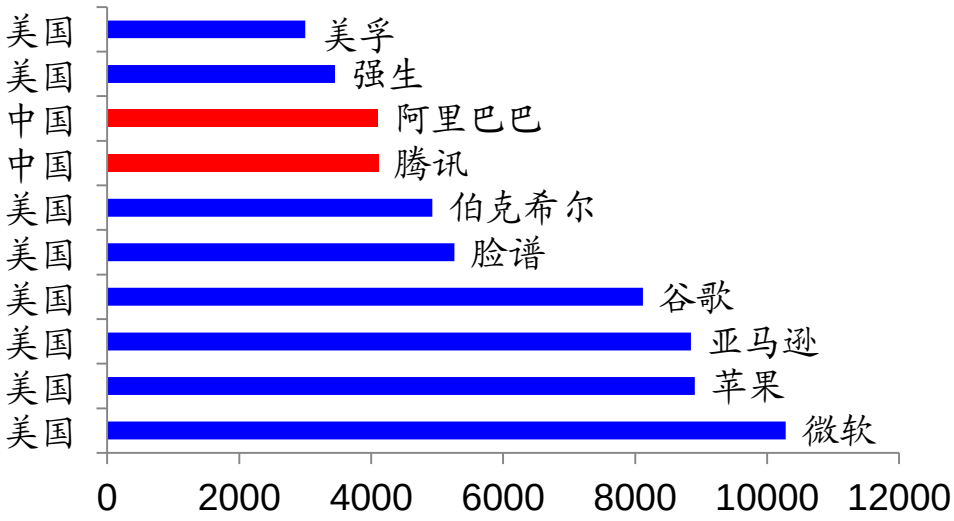
资料来源：WIND，海通证券研究所，右图数据截止2018年。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

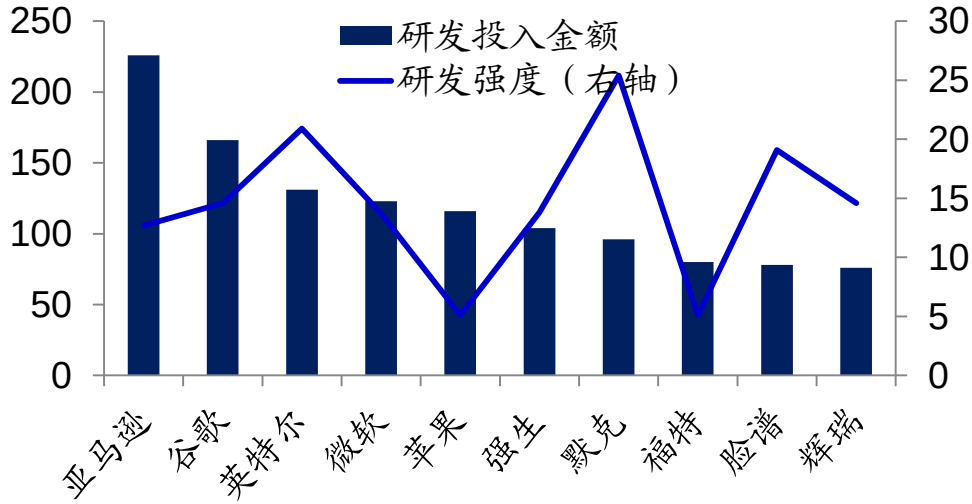
美国：研发支撑科技消费

而在其消费稳定增长的背后，则是持续的科技创新，给消费带来了新的动力。2017年，美国前10大研发型企业的平均研发强度是13.6%，平均研发投入是115亿美元。正是靠着持续的高研发投入，美国的科技领先全球，而全球前十大市值企业中的前五大都是美国的科技企业。

全球前10大市值企业（亿美元）



美国主要企业研发投入金额（亿美元）和研发强度（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

注：左图数据为19年5月最后一个交易日市值。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

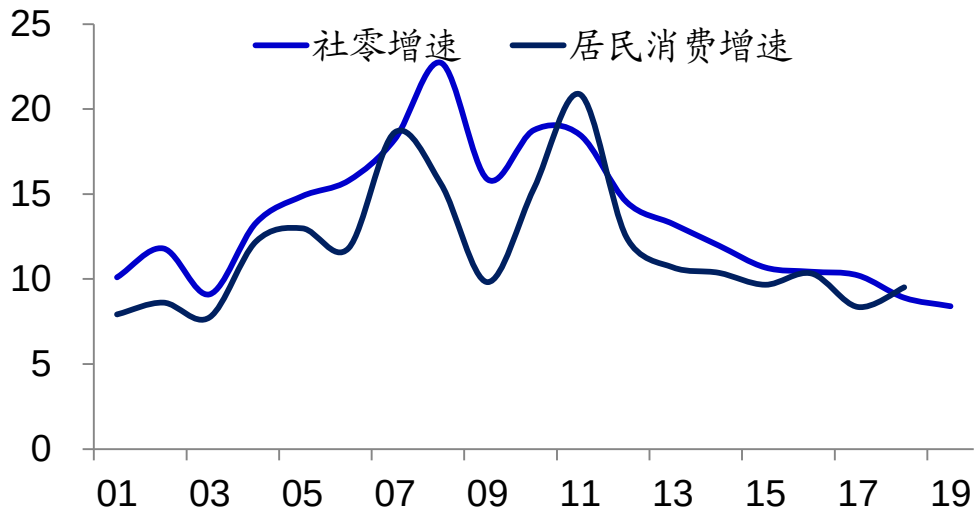
消费科技领涨A股

而在今年中国股市当中，领涨的五大板块分别是日常消费、信息技术、金融、医疗保健和电信服务，其中主要都是消费和科技相关的行业，而这完全不同于过去3轮牛市当中的地产、材料和能源等周期板块领涨。过去靠周期行业撑起的牛市来得快去得也快。而中国消费增速目前仍有8-9%左右，远高于美国的5-6%，这意味着中国优秀的消费企业盈利增速可以维持在15%甚至以上，因而靠消费行业领涨支撑的是可持续的慢牛行情。

近15年4轮牛市的领涨板块

	涨幅第一	涨幅第二	涨幅第三	涨幅第四	涨幅第五
05年6月-07年10月	金融	房地产	能源	材料	日常消费
	809%	801%	764%	658%	582%
08年10月-09年8月	房地产	能源	材料	信息技术	可选消费
	174%	171%	163%	154%	146%
14年7月-15年6月	信息技术	工业	房地产	公用事业	可选消费
	263%	257%	219%	216%	212%
19年1月-19年7月	日常消费	信息技术	金融	医疗保健	电信服务
	53%	25%	23%	20%	17%

中国社零增速、居民消费增速（%）



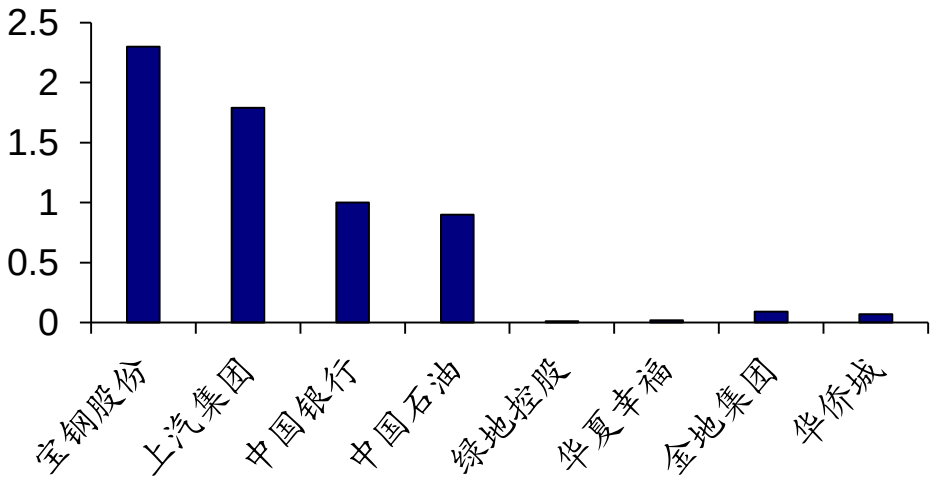
资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

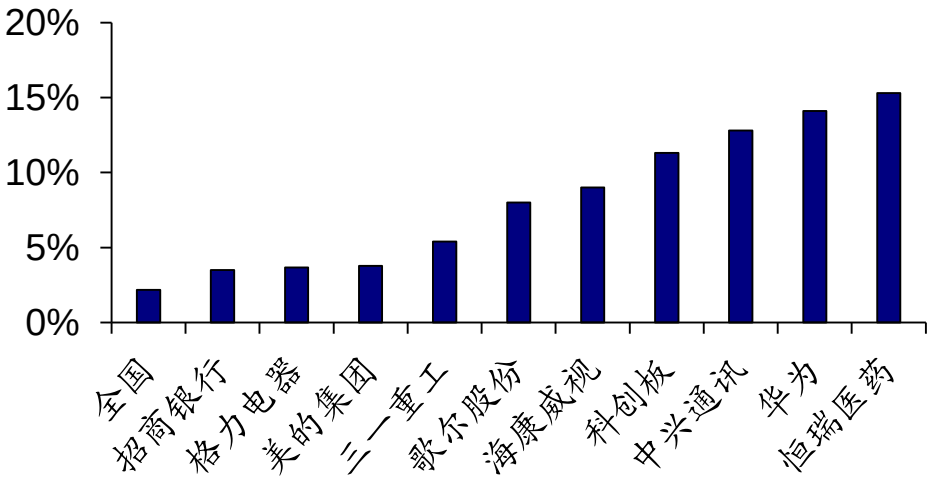
龙头企业研发提升

而在研发投入方面，中国传统的金融、地产和周期行业普遍研发投入低下，因而市场难以对其未来产生信心。但是经过去杠杆和贸易摩擦的洗礼之后，中国的企业都发现了研发的重要性，尤其是华为成为中国企业研发的标杆，因而有诸多龙头企业的研发强度开始提升，比如18年招商银行将研发强度提升至3.5%，三一重工的研发强度超过5%，恒瑞医药的研发强度达到15%，而科创板第一批25家上市企业的平均研发强度高达11%，我们相信，只要中国的企业都加大研发投入，那么中国的科技同样充满希望。

中国传统企业的研发强度（%）



中国部分龙头企业和市场的研发强度（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所
注：数据均为18年。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

从实物资产到金融资产

过去在货币超发的时代，通胀预期高涨，最佳资产配置是实物类资产，尤其是房地产。但如果以后我们下决心收货币，意味着通胀预期回落，实物类资产将受损，而金融资产将受益。其中债市中利率债长期看好，而转债和信用债更佳。而在股市当中，利率下行有利于高股息蓝筹，大力减税有利于消费服务和科技创新。

大类资产配置变化

看好

股债双牛 → 股市　蓝筹龙头、消费服务、科技创新

股债双牛 → 债市　转债、信用债、利率债

资料来源：海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

分析师声明和研究团队

分析师声明

姜超：宏观债券研究

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。

宏观债券首席分析师 姜超
SAC执业证书编号：S0850513010002
电话：021-2321 2042
Email：jc9001@htsec.com

信息披露和法律声明

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；
2. 市场基准指数的比较标准：
A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

类 别	评 级	说 明
股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
	中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
	无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

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范围包括证券投资咨询业务。