

相关研究

《不走老路，股债双牛——19年2季度经济和资本市场展望》2019.03.19

《不走老路，股债双牛——19年2季度中国经济和资本市场展望》2019.02.22

《流动性陷阱，现金流为王——18年4季度经济与资本市场展望》2018.09.11

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

分析师:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

证书:S0850519070003

联系人:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

联系人:应稼娟

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@htsec.com

西方不亮东方亮 ——19年4季度经济与资本市场展望

投资要点:

- **美国：衰退风险升温。少数派的总统，落后决定领先。**在特朗普宣布竞选连任以来，其民调一直大幅落后于民主党的拜登。实际上，在16年的上一轮大选中，特朗普的普选票支持率也低于希拉里，是美国少有的少数派总统。支持他的是美国中部地区，经济落后人也少，但有更大的投票权。**减税延长繁荣，关税带来衰退。**如何帮助美国经济的弱者？特朗普先出台大规模减税，在过去两年延续复苏，但当前美国政府债台高筑，财政刺激难以为继。于是其通过提高关税讨好选民，但加关税早已被证明是失败的政策，冲击全球供应链，导致美国投资下滑、资产价格下跌，引发了经济衰退的风险。**经济决定连任，博弈倒逼合作。**美国过去50年连任失败的3位总统，都是在任职的最后两年遭遇了经济衰退。因而特朗普想要连任成功，就要极力避免经济衰退。而即便靠美联储降息救命，也会受到关税推升通胀、加剧贫富差距等方面的约束，所以特朗普也需要来自中国的贸易协议加持。因此，我们认为中美关系虽然长期趋于竞争，但在短期有望走向缓和，贸易摩擦高峰已过。
- **中国：走在正确方向。举债发展经济，企业大而不强。**无论是经济总量指标还是世界500强企业数量指标，中国已与美国旗鼓相当，但我国企业利润率远低于美国。原因或在于，金融危机后我们靠举债发展，导致金融业过于发达，挤占企业利润，加杠杆做大企业的同时也导致企业债务负担上升。**降息刺激举债，去杠杆降利率。**当前经济下行压力仍大，为了给企业减负，国内降息呼声再起。但15年的5次降息导致居民举债加杠杆，16年以后国内利率重新上升。因此，过去两年我们把去杠杆作为首要政策，大幅降低了货币增速，打破了刚性兑付，减少了无效融资需求，市场利率也随之下降。**LPR引入竞争，降低企业利率。**由于寡头垄断的市场结构，过去两年我国银行贷款利率降幅并不明显。但这一次LPR改革的重点在于引入竞争、浮动报价，有望定向降低企业部门贷款利率，而不会刺激居民举债。**不搞地产刺激，减税释放潜力。**本轮政策明确不搞地产刺激，因而工业投资的走弱应在预期之中，但由于城市化红利仍在，地产市场也不致失速。而政策亮点在于减税降费：一方面，减税可以增加居民收入、提升消费增速，今年消费累计增速保持在8%以上，成为经济的中流砥柱；另一方面，减税可以增加企业利润，19年上市公司利润增速或超过10%。展望未来，中国政府债务率远低于美日欧等主要经济体，因而政府依然有减税空间，就可以不走货币刺激的老路。
- **市场：股债长期慢牛。过去：货币超发滞胀，实物资产受益。**美国100多年的数据显示，金融资产的回报来源于经济名义增长，而实物资产的回报来源于通胀，金融资产长期跑赢实物资产。但过去十年，中国各类资产中房市远好于股市，而美国70年代也有类似现象，原因在于货币超发提升房市估值，利率上升打压股市估值。**现在：收货币降利率，减税股债双牛。**类似美国80年代的里根供给学派改革，在中国供给侧结构性改革实施之后，也有望带来股债双牛。一方面，去杠杆大幅降低货币增速，导致利率中枢永久性下降，我们预计未来10年期国债利率中枢在3%以下。另一方面，无风险利率大幅下降也助于提升股市估值。从各类资产的估值水平比较，我们认为中国各类资产投资价值“股>债>黄金>现金>房”。**未来：金融资产受益，消费科技领涨。**只要不搞货币刺激，就有希望保持低利率，从而支撑债市长期上涨。而在低利率环境下，股市估值难再压缩，那么企业盈利将反映在股市的回报上。从全球来看，哪怕中国经济增速减速到5-6%，依然是增长最快的经济体之一。再加上2%左右通胀，中国GDP名义增速有望保持在7-8%，而企业盈利增速也有望保持类似水平，加上2%左右股息率，那么中国股市也有望提供每年9-10%左右的回报率，可以比肩过去40年的美股。本轮A股的领涨板块从周期切换为消费和科技行业，其实就受益于减税降费，增加居民收入和企业研发能力。而靠着消费和科技领涨，我们也有希望出现美国式的长期慢牛。

目 录

1. 美国：衰退风险升温.....	7
1.1 少数派的总统，落后决定领先	7
1.2 减税延长繁荣，关税带来衰退	8
1.3 经济决定连任，博弈倒逼合作	12
2. 中国：走在正确方向.....	14
2.1 举债发展经济，企业大而不强	14
2.2 降息刺激举债，去杠杆降利率	17
2.3 LPR 引入竞争，降低企业利率.....	19
2.4 不搞地产刺激，减税释放潜力	21
3. 市场：股债长期慢牛.....	26
3.1 过去：货币超发滞胀，实物资产受益	26
3.2 现在：收货币降利率，减税股债双牛	28
3.3 未来：金融资产受益，消费科技领涨	29

图目录

图 1	美国 16 年大选结果预测地图	7
图 2	美国最富有 10 州 16 年大选支持对象 (人均 GDP 角度)	8
图 3	美国最贫穷 10 州 16 年大选支持对象 (人均 GDP 角度)	8
图 4	美国财政收入占比 GDP, 财政赤字率 (%)	8
图 5	美国失业率 (%)	8
图 6	美国政府债务率 (%)	9
图 7	美国平均进口关税税率 (%)	9
图 8	中美经贸摩擦的发展	9
图 9	中国的反制措施	10
图 10	征收 25% 关税对全球 GDP 的影响 (%)	10
图 11	美国 Markit 制造业 PMI	11
图 12	美国投资贡献 GDP 增速, 其中分项贡献 (%)	11
图 13	美国 GDP 增速, 其中存货和地产投资贡献 (%)	11
图 14	美国国债期限利差、GDP 增速 (%)	11
图 15	标普 500 指数、上证指数	12
图 16	美国居民总资产增速、GDP 环比增速 (%)	12
图 17	8 月 22 日联邦基金利率期货对年底的预测	13
图 18	美国从中国进口商品的价格变化 (%)	13
图 19	美国收入前 1% 人群收入份额、美国 10 年期国债利率 (%)	13
图 20	美国联邦基金利率与经济衰退 (%)	13
图 21	美国总统执政时间、GDP 增速 (%)	14
图 22	中美博弈短期各种情景	14
图 23	中美经济总量比较	15
图 24	中美入围《财富》世界 500 强企业数量 (个)	15
图 25	中美入围《财富》世界 500 强平均利润 (亿美元)	16
图 26	中美入围《财富》世界 500 强平均 ROE (%)	16
图 27	中美日金融业增加值占比 GDP	16
图 28	社会融资总量增速、GDP 增速 (%)	16
图 29	中国企业资产/GDP, 中国企业债务/GDP	17
图 30	15 年大幅降息, 16 年以后贷款利率回升 (%)	17

图 31	工业增加值增速 (%)	17
图 32	房贷利率, 居民购房贷款增速 (%)	18
图 33	中国非金融部门、居民部门债务率	18
图 34	三大影子银行总规模 (万亿)	18
图 35	中国信用债违约金额 (亿元)、违约只数 (只)	18
图 36	中国 M2 增速、金融机构总负债增速 (%)	18
图 37	中国社融与 M2 增速差, 10 年期国债利率 (%)	19
图 38	10 年期国债利率、7 天回购利率 (%)	19
图 39	票据利率, 5 年期 AA 级企业债利率 (%)	19
图 40	银行一般贷款利率, 房贷利率 (%)	20
图 41	四大行平均生息资产收益率, 计息负债成本 (%)	20
图 42	人民币贷款基准利率, LPR (%)	20
图 43	主要报价行 18 年生息资产平均收益率 (%)	21
图 44	企业一般贷款利率、房贷平均利率、票据融资利率 (%)	21
图 45	银行一般贷款利率、5 年期 AA 级企业债利率 (%)	21
图 46	房地产销售面积、地产投资增速 (%)	22
图 47	工业增加值增速 (%), 中采制造业 PMI	22
图 48	各线典型城市地产销量增速 (%)	22
图 49	中国城市化率, 户籍人口城市化率 (%)	22
图 50	CPI 同比、PPI 同比与预测 (%)	22
图 51	中国城市二手房挂牌价指数	22
图 52	19 年减税金额估算 (亿元)	23
图 53	税收收入、增值税收入增速 (%)	23
图 54	中国居民消费倾向	23
图 55	社零总额增速、限额以上零售增速 (%)	23
图 56	中国可选消费、必需消费增速 (%)	24
图 57	中汽协、乘联会乘用车销量增速 (%)	24
图 58	消费、投资对 GDP 增速的贡献度 (%)	24
图 59	投资增速、社零增速 (%)	24
图 60	19 年前 7 个月出口增速, 对主要经济体出口增速 (%)	24
图 61	中国出口依存度, 人民币兑美元汇率	24
图 62	GDP 名义增速, 上市公司利润增速 (%)	25
图 63	中国各经济部门债务率	25

图 64	美国各经济部门债务率 (%)	25
图 65	现代货币理论两部门均衡理论	26
图 66	美国过去 100 年各类资产表现	26
图 67	07-18 年各类资产表现	27
图 68	美国 80 年代前后各类资产涨幅	27
图 69	美国股市、房市估值和盈利变化	27
图 70	政策选择与资产配置	27
图 71	中国货币增速、经济通胀和利率预测 (%)	28
图 72	沪深 300PE (倍)、10 年期国债利率 (%)	28
图 73	标普 500PE (倍)、10 年期美债利率 (%)	28
图 74	中国各类资产估值比较 (倍)	29
图 75	全球主要股市估值比较 (倍)	29
图 76	美股与 A 股的回报与分解	29
图 77	标普 500 过去 30 年各行业指数涨幅	30
图 78	1980 年以来美国经济分类增速	30
图 79	近 15 年 4 轮牛市的领涨板块	30
图 80	中国社零增速、居民消费增速 (%)	30
图 81	中国传统企业的研发强度 (%)	30
图 82	中国部分龙头企业和市场的研发强度 (%)	30
图 83	大类资产配置变化	31

表目录

表 1	2019 年 6 月以来 2020 年大选结果预测	7
表 2	2016 年大选前民调与大选结果	7
表 3	美国各州人口对应选票与实际选票占比	7
表 4	2019 年 LPR 报价行成员	20

1. 美国：衰退风险升温

1.1 少数派的总统，落后决定领先

民调落后的总统。目前，特朗普最大的目标是争取 2020 年竞选连任。近两个月美国主要民调结果显示，民主党候选人拜登的支持率远高于特朗普，平均领先 8.6%。虽然经历了 2016 年大选之后，大家不太相信民调数据，原因是希拉里民调一直领先，但是最后输掉了选举。但民调本身并没有错，最终大选结果显示特朗普的普选票是 46.6%，低于希拉里 48.2%，因此特朗普并没有获得多数人的支持，只是赢在了选举制度上。

表 1 2019 年 6 月以来 2020 年大选结果民调

时间	民调机构	特朗普	拜登	拜登领先
8 月 1 日-8 月 5 日	SUSA	42%	50%	8%
7 月 25 日-8 月 1 日	IBD/TIPP	41%	54%	13%
7 月 27 日-29 日	Emerson	49%	51%	2%
7 月 21 日-23 日	Fox News	39%	49%	10%
7 月 7 日-9 日	NBC/WSJ	42%	51%	9%
6 月 28 日-7 月 1 日	ABC/WP	43%	53%	10%
6 月 23 日-7 月 2 日	Rasmussen	44%	48%	4%
6 月 6 日-6 月 19 日	Quinnipiac	40%	53%	13%
	平均	42.5%	51.1%	8.6%

资料来源：Realclearpolitics，海通证券研究所

表 2 2016 年大选前民调与大选结果

		特朗普	希拉里
11 月 8 日	大选	46.60%	48.20%
11 月 4 日-6 日	Bloomberg	43%	46%
11 月 4 日-7 日	IBD/TIPP Tracking	42%	43%
11 月 4 日-7 日	Economist	45%	49%
11 月 1 日-7 日	LA Times	47%	44%
11 月 3 日-6 日	ABC/WP Tracking	46%	49%
11 月 3 日-6 日	Fox News	44%	48%
11 月 3 日-6 日	Monmouth	44%	50%
11 月 3 日-5 日	NBC/WSJ	43%	48%
11 月 2 日-6 日	CBS News	43%	47%
11 月 2 日-6 日	Reuters	39%	44%
	平均	44%	47%

资料来源：各民调网站，Cookpolitical，海通证券研究所

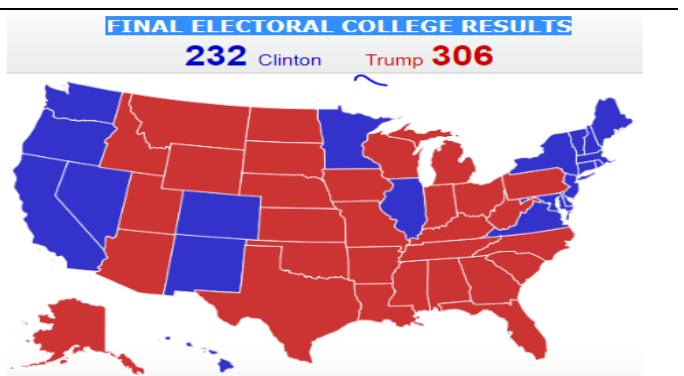
少数可以决定多数。为什么特朗普的支持率更低，反而赢得了选举？原因在于美国的总统选举并非一人一票的普选制，而是赋予小州更大的投票权。美国人口最少的 41 个州，其人口比是 45.8%，但选票占比高达 52.4%，也就是只要赢了最小的 41 个州，哪怕支持率不到一半也可以做总统，少数人可以决定多数人的命运。从 2016 年大选结果来看，美国东部和西部都支持希拉里，而中部都支持特朗普，东部有金融中心纽约、西部有科技中心加州，人口在持续流向东部和西部，中部地区的铁锈带虽然人少但是票多，所以特朗普输了普选票但赢了选举，成为美国历史上少有的少数派总统。

表 3 美国各州人口对应选票与实际选票占比

	人口占比	选票占比	选票倾斜
人口最少 10 州	2.70%	5.90%	3.30%
人口次少 10 州	7.30%	9.10%	1.80%
人口居间 10 州	12.60%	14.30%	1.70%
人口次多 10 州	20.50%	20.30%	-0.30%
人口最多 11 州	56.90%	50.40%	-6.50%

资料来源：Wind，海通证券研究所，首都哥伦比亚特区算作一州

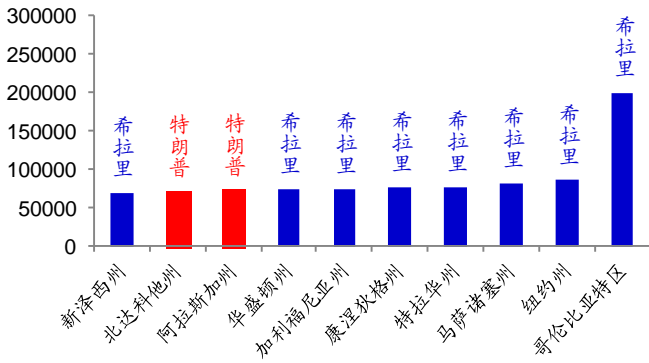
图 1 美国 16 年大选结果地图



资料来源：Realclearpolitics，海通证券研究所，蓝色为希拉里，红色为特朗普

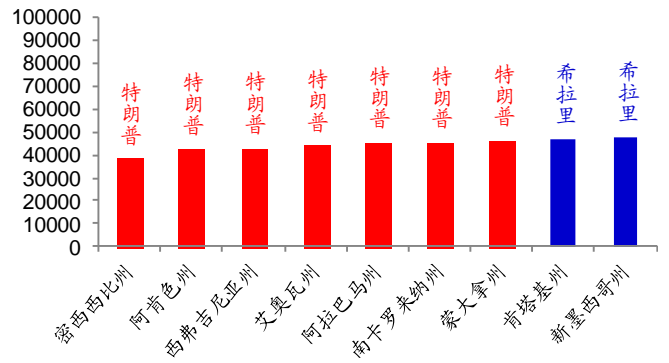
落后可以决定领先。从 16 年大选结果来看，支持希拉里的几乎都是高收入的地区，而特朗普的支持者恰好跟希拉里完全相反。美国人均 GDP 排前 10 名的州里面，有 8 个支持希拉里，而人均 GDP 排后 10 名的州里面，有 8 个支持特朗普。如果全靠市场竞争，东部和西部会越来越发达，而中部人会越来越少。但是美国的选举制度则给弱者留下了一张选票王牌，而特朗普则是靠这张王牌成功上位。

图2 美国最富有 10 州 16 年大选支持对象 (人均 GDP 角度)



资料来源: Realclearpolitics, 海通证券研究所, 单位为美元。

图3 美国最贫穷的州 16 年大选支持对象 (人均 GDP 角度)

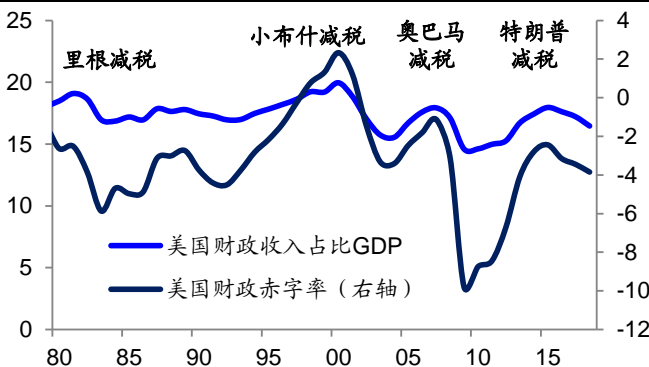


资料来源: Realclearpolitics, 海通证券研究所, 单位为美元。

1.2 减税延长繁荣，关税带来衰退

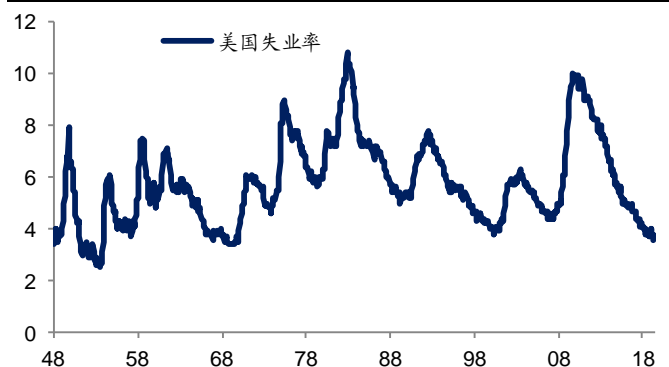
减税延长经济繁荣。但问题是，如何帮助美国经济的弱者？其实最简单的办法就是劫富济贫，通过税收制度来平抑贫富差距。但是特朗普本身是个超级富豪，劫富济贫就是从自己身上割肉，这在逻辑上是不可能的。因此，特朗普首先选择了短期刺激政策，尽可能做大蛋糕。其上任之后出台了万亿美元规模的减税计划，其实不仅给穷人减税，而且更多的是给富人减税，因为富人的边际税率降得更多。而得益于大规模减税，美国经济在过去两年继续复苏，其失业率也创下了近 50 年的最低值。

图4 美国财政收入占比 GDP，财政赤字率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

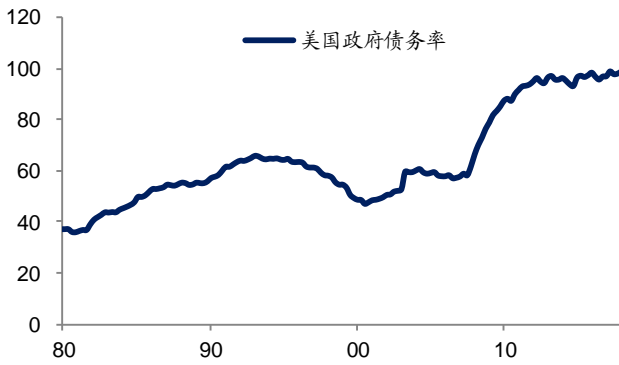
图5 美国失业率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

减税不可持续，关税大幅上升。但本轮特朗普与以往三轮减税的区别在于，过去三轮美国政府债务率均在 40-60% 左右，而本轮美国政府债务率高达 100%，加上国会两党分裂，因而美国本轮财政刺激不可持续。在减税效应减退之后，特朗普把提高关税作为贸易政策的重点，希望在国际上占便宜，来讨好国内的选民。但关税政策其实是在上个世纪的大萧条中被证明是完全失败的政策。当时由于全球金融危机的爆发，大家以邻为壑，纷纷提高关税，结果导致了全球需求萎缩，经济长期萧条，乃至引发了世界大战。

图6 美国政府债务率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

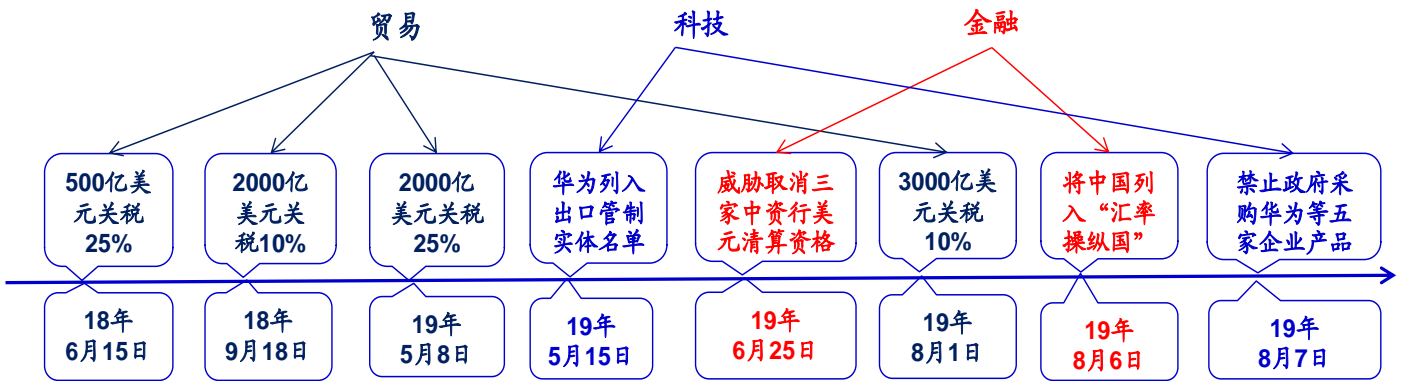
图7 美国平均进口关税税率 (%)



资料来源: 美国国际贸易协会, 海通证券研究所, 虚线为估算值

中美经贸摩擦升级。自从 18 年 6 月美国首次对中国出口 500 亿美元产品加税以来, 目前美国对中国出口产品的关税已经经历了三次上调, 美国总统特朗普也已经公告将在 9 月 1 日对中国剩余 3000 亿美元产品加征 10% 的关税。而且贸易摩擦已经升级到了科技和金融领域。5 月美国政府把中国华为及其子公司列入出口管制“实体名单”, 8 月禁止政府购买华为等五家科技企业产品, 目的就是阻碍中国的科技发展。而 6 月美国媒体发文威胁取消三家中资行的美元清算资格, 8 月美国财政部捏造所谓“汇率操纵国”, 则是上升到了金融层面。

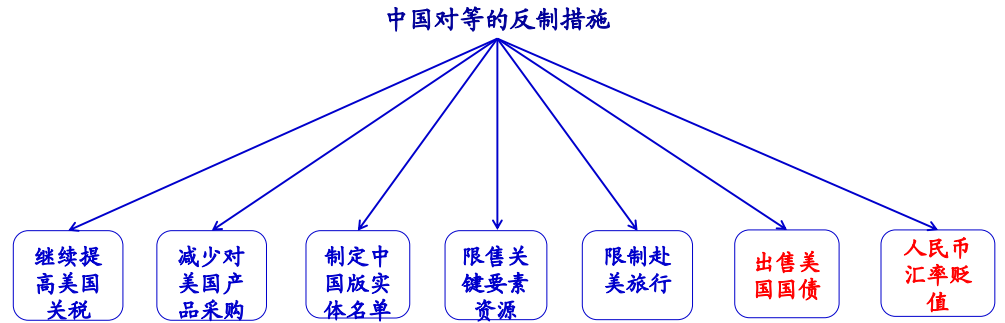
图8 中美经贸摩擦的发展



资料来源: 海通证券研究所根据商务部和白宫网站整理

中国对等反制措施。但是中国也有很多反制措施, 包括我们也大幅提高了美国进口产品关税税率, 减少了对美国农产品的采购, 准备把损害中国企业利益的美企列入“不可靠实体清单”, 还可以考虑限售稀土等关键要素资源, 减少赴美旅行等。而在金融领域, 人民币汇率贬值和出售美债也会对美国产生影响。

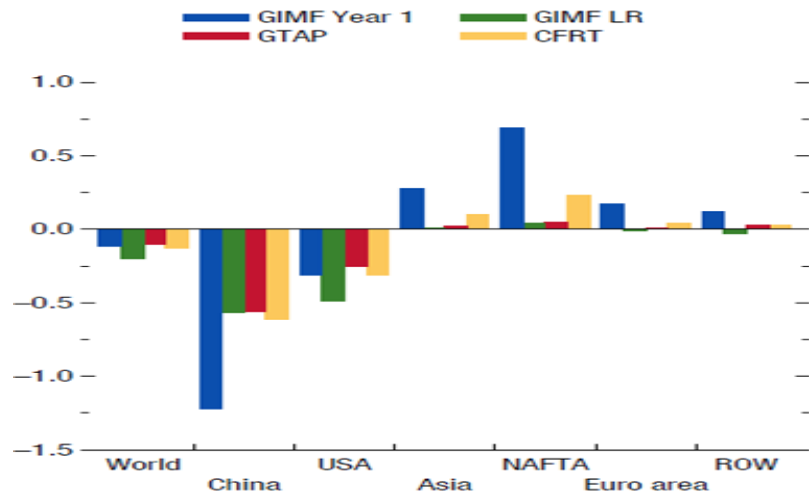
图9 中国的反制措施



资料来源：海通证券研究所整理

中国所受冲击较大。由于当前美国经济比中国大，因而经贸摩擦对中国的影响也更大。根据 IMF 今年 4 月份最新发布的《世界经济展望》，如果美国与中国的所有产品都征收 25% 关税的影响，美国经济的减速幅度大约在 0.3% 到 0.6% 之间，而中国经济减速幅度在 0.5% 到 1.5% 之间。在 7 月份最新的中国经济年度审查报告中，IMF 估算如果美国对中国进口产品全部征收 25% 的关税，此后 1 年中国经济增长率将会被压低 0.8%。

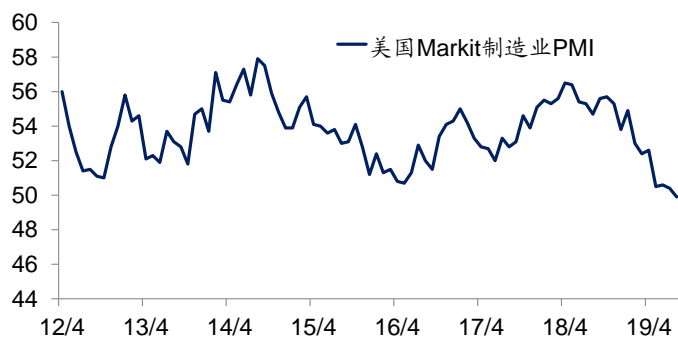
图10 征收 25% 关税对全球 GDP 的影响 (%)



资料来源：IMF，海通证券研究所

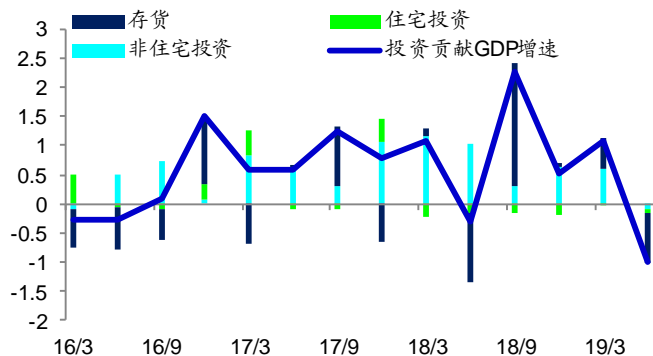
美国投资下滑，制造业景气降。虽然经贸摩擦对中国的影响更大，但由于中美两国经济实力差距不大，因而对美国的影响也不小。其直接的影响在于，全球供应链是高度一体化的，因而美国增加关税的决策会增加产业的不确定性，使得美国企业延迟投资计划。19 年 2 季度美国经济增速明显回落，其中主要的拖累就是来自于投资下滑，其中存货、住宅和非住宅三大投资自 2011 年以来首度出现了全面的负增长。投资下滑使得制造业景气不断回落，8 月份美国 Markit 制造业 PMI 指数降至 49.9，自 09 年 9 月以来首次跌破荣枯平衡线。

图11 美国 Markit 制造业 PMI



资料来源: Wind, 海通证券研究所

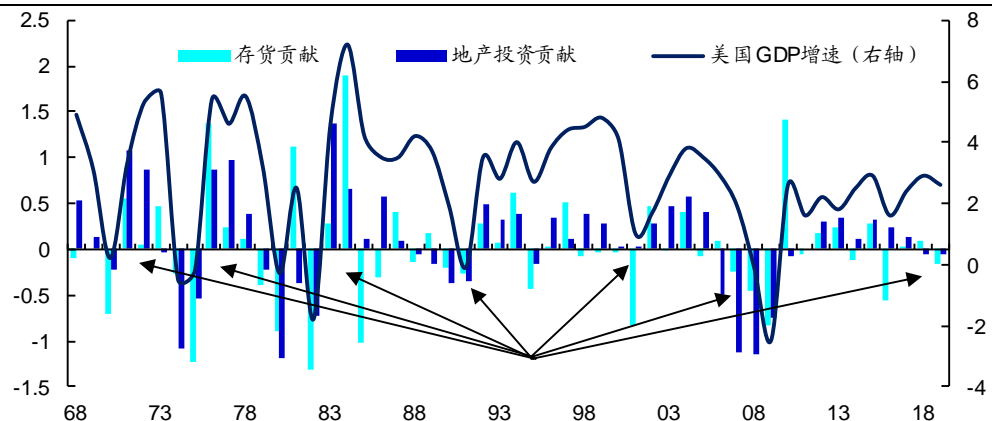
图12 美国投资贡献 GDP 增速, 其中分项贡献 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

美债利率倒挂, 衰退信号出现。虽然美国经济以消费为主体, 但从理论上说, 经济增长来自于储蓄和投资, 因而历史数据显示投资是经济变化的领先指标, 尤其是存货和地产投资, 美国过去 50 年当中的 6 次衰退之前首先出现的都是存货或者地产投资的负增长, 因而当前存货和地产投资的贡献转负是一个重要的经济衰退信号。

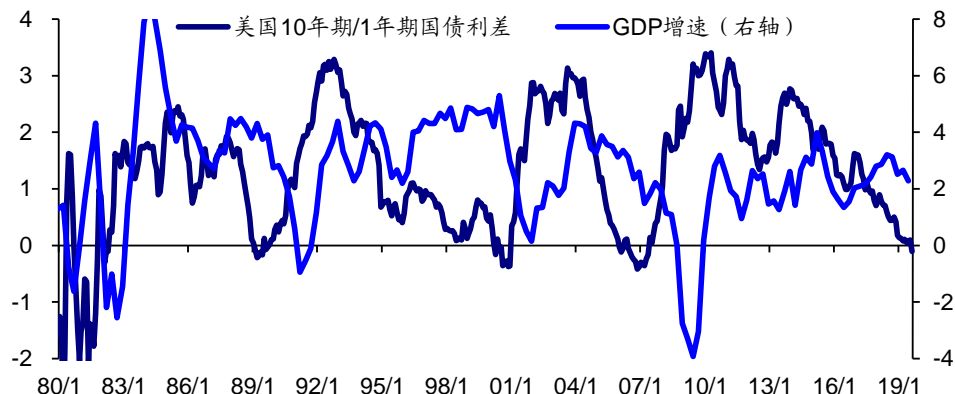
图13 美国 GDP 增速, 其中存货和地产投资贡献 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

此外, 债券市场中的利率曲线梯度也是一个重要的预测指标, 上世纪 80 年代以来美国每一次衰退出现前的 1-2 年, 美债长短端利差都率先呈现倒挂, 而目前美国 10 年期国债利率比 1 年期国债利率低出近 20bp, 也预示未来经济衰退概率增加。

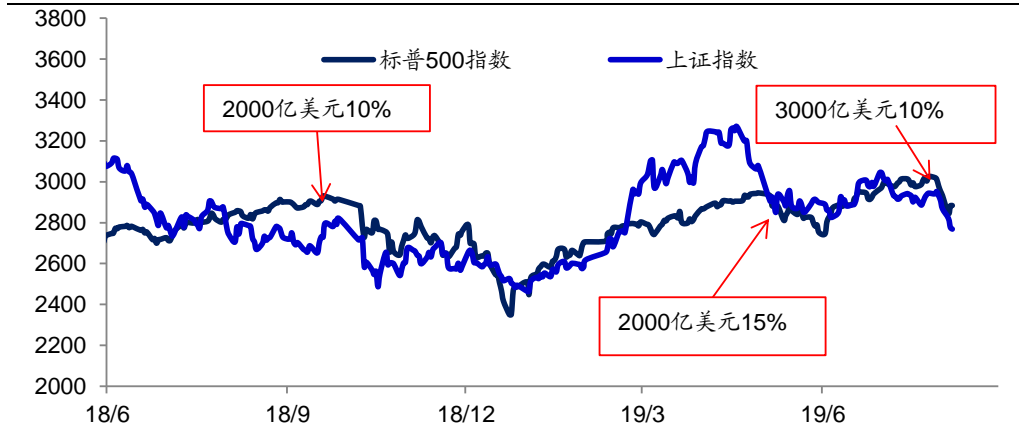
图14 美国国债期限利差、GDP 增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

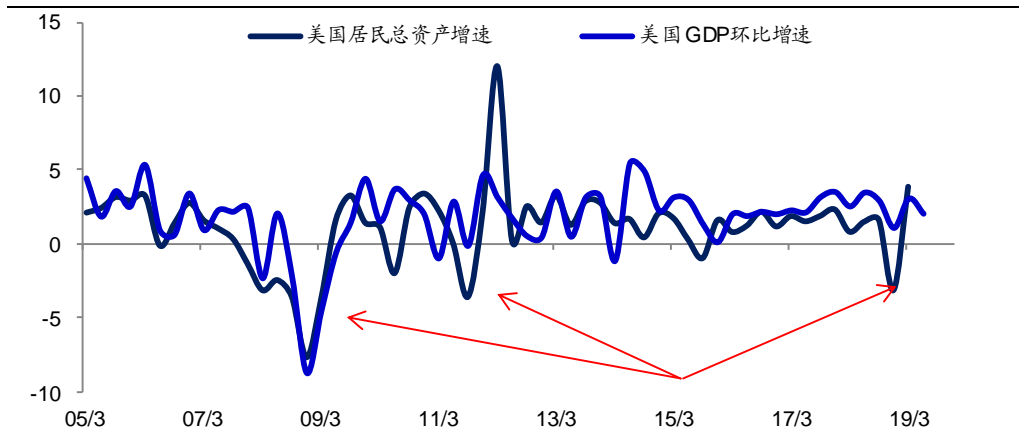
金融资产下跌, 经济必然下滑。经贸摩擦对美国经济的间接影响在于, 会打击市场预期和金融资产价格, 进而影响实体经济。事实上, 在过去的 1 年多当中, 特朗普有三

次宣布实施了较大规模的关税计划，无一例外地都使得美国股市在短期内大幅下跌，而且跌幅并不小于中国 A 股。

图15 标普 500 指数、上证指数


资料来源：Wind，海通证券研究所

由于美国居民财富的 70% 都是金融资产，因而股市的下跌会使得居民财富缩水，进而影响居民消费和美国经济。18 年 4 季度美国经济的大幅减速即源于股市暴跌，而 19 年 2 季度经济再度减速也与股市下跌有关，目前看 3 季度美国居民财富缩水毫无悬念，因而经济增长大概率继续下滑。

图16 美国居民总资产增速、GDP 环比增速 (%)


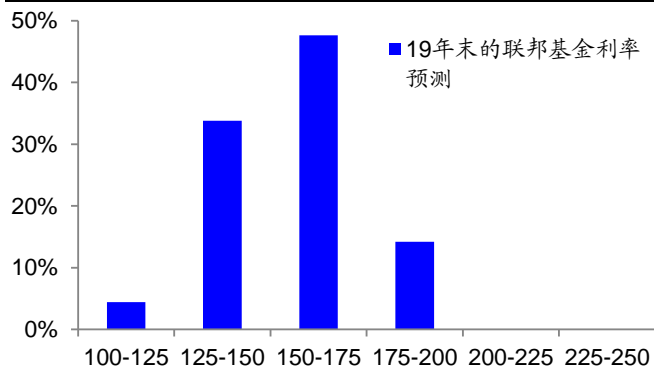
资料来源：Wind，海通证券研究所

1.3 经济决定连任，博弈倒逼合作

寄望联储救命，加税通胀承压。在经济面临衰退风险的背景下，市场寄希望美联储来救命。在 7 月 31 日，美联储宣布了 10 多年以来的首次降息，鲍威尔称降息的主要原因就在于全球增长疲软和贸易问题带来的不确定性。目前市场已经不满足于一次降息，期货市场预计 9 月再次降息的概率是 100%，年底之前大概率还有两次降息。

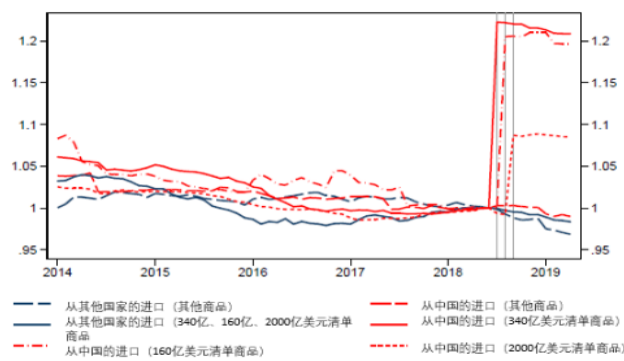
但是美国降息并非没有约束，首先的约束在于通胀。IMF 的 5 月研究报告《The Impact of US-China Trade Tensions》显示，美国对中国产品征收的关税大部分体现为到岸价的提升，事实上，美国 7 月份的物价已经开始上升，应该就有之前关税上调的影响。正是考虑到加税的冲击，美国主动把 3000 亿美元进口中一大半商品的 10% 关税上调延后到 12 月 15 日以后。

图17 8月22日联邦基金利率期货对年底的预测



资料来源：CME，海通证券研究所，横轴单位为BP

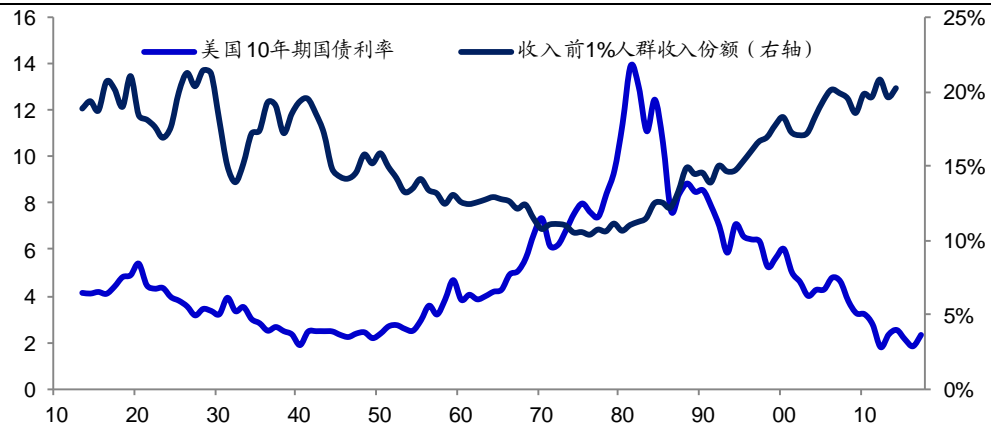
图18 美国从中国进口商品的价格变化 (%)



资料来源：IMF，海通证券研究所

利率下降或加剧贫富差距。而大幅降息的另一个副作用是贫富差距扩大。在美国的80年代以后，其贫富差距持续扩大，收入前1%人群的收入份额持续提高，或与利率的持续下行有关。原因在于利率下行推高了金融资产价格，而富人占有了大量金融资产，因而贫富差距会趋于扩大。这意味着降息未必能大幅增加消费，因为穷人的消费倾向高，但是缺乏金融资产，无法受益于降息。

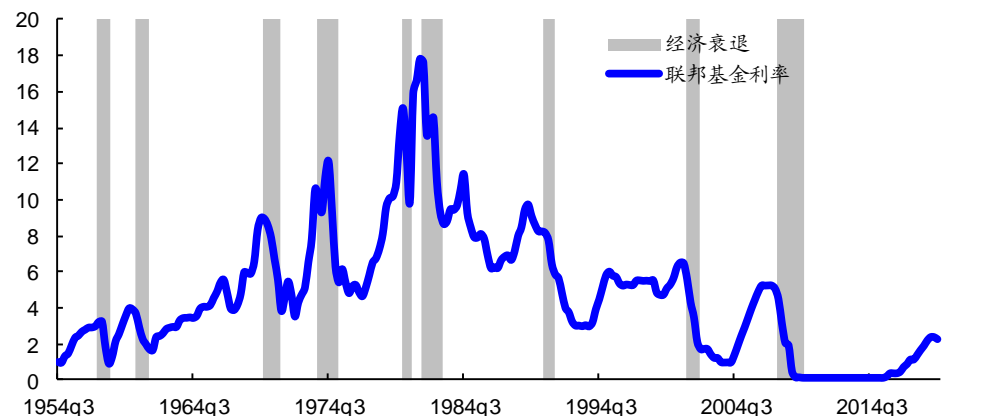
图19 美国收入前1%人群收入份额、美国10年期国债利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

大幅降息确认衰退。而且美联储大幅降息的风险在于，可能会让市场确认经济已经处于衰退之中，从而改变了消费和投资行为，进一步加剧经济衰退。历史经验显示，在过去60年的12次降息周期当中，仅有3次没有出现经济衰退，1次衰退没有马上出现，而其余8次都是立即出现了经济衰退。从这一点来说，大幅的降息对于美国经济未来未必是好消息。

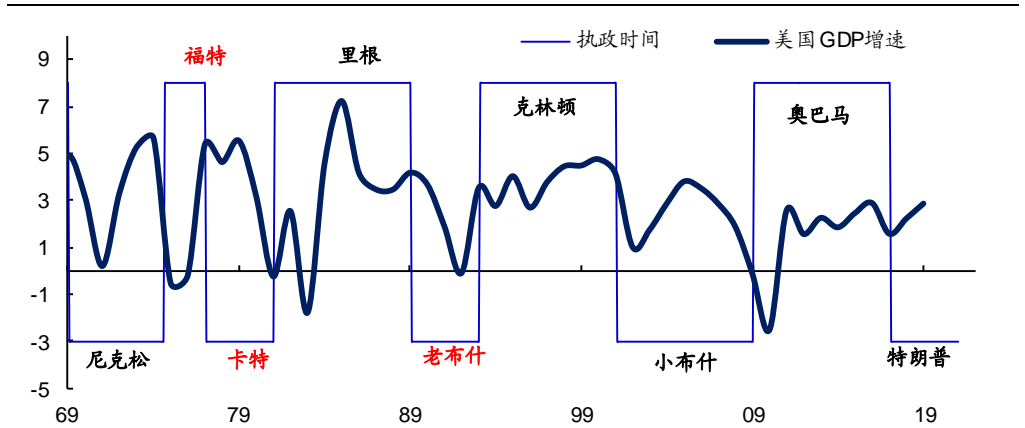
图20 美国联邦基金利率与经济衰退 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

经济才是连任关键。即便特朗普不在乎民调，但是不可能不在乎经济。历史数据显示，虽然美国的现任总统有行政资源的优势，但并不能保证连任成功。在过去的 50 年，三个连任失败的总统福特、卡特和老布什均是在执政的最后两年遭遇了经济衰退。例如 1991 年，老布什打赢了海湾战争，政治支持率高涨，可惜碰上了储贷危机导致经济衰退，结果被克林顿轻松取胜。因而对于特朗普而言，如何在未来两年保住经济增长至关重要，除了寻求美联储降息的支持以外，也需要来自中国的贸易协议加持。

图21 美国总统执政时间、GDP 增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

中美博弈：长期不乐观，短期不悲观。因此，虽然我们认为中美关系在长期趋于竞争，但是就未来 1 年的短期关系而言，其实不用过于悲观。理由其实很简单，中国坚持对等谈判，因而美国如果坚持极限施压的结果必然是双输，但特朗普承受不了双输带来的经济衰退风险，因而最终结果只能是双方选择短期合作，这样特朗普得到了经济好处可以连任，而中国得到了发展时间和空间。

图22 中美博弈短期各种情景

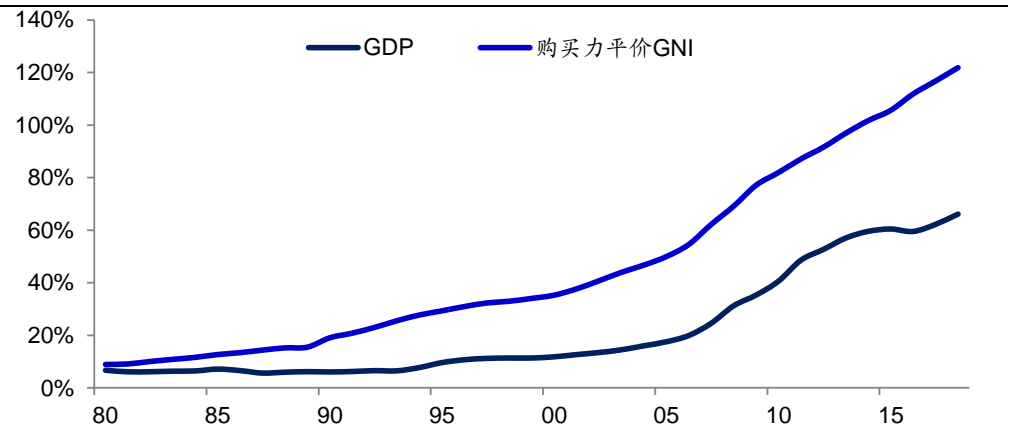
美国 \ 中国	合作	对抗
合作	(80, 80)	(50, 100)
对抗	(100, 50)	(-100, -100)

资料来源：海通证券研究所，图中数字为双方获得的效用。

2. 中国：走在正确方向

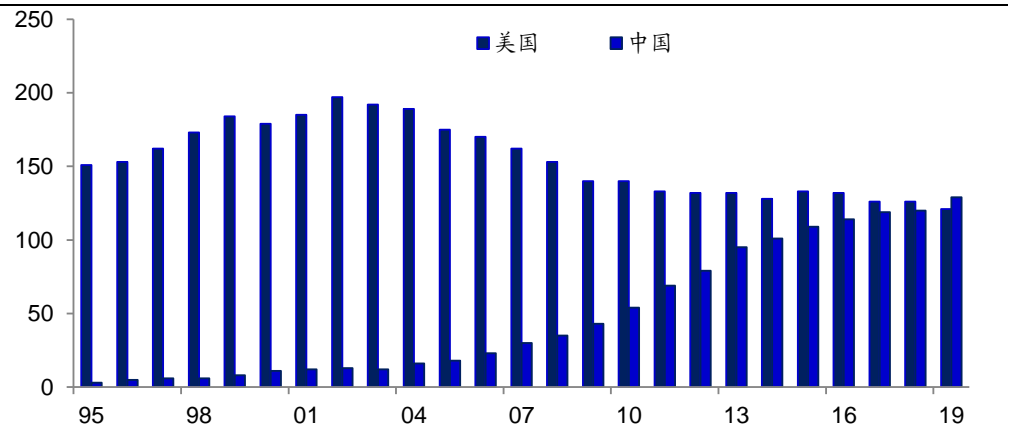
2.1 举债发展经济，企业大而不强

经济规模接近美国。我们知道，自从美国总统特朗普上台以后，就发动了针对中国的经贸摩擦，而且从贸易领域升级到了科技和金融领域。其背后的一个重要原因，就是中国经济的发展太快，对美国形成了巨大的挑战。根据世界银行的统计，截止 2018 年，中国 GDP 名义总量为 13.6 万亿美元，相当于美国 20.6 万亿美元的 66%。但是从购买力平价 GNI（国民总收入）的角度来看，中国早在 2014 年就超过了美国，2018 年中国经济总量是美国的 1.22 倍。

图23 中美经济总量比较


资料来源：WIND，海通证券研究所，图中数据为中美两国之比。

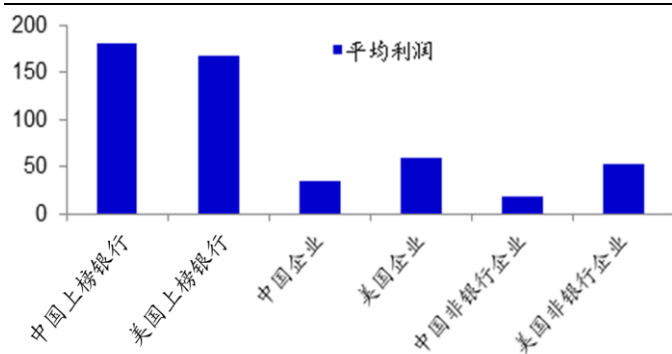
500强企业超过美国。体现中国经济发展的另一个重要榜单是世界500强企业的数量。2019年7月，《财富》杂志发布了2019年世界500强企业排行榜，中国入围129家，超过美国的121家，首次排名全球第一。而在20年以前，中国的入围企业不到10家，美国则接近200家。

图24 中美入围《财富》世界500强企业数量(个)


资料来源：《财富》杂志，海通证券研究所。

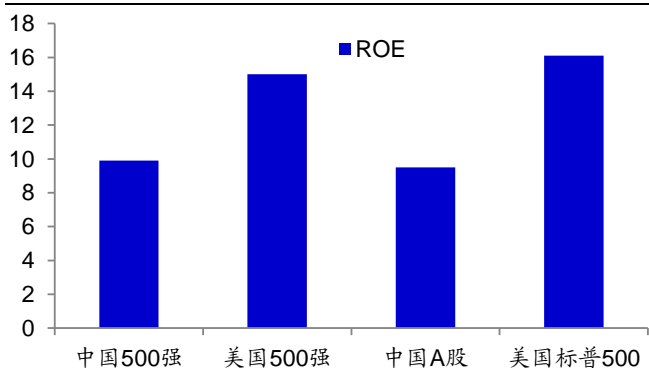
利润指标相差甚远。但是，从质量指标来比较中美经济，我们依然与美国存在巨大的差距。在世界500强企业中，19年中国大陆上榜企业119家，18年的平均销售收入为665亿美元，与美国企业差距不大，但是中国企业平均利润为35亿美元，远低于美国的60亿美元。而且中国企业一半的利润被银行拿走了，而美国银行只拿走了18%的利润，因而中国非银行企业的平均利润只有19.2亿美元，只相当于美国的1/3左右。从最重要的利润率指标来观察，19年中国上榜企业的平均ROE为9.9%，而美国上榜企业的平均净资产收益率高达15%。

图25 中美入围《财富》世界 500 强平均利润 (亿美元)



资料来源:《财富》杂志,海通证券研究所,中国为大陆企业,18年数据。

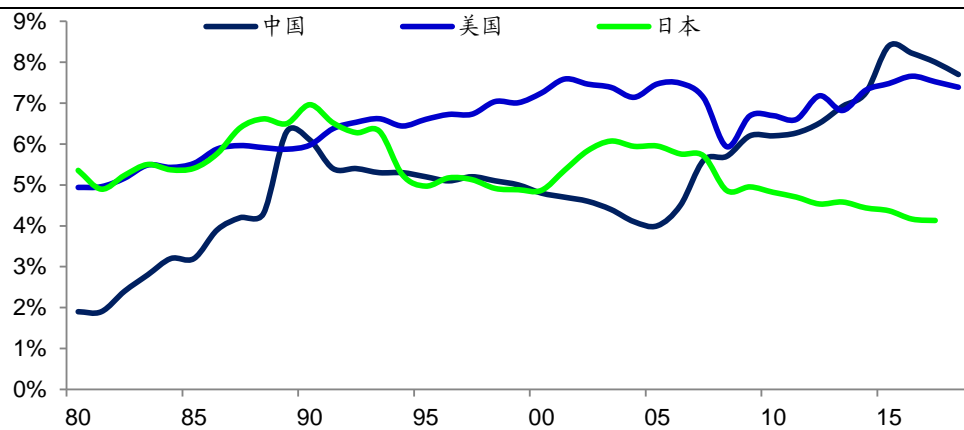
图26 中美入围《财富》世界 500 强平均 ROE (%)



资料来源:《财富》杂志,海通证券研究所,中国为大陆企业,数据 18 年。

金融业过于发达。为何中国的企业规模很大,而且不赚钱?这应该与中国过于发达的金融业密切相关。从金融业占 GDP 的比重来比较,18 年中国的占比高达 7.7%,超过美国的 7.4% 和日本的 4.1%。而在 2015 年,中国金融业占比曾经高达 8.4%,而美国金融业占比的峰值也只有 7.7%,日本在 1990 年的最高值仅为 7%。中国金融业占 GDP 比重上升的起点是 2006 年,从 2006 年到 2016 年,中国金融业占 GDP 的比重翻了一番。

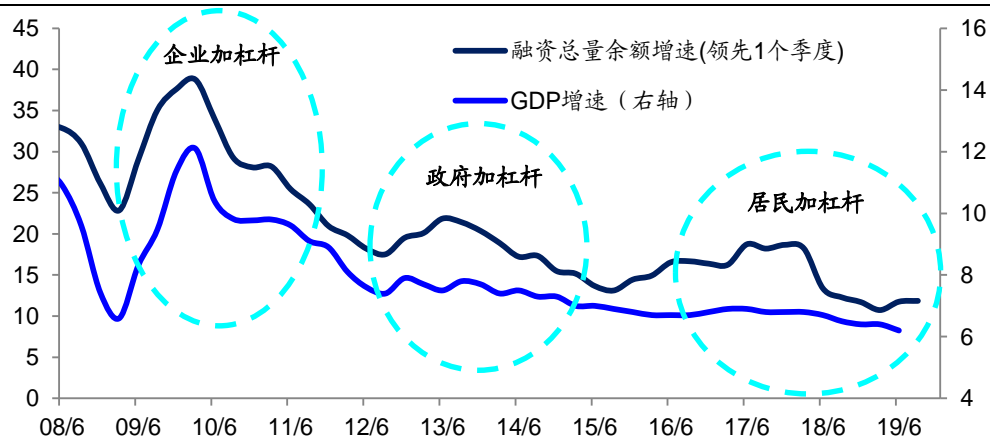
图27 中美日金融业增加值占比 GDP



资料来源:WIND,海通证券研究所。

08 年以后:三次举债加杠杆。而金融业的大发展,则与金融危机之后举债发展的模式有关。自从 08 年开始,中国曾经加过三次杠杆,举债主体分别是企业部门、政府部门和居民部门,而每一次加杠杆,都伴随着货币高增,以及金融业的大发展。

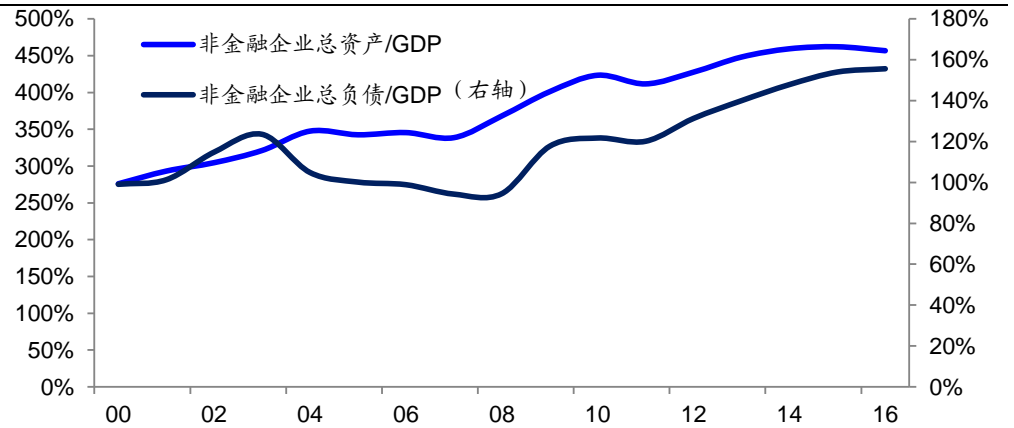
图28 社会融资总量增速、GDP 增速 (%)



资料来源:WIND,海通证券研究所。

加杠杆做大企业，也压垮企业。而中国企业的扩张，也是极大地受益于举债加杠杆。根据中国社科院的估算，在 2006 年时中国非金融企业的总资产为 75.8 万亿，到 2016 年上升至 340 万亿，年均增速高达 16.4%。与此同时，中国企业部门的债务开始大幅上升。2006 年中国企业部门总债务为 21.7 万亿，相当于 GDP 的 100%。而到 2016 年中国企业部门总债务升至 116 万亿，占 GDP 的比重达到 156%。假设社会融资成本平均为 7%，那么企业部门每年支付的融资成本就要占据 GDP 的 10%。

图29 中国企业资产/GDP，中国企业债务/GDP

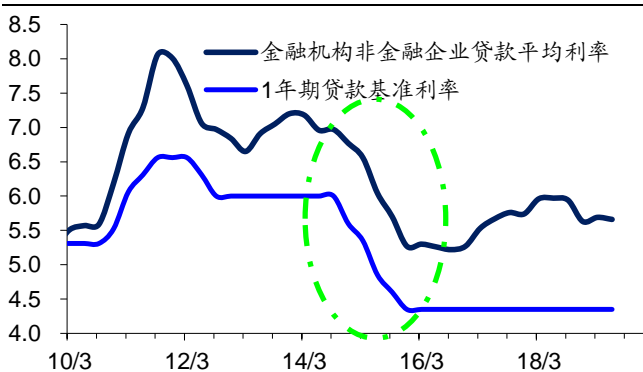


资料来源：中国社科院，WIND，海通证券研究所。

2.2 降息刺激举债，去杠杆降利率

工业增速新低，降息呼声再起。由于实体经济负债高企，一个自然而然的想法就是降低利率水平，让金融行业反哺实体，给企业减负。尤其是在 8 月份以来，一方面美联储开始降息周期，海外降息不断，利率迭创新低；另一方面 7 月经济下滑，工业增速创新低，因而在国内也出现了降息的呼声，并一度引发了央行的辟谣。为何央行对降息如此谨慎，因为就在 2015 年，央行曾经在 1 年之内 5 次降息，给出的理由就是降低社会融资成本，然而从 2016 年以后，中国的社会融资成本又重新开始上升。

图30 15 年大幅降息，16 年以后贷款利率回升 (%)



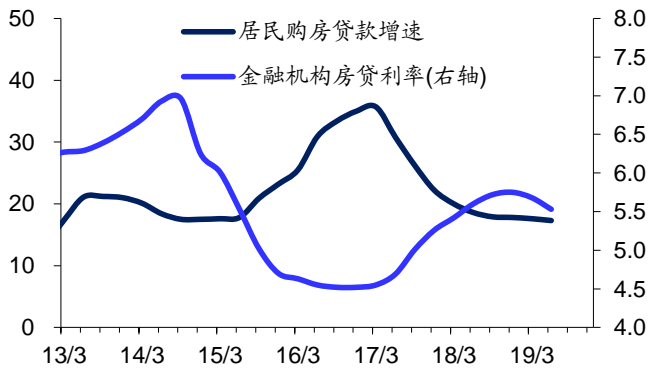
资料来源：WIND，海通证券研究所

图31 工业增加值增速 (%)

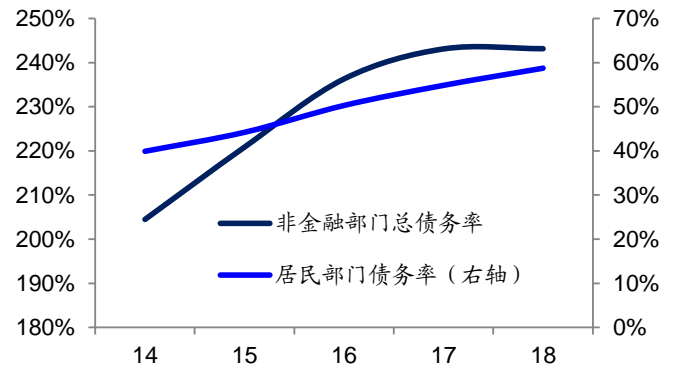


资料来源：WIND，海通证券研究所

降息刺激加杠杆。为何降息之后的社会融资成本反而有所上升？原因在于，经济并非是一个静态不变的系统，而是一个动态变化的过程。在 2015 年大幅降息之后，由于利率大幅下降，刺激居民部门大幅举债买房，这使得中国全社会的债务率再度上升。在 15、16 两年间，中国居民部门债务率从 40% 上升至 50%，并推动中国全社会债务率从 204% 升至 236%。由于债务融资需求的大幅上升，刺激贷款利率重新回升。

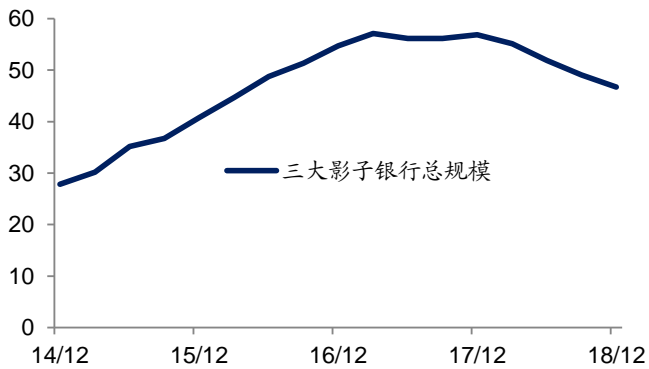
图32 房贷利率，居民购房贷款增速 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

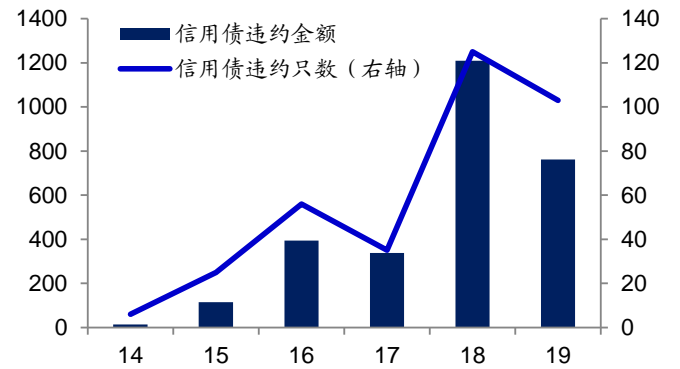
图33 中国非金融部门、居民部门债务率


资料来源：WIND，海通证券研究所

金融去杠杆，打破刚性兑付。因此，真正想要降低实体经济的融资成本，光靠降息是不够的，必需控制住举债的规模，这也是为什么在过去两年我们把去杠杆作为首要政策。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10多万亿，总规模萎缩了超过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，我们在实体经济和金融市场都打破了刚性兑付。

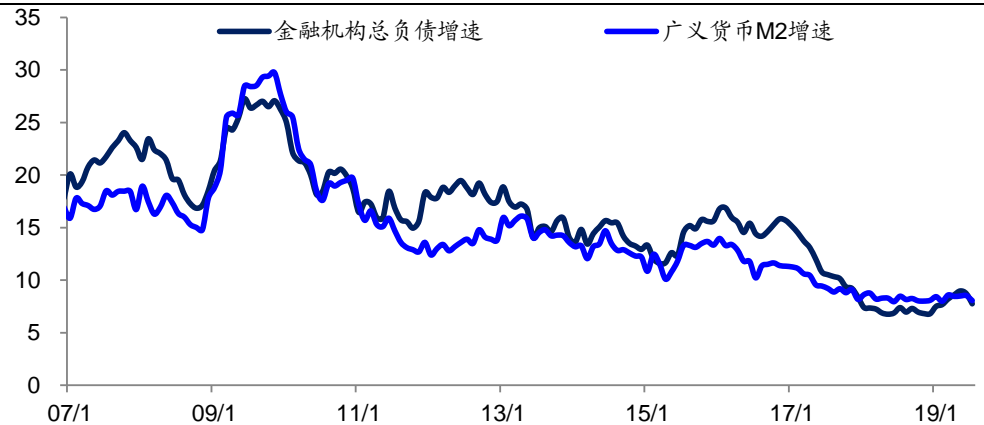
图34 三大影子银行总规模 (万亿)


资料来源：WIND，海通证券研究所

图35 中国信用债违约金额 (亿元)、违约只数 (只)


资料来源：WIND，海通证券研究所，19年数据截止8月1日。

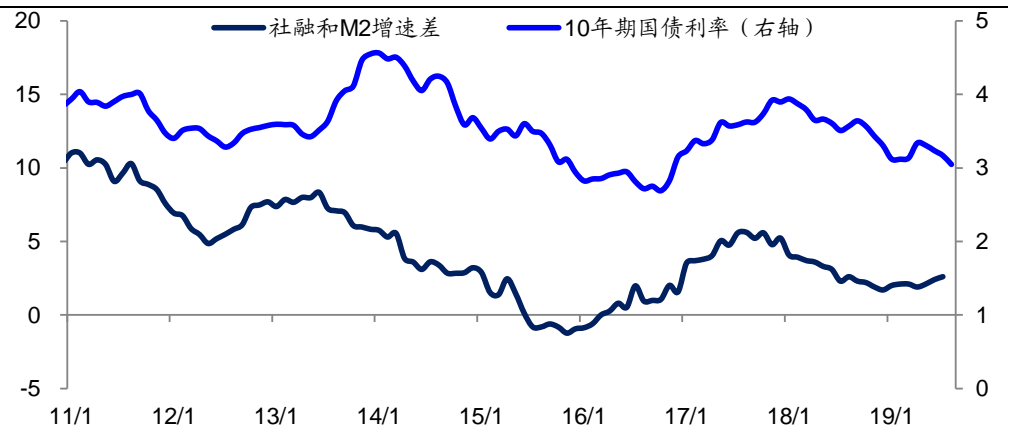
货币增速大幅下降。而影子银行监管、打破刚性兑付的最大意义在于改变了金融机构的行为，减少了无效的融资活动。19年以来的M2增速仅在8%左右徘徊，远低于08-17年15.4%的平均增速，这说明货币超发的时代已经彻底结束了。

图36 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。

去杠杆降低利率。恰恰是在去杠杆之后，中国全社会的融资成本开始重新下降。自18年2季度以来，央行公布的银行贷款加权平均利率从5.97%降至19年2季度的5.66%。虽然金融机构钱少了，但是因为实体经济不需要那么多钱了，社融和M2增速下降，利率出现了明显下降。

图37 中国社融与 M2 增速差，10 年期国债利率 (%)

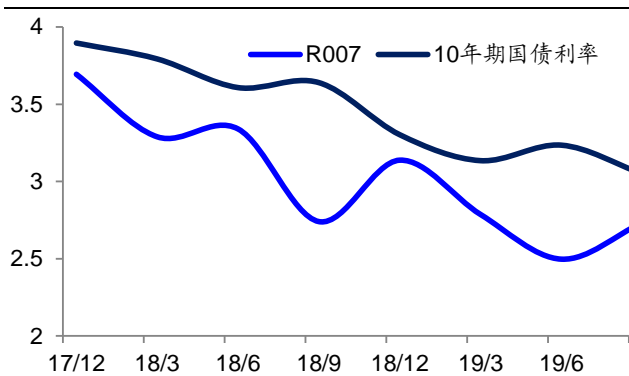


资料来源：WIND，海通证券研究所。

2.3 LPR 引入竞争，降低企业利率

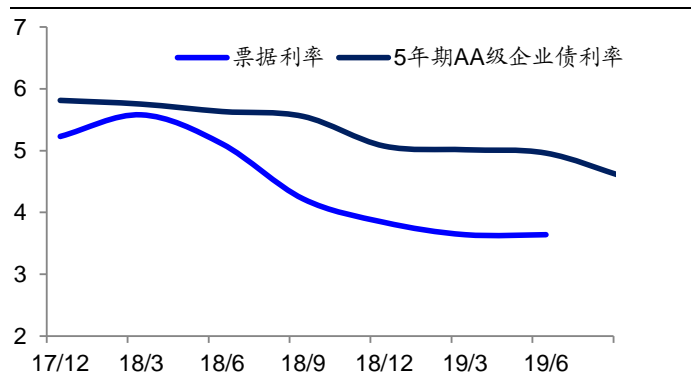
市场利率大幅下降。观察中国的各类利率走势，在18年以来都有下降，但是降幅却大不相同。其中相对市场化的利率，降幅都在100bp左右，包括货币市场7天回购利率R007，债券市场10年期国债利率，5年期AA级企业债利率，以及贷款利率中的票据融资利率。

图38 10 年期国债利率、7 天回购利率 (%)



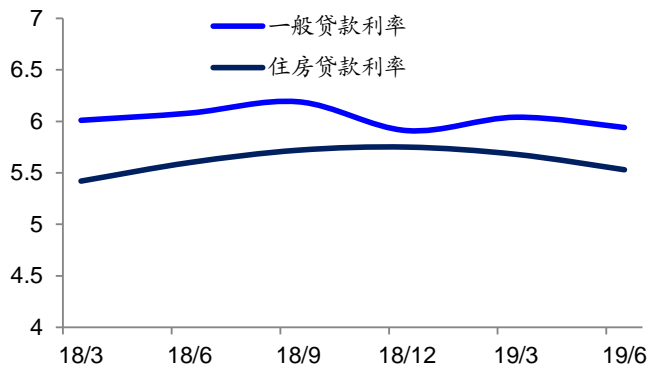
资料来源：WIND，海通证券研究所

图39 票据利率，5 年期 AA 级企业债利率 (%)

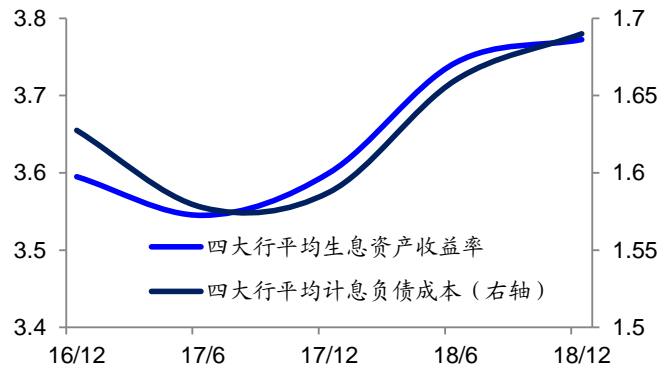


资料来源：WIND，海通证券研究所

贷款利率未降，银行转嫁成本。但是最重要的银行贷款平均利率，在同期降幅并不明显。原因在于中国银行业的存款和贷款还不够市场化。虽然目前央行已经放开了对存贷款利率浮动区间的管制，但由于央行设定的存款基准利率过低，目前1年期存款基准利率为1.5%，而货币基金收益率依然在2%以上，这就使得银行在存款端的成本一直有上行压力。从四大国有银行公布的负债成本来看，从17年末到18年末的负债成本均有上升，平均升幅为10bp左右。而为了弥补成本的上升，其生息资产收益率平均上升了17bp，这就可以解释为何贷款利率难以下降。

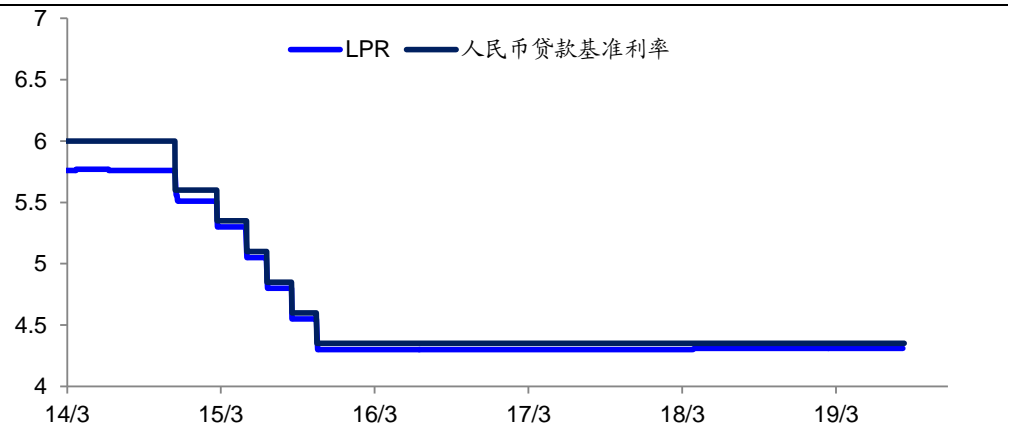
图40 银行一般贷款利率，房贷利率 (%)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

图41 四大行平均生息资产收益率，计息负债成本 (%)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

过去 LPR 失效。由于中国的银行业存在着高度的垄断和管制，少数国有大行以及股份制银行占据了绝大多数的市场份额，这就使得贷款利率的定价容易形成共谋行为。为此，央行在 2013 年就引入了贷款基准利率 (LPR)，希望通过商业银行公开报价的方式，在贷款领域引入市场竞争。但是从效果来看，LPR 自诞生以来就始终跟随贷款基准利率在报价。自从 2015 年 10 月份以后，LPR 一直保持在 4.3% 左右，和 4.35% 的贷款基准利率相差不远。最重要的是 LPR 没有波动，这就使得其与贷款基准利率失去差别。

图42 人民币贷款基准利率，LPR (%)


资料来源: WIND, 海通证券研究所。

LPR 改革引入竞争。这一次 LPR 报价方式的改革的重点在于引入了竞争。原有的 10 家报价行主要是 5 大国有银行和 5 大股份银行，这其实也是中国银行业的垄断势力。但这一次 LPR 报价引入了 8 家中小银行，包括 2 家城商行、2 家农商行、2 家外资行和 2 家民营银行，它们代表了中国银行业的新势力。

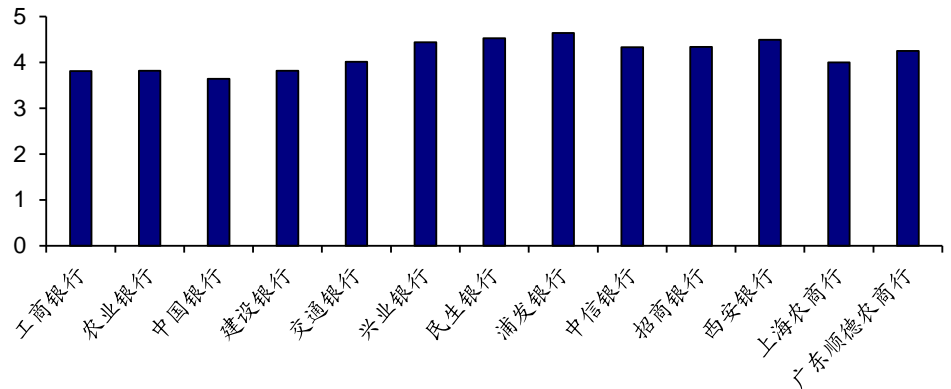
表 4 2019 年 LPR 报价行成员

银行类型	报价银行
全国性银行 (原有报价银行)	中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、中信银行、招商银行、兴业银行、浦东发展银行、中国民生银行
新增城商行	西安银行、台州银行
新增农商行	上海农村商业银行、广东顺德农村商业银行
新增外资银行	渣打银行(中国)、花旗银行(中国)
新增民营银行	微众银行、网商银行

资料来源: 全国银行间同业拆借中心, 海通证券研究所

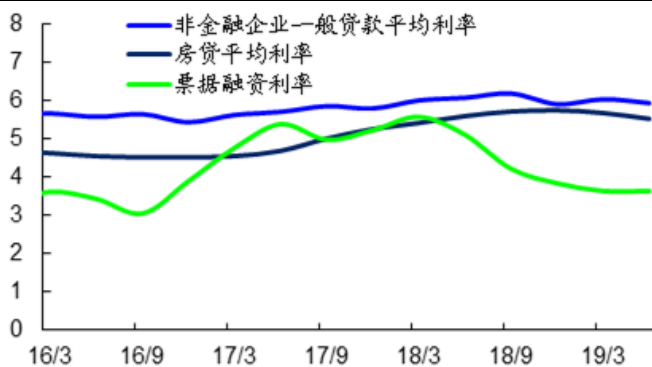
很多人担心新的报价行成本高所以报价也会高，但这是一个错误的印象，去年西安银行、上海农商行和广东顺德农商行的资金成本和生息资产收益率并不比股份制银行高。另外，LPR 报价的是最优惠贷款利率，也就是银行对最好的客户的报价，其实中小银行对优质客户也不会报高价。

利率浮动反映市场。而在 LPR 的报价方式上，过去采用固定利率报价，所以银行会直接关联贷款基准利率。而这一次改革以后 LPR 将采用浮动利率报价，以 MLF 利率为基础加上一定的风险溢价，这就使得 LPR 能够反映市场利率变化。我们预计在 LPR 浮动利率报价平稳之后，央行将取消贷款基准利率，从而 LPR 成为唯一的选择。此外，央行还把 LPR 使用情况列入了 MPA 考核，这样就可以杜绝金融机构乱报价，使得 LPR 真正有效。

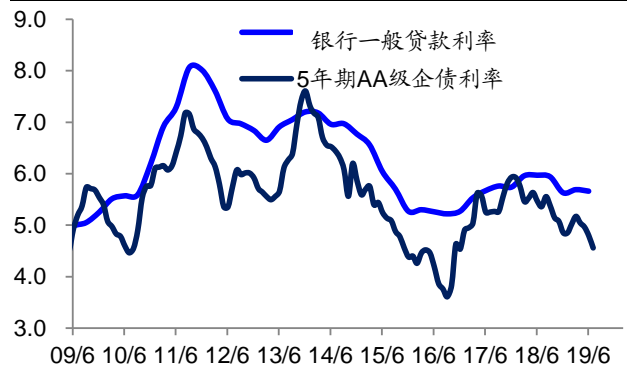
图43 主要报价行 18 年生息资产平均收益率 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所。

降低企业融资成本。在我们看来，本次 LPR 改革长期最为利好的是中国的企业部门。目前，在商业银行发放的三大类贷款中，票据利率平均是 3.64%，而居民房贷平均利率是 5.53%，而代表企业贷款成本的一般贷款利率为 5.94%。也就是说，企业的贷款成本是最高的，其下降空间也最大。而从与债券市场的比较来看，在 17 年末，银行的一般贷款利率与 5 年期 AA 级企业债利率均为 5.8%，但是目前后者已经降至 4.56%，而前者还保持在 5.94%，这意味着银行的一般贷款利率存在着较大的下行空间。

图44 企业一般贷款利率、房贷平均利率、票据融资利率 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

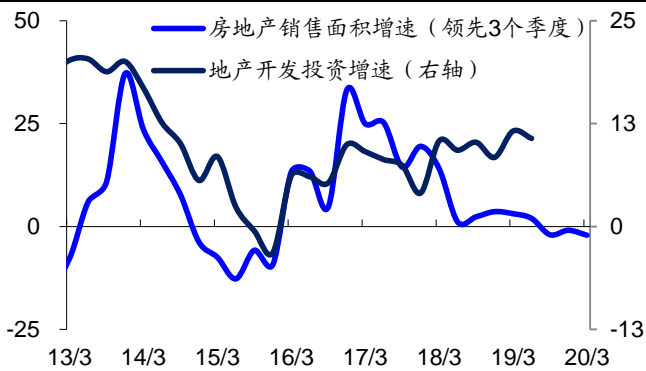
图45 银行一般贷款利率、5 年期 AA 级企业债利率 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

2.4 不搞地产刺激，减税释放潜力

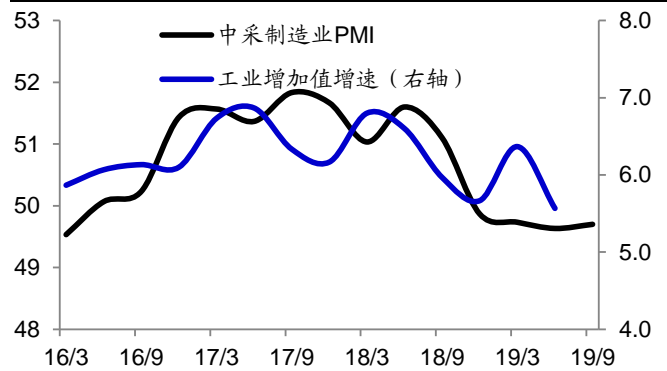
不搞地产刺激，经济依旧承压。而 LPR 改革也和政府不搞房地产刺激的表态一脉相承，因为主要降低的是企业贷款利率，而非居民房贷利率。由于本轮经济并没有强刺激，今年以来的地产销量增速持续低位，也意味着后续地产投资趋于下降，工业经济仍有下行风险，19 年以来的制造业 PMI 指数整体维持在 50 以下的收缩区间。

图46 房地产销售面积、地产投资增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

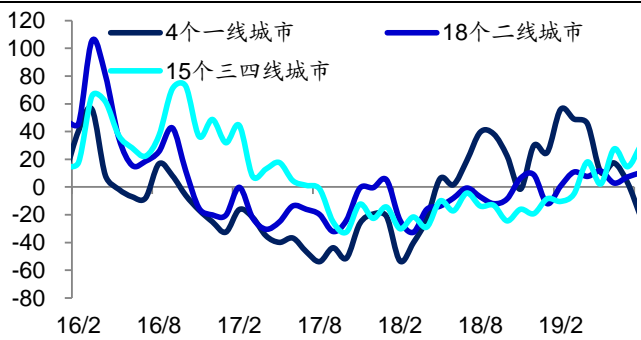
图47 工业增加值增速 (%)、中采制造业 PMI



资料来源: WIND, 海通证券研究所

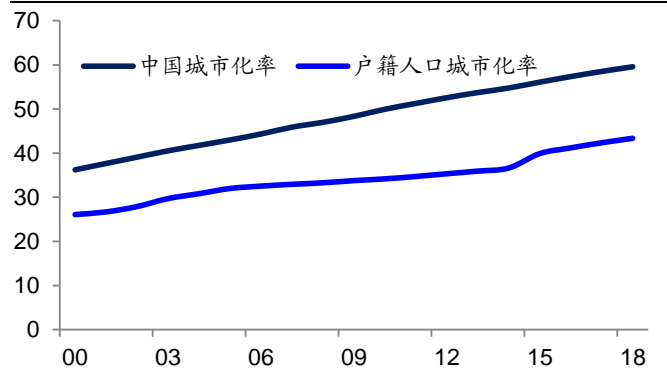
城市化仍在推进，地产不会失速。对于房地产市场而言，我们认为由于城市化还在继续推进，尤其是中国户籍人口城市化率较低，因而地产市场需求不会出现断崖式下降，仍有望保持平稳走势。

图48 各线典型城市地产销量增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

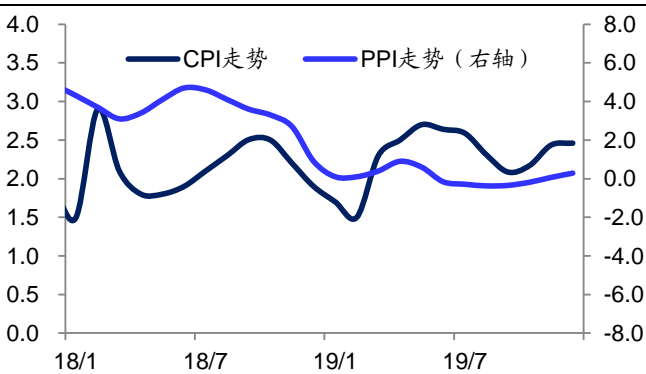
图49 中国城市化率，户籍人口城市化率 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

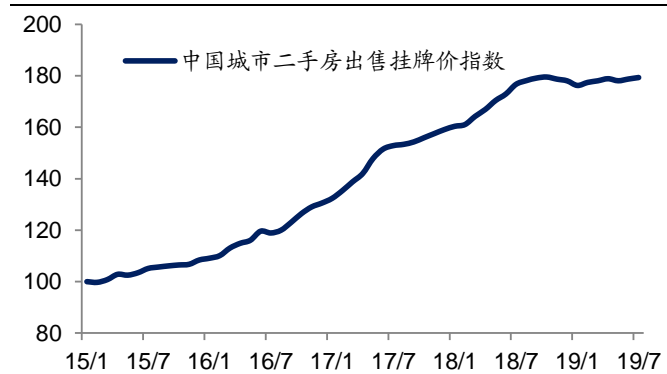
通胀趋势回落，二手房价止涨。而不搞货币刺激的好处是，在货币增速回落之后，通胀预期和地产泡沫都得到了有效的控制。19年初以来，猪肉、水果价格的上涨引发了对通胀的担忧。但由于缺乏货币增速的大幅上升，意味着没有需求端的支持。从工业品价格来看，近期油价、铜价、煤价大幅下跌，意味着工业通缩风险大于通胀风险，我们预计全年CPI在2.4%左右，4季度通胀有望明显回落。而中国城市二手房挂牌价指数显示，经过3年上涨之后，19年以来的二手房房价已经止涨回稳。

图50 CPI 同比、PPI 同比与预测 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图51 中国城市二手房挂牌价指数

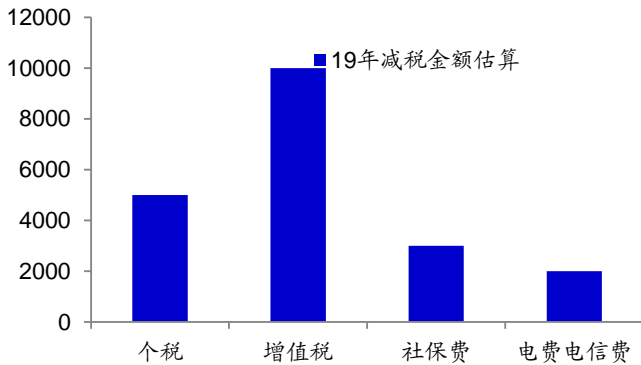


资料来源: WIND, 海通证券研究所

加大减税力度，政府过“紧日子”。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、

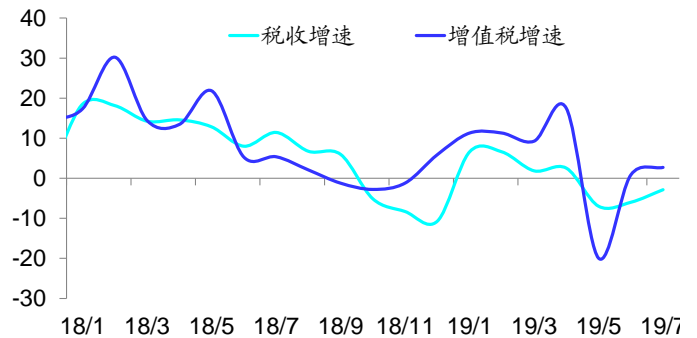
电费等的下调。事实上，19年5、6两个月税收增速降幅都在6%以上，7月税收增速同比下降3%，估算全年税收增速可能在-2%左右，而正常情况下税收增速应该等于GDP名义增速，上半年还有8.3%，这意味着政府主动减少了10%的税收增速，而18年的税收总额超过15万亿，这意味着19年的减税就达到1.5万亿。

图52 19年减税金额估算(亿元)



资料来源: WIND, 海通证券研究所测算

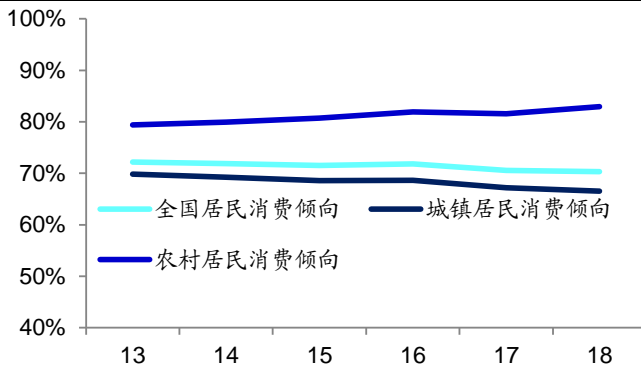
图53 税收收入、增值税收入增速(%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

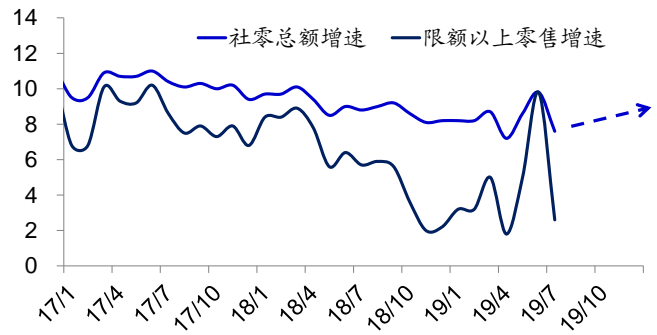
增加居民收入、提升消费增速。而减税的最大作用是增加居民收入，提升居民消费。中国居民的人均可支配收入刚刚超过4000美元，其实并不高，因而中国居民的边际消费倾向高达70%。我们测算今年给居民部门减税降费1万亿左右，可以增加7000亿的居民消费，提升消费增速2%。今年的消费累计增速始终保持在8%以上的稳定增长，主要应归功于减税降费。

图54 中国居民消费倾向



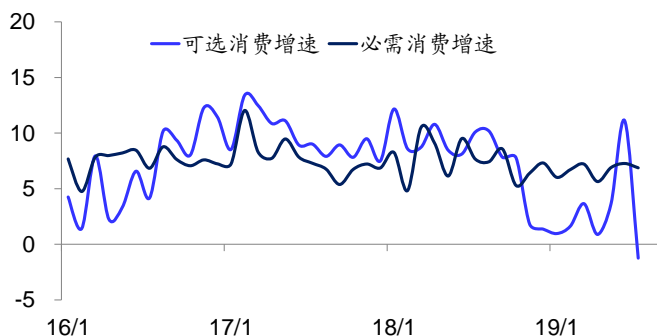
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图55 社零总额增速、限额以上零售增速(%)

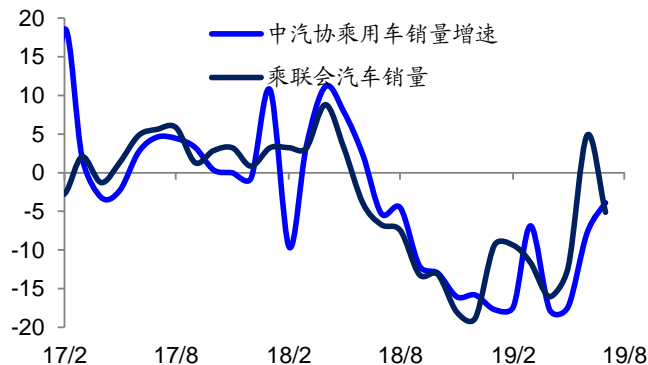


资料来源: WIND, 海通证券研究所

必需消费稳定，可选消费回升。在中国的两大类消费中，占比一半的必需消费在过去3年保持稳定增长，表现与经济周期无关，未来下行的概率不大。而占比一半的可选消费增速在过去一年大幅下滑，主因占比最大的汽车消费跳水。但这主要因为18年购置税优惠政策的退出，而在高基数效应消失之后，19年下半年的汽车销量增速有望见底回升。事实上，今年6月份的乘联会汽车增速大幅回升转正，而7月增速降幅仅为5%；中汽协乘用车销量增速降幅6、7两个月均在缩窄，均显示汽车消费已有所改善。

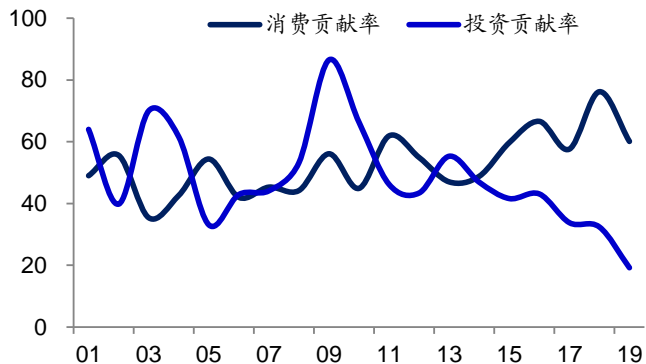
图56 中国可选消费、必需消费增速 (%)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

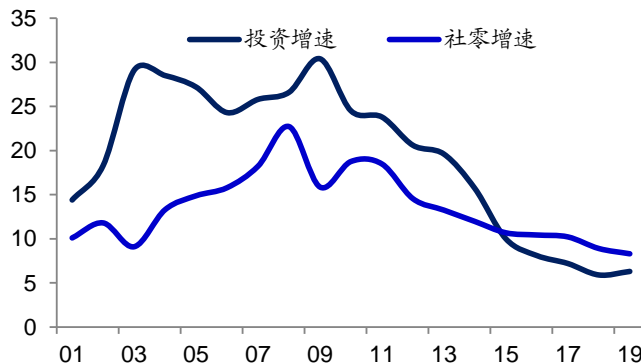
图57 中汽协、乘联会乘用车销量增速 (%)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

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，今年前7个月的消费增速为8.3%，高于5.7%的投资增速。而从对经济增长的贡献率来看，上半年消费贡献率为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。

图58 消费、投资对 GDP 增速的贡献度 (%)


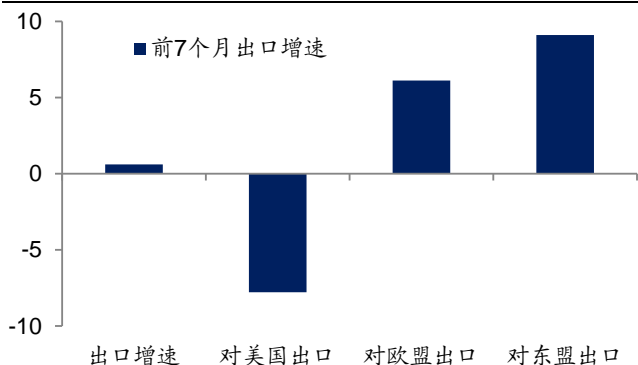
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图59 投资增速、社零增速 (%)


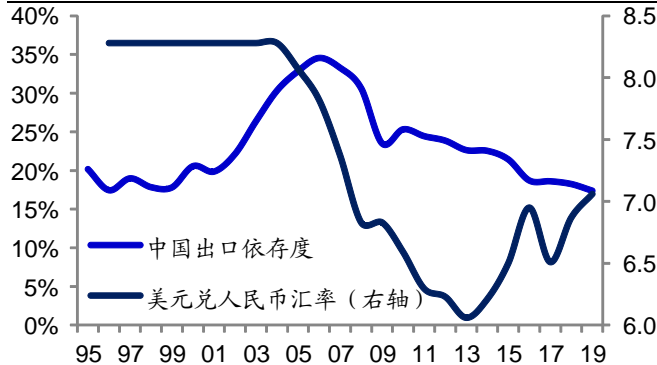
资料来源: WIND, 海通证券研究所

贸易多元发展，汇率贬值对冲。而即便是市场最为担心的对外贸易，今年前7个月中国出口依然维持了正增长，原因在于虽然我们对美国出口大幅下降，但得益于一带一路政策、贸易多元化，对欧盟和东盟出口大幅上升，弥补了对美出口的下降。而且考虑到中国对出口的依存度比06年顶峰的35%下降了一半，再加上过去1年汇率贬值了约10%，很大程度上抵消了关税上升的影响，因而无须对中国出口过于担心。

因此，总体来看，在大规模减税降费之后，有了消费托底内需，而投资和出口不会大幅跳水，那么中国经济未来就不存在大幅失速的风险。

图60 19年前7个月出口增速，对主要经济体出口增速 (%)


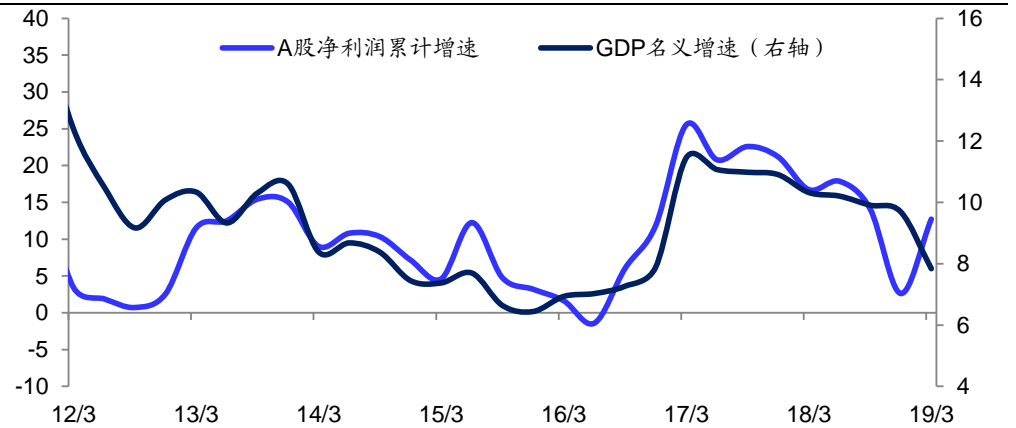
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图61 中国出口依存度，美元兑人民币汇率


资料来源: WIND, 海通证券研究所

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，利润增速增加约 7%。此外，LPR 改革给企业定向降息也是改善企业利润，再考虑到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%。

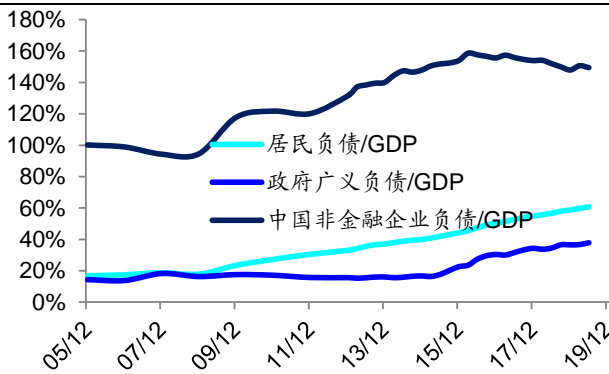
图62 GDP 名义增速，上市公司利润增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所。

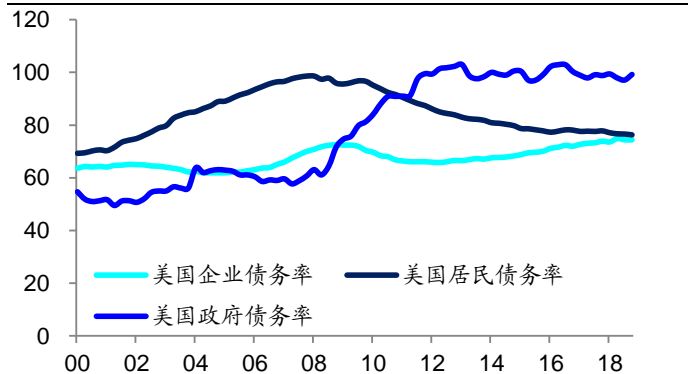
政府举债转移杠杆。此外，很多人担心中国减税的空间有限，但其实不然，政府其实可以考虑举债来减税。事实上，在美国的金融危机之后，靠的就是政府举债加杠杆，帮助居民和企业降低了债务杠杆，从而成功地实现了经济复苏。当前中国的主要问题是企业部门的杠杆率居高不下，但是政府债务率仅为 38%，哪怕考虑隐性债务之后也仅为 50-60%左右，其实可以借鉴美国转杠杆的经验。

图63 中国各经济部门债务率



资料来源：WIND，海通证券研究所

图64 美国各经济部门债务率 (%)

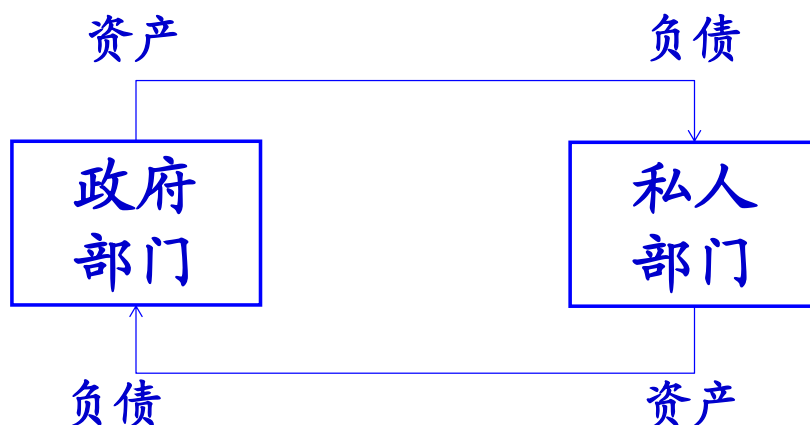


资料来源：WIND，海通证券研究所

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？借鉴现代货币理论观点，货币并非天然存在的，而是反映了债务和债权之间的关系。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，而政府部门的债务也是私人部门资产。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，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。

所以，关键问题不在于政府是否举债，而是政府以什么方式举债，举债以后做什么。过去政府部门也在举债，而且是通过地方政府以隐性债务的方式高息举债，用作基建投资，资金成本高而效率低。而现在我们通过《政府投资条例》等法律管住了地方的隐性债务，同时启动了地方政府专项债券发行，利率和国债接近，如果再用于减税，资金成本低而效率高，其实可以提高中国经济的整体效率。

图65 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。

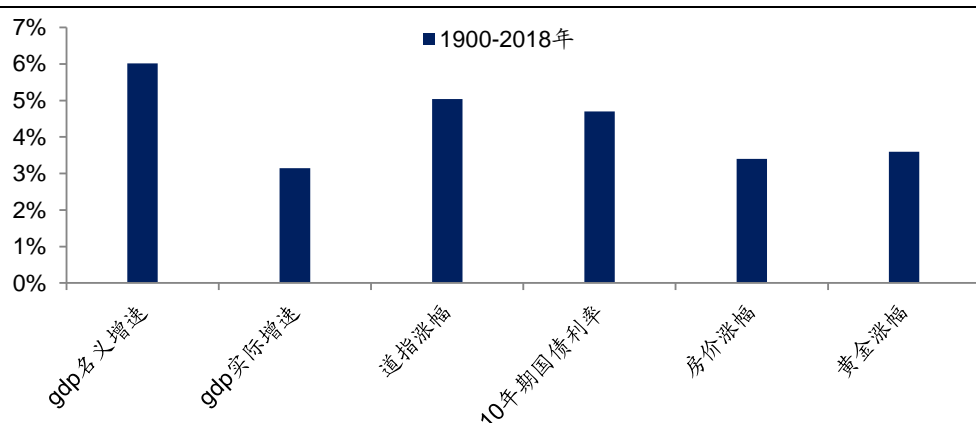
3. 市场：股债长期慢牛

3.1 过去：货币超发滞胀，实物资产受益

长期看：经济增长是资产回报之基。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。而黄金和房地产等的年均涨幅为3%左右，其实和长期的通胀涨幅接近，也就是从长期来看，通胀是决定实物类资产表现的核心因素。

历史数据表明，长期看金融资产必然跑赢实物资产，这其实也是符合逻辑的。因为金融资产的背后是企业经营活动，经济名义增长是金融资产回报的来源；而实物资产不创造价值，通胀是实物资产回报的来源；而经济的名义增长长期必然高于通胀。

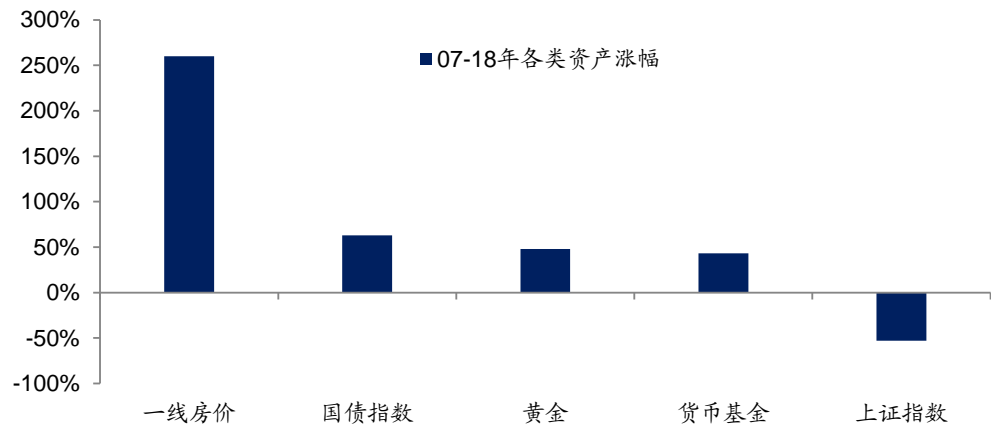
图66 美国过去100年各类资产表现



资料来源：Wind，海通证券研究所，GDP为年化增速，其余为年均值。

过去十年：房市领涨、股市领跌。但是从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。

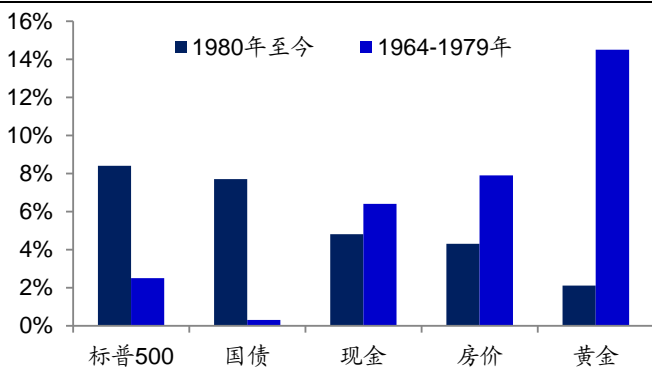
图67 07-18年中国各类资产表现



资料来源：Wind，海通证券研究所

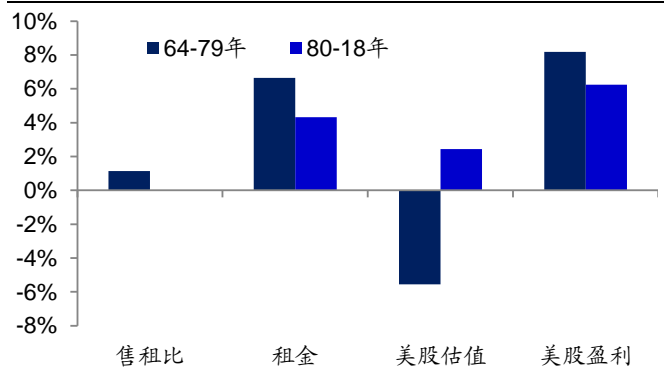
美国 80 年前后：实物和金融资产表现逆转。其实即便在美国，虽然金融资产长期跑赢实物资产，但是在 80 年代以前的 15 年，黄金和房地产等实物型资产的表现远好于金融资产。然而到了 80 年代以后，发生了大逆转，股市和债市等金融资产远远跑赢了房子和黄金等实物资产，其中股市和债市的年均回报率在 8% 左右，而房产只有 4.3%、黄金只有 2.1%，后两者甚至是跑输现金的。为何股市和房市表现逆转，主要的原因在于估值的变化，在 80 年代之前房市估值提升、而股市的估值下跌，而在 80 年代以后，股市的估值提升、而房市估值不再变化。

图68 美国 80 年代前后各类资产年均涨幅



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截止 19 年 7 月最后交易日

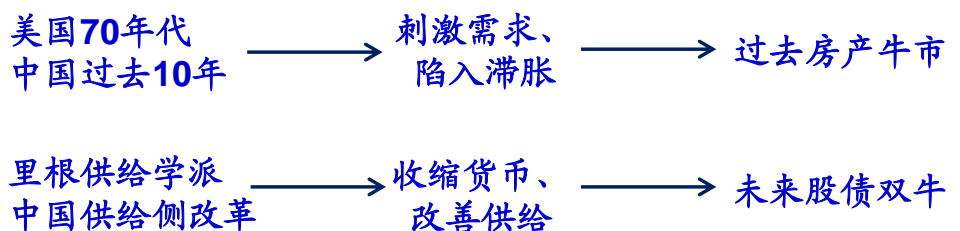
图69 美国股市、房市估值和盈利变化



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据为年均值

货币超发滞胀，减税股债双牛。而各类资产估值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，与此同时利率上升打压金融资产估值，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、降低了利率，同时减税改善了供给，所以出现了股债双牛。而中国供给侧结构性改革的实施，通过去杠杆降低了货币增速，利率也开始大幅下降，同时大规模减税降费改善供给，其实也有希望出现股债双牛。

图70 政策选择与资产配置



资料来源：海通证券研究所整理

3.2 现在：收货币降利率，减税股债双牛

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。

图71 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	7-8	2	5	2.7	5

资料来源：Wind，海通证券研究所

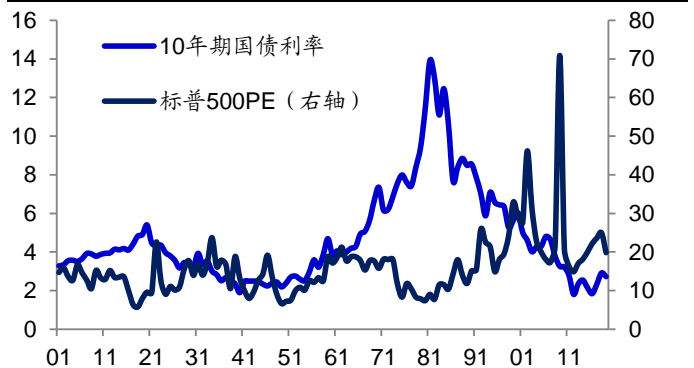
国债利率下降，提升股市估值。从美国的经验来看，其国债利率与股市估值有着明显的反向关系，80 年代以后标普 500 指数市盈率从 8 倍提升至目前的 20 倍左右，源于国债利率从 10% 以上降至目前的 2% 以下。而中国过去的无风险利率实际上是各类地方政府隐性债务的融资利率，高达 8%-10% 左右，而现在打破刚兑之后，3% 左右的国债利率真正成为无风险利率，意味着中国股市的估值也有望得到提升。

图72 沪深 300PE (倍)、10 年期国债利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所，估值为 TTM

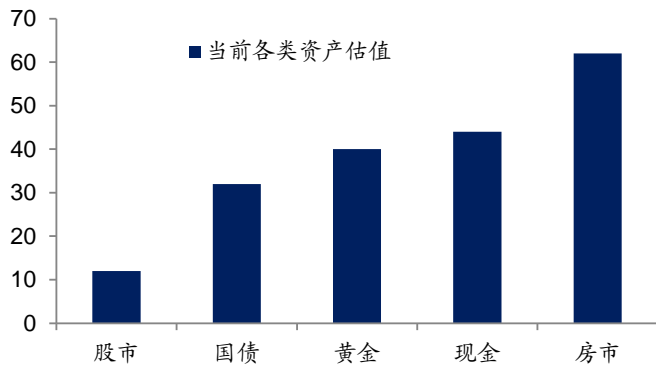
图73 标普 500PE (倍)、10 年期美债利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所，估值为 TTM

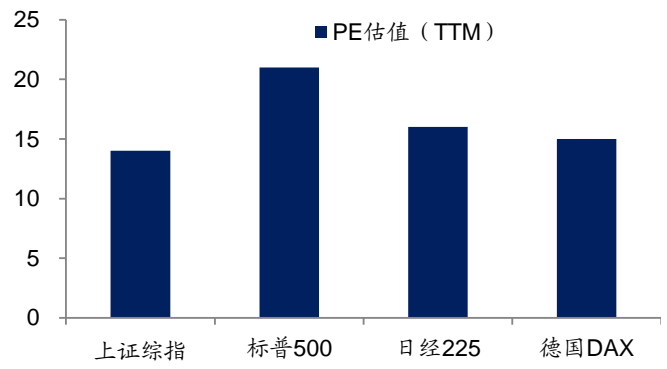
便宜是硬道理：股>债>黄金>现金>房。在中国目前各类资产中，单纯就估值水平来比较，我们认为房产是最贵的，一线城市房产的租金回报率为 1.6%、相当于 62 倍估值。而货币基金收益率 2.3%、相当于 43 倍估值。今年黄金表现的不错，因为黄金短期有避险价值，但从长期来看，黄金只能受益于通胀，而中国目前通胀率在 2.5% 左右，所以黄金的估值也不便宜，相当于 40 倍左右。而国内真正有便宜的是金融资产，其中 10 年期国债利率 3.1%，相当于 32 倍估值，5 年期 AA 级企业债利率 4.6%，相当于 22 倍估值；而最便宜的是股市，上证综指的市盈率只有 13 倍，不仅低于国内各大资产，在全球来看也是最便宜之一。因此，单纯从估值水平来看，中国各类资产投资价值当中“股>债>黄金>现金>房”。

图74 中国各类资产估值比较（倍）



资料来源：Wind，海通证券研究所。数据为 19 年 7 月最后交易日

图75 全球主要股市估值比较（倍）



资料来源：Wind，海通证券研究所。数据为 19 年 7 月最后交易日。

3.3 未来：金融资产受益，消费科技领涨

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中国股市的估值不再压缩了，那么企业的盈利就可以反应在股市的回报中。而哪怕经济增速减速到 5-6%，但其实放眼全球也是非常高的经济增速，再加上每年 2%的物价，我们还可以实现每年 7-8%左右 GDP 名义增速，对应企业盈利也能保持 7-8%左右的增长，加上 2%的股息率，那么未来 A 股就可以提供 9-10%左右的年均回报，其实就可以和过去 40 年的美股相当了。

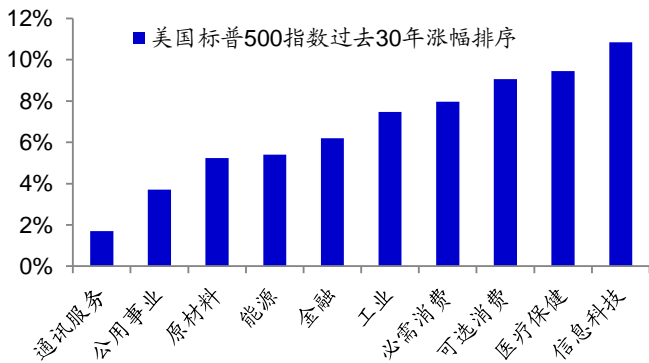
图76 美股与 A 股的回报与分解

	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	-2%	-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，19 年数据截止 7 月最后交易日。

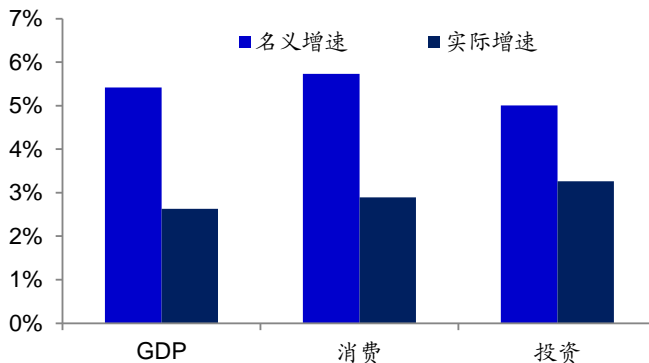
美国过去 30 年：消费和科技领涨。在美国过去几十年的牛市当中，我们发现领涨的四大板块分别是信息科技、医疗保健、可选消费和必需消费，也就是消费和科技行业领涨。而其根基则是在于以消费为主导的经济增长模式，过去 40 年，其 GDP 年均增速为 2.6%，考虑物价之后的 GDP 名义增速均值为 5.4%，而消费名义增速均值为 5.7%。只要消费整体保持在 5-6%左右名义增速，那么优秀的消费型企业就有希望实现 10%左右的业绩增速，这其实是其股市回报的来源。

图77 标普 500 过去 30 年各行业指数涨幅



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截止 19 年 7 月最后交易日。

图78 1980 年以来美国经济分类增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据为年均值, 截止 18 年。

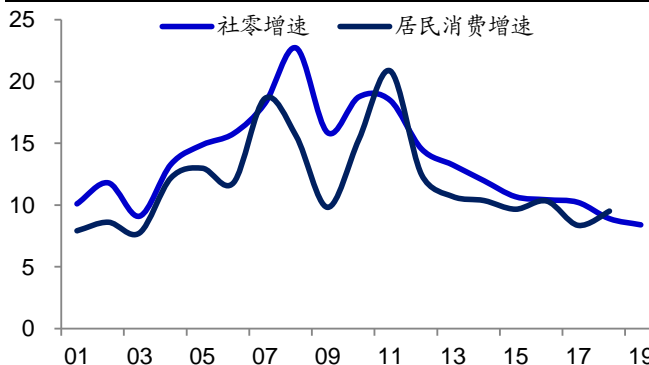
消费科技领涨 A 股。而在今年中国股市当中, 领涨的五大板块分别是日常消费、信息技术、医疗保健、金融和电信服务, 其中主要都是消费和科技相关的行业, 而这完全不同于过去 3 轮牛市当中的地产、材料和能源等周期板块领涨。过去靠周期行业撑起的牛市来得快去得也快。而中国消费增速目前仍有 8-9% 左右, 远高于美国的 5-6%, 这意味着中国优秀的消费企业盈利增速可以维持在 15% 甚至以上, 因而靠消费行业领涨支撑的是可持续的慢牛行情。

图79 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
08年10月-09年8月	房地产	能源	材料	信息技术	可选消费
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
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

资料来源: Wind, 海通证券研究所

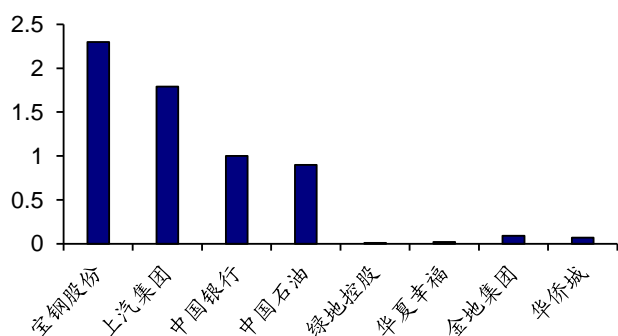
图80 中国社零增速、居民消费增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

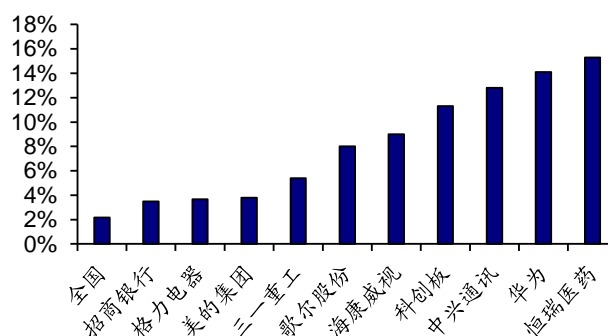
龙头企业研发提升。而在研发投入方面, 中国传统的金融、地产和周期行业普遍研发投入低下, 因而市场难以对其未来产生信心。但是经过过去杠杆和贸易摩擦的洗礼之后, 中国的企业都发现了研发的重要性, 尤其是华为成为中国企业研发的标杆, 因而有诸多龙头企业的研发强度开始提升, 比如招商要将金融科技投入比例提升至营收的 3.5%, 三一重工的研发强度超过 5%, 恒瑞医药的研发强度达到 15%, 而科创板第一批 25 家上市企业的平均研发强度高达 11%, 我们相信, 只要中国的企业都加大研发投入, 那么中国的科技同样充满希望。

图81 中国传统企业的研发强度 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据为 18 年。

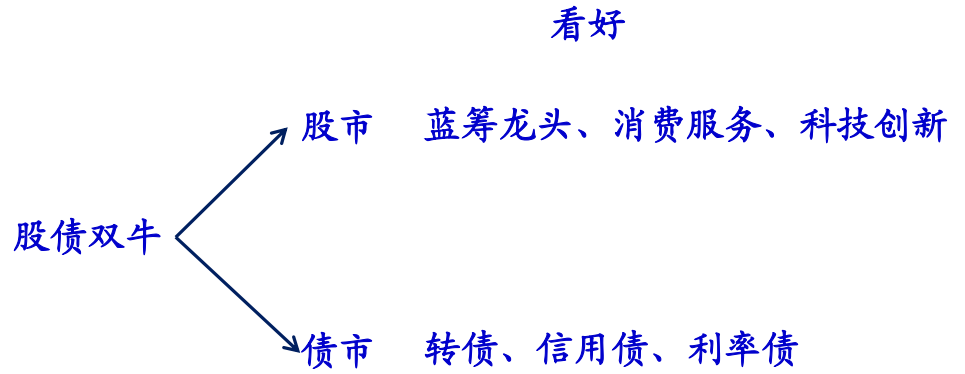
图82 中国部分龙头企业和市场的研发强度 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据为 18 年

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。

图83 大类资产配置变化



资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜超	宏观经济研究团队
于博	宏观经济研究团队
李金柳	宏观经济研究团队
宋潇	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
 宋潇(021)232154483 sx11788@htsec.com
 联系人
 陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
 应稼娟(021)23219394 yjx12725@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
 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
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
 联系人
 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
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
 联系人
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
 吴其右(021)23154167 wqy12576@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
 姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
 李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
 联系人
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@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
 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
 李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
 曾知(021)23219810 zz9612@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 ymniu@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@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
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
 联系人
 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
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
 联系人
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
 吴佳桢 0755-82900465 wjs11852@htsec.com
 朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
 范国钦 02123154384 fgq12116@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
 郑蕾 075523617756 zl12742@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
 高瑜(021)23219415 gy12362@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
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 联系人
 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
 谢益(021)23219436 xiey@htsec.com
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
 杨凡(021)23219812 yf11127@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	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 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 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 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@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 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 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 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 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 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 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 巩柏含 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 杨祎昕(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 郭金垚 gjy12727@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