

新时代的财富密码

海通证券2020年度投资策略报告会
2020 INVESTMENT STRATEGY, HAITONG SECURITIES CO., LTD.



证券研究报告

走在正确的道路上 ——20年经济与资本市场展望

姜超（首席经济学家、宏观债券研究）

SAC号码：S0850513010002

2019年11月15日



1. 全球：有效市场到有为政府
2. 中国：高速增长到高质增长
3. 配置：实物资产到金融资产

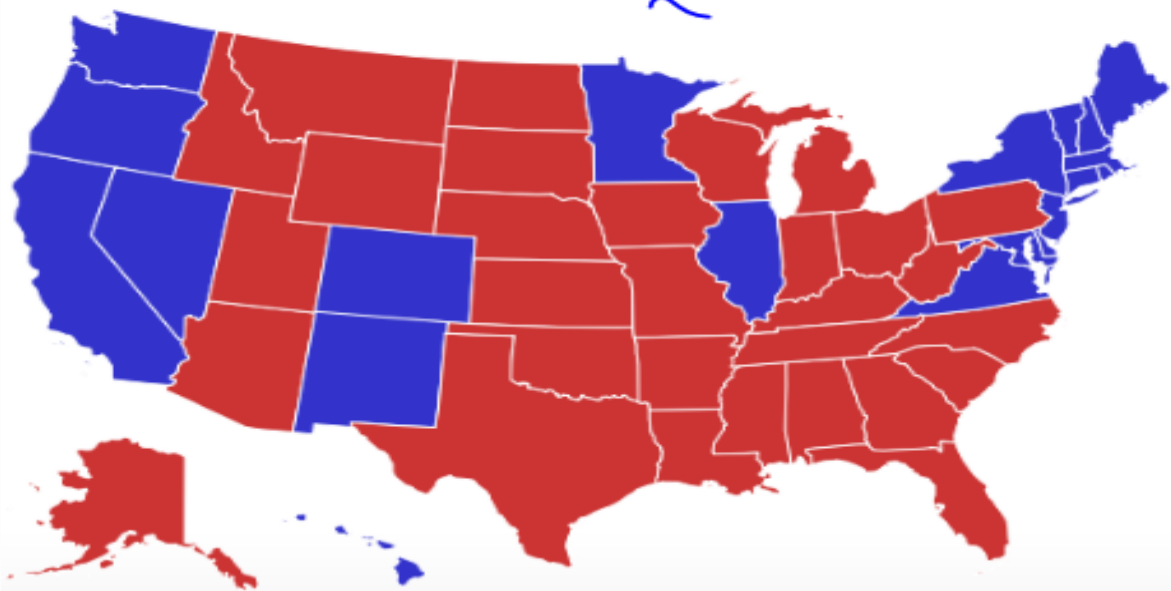
特朗普支持者：中部落后地区

在过去几年，影响全球经济走势的两个重要因素分别是特朗普当选以及英国脱欧。为什么特朗普可以赢得选举？从2016年大选结果来看，美国东部和西部都支持希拉里，东部有金融中心纽约、西部有科技中心加州。而中部都支持特朗普，中部地区主要是农业和工业州，经济相对更为落后。也就是说特朗普的支持者主要是低收入阶层，16年大选中美国最穷的10个州有8个支持特朗普。

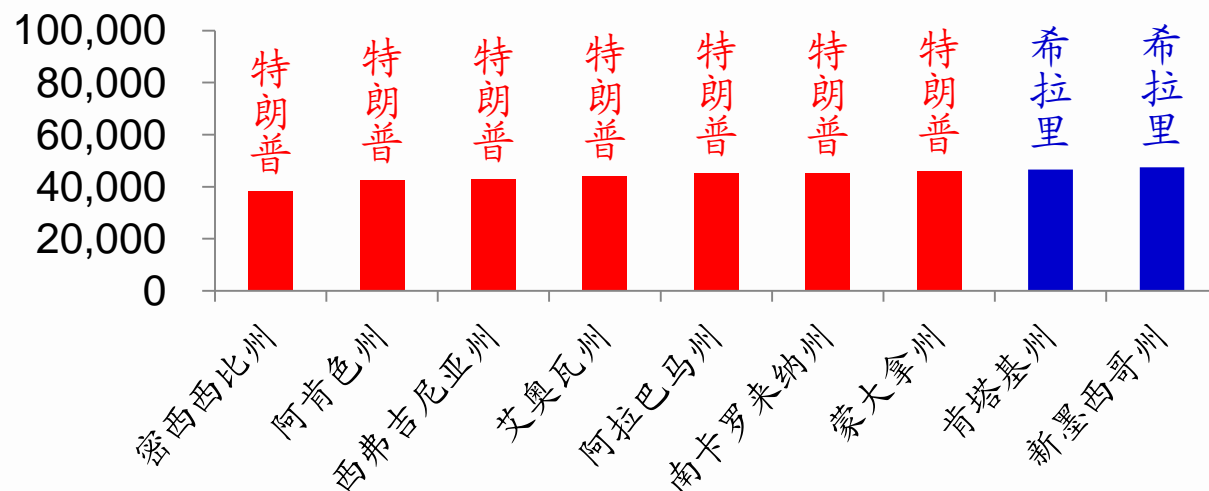
美国16年大选结果地图

FINAL ELECTORAL COLLEGE RESULTS

232 Clinton Trump 306



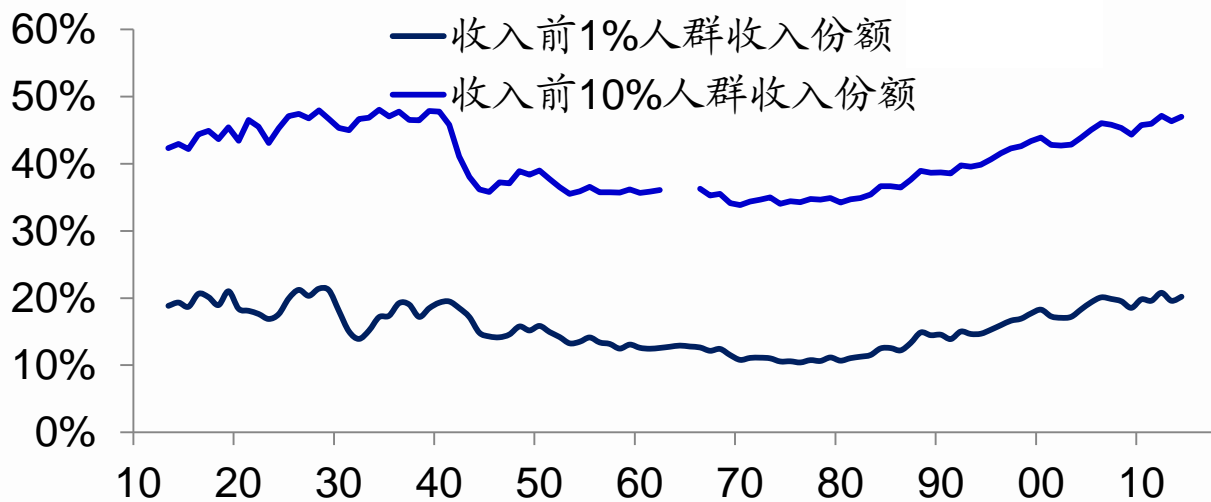
美国最贫穷的州16年大选支持对象
(人均GDP角度, 美元)



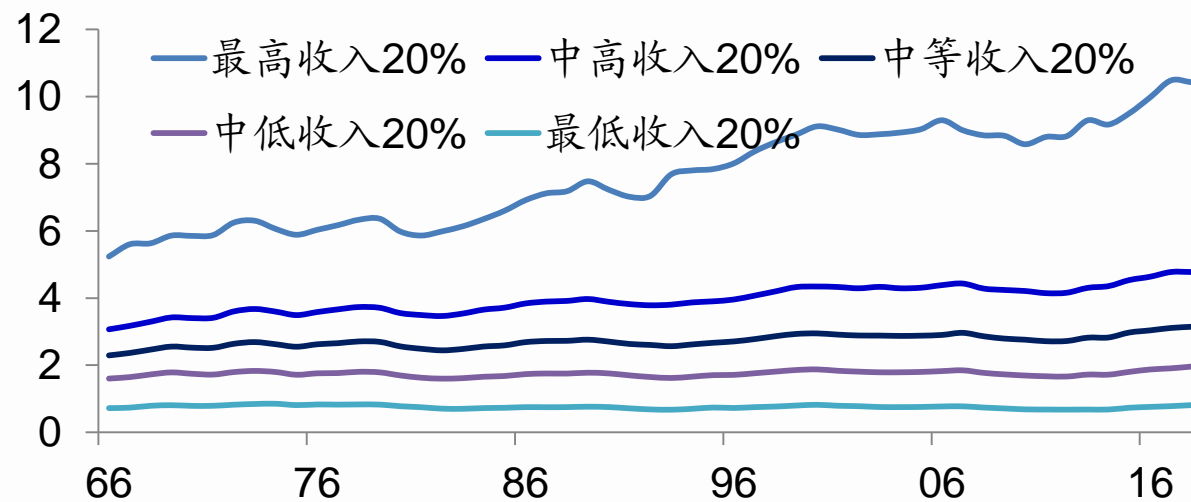
美国贫富差距扩大

为什么穷人都支持特朗普？一个重要原因在于美国的贫富差距持续扩大。世界银行的数据显示，14年美国最富有的10%高收入人群，其收入占美国总收入的比重高达47%，最最富有的1%高收入人群，其收入占比达到20%，而且这一比例在过去的50年当中持续上升。与之相反的就是低收入阶层收入占比的持续下滑。事实上，扣除掉物价之后，美国收入最低的40%人群的实际收入在过去50年几乎没有任何变化。

美国收入最高1%、10%人群的收入占比



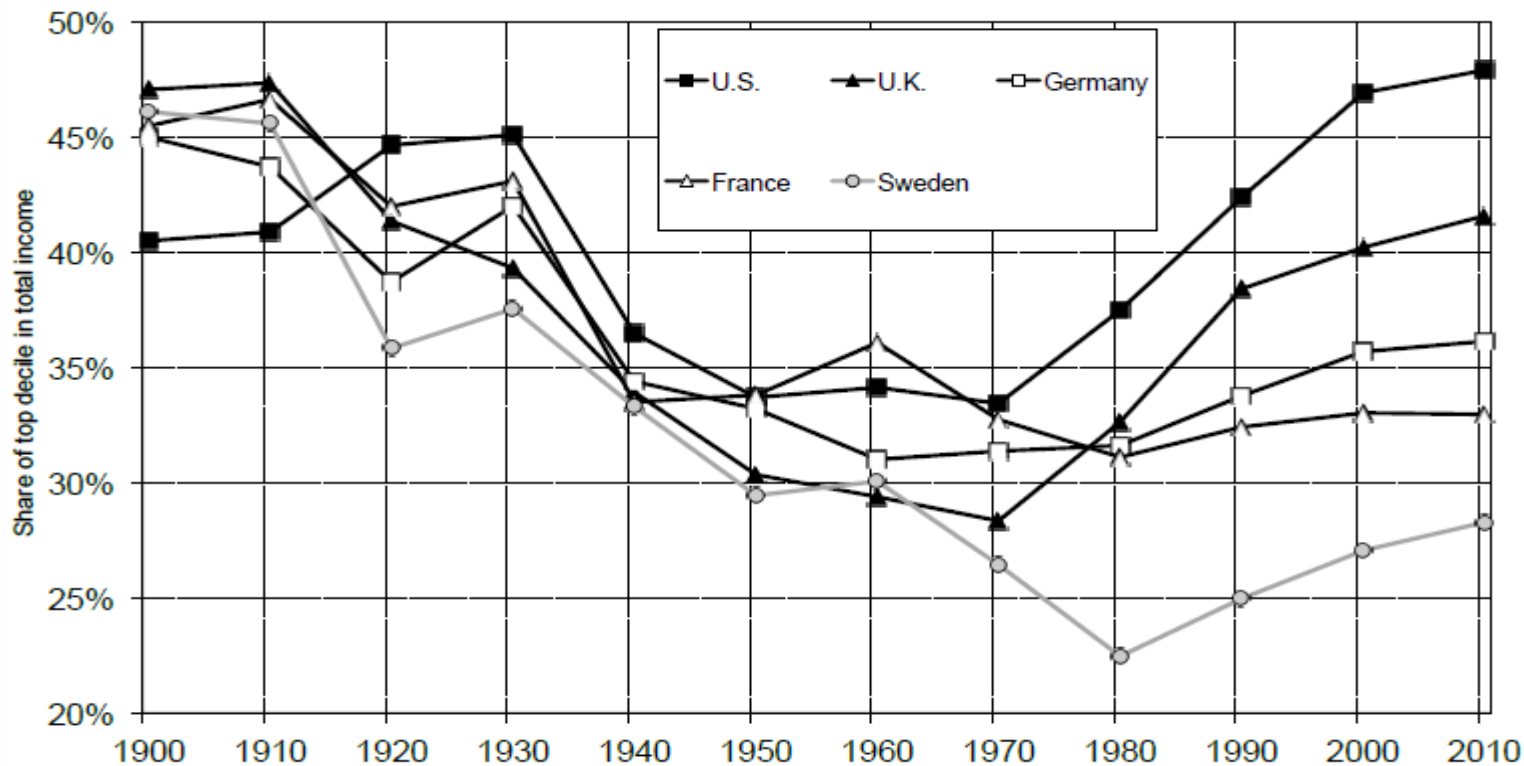
美国不同收入分组家庭的实际年收入（万美元）



全球贫富差距扩大

而且不止是美国的贫富差距在扩大，根据皮凯蒂的《二十一世纪资本论》，在过去的50年当中，美国和西欧各国的贫富差距都在上升，其中美国最为严重，英国位居其次。正是因为贫富差距太大，所以低收入阶层选择给自己希望的特朗普当上总统，也正是低收入阶层是英国脱欧投票的主力。而如此大的贫富差距，在上一次出现的时候还是在**20世纪的30年代左右**。

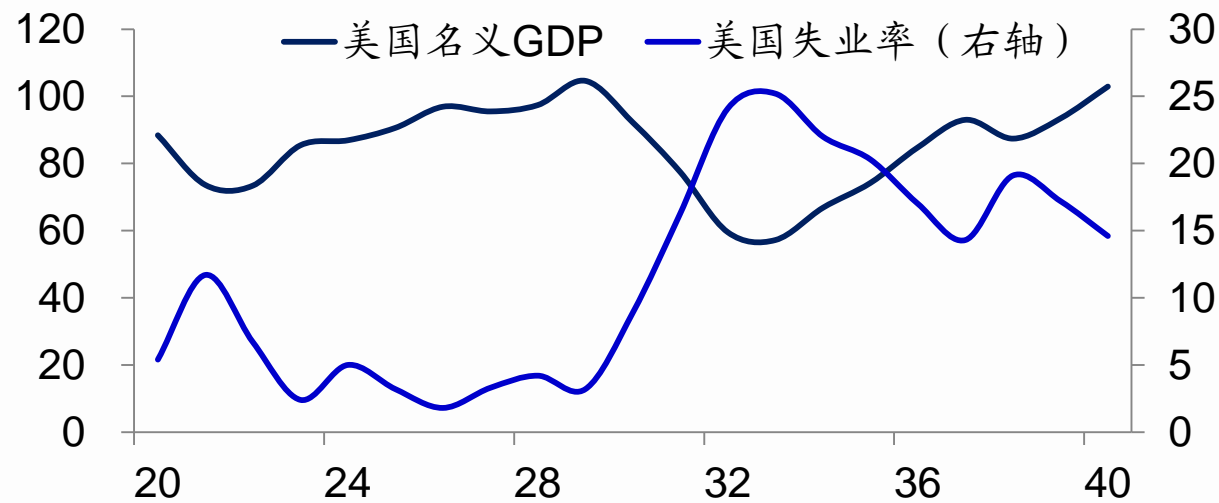
美、英、德、法、瑞典的最高10%收入组人均收入占比



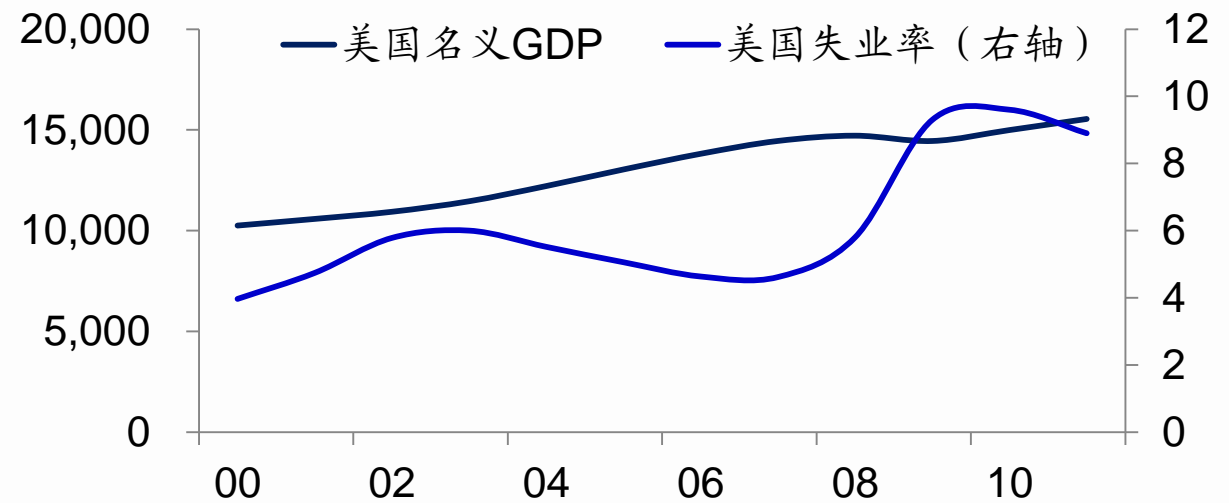
需求不足引发危机

由于贫富差距过大，富人有钱但是消费倾向低，穷人很多但是没有钱消费，结果就是经济的总需求下滑，最终经济出现衰退。在1929年，出现了席卷全球的大萧条，从29年到33年，美国名义GDP萎缩了40%，美国的失业率最高升至25%。而在2008年，又一次出现了席卷全球的金融危机，美国的失业率随后一度升至10%。

1920-40年代的美国GDP与失业率（10亿美元，%）



2000-10年代的美国GDP与失业率（10亿美元，%）

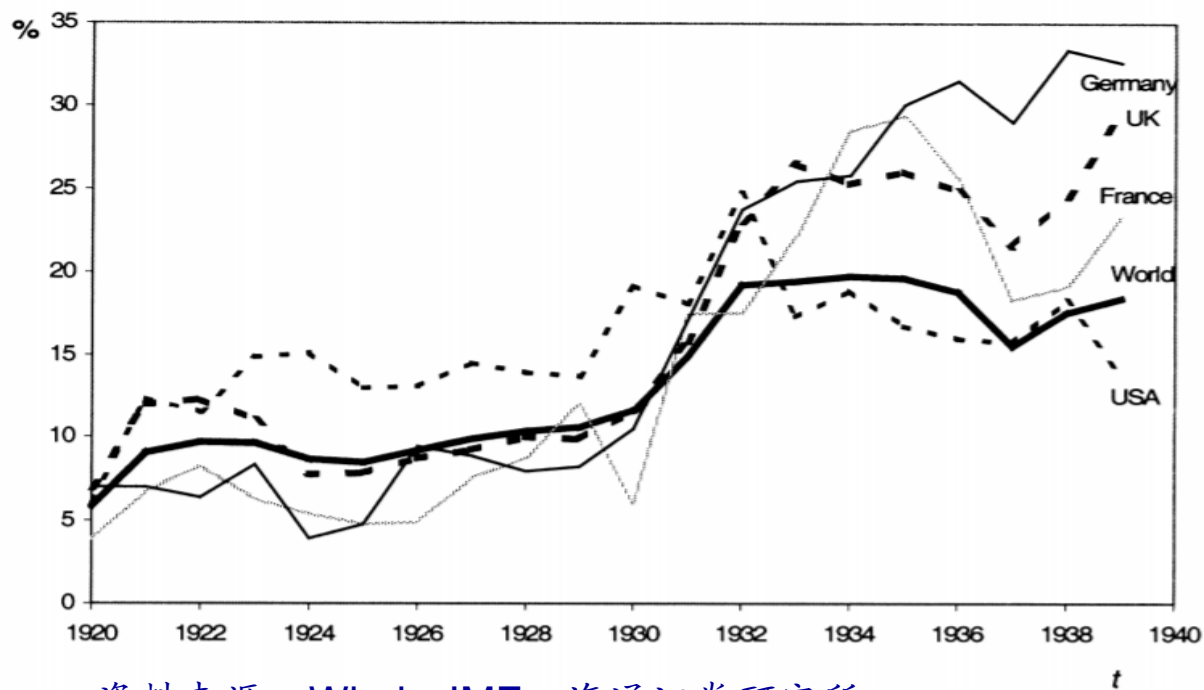


资料来源：wind，海通证券研究所

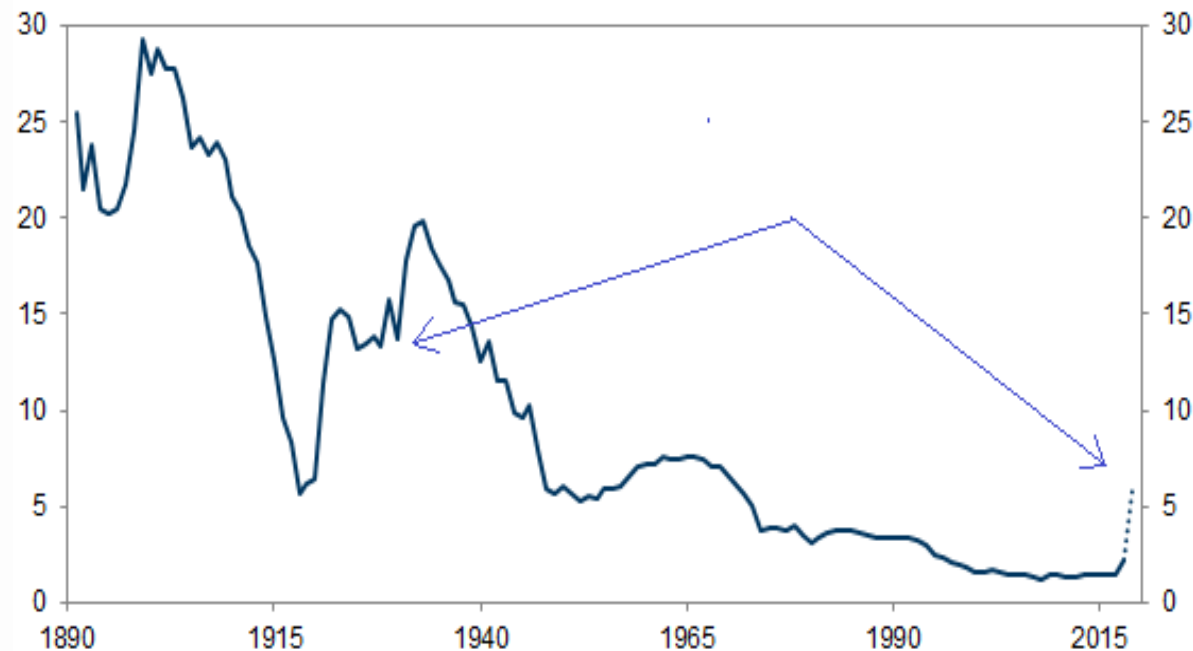
贸易摩擦：对外转移矛盾

经济衰退发生以后，大家首先把矛头指向外部，认为是外国的产品挤占了国内市场。美国当时是全球头号工业强国，其在1930年6月通过了斯姆特-霍利关税法案，将2万多种进口商品的关税提高到1830年之后的最高水平。而英国作为次强国不甘示弱，在1931年通过了《非常进口税法》、在1932年推出了《进口关税法》，对进口产品征收10%的进口关税，而德国法国也相继提高了关税税率。目前美国大幅提升对中国的进口关税税率，这一行为和1930年代非常类似。

美英德法的关税税率 (%)



美国平均进口关税税率 (%)

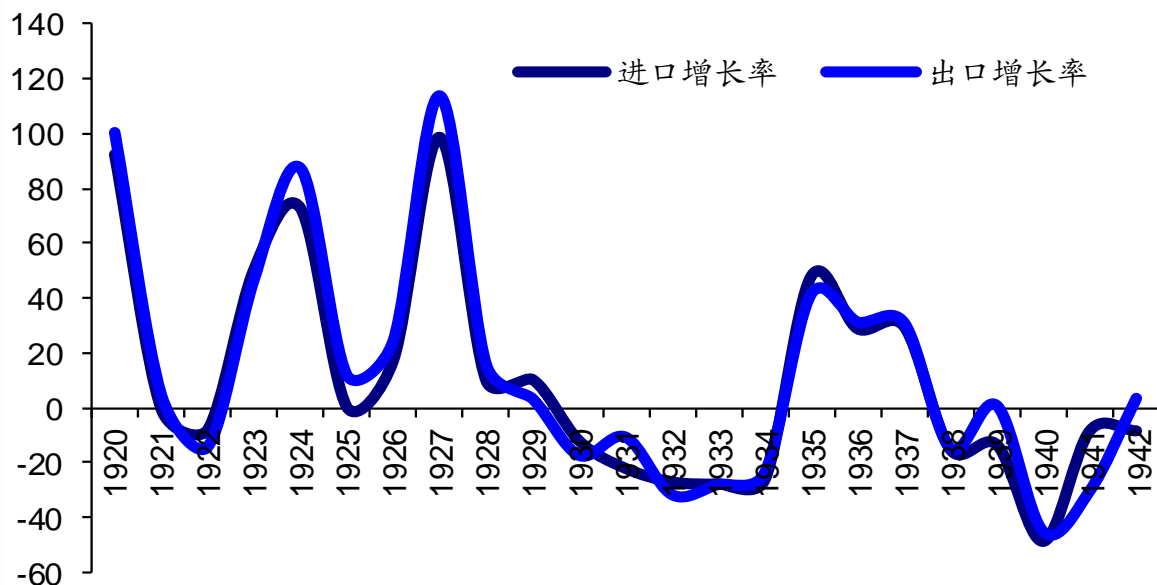


资料来源：Wind，IMF，海通证券研究所
注：右图中虚线为IMF预测。

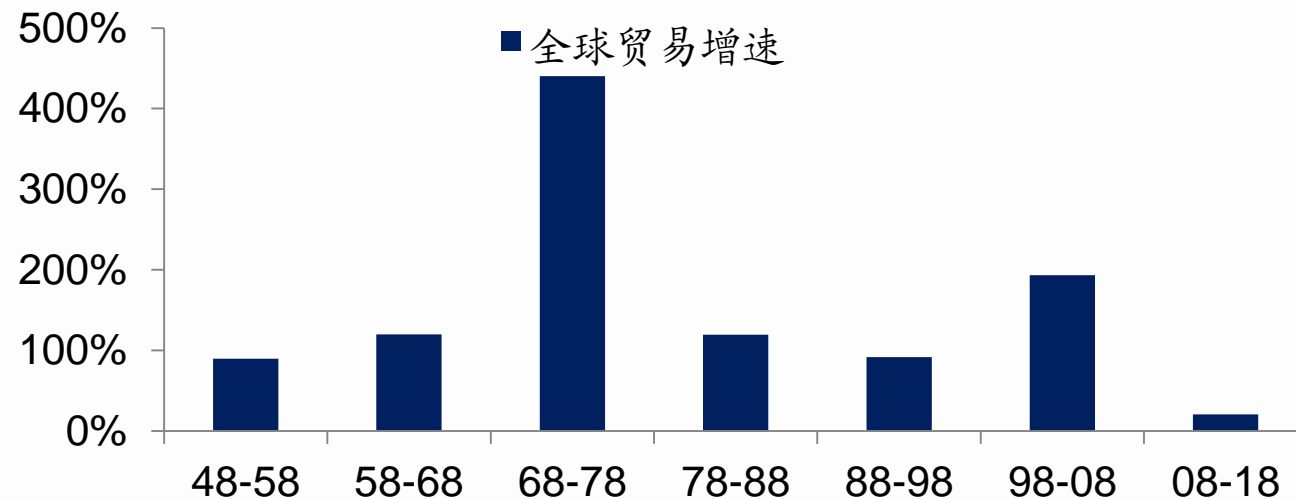
贸易萎缩，无益经济

但是贸易摩擦使得经济衰退雪上加霜，从1929年到1934年间，全球贸易大约萎缩了66%，这就使得经济衰退陷入了恶性循环：一方面国内贫富差距太大，内部需求不足；另一方面全球贸易大战，外部需求受阻。而为了刺激经济发展，大家都需要打开对方的市场来销售产品，最终欧洲各国大打出手，演化成了全面战争。在08年金融危机之后，全球贸易已经停滞增长了10年，美国挑起的贸易摩擦只会使得全球贸易雪上加霜，加上现在有核武器的约束，没法爆发大规模的战争来打开市场，所以单纯的贸易摩擦解决不了问题。

1920-40年全球贸易增速 (%)



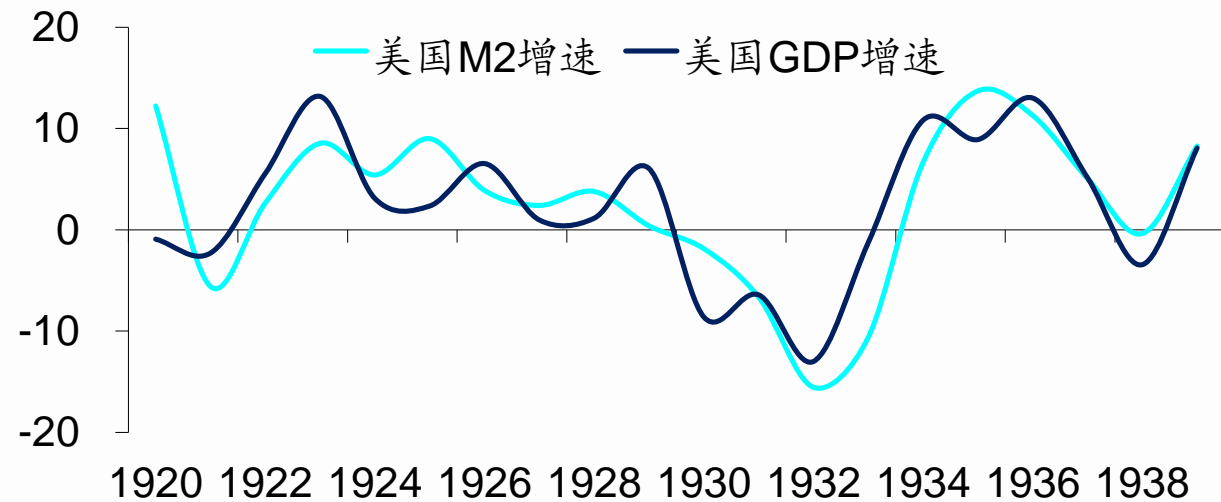
1948-18年全球贸易增速 (%)



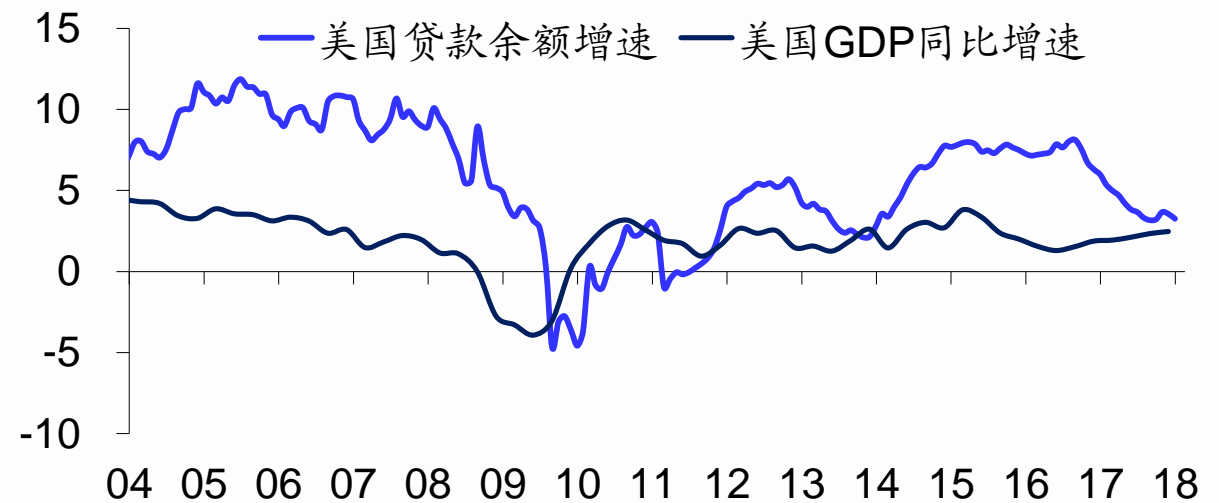
从货币收缩到量化宽松

在上个世纪30年代，经济衰退导致银行大量倒闭，而信用紧缩反过来又加剧了经济衰退。而在08年金融危机之后，伯南克吸取了29年的教训，迅速启动了QE，并且政府出资拯救了银行业，从而及时地避免了信用收缩，因而在09年之后经济很快就开始了新一轮复苏。

1920-40年美国GDP增速、M2增速 (%)



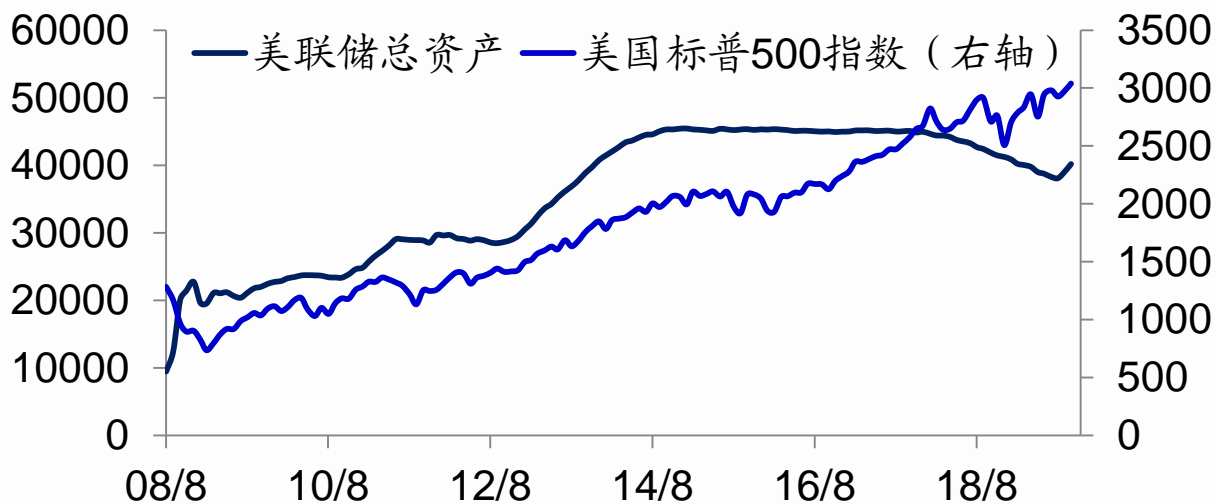
2004-18年美国GDP增速、信贷增速 (%)



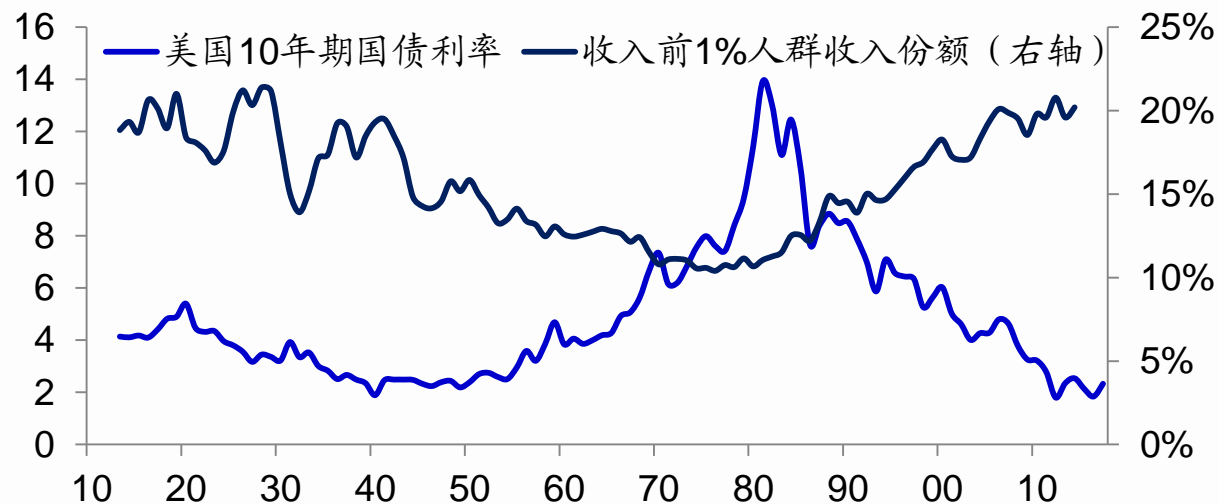
金融资产受益、贫富差距恶化

但是在宽松货币环境下，最为受益的是资产价格。美联储总资产从08年8月时的不到1万亿美元增长到最高超过4万5千亿美元，为同期美股的上涨做出了巨大的贡献。但由于大部分资产都被富人占有，美国前1%人群拥有的财富超过后90%的人群，因而资产价格上涨只会使得贫富差距进一步扩大。事实上，过去40年美国贫富差距持续扩大的背后，利率的持续下行是一个重要的原因。

美联储总资产（亿美元），标普500指数



美国前1%群体收入占比，10年期国债利率（%）

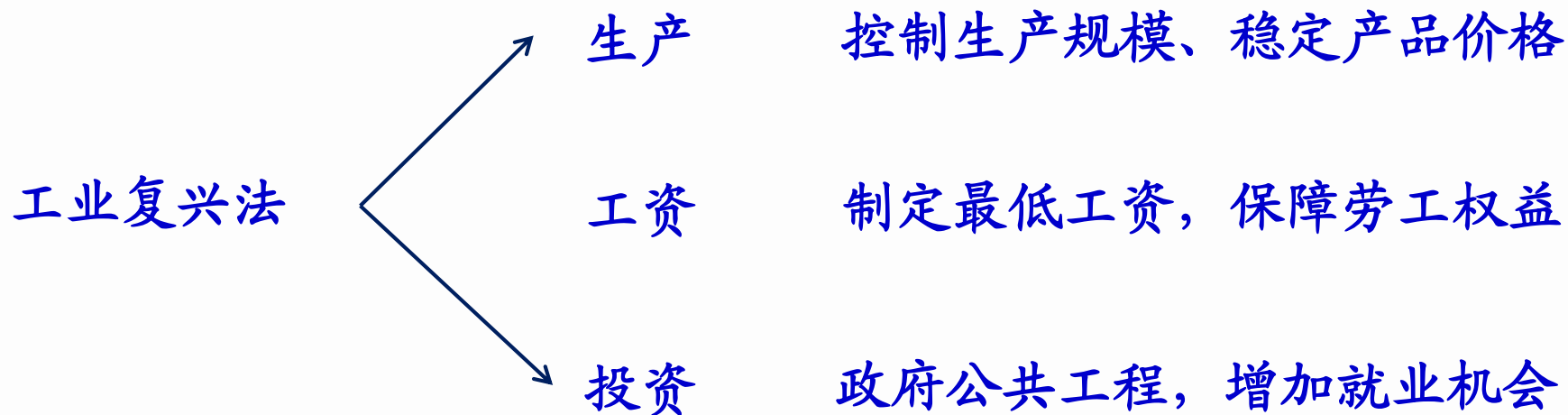


资料来源：wind，海通证券研究所

罗斯福新政：政府干预经济

最终美国如何走出困境？靠的并不是战争，而是强有力的政府宏观调控。1932年罗斯福当选总统之后，提出了百日新政，出台了两部重要的法律《农业调整法》和《全国工业复兴法》，其实就是动用政府来干预农产品和工业品的产能过剩，恢复工业品和农业品的价格，通过大规模政府公共工程，以及制定最低工资，来恢复劳动力的价格。

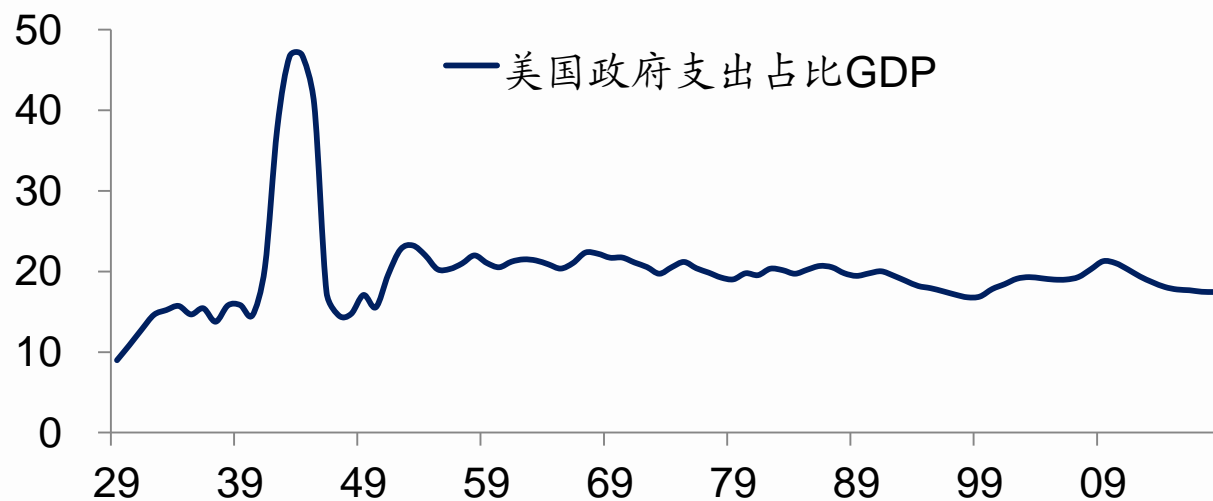
罗斯福新政之《全国工业复兴法》



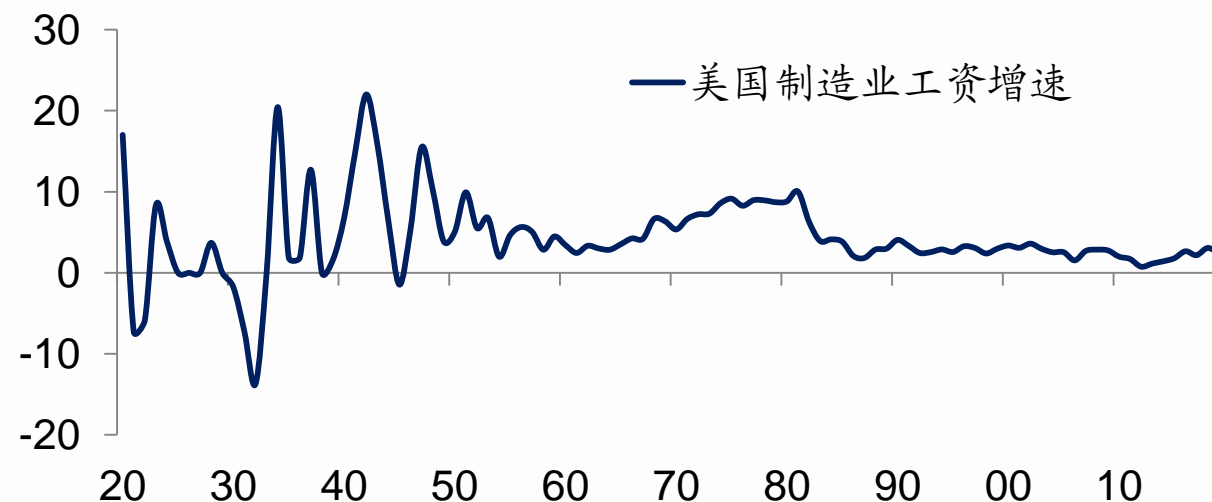
政府规模激增，工人工资提升

在罗斯福执政时期，美国政府规模出现了巨大的扩张。在1932年罗斯福第一次当选美国总统时，美国政府支出占GDP的比重仅为14.6%，而到了罗斯福逝世前的最后1年1944年，美国政府支出占GDP的比重已经升至46.9%，政府支出占据了美国经济的几乎半壁江山。与此同时，罗斯福通过政府公共工程，以及政府出面和雇主协商，大幅提高了工人的工资。

美国政府支出占比GDP (%)



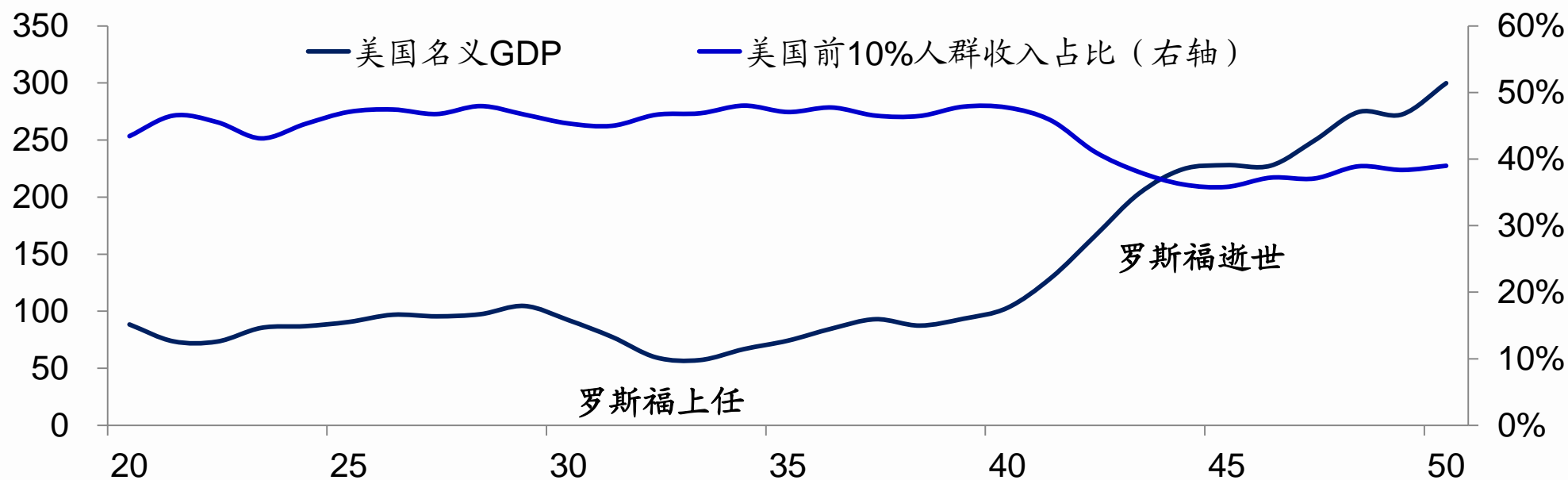
美国制造业工资增速 (%)



经济恢复，贫富差距改善

罗斯福新政其实是加大政府对经济的干预，这与美国市场经济的传统大相径庭，所以在当时遭遇了巨大的阻力，最高法院先后判定罗斯福新政中的几部重要法律违宪。但是老百姓用投票选择让罗斯福做了4任总统。而恰恰是在美国政府增加了集权以后，美国经济得以成功地从大萧条中恢复，在罗斯福逝世前的1944年，美国GDP已经达到了2244亿美元，比1929年的峰值增加了一倍多。与此同时，美国的贫富差距大幅缩小，美国前10%人群的收入份额从48%降至36%，贫富差距的改善也为美国战后发展的黄金时代奠定了良好的基础。

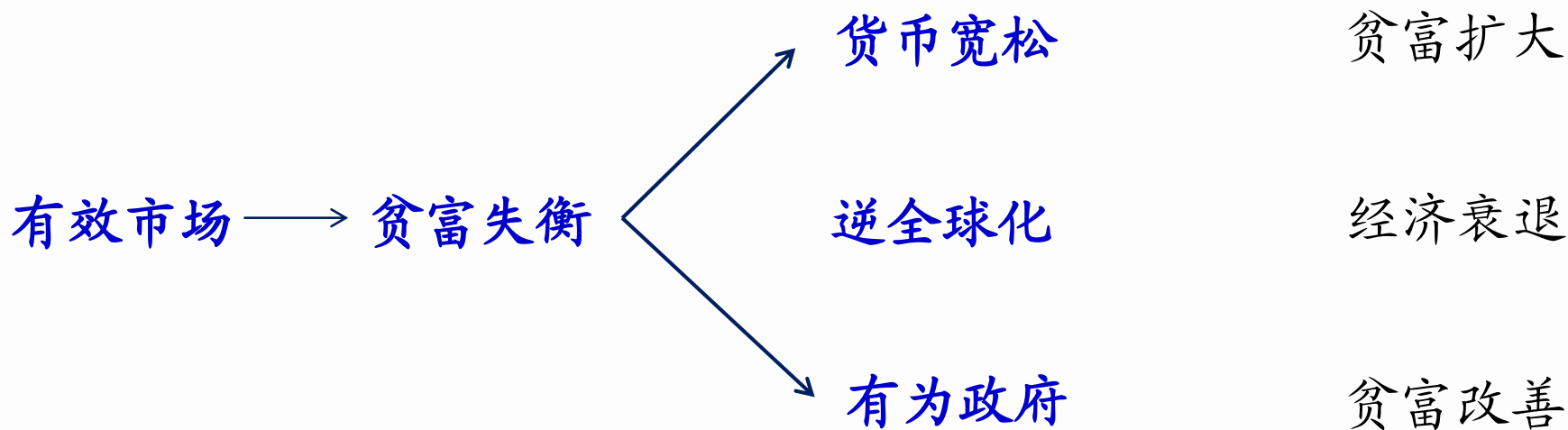
美国GDP（10亿美元），前10%人群收入占比



有效市场与有为政府

历史告诉我们，市场经济把效率放在首位，如果任由市场充分竞争，长期下来必然是优胜劣汰，富者愈富，穷者愈穷，最终导致贫富差距失衡，经济发生衰退，这时其实是出现了市场失灵。通过货币放水的方式可以改善经济增长，但是解决不了贫富差距扩大的问题。而逆全球化增加关税，只会加大经济衰退的风险。真正的出路在于政府要有所作为，增加低收入阶层的收入，熨平贫富差距，这样经济才能够获得可持续的增长。

从有效市场到有为政府



1. 全球：有效市场到有为政府
2. 中国：高速增长到高质增长
3. 配置：实物资产到金融资产

中国GDP增速新低

19年3季度中国GDP增速降至6%，上一次中国经济增速出现6%左右的增速，还是在十年以前的全球金融危机时期，09年1季度GDP增速降至6.4%。此外，在更早的亚洲金融危机期间，98年2季度的GDP增速也曾降至6.9%。也就是说，目前的中国经济增速已经低于两次金融危机时期的水平。再往前追溯，只有在89年和90年两年的经济增速低于6%，这也意味着当前的经济增速创下了近29年的最低值。

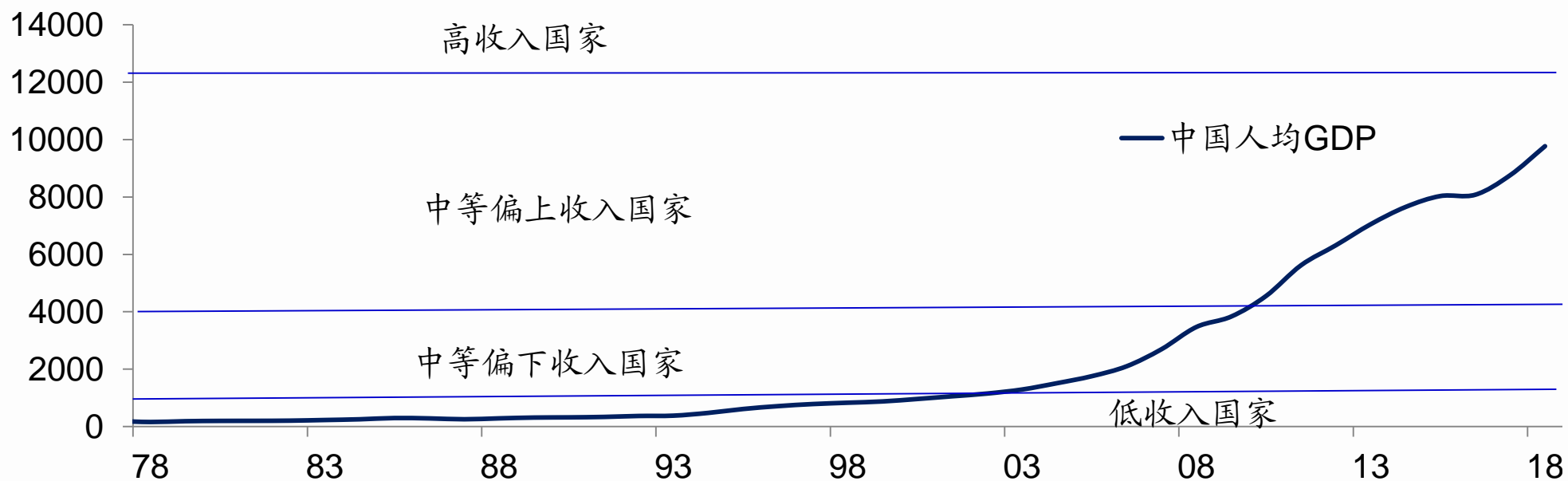
中国GDP实际增速 (%)



人均GDP近1万美元

18年中国的人均GDP已经接近1万美元，超过世界银行定义的中等偏上收入国家的平均水平，离12057美元的高收入国家的门槛也不远。由于边际效应递减，在经济发展之初，只用很少的投入就可以换来高速增长，但是随着经济的不断发展，资本和劳动等要素投入的产出效率会越来越低，经济增长就会越来越慢。因此，当前中国经济增速的变慢并不是因为哪里出了什么意外，而是经济水平提高以后的自然现象，中国经济大发展本身其实就是经济减速的重要原因。

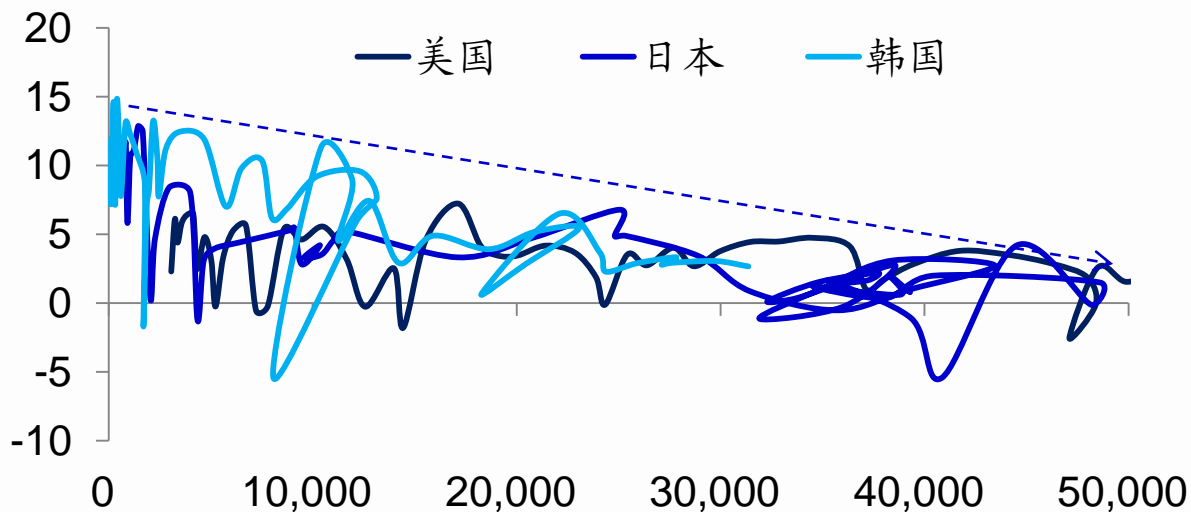
中国人均GDP（美元）



经济发展以后，自然就会减速

从全球的历史来看，在经济发展之后，增速下降其实是非常自然的现象。例如美国在1978年、日本在1983年、韩国在1999年分别正式跨过人均收入1万美元的门槛。到了随后的第二年，美国GDP增速仅为3.2%，日本的GDP增速仅为4.5%，只有韩国的GDP增速依然高达8.9%，但韩国在随后第三年的GDP增速也降到了4.5%。而在跨过人均收入1万美元的门槛之后的十年中，美日韩的GDP平均增速分别为3.1%、3.8%和4.7%，因此如果未来10年中国经济能够保持在5%左右的增速，其实就要比美日韩等发达国家更加优秀了。

美日韩人均GDP与GDP增速（美元，%）



美日韩到达人均GDP1万美元的时间及随后经济表现

	美国	日本	韩国
到达人均GDP1万美元时间	1978年	1983年	1999年
第二年GDP增速	3.2%	4.5%	8.9%
第三年GDP增速	-0.3%	5.2%	4.5%
后十年GDP平均增速	3.1%	3.8%	4.7%

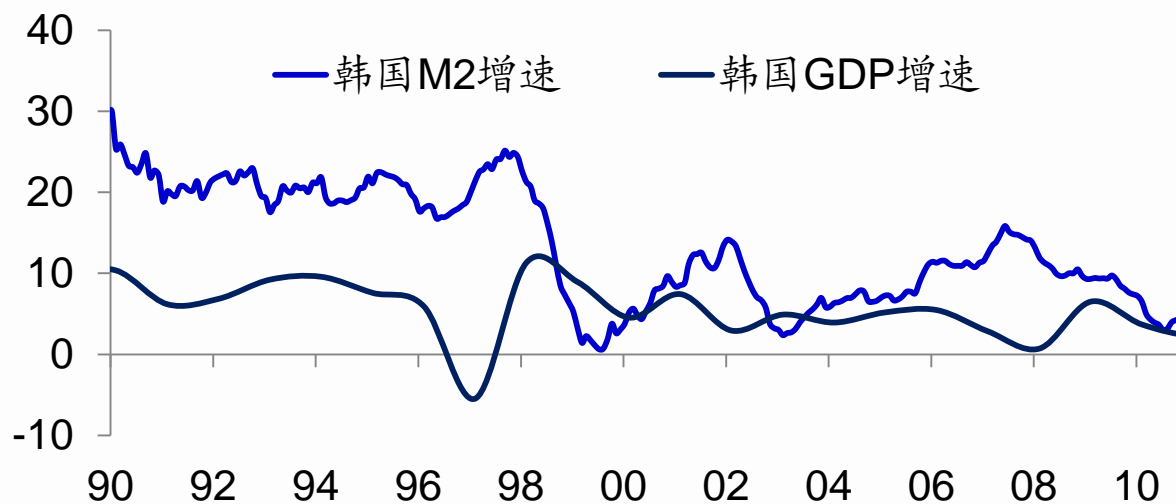
资料来源：Wind，海通证券研究所

注：左图横轴为人均GDP，纵轴为GDP增速。

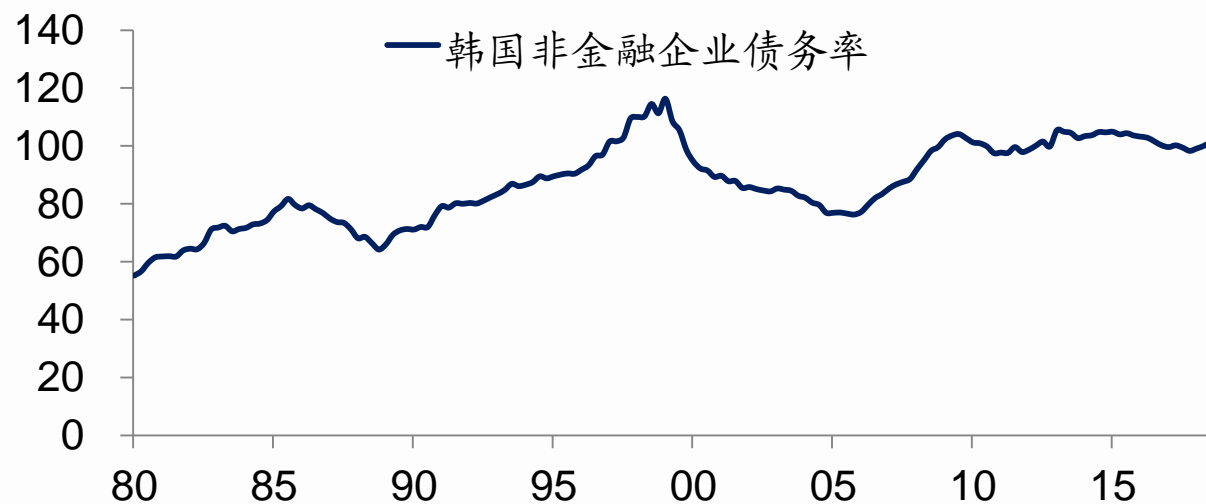
强撑高增长，未必是好事

如果非要强行维持高增速，其实未必是件好事。韩国在1994年的时候人均GDP就第一次突破了1万美元，随后3年的GDP增速依然维持在8%左右的高位，其实靠的是过度举债发展经济，同期韩国的广义货币M2增速保持在20%，远超经济增长需要。过度举债使得韩国企业部门债务率从94年的86%升至99年的116%，最终倒在了亚洲金融危机之下，直到1999年人均GDP才第二次真正突破1万美元。

韩国M2增速、GDP增速 (%)



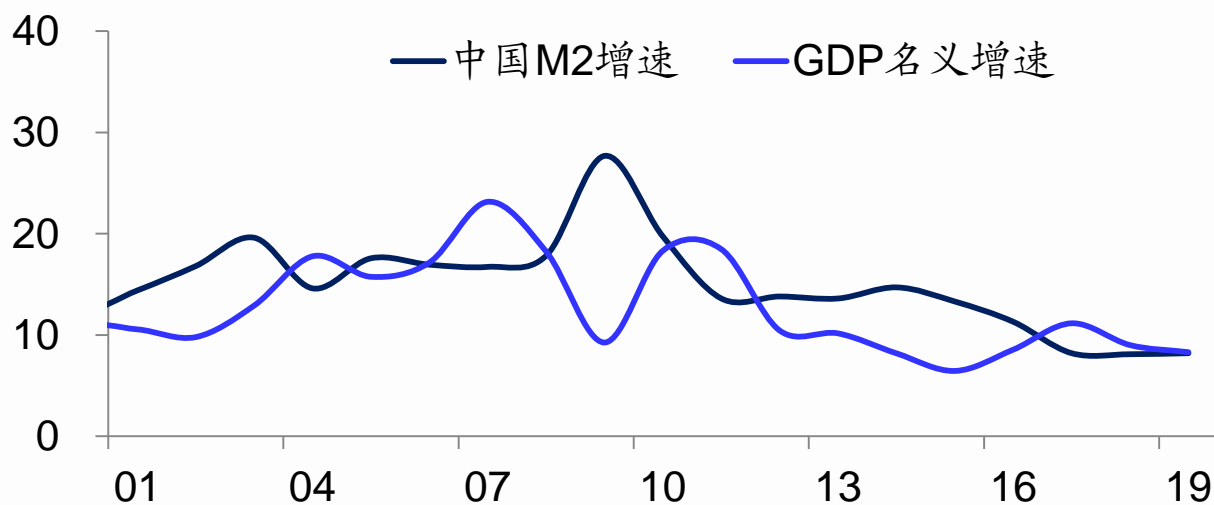
韩国非金融企业债务率 (%)



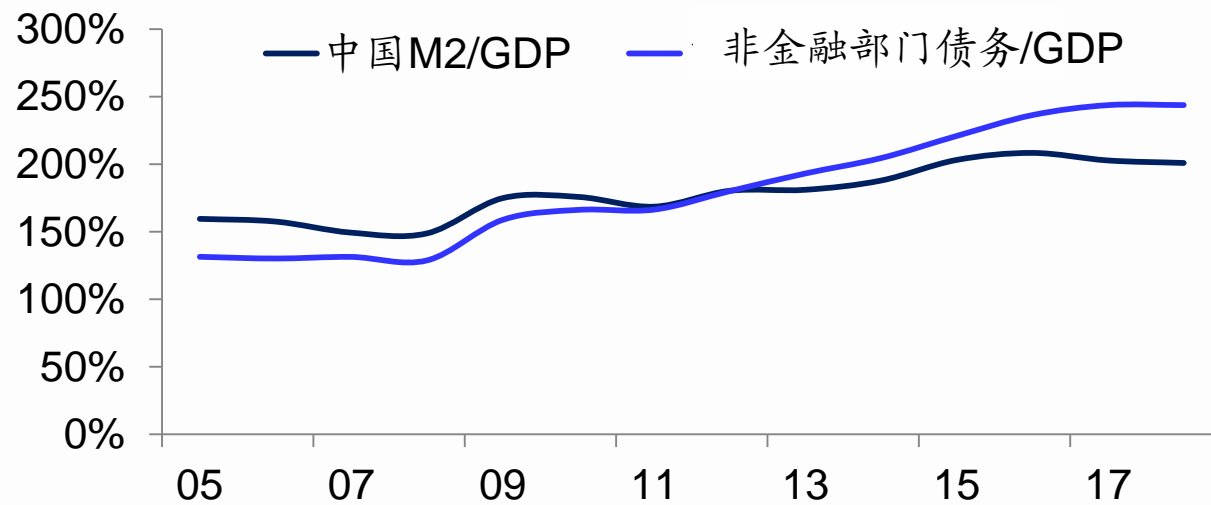
中国曾靠举债发展

而我们在08年金融危机之后保持8%左右的GDP增速，其实也离不开同期每年15%左右的货币增速的贡献，但由于货币超发，后来也产生了巨额债务的问题，到15年时我国非金融部门债务与GDP的比值达到250%，与美国金融危机以前的水平相当。

中国M2增速、GDP名义增速 (%)



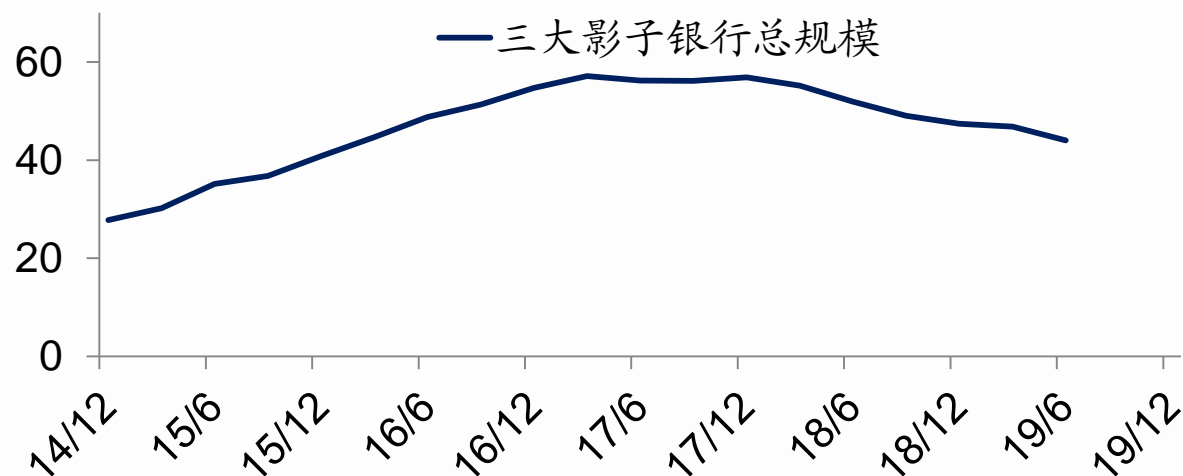
中国M2/GDP，非金融部门债务/GDP



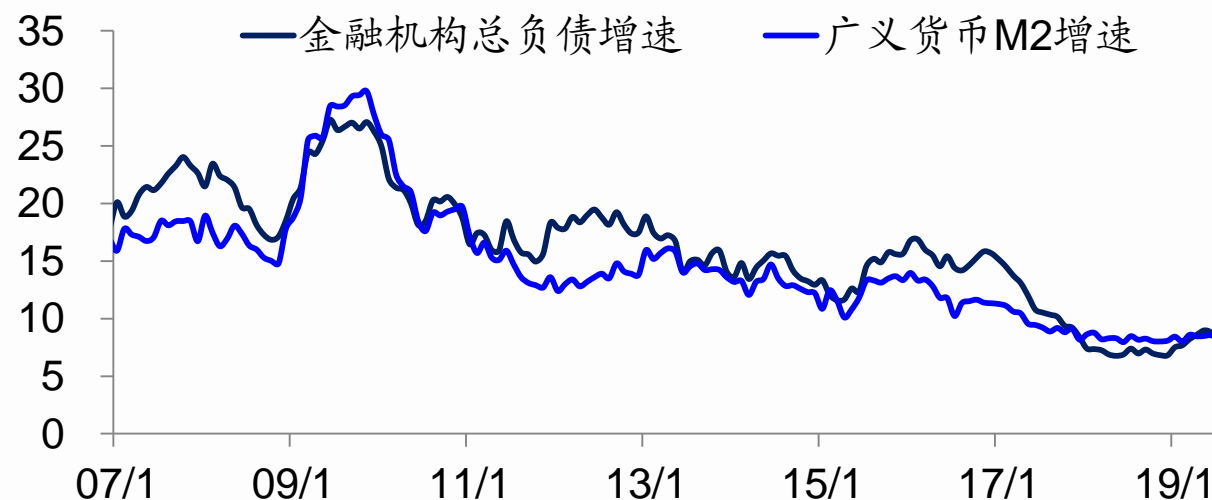
金融去杠杆，降低债务增速

在过去两年我们下决心大力去杠杆，通过了资管新规，管住了影子银行。与17年末相比，19年2季度的三大影子银行的规模萎缩了13万亿，萎缩幅度接近25%。也正是得益于去杠杆，我国的货币和债务增速大幅下降，而全社会债务率也停止了大幅上升的趋势。

三大影子银行总规模（万亿元）



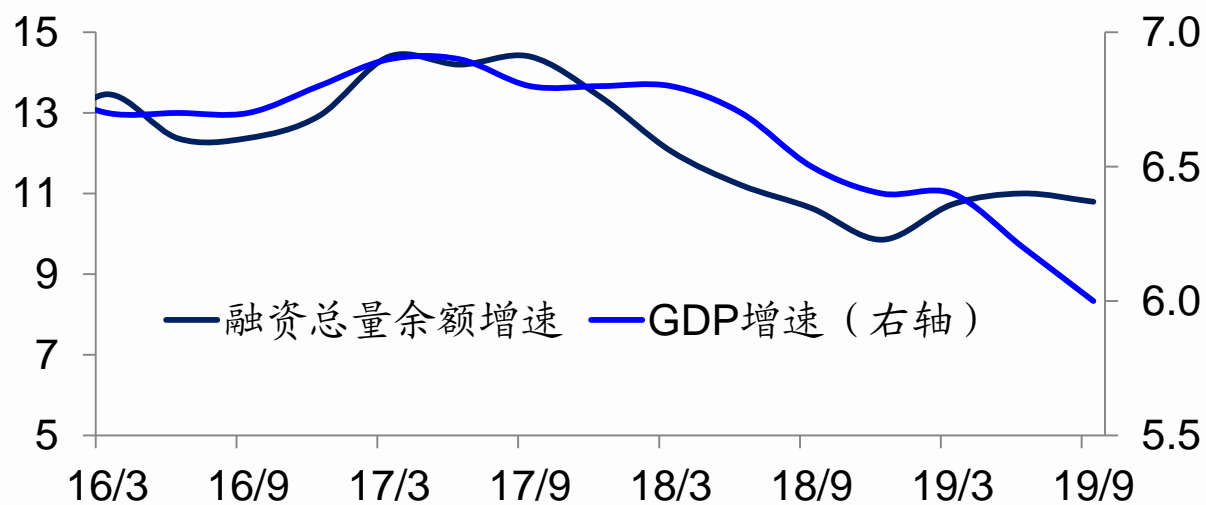
中国金融机构总负债增速、广义货币M2增速 (%)



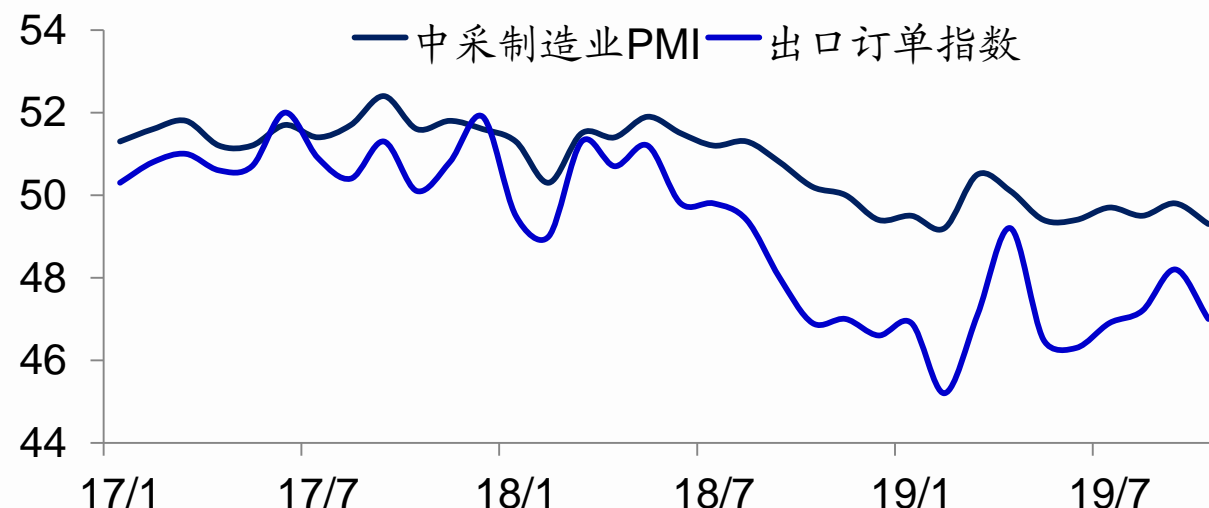
信用贸易受损，担忧经济下滑

去杠杆使得社会融资增速从17年末开始下滑，信用紧缩叠加中美经贸摩擦影响中国出口，18年以来的中国经济承受了巨大的下行压力，尤其是3季度6%的GDP增速公布之后，大家都很关心中国经济后续的走势，到底有没有见底的希望？

融资总量余额增速、GDP增速 (%)



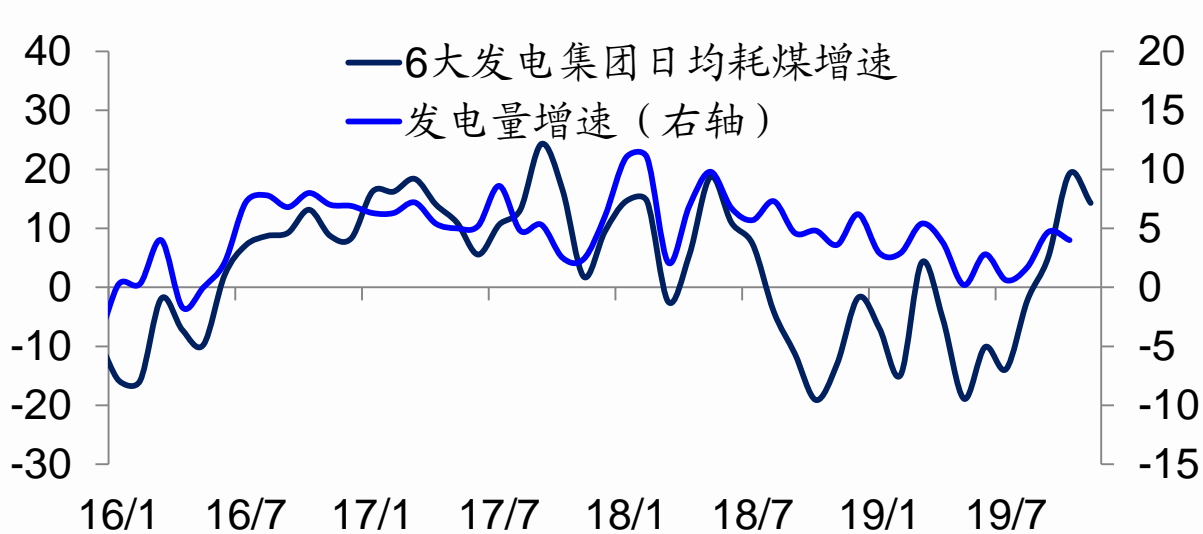
中采制造业PMI、出口订单指数



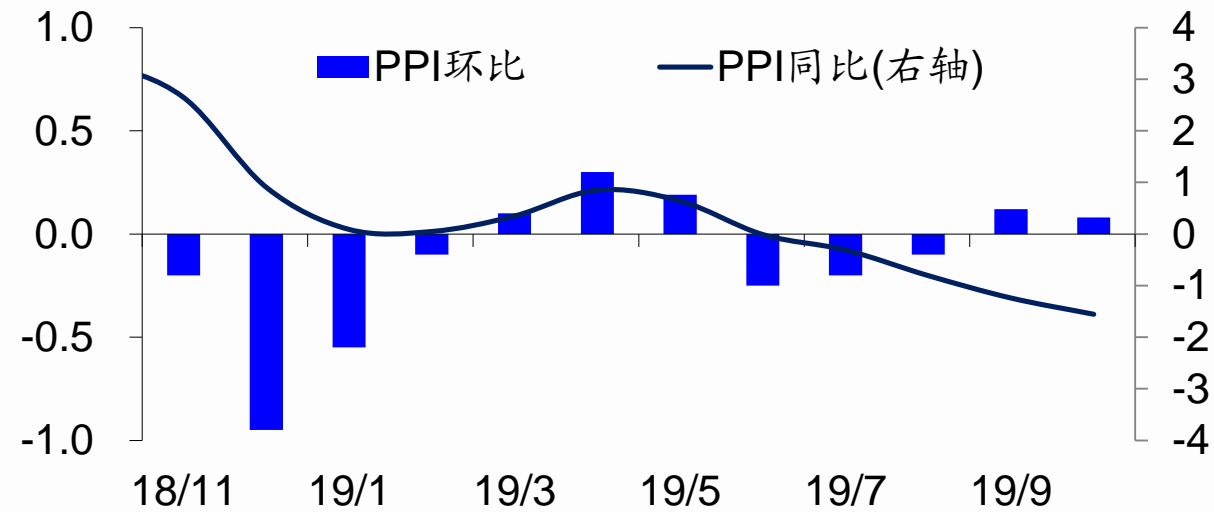
发电增速回升、PPI环比改善

事实上，进入今年9月份以后，中国经济已经出现了一些触底企稳的迹象。首先的信号是来自于发电量增速的回升。电力是经济运行的血液，9月份的发电量增速回升至4.7%，为年内次高值，10月份的发电量增速也稳定在4%。其次的信号来自于物价的回升，9月和10月的PPI环比均上涨了0.1%，意味着工业品的需求在9月和10月份可能出现了改善。

发电量增速、6大集团日均发电耗煤增速 (%)



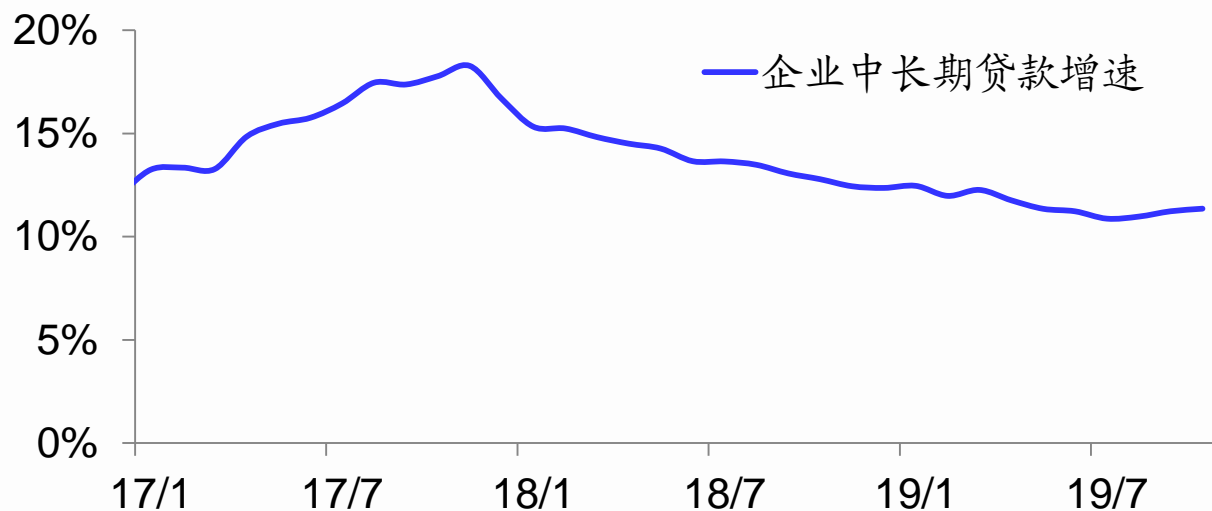
PPI同比与环比涨幅 (%)



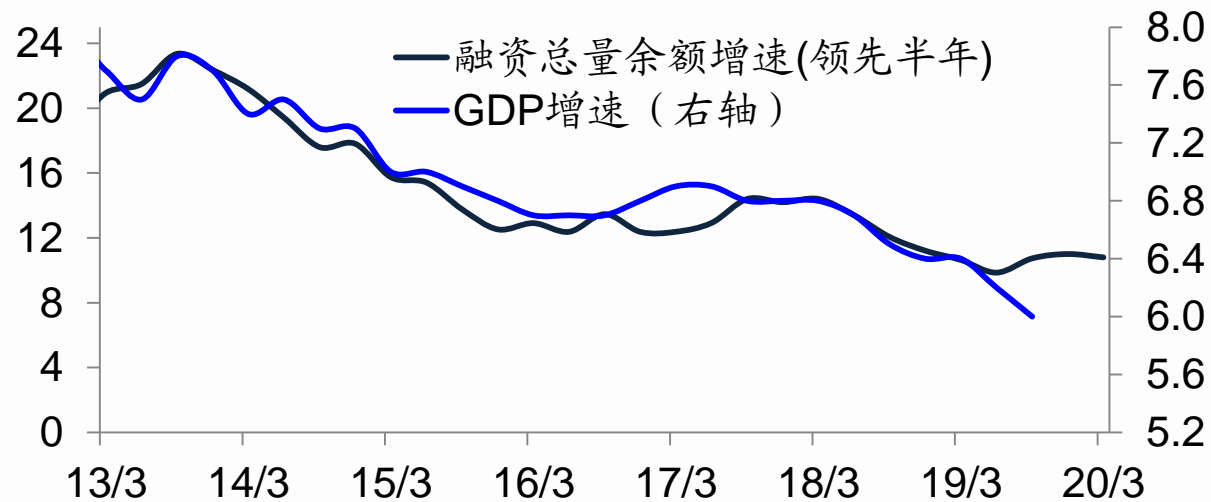
中长期贷款回升，社融增速稳定

还有一个信号来自于货币和融资。根据央行的记者招待会，最近企业中长期贷款增速明显改善，其中9月基建中长期贷款增速创下8.9%的年内新高，制造业中长期贷款增速也回升至11.3%，非地产的服务业中长期贷款同比增速为11.4%，中长期贷款的回升也印证经济需求出现了改善。在过去，社融增速是中国经济最重要的领先指标，领先经济增长半年左右，19年以来的社融增速见底企稳，也预示着中国经济在3季度之后有望见底企稳。

企业部门中长期贷款增速



融资总量余额增速，GDP增速 (%)

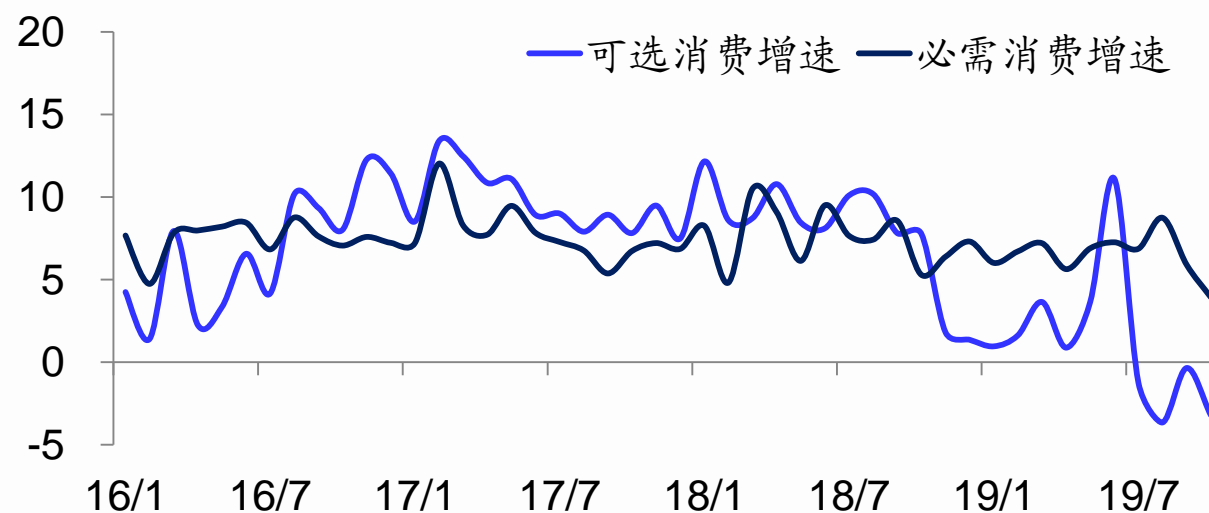
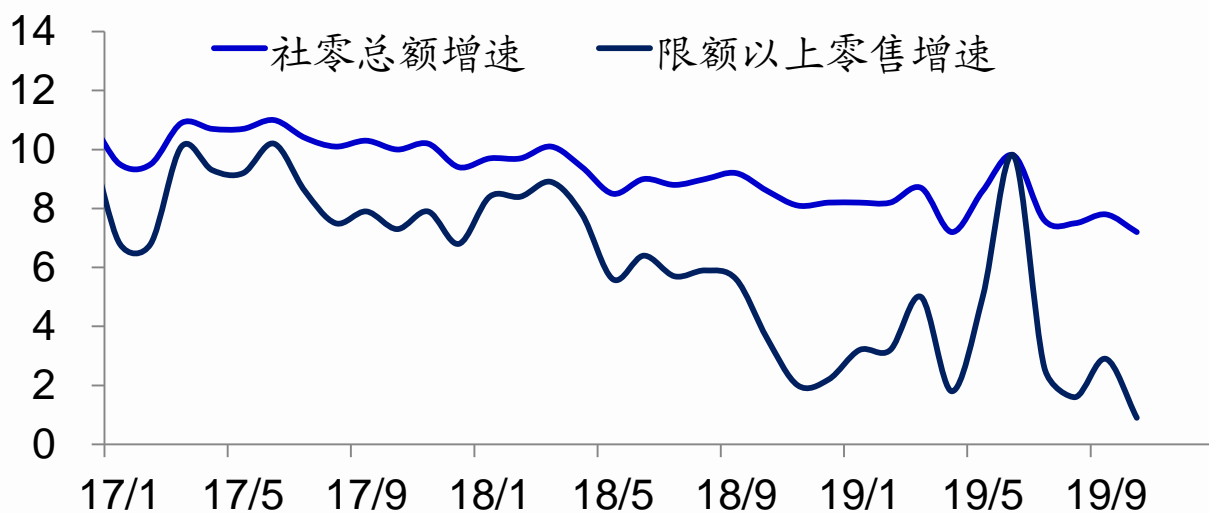


消费稳定增长，可选消费拖累

我们再来从三驾马车分析中国经济。首先来看最重要的消费，贡献了一半以上的GDP。消费通常可以分解成两大类，一半是必选消费，诸如食品饮料服装等，另一半是可选消费，包括汽车、家具和家电等，而在可选消费中占比最大的是汽车消费。从限额以上消费数据来观察，过去4年中国的必选消费增速始终保持稳定增长，最近两年增速也没有下降。而近两年的消费减速的主要原因是可选消费增速下滑，尤其是汽车销量出现了持续16个月的负增长。

社零总额增速、限额以上零售增速 (%)

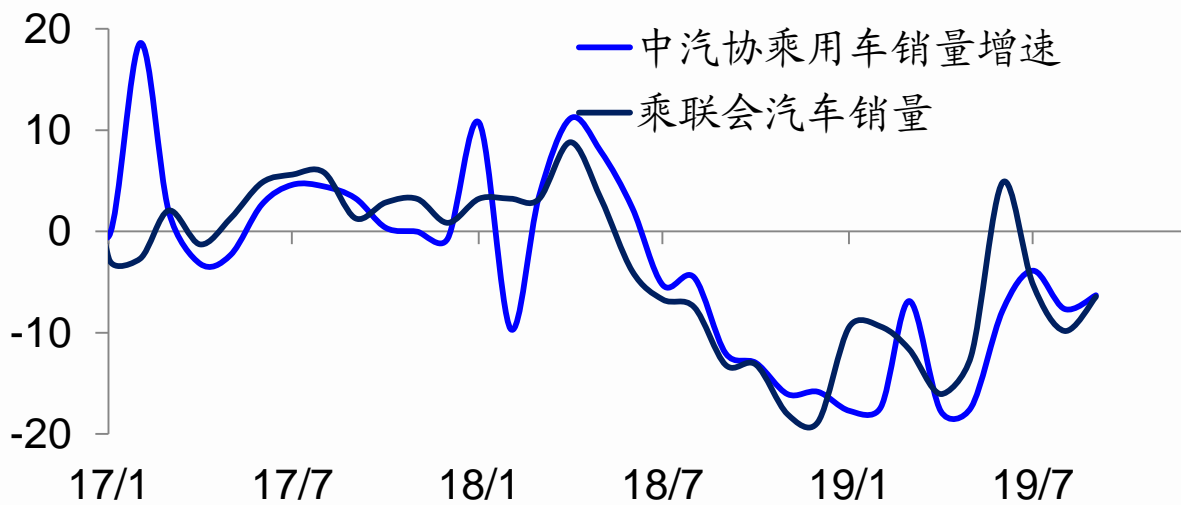
限额以上可选消费增速、必需消费增速 (%)



汽车降幅缩窄，长期仍有空间

但是在经过两年的下滑之后，今年3季度汽车消费降幅明显改善，中汽协3季度乘用车销售降幅为6%，明显好于2季度的下降14%；乘联会3季度乘用车销售降幅为7%，降幅也好于2季度的下降8%。根据世界银行的最新数据，中国的千人汽车保有量为173辆，位于统计的20个国家中的倒数第四位，而与中国人均GDP相当的巴西和墨西哥的千人汽车保有量为300辆左右，比中国人均GDP略高的马来西亚和俄罗斯的千人汽车保有量为400辆左右，这意味着中国的汽车行业发展远未结束。未来只要中国汽车销售不再负增长，当前中国的消费增速就有企稳回升的潜力。

中汽协与乘联会乘用车销售增速 (%)



主要国家千人汽车保有量 (辆)

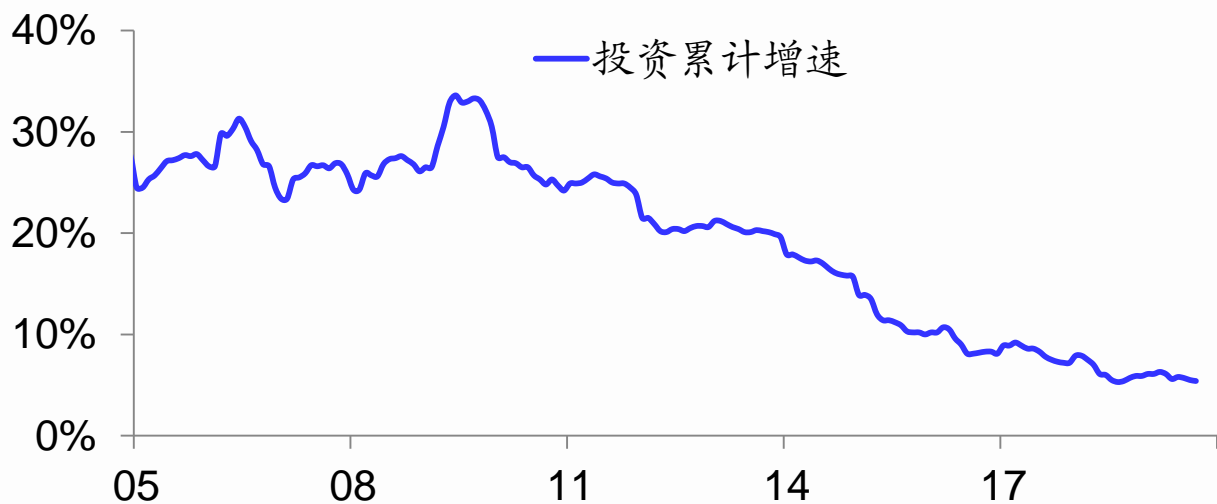
排名	国家	千人汽车保有量	人均GDP	排名	国家	千人汽车保有量	人均GDP
1	美国	837	62600	11	巴西	350	8921
2	澳大利亚	747	57300	12	墨西哥	297	9698
3	意大利	695	34300	13	沙特	209	23200
4	加拿大	670	46100	14	土耳其	199	9311
5	日本	591	39300	15	伊朗	178	5258
6	德国	589	48670	16	南非	174	6340
7	英国	579	42500	17	中国	173	9201
8	法国	569	41500	18	印尼	87	3894
9	马来西亚	433	11200	19	尼日尼亚	64	2028
10	俄罗斯	373	11300	20	印度	22	2016

资料来源: Wind, 世界银行, 海通证券研究所
注: 右图数据为18年, 人均GDP单位为美元。

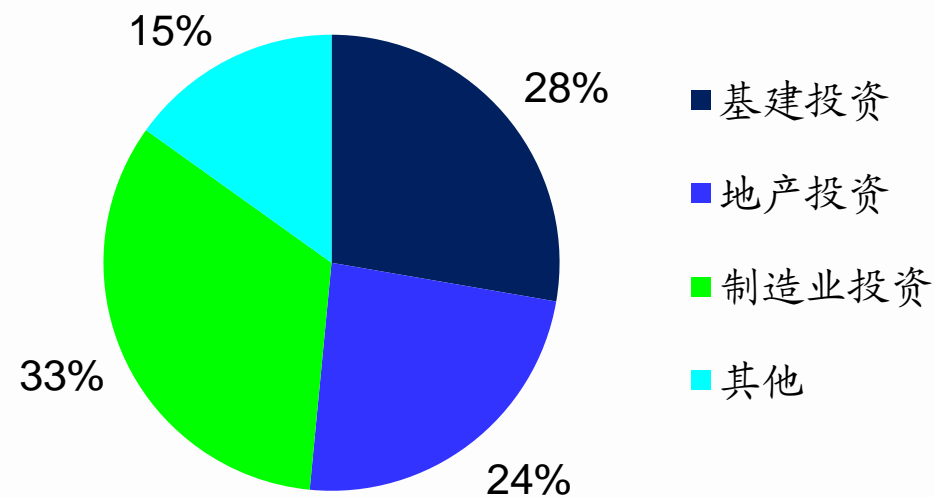
投资增速历史低位

其次来看投资，19年10月投资累计增速为5.2%，其中地产投资增速最高为10.3%，其次是基建投资增速的3.3%，最低的是制造业投资增速的2.6%。5.2%的投资增速是个什么水平呢？如果大家回顾一下中国投资增速的历史走势，在09年最高的时候达到过33.6%，而经过10年下滑之后目前只剩下当时增速的一个零头，这意味着投资下行的风险已经被充分释放，进一步下行的空间并不大了。

中国投资累计增速



中国投资构成（2018年）



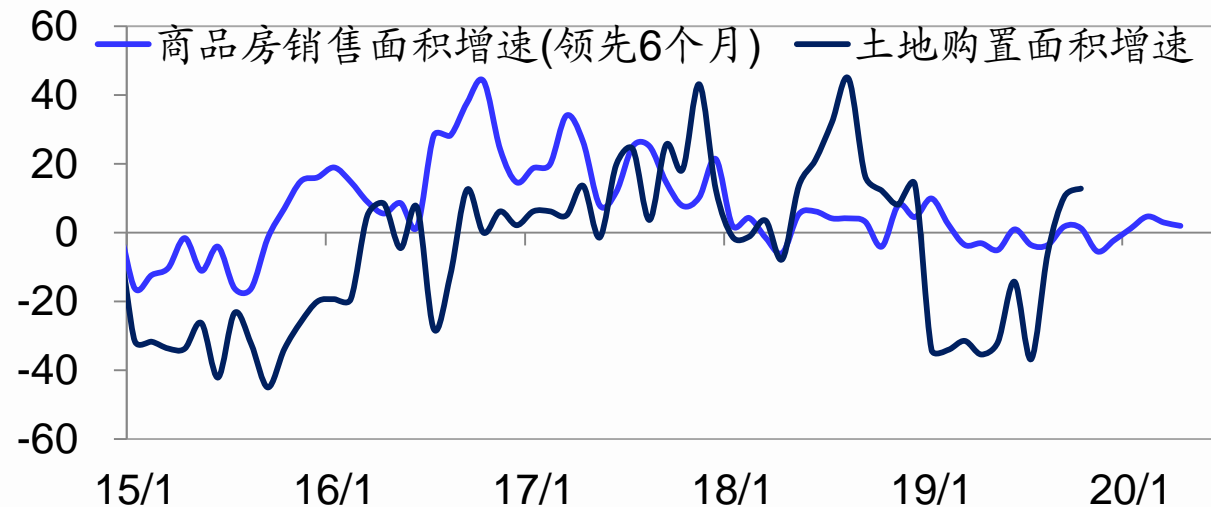
基建制造业托底、地产风险减弱

目前，三大投资中的基建投资和制造业投资增速都只有3%左右，基建投资政府一直在强调托底，而制造业投资每年还有基本的折旧更新需求支撑，因而这两部分投资保持3%左右增速的问题不大。关键在于地产投资，此前由于房地产调控持续加码，市场担心地产投资增速会出现大幅跳水，使得总投资增速大幅回落。但是在过去的4个月，地产销售面积增速连续保持正增长，而在9/10月份的土地购置面积增速连续两个月转正，这其实是一个比较积极的信号，意味着未来地产投资增速大幅下滑的风险下降。

中国基建投资、制造业投资累计增速



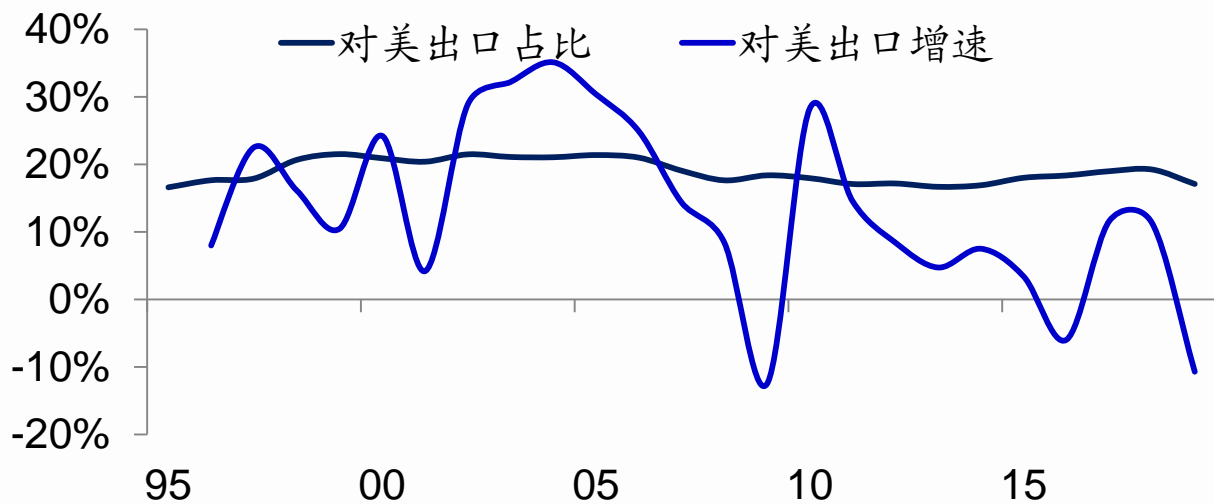
房地产销售面积增速、土地购置面积增速 (%)



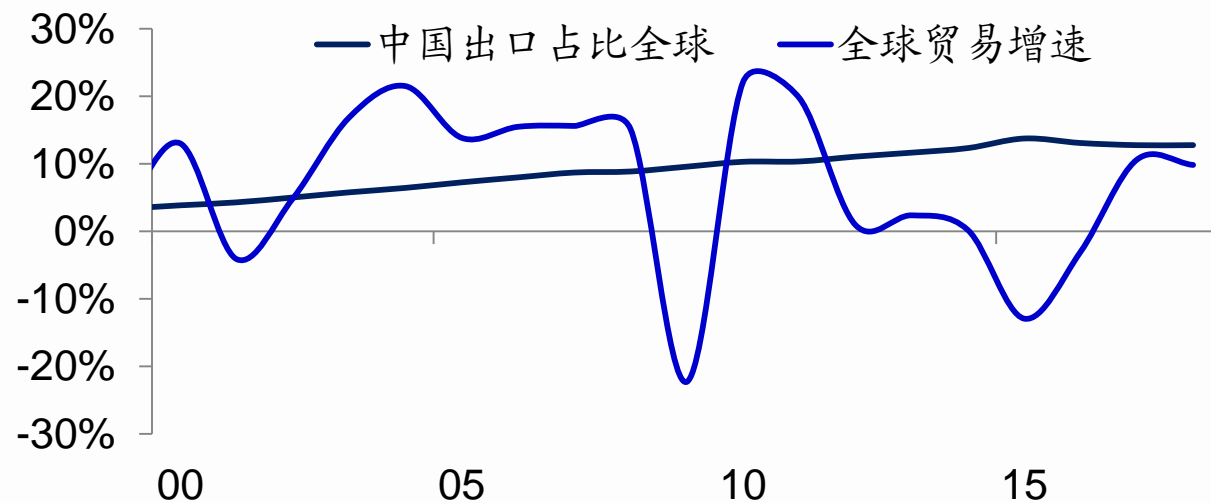
出口冲击可控

最后来看出口，今年前9个月我国对美国出口增速下滑了11.3%，拖累中国出口增速约2%。目前美国对我出口产品平均加税20%，即便我们假设明年我国对美出口下降20%，按照17%的美国出口权重，至多拖累中国出口3.4%。但是我们不要忘了，目前全球经济依然保持在每年3%左右的正增长，而全球贸易量增速也在每年3%以上。所以只要中国的出口竞争力没有大的变化，对美出口的下滑顶多使得中国出口失去增长，但未必会出现持续的负增长。

中国对美出口占比与增速



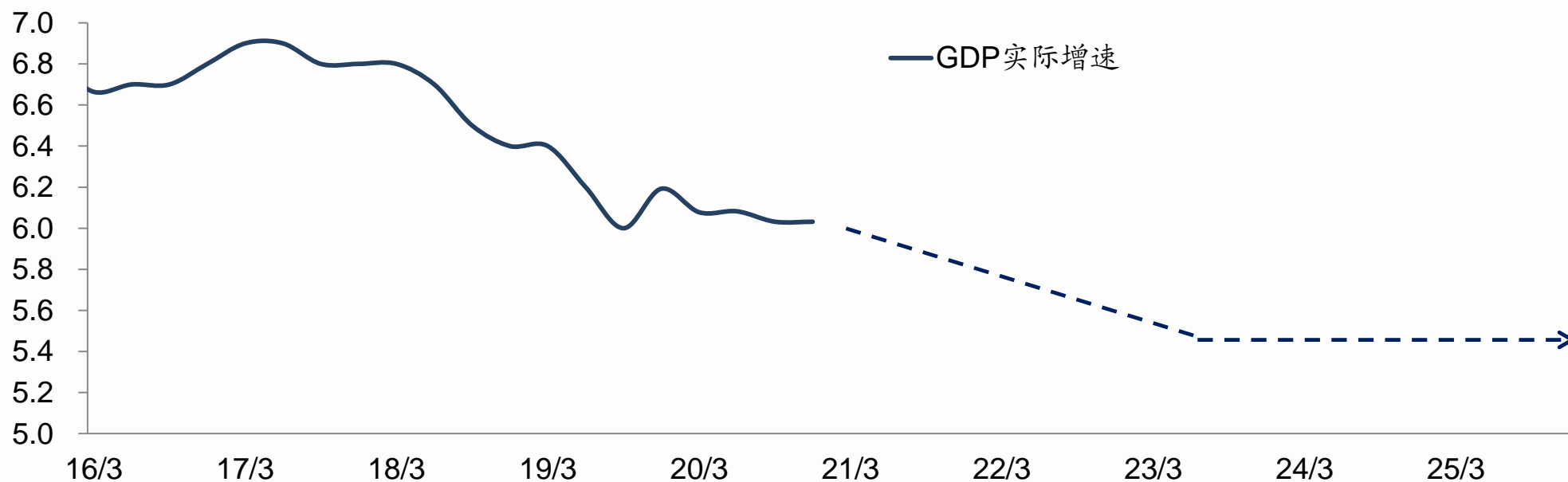
中国出口占比全球，全球贸易量增速



经济增长中期筑底

所以，综合三驾马车来看，其实未来消费增速还有上升空间，而投资和出口增速进一步下滑的空间并不大，这意味着中国经济在当前5-6%左右的位置是具备企稳潜力的。而且，我们认为5-6%的增速有望成为中国经济的中期底部，也就是未来5-10年的经济增速都有望保持在这一水平附近。

中国GDP实际增速及预测 (%)

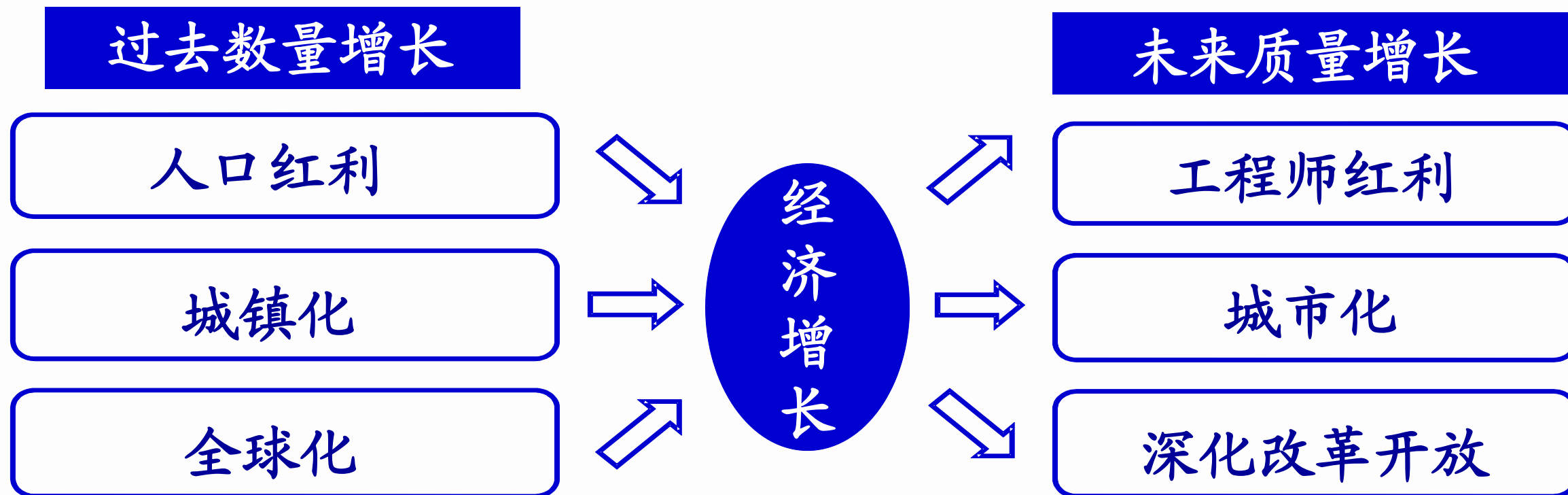


资料来源：Wind，海通证券研究所
注：虚线为预测值。

从高速增长到高质量发展

未来中国经济靠什么企稳，我们认为希望在于三大新增长动力。过去的40年，中国经济发展主要受益于人口红利、城镇化和全球化等三大动力，这其实都是数量上的红利，而中国经济也体现为数量上的高增长。展望未来，中国经济将迎来工程师红利、城市化以及深化改革开放等三大新动力的支撑，而这些全部都是质量上的红利，劳动力的受教育程度越来越高、研发创新投入增加，人口继续从农村和乡镇向城市转移，改革开放进一步深化，这意味着中国经济有望迎来高质量发展的时代。

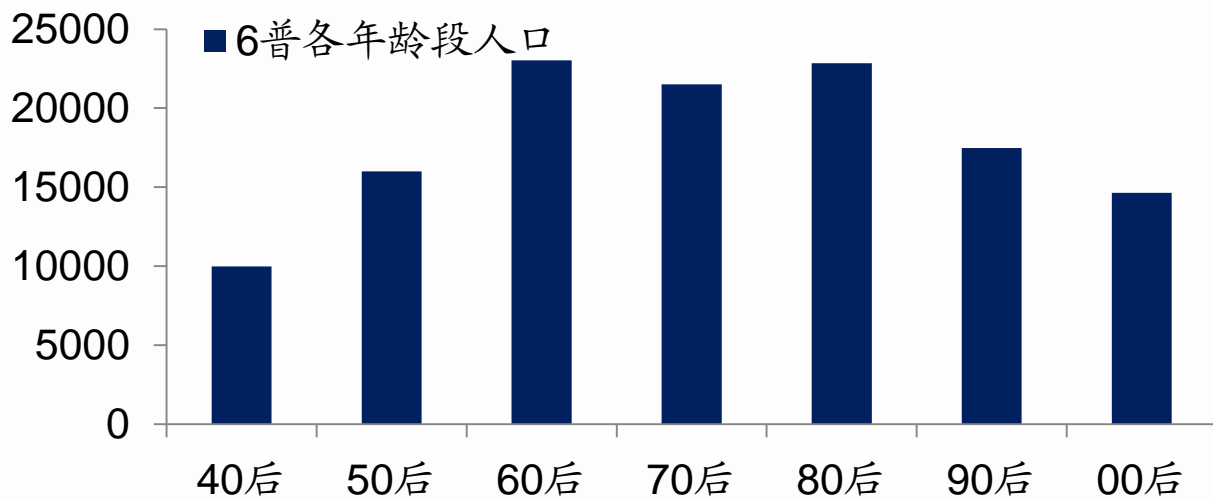
中国经济增长动力转变



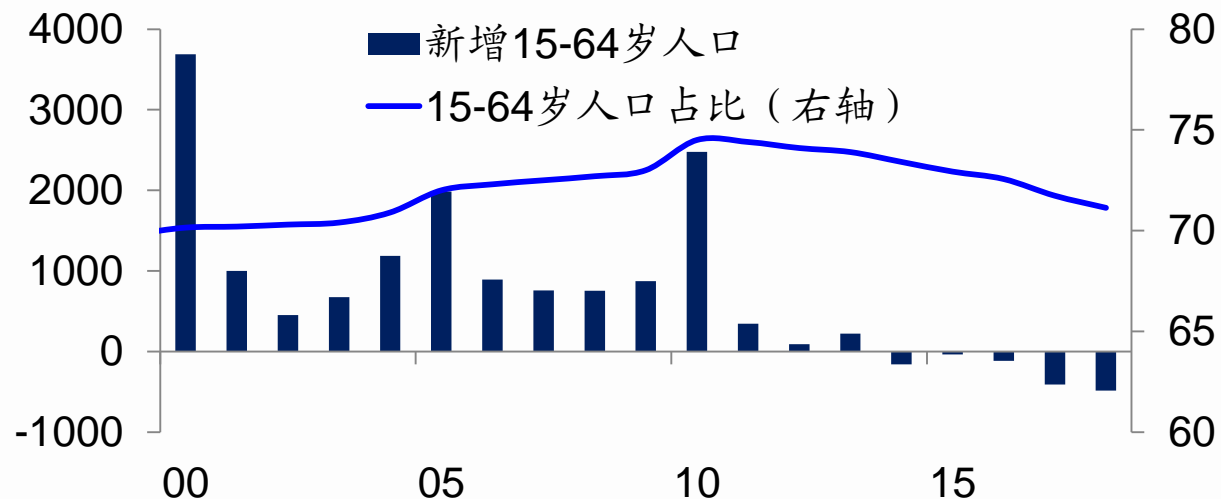
人口红利已经远去

首先，从人口结构来看，中国的人口红利已经远去。根据2010年第六次人口普查的数据，中国的60后、70后和80后的数量大约都是2.2亿，而90后的数量只有1.75亿，而00后的数量更是只有1.46亿。通常人口年龄到达15岁就成为工作年龄人口，00后步入工作年龄人口的时间大约就是2014/15年左右，中国的劳动年龄人口也正是从2014年开始了负增长。

中国6普各年龄段人口数（万人）



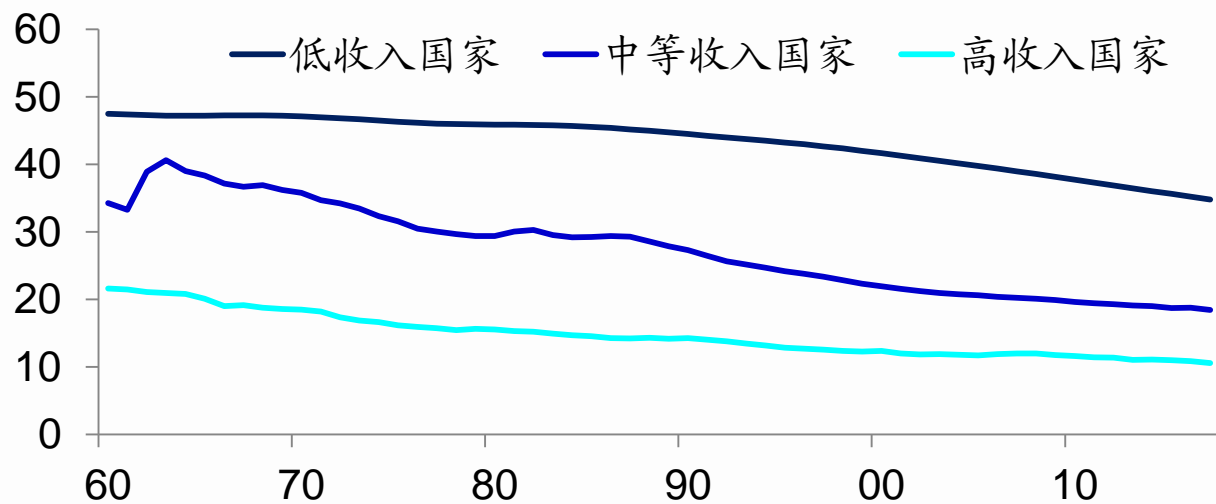
我国新增15-64岁人口，15-64岁人口占比（万人，%）



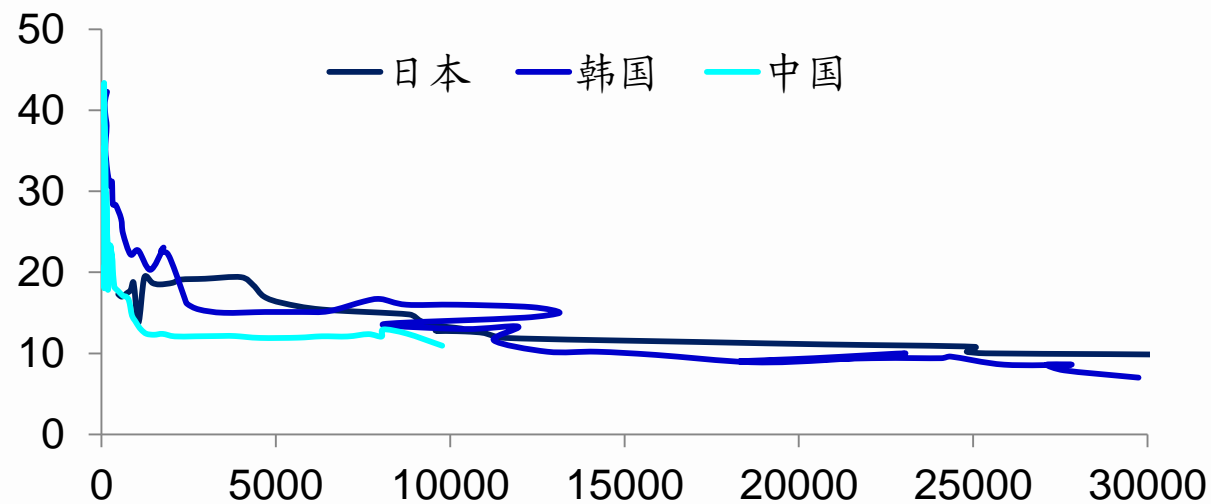
收入提升减少生育

很多人将中国出生率的下降归咎于计划生育政策，但事实上2016年起我国已经全面放开了二胎生育政策，但是出生率还是在下降。为什么大家不愿意生了？其实原因是收入提升之后，抚育成本变高了。因为不止是中国的出生率在下降，随着全球经济的发展，全球出生率都在下降。而日本和韩国的人均GDP到达1万美元的时候，其粗出生率也降至10‰左右。

不同收入国家千人出生率变化 (‰)



中日韩的出生率与人均GDP (‰, 美元)

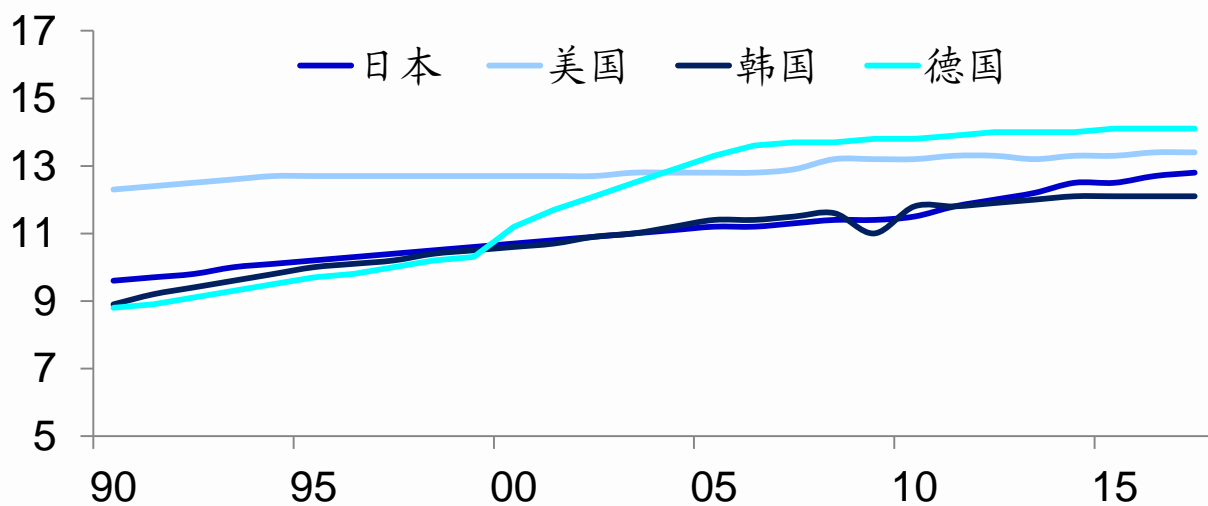


资料来源: Wind, 海通证券研究所
注: 右图横轴为人均GDP, 纵轴为出生率

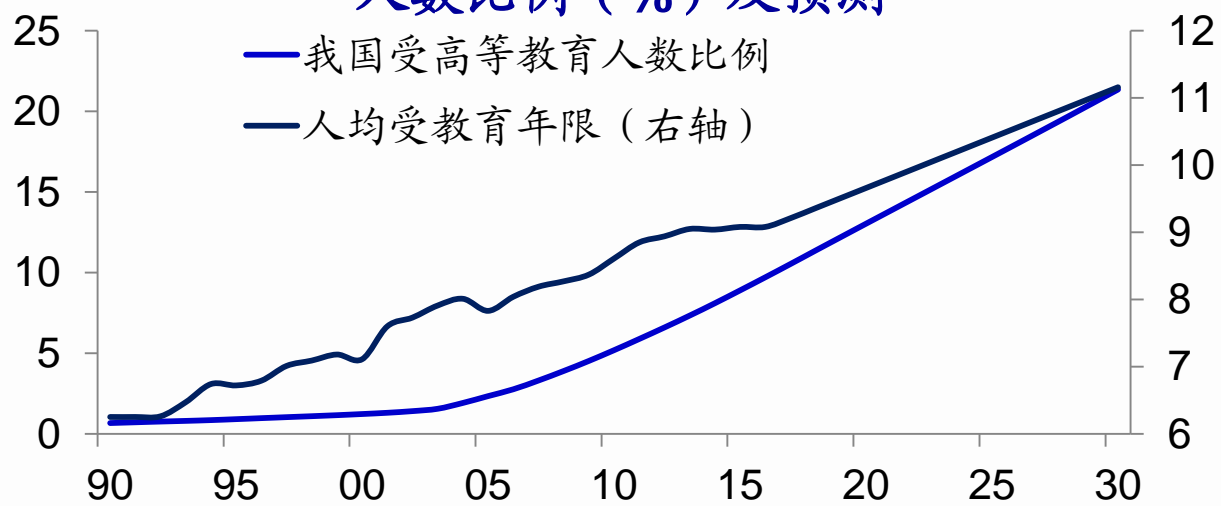
教育提升人口素质

但是反过来说，因为收入水平的提升，所以大家养育小孩也更加精细了，未来一代中国人的人口素质必然会大幅提升。统计表明，发达国家都拥有相对较高的受教育水平，韩国的人均GDP跨过1万美元之后，虽然人口出生率大幅下降，但是靠着教育水平的大幅提升，经济依然维持了不低的增长。而中国目前每年毕业的的大学生数量超过1200万，这意味着未来00后可能每人都是大学生，中国的大学生人数比率有希望在10年之内翻一番，而人均受教育年限有望从目前的9.2年提升至11年以上，相当于全体中国人从一个初中生变成了高中生，受教育水平平均每年提升2%左右，这其实可以媲美过去每年2%的劳动力数量增加。

美德日韩的人均受教育年限（年）



我国人均受教育年限（年），受高等教育人数比例（%）及预测



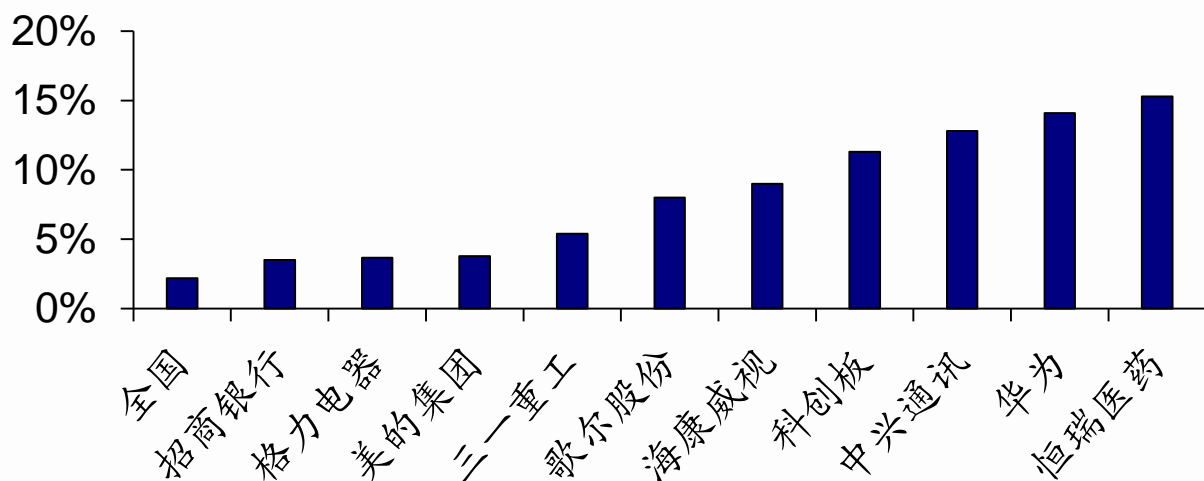
资料来源：Wind，海通证券研究所

注：右图18年后数据为预测值。

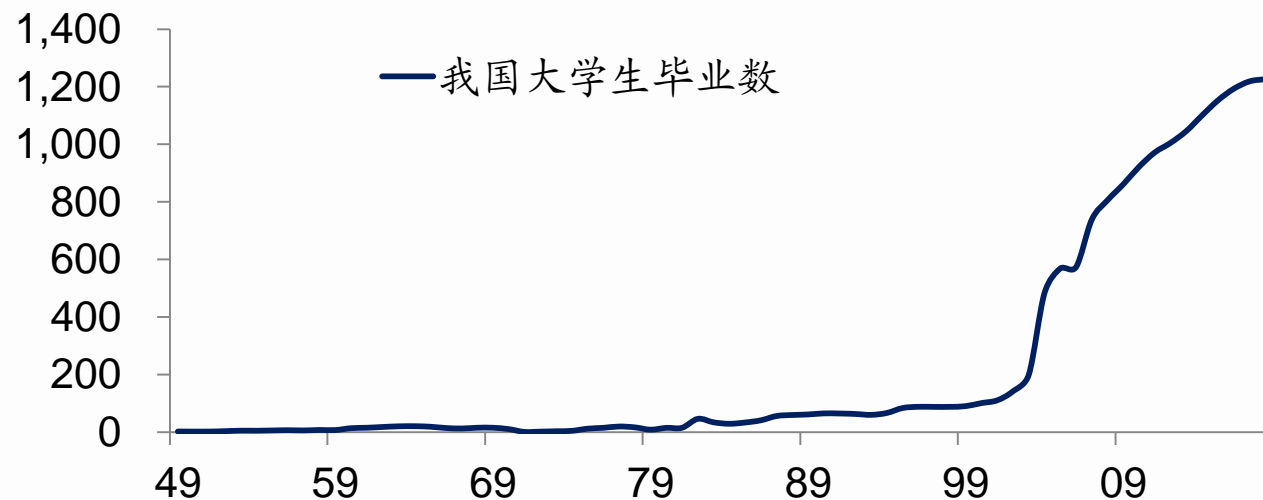
研发投入提升，拥抱工程师红利

每年1200万的大学毕业生，给中国带来了特殊的工程师红利，他们可以从事更有效率的工作。而中国的企业已经在持续加大研发投入，尤其是经过中美贸易摩擦的洗礼之后，研发投入的比例进一步提升，2018年中国上市公司500强的研发投入同比增长了29%。只要企业愿意增加研发支出，给研发人员多发经费和工资，就可以用好这一特殊的工程师红利，助推中国经济自主创新发展。

中国部分龙头企业和市场的研发强度



我国大学生毕业数 (万人)

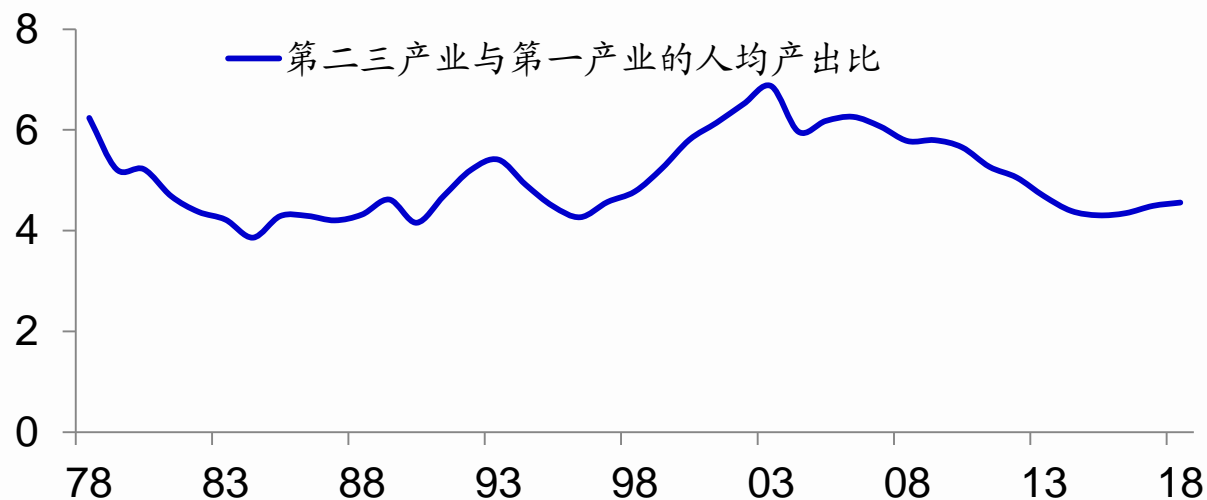


资料来源：Wind，海通证券研究所
注：左图数据为18年。

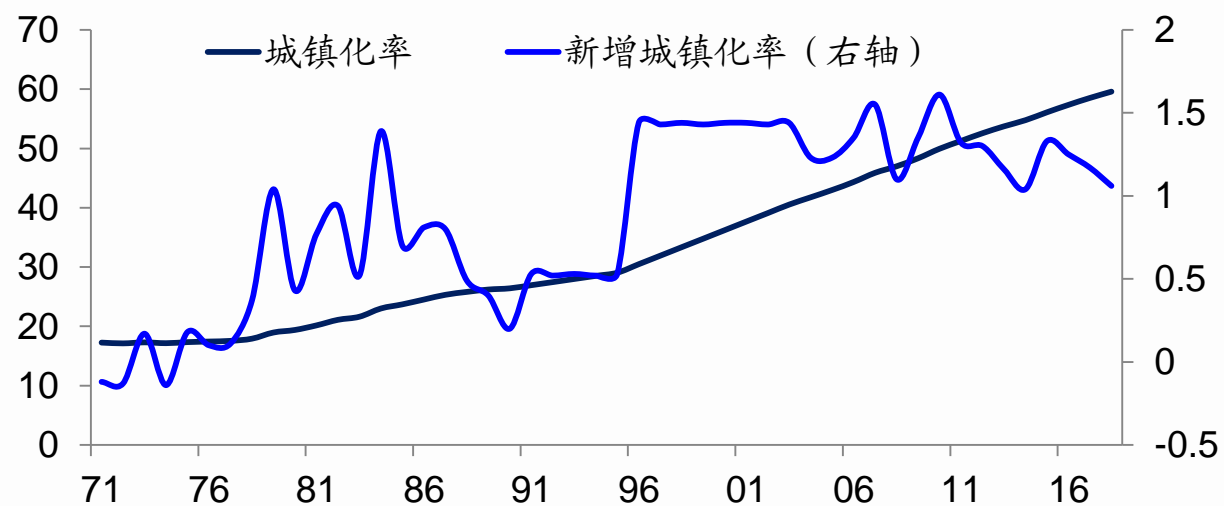
城镇化步入尾声

过去中国经济发展的另一个重要动力是城镇化，随着农村人口进入城市，不仅可以从事工业和服务业等效率更高的产业，也带来了衣食住行等各方面的需求，从而拉动了中国经济增长。但是到2018年，中国城镇化率达到59.6%，离70%左右的成熟期不远，所以市场很担心中国的城镇化是不是进入了尾声阶段，以至于地产、汽车和所有的消费需求都将遭遇下行拐点。

第二三产业与第一产业人均产出比



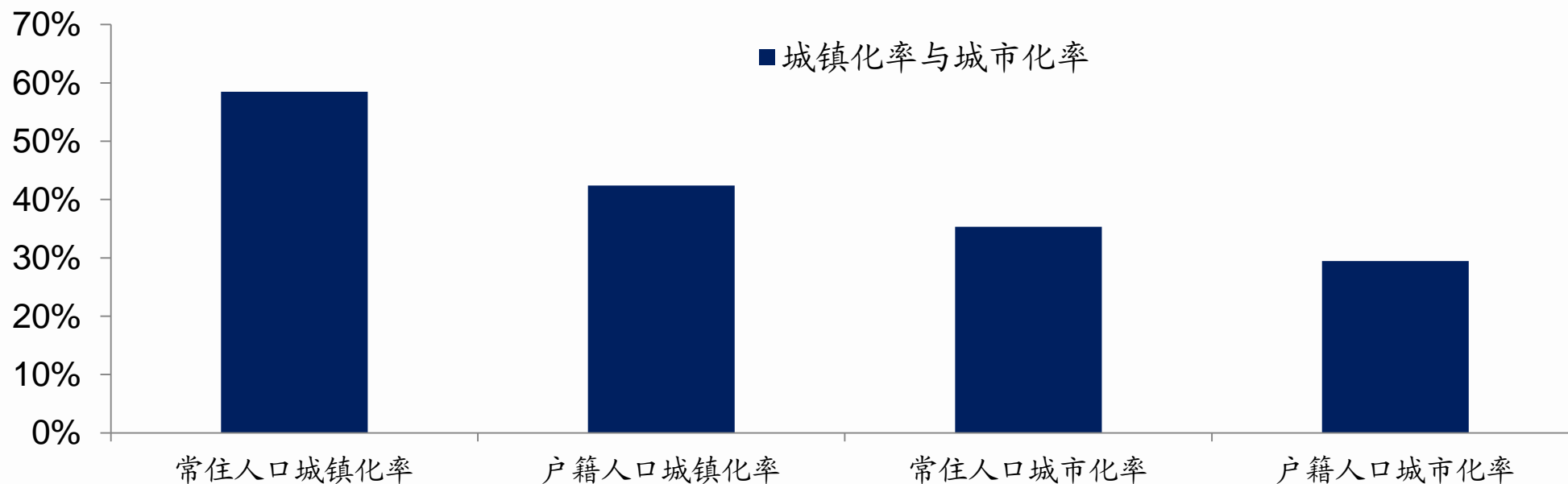
中国城镇化率，新增城镇化率 (%)



城市化水平仍低

但是大家有没有注意到，我们一直说的是城镇化而非城市化，这里面其实存在着巨大的差别。根据住房和城乡建设部的统计，17年我国城镇化率为**58.5%**，意味着有**8.1亿**人口常住在城镇，但是其中常住在县级以上城市建成区的常住人口只有**4.9亿**，其余**3.2亿**人口位于乡镇或者是城市的边缘区，因此目前我国的常住人口城市化率仅为**35.3%**。另一方面，在城镇常住的很多人并没有户籍。17年只有**5.9亿人**拥有城镇的户籍，户籍人口城镇化率仅为**42.4%**；而在城市建成区居住的**4.9亿人**中，真正拥有户籍的只有**4.1亿**，也就是户籍人口城市化率只有**29.5%**。

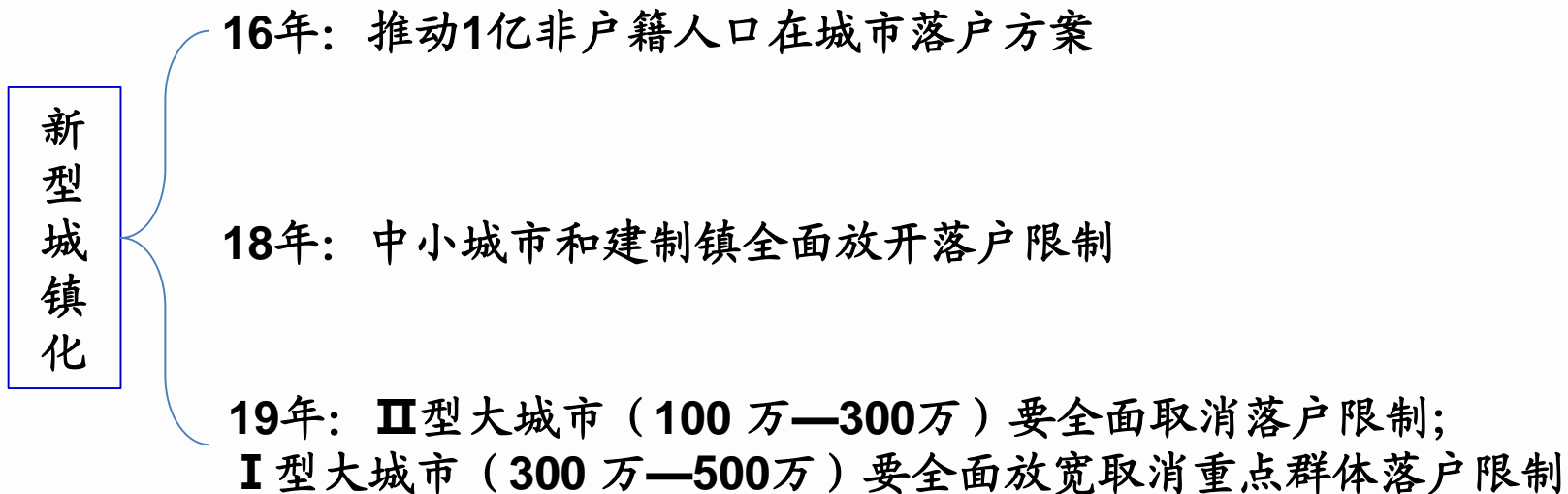
中国城镇化率与城市化率指标



新型城镇化：以人为本

在这样的背景下，政府在十八大中提出了新型城镇化，并且在16年10月提出《推动1亿非户籍人口在城市落户方案》，在2018年提出中小城市和建制镇要全面放开落户限制，2019年提出Ⅱ型大城市（100万—300万）要全面取消落户限制，Ⅰ型大城市（300万—500万）要全面放宽取消重点群体落户限制。因此，目前除了14个建成区常住人口超过500万的超大和特大城市以外，其余600多个三线以下城市均在全面放开落户限制。由于城市在教育、医疗等各个方面拥有优势，因而未来中国的人口会进一步从农村和乡镇向城市集中，中国将迎来城市化的新红利。

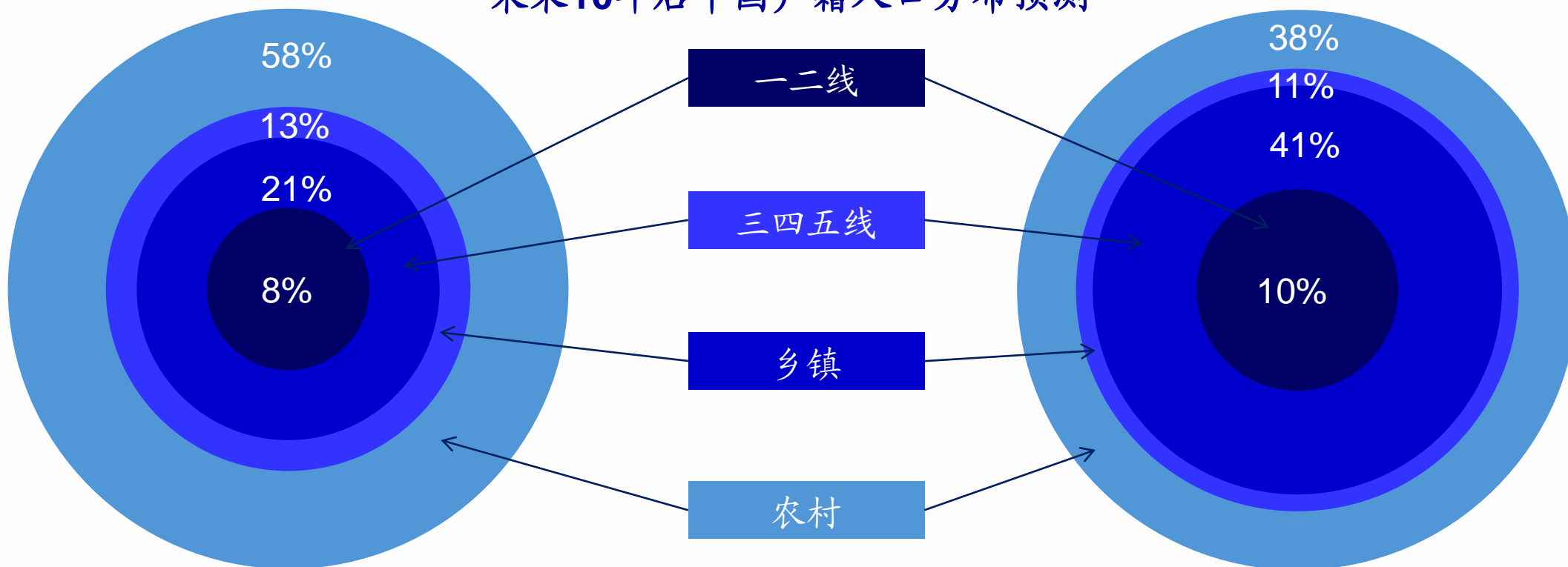
新型城镇化政策推进



从城镇化到城市化

如果三四五线城市的落户限制都取消了，那么在未来十年这些城市不仅会继续迎来农村人口的流入，还会迎来乡镇人口的流入，以及常住人口户籍的转入，我们估计10年以后三四五线城市建成区户籍人口的比重可能会从目前的21%提升至41%，这势必会带来衣食住行等各方面的需求，城市户籍的放开应该才是今年8月以后三四线城市地产销售回升的主要原因。而拼多多的大发展，也证明未来三四五线的深度城市化其实是一片巨大的蓝海。

未来10年后中国户籍人口分布预测

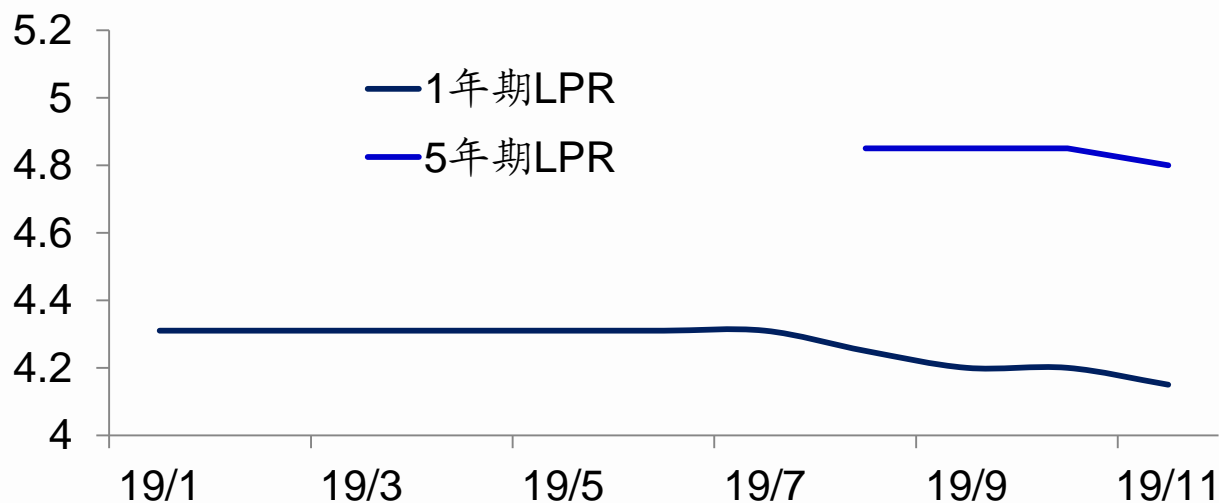


资料来源：Wind，海通证券研究所
注：左边圆形为17年数据。

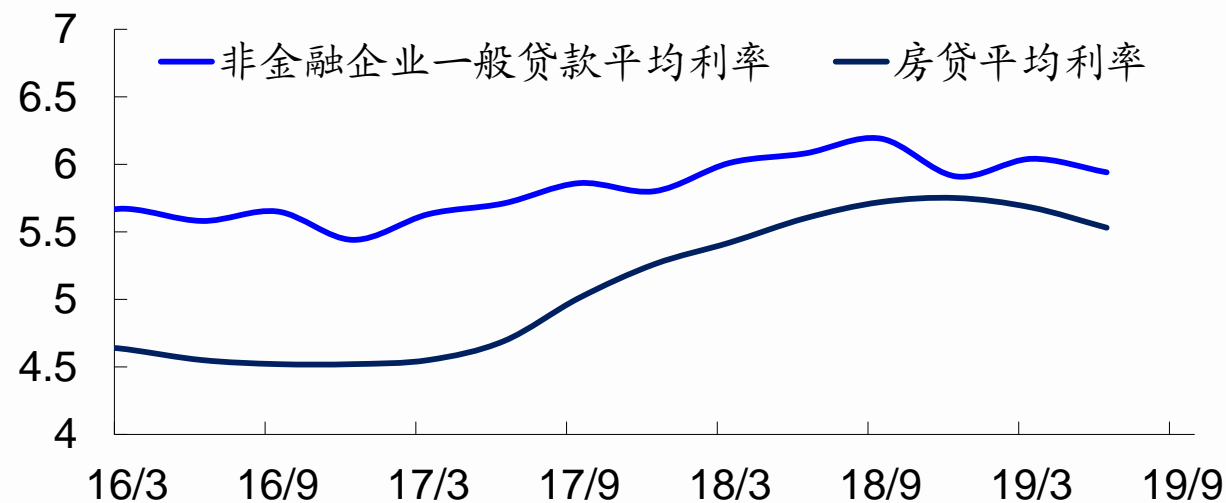
LPR改革，企业利率下调

上述城市化的红利其实是户籍政策改革的红利。在改革方面，今年央行启动了LPR改革，降低企业贷款利率。过去中国的贷款利率主要是几大银行报价，因为银行业是一个寡头垄断的行业，所以很容易达成共谋而提高利率。而央行在今年8月份改革了贷款利率报价机制LPR，改革以后的LPR利率引入了中小银行参与竞争，其实就可以有效降低贷款利率。而在8/9两个月，企业贷款利率挂钩的1年期LPR利率持续下调，而且11月的LPR有望再次下调，有效地给企业部门减轻了负担，增强了贷款信心，这应该是最近几个月企业中长期贷款增速回升的重要原因。

1年期LPR，5年期LPR (%)



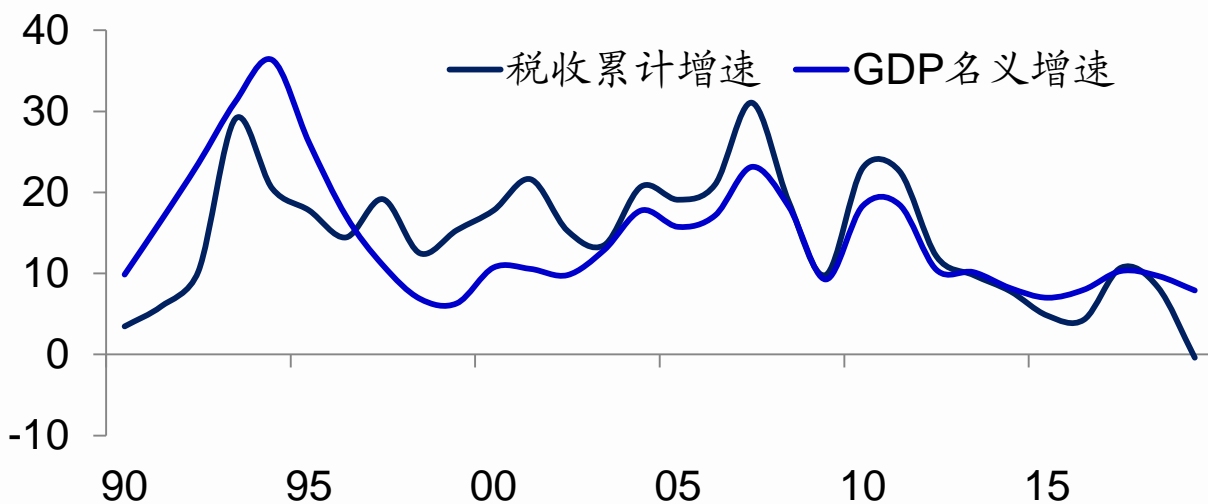
企业贷款利率、房贷利率 (%)



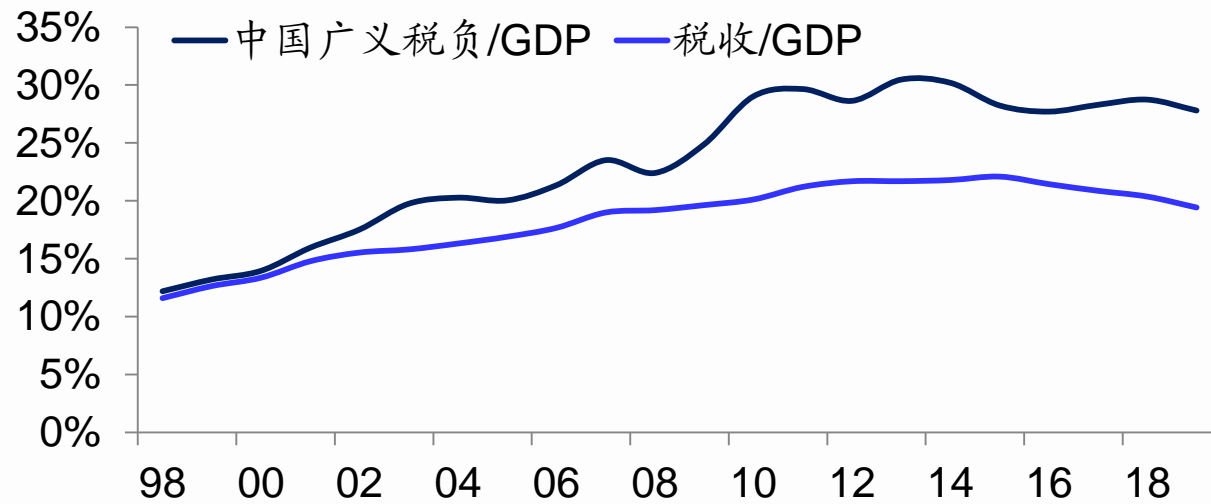
大幅减税兑现，宏观税负下降

另一个重要的改革红利是大规模减税降费。今年9月份，我国税收同比下降4.2%，已经连续5个月保持负增长。正常情况下，税收来自于经济，税收增速大致等于GDP名义增速，今年前3季度的GDP名义增速依然高达7.9%，但税收增速出现负增长，其中的差距就是政府主动减税的部分。我们估算全年税收增速降幅约为2%，因而政府主动减税了约10%，18年的税收总收入超过15万亿，这意味着19年单纯减税的金额就要超过1.5万亿。也正是因为大规模减税消费，支撑了中国的消费稳定增长。而且无论是中国的税收负担还是总体宏观税负水平，在19年都有明显下降。

税收累计增速、GDP名义增速 (%)



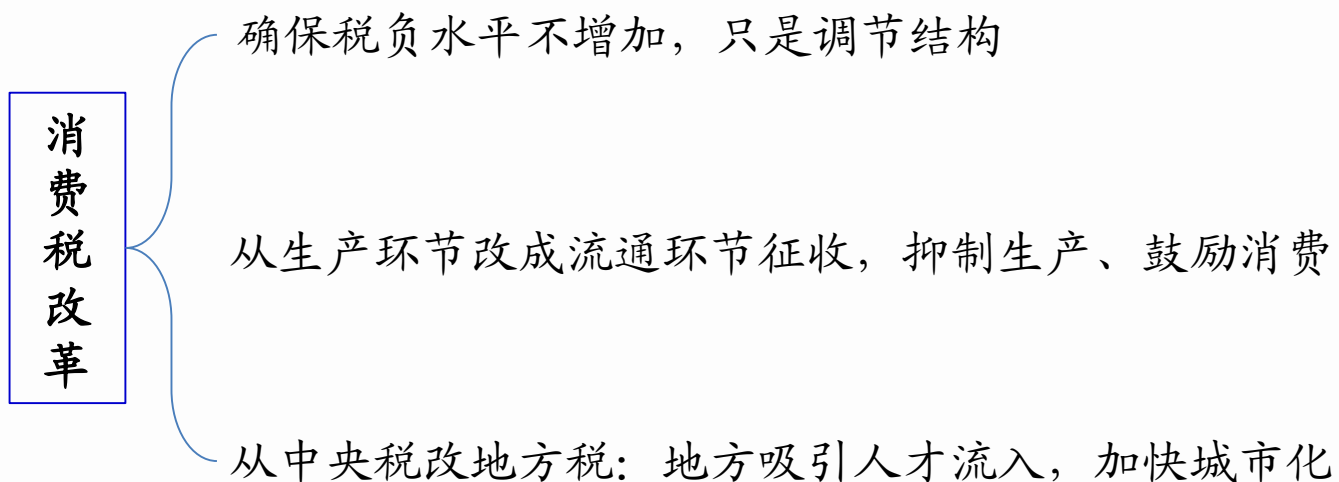
中国广义税负/GDP，税收/GDP



消费税改革：从促生产到促消费

还有一个潜在的改革红利是消费税的改革。政府已经明确表示，消费税改革会确保税负水平不增加，只是改变征收环节和归属地。如果我们把消费税从生产环节改成流通环节，而且把消费税改成地方税，这就意味着地方政府每卖一辆车都可以收税。那么地方政府与其招商引资去盖汽车厂，还不如放开汽车限购，多修车库，这样车卖的越多税收的就越多。对于汽车行业而言，这意味着未来供给减少需求改善，整个行业格局都会迎来不一样的改变。而汽车行业的体量足够大，汽车行业大发展就可以弥补地产行业下滑对经济的拖累，稳住经济增长。而且推而广之，如果可以从居民消费上面收税，那么所有的地方政府就有动力放开户籍限制，吸引更多的人才流入，所以城市化推进也会加快。

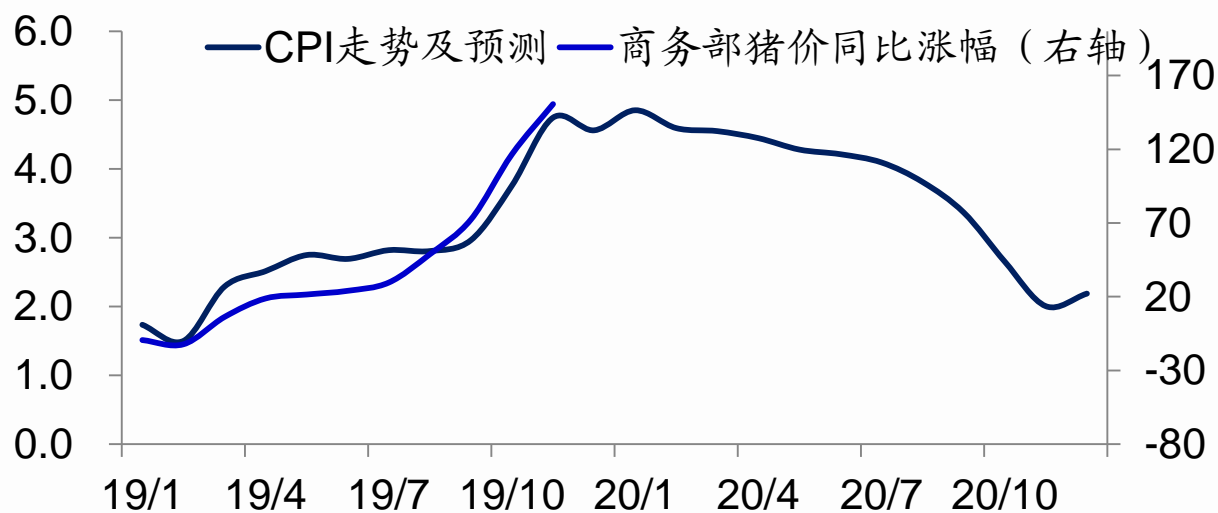
消费税改革的意义



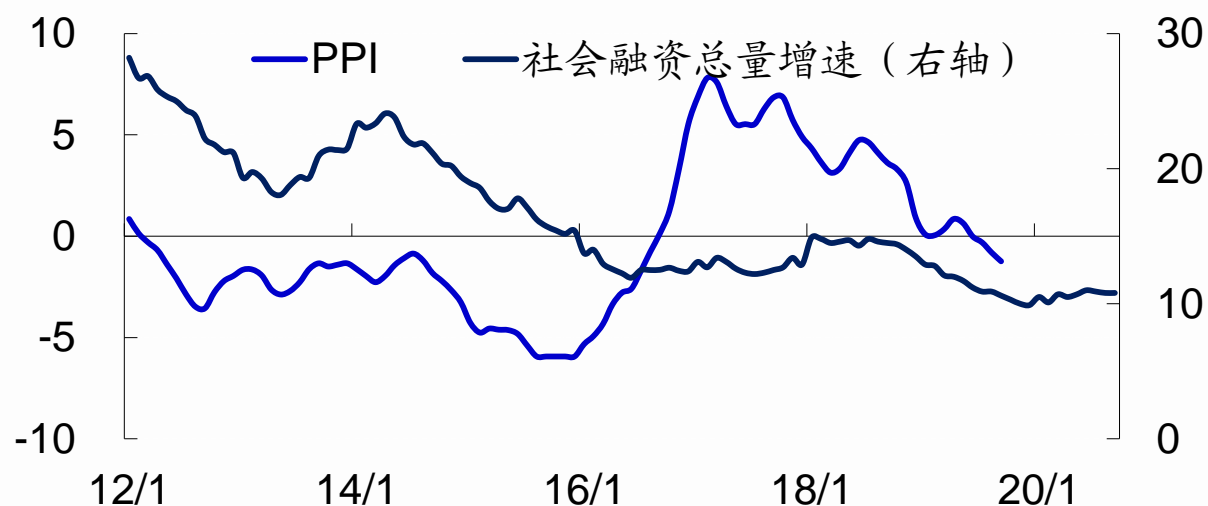
通胀预期温和回升

19年受到生猪疫情影响，猪价大幅上涨，尤其是在8月份以后猪价出现了加速上涨，使得10月CPI达到了3.8%，4季度CPI或将突破4%。而且由于目前母猪存栏还在下跌，通常从母猪存栏的上升到生猪出栏的上升还有接近1年的滞后期，因而20年上半年的猪价大概率在高位运行，20年1季度CPI或接近5%。而且不仅是猪肉在涨价，由于社融增速在年初以来见底企稳，预示PPI也即将在年末见底回升。因而即便20年下半年猪价见顶回落，由于CPI非食品价格的回升，届时并不会回到通缩，而是会保持2-3%左右温和通胀。

CPI走势及预测，商务部猪价同比涨幅（%）



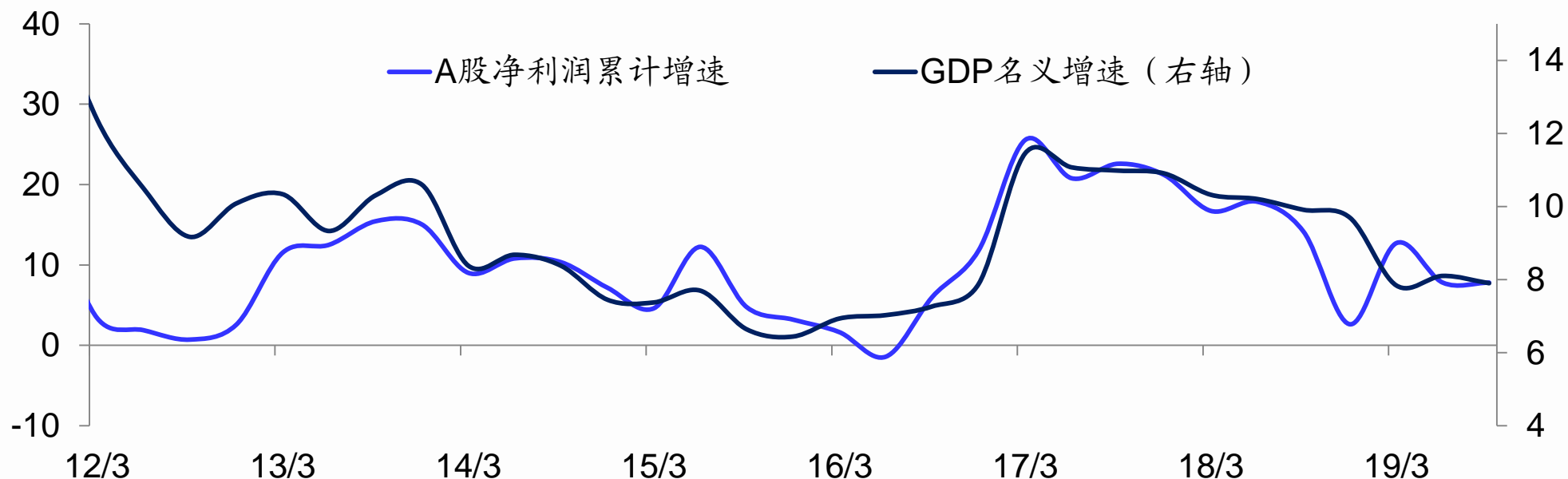
社会融资总量增速（领先一年）、PPI（%）



利润增速或已见底

因此，在工程师红利、城市化以及深化改革开放等三大红利的推动之下，本轮中国经济有希望靠改革而非刺激企稳，这种企稳其实也更有可持续性，而中国经济可能正在进入中期增长的底部区域。5-6%的经济增长加上2-3%左右的通胀率，中国经济的名义增速有望保持在7-8%左右。今年前三季度的上市公司净利润同比增长7.8%，增速与上半年基本持平，其表现与8%左右的GDP名义增速基本相当。如果未来GDP名义增速能够企稳，意味着中国企业的利润增速或已见底。

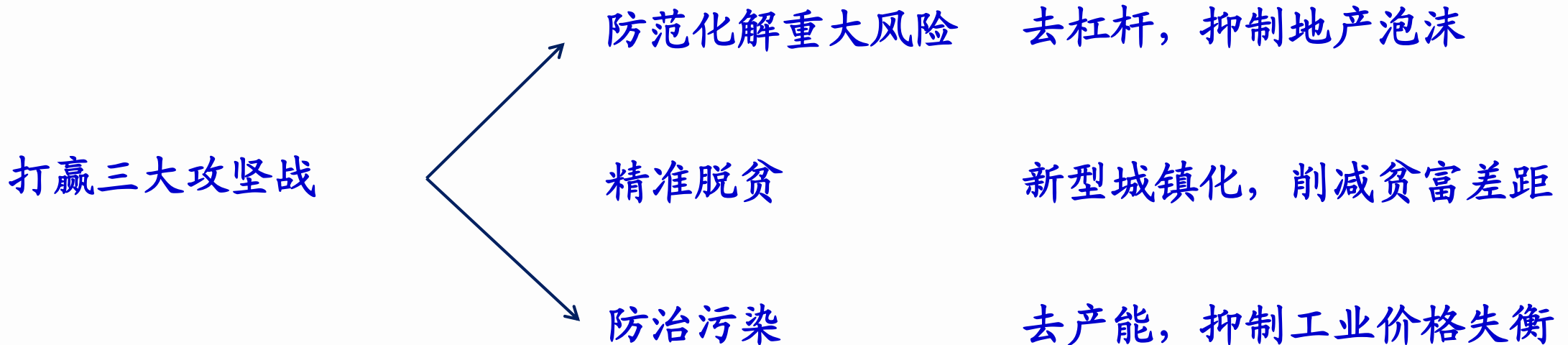
GDP名义增速，上市公司净利润累计增速 (%)



中国模式：政府有作为，市场更有效

回头看中国经济的过去几年，政府提出的供给侧结构性改革，打赢三大攻坚战，其实极其具有前瞻性。得益于去杠杆，我们抑制了地产泡沫的恶化。去产能减少了污染，也改善了工业品价格。而精准脱贫使得城乡差距缩小，将收入差距转为了经济增长的动力。这其实就是中国模式的优势，政府有极大的作为，其实可以使得市场更有效率。

打赢三大攻坚战，减少贫富差距

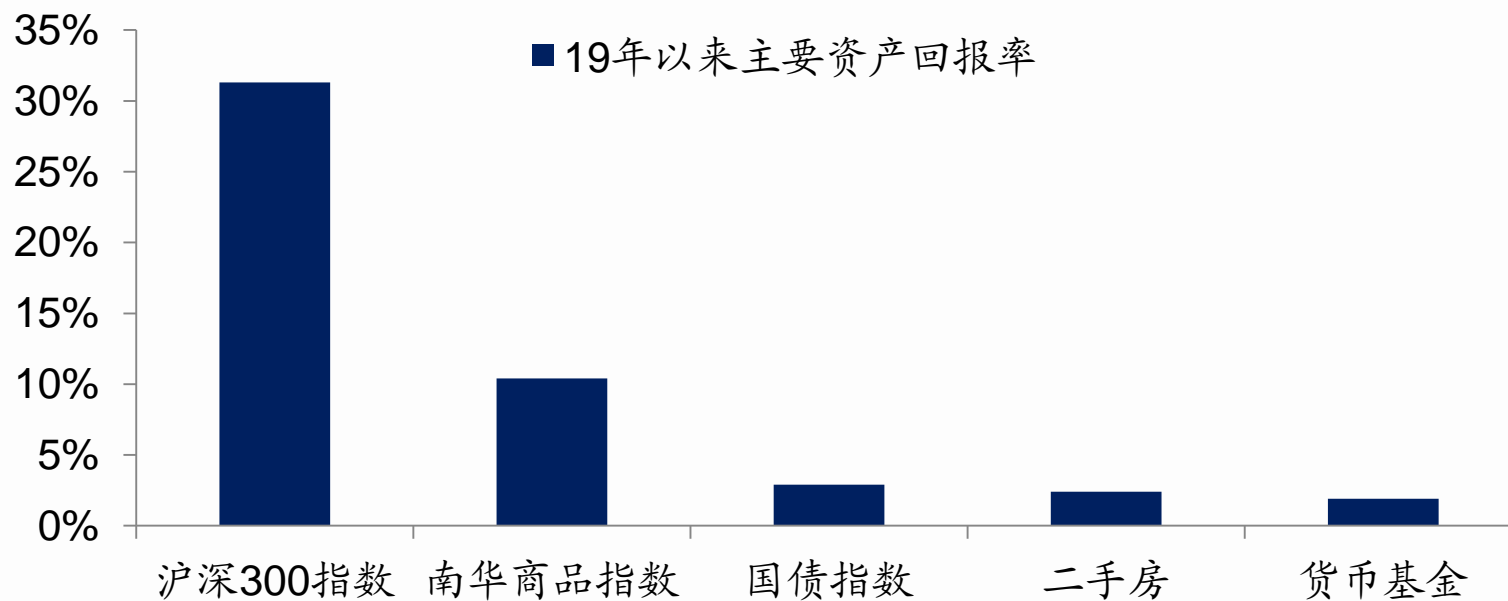


1. 全球：有效市场到有为政府
2. 中国：高速增长到高质增长
3. 配置：实物资产到金融资产

19年中国股市领涨

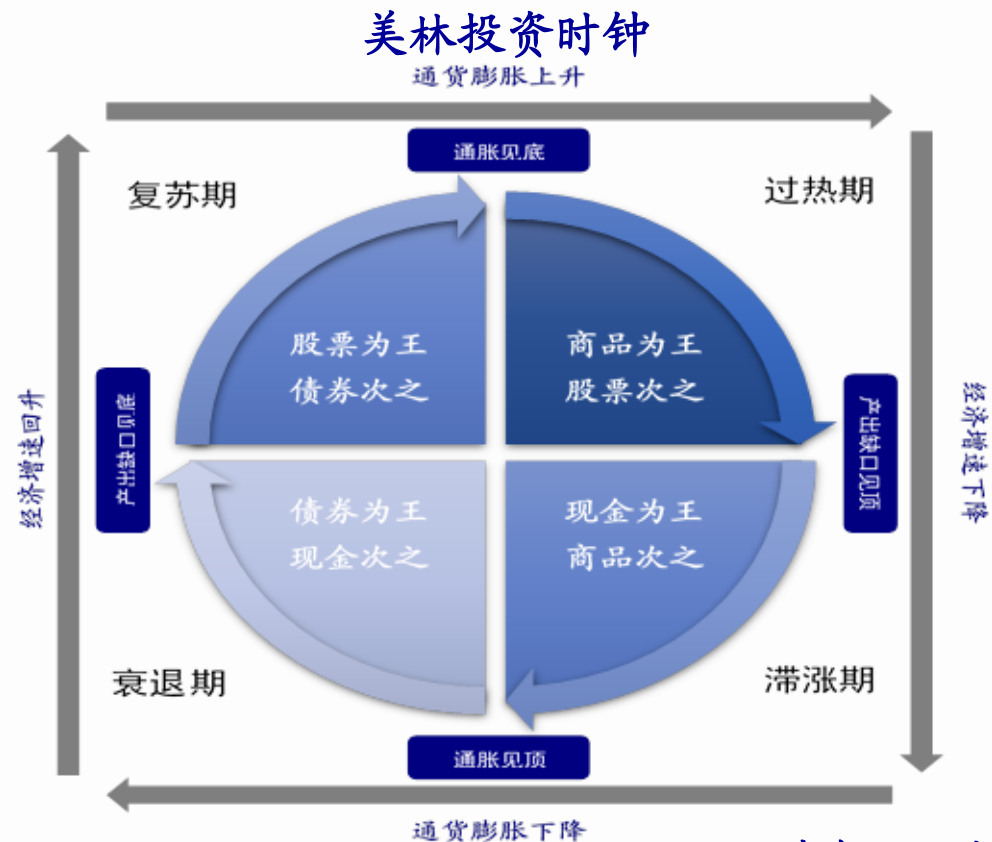
今年以来，代表股市表现的沪深300指数涨幅高达31.3%，而同期南华商品指数涨幅为10.4%，银行间国债指数涨幅为2.9%，全国二手房挂牌价上涨2.4%（国信达数据），货币基金收益率约为1.9%。股市和商品的表现最好，其中又以股市最佳。

前10个月国内主要资产回报率



对应复苏、绝非滞胀

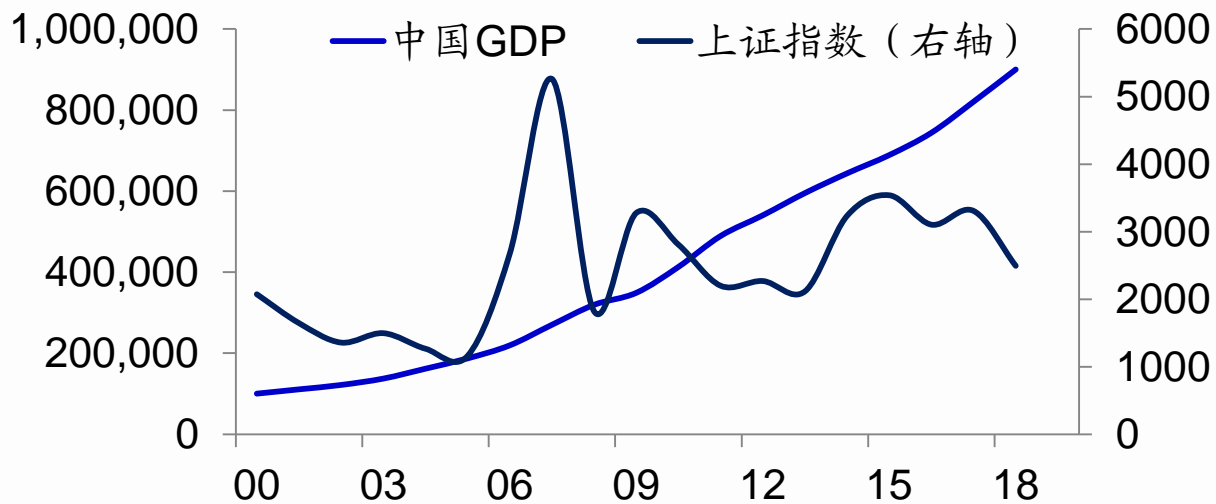
很多人把中国经济当前的状况定义为滞胀，理由是经济下行，而且通胀上行。根据美林投资时钟，在滞胀的环境下，最佳配置是商品和现金，而股市和债市往往都会下跌。但今年以来是股市和商品领涨，这其实是在经济复苏期才会出现的现象。滞胀的真正定义是经济停滞，而且通胀大幅上升。但中国当前经济增速依然有6%，这绝对不能称为停滞，只是弱增长。而通胀虽然在短期加速上行，但扣除食品之后的核心通胀保持温和上涨。从中长期来看，弱增长加上温和通胀，这其实更加类似于弱复苏的状态。



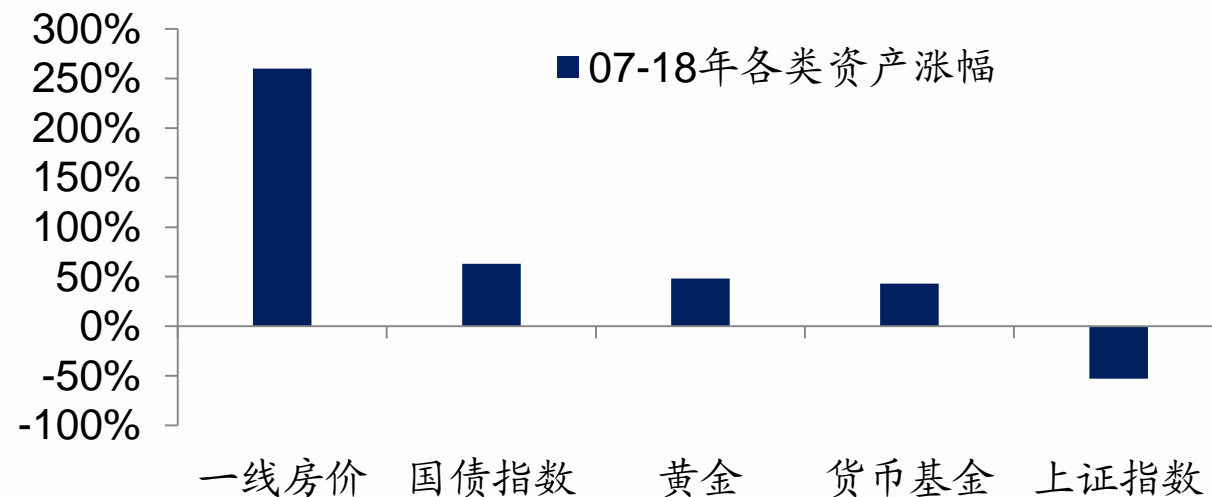
过去十年：经济向好、股跌房涨

但是大家对于中国的股市始终缺乏信心，一个重要原因是过去的10年中国经济持续增长，但股市不涨反跌。在中国过去能真正反映经济增长的只有房地产市场，一线城市的房价不仅大幅上涨，而且还远远跑赢了经济增速。

中国GDP（亿元），上证指数



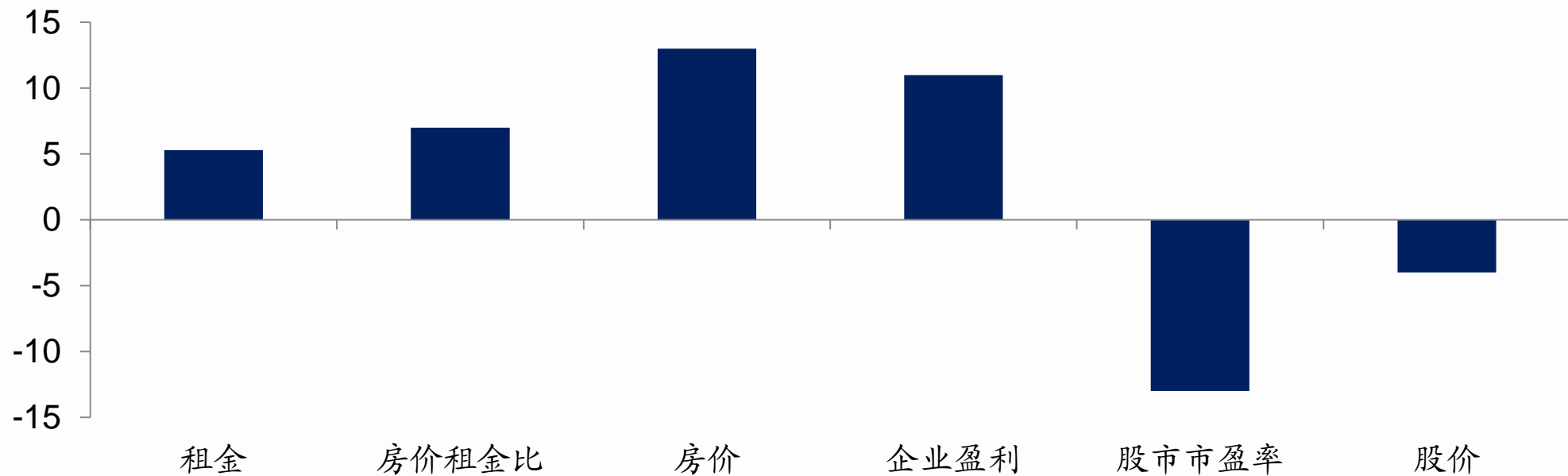
07-18年各类资产表现



房产估值提升，股市估值下跌

其实，过去10年中国的股市下跌，并非因为企业不赚钱，07-18年A股上市公司的年均盈利增速高达11%，但是股市的估值每年下跌13%，这就使得股价每年下跌4%。而房价大幅上涨的背后，其实租金年均涨幅只有5.3%，但因为房市估值每年提升7%，就使得房价每年平均上涨13%。

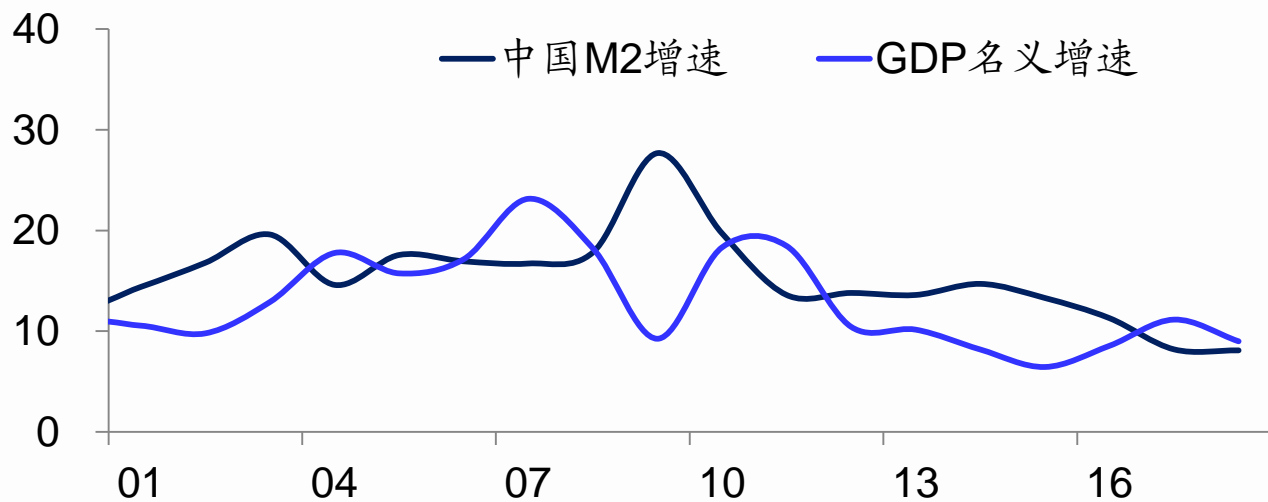
中国07-18年一线城市房价、股价的表现与结构分解 (%)



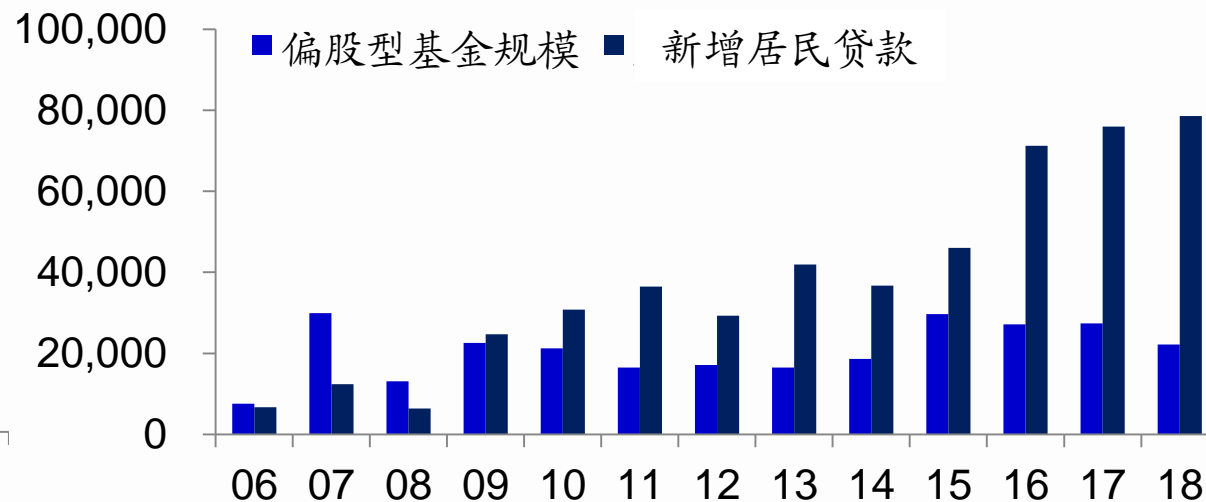
过去货币超发，地产受益股市受损

为什么房市可以提升估值，而股市的估值下跌？其实关键问题在于货币发多了。从07年到18年，广义货币年均增速为15%，远超同期12%的GDP名义增速。而大家把15%的货币增速默认为买房的回报率，所以哪怕同期股市的业绩每年增长11%，但是远不如货币增长的快。所以大家都愿意买房，而不愿意买股票。从07年到18年，居民每年的新增贷款从1万亿升至8万亿，但是偏股型基金的规模却还在萎缩。钱都去了房市，结果自然是房子越来越贵，而股市没有钱，股票就越来越便宜。

中国M2增速、GDP名义增速 (%)



偏股型基金规模、新增居民贷款 (亿元)



经济最坏的时代、投资最好的时代

展望未来10年，中国经济最大的变化在于货币不再超发，目前广义货币M2增速仅为8%，与同期GDP名义增速基本持平，这意味着房地产不会有超额收益，而资金也不会再从股市流出，A股的低估值有望企稳。那么即便未来中国经济增速减速至5-6%，经济名义增速降至7-8%，但只要企业盈利增速保持在类似水平，再加上2%的股息率，那么未来A股市场就有希望每年提供10%左右的回报率。也就是说，虽然中国经济增速变低了，但股市有望迎来最好的投资时代。这个现象在美国过去40年也发生过，经济增速只有2-3%，但是股市的回报率高达10%，靠的是每年6%的盈利增速、2%的股息和回购以及2%的估值提升。

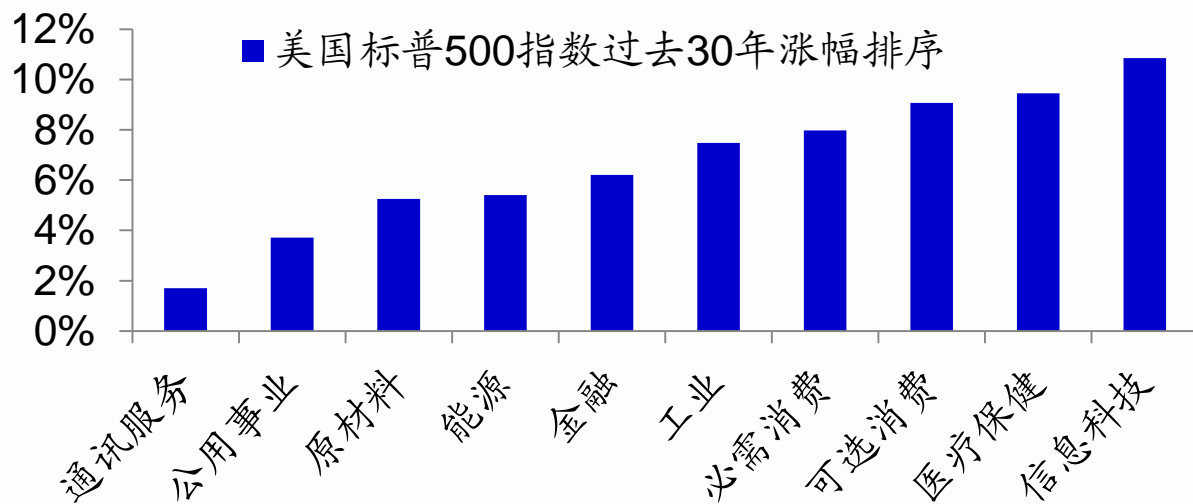
美股与A股的回报与分解

	回报率	估值变化	股息率与回购	盈利增速	GDP名义增速	货币增速
A股07-18年	0%	-13%	2%	11%	12%	15%
A股19年-30年	10%	0%	2%	8%	8%	8%
美国80-18年	10%	2%	2%	6%	5%	6%

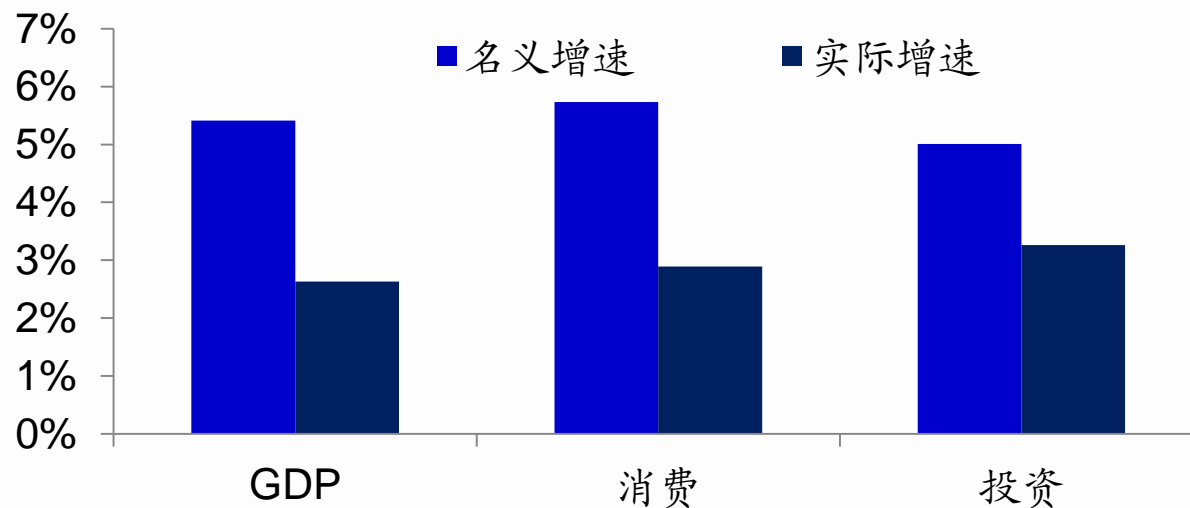
美国过去30年：消费和科技领涨

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



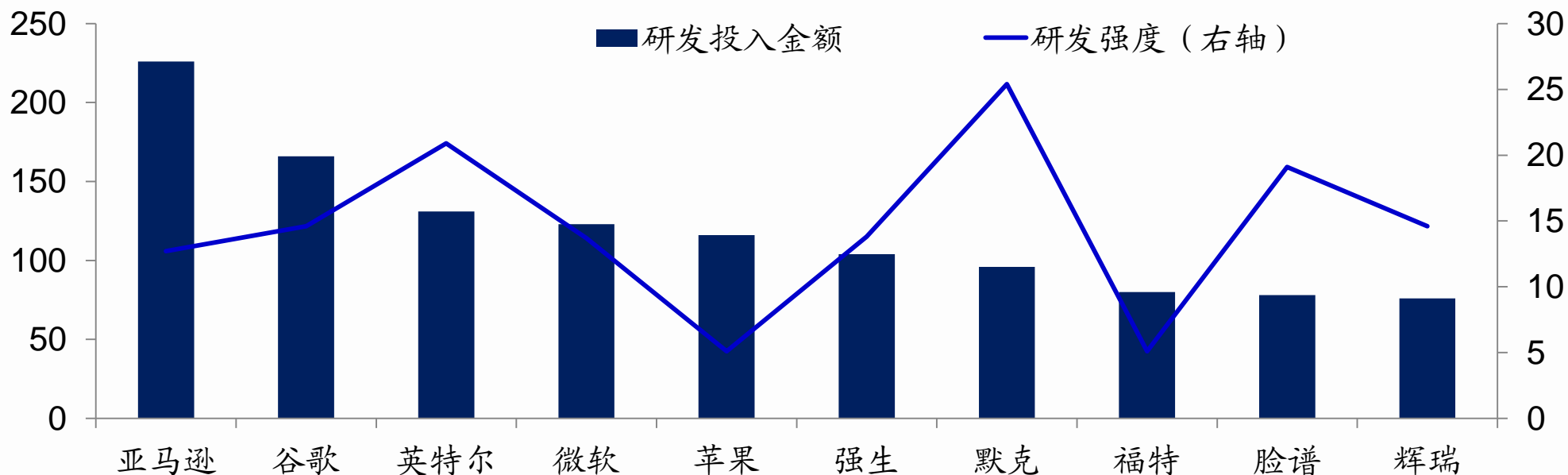
1980年以来美国经济分类增速



研发创新支撑消费

而消费增长的背后，靠的则是研发创新的支持。17年美国研发投入前十名平均研发投入为120亿美元，研发强度平均为14.5%，其中最多的亚马逊1年研发投入超过200亿美元。

美国17年研发投入前十名（亿美元，%）



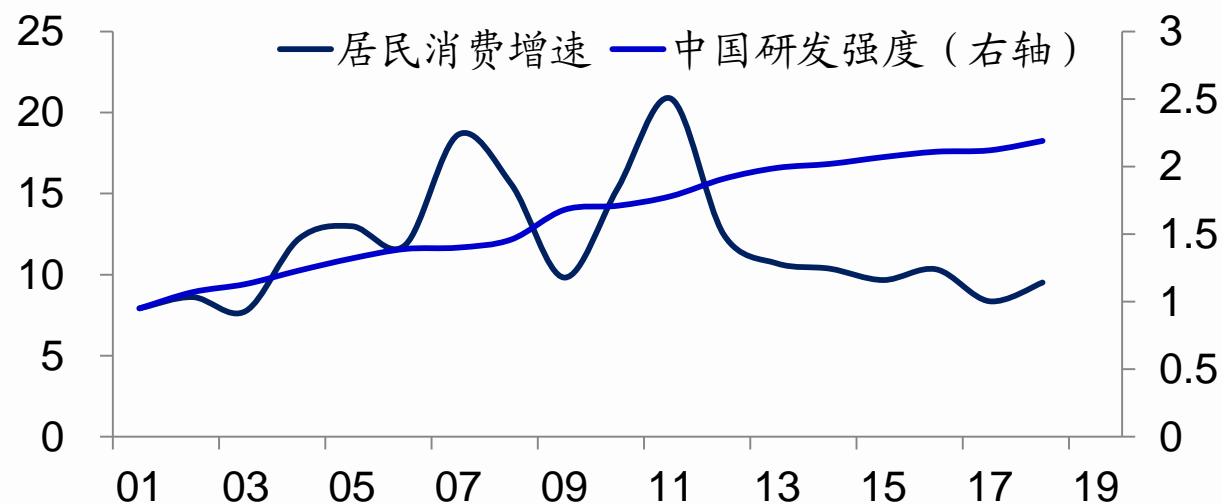
消费科技领涨A股

而在今年以来中国股市当中，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，加上不断上升的研发投入支持，因而靠消费科技行业领涨带来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9月	日常消费	信息技术	医疗保健	金融	电信服务
	61%	42%	33%	28%	25%

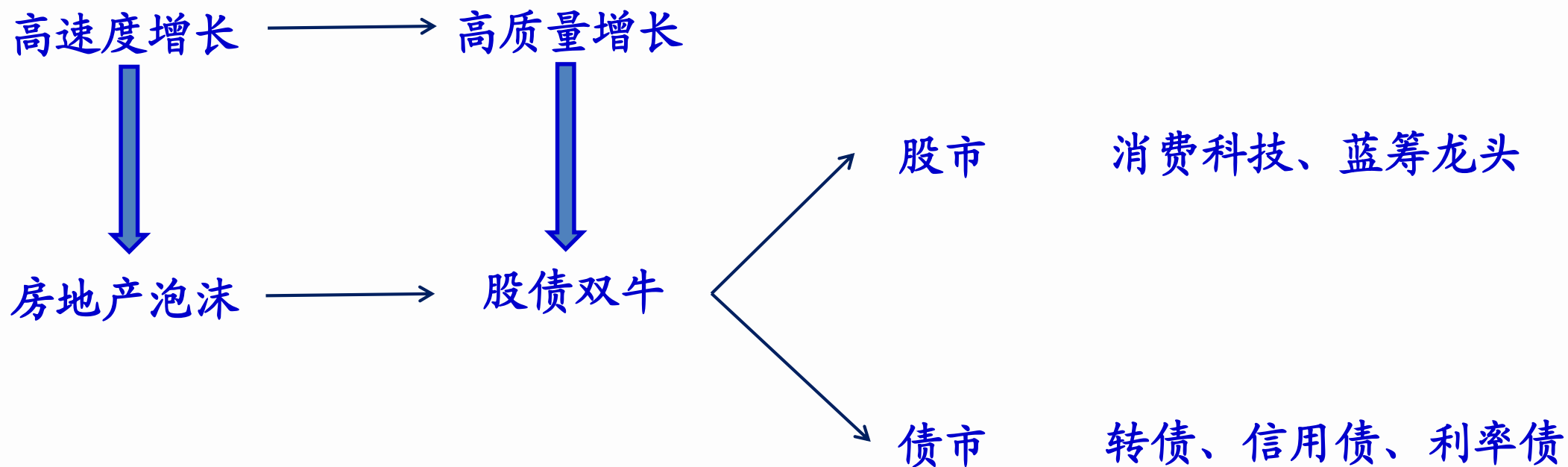
中国居民消费增速、研发强度 (%)



从地产泡沫到金融时代

随着中国经济从高速增长转入高质量增长，中国的资本市场或将取代房地产市场成为未来居民财富增值的主角。理由也很简单，高质量发展的主要体现就是企业质量的提升，而股权和债权是与企业有关的两大核心资产，最能受益于企业质量改善，而房地产的受益程度则相对有限。我们相信，在高质量发展的模式之下，只要我们不走货币超发的老路，以国人的勤奋努力和聪明才智，只要搞对了研发创新的方向，就必然会继续创造出财富，而财富不会消失，如果不在房地产市场中体现，就必然会在资本市场中体现。

大类资产配置变化



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

	类别	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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。