

相关研究

《实体经济观察 2020 年第 1 期: 经济稳, 改革进》2020.01.02

《供需略有放缓, 通胀预期回升》
2019.12.29

《迎接中速、高质量增长时代——看好中国未来发展系列之二》2019.12.29

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

分析师: 陈兴

Tel: (021) 23154504

Email: cx12025@htsec.com

证书: S0850519110001

联系人: 应稼娴

Tel: (021) 23219394

Email: yjx12725@htsec.com

地产时代落幕, 股市黄金十年

——看好中国未来发展系列之三

投资要点:

- **股市上涨能否持续?** 虽然 2019 年的股市表现非常不错, 领涨国内各类资产, 但是对于 2020 年, 不少人依然信心不足。原因是中国股市的历史表现不太稳定, 过去 10 年中只在 14 和 15 年出现过连续两年上涨。与之相反的是, 中国的房市表现的异常坚挺, 以全国百城房价为例, 在过去 10 年中除了在 2014 年小幅下跌, 在其余的年份均保持稳定上涨。既然股市表现如此不稳定, 而房市如此之坚挺, 到底未来应该配置哪一类资产?
- **资产回报两大来源。** 从理论上说, 任何一类资产都有两种回报。一是资产本身所产生的收益, 可以理解为资产的内在价值, 包括存款、债券等的利息, 股票的盈利, 房子的租金等等, 二是资产本身的增值与贬值, 可以理解为资产的外在价值。表面上看 P2P 承诺了很高的利息收益, 但很多到期以后血本无归。而房地产在过去 10 年表现优异, 并不在于房子的租金, 而是在于房产的增值。过去 10 年中国各类资产回报的表现, 教给我们一个非常重要的道理: 到底应该投资哪一类资产, 不能简单看利息的回报, 更要重视资产的增值。
- **货币超发房产增值。** 为什么过去 10 年房产在增值, 而股市表现平平, 我们发现, 货币超发是一个重要的原因。由于货币增速远超经济增速, 使得真实的通胀预期一直居高不下, 货币一直在对内贬值。而一二线城市的房产由于供给有限, 被大家视为资产保值的首选。而货币超发推高了实际利率, 房子由于居住的属性, 大家对租金回报率不敏感。但股票作为金融资产, 相对于其他高收益率的金融资产失去了投资价值, 因而出现了长期下跌。货币超发使得房产增值、股票贬值的故事不仅发生在了中国, 在美国的 1970 年代也曾经发生过。
- **货币稳健股市增值。** 观察美国的历史, 我们发现股市与经济增长的关系并不大, 而与通胀的关系很大。高通胀和低通胀都不利于股市上涨, 美股过去 40 年长牛的关键在于通胀保持在 3% 左右的温和区间, 使得股市的估值稳定, 同时业绩保持稳定上涨, 而温和通胀则归功于其货币从超发回归稳定增长, 这也是本轮 A 股转牛的根本原因。展望未来, 如果我们的货币增速维持在 8% 左右, 就可以支撑中国经济 5% 的中速增长和 3% 的温和通胀, 以及企业 8% 的盈利增长, 再加上 2% 的股息率, A 股有望获得每年 10% 左右的回报率。
- **股市迎来黄金十年。** 为何过去中国股市都是快牛慢熊? 原因在于过去经济增长靠货币和投资驱动, 反映到股市中就是周期行业涨得快, 而货币放水又不可持续, 等到货币紧缩是漫长的下跌。本轮股票牛市由科技和消费行业领涨, 这些都不依赖于货币, 而是依赖于中国居民对美好生活的追求, 优质的企业帮助居民提升消费质量, 可以获得长期稳定的业绩增长, 这也是美股 40 年长牛的奥秘。展望 2020 年, 由于货币再宽松和贸易摩擦缓和, 库存周期的启动意味着短期内周期行业也有机会, 但长期内我们有望迎来靠消费和科技引领的股市黄金十年。

目 录

1. 股市上涨能否持续?	4
2. 资产回报两大来源	5
3. 货币超发房产增值	7
4. 货币稳健股市增值	8
5. 股市迎来黄金十年	12

图目录

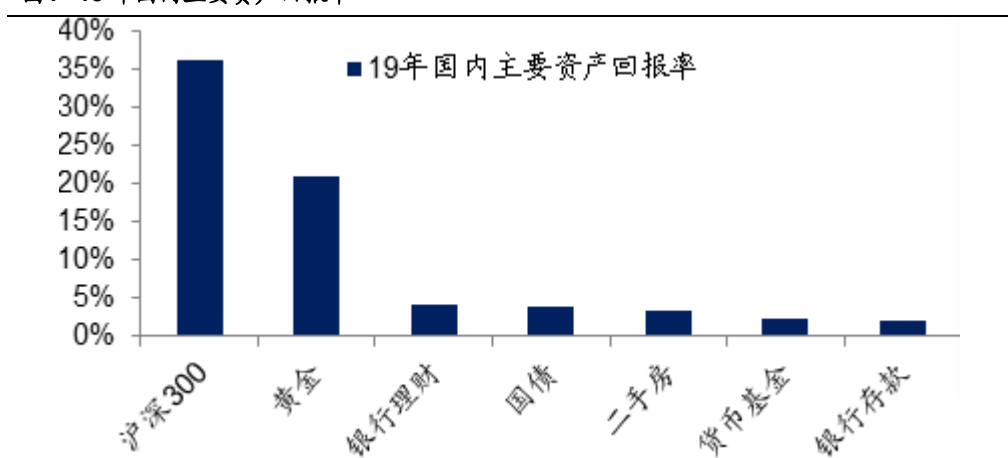
图 1	19 年国内主要资产回报率	4
图 2	沪深 300 指数年度涨幅	4
图 3	百城房价年度涨幅 (%)	5
图 4	国内各资产预期利息率 (%)	5
图 5	P2P 运营平台和问题平台累计数量 (个)	6
图 6	中原上海、北京房价领先指数	6
图 7	过去 10 年货币、GDP、通胀、一线房价平均增速	7
图 8	偏股型基金规模、居民贷款余额 (亿元)	8
图 9	美国 70 年代标普 500 指数、新房中间价 (美元)	8
图 10	美国股票平均收益率与经济平均增速 (%)	9
图 11	美国股票平均收益率与平均通胀率 (%)	9
图 12	美股过去 40 年回报分解 (%)	10
图 13	美国货币增速 10 年均值 (%)	10
图 14	A 股过去 10 年与未来 10 年回报分解 (%)	11
图 15	外汇占款不增加，必需降准对冲 (万亿, %)	11
图 16	中美 10 年期国债利率 (%)	12
图 17	过去地产投资拉动经济 (%)	12
图 18	过去 3 轮 A 股牛市的领涨板块	13
图 19	标普 500 过去 30 年各行业指数涨幅	13
图 20	2019 年 A 股涨幅排名 (%)	14
图 21	零售、投资、出口累计增速 (%)	14
图 22	A 股上市公司研发增速	14
图 23	增长模式与大类资产配置变化	15

本文是看好中国未来系列的第三篇，主要介绍我们看好中国资本市场未来黄金十年的核心逻辑。

1. 股市上涨能否持续？

19年股市大幅领涨。站在2020年初，回顾过去一年中国的各类资产价格表现，股市可谓是一骑绝尘，代表性的沪深300指数涨幅达到36%，这也是过去10年中的第二大涨幅。银行理财和债券位居黄金之后，3个月银行理财平均收益率为4.14%，中债国债总指数上涨3.9%。房市表现位居第五，全国百城的二手房价格平均上涨3.3%。货币基金和银行存款位于房市之后，余额宝平均年化收益率为2.36%；1年期银行存款利率为1.5%，上浮30%以后平均约为2%。而各种P2P排名最后，由于爆雷不断，很多投资人血本无归。

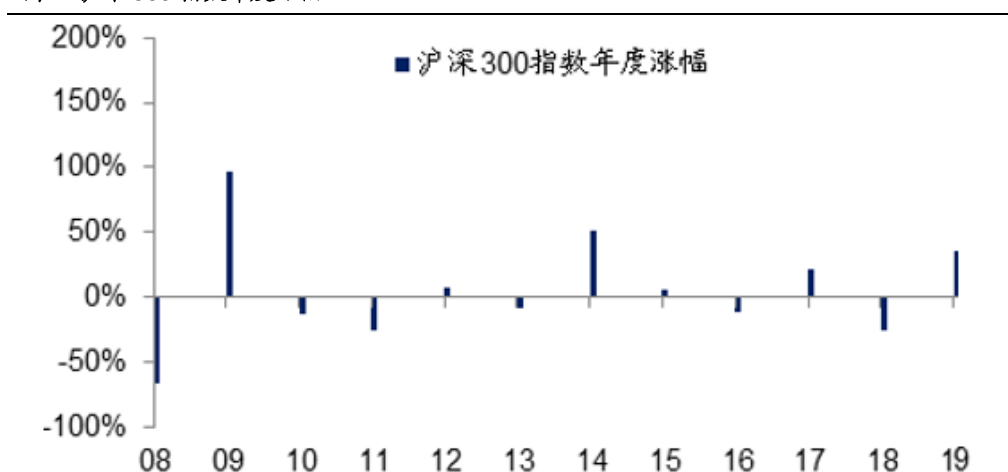
图1 19年国内主要资产回报率



资料来源：Wind，海通证券研究所

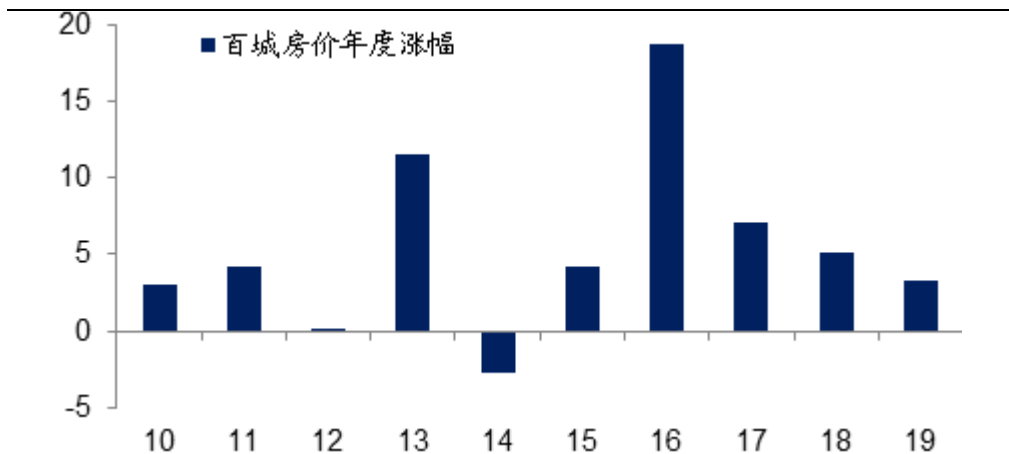
股市难得连续上涨。虽然2019年的股市表现非常不错，但是对于2020年，不少人依然信心不足，原因是中国股市的历史表现不太稳定，很少出现连续两年上涨。以沪深300指数为例，过去10年只在2014年和2015年出现过连续上涨，而且2015年的涨幅几乎可以忽略不计。历史数据表明，中国股市出现连续上涨其实是小概率事件。

图2 沪深300指数年度涨幅



资料来源：Wind，海通证券研究所

过去十年房市领涨。与之相反的是，在过去10年，中国的房市表现的异常坚挺，从未出现过连续两年下跌。以全国百城房价为例，在过去10年中除了在2014年小幅下跌，在其余的年份均保持稳定上涨。

图3 百城房价年度涨幅 (%)


资料来源：中国指数研究院，海通证券研究所

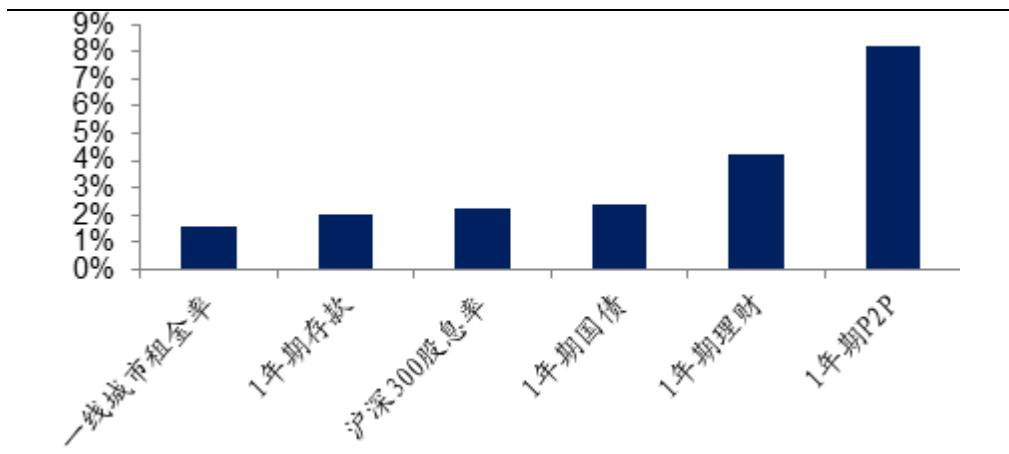
既然股市表现如此不稳定，而房市如此之坚挺，到底未来应该配置哪一类资产，才能够获得最大的收益？

2. 资产回报两大来源

要理解各类资产的回报，就需要知道资产回报的来源。从理论上说，任何一类资产都有两种回报：

第一种是资产本身所产生的收益，可以理解为资产的内在价值，包括存款、债券等的利息，股票的盈利，房子的租金等等。最容易理解的是银行存款，目前上浮以后的1年期存款利率为2%左右，这也是持有银行存款1年以后的预期回报率。而持有1年期国债，1年后的预期回报率为2.36%。持有1年期银行理财，目前的预期回报率为4.2%。持有P2P，预期未来1年的利息回报是8.23%。同样的道理，目前如果持有一线城市房产，1年的预期租金回报率为1.6%。如果持有A股沪深300指数的股票，未来1年企业预期盈利与当前股价的比值是8%。

如果直接看各类资产的收益率，好像P2P是最高的，股票排第二，银行理财排第三，存款和国债排第四，而房地产排在最后。但是大家都知道，这个排序是很不靠谱的。一方面，这个收益率只是预期收益率，到期之后未必能够兑现。以股市为例，虽然沪深300指数的ROE高达12%，但是上市公司给大家的分红并不高，目前沪深300指数的股息率为2.2%，也就和存款利率相当。

图4 国内各资产预期利息率 (%)


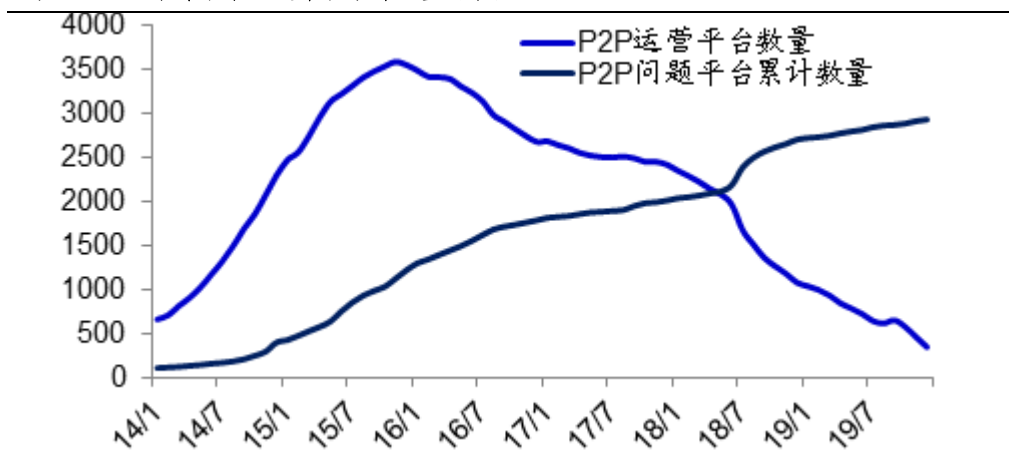
资料来源：Wind，海通证券研究所

另一方面，我们还必须考虑资产的第二种回报，也就是资产本身的增值与贬值，可以理解为资产的外在价值变化。

最容易理解的同样是银行存款与国债，到期之后本金基本上是不变的。但这也不是绝对的，例如阿根廷等国的国债也发生过违约。而过去中国的银行存款本金都是安全的，但按照最新的银行存款保险制度，只有 50 万以下的居民存款是保本的，万一发生银行破产，超过 50 万以上的存款其实也有本金损失的风险。

而 P2P 之类的投资之所以是个大陷阱，在于其承诺了很高的利率，但是在到期之后的本金未必能够兑付。截止 19 年末，还在运行的 P2P 平台只剩 456 家，而累计问题平台达到 2906 家，这说明很多投资人的本金消失了。

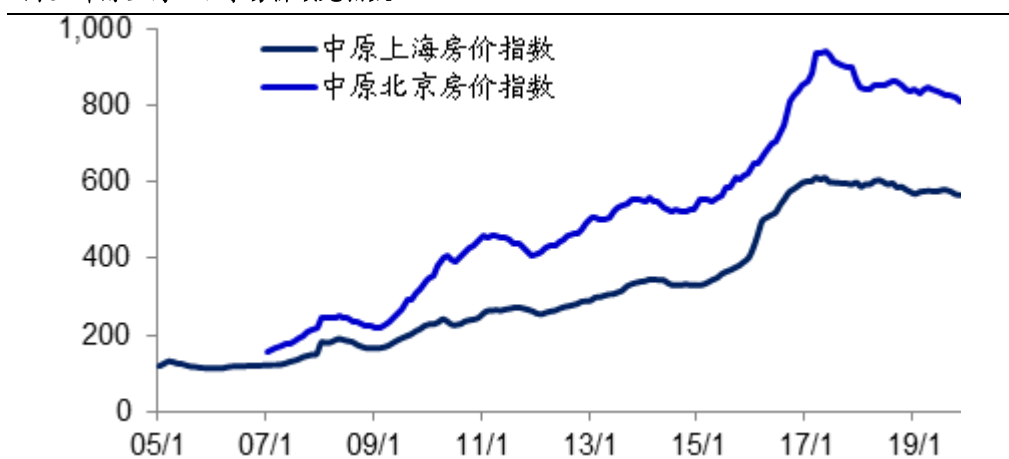
图5 P2P 运营平台和问题平台累计数量（个）



资料来源：Wind，海通证券研究所

而房地产在过去 10 年表现优异，并不在于房子的租金，而是在于房产的增值。以中原地产一线城市指数为例，过去 10 年上涨了 190%，年均涨幅高达 11%。而同期沪深 300 指数小幅上涨 15%，年均涨幅仅为 1.5%，而同期的上证指数甚至还下跌了 7%。

图6 中原上海、北京房价领先指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

因此，过去 10 年中国各类资产回报的表现，教给我们一个非常重要的道理：到底应该投资哪一类资产，不能简单看利息的回报，更要重视资产的增值，低利率但是增值多的资产，要远好于高利率但是贬值多的资产。

3. 货币超发房产增值

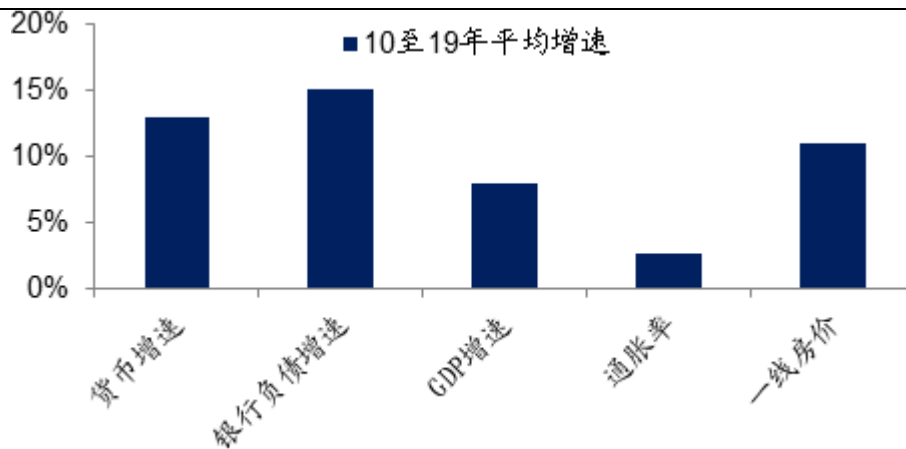
为什么过去 10 年房产在增值，而股市表现平平。为何到了 19 年股市大幅增值，房市表现平平，P2P 甚至大幅贬值？

我们发现，货币超发与否是一个重要的原因。

在过去的 10 年，中国广义货币 M2 的年均增速为 13%，包含表外货币之后的银行总负债年均增速为 15%，均远高于同期 8% 的 GDP 增速。这意味着虽然中国的通胀率表面上不高，但真实的通胀预期一直居高不下，货币一直在对内贬值。

而房地产是实物资产，尤其是在一二线城市，土地的供应是有限的，所以大家理所当然把房地产看做是对抗货币贬值的核心资产，将 13-15% 的货币增速视为买房的预期回报率，而一二线城市房价的真实涨幅也与之非常接近。

图7 过去 10 年货币、GDP、通胀、一线房价平均增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

很多人不理解，货币超发的话，不应该是房子和股市都有利吗？凭什么大家只买房子不买股票？这个解释不对吧！

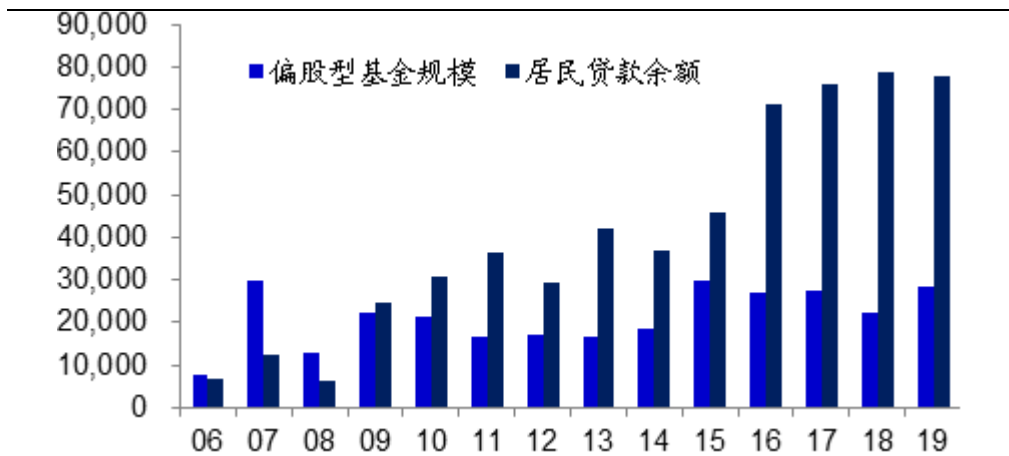
其实房子和股票是有区别的，第一个区别是在供给上。至少在过去给大家的印象是，一二线城市的土地供应是有限的，但是股票的供给似乎是无限的，因而应对货币超发的时候，供应有限的一二线城市房产更能保值。

但是供给上的差异其实正在发生变化。比如说虽然一二线城市土地供应有限，但是现在通过高铁把一二线城市和三四五线城市紧密相连，考虑三四五线的土地供应之后，房子其实也没有那么稀缺。而在股票注册制改革之后，退市制度也更加严格，垃圾公司的大量退市和仙股化，意味着优质股票的供给也是有限的。

另一个区别其实更重要，在于房子是实物资产，而股票是金融资产。房子可以用来住，尤其是自住的情况下，大家对租金回报率并不敏感。但是股票作为金融资产，是需要和其他的金融资产做比较的。而在货币超发的环境下，真实通胀率和真实利率水平都是居高不下，这就使得股票相对于其他高收益率的金融资产失去了投资价值。

而且资金的流动会使得这一过程互相强化。根据我们的测算，2019 年中国居民贷款总额预计将达到 8 万多亿，比 2007 年增长了近 6 倍。而在 2007 年中国偏股型基金的规模就达到了 3 万亿，直到 2019 年才重新回到 3 万亿。资金的持续流入进一步强化了房价上涨，而资金的持续流出使得股市长期不涨。

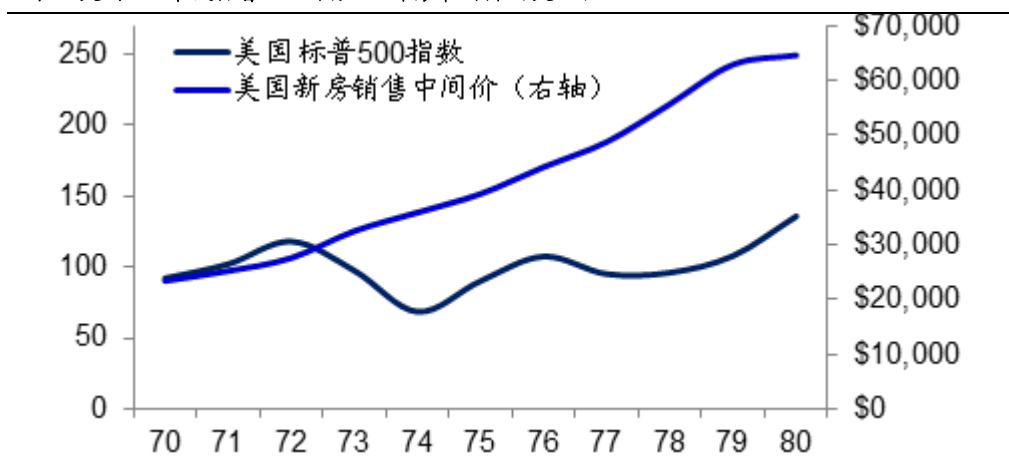
图8 偏股型基金规模、居民贷款余额（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

货币超发使得房产增值、股票贬值的故事不仅发生在了中国，在美国的 1970 年代也曾经发生过。当时美国的广义货币保持在两位数增长，但是经济增速只有 3% 左右，货币超发产生了高通胀。而在高通胀的环境之下，房产成为最佳的保值资产，房价涨幅大致接轨货币增速。而高通胀引发了央行的货币紧缩，高利率使得股市估值大幅下跌，美股整整 10 年都没有涨。

图9 美国 70 年代标普 500 指数、新房中间价（美元）



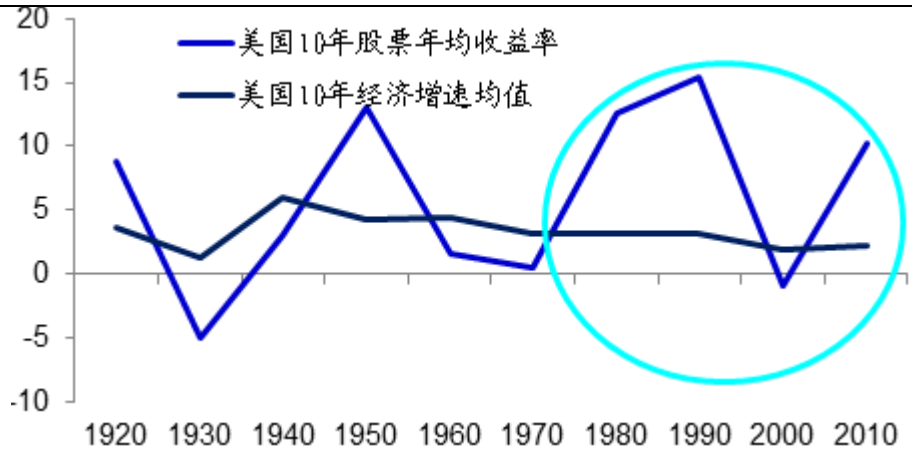
资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 货币稳健股市增值

货币超发有利房市的逻辑相信大家很容易理解，而且过去 10 年大家在中国也是这么做的。那么大家也会很自然地问一个问题，什么环境下股市才会涨？为什么 19 年的中国股市大涨，房市反而不怎么涨了？

观察美国的历史，我们发现了一个很有意思的现象，就是股市与经济增长的关系并不大。在过去 100 年，美国的经济增速越来越低，但是股市的表现反而越来越好。在 1920 年到 1980 年间，美国 GDP 平均增速高达 3.8%，而同期股市年均涨幅只有 3.7%。而从 1980 年至今，美国 GDP 平均增速仅为 2.6%，但是股市年均涨幅高达 10%。如何解释美国股市表现与经济增长的背离？

图10 美国股票平均收益率与经济平均增速 (%)



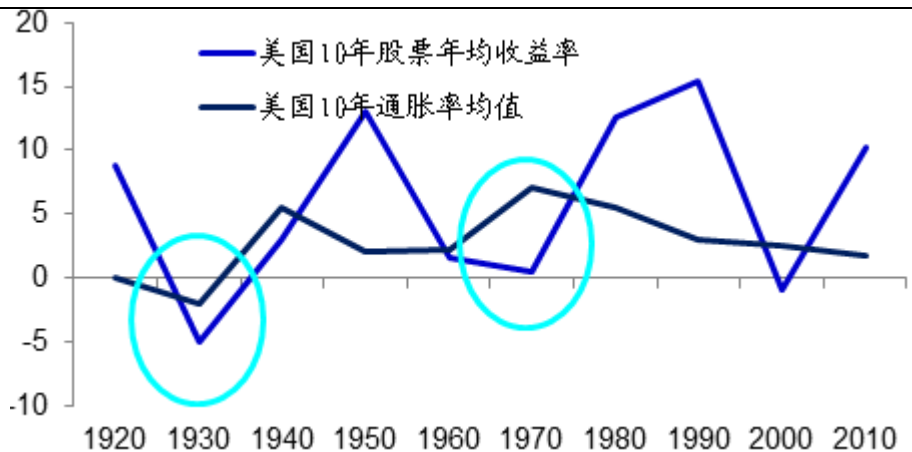
资料来源: Wind, 海通证券研究所

我们发现, 决定股市表现最关键的因素并非经济增长, 而是通货膨胀。在理论上, 通胀有高中低三种状态, 而在美国过去 100 年间, 这三种状态都出现过。

在 1970 年代, 美国出现了高通胀, 物价长期在 10% 左右。通胀高企导致了央行收紧货币政策, 而利率上行使得美国股市的估值大幅下跌, 整整 10 年美股都没有涨。而在 1930 年代, 美国出现了通缩, 物价长期是负的, 这意味着企业的盈利每年都在下滑, 没有盈利的支撑, 股市也跌了十年。也就是说, 无论通胀太高抑或太低, 对股市都不是好事。

而在过去的 40 年, 美国的物价既不高也不低, 长期保持在 3% 左右, 美国人称之为大缓和时代, 其实就是温和通胀的时代, 结果出现了长达 40 年的股票牛市。

图11 美国股票平均收益率与平均通胀率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

为什么温和通胀的环境下出现了股市的长牛行情? 因为股市的估值稳定, 同时业绩保持稳定上涨。我们可以简单分析一下: 在过去 40 年, 美国的通胀率平均大约是 3.3%, 这也是投资在股市中靠涨价所获得的回报; 再加上 2.6% 的经济增长, 合计贡献的回报率是 6%, 这也是美国同期的 GDP 名义增速以及企业盈利增速。此外, 美国股市的股息率约为 2%, 加上以后就是 8% 的回报。最后, 由于通胀长期保持温和, 央行不用紧缩货币政策, 美国股市的估值水平在过去 40 年每年平均提升 2%, 再加上以后就是 10% 的年化回报率。由此可见, 温和通胀确实是最有利于股市长牛的环境。

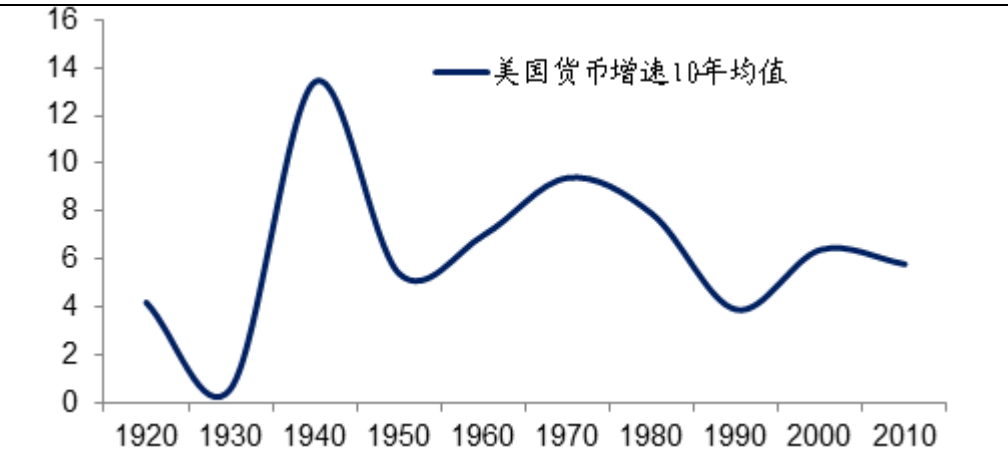
图12 美股过去 40 年回报分解 (%)

	回报率	估值变化	股息率与回购	盈利增速	GDP名义增速	GDP实际增速	CPI	货币增速
美国 80-19 年	10%	2%	2%	6%	6%	2.6%	3.3%	6%

资料来源：Wind，海通证券研究所

问题是，很多人认为通胀难以控制，例如今年中国的猪价上涨是因为生猪疫情，而油价也是被 OPEC 组织等控制，这其实是从微观在看通胀，看不清方向。但如果从宏观来理解通胀，通胀就是一个货币现象，其衡量的是货币与经济增长之间的关系。

从货币与经济增长的角度，我们发现美国 70 年代之所以出现高通胀，是因为当时货币发多了，货币增速高达两位数，但是经济增速只有 3% 左右，货币超发产生了高通胀。而在美国 30 年代之所以出现通缩，是因为当时货币发少了，由于大萧条之后银行大量倒闭，使得货币消失了。

图13 美国货币增速 10 年均值 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

而在过去的 40 年，美国之所以能够保持温和通胀，在于其货币增速保持稳定，M2 增速长期保持在 6% 左右，比经济增速高出 3% 左右，这意味着通胀预期也非常稳定，保持在 3% 左右。

理解了美国过去资产价格表现的历史，就可以解释 2019 年中国股市大幅反弹的原因。其实也并不是因为经济表现得更好了，19 年 3 季度的 GDP 增速降至 6%，几乎是过去 30 年的新低。真正的原因其实是货币超发消失了，货币政策紧缩的预期改善了，使得股市的估值企稳回升。

过去中国股市表现不好，主因是估值下跌。过去 10 年股市中的企业盈利年均增速高达 11%，但是货币超发使得沪深 300 指数的估值每年下跌 8%，因而沪深 300 指数只有 2% 左右的年化回报率，加上 2% 的股息率，合计的年化回报率约为 4%。

但是当前中国的货币增速仅为 8.2%，货币增速和 GDP 增速的缺口在 2%-3% 左右，这意味着通胀预期完全可控，因而哪怕猪价大涨推高了短期通胀水平，央行也不用收紧货币政策。在 19 年末和 20 年初，央行相继下调了 5bp 的公开市场利率和 50bp 的法定存款准备金率，货币政策依然是宽松的取向。

我们认为，稳健的货币政策才是本轮股市转牛的根本原因。展望未来，如果我们的货币增速维持在 8% 左右，就可以支撑中国经济保持 5% 左右的中速增长，同时通胀维持在 3% 左右的温和区间。那么我们投资在中国股市，一方面可以获得企业盈利每年 8% 的

增长，还有 2% 的股息率回报，合计就是每年 10% 左右的回报率。

图14 A 股过去 10 年与未来 10 年回报分解 (%)

	回报率	估值变化	股息率与回购	盈利增速	GDP名义增速	GDP实际增速	CPI	货币增速
A股10-19年	4%	-8%	2%	11%	11%	8%	2.6%	13%
A股20-30年	10%	0%	2%	8%	8%	5%	3%	8%

资料来源：Wind，海通证券研究所，2020 年以后为预测值

也就是说，我们认为未来 10 年的中国股市有希望演绎美国过去 40 年的故事，出现股市的长期慢牛行情。

但我们需要提醒大家的是，其实当前的货币政策并未大幅放松。理由也非常简单，现在大幅放水将来必然需要大幅收紧，其实并没有意义。

首先，降准不能被视为大幅放水。证据就是过去一年央行两次降准合计 150bp，但是利率水平基本维持不变，原因在于中国的银行每年新增存款超 10 万亿，需要缴纳法定准备金约 1.5 万亿，因而降准 150bp 只是正常对冲。

图15 外汇占款不增加，必需降准对冲 (万亿, %)

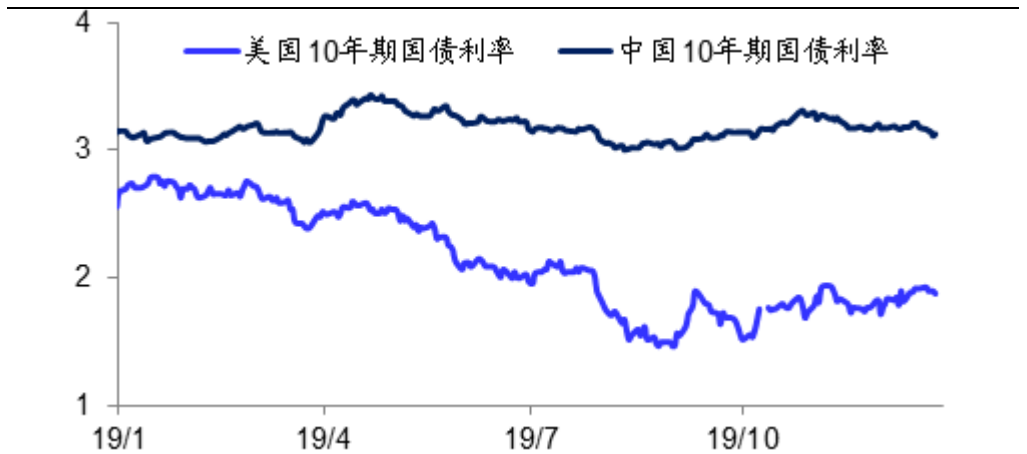


资料来源：Wind，海通证券研究所

其次，利率下调 5bp 是为了防止利率上升，而非引导利率大幅下降。因为猪价大涨导致通胀大幅上升，如果任由其发展，可能会引发利率飙升进而加剧经济下行的压力，因而央行下调利率 5bp 可以稳定利率预期。但如果真要大幅放水，利率下调幅度绝不止 5bp。

证明中国货币政策没有大幅放松的最直观的证据，是中国过去 1 年的利率走势。比如标志性的 10 年期国债利率，在过去 1 年稳定在 3.2% 左右，变化并不大。央行货币没有大幅放松空间的逻辑也很简单，中国的货币虽然不再超发，但也绝对没有不够用。目前货币增速与经济增速的缺口为 2-3%，这意味通胀预期也在 2-3% 左右，因而货币政策也不存在大幅放松的空间。

图16 中美 10 年期国债利率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 股市迎来黄金十年

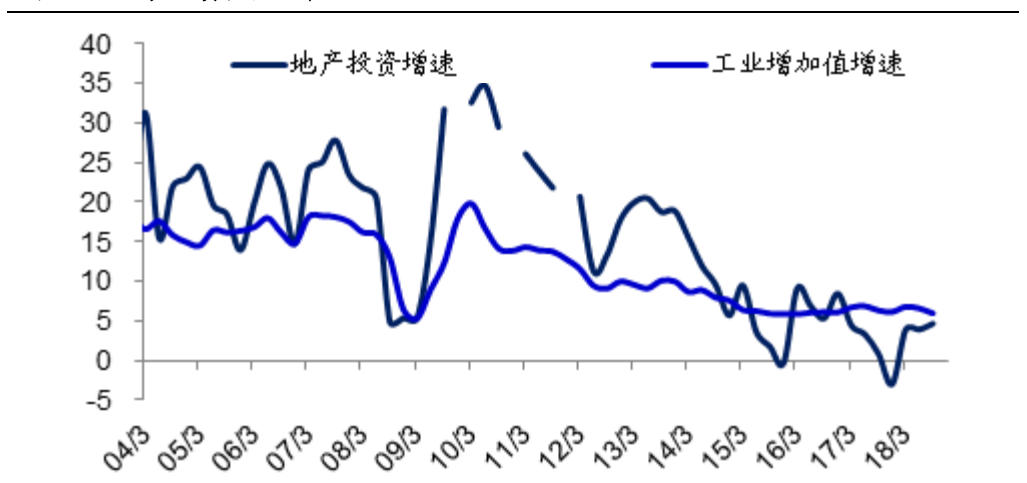
对于我们看好资本市场长期慢牛的结论, 很多人会提出一个质疑, 以前中国股市也不是没有涨过, 但都是快牛慢熊, 凭什么这一次就变成了长期慢牛?

要理解股市的变化, 关键在于理解货币不再超发之后, 中国经济增长模式的变化, 由此也带来了股市投资价值的变化。

在过去的 10 年中, 中国曾经出现过两轮股票牛市, 分别是 09 年以及 14-15 年, 但是这两轮牛市给大家的印象都非常不好, 因为牛市很快就结束了, 之后是漫长的熊市。为何过去往往是牛短熊长?

原因在于过去经济增长靠货币驱动, 其实也就是靠投资驱动。

图17 过去地产投资拉动经济 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

因而每一轮牛市都表现为周期行业领涨, 09 年牛市涨幅最大的三个行业是房地产、能源和材料, 14-15 年工业和房地产也排到涨幅榜的第三名。

图18 过去 3 轮 A 股牛市的领涨板块

	涨幅第一	涨幅第二	涨幅第三
05年6月-	金融	房地产	能源
07年10月	809%	801%	764%
08年10月-	房地产	能源	材料
09年8月	174%	171%	163%
14年7月-	信息技术	工业	房地产
15年6月	263%	257%	219%

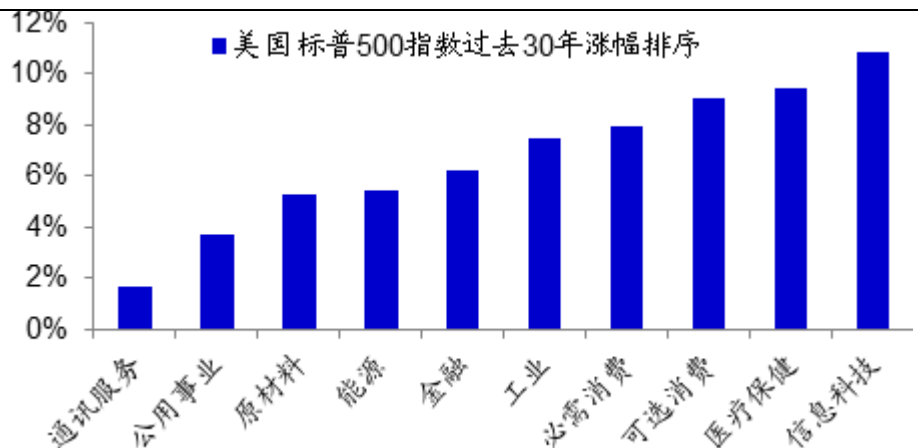
资料来源：Wind，海通证券研究所

但是靠货币驱动，意味着股市的上涨其实是靠外力在驱动。每一次货币放水之后，会带来投资增速的回升，以及周期行业业绩的改善，同时货币放水降低利率，也会推高股市的估值水平，股市在业绩和估值的双升之下，容易出现大幅上涨的快牛行情。

而货币放水不可持续，必然会带来通胀上升、房价泡沫和债务积累等诸多问题，等到央行收紧货币之后，就会出现投资增速的回落，以及周期行业业绩的下滑。同时货币紧缩推高利率，也会打压股市的估值，在业绩和估值双降之下，股市就会持续下跌。

因此，靠货币来发展经济，因为本身不可持续，反映到股市中就是暴涨暴跌的快牛慢熊行情。时间一长，资金就持续从股市中流出了，更加加剧了股市的下跌。

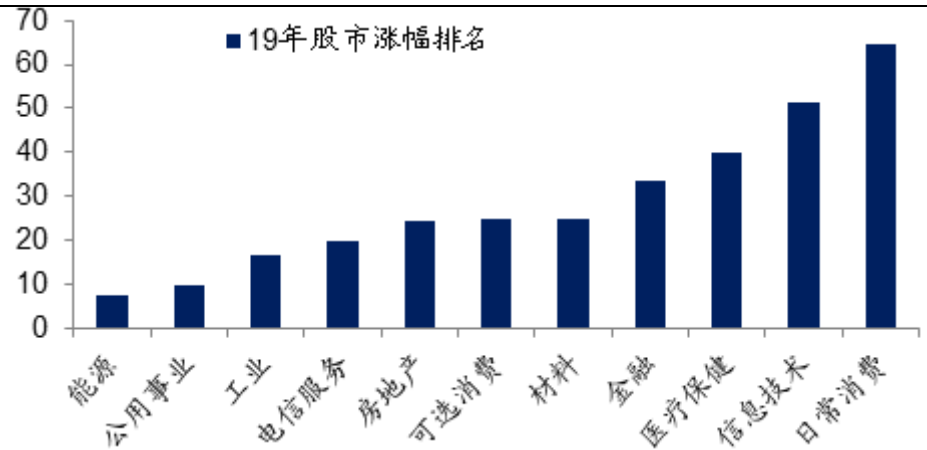
为什么美国的股票牛市已经持续了 40 年，而且目前还在继续？原因在于其经济不是靠货币驱动，而是靠消费和创新驱动。反映到股市当中，就是过去 40 年涨幅最好的四大行业分别是信息科技、医疗保健、可选消费和必需消费，全部都是消费和科技行业。

图19 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

而在中国 19 年的股票牛市中，领涨的三大行业分别是日常消费、信息技术和医疗保健，也全部都是消费和科技相关的行业。

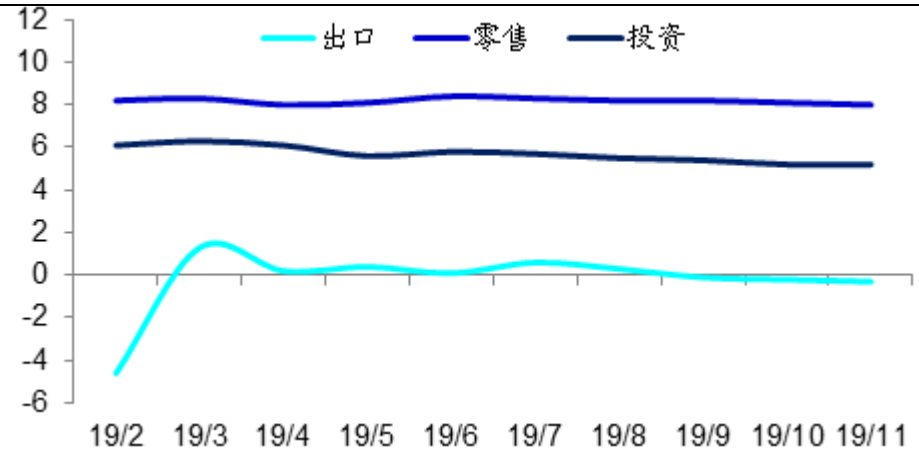
图20 2019年A股涨幅排名(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

为什么靠消费和科技领涨的股市行情可以持续?原因在于,这是一种内生的增长模式。反映到经济当中,体现为本轮经济增长的主要动力是消费和创新。2019年,社会消费总额增速稳定在8%,远超投资增速的5.2%和出口增速的-0.3%,是经济的核心支撑。

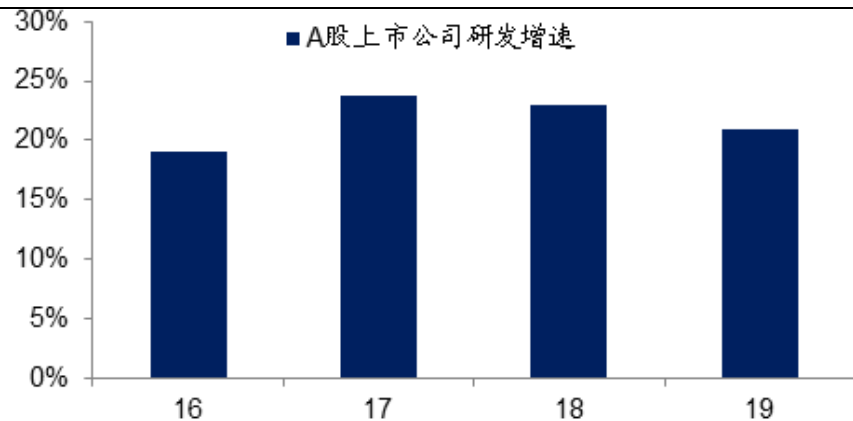
图21 零售、投资、出口累计增速(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

与此同时,虽然中国的人口红利结束了,但是得益于每年1000多万大学生毕业,出现了新的人才红利,中国的企业大幅增加了研发的投入,创新成为经济增长的重要支撑。

图22 A股上市公司研发增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

而无论消费还是创新,都不依赖于货币,而是依赖于中国居民对美好生活的追求。

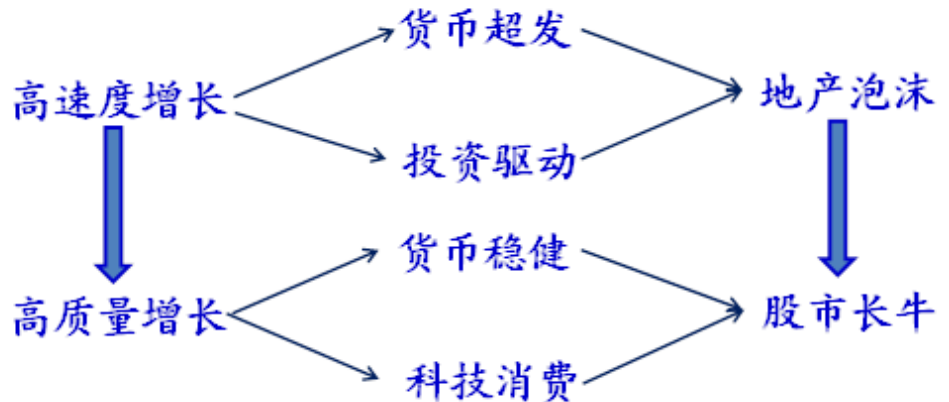
只要大家觉得在中国可以安居乐业，那么随着高铁和 5G 等基础设施的建设，城市让生活更加美好，大家还是会继续从农村和乡镇往城市搬家，在城市的居民也会改善生活质量，这些就会带来消费的持续增长。而企业为了帮助居民改善消费质量，就会投入研发、提升科技创新的能力。

也就是说，只要我们确定中国的城市化还在继续推进，居民消费保持每年 8-10% 左右的增长，那么科技与消费领域的优秀龙头企业就可以获得更高的业绩增长，或许可以达到每年 15-20% 左右，这也是投资这些行业的优秀企业在长期有希望获得的年化回报率。

我们之所以认为本轮股市慢牛行情可以持续，根本原因在于靠消费和科技驱动的经济增长，在长期会给优质企业带来稳定的业绩增长。虽然可能部分行业和公司的估值短期偏贵，但是只要业绩增长可以持续，那么靠时间可以消化估值。这完全不同于过去靠货币和投资驱动的经济增长模式之下，企业的业绩大幅波动而不可持续。

虽然在长期我们看好消费和科技，但是对于 2020 年的市场，我们认为短期之内传统的周期行业也会有机会。理由是在货币再宽松和中美贸易摩擦缓和的环境下，库存投资周期有望短期启动，PPI 有望由负转正，从而带来周期行业的业绩改善。因而 2020 年的股市或是更加均衡的普涨行情。

图23 增长模式与大类资产配置变化



资料来源：海通证券研究所

总结来说，我们认为随着中国不再超发货币，经济将从高速增长进入中速增长时代，经济增长的动力从投资转向消费与科技，这其实是更高质量的增长。反映在资产配置上，靠买房对抗货币贬值的时代正在过去，而股市将成为中国经济增长的晴雨表，未来 10 年的中国股市有望演绎美国 80 年代以后的长期慢牛行情。

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
陈兴	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 ljl11087@htsec.com
 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
 陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
 联系人
 应镓娴(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
 梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
 联系人
 颜伟(021)23219914 yw10384@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
 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
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
 姜珮珊(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 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
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
 李凡 lf12596@htsec.com

中小市值团队

 张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
 钮宇鸣(021)23219420 nyumiu@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com
 相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
 联系人
 王园沁 02123154123 wyq12745@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
 吴佳桢 0755-82900465 wj11852@htsec.com
 联系人
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@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
 房乔华 0755-23617756 fqh12888@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
 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
 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
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
 联系人
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
 郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢盐(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 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@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 xbcq6583@htsec.com 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 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 张崢青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 张弋 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 010-56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 ljy12399@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 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 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 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 联系人 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 朱耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@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(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
军工行业 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)23154395 ljl12245@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 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
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@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
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金鑫(010)58067851 gjx12727@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