

相关研究

《地方经济以何复苏?》2020.08.03

《投资收益从哪里来?》2020.08.02

《宏观研究与资产配置——海通宏观研究框架》2020.07.31

经济复苏：衰竭还是持续？

——兼议我们处在经济周期的哪个阶段

投资要点：

- **经济周期依然存在。**在资产配置领域，最著名的理论莫过于“美林投资时钟”，但在 12 年之后，中国经济的波动性明显下降，通胀的波动性也大幅缩小。经济周期并没有消失，发电量增速、核心 CPI、克强指数与 GDP 名义增速依然呈现出周期性的波动。而 GDP 名义增速与十年期国债利率、企业盈利增速高度相关。资产和负债的变化催生经济周期性波动，与资产相关的四类经济周期包括：存货投资周期（3-4 年）、设备投资周期（7-10 年）、房地产投资周期（15-25 年）、科技投资周期（40-60 年）。负债波动形成债务周期。
- **被动去库仍将延续。**存货周期普遍存在，90 年代以来，美国、日本、中国的存货投资均呈现出为期 40 个月左右的周期性波动。从存货周期四个阶段看：第一，目前中国工业企业收入回升、库存回落，制造业 PMI 的原材料库存和产成品库存双双下滑，都指向目前正在被动去库存；第二，工业企业库销比依然位于历年同期高位，意味着库存仍待去化，去库存仍将延续一段时间；第三，作为库存的领先指标，需求（营业收入增速）、价格（PPI 增速）相继见底回升，这意味着在经历一段时间的被动去库存后，补库存有望启动。
- **设备投资有望扩张。**设备投资周期同样普遍存在，80 年代以来，美国、日本、中国都经历了四轮设备投资周期，美国经验表明，工业产能利用率、失业率也同步起伏。制度红利的释放是中国设备投资周期启动的主要驱动力，目前我们正处在上一轮周期的尾声、新一轮周期启动的前夜。从历史经验来看，工业企业利润增速、金融机构人民币贷款利率都是制造业投资的领先指标。工业企业利润增速在 19 年已出现企稳迹象，20 年初受疫情影响大幅下滑后，目前已见底回升，贷款利率更是在 19 年以来见顶回落，持续处于下行通道。此外，受到疫情影响，以往作为吸纳就业主力的服务业受到压制，完成新增就业目标将主要依靠建筑业、工业和交通运输业，从而有望带来产能的扩张。
- **货币超发杠杆再起。**过去十年间，三次加杠杆引领了中国经济的三起三落。在经历了 17 年的去杠杆，18、19 年的稳杠杆后，今年两会强调 M2、社融增速要“明显高于去年”，意味着加杠杆卷土重来。未来三个部门有望加杠杆。一是中央政府，缘于宏观税负高企、债务率较低。今年积极财政力度空前，表明中央政府正在大力加杠杆。二是低线城市居民，缘于购房杠杆率较低，消费需求依然旺盛。新型城镇化重在取消落户限制，推动落户，有望加速释放低线城市居民的潜在需求。三是民营企业，减税降费，融资成本下行、规模扩张，令民企经营状况出现改善，而 5 月份发布的《完善经济体制意见》强调支持非公经济，“非禁即入”，并推进混改、改革自然垄断，这意味着在需求端，民企有望迎来更为广阔的空间。
- **总结来说，下半年经济复苏仍将延续。**目前，我们已经处在存货投资周期中的被动去库存阶段，即将转向主动补库存，同时也处在新一轮设备投资周期启动的前夜。与之相应的，新一轮加杠杆周期也已启动，中央政府、低线城市居民、民营企业有望成为本轮加杠杆的主力。

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

目 录

1. 经济周期依然存在	5
2. 被动去库仍将延续	8
3. 设备投资扩张前夜	11
4. 货币超发杠杆再起	14

图目录

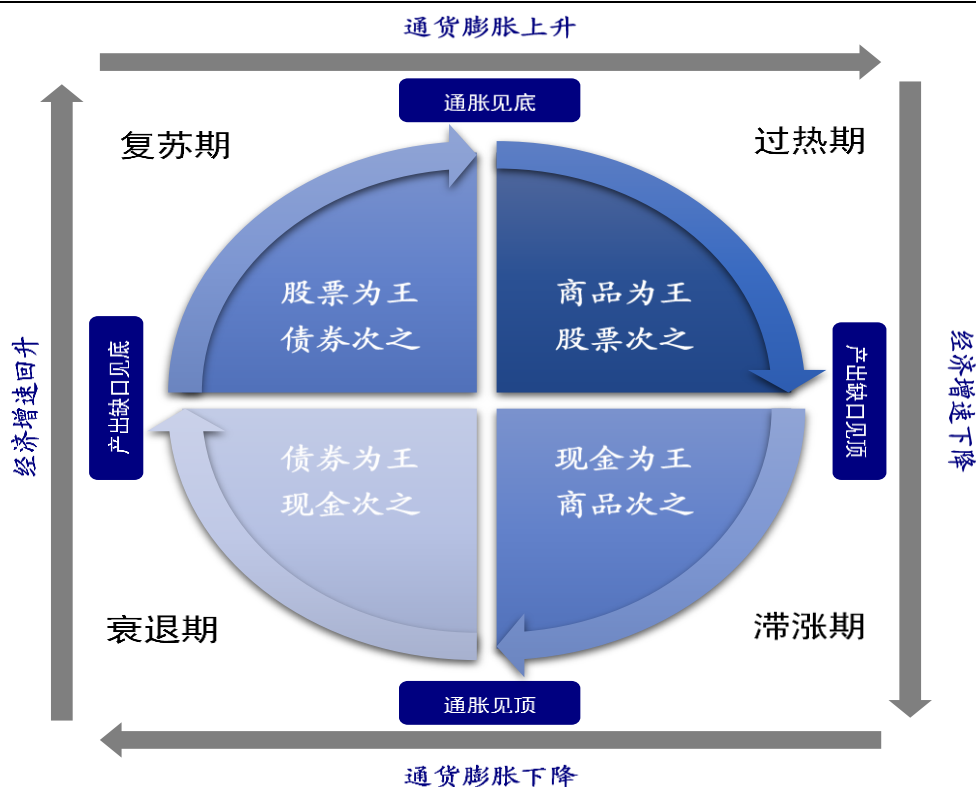
图 1	美林投资时钟.....	5
图 2	中国 GDP 增速、CPI 增速 (%)	5
图 3	发电量增速、核心 CPI 增速 (%)	6
图 4	克强指数 (%)	6
图 5	GDP 名义增速、10 年期国债到期收益率 (%)	7
图 6	GDP 名义增速、A 股上市公司净利润增速 (%)	7
图 7	GDP 名义增速、工业企业利润总额增速 (%)	7
图 8	基钦周期、朱格拉周期、库兹涅兹周期特征比对	7
图 9	经济增长与债务周期.....	8
图 10	美国制造业库存同比增速 (%)	8
图 11	日本制造业库存同比增速 (%)	8
图 12	中国工业企业产成品存货同比增速 (%)	9
图 13	库存周期的四个阶段.....	9
图 14	中国工业企业产成品存货同比增速 (%)	10
图 15	中国工业企业库存销售比及增速	10
图 16	2011 年以来各月中国工业企业库存销售比	10
图 17	中采 PMI 产成品库存和原材料库存 (%)	11
图 18	PPI 当月同比、工业企业产成品存货同比 (%)	11
图 19	美国私人设备投资季调同比 (%)	12
图 20	日本私人企业设备投资季调同比 (%)	12
图 21	美国工业产能利用率、GDP 增速 (%)	12
图 22	美国失业率、GDP 增速 (%)	12
图 23	中国固定资本形成、固定资产投资增速 (%)	12
图 24	工业利润增速、制造业投资增速 (%)	13
图 25	工业企业利润总额同比增速 (%)	13
图 26	制造业投资同比增速、金融机构人民币贷款加权平均利率 (%)	13
图 27	历年城镇新增就业、GDP 增速	14
图 28	单位 GDP 增速吸纳的城镇就业 (万人)	14
图 29	各主要行业单位 GDP 增速吸纳城镇就业 (万人)	14
图 30	政府加社会融资总量余额增速、GDP 增速 (%)	15

图 31	历年 GDP 名义增速、M2 增速 (%)	15
图 32	今年以来重要会议中对货币政策的表述	16
图 33	中国各类税负占比 (%)	16
图 34	地方政府及中央政府债务率 (%)	16
图 35	2020 年新增财政总赤字的结构与用途	17
图 36	12-18 年一二三线城市房价收入比 (倍)	17
图 37	不同城市社消零售同比增速 (%)	17
图 38	新型城镇化: 不同规模层级城市协调发展	18
图 39	私营工业企业营业收入利润率 (%)	18
图 40	私营工业企业资产负债率 (%)	18
图 41	私营工业企业利润总额同比增速 (%)	18
图 42	激发活力三步走, 改善民企三大表	19

1. 经济周期依然存在

还记得我刚入行的时候经常被问到一个问题：宏观经济和资产市场到底什么关系？我们知道，在资产配置领域，最著名的理论莫过于“美林投资时钟”，核心是通过对经济增长和通胀两个指标的分析，将经济周期划分为衰退、复苏、过热、滞胀等四个阶段。每个阶段对应着表现更为突出的某类资产：债券、股票、大宗商品或现金。

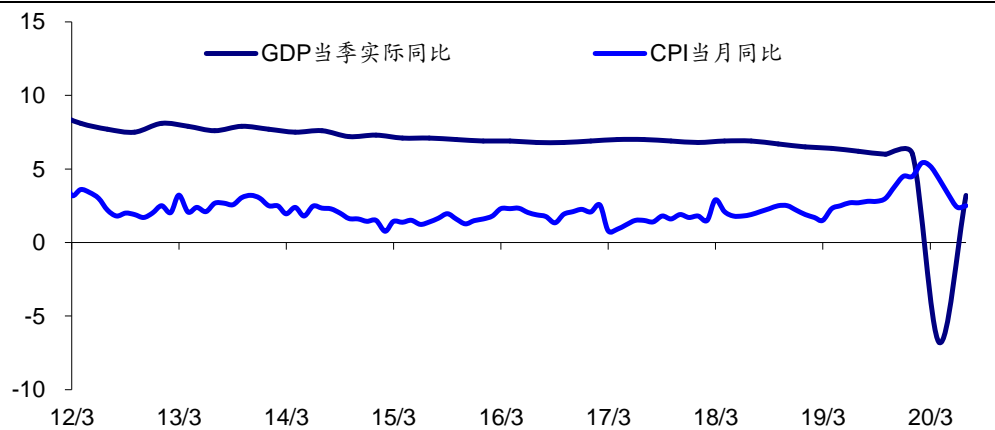
图1 美林投资时钟



资料来源：海通证券研究所整理

在08年至13年，中国经济存在明显的周期性波动，美林投资时钟也具有比较好的应用性。但在2012年之后，中国经济的波动性明显下降，呈现L型稳步下行的走势，通胀的波动性也大幅缩小。这是不是意味着经济周期已经消失了，基于经济周期的投资分析框架也已经失效了？

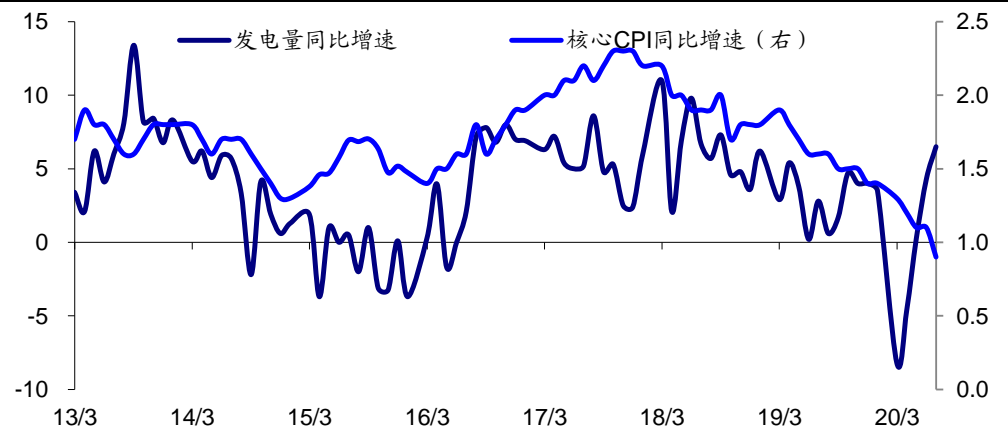
图2 中国GDP增速、CPI增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

诚然，GDP 实际增速和 CPI 增速这两个数据失去了波动性，但这并不意味着经济周期消失了。比如，以发电量增速来代表经济走势，以核心 CPI 来代表 CPI 走势，其实不难发现，12 年以后的波动并不低。

图3 发电量增速、核心 CPI 增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

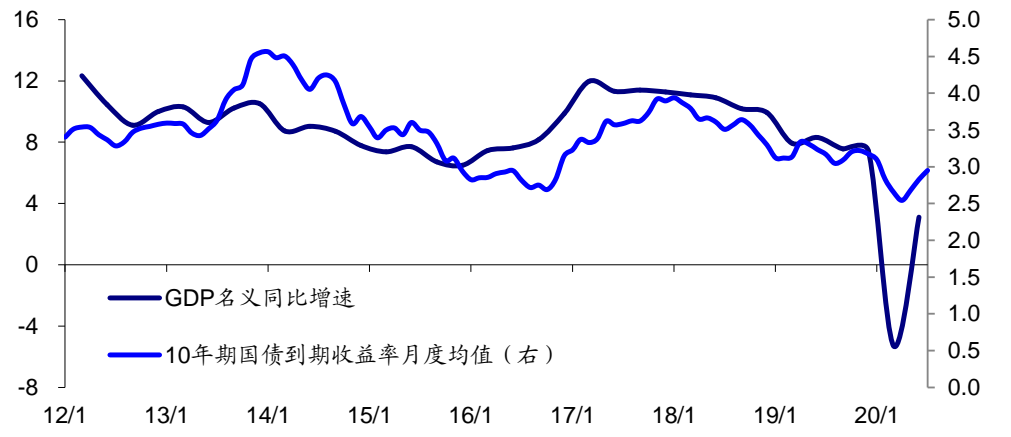
再比如，中国经济的波动主要缘于工业部门，而工业用电量、中长期贷款、铁路货运量，这三者都与工业经济高度相关，由三者合成得到的克强指数，也同样显示 12 年以来中国经济依然呈现出较明显的周期性。

图4 克强指数 (%)



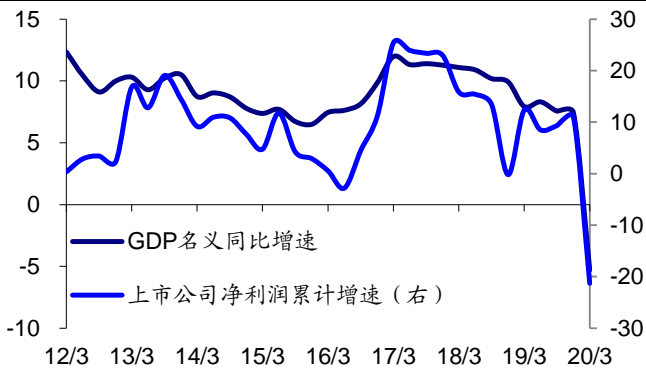
资料来源：Wind，海通证券研究所

而更重要的是，观察 GDP 名义增速的走势，其在 12 年之后也存在明显的波动性。这一指标对于资本市场意义重大，因为从理论上来说，一切资产的收益率都来自于经济的名义增长。比如作为资产定价的锚，十年期国债利率的走势就和 GDP 名义增速保持一致，但由于债权承担的风险低于股权，其收益率和波动性都明显低于 GDP 名义增速。

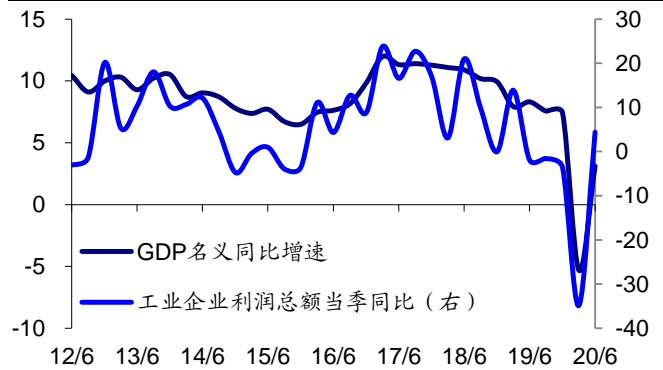
图5 GDP名义增速、10年期国债到期收益率(%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

而股价的涨幅，一部分来自于估值的提升（与10年期国债收益率高度相关），另一部分则来自于企业利润增长。观察A股上市公司数据和规模以上工业企业数据，都显示企业盈利增速与GDP名义增速走势趋同、波幅更大。

图6 GDP名义增速、A股上市公司净利润增速(%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图7 GDP名义增速、工业企业利润总额增速(%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

那么，经济周期又是由什么导致的？通常经验上认可的周期主要有四类，分别是：基钦周期（存货投资周期或短周期）、朱格拉周期（设备投资周期或中周期）、库兹涅茨周期（建筑投资周期）、康德拉季耶夫周期（科技投资周期或长周期），周期的时间长度分别为3-4年、7-10年、15-25年、40-60年。在我们看来，这四类典型的经济周期，本质上都是由投资的波动所导致的，最终都体现在资产负债表的左侧——存货、设备、建筑、科技，既是从流动资产到非流动资产，也是从有形资产到无形资产。

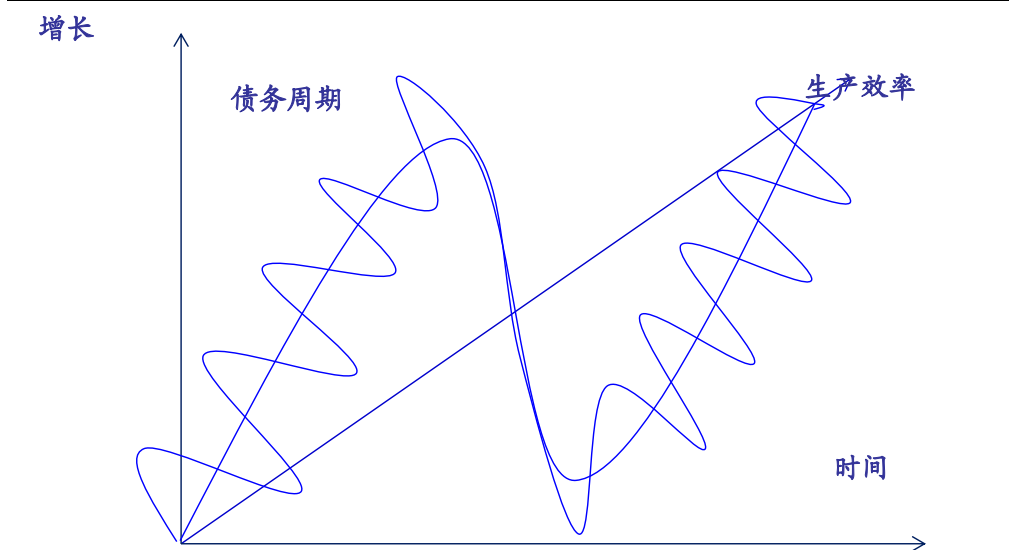
图8 基钦周期、朱格拉周期、库兹涅茨周期特征比对

周期	长度	振幅	主要驱动因素	运行机理	关键指标
存货周期 (基钦周期)	平均4.5年，规律性强。下降阶段平均6-9个月。	有限	存货（占美国GDP的6%），美国主要是耐用品（如汽车）。	存货加速器	存货
资本支出周期 (朱格拉周期)	平均9年，受技术创新、贸易自由化影响。衰退期平均2-2.5年。	可能很大	资本性支出，发达国家占GDP比重约10%，新兴市场更高。	利率变化、资本支出加速器、抵押贷款加速器、情绪加速器、衰退期信用崩溃。	产能利用率，上市公司预期收益率等。
房地产周期 (库兹涅茨周期)	平均18年，受利率趋势影响。典型衰退期3-3.5年。	可能非常大	房屋建造及房价的财富效应（全球房屋价值比GDP约250%）。在发达国家占比更高。		房价收入比，房价租金比，地产价值与GDP之比等。

资料来源：拉斯·特维德（著），董裕平（译），《逃不开的经济周期》，海通证券研究所

正所谓兵马未动粮草先行，资产端的扩张往往需要债务端同步扩张，而债务的扩张程度决定了资产的扩张程度。由于人们总想过好日子，不愿意承受经济衰退，因而往往会举债过度，或者是政府举债、或者是央行放水刺激居民和企业举债，但是借钱总是要还的，正所谓有借有还再借不难。因而债务的波动也同样会产生经济周期。

图9 经济增长与债务周期



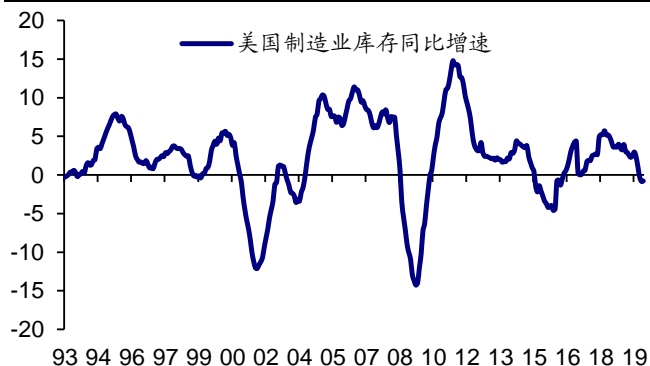
资料来源：海通证券研究所整理

接下来，我们将分别从存货投资周期、设备投资周期，以及债务周期的视角，研判当前以及未来一个时期经济所处阶段。

2. 被动去库仍将延续

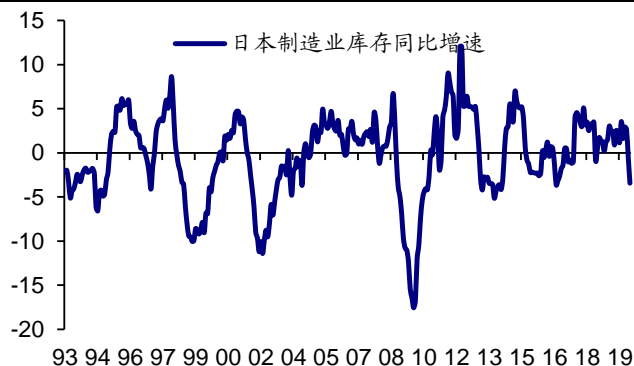
存货周期是最为普遍存在的一类经济周期。先来看美国和日本的经验，93年以来，美国经济先后经历了七轮库存周期，波峰分别为：95年6月、98年3月、00年8月、03年3月、06年9月、11年5月、14年6月和18年7月，平均每轮库存周期持续39.6个月。同一时期的日本也经历了七轮库存周期，波峰分别为：96年2月、98年3月、01年6月、05年7月、09年1月、12年3月、15年2月和18年3月，平均每轮库存周期持续37.9个月。

图10 美国制造业库存同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

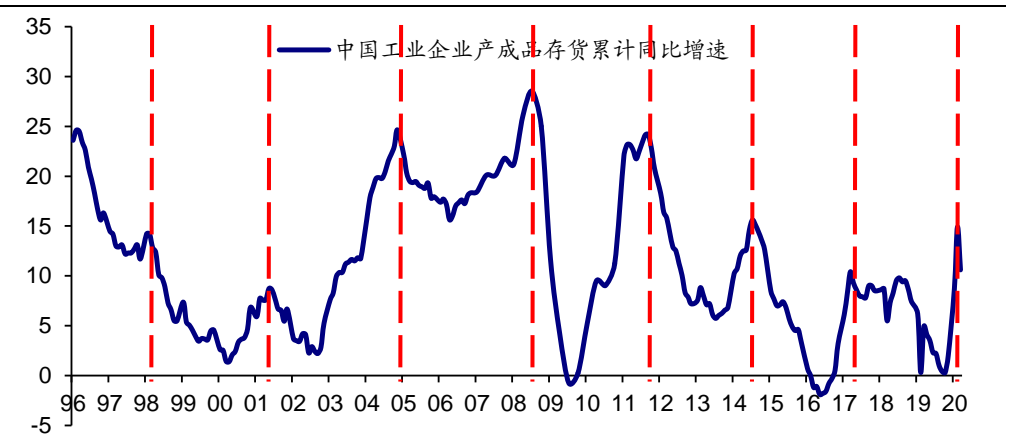
图11 日本制造业库存同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

再看中国，96年以来，中国先后经历了7轮库存周期，波峰分别出现在98年2月、01年6月、04年12月、08年8月、11年10月、14年8月、17年4月和20年3月，平均每轮库存周期持续37.9个月。

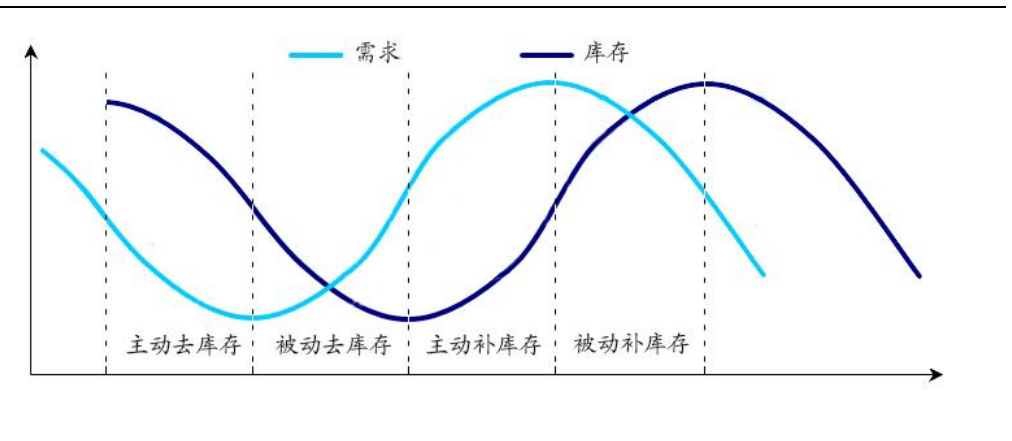
图12 中国工业企业产成品存货同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

库存周期通常被划分为四个阶段：1、主动去库存：需求回落，企业对未来经济状况的预期悲观，不得不主动降低库存以改善自身资金状况。2、被动去库存：需求触底反弹，但企业依然谨慎，需求逐渐超过企业的预期，此时企业的库存进一步下降。3、主动补库存：需求已连续多月反弹，企业对未来逐渐乐观，企业的库存也已降至较低水平，企业逐渐补充库存以应对需求的反弹。4、被动补库存：需求开始下滑，但企业依然乐观，需求逐渐低于企业的预期，此时企业的库存进一步上升。

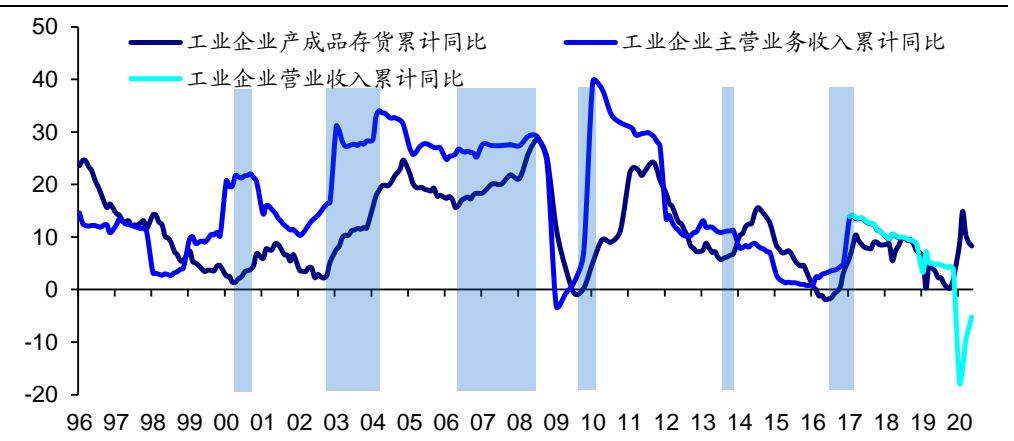
图13 库存周期的四个阶段



资料来源：海通证券研究所整理

工业企业产成品存货指向被动去库存。规模以上工业企业产成品存货同比增速是判断库存状况最重要的指标，而结合工业企业主营业务收入同比增速（17年以前）和工业企业营业收入同比增速（17年及以后），我们可以判断工业经济处在库存周期中所处的阶段。中国工业企业收入增速在疫情冲击下向下探底，并于今年3月开始收窄降幅。而产成品存货增速则在3月达到高点，4月开始增速回落，这意味着目前正处于被动去库存的阶段。

图14 中国工业企业产成品存货同比增速 (%)

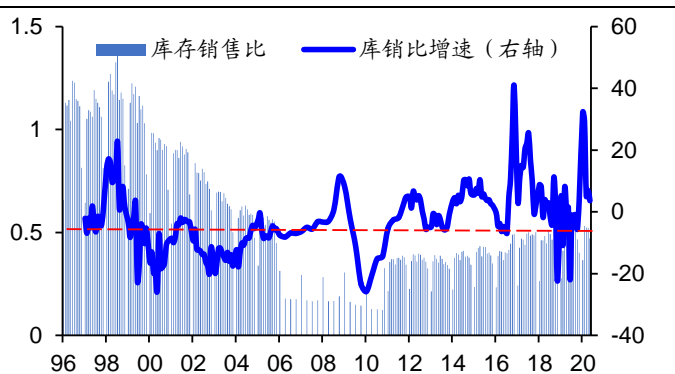


资料来源：Wind，海通证券研究所。蓝色阴影为主动补库存阶段。

库存销售比及其增速同样是判断库存状况的重要指标：一方面，库存增加既可能缘于销售上升拉动，也可能由于需求不振而积压，应结合销售来考察库存状况。当库销比明显高于正常水平时即为库存水平偏高，反之则偏低，正常水平往往用历年同期平均值来度量。另一方面，库销比增速近似等于库存增速与销售增速之差，因而库销比增速应呈周期性变化，其上升（下降）的过程对应着库存的回补（去化）。

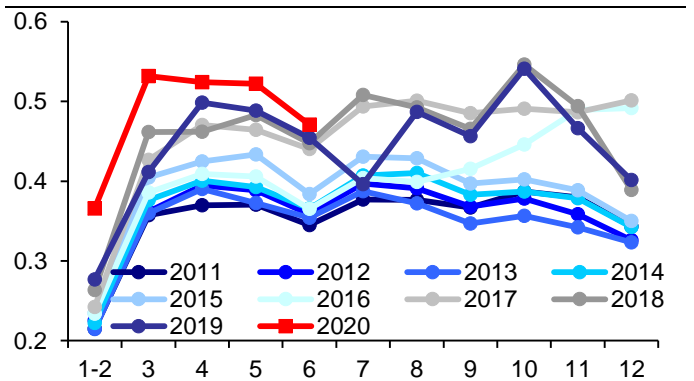
库存销售比指向去库存尚未结束。从库存销售比看，16年中到17年初工业企业库存快速回补，库销比同比增速一度到40.5%。补库存后，工业企业库存状况明显走高，库销比超出历年同期水平。但由于需求回升低于库存回补幅度，工业企业库存在18年高位波动。经过18年到19年的调整后，工业企业库销比有所回落。而随着疫情爆发，需求收紧，库销比快速回升，2月库销比增速达到32.1%，一季度库销比重回高位。但随着疫情逐渐得到控制，生产和需求逐步恢复，库销比已回落到50%以下，但仍然处于11年同期以来最高，这意味着去库存进程尚未结束。

图15 中国工业企业库存销售比及增速



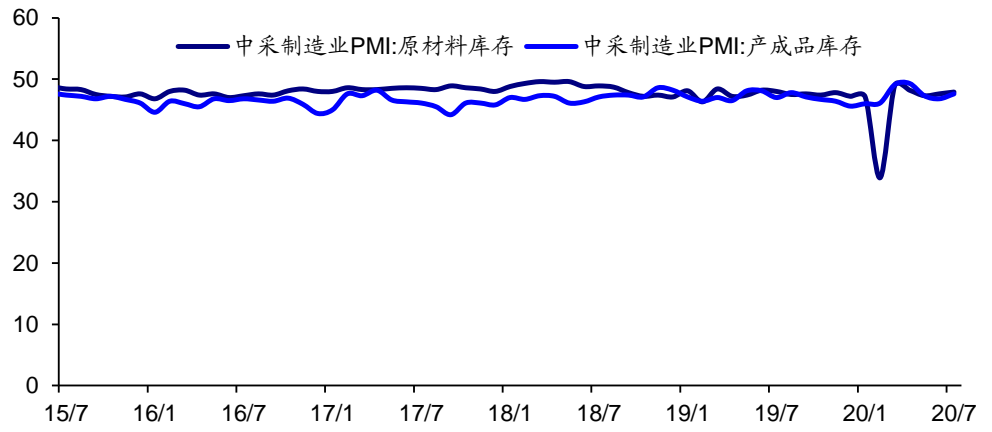
资料来源：Wind，海通证券研究所

图16 2011年以来各月中国工业企业库存销售比



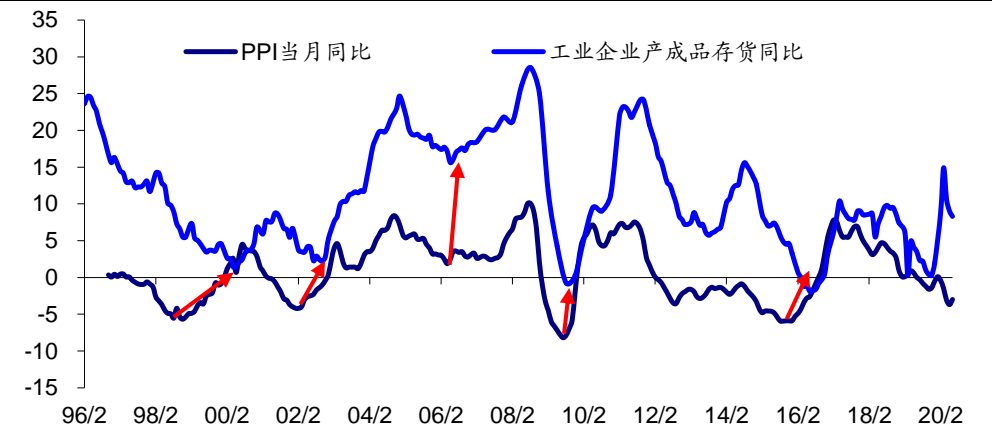
资料来源：Wind，海通证券研究所

制造业 PMI 库存同样指向被动去库存。虽然制造业 PMI 库存指标短期波动较大，但我们依然可以依据其趋势做出判断。从中采制造业 PMI 看，19年8月开始，产成品库存持续下降，同期原材料库存并未明显下落，指向19年下半年处于被动去库存阶段。20年初，在疫情冲击下，运输受阻，在完成已有订单的过程中，原材料库存断崖式下跌。而需求锐减则导致产成品库存累积，经历了一个短暂的被动补库存过程。疫情管控常态化后，5月原材料和产成品库存同时去化，也再度指向被动去库存。

图17 中采 PMI 产成品库存和原材料库存 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

工业品价格指向下半年补库存有望启动。需求，价格，生产都对库存水平产生影响，但先后顺序不同。价格既是当期需求、生产的结果，也会影响未来的生产、库存，因而价格的拐点也同样领先于库存的拐点。可以看到，PPI 在 16 年这一轮周期中领先于库存变化 3 个月，工业品价格的上涨推动了工业企业在 16 年中主动补库存。目前 PPI 增速尚在筑底，我们预计下半年 PPI 增速有望见底回升，这意味着下半年有望迎来补库存。

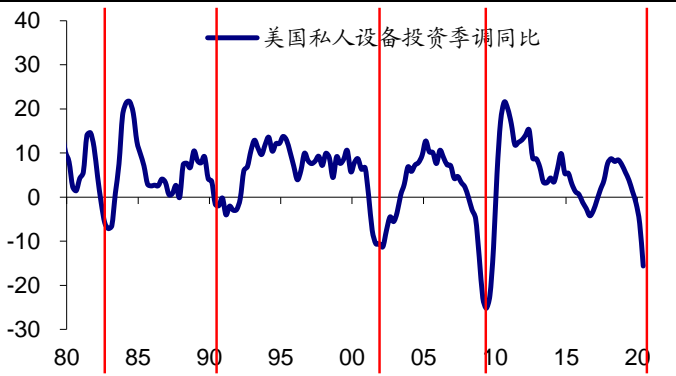
图18 PPI 当月同比、工业企业产成品存货同比 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所。

3. 设备投资扩张前夜

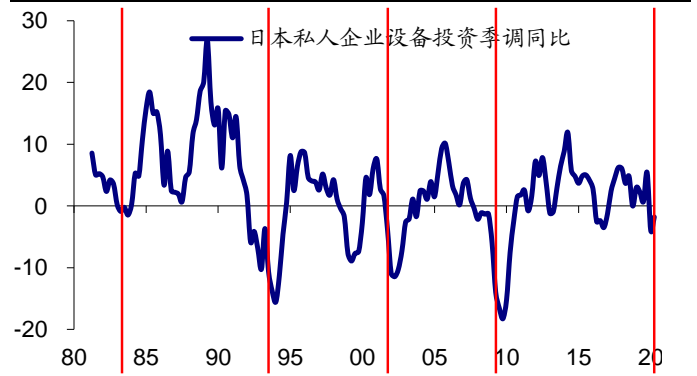
设备投资周期同样普遍存在。以美国、日本为例，80 年代以来，两国都先后经历了四轮设备投资周期，平均每轮设备投资周期的时长分别为 9.6 年、9.1 年，并且两国设备投资周期的节奏也基本一致。

图19 美国私人设备投资季调同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

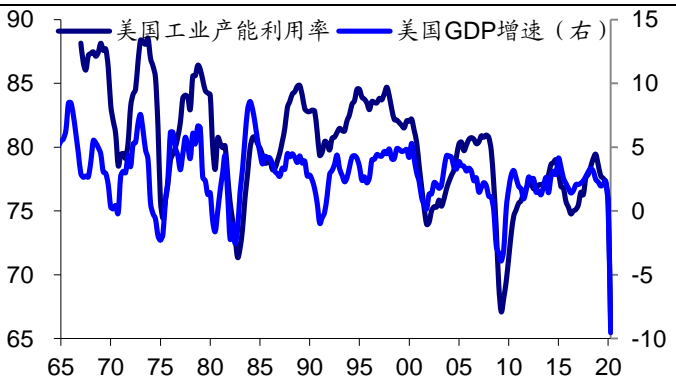
图20 日本私人企业设备投资季调同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

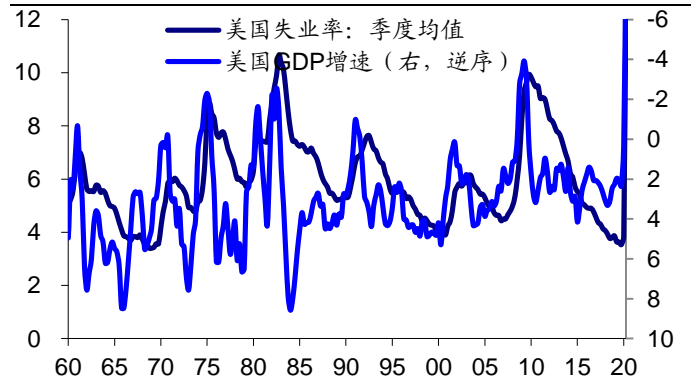
而随着设备投资的扩张和收缩,产能利用率、失业率也同样出现起伏。以美国为例,60年以来,工业产能利用率和经济增长呈现显著的正相关性,而每当经济增速见底回升,失业率也都相继回落。事实上,美联储实施货币政策,主要关注的就是通胀和就业,而这也强化了美国经济的中周期特征。

图21 美国工业产能利用率、GDP 增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

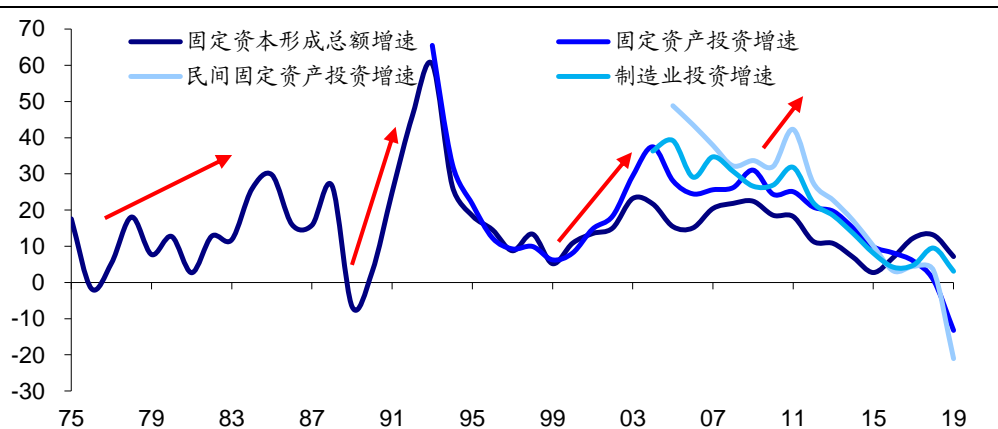
图22 美国失业率、GDP 增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

中国经济同样具备较明显的中周期特征。1978年改革开放以来,每一轮制度红利的释放都带来了新一轮设备投资周期的启动。78年的改革开放、90年代初的南巡讲话、00年代初的中国加入WTO,以及09年的“四万亿”刺激,相继带动投资增速迅速上升。

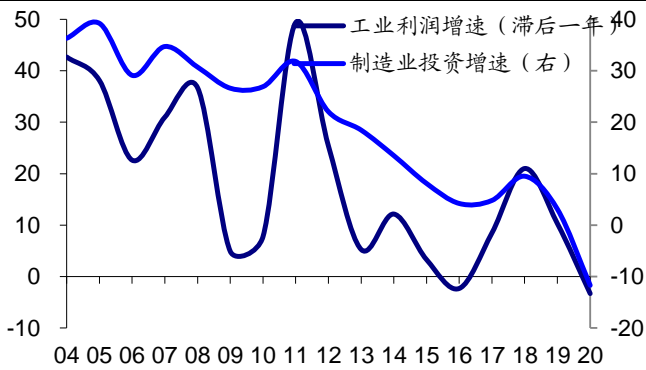
图23 中国固定资本形成、固定资产投资增速 (%)



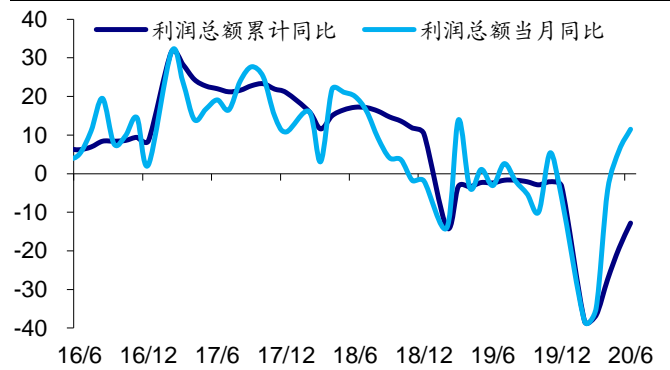
资料来源: Wind, 海通证券研究所。

16、17年投资增速出现了短暂的反弹,“新周期”最终被证伪。而目前我们依然处在上一轮设备投资周期的尾声当中。但站在当前时点,我们认为,新一轮设备投资周期的启动即将到来。

首先，企业盈利见底回升。从历史经验来看，企业盈利大约领先于制造业投资一年左右。工业企业利润增速在经历了过去三年的下台阶后，在19年已经出现企稳迹象，20年初受疫情影响大幅下滑后，目前也已见底回升。而随着供需两端的持续修复，我们预计下半年工业利润增速有望延续回升势头，这意味着未来制造业投资有望迎来改善。

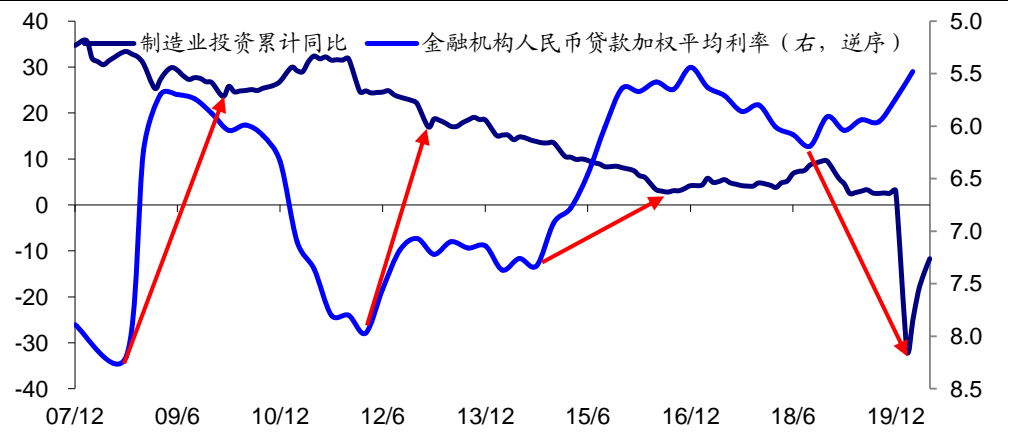
图24 工业利润增速、制造业投资增速 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图25 工业企业利润总额同比增长 (%)


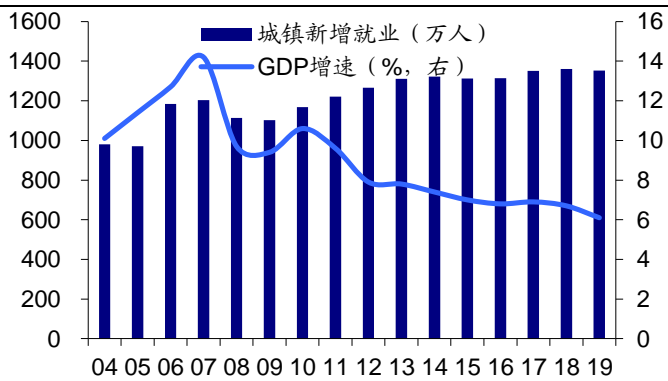
资料来源：Wind，海通证券研究所

其次，贷款利率见顶回落。历史经验表明，贷款利率见顶回落往往领先于制造业投资增速见底回升一年左右。19年以来，贷款利率见顶回落，目前仍处下行通道，这同样意味着，随着贷款利率持续下行，未来制造业投资有望迎来扩张。

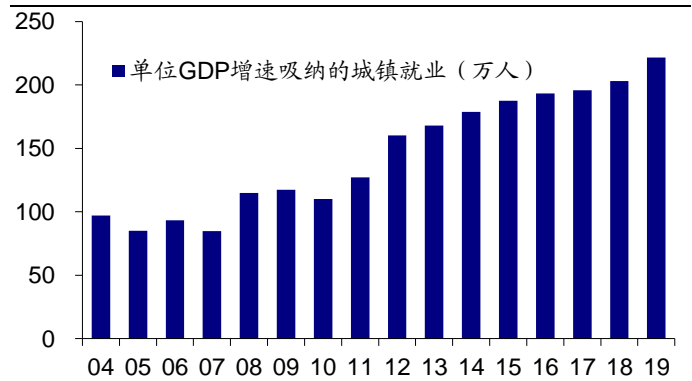
图26 制造业投资同比增速、金融机构人民币贷款加权平均利率 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所。

就业是观察产能状况的另一个重要指标。04至10年，中国GDP增速和城镇新增就业基本上是同升同降的。但在11年之后，两者走势出现背离，GDP增速拾级而下，而城镇新增就业稳步上升。就业与增长脱钩，缘于经济结构发生转变，服务业成为经济的半壁江山，而其对就业的吸纳能力要远强于第二产业（包括工业和建筑业）。相应的，04年至10年间，每单位GDP增速吸纳的城镇就业稳定在100万人左右，这一比值在11年之后稳步上升，19年达到222万人。

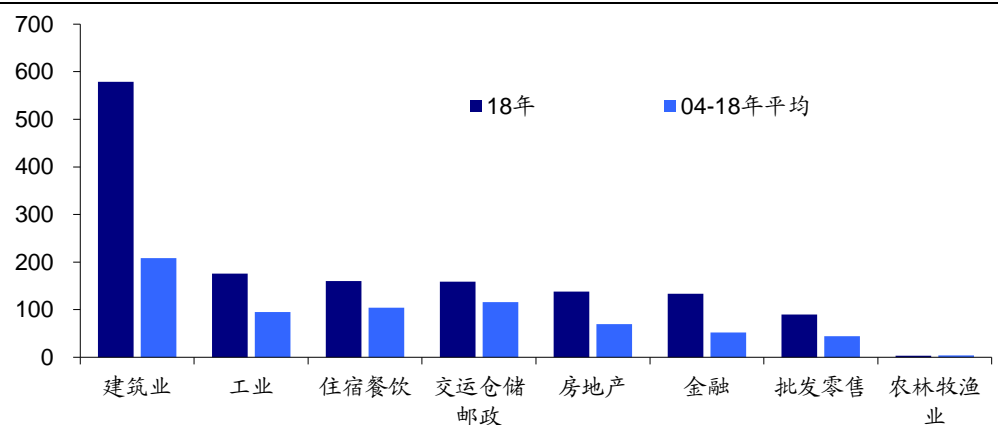
图27 历年城镇新增就业、GDP 增速


资料来源：Wind，海通证券研究所

图28 单位 GDP 增速吸纳的城镇就业 (万人)


资料来源：Wind，海通证券研究所

保就业预示产能或再度扩张。保就业需要怎样的经济增速？假定20年每单位GDP增速吸纳的城镇就业稳定在222万人，那么900万城镇新增就业目标就对应着4%的GDP增速。而4%的增速并不容易实现。因此，如果想要以更低的GDP增速实现城镇新增就业目标，那就必须提高单位GDP增速对就业的吸纳能力。而从历史数据看，吸纳就业能力较强的依次是：建筑业、工业、住宿餐饮业、交通运输业等，其中住宿餐饮受疫情影响，就业势必受到压制。这些行业创造更多就业岗位的过程，其实也正是产能再度扩张的过程。

图29 各主要行业单位 GDP 增速吸纳城镇就业 (万人)


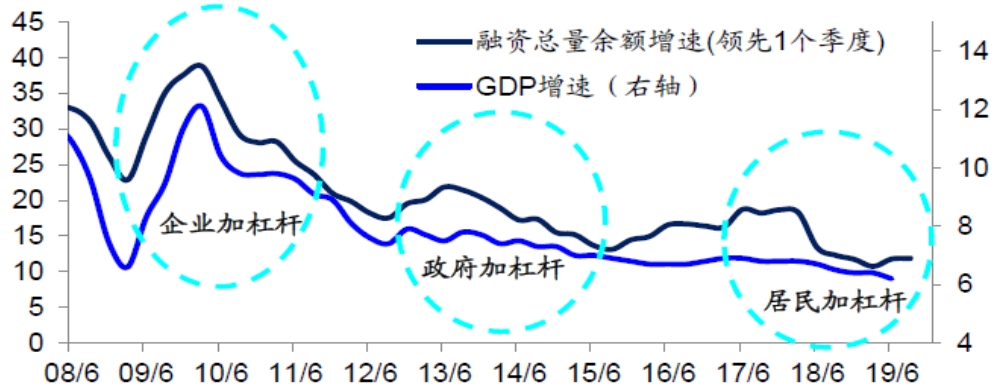
资料来源：Wind，海通证券研究所。

4. 货币超发杠杆再起

为什么我们在17年坚定认为产能难以扩张，而在当前时点提出设备投资有望扩张？除了看到企业盈利、贷款利率、新增就业等指标相继出现改善，另一个重要的原因在于，17年是典型的去杠杆，而今年则重新回到了加杠杆。

回顾过去十年，中国宏观杠杆率从09年的150%以下快速上升至19年底的260%，十年间三次加杠杆引领经济三起三落，表现为：09、10年企业部门加杠杆，4万亿刺激出台拉动制造业投资激增；12、13年政府部门举债，非标融资推动政府基建投资猛增；15-17年居民部门加杠杆，地产销售井喷带动地产投资增速。

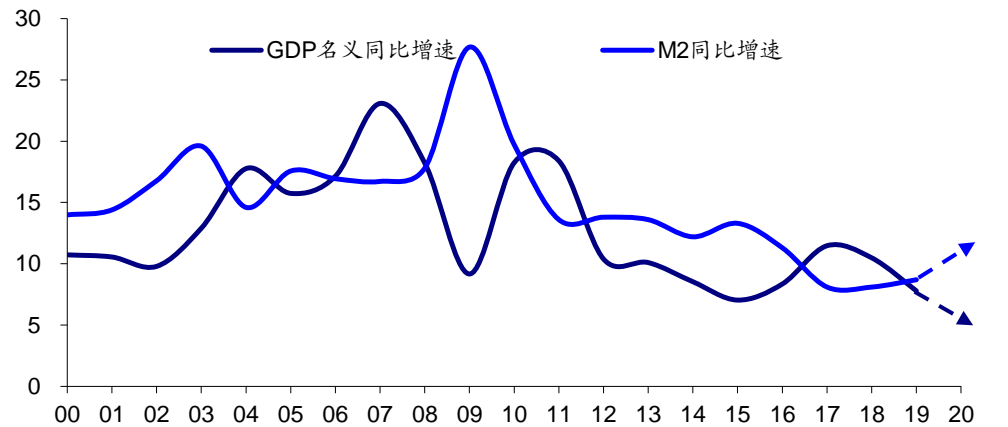
图30 政府加社会融资总量余额增速、GDP 增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所。

加杠杆卷土重来。疫情爆发导致经济增长面临巨大挑战,更加灵活适度的货币政策是实现“六保”的重要支撑。在今年两会政府工作报告中,虽然继续淡化 M2、社融增速目标,但相较于 18 年的“合理增长”,19 年的“要与国内生产总值名义增速相匹配”,今年“明显高于去年”的表述明显更为积极。考虑到受疫情影响,今年 GDP 名义增速低于去年几无悬念,货币增速“明显高于去年”意味着今年 M2 增速和 GDP 增速之间的缺口将明显扩大。货币的供给明显高于货币的需求,这意味着加杠杆将卷土重来。

图31 历年 GDP 名义增速、M2 增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所。

事实上,今年 3 月份,我国 M2 增速重新回到两位数,4 月份创下 17 年以来的新高至 11.1%,并在 5、6 月份保持高位稳定。央行也多管齐下宽信用,推出多项直达实体经济的货币政策工具,包括: 2.8 万亿新增贷款、3.7 万亿贷款本金延期、3000 亿抗疫专项再贷款、1.5 万亿普惠性再贴现再贷款,以及 1 万亿普惠小微企业信用贷款支持计划。今年以来央行 3 次降准,给商业银行提供了 1.75 万亿资金,也可以额外用来放贷。

图32 今年以来重要会议中对货币政策的表述

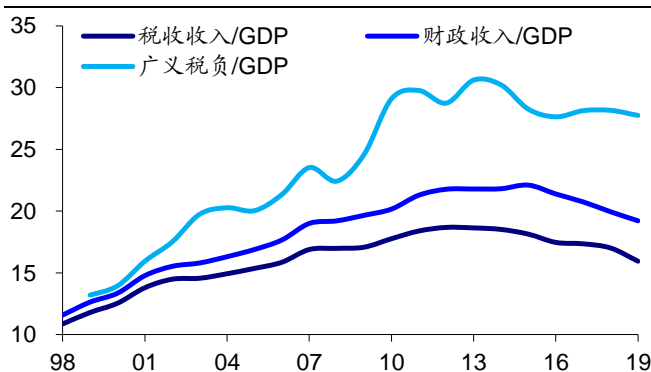
会议/文件	时间	货币政策主要内容
中央政治局会议	20/4/17	运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。
《货币政策报告》	20/5/10	稳健的货币政策更加灵活适度，强化逆周期调节，保持流动性合理充裕，加强对流动性供求和国内外市场的监测，综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，保持M2和社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配并略高。
《政府工作报告》	20/5/22	综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。
中央政治局会议	20/7/30	货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。
《货币政策报告》	20/8/6	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，疏通货币政策传导机制，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”。

资料来源：共产党员网，中国政府网，中国人民银行，海通证券研究所。

哪些部门具备加杠杆的潜力？

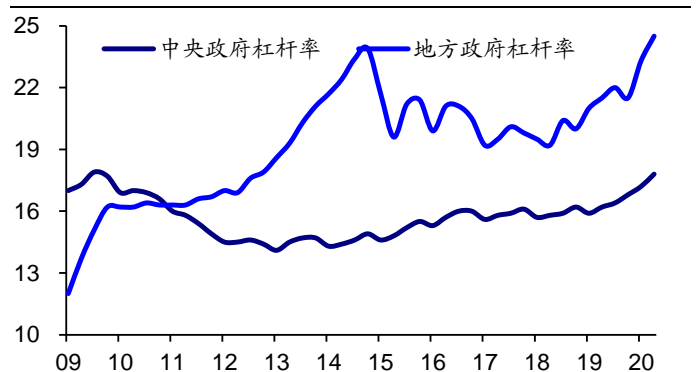
首先是中央政府。随着《资管新规》落地，影子银行融资持续萎缩，政府举债全面规范，加上地方政府债务率已经不低，举债受限。一方面，税收制度改革带来宏观税负持续攀升，尽管17年至19年减税降费目标逐年翻番，但19年广义税负/GDP仍高达27.7%。另一方面，目前中央政府杠杆率明显偏低，截至20年6月底，地方政府杠杆率稳定在24.5%，而中央政府杠杆率在经历了过去一年的持续上升后，也仅为17.8%。

图33 中国各类税负占比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

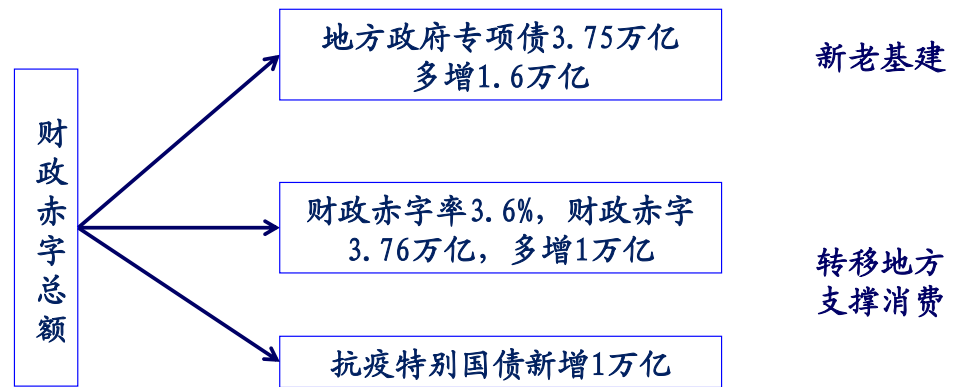
图34 地方政府及中央政府债务率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

今年积极的财政政策三管齐下，中央政府正大力加杠杆。其中预算财政赤字增加到3.76万亿，比去年增加1万亿。发行地方政府专项债券3.75万亿，比去年增加1.6万亿。另外还将新发1万亿的抗疫特别国债。其中多增的1.6万亿地方政府专项债主要用于新老基建、支撑投资，而新增的1万亿特别国债和1万亿财政赤字直接转移地方政府，用于支撑消费。

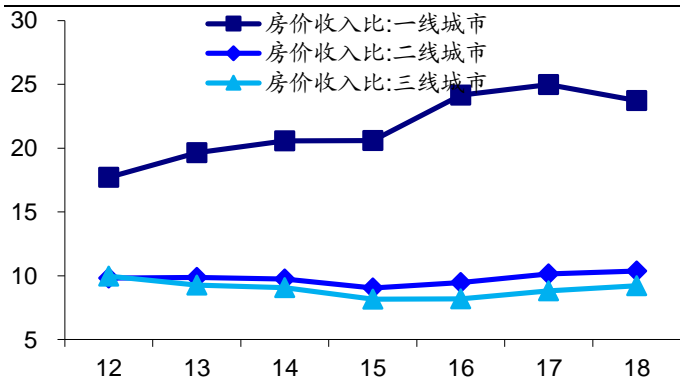
图35 2020 年新增财政总赤字的结构与用途



资料来源：中国政府网，Wind，海通证券研究所。

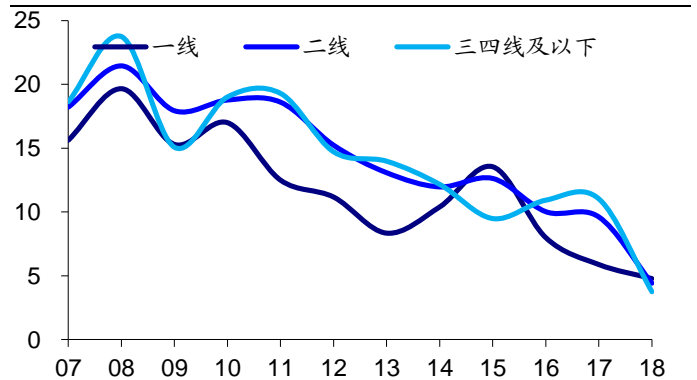
其次是低线城市居民。15、16 年一二线房价大涨，房价收入比大幅上升，令一二线居民债务负担较重，透支消费能力。三四线房价涨幅温和，加之棚改货币化安置发力，令三四线居民负债率较低，消费需求旺盛，仍然具备加杠杆空间。

图36 12-18 年一二三线城市房价收入比（倍）



资料来源：Wind，海通证券研究所

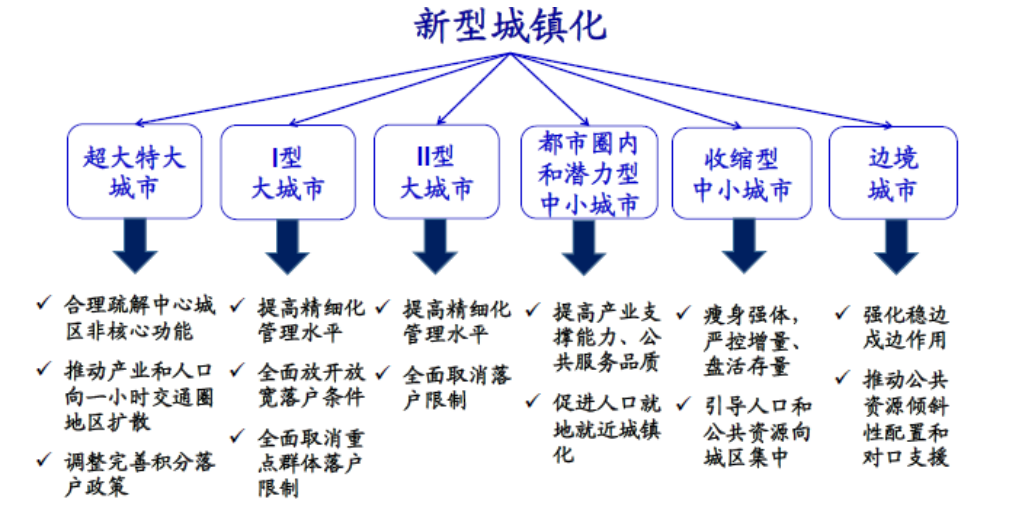
图37 不同城市社消零售同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

新型城镇化，低线城市居民提速加杠杆。7 月底政治局会议提出以新型城镇化带动投资和消费需求，推动城市群、都市圈一体化发展体制机制创新。19 年常住人口口径下的城镇化率为 60.6%，但户籍人口口径下的城镇化率仅为 44.4%，这意味着中国城镇化的进程尚未结束。目前中小城市和建制镇已经全面放开落户限制，人口 100 万-300 万的大城市已经全面取消落户限制，人口 300 万-500 万的大城市也已经全面放宽重点群体落户限制。未来随着户籍制度改革、农村土地制度改革的提速，以城市群、都市圈为核心的新型城镇化有望加速释放潜在需求。

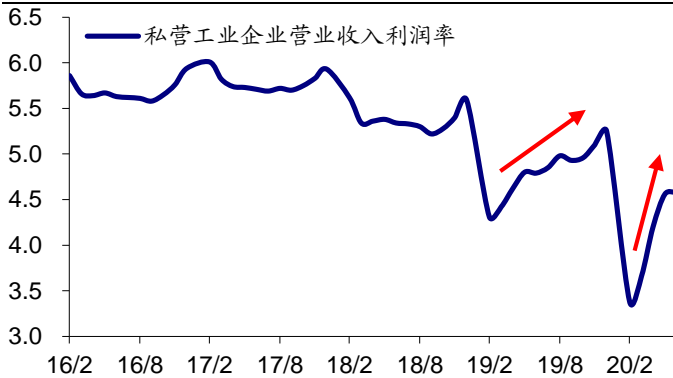
图38 新型城镇化：不同规模层级城市协调发展



资料来源：《2019年新型城镇化建设重点任务》，海通证券研究所

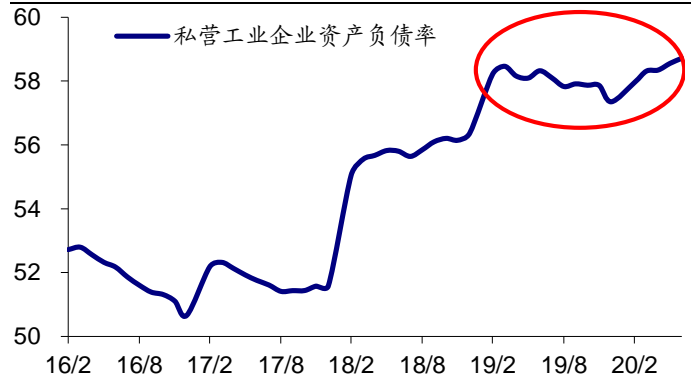
最后是民营企业。自15年供给侧结构性改革以来，去杠杆带来的信用紧缩造成民企融资难且贵，去产能去库存政策改善了上游国企利润但却加重了中下游民企的负担，民企债务端和资产端双双收缩，造成被动加杠杆。得益于减税降费，以及融资成本下行，19年民企收入利润率已经企稳回升。盈利状况的改善，加上融资难融资贵问题的缓解，也使得民企资产负债率在19年出现回落。

图39 私营工业企业营业收入利润率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

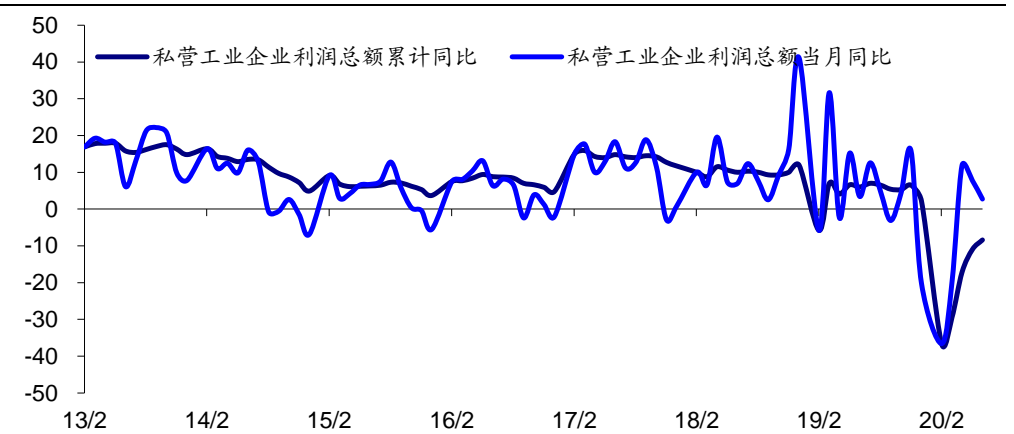
图40 私营工业企业资产负债率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

尽管受疫情影响，20年初民企经营状况再度恶化，但2季度以来，私营工业企业的当月利润增速已经回升转正，收入利润率也回升并接近去年同期。

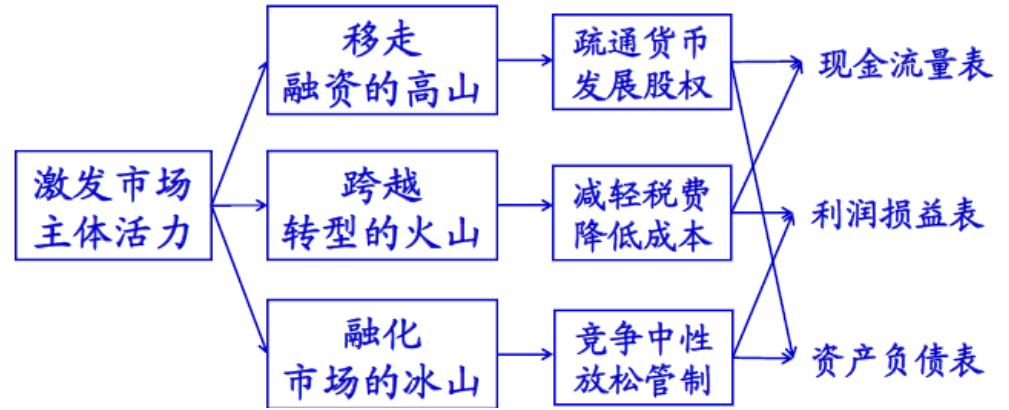
图41 私营工业企业利润总额同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所。

目前，我们已相继看到民企利润增速的见底回升、企业贷款利率的明显回落，以及企业贷款增速的持续回升。而5月份《完善经济体制意见》的授权发布，更是意义巨大。一方面，《意见》强调，要从立法上赋予私有财产和公有财产平等地位并平等保护，这为未来民企加杠杆提供了制度保障；另一方面，《意见》强调要支持非公经济，“非禁即入”，同时推进混改、改革自然垄断，这意味着在需求端，民企将迎来更为广阔的空间，民企加杠杆的三大条件（盈利改善、信贷改善、潜在需求改善）已经具备。

图42 激发活力三步走，改善民企三大表



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

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

 余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@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 ljli11087@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
 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
 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
 姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
 联系人
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
 张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
 孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@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

中小市值团队

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@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
 范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
 联系人
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
 朱赵明(010)56760092 zzm12569@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
 房乔华 0755-82900477 fqh12888@htsec.com
 郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 傅逸帆(021)23154398 fuy11758@htsec.com
 张磊(021)23212001 zl10996@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
 联系人
 马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com
 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

互联网及传媒

 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
 联系人
 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(010)58067828 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 x bq6583@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 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 zzk11650@htsec.com 张弋(010)58067852 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 l yj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈宇(021)23219442 cy13115@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 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@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 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 ljl12245@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 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@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
 辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com
 滕雪竹 txz13189@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
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金焱(010)58067851 gjy12727@htsec.com
 程云鹤 cyh13230@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