

## 相关研究

《新高之际再论三年牛市逻辑及节奏》  
2021.09.13

《策略甜点：到底什么指数代表大盘和小盘？》2021.09.09

《精选层业绩中报交出靓丽答卷，政策利好下板块流动性持续改善》2021.09.08

分析师:荀玉根

Tel:(021)23219658

Email:xyg6052@htsec.com

证书:S0850511040006

分析师:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:wzk12750@htsec.com

证书:S0850521070001

联系人:杨锦

Tel:(021)23154504

Email:yj13712@htsec.com

## 中国长期股权时代的逻辑：类似1980年后美股

### 投资要点：

- 2019年初我们就已提出，我国股权投资时代正在徐徐展开。从中国宏观政策、经济背景和融资方式等变化看，当前我国类似于1980年的美国，经济转型的大幕已经拉开，股权投资时代正在到来，这源于产业结构转型升级将带来企业盈利更优，以及居民资产配置结构的变迁。
- 我们先后通过十二篇深度报告，讨论当前中国在诸多方面类似1980年代美国，产业结构转型升级正在路上，有望推动企业ROE抬升。当前中国正处经济转型期，2010年后劳动人口占比下降、人口红利拐点已现，传统劳动密集型制造业优势消失，企业成本上升、盈利水平下降，A股ROE中枢2010年以来处于下降趋势中。我们在《宏观背景：从大到强，结构优先——当前中国经济对比1980年代美国系列（1）-20180524》等报告中提出，当前我国宏观经济背景与1980年代美国相似，经济增速中枢均处于下移趋势中，正处在宏观经济结构从大到强，产业结构转型升级的关键阶段，同时我国融资方式正向直接融资转变，支持产业转型升级。我国产业转型升级具备坚实的基础，资本要素方面，我国人均GDP接近1980年美国，研发支出占GDP比重已经接近发达国家。人力要素方面，2019年我国普通高校毕业生数为759万人，其中453万是STEM专业，占比接近60%，研发投入和劳动力受教育程度的提高将助力工程师红利逐步显现，赋能产业升级。正如《我们终将俯瞰现在——再论当前中国类似1980年代美国-20191217》论述的，我国有望类似1980年代美国，传统工业占比逐渐降低，科技、消费占比提升，成功实现产业转型升级，随着产业附加值的提升，A股ROE中枢有望抬升。
- 长期以来我国居民的资产配置结构明显偏向房产，权益类（股票、偏股型基金等）只有不到5%，这背后的原因我们在《大浪潮：居民从购房到配股-20200213》中进行了深入分析：2000年我国人口的平均年龄为31岁，若按照人口年龄周期，25-39岁为住房的刚需人群，因此过去我国居民买房有很大的刚性需求。而截止到2020年，我国人口平均年龄已经到了38.8岁，人均住房面积已达39.8平方米，居民住房需求将逐渐饱和，预计未来居民资产配置结构会发生变化。回顾美国经验，1970年代陆续推出的个人退休基金账户（即IRAs计划）以及401（K），逐渐成为了美国共同基金和资本市场最主要的资金来源，推动了居民大类资产配置向证券市场转移，股市收益率开始水涨船高，估值中枢也向上抬升。我们在《A股估值中枢可能正在上移-20210506》指出，随着居民资产配置不断从地产逐步转向权益资产，配置资金不断入场有望推动A股估值中枢上移。
- 长期股权投资时代徐徐展开，A股有望走出长牛，但我们在《股市走向低波动——借鉴过去房市和美股-20210405》中分析过，借鉴我国房市长牛和1980年代后的美股长牛的经验，长期股权投资时代并不意味着股市一路向上、没有波动。美股也是1980年至今美股经历了三轮长牛，大约每隔4年左右会经历一次10-15%的下跌，而从宏观背景看，这些回撤往往发生在美林投资时钟中的滞胀期。随着我国产业结构转型升级逐渐演进，居民在加大对权益的配置力度，股市长牛由小牛熊交替构成，锯齿形向上。未来A股长牛中小熊市，可能4年左右出现一次，背景可能是投资时钟处于滞胀阶段。
- **风险提示：**历史表现不代表未来；产业升级不及预期；居民资产配置方向变化。

## 中国长期股权时代的逻辑：类似1980年后美股

2019年初我们就已提出，我国股权投资时代正在徐徐展开。从中国宏观政策、经济背景和融资方式等变化看，当前我国类似于1980年的美国，经济转型的大幕已经拉开，股权投资时代正在到来，这源于产业结构转型升级将带来企业盈利更优，以及居民资产配置结构的变迁。

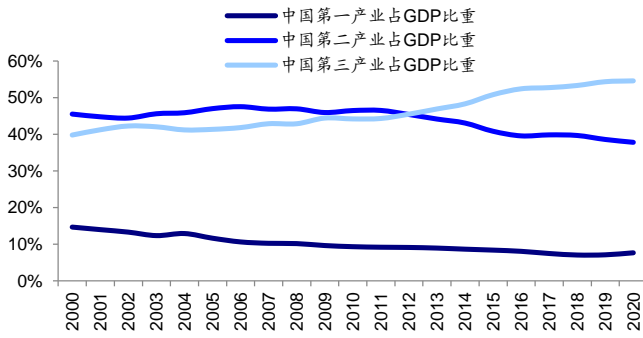
我们先后通过十二篇深度报告，讨论当前中国在诸多方面类似1980年代美国，产业结构转型升级正在路上，有望推动企业ROE抬升。

当前中国正处经济转型期，2010年后劳动人口占比下降、人口红利拐点已现，传统劳动密集型制造业优势消失，企业成本上升、盈利水平下降，A股ROE中枢2010年以来处于下降趋势中。我们在《宏观背景：从大到强，结构优先——当前中国经济对比1980年代美国系列（1）-20180524》、《金融：直接融资支持产业升级——当前中国对比1980年代美国系列（2）-20180524》中提出，当前我国宏观经济背景与1980年代美国相似，经济增速中枢均处于下移趋势中，正处在宏观经济结构从大到强，产业结构转型升级的关键阶段，同时我国融资方式正向直接融资转变，支持产业结构转型升级。对标美国产业结构转型升级发展历程，我们在《十年一变——中美产业变迁对比-20190822》中进一步指出我国产业结构转型升级的方向是科技和消费。

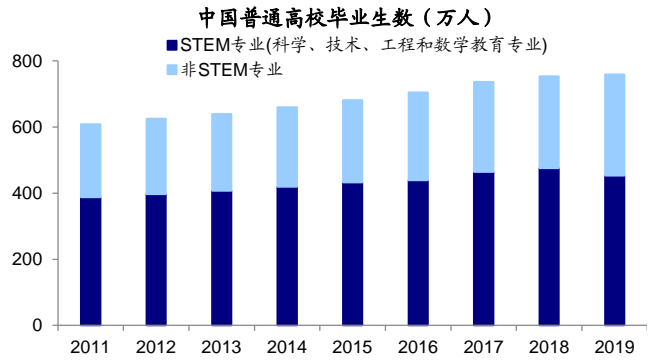
我国产业结构转型升级具备坚实的基础，资本要素方面，我国人均GDP接近1980年美国，研发支出占GDP比重已经接近发达国家。人力要素方面，2019年我国普通高校毕业生数为759万人，其中453万是STEM专业，占比接近60%，研发投入和劳动力受教育程度的提高将助力工程师红利逐步显现，赋能产业升级。此外，我国5G和新能源技术已经取得突破，庞大的国内市场、体制引力和产业链粘性为产业结构转型升级构筑起独特优势。正如《我们终将俯瞰现在——再论当前中国类似1980年代美国-20191217》论述的，我国有望类似1980年代美国，传统工业占比逐渐降低，科技、消费占比提升，向资本和技术密集型转变，成功实现产业结构转型升级，随着产业附加值的提升，A股ROE中枢有望抬升。

长期以来我国居民的资产配置结构明显偏向房产，权益类（股票、偏股型基金等）只有不到5%，这背后的原因我们在《大浪潮：居民从购房到配股-20200213》中进行了深入分析：2000年我国人口的平均年龄为31岁，若按照人口年龄周期，25-39岁为住房的刚需人群，因此过去我国居民买房有很大的刚性需求。而截止到2020年，我国人口平均年龄已经到了38.8岁，人均住房面积已达39.8平方米，居民住房需求将逐渐饱和，预计未来居民资产配置结构会发生变化，即多配一些权益资产，少配一些房产。回顾美国经验，1970年代陆续推出的个人退休金账户（即IRAs计划）以及401（K），逐渐成为了美国共同基金和资本市场最主要的资金来源，推动了居民大类资产配置向证券市场转移，股市收益率开始水涨船高，估值中枢也向上抬升。我们在《A股估值中枢可能正在上移-20210506》指出，随着居民资产配置不断从地产逐步转向权益资产，配置资金不断入场有望推动A股估值中枢上移。

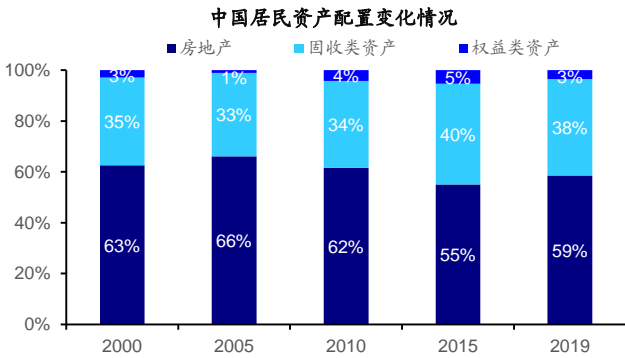
长期股权投资时代徐徐展开，A股有望走出长牛，但我们在《股市走向低波动——借鉴过去房市和美股-20210405》中分析过，借鉴我国房市长牛和1980年代后的美股长牛的经验，长期股权投资时代并不意味着股市一路向上、没有波动。我国房市的长牛实际上由小牛熊周期交替组成，大概平均3-4年出现一次下跌；美股也是如此，1980年至今美股经历了三轮长牛，大约每隔4年左右会经历一次10-15%的下跌，而从宏观背景看，这些回撤往往发生在美林投资时钟中的滞胀期。随着我国产业结构转型升级逐渐演进，居民在加大对权益的配置力度，股市长牛由小牛熊交替构成，锯齿形向上。未来A股长牛中小熊市，可能4年左右出现一次，背景可能是投资时钟处于滞胀阶段。

**图1 中国第三产业占 GDP 比重不断提升**


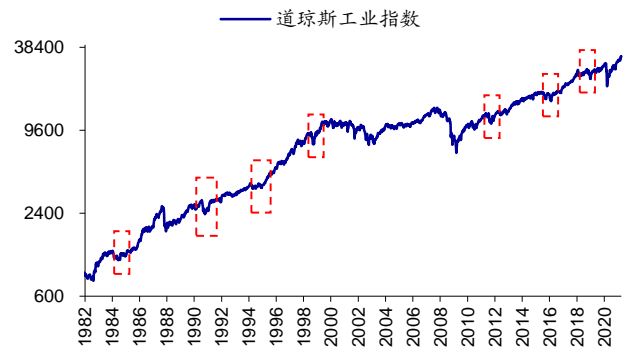
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图2 中国 STEM 专业毕业生占比达六成**


资料来源: Wind, 教育部, 海通证券研究所

**图3 过去二十年我国居民高配地产低配权益**


资料来源: Wind, 社科院, 海通证券研究所估算

**图4 美股长牛中也有回撤**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**风险提示:** 历史表现不代表未来; 产业升级不及预期; 居民资产配置方向变化。

## 信息披露

### 分析师声明

荀玉根 策略研究团队  
吴信坤 策略研究团队

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。

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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。