

2016.01.17

中国 1996-2000 年供给侧改革面临的挑战、应对与启示

——供给侧改革专题之二——转型宏观之十二

 任泽平(分析师)
 010-59312805
 renzeping@gtjas.com
证书编号 S0880514060010

本报告导读：

96-00 年，面对复杂严峻的经济形势，我国成功进行了市场化改革，开启了经济社会发展的新篇章，奠定了 00 年以后“黄金十年”的坚实基础。

摘要：

- **当前经济形势与 1996-2000 年颇为相似**，都在前期经过一轮高速增长之后，遇到外部冲击和内部调整，经济增长乏力，企业亏损、产能过剩、金融风险、通缩、失业等问题凸显。各界对原因和政策存在分歧：是外需不足和周期调整，还是体制和结构性问题？再度刺激还是推动改革？
- **1996-2000 年经济困难表面上是周期性的，而实质上是体制性和结构性的**，市场本该正常出清却由于体制性障碍难以实现，去产能和去杠杆无法展开，产能过剩和债务风险攀升。
- **1996-2000 年的政策应对**：实施以增发长期建设国债为主的持续温和的积极财政政策，实施间接调控为主的稳健货币政策，没有因短期目标而出现信贷失控和体制“复归”。调整国有经济布局，搞活民营经济和中小企业，提升微观效率。出台了一系列重大金融市场化改革措施，有效化解了金融风险。实施住房制度改革，加快对外开放。
- **2010 年以来的经济形势与 1996-2000 年类似**。当前经济回落的原因表面上是外需不足和周期调整，但本质上是深层次的结构性和体制性问题。4 万亿刺激计划在当时的国内外背景下出台是应急之举，问题在于重启“银政”、“银企”联系，且出手过快过重。由于政府隐性担保的存在，资源错配，金融风险和隐性失业加剧。去产能和去杠杆进展缓慢，经济下行压力长期存在。
- **政策启示：供给侧改革是唯一出路**。当前可考虑通过增发长期建设国债的方式稳增长。实施大规模大范围大力度的减税，提振企业信心，引导市场预期。采取市场和行政手段相结合的方式推动体制内部分的市场出清。可考虑剥离现有商业银行不良资产，重新恢复金融体系正常的融资功能。加大服务业开放，大力度放松管制。发挥资本市场在供给侧改革推动转型创新中的重要作用。在推动供给侧改革的同时，建设社会“完全网”，兜住社会稳定的底线。

宏观研究团队

任泽平 (分析师)
电话: 010-59312805
邮箱: renzeping@gtjas.com
证书编号: S0880514060010

张庆昌(研究助理)
电话: 010-59312701
邮箱: zhangqingchang@gtjas.com
证书编号: S0880115020043

张彩婷(研究助理)
电话: 010-59312751
邮箱: zhangcaiting@gtjas.com
证书编号: S0880114080040

冯贇(研究助理)
电话: 021-38674876
邮箱: fengyun@gtjas.com
证书编号: S0880115050034

相关报告

《A 股逐步回归正常，资本市场在供给侧改革中承担重要使命》

2016.01.12

《当前宏观形势的几个关键性问题：切还是不切？》

2015.12.03

《三轨运行》

2015.11.20

《三轨运行与大类资产表现》

2015.10.20

《经济稳楼市暖，CPI 降大宗升》

2015.10.15

目 录

1.	1996-2000 年面临的经济困难与原因	3
1.1.	形势严峻：亏损、通缩、失业、高不良率	3
1.2.	原因和政策争论：外部性和周期性还是体制性和结构性？	5
2.	1996-2000 年的政策应对：政策宽松和改革提速	6
3.	2010 年以来的经济形势与 1996-2000 年类似	8
4.	政策启示：供给侧改革是唯一出路.....	9
5.	1996-2000 年资本市场表现：改革成功推进、GDP 增速降 50%、 股市涨 200%	11
6.	2014-2015 年牛市与 1996-2000 年类似	13

1996-2000年，面对复杂严峻的经济形势，我国政府成功进行了市场化改革和宏观调控，开启了经济社会发展的新篇章，奠定了2000年以后“黄金十年”的坚实基础。当前经济形势与1996-2000年颇为相似。

1. 1996-2000年面临的经济困难与原因

当前经济形势与1996-2000年颇为相似，都在前期经过一轮高速增长之后，遇到外部冲击和内部调整，经济增长乏力，企业亏损、产能过剩、金融风险、通缩、失业等问题凸显。

各界对原因和政策存在分歧：是外需不足和周期调整，还是体制和结构性问题？再度刺激还是推动改革？1996-2000年前后，我国成功进行了宏观调控和市场化改革，推动了去产能、去杠杆和结构转型，开启了经济社会发展的新篇章，当时对问题的认识和应对值得借鉴。

1.1. 形势严峻：亏损、通缩、失业、高不良率

1992年初，邓小平同志南巡讲话极大地解放了思想，掀起了新一轮改革开放热潮，经济快速回升。当年GDP增速达14.2%，CPI增速达6.4%，M1和M2增速高达35.9%和31.3%。与此同时，集资热、开发区热、房地产热、股票热等经济泡沫加重，各地铺摊子上项目、乱集资、乱拆借、乱设金融机构等现象严重，经济明显过热，中央开始采取紧缩措施。

图1 1992年通胀和经济泡沫加重

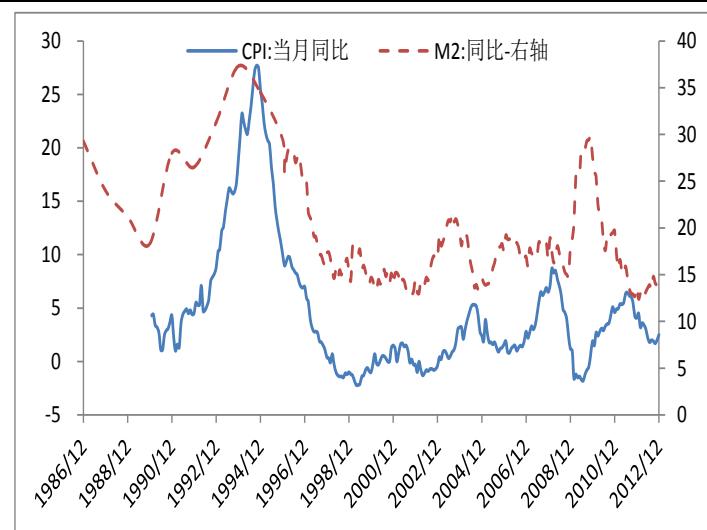
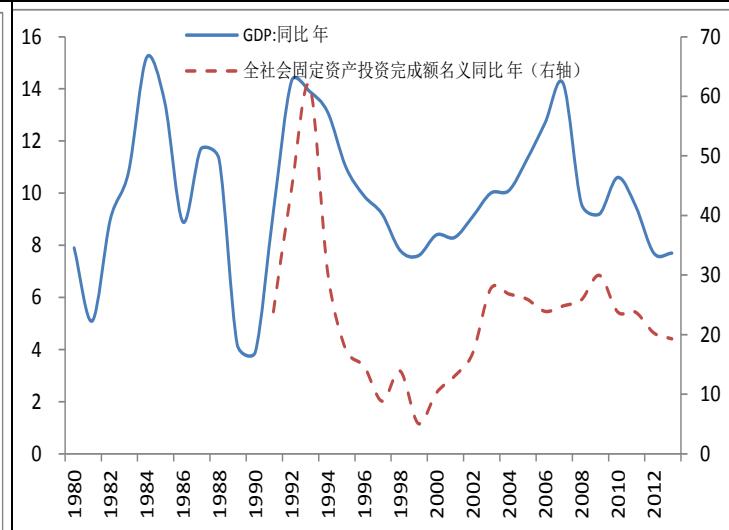


图2 1992年经济过热



数据来源：国泰君安证券研究、WIND、CEIC

1993年6月，党中央、国务院出台《关于当前经济情况和加强宏观调控的意见》，采取控制货币发行、严禁违规拆借资金、提高利率、制止乱集资、严控信贷规模等经济和行政手段相结合的“16条措施”，经济过热压力得到缓解。1993年11月，党的十四届三中全会通过《中共中央关于建立社会主义市场经济体制问题的决议》，对构建社会主义市场经济和若干重大改革作出了总体部署。1993年设立国家经贸委，以建立现代企业制度为主旨推动国企改革。1994年初，中央政

府出台了财税、金融、外汇等一系列配套改革，主要包括：分税制；设立政策性金融机构，政策性金融与商业金融分离，对金融机构实行资产负债比例管理和风险管理；汇率并轨，实行银行结售汇制度，实现经常项目下人民币有条件可兑换，人民币深度贬值。

在改革开放和宏观调控的双重作用下，1996 年经济成功实现“软着陆”，GDP 增速 10%，CPI 增速 8.3%，M2 增速 25.9%。

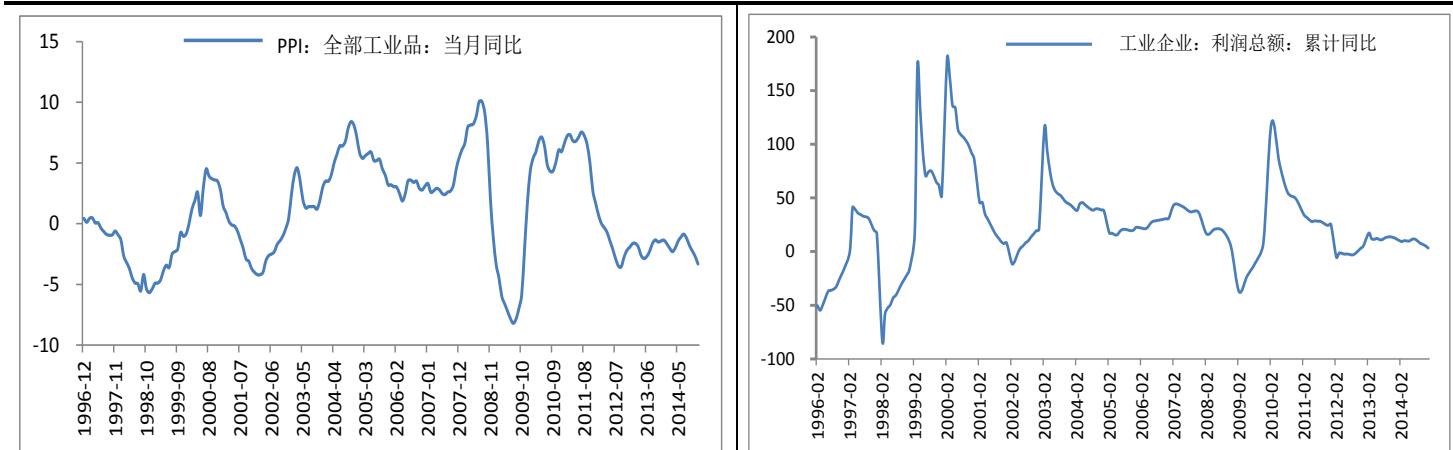
1997 年亚洲金融危机爆发，1998 年我国调整宏观政策取向，实施积极财政政策和稳健货币政策。经过 1998 年 3 季至 1999 年 1 季度短期回升之后，经济增速再度回落，并探出新低，1999 年 4 季度 GDP 增速降至 6.1%，甚至低于金融危机最严重时期 1998 年 2 季度的 6.8%。

各类风险凸显：

(1) 国有企业大面积亏损，基本是三分之一明亏、三分之一暗亏、三分之一盈利；当时国企对经济增长、利润和就业的贡献大幅下降。国有工业企业产值占全部工业企业总产值的比重从 1979 年的 78.5% 降至 1997 年的 26.5%；在城镇新增就业人口中所占的比重从 1978 年的 72% 降至 1996 年的 34.4%；1994-1996 年国有工业企业利润占比从 50.5% 降至 29.3%，在一些竞争性行业甚至出现了全面亏损。与国有经济的困境相反，非国有经济（集体、个体、私营和外资经济等）快速成长，逐渐成为国民经济的主体。1996 年非国有经济在全部工业企业总产值中占比为 71.5%，占城镇新增就业人口的比重为 65.6%。

图 3 1996-1999 年 PPI 负增长

图 4 1996-1998 年企业盈利负增长



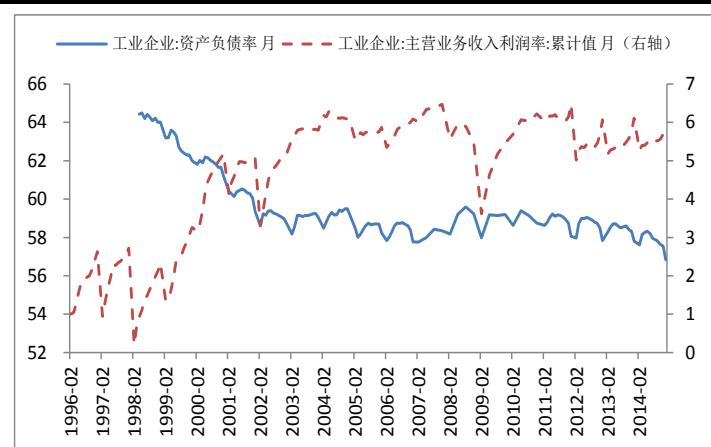
数据来源：国泰君安证券研究、WIND、CEIC

(2) 产能过剩严重，陷入通缩-债务循环，显性和隐性失业率上升。

图5 1996-2000年企业被动去库存



图6 1996-2000年销售利润率偏低，企业资产负债率过高



数据来源：国泰君安证券研究、WIND、CEIC

(3) 银行不良资产比率过高，已技术破产，金融风险加剧。由于产权约束、公司治理不到位，加上经济过热、金融秩序混乱、行政干预、国企亏损等因素，商业银行的不良资产剧增，不良资产率甚至高于危机国家。根据当时较低的会计标准，我国商业银行不良资产率在上世纪 90 年代末为 30% 左右，已经技术上破产。非银行金融机构不良资产比率更高，有些地方和部门擅自设立大量非法金融机构，股票、期货市场违法违规行为大量存在。随着 1997 年整顿金融秩序，银行收紧信贷，进一步恶化经济形势和通缩风险。

1.2. 原因和政策争论：外部性和周期性还是体制性和结构性？

当时经济低迷存在一定的周期性因素，经过 1992-1996 年的高速增长，国民经济积累了大量低效产能和过度杠杆。但是，虽然宏观政策持续收紧，由于体制性障碍，去产能和去杠杆一直进展缓慢，落后产能得以维持，企业库存高企。

1996-2000 年经济困难表面上是周期性的，而实质上是体制性和结构性的，市场本该周期性出清却由于体制性障碍难以实现，去产能和去杠杆无法展开，产能过剩和债务风险攀升。可以推断，即使没有外部冲击，体制性和结构性问题也会暴露出来。

当时的结构性问题是指无效供给过剩和有效供给不足并存。大量产能集中在低端同质产品供给领域，满足消费和出口升级的高端优质产品供给匮乏，金融资源浪费在“低效产能-被动库存”循环上。

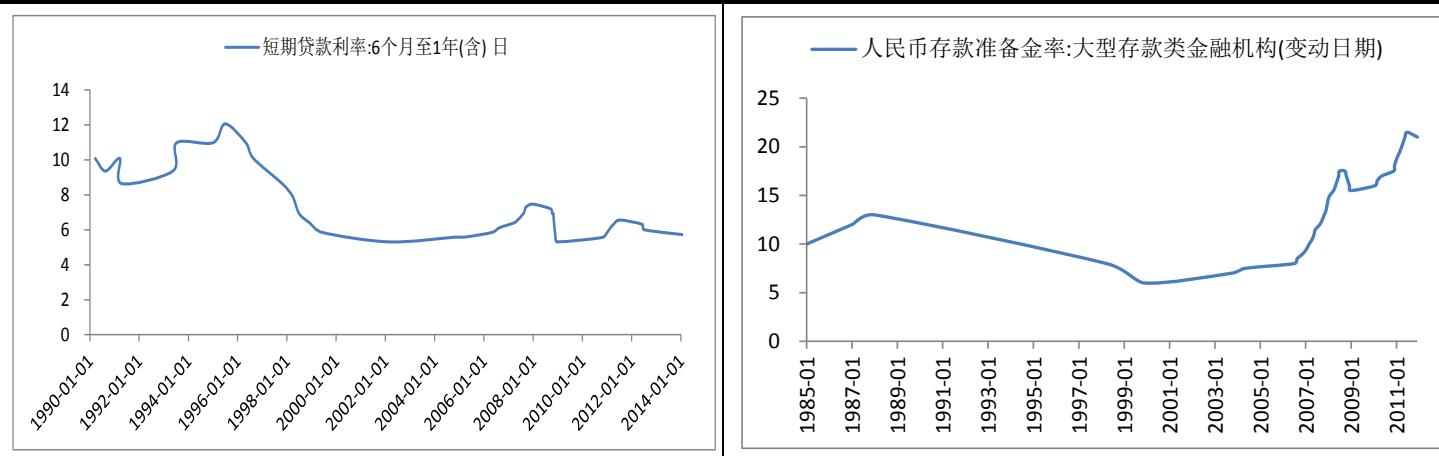
当时的体制性问题是市场经济的宏观架构和微观基础不完善。国有企业和地方政府长期存在预算软约束和投资饥渴症，政府对竞争性领域的资源配置干预过多，国有企业的现代公司治理“形似神不似”。国有银行为主的金融结构对不同所有制的融资主体存在“身份歧视”，信用资源倾向于配置到低效、亏损的国有部门，沦为“第二财政”补贴。融资结构与经济增长结构和绩效结构不匹配，资源错配严重。信用资源持续流向国有亏损部门导致巨额社会金融债权悬空，酝酿金融危机或货币危机。

2. 1996-2000 年的政策应对：政策宽松和改革提速

(1) 实施以增发长期建设国债为主的持续温和的积极财政政策，实施间接调控为主的稳健货币政策，没有因短期目标而出现信贷失控和体制“复归”。这次宏观调控有四点经验十分宝贵：一是相继采取了取消贷款规模管理、下调法定准备金率、开展公开市场操作、降息等放松银根、反通缩的有力措施，实现了从直接调控向间接调控的转变，坚持了市场化改革取向。1996年5月-1999年6月期间，1年期贷款利率从12%下调到5.85%。存款准备金率从1997年的13%下调到1999年11月6%。二是以增发长期国债、加强基础设施建设为主要内容，由中央负担，既提升了长期增长潜力，又没有增加地方政府和企业的负担。三是持续、温和地实施积极财政政策，平均每年增发1000亿元国债，七年间共发行约9000亿元，没有进行短期大规模的强刺激，既守住了底线，也避免了对市场预期和微观主体行为的过度干扰。四是政府没有强压银行大量放贷，防止了1992-1993年式的信贷失控，没有出现向计划体制“复归”。

图7 1996-2000年一年期贷款利率从12%降到5.85%

图8 1996-2000年存准率从13%降到6%



数据来源：国泰君安证券研究、WIND、CEIC

表1：1998-2004年积极财政政策回顾

年度	阶段	政策手段与力度
1998	正式启动积极财政政策	当年增发1000亿元长期国债并配套1000亿元银行贷款用以加强基础建设，主要用于农林水利、交通通信、城市基础设施、城乡电网、国家直属储备粮库建设。调整税收政策，分批提高了一些大宗出口产品的退税率。清理整顿乱收费727项，减轻企业和社会负担370多亿元。
1999	经济形势继续严峻，继续实施积极财政政策	增发国债共1100亿元，用于各项固定资产投资。发行期限30年的2700亿元特别国债充实国有商业银行资本金。调整部分税种税率，进一步提高出口退税率以鼓励出口，通过降低固定资产投资方向调节税和国产设备投资部分抵免企业所得税。增加预算单位职工工资、提高下岗职工等低收入人员的最低生活保障水平和企业离退休人员待遇等共增加支出540多亿。
2000	继续保持积极财政政策实施力度	全年共安排了1500亿元长期建设国债主要用于基础设施建设、国有企业技术改造、西部大开发、生态环境建设及科教事业发展。停征固定资产投资方向调节税。
2001	继续保持积极财政政策的	增发1000亿元建设国债和500亿元支持西部开发的特种

	稳定性	国债。
2002	维持积极财政政策的连续性	继续发行国债 1500 亿元，降低金融保险营业税率等，提高社会保障程度，继续支持农村税费改革
2003	经济自主增长机制已经得到增强，积极财政政策逐渐淡出	政府投资以外的各主体投资占到投资总额的 80%，居民消费价格首次由负转正，通缩阴影逐渐散去，外需拉动强劲，积极财政政策开始进入收缩阶段，全年国债安排使用 1400 亿元，同时，继续调整国债支出结构，加大公共支出。
2004	积极财政政策开始转型，进一步缩小国债规模	全年只安排 1100 亿元(后调减为 900 亿元)，同时，减少生产性固定资产投资支出和加大公共社会保障方面的支出。
合计	实施积极财政政策的七年间共发行长期建设国债约 9000 亿元。	

资料来源：国泰君安证券研究、国家发改委、财政部、国家税务总局、国家统计局

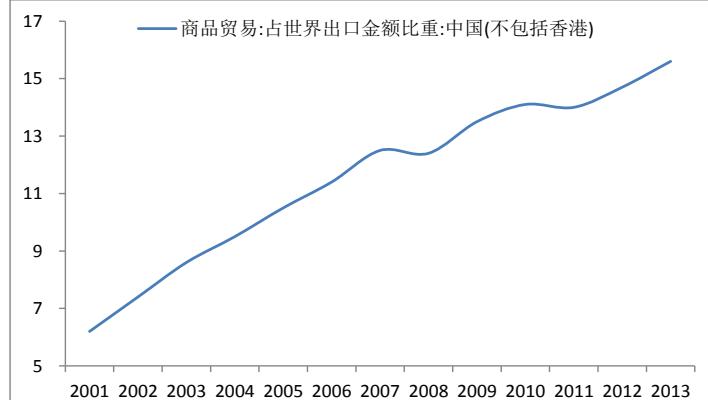
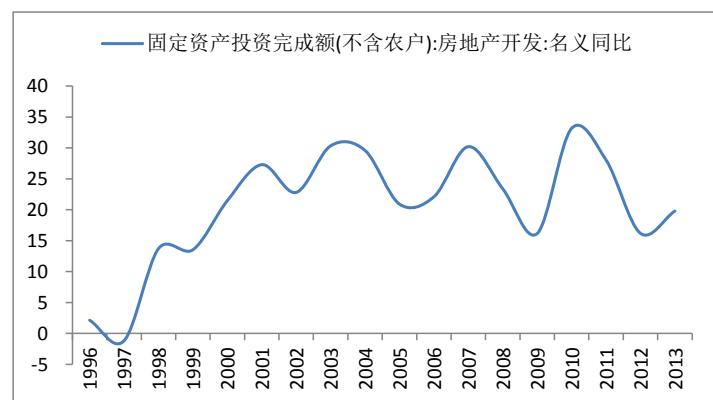
(2) 调整国有经济布局，搞活民营经济和中小企业，提升微观效率。提出国企“三年脱困”，推进劣势企业的关闭破产和淘汰落后产能，采取了必要的行政手段推动“纺织压锭”；“抓大放小”，促进企业兼并重组，“放小”的主要方式是把部分或全部产权转让给内部职工、整体出售给非公有法人或自然人等，推动地方中小国有企业转制；战略性调整国有经济布局，收缩战线；实施“债转股”，三年间把 600 多户、近 5000 亿元银行债权转为国有资产公司对借款企业的股权；对中小企业给予减税和信贷支持；打破行业垄断，降低准入门槛等。到 2000 年底，大多数国有大中型亏损企业实现脱困，同时，民营中小企业快速成长。

(3) 出台了一系列重大金融市场化改革措施，有效化解了金融风险。一是国有商业银行进行财务重组。1998 年定向发行 2700 亿元特别国债，专门用于补充资本金。1999 年将 1.4 万亿元资产剥离给新成立的四家资产管理公司；二是改善国有银行内部管理。取消贷款规模，实行资产负债比例管理和风险管理，改革和完善国有商业银行资本金补充机制以及呆账、坏账准备金提取和核销制度，扩大贷款质量 5 级分类法的改革试点；三是 1998 年中国人民银行管理体制实行重大改革，撤销省级分行，跨省（自治区、直辖市）设置九家分行，增强了中央银行执行货币政策的权威性和实施金融监管的独立性。完善分业管理体制，先后成立了证监会和保监会；四是为防范金融风险，1999 年着手整顿城市信用社、信托投资公司等金融机构，先后关闭了海南发展银行、广东国际信托投资公司等一批出现风险的机构。

(4) 实施住房制度改革，加快对外开放。1998 年 7 月国务院发布《关于进一步深化住房制度改革加快住房建设的通知》，宣布全国城镇从 1998 年下半年开始停止住房实物分配，全面实行住房分配货币化，同时建立和完善以经济适用住房为主的多层次住房供应体系，发展住房金融，培养和规范住房交易市场。我国居民住房消费全面启动。2001 年 11 月 11 日我国正式加入 WTO，深度融入全球化，依靠廉价劳动力和完善的基础设施优势，对外贸易快速增长。

图 9 1998 年住房制度改革后地产投资高速增长

图 10 2001 年以后中国出口占全球市场份额上升



数据来源：国泰君安证券研究、WIND、CEIC

3. 2010年以来的经济形势与 1996-2000 年类似

(1) 当前经济回落的原因表面上是外需不足和周期调整，但本质上是深层次的结构性和体制性问题。经过 2002-2007 年的高速增长，国民经济积累了大量低效产能和过度杠杆，即使没有 2008 年金融危机，经济也有内在周期调整的要求，而且可以预计，周期衰退式的市场出清仍然可能面临与 1996-2000 年类似的体制性障碍。

(2) 4 万亿刺激计划在当时的国内外背景下出台是正常之举，问题在于重启“银政”（国有银行和地方政府）、“银企”（国有银行和国有企业）联系，且出手过快过重。过去十多年，国有企业和国有银行的改革目标一直是推动建立现代公司治理机制，但 2009 年为了短期强刺激政策目标，在行政干预放贷面前出现机制倒退，这为后面的政府隐性担保泛滥、道德风险、产能过剩、财政金融风险、无风险利率过高等埋下隐患。

(3) 由于政府隐性担保的存在，资源错配，金融风险和隐性失业加剧。大量金融资源配置到地方融资平台、产能过剩领域国企和房地产，而这些领域的相当一部分已越来越难以创造现金流，不得不靠负债维持，酝酿金融风险和隐性失业。

(4) 去产能和去杠杆进展缓慢，经济下行压力长期存在。为了防止短期经济过快下滑，在每次触及底线时应出台稳增长措施。但每一次稳增长拉动的主要还是基建和重化工业，造成了维持落后产能和延缓市场出清的负面效果，而这又由于防风险而不得不为。

(5) 当前经济形势与 1996-2000 年的一个重要区别是经济潜在增长率不同。1996-2000 年长期潜在增长率没有大的变化，当前我国正处于增速换挡的关键期，未来结构调整成功，构筑的将是中速增长平台，我们估计在 5% 左右，但增长的质量将提升，新 5% 比旧 8% 好。

图11 国际经验：增速换挡期四个优秀毕业生的成绩是
4.5%
单位：%，国际元

图12 中国未来：增速换挡成功后新的档位在5%左右
单位：%

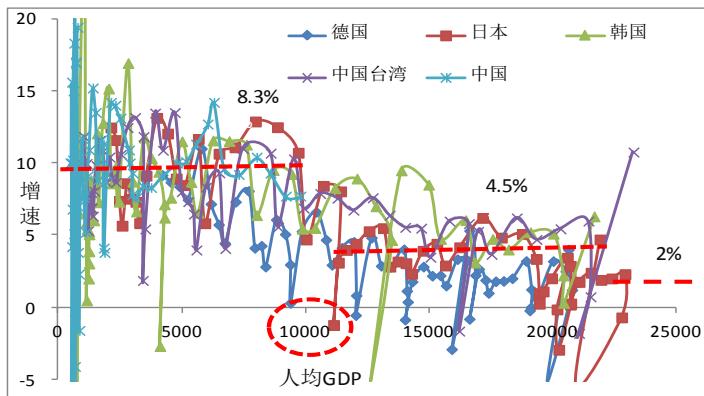


图13 国际经验：刘易斯拐点

单位：%

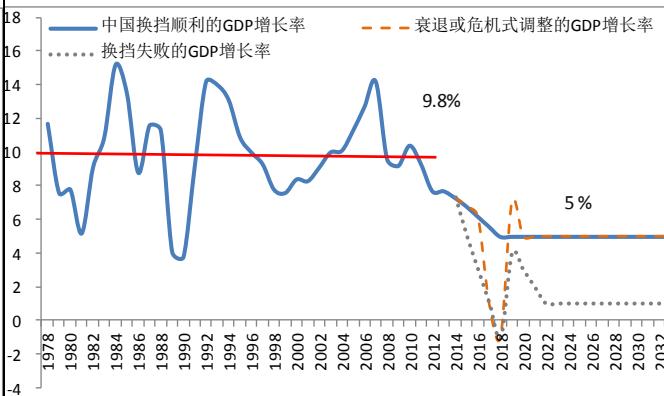


图14 中国现实：中国的刘易斯拐点

单位：%

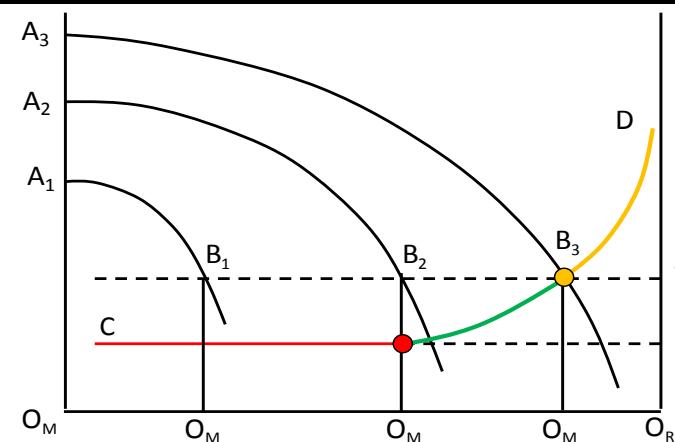


图15 国际经验：日本住房开工与人口年龄结构关系

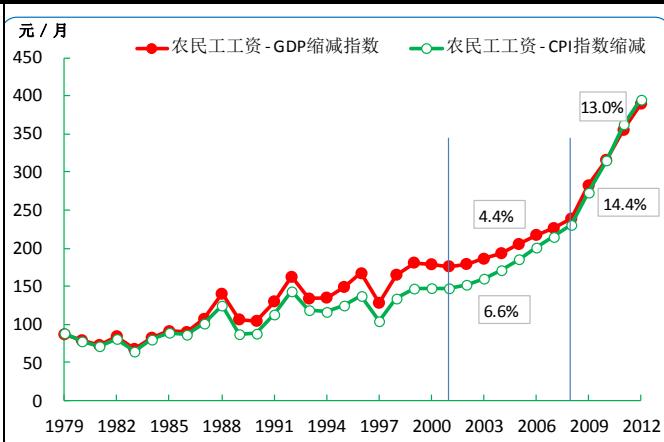
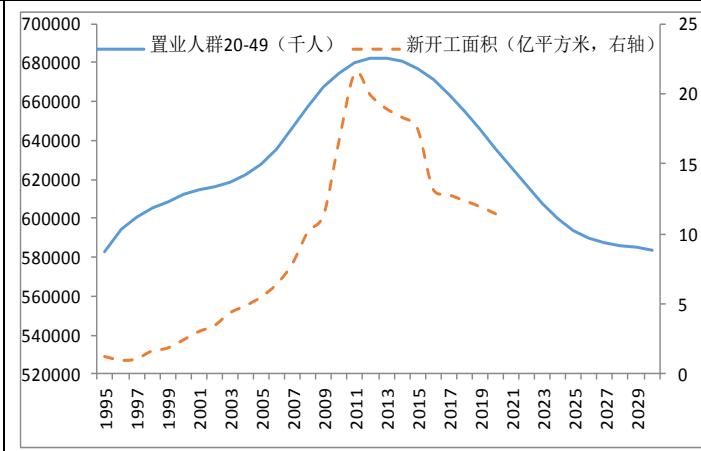
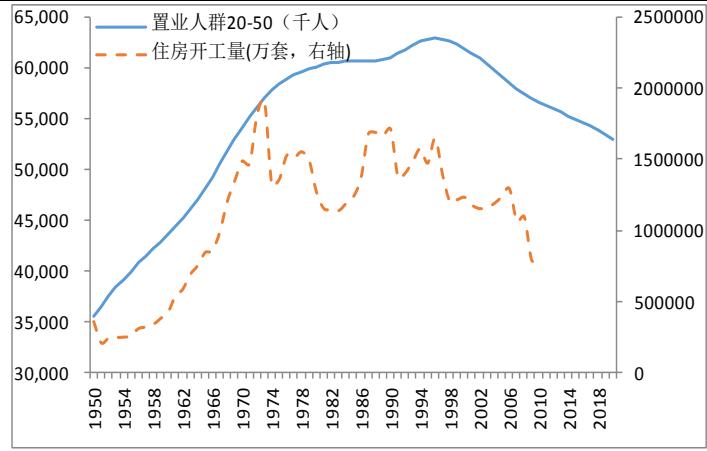


图16 中国未来：房地产长周期峰值到来



数据来源：国泰君安证券研究、国务院发展研究中心、国家统计局、WIND、CEIC

4. 政策启示：供给侧改革是唯一出路

由于当前经济下行主要是结构性和体制性的，而非外部性和周期性的，因此政策的应对主要是结构改革，而非大规模刺激。改革是唯一出路，刺激是最大风险。面对经济寻底下行应在保持定力、守住底线的前提下，通过推动改革培育新增长动力和构筑新增长平台。

现阶段我国同时面临抓改革、调结构、稳增长、防风险、保就业、守底线等多个政策任务，根据“丁伯根法则”，需要几个独立、有效的政策协同配合，政策工具及其搭配组合可借鉴1999年的成功经验。

(1) 当前可考虑通过增发长期建设国债的方式稳增长。稳增长十分必要，主要是为了防风险、保就业以及为主动改革赢得时间，而不是为了被动等待周期复苏或外部环境改善。宏观调控是中央政府的职能，通过增加地方财政负担来稳增长是事权错配，未来应通过中央政府增发长期建设国债和配套政策性金融机构融资的方式实施，并避免对商业银行正常放贷行为的干预。

(2) 实施大规模大范围大力度的减税，提振企业信心，引导市场预期。投资刺激等短期政策只有短期效果，减税、放松管制等长期政策将产生巨大的长期效果。国之根本是企业活力，经济转型阵痛期政府通过减税让利放水养鱼，有利于微观企业和居民休养生息。推动综合和分类相结合的个人所得税制度，调低跟居民消费升级和刚性相关的品类的消费税率，允许企业将创新相关投入在企业所得税中进行一定扣除，下调高端制造业领域的增值税税率，完善出口退税。

(3) 采取市场和行政手段相结合的方式推动体制内部分过剩产能的市场出清。当前问题的核心在于，市场出清面临体制性障碍，市场优胜劣汰的功能难以充分发挥。由于地方保护、政府信用背书、银行不愿不良贷款显性化等因素，产能过剩国企和地方融资平台等体制内的领域难以进行市场出清，表现为每次风险显露时均以“刚性兑付”解决，产能过剩企业沦为“僵尸企业”，酝酿金融风险和隐性失业。对体制内的领域，应市场和行政手段相结合以强制出清。同时，允许不良贷款的显性化，提高对经济短期下行的容忍度，做好风险隔离和缓释，完善失业救济。

(4) 可考虑剥离现有商业银行不良资产，重新恢复金融体系正常的融资功能。当前商业银行对地方融资平台和产能过剩领域国企存在大量风险敞口，这些隐性不良贷款很大程度上是由于2009年前后银行替代财政功能形成的，重新将不良贷款和对应的资产剥离回国有资产管理公司，具有合理性。但这个过程要花钱买制度，建立存款保险和破产退出机制，加强内部风险控制机制建设，并适当下调存款准备金率，取消存贷比考核。

(5) 加大服务业开放，大力度放松管制。中国经济过去三十年的成功是制造业开放的成功，未来三十年的成功取决于服务业开放的成功，这是大方向。中国制造业已经相对开放、充分竞争，但服务业领域存在大量的管制，尽快推动金融、文化、传媒、体育、教育、交通、通信等服务业领域的管制放开，对内国企向民企开放，对外内资向外资开放，道路自信、理论自信、制度自信，最大的自信是开放，只有在开放中形成的竞争力才是真正的竞争力（管制和闭关锁国是自卑），这对于培育经济新动力、吸纳就业保证社会稳定的关键。

(6) 发挥资本市场在供给侧改革推动转型创新中的重要作用。加快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者权益得到充分保护的股票市场，推动经济转型升级。大力推进资产证券化，化解金融风险。发展开放、包容的多层次资本市场，降低企业融资成本。鼓励通过资本市场优化重组，化解落后产能。依托资本市场，放宽准入，引入新的投资者，加快行政性垄断行业改革。实施结构性减税，鼓励创新。推动国企改革，提高资产证券化率。

(7) 在推动供给侧改革的同时，建设社会“完全网”，兜住社会稳定的底线。供给侧改革将会对银行不良、P2P、就业等产生冲击，

化解之策在于债务重组剥离、大力发展服务业、完善社会保障体系、完善失业救济等。

(8) 大力改革市场经济的宏观架构和微观基础，使市场在资源配置中起决定性作用，这是解决问题的根本。在做好稳增长和防风险的同时，加快简政放权、财税改革、国企改革、服务业放开、利率汇率市场化、资源要素价格市场化等领域的改革。

5. 1996-2000 年资本市场表现：改革成功推进、GDP 增速降 50%、股市涨 200%

1992 年我国出现经济过热和大幅通胀后，宏观调控开始收紧。1996 年是整个经济预期的低谷，也是股市的低谷。1993-1996 年熊市的原因主要是：

(1) 利率过高，CPI 增速高达 8.3%，1 年期贷款利率高达 12%。

(2) 政策偏紧，主要是为了治理 1992 年之后的经济过热，促使经济软着陆。

(3) 国有企业大面积亏损，基本是三分之一明亏、三分之一暗亏、三分之一盈利，1994-1996 年国有工业企业利润占比从 50.5% 降至 29.3%，在一些竞争性行业甚至出现了全面亏损；

(4) 银行不良率过高，已技术破产，金融风险加剧，金融秩序混乱，根据当时较低的会计标准，我国商业银行不良资产率在上世纪 90 年代末为 30% 左右。1997 年亚洲金融危机爆发，进一步加重了经济形势的恶化。

从 1996 年 5 月，我国开始大幅降息，1996 年 5 月-1999 年 6 月期间，1 年期贷款利率从 12% 下调到 5.85%。

从 1996 年初开始，股市开始大幅上涨，1996 年初-1997 年初，上证综指从 600 点涨到 1200 点，涨幅高达 100%，而与此同时，季度 GDP 增速从 1995Q4 的 11.8% 一路下滑到 1997Q3 的 8.3%，出现了“经济增速往下走，股市大幅走牛”的分母驱动特征明显。这是第一波行情。

受 1997 年亚洲金融危机影响，1997-1998 年股市开始震荡，横盘 2 年，经济继续下滑。

1998 年我国调整宏观政策取向，实施积极财政政策和稳健货币政策，利率继续下降。此后 GDP 增速基本是“七上八下”平着走，再次出现第二波行情“519 行情”，并受全球网络泡沫影响，1999 年初-2001 年初，上证综指从 1200 点上涨到 2100 年，牛市持续两年多，涨幅近 100%。

1996-2000 年“经济往下、股市往上”的原因主要是：

(1) 利率下降：利率从 12% 下调到 5.85%，降幅超过一半。存款准备金率从 1997 年的 13% 下调到 1999 年 11 月 6%。

(2) 政策宽松：实施积极财政政策和宽松货币政策缓解经济失速风险，。

(3) 改革提速：国企改革、金融改革、住房改革等一系列重大改革实质推动，提升风险偏好。

(4) 金融风险拆弹：1999 年将 1.4 万亿元资产剥离给新成立的四家资产管理公司，提升风险偏好。

牛市终结：国内监管收紧，美国互联网泡沫破裂。

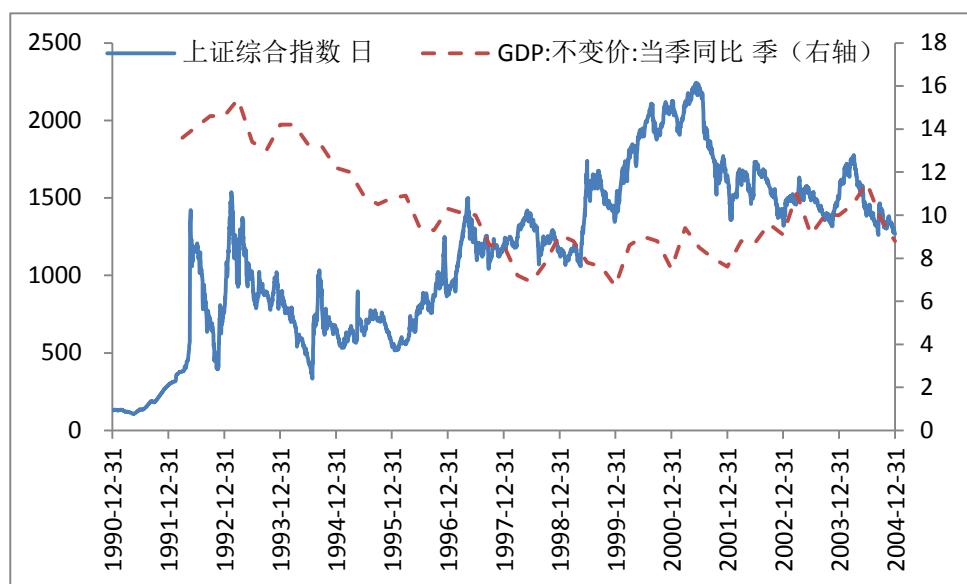
1995 年至 2000 年间，在欧美及亚洲多个国家的股票市场中，与科技及新兴的互联网相关企业股价高速上升，在 2000 年 3 月 10 日 NASDAQ 指数到达 5048.62 的最高点时到达顶峰，随后泡沫破裂，史称互联网泡沫或 dot 泡沫。

519 时期，股票坐庄行为盛行，使经济学家吴敬琏抛出“赌场论”，怒斥股市黑庄并引发中国股市“推倒重来”的呼声。对于股市的一些不良现象，监管层已经不能坐视不理，时任证监会主席史美伦开始加大对股票市场的坐庄行为进行打击，掀起旨在强化上市公司治理的监管风暴，使得股票市场承受了巨大的压力。就在史美伦上任的第一年，监管层掀起旨在强化上市公司治理的监管风暴。中国证监会颁布的有关证券监管的法规或条例就达 51 件，有 80 多家上市公司和 10 多家中介机构受到公开谴责、行政处罚，甚至立案侦查。

2001 年 6 月 14 日，国有股减持办法出台，成为压倒牛市的最后一根稻草。当时财政部部长项怀诚表示：“国有股减持是一个利好因素。”但减持就是变相摊派和扩容，中国股市开始过度扩容，尽管股市一直走弱，但融资额却达到了近 15 年来融资额的 40% 左右，也使大盘承受巨大压力。最后，股市义无反顾地走上漫漫“熊”途。

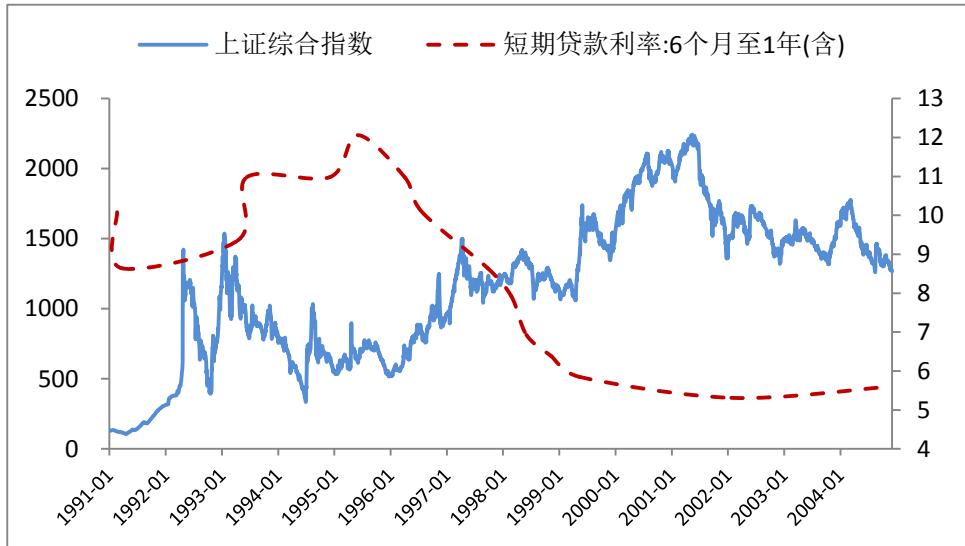
需要说明的是，无论是当时的互联网泡沫，还是中国国内改革开放，都为 2000 年以后的经济黄金增长奠定了坚实的创新和制度基础。

图 17 1996–2000 年股指和 GDP 增速：GDP 增速降一半，股指涨 200%



数据来源：国泰君安证券研究、WIND、CEIC

图 18 1996-2000 年股指和利率：利率降 50%，股指涨幅 200%



数据来源：国泰君安证券研究、WIND、CEIC

6. 2014-2015 年牛市与 1996-2000 年类似

2010-2013 年熊市的原因跟 1993-1996 年类似：利率过高、政策偏紧、改革迟缓、金融风险上升。

2010-2013 年处于前期刺激政策消化期，改革进展迟缓，旧增长模式（房地产、地方融资平台、产能过剩重化工业）拒绝出清，形成了三大资金黑洞，加杠杆负债循环，膨胀无效资金需求，推升无风险利率。

无风险利率过高产生了两个负面效果，一是抑制企业利润和新增长模式成长（估值层面），二是没有增量资金来到股市（资产配置层面），居民通过购买信托和理财向旧增长模式输血，股市陷入存量博弈困境。股市常年熊市。

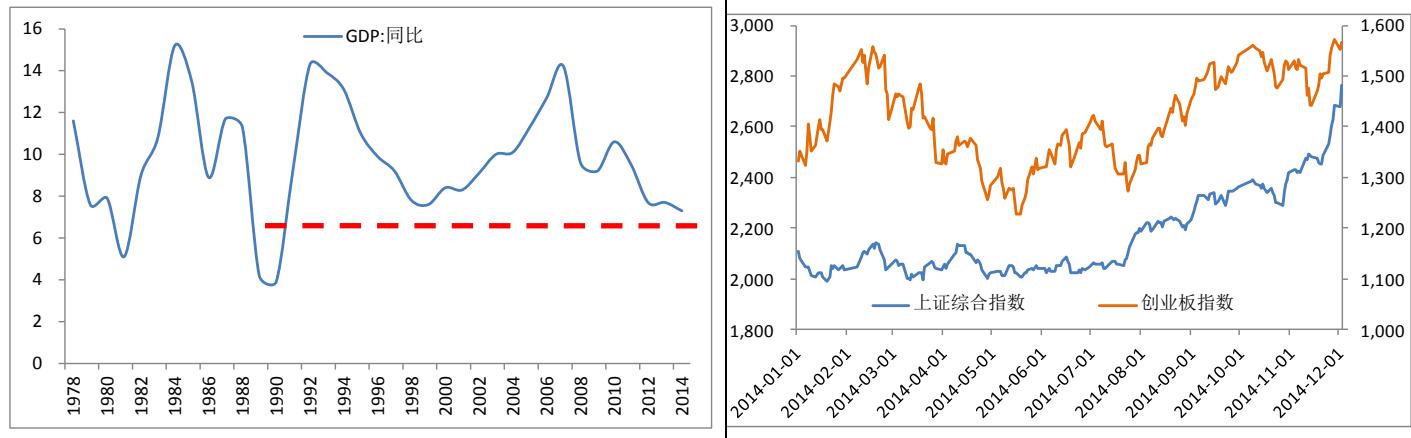
三大资金黑洞中的地方融资平台和国企作为体制内部门，存在财务软约束，难以通过市场化方式出清，必须通过改革破旧立新，才能降低无风险利率，提升风险偏好。

2014 年 2 季度-2015 年 2 季度，在经济下行的背景下，股市开启了新一轮波澜壮阔的大牛市。这一轮大牛市的原因跟 1996-2000 年类似：利率下降、政策宽松、改革提速。

2015 年 2 季度以来由于改革预期调整、去杠杆等原因，A 股出现调整。

图 19 2014 年 GDP 增速创 24 年新低

单位：% 图 20 2014 年中国股市走出牛市



数据来源：国泰君安证券研究、国家统计局、WIND

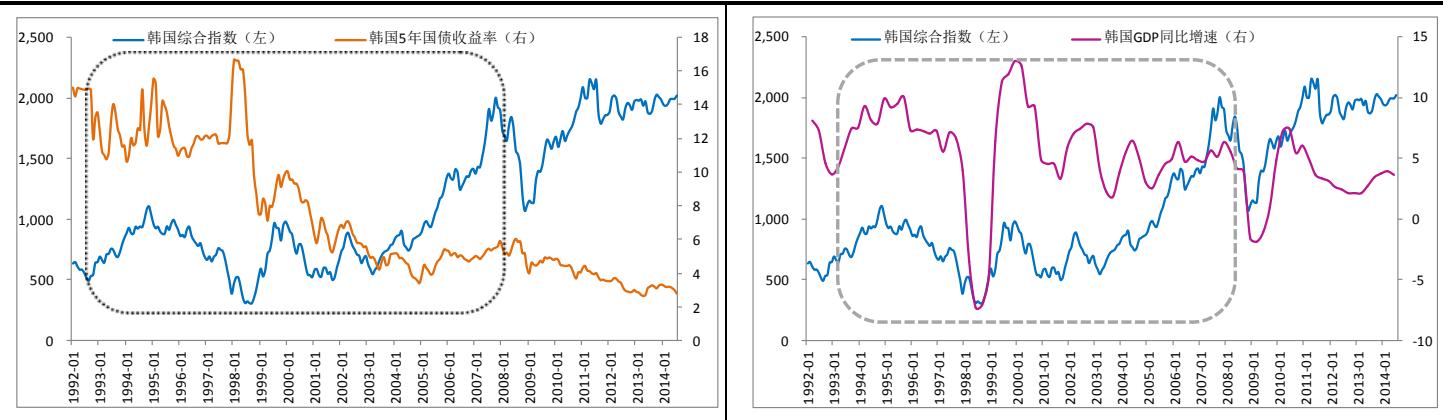
转型时期股市走牛的其它典型案例还有中国 1996-1999 年、2010—2017 年，日本 1975-1980 年，中国台湾 1986-1990 年，韩国 1999-2006 年，等。这些时间段均出现了经济增速下降但股市大幅走牛的情况，核心在分母驱动，而非分子驱动。典型事实是：经济转型、结构巨变、出清加快、改革提速、货币政策放松、利率下降、金融风险拆弹。

经典案例：德日韩台增速换挡期的资本市场表现

韩国在 1992-1996 年增速换挡期上半场拒绝减速，寄希望依靠刺激维持旧增长模式，延缓出清，加杠杆负债循环，推高无风险利率，股市长熊。韩国在 1997-2003 年进入增速换挡期下半场，1997 年金融危机倒逼韩国出清去杠杆，无风险利率从 14% 大幅下降至 4%。韩国政府痛下决心推动改革，随后产业升级、企业利润上升，虽然 2000 年后韩国经济增速再也没有回到高增长时代，但股市大幅走牛，涨幅超过 300%。

图21 韩国增速换挡期的股指和无风险利率

图22 韩国增速换挡期的股指和 GDP 增速

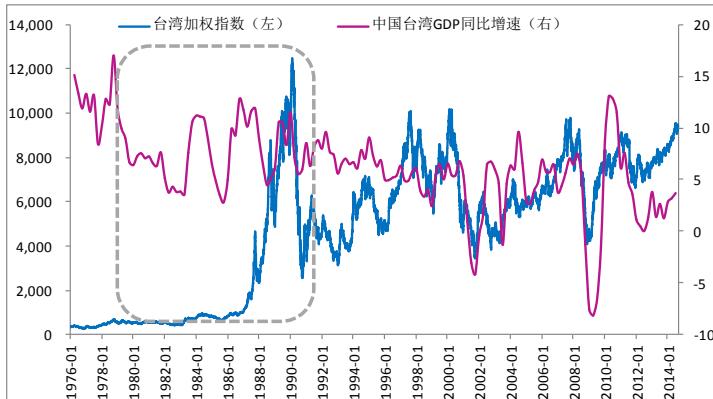


数据来源：国泰君安证券研究、WIND、CEIC

台湾增速换挡发生在 80 年代后半段，但由于 80 年代初蒋经国因身体每况愈下，在增速换挡之前已经提前推动了改革，产业升级到电子信息产业。因此，虽然 GDP 增速下台阶，但无风险利率从 14% 大幅下降至 6%，加之贸易顺差热钱流入，股市走出一波大牛市，涨幅超过 500%。

图23 中国台湾增速换挡期的股指和无风险利率

图24 中国台湾增速换挡期的股指和 GDP 增速

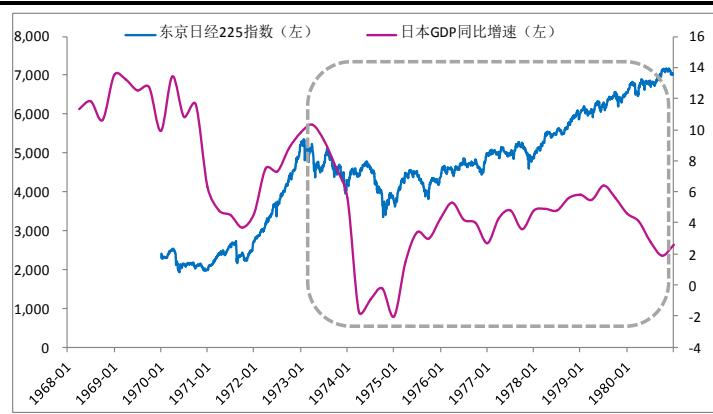
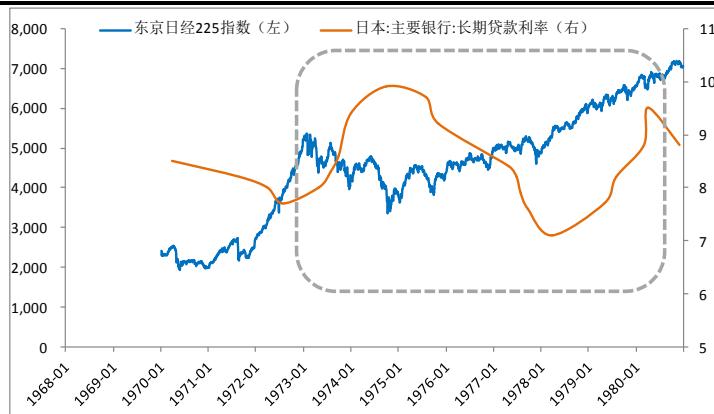


数据来源：国泰君安证券研究、WIND、CEIC

日本在 1969-1973 年增速换挡期上半场拒绝减速，大搞列岛改造和货币投放刺激经济，房市股市出现短暂泡沫。1973 年前后石油危机和前期过度投放的货币引发高通胀，货币政策转向紧缩，无风险利率过高导致股市为熊市。日本在 1973-1980 年进入增速换挡期下半场，经过改革和结构调整，日本 1975 年以后产业升级，增速换挡取得积极成效，无风险利率从 10% 大幅走低至 7%，股市出现了一波大牛市，涨幅超过 100%。

图25 日本增速换挡期的股指和无风险利率

图26 日本增速换挡期的股指和 GDP 增速

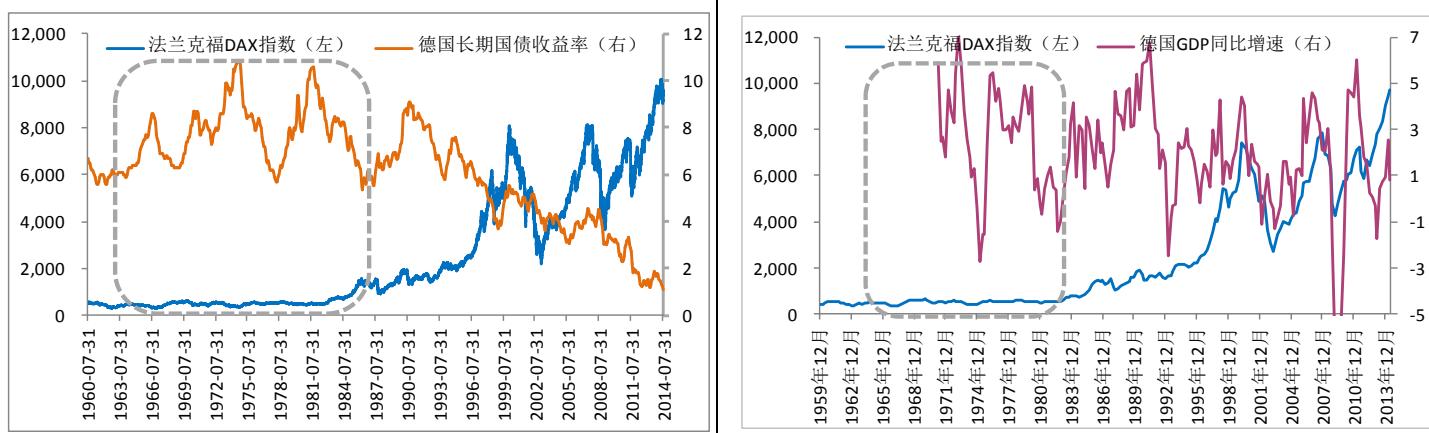


数据来源：国泰君安证券研究、WIND、CEIC

德国在 1965-1975 年间热钱大规模流入推高通胀，被迫在增速换挡期采取了偏紧的货币政策，无风险利率高达 8% 左右，股市为熊市、做俯卧撑。直到 90 年代，德国无风险利率大幅下降，德国股市才出现一波大牛市。

图27 德国增速换挡期的股指和无风险利率

图28 德国增速换挡期的股指和 GDP 增速



数据来源：国泰君安证券研究、WIND、CEIC

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		