



上海證券  
SHANGHAI SECURITIES

# 经济继往开来 市场蓄势待发

## ——十九大经济思想解读

上海证券研究所 胡月晓

(CIIA:29001385)

S0870510120021

2017. 11. 23

# 上期视点（2017年6月）

■中国经济延续“稳中趋升”态势。中国仍处“投资型”经济发展阶段，经济运行忧虑虽积“重”但可“返”，“去杠杆”基调下的名“去”实“稳”。市场对中国经济的信心虽有所改善的，但偏悲观预期格局未变，增长前高后低仍为主流预期。我们认为，质疑经济前景理由似是而非：债务问题和资产泡沫的经济忧虑，在“去杠杆”政策基调下将得到有效化解；中国汇率问题从未失控，投资仍然是第一增长动力，未来将在PPP带动的基建投资增长带动下，保持稳中偏升态势！

■监管风暴影响几何？“资产荒”迅变“资金荒”；非正常的金融与商品“双跌”，股、债、期“三杀”。监管重心转移带来风暴，监管强化并非新内容，金融发展带来专项治理，央行才是利率抬高背后推手。监管终点指向资本市场，按照货币“二分法”：货币利率主要受基础货币利率影响。货币利率提高是央行推动而非监管导致；理财繁荣并非之前“资产荒”原因，监管强化也并非当前“资金荒”的根源。“资产荒”和“资金荒”的感觉来自于投资（资产）、融资（负债）两端利差的缩窄。同业发展意味着金融脱媒，原先垄断体制下的高利差缩窄意味着金融效率提高；3-5年后全民投金融的热潮会降温。

■走向分化的资本市场。资本市场未来将趋向分化：债券市场，利率品恢复上涨的确定性更高；股票市场，价值投资时代个股差异化将扩大，长远不排除“仙股”可能。当前的资本市场持续低迷状态与经济无关，是非经济因素综合作用的结果。利率变化决定市场估值中枢走向，负利率时代带来欧美强股市。央行不降低基础货币利率，股债双低迷局面将持续！债市杠杆下降到位，市场利率走势现阶段取决于通胀前景。长期看货币环境又会进入基础货币投放减速（进而流动性增速回落）、但货币成本再下降的阶段。债券市场在信用溢价提升下，利率和信用将呈分化态势；股市面临估值提升和流动性偏紧的格局，将造成市场的分化局面，价值投资时代到来。



# 本期视点（2017年11月）

■**经济新常态，发展新时代。**2012年后中国经济逐渐进入转型期，经济运行呈现“底部徘徊”状态，这是经济新常态的主要特征。经济新常态下发展进入新时代。新时代的发展目标更全面，更强调发展环境，包括体制、机制、环境等的完善，市场化方向更明确。

■**新时代阶段的发展任务：转型升级跨陷阱。**新时代要实现经济转型和产业升级，而实现上述目标意味着再发展阶段上要跨越中等收入陷阱。跨越中等收入陷阱的关键是处理好房地产泡沫，房地产泡沫在性质上属于制度性泡沫，只有从土地和住房市场体制等各方面建立长效机制，泡沫才可能得到有序控制。

■**股市波动中上行方向不变。**在“去杠杆”为核心的宏观政策体系下，资本市场上的风险偏好仍然较低，受货币偏紧持续、短期经济前景忧虑上升，以及周期、资源平上涨动力减弱影响，短期市场仍将维持一段时间的犹豫期。股票市场，价值投资时代个股差异化将扩大，长远不排除“仙股”可能。当前的资本市场持续低迷状态与经济无关，是非经济因素综合作用的结果。股市面临估值提升和流动性偏紧的格局，将造成市场的分化局面，价值投资时代到来。



# 目 录

- 十九大的经济思想：继承与深化
- 经济新阶段特征：转型升级跨陷阱
- 经济与股市：“稳中趋升”双显



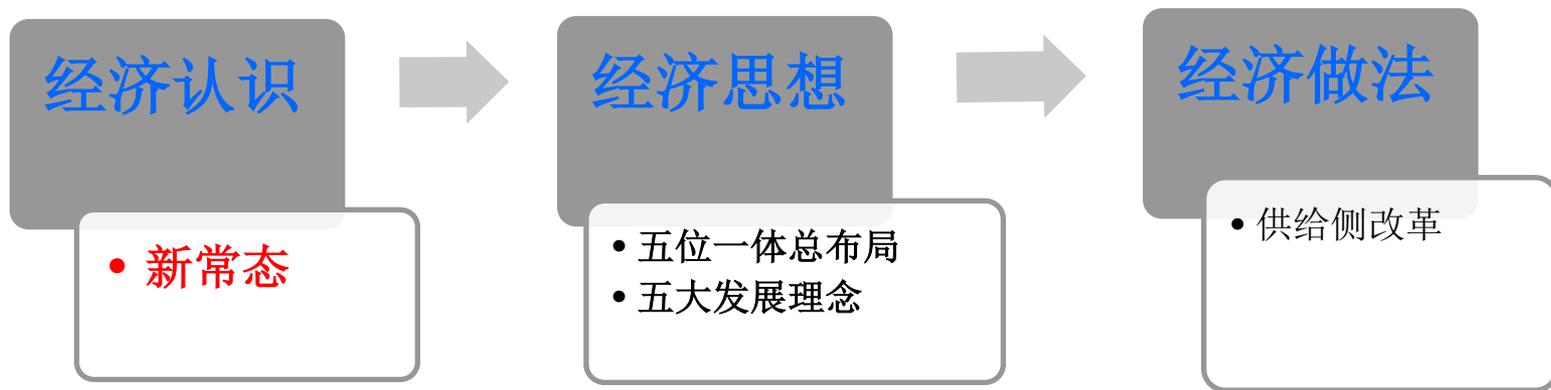
# 一、十九大的经济思想：继承与深化

- 十八大认清经济“新常态”
- 十九大谋划发展“新时代”
- 新阶段的路径和任务



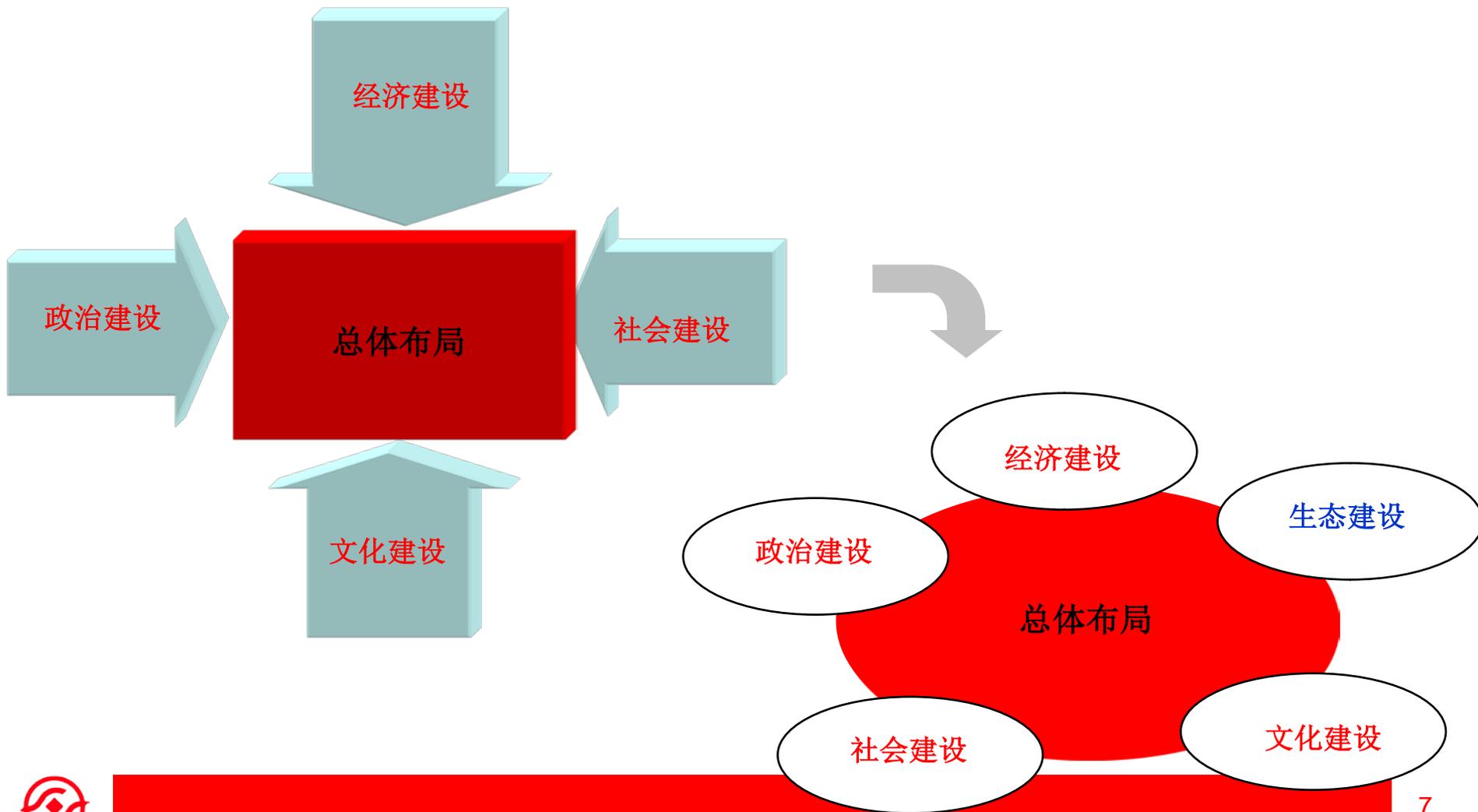
# 1. 十八大期间的经济布局

- 政策思路：稳中求进、问题导向、底线思维。
- 四个全面战略布局：全面建成小康社会、全面深化改革、全面依法治国、全面从严治党。



## 2. 总体布局：“四位一体” → “五位一体”

- 落实可持续发展、实现科学发展的总体布局思路变化。→美丽中国



# 3. 经济目标

- 全面建成小康社会；全面深化改革开放；
- 政策延续，并未改变过去发展路径。
- 首次提出“城乡居民人均收入”10年翻番（并无新意，实际调降目标）。

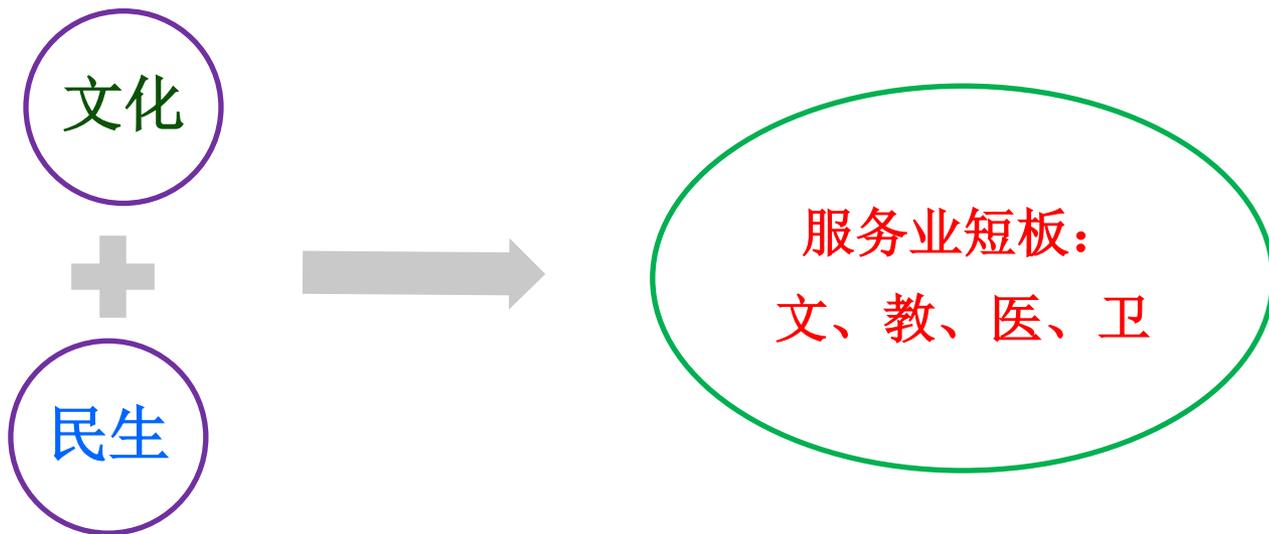
表 1 十八大经济目标及对应含义

目标（2020）	含义
GDP比2010年翻一番；	平均年增长7%
城乡居民人均收入比2010年翻一番；	“十一五”期间计划5%，实际13%
经济增长的科技贡献率大幅上升，建成创新型国家；	对应政策；产权保护
基本实现工业化；	“十二五”中的发展现代产业体系
信息化水平大幅提升；	战略性新兴产业之一
城镇化质量明显提高；	常年居住的“流动人口”2.3亿成真正城市人
农业现代化和社会主义新农村建设成效显著；	农业人口继续减少
区域协调发展机制基本形成；	“十一五”期间的区域发展概念落实
对外开放水平进一步提高，国际竞争力明显增强	人民币国际化；上海国际金融中心；外贸依存度下降



## 4. 十九大的新定位

- 历史方位：中国特色社会主义进入新时代；
- 主要矛盾变化：人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。
- 新提法，四个“伟大”：伟大斗争，伟大工程，伟大事业，伟大梦想。



## 5. 十九大对奋斗目标的具体化

### ■ 两个一百年的奋斗目标：

第一个一百年，是到中国共产党成立100年时（2021年）全面建成小康社会；  
第二个一百年，是到新中国成立100年时（2049年）建成富强、民主、文明、和谐的社会主义现代化国家。

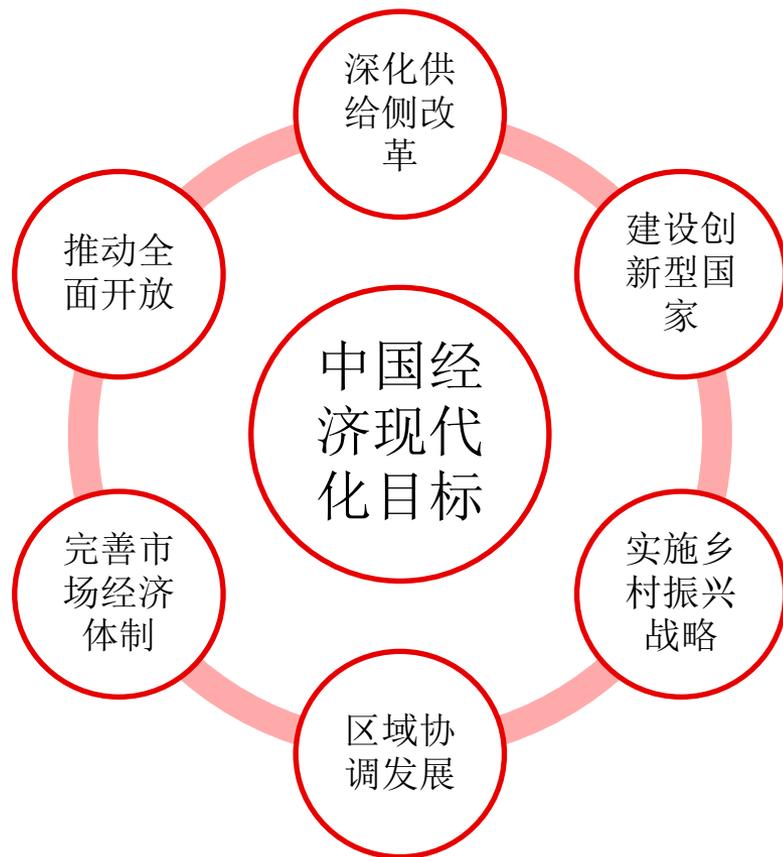
### ■ 两个阶段的发展路径：

- 1.从二〇二〇年到二〇三五年，在全面建成小康社会的基础上，再奋斗十五年，基本实现社会主义。
- 2.从二〇三五年到本世纪中叶，在基本实现现代化的基础上，再奋斗十五年，把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。



## 6. 十九大确定的经济目标

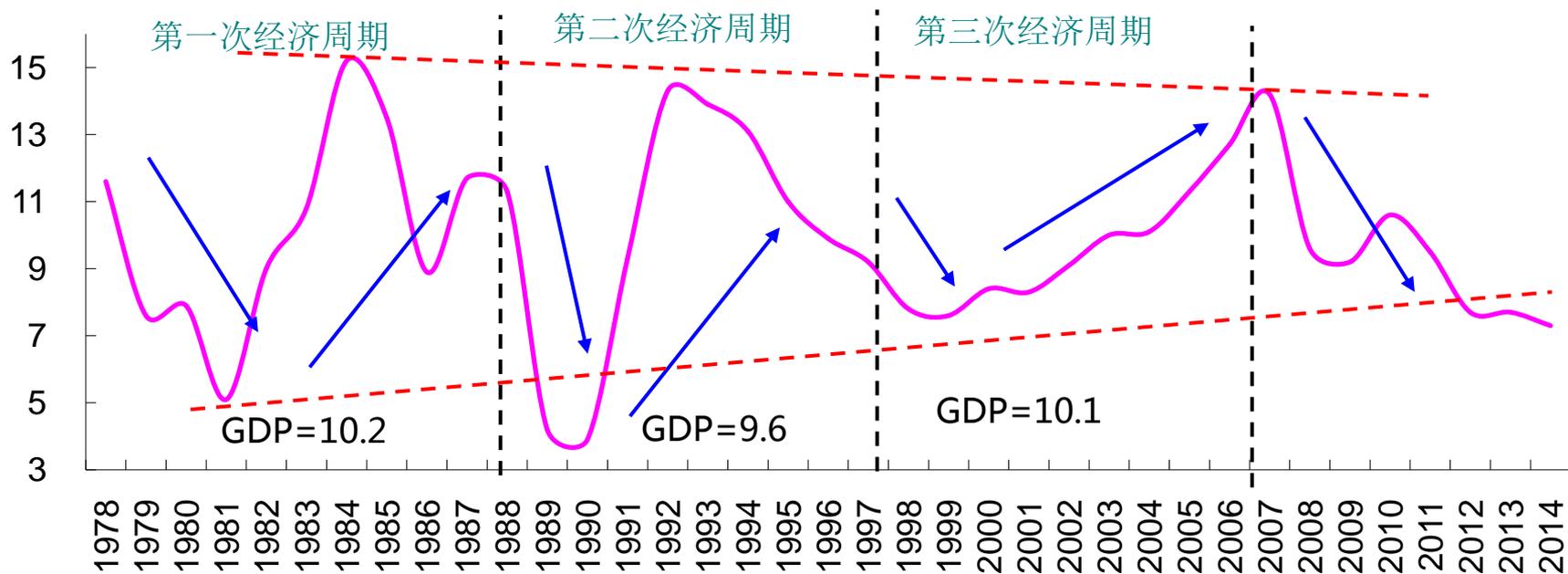
■ 经济阶段：由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。



# 7. 中国经济曾经“十年一周期”

- 中国经济周期的“速降缓升”特征；经济运行区间变低、变窄。
- 过去中国“十年一周期”的特征（政治周期）；趋势：水平降低；波动收窄。
- 未来：L型后的周期增长路径如何？如何叠加“换档”影响？

图 1 中国经济周期演变中增长趋势

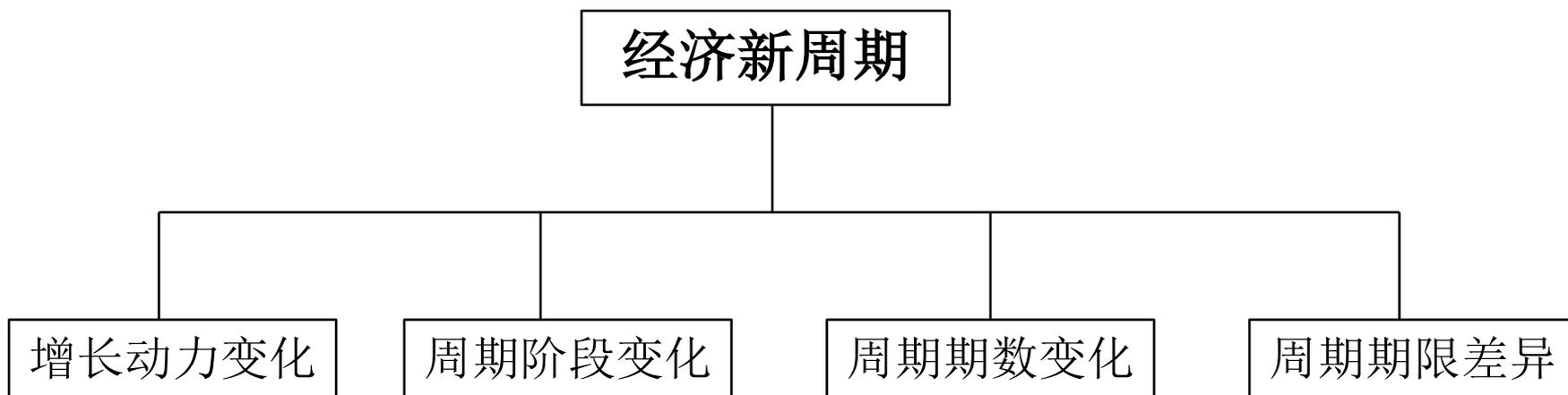


数据来源：Wind、上海证券研究所



## 8. 无意义的“新周期”争论

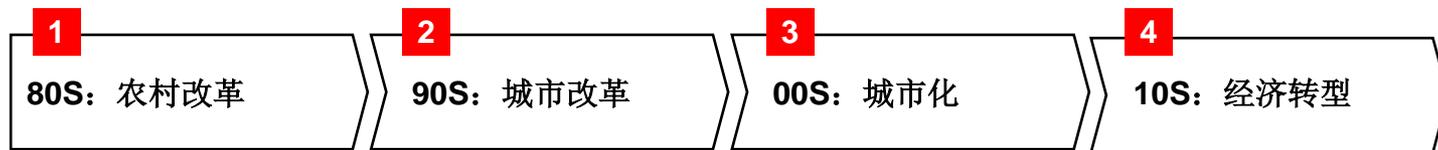
- 新周期争论着眼于长期，而金融投资最有直接影响的是短期前景（6-12月）；
- 相对于长周期，资本市场更关注短周期。



# 9. 改革阶段左右中国经济周期

- 改革形成中国经济发展的阶段动力：激发经济主体活力是内中逻辑。
- 本届政府的最大变化是对地产态度的转变。2010年4月，李推出“双限”。  
政策时效和进程决定中国周期时长——10年。

图 1-5 中国经济发展阶段具有显著改革烙印



## 二、经济新阶段特征：转型升级跨陷阱

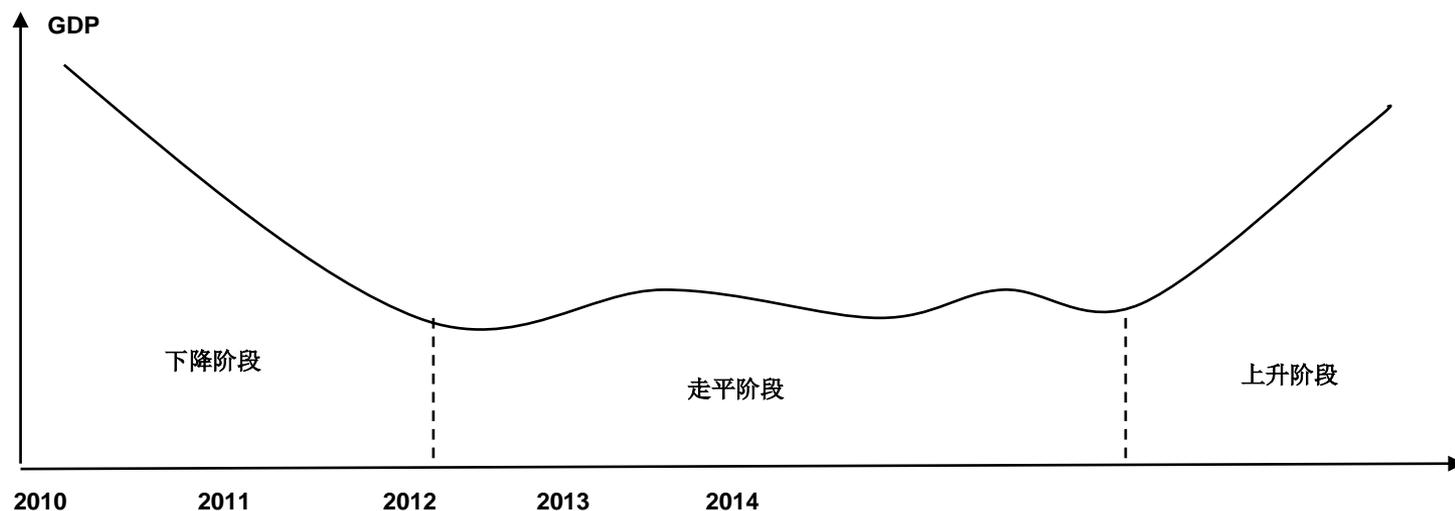
- 经济阶段决定当前发展任务
- 新政策、旧动力、新方向
- 投资仍然为中国经济第一增长动力



# 10. 经济新常态下的“底部徘徊”特征

- 转型中期的经济阶段性特征未变，经济转型期经济增速经历“下降——走平——回升”三个不同阶段，会有2次拐点、2次转变过渡期。
- 新经济形势下市场寻求投资新经济逻辑：政策刺激、成长行业、货币分布！

图 2 经济转型时期经济增长状况



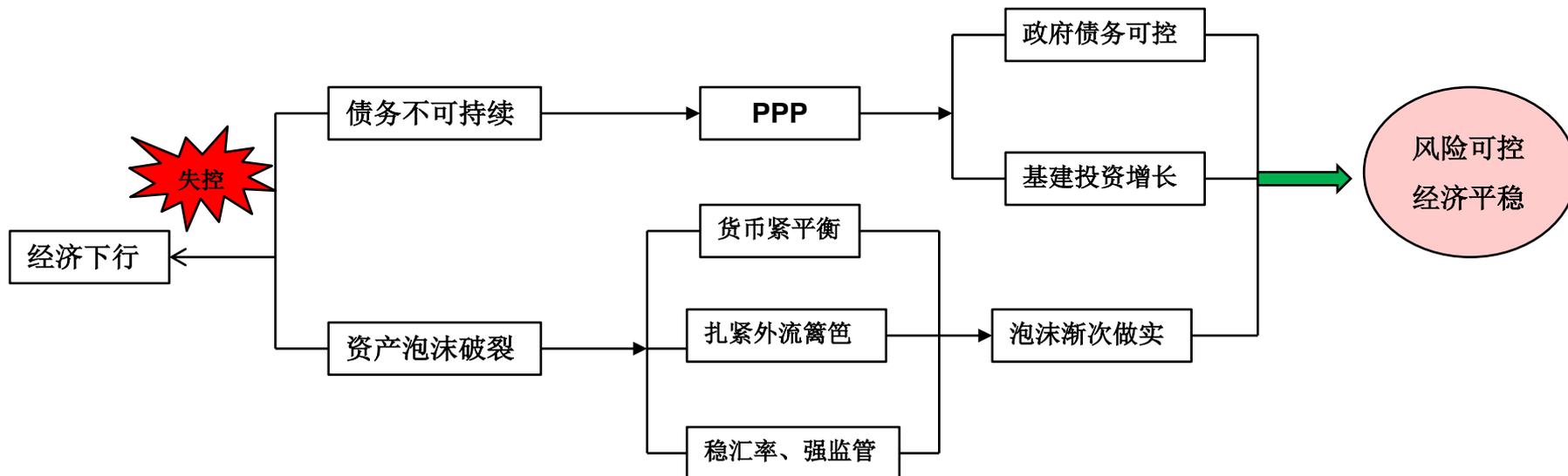
资料来源：上海证券研究所



# 11. 质疑经济前景理由似是而非

- 中国经济转型时期存在着有目共睹的问题：债务和泡沫；
- 新常态下利益纠纷增多，各种声音希望能影响到政策。

图 3-2 中国经济前景演化的逻辑



## 12. 中国经济正处起飞阶段末期

■ 如果把改革开放后的第一轮周期（1978-1988）作为经济起飞准备阶段，把第二轮周期（1989-1997）的后半期（1992-）作为中国经济正式进入起飞阶段的时间，那么中国目前仍然处在经济起飞阶段末期，正处朝走向成熟阶段转化时期。

图3 经济成长的阶段划分



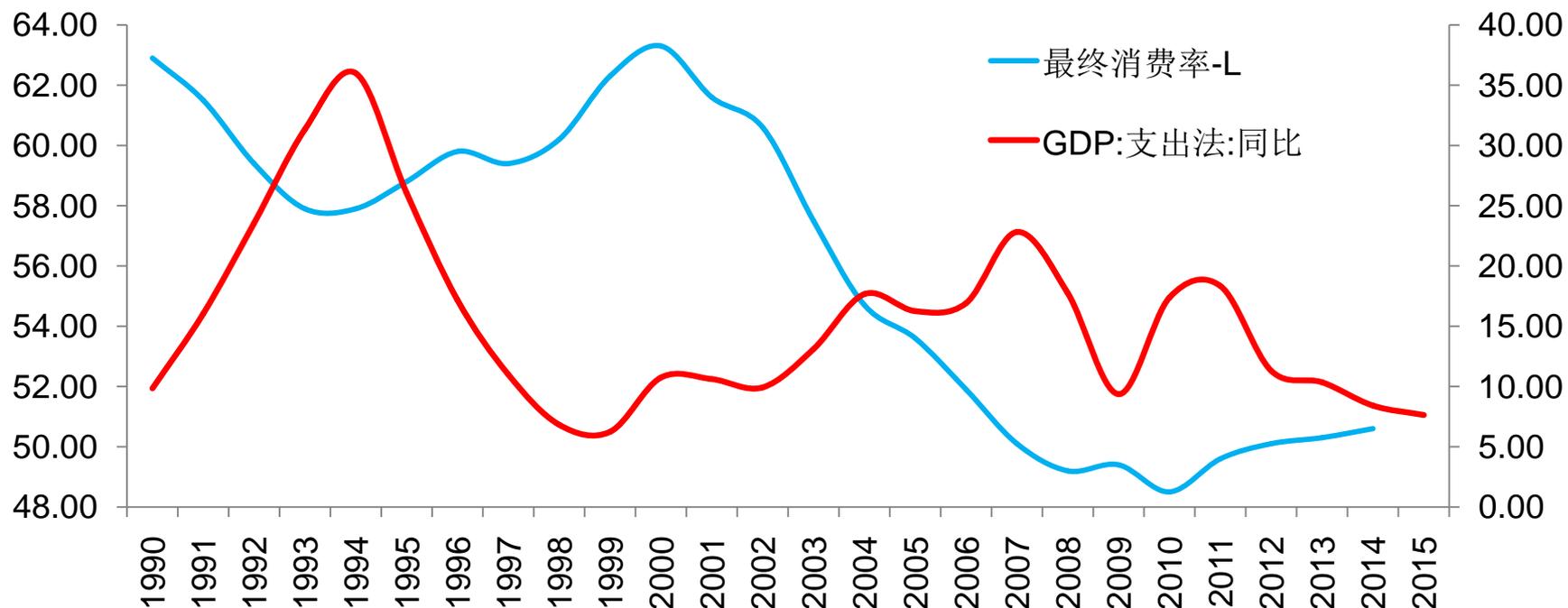
品质生活阶段	追求生活质量；体验型经济	
高消费阶段	主导产业由制造业转向服务业；需求主导社会	福利社会形成
走向成熟阶段	科技应用普遍化；资本密集型产业主导；	经济增长极→技术创新极
起飞阶段	生产性投资率提高；出现具有很高成长率的领先部门；科技作用增强；政治/社会变革	出现“增长级”（产业或区域）；后天比较优势形成（工业优势）
准备起飞阶段	第一产业或劳动密集型制造业主导；投资率提升	资源集中/中央集权
传统社会阶段	封闭型经济；农业主导社会	
	经济特征	标志事件



# 13. 投资仍然是中国经济第一增长动力

- 对经济增长的贡献率和拉动大小，仅是经济动力的成果表现；
- 消费型经济体仅是经济发展高级阶段的特征。

图 4 中国经济增长和消费率间的逆向变动关系



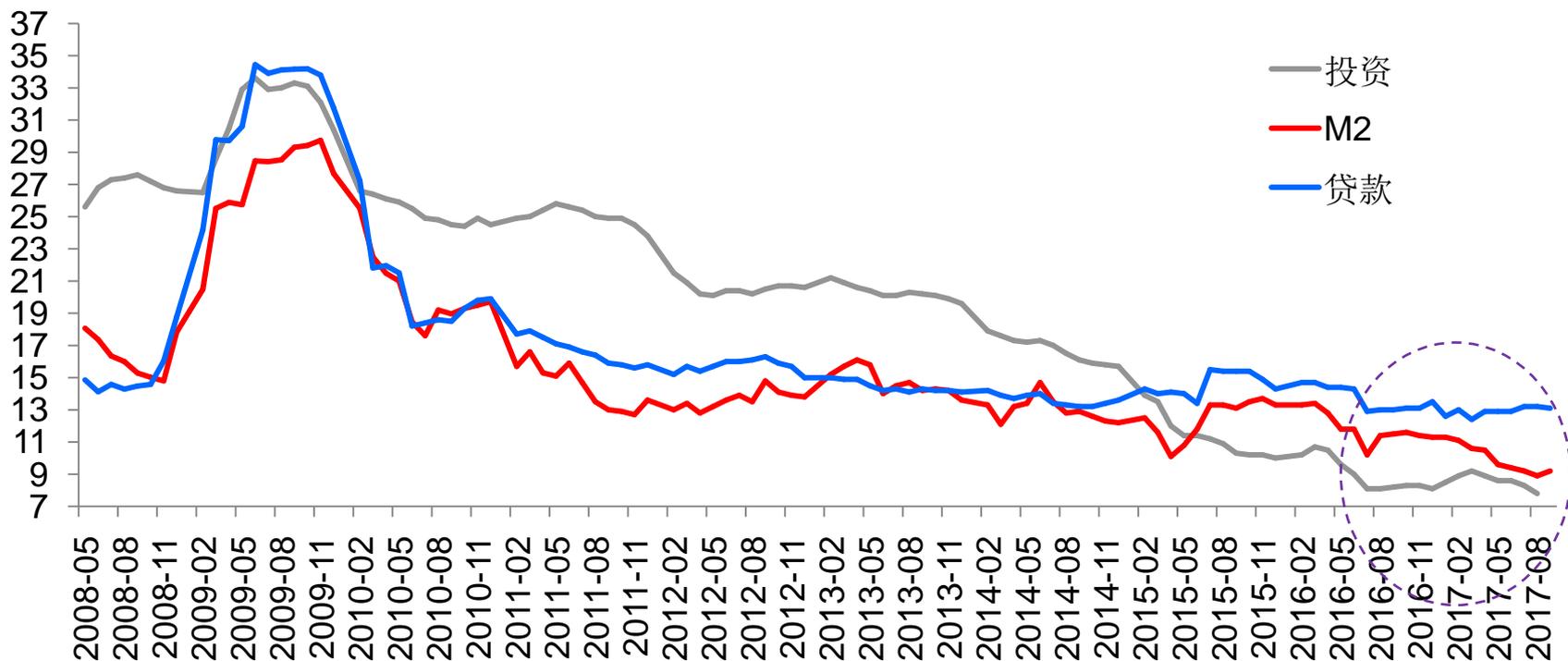
数据来源：wind, 上海证券研究所



# 14. 投资和信贷的关系重新增强

- 2012-2015，货币政策的经济效应“中性化”；
- 2016年后，货币扩张的经济效应重趋积极。变化表明货币“脱虚向实”改善。

图 5 中国投资和货币、信贷相关性重增强



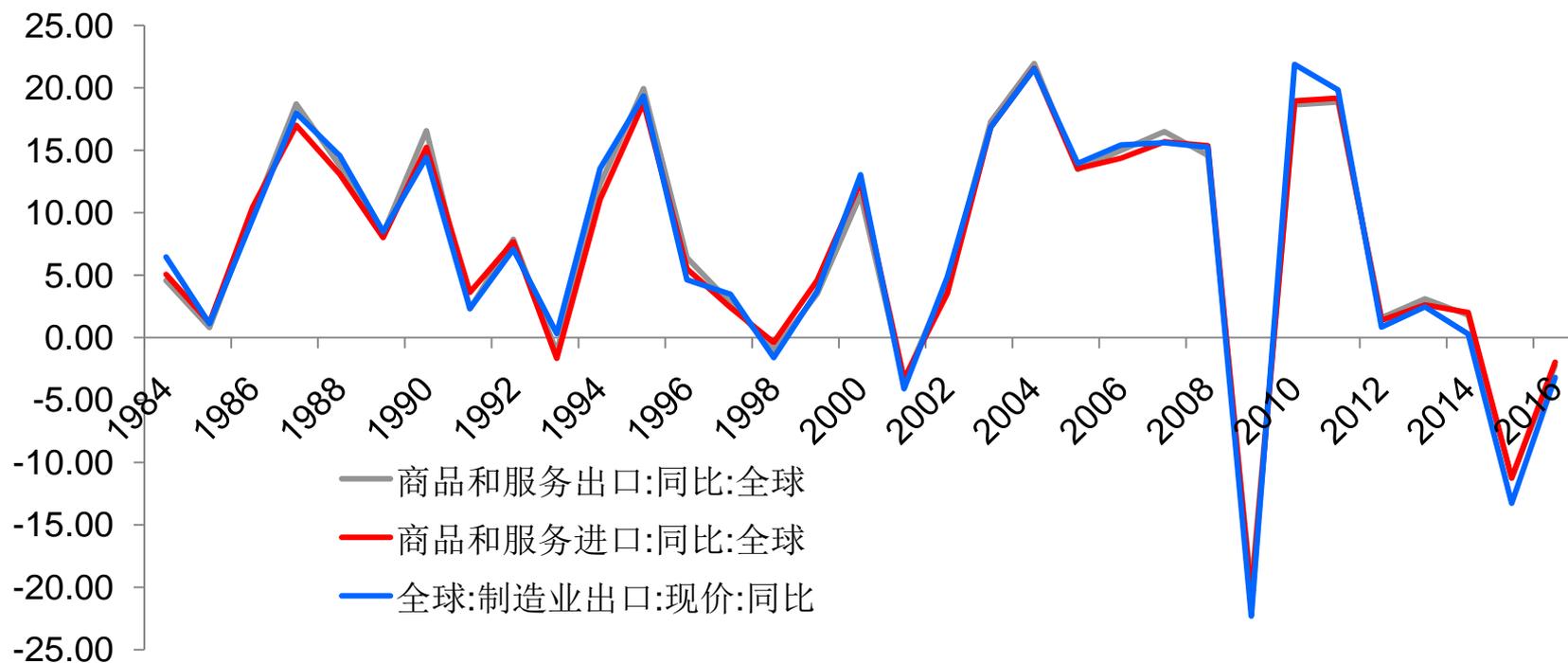
数据来源：Wind、上海证券研究所



# 15. 从国际环境看，贸易高速增长时期过去

- 国际贸易快速增长的动力解释：产业间分工→ 价值链分工。
- 比较优势理论，跨国公司理论。

图 6 全球贸易增长回落超越过去常态



数据来源：Wind、上海证券研究所



# 16. 经济发展阶段和面临陷阱

- 中等收入人均GDP=(5000, 15000) 美元，2016中国7900美元；
- 中国正处跨越中等收入陷阱阶段；
- 各阶段陷阱跨越条件： 贫困陷阱——政治稳定， 中等陷阱——政策对头， 创新陷阱——政治、政策、文化等综合因素。

图 7 经济发展阶段和各阶段面临陷阱（人均GDP，美元现价）



数据来源：wind, 上海证券研究所



# 17. 债务可持续问题无忧

- 中国政府债务无资不抵债风险：政府拥有资产远超负债。
- 杠杆率过高主要是企业部门，整体平稳、可控。

中国各部门间杠杆变化：政府继续加杠杆、企业去杠杆、住户维持杠杆。

图 8 中国政府债务与资产（亿元，2015年）

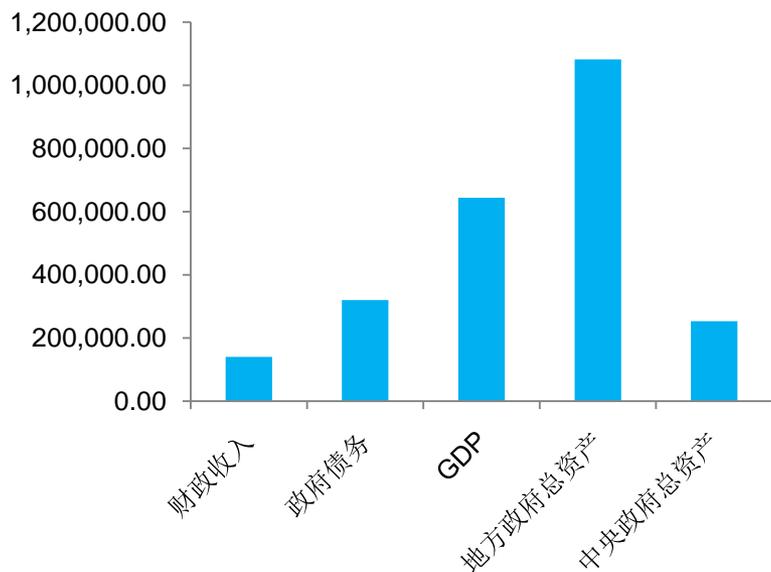
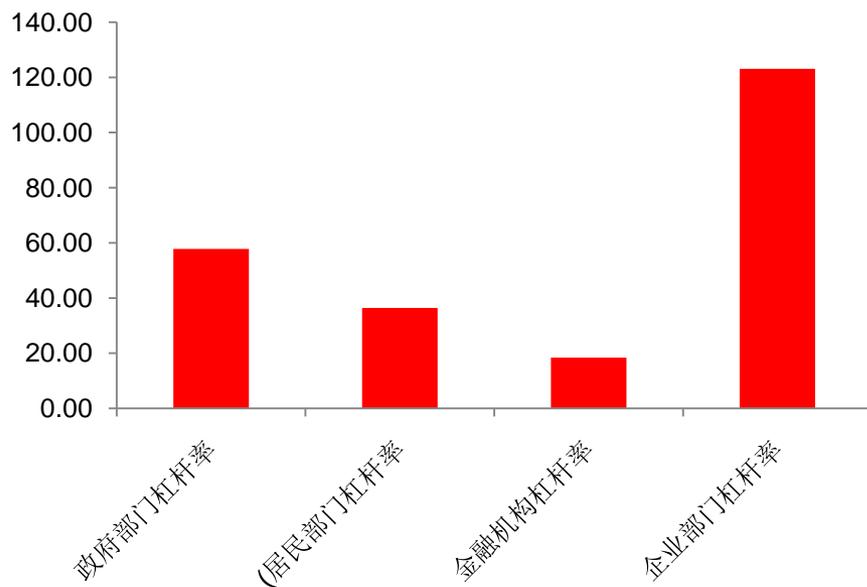


图 9 各部门杠杆率（%，2014年）



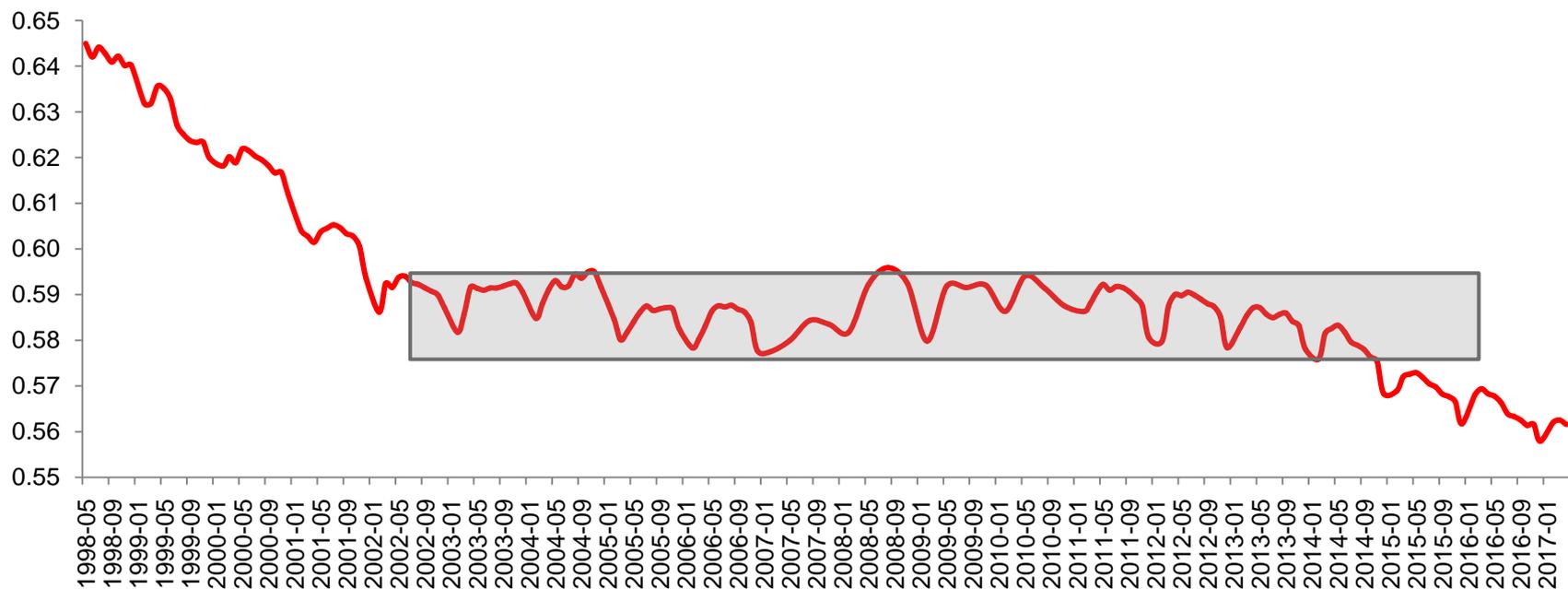
数据来源：Wind、上海证券研究所



# 18. 中国企业的微观杠杆率大为下降

- 降低负债率是供给侧改革的重要内容；
- 金融市场进步，融资多元化发展，直接融资中权益融资扩展：各种PE、夹层融资等；
- 更为重要的是，资产价格的快速上升。

图 10 中国工业企业负债率下降一台阶 (%)



数据来源：Wind、上海证券研究所

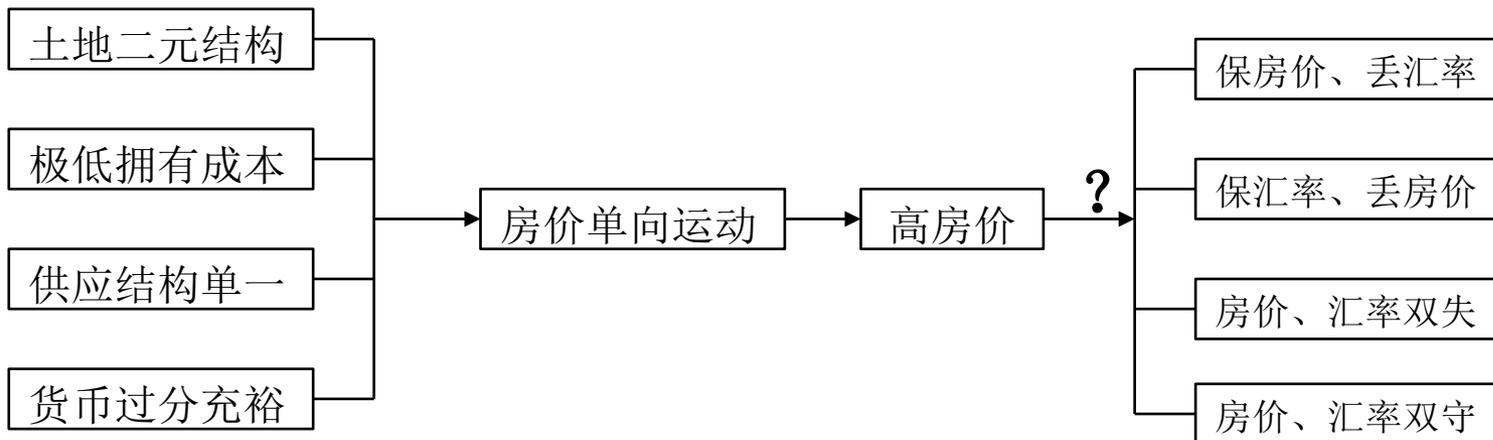


# 19. 楼市泡沫：稳中微降，短期难起波澜

- 楼市泡沫问题并不在楼市本身，而在楼市泡沫对经济转型和增长的影响；
- 房价背后的国家信用保证，决定市场力量难对抗“泡沫”。

高房价带来高商务成本和社会阶层固化，是中国陷入“中等收入陷阱”的最大风险。

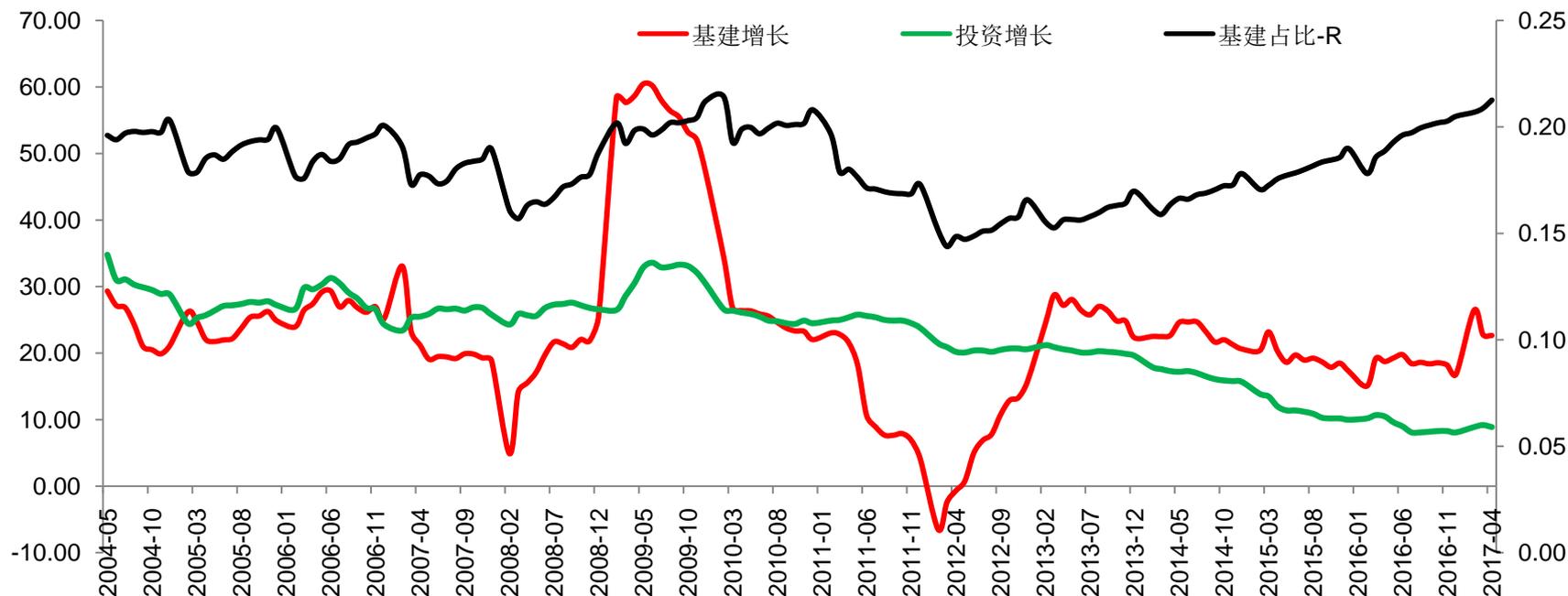
图 11 中国楼市价格的演进逻辑



## 20. 中国投资稳定增长可期

- PPP开启新一轮基建投资热潮，规模上看基建投资能抵消地产投资下降；
- 中国基建投资导向变动：“瓶颈”解决→超前建设；
- 成熟市场基建领域常用PPP模式，中国方引入；基建常担当保增长“急先锋”。

图 12 中国基建投资增长将带动投资回升



数据来源：Wind、上海证券研究所



### 三、经济与市场：“稳中偏升”双显

- 经济稳中偏升态势延续
- 估值和盈利前景决定市场平稳向上方向

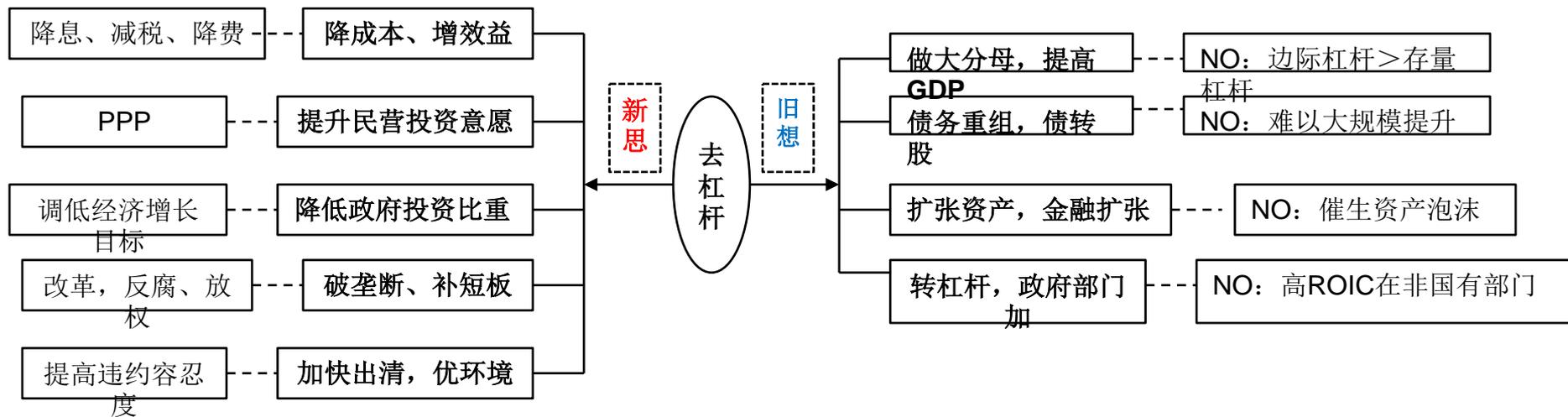


# 21. 杠杆化解是中国经济政策思路的核心

- 中国杠杆率过高：宏观杠杆率 VS 微观杠杆率；
- 虽然微观杠杆率不高且稳定，但宏观杠杆率在G20中仅次于日本，达危险值。

宏观杠杆率反映经济体的流动性偿付能力，微观杠杆率在危机时期因资产价格变动而失效。

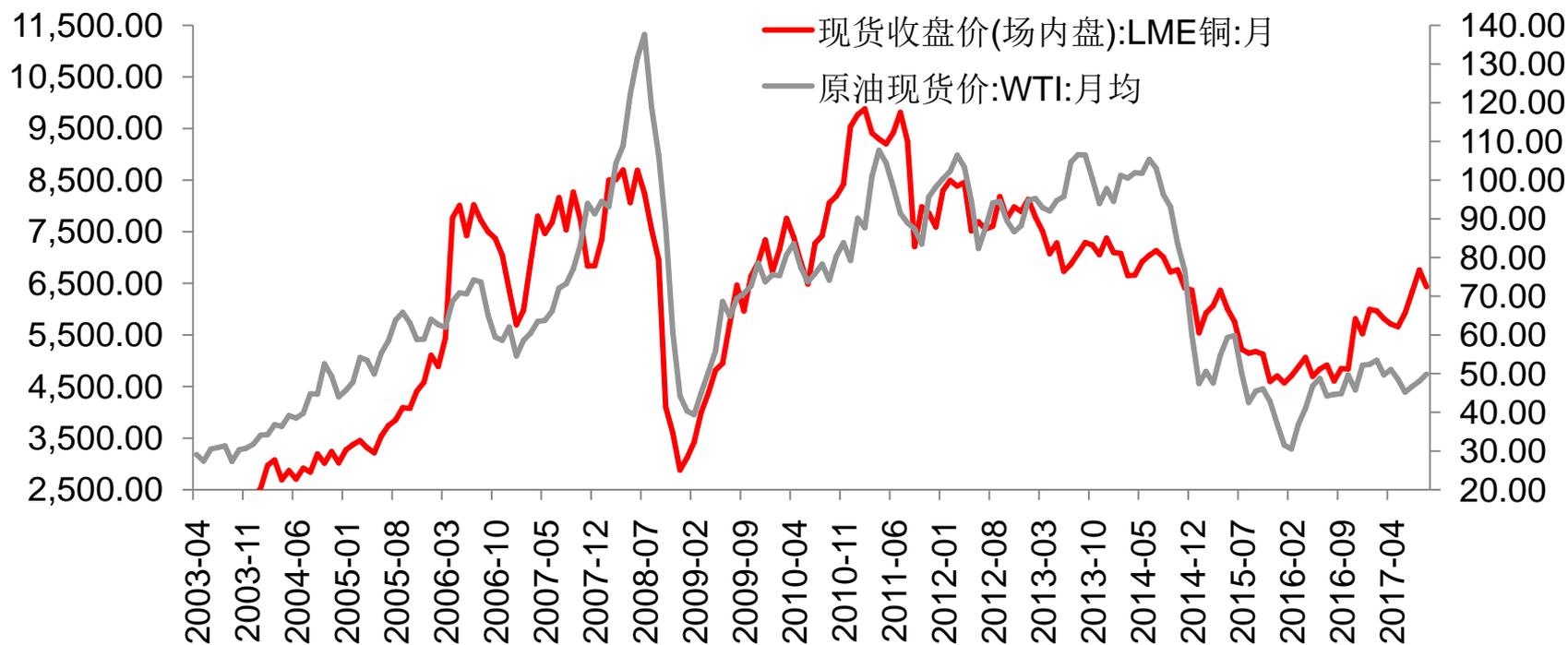
图 13 中国去杠杆的思路



## 22. 大宗资源品价格进入波动高发期

- 价格体系变动带来的大宗商品价格恢复性上涨。
- 供给侧改革带来的供求关系变化，供求改善带来的价格上涨。

图 14 商品间的比价关系出现背离



数据来源：Wind、上海证券研究所



# 23. 股市机会进入个股时代

图15 银行板块业绩支撑下将平稳

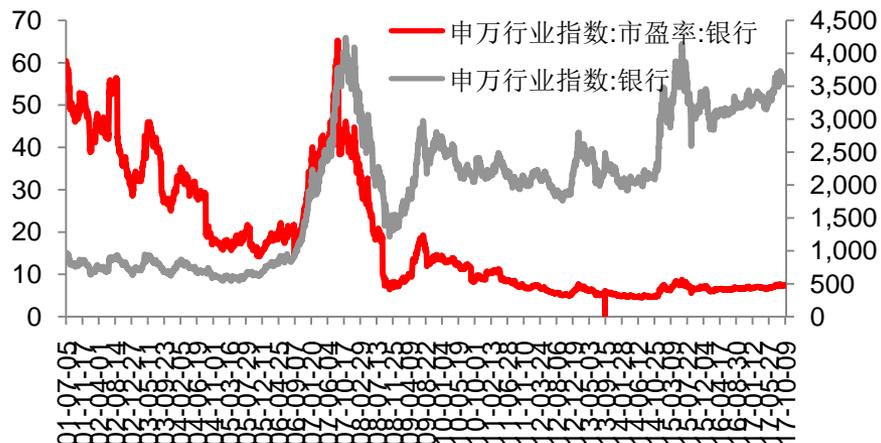


图16 上涨机会在于估值能否继续改善

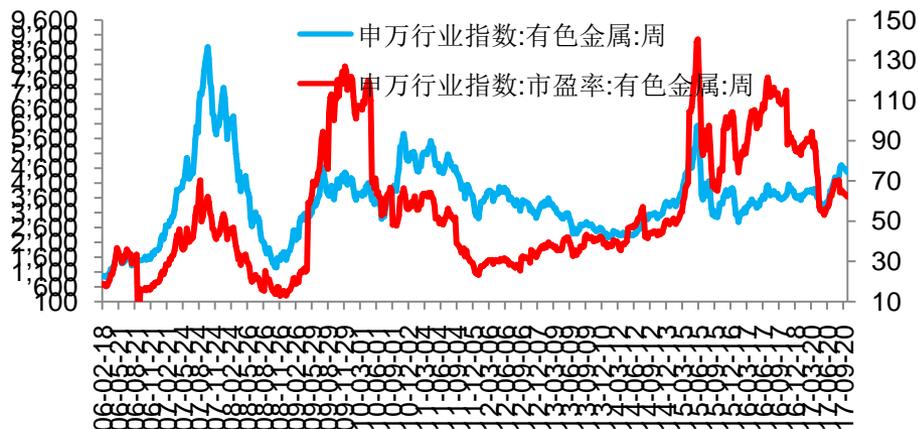


图17 地产板块临业绩释放机会

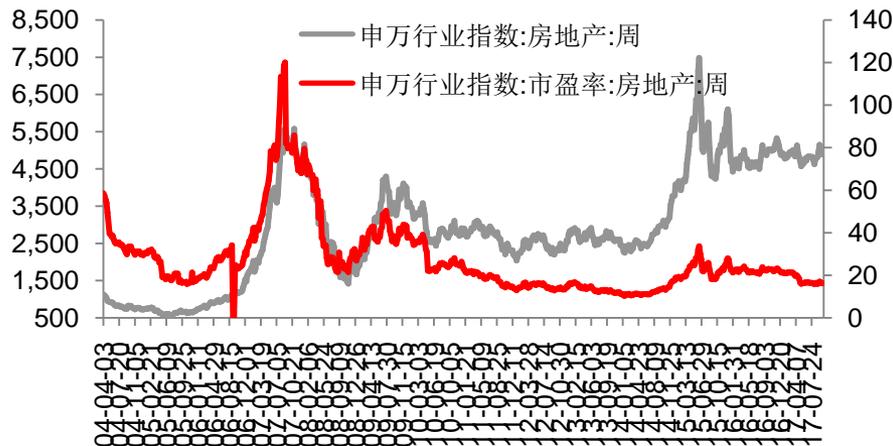


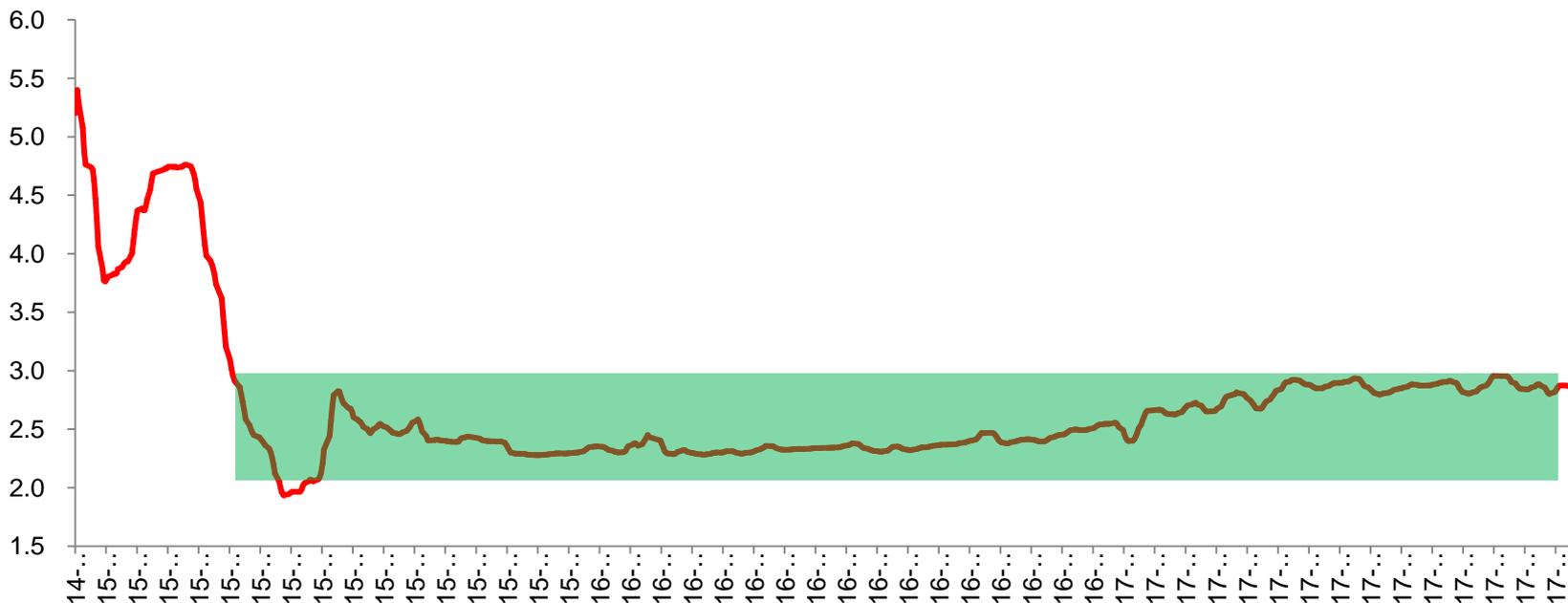
图18 估值大幅改善带来的反弹机会用尽



## 24. 资金持续偏紧态势将延续

- 流动性在政策作用下全年持续偏紧。
- 监管其实是比货币政策更大的影响因素。

图 19 SHIBOR(7天) 显示资金持续偏紧



数据来源：Wind、上海证券研究所



# 声明与承诺

## 分析师承诺

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。





上海證券

SHANGHAI SECURITIES

# 谢 谢

请关注以下部落——

订阅号：经济晓说 (JJXS-2016)

微信群：资本前沿

QQ群：资本前沿-经济晓说 (321460914)

联系方式——

TEL: 86-21-53686171

13816912848 (微信)

QQ: 154119171

Email: [huyuexiao@sohu.com](mailto:huyuexiao@sohu.com)