

居高望远

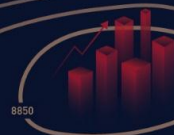
华创证券

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES

AIM HIGH AND LOOK FAR

2017年11月21-22日

中国·深圳 东海朗廷酒店

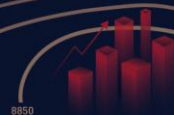


中国经济增长与杠杆率再平衡

--华创宏观2018年度策略报告

牛播坤

AIM HIGH AND LOOK FAR



- 市场逻辑：从债务风险主线切换至增长主线
- 政策逻辑：从稳增长切换至放风险
- 2018年居民部门的高效杠杆将放缓
- 谁来接力？几个猜想

SECTION 1

2017年稳杠杆在发生

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES

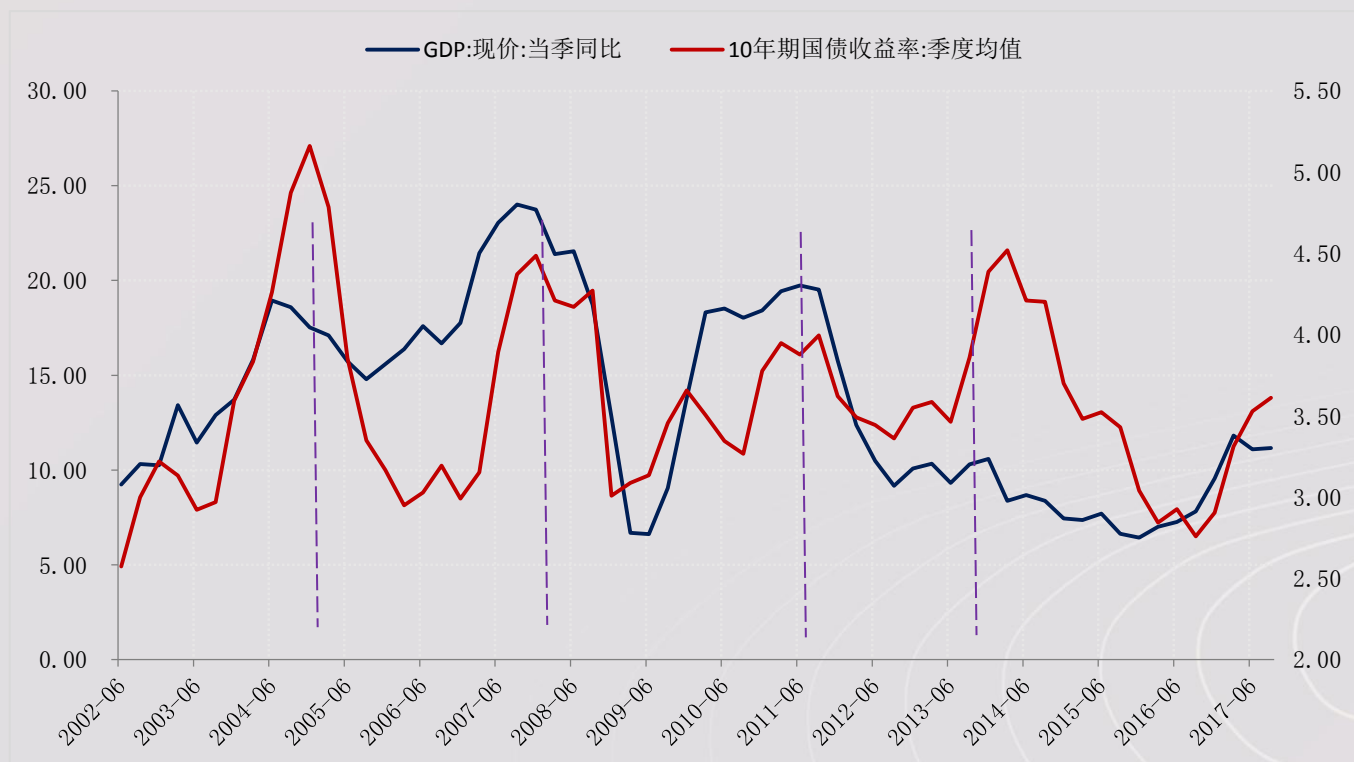
AIM HIGH AND LOOK FAR

市场逻辑：债务风险主线切换至增长主线

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 名义GDP高点在一季度已过，但期待中的利率下行迟迟未能兑现，相反10月以来快速上行；
- 根本在于市场逻辑发生系统性切换

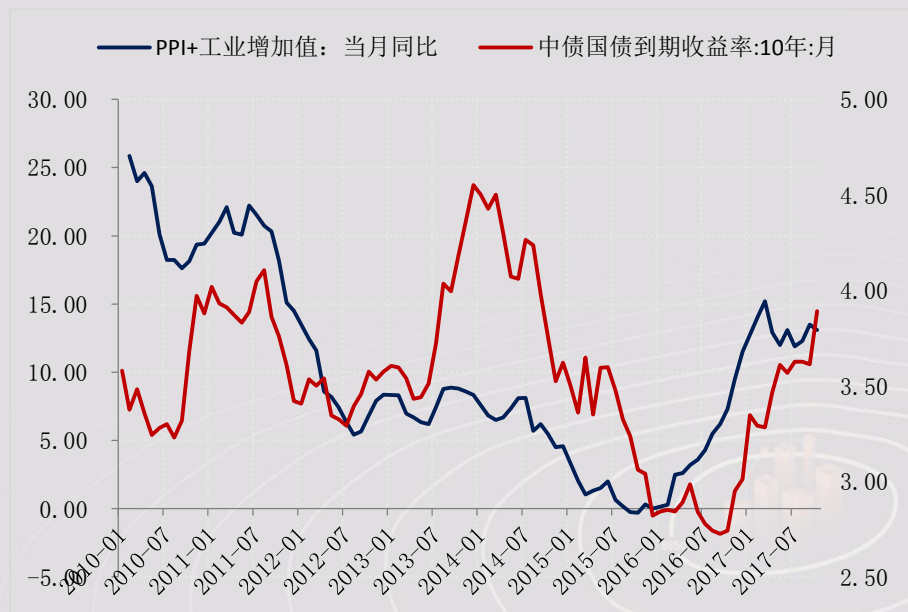
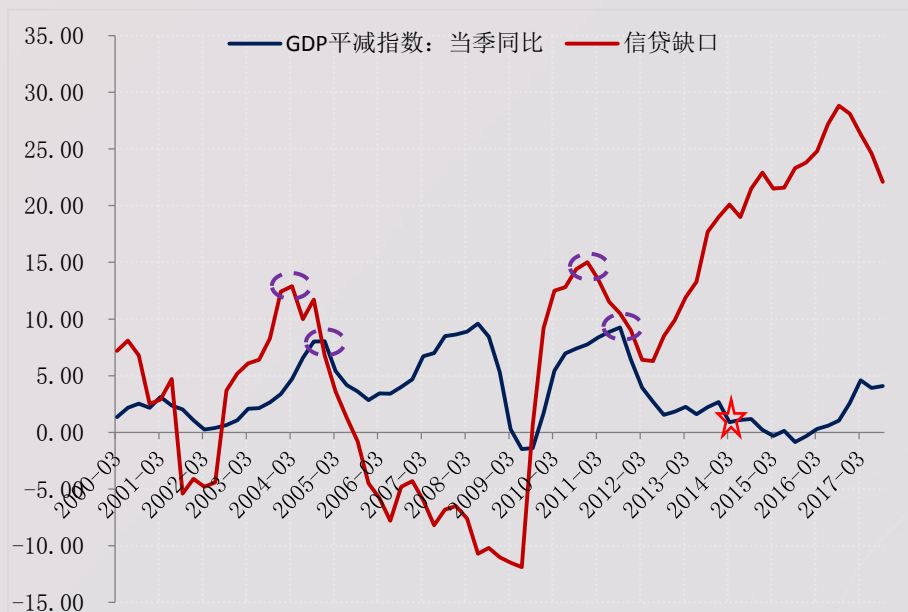


市场逻辑：债务风险主线切换至增长主线

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

■ 债市：在债务-通缩陷阱的阴影下，债市从14年开始迎来长达近3年的牛市



市场逻辑：债务风险主线切换至增长主线

居高望远

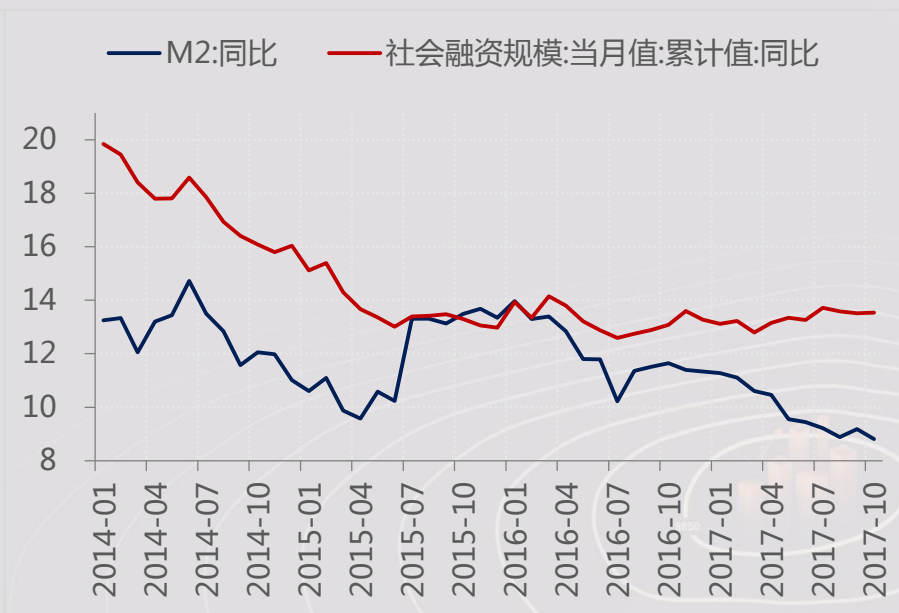
2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

■逻辑切换同样体现在汇率上；

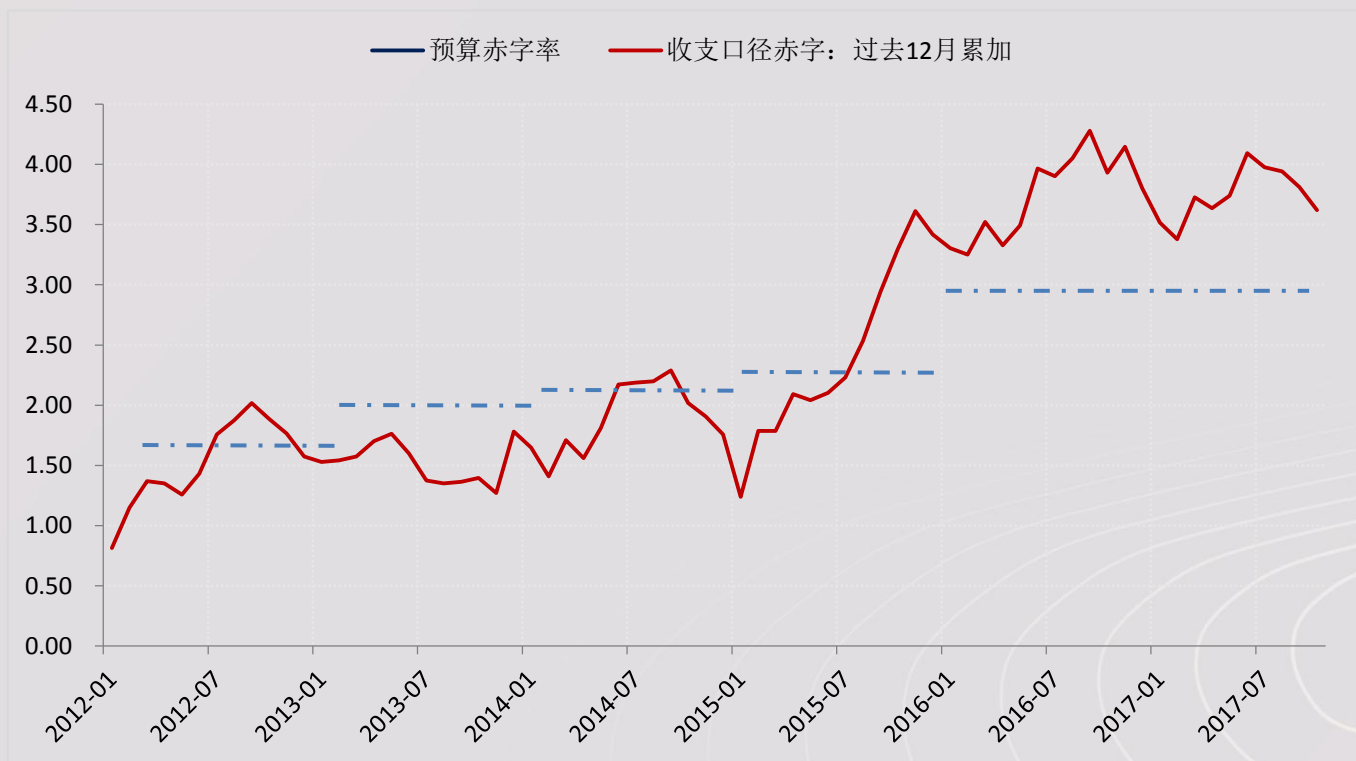
■汇率：人民币一度跳出汇改以来的框架，兑美元和一篮子货币双升值，贬值预期逆转，外占9月以来再次转正；



- 构建货币政策与宏观审慎双支柱，防范系统性风险；
- 金融监管：同业、理财收缩，M2破9%，
- 货币政策：从稳健到稳健中性，地产下行周期的全面货币宽松难以期待



- 财政政策：预算赤字率在连续4年上调后稳定在3%，收支口径赤字率震荡回落；
- 财政支出结构从基建向民生相关倾斜；
- 整肃地方财政纪律、防范隐性债务扩张；PPP从重视落地率到强调风险识别。

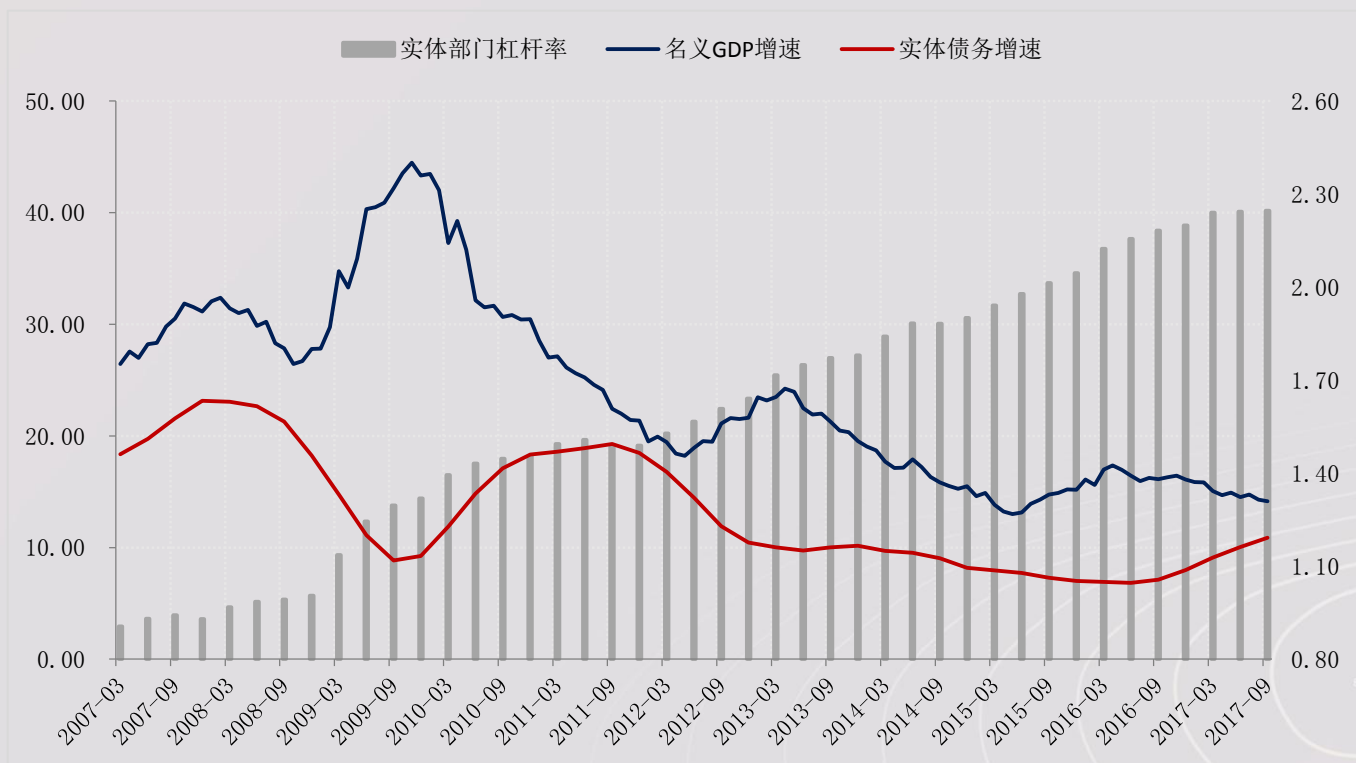


稳杠杆在发生：久违的实体杠杆企稳

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 2013-2016年，实体部门（居民+企业）杠杆率以年均15%的增幅快速上行；
- 年初至今，实体部门杠杆率稳定在224%，久违的企稳。

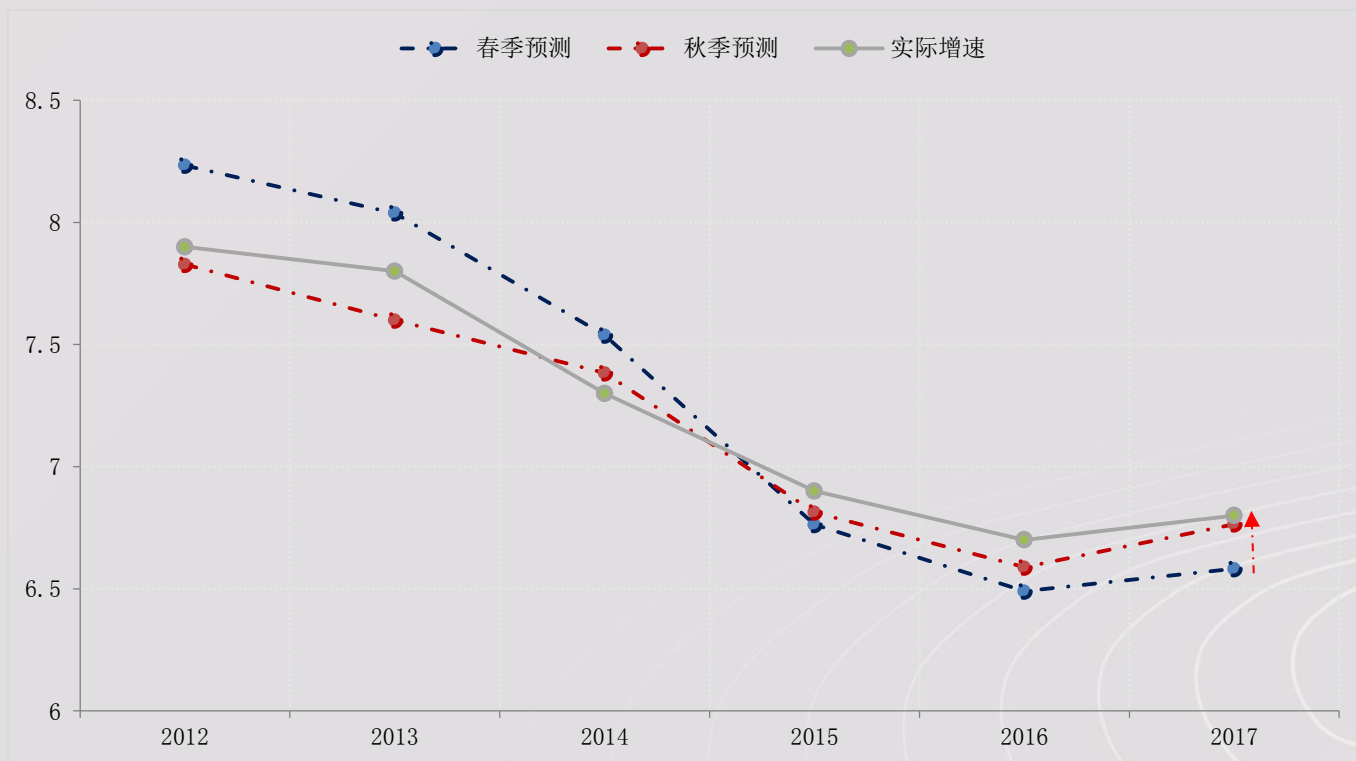


稳杠杆在发生：一再超预期的实体经济

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

■以IMF对当年中国经济增速的预测为例，从系统性高估到低估，从15年的上修0.05%到17年上修0.18%，突显过去两年中国经济的超预期好转。

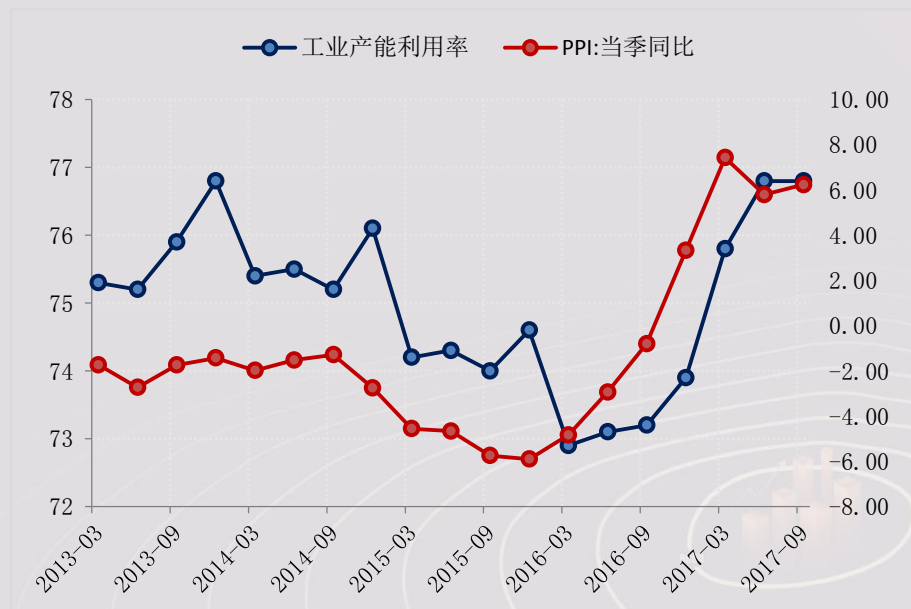
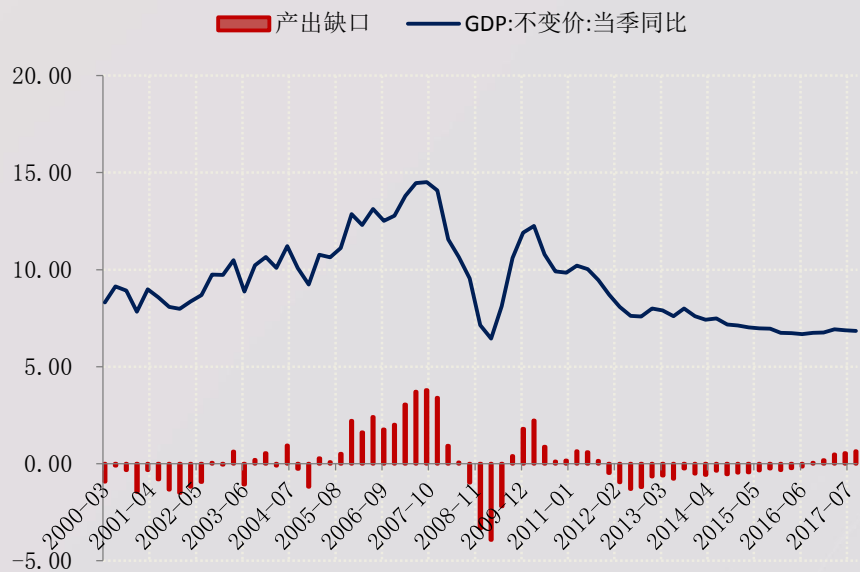


稳杠杆在发生：供给侧提振通胀

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 去产能+环保高压，有效压制了经济的潜在增长率，使得产出缺口由负转正；
- 工业价格和工业部门的产能利用率均得以大幅回升。

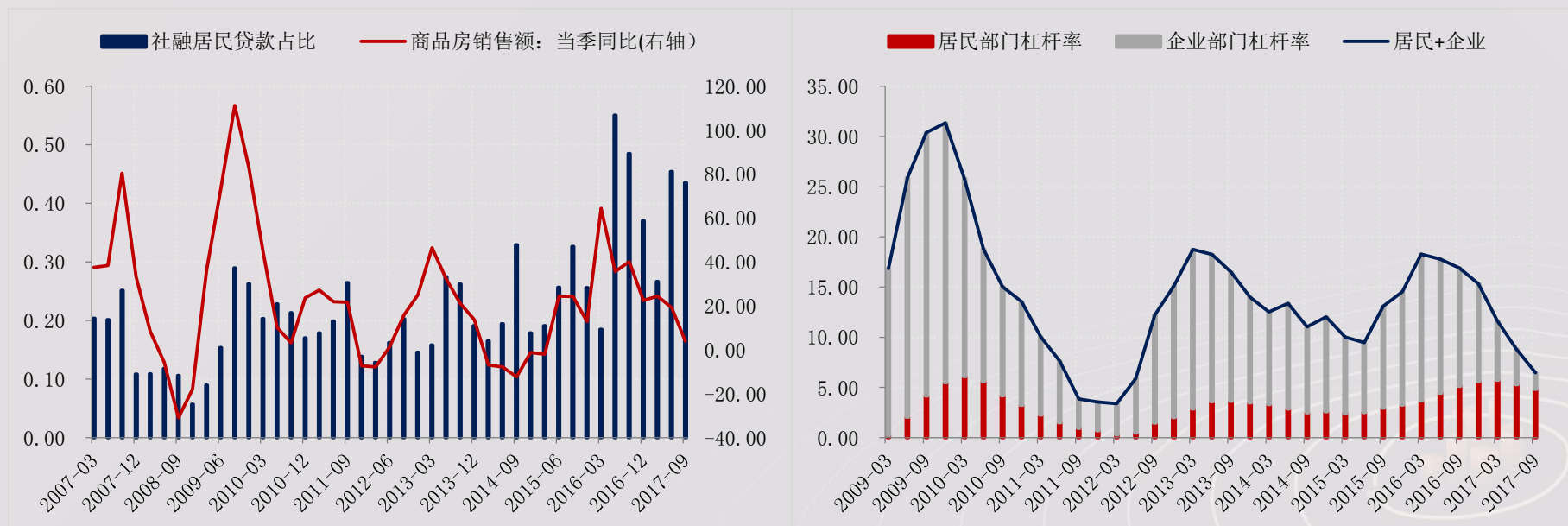


结构：居民和出口部门的高效杠杆取代政府的低效杠杆

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 16年二季度以来，居民部门贷款在社融中的占比高达65%，成为加杠杆的绝对主力；
- 在居民部门加杠杆的支撑下，企业部门杠杆率得以显著放缓，并在年内实现绝对的回落。

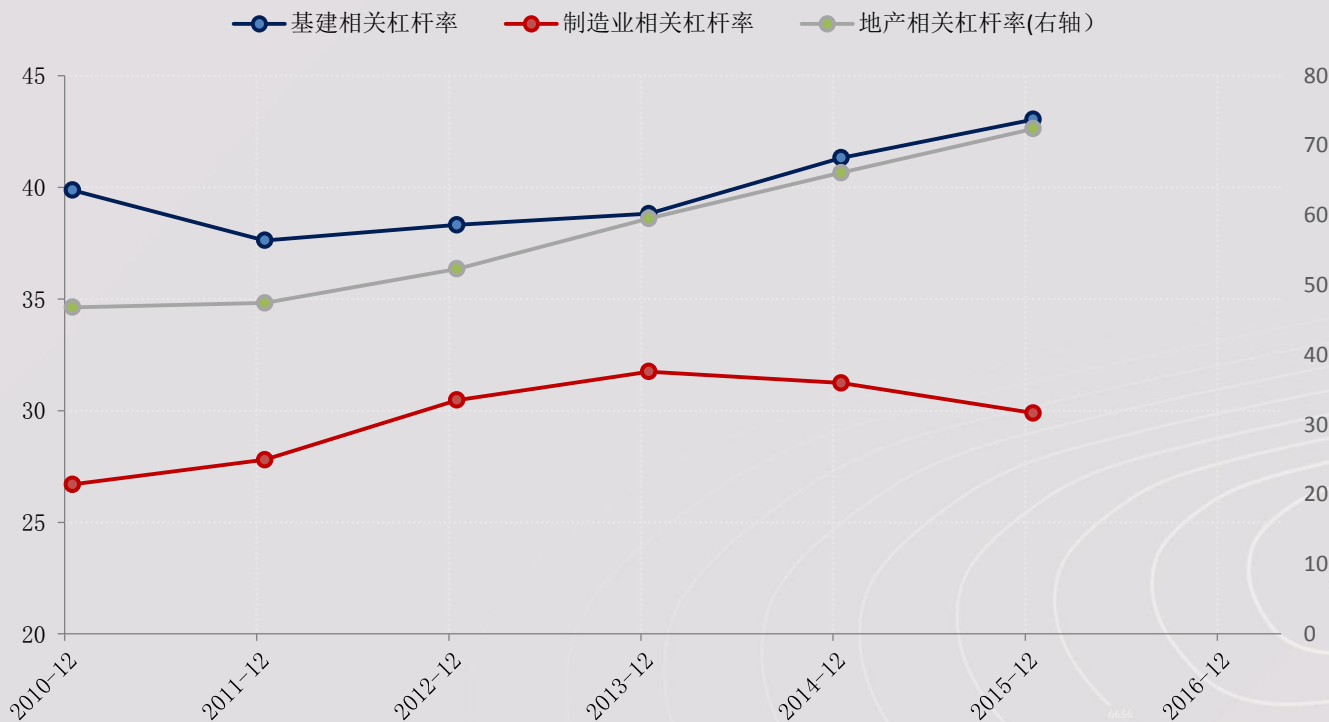


结构：居民和出口部门的高效杠杆取代政府的低效杠杆

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 地产：高效杠杆，虽是债务驱动，但对经济的全面拉动立竿见影；
- 基建：低效杠杆，高债务依赖，同时对经济的拉动力有限；
- 制造业投资：中效杠杆，对即期经济的拉动不及地产，但债务依赖度低；
- 17年居民加杆杠使得企业部门杠杆得以企稳乃至小幅去化。



结构：居民和出口部门的高效杠杆取代政府的低效杠杆

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 16年Q4以来，全球贸易迎来久违的复苏，出口回暖使得经济对债务的依赖度降低；
- 净出口对实际GDP的拉动从-0.5%回升至+0.2%；
- 以增加值计，17年对GDP的拉动较16年回升超过1个百分点。



SECTION 3

2018年：谁能接力居民部门高效杠杆的放缓

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES

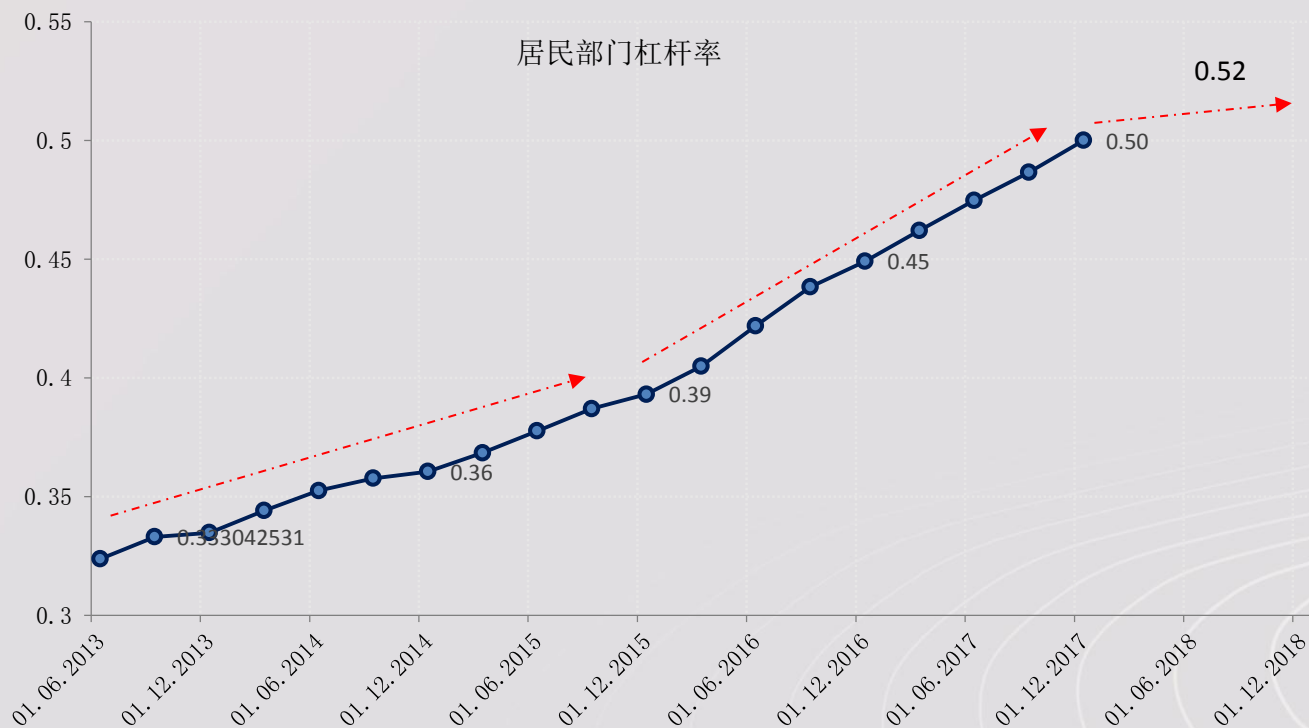
AIM HIGH AND LOOK FAR

2018年，可以确定的是，居民加杠杆显著放缓

居高望远

2018年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 我们估算，截止17年底，居民部门杠杆率将攀升至50%；
- 但18年居民加杠杆将显著放缓，预计年增幅将从过去三年的5%收窄至2%。

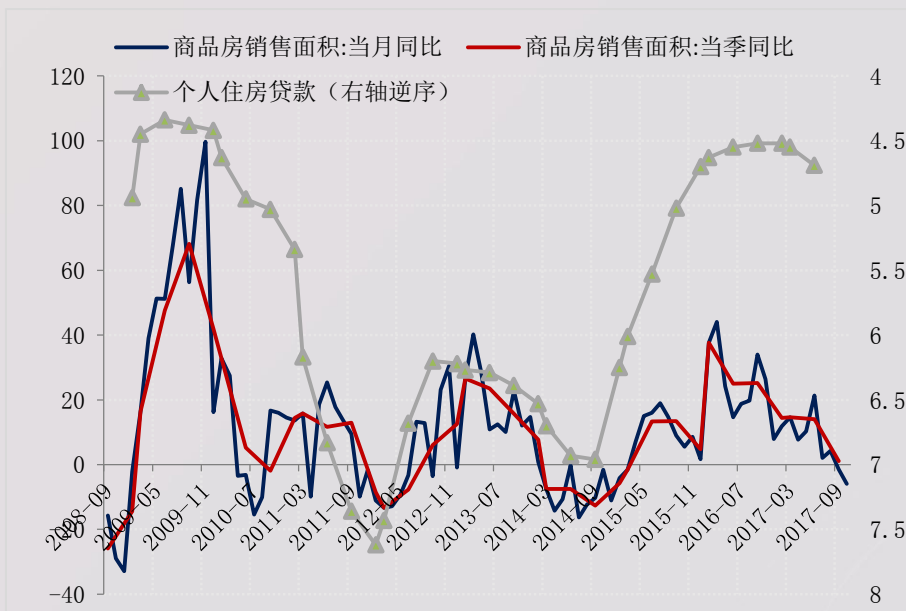


地产销售将滑入负增长

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 步入三季度，地产销售快速降温，并在四季度录得单月负增长；
- 参照过往地产小周期的经验和当前地产长效机制约束，预计18年地产销售面积将下降6-10%；



居民部门对利率的系统性抬升结束

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 地产与利率：从销售回落到整体经济下行有一定的滞后期，销售回落初期，信用派生已开始收缩，但资金需求仍在高位，资金供需的不平衡导致长端利率会先上行；
- 随着地产销售的持续降温、并通过地产投资和土地出让等传导至经济各部门，资金需求也将收缩，叠加经济预期回落，长端利率趋于下行；
- 短端利率受联储加息和国内严监管的多重制约，叠加M1、M2增速差收窄，期限利差将收窄。



猜想一：政府基建杠杆再次回升？

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 作为低效杠杆，基建相关债务不具备稳杠杆的同时支撑经济增长的可能；
- 现实约束：18年财政收入增速随名义GDP放缓，支出结构继续向民生倾斜；
- 边际改善：在PPP的带动下，财政投入对基建预算外资金的撬动回升，预计18年增速降至10%左右。

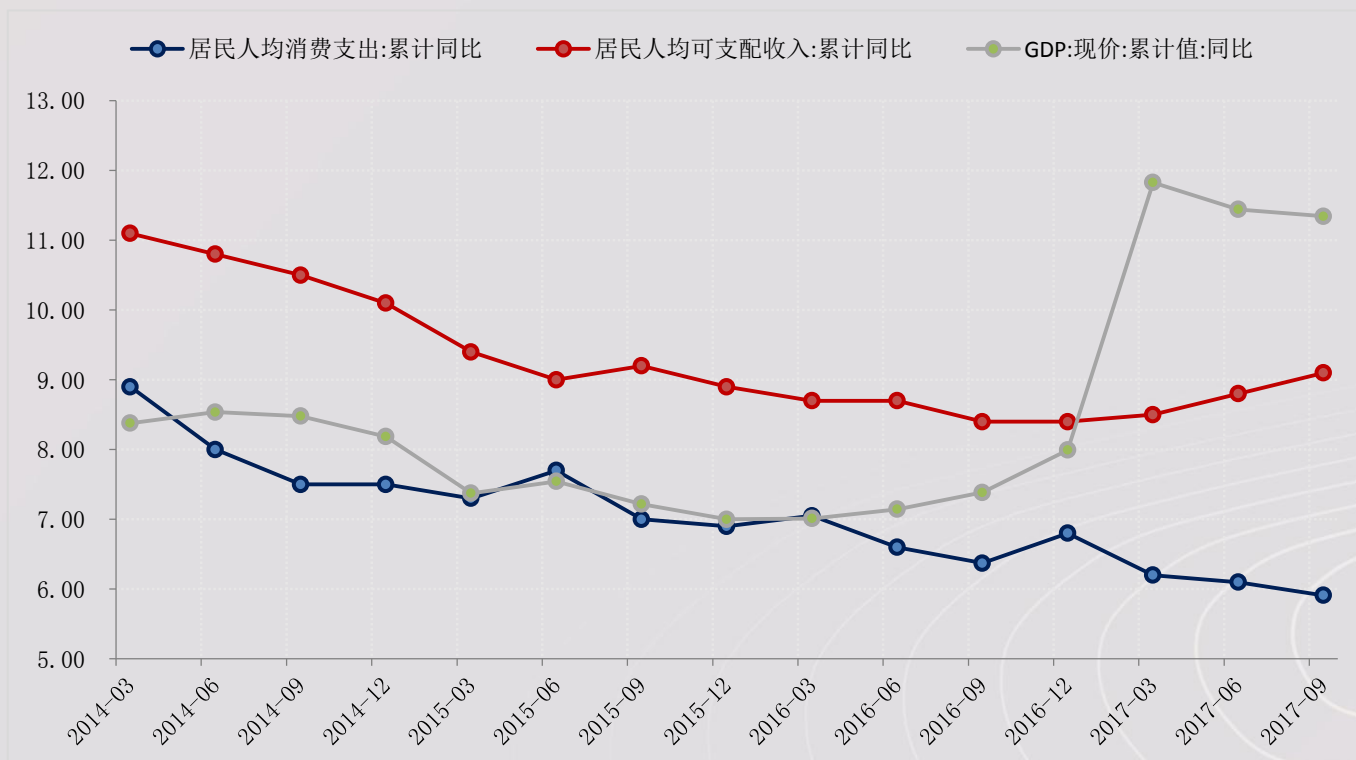


猜想二：居民消费支撑经济？

居高望远

2018年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 地产下行周期，居民消费有望向居民收入收敛；
- 18年居民收入将跟随名义GDP回落，从而制约消费增长的空间。

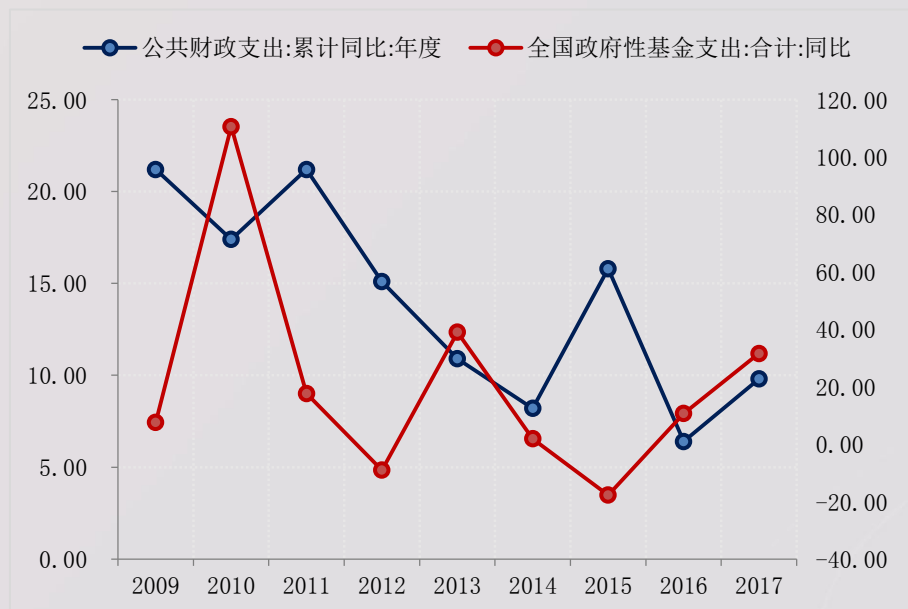


猜想二：居民消费支撑经济？

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 17年公共财政支出和政府性基金支出增速双双回升，2009年有数据以来尚属首次；
- 边际上，17年消费对经济的拉动与支撑更多来自政府消费，而非居民消费；
- 18年，公共财政支出和政府性基金支出将双双回落，政府消费随之承压。

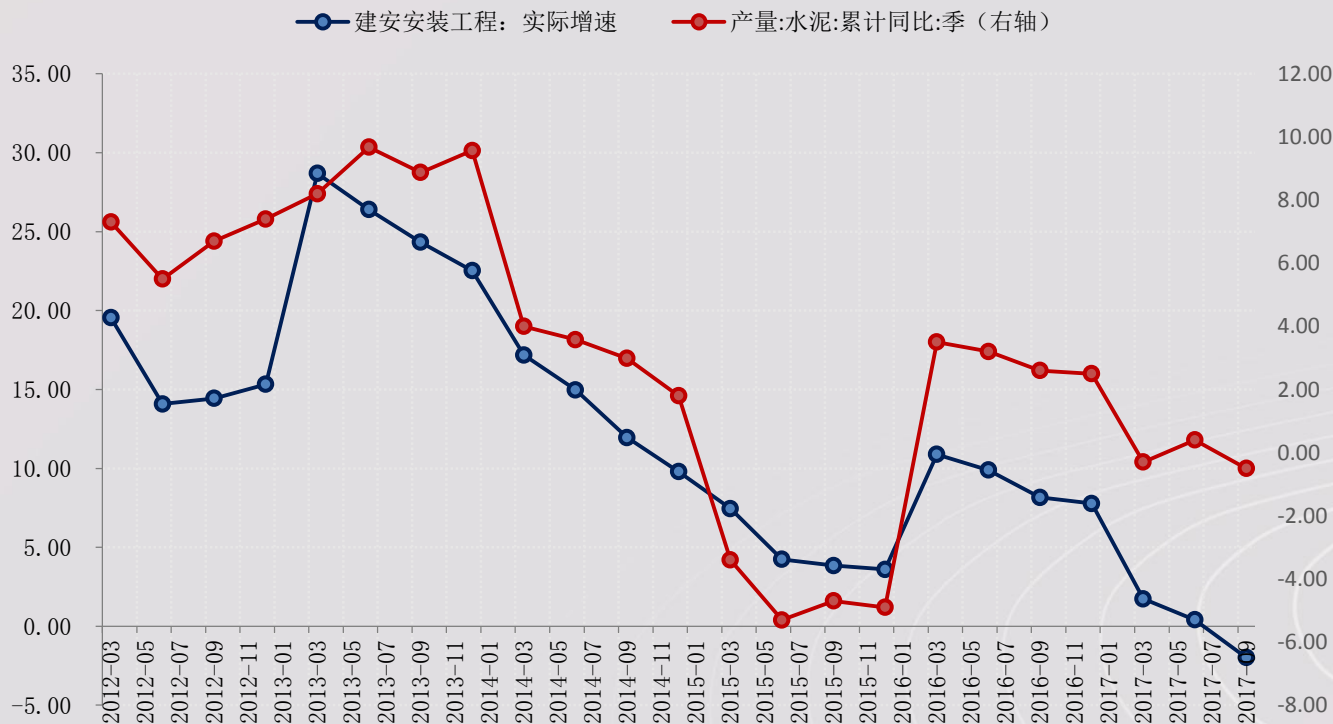


猜想三：一二线政府通过金融市场加杠杆发力保障房建设

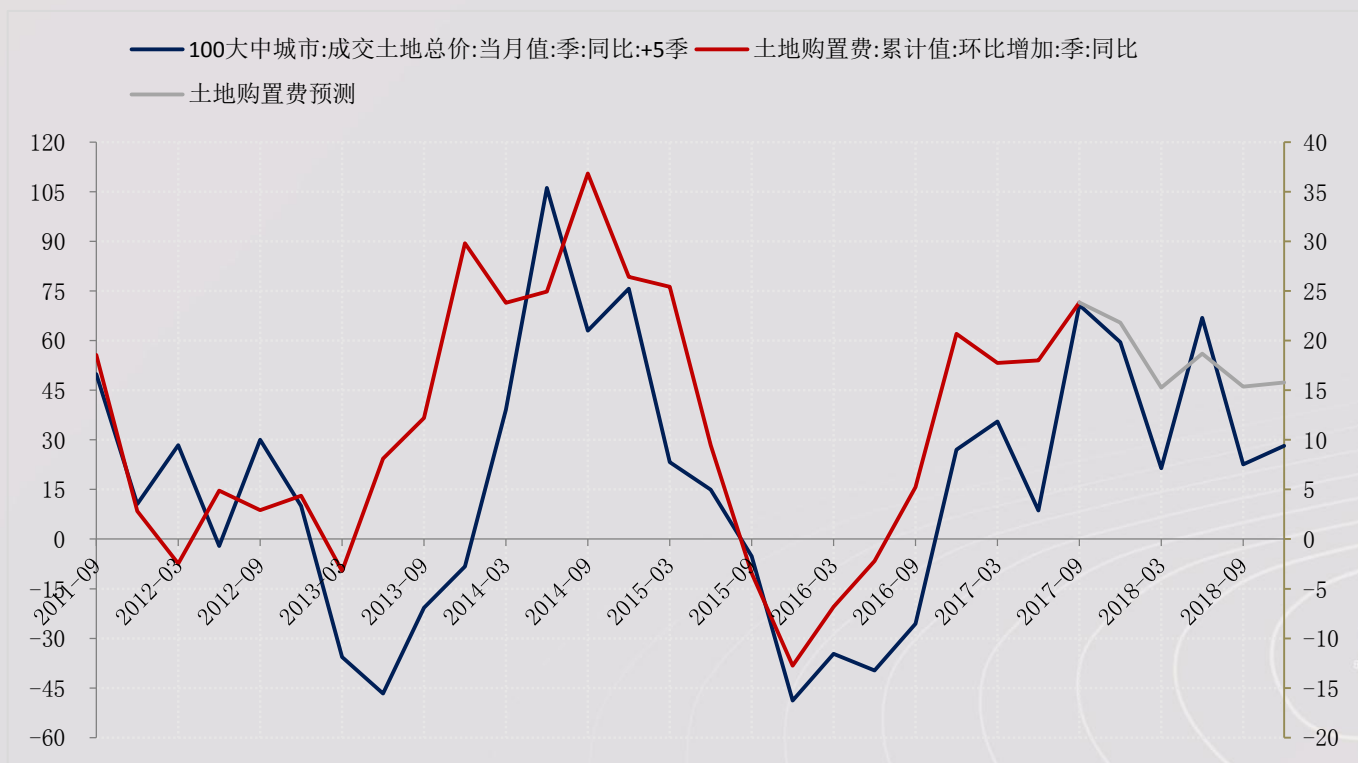
居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 暂不考虑租赁的影响，我们通过拆分建安工程和土地购置来预测地产投资增速；
- 建安工程：当前地产投资的相对高增主要由价格和土地购置支撑，建安工程实际增速在三季度已降至负增长；
- 结合我们对PPI的预测，18年建安工程名义增速预计在0%附近。



- 土地购置：因分期支付的特性，在增速上滞后百城成交土地总价4-5个季度；
- 今年房企拿地积极，这将对18年土地购置费构成较强支撑，参考历史经验，预计18年土地购置费同比增长16%。
- 结合建安工程和土地购置，预计18年地产投资名义增速从17年的7%降至3%附近。



- 根据北京上海等12个试点城市已公布的租赁住房建设规划，未来三年租赁住房建设交付约150万套；
- 每年产生的建安成本在1000亿左右，拉动18年地产投资增长0.9个百分点：3%→4%；
- 租赁住房或主要通过集体建设用地建设，不占用城市建设用地指标，从而能够成为增量投资，而非替代；
- 租房REITS、ABS将在2018年爆发式增长

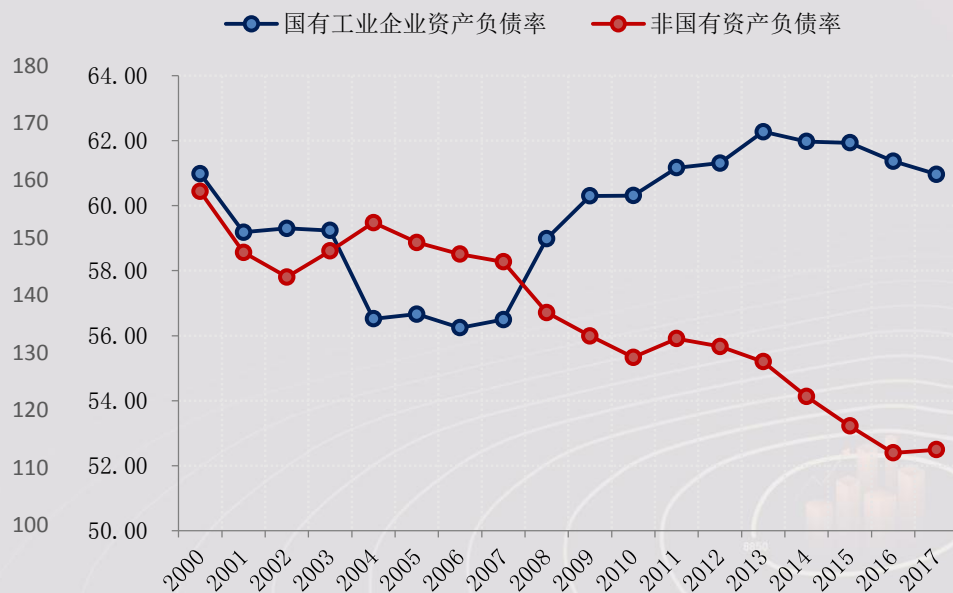
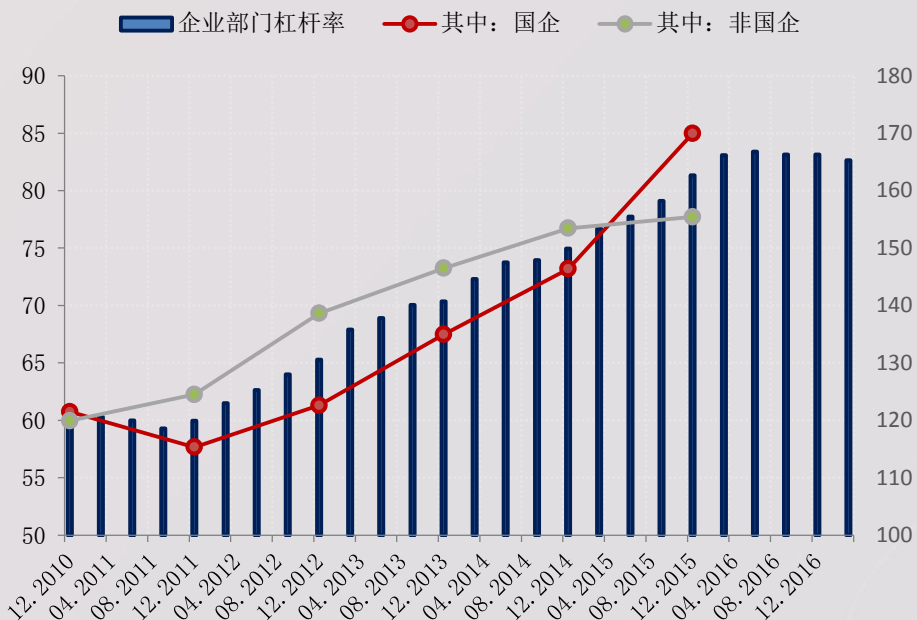
城市	新建租赁住房交付
北京	未来5年50万套
上海	未来5年70万套
广州	未来5年825万平方米
厦门	未来4年10万套
郑州	未来3年3.6万套
合肥	未来3年16万套
佛山	未来4年10万套

猜想四：企业部门的杠杆能否实质性启动？

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 企业部门高杠杆主要来自僵尸类和基建类国企；
- 12年-16年，宏观上，国企快速加杠杆、民企边际放缓；微观上，国企与民企资产负债率的剪刀差持续走阔；
- 17年，我们注意到国企杠杆去化的同时，民企资产负债率正在企稳回升；

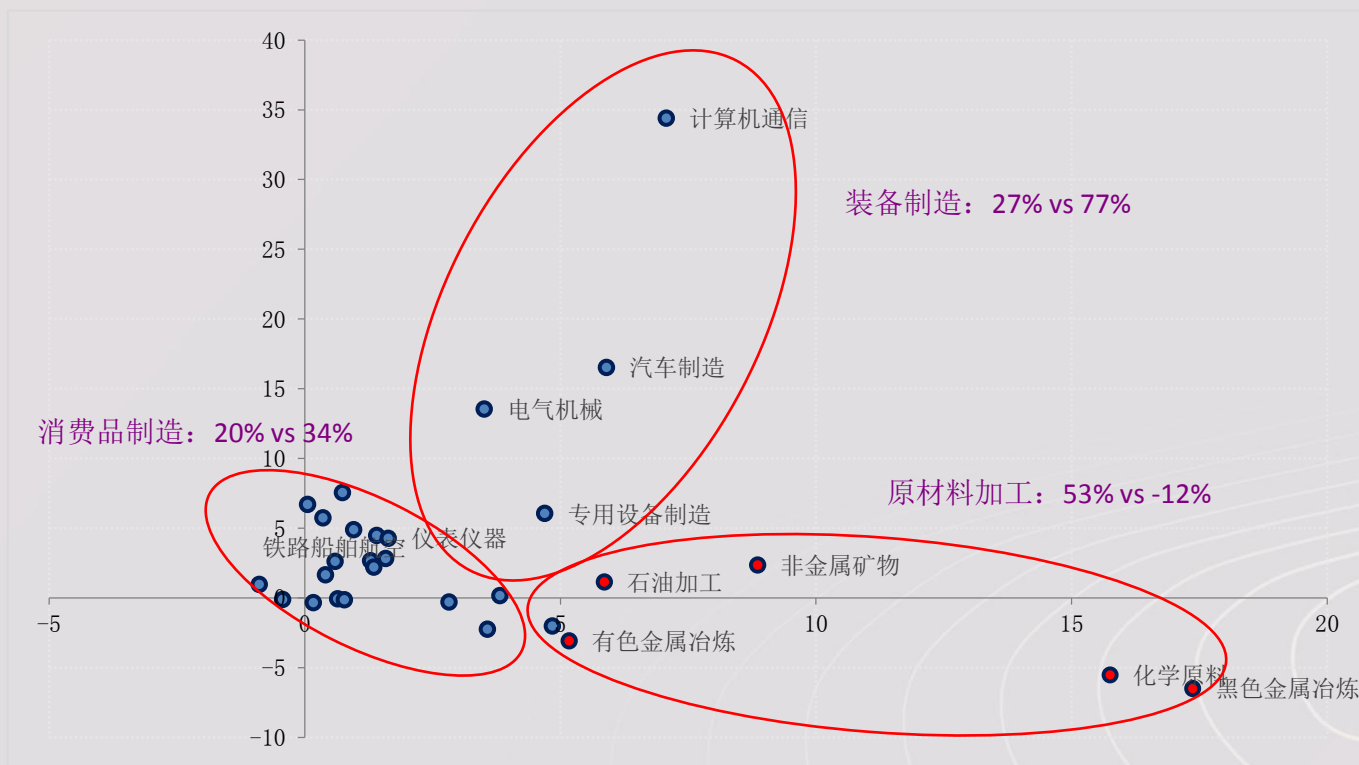


猜想四：企业部门的杠杆能否实质性启动？

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 制造业投资在16年四季度结束12年以来的持续下滑，但17年三季度开始再次震荡走低；
- 结构分化：装备制造业贡献77%的新增投资，但利润增量仅占27%；
- 原材料加工：利润增量占比达53%，但对新增投资的贡献率为-12%。

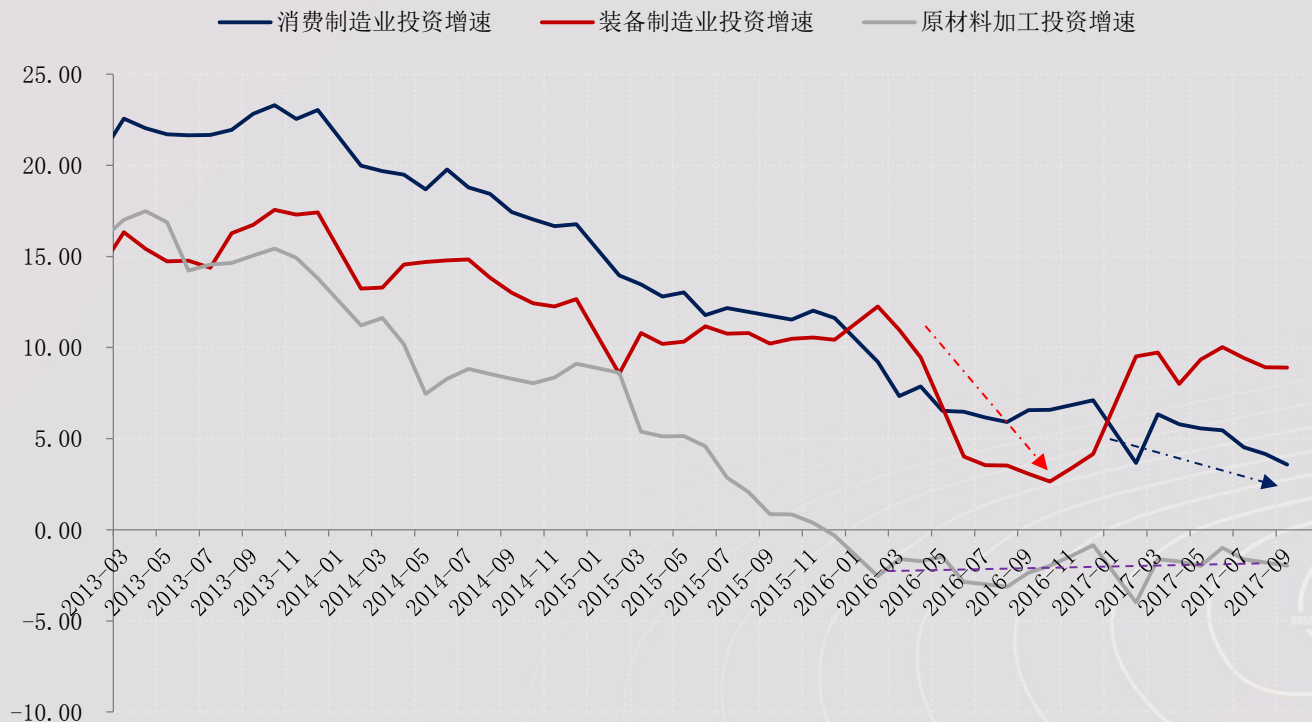


猜想四：企业部门的杠杆能否实质性启动？

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 原材料加工：15年已触底，16年以来投资增速维持在-2%左右，产能和环保约束下，预计将维持低位负增；
- 装备制造业：16年制造业投资一度失速下滑的主要来源，但17年以来已企稳；
- 消费品制造业：17年2季度以来拖累制造业投资的主因，受制于上游利润的挤压。

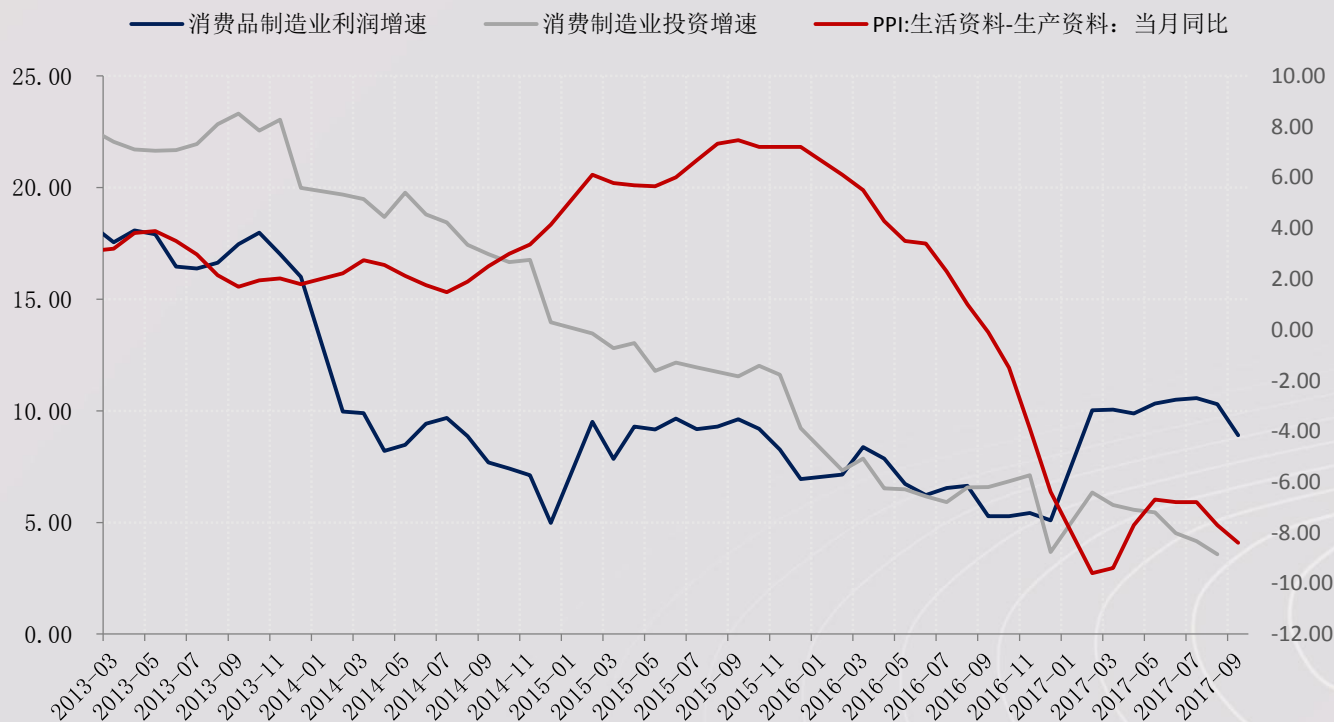


猜想四：企业部门的杠杆能否实质性启动？

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 消费品制造业的投资增速与利润密切相关，利润又受PPI生产和生活资料的剪刀差影响；
- 17年受上游挤压，利润增速回升有限，三季度以来更是在回落，拖累投资增速；
- 18年PPI生活与生产资料的剪刀差收窄，有助于提振消费品制造业的利润和投资。



猜想四：企业部门的杠杆能否实质性启动？

居高望远

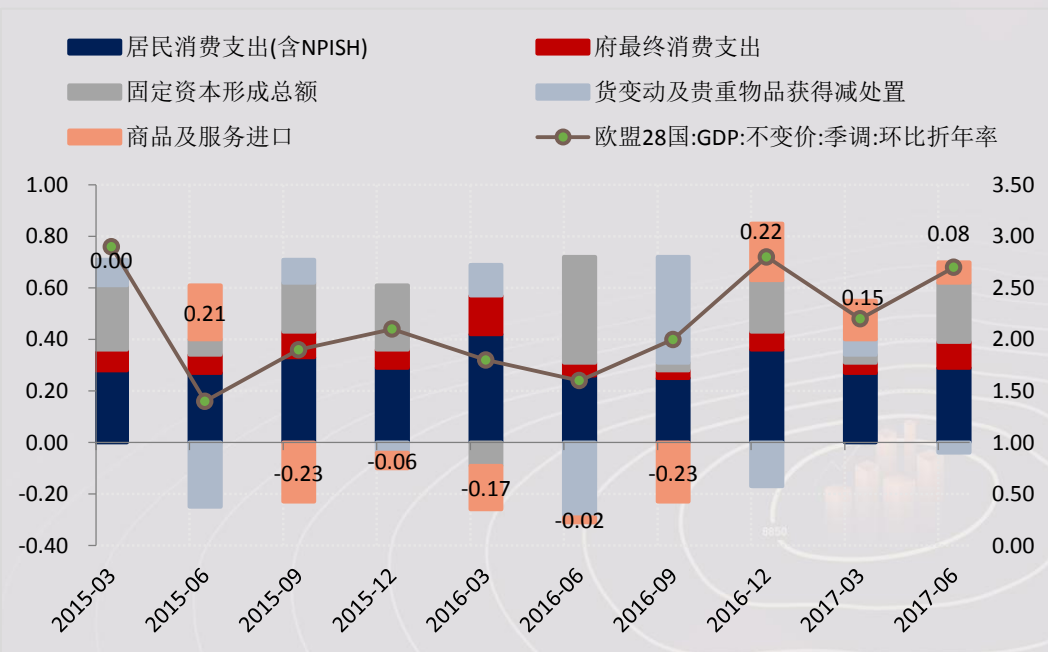
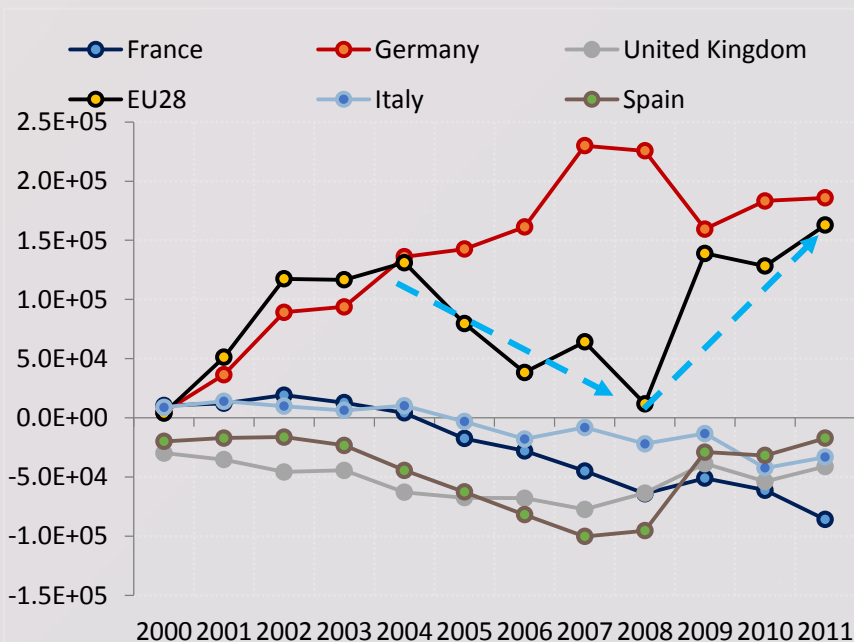
2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 金融严监管+货币中性+利率市场化，18年银行端贷款利率回落空间有限，是否会制约制造业投资的回升？
- 制造业投资，尤其是装备制造和消费品制造业，对信贷依赖度低，和贷款利率呈同向、而非反向关系。
- 制造业投资回升动能关键在于利润结构改善、企业家信心恢复和需求释放。



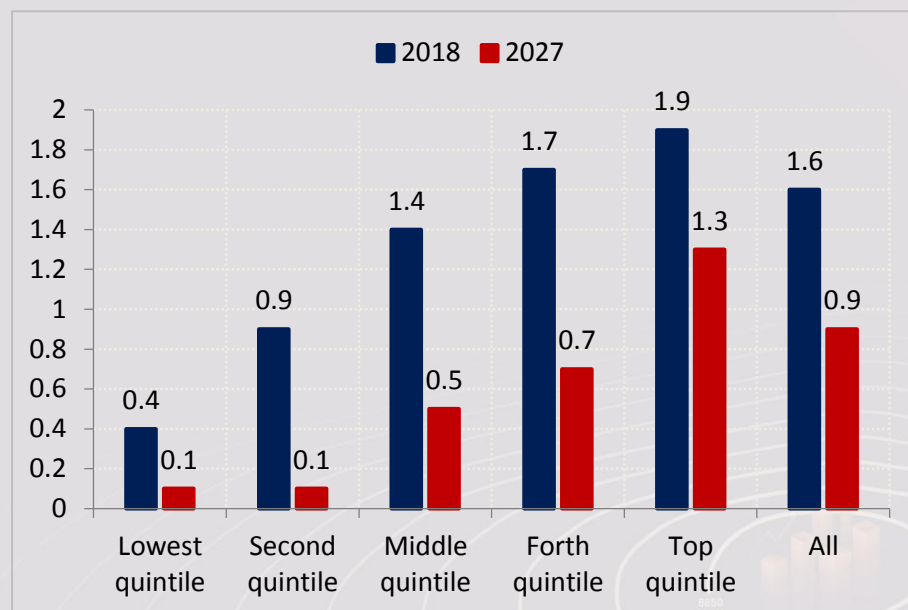
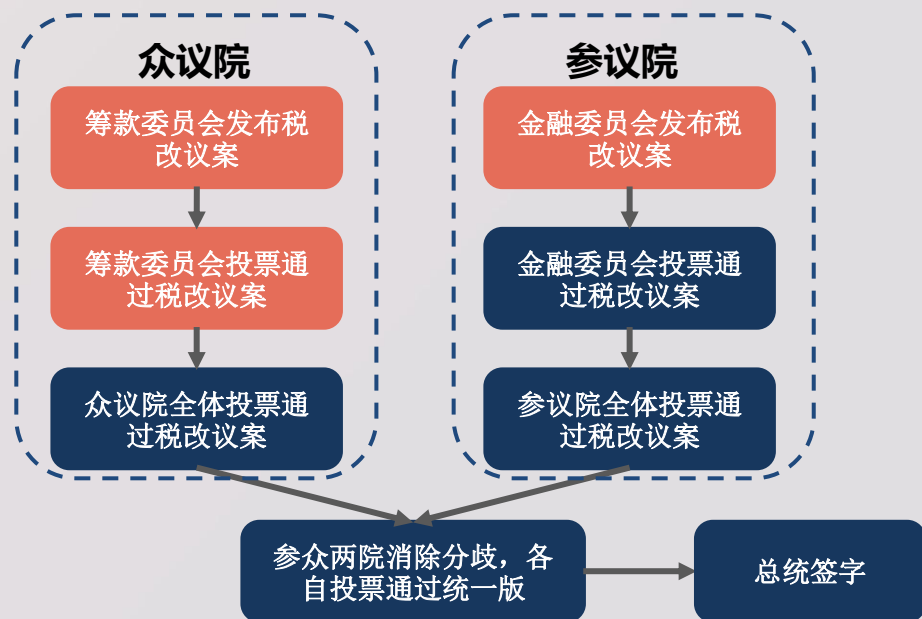
猜想五：欧美继续加杠杆？

- 2016年下半年至今，欧元区在内外需回暖共振下快速复苏，18年能否延续复苏势头、并支撑全球贸易？
- 欧洲并没有扮演过消费国的角色：欧盟28国增加值视角的贸易差额始终为正，危机后大幅走阔；
- 消费国—生产国—资源国的全球贸易链条中，欧洲并未真正转变为消费国，当前的全球贸易复苏，欧洲更多是跟随受益者而非引领者？



猜想五：欧美继续加杠杆？

- 特朗普税改：中期选举临近，税改将得到加速推进，预计税改将在年内或明年一季度落地；
- 税改落地提振居民消费支出和企业投资支出：美国税收政策中心估计11月9日公布的众议院版税改议案将在2018年提高居民税后收入1.6个百分点。

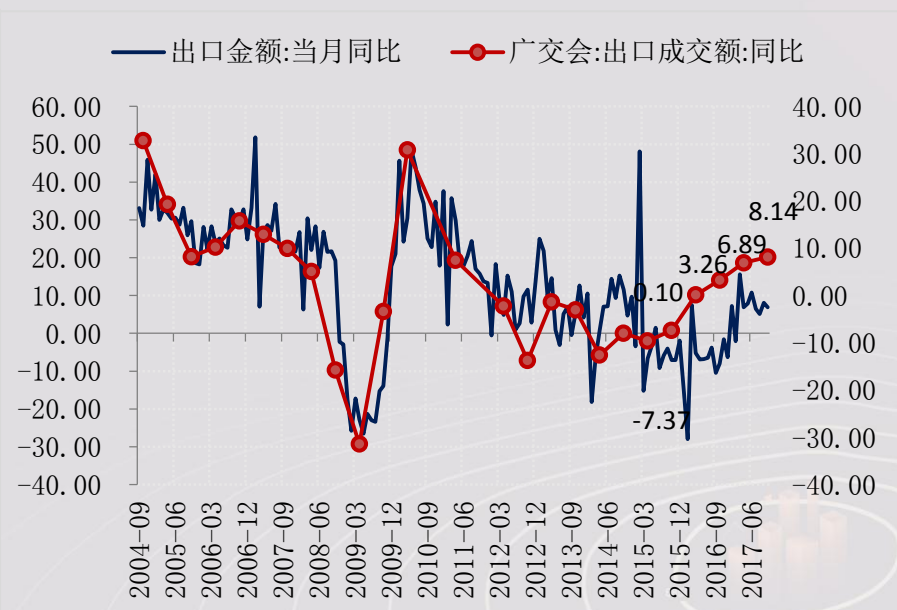


猜想五：欧美继续加杠杆？

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 当前全球经济景气度仍处于高位，出口环比动能仍有支撑；
- 但从OECD领先指标来看，出口同比已难以在当前水平上继续上行；

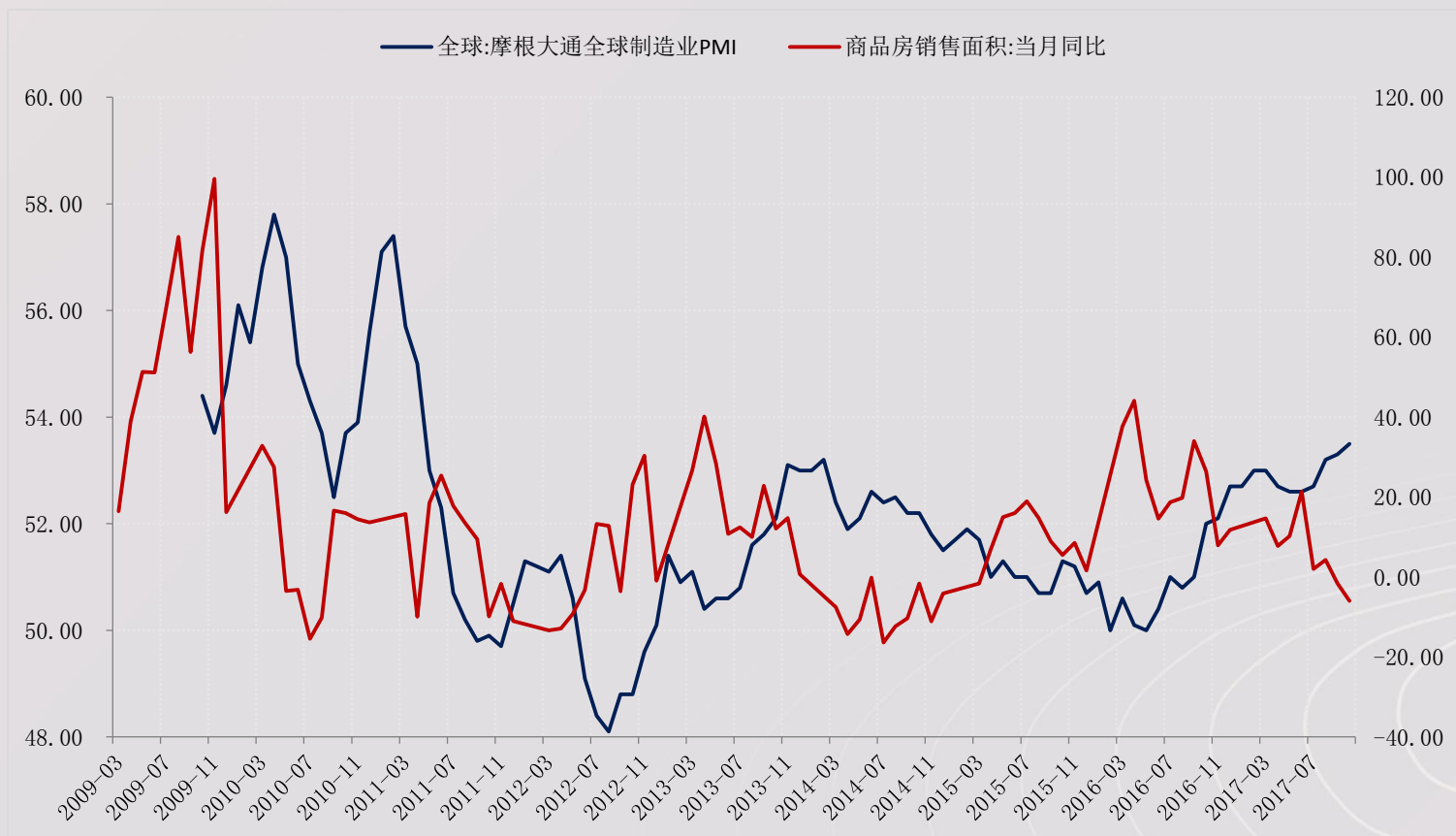


猜想五：欧美继续加杠杆？

居高望远

2018年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

■中国的地产小周期领先全球经济景气度一年左右

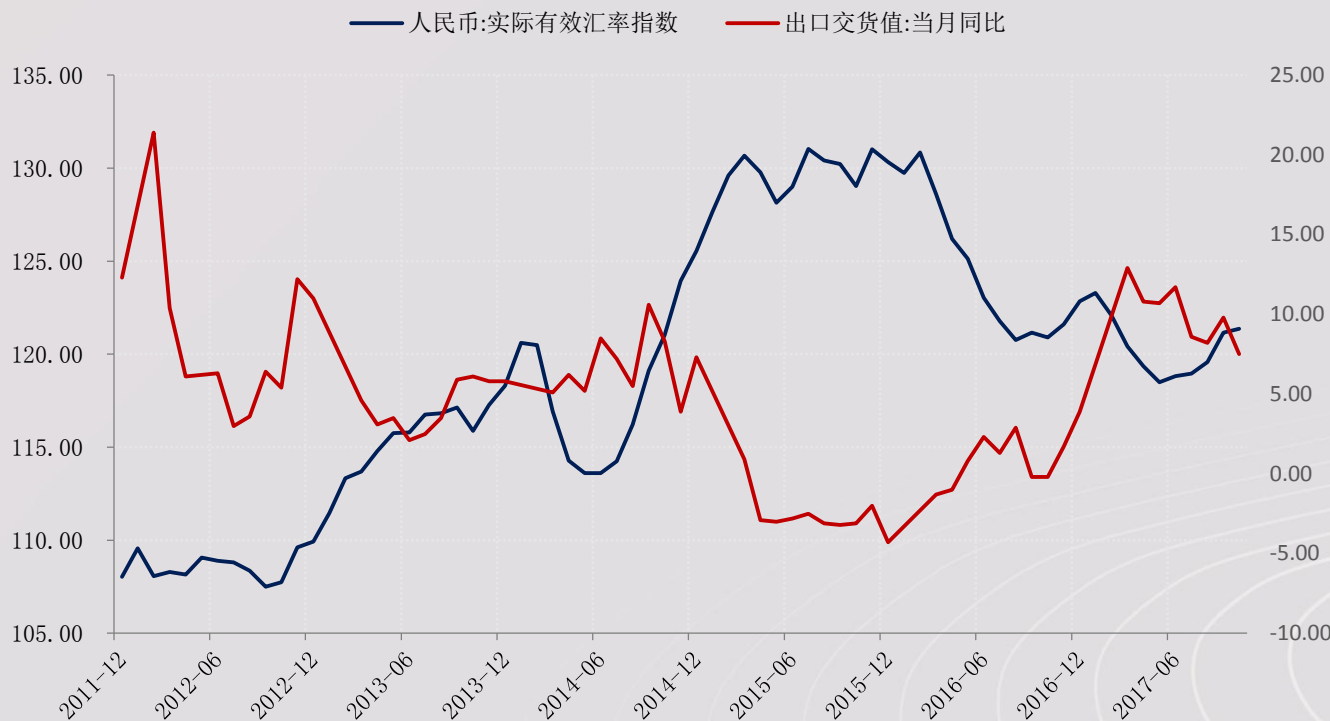


猜想五：欧美继续加杠杆？

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

- 实际有效汇率的制约：8.11汇改以来，人民币实际有效汇率贬值幅度最高达9.6%，有助于出口的复苏；
- 随着贬值预期的大幅缓解，有效汇率在18年贬值空间有限，也将对出口形成制约。



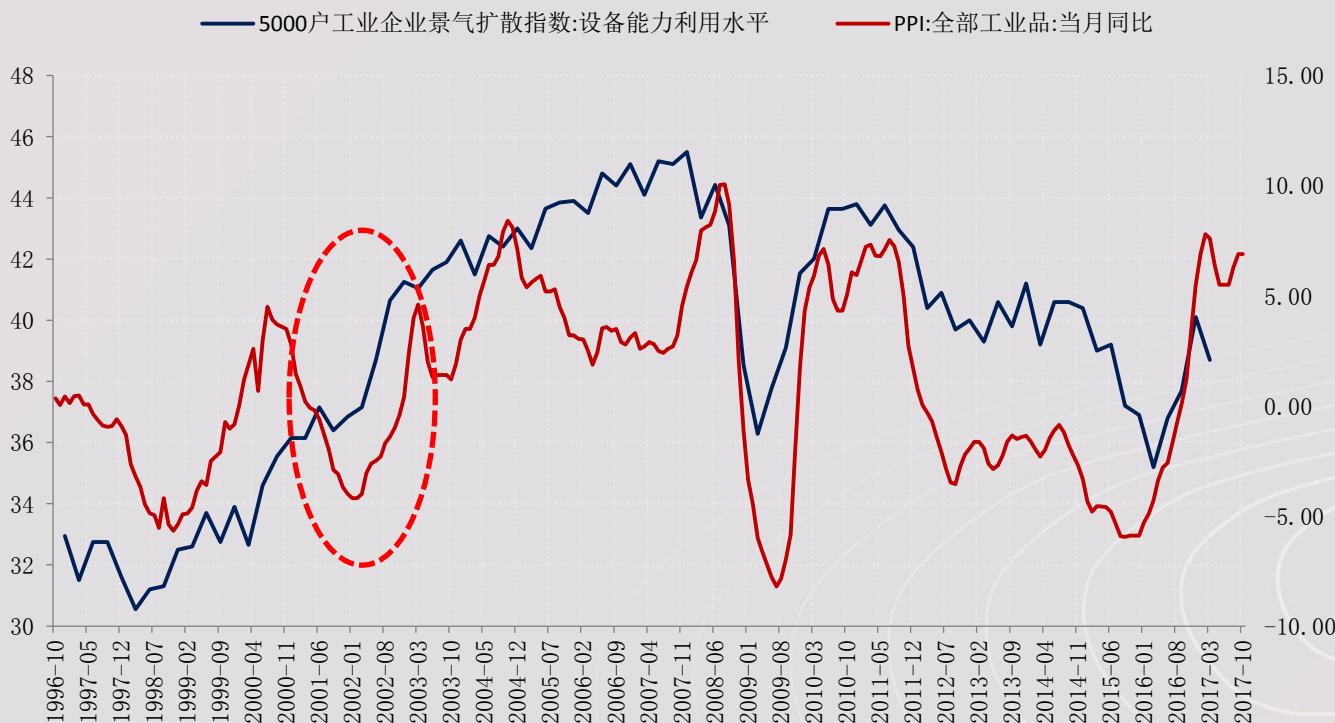
	2014年	2015年	2016年	2017年 (E)	2018年 (E)
GDP	7.3	6.9	6.9	6.8	6.6
地产投资	10.5	1.0	6.9	7.0	4.0
基建投资	20.9	17.3	15.7	13.0	9.0
制造业投资	13.1	8.0	4.2	3.5	5.0
出口：美元计价	6.0	-2.9	-7.7	7.5	6.0
工业增加值	12.6	3.3	3.2	6.6	6.3
CPI	2.0	1.4	2.0	1.6	2.0
PPI	-1.0	-5.2	-1.4	6.1	2.5

通胀：PPI中枢将回落至2.5%

居高望远

2018 年度投资策略会
THE ANNUAL CONFERENCE OF INVESTMENT STRATEGIES
AIM HIGH AND LOOK FAR

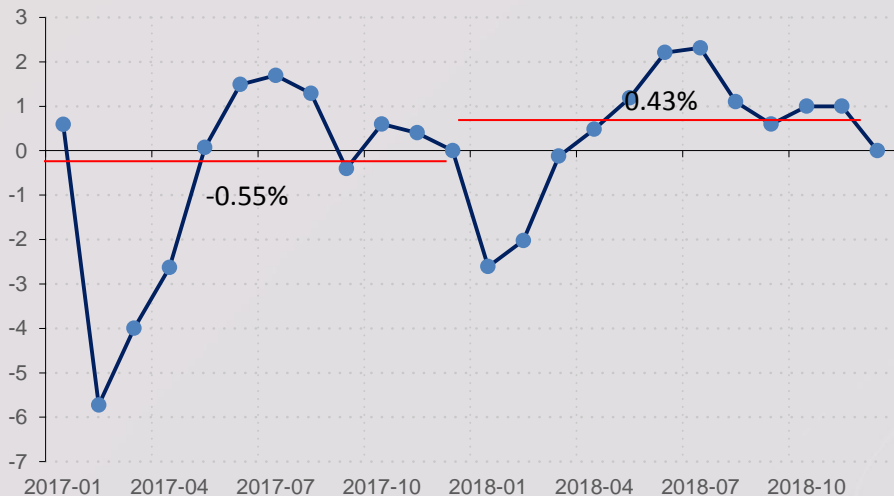
- 17年逻辑切换所依赖的通胀、地产和出口在18年均面临一定的回落压力；
- PPI：当前产能利用率已创下5年新高，上游企业毛利也处于高位，价格和产能修复已近尾声；
- 参考2001-02年经验，叠加地产的拖累，18年PPI同比预计将回落至2.5%。



通胀：CPI中枢回升至2.0%

- 翘尾效应叠加食品、能源等非核心通胀的压力，18年CPI中枢将较17年回升；
- 但随着地产的全面降温，核心CPI从服务项到工业消费品项都面临回落压力，从而制约CPI回升的空间；
- 预计18年CPI中枢回升至2.0%左右，全年呈前高后低走势，年中高点难以破3%。
- 综合CPI和PPI，18年GDP平减指数将回落2个百分点+，名义GDP也将降至9%附近。

CPI: 食品: 同比 (翘尾)



CPI: 同比 (拟合值)



牛播坤 宏观经济 首席分析师

执业编号：S0360514030002

电话：010-66500825



分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

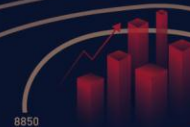
证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究是华创证券研究所官方研究成果及活动信息的微信发布平台，360度覆盖总量和全行业研究领域；研读、研听、研说三大特色板块，全视角为您提供最全面、最专业的投资研究，诚邀您扫码关注！



THANK YOU

AIM HIGH
AND LOOK FAR



6666