



国泰君安证券  
GUOTAI JUNAN SECURITIES

2018年投资策略研讨会

证券研究报告 2017年11月22日

# 全球朱格拉周期和新工业革命点亮中国经济新动能

张捷 (分析师)

邮箱: zhangjie018644@gtjas.com

电话: 010-59312761

证书编号: S0880517050006

解运亮 (研究助理)

邮箱: xieyunliang@gtjas.com

电话: 010-59312751

证书编号: S0880116030065

罗志恒 (分析师)

邮箱: luozhiheng@gtjas.com

电话: 010-59312711

证书编号: S0880516060002

魏凤 (分析师)

邮箱: weifeng@gtjas.com

电话: 021-38676675

证书编号: S0880517050005

# 摘要：核心观点

## 一、2018年全球经济、通胀或都略有加快

- 全球经济增长或略有加快，升至3.7%，通胀将略有上升；
- 中国经济或稳在6.9%：**经济稳中向上，节奏前低后高，**  
**“国君”力挺制造，消费阳光普照，通胀小心为妙；**
- 政策组合：
  - (1) 欧美：紧货币、松金融、宽财政；
  - (2) 中国：稳货币、紧金融、宽财政。

## 二、四大升级点亮中国经济新动能

- 全球朱格拉周期+新工业革命 => 制造业升级；
- 收入增长+财富效应+扶贫 => 消费升级、消费率提升；
- 城镇化模式升级为城市群 => 稳定房地产、基建投资，产业、社会资源再平衡；
- 改革开放新周期=> 自贸区升级，服务业开放升级。

## 三、大类资产配置建议及风险提示

- 权益（先进制造业、大消费）> 国际定价大宗（有色、原油等）> 国内定价大宗 > 债券
- 通胀风险和房企资金链条断裂风险

# 摘要：5组数字看2018年

## 两大驱动力

全球朱格拉周期

新工业革命

## 四个支撑

制造业投资回升  
基建中枢难下移  
出口高景气延续  
消费率提升

## 四大升级

先进制造业  
消费升级  
城市群升级  
开放升级

## 两个风险

CPI中枢上移  
(金融去杠杆、环保限产)  
房企资金链条断裂

## 三类资产

看多权益  
看多商品  
看空债券

稳增长

防风险

2020

2019

2018-2020超稳三年，政策倾向GDP6.5%-7.0%

2018

促改革

01

**两大驱动：全球朱格拉周期与新工业革命**

02

四个支撑：2018年GDP增速或达6.9%

03

四个升级：制造、消费、城镇化和开放

04

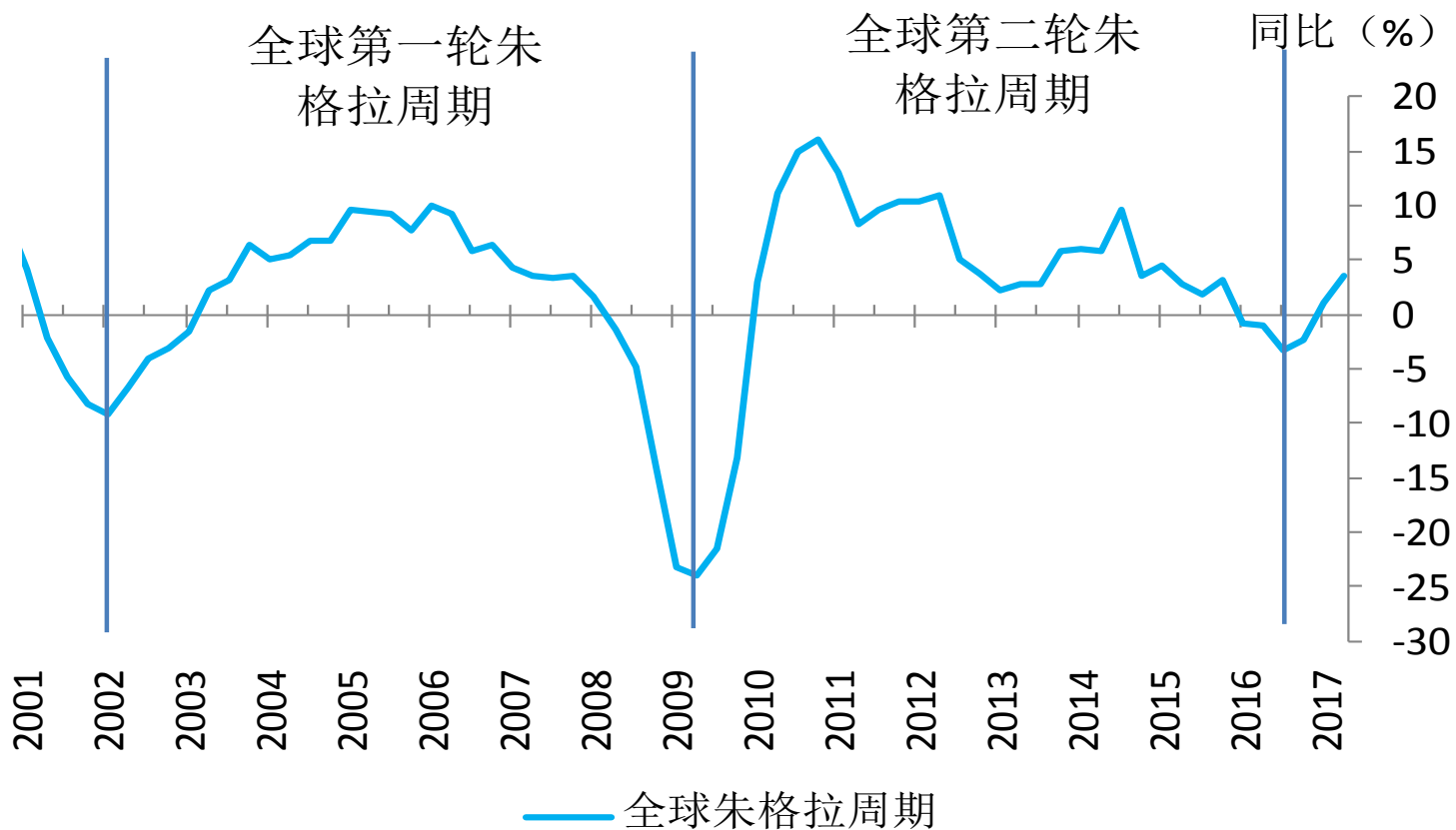
通胀和货币、金融政策展望

05

大类资产配置建议



# 1.1 全球新一轮朱格拉（资本开支）周期的启动



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

## 1.1 “全球朱格拉周期” 逐步得以验证

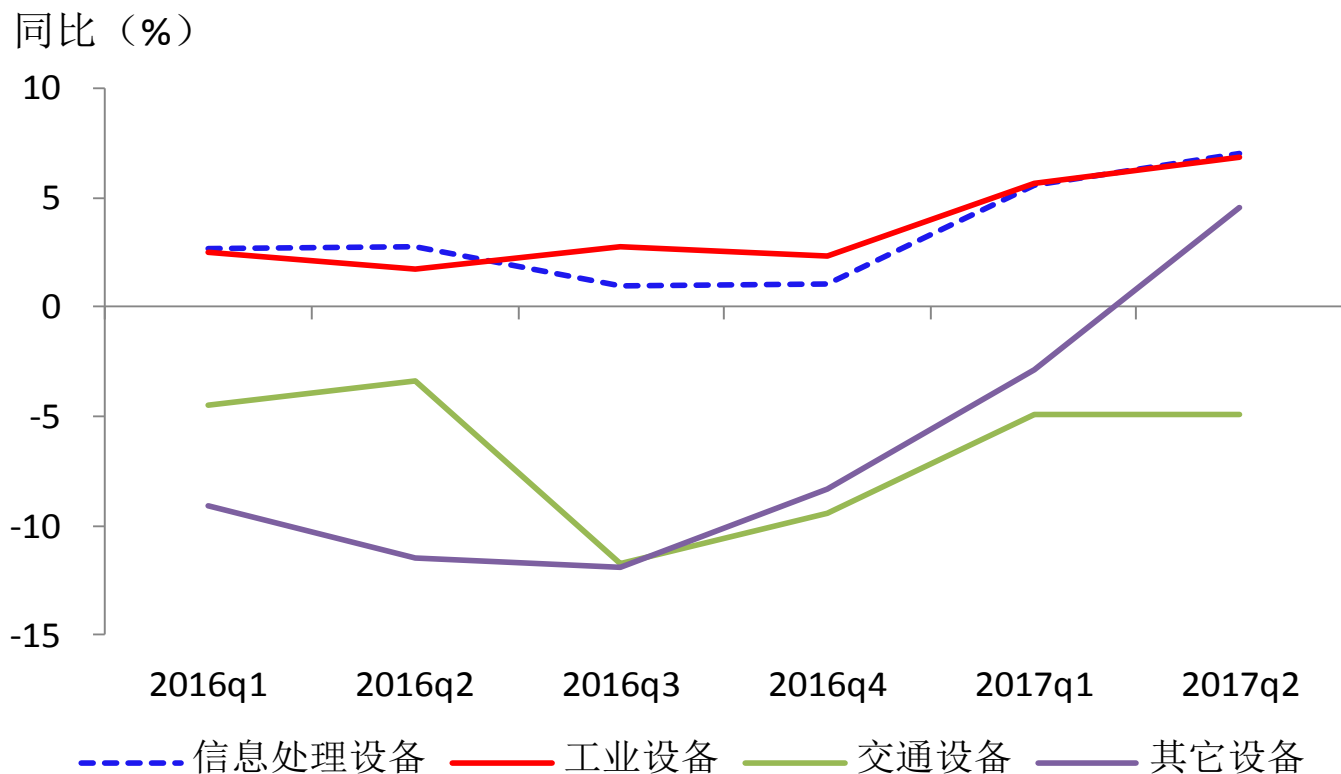
设备投资增速	2016年四季度	2017年一季度	2017年二季度	2017年三季度
德国	-2.0	-0.3	2.8	
美国	-3.7	0.8	3.2	5.9
日本	3.3	3.5	2.8	3.0
韩国	2	14.4	17.2	

资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 1.1 资本开支主要动力在于新工业产能扩张、旧经济产能更新

设备投资回升主要在信息处理设备（占比35%，如通信设备、自动数据处理设备）和工业设备（占比20%，如通用专用机械、工程机械、金属加工器械等）。

### 美国私人设备投资回升主要集中在信息处理设备和工业设备



资料来源：US Bureau of Economic Analysis，国泰君安证券研究

## 1.2 全球朱格拉周期启动：美欧居民、企业资产负债表的修复

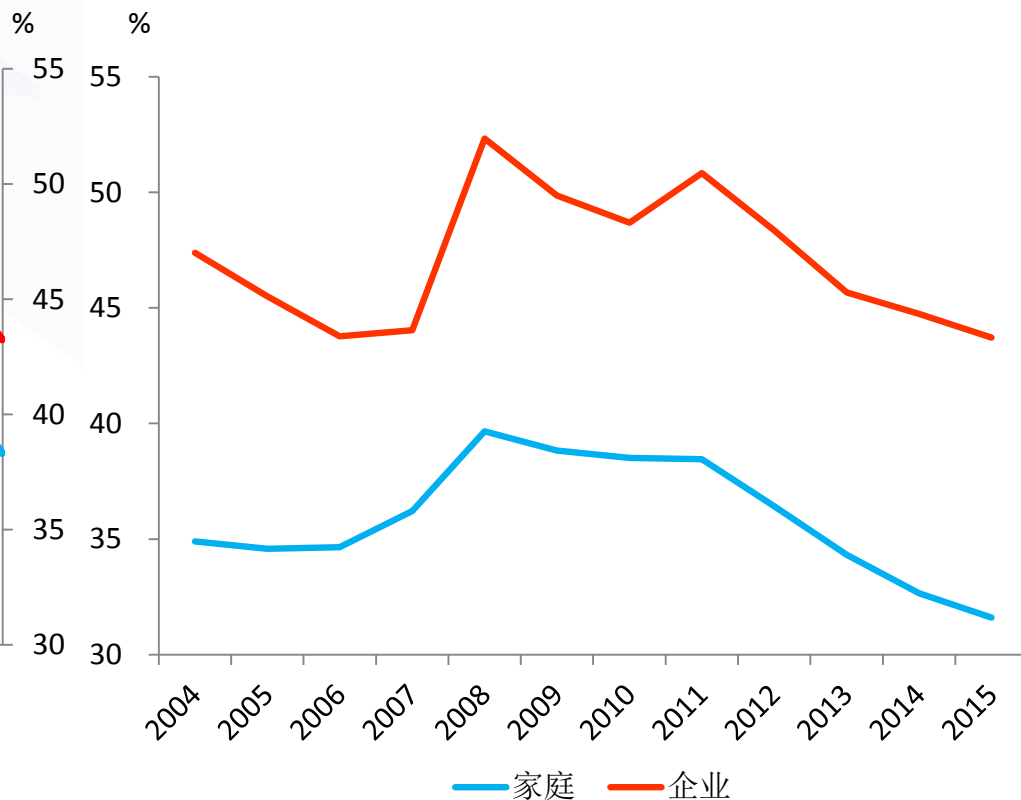
美国、欧洲家庭资产负债表调整已接近尾声；  
美、欧企业具备加杠杆空间。

### 美国家庭、企业杠杆率回至历史平均水平



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

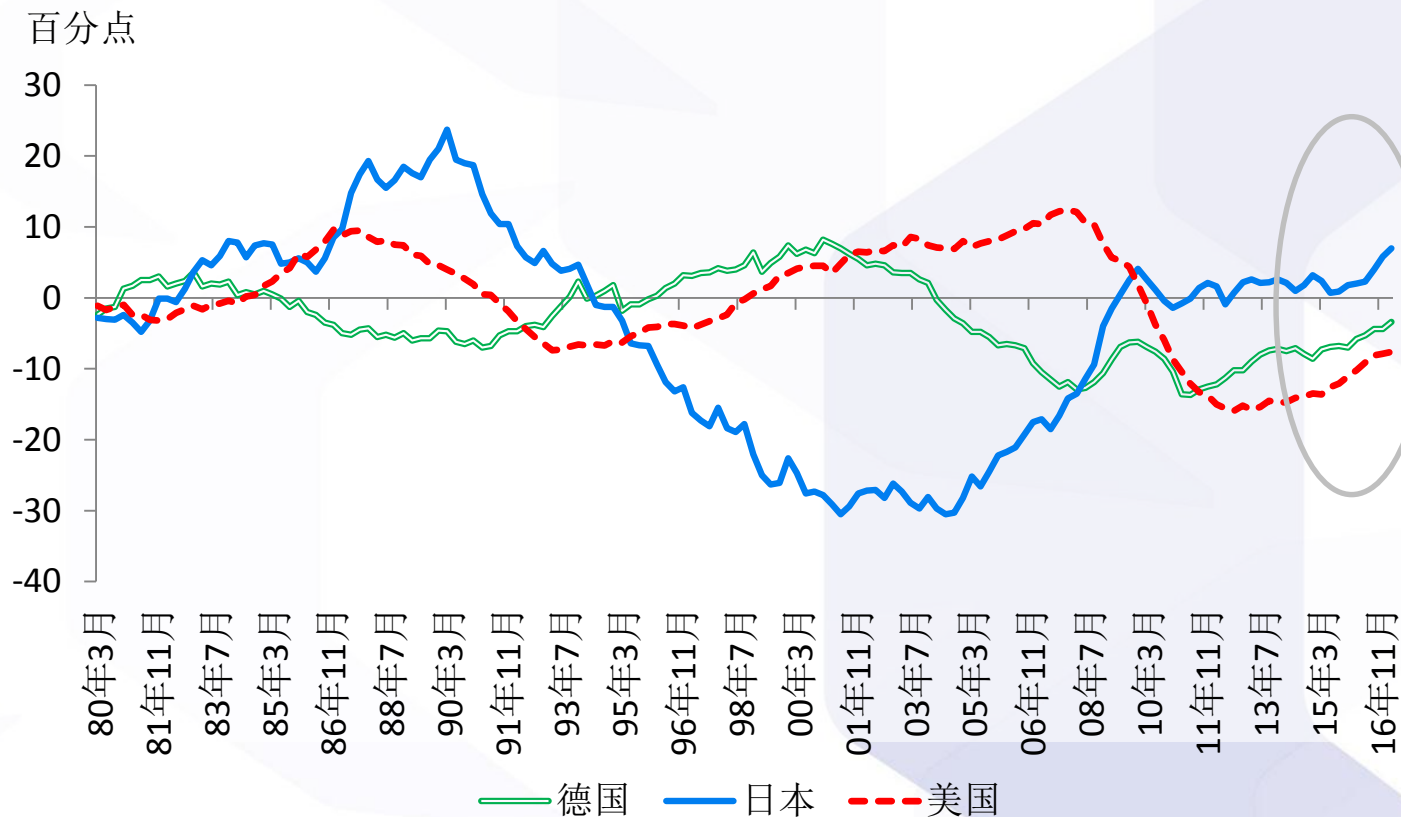
### 欧元区家庭、企业杠杆率历史低位



## 1.2 全球朱格拉周期启动：发达经济体处于新一轮金融周期上升阶段

主要发达经济体处于加杠杆过程中，信贷（占GDP的比）正向上突破其各自长期趋势。

### 美、德、日的信贷增速超过其长期趋势

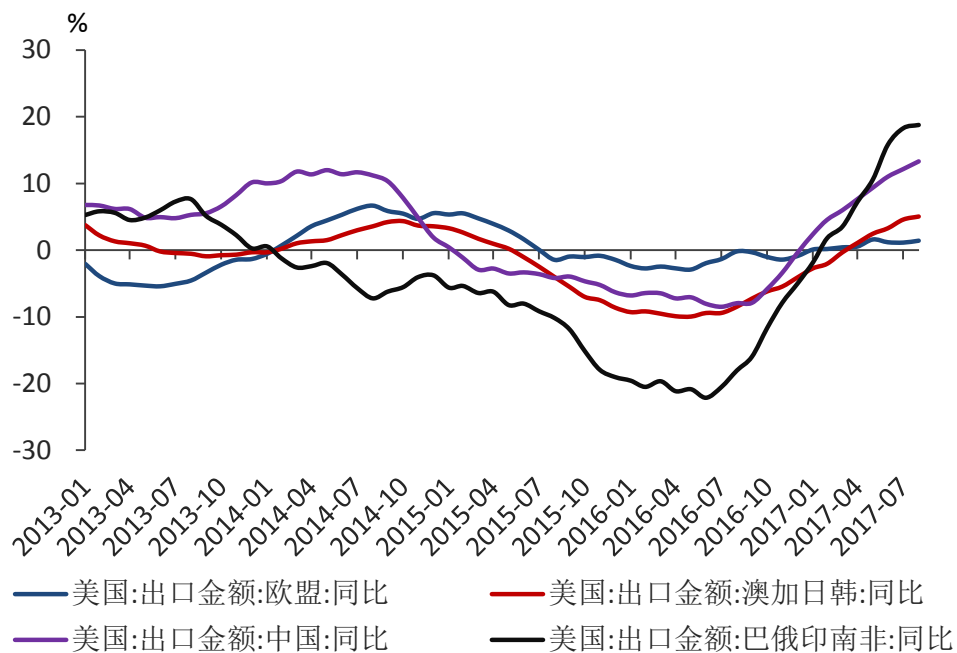


资料来源：BIS，国泰君安证券研究

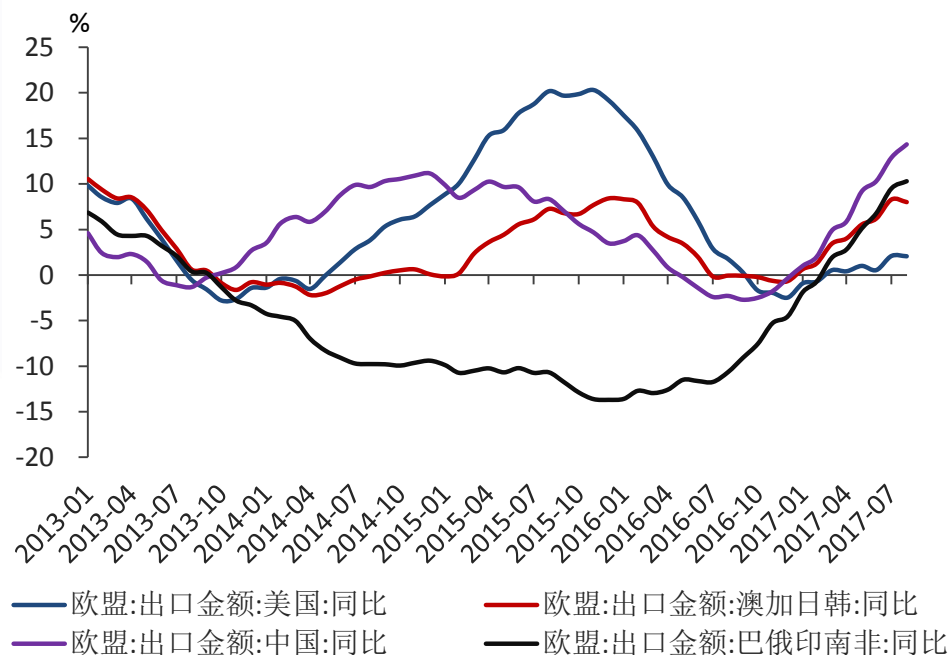
## 1.2 全球朱格拉周期启动：欧美出口强劲复苏

美国和欧洲对主要贸易伙伴的出口强劲复苏；  
传统的消费国正在更多地承担生产者的角色。

### 美国对其主要贸易伙伴的出口全面复苏



### 欧洲对其主要贸易伙伴的出口全面复苏

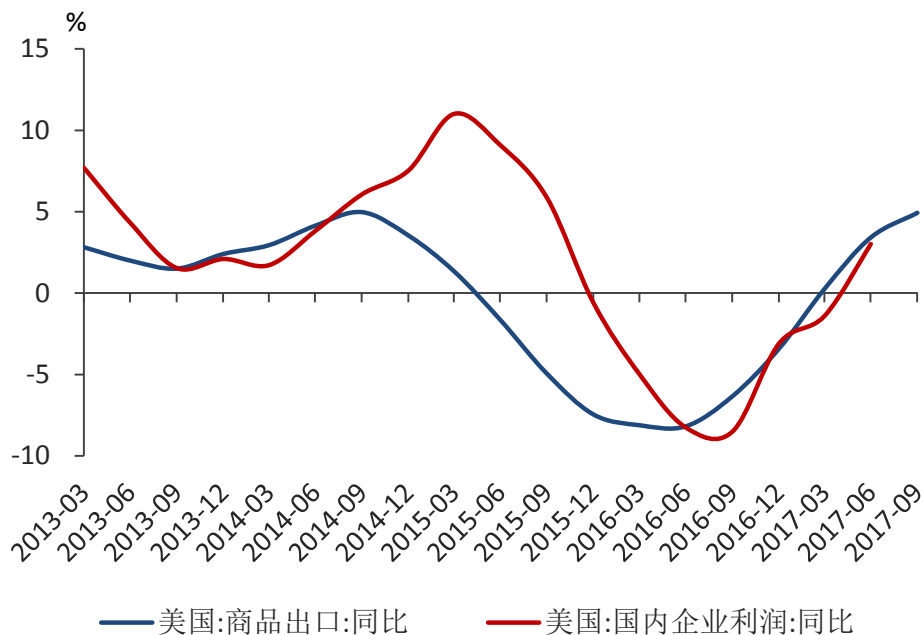


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

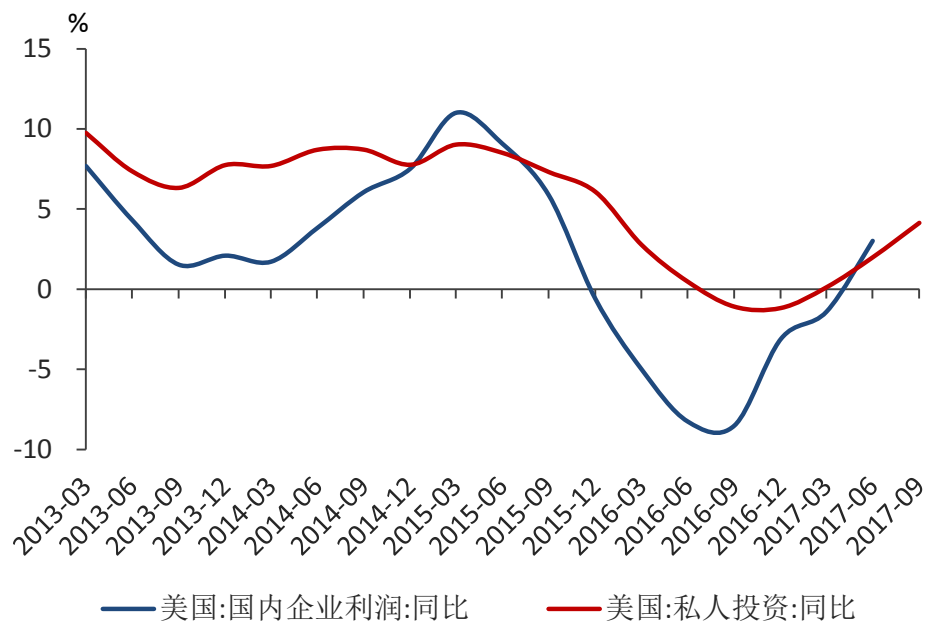
## 1.2 全球朱格拉周期启动：贸易复苏提升企业盈利，有利于设备投资提升

出口复苏领先于利润改善一个季度；  
利润改善领先于投资回升一个季度。

### 美国商品出口领先企业利润一个季度



### 美国企业利润又领先私人投资一个季度

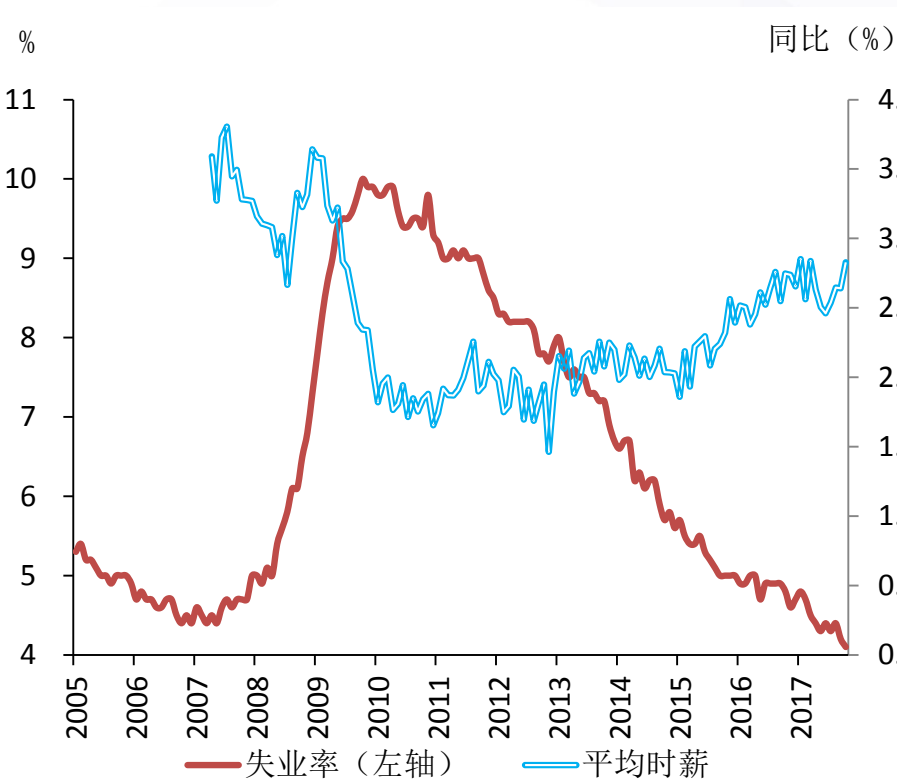


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

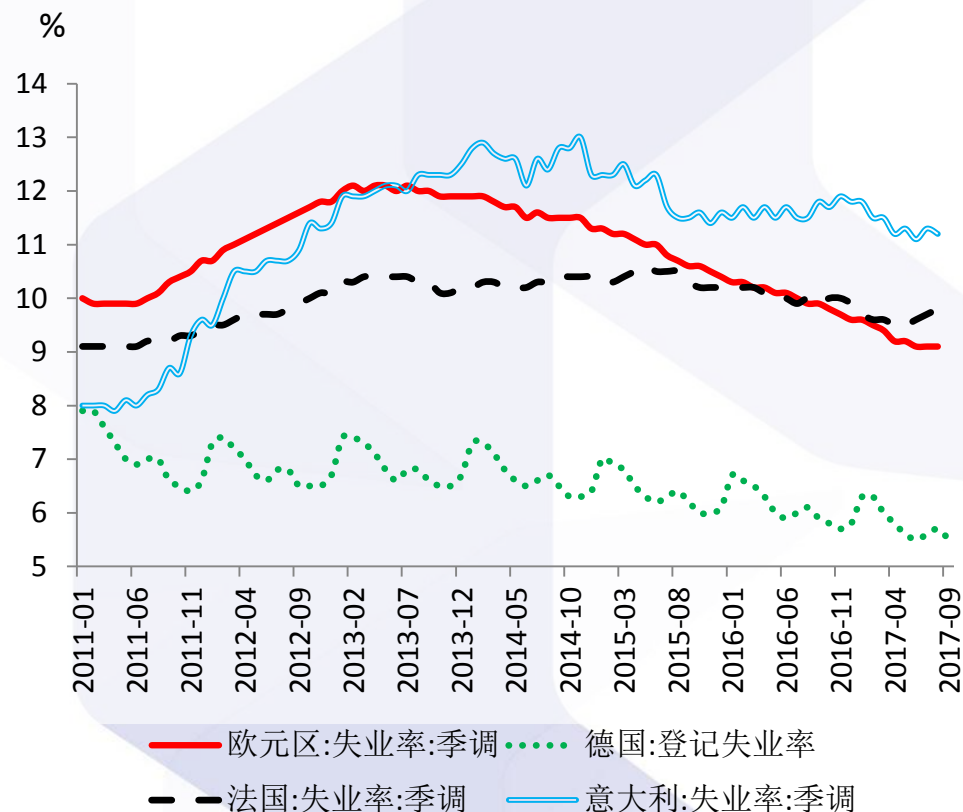
## 1.2 全球朱格拉周期启动：劳动力市场的改善有利于消费回升

美日达到充分就业，薪资增速回升；  
欧洲失业率趋势性下降。

### 美国失业率新低，薪资回升



### 欧洲失业率趋势性改善



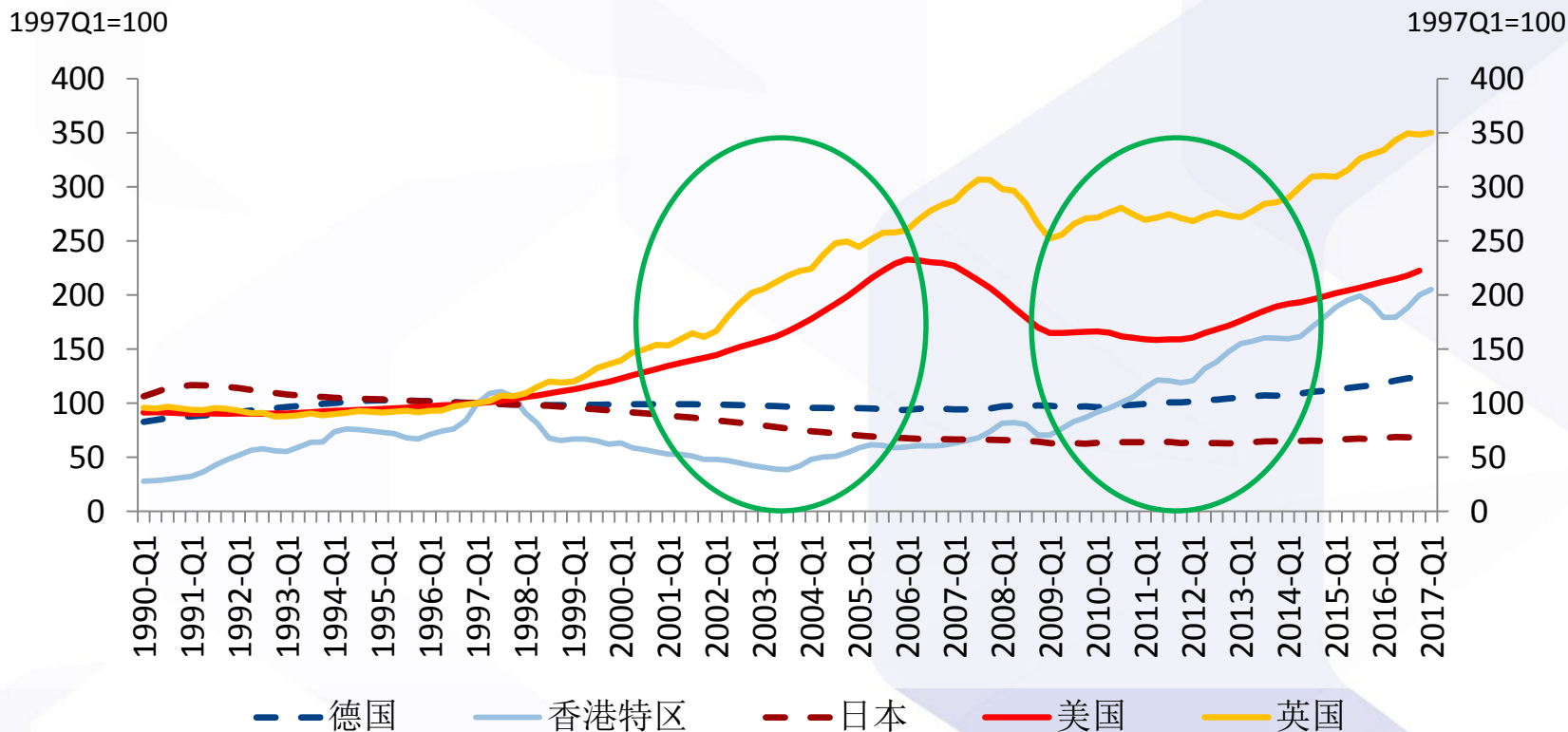
资料来源：Wind，国泰君安证券研究



## 1.2 全球朱格拉周期启动：财富效应有利于消费回升

美、欧房地产价格猛涨，巨大的财富效应利于终端需求——消费需求保持强劲。

### 主要发达经济体的房价继续上行

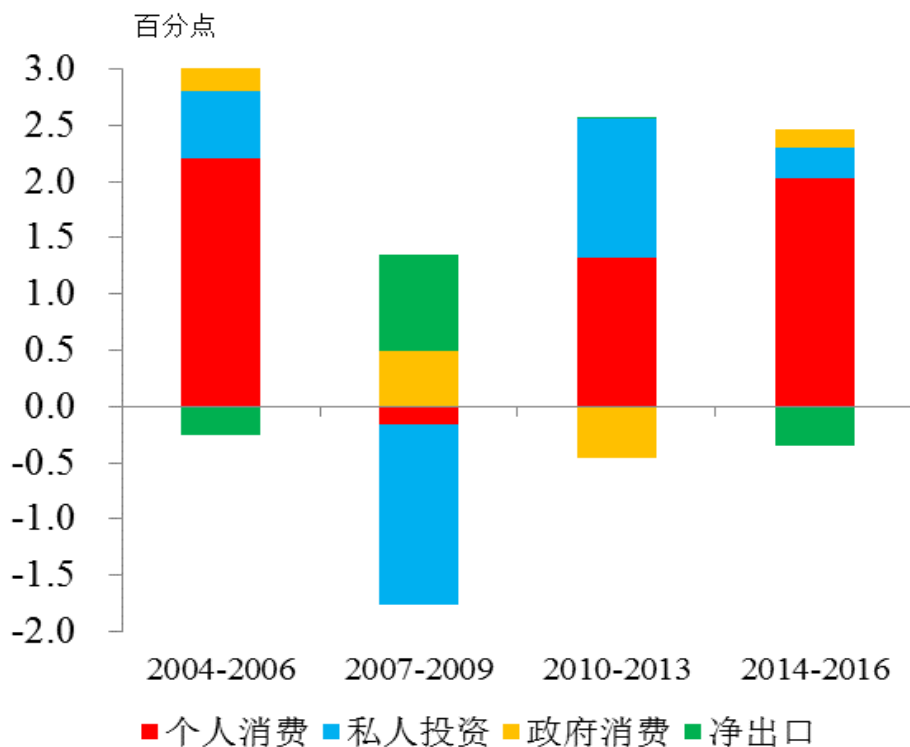


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

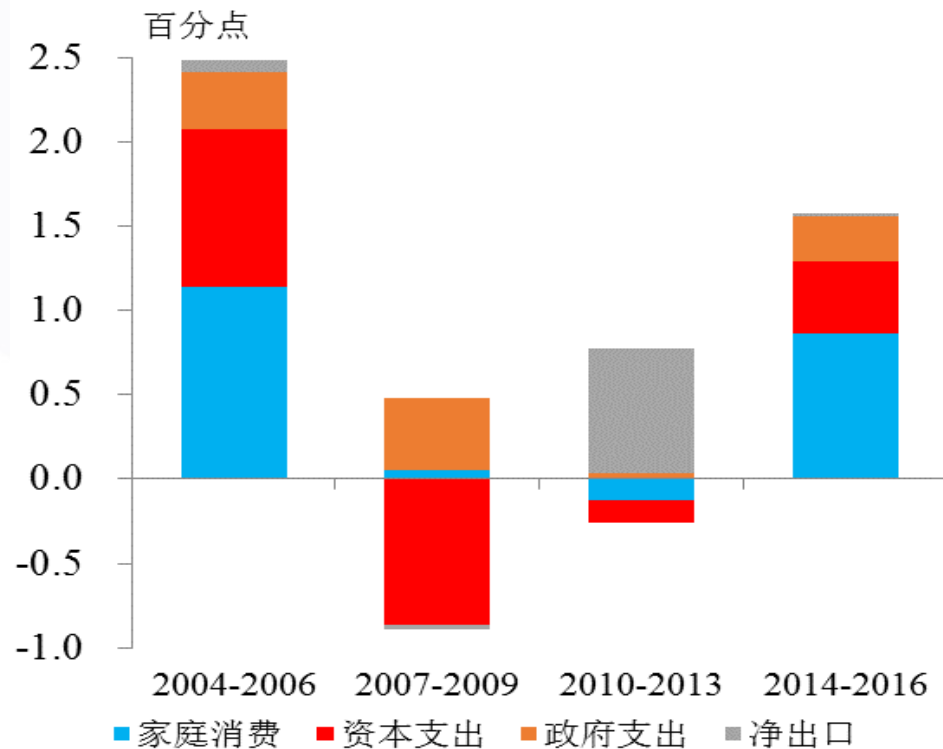
## 1.2 全球朱格拉周期启动：终端消费需求稳健

劳动力市场改善、财富效应使得美、欧家庭部门的消费保持强劲。

### 美国消费对经济贡献强力回升



### 欧洲消费对经济贡献回升明显

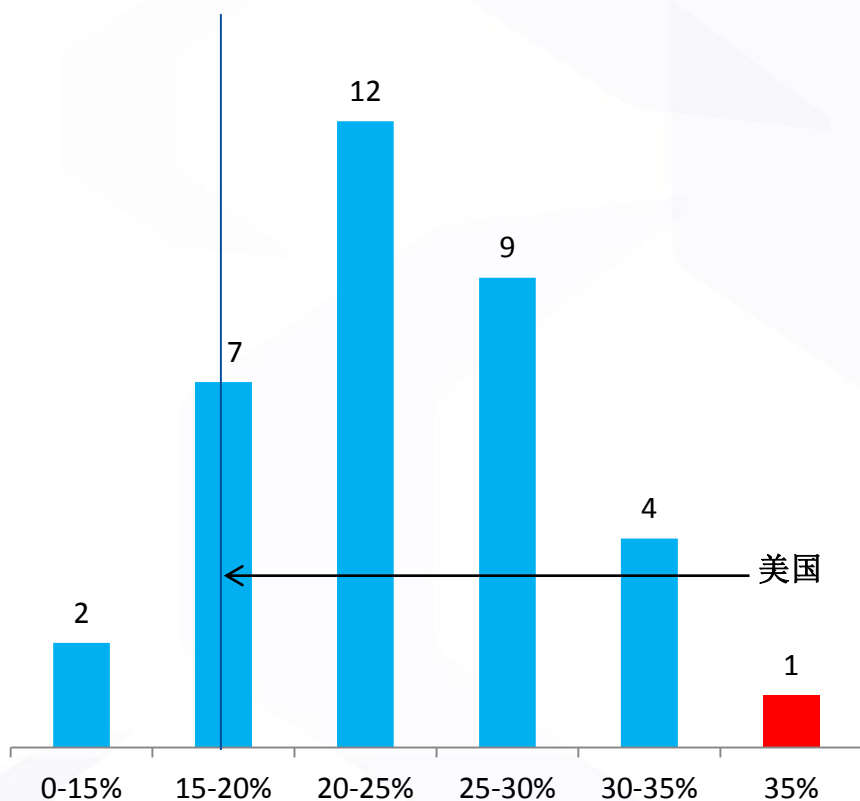


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

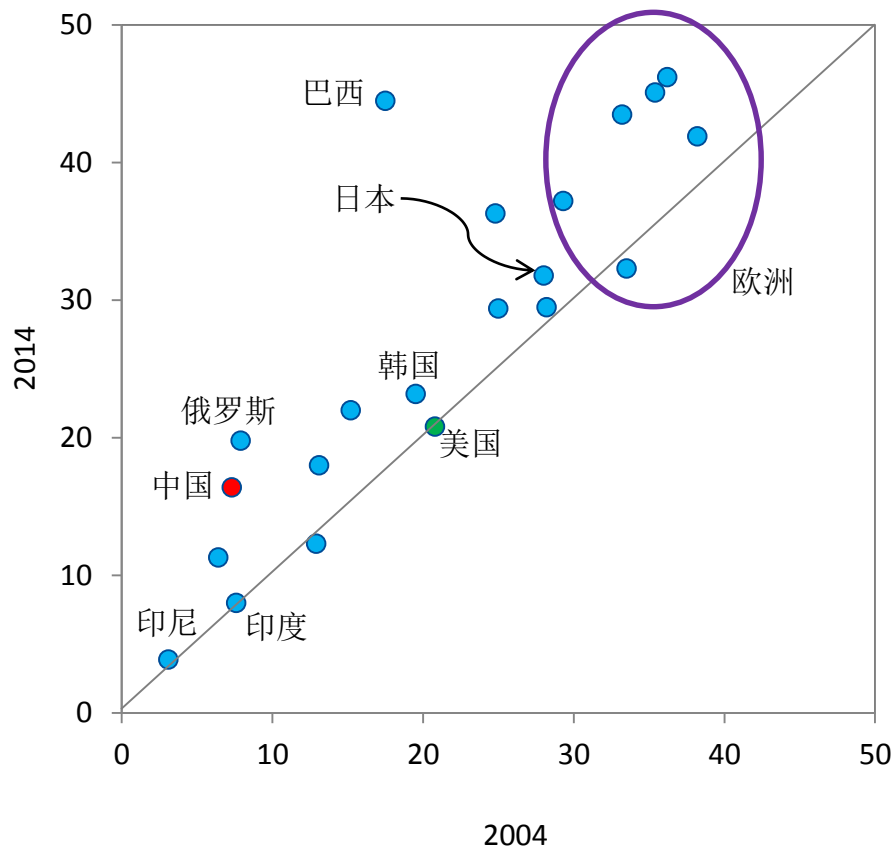
## 1.2 美国减税将催化企业设备投资，强化全球朱格拉周期形成

美国税制改革或引领全球减税潮，有利于企业加大设备投资。

大多数OECD国家的企业所得税率高于20%



美国制造业成本在全球居中



资料来源：Wind，Boston Consulting Group，国泰君安证券研究

## 1.2 美国减税将催化企业设备投资，强化全球朱格拉周期形成

行政部门提案

- 2017年4月27日白宫发布税改方案；
- 9月27日特朗普演讲提供税改细节

国会众议院辩论

- 11月2日众议院共和党人公布税改方案。
- 11月17日，美国国会众议院以227-205票批准共和党人税改议案

目前阶段

国会参议院  
辩论

- 11月10日参议院共和党人公布税改方案，仍需投票决定是否通过

参众议院协调  
并再次投票

- 成立两院联合委员会协调参众两院分歧，提出税改方案修改稿，两院再次表决

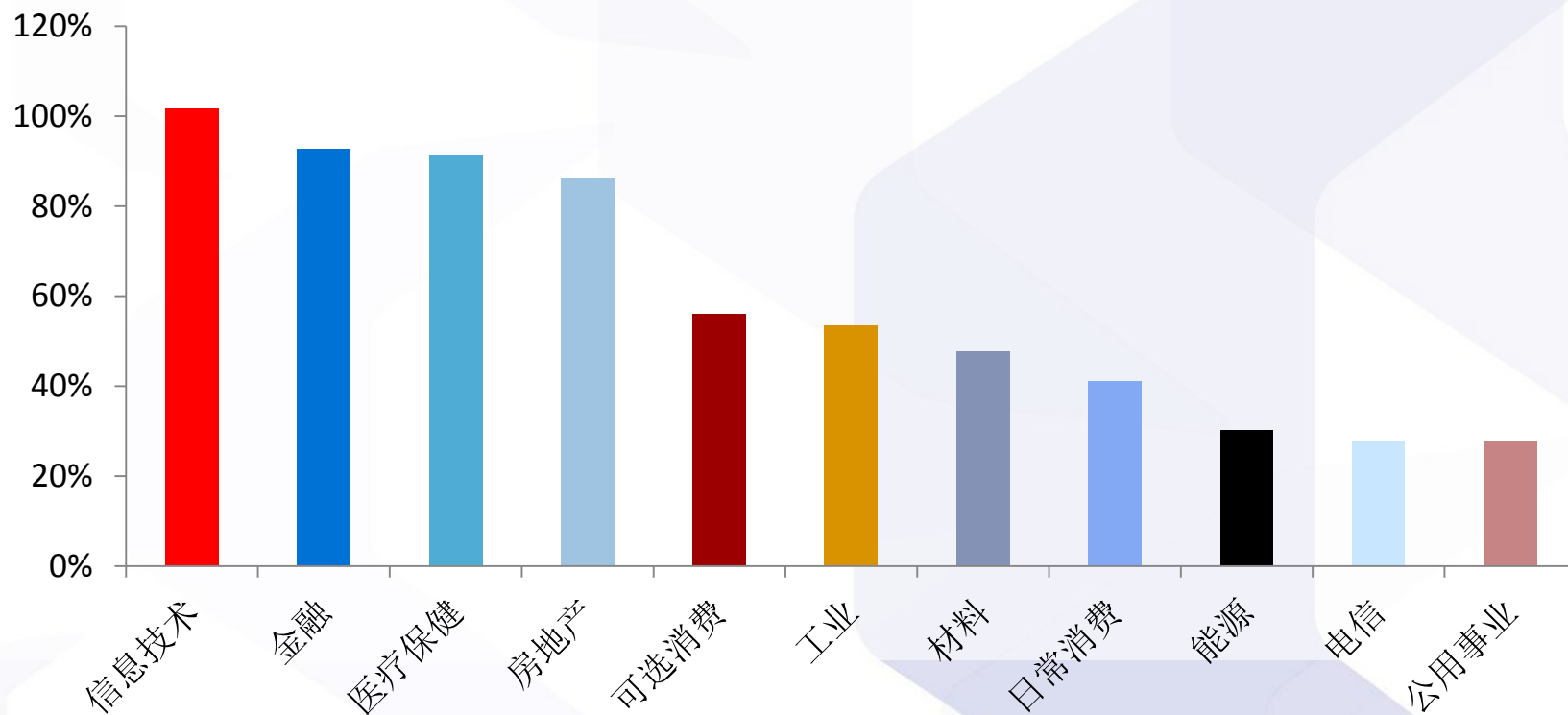
提交总统签字

资料来源：国泰君安证券研究

## 1.3 新工业革命：在美国上市的信息技术类公司表现较好

美国信息技术类企业2010-16累计销售增长1倍。

美国信息技术类上市公司销售增速快（2010-16年）



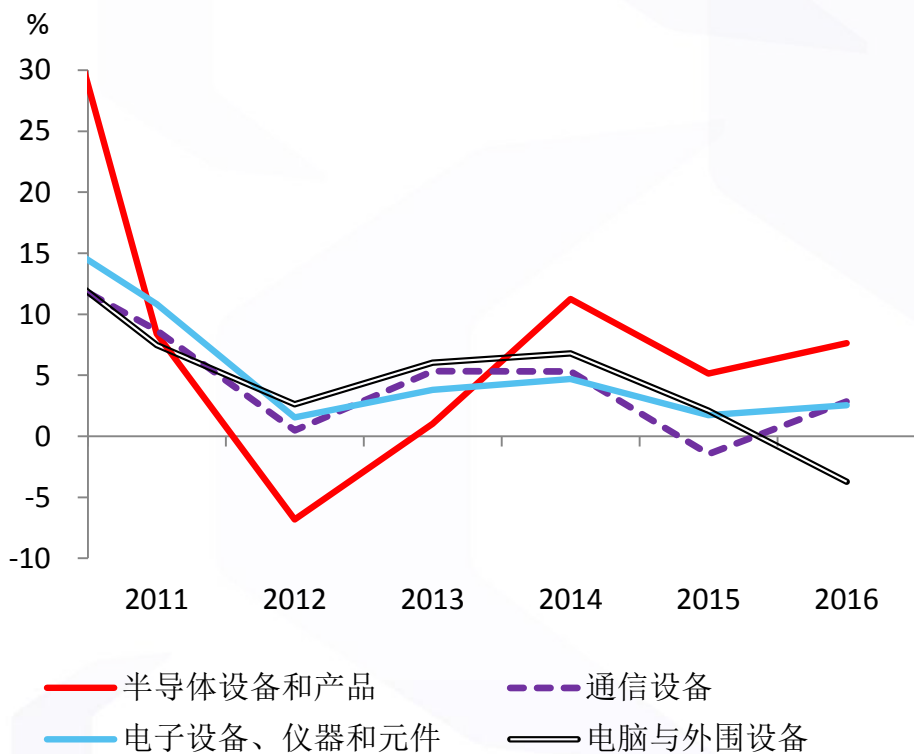
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

# 1.3 新工业革命：在美国上市的信息技术类公司，半导体和互联网表现最突出

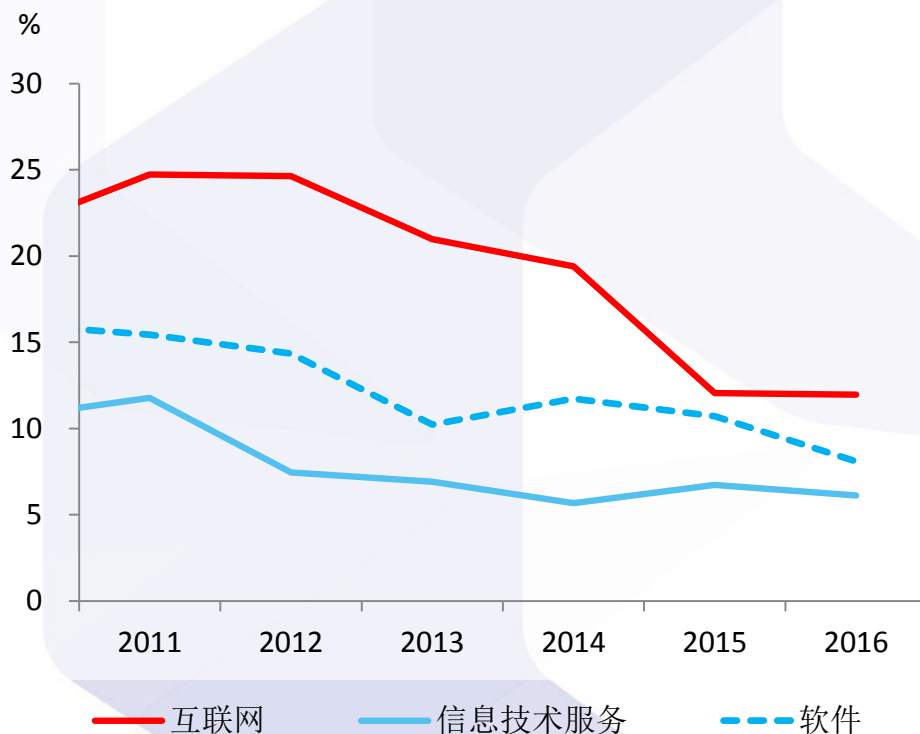
设备中，半导体设备和产品销售表现最为突出；

服务和软件中，信息技术服务表现比较稳健。

### 在美国上市信息技术设备类公司，半导体表现突出



### 在美国上市信息技术服务和软件类公司，互联网企业较为稳健

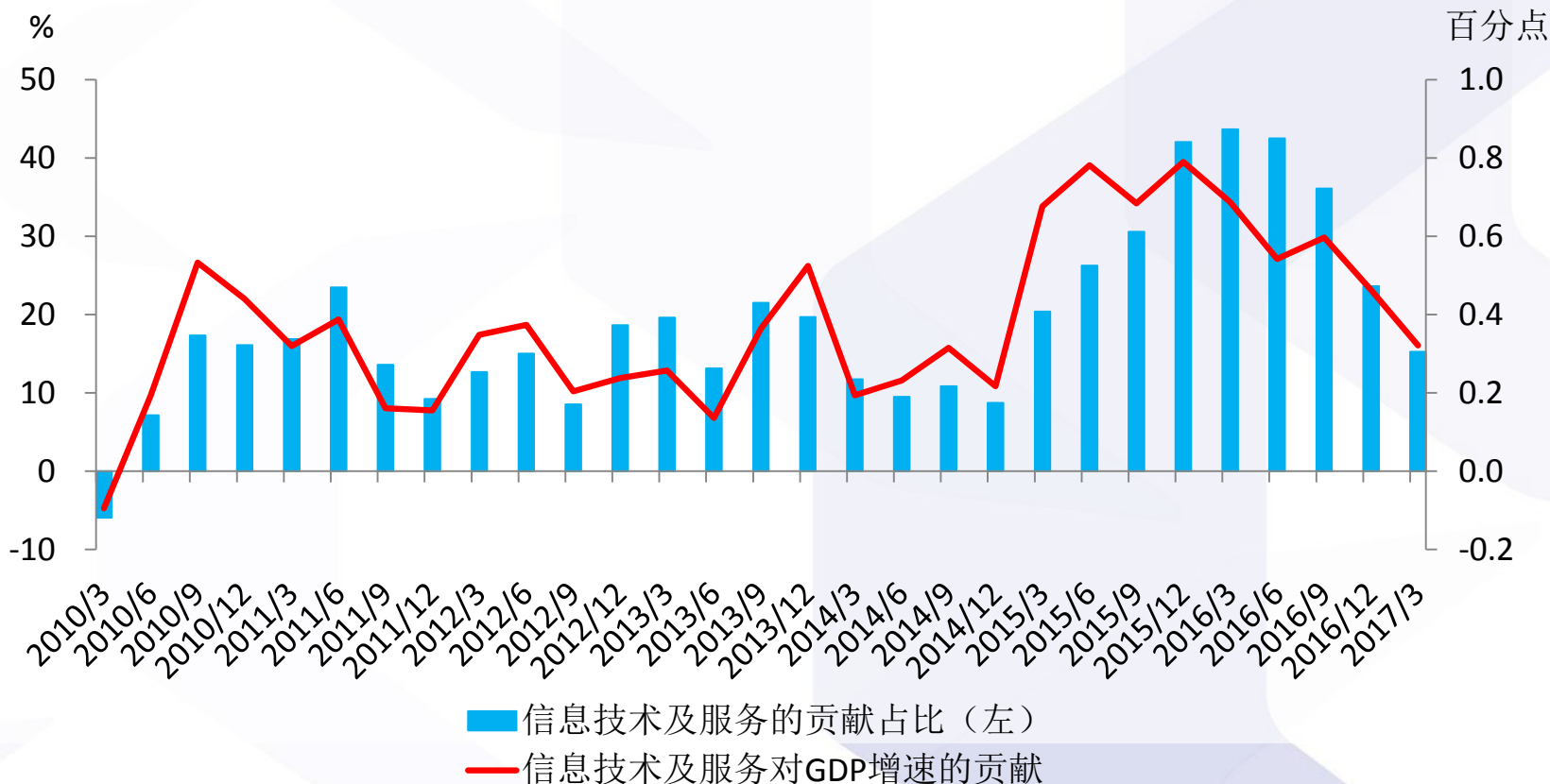


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 1.3 新工业革命：美国信息技术及服务对经济增长非常重要

美国信息技术及服务对GDP增速高峰期达到40%，贡献了接近0.9个百分点的增长。

### 美国信息技术及服务对GDP增速的贡献及贡献占比



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

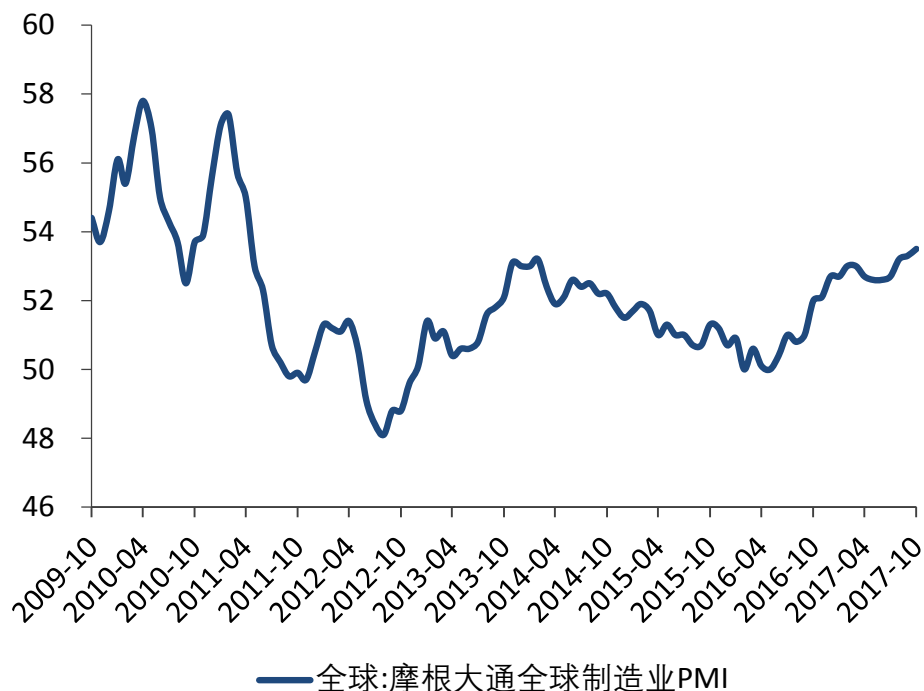


## 1.4 全球朱格拉周期和新工业革命下，制造业整体改善

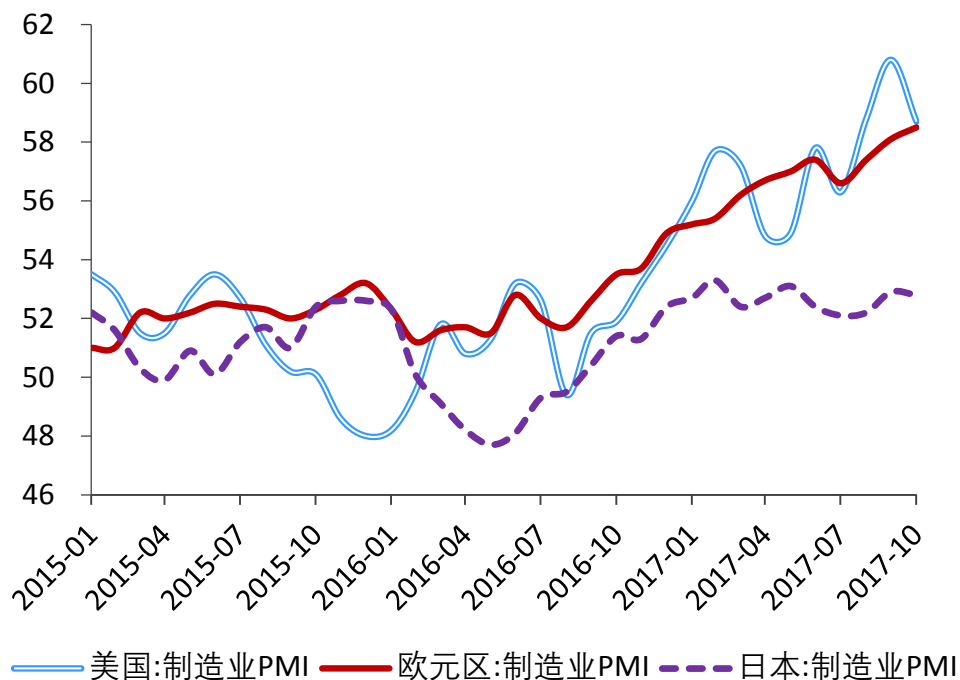
一轮全球朱格拉周期上升阶段，全球制造业整体都会从中受益。

全球制造业PMI创6年半来新高，美欧日制造业PMI均总体向上。

### 全球制造业PMI创6年半来新高



### 美欧日制造业PMI总体向上



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究



## 1.4 欧美经济复苏超预期，领先指数维持高位

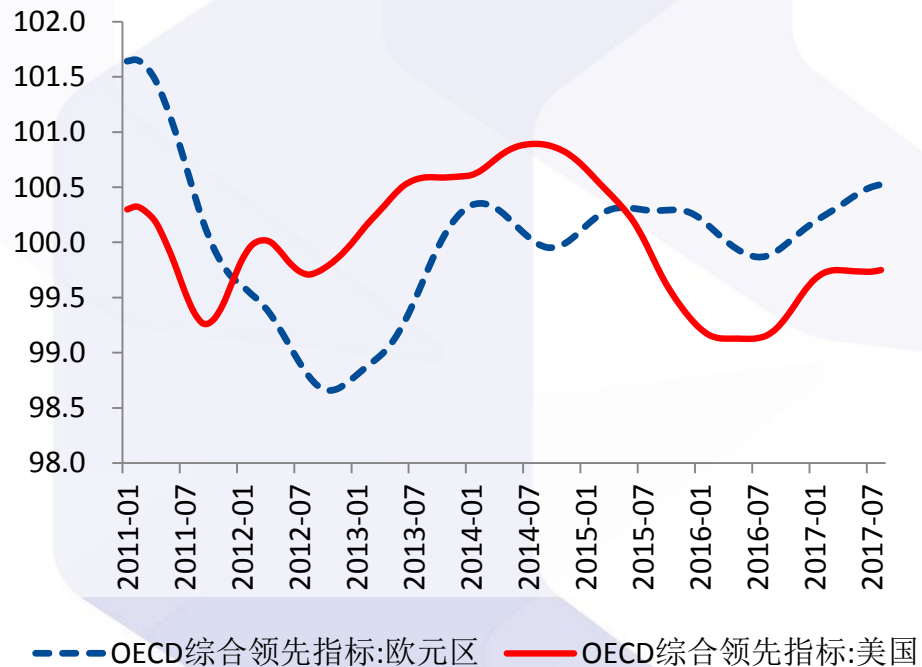
欧美经济下半年超预期回升；领先指数处在高位，仍有可能上行。

### 欧美经济意外指数最近回升明显



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

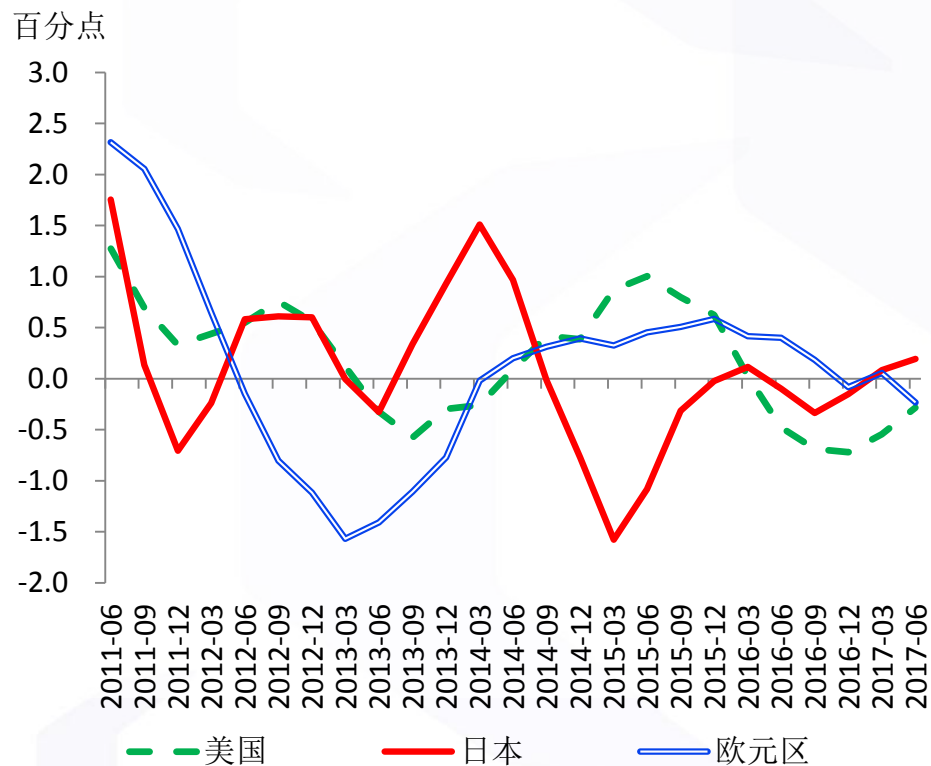
### 领先指数或处于高位，或持续上行



## 1.5 全球通胀仍然较低，但产出缺口逐渐形成温和通胀压力

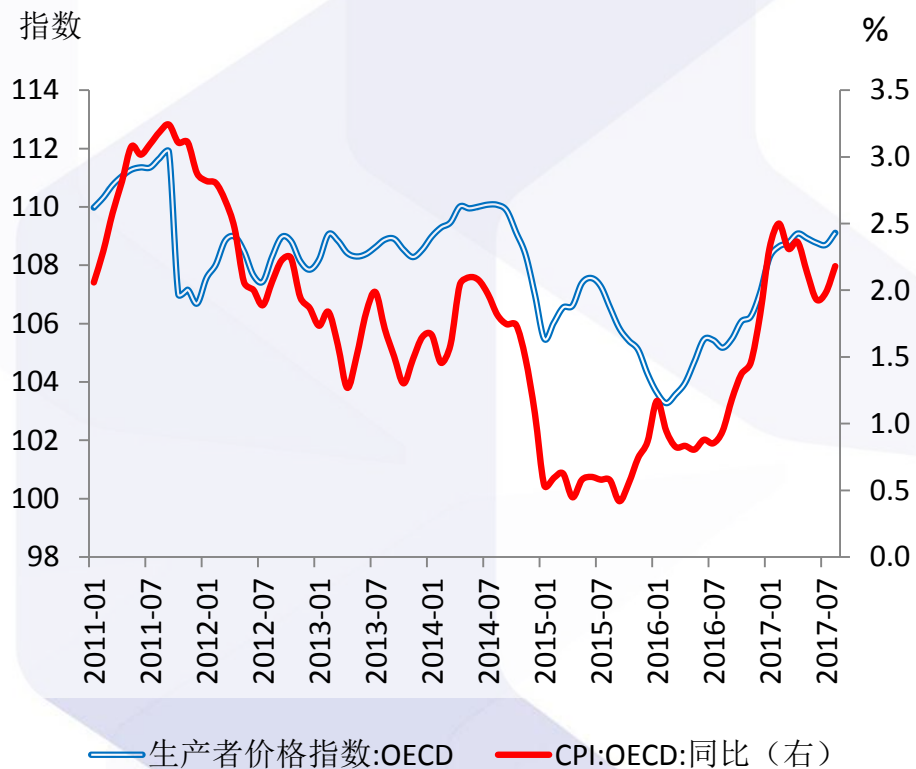
产出缺口正在逐渐形成通胀压力；  
通胀压力温和抬升，OECD国家通胀回升至2-2.5%区间。

### 产出缺口有望逐步上行



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

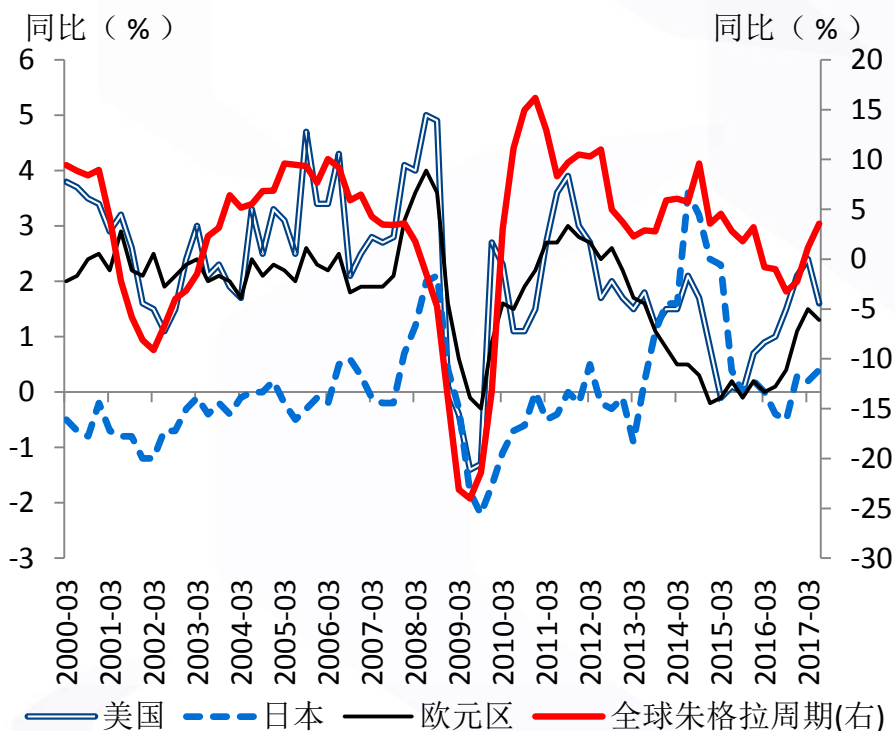
### OECD国家通胀回升至2-2.5%区间



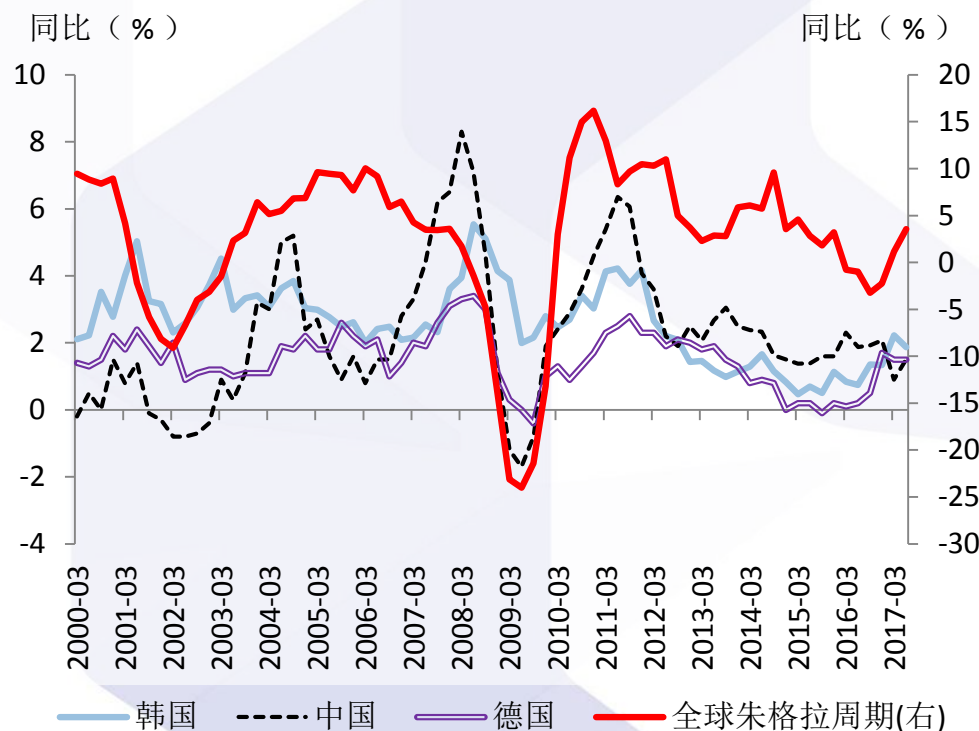
## 1.5 全球朱格拉周期下，CPI上升可能性加大

全球朱格拉周期领先CPI大概1个季度；  
主要经济体的CPI与全球朱格拉周期相关度峰值在0.4-0.5。

### 设备投资与美日欧的CPI



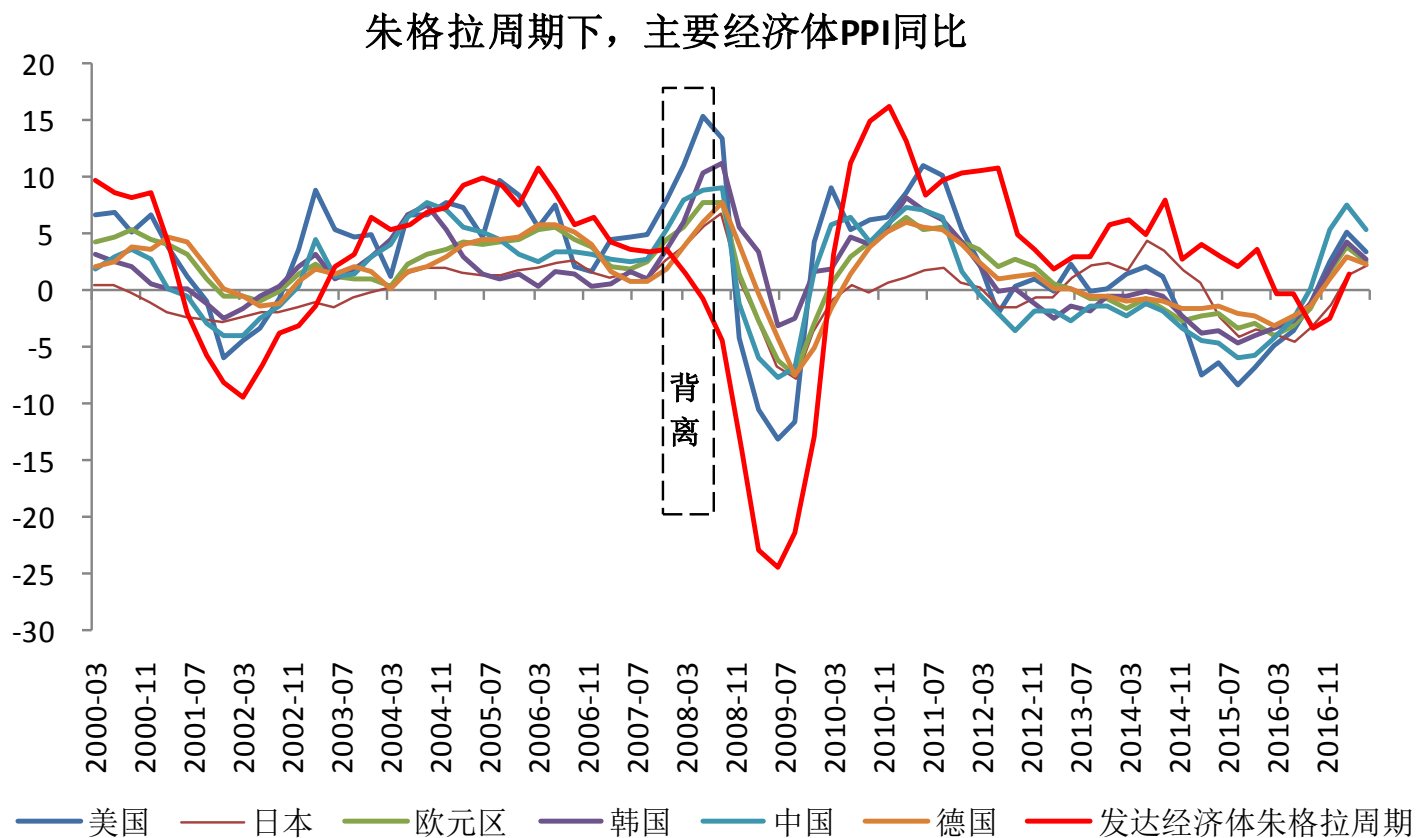
### 设备投资与中德韩CPI



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 1.5 全球朱格拉周期下，PPI将有明显回升

主要经济体的PPI与全球朱格拉周期相关度峰值在0.7-0.8。



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

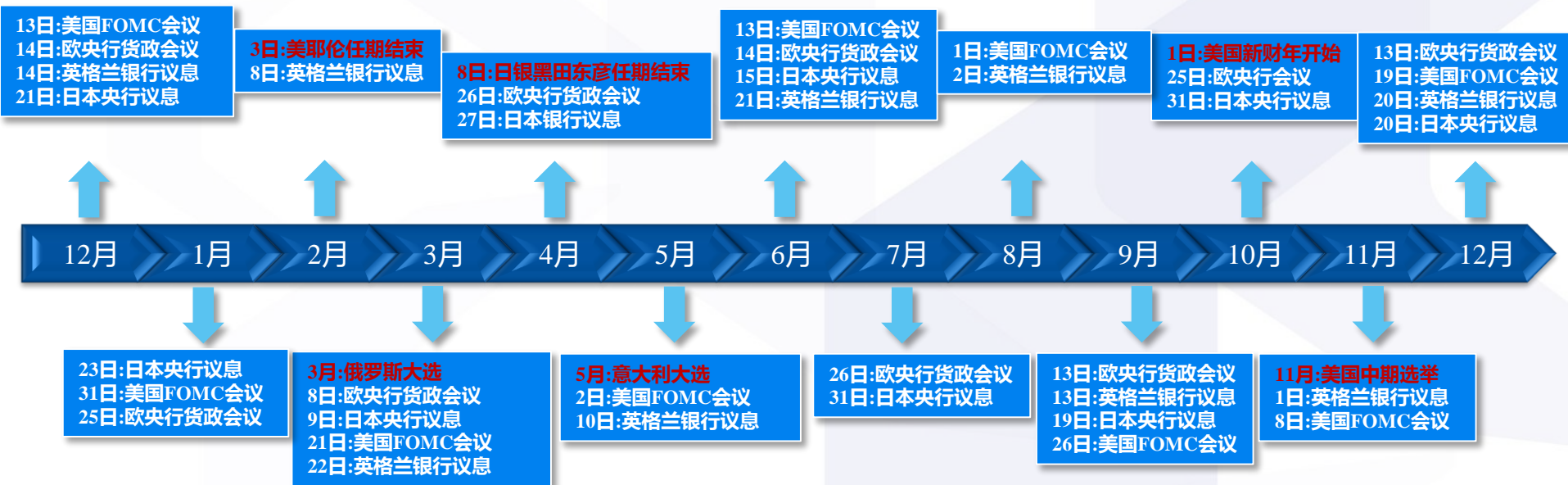
## 1.5 全球经济和通胀展望：GDP和通胀温和上行

全球经济2018年有望延续复苏趋势；  
全球通胀2018年预计小幅上行。

GDP增长率	2015	2016	2017	2018	CPI通胀率	2015	2016	2017	2018
美国	2.6	1.6	2.4	2.5	美国	0.1	1.3	2.2	2.3
欧元区	2.0	1.6	1.7	1.8	欧元区	0.0	0.3	1.5	1.6
日本	0.5	0.5	1.3	1.2	日本	0.8	-0.2	0.4	0.5
英国	2.2	1.8	1.6	1.6	英国	0.1	0.7	2.3	2.1
印度	7.6	7.3	6.0	6.7	印度	4.9	5.0	2.0	2.5
俄罗斯	-3.7	-0.9	1.4	1.8	俄罗斯	15.5	7.1	3.3	3.0
巴西	-3.8	-3.3	0.0	1.5	巴西	9.0	8.8	3.7	3.5
全球	3.2	3.1	3.6	3.7	全球	2.8	3.0	2.4	2.6

资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 1.6 全球经济2018年不确定性相对较小

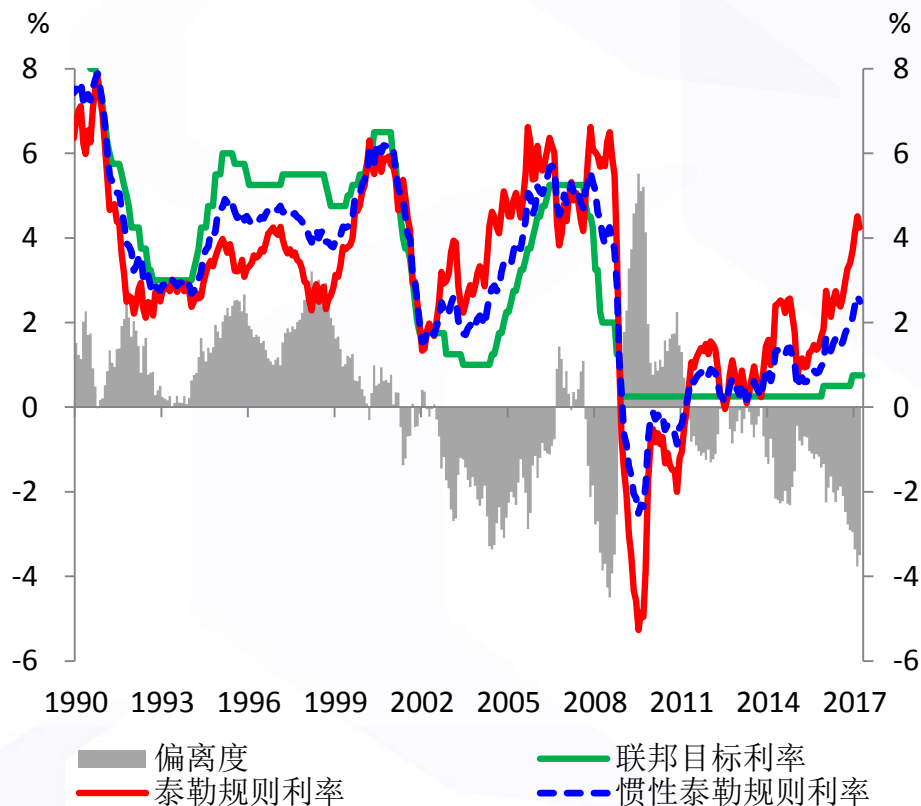


资料来源: 国泰君安证券研究

## 1.6 美国货币政策温和收紧

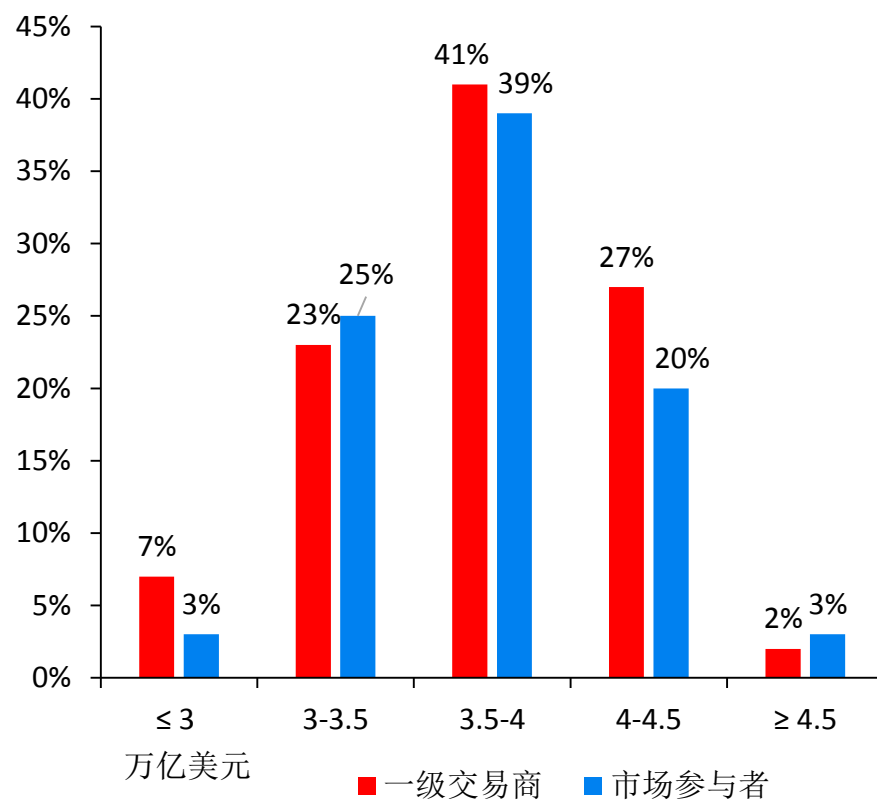
预计美联储在2017-19年加息6-10次，联邦目标利率回到2-3%水平；  
预计美联储于2019年底前缩表1万亿美元左右。

泰勒规则显示美国合意利率2-3%



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

市场预期2019年底，美联储缩表1万亿美元左右

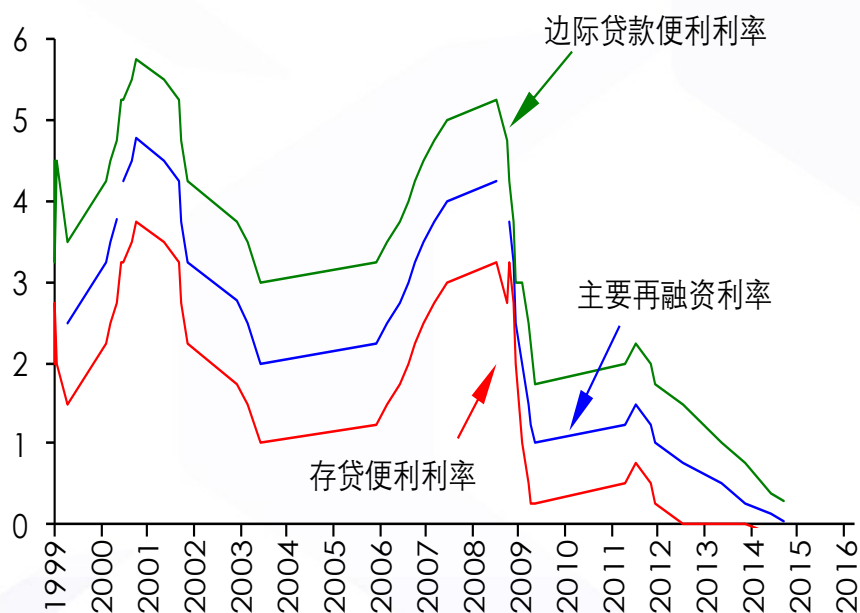




## 1.6 欧央行明确QE缩量但延期至2018年9月，2018年年底或加息

欧洲短期加息无望，QE缩量延续至2018年9月；  
国债收益率有所回升但仍较低。

### 欧央行短期内难以加息



### 欧元区公债收益率维持低位



资料来源：Wind，国泰君安证券研究



01

两大驱动：全球朱格拉周期与新工业革命

02

四个支撑：2018年GDP增速或达6.9%

03

四个升级：制造、消费、城镇化和开放

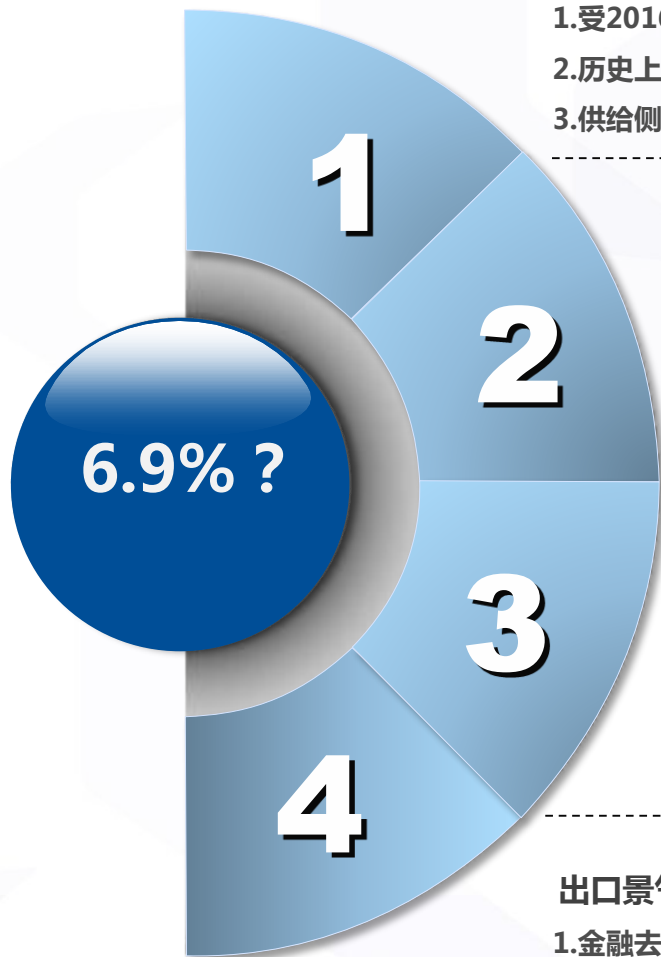
04

通胀和货币、金融政策展望

05

大类资产配置建议

# 我们看6.9%的四大理由



## 制造业投资逐季度回升（7%）

- 1.受2016年底到2017年初全球朱格拉周期的带动；
- 2.历史上的第三轮大技改将展开（新工业革命；政策扶持、盈利驱动）；
- 3.供给侧改革从减法到加法。

## 基建投资中枢难以下移（15%）

- 1.政府对于房地产投资回落的担忧（调控预期）；
- 2.党代会第二年基建的高增速（政经周期）；
- 3.政府要打提前量（未来三年的主线）。

## 房地产投资回落有度（4.5%）

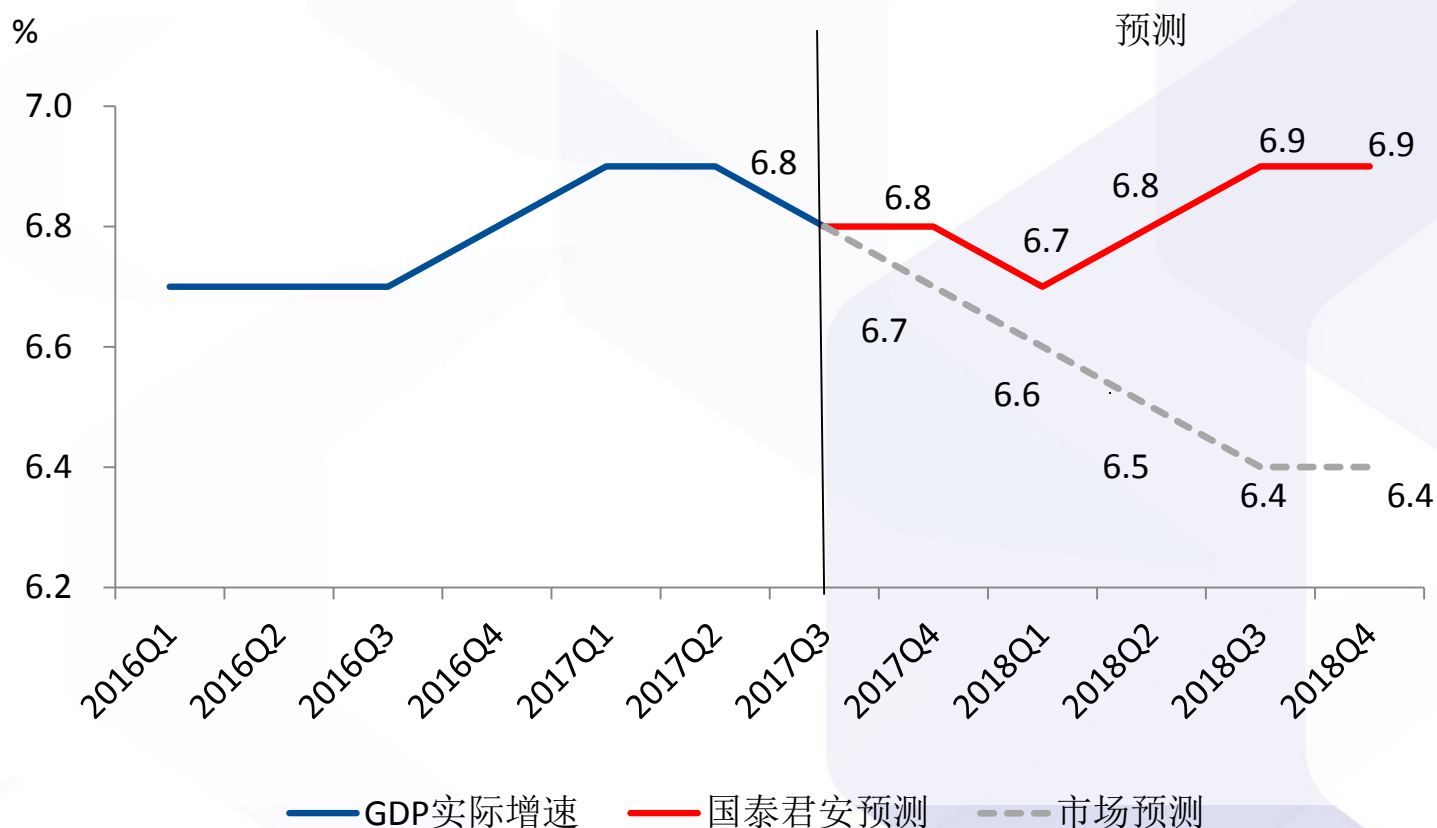
- 1.商业地产预期较好，土地购置增速走高；
- 2.租赁住房大力发展（14个试点），跌多少补多少。

## 出口景气延续（7-8%）、消费温和升级（10.6%）

- 1.金融去杠杆服从稳增长（金融稳定、经济稳定的跷跷板）；
- 2.环保限产边际趋松（影响结构，而非总量；是外生，而非内生；）。

## 2.1 预计GDP增速2018年达6.9%，节奏前低后高

### 预计GDP增速2018年达6.9%，节奏前低后高



资料来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

## 2.2 市场普遍担心房地产市场快速回落带来类似2014-16年的下行压力

房地产投资或处在一轮大周期尾部阶段，未来三年或能稳定在0-5%增速

房地产投资大幅调整或接近尾声

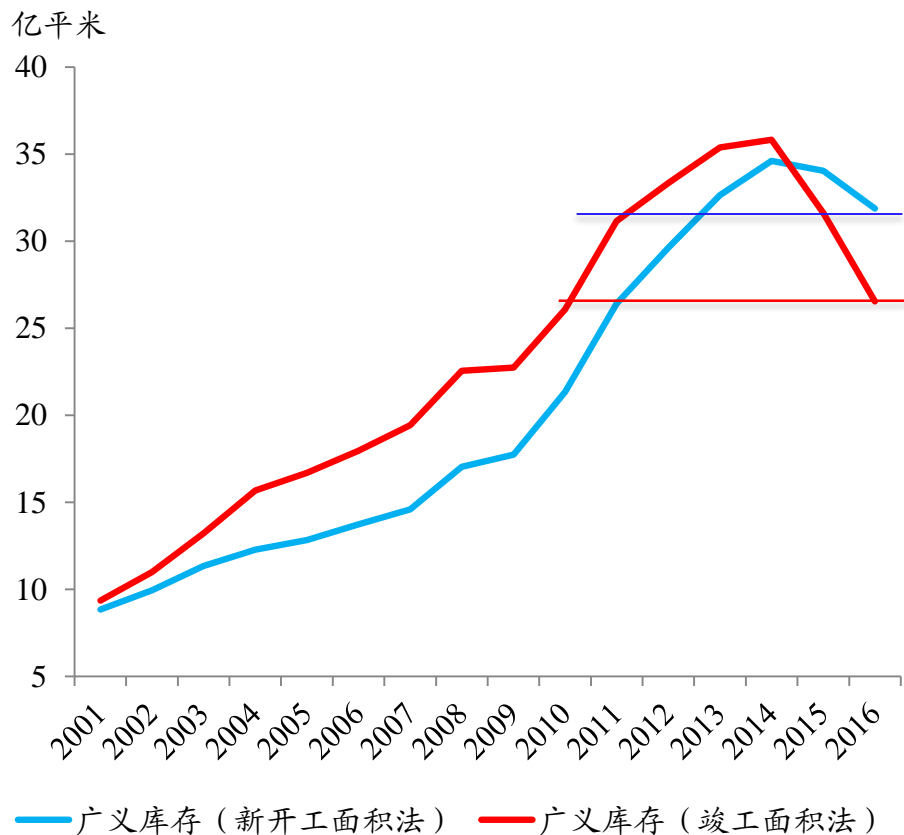


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 2.2 我们毋须为此过于担忧，当前房地产库存压力不大

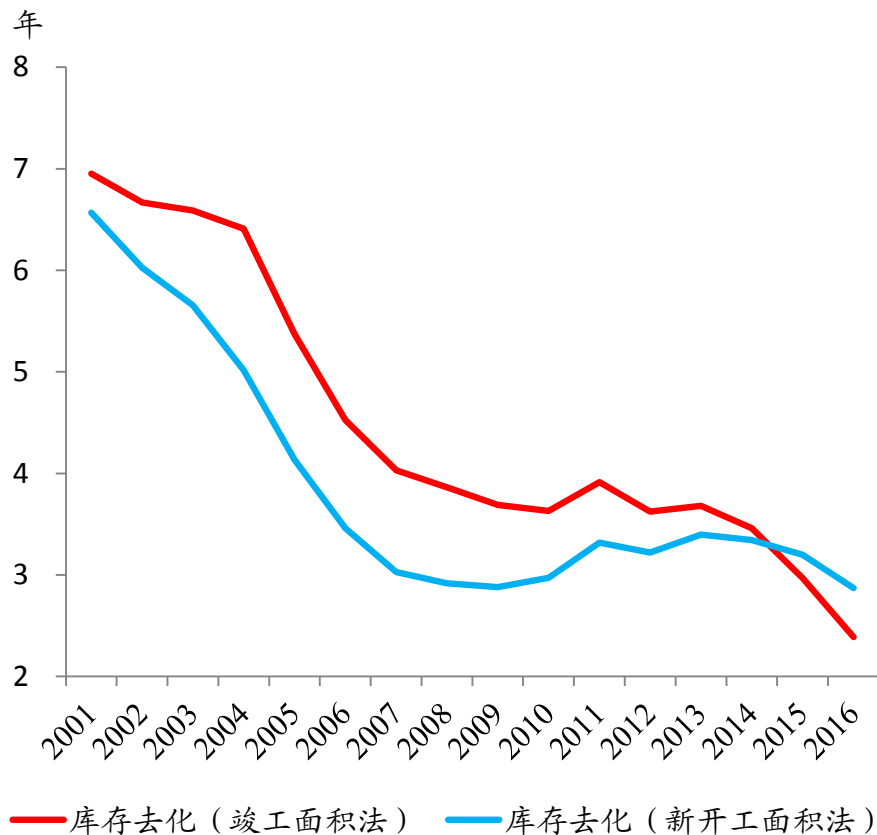
库存水平不高：广义库存在26-32亿平米之间；去化时间在2.5-3年。

### 广义库存在2011-13年水平



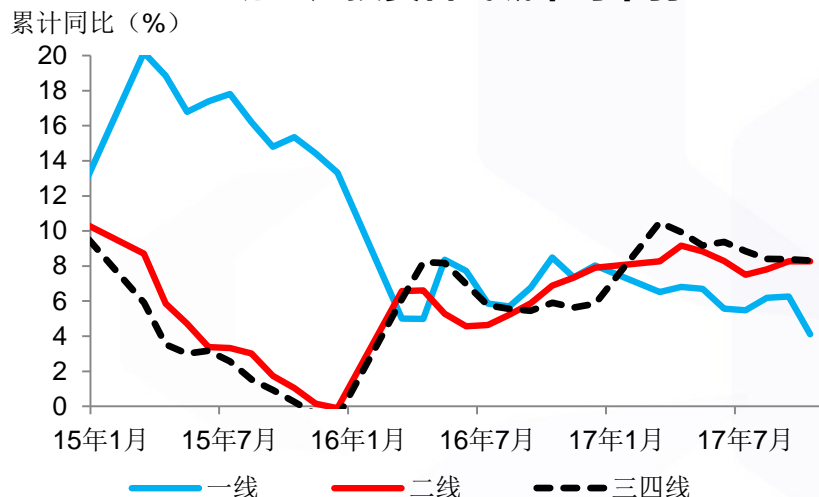
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

### 广义库存去化周期显著下降

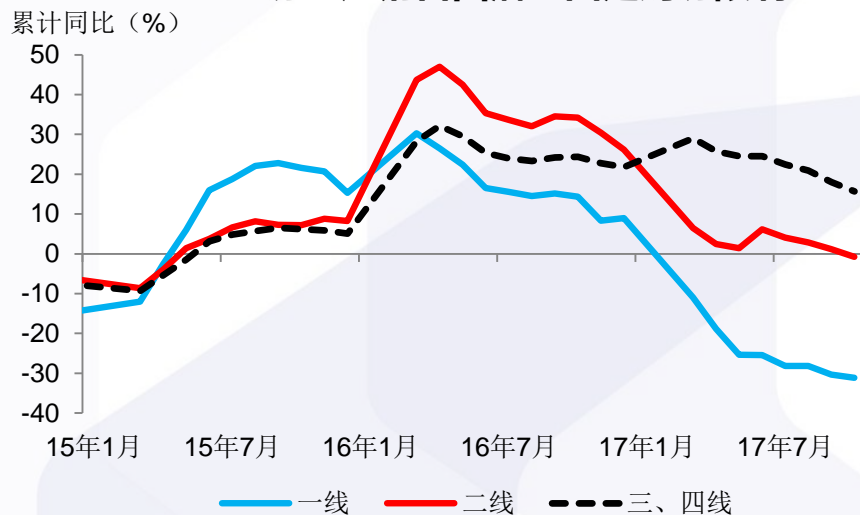


## 2.2 房地产市场各项指标虽有所回落，但未出现较大风险

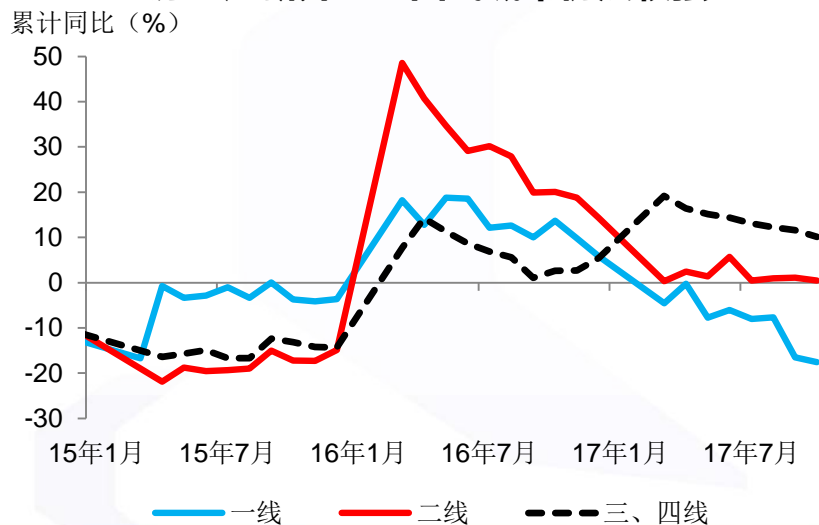
### 房地产投资各线城市均不弱



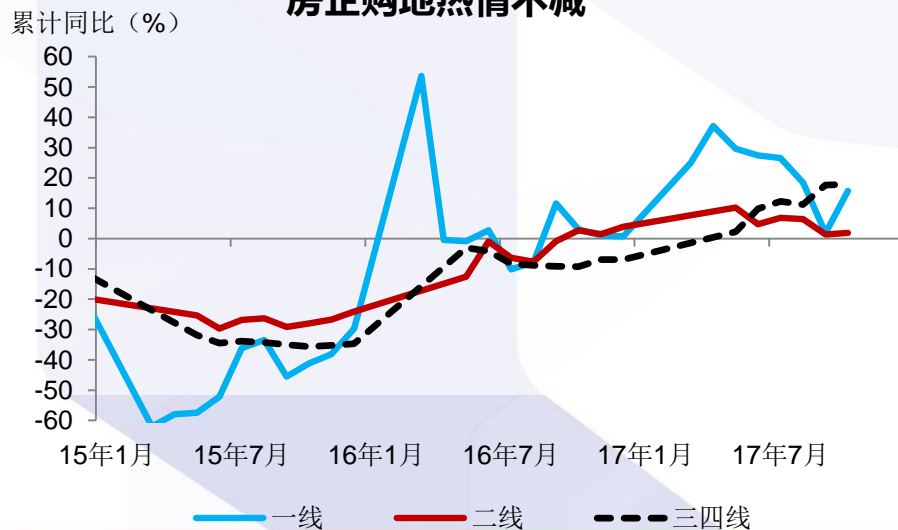
### 房地产销售回落主因是购房限制



### 房地产新开工三四线城市仍然较强



### 房企购地热情不减



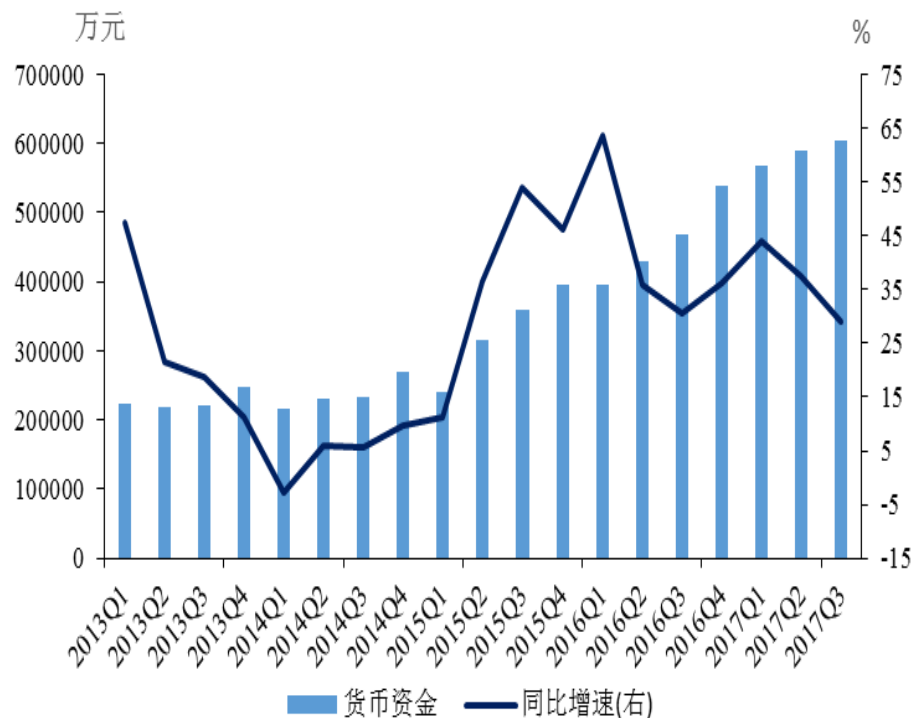
## 2.2 房企货币资金和短期偿债能力尚不是问题

### 房地产企业短期流动性问题不严重

✓ 货币资金增速处历史中上水平

✓ 流动比率与速动比率处高位

货币资金绝对值处于高位、且增速不差



短期债务偿还能力较好



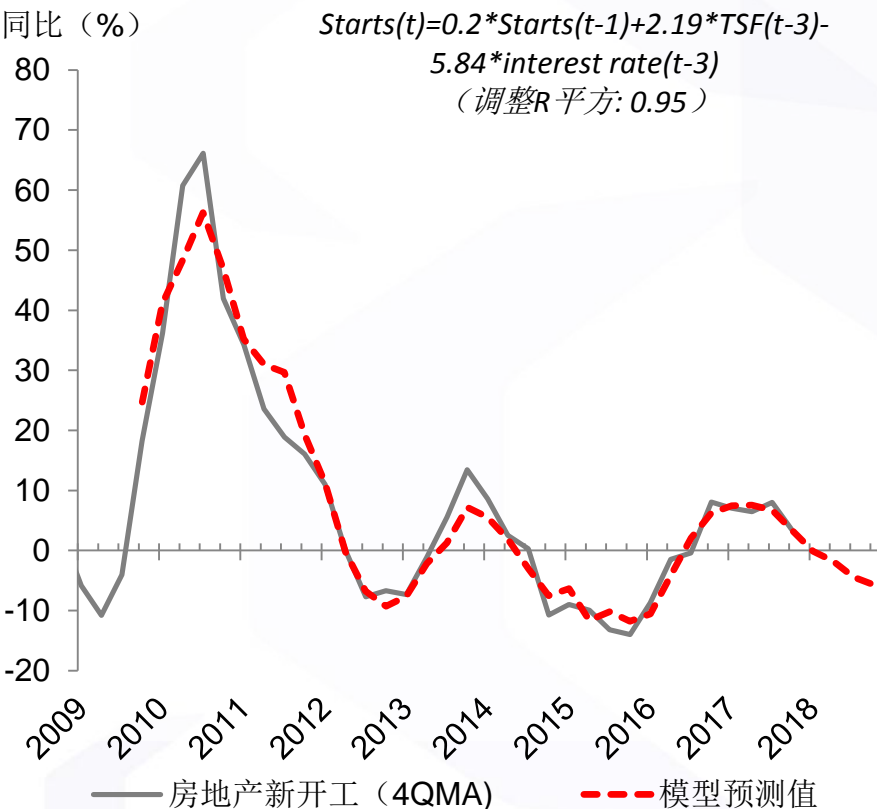
资料来源: Wind, CEIC, 国泰君安证券研究

## 2.2 房地产投资增速2018年或小幅回落，增长4-5%

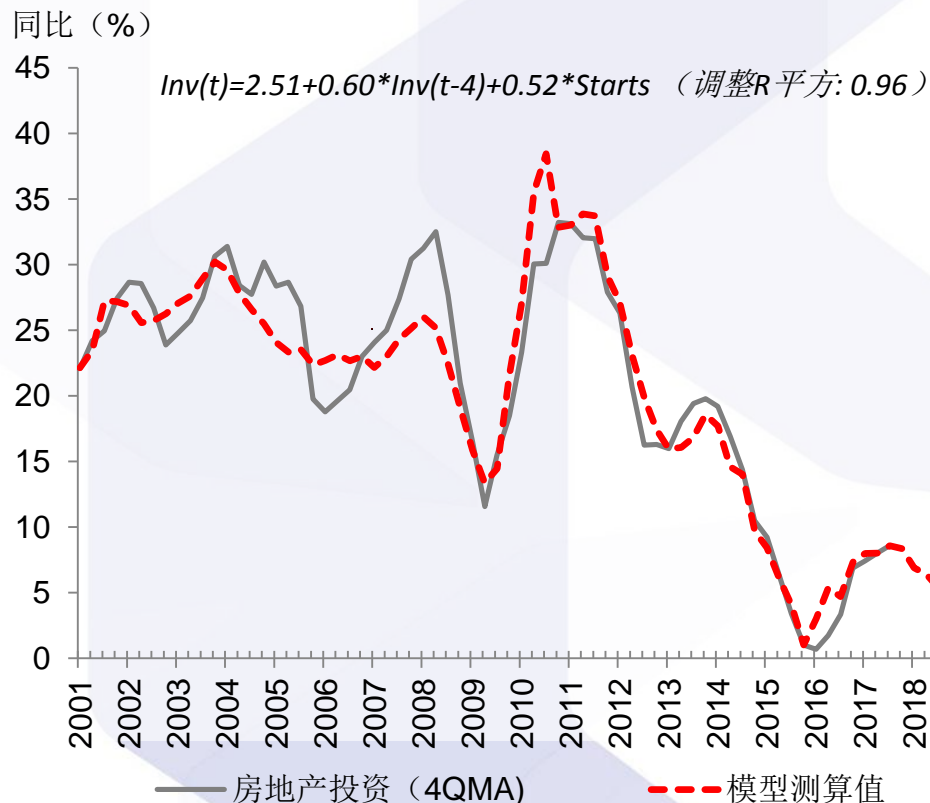
房地产新开工增速2017年或在3%左右，2018年增速或下滑至-5%左右；

房地产投资2017年维持7.5%左右增速，2018年下行至4.5%左右。

### 房地产新开工2018年或下跌5%



### 房地产投资或增长4-5%



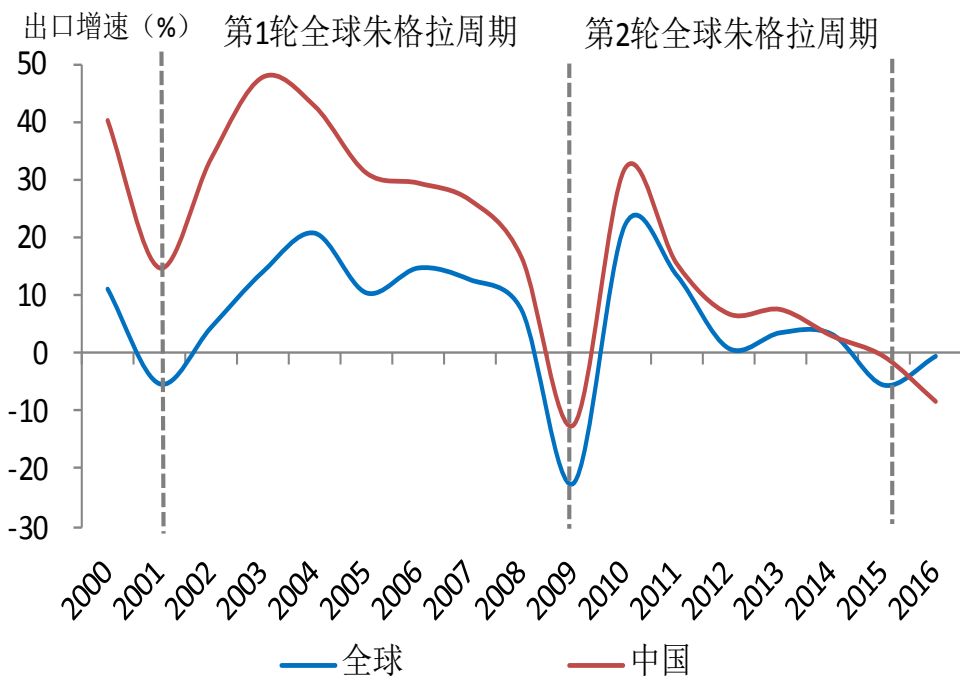
资料来源: Wind, CBIC, 国泰君安证券研究



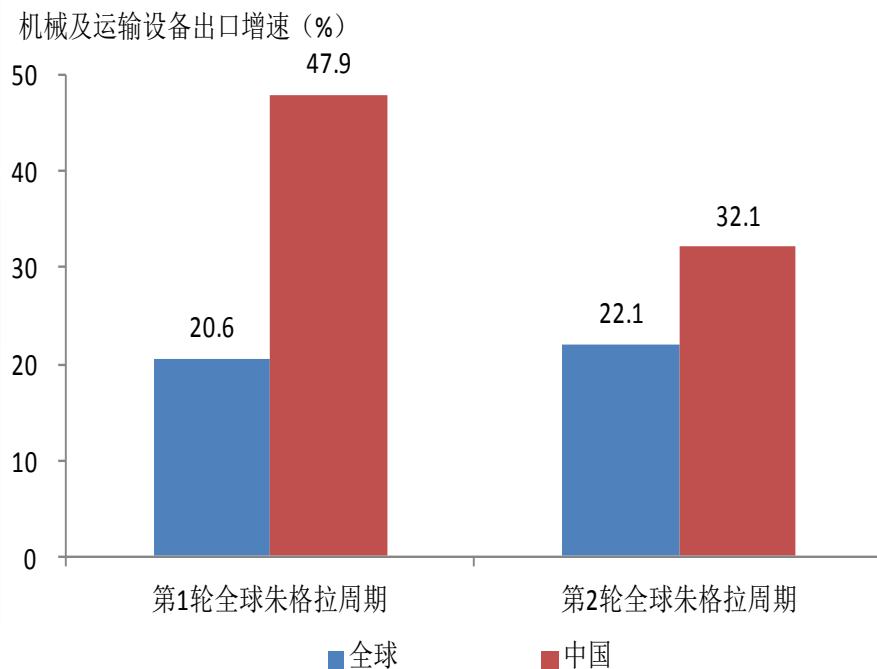
## 2.3 全球朱格拉周期拉动我国机械及运输设备出口

前两轮全球朱格拉周期使得我国机械及运输设备出口增速年度峰值分别达到50%和30%左右。

### 中国机械及运输设备出口增速快于全球



### 中国机械及运输设备出口增速高峰时表现强劲

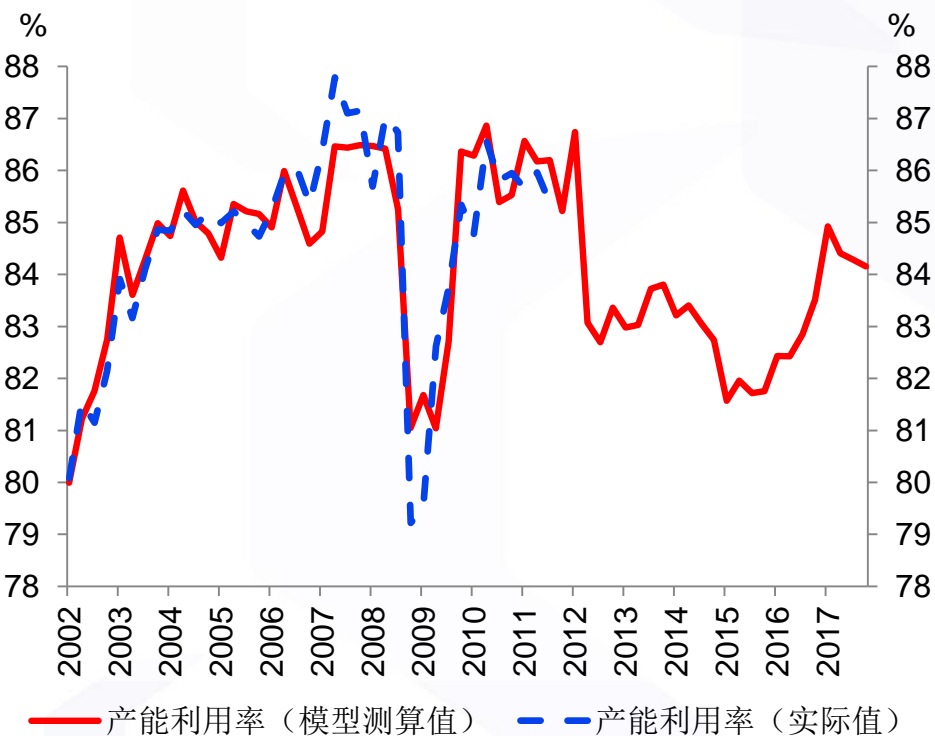


资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

## 2.3 我国工业产能利用率显著回升，但设备投资回升力度尚不大

产能利用率明显改善，供给侧改革将由“减法”过渡到“加法”；  
企业技改加快、环保设备升级等可能促使制造业投资回升。

### 我们测算工业产能利用率回升至84%左右



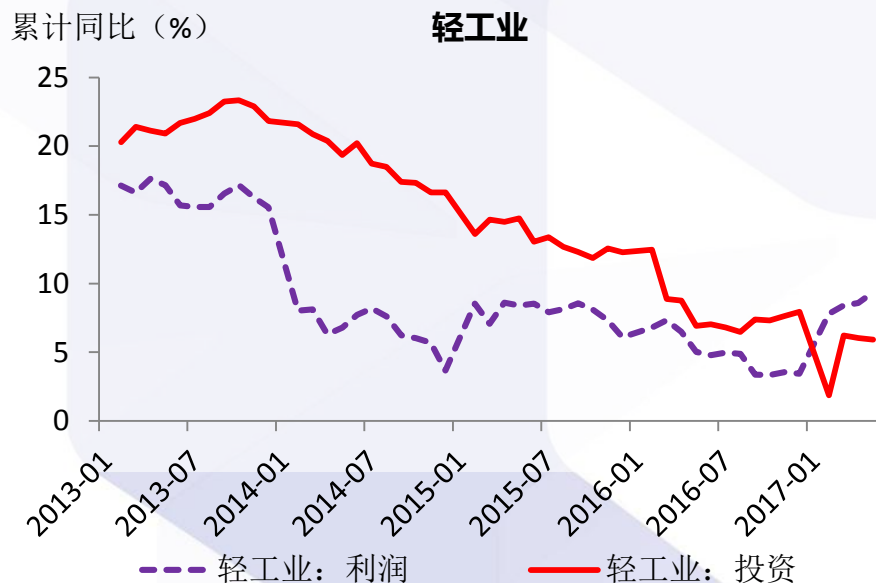
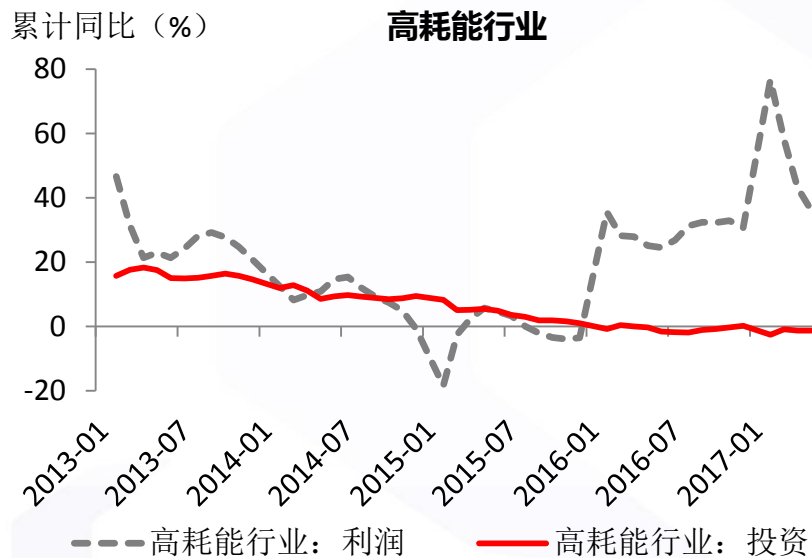
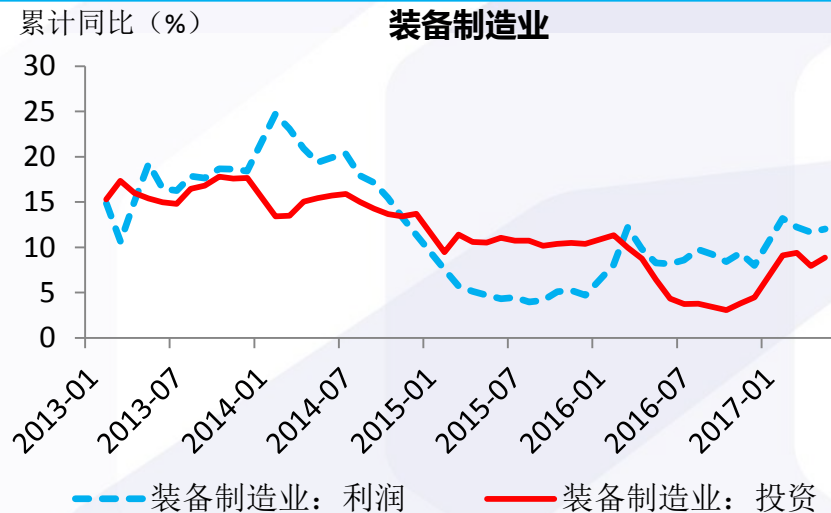
### 制造业投资和设备投资尚较弱



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 2.3 装备制造行业中，电子通信、汽车等制造业投资有望于2018年回升

主要子行业	产能利用率	同比（回升）
黑色金属冶炼和压延加工业	76.7%	4.4pct
煤炭开采和洗选业	69.0%	10.6pct
装备制造业	79.1%	3.9pct
汽车制造业	80.0%	3.7pct
电子通信、仪器仪表	80.4%	(2.0-5.2)pct
通用设备	76.5%	5.7pct
专用设备	75.0%	3.8pct
消费品行业	77.4%	3.4pct



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 2.3 预计制造业投资2018年回升至7%左右

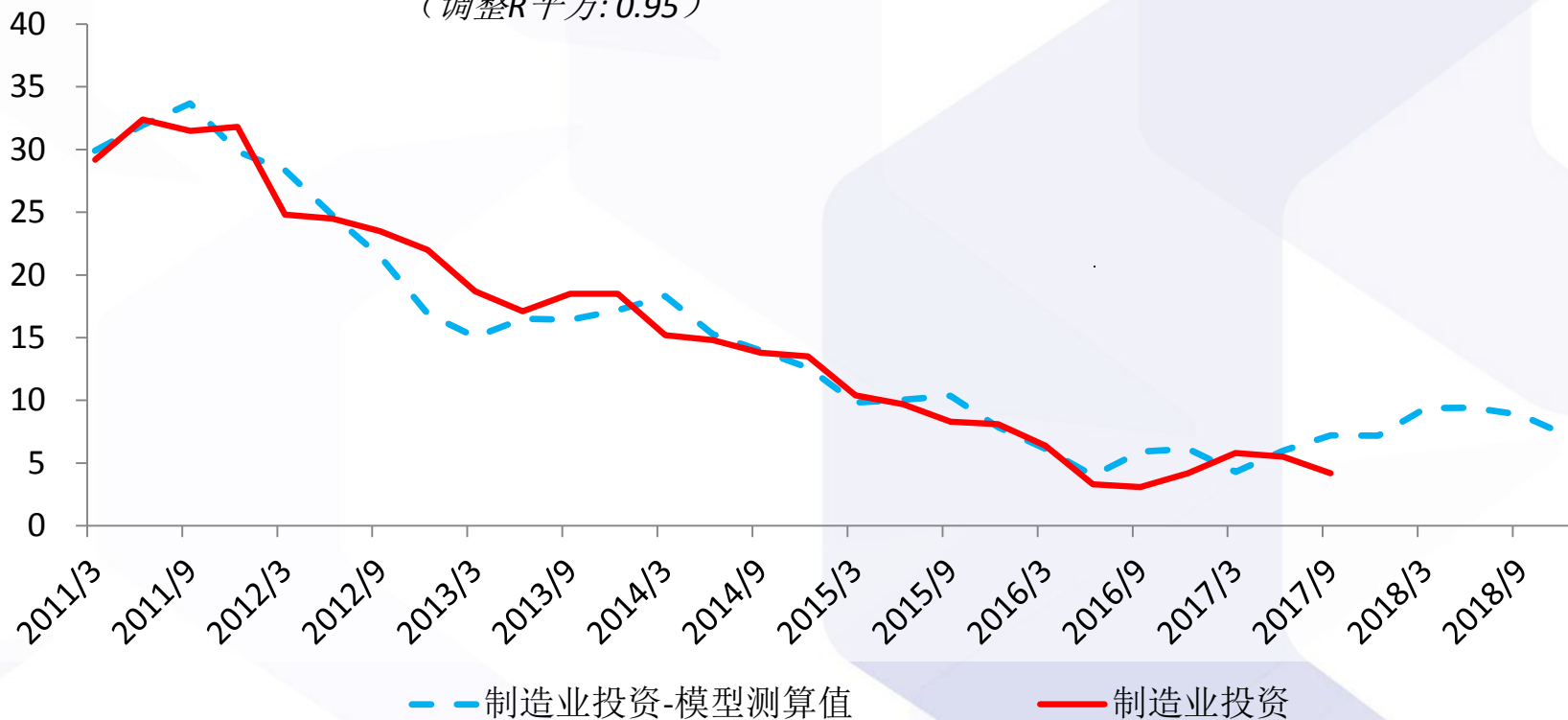
制造业投资影响因素：企业利润（领先1.5年），出口（领先1年），房地产投资（领先0.5年），和广义社融增速（领先1个季度）

制造业投资2018年或回升至7%左右。

累计同比（%）

$$manuf\ inv(t) = 0.03 * profit(t-6) + 0.2 * export(t-4) + 0.54 * property\ inv(t-2) + 0.24 * TSF(t-1)$$

(调整R平方: 0.95)

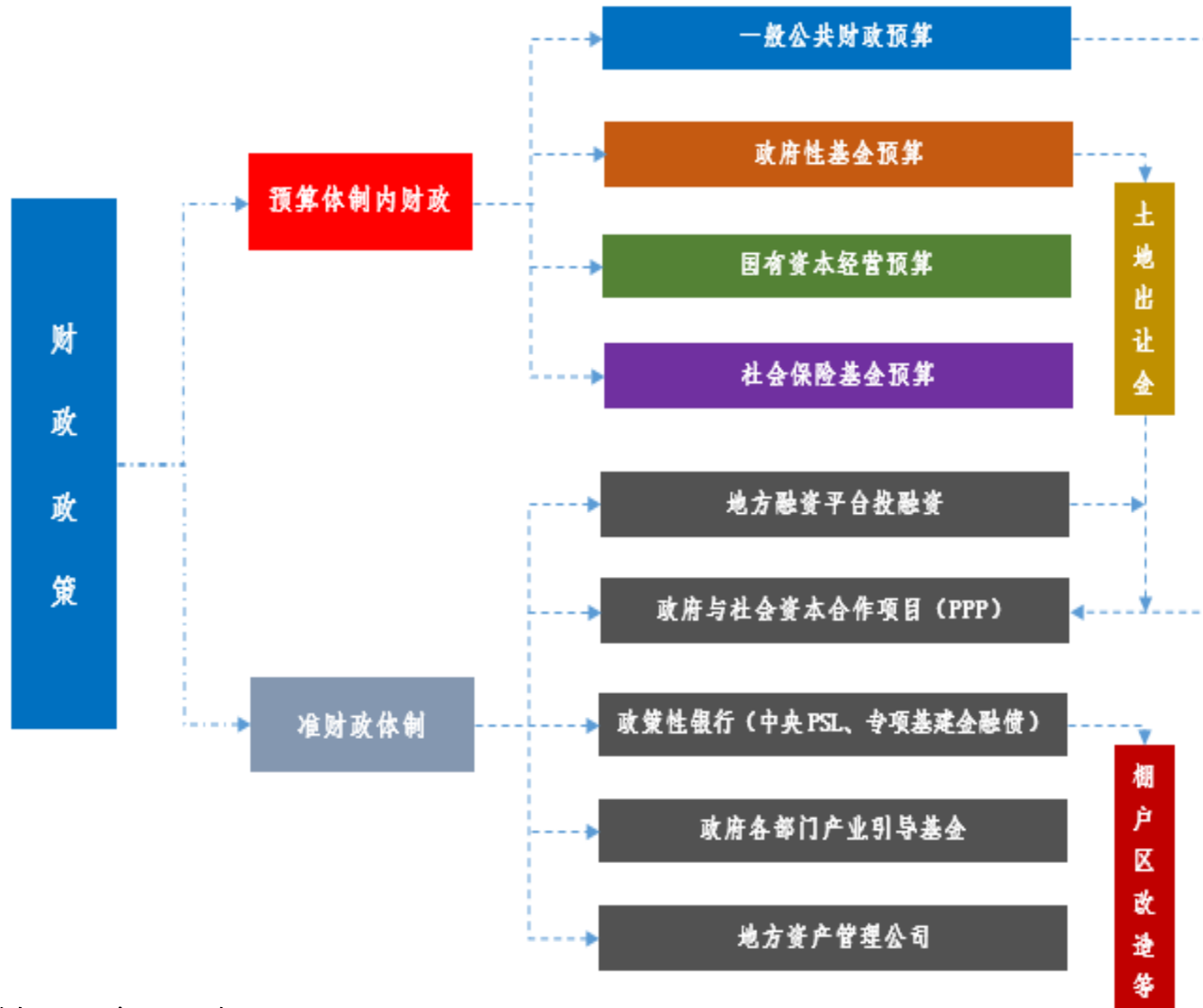


资料来源：Wind, CBIC, 国泰君安证券研究

## 2.4 未来三年主要任务主与基建投资中枢难以下移

### 财政政策的多层次性：

- 预算赤字率（3%）；
- 土地出让金（土地财政）
- 地方融资平台；
- PPP项目落地；
- 政府产业引导基金等。



资料来源：国泰君安证券研究

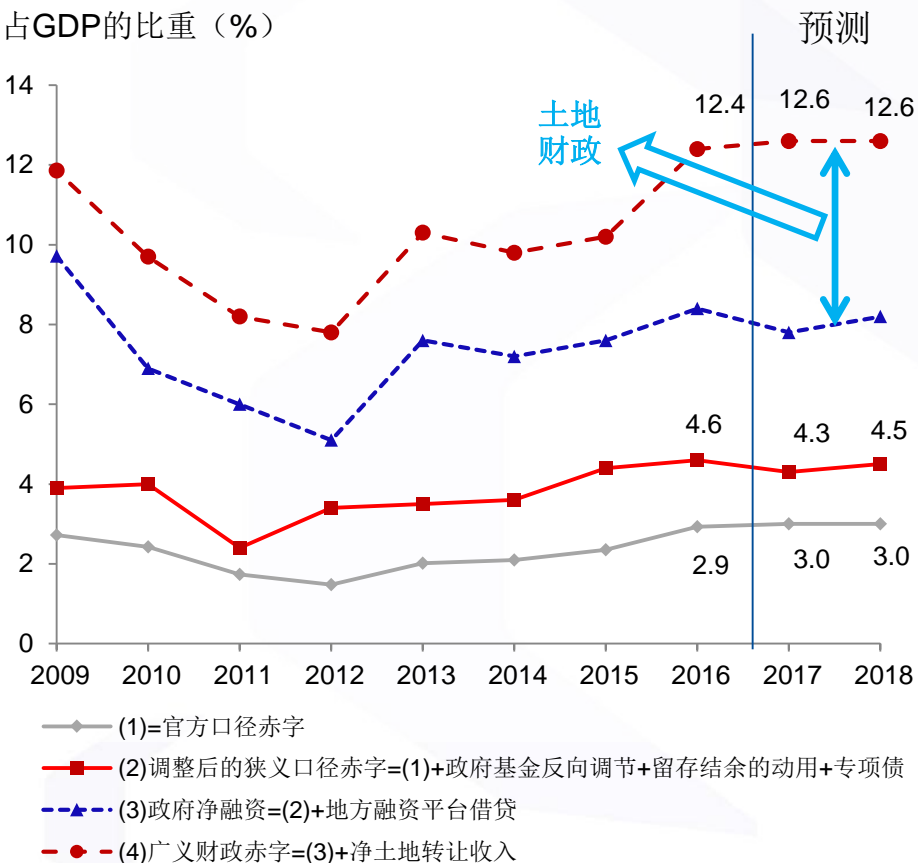
## 2.4 未来三年主要任务与基建投资中枢难以下移

积极财政政策有望继续，最宽口径政府赤字率达12%左右；

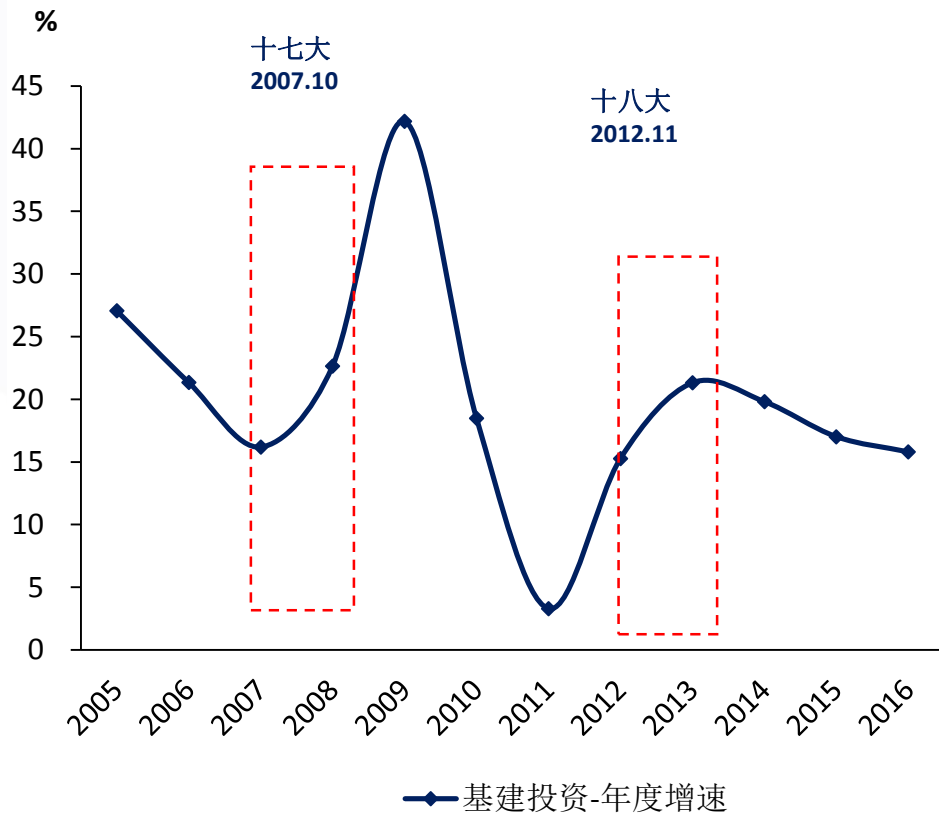
政治周期有利于基建投资增速回升，但地方债风险的管控增加不确定性。

### 广义政府赤字率或达12%左右

占GDP的比重 (%)



### 基建投资增速大会后回升概率大

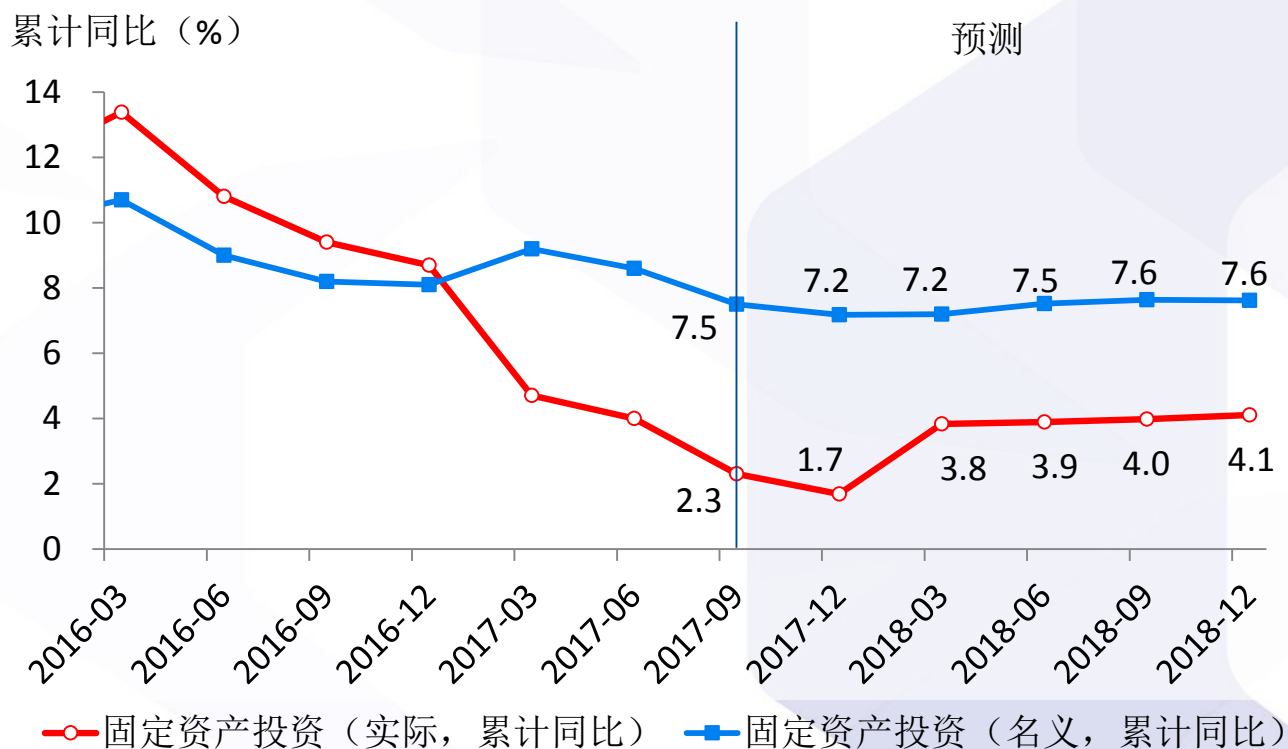


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 2.5 2018年固定资产投资全年或达7.6%左右

2018年固定资产投资名义增速或达7.6%左右，实际增速回升更为明显。

### 2018年固定资产投资逐季上行至7.6%



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

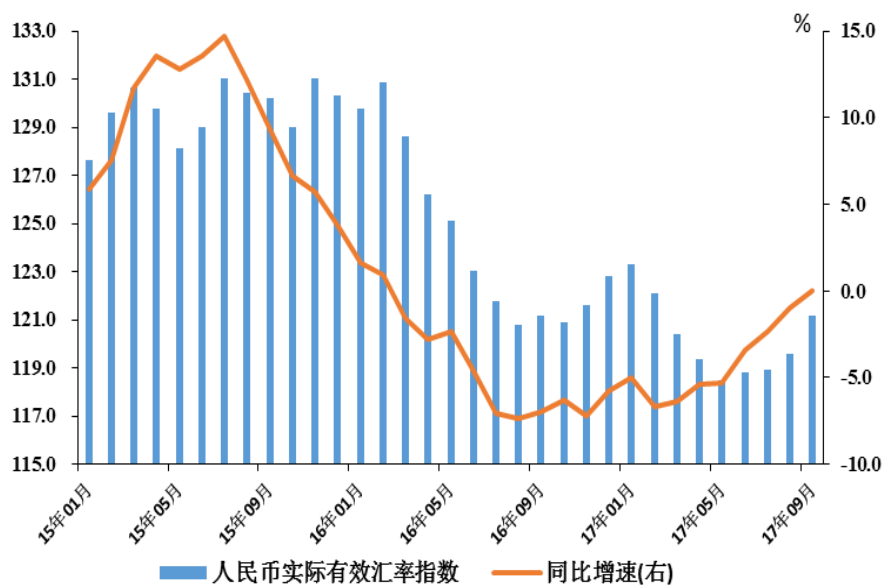


## 2.6 全球经济复苏下，出口高景气延续、消费温和回升

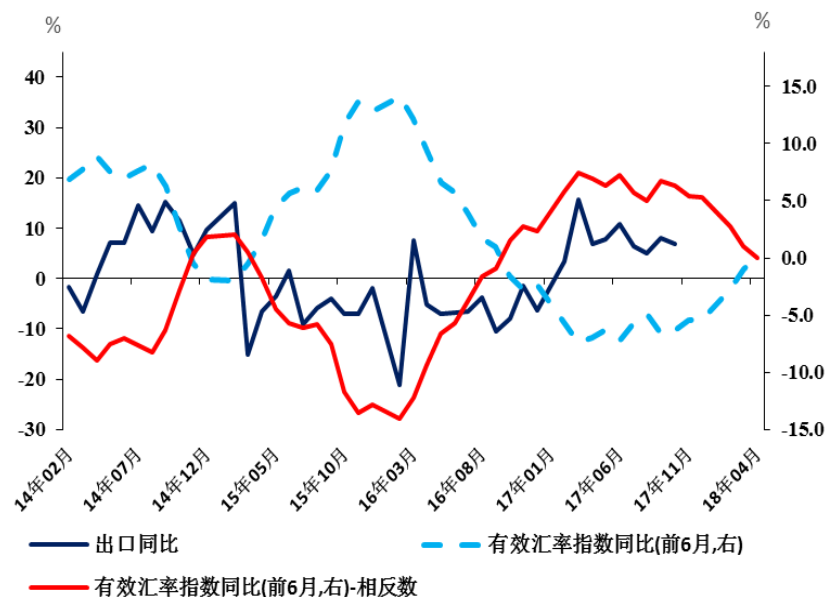
在全球经济复苏的带动下，2018年出口增速能达到7-8%。

人民币升值会对未来2个季度出口形成部分下行压力。

### 人民币汇率 ( CNYUSD ) 或将维持在6.5-7.0



### 有效汇率指数的升值或对未来两个季度产生压力



资料来源：Wind，CEIC，国泰君安证券研究



01

两大驱动：全球朱格拉周期与新工业革命

02

四个支撑：2018年GDP增速或达6.9%

03

四个升级：制造、消费、城镇化和开放

04

通胀和货币、金融政策展望

05

大类资产配置建议

# 全球朱格拉周期与新工业革命、人口结构、开放新周期共振：四个升级

## 驱动力

全球朱格拉周期

新工业革命

人口结构  
储蓄、消费再平衡

开放新周期

## 结构之变

制造业升级

消费升级、消费率  
提升

城镇化升级  
(城市群)

开放升级

## 产业

5G, 物联网, 大数据

军民融合、国有企业技  
改

中高端消费  
普惠型消费

(公共)租赁住房发展

轨交等基建投资

服务业对外开放、自贸  
区升级

资料来源：国泰君安证券研究

### 3.1 全球朱格拉周期影响下，受益细分行业梳理

#### 受益10大细分行业

细分行业	总排序	第1轮全球朱格拉周期表现排序	第2轮全球朱格拉周期表现排序	TC指数排序	RCA指数排序	出口份额排序
拖车和半挂车	1	1	1	2	6	23
电信设备	2	19	25	11	4	1
电动机械和设备	3	17	18	23	12	4
自动数据处理设备	4	31	31	10	1	2
监视器和投影机	5	10	46	1	8	12
家用电器及非电器	6	29	36	3	5	7
工程机械	7	6	9	15	29	22
摩托车和自行车	8	25	29	5	10	19
加热和冷却设备	9	12	40	17	14	10
配电设备	10	34	12	14	20	13

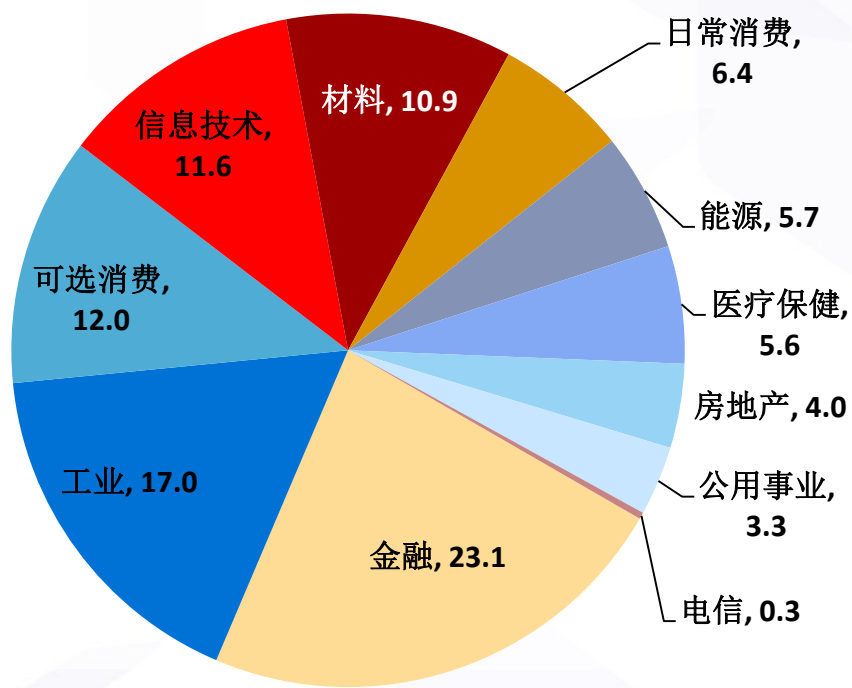
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3.1 新工业革命：中国信息技术上市公司销售快

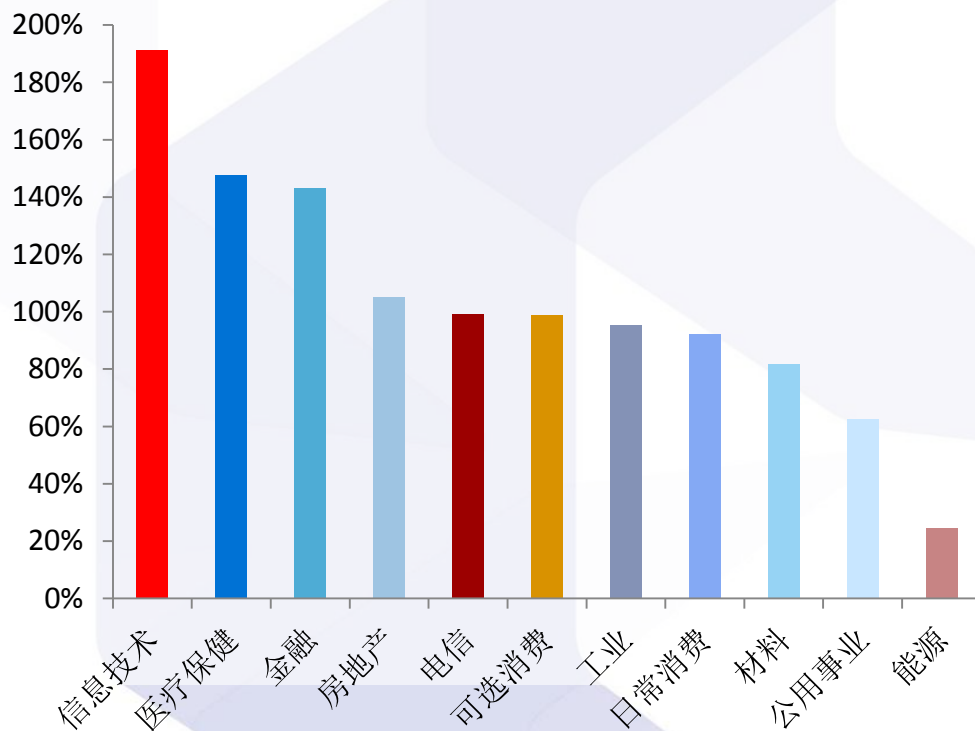
中国信息技术类企业2010-16累计销售增长接近2倍，增速更快；

中国信息技术类企业的市值占整个上市公司的不到12%，有待进一步扩大。

中国信息技术类上市公司市值占比较大（单位：%）

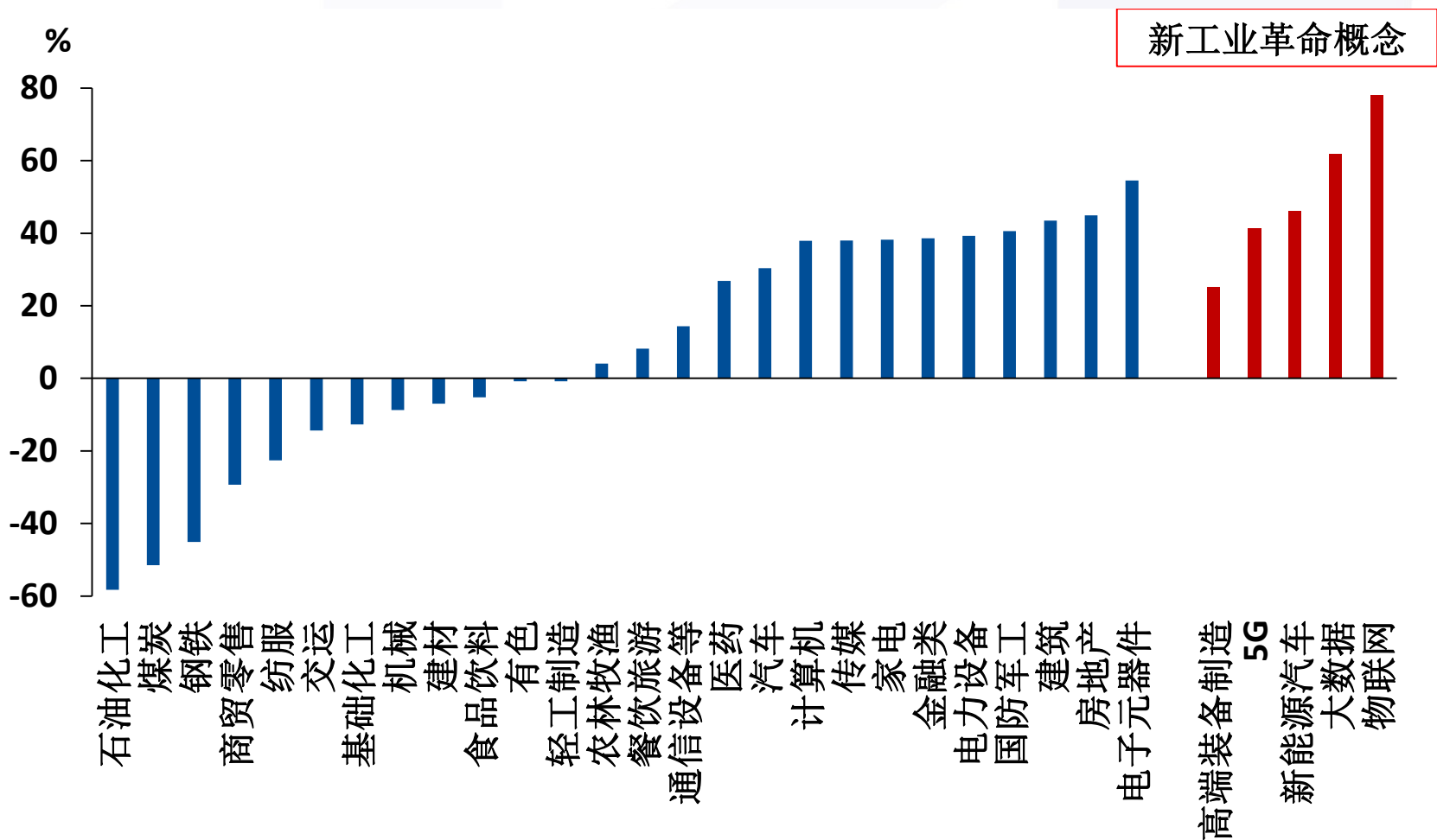


中国信息技术类上市公司销售增速快



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3.1 新工业革命：中国企业资本开支倾向新产业

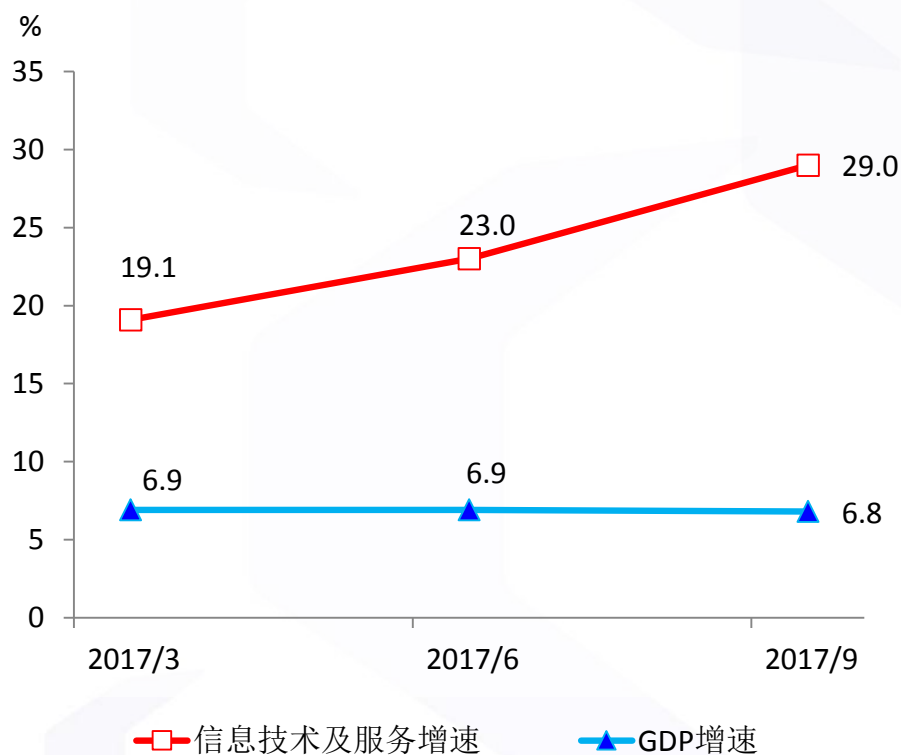


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

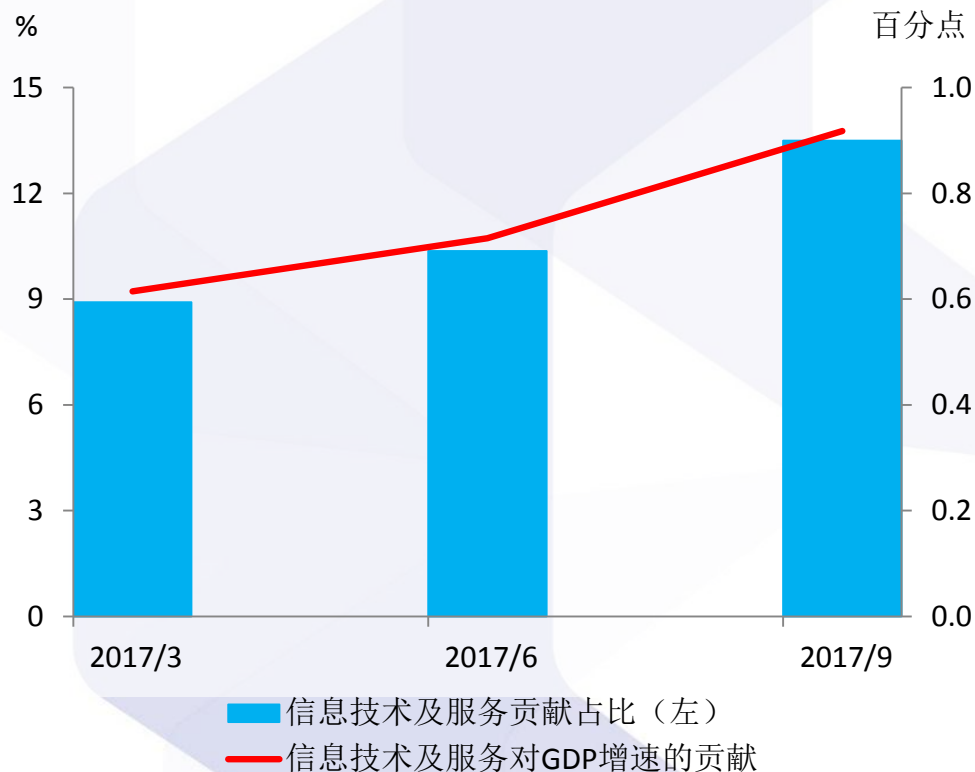
### 3.1 新工业革命：信息技术及服务对中国GDP增速的重要性不断提升

三季度，GDP增速略有回落，但信息技术及服务的增速从23%上行到29%；  
信息技术及服务拉动了GDP接近0.9个点，贡献占比上升至13.5%。

#### 信息技术及服务三季度同比增长29%



#### 信息技术及服务对GDP增速贡献接近0.9个百分点

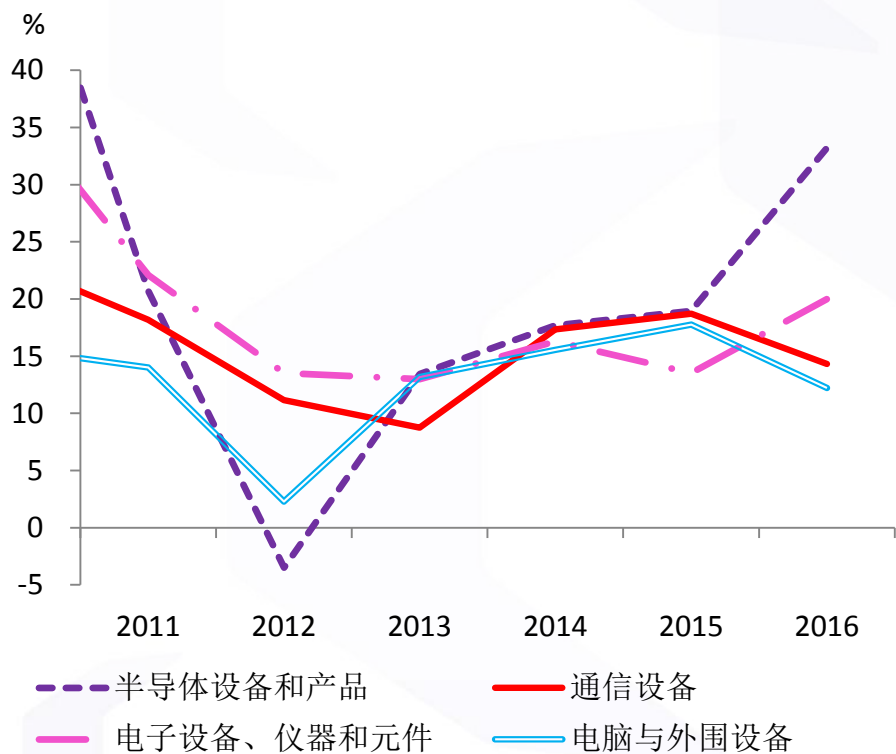


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

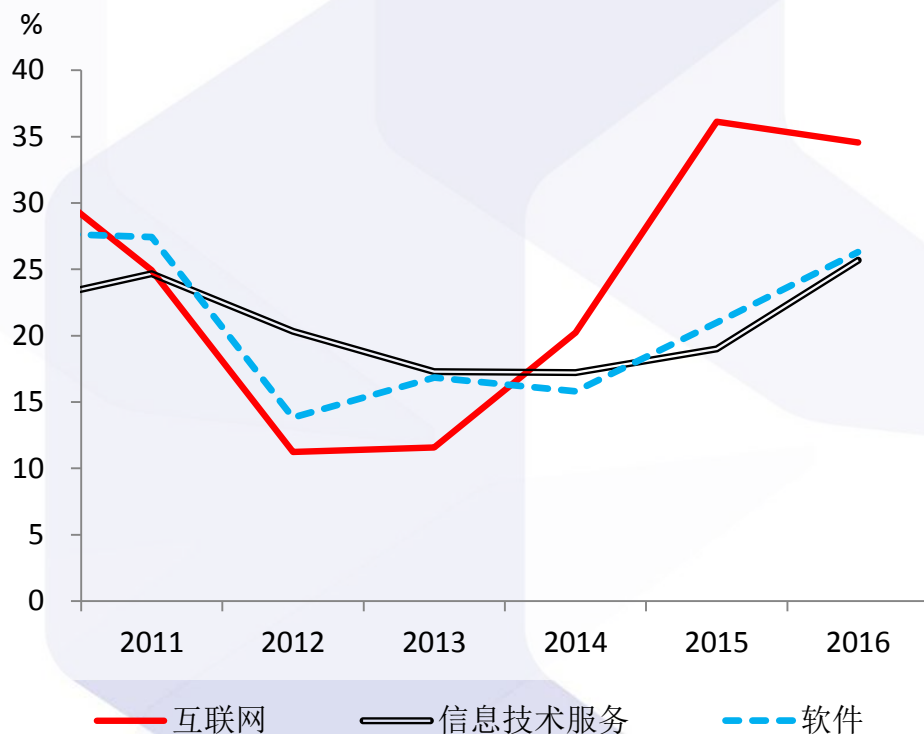
### 3.1 新工业革命：在中国上市的信息技术类公司，半导体和互联网表现最突出

在中国上市的信息技术类公司，无论是设备，还是软件、互联网，销售增速都较强；  
设备中，半导体表现最好；服务和软件中，互联网最为突出。

#### 上市信息技术设备类公司，半导体销售增速最快



#### 上市信息技术服务和软件类公司，互联网表现最突出

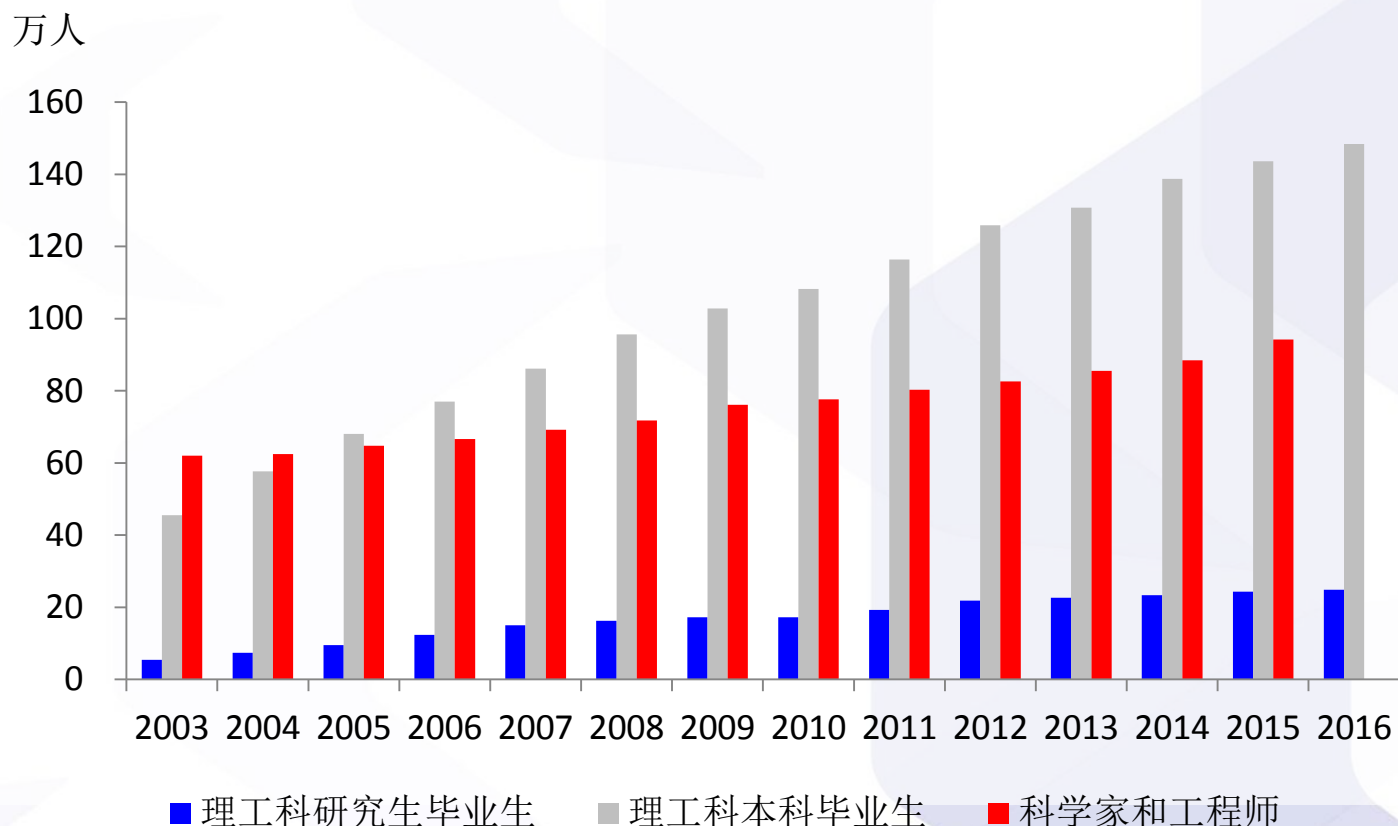


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3.1 新工业革命：中国工程师红利支撑新经济持续发展

科学家及工程师人数庞大，为中国新经济持续发展提高人口方面的红利。

理工毕业生每年160万人，工程师人数近95万人



资料来源：Wind，国泰君安证券研究



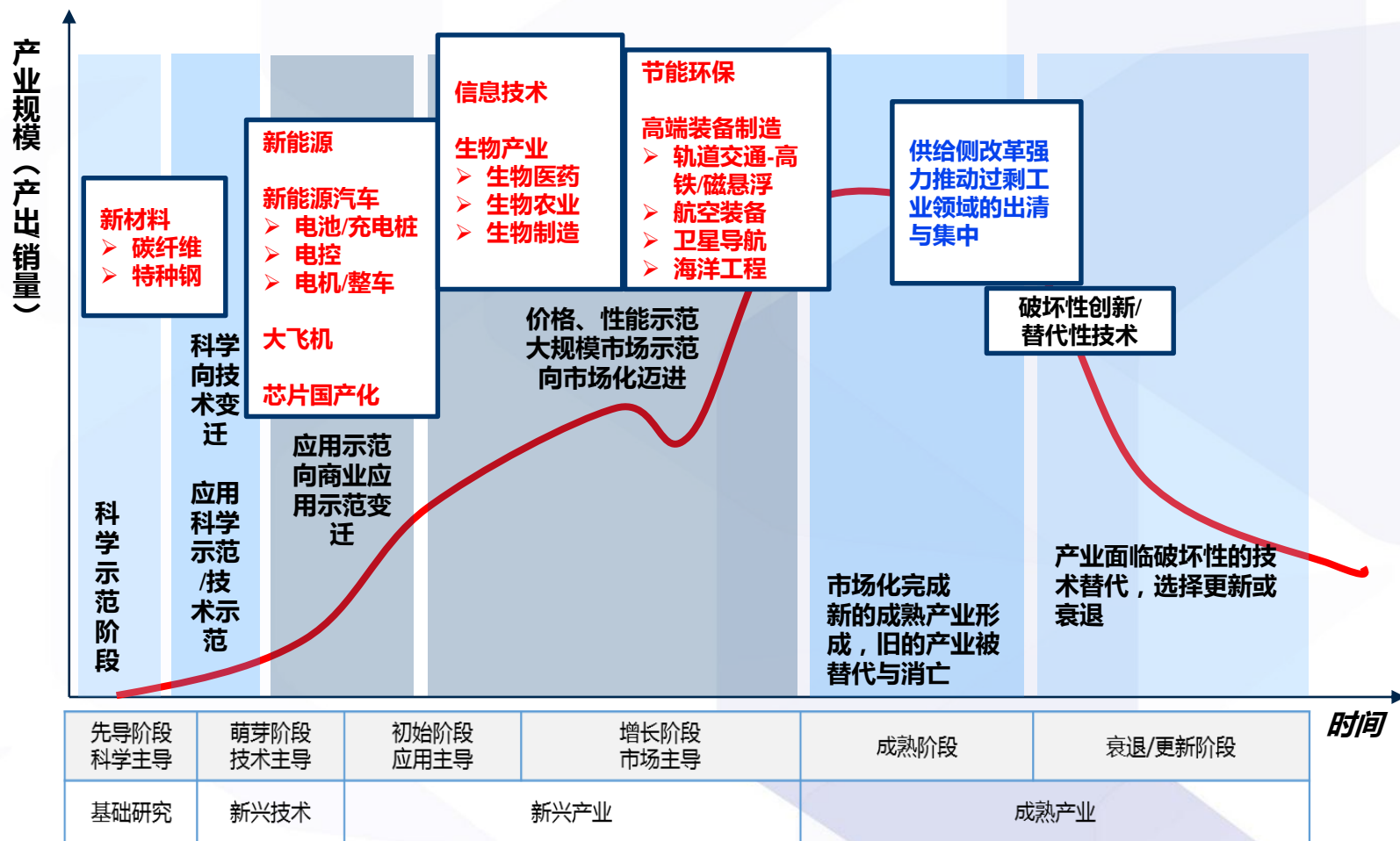
### 3.1 新工业革命、振兴中国制造：重点行业的规划

德国工业4.0重点领域	中国制造2025重点领域	
标准化和开放标准的参考框架	新一代的信息技术产业	集成电路及专用装备
建立管理复杂系统的工具		信息通信设备
建立全面宽带的基础设施		操作系统及工业软件
设计、网络、系统等全面安全措施	高档数控机床和机器人	
数字化时代工作的组织和设计	航天航空装备	
持续的职业培训和发展	海洋工程装备及高技术船舶	
规章制度的建设	先进轨道交通装备	
提升原材料、人力、财务资源效率	节能与新能源汽车	
	电力装备	
	农机装备	
	新材料	
	生物医药及高性能医疗器械	

资料来源：国泰君安证券研究

### 3.1 新工业革命：供给侧管理从减法到加法

提高供给质量，培养一批国际一流的制造业，更多政策引导投资高端装备制造业

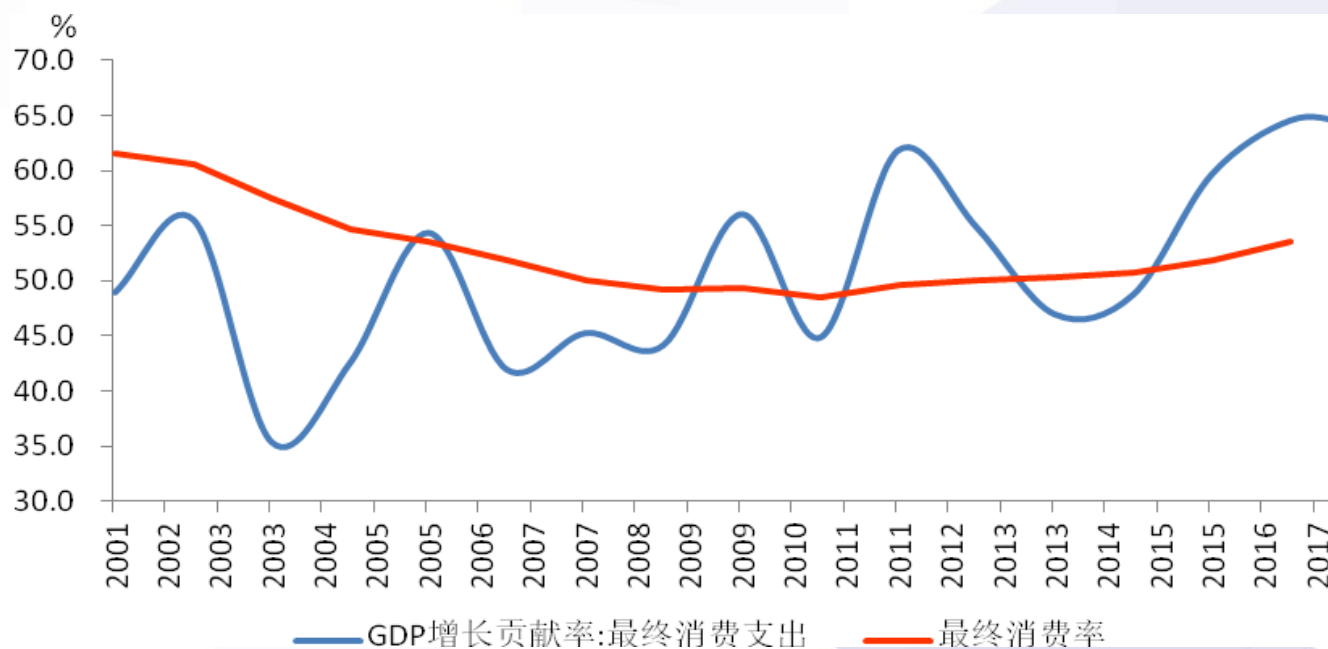


资料来源：国泰君安证券研究

## 3.2 消费升级：贡献率提升

十九大报告：完善促进消费的体制机制，增强消费对经济发展的基础性作用。

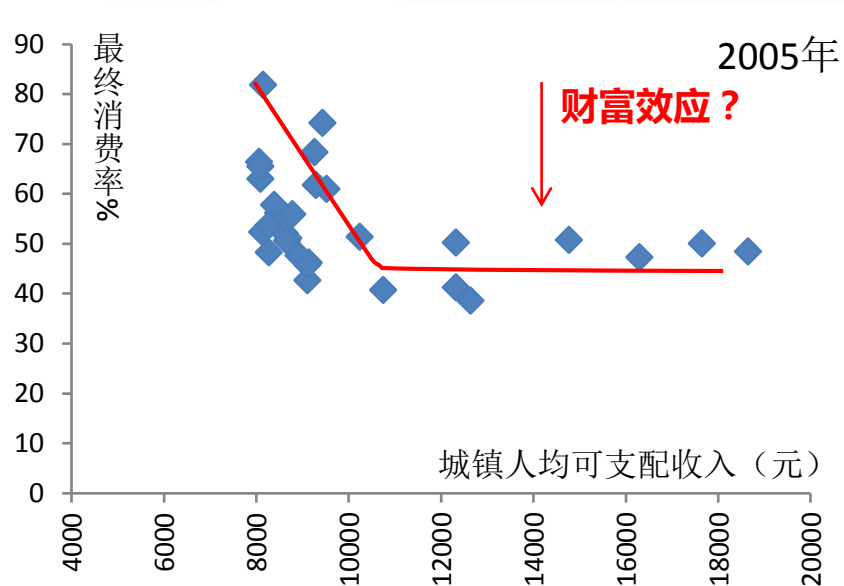
消费对经济贡献近年提高：最终消费支出对GDP贡献率（64.5%）；最终消费率（53.6%）。



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

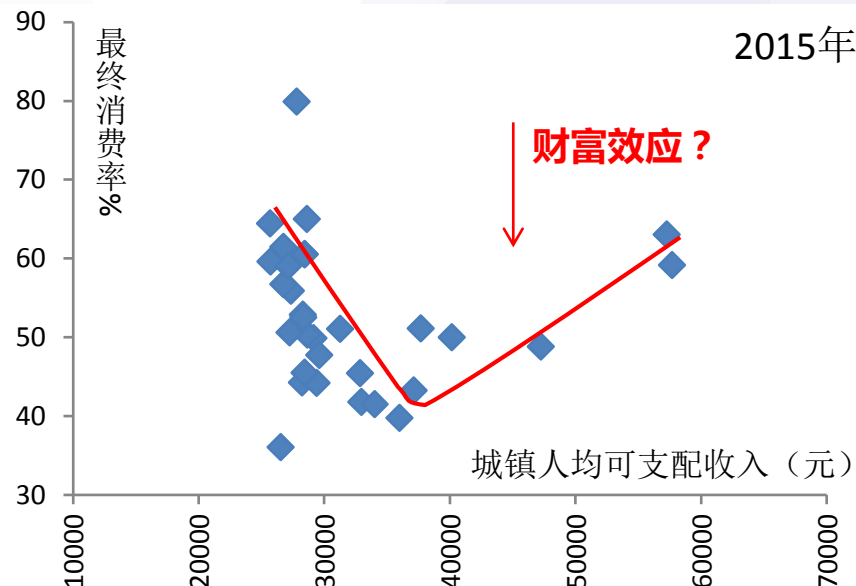
## 3.2 消费升级：财富效应开始显现，储蓄率下降

### 2005年财富效应不大



2005年，消费者的“最终消费率”随着收入的增长而下降，人均可支配收入超过10000元后，最终消费率稳定在45%的水平。

### 2015年财富效应开始显现

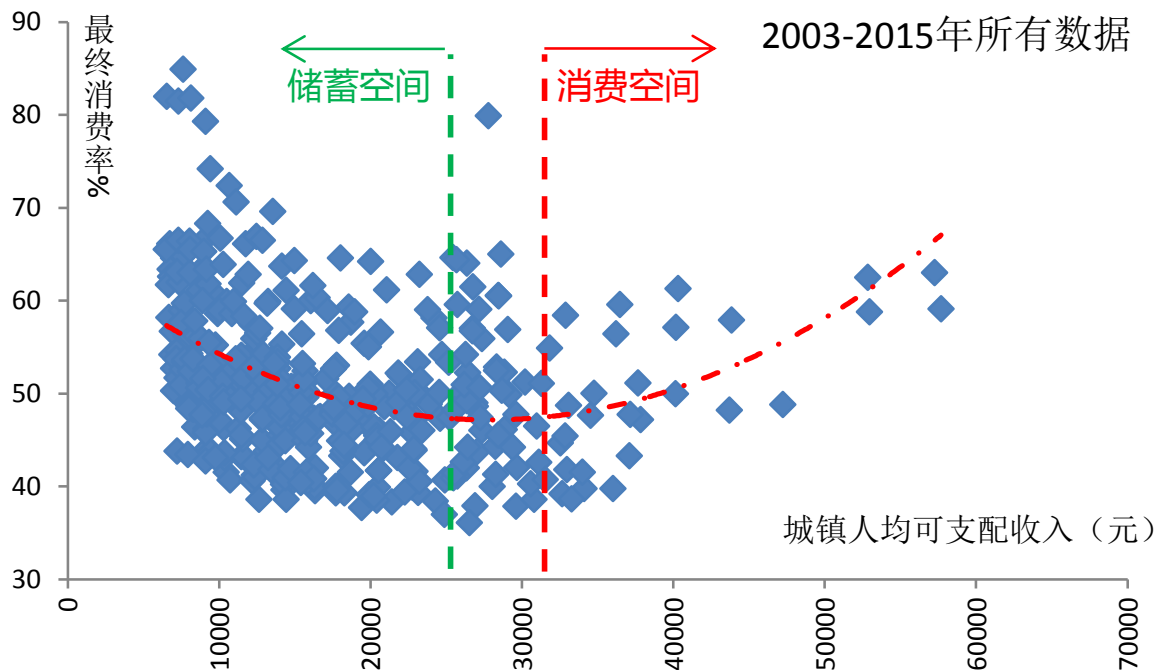


2015年，消费者的“最终消费率”随着收入的增长而下降，但人均可支配收入超过30000元后，最终消费率开始趋势性提高。

资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 3.2 消费升级：储蓄率下降

### 2003-2015年人均可支配收入与最终消费率散点

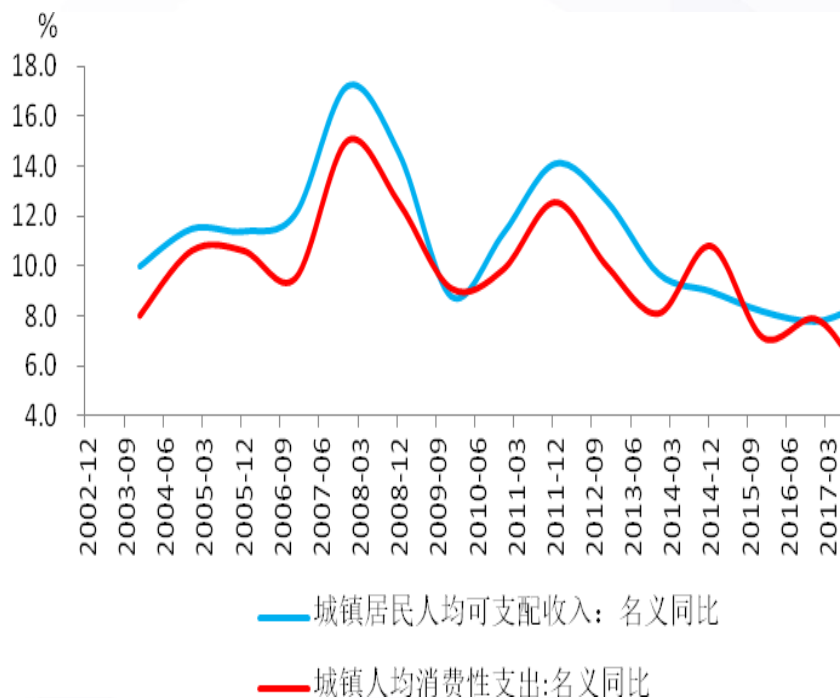


- 我们将2003-2015年全国31个省/直辖市的城镇人均可支配收入与最终消费率全部集合在一起。最终消费率的拐点大致发生在25000-30000元的区间。2016年，全国11个省的城镇居民可支配收入超过30000元，所有省份的城镇居民可支配收入超过25000元。

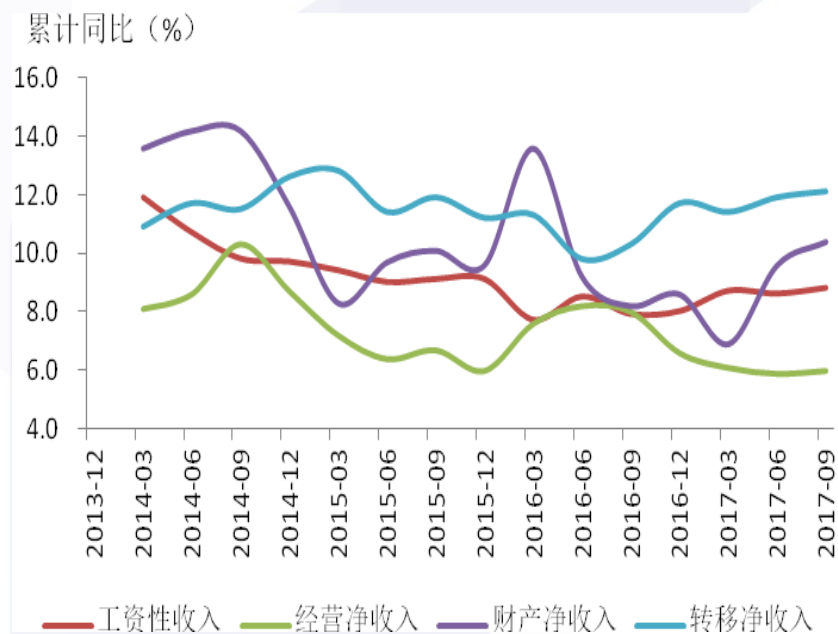
## 3.2 消费升级：近年来，转移性收入和财产性收入作用增大

租金收入上行驱动城镇财产性收入；土地流转改革驱动农村财产性收入；  
精准扶贫及养老金标准提高驱动转移性收入。

### 消费最根本取决于收入的增长



### 转移性收入、财产性收入成为收入增速的重要变量



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

## 3.2 消费升级：转移性收入有助于提升消费率；恩格尔系数降至30%左右

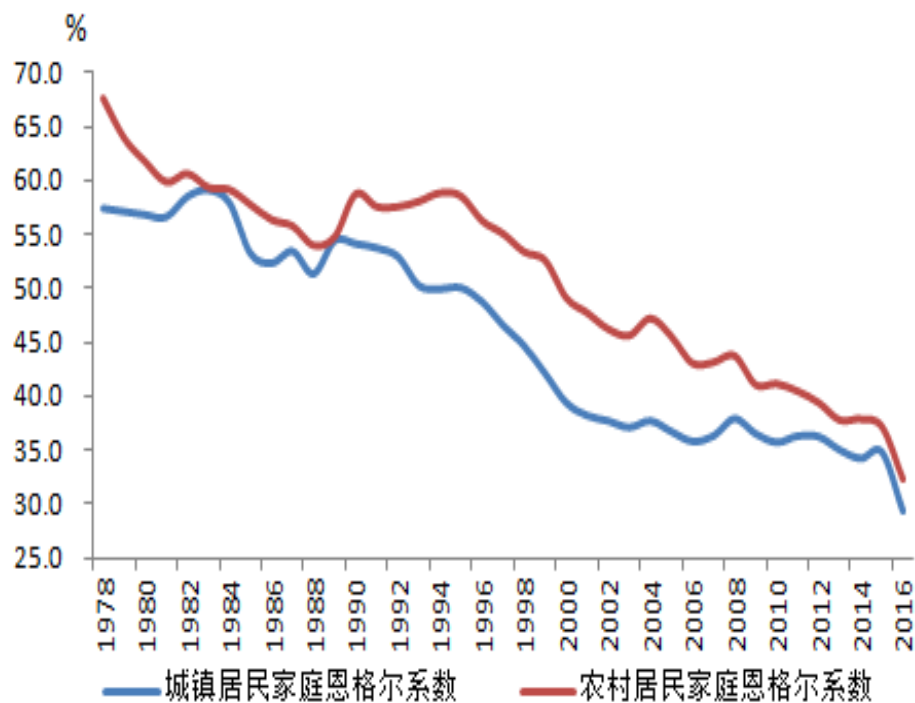
刘易斯拐点及人口素质提高驱动工资性收入（57%）；精准扶贫和养老社会保障水平提高，驱动转移性收入（18%）；乡村振兴战略、土地流转改革驱动农村财产性收入（8%）；

我国居民恩格尔系数已经降至30%左右，城镇为29.2%。

养老金标准增速总体较高，扶贫支出大幅上升



恩格尔系数已经降至30%，城镇低于30%



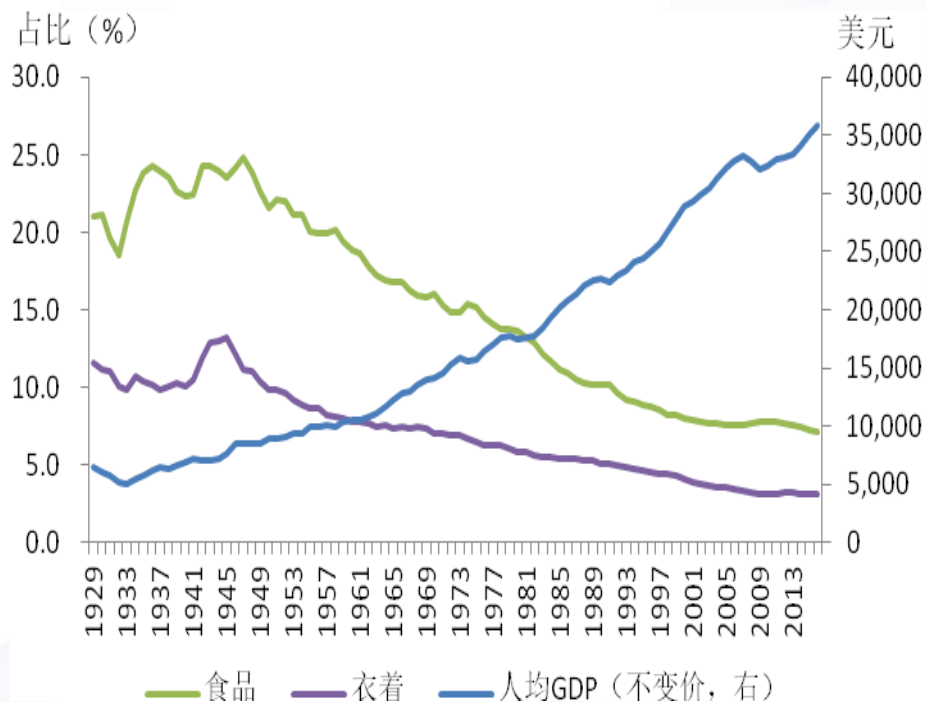
资料来源：Wind，国泰君安证券研究



## 3.2 消费升级：美国的经验

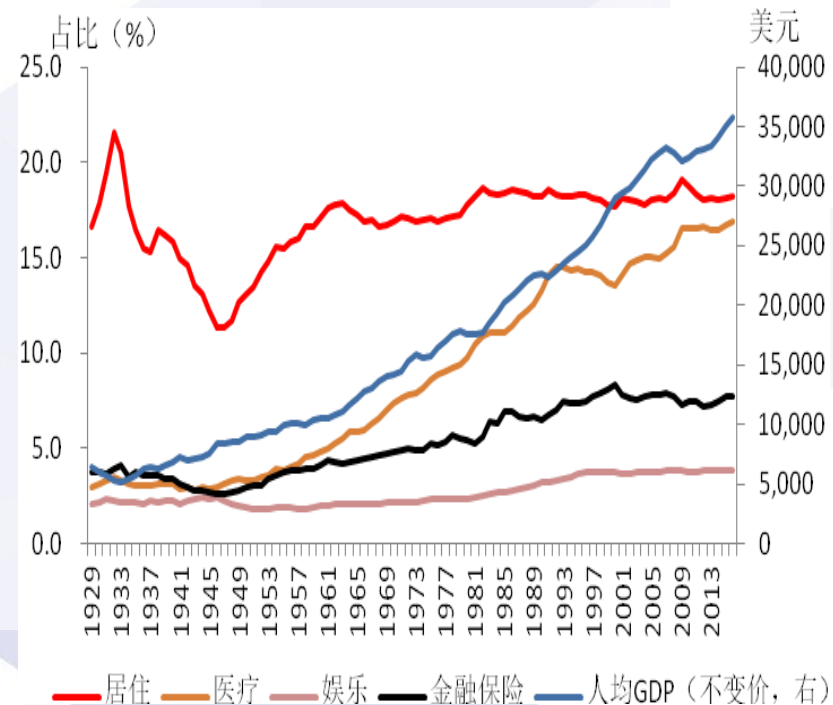
二战后美国人均GDP突破8000美元，食品支出占比约24%，之后下降至7%；居住占比连续15年加速上升至17%。医疗占比从1929年3%上升至2016年16.9%。娱乐、金融业上行。

### 食品、衣着占比整体下降



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

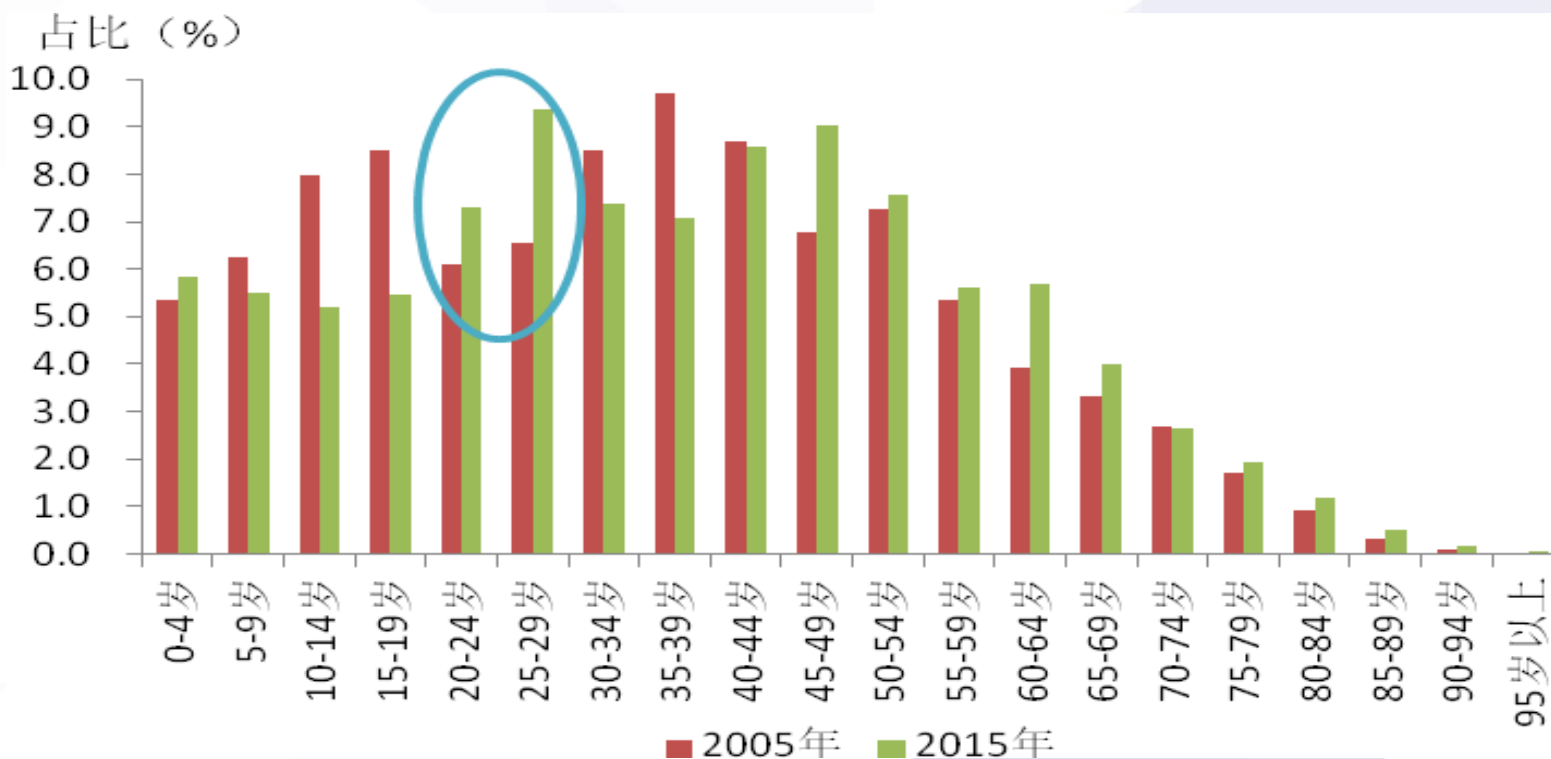
### 医疗、娱乐、金融保险占比随人均GDP上升而上升





### 3.2 消费升级：20-29岁人群占比提高，对品质追求更高

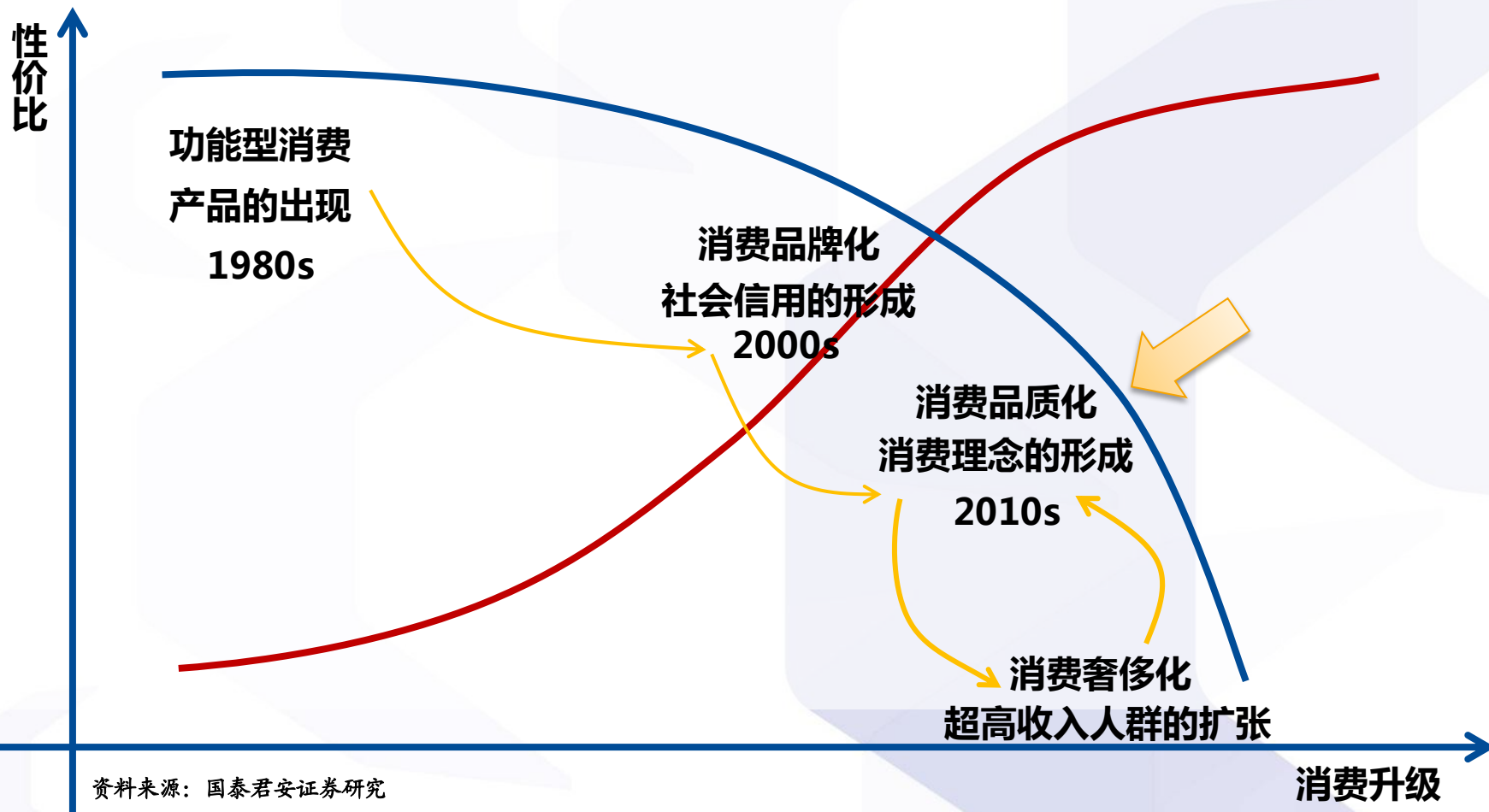
与十年前相比，人口结构的变化：20-29岁人群的占比从14.4%提高到16.7%；边际消费倾向更高，对品质的追求更高



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 3.2 消费升级：向品质消费挺近

### 消费升级的四阶段模型



### 3.3 城镇化升级：城市群让生活互联互通

十九大报告首提新城镇化战略：以城市群为主

五大城市群贡献了全国62%的GDP，66%的服务业。

五大城市群概况

		京津冀	长三角	珠三角	长江中游	成渝	5区域合计	全国
GDP	GDP (亿元)	64,118	135,261	91,562	65,307	42,600	398,848	644,091
	GDP占比	10.0	21.0	14.2	10.1	6.6	61.9	
	人均GDP (万元)	7.04	8.96	11.22	5.42	4.68		5.00
第三产业	第三产业全国占比	11.2	23.4	16.5	9.3	6.0	66.4	
	区域内第三产业占比	56.2	50.7	59.4	42.5	45.0		
人口	常住人口 (万人)	9,026	15,098	8,162	12,058	9,094		137,462
	常住人口占比	6.57	10.98	5.94	8.77	6.62	38.87	
土地	土地面积 (万平方公里)	21.60	21.06	11.76	33.04	18.5		963.3
	土地面积占比	2.24	2.19	1.22	3.43	1.92	11.00	
	人口密度 (人/平方公里)	418	717	694	365	492		143
	土地产值 (亿元/万平方公里)	2,968	6,423	7,786	1,977	2,303		669
教育	985、211大学数量 (所)	31	25	4	11	7	78	116

数据来源：统计局，各地区统计年鉴，发改委，Wind，国泰君安证券研究

注：1、表中数据依据2015年基础数据计算得来；2、第三产业相关指标依据各区域涵盖省份计算得来；

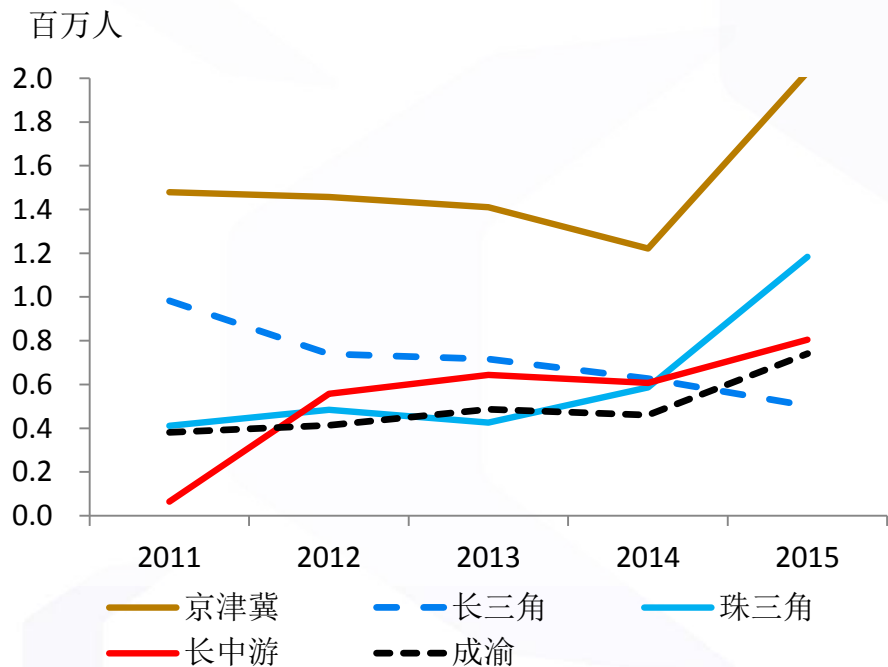
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3.3 城镇化升级：城市群让生活互联互通

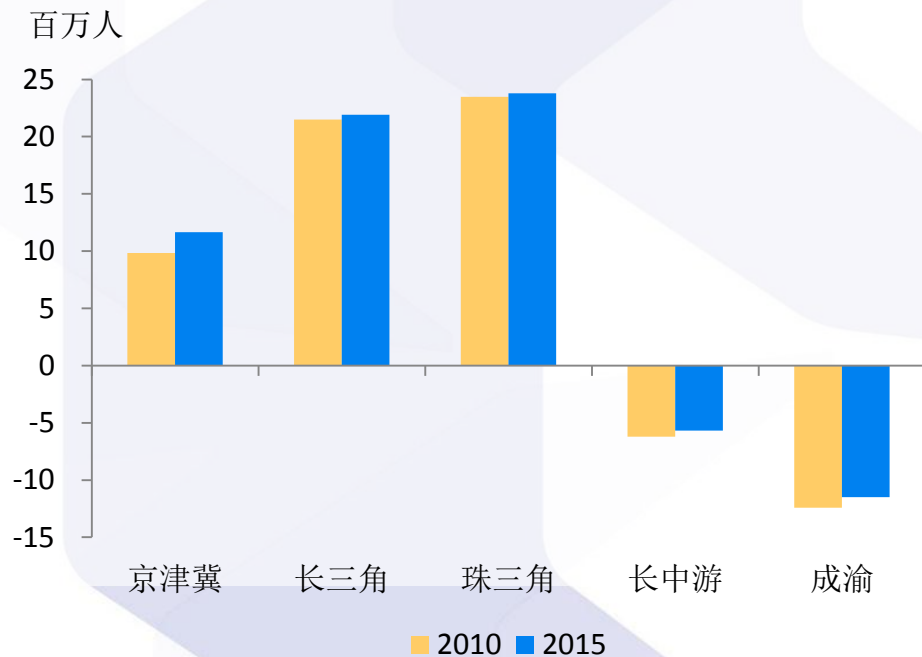
五大城市群常住人口增速加快；

人口净流出地区流出减少、净流入地区流入增加。

#### 五大城市群新增常住人口较高



#### 常住人口与户籍人口的差额显示集聚效应



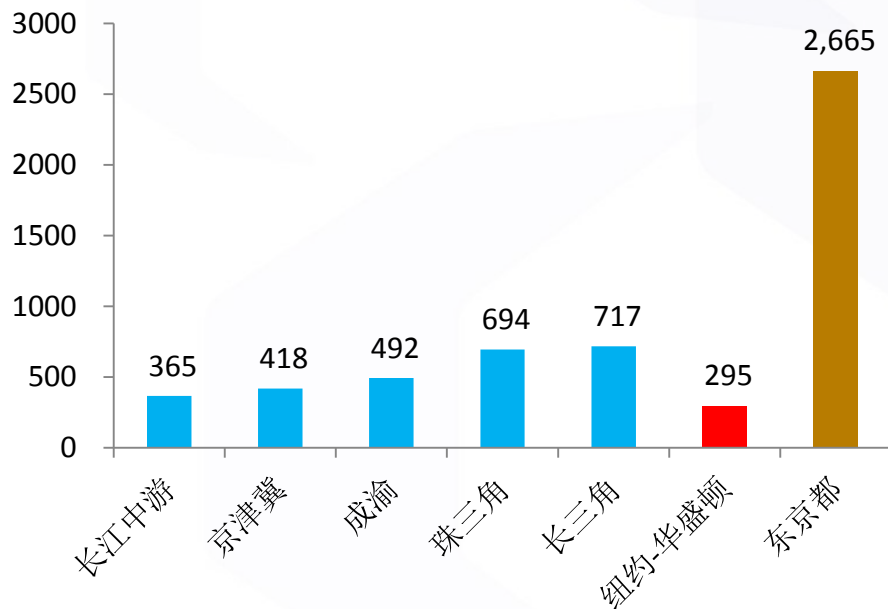
资料来源：Wind，CEIC，城市统计年鉴，国泰君安证券研究

### 3.3 城镇化升级：城市群让生活互联互通

五大城市群尚有较大的开发空间，将是未来城镇化的主要支柱。

#### 五大城市群人口密度仍有提升空间

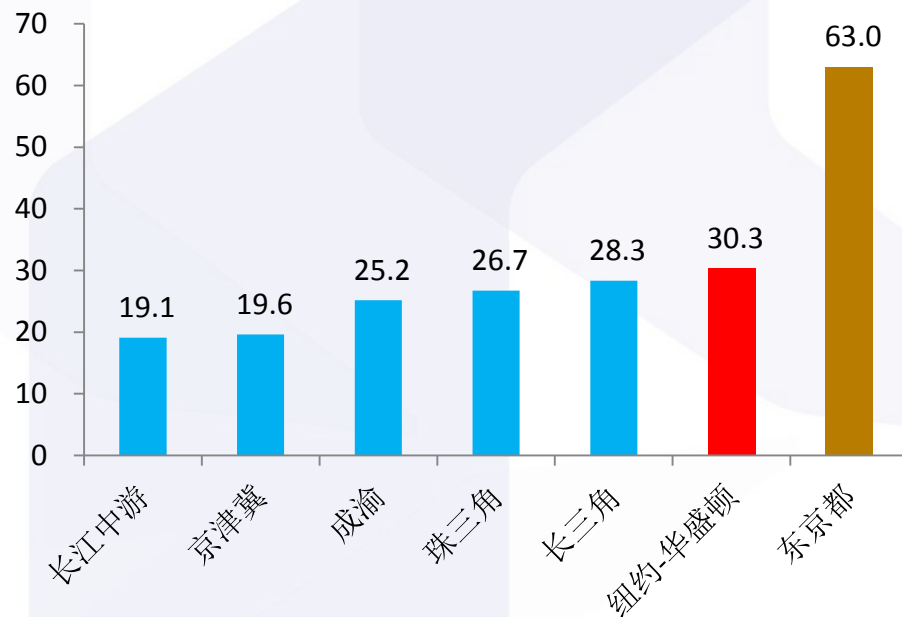
人/平方公里



人口密度

#### 五大城市群城区开发持续性强

%



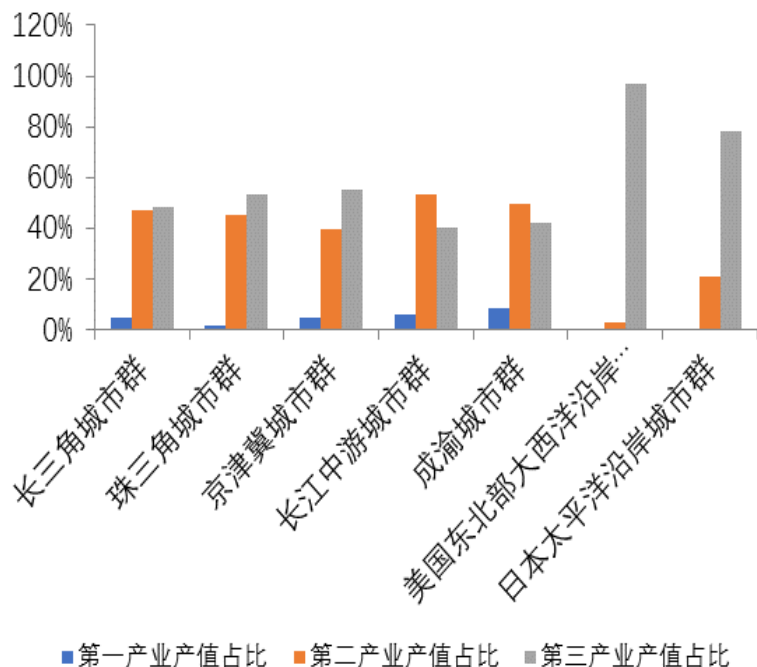
城区面积占总面积比重

资料来源：Wind，CEIC，城市统计年鉴，国泰君安证券研究

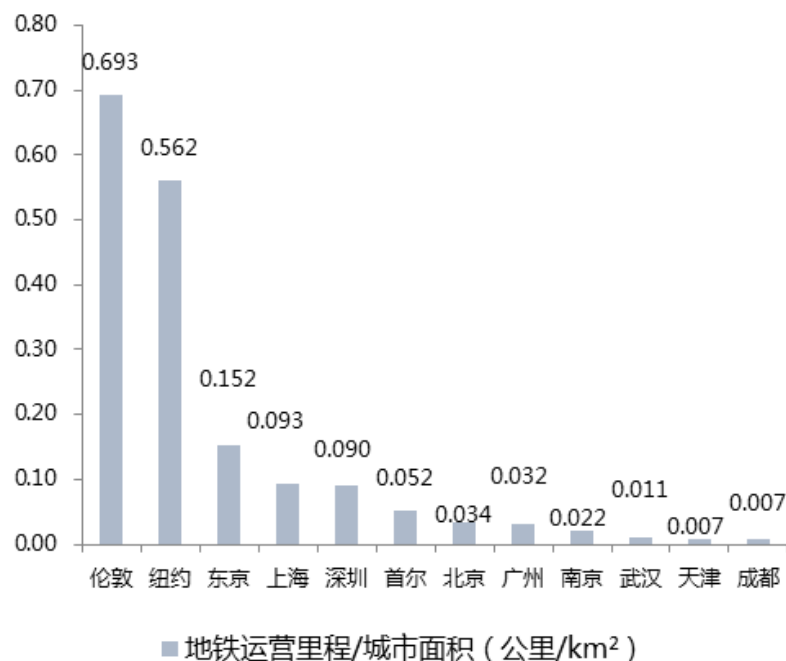
### 3.3 城镇化升级：城市群让生活互联互通

#### 中国城市轨道交通运营效率仍有较大上升空间

##### 城市群的发展带动产业结构向第三产业升级



##### 北上深等地铁运营密度显著低于东京和纽约等



资料来源：赛迪顾问，国泰君安证券研究

资料来源：中国轨道交通协会，国泰君安证券研究

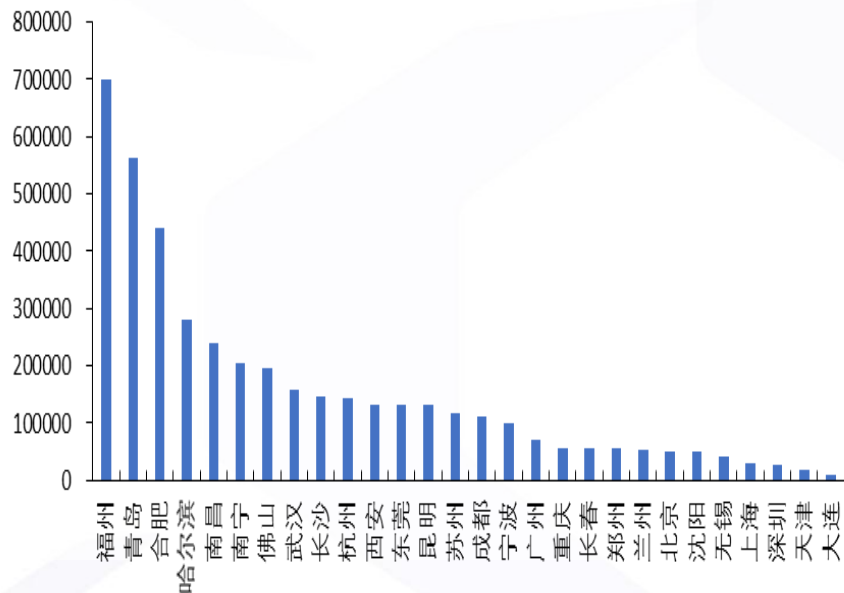
### 3.3 城镇化升级：城市群让生活互联互通

分城市群来看，长三角城市群需求最大，珠三角紧随其后

核心城市继续投入，周边城市潜力有待发掘

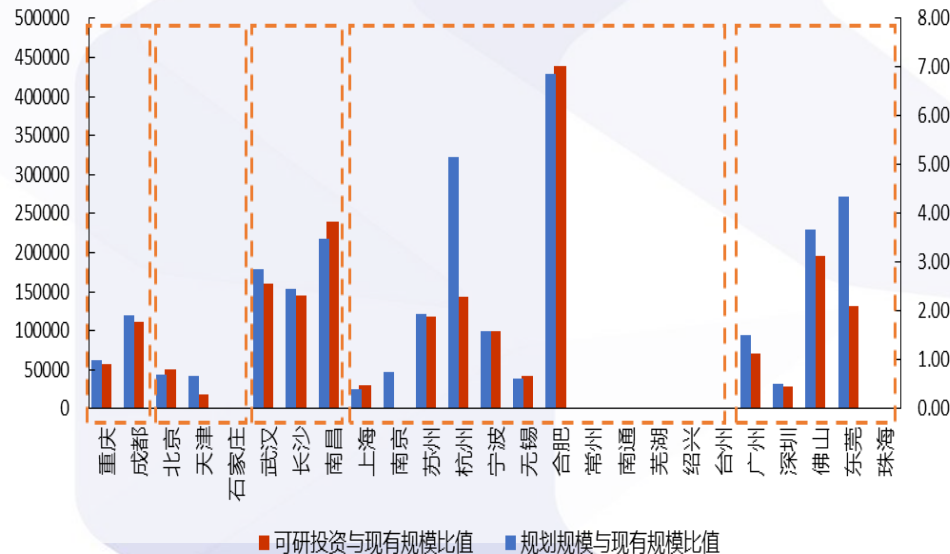
#### 城市轨道交通可研批复投资与现有规模比

单位：万元/公里



#### 五大城市群城市轨道交通需求

单位：万元/公里



资料来源：中国轨道交通协会，国泰君安证券研究

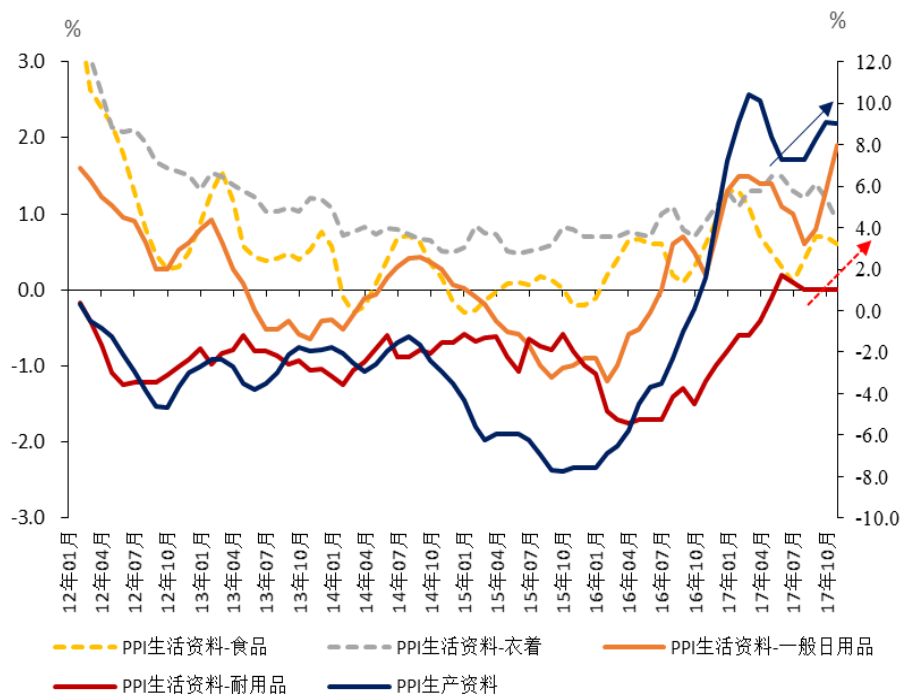
- 01 两大驱动：全球朱格拉周期与新工业革命
- 02 四个支撑：2018年GDP增速或达6.9%
- 03 四个升级：制造、消费、城镇化和开放
- 04 通胀和货币、金融政策**
- 05 大类资产配置建议



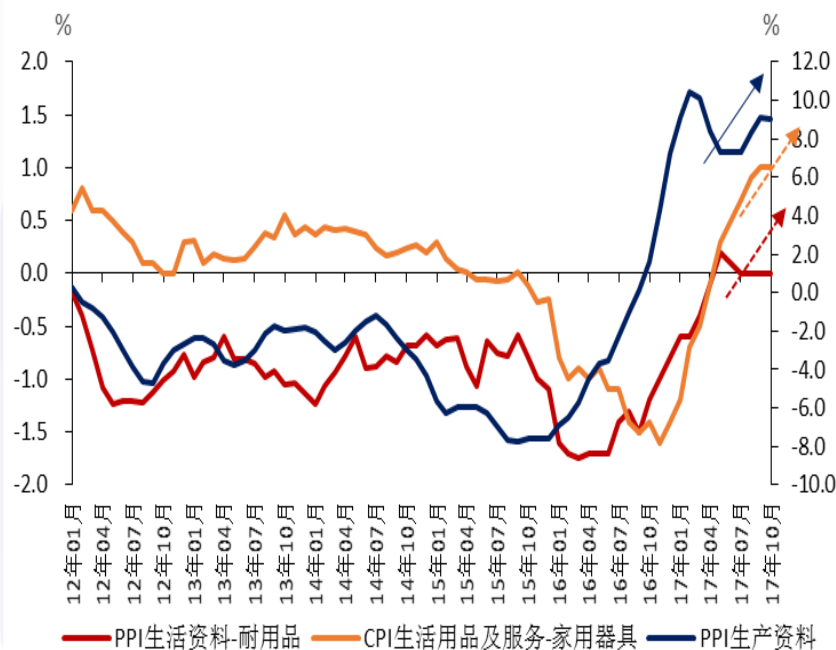
## 4.1 CPI 2018年中枢上移：PPI开始向CPI传导

PPI内部结构开始变化：上游涨价开始向中下游传导，生产资料涨价开始向生活资料传导。

### PPI生产资料向生活资料传导



### PPI生活资料向CPI传导



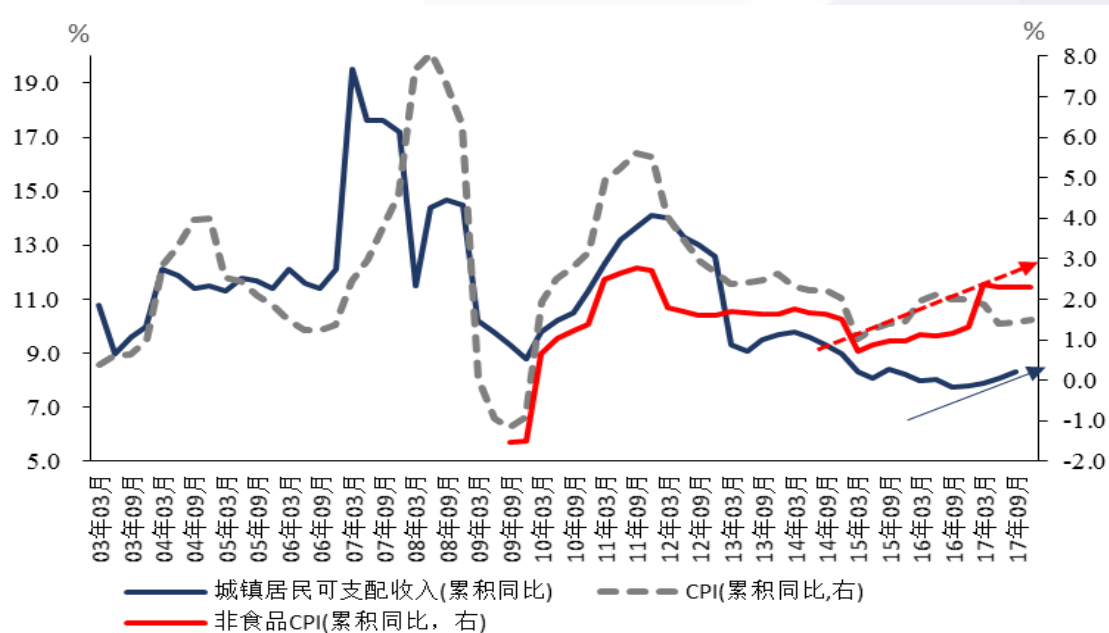
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 4.1 CPI 2018年中枢上移：收入提高带来消费升级，也推升核心通胀

消费升级、整体消费结构改变都会对CPI有推动作用。

✓ 2016年3季度以来，居民收入累积同比逐季稳步上升

### 居民收入与非食品CPI有较高相关性



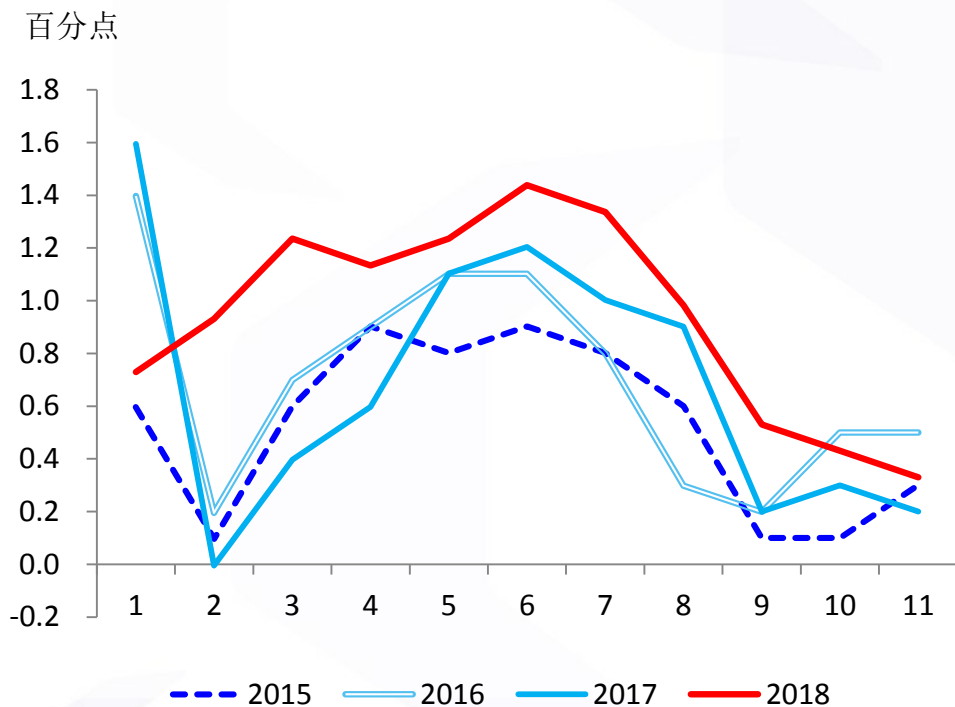
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 4.1 CPI 2018年中枢上移：翘尾因素拉升通胀

2018年翘尾因素大部分高于2017年：

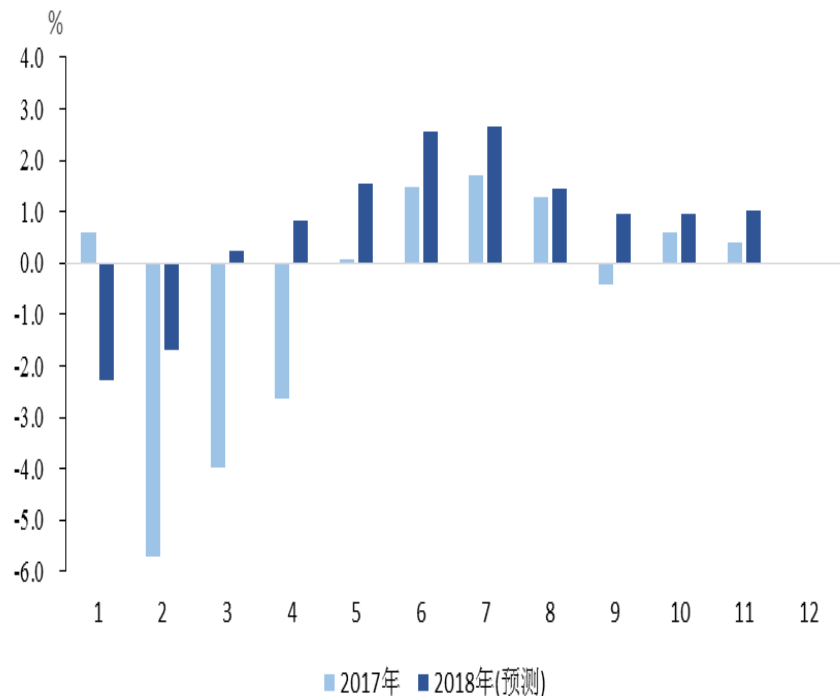
✓假设2017年11、12月食品类CPI环比为2014-2016年同期均值，并计算2017和2018年各个月度的翘尾因素。

### 总体CPI翘尾因素



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

### 食品类CPI 翘尾因素



## 4.1 警惕2018年CPI上行风险

由于食品拖累减弱，2018年核心CPI预计与2017年持平。CPI走高情形：

- ✓猪肉价格温和上涨10%
- ✓原油价格温和上涨至60美元/桶（OPEC减产预期、全球经济复苏、中东政局震荡）

2018年CPI情形模拟

原油价格变动	猪肉价格变动情形			
	20%	10%	0	-10%
到55\$, 10%	2.9	2.5	2.1	1.7
到60\$, 20%	3.2	2.8	2.4	2
到65\$, 30%	3.5	3.1	2.7	2.3

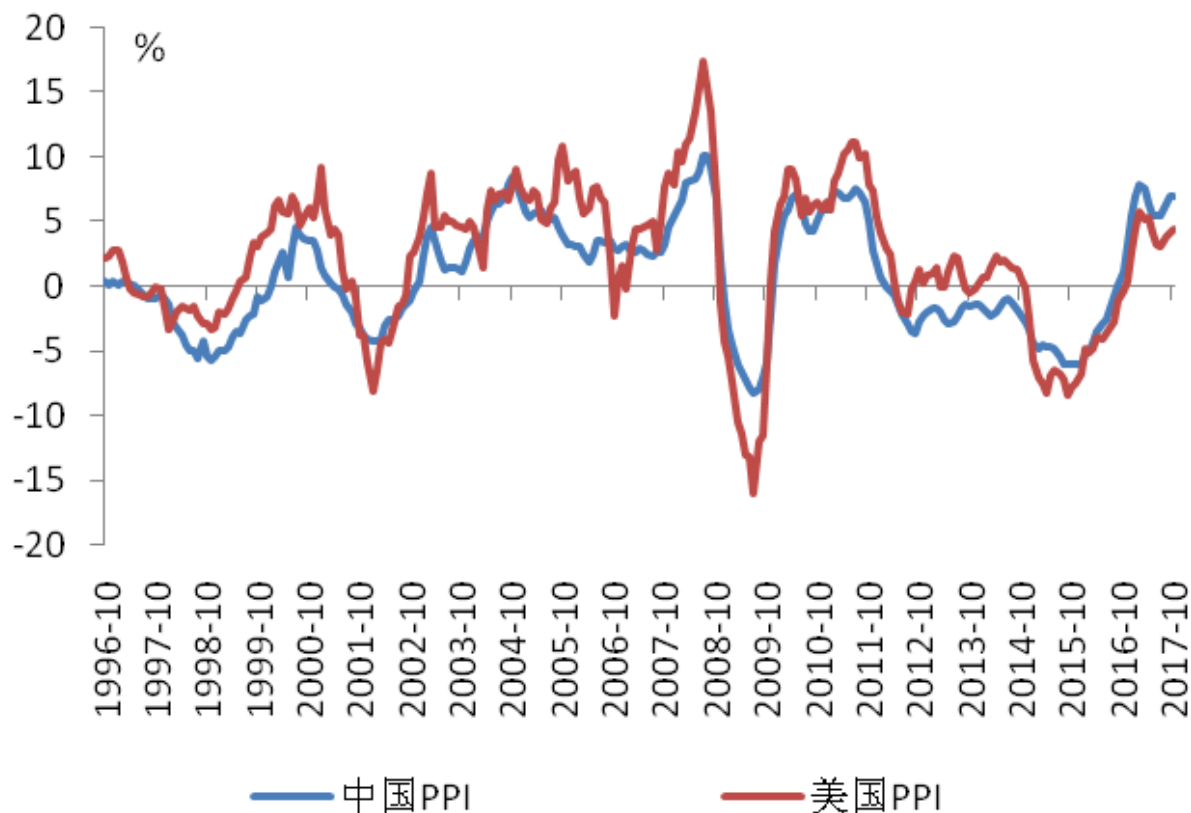
注：原油以美国WTI原油价格为主，红色为概率较大情形。

资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 4.2 PPI 2018年回落中有支撑：全球PPI都不会弱

全球朱格拉周期下，复苏动能增强，全球PPI都不会弱；  
中美PPI相关性尤其强。

全球主要经济体PPI与全球朱格拉周期有显著的正相关关系



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 4.2 油价与工业品价格高度相关

2018年工业品价格和油价都会上行(全球复苏持续、OPEC限产预期、中东政局)  
✓南华工业品价格上升到2000点以上时，原油价格也大多达到65美元/桶以上。

南华工业品价格处于高位时，石油价格往往也处于高位



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 4.2 PPI 2018年各种情形预测

假设2018年南华工业品指数上行至2100，油价假设如下四种情形，上升10%、20%、30%和40%：

- ✓ 较为可能的情况是油价上升至60美元/桶（WTI）
- ✓ 高基数效应导致PPI回落，但至少能保持3.5%中枢

2018年PPI 情形模拟

	2017年前10月	情形1	情形2	情形3	情形4
PPI (%)	6.5	3	3.7	4.3	5
南华工业品指数	1950	2100	2100	2100	2100
南华同比 (%)	44	7.6	7.6	7.6	7.6
油价同比 (%)	22.5	10	20	30	40
油价均值(美元/桶)	50	55	60	65	70

注：原油以美国WTI原油价格为基准，红色为概率较大的情形。

资料来源：Wind，国泰君安证券研究



## 4.3 2018年货币、金融政策组合展望

“稳货币、紧金融、宽财政”政策组合将延续；  
预计2018年货币政策更多将通过公开市场操作进行“量”与“价”的调控。

### 经济增长——稳中向上

- 全球朱格拉周期
- 新工业革命
- 消费升级

### 通货膨胀——温和上行

- CPI中枢较2017年1.6%提升至2.5%左右
- PPI缓慢下行，中枢降至3.5%左右

## 货币政策 保持稳健

### 海外——经济复苏、货币收紧

- 欧美经济复苏延续，预计经济增长略高于2017年
- 欧美等主要经济体通胀回升
- 美联储加息缩表，欧央行逐渐退出QE，英国、加拿大央行加息

### 政策配合——多方面考量

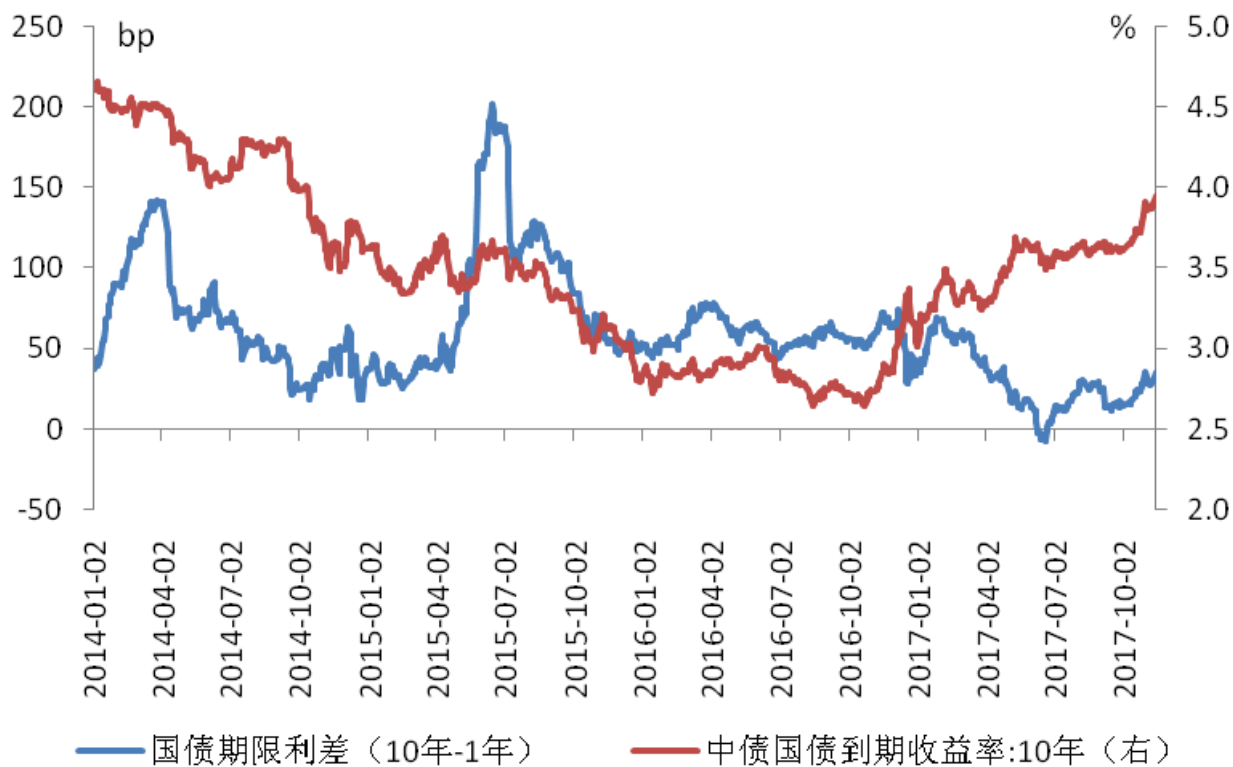
- 去杠杆、防范金融风险
- 房地产长效机制建立
- 人民币汇率区间波动



### 4.3 2018年货币政策展望

2017Q4-2018年，央行或上调公开市场操作利率3次，30个基点，利率中枢上移，10年期国债利率波动区间为3.5-4.2%。

- ✓ 经济基本面平稳向上
- ✓ 国内外通胀中枢上移
- ✓ 海外货币政策逐步收紧



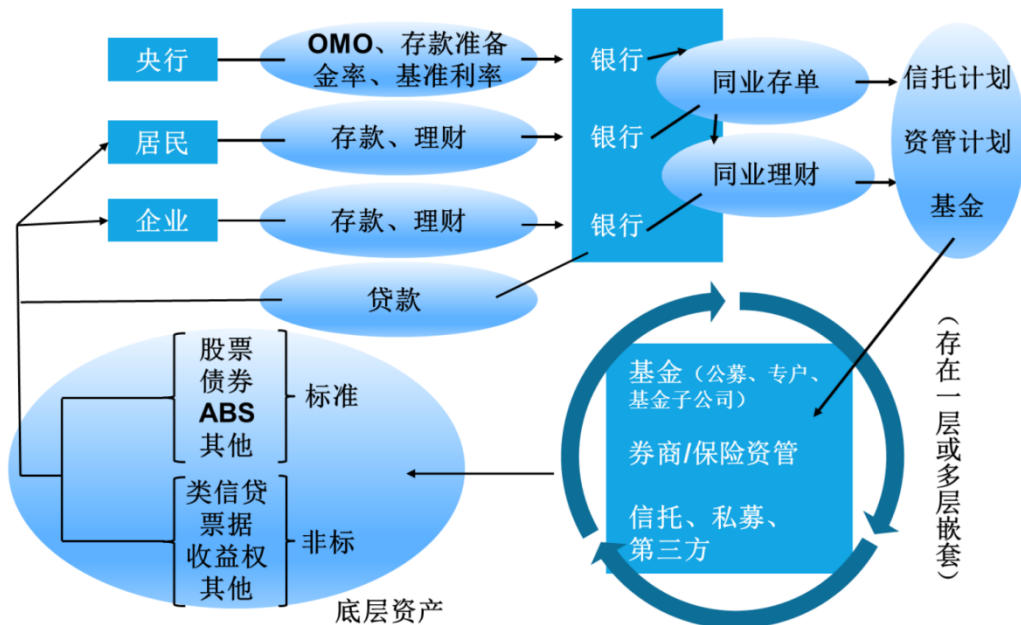
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 4.3 2018年金融政策展望

金融周期顺利回落，第一要务是稳步降低金融杠杆；

预计新成立的金融稳定委员会将会协调更多监管措施出台来监督金融杠杆。

### 泛资管时代下的资金流转路径简况



### 泛资管行业版图

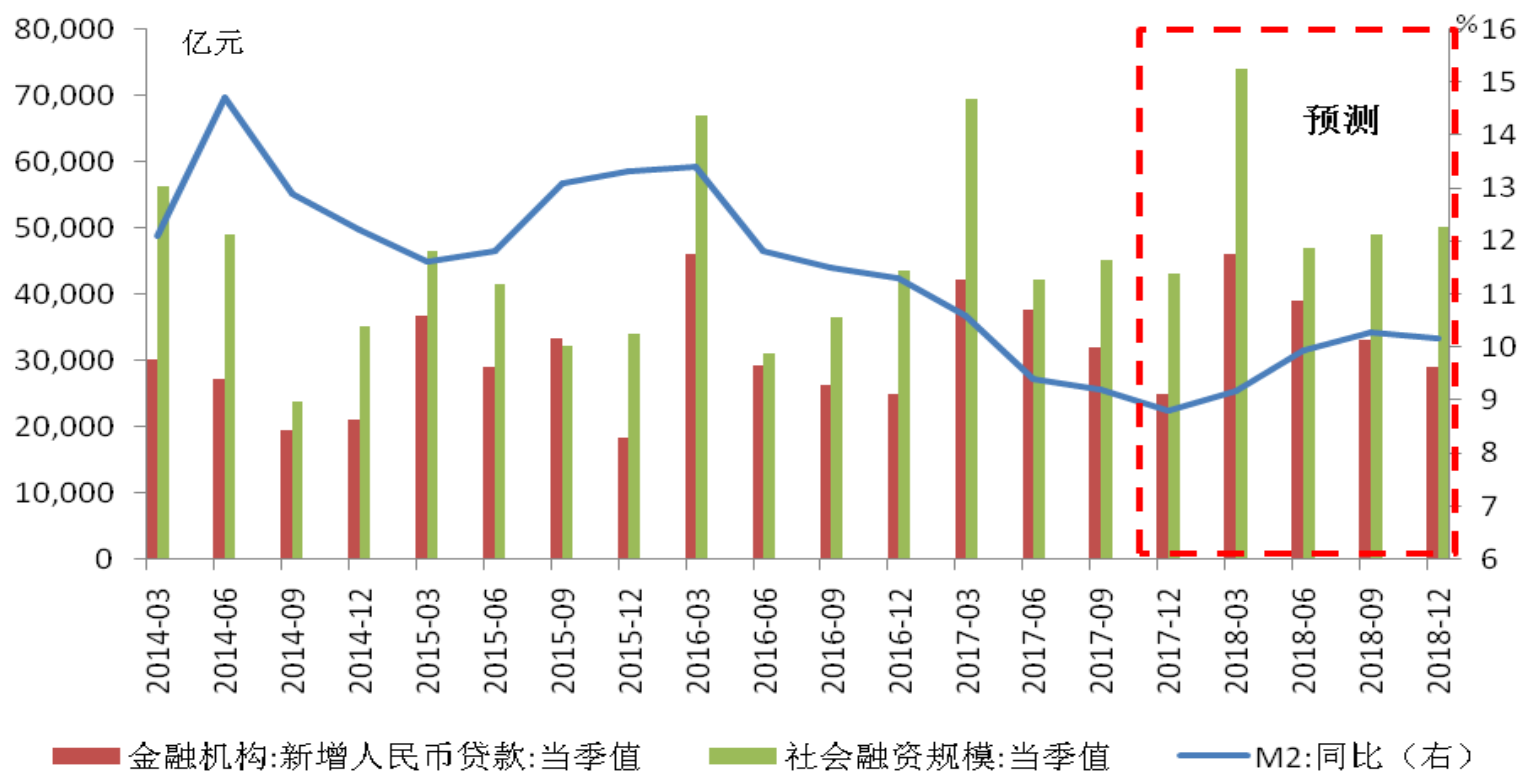
大资管行业版图			
监管	机构	规模	简单占比
银监会	银行表内理财	5.9	6%
	银行表外理财	23.1	23%
	信托	17.5	17%
证监会	证券公司资管计划	17.6	17%
	公募基金	9.2	9%
	基金子公司及专户	16.9	17%
	私募基金	10.2	10%
	期货	0.3	0.3%
保监会	保险资管计划	1.7	2%
简单求和		102.3	100%
剔除交叉持有后规模		60+	

注：1、数据为2016年末； 2、规模单位：万亿；

资料来源：Wind，中国人民银行《金融稳定报告2017》，国泰君安证券研究。

### 4.3 2018年金融数据预测

信贷温和扩张：新增信贷14.7万亿：居民部门6万多亿，企业部门8万亿左右；  
M2增速在二季度末或者三季度回到10%；  
社融延续扩张（间接融资、表外融资平淡；直接融资稳增）；  
广义社融回落（13.0-13.5%）：地方政府债务置换接近尾声影响



资料来源：Wind，中国人民银行，国泰君安证券研究

01

两大驱动：全球朱格拉周期与新工业革命

02

四个支撑：2018年GDP增速或达6.9%

03

四个升级：制造、消费、城镇化和开放

04

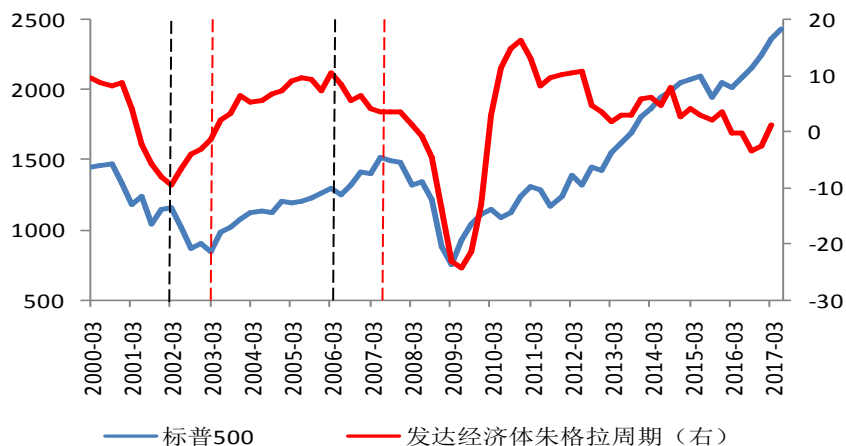
通胀和货币、金融政策展望

05

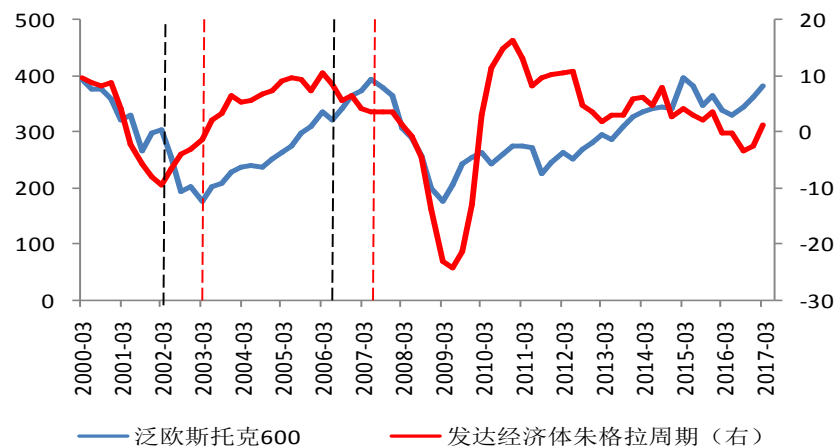
**大类资产配置建议**

# 5.1 全球朱格拉周期影响：对权益市场总体为正面影响

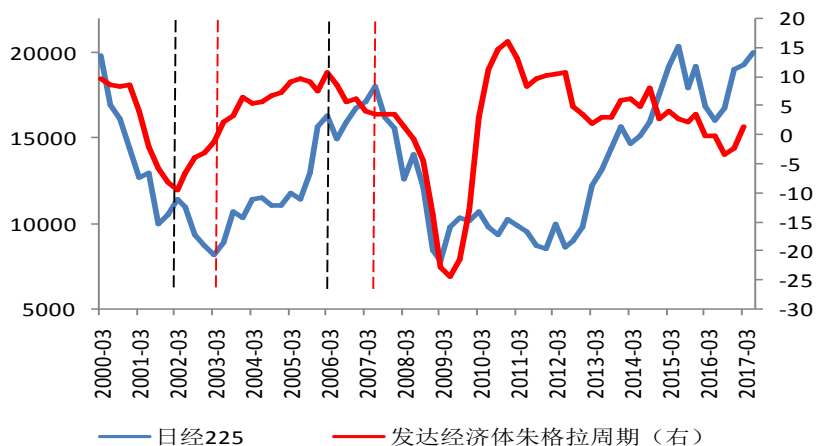
## 美国标普500



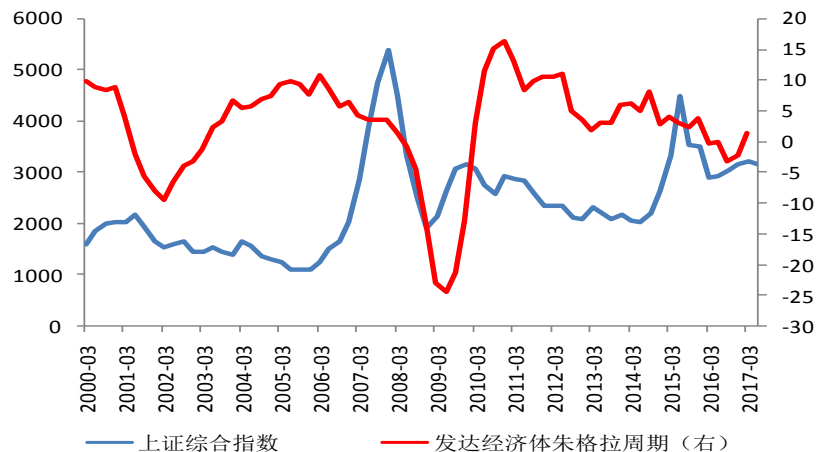
## 欧洲 STOXX600



## 日本 日经225



## 中国 上证综指



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 5.2 美国加息初期，权益和大宗表现较好

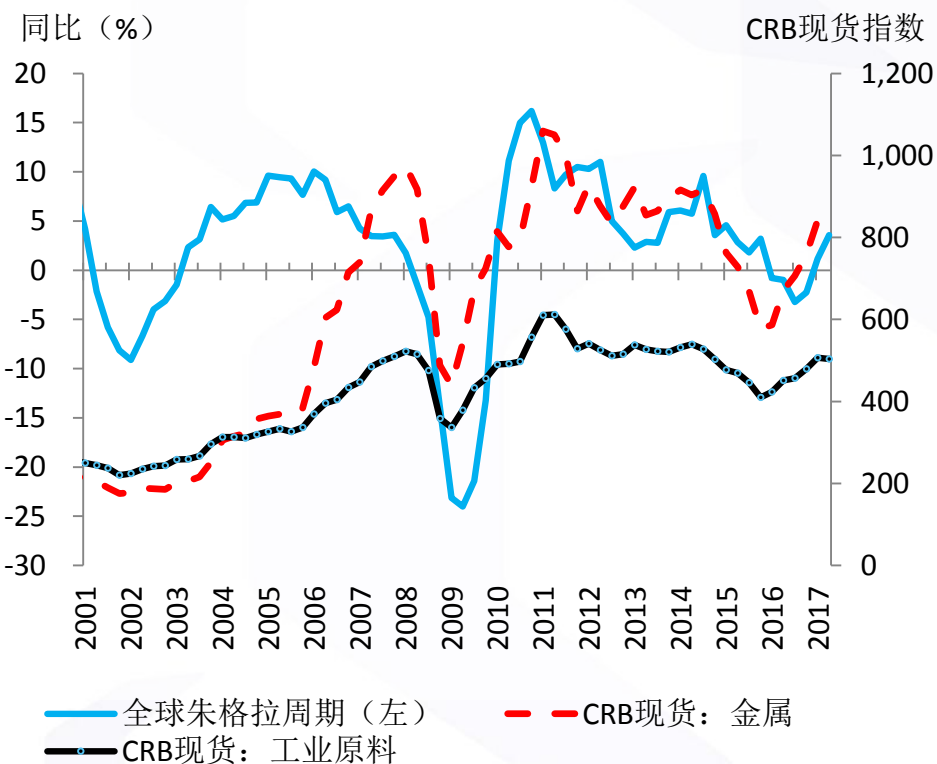
	第一轮加息	第二轮加息	第三轮加息	第四轮加息
加息开始	1987-01-05	1994-02-04	1999-06-30	2004-06-30
加息结束	1989-05-17	1995-02-01	2000-05-16	2006-06-29
历时（月）	29	12	11	24
加息次数	22	7	6	17
从	5.9	3.0	4.8	1.0
加到	9.8	6.0	6.5	5.3
加息幅度（BP）	394	300	175	425
美国：国债收益率：1年	304	313	136	316
美国：国债收益率：10年	172	172	62	60
日本：国债利率：1年	41	42	-3	53
日本：国债利率：10年	-27	66	-14	15
德国：国债收益率：1年			180	102
德国：国债收益率：10年			78	-32
中债国债到期收益率：1年				-109
中债国债到期收益率：10年				-120
期货结算价（连续）：WTI原油	12.1%	18.5%	54.1%	98.4%
伦敦现货黄金：以美元计价	-6.8%	-3.2%	5.7%	48.9%
期货收盘价（电子盘）：LME3个月铜	93.0%	51.2%	12.5%	174.7%
CRB现货指数：综合	22.1%	13.3%	4.6%	15.5%
美国：标准普尔500指数	25.9%	0.1%	6.8%	11.6%
恒生指数	27.2%	-39.3%	12.0%	29.1%
法兰克福DAX指数	-5.4%	-4.2%	37.0%	37.7%
上证综合指数		-33.1%	2.1%	19.5%
名义美元指数：对主要货币	-2.2%	-9.1%	8.2%	-3.2%

资料来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

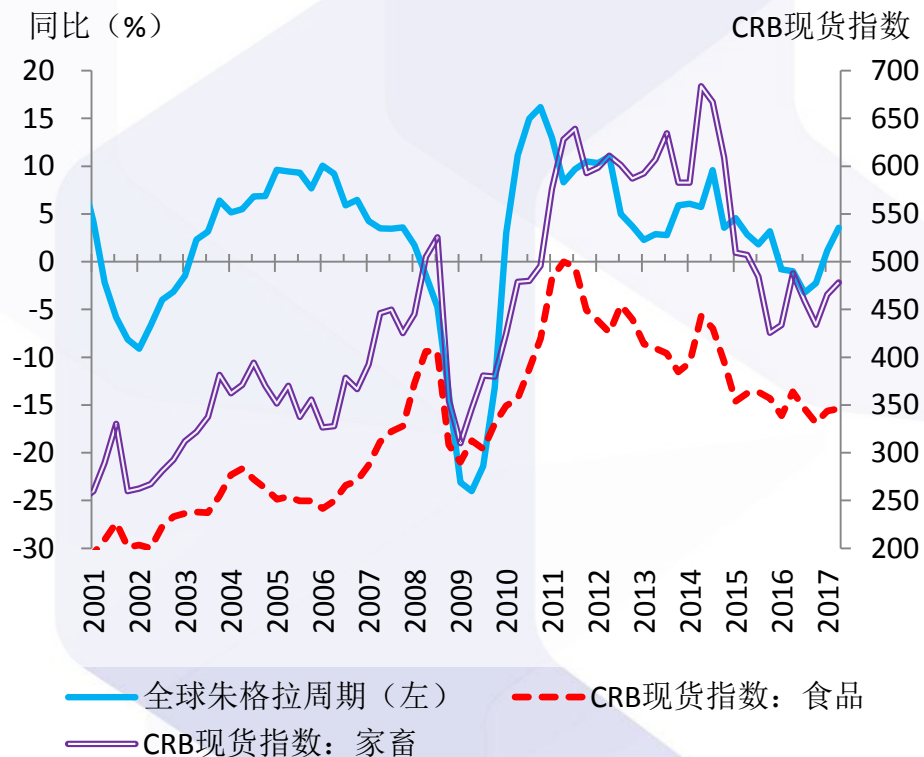
## 5.3 多商品：全球朱格拉周期对金属和工业原料价格影响较大

全球朱格拉周期与金属、工业原料价格正相关度高；  
全球朱格拉周期与原油价格相关度中等。

### 设备投资与金属、工业原料价格相关度高



### 设备投资与食品价格有正向关系，但较弱



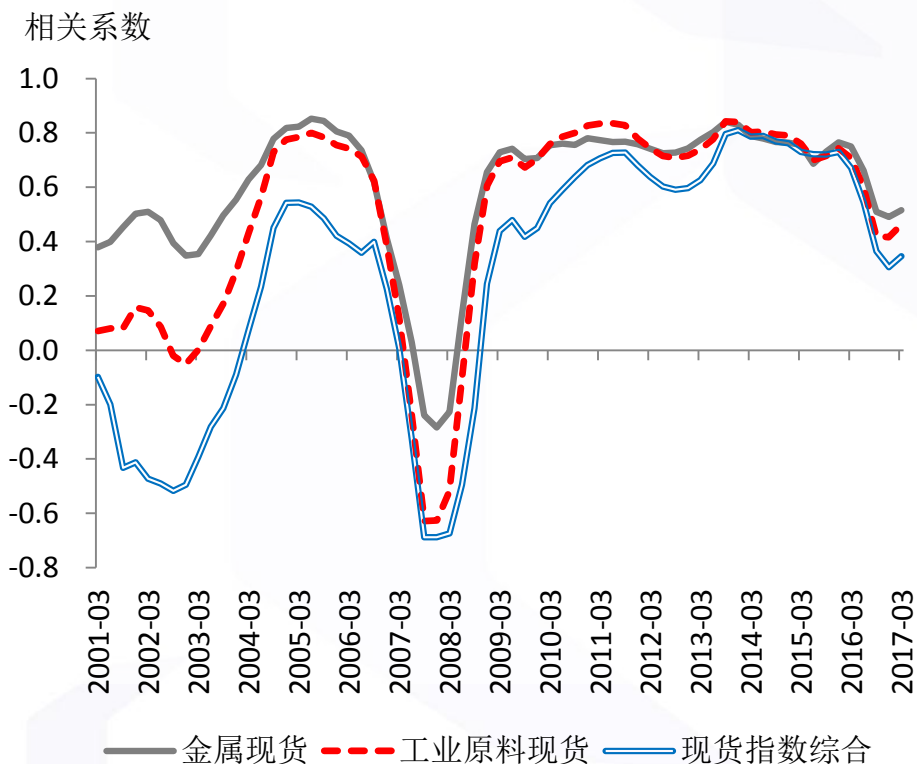
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究



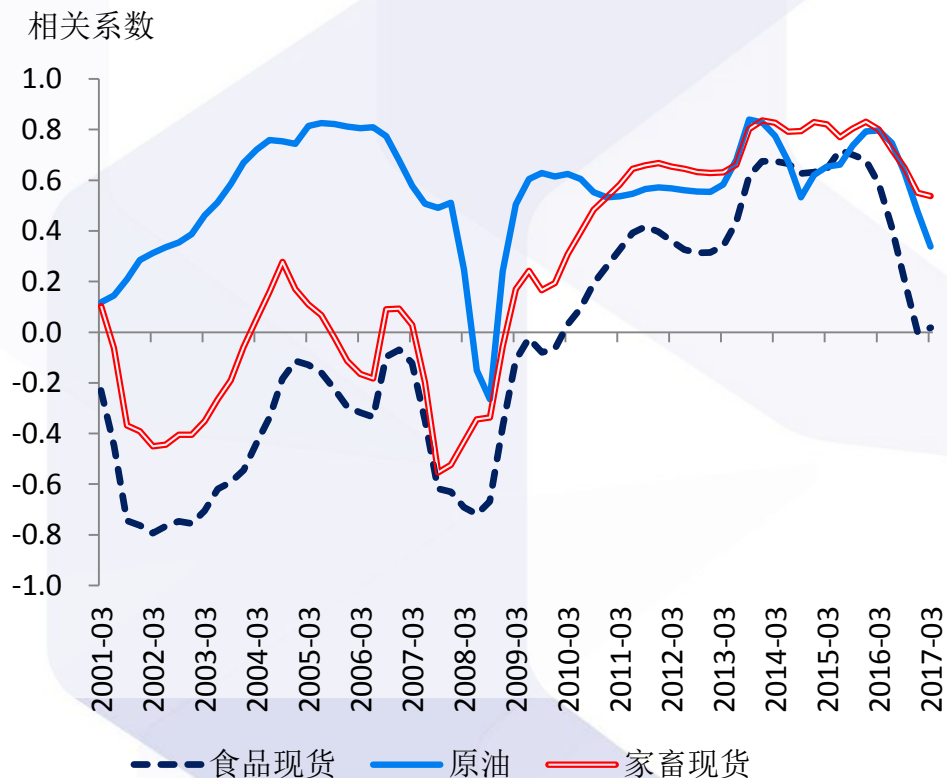
## 5.3 多商品：全球朱格拉周期对金属和工业原料价格影响较大

全球朱格拉周期与金属、工业原料价格有着比较稳定的正相关；  
全球朱格拉周期与原油价格也是比较稳定的正相关，但与食品价格关系不确定性大。

### 设备投资与金属、工业原料价格较为稳定的正相关



### 设备投资与食品价格关系不确定性大

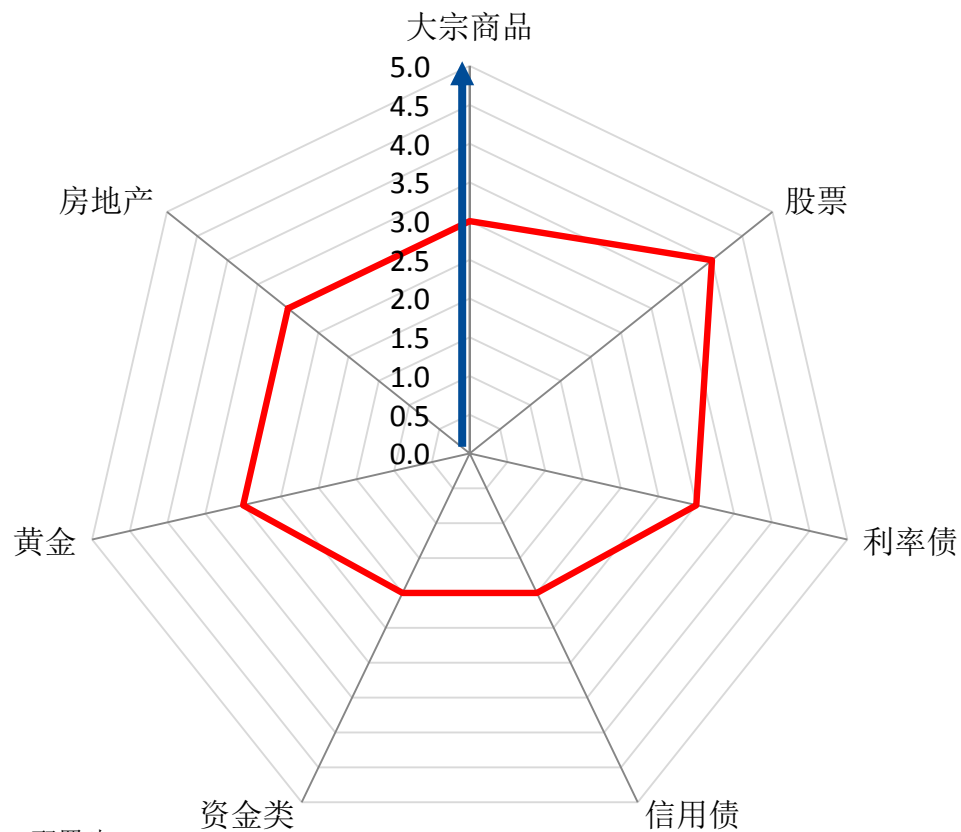


资料来源：Wind，国泰君安证券研究



## 5.4 多权益：2018年国内股市比较乐观

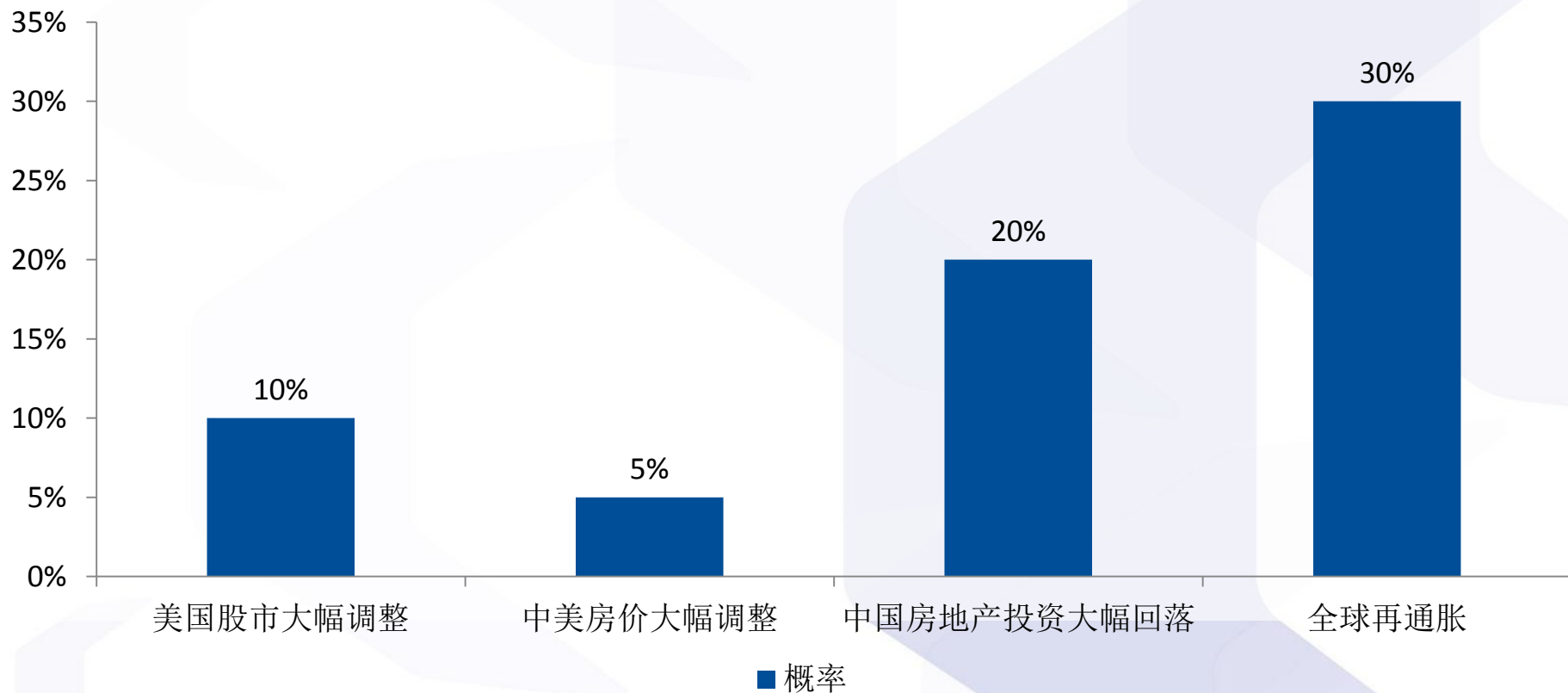
2018年一季度大类资产配置雷达（宏观组建议）



注：3为标准；数字越大，配置建议越乐观

## 5.5 未来经济中的风险点

风险：中美房价、美国股市泡沫破灭（概率不高，不高于10%），中国房地产投资大幅回落（概率略高，20%）；全球再通胀（概率最高，30%）



资料来源：国泰君安证券研究



## 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为作出投资决策的惟一参考因素，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的投资建议，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。

诚信 亲和 专业 创新



**国泰君安证券**

GUOTAI JUNAN SECURITIES