

知止不殆

2019年11月

高善文



内容提要

中国经济转型的国际比较

中国国进民退的情况分析

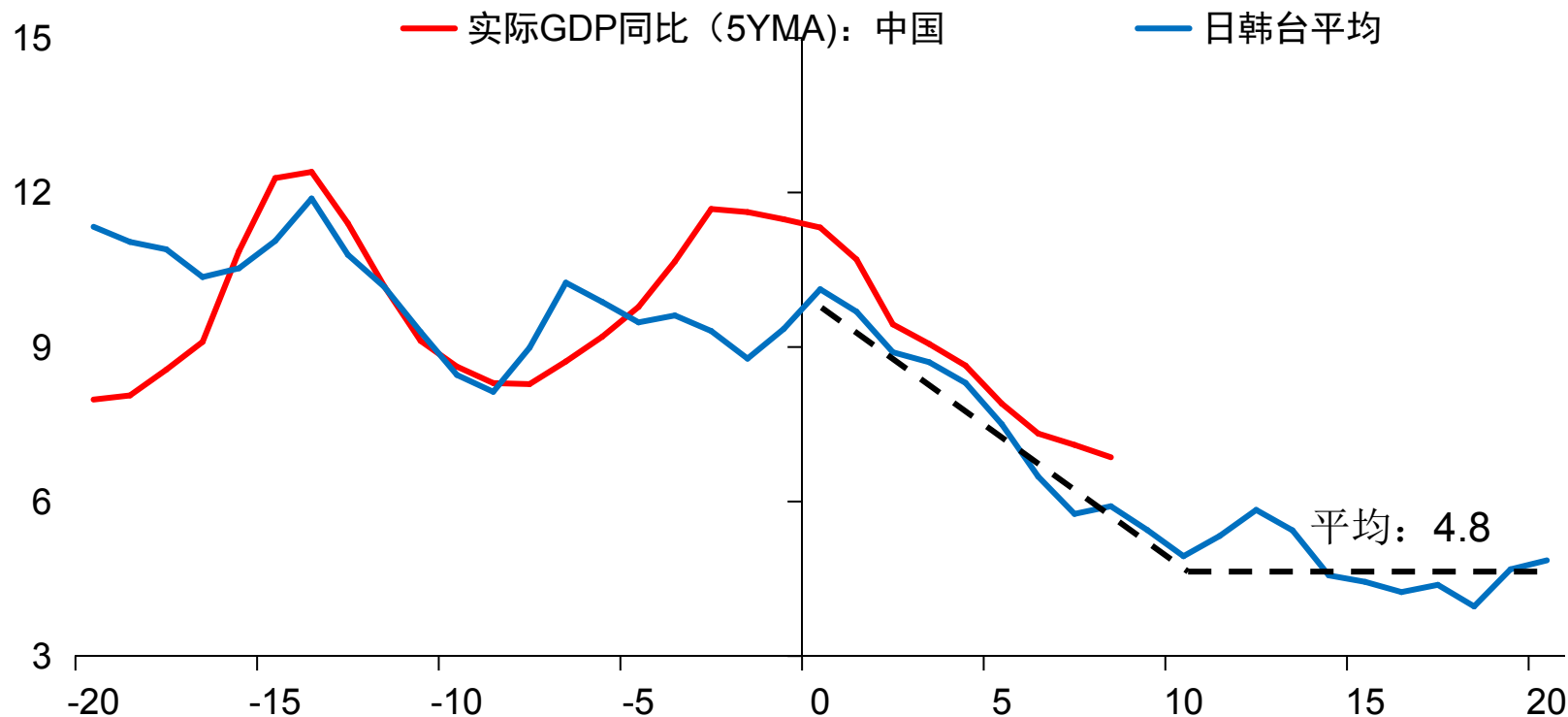
未来中国经济形势的判断

中国发展阶段与日韩中国台湾的对标

	中国	日本	韩国	中国台湾
对标基准	2010	1968	1991	1987

注:对标阶段主要参照人均GDP、第二产业增加值/第三产业增加值得出。

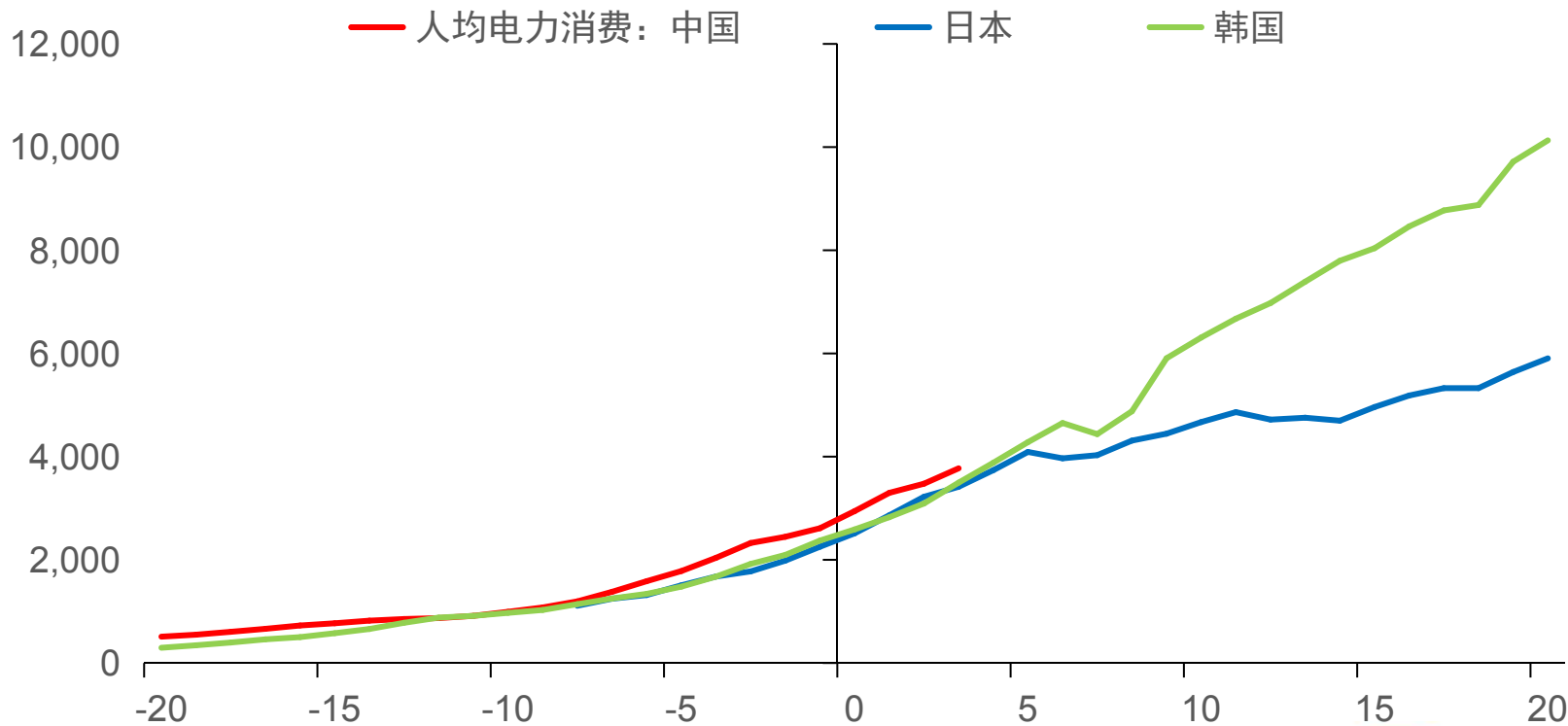
转型中的实际GDP增速，%



数据来源：Wind，安信证券

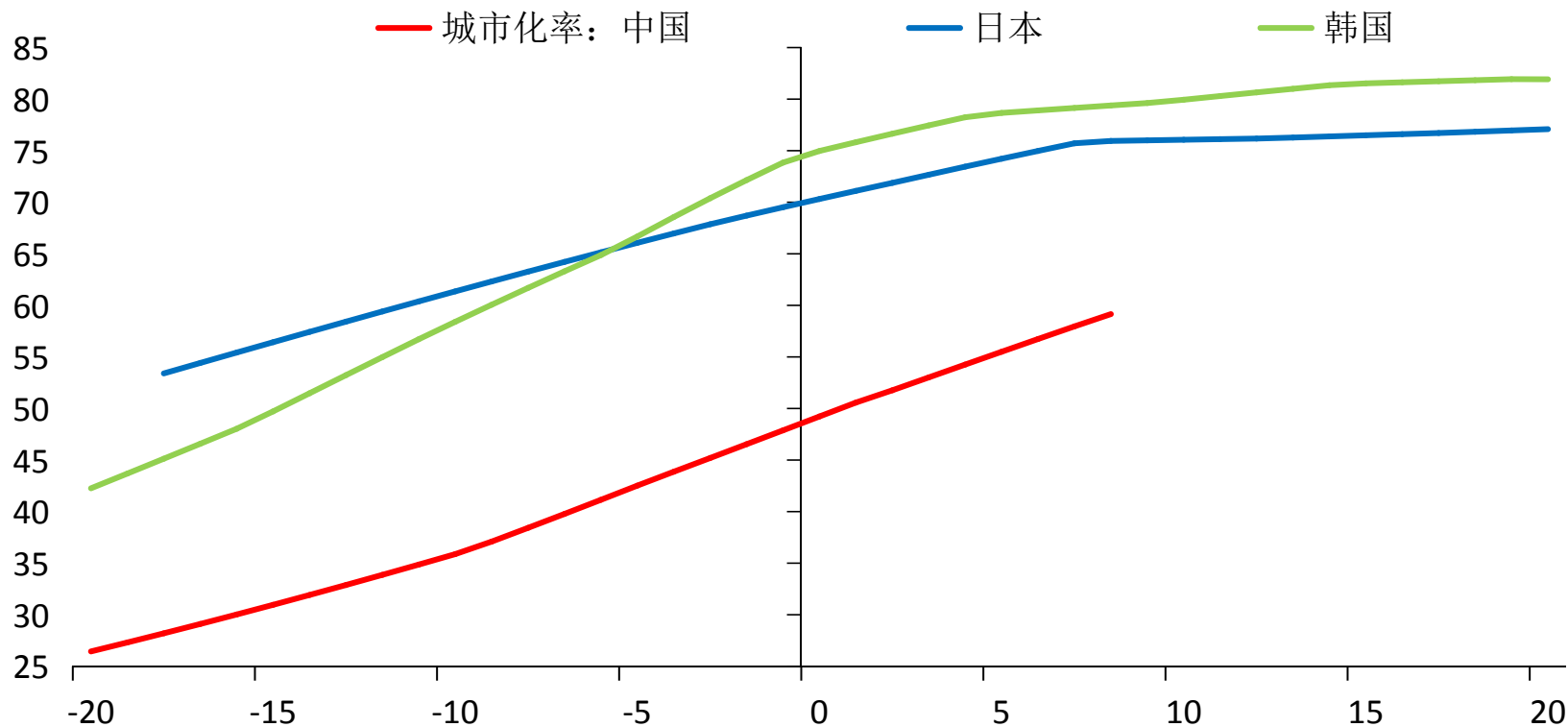
注：日韩台平均是对经济转型相应阶段的日韩台实际GDP增速的算术平均。

人均耗电，千瓦时/年



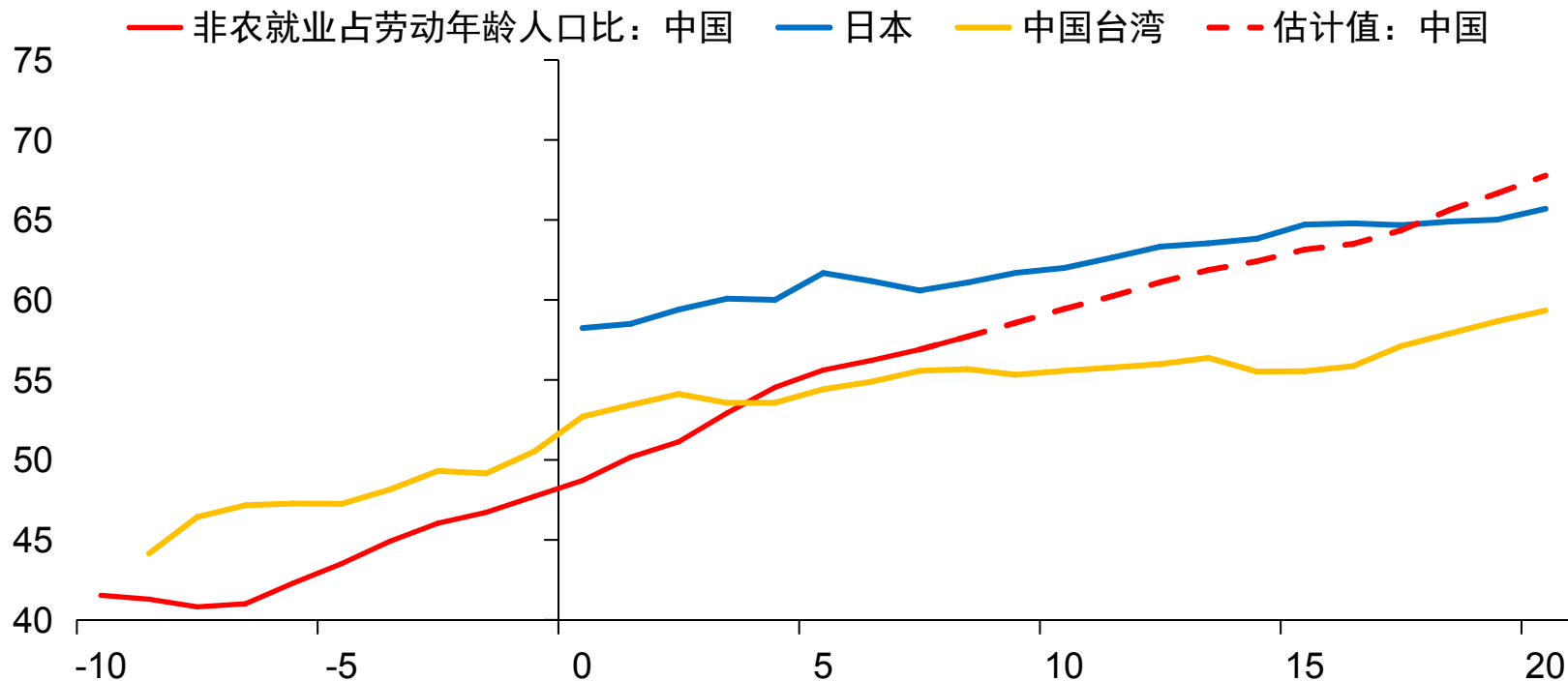
数据来源：Wind，安信证券

转型中的城市化率，%



数据来源：Wind，安信证券

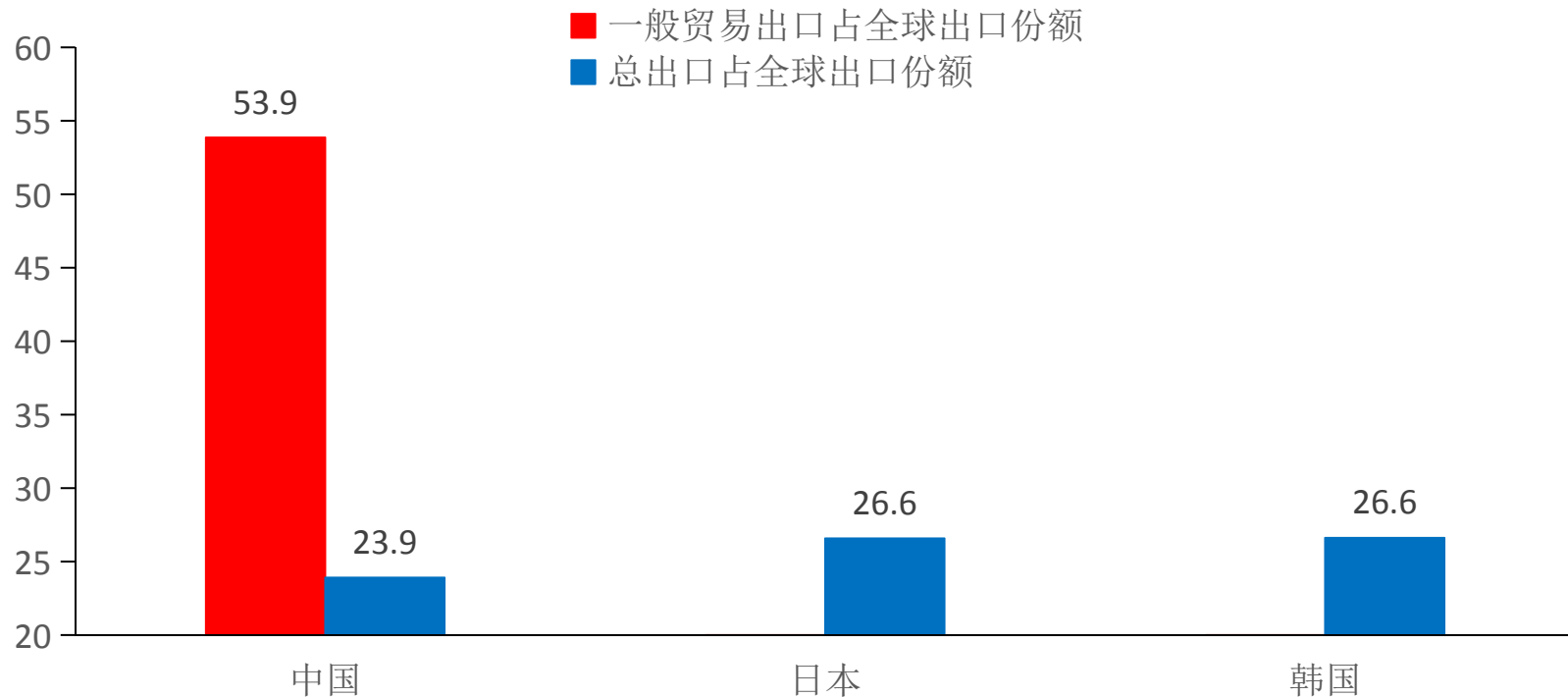
经济转型中非农就业占劳动年龄人口比，%



数据来源：Wind，安信证券

注：劳动年龄人口指15-64岁人口；在估算中，我们假设中国每年新增非农就业维持2016-2018年均值，每年新增非农就业598.8万人。

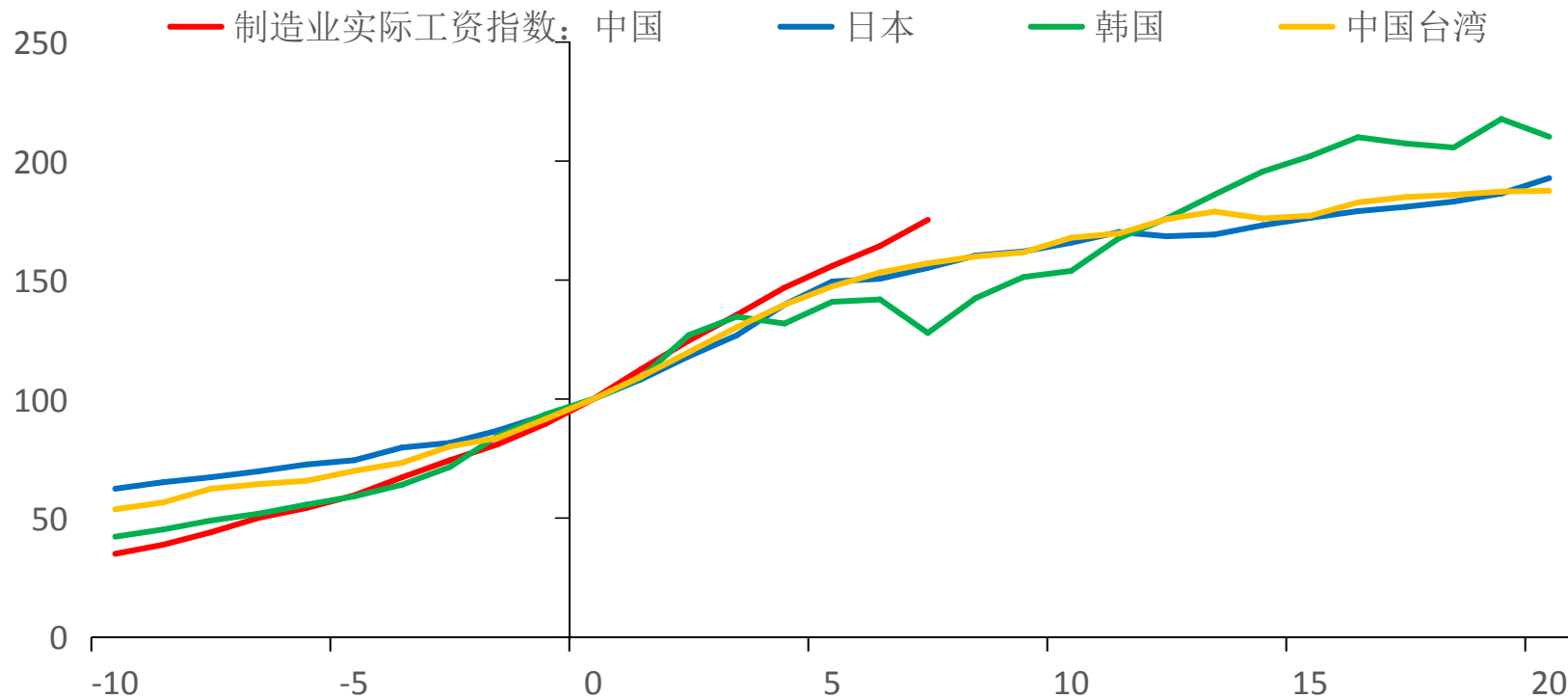
经济开始转型后8年出口份额累积提升比例，%



数据来源：Wind，安信证券

注：累积提升比例计算方法为：该国经济8年内出口提升份额/该国经济转型元年份额。

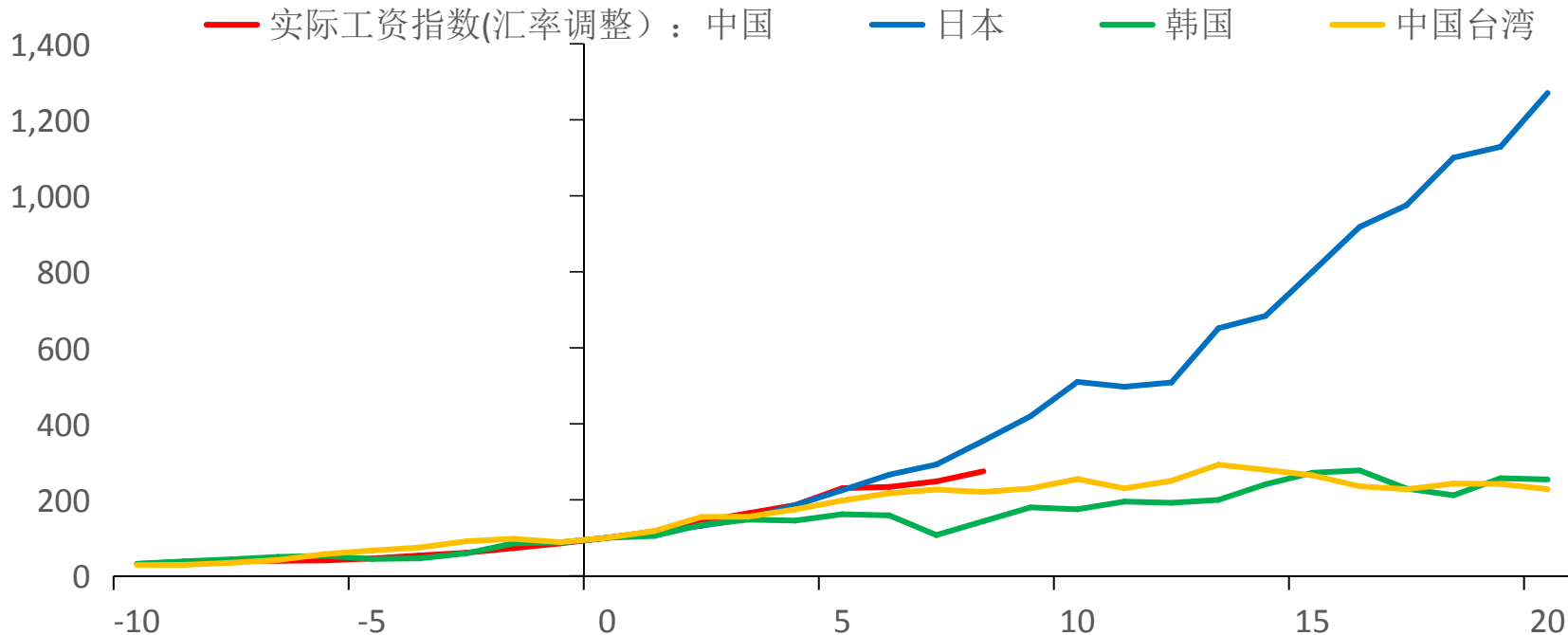
经济转型中的制造业实际工资指数



数据来源：CEIC，Wind，安信证券

注：我们将转型元年的制造业实际工资标准化为100。

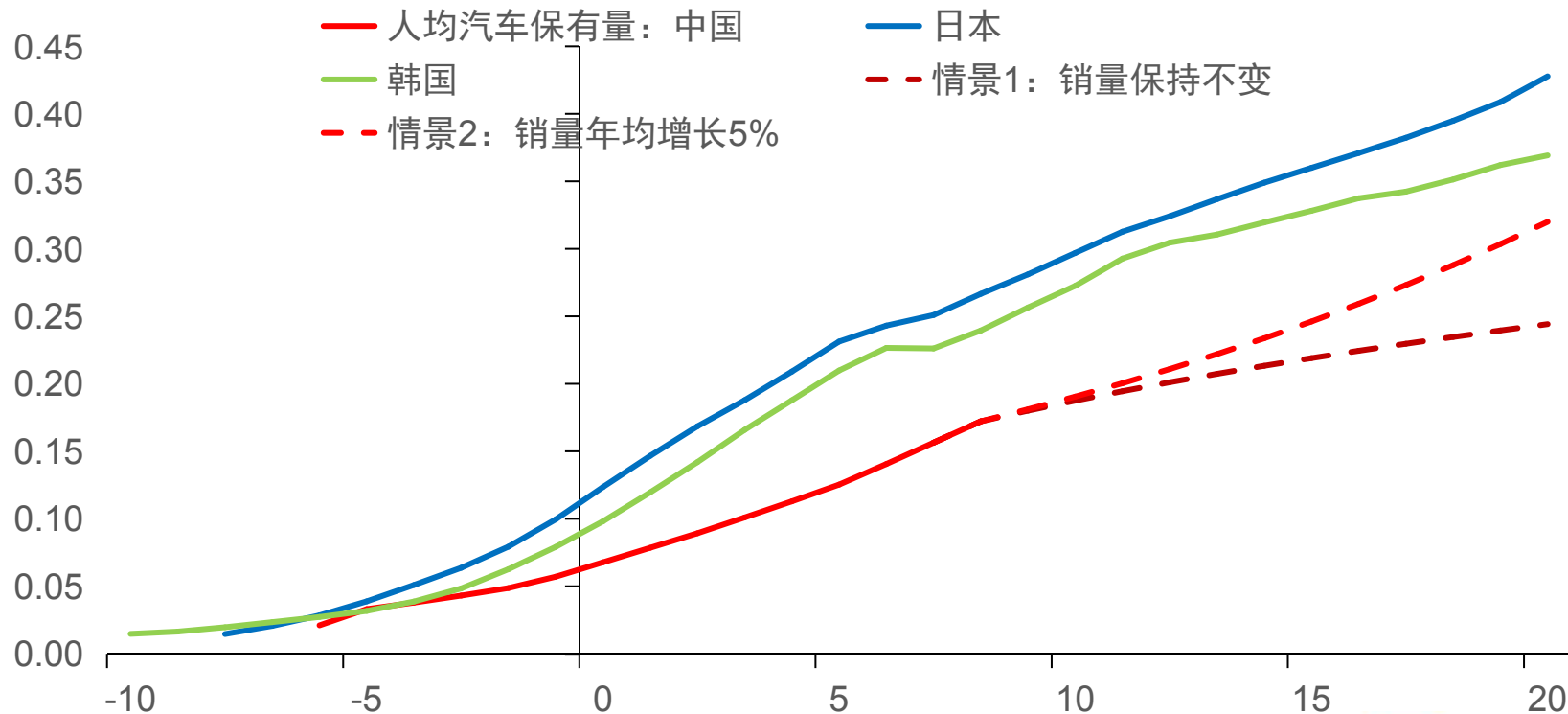
经济转型中的制造业实际工资指数



数据来源：CEIC，Wind，安信证券

注：我们将制造业名义工资使用本币兑美元汇率进行转化，然后使用美元指数进行调整，计算出汇率调整后的制造业实际工资，最后将转型元年的汇率调整后制造业实际工资标准化为100。

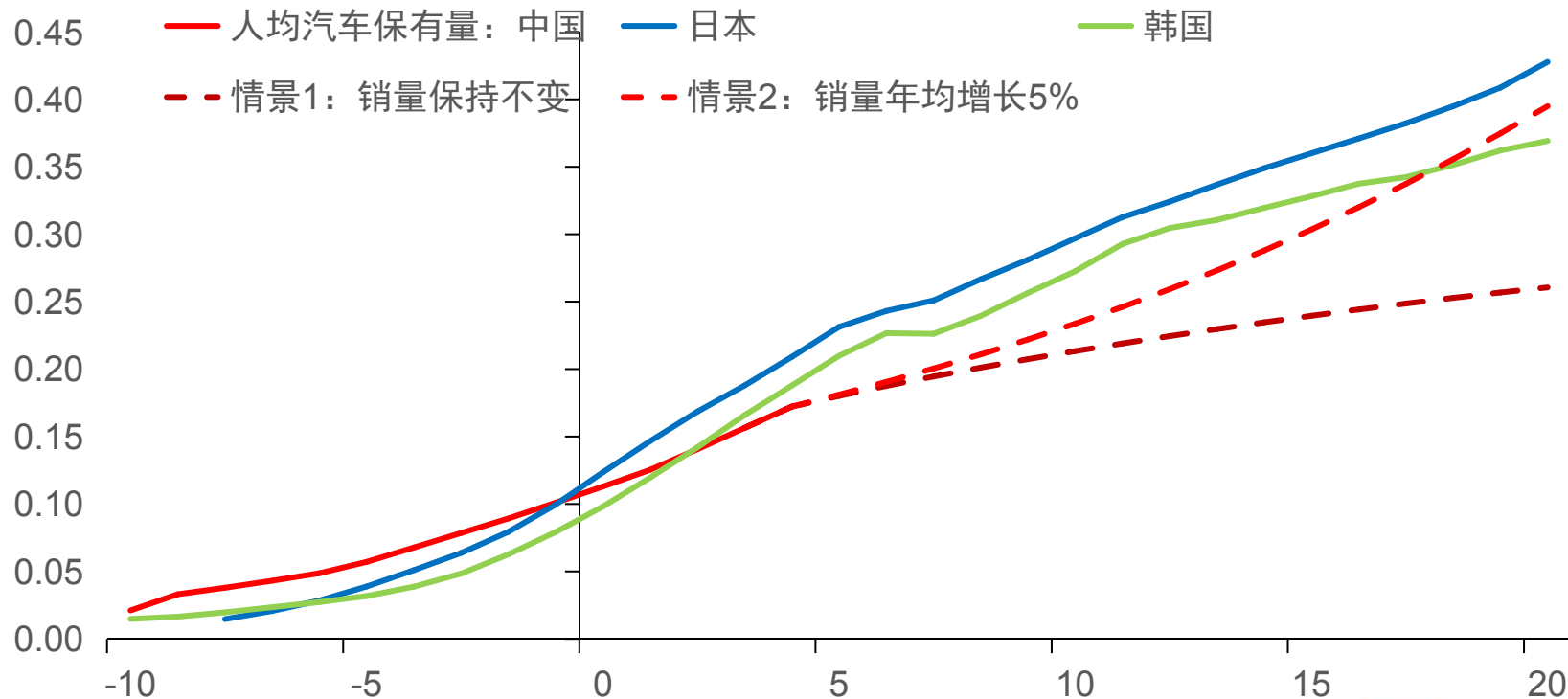
人均汽车保有量，辆/人



数据来源：CEIC，Wind，安信证券

注：情景假设的汽车销量基于2018年汽车销量数据，假设汽车使用年限为15年。

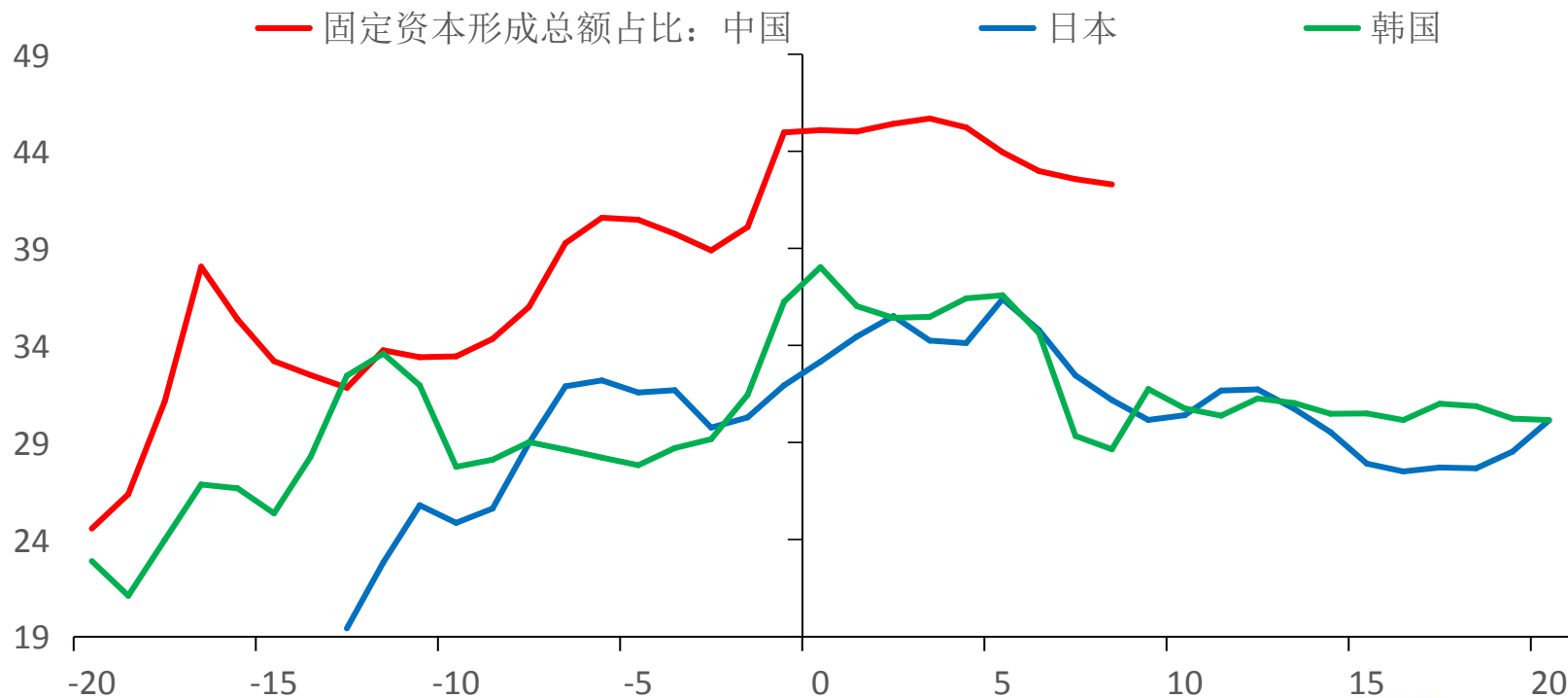
人均汽车保有量，辆/人



数据来源：CEIC，Wind，安信证券

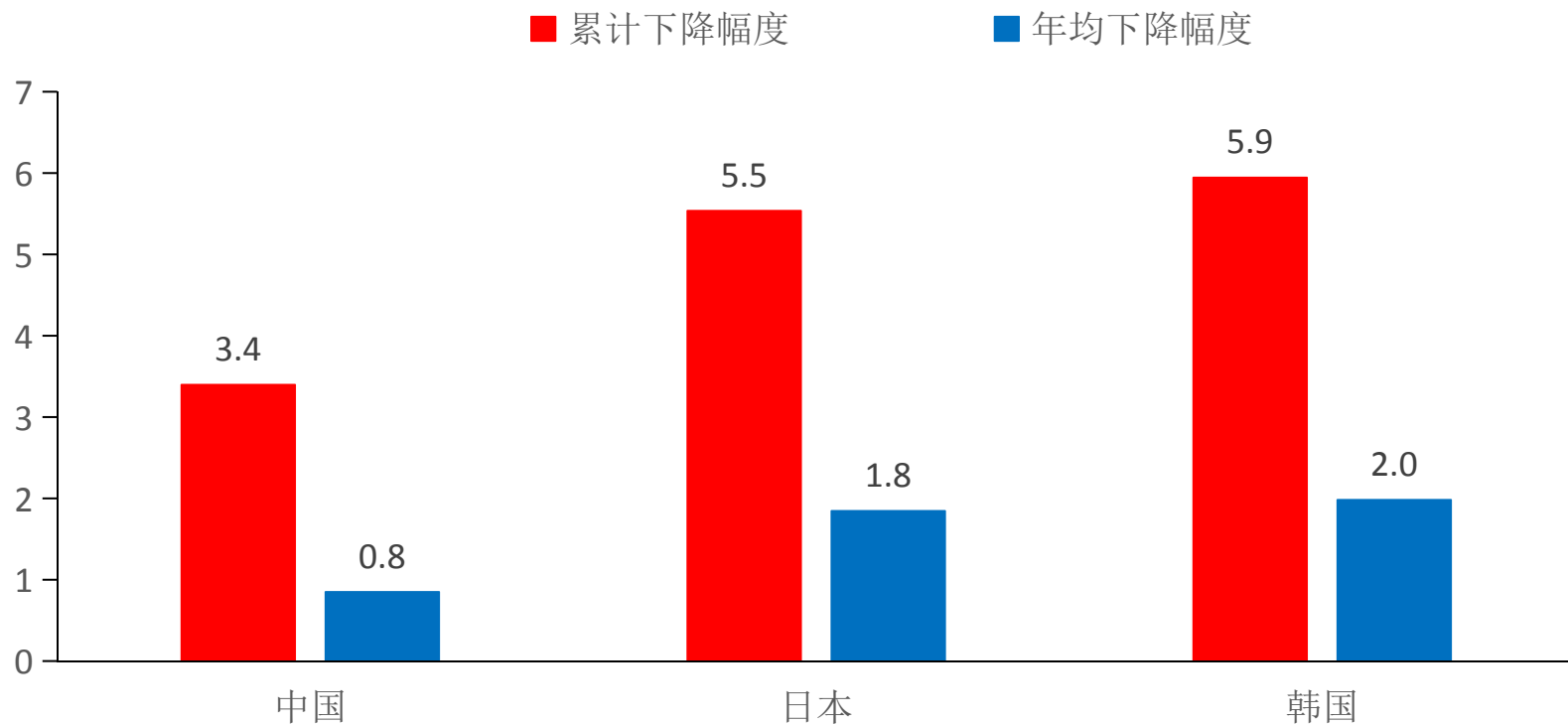
注：考虑到中国的收入差距更大和汽车普及阶段面临更高的汽油价格，此处我们将中国的对比基年后移了4年。

经济转型中的投资率，%



数据来源：Wind，安信证券

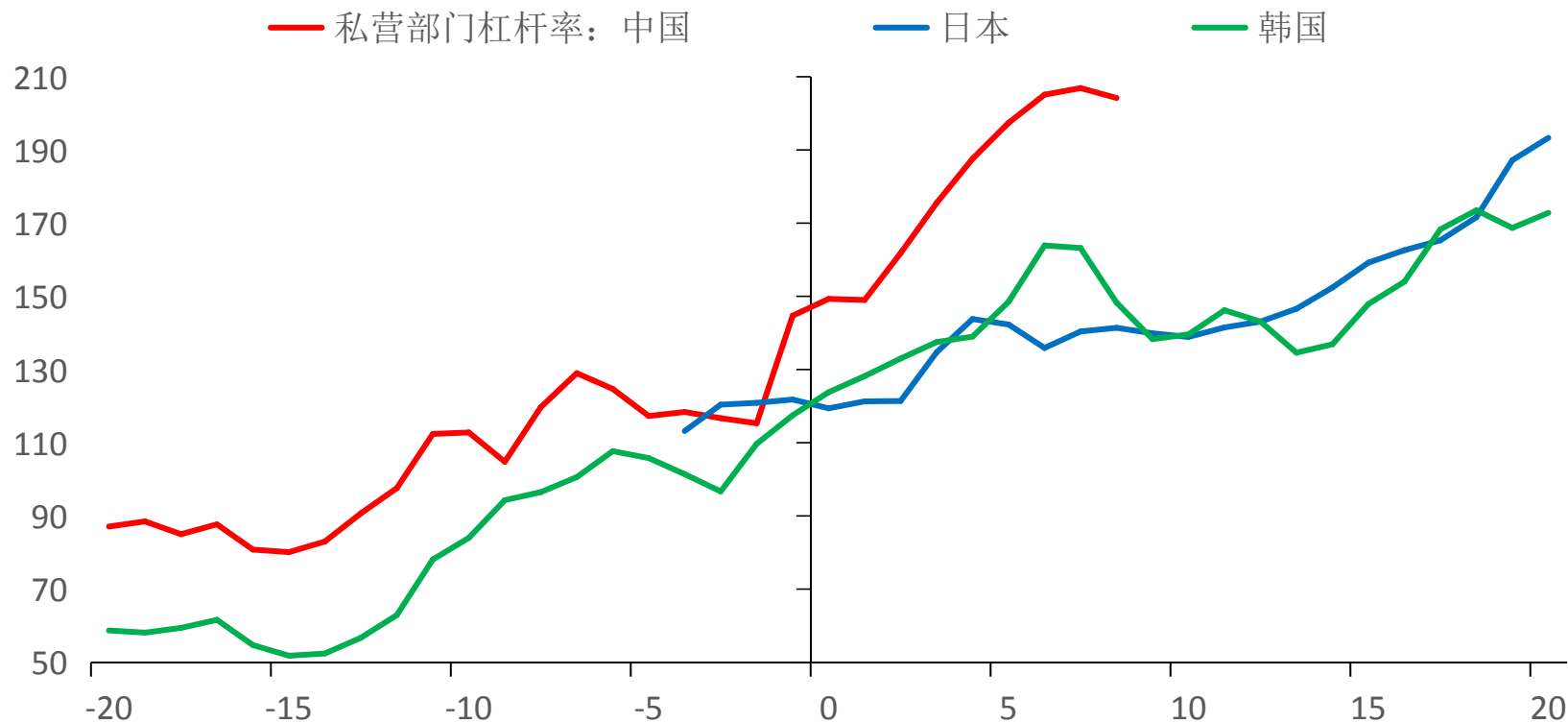
经济转型后投资率的下降，%



数据来源：Wind，安信证券

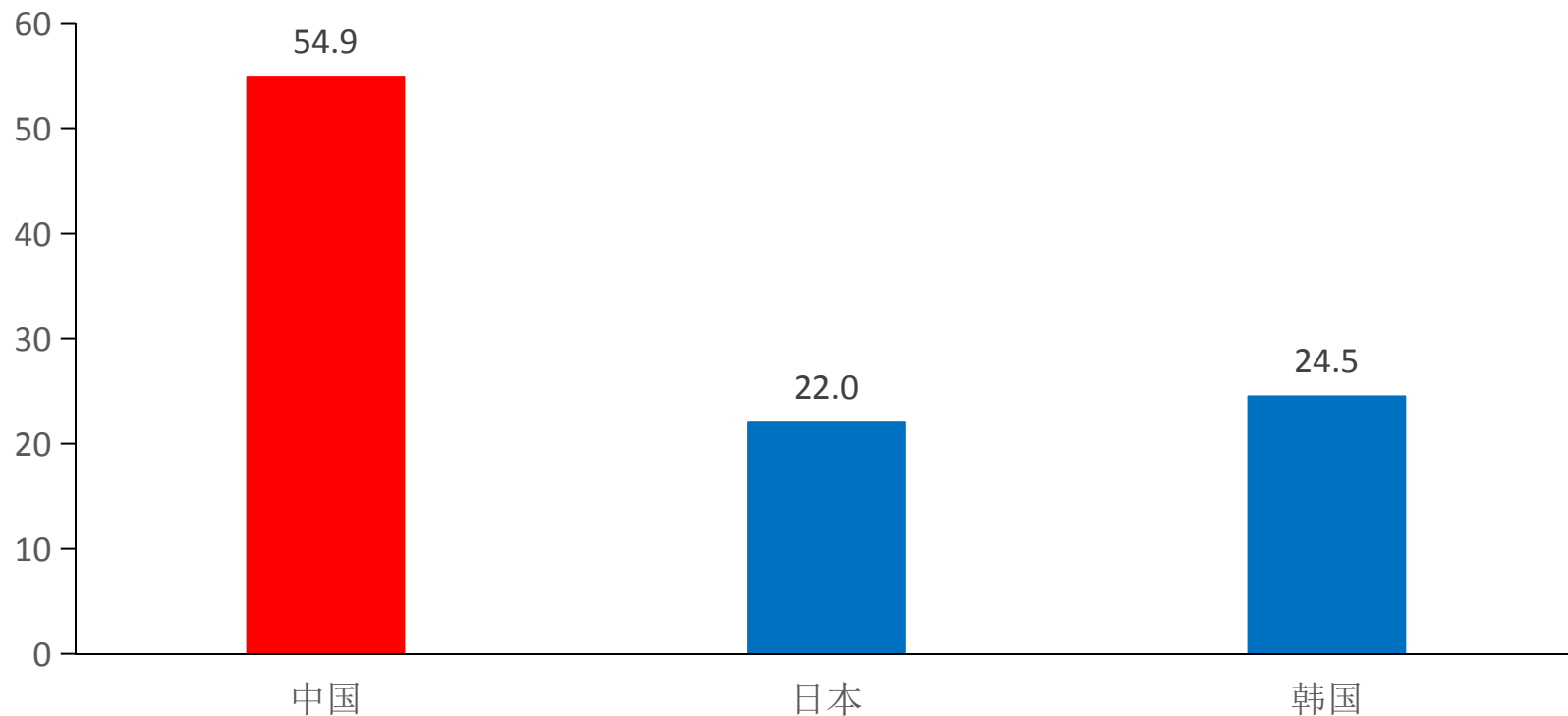
注：投资率的累计下降幅度是指经济转型后，经济体投资率的峰值到下一个平台中枢下降的幅度。

经济转型中的杠杆率，%



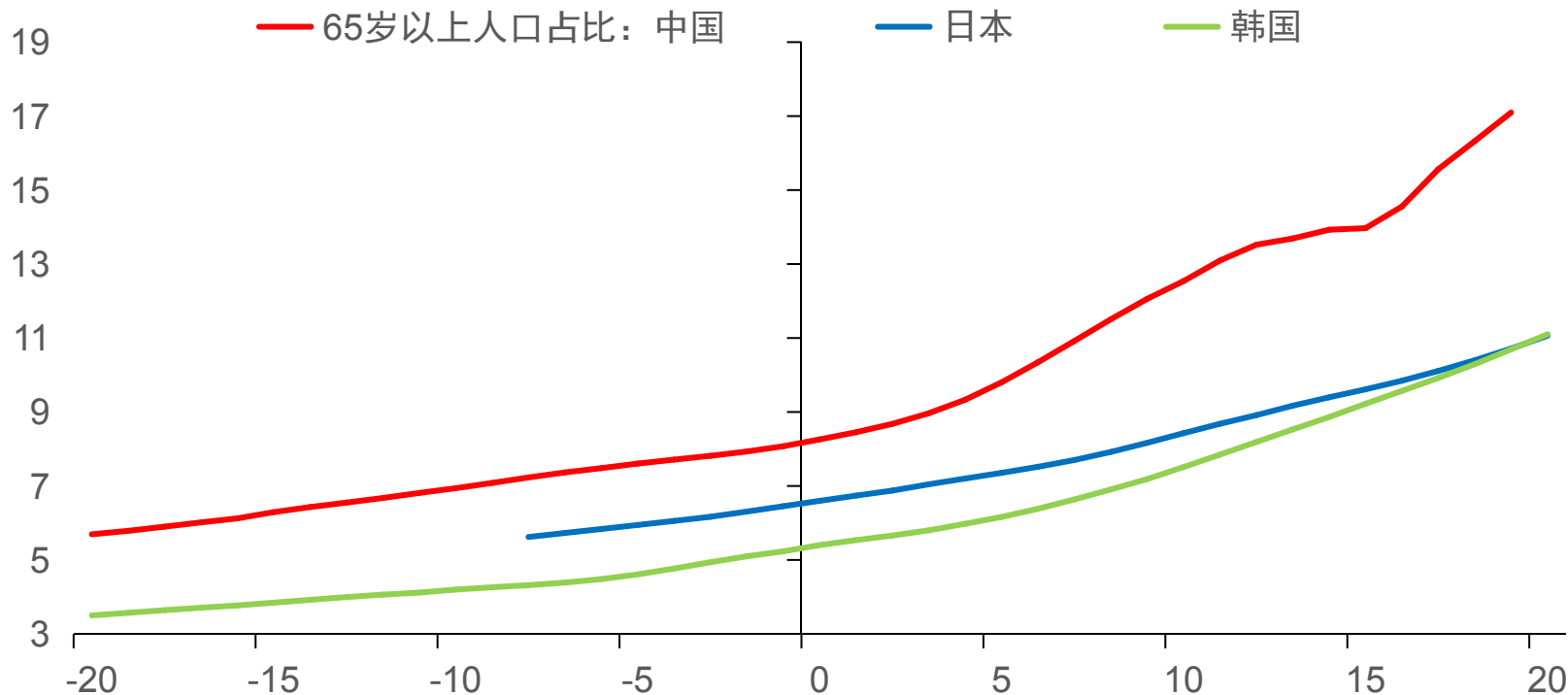
数据来源：BIS，安信证券

经济开始转型后8年杠杆率累积提升，%



数据来源：BIS，安信证券

经济转型中的老龄化，%



数据来源：World Bank，安信证券

注：中国未来的人口数据使用CPPS人口预测软件进行估算。

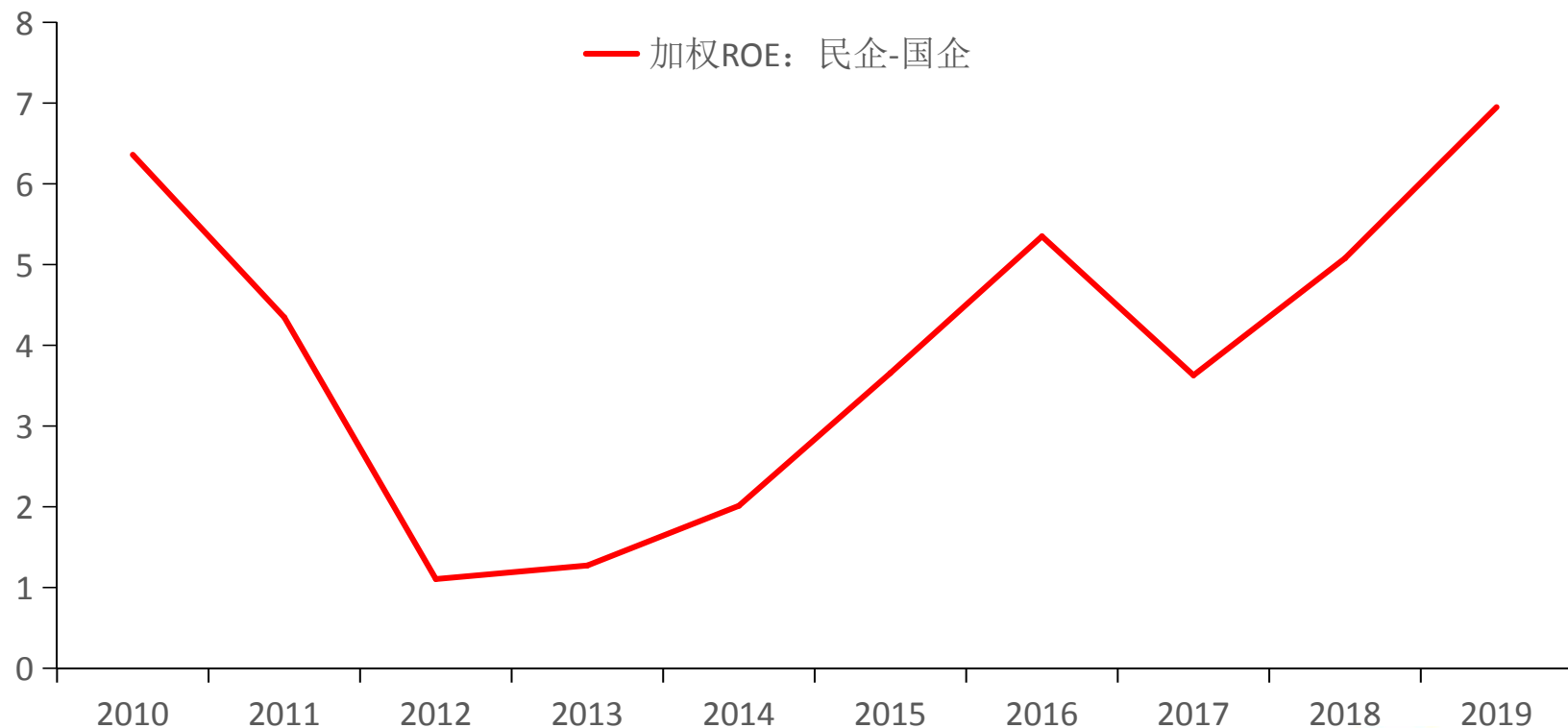
内容提要

中国经济转型的国际比较

中国国进民退的情况分析

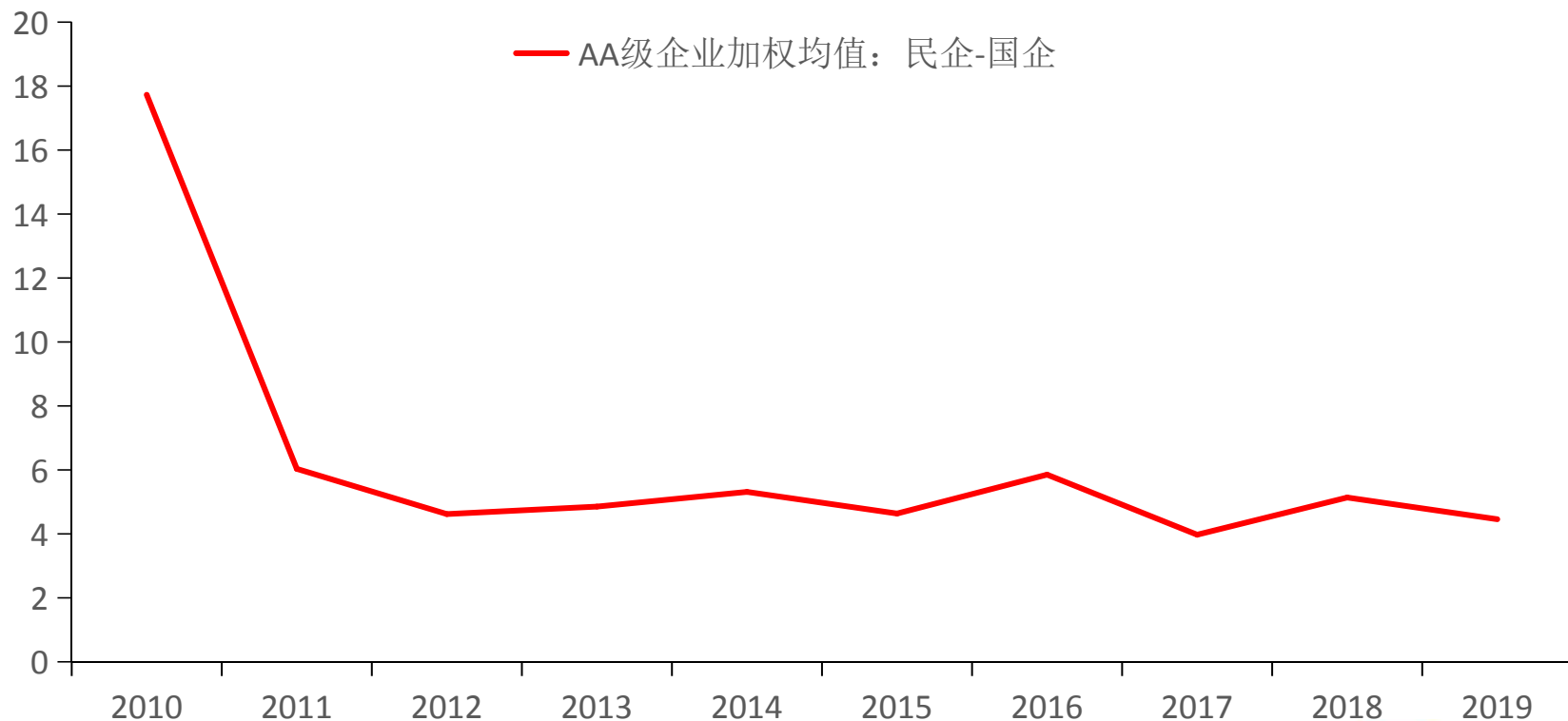
未来中国经济形势的判断

ROE 民企-国企, %



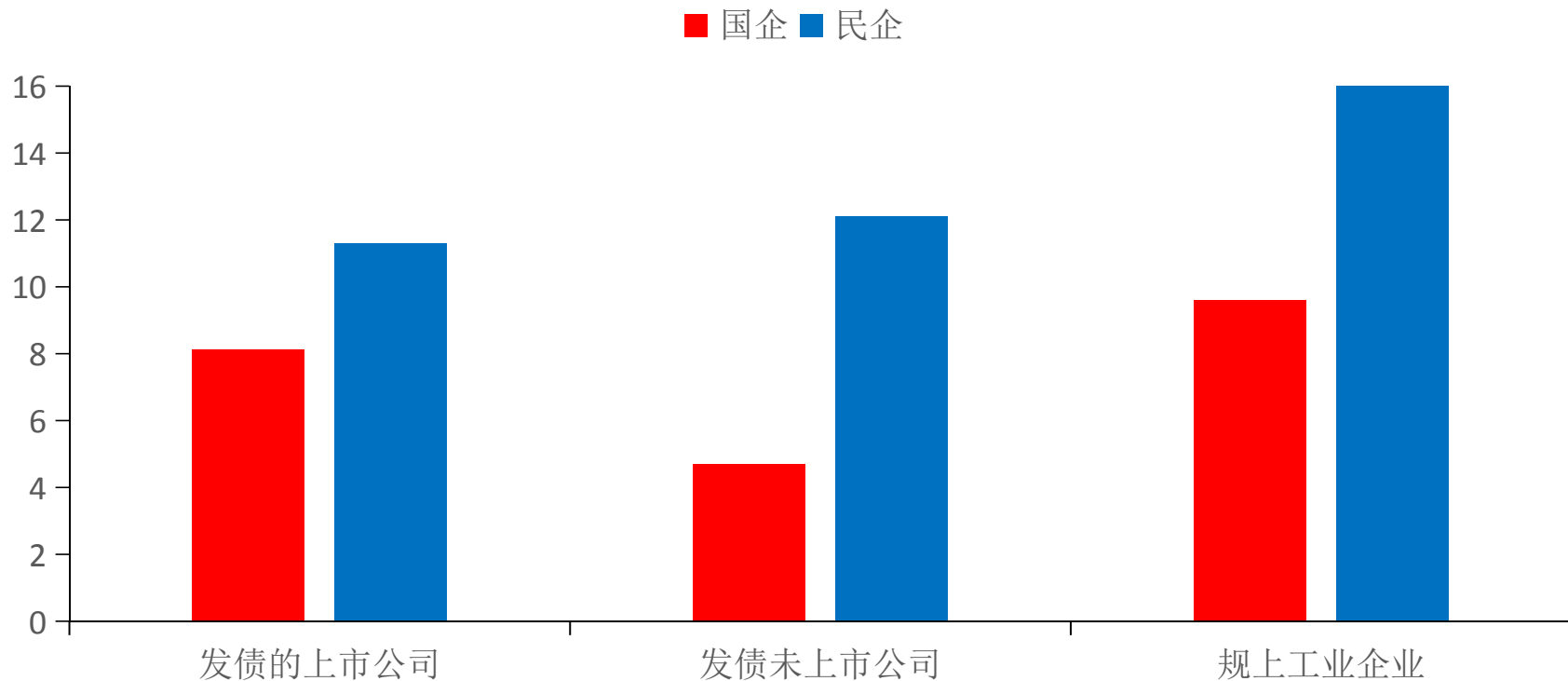
数据来源：Wind，安信证券
注：以每年发债企业为样本。

AA级ROE 民企-国企， %



数据来源：Wind，安信证券
注：以每年发债企业为样本。

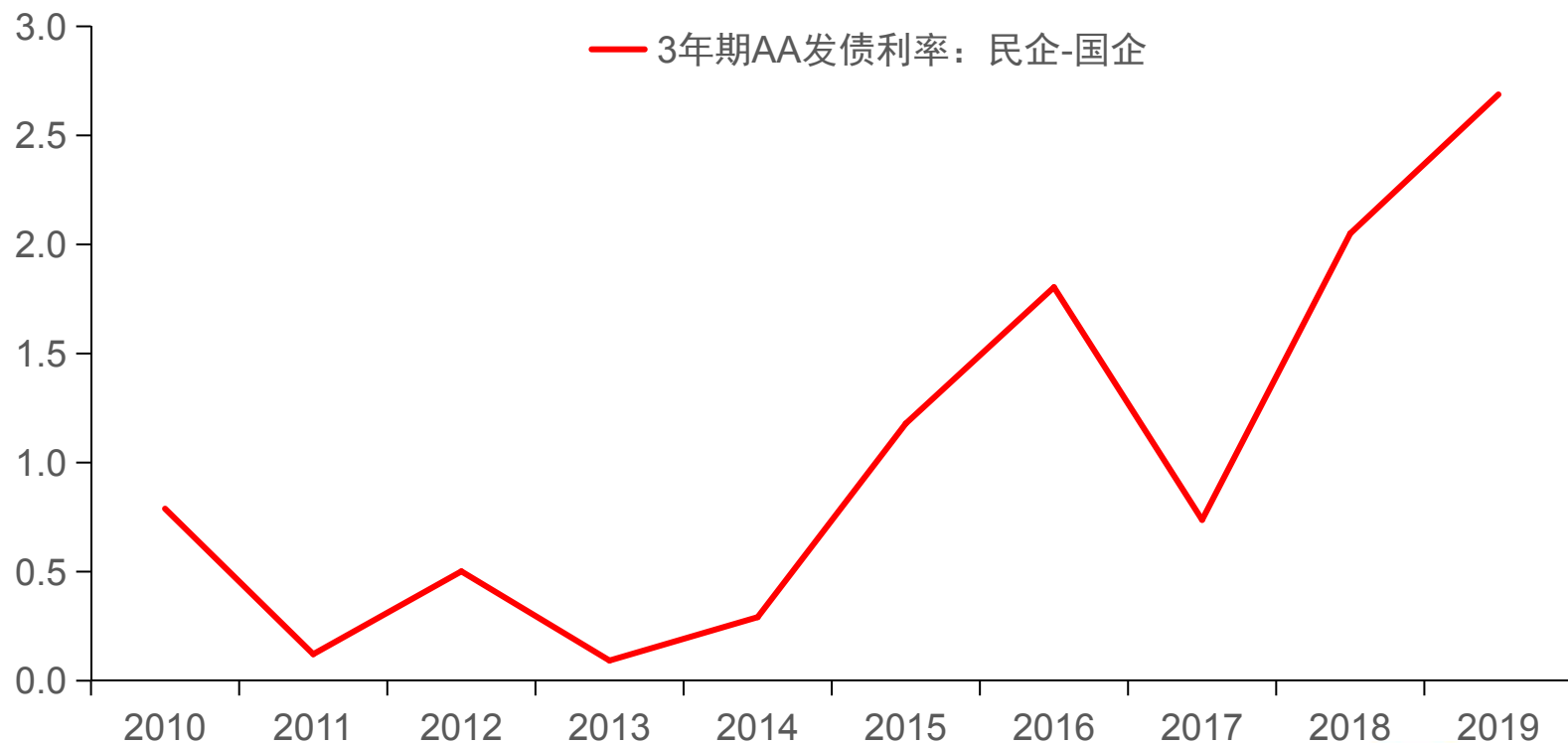
发债的上市和未上市国企、民企 ROE, %



数据来源: Wind, 安信证券

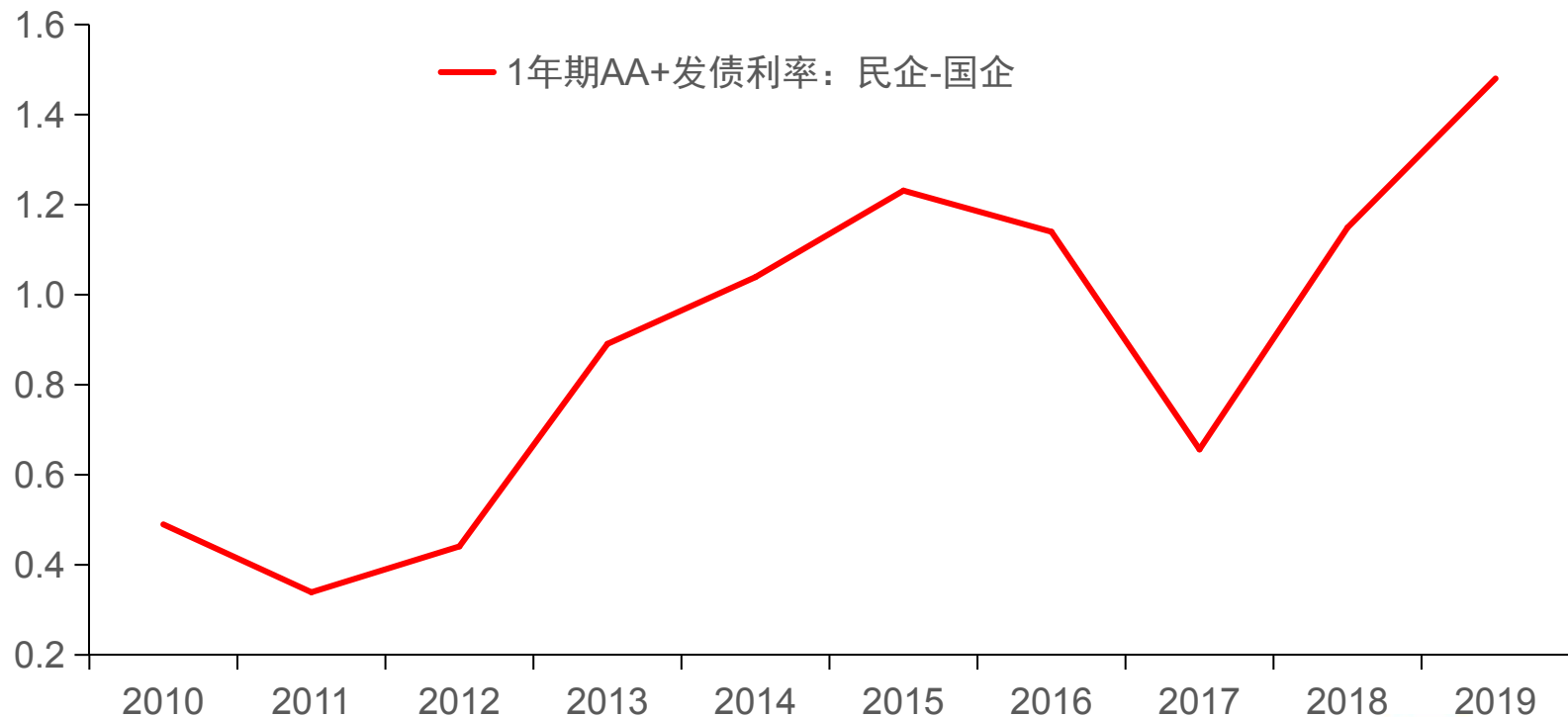
注: 以2018、2019年发债的公司为样本。

3年期AA发债利率 民企-国企， %



数据来源：Wind，安信证券
注：以每年发债企业为样本。

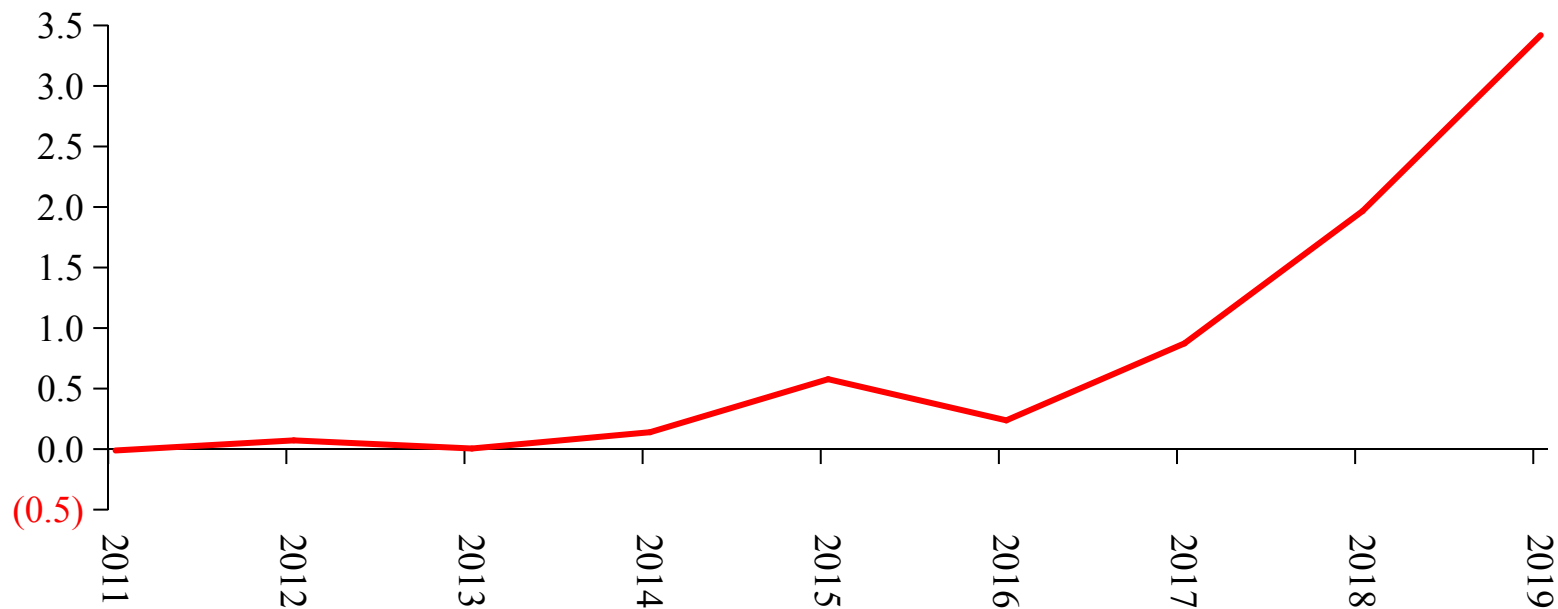
1年期AA+发债利率 民企-国企， %



数据来源：Wind，安信证券
注：以每年发债企业为样本。

1年期AA+信用债二级市场利率 民企-国企， %

— 1年期AA+债券收益率：民企-国企



数据来源：Wind，安信证券

注：以每年年底存量债券为样本，2019年数据截至2019年6月30日。

国企民企利差 民企-央企，BP



数据来源：Wind，安信证券

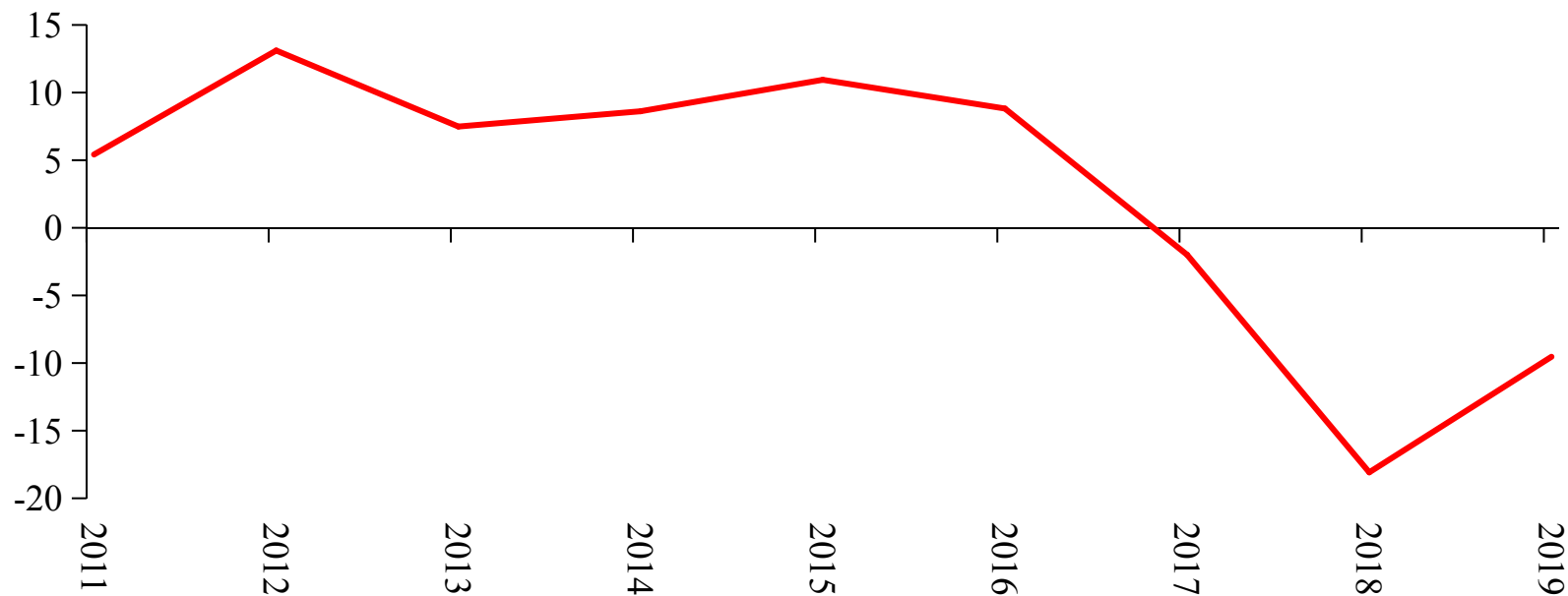
国企民企利差 民企-地方国企,BP



数据来源：Wind，安信证券

ROE<10%分位数的均值 民企-国企， %

— ROE<10%分位的企业加权ROE：民企-国企

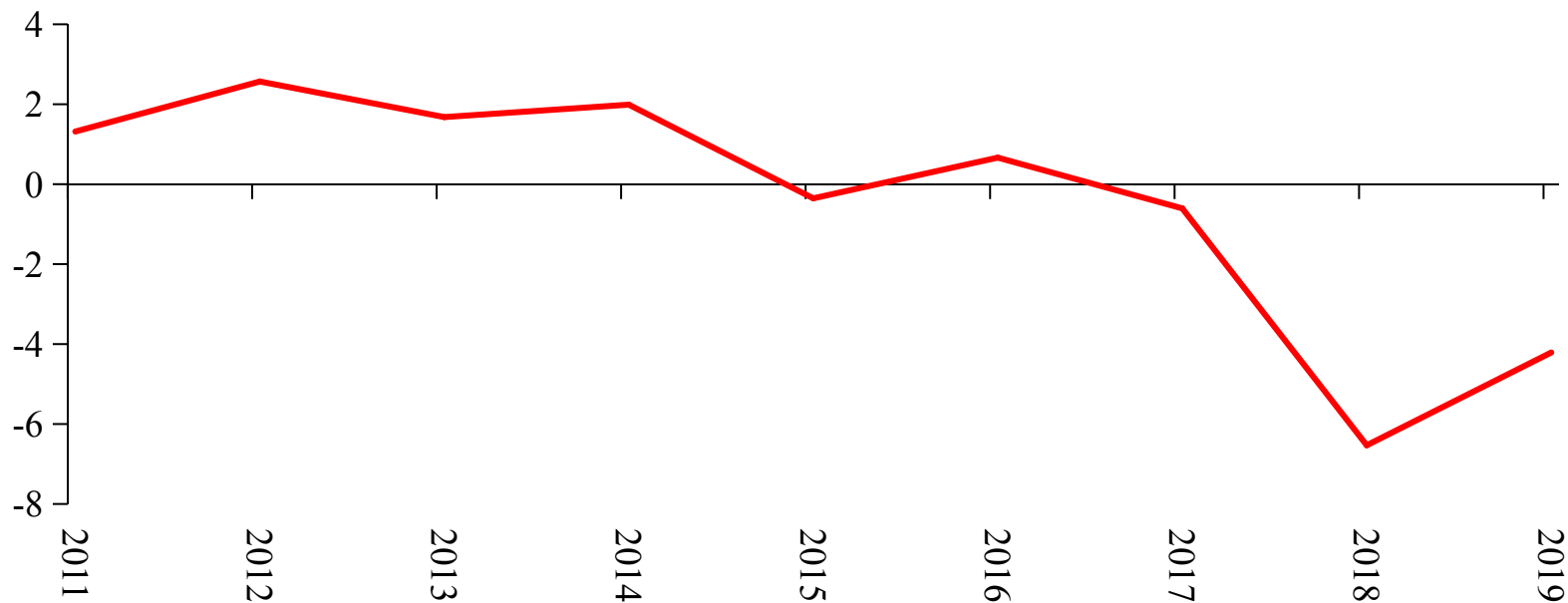


数据来源：Wind，安信证券

注：以每年年底存量债券为样本，2019年数据截至2019年6月30日。

ROE<3%的均值 民企-国企， %

— ROE<3%的企业加权ROE：民企-国企

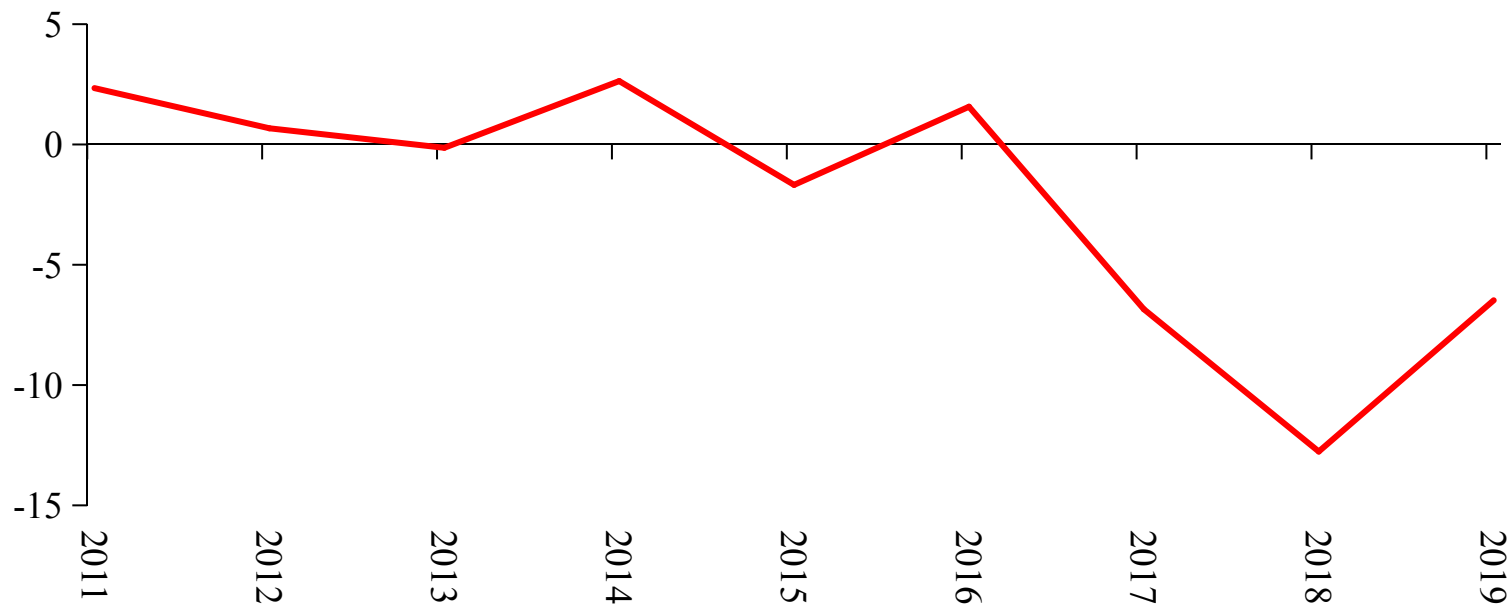


数据来源：Wind，安信证券

注：以每年年底存量债券为样本，2019年数据截至2019年6月30日。

ROE<0的均值 民企-国企， %

— ROE<0的企业加权ROE：民企-国企

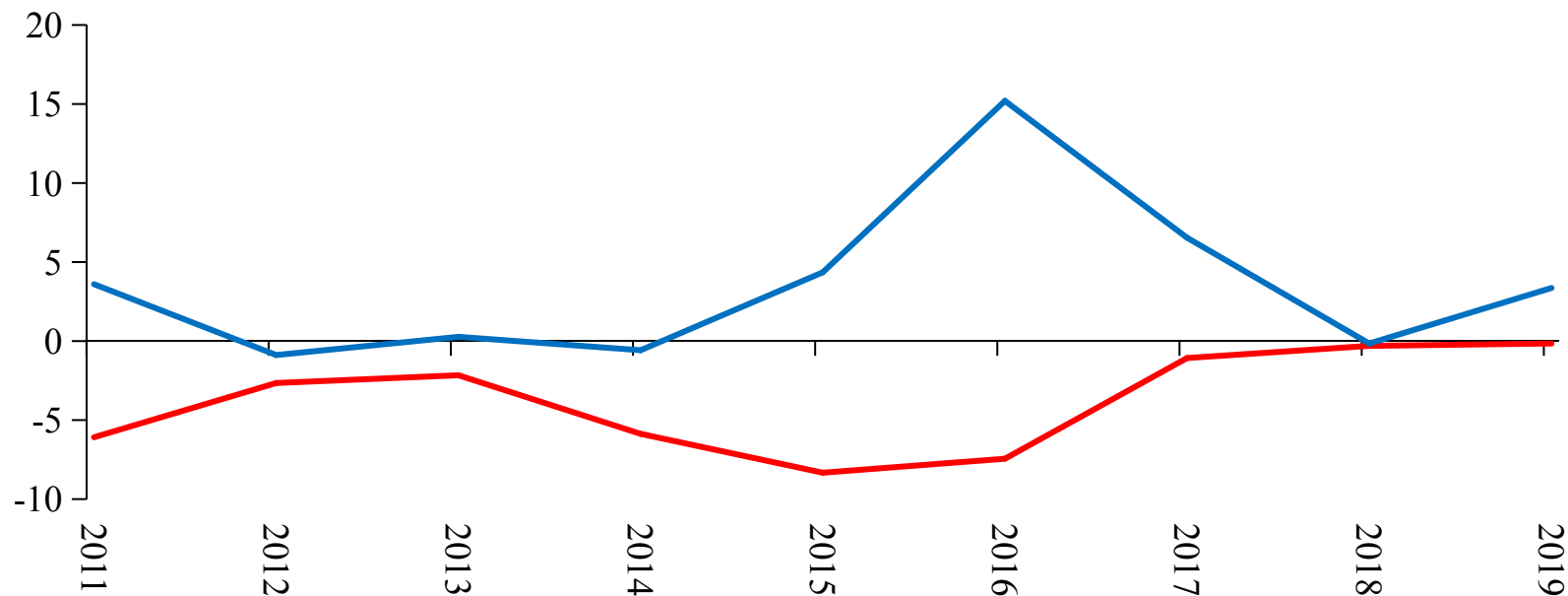


数据来源：Wind，安信证券

注：以每年年底存量债券为样本，2019年数据截至2019年6月30日。

企业经营性现金流 民企-国企， %

— 民企-国企：经营性现金/营业收入 — 民企-国企：融资性现金/营业收入

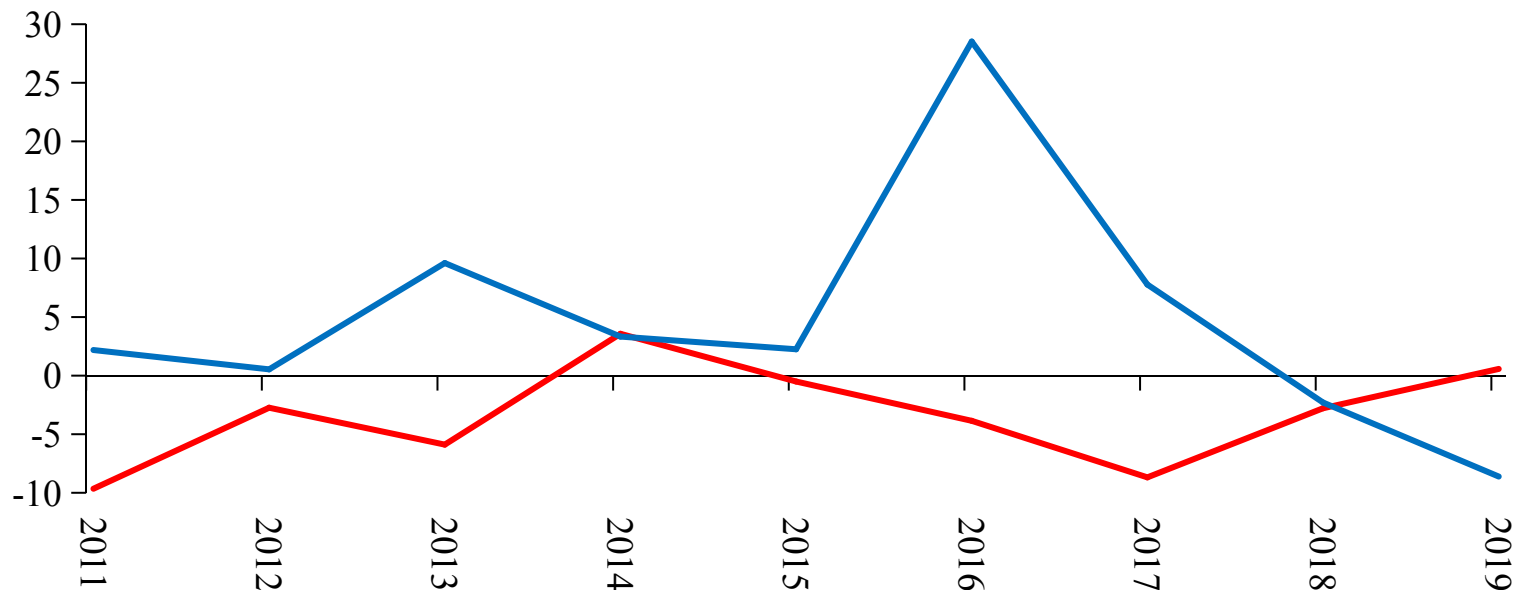


数据来源：Wind，安信证券

注：以每年年底存量债券为样本，2019年数据截至2019年6月30日。

ROE<10%分位数的企业经营性现金流 民企-国企， %

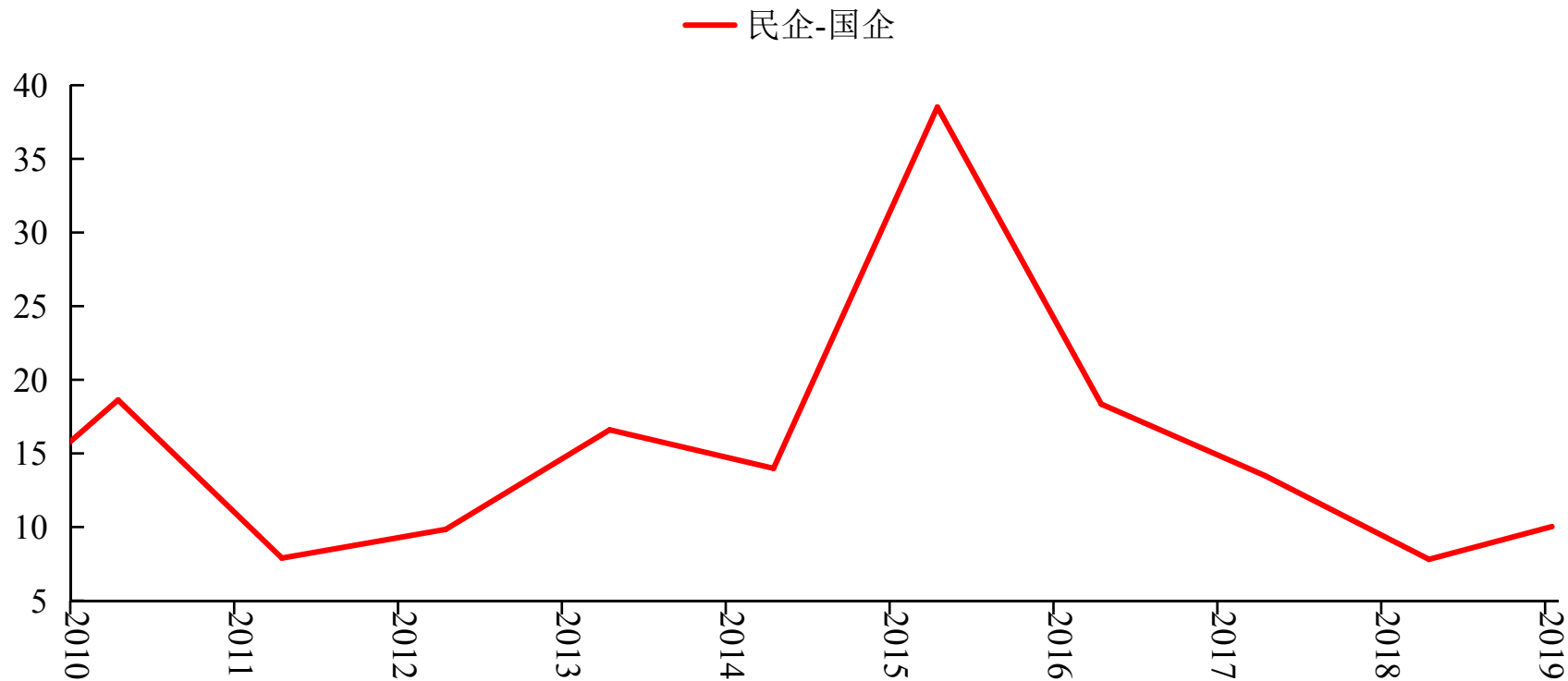
— 民企-国企：经营性现金/营业收入 — 民企-国企：融资性现金/营业收入



数据来源：Wind，安信证券

注：以每年年底存量债券为样本，2019年数据截至2019年6月30日。

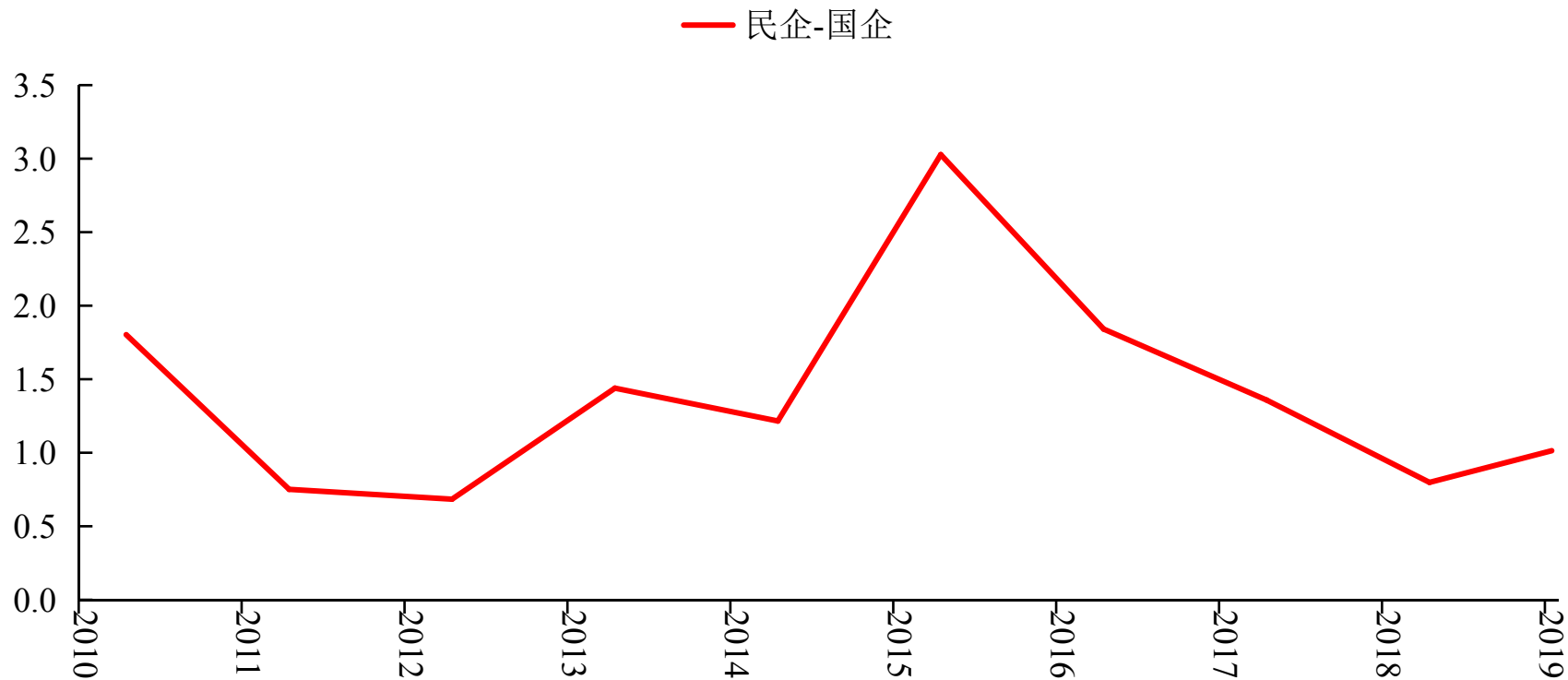
PE 民企-国企



数据来源：Wind，安信证券

注：以剔除银行石油石化的上市公司为样本。

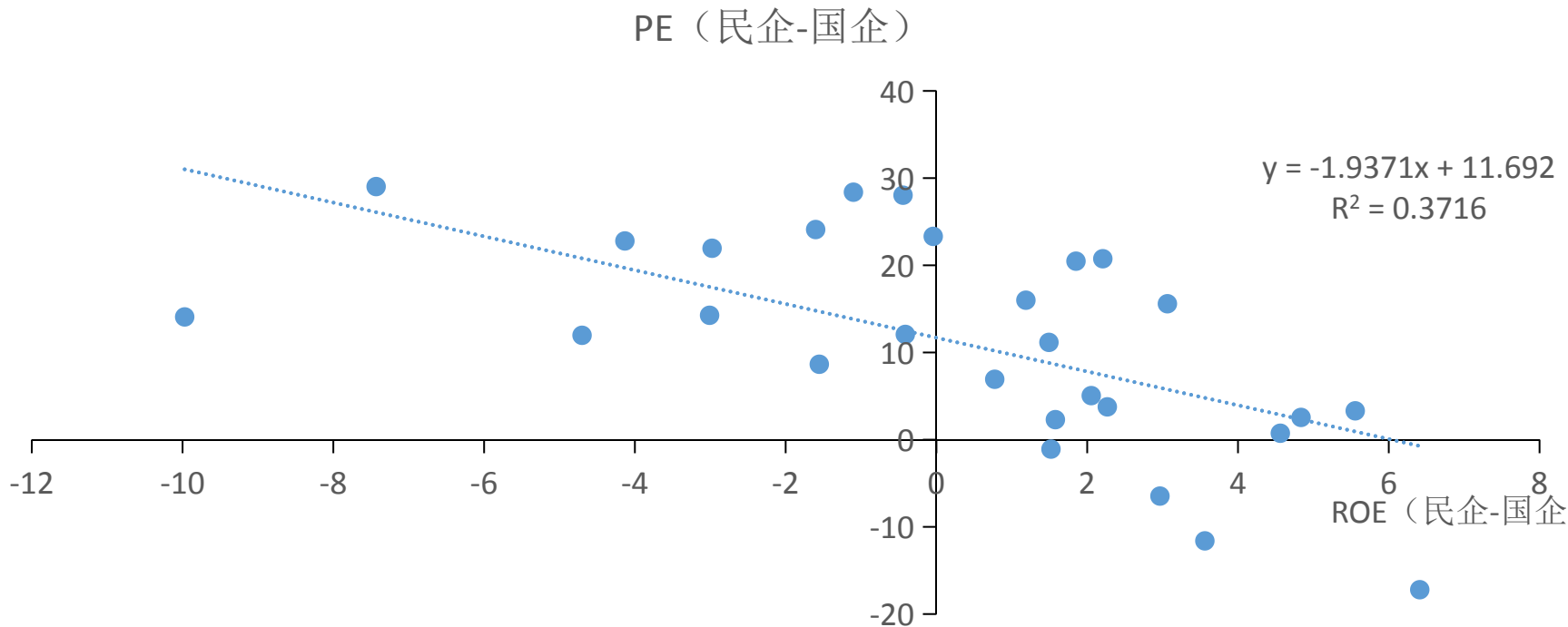
PB 民企-国企



数据来源：Wind，安信证券

注：以剔除银行石油石化的上市公司为样本。

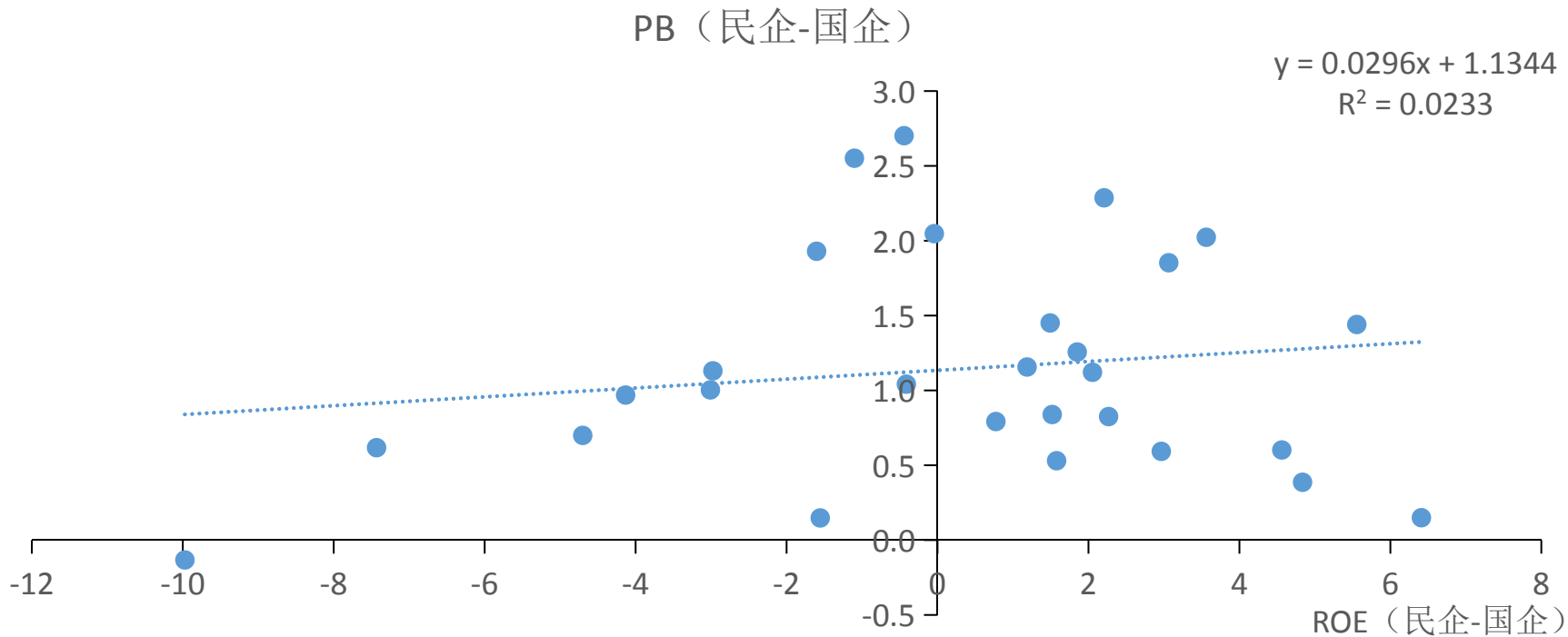
PE和ROE 民企-国企



数据来源：Wind，安信证券

注：以剔除银行石油石化的上市公司为样本。考虑到2018年上市公司业绩受到资产减值的影响较大，我们主要研究2010-2017年各行业的PE和ROE的均值。

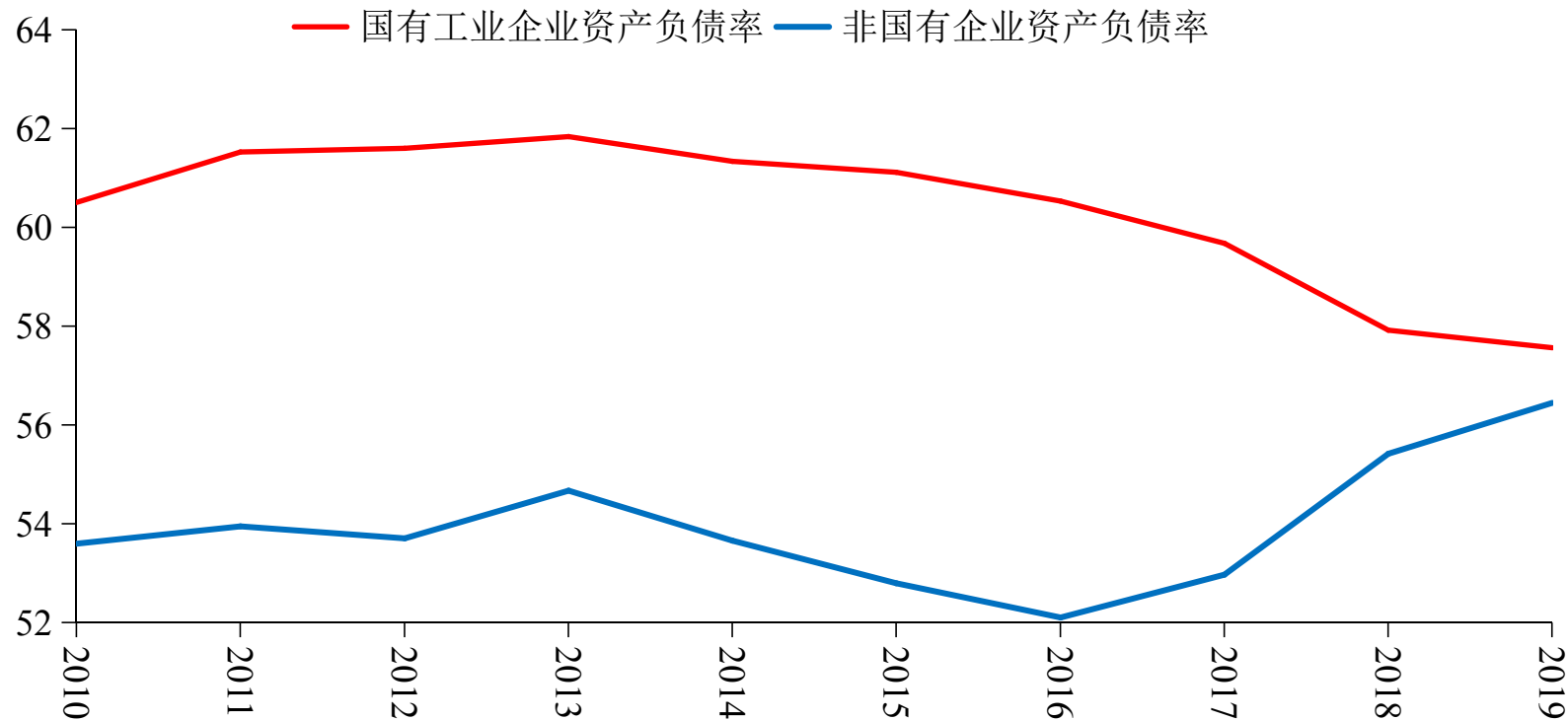
PB和ROE 民企-国企



数据来源：Wind，安信证券

注：以剔除银行石油石化的上市公司为样本。考虑到2018年上市公司业绩受到资产减值的影响较大，我们主要研究2010-2017年各行业的PB和ROE的均值。

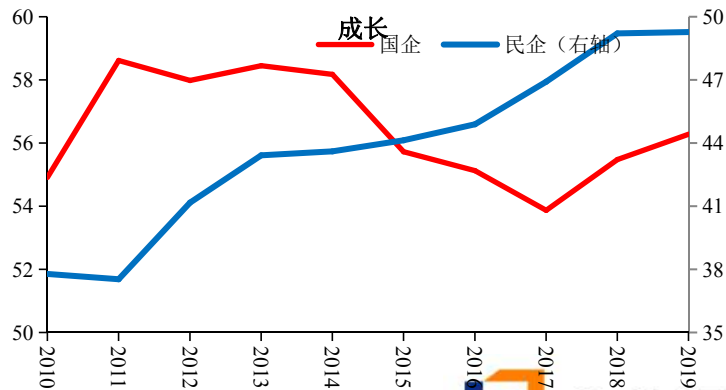
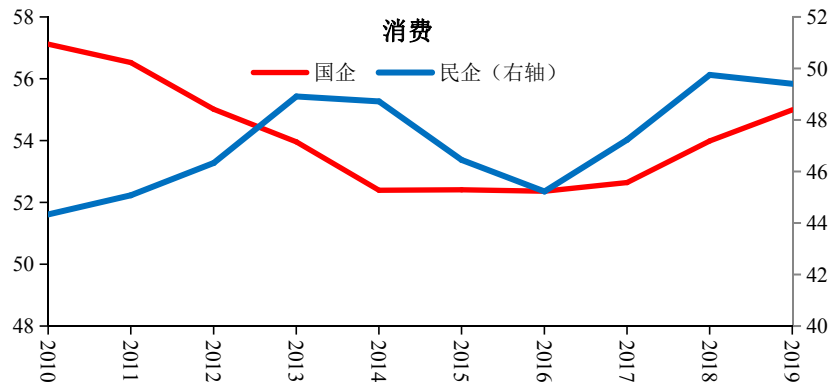
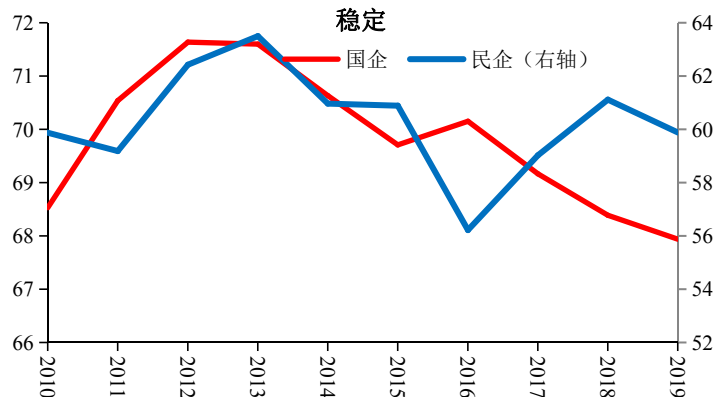
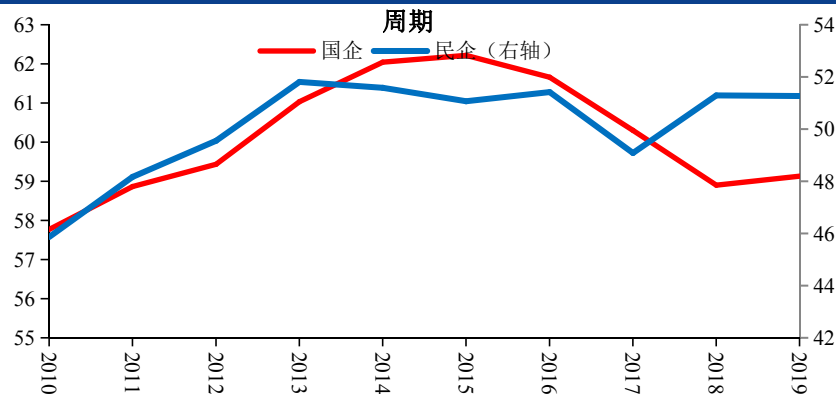
规上工业企业资产负债率 民企V.S. 国企， %



数据来源：Wind，安信证券

注：2019年数据截至2019年6月30日

各风格板块上市公司资产负债率 民企V.S. 国企，%



数据来源：Wind，安信证券

注：公司所属风格板块基于2019年分类，未历史追溯。数据截至2019年9月30日。

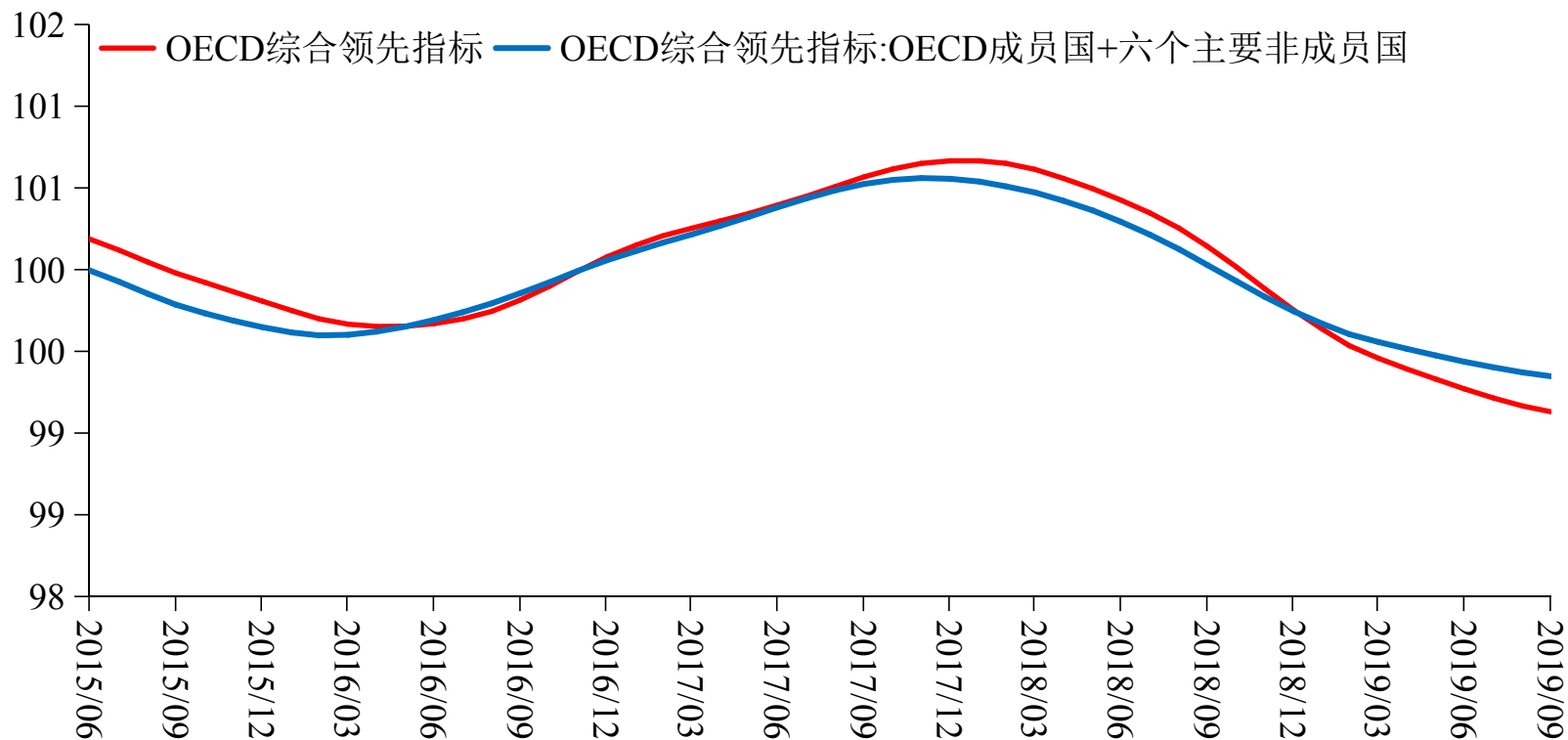
内容提要

中国经济转型的国际比较

中国国进民退的情况分析

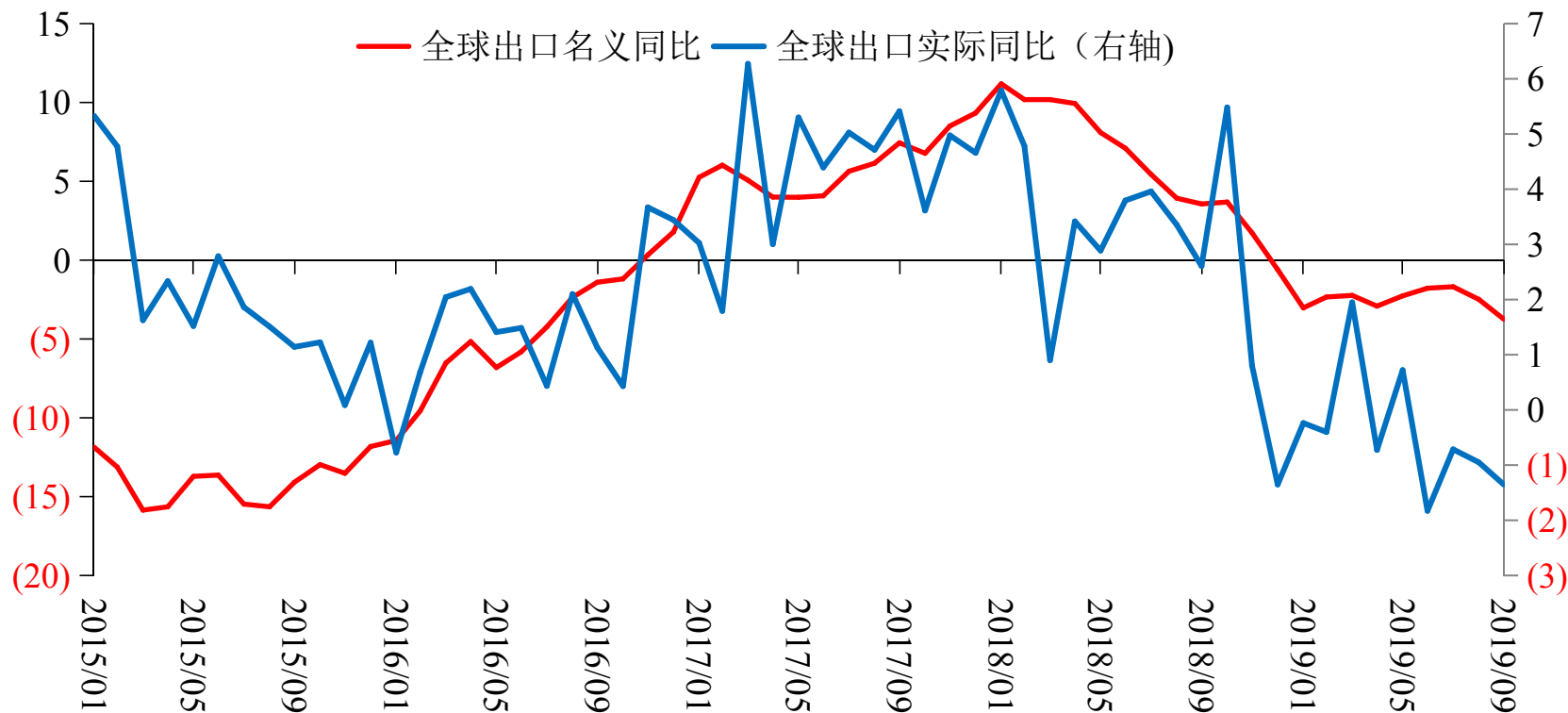
未来中国经济形势的判断

OECD综合领先指标，%



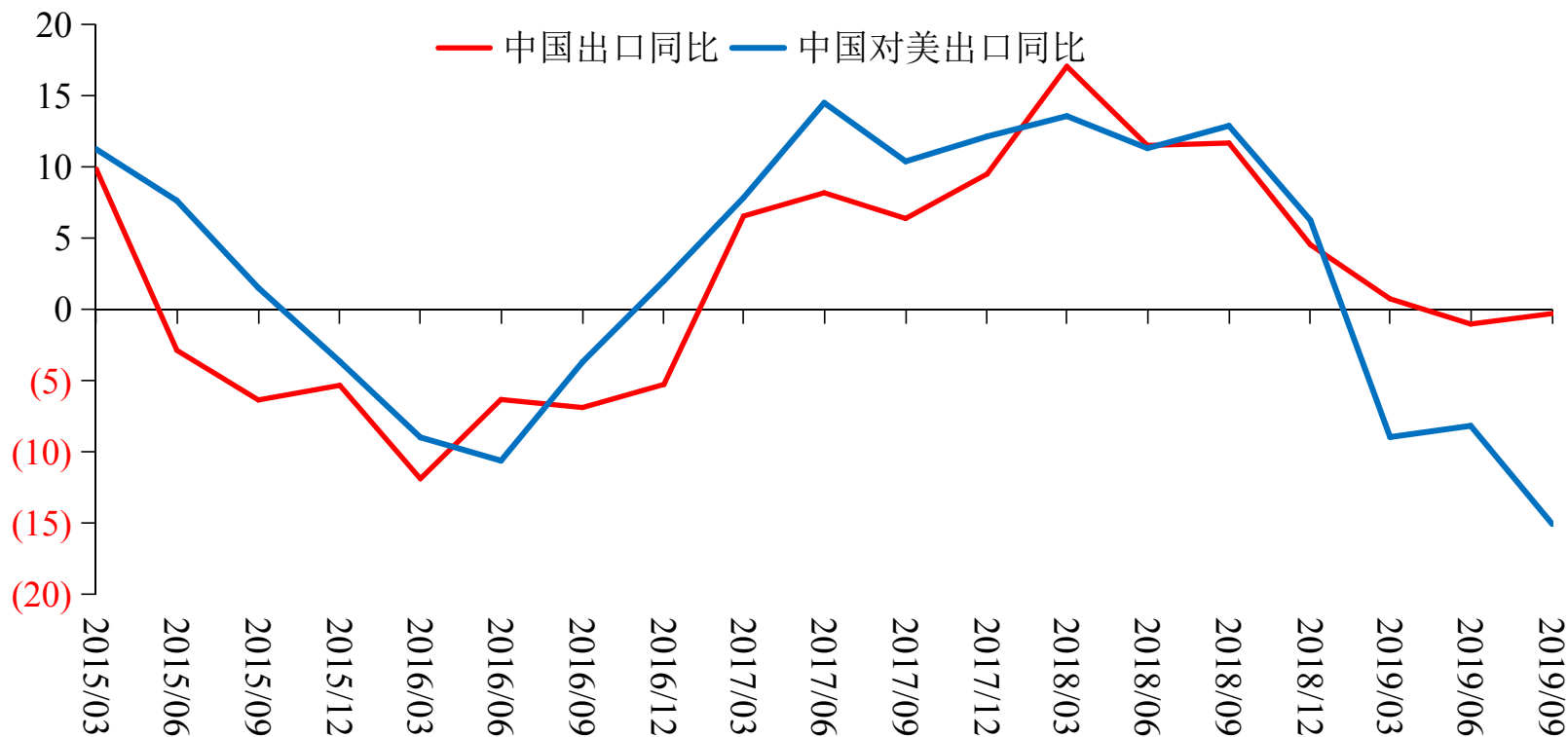
数据来源: Wind, 安信证券

全球出口名义和实际同比，%



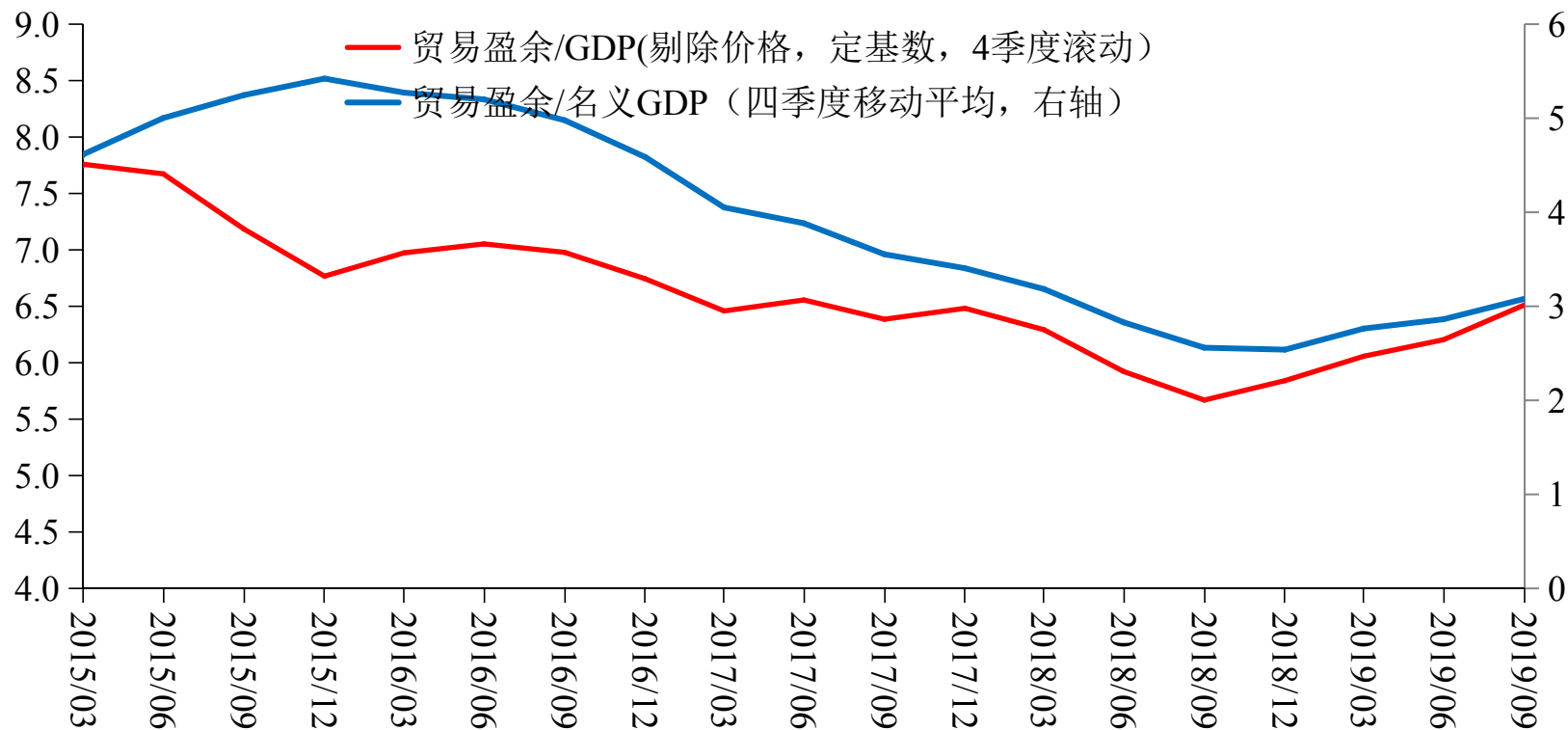
数据来源：Wind，安信证券

中国出口同比和对美出口同比, %



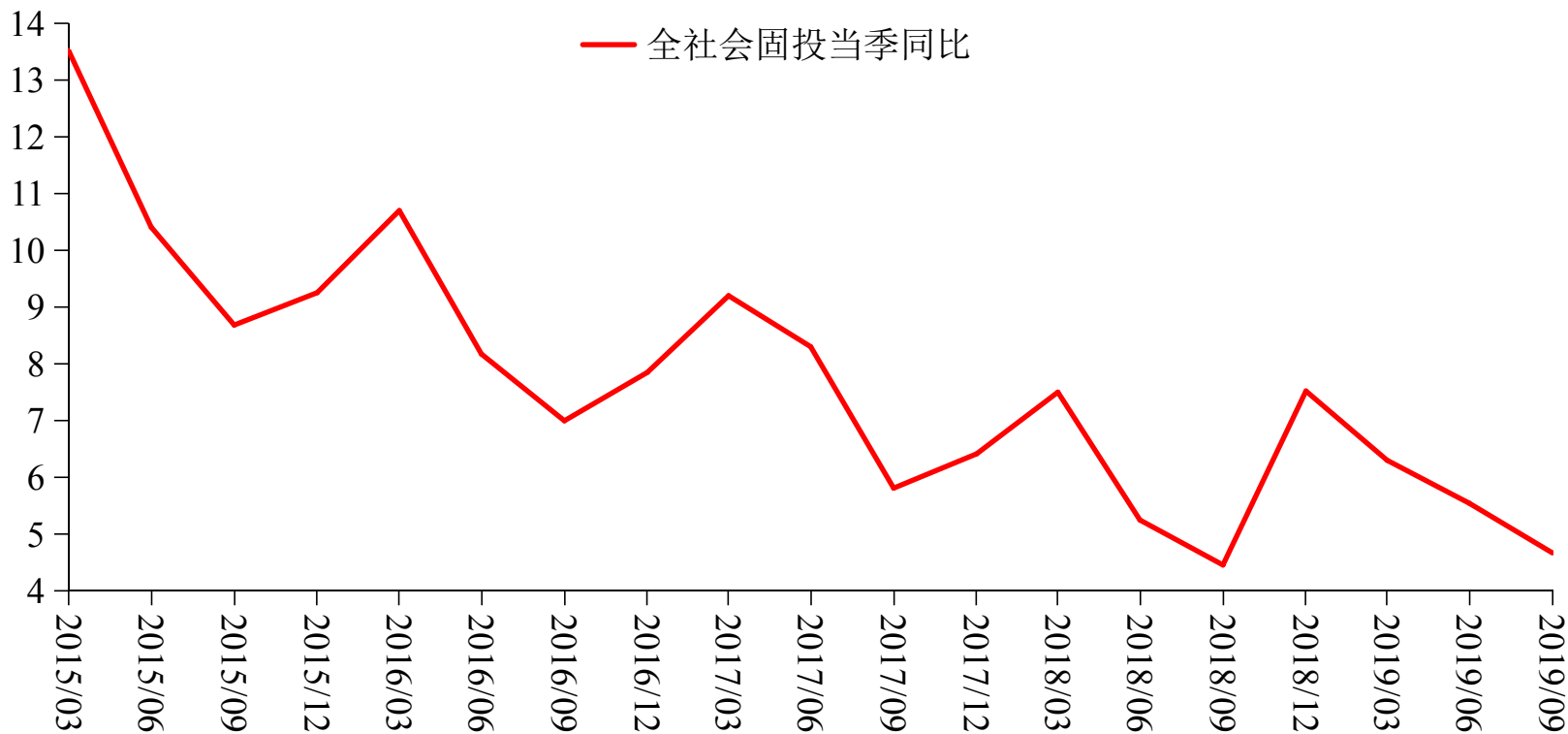
数据来源: Wind, 安信证券

名义和实际贸易盈余/GDP，%



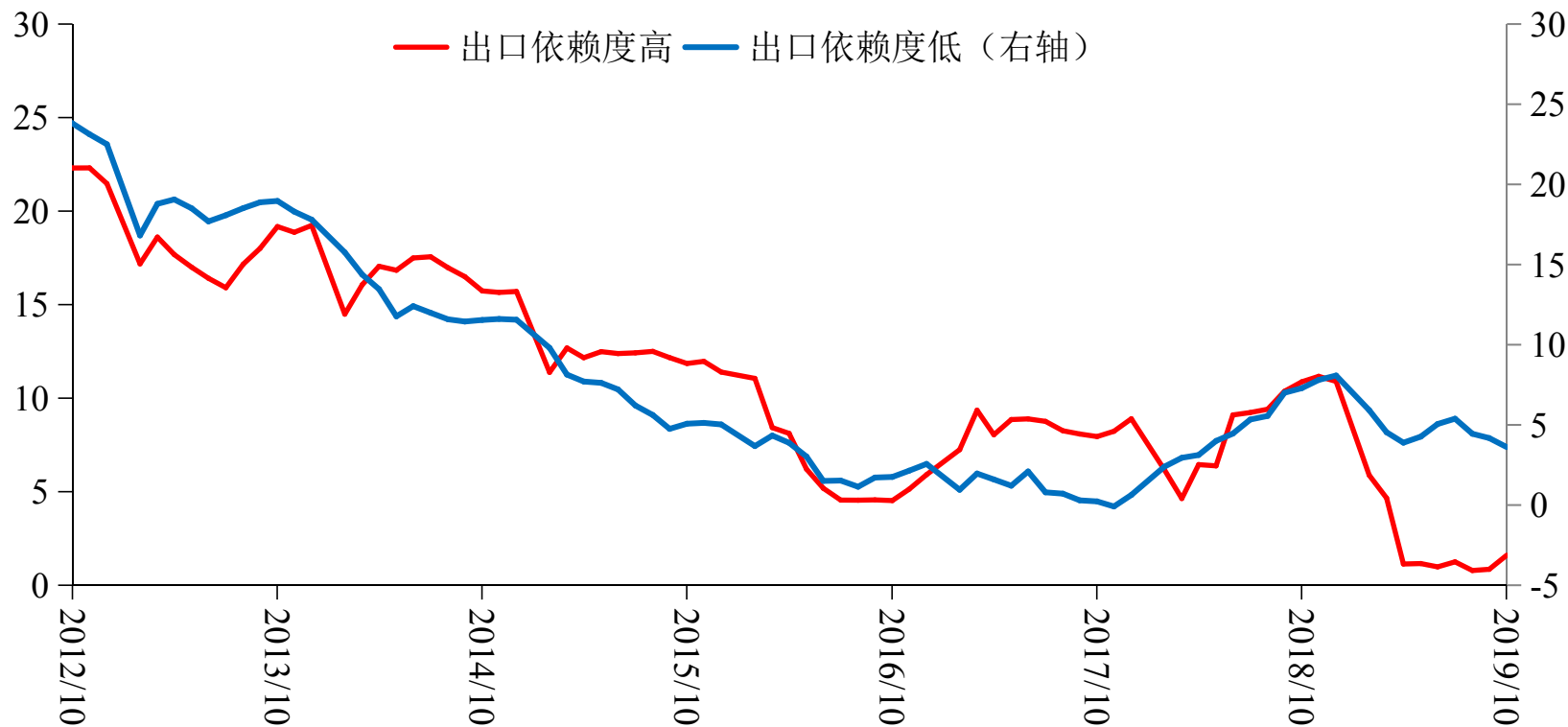
数据来源: Wind, 安信证券

全社会固定资产投资同比，%



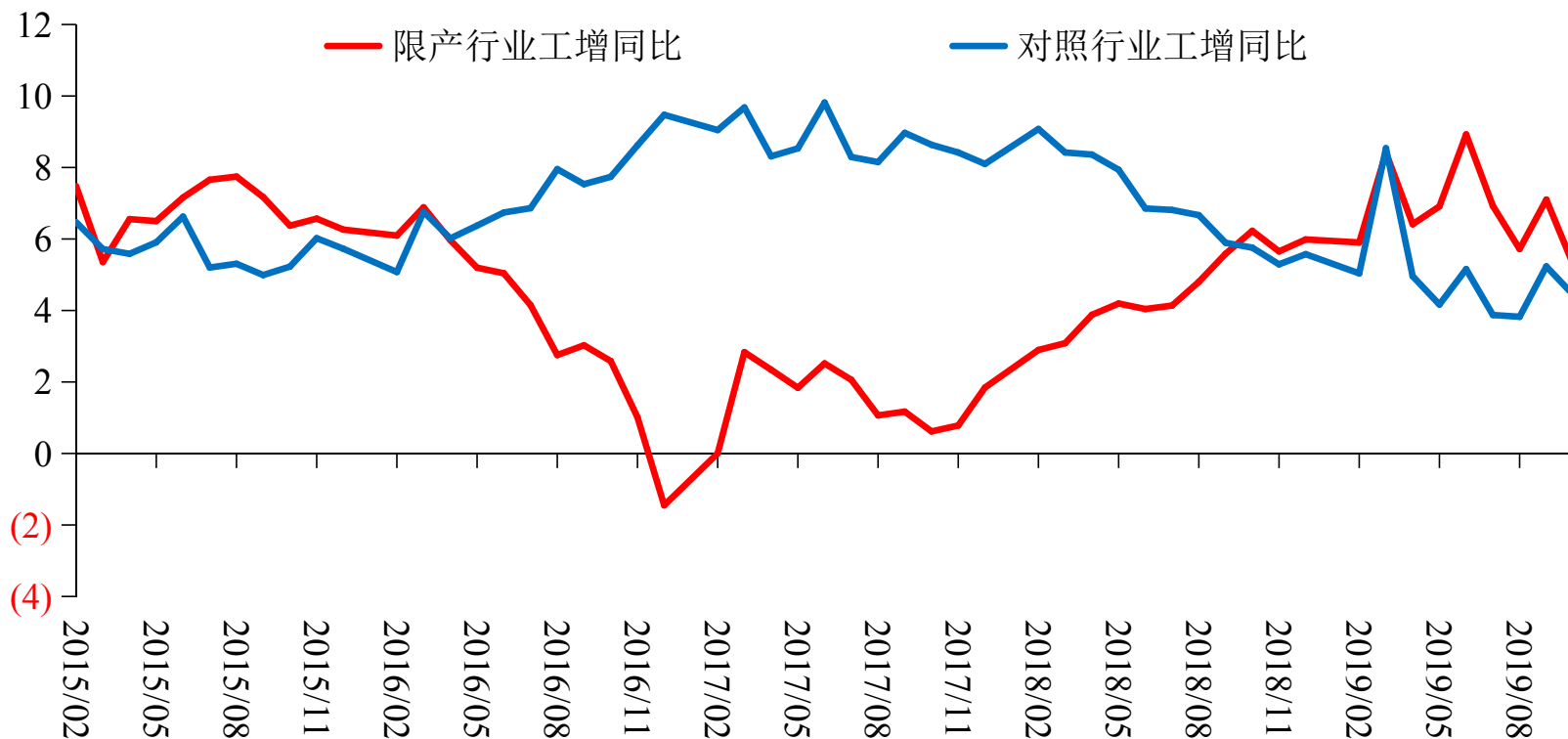
数据来源：Wind，安信证券

制造业投资：出口依赖度高V.S.低，%



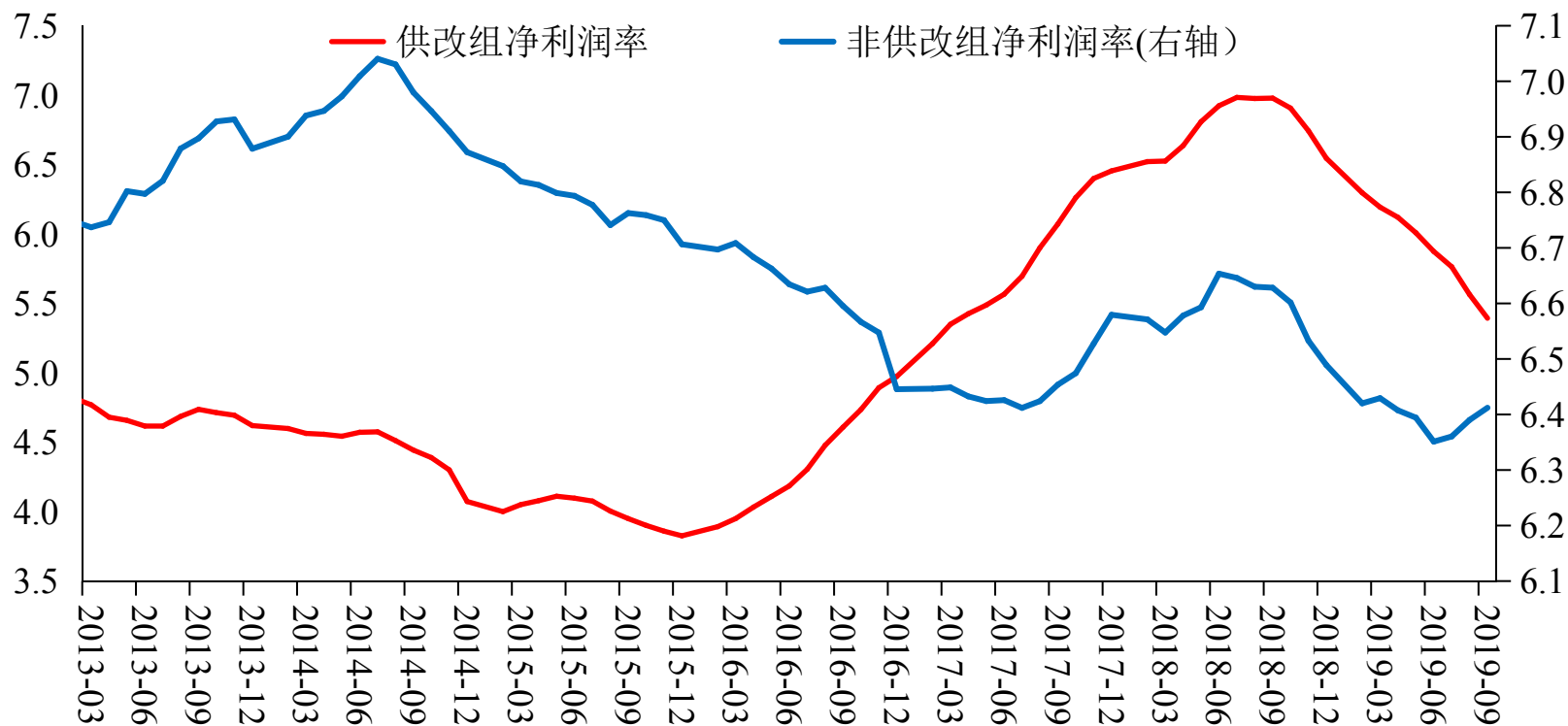
数据来源：Wind，安信证券

限产组和对照组工业增加值同比，%



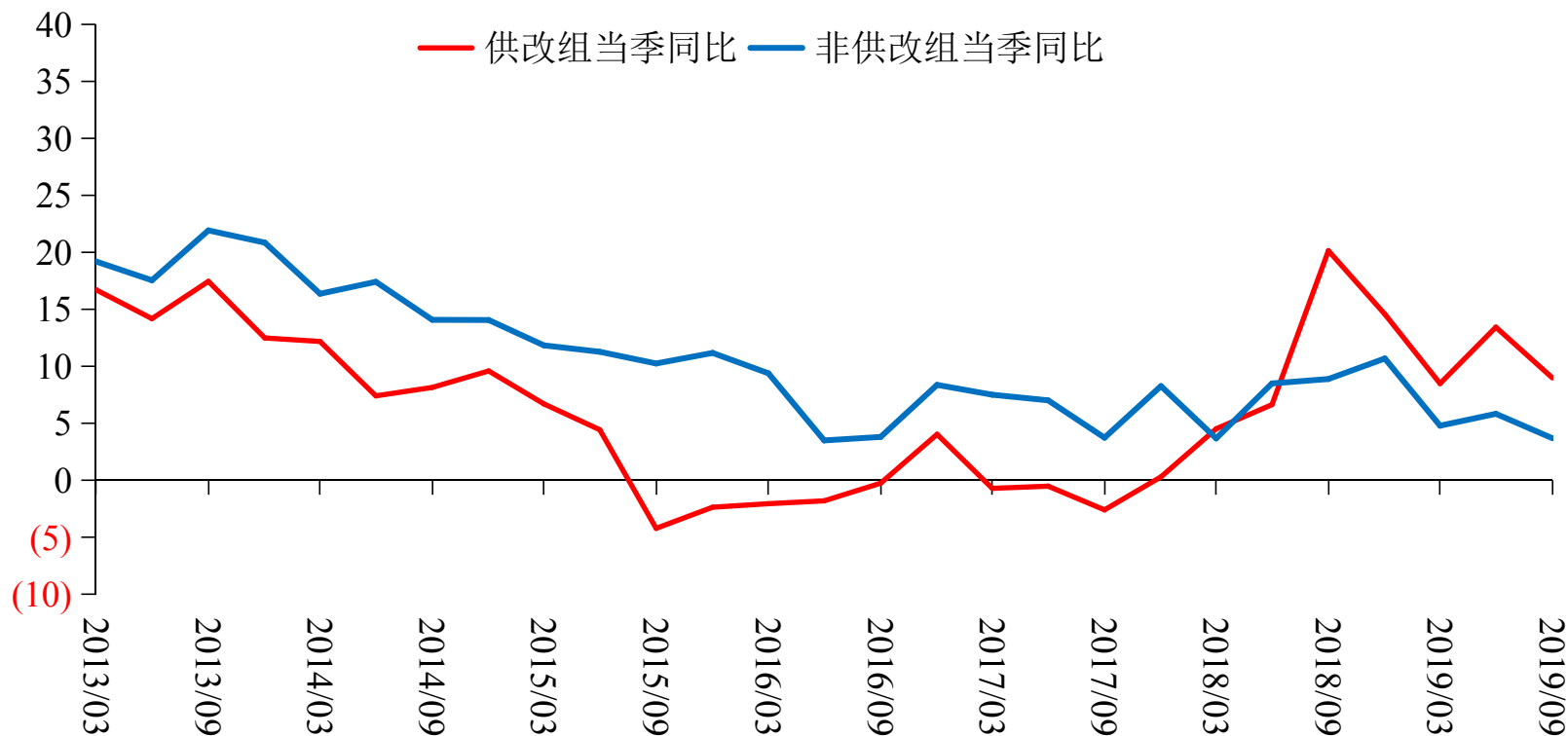
数据来源：Wind，安信证券

限产组和对照组净利润率，%



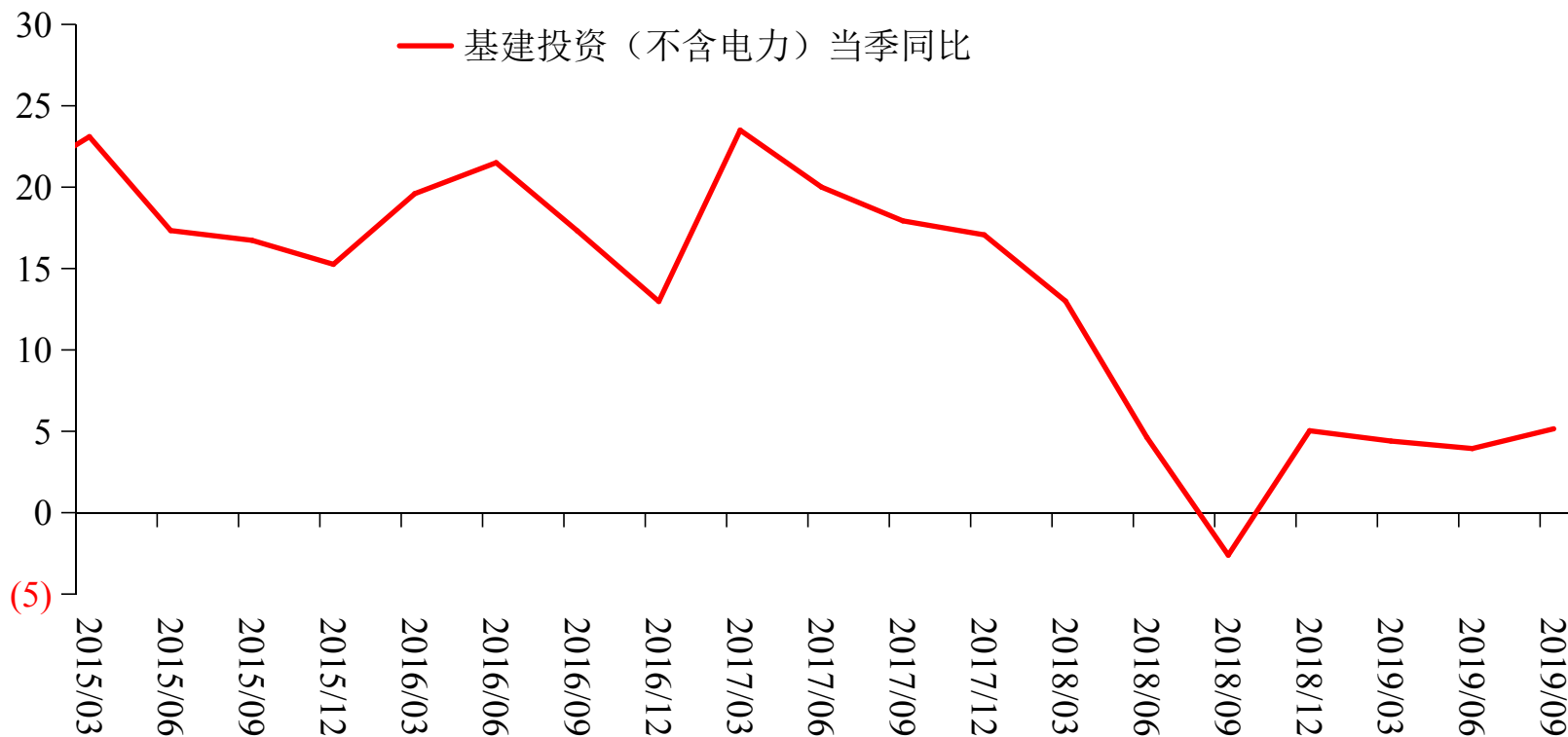
数据来源：Wind，安信证券

限产组和对照改组制造业投资，%



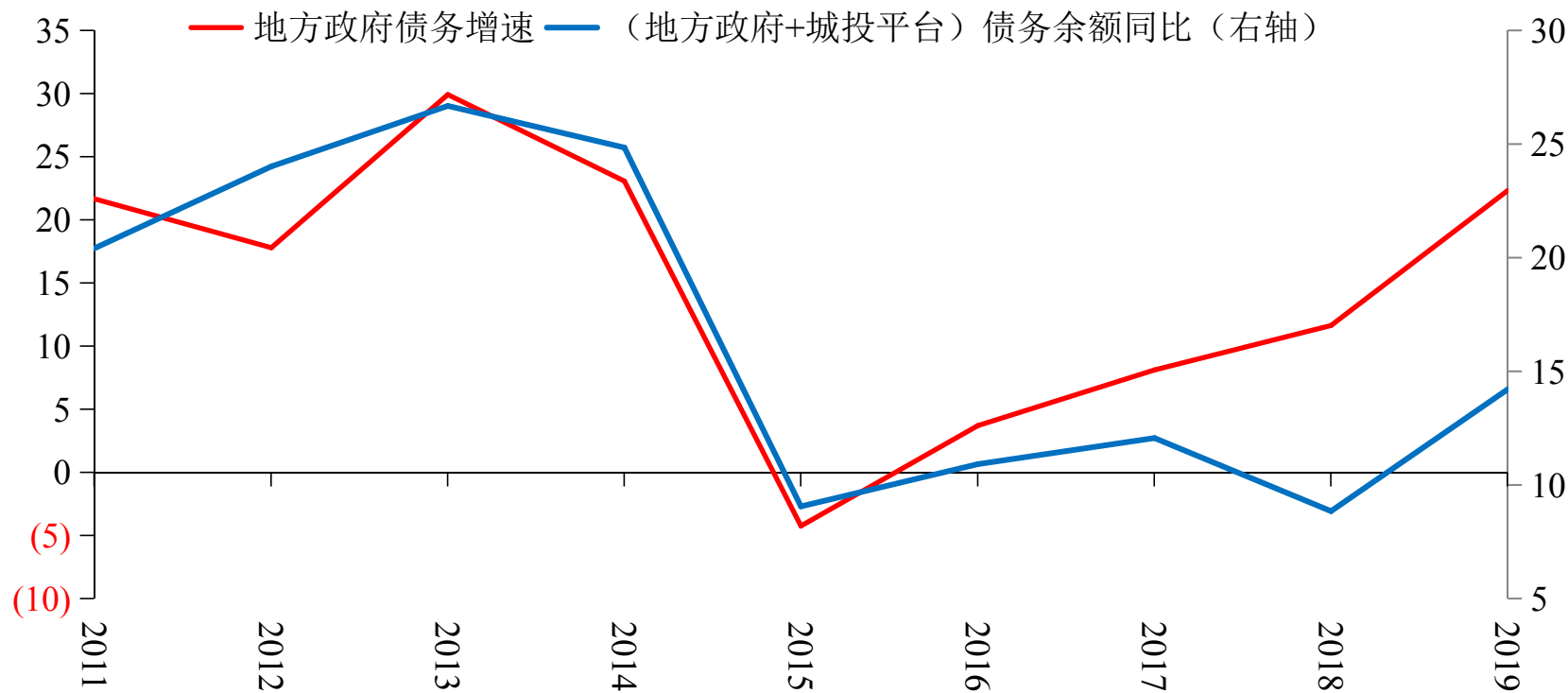
数据来源：Wind，安信证券

基础设施投资当季同比，%



数据来源：Wind，安信证券

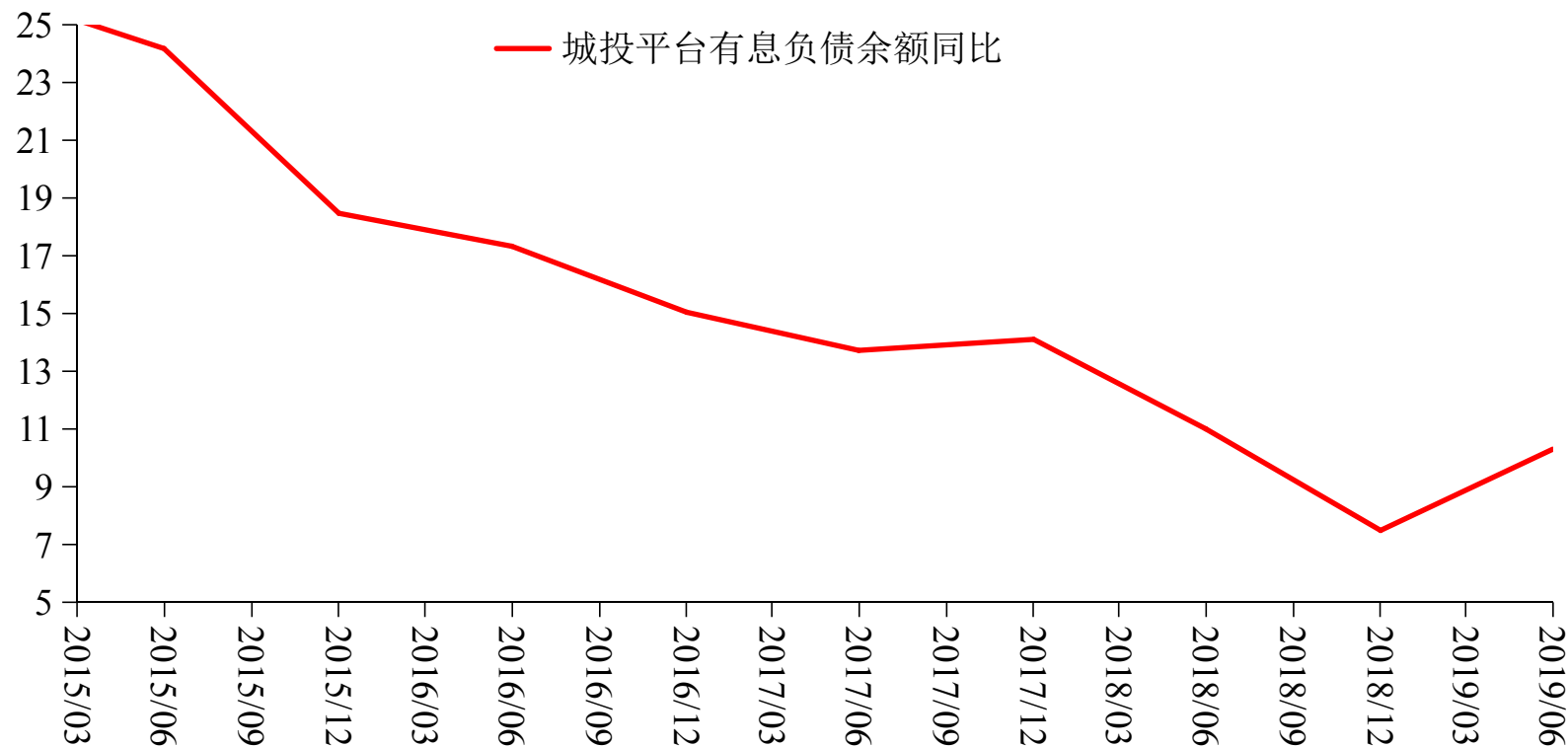
狭义和广义地方政府债务余额同比，%



数据来源：Wind，安信证券

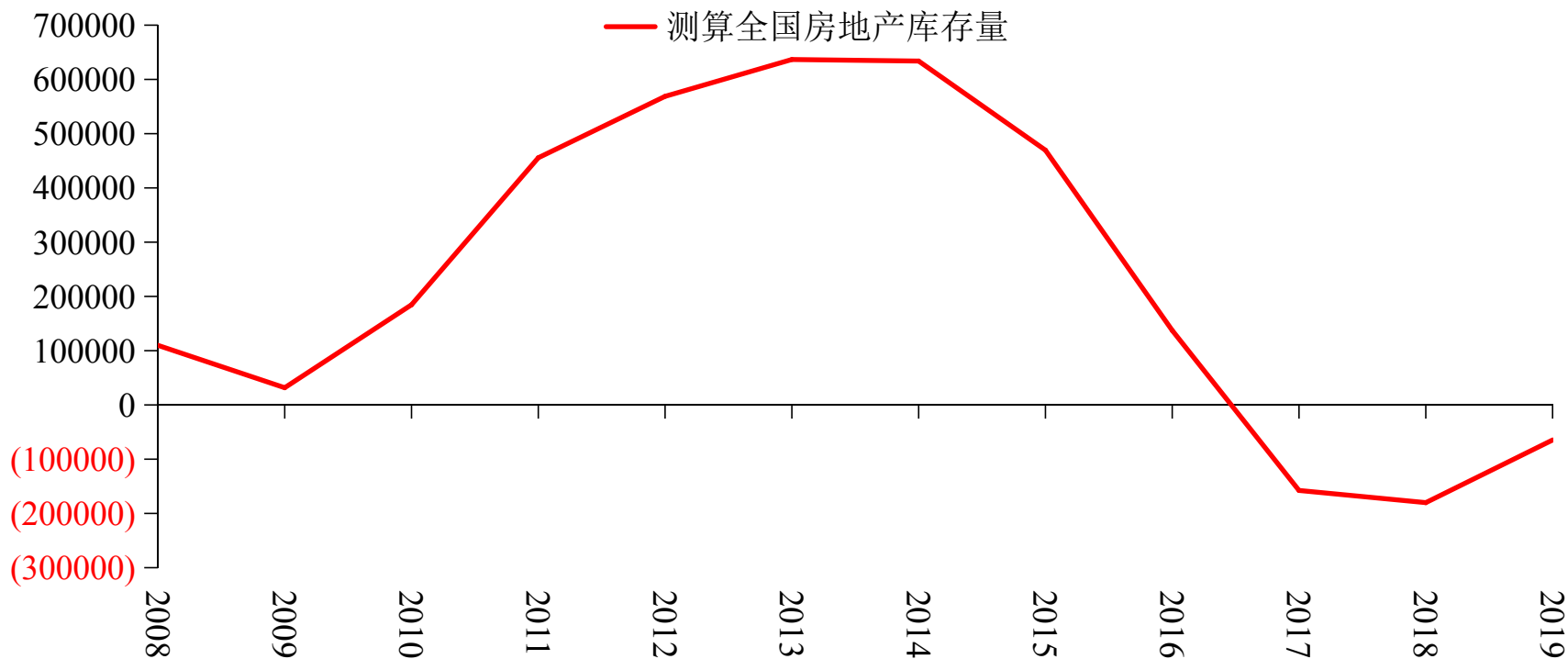
注：此处的地方政府数据来源于国家资产负债表研究中心，仅包含地方政府负有偿还责任的债务，不包含或有债务。

城投平台有息负债余额同比, %



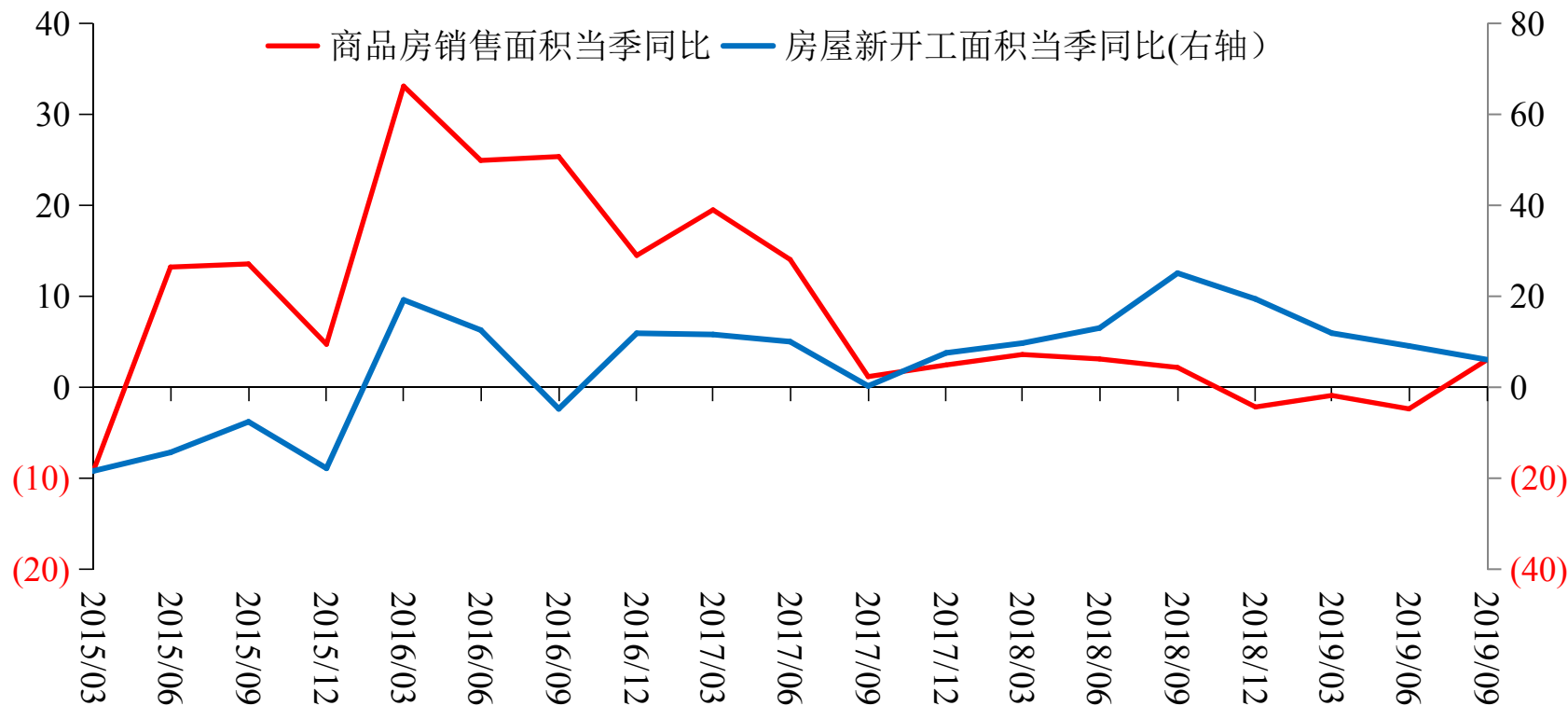
数据来源: Wind, 安信证券

商品房非合意存货，千平方米



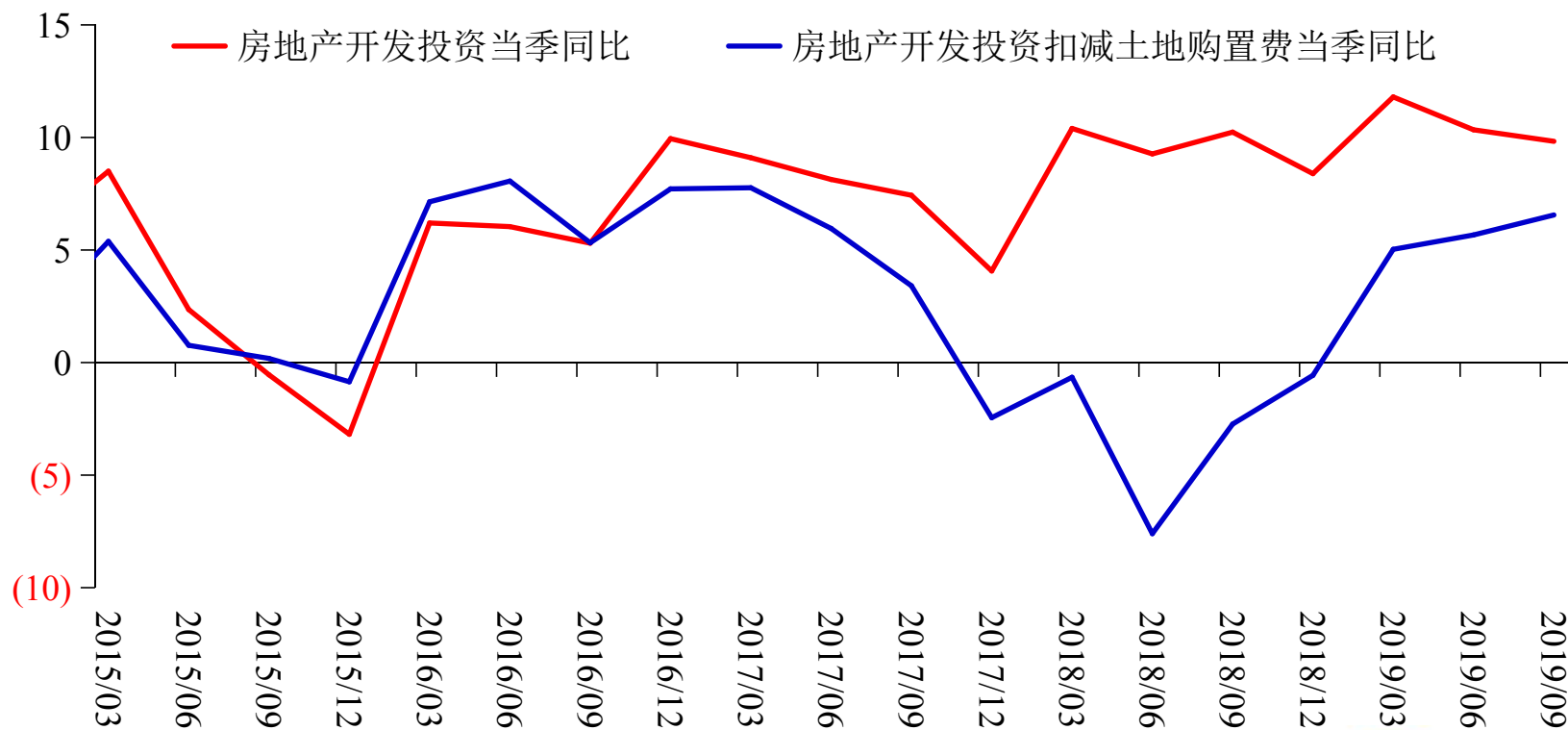
数据来源：Wind，安信证券

房地产销售面积和新开工面积同比, %



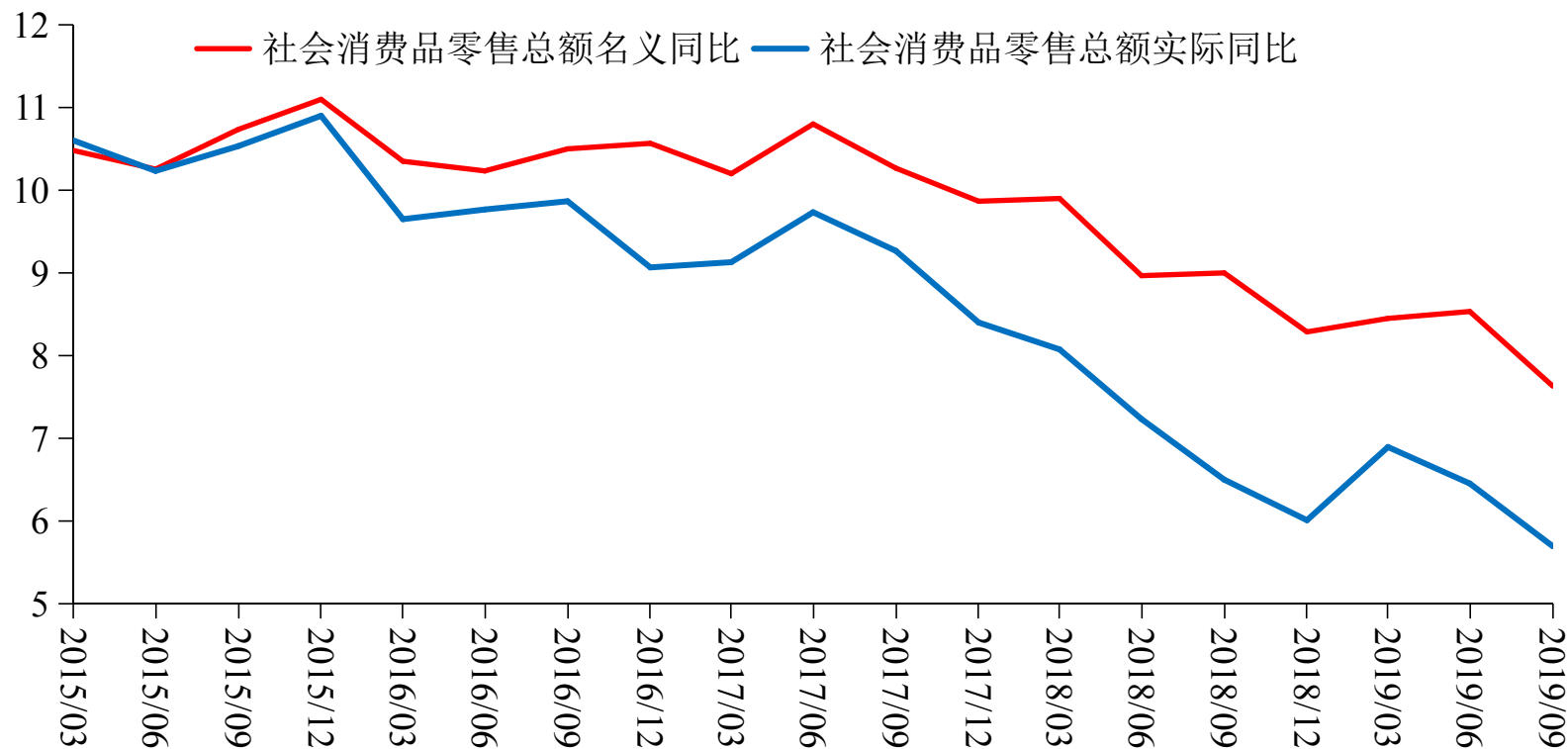
数据来源: Wind, 安信证券

房地产开发投资同比，%



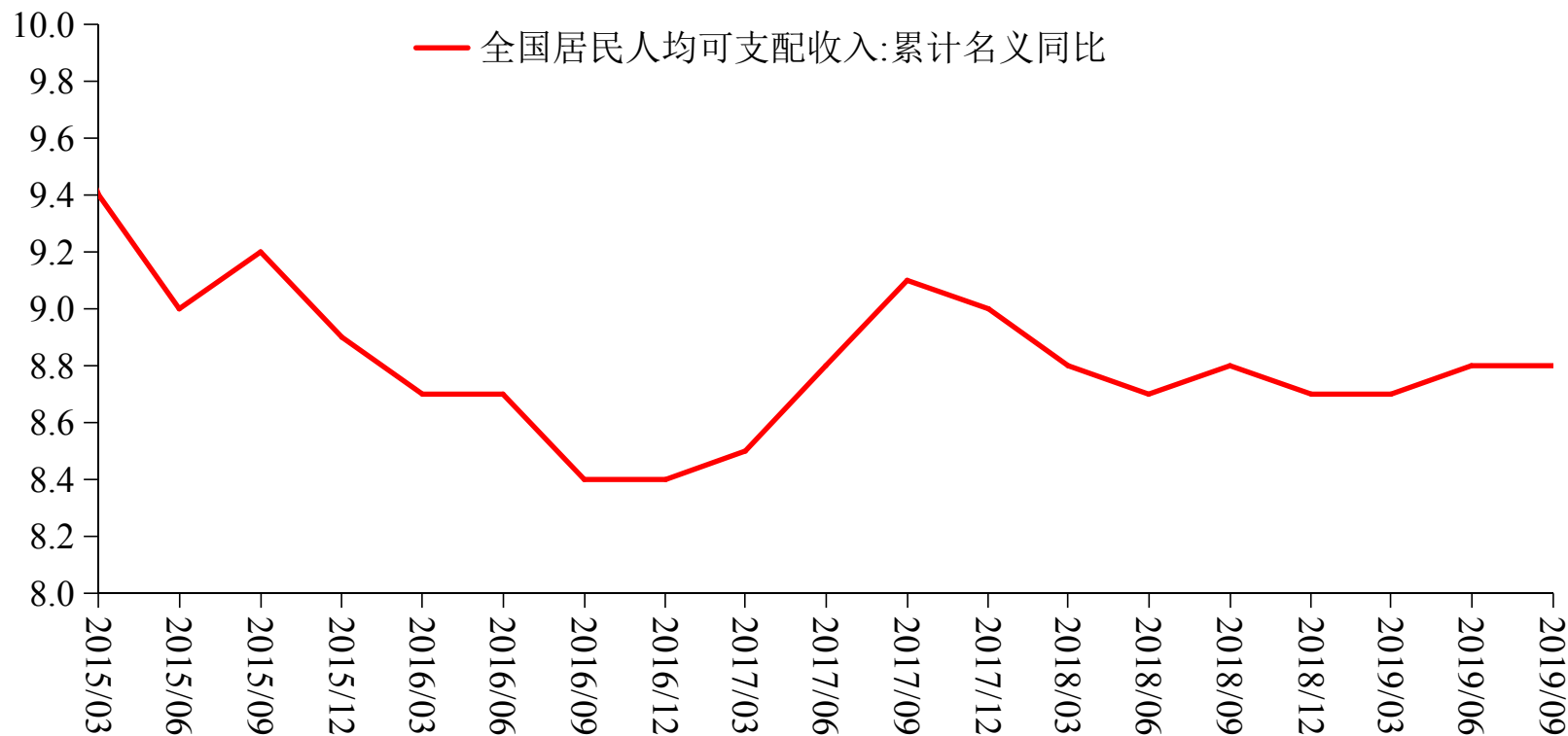
数据来源：Wind，安信证券

社会消费品零售名义和实际同比，%



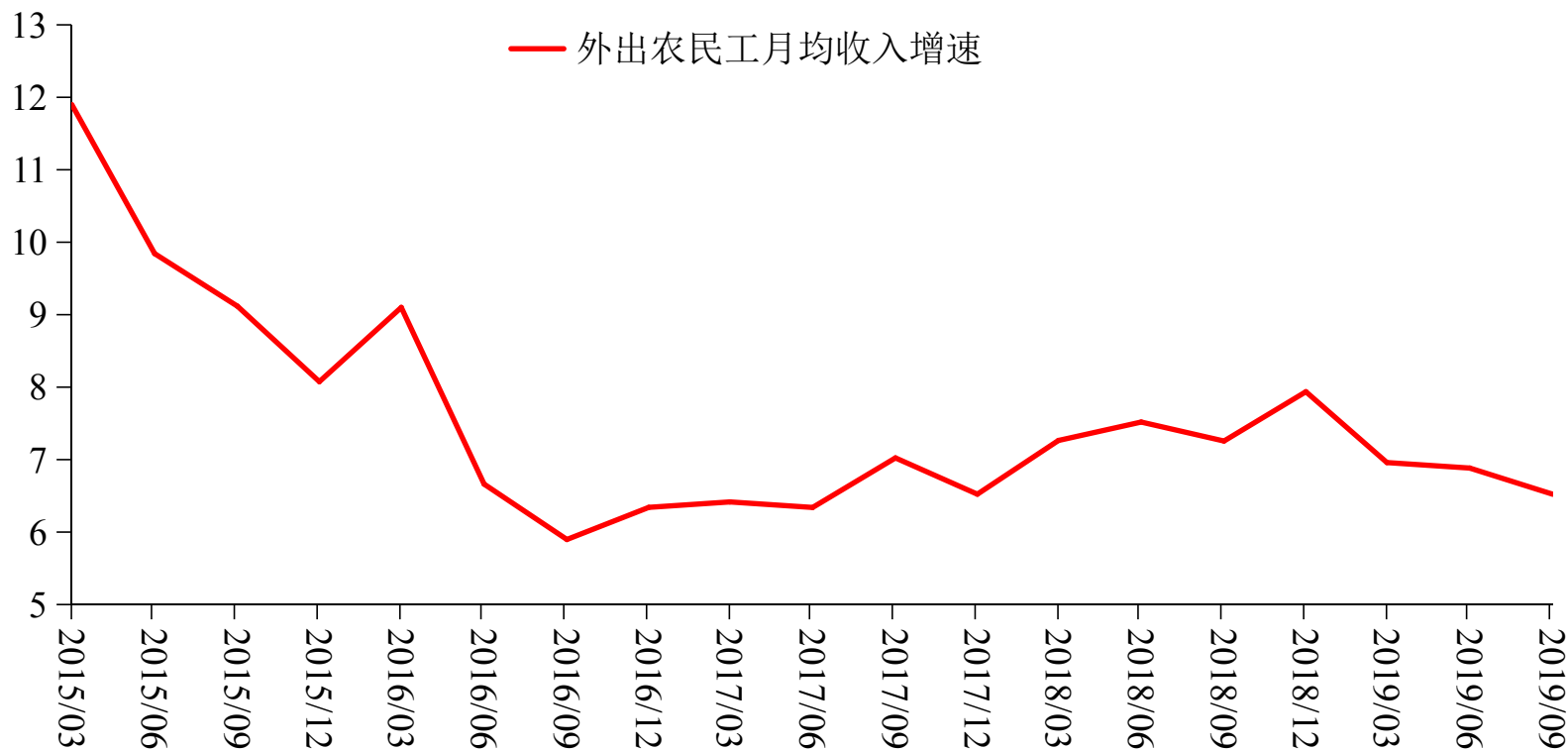
数据来源：Wind，安信证券

全国居民人均可支配收入同比，%



数据来源: Wind, 安信证券

外出农民工月均收入同比，%



数据来源：Wind，安信证券

谢谢！