

大转折：第二次改革开放的契机¹

——2019 年下半年经济、政策与大类资产配置展望

借鉴上世纪 90 年代中国成功应对中美冲突的历史经验，我们判断，第二次改革开放的契机已经来临。第二次改革开放将成功应对经济增速换挡和外部环境变化带来的挑战，必定会对短期和长期经济走势、资本市场带来显著影响。

1、改革目标：重构政府、企业、居民、金融四大部门关系。现阶段，我国正面临内外因素叠加的格局，内部因素主要是制度变革滞后、创新动力不足以及人口红利消失带来的资本回报率下行，外部因素主要是以中美贸易摩擦为标志的国际关系深刻变化。内外因素将倒逼我国第二次改革开放，改革目标应致力于重塑政府、企业、居民和金融四部门关系。第一，政府部门需要大力度减税降费，让利于民；第二，企业部门需要大力推进国企改革，坚持竞争中性原则，提高效率；第三，居民部门需要完善社会保障体系，提高居民消费率；第四，金融部门应打破银行垄断，提高金融供给质量。改革的成效最终应以全要素生产率是否提高予以验证。

2、转变方式：创新驱动发展，着力提升全要素生产率。创新是驱动经济发展的重要动力，从国际上来看，美国、德国和韩国是创新驱动发展的典型案例，90 年代以来日本经济的萧条其中一个重要原因则是创新的不足。对于我国来说，当前通过创新提高全要素生产率，是经济高质量发展的核心。我国具有创新发展的多方面有利条件，有能力完成发展方式的转变，实现从要素投入为主的出口导向型经济向创新驱动发展的新模式转变。

3、短期增长：经济增速渡过快速下降期，但仍处于下行阶段。从实际最终需求角度来看，我国经济已经渡过快速下降期。不过，全球需求下滑仍将对我国经济带来负向影响。下半年，需求方面，进出口增速依然偏弱，“衰退型”顺差增速放缓，对 GDP 贡献较上半年下降变弱；固定资产投资增速将会下行，其中基建投资仍有小幅回升空间，制造业投资将因利润边际改善而趋稳，房地产投资因土地购置费用下滑而下行；价格上升将带动社会消费品零售总额同比回升。通胀方面，猪肉价格上涨推升 CPI 维持高位，我国和全球经济偏弱导致 PPI 同比继续下行至负区间。政策方面，财政支出放缓，财政政策效果关注于减税降费的影响；货币政策边际宽松，预计将降准 2 次，逆回购、MLF 等政策工具利率将会下调。

4、外部环境：中美从分化到收敛，全球经济减速。首先，2019 年美国实际 GDP 增速将下降至 2.2% 左右。其次，外部需求的下降仍将拖累欧元区和日本经济增长。第三，新兴市场面临资本流出压力上升和经济减速风险。

5、大类资产：美股与 A 股分化。首先，A 股有望从 4Q2019 开始走出一轮“业绩牛”。其次，美股在 2H2019 存下行压力。第三，中国利率债下半年存在牛尾的交易机会。第四，美国国债收益率在市场对美联储降息预期充分定价的基础上，预计在 1.95-2.25% 区间震荡；信用利差仍将走阔。第五，2H2019 美元指数仍可能保持相对强势。第六，预计 2H2019 人民币兑美元汇率的波动区间为 6.7-7.0。第七，油价在供给冲击退潮后在 50-70 美元/桶区间震荡，铜价跟随需求下行。第八，国内黑色系价格在地产建安投资支撑下有望保持强势。第九，黄金多头建议减仓，下半年美国实际利率可能难以再创新低。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

¹ 本报告是在 2019 年 5 月 23 日 ppt 版报告《大转折：第二次改革开放的契机》的基础上完成的文字版，个别观点进行了更新。

内容目录

序言 中美贸易摩擦可能成为改革开放的契机.....	6
1 改革目标：重构政府、企业、居民、金融四部门关系.....	7
1.1 为什么说 2019 年将迎来第二次改革开放的契机？.....	7
1.2 改革开放目标：重构政府、企业、居民、金融四部门关系.....	14
2 转变方式：创新驱动发展，着力提升全要素生产率.....	18
2.1 创新发展的国际比较.....	18
2.2 我国具有创新发展的多方面有利条件.....	20
3 短期增长：经济增速渡过快速下降期，但仍处于下行阶段.....	24
3.1 GDP：经济增速渡过快速下降期，但仍处于下行阶段.....	24
3.2 进出口：出口增速下滑，进口同比偏弱.....	25
3.3 投资：固定资产投资增速将下行.....	27
3.4 消费：CPI 维持高位带动社零增速回升.....	29
3.5 通胀：猪肉价格上涨推升 CPI 维持高位，PPI 通缩压力显现.....	30
3.6 政策：货币政策边际宽松，财政政策效果关注于减税降费的影响.....	31
3.7 经济指标预测汇总.....	34
4 外部环境：中美从分化到收敛，全球经济减速.....	36
4.1 美国：经济增速在 2019 年下滑幅度可能较大.....	36
4.2 欧元区和日本：本轮欧元区经济增长滞后中国，欧日减速受外部需求拖累.....	38
4.3 新兴市场：经济体量占比上升，资本流出压力和经济减速风险仍存.....	38
5 大类资产：美股与 A 股分化.....	41
5.1 整体：流动性改善边际趋弱，股债相对估值平衡.....	41
5.2 股市：A 股与美股分化，A 股分子端盈利有望企稳回升.....	42
5.3 债券：中国利率债存在牛尾的交易机会，美国国债收益率曲线走向倒挂.....	45
5.4 汇率：美元指数可能保持相对强势，新兴市场货币贬值预期仍存，人民币汇率双向波动.....	46
5.5 商品：油价在供给冲击退潮后在 50-70 美元/桶区间震荡，铜价跟随需求下行，国内黑色系价格在地产建安投资支撑下有望保持强势，黄金预计在 1350-1430 美元/盎司之间震荡.....	48

图表目录

图表 1: 内外部因素叠加, 第二次改革开放必要且紧迫.....	7
图表 2: 中国对美国出口的占比与 80 年代日本相近.....	8
图表 3: 中国对美国的顺差与 80 年代日本接近.....	8
图表 4: 1985-1986 年下调贴汇率, 随后 M2 上升.....	9
图表 5: 当 GDP 总量占比达到美国 55%-65% 时, 贸易摩擦开始升温.....	9
图表 6: 中美贸易摩擦持续升温.....	10
图表 7: 中国是世界第一大出口国.....	10
图表 8: 美国是世界第一大进口国.....	10
图表 9: 韩国依靠创新成功跨越中等收入陷阱.....	11
图表 10: 高收入国家服务业就业人数占比普遍较高.....	11
图表 11: 2010 年以来资本回报率和经济增长长期低迷.....	12
图表 12: 现行制度存在问题.....	12
图表 13: 我国务农人数占比较高.....	12
图表 14: 我国人均专利较高.....	13
图表 15: 我国人均研发支出较低.....	13
图表 16: 2010 年以来劳动人口占比开始回落, 但工资增速保持稳定.....	14
图表 17: 内外部因素叠加倒逼第二次改革开放进程加码提速.....	14
图表 18: 重构政府、企业、居民和金融四大部门的关系.....	15
图表 19: 财政“四本账”收入占 GDP 比重较高.....	15
图表 20: 我国综合税率高于大部分发达国家.....	15
图表 21: 近年来国有企业效率有所提高, 但私营企业效率持续下滑.....	16
图表 22: 我国居民消费支出占 GDP 比重依然偏低.....	17
图表 23: 我国金融业增加值占 GDP 比重较高.....	17
图表 24: 银行利润占比较高.....	17
图表 25: 美国新经济时期, 高科技行业推动 TFP 增长.....	18
图表 26: 德国经济“转折”时期, 科技创新得到重视.....	18
图表 27: 韩国经济高速增长阶段 全要素生产率快速增长.....	19
图表 28: 90 年代以来日本全要素生产率整体下降.....	19
图表 29: 当前我国需要更多依靠全要素生产率的提升以推动经济增长.....	20
图表 30: 研发支出快速增长.....	21
图表 31: 研发支出占 GDP 比重与美国、日本差距缩小.....	21
图表 32: 医药行业 ROE 稳定.....	21
图表 33: 电子元器件行业 ROE 上升.....	21
图表 34: 高校毕业生人数快速增长.....	22
图表 35: 科技研发人员也保持稳定增长.....	22
图表 36: 以旅行为代表的服务贸易逆差扩大.....	22
图表 37: 以移动互联网为代表的科技行业规模迅速扩张.....	22

图表 38: 近年来金融和财政对创新的政策支持.....	23
图表 39: 2018 年规模以上工业企业单位数量下降.....	24
图表 40: 主营业务收入同比的计算值和公布值存在差异.....	24
图表 41: 从总需求角度来看, 2018 年下半年以来经济增速渡过快速下降期.....	25
图表 42: 美国加征关税对我国经济影响测算.....	25
图表 43: 全球需求走弱, 出口增速受到负向影响.....	26
图表 44: 中美贸易摩擦负向影响扩大.....	26
图表 45: 国内需求依然偏弱, 进口增速受到负向影响.....	27
图表 46: PPI 同比下行, 进口增速随之走低.....	27
图表 47: 融资环境改善, 上半年基建投资增速回升.....	27
图表 48: 利润是判断制造业投资趋势的核心指标.....	28
图表 49: 石油加工和化学原料行业投资增速较高.....	28
图表 50: 今年以来, 建安投资增速回升.....	29
图表 51: 土地成交总价领先土地购置费 1 年左右.....	29
图表 52: 固定资产投资增速将会下行.....	29
图表 53: CPI 对社零影响较大.....	30
图表 54: 居民消费增速下滑, 企业消费增速维持低位.....	30
图表 55: 猪肉价格对 CPI 影响很大.....	30
图表 56: 猪肉价格将推动 CPI 明显上升.....	30
图表 57: 综合 CRB 略微领先于 PPI.....	31
图表 58: 5 月以来原油和钢铁价格有所下行.....	31
图表 59: 财政支出增速明显高于财政收入.....	32
图表 60: 地方政府专项债提前发行.....	32
图表 61: 2018 年以来货币政策操作回顾.....	32
图表 62: DR007 中枢下降, 但波动性加大.....	34
图表 63: 年初以来社融增速有所回升.....	34
图表 64: 2019 年经济数据预测.....	34
图表 65: 2019 年 GDP、CPI 和 PPI 季度预测.....	35
图表 66: 2019 年中美经济增速从分化走向收敛.....	36
图表 67: OECD 领先指标美国回落趋势明显.....	37
图表 68: 美国 ISM 和 Markit 制造业 PMI 趋势性走弱.....	37
图表 69: 美国住宅投资连续两个季度同比负增长.....	37
图表 70: 美国制造业产出同比增速回落趋势明显.....	37
图表 71: 美国信用环境并没有回到 3Q18 时的状态.....	37
图表 72: 6 月以来美国高收益债期权调整利差收窄.....	37
图表 73: 美国国债期限利差走向倒挂也预示着美国经济将走弱.....	38
图表 74: 欧元区实际 GDP 同比增速在 2018 年趋势性下降.....	39
图表 75: 德国经济走弱的速度高于欧元区整体平均水平.....	39
图表 76: 德国经济走弱的主要拖累在于外部需求.....	39

图表 77: 外部需求对日本 GDP 同比的贡献变为负值.....	39
图表 78: 日本开始逐渐重新加杠杆的进程.....	39
图表 79: 新兴市场经济体量占全球比重上升.....	40
图表 80: 新兴市场整体杠杆率仍在上升.....	40
图表 81: 土耳其外汇储备占比下降明显.....	40
图表 82: 新兴市场经济减速风险缓解.....	40
图表 83: M2 同比-名义 GDP 同比是股票市场出现“水牛”的必要条件之一.....	41
图表 84: 五一节后, 风险溢价快速上升.....	41
图表 85: 名义 GDP 增速是利润的同步指标.....	43
图表 86: 1Q19 中国 10 年期国债收益率持续下降.....	43
图表 87: 1Q19 风险偏好上升.....	43
图表 88: 1Q19 沪深两市估值整体上升.....	43
图表 89: 社融回升, 信用环境改善.....	43
图表 90: 整体 A 股 ROE 有望在未来几年企稳回升.....	44
图表 91: 4Q18 以来, ROE 明显下行.....	44
图表 92: 今年减税降费规模超出市场预期.....	44
图表 93: 个人所得税收入增速明显下降.....	44
图表 94: 实际资金成本上升到相对高位.....	45
图表 95: 以“CAPE”衡量的美股估值处于历史高位.....	45
图表 96: 5 月以来中国利率债收益率有所下降.....	46
图表 97: 中债收益率曲线将从“熊陡”走向“牛平”.....	46
图表 98: 美国 10 年期国债收益率下行.....	46
图表 99: 市场对美联储降息预期升温.....	46
图表 100: 美国德国利差预计将逐步收窄.....	47
图表 101: 美国与欧元区的经济增长动能逐步收敛.....	47
图表 102: 新兴市场国家货币贬值压力减轻.....	47
图表 103: 中美经济周期从分化走向收敛.....	48
图表 104: 2019 年人民币双向波动.....	48
图表 105: 实际 GDP 增速与南华工业品价格的相关性减弱.....	49
图表 106: 2018 年以来名义 GDP 增速与南华工业品价格相关性减弱.....	49
图表 107: 预计布伦特原油价格区间震荡.....	49
图表 108: 铜价与全球经济相关性依然较高.....	49
图表 109: 建安投资有望保持较高增速从而对黑色系商品需求形成支撑.....	49
图表 110: 黄金的中期价格变化主要取决于美国实际利率走势.....	50

序言 中美贸易摩擦可能成为改革开放的契机

2011 年以来，我国资本回报率长期低迷，经济由高速增长向中高速增长转变，经济增长持续下行，投资消费意愿低迷。社会各界达成的共识是，只有通过改革开放才能突破这一局面。

改革开放需要契机。借鉴上世纪 90 年代的经验，我们判断，中美贸易摩擦升级可能成为改革开放的重要契机。

上世纪 90 年中美之间的冲突的程度比今天还要严重，但中国成功渡过了这个坎，综合国力上了一个新的台阶。根本的化解之道，在于中国政府进行了历史上最大的改革和开放。

1992 年邓小平南巡后，中国进行了一系列改革，包括财税、外汇、金融、国企、银行等改革，规模之大，历史罕见。2001 年中国加入世贸组织，加之中美关系改善，开放力度之大，举世瞩目。这一轮的改革开放奠定了此后中国经济发展基业。

回顾这段历史，让我们深感在外部环境风雨飘摇的历史时刻，伟大人物所发挥的历史作用至关重要。

近期中美贸易摩擦升级，背后反映出中国综合国力上升之后，中美之间竞争加剧的客观现实。为了更好地应对未来两国竞争进一步增加的挑战，除了加大改革开放，并无二途。

我们认为，中国可能迎来了第二次改革开放的契机。我国外部环境发生深刻改变，暴露出口导向型、粗放式发展模式的脆弱性。面对内外部因素影响，决策层全面深化“第二次改革开放”。

第二次改革开放的核心是要重构政府、企业、居民和金融四大部门的关系，以创新和消费驱动经济，着力提高全要素生产率，带领经济将走上高质量发展道路。

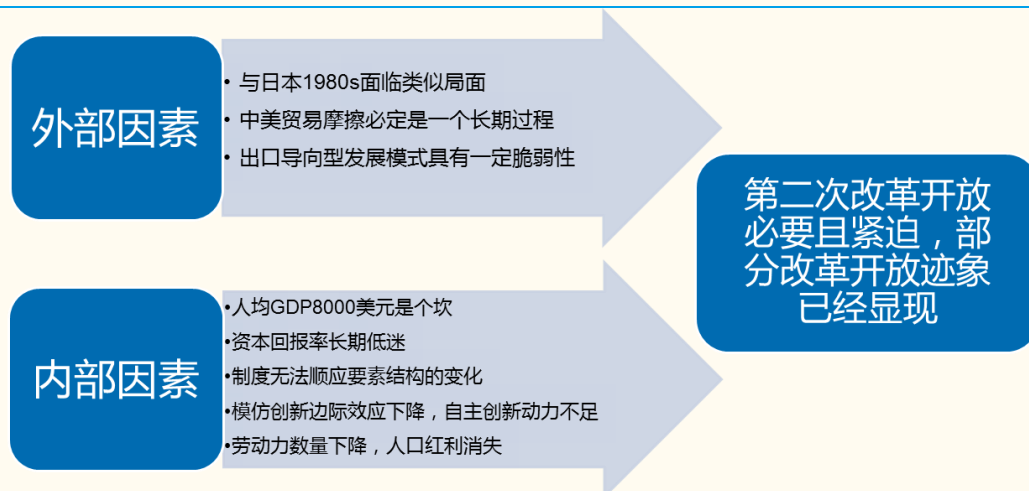
2019 年当下，中美关系、全要素生产率、企业 ROE 都可能迎来拐点，这将是未来很长一段时间宏观经济的主线，将会对国内外资本市场带来显著影响。通过对短期经济数据进行分析验证，能够抓住宏观经济结构变化的重要线索，形成更好的资产配置策略。

1 改革目标：重构政府、企业、居民、金融四部门关系

1.1 为什么说 2019 年将迎来第二次改革开放的契机？

1978 年改革开放以来，我国实现 40 年的增长奇迹。如今 2019 年，许多关键变量正处于拐点期，我们将其分为内部和外部因素。内部因素主要是我国正面临经济增速换挡，而制度变革滞后以及创新动力不足导致资本回报率长期低迷，外部因素主要是中美贸易摩擦不断升级且必定是一个长期过程。在这样的一个内外部因素共同作用的格局下，我们认为 2019 年将迎来我国第二次改革开放的契机。

图表 1：内外部因素叠加，第二次改革开放必要且紧迫



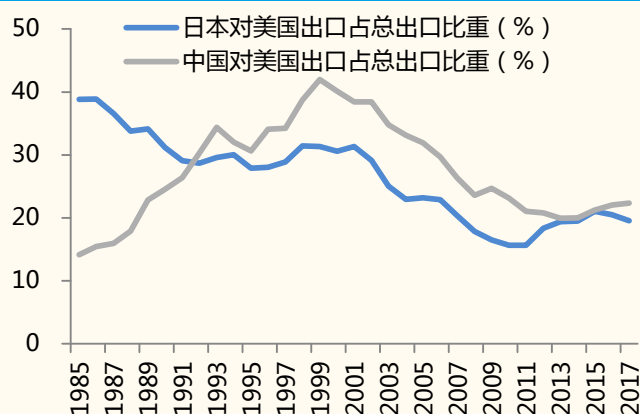
来源：国金证券研究所

1.1.1 外部因素

第一，当前中国与 1980s 日本非常相似，主要表现在对美国的贸易依赖程度高，美国更具有贸易主动权

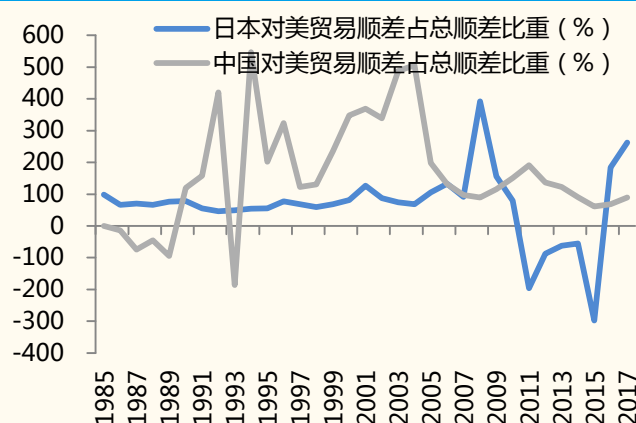
1985 年，在出口总额中，日本对美国出口的占比达到 38.8%；在贸易顺差中，日本对美国的贸易顺差的占比达到 98.9%。由此可见，美国在日本出口乃至贸易顺差都占据非常重要的位置。最后，日美贸易摩擦对日本进出口贸易造成了极大的打击，主要行业分布在汽车和半导体领域，对日本经济带来很大影响。2017 年，在出口总额中，中国对美国出口的占比达到 22.3%；在贸易顺差中，中国对美国的贸易顺差的占比达到 88.8%。中国贸易对美国的依赖程度与 1980s 日本对美国的依赖程度非常接近。

图表 2：中国对美国出口的占比与 80 年代日本相近



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：中国对美国的顺差与 80 年代日本接近



来源：Wind，国金证券研究所

美国两次发起贸易摩擦的方式、原因以及直接诉求类似。日美贸易摩擦中，美国的直接诉求是缩小贸易逆差，处理方式不断变化，主要有“301”条款、广场协议、个别领域谈判、结构障碍倡议等等。如今中美贸易摩擦与之类似，美国同样于 2017 年 8 月对我们发起了“301”调查，同时以上调关税、贸易磋商、限制“中国制造 2025”相关领域出口、制裁高新技术企业（例如华为、中兴）等方式希望缩小贸易逆差。

总体上看，1980s 日本应对贸易摩擦的结果并不理想，日本政府通过逆周期的货币政策刺激需求，滋生更大的泡沫，最终走向衰退。为应对贸易摩擦带来的外需下降，日本政府主要采取宽松的货币政策和偏中性的财政政策相结合，刺激国内需求，1986 年，日本分别于 1 月 30 日，3 月 10 日，4 月 21 日和 11 月 1 日，四次下调贴现利率。降低关税，促进进口，加大对外投资将生产转移至国外，降低出口等等。日本应对措施使经济增长拉动方式由外需转为内需，经济保持短暂地高速增长且未带来通胀。但这种内需的拉动方式主要依赖于过于宽松的货币政策，通胀被日元的不断升值所抵消，但过度宽松的货币政策导致杠杆率高企，金融资产的泡沫形成，最终 1990 年房地产泡沫破灭，陷入了长期的衰退。因此，回顾历史，1980s 日本应对贸易摩擦的结果并不理想，逆周期的货币刺激政策虽然取得了短暂的成效，但由于没有内生动力支撑，最终以泡沫破灭的方式结束。

我国加大力度推进新一轮改革开放，才是应对中美贸易摩擦的重要方式。日本前车之鉴告诉我们逆周期的刺激政策不能过度使用，否则将重蹈覆辙。只有更大力度推进改革，提高内生增长动力，才是应对中美贸易摩擦最核心的方式。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11278

