

从供给侧改革升级版看牛市前景

——改革升级版系列之三

宏观专题报告

2019年04月15日

报告摘要：

任何一轮牛市的兴起和演进，都不是无缘无故、无端无由的，而是一系列因素共同汇聚、激荡、演绎、碰撞的结果，本轮牛市也不例外。

● 本轮牛市的内因：供给侧改革进入“市场化+法治化”的升级版

近几个月来，我们观察到中国政策制订和实施层面出现了一系列明显的变化，我们称之为供给侧结构性改革进入了新阶段或者说“升级版”，“市场化+法治化”是“升级版”的新范式。供给侧改革进入升级版后，股市即走出牛市。因此，本轮牛市不是强国牛、复兴牛，也不是简单的改革牛，而是改革升级版牛。

● 本轮牛市的外因：全球经济从对抗式再平衡走向调和式再平衡

全球经济再平衡是针对失衡而言的，近年来走过了几个不同阶段。2016年末至2018年初，为自发式再平衡阶段，与全球经济同步复苏相始终；2018年一季度起，伴随贸易摩擦扩大，进入对抗式再平衡阶段，造成全球经济放缓；随着中美谈判不断取得进展，逐步向调和式再平衡转变。全球经济再平衡和中国供给侧改革升级版之间存在紧密关联，正是前者的艰难推进，加快了后者的到来。

● 下一步影响牛市走向的主要宏观变量

新旧两动能何时平稳接力？企业去库存周期何时结束？改革升级版如何深入推进？前两者共同决定了经济基本面的前景，后者决定了风险偏好的前景。我们判断，上半年经济看房地产和基建，下半年看制造业投资、民间投资和消费，二至三季度为新旧动能接力期，本轮去库存周期结束时点应为今年三季度，国企混改、金融供给侧改革是下一步改革重要看点。综合来看，下半年经济企稳可期。

● 从宏观变量的三种组合看牛市的三种前景

组合一，“经济稳+改革进”，股市慢牛长牛；
组合二，“经济稳+改革缓”，股市窄幅波动；
组合三，“经济下+改革缓”，股市回归低位。
根本上，未来经济前景和市场前景，归根结底都取决于改革。

● 风险提示：

政策推进不及预期、改革落地攻坚遭遇阻力。

民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号：S0100517050002

电话：010-85127730

邮箱：yangliu_yjs@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

民生宏观《从供给侧改革升级版看中国未来》-20190315，改革升级版系列之二

民生宏观《从总理讲的三种关系看政府工作报告的三重信号》-20190306，改革升级版系列之一

目录

1、本轮牛市的内因：供给侧改革进入“市场化+法治化”的升级版	3
(一) 供给侧改革已经且正在深刻影响中国经济.....	3
(二) 供给侧改革进入升级版具有三个重要节点.....	4
(三) 供给侧改革进入升级版后股市即走出牛市.....	5
2、本轮牛市的外因：全球经济从对抗式再平衡走向调和式再平衡	6
(一) 全球经济再平衡第一阶段：自发式再平衡.....	7
(二) 全球经济再平衡第二阶段：对抗式再平衡.....	8
(三) 全球经济再平衡第三阶段：调和式再平衡.....	9
3、下一步影响牛市走向的主要宏观变量	10
(一) 新旧两动能何时平稳接力？.....	10
(二) 企业去库存周期何时结束？.....	11
(三) 改革升级版如何深入推进？.....	13
4、从宏观变量的三种组合看牛市的三种前景	13
(一) “经济稳+改革进”组合，股市慢牛长牛.....	14
(二) “经济稳+改革缓”组合，股市窄幅波动.....	14
(三) “经济下+改革缓”组合，股市回归低位.....	15
风险提示	16

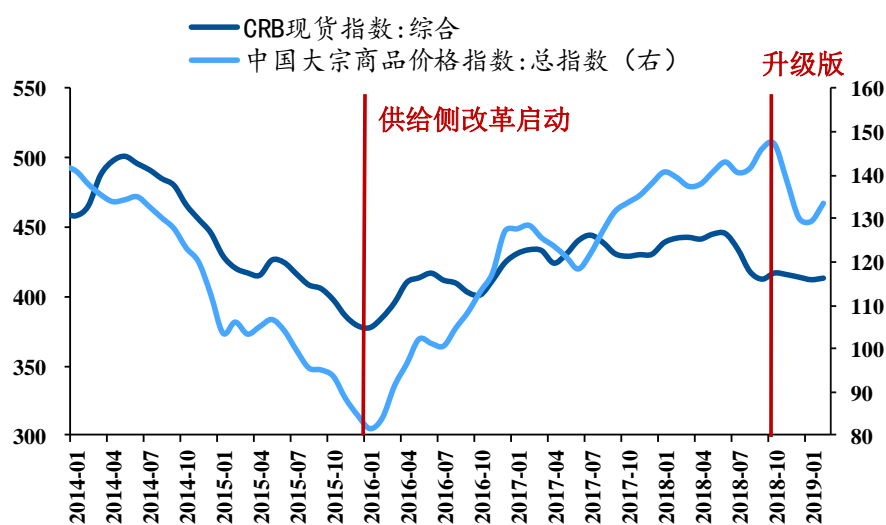
2019年，那是一个春天，供给侧改革迎来“市场化+法治化”的升级版，中国经济荡起滚滚春潮，资本市场扬起浩浩风帆。

1、本轮牛市的内因：供给侧改革进入“市场化+法治化”的升级版

（一）供给侧改革已经且正在深刻影响中国经济

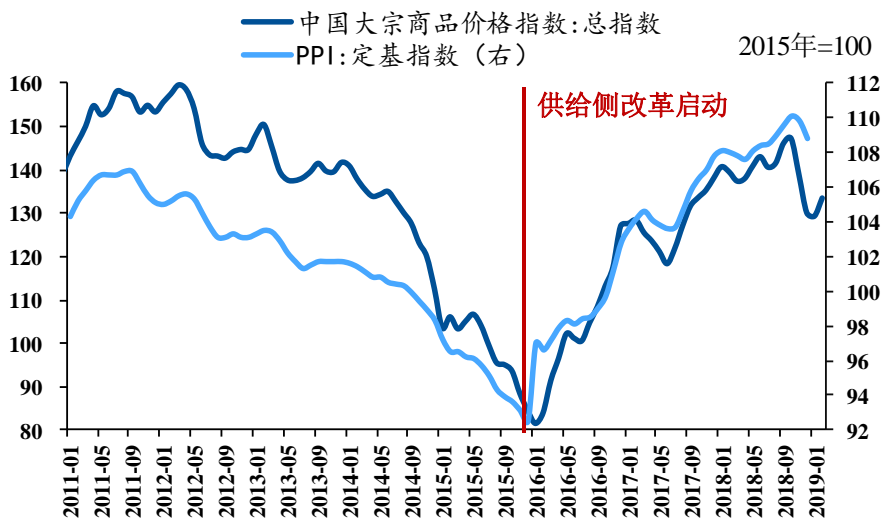
始于2015年底的供给侧结构性改革深刻地影响了中国经济。2015年12月，为解决当时中国经济面临的产能过剩严重、房地产库存积压、高杠杆风险累积等问题，中央经济工作会议提出推进供给侧结构性改革。随即，以“三去一降一补”（尤其是“三去”）为抓手的供给侧改革在神州大地上轰轰烈烈地展开，给中国经济带来了几乎是立竿见影的变化。以大宗商品价格的变化为例，供给侧改革提出前，在当时中国相关产业产能过剩背景下，中国大宗商品价格和全球大宗商品价格（以CRB指数衡量）连续数年不断走低，而在供给侧改革启动后，中国大宗商品价格迅速实现触底反弹，并带动全球大宗商品价格出现了持续两年多的总体上涨行情（图1），中国PPI也摆脱了此前挥之不去的通缩魅影，出现了明显回升（图2）。

图1：供给侧改革启动后，大宗商品价格迅速实现触底反弹



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：供给侧改革启动后，中国 PPI 一举扭转此前颓势



资料来源：Wind，民生证券研究院

近几个月来，我们观察到中国政策制订和实施层面出现了一系列明显的变化，我们称之为供给侧结构性改革进入了新阶段或者说“升级版”。2016年初至2018年10月，供给侧改革强力推行，影响深远，《2018年国民经济和社会发展统计公报》显示，“三去一降一补”均取得令人瞩目的成绩，供给侧改革功不可没。但与此同时，在具体执行层面也出现了一些问题，此是后话，暂且不表。自2018年11月以来，政策制订和实施层面出现了一系列令人耳目一新的变化，民营企业座谈会、中央经济工作会议、金融供给侧改革、两会等不断予以佐证，我们将这一系列变化概括为——供给侧结构性改革进入升级版。

(二) 供给侧改革进入升级版具有三个重要节点

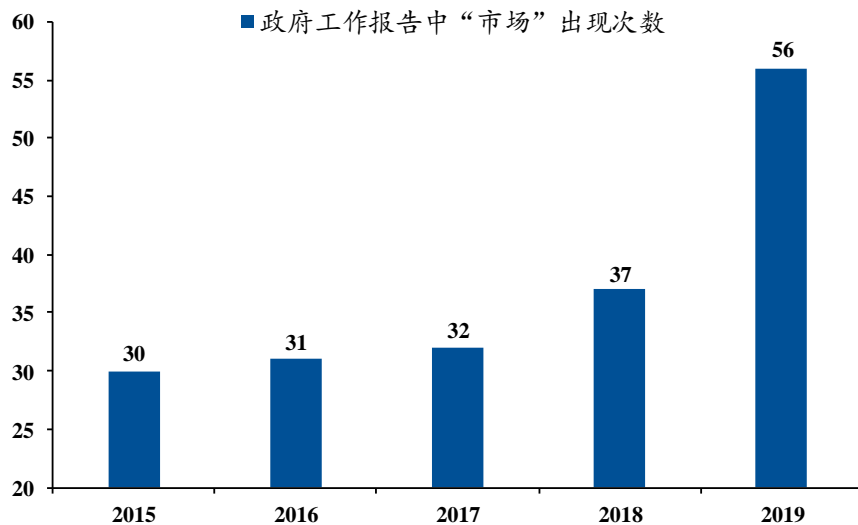
第一个重要节点：2018年11月民营企业座谈会对前期问题进行检视，奏响了供给侧改革升级版的序曲。这次会议的伟大意义在于，政策制订者对前期工作中出现的失误进行了检视，并指明了解决问题的方向。从市场的角度看，政策初衷是好的，问题主要是执行层面出现了一些运动式、一刀切式的不良倾向。针对民营企业遇到的困难、问题和烦恼，习近平总书记在会上提出6个方面解决思路：减轻企业税费负担；解决民营企业融资难融资贵问题；营造公平竞争环境；完善政策执行方式；构建亲清新型政商关系；保护企业家人身和财产安全。会议当天，新华社评论文章称“青松巍然林立，红叶遍染山巅，正是一派新气象”，当时只道是寻常，随着时间推移，人们方知此言不虚。

第二个重要节点：2018年底中央经济工作会议提出八字方针和“逆周期调节”，标志着供给侧改革升级版正式确立。中央经济工作会议提出，我国经济运行主要矛盾仍然是

供给侧结构性的，必须坚持以供给侧结构性改革为主线不动摇，并且要求更多采取改革的办法，更多运用市场化、法治化手段，在“巩固、增强、提升、畅通”八个字上下功夫。实际上，八字方针的提出，标志着供给侧改革已经超越了以“三去一降一补”为核心的初级版，进入了内涵更丰富、方式更灵活、理念更先进的升级版。针对前期国际环境变幻、政策执行失误等造成的经济“稳中有变”，会议还提出，宏观政策要强化逆周期调节，适时预调微调，稳定总需求。

第三个重要节点：全国两会重申“坚持市场化改革”，“市场化+法治化”成为改革升级版的新范式。与初级版相比，供给侧改革升级版的工作方式发生了明显转变，更加注重激励相容、更加强调市场化改革，这是对过去运动式、一刀切式倾向的明显纠偏。2018年12月中央经济工作会议已经提出要更多采取改革的办法，更多运用市场化、法治化手段，2019年3月全国两会再次强调，要坚持以市场化改革的思路和办法破解发展难题（图3）。不惟有新范式，供给侧改革升级版还有新任务。2月下旬，习近平总书记在中央政治局第十三次集体学习上强调，要深化金融供给侧结构性改革，深化金融改革开放，与初级版的主要任务“三去一降一补”明显不同。

图3：2019年政府工作报告中“市场”出现次数远高于往年



资料来源：Wind，民生证券研究院

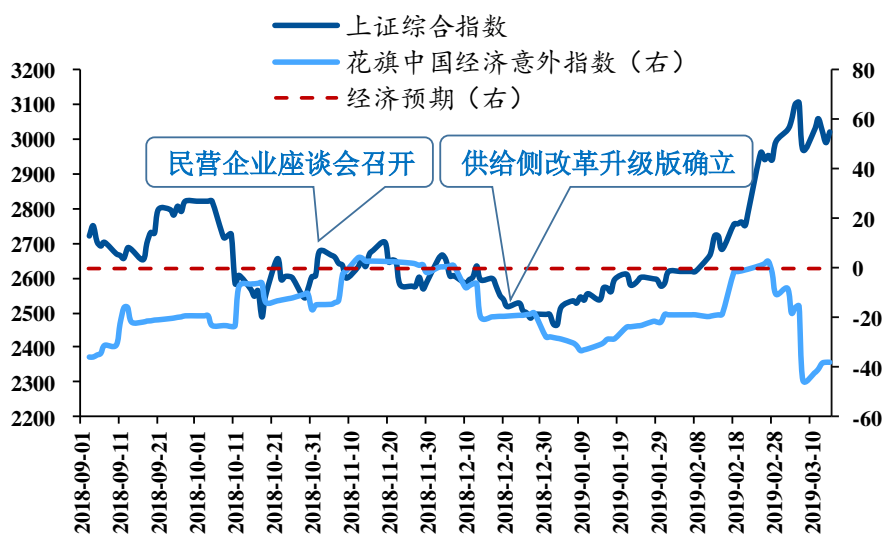
（三）供给侧改革进入升级版后股市即走出牛市

供给侧改革进入升级版后不过数日，股市即走出牛市。前文已经指出，2018年底的中央经济工作会议是供给侧改革升级版的第二个重要节点，也是供给侧改革进入升级版的标志。2019年1月伊始，股市即实现开门红。当时市场上对行情的持续性犹疑颇多，不

乏手持现金过春节的声音。但笔者认为行情出现并非偶然，而是国内政策和外部环境等多种因素共同向好的结果。1月21-25日，春节前倒数第二个工作周，笔者曾赴沪上多家机构路演，主张一季度是安全期，也是全年的机会所在，所到之处既有引为知音，亦不乏不以为然，距今并不遥远，相信有些朋友还记得这些讨论。

本轮牛市不是强国牛、复兴牛，也不是简单的改革牛，而是改革升级版牛。时至今日，已没有人否认2019年以来A股走出牛市，但对于牛市起源，则众说纷纭，百家争鸣。市场人士提出了“强国牛”“复兴牛”“改革牛”等多种解读。事实上，我们复盘这一段行情就能清楚地看到，1-3月牛市奠基和成型之时，花旗中国经济意外指数基本上一直处于负区间，显示中国经济仍低于预期，这一轮行情并不是基本面改善驱动的（图4）。“强国牛”和“复兴牛”之说愿望虽好，却并未切中肯綮。至于“改革牛”之说，则得其形而失其神，未注意到供给侧改革初级版和升级版的区别，导致说服力不够。归根结底，供给侧改革进入升级版才是本轮牛市的根源。

图4：2019年以来的牛市行情并不是基本面改善驱动的



资料来源：Wind，民生证券研究院

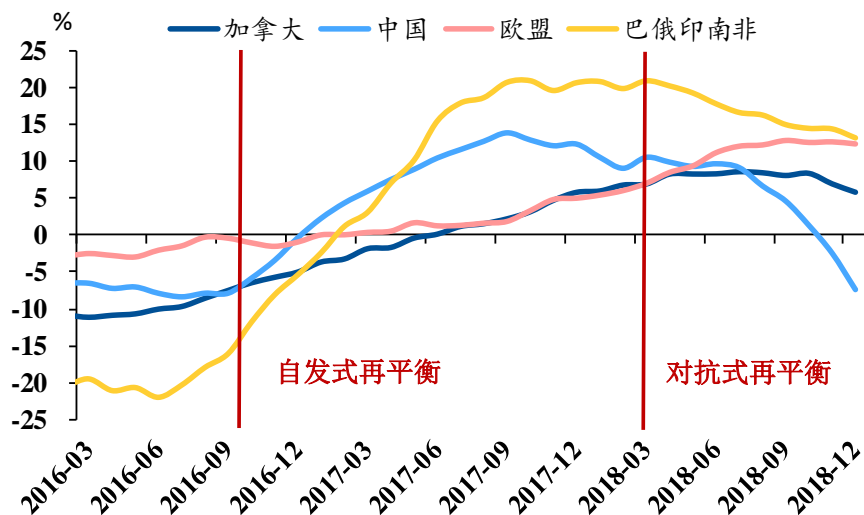
2、本轮牛市的外因：全球经济从对抗式再平衡走向调和式再平衡

全球经济再平衡是针对失衡而言的。全球经济失衡在金融危机爆发前后都受到学界、政界的高度关注。以中美而论失衡的表现，从贸易层面讲，是顺差在中国积累而逆差在美国积累；从产业层面讲，是中国制造畅销世界而美国出现产业空心化；从分工层面讲，是

中国成为生产国代表而美国成为消费国代表。

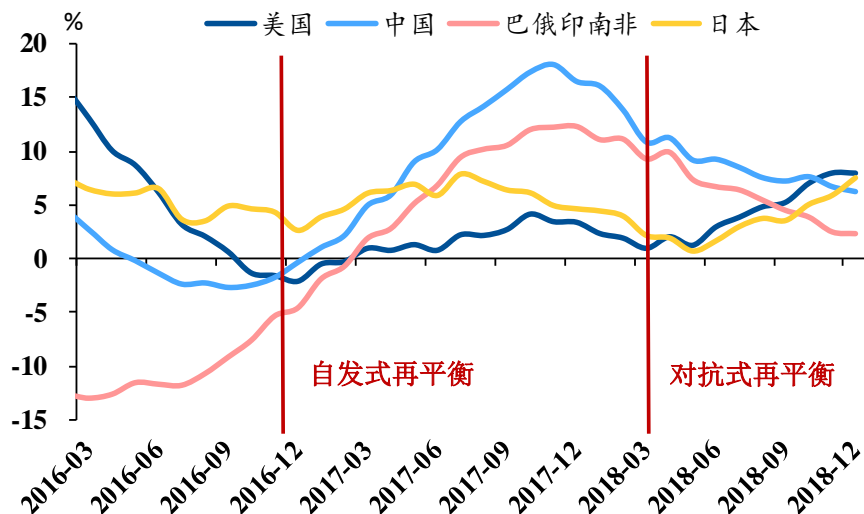
(一) 全球经济再平衡第一阶段：自发式再平衡

图 5：美国对主要贸易伙伴出口额同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：欧盟对主要贸易伙伴出口额同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

2016 年末至 2018 年初，为全球经济自发式再平衡阶段。2008 年全球金融危机爆发后，主要经济体都对全球经济失衡进行了深刻的反思。2009 年，时任美国总统奥巴马上任后

不久，就推出了重振制造业战略，并先后启动了“重振美国制造业框架”“先进制造业伙伴计划”“先进制造业国家战略计划”等措施。而早在 2010 年，中国已提出进一步鼓励和扩大进口，促进贸易平衡。主要经济体政策调整都朝向全球经济再平衡的方向。2016 年末至 2018 年初，美国、欧洲等消费型经济体对主要贸易伙伴出口全面复苏，较过去更多地承担了生产的角色（图 5-6）；中国、日本、韩国等传统生产型经济体的进口表现持续强于出口，较过去更多地承担了消费的角色。

自发式再平衡造就了全球贸易和经济的一段美好时光。2016 年末至 2018 年初的全球经济再平衡，是在没有人为干预的情况下，经济主体自发调整的结果，因此可称之为“自发式再平衡”。在这一期间，全球贸易持续向好，主要经济体设备投资进入一轮上行期，全球经济出现了久违的同步复苏场景。具体来看，该轮全球经济复苏的龙头是美国和欧洲，美国欧洲经济增长的源头是出口和投资，出口和投资之间又有密切关联，出口复苏领先于企业利润改善，企业利润改善则领先于投资回升。这一切，都与全球经济自发式再平衡有莫大的关系，可以说，自发式再平衡造就了这一段美好时光。

（二）全球经济再平衡第二阶段：对抗式再平衡

2018 年一季度起，伴随特朗普政府在全球范围内四处发起贸易摩擦，全球经济进入对抗式再平衡阶段。2018 年 3 月，美国宣布对进口钢铁和铝分别加征 25% 和 10% 的关税，自此贸易摩擦阴云开始在全球笼罩。同月，美国发布中国 301 调查报告，宣布对中国 500 亿美元商品加征关税，9 月，美国再次宣布对 2000 亿中国输美产品加征 10% 的关税，中国被迫实施反制。美国的贸易保护大棒不单单是针对中国，对欧盟、加拿大、日本等盟友也没有放过，也遭到了各国的普遍反对。美国企图解决自身贸易失衡和产业空心化问题，不惜提高关税强势增进其国家利益，结果是引起了全球范围内贸易摩擦的激烈对抗，自此全球经济自发式再平衡阶段结束，进入对抗式再平衡阶段。

对抗式再平衡是造成全球经济放缓的重要原因 颇为后诟的是 特朗普四处挥舞关税

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_13168

