

避重，逐轻

——2020年宏观经济展望

宏观年度报告

要点

◆ 中国金融周期继续下行，2020年“紧信用”大方向不变，近期个别中观指标改善并不代表基本面好转。短期通胀上行无碍货币偏松，但“水”量受制于楼市走势。预计2020年基建小幅改善，但库存周期开启或需时日，经济增速续缓，亮点在于轻重资产行业动能转换。国际经验表明，金融周期下半场轻资产行业表现相对亮眼，中国亦出现类似迹象，2020年中国资本市场或“避重逐轻”。

◆ 风起青萍，金融周期下行带来“轻”时代。金融周期下半场重资产偏多的行业或“星光难再”，而轻资产占比较高的行业则相对受益，既有研发投入要求较高但抵押品较少的企业，也有受益于人口规模和政策支持而蓬勃发展的数字经济。数字经济在生产环节（比如AI）与消费环节（比如以美妆护肤和家政服务为代表的线上消费）均有广泛应用，而考虑融合部分的数字经济占GDP的比重接近35%。简而言之，2020年金融周期继续下行，亮点不在总量，而是轻重资产行业动能转换带来的点点生机。

◆ 短期内猪瘟继续推升通胀，但2020年政策偏松态势不改，水往“轻”处流，不过幅度受限于楼市的演变。2020年可能多次降准降息，尤其是一季度专项债提前发行需要货币政策配合。但从内生机制来看，轻资产行业从货币宽松中相对受益，其加权融资成本近来下行幅度总体上超过重资产行业。美国经验亦显示，金融周期下半场重资产行业去杠杆，而轻资产行业杠杆率逆势上升，尤其是科研服务、计算机设备、制药、电信等行业，中国近来也出现类似迹象。增值税下调对轻重资产行业的影响并无明显差别，而政府补贴似乎更倾向于轻资产企业。美国的经验进一步表明，金融周期下半场货币与财政相配合对轻资产行业的帮助更大。

◆ 市场普遍关注的补库何时开启以及力度多大均有待观察，2020年GDP增速或续缓，但轻资产行业主导的创新呈现资本与劳动互补的特征，劳动力市场或不会明显恶化。绝大多数行业仍处于去库存状态，虽然轻资产行业动能相对亮眼，但其资本开支与库存比重偏低，总体补库力度不宜高估。与数字经济紧密相关的消费仍然表现相对出色，但总体零售可能继续放缓。2020年上半年GDP增速或为5.9%左右，下半年轻微下行，全年或为5.8%左右。以轻资产行业主导的技术进步偏向劳动，创造众多就业机会。2020年新增城镇就业需求总体上可能仍然大于供给，失业率上行压力可能不会很大。美国大选之年，如果贸易保护主义升级，中国经济基本面的下行压力或上升。

◆ 2020年资本市场或“避重逐轻”。预计基建增速前高后低，全年或较2019年高3个百分点左右，对相关重资产行业带来支撑，但从全年大方向来看，不管金融周期下半场的国际经验还是海外投资者对A股轻资产行业的偏好，都意味着轻资产行业的机会或更可持续。我们测算的资金利差预示着国债利率有下行空间，尤其是2020年下半年利率方向或更清晰，而重资产行业的信用风险可能大于轻资产行业。

◆ 风险提示：美国贸易保护主义升级；系统性、区域性金融风险。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)
010-56513039
huangwenjing@ebcn.com

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)
010-56513153
guoyb@ebcn.com

周子彭 (执业证书编号：S0930518070004)
021-52523803
zhouzipeng@ebcn.com

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)
021-52523805
dengqiaofeng@ebcn.com

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)
021-52523806
liuzn@ebcn.com

联系人

郑宇驰
021-52523807
zhengyc@ebcn.com

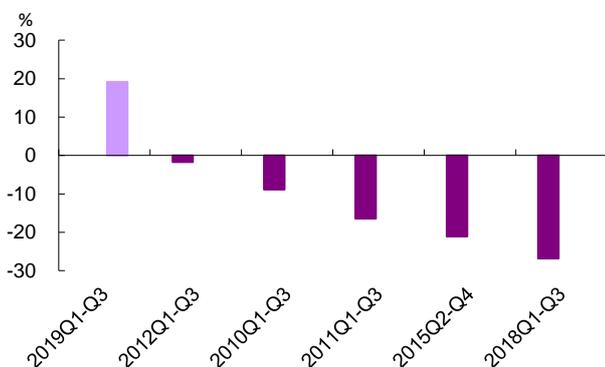
2020，轻重“换季”

2019年GDP同比增速连续两个季度下跌至第三季度的6.0%，与此同时，有两个现象值得关注。首先，自2008年全球金融危机之后，今年是中国第6次GDP增速出现“两连跌”，但这次股市表现与前几次却截然不同。前几次伴随“两连跌”的是股市显著下行，而本轮伴随“两连跌”的却是股市近20%的上涨（图1）。第二，虽然经济增速显著下行，但就业情况基本稳定，调查失业率仍然处于年度目标区间之内。

那么，这些现象是不是孤立的，2020年是否还会继续？此外，11月中采PMI超预期改善是否预示2020年经济回暖？市场普遍关注的库存周期何时开启、力度多大？要回答这些问题，必须了解这两年来我国经济内生机制的演变。

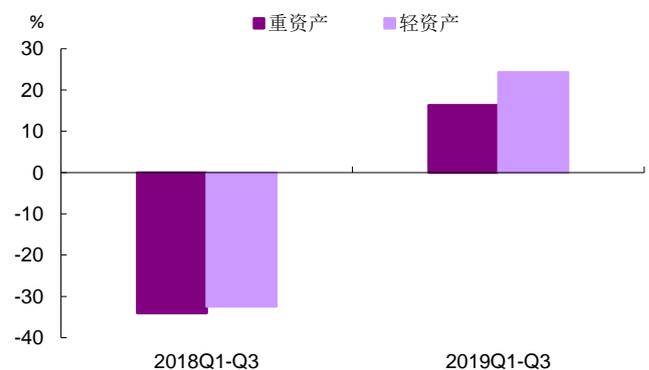
从金融周期视角来看，下半场开启，重资产行业（即有形资产占总资产比重偏高的行业）的重要性下降、轻资产行业的重要性上升。这两类产业的内在逻辑、股市风格、对宏观政策的反应均有差异。2019年GDP增速“两连跌”时期，轻资产行业股价表现总体上明显强于重资产行业（图2），在经济增速下行中对股市形成有力支撑。从劳动力市场来看，中国轻资产行业的资本与劳动互补性较强，这就是为何经济增速在下行，但是劳动力市场仍然稳定的一个重要原因。

图1：“两连跌”时期的上证综指的涨幅



资料来源：WIND，光大证券研究所

图2：近两年轻重资产板块股价变化



注：轻重资产板块以（固定资产+在建工程）/总资产比例的高低为依据，占比较高的前50%被划为重资产板块，反之则为轻资产板块。其中房地产行业额外考虑存货科目的占比。下同。

资料来源：WIND，光大证券研究所

简而言之，金融周期继续下行背景下，轻重资产行业动能转换是判断2020年宏观经济和市场走势的重要视角。我们预计，2020年经济增速仍然面临下行压力，但轻资产行业从货币宽松中受益增多，劳动力市场的韧性不会明显恶化。股市总体或有上行空间，但轻资产行业机会或仍相对突出。

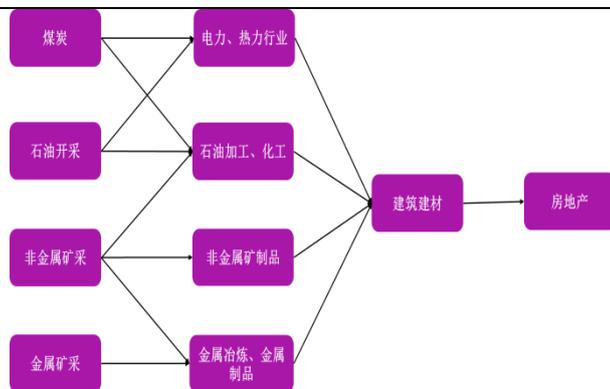
金融周期带来“轻”时代

在分析2020年经济与市场走势之前，首先看看轻重资产行业的动能如何演变。金融周期是房价与信用互相加强而形成的周期，鉴于以土地和设备为主的抵押品在银行融资中举足轻重，金融周期上半场与地产相关的行业受

益最多而缺乏抵押品的行业相对受到挤压，这个现象在以一手房占主导的中国尤为明显。哪些行业金融周期上半场受益较多呢？房地产行业发展的全产业链给了我们最好的提示（图 3）。除此之外，高端消费在金融周期上半场也会从房价上升的财富效应中受益。

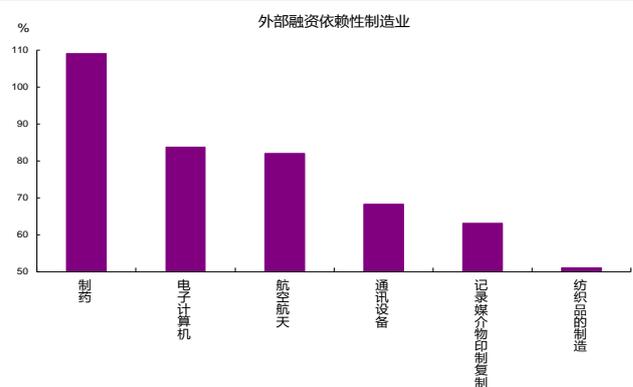
哪些板块在金融周期上半场被压制较多呢？地产价格上升会增加生产成本，同时损害那些对外部融资依赖性较大而缺少优质抵押品的行业。过热的房地产市场会吸引市场上大部分的资金，造成外部融资依赖型企业缺乏资金的困境，从而影响其整体盈利表现。根据 BIS 的研究¹，受挤压最严重的行业可能是制药和电子计算机研发部门等科研要求较高但抵押品较少的行业（图 4）。此外，中国地方政府还通常因保就业或税收的压力向国企提供隐性担保。得到隐性担保最多的行业是银行，其次就是房地产行业 and 重工业。

图 3：房地产带动的产业链



资料来源：光大证券研究所绘制

图 4：依赖外部融资的制造业在金融周期上半场承压



注：图中列示的是各行业资本支出与内部现金流的比例，外部融资依赖性制造业指外部融资占比超过50%的制造业

资料来源：BIS Working Papers, Why does financial sector growth crowd out real economic growth? By Stephen G Cecchetti and Enisse Kharroubi.

随着金融周期见顶转向，上述在金融周期上半场受益和受损的行业会出现反转，所谓“风水轮流转”，这个现象在其他主要经济体也曾出现。但与其他主要经济体不同的是，中国金融周期下行时期又是数字经济起飞时期。这种情况下，相对受益的不只是前述金融周期上半场受到挤压的行业，还有跟数字经济紧密相关的新兴行业。相对受益的一般消费也扩展到跟数字经济紧密相关的商品与服务消费。

数字经济有不同的定义，跟其他行业不是分离的，而是融合的。一般而言，数字经济的核心包括软件和IT咨询、信息服务、电信、硬件制造。广义的数字经济还包括数字服务、平台经济、共享经济、工业4.0、算法经济、电子商务、电子商业等。根据中国信通院《2018年中国数字经济与就业白皮书》的定义，“数字经济是以数字化的知识和信息为关键生产要素，以数字技术创新为核心驱动力，以现代信息网络为重要载体，通过数字技术与实体经济深度融合，不断提高传统产业数字化、智能化水平，加速重构经济发展与政府治理模式的一系列经济活动。”数字经济包括两大部分：一是信息通信产业部分，二是数字经济融合部分，即传统产业由于应用数字技术所带来的

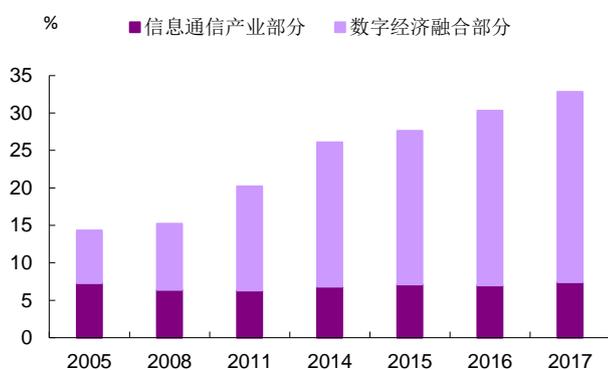
¹BIS Working Paper, “Why does financial sector growth crowd out real economic growth?”, by Stephen G Cecchetti and Enisse Kharroubi.

生产数量和生产效率提升。

2017 年信息通信产业占 GDP 的比重仍然在 10% 以下,但是考虑融合部分后,数字经济占比大幅上升,接近 35% (图 5)。数字经济的大发展一方面跟人口规模有很大关系。根据 Global Web Index 的数据,2017 年中国民众每天平均上网时间约 7 个小时,与美国、俄罗斯持平,高于其他主要经济体(日本民众平均每天上网时间约 5 小时),加上我国人口众多,总体上网时间遥遥领先。

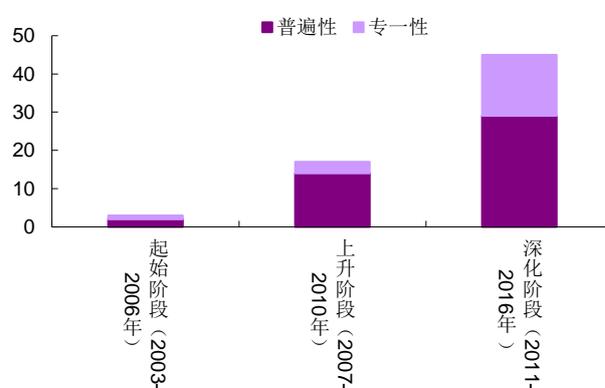
数字经济的大发展也与政策的支持密不可分。比如,单从数量上来看,对高技术服务业的政策支持文件不断增多:据不完全统计,中央层面发布的对高技术服务业的支持政策在 2011-2016 年就有 45 项,相比以前年度有较大幅度的增长(图 6)。

图 5: 数字经济占比逐步上升



资料来源: 中国信通院、IMF

图 6: 高技术服务业政策颁布时间阶段分布图

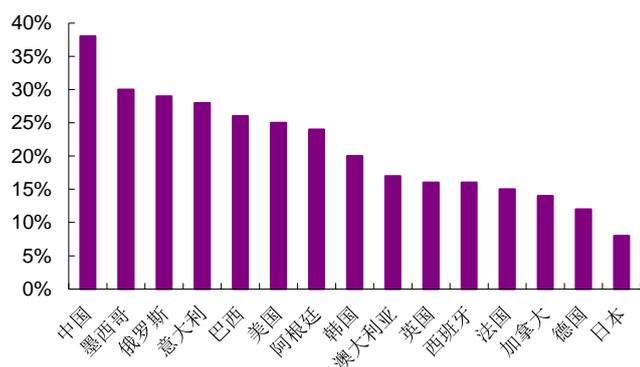


注: 普遍性是指政策适用于所有高技术服务业, 否则就是专一性政策。

资料来源: 姚正海, 姚苗苗. 基于内容分析法的高技术服务业政策研究[J]. 科技与经济, 2018.

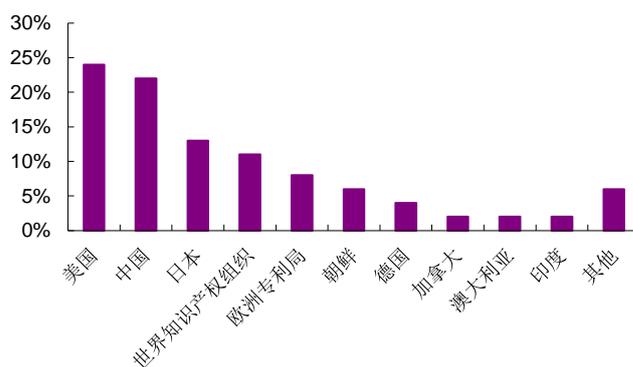
根据 Dengtsu Aegis Network 的数据,2018 年中国民众认为数字经济可以改善世界的比例高达 70% 以上,而排名第二的俄罗斯仅为 50%,美国为 40%,日本则只有 20%。根据 GfK Survey 的数据,中国民众为了利益或者奖励而同意个人数据交换的比例接近 35%,而排名第二的墨西哥则不足 30% (图 7)。数字经济既表现在生产环节,也表现在消费环节。从生产环节来看,2017 年全球 AI 专利申请数中国占比约 22%,略低于美国的 24% (图 8)。从电子商务市场规模来看,2018 年中国达 6000 多亿美元,美国则为 5000 亿美元左右,英国则不足 1000 亿美元。

图 7：为了利益或者奖励同意个人数据交换的比例



注：调查时间为 2016 年
资料来源：GfK Survey

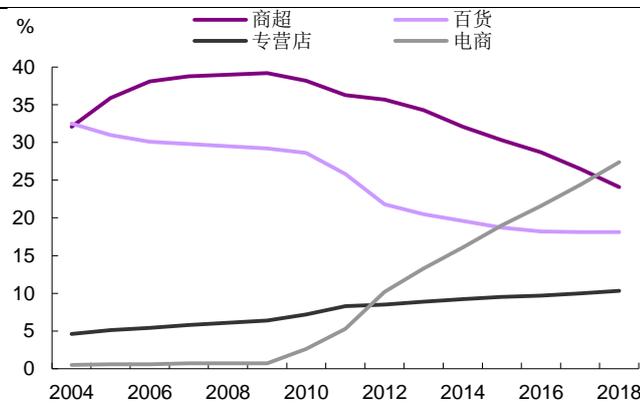
图 8：2017 年全球 AI 专利申请占比



资料来源：WIPO 2018

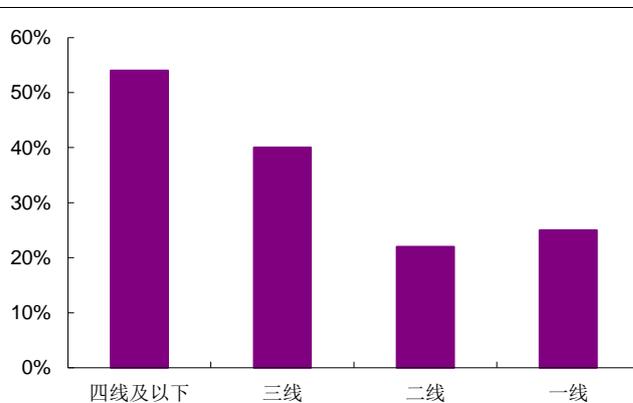
根据中国信通院的数据，2018 年服务业数字经济比重总体上接近 40%，工业数字经济比重总体上接近 20%，远高于农业的 7% 左右。具体到细分工业来看，机械设备数字经济比重变化靠前。**从消费端来看**，商品消费日益受益于数字经济，比如 2018 年我国化妆品电商消费渠道市场份额已经超过其他渠道（图 9），而贝恩咨询和 Mob 研究院的数据显示中国奢侈品线上销售占国内总销售的份额逐年上升，2018 年达到 10%，较 2015 年高 4 个百分点，而麦肯锡数据显示其中四线及以下城市奢侈品线上消费占比已经超过 50%（图 10）。

图 9：2018 年我国化妆品行业不同渠道市场份额



资料来源：Euromonitor

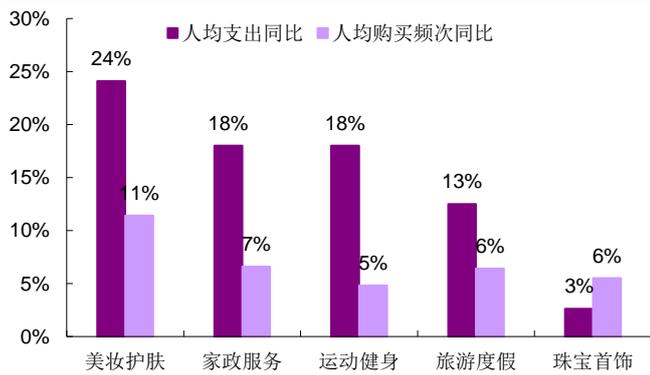
图 10：各级城市数字消费者奢侈品线上零售采用情况



资料来源：iConsumer 2017；麦肯锡 2019 年中国数字消费者趋势

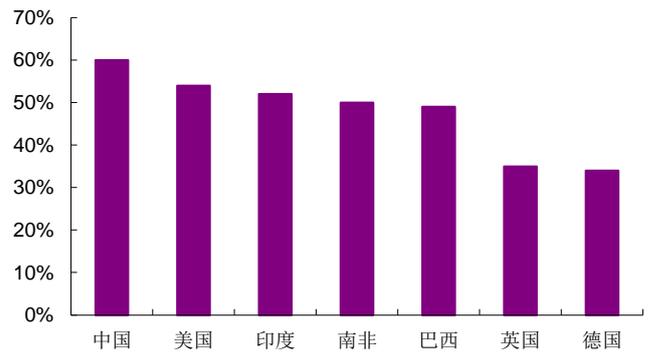
服务消费同样从数字经济发展中广泛受益，比如美妆护肤、家政服务、运动健身和旅游度假（图 11），而视频点播付费率高达 60%，高于美国的 55% 左右（图 12）。

图 11：线上服务消费情况



资料来源：《2017 中国互联网消费生态大数据报告》

图 12：视频点播产品付费率

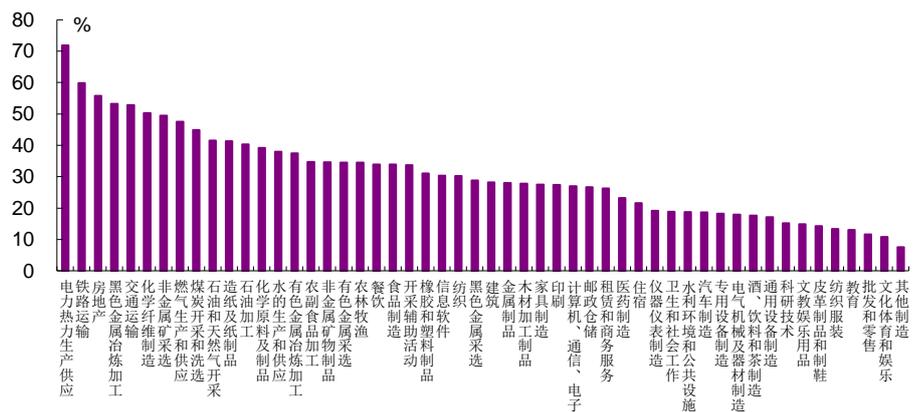


资料来源：Statista Global Consumer Survey, 2019 年 2 月

综合来看，我国金融周期下半场相对受益的行业有一个共同点，就是缺乏土地和设备这样的抵押品，也就是缺乏重资产（主要是有形资产，包括土地、厂房、在建工程、设备），我们不妨把这些行业统称为轻资产行业。轻重资产行业是个相对的概念，由于经济发展阶段不同，各国轻重资产行业排序不完全一样。中国工业化尚未结束，再加上中国金融周期上半场楼市以一手楼为主，房地产带动建材建筑行业大发展，叠加基建高速增长，重资产行业在经济中的重要性比美国高。

我们根据 A 股 3000 多家上市公司的数据，计算了各行业的重资产在其总资产里面的比重（图 13）。重资产占比靠前的行业主要有电力和热力生产供应、铁路运输、房地产、黑色金属冶炼加工、非金属等等。重资产占比靠后的行业有科学研究、纺织服装、文化体育娱乐业，医药、计算机重资产占比也偏低。

图 13：2018 年中国各行业重资产占总资产的比重



资料来源：WIND。注：基于上市公司的数据计算，按证监会行业分类。

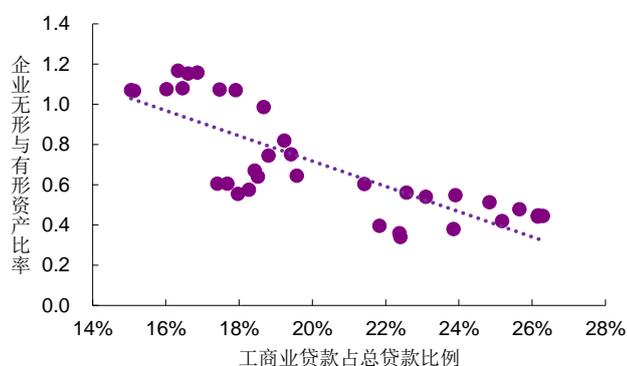
不过要注意，有的行业虽然重资产占比不太高，但跟地产或者基建关系比较紧密（比如某些专用设备制造业），所以不宜认为所有轻资产行业在金融周期下半场都会表现出色。同时，鉴于近几年有些快速发展的数字经济不在上市公司里面，部分轻资产行业可能没有在图 13 里面体现出来。

水往“轻”处流？

金融周期上半场轻资产行业相对承压，下半场相对受益，如何体现呢？这对 2020 年的经济走势与宏观政策有何含义呢？

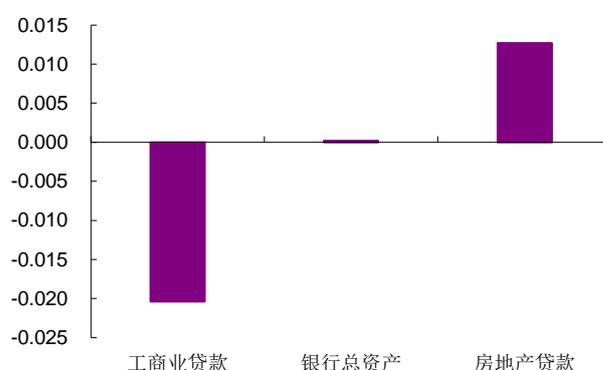
先看货币政策。如前所述，因为轻资产行业缺乏抵押品，在银行融资中天然处于劣势。基于美国过去 30 多年的数据，有研究发现，美国银行业给轻资产企业放贷的意愿远低于给重资产企业放贷的意愿，轻资产相对重资产的比例越高，银行给予工商业贷款的比重越低（图 14）。美国银行业各项资产对企业无形资产的弹性也不同，工商贷款对企业轻资产的弹性为负，而银行房地产贷款对轻资产的弹性为正，说明企业轻资产比重越高，银行越愿意增加对房地产贷款，减少工商领域的贷款（图 15）。

图 14：美国工商业贷款和无形资产



资料来源：Giovanni Dell'Ariccia, Dalida Kadyrzhanova, Camelia Minoiu, Lev Ratnovski. 2017. "Bank Lending in the Knowledge Economy", IMF Working Papers 17/234, International Monetary Fund. 数据样本为 1977-2010 年。

图 15：美国银行各项资产对企业轻资产的弹性

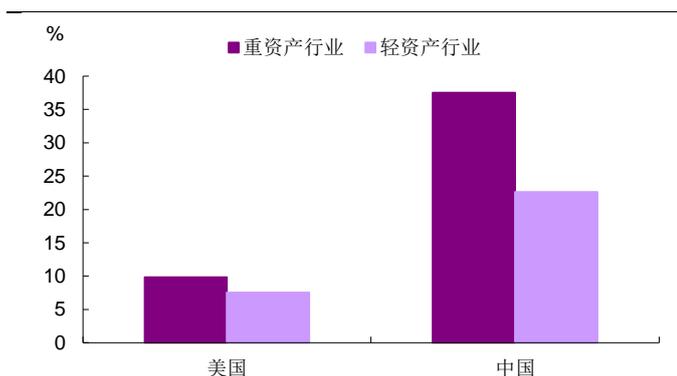


资料来源：Giovanni Dell'Ariccia, Dalida Kadyrzhanova, Camelia Minoiu, Lev Ratnovski. 2017. "Bank Lending in the Knowledge Economy", IMF Working Papers 17/234, International Monetary Fund. 数据样本为 1977-2010 年。

在间接融资仍占绝对地位的中国，这个现象可能更加明显。数据也显示轻资产行业的间接融资占比低于重资产行业，不管在美国还是中国。我们基于上市公司数据的研究发现，中国轻资产行业的间接融资占比平均略高于 20%，重资产行业间接融资占比在 35%-40% 之间，美国也有类似现象（图 16），但美国不管是轻资产还是重资产行业，对银行的依赖都低于中国，毕竟美国间接融资比重总体上远远低于中国。

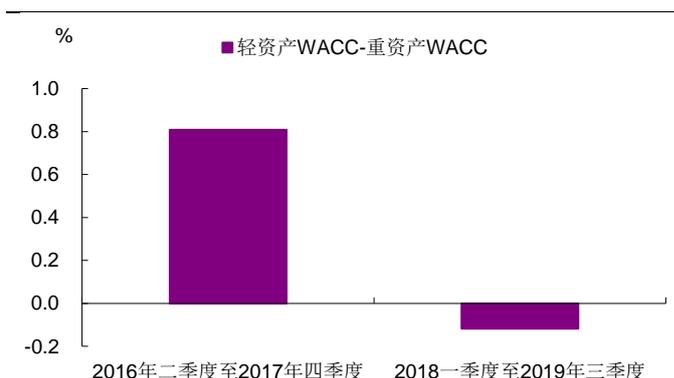
但随着金融周期见顶下行，轻资产行业受到的挤压相对减少，比如轻资产行业的加权融资成本（WACC）自 2018 年一季度就低于重资产行业的 WACC。金融周期转向之前，轻资产行业的 WACC 要高于重资产行业，2016 年一季度至 2017 年四季度轻资产与重资产行业 WACC 之差为 0.8 个百分点，但 2018 年一季度至 2019 年三季度轻资产与重资产行业 WACC 之差为 -0.12 个百分点（图 17）。

图 16: 中美轻重资产行业间接融资比重不同



资料来源: WIND, 光大证券研究所

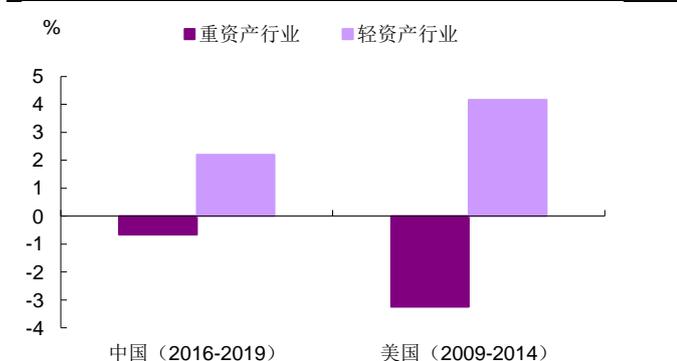
图 17: 中国轻重资产行业 WACC 之差



资料来源: WIND, 光大证券研究所

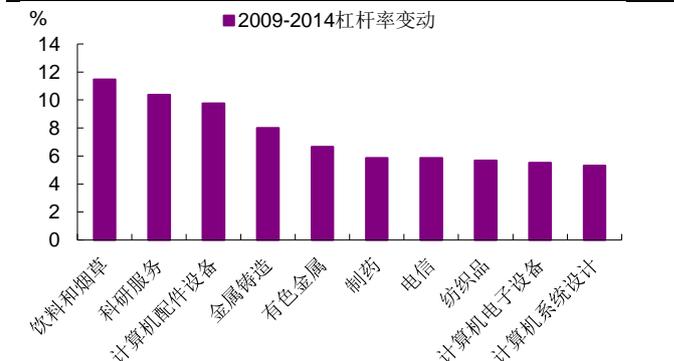
与此相应, 轻资产行业杠杆率在金融周期下半场可能逆势上升。比如, 美国 2009 年到 2014 年金融周期下行时期, 重资产行业的杠杆率总体上回落了将近 4 个百分点, 轻资产行业的杠杆率上升了近 5 个百分点, 中国在这几年也出现类似迹象 (图 18)。美国金融周期下半场 2009-2014 年之间去杠杆前十的行业是家具制造 (杠杆率下降近 10 个百分点)、汽车制造、非金属矿产、交通设备、食品加工、服装与皮毛、传统出版业、木材加工等, 而同期加杠杆靠前的行业分别是科研服务、计算机设备、制药、电信等 (图 19)。

图 18: 中美轻重资产行业杠杆率变化



资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 19: 美国金融周期下半场加杠杆的行业



资料来源: WIND, 光大证券研究所

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_8634

