

李迅雷

海通证券股份有限公司副总裁

李迅雷，现任海通证券股份有限公司副总裁，首席经济学家，研究与机构业务委员会主任；同时还担任上海市人大常委、上海市人大财经委委员。

1981年起先后就读于上海财经大学统计学和国际贸易专业，获硕士学位；曾在上海财经大学财经研究所及原君安证券公司研究所从事宏观经济、国际贸易与金融证券研究，并于1999年至2011年期间先后在国泰君安证券公司担任研究所副所长、所长兼销售交易总部总经理、总裁助理、总经济师兼首席经济学家。

2011年10月起加盟海通证券。在从事研究20多年中，编著、翻译经济及证券类书籍多部，并在各类学术性刊物上发表论文、研究报告百余篇，所主持各类课题曾多次获奖。

李先生多次被权威媒体推选并赋予“本土杰出研究领袖”、“上海市十大青年经济人物”、“沪上十大金融创新人物”、“年度最佳首席经济学家”等荣誉。



中国经济：下行无忧 改革推进

海通证券首席经济学家

李迅雷

二〇一四年五月



中国经济：下行无忧 改革推进

海通证券首席经济学家

李迅雷

二〇一四年五月



中国经济：下行无忧 改革推进

海通证券首席经济学家

李迅雷

二〇一四年五月



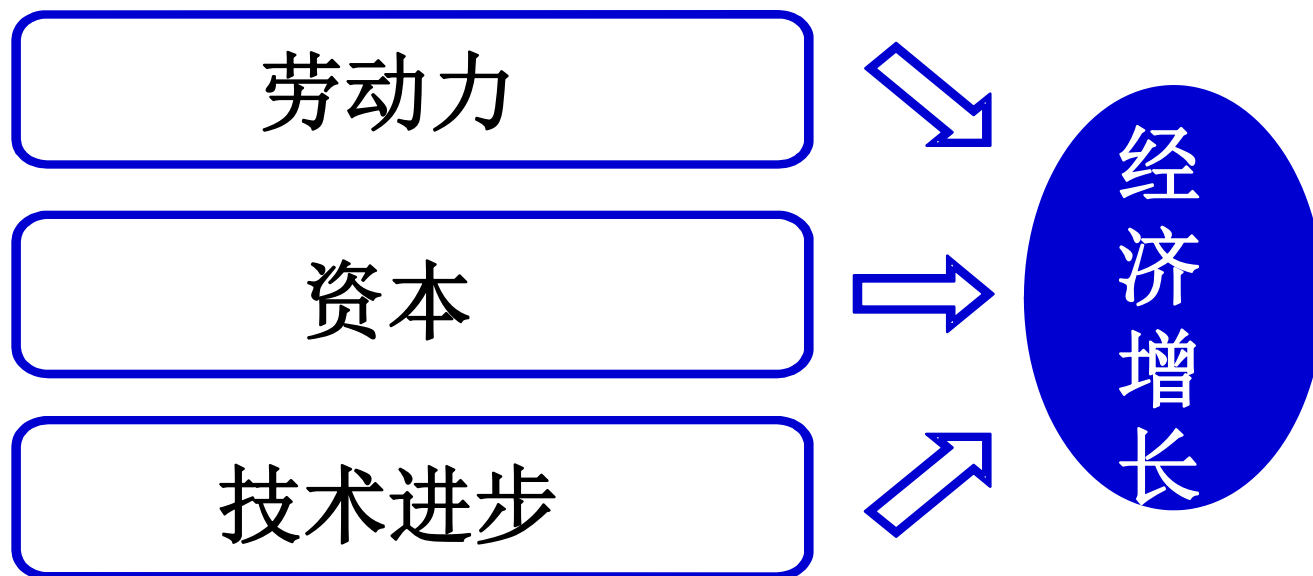
中国经济下行趋势难以逆转

改革的必要性与机会

经济政策的转向和调整

资本市场的趋势与机会

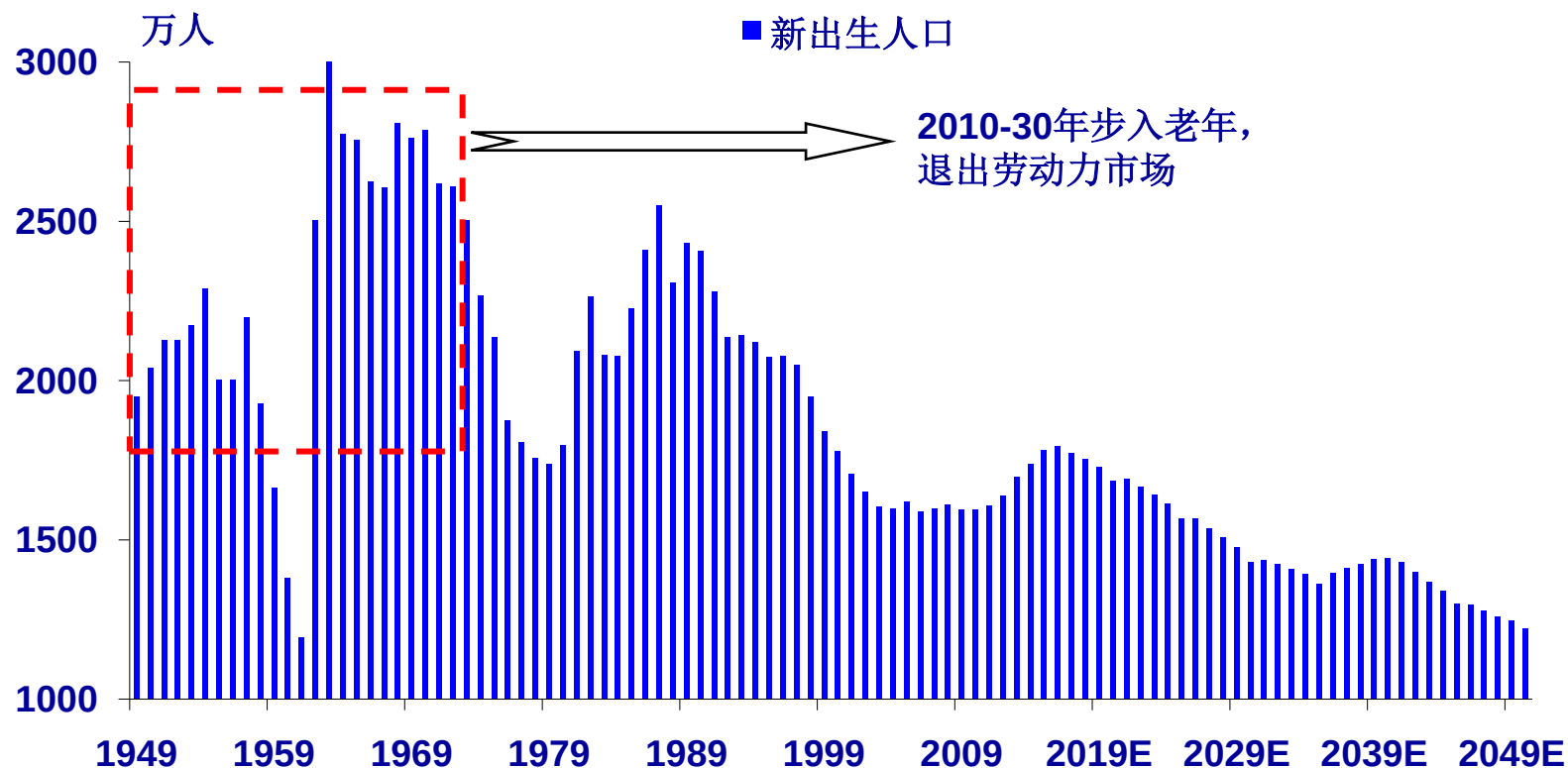
要素驱动经济增长



从经典增长理论的角度，经济增长由劳动力、资本和技术进步三大要素禀赋共同驱动。

中国经济增长率随人口周期而波动

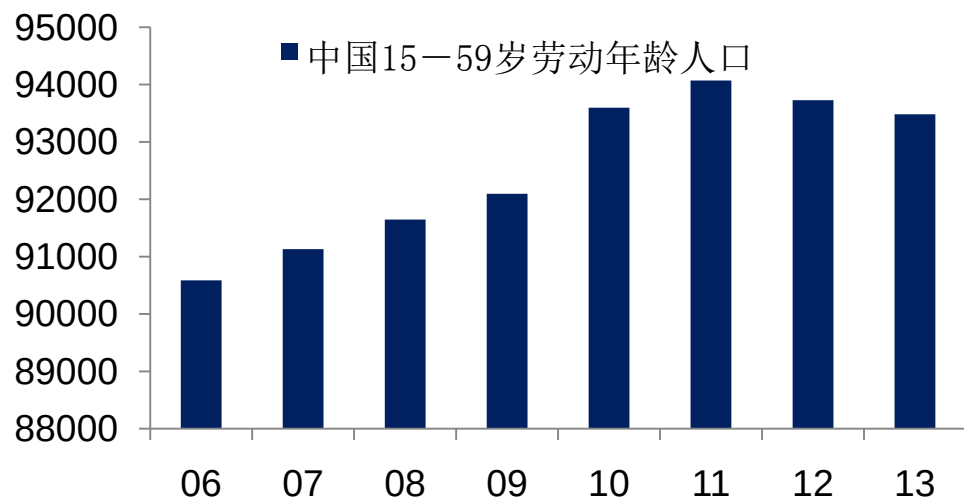
1949-70年婴儿潮2010-30年步入老年，老龄化处于加速期、劳动人口快速下降。



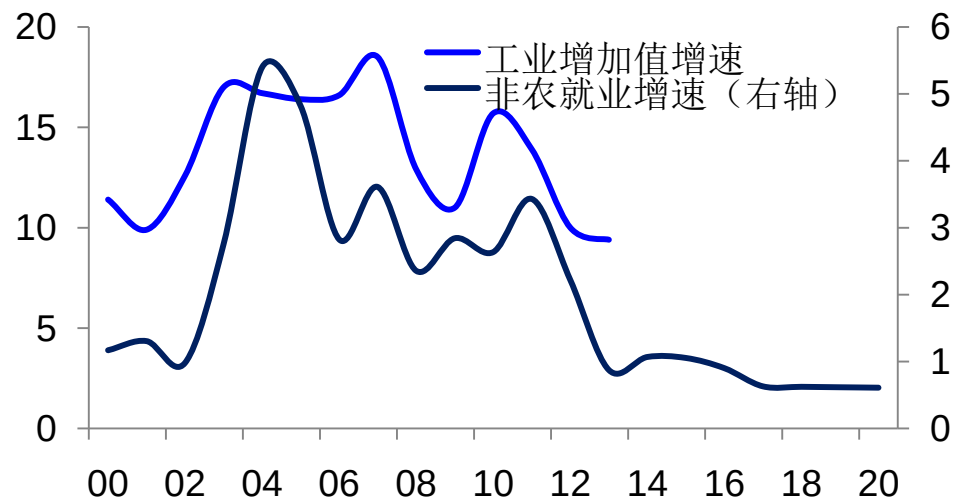
人口红利结束，降低劳动力供给

数据来源：海通证券研究所

中国劳动年龄人口数量下降（万人）



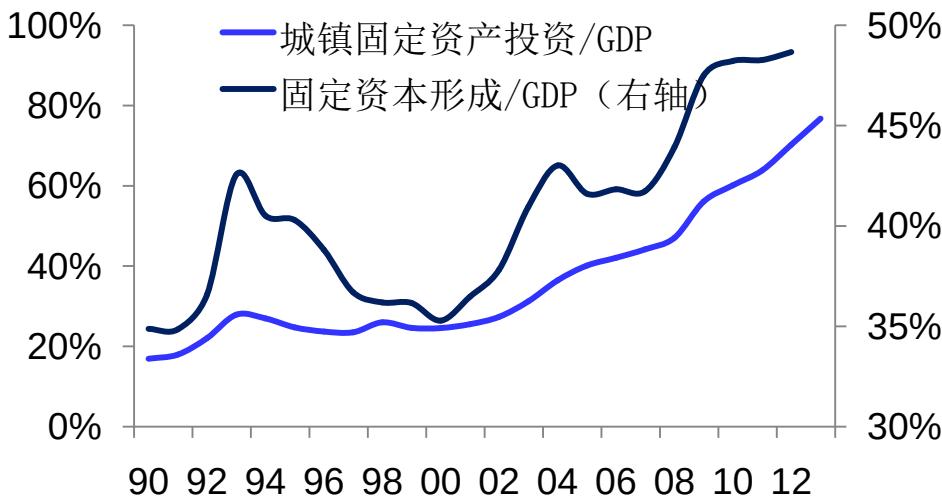
非农就业供给增速大幅下降



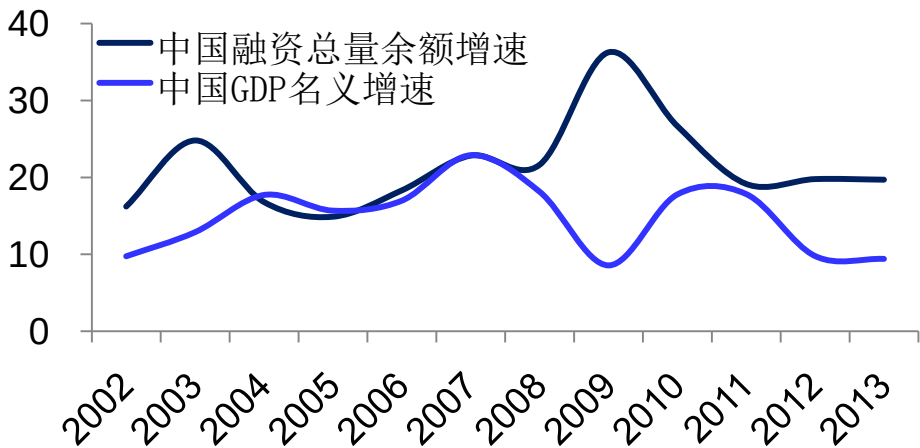
统计局最新数据显示，我国人口红利已经结束，**13年我国15—59岁劳动年龄人口**的绝对数下降了**244万**，是连续第二年下降。我国过去的非农就业主要有两大来源，一是农业转移劳动力，每年约**1000万**；另一块是人口自然新增劳动力，过去每年新增**500万**，未来每年平均下降**500万**。这意味着我国非农就业供给将由过去的**1500万**降至**500万左右**，非农劳动力增速由**3%**降至**1%**。

数据来源：Wind，CEIC，海通证券研究所

稳增长依赖投资



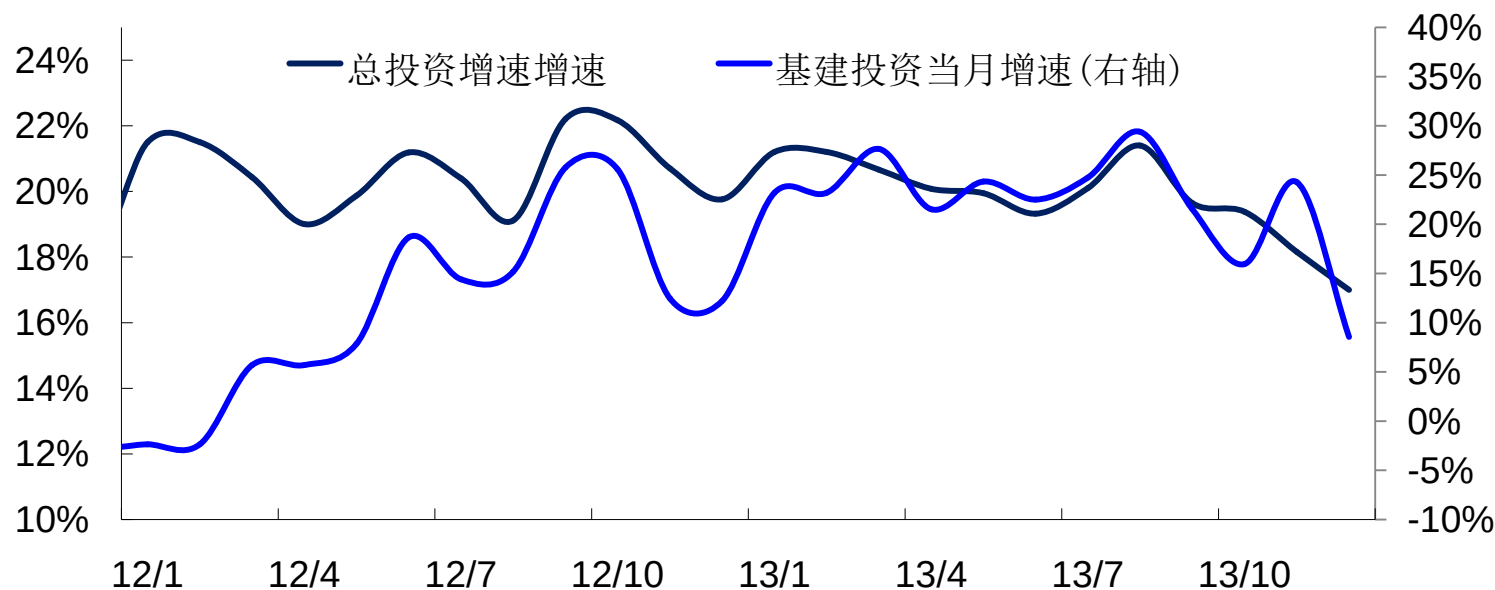
货币与经济关系脱节



由于劳动力供给下降，而技术短期稳定，从要素角度看稳增长只能靠货币资本。而投资则是货币的载体，**08**年以后每次稳增长都是靠投资，体现为投资占**GDP**比重的持续上升。导致负债率上升的重要背景是经济潜在增速的下滑，目前**GDP**名义增速不到**10%**，仅为**07**年峰值的一半。而融资总量余额增速仍高达**20%**，与**07**年相当，但货币投放的增加不能改变劳动力供给下降导致了经济潜在增速回落，因而其结果是货币增速与经济增长关系的脱节。

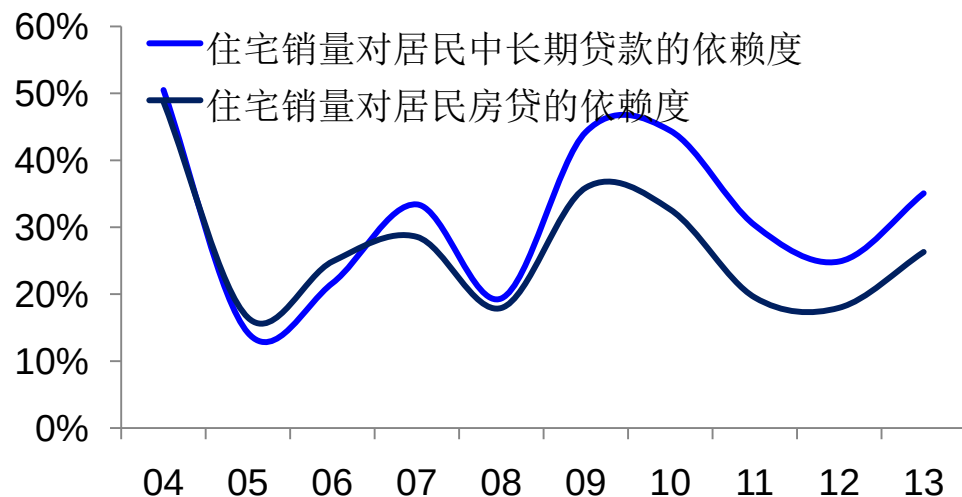
由于地方政府投资动力大幅减弱，13年12月的总投资增速从18%降至17.1%，其中基建投资增速从24.3%大幅跳水至8.6%，意味着14年基建投资增速存在极大的下行风险。

总投资及基建投资单月增速

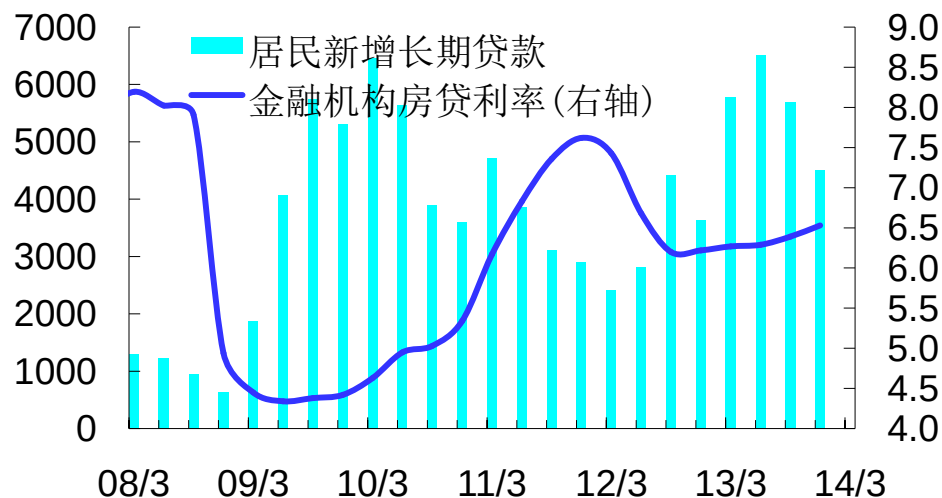


利率上升使中国整体金融风险不断加大。将对未来的房地产市场产生显著负面影响。自09年以来，住宅销售对贷款的依赖度就升至30%左右。而在经历了13年房价的暴涨、利率的上升和刚需的大幅释放以后，3、4季度居民房贷增长已显疲态，今年1季度房贷平均利率上升17个bp，至7.6%；未来地产泡沫破灭的风险或显著上升。

住宅销量严重依赖于贷款



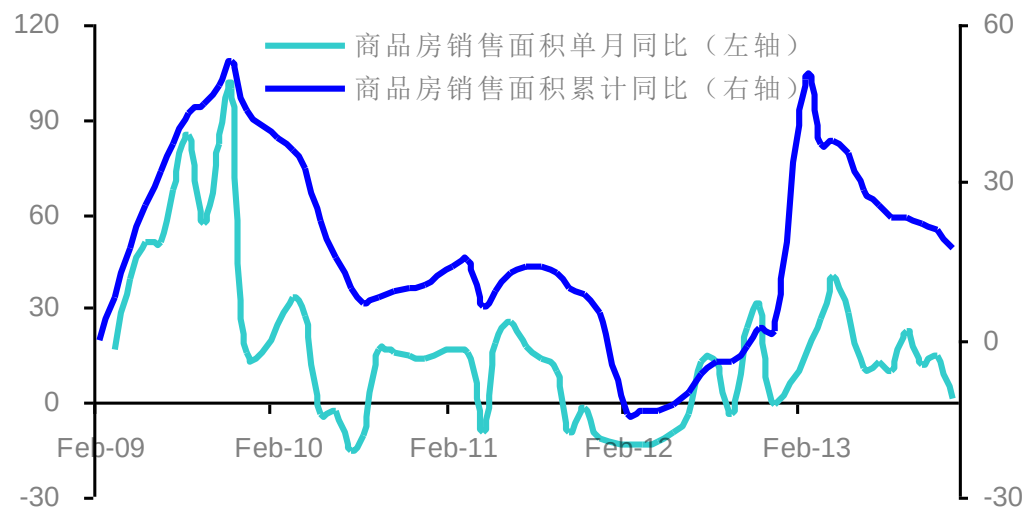
房贷利率上升或刺破地产泡沫



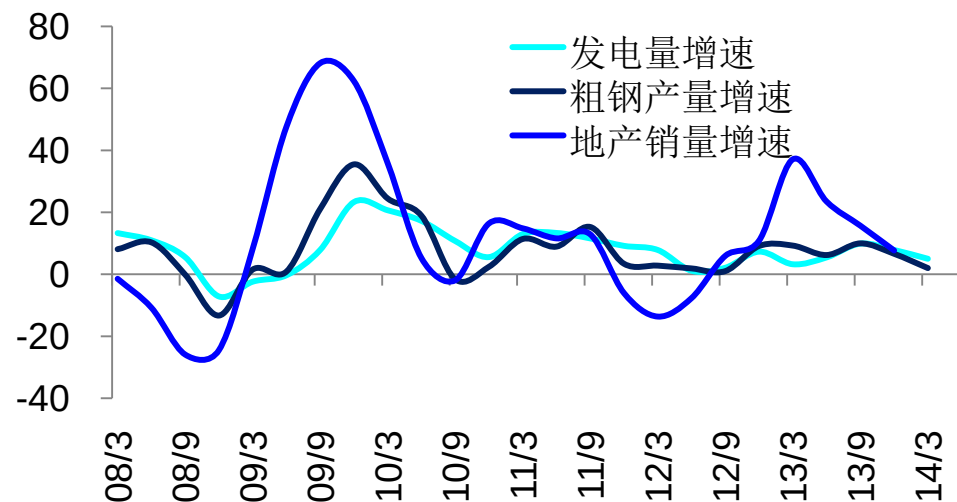
地产销量零增，预示工业不佳

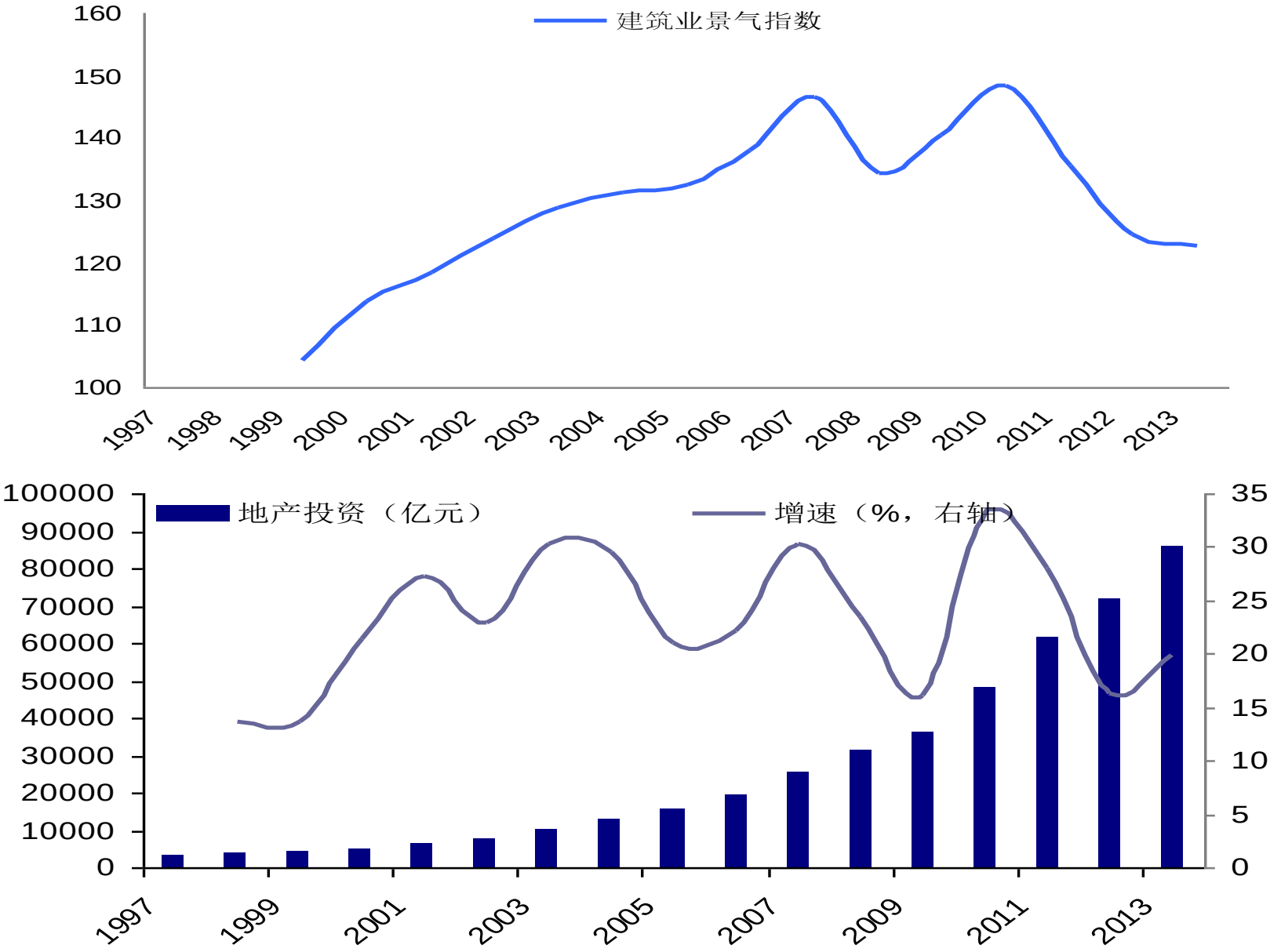
中国工业经济走势与地产投资高度一致，源于经济靠投资驱动，而制造业、基建投资的资金来源均依附于房地产。1-3月份，商品房销售面积同比下降3.8%；其中住宅销售面积下降5.7%，办公楼销售面积增长6.7%，商业营业用房销售面积增长6.0%。商品房销售额下降5.2%，降幅比1-2月份扩大1.5个百分点；14年初PMI持续回落，并非季节性回落，而在于地产销量增速见顶后持续回落，导致了14年1季度的粗钢、发电增速继续下滑，目前，无论发电量增速还是粗钢产量增速，均为一年以来最低点。

地产销量降至零增长



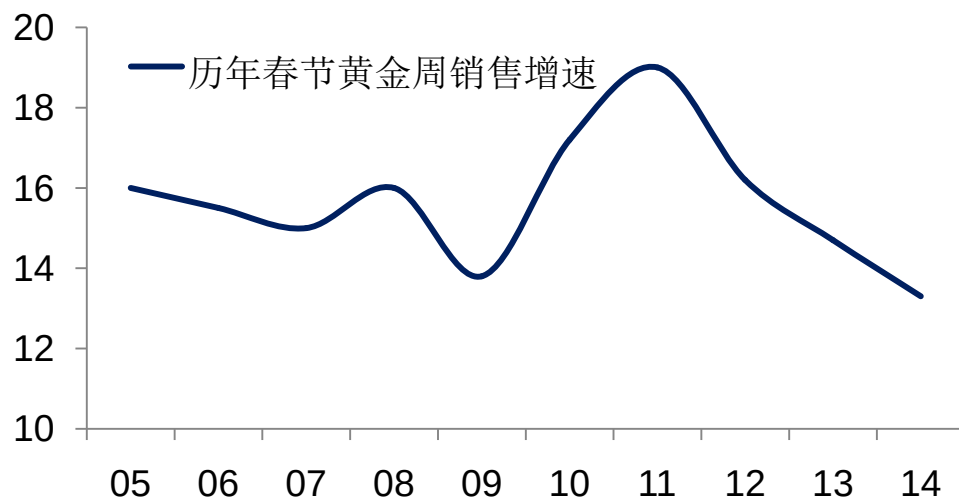
地产下滑预示工业不佳



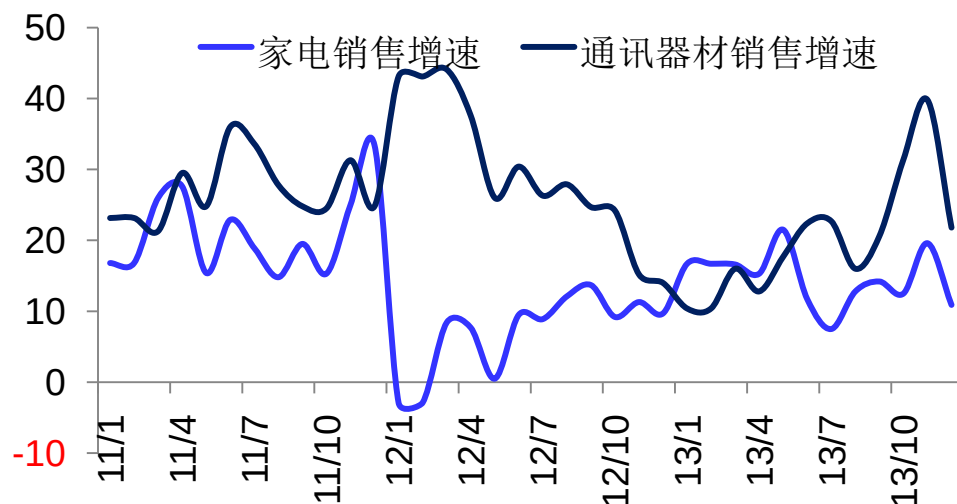


有观点认为余额宝等增加了居民收入，有利于消费。但从经济理论角度考虑，高利率首先是增加了储蓄，降低了当期消费。今年1季度的家电、通讯器材等消费增速已经出现大幅跳水。从最近数据来看，即使去年同期基数很低，今年春节黄金周消费增速仍创05年以来最低水平，消费稳定增长存隐忧。

历年春节黄金周消费增速



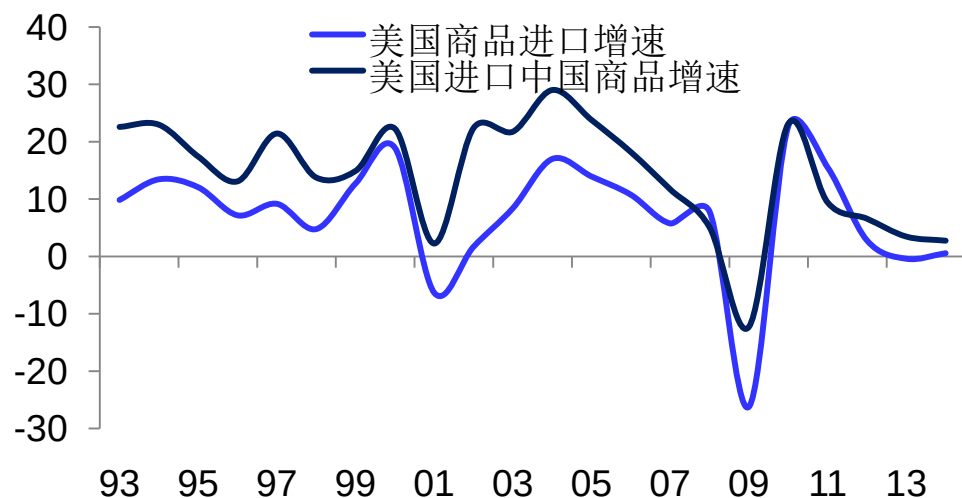
耐用品消费分化



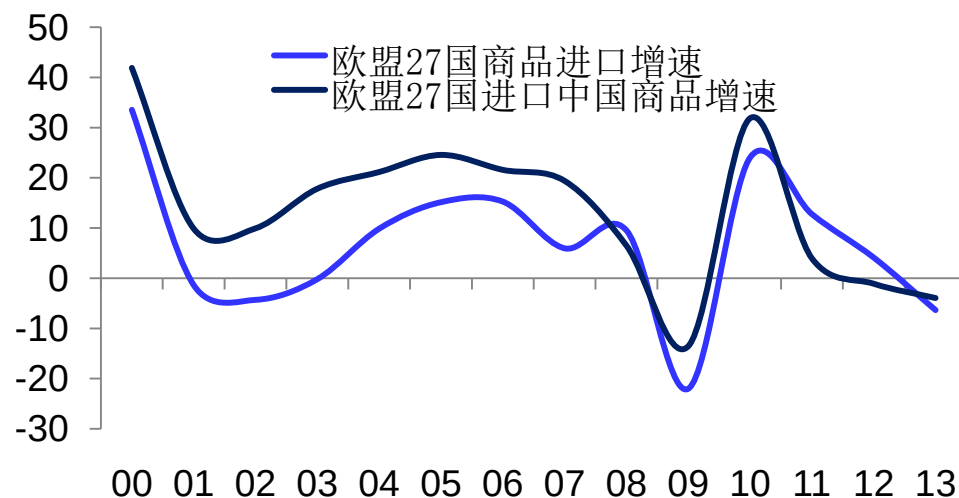
14年出口不宜过度乐观

展望14年经济，高利率下内需受限，而美国经济向好，外需似乎成了救命稻草。但我们认为中国14年出口也仅是保持平稳，不宜过度乐观，原因有三：一是美国经济复苏，但其已转向自己生产，体现为进口的负增长；二是人民币指数大幅升值，制约出口表现；三是新兴市场已是中国出口重要市场，但其经济下滑将拖累中国出口。

美国进口持续零增



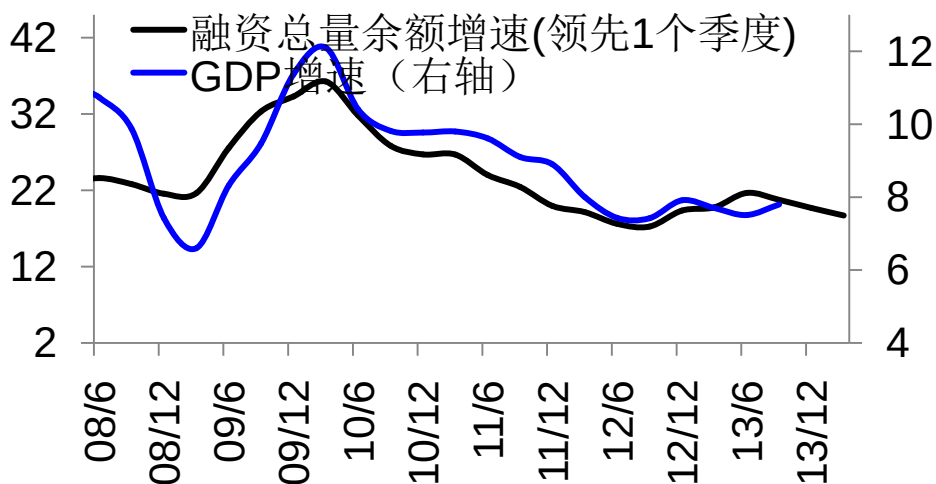
欧盟进口持续负增



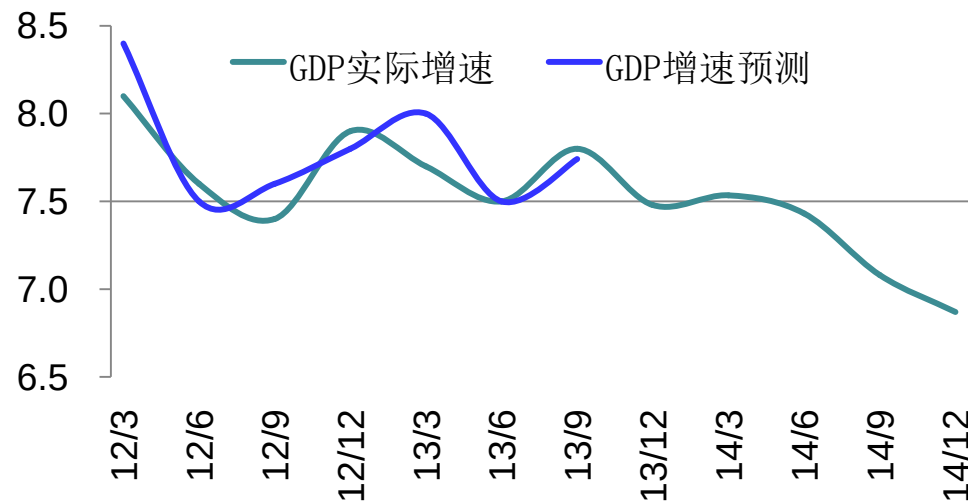
2014年经济下行压力大，或至7%

消费低位，投资下行，出口平淡，或是14年“三驾马车”的图景。
13年下半年金融去杠杆收紧融资，按照金融对经济3—6个月的领先性，同样预示着14年上半年经济趋下行。加之利率上行背景下地产销量对工业经济的领先性，我们预测14年GDP增速仍趋回落，并在1月份大幅下调全年GDP增速预测至7%，其中四个季度分别为7.3%、7.1%、6.9%、6.8%。

社融增速一般领先GDP增长3-6个月（%）

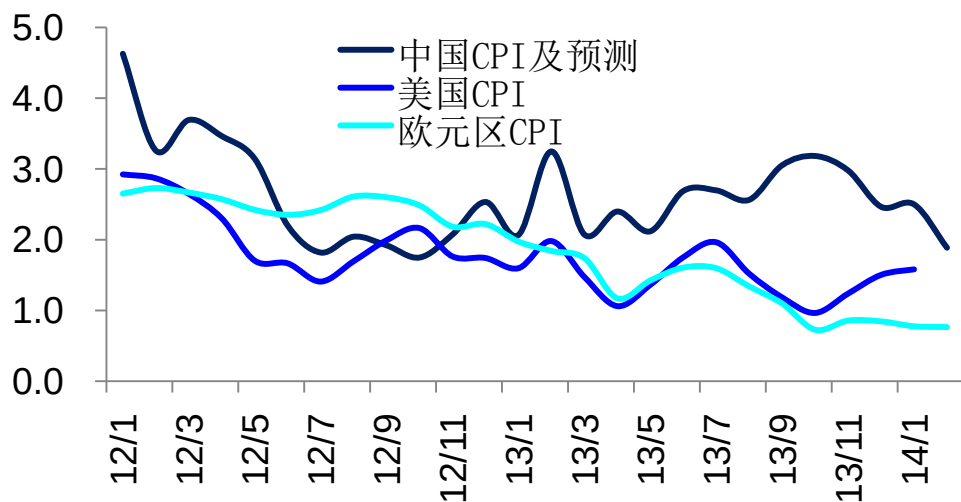


预测14年经济增速持续下行

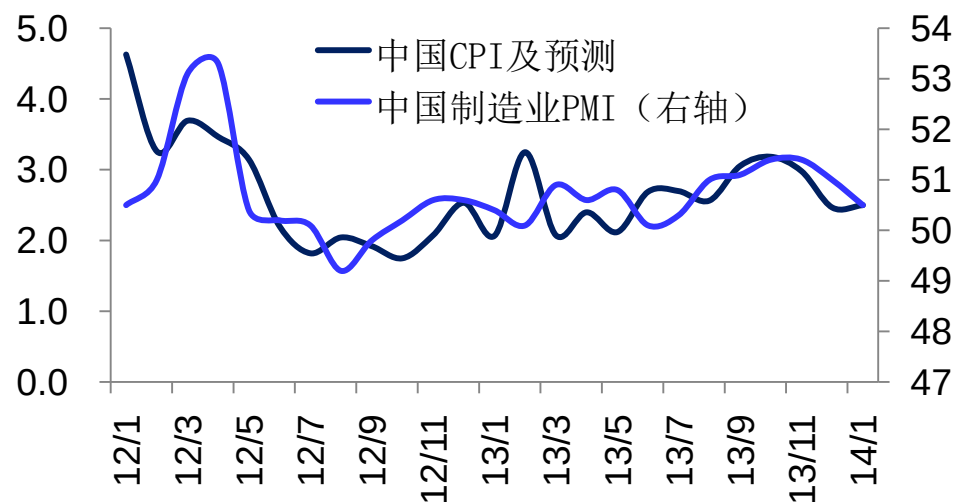


4月份CPI大幅下降至1.8%，PPI为-2%，联系欧美通胀的低位徘徊，通缩魅影再度出现。而制造业PMI的下滑也预示着通胀前景或需大幅下修。我们预测14年CPI均值为2.3%，低于13年。

近期CPI大幅下滑（%）



工业下行增加物价回落压力



中国经济下行趋势难以逆转

改革的必要性与机会

经济政策的转向和调整

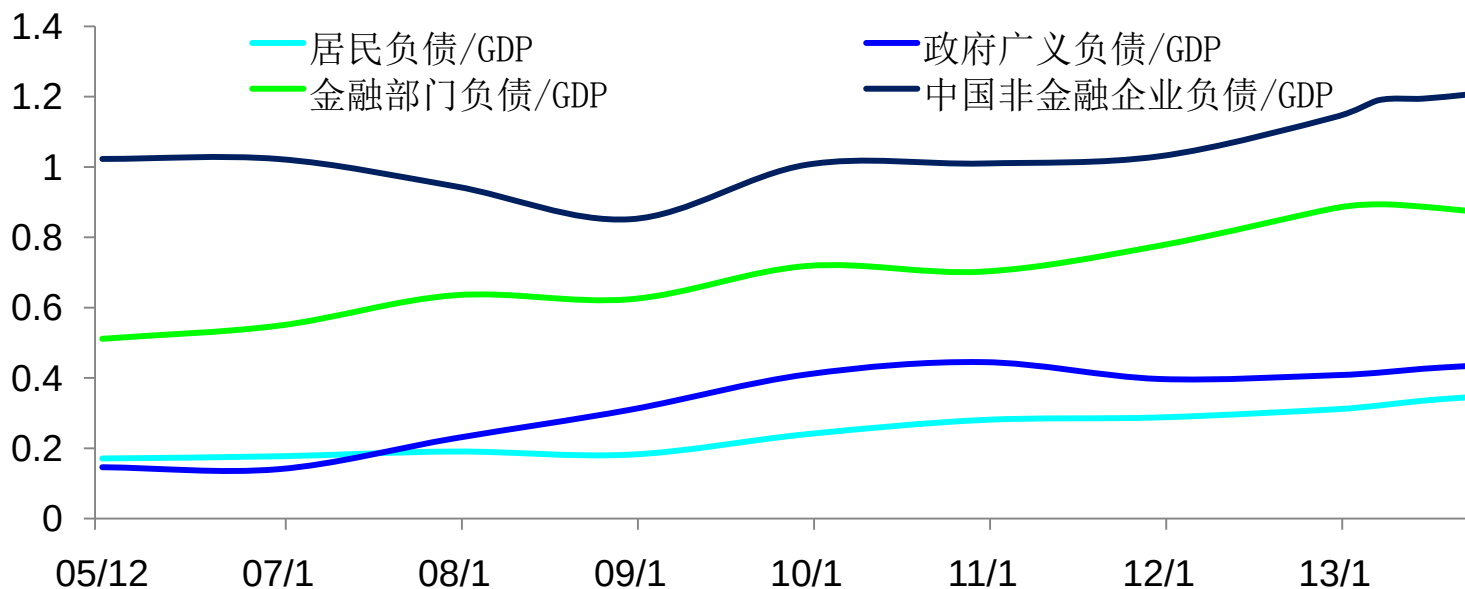
资本市场的趋势与机会

中国政府、企业、金融机构和居民债务增长过快



其中企业部门负债/GDP从85%升至121%，金融部门非存款负债/GDP从62%升至88%，政府部门负债/GDP从31%升至50%左右，居民部门负债/GDP从18%升至35%。可以看出企业部门负债和金融部门表外负债扩张是经济整体负债率上升的主要原因。其中企业部门负债扩张源于投资主导的增长模式，产能过剩但投资不停。而金融部门表外负债扩张源于市场化和逃避监管背景下影子银行的大发展。

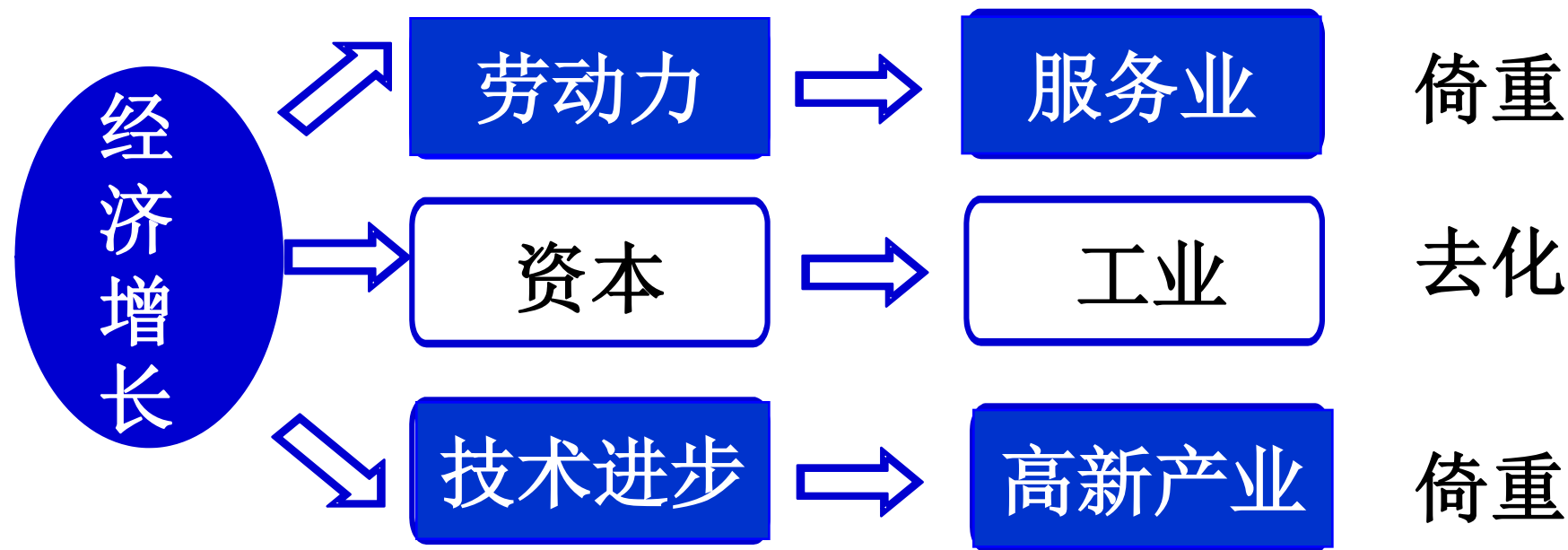
中国负债率构成



淡化货币投资、倚重人力资本，技术进步

数据来源：海通证券研究所整理

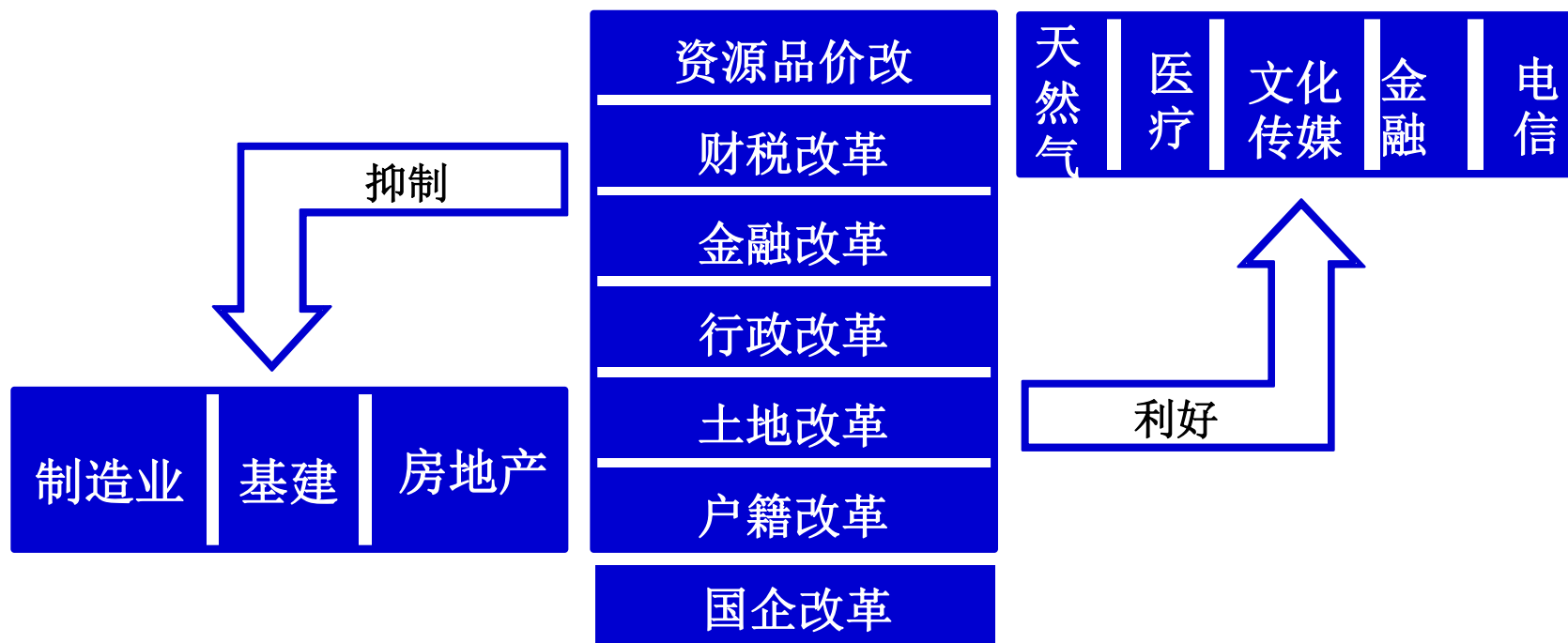
未来增长应倚重人力资本、技术进步



未来，中国经济增长应该降低对货币投资的依赖，而倚重于人力资本和技术进步两大要素。这意味着去工业化，因为工业发展是资本密集型。而应该大力发展服务业和高新技术产业，前者属于人力资本密集型，后者属于技术密集型。

改革对行业的影响

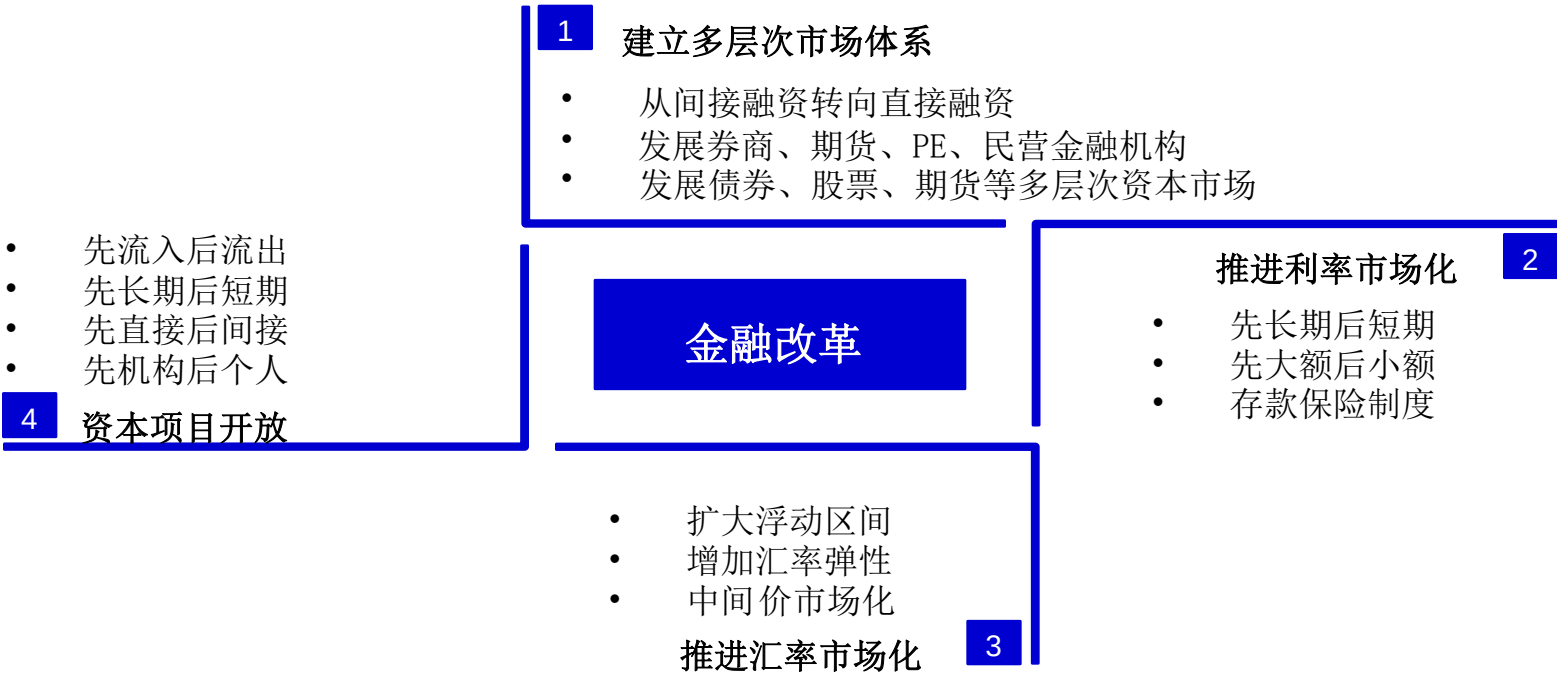
数据来源：海通证券研究所整理



今年是新政府改革元年，**18**届三中全会改革方案的落实将对经济转型产生深刻的影响。资源品、土地、金融等领域的改革会约束制造业投资，给传统工业带来去产能真正希望。行政体制改革意在放松管制改善供给，长期利好消费和诸多服务业。

金融体制改革涉及到的方向

数据来源：海通证券研究所整理

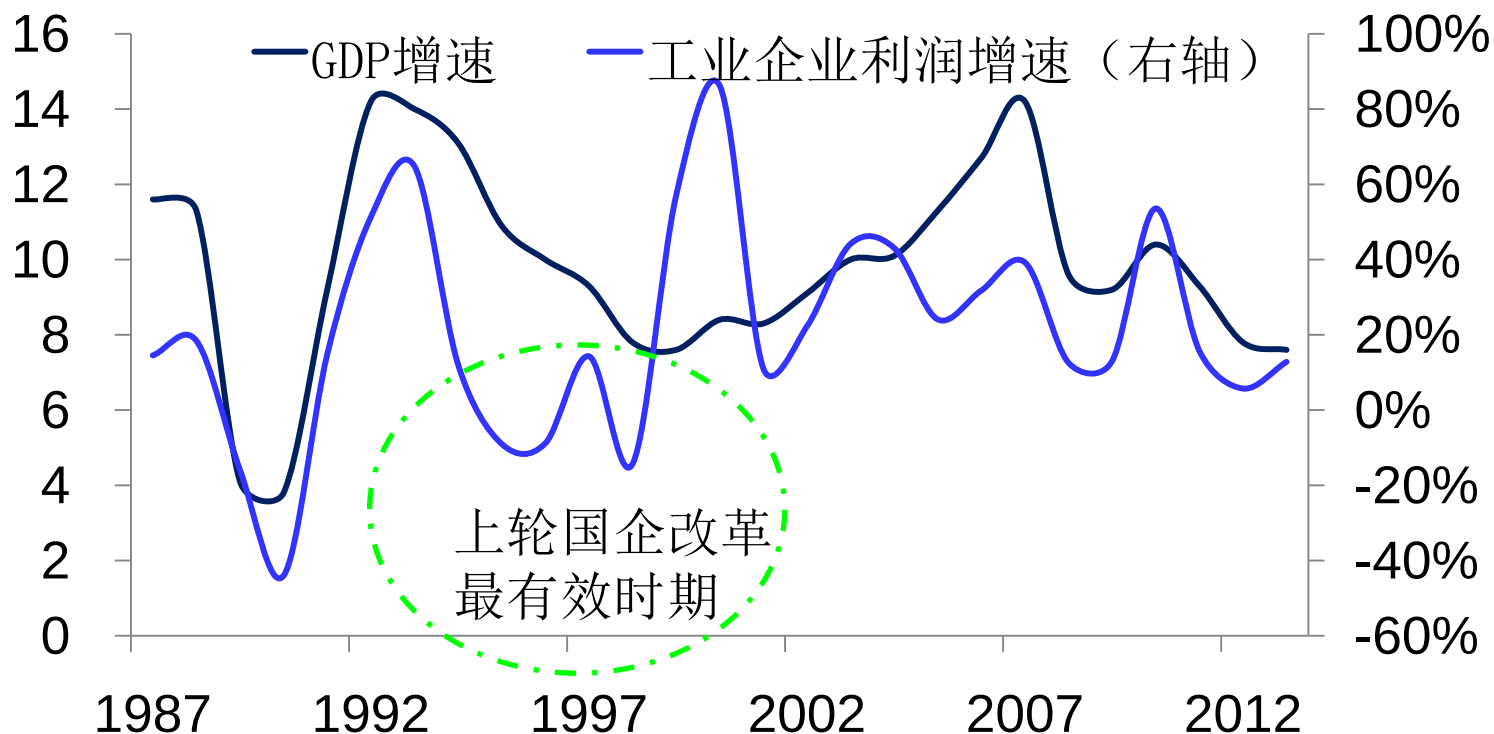


金融改革未来主要是两个方向，一是建立多层次资本市场，《决定》中提及金融业对民资开放、股票发行注册制，多渠道推动股权融资；二是推动利率、汇率等金融价格市场化，改变银行的行为。风险监管方面，提出建立存款保险制度以及金融机构市场退出机制。

改革亮点：国企改革穷则思变

工业企业利润增速与GDP增速

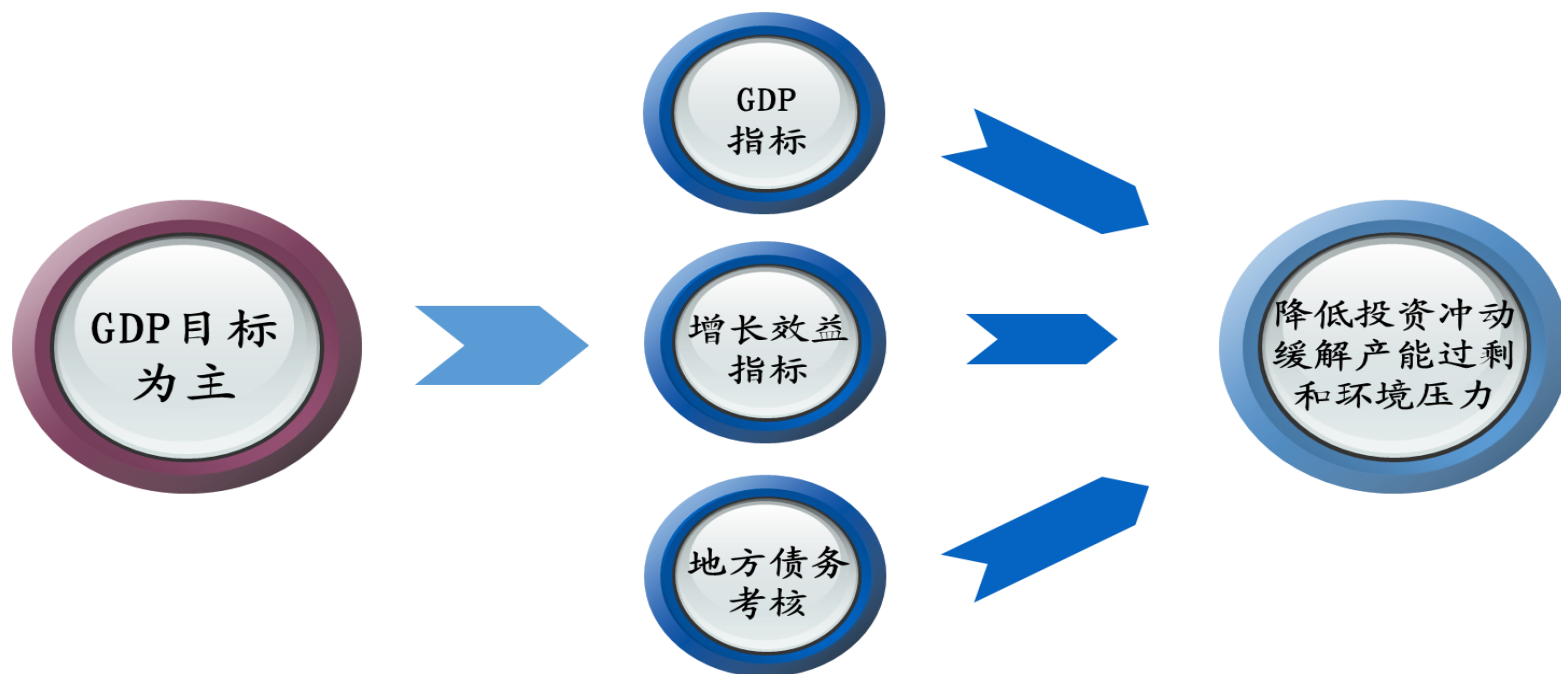
数据来源：海通证券研究所整理



在经济大幅下行背景下，改革将成为经济唯一希望。历史上曾经有过3轮国企改革，其中最有效的是93—02年，源于经济下滑倒逼。如今经济下滑、债务高企，再次启动国企改革的条件已经成熟。其中通过国企的出售或重组可以降低政府债务，通过制造业的收购兼并、服务业的放开均可以提高效率，提高经济增长潜力。近期中国石化对社会出售销售公司股权是国企改革推进非常正面的信号。

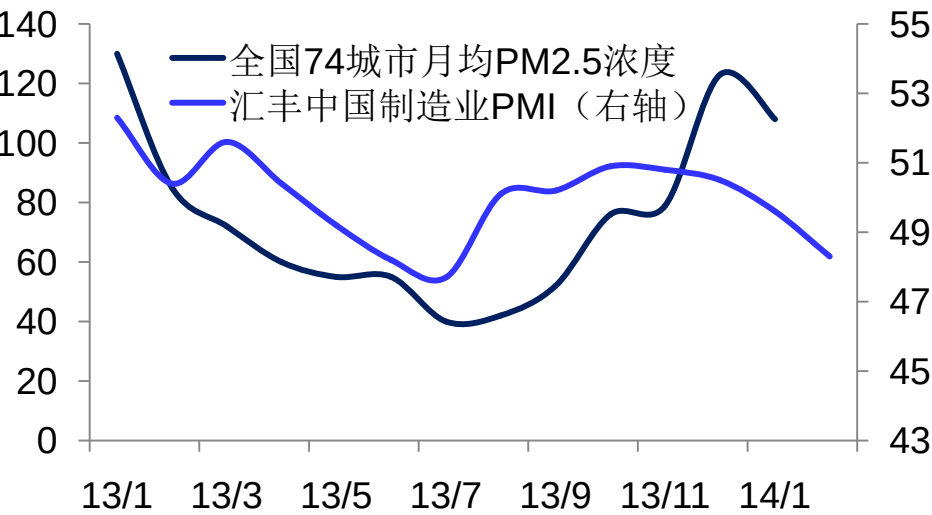
地方下调GDP和投资增速有三大原因，一是对中央推动地方改进政府考核体系的反应。中组部于13年12月初发布了《改进地方政绩考核工作的通知》，该文件的主旨是淡化GDP，增加质量效益和可持续指标，并加强政府债务考核，强化任期审计和离任追责。政府考核体系的改进有助于约束地方政府过度追求GDP的行为。

地方政府考核体系的变化



其次是不少地区的环境污染已经到了令人难以忍受的地步，而重化工业是最大污染源，制造业PMI和全国PM2.5颗粒物的浓度有着高度正相关。因此，不少地方两会把治理环境作为头号任务，例如天津将全面实施“美丽天津·一号工程”，提出以前所未有的态度重视环境。而河北则提出以背水一战的决心来治理环境。

汇丰制造业PMI与全国PM2.5



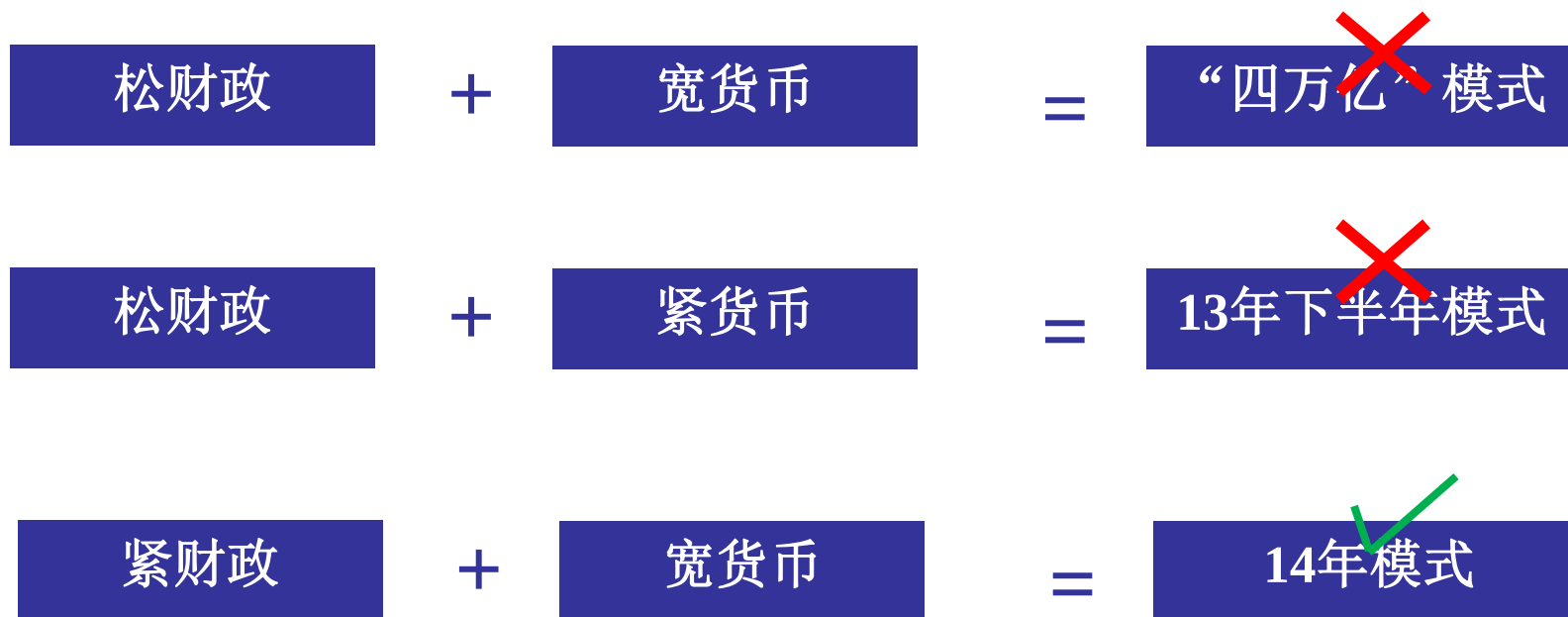
部分地方《政府工作报告》中对“环境保护”的表述

省份	具体表述
天津	全面实施“美丽天津·一号工程”，以前所未有的高度重视生态环境，以前所未有的力度推进生态保护工程，以前所未有的铁腕依法治理环境违法行为，努力创造天长蓝、地长绿、水长清的美好环境。
河北	生态环境事关人民群众生命健康和河北形象。我们一定要以背水一战的决心，加大环境治理和生态保护工作力度、投资力度、政策力度，力争三年有好转、五年大改善。强力治理大气污染。着力改善水环境质量。

中国经济下行趋势难以逆转
改革的必要性与机会
经济政策的转向和调整
资本市场的趋势与机会

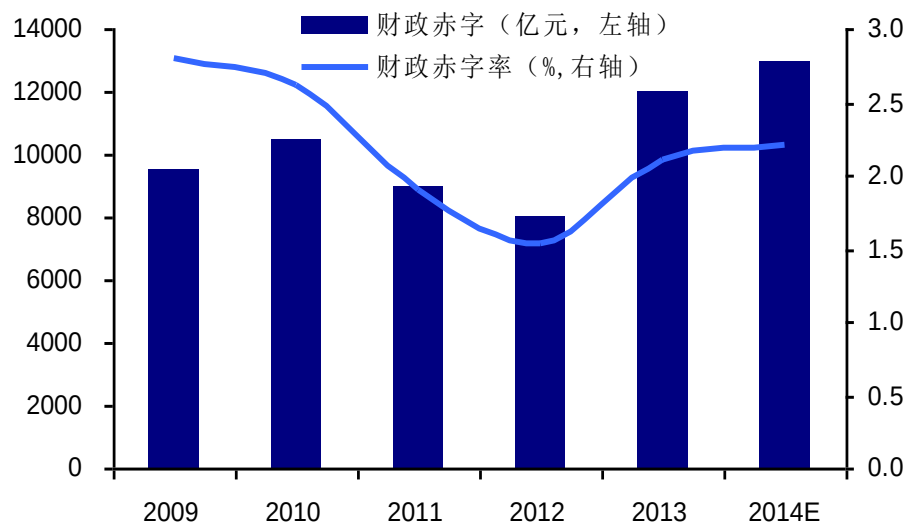
稳增长的三种模式

我们认为，今年的实际政策组合为偏紧财政叠加偏宽货币，属于转型政策模式，财政偏紧提高效率，货币偏宽防范风险。

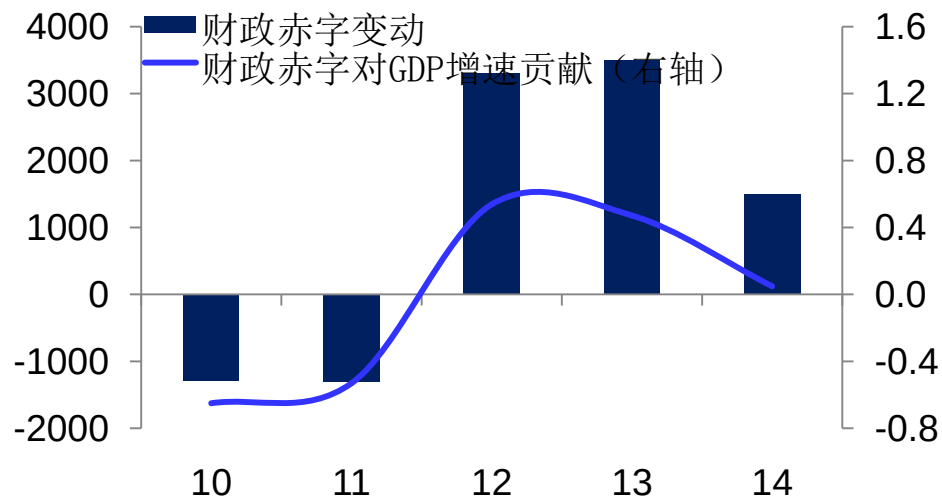


14年中央财政政策定调积极，财政赤字从**12000亿**扩大到**13500亿**，财政赤字率稳定在**2.1%**。但财政政策对**GDP**的贡献取决于赤字率变化，**13年**财政赤字率从**1.6%**扩大至**2.1%**，因而对**GDP**增长的贡献率为**0.5%**，而**14年**财政赤字率持平，也就意味着财政对**GDP**增长的贡献为零，相比去年而言下降了**0.5%**。

09年以来全国财政赤字规模及赤字率（%）



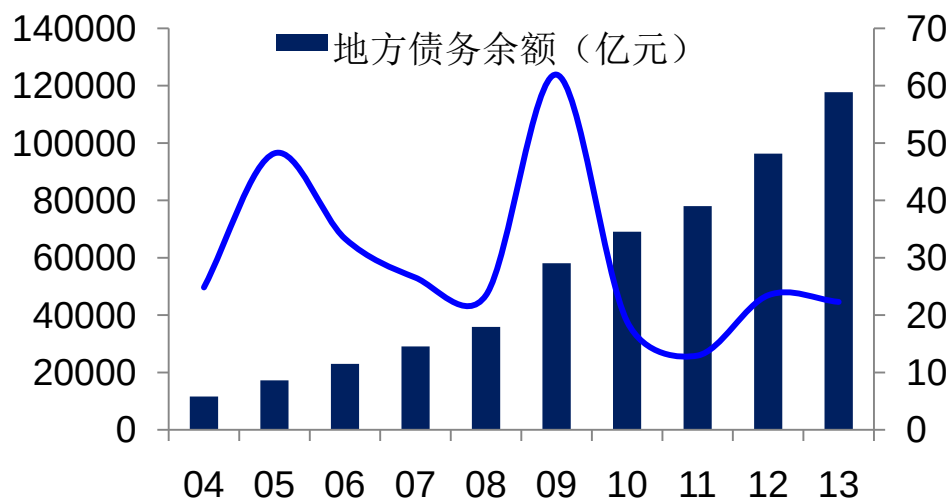
中央财政对增长贡献下降0.5%



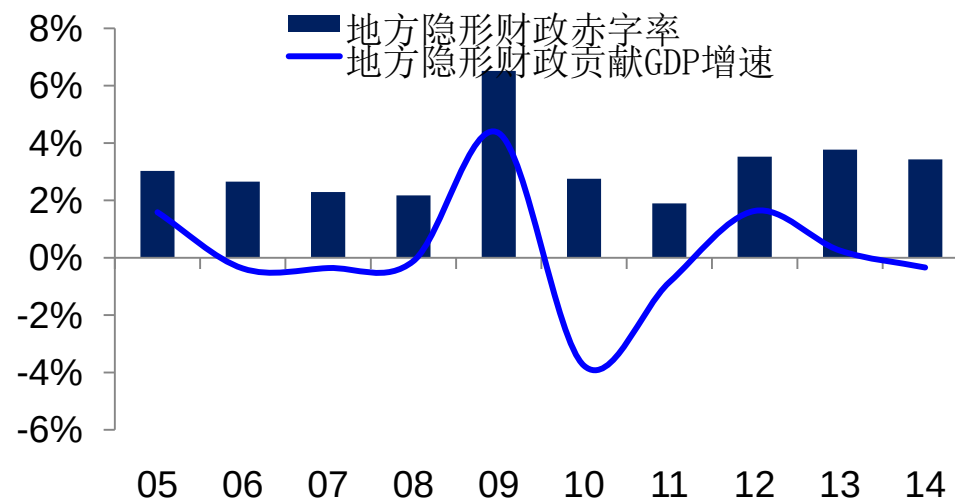
财政政策：地方明显收紧

中国实际上有两个财政政策，一个是中央明面上的财政，另一个是地方影子财政，通过贷款、发债、信托等各种方式举债投资。按照最新政府债务审计数据，**13年地方影子财政赤字规模达2.1万亿**，约是中央一倍。在地方债务考核趋严背景下，预计**14年地方新增债务规模难超去年**，对**GDP增长的拖累也达0.5%**，综合看财政政策将拖累**1%经济增长**，实际偏紧。

地方债务增速趋降（%）



地方财政对增长贡献下降0.5%

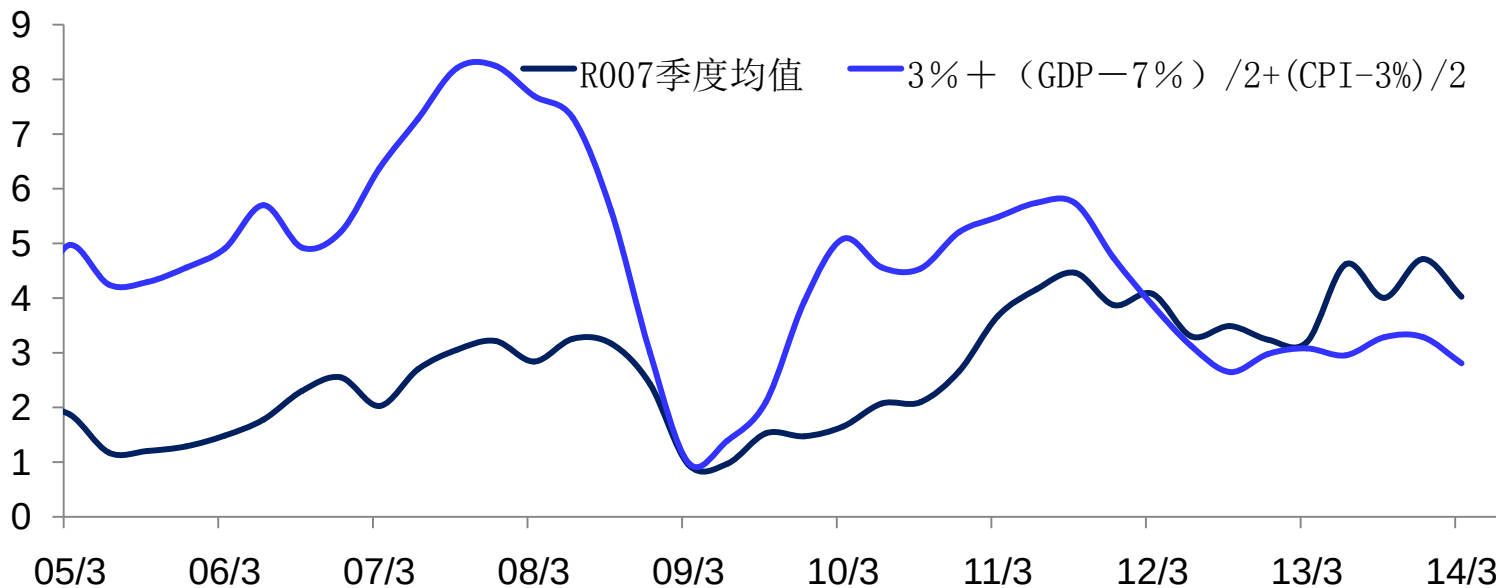


货币政策：降低存款准备金率、利率中枢趋降



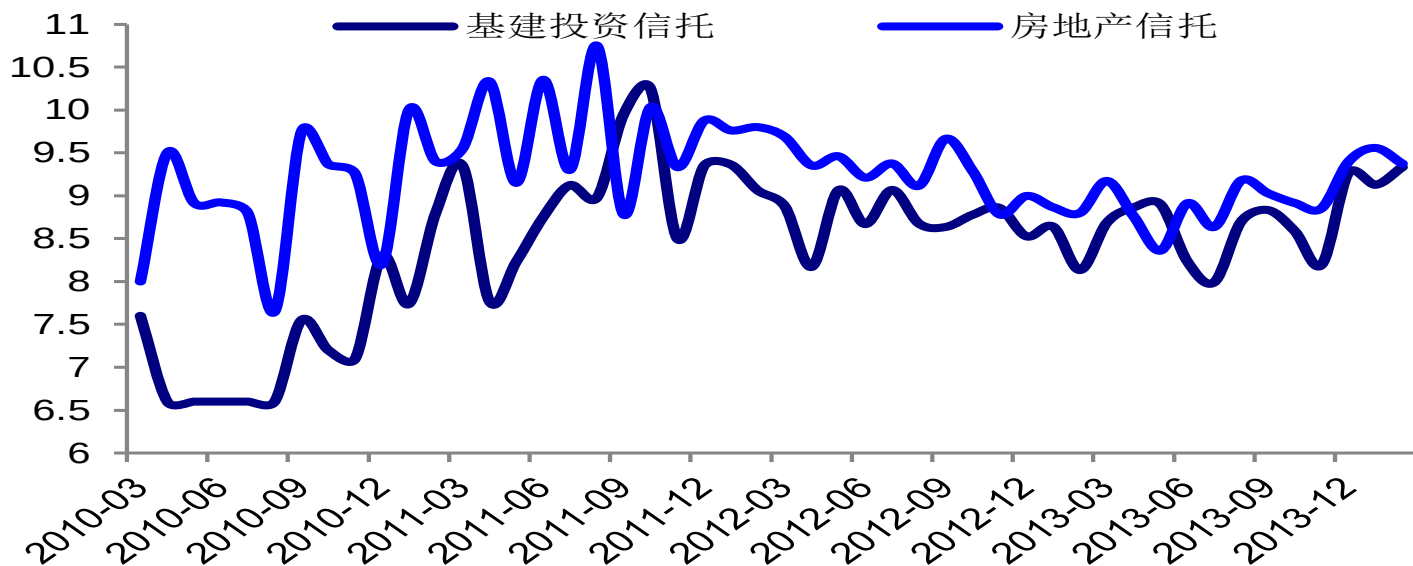
从全球来看，央行的核心目标无非经济 and 通胀的基本稳定。去年下半年央行的紧缩让很多人认为央行的主要任务是去杠杆，但去杠杆也是为了经济的长期稳定，而且不可否认的是去年下半年经济通胀回升，央行具备从紧的基础，泰勒法则依然适用。而14年初以来经济通胀大幅回落，意味着央行必须考虑到短期经济通胀下行的风险，其货币利率中枢将趋下降。此外，在保持适度流动性方面，还可以采取降准措施。

泰勒法则：前瞻性意味着利率中枢下降



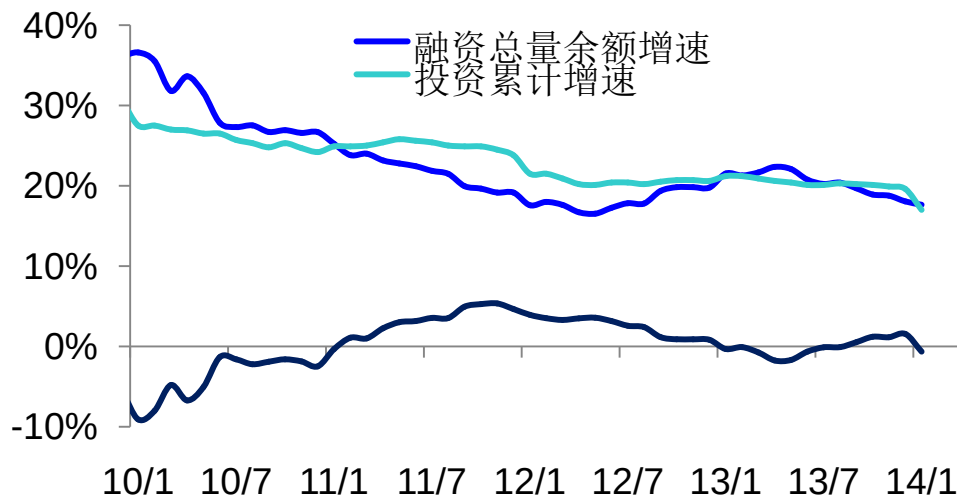
13年央行为让金融机构去杠杆，摆出“作壁上观”姿态，货币利率实际按照边际成本定价，如果银行非标资产收益率达到**10%**，其可以接受的货币利率超过**8%**，致使回购利率中枢大幅抬升，而且波动加剧。**2013年12月**央行推出**SLF**，当隔夜、7天和**14天**回购利率分别高于**5%、7%和8%**时，地方法人金融机构可向央行申请**SLF**操作。央行的公告中出现了“探索常备借贷便利（**SLF**）发挥货币市场利率走廊上限的功能”。**SLF**推出意味着**14年**边际成本定价失效，而重回央行定价。

13年下半年：边际成本定价

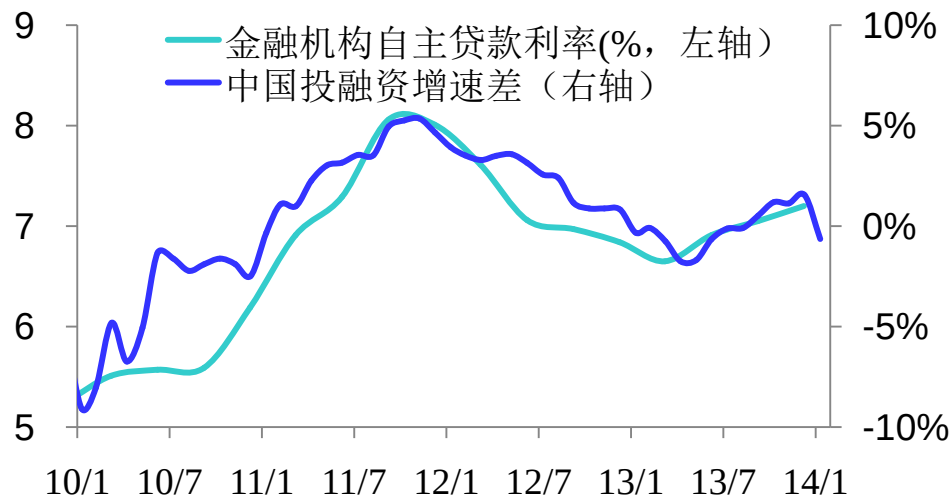


去年为什么利率大幅上升？因为一方面地方政府还在放项目稳增长，制造各种贷款、债券、非标等信用供给，而银行在央行收紧后资金供给减少、信用需求萎缩，结果就是信用供过于求，体现为投资增速远高于融资增速，社会融资利率上升。而14年的情况发生了巨大变化，地方政府大幅下调经济增长、投资增速，其新增信用供给显著下降，尤其注意借新还旧并非新增信用供给，而央行政策转向后银行资金供给上升、信用需求增加，投融资增速出现拐点，社会融资利率将趋于下降。

投融资关系改善

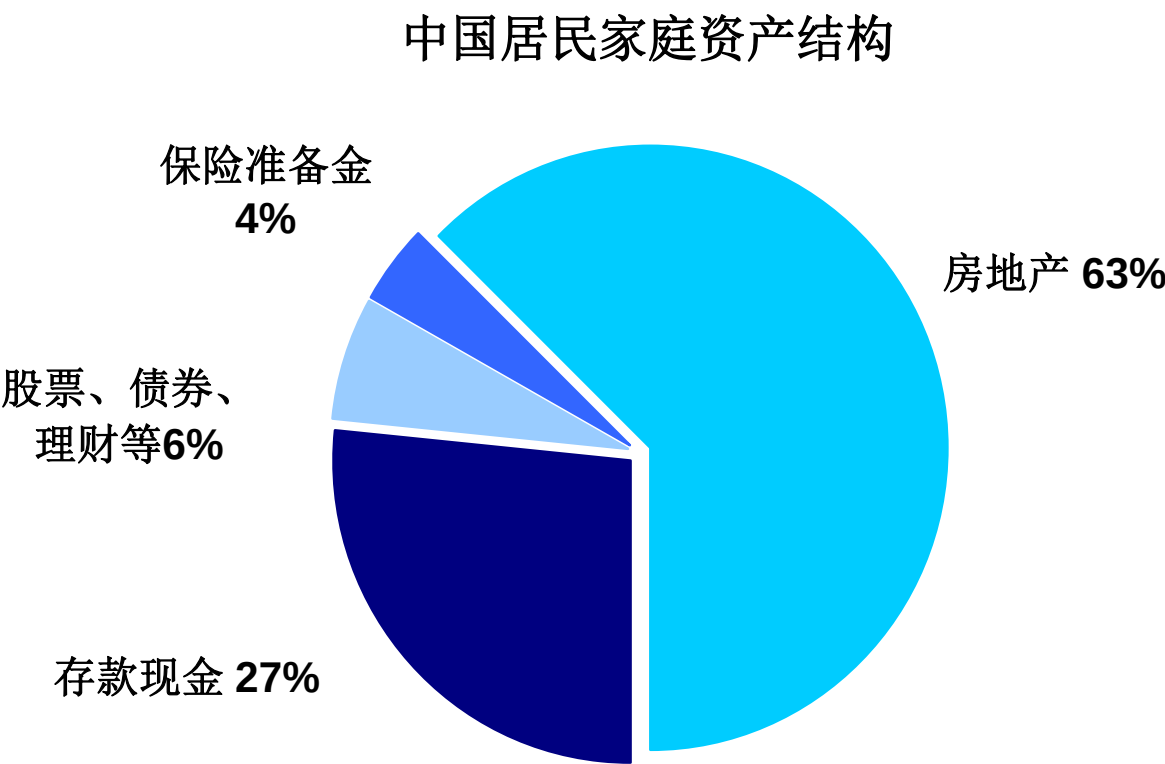


预示社会融资成本趋降



中国经济下行趋势难以逆转
改革的必要性与机会
经济政策的转向和调整
资本市场的趋势与机会

虽然近年来理财、信托等产品出现使得居民资产结构向着多元化发展。但房产、存款等，是居民财产中占比最重的部分。**2014年**的各类投资风险需要高度警惕。同时，中国金融开放也是大势所趋，故存在投资的结构性机会。

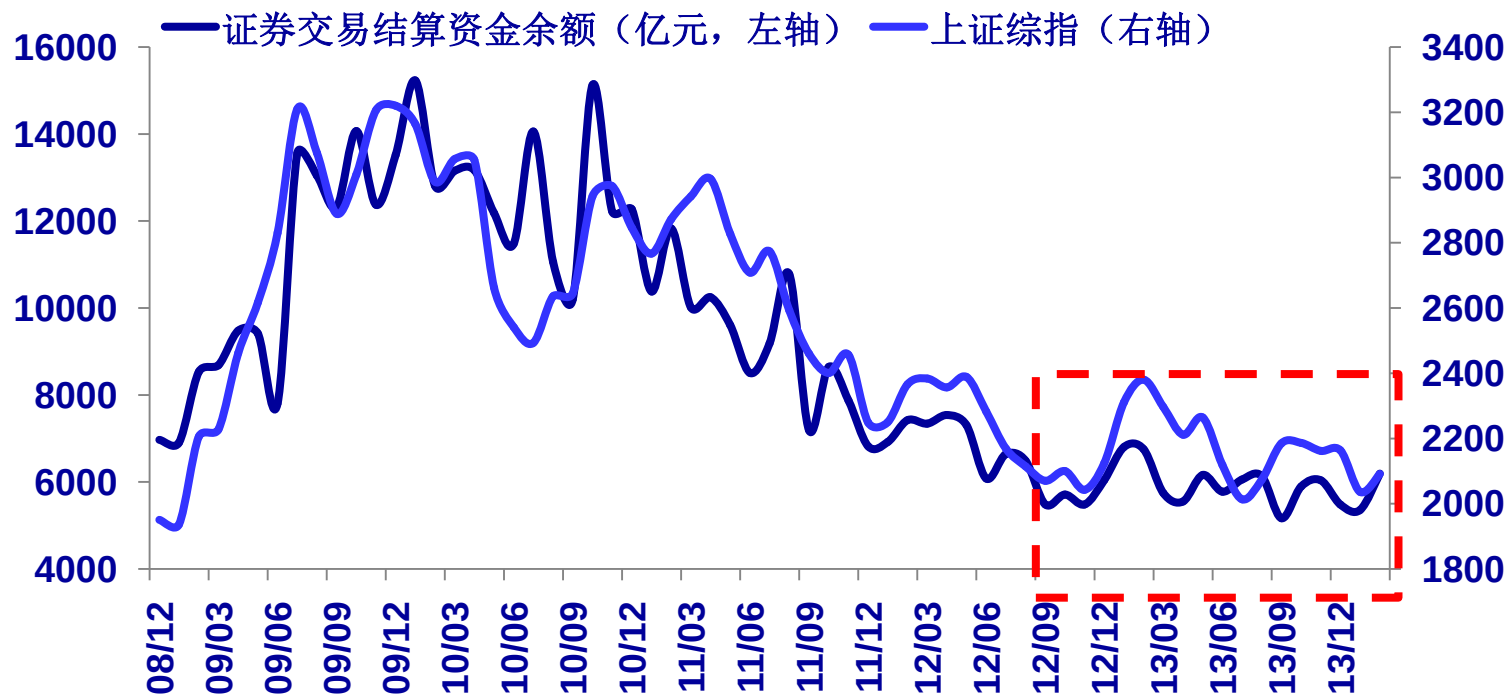


资料来源：中国人民银行，海通证券研究所

证券市场：如何改变增量资金不足现状



✓ 2012年4季度来，A股场内资金稳定，股市整体区间震荡，总市值稳定在27万亿左右。



A股总市值（万亿）

2010年底 30.2

2011年底 24.8

2012年底 26.6

2013年底 27.2

目前 26.6

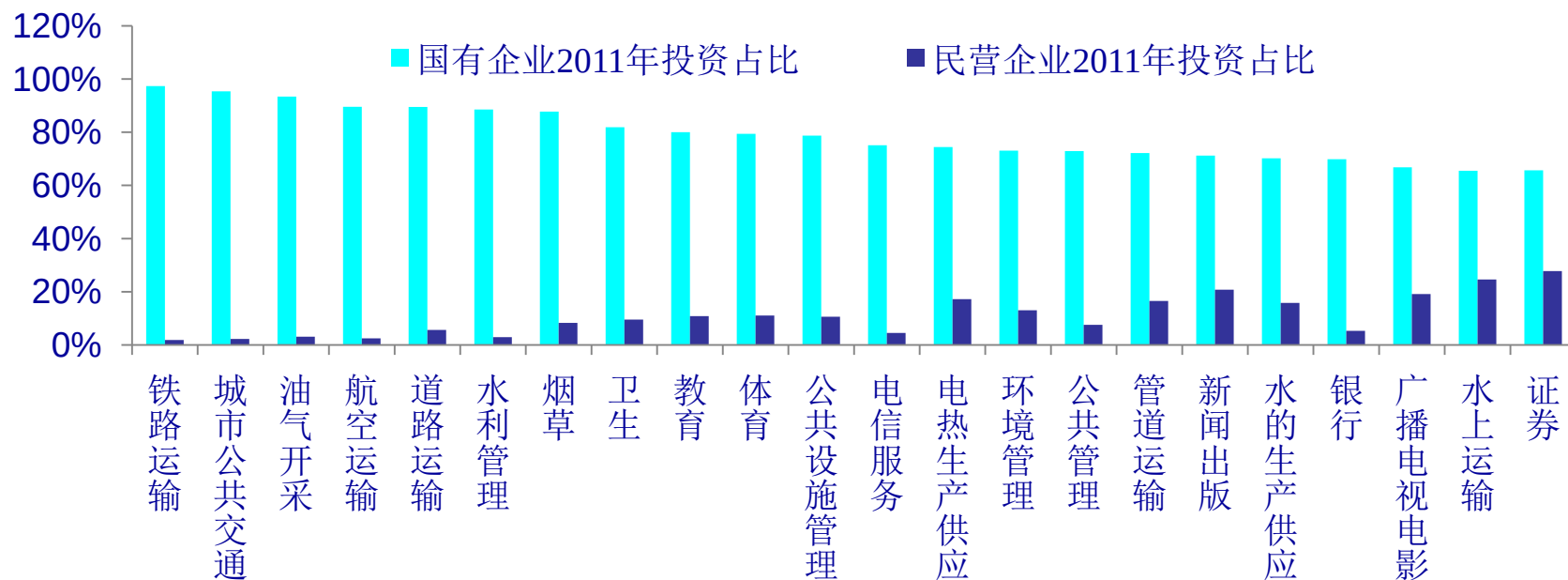
中国股票的估值结构存在一定扭曲

	PE (TTM) 2013/1/1	PE (TTM) 目前	净利润同比 (%) 2013E	净利润同比 (%) 2014E
传媒	28.3	48.2	36	40
电子	34.4	44.4	80	40
通信	52.6	54.9	200	75
计算机	29.7	53.2	30	15
医药	32.0	38.1	18	20
食品	28.5	34.2	34	28
环保	28.1	29.6	20	30
基金持仓	24.4% (12年底)	49.3% (13年底)		

看好国企改革和民营服务业：开放空间巨大

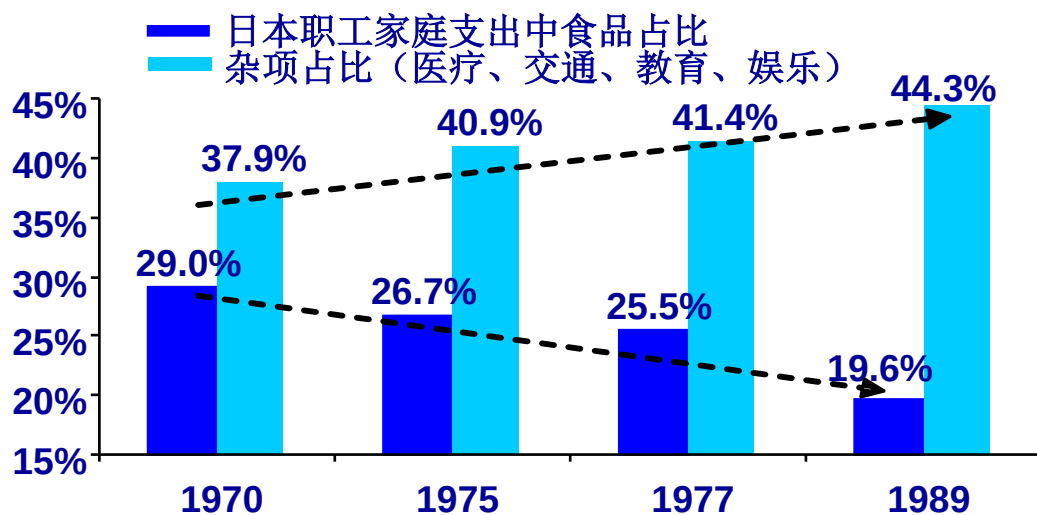
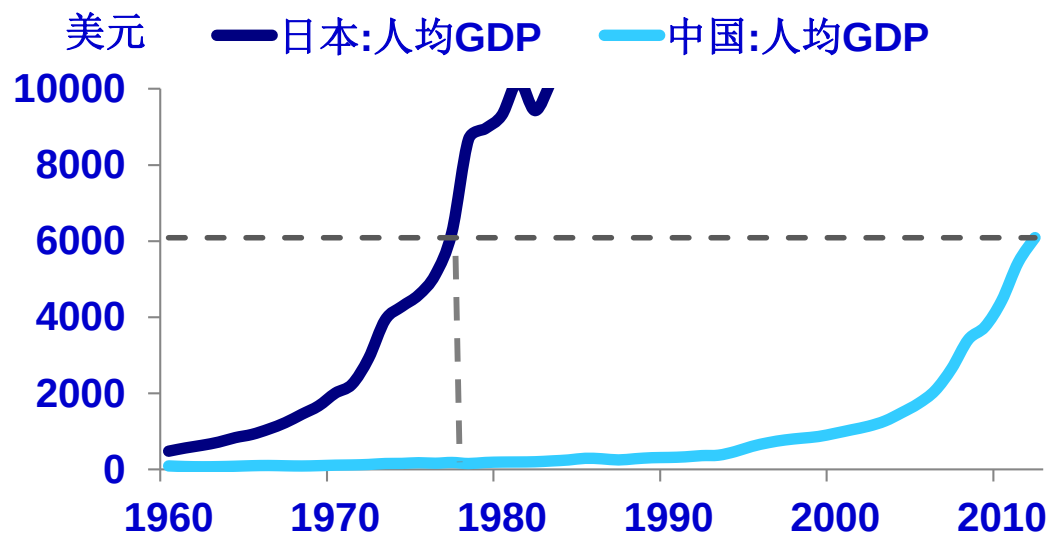
其中交运、医疗、教育、文娱、电信、金融、公用事业等行业
国企投资占比均超过2/3，意味着打破垄断后将存在巨大的发展空间。

2011年国有企业投资占比超2/3的行业



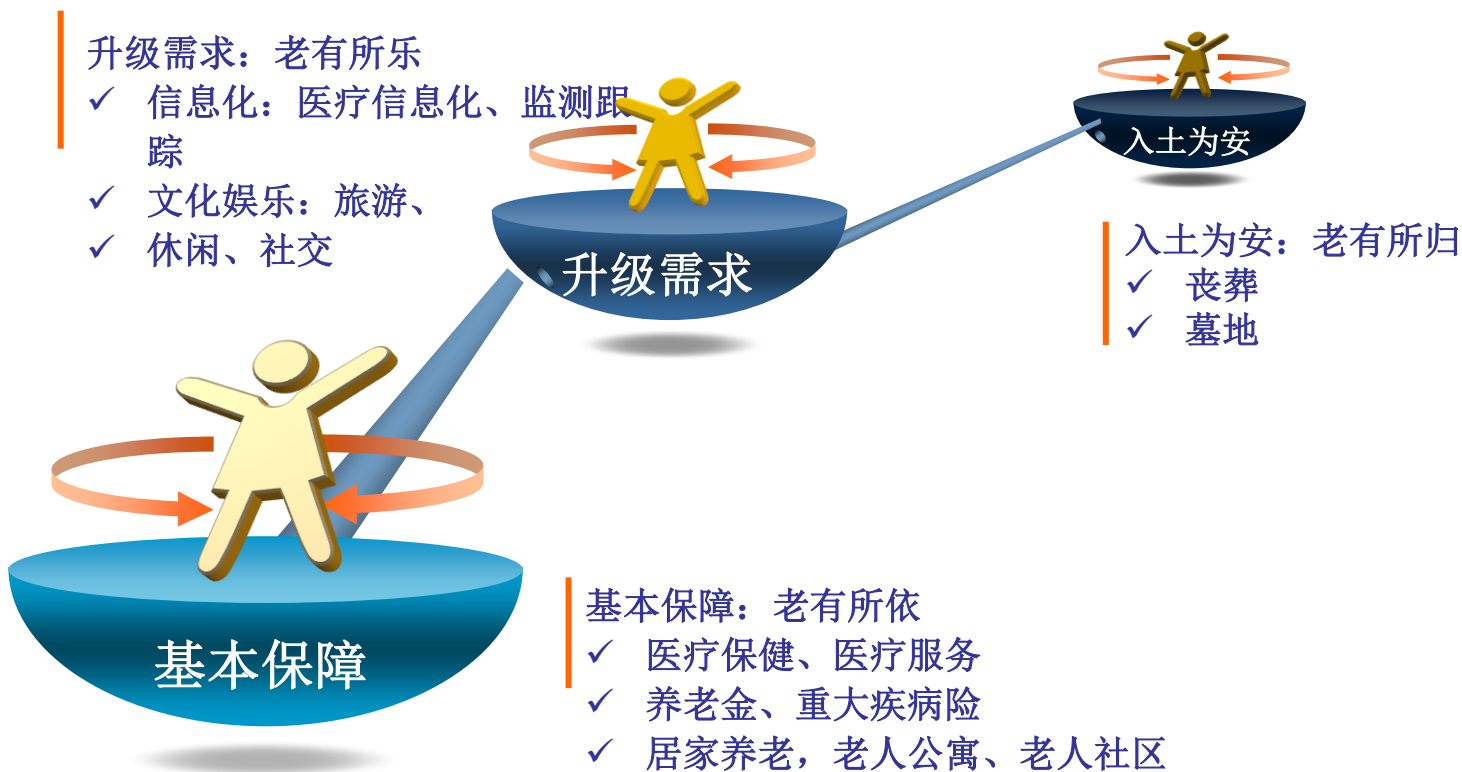
看好服务消费：人口和收入演变决定趋势

✓日本1970s，人口结构及收入水平上升，居民从实物消费走向服务消费。



✓中国当前人口结构、收入水平类似日本1970s。

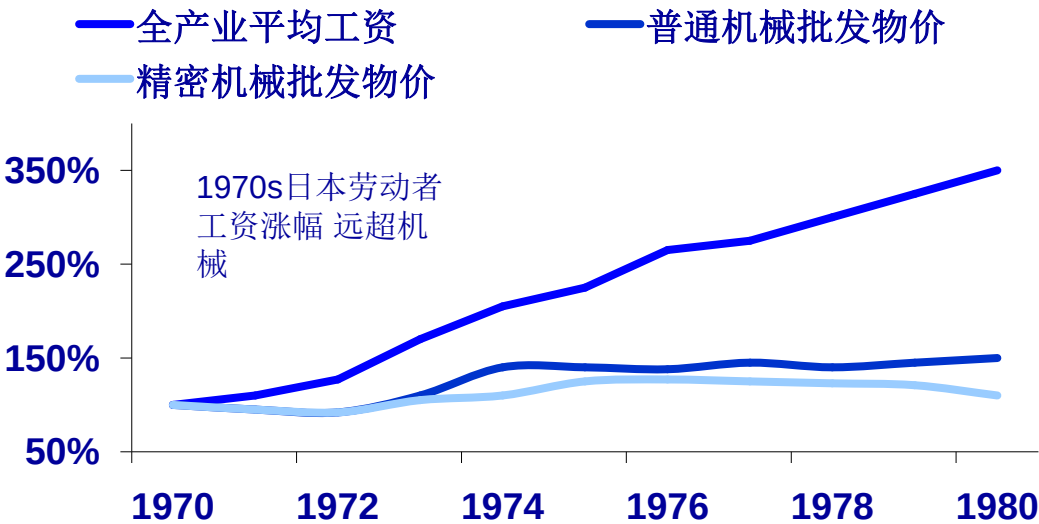
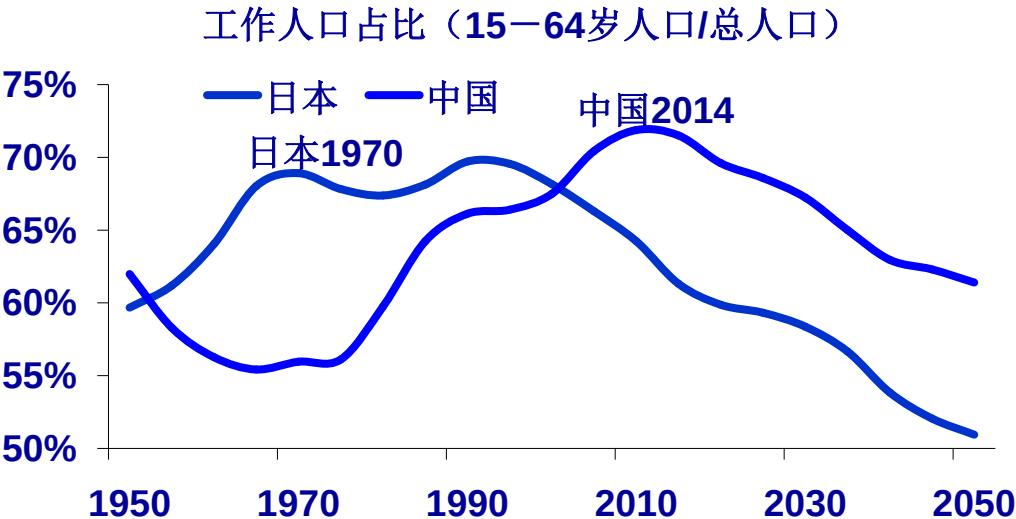
- ✓ 医疗服务、教育均有催化剂。如社会办医院“四放宽、一简化”，阿里投资VIPABC、谷歌投资教育软件公司。



机械取代人：劳动人口见顶倒逼



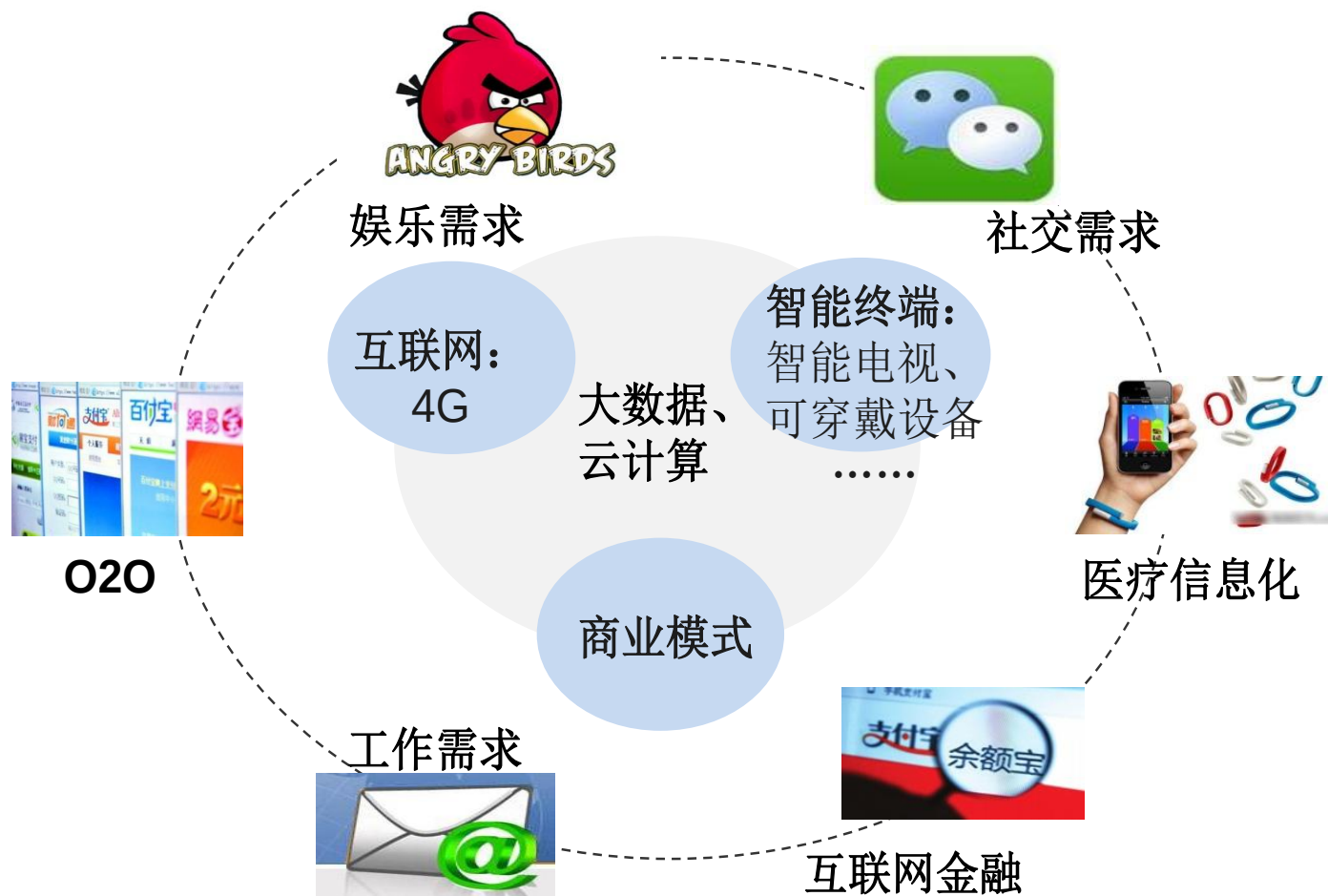
✓ 劳动力成本不断抬升将驱动机械取代人。



✓ 日本1970s智能化故事将在中国上演。

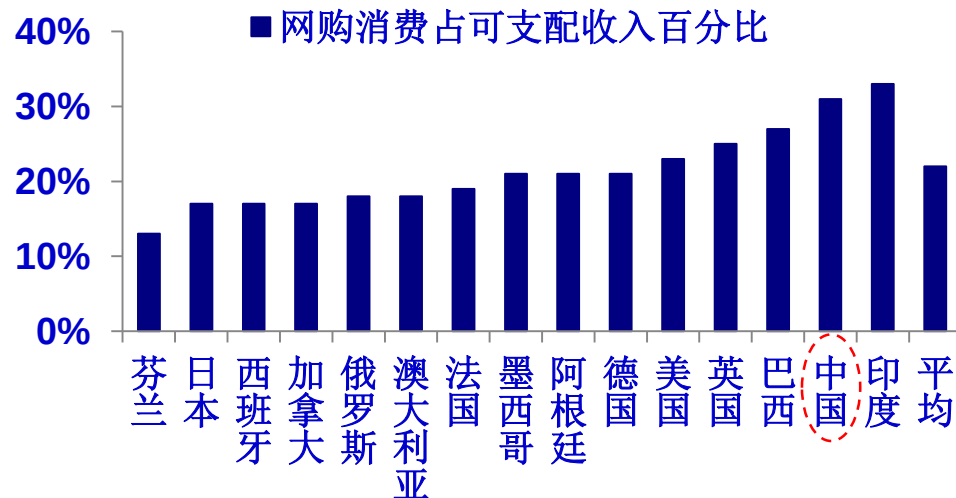
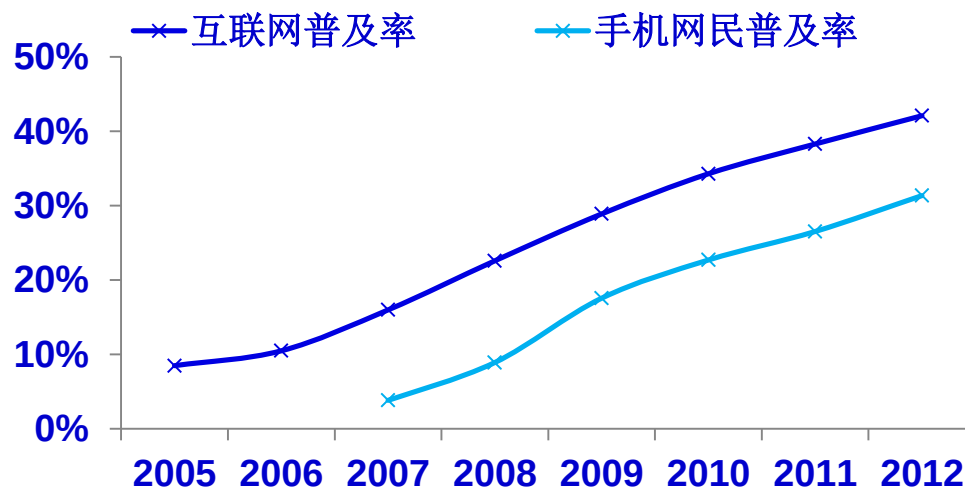
互联网发展产生新的商业模式

✓ 科技改变生活，手机发红包、滴滴打车、微信聊天。。。

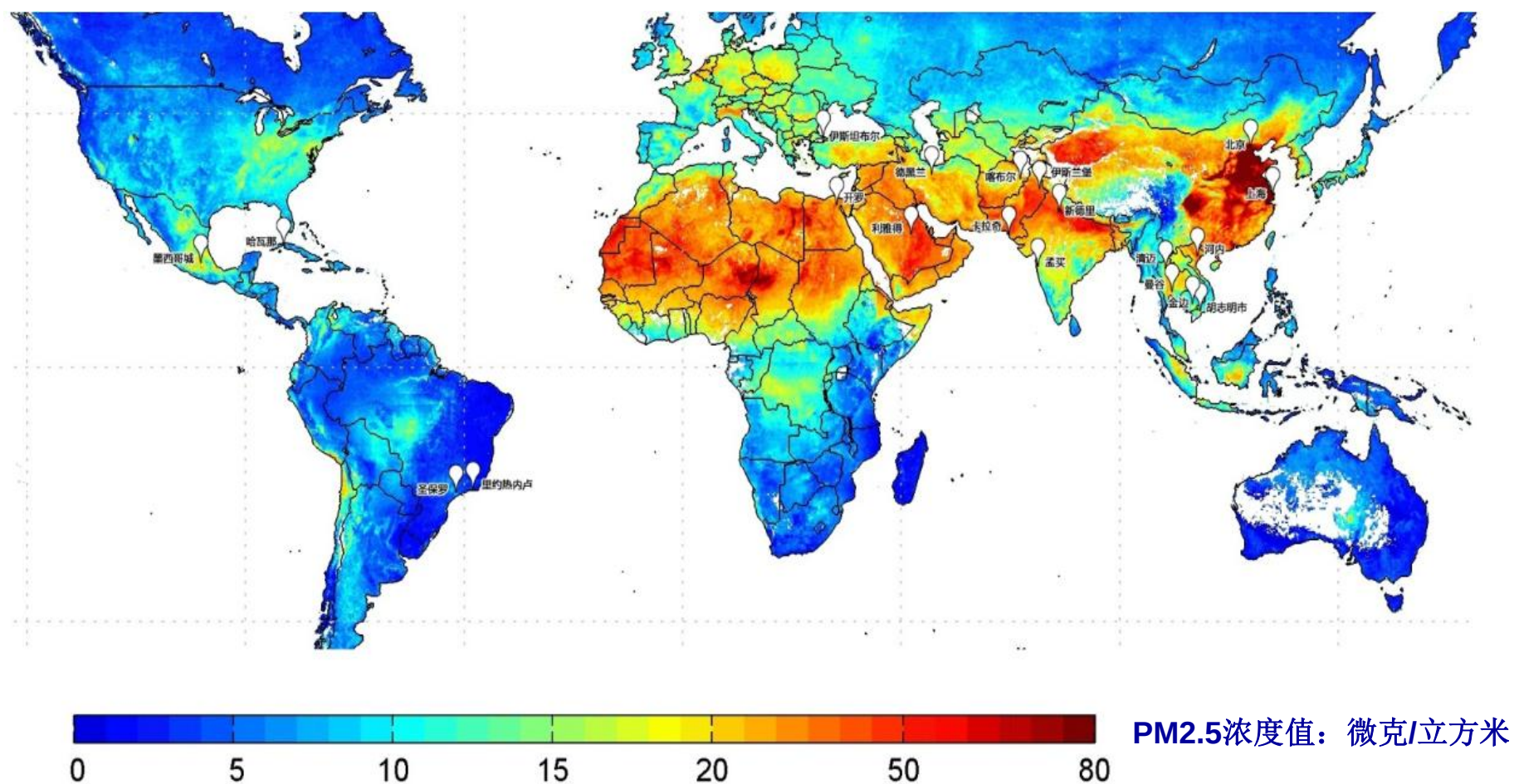


信息化：技术扩散已成趋势

- ✓ 移动互联技术跨越峡谷：中国手机上网普及率**31.4%**，网购占居民可支配收入已达**31%**。



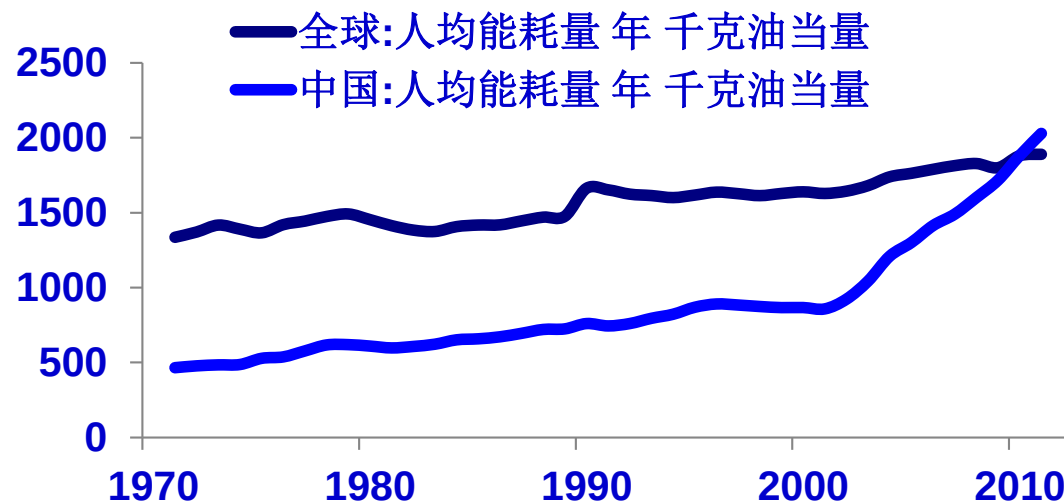
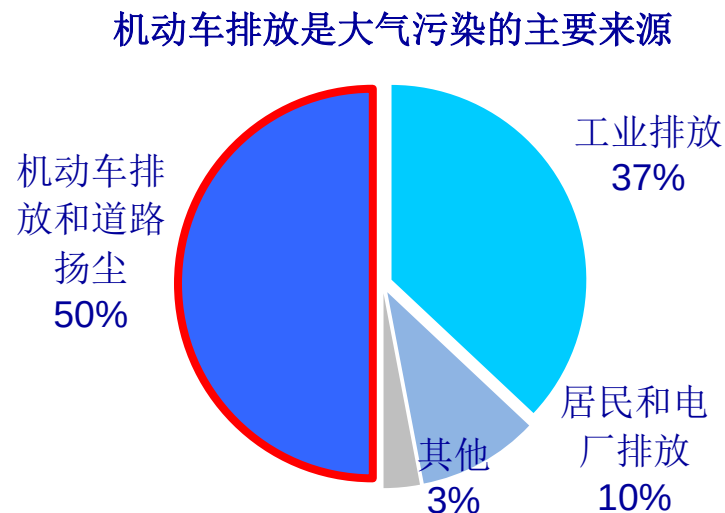
✓ 我国成为PM2.5重度污染区，13年全国平均雾霾天数近30天。



与改善环境和生活水平的财政支出将不断增加



- ✓ 三中全会《决定》高度强调生态文明，环境保护费改税，环保纳入地方考核。
- ✓ 汽车尾气是大气污染重要来源。我国人均能耗量2010年已经超过世界平均水平，原油对外依存度已达60%。



新能源汽车是市场新宠儿

- ✓ 国内：2014年政策进入实质推广阶段，第一、二批合计40个城市、区域，未来细则不断。

**2012
准备阶段**

- 规划
- 税收优惠：免车船税

城市数量	目标
≥30	规模化示范推广
≥5	商业化模式试点
≥20	充电桩40万个，充换电站2000个

**2013
推广阶段**

- 提升产量
- 降低成本

时间	2012	2013	2015E	2020E
累计产销（万辆）	3.9	5.6	50	500

**2014
进一步推广**

以2013年为基准		2014	2015
整车补贴降低（%）	原有政策	10	20
	最新政策	5	10

谢 谢