



2019 年 12 月 26 日深度报告

# 理解宏观经济

2019 年 12 月 26 日

## 投资要点

### 分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@y kzq.com

### 分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@y kzq.com

### 分析师：王婧瑶

执业编号：S0300519110002

电话：010-66235693

邮箱：wangjingyao@y kzq.com

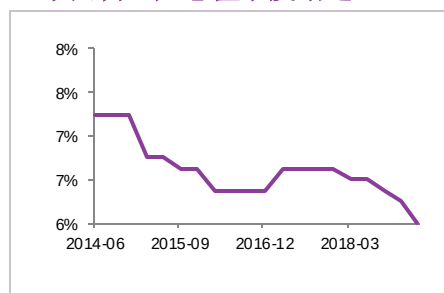
### ◇ 理解宏观经济

理解宏观经济，以及判断经济未来的趋势，需要自己有分析宏观经济的大框架，对这个框架是如何运行的也要有清晰的把握和感知。宏观经济包罗万千，涉及到很多方面，有了分析框架，才可以真正化繁为简，透过各种现象，看到宏观经济运行的本质。

本文从长周期、经济增长、金融市场、开放和贸易几个视角，阐述了中国经济的分析框架。

### ◇ 风险提示：逆周期调控力度不及预期

### 近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

### 相关研究

《贸易顺差可能继续收窄——评 11 月进出口数据》2019-12-08

《警惕低存栏下猪价反弹压力——评 11 月物价数据》2019-12-10

《一文看懂中央经济工作会议》2019-12-12

《经济底部已经出现——评 11 月经济数据》2019-12-16

《创新驱动、区域规划和纽约湾区转型——粤港澳大湾区研究系列之 7》2019-12-18



## 目 录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 一、理解宏观经济：长周期视角 .....       | 5  |
| 二、经济增长 .....               | 7  |
| （一）土地驱动型经济增长模式 .....       | 7  |
| （二）土地驱动型经济增长模式存在的问题 .....  | 8  |
| 1、高房价大幅推升了居民杠杆 .....       | 8  |
| 2、房地产挤出效应开始显现 .....        | 11 |
| 3、经济主体积极性有所减弱 .....        | 15 |
| （三）增长模式转型的困难与风险 .....      | 16 |
| 三、金融市场 .....               | 19 |
| （一）从金融抑制到金融创新 .....        | 19 |
| （二）从金融创新到金融去杠杆 .....       | 22 |
| 1、加剧了民营企业融资难 .....         | 22 |
| 2、导致银行面临多重困境 .....         | 24 |
| （三）金融市场改革势在必行 .....        | 27 |
| 1、发展高收益债市场 .....           | 27 |
| 2、发展多层次资本市场 .....          | 27 |
| 四、开放与贸易 .....              | 28 |
| （一）中美双方合作的基础 .....         | 28 |
| （二）中美贸易摩擦的原因 .....         | 29 |
| 1、外因：中国对全球价值链形成了挑战 .....   | 29 |
| 2、内因：美国社会贫富差距不断拉大 .....    | 30 |
| （三）中国该如何应对？ .....          | 31 |
| 五、专项债、基建和房地产 .....         | 34 |
| （一）专项债是基建补短板的发力点 .....     | 34 |
| 1、为什么专项债拉动基建投资的效果不佳？ ..... | 34 |
| 2、如何使专项债在基建中发挥更积极作用？ ..... | 39 |
| （二）房地产行业将面临哪些变化？ .....     | 40 |
| 1、房地产融资强监管 .....           | 40 |
| 2、房地产行业进入竣工周期 .....        | 41 |
| 3、2020 年地产销量不会出现大幅下滑 ..... | 41 |
| 4、房地产行业集中度进一步上升 .....      | 42 |
| （三）2020 年可能的其他变化 .....     | 42 |
| 1、稳增长诉求比较强 .....           | 42 |
| 2、工业企业短期压力相对缓和 .....       | 42 |
| 3、依然需要关注流动性分层问题 .....      | 43 |

## 图表目录

|                          |   |
|--------------------------|---|
| 图表 1： 理解宏观经济：长周期视角 ..... | 5 |
| 图表 2： 以地生财，以财养地 .....    | 7 |



|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 图表 3: 提高土地抵押融资和基建投资对当地经济均有促进作用 .....           | 8  |
| 图表 4: 中国家庭部门的债务压力已经高于美国 .....                  | 8  |
| 图表 5: 2008 年—2018 年十年间中国居民杠杆率增量居世界之首 .....     | 9  |
| 图表 6: 近 10 年中国居民部门杠杆率快速飙升 .....                | 9  |
| 图表 7: 不同剩余债务期限下的居民部门偿债比率测算情况 .....             | 10 |
| 图表 8: 2016—2017 年度棚改货币化安置热度地图 .....            | 11 |
| 图表 9: 金融与信息科技行业对就业的吸纳能力下降 .....                | 11 |
| 图表 10: 从汽车销售看, 高房价带来的房奴效应已经明显超过财富效应 .....      | 12 |
| 图表 11: 工业企业 ROA 减三个月理财收益率不断下降 .....            | 13 |
| 图表 12: 投向房地产的信托资金在总资金中的占比不断提高 .....            | 13 |
| 图表 13: 上市保险公司非标资产的投资比重正在不断增高 .....             | 14 |
| 图表 14: 新增出生人口出现严重下滑 .....                      | 14 |
| 图表 15: 土地资源错配对全要素生产率产生抑制作用 .....               | 15 |
| 图表 16: 十余年间制造业投资增速持续下滑 .....                   | 16 |
| 图表 17: 房地产市场存在明显的透支 .....                      | 16 |
| 图表 18: 养老金收支差额正在逐渐拉倒, 2025 年以后将尤为严重 .....      | 17 |
| 图表 19: 民企企业债的信用利差与房价呈现负相关关系 .....              | 18 |
| 图表 20: 中央政府杠杆率不高, 但面临 3% 的赤字率红线约束 .....        | 18 |
| 图表 21: 60% 的科创企业认为融资困难是制约企业发展的重要原因 .....       | 19 |
| 图表 22: 国内的集成电路龙头企业远远低于英特尔、台积电 .....            | 20 |
| 图表 23: 影子银行的扩张机制 .....                         | 21 |
| 图表 24: 2015 年以后三年期 AA+ 中短期票据的收益率开始低于理财产品 ..... | 22 |
| 图表 25: 银行间流动性传导失效, 中小银行遭遇流动性冲击 .....           | 23 |
| 图表 26: 2018 年起民营企业信用利差出现飙升 .....               | 23 |
| 图表 27: 银行面临揽储难的问题, 储蓄存款成本不断上升 .....            | 24 |
| 图表 28: 个人贷款与企业贷款的收益率之差正在逐渐扩大 .....             | 24 |
| 图表 29: 居民短期贷款的规模逐渐扩大 .....                     | 25 |
| 图表 30: 信用卡不良率的上升幅度远远高于所有贷款不良率上升幅度 .....        | 25 |
| 图表 31: 同业存单收益率与票据收益率之间形成了一个裂口 .....            | 26 |
| 图表 32: 贷款利率的波动并不明显, 市场化力度尚显不足 .....            | 26 |
| 图表 33: 美国高收益债主要集中于新兴产业 .....                   | 27 |
| 图表 34: 改革开放和加入 WTO 给中国进出口贸易带来了两轮红利 .....       | 28 |
| 图表 35: 全球价值链 .....                             | 29 |
| 图表 36: 苹果手机市场份额下降, 国产手机逐渐占领市场 .....            | 30 |
| 图表 37: 美国大多数的财富集中于中老年人手中 .....                 | 31 |
| 图表 38: 国际收支经常账户顺差大幅下降 .....                    | 32 |
| 图表 39: 用地成本对于民营企业的出口竞争力影响尤为明显 .....            | 32 |
| 图表 40: 出口依赖型行业的投资增速出现明显下降 .....                | 33 |



|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图表 41: 诸多出口依赖型行业的工业增加值增速出现下降.....            | 33 |
| 图表 42: 基建稳增长的效果并不显著 .....                    | 34 |
| 图表 43: 隐性债务扩张机制 .....                        | 35 |
| 图表 44: 相比于三年前, 城投非标净融资额出现了下滑 .....           | 36 |
| 图表 45: 政府性基金收入和专项债余额的裂口越来越大 .....            | 37 |
| 图表 46: 城投公司的资本回报率正在逐年下降 .....                | 38 |
| 图表 47: 昙花一现的项目申报 .....                       | 38 |
| 图表 48: 房地产行业运转流程图 .....                      | 40 |
| 图表 49: 23 号文出台后房地产信托融资空间遭遇大幅压缩 .....         | 40 |
| 图表 50: 商品房进入竣工周期, 而在这种竣工周期有望持续到 2021 年 ..... | 41 |
| 图表 51: 工业企业的资产周转率有所回升, 前期去产能有效 .....         | 42 |
| 图表 52: 工业企业的存货有所降低, 前期去产能有效 .....            | 43 |
| 图表 53: 社融同比增速与 GDP 增速的缺口越来越大 .....           | 43 |



## 一、理解宏观经济：长周期视角

理解宏观经济，以及判断经济未来的趋势，需要自己有分析宏观经济的大框架，对这个框架是如何运行的也要有清晰的把握和感知。宏观经济包罗万千，涉及到很多方面，有了分析框架，才可以真正化繁为简，透过各种现象，看到宏观经济运行的本质。

我们先从一个长周期的视角看中国经济。改革开放后，中国经济取得了举世瞩目的成就，实现了跨越式发展，综合国力显著增强。但中国增长模式，和西方国家推崇的增长范式，显然不一样。西方国家推崇私有产权，强调自由竞争，认为只有在这样的框架之下，才能实现帕累托最优，经济才能够取得好的增长成绩。

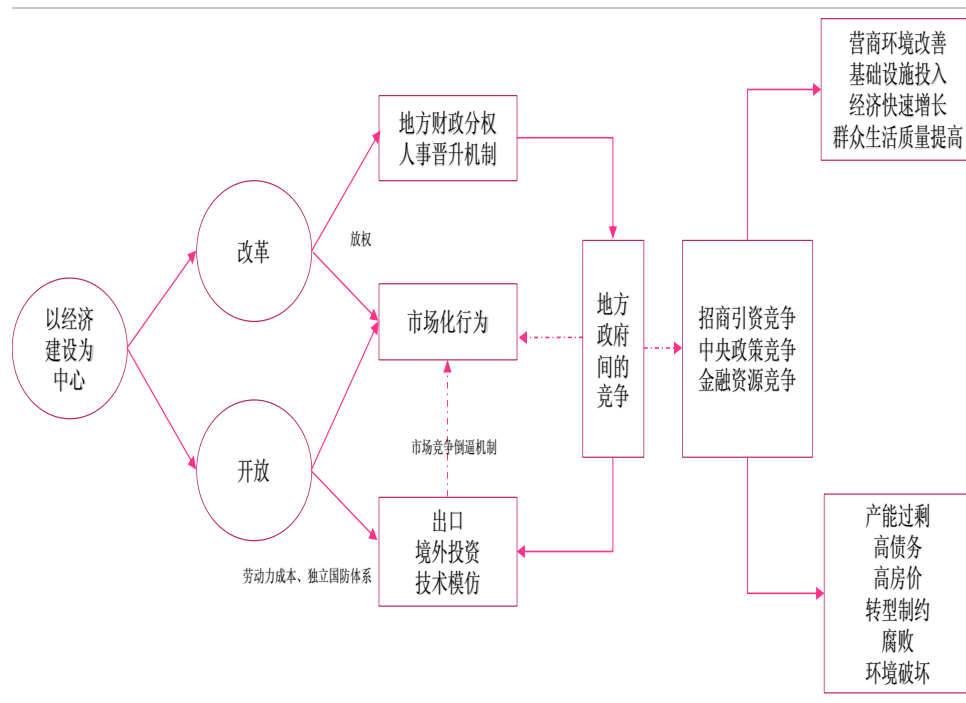
如果按照这个标准来看中国，会发现很多不一样的地方。第一，我们的私有产权保护制度，尤其是对知识产权的保护，这些年取得了很大进步，但如果按照西方的标准来看，还有不少改善空间。第二，国有企业在很多行业占据着主导地位，围绕国企低效率、创新研发能力不足、凭借垄断地位排斥市场等问题的争论一直存在。

但结果是，中国用短短几十年的时间，走完了一些国家上百年才实现的跨越式发展，成为世界第二大经济体。

我们需要理清楚出现这种结果的原因，理解支撑中国经济持续发展的核心因素，尤其是改革开放这 40 多年来，中国经济增长为什么这么快。然后再来看其中的核心因素有没有发生根本变化，进而预判未来的经济形势。

中国经济能够持续增长，成绩让全世界瞩目，核心动能有两个，即我们常说的“改革”和“开放。”

图表1：理解宏观经济：长周期视角



资料来源：粤开证券整理

第一个是改革，主要包括两点，一是中央给地方政府放权，另一个是给企业放权。

一方面，中央放权给地方。实行财政分权后，地方政府对财政剩余有追索权，也就



是说如果地方政府搞好经济、做大税基后，除了要上缴给中央的那部分财政收入外，地方政府是有权利去留存其它财政收入的，这样地方政府就有动力去发展经济。

另一方面，就是给企业放权，尤其是政企分离。政企分离后，只要合法经营、依法纳税，企业拥有自主决策权，赚到利润后可以留存。对于民企来说更是如此，赚到钱后是企业家的私有财产。给企业和市场放权后，就通过市场化的方式，把企业生产、经营的积极性给调动了起来。

“坚持党在社会主义初级阶段的基本路线 100 年不动摇，关键是坚持以经济建设为中心不动摇”，这句话背后隐含的意义非常重要。对企业而言，做投资决策时需要考虑未来的现金流，而政策是影响未来现金流的重要因素。这个 100 年的说法，意味着国家给了企业一个稳定的预期，一个可以预见的未来，就充分把企业的积极性给调动了起来。

第二是开放，通过开放一是打开了外部市场，二是获得了境外投资。

一方面，对外开放打通了海外市场，跟发达国家接轨。建国之后实行的是计划经济，计划经济最大的好处就是集中力量办大事，进行了一次大规模的扫盲运动，这形成了工业化的初步基础。对外开放后市场扩大，中国具有一定知识基础，且成本低廉的劳动力优势，很快得到了释放。通过这种出口创汇的方式，中国积累了资本，有资金去引进国外先进的技术和机器，扩大再生产。

另一方面，对外开放获得了境外资金投资。前面提到过，改革开放初期，中国具有劳动力成本优势，这吸引了西方企业来中国投资建厂。

除了带来资金外，外资投资中国，还带了西方的金融体系。更为重要的是，向中国输入了技术，比如合资成立汽车厂等，外资提供技术。虽然外资对很多技术是有保留的，但这提高了中国整体的技术水平，中国通过模仿也形成了技术积累，最典型的是手机行业。

通过改革和开放，形成、强化了国内的市场行为。现在看中国，很多普通老百姓都有市场化的意识，这和过去是完全不一样的。

市场化意识把企业的积极性调动起来了，中国经济增长奇迹的另一个重要推动力，则是财政分权和人事竞争机制改革，把地方政府的积极性彻底激活了。

周黎安教授提出了“GDP 锦标赛”概念，GDP 此前是地方政府的一个核心发展动力。简单来说，就是各个地方政府之间竞争 GDP，GDP 增速高、地方经济发展快，地方官员就能够升官。这和其他新兴市场国家的官僚不一样，在这种“GDP 竞标赛”模式下，中国的地方官员会很勤勉尽责地去发展经济，有动力去改善营商环境，培育当地企业。

可以说地方政府之间的竞争，一方面会鼓励市场化行为，因为市场化是推动经济发展最有效的手段，另一方面也会促进各类竞争，比如招商引资的竞争、中央政策的竞争、金融资源的竞争等等。

这样就彻底把官员的积极性给调动了起来，公务员行为像企业家。这种行为也把法制上的一些缺陷，比如私有财产保护不够完善的缺陷，在很大程度上给弥补了。因为地方政府想要做大 GDP、扩大税基多征税，就必须搞好营商环境，否则自己很难因为经济表现而被提拔。

但这种增长模式在推动基础设施大幅投入、经济快速发展、群众生活质量快速提高





的同时，也会带来一些问题：一是过度注重规模，容易导致产能过剩，资源没有被充分利用。二是高度依赖土地，产生了高房价和高杠杆的问题，增加了经济转型的成本，中间也有很难被遏制的寻租现象。三是对环境的破坏，后期治理成本高。

总的来说，无论是改革还是开放，抑或是地方政府之间的竞争，归根结底还是通过调动企业家和地方政府两者的积极性，并且使其相互强化，进而推动了中国经济增长。

## 二、经济增长

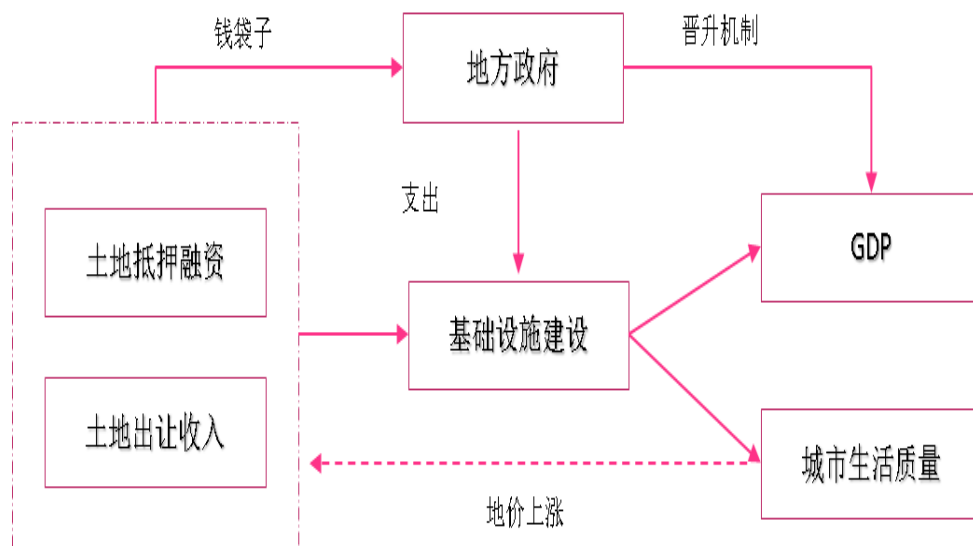
推动经济增长，除了要调动经济主体的积极性外，资金和资源都不可或缺，而土地是决定资金、资源的关键。过去中国的经济增长，很大程度上是由土地所驱动的。

### （一）土地驱动型经济增长模式

地方政府可以将土地抵押给银行获得融资，然后投资于基础设施建设，这既提高了地方 GDP，又改善了城市面貌，提升城市生活质量。在城市生活质量大幅提升后，反过来又推升了地价，增强了政府抵押融资的能力。如此反复，形成了“融资-建设-融资”的闭环。

比如地方政府可以将土地抵押贷款用于修建地铁，尽管作为公益类基建项目，地铁票价难以覆盖相关成本，但地铁开通后周边的土地获得增值，通过出让土地政府拥有了偿还债务的资金。此外，随着土地增值，政府还可以把土地再次押给银行，进一步修建公园、广场等基础设施，推动土地不断升值。

图表2：以地生财，以财养地



资料来源:粤开证券

而以 GDP 为核心的地方政府官员考核机制，正是这一循环的原生动力。清华大学郑思齐教授在 2014 年的一篇论文中通过实证模型验证了这一道理：每提高 1%的土地抵押融资，将会对当地的 GDP 产生 0.1%的推动；而每提高 1%的基建投资，又将对当地的土地溢价产生 1.35%的推动作用。这形成了一种互相强化、正向循环的关系。



图表3： 提高土地抵押融资和基建投资对当地经济均有促进作用

|                         | (1)                  | (2)                  |                       | (1)                  | (2)                  | (3)                  |
|-------------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| $\Delta \log(LP)$       | 0.0997**<br>(2.04)   |                      | $\log(INV\_PC)\_lag1$ | 0.133**<br>(2.26)    | 0.138**<br>(2.41)    | 0.135**<br>(2.26)    |
| $\Delta \log(LP_n)/DLR$ |                      | 2.751***<br>(2.77)   | $\log(LS)\_lag1$      | -0.462***<br>(-8.26) | -0.445***<br>(-8.08) | -0.461***<br>(-8.26) |
| $\log(INV\_PC)\_lag1$   | -0.303***<br>(-6.57) | -0.300***<br>(-6.39) | $\Delta \log(LS)$     |                      | -0.197***<br>(-3.13) | -0.229**<br>(-2.32)  |
| 其他控制变量                  | 是                    | 是                    | $\log(LP)\_lag1$      |                      |                      | -0.0876*<br>(-1.86)  |
| 年份固定效应                  | 是                    | 是                    | 其他控制变量                | 是                    | 是                    | 是                    |
| 样本量                     | 236                  | 236                  | 年份固定效应                | 是                    | 是                    | 是                    |
| 拟合优度 $R^2$              | 0.266                | 0.257                | 样本量                   | 236                  | 236                  | 236                  |
|                         |                      |                      | 拟合优度 $R^2$            | 0.332                | 0.361                | 0.363                |

资料来源:清华大学郑思齐(2014)、粤开证券

## (二) 土地驱动型经济增长模式存在的问题

### 1、高房价大幅推升了居民杠杆

在这一增长模式下,持续上涨的高房价直接导致了居民杠杆大幅抬升。有研究表明,房价每增长1倍,居民杠杆将提高288%。而居民杠杆率激增,与我国土地驱动型经济增长模式有较大关系。

如果使用居民债务余额除以GDP作为居民杠杆率,中国目前的居民杠杆率约为55%。但考虑到GDP并非完全分配给居民部门,政府和企业获得了较高比例,使用债务余额/GDP并不能很好反映居民部门的债务情况。若将分母替换为城乡调查口径的居民可支配收入,那么中国家庭部门的偿债比率高达106%,甚至超过美国。

图表4： 中国家庭部门的债务压力已经高于美国



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\\_8147](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8147)

