新时代证券 New Times Securities

悲观地看经济深度衰退的逻辑

行业深度

潘向东（首席经济学家）
证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）
xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）
chenyunyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：美元资金的流动，美元利率的传导

2020-3-28

● 疫情给全球金融市场带来了动荡和恐慌

成熟经济体情况相对透明地呈现出来了，尽管超出了市场的预期，但由于这些国家医疗资源相对充裕，应该不会有极端事件的产生。但对于医疗资源缺乏、卫生环境相对糟糕一些的发展中经济体，情况可能就是另外一种景象。未来终止疫情传播唯一的可能就是疗效药的推出或者疫苗面世，否则全球都将效仿中国——封国封城。出于对新冠疫情的担忧，金融市场的投资者开始防风险，股票、债券、黄金等资产被无差别抛售。随着美国启用一系列宽松政策向市场注入流动性后，金融市场流动性压力才有所缓解。

● 市场目前反映了多大程度的悲观预期

任何外部冲击对经济的影响都是短暂的、一次性的，冲击过后，在政府强力的反周期政策的操作之下，经济和金融市场都会出现“V”型反转，例如第二次世界大战、9.11 事件、伊拉克战争、08 年金融危机等对经济的影响。假若外部冲击一旦转为内生化，那么经济走向衰退就已无法避免，剩下需要讨论的就是衰退的量级，而衰退的量级就依赖于特效药或者疫苗推出的时间，推出的时间拖得越长，全球经济衰退的程度越大。

因此，从这一角度来看，金融市场的走势显然没有完全反映疫情对经济的影响，还没有考虑疫情对经济冲击将转化为内生冲击。所以我们觉得未来发达经济体股票市场的走势大概率会像 1929 年之后，只是未来下降的幅度和持续的时间会比那次柔和。

● 中国金融市场是共振还是特立独行？

在海外市场暴跌的时候，A 股表现相对的“淡定”，总体跌幅有限。其主要原因是 A 股目前运行的“位置”和周期不一样，同时，2017 年以来的去杠杆把一些风险也提前释放了。我们预计未来海外的疫情仍处于发酵期，市场仍然在寻找市场底，震荡不可避免，但大幅下跌的风险警报在政策的支持下应该是逐步解除。A 股在海外市场震荡期间，预计也将处于调整阶段。一旦海外市场市场底寻出，A 股将继续沿着自有的上升通道演进。

目前 A 股进入了估值不贵、流动性充裕的阶段。从股债比价来看，目前也处于一个具有长期配置价值的区间。通过这次疫情的演变，全球的投资者也将发现，在这个比“烂”的时代（经济都不是表现很好的时代），还是中国相对较好，预计未来资金还将流入国内市场。

● 一个建议：股市是一个不错的宏观调控工具

面对疫情，一些成熟经济体延续了 08 危机以来的积极货币政策，毫无遮掩地开启了 MMT，只要信用体系没有坍塌，通过储蓄货币信用扩张的结果就是加大未来全球的贫富分化。我国面对这一次疫情，目前的货币政策操作，相对于成熟经济体，仍然保持了相对的谨慎。在经济困难的时候，要缓解企业的融资难的问题，靠商业银行的信贷体系，操作起来的困难比较大。但发展股权市场，加大股权市场的融资，让更多的资金通过资本市场进入实体经济，在非常时期，也属于一个不错的宏观调控工具。

至于大家担心的资本市场的发展会加深贫富分化，其实这是宏观政策的两个方面。任何宏观政策都会面临“两难”冲突，关键看不同阶段的取舍，也就是主要矛盾。至于将来发展了，竞争力提高了，削减贫富差距的政策工具多的是，例如：不动产税，资本利得税，遗产税等等。

● 风险提示：海外疫情超预期扩散

目 录

1、 疫情给全球金融市场带来了动荡和恐慌.....3
2、 市场目前反映了多大程度的悲观预期.....5
3、 中国金融市场是共振还是特立独行？.....8
4、 一个建议：股市是一个不错的宏观调控工具.....13

图表目录

图 1: 海外疫情不断蔓延.....4
图 2: TED 利差一度飙升.....4
图 3: 美国高收益债利差一度飙升.....5
图 4: 从市盈率的历史表现和流动性的状态来看，目前市场还不够悲观.....5
图 5: 尽管 1945 年二战才结束，但美股从 1942 年就开始走牛.....6
图 6: 二战时期英国股市在 1940 年触底.....6
图 7: 当前美股与大萧条时期走势相似.....7
图 8: 美国历次衰退时期失业率的演变路径.....7
图 9: 一线城市拥堵延时指数恢复近年同期均值 8-9 成.....9
图 10: 武汉拥堵延时指数正从底部快速回升.....9
图 11: 3 月下旬以来，发电耗煤量已回升至近年同期均值九成水平.....10
图 12: 商品房销量恢复较为缓慢.....10
图 13: 乘用车销量同比增速仍处于历史极低水平.....11
图 14: 失业金领取条件百度搜索指数在 3 月最后一周飙升.....11
图 15: 目前 A 股估值并不贵.....12
图 16: 从股债比价来看，目前也处于一个具有长期配置价值的区间.....12
图 17: 中国资产相对具有吸引力.....13
图 18: 美国 2 万亿刺激方案.....13
图 19: 美国可以无顾忌的印钞，但中国货币政策会相对谨慎.....14
图 20: CBO 预计未来美国财政赤字将继续扩张.....14
图 21: CBO 预计未来美国公众持有债券占 GDP 比重将继续攀升.....15

新冠肺炎的爆发，初期对经济的冲击，具有典型的外部性，就像战争、9.11 等事件一样，假若这种外生性冲击没有转化为内生性冲击，那么冲击之后，经济和金融市场均将呈现“V”型走势，就像二战、伊拉克战争、9.11 事件对经济的影响。但假若转化为内生性冲击，那么经济面临的将是大衰退和萧条，就像 1929 年大萧条，当时引发的经济体之间的闭门锁国导致了经济活动的急剧萎缩。目前各国为了应对疫情，大多数经济体都采用了锁国、封城的政策，隔离政策的结果就是对经济的冲击内生化。所以未来全球经济走向衰退已经无法避免。衰退的程度就依赖于特效药或者疫苗推出的进程，推出的时间拖得越长，经济衰退的程度越深。

随着海外金融市场的强力反弹和国内 A 股市场的企稳，目前市场对经济和金融市场的看法分歧比较大。乐观的已经开始在看“V”型走势，悲观的觉得我们将遇到百年不遇的大萧条。由于海外的疫情在三月才刚刚开始，很多经济数据都没有呈现出来，我们很难去基于数据做预测。即便是疫情数据，由于各经济体统计口径、检测标准、检测范围、防控措施、感染范围等均不一样，我们也很难基于中韩的数据去预测其他经济体的走势。能做的只能是基于历史的对比和现有的有限数据去做预判。

1、 疫情给全球金融市场带来了动荡和恐慌

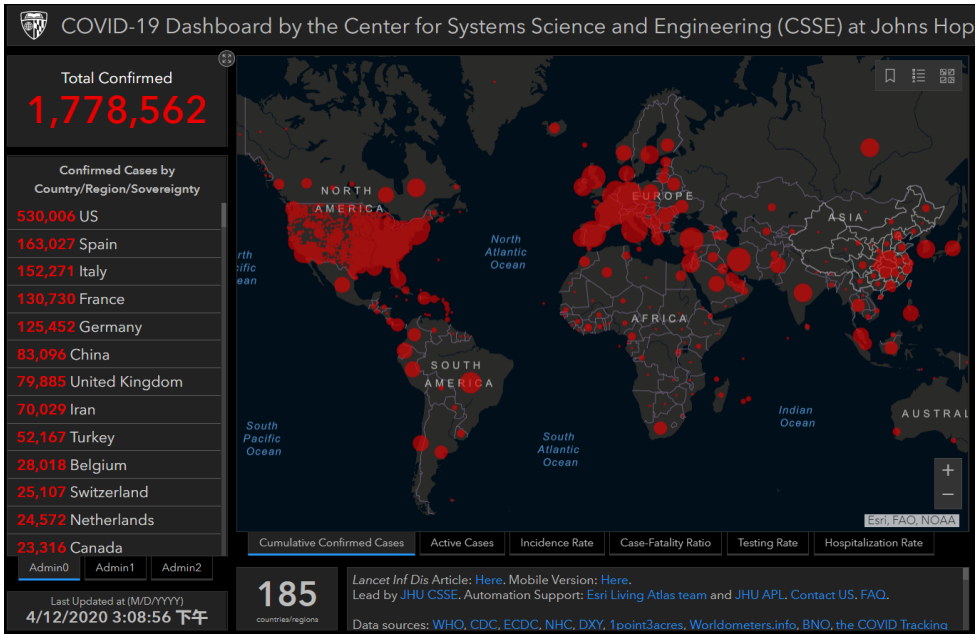
从公布的数据来看，目前意大利、西班牙、美国、英国、法国、德国等成熟经济体的疫情演化，已远超我们之前对疫情传播的预期。我们一直觉得成熟经济体国民的素质比较高，卫生习惯比较好，加之之前疫情在东亚传播，有相对成熟的经验可以借鉴，应该能避免瘟疫的蔓延。但从数据来看，成熟经济体并没有有效避免瘟疫的蔓延。从 4 月 11 号的数据来看，美国每日新增病例是 3 万左右，累计已经接近 53 万。意大利的死亡率是 12.8%，西班牙的死亡率是 10.2%，纽约州的死亡率是 4.5%，而且还在上升。

成熟经济体情况相对透明地呈现出来了，尽管超出了市场的预期，但由于这些国家医疗资源相对充裕，应该不会有极端事件的产生。但对于医疗资源缺乏、卫生环境相对糟糕一些的发展中经济体，情况可能就是另外一种景象。

根据全球公布的疫情来看，首先，说明疫情已经在发展中经济体传播了；其次，这些经济体检测能力欠缺，存在很多人得病了，都没法检测，疫情情况就像一个黑洞；其三，这些经济体医疗资源缺乏，一旦新冠肺炎流行起来，这些经济体也无力去进行救治，失控将是大概率。

从意大利、西班牙、英国、纽约等的感染数据、重症率和死亡率数据来看，要实行群体免疫几乎不太可能，未来终止疫情传播唯一的可能就是特效药的推出或者疫苗面世，否则全球都将效仿中国——封国封城。

图1： 海外疫情不断蔓延

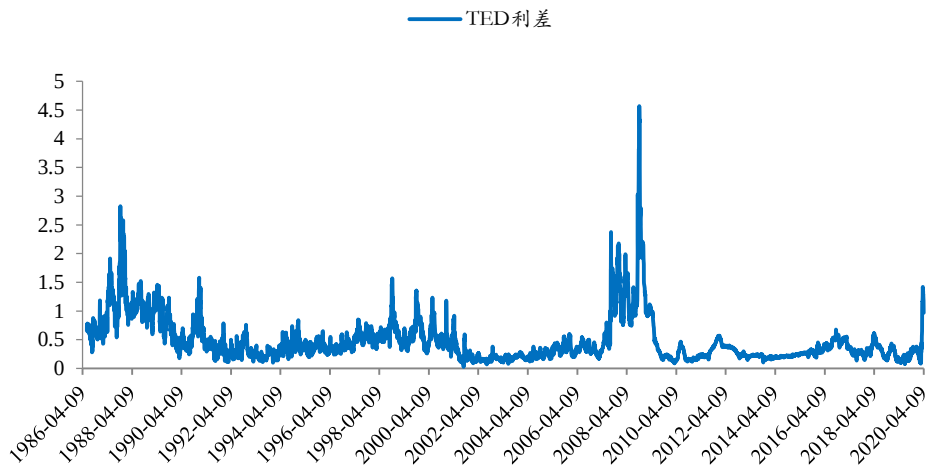


资料来源：www.arcgis.com，新时代证券研究所

出于对新冠疫情的担忧，金融市场的投资者开始防风险，股票、债券、黄金等资产被无差别抛售，出现了美元流动性短缺，TED 利差与美国高收益债利差飙升。随着美国启用 CPFF、PDCF、MMLF、货币互换、无限量 QE、PMCCF、SMCCF 等政策后，金融市场流动性压力才有所缓解。

全球股市在各国央行强力放水的支持下，一扫之前的阴霾，到 4 月 8 号，平均上涨了 15-20%。作为投资者，现在最关心的是未来走势会怎样？资本市场对疫情的悲观反应，目前处于什么样的程度？央行的加大放水能否避免股市的下跌？

图2： TED 利差一度飙升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 美国高收益债利差一度飙升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 市场目前反映了多大程度的悲观预期

我们首先来看一下标普 500 的数据，2020 年 2 月 19 号在高位的时候，标普 500 的市盈率是 19 倍左右，到 3 月 31 号跌下来，市盈率是 15.4 倍。我们对比一下它的历史状况，在 2007 年 10 月 9 号上一轮牛市峰值的时候是 15.7 倍的市盈率，次贷危机之后，跌到 2009 年 3 月 9 号谷底时候的市盈率是 10.3 倍。

2020 年 3 月 31 号标普的股息率为 2.4%，相比于 2007 年 10 月 9 号的 1.9%高了不少，与此同时，十年期国债收益率 3 月 31 号只有 0.7%，而在 2007 年 10 月 9 号是 4.7%，在 2020 年 2 月 19 号股息率和十年期国在收益率分别为 1.9%和 1.6%。

图4： 从市盈率的历史表现和流动性的状态来看，目前市场还不够悲观



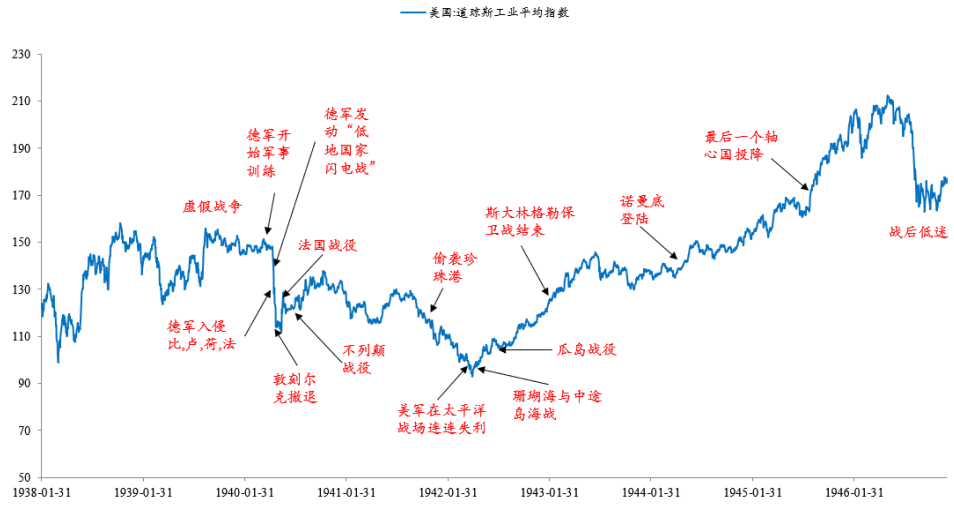
资料来源：Wind，新时代证券研究所

从市盈率的历史表现和流动性的状态来看，目前市场仅仅反映了疫情作为一次外部冲击对经济的影响，并没有考虑疫情这一外部冲击转化为对经济的内生冲击。

任何外部冲击对经济的影响都是短暂的、一次性的，冲击过后，在政府强力的反周期政策的操作之下，经济和金融市场都会出现“V”型反转，例如第二次世界大战、9.11 事件、伊拉克战争、08 年金融危机等对经济的影响。

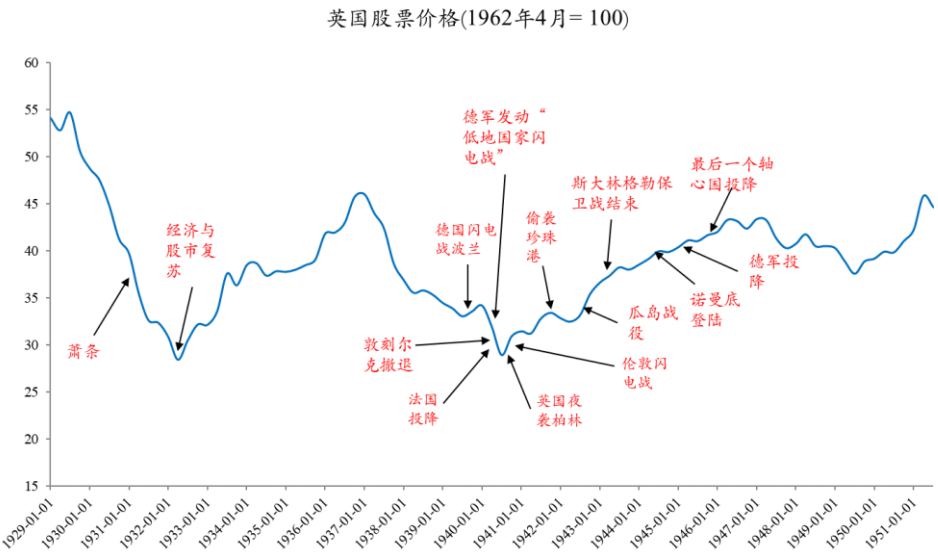
首先我们来看二战时候美国和英国的股市走势，美国股市当时的最低点是 1942 年中途岛战役的时候，之后尽管到 1945 年二战才结束，但这几年股市一直走牛。英国股市的最低点是 1941 年年中英国夜袭柏林的时候，尽管后面经历了伦敦遭闪电战的袭击和珍珠港事件，但英国的股市却一直保持着牛市。不难看出，尽管面临了战争，但股市保持了“V”型的走势，这主要是因为经济活动并没有因为战争而终止，相反很多经济活动都与战争相关。

图5： 尽管 1945 年二战才结束，但美股从 1942 年就开始走牛



资料来源：Wind，新时代证券研究所

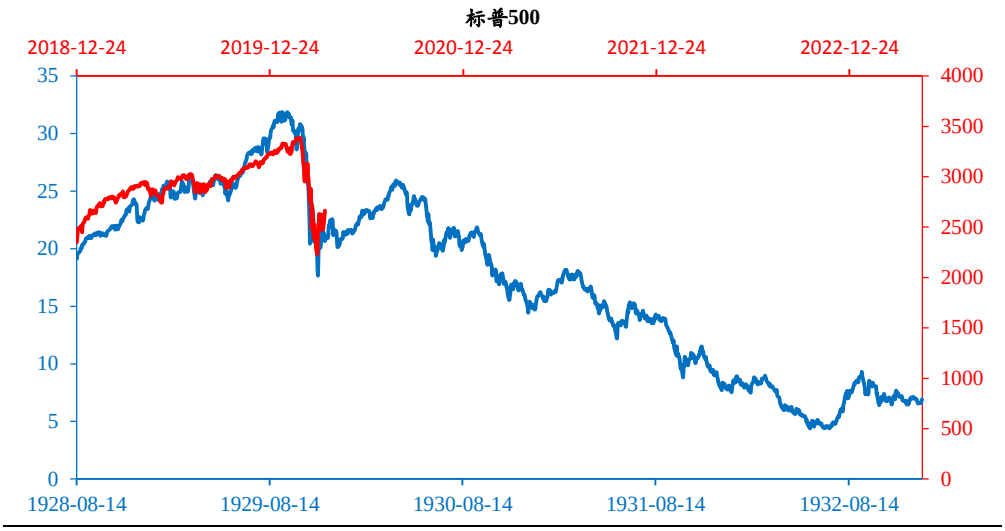
图6： 二战时期英国股市在 1940 年触底



资料来源：FRED，新时代证券研究所

假若外部冲击一旦转为内生化，那么这种冲击的结果就完全不一样，经济随之面临的将是衰退，乃至萧条。就像 1929 年股市狂跌之后，美国通过了《斯穆特——霍利关税法》，英国通过了《反常进口法案》，各国之间货币战、贸易战和关税大战愈演愈烈，几年间先后有 40 个国家实行外汇管制，56 个国家实行货币贬值，76 个国家提高关税率。对经济的影响由过去的外生冲击转化为对经济的内生冲击，导致真个经济系统的机能遭到破坏，经济活动出现萎缩，衰退和大萧条便随之而至。美国股市在经历了近 5 个多月的反弹，1930 年 4 月份之后就步入了漫漫的熊途。

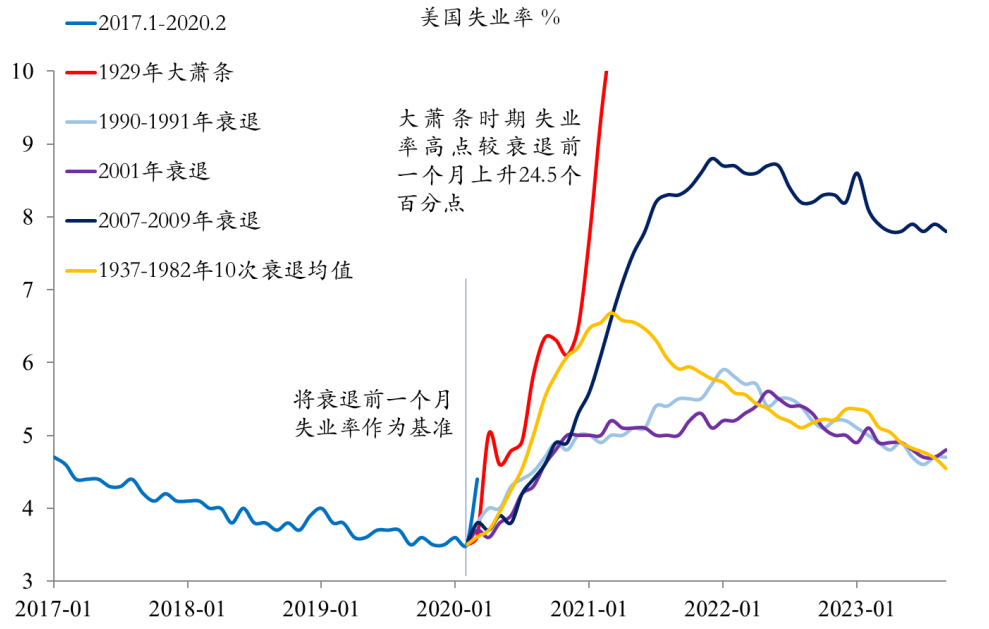
图7： 当前美股与大萧条时期走势相似



资料来源：Wind，新时代证券研究所

从 1929 年之后历次危机后的失业率表现来看，外生冲击下的失业率攀升幅度均相对较小，即便 07-08 年的次贷危机，失业率的峰值也就到了 8.8%，1937 年至 1980 年的 10 次危机均值峰值才 6.5%左右。但 1929 年后的大萧条，失业率到 1930 年直接奔 10%以上去了。失业率的攀升又会强化消费的萎缩，进一步加剧经济的衰退。

图8： 美国历次衰退时期失业率的演变路径



资料来源：Wind，新时代证券研究所

前面在分析新冠疫情影响的时候，得出未来终止疫情传播唯一的可能就是特效药的推出或者疫苗面世，否则全球其他经济体都将效仿中国——封国封城。在特效药或者疫苗推出之前，封国封城持续的时间是由全球各主要经济体防控最差的经济体的结果来决定的，也就是遵从“木桶原理”，这也就意味着要延续到特效药或者疫苗问世为止。例如中国，发现新冠肺炎病毒相对较早，防控措施也相对到位，国内各城市之间也已放开流动，复工复产也将慢慢恢复常态，但全球其他经济体还在爆发，这个时候仍然只能选择封锁国门，以避免输入性病例带来的疫情再次爆发。

封国封城是可以有效地遏制疫情的传播，但全球经济将付出巨大的代价，让疫情对经济冲击从外生冲击转化为内生冲击。因为封国封城，随之而来的是全球贸易活动快速的萎缩，工业革命以来全球贸易自由化带来的国际专业化分工产业链将面临短期停摆的风险，一些经济体将面产能过剩而出现通缩，而另外一些经济体将面临产品短缺而出现饥荒或物价失控，伴随而来的将是企业的倒闭和大面积失业。

一旦转化为内生化冲击，那么经济走向衰退就已无法避免，剩下需要讨论的就是衰退的量级，而衰退的量级就依赖于特效药或者疫苗推出的时间，推出的时间拖得越长，全球经济衰退的程度越大。

因此，从这一角度来看，金融市场的走势显然没有完全反映疫情对经济的影响，还没有考虑疫情对经济冲击将转化为内生冲击。所以我们觉得未来发达经济体股票市场的走势大概率会像 1929 年之后，只是未来下降的幅度和持续的时间会比那次柔和，因为当时是金本位时代，现在是信用货币时代，发达经济体在信用货币时代，当遇到危机时，可考虑实施 MMT，无限量地向市场提供流动性。

既然各国央行可以无限量地供应货币，特别是还可效仿日本央行可以直接进入二级市场买债券、ETF、上市公司股票等，那股票市场是否可以维持在一定的水平，避免下跌？在经济的衰退面前，企业的盈利都会大打折扣，市场股指假若没有反映企业盈利能力的变化，那会使估值越来越贵，央行干预得越多，意味着对手盘越来越少，市场参与结构将变得畸形，这对于各国央行而言均会比较忌讳。

3、 中国金融市场是共振还是特立独行？

在海外市场暴跌的时候，A 股表现相对的“淡定”，也跟着跌了一些，但总体表现出了幅度有限。其主要原因是 A 股目前运行的“位置”和周期不一样，假若 A 股这时候像 2008 年处于较高的运行“位置”，或者说像一些成熟经济体处于 11 年的牛市峰值，那毫无疑问，A 股的走势肯定也会与海外市场“共振”，宣泄的时候像高山上滚石头。

我国在 2017 年起中央开始执行“去杠杆”的宏观操作，不仅实体经济进行了一把“去杠杆”操作，对金融也进行了一把“去杠杆”操作，有效地降低了宏观杠杆率的增速，把一些风险也提前释放了。所以在面对全球动荡的时候，我国可以保持“处变不惊”。今天很多上市公司的董监高和资本市场的投资者都经历 2017 年和 2018 年的痛苦过程。

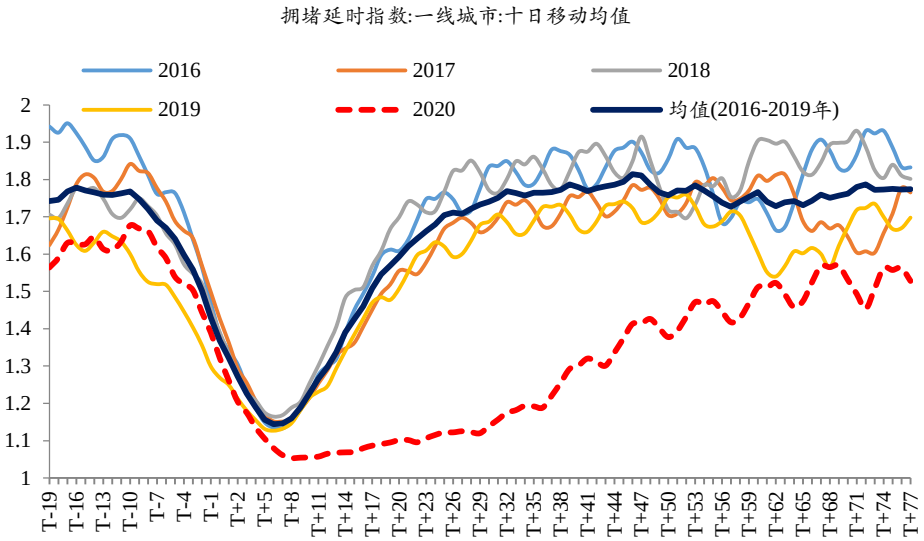
2019 年以来，A 股慢慢走入了一个上升周期，在处于上升周期的时候，海外的大幅震荡，A 股也会表现出调整，一旦海外企稳，A 股预计将继续攀升，因为有流动性和政策的支撑。这就像 2015 年和 2016 年的美国股市，当时 A 出现大幅震荡，美股也跟着有限幅度调整，一旦 A 股宣泄完，美股就在经济基本面的支撑下继续走牛。

我们预计未来海外的疫情仍处于发酵期，市场仍然在寻找市场底，震荡不可避免，但大幅下跌的风险警报在政策的支持下应该是逐步解除。A 股在海外市场震荡期间，预计也将处于调整阶段。一旦海外市场市场底寻出，A 股将继续沿着自有的上升通道演进。

A 股未来会怎样的走势?

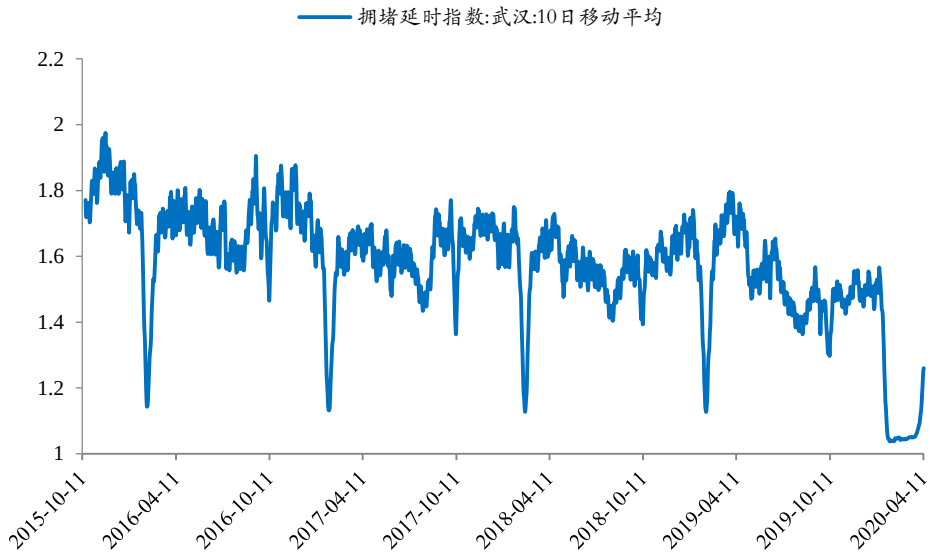
我们先来看看目前经济的恢复情况。目前，一线城市拥堵延时指数恢复近年同期均值 8-9 成，3 月发电耗煤量已回升至近年同期均值的八成水平，3 月下旬以来，发电耗煤量已回升至近年同期均值九成水平。3 月份 30 大中城市商品房日均销售面积为 31.6 万平米，仅恢复近年同期均值水平的五成左右。3 月前三周乘用车销量同比下降 45%，降幅较 2 月同期（-89%）有所收窄，但仍处于历史较低水平。

图9： 一线城市拥堵延时指数恢复近年同期均值 8-9 成



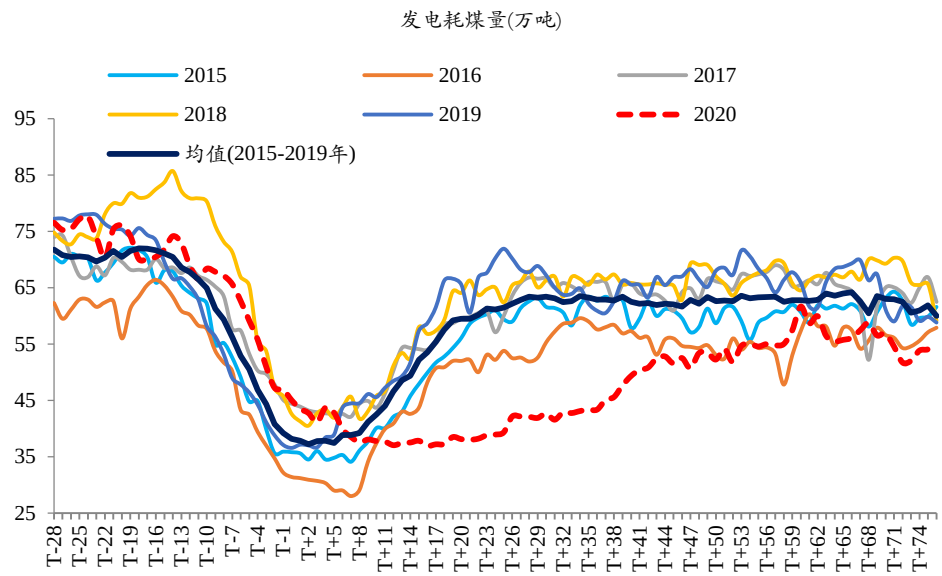
资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：第 T 期为大年初一，横轴单位为天

图10： 武汉拥堵延时指数正从底部快速回升



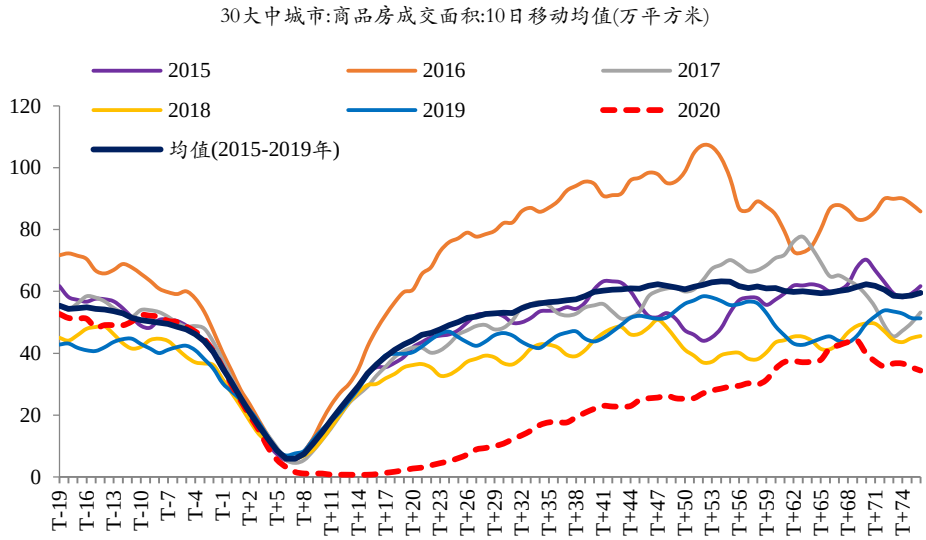
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 3 月下旬以来，发电耗煤量已回升至近年同期均值九成水平



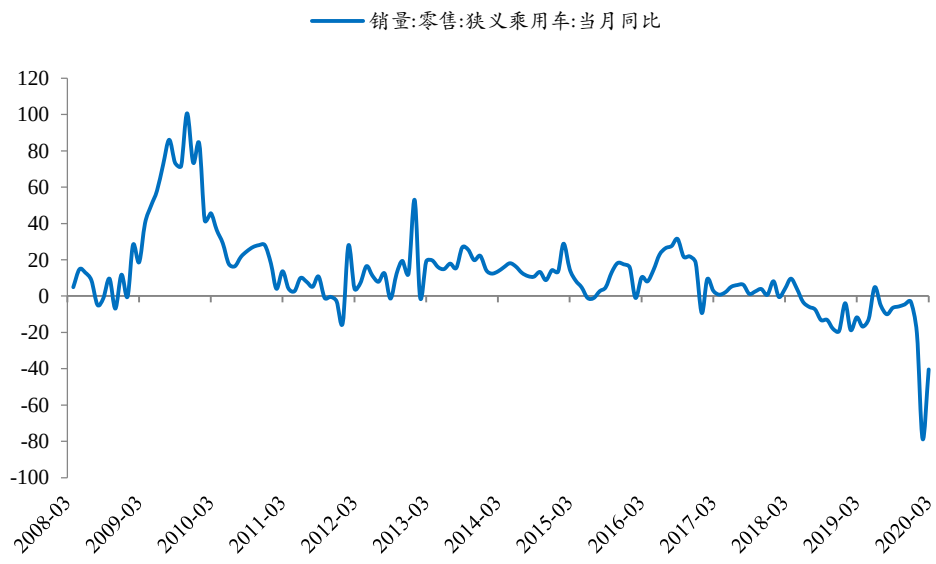
资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：第 T 期为大年初一，横轴单位为天

图12： 商品房销量恢复较为缓慢



资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：第 T 期为大年初一，横轴单位为天

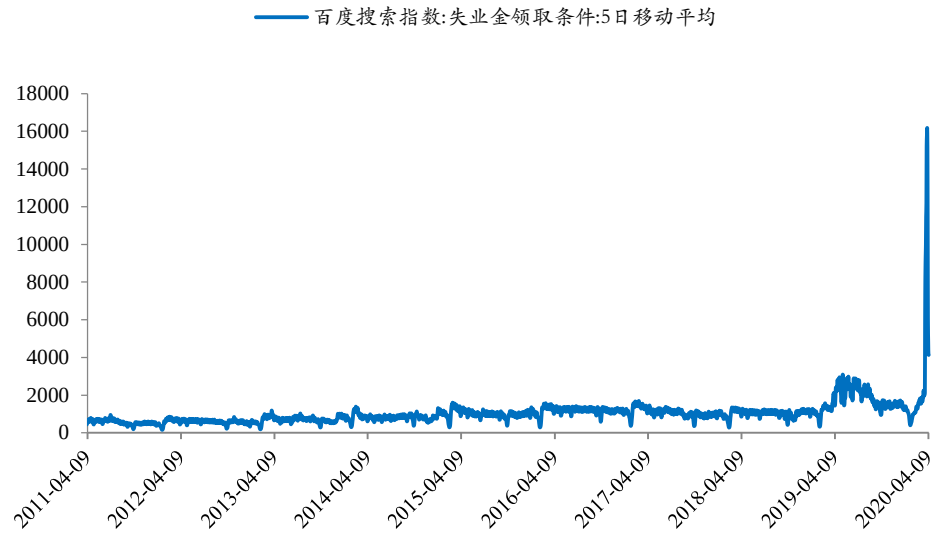
图13： 乘用车销量同比增速仍处于历史极低水平



资料来源：Wind，新时代证券研究所

外需未来的压力将更大，将面临断崖式的下滑。一些外贸加工型企业在海外封国封城的影响下面临订单急剧萎缩和上游产品缺货的风险。这反过来又将影响国内的就业。“失业金领取条件”百度搜索指数在 3 月最后一周开始飙升，从中不难看出未来就业的压力。

图14： 失业金领取条件百度搜索指数在 3 月最后一周飙升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

就股市本身来看，目前估值并不贵，从市盈率和市净率的角度来看，3 月 31 号全市场为 15.9 倍和 1.56 倍，均低于历史的均值。目前的股息率为 1.09 倍，相比于历史而言，处于中上水平。十年期国债收益率为 2.59%，处于历史的较低水平。可以说目前 A 股是进入了估值不贵、流动性充裕的阶段。从股债比价来看，目前也处于一个具有长期配置价值的区间。

图15： 目前 A 股估值并不贵

	市盈率(历史TTM_整体法)			市净率(整体法,最新)		
时间	全部A股	中小板	创业板	全部A股	中小板	创业板
2015-05-29	28.11	84.75	140.77	3.20	7.11	11.79
2016-12-31	21.33	50.53	61.61	2.05	4.04	5.31
2020-3-31	15.90	39.39	87.04	1.56	2.61	4.08
2000年以来月均	29.11	40.41	66.65	2.75	3.87	4.56

注：中小板平均PE、PB是自2004年6月以来，创业板自2009年10月以来。

	2015/5/29	2016/12/31	2018/12/31	2020/3/31
股息率	0.35	0.51	1.21	1.09
10年期国债收益率	3.60	3.01	3.23	2.59

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 从股债比价来看，目前也处于一个具有长期配置价值的区间

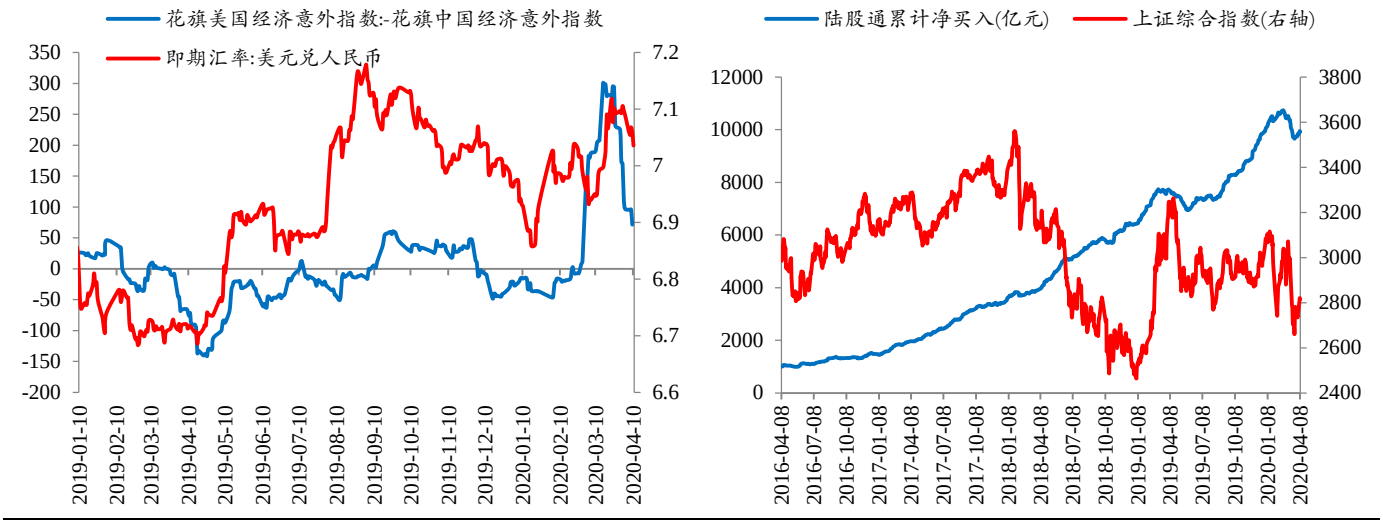


资料来源：Wind，新时代证券研究所

从陆股通来看，自 2016 年以来，资金就在不断地进入 A 股市场。通过这次疫情的演变，全球的投资者也将发现，在这个比“烂”的时代（经济都不是表现很好的时代），中国还相对较好，预计未来资金还将流入国内市场。

因此，只要未来国家的政策对资本市场支持，预计表现仍将不错。

图17： 中国资产相对具有吸引力



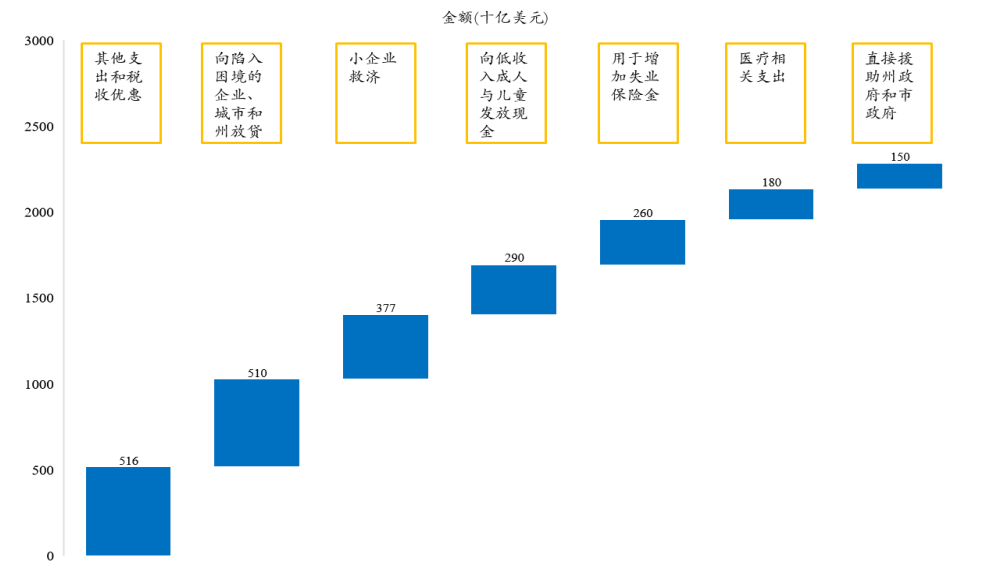
资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、 一个建议：股市是一个不错的宏观调控工具

面对疫情，一些成熟经济体延续了 08 危机以来的积极货币政策，毫无遮掩地开启了 MMT，短期内希望能挽救相对脆弱的金融市场，中长期确实想借此提振受疫情影响的经济。由于全球的储蓄货币主要是这些成熟经济体，这种无顾忌的印钞，其成本显然是全球来承担，因为未来假若出现通胀，那是全球性的通胀。但只要信用体系没有坍塌，那就谁铸币谁受益。这就是平时所说的“薅羊毛”。一轮大危机之后，通过储蓄货币信用扩张的结果就是加大未来全球的贫富分化。

非储蓄货币国家在启动货币扩张方面，由于货币主要在国内流动，从而不得不表现出相对谨慎，因为稍微操作不慎，带来的就是国内通货膨胀。

图18： 美国 2 万亿刺激方案



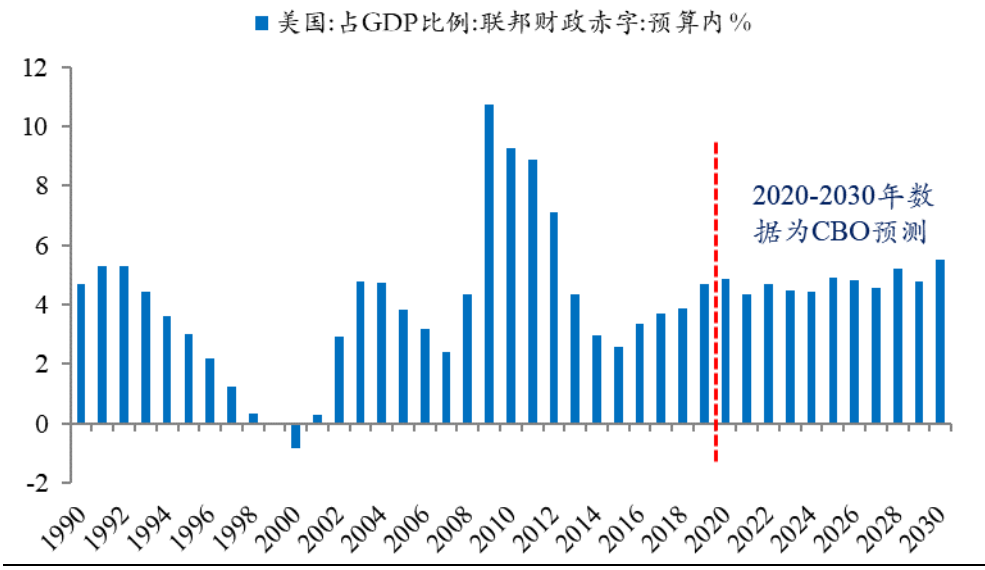
资料来源：美国财政部，新时代证券研究所

图19： 美国可以无顾忌的印钞，但中国货币政策会相对谨慎



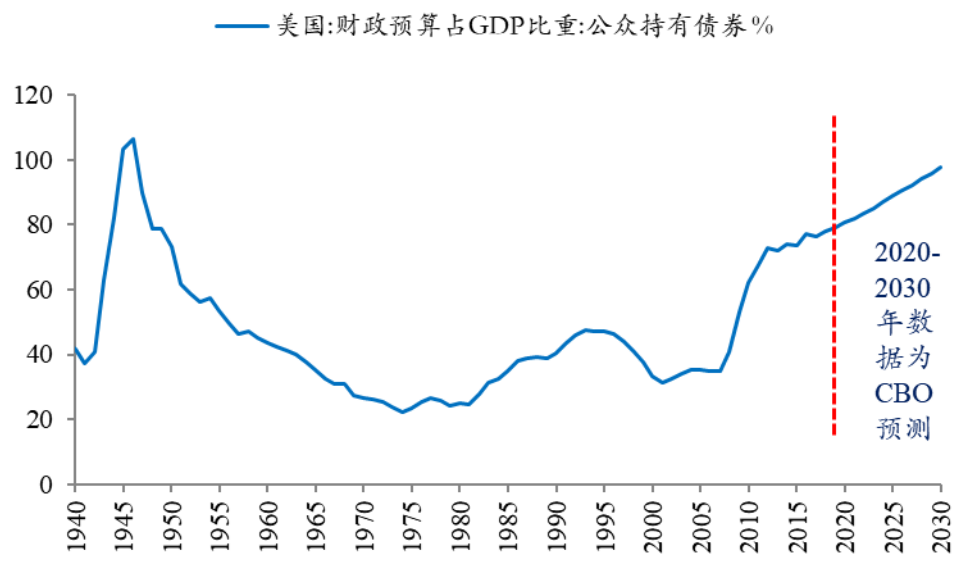
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图20： CBO 预计未来美国财政赤字将继续扩张



资料来源：CBO，新时代证券研究所

图21： CBO 预计未来美国公众持有债券占 GDP 比重将继续攀升



资料来源：CBO，新时代证券研究所

我国面对这一次疫情，目前的货币政策操作，相对于成熟经济体，仍然保持了相对的谨慎。但面对疫情对经济的冲击，我们首要的还是需要思考，怎样减少疫情对实体经济的伤害，尽可能地避免一些企业因为现金流的缺失而倒闭，尽可能地降低企业的融资成本。在有限的宽松环境下，尽可能地鼓励资本进入到实体经济，提升货币宽松效率。

短期由于经济低迷，企业的资产负债表也不好看，此时要商业银行加大信贷，在终身追责的考核面前（不追责，那道德风险更大），商业银行很难去完成。所以要缓解企业的融资难的问题，靠商业银行的信贷体系，操作起来的困难比较大。但资本市场对当期的业绩只是考量一个方面，很多时候更会关注企业的战略、企业家精神、公司的治理结构等等。所以在经济困难的时候，发展股权市场，加大股权市场的融资，让更多的资金通过资本市场进入实体经济，在非常时期，也属于一个不错的宏观调控工具。

从另一个方面来看，在一个资本市场比较发达的经济体，还可以通过资本市场来实现全社会对“高科技”研发的投入，提升经济增长的质量。在这方面，美国是有比较好的经验可以借鉴。

1999 年到 2000 年纳斯达克科网股的泡沫，在人们的印象之中，是最后破裂了，但是人们忽略的地方就是，那一拨泡沫破裂之后，美国诞生了一批科网巨型企业，因为那一拨二级市场的泡沫，具有极大的财富效应，吸引了一批资本投入到科网企业。大量的钱投入到科研，总会有些会结出果子。

更为关键的是美国赢得了国际竞争力。同样 1990 年日本的股市泡沫破裂，但当时的资源更多地配到房地产，股市泡沫也集中于与地产相关。一轮泡沫破裂之后，最后什么都没留下，一地鸡毛，竞争力也很快与美国之间拉开差距。从这个角度来看，股市即便出现泡沫，其对国民经济的影响也需要看泡沫的结构。

这一次美国的牛市也持续了近十年，近年仍然在不断地创出新高，这种泡沫的推升未来肯定会有尽头，但可以预期的是即便未来泡沫破裂，但资本不断堆砌的“高科技”，肯定也会出成果，不出意外，一些高科技企业在未来几年将会诞生。

为何泡沫会催生高科技企业产生？因为二级市场泡沫所形成的财富效应会传染到一级市场，当看到二级市场有巨大财富效应的时候，从事一级市场投资的资本就会去寻找与二级市场相类似的企业投资，支持企业的发展和研发，同时鼓励所投资的企业具有一定的规模就上市，上市之后一些风投就可以选择财富兑现退出，而企业也因为之前获取到了资金的支持，可以加大对研发的投入，一旦成果产生，企业的核心竞争力便随之产生。

既然中国政府已经意识到了未来要科技立国，当然也只有科技立国了，经济才有足够的发展安全边界，那么就需要思考如何才能吸引更多的资本投入到科技研发。“烧”出“高科技”的资本光靠国家财政是远远不够的，还需要吸引民间的闲置资本甚至海外资本。要打通闲置资本、海外资本与“高技术”研发之间的通道，最佳的选择当然是依靠资本市场。

至于大家担心的资本市场的发展会加深贫富分化，其实这是宏观政策的两个方面。任何宏观政策都会面临“两难”冲突，关键看不同阶段的取舍，也就是主要矛盾。至于将来发展了，竞争力提高了，削减贫富差距的政策工具多的是，例如：不动产税，资本利得税，遗产税等等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

潘向东，首席经济学家，中国财政学会第九届理事会常务理事，“财经改革发展智库”专家委员会委员，中国证券业协会分析师专业委员会委员，中国首席经济学家理事会理事。曾任光大集团和国家开发银行特约研究员，《经济研究》和《世界经济》的审稿专家。历任中信建投证券首席宏观分析师、光大证券研究所副所长、光大证券首席经济学家、中国银河证券首席经济学家兼研究所所长。先后在《经济研究》和《世界经济》等学术杂志发表过数篇论文。先后主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。个人著作【真实繁荣】，社会科学文献出版社 2016 年 8 月出版。

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，9 年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/