



投资策略研究

【联讯策略-策略观点】从经济角度理解中国式慢牛

2017 年 09 月 22 日

投资要点

分析师：朱俊春

执业编号：S0300517060002

电话：021-51782240

邮箱：zhujunchun@lxsec.com

分析师：殷越

执业编号：S0300517040001

电话：021-51782237

邮箱：yinyue@lxsec.com

相关研究

《【联讯策略-市场观点】新常态下的中国式慢牛——联讯证券 2017 年秋季策略会发言》2017-09-11

《【联讯策略-流动性观察】融资余额回升，风险偏好增强》2017-09-12

《【联讯策略-策略周报】经济回落初定，股市借机修正，蓄力为长牛慢牛》2017-09-17

《【联讯策略-流动性观察】货币政策短期内难以放松，融资余额连创新高》2017-09-19

为什么那么看好中国式慢牛？

在联讯证券秋季策略会上，我方阐述了“新常态下的中国式慢牛”，从内在基因到外部环境，从中美横向对比到自身纵向对比。这里重点讲讲中国式慢牛所面临的外部环境，其中的经济增长问题。我们的大致结论包括：

经济增长是 A 股老话题，每年必谈

现在谈经济增长，比以往来得更加有效。主要原因在于股市慢牛的内在基因确立后，外部变量比如经济增长，对股市的影响将更加显性化。

在判断未来经济增长的道路上，政策是非常有效的前瞻性指标

以过去两年为例，供给侧结构性改革、房地产政策，基本主导了经济的企稳、企业盈利的恢复性增长。与其跟随经济数据亦步亦趋，不如以政策为导向，大胆假设，小心求证。

当前时点看未来，经济还能稳定吗？以及政策的指引

1) 短期经济波动，相比上半年，经济回落态势初步形成。但由此带来对周期股投资逻辑和股票市场慢牛走势的影响，应当都是可控的。今年股票市场在商品低潮或者回落阶段所显示的韧性，已经表明慢牛构成的内在基因和外部环境决定了 A 股投资机会的充裕。

2) 明后年经济预期更加重要。经济增速不排除有向下的小波动，但是中国城镇化伴生的房地产投资和城市基础设施建设将保证经济稳定增长。今年下半年高调试点的住房租赁市场将在后续多年拉动地产业投资。只要明后几年经济预期比较稳定，过往两年供给侧结构性改革取得的积极成果将保持住，周期股的投资价值会更加明朗，整体市场的慢牛走势也将更加稳健。

租赁房市场在未来几年对房地产行业的投资拉动在 2 到 5 个百分点不等

我们做了一个简单测算，根据对样本内各个城市十三五时期商品房销售规模的推算，根据不同比例和开始建设时间，推算各城市租赁房市场的规模，再结合价格估算租赁房市场的投资规模。最终租赁房市场在未来几年对房地产行业的投资拉动在 2 到 5 个百分点。

新兴增量市场将弥补传统存量市场面临的不确定性

测算的目的不是证明租赁房市场对地产投资拉动大，重点在于以购为代表的传统存量市场在未来面临较大不确定性时将被以租为代表的新兴增量市场弥补，并且在关键时刻有可能作为政府平抑经济增长波动的重要手段。

风险提示：投资有风险，入市需谨慎



目 录

一、慢牛基因生成后，经济走势对股市的影响将更加显性化	3
二、在判断未来经济增长的道路上，政策是非常有效的前瞻性指标	3
三、站在当前时点看未来，经济还能稳定吗？政策指引是什么！	4
（一）站在现在时点，探讨未来经济增长，有现实意义（紧迫性）	4
（二）短期经济波动比如下半年经济向下回归，无碍股市慢牛长牛	4
（三）中长期经济走势才会影响到股市慢牛长牛的发展进程	4
四、对住房租赁市场建设规模的简单测算：中性假设下，18、19 年对房地产投资的拉动大概在 3 个百分点上下 ..	5

图表目录

图表 1： 对住房租赁市场建设规模的简单测算	5
图表 2： 今年以来住房租赁市场相关政策	5
图表 3： 试点城市租赁住房政策	6
图表 4： 北京和上海租赁住房政策	7



一、慢牛基因生成后，经济走势对股市的影响将更加显性化

经济增长几乎每年都在困扰 A 股的投资者，即便过去多年股市，有时和经济相关性强，有时和经济相关性弱。但是大家从而都很重视这块的判断。现在谈经济增长，比以往来得更加有效。

08 年全球金融危机以来数起。08 年金融危机，股市自不必说。09 年我国四万亿基建投资砸下去，经济 V 型反转，刚刚经历大牛大熊的 A 股迎来小牛。10 年经济后劲不足，A 股结构市开始显现。11 年经济增速开始下滑，A 股步入熊市。12 年经济在微调中未有明显好转，A 股仍在 熊市边缘。13 年经济下行未改，传统行业依旧没有机会，新兴行业崭露头角。14 年经济继续下行，但受益于股市杠杆资金涌入，大盘股由熊转牛。15 年经济还在下行，股市资金流入从疯狂到衰竭，从而牛熊转换。16 年经济开始企稳，传统行业走出慢牛，新兴行业估值泡沫消化中，A 股结构牛市。17 年经济延续企稳，传统行业延续慢牛，小票渐渐探明底部，A 股仍然结构牛市。

可见，在 11-15 年的经济下行过程中，传统行业的股市表现和经济比较吻合的阶段在 11-14 年的上半年，之后因为股市流动性增强（杠杆资金等）的缘故，与经济基本面背离。

而失去杠杆资金的支撑后，16-17 年慢牛开始形成，股市表现和经济企稳相对一致。

根据我们的逻辑，基于市场结构的慢牛基因已经形成，缩小了流动性因素对股市走势的影响。而在流动性护航慢牛长牛的过程中，经济走势对股市的影响将更加显性化。

二、在判断未来经济增长的道路上，政策是非常有效的前瞻性指标

以过去两年为例，15 年底中央定调“供给侧结构性改革”，并在 16 年初表示要在煤炭、钢铁领域率先入手。在原油领域，主要产油国开始讨论减产协议。这样一种氛围为工业价格尤其是资源原材料价格的上涨奠定了基础。

除了去产能，当时在供给侧结构性改革中涉及的“化解房地产库存”也为 16 年的房地产乃至整个固定资产投资有所定调。15 年一线城市地产销售全面回暖、二线城市逐渐回暖，16 年作为消化库存政策的延续，在二线乃至部分三线城市仍有不俗的表现。

16 年底中央经济工作会议提出要重点解决三四线城市房地产库存过多问题。17 年在 30 大城市商品房销售同比负增长 30%以上的背景下，依然看到整体住房销售有双位数的增长，可见三四线城市房地产销售的回暖。

包括供给侧结构性改革的深化，延续了上中游行业盈利修复的良好势头，为今年的周期股行情提供了基本面支撑。

最近几个月我们都说经济非常有韧性，原因多种，有地产的回落好于预期、出口的好于预期、制造业投资有所恢复等等，但是核心在于，因为政策导向，所以房地产（作为中国经济可能最重要的部门）表现好于预期。因为政策导向，所以上中游周期行业盈利修复超出预期，甚至给整个经济带来了外部性。



三、站在当前时点看未来，经济还能稳定吗？政策指引是什么！

（一）站在现在时点，探讨未来经济增长，有现实意义（紧迫性）

经历了 2、3 年的房地产去库存，未来地产行业还能怎么走。其实是大家担心地产行业的后劲。最新的 8 月数据，投资作为滞后变量仍然不差，但是销售已经步入低迷。

股市慢牛正在形成，但是危机意识仍在，扰动因素又成了大家乐观之余关心的话题。

（二）短期经济波动比如下半年经济向下回归，无碍股市慢牛长牛

短期的经济波动（年内），如最近出炉的 8 月份经济数据所显示，相比上半年，经济回落态势初步形成。上半年，经济延续去年的企稳势头，甚至有个短期的向上波动。进入下半年，这种向下的回归并不在预期之外。股市前期并没有因为所谓的新周期而过度上涨，也就不存在因为新周期证伪而有大的调整压力。

在众多商品价格创下新高后，伴随下半年的经济回落，有一种说法认为周期下行拐点已至。这种说法并没有严格错误，短期看来确实有这种可能，并且在这个时候对周期股多一份谨慎更加没有错。但是这种下行并不意味着商品价格的全面看淡，价格显著波动本就是周期品的特征，周期股投资未完。

短期的经济波动无碍股市慢牛长牛，这是中国式慢牛的基因所决定的。

（三）中长期经济走势才会影响到股市慢牛长牛的发展进程

很大层面当前我们关心经济对股市的影响应当是在明后年的时间范畴，而不是终于接下来几个月。明年乃至后年，大家应在关心 GDP 增速能否保持当前横在那里。对此我认为，

1) 横的意义不是把 GDP 增速刻板地定在 6.7、6.8，而是从十数年的时间去看这个经济增速，从双位数快速下滑到 7 以下，然后有个企稳的过程。未来这一横不排除还有向下空间，但是不应该是快速下滑的状态。

2) 16、17、18 三年看中国经济，经济增长压力在 18 年确实比较大。因为供给侧改革的初始红利已经在 16、17 两年得到了较大释放，并且房地产去库存带来的经济拉动也有充分体现。出口仍然面临天花板问题，中国制造的成本优势将面临更大考验因为各种价格的上涨。投资项中，基建投资逼近 18 万亿后，还需要去平衡逼近 19 万亿多的制造业投资和 11 万亿的房地产投资，压力确实不小。

但是宏观面的理解，比如基建的信心来自于我国城镇化的巨大潜力。三个“一亿人”的目标，将提供巨大的住房市场和基础设施建设市场。房地产的信心同样受益于此。

行业层面的理解，以房地产为例，传统的周期认识意味着房地产补库存在 17 年将首先在 1、2 线城市发生。而 17 年下半年重磅出台的住房租赁市场政策，则意味着住房市场一块新需求的培育。政府在人口净流入城市进行租赁房建设试点，这些一、二线城市住房租赁市场的快速发展，将对区域内的地产投资产生明显支撑。



四、对住房租赁市场建设规模的简单测算：中性假设下，18、19 年对房地产投资的拉动大概在 3 个百分点上下

住房租赁市场的限定城市包括北京、上海、十二大试点城市和 wind 统计 70 大城市中的二线城市范畴。并且假设北京和上海在 2017 年就开始建设租赁房，12 个试点城市 2018 年全面开工建设，租赁房政策在 2019 年推广到其他二线城市并开工建设。

北京、上海、广州等城市采用已经公布的租赁房建设规划数据，其他城市租赁房建设面积根据占十三五期间整个商品房建设面积的不同比例进行假设，而“十三五”商品房建设面积根据“十二五”的销售面积和平均增长率进行估算。另外在推算投资规模时，住房建造价格根据各城市的过往数据和平均增长率进行估算。

所有租赁房建设按 5 年时间平均建设。同时假设全国房地产投资总额 2017-2020 年增速分别为 7%、5%、3%和 3%，基于上述假设，估算租赁房建设投资对整个房地产投资的拉动。在相对中性的假设下，18、19 年对房地产投资的拉动大概在 3 个百分点上下。

图表1：对住房租赁市场建设规模的简单测算

年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
全国房地产投资总额（亿元）	109761.24	115249.30	118706.78	122267.99
假设租赁房建设面积占比 1/3	1215.36	3903.83	6312.81	6502.20
投资占比（%）	1.11	3.39	5.32	5.32
假设租赁房建设面积占比 1/4	1215.36	3658.81	5487.48	5652.10
投资占比（%）	1.11	3.17	4.62	4.62
假设租赁房建设面积占比 1/5	1215.36	3261.01	4733.96	4875.98
投资占比（%）	1.11	2.83	3.99	3.99
假设租赁房建设面积占比 1/6	1215.36	2559.97	3782.70	3896.19
投资占比（%）	1.11	2.22	3.19	3.19

资料来源：Wind、联讯证券研究院

图表2：今年以来住房租赁市场相关政策

时间	文件名	部门	主要内容
2017.5.19	《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》	住建部	鼓励出租人与承租人签订 3 年以上的租赁合同，房租按月支付；同时拟严禁开发商捂盘惜售，要求买房中介服务费施行明码标价；明确界定出租人与承租人的权利与义务，切实保障租客利益。
2017.7.20	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》	住建部等 9 部委	多措并举，加快发展住房租赁市场，鼓励国有、民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，鼓励房地产开发企业、经纪机构、物业服务企业设立子公司拓展住房租赁业务；城市住房城乡建设主管部门要会同有关部门共同搭建政府住房租赁交易服务平台；鼓励各地通过新增用地建设租赁住房，在新建商品住房项目中配建租赁住房等方式，多渠道增加新建租赁住房供应，优先面向公租房保障对象和新市民供应；各地要建立部门相互协作配合的工作机制，整顿规范市场秩序，严厉打击住房租赁违法违规行为。
2017.8.29	《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》	国土部、住建部	村镇集体经济组织可以自行开发运营，也可以通过联营、入股等方式建设运营集体租赁住房；实施方案在 2017 年 11 月底前报国土资源部和住房城乡建设部批复，2019 年 11 月，省级国土资源主管部门和住房城乡建设主管部门组织开展试点中期评估，2020 年底前，总结试点工作。

资料来源：Wind、联讯证券研究院



图表3：试点城市租赁住房政策

时间	地点	政策主要内容
2017.7.18	广州	赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益，保障租购同权；对依法登记备案的住房租赁企业、机构和个人落实税收优惠政策支持；允许将商业用房等按规定改造成租赁住房；扶持住房租赁企业，打造广州现代租赁产业总部经济。 未来五年，普通商品住宅用地计划供应 2375 万平方米、租赁住房用地计划供应 825 万平方米，住房建设计划安排 75 万套，其中普通商品住宅 60 万套、租赁住房 15 万套。
2017.8.18	佛山	商办可改为租赁住房，商业、办公等项目在不改变使用年限，建设单位、法人或个人可申请改建为租赁住房，改建后的租赁住房，10 年内不得转让。
2017.8.22	合肥	鼓励有条件的开发企业，在新建商品房项目中长期持有部分房源，用于向市场租赁；还将划拨一批房源、建设一批房源、盘活一批存量房源。2017 年底前，全面启动住房租赁交易服务政府监管平台建设；连续缴存住房公积金满 3 个月的可按规定提取夫妻双方公积金支付房租，明确承租人享有基本的社会公共服务权利。
2017.8.18	南京	明确由“国企引领，形成多方供应主体”，2017 年建设或筹集租赁住房不低于 50 万平方米，鼓励库存商品住房转为租赁住房，增加房源供应；在发展住房租赁市场中要把实现购租同权作为最终目标，承租人享有同等的基本公共服务，统筹安排随迁子女享受义务教育。
2017.4.24	杭州	企业自持商品房屋应全部用于对外租赁，不得销售或转让。
2017.8.9		杭州房管局与阿里巴巴、蚂蚁金服合作搭建智慧租房租赁平台，做到所有出租房源全部纳入，信息共享。
2017.8.31		未来三年，新增租赁住房总量占新增商品住房总量的 30%。将租赁住房用地供应纳入年度土地供应计划；符合条件的承租人子女可享有就近入学；居住证积分管理中，对租赁住房达到一定年限的，实行“租购同分”；鼓励将闲置和低效利用的国有厂房、商业办公用房等，按规定改建为租赁住房；探索村集体 10% 留用地地上建设租赁住房；允许成套住房按间出租，每个房间人均租住使用面积不得低于 4 平方米；未来 3 年，市本级财政安排 1 亿资金，专项用于奖励扶持住房租赁行业中的优秀企业，引导、培育和规范住房租赁市场健康发展。
2017.7.24	武汉	鼓励房地产开发企业拓展住房租赁业务，鼓励住房租赁企业、房地产经纪机构通过存量房市场增加供应，支持和规范个人出租住房行为，并将部分公租房源调整为租赁住房向社会出租；允许提取公积金支付房租，适时研究出台符合条件的承租人享受子女就近入学等“租售同权”等公共服务政策措施，多方着手加快构建购租并举的市场格局。
2017.8.4	成都	到 2017 年底，组建或改建 3 家-4 家国有住房租赁公司，鼓励房地产开发企业新建、配建租赁住房；对个人出租住房的，由按照 5% 征收率减至按 1.5% 计算缴纳增值税。。
2017.8.14	郑州	在现有国有平台中选取 1-2 家公司，增加住房租赁业务，鼓励房地产开发企业开展住房租赁业务，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房，对进行房屋租赁备案的承租方，允许其在居住地落户，享有基本公共就业服务、基本公共卫生和计划生育服务、住房公积金服务、承租人子女义务教育相对就近入学等国家规定的基本公共服务。
2017.8.28	深圳	修订完善《深圳市出租屋管理若干规定》，增加住房租赁市场管理等相关内容；鼓励住房租赁企业优先为取得保障性住房轮候资格的家庭提供租赁服务；非深圳户籍承租人可按照《深圳经济特区居住证条例》等有关规定申领居住证，享受义务教育、医疗等国家规定的基本公共服务。

资料来源：Wind、联讯证券研究院



图表4：北京和上海租赁住房政策

城市	日期	政策/事件主要内容
上海	7.4	上海规划和国土资源局挂出位于浦东新区和嘉定区的两宗地块，实行“整体持有、只租不售”模式。
	7.7	“十三五”时期新增住房供应总套数要比“十二五”期间增加 60%左右，预计新增供应各类住房 12750 万平方米、约 170 万套。其中，商品住房约 45 万套，以中小套型普通商品住房为主；租赁住房约 70 万套；各类保障性住房约 55 万套，预计“十三五”期间商品住房用地 2000 公顷，租赁住房用地 1700 公顷，保障性住房用地 1800 公顷。
	8.23	上海市规划和国土资源管理局宣布拟挂牌出让位于徐汇区、长宁区、浦东新区等中心城区的四幅租赁住房用地。
北京	6.15	未来 5 年将新建 150 万套住房，50 万套为租赁房。
	8.18	北京市住建委将会同相关部门按照开放、共享原则，组织建立住房租赁监管平台；承租人为本市户籍，承租公租房和直管公房的，可根据住房租赁监管平台登记备案的信息依法申请办理户口登记和迁移手续；同一区连续单独承租并实际居住 3 年以上且在该区合法稳定就业 3 年以上等条件的，其适龄子女可在该区接受义务教育。

资料来源：Wind、联讯证券研究院



分析师简介

朱俊春：复旦经济学硕士，浙大工学学士。2008 年进入证券行业，近十年策略研究经验。曾在长城证券、国信证券研究部门负责策略研究，现为联讯证券首席策略分析师，专注于中国 A 股二级市场投资机会挖掘。

殷越：策略研究员，上海财经大学硕士，于 2017 年加入联讯证券，曾就职于中山证券研究所。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com