

钢铁

时代的周期—2024 年中期策略报告

时代变迁：时代的车轮一刻不停地向前，我们没有人能够置身事外。时代的一小粒灰尘，散落到个人的头上，就是足以压垮人的一座大山。唯有铭记过去的教训，才能让时代更洁净，少些飞舞的尘埃。时代是周期判断最重要的命题。在历史中寻找规律，我们把周期研究重点放在两个层面，一个是结构（结构就是长周期的时代变化，即经济增长的阶段），另一个是周期（即短波节奏）。

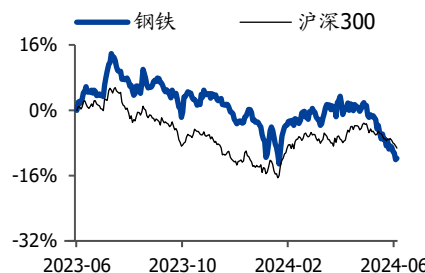
变革期的经济转型：我们在年度投资策略报告《走向成熟》中大篇幅阐述过在经济增长到一定阶段后，即全社会固定资产投资积累到一定阶段后，投资就会出现边际效应的变差，这个时期就是一个国家的工业化成熟期，社会开始准备迈入大众消费阶段。这一时期经济增长方式会发生巨大变化，即进入转型期。转型期如果没有适当的总量分解，对增长的研究就像没有王子的哈姆雷特。总量的数字可能是有用的，但是用它来分析增长的时候，它所掩盖的比它说明的事情更多。本质问题是当经济结构发生变化后，短波周期的经济循环模式也会改变，过去围绕资本形成的大循环系统将被更多其他系统所逐步替代，这个转换以后会变成什么样子是新的时代最需要研究的问题。

扩大消费：制造业的国际竞争力决定了本国居民财富水平，是决定了国强民富的根本，是消费升级的基础。服务业占比越高的国家，其居民一般并不富有，比如那些欧洲重债国。主要原因是这些国家不能通过制造业获得更多的净出口赚取居民财富，依靠居民的自我加杠杆式消费会走向居民的自我贫困化和崩溃。而制造业占比高的成熟工业国的居民因为不需要特别大的资本开支从而转向增加消费支出，而不是因为消费支出让居民变得有钱。单纯的依赖消费是不能够达到国强民富。当增长集中于不断扩大的消费为基础的工业和服务业时候，从某种意义上说，需要用充分就业来维持充分就业。因为如果不把消费水平提高，消费品工业以及供给它们的投入品工业的生产能力就会利用不足。一般来说转型期新的主导产业需要充分就业和一种具有信心的气氛，提高收入预期才能将成熟期居民资本堆积形成的消费能力转化为需求增长，经济才能重新活跃起来。新的发展阶段下我国短周期正在通过消费率的周期回归，财政阶段扩张和库存重建牵引经济的逐步复苏，缓慢而曲折。在内外双循环下的周期变化中我们推算下半年需求同比增长 2%，全年需求保持稳定。经济结构变化后，年度需求波动进入缓和期。

约束供给：随着新时代需求周期波幅下降，供给调整承担了行业变化的更大权重。重工业一般特征沉没成本很大，资本退出困难。进入成熟期后如果通过看不见的手消化调整代价巨大，用时是缓慢的，而看得见的手可以加速这一周期均值回归的过程。制度安排会适合经济发展不同阶段的要求。单靠市场力量不能确保经济的健康发展。因为工业化过程中会产生大量的社会不稳定。重工业在成熟期后国际竞争中实现规模经济，供给端靠的不只是市场竞争这只“看不见的手”，更是政府规划和区域协调这只“看得见的手”。因为分工加市场不等于协作，主张包产到户的家庭农场，要到发现“卖白菜难”，“增产不增收”时，才会发展新型农业合作社，认识到协同控制供给的重要性。我们测算如果没有政策对供给端调整，行业整体产能利用率下半年较上半年略有增加至 82%左右，边际有所改善，

增持（维持）

行业走势



相关研究

- 1、《钢铁：商品阶段性价格震荡》2024-06-23
- 2、《钢铁：5月数据跟踪：粗钢产量回升，政府债发行提速》2024-06-18
- 3、《钢铁：资本回报与周期行业》2024-06-16

但绝对水平依然不高。后期如果提高能耗等行业准入标准对落后产能进行削减，行业盈利回归均值的速度会进一步加快。

资产定价：1) 工业化成熟期的宏观特征注定了股票市场的繁荣开启。本质是资本开支时代的远去，构成了多重资本过剩阶段，政府资本过剩、居民资本过剩、企业资本过剩。在多重资本过剩阶段才是资本市场黄金期的时代基础，抬升市场整体的估值水平；2) 作为长久期资产，周期股的估值相对商品需要更多考虑跨越周期的问题。进入成熟期后需求稳定，周期波幅下降，这一阶段供给是决定行业最核心的要素。二级市场估值与一级市场的资本开支密切联动。目前阶段上游采掘业资源股相对中游冶炼业回报更佳，高价是解决高价的最好方式。黑色冶炼业按照市值与重置成本的比对来看，目前部分公司已经处于价值低估区，具备较好的战略配置价值。冶炼业资本回报的长期低迷本身就是供给调整的重要条件，下半年周期产能利用率的边际回升有望促使资产价格均值回归，如果产业政策配合对供给端约束加大，会加快这一过程的速度。我们从中长期角度继续推荐受益于普钢盈利复苏的华菱钢铁、南钢股份、宝钢股份，受益于油气、核电景气周期的久立特材，受益于管网改造及普钢盈利弹性的新兴铸管，受益于煤电新建及油气景气周期的常宝股份，以及受益于需求复苏和镀镍钢壳业务的甬金股份，受益于煤电新建及进口替代趋势的武进不锈。

风险提示：国内产量调控政策超预期，下游需求不及预期，测算可能出现偏差。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600282.SH	南钢股份	买入	0.34	0.40	0.45	0.48	14.65	12.45	11.07	10.38
600019.SH	宝钢股份	买入	0.54	0.60	0.63	0.68	12.20	10.98	10.46	9.69
000932.SZ	华菱钢铁	买入	0.74	0.74	0.82	0.90	6.03	6.03	5.44	4.96
002318.SZ	久立特材	买入	1.52	1.74	1.95	2.22	15.62	13.64	12.17	10.69
002478.SZ	常宝股份	买入	0.87	0.99	1.04	1.16	5.72	5.03	4.79	4.29
603995.SH	甬金股份	买入	1.24	1.77	1.98	2.21	13.63	9.55	8.54	7.65
000778.SZ	新兴铸管	增持	0.34	0.35	0.38	0.42	10.26	9.97	9.18	8.31
603878.SH	武进不锈	-	0.63	0.81	0.93	1.06	12.05	8.40	7.34	6.44

资料：Wind，国盛证券研究所（注：未评级公司为wind一致预期）

内容目录

时代的周期.....	5
人生就是一次康波.....	5
技术演化与国家发展.....	5
变革期的时代旋律.....	8
小结.....	9
周期脉搏的律动.....	11
消费的周期恢复.....	11
财政的托底.....	16
地产周期的钝化.....	18
库存周期的位置.....	19
全球贸易份额保持高位.....	20
下半年需求汇总.....	22
看不见的手和看得见的手.....	24
新时代与重工业.....	24
市场化产能消化进程.....	24
行政化产能消减.....	26
投资策略:.....	29
新时代下的资本市场.....	29
钢铁行业资产定价.....	30
风险提示.....	32

图表目录

图表 1: 技术创新的长波周期.....	5
图表 2: 工业化不同时期的经济特征.....	6
图表 3: 美国、日本、韩国、中国人均 GDP (美元).....	7
图表 4: 美国三大产业 GDP 占比 (1899 年-1929 年).....	7
图表 5: 中国三大产业 GDP 占比 (1993 年-2022 年).....	7
图表 6: 韩国三大产业 GDP 占比 (1971 年-2000 年).....	7
图表 7: 日本三大产业 GDP 占比 (1946 年-1975 年).....	7
图表 8: 美国、日本、韩国、中国城市化率.....	8
图表 9: 库兹涅兹曲线.....	9
图表 10: 美国人均 GDP 与基尼系数 (1900 年-1980 年, 美元).....	9
图表 11: 弥合行业发展不平衡 (占比环比变动, pct).....	10
图表 12: 弥合区域收入不平衡 (占比环比变动, pct).....	10
图表 13: 弥合城乡收入不平衡 (占比环比变动, pct).....	10
图表 14: 年度居民存款增加额 (亿元).....	12
图表 15: 历年一季度居民存款增加额 (亿元).....	12
图表 16: 中国贸易差额 (亿美元).....	12
图表 17: 地产年度销售额 (亿元).....	12
图表 18: 行业寡头化是工业成熟期的标志 (万家).....	13
图表 19: 美国三大产业就业人数占比.....	13

图表 20: 中国三大产业就业人数占比	13
图表 21: 韩国三大产业就业人数占比	14
图表 22: 日本三大产业就业人数占比	14
图表 23: 中国出生人数及出生率 (万人, ‰)	15
图表 24: 中国人口结构变迁	15
图表 25: 中国劳动力人口数量及占比 (万人)	15
图表 26: 中国普通高校毕业生人数 (万人)	15
图表 27: 不同国家人口结构对比	15
图表 28: 中国城镇调查失业率 (%)	16
图表 29: 新增招聘贴数同比 (%)	16
图表 30: 中国消费率逐步向正常水平进行回归 (%)	16
图表 31: 国家债务周期耦合工业化进程	17
图表 32: 当月各类政府债券余额净增加额 (亿元)	18
图表 33: 中国房地产销售增速中枢变化 (%)	18
图表 34: 水泥产量与同比增速 (万吨)	19
图表 35: 中国房地产新开工面积变化 (万平米, %)	19
图表 36: 经济体库存水平在极低位置 (%)	19
图表 37: 企业盈利能力已改善 (%)	20
图表 38: 钢铁库存周期摆动示意	20
图表 39: 中国全球贸易份额占比 (百万美元)	21
图表 40: 固定资产累计投资名义完成额 (万亿元)	22
图表 41: 固定资产累计投资实际完成额 (以 1994 年为基期, 万亿元)	22
图表 42: 工业化成熟期中国出口高端品比例不断增长 (%)	22
图表 43: 国内钢铁需求结构持续调整	23
图表 44: 2024 年钢铁行业分行业需求预测 (万吨)	23
图表 45: 2022 年钢铁产能置换项目立项情况 (万吨)	25
图表 46: 近年来炼铁产能计划新增、实际投产与净增量预估 (万吨)	25
图表 47: 行业实际产能预估 (亿吨)	26
图表 48: 2024 年上半年行业部分调控政策	26
图表 49: 2022 年部分高耗能行业能源消费量 (万吨标准煤)	27
图表 50: 2020-2023 年中钢协会会员企业吨钢综合能耗数据 (每年口径均有调整, kgce/t)	27
图表 51: 粗钢月度累计产量与同比变动 (万吨)	28
图表 52: 节能政策对粗钢产量的影响推算 (万吨)	28
图表 53: 日本股票市场走势和经济增速的关系 (点, %)	29
图表 54: 德国股票走势与经济增速的关系 (点, %)	29
图表 55: 行业生命周期的估值波动	30
图表 56: 全球十大铜企资本开支与铜矿产量 (百万美元, 千吨)	30
图表 57: 最高估值位置吨钢估值相对固定资产原值的比率	31
图表 58: 最低估值位置吨钢估值相对固定资产原值的比率	31
图表 59: 当前估值比率情况 (2024-06-26)	31

时代的周期

“那是最好的年月，那是最坏的年月；那是智慧的时代，那是愚昧的时代；那是信仰的新纪元，那是怀疑的新纪元；那是光明的季节，那是黑暗的季节；那是希望的春天，那是绝望的冬天；我们将拥有一切，我们将一无所有；我们直接上天堂，我们直接下地狱。”

——狄更斯《双城记》

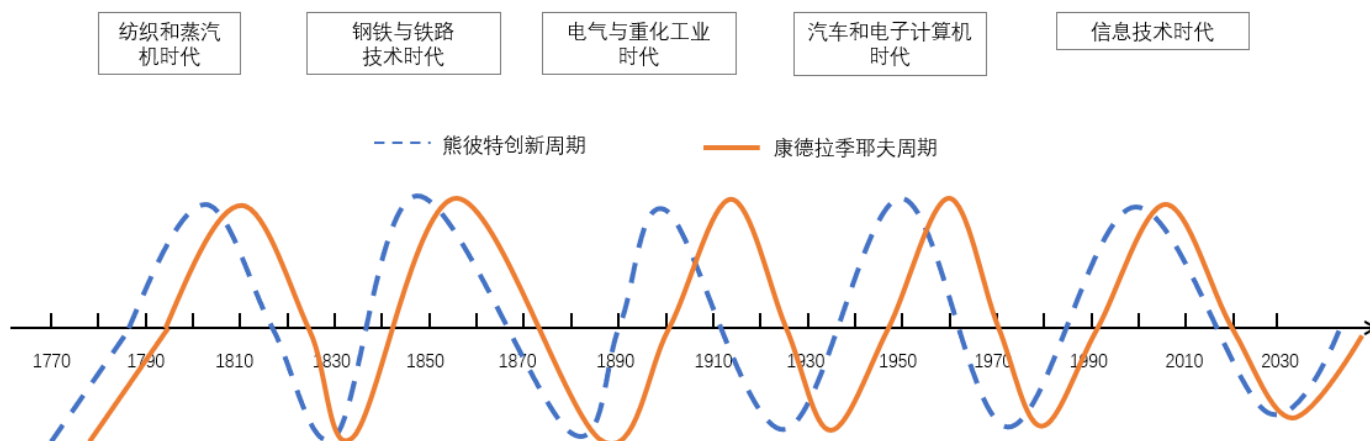
人生就是一次康波

技术演化与国家发展

“记住该记住的，忘记该忘记的。改变能改变的，接受不能改变的。”时代的车轮一刻不停地向前，我们没有人能够置身事外。时代的一小粒灰尘，散落到个人的头上，就是足以压垮人的一座大山。唯有铭记过去的教训，才能让时代更洁净，少些飞舞的尘埃。**真正的周期研究是时代的研究。**时代是周期判断最重要的命题，我们研究的目的无非是充分了解可能发生的事情，趋利避害，保护自己免受不可接受的伤害，即使不可能万无一失地避免。因此周期研究关注的重点主要放在两个层面，一个是结构（结构本身就是长周期的时代变化，即经济增长的阶段），另一个是周期（即短波节奏）。判断短周期运行方向的前提是识别经济增长所处的阶段。

康波周期与工业化：现代增长源于新技术在有效基础上的不断扩散，创新和科技进步本质上是不稳定的，其经济特征表现为创造性毁灭和技术更替。国家的工业化过程会伴随着康波周期下新技术的扩散。在康波周期的回升期和繁荣期，随着技术的边界向外移动，会改变“成熟”的实质内容。当进入康波周期的萧条期，技术的发展放缓进入瓶颈期，后发国的工业化逐步进入成熟期。

图表 1：技术创新的长波周期



资料：《关于长周期的文献综述》胡志浩，《迎接经济长周期：康波 6.0 如何与工业 4.0 同频共振》戴剑，《百年来中美经济对比与预判-基于康波周期的大历史视角分析》郑磊，国盛证券研究所绘制

当一个国家有效吸收了当时存在的大部分技术后，它就达到了技术成熟。我们在年度投资策略报告《走向成熟》中大篇幅阐述过在经济增长到一定阶段后，即全社会固定资产投资积累到一定阶段后，投资就会出现边际效应的变差，这个时期就是一个国家的工业化成熟期，社会开始准备迈入大众消费阶段。这一时期经济增长方式会发生巨大变化，即进入转型期。转型期如果没有适当的总量分解，对增长的研究就像没有王子的哈姆雷特。总量的数字可能是有用的，但是用它来分析增长的时候，它所掩盖的比它说明的事情更多。本质问题是当经济结构发生变化后，短波周期的经济循环模式也会改变，过去围绕资本形成的大循环系统将被更多其他系统所逐步替代，这个转换以后会变成什么样子是新的时代最需要研究的问题。在成熟阶段新的主导部门会逐步发展壮大以代替上一阶段老的主导部门。这些老的主导部门由于速度降低，发展步伐日益缓慢。19 世纪 50 年代到 70 年代，铁路处于起飞阶段，当时煤炭、钢铁和重型机械处于增长过程的中心。在铁路发展以后，新式船只、化工产品、电力和现代母机在经济中占据主导地位，维持了总量增长率。

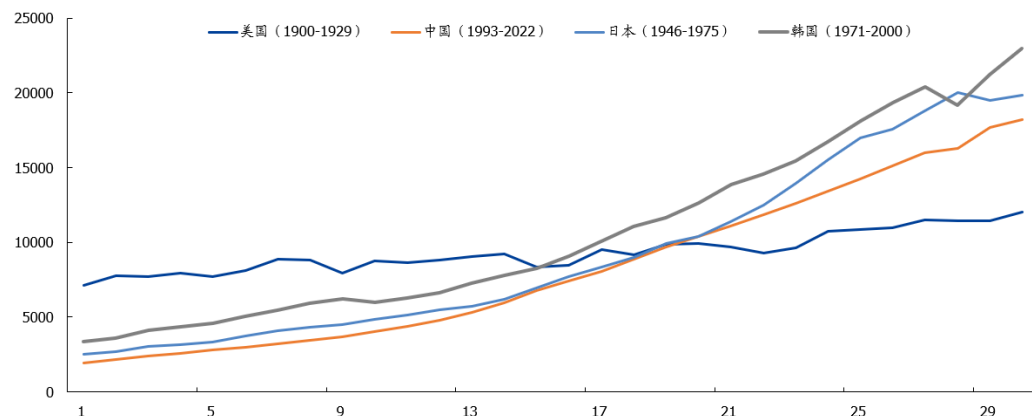
图表 2：工业化不同时期的经济特征

罗斯托的工业化进程				
传统社会阶段	起飞准备阶段	工业化的起飞期	走向成熟	大众消费
是封闭或者孤立的经济体	1、摆脱贫穷落后走向富强的准备阶段	1、经济最肥美的一段	1、从劳动密集型产业转向资本密集型产业	主要的经济门类从制造业转向服务业，奢侈品向上攀升，人民在休闲、教育、保健、国家安全、社会保障项目上的花费增长，而且开始欢迎外国产品的进入
	2、社会开始考虑经济改革问题	2、大量的劳动力从第一产业转移到制造业	2、国民福利、交通和通信设施显著改善	
	3、主导产业通常是第一产业或者是劳动密集型的制造业，要解决的关键难题是获得发展所需要的资金	3、全社会增加固定资产投资，资本形成经济占比高	3、经济增长惠及整个社会，资本开始外溢，企业开始对海外投资	
		4、房地产市场快速发展	4、一些经济增长级开始转变为技术创新	
	人民收入增长后解决衣食问题，会带来一次必然的社会通货膨胀问题	居民财富大幅增加，房地产进入量价齐升的大周期，固定资产投资增速高	总需求平缓，行业开始集中，市场和利润逐步向优势企业进行集中	制造业占比下降，服务业占比提升。净出口总额开始逐步下降
		总需求高速增长，企业百花齐放	一般进入房股两类资产转换期	
制造业满足本国需求路线图				
生活必需品	基础设施建设	住房	服务业	创新
衣食	行	住	更高水平生活	技术领先

资料：孙加滢《估值逻辑-中国的繁荣》，国盛证券研究所

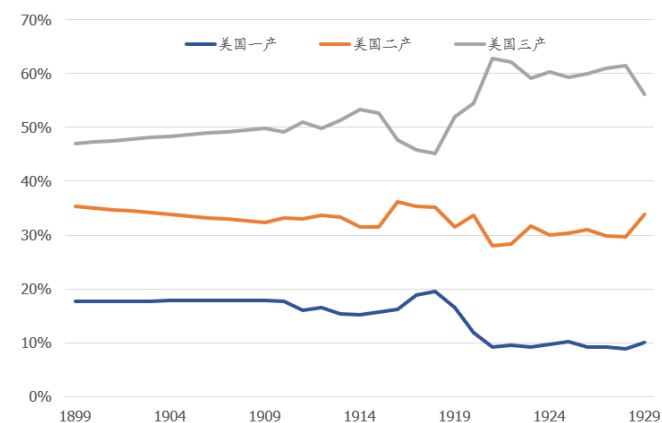
一般用五个指标来衡量经济发展的阶段，参考周金涛先生的划分依照重要性的先后顺序依次是人均 GDP，第一、二、三产业产值比，制造业产值占总产值比例，城市化率，第一、二、三产业的就业比。当工业国进入成熟期后推动成熟行业的大型化、促进技术扩散和自主创新、改革分配制度并顺应大众的财富需求，是这一阶段最佳的政策选择。而这里核心的是分配政策的改革，这也是走向大众消费阶段的关键所在。伴随着起飞期的资本短缺转向成熟期的资本过剩，社会的主要注意力从供给转到需求，从生产问题转到消费问题和最广义的福利问题。政策选择是让更多的居民都得到更多的保障、享有更多的福利，还是对那些有能力赚钱的人提供更高的实际收入。贫富差距和经济活力的矛盾使得成熟阶段是一个新的富有希望的选择的时期，也是一个带有危险性的时期。政府政策导向在这一时期往往从亲资本转向亲民生，使用国家的力量（比如增加征收累进税来重新分配收入等）实现个人和社会的目标，这些目标是自由市场制度所不能实现的。从 19 世纪 60 年代英国的工厂法开始，向成熟阶段推进的国家的社会和政治压力导致连续不断的人道主义改革。社会会通过政治程序选择把更多的资源投入社会福利和社会保障。福利国家的出现就是社会成熟期的表现。也是在这个阶段，如果消费者主权占优势，则资源越来越倾向于被引导到耐用消费品的生产和大众化服务的普及。而 2020 年我国提出“需求侧改革”标志着政策选择上旧时代的结束和新时代的开启。

图表3: 美国、日本、韩国、中国人均 GDP (美元)



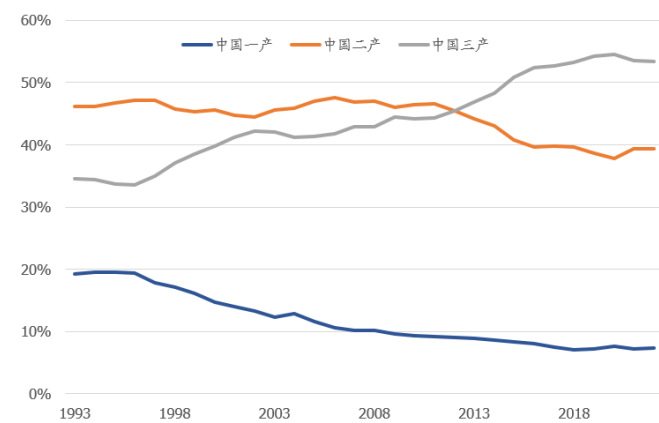
资料：世界银行, Maddison, 国盛证券研究所

图表4: 美国三大产业 GDP 占比 (1899 年-1929 年)



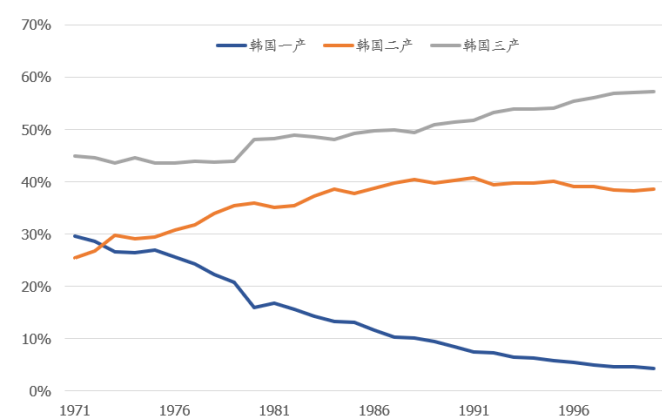
资料：ourworldindata, 国盛证券研究所

图表5: 中国三大产业 GDP 占比 (1993 年-2022 年)



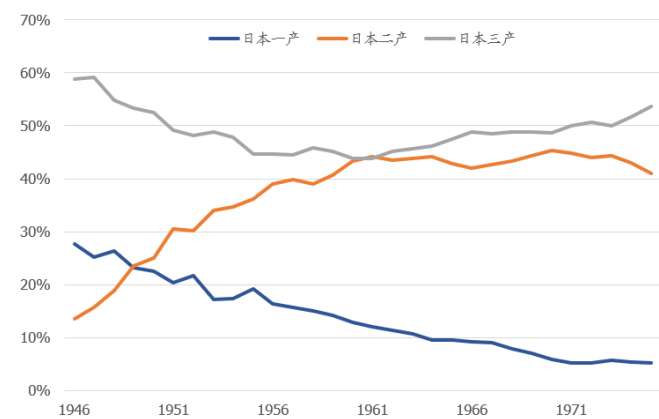
资料：Wind, 国盛证券研究所

图表6: 韩国三大产业 GDP 占比 (1971 年-2000 年)



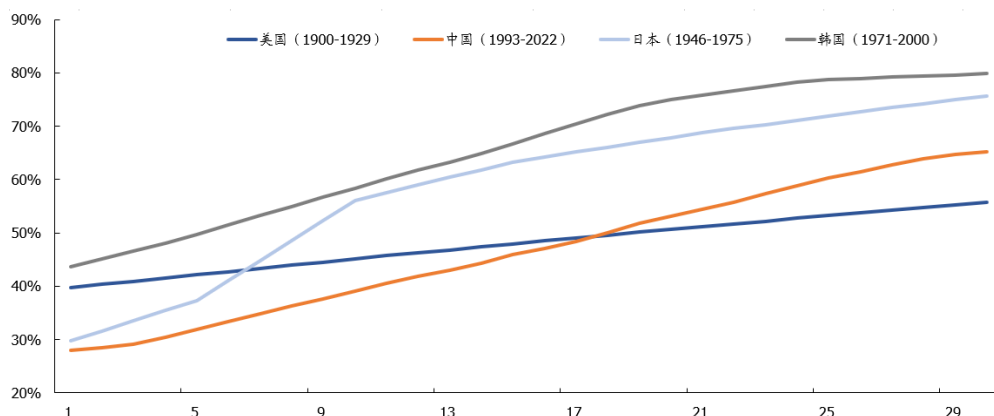
资料：OECD, 国盛证券研究所

图表7: 日本三大产业 GDP 占比 (1946 年-1975 年)



资料：日本政府网站, 国盛证券研究所

图表 8: 美国、日本、韩国、中国城市化率



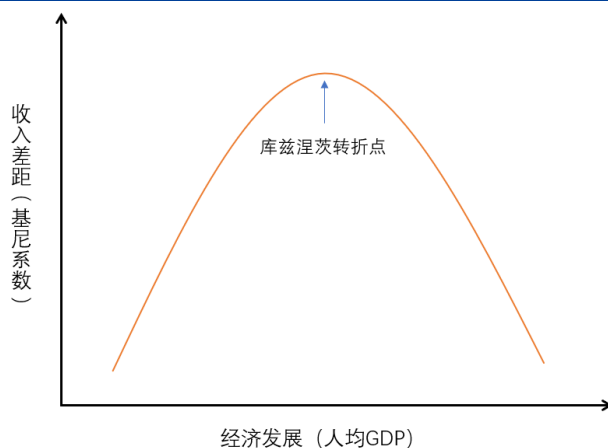
资料 : Ifind, 国盛证券研究所

变革期的时代旋律

工业化起飞阶段，无论在哪里，无论是由私人还是政府机构来主导，都是一个对大部分居民储蓄再集中的过程。因为工业化的起飞的本质就是要求保证财富向少数人手中集中，以完成资本的原始积累，进行再投资。所以起飞之后社会贫富分化呈现加速的趋势。但是进入成熟期之后，需要向大众消费阶段转换，就是启动内需的过程中，起飞阶段的贫富分化将对经济增长产生负面的约束作用。这也是马克思所阐述的一方面随着社会生产力的发展，会提高资本有机构成，造成相对人口过剩，失业人数增加，另一方面对抗性的分配关系“使社会上大多数人的消费缩小到只能在相当狭小的界限以内变动的最低限度”，由此，必然要造成劳动人民有支付能力需求的相对缩小，形成狭隘的消费和市场，进而产生商品生产与实现的矛盾，导致生产相对过剩和危机的出现。

现阶段我国发展已经进入工业成熟期和大众消费时代衔接的过渡阶段，收入分配改革是能否顺利进入下一个阶段重要条件，这一时期左翼的分配体系的理解有比较重要的现实意义。这一过程在工业国发展过程中都会出现，1929年美国成熟期遭遇大萧条之后，民主党执政后的罗斯福新政也是这一阶段分配改革的集中体现，抛弃自由放任、全凭市场机制那只看不见的手自我调整的政策，大力加强国家对社会经济生活的干预，改变局部生产关系。半个世纪前，美国经济学家库兹涅茨基于对美、英、德等国历史数据的分析，提出了一个著名的论断：随着经济发展，上述发达国家的收入分配不平等程度，都曾经经历过先扩大、而后逐渐缩小的趋势（Simon Kuznets, 1955）。这意味着这些国家的收入差距和经济发展水平（通常以人均国内生产总值表示）之间存在着倒U字形的函数曲线关系，被后人称为“库兹涅茨曲线”。本质上进入工业化成熟期后人类社会的决定不是财产所有者作出的，社会的政策往往通过政治程序由利润和效用最大化的利益集团和福利的利益集团二者之间的平衡决定的。

图表 9: 库兹涅兹曲线



资料：经济参考报，国盛证券研究所绘制

图表 10: 美国人均 GDP 与基尼系数（1900 年-1980 年，美元）

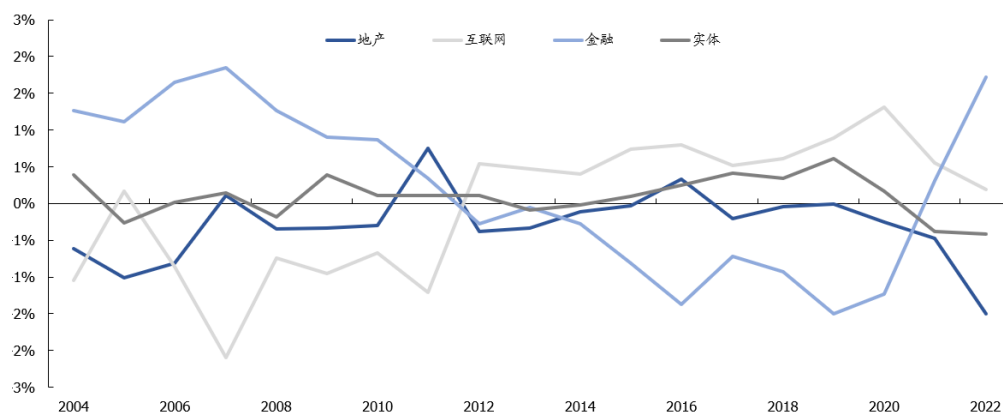


资料：WID, Maddison, 国盛证券研究所

小结

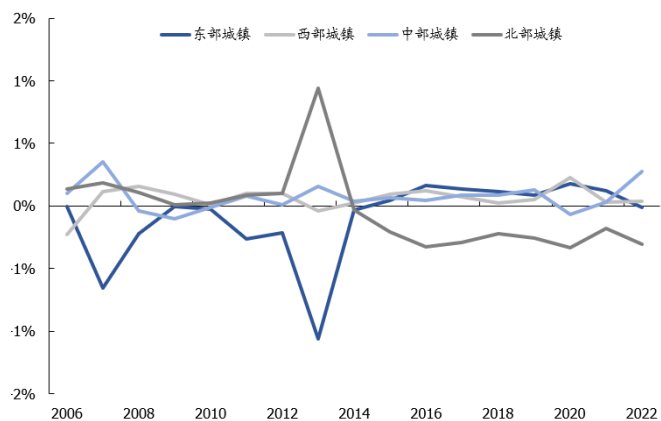
经济基础决定上层建筑。国家的政治、社会和文化特点是由经济发展过程决定的。基本上人类的政治、社会和文化行为是由他们的经济利益决定的。如果时代的经济基础变了，上层建筑或迟或早、或快或慢也要随之改变。经济基础不仅推动着上层建筑的变化发展，而且决定着上层建筑变化发展的方向。中国的改革历史就是为了调整同生产力发展不相适应的生产关系和上层建筑的某些方面，改变同生产力发展不适合的管理方式、活动方式和思想方式，从而使生产关系适合生产力的发展、上层建筑适合经济基础的要求。从2013年开始，我国对经济的认识发生了很大变化，经济发展进入新常态，从高速增长进入中高速增长。在中高速的前提下，经济增长由追求量转为追求质。多数时候经济的主要矛盾不是总量的而是结构的。人类历史的演进无非是周期变化中的“物极必反”。**2020年“需求侧改革”**提出意味着推动经济增长进入新的阶段。总量经济增长方式由扩大投资转向扩大消费。在结构上实现的路径即“共同富裕”，做大蛋糕和分好蛋糕两件事情同样重要，这一阶段需要努力缩小城乡、区域与行业之间的发展不平衡，转型期解决结构性问题的重要性逐步提高。

图表 11: 弥合行业发展不平衡 (占比环比变动, pct)



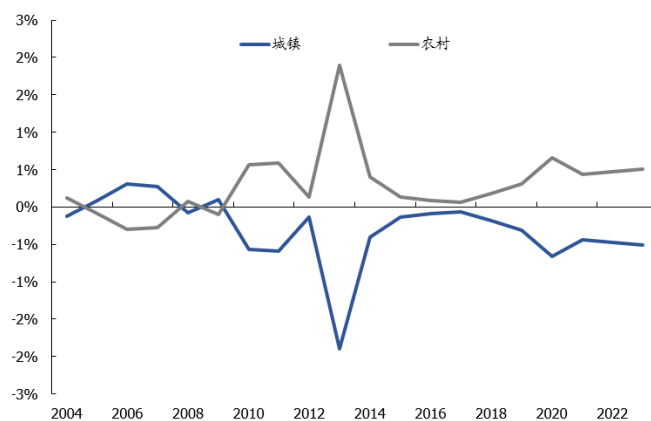
资料 : Wind, 统计局, 国盛证券研究所

图表 12: 弥合区域收入不平衡 (占比环比变动, pct)



资料 : Wind, 统计局, 国盛证券研究所

图表 13: 弥合城乡收入不平衡 (占比环比变动, pct)



资料 : Wind, 统计局, 国盛证券研究所

周期脉搏的律动

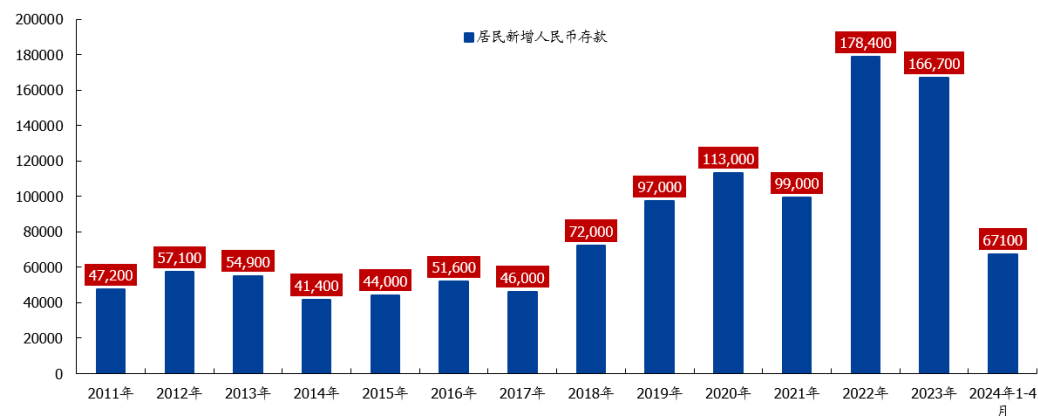
只有我们理解了所处的长周期的位置，才能更好理解目前短周期经济社会文化所发生的变化。上文陈述经济发展的阶段不仅仅是描述性的，它们不仅仅是一种概括有关现代社会发展的某些事实观察的方法。这些阶段同时还具有内在的逻辑关系和连续性，拥有一个以动态生产理论为基础的分析框架。我们预测和应对未来的能力，就是取决于对事物背后的因果关系的理解。在任一发展阶段各个部门的增长率都是有很大差别的。不同阶段的主导部门扩张在保持总体经济增长方面发挥关键的直接和间接作用。所以当大的时代锚定后，剩下的工作就是细节上的处理，判断这些经济主导部门的短周期变化。2024年时间过半，我们在长波周期框架下对短波周期的节奏进行一些调校。当大的时代经济发展模式变化后，经济周期的循环模式也需要重构。短周期里我们更加关注消费的恢复进度和财政支出的节奏。

消费的周期恢复

制造业的国际竞争力决定了本国居民财富水平，是决定了国强民富的根本，是消费升级的基础。服务业占比越高的国家，其居民一般并不富有，比如“葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊和西班牙”。主要原因是这些国家不能通过制造业获得更多的净出口赚取居民财富，依靠居民自我加杠杆式消费必然会走向居民自我贫困化和崩溃。而制造业占比高的成熟工业国的居民因为不需要特别大的资本开支从而转向增加消费支出，而不是因为消费支出让居民变得有钱。单纯的依赖消费是不能够达到国强民富。

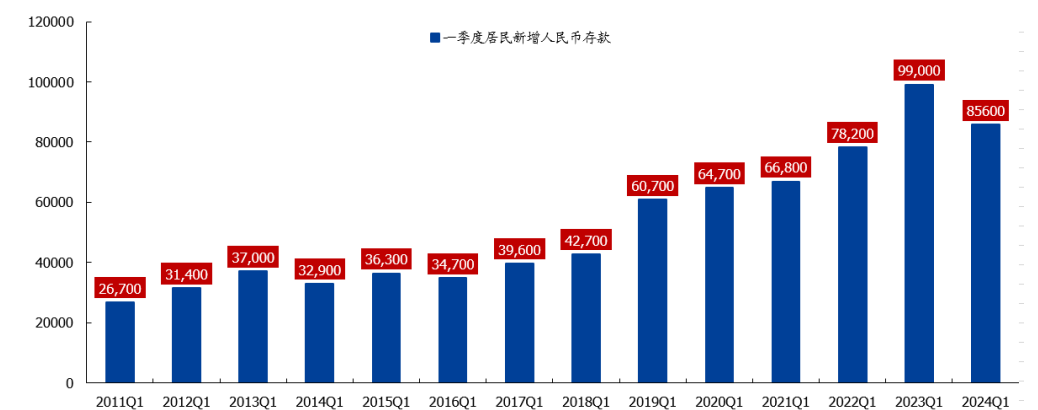
资本堆积形成消费能力：我们在上文指出新的时期做大蛋糕和分好蛋糕两件事情同样重要。因为在起飞期社会储蓄转换成投资，总量的重要性远高于结构。但储蓄转换成消费的阶段，总量和结构都非常重要。总量上工业化的成熟期的典型特征是政府、居民、企业三个部门减少固定投资。居民存款的增加额在2018年之前在五万亿左右区间徘徊，从2018年开始中枢攀升。我们认为居民储蓄的上升并不是市场简单的认为预防性储蓄增加，本质原因是工业化成熟期的资本堆积。我们可以拆解储蓄增加的结构，从中发现一些有意思的情况。2018年之后居民储蓄增加主要来自于一季度。按照中国人的传统习俗，一季度居民存款的增加额主要来自于他们的年终奖、年终分红。2018年开始这一数值就出现系统性上移。合理的解释是成熟期具有竞争优势的企业减少了固定资产投资，从而开始增加对员工的年终奖和分红；同时中上游资源性行业的高盈利带来奖金发放、另外强劲的出口带来外贸企业同样增加奖金发放和股东分红。这些更多反映的是工业化成熟期企业资本开支下降形成的堆积。除此之外成熟期制造业升级带来出口高端品占比提升，形成大量净出口加上资本账户必然会带来本国居民财富的快速增加。最后居民部门资本开支也进入缓和期，高速城镇化结束后降低房屋配置比例。在这次房地产周期回归的过程中，居民部门减少六到七万亿资金支出留存到存款中。总量上成熟期的资本堆积形成了居民的消费能力。在储蓄转换为消费的过程中，储蓄的结构性分布则需要收入分配改革政策进行分配上的调整。

图表 14: 年度居民存款增加额 (亿元)



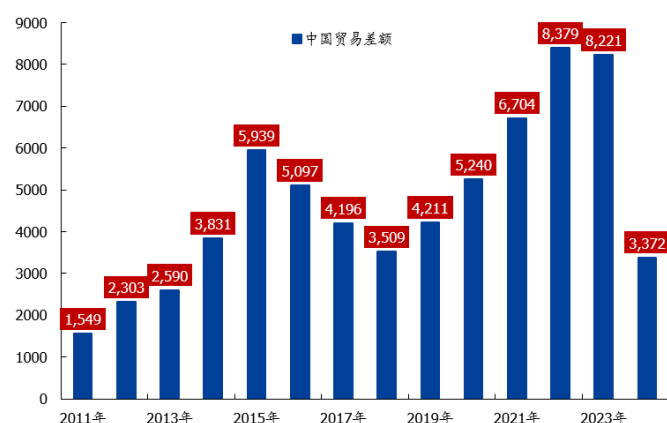
资料 : Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 历年一季度居民存款增加额 (亿元)



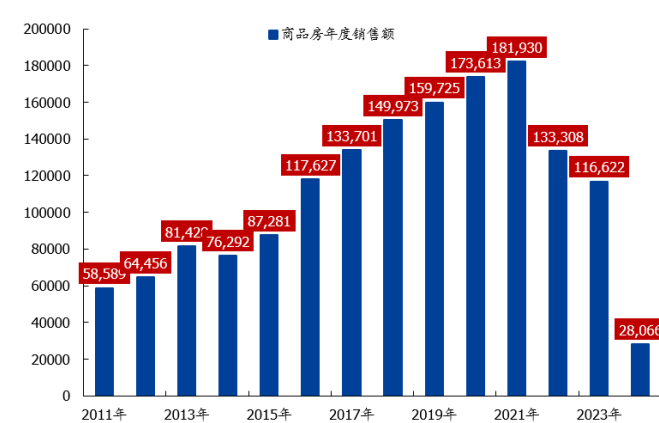
资料 : Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 中国贸易差额 (亿美元)



资料 : Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 地产年度销售额 (亿元)



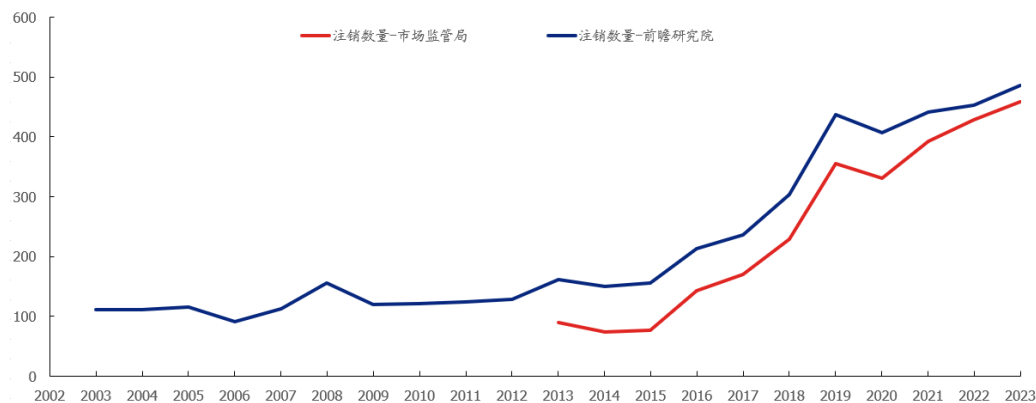
资料 : Wind, 国盛证券研究所

消费意愿的修复: 总量上消费意愿的提升主要来自于收入预期的改善。目前就业结构中服务业容纳了最多的就业, 服务业的恢复有助于就业大面积的好转, 进而促进提高收入预期, 并最终带动商品消费的改善, 消化制造业产能。中国经济复苏仍在继续, 缓慢但没有停止。疤痕效应会随着时间、就业改善和收入预期提高逐步缓解, 去年年度经济工

作会议提出推动大规模设备更新和消费品以旧换新，今年政策支持下出台家电等以旧换新和节能补贴。财政政策的帮扶也会加快消费向正常水平的恢复速度。

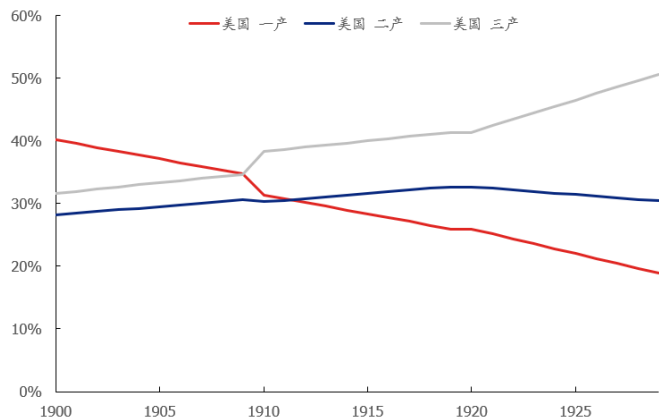
总量就业是促进收入预期改善的关键。但工业化成熟期就业总量和结构性问题的交织使得不同群体居民体感差异极大。因为经济转型阶段往往会形成大比例的摩擦性失业。在经济发展的不同阶段就业结构会发生巨大变化。工业化起飞期社会人口从第一产业向第二、第三产业转移，向大城市集中，劳动密集型行业向资本密集性行业迈进。美国 1861 年通过南北战争重创南方的种植园经济，释放劳动力人口推动了北方的工业化进程。而南美地区则由于过于依赖农业，限制了工业化所需的劳动力的转移和培训。随着工业化进程中自由竞争引起生产集中和资本集中，具有规模效应的行业在成熟期一定会出现垄断，直至达到规模效应的天花板。寡头化的过程会导致大量中小企业份额下降，无效产能逐步退出市场，从业人员形成摩擦性失业，进入第三产业。同时上一阶段主导产业地产需求回归也导致产业链就业压力增加。历史上每一个经济发展阶段完成后都会出现遏制上一个阶段主导产业，为新的主导产业预留空间的转折期，“打扫房间，迎接客人”，通过这种表象的痛苦完成企业的出清和新活力的诞生。只不过在起飞期国有企业大量破产、员工失业，国有银行和地方政府大量破产，承担了时代的成本，给民营经济和江浙、广东出口型地区预留成长空间，而现在退出的以民营中小企业占据主导。大的时代调整阶段会带来部分居民的阵痛。1974-1976 年日本在工业化起飞结束的三年内，摩擦性失业问题同样非常突出，小企业的退出为日本十六大财团后期的发展预留了空间。

图表 18: 行业寡头化是工业成熟期的标志 (万家)



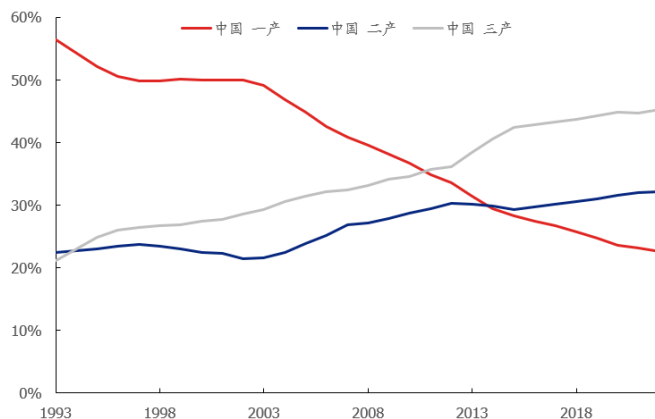
资料 : Wind, 市场监管局, 前瞻研究院, 国盛证券研究所

图表 19: 美国三大产业就业人数占比



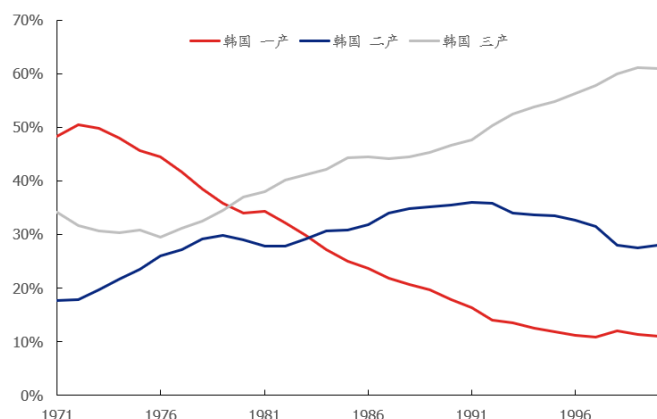
资料 : ourworldindata, 世界银行, 国盛证券研究所

图表 20: 中国三大产业就业人数占比



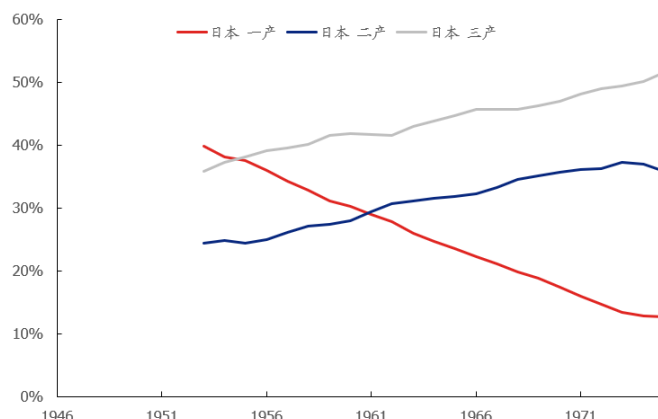
资料 : 国家统计局, 世界银行, 国盛证券研究所

图表 21: 韩国三大产业就业人数占比



资料 : SpringerLink, 世界银行, 国盛证券研究所

图表 22: 日本三大产业就业人数占比

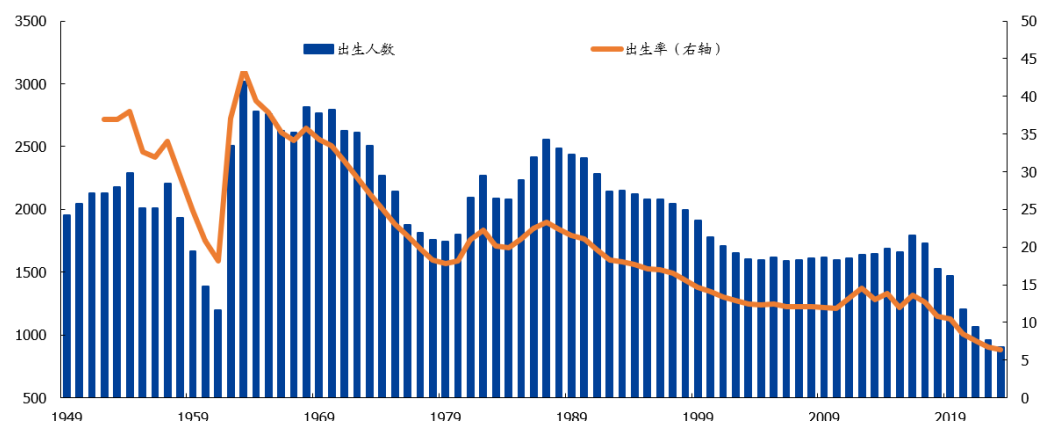


资料 : 日本政府网站, 世界银行, 国盛证券研究所

总体与结构：总量上随着新中国诞生后 60 后婴儿潮陆续退出劳动力市场，为转型期就业结构调整提供了缓冲。而 00 后新进入社会劳动力中大学生占比太高，大学生供给过剩和工业化成熟期摩擦性失业形成新时代的结构性问题。结构上的问题交由市场和时间去解决，如果政策上多一些就业引导帮扶措施会减少结构调整的时间。日本进入这一阶段先后制定了“特定萧条产业离职者临时措施法”和“特定萧条地区中小企业对策临时措施法”。主要措施包括：为失业人员提供就业信息服务；对失业者进行就业指导 and 职业培训；对雇用特定衰退产业或地区失业者的企业提供补贴；为原企业提供劳动者停业补助和训练费用；延长特定产业或地区失业人员的失业保险金支付时间；安排失业人员参加公共事业；向所认定的中小企业提供紧急融资；延长设备资金贷款的还款期限；促进企业转产，并利用工业再配置补助金吸引其他企业前来投资等。这些举措对于转型期环节摩擦性失业起到非常好的效果。

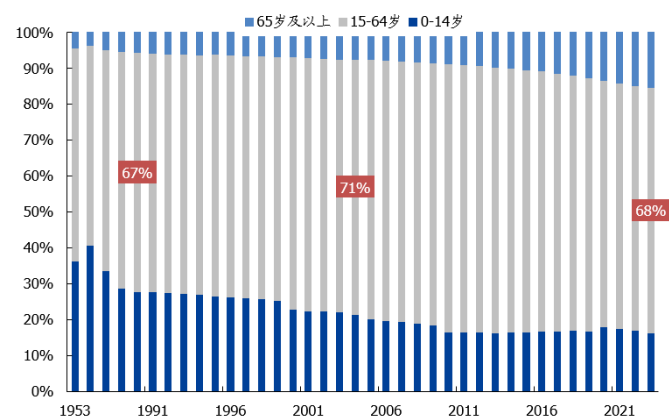
以上都是经济发展阶段会出现结构上的问题。在起飞期当增长的动力是依靠公路铁路桥梁住房等投资不断扩展时，或者依靠在供给方面采用降低成本的工业过程时，即使当时消费需求比较低，投资也被认为是有利可图的。但当增长集中于不断扩大的消费为基础的工业和服务业时候，从某种意义上说，需要用充分就业来维持充分就业。因为如果不把消费水平提高，消费品工业以及供给它们的投入品工业的生产能力就会利用不足。所以一般来说转型期新的主导产业需要充分就业和一种具有信心的气氛，提高收入预期才能将成熟期居民资本堆积形成的消费能力转化为需求增长，经济才能重新活跃起来。而转型期的结构性问题可能会导致总体消费恢复斜率比较缓慢。供给能力的过剩和消费端改革的迟缓使得 20 世纪 30 年代美国的工业水平大大降低，而且稳定在一个较低水平。第二次世界大战是使得美国恢复充分就业的重要契机，而战后长期的充分就业中，继续完成了耐用消费品的转型革命。我国对结构性问题认识较早，短周期总体看居民的边际消费倾向仍在逐步改善，只不过这一时期消费结构从起飞期的资本短缺时代少数人“少而精”的高端奢侈品消费，进入成熟期资本过剩时代大部分居民追求“性价比”的大众消费。

图表 23: 中国出生人数及出生率 (万人, %)



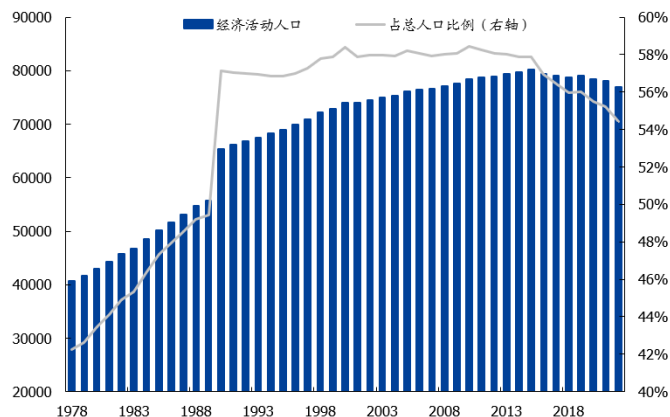
资料 : Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 中国人口结构变迁



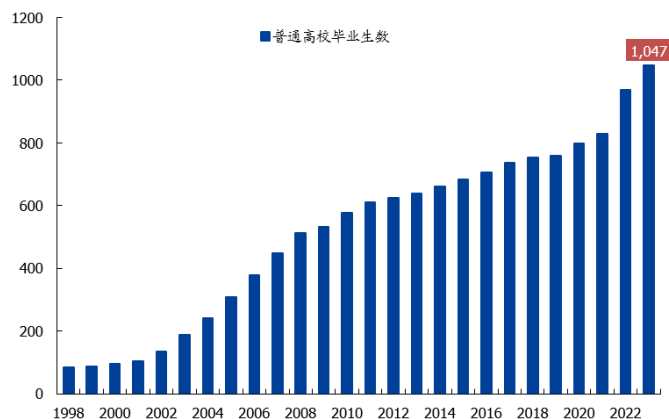
资料 : Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 中国劳动力人口数量及占比 (万人)



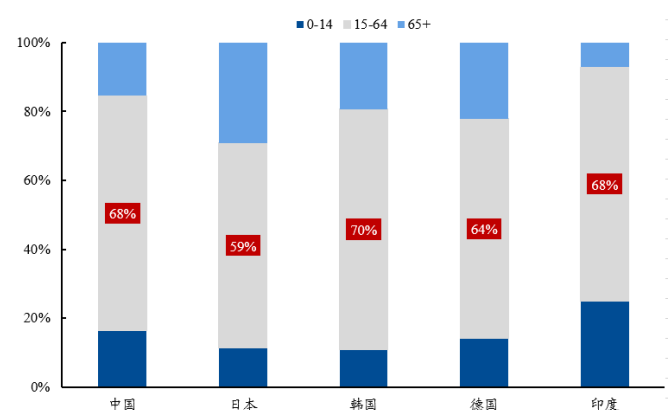
资料 : Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 中国普通高校毕业生人数 (万人)



资料 : Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 不同国家人口结构对比



资料 : 日本政府网站, Statistics Korea, Wind, 联合国亚洲及太平洋经济社会委员会, 国盛证券研究所

总体来看, 虽然过去三年居民收入增速下降, 但是储蓄更多。要相信我们的适应力、提高生活质量的能力远远大于我们所面临的所有困难。历史经验表明人类即使遭遇三大危机 (经济危机、战争和天灾, 通常不会持续很长时间, 一般是两三年) 的苦难, 我们也

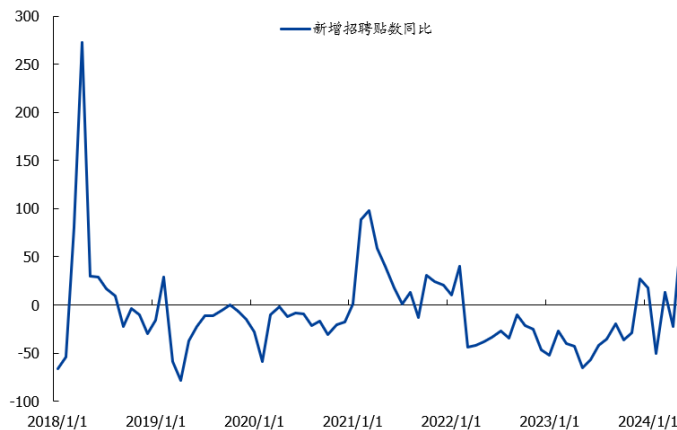
会很快恢复。基于这个原因，我们应该相信并投资于人类的适应力和创造力，长周期消费率提升的长期趋势不会改变，不确定的是以多快的速度和方式回到原先的趋势。随着疤痕效应的消退，收入预期的企稳改善，消费恢复到正常水平是大概率事件。未来物价等要素也开始恢复正常也会给大家带来更大的信心。

图表 28: 中国城镇调查失业率 (%)



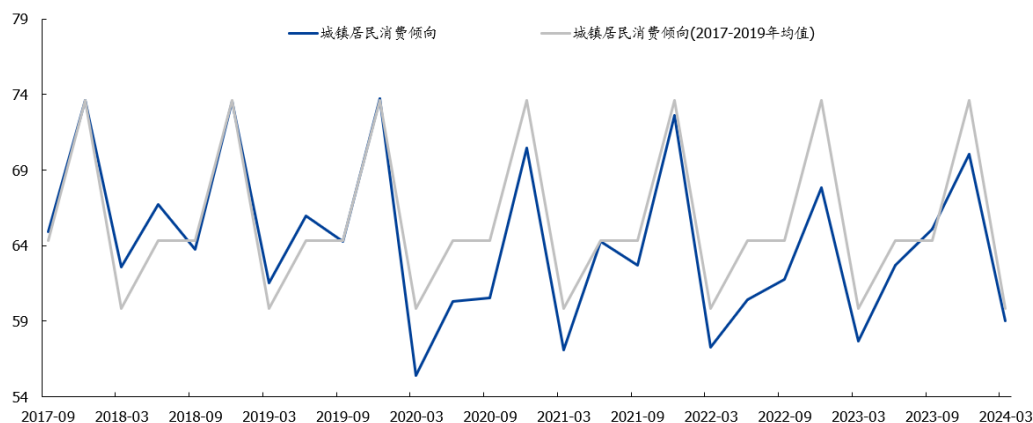
资料 : Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 新增招聘贴数同比 (%)



资料 : Datayes, 国盛证券研究所

图表 30: 中国消费率逐步向正常水平进行回归 (%)



资料 : Wind, 国盛证券研究所

财政的托底

国家债务周期下的基建变化: 当成熟期基础建设效用下降后，这一时期政府主要工作重心不再是扩大总需求，而是会放到效用更大的社会保障和国防建设方向。财政扩张只会起到短期托底的辅助作用，不会出现强刺激的状况。因为转型期需要一个平稳的经济环境，经济数据上不要奢望大的周期波动。出口和消费数据不错，财政发力就会放缓。实在太差了财政支出就高一点。经济不会再有太大的波动。比如我们预计今年会适当增加支出，用于加快国内服务业向工业的循环。所以短期商品波动更多来自与年内财政支出发力的节奏，但全年来看整体支出总量不高。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/987063021104006125>