新消费时代 资本市场助力创新供给增量

中采咨询总经理 于颖

我国经济正在迈过“中等收入陷阱”的窗口期，进入“新消费时代”。2019年全球需求回落、中美贸易冲突，中国经济比较稳定，但增量的实现变得愈发困难，如何挖潜增效，走出迷局？

我们认为金融供给侧改革，是创新供给体系的重要举措，发展资本市场，撬动民间资本，将助力“新消费时代”，增加创新产品和创新服务的供给，拉动消费增量。从发达国家经验看，美国近几十年来的发展，甩掉欧日，独骑绝尘，资本市场的健康壮大功不可没。

如今，中国资本市场扩容正当其时。

我们建议信任资本，也信任资本的逐利性质——只要制度鼓励创新获得收益，资本就会投入创新。在过去，资本从来都表现了无以伦比的聪明，未来仍将如此。

十九世纪五十年代，PMI是美国几乎唯一的领先指标，其原因就是战后制造业在美国高速崛起；进入六七十年代，消费指数成为美国领先指标，其原因是美国已经转变为消费占比80%以上经济体；而八十年代以后，美国道指才真正成为经济领先指标，那是因为，人口增幅减缓，生活质量提升到一定水准，投资收益已经相当程度上左右了居民的消费增量，股指领先消费发生变化了。

当然，在美国的今天，PMI和消费指数并没有被废弃，因为生产生活资料是人生存必须，扩张的经济必定伴随着制造和消费的扩张，但是，股指是领先于PMI和消费的。

目前，我国人口仍在中速增长，但老龄化正在加速到来，增量人口的消费对经济增量的边际贡献正逐步减弱；随着产能饱和，财政投资的效益也逐步下滑，对经济增量的边际贡献减弱；出口面临着劳动力成本上升，劳动密集型产业出口难以为继。最能贡献增量的就是技术创新和服务领域的增加值新高。

我们在2018年的多篇文章中提到，金融市场目标是先健康再扩容，扩容是经济增长必由之道，不可以因噎废食。经过两年多的治理，我们看到，网贷平台的基本消失，通道业务的天量转为冰点量，穿透式监管已经渗透到了个人股票账户，风险得到了极大的控制。

信任资本的逐利性质，包括允许资本得利，毕竟得利的同时还有需要资金的企业，还有需要资金的科技。

**一、**发展资本市场，提升科技创新水平

新兴产业EPMI最近表现亮眼,春节期间的数据呈现多项反季节回升，再次表明新兴产业对政策面、资金面异常敏感。最近资本市场的火热，预计将对新兴产业EPMI数据继续形成正面影响。而“新消费时代”的两大元素，科技和服务，都将受益于资本市场的兴旺。

2018年前三季度，由于资本市场疲弱，叠加美国加大对中国新兴产业技术的封锁，新兴产业EPMI数据出现一定程度的趋势性回落。随着资管新规落地、央行中性货币政策出台、加大研发投入税前抵扣比例、不再追缴创投企业所得税等政策的出台，新兴产业EPMI在10月份出现反季节回升，10月份EPMI为60.2，环比回升6.3，同比持平。

在资本市场转暖的2019年一月之后，新兴产业EPMI2月数据（春节期间）多个正向指标出现从未有过的反季节回升，企业提前开工，预期大旺。这都反映了实体企业对政策冷暖非常敏感。我们希望这一稳定趋势在2019年得以持续，加力中国高质量增长。

**表1：新兴产业EPMI2月数据**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **指标** | **本月** | **本月** |
| EPMI | 48.8 | 比上月回落 |
| 生产量 | 48.8 | 比上月回落 |
| 产品订货 | 49.6 | 比上月微幅回落 |
| 出口订货 | 49.3 | 反季节回升 |
| 用户库存 | 47.8 | 比上月回落 |
| 采购量 | 49.7 | 反季节回升 |
| 进口 | 51.3 | 反季节回升 |
| 购进价格 | 52.7 | 反季节回升 |
| 自有库存 | 52.4 | 比上月回落 |
| 就业 | 46.2 | 反季节回升 |
| 配送 | 52.1 | 比上月回升 |
| 研发活动 | 58 | 反季节回升 |

从数据看，新兴产业EPMI与各种资金指数具有较高的相关性，如EPMI与M2、信贷和社融规模的相关性分别达到0.73、0.67和0.81。说明新兴产业的扩张严重依赖资金支持。

**表2：新兴产业EPMI与资金指标同步率**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **指标/时滞期数/相关系数** | **资金指标** | **同步** |
| **EPMI新兴---全国-PMI** | **M2** | **0.73** |
| **EPMI新兴---全国-PMI** | **信贷** | **0.67** |
| **EPMI新兴---全国-PMI** | **社融规模** | **0.81** |

此外，新兴产业EPMI与股市状况联系紧密，股市也是资金进入实体经济情况的表征。历史上，二者相互领先相关，相关系数达到0.73。缺少股市资金的支持，新兴产业的发展也会受限。

**表3：新兴产业EPMI与上证综指关系**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| EPMI指标 | 股指指标 | 领先5个月相关系数 | 领先6个月相关系数 |
| EPMI新兴全国-PMI3月均 | 上证综指 | 0.73 | 0.86 |

新兴产业的亮点表现在新品和科研上，无论是新品和科研投入都需要大量资金，而仅仅靠企业自身又难以持续。如新药、半导体、集成电路等都是投入巨大，需要依靠企业外的资金支持。国家政策的导向难以使财政资金进入新兴领域，因为新兴领域、新产品的机会与风险都同样巨大，创投资金是对新兴产业发展极为有利有益的补充。

近年来，无人机、生物新药、太阳能、光伏等产业都获得长足发展，离不开股权创投资金的支持，离不开中国民间科技研发投资的热情与努力。在我国着力发展新兴科技，以各种方式手段促进新兴产业投资、加快科技兴国的背景下，加大政策力度支持，也是复杂贸易形势下的应有选择。

去年8月31日，在有关部门领导言及股权投资行业应该补税的事件中,我们为文直陈利害。从数据分析的角度指出：新兴产业的发展与资金支持密不可分，追缴税款于法应当，但支持新兴产业的创投资金可以网开一面。**意见得到国务院支持，创投基金税款不追缴成为现实。**

纳斯达克成为全球科技风向标是众所周知的，由于不要求盈利、倾向风险投资、允许同股不同权等制度，大大鼓励了创新精神与创业者。发展至今，纳斯达克容纳了多个当今世界上增长最高的公司，也代表了世界科技发展的增速，为数不多的企业支撑了纳斯达克指数，而且，不管是纳斯达克还是标普，指数成分经常更新，因此其股指水平一直代表了先进企业的增长。这一点尤其值得借鉴。科创板借鉴了纳斯达克的创新制度，完全区别于创业板和新三板，因此有望成为中国的纳斯达克。

**图1：纳斯达克指数与苹果公司收入非常相关**

健康有效的资本市场带动新兴产业的发展，向社会提供新产品，改善“新消费时代”的供给端，将助力消费增量，稳定经济发展。

二、资本市场的发展，有助于消费增量

发达国家的经验证明，资本市场的成熟与发展，与居民财富增长息息相关。资本市场的涨跌，左右了居民消费增速。我国市场也正在实现同样的特征。

1、美国股市左右消费增速

1）美国股市增速是其GDP增速的8倍

**图2：美国股市与GDP关系**

图2可见，美国GDP逐年走高，资本市场的交易量与波动程度也成倍放大。资本市场倍速于GDP现象的产生，是伴随着消费支出占比提升进行的。随着居民财富的增加，快消品和房产上已经无法容纳剩余资产，只能用于投资，而企业缺乏资金，二者相与成全。居民剩余财富累积于资本市场，股指就快于GDP的增速。并且，金融资产在个人财富中的占比逐年升高，也成为美国资本市场波动的主因之一。

同时对比消费增速数据，资本市场的荣衰也与之息息相关。

因为中国消费占比GDP与美国1971年水平相当，所以用1971年为基期进行中美对比。

表4：以1971年为基期，美国指标增长倍数对比

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 年份/累计增速 | 道琼斯工业 | 标准普尔500 | 纳斯达克综合 | 实际GDP(十亿美元) |
| 2018年 | 26.21  | 24.56  | 58.14  | 3.62  |
| 1984年 | 1.36  | 1.64  | 2.17  | 1.50  |
| 1980年 | 1.08  | 1.33  | 1.77  | 1.32  |

表4可见，1971年到1985年之前，尽管GDP增长明显，但美国股市仍处于低位, 除了纳斯达克之外，道琼斯指数涨幅甚至赶不上GDP增速。1985年以后，由于大规模减税，美国企业以及资本市场均受到鼓舞，实体经营收益和居民财富增加，技术创新得到激励，股市市值与GDP之比连续创出新高。并且在后来发展途中，股市、技术创新、消费一直保持密切联系、循环互动。

2）美国股市增速左右消费增速

**图3：标普指数同比值与GDP消费支出同比贡献率的关系**

图3可以看出，美国个人消费支出数据与美国股指走势呈高度正相关，时间越接近当今，二者相关性越强，并且股指领先消费指数越来越明显。当股市向下波动，消费支出的占比在一年半左右随之回落；而股市底部回升之后，也能够拉动消费进入下一轮回升。

其中原因，美国经济已经进入到消费主导的结构，人均收入水平早已跨越温饱，人口稳定，消费的增量比较恒定。一方面，投资收益的波动，大幅影响居民收入，就成为消费增减的明显动因。另一方面，股票市场的升降，往往体现了科技发展、企业创造附加值的能力，也就是企业提供新型消费产品的能力。高质量的新供给增加，消费则形成增量，反之，消费回落。

2、中国股市增速是GDP增速的3-8倍

**目前，中国股市正处在从反映经济规模到反映经济质量的拐点上。金融供给侧改革的实质目标就是提供质量更高的金融产品，其一是向社会资金提供质量更高的上市企业、充分交易的市场。**

**从表5看，中国市值与交易规模的最大累计增速只是GDP累计增速的8倍（1998年为基期），也没有达到美国的10倍水平。**

**表5： 1998年为基期，中国股市规模是GDP增速的3-8倍**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 年份/累计增速 | 市场总值 | 流通市值 | 成交额 | GDP | 贷款余额 |
| 2018年 | 29.07 | 78.19 | 47.77 | 9.71 | 13.88 |

由图4可知，**如今中国股指与GDP的关系与美国1985年大规模减税之前比较类似：GDP连年升高，但是股市长期停滞不前。**同时，消费对GDP贡献已经处于中高位置，接近于GDP增量贡献的60%。

股市成交规模与中国人均收入和消费总量的提升相适应。1997-2007十年间，沪深股市总成交量一直没有突破10亿股，2018年达到603亿。其中1999年上证市场创出阶段性单日成交高位，也不过5000万，这一数字在2015年牛市中飙升到5个亿，其实在中国跨入消费型发达国家之前，单日成交规模一定不会保持在过去的水平，这是与GDP增长、居民财富增加相匹配的。

**图4：中国股市市值与GDP增长、第三产业增速相匹配**

**2007年之前，股指趋势不能与经济趋势匹配，主要原因是上市公司数量的问题。**在股改之前，股市基本没有代表中国经济存量的公司，股市市值占比GDP极低，股指与GDP走势自然偏离。

2**007年至今，中国股市主要问题已经是质量问题，也是发展阶段的问题。**股市无论是市值还是交易，其规模都是十倍以上扩张，已经能够在某些角度上反映中国经济的规模，但结构和质量存在问题，不能反映中国经济的扩张速度和质量。

未来，规模扩张还有待持续。规模不是最大问题，上市企业的质量与健康有效的市场秩序才是关键。目前科创板的推出无疑是用市场解决市场问题的成功决定，未来注册制的实施更是人心所向。

**3、中国股市变化左右消费增量**

虽然中国资本市场存在多种问题，但从“投资品”属性上还是反映了中国人均收入的提升。也在某些时段左右了消费的增速。与美国特征基本一致。

从图6可以看出，居**民消费强度与股指表现息息相关，滞后于股指一年左右出现高点低点**，非常明显地说明投资品也已经成为中国居民财富的重要组成部分，对消费起到引领作用。（由于餐饮业与三公消费的关系，零售与网络购物的关系，这两个行业的数据统计存在环境影响，不是完全居民消费意愿左右，因此作为对比不是十分明显，但住宿业、居民服务业数据相对单纯，用以对比十分明显。）

**图5-6：上证指数领先于消费服务PMI走势**

三、建议与展望

未来中国股市的目标，应该是成为美国股市那样，成为与居民消费支出水平指标联系密切的一个市场，成为总体经济情况直观的反映。为达到此目标，我们的建议是：

**中国的资本市场，应该在合理监管的前提下，让市场来承担主要工作。**

**目前，对规模扩张持以谨慎欢迎的态度，规则用以限制不当牟利，而不是限制牟利。**

直接融资快速扩张有其他副作用。例如非科创实体更加受益，因为快消领域变现快，中国式资金更青睐；比如杠杆率重新升高，泡沫风险重来；比如炒作投机风气盛行，影响市场长期建设。不过，市场的归市场，管理的归管理，如果因为市场过于喧嚣而关闭市场，显然是得不偿失的。注册制，用市场甄别质量，当足够多的博弈方存在的时候，理性往往胜出；审批制下，偌大市场，依靠监管机构人员的职业操守与奉献精神进行管理，工作量巨大却容易成效偏离。在前两年的重手治理、股市大幅波动中，投资机构的行为得到了极大约束。

目前，资本市场扩容，是“新消费时代”的重要组成部分，是提升创新水平、促进消费、稳增长的有效手段。