



跳出牛熊思维，拥抱底层逻辑

2024年10月8日

最近一周，A股、港股、中概股轮番上涨，如何增强中国资产成为全球最热门的话题。上涨初期，投资者的分歧还在本轮上涨是反弹还是反转，但伴随着持续政策出台，越来越多的投资者倾向于认为是结构性反转，而不是单纯意义上的政策驱动反弹。很多乐观分析人士认为当下迎来的是一轮新的牛市，对比A股历史上历次牛市，未来还有相当幅度的上涨空间可期。但近期，港股和中概股开始出现回调的迹象，说明投资者对市场上涨的逻辑和未来的走势产生了分歧。我们认为牛市思维可能在很大程度上低估了这次反转的重要意义，导致市场在短期内快速上涨之后出现阶段性迷惘，而且停留在传统意义上的牛市思维中，本身可能会导致后续市场上涨乏力。

（一）当下政策组合拳力度足以催生一轮传统意义上的政策牛市

在国庆期间，我们发布了《从宏观视角审视本次史诗级上涨的逻辑有何不同？》一文，并引起广泛关注。在文中，我们分析了本次市场反转的表层逻辑和底层逻辑。

政策出台的三层表层催化剂：（1）就业被提升到战略高度并取代GDP成为宏观政策的锚，但近期就业压力明显上升，结构性问题突出；（2）长时间低通胀带来通缩风险，并扭曲了家庭和企业部门的行为；降低了宏观政策的有效性；（3）美联储进入降息周期，国内政策的外部约束下降。

政策密集出台加上政治局会议表态给市场传递了以下两方面的信号：（1）本轮政策调整是中央层面的统一部署，这意味着未来政策不再是头痛医头，脚痛医脚的应对式政策；（2）未来政策应对不再是挤牙膏式滞后应对，而是强有力的前瞻性应对。

由此带来的三层表层效应：（1）短期内显著提升股市投资者信心；（2）未来更多通过市场的上涨来改善实体经济（家庭和企业）部门的预期；（3）预期改善和与之伴随的信心提升也将极大改善宏观政策的传导机制并提升政策的有效性，推动实体经济出现实质性改善，从而在此过程中形成向上的螺旋。

当下出台的一揽子政策不可能解决所有问题，最大的贡献在于使得目前的一系列问题变得可控，在宏观层面显著降低了不确定性。即便如此，以上政策组合拳的表层逻辑和效应，也足以带来一场传统意义上的政策牛市。但中国股市长期以来是牛短熊长，如果依然在传统意义的牛熊思维中，必然会导致投资者在上涨初期急于追高买入，而在阶段性高点茫然甚至产生恐慌情绪，从而导致所谓的牛市草草收场。

（二）在重塑中国经济研究框架中探索本轮市场上涨的底层逻辑

长期以来，中国经济增长主要是依靠三重红利，全球化红利、人口红利和改革红利。深度参与全球经济分工和资本账户加速开放，中国股市受全球周期经济波动的影响持续加大。同时，伴随着人口红利和改革红利减退，经济增长更多依靠逆周期政策驱动。但逆周期政策驱动的效应逐步减弱，体现在经济增速持续下台阶，从10%下降到5%左右，而三期叠加问题在此过程中逐步凸显。在投资者观察到土地财政瓶颈和逆全球化趋势导致传统投资和出口驱动模式出现动摇，而短期内改革又无法取得突破的大背景下，作为具有前瞻性属性的资本市场在一定程度上已经开始

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

风险提示

1. 国内政策时滞的风险
2. 海外经济衰退的风险

在估值层面提前反映未来可能出现的转型困难和由此带来的经济增速继续走低，从而导致 A 股市场持续低迷。

摆脱经济和市场向下的螺旋，单靠政策发力是不够的，需要从底层逻辑实现重构。去年我们发布了《从“四个维度”探索重构中国经济研究的新范式》就是尝试摆脱传统的中国经济分析框架，通过构建一个具有前瞻性的新范式来解释和探讨当下中国经济所面对的问题和出路。

1) **跳出周期看周期**：跳出库存周期和朱格拉周期等短周期波动对经济增长的扰动，更多从地产周期和技术进步周期等长周期视角来分析中国经济面对的问题和出路；2) **跳出经济看经济**：跳出传统的单一经济视角，从社会、政治等方面全方位来分析中国经济面对的国内外问题；3) **跳出需求看需求**：跳出三驾马车的需求侧角度，更多从供给侧的技术进步和产业革命来探讨供给创造需求的前景；4) **跳出中国看中国**：长期以来，分析中国经济问题过程中把全球经济作为外生变量，但当下中国作为全球第二大经济体，已经成为全球经济重要的内生变量，中国经济的问题就是全球经济的问题。因此需要站在全球的角度来审视、分析中国的经济问题，把中国经济纳入到全球框架中思考。

三中全会召开以及近期政策组合拳的出台，让我们从顶层政策变化和操作层面的积极跟进看到了以上底层逻辑的重构已经启动。

首先，当下中国经济增长模式从传统的土地财政转向新质生产力，考虑到国内经济长期以来对房地产和传统基建的依赖，单纯依靠市场的力量来完成转型会带来两方面的问题。首先，根据我们测算，房地产调整每年对名义 GDP 增速的拖累在 1.6 个百分点左右，且房地产行业调整过程中还会增加地方政府债务和银行业错综复杂的潜在风险；其次，市场主导的地产调整周期可能会持续 3-5 年甚至更长的时间。这意味着未来中国经济在向新质生产力转型过程中，依然需要长时间背负沉重的包袱，这必然会拖累转型的进程和效果。考虑到未来 3-5 年，全球经济层面和地缘政治层面的风险不断加剧，中国很难等来一个更好的时间窗口来推动转型和改革。因此，当下出台强有力的政策来加快房地产市场的出清和企稳，从深层次逻辑上是可以让中国经济未来可以尽快轻装上阵来专注发展新质生产力。

其次，受到库兹涅茨周期（地产周期）向下的降维打击，实体经济部门预期持续走弱，导致基钦周期（库存周期）和朱格拉周期（设备更新周期）在底部迟迟无法有效启动。如果要对冲地产周期的下行压力，从源头上需要寻找更强的向上动能。我们认为本轮市场上涨的最大意义在于有助于推动新质生产力的加速发展和形成，从而启动技术进步的康波周期来对抗国内地产下行压力和全球外部环境恶化的外部冲击。中央在 9 月份政治局会议上向市场表明了“提振资本市场”的决心，资本市场作为未来经济转型的重要抓手，一方面可以帮助居民部门在房地产市场调整过程中逐步实现资产配置的再平衡，避免资产缩水而拖累消费；另一方面在居民资产持续流入资本市场过程中，做大做强资本市场，使之成为发展新质生产力的重要保障。

（三）底层逻辑重构所带来的向上力量

二战英国股市的走势可以很好的帮助我们理解底层逻辑重构所带来的巨大向上力量。1940 年，法国投降和敦刻尔克大撤退令英国岌岌可危，但回头看，恰恰是这时候形成了英国股市的大底，之后即便是至暗时刻的伦敦大轰炸也并没有造成太大的恐慌。在丘吉尔和乔治六世的带领下，英国赢得了大不列颠保卫战，给了英国民众极大的信心。虽然之后一段时间，德国闪击苏联取得了巨大战果，日本也偷袭珍珠港重创美国太平洋舰队，但苏联和美国的参战让英国看到了获胜的希望，英国股市持续上涨，在德国投降前夕已经上涨超过 100%。在此过程中，如果投资者只是关注英国本土抗击德国的力量，很难形成乐观的预期和建立牢固的信心。但随着战争的发展，二战已经从起初资本主义大国之间为了争夺资源和生存空间的战

争，转变为德意日的法西斯轴心国与全球反法西斯力量之间的捍卫正义和和平的战争。投资者跳出了英国视角，更多是看到了未来全球层面反法西斯力量壮大，由此给他们带来信心。因此，这段时间的英国股市，很难用经济周期层面的牛熊来形容，而更多是底层逻辑重构所带来的向上的力量。

同样，对于当下 A 股市场，我们需要跳出传统的牛熊思维。在从土地财政向新质生产力转型过程中，中国经济的底层逻辑发生了巨大的变化，因此未来中国股市的表现形式不再是简单的牛熊市。如果一定要以一种形象的方式来描绘未来中国股市的走势，龙市也许是一个选择。中国传统龙的形象，在上升过程中，往往不是一飞冲天，而是不断上下腾挪中蓄力，并在逐步盘旋中上升。中国资本市场未来也是震荡上行，震荡体现了在上涨过程中给不断出现分歧，但改革的突破会推动共识在分歧过后得到进一步加强，形成不断上行的动力。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河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，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn