

■ 财富圆桌

# 首席论道:人口红利拐点下的经济转型路

□ 本报记者 王朱莹

国家统计局最新数据,中国人口呈现一定的老龄化和低生育率情况。在人口红利趋于消失的背景下,未来经济模式将出现何种变化?对A股市场有何影响?本期邀请国泰君安证券研究所全球首席经济学家花长春、招商证券首席宏观分析师谢亚轩和华创证券首席宏观分析师张瑜进行分析。

## 辩证看待“人口红利消失”

中国证券报:中国人口呈现一定的老龄化和低生育率情况,“人口红利消失”的说法甚嚣尘上,如何点评?

花长春:准确地说,应该是人口红利趋于消失,人口红利对经济的支持力度边际上正在下降。更为严峻的是,我国人口红利趋于消失是在生育率不断下降的背景下发生的,对未来社会经济发展更加不利。生育率下降不会导致当期社会人口红利下降。实际上,在进入人口机会窗口期,往往是生育率下降带来的,少儿抚养比下降使得总抚养比下降,从而产生当期人口红利。目前我国在出生率明显下降的背景下,人口总抚养比反而明显上升,显然是老龄化过快所致。

谢亚轩:“老龄化”确实存在,65岁及以上人口占比在2000年就已达到7%(老龄化社会的标准),2017年已升至11.4%。

当前市场对“低生育率”的解读过于短期。的确,2018年的出生率超预期的下降,但从0-14岁人口占比来看,已从2013年底谷时的16.4%缓慢回升至2017年的16.78%,体现生育政策调整的效果。2018年生育率超预期下降,究竟是趋势拐点还只是例外,目前还不能定论。

“人口红利消失”也应辩证看待:对于传统劳动密集型产业体系,人口红利确实在减弱,但也并未“消失”,原因是当前城镇化率仅60%不到,距离发达经济体仍有20个百分点空间。而在更依赖自动化设备和人力资本的现代产业体系之中,劳动力数量下降完全可以靠劳动力质量提升来弥补。

张瑜:人口红利是一个很笼统的说法,其实应该分两个角度,一个是人口数量红利,一个是人口知识红利。

从人口数量红利角度看,中国人口数量红利在消退是客观事实。按照联合国数据(Population Prospects:the 2017 vision),未来我国适龄劳动人口将进一步缩减,至2025年大致较2017年规模再减少约1300万。从这个角度上说,人口数量红利的确在消退。

从人口知识角度看,中国人口知识红利空间巨大,未来应当主动激发人口知识红利。我国文盲率已从改革开放初期的20%左右降至4%,拥有高中及以上教育程度的人口占比则从7%上升至23%。劳动力质量不断提升,且未来进一步提升空间依然巨大。目前成年人中本科以上学历占比中国仍不到10%,但美国接近30%。虽然科技人员规模居全球首位,但教育占GDP比重及每百万人口含科技人员数量显著低于发达国家水平,差距也就意味着空间。因此,中国人口知识红利空间巨大。一方面,人口知识增长和培育本身就是潜力巨大的产业,另一方面,人口知识红利逐渐提升释放对于经济增长也反哺了新的战略空间。

## 深刻影响中国经济

中国证券报:当前的人口结构对于中国经济将有何种影响?

花长春:其一,影响我国经济潜在增长率。在人口拐点之后,劳动年龄人口下降,一方面使得劳动力供给增速下行,一方面储蓄率也会出现下行。因此,从劳动力、资本两方面影响经济潜在增长率。其二,投资尤其是房地产投资需求有下行压力。正常情况下,20-35岁是初次置业阶段,35-49岁是改善性置业阶段。人口老龄化快速进程中,20-50岁人群的人口一定是加快下降的,叠加我国城镇化进程已趋缓,后续房地产投资需求恐怕对经济贡献只会越来越弱。其三,利率中枢将会下降。老龄化对资金的需求和供给都会产生影响:一方面,对资金供给(储蓄)产生负向影响,进而对利率有向上拉动作用;居民会平滑消费,从而年轻时储蓄、老年时消费,随着老龄化加深,储蓄下降。另一方面,对资金需求(投资)产生负向影响,进而对利率有向下压制作用:其一,储蓄下降导致利率上升本身就对投资有抑制作用;其二,老龄化也意味着投资生产需求减弱。综合来看,投资需求下降要比储蓄率下降更为明显,利率中枢在人口拐点发生后总体处于下降趋势。

此外,我国社会养老负担将会明显加剧。据测算,若当前养老金制度不变的情况下,根据我国人口未来变化趋势推算,未来养老金缺口较大。



国泰君安证券研究所全球首席经济学家 花长春

招商证券首席宏观分析师 谢亚轩

华创证券首席宏观分析师 张瑜

谢亚轩:总体而言,中国人口总量的拐点将于2025年至2030年出现,劳动力数量下降趋势可能已开始且将在2020年之后进一步加速。未来劳动力资源的提升潜力将在质量提升和优化配置(流动)两个方向,将对宏观经济的长期趋势与结构演变产生深刻影响:其一,导致潜在经济增长率下降,会降低劳动生产率增长和技术创新;其二,提升全社会抚养比,影响社保体系的可持续性,加剧政府债务风险;其三,降低房地产和家电、汽车等耐用品的需求,提升对养老、医疗相关产品与服务的需求,但消费总体增速是下降的;其四,相比于消费增速下行,投资增速下行会更快,最终体现为消费率(居民消费占GDP比重)上升和投资率(固定资本形成占GDP比重,在均衡状态下等于储蓄率)下降。

张瑜:在抚养比上升、生育率下降、老年人口占比提升以及不考虑其他因素的情况下,整个经济体储蓄率将逐步降低、消费率提升,消费率提升那就意味着更多的产出用在当期消费并非用来资本投资,因此经济潜在增速有向下调整的内生驱动,经济增长中消费占比将继续提升。

更为特殊的一点是,由于我国经济对地产的依赖性,如果算上地产产业链上游钢铁、水泥等原材料与下游家装装修消费的带动,地产

是整个宏观经济核心。房地产行业长期走势的根本是由人口与城镇化率决定的。由于人口拐点发生、城镇化率提升加速放缓,同时宏观调控要脱离地产绑架模式——地产长效机制正在逐步推出,地产行业从黄金增量房时代进入白银存量房时代。

## 安全资产需求提升

中国证券报:结合A股市场看,随着未来人口结构的演变,哪类板块将受到冲击?哪类板块将受益?

谢亚轩:在经济增速中枢下移过程中,投资回报率也会随之下降,无风险利率中枢会呈现长期下行趋势。同时,人口老龄化加剧,会降低风险资产需求,提升国债等安全资产需求。

张瑜:未来人口结构更倾向于老龄化,匹配人均GDP接近一万美元的消费切换升级背景,那么更利好如下行业:休闲养老、康复医疗等大健康行业;人工智能、5G等TMT新兴科技行业;休闲、娱乐、影视等大娱乐行业。同时,由于全民人口知识红利空间巨大,教育相关行业也是受利好的板块。

对于传统人力资本密集型,如果不能通过技术进步产生一定的替代或产业链有效转移,会受到人力成本提升而使利润受到冲击。

■ 瞭望塔

## “躁动”中还需多一分冷静

□ 本报记者 黎旅嘉

本周后几个交易日,两市强势反攻,1月25日虽然收盘时主要指数均收出上影线,但银行、保险等权重板块的崛起还是极大地激发了场内做多人气。截至收盘,本周沪指收涨0.22%,创下周线“四连阳”。的确,元旦以来,在资金面、政策面以及市场情绪改善等利好加持下,两市各大指数均有不错表现,其中沪指收涨4.32%。

回头来看,此波行情发动前,在外围扰动加剧的背景下,市场受到来自情绪面扰动,不少投资者被迫在相对低位交出筹码,以致“踏空”本轮行情。但事实证明,真正决定股价高低的核心仍是上市公司的内在价值。正如彼得·林奇所说,“总有一些事情需要操心,不必过于理会不必要的焦虑以及部分恐慌性言论,卖掉股票更多是因为公司的基本情况恶化,而不是因为‘快要塌下来’。因而,当你持有好公司股票时,时间站在你这一边,你要耐心等待”。

有市场人士表示,此前市场回调对情绪面的影响主要集中在以下两个方面:首先,估值与信心的匹配,即通常所谓市场见底预期意味着对于中长期价值投资者而言,配置价值已显现;而对于趋势博弈投资者而言,后续负面因素冲击可能形成回调的恐慌都已显著降低。其次,在风险筹码分散消化过后,筹码持有者风险偏好其实也在持续提升,因而,此前市场回调实际上也是不断寻找相对风险偏好更高的过程。

元旦以来,随着内部和外部风险因素逐渐消退,市场情绪出现修复。经过前期长期回调后的A股也受到内资和外资的一致看好。

一方面,截至昨日收盘,本月以来,北上资金累计净流入超400亿元。可见,当下外资抢筹意愿仍较高。另一方面,随着第三批养老目标基金获批发行、险资A股松绑、银行理财子公司成立、A股6月正式纳入富时指数以及沪伦通即将正式开通等,这些都会为市场带来长期且稳定的增量资金。

1月以来的股指反弹高度超乎不少投资者想象,那么行情行至此时,后市又应如何看待?

从华泰证券自2000年以来的统计结果来看,1月指数走势方向大致可以预测指数全年方向,预测胜率高达70%左右。对于这种“1月定全年”效应背后的原因,一定程度上在于A股机构投资者考核的周期性。从这一角度来看,展望2019年,A股市场的确可能为投资者带来不错的回报率。

资深投资人士同时提示,尽管当前在多数投资者情绪改善之际,“赚钱效应”似乎已悄然回升,不过投资并不需要关注当下,更要远眺未来。虽然短期上涨确实有效缓解此前长期回调后市场中累积的悲观情绪,但相对于此前的回调周期,短线反弹似乎仍不足以彻底扭转弱势。此外,春节长假将至,在尽量保住利润的原则下,普通投资者当下仍应保持适当理性。

## 乙二醇期价有望完成阶段性筑底

□ 中信期货研究部 许俐

乙二醇期货自上市以来震荡偏弱,主力合约在5000-5200元/吨区间盘整较长一段时间,本周二价格一度大幅上涨,目前重回5200元/吨一线上方。短期来看,筑底形态略有突破迹象,而市场对乙二醇价格的偏空预期也略有松动迹象。只不过短期市场参与度不高,乙二醇期货成交量、持仓量均不算高,反映市场观望心态仍较浓。乙二醇是否能完成阶段性震荡筑底,可以从需求和成本方面观察。

首先,下游需求环比回落,但同比表现或存变数。2019年1-2月,下游聚酯需求环比走弱已成定局,而这属于是受季节性因素影响,实际需求的偏弱程度不但需对比以往春节检修规模,还要对比实际执行与预期计划之间的情况而定。

虽然目前聚酯1月减产预计有1018万吨左右,1-2月停车减产产能有1140万吨左右,占目前产能基数5474万吨的20.8%左右。高于2018年1-2月涉及检修的总产能908万吨,占比18.6%。但需求同比下降程度仍待进一步确认,特别是上周聚酯品高库存现象出现明显改善,一些中小型聚酯企业甚至出现零库存或者缺库存状态。加上除POY外其余聚酯品利润表现尚可,即便是下游织造行业需求减少,但由于累库空间的出现,导致在利润驱使下,后期聚酯企业存在延迟或取消检修计划的可能。此外,聚酯很多装置在2018年三季度已检修一波,在行业情况好转的情况下,扩大检修的意愿也不强。

其次,关注春节之后的复工表现。考虑到2018年春节后出现招工难问题,2019年下游复工带来的需求真正启动时间需谨慎对待,这也是目前部分聚酯工厂将检修期排在春节后的一大考量因素。

再次,短期行业成本压缩空间,或因油价上涨而有所收窄。油价走势已回升一段时间,但乙二醇跟涨幅度暂显有限,不排除下游需求预期转变后,随着原料价格持续上涨,乙二醇跟涨油价的趋势将逐渐明显。从不同工艺成本计算看,乙烯路线的乙二醇生产处于盈亏线上下波动,石脑油路径的生产利润已呈现收敛,目前在85美元/吨附近。煤制乙二醇成本各家存在差异,若按照5000元/吨成本计算,目前盈利也不算太高。甲醇路线的乙二醇则仍有较大亏损,近日随着乙二醇价格回升有所改善,但持续性存疑。总体来看,乙二醇行业利润可继续压缩空间逐渐收窄,油制路径成本还有可能将随着原油价格走高而抬升。

总体而言,由于目前乙二醇行业利润已在低位附近徘徊,若油价大幅且持续回升,且下游聚酯春节减产停车规模不及市场预期,成本提升叠加需求偏弱有限,将有助于乙二醇完成阶段性筑底,出现一波回升。长期来看,2019年乙二醇投产较为集中,供应增量的提升若无法被需求有效消化,将对价格形成长期压力。

# 钢材投资“期增股减”凸显近强远弱格局

□ 本报记者 张利静

近期,黑色系期货重获青睐,1月以来表现偏强。文华财经统计数据 displays,黑色系链条期货价格指数月内涨幅为5.63%。伴随期价攀升,期市资金增仓黑色系期货明显,而股市方面,2018年四季度以来,基金对钢铁、建材板块持仓却出现下降。分析人士认为,这说明市场对黑色系板块表现存在近强远弱预期。

## 期增股减

A股方面,同花顺统计数据 displays,1月以来,A股钢铁板块涨幅为5.51%,同期上证指数涨幅为4.55%。中金公司统计数据 displays,从整体上看,受制于2019年地产投资、新开工下行压力,市场对钢铁、建材板块盈利预期

## 郑商所获批为“合格中央对手方”

□ 本报记者 马爽

近日,中国证监会正式批复郑州商品交易所(简称“郑商所”)为合格中央对手方(OCCP)。这是郑商所持续推进期货市场建设,增强防范化解风险能力,提高服务实体经济水平取得的新进展。

作为中国首家期货市场试点单位,郑商所建立了完备的法人治理架构、风险管理机制、违约处理程序及技术系统保障,为期货市场提供安全、高效的清算服务,履行中央对手方职责。

2008年金融危机后,G20首脑会议要求各国加强国际合作,加大金融市场基础设施建设,提升抵抗风险的能力。2012年国际清算银行支付结算体系委员会(CPSS)与国际证监会组织(IOSCO)发布了《金融市场基础设施原则》(PFMI),被各国纷纷纳入监管框架,成为构建安全、高效金融市场的国际通行标准,也是监管机构认定合格中央对手方的必要条件。近年来,郑商所按照PFMI的24项基本原则,进行了细致的梳理、评估,积极推动OCCP的认定工作。此次被中国证监会认定为OCCP,表明郑商所在总体架构、信用和流动性风险管理、结算、违约管理、一般业务和运行风险管理、准入、效率和透明度等方面已达到OCCP的认定条件,是对郑商所中央对手方地位的充分认可。

郑商所相关负责人表示,在我国期货市场加大对外开放的背景下,郑商所被认定成为OCCP,对标国际期货业集中清算通行标准,可提升信息透明度,帮助境内外交易者更好地了解我国期货市场,增强参与信心和积极性。下一步,郑商所将按照PFMI的要求,严格履行中央对手方职责,定期披露相关市场信息,推动金融市场基础设施跨境合作,为市场参与者提供更加便捷、高效的服务。

较为悲观。2018年四季度,基金重仓持股中钢铁行业比重为0.2%,同期基金重仓持股中建材行业比重为0.98%,环比均出现下降。即使在1月多头行情中,钢铁板块投资资金也未明显增加,截至1月25日,仅比上个月成交量增加0.1亿元。

期货持仓方面,文华财经统计数据 displays,1月以来,黑色系链条期货持仓较上个月增加126万手至652.3万手,其中近两周增仓超30万手。本周四,市场成交额前三名(螺纹钢、PTA和焦炭)中,黑色系品种占据两个;煤焦钢矿板块位于增仓首位。

业内人士认为,股票持仓下降说明基金对钢铁、建材个股兴趣下降,因此钢铁板块股票、期货价格长期波动或放缓。但期货资金增持黑色系,说明短期价格表现并不弱。

■ 市场连线

# 张一伟:上半年黑色系将成“吸金”板块

□ 本报记者 张利静

南华期货研究所高级总监张一伟日前在接受中国证券报记者采访时表示,上半年,黑色产业链可能会吸引更多资金参与,而如果下半年经济增速企稳,有色、黑色及部分化工行业品种可能会有不错表现。

中国证券报:如何看待2019年大宗商品在大类资产中的配置价值?

张一伟:首先,大宗商品在大类资产配置中一直是相对关键的资产,其金融属性远远超过资产属性。这就决定其配置价值和地位已不是以前的配角地位,而是类权益类资产的角色。其次,由于其与通胀有着天然的密切关系,以及与其他类资产存在相对的负相关性,大宗商品的配置价值越来越受到投资者的关注。

中国证券报:从国内市场来看,2019年大宗商品运行的主要逻辑如何理解?

张一伟:2017年到2018年供给侧改革对商品价格运行产生较大影响。目前来看,这个影响因素已从供给端变成需求端。供给侧改革已进行到一定阶段,2019年经济面临下滑风险,需求端变化

已成为主要焦点。而影响需求端的因素较为复杂,从财政货币政策、外部环境影响,再到汇率变化,以及细化到行业需求端,比如房地产、基建、汽车等,这些因素都会对大宗商品价格产生一定的影响。

国内经济可能会出现先抑后扬局面。上半年经济增速可能延续2018年下半年的下滑趋势,这对商品需求端是不利因素。但随着财政和货币政策对经济的支持,以及基础设施建设开工力度加大,预计2019年下半年经济走势将会好于上半年,对商品的利好作用可能会逐渐浮现。国内基建审批及资金到位情况远远好于前两年,因此基建可能会在一季度就对大宗商品产生较大影响,过完春节后,很有可能是刺激大宗商品价格的主要因素之一。对2019年房地产市场观点与2018年基本持平,即相对平缓的增长势头,不会对大宗商品价格产生较大推波助澜的作用。

从外部环境来看,美国经济在2019年将会比2018年有较大滑落,同时欧洲和日本经济也可能有下滑风险。因此,总体上,全球经济走势将很不利于大宗商品价格上扬。如果美国经济滑落较快,再

加上贸易保护势力继续抬头,将会对大宗商品产生较大向下压力。美元走势很值得关注。在美国经济温和放缓的前提下,美元汇率可能会出现大幅疲软,有利于大宗商品价格走势,而如果美国、欧洲经济下滑过快,市场会产生较显著的恐慌情绪,美元避险需求会涌出,导致美元和日元汇率相对坚挺,这将会对商品价格产生打压作用。

总体上来看,2019年大宗商品价格是波动之年。经济预期下滑、贸易保护势力抬头和市场预期的不确定性,都会对大宗商品价格产生抑制作用,而国内促进经济增长的措施又会使得大宗商品多头跃跃欲试。这中间还夹杂着行业供需阶段性矛盾及资金流动等方面因素,可能导致大宗商品价格波动加大。

中国证券报:全年来看,哪些板块或品种最具投资机会?

张一伟:在上半年基建对大宗商品影响较大的情况下,黑色产业链可能会吸引更多资金参与,价格有上扬冲动;而随着财政和货币政策支持力度推进,如果下半年经济增速企稳,有色、黑色及部分化工行业品种可能会有不错表现。