

超级大牛市已经起锚，上证综指万点不是梦

——居民资产配置结构变化与股票市场趋势关系分析

专题策略报告

主要观点：

- 本报告主要是从居民资产配置的角度，分析居民资产配置结构变化与股票市场中长期趋势之间的关系，其中一些大胆推测对短期投资可能并无价值，仅为关心转型期A股市场中长期趋势的投资者，提供一个参考视角。
- 美、日、韩国经验启示，经济增速相比高速增长期的回落（一个台阶）并不会造成股票市场陷入长期熊市，相反却有可能会形成一段超级大牛市，这点与我们的日常观念相冲突。对于其原因，我们认为这是由于居民资产配置结构发生了趋势性的拐点变化所造成，即“居民资产中房地产、耐用消费品等实物资产比重由上升转为下降，金融资产却由下降转为上升”。
- 金融资产结构中，股票、债券、定期存款占金融资产比重发生趋势性拐点变化的时间，与实物资产、金融资产占总资产比重发生趋势性拐点变化的时间大致相近，而保险类资产随着受益于人口老龄化，占金融资产呈持续上升态势（上限水平在18-25%之间）。
- 私人或家庭消费支出增速及各种主要消费品支出增速等指标可以作为居民家庭资产配置结构变化的表征指标。从反映中国居民消费支出增速的总体指标及一些具体指标看，我们认为，从2006-2008年间开始，我国居民资产配置结构总体已经开始发生趋势性的拐点变化，房地产等实物资产的消费支出在整个居民资产配置组合中的比重将不再呈上升趋势，居民资产配置重点将逐渐由实物资产向金融资产转移。
- 应指出的是，尽管总体趋势已发生趋势性的拐点变化，但却存在明显的城乡差异。一方面，这种结构性差异未来将会通过城镇化进程的不断推进而逐渐得到改善；另一方面，可能会拉长资产配置结构发生趋势性变化的时期，即“盘整期拉长——实物资产比重在顶部和金融资产比重在底部维持较长一段时期”。
- 对于A股投资者来说，我们正活在一个令人感到幸运和振奋的时代。基于我国居民资产配置结构正发生趋势性拐点变化的判断，再结合经济背景及美、日、韩经验，我们认为，未来10-15年时间将可能是A股市场投资的黄金时期，大胆猜测，上证综指1万点也只是其中一个波段，该轮牛市的高点将可能是未来几十年再难企及的顶部，错过了该段时期，将可能再无如此长期系统性的大幅上升机会。
- 结合美日韩经验，我们认为，由于经济处于转型期，目前市场这种总体震荡盘整、重心不断上移的格局仍将维持较长时间，直到经济出现新的增长动力、进入相对稳定增长阶段为止，预计该阶段至少要到2014-2018年。同时需指出的是，（1）该段过渡期间由于经济前景不确定，市场可能波动较大，或会出现大起大落；（2）市场也并不是没有趋势性的机会，而是指相对未来可能出现的超级大牛市相比，这些牛市只是其中的小波段。
- 主要的风险点：世界大战（中国参与）、中国陷入长时间内乱或由于战略失误进入“中等收入陷阱”阶段。

2011年2月28日

相关报告：

2010年11月26日《12月A股投资策略报告：紧缩加剧，警惕中小盘股调整风险》

2011年1月10日《转型期市场方向及行业配置——日本战后产业结构调整的经验与启示》

2011年1月10日《中国消费升级研究及大消费行业的配置——美、日、韩国消费结构升级的经验与启示》

策略组

分析师：董高峰

执业证书号码：S0550511010002

TEL：(021) 63367000-315

FAX：(021) 63373209

Email：donggf@nesc.cn

地址：上海延安东路45号20楼

邮编：200002

目录

1 居民资产配置结构变化与股票市场趋势关系分析	4
1.1 居民资产配置重点由实物向金融资产转移有利于股市形成超级大牛市	4
1.2 居民资产配置结构变化原因及如何判断其发生趋势性的拐点变化	7
1.3 居民资产由实物向金融资产转移过程中金融资产结构变化	12
1.4 超级大牛市持续时间、幅度及变化过程：美、日、韩经验总结	15
2 中国居民资产配置结构变化及市场中长期趋势分析	18
3 结论	24

图表目录

图 1. 美国股市真正大牛市出现在 1982 年后	4
图 2. GDP 增速趋势在 1982 年前后发生了显著变化	4
图 3. 日本 TOPIX 指数在 1973 年后才开始出现大幅上扬	5
图 4. 日本 GDP 增速在 1973 年后回落了一个台阶	5
图 5. 韩国 KOSPI 指数在亚洲金融危机后才出现大幅上扬	5
图 6. 韩国 GDP 增速在 2001 年后回落了一个台阶	5
图 7. 1982 年开始美国家庭资产配置结构发生显著变化	6
图 8. 1982 年后债券等资产与股票资产一样比重出现了上升	6
图 9. 美国家庭及非盈利机构资产增速变化	7
图 10. 日本家庭金融资产增速变化	7
图 11. 韩国家庭金融资产增速变化	7
图 12. 美国私人消费支出增速趋势在 80 年代初出现拐点性变化	8
图 13. 1982 年后美国家庭资产配置由实物向金融资产转移	8
图 14. 美国家庭耐用消费品支出增速变化	8
图 15. 美国家庭非耐用消费品和服务支出增速变化	8
图 16. 美国家庭房地产及耐用消费品资产占总资产比重变化	9
图 17. 美国家庭消费支出中机动车辆及零部件增速变化	9
图 18. 美国与“住”相关的家庭经营支出增速变化	9
图 19. 日本 TOPIX 指数走势变化	10
图 20. 日本家庭消费支出增速变化趋势	10
图 21. 日本家庭与“住”相关支出增速变化趋势	10
图 22. 日本汽车销量增速	10
图 23. 韩国 KOSPI 指数走势变化	10
图 24. 韩国家庭消费支出及耐用消费品支出增速	10
图 25. 韩国家庭家具、家用设备、住房等消费支出增速	11
图 26. 韩国房地产、租赁及相关服务业产出增速	11
图 27. 美国耐用品占个人消费比重在 80 年代开始出现明显下滑	11
图 28. 日本家庭耐用品占总消费支出比重在 75 年开始出现下滑	11
图 29. 韩国耐用品占个人消费比重在亚洲金融危机后才出现下滑迹象	11
图 30. 美国股票市场指数变化情况	12
图 31. 美国经济 GDP 增速变化	12

图 32. 美国家庭股票及债券类资产占金融资产比重变化.....	13
图 33. 美国家庭信贷市场工具类资产比重变化.....	13
图 34. 美国家庭现金及存款类资产占金融资产比重变化.....	13
图 35. 美国家庭养老储备金等资产比重变化.....	13
图 36. 日本TOPIX指数变化情况	14
图 37. 日本家庭权益类资产及债权类资产比重变化情况.....	14
图 38. 日本家庭现金及存款类资产占金融资产比重情况.....	14
图 39. 日本家庭保险类资产占金融资产比重变化情况.....	14
图 40. 韩国KOSPI指数变化情况	15
图 41. 韩国家庭股权和非股权类资产占金融资产比重变化.....	15
图 42. 韩国家庭现金及存款类资产占金融资产比重变化.....	15
图 43. 韩国家庭人寿保险类资产占金融资产比重变化.....	15
图 44. 90 年代美国经济处于相对稳定增长阶段.....	16
图 45. 80 年代日本经济处于相对稳定增长阶段.....	16
图 46. 90 年代美国维持较低通胀水平.....	17
图 47. 80 年代日本通胀水平总体不高.....	17
图 48. 90 年代美国利率水平相对 80 年代大幅下降.....	17
图 49. 80 年代日本通胀水平总体不高.....	17
图 50. 美国货币供应增速经历先下降后上升走势.....	17
图 51. 日本货币供应增速经历先下降后上升走势.....	17
图 52. 美元指数经历一个先贬值后升值过程.....	18
图 53. 日元兑美元总体处于一个升值过程.....	18
图 54. 居民最终消费支出增速于 2007 年达到最高点.....	18
图 55. 社会消费品零售总额增速于 2008 年达到最高点.....	18
图 56. 城镇居民消费性支出增速于 2007 年达到最高点.....	19
图 57. 农村居民消费性支出增速于 2005 年达到高点.....	19
图 58. 全国商品房销售面积 2008 年开始下滑一个台阶.....	19
图 59. 彩电和空调产量增速在 2006 年出现明显下滑.....	19
图 60. 汽车销量增速并未出现明显下滑趋势.....	20
图 61. 洗衣机和电冰箱产量增速未出现明显下滑趋势.....	20
图 62. 城镇农村居民收入差异变化.....	21
图 63. 城镇农村居民总消费支出占总收入比重.....	21
图 64. 城镇居民耐用消费品及住房占消费支出比重变化情况.....	21
图 65. 农村居民居住及家庭设备等占消费支出比重变化.....	21
图 66. 居民金融资产占总资产比重在底部将持续更长时间.....	22
图 67. 居民实物资产占总资产比重在顶部将持续更长时间.....	22
图 68. 金融机构各项存款余额变化	27
图 69. 金融机构储蓄存款余额变化	27
图 70. 债券市值及境内上市公司市值变化	27
图 71. 投资者开户数情况	27
表 1. 我国居民主要金融资产结构变化.....	20
表 2. 农村和城镇每百户家庭在主要耐用消费品上的拥有量（2009）	21
表 3. 美国超级大牛市中前期市场指数表现.....	23
表 4. 日本超级大牛市中前期市场指数表现.....	23

阅读提示：报告编辑有索引，时间紧者可直接阅读第三部分结论。

随着房地产新国八条的实施，市场存在一种**房市资金再配置**的预期，即“在严厉的房地产调控政策下，资金将可能逐渐从房地产市场转移，进入到其他投资渠道或实体经济之中，其中股票市场将是房市资金再配置的重要场所，并且受益于这种资金再配置的过程从而出现牛市”。从逻辑上讲，这种预期有可能实现，确实也不能排除有部分投机资金从房地产市场转移到股票市场，但是，从分析整个市场是否会由于这种资金再配置过程出现牛市趋势的情况来看，其中一些环节令人存在质疑：（1）房地产相关资产在整个居民资产配置组合中的比重是否已开始发生逆转？因为只有这种趋势发生逆转，才会有大量的资金从房地产市场流出，形成明显的资金再配置效应；（2）从房地产市场转移出来的资金是否大部分都能够流入到股票市场？在目前中国的投资背景和消费现状下，其他投资或消费渠道会否分流这些房市流出的资金。因此，出于对这两个问题的质疑，我们从居民资产配置的角度，考察了美、日、韩国家庭资产配置组合的变化，来了解居民资产配置结构的变化与股票市场的关系，并结合中国目前的现状，对目前中国居民资产配置结构的变化及其对股票市场中长期趋势的影响进行了分析。

在分析的过程中，我们发现了一个非常有趣的现象，即“**超级大牛市并不是出现在经济快速增长的阶段（GDP 增速呈上升趋势），而是出现在经济在经历一段高速增长及下滑后的稳定增长阶段**”。通过对这个问题的深入分析，我们得出了一个让人深感幸运和振奋的结论，即“**未来 10-15 年可能是中国股票市场投资的黄金时期，可能会出现一轮超级大牛市，大胆猜测，上证综指 1 万点也是其中一个波段，该轮牛市的高点将可能是未来几十年再难企及的顶部，错过了该段时期，将可能再无如此长期系统性的上升机会**”。

1 居民资产配置结构变化与股票市场趋势关系分析

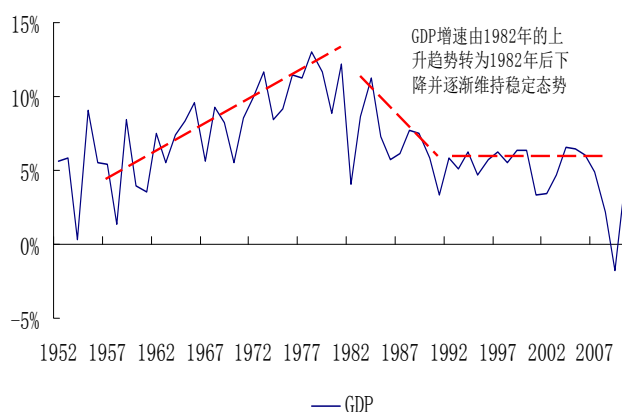
1.1 居民资产配置重点由实物向金融资产转移有利于股市形成超级大牛市

从下图可以看出，美国股市真正的大牛市出现在 1982 年后，在 1957-1982 年 25 年间，股票指数一直在 1 倍空间附近上下波动，而在 1982-1999 年 15 年间，股票指数上涨将近十倍。

图 1. 美国股市真正大牛市出现在 1982 年后



图 2. GDP 增速趋势在 1982 年前后发生了显著变化



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 美联储 东北证券

是什么因素推动这种变化？经济增长吗？分析美国经济与股票市场关系，令人奇怪的是，我们并不能得出这种结论，尽管我们不能否认经济增长是推动市场中长期趋势的根本原因，但是从下图可以看出，经济增速的变化并不能解释大牛市在1982年后才出现。1982年前，美国GDP增速总体呈现上升趋势，但股票市场指数却在一直在1倍空间附近处上下波动，在1982年后，经济增速逐渐回落，并在4%-6%附近的水平维持相对稳定，但股票市场却出现了超级大牛市。

事实上，这种情况在其他国家同样可得到验证。以日本、韩国为例，日本在1973年前，经济一直呈现出高速增长态势，但是股票市场却只表现出缓慢上升的态势，并未表现出剧烈的大幅波动，但在1973年后，经济增速放缓并在随后较长时间内维持稳定增长，但股票市场却出现超级大牛市。韩国在2001年前，经济维持稳定高速增长，但股票市场总体上涨幅度不大，但2001年后，经济增速逐渐回落一个台阶，股市却出现了一个大牛市。

图 3. 日本 TOPIX 指数在 1973 年后才开始出现大幅上扬

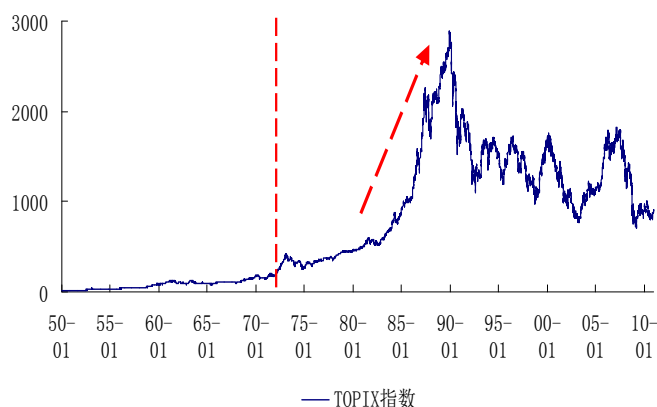
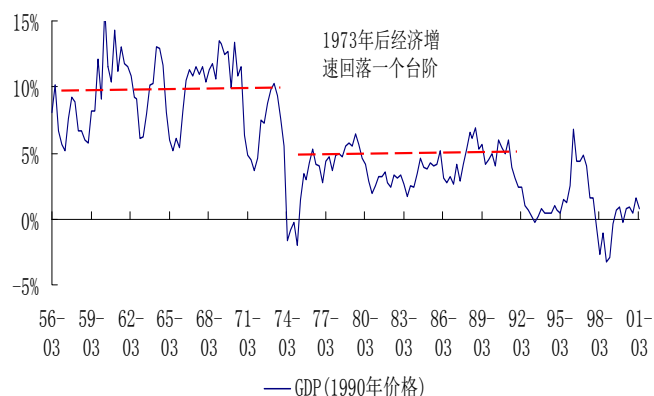


图 4. 日本 GDP 增速在 1973 年后回落了一个台阶



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 东北证券

图 5. 韩国 KOSPI 指数在亚洲金融危机后才出现大幅上扬

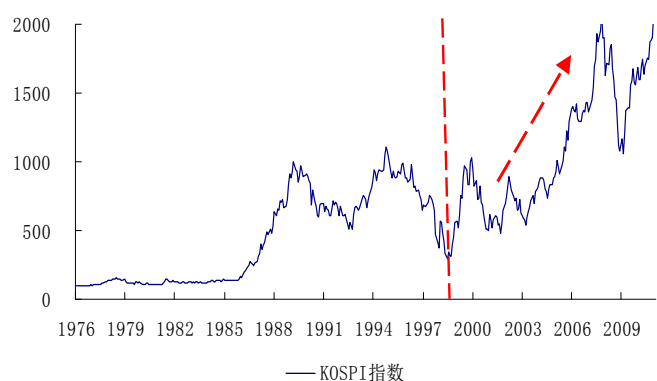
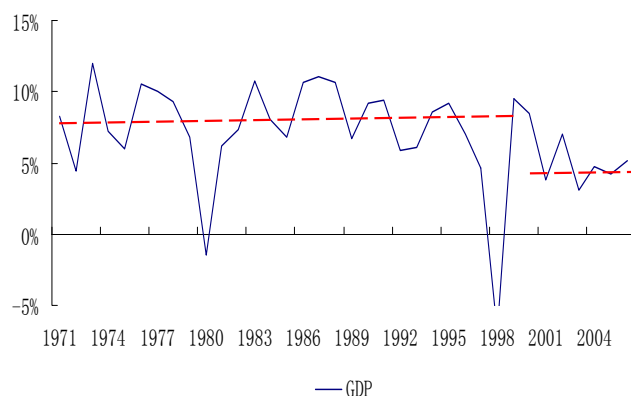


图 6. 韩国 GDP 增速在 2001 年后回落了一个台阶



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 东北证券

既然经济增速的变化不能解释，我们就需要寻找其他原因。其中一种解释是，在经济高速增长过程中，金融市场还未成熟完善，因此经济的增长难以反映到股市的大幅上扬中，而在随后全球金融一体化、自由

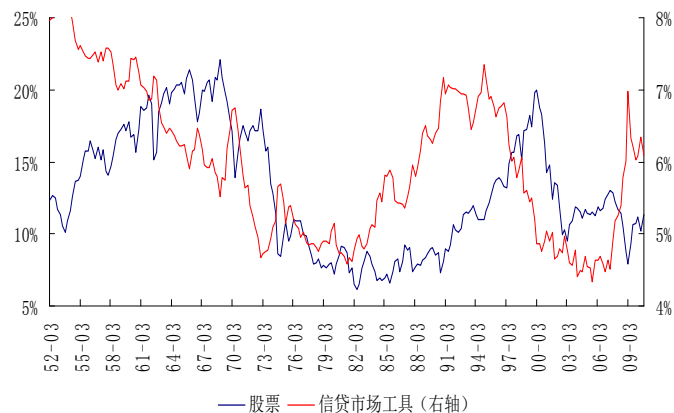
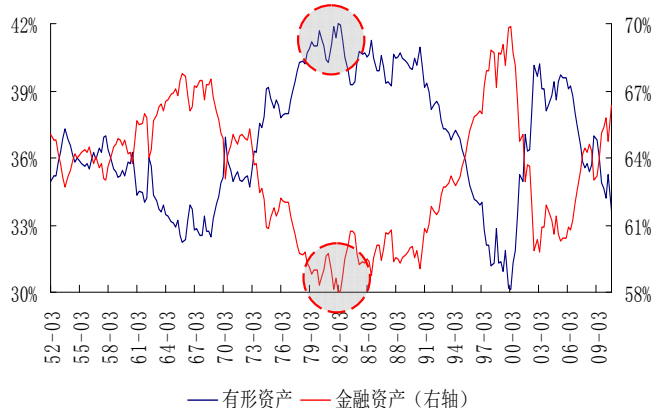
化等浪潮的影响下，金融市场发展较快，股市才出现了大牛市。对于这种观点，也许可以解释部分，但并不让我们信服，最明显的论据就是，各国发生超级大牛市的时候，难道就是证券市场成熟完善的时候？

因此，我们需要寻找其他解释。幸运的是，通过观察美国家庭资产配置结构的变化，我们发现，居民资产配置结构发生趋势性变化，或许可以解释该种情形（即在经济增速由高速增长的上升趋势逐渐转为稳定增长阶段时，股票市场将有可能出现超级大牛市，这点与我们日常的观念相冲突）。

如下图，1982 年恰好是美国居民金融和实物资产配置比例发生显著变化的第一年，随后美国居民金融资产在总资产中所占比重不断上升，而实物资产所占比重下降，这种趋势直到 1999 年科技股泡沫破灭后才发生逆转。

图 7. 1982 年开始美国家庭资产配置结构发生显著变化

图 8. 1982 年后债券等资产与股票资产一样比重出现了上升



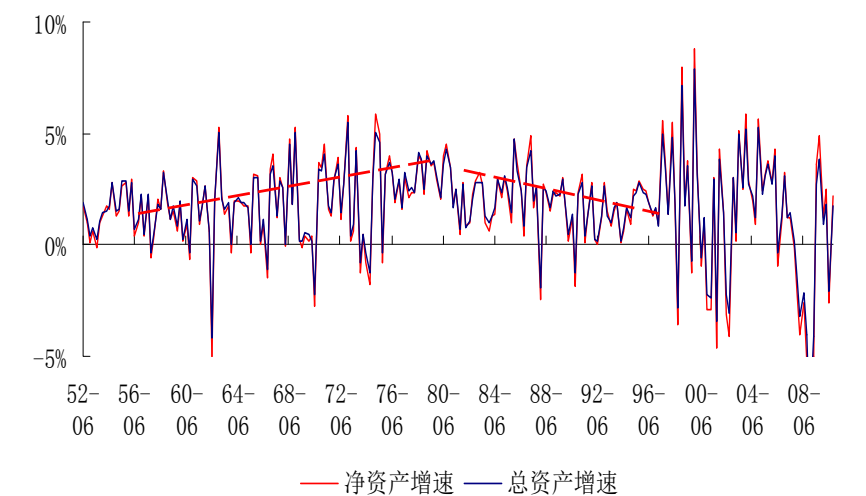
注：美国家庭资产配置结构数据严格来说是美国家庭及非盈利机构资产的数据，下面美国、韩国、日本类同

资料来源：WIND CEIC Bloomberg 美联储 东北证券

不过，对于究竟是居民资产配置结构的变化促使了这次股市牛市还是牛市推动居民资产配置结构的变化？需要进一步分析。其中，“牛市推动居民资产配置结构的变化”的解释可以认为，“股市的上涨推动了股票资产的价值，从而推高金融资产占整个居民资产的比重”，这种正反馈的逻辑我们并不否认，事实上，这点可以在随后的科技股泡沫后金融资产所占比重大幅缩水得到验证。但同时从资金配置的角度，我们更强调前者的作用，即“居民资产配置结构变化趋势有利于促进股市中长期趋势的形成，居民资产配置重点由实物资产转向金融资产有利于股票市场形成大牛市”，其中一个支撑依据就是，在 1982 年后的金融资产占资产比重变化趋势中，债券等信贷市场工具占总资产的比重同股票资产一样出现上升趋势，即在居民资产配置结构由实物资产转向金融资产过程中，债券市场和股票市场将同时受益（见上图），这点并不能由“股市牛市推动居民资产配置结构的变化”来进行解释。

应特别指出的是，收入的增长或居民资产增长同经济增速指标一样并不能解释股市这种变化（见下图），但是可以解释股市中长期向上，尤其是在未出现超级大牛市之前的慢牛趋势。从居民资产配置的角度来解释，我们认为，正是由于经济增长带来居民收入或总资产（包括其中的金融资产）持续增加，股市中长期来看才呈现出向上趋势，这也是为什么经济增长或居民收入提高是驱动股市中长期向上的关键原因。

图 9. 美国家庭及非盈利机构资产增速变化



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 美联储 东北证券

图 10. 日本家庭金融资产增速变化

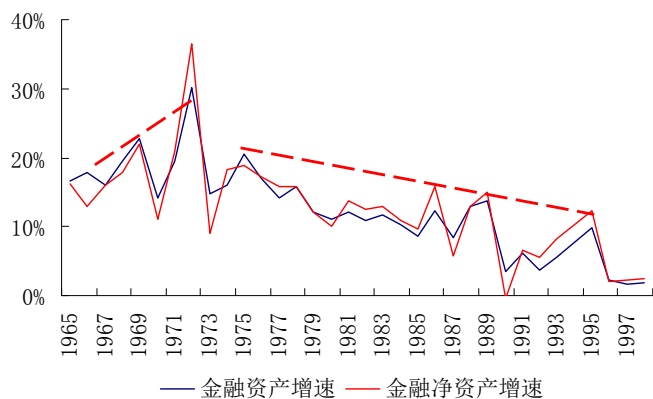
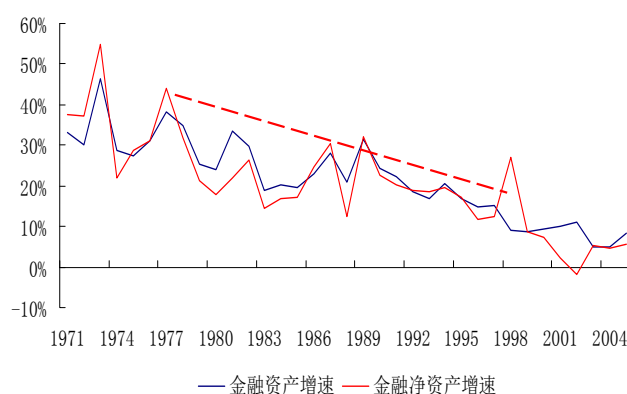


图 11. 韩国家庭金融资产增速变化



注：日本、韩国由于未获取到家庭实物资产数据，因此以金融资产数据作为参考

资料来源：WIND CEIC Bloomberg 东北证券

1.2 居民资产配置结构变化原因及如何判断其发生趋势性的拐点变化

既然居民资产配置结构由实物资产向金融资产转移有利于股市形成大牛市，那么是什么原因促进了这种资产配置结构的变化呢？这要从资产配置的功能说起，资产配置是资金在各类资产之间的合理分配，可供分配的资产类别包括房地产、商品等实物资产，以及现金、存款、债券、股票、非上市股权等各类金融资产，主要目的有两点，一是消费，二是投资，即保值增值。其中，实物资产基本功能主要体现在消费，但在一定的历史阶段由于供需因素或衍生产品的影响具有一定的投资属性，例如房地产和大宗商品；金融资产除现金及活期存款外，配置的基本目的则是保值增值。因此，**居民实物、金融资产配置结构的变化主要取决于于投资和消费侧重点的变化。**

受统计因素影响，我们并未找到我国居民资产配置结构的数据，因此，要想判断这种配置结构的变化趋势，就需要寻找一些表征指标来进行分析。

基于居民资产配置结构变化原因主要取决于对投资和消费侧重点的变化的思考，并结合对美、日、韩等国多重经济指标分析，我们认为，消费支出增速尤其是私人或家庭消费支出增速的变化可以作为资产配置结构变化的表征指标，体现的结果就是私人消费支出增速呈现上升趋势时，房地产、耐用消费品等实物资产在总资产所占比重上升，金融资产所占比重相对降低；而消费支出增速出现中长期回落趋势时，股票、债券等金融资产在总资产比重上升，而消费品等实物资产所占比重相对降低。

以美国为例，在 80 年代初，私人消费支出增速发生了趋势性的拐点变化，即在 1982 年前，私人消费支出增速呈上升趋势，而随着婴儿潮效应的结束，私人消费支出虽仍呈正增长，但增速却逐渐回落，而这反映到居民资产配置结构上，就是房地产、耐用消费品等实物资产占整个居民资产比重的下降，与之对应的是金融资产比重的上升。

图 12. 美国私人消费支出增速趋势在 80 年代初出现拐点性变化

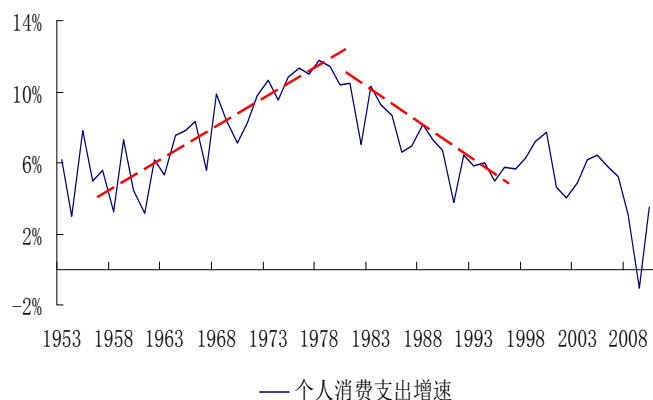
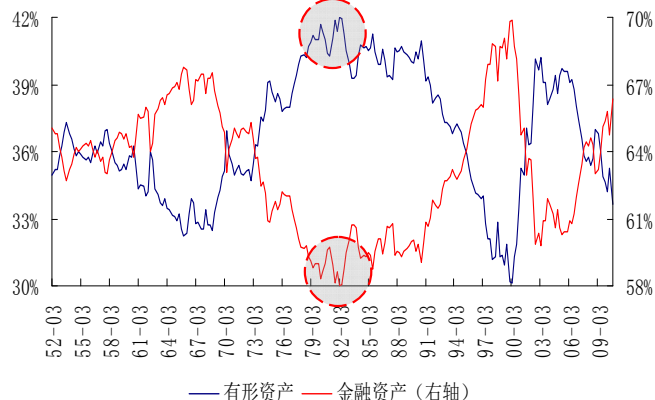


图 13. 1982 年后美国家庭资产配置由实物向金融资产转移



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 美联储 东北证券

除消费支出增速指标外，更具体的指标还有各种耐用消费品支出增速、非耐用消费品、服务消费支出增速、与“住”相关家庭经营支出增速等等。

图 14. 美国家庭耐用消费品支出增速变化

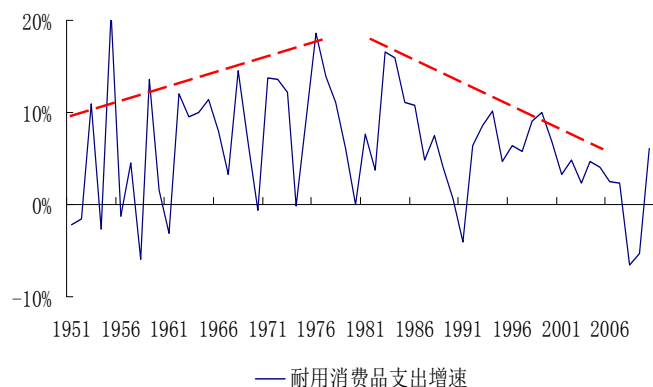
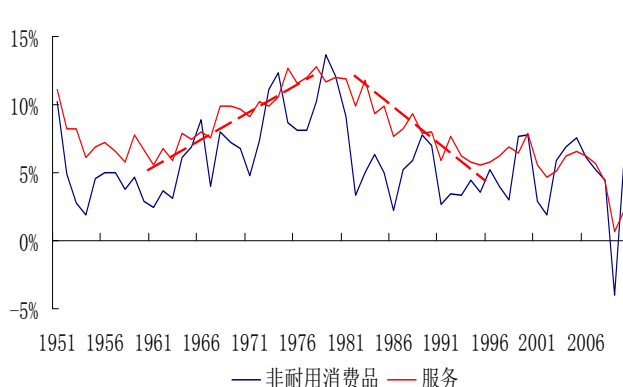


图 15. 美国家庭非耐用消费品和服务支出增速变化

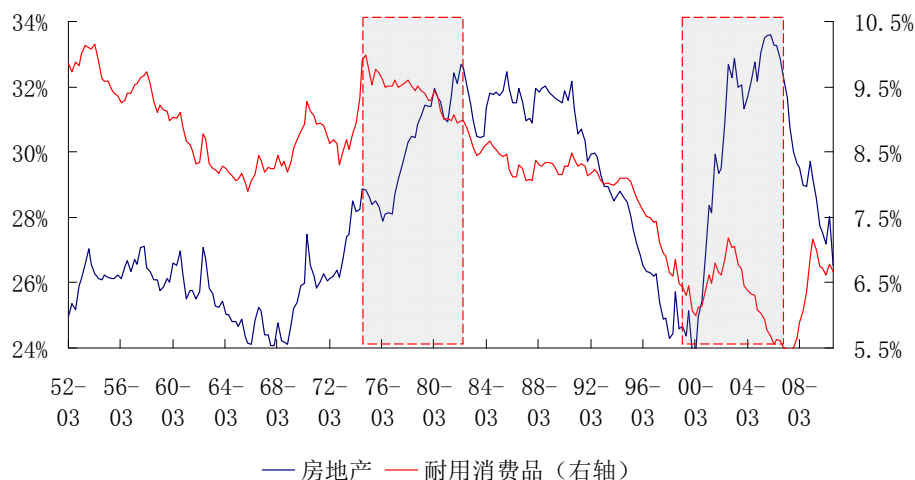


资料来源：WIND CEIC Bloomberg 美联储 东北证券

不过，对于房地产和耐用消费品实物资产，二者占居民资产比重变化方向虽有所类似，但具体表现有所不同，一是房地产占居民资产比重下滑趋势滞后于耐用消费品，这点也可以从美国家庭在机动车辆及零部件和与“住”相关的家庭经营支出增速变化趋势可以看出；二是房地产占居民资产比重的波动要大于耐

用消费品。分析其差异产生原因，我们认为，可能与房地产周期长和其具有一定投资品特征有关。

图 16. 美国家庭房地产及耐用消费品资产占总资产比重变化



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 美联储 东北证券

图 17. 美国家庭消费支出中机动车辆及零部件增速变化

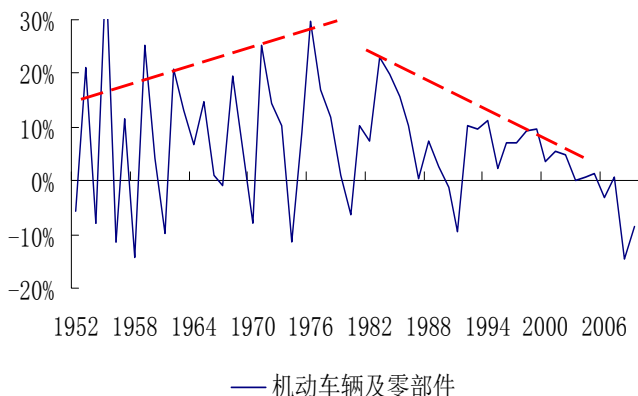
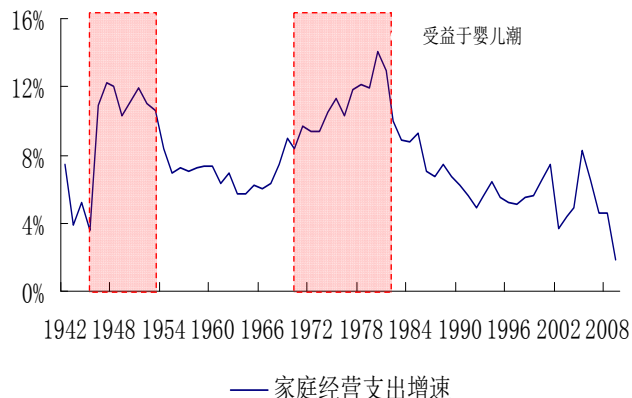


图 18. 美国与“住”相关的家庭经营支出增速变化



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 美联储 东北证券

除美国外，日本、韩国经验也可以说明这一点（消费支出增速趋势变化可用来作为判断居民资产配置结构变化趋势的表征指标）。由于我们缺乏这两个国家居民资产配置结构的数据（主要是房地产及耐用消费品等实物资产的数据），因此，在分析中，我们假定“消费支出增速趋势变化——居民资产配置结构变化——股市中长期趋势”的逻辑成立，直接考察和验证消费支出增速与股票市场趋势之间的关系，事实证明，当消费支出增速逐渐由上升趋势转为下滑，并随后呈现一段时间相对稳定正增长趋势时，股票市场有可能会出现大牛市。

图 19. 日本 TOPIX 指数走势变化

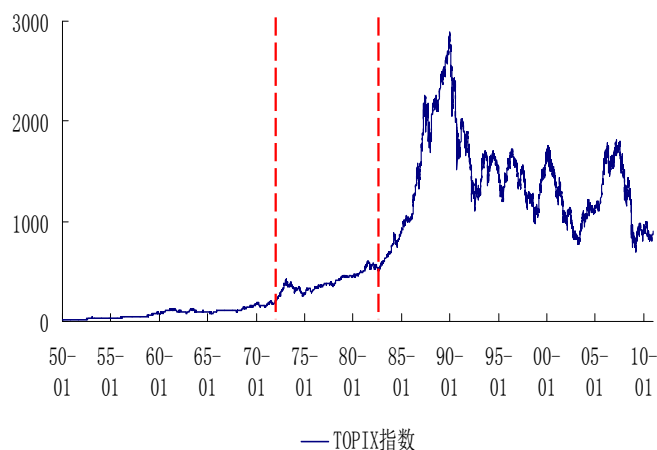
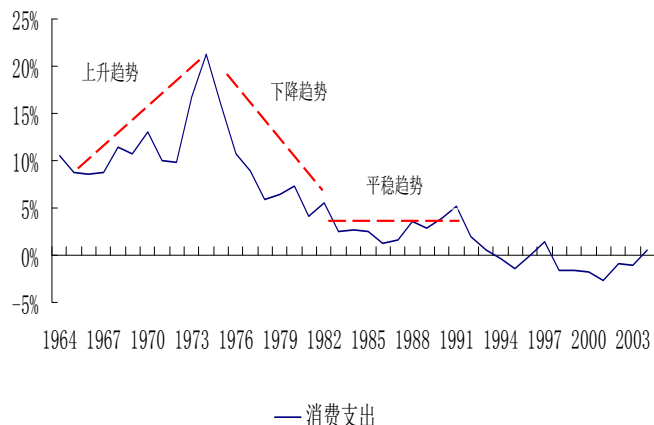


图 20. 日本家庭消费支出增速变化趋势



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 日本经济企画厅 东北证券

图 21. 日本家庭与“住”相关支出增速变化趋势

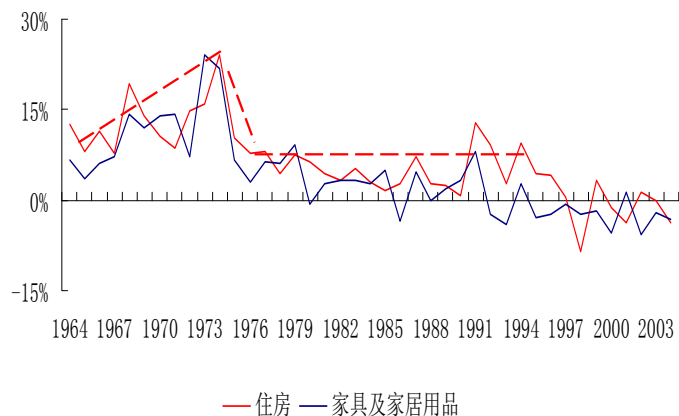
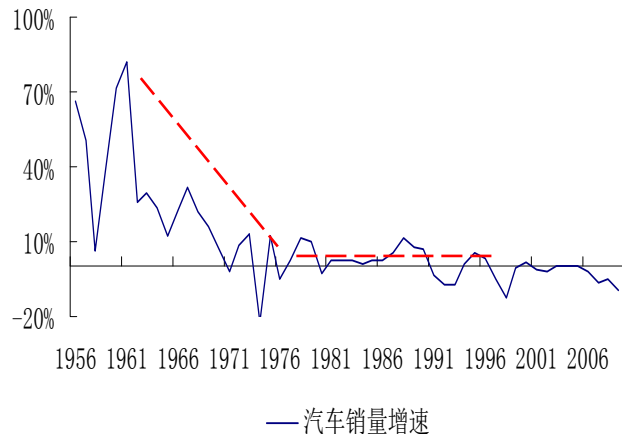


图 22. 日本汽车销量增速



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 日本经济企画厅 东北证券

图 23. 韩国 KOSPI 指数走势变化

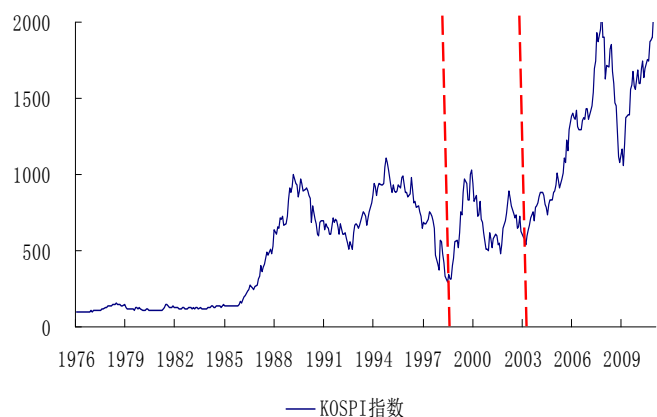
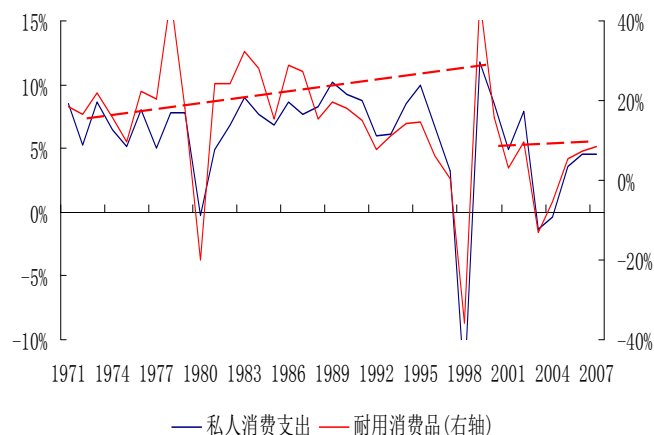


图 24. 韩国家庭消费支出及耐用消费品支出增速



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 东北证券

图 25. 韩国家庭家具、家用设备、住房等消费支出增速

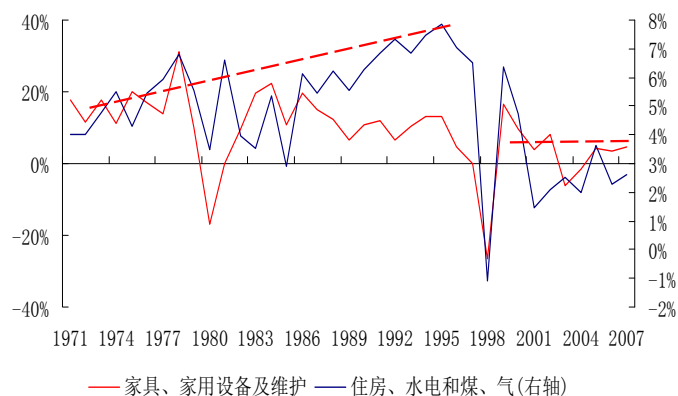
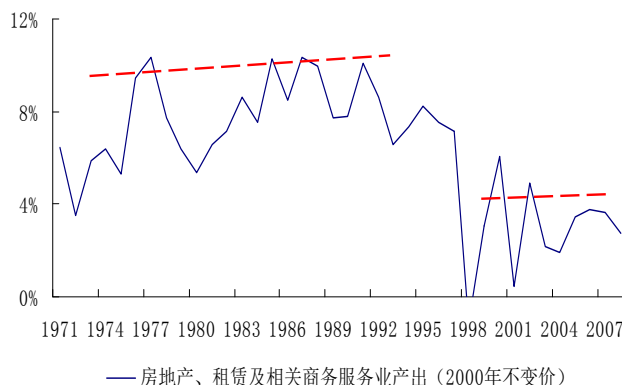


图 26. 韩国房地产、租赁及相关服务业产出增速



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 东北证券

根据我们前期发布的专题报告《中国消费结构升级研究及大消费行业的配置——美、日、韩国消费结构升级的经验与启示》中研究，我们可以看出一个规律，即居民资产配置结构发生趋势性拐点变化的时刻，往往是消费升级第一阶段（由“衣食”向“住行、康乐”升级）基本完成的时刻，其标志即耐用消费品支出占家庭总消费支出比重开始下降。

图 27. 美国耐用品占个人消费比重在 80 年代开始出现明显下滑

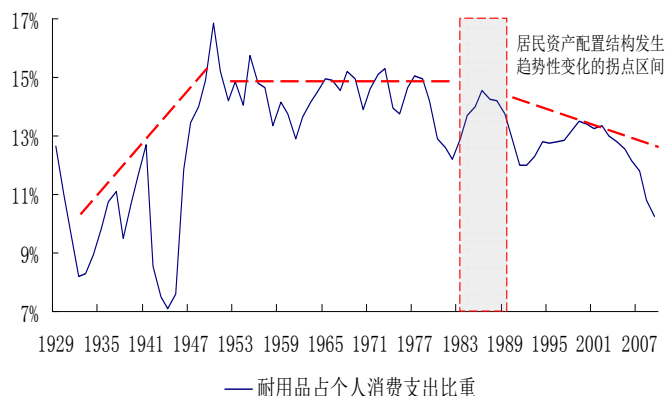
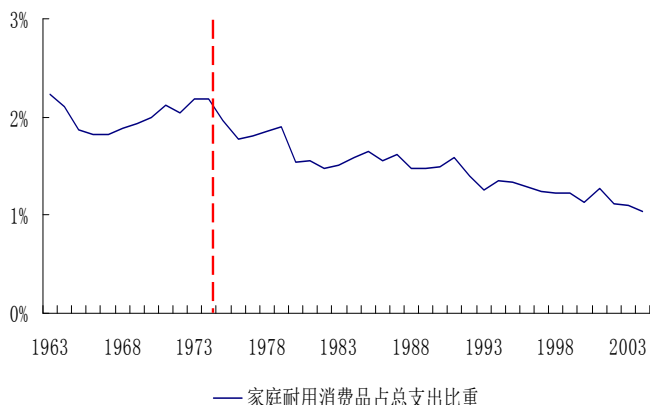
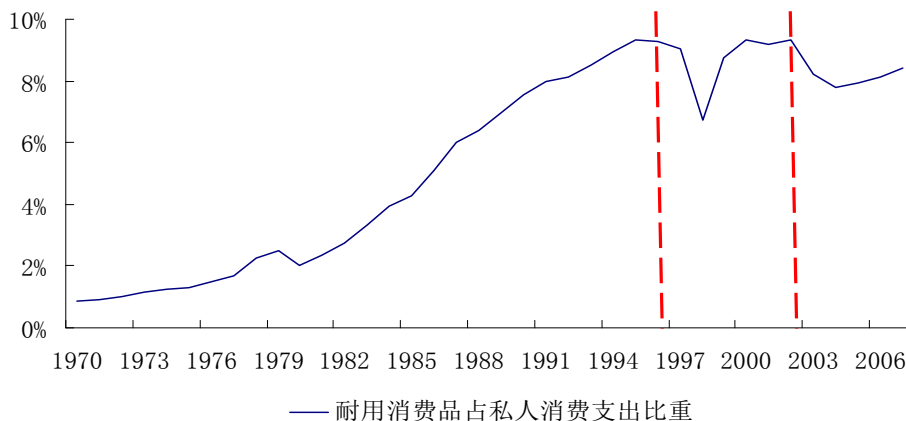


图 28. 日本家庭耐用品占总消费支出比重在 75 年开始出现下滑



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 美联储日本经济企画厅 东北证券

图 29. 韩国耐用品占个人消费比重在亚洲金融危机后才出现下滑迹象



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 东北证券

1.3 居民资产由实物向金融资产转移过程中金融资产结构变化

居民金融资产主要包括现金及存款、股票、信贷市场工具（包括各类债券等）、养老金、共同基金、非股票股权等等，下面将结合美、日、韩国经验，分别进行具体分析。

美国方面，在居民实物资产和金融资产配置发生趋势性拐点变化时（80年代初），也是经济增速开始出现下滑趋势时期。对于股票和信贷市场工具类资产，由于经济下滑，债券等信贷市场工具类资产最先受益，在金融资产中比重上升速度快于股票类资产；而股票类资产受经济影响需要持续一段时间的盘整期，该段时期可以称为经济过渡期或股市超级大牛市的酝酿期，持续时间大约十年左右（1982-1992），股票市场对此反应是，虽然面临经济下滑，但由于受益于居民资产配置结构向金融资产转移，仍呈缓慢爬升的慢牛态势；随后在经济进入相对稳定增长时期时，信贷市场工具类资产比重开始出现高点并逐渐回落，而股票类资产比重开始迅速上升，股票市场也开始走出超级大牛市。

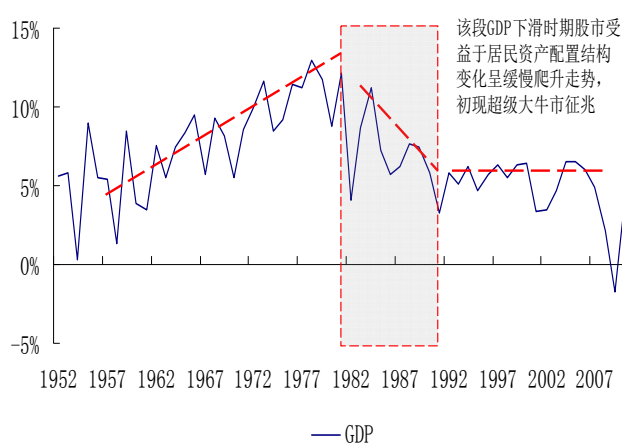
对于现金及存款类资产，其中定期存款占整个金融资产比重经历了一个先短暂上升后持续下降趋势，实际反映了居民资产配置重点由实物资产转向金融资产时，先体现为定期存款较大幅度增加，然后才逐渐转移到其他收益更高的金融资产上；而现金和活期存款，并未经历短暂上升过程，而总体呈下降趋势。在整个股市走牛的过程中，储蓄及定期存款占金融资产比重由最高的21%左右下降到9%，下降了12个百分点。

对于养老储备基金资产，随着婴儿潮一代逐渐进入老龄化阶段，该类资产占家庭金融资产比重一直到1996年都维持持续上升趋势，目前维持在18%左右。

图 30. 美国股票市场指数变化情况

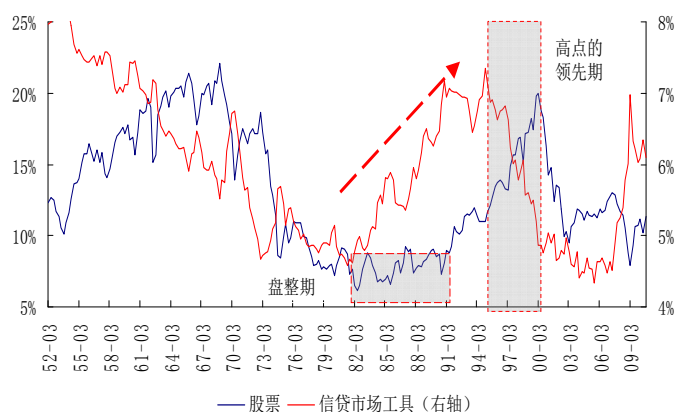


图 31. 美国经济 GDP 增速变化



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 美联储 东北证券

图 32. 美国家庭股票及债券类资产占金融资产比重变化



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 美联储 东北证券

图 33. 美国家庭信贷市场工具类资产比重变化

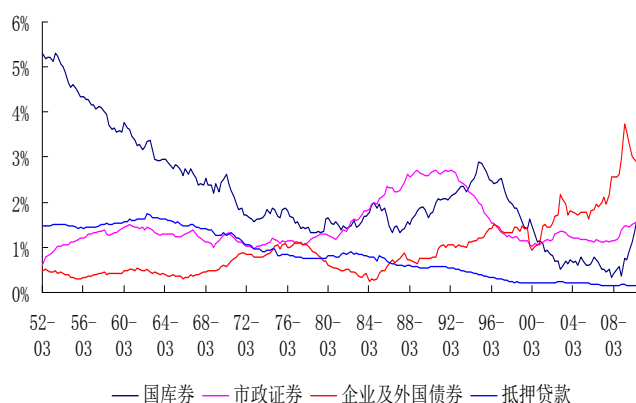
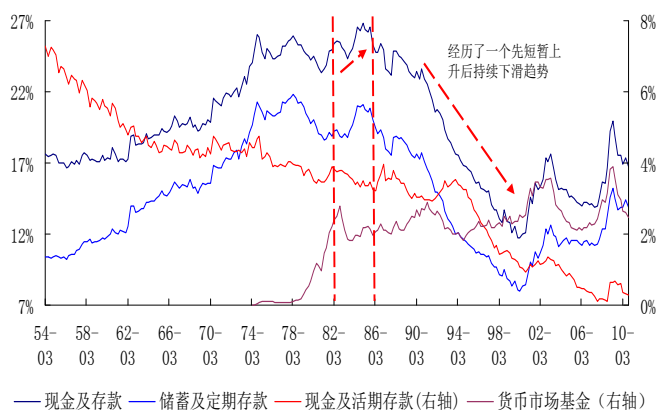
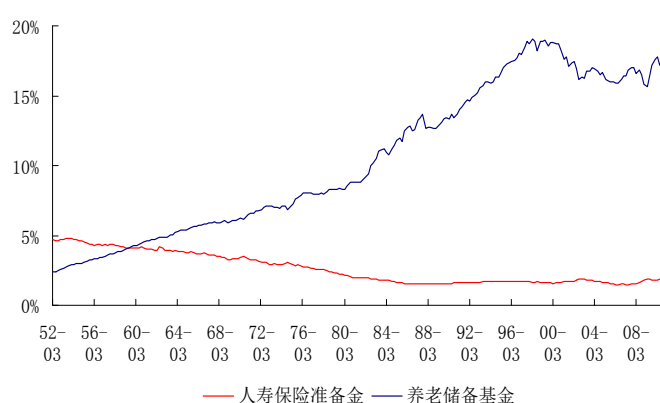


图 34. 美国家庭现金及存款类资产占金融资产比重变化



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 美联储 东北证券

图 35. 美国家庭养老储备金等资产比重变化



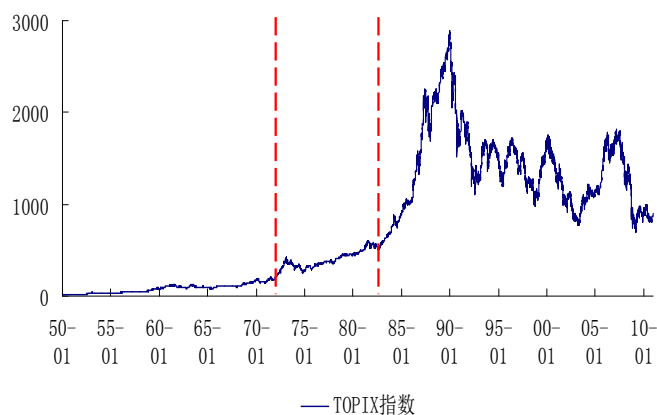
日本方面，1974 年经济开始出现下滑，消费升级第一阶段基本完成，耐用消费品支出占家庭总消费支出比重开始出现下滑，居民家庭资产配置结构也开始发生趋势性拐点变化。该段时期中，对于股票、证券投资信托基金和债券类资产，其占金融资产比重的变化过程类似于美国，即债券类资产最先受益，在金融资产比重持续上升，而股票和证券投资信托基金类资产比重则维持一段时间盘整期，该段时期也恰好是日本经济由重化工业为主导向以机械等附加值高的组装加工业转型的过渡期（见以前发布的深度专题策略报告《转型期市场方向及行业配置——日本战后产业结构调整的经验与启示》），该段盘整期大概持续了 8-9 年时间，随着转型的见效，在此期间经济逐渐由下滑进入稳定增长阶段，股市反应同样是缓慢爬升走势。随后，随着股市的快速走牛，债券类资产在居民资产比重中逐渐下降，而股票和证券投资信托基金比重迅速上升，该趋势一直持续到牛市结束。

对于现金及存款类资产，在股市中长期走牛过程中，其中定期存款占金融资产比重呈现出先上升后下降趋势，高点出现在股市开始快速走牛时期；而现金和活期存款占金融资产比重则呈总体下降趋势；随着牛市的结束，存款类资产比重开始上升，而股票和债券类资产比重都出现下降。其中，定期存款占金融资产比重在整个股市走牛过程中，下降了接近 10 个百分点（52%-42%）。

对于保险类资产，随着日本居民老龄化现象的严重，其占金融资产部比重几乎未受到股市牛熊的影响，

一直呈持续上升态势，目前维持在 25% 左右。

图 36. 日本 TOPIX 指数变化情况



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 日本经济企画厅 东北证券

图 37. 日本家庭权益类资产及债权类资产比重变化情况

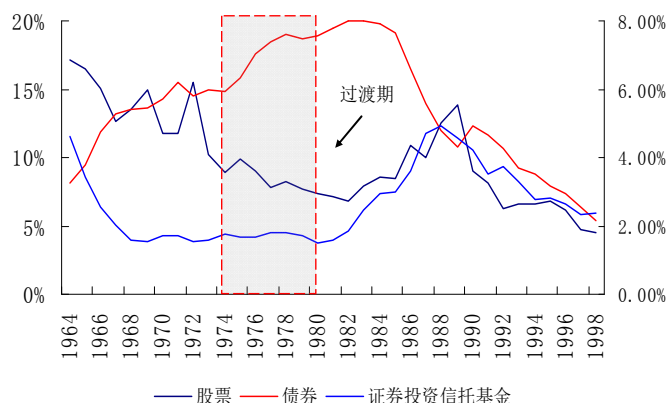
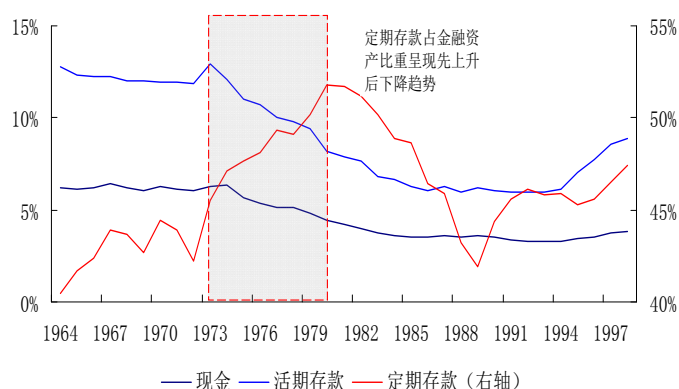
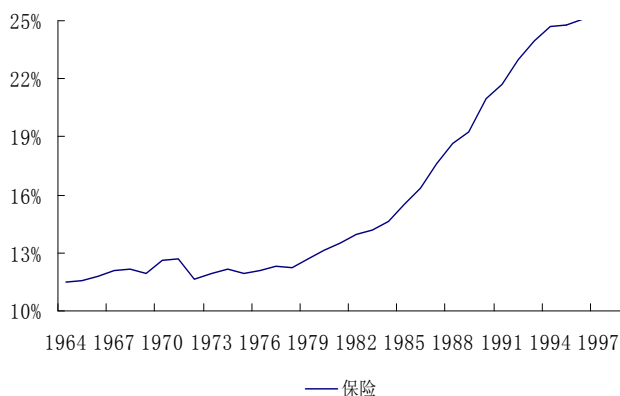


图 38. 日本家庭现金及存款类资产占金融资产比重情况



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 日本经济企画厅 东北证券

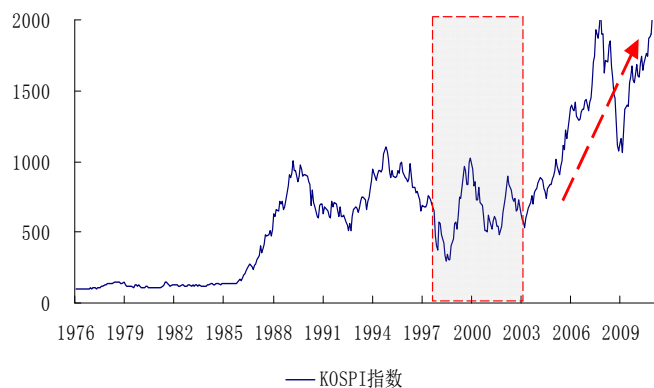
图 39. 日本家庭保险类资产占金融资产比重变化情况



韩国方面，由前面分析可知，亚洲金融危机后，韩国私人消费支出增速及耐用消费品支出占私人消费支出比重开始出现下滑态势，由此我们可推测该期间即为韩国居民消费升级第一阶段基本完成时间，也是韩国居民资产配置结构开始发生趋势性拐点所在期间。在这期间，韩国居民金融资产配置结构总体变化趋势与美、日类似，但具体不是非常相同。其中股票类资产比重并未上升，但下降速度明显趋缓，债券等非股权类资产比重明显下降，定期存款在经历长时间上升趋势后开始有回落趋势，人寿保险及退休准备金类资产长期呈上升趋势。

韩国股票市场在此期间的表现是，先经历了 6-8 年的盘整期，随后在 2003 年后走出一轮大牛市，而且从趋势上看，这波大牛市还并未结束，目前只是走过一段。一方面，这可以从韩国股市在今年 1 月份再创新高得到说明，另一方面，也可以从股票和定期存款类资产占金融资产比重变化的情况可以寻找到支撑性证据，目前韩国家庭及非盈利机构股票资产占金融资产比重下滑趋势已明显放缓，未来有望随着定期存款比重的回落逐渐上升，目前定期存款占金融资产比重为 55%，相比具有同类文化基础的日本仍非常高，虽然已较最高点回落了 4 个百分点，但从美国和日本经验看，这种幅度明显不够，至少还有 6-8 个百分点的回落空间，而定期存款向其他金融资产的转移将会使得股票市场明显受益。

图 40. 韩国 KOSPI 指数变化情况



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 东北证券

图 41. 韩国家庭股权和非股权类资产占金融资产比重变化

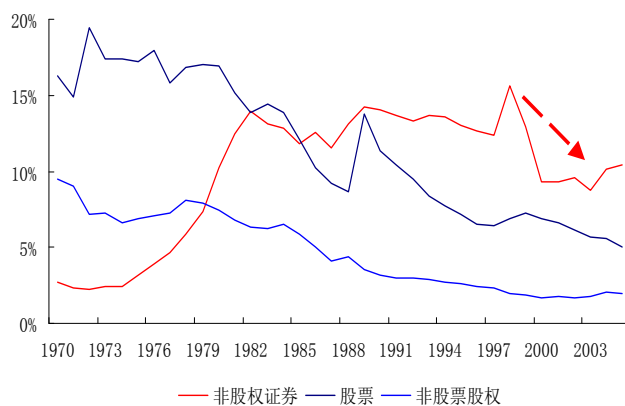


图 42. 韩国家庭现金及存款类资产占金融资产比重变化

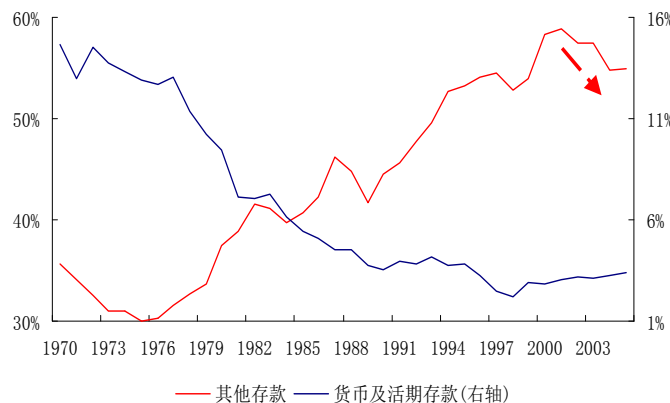
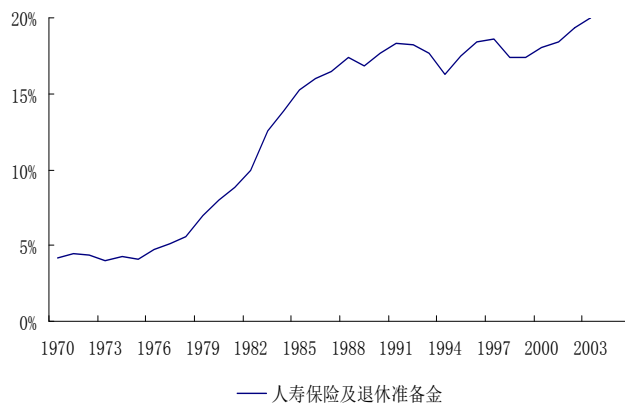


图 43. 韩国家庭人寿保险类资产占金融资产比重变化



注：其中非股权证券主要指政府及公共债券、金融债券、商业票据等固定收益类资产，其他存款主要指以定期及储蓄存款为主的存款。资料来源：WIND CEIC Bloomberg 东北证券

综上所述，我们可以看出，随着消费升级第一阶段的基本完成，居民资产配置重点逐渐由房地产、耐用消费品等实物资产向股票、债券等金融资产转移。在这个过程中，股票、债券、定期存款占金融资产比重发生趋势性拐点变化的时间，与实物资产、金融资产占总资产比重发生趋势性拐点变化的时间大致相近；具体来说，由于经济增速开始由上升趋势转为下滑趋势，因此债券类资产最先受益，在金融资产中的比重不断提升，股票类资产比重则改变下滑趋势，面临一段时间的盘整过程，持续时间大概在 6-10 年左右，但股票市场由于受益于居民资产配置重点的转移（从实物资产、定期存款、现金及活期存款等资产转向股票、债券类资产），仍呈缓慢爬升态势；随后，随着经济逐渐进入一个新的稳定增长阶段，定期存款股票类资产占金融资产比重将迅速上升，股票市场也开始走出长达数年的超级大牛市，债券类资产比重则在股市快速拉升以前开始逐渐回落，进一步转向股票类资产，加速器牛市的上升进程。

1.4 超级大牛市持续时间、幅度及变化过程：美、日、韩经验总结

前文分析了美国、日本、韩国居民资产配置结构与股票市场趋势之间的关系，得出了随着居民资产配置重点由实物资产向金融资产转移过程中，股票市场有机会走出超级大牛市的结论，对这轮牛市的持续时

间、幅度及变化过程也有了一个模糊认识，为清晰起见，下面进行一下梳理。

超级大牛市持续的时间和幅度：美国持续时间大概 18 年（1982-1999），涨幅接近 12 倍；日本持续时间大概 16 年（1974-1989），涨幅接近 9 倍；韩国由于这轮大牛市可能尚未结束，因此持续时间还不好判断，但若从亚洲金融危机结束后算起，也已经持续了将近十年多时间，涨幅已接近 5.6 倍。

超级大牛市中间的变化过程：从美、日、韩经验来看，超级大牛市都开始于经济由高速增长的上升趋势转为下滑趋势后（因为往往在经济下滑开始时，股市都会由于对经济预期极度悲观而出现一个极低点，该低点也是未来很长一段时间内再难企及的低点）；而每次趋势的转变，都是由于危机引起，美国由于两次石油危机带来经济滞胀，经济增速开始出现下滑，日本由于第一次石油危机，经济结构面临转型，由重化工业为主导转向以机械等加工装备为主的技术密集型产业；韩国由于亚洲金融危机影响，经济增速也面临着急剧下滑。

随着极度悲观预期的逐渐修正，以及居民资产配置转移，股市逐渐走出一个震荡盘整但重心缓慢上移的态势，由于并未进入新的经济增长阶段，经济变化趋势并不甚明确甚至由于通胀等多种因素出现波动，因此，股市走势波动较大，甚至面临着震荡反复。从美、日、韩经验看，该段时期大概持续 6-10 年，可称为**超级牛市的中前期**。

随着经济进入新的稳定增长阶段，股市开始进入超级牛市的中后期，也就是快速拉升时期。居民将资产从实物、定期存款、债券等逐渐转移到股票类资产，再加上稳定增长的经济背景，促使股市进入加速上涨阶段，该段时期也是利润最丰厚的时期，根据美、日经验，持续时间大概 7-8 年时间。

应特别指出的是，尽管我们认为居民资产配置结构发生趋势性拐点变化有利于股市形成超级大牛市，但考虑到居民资产配置的结果实际只是一个中间变量，其根本驱动力在于居民投资和消费需求的变化，而这又取决于经济增速、利率水平、通胀水平等多种因素。从美、日经验来看，这轮超级大牛市发生的经济背景是，经济处于一个相对稳定增长阶段、通胀水平总体不高、利率水平相对宽松、货币供应增速先下降后回升、汇率经历一个相对稳定（窄幅震荡）后升值的过程。其中，美国在 90 年代受益于以信息技术为核心的产业革命及全球化浪潮，使得经济维持了长时间的相对稳定高速增长，催生了后来的网络股泡沫；日本在 80 年代则受益于产业结构由重化工业向以机械为主的技术密集型产业转型的成功，出口大幅增加，经济维持较长时间的相对稳定高速增长，再加上长时间宽松货币政策的刺激，促成了楼市和股市的大泡沫。

图 44. 90 年代美国经济处于相对稳定增长阶段

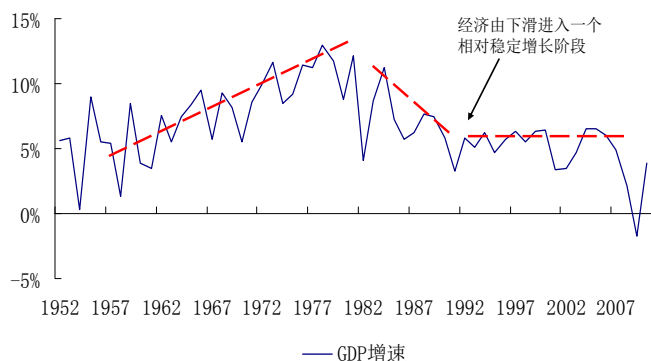
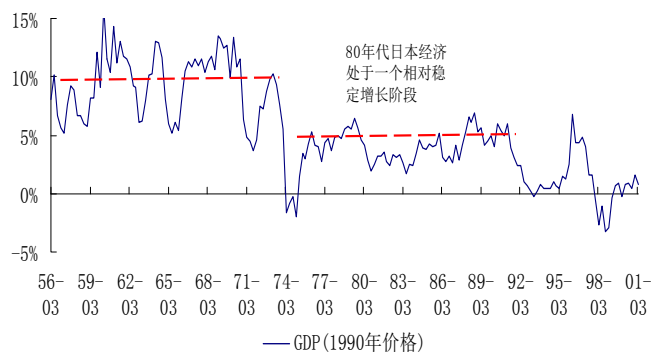
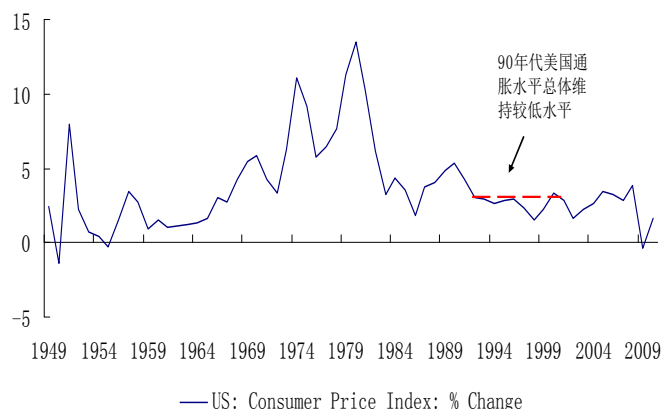


图 45. 80 年代日本经济处于相对稳定增长阶段



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 东北证券

图 46. 90 年代美国维持较低通胀水平

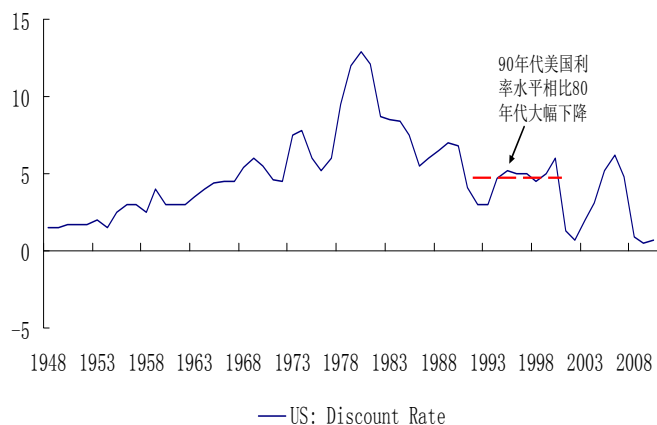


资料来源：WIND CEIC Bloomberg 东北证券

图 47. 80 年代日本通胀水平总体不高



图 48. 90 年代美国利率水平相对 80 年代大幅下降



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 东北证券

图 49. 80 年代日本通胀水平总体不高

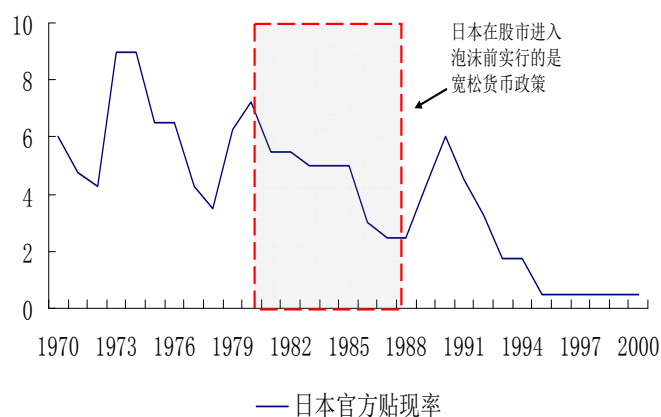
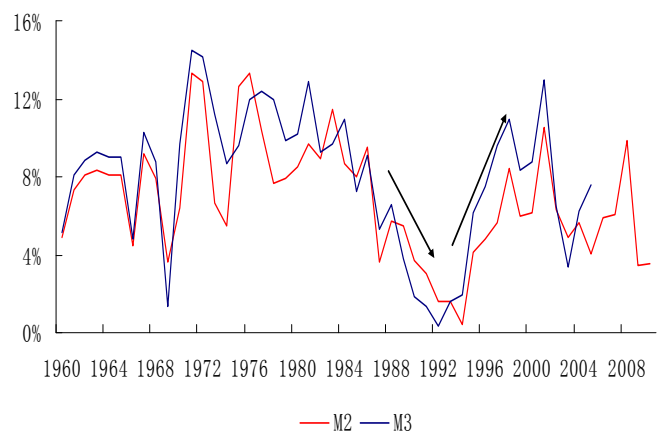


图 50. 美国货币供应增速经历先下降后上升走势



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 东北证券

图 51. 日本货币供应增速经历先下降后上升走势

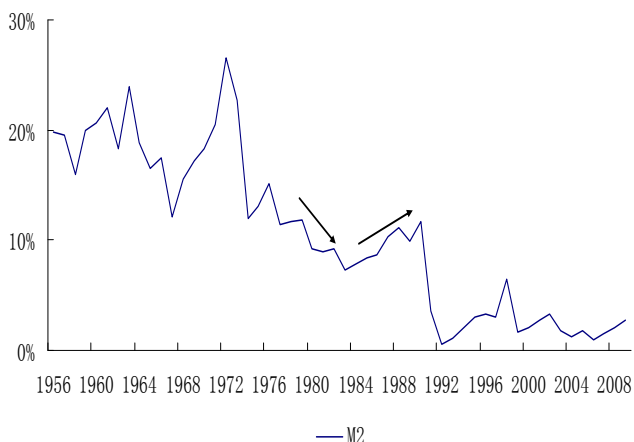


图 52. 美元指数经历一个先贬值后升值过程

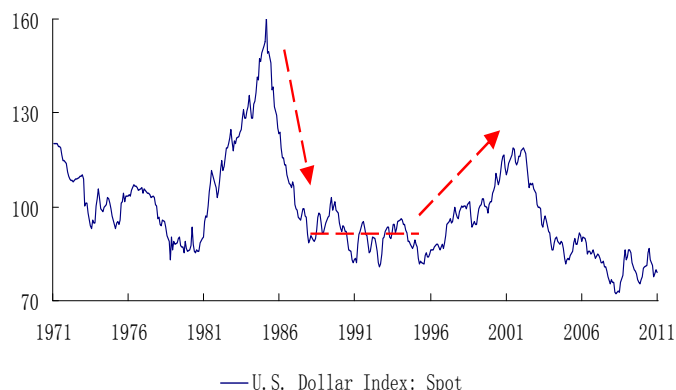
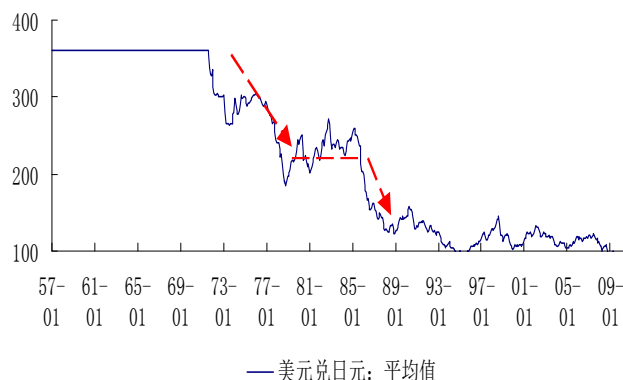


图 53. 日元兑美元总体处于一个升值过程



资料来源: WIND CEIC Bloomberg 东北证券

2 中国居民资产配置结构变化及市场中长期趋势分析

回到开篇的两个问题: (1) 房地产相关资产在整个居民资产配置组合中的比重是否已开始发生逆转?

(2) 从房地产市场转移出来的资金是否大部分都能够流入到股票市场? 经过前面分析, 我们可看出, 要回答这两个问题, 实际上就是回答中国居民资产配置结构是否已发生趋势性的拐点变化? 由于我们未获取到具体居民资产配置结构数据, 因此根据我们前面研究结果, 需要对中国居民消费支出增速及是否完成消费升级第一阶段进行分析。

从反映中国居民消费支出增速的总体指标 (如居民最终消费支出增速、社会消费品零售总额) 来看, 经过连续十年的上升, 居民消费支出增速于 2007-2008 年期间达到最高点, 随后受全球金融危机影响出现下滑趋势, 这或许意味着居民资产在消费品上的配置已经开始放缓, 中国居民总体资产配置结构可能已经开始发生趋势性的拐点变化。

图 54. 居民最终消费支出增速于 2007 年达到最高点

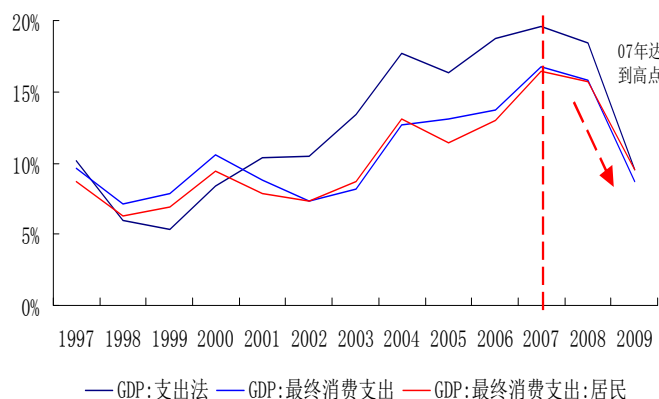
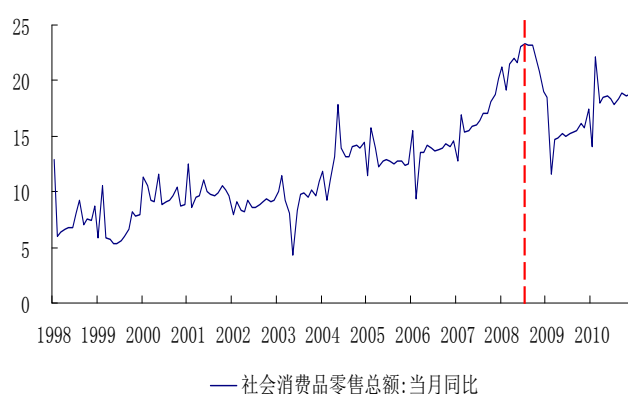


图 55. 社会消费品零售总额增速于 2008 年达到最高点



资料来源: WIND CEIC Bloomberg 东北证券

图 56. 城镇居民消费性支出增速于 2007 年达到最高点

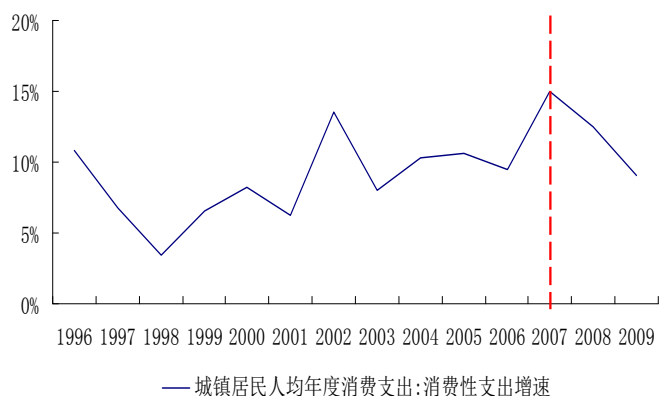
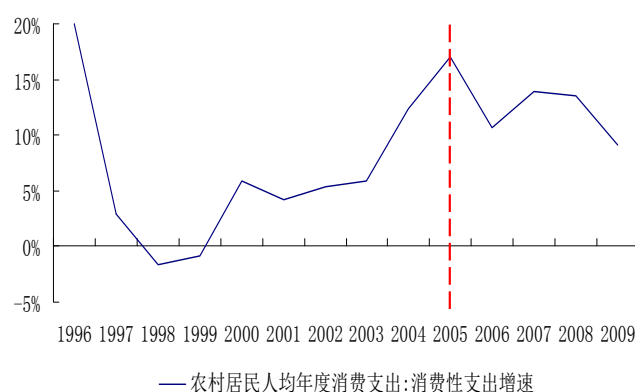


图 57. 农村居民消费性支出增速于 2005 年达到高点



资料来源: WIND CEIC Bloomberg 东北证券

事实上,除消费支出增速这个总体指标外,从一些主要消费品,如房地产销售面积和彩电、空调产量增速来看,也同样出现这种趋势。其中,房地产从 1998 年改革开始,商品房销售面积几乎连续十年高速增长(三年移动平均数据显示得非常清晰),但从 2008 年开始销售面积开始下滑,尽管 09 年增速出现大幅反弹,但已难以改变这一趋势,尤其是在政府今年出台严厉调控政策背景下;彩电和空调产量增速从 2006 年开始,增速大幅下滑,09/10 虽在家电下乡政策刺激下有所回升,但增速离 2005 年前的高速增长水平仍有较大距离。不过,也有一些主要消费品并未出现明显的下滑趋势,如汽车、洗衣机和电冰箱,对于这种差异,我们认为,(1)反映了我国总体仍未完成消费升级第一阶段(从“衣食”向“住行、康乐”升级,具体见前期发布的专题报告),部分耐用消费品如汽车、洗衣机、电冰箱等仍有望维持较高速增长,不过从这些耐用消费品的普及率看(见表 2),高速增长可能难以持续太久,逐渐进入稳定增长期概率较大;(2)形成原因与中国传统文化和消费品满足的基本功能相关。中国“家文化”氛围浓重,在城镇化进程的推动下,房地产销量增速领先汽车销量增速见顶并不奇怪;而彩电、空调和洗衣机、电冰箱的差异则可能与这些产品满足的功能需要相关¹。

图 58. 全国商品房销售面积 2008 年开始下滑一个台阶

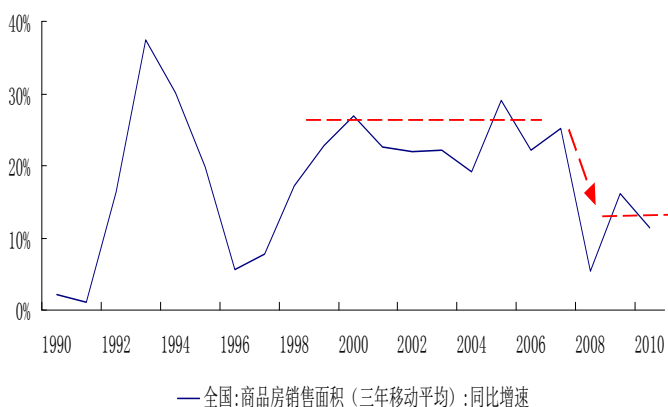
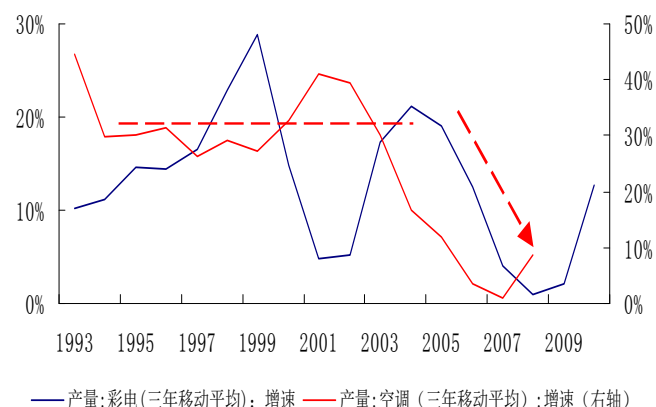


图 59. 彩电和空调产量增速在 2006 年出现明显下滑



资料来源: WIND CEIC Bloomberg 东北证券

¹ 个人对此有一种理解,但并未经过调查研究证明,权当参考,即彩电、空调的安装往往与整体房屋的装修一致,而洗衣机和电冰箱相对更移动便捷些,因此可能有滞后效应。

图 60. 汽车销量增速并未出现明显下滑趋势

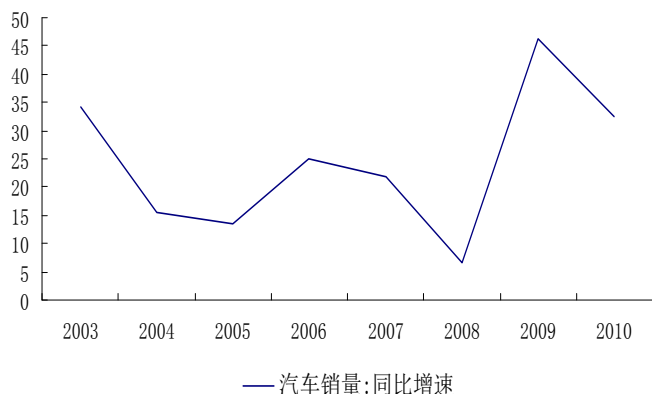
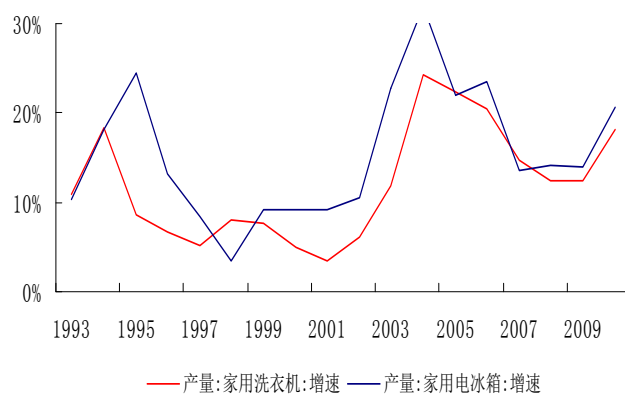


图 61. 洗衣机和电冰箱产量增速未出现明显下滑趋势



资料来源: WIND CEIC Bloomberg 东北证券

除消费支出增速放缓的证据外, 股票和存款占金融资产比重的变化也可以作为支撑性证据。如下表, 存款类资产占金融资产比重 2006 年开始出现下滑, 股票类资产占金融资产的比重也是从 2006 年开始改变下滑趋势出现上升, 具体可以将 2006 年与 2009 年第三季度相比, 上证综指都处于 2700-2800 点附近, 但股票资产比重大幅上升了 2.2 个百分点。应指出的是, 其中 2007-2008 年由于是大牛和大熊, 比重出现大幅波动, 但并不改变这种上升趋势, 事实上, 这种波动也恰好证明了在居民资产配置结构发生趋势性拐点的开市期间, 股票类资产占金融资产比重会出现一段时间的盘整波动期。对于债券类资产, 我们认为, 由于债券市场的不完善及投资门槛的限制, 普通投资者想要投资银行间债券、企业债、可转债等债券产品通常比较困难, 因此债券占金融资产比重变化难以反映居民资产配置结构的变化趋势。

表 1. 我国居民主要金融资产结构变化

	2004	2005	2006	2007	2008	2009 第三季度
本币通货	9.9	9.5	8.9	7.5	8.3	7.5
存款	71.8	72.0	68.3	54.2	66.6	64.3
证券	8.4	6.9	9.5	17.4	7.3	9.6
债券	3.5	3.1	2.8	2.0	1.5	0.7
股票	4.9	3.8	6.8	15.4	5.9	9.0
证券投资基金份额	1.1	1.2	2.2	8.9	5.0	5.0
证券客户保证金	0.7	0.7	1.2	3.0	1.4	1.6
保险准备金	7.8	8.8	9.0	8.1	11.0	12.0

资料来源: WIND 中国人民银行 东北证券

综上, 我们可以认为, 从 2006-2008 年间开始, 我国居民资产配置结构总体趋势已经开始发生趋势性的拐点变化, 房地产等实物资产的消费支出在整个居民资产配置组合中的比重将不再呈上升趋势, 居民资产配置重点将逐渐由实物资产向金融资产转移, 股票等金融资产的比重将逐渐上升。

同时应指出的是, 尽管总体趋势已发生趋势性的拐点变化, 但具体来看, 却存在明显的城乡差异。由于中国城市和农村居民消费性支出增速也表现出不同的变化趋势, 二者所处的消费升级阶段存在明显差异, 根据我们在专题报告《中国消费结构升级研究及大消费行业的配置——美、日、韩国消费结构升级的经验

与启示》中的研究,“从耐用消费品的普及程度及耐用消费品占消费支出比重来看,城镇居民消费升级第一阶段已接近基本完成,而农村居民才开始进入消费升级第一阶段不久”,再结合前面对美、日、韩国消费支出增速与资产配置结构之间关系的分析,我们认为,城乡二元消费结构的差异可能决定着城镇和农村居民资产配置结构变化的差异,城镇居民资产配置结构可能已发生趋势性的拐点变化,而农村居民资产配置重点仍在消费品上。

图 62. 城镇农村居民收入差异变化

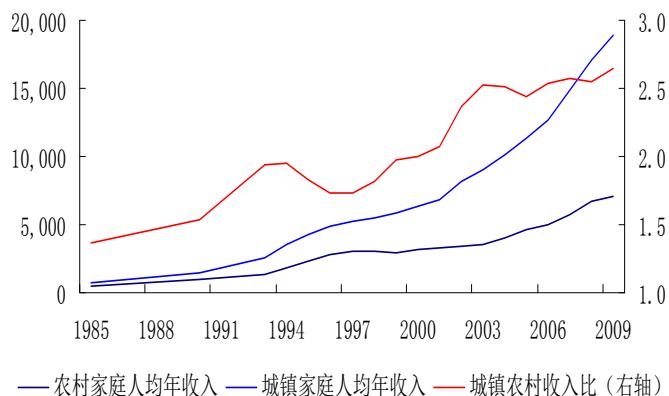
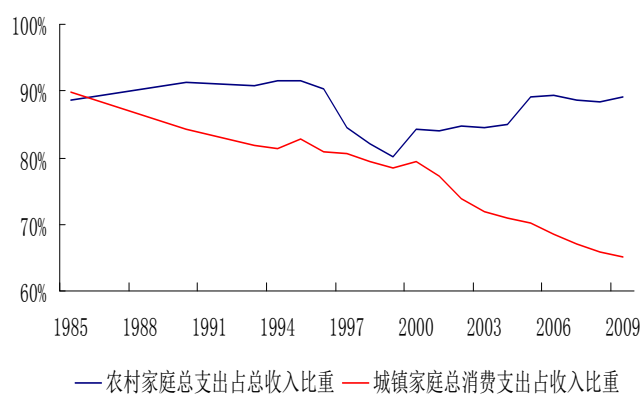


图 63. 城镇农村居民总消费支出占总收入比重



资料来源: WIND CEIC Bloomberg 东北证券

图 64. 城镇居民耐用消费品及住房占消费支出比重变化

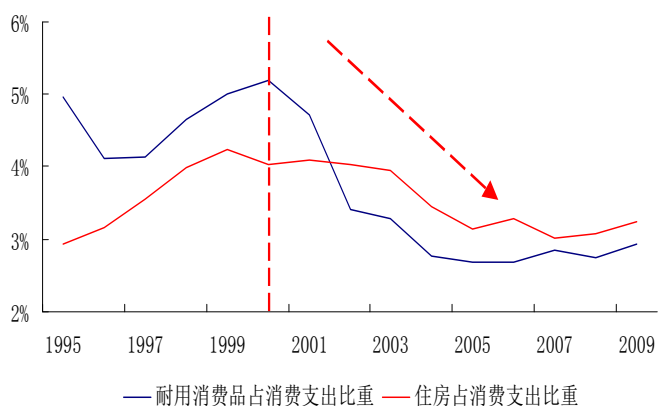
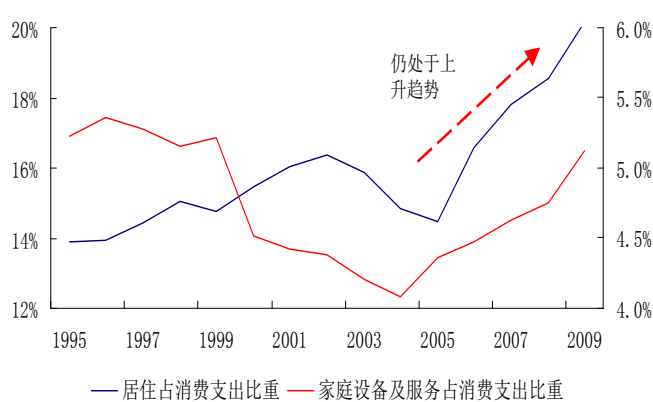


图 65. 农村居民居住及家庭设备等占消费支出比重变化



注: 由于为获取到农村居民耐用消费品数据, 因此以代理变量家庭设备及服务支出代替

资料来源: WIND CEIC Bloomberg 东北证券

表 2. 农村和城镇每百户家庭在主要耐用消费品上的拥有量 (2009) #

	彩电	洗衣机	空调机	电冰箱	电话机	抽油烟机	照相机	摩托车	家用电脑
农村	108.94	53.14	12.23	37.11	62.68	9.75	4.76	56.64	7.46
城镇	135.65	96.01	106.84	95.35	81.86 (移动电话 181.04)	69.78 (2006 年数据)	41.68	22.40	65.74

资料来源: WIND CEIC Bloomberg 东北证券

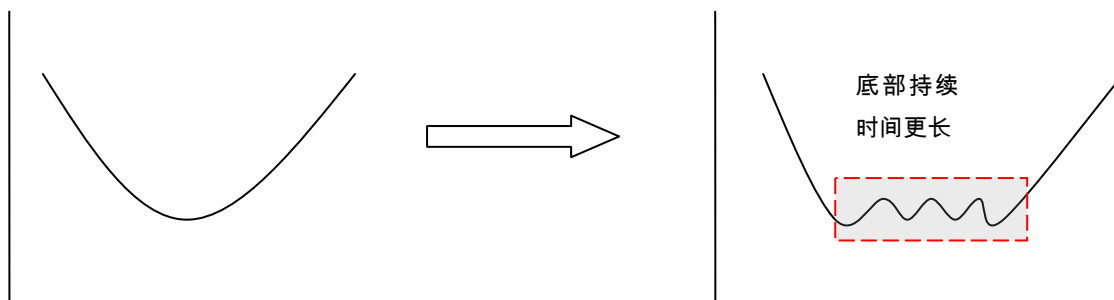
因此, 在严厉房地产调控政策下, 城镇居民资产从房地产和耐用消费品等实物资产转移到金融资产的速度可能会加快, 由于投资渠道较少, 股票市场将可能会明显受益; 而农村居民资产配置结构的变化趋势受影响程度可能不大, 消费品等实物资产比重仍可能继续上升。进一步回答开篇的问题, 即“居民资产配

置结构的总体趋势已经发生趋势性的拐点变化，而严厉房地产调控政策的出台，将加速这一趋势，但是这种加速动力主要来自于城镇居民，而非农村居民。

对于这种城镇和农村居民资产配置结构不同的变化趋势，我们认为，（1）这种差异未来将会通过城镇化进程的不断推进而逐渐得到改善；（2）将可能会拉长资产配置结构发生趋势性变化的时期，即“盘整期拉长——实物资产比重在顶部和金融资产比重在底部维持较长一段时期”（见下图），反映到股票市场，就是超级牛市的中前期——震荡盘整但重心不断上移的时间将会被拉长，甚至可能超过美、日、韩的 6-10 年时间，若以 2008 年金融危机算起，至少要持续到 2014-2018 年，再加上快速拉升时期（美、日经验是 7-8 年），该轮超级大牛市将至少要持续到 2021-2025 年。

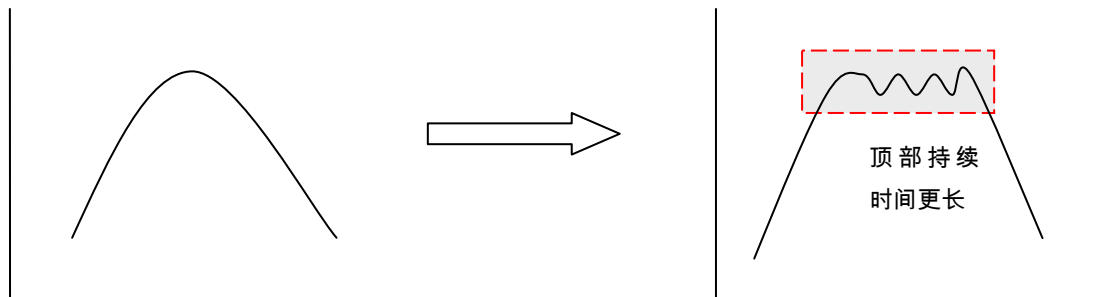
简而言之，未来 10-15 年时间将是股票市场投资的黄金时期，大胆猜测，上证综指 1 万点也是其中一个波段，该轮牛市的高点将可能是未来几十年再难企及的顶部，错过了该段时期，将可能再无如此长期系统性的上升机会。

图 66. 居民金融资产占总资产比重在底部将持续更长时间



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 东北证券

图 67. 居民实物资产占总资产比重在顶部将持续更长时间



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 东北证券

事实上，结合国外经验和目前中国经济的背景，我们对市场这种中长期趋势的大胆预测或许与中国经济的走势并不违背，主要的风险点可能在于世界大战（中国参与）、中国陷入长时间内乱或由于战略失误

进入“中等收入陷阱”阶段。

2008 年金融危机的爆发，刺激了中国经济结构转型，经济进入结构调整期，这点与美国 80 年代和日本 70 年代面临的情形类似，都是在经过高速增长后，由于世界性危机刺激经济转型，在经过一段时间的调整期后，经济寻找到新的增长动力，进入到相对稳定增长阶段。

美国方面，两次石油危机的爆发，使得整个经济在 70 年代陷入了滞胀，随后，里根政府采取了一系列的结构调整政策，具体如减税、确定以技术领先产业为核心的竞争力提升战略、增加对研究与开发投入和国防投资、对电信等自然垄断行业引入竞争对象等；金融政策方面则以“紧货币、松财政”的搭配为主；汇率方面大幅波动，1980-1985 年持续升值以抑制通胀，但出口竞争力大幅削弱，1985 年后通过七国集团会议迫使其他国家货币升值；过渡期间股票市场也大幅波动，反映了人们对结构调整的经济前景抱有不不确定预期；经过 80 年代的转型后，随着信息技术和网络技术为先导、以知识为基础、以生产率增长和结构转换为特征的新经济的崛起，美国再次进入新的增长阶段，从 1991 年 3 月开始进入了战后最长的增长期，股票市场也快速大幅上升，在网络股泡沫的刺激下形成了超级大牛市。

日本方面，在第一次石油危机的刺激下，日本经济逐渐面临转型，由重化工为主导转向以机械等附加值高、技术密集型的组装加工装配业为主导，在转型期间，由于对经济前景不确定，市场波动幅度较大，但总体呈震荡盘整、重心不断上移格局；随着转型的见效，出口的大幅增加，经济逐渐进入稳定增长阶段，再在低利率的宽松货币政策刺激下，市场走出了一波波澜壮阔的超级大牛市行情。

目前中国正处于转型期，在未寻找到新的经济增长点、前景尚不确定前，市场波动幅度加大，总体呈震荡盘整、重心不断上移格局，这点可以从过去 2 年市场走势可以看出，从 2008 年最低点 1664 开始算起，底部总体呈现不断抬高走势，2010 年全年上证综指波动空间在 2600-3300 点之间，总体振幅不到 30%。我们认为，由于经济仍处于转型期，这种总体震荡盘整、重心不断上移的格局仍将维持较长时间，直到经济出现新的增长动力、进入相对稳定增长阶段为止，预计该段时间至少要到 2014-2018 年。

应特别强调的是，（1）在这段过渡期间，市场并不是没有牛市（趋势性的机会），而是指与相对未来可能出现的超级大牛市相比，这些牛市只是其中的小波段；（2）这段过渡期间，市场波动较大，有可能会出现大起大落，一方面是由于处于过渡期，经济波动较大原因所致，另一方面，则是由于居民资产配置逐渐由实物资产向金融资产转移，使得羊群效应会更加明显。

表 3. 美国超级大牛市中前期市场指数表现

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
振幅	27.17%	21.74%	9.00%	27.59%	26.83%	39.00%	12.49%	26.99%	19.25%	16.70%	12.81%
涨幅	17.63%	21.74%	-5.46%	27.59%	26.83%	-0.73%	12.49%	26.99%	-4.31%	13.32%	11.64%

注：由于数据基础是以月为基准，不是日收盘价，因此振幅的计算并不精确，只能大致反映变化幅度或趋势；

资料来源：WIND CEIC Bloomberg IMF 东北证券

表 4. 日本超级大牛市中前期市场指数表现

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
振幅	35.92%	24.18%	17.65%	11.54%	24.33%	6.40%	10.90%	21.81%	16.07%	27.38%
涨幅	-8.41%	17.89%	15.28%	-5.21%	21.02%	1.01%	6.66%	14.62%	3.66%	22.24%

注：数据基础是 TOPIX 指数日收盘价；

资料来源：WIND CEIC Bloomberg IMF 东北证券

3 结论

通过上述分析，我们可以得出如下观点：

(1) 超级大牛市并不是发生在经济增速呈上升趋势阶段，而是发生在经历一段高速增长期和下滑期后的稳定增长阶段，形成这种结果的重要原因是居民资产配置结构的变化。

美、日、韩国经验启示，经济增速相比高速增长期的回落（一个台阶）并不会造成股票市场陷入长期熊市，相反却有可能会形成一段超级大牛市，这点与我们的日常观念相冲突。对于其形成原因，我们认为，经济增速、居民收入或资产增速等指标并不能很好进行解释，它们长期正增长只能解释股市中长期向上的原因，而不能解释超级大牛市发生在经济增速相比高速增长期回落一个台阶后的稳定增长阶段；更好的解释指标是居民资产配置结构。在经济增速由高速增长期转为回落后，居民在房地产、耐用消费品等实物资产上的配置也逐渐达到高点，资产配置结构开始发生趋势性的拐点变化，即逐渐由实物资产向金融资产转移，这种转移的过程有利于整个金融市场的发展，促使股票市场形成超级大牛市。

超级大牛市持续的时间和幅度：美国持续时间大概 18 年（1982-1999），涨幅接近 12 倍；日本持续时间大概 16 年（1974-1989），涨幅接近 9 倍；韩国由于这轮大牛市可能尚未结束，因此持续时间还不好判断，但若从亚洲金融危机结束后算起，也已经持续了将近十年多时间，涨幅已接近 5.6 倍。

超级大牛市中间的变化过程：从美、日、韩经验来看，超级大牛市都开始于经济由高速增长的上升趋势转为下滑趋势后，而这种趋势的转变，都是由于危机引起，随着危机带来极度悲观预期的逐渐修正，以及居民资产配置转移，股市逐渐走出一个震荡盘整但重心缓慢上移的态势，由于并未进入新的经济增长阶段，经济变化趋势并不甚明朗，甚至由于通胀等多种因素出现波动，因此，股市走势波动较大，甚至面临着震荡反复。从美、日、韩经验看，该段时期大概持续 6-10 年，可称为超级牛市的中前期。而随着经济进入新的稳定增长阶段，股市开始进入超级牛市的中后期，也就是快速拉升时期，居民将资产从实物、定期存款、债券等逐渐转移到股票类资产，再加上稳定增长的经济背景，促使股市进入加速上涨阶段，该段时期也是利润最丰厚的时期，根据美、日经验，持续时间大概 7-8 年时间。

应特别指出的是，尽管我们认为居民资产配置结构发生趋势性拐点变化有利于股市形成超级大牛市，但考虑到居民资产配置的结果实际只是一个中间变量，其根本驱动力在于居民投资和消费需求的变化，而这又取决于经济增速、利率水平、通胀水平等多种因素。从美、日经验来看，**这轮超级大牛市发生的经济背景是，经济处于一个相对稳定增长阶段、通胀水平总体不高、利率水平相对宽松、货币供应增速先下降后回升、汇率经历一个相对稳定（窄幅震荡）后升值的过程。**

(2) 金融资产结构中，股票、债券、定期存款占金融资产比重发生趋势性拐点变化的时间，与实物资产、金融资产占总资产比重发生趋势性拐点变化的时间大致相近，而保险类资产随着受益于人口老龄化，占金融资产呈持续上升趋势（18-25%之间）。

具体来说，由于经济增速开始由上升趋势转为下滑趋势，因此债券类资产最先受益，在金融资产中的比重不断提升，股票类资产比重则改变下滑趋势，面临一段时间的盘整过程，持续时间大概在6-10年左右，但股票市场由于受益于居民资产配置重点的转移（从实物资产、定期存款、现金及活期存款等资产转向股票、债券类资产），仍呈缓慢爬升态势；随后，随着经济逐渐进入一个新的稳定增长阶段，定期存款股票类资产占金融资产比重将迅速上升，股票市场也开始走出长达数年的超级大牛市，债券类资产比重则在股市快速拉升以前开始逐渐回落，进一步转向股票类资产，加速器牛市的上升进程。

(3) 私人或家庭消费支出增速及各种主要消费品支出增速等指标可以作为居民家庭资产配置结构变化的表征指标。

基于居民资产配置结构变化原因主要取决于对投资和消费侧重点的变化的思考，并结合对美、日、韩等国多重经济指标分析，我们认为，消费支出增速尤其是私人或家庭消费支出增速的变化可以作为资产配置结构变化的表征指标，体现的结果就是私人消费支出增速呈现上升趋势时，房地产、耐用消费品等实物资产在总资产所占比重上升，金融资产所占比重相对降低；而消费支出增速出现中长期回落趋势时，股票、债券等金融资产在总资产比重上升，而消费品等实物资产所占比重相对降低。

除消费支出增速指标外，更具体的指标还有各种耐用消费品支出增速、非耐用消费品、服务消费支出增速、与“住”相关家庭经营支出增速等等。根据我们前期发布的专题报告《中国消费结构升级研究及大消费行业的配置——美、日、韩国消费结构升级的经验与启示》中研究，我们可以看出一个规律，即居民资产配置结构发生趋势性拐点变化的所处时间，往往是消费升级第一阶段（由“衣食”向“住行、康乐”升级）基本完成的时刻，其标志即耐用消费品支出占家庭总消费支出比重开始下降。

(4) 未来10-15年时间将是股票市场投资的黄金时期，大胆猜测，上证综指1万点也只是其中一个波段，该轮牛市的高点将可能是未来几十年再难企及的顶部，错过了该段时期，将可能再无如此长期系统性的大幅上升机会。

从反映中国居民消费支出增速的总体指标（如居民最终消费支出增速、社会消费品零售总额）来看，经过连续十年的上升，居民消费支出增速于2007-2008年期间达到最高点，随后受全球金融危机影响出现下滑趋势，这种趋势的下滑或许意味着居民在消费品资产上的配置已经开始放缓，中国居民总体资产配置结构或已开始发生趋势性的拐点变化。

事实上，除消费支出增速这个总体指标外，从一些主要消费品，如房地产销售面积和彩电、空调产量增速来看，也同样出现这种趋势；另外，股票和存款占金融资产比重的变化也可以作为支撑性证据。

因此，我们认为，从2006-2008年间开始，我国居民资产配置结构总体已经开始发生趋势性的拐点变化，房地产等实物资产的消费支出在整个居民资产配置组合中的比重将不再呈上升趋势，居民资产配置重

点将逐渐由实物资产向金融资产转移。

但同时应指出的是，尽管总体趋势已发生趋势性的拐点变化，但却存在明显的城乡差异。由于中国城市和农村居民消费性支出增速也表现出不同的变化趋势，二者所处的消费升级阶段存在明显差异，根据我们专题报告《中国消费结构升级研究及大消费行业的配置——美、日、韩国消费结构升级的经验与启示》中的研究，“从耐用消费品的普及程度及耐用消费品占消费支出比重来看，城镇居民消费升级第一阶段已接近基本完成，而农村居民才还未完成”，再结合前面对美、日、韩国消费支出增速与资产配置结构之间关系的分析，我们认为，城乡二元消费结构的差异可能决定着二者居民资产配置结构变化的差异，城镇居民资产配置结构可能已发生趋势性的拐点变化，而农村居民资产配置重点仍在消费品上。因此，在严厉房地产调控政策下，城镇居民资产从房地产和耐用消费品等实物资产转移到金融资产的速度可能会加快，由于投资渠道较少，股票市场将可能会明显受益；而农村居民资产配置结构的变化趋势受影响程度可能不大，消费品等实物资产比重仍可能继续上升。换言之，即“居民资产配置结构的总体趋势已经发生趋势性的拐点变化，而严厉房地产调控政策的出台，将加速这一趋势，但是这种加速动力主要来自于城镇居民，而非农村居民。

对于这种城镇和农村居民资产配置结构不同的变化趋势，我们认为，（1）未来这种差异将会通过城镇化进程的不断推进而逐渐得到改善；（2）将可能会拉长资产配置结构发生趋势性变化的时期，即“盘整期拉长——实物资产比重在顶部和金融资产比重在底部维持较长一段时期”，反映到股票市场，就是超级牛市的中前期——震荡盘整但重心不断上移的时间将会被拉长，甚至可能超过美、日、韩的6-10年时间，若以2008年金融危机算起，至少要持续到2014-2018年，再加上快速拉升时期（美、日经验是7-8年），该轮超级大牛市将至少要持续到2021-2025年。

简而言之，未来10-15年时间将是股票市场投资的黄金时期，大胆猜测，上证综指1万点也是其中一个波段，该轮牛市的高点将可能是未来几十年再难企及的顶部，错过了该段时期，将可能再无如此长期系统性的大幅上升机会。

事实上，结合国外经验和目前中国经济的背景，我们对市场这种中长期趋势的大胆预测或许与中国经济的走势并不违背，主要的风险点可能在于世界大战（中国参与）、中国陷入长时间内乱或由于战略失误进入“中等收入陷阱”阶段。

2008年金融危机的爆发，刺激了中国经济结构转型，经济进入结构调整期，这点与美国80年代和日本70年代面临的情形类似，都是在经过高速增长后，由于世界性危机刺激经济转型。目前中国正处于转型期，在未寻找到新的经济增长点、前景尚不确定前，市场波动幅度加大，总体呈震荡盘整、重心不断上移格局，这点可以从过去2年市场走势可以看出，从2008年最低点1664开始算起，底部总体呈现不断抬高走势，2010年全年上证综指波动空间在2600-3300点之间，总体振幅不到30%。

我们认为，由于经济仍处于转型期，这种总体震荡盘整、重心不断上移的格局仍将维持较长时间，直到经济出现新的增长动力、进入相对稳定增长阶段为止，预计该段时间至少要持续到2014-2018年。应特别强调的是：（1）在这段过渡期间，市场并不是没有牛市（趋势性的机会），而是指与相对未来可能出现的

超级大牛市相比，这些牛市只是其中的小波段；（2）这段过渡期间，市场波动较大，有可能会出现大起大落，一方面是由于处于过渡期，经济波动较大原因所致，另一方面，则是由于居民资产配置逐渐由实物资产向金融资产转移，使得羊群效应会更加明显。

附录 1：居民存款余额、股票和债券市值及投资者开户统计

图 68. 金融机构各项存款余额变化

单位：亿元

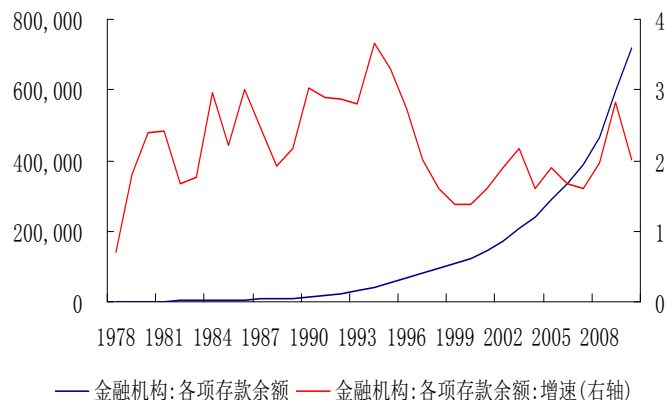
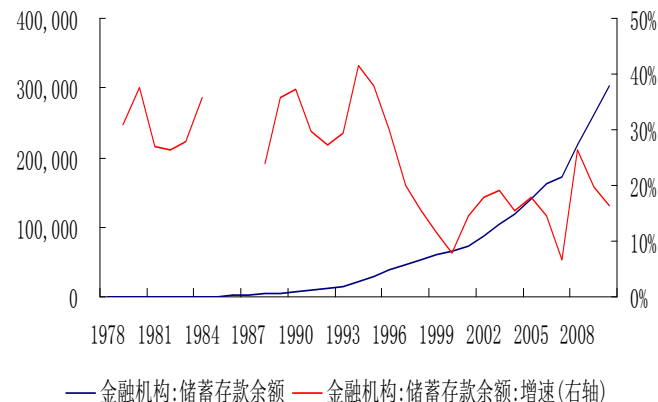


图 69. 金融机构储蓄存款余额变化

单位：亿元



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 东北证券

图 70. 债券市值及境内上市公司市值变化

单位：亿元

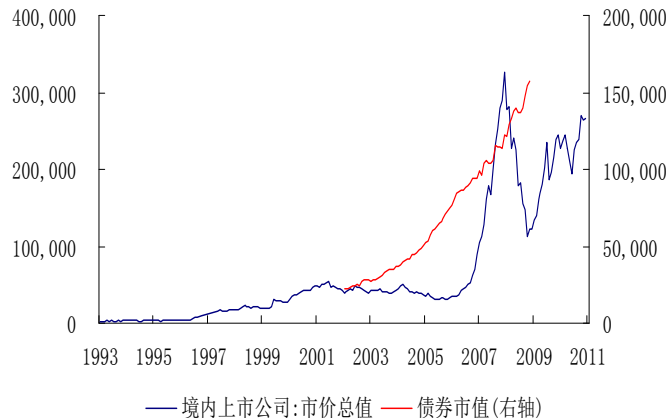
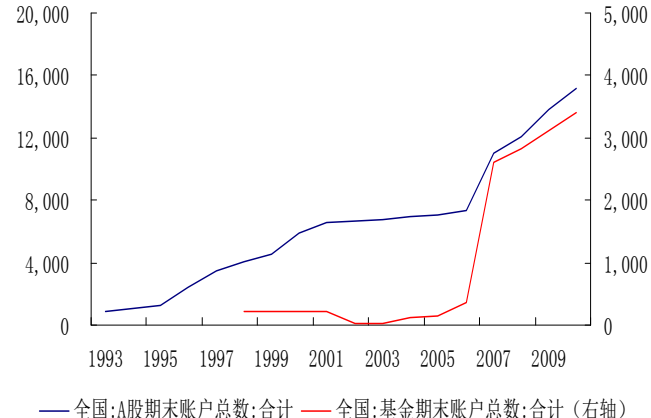


图 71. 投资者开户数情况

单位：万户



资料来源：WIND CEIC Bloomberg 东北证券

附录 2：严厉调控下地产资金再配置的规模测算

根据我们策略组分析师沈正阳的分析，以限购令、房产税等为代表的地产调控，将有望对冲政策紧缩下对虚拟市场资金挤压的力度，就地产资金再配置的规模或潜力来看，可能大概有约 8000 亿的年化资金从地产配置中转移出来，测算过程如下，具体见《2 月 A 股投资策略报告，再配置孕育市场反弹》中的分析。

具体测算如下：

以 2011 年固定资产投资增速 20%、28.9 万亿的固定资产投资规模，以信贷投资比 30%的低值计算，则 2011 年需要信贷的名义额在 8.7 万亿。以 2011 年投放信贷 7.5 万亿计算，则信贷紧缩需要其他市场挤压 1.2 万亿左右的资金，即基于经济平稳增长、货币信贷紧缩，实体经济需要从其他市场额外吸纳的资金年化的规模在 1.2 万亿左右。

地产调控，将制约房地产的销量。根据 2010 年 4 月地产调控以及北京等地的限购作为本轮新增对地产销量的情景，假定房价保持相对稳定，即销售额的增速等于销售面积的增速。2010 年 5 月住宅类商品房环比销售面积回落 15.6%，而 2007-2009 年 5 月销售面积的环比分别为 11.8%、2.1%、10.6%。因此，以 2%为最近几年商品房销售的自然增长率、以 15.6%为地产调控对应的静态冲击效应，则至少短期几个月内，受政策影响，房地产销售面积增速环比将可能由正增长转为负增长，冲击效应为 17.7% (2.1%+15.6%)。因此，以 2010 年 9.3 亿平米的住宅销售面积、4.4 万亿的销售额计算，考虑地产调控对自然增量以及相对增量的影响，以销售面积环比回落 17.7%计算，则持续严格的限购政策以及地产调控，将有利于从地产配置中转移约 8000 亿的年化资金。

考虑到 2011 年实际信贷规模的数额与 7.5 万亿的偏差，地产调控下社会财富再配置规模在月度分布以及规模总量的不确定性，以及城镇化进程中商品房较高的自然增速(高于 2.1%、可能在 5-10%)，我们认为，地产配置中可供转移的资金规模应该在 8000 亿以上。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益15%以上;

谨慎推荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益5—15%;

中 性:在未来6—12个月内,股票的持有收益在市场平均收益±5%之间;

回 避:在未来6—12个月内,股票的持有收益低于市场平均收益5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。