



2021年2月5日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

金信期货研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

王志萍

从业资格编号 F3071895

投资咨询编号 Z0015287

wangzhiping @jinxinqh.com

021-80197162

从人均 GDP 看股市相对趋势

——以美国、日本为例

内容提要

尽管 GDP 并不完美，但它是衡量一个经济体规模和兴衰的最佳指南。主流经济学家习惯性将人均 GDP 达到 1 万美元视作一个重要的分水岭，认为这标志着该国经济社会整体发展达到中等发达国家水平。

从发达国家的经验和国际经济发展轨迹来看，当一个国家或地区人均 GDP 达到 1 万美元以后，经济发展和运行呈现出以下几个特征：一是经济发展由快速增长转入平稳增长；二是产业结构向高技术产业转型；三是消费需求快速提升；四是技术创新成为产业结构转型的重要引擎；五是居民资产配置向金融资产转变。

从经济结构上来看，当前中国经济在居民账户、宏观账户和产业结构转型等方面都和美国的 70 年代末-80 年代初相似。从股市投资者结构来看，当前 A 股的投资者结构与 80 年代美国国内机构投资者逐渐崛起较为相似。80 年代，美国股市投资者向机构投资者转变。从人口结构上看，中国的人口年龄结构、劳动力结构、老龄化水平与美国 70 年代末-80 年代初较为接近。从消费结构上看，当前我国最终消费支出占名义 GDP 比重不足 60%，不仅远低于主要西方国家，同时大幅低于日本、韩国等东亚国家，扩大内需还有较大空间。从居民资产配置上看，近年来随着居民财富的积累，居民对金融资产的需求提升，同时随着房地产投资属性下降，在“房住不炒”政策的引导下，国内房价涨幅趋缓，房地产的投资吸引力降低。与 80 年代日本相比，当前中国经济存在经济增速换挡、本币升值、房地产泡沫、人口老龄化等问题。

当前 A 股市场上，科技、医药以及消费是三大领涨行业，背后原因和美国类似。从欧美发达国家的经济发展经历和股市特点来看，经济的持续发展需要以来科技创新的支持。结果美国和日本的经验来看，未来十年 A 股市场将迎来黄金十年，科技和消费仍是市场主线。



一、中美日人均 GDP 变化

尽管 GDP 并不完美，但它是衡量一个经济体规模和兴衰的最佳指南。世界银行将世界经济体划分为四个收入档次，分别是低收入、中等偏下收入、中等偏上收入和高收入国家。按此标准，一个国家或地区人均 GDP 达到 1 万美元时，属于中等偏上收入经济体。主流经济学家习惯性将人均 GDP 达到 1 万美元视作一个重要的分水岭，认为这标志着该国经济社会整体发展达到中等发达国家水平。上世纪七八十年代，发达国家相继实现了人均 GDP 1 万美元的突破，日本、韩国和欧美发达国家成功跨越这道“分水岭”后，经济普遍保持了 10 年以上的高速增长，美国、日本人均 GDP 相继突破 1 万美元后的 80 年代，世界格局发生了显著变化，由于美国的地位相对下降，而后起的其他国家的地位迅速上升，形成了美、日、西·欧“三足鼎立”的格局。但是俄罗斯、巴西、墨西哥等国家在人均 GDP 突破 1 万美元后落入了“中等收入陷阱”，发展模式碰到了瓶颈。

图表 1：全世界经济体收入组别（单位：美元）

组别	2020年7月1日 (新)	2019年7月1日 (旧)
低收入	< 1,036	< 1,026
中等偏下收入	1,036 - 4,045	1,026 - 3,995
中等偏上收入	4,046 - 12,535	3,996 - 12,375
高收入	> 12,535	> 12,375

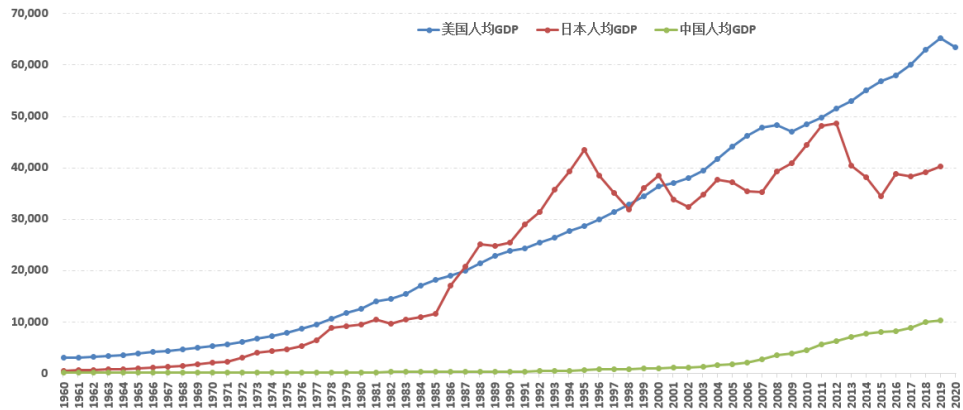
资料来源：世界银行、金信期货研究院

美国作为全球第一大经济体，其人均 GDP 长期领先于其它国家。1979 年，美国人均 GDP 首次突破 1 万美元大关。之后 1987 年，美国人均 GDP 上升至 2 万美元。1999 年，美国人均 GDP 达 3.5 万美元。2019 年，美国人均 GDP 超过了 6.5 万美元。

按照世界银行公开的信息，1981 年日本的人均 GDP 突破了 1 万美元。90 年代初，日本的人均 GDP 不但高于德、英、法等国，也高于美国。1995 年，日本的人均 GDP 达到 4.25 万美元的高峰（高达美国的 148%）。2000 年后，日本人均 GDP 就一直低于美国。2015 年日本人均 GDP 回落到 3.25 万美元（仅为美国的 57%），随后在 2017、2018 年，日本的人均 GDP 甚至低于德国、英国和法国。日本 2019 年人均 GDP 低于 4 万美元，与 2010 年相比下降约 11%。

我国人均 GDP 长期低于欧美发达国家，不过增势稳定且呈加速增长。过去 40 年中国人均 GDP 的年平均增长率 9.5%。中国人均 GDP 自 2001 年跨过 1000 美元的“温饱”关口，开始带动一系列的大宗商品的消费。2005 年，我国人均 GDP 超过 1500 美元，在此期间住房消费进入快速增长期。2019 年，中国人均 GDP 首次突破 1 万美元。目前，我国经济总量高，但人均 GDP 并不高，处于中等偏上收入国家行列。

图表 2: 中美日人均 GDP 变化



资料来源: 世界银行、金信期货研究院

图表 3: 主要国家人均 GDP 突破 1 万美元年份

国别	人均 GDP 突破 1 万美元年份
美国	1978 年
德国	1979 年
日本	1981 年
韩国	1994 年
巴西	2010 年
中国	2019 年

资料来源: 世界银行、金信期货研究院

根据发达国家的经验, 虽然国与国之间存在较大的差异, 但是经济增长结构转换点与人均 GDP 水平存在基本的一致性。从发达国家的经验和国际经济发展轨迹来看, 当一个国家或地区人均 GDP 达到 1 万美元以后, 经济发展和运行呈现出以下几个特征:

一是经济发展由快速增长转入平稳增长。在人均 GDP 突破 1 万美元后的相当长时间内, 以美国为代表的发达国家经济由原来的快速发展期进入平稳增长期, 经济周期呈现平稳化趋势。以韩国和日本为例, 韩国在人均 GDP 超过 1 万美元之后, 在之后的 15 年里保持 4%-5% 的增长, 而 80 年代日本经济平均增速从由原来的 10% 下降到 5% 左右, 然而尽管日本经济增速下台阶, 产业结构优化带来的经济增长却更加持久稳定。美国经济在 80 年代也出现平稳增长, 这十年间美国的年 GDP 增长率基本保持在 2%-3%。

二是产业结构向高技术产业转型。人均 GDP 突破 1 万美元后, 美、日等国进一步推进产业结构调整, 促进经济结构优化升级。80 年代, 美国政府利用一系列政策措施, 成功地通过技术创新驱动其产业结构的转型升级, 使得美国由传统的大机械制造产业结构转向高科技产业为代表的产业结构。而日本则加快了电子技术、生物技术和新材料技术为重点的高技术产业的发展, 特别是以个人电子计算机为核心的电子信息产业发展迅速, 而轻工、纺织、钢铁、造船和普遍机械等传统产业在经济中的地位逐渐被取代。

三是消费需求快速提升。美国七八十年代处于现代消费产业发展的黄金时期, 这一时期美国经济增速降挡, 房地产销售见顶, 同时美国居民收入水平不断提高, 社会保障制度完善, 年轻人口占比提升, 多种因素共同提高居民消费倾向, 对于住房和饮食等基础需求支出占比逐渐降低, 但是对于医疗健康、娱乐、金融等需求快速提升, 消费倾向不断提高, 美国内需崛起, 消费产业迎来黄金时期。日本进入 80 年代后, 由于金融资产和房地产价格快速上涨,

居民资产急剧膨胀，促使居民加大消费力度，日本进入高度消费社会。

四是技术创新成为产业结构转型的重要引擎。从发达国家发展实践来看，80年代产生了以信息技术为代表的新经济后，面对国际经济发展的变化，主要发达国家（如美国、日本等）纷纷将注意力转向新兴产业与知识产业，加大对知识资本的投入、加快对新兴技术和产业发展的布局，力争通过发展新技术、培育新产业，创造新的经济增长点。80~90年代期间，美国政府利用一系列政策措施，成功地通过科技创新驱动其产业结构的转型升级，其标志是1980年美国发布《拜杜法案》，释放了大量的科技成果和专利，推动了美国经济的创新和发展。而日本在80年代在技术创新模式上。

五是居民资产配置向金融资产转变。80年代以来，美国居民收入持续增加，同时居民新增资产配置房地产的比重持续下降，而金融资产配置比重持续提升，特别是股票、基金、保险以及养老金的配置占比在80年代前后出现了明显上升。股票和投资基金的占比从1975-1985年间的19.7%上升至1985-2000年的35.6%，保险、养老金的占比也从20.4%上升至25.8%。而日本在80年代经济飞速发展，家庭财富快速增长，房地产和股票价格大幅上升，特别是日元的升值预期和金融自由化吸引海外资金大量投入日本房地产和股票。

二、人均GDP与股市关系

《华尔街日报》创始人查里斯·道曾经提出被大家公认的“理论”：股市“晴雨表”效应，即股市是国民经济的晴雨表。GDP与股市、外汇汇率之间存在复杂的关系，但GDP是一个滞后的指标，而相比之下，金融市场往往具有前瞻性，受未来预期影响更大。当GDP改变人们对未来的预期时，它对金融市场的影响最大。

我们以美国和日本为例，以人均GDP突破1万美元为起点，分析在人均GDP突破1万美元之后黄金10年美国和日本股市的表现情况及所处的背景。

1、人均GDP突破1万美元后股市发生了什么？

以美国为例，在1979年美国人均GDP突破1万美元后的十年，即1979-1988年间，道琼斯工业指数涨幅达158%。

1979-1988年美国股市上涨的背景分析：（1）美国经济社会转折。80年代，美国经济和社会处于重要转折期，同时也是全球化趋势开始显著的时期，美国进入财富驱动阶段。这一时期，美国产业结构从传统行业向新兴产业调整，垃圾债券、杠杆收购、大规模的兼并是美国股票市场的标志，美国股市，特别是美国大型公司成功的全球化战略推动美股翻番。

（2）低利率环境。80年代以来美国基准利率持续走低。除1984年三个季度提高利率外，美联储曾先后12次降低利率，同时把贴现率从12%一直降到5.5%。利率下降提升了股市估值，同时较低的融资成本也促进经济的增长，而低利率又使居民贷款成本下降，催生了居民的购房需求，导致房价上涨。低利率环境促进了美国股市和房价的上涨。

（3）人口结构变化。80年代开始，随着社会保障制度逐步完善以及人口结构大幅切换，美国人口数量较快增长的同时，美国人口结构也在发生根本性的变化。1980-2000年期间，美国老龄化指数由11.2%微升到12.3%。

（4）美国由制造业驱动向服务业驱动。80年代美国经济增速虽有起落，但产业结构持续轻化和高度化的特征非常显著。高端服务业的工资涨幅领先于传统行业。

（5）美国产业和金融政策调整。80年代开始，美国政府积极调整科技政策，颁布了一系列法律保护科技发展，鼓励推动科技成果的转化与应用，形成了以“企业主导”的科技创新发展战略，通过减税、放开企业间合作等政策鼓励中小企业参与技术创新。金融政策方面，美国大力发展股权

融资来培育新兴产业，同时美国养老金入市推动机构投资者占比提升，政府主动引导长线资金进入美国股市，推升了美国股市的持续繁荣。

以日本为例，1981年日本的人均GDP突破了1万美元，之后的十年即1981-1990年间，日本股市也经历了明显上升，十年间日经225指数涨幅达229%。

1981-1990年日本股市上涨的背景分析：

(1) 日本投机狂潮。80年代，由于全球性的通货紧缩形成了资金集中在股票市场的上升通道，日本国内兴起了投机热潮，尤其在股票交易市场和土地交易市场更为明显，日本经济整体向好，资本市场持续繁荣，股票和房地产价格屡创新高。尽管1985-1988年期间日元急剧升值，日本企业的国际竞争力有所下降，但是日本国内的投机气氛依然热烈。1989年日本泡沫经济迎来了最高峰，日经平均指数达到最高38957.44点，此后开始下跌。90年代初日本泡沫爆破，日本经济出现了20多年的衰退，日本人均GDP停滞不前，日本股市对应已经震荡了30年，并且未能达到之前的高度。

(2) 日本宽松政策。80年代日本采取了宽松的货币政策以刺激经济，日本的政策利率从1980年的8.25%迅速降至1987年的2.50%，但是宽松货币政策对日本经济的推动作用不是非常明显，却酝酿了资产泡沫，商业用地以及日经指数上涨明显加快。1985年-1990年间，受宽松货币政策的影响，日本M2同比增速从8%上升至12%以上，远大于CPI的同比增速。

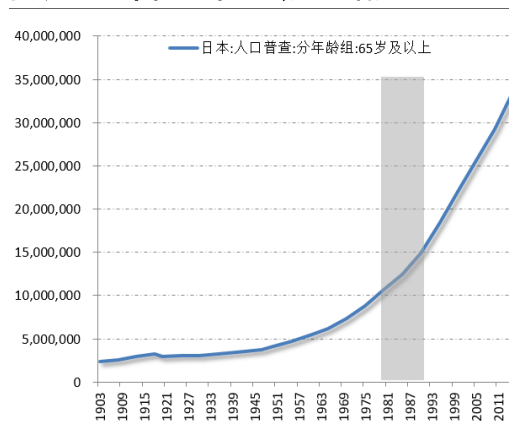
(3) 日本通胀。80年代日本通货膨胀的压力不大，CPI增长率大多数年份都维持在2%左右。

(4) 贸易顺差。80年代前期，日本的出口导向型经济大发展，贸易顺差迅速扩大，经常账户出现了大量的盈余。

(5) 日本人口结构变化。七八十年代日本人口结构出现明显变化，劳动力人口见顶。80年代起，日本人口进入了加速的老化期，65岁及以上老年人口比例由1980年的9.0%迅速上升到2000年的17.2%，翻了近一番。不过这一时期日本中老年群体推动社会消费，同时新人类一代的出现驱动个性化消费，社会消费主体由家庭转变为个人。

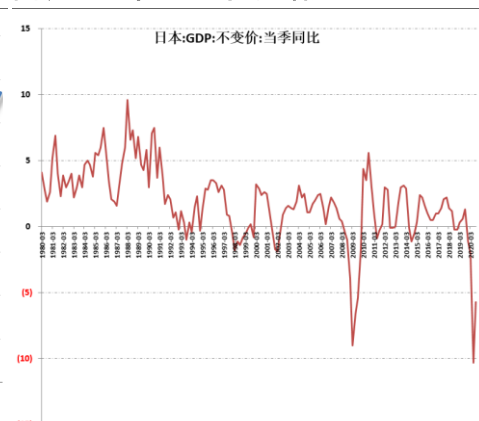
(6) 日本经济政策转变。1986年开始，日本将经济发展思路从出口主导向内需主导转变，大力开发国内市场以应对国际环境变化，实施了一系列扩大内需的政策。这一时期日本政府提高老百姓的最低工资，并增加劳动者报酬占国民总收入的比重，并且进行了大刀阔斧的税制改革，推动减税降费，很大程度上降低了日本居民的储蓄意愿，鼓励了个人消费，并扩大了国内需求。另一方面，日本将发展重心向知识密集型产业倾斜，积极扶持电子通讯、计算机、服务、新材料、生物工程、航天等产业。

图表 480 年代日本老龄人口增加



资料来源：WIND，金信期货研究院

图表 5 日本 GDP 同比增速

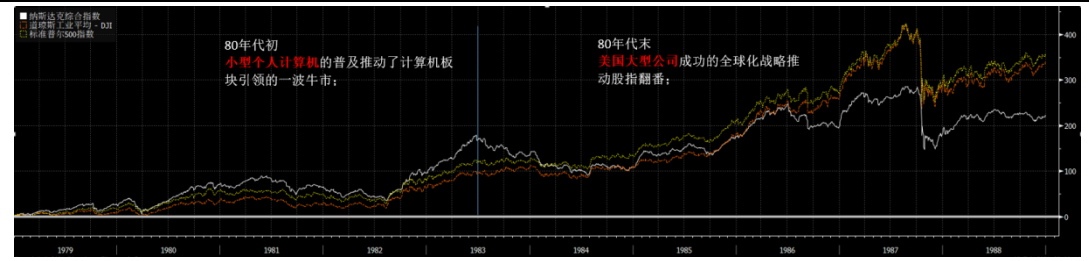


资料来源：WIND，金信期货研究院

2、人均 GDP 突破 1 万美元后美国和日本股市特点

1979-1988 年美国股市特点：80 年代美国由制造业驱动向服务业驱动的模式转换的过程中，美国股市中科技、消费等行业占比提升，而引领市场行情的板块主要集中在**消费和科技**领域，其根基是以消费为主导的经济增长模式。

图表 6：80 年代美国股指走势



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图表 7：1979-1988 年美国标普 500 指数成分股龙头

成员 (505)	代码	自1979-1988	行业
标准普尔500指数	SPX	188.96%	
所有成员			
沃尔玛股份有限公司	WMT	4278.02%	日常消费
Gap公司	GPS	3031.25%	可选消费
葛兰素集团	LB	1566.24%	可选消费
江森自控国际有限公司	JCI	1488.81%	工业
威富公司(VF)	VFC	969.77%	可选消费
康尼格拉品牌股份有限公司	CAG	908.70%	日常消费
罗斯百货(ROSS STORES)	L	881.85%	可选消费
Equifax 公司	EFX	745.45%	工业
宣威威廉斯	SHW	662.44%	材料
家庭人寿保险	APL	614.73%	金融
家乐氏	K	585.33%	日常消费
华特迪士尼公司	DIS	556.70%	可选消费
礼恩派	LEG	547.73%	可选消费
好时食品	HSY	540.21%	日常消费
高乐氏公司	CLX	527.85%	日常消费
美国合众银行	USE	498.56%	金融
高特利	MO	478.01%	日常消费
金佰利	KMB	471.78%	日常消费
PPG 工业	PPG	459.31%	材料
CVS保健公司	CVS	458.69%	日常消费

资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图表 8：1979-1988 年美国道琼斯工业指数成分股龙头

成员 (30)	代码	自1979-1988	行业
道琼斯工业平均 - DJI	DJI	169.38%	
所有成员			
沃尔玛股份有限公司	WMT	4278.02%	日常消费
华特迪士尼公司	DIS	556.70%	可选消费
麦当劳	MCD	425.41%	可选消费
Verizon通信股份有限公司	VZ	417.27%	电信服务
默克	MRK	410.17%	医疗保健
AMGEN-T	AMGN	365.52%	医疗保健
微软	MSFT	280.36%	信息技术
美国运通	AXP	265.66%	金融
强生	JNJ	246.27%	医疗保健
可口可乐	KO	205.13%	日常消费
波音	BA	186.67%	工业
旅行家集团	TRV	155.88%	金融
家得宝	HD	153.00%	可选消费
苹果公司	AAPL	148.65%	信息技术
3M公司	MMM	96.44%	工业
宝洁	PG	95.78%	日常消费
雪佛龙	CVX	95.20%	能源
英特尔	INTC	77.02%	信息技术
国际商业机器	IBM	63.15%	信息技术
摩根大通	JPM	53.72%	金融
卡特彼勒	CAT	8.30%	工业

资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图表 9：1979-1988 年美国纳斯达克指数成分股龙头

成员 (2973)	代码	自1979-1988	行业
纳斯达克综合指数	CCMP	223.26%	
所有成员			
Bridgford Foods Corp	BRID	563.64%	日常消费
AMGEN-T	AMGN	365.52%	医疗保健
诺信公司	NDSN	331.82%	工业
Washington Federal 公司	WAFD	316.07%	金融
Nature's Sunshine产品股份有	NATR	309.95%	日常消费
Paychex 公司	PAYX	293.75%	信息技术
微软	MSFT	280.36%	信息技术
康卡斯特	CMCSA	272.73%	可选消费
欧特克	ADSK	255.10%	信息技术
CINTAS 公司	CTAS	219.05%	工业
英特飞股份有限公司	TILE	210.26%	工业
五三银行	FITE	206.97%	金融
耶路全球物流公司	YRCW	199.41%	工业
凯西杂货公司	CASY	191.89%	日常消费
First Midwest Bancorp公司	FMBI	177.78%	金融
Lawson产品股份有限公司	LAWS	177.78%	工业
奥多比	ADBE	176.06%	信息技术
JB Hunt运输服务股份有限公司	JBHT	167.65%	工业
苹果公司	AAPL	148.65%	信息技术
P&F 工业股份有限公司	PFIN	146.00%	可选消费
美国理察森电子有限公司	RELL	138.55%	信息技术

资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

1981-1990 年日本股市特点：80 年代日本一跃成为世界第二大经济大国。1981 年日本 GDP 突破 1 万亿美元后，日本股市延续了 70 年代中期以来的牛市。受益于日本经济转型，优势行业相对日经 225 取得显著超额收益。1981-1990 年的十年间，日经 225 指数涨幅 237.65%，但是信息与通信、精密机器、空运、电器等涨幅均超过日经 225 指数，而传统的航运、钢铁、采矿、农业等行业的表现极为低迷。与美国不同的是，80 年代日本股票市场消费龙头的较少，主要集中在工业和材料等领域。特别是 80 年代日本电子产业抓住技术革命良机快速崛起，半导体产业飞速发展，日本半导体产业产值一度占全球一半以上。

图表 10：1981-1990 年日经 225 指数成分股龙头

成员 (225)	代码	自1981-1990年	行业
日经225指数	NKY	237.65%	
所有成员			
京成电铁	9009	1030.43%	材料
东洋制罐集团控股有限公司	5901	951.16%	材料
可尔丽株式会社	3405	776.71%	材料
大和房屋工业	1925	547.69%	房地产
大林组	1802	545.71%	工业
大金工业	6367	539.13%	工业
清水建设株式会社	1803	530.52%	工业
高岛屋	8233	516.25%	可选消费
鹿岛建设	1812	507.69%	工业
三菱仓库	9301	491.84%	工业
札幌控股有限公司	2501	491.49%	日常消费
东宝	9602	464.26%	可选消费
日本通运	9062	451.09%	工业
东京瓦斯	9531	419.60%	公用事业
东邦亚铅	5707	410.87%	材料
Tokyu株式会社	9005	400.00%	工业
大成建设	1801	380.19%	工业
野村控股	8604	365.79%	金融
住友金属矿山株式会社	5713	352.00%	材料
东洋纺织株式会社	3101	347.15%	材料

资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

三、对中国 A 股的启示

1. 当前 A 股特点

当前 A 股市场上，科技、医药以及消费是三大领涨行业，背后原因和美国类似。数据显示，2010 年至 2020 年十年期间，沪深 300 指数涨幅只有 45.74%，但是消费指数、医药生物和可选消费指数累计涨幅分别为 251.36%、225.29% 和 111.62%，领跑 A 股市场。

图表 11：2010-2020 年沪深 300 主要消费指数成分龙头

分项指数	代码	2010-2020 年涨幅
沪深 300 指数	SHSZ300	45.74%
沪深 300 主要消费指数	SH000912	518.36%
沪深 300 医药卫生指数	SH000913	225.29%
沪深 300 可选消费指数	SH000911	111.62%
沪深 300 信息技术指数	SH000915	93.40%
沪深 300 金融地产指数	SH000914	33.91%
沪深 300 工业指数	SH000910	7.05%
沪深 300 原材料指数	SH000909	-12.00%
沪深 300 公用事业指数	SH000917	-14.41%
沪深 300 电信业务指数	SH000916	-14.80%
沪深 300 能源指数	SH000908	-70.62%

资料来源：Bloomberg、金信期货研究院

过去十多年时间来，中国消费规模大幅度增长。在此期间，以食品、医药为首的消费股不论在牛熊市都能脱颖而出，取得不错投资收益，诞生了众多以贵州茅台为代表的十倍消费股。

图表 12：2010-2020 年沪深 300 主要消费指数成分龙头

公司名称	2010-2020 年涨幅	对指数贡献度
贵州茅台	+1792.77%	+42.09%
山西汾酒	+1911.95%	+3.46%
五粮液	+1044.63%	+21.72%
古井贡酒	+770.60%	+0.68%
洋河股份	+574.08%	+4.80%
泸州老窖	+719.83%	+5.98%
海天味业	+1029.20%	+5.38%
牧原股份	+882.40%	+3.94%
青岛啤酒	+192.47%	-0.06%
海大集团	+181.85%	+1.37%

资料来源：Bloomberg、金信期货研究院

图表 13: 2010-2020 年沪深 300 医药卫生指数成分龙头

公司名称	2010-2020 年涨幅	对指数贡献度
长春高新	+390.52%	+9.34%
片仔癀	+746.11%	+7.24%
智飞生物	+403.78%	+6.18%
恒瑞医药	+1728.52%	+39.21%
泰格医药	+152.63%	+4.40%
药明康德	+238.98%	+6.98%
云南白药	+312.86%	+6.63%
爱尔眼科	+1404.99%	+11.45%
复星医药	+369.81%	+5.82%
康泰生物	+25.28%	+0.96%

资料来源: Bloomberg、金信期货研究院

图表 14: 2010-2020 年沪深 300 可选消费指数成分龙头

公司名称	2010-2020 年涨幅	对指数贡献度
中国中免	+3113.57%	+23.98%
比亚迪	+769.14%	+12.81%
美的集团	+980.56%	+38.72%
欧派家居	+71.40%	+0.66%
格力电器	+866.21%	+31.15%
芒果超媒	+216.53%	+2.42%
福耀玻璃	+410.49%	+4.87%
长城汽车	+678.77%	+4.14%
苏泊尔	+46.28%	+0.37%
海尔智家	+480.47%	+8.68%

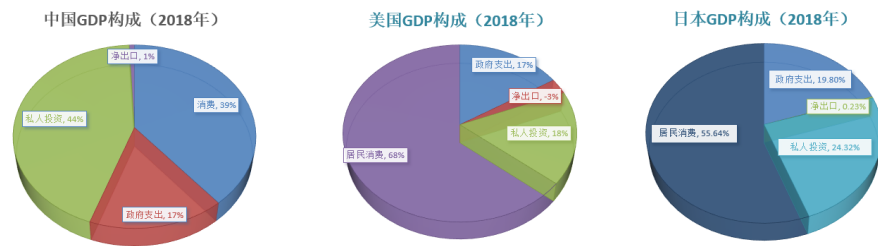
资料来源: Bloomberg、金信期货研究院

2. 当前 A 股与 80 年代美国和日本的对比

当前我国经济、股市与 80 年代美国和日本的对比:

(1) 从经济结构上来看, 当前中国经济在居民账户、宏观账户和产业结构转型等方面都和美国的 70 年代末-80 年代初相似。自 2016 年开始, 中国的净出口和经常项目开始出现下降, 而 80 年代随着美国成为消费型国家, 美国净出口和经常项目差额持续下降。当前我国人均 GDP 水平约与 80 年代美国基本相当, 同时经济增长模式亦由投资驱动向消费拉动转变。而在产业结构上, 当前我国产业结构加速转型, 第三产业占比已经超过第二产业, 这与美国 70 年代比较接近。

图表 15: 中美日 GDP 构成 (2018 年)



资料来源: 金信期货研究院

(2) 从股市投资者结构来看, 当前 A 股的投资者结构与 80 年代美国国内机构投资者逐渐崛起较为相似。80 年代, 美国股市投资者向机构投资者转变。

(3) 从人口结构上看, 中国的人口年龄结构、劳动力结构、老龄化水平与美国 70 年代末-80 年代初较为接近。一方面, 中国劳动人口已在 2010 年达到顶峰, 中国劳动年龄人口拐点已现, 而美国是 1979-1980 年见顶; 另一方面, 与美国相比, 我国人口的老龄化速度快于美国, 同时我国还未建立与美国那样富裕的社会经济基础和完善的养老制度。中国在未来 20 年, 面临人口总量减少、劳动力人口减少、人口迅速老龄化、婚配人口结构失衡等几大变化。

(4) 从消费结构上看, 中国居民消费率在 2011 年以后出现明显上升, 美国居民消费率在 1982 年拐头向上并一直持续到金融危机前的 2005 年。当前我国最终消费支出占名义 GDP 比重不足 60%, 不仅远低于主要西方国家, 同时大幅低于日本、韩国等东亚国家, 扩大内需还有较大空间。消费是拉动中国经济的三驾马车之一, 未来大众消费升级将成为最重要的主线。对 A 股而言, 消费仍是最大主题。

(5) 从居民资产配置上看, 近年来随着居民财富的积累, 居民对金融资产的需求提升, 同时随着房地产投资属性下降, 在“房住不炒”政策的引导下, 国内房价涨幅趋缓, 房地产的投资吸引力降低。

(6) 与日本相似性。与 80 年代日本相比, 当前中国经济存在经济增速换挡、本币升值、房地产泡沫、人口老龄化等问题。

从欧美发达国家的经济发展经历和股市特点来看, 经济的持续发展需要以来科技创新的支持。结果美国和日本的经验来看, 未来十年 A 股市场将迎来黄金十年, 科技和消费仍是市场主线。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险入市需谨慎！