

# 聚焦高质量发展

## ——高质量发展对资本市场的指引

### 宏观研究 · 专题报告

证券分析师：董德志  
021-60933158  
dongdz@guosen.com.cn  
S0980513100001

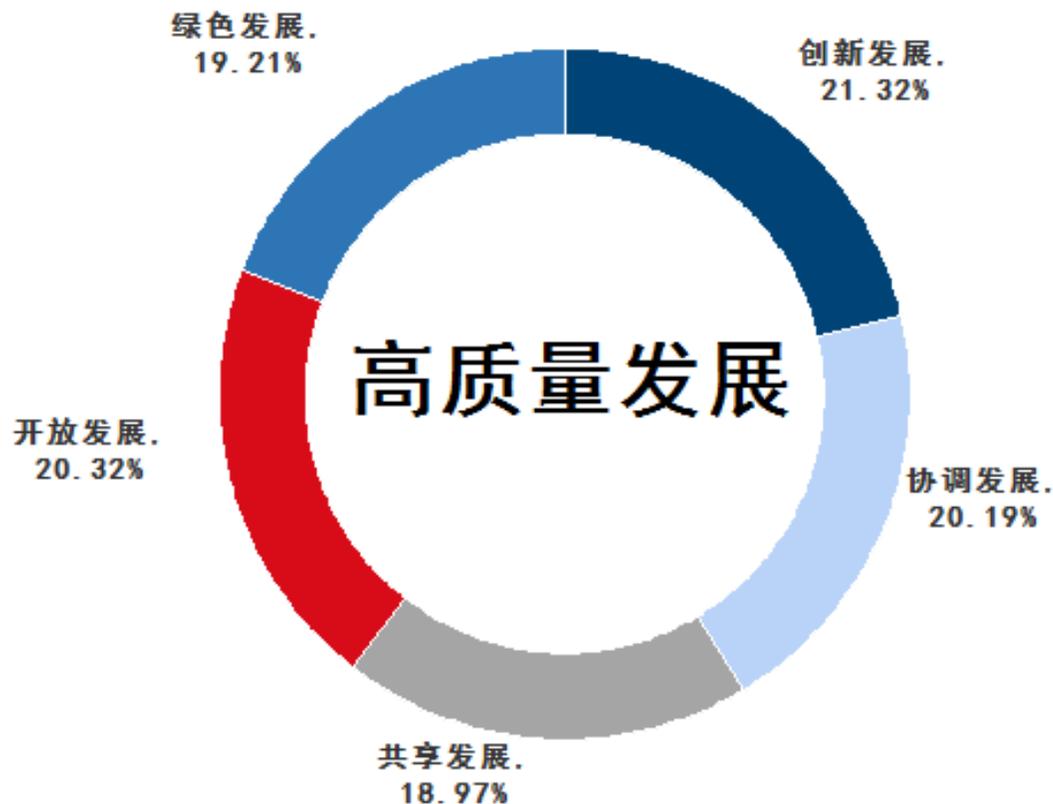
联系人：薛冰  
075581981373  
xuebing1@guosen.com.cn

- [ 01 ] 高质量发展的内涵与度量
- [ 02 ] 高质量发展与资本市场的关系
- [ 03 ] 高质量发展中的“长、短板”与投资布局

- **高质量发展的内涵与度量**
  - 高质量发展指数的内涵；
  - 高质量发展指数的量化描述；
- **高质量发展指数与传统经济总量指标的关系**
  - 传统经济总量指标体系的框架构成；
  - 高质量发展指数与传统总量指标的对比；

- 党的二十大报告明确提出“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”；
- “数量增长”、“GDP”概念已经不足以衡量经济社会发展的内涵，“高质量发展”要求具有更为广泛的内涵；

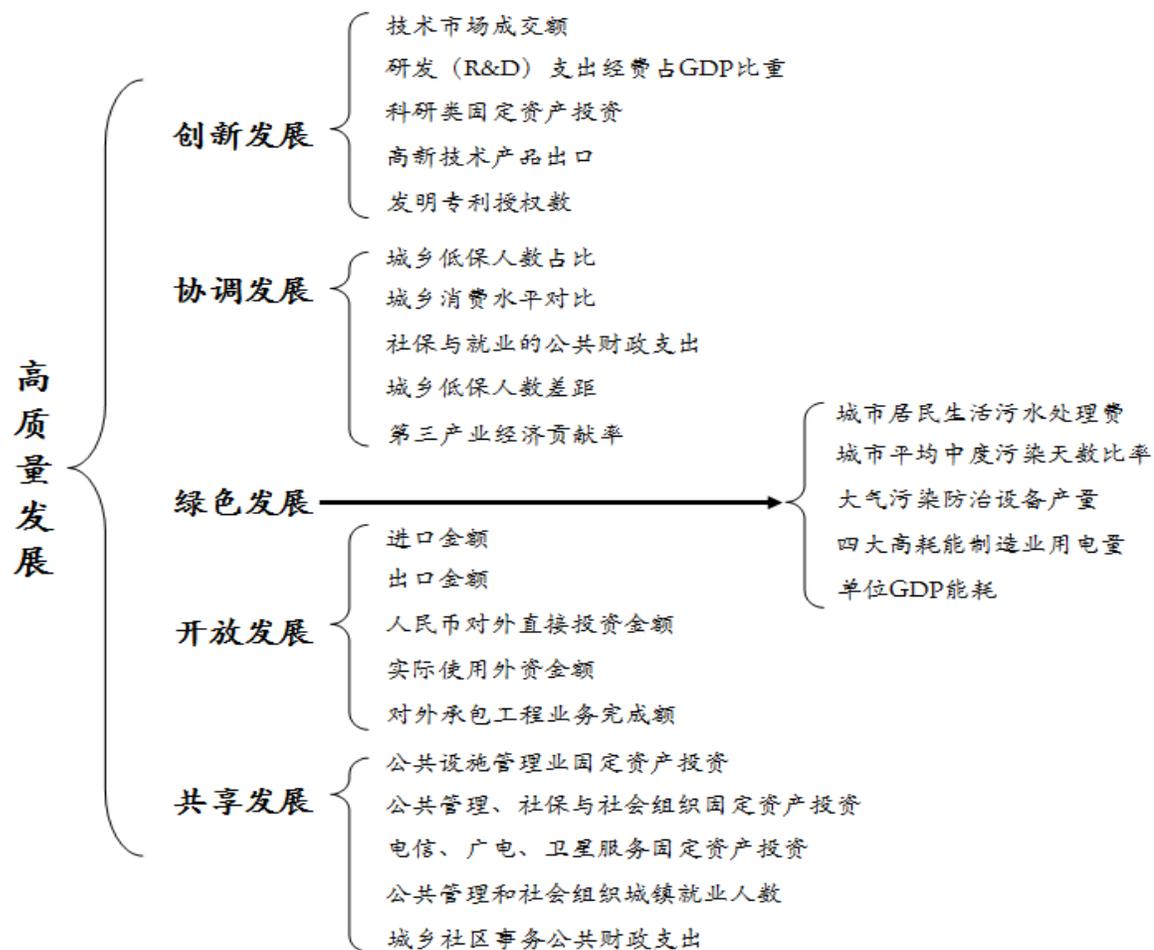
图1：高质量发展的内涵



资料来源：参考《经济高质量发展指标体系构建及实证测度》：王婉、范志鹏、秦艺根；国信证券经济研究所整理

- 众多细项指标，划分为五大维度，构建高质量发展指数；

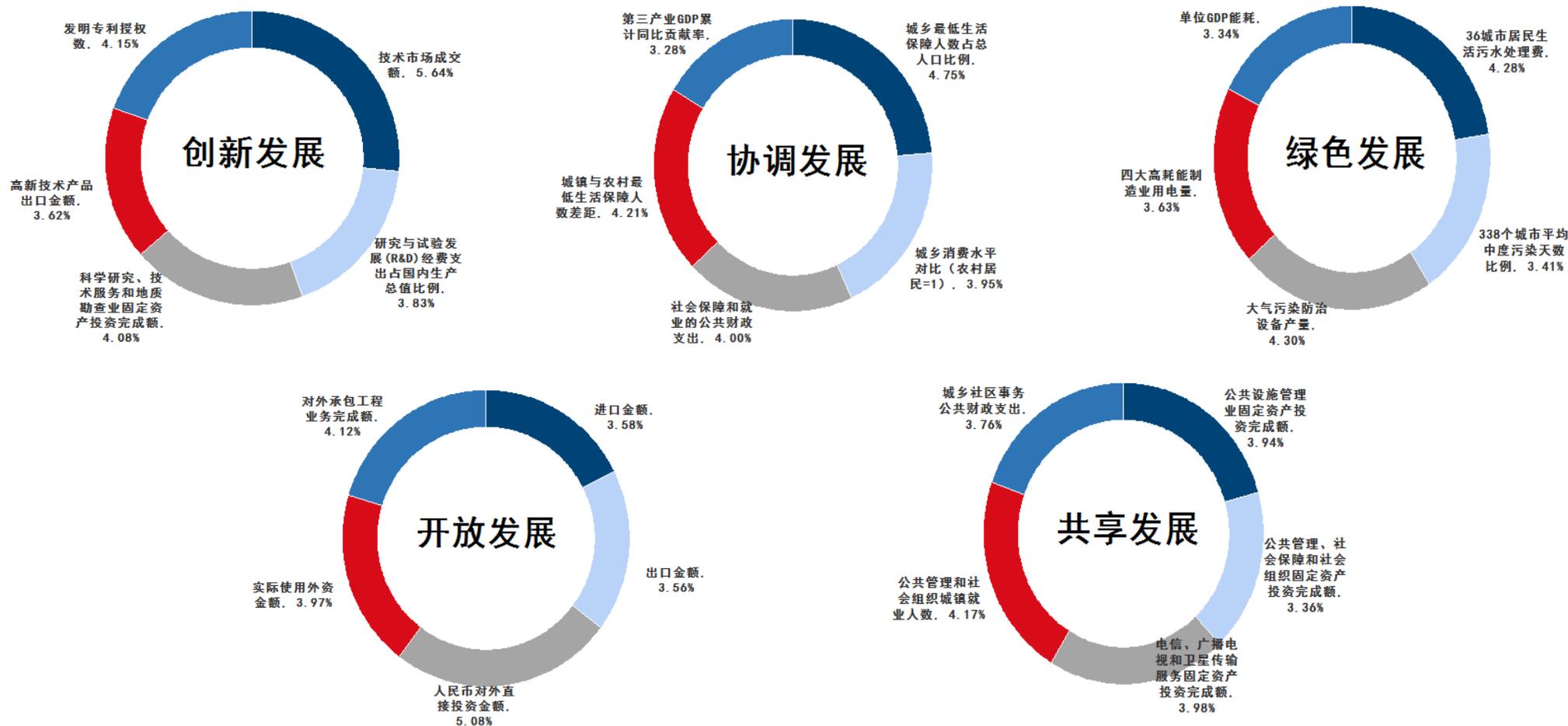
图2：高质量发展指数指标体系构成一览



资料来源：参考《经济高质量发展指标体系构建及实证测度》：王婉、范志鹏、秦艺根；国信证券经济研究所整理

- 每类分项指数由五类子指标构成，从不同角度衡量各项发展的程度与变化；

图3：分项指数构成一览

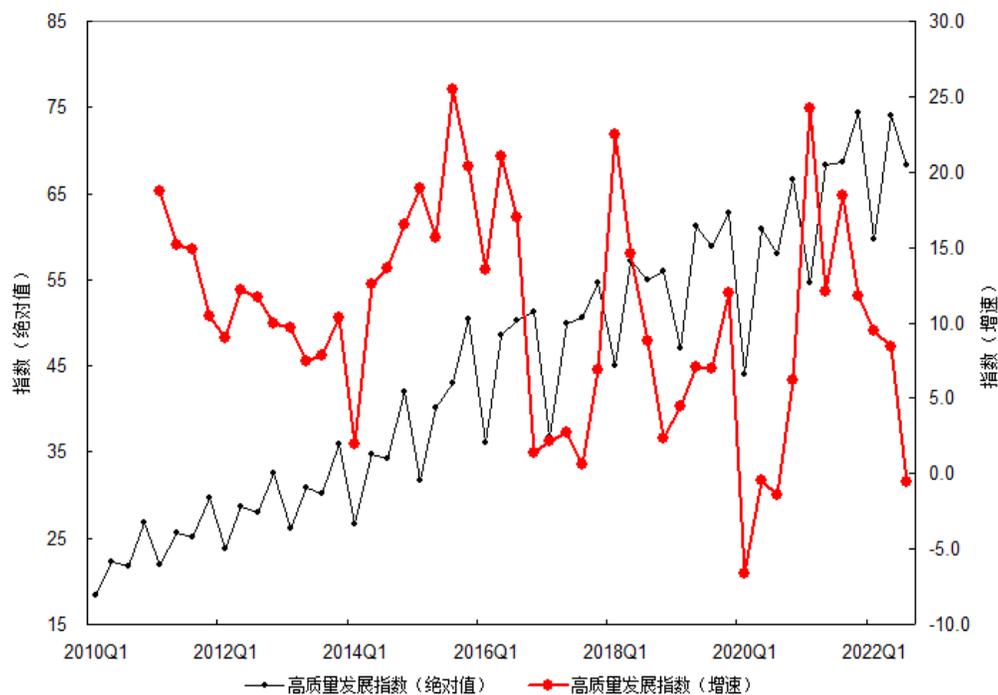


资料来源：参考《经济高质量发展指标体系构建及实证测度》：王婉、范志鹏、秦艺根；国信证券经济研究所整理

# 高质量发展指数与其分项指数一览

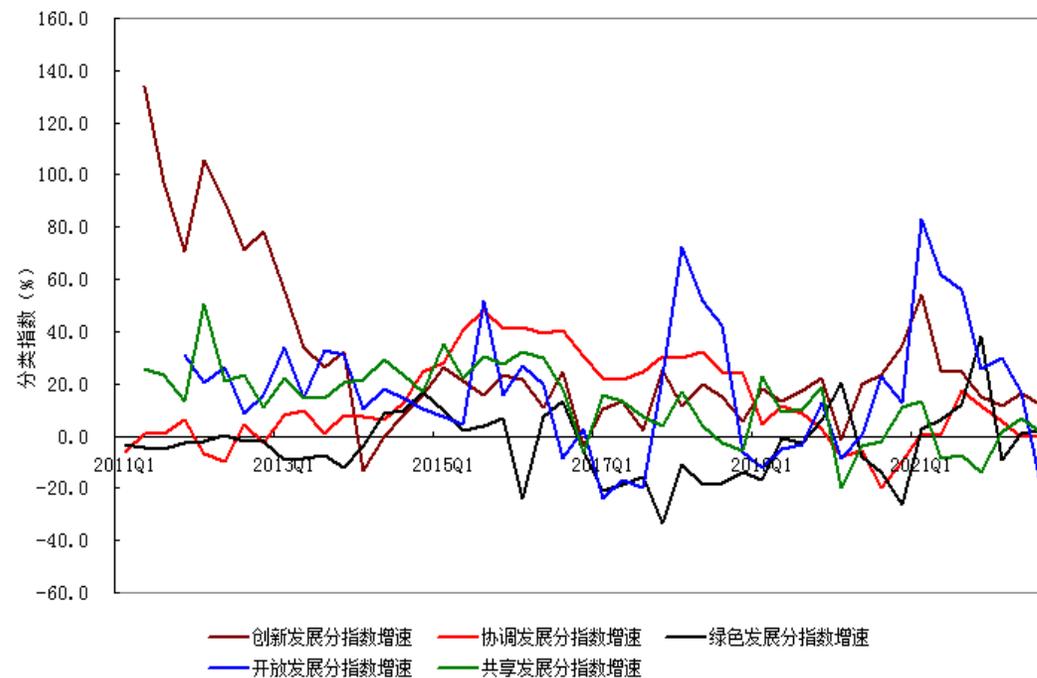
- 一个高质量发展综合总指数+五个高质量发展分项指数（创新发展指数、协调发展指数、绿色发展指数、开放发展指数、共享发展指数）；
- 每个指数由“定基指数+同比增速指数”共同构成；
  - 定基指数震荡向上，高质量发展势头良好；
  - 同比增速指数起伏错落，显示在不同阶段各有侧重；

图4：高质量发展指数（定基+增速）



资料来源：万得，国信证券经济研究所预测

图5：高质量发展五大分项指数（增速）

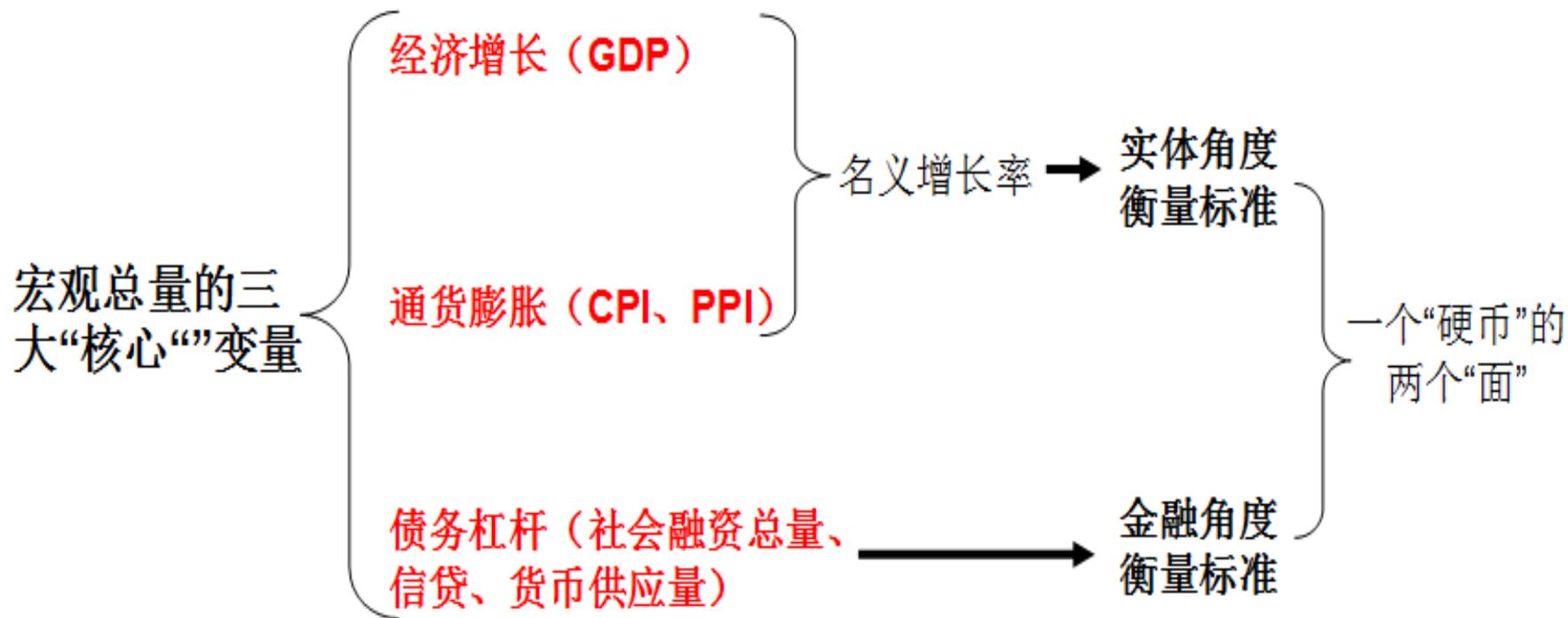


资料来源：万得，国信证券经济研究所预测

# 传统意义上的经济总量指标体系

- 传统意义上，宏观总量核心变量由三大指标构成，其中实际经济增长类指标是“重中之重”；
- 三大核心变量的相互组合构成了不同的资产配置择时框架：“美林投资钟（增长+通胀）”、“货币+信用”；

图6：传统意义上的宏观总量核心跟踪框架

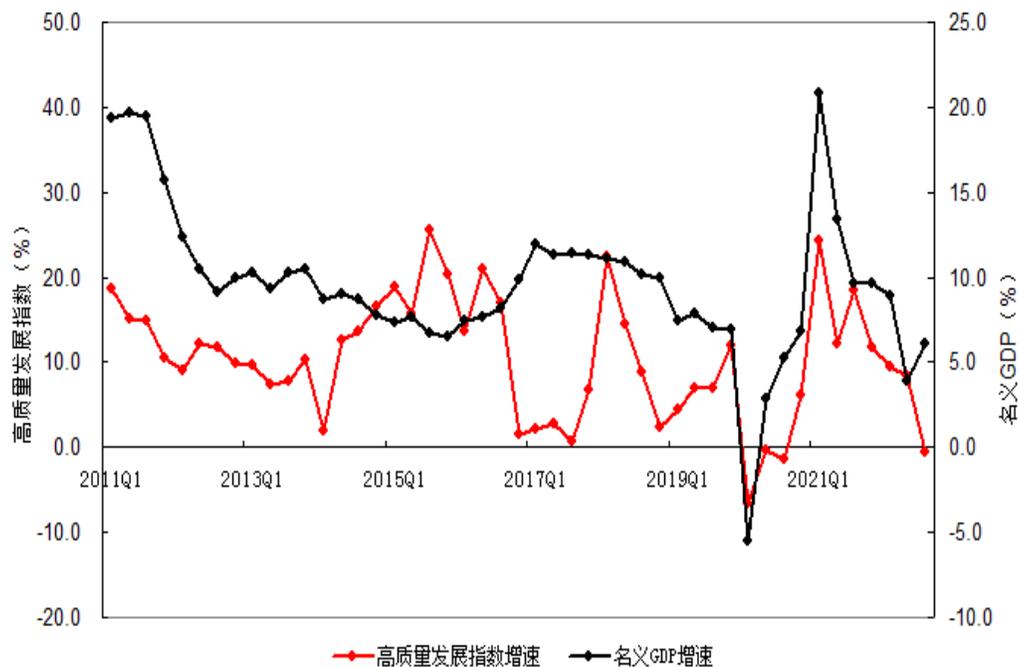


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 高质量发展指数传统总量指标的对比

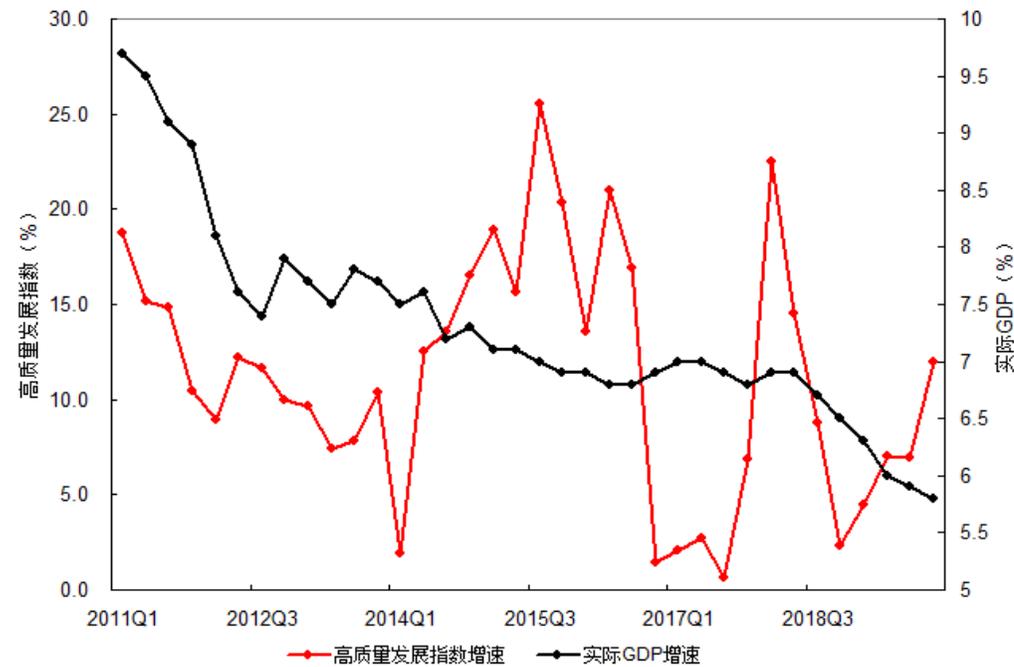
- 名义GDP增速是传统总量经济中的核心指标；
- 高质量发展指数增速与名义GDP增速对比：大体趋势一致，但是阶段性差异存在，例如2014-2016年期间；
- 实际GDP增速与高质量发展指数增速的差异更为显著；

图7：高质量发展指数增速与名义GDP增速之间的差异



资料来源：万得，国信证券经济研究所预测

图8：高质量发展指数增速与实际GDP增速之间的差异



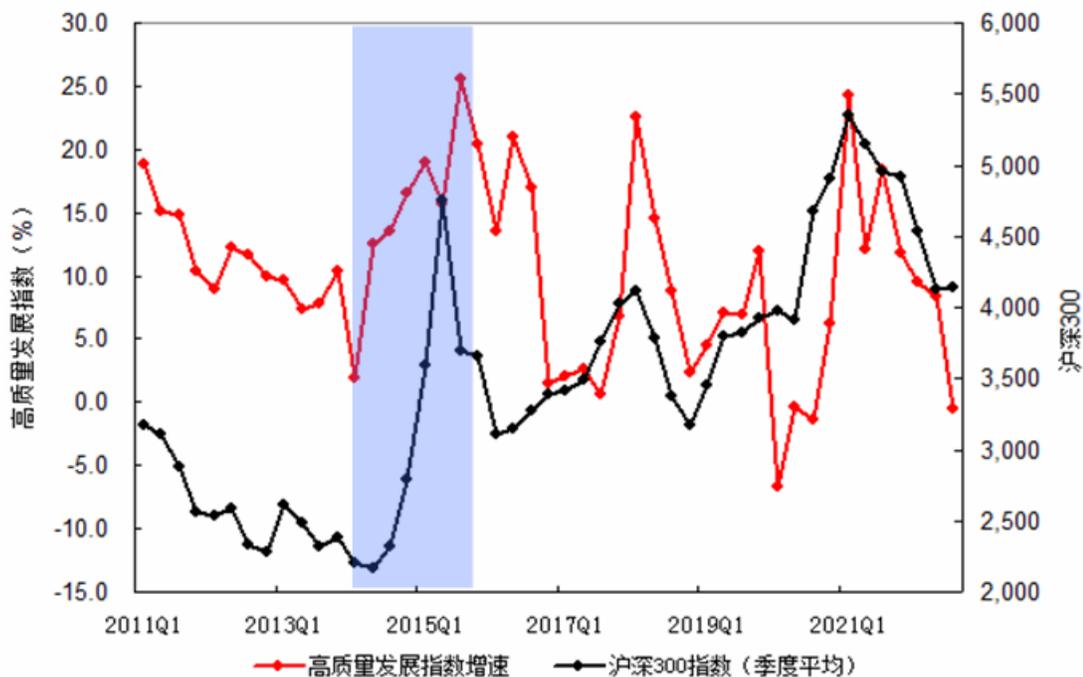
资料来源：万得，国信证券经济研究所预测

- **高质量发展指数对于资本市场的解释**
  - 高质量发展指数对于资本市场的解释力度强于传统总量指标；
- **分项发展指数对于资本市场主题（结构）的刻画**
  - 分项发展指数对资本投资主题（结构）的逻辑相关性；
  - 分项发展指数对资本投资主题（结构）指数的实证检验；

# 高质量发展指数对于股指的解释力度强于传统总量指标

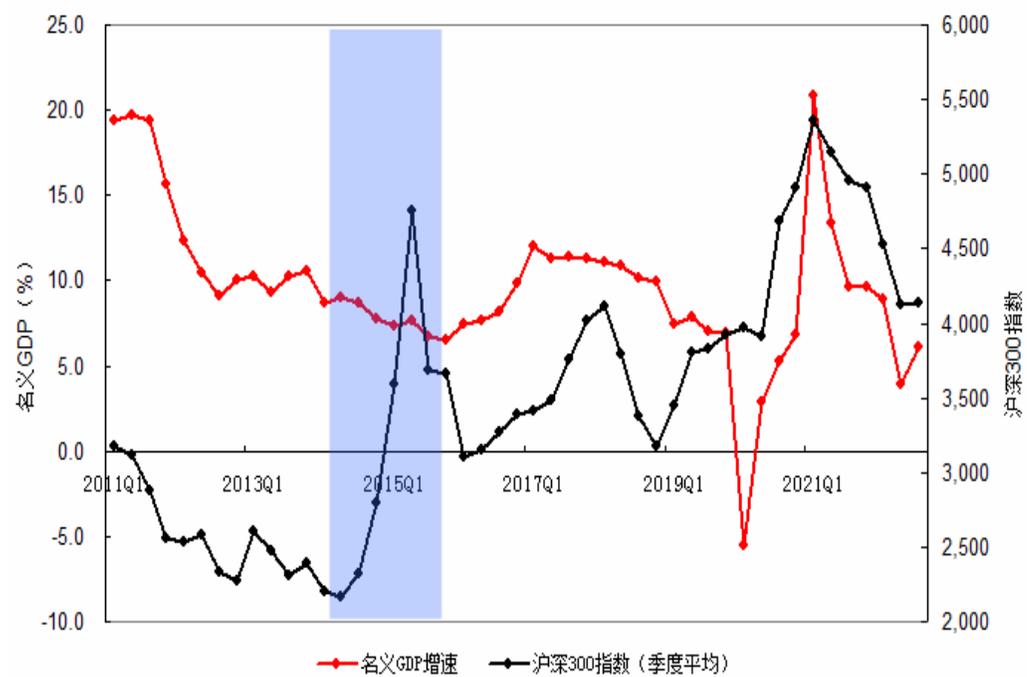
- 资本市场的变化反应经济量的变化，但是又不单纯只反应经济数量的变化；
- 高质量发展指数增速与沪深300指数之间的“方向”相关性强于名义GDP增速对其的解释力度；
- 特别针对2014-2015年的牛市，传统经济指标无法解释；但是在高质量发展指数层面具有强解释力度；

图9：高质量发展指数增速更好的揭示股指的变化方向



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图10：名义GDP增速对于股指的解释力度有限，特别是2014-2016年期间

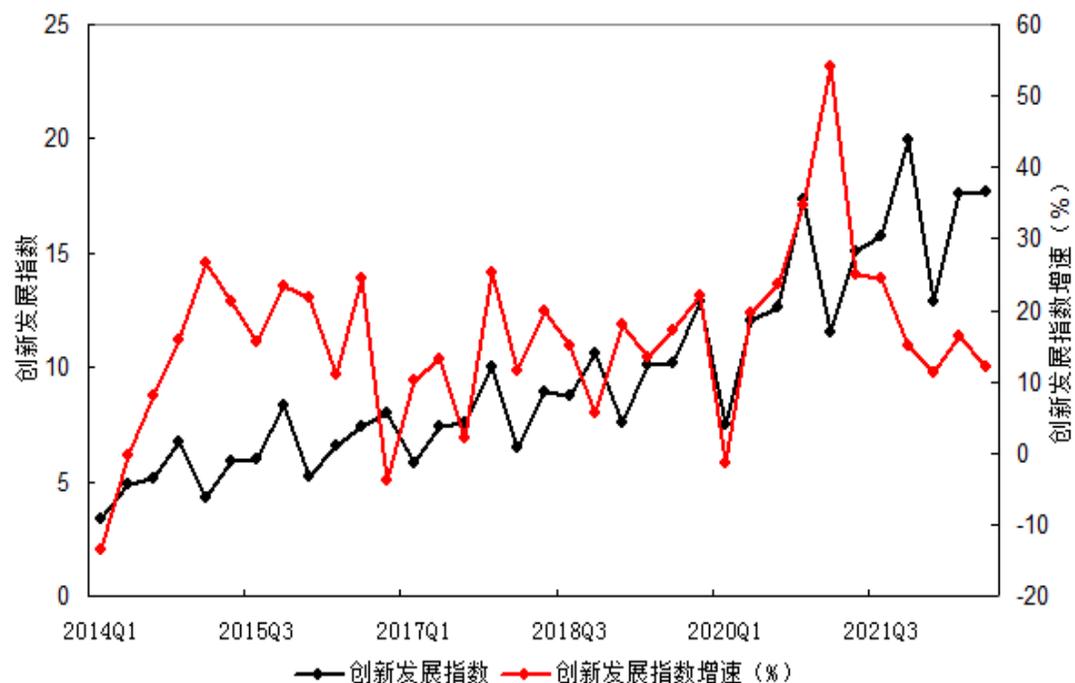


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

# （一）、创新发展指数对于市场主题、市场结构的解释与刻画

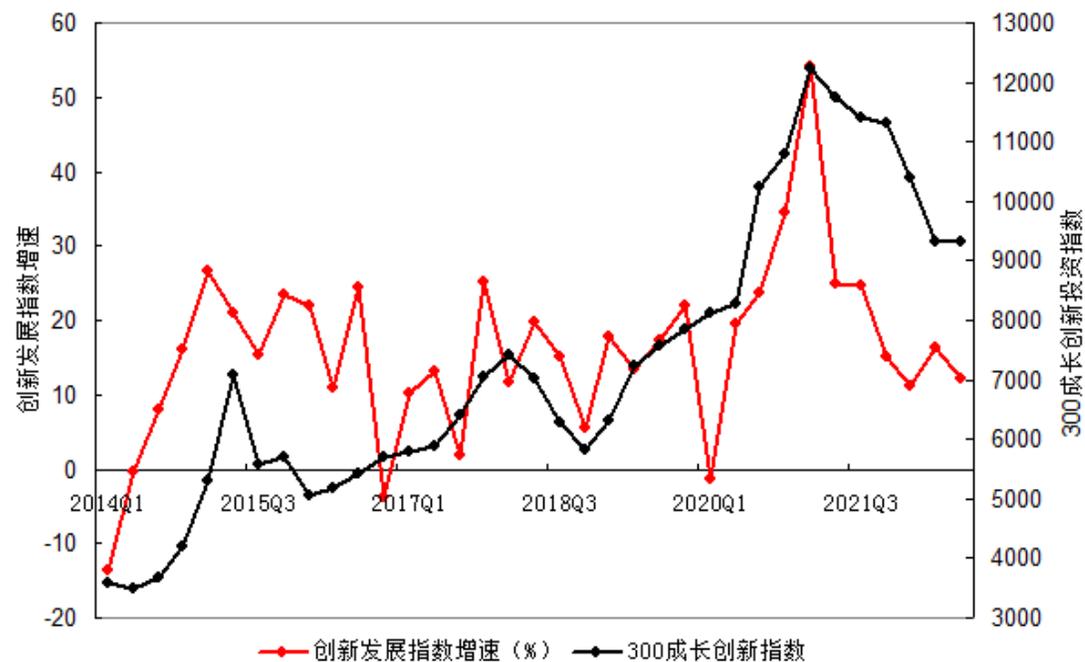
- 从构成内涵来看，创新发展指数从科技领域的资源投入以及科技产出双角度来衡量中国创新发展的力度；
- 从历史变化来看，中国创新发展总指数震荡上行，但是同比增速有所反复；
- 从趋势走势来看，创新发展指数的同比增速能够较好的衡量创新发展类主题投资指数的变化（例如300成长创新指数）；

图11：创新发展指数（定基）与创新发展指数增速



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图12：创新发展指数增速与300成长创新投资指数方向相关

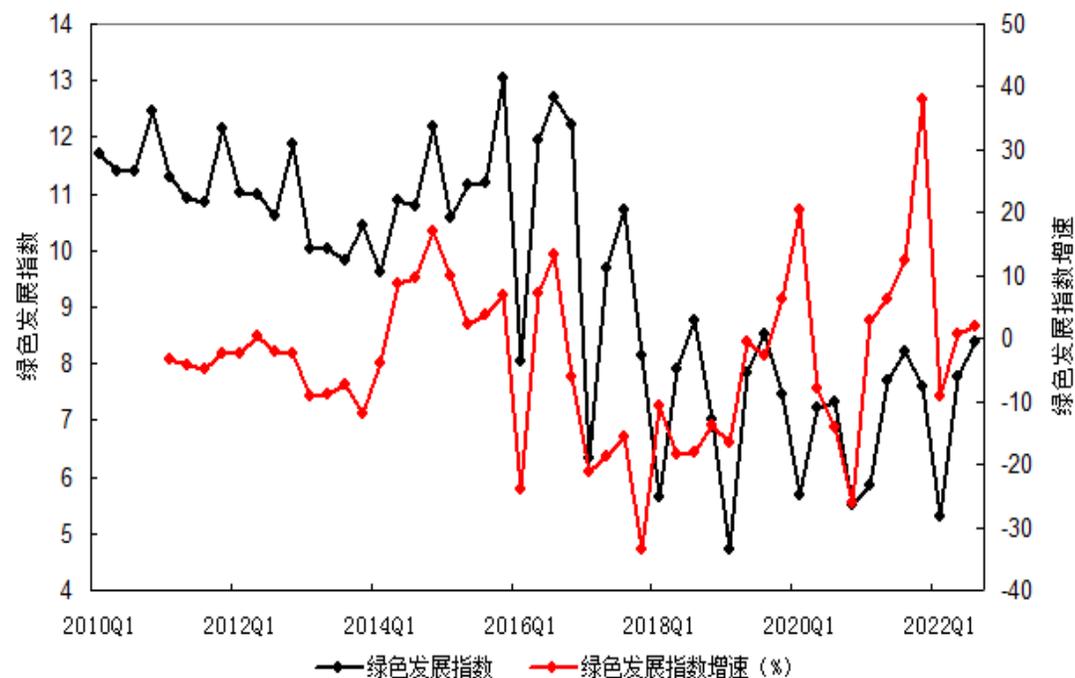


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

## (二)、绿色发展指数对于市场主题、市场结构的解释与刻画

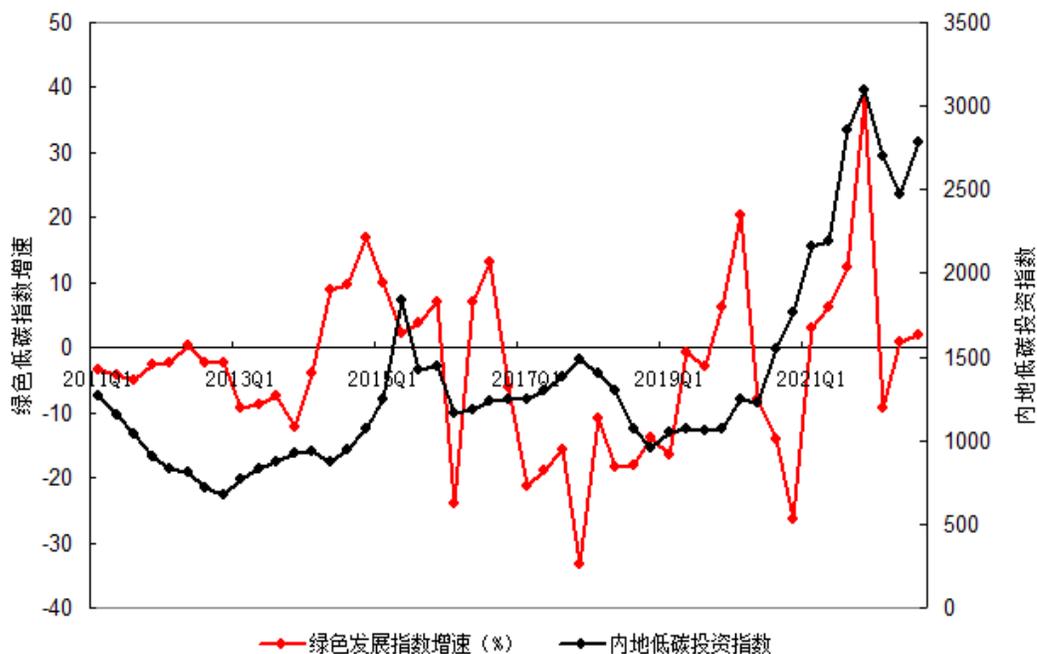
- 从构成内涵来看，绿色发展指数更多从大气、环境治理、居民生活质量、二产业能耗角度来衡量发展；
- 绿色发展指数在近十年周期中重心有所回落，但是增速依然波动向上；
- 绿色发展指数增速与低碳投资主题股票指数走势相关度较高；

图13：绿色发展指数与其增速的变化



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图14：绿色发展指数增速与低碳投资指数方向相关

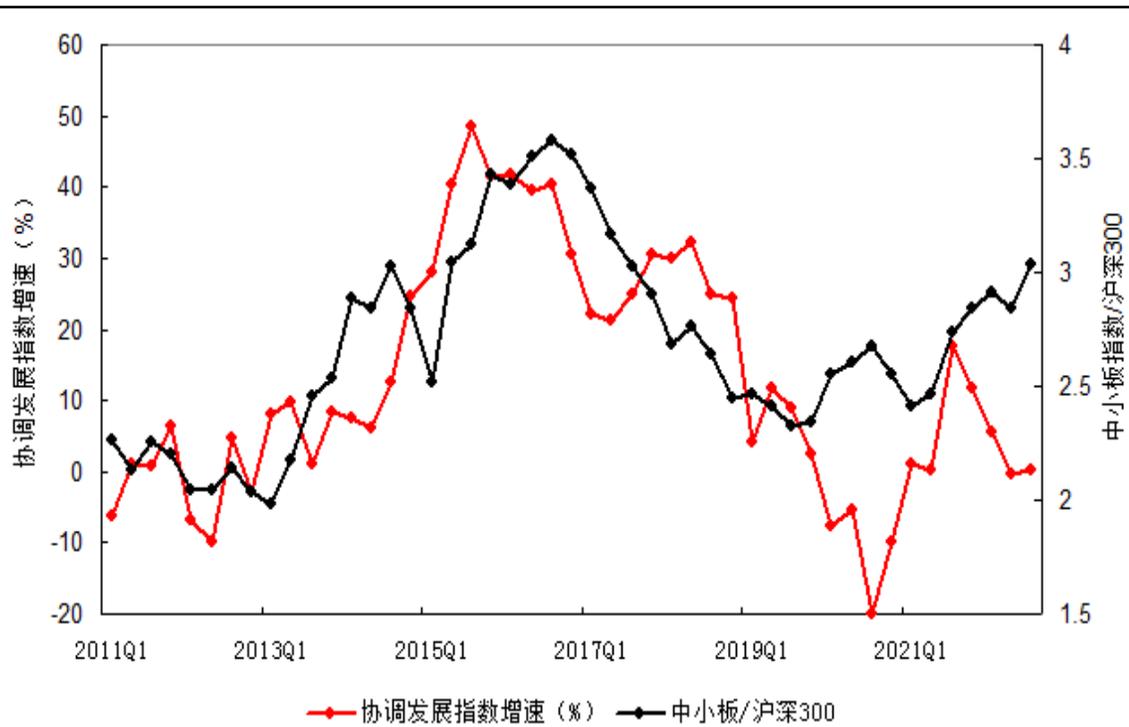


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

### (三)、协调发展指数对于市场主题、市场结构的解释与刻画

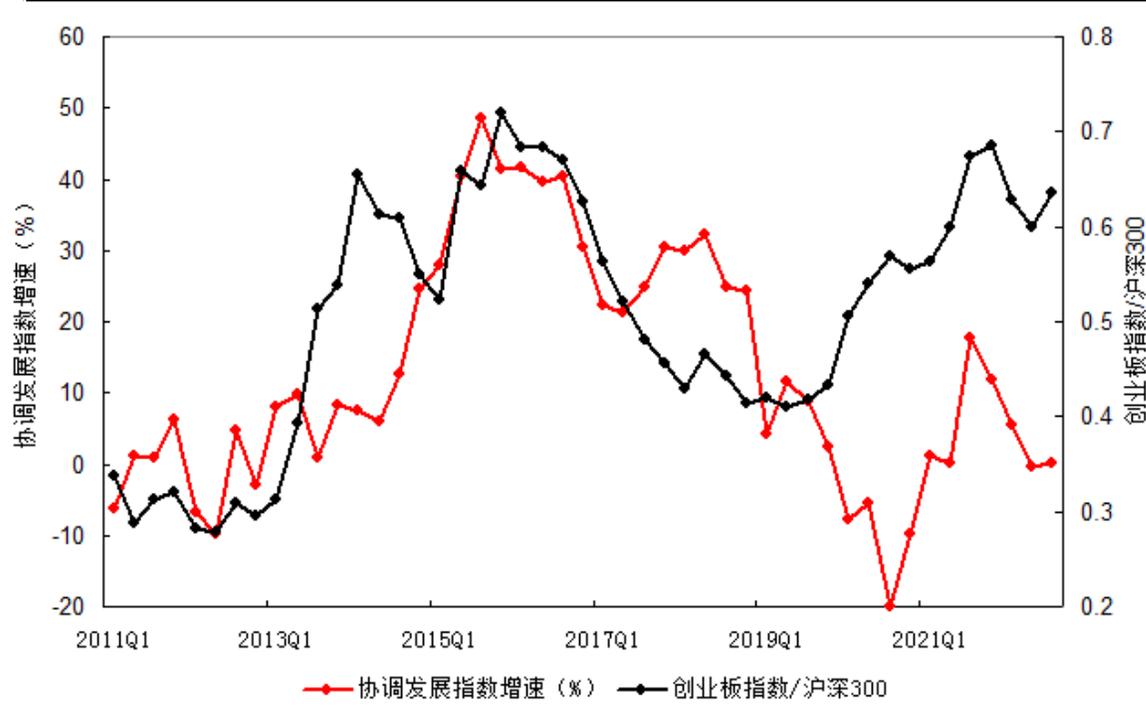
- 从构成内涵来看，协调发展指数更多刻画了城乡、大中小企业（就业机构衡量）、二三产业之间的平衡关系；
- 协调发展指数同比增速对于中小板指数/沪深300、创业板指数/沪深300的方向指示效应显著；
- 协调发展指数增速的起伏可以解释大、小指数之间的强弱对比关系；

图15：协调发展指数增速对于中小板指数的相对强弱密切相关



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图16：协调发展指数对于创业板相对于主板的强弱关系解释显著



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

## (四)、共享发展指数对于市场主题、市场结构的解释与刻画

- 从构成内涵来看，共享发展指数是从公共投资、公共设施支出角度来衡量发展；
- 其一方面反映了对社会大众的服务支撑，但是也侧面印证着基建投资的变化；
- 共享发展指数增速与公用事业投资指数具有一定的相关性，但是并不显著。

图17：共享发展指数与其增速变化

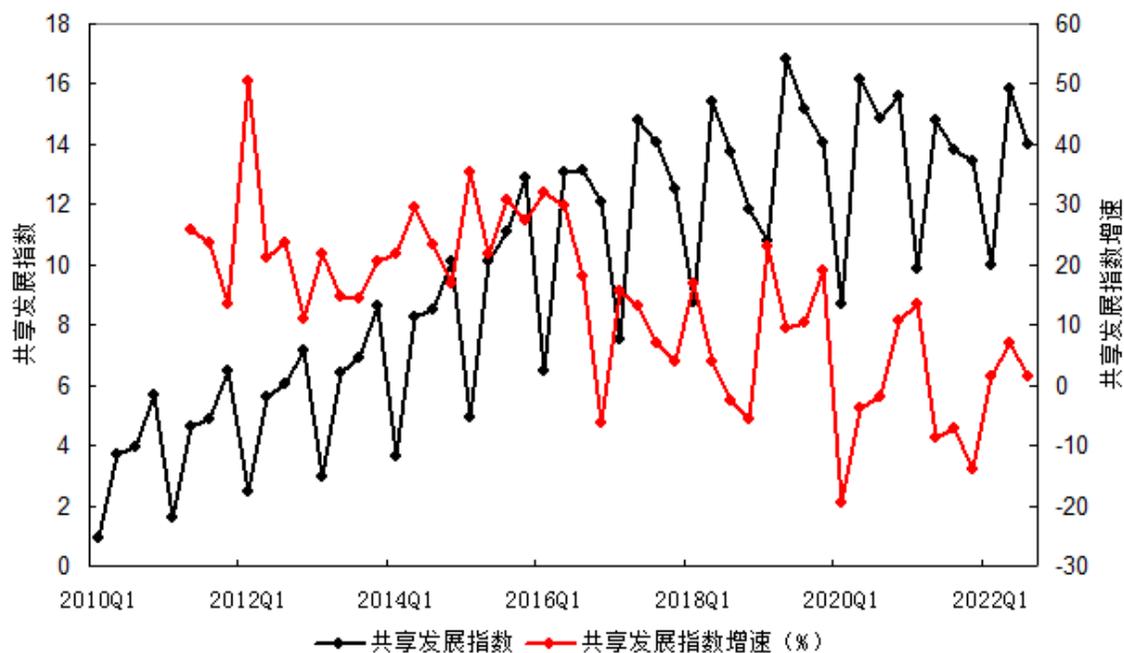
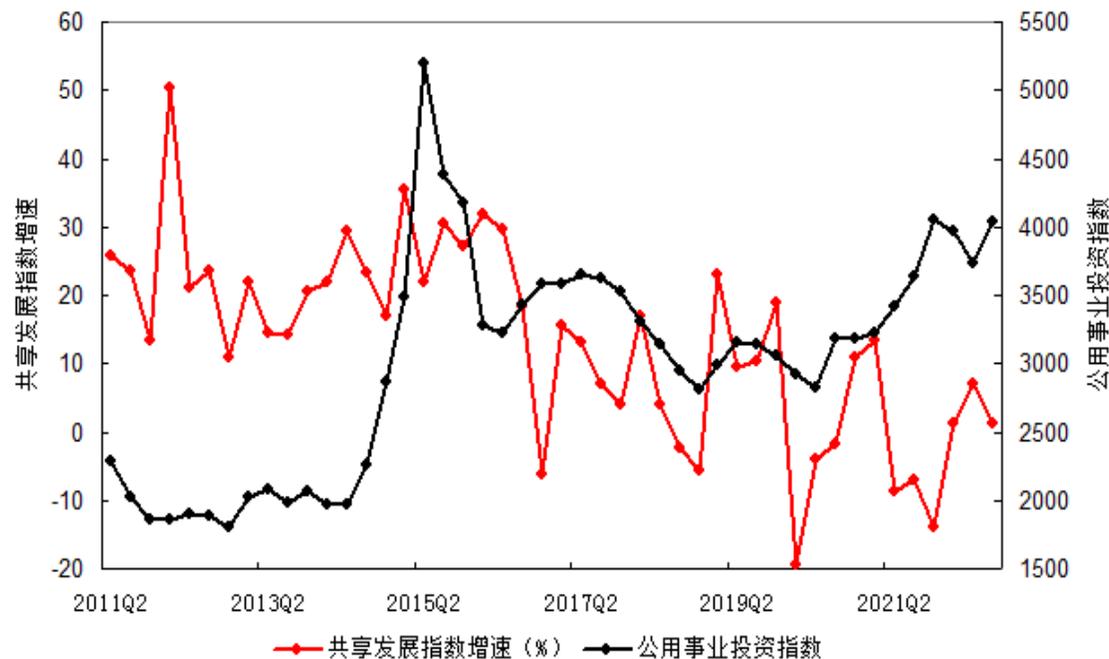


图18：共享发展指数与公用事业投资指数的对比



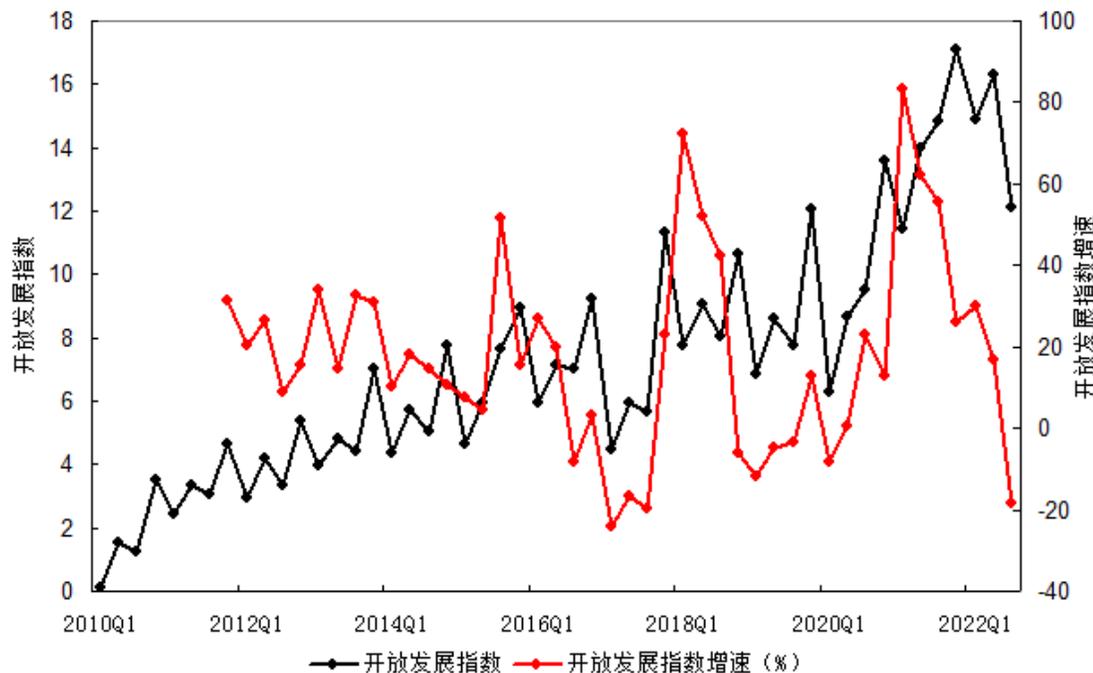
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

## (五)、开放发展指数对于市场主题、市场结构的解释与刻画

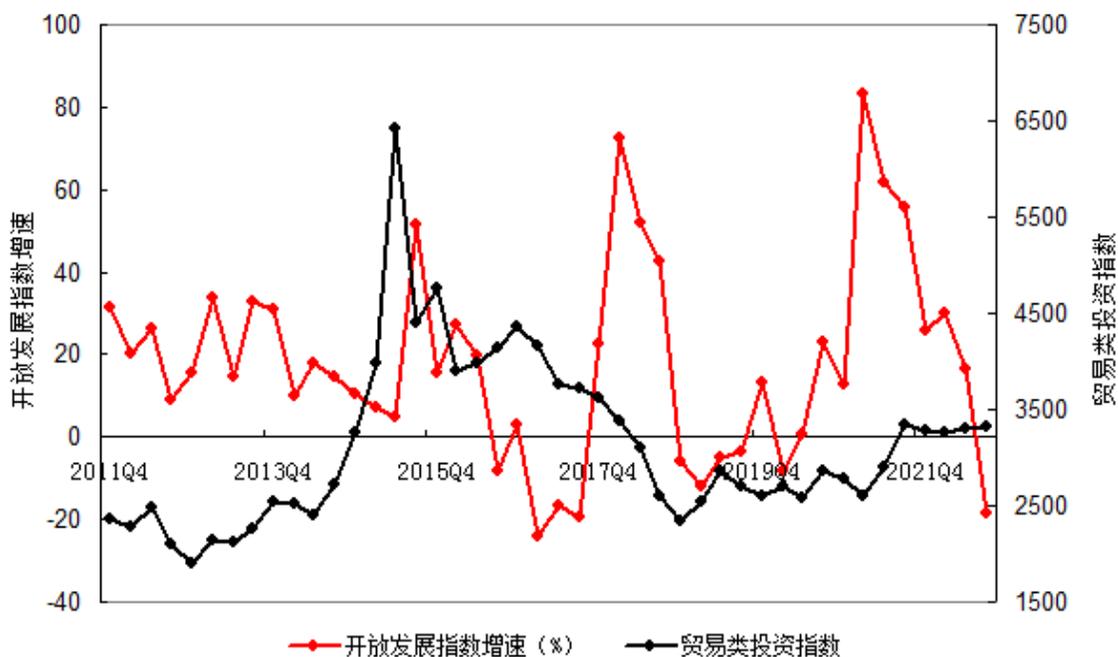
- 从构成内涵来看，开放发展指数更多是从传统进出口、FDI等角度来衡量发展，这存在进一步修正完善的空间和可能；
- 从定基指数和同比增速来看，其更多与传统贸易类似；
- 开放发展指数对于资本市场主题投资指数的解释力度有限，也印证了其构成存在进一步完善修订的空间；

图19：开放发展指数与其同比增速



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图20：开放发展指数对于贸易类投资指数的解释力度有限



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

# 总结：总指数与分项指数对投资结构、投资主题的指引效应

- 从指标构成的逻辑意义、实证检验来看，总指数与部分分指数（协调发展指数、绿色发展指数、创新发展指数）对于资本市场的方向与主题结构方面具有较强的指引意义；
- 部分分项指数在构成方面，存在优化改善的空间和可能；

图21：各类指数对于资本市场结构与主题的相关度总结

指数		指数内涵	相关主题投资指数或指数结构	效果评价
高质量发展指数	定基指数	五大维度（分指数）衡量总体社会、经济总体发展质量	与股票总指数的相关度较高	其对于资本市场的逻辑解释和实证解释优于传统的名义GDP指标
	同比增速			
创新发展指数	定基指数	从科技领域的资源投入以及科技产出双角度衡量中国创新发展进程	与科技创新类投资指数走势相关度较高	逻辑与实证角度解释了主题投资的可行性
	同比增速			
协调发展指数	定基指数	刻画了城乡、大中小企业（就业机构衡量）、二三产业之间的平衡关系	与创业板、中小板与主板的强弱相关度较高	从逻辑和实证角度解释了不同指数的相对强弱变化
	同比增速			
绿色发展指数	定基指数	从大气、环境治理、居民生活质量、二产业能耗角度来衡量发展质量	与低碳类投资指数相关度较高	逻辑与实证角度解释了主题投资的可行性
	同比增速			
开放发展指数	定基指数	从传统进出口、FDI等角度来衡量发展	与贸易类投资指数相关度有限	相关性有限，可进一步优化分指数构成
	同比增速			
共享发展指数	定基指数	公共投资、公共设施支出角度来衡量发	与公用事业类投资指数相关度一般	更多的反映基建投资与投入，可完善补充产出效果类指标
	同比增速			

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

- **寻找高质量发展进程中的“长、短”板**
  - 面对未来，高质量发展指数对投资的指引路径是什么？
  - 从历史平均水平对比的角度，寻找发展中的“长、短”板
- **强化“长板”+布局“短板”**
  - 强化“长”板领域的投资：创新发展、绿色发展；
  - 布局“短”板领域的投资：协调发展、开放发展；

- **观察跟踪高质量发展总、分指数的变化，有效的把握资本市场的方向变化；**
  - 关注总指数对于整体资本市场方向的指引
  - 关注分项指数对于相关领域、结构或主题投资方面的指引；
- **关注不同类政策对于不同类分项指数的指引；**
  - 不同分类的政策出台，对于不同类的分项指数具有前瞻指引；
- **本着各领域均衡发展、共同进步的原则：加大高质量发展过程中“长板”领域的投资+布局发展过程中“短板”领域的投资；**
  - 需要寻找到目前阶段的“长、短”板，这对于未来的投资布局具有指引意义；

# 从历史均衡比较的角度，寻找高质量发展中的“长、短”板

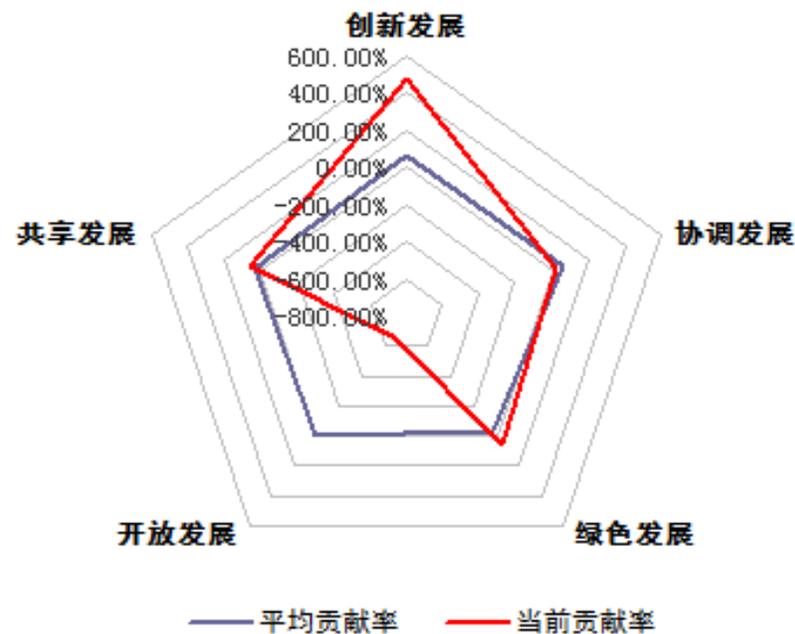
- 五大分项指数权重相当，共同构成了高质量发展指数；我们追求的是均衡发展和共同进步；
- 考察分项指数对于总指数的平均贡献率和当前贡献率，衡量当前阶段的“长、短”板；
- 从当前阶段来看：
  - 长板领域：创新发展、绿色发展；
  - 短板领域：协调发展、开放发展；

图22：分项指数的历史平均贡献率和当前阶段贡献率

分项指数	平均贡献率	当前贡献率
创新发展	62.50%	472.51%
协调发展	39.64%	4.87%
绿色发展	-44.06%	39.22%
开放发展	-0.05%	-662.69%
共享发展	24.94%	46.09%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图23：高质量发展进程中的“长、短”板是什么



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- **强化“长”板领域的投资：**

- 与创新领域相关的投资标的，例如：300成长创新指数、科技龙头指数
- 与绿色发展领域相关的投资标的，例如内地低碳投资指数；

- **局部“短”板领域的投资：**

- 与协调发展领域相关的投资标的：创业板指数、中小板指数；
- 与开放发展领域相关的投资标的：需要寻找更为准确的指标内涵和投资标的；

- 美联储加息幅度超预期；
- 海外通货膨胀快速上升；
- 海外地缘冲突短期难以缓解；
- 全球供应瓶颈问题尚未得到缓解；

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券  
GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032