股债双牛成大赢家，为何今年买房不灵了？——海通宏观每周交流与思考

投资要点:

- **股债双牛，今年资产配置的大赢家。**今年的中国经济遭遇了诸多的挑战，但从国内各资产的回报来看，股市和债市成为大赢家。前 8 个月主动偏股型基金的平均回报率为 16.2%，债券基金的回报率为 3.93%，在国内各资产中仅次于黄金的 23%，而要高于银行理财的 2.7%，货币基金和银行存款的 1.5%，也高于 1.5%左右的全国二手房价平均涨幅。那么问题来了，股债双牛是如何炼成的，为什么房子不灵了，未来是否还会继续？

- **长期看，资产回报源于内在价值。**美国过去 100 多年的数据显示，股票和债券的长期回报率约在 5%-7%，与美国同期经济名义增速相当。而房子和黄金的长期回报率约为 3%，与美国的通胀水平相当。这其实也揭示了各类资产长期回报的来源，长期来看，是经济增长和通胀在创造财富。其中股票和债券作为金融资产，其长期回报来自于企业的生产经营，也就是来源于经济的名义增长。而房子和黄金作为实物资产，本身不创造价值，因而长期只能靠涨价来赚钱。与此相应，股票和债券等金融资产的长期回报率要远好于房子和黄金等实物资产。

- **短期看，资产价格反映供需关系。**但是，为什么大家在中国的感受就是过去 10 年房子很赚钱，而股票不赚钱？因为资产的价值有两种属性，一种是资产的内在价值，另一种是资产的外在价格。过去房市表现远好于股市，并非是前者创造了更多的价值，房子唯一的产出是租金，从 07 年到 18 年，一线城市的房租年均涨幅为 5.3%，远低于同期 11%的企业盈利增速。但大家就是愿意为房子付出更高的价格，对于 1 单位房租，可以付出 60 倍的房价，而按照沪深 300 指数 12 倍的市盈率，意味着同样 1 单位的企业盈利，大家只愿意付出 12 倍的股价。

- **过去货币超发，地产泡沫受益。**为什么给房子的价格就很贵，给股票的价格就很便宜？原因在于货币超发，钱太多了。也就是说，虽然房子创造的价值并不多，房租每年只涨 5%，但由于货币每年增长接近 15%，而大部分货币都去买房了，因此哪怕你觉得房子并不值那么多钱，但架不住市场上的钱太多，别人都愿意花大价钱买房，所以房价的涨幅其实是反映了货币增速。与之相反的是，虽然中国股市整体创造的价值并不少，企业盈利每年上涨 11%，但是远不如货币增长的快，由于没有钱流入股市，因此哪怕你觉得股市很便宜，但是还会有更便宜。

- **未来货币收缩，金融资产为王。**在过去几年，中国宏观政策上最大的变化，就是启动了供给侧结构性改革，大力去杠杆，其直接结果就是货币增速大幅下降，从高于 GDP 名义增速到持平甚至低于 GDP 名义增速。这一方面使得房价的潜在涨幅大幅下降，而与地产有关的高收益资产也将逐渐消失，中国也将进入低利率时代，债市有望长期慢牛。同时在减税降费，完善资本市场制度、促进优胜劣汰之后，中国正常上市公司的业绩增速就有望保持在 8%的 GDP 名义增速之上，股市将成为资产配置的最佳选择，我们有望迎来股债双牛的金融时代。

相关研究

《实体经济观察 2019 年第 33 期：棚改托底再现》2019.08.29

《生产有所回暖，通胀走势分化》2019.08.25

《实体经济观察 2019 年第 32 期：多管齐下稳就业》2019.08.22

分析师:姜超
Tel:(021)23212042
Email:jc9001@htsec.com
证书:S0850513010002

分析师:于博
Tel:(021)23219820
Email:yb9744@htsec.com
证书:S0850516080005

分析师:李金柳
Tel:(021)23219885
Email:ljl11087@htsec.com
证书:S0850518070004

分析师:宋潇
Tel:(021)23154483
Email:sx11788@htsec.com
证书:S0850519070003

联系人:陈兴
Tel:(021)23154504
Email:cx12025@htsec.com

联系人:应镓娴
Tel:(021)23219394
Email:yjx12725@htsec.com

目 录

1. 每周交流与思考 4
2. 经济：制造业缓中趋稳 13
3. 物价：通胀走势分化 13
4. 流动性：没有降息预期 13
5. 政策：促进消费发展 14
6. 海外：美国二季度 GDP 增速下修，德国二季度经济零增长 14

图目录

图 1　中国 GDP 季度增速创新低（%）.....4
图 2　股债双牛成大赢家，今年房子不灵了.....5
图 3　美国过去 100 年各类资产表现.....6
图 4　美国过去 40 年股债双牛（%）.....6
图 5　美国 1964-79 年的股市、房市盈利与估值.....7
图 6　中国 2007-18 年的股市、房市盈利与估值.....8
图 7　中原上海房价领先指数.....8
图 8　股票与混合型基金规模、货币基金规模（亿元）.....9
图 9　6 大城市房价租金比，沪深 300 市盈率（倍）.....9
图 10　中原一线城市房价指数、广义货币 M2（万亿元）.....10
图 11　中国 M2 增速、银行总负债增速（%）.....10
图 12　19 年上半年中国经济与 A 股上市公司盈利表现（%）.....12

表目录

表 1　中国货币增速、经济通胀和利率预测（%）.....11
表 2　美股与 A 股的回报与分解（%）.....11

1. 每周交流与思考

一、股债双牛，今年资产配置的大赢家

今年的中国经济遭遇了诸多的挑战，包括外部与美国之间的经贸摩擦，中国对美出口的所有产品都被加征了数额不等的关税，导致对美国出口大幅下滑。而国内政策明确不走刺激地产的老路，使得国内工业经济持续下行，7 月工业增速创下了 4.8%的 10 年新低，2 季度 GDP 增速创下了 6.2%的 27 年新低。

图1 中国 GDP 季度增速创新低（%）

资料来源：WIND，海通证券研究所

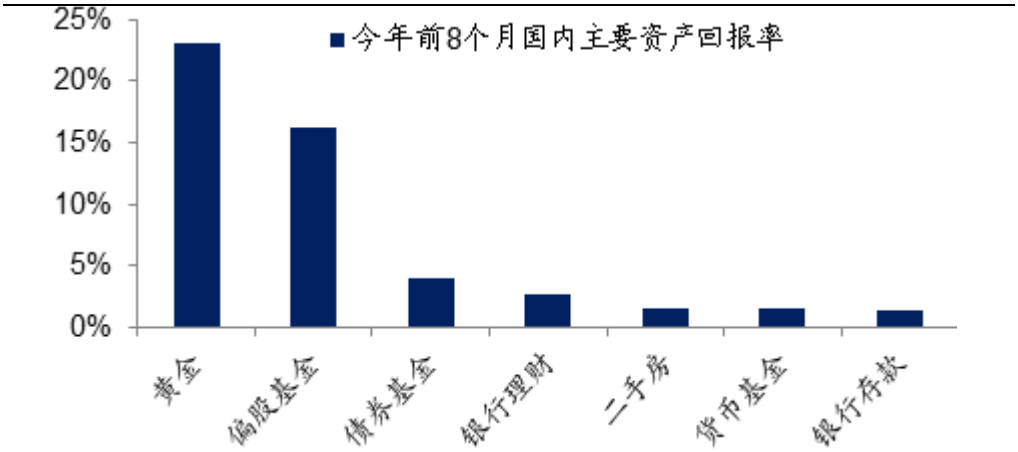
但是到目前为止，中国资本市场的表现非常不错。截止 8 月末，代表股市表现的沪深 300 指数涨幅为 26.2%，而代表债市表现的 10 年期国债利率从 3.23%降至 3.06%，折算成年化收益率约为 5.8%，走出了股债双牛的行情。

而从投资者的回报来看，今年无论是配置股票还是债券类基金，都能获得不错的回报。其中股票基金的表现最为突出，根据 Wind 统计，前 8 个月的主动偏股型基金的平均收益率为 16.2%。而债券基金的表现也相当不俗，前 8 个月的平均收益率为 3.93%，折合年化收益率为 5.9%。

从国内主要大类资产的比较来看，今年国内资产表现最好的是黄金的 23%，其次就是股票基金的 16.2%和债券基金的 3.93%。如果持有银行理财，按照 4%左右的年化收益率，目前的绝对回报约为 2.7%，而持有货币基金的年化收益率为 2.3%，折合绝对回报率为 1.5%，持有 1 年期定存的年化收益率约为 2%，折合绝对回报率为 1.3%。

而在过去持续躺赢的房地产，今年以来的表现乏善可陈。诸葛找房网的数据显示，今年 7 月份全国百城二手房挂牌均价同比仅上涨 1.7%，国信达数据显示 7 月份全国 337 个地级以上城市二手房挂牌价同比仅上涨 1.5%。也就是今年持有房地产的回报率和货币基金的收益率差不多。

图2 股债双牛成大赢家，今年房子不灵了



资料来源：WIND，海通证券研究所，房价来源于诸葛找房网和国信达数据。

而过去几年盛行的高收益理财 P2P，目前综合利率水平大约在 10%。但由于 18 年起持续爆雷，P2P 的累计问题平台数量超过 2800 家，而正常运营的 P2P 平台数量从峰值的 3600 家降至不到 800 家，P2P 行业的贷款余额已经从峰值的 1 万多亿缩水至 6670 亿。大家都明白了，所谓 10%的利率其实根本没法兑现。

因此，今年只要大家对中国的未来有信心，坚定不移地投资在中国的资本市场，无论是投资在股市和债市，其回报率都要好于房地产、P2P、银行理财、货币基金、银行存款等诸多资产。毫无疑问，股市债市就是今年资产配置的大赢家，其他的大多数都是输家。也就是说，今年配置了股市和债市的人，财富相对而言是增值的；而配置在房地产、P2P、银行理财、货币基金等领域的人，财富相对而言是贬值的。

那么问题来了，股债双牛是如何炼成的，为什么房子不灵了，未来是否还会继续？

二、长期看，资产回报源于内在价值

大家有没有想过，我们购买任何一类资产，如果赚钱了，到底是赚了谁的钱？

比如说过去在中国买房，大家都赚了钱，那么大家赚的是谁的钱呢，赚的是开发商的钱，还是卖房人的钱，或者两者都不是？过去在中国买股票为什么不赚钱，钱被谁赚走了？我们把钱存到银行就有利息，这个钱是银行给我的，还是其他的人给我的？

我相信对于这些问题，每个人都有不同的答案，或许也没有唯一的答案。但是如果我们把眼光放长远，看看美国过去 100 多年的历史数据，其实在长期是有答案的。

观察美国 1900 年到 2018 年的数据，在 1900 年的道琼斯指数为 70 点，而在 2018 年末为 23327 点，涨了 332 倍，年均涨幅为 5%，但是道琼斯指数在 1928 年以后就不包含股息率的数据，如果考虑道琼斯指数的股息率长期超过 2%，因而持有美国股票资产的长期年均回报率超过 7%。

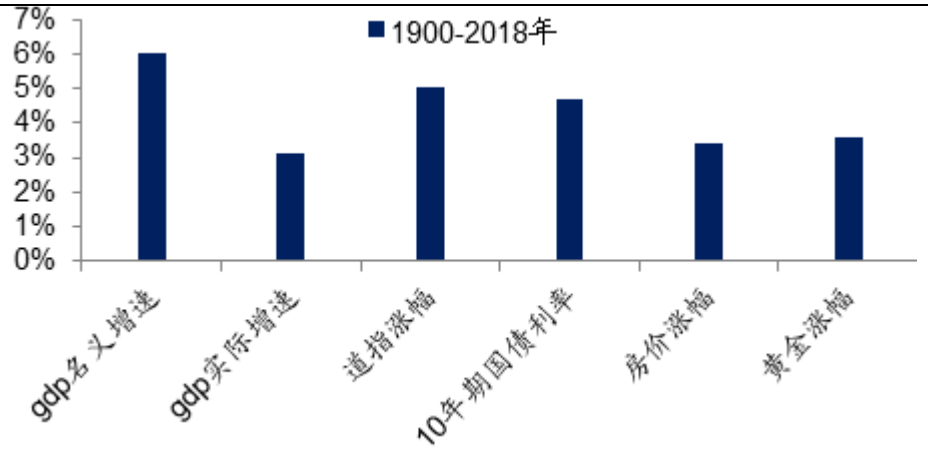
如果持有债券类资产，比如说美国国债，过去 100 年的年均回报率约为 4.7%。而美国高等级企业债利率长期比国债利率平均高出约 130bp，因而持有高等级企业债的长期年均回报率约为 6%左右。

如果持有房产，观察美国著名的 Case-Shiller 全国房价指数，其在 1900 年为 3.85 点，到 2018 年末升至 206.26 点，涨了 53 倍，年均涨幅仅为 3.4%。如果持有黄金，在 1900 年金价为 20.67 美元/盎司，到 2018 年末升至 1269 美元/盎司，涨了 60 倍，年均涨幅为 3.6%，涨幅与房价大致相当。

作为比较的是，在 1900 年至 2018 年间，美国年均 GDP 实际增速为 3.1%，同期年均广义物价涨幅为 2.9%，合计年均 GDP 名义增速为 6%。

由此可见，房产和黄金作为实物类资产，其长期回报率在 3%左右，其实恰与美国过去 100 多年的通胀平均涨幅相当。而股票和债券的长期回报率约在 5%-7%左右，与美国过去 100 多年的 GDP 名义增速均值接近。

图3 美国过去 100 年各类资产表现

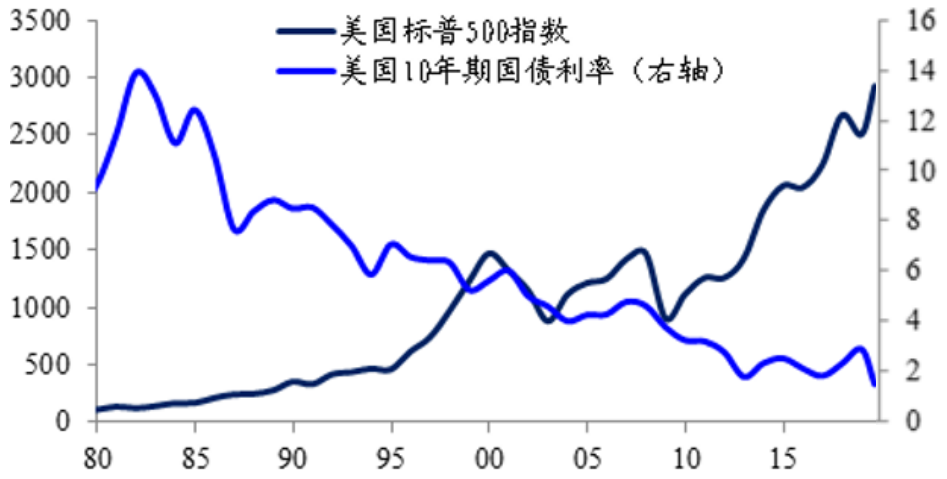


资料来源：WIND，海通证券研究所，Case-Shiller 全国房价指数，股价不包含股息，图中为年均数据

这其实也揭示了各类资产长期回报的来源，长期来看，是经济增长和通胀在创造财富。其中股票和债券作为金融资产，其长期回报来源于经济的名义增长，而房子和黄金作为实物资产，其长期回报来源于通胀。这也符合逻辑推理，因为股票和债券的回报来自于企业，企业的生产经营创造了经济增长。而房子和黄金作为实物资产，本身不创造价值，因而长期只能靠涨价来赚钱。

所以，从美国的历史来看，股债双牛其实不是一个偶然现象，而是长达 100 多年的历史规律。其中虽然偶尔会有中断，比如在 1960-70 年的滞胀时代，美国也是实物资产远好于金融资产。但是到了 1980 年以后至今的 40 年中，美国标普 500 指数的年均回报率约为 10%，持有 10 年期国债的年均回报率约为 8%，又是典型的股债长牛。

图4 美国过去 40 年股债双牛（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

因此，历史证明股票和债券等金融资产的长期回报率要远好于房子和黄金等实物资产，因为前者的价值来源于经济增长和通胀，而后者只能反映通胀。

三、短期看，资产价格反映供需关系

但是，为什么大家在中国的感受就是过去 10 年房子很赚钱，而股票不赚钱？

原因在于，任何一类资产的价值其实有两种属性：第一种是资产的内在价值，也就是资产本身所创造的价值；但还有第二种是资产的交易价格，也就是市场愿意给这个资产支付的价格，而这个价格在短期内不一定与资产的内在价值有关，而是反映了市场的供需关系，或者说市场的特殊偏好。

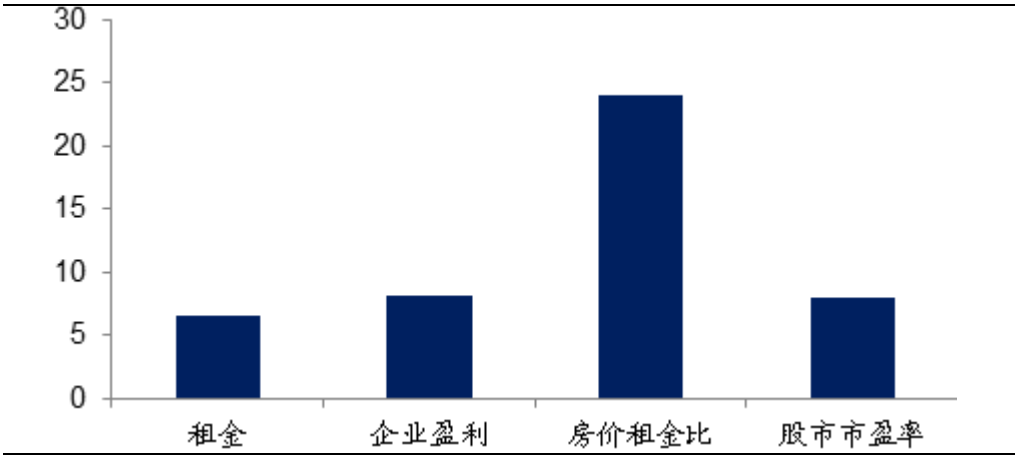
打个简单的比方，在选美大赛中，对于美其实有两种标准：一种是客观标准，选手天然美不美；另一种是主观标准，大家觉得选手美不美。甚至有时候选手本身美不美并不重要，只要大家都觉得美，也可以当上冠军。我们都读过安徒生的童话《皇帝的新装》，皇帝什么都没有穿，但是大家都假装看见了皇帝穿了衣服，直到被小孩子叫出来，其实皇帝根本就没有穿衣服。

所以，观察美国资产回报的历史，虽然历史证明金融资产远远跑赢了房地产，但是在 1964-79 年间，同样是有近 15 年的时间，房地产涨了好几倍，而股市一直都不涨。当时在美国买房的人也是人生赢家，而著名的杂志《商业周刊》则刊登了专文预测《股市已死》!

是因为房地产创造了更多的价值吗？我们知道房子并非生产资料，房子唯一的产出是租金，在 1964-1979 年间，美国房租的年均涨幅为 6.6%，而股市中企业盈利的年均涨幅为 8.2%，其实股市创造的价值更多。

但是大家当时就是喜欢买房子，在 1979 年，大家为 1 单位的房租可以付出 24 倍的房价，而为同样 1 单位的企业盈利，大家只愿意付出 8 倍的股价。

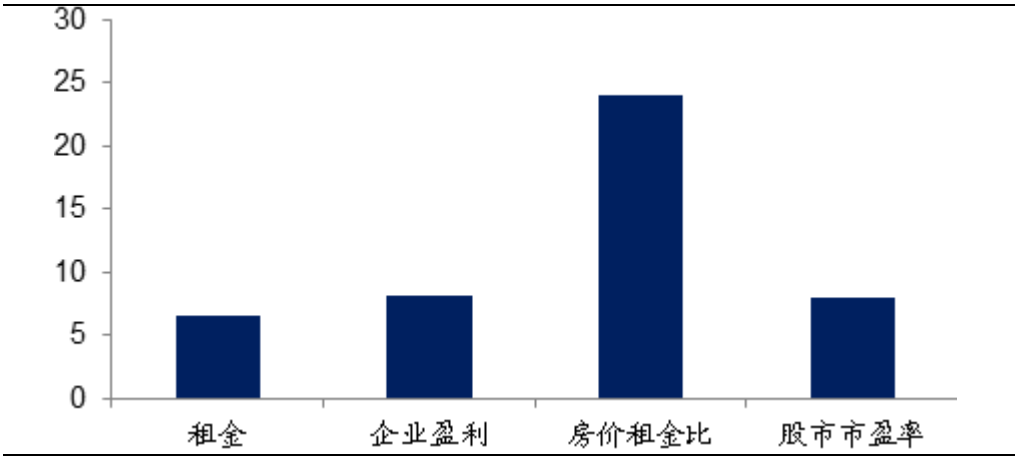
图5 美国 1964-79 年的股市、房市盈利与估值



资料来源：WIND，海通证券研究所，租金和企业盈利为 1964-1979 年年均涨幅，单位为%；房价租金比和股市市盈率为 1979 年数据，单位为倍。

其实在中国过去的 10 年也是类似的现象，房市表现远好于股市，并非是前者创造了更多的价值，就是因为大家愿意为房子付出更高的价格。从 07 年到 18 年，北上广深 4 大一线城市的房租年均涨幅为 5.3%，其实远低于同期 A 股市场 11%的企业盈利增速。但是大家就是爱买房，不爱买股票。目前北上广深的租金回报率大约只有 1.5%，相当于给 1 单位房租可以付出 60 倍的房价。而沪深 300 指数的市盈率只有 12 倍，也就是给 1 单位的企业盈利，大家只愿意付出 12 倍的股价。

图6 中国 2007-18 年的股市、房市盈利与估值



资料来源：WIND，海通证券研究所，租金和企业盈利为 2007-2018 年数据，单位为%；房价租金比和股市市盈率为 2018 年 4 个一线城市以及沪深 300 数据，单位为倍。

四、过去货币超发，地产泡沫受益

为什么给房子的价格就很贵，给股票的价格就很便宜？

有人说因为房子买了可以住，而股票买了没有用。但是如果不买房的话，租房子也很便宜，一线城市的租金回报率才 1.5%；而股票买了也有分红，比如说买了沪深 300 指数，目前的分红率也有 2.7%，把买房同样金额的钱买了股票以后，靠分红来租房绰绰有余。

有人说因为租房不开心，要经常搬家，中国人天生就爱买房。但如果房子不涨了，股市每年涨 10%，同样的钱拿来买股票，租 7 年房子以后，可以买两套房子，你选择买房还是租房呢？

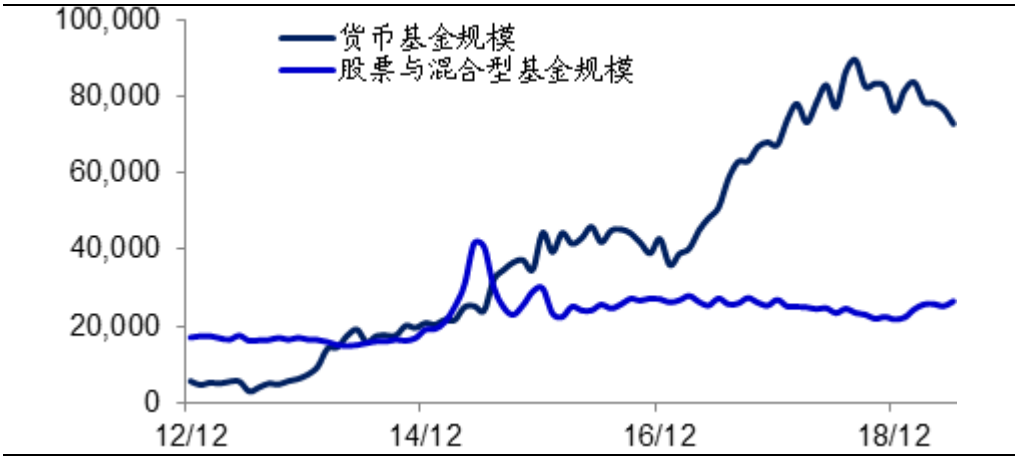
因此，并不是中国人天生就爱买房，在 2000 年左右的时候其实也不买，当时上海买房还送户口，因为房价长期不涨。但由于过去 10 多年房价每年平均涨 10%以上，持有 7 年至少翻一倍，经过市场不断的教育以后，大家印象就是买房每年至少可以升值 10%，为此大家每年可以贷款 7 万多亿来买房，哪怕买贵了也不怕。

图7 中原上海房价领先指数

资料来源：WIND，海通证券研究所

而由于股市跌了 10 多年，从 2007 年高点累计下跌了一半，平均每年下跌 4%，给大家的教训就是买股票每年都要赔钱，所以哪怕再便宜也不能买。有一个指标是公募基金中偏股型基金的规模，在过去 7 年都没有太大变化，一直保持在 2 万亿左右，而同期货币基金规模从 5000 亿一度升至 8 万亿以上。

图8 股票与混合型基金规模、货币基金规模（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

房子和股票作为投资品，其实有一个特点和普通商品有着巨大的差别。普通商品的需求和价格通常是负相关，也就是价格越贵、买的人越少，价格越便宜、买的人越多，而投资品则往往是越涨买的人越多，越跌买的人越少。

比如说在 2007 年，中国股市经过连续两年大涨，上证指数差不多每年翻一倍，而同期沪深 300 指数的市盈率从最低的 13 倍涨到最高的近 50 倍。而在经过 10 多年下跌之后，沪深 300 指数在 2019 年初的市盈率跌到只有 10 倍。

而同样在 2007 年，中国房市的房价租金比大约在 30 倍，其实比当时的股市要便宜很多。但是经过房价 10 年大涨之后，房价租金比上升到了 60 倍。

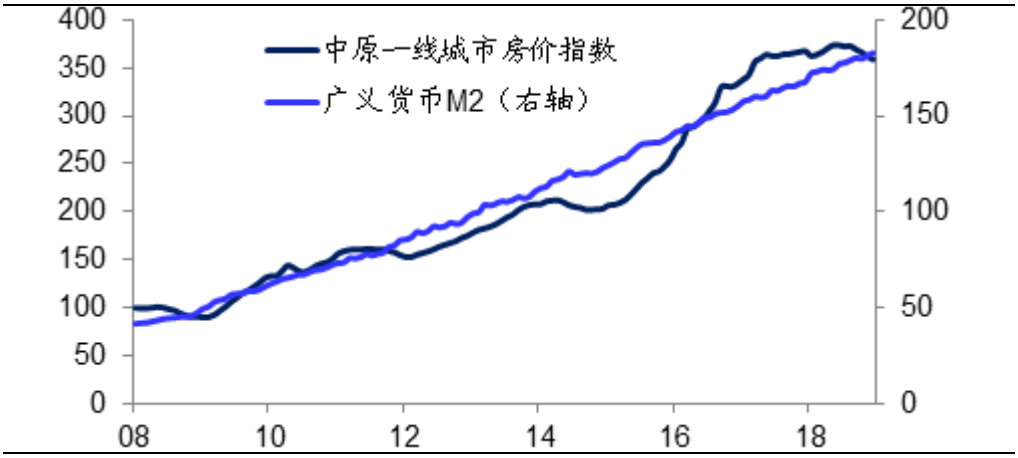
图9 6 大城市房价租金比，沪深 300 市盈率（倍）

资料来源：WIND，海通证券研究所，6 大城市为北上广深、天津、成都。

为什么过去 10 年房市表现比股市好？其实关键问题在于钱太多了。

在 2007 年的时候，中国的广义货币 M2 只有 40 万亿，而到 18 年升至 180 万亿，货币增长了 3 倍多，同期一线城市的房价也在类似涨幅。我们测算 07 年时居民的房产总值约在 80 万亿，而到 2018 年升至 300 多万亿，是唯一可以和货币增长在数量级上匹配的资产。

图10 中原一线城市房价指数、广义货币 M2（万亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

也就是说，虽然房子创造的价值并不多，房租每年只涨 5%，但由于货币每年增长接近 15%，而大部分货币都去买房了，因此哪怕你觉得房子并不值那么多钱，但架不住市场上的钱太多，别人都愿意花大价钱买房，所以房价的涨幅其实是反映了货币增速。

与之相反的是，虽然中国股市整体创造的价值并不少，企业盈利每年上涨 11%，但由于没有钱流入股市，因此哪怕你觉得股市很便宜，但是还会有更便宜。

而影响房市和股市定价的关键问题，其实是货币超发。

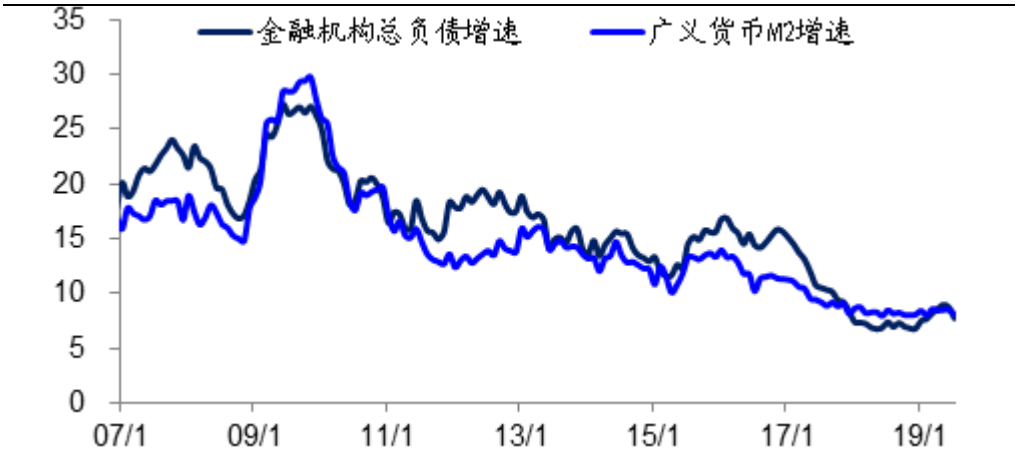
从 07 年到 18 年，中国广义货币 M2 年均增速为 15%，如果包含影子银行以后真实货币增速可能接近 20%，货币增速远超同期 12%的 GDP 名义增速。而大家把 15-20%的货币增速默认为买房的回报率，所以哪怕同期股市的业绩每年增长 11%，但是远不如货币增长的快。所以大家都愿意买房，而不愿意买股票，结果自然是房子越来越贵，股票越来越便宜。

五、未来货币收缩，金融资产为王

在过去几年，中国宏观政策上最大的变化，就是启动了供给侧结构性改革，大力去杠杆。

其直接结果就是货币增速大幅下降。截止 19 年 7 月，中国广义货币 M2 增速已经降至 8.1%，仅为此前十年均值水平的一半左右。

图11 中国 M2 增速、银行总负债增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

如果从货币增速的角度来看房价，由于中国的货币增速下降了一半，这意味着未来

房价的潜在涨幅也将只有过去 10 年的一半左右，与 8%左右的货币增速大致相当。但是买房要贷款，其实是有成本的。央行明确表示本轮贷款利率改革是给实体经济降成本，而房贷利率不降。由此，哪怕首套房贷款利率也保持在 5%左右，而且考虑到房子的产权只有 70 年，每年还有 1.5%的折旧，这样算下来，买房赚钱的空间就非常有限了。

而如果大家都发现买房不赚钱了，其实就会思考一个问题，如果房价保持不变，而租金回报率只有 1.5%，买房投资到底还值不值得？

而货币增速下降，最受益的其实是中国的金融资产。

首先，债市明确受益于货币增速下降。

在过去货币高增的时代，房价涨幅预期超过 10%，因此地产商愿意用 10%以上的成本来融资，而卖地的地方政府也愿意以 10%左右的成本通过融资平台来融资，结果就是市场的真实利率高达 10%，货币增速其实就代表了全社会资金的平均回报率。

而如今货币增速大幅下降之后，意味着全社会资金的平均回报率大幅下降，那些依然提供 10%以上回报的资产，大家发现很多都兑付不了，其实是有风险的。而土地财政缩水之后，地方政府也承受不了高融资成本，中央政府通过法律禁止地方政府违规高息举债，未来政府只能通过国债和地方政府债来低息融资。

因此，货币增速的大幅下降，意味着中国的利率中枢发生了永久性的下降，大家开始愿意接受 3%左右的国债利率，因为高回报的资产要么消失了，要么兑现不了。

表 1 中国货币增速、经济通胀和利率预测（%）

	货币增速	通胀	经济增长	国债利率	贷款利率	市场利率
2007-2018	15	2.8	8.7	3.6	6.4	10
2019-2030	7-8	2-3	5-6	2.7	5	5

资料来源：WIND，海通证券研究所，19 年以后为预测值。

其次，股市也显著受益于货币增速下降。

我们前面提到，股市的内在价值是企业创造的业绩，而企业的业绩增速长期等于经济名义增速。比如中国过去 10 年的 GDP 年均增速约为 12%，同期上市公司盈利增速约为 11%；而今年上半年 GDP 名义增速为 8.3%，而同期上市公司的盈利增速约为 7.8%，两者大致相当。

而展望未来，如果中国 GDP 保持在 5-6%左右实际增速，再考虑物价保持在 2-3%左右涨幅，中国 GDP 名义增速有望长期保持在 8%左右。而考虑到美国过去 100 多年的 GDP 名义增速均值也有 6%，所以我们对中国 GDP 名义增速的假设应该不算离谱。那么与之相应，A 股上市公司的盈利增速也有望保持在 8%左右，只要 A 股的估值不再下跌，同时保持 2%左右的股息率，那么未来 A 股每年可以提供 10%左右的回报率。

表 2 美股与 A 股的回报与分解（%）

	回报率	估值变化	股息率与回购	盈利增速	GDP 名义增速
美股 80-19 年	10%	2%	2%	6%	5%
A 股 07-18 年	-4%	-15%	2%	11%	12%
A 股 19 年-30 年	10%	0%	2%	8%	8%

资料来源：WIND，海通证券研究所，19 年以后为预测值。

那么问题来了，为什么过去 A 股的企业盈利每年增长 11%，股市涨不动，而以后企业每年盈利增速下降到 8%，股市反而可以涨了呢？

其实关键就在于货币增速下降了。大家要知道，去杠杆的原因是钱太多了，去杠杆的目标就是降低货币增速，而不是降低经济增速，因此去杠杆的结果不仅体现为货币增速的下降，更体现为货币相对于经济增速的下降。

也就是说，货币超发的时代彻底结束了。过去 10 年货币增速远高于经济名义增速，而现在 8%左右的货币增速与经济名义增速大致相当，未来货币增速甚至可能会低于经济名义增速。

而大家再回忆一下我们在上文中提到的，资产价格的表现在短期是由供需决定的，这意味着短期的资产价格是大家在不同资产之间比较来决定的。

虽然过去中国股市的业绩每年增长 11%，但是架不住货币超发，每年 15-20%的货币增速之下，房价表现是最好的，而且跟地产沾边的地产信托、融资平台都能提供 10%甚至以上的收益率，因此没人在意股市的业绩也有 11%的增长。

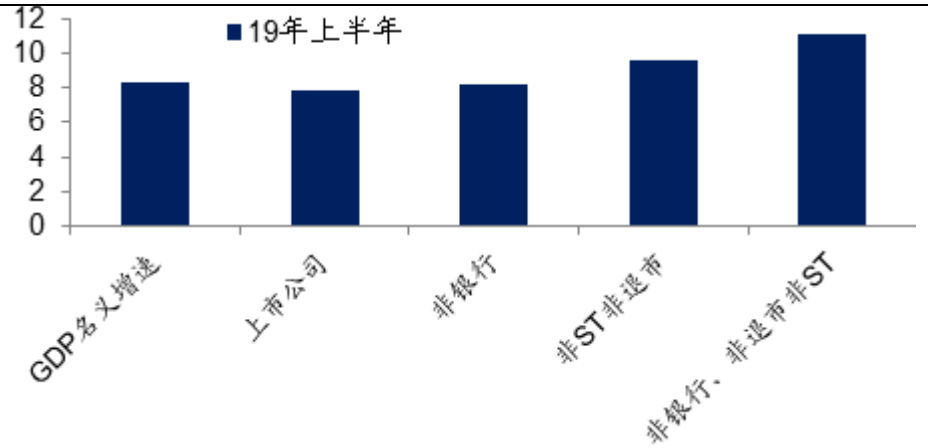
而未来虽然中国股市的业绩增速降到了 8%左右，但是由于去杠杆，货币增速降至 8%甚至以下，房价涨不动了，跟地产有关的高收益资产要么爆雷了、要么消失了，大家只能买到 3%的国债，2%的货币基金，这个时候能够提供 8%业绩增长的股市其实是最好的选择。

而且中国股市本身也发生了变化。首先，由于大规模减税降费，以及 LPR 改革给企业部门定向降息，非金融企业部门的盈利其实可以比经济名义增速更高。今年上半年 A 股银行业的业绩增速为 7.2%，而非银行企业的业绩增速为 8.2%。

其次，18 年我国开始实施更严格的退市制度改革，18 年 7 月公布了《关于修改〈关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见〉的决定》，明确对于交投不活跃、股权分布不合理、市值过低而不再适合公开交易的股票终止交易，特别是对于存在严重违法违规行为的公司，可以依法强制退市。

因此，如果大家不投资 ST 和强制退市类企业，而专注于投资 A 股中正常企业，其上半年利润增速为 9.6%，如果再扣除银行，那么非银行正常上市公司上半年的平均业绩增速为 11.1%，其实远好于 GDP 名义增速。

图12 19 年上半年中国经济与 A 股上市公司盈利表现（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

总结来说，只要我们坚持供给侧结构性改革，去杠杆收货币，同时减税降费，完善资本市场制度、促进优胜劣汰，那么中国正常上市公司的业绩增速就有望保持在 8%的 GDP 名义增速之上。而随着货币增速降至 8%甚至以下水平，房价的潜在涨幅将大幅下降，而与地产有关的高收益资产也将逐渐消失，而中国也将进入低利率时代，债市有望长期慢牛，而股市将成为资产配置的最佳选择，我们有望迎来股债双牛的金融时代。

2. 经济：制造业缓中趋稳

1）制造业 PMI 小幅回落。8 月全国制造业 PMI 为 49.5%，较 7 月小幅回落，仍在线下并创下 14 年以来同期新低，指向制造业景气略有转弱。主要分项指标中，需求、生产缓中趋稳，价格回落，库存转差。分规模看，大、中型企业 PMI 有所回落，小型企业 PMI 线下回升。

2）需求、生产缓中趋稳。8 月新订单指数略降至 49.7%，持平在 14 年以来同期新低，但仍高于 6 月水平，指向内需放缓而幅度有限。8 月新出口订单指数回升至 47.2%，虽仍在同期新低但已连续两月回升，指向外需有所修复。8 月生产指数略降至 51.9%，虽较 7 月下滑但高于 5 月和 6 月水平，而 8 月发电耗煤增速降幅收窄至-2%，或意味着生产仍保持韧性。

3）小微企业改善，回落态势放缓。虽然 8 月制造业 PMI 仍较 7 月小幅回落，但一方面，整体来看，回落态势已有所放缓，8 月 PMI 指标仍高于 5 月和 6 月水平，指向制造业景气较二季度末已有好转；而另一方面，从结构上来看，小型企业 PMI 逆势回升，意味着在减税降费和降低融资成本等政策的推动下，小微企业经营状况有明显改善，经济修复的内生动力增强。

3. 物价：通胀走势分化

1）食品继续大涨。上周食品价格继续大幅上涨，其中猪价大涨，带动牛羊肉、蛋禽价格普涨，蔬菜、水果价格下跌，食品价格环比上周上涨 2.3%。

2）8 月 CPI 稳定。8 月以来商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格环比涨幅分别为 3.9%、0.8%，预测 8 月 CPI 中食品价格环比上涨 3%，但由于去年食品价格的高基数以及非食品价格继续下行，预测 8 月 CPI 同比稳定在 2.8%。

3）PPI 持续下降。8 月以来国际油价下行，国内煤价、钢价回落，截止目前 8 月港口期货生资价格环比下跌 0.5%，预测 8 月 PPI 环比下跌 0.2%，8 月 PPI 同比降幅扩大至 0.9%。

4）通胀走势分化。进入 8 月份以来，物价表现明显分化，其中猪价持续大涨，带动食品价格普涨，因而 4 季度 CPI 或继续上升。而在工业品价格方面，由于国际油价，国内煤价、钢价普遍回落，因而 4 季度 PPI 降幅或有望进一步扩大。

4. 流动性：没有降息预期

1）货币利率稳定。上周货币利率基本稳定，其中 R007 均值上行 9bp 至 2.88%，R001 均值下行 2bp 至 2.64%。DR007 上行 4bp 至 2.69%，DR001 下行 1bp 至 2.59%。

2）央行继续回笼。上周央行逆回购投放 1400 亿，逆回购到期回笼 2700 亿，逆回购净回笼 1300 亿。MLF 投放 1500 亿，MLF 到期回笼 1490 亿。国库现金到期回笼 800 亿。央行净回笼 2090 亿，连续两周回笼货币。

3）汇率继续贬值。上周美元指数大幅回升，人民币兑美元汇率继续贬值，在岸与离岸人民币均贬至 7.16。

4）没有降息预期。上周央行行长易纲表示，金融机构要做好改革完善 LPR 形成机制各项工作，尽快实现新发放贷款主要参考 LPR 定价，坚决打破贷款利率隐性下限，推动贷款实际利率进一步下降。而央行有关负责人表示，首套房贷款利率不得低于相应期

限 LPR，二套房贷利率不得低于相应期限 LPR+60 基点，换算成贷款基准利率意味着首套房贷利率不得低于基准利率，而二套房贷利率不得低于基准利率上浮 10%，这意味着房贷利率未降。而作为 LPR 报价关联的 1 年期 MLF 利率，上周保持在 3.3%的水平。由此可见，本轮货币政策的主要目标并非直接降息降低基准利率，而是通过改革的方式降低实体经济的融资成本，同时不刺激房地产。

5. 政策：促进消费发展

1）促进商业消费。国务院办公厅发布《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，要求释放汽车消费潜力，实施汽车限购的地区要结合实际情况，探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施。有条件的地方对购置新能源汽车给予积极支持。鼓励金融机构对居民购买绿色智能产品提供信贷支持，加大对新消费领域金融支持力度。

2）促进消费工作。发改委组织召开完善促进消费体制机制部际联席会议第一次会议，审议通过《近期促进消费工作重点任务安排》。会议要求，要充分发挥好联席会议的统筹协调作用，组织研究消费领域大趋势、大战略、大政策、大项目，推动解决突出问题；要加强上下联动，不断研究推进落实促进消费的具体机制和措施。

3）临港发展新政。上海自贸区临港新片区特殊支持政策发布，包含人才、税收、住房、土地规划、产业集聚、交通网络建设、城市综合服务功能等 50 条具体举措，赋予新片区管理机构市级和区级经济管理权限。新片区将编制新片区国土空间规划，探索实行混合用地、创新型产业用地等政策；加快布局新一代信息基础设施，建设“工业互联网+人工智能”创新和应用示范区，探索全面放开智能网联汽车道路测试。新片区还将加大对人才的住房保障力度，定向微调新片区住房限购政策。

6. 海外：美国二季度 GDP 增速下修，德国二季度经济零增长

1）美国二季度 GDP 增速下修。上周四，美国商务部公布美国第二季度实际 GDP 环比折年增速 2%，较初值下修 0.1 个百分点，低于一季度的 3.1%，其中政府支出、出口、私人库存投资和住宅投资有所下修，而个人消费支出上修；上周五公布的美国 7 月核心 PCE 同比增速 1.6%，持平于预期与前值。

2） 英国女王批准议会休会。上周三，英国女王伊丽莎白二世批准了首相鲍里斯•约翰逊暂停议会的计划。目前，处于夏季休会期的英国议会将于 9 月 3 日重新召开，而英国女王批准议会在 9 月 9 日至 9 月 12 日期间再次开始休会，休会期一直到 10 月 14 日。该决定使英国无协议脱欧风险上升，而首相约翰逊表示将加快与欧盟谈判。

3）德国二季度经济零增长。上周二，德国公布二季度 GDP 同比增速为 0%，是 2013 年 5 月以来的首次零增长。其中，居民消费和政府支出仍是贡献，投资增长放缓，但外贸拖累经济增速，二季度德国进出口环比双双萎缩，出口同比创近 6 年最大降幅。

4）阿根廷计划与 IMF 磋商延期偿还债务。上周三，阿根廷财政部声明表示，鉴于流动性压力，正寻求重新安排 IMF 和私人债权人持有的 570 亿美元债务，其中，阿根廷计划推迟偿付 70 亿美元的短期债务本金，但会继续支付利息，而 2020-2023 年到期的债务将寻求国会批准重新安排。

信息披露

分析师声明

姜超　　宏观经济研究团队
于博　　宏观经济研究团队
李金柳　　宏观经济研究团队
宋潇　　宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称"本公司"）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路　颖　　所长
(021)23219403　luying@htsec.com

高道德　　副所长
(021)63411586　gaodd@htsec.com

姜　超　　副所长
(021)23212042　jc9001@htsec.com

邓　勇　　副所长
(021)23219404　dengyong@htsec.com

荀玉根　　副所长
(021)23219658　xyg6052@htsec.com

涂力磊　　所长助理
(021)23219747　tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
于　博(021)23219820　yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885　ljl11087@htsec.com
宋　潇(021)23154483　sx11788@htsec.com
联系人
陈　兴(021)23154504　cx12025@htsec.com
应镓娴(021)23219394　yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732　fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395　zhengyb@htsec.com
罗　蕾(021)23219984　ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883　yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230　ylq9619@htsec.com
姚　石(021)23219443　ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745　lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386　zzg11641@htsec.com
联系人
颜　伟(021)23219914　yw10384@htsec.com
梁　镇(021)23219449　lz11936@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419　niyt@htsec.com
陈　瑶(021)23219645　chenyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004　tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231　sjj9710@htsec.com
皮　灵(021)23154168　pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326　xyh10763@htsec.com
谈　鑫(021)23219686　tx10771@htsec.com
王　毅(021)23219819　wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433　csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370　zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774　zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445　tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167　wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
周　霞(021)23219807　zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121　jps10296@htsec.com
杜　佳(021)23154149　dj11195@htsec.com
李　波(021)23154484　lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142　wqz12709@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658　xyg6052@htsec.com
钟　青(010)56760096　zq10540@htsec.com
高　上(021)23154132　gs10373@htsec.com
李　影(021)23154117　ly11082@htsec.com
姚　佩(021)23154184　yp11059@htsec.com
周旭辉　zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141　zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401　lsx11330@htsec.com
曾　知(021)23219810　zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406　tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733　zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400　wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147　wxk12750@htsec.com

中小市值团队
张　宇(021)23219583　zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420　ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223　kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171　cbs10969@htsec.com
相　姜(021)23219945　xj11211@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434　lml@htsec.com
陈久红(021)23219393　chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387　wuyiping@htsec.com
朱　蕾(021)23219946　zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953　zhr8381@htsec.com
王　旭(021)23219396　wx5937@htsec.com

石油化工行业
邓　勇(021)23219404　dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143　zjj10419@htsec.com
胡　歆(021)23154505　hx11853@htsec.com
联系人
张　璇(021)23219411　zx12361@htsec.com

医药行业
余文心(0755)82780398　ywx9461@htsec.com
郑　琴(021)23219808　zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998　hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096　lgk12371@htsec.com
吴佳栓 0755-82900465　wjs11852@htsec.com
朱赵明(010)56760092　zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384　fgq12116@htsec.com

汽车行业
王　猛(021)23154017　wm10860@htsec.com
杜　威(0755)82900463　dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145　cyq12265@htsec.com
郑　蕾 075523617756　zl12742@htsec.com

公用事业
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
张　磊(021)23212001　zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398　fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125　lhk11523@htsec.com
高　瑜(021)23219415　gy12362@htsec.com

互联网及传媒
郝艳辉(010)58067906　hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120　sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907　myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104　cxg11774@htsec.com

有色金属行业
施　毅(021)23219480　sy8486@htsec.com
联系人
陈晓航(021)23154392　cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394　gjy11909@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747　tll5535@htsec.com
谢　盐(021)23219436　xiey@htsec.com
金　晶(021)23154128　jj10777@htsec.com
杨　凡(021)23219812　yf11127@htsec.com

电子行业
陈　平(021)23219646　cp9808@htsec.com
尹　苓(021)23154119　yl11569@htsec.com
谢　磊(021)23212214　xl10881@htsec.com

煤炭行业
李　淼(010)58067998　lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
联系人
王　涛(021)23219760　wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业
张一弛(021)23219402　zyc9637@htsec.com
房　青(021)23219692　fangq@htsec.com
曾　彪(021)23154148　zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171　xbq6583@htsec.com
联系人
陈佳彬(021)23154513　cjb11782@htsec.com

基础化工行业
刘　威(0755)82764281　lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130　lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397　zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431　swr12178@htsec.com
联系人
李　智(021)23219392　lz11785@htsec.com

计算机行业
郑宏达(021)23219392　zhd10834@htsec.com
杨　林(021)23154174　yl11036@htsec.com
鲁　立(021)23154138　ll11383@htsec.com
于成龙　ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131　hjj10361@htsec.com
洪　琳(021)23154137　hl11570@htsec.com

通信行业
朱劲松(010)50949926　zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926　ywm11574@htsec.com
张峥青(021)23219383　zzq11650@htsec.com
张　弋 01050949962　zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095　ytx12741@htsec.com

非银行金融行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
何　婷(021)23219634　ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127　lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(021)23154388　rgb12695@htsec.com

交通运输行业
虞　楠(021)23219382　yun@htsec.com
罗月江（010）56760091　lyj12399@htsec.com
李　轩(021)23154652　lx12671@htsec.com
联系人
李　丹(021)23154401　ld11766@htsec.com

纺织服装行业
梁　希(021)23219407　lx11040@htsec.com
联系人
盛　开(021)23154510　sk11787@htsec.com
刘　溢(021)23219748　ly12337@htsec.com

建筑建材行业
冯晨阳(021)23212081　fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
申　浩(021)23154114　sh12219@htsec.com

机械行业
余炜超(021)23219816　swc11480@htsec.com
耿　耘(021)23219814　gy10234@htsec.com
杨　震(021)23154124　yz10334@htsec.com
沈伟杰(021)23219963　swj11496@htsec.com
周　丹　zd12213@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391　liuyq@htsec.com
刘　璇(0755)82900465　lx11212@htsec.com
联系人
周慧琳(021)23154399　zhl11756@htsec.com

建筑工程行业
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@htsec.com
张欣劼　zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134　lfh12225@htsec.com

农林牧渔行业
丁　频(021)23219405　dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164　cxl9730@htsec.com
陈　阳(021)23212041　cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦　myq12354@htsec.com

食品饮料行业
闻宏伟(010)58067941　whw9587@htsec.com
唐　宇(021)23219389　ty11049@htsec.com

军工行业
蒋　俊(021)23154170　jj11200@htsec.com
刘　磊(010)50949922　ll11322@htsec.com
张恒晅　zhx10170@htsec.com
联系人
张宇轩(021)23154172　zyx11631@htsec.com

银行行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
解巍巍　xww12276@htsec.com
林加力(021)23214395　ljl12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489　tmy10908@htsec.com

社会服务行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671　cyy10636@htsec.com
许樱之　xyz11630@htsec.com

家电行业
陈子仪(021)23219244　chenzy@htsec.com
李　阳(021)23154382　ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383　zmc11316@htsec.com
联系人
刘　璐(021)23214390　ll11838@htsec.com

造纸轻工行业
衣桢永(021)23212208　yzy12003@htsec.com
赵　洋(021)23154126　zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队
蔡铁清(0755)82775962　ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963　fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022　gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933　liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133　wyq10541@htsec.com
饶　伟(0755)82775282　rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含　gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队
胡雪梅(021)23219385　huxm@htsec.com
朱　健(021)23219592　zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384　jiwj@htsec.com
黄　毓(021)23219410　huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281　qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192　hyx10493@htsec.com
黄　诚(021)23219397　hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373　mwy10474@htsec.com
马晓男　mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268　yyx10310@htsec.com
张思宇　zsy11797@htsec.com
慈晓聪(021)23219989　cxc11643@htsec.com
王朝领　wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650　syj12493@htsec.com
李　寅 021-23219691　ly12488@htsec.com

北京地区销售团队
殷怡琦(010)58067988　yyq9989@htsec.com
郭　楠 010-5806 7936　gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931　zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977　yys10962@htsec.com
杜　飞　df12021@htsec.com
张　杨(021)23219442　zy9937@htsec.com
何　嘉(010)58067929　hj12311@htsec.com
李　婕　lj12330@htsec.com
欧阳亚群　oyyq12331@htsec.com
郭金垚　gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com