

相关研究

《对外开放提速，将如何影响资本市场？
——中国对外开放系列之一》2019.10.29
《知往鉴今：上世纪 20-30 年代的美国》
2019.10.28
《宏观专题 20191022：走在正确的道路上》
2019.10.22

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lj11087@htsec.com

证书:S0850518070004

分析师:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

证书:S0850519070003

大类资产的历史变迁 ——兼论资产表现背后的宏观逻辑

投资要点:

- **美国资产的百年变迁。**在美国过去 100 年的投资中金融资产要好于实物资产，并且股市表现遥遥领先。如果在 1918 年用 1 万美元购买不同的美国资产，到 2018 年投资股票和债券将获得 288 万美元和 126 万美元，而投资原油、黄金和房产仅能获得 36 万美元、63 万美元和 41 万美元。而如果以物价 15 倍的涨幅为基准来衡量，所有资产的表现都跑赢了通胀。其实不光是从 100 年的维度来衡量，从 60 年和 30 年的维度来看，金融资产的投资收益也都好于实物类资产。过去 30 年，股票投资回报率为 8.3%，大幅领先其他资产，而实物资产投资回报相比于过去 60 年均出现了明显的回落。
- **美国不同时期的资产表现。**二战之前：投机导致股价大幅波动，产能过剩使得油价持续低迷。1918 年-1945 年美国股市波动剧烈，债券稳步增长，黄金与美元保持固定，房价随着物价温和上涨，但油价持续低迷，一直跑输通胀。20 年代初股市的持续攀升来自于经济的繁荣，但后期赚钱效应促使投机风气盛行，导致股市的泡沫化最终以暴跌收场。而 20 年代机械的尚未普及限制了原油的需求，但原油探测和开采技术的突破导致供给大幅扩张，产能过剩使得油价持续低迷。**滞胀时期：石油危机引发滞胀导致金融资产的垃圾十年和实物资产的辉煌十年。**1970 年-1980 年间金融资产整体跑输物价，美国股市基本没有上涨，投资债券在 70 年代后期甚至会出现亏损，而原油和黄金在 10 年间出现极强的投资价值，年化收益率分别达到 35% 和 30%，房价则跟随物价小幅上涨。黄金价格上涨是因为 1971 年布雷顿森林体系解体后，黄金不再与美元挂钩，而油价上涨则是因为两次中东原油供给的锐减。石油危机叠加货币高增导致美国通胀上行，利率大幅升高拖累了债券收益。而在滞胀环境下，股市估值被不断压缩，企业盈利也出现下滑。**80 年代以来：低通胀和企业稳定盈利带来股债双牛。**80 年代以后才是真正属于金融资产的辉煌时代，美国的股市和债市开始大幅跑赢其他资产，年化收益率分别达到 8.8% 和 8.3%，而实物资产均出现过短期上涨，但长期来看房地产略跑赢物价，原油和黄金甚至跑输通胀。80 年代以后美国股债双牛主要得益于低通胀环境和稳定增长的企业盈利。低通胀一方面来自于收缩货币，另一方面是因为全球化降低了生产成本；而稳定增长的企业盈利离不开大幅减税与科技发展，同时也离不开全球化。长期的低通胀环境使得美国利率中枢不断下移，债券走出长牛行情，而利率下行带来估值提升，叠加企业盈利稳定增长，美国股市也不断创出新高。
- **中国资产的二十年回首。**过去接近二十年的时间里，中国的房地产回报高于金融资产。分阶段来看，2002-2006 年股市的表现好于楼市、债市，而 2009-2018 年的十年里房价大幅上涨，股市、债市涨幅有限。过去十年，房价的表现远远胜于股市，最关键的原因在于货币超发，保值属性强的实物类资产房地产从中受益最多，但企业盈利跑输货币增速拖累股市，而投资扩张带来资金需求阻碍了利率的持续趋势下行。**今年以来资产价格表现的逆转，类似美国 80 年代之后相对滞胀时期的转变。**随着 18 年以来我国逐渐结束了货币超发，我国资产的表现与过去十年不同。今年 1-3 季度上证综指累计涨幅高达 16.5%，商品房住宅销售均价涨幅 9.0%，中债综合指数涨幅 3.2%。类似美国 80 年代之后，中国大规模减税降费和改善供给，有利于企业利润的改善和长期的增长，而通过去杠杆收缩货币和告别债务刺激，长期利率水平将趋降，有利于债市的表现和股市的估值。**未来房地产为代表的实物类资产或将风光不再，长期来看，我国同样有望出现股债双牛的格局。**

目 录

1. 美国资产的百年变迁.....	4
2. 美国不同时期的资产表现	5
2.1 二战之前.....	5
2.2 滞胀时期.....	6
2.3 80年代以来.....	7
3. 中国资产的二十年回首.....	9
3.1 我国大类资产的长期回报.....	9
3.2 今年以来我国的资产表现.....	11

图目录

图 1	过去 100 年各类资产的累计涨幅（倍）	4
图 2	过去 100 年、过去 60 年和过去 30 年各类资产的年均涨幅（%）	4
图 3	1918 年-1945 年各类资产的累计涨幅（倍）	5
图 4	道琼斯工业指数和企业盈利（以 1922 年为基期）	6
图 5	美国原油产量（千桶/天）	6
图 6	1970 年-1980 年油价、金价和物价的累计涨幅（倍）	6
图 7	1970 年-1980 年股票、债券、房价和物价的累计涨幅（倍）	6
图 8	美国和伊朗原油产量（千桶/天）	7
图 9	美国黄金储备（吨）	7
图 10	美国 CPI 同比和国债收益率（%）	7
图 11	标普 500 指数市盈率（倍）	7
图 12	1980 年以来股价、债券和物价的累计涨幅（倍）	8
图 13	1980 年以来油价、金价、房价和物价的累计涨幅（倍）	8
图 14	美国 M2 和 PCE 同比（%）	8
图 15	全球商品贸易占 GDP 比重（%）	8
图 16	联邦基金利率和十年期国债收益率（%）	9
图 17	道琼斯工业指数和企业盈利（以 1980 年为基期）	9
图 18	2002-2018 年我国大类资产累计回报率（%）	9
图 19	2002-2018 年我国大类资产价格和 CPI 走势	10
图 20	2002-2018 年我国大类资产累计涨幅（%）	10
图 21	2002 年以来我国名义 GDP 增速及 M2 增速	10
图 22	2002 年以来我国 M2/GDP（%）	10
图 23	中原一线城市房价指数	10
图 24	全国商品房住宅销售均价（元/平方米）	10
图 25	我国 M2 同比增速及名义 GDP 增速（%）	11
图 26	中国 10 年国债到期收益率（%）	11
图 27	2019 年前三季度我国大类资产价格和 CPI 走势	11
图 28	2019 年前三季度 70 城及分线城市级城市二手房价走势	11

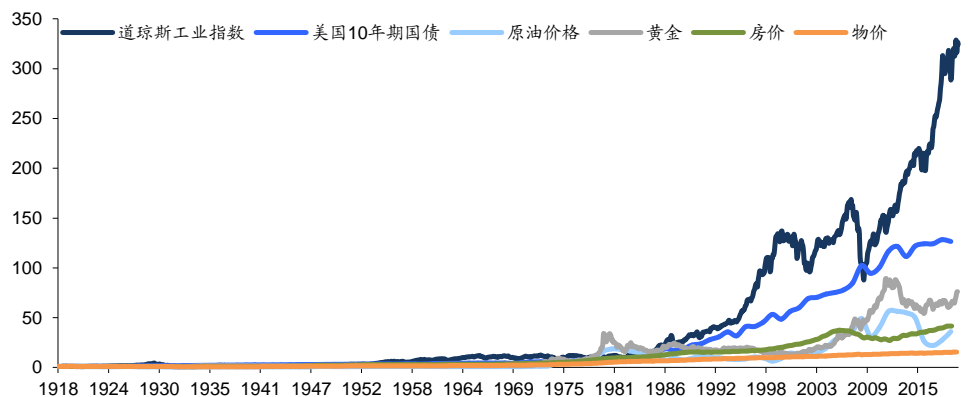
大类资产价格走势与宏观经济一直紧密相关，本篇专题我们梳理了美国大类资产的百年历史和中国近二十年的资产变化，希望找到资产价格表现背后的宏观逻辑。

1. 美国资产的百年变迁

如果给你一个机会在 100 年前的美国投资 1 万美元，你会如何选择投资产品？

根据我们的计算，在 1918 年用 1 万美元购买不同的资产，到 2018 年你的 1 万美元在股市中将变成 288 万美元，而如果你持续投资债券，你的 1 万美元也会变成 126 万美元。相比之下，大宗商品投资要略微逊色，投资原油和黄金仅能获得 36 万美元和 63 万美元，而如果你将资金投资于房地产，目前的房子价值也就值 41 万美元。因此，在美国过去 100 年的投资中金融资产要好于实物资产，并且股市表现遥遥领先，而如果以物价 15 倍的涨幅为基准来衡量，所有资产的表现都跑赢了通胀。

图1 过去 100 年各类资产的累计涨幅（以 1918 年为基期=1）

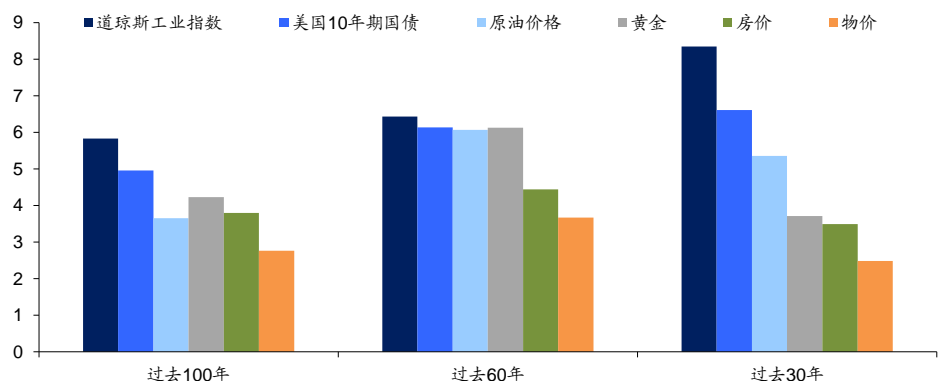


资料来源：Wind，海通证券研究所，股票指数没有考虑股息回报，国债投资假设每年进行一次债券买卖得到的利息和资本利得合计

其实不光是从 100 年的维度来衡量，从 60 年和 30 年的维度来看，金融资产的投资收益也都好于实物类资产。尽管以过去 60 年的维度来看，原油和黄金的投资收益大幅上升，但股票和债券的收益仍能维持在较高水平，年化回报率相比于过去 100 年的 5.8% 和 4.9% 小幅上升至 6.4% 和 6.1%。而在过去 30 年，股票投资回报相比于 60 年的年化收益又进一步大幅提升至 8.3%，相比之下实物资产投资回报均出现了明显的回落。

从不同的时间维度来看，各类资产的投资收益有涨有跌其实反映了在过去 100 年的不同时间段内各种大类资产的表现或许不近相同。为了厘清各种资产走势背后的逻辑，下面我们将把 100 年的时间划分成三段，一一进行分析。

图2 过去 100 年、过去 60 年和过去 30 年各类资产的年均涨幅（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 美国不同时期的资产表现

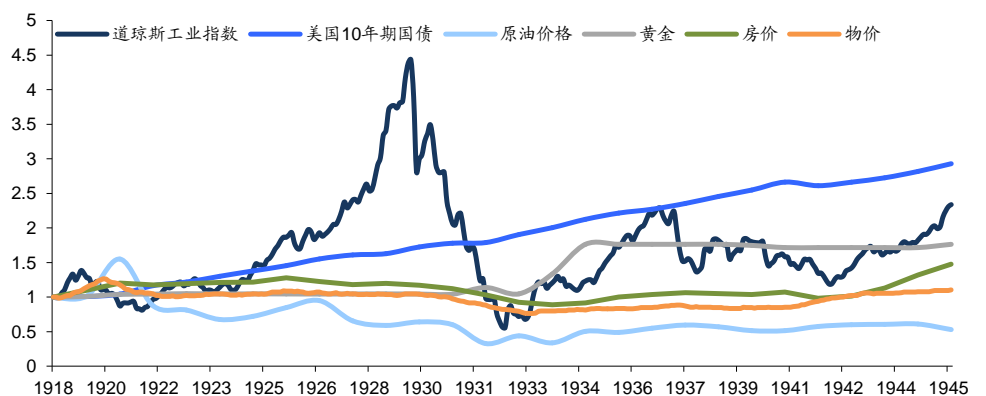
2.1 二战之前

我们首先来看下 1918 年-1945 年之间各类资产的表现。

股市波动剧烈，债市稳步攀升。1918 年-1945 年美国股市具有很强的波动性，特别是 20 年代出现了暴涨暴跌。道琼斯工业指数从 1922 年 12 月的 97.6 点上升至 1929 年 9 月的 365.3 点，累计上涨幅度达到 274.2%，紧接着股市短时间又大幅回落。在 1934 年股市经历了第二轮上涨，这一阶段道琼斯工业指数从 1934 年 9 月的 90.5 点上升至 1937 年 3 月的 188.4 点，随后再次下跌。尽管股市剧烈波动，但是如果投资债券则可以稳定赚钱，当时的债券到期收益率基本 3-5% 之间，并且这段时间利率一直处于下行。

油价持续低迷，黄金与美元保持固定。1918 年-1945 年美国房价略跑赢物价，属于温和上涨。但原油价格一直处于比较低迷的状态，1920 年-1931 年甚至出现了大幅下跌，从 1920 年的每桶 3 美元下降至 1931 年的每桶 0.65 美元。相比之下，黄金在 1934 年之前走势与物价基本一致，1934 年美国规定 35 美元一盎司的黄金价格后，黄金价格一直维持在了这一水平。

图3 1918 年-1945 年各类资产的累计涨幅（以 1918 年为基期=1）

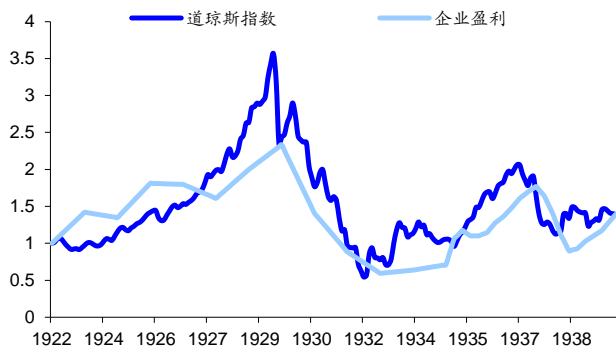


资料来源：Wind，海通证券研究所

经济繁荣带来股市上涨，但随后投机引发股市泡沫。1910-1920 年美国出现持续繁荣，上市公司企业盈利也不断攀升，带来美国股市的持续上涨。但是随着股市赚钱效应的日益显现，大量资金开始流入股市进行投机，股市泡沫化严重。在 1929 年 9 月股市崩盘之前，股市相对于 1922 年末已经累计上涨 274.2%，而同时期企业盈利仅增长了 124.9%，也就是说有超过 120% 的涨幅其实并没有盈利支撑。股市的泡沫化最终以暴跌收场，并对当时的美国经济造成严重冲击，引发大萧条。

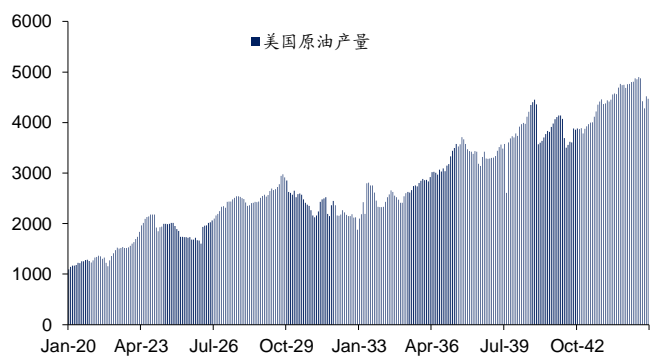
供给过剩抑制油价上涨。我们再来看看当时油价为何持续低迷。第二次工业革命后，人类进入了“电气时代”，内燃机的广泛使用带动了原油的需求，但机械的尚未普及限制了原油的需求。同时 1929 年大萧条后美国经济一度出现明显回落，对原油的需求也出现下降。而原油探测和开采技术的突破导致当时的原油供应出现明显扩张，美国日均产量从 1920 年 1 月的 109.7 万桶提升至 1945 年 12 月的 447.2 万桶。因此，产能过剩导致 1918 年-1945 年间油价一直处于比较低迷的状态。

图4 道琼斯工业指数和企业盈利（以1922年为基期）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图5 美国原油产量（千桶/天）



资料来源：EIA，海通证券研究所

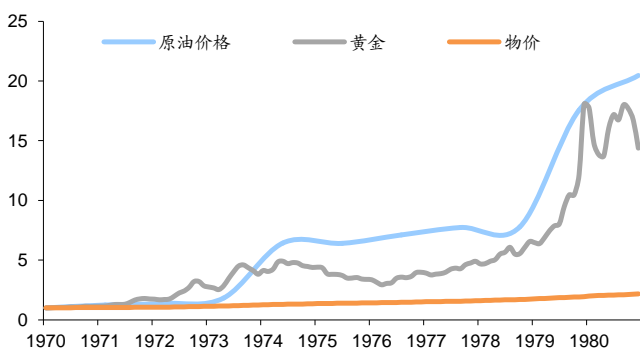
2.2 滞胀时期

1945年-1980年之间股票、债券、原油、黄金和房价的年均投资回报分别在6.8%、5.2%、5.9%、5.0%和4.7%。总体来说，相比于物价3.7%的涨幅，投资各类资产都能够起到保值的作用，并且股票仍然领跑。但如果我们把时间段换到1970年-1980年，则各种大类资产表现却会出现极大的差异。

金融资产的垃圾十年。10年间美国股市基本没有出现上涨，1970年12月道琼斯工业指数为821.5点，到了1979年12月道琼斯工业指数仍然只有836.1点。而如果投资债券，在1976-1980年间债券资产将因为收益率的上行而出现亏损。与物价的涨幅相比，无论是股票还是债券都没有起到保值作用。

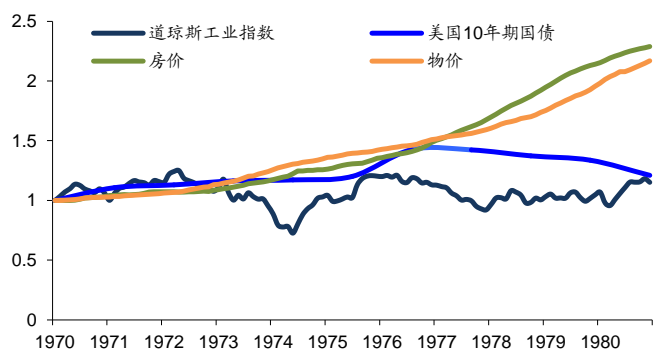
商品的辉煌十年。相比之下，原油和黄金在这一时期都出现极强的投资价值。其中国际油价经历了两轮快速上涨，1973年-1974年油价从2.0美元/桶大幅上升至13.0美元/桶，累计涨幅达到525%，而1978年-1979年间油价累计涨幅也达到221.9%，10年间油价年均上涨35%。黄金在同一时期也出现了两波上涨，1973-1974年间和1978-1979年间黄金价格累计涨幅分别达到182%和163%，10年间年化收益率达到30%。此外，房价跟随物价也出现了一定程度的上涨，尽管相比于原油和黄金涨幅偏弱，但是跑赢了物价。

图6 1970年-1980年油价、金价和物价的累计涨幅



资料来源：Wind，海通证券研究所，以1970年为基期=1

图7 1970年-1980年股票、债券、房价和物价的累计涨幅

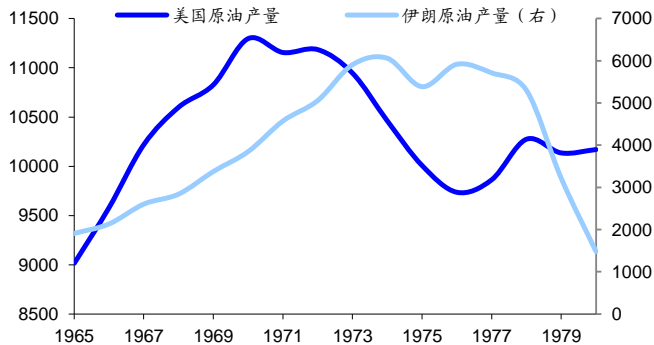


资料来源：Wind，海通证券研究所，以1970年为基期=1

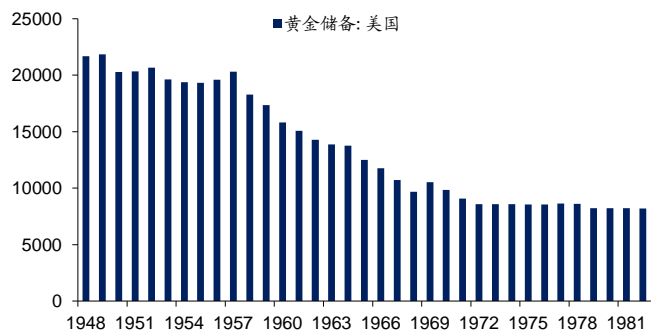
两轮油价上涨均与中东局势动荡相关。70年代以来美国原油产量不再快速增长反而出现了下滑，而随着原油需求增加和自身产量减少的影响，发达国家对中东的原油供应依赖度越来越高。1973年10月中东第四次战争爆发，阿拉伯国家为了打击发达国家对以色列的支持而宣布对美英等国实施禁运并减产。1978年底伊朗政局出现动荡，石油产量从1978年的530.2万桶/天锐减至1980年的147.9万桶/天，原油出口也全部停止。两次中东原油供给的锐减导致油价分别在1973年末和1978年末出现暴涨。

而黄金价格上涨则是因为1971年布雷顿森林体系解体。早在1944年7月，西方

主要国家签署了《布雷顿森林》协定，构建了以美元和黄金为基础的布雷顿森林体系，自此黄金兑美元的价格一直维持在 35 美元/盎司。但是 60 年代后美国黄金储备因为越战等多重原因快速下降，1971 年美国黄金储备已经降至 9069 吨，仅为 1957 年的 44%。随后美国不得不在 1971 年 8 月宣布停止以美元兑换黄金，布雷顿森林体系解体，以美元计价的黄金价格开始飙升，并在 1974 年达到 183 美元/盎司的历史新高。此外，70-80 年间的高通胀也凸显了黄金投资的保值价值，助推了黄金价格上涨。

图8 美国和伊朗原油产量（千桶/天）


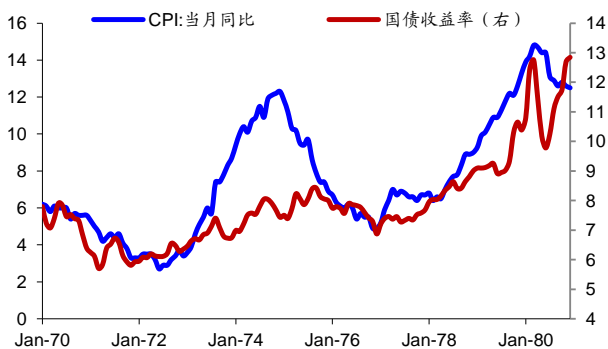
资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 美国黄金储备（吨）


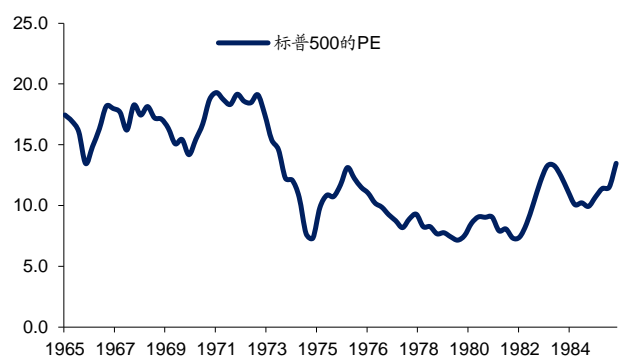
资料来源：Wind，海通证券研究所

石油危机叠加货币高增导致美国通胀上行，利率大幅升高拖累了债券收益。作为最重要的工业原料，原油价格的上涨导致美国陷入高通胀，而同时期美国也出现了货币增速维持高位的情况。两个因素叠加使得 1974 年 12 月和 1980 年 4 月 CPI 同比分别达到 12.3% 和 14.7% 的高位。通胀的上升带动利率出现大幅上行，美国 10 年期国债收益率从 1971 年 12 月的 5.9% 大幅上行至 1980 年 3 月的 12.7%。而收益率大幅上行导致债券投资在 70 年代中后期出现明显亏损。

而在滞胀环境下，股市也难有较强表现。物价和利率的上行也抑制了消费和投资，需求疲软拖累经济，美国 GDP 在 1974 年和 1980 年均出现过负增。在滞胀的环境下，美国股指长期不增长的局面也就不难理解。一方面，通胀带动利率上行，股市估值被不断压缩，美股市盈率从 1972 年 12 月的 19.1 倍下降至 1979 年 12 月的 7.4 倍。另一方面，经济表现较差也导致企业经营出现恶化，带动盈利下滑。

图10 美国 CPI 同比和国债收益率（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

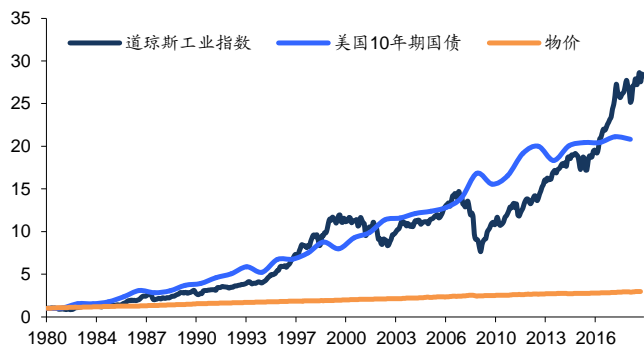
图11 标普 500 指数市盈率（倍）


资料来源：彭博，海通证券研究所

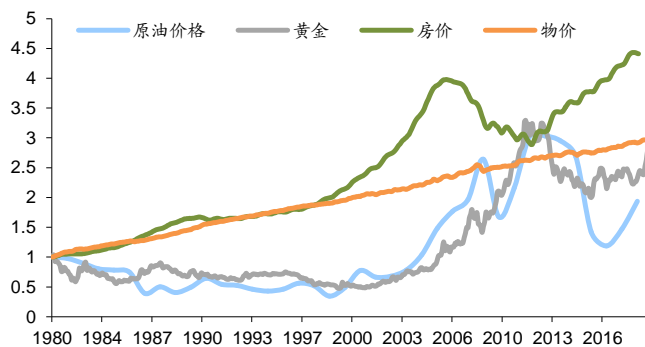
2.3 80 年代以来

80 年代以后才是真正属于金融资产的辉煌时代。1980 年以后美国的股市和债市开始大幅跑赢其他资产。道琼斯工业指数从 1980 年 12 月的 945 点上升至 2019 年 9 月的 26900 点，累计增长了 27 倍多，而 1980-2018 年间持续进行债券投资也能够获取近 20 倍的投资回报，相比之下物价仅上涨了 2 倍。尽管 2001 年和 2008 年因为互联网泡沫和次贷危机导致股市出现过阶段性回落，但是随后美国股市都能短期调整后继续上涨并再创新高。

相比之下，**房地产略跑赢物价，但原油和黄金则跑输通胀**。原油和黄金在 1980 年-2000 年表现非常低迷。2000 年以来，受到 911、伊拉克战争、次贷危机和欧债危机等多重事件的影响，黄金价格出现了明显的上涨；而全球原油需求旺盛叠加地缘政治频发和 OPEC 限产的影响也助推油价上涨。此外，在 2000 年-2007 年美国居民疯狂加杠杆的浪潮中，美国房价也出现了一波短期上涨行情，最终因为次贷危机的爆发而跌去了大部分涨幅。

图12 1980 年以来股价、债券和物价的累计涨幅


资料来源：Wind，海通证券研究所，以 1980 年为基期=1

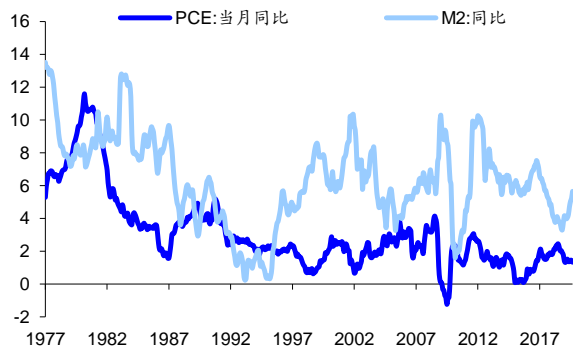
图13 1980 年以来油价、金价、房价和物价的累计涨幅


资料来源：Wind，海通证券研究所，以 1980 年为基期=1

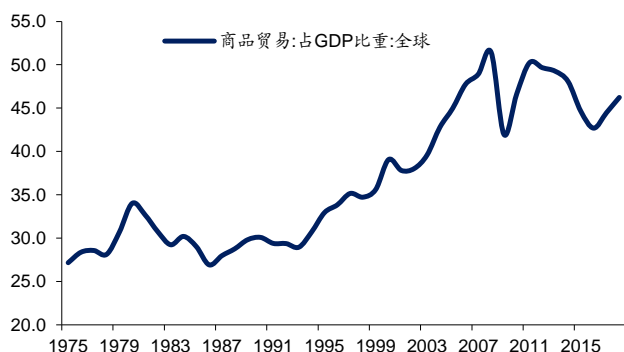
为何 80 年代以后美国出现了股债双牛？主要在于低通胀环境和稳定增长的企业盈利。

低通胀一方面来自于收缩货币，另一方面是因为全球化降低了生产成本。80 年代初里根上台以后坚定收缩货币以应对 70 年-80 年代的滞胀。随着货币增速的大幅下行以及石油危机的影响渐弱，美国 PCE 同比从 1983 年 10.8% 的高点持续回落至 1994 年 2.1% 的低点。95 年以后美国货币增速又出现上行，但是此时全球化浪潮袭来，全球商品贸易占 GDP 的比重从 1994 年的 30.7% 上升至 2008 年的 51.4%。随着全球化的发展和我国低成本劳动力融入全球制造业产业链，美国商品的制造成本出现明显下降，使得随后 PCE 同比都一直维持在 2% 左右的低位。

而稳定增长的企业盈利离不开大幅减税与科技发展，同时也离不开全球化。里根上台以后除了收缩货币还大力推行减税政策，将经济拉出了滞胀的泥沼，经济的逐步回暖叠加减税让利也带动企业盈利的改善。同时，90 年代初美国出现互联网浪潮，信息业开始爆发式发展，大量高科技企业的出现带动美国股市盈利能力持续提升。此外，在全球化过程中美国企业也通过海外投资降低了生产成本并获取了丰厚的收益。

图14 美国 M2 和 PCE 同比 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图15 全球商品贸易占 GDP 比重 (%)


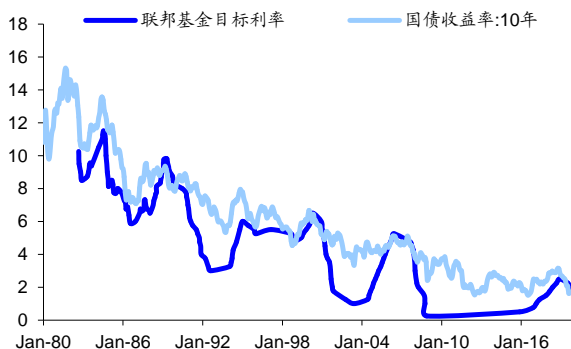
资料来源：Wind，海通证券研究所

长期的低通胀环境使得美国利率中枢不断下移，债券走出长牛行情。由于美联储的货币政策目标在于通胀和就业，一直处于 2% 左右的温和通胀环境有利于美联储在经济出现低迷时能够放开手脚实施宽松的货币政策，这导致联邦基金利率在多次降息周期后不断下移，带动美国债券市场利率中枢也出现明显下降。在利率不断走低的过程中，投

资债券不光能够获得票面利息还可以获得价格变动带来的资本利得。

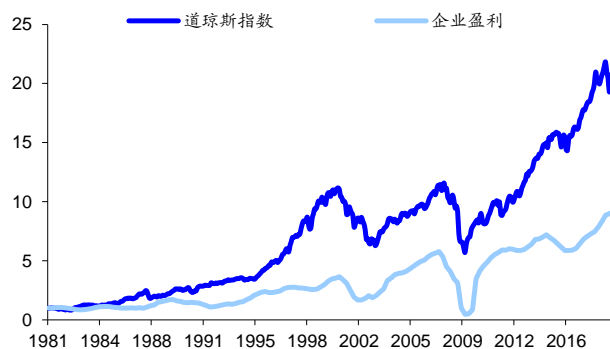
而利率下行带来估值提升，叠加企业盈利稳定增长，美国股市也不断创出新高。市场利率的不断下降使得美股市盈率在 1980 年-2000 年之间持续回升，随后维持高位。而受益于前面提到的多重利好因素，80 年以来美国股市企业盈利也一直处于稳步上升的状态，仅在 2001 年和 2008 年前后因为金融危机而出现短暂下跌。整体来说，1980 年至今美股的年化收益在 8% 左右，其中 6% 的收益来自于企业盈利的增长，而剩余 2% 来自于估值的提升。

图16 联邦基金利率和十年期国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图17 道琼斯工业指数和企业盈利 (以 1980 年为基期)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

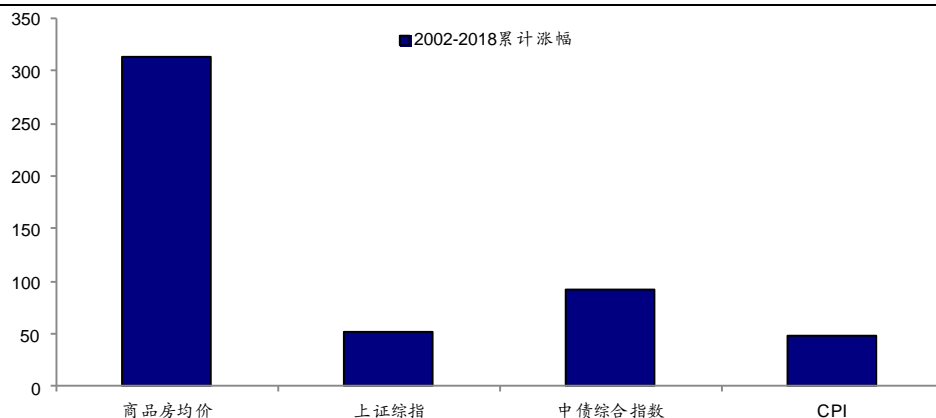
3. 中国资产的二十年回首

3.1 我国大类资产的长期回报

分析完美国大类资产的百年变迁，我们来看看中国近二十年的大类资产表现。

过去接近二十年的时间里，中国的房地产回报高于金融资产。考虑到我国金融市场和商品房机制形成的时间，我们以 02 年初作为计算我国不同大类资产回报的时间起点，以上证综指、中债综合指数、全国商品房住宅销售均价分别作为股票、债券和房地产三类资产的价格指标。2002-2018 年，我国房价、债券、股票的累计涨幅为 313%、92% 和 52%，房地产的回报远远超过同期的金融资产，而上证综指的收益率仅勉强跑赢 CPI 的涨幅 49%。

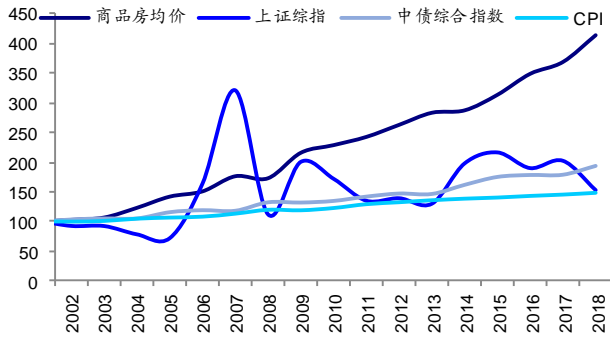
图18 2002-2018 年我国大类资产累计回报率 (%)



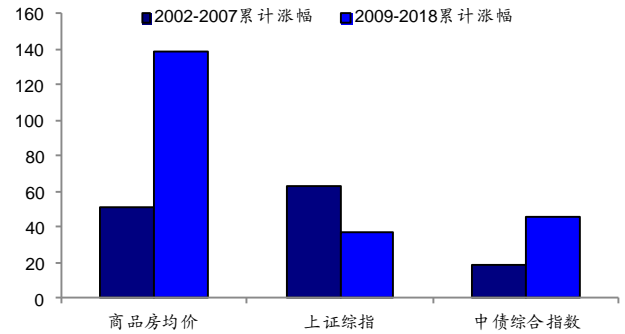
资料来源: Wind, 海通证券研究所

分阶段来看，商品房价格在 09 年后一路上行，而金融资产止步不前。我国股市在 06-07 年出现一波大牛市，而 08 年受金融危机冲击又大幅下跌。如果不考虑 07-08 年的

异动，可以发现我国的资产表现其实可以分为金融危机之前和之后两个阶段。02-07年，股市的表现好于楼市、债市，而09-18年的十年里房价大幅上涨，股市、债市涨幅有限。

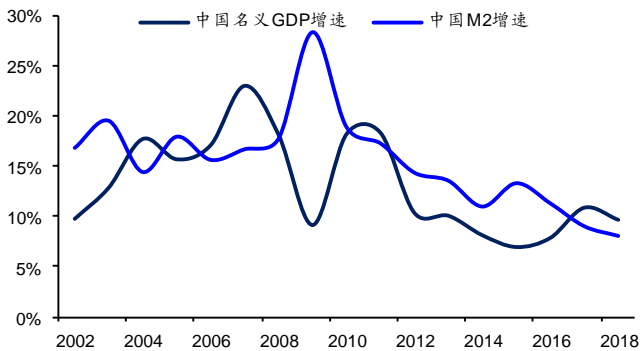
图19 2002-2018年我国大类资产价格和CPI走势


资料来源：Wind，海通证券研究所，以2002年初为100

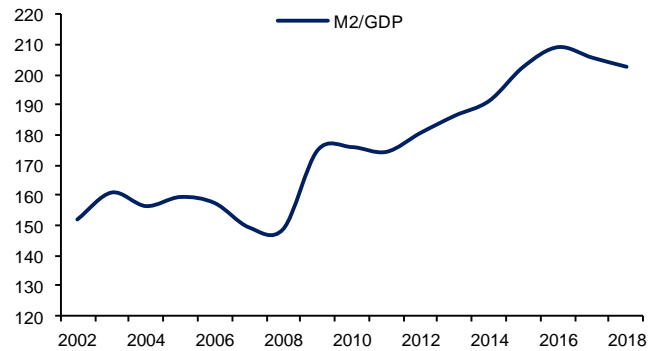
图20 2002-2018年我国大类资产累计涨幅(%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

过去十年，房价的表现远远胜于股市，最关键的原因在于货币超发。08年之前，我国的M2增速和GDP名义增速基本匹配，M2与GDP之比也大致稳定在150%-160%的区间内，而09年以后，随着采取多轮举债刺激经济，货币持续超发，09-16年我国名义GDP增速平均为11%，而M2增速均值高达16%，16年M2/GDP上升到近210%。

图21 2002年以来我国名义GDP增速及M2增速


资料来源：Wind，海通证券研究所

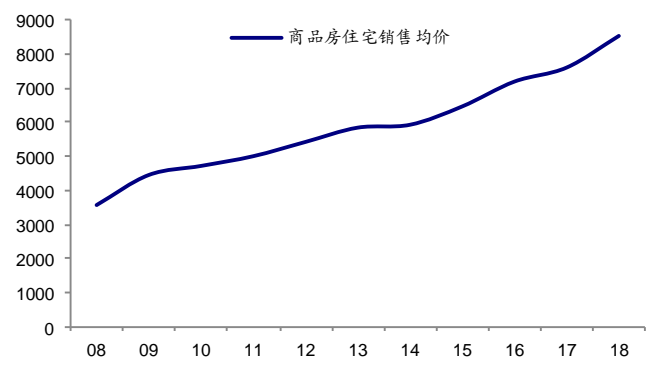
图22 2002年以来我国M2/GDP(%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

对资产而言，货币超发的环境下，首要的就是防止跟随货币贬值，因而保值属性强的实物类资产房地产也就从中受益最多。07年末，我国的广义货币M2规模40万亿元，到18年超过了180万亿元，增加了3倍多，而同期我国一线城市房价涨幅接近3倍，全国商品房住宅销售均价也增长了近1.5倍。

图23 中原一线城市房价指数


资料来源：Wind，海通证券研究所

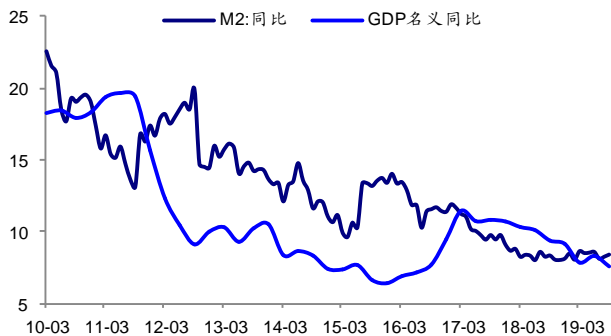
图24 全国商品房住宅销售均价(元/平方米)


资料来源：Wind，海通证券研究所

而对于金融资产，虽然流动性充裕的确也会受益，但其回报还取决于其他因素。

股票的表现与企业盈利有关。企业的整体盈利情况大致与经济的名义增速同步，而 09 年以来的多数时间里，M2 增速远高于 GDP 名义增速，意味着尽管这十年企业盈利和经济名义增速仍有 11% 左右，但货币的增速高达 15%，所以投资者预期房价的涨幅更快，资金也就更多地流向房地产，而愿意给股市的估值也就一降再降。

而债券的收益取决于利率走势。虽然货币供应量上升之初，会带来资金充裕、利率下行，但是当地产、基建等投资大幅被刺激，又会使得对资金的需求增加，从而利率重新回升。所以从长期来看，18 年末我国 10 年期国债收益率在 3.2% 左右，跟 09 年初的水平大致相当。也就是长期持有债券的回报，过去十年主要来自资本利得的再投资，债市整体上呈现牛熊交替，并未出现利率的持续趋势下行。

图25 我国 M2 同比增速及名义 GDP 增速 (%)


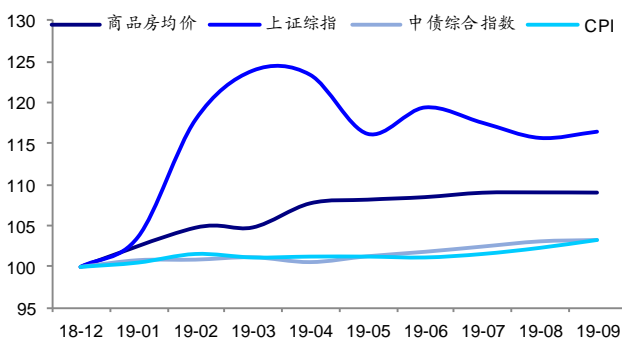
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图26 中国 10 年国债到期收益率 (%)

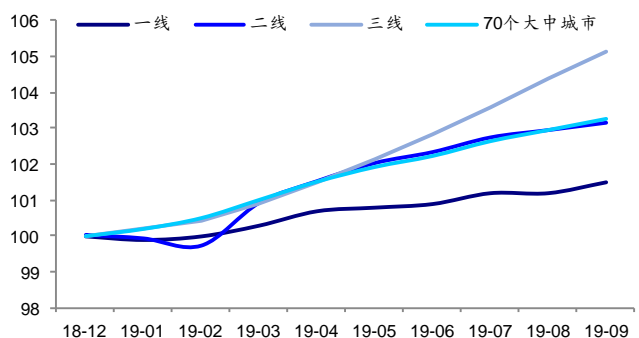

资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.2 今年以来我国的资产表现

随着 18 年以来我国逐渐结束了货币超发，我国资产的表现与过去十年不同。19 年以来，我国 M2 增速较过去十年的均值几乎减半，那么因货币超发而高涨的房地产价格也就增长乏力。今年 1-3 季度上证综指累计涨幅高达 16.5%，商品房住宅销售均价涨幅 9.0%，中债综合指数涨幅 3.2%。如果以二手房价来看房地产的回报，今年 1-3 季度 70 城二手住宅价格累计涨幅仅 3.3%，其中一线城市二手住宅价格仅上涨 1.5%。房市与股市的表现与之前十年相比，明显逆转。

图27 2019 年前三季度我国大类资产价格和 CPI 走势


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 以 2018 年末为 100

图28 2019 年前三季度 70 城及分线级城市二手房价走势


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 以 2018 年末为 100

今年以来资产价格表现的逆转，类似美国 80 年代之后相对滞胀时期的转变。上世纪 70 年代，美国的货币超发导致了滞胀，推动实物资产价格上涨。而 1980 年以后，里根的供给学派收缩了货币，减税改善了供给，最终出现了股债双牛。中国的供给侧结构性改革其实也与此类似：对企业来说，大规模减税降费和改善供给，有利于企业利润的改善和长期的增长，从盈利上支撑股市表现；而对利率来说，通过去杠杆收缩货币和告别债务刺激，可以避免投资驱动模式下，经济对资金的大量需求，长期利率水平趋降，有利于债市的表现和股市的估值。这意味着，未来房地产为代表的实物类资产或将风光不再，长期来看，我国同样有望出现股债双牛的格局。

信息披露

分析师声明

姜超 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)232154483 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 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@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
姜璐璐(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 zhx12382@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
李凡 lf12596@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
王园沁 02123154123 wyq12745@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
吴佳桢 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
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@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
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
联系人
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
郑景毅 zjy12711@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 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(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 x bq6583@htsec.com 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 zzzq11650@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 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 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 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@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 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@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(021)23154396 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 张恒暄 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)23154395 lj12245@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 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(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
 巩柏舍 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
 季唯佳(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
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@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 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金鑫 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