

## 相关研究

《宏观研究与资产配置——海通宏观研究框架》2020.07.31

《工业品价格要“浮出水面”？——水灾影响的全球视角》2020.07.28

《从历史看信贷扩张下投资如何配置？——兼论过去20年中国资产表现》2020.07.27

## 投资收益从哪里来？

## 投资要点：

- **高收益伴随高风险。**在投资领域，有一个常识，就是高收益通常伴随着高风险。今年在国内投资黄金和股票的收益率是最高的，但在1季度黄金和股票指数都曾经出现大幅下跌，如果在当时斩仓出局，就与后面的上涨无关。而且即便今年投资了A股，其实也有40%的股票是赔钱的。如果投资买房，虽然今年全国房价上涨，但百城房价中也有16座下跌。此外，购买P2P、信托和企业债收益率相对较高，但都有违约风险，甚至连银行理财今年也开始出现亏损。
- **低收益并非没风险。**如果极度厌恶风险，有没有绝对安全的投资呢？其实是没有的，哪怕是国债，在阿根廷、墨西哥也曾出现过违约。市场公认最安全的资产是美国的国债，因为美国可以靠印钞来还债，但其10年期国债利率已经降至不到0.6%。而且国债安全性也是相对的，如果没有持有到期就出售，不排除也会发生亏损，因为存在利率和期限风险。其他的安全资产还有银行存款和货币基金，但银行也有破产的风险，只有存款保险额度之内的银行存款才真正安全，而在金融危机期间美国的货币基金也出现过亏损。
- **经济增长与周期：收益与风险之源。**从理论上说，一切资产的收益率来自于经济的名义增长。其中股价上涨来自于企业利润增长，房价上涨来自于收入增长，但由于股息和租金的存在，就使得股票和房产的长期回报率可以超过经济名义增速，在美国过去80多年和中国过去的7年都有这一现象。而债权和股权共同创造了增长，但债权承担的风险低于股权，理论上国债利率应低于GDP名义增速。此外，由于投资和债务的周期性波动，产生了经济周期，使得GDP名义增速和各类资产回报率发生变化，进而出现了各种投资风险。
- **投资中国，长期制胜。**在过去以及这一次疫情期间，中国经济的表现均远胜欧美发达国家。展望未来，随着户籍的放开和都市圈的形成，城市化的推进仍将支撑中国经济保持在4-5%的实际增速和7%左右的名义增速，这意味着中国资产仍有高回报的潜力。过去20年在中国投资的最佳选择是房产，几乎在任何1年买入都可以赚钱。而股市体验差主要是波动大，但如果坚持长期投资，除了07以外在其余年份买入沪深300指数并且长期持有都是赚钱的。而当前中国沪深300指数的估值不贵，只要愿意持有3年以上，赚钱应该是大概率事件。

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

## 目 录

---

1. 高收益伴随高风险 .....	5
2. 低收益并非没风险 .....	12
3. 经济增长与周期：收益与风险之源 .....	15
4. 投资中国，长期制胜 .....	21

## 图目录

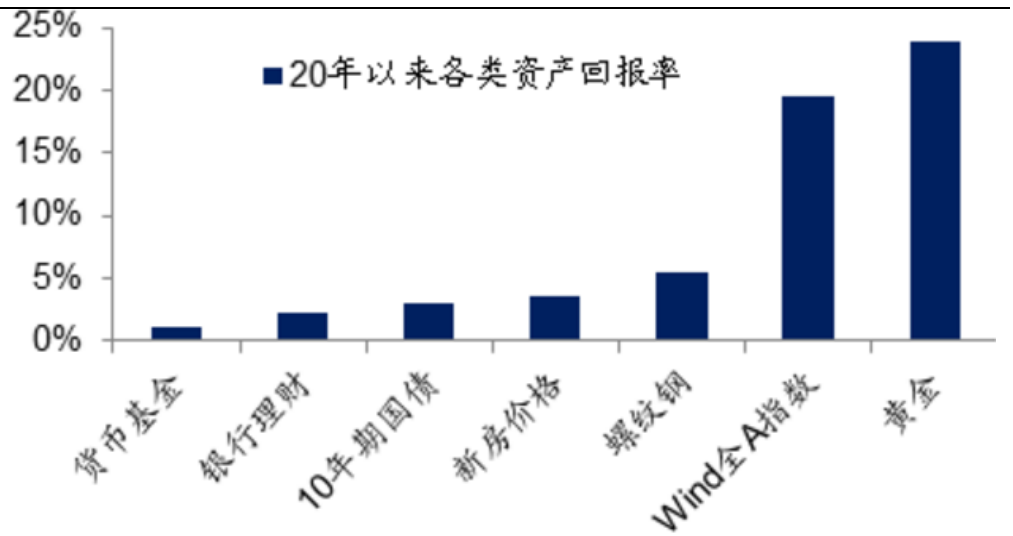
图 1	20 年以来国内主要资产回报率 .....	5
图 2	伦敦金现货交易价（美元/盎司） .....	6
图 3	伦敦黄金价格涨幅 .....	6
图 4	Wind 全 A 指数年均涨幅 .....	7
图 5	全部 A 股年内平均涨跌幅、分类涨跌幅与占比 .....	7
图 6	百城房价同比涨幅（%） .....	8
图 7	百城房价同比上涨、下跌以及持平城市数量（个） .....	8
图 8	P2P 综合利率、待还余额（%，亿元） .....	9
图 9	P2P 运营平台数量、累计问题平台数量（个） .....	9
图 10	1 年期非证券类信托产品预期收益率（%） .....	10
图 11	信托资产风险率 .....	10
图 12	安信信托股价（前复权，元） .....	11
图 13	5 年期 AA 级企业债利率、信用利差（%） .....	11
图 14	信用债违约余额、违约率（亿元） .....	12
图 15	3 个月银行理财产品收益率（%） .....	12
图 16	美国 10 年期国债利率（%） .....	13
图 17	主要发达国家 10 年期国债利率（%） .....	13
图 18	中国 10 年期国债利率（%） .....	14
图 19	中证 10 年期国债利率指数涨跌幅 .....	14
图 20	中国 1 年期存款利率（%） .....	15
图 21	余额宝 7 日年化收益率（%） .....	15
图 22	日经 225 指数、标普 500 指数 .....	16
图 23	1960-2019 年美国 GDP 总量、日本 GDP 总量（亿美元） .....	16
图 24	美国 10 年期国债利率、GDP 名义增速（%） .....	17
图 25	日本 10 年期国债利率、GDP 名义增速（%） .....	17
图 26	美国 1933-2019 年主要资产年均回报率与 GDP 名义增速 .....	18
图 27	中国 02-19 年主要资产年均回报率与 GDP 名义增速 .....	18
图 28	中国 12-19 年主要资产年均回报率与 GDP 名义增速 .....	19
图 29	美国的经济周期（月） .....	19
图 30	经济周期分类 .....	20

图 31	经济增长与债务周期 .....	20
图 32	GDP 名义增速, A 股净利润累计增速 (%) .....	21
图 33	中美欧日 12-19 年年均 GDP 名义增速, 20 年上半年增速 .....	21
图 34	中国城镇化率、农业就业人口占比 (%) .....	22
图 35	中国常住人口与户籍人口城镇化率、城市化率 .....	22
图 36	中国 GDP 实际增速、非农就业增速 (%) .....	23
图 37	在 00 年以后任何 1 年买入并持有房产的年均回报率 (%) .....	23
图 38	全国商品房销售均价涨幅 (%) .....	24
图 39	新房价格定基指数、沪深 300 定基指数 .....	24
图 40	在 02 年后任何 1 年买入并持有沪深 300 的年均回报率 (%) .....	25
图 41	当前买入并持有沪深 300 指数的预期年均回报率 .....	25

今年以来，黄金和股市成为国内资产配置的最大赢家，截止7月末，上海黄金价格上涨 24%，Wind 全 A 指数上涨 20%；而国内的铜、铝、螺纹钢等工业商品价格也上涨 5%左右。截止 6 月份，全国商品房价格比去年末上涨 3.5%。而表现垫底的是现金类资产，今年前 7 个月的货币基金的绝对收益率仅为 1%左右。

如果存在时光机回到年初，相信大家会毫不犹豫的卖掉货币基金或者银行理财，重配黄金和股票，然而没有如果。现在的问题是面向不可知的未来，到底应该拿现金、买理财、还是买房、买股票、买黄金？

图1 20年以来国内主要资产回报率



资料来源：Wind，海通证券研究所，新房价格截止到 6 月底，其余资产回报率截止到 7 月底

## 1. 高收益伴随高风险

在投资领域，有一个常识，就是高收益通常伴随着高风险。今年投资黄金的收益看上去是最高的，但想赚到黄金上涨的钱并不容易，原因在于金价的波动非常剧烈，今年 3 月份，伦敦黄金价格曾经在 5 个交易日从 1700 美元/盎司跌至 1451 美元/盎司，最大区间跌幅达到 15%，如果在当时斩仓出局，后面黄金的大幅上涨就与你无关。

**图2 伦敦金现货交易价（美元/盎司）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

而且从历史数据来看，黄金价格一直在剧烈波动，在短期内投资并不能保证一定赚钱。从1981年至今的40年当中，金价有22年上涨，18年下跌，上涨和下跌的年份基本相当，这意味着从统计概率上说，每年黄金上涨和下跌的概率是差不多的。

**图3 伦敦黄金价格涨幅**


资料来源：Wind，海通证券研究所

今年的A股市场表现也非常不错，前7个月的所有股票指数包括上证指数、沪深300指数和创业板指数悉数上涨。然而在今年1季度，受到疫情的冲击，A股市场曾经两度大幅下跌。而且从过去20年A股市场的表现来看，上涨和下跌的年份都是10年，这意味着统计上A股每年涨跌的概率是一样的。

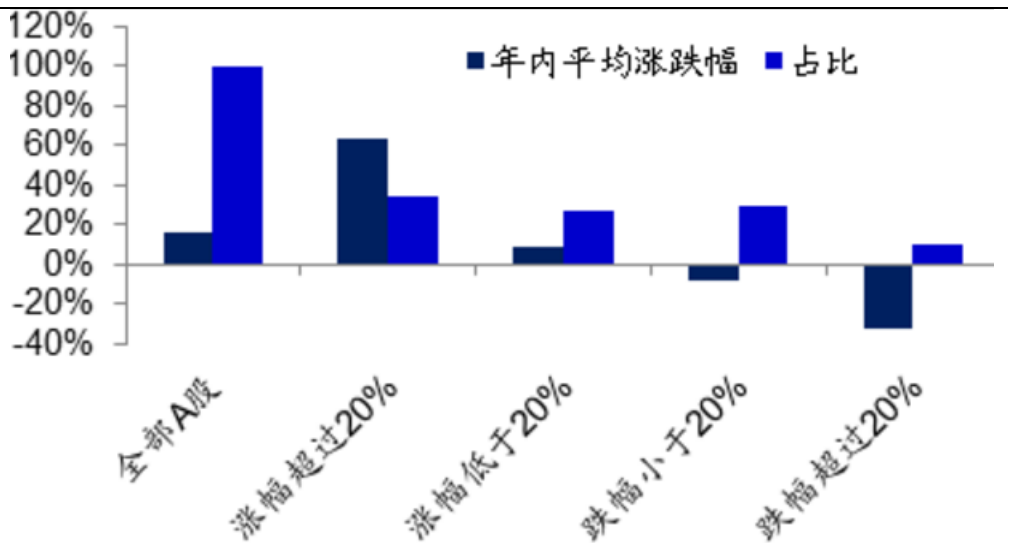
图4 Wind全A指数年均涨幅



资料来源：Wind，海通证券研究所，20年数据截止到7月31日

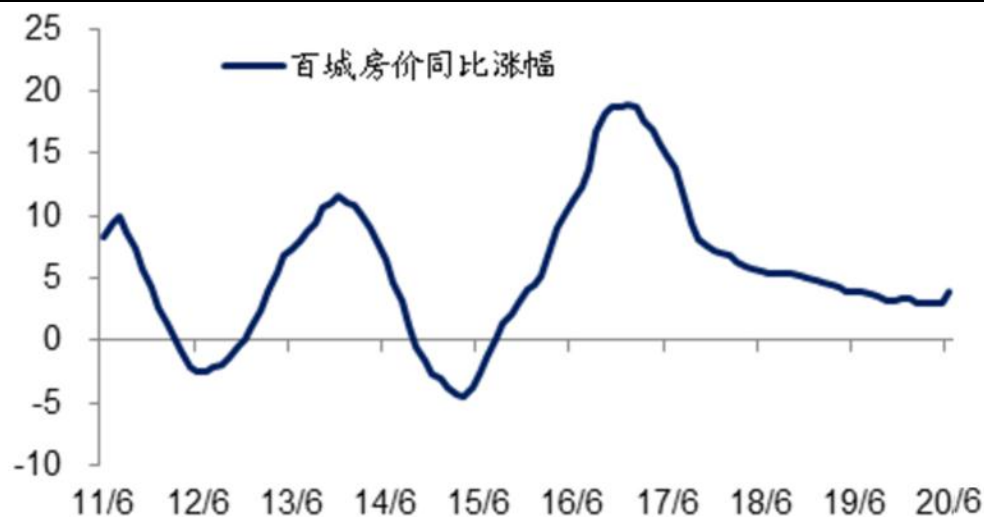
而且即便今年投资了A股，其实也并不能保证一定赚钱，因为每一只股票的涨跌幅并不一样。我们统计了A股市场在年初有交易价格的3753只股票的年内涨跌幅，发现其中33.8%的股票涨幅超过20%，平均涨幅高达63%；还有27.3%的股票涨幅位于0-20%之间，平均涨幅为8.7%；还有28.8%的股票跌幅在0-20%之间，平均跌幅为8.8%，另外还有10.2%的股票跌幅超过20%，平均跌幅为33%。也就是说，今年在A股市场上投资，赚大钱的概率只有1/3左右，而赔钱的概率也接近40%。

图5 全部A股年内平均涨跌幅、分类涨跌幅与占比



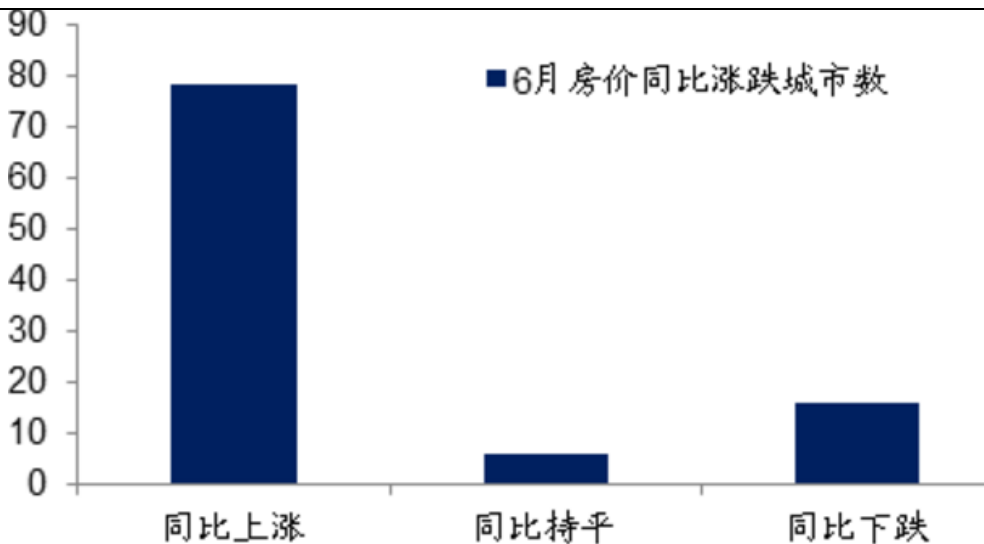
资料来源：Wind，海通证券研究所，剔除今年上市新股，截止到7月31日

今年6月份，中指院公布的全国百城房价同比上涨3.8%，涨幅比5月份的3%明显回升。然而从历史来看，房价的波动同样剧烈，在12年和15年的全国百城房价都曾经出现过短期下跌。

**图6 百城房价同比涨幅 (%)**


资料来源：Wind，中国指数研究院，海通证券研究所

而且城市之间房价涨幅的分化也非常明显，今年6月份，全国百城中房价同比上涨的城市为78座，但房价同比下跌的城市也有16座。这说明哪怕全国的房价在上涨，但是投资买房也不一定能赚钱。

**图7 百城房价同比上涨、下跌以及持平城市数量 (个)**


资料来源：Wind，中国指数研究院，海通证券研究所

还有一个高收益的投资领域是P2P，网贷之家的数据显示，到19年末的时候P2P提供的综合利率还有9.5%，但是在进入2020年之后，其平台的数据已经不再更新，这也从侧面反映了P2P行业的没落。在19年末的时候，P2P行业的贷款余额已经从峰值的1.07万亿下降至不到5000亿。



**图8 P2P 综合利率、待还余额（%，亿元）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

由于大量的爆雷，到19年12月时P2P行业的累计问题平台数量达到2924家，而还在运营的平台数量只剩343家，这意味着投资P2P之后爆雷是大概率事件，其高收益背后对应的是损失本金的巨大风险。

**图9 P2P 运营平台数量、累计问题平台数量（个）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

比P2P提供的预期收益率稍低的是信托，截止今年6月份，1年期非证券类信托产品的预期收益率为6.4%。一方面，这一收益率已经比18年末的8%明显下降。

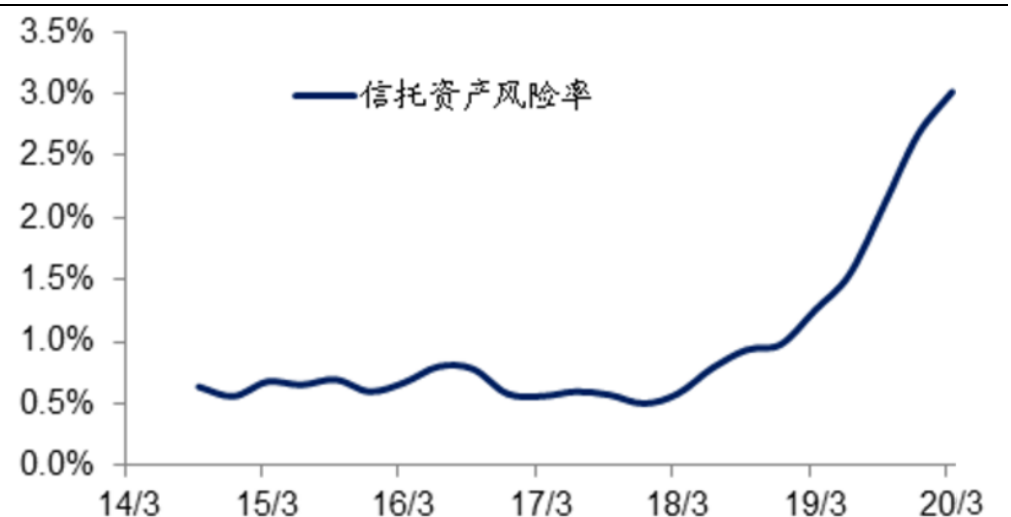
图10 1年期非证券类信托产品预期收益率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

另一方面,从18年开始,信托行业的风险也在大幅上升,信托业协会公布的数据显示,信托行业风险项目的规模已经从18年初的不到1500亿升至20年1季度的6430亿,风险资产占信托余额的比例从18年初的0.6%升至3%。

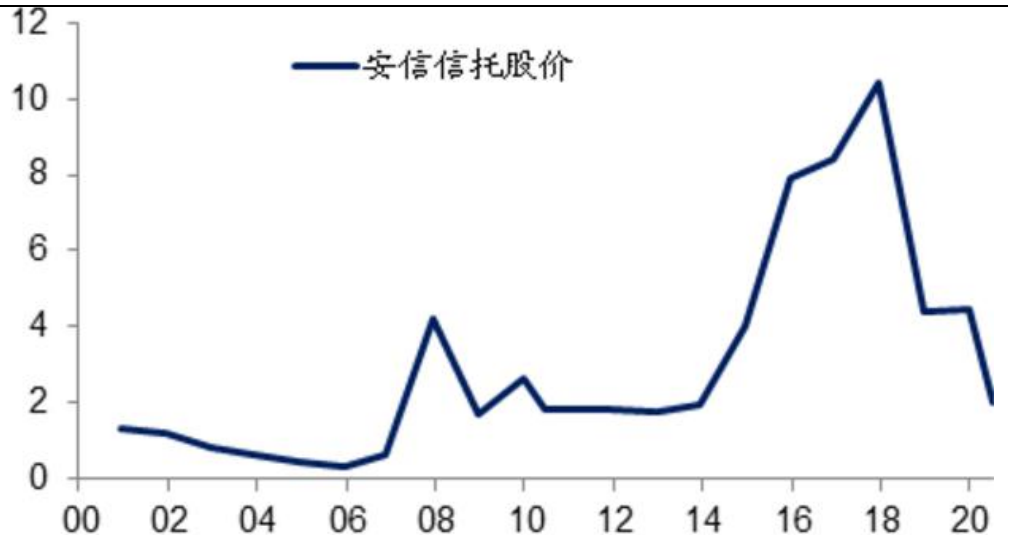
图11 信托资产风险率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

今年上半年,多个信托公司出现爆雷潮,出现产品逾期。在资本市场上,代表性的是安信信托,其已经连续两年出现巨额亏损而被ST,未来面临退市风险。这意味着哪怕是6.4%的预期收益率,其实也并不能保证本金的安全。

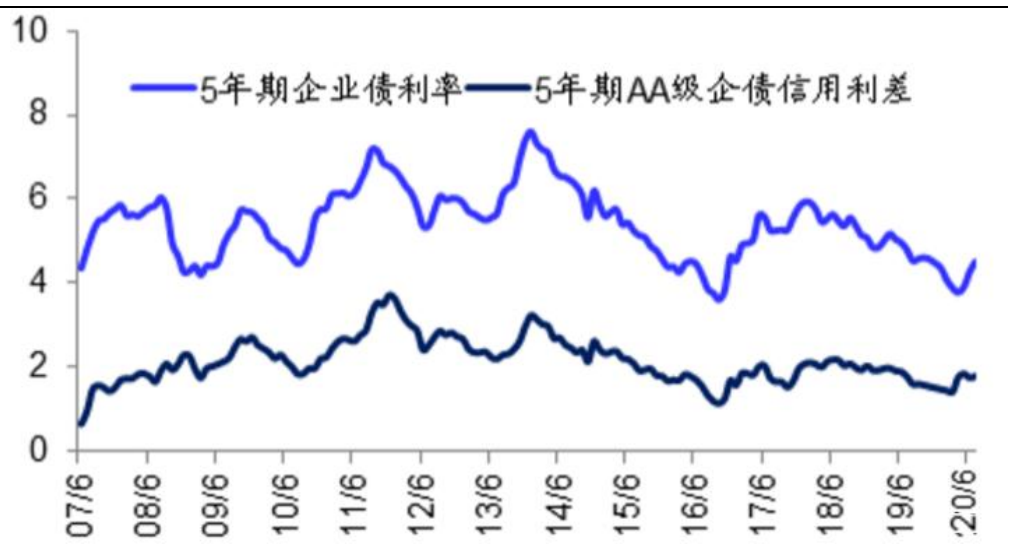
图12 安信信托股价（前复权，元）



资料来源：Wind，海通证券研究所，20 年数据截止到 7 月 30 日

比信托收益率稍低的是标准化的企业债券市场，目前 5 年期 AA 级企业债利率在 4.3% 左右。

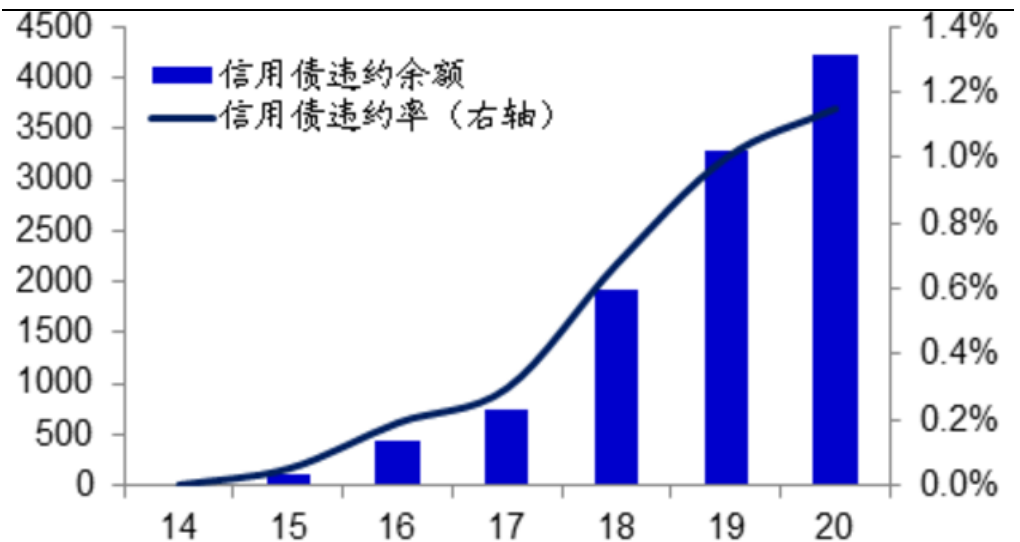
图13 5 年期 AA 级企业债利率、信用利差 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

但中国的企业债市场早就已经全面市场化，企业债的另一名称是信用债，也就是凭借企业的信用所发行的债券，其实就是存在违约的风险。在近 3 年，中国信用债每年的违约金额都超过 1000 亿，到目前为止，中国信用债的累计违约余额已经超过 4000 亿，对应的累计违约率已经超过 1%。

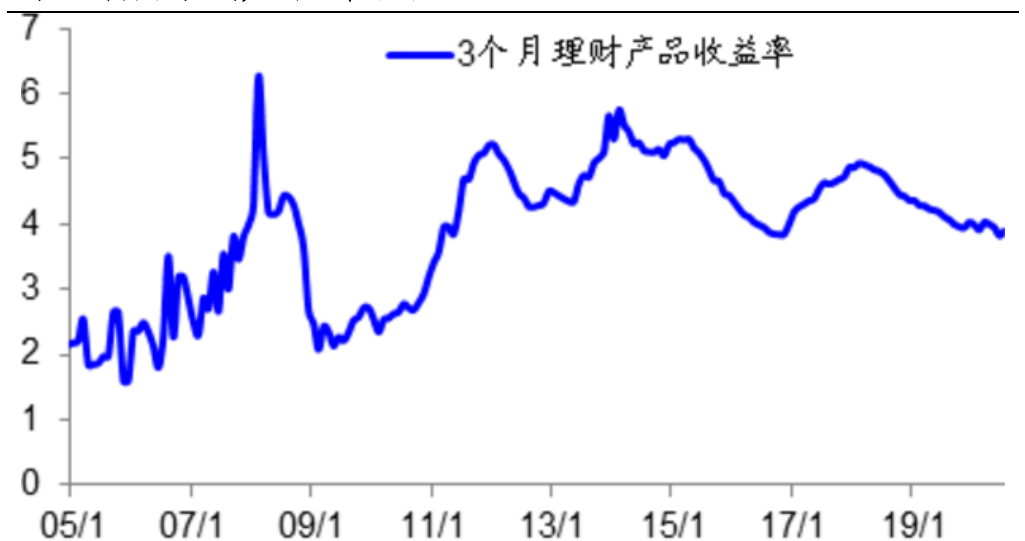
图14 信用债违约余额、违约率（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所，20年数据截止到7月31日

如果担心企业债违约，还可以购买银行理财，目前3个月银行理财的预期收益率大约在3.9%。但是随着银行理财产品向净值型的转型，今年的银行理财产品也开始出现亏损。根据普益理财提供的数据，截止6月28日，市场上存续的净值型理财产品数量为18836只，其中出现浮亏的有391只，占比约为2%。

图15 3个月银行理财产品收益率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2. 低收益并非没风险

如果极度厌恶风险，有没有绝对安全的投资呢？提到安全，很多人会想到黄金，但黄金是避险资产而非安全资产，投资黄金的本金并不能保证完好无损。相对而言最安全的资产是国债，这是以国家的主权信用背书的，但其实国债也有违约风险，例如阿根廷、墨西哥等国的国债都曾经出现过违约。目前市场公认最安全的是美国的国债，因为美国的国债是以美元标价，只要美元的全球储备货币的地位不变，美国就可以靠印钞来还债，而不会违约。

美国的10年期国债虽然很安全，但是其收益率已经降至0.6%以下，处于过去120年的最低位水平。

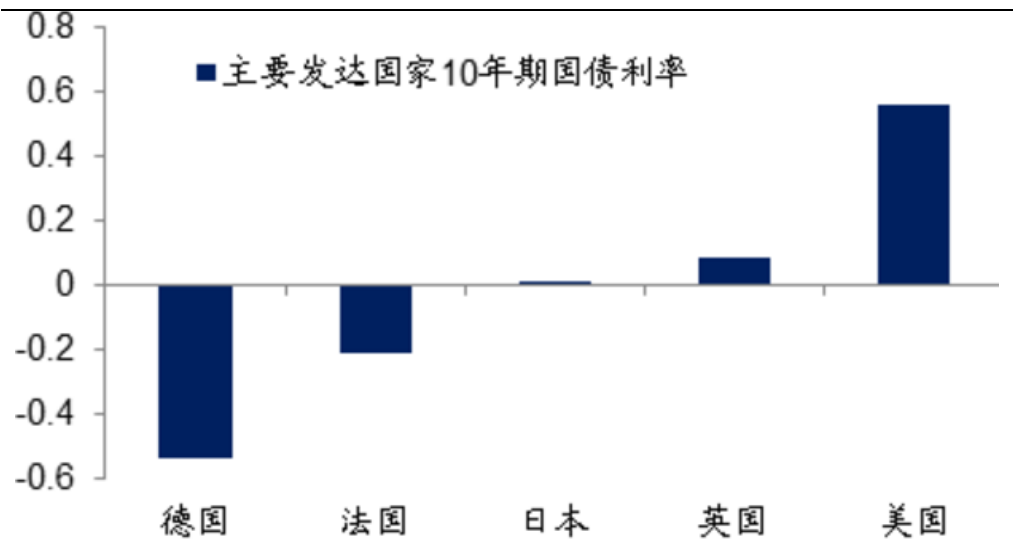
图16 美国 10 年期国债利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

而且在发达国家中，美国的国债利率已经是相对比较高的。目前英国的 10 年期国债利率已经降至 0.1% 左右，日本的 10 年期国债利率为 0% 左右，而德国、法国等欧元区国家的 10 年期国债利率都是负的。如果投资这些负利率的国债，虽然本金是安全的，但是要损失利息，其实说明这些国债已经并非绝对安全。

图17 主要发达国家 10 年期国债利率 (%)



资料来源：Wind，英为财情，海通证券研究所，截止到 7 月 31 日

目前中国的 10 年期国债利率约为 2.9%，虽然高于美欧日等发达经济体水平，但也同样位于我们的历史最低位附近。

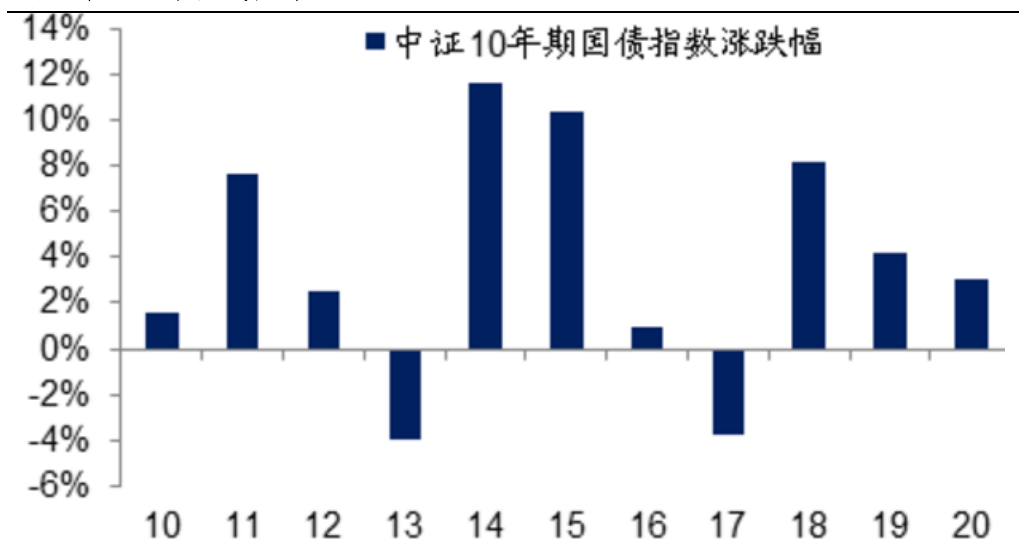
图18 中国 10 年期国债利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

而且国债的安全性是有条件的，比如 10 年期国债的本金会在持有到期后全额兑付，但如果没有持有到期就出售，其市场价格也存在巨大的波动。以中证 10 年期国债指数为例，在 13 年和 17 年都曾经出现过下跌，背后的原因都是利率上升导致债市下跌。因此，投资长期国债其实存在利率变化导致的期限风险。

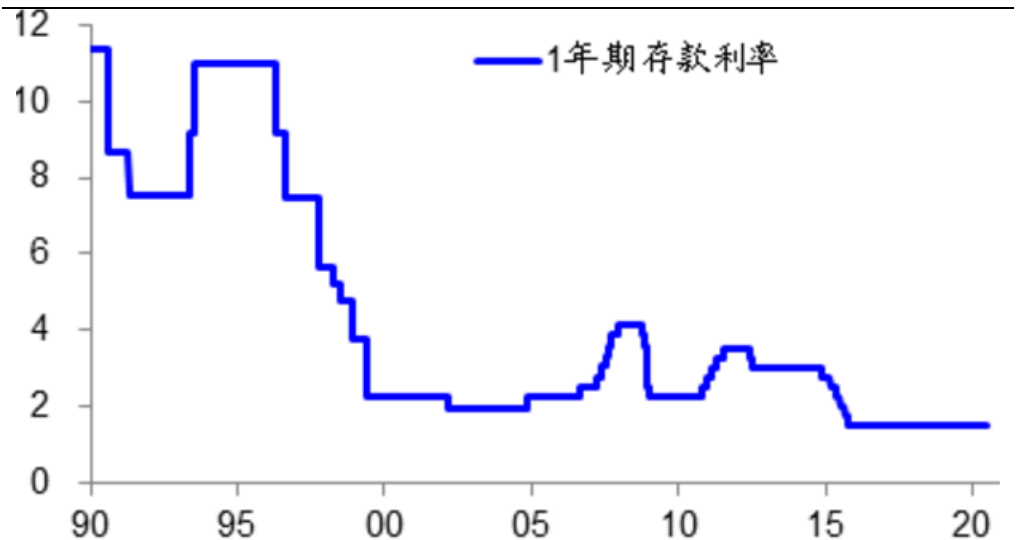
图19 中证 10 年期国债利率指数涨跌幅



资料来源：Wind，海通证券研究所，截止到 7 月 31 日

而如果不愿承担期限风险，另一个选择就是购买短期的产品，比如 1 年期存款，但其利率目前只有 1.5%，为近 30 年的最低值。而且银行存款其实也有两个风险，一是如果没有到期提前支取，其实是要损失利息的；二是银行存款的兑付依赖于所存的银行，而银行其实也是一家企业，存在倒闭的风险；为了防范银行倒闭的风险，政府实施了银行存款保险制度，但银行存款保险的限额最高是 50 万，这意味着银行存款超过 50 万的部分在理论上也是有风险的。

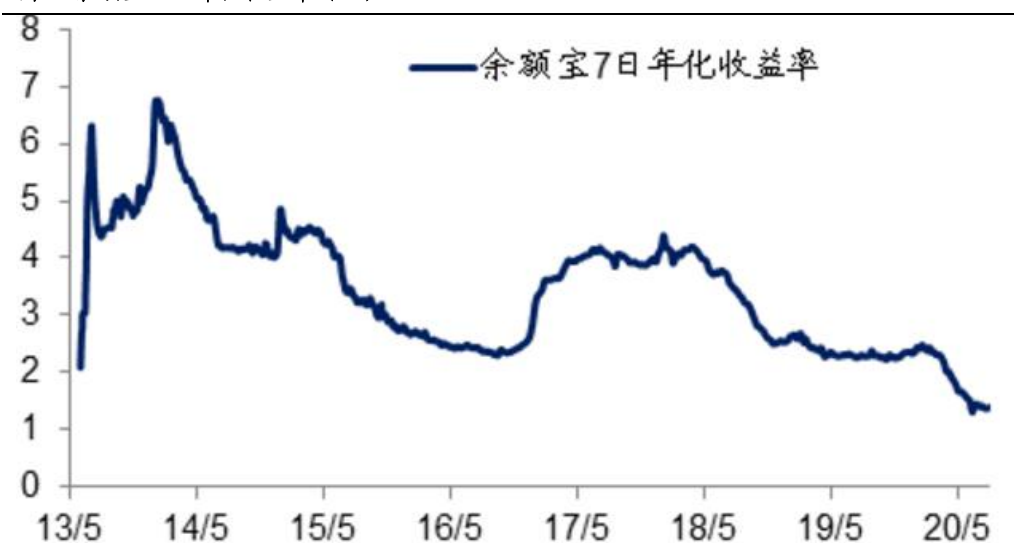
图20 中国 1 年期存款利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

还有一类相对比较安全的产品是货币基金，以余额宝为代表，但其目前的 7 日年化收益率已经降至 1.4% 左右，同样是历史新低。而且货币基金其实是投资在短期国债、银行存款等安全资产，其实也并非绝对安全，在次贷危机期间，美国的货币基金 Reserve Primary Fund 就曾因为雷曼倒闭而出现亏损，净值跌破 1 美元。

图21 余额宝 7 日年化收益率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

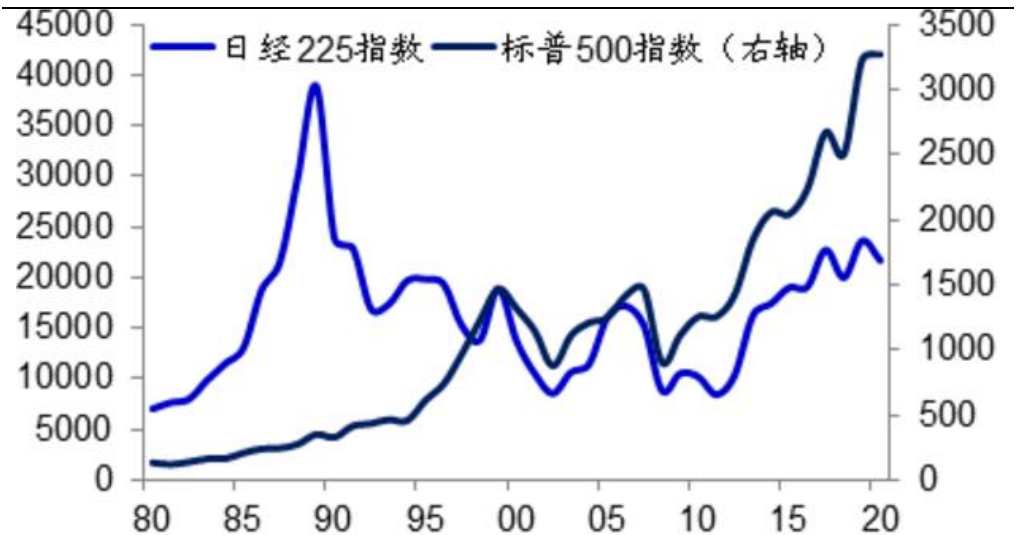
### 3. 经济增长与周期：收益与风险之源

既然投资都有风险，那么投资收益从哪里来，风险又是如何产生的？

**收益之源：经济增长。**

比较美国和日本的股市，美股的标普 500 指数在过去 40 年持续创新高，而日本的日经 225 指数在 1989 年达到 38957 点的历史高点，此后股市盘整了近 30 年，是什么导致了美日股市表现的巨大差异？

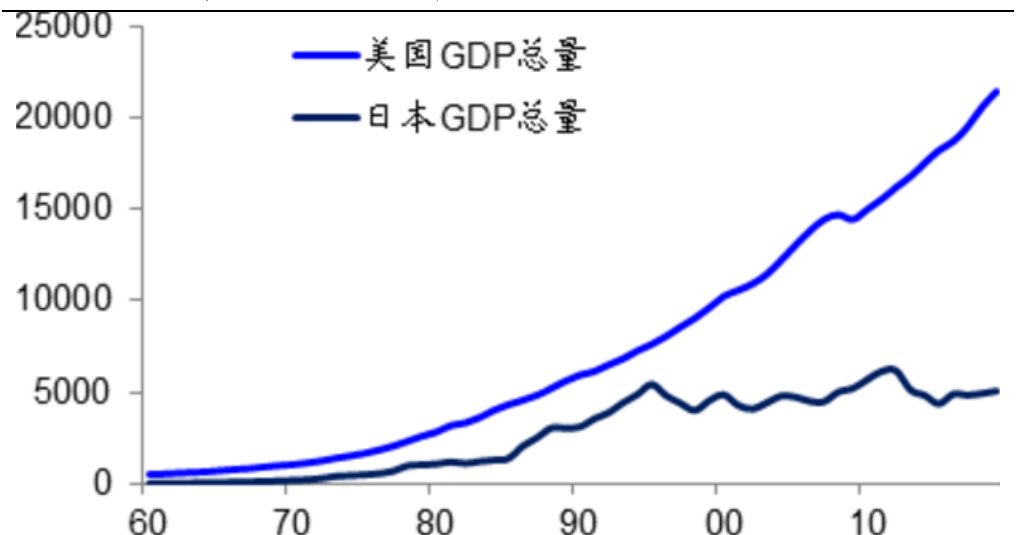
图22 日经 225 指数、标普 500 指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

我们发现，导致美日股市表现差异的最根本原因还是在于经济增长。美国经济总量在过去 40 年持续增长，从而支撑了股市的持续创新高，而日本经济在 90 年代之后陷入了近 30 年的停滞，从而使得股市持续低迷。

图23 1960-2019 年美国 GDP 总量、日本 GDP 总量（亿美元）

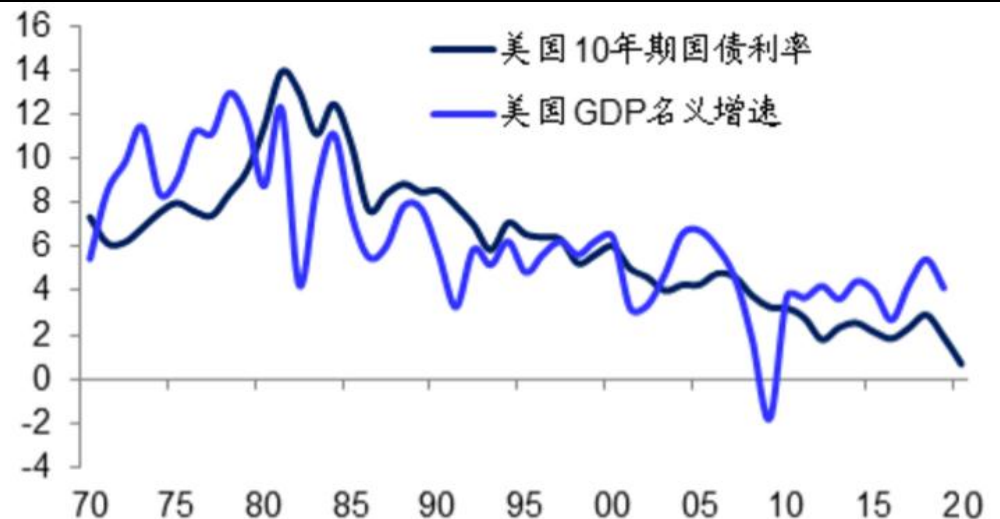


资料来源：Wind，海通证券研究所

从债市来看，美国 10 年期国债利率走势与其 GDP 名义增速的走势高度一致。



图24 美国 10 年期国债利率、GDP 名义增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

日本的国债利率走势也与 GDP 名义增速高度相关，目前其国债零利率，也在于其名义经济总量长期没增长。

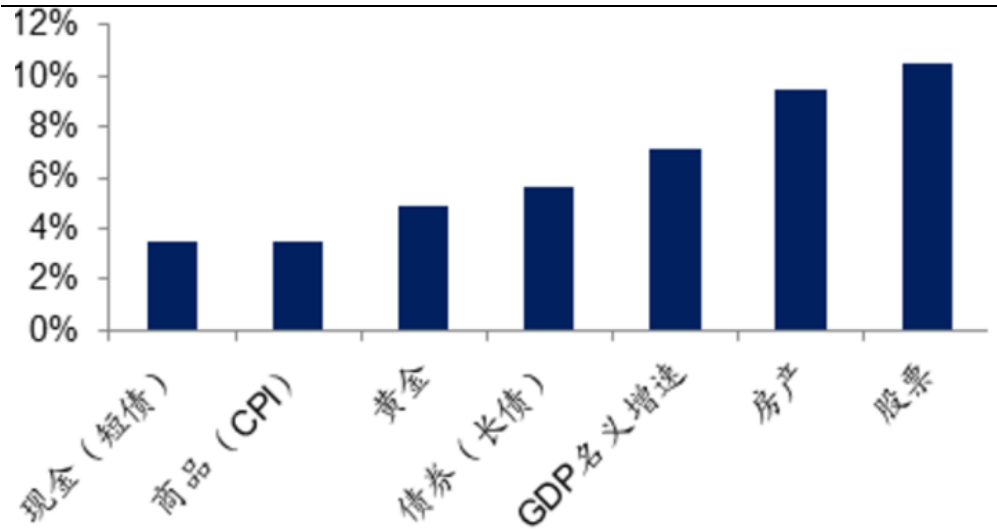
图25 日本 10 年期国债利率、GDP 名义增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

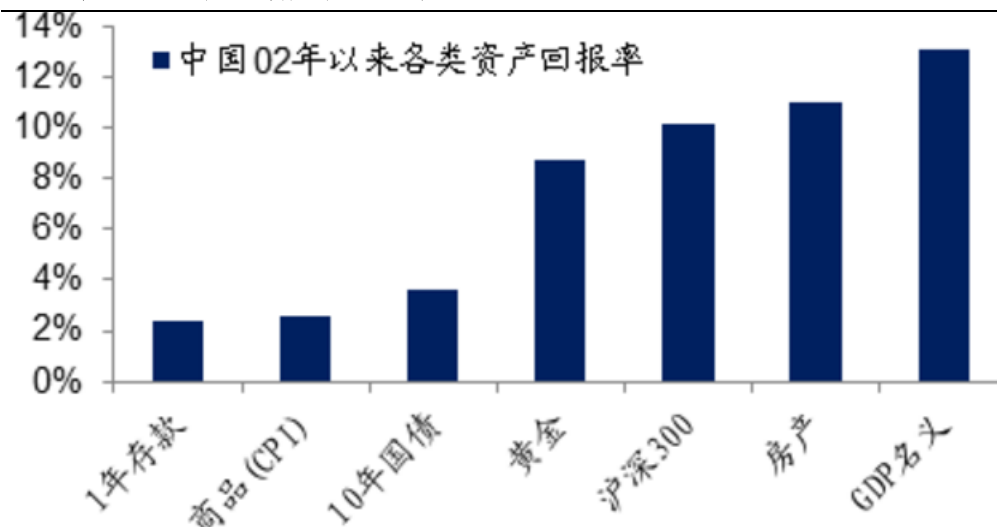
由此可见，无论股市还是债市，其收益的来源都是经济的名义增长，包括了经济实际增长与通货膨胀。我们对美国进入纸币时代之后的各类资产回报率进行了统计，发现房产和股票是回报率最高的两类资产，年均综合回报率接近 10%，超过了同期 7.1% 的 GDP 名义增速。而长期国债利率均值为 5.6%，略低于 GDP 名义增速。黄金价格年均涨幅为 4.9%，高于 3.53% 的通胀率，但低于 GDP 名义增速，而现金资产的回报率最低，低于通胀率。

从理论上说，一切资产的收益率都来自于经济的名义增长。其中股价涨幅来自于企业利润增长，房价上涨来自于收入增长，其实最终都来自于经济名义增长，但由于股息和租金的存在，就使得股票和房产的长期回报率超过了经济名义增速。而债权和股权共同形成了企业，创造了经济增长。但由于债权承担的风险低于股权，因而其回报率理应低于经济名义增长。黄金本身不创造价值，但有保值的功能，因而其价值超过通胀，但低于经济名义增速。

**图26 美国 1933-2019 年主要资产年均回报率与 GDP 名义增速**


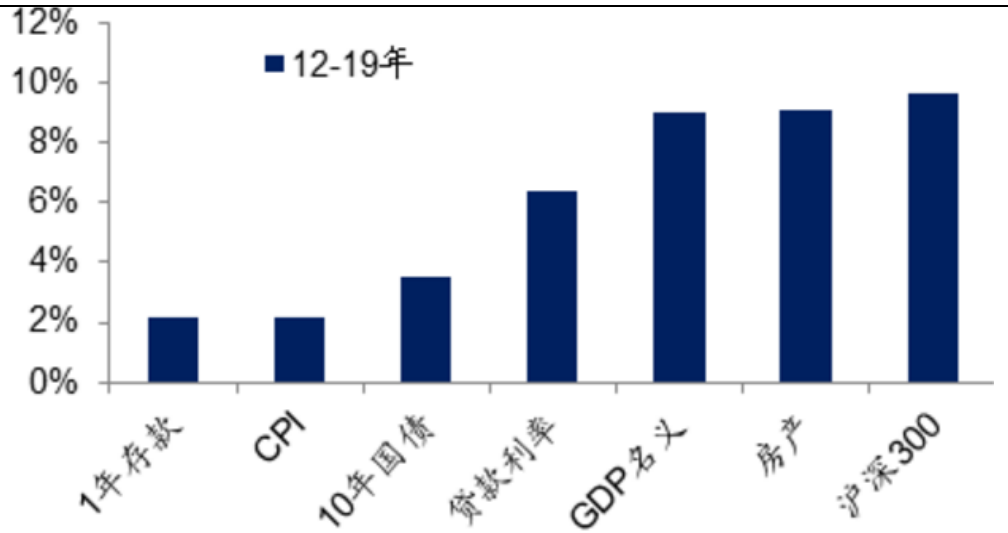
资料来源: Wind, 海通证券研究所

但我们统计中国过去 17 年各类资产的回报率, 发现均远低于同期 13.1% 的 GDP 名义增速。其背后的原因或在于, 我们统计的房价涨幅所使用的是新房价格涨幅, 其可能低估了房价的实际涨幅。而股市过去存在存量估值泡沫和新股估值泡沫, 使得其涨幅低于企业盈利增速。而在债券市场上存在利率管制, 使得国债利率和企业贷款利率远低于 GDP 名义增速。

**图27 中国 02-19 年主要资产年均回报率与 GDP 名义增速**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

而在 2012 年之后, 我们发现各类资产回报率和 GDP 名义增速开始吻合。从 12 到 19 年, 沪深 300 指数和房产的年化综合回报率分别是 9.7% 和 9.1%, 略高于同期 9% 的 GDP 名义增速。而同期的贷款利率均值为 6.4%, 低于 9% 的 GDP 名义增速。贷款利率扣减掉风险溢价等因素之后, 差不多对应 3.5% 的国债利率。

**图28 中国 12-19 年主要资产年均回报率与 GDP 名义增速**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**风险之源：经济周期。**

但是在市场经济中，经济增长并非稳定不变的。美国的 NBER 记录了过去 100 多年美国经济周期的运行情况，其记录显示上一轮经济周期在 20 年 2 月达到顶峰，随后开始了经济衰退。问题是，经济周期是由什么导致的？

**图29 美国的经济周期（月）**

顶峰	谷底	收缩 从顶峰 到谷底	扩张 从谷底 到顶峰	周期	
				从谷底 到谷底	从顶峰 到顶峰
90年7月	91年3月	8	92	100	108
01年3月	01年11月	8	120	128	128
07年12月	09年6月	18	73	91	81
20年2月			128		146

资料来源：NBER，海通证券研究所

通常认为，存在四类经济周期，都是由投资的波动所导致的。其中最短的是基钦周期，持续时间在 3-4 年左右，由存货投资的波动所引发。其次是朱格拉周期，持续时间在 7-10 年左右，由企业设备投资驱动。再次是库兹涅茨周期，持续时间在 20 年左右，由房地产投资驱动。最长的是康波周期，技术进步所驱动。

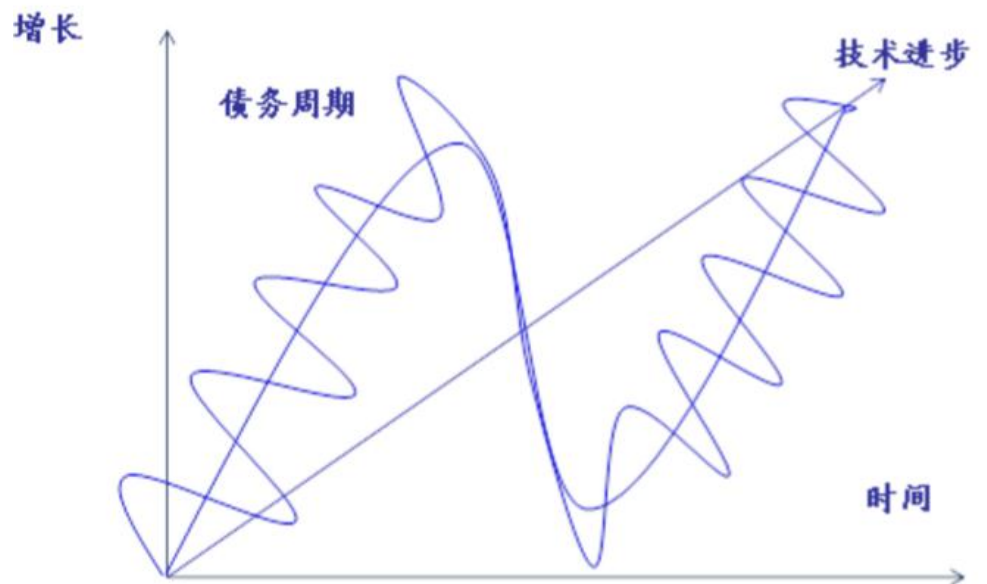
图30 经济周期分类



资料来源：海通证券研究所

除了投资以外，货币和债务也会导致经济周期的出现。长期来看，经济增长来自于生产性活动，来自于技术进步。但短期内，靠举债也能够换来经济增长。而且由于人们总想过好日子，不愿意承受经济衰退，因而往往会举债过度，或者是政府举债、或者是央行放水刺激居民和企业举债，但借了钱总是要换的，因而债务的波动就会产生经济周期。

图31 经济增长与债务周期



资料来源：海通证券研究所

而随着经济的周期波动，代表资产回报来源的 GDP 名义增速也会发生周期性的波动，这就使得各类资产的回报率发生变化，进而导致了各类投资风险的出现。大至全球和国家的经济周期，小至企业的经营周期，都会产生各类风险。

图32 GDP名义增速，A股净利润累计增速(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

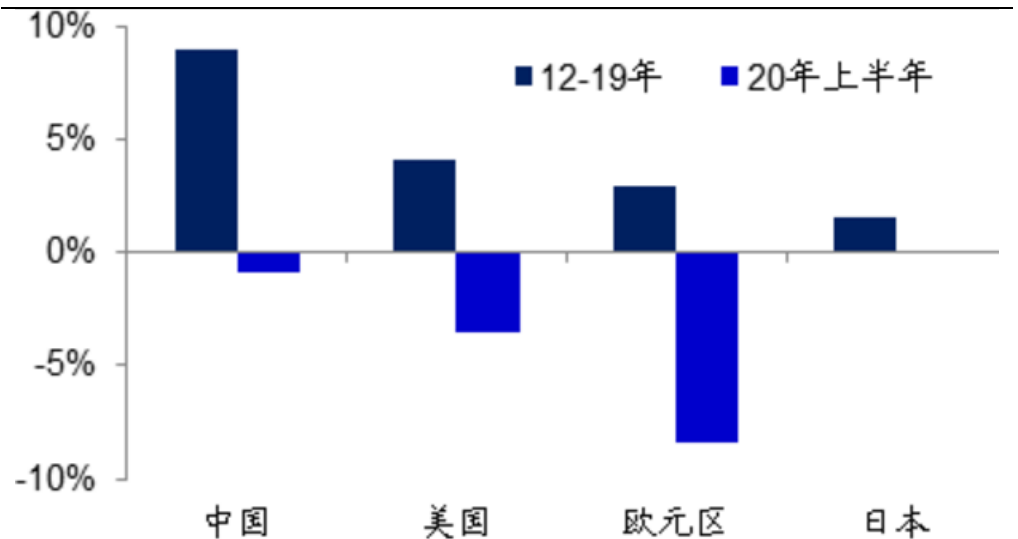
#### 4. 投资中国，长期制胜

既然资产收益的来源是经济的名义增长，而中国拥有相对更快的经济名义增速，因而我们认为中国资产相对而言更有投资价值，可以通过长期投资来获益。

##### 中国增速占优。

首先，从过去7年的平均经济增速来看，中国的年均GDP名义增速为9%，高于同期美国、欧元区和日本分别为4.1%、2.9%和1.6%的GDP名义增速。今年遭到新冠疫情的冲击，但上半年中国经济的名义降幅仅为0.9%，也远低于同期美国、欧元区分别为3.5%和8.4%的降幅。从2季度开始，中国经济增速已经由负转正，在全球率先复苏。

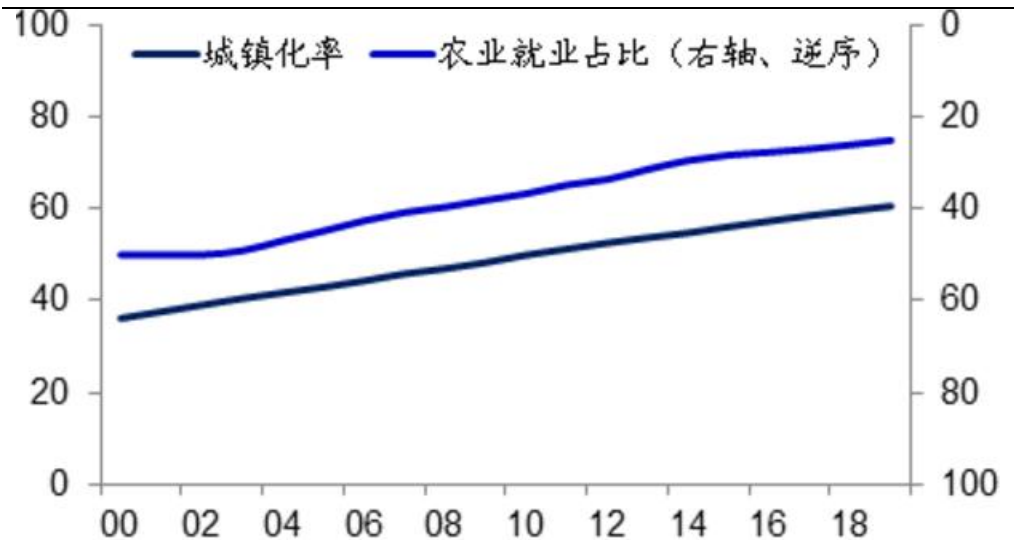
图33 中美欧日 12-19 年年均 GDP 名义增速，20 年上半年增速



资料来源：Wind，海通证券研究所，日本最新数据尚未公布

其次，展望未来5-10年，我们认为中国仍有望保持在4-5%的中速经济增长，加上年均2-3%的通胀率，中国GDP名义增速仍有望保持在7%左右水平。最核心的支撑在于，中国的城市化进程仍未结束，目前中国的农业就业人口占比依然高达25%，参照发达国家的经验，我们认为10年后中国的农业就业人口占比有望降至15%以下，而城镇化率有望进一步升至70%以上的成熟区间。

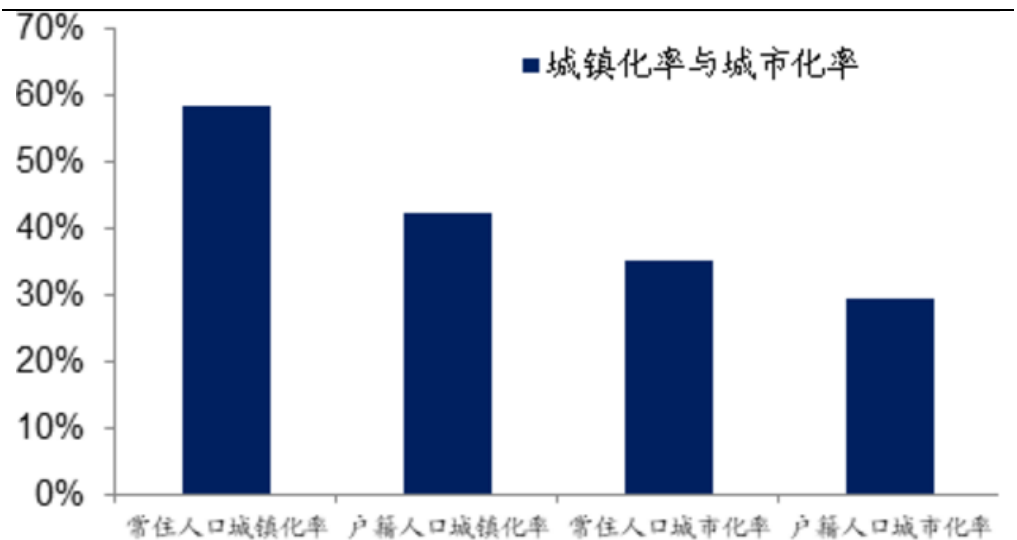
图34 中国城镇化率、农业就业人口占比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

此外,虽然中国的城镇化率已经达到60%,但是户籍人口城镇化率仅在40%左右,这其实也限制了劳动人口的生产率。随着三四五线城市全面放开落户的限制,户籍人口城镇化率有望大幅提升。另外,在中国当前60%的城镇化率中,有20%以上的人口居住在乡镇区域,居住在县城以上城市城区人口的占比也不到40%,而未来随着都市圈的兴起,人口会继续从乡镇向城市圈迁移,这其实也可以提升劳动效率。

图35 中国常住人口与户籍人口城镇化率、城市化率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

因此,虽然中国的人口红利在2013年左右就结束了,导致了经济潜在增速的下降。但由于城市化的进程没有结束,中国的非农就业人口增速已经在1%左右的低位企稳,假设未来保持这一速度不变,加上资本投入的增长,以及改革创新等红利的释放,我们认为未来5-10年的中国经济有望保持在4-5%左右的增速。

图36 中国 GDP 实际增速、非农就业增速 (%)

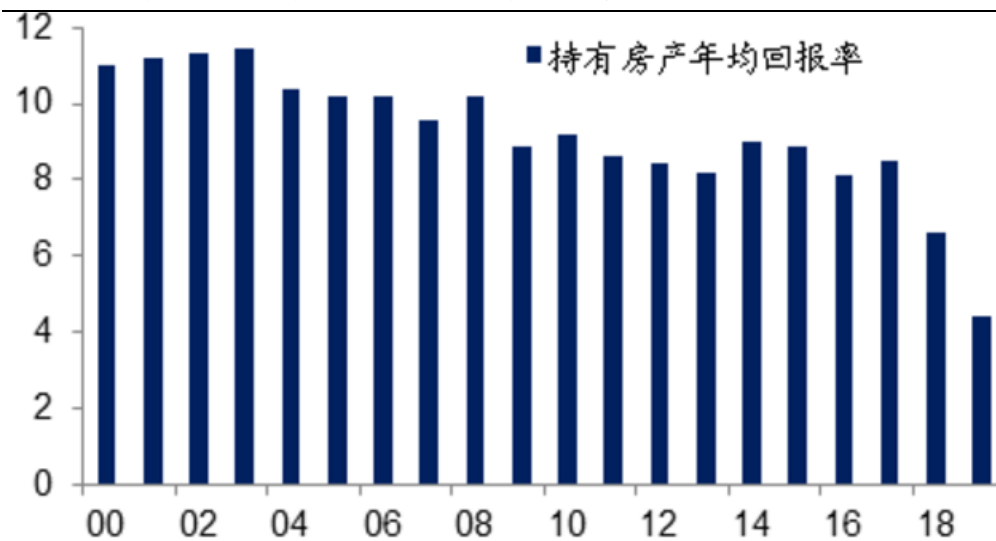


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 长期投资制胜。

回顾过去的 20 年，在中国投资的最佳方式是买入房产并长期持有。我们以商品销售均价来代表房价走势，并且考虑租金的回报，统计在任何一年购买房产并持有至今，其回报率均为正，而且年均回报率长期在 8% 以上，只是在最近两年才有小幅下降。

图37 在 00 年以后任何 1 年买入并持有房产的年均回报率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所，房价以新房价格测算，持有期截止到 20 年 6 月

为什么过去在中国买房是最佳投资方式？原因在于房价的波动不大，过去 20 年的新房价格仅在 08 年金融危机期间出现小幅下跌，这就使得投资房产的回报相对稳定。

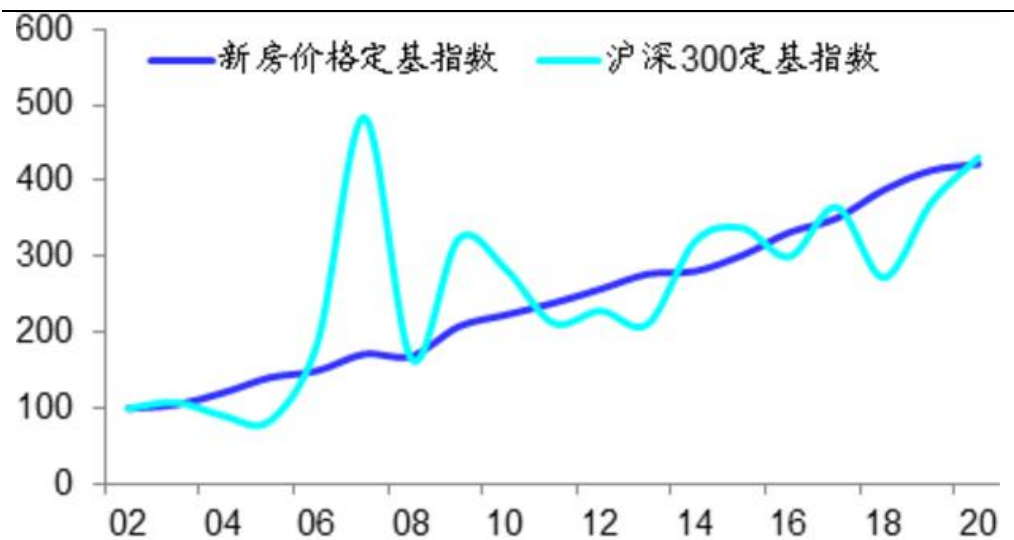
图38 全国商品房销售均价涨幅 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所，20 年数据截止到 6 月底

其实从统计来看，02 年以来的沪深 300 指数累计涨幅并不逊色于中国的新房价格涨幅，但是股价的波动幅度远高于房价，也就使得投资股市的体验远不如房市。

图39 新房价格定基指数、沪深 300 定基指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

例如在 07 年的高点买入沪深 300 指数，持有至今依然是负收益。如何消除股市价格大幅波动的影响？我们发现，长期投资依然是非常有效的方式，我们统计过去 20 年在每年年末买入并且持有沪深 300 指数的年均回报率，发现除了 07 年以外，其余年份买入并且长期持有沪深 300 指数都获得了正收益。在获得正收益的 19 年中，只有在 09 年买入的年均回报率为 2.5%，06、10、14、15 和 17 年这 5 年买入的年均回报率在 5% 左右，其余年份买入的年均回报率均超过 8%，尤其最近两年的年均回报率都超过 20%。



图40 在 02 年后任何 1 年买入并持有沪深 300 的年均回报率 (%)

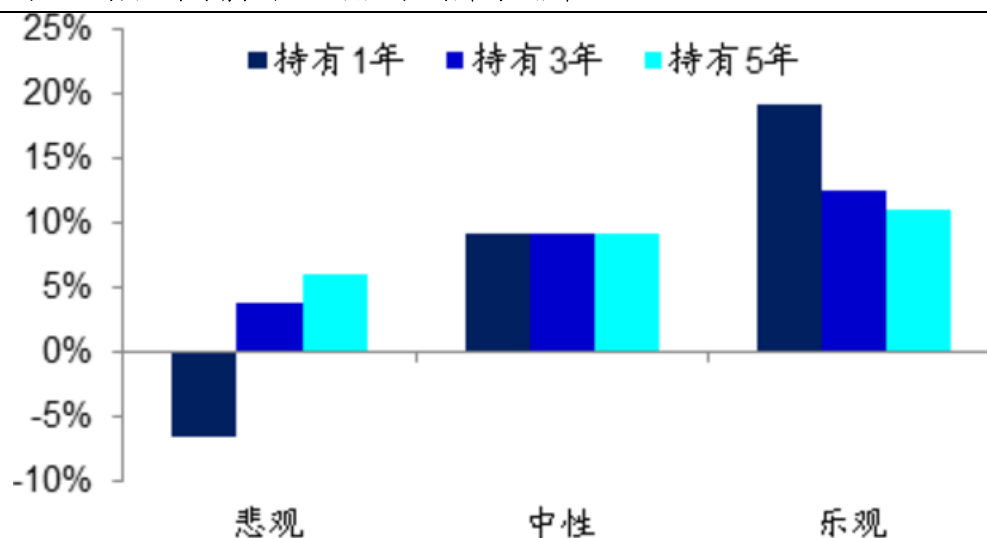


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 假设在每 1 年年底买入, 持有期截止到 20 年 7 月底

因此, 如果我们相信中国经济未来会恢复到 4-5% 左右的 GDP 实际增速, 以及 7% 左右的 GDP 名义增速, 假设上市公司也可以实现 7% 左右的利润增速。由于当前沪深 300 指数的估值水平并不贵, 在历史 50 分位附近。我们假设了悲观、中性和乐观三种情况, 分别对应沪深 300 指数 TTM 市盈率调整至历史的 30 分位、50 分位和 70 分位。假设持有时间分别为 1 年、3 年和 5 年, 其中哪怕在悲观情况下, 持有沪深 300 指数 3 年以上的年均回报率均超过 4%, 好于购买银行理财或者银行存款。而在中性情况下, 只要股市估值保持稳定, 依靠股息和盈利就可以实现每年 9% 左右的回报, 在乐观情况下的回报率更高。

总结来说, 投资皆有风险, 而投资收益来源于经济增长, 而投资的风险则源于经济的周期波动。展望未来, 中国经济拥有相对更快的增长, 因而中国资产也有望拥有相对更高的回报, 通过长期投资中国的优质股权、房产等资产, 其实就可以对冲掉经济周期的影响, 获得更高的回报。

图41 当前买入并持有沪深 300 指数的预期年均回报率



资料来源: Wind, 海通证券研究所测算, 悲观、中性、乐观分别对应沪深 300 市盈率调整至历史 30 分位、50 分位、70 分位, 假设沪深 300 利润增速保持在年均 7%

## 信息披露

### 分析师声明

姜超 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余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@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 ljli11087@htsec.com  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
联系人  
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  
颜伟(021)23219914 yw10384@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  
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  
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com  
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com

## 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@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 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

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
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  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
朱赵明(010)56760092 zzm12569@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  
房乔华 0755-82900477 fqh12888@htsec.com  
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

## 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuy11758@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@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  
联系人  
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com

## 互联网及传媒

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

## 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
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(010)58067828 yf11127@htsec.com

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 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	<b>电力设备及新能源行业</b> 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
<b>基础化工行业</b> 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 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张崢青(021)23219383 zzk11650@htsec.com 张弋(010)58067852 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 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(010)56760090 rgb12695@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 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 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
<b>军工行业</b> 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	<b>银行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
<b>家电行业</b> 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	<b>造纸轻工行业</b> 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@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  
 辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com  
 巩柏含 gbh11537@htsec.com  
 滕雪竹 txz13189@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  
 杨祎昕(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  
 李婕 lj12330@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com  
 郭金焱(010)58067851 gjy12727@htsec.com  
 程云鹤 cyh13230@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