

宏观研究与资产配置

姜超（首席经济学家、宏观债券研究）

SAC号码：S0850513010002

2020年7月31日

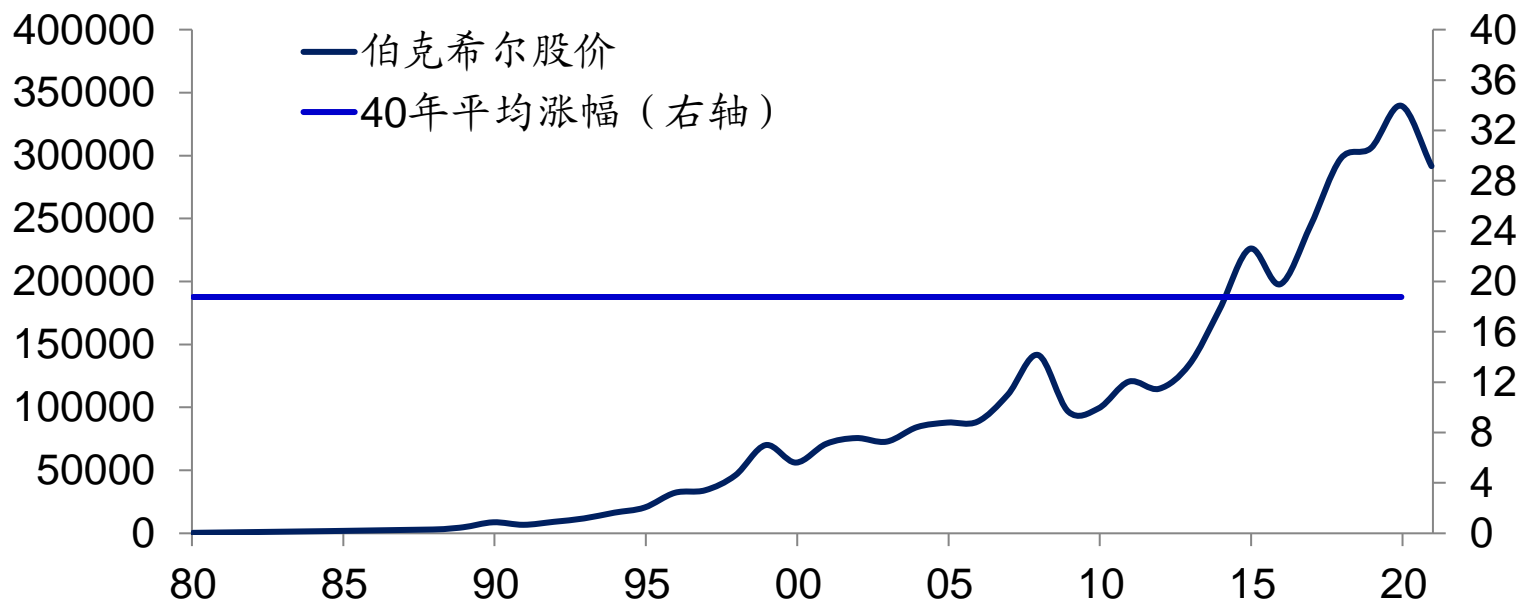
目录

1. 经济研究与资产配置
2. 经济增长与投资回报
3. 经济增长与经济周期
4. 货币超发与资产泡沫

巴菲特滚雪球：寻找长坡

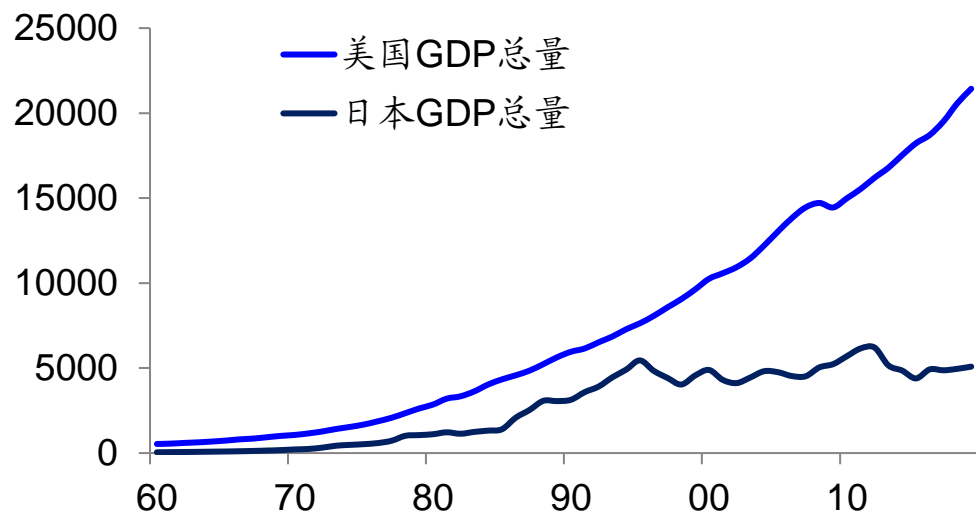
资本市场投资研究的核心是如何赚钱。巴菲特的伯克希尔公司股价在过去40年从每股300美元上涨到接近30万美元，累计涨幅1000倍，年均涨幅约20%。巴菲特的名言是“人生就像滚雪球。最重要之事是发现湿雪和长长的山坡。”

伯克希尔股价（美元/股）与涨幅（%）

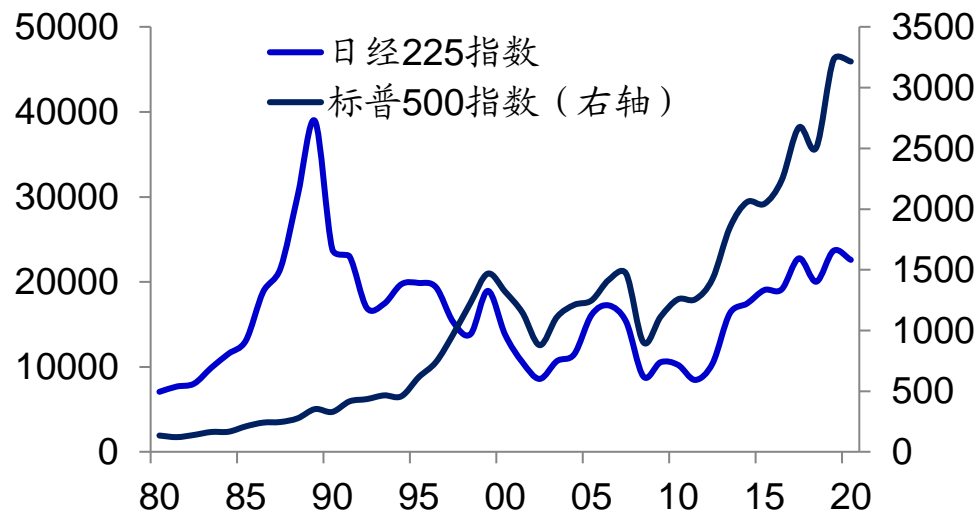


巴菲特说他自己中了**卵巢彩票**，因为他出生在美国，而且美国的经济总量持续创出历史新高。其他比如日本经济已经**25年没有增长了**，对应的股市已经**震荡了30年**，也就难以诞生巴菲特这样的投资神话。

美国和日本GDP总量（十亿美元）

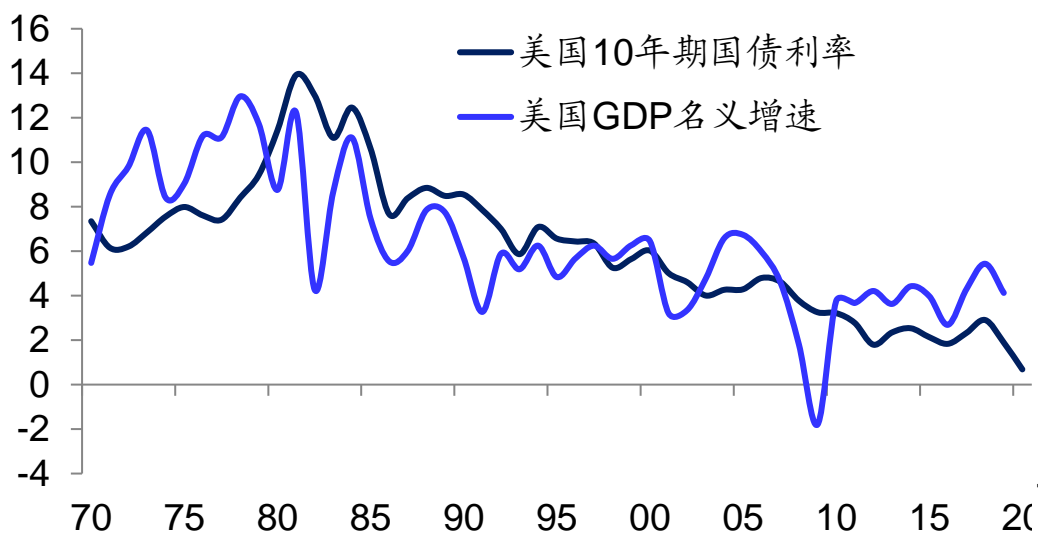


日经指数与标普500指数（点）

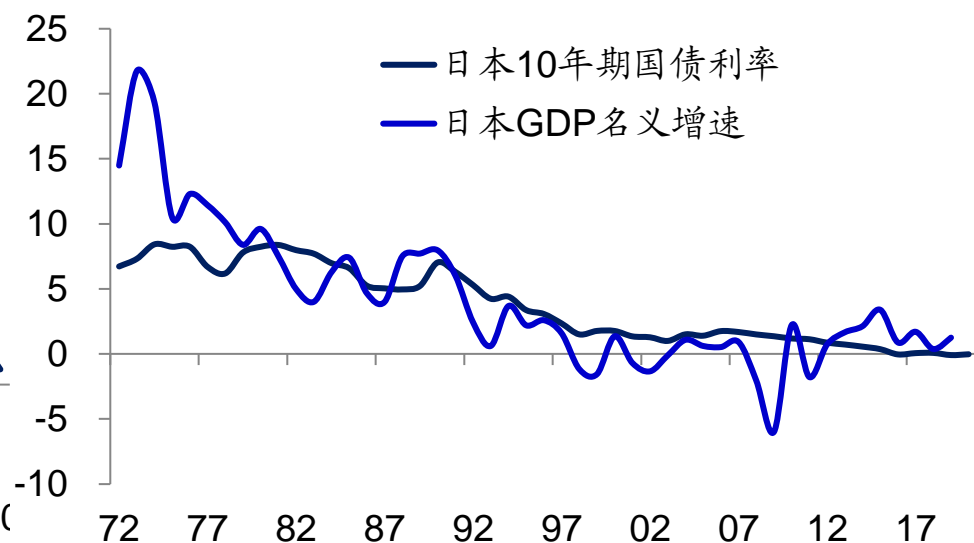


而国债利率的走势也与GDP名义增速高度相关。目前全球低利率泛滥，源于经济增速的持续下行。但是相比之下，美国在08年金融危机之后的10年期国债利率依然保持在2%左右，因为其依然维持了3%左右的GDP名义增速，而当前美国10年期国债利率依然为正，在于市场相信美国经济未来会恢复正增长。但日本的10年期国债利率已经归零，在于其名义GDP长期停滞。

美国GDP名义增速、10年期国债利率 (%)



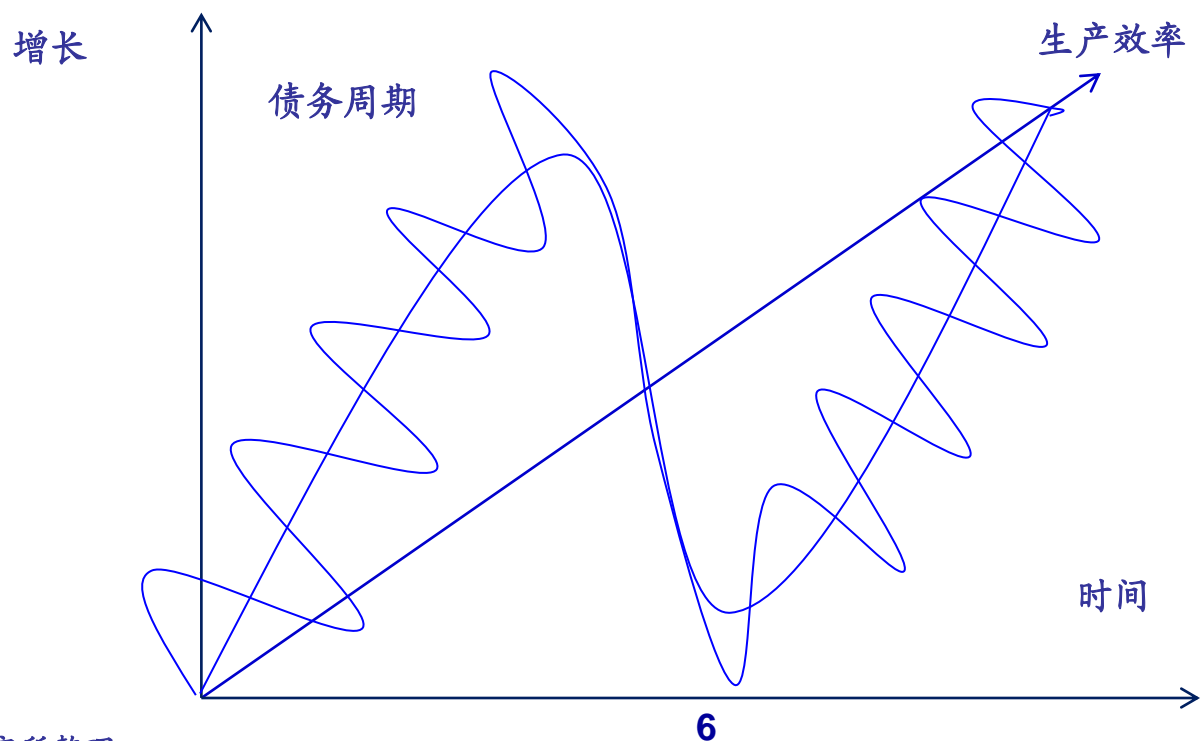
日本GDP名义增速、10年期国债利率 (%)



经济增长与债务周期

总结来说，无论股市债市的回报均来自于经济增长，而经济增长有分成两种形态。一种是长期增长，这取决于劳动力、资本和技术进步等因素。另一种是短期的经济波动，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，而债务的波动就会产生经济周期。与此相应的投资也有两种模式，一种是根据经济周期的不同状态来投资，例如美林投资时钟；另一种是基于长期经济增长来投资，代表性的是巴菲特的价值投资。

经济增长与债务周期



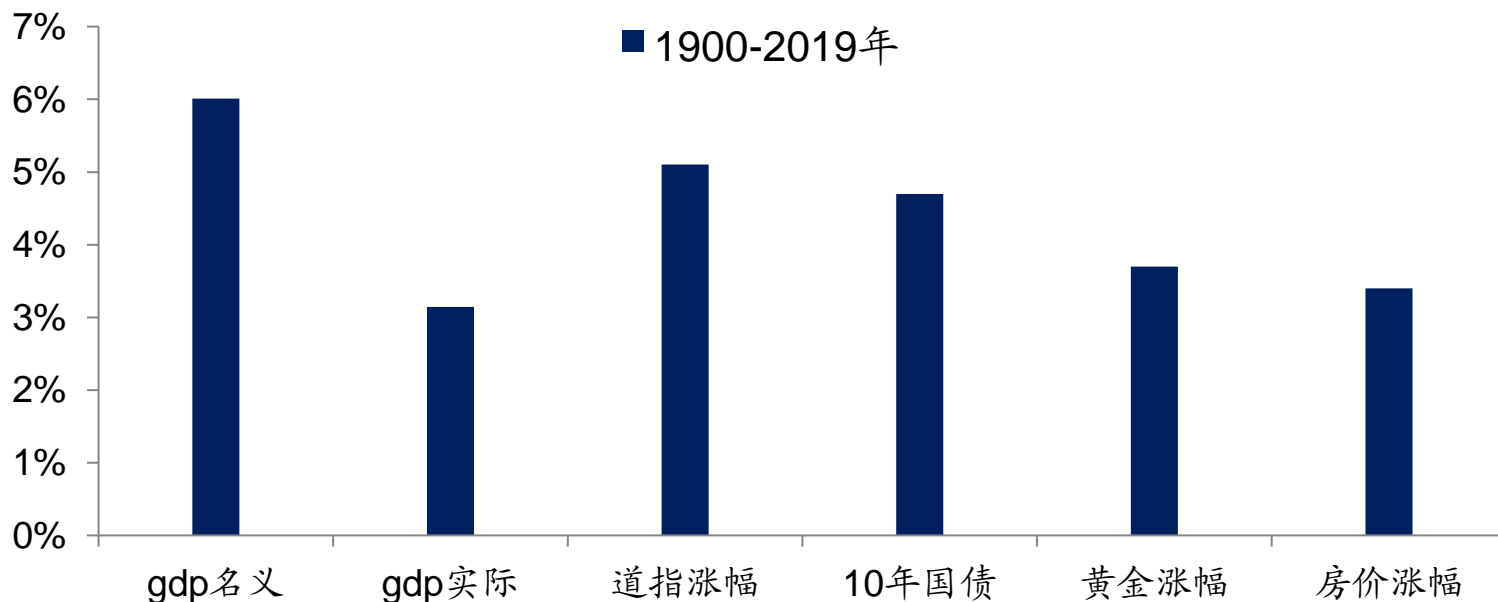
目录

1. 经济研究与资产配置
2. 经济增长与投资回报
3. 经济增长与经济周期
4. 货币超发与资产泡沫

长期看：增长与通胀是资产回报之基

从1900年到2019年，美国的实际GDP增长了40倍，而名义GDP增长了近1000倍，折合年化涨幅分别为3.1%和6%。而经济增长是资产回报的基础，美国道指过去119年的年均涨幅为5%、10年期国债利率的均值为4.7%，均接近其GDP名义增速。而黄金和房地产等的年均涨幅为3%左右，其实和长期的通胀涨幅接近，也就是从长期来看，通胀是决定实物类资产表现的核心因素。

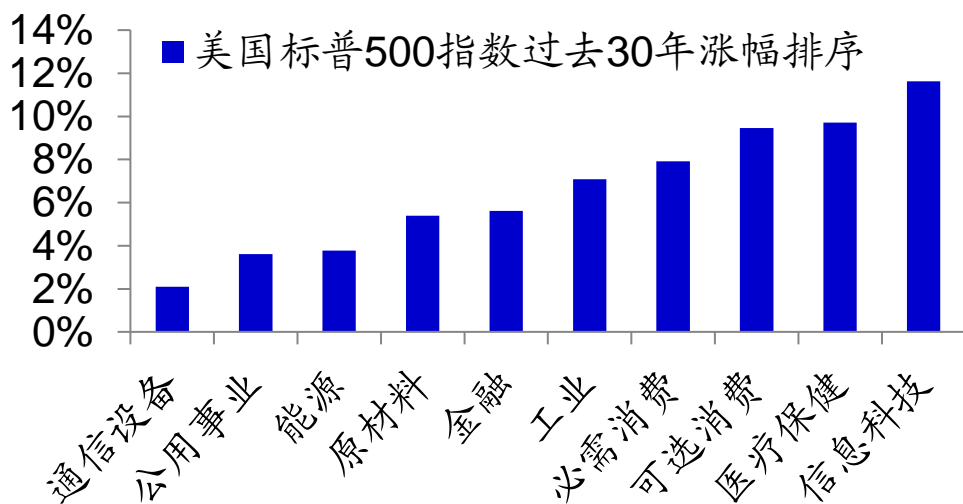
美国过去120年经济增速与各类资产表现



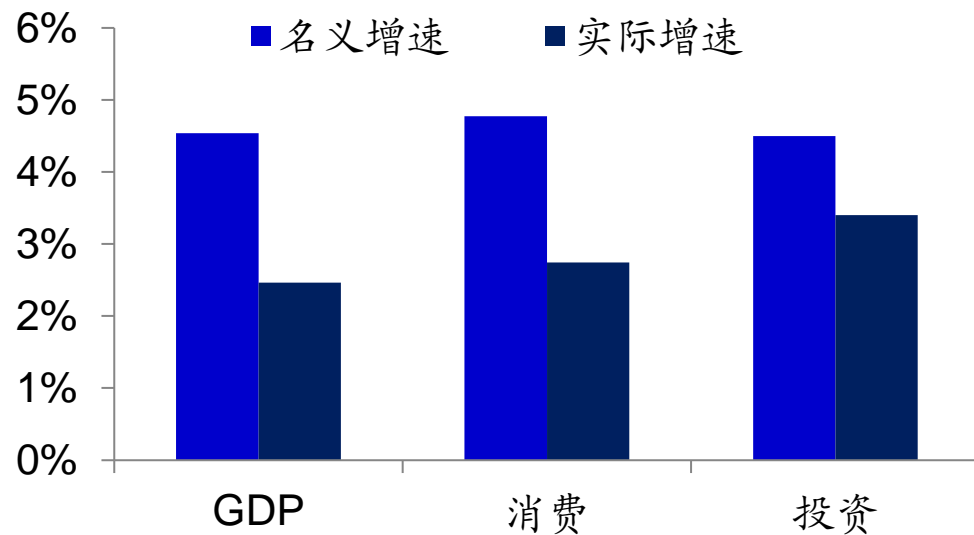
美国过去30年：消费和科技领涨

在美国过去几十年的牛市当中，我们发现领涨的四大板块分别是信息科技、医疗保健、可选消费和必需消费，也就是消费和科技行业领涨。而其根基则是在于以消费为主导的经济增长模式，过去30年，其GDP年均增速为2.5%，考虑物价之后的GDP名义增速均值为4.5%，而消费名义增速均值为4.8%，超过投资增速的4.5%。只要消费整体保持在5%左右名义增速，那么优秀的消费型企业就有希望实现8%左右的业绩增速，这其实是其股市回报的来源。

标普500过去30年各行业指数年均涨幅



1989年以来美国经济分类增速

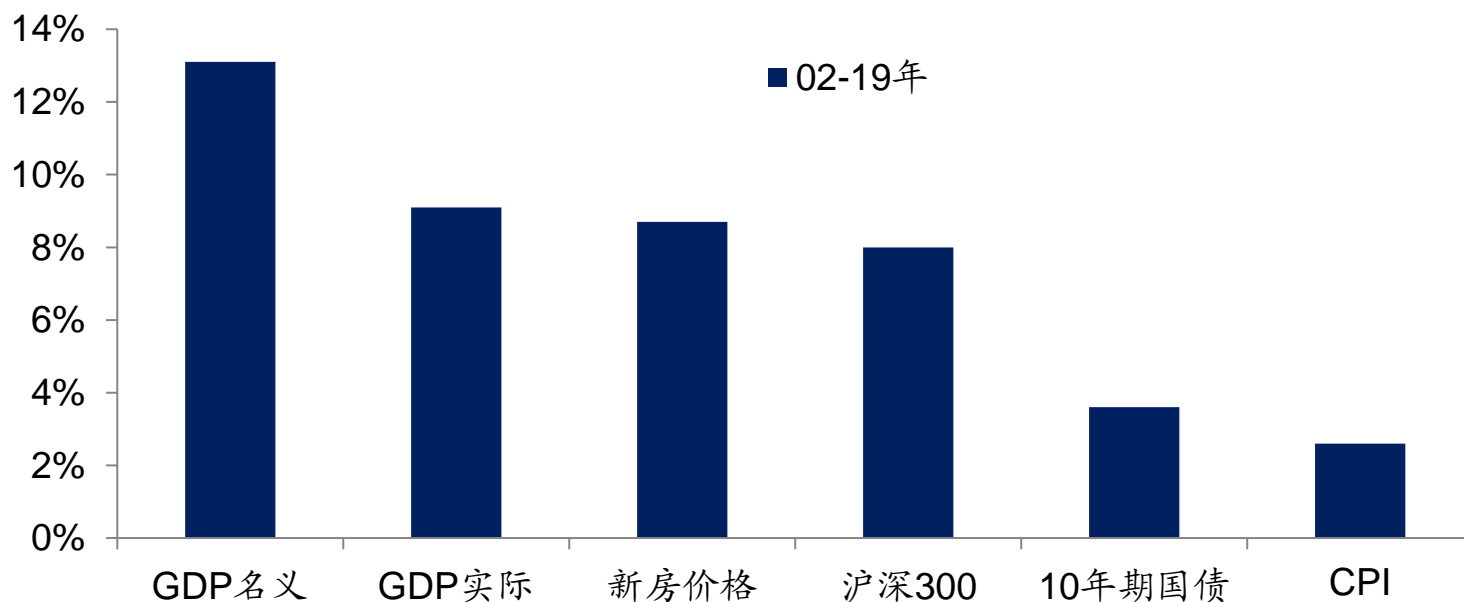


中国过去17年：经济增速远超资产回报



从中国来看，无论是沪深300指数还是10年期国债利率都是从02年开始有连续数据，我们统计02年至19年的年均GDP名义增速为13%，远高于同期新房价格涨幅的年均8.7%和沪深300指数的年均上涨8%，以及10年期国债利率均值的3.6%。原因或在于新房价格涨幅低估了房价的实际涨幅，而股市消化高估值泡沫拖累了其涨幅，而利率管制压低了国债利率水平。

中国02-19年经济年均增速与各类资产表现

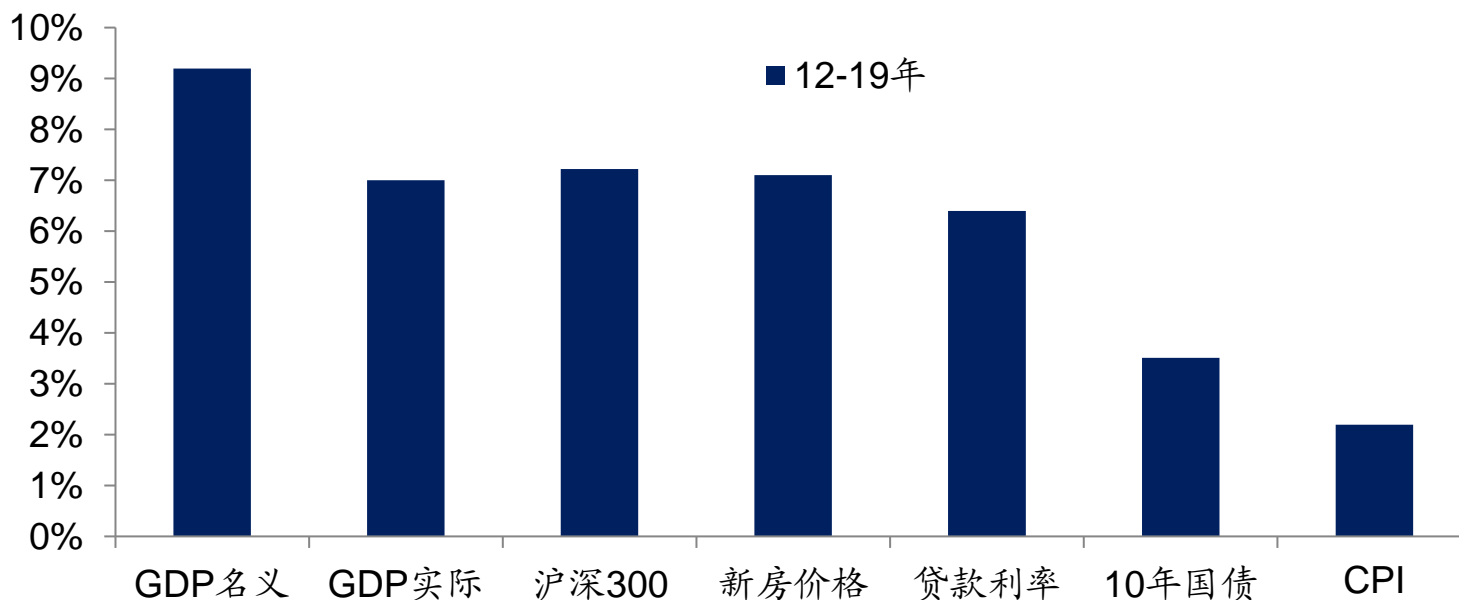


中国过去8年：增长与资产回报接轨



而在过去的8年，中国的资产价格表现与经济名义增长已经大致接轨。从12年到19年，中国的年均GDP名义增速为9%，同期沪深300指数和新房价格的年均涨幅均为7%左右，贷款利率为6.4%，在扣减掉风险溢价之后，对应的10年期国债利率均值为3.5%。

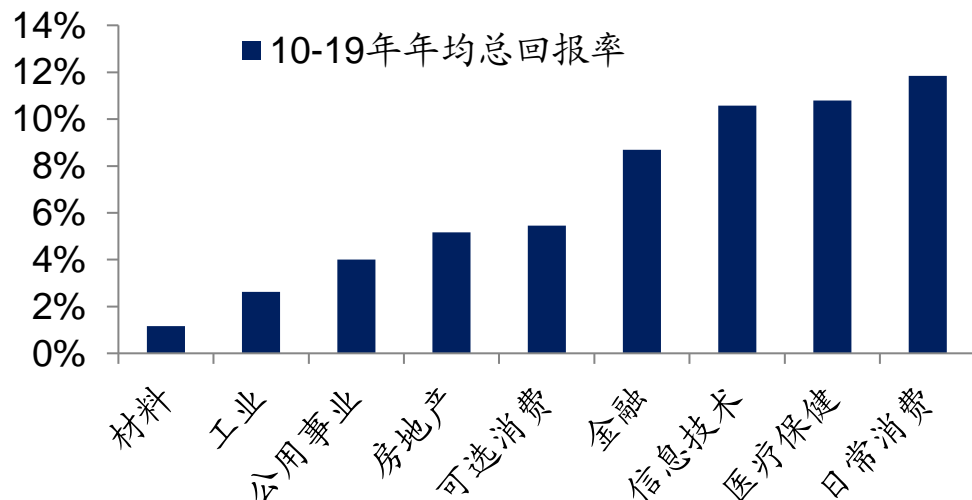
中国12-19年经济年均增速与各类资产表现



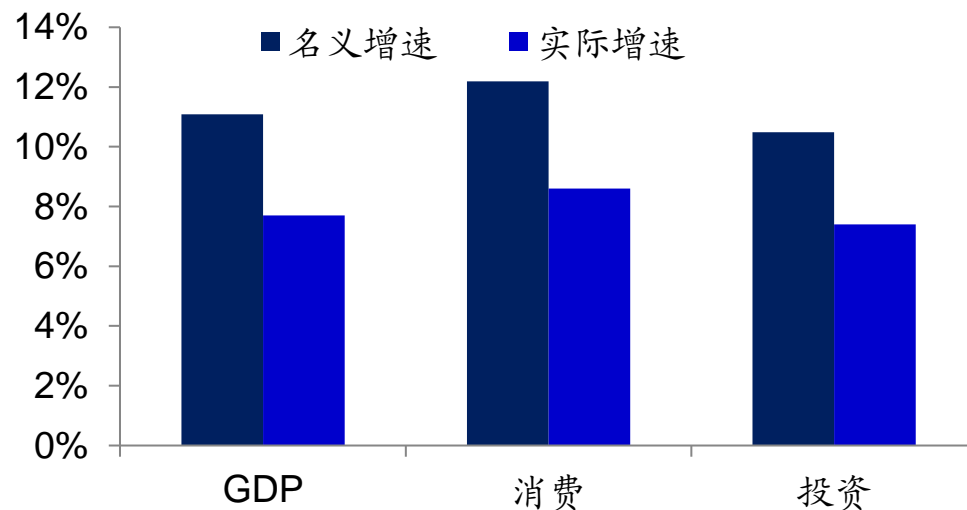
中国过去10年：消费和科技领涨

在A股市场上，过去10年也是科技、医药、消费三大行业领涨，背后的原因也与美国类似，过去10年的经济中消费表现远好于投资，消费的名义增速为12.2%，高于投资名义增速的年均10.5%。

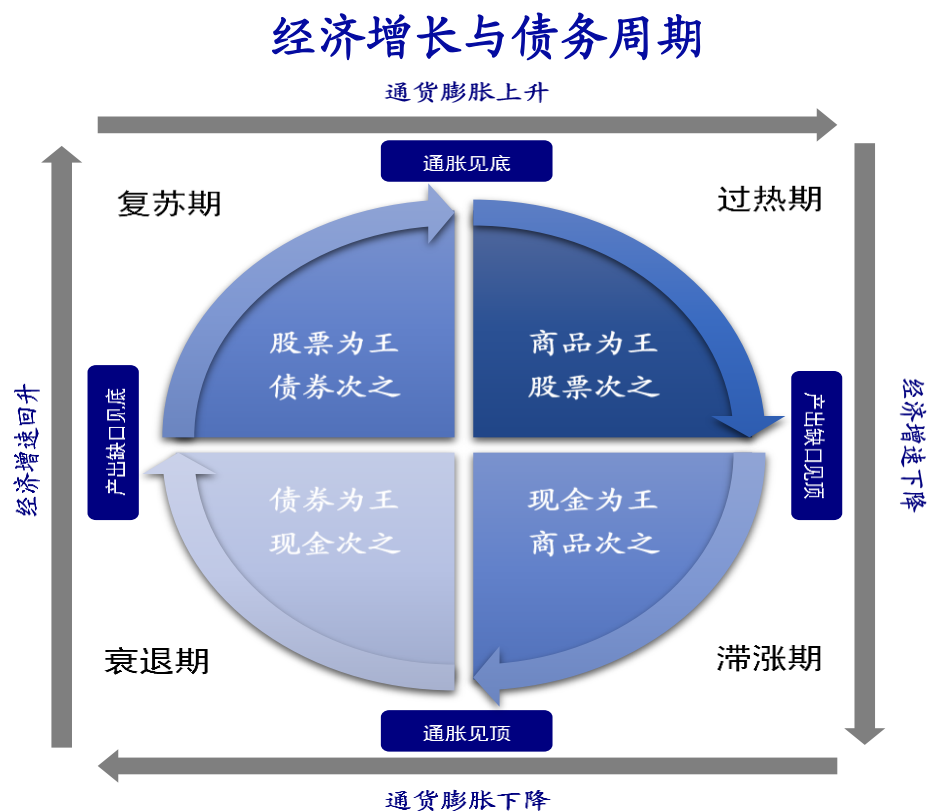
过去10年wind分行业指数涨幅



2010以来中国经济分类增速



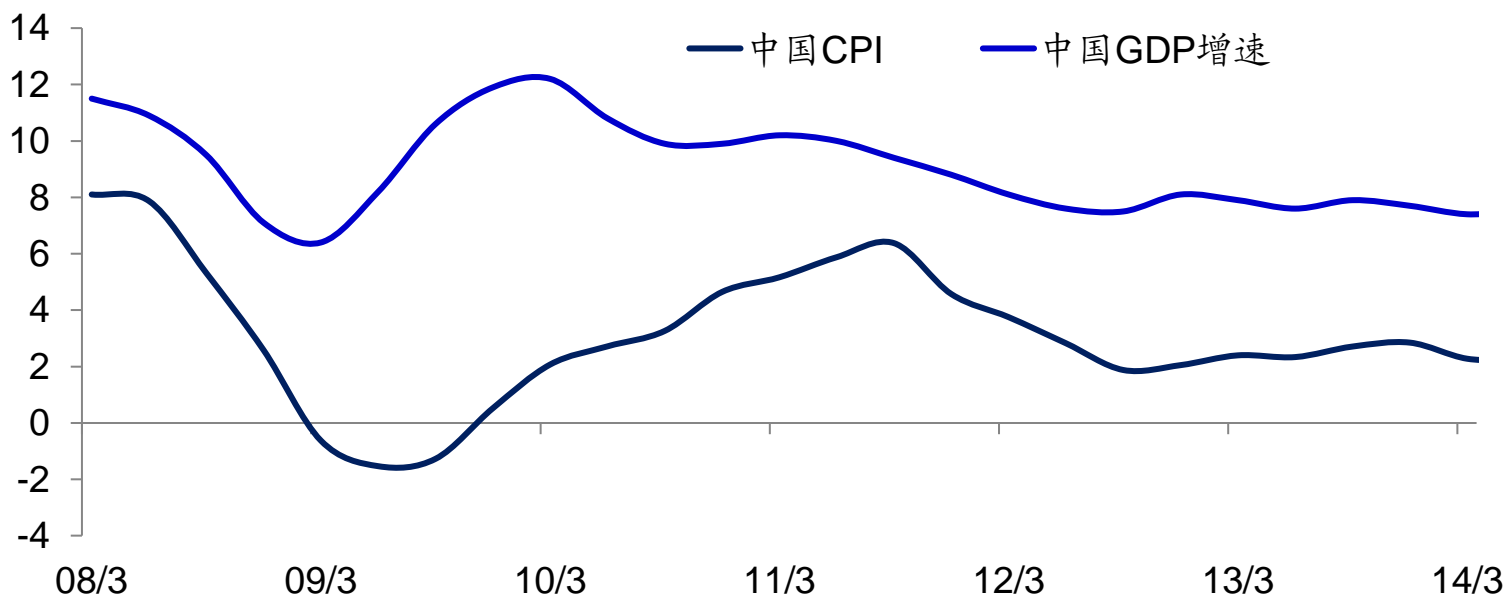
长期的道理大家都很容易懂，但是坚持只做长期投资是比较难的。而在短期资产配置领域，最著名的理论莫过于“美林投资时钟”，其核心是通过对经济增长和通胀两个指标的分析，将经济周期分为衰退、复苏、过热、滞胀四个阶段，每个阶段对应着表现超过大类的某类资产：债券、股票、大宗商品或现金。



中国经济周期划分

在08年至13年，中国经济存在明显的周期波动，当时美林投资时钟具有比较好的应用性。其中08年是典型的经济衰退期，体现为经济、通胀同时下行；09年上半年是经济复苏期，经济上行、通胀下行；09年下半年到10年1季度为经济过热期，经济通胀同时上行；而10年2季度到11年3季度为滞胀期，经济下行、通胀上行；而在11年4季度起又步入新一轮衰退期。

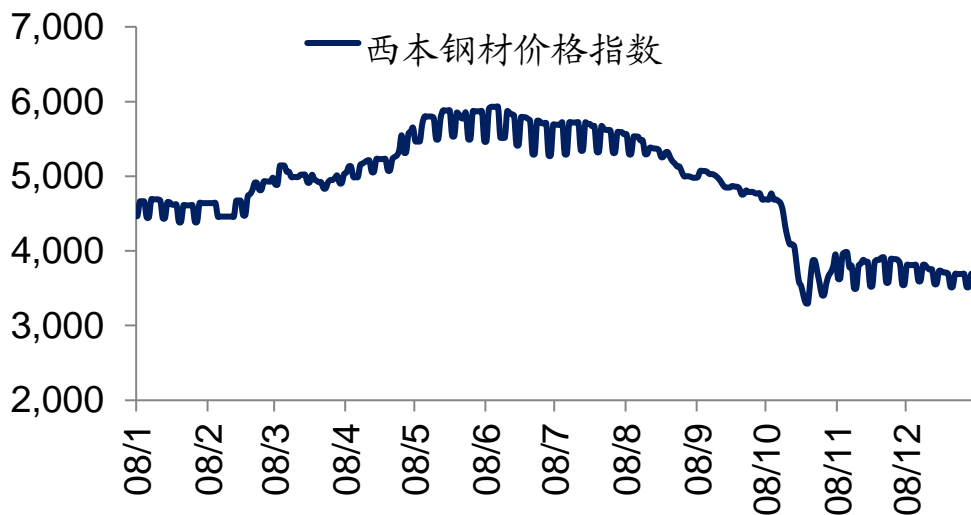
中国经济增长与通胀 (%)



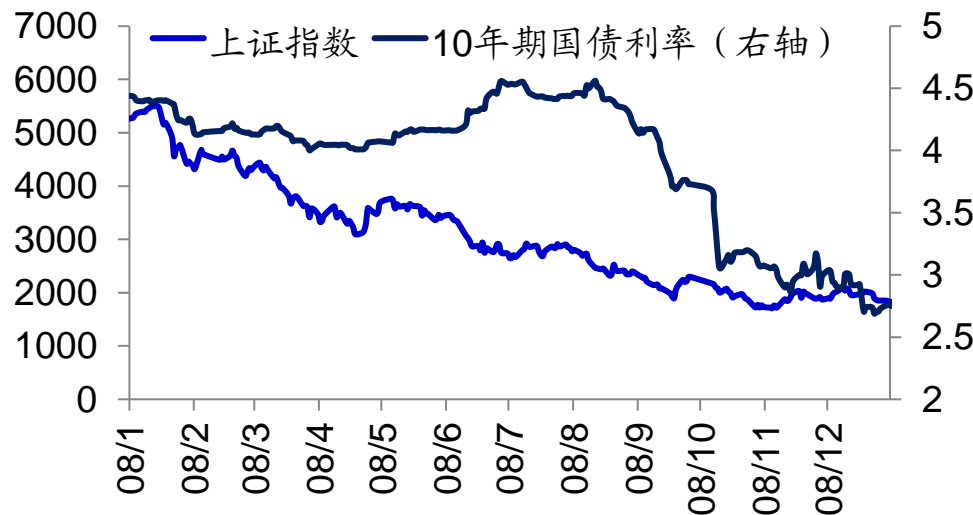
衰退期：债券>现金>股票>商品

第一阶段是衰退期，对应的是经济下行、通胀下行，最佳选择是债券，配置顺序是债券>现金>股票>商品。理由是衰退时期物价下跌，大宗商品表现肯定是最差的。而经济下行也会对企业盈利有损害，股票表现也不会好。这时拿着现金可以不亏钱，所以现金比股票和商品要好。但是经济通胀下行，央行肯定会降息放水，利率下降债券会涨，所以拿着债券是最佳选择。

西本钢铁价格指数



上证指数10年期国债利率 (%)



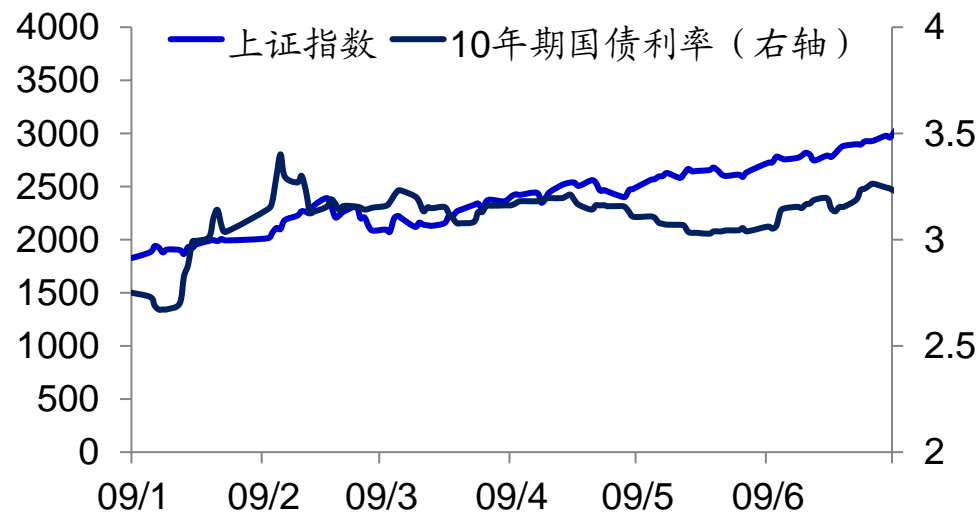
复苏期：股票>债券>现金>商品

第二阶段是复苏期，对应的是经济上行，通胀下行，最佳选择是股票，配置顺序是股票>债券>现金>商品。经济开始恢复，意味着企业盈利有改善的希望，因此股票开始有显著的收益。而由于物价下行，利率还不会上升，债券不会下跌，依然有正收益，意味着债券依然比现金要好，但是已经开始跑不赢股票。而由于物价下行，商品依然是亏钱的，所以跑不过现金。

西本钢铁价格指数



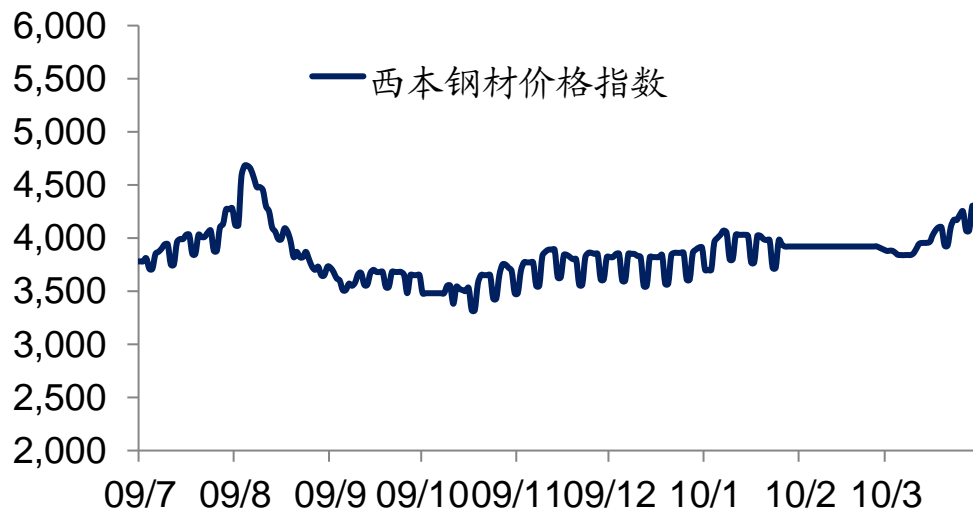
上证指数10年期国债利率 (%)



过热期：商品>股票>现金>债券

第三阶段是过热期，对应的是经济上行，通胀上行，最佳选择是商品，配置的顺序是商品>股票>现金>债券。由于价格开始上涨，商品开始明显走牛。虽然经济上行有利于企业盈利改善，但物价上升意味着央行可能开始加息，抑制股市估值的提升，使得股市表现比不上商品，而利率上升意味着债市步入熊市。

西本钢铁价格指数



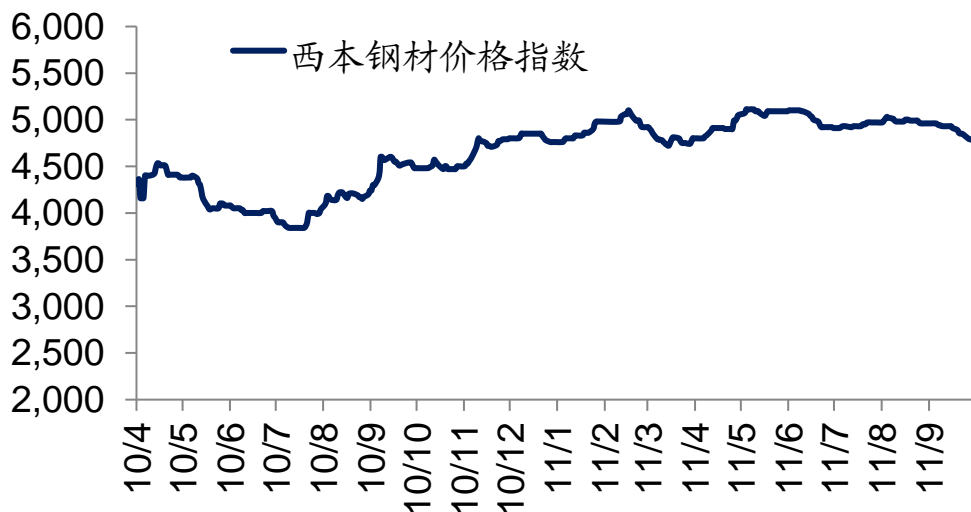
上证指数10年期国债利率 (%)



滞胀期：现金>商品>债券>股票

第四阶段是滞胀阶段，对应的是经济下行，通胀上行，最佳选择是现金，配置的顺序是现金>商品>债券>股票。首先由于通胀持续上行，利率会趋于上升，对债券市场的表现不利，而经济下行使得企业盈利受损，股票资产遭受的打击更大。而由于价格继续上涨，商品依然有良好表现。同时利率上升以后，货币基金等现金类资产的收益率会上升。

西本钢铁价格指数



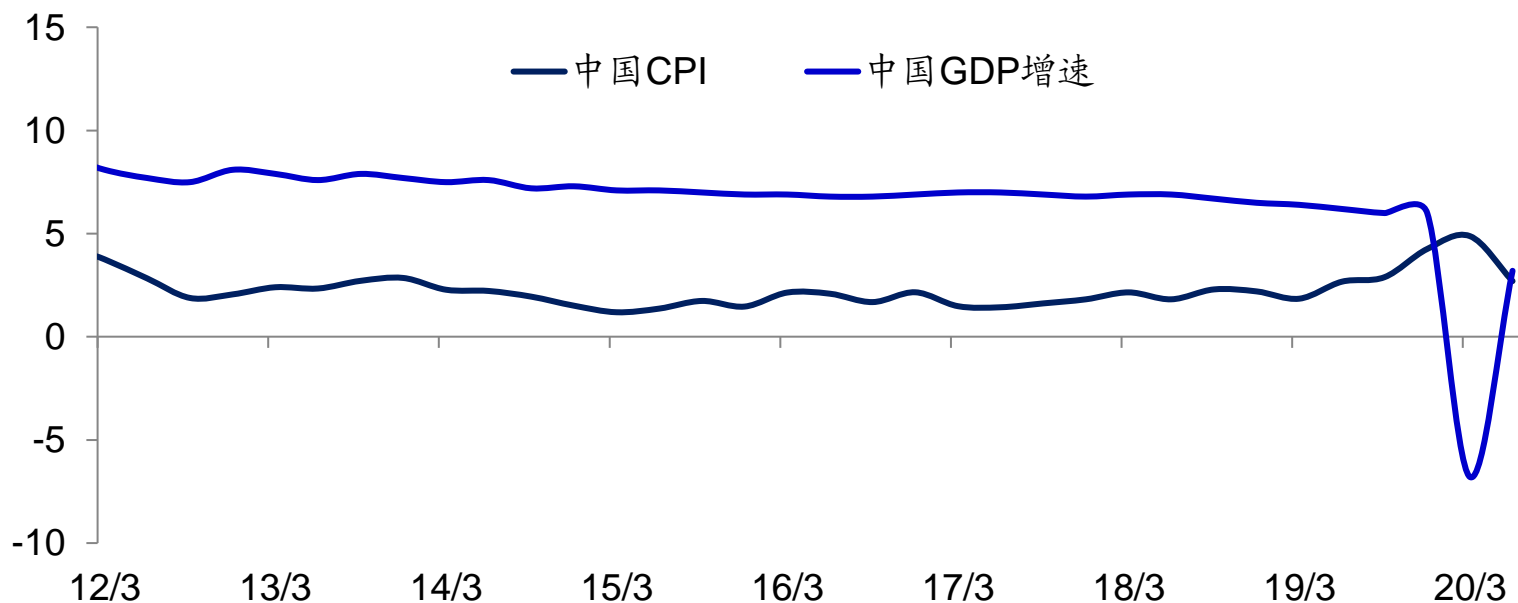
上证指数10年期国债利率 (%)



经济周期消失？

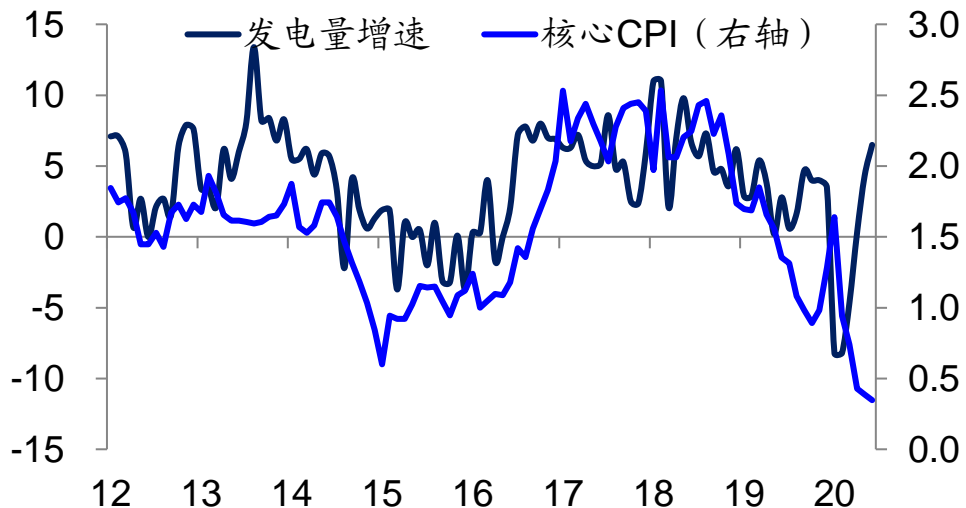
但是在2012年之后，中国经济的波动性明显下降，呈现L型稳步下行的走势，而通胀的波动性也大幅缩小，是不是意味着经济周期已经消失，美林投资时钟已经失效了？

中国经济增长与通胀（%）

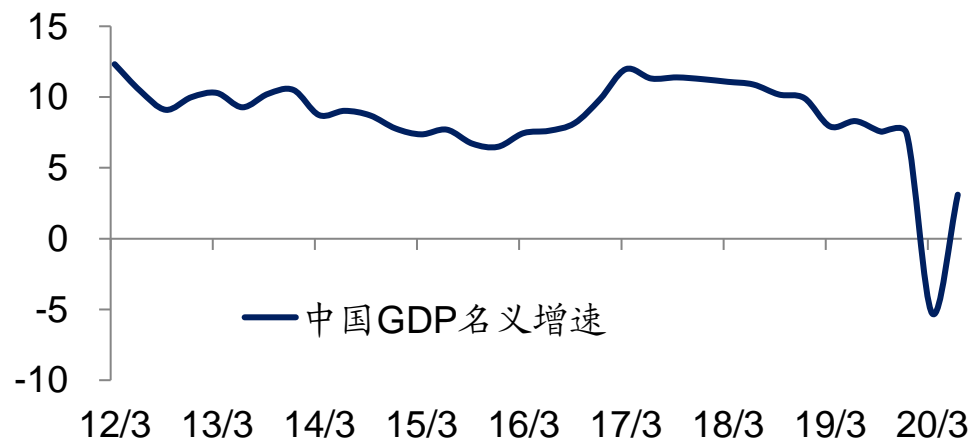


我们发现，中国经济周期并没有消失，只是**GDP实际增速**和**CPI**这两个数据失去了波动，但如果以**发电量增速**来代表经济走势，以**核心CPI**来代表**CPI**走势，其12年以后的波动并不低。此外，如果观察**GDP名义增速**的走势，其在12年之后也存在明显的波动周期。

发电量增速、核心CPI (%)

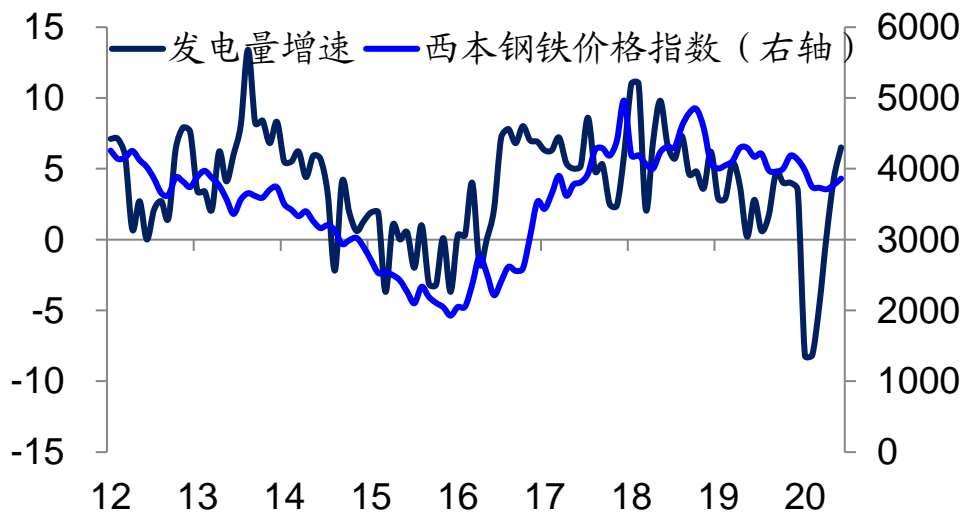


中国GDP名义增速 (%)

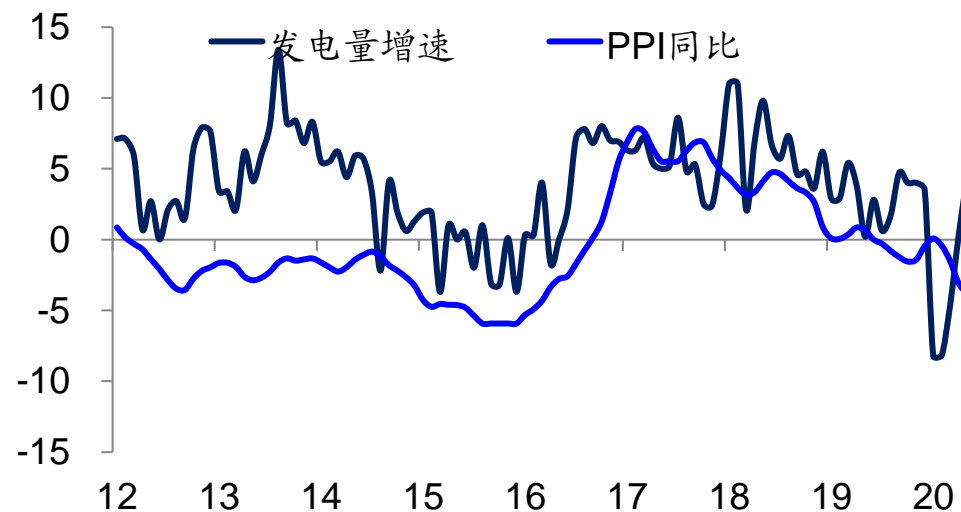


如果以发电量增速来代表经济增长，其依然是影响国内商品价格的最重要因素，无论是内需决定的钢价，还是中国的工业品价格，都与发电量增速高度相关。

发电量增速、西本钢铁价格指数

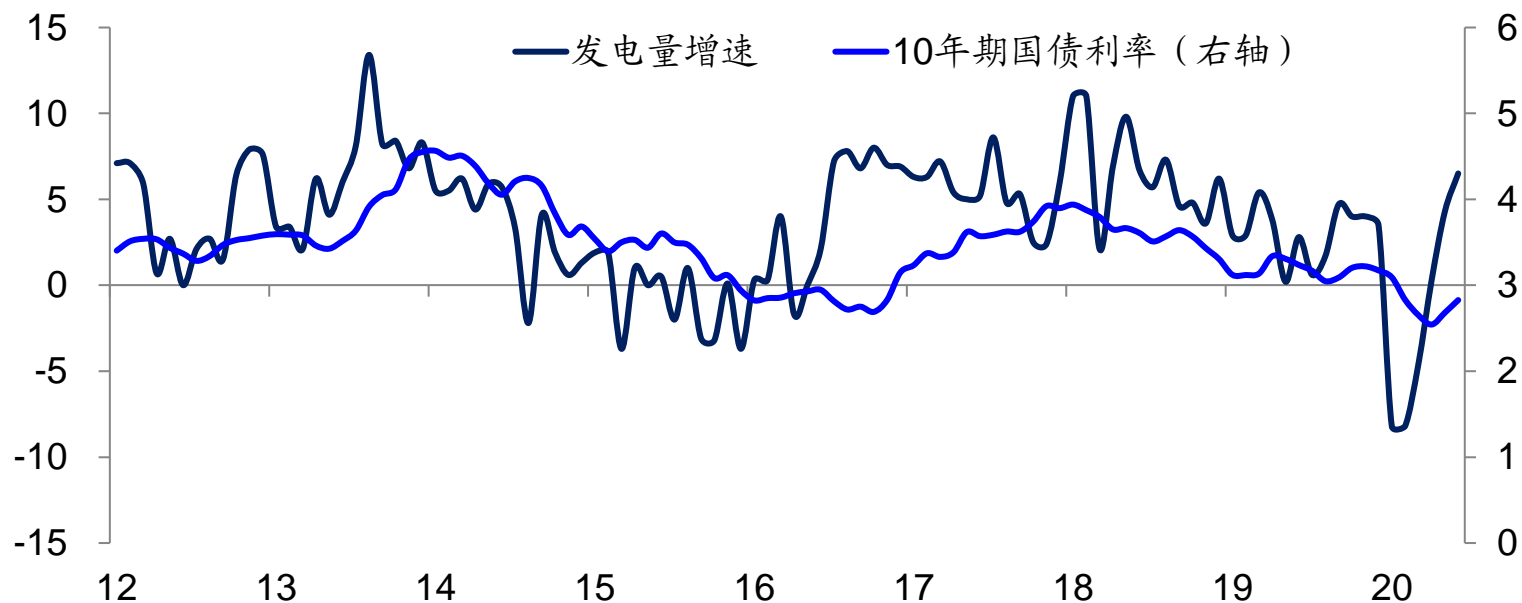


发电量增速、PPI (%)



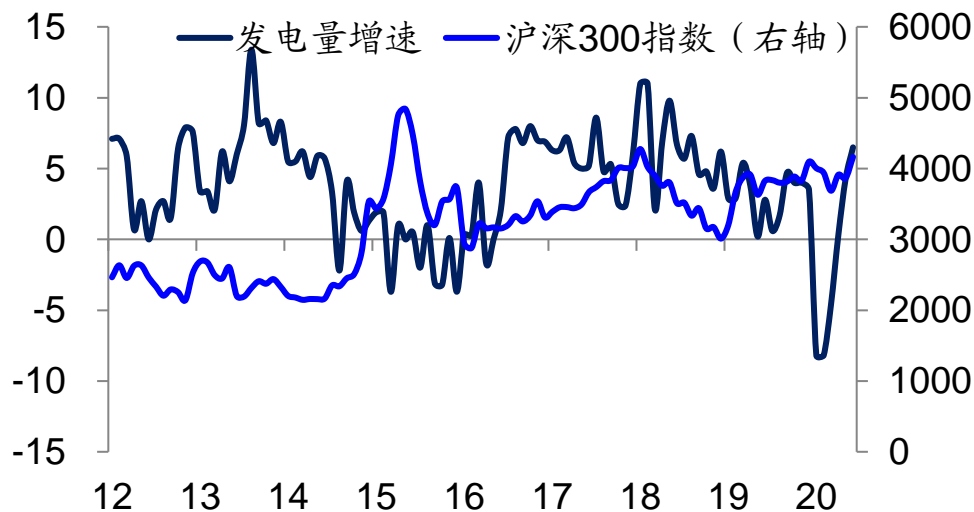
从发电量增速的角度，同样可以发现其与**10年期国债利率**有着非常密切的关系，每一次的利率上行和下行均对应一轮经济的上行或者下行周期。

发电量增速、10年期国债利率 (%)

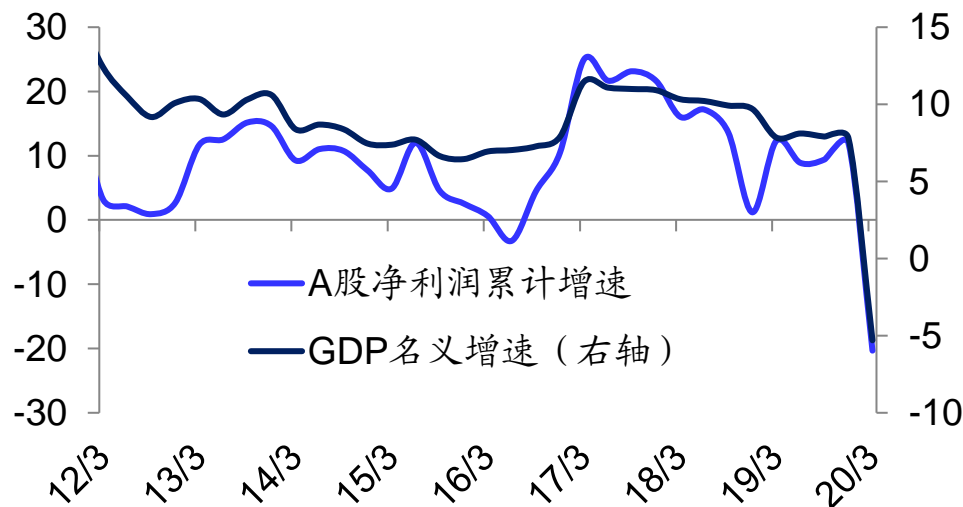


在2012年以后，虽然股市的表现和发电量增速走势并不一致，但主要原因是估值波动导致的，而从企业利润增速的走势来看和发电量增速高度一致，这意味着经济周期对股市表现也有着重要影响。

发电量增速、沪深300指数 (%)



A股净利润累计增速, GDP名义增速 (%)



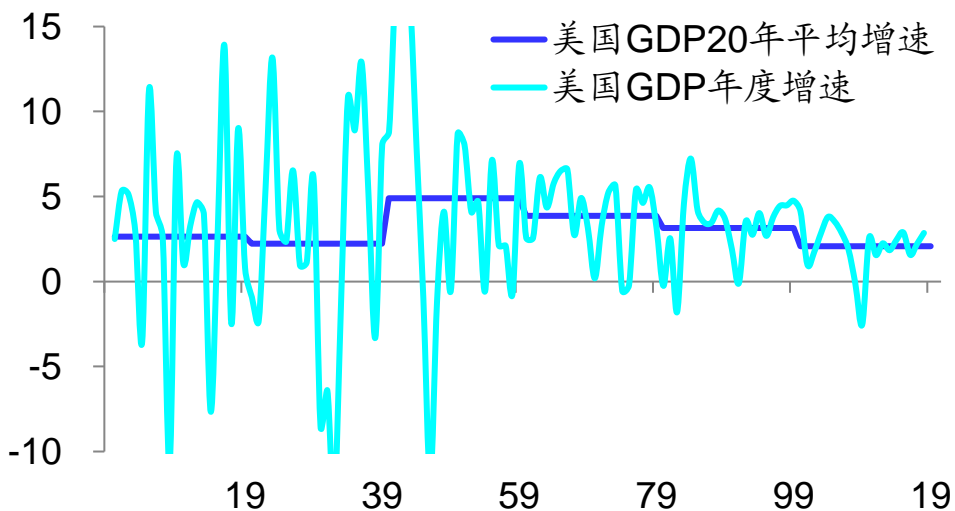
目录

1. 经济研究与资产配置
2. 经济增长与投资回报
3. 经济增长与经济周期
4. 货币超发与资产泡沫

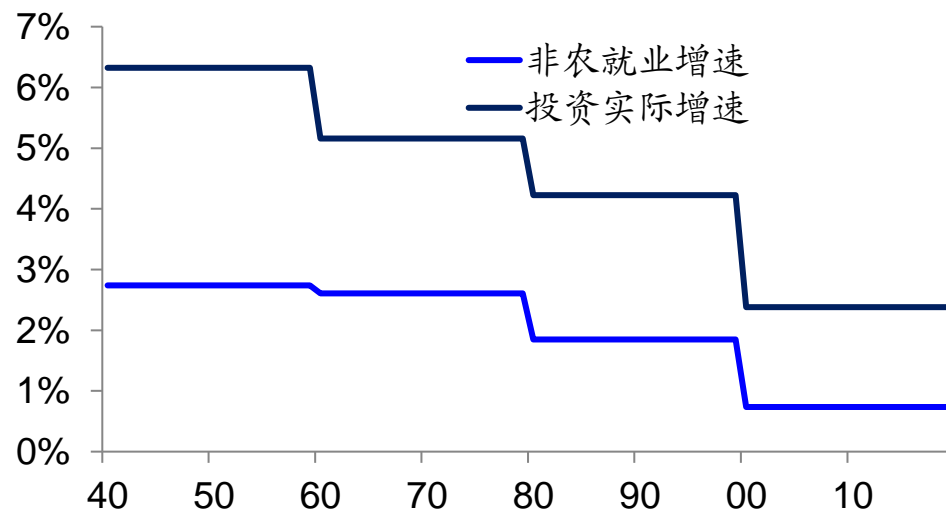
过去80年：增长中枢持续下行

过去80年，美国经济增长中枢在持续下行。其中经济增长最快的是1940-60年，年均GDP实际增速高达4.9%，而在近20年的年均GDP实际增速降至2.1%。经济增速长期下行的背后，我们注意到美国的劳动力供给和实际投资的增长都在持续下降，其中非农就业增速从2.7%降至0.7%，投资实际增速从6.3%降至2.4%。

美国GDP实际增速、20年平均增速（%）

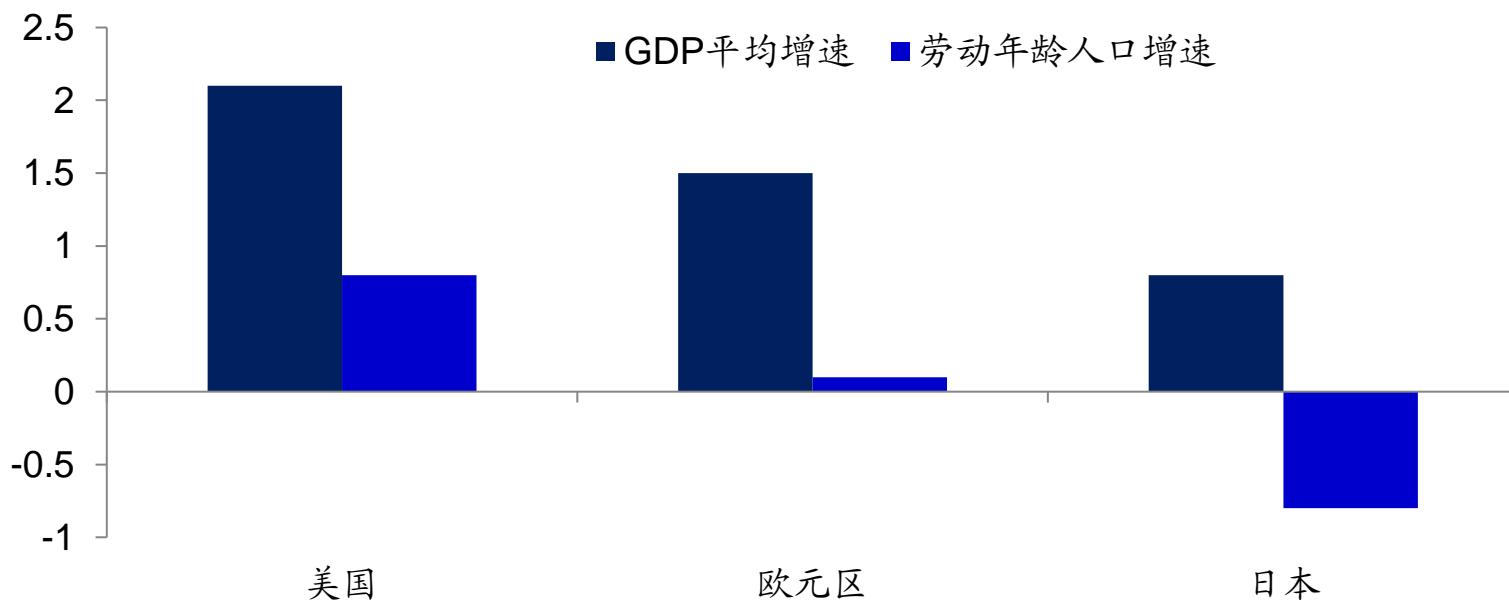


美国非农就业增速、投资实际增速（%）



虽然美国经济增速长期下行，但相比于日本和欧洲，美国的情况要好得多。欧元区过去20年的GDP增速均值为1.5%，日本仅为0.8%，均远低于美国的2.1%。其中一个关键原因在于美国的人口增长好于欧洲日本，美国过去20年的劳动年龄人口年均增长0.8%，而欧洲年均增长0.1%，日本年均下降0.8%。

过去20年美日欧GDP实际增速、劳动人口增速均值（%）



美国的经济周期（NBER）

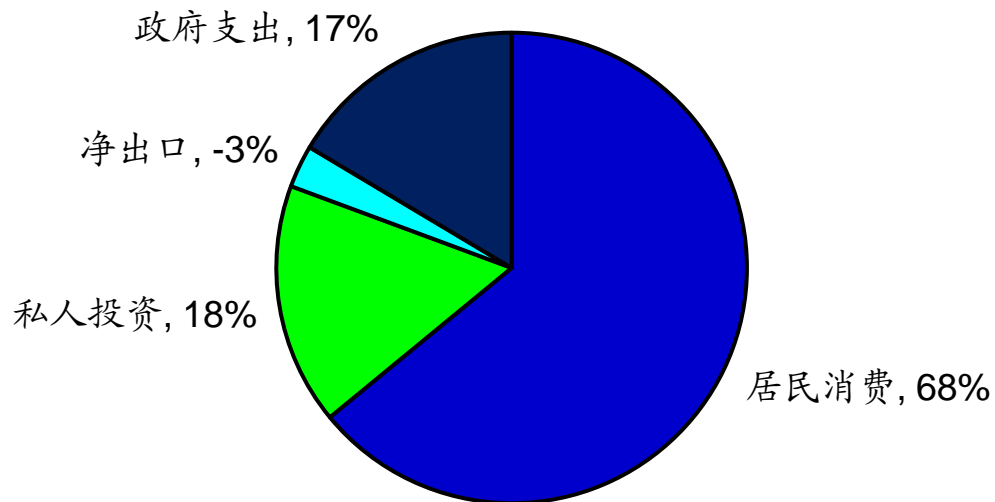
理论上说，只要劳动力、资本、技术这些投入还在增长，那么哪怕经济增速会变慢，但是会一直增长下去。但实际情况是美国经济增长存在着巨大的波动，最高的1942年GDP增速高达19%，最低的1932年GDP增速为-12.9%。美国的NBER记录了过去100多年美国经济周期的运行情况，其记录显示上一轮经济周期在20年2月达到顶峰，随后开始了经济衰退。问题是，经济波动是由什么导致的？

美国的经济周期（月）

顶峰	谷底	收缩	扩张	周期	
		从顶峰到谷底	从谷底到顶峰	从谷底到谷底	从顶峰到顶峰
1945年以前最高		65	80	99	101
1969年12月(4季)	1970年11月(4季)	11	106	117	116
1973年11月(4季)	1975年3月(1季)	16	36	52	47
1980年1月(1季)	1980年7月(3季)	6	58	64	74
1981年7月(3季)	1982年11月(4季)	16	12	28	18
1990年7月(3季)	1991年3月(1季)	8	92	100	108
2001年3月(1季)	2001年11月(4季)	8	120	128	128
2007年12月(4季)	2009年6月(2季)	18	73	91	81
2020年2月(19年4季)			128		146

观察经济增长的另一个重要角度是需求，而经济增长的短期变化，其实都是需求的波动造成的。美国经济是由四大需求拉动的，分别是：居民消费、私人投资、政府支出和净出口，其中居民消费占比超过2/3，而私人投资和政府支出占比各在1/6左右，净出口的占比是-3%，也就是对美国经济短期影响比较大的是消费、投资和政府支出。

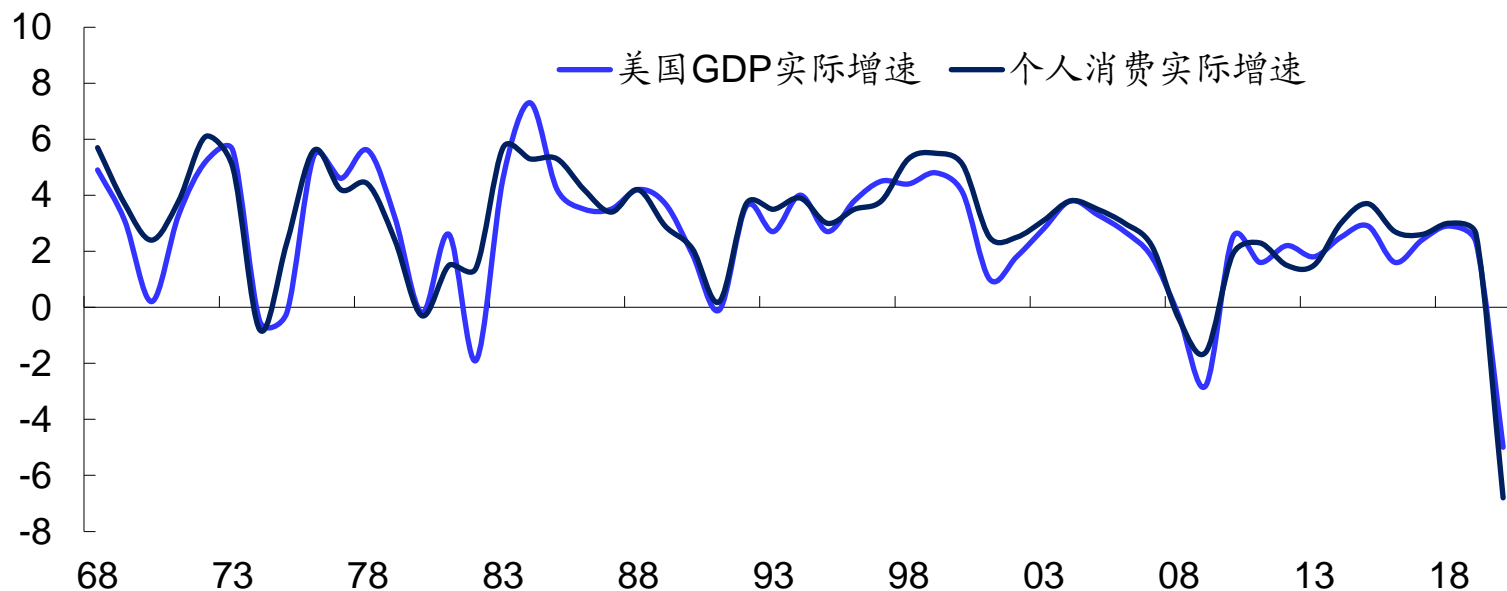
美国GDP构成（2018年）



消费：与经济增长同步

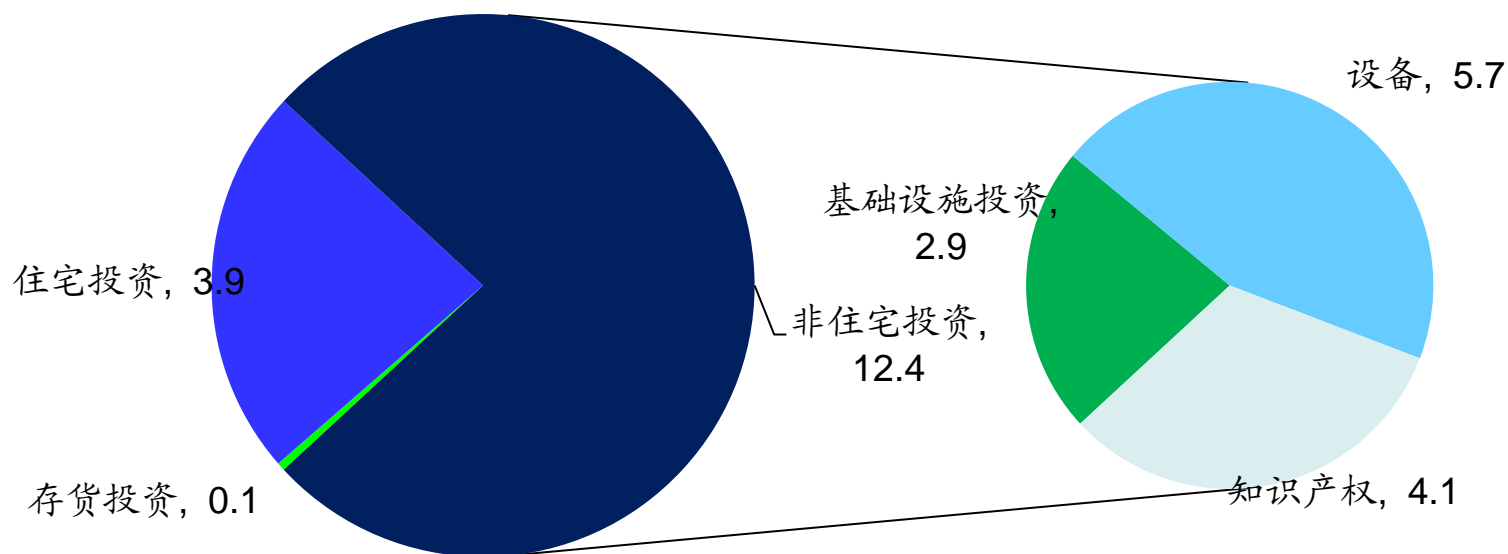
观察美国的居民消费增速，其走势与美国**GDP**增速走势基本同步。因此，虽然美国的居民消费对经济而言很重要，但是由于其体量太大，因而基本上就代表了美国经济走势，并没有领先性。

美国GDP实际增速、居民消费实际增速（%）



再来看投资，投资有三种：最大的是非住宅投资、其次是住宅投资、最小的是存货投资。而非住宅投资包括设备投资、基建投资和知识产权投资三大类。虽然美国的投资占比不大，但从理论上说，投资是经济的积累，代表了经济增长的来源，因而投资的变化对经济增长有着重要影响。

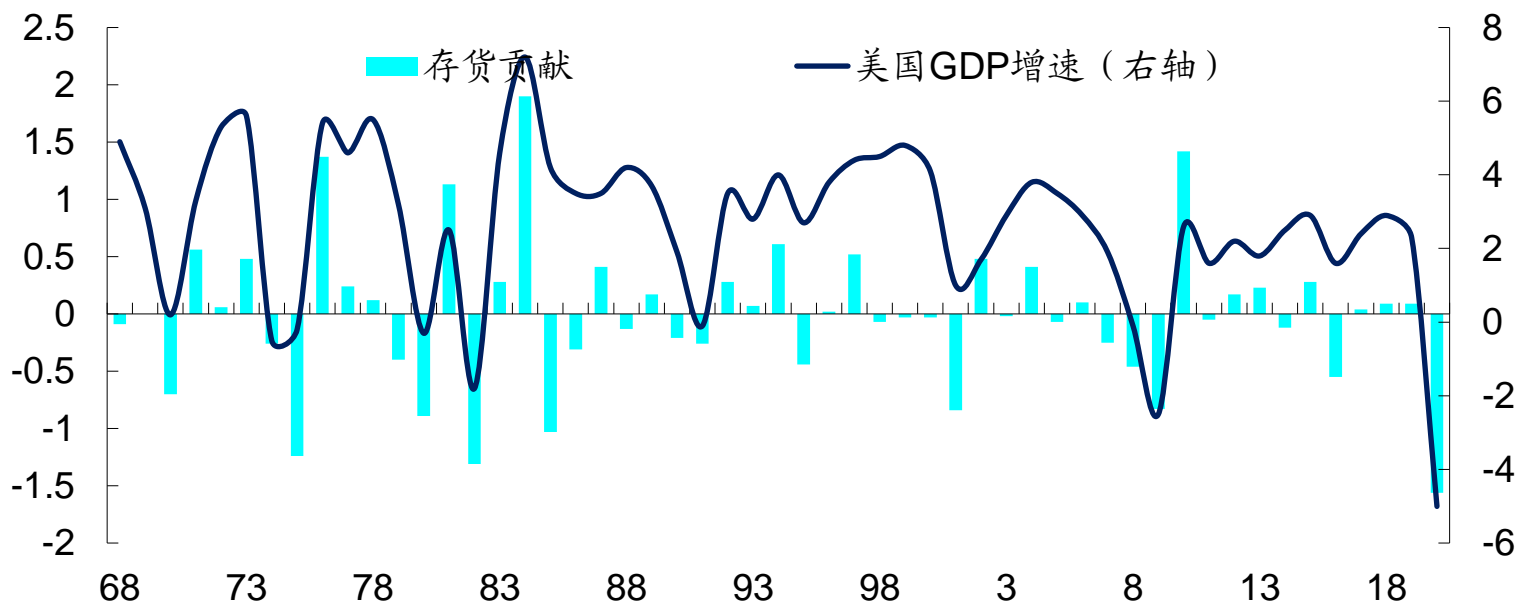
2018年美国投资构成（%）



存货：春江水暖鸭先知

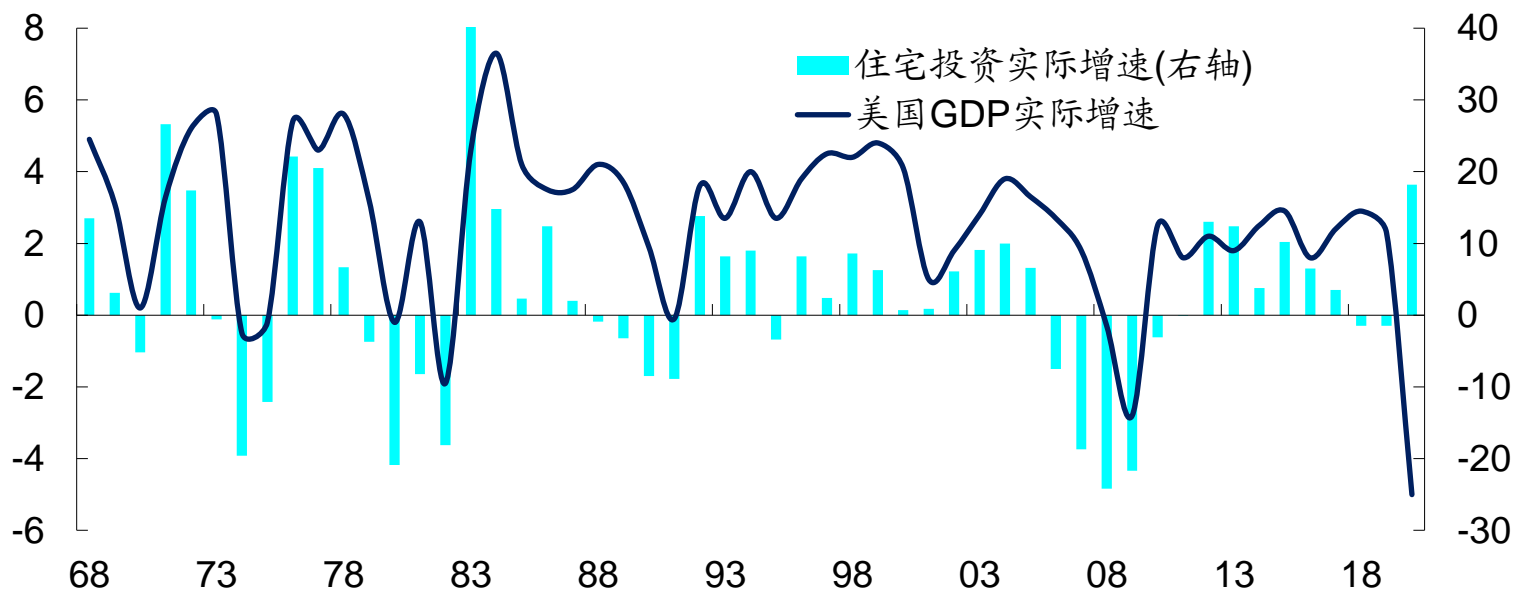
首先看占比最小的存货投资，虽然其体量不大，但是对经济增长有明显的领先性，基本上每次经济衰退前存货投资已经开始大幅下行。有道是春江水暖鸭先知，如果经济衰退，那么企业的产品必然开始积压，就体现为存货的上升。

美国存货变动贡献GDP增速、GDP增速 (%)



其次来看地产投资，房地产是经济周期之母，美国经济受房地产的影响也非常大，过去的5次经济衰退中有4次都出现了地产投资的负增长。以08年的次贷危机为例，早在2006年地产投资实际增速就出现了负增长，一直持续到09年。如果对这个指标的下滑足够敏感，其实可以预防可能出现的经济危机。

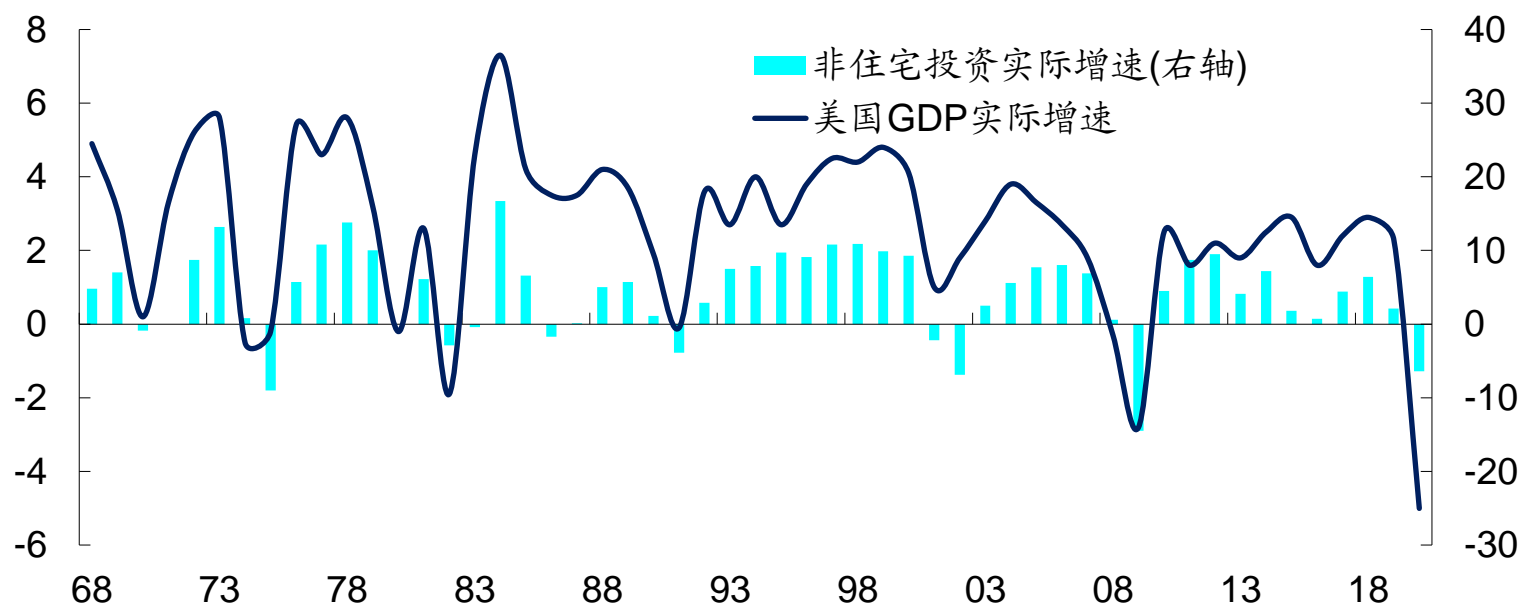
美国GDP增速、住宅投资增速（%）



非住宅投资：同步经济变化

再来看非住宅投资，主要包括企业的设备投资、知识产权投资和基建投资。历史数据显示，非住宅投资往往同步于经济周期的变化，没有明显的领先性。

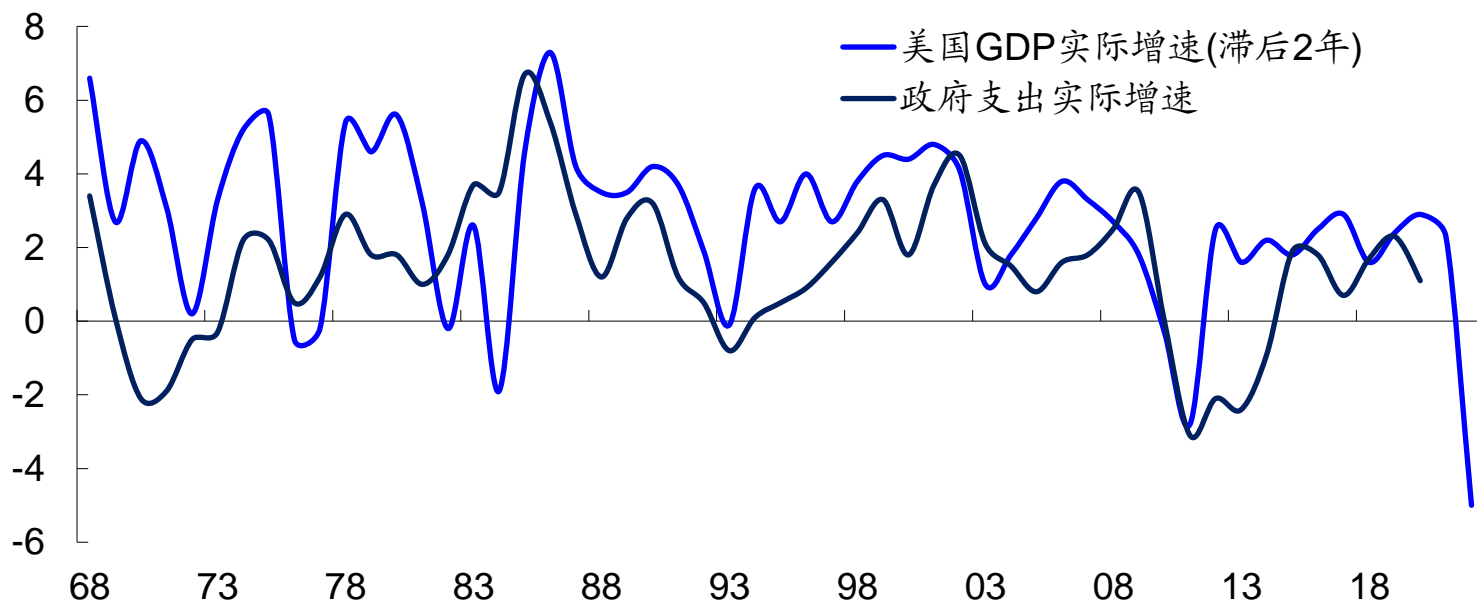
美国GDP增速、非住宅投资增速 (%)



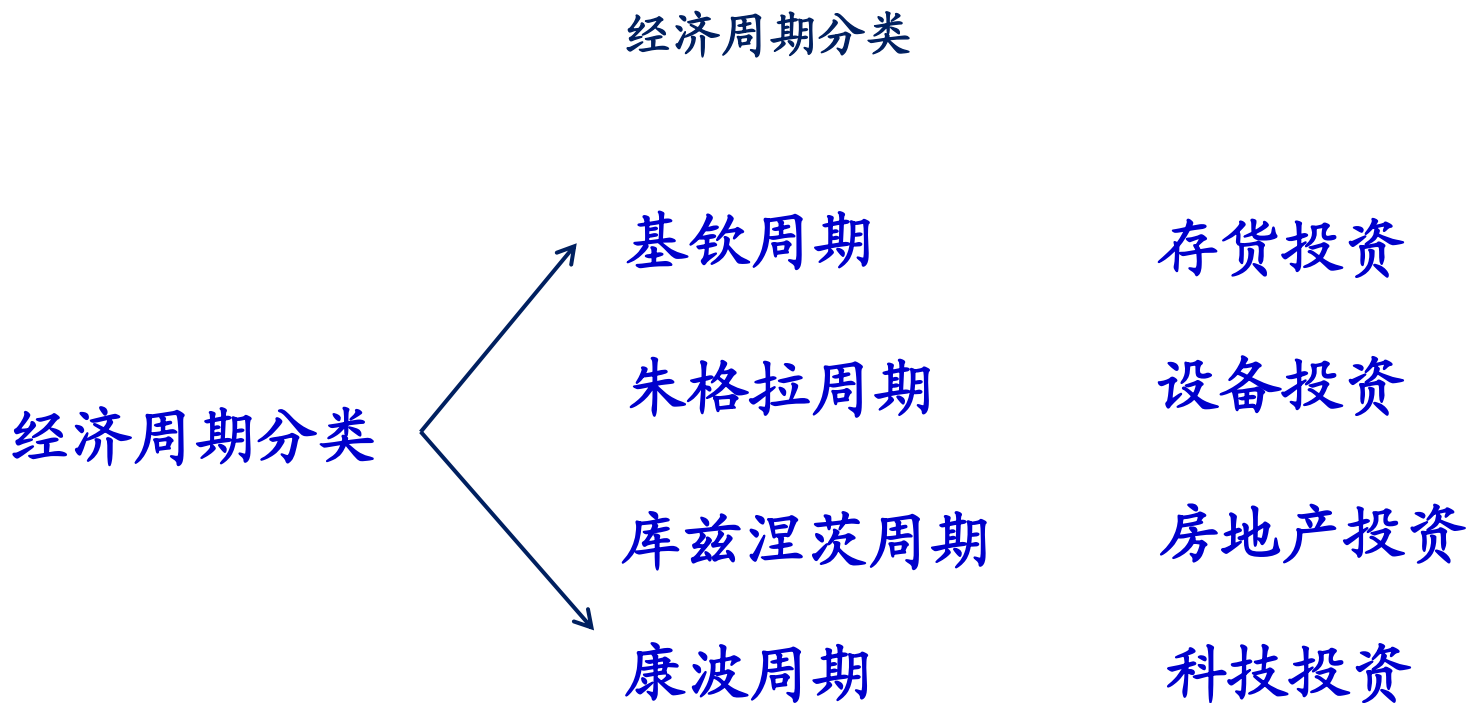
财政支出：滞后经济增长

最后我们来看财政支出，可以发现其滞后于经济增长2年左右。从理论上说，政府支出来自于税收，而税收来源于经济增长，这也意味着政府的能力也是有限的，不能凭空创造经济增长。

美国GDP实际增速、政府支出实际增速（%）

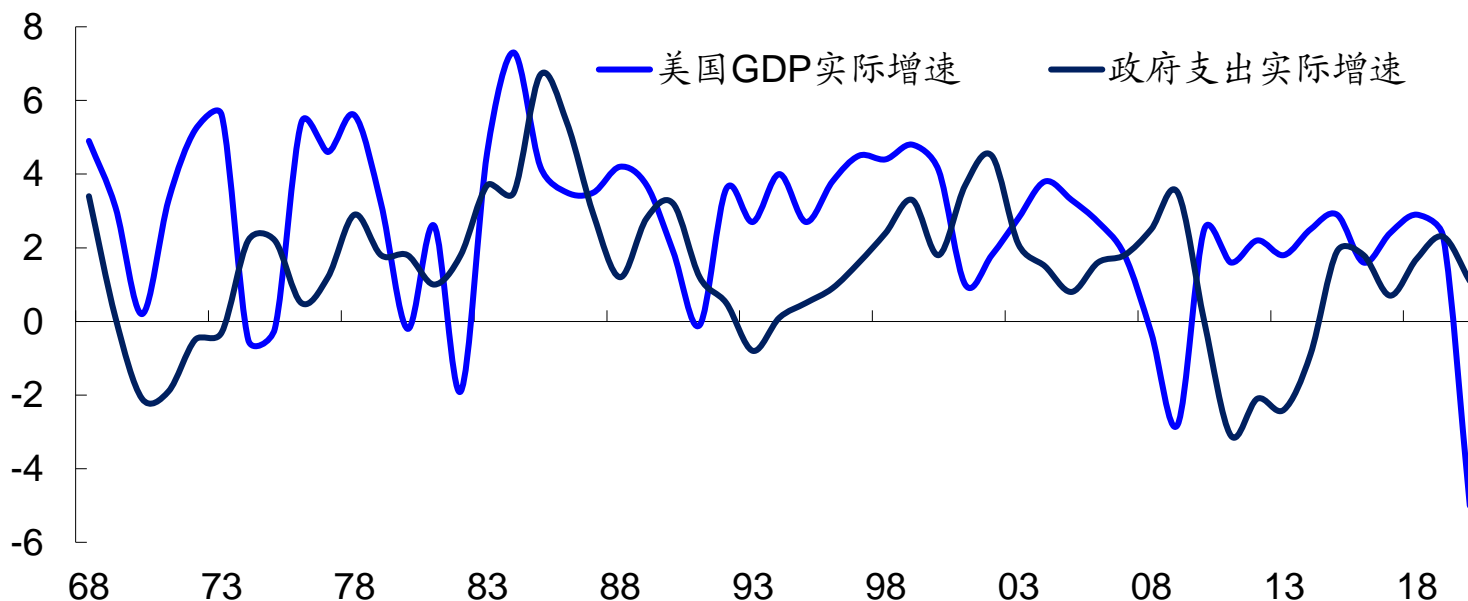


通常认为，存在四类经济周期，都是由投资的波动所导致的。其中最短的是基钦周期，持续时间在3-4年左右，由存货投资的波动所引发。其次是朱格拉周期，持续时间在7-10年左右，由企业设备投资驱动。再次是库兹涅茨周期，持续时间在20年左右，由房地产投资驱动。最长的是康波周期，技术进步所驱动。



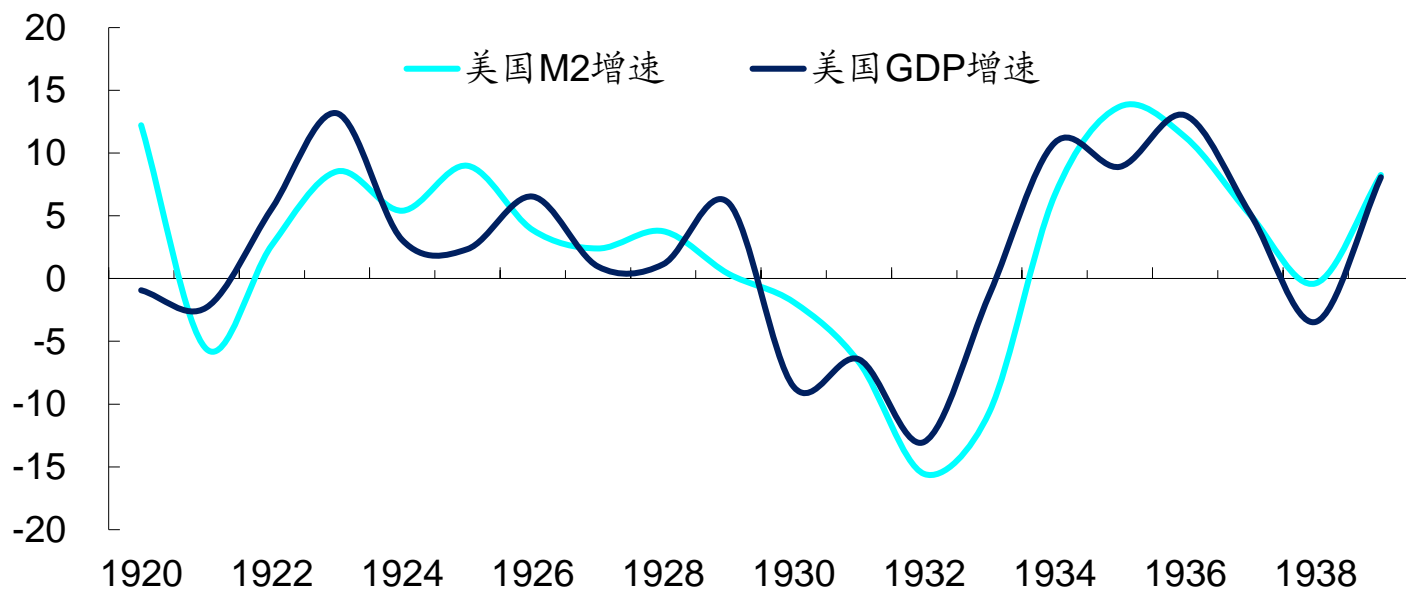
政府希望经济永远增长，不希望出现经济衰退，那么该如何应对经济危机？第一个手段是财政政策，我们发现在经济危机时期，美国的政府支出增速往往逆周期上升，从而对冲经济下滑的影响。

美国GDP实际增速、政府支出实际增速（%）

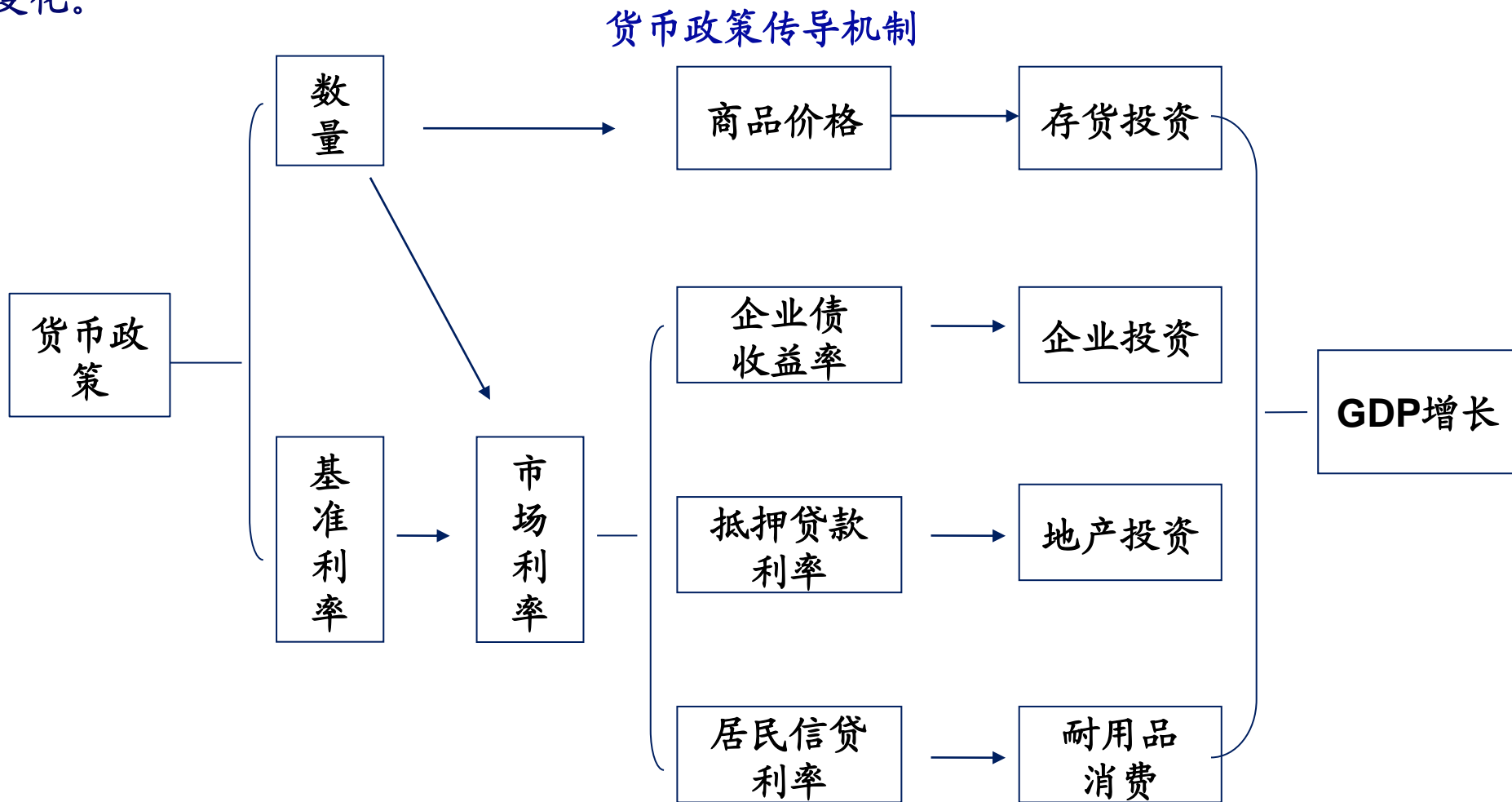


除了财政政策以外，还有没有其他调控经济的手段？在上个世纪早期，人们发现美国经济增长与货币增速走势高度一致，当时美国的货币供应以信贷为主，可以总结为信贷导致了经济波动，29年的大萧条即源于信贷崩盘。既然货币决定经济增长，那么能不能调控货币来影响经济增长？

美国GDP增速、M2增速 (%)

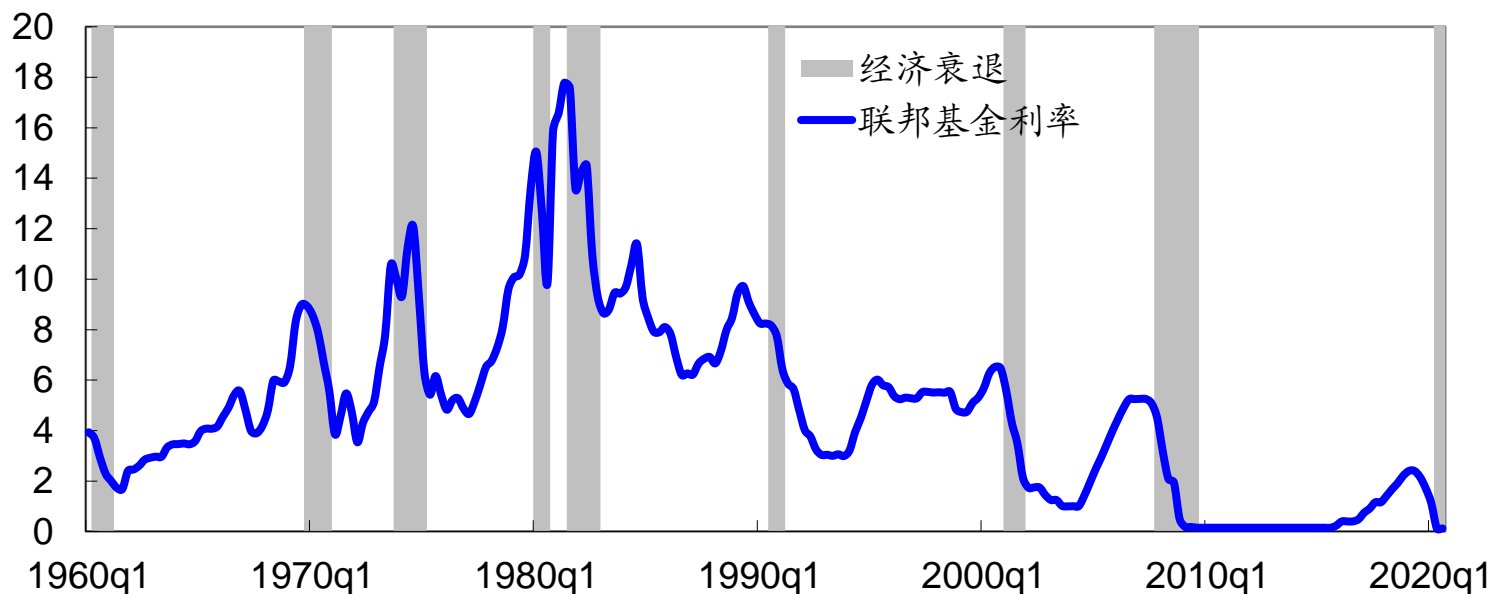


在1913年，美国成立了美联储，其使命就是防止经济衰退，熨平经济波动。其传导机制或在于，央行通过利率的变化，可以影响投资和消费需求，以及货币信贷数量，最终影响经济增长变化。



在美联储成立以后，央行的基准利率成为影响经济周期最核心的因素。我们发现，在美国的任何两次经济衰退之间，都存在一个完整的利率周期。也就是利率的下降会启动经济周期，而随着利率的上行，又会终结经济周期。例如08年金融危机之后，美联储把利率降至0，同时开始了QE，随后经济开始了复苏。

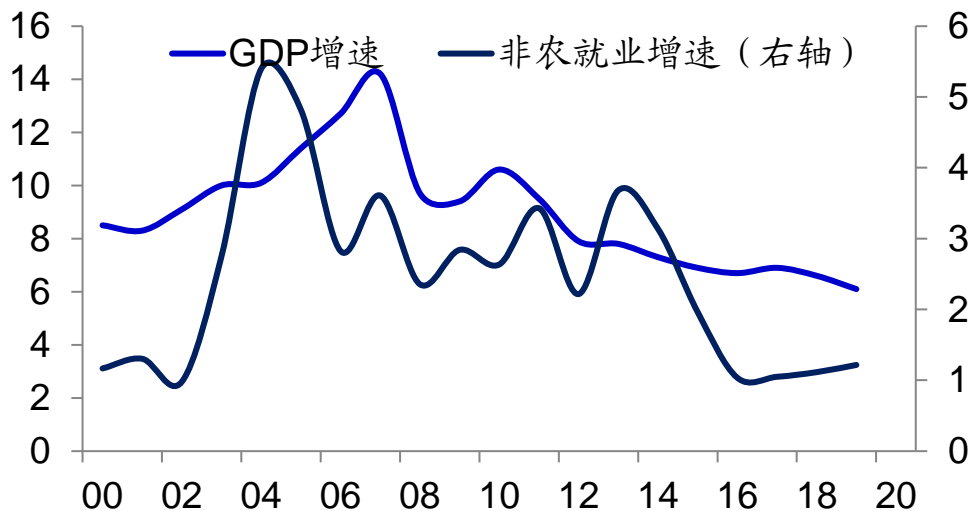
美国联邦基金利率（%）与经济周期



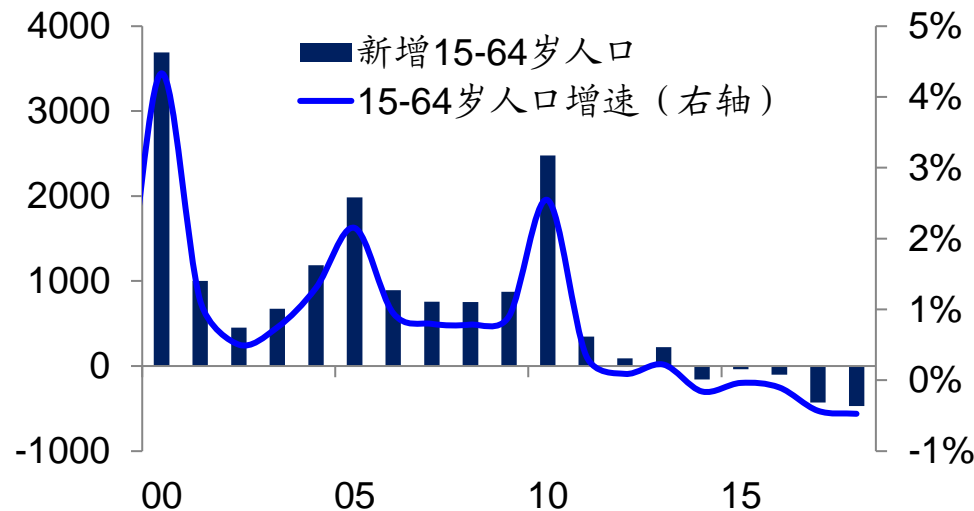
中国人口红利结束

在中国，在2013/14年的新增劳动年龄人口数由正转负，意味着人口红利正式结束。反映到我国的就业上，从14年开始非农就业人口增速持续下降，从14年的3.7%一直降至16年的1%，这也意味着经济潜在增速出现了显著下降。

中国GDP增速、非农就业增速 (%)



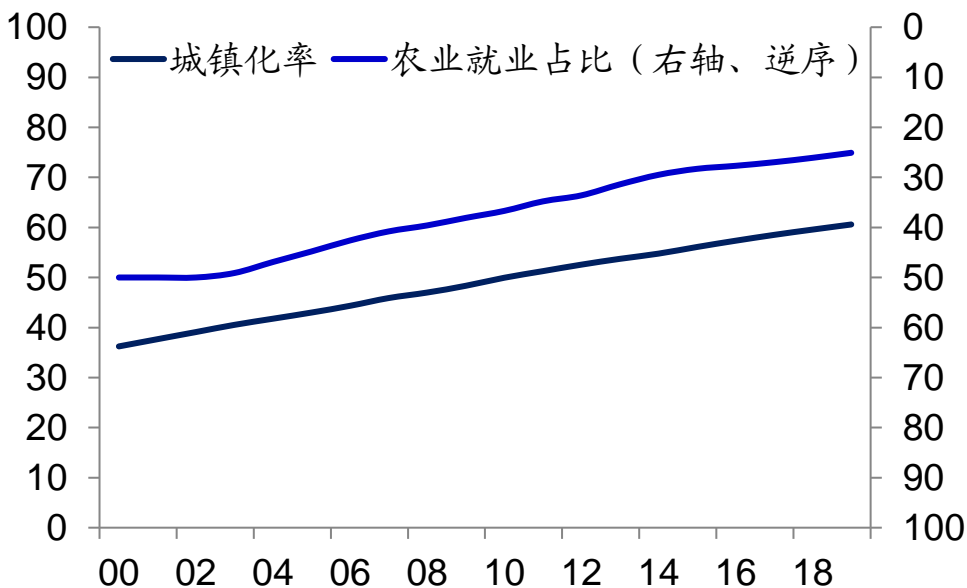
中国新增15-64岁人口与增速 (万人)



城市化红利仍在

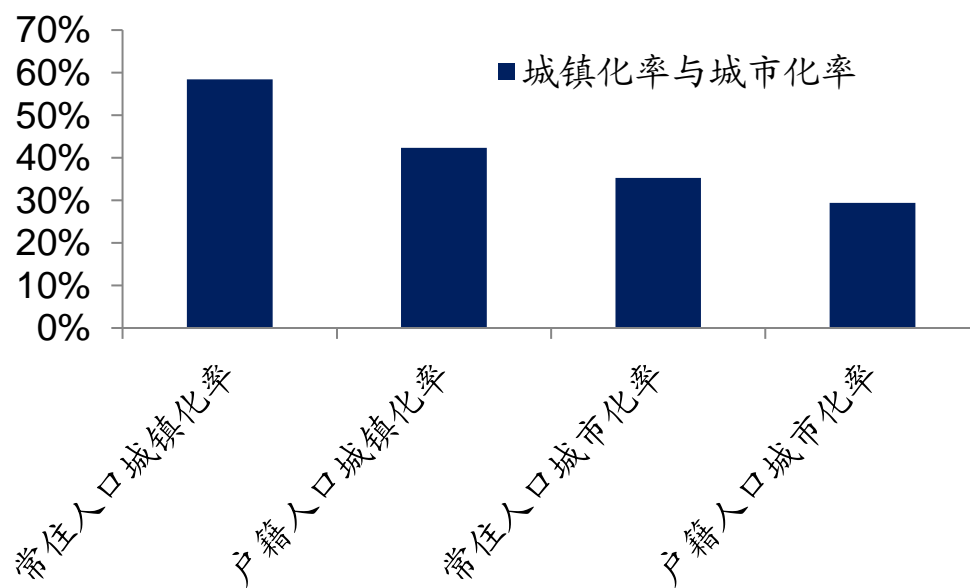
但是另一方面，中国目前的城镇化率为**60%**，农业就业人口占比仍高达**25%**，未来农业就业人口占比有望降至**10%**以下，而城镇化率有望进一步提升至**70-80%**，城镇化的进程尚未结束。而且中国的城镇化并不完善，大量进城人口是暂住人口，17年户籍人口城镇化率仅为**42.4%**。还有大量人口居住在乡镇，居住在城市和城区且有城市户口的人群占比仅为**30%**，随着全面放开三四五线城市落户限制，以及都市圈的大发展，中国城市化的质量仍有巨大提升潜力，与此相应，我们认为在新的平台上中国经济的潜在增速已经趋稳。

中国城镇化率、农业就业占比 (%)



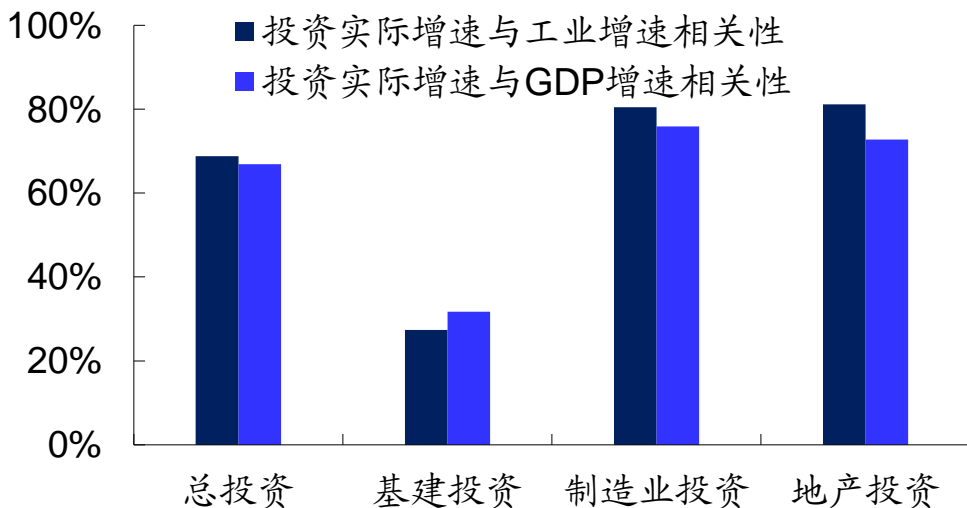
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 右图为2017年数据

城镇化率与城市化率 (%)



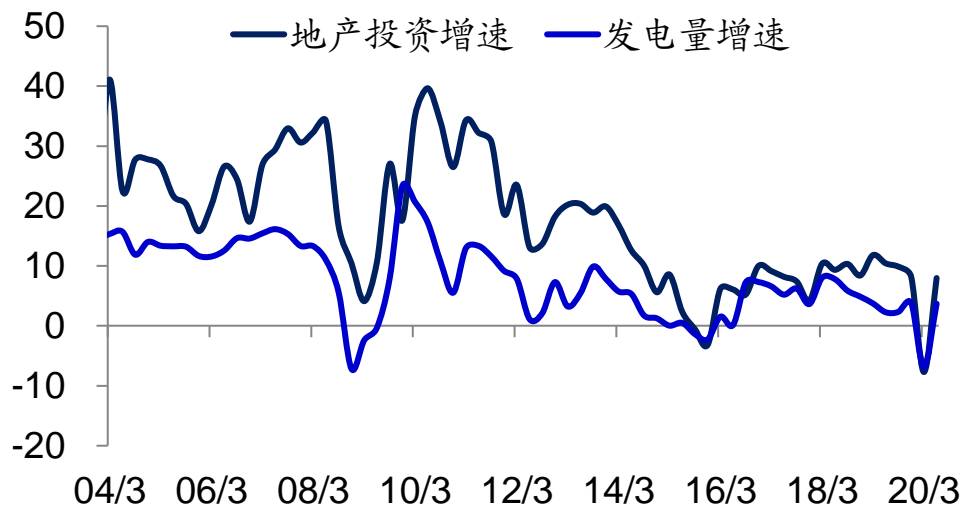
我们统计04-20年的各项投资与经济增速的相关性，发现对中国经济影响最大的是地产与制造业投资，这反映房地产周期仍是影响中国经济的主要力量。到目前为止，房地产投资增速与发电量增速走势高度一致，而后者是判断中国经济相对最准确的指标。

投资与工业、GDP增速相关性



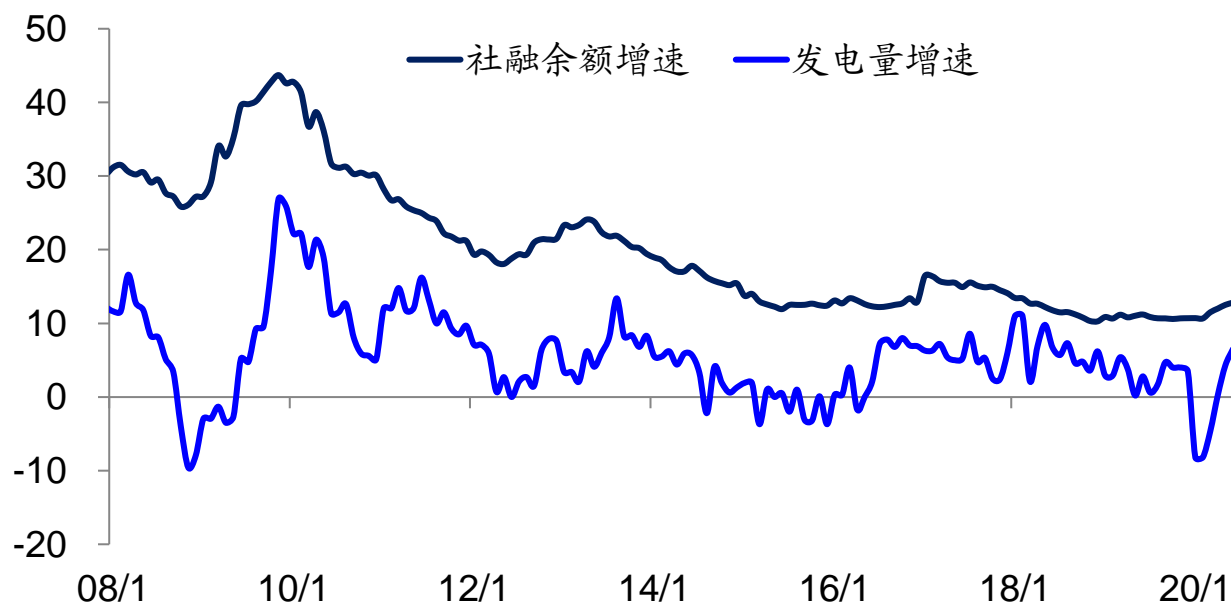
数据来源: Wind, 海通证券研究所

地产投资、发电量增速 (%)



而房地产的背后是货币和信贷的推动，在过去10多年，中国的社融余额增速与发电量增速的走势高度一致，这反映出货币和融资仍是决定中国短期经济周期的最重要因素。

社融余额增速、发电量增速 (%)



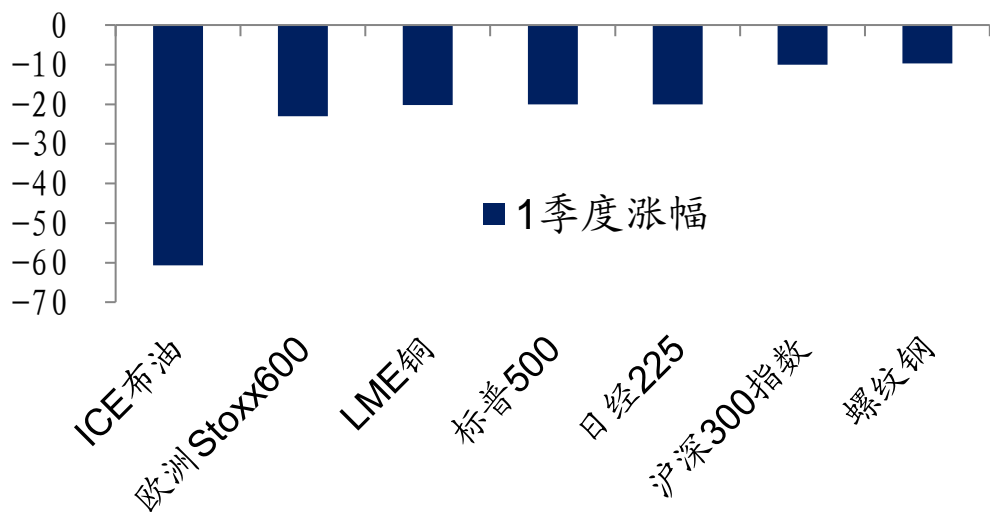
目录

1. 经济研究与资产配置
2. 经济增长与投资回报
3. 经济增长与经济周期
4. 货币超发与资产泡沫

一季度股市、商品下跌、债市大涨

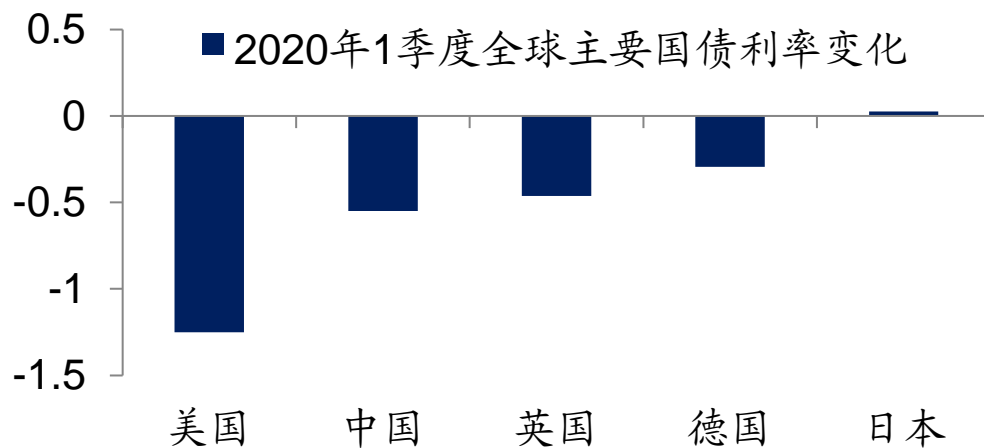
回顾今年1季度，从全球各类资产价格的表现来看，商品价格普遍大跌，例如工业品的ICE布油价格下跌60.7%，LME铜价下跌20.2%，上海螺纹钢期货价格下跌9.1%。同期全球股市也普遍大跌，例如欧洲Stoxx600指数下跌23%，美国标普500和日经225指数均下跌20%，中国的沪深300指数下跌10%。1季度债市毫无疑问是最大的赢家，全球债市普遍大涨，其中美国10年期国债利率大幅下行了125bp，相当于上涨了12.5%；10年期中国、英国和德国国债利率分别下行55、46和29bp，相当于上涨了5.5%、4.6%和2.9%。

20年1季度主要商品期货、股市涨幅 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

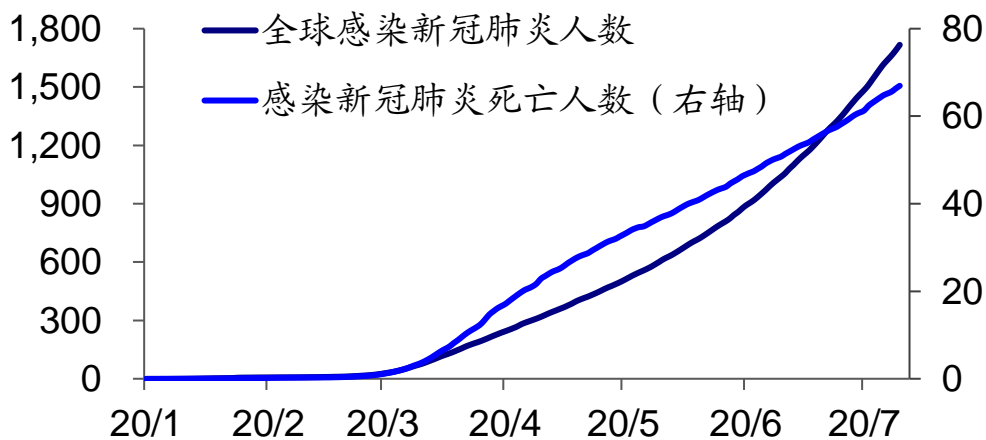
20年1季度全球主要国债利率变化 (%)



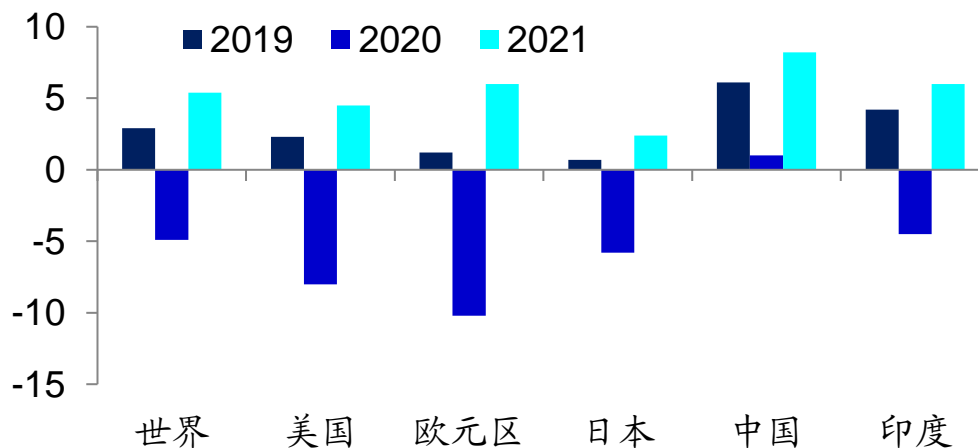
疫情导致经济衰退

为何1季度股市和商品大幅下跌，债市大涨？源于经济衰退和通缩的预期。在新冠肺炎爆发之后，对全球经济形成巨大的伤害。根据IMF的最新预测，2020年全球经济将萎缩4.9%，这将是上世纪30年代大萧条以来最严重的经济衰退。其中发达经济普遍陷入负增长，而中国也仅仅是勉强维持正增长。

全球感染新冠肺炎人数、死亡人数（万人）



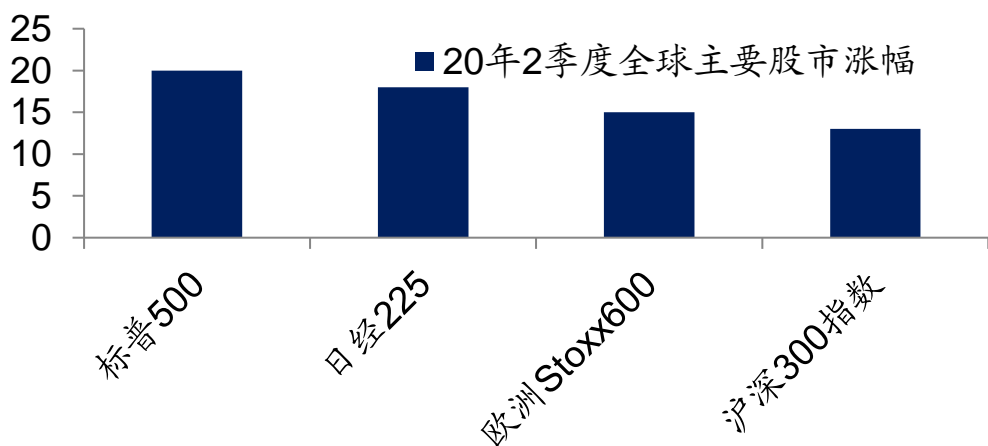
IMF全球及主要经济体经济增速与预测 (%)



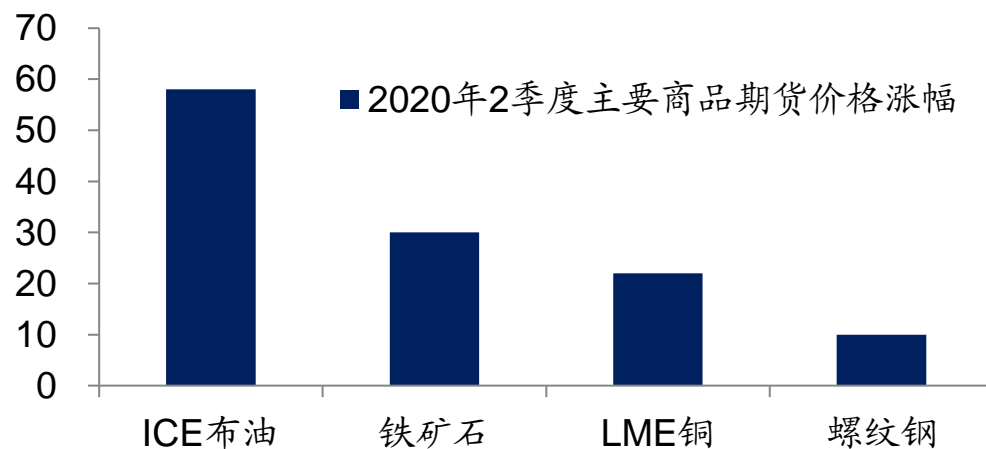
二季度：股市商品大幅反弹

今年2季度，全球风险资产价格却出现了大幅反弹。全球主要股票指数诸如美国标普500指数、**日经225**指数、德国**DAX**指数、中国**沪深300**指数均大幅上涨。在商品市场，一度出现期货负结算价的原油价格大幅上涨，**ICE布油**价格已经回升到**40美元/桶**以上，2季度大涨了**58%**。而2季度的**铁矿石**期货价格大涨了**30%**，**螺纹钢**和**铜**的期货价格涨幅也都超过了**10%**。

2020年2季度全球主要股市涨幅 (%)



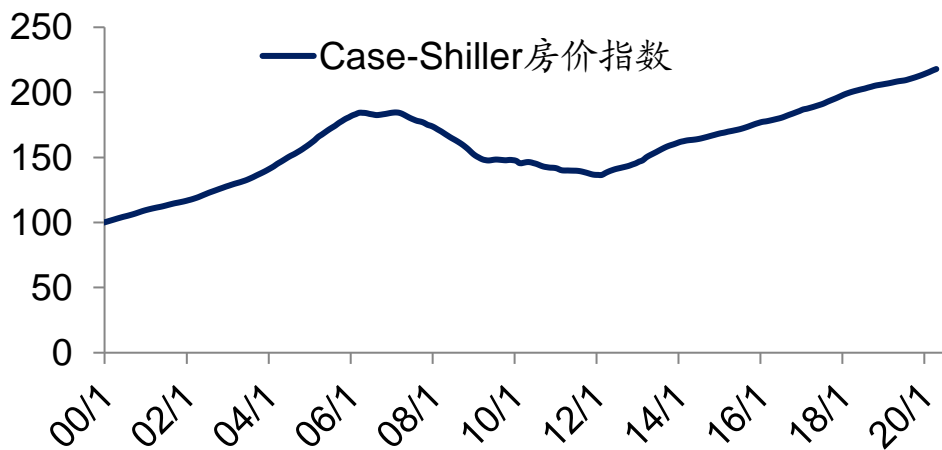
2020年2季度以来全球主要商品期货价格涨幅 (%)



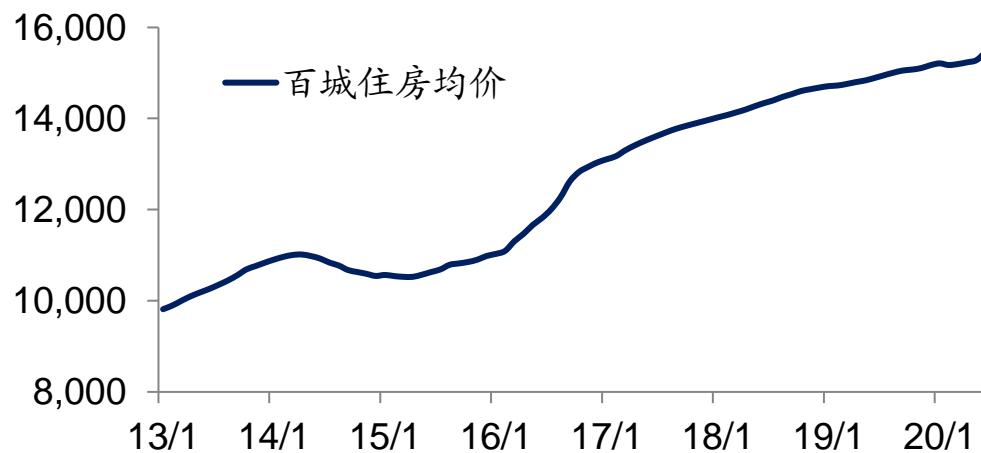
中美房价历史新高

在房地产市场，即便是在美国疫情最为严重的3、4月份，其4月的**Case-Shiller**全国房价指数创出历史新高。在中国，中指研究院公布的全国百城住宅均价在经历2、3月份的小幅回落之后，在2季度连续3个月上涨，目前的房价同样创出历史新高。

美国Case-Shiller房价指数



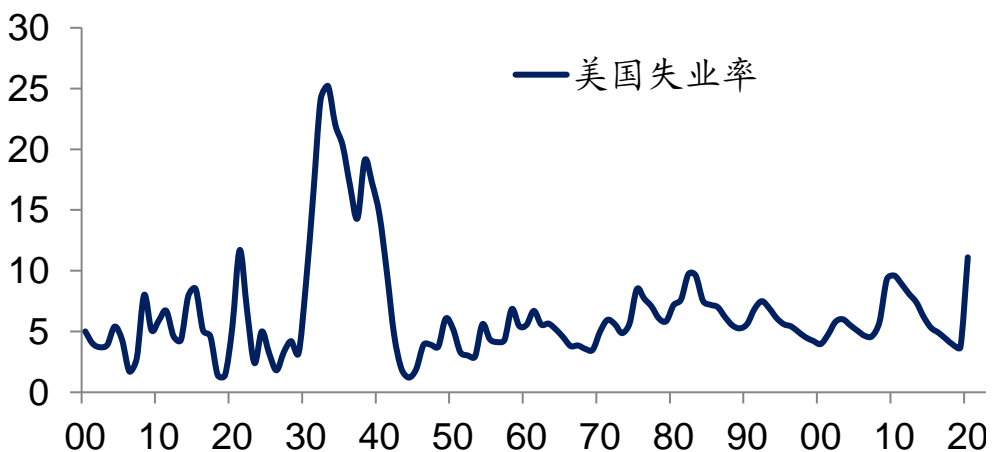
中国百城住房均价（元/平方米）



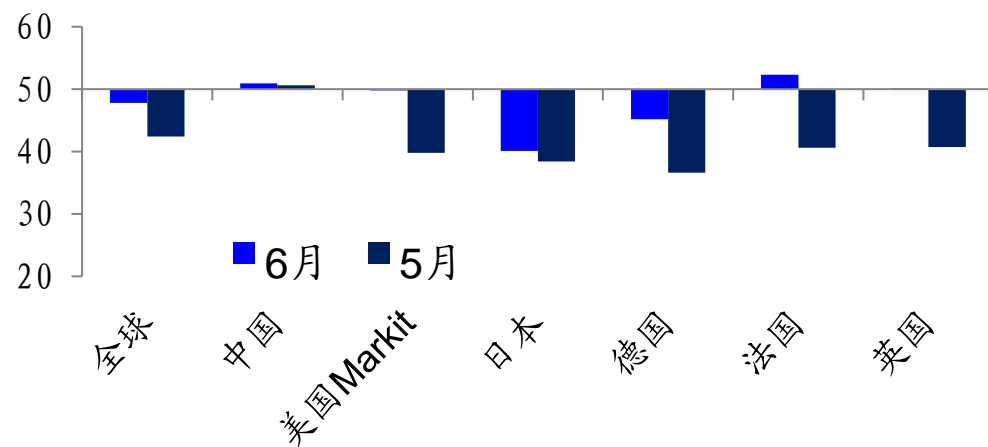
经济恢复依旧缓慢

进入2季度以来，全球疫情虽然有所改善，但远没有恢复正常。虽然美国5月份的就业连续改善，但6月的失业率依然高达11.1%，2季度经济出现大幅衰退依然是确定无疑。美国亚特兰大联储在7月9日的最新预测显示，美国2季度GDP将环比萎缩35.5%。在6月份，虽然中国、法国、英国的制造业PMI指数回升到50%以上，但美国、日本、德国的制造业景气指数仍处于收缩区间。

美国历史失业率 (%)



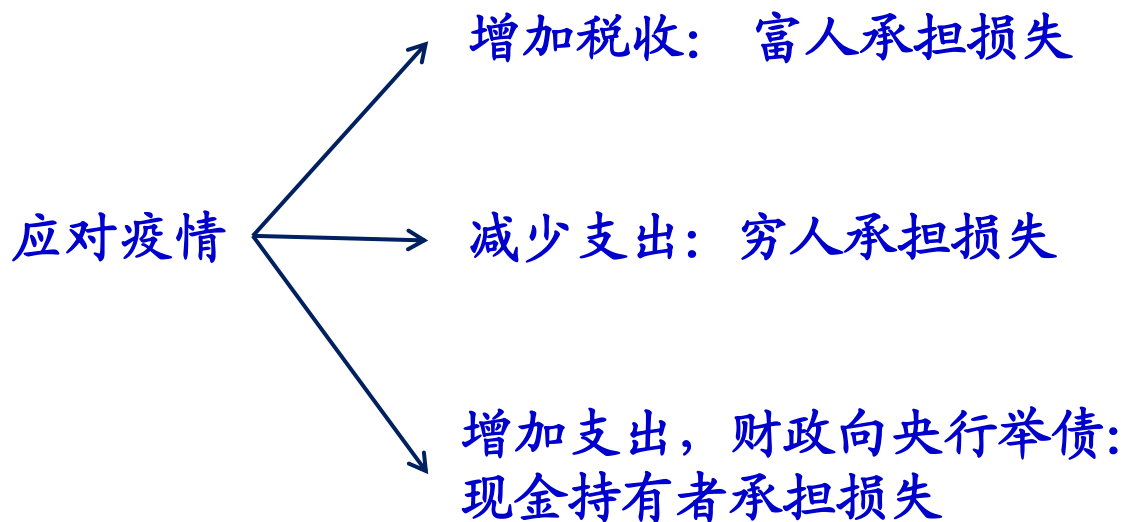
全球及主要经济体5/6月制造业PMI指数 (%)



应对疫情的三大选择

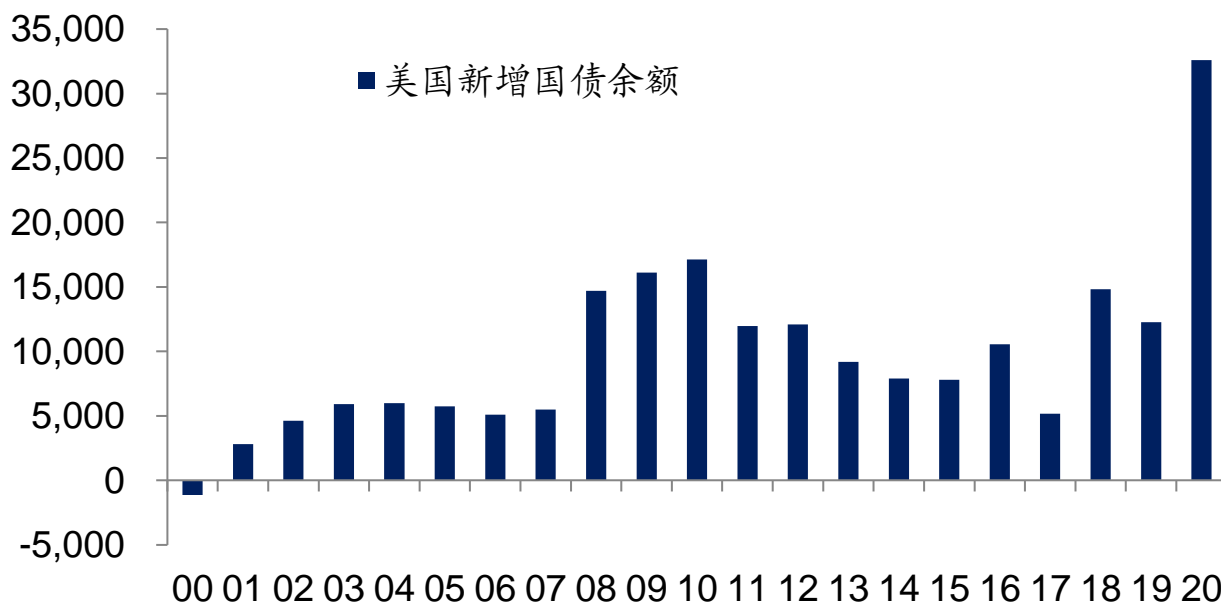
新冠疫情来势凶猛，导致全球大规模的停工停产，经济损失巨大。问题在于，如何应对疫情所导致的损失？从理论上说，有三种选择。第一种是加大征税的力度，让富人多缴税来帮助穷人。但是在疫情期间，增加税收好像不太可能。第二种是减少财政支出的力度，接受经济衰退的现实，但这会加大穷人的痛苦，也不太可能实施。因而唯一可行的是第三种选择，也就是财政出面借钱，而且不找富人借，直接找央行借，借了钱以后送给穷人花，这样好像大家都能受益，而且没有人反对。但是大家仔细想一想，天上不会掉馅饼，这多出来的一大笔钱到底是谁出的呢？其实是所有拿着现金的人一起分摊了损失。

应对疫情的三大选择



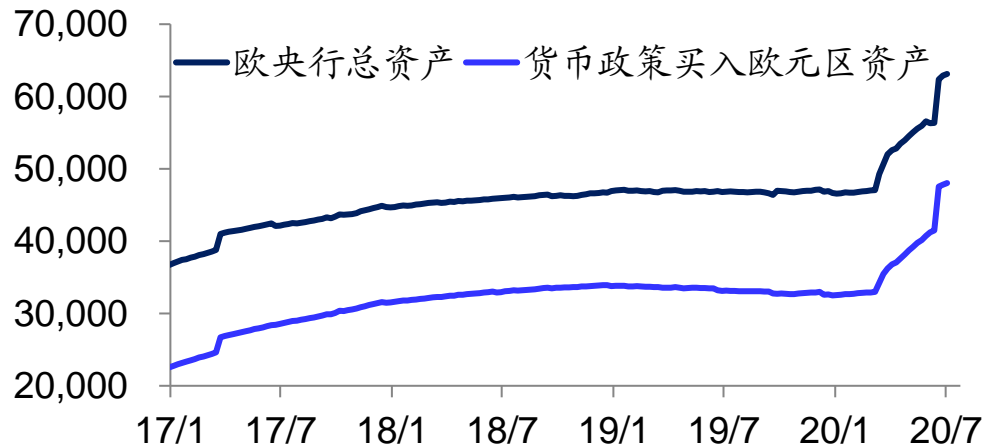
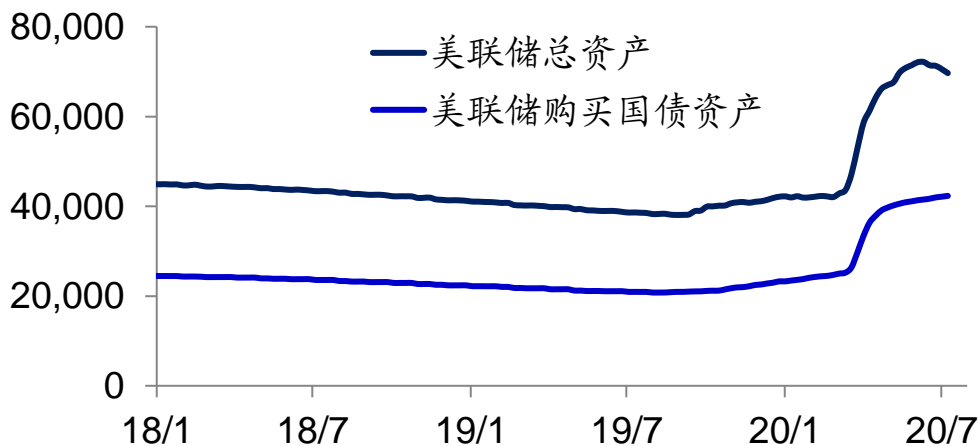
为了应对疫情，主要国家出台了天量的财政和货币刺激。在美国，目前已经出台了4轮财政刺激计划，合计财政刺激总规模达到**2.9万亿美元**，占据美国**19年GDP的14%**。截止到今年7月13日，美国国债余额为**26.5万亿美元**，比年初增加了**3.3万亿美元**，年度新增规模已经超过**2010年的1.7万亿美元**，创出历史新高。

美国新增国债余额（亿美元）



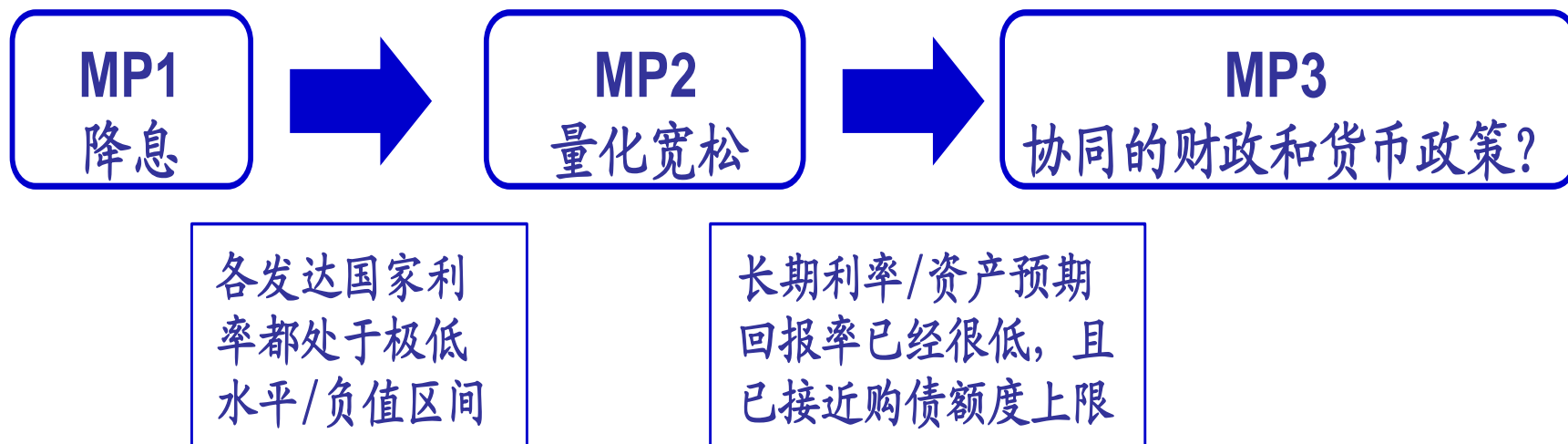
如何为巨额的国债发行融资？在发达国家，主要是靠央行印钞来买单。在美国，美联储已经在3月份启动了不限量的量化宽松货币政策。截止7月8日，美联储的总资产已经达到6.97万亿美元，比去年末增加近3万亿美元，其中新增国债1.9万亿美元，这意味今年以来美国新发的3.3万亿美元国债，绝大部分都是被美联储印钞所购买。在欧元区，截止到7月10日，欧央行的总资产比年初已经上升了1.6万亿欧元，其中很大一部分也是欧债各国的政府债券。

美联储总资产、其中国债资产（亿美元） 欧央行总资产，货币政策买入欧元区资产（亿欧元）



达里奥认为，货币政策存在三种选择：第一种是传统的货币政策，以降息为主，但目前发达国家都处于零利率甚至负利率，利率降无可降，因而传统的货币政策已经失效。第二种是量化宽松，体现为央行购买资产，可以进一步压低长期国债收益率，但随着许多国家的长期国债利率也变负，其效果也有限。第三种是协同的财政和货币政策，央行负责放贷，财政负责借钱，央行和财政共同创造信贷需求，这其实就是财政赤字货币化。

三种货币政策状态

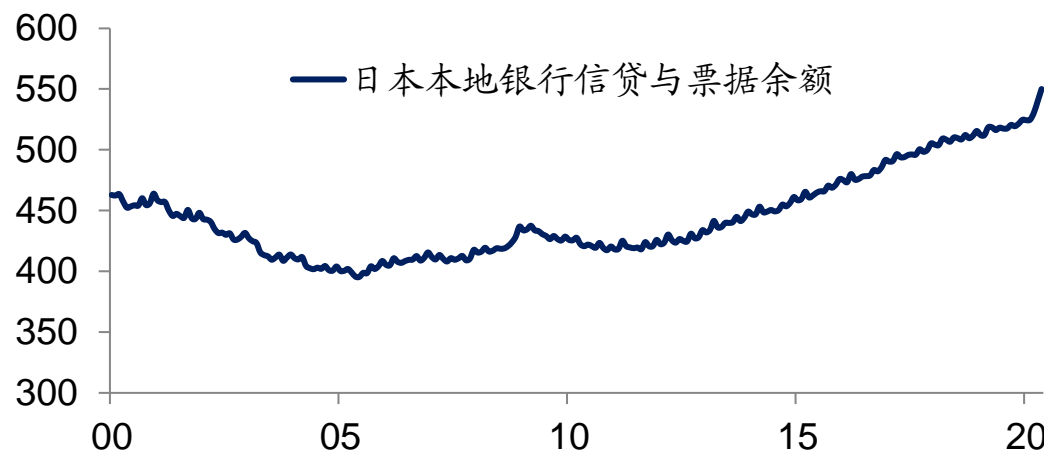


日本政府是最早实施量化宽松货币政策的，从**2001**年就开始实施，但最开始的**12**年中，其央行购买资产规模非常有限，每年不到**GDP**的**2%**。大家可以算一下，当财政大量发国债的时候，如果央行买的**不多**，大部分其实是被市场买走了，而居民和企业要用储蓄来买国债，相当于是政府支出挤出了私人支出，其实没有增加总信贷和总需求。从**2013**年开始，安倍政府提出了三支箭，其中核心的是两支箭，大规模的量化宽松以及财政刺激，而从**2013**年开始，日本的信贷开始回升，证明这一政策是有效的。

日本央行新增资产占比GDP

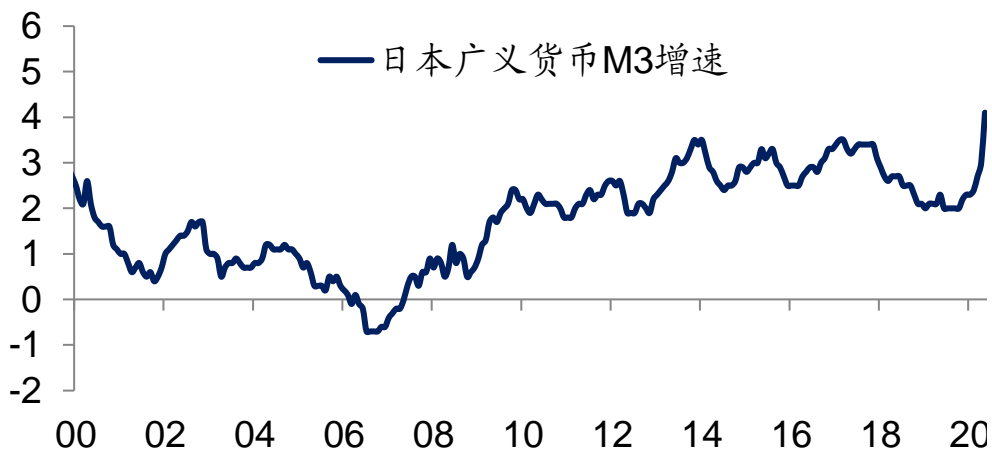


日本本地银行信贷与票据余额 (万亿日元)

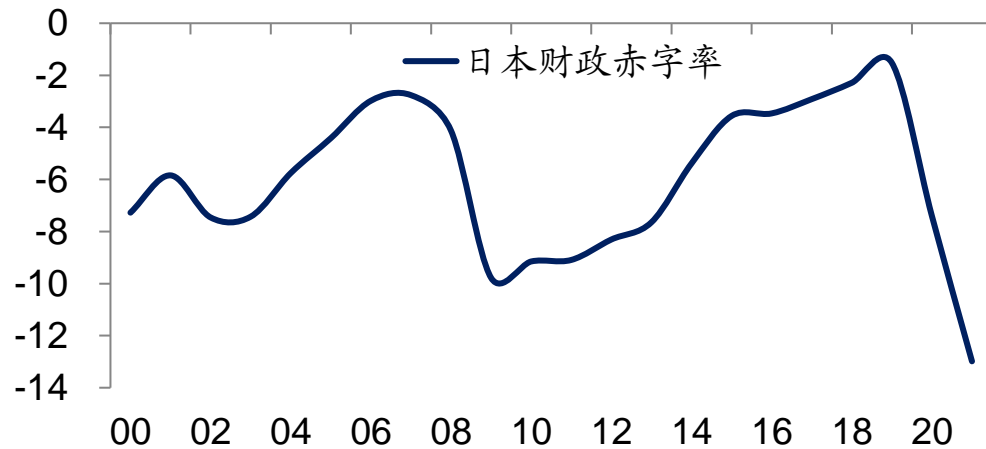


2013年以后，日本的广义货币增速也有明显提升，但是幅度并不高。有一个重要的制约在于财政政策，因为2013年开始，日本开始持续压缩财政赤字率，从8%左右压缩到2019年的1.5%。这意味着央行虽然在大量买国债，但由于财政减少了新增国债的发行，因而日本央行主要买的是存量的国债而非新增的国债，体现为存量资产的财富效应，因而富人更有钱，但穷人没有从中受益。这一情况在今年完全改变，为了抗击疫情，日本出台了两次财政预算合计71万亿日元，财政赤字率预计会跳升至13%，与此同时日本广义货币增速也创出20年新高。

日本广义货币M3增速 (%)

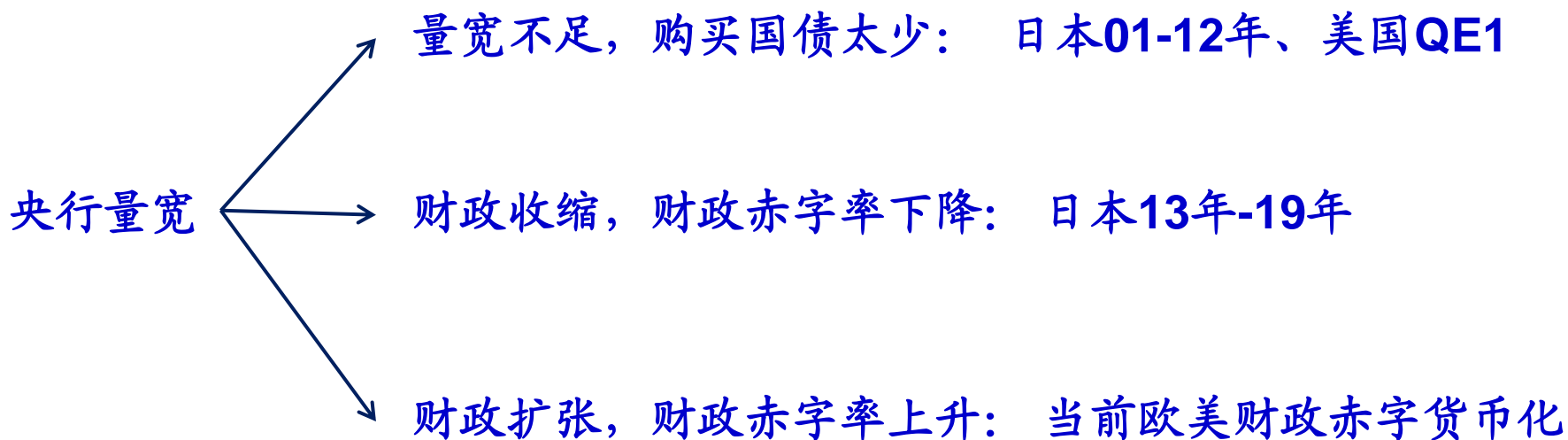


日本财政赤字率 (%)



因此，虽然都是购买国债，但当前的财政赤字货币化与日本过去的量化宽松并不一样，关键区别在于财政赤字率是否大幅上升，以及央行购买的资产规模是否足够大，而这两点在当前都是确定无疑的。

财政赤字货币化与各类量化宽松的区别



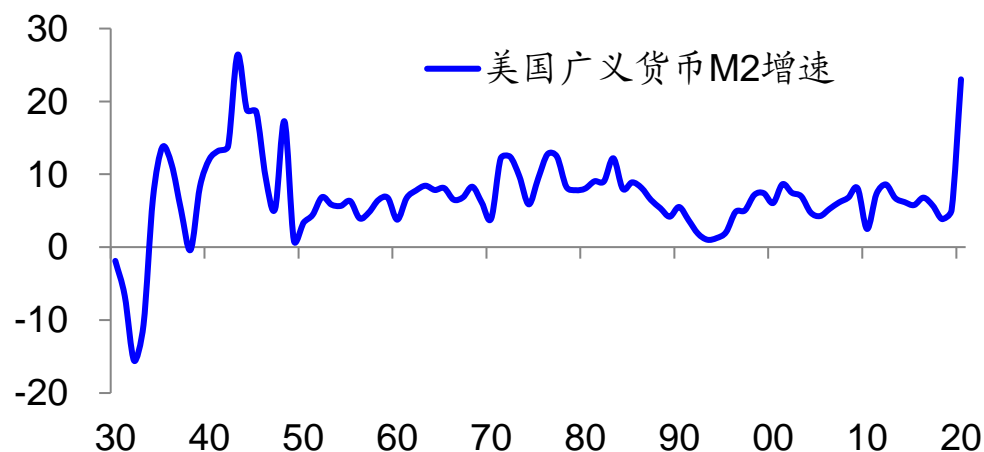
欧美货币信贷增速新高

而这一次欧美均出现了巨额的财政赤字，相当于政府直接借贷，同时通过央行印钞来买债，相当于央行与与财政联手，直接创造出了信贷需求。在**2020年2月**，美国银行信贷增速为**5.6%**，而在**3月份**天量财政刺激和量化宽松生效之后，美国银行信贷增速连续三月回升，**6月**增速升至**10%**，这一增速也创下了**06年**以来的新高。与此同时，美国**5月**的广义货币增速达到**23.1%**，创下**1944年**以来的新高。欧元区**5月**的广义货币增速也创下**10年**新高。

美国贷款余额增速 (%)

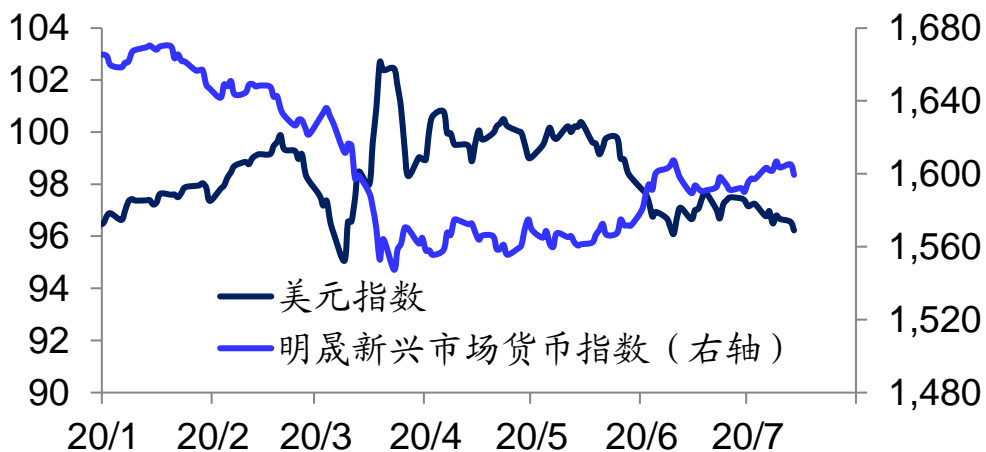


美国广义货币M2增速 (%)



2季度以来全球商品和股市的上涨，并不是经济复苏，而是因为全球货币贬值。截止今年7月14日，美元指数与年初基本持平，而新兴市场货币对美元普遍大幅贬值，但黄金对美元大涨了约20%，这意味着全球所有货币对黄金都是大幅贬值的。也就是全球货币的集体超发和贬值，使得各类资产价格集体上涨。

美元指数、明晟新兴市场货币指数



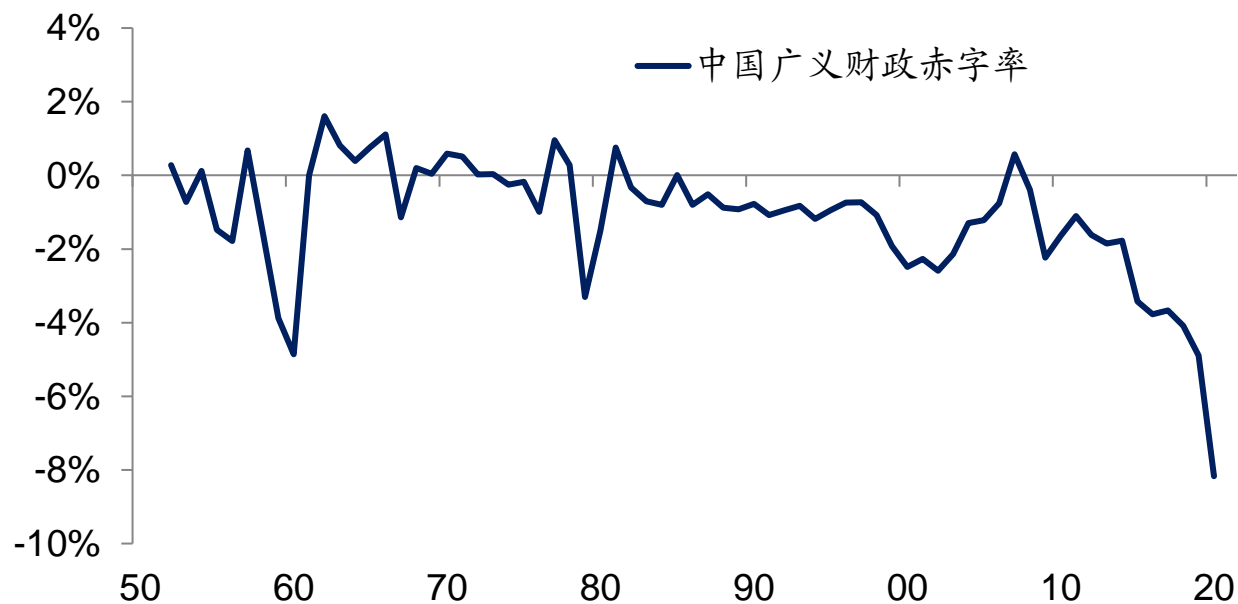
伦敦黄金现货交易价 (美元/盎司)



广义财政赤字率新高

根据两会预算报告，今年的广义财政赤字总额约为**8.5万亿**，比去年增加**3.6万亿**。对应广义财政赤字率约为**8.2%**，比去年增加**3.3%**，广义财政赤字率创下**1952年**以来的新高。

中国广义财政赤字率



8.5万亿财政赤字对应的是各类政府债券发行。今年积极的财政政策三管齐下。其中预算财政赤字增加到**3.76万亿**，比去年增加1万亿。发行地方政府专项债券**3.75万亿**，比去年增加**1.6万亿**。另外还将新发了**1万亿**的抗疫特别国债。其中多增的**1.6万亿**地方政府专项债主要用于新老基建、支撑投资，而新增的**1万亿**特别国债和**1万亿**财政赤字直接转移地方政府，用于支撑消费。

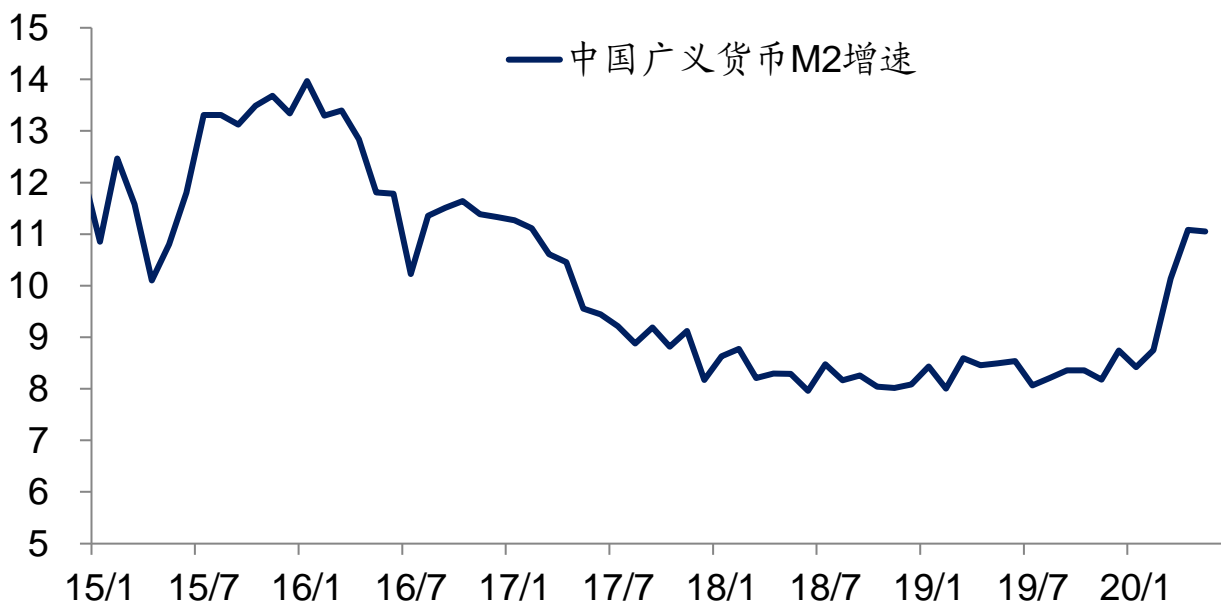
2020年新增财政总赤字的结构与用途



广义货币增速新高

目前我国的广义货币总量高达**200**万亿，如果只是新增**8.5**万亿的财政赤字，哪怕这部分财政赤字全部都货币化，也就是带来**4%**的货币增速。但是截止到今年**6**月份，我国广义货币增速已经达到**11.1%**，比去年末高出**2.4%**。

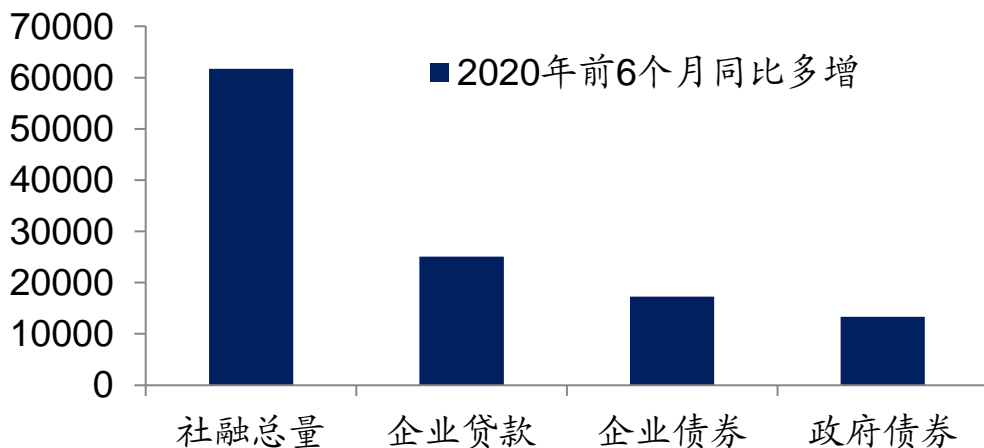
中国广义货币M2增速 (%)



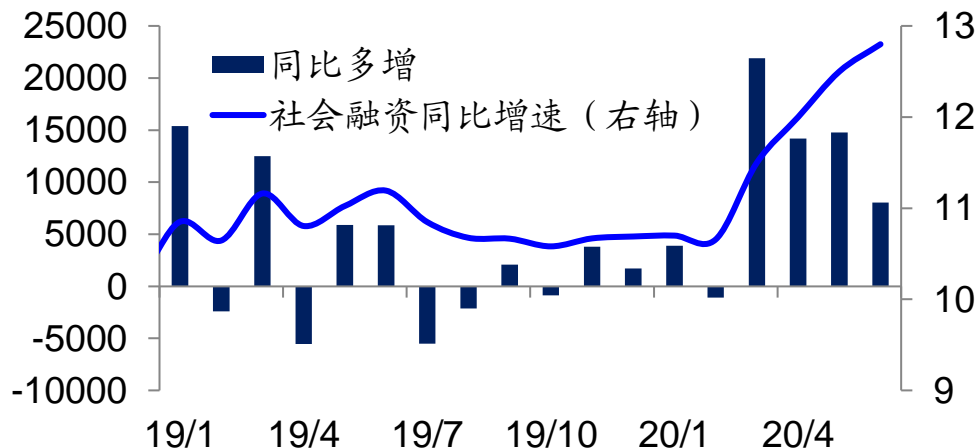
融资需求全面增长

同时，并不是政府部门在大幅增加融资。从前6个月的融资数据来看，新增社融总量**20.8**万亿，同比多增**6**万亿，但其中政府债券仅同比多增**1.3**万亿，而主要的融资增加来自于企业部门，企业贷款和企业债券融资同比多增**4.2**万亿。而通常企业贷款中的**80%**左右都是国有企业贷款。这相当于是财政显性和隐性信用背书之下的融资扩张。而下半年的政府债同比多增额预计达到**2.6**万亿，加上经济回升后自主融资需求的上升，预计未来社融和货币增速大概率还会继续回升。

2020年前6月社融及分类同比多增（亿元）

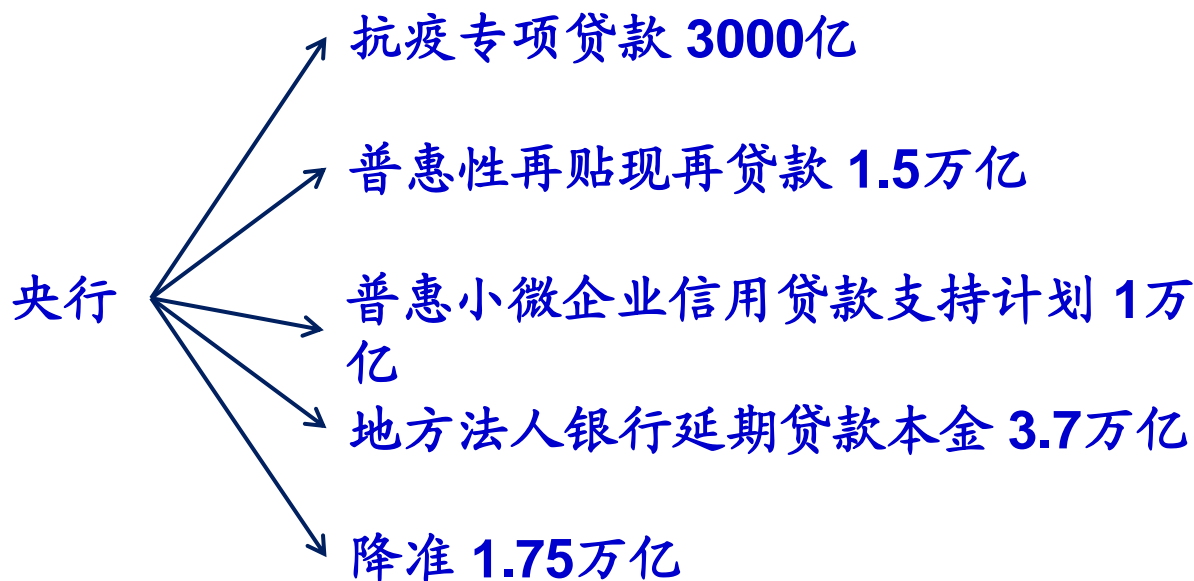


社融同比多增额、社融余额增速（亿元、%）



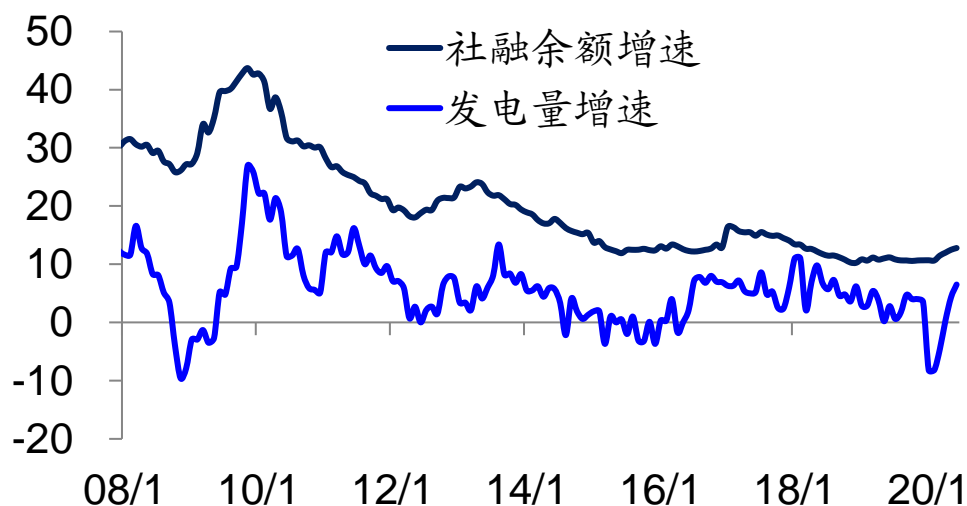
如何为巨额的融资需求提供资金？表现上主要靠商业银行，但其实离不开央行。今年为了防控疫情，央行推出了多项直达实体经济的货币政策工具，其中涉及的新增贷款规模为**2.8万亿**，涉及的贷款本金延期规模为**3.7万亿**。其中有**3000亿**是抗疫专项再贷款，**1.5万亿**是普惠性再贴现再贷款，还有**1万亿**是普惠小微企业信用贷款支持计划。除了央行创造各种直达实体的货币政策工具以外，今年以来央行**3次**降准，给商业银行提供了**1.75万亿**资金，也可以额外用来放贷。

中国央行今年以来主要宽信用政策

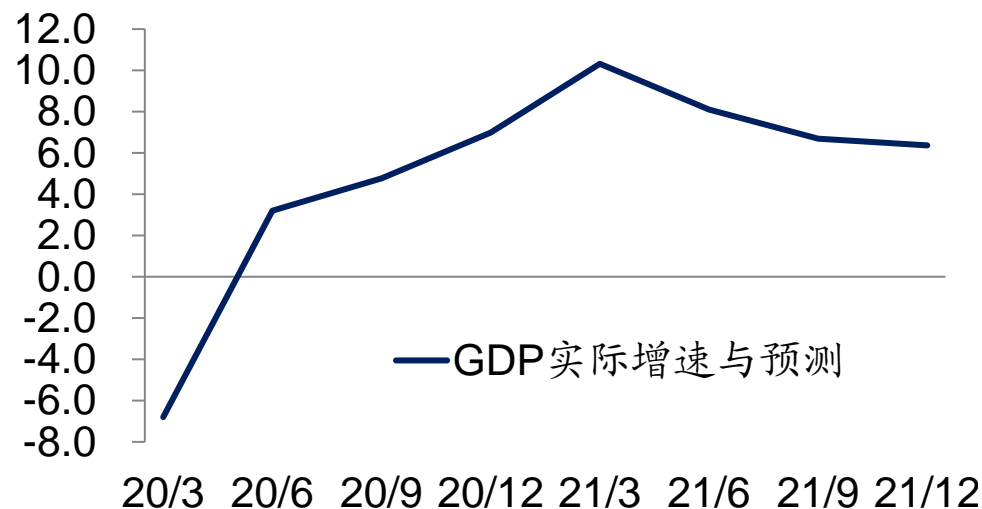


得益于疫情的有效控制，2季度中国经济增速已经由负转正至3.2%。3月份的社融增速出现了明显回升，预计3季度各项财政资金有望到位，融资对经济的传导也将生效，下半年经济增速将恢复至6%左右的潜在增速水平。预计本轮社融增速的回升将持续到今年年底，并支撑明年上半年的经济增速继续回升。到明年各项非常规政策或将退出，而明年下半年经济增速或将重新下行。

社融余额增速、发电量增速 (%)

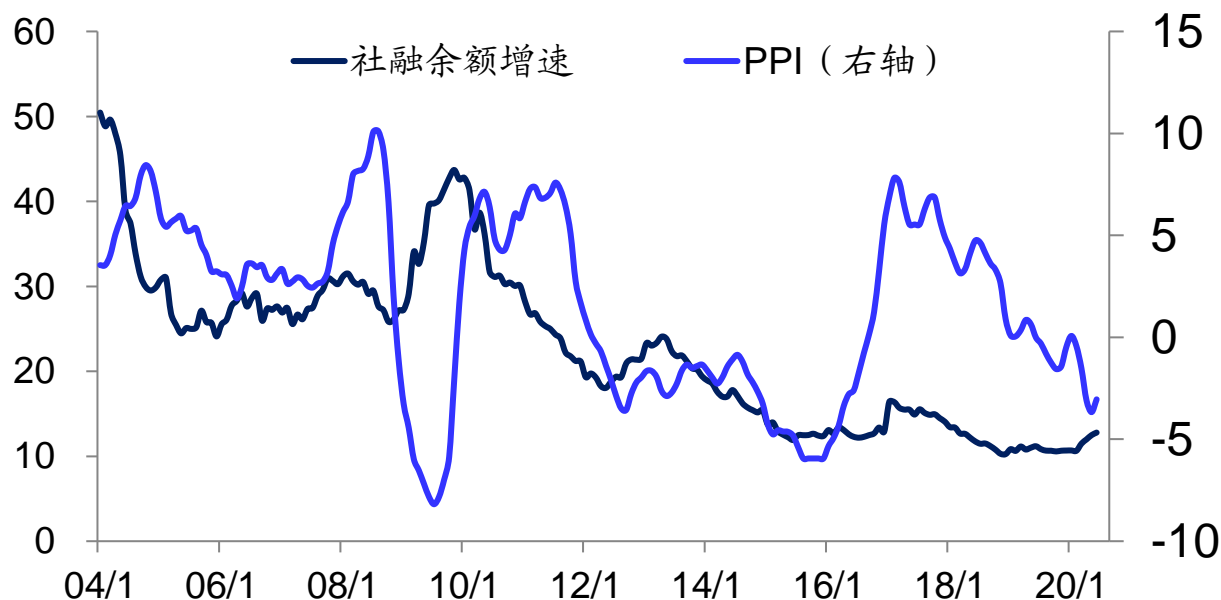


GDP实际增速与预测 (%)



而伴随着融资高增和货币超发，通胀也将重新回升。在中国，CPI通胀中的食品价格波动巨大，真正值得重视的是代表核心物价的CPI非食品价格，而其走势与PPI保持一致，目前这两者都处于本轮下行以来的最低位水平。而从过去三轮加杠杆的经验来观察，在融资增速大幅回升之后，PPI将滞后1到3个季度左右见底。由此推测，本轮PPI和CPI非食品价格最快有望在6月份左右见底回升，从而重新步入新一轮通胀上行周期。

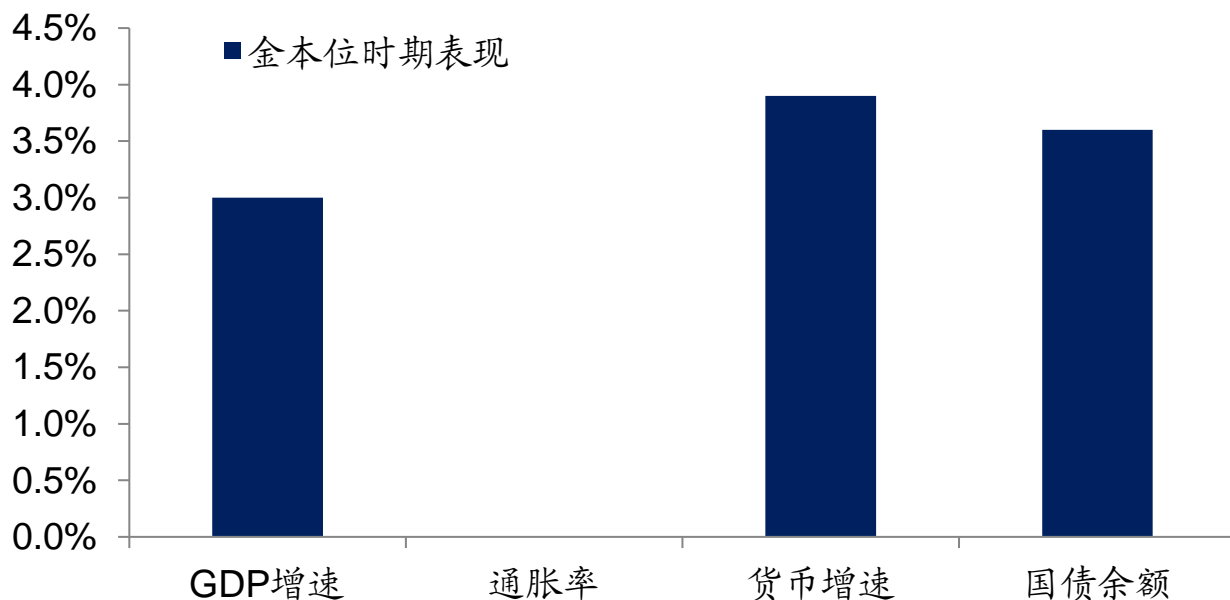
社融余额增速、PPI (%)



金本位货币不超发

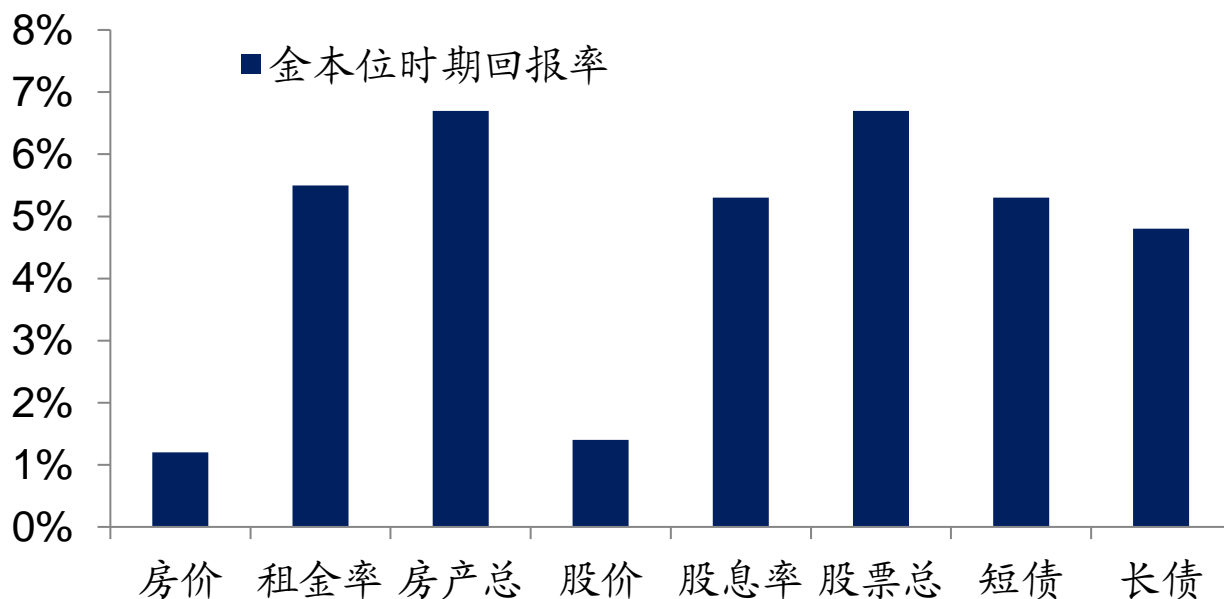
在金本位时期的1870-1933年，美国GDP年均增速为3%，同期流通中货币年均增速为3.9%，两者大致相当。由于货币没有超发，所以也没有通胀。

金本位时期美国经济、通胀、货币和国债的年均增速



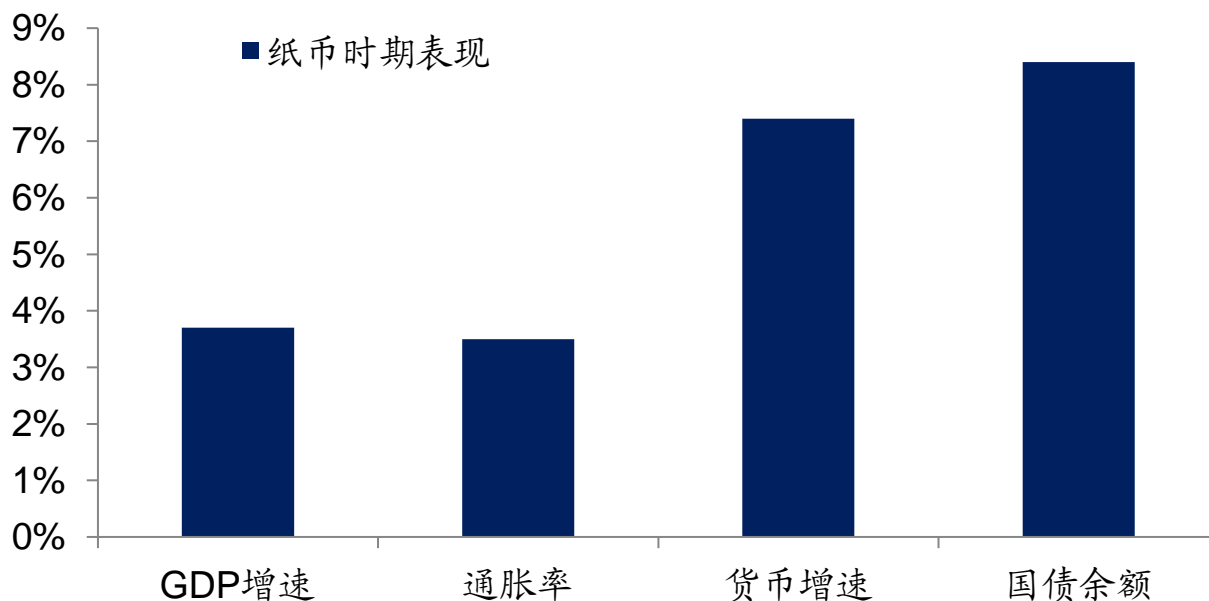
在金本位时期，最佳配置是持有固定收益类资产，持有10年期国债的年均回报率为4.8%，持有现金（短期国债）的年均回报率甚至达到5.3%。而即便是持有房产和股票，由于房价和股价长期不涨，年均涨幅仅为1.4%左右，主要的回报是来自于租金和股息，其实也类似于固定收益类资产。

金本位时期美国各类资产年均回报率



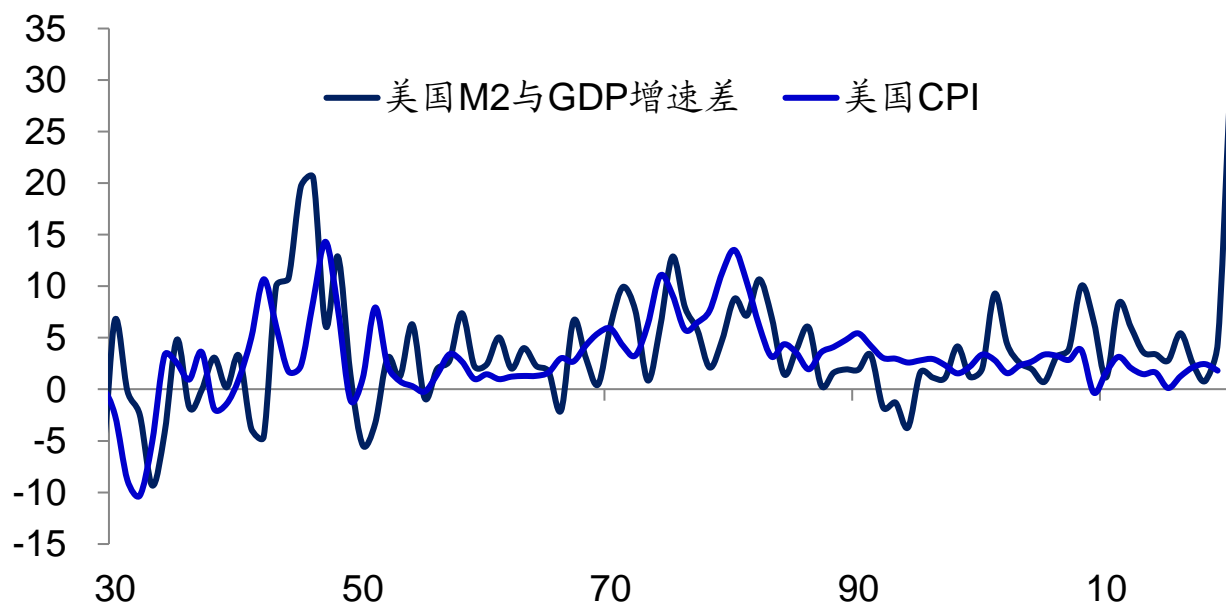
但是到了纸币时代，由于货币发行不再以黄金背书，而是以国债背书，而国债可以随意制造，就使得货币超发成为了长期现象。从1933年到2019年，美国的国债余额增长了1000倍，年均增速高达8.4%，远高于金本位时期的年均增长3.6%。美国的广义货币增速升至7.4%，远高于同期3.7%的GDP增速。

纸币时期美国经济、通胀、货币和国债的年均增速



既然纸币时代货币超发是长期现象，超发的货币都到哪里去了，哪一类资产最为受益？在美国退出金本位之后，从1930年代一直到1980年代，超发的货币首先体现为通胀的上行。1976年的诺贝尔经济学奖获得者弗里德曼有一句名言：“一切通胀都是货币现象”！但是在1990年代之后，美国的通胀率始终维持在2.5%左右水平，超发的货币不再体现为高通胀。

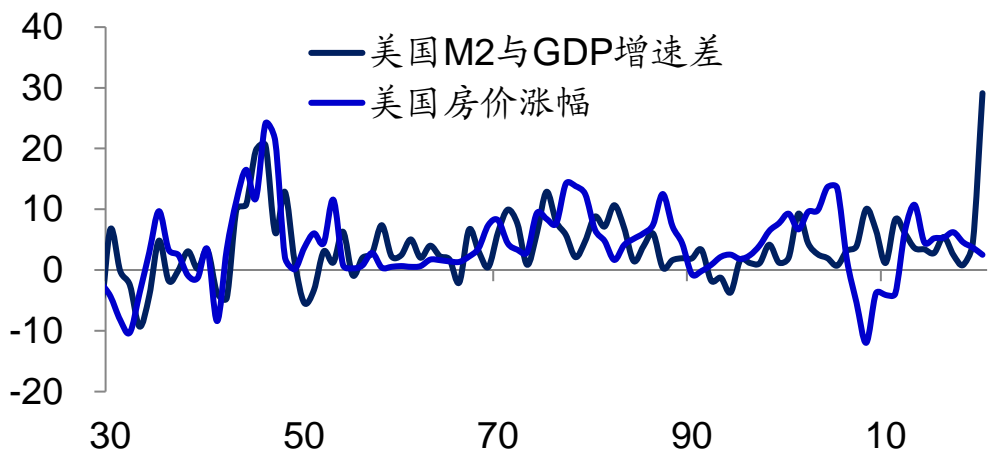
美国广义货币M2与GDP增速差、CPI (%)



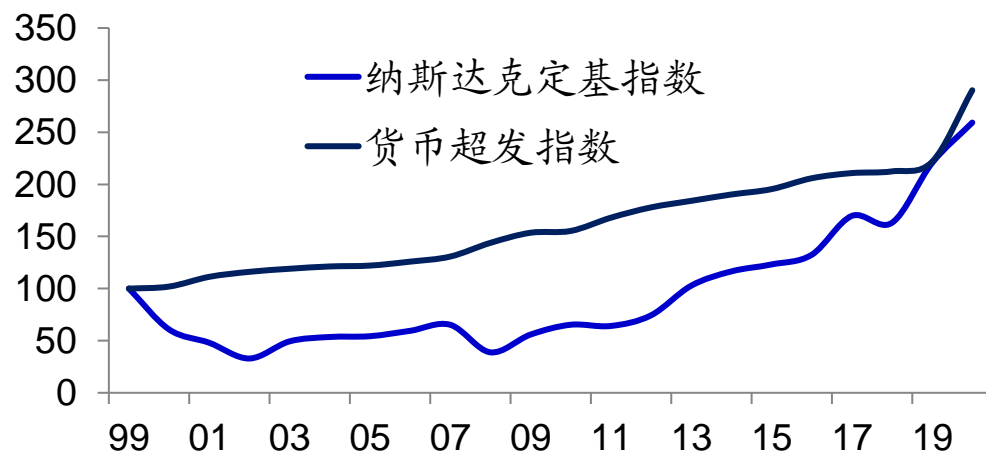
后期资产价格上涨

在美国，我们发现货币超发的另一个重要去向是房地产市场。从1933年美国退出金本位之后，货币的超增都伴随着房价的同步上涨。甚至在1990年代以后，即便超发的货币不再体现为通胀的上行，但房价依然在继续上涨。这一关系在次贷危机期间曾经短期脱节，但在次贷危机之后房价恢复上涨，货币超发与房价的关系再次恢复。而在进入21世纪之后，美国货币超发的另一重要去向是股票市场，纳斯达克指数持续创出历史新高，背后也离不开货币持续超发的贡献。

美国广义货币M2与GDP增速差、房价涨幅 (%)

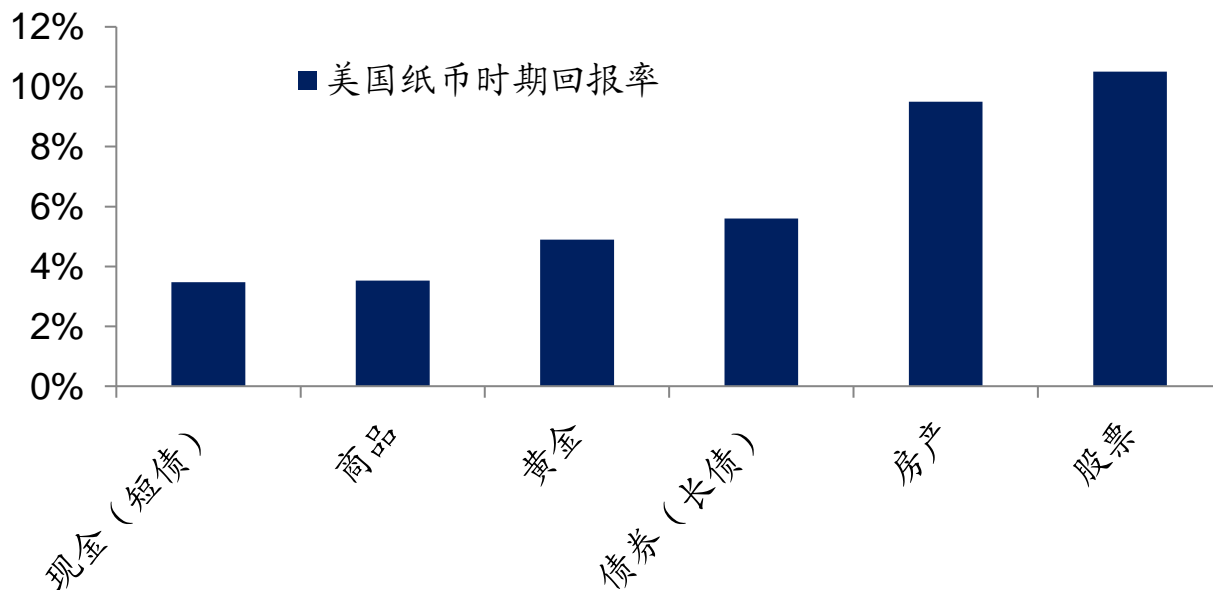


美国货币超发指数、纳斯达克定基指数



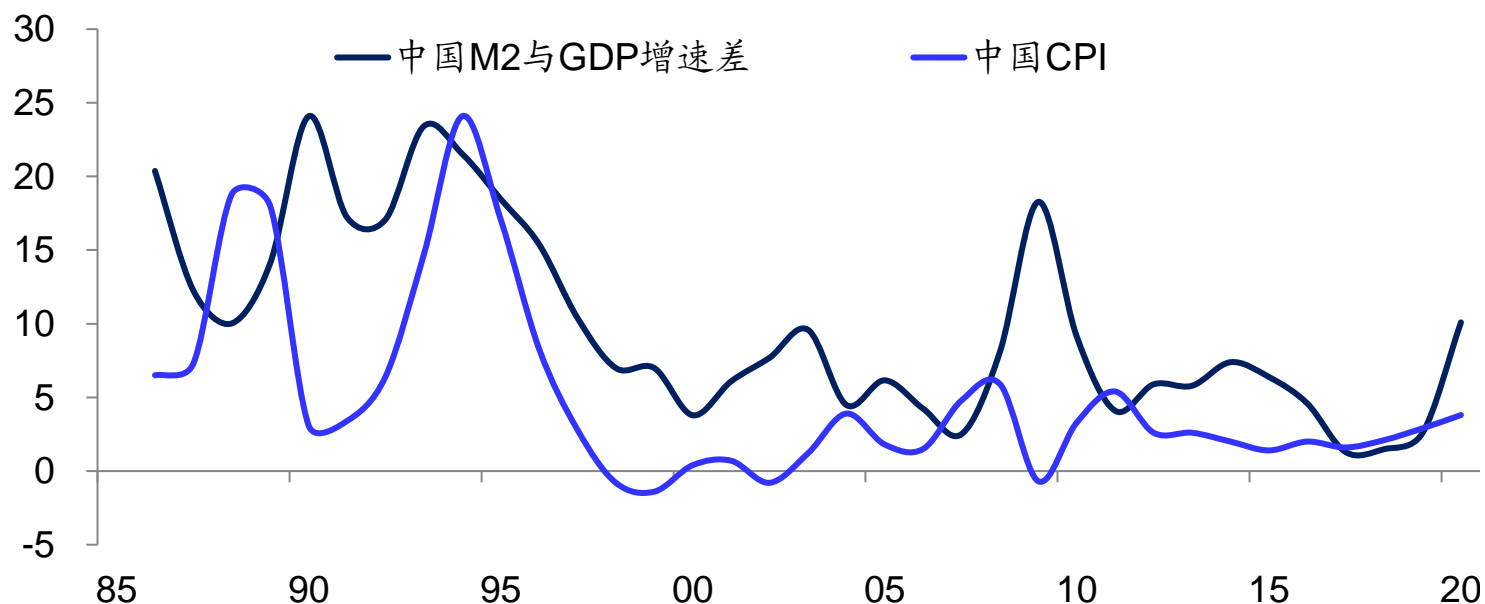
我们统计美国1933年脱离金本位之后各类资产的回报率，发现表现最好的是股市和房市两类资产，其年化综合回报率都在10%左右，其中包括了股价、房价，股息率和租金率。表现居中的是长期国债和黄金，其中长期国债的年化回报率约为5.6%，黄金的年化回报率约为4.9%。而表现垫底的是现金，短期国债的年化回报率为3.48%，这可以看做持有现金类资产的回报，同期美国年均通胀率为3.53%，可以视为商品价格的年均涨幅，现金甚至是跑输通胀的。

美国纸币时期各类资产回报率



在1980/90年代，中国经济处于工业化的加速期，当时的货币超发产生了比较显著的通胀。但是在2000年之后，在货币保持超发的同时，通胀率相比1990年代出现了明显回落。这意味着中国也与美欧等经济体类似，货币超发不再主要体现为通胀上行。

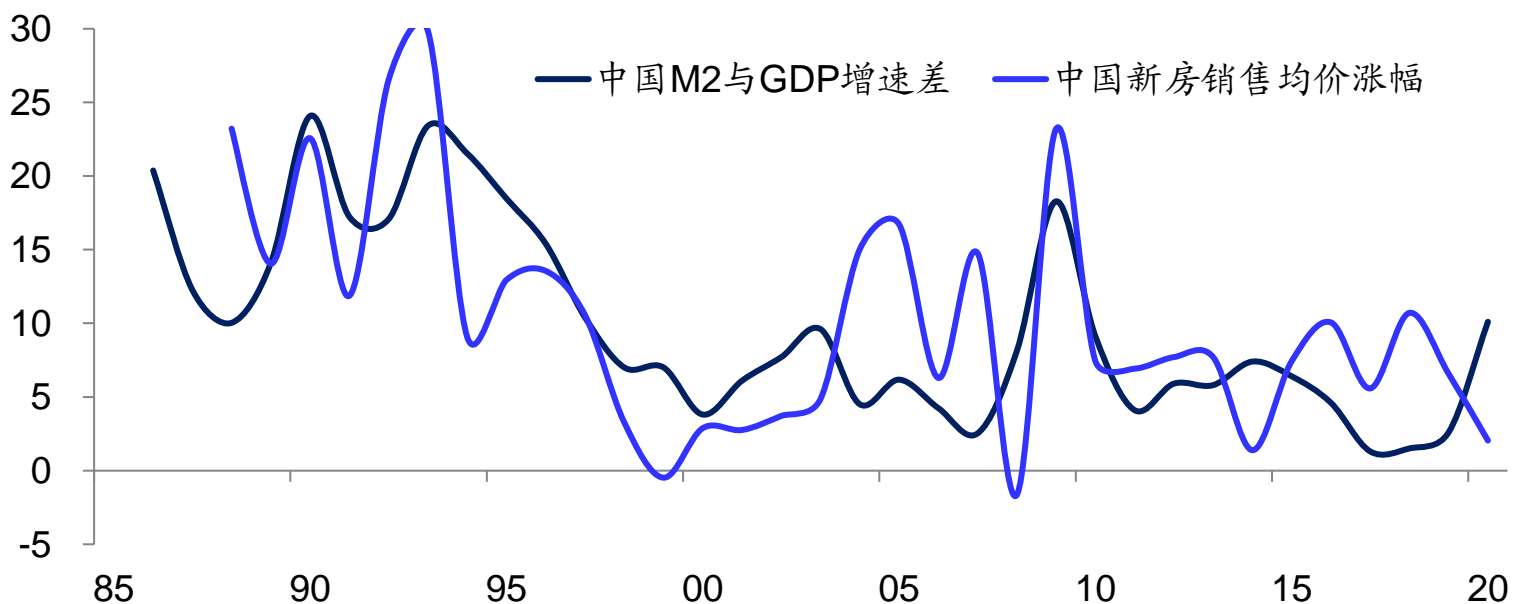
中国广义货币M2与GDP增速差，CPI (%)



房市始终从中受益

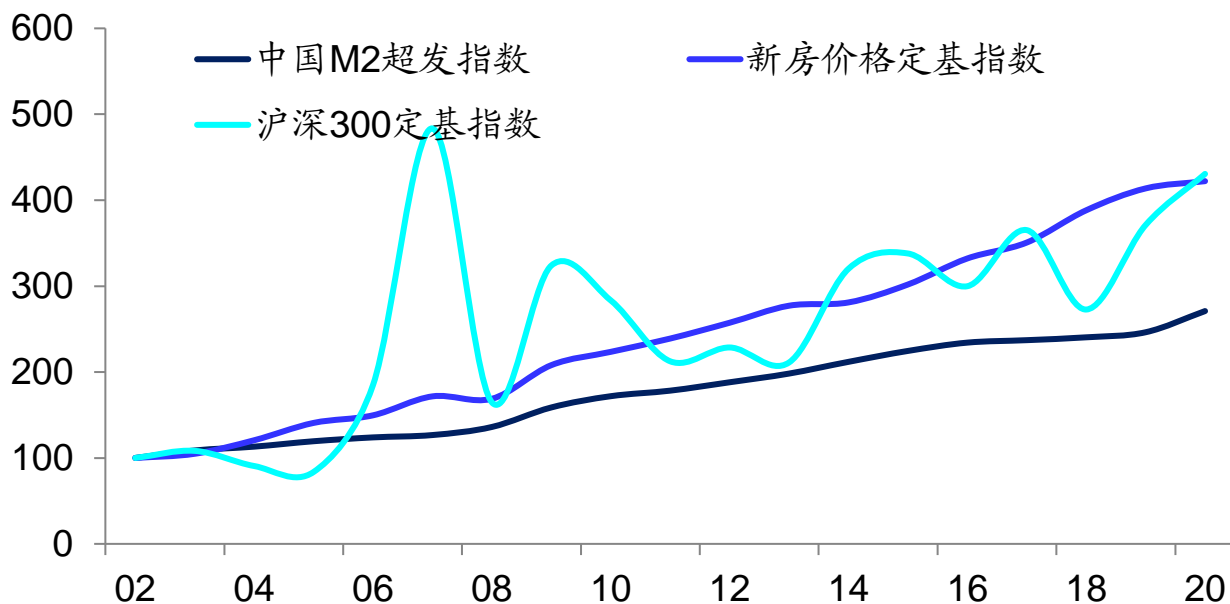
在2000年之后，与货币超发关系最为密切的是中国的房价，这其实也是在美欧等经济体发生过的现象，货币超发之后房地产必然能从中受益。

中国广义货币M2与GDP增速差，新房销售均价涨幅（%）



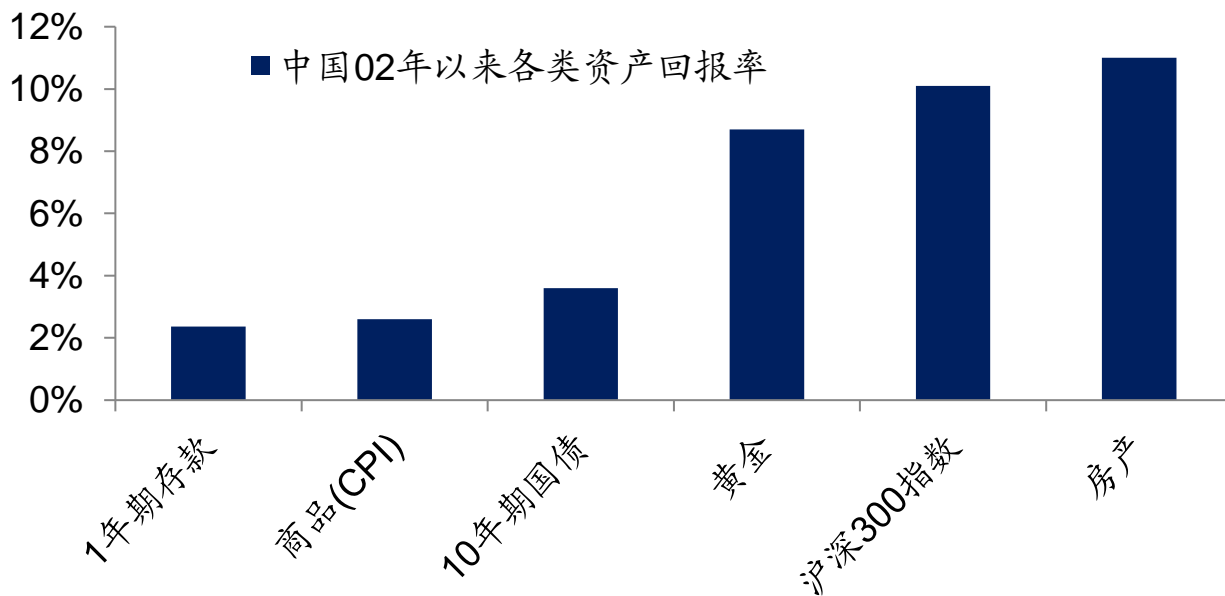
另一方面，如果从沪深300指数的角度来观察股市的长期走势，我们发现中国的股市其实长期也受益于货币超发，其表现并不逊色于房市。

中国货币超发指数、房价、股价定基指数



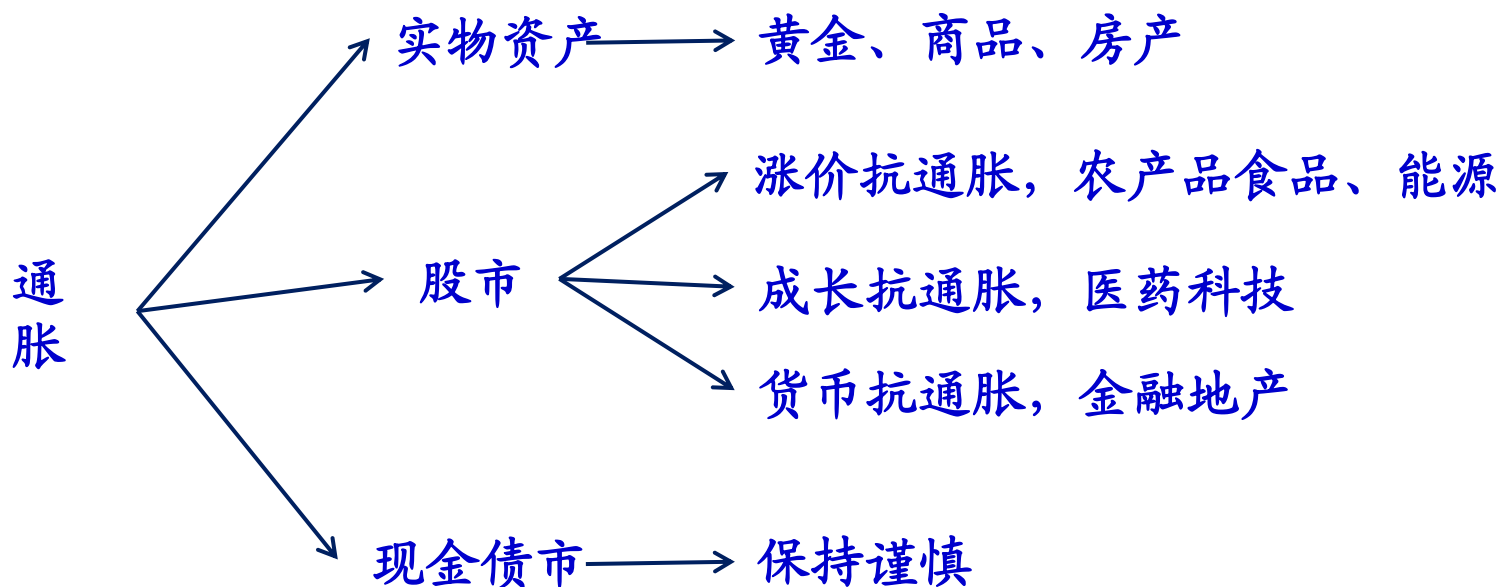
在中国，我们统计了2002年以来各类资产的回报率，选择2002年为起点的原因是这一年开始有沪深300指数以及10年期国债利率的连续数据。从02年到19年，表现最好的是房市和股市两类资产，其年化回报率分别为11%和10.1%，其中新房价格年均涨幅为8.7%，租金率约为2.3%；沪深300指数年均涨幅为8%，股息率约为2.1%。排第三的是黄金，年化涨幅为8.7%。排名最后的是现金（1年期存款），其年化回报率为2.4%，也跑输了同期的通胀率2.6%。

中国2002年以来各类资产回报率



在史无前例的全球政府举债和央行印钞的背景之下，货币趋于贬值，通胀预期重燃。相比于持有几乎没有回报的现金类资产，我们认为未来无论是持有优质的实物资产还是股票，应该会有更高的回报。

再通胀环境下的大类资产配置



分析师声明

姜超：宏观债券研究

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。

宏观债券首席分析师 姜超

SAC执业证书编号：S0850513010002

电话：021-2321 2042

Email: jc9001@htsec.com

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现作为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

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。