

# 与“纸币”的赛跑

## ——海通宏观研究框架

梁中华（宏观首席分析师）

SAC号码：S0850520120001

2022年7月28日

1. 长期增长：人口是关键
2. 短期波动：债务的繁荣
3. 贫富分化：百年的变局
4. 资产配置：与纸币赛跑

# 全球的长期经济增长

- 根据著名经济史学家Angus Maddison的测算，从公元元年至1820年之间，全球经济年均增速只有0.1%，人均收入在这1800多年的时间里只增长了40%多。在1820-2000年之间，全球经济增速达到2.2%，人均收入在不到200年的时间里增长了10倍多。
- 所以过去2000多年的全球经济增长，可以说主要是由工业革命后的最后200年贡献的。

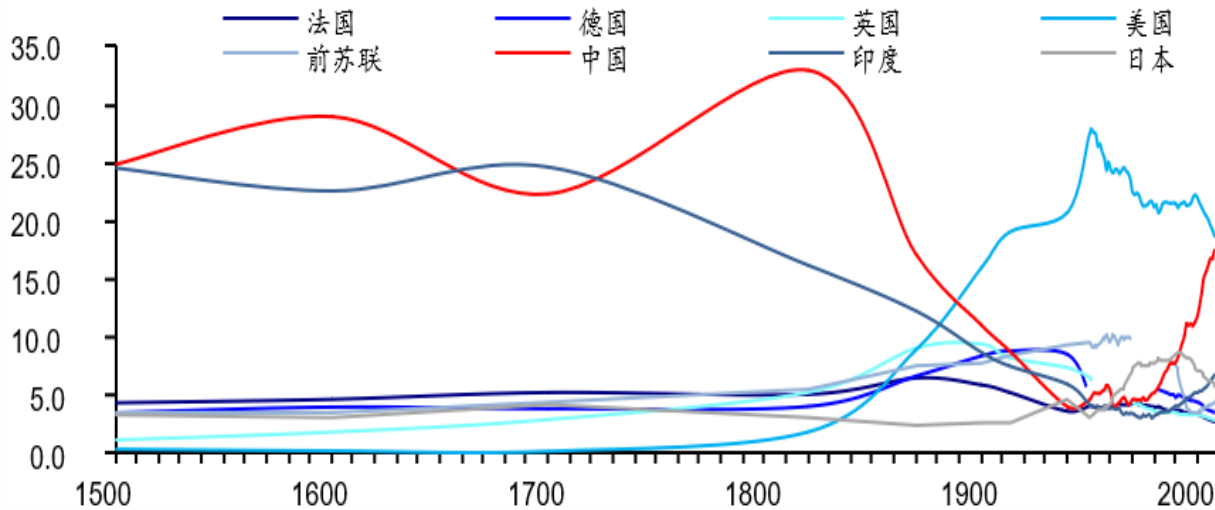
## 两千年来全球经济变化



资料来源: *Our World in Data*, Angus Maddison, 海通证券研究所

- 从两千年历史的维度来看，我国经济经历了从领先到落后、到再崛起的过程。
- 在19世纪之前，我国和印度是全球经济的“领头羊”，经济总量占比都在20%以上。但在当时的生产方式下，人口数量是决定经济体量非常重要的变量，例如当时中国和印度的人口占比也都在全球的20%以上。
- 全球来看也是如此，人口多的国家，经济体量大；人口少的国家，经济体量较小。

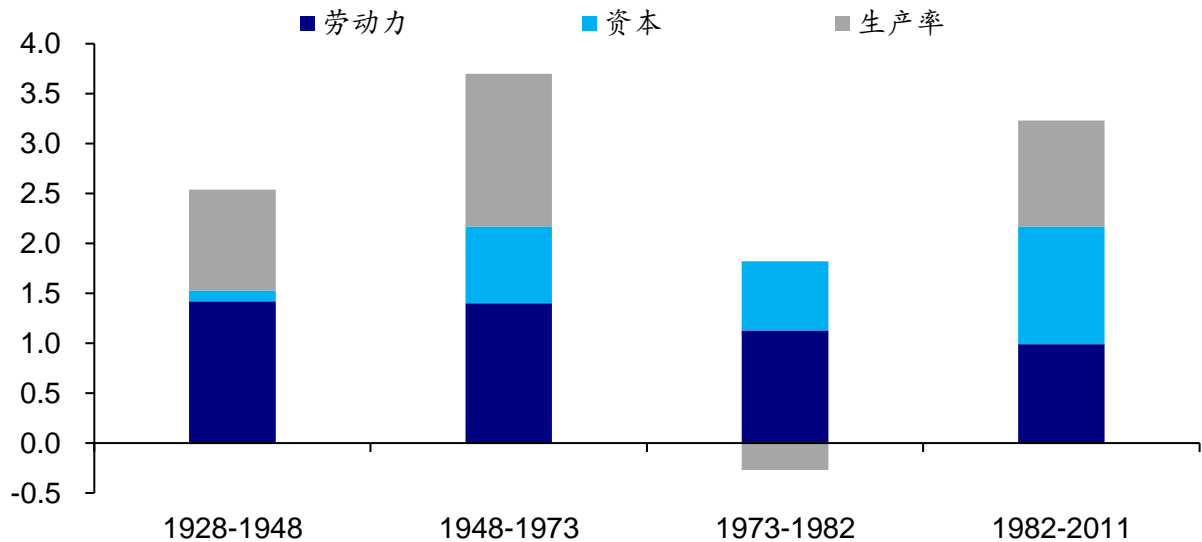
## 过去500多年主要国家经济占比 (%)



资料来源: Denison (2011), 海通证券研究所

- 人口、资本和技术共同决定长期经济增长。
- 美国**1928-1982**年间经济年化增长**2.92%**，其中**1.34%**来自劳动力贡献，**0.56%**来自资本，**1.02%**来自生产率提高。
- 人口增长的贡献是最多的，也是最稳定的。
- 道理很简单，生产率一定的情况下，人越多，生产的产品就越多，经济中的交易也越多，GDP的总量就越大。

## 美国经济增长驱动因素分析 (%)

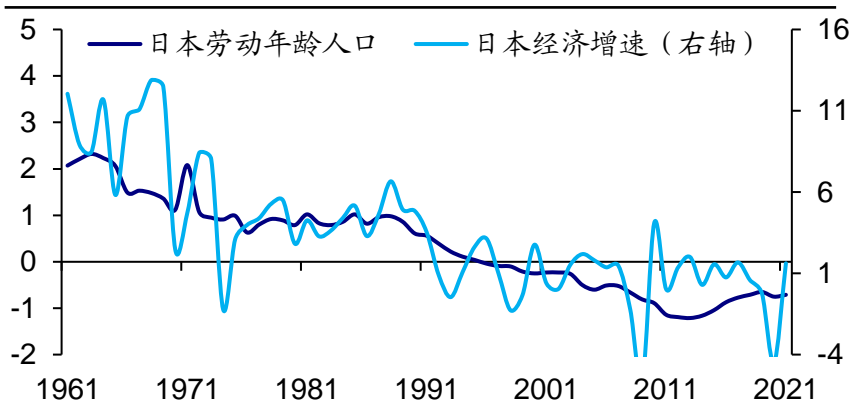


资料来源: *Denison (2011)*, 海通证券研究所

# 劳动年龄人口增速与经济增速高度相关

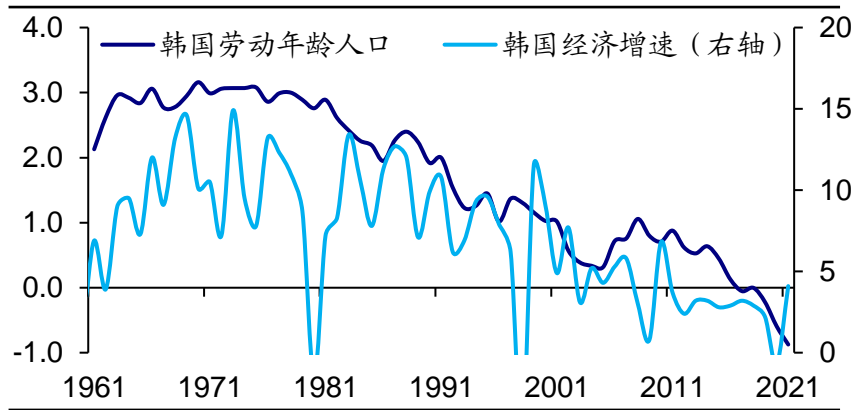
- 日本的劳动力增速在上世纪60-70年代有一波大幅下行，经济也因此告别高增长；80年代末以后，日本的劳动力增速再度下滑，经济增速也再下台阶，此后的20多年间，日本经济增速和劳动力增速均维持在极低的状态。
- 类似的，韩国的劳动力增速从上世纪80年代后趋势性下降，经济增长也大幅下台阶。

## 日本的劳动年龄人口增速与经济增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

## 韩国的劳动年龄人口增速与经济增速 (%)



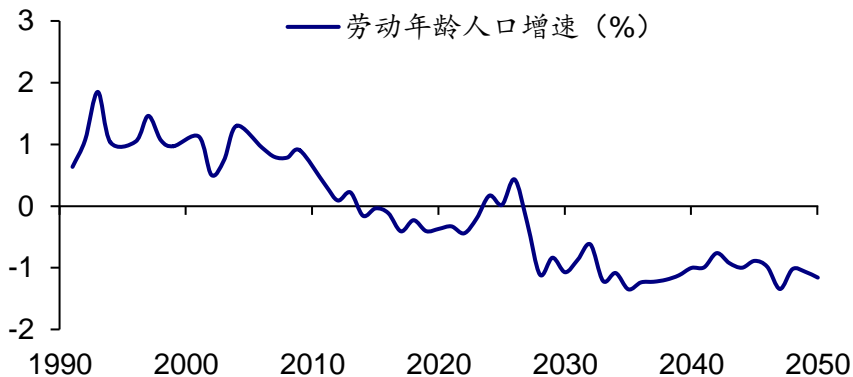
资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 我国人口变化：第三代“婴儿潮”未现

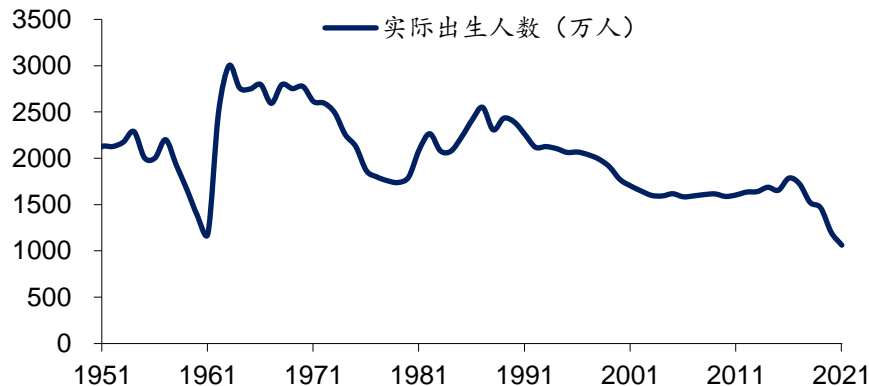
- 我国的劳动年龄人口增速从2006年以后就在不断下行，连续负增长，我们采用Leslie模型做预测，未来这一趋势还会延续。
- 老龄化加剧：2021年我国已经进入深度老龄化（即65岁以上人口占比达到14%），我们预计2031年将进入超老龄化社会（即65岁以上人口占比达到20%）。总抚养比将从当前的0.41，上升到2030年的0.51，2040年的0.68和2050年接近0.8，2050年我国老龄化程度或将赶上日本。
- 新出生人口：疫情之前的2019年1465万，2020年1200万，2021年1062万，降速阶段性加快。

## 我国15-64岁的劳动年龄人口增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

## 我国新出生人口数量近两年大幅减少



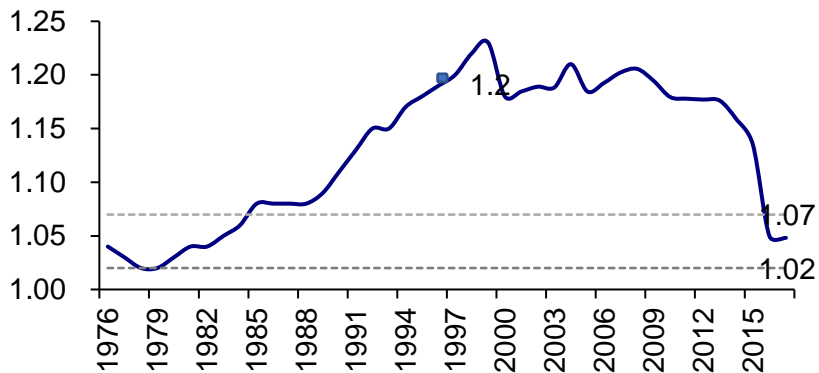
资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# “婴儿潮”未现，“单身潮”来临

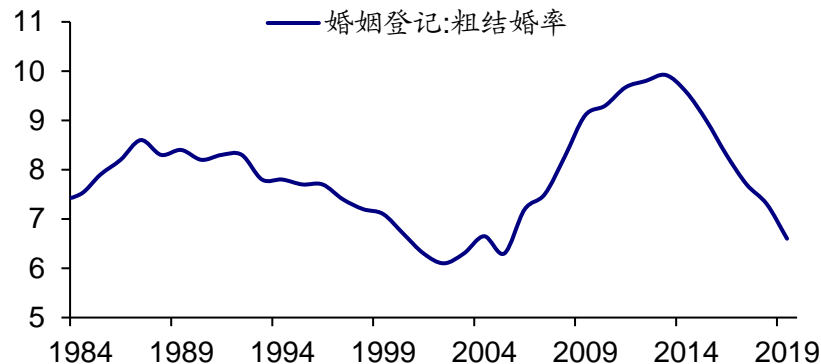
- 人口的另一个问题是性别比例失调。2021年，总人口性别比在1.05左右，看似正常（1.02-1.07）。
- 我们根据国家统计局2015年的数据测算，15岁以上未婚男性比女性多**4000多万**，其中乡镇就多**3000万**。接下来的十几年将是性别比最严重的年龄人口进入婚姻市场，我们预计到2030年，“单身”数量将超过**5000万**。
- **对经济的影响**：结婚率的下降；长期新出生人口数量下降；房地产市场。

## 我国历年出生人口性别比



资料来源：WIND，海通证券研究所

## 我国粗结婚率持续下行(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

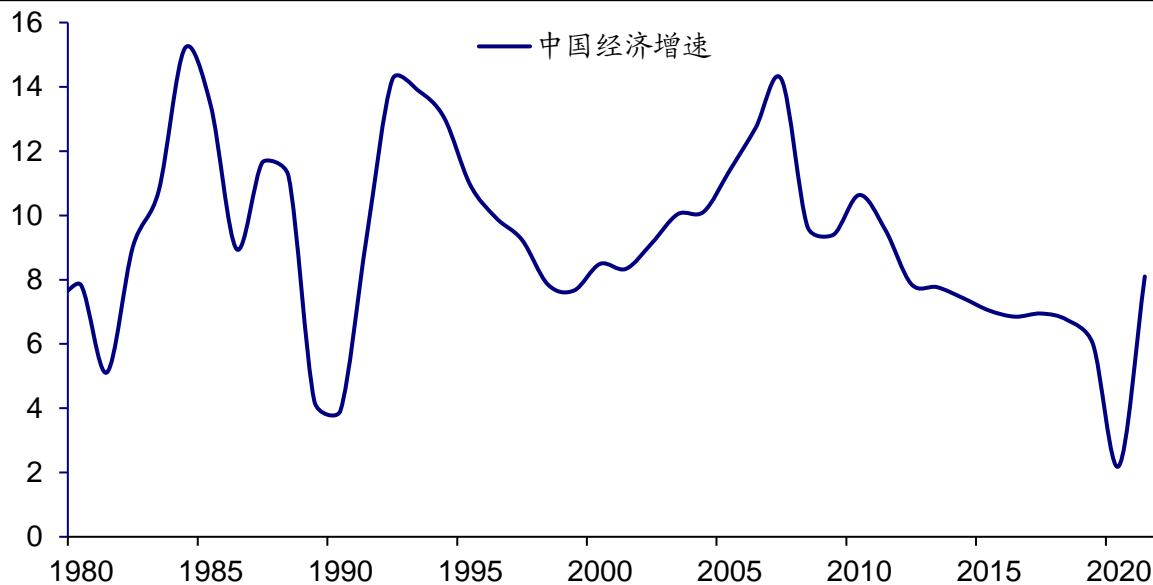
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明



# 长期经济增长回归新常态

- 过去40年中国经历了三波经济增速放缓：
  - 80年代的价格双轨制，闯关失败（制度因素）
  - 90年代中后期的产能过剩，国企改革（外部冲击）
  - 2010年后产能过剩，要素结构主导（长期要素）
- 我们认为，人口、资本、效率特征决定了我国经济潜在增速很难L型。

中国GDP增速 (%)

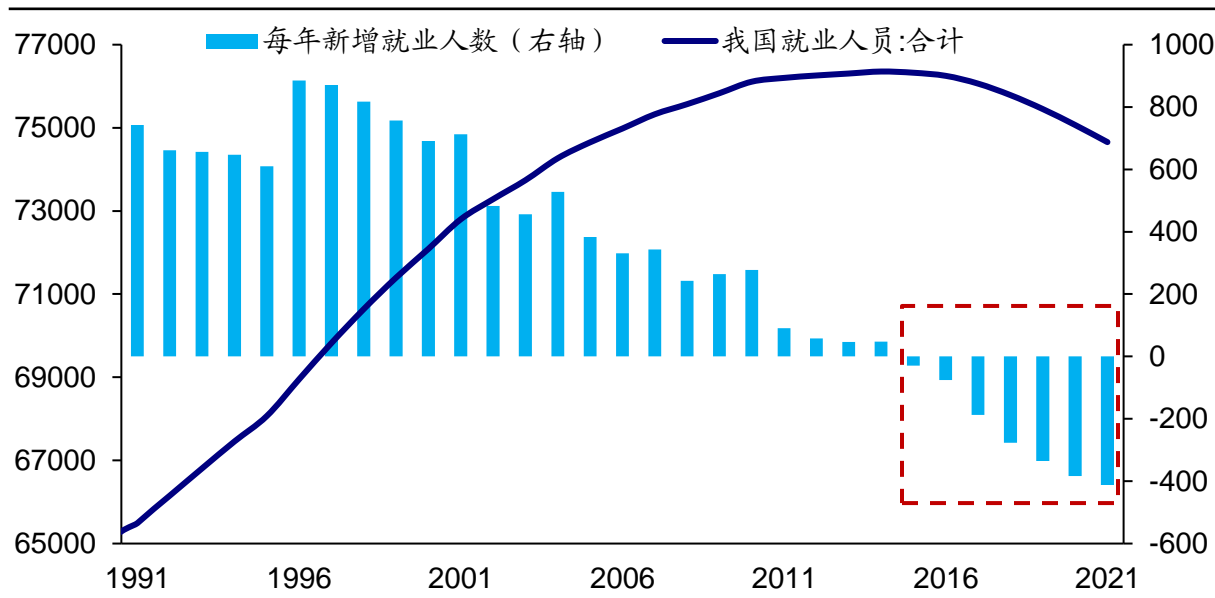


资料来源: WIND, 海通证券研究所

# 就业人口：自2015年转入负增长

- 我国的总量就业人口从2015年开始减少，从最高点的7.635亿降至去年底的7.465亿，在7年时间里减少了接近1700万。
- 总的就业人数的下降，主要是由于我国人口年龄结构的变化导致的。随着人口老龄化程度的加深，我国15-64岁人口总数在2013年就已经达到了最高点，而且在之后的8年时间里减少了4560万。

我国就业人数总量从2015年开始减少（万人）

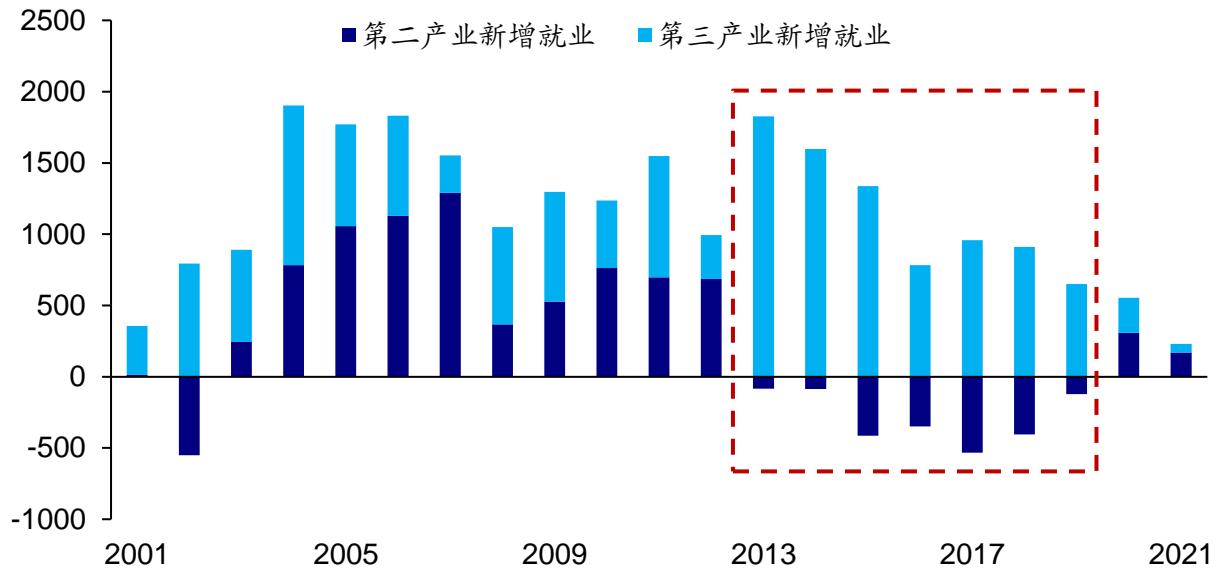


资料来源：WIND，海通证券研究所

# 结构上：工业就业减少，服务业不断增加

- 我国第二产业就业人数从2013年就已经开始负增长，2013年-2019年总共减少了接近2000万的就业岗位。
- 而在此期间，第三产业的就业人数增加了超过8000万。所以第三产业或不仅吸纳了大量新进入到劳动力市场的人口，而且吸纳了从农业、工业部门转移来的劳动力。

我国第二产业就业从2013年就开始减少（万人）



资料来源：WIND，海通证券研究所

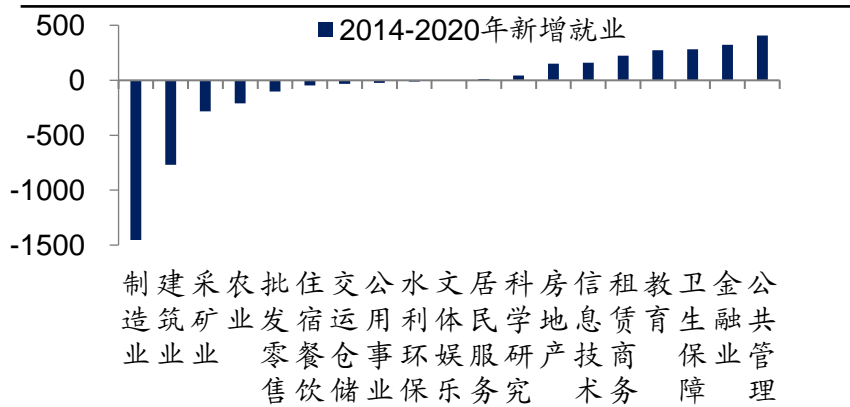
# 主要新增就业:

批发零售、住宿餐饮、金融、卫生、教育、租赁、IT



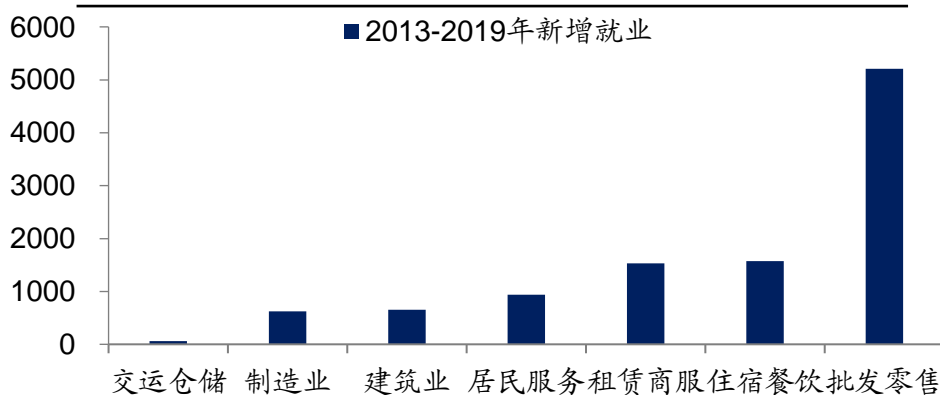
- 从细分行业来看,根据城镇非私营单位就业数据,制造业、建筑业、采矿业、农业的就业在2014-2020年间都是减少的,公共管理、金融、卫生、教育、租赁商服、信息技术、房地产行业的就业是增加的。
- 根据城镇私营和个体户就业数据,制造业、建筑业虽然在2013-2019年间就业有增加,但加上非私营单位的就业减少量,总就业仍是减少的;批发零售、住宿餐饮、租赁服务就业也是增加的,其它服务类行业可能也是增加的。

### 不同行业的城镇非私营单位就业 (万人)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

### 部分行业城镇私营和个体户新增就业 (万人)



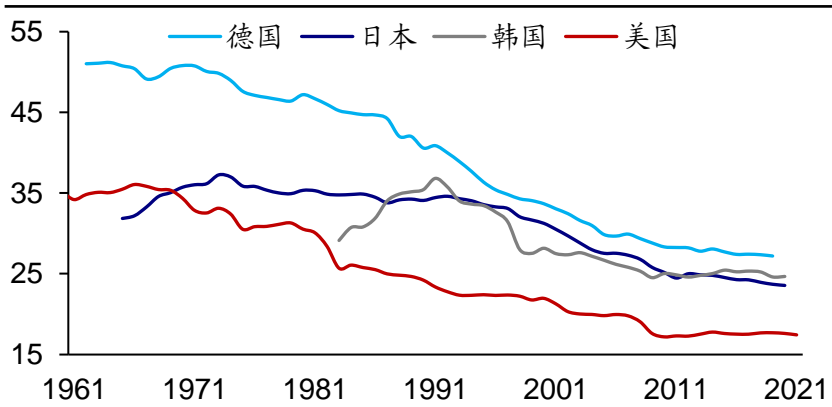
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 海外经验：从工业到服务业

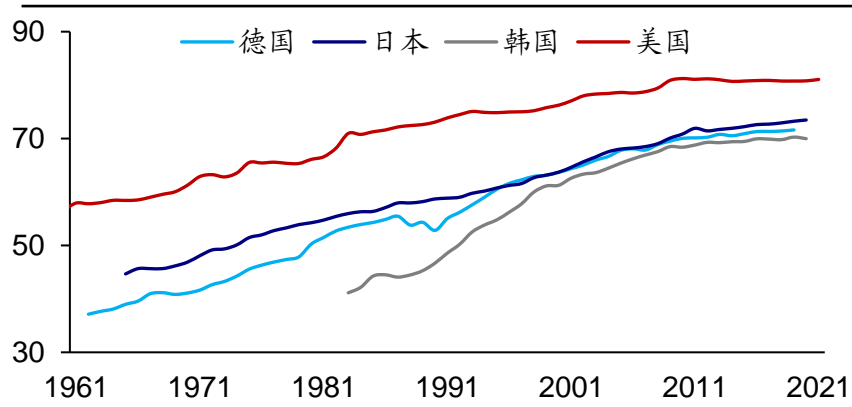
- 我们看下其它经济体的发展经验，工业部门的就业占比也是不断下降的。美国工业部门的就业占比在上个世纪60年代的时候还有36%，而2021年只有17%；德国从1962年的46%降至2019年的28%；日本在1973年攀升至最高点时的37%，之后就缓慢下降，90年代中期后降速开始加快，2020年只有23%；韩国在1991年达到最高点时的37%，2020年只有25%。
- 与工业就业占比下降相对应的是，服务业就业占比的大幅提升。截至2020年，美国服务业就业占比为81%，德国为71%，日本为74%，韩国为70%。我国2021年服务业就业占比还不到50%，其实还存在一定的提升空间。

## 主要经济体工业部门就业人数占比 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

## 主要经济体服务业就业人数占比 (%)



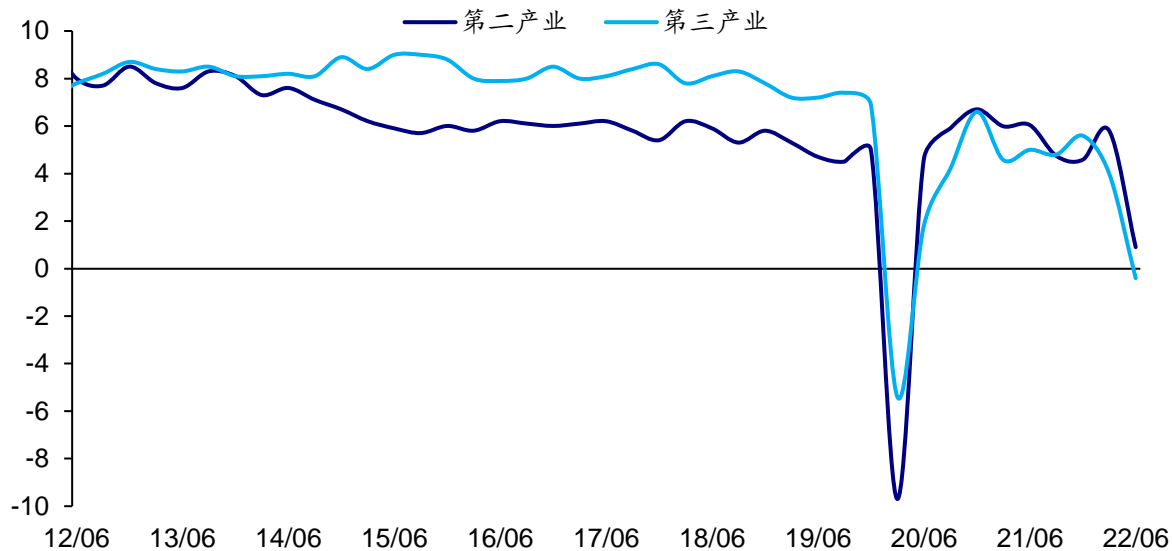
资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 服务业受到短期冲击，政策调整可期

- 自2020年以来，服务业受到的冲击较大，尤其是房地产、互联网、租赁和商务服务、住宿餐饮、批发零售等行业，增速出现明显下降。
- 我们认为，政策在支持制造业转型升级的同时，也应继续关注服务业的发展，优化服务业的结构布局。
- 尤其是互联网的政策已经更加强调发展，更多的服务业政策支持，或许值得慢慢期待。

## 我国第二、三产业GDP同比增速 (%)



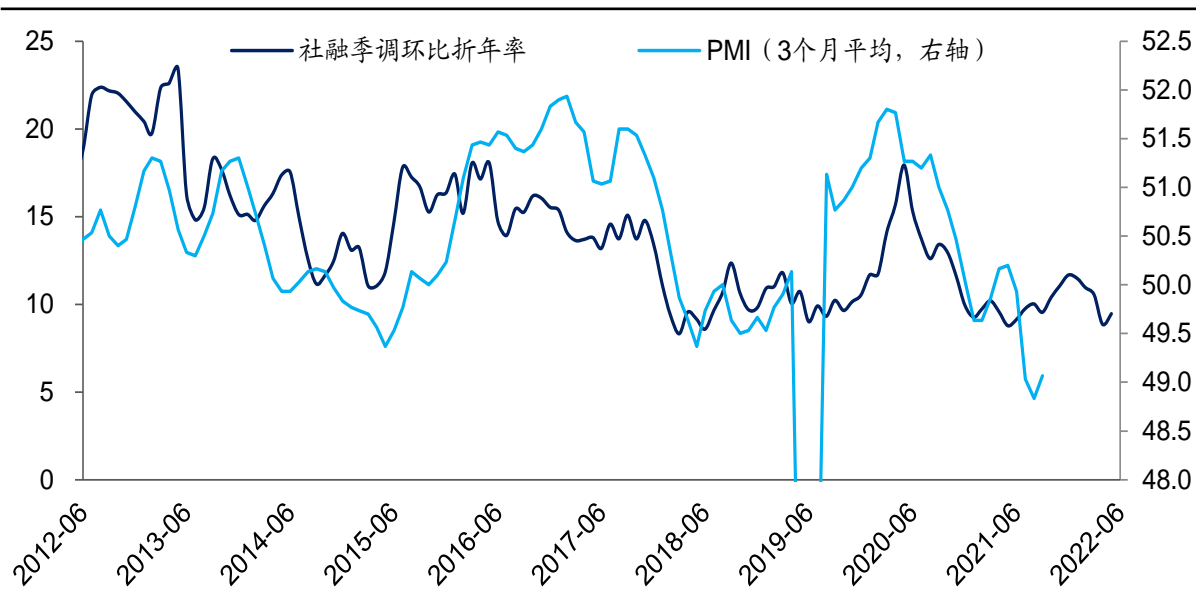
资料来源: WIND, 海通证券研究所, 2021年增速为两年平均值

1. 长期增长：人口是关键
2. 短期波动：债务的繁荣
3. 贫富分化：百年的变局
4. 资产配置：与纸币赛跑

# 融资指标领先经济指标

- 过去十多年，融资往往领先经济2-3个季度。

### 社融增速和PMI指数 (%)



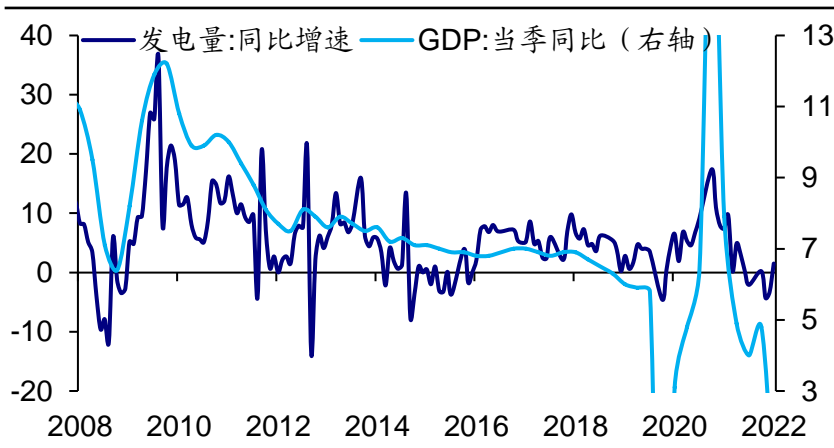
资料来源：CEIC，海通证券研究所，注：PMI数据为滞后6个月



# 政策一直发力，逆周期稳增长

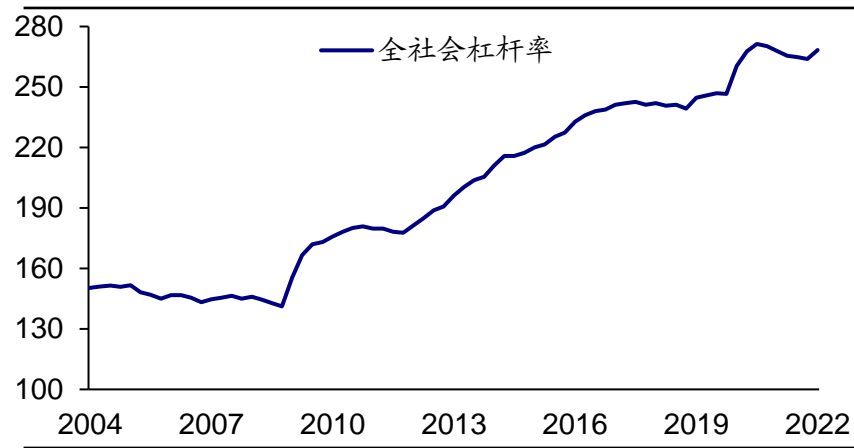
- 经济潜在增速下滑时，需求端刺激总是发力，货币、财政、地产刺激不断，全球均是如此（日本、美国）。
- 需求政策刺激仅能短期推升经济，但债务风险也会增大，刺激减弱后，经济会再度回落。
- 杠杆率的上升是潜在增速下行、需求刺激的集中体现，例如房地产、基建的固定资产投资，投资回报率偏低，只能短期推升GDP，却不能持续创造GDP。

## 过去十年三轮经济小周期 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

## 我国全社会杠杆率水平 (%)



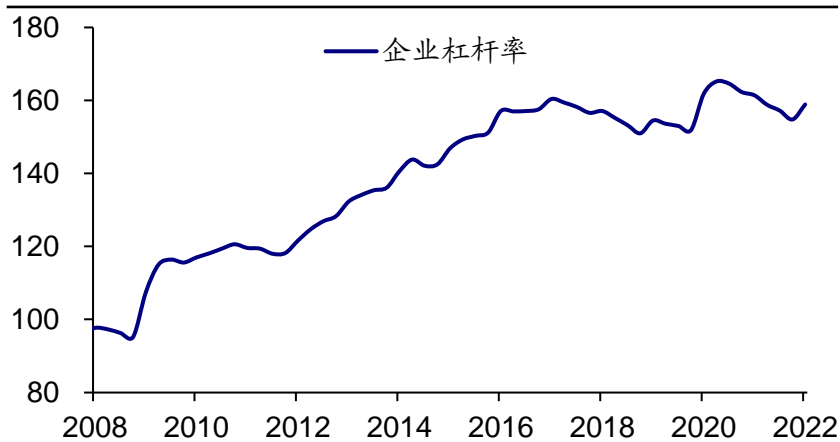
资料来源: WIND, 海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 企业杠杆偏高

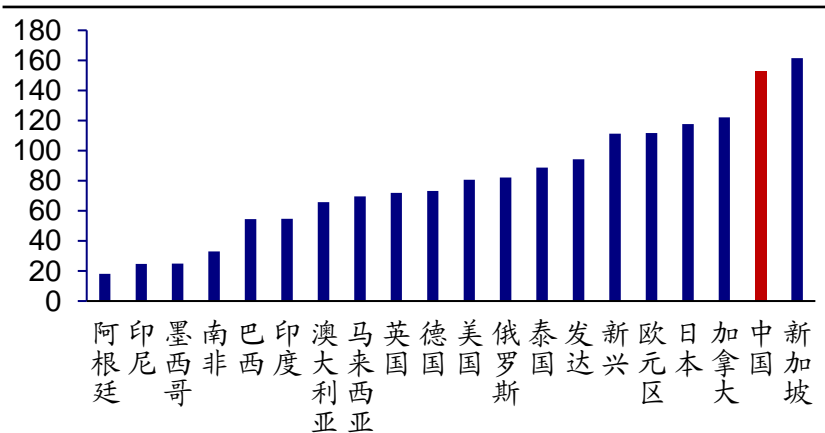
- 我国非金融企业部门的杠杆率在全球偏高；我们认为，该去杠杆的国企债务居高不下，中下游民企债务加重。

### 中国非金融企业部门杠杆率水平 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

### 全球非金融企业杠杆率 (截至2021年, %)



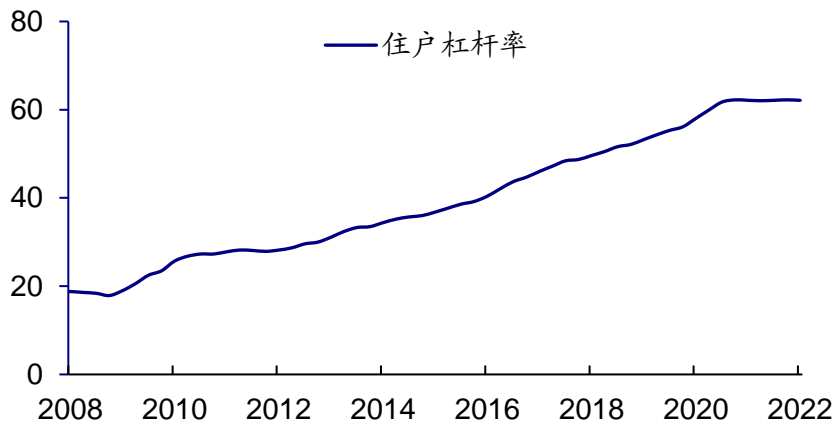
资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 居民杠杆已至高位，政府债务责任难分

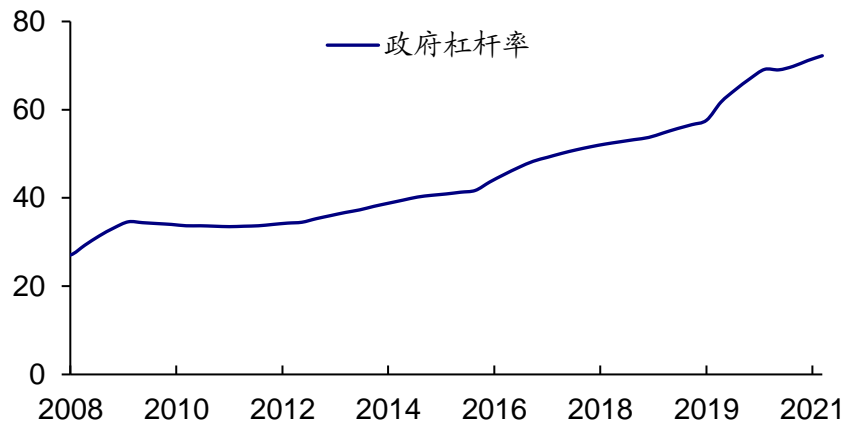
- 我国居民杠杆率飙升也是开始于2008年刺激房地产的时候。根据我们的测算，考虑隐性负债后的政府部门债务率已经突破90%（2021年），远高于60%的警戒线水平，但和欧美等发达经济体比还相对较低。政府杠杆的问题主要是责任不清晰，本质上还是一个财政的问题，如果责任分清、预算管理规范后，政府其实还有一定的加杠杆空间。

## 住户部门杠杆率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

## 政府部门杠杆率 (%)



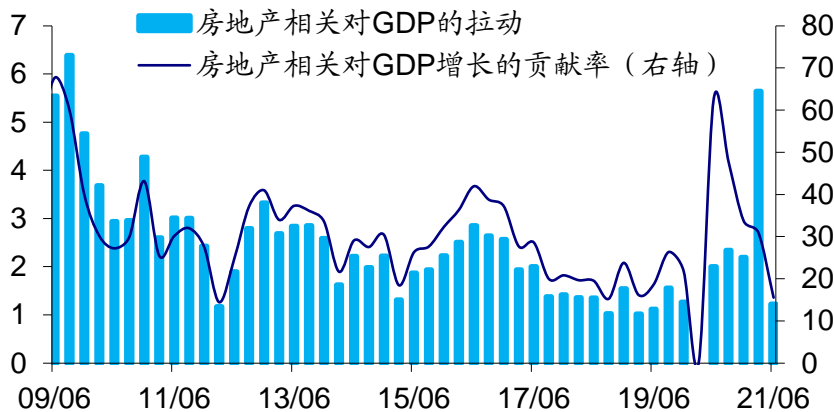
资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 另一短期经济因素：房地产

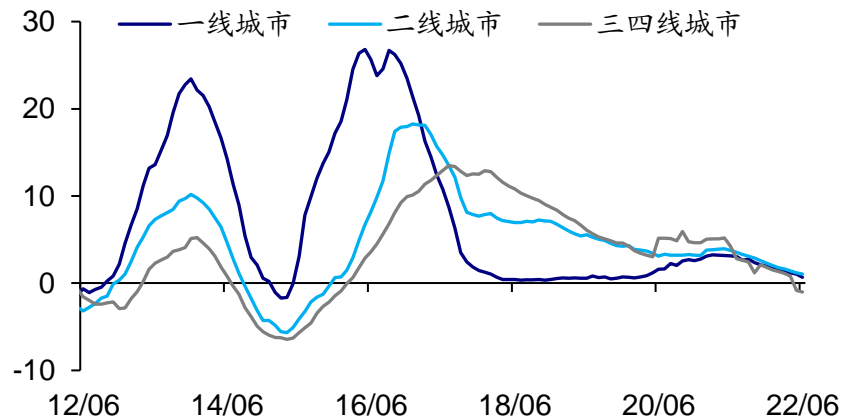
- **收入效应**：根据我们的测算，每1单位的房地产行业的GDP增长，能够合计拉动1.6单位的其他行业的GDP增长。过去十多年里，我国1/3左右的经济增长，是由房地产直接或者间接拉动起来的。
- 所以我国居民的工资收入很大程度上也依赖于房地产经济的发展，房地产经济回落，会导致居民收入增长放缓，通过收入效应拖累消费。

## 我国房地产对经济的拉动作用 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

## 我国百城住宅价格指数同比增速 (%)



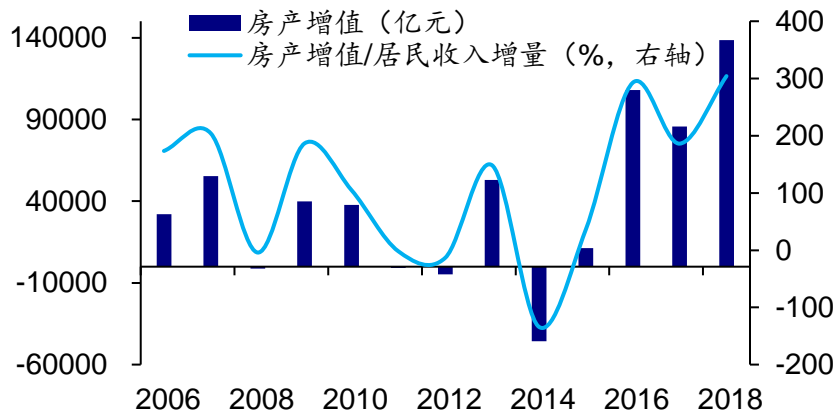
资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 六成配在地产，财富效应明显

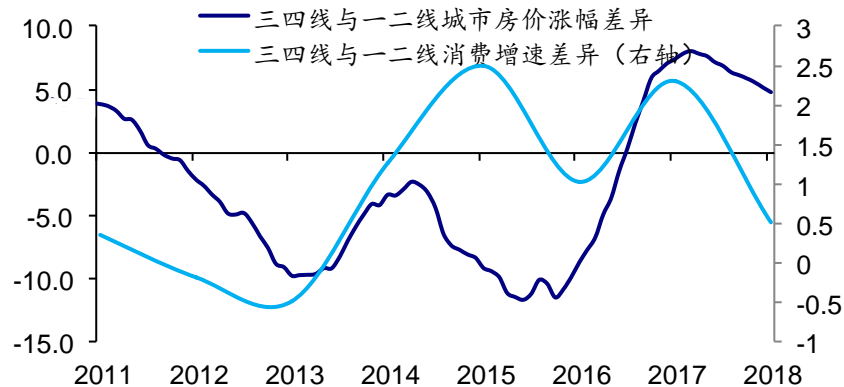
- **财富效应：**我国居民有六成以上的资产，直接或者间接配置在了房地产相关领域。2017年房价上涨导致存量房产增值9万亿以上，2018年高达14万亿，都是当年居民收入增长的2-3倍。房价涨跌带来的财富“幻觉”大小，对消费有重要影响。我们发现房价表现好的城市，消费也表现好；房价差的城市消费也较差。

## 我国居民房地产的财富效应



资料来源：WIND，海通证券研究所

## 我国大小城市房价差异与消费差异 (%)



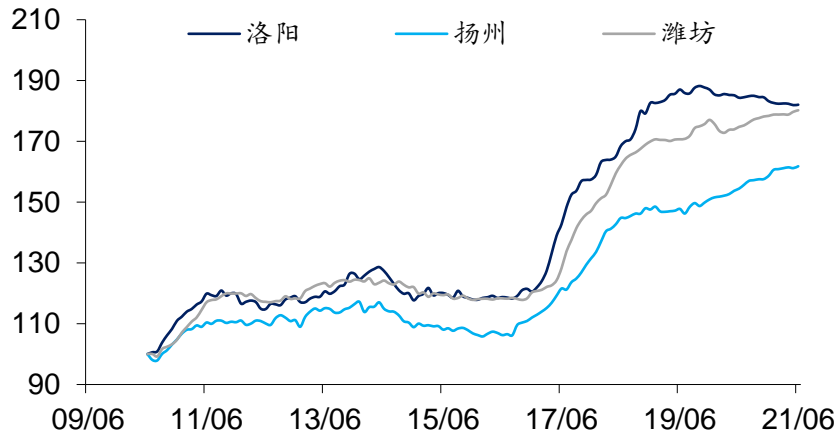
资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 中小城市：2016年之前波动较小

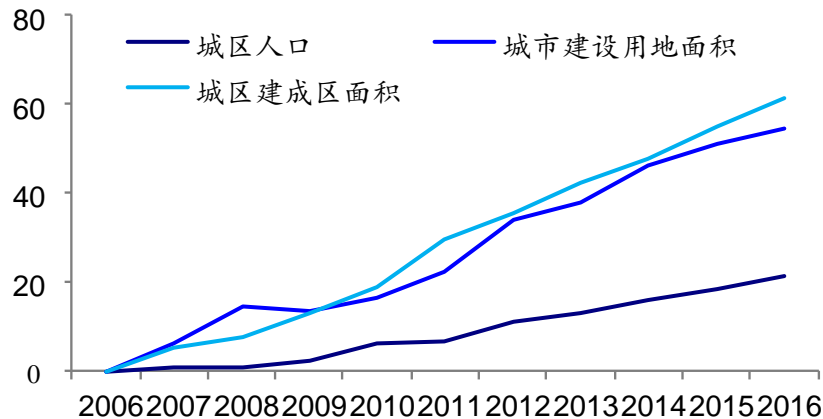
- 其实绝大部分中小城市房价在2010-2016年间波动较小，需求增加同时，供给也增加。各地都在做新城开发。
- 根据经济学家陆铭的测算，全国共有**3000**个广义新城或新区，在所统计的大约**500**个新城中，规划了接近**2亿**的人口，那么全国的新城约能容纳**12亿人**。而且大部分新城距离老城区25公里以上，而中国绝大部分城市半径不足10公里，上海中心城区只有15-20公里。
- **2016**年以来这些城市房价全部开启大涨模式。

## 洛阳、潍坊、扬州房价指数走势



资料来源：WIND，海通证券研究所

## 2006年以来城市面积和人口累计增幅 (%)



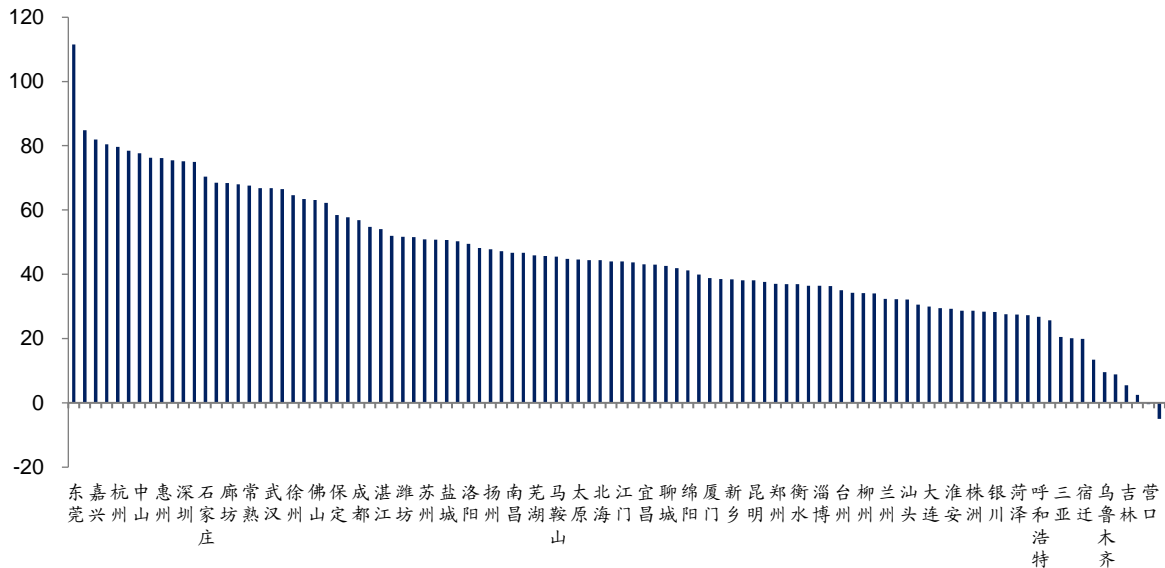
资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 各线城市房价：15-18年全面上涨

- 2015年3月至2019年12月房价涨幅最大的城市并不是一线大城市，而是东莞市，昆山、廊坊、珠海、惠州、保定、佛山、嘉兴的房价涨幅均超过50%；
- 合肥、南京、海口、武汉等在二线城市中房价涨幅靠前。

2015年3月以来涨幅较大城市的房价涨幅（%，百城数据）

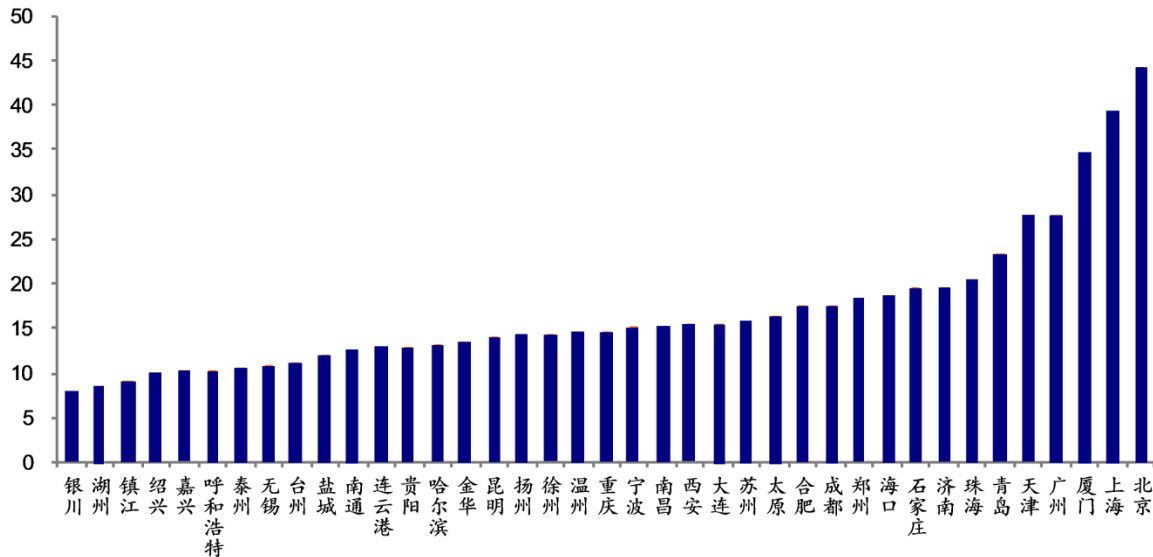


资料来源：WIND，海通证券研究所，注：2015年3月至2019年12月期间

# 房价收入比偏高

- 全球绝大部分国家的房价收入比都在15倍以下，而当前我国绝大部分城市的房价收入比都超过了15倍。这意味着绝大部分城市的居民即使将全部收入都用来买房，至少也需要15年时间，如果日常开销花去一半，那就需要30年才能买房。
- 依靠“六个钱包”买房。

## 主要城市房价收入比（年）



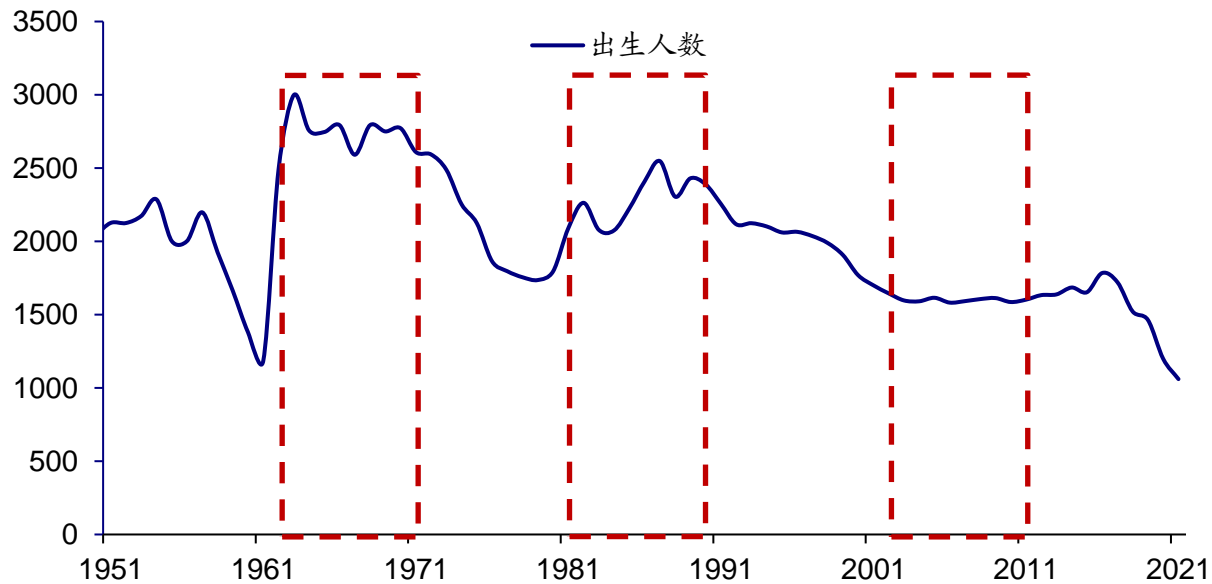
资料来源：WIND，海通证券研究所，数据为2019年



# “六个钱包”：养老资产

- 中国有父母帮助子女买房的习俗。但从经济学上来分析，父母帮助子女买房是一种储蓄，也是子女面临的“隐性”负债，因为子女有赡养老人的义务。
- 未来十年，第一代“婴儿潮”会加速退休，这是未来要面对的问题。

我国每年新出生人口数量（万人）

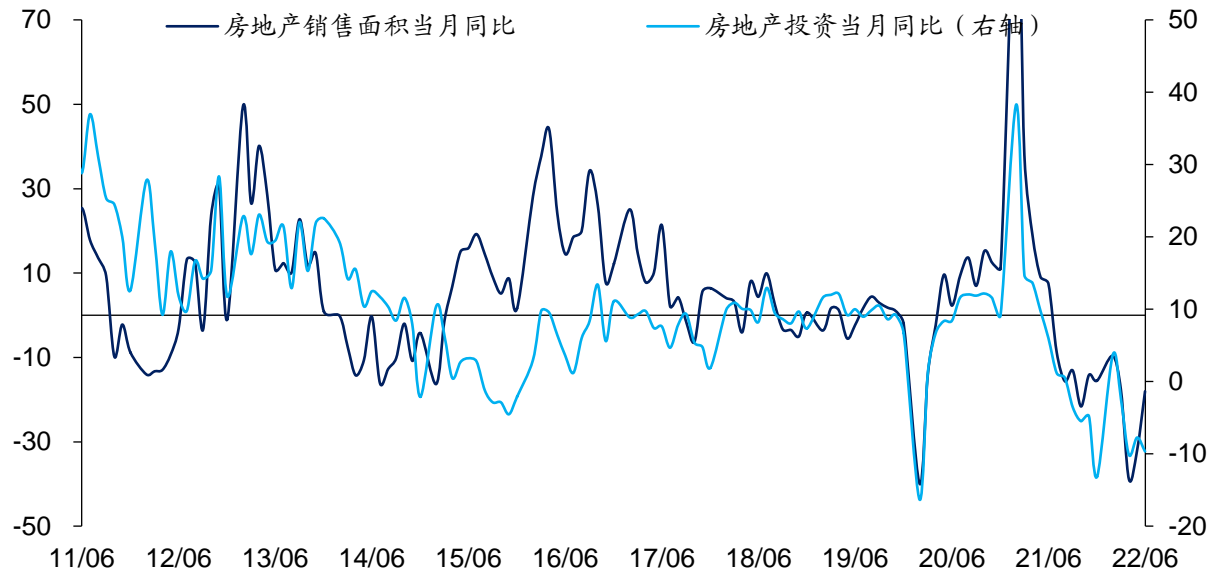


资料来源：WIND，海通证券研究所

# 2018年之后：进入消化泡沫阶段

- 从2018年下半年开始，随着刺激政策退出，小城市房地产市场就开启了消化泡沫的过程。在2020年货币相对宽松的情况下，主要是大中型城市房地产市场的回暖，小城市改善有限。
- 房地产面临需求不足的问题，但供给端也存在压力，房企债务问题也会影响整体房地产市场。

### 房地产销售和 investment 同比增速 (%)



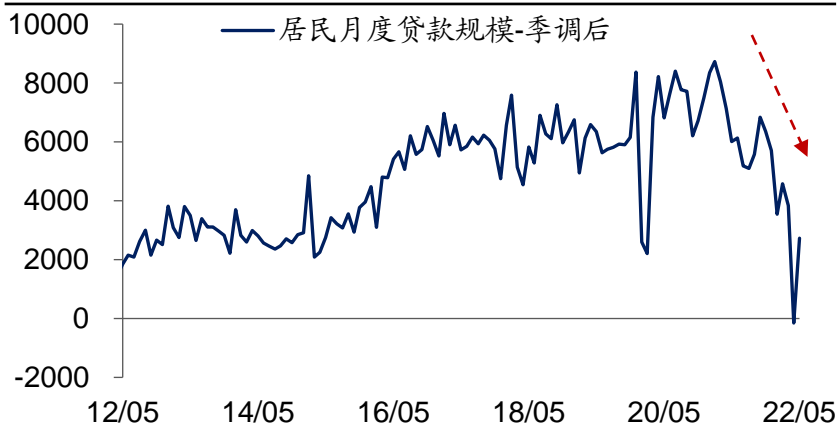
资料来源：CEIC，海通证券研究所

# 新冠疫情：短期内加快了房地产市场的出清



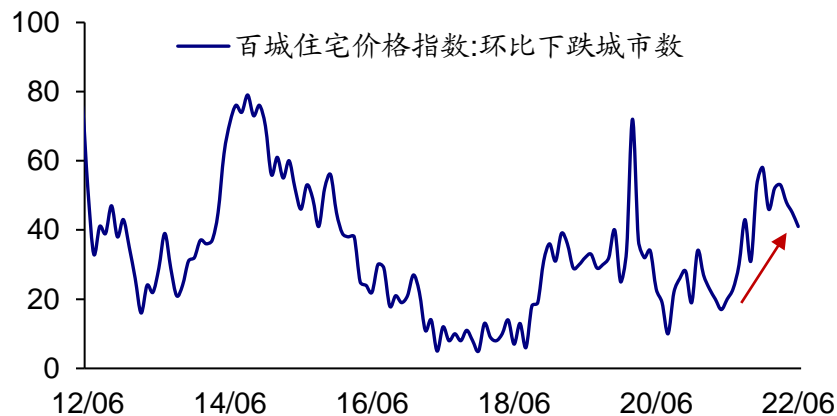
- 疫情直接影响房地产经济活动的开展。
- 间接影响居民收入和房价预期。

## 季调后的居民贷款月度规模 (亿人民币)



资料来源：WIND，海通证券研究所

## 百城住宅价格指数:环比下跌城市数 (个)



资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 居民杠杆是阶段性风险，房企杠杆是风险所在



- 断供问题缘起于房企的债务问题
- 保交付是底线，断供或是阶段性风险。
- 风险在于长期慢慢消化债务风险。

## 不同情形下的房地产项目压力测试

假设：新房平均首付比例按照**40%**，房价中建安成本占比**40%**，交房期限为**3年**

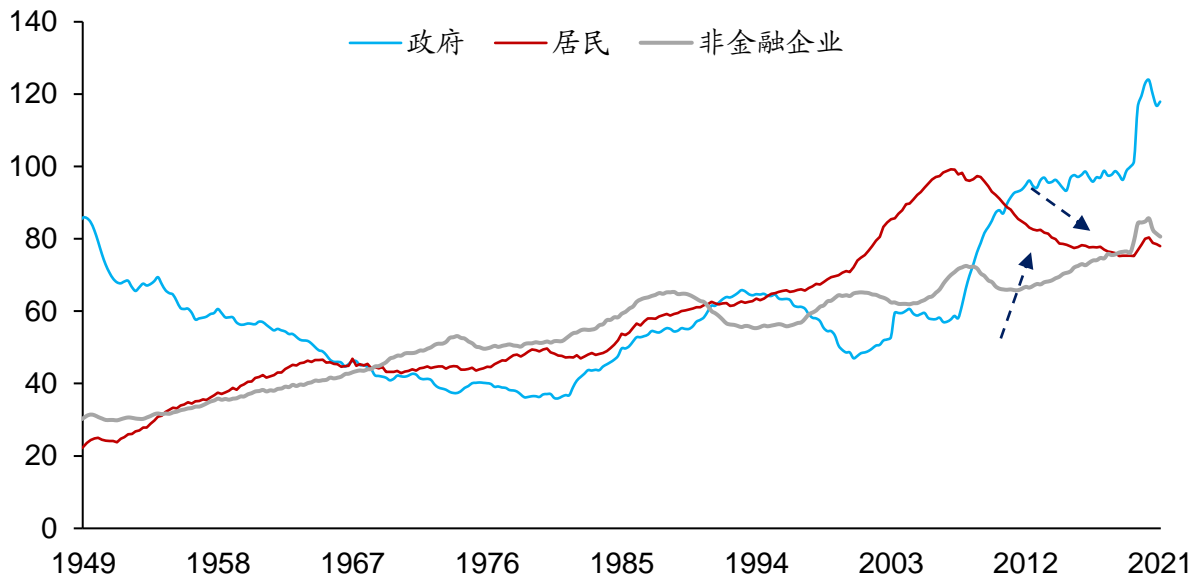
问题比例	问题项目涉及的银行贷款（万亿）	完成交付需要的建安资金（万亿）
10%	2.46	1.64
20%	4.92	3.28
40%	9.84	6.56

资料来源：WIND，海通证券研究所测算

# 美国去杠杆模式：快速出清模式

- 面对房地产泡沫，美国2007年后采取了快速出清的模式，居民、企业大量违约，债务减记，政府大幅加杠杆、托底经济，之后开启再通胀，美国经济从2012年开始恢复。

美国各部门杠杆率变化(%)

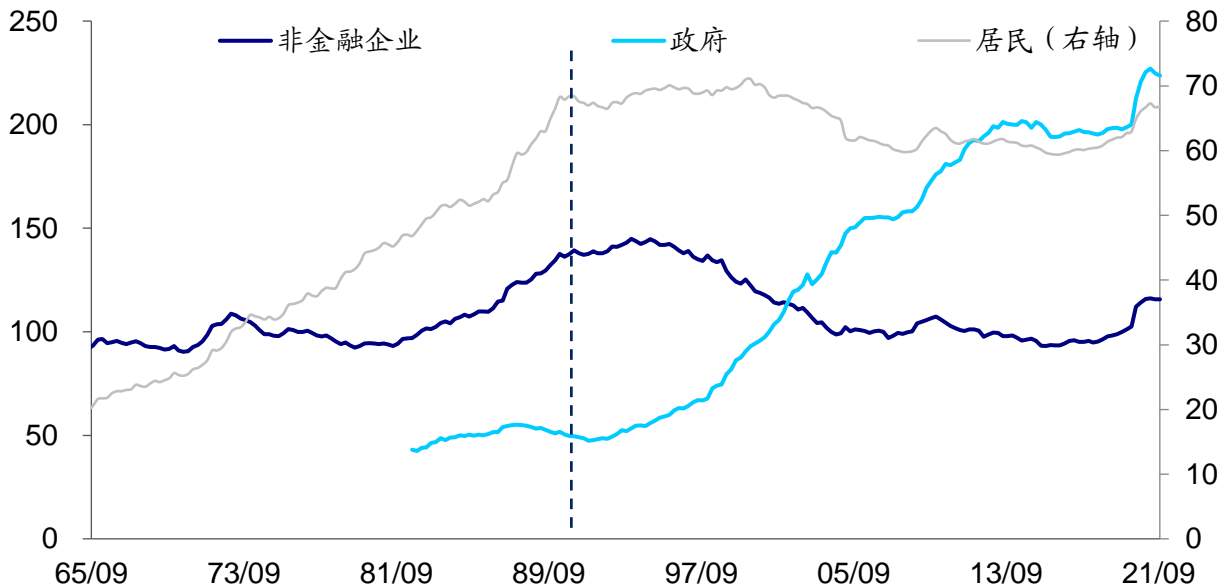


资料来源：WIND，海通证券研究所

# 日本去杠杆模式：缓慢消化

- 日本的房价从1991年开始暴跌，整个90年代都非常低迷状态。
- 但在房地产泡沫破灭期间，日本居民、企业杠杆率的下滑是很小的，这是因为日本没有进行大量快速的债务减记，而是让实体慢慢消化债务压力。日本经济增速也一直比较低迷。

日本各部门杠杆率变化 (%)

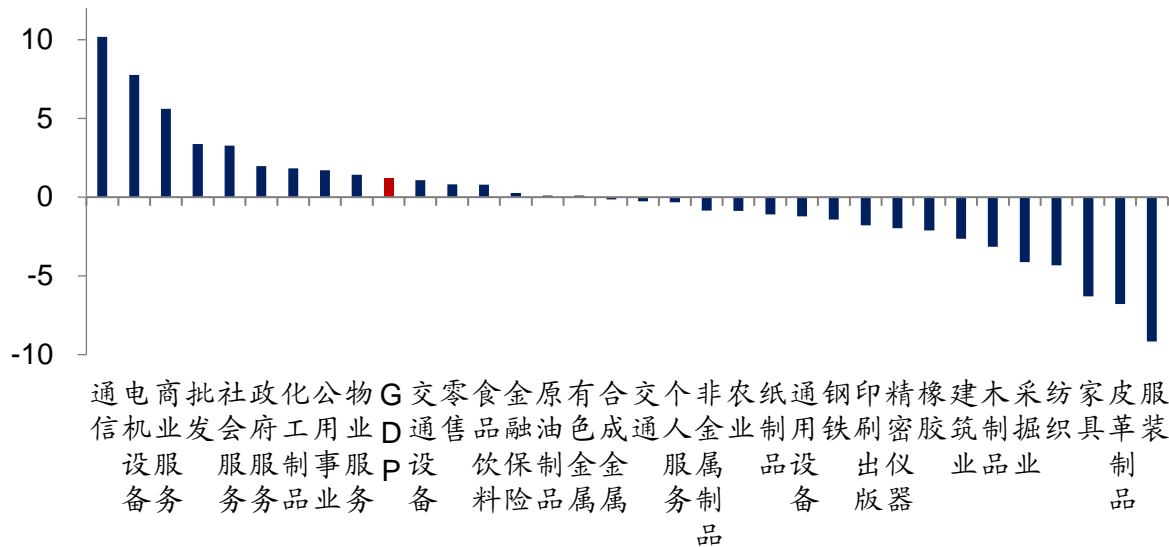


资料来源：WIND，海通证券研究所

# 淡化总量，关注结构机会

- 从1990年到2000年，日本平均经济增速为1.2%，与房地产相关的家具、采掘、木制品、建筑业、钢铁等行业都出现负增长。与此同时，通信、电机设备、化学化工增长较快，商业服务、社会服务、政府服务、物业服务增长相对较快。这说明，在告别高增长模式后，经济必须转型。

日本1990-2000年各行业增加值平均增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

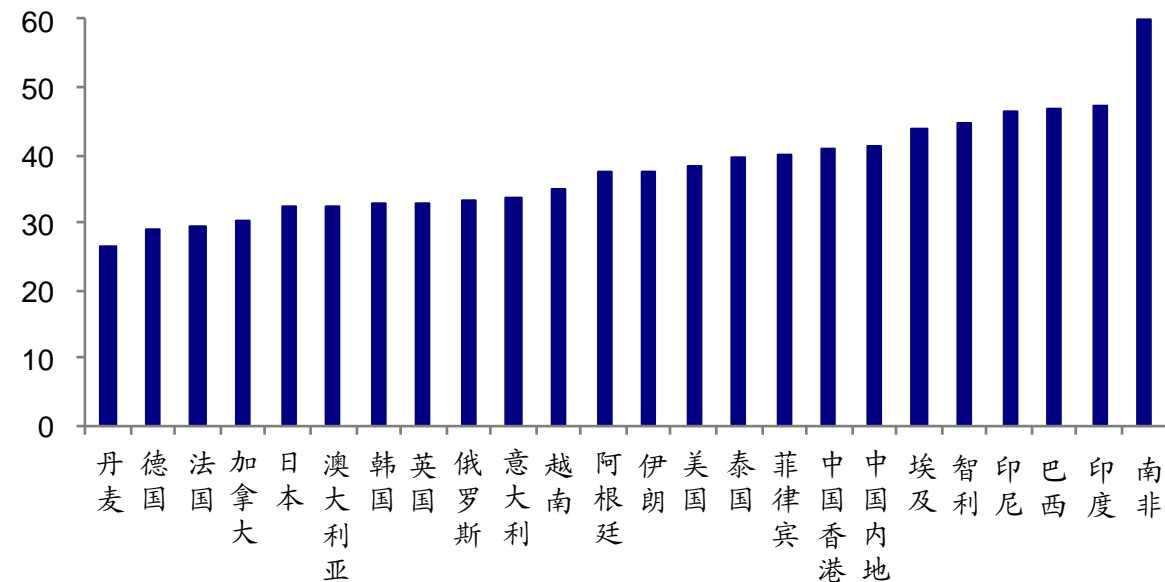
1. 长期增长：人口是关键
2. 短期波动：债务的繁荣
3. 贫富分化：百年的变局
4. 资产配置：与纸币赛跑



# 主要经济体普遍面临贫富分化

- 根据Harvard SWIID项目的测算数据，主要经济体居民可支配收入之间的分化非常大。基尼系数为0表示绝对平均，为1表示绝对不平均。
- 当前主要经济体的收入基尼系数基本都在0.3以上，都属于中等以上级别的贫富分化。南非接近0.6，印度、巴西、印尼、智利、埃及等都在0.4以上，属于贫富极其分化的状态。

主要经济体可支配收入的基尼系数 (%)

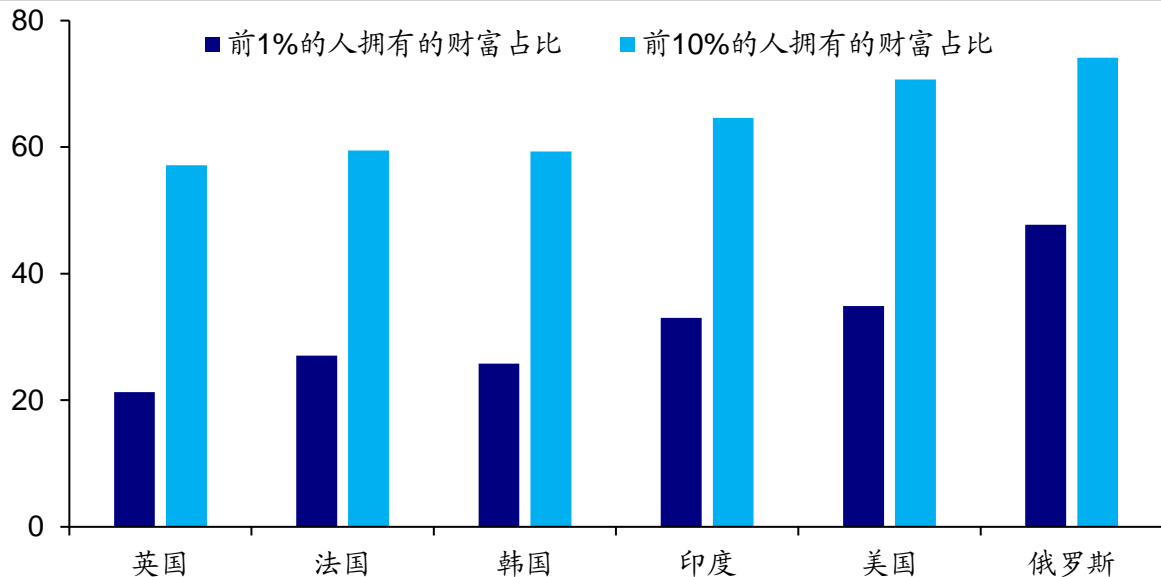


资料来源：SWIID，海通证券研究所，数据为2012年

# 与收入分化相比，财富的分化影响更大

- 收入分化的影响还没那么大，毕竟从量级上来讲，收入相比财富要小的多，全球居民财富的分化更大。根据Piketty and Saez项目的专业测算，主要经济体中，财富前1%的居民，持有的财富占社会总财富的比重都在20%以上，俄罗斯高达43%，美国高达39%，印度31%；前10%的居民持有的财富占比都在50%以上，俄罗斯、美国都在70%以上，韩国、印度也都在60%以上。

主要经济体前1%和10%的居民持有的财富占比（截至2021年，%）

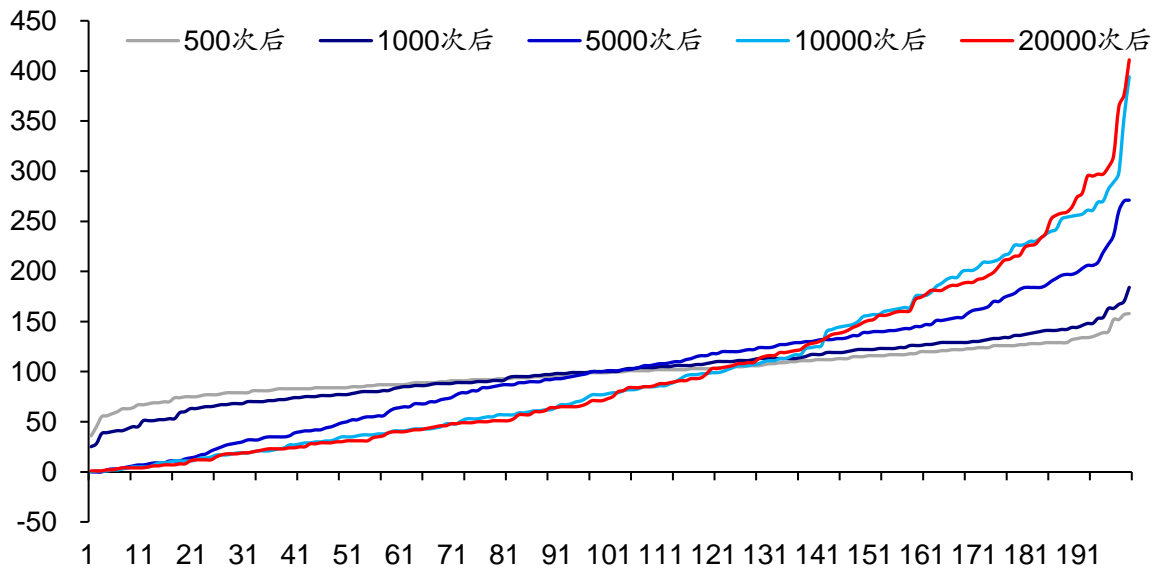


资料来源：World Inequality Database，海通证券研究所

# 原因一：公平的规则，不公平的结果

- 用一个游戏模拟市场交易：假定总共有200个人参与这个游戏，每个人的初始财富值都是100元，绝对的平均分布。在每一轮游戏中，每个人将自己的1元钱随机送给另一个人，并且每个人获得钱的概率都相同。然后重复这个游戏2万次。
- 结果显示，随着游戏次数的不断增加，财富在人群中的分布越来越不平均。当游戏玩到2万次的时候，财富最多的20%的人占有了接近50%的社会总财富。
- 这种财富集中分布的状况叫做帕累托分布，以著名经济学家帕累托（Vilfredo Pareto）名字命名。早在1896年帕累托就指出，意大利20%人口拥有了80%土地。

游戏进行不同次数后的财富分布情况（元）

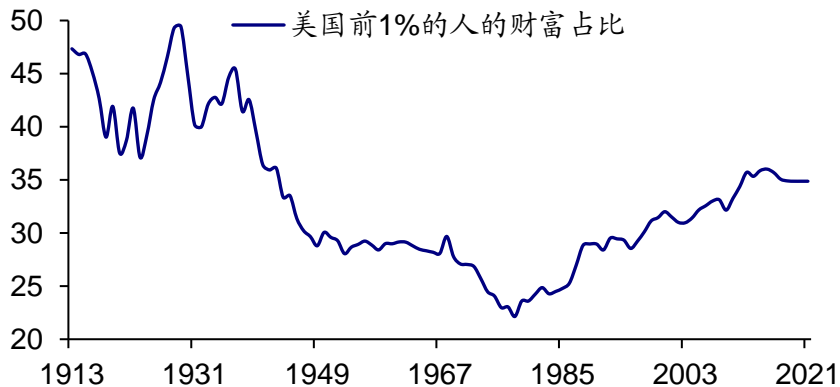


资料来源：海通证券研究所测算

# 市场化？全球化？公平和效率的平衡

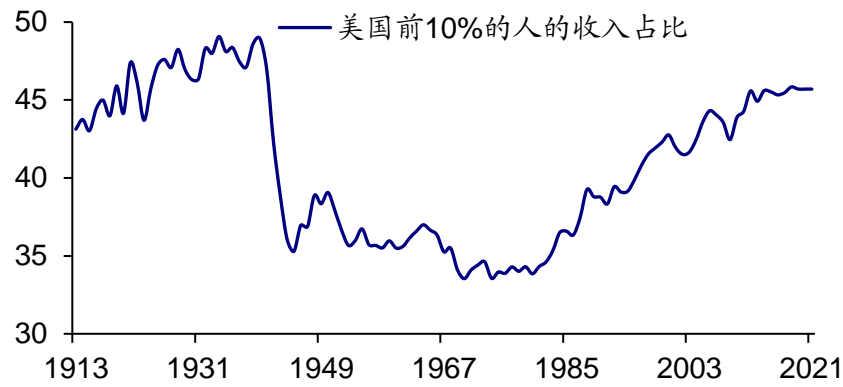
- 随着经济的发展，财富差距往往会扩大。即使经济中每个人获得收入的机会是完全相同的，随着交易次数的增多，最终财富的分布结果也极其不均衡。二战以后，全球经济迎来了平稳增长的环境，市场化和全球化水平的提高，全球财富差距经历了一段时间的小幅回落后，从20世纪70年代也开始大幅攀升。
- 但我们也不能将财富差距扩大视为市场化和全球化的结果，因为市场化程度低的经济体的贫富差距未必就小，很多时候会更大。关键的变量不是市场化和全球化，而是经济增长过程中是否兼顾了公平原则，通过一定措施进行收入和财富的平衡和调整，要在公平和效率之间寻求一个平衡。所以我国新发展理念提出共同富裕。

## 美国前1%的人的财富占比 (%)



资料来源：WID，海通证券研究所

## 美国前10%的人的收入占比 (%)



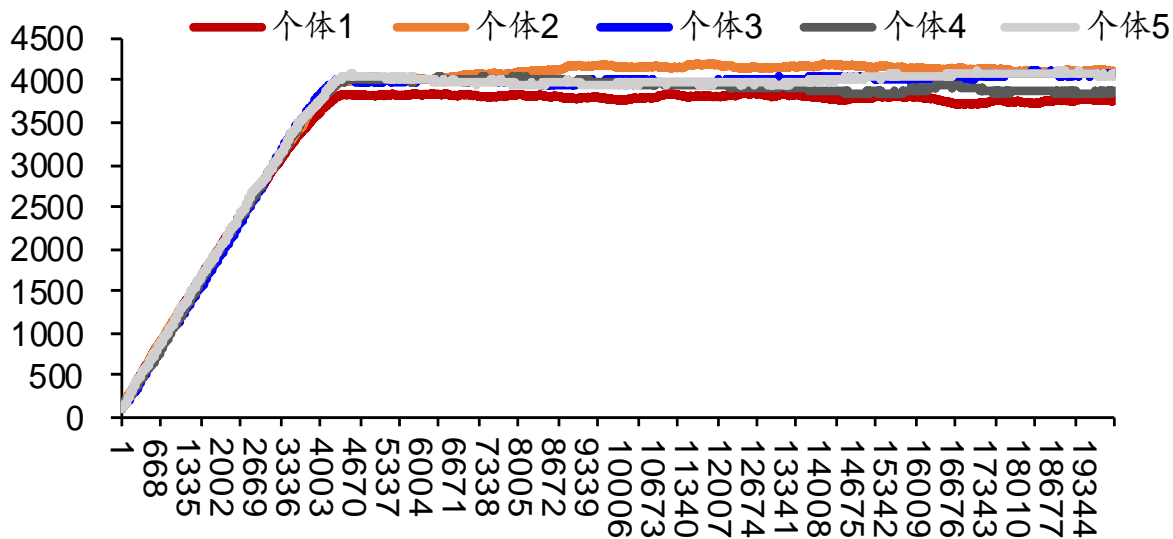
资料来源：WID，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 原因二：机会并不是相同的

- 我们对游戏中的规则稍作修改，假设这200个人中，有5个人在每一轮游戏中获得收入的概率，都比其他人高一倍。
- 结果显示，经过**4000**轮游戏以后，几乎所有的筹码都集中到了这**5**个人手中。说明如果提高一部分人获取收入的概率，财富会更集中。
- 经济增长过程中，每个人获得收入的机会并不是完全相同的，这也会加剧贫富分化。这种获得收入的机会的差别，可能来自个人能力和努力程度的差异，也可能是来自社会资源的差异。

提高个体获取收入概率后的财富变化情况（元）



资料来源：海通证券研究所测算

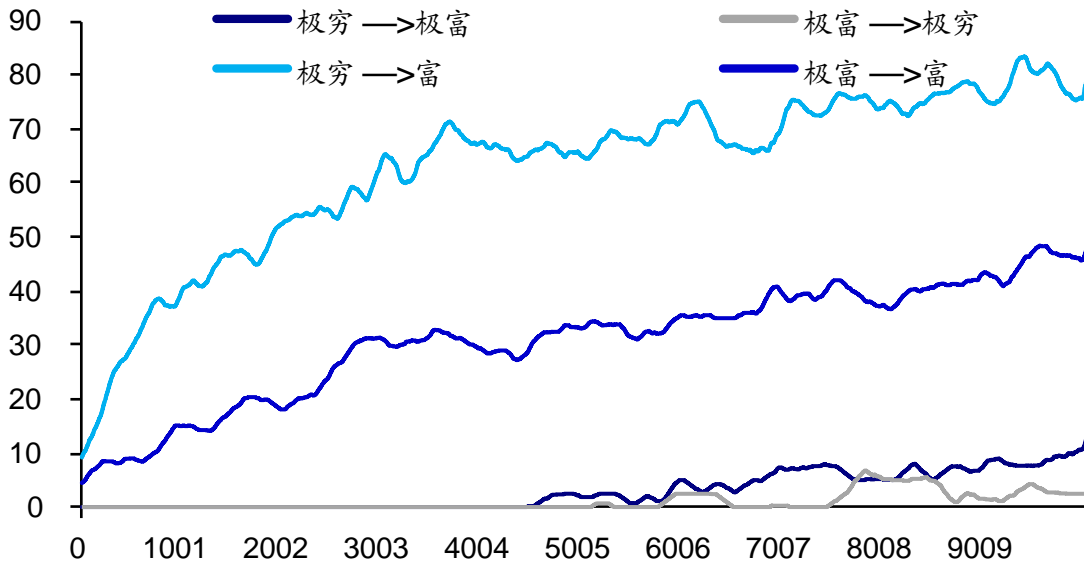
# 身份性地主 VS 非身份性地主

- 所以从概率学上来分析，富人往往有几种：可以是极其幸运的人；也可以是非常努力或非常聪明的人；还可以是非常有资源的人。
- 我国封建社会的地主大致可以分为两类，这两类是完全不同的。一类是身份性地主，比如官吏享有很多特权，或者经过分封成为的地主。另一类是非身份性地主，没有特权，但由于善于经商或者务农，每年收入除了自身消费外还能有剩余，而自汉武帝以后整体实行“重农抑商”的政策，这些“富余”的农民能够投资的商业资产很有限，就逐渐将财富投资到土地上，久而久之就成了地主。而生产力较低或“入不敷出”的农民逐渐丧失了土地，成为了“佃农”。地主和佃农的分化，其实放在不同国别、不同时代的情形下，都是成立的。

# 原因三：财富的路径依赖

- 假定每个人的初始财富是不一样的，但每一轮获得收入的机会是均等的。结果显示，经过若干轮游戏，财富多少的高低变化并不是特别大。

游戏进行不同次数后的财富结构变化 (%)

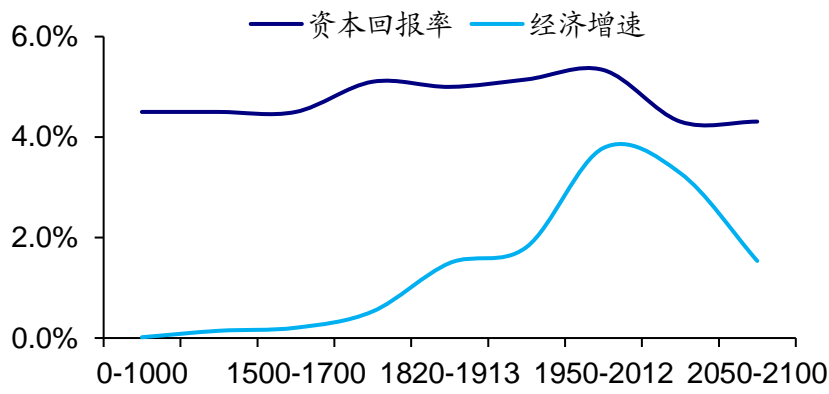


资料来源：海通证券研究所测算

# 21世纪资本论：资本的回报高于劳动

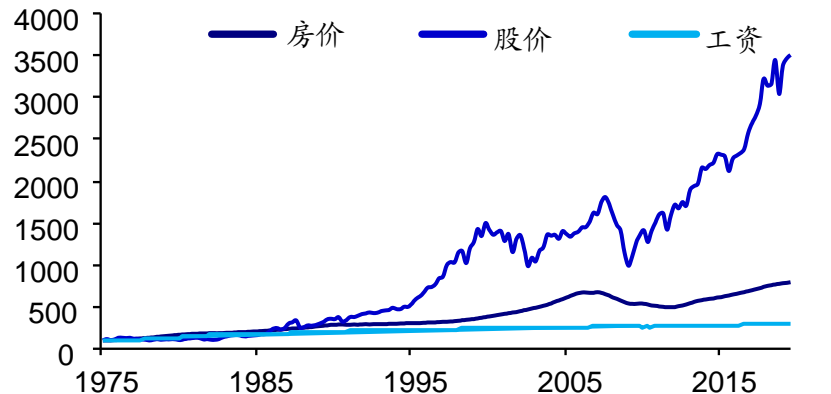
- 现实中有很多因素会强化贫富差距的惯性。比如Thomas Piketty在《21世纪资本论》中指出，资本回报率总是倾向于高于经济增长率，导致资本所有者获得的收入比劳动者获得的收入要多很多。也就是说，如果原始财富不一样，每一期获得收入的机会也是不一样的，这是全球贫富差距扩大的重要原因。
- 再比如，70年以来，美国股票和房地产等资产的价格涨幅远远大于工资，资本所有者的资产升值速度比劳动者收入增长快。通俗来说就是，美国富人的财富投资到房产和股票上，升值越来越快，而穷人本身就没有多少财富，享受的财富升值收益很少，而工资的收入也赶不上房价和股价的涨幅。

## 全球资本回报率和经济增速的对比



资料来源：Capital in the 21st Century, 海通证券研究所

## 美国资产价格和工人工资走势 (1974年=100)



资料来源：WID, WIND, 海通证券研究所

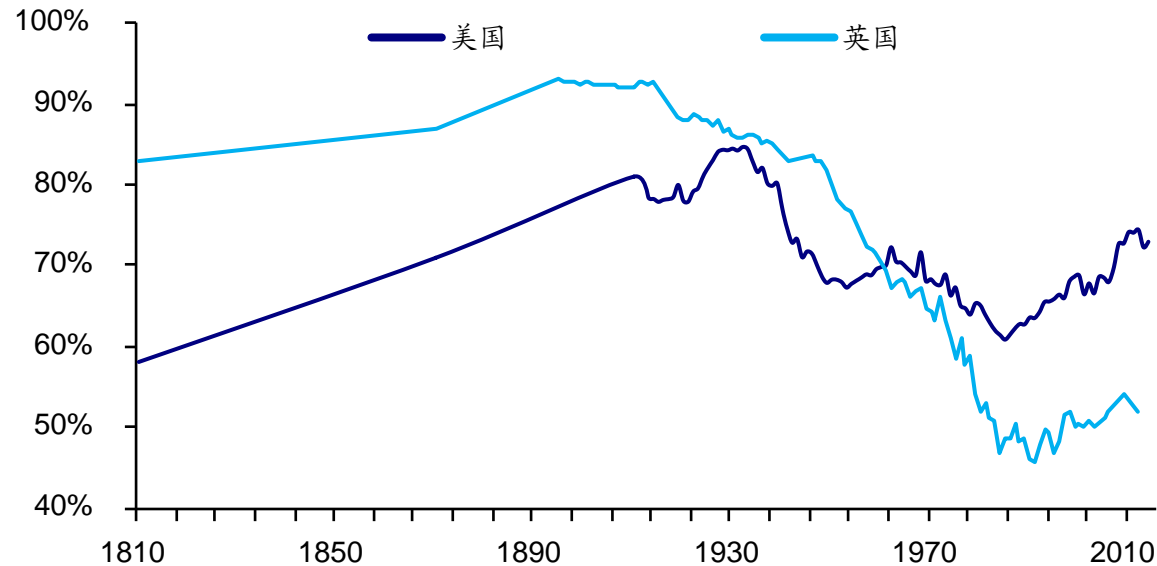
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明



# 历史总是惊人的相似：公平和效率的轮回

- 20世纪初也是全球贫富差距最严重的时期。工业革命后的一百多年时间里，贫富分化也是逐渐加剧的，在20世纪初达到了顶点。
- 之后全球经历了两次世界大战，欧美之间大规模贸易问题，以及发达经济的“大萧条”。经历了财富再平衡、再分配后贫富差距逐渐缩小。
- 而70年代以来，贫富差距问题再度凸显。过去两百多年的时间里，全球经历了经济增长-贫富差距扩大-缩小贫富差距-经济再增长-贫富差距再扩大的循环。

英美前10%的人的财富占比 (%)

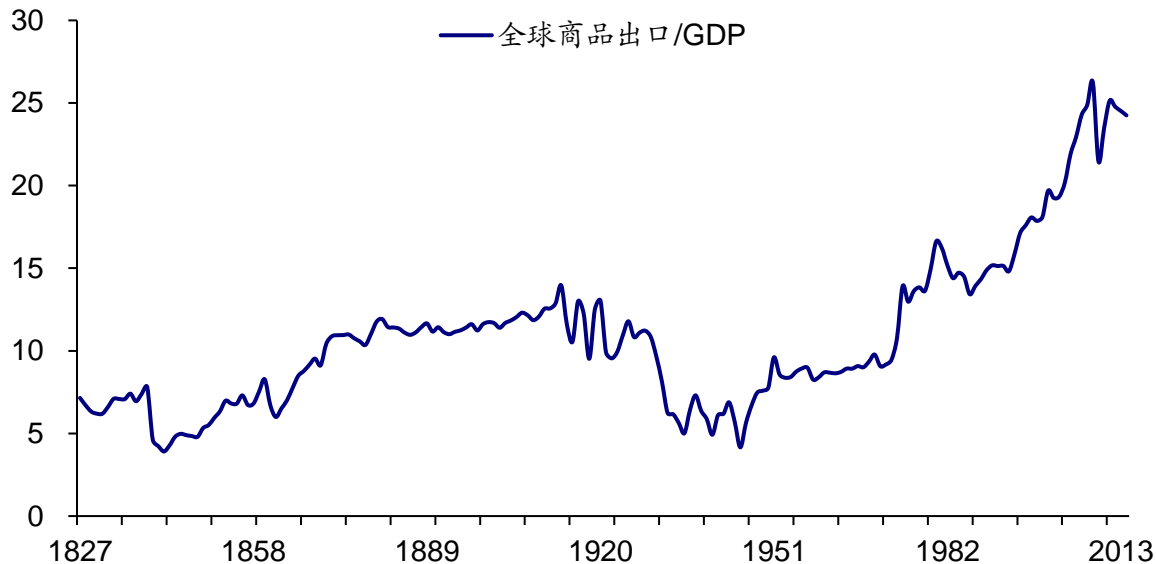


资料来源: *Capital in the 21st Century*, 海通证券研究所

# 全球的百年变局+世界多极化发展

- 贫富差距扩大到一定程度，就会带来内部的不稳定，和内部问题的外溢化。
- 而全球化进程也会面临挑战。过去两百年中，全球化和贫富差距变化的趋势也是一致的。工业革命后，全球化快速提高，之后被一战打破，进入下滑期；二战以后，全球化进程再度开始提升。当前贫富悬殊问题再度困扰各国。
- 全球的百年变局。

全球化的历史循环 (%)



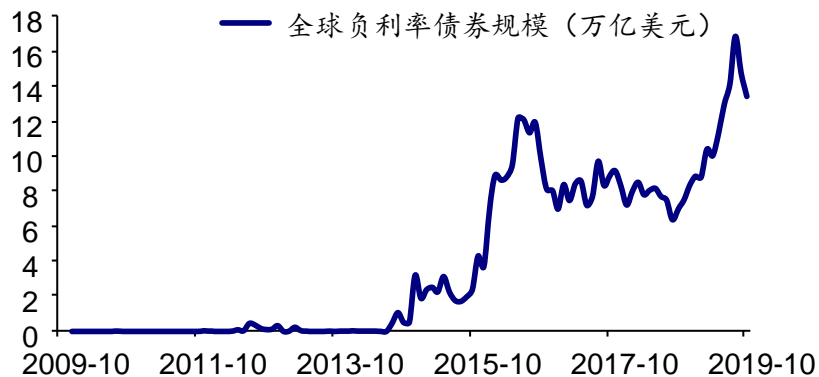
资料来源: Fouquin and Hugot (2016), 海通证券研究所

1. 长期增长：人口是关键
2. 短期波动：债务的繁荣
3. 贫富分化：百年的变局
4. 资产配置：与纸币赛跑

# “纸币”政策被用到了极限

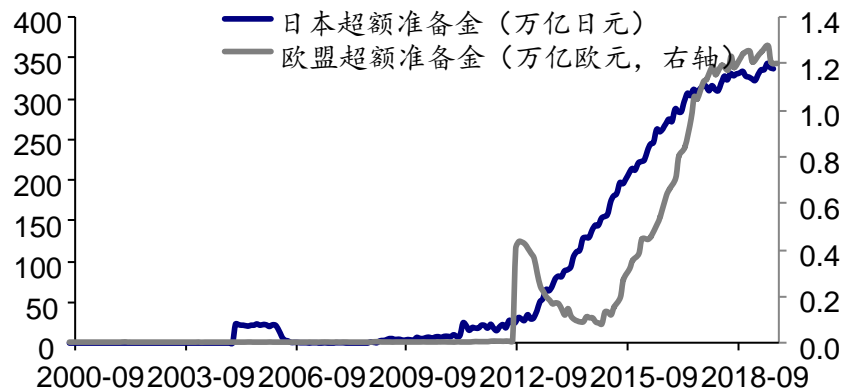
- 从宏观维度看，要理解过去和未来的大类资产配置，就必须理解纸币主导的货币政策，尤其是对黄金的理解，至关重要。
- 过去几十年，全球纸币政策几乎演绎到了极致：从正常的利率调控政策到零利率、负利率，甚至再到QE和“直升机撒钱”；各国央行从调控短端利率到调控长端利率，从购买优质资产到购买劣质资产，从有偿借出钱到免费送钱。

## 全球负利率债券的规模



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

## 欧洲和日本银行体系的超额准备金



资料来源：CEIC，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

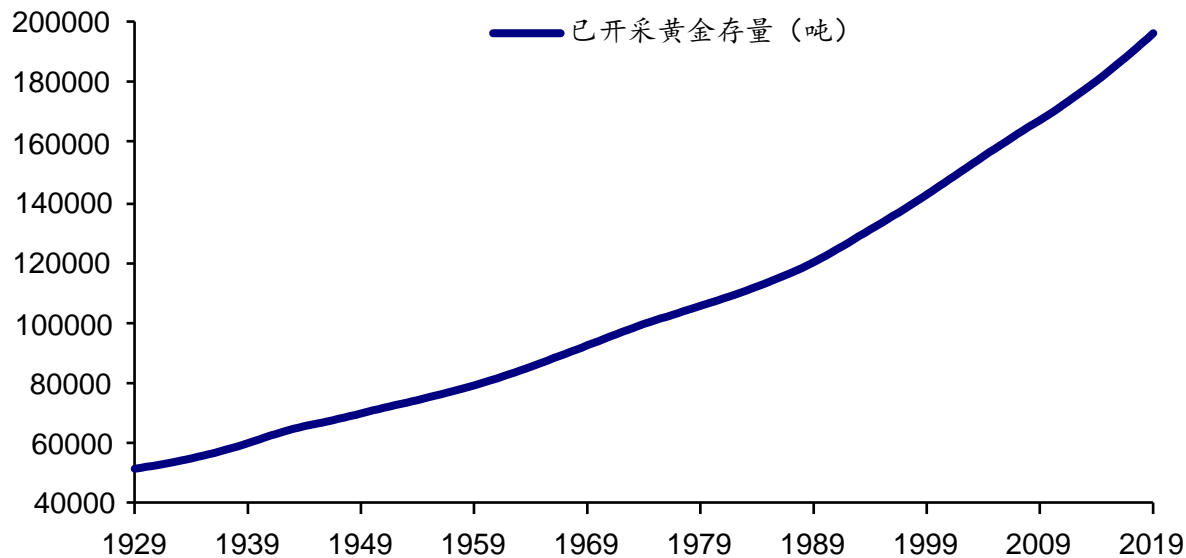
# 而货币的“信誉”：核心在于“稀缺”

- 理论上，任何一种商品都可以成为货币。但是要想成为大家一直公认的货币，最核心的一点就是这种商品必须是稀缺的。比如贝壳、石头、鸟类羽毛等等都曾作为货币被使用过，还有监狱中的香烟、酒、茶叶等也都可以成为货币，归根到底是因为它们在特定时期、特定场合下是稀缺的。但随着人类技术的进步，很多过去稀缺的商品变得不再稀缺，贝壳、石头、鸟类羽毛被大量发现，很难再承担货币的功能。
- 这是因为，当一种商品可以被大量生产出来，那么这种商品作为货币属性的“信誉”就会丧失。比如，最开始人类要找到贝壳很困难，可能需要投入大量的劳动时间，但如果突然到了海边，发现遍地都是贝壳，那谁还会愿意拿自己辛辛苦苦采摘的果实、冒着生命危险获取的猎物，去换取唾手可得的贝壳呢？大家手里原有的贝壳也变得一文不值了。
- 这就是货币贬值带来的财富转移，其实就是钱不值钱了，对该种货币的信誉也会大打折扣。

# 黄金是天然的货币，纸币是人造的货币

- 黄金是大自然中极其稀缺的资源，截至2019年末，已经开采到地面上的黄金总存量有19.7万吨，已经探明的地面下的黄金储量还剩下4.7万吨。
- 在过去的120年里，已经开采出的黄金存量年均增速只有1.5%，即使考虑到技术的进步，过去20年中的黄金存量增速也只有1.6%。
- 所以黄金的稀缺性是大自然保证的，是一种天然的货币。而纸币归根到底是“纸”，是人造的货币，其稀缺性主要靠发行者的“自觉”。

## 已开采黄金存量走势



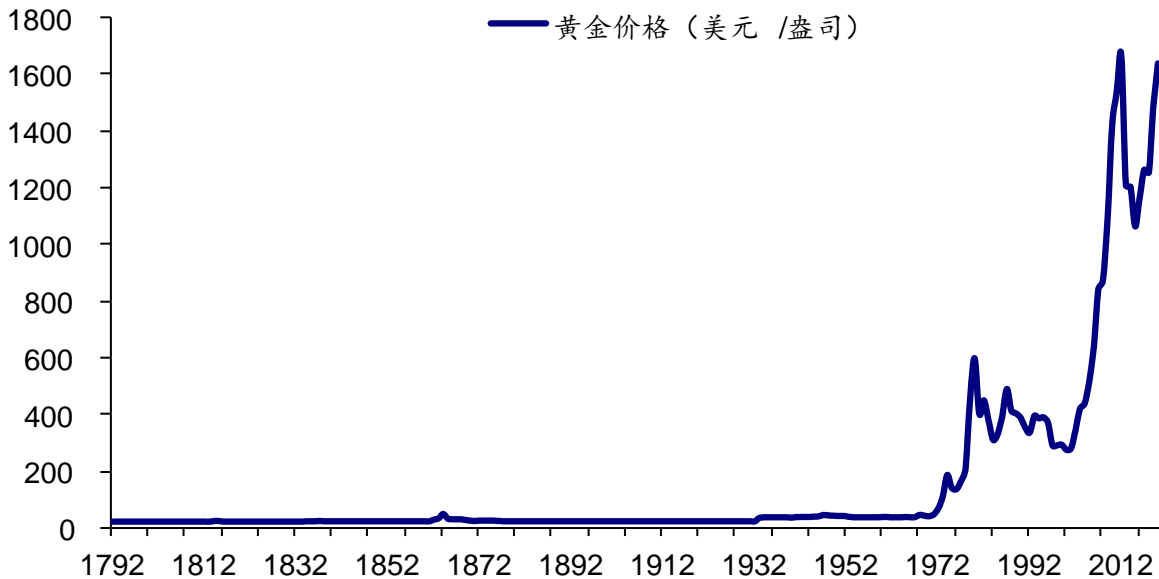
资料来源：世界黄金协会，海通证券研究所

# 黄金价格的“腾飞”，开始于纸币泛滥时代



- 1971年美国停止美元兑换黄金，全球进入了不受控制“印刷”纸币的时代。
- 在1971年之前的180年时间里，黄金价格年化涨幅不到**0.5%**；而从1971年至今的近50年里，年化涨幅达到了**7.6%**。
- 相对而言，从**1971**年至今，美元对黄金贬值了**97%**，果真成了“纸币”。

## 200多年黄金价格走势



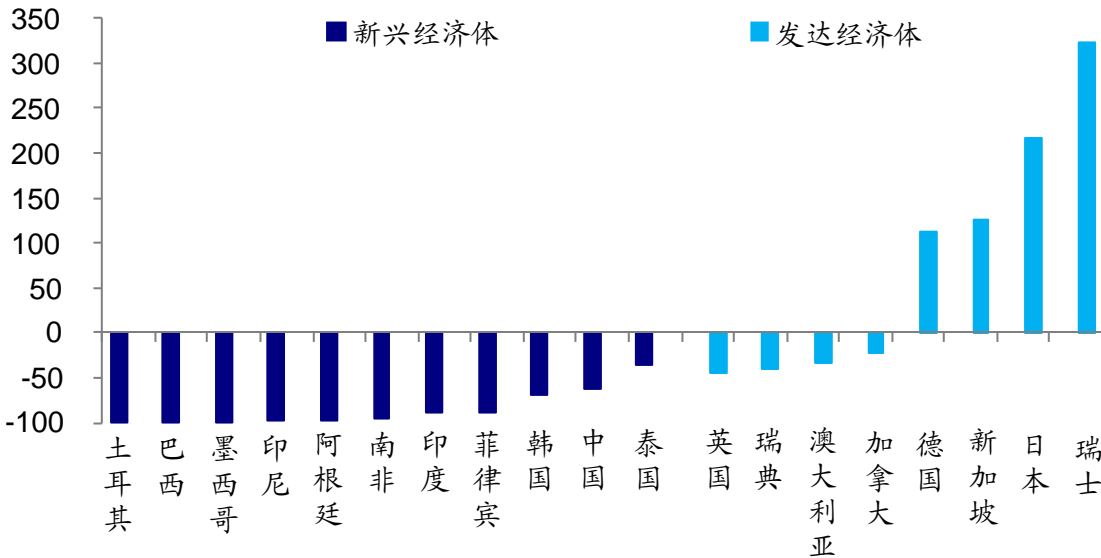
资料来源：世界黄金协会，海通证券研究所

# 纸币成了“纸”

- 其它纸币的贬值幅度更大。1971年以来，**主要纸币对美元纸币的贬值幅度（%）**

土耳其、巴西、墨西哥、印尼、阿根廷、南非等新兴经济体的货币，仅仅对美元的贬值幅度都有**90%以上**，对黄金的贬值幅度那就更多了；印度、菲律宾、韩国、中国货币对美元的贬值幅度也有**50%以上**。

- 主要发达经济体中，1971年以来，英国、瑞典、澳大利亚、加拿大货币对美元也有贬值，但幅度远远小于新兴经济体。德国、新加坡、日本、瑞士货币对美元有明显的升值，但考虑到美元兑黄金的贬值幅度，所有的纸币对黄金都是大幅贬值的。



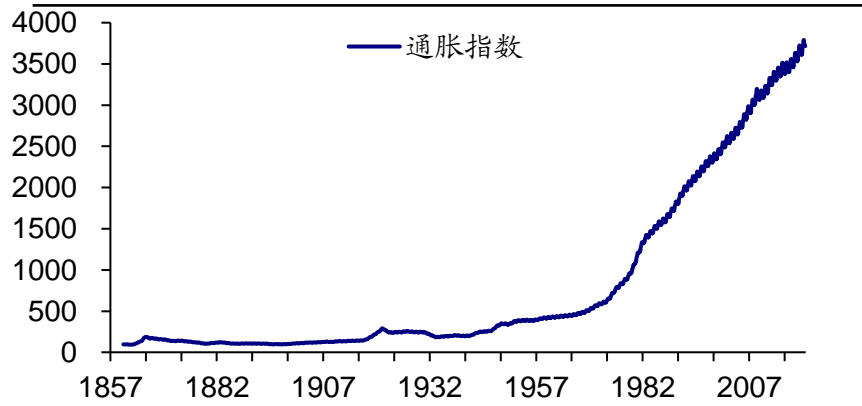
资料来源：IMF，海通证券研究所，统计数据为1971年至2020年



# 全球通胀的加速：也开始于纸币超发时代

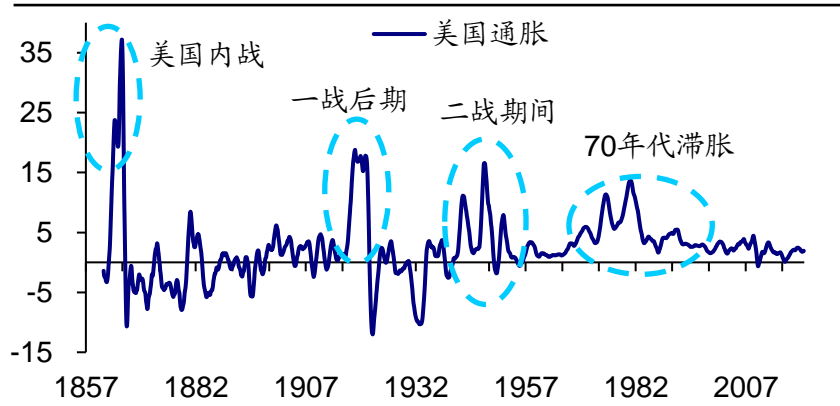
- 在1971年之前的110年时间里，美国通胀上涨了4.7倍，年化1.6%；而1971年至今的49年时间里，美国的通胀上涨幅度就达到了5.5倍，年化高达3.9%。
- 而且在1971年之前的110年里，97%的物价上涨集中在美国内战、一战、二战期间的10多年时间里，也是和纸币超发有关；其它100年时间里基本上没有通胀。
- 在1971年之前的110年，35%的时间里美国CPI同比是为负值的，出现了明显通缩。而从1971年至今，美国CPI基本上没有出现过负值。
- 打个比方，如果美联储宣布所有的1美元都变成2美元，那物价不就可以翻倍了吗？

## 美国通胀走势 (1860年=100)



资料来源：NBER，海通证券研究所

## 美国CPI同比走势 (%)



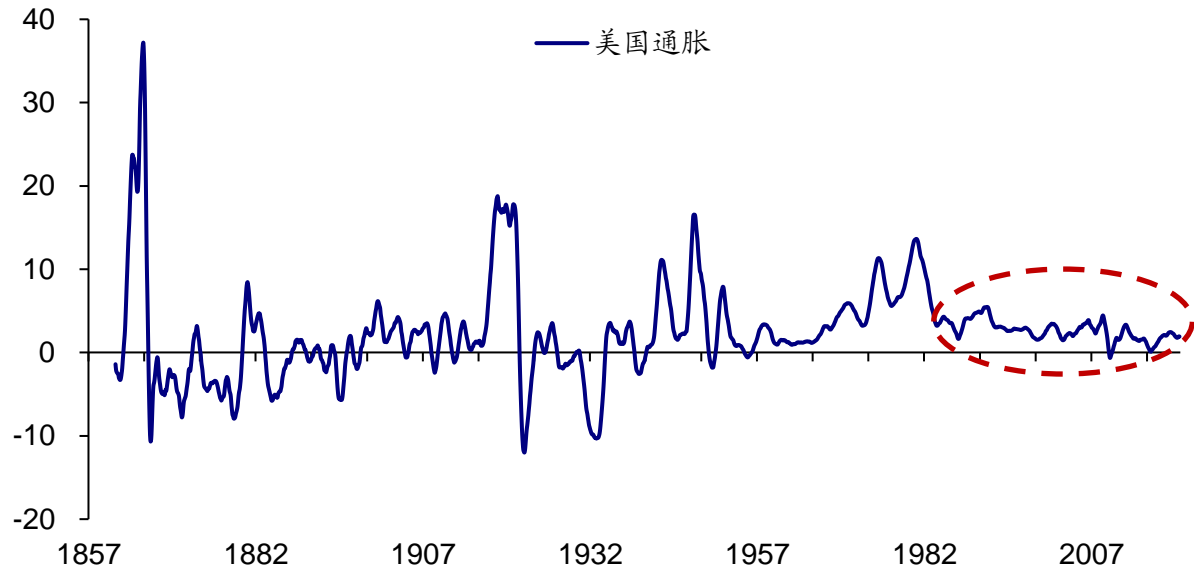
资料来源：NBER，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 通胀消失了吗？财富分化的视角

- 从80年代至今，美国没有再出现过“像样”的通胀。解释全球低通胀的原因很多，贫富分化或许也可以提供一个视角。
- 如果美国有10单位居民，2单位资产多的人，8单位资产少的人。如果美联储发行的纸币流到8单位资产少的人那里，资产少的人的边际消费倾向高，衣食住行的价格可能很快就涨起来了。但如果纸币流到了2单位资产多的人那里，衣食住行都有了，怎么办呢？继续买资产！
- 所以，超发的货币很容易推升资产的通胀，很难推升大众消费品的通胀。

## 美国通胀的百年走势 (%)

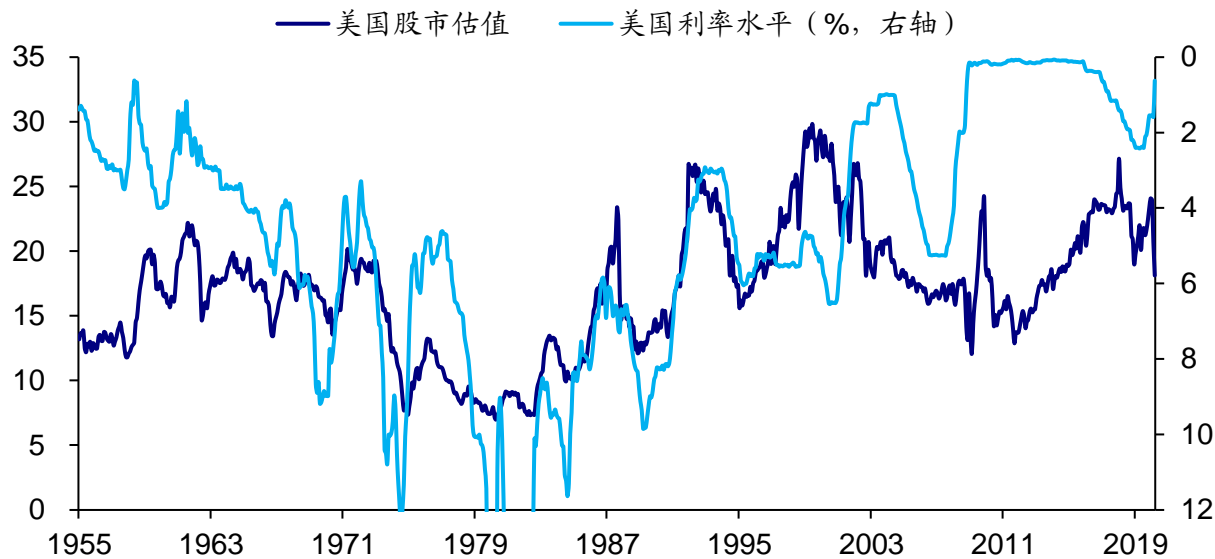


资料来源：NBER，海通证券研究所，备注：通胀数据为CPI同比

# 资产泡沫此起彼伏，货币被泡沫“绑架”

- 2000年以来，美国先是经历一波股市泡沫破灭，之后房地产泡沫，07年地产泡沫破灭，股市泡沫又起来，2020年股市泡沫破灭后，在大规模货币宽松下又拉升回来。
- 而且，当前货币政策不仅仅要考虑经济基本面，也要考虑资产泡沫的问题，因为泡沫一旦破灭，经济也会受到较大冲击。

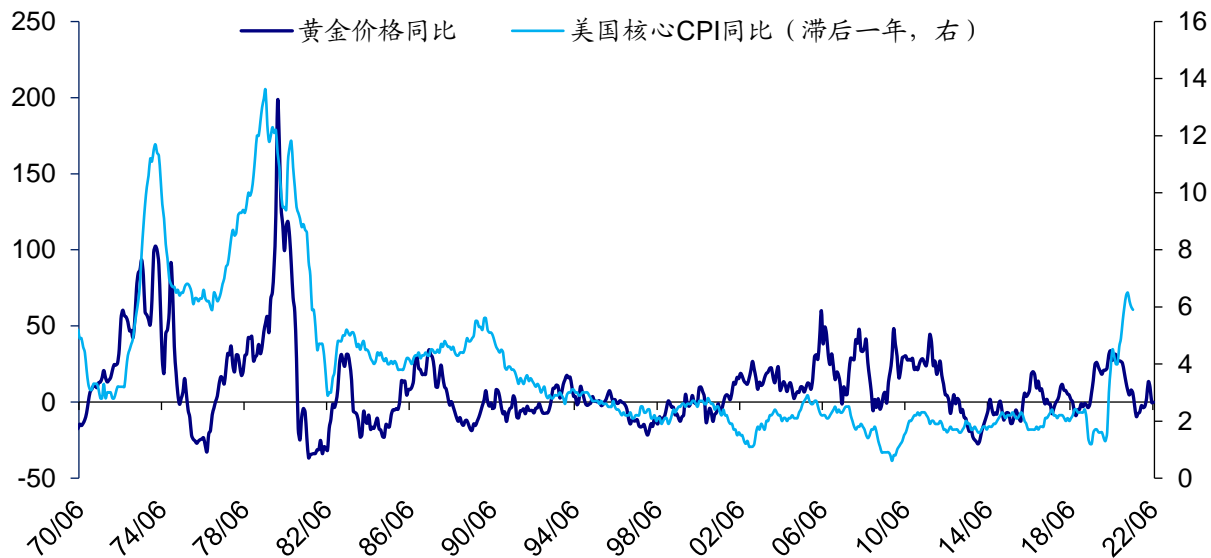
## 纸币超发对资产泡沫影响较大



资料来源：CEIC, NBER, 海通证券研究所，估值为S&P 500 PE，利率为3个月美债利率

- 考虑到经济复苏的节奏，未来全球货币宽松政策的退出是缓慢的。而在分化较大的情况下，消费类通胀的恢复会比较缓慢，而资产类的通胀会一波接着一波。

## 从货币超发到影响通胀 (%)



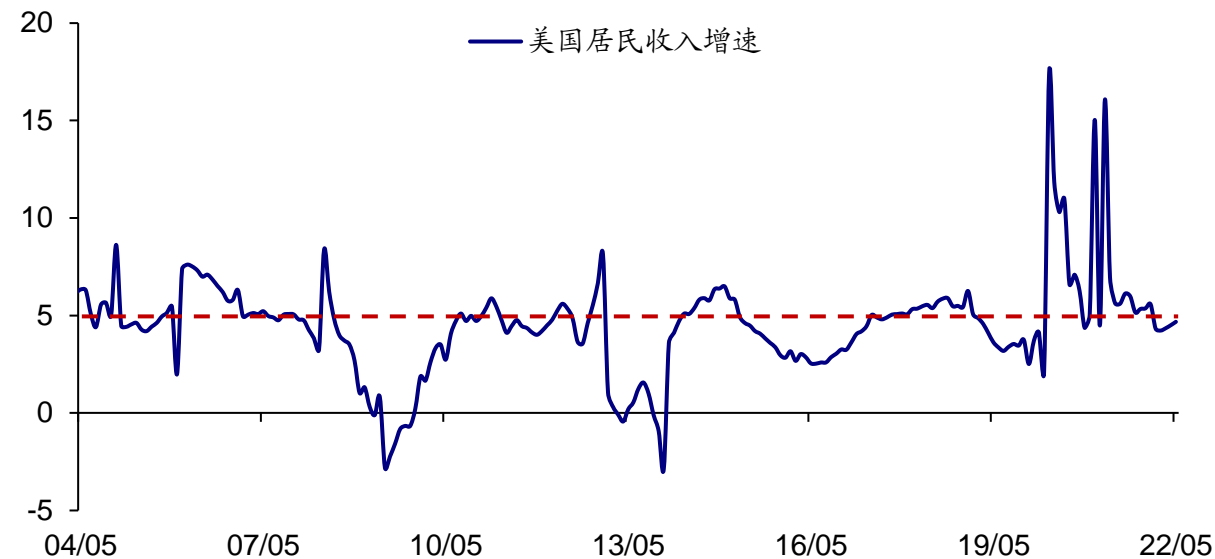
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

# 本轮通胀为何起来了？穷人也受益于货币宽松



- 2020年以来，新冠疫情爆发后，受益于直接给“发钱”的政策，居民收入不仅没有下降，反而提高。
- 截至2022年5月，美国居民收入年化平均增速仍然在4.7%的高位，明显比疫情之前（2020年3月之前）的增速还要高。

美国居民收入依然强劲（%）



资料来源：WIND, 海通证券研究所

# 40年一遇的大通胀：需求刺激、供给冲击

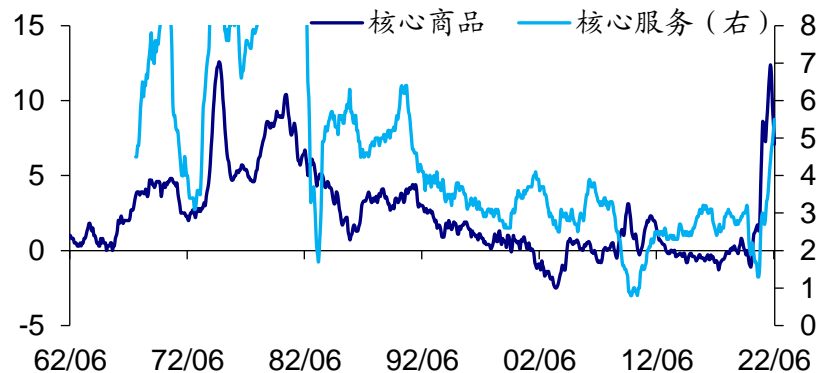
- 截至2022年6月，美国核心CPI同比仍高达5.9%，虽然有所回落，但主要是由于基数导致的，环比仍在0.7%，剔除能源食品后的商品和服务价格都在大涨。
- 美国的通胀压力，从需求端来看，是来自货币超发带来的消费需求高增长；从供给端来看，是因为供给端恢复偏慢，目前美国劳动力参与率虽有改善，但幅度仍然偏低。而且劳动力参与率是个慢变量，如果未来一年、两年劳动力参与率都维持在低位，而需求端又在不断刺激，就会面临持续的通胀压力。

## 美国核心通胀水平 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

## 商品和服务通胀都在大幅上行 (%)



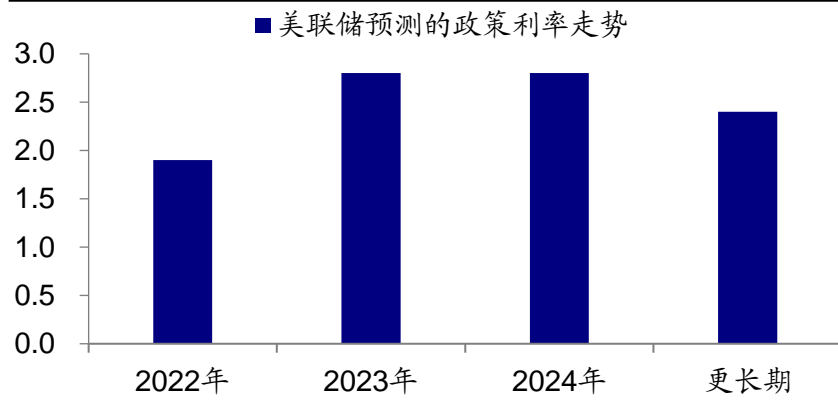
资料来源：CEIC，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 全球阶段性收紧货币

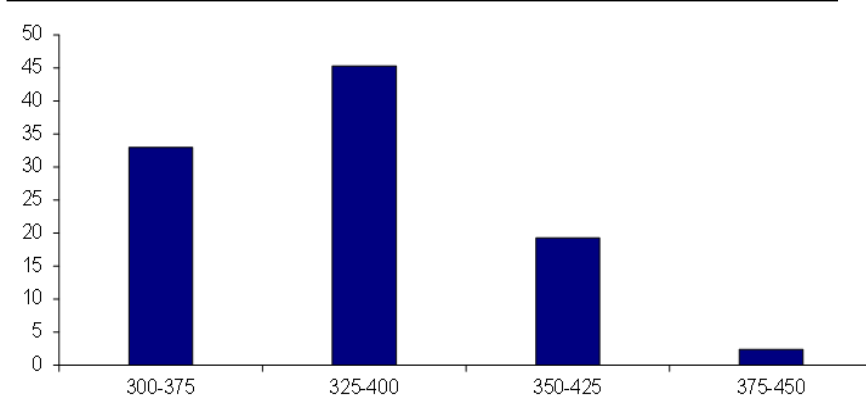
- 截至7月27日，市场预期美联储2022年加息至少12次（每次25BP），预期9月和11月将继续加息50BP和25BP。

## 美联储预期的加息节奏（2022年6月，%）



资料来源：美联储官网，海通证券研究所

## 市场的加息预期（横轴为BP，%）

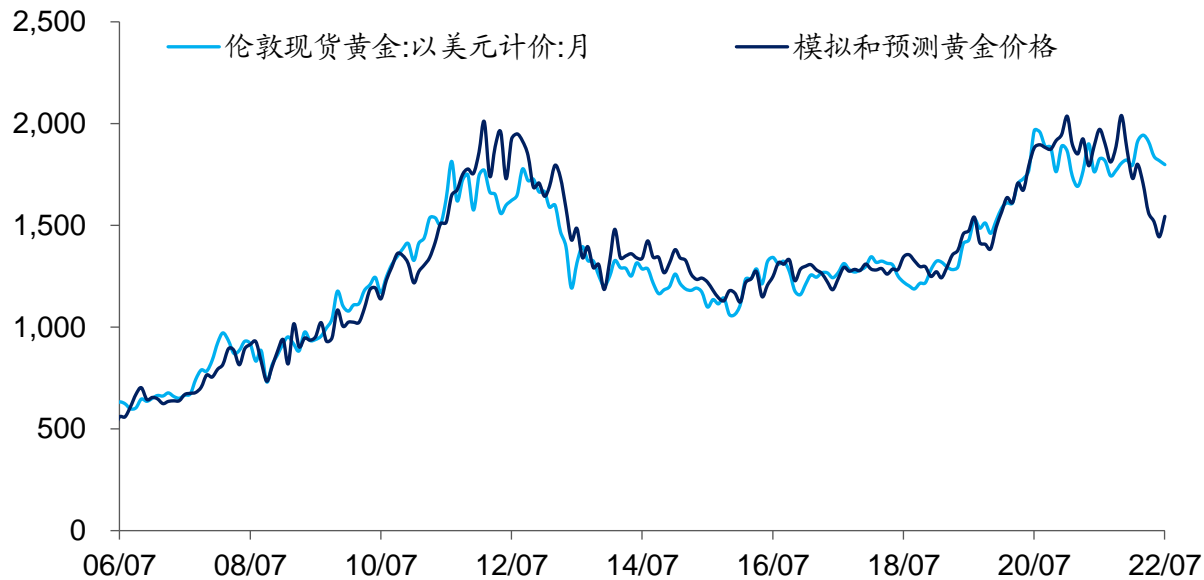


资料来源：CME官网，海通证券研究所，截至7月27日  
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 短期内黄金类资产承受压力

- 当货币不再超发，纸币回报率攀升，美债实际利率从2021年8月的-1.0%附近上升至今年7月的0.54%左右。理论上测算，黄金价格仍有下行压力，但短期主要是地缘风险，支撑黄金在高位。

黄金价格仍有下行压力（美元/盎司）



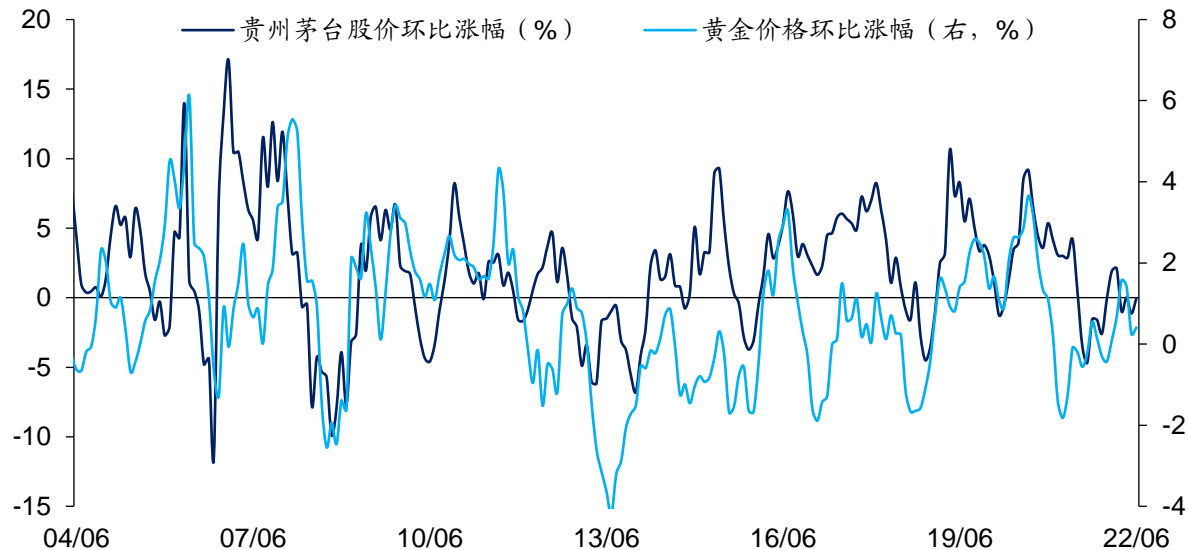
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算，2019年以后数据为预测值



# 但长期守住财富：对抗货币超发

- 在杠杆率偏高的前提下，长期来看还是要超发货币来解决经济问题。
- 黄金具有两大属性：一是**稀缺性**；二是**活得久**，能够长期储藏价值。在纸币不断超发的情况下，具备这两大属性的资产都是受益的。
- 茅台和黄金的属性类似。

## 买茅台相当于买黄金 (%)



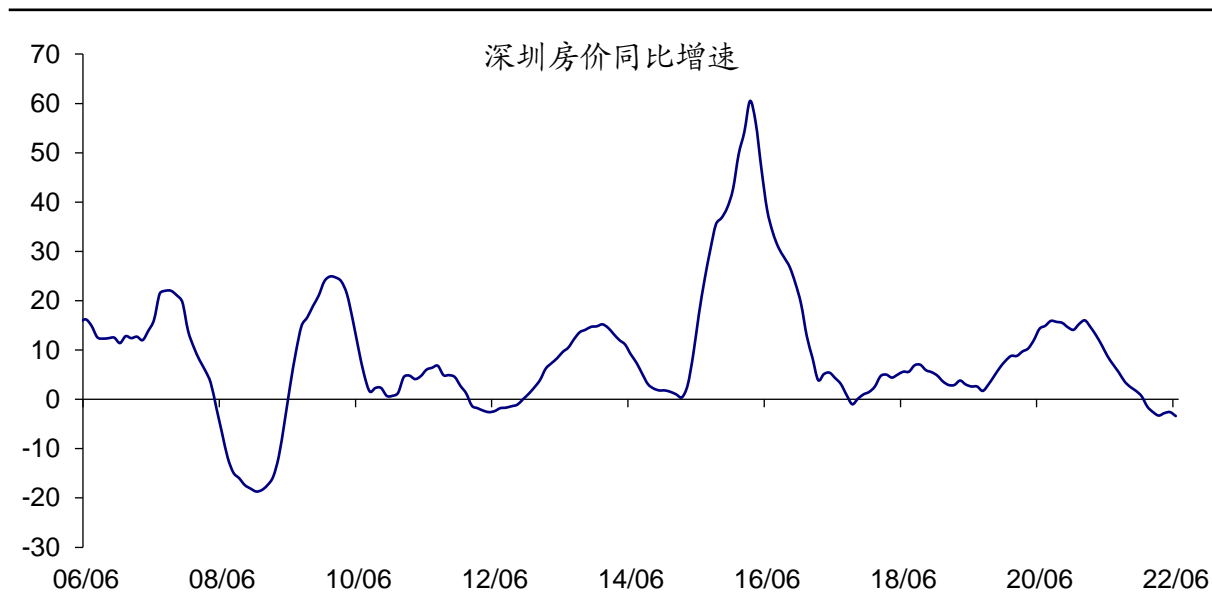
资料来源：CEIC, 海通证券研究所

# 核心城市核心地段的房产：也受益货币超发



- 从宏观角度看，购买核心城市、核心地段房产也是和黄金是一个逻辑。一是寻找稀缺性，二是寻找能够长期活得久、能够储藏价值的资产。

## 深圳房价走势 (%)



资料来源：CEIC, 海通证券研究所

## 分析师声明

### 梁中华

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。

## 宏观经济研究团队:

### 宏观首席分析师

梁中华

**SAC执业证书编号: S0850520120001**

**电话: 021-23219820**

**Email: lzh13508@htsec.com**

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 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; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。