

## 相关研究

《纾困优先，货币协同——美国救助政策的利与弊》2020.05.06

《如何避免被美元收割——货币政策独立、货币自由兑换！》2020.05.05

《眼前的通缩，远方的通胀——兼论如何看待油价持续走低》2020.04.28

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

## 货币超增买什么？ ——理解资产配置变化的逻辑

### 投资要点:

- **从债市为王，到股市商品领涨。**回顾今年 1 季度，从全球各类资产价格的表现来看，商品和股市普遍大幅下跌，而债市普遍大涨。到了 2 季度，资产价格的表现出现了明显逆转，变成了股市和商品领涨，债市普遍滞涨，甚至部分国家债市出现下跌。资产价格的变化也会影响到大家配置各类资产的收益，如果配置在国内资本市场，1 季度债券基金表现远好于股票基金，但 2 季度到目前为止，股票基金累计收益率已经超过了债券基金。
- **货币超增，通胀重燃。**为何股市债市的表现逆转？经济和通胀是影响资产价格表现的两大因素。2 季度以来，全球经济的改善并不明显，最大的变化是在货币层面。美联储 3 月份启动了超级宽松的货币政策，其资产规模比去年年末扩张了 60%，4 月广义货币增速或将达到 17.5%，直追 1940 年代 26% 的历史峰值。欧元区 3 月广义货币 M3 增速达到 7.4%，创下 11 年新高。中国 3 月广义货币 M2 增速达到 10.1%，创下近 3 年的新高。全球广义货币增速的大幅跳升，意味着通胀预期的重新回升，导致了资产价格表现的变化。
- **实物资产价值提升。**未来需要围绕货币超增和通胀回升来配置资产。首先，最直接受益于通货膨胀的是实物类资产，包括黄金、大宗商品和房地产。其中，黄金是全球货币体系的重要补充，直接受益于全球货币超发和贬值。而部分大宗商品也能受益于货币超发，包括供给正在大幅收缩的原油，以及受边境管制影响的农产品。而房地产也受益于货币超发，我们统计了过去 50 年的美国和过去 30 年的中国，其新房价格涨幅均跑赢了通胀，只是略低于货币增速。3 月中国货币增速大幅回升，大概率会对未来的房价产生滞后影响。
- **股市保值三大方向。**在货币超增和通胀回升的背景下，股市也是重要的保值资产，我们认为有三个大方向值得关注。第一类是可以上涨来抗通胀的资产，主要是上述大宗商品在股市中的映射，包括黄金、食品农产品和能源产品相关的优质股票。第二类是可以业绩的高增长来对抗通胀的资产，主要是医药和科技两大方向，过去 10 年医药和信息技术两大行业的产出增速和股市回报都稳定在 10% 左右，接近同期货币增速而远高于通胀率。第三类是受益于货币高增的资产，主要是房地产和金融相关的股票。
- **债市利率或趋回升。**我们认为未来债市利率或将趋于回升，理由其实很简单，当前中国 10 年期国债利率为 2.6%，1 年期国债利率为 1.2%，均处于历史最低位附近，相比于 10.1% 的货币增速，国债哪怕再安全，又如何能够保值呢？另外，很多人说当前全球债务率高企，因为未来必然走向低利率。其实未必，二战结束以后英美各国都是负债累累，最后靠的是经济增长和高通胀化解的高债务。因此，在当前全球史无前例的货币宽松之下，我们需要对未来的通胀回升留一份戒备，而对于当前超低的利率水平和债券牛市留一份警惕。

## 目 录

---

1. 从债市为王，到股市商品领涨 .....	5
2. 货币超增，通胀重燃 .....	8
3. 实物资产价值提升 .....	11
4. 股市保值三大方向 .....	16
5. 债市利率或趋回升 .....	18

## 图目录

图 1	20 年 1 季度主要商品期货价格涨跌幅 (%)	5
图 2	20 年 1 季度全球主要股市涨跌幅 (%)	5
图 3	20 年 1 季度全球主要国债利率变化 (%)	6
图 4	20 年 2 季度以来主要商品期货价格涨幅 (%)	6
图 5	20 年 2 季度以来全球主要股市涨幅 (%)	7
图 6	20 年 2 季度以来全球主要国债利率变化 (%)	7
图 7	中证股票基金、债券基金今年以来回报率 (%)	8
图 8	美林投资时钟	8
图 9	全球及主要经济体 20 年 3 月和 4 月制造业 PMI (%)	9
图 10	发电量增速、6 大电厂发电耗煤增速 (%)	9
图 11	乘联会乘用车销量增速、百强地产企业销售面积增速 (%)	9
图 12	美联储总资产 (亿美元)	10
图 13	美国广义货币 M2 增速 (%)	10
图 14	欧元区广义货币 M3 增速 (%)	11
图 15	中国广义货币 M2 增速 (%)	11
图 16	黄金兑美元历史价格 (美元/盎司)	12
图 17	美国广义货币 M2 增速, GDP 实际增速 (%)	12
图 18	美国活跃石油钻井平台数 (座)	13
图 19	美国人出行变化 (%)	14
图 20	20 年以来国内主要农产品期货价格涨幅 (%)	14
图 21	美国 1969-2019 年货币、房价、通胀平均涨幅 (%)	15
图 22	中国 1989-2019 年货币、房价、通胀平均涨幅 (%)	15
图 23	中国商品房销售均价涨幅, 广义货币 M2 增速 (%)	15
图 24	股市抗通胀三大方向	16
图 25	医药, 计算机、通信和其他电子设备制造业增加值增速 (%)	16
图 26	09-19 年货币、通胀以及 Wind 医药、信息服务业平均涨幅 (%)	17
图 27	09-19 年货币、通胀以及 Wind 金融、房地产业平均涨幅 (%)	17
图 28	2018/2019 年商品房销售面积、金额、均价增速 (%)	18
图 29	2020 年 1 季度 GDP、金融业增加值和上市银行利润增速 (%)	18
图 30	20 年最新货币增速、通胀率、10 年与 1 年期国债、余额宝 7 天年化收益率 (%)	

19

图 31	美国政府债务率、10 年期国债利率 .....	19
图 32	英国政府债务率、10 年期国债利率 (%) .....	20
图 33	英国政府债务率、通胀率 (%) .....	20

## 表目录

表 1	全球部分石油龙头企业上游盈亏平衡油价测算 (美元/桶) .....	13
-----	-----------------------------------	----

最近，我们微信公众号收到最多的问题是为什么近期债券基金大幅回调，本文将分析今年以来各类资产价格表现的变化，以及其背后的逻辑。

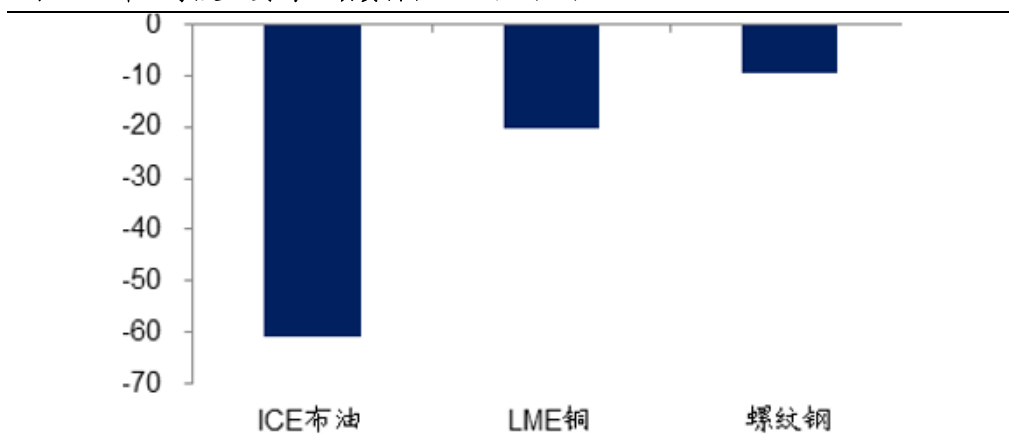
## 1. 从债市为王，到股市商品领涨

### 1 季度债市为王。

回顾今年 1 季度，从全球各类资产价格的表现来看，债市毫无疑问是最大的赢家。

1 季度商品价格普遍大跌，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%。

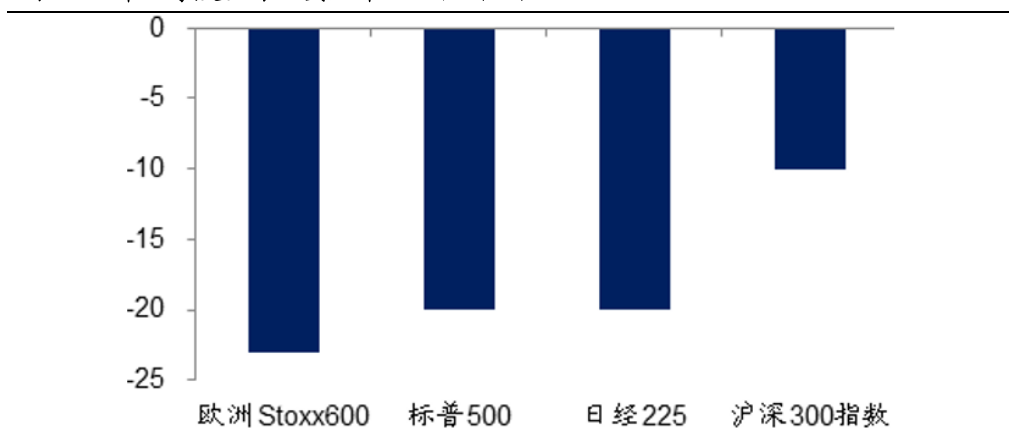
图1 20 年 1 季度主要商品期货价格涨跌幅（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

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%。

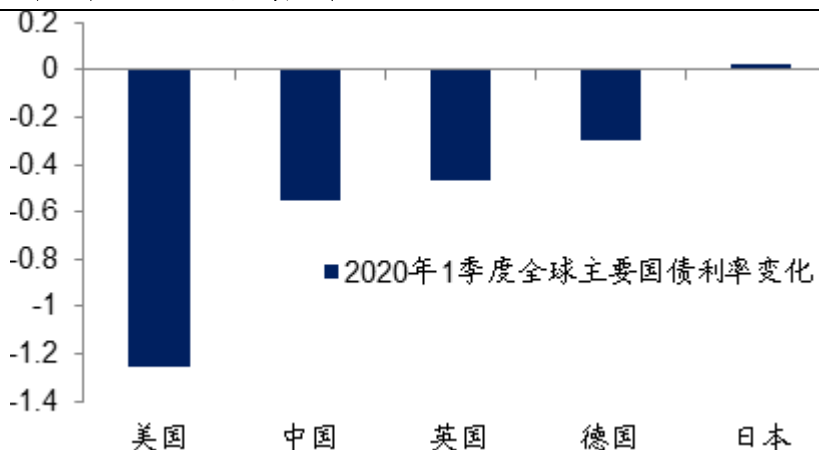
图2 20 年 1 季度全球主要股市涨跌幅（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

而 1 季度全球债市普遍大涨，其中美国 10 年期国债利率大幅下行 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%。

图3 20年1季度全球主要国债利率变化(%)



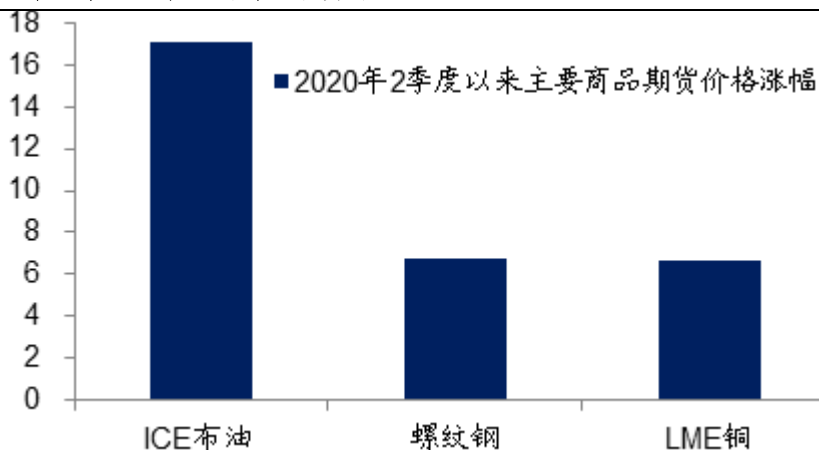
资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 2 季度股市、商品领涨。

到了2季度,资产价格的表现出现了明显逆转,变成了股市和商品领涨,债市普遍滞涨,甚至部分国家债市出现下跌。

截止5月8日,2季度以来的全球商品和股市普遍大幅反弹,例如工业品的ICE布油价格反弹了17.1%,上海螺纹钢期货价格反弹6.8%,LME铜价反弹6.7%。

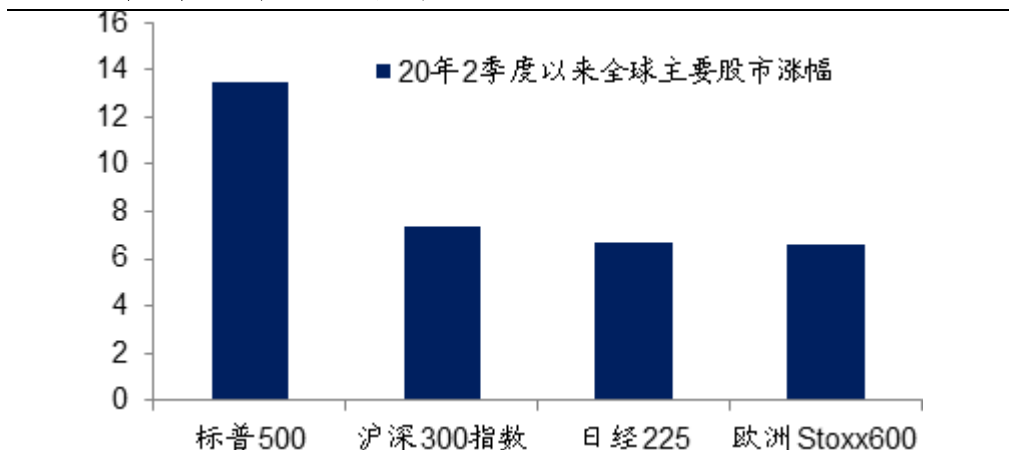
图4 20年2季度以来主要商品期货价格涨幅(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截止5月8日

在股市方面,美国标普500指数反弹了13.4%,中国的沪深300指数反弹了7.5%,日经225指数反弹了6.7%,欧洲Stoxx600指数反弹了6.6%。

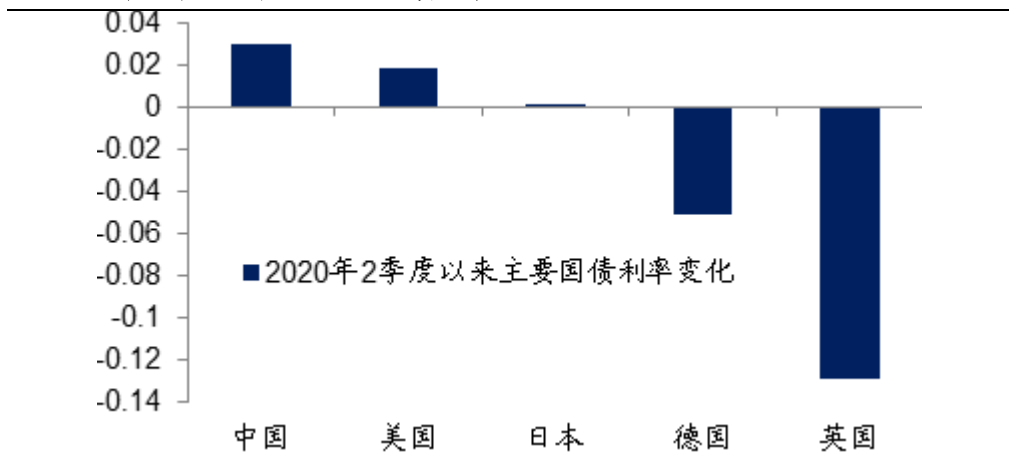
图5 20年2季度以来全球主要股市涨幅(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截止 5 月 8 日

而 2 季度全球债市涨幅大幅缩窄, 10 年期英债、德债利率分别下行 13bp 和 5bp, 相当于分别上涨了 1.3%、0.5%。而中国和美国 10 年期国债利率分别上行 3bp 和 2bp, 相当于分别下跌了 0.3%和 0.2%。

图6 20年2季度以来全球主要国债利率变化(%)

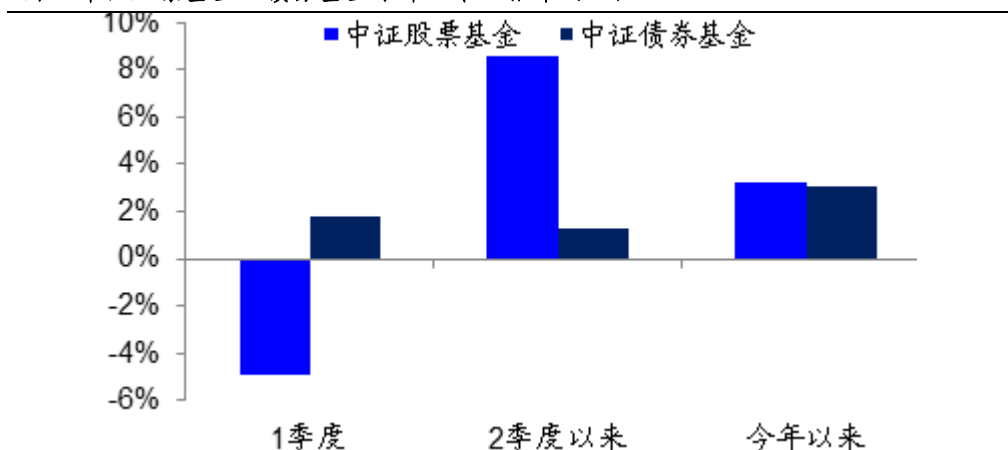


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截止 5 月 8 日

### 股基表现反超债基。

资产价格的变化也会影响到大家配置各类资产的收益。我们用中证基金指数的变化来代表各类基金的收益率, 1 季度持有债券基金的收益率为 1.7%, 高于股票型基金的下 4.9%。但是 2 季度以来的股票型基金上涨 8.6%, 高于债基的上涨 1.3%。而且今年以来股票基金的累计收益率为 3.2%, 已经超过债基的 3.1%。

图7 中证股票基金、债券基金今年以来回报率 (%)



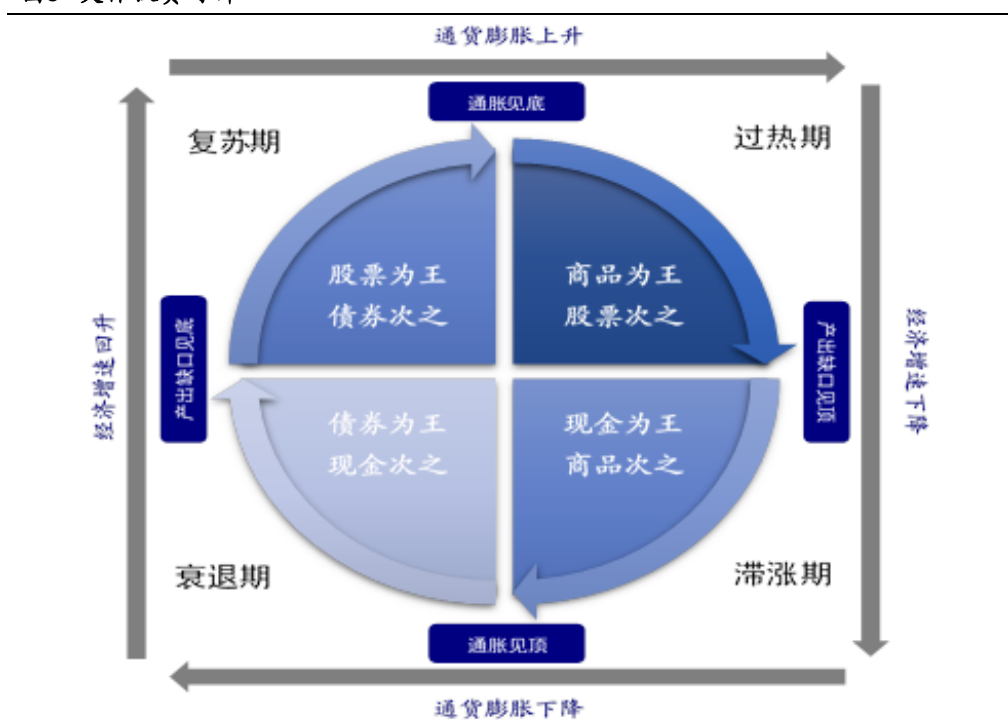
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截止 5 月 7 日

## 2. 货币超增，通胀重燃

为何股市和债市的表现会逆转？

如何理解各类资产价格表现的变化？美林投资时钟提供了一个重要的思路：历史规律显示，在经济周期的不同阶段，例如在经济的复苏期或者衰退期，各类资产价格的表现是不一样的。而划分经济周期的关键是经济增长和通货膨胀这两大核心指标，这意味着我们可以从经济和通胀这两个角度出发，来理解当前资产价格的变化。

图8 美林投资时钟



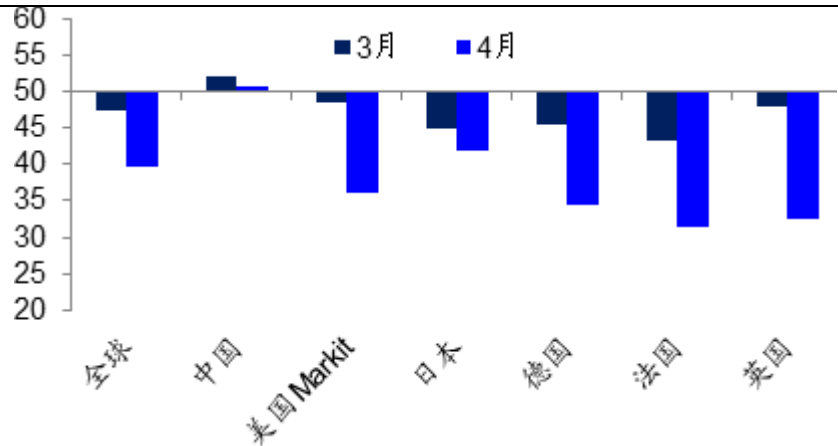
资料来源: 美林, 海通证券研究所整理

经济依旧低迷，改善并不明显。

从全球经济的表现来看，2 季度以来还在进一步恶化。4 月份摩根大通全球综合 PMI 指数从 39.2%降至 26.5%，其中制造业 PMI 指数从 47.3%降至 39.8%。而分国别来看，4 月份美国、欧元区、日本的制造业 PMI 指数均大幅下降。



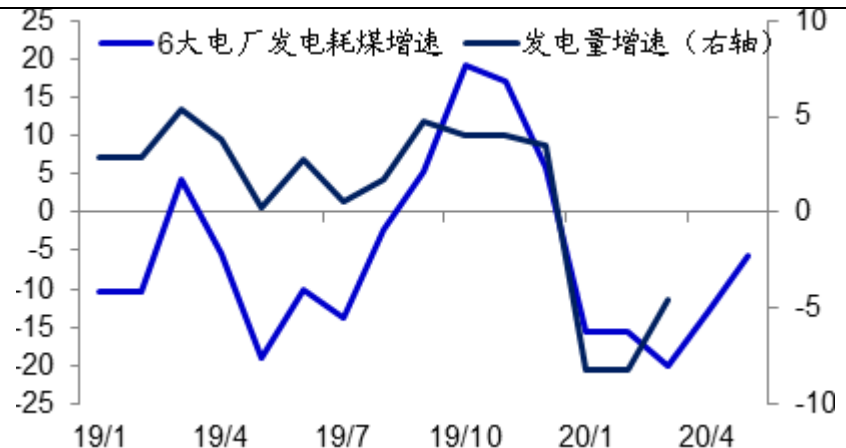
图9 全球及主要经济体 20 年 3 月和 4 月制造业 PMI (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

从国内经济的表现来看，4月经济继续改善，但是改善的幅度较为有限。从领先指标来观察，4月制造业 PMI 小幅回落至 50.8%。从生产指标来看，4月 6 大电厂发电耗煤同比下降 13%，虽然比 3 月的下降 20% 降幅缩窄，但仍处收缩区间。

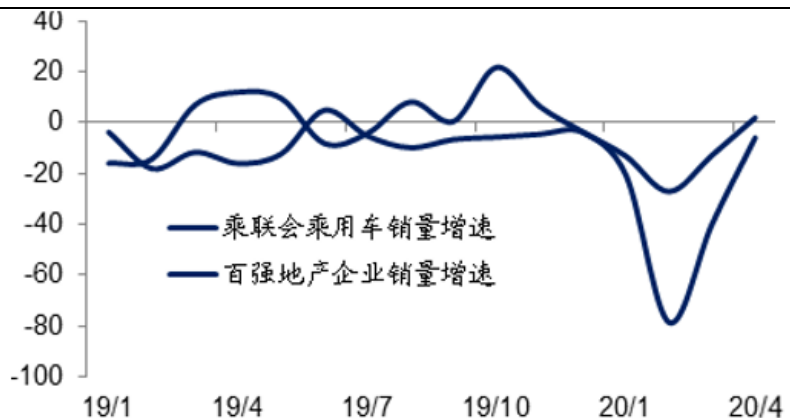
图10 发电量增速、6 大电厂发电耗煤增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

从需求指标来看，4月百强房企销售面积同比增速由负转正至 1.9%，4月前 4 周乘联会乘用车零售降幅缩窄至 1.6%，房地产和汽车两大需求降幅大幅缩窄，但并没有出现明显的正增长。

图11 乘联会乘用车销量增速、百强地产企业销售面积增速 (%)



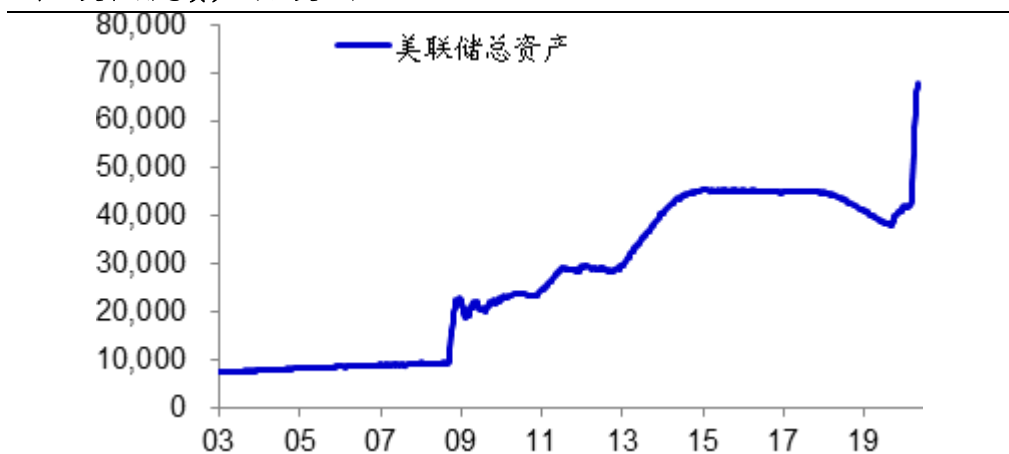
资料来源：Wind，海通证券研究所

货币大幅超增，通胀预期重燃。

2 季度以来最大的变化，是货币的大幅超增。

以美国为例，在 3 月份，美联储宣布实施不限量的量化宽松货币政策，而且将资产购买扩展到了垃圾级的企业债。截止 5 月 6 日，美联储今年以来已经购买了 2.56 万亿美元的资产，其资产规模比去年年末增长了 60%。

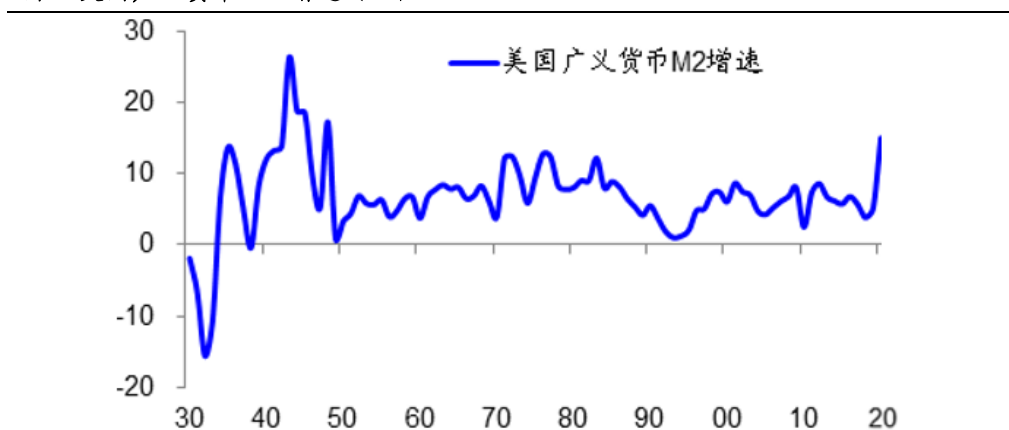
图12 美联储总资产（亿美元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

无论是财政赤字货币化，还是购买垃圾债券，美联储都是在释放基础货币，进而创造出更多的广义货币。而截止到 3 月末，美国广义货币 M2 增速已经从去年末的 6.8% 升至 10.4%。从美联储公布的周度货币指标来观察，4 月份美国 M2 同比增速或将达到创纪录的 17.5%，这将超过 1970 年代滞胀时期 13.8% 的货币增速高点，而直追 1940 年代 26% 的历史峰值。

图13 美国广义货币 M2 增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所，4 月为根据周度数据推算值

而广义货币增速创新高的不仅是美国，欧元区 3 月份的广义货币 M3 增速达到 7.4%，远超去年末的 5%，创下 2009 年 1 月以来的新高。

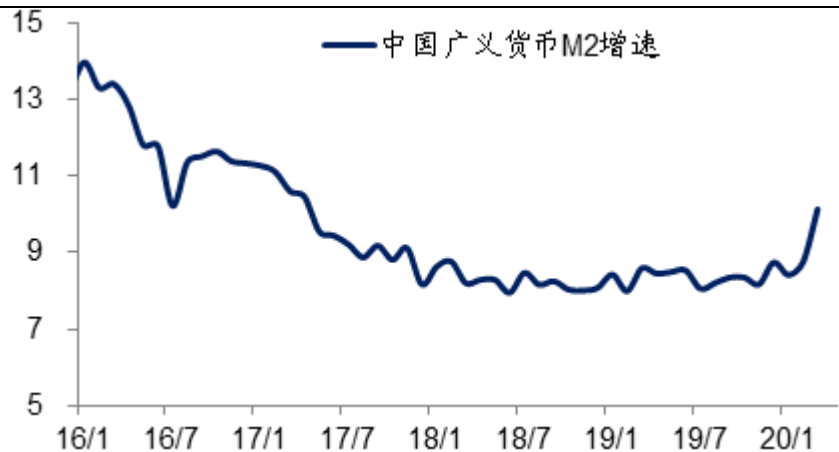
图14 欧元区广义货币 M3 增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

中国 3 月份的广义货币 M2 增速达到 10.1%，创下近 3 年的新高。

图15 中国广义货币 M2 增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

而全球广义货币增速的大幅跳升，意味着通胀预期的重新回升。

不管有没有学过经济学，大家肯定都听说过通货膨胀，但到底什么是通货膨胀？我们看到去年猪价大幅上涨，这是通货膨胀吗？未必！如果只是个别商品的价格上涨，只能称之为物价上涨，而不一定是通货膨胀。

所谓的通货膨胀，其中的通货指的是货币，也就是货币相对于经济发多了，使得货币贬值，引发了全面性的物价上涨。由此可见，当前全球央行超级宽松的货币政策，使得全球广义货币增速大幅跳升，远超经济增长的需要，其实意味着全球货币相对于过去都在大幅贬值，因而新一轮通货膨胀或正在重新出现。

因此，我们认为当前资产价格表现变化背后的核心逻辑，在于全球货币超增导致通胀预期重燃，因而未来需要围绕货币超增和通胀回升来配置资产。

### 3. 实物资产价值提升

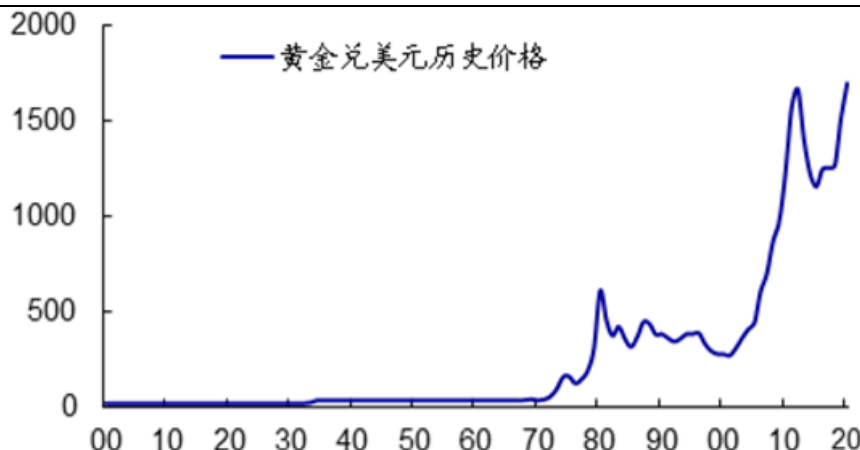
首先，最直接受益于通货膨胀的是实物类资产，包括黄金、大宗商品和房地产。

**货币贬值利好黄金。**

在人类历史上，曾经长期实施金本位的货币制度，也就是把黄金作为货币体系的核心支柱。直到第二次世界大战之后，黄金的地位才被美元所取代。但最初美元也是与黄

金直接挂钩，1 盎司黄金等于 35 美元。直到 1971 年美国宣布美元与黄金脱钩之后，美元正式取代黄金成为全球储备货币，全球才正式步入了纸币时代。

图16 黄金兑美元历史价格（美元/盎司）

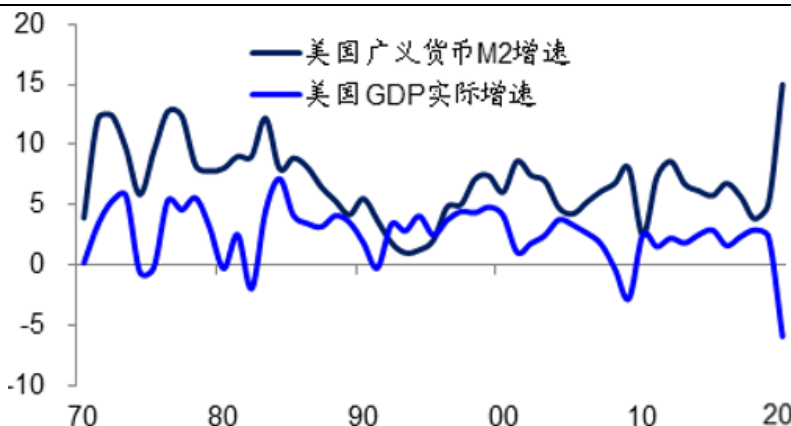


资料来源：Wind，海通证券研究所，均为年末价格

在 1970 年代，虽然黄金失去了国际货币的地位，但由于当时全球货币超发，尤其美国的货币增速长期保持在 10% 左右，远高于同期 3% 左右的 GDP 增速，这意味着美元在持续贬值，因而当时出现了持续的高通胀，以及黄金的大幅上涨。

而在今年疫情爆发之后，全球经济大幅收缩，IMF 预测今年全球的总产出将比去年萎缩 3%，其中美国经济将同比萎缩 5.9%。但是得益于超级宽松的货币政策，美国的广义货币增速即将达到 17.5% 的历史新高。货币超增叠加经济萎缩，意味着货币价值的大幅缩水。

图17 美国广义货币 M2 增速，GDP 实际增速（%）



资料来源：Wind，IMF，海通证券研究所预测，2020 年为预测值

虽然美元指数保持稳定，但原因在于美元指数是一个相对指标，由于其他国家也都在大幅宽松，因而美元相对于其他货币并未贬值。但由于黄金无法大规模印刷，这意味着所有货币对黄金都在贬值。

### 大宗商品价值提升。

在货币超发的环境下，部分大宗商品价格也能够受益。

由于疫情导致全球经济短期大幅下滑，大宗商品的需求下降，因而在 1 季度大宗商品价格普遍大幅下跌，4 月下旬的 WTI 原油期货结算价甚至一度跌至负值区间。

但是大宗商品的供需也是在变化的。以原油为例，目前的国际原油价格跌至 30 美元/桶甚至以下的水平，这已经低于大部分油企的现金成本，例如美国页岩油的现金成本

在 20-30 美元/桶左右，传统油田的现金成本在 20-40 美元/桶左右。

表 1 全球部分石油龙头企业上游盈亏平衡油价测算（美元/桶）

主要开采区域	公司名称	盈亏平衡油价 (税前完全成本)	上游现金流成本
沙特	沙特阿美石油公司	25.57	19.16
委内瑞拉	委内瑞拉石油（2015）	28.30	21.13
俄罗斯	俄罗斯石油公司（2018）	29.83	25.91
	俄罗斯卢克石油（2018）	40.11	35.45
加拿大	加拿大森科能源公司	73.32	47.60
巴西	巴西石油	32.83	21.17
美国	EOG	47.59	23.84
	APC（2018）	47.52	33.97

资料来源：各上市公司历年年报，海通证券研究所石化团队测算，未标注为 19 年数据

这意味着这些高成本的原油企业将被迫减产，例如美国 5 月 8 日当周的石油活跃钻井平台总数减少至 292 座，创下 10 年新低，这也预示着未来全球原油供应将会显著下降。

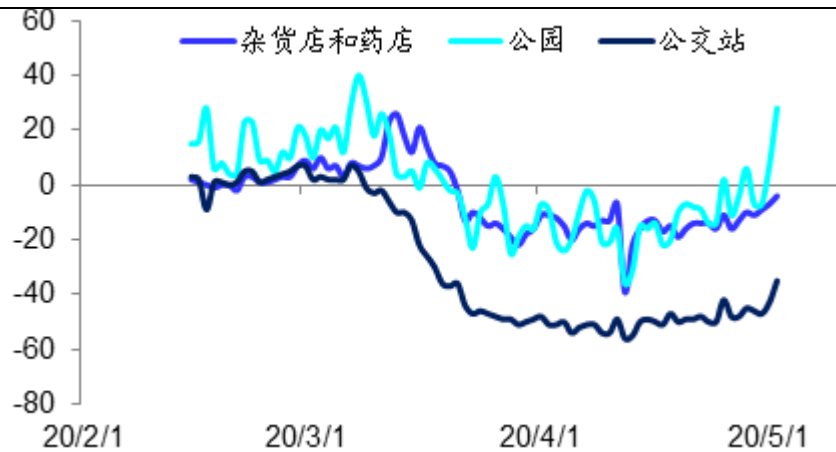
图18 美国活跃石油钻井平台数（座）



资料来源：Wind，海通证券研究所

与此同时，随着国际疫情的缓解，欧美国家正在陆续复工，谷歌的数据显示，4 月中旬以来美国人出行出现明显改善，这意味着原油的需求将逐渐恢复，因而随着供需的改善，油价未来或将重新大幅上涨。

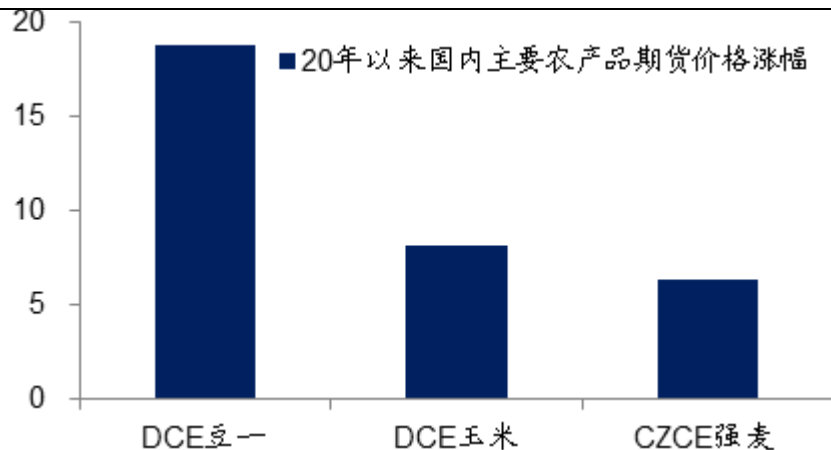
图19 美国人出行变化 (%)



资料来源: Google, 海通证券研究所, 数据为与基期对比

此外, 在农产品领域, 由于疫情导致大面积的边境关闭或者封锁, 使得农产品贸易受到影响, 将会导致农产品的结构性涨价。例如今年以来虽然国际农产品价格多数下跌, CBOT 的大豆、玉米、小麦价格均有明显回落, 但是国内农产品价格普遍上涨, 大连商品交易所的大豆、玉米期货价格分别上涨 18.7% 和 8.1%, 郑州商品交易所的小麦期货价格上涨 6.3%。

图20 20 年以来国内主要农产品期货价格涨幅 (%)



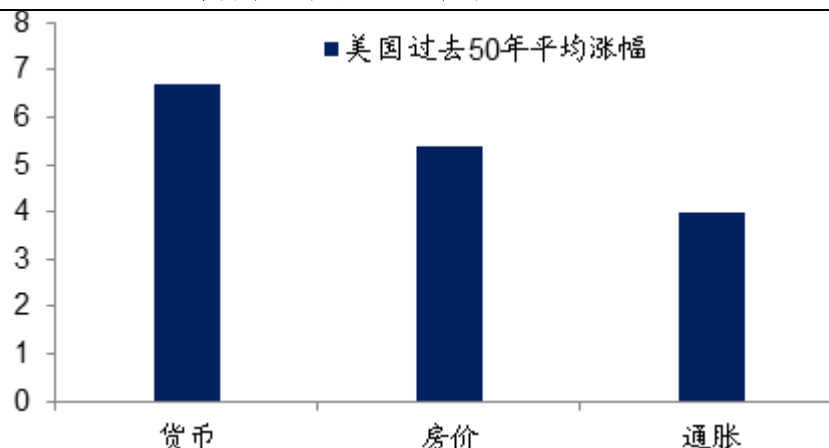
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截止 5 月 8 日

**房产也能对抗通胀。**

第三类抗货币超发和通胀的实物资产是房地产。

在美国, 过去 50 年的货币平均增速为 6.7%, 通胀均值为 4%, 而新房销售均价的平均涨幅为 5.4%, 房价涨幅跑赢了通胀而接近货币增速。

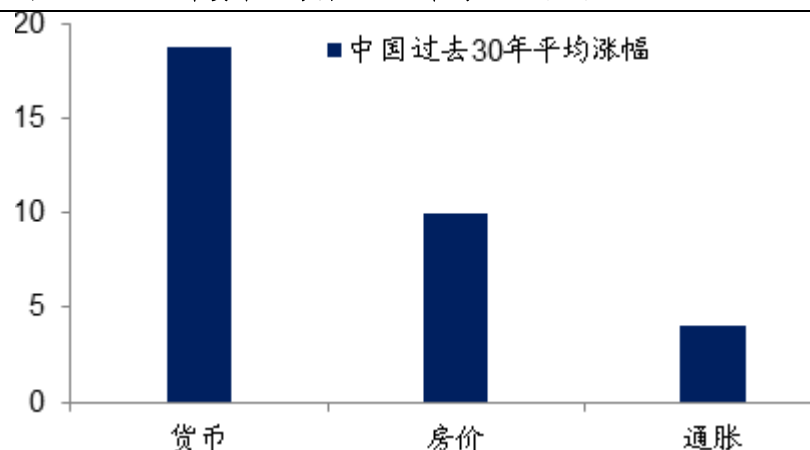
图21 美国 1969-2019 年货币、房价、通胀平均涨幅 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所，房价为新房销售均价

在中国，过去 30 年的货币平均增速为 18.7%，通胀均值为 4.1%，而新房销售均价的平均涨幅为 10%，房价涨幅也是跑赢了通胀，和货币增速的差距也相对有限。

图22 中国 1989-2019 年货币、房价、通胀平均涨幅 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所，房价为新房销售均价

截止到今年 3 月份，我国广义货币 M2 增速为 10.1%，通胀累计涨幅为 4.9%，同期新房销售均价的累计涨幅为 2.2%。房价短期跑输了货币增速和通胀，但考虑到疫情导致居家限足，严重影响了 1 季度的地产销售，而货币增速的大幅跳升发生在 3 月份，货币超增大概率会对未来的房价产生滞后影响。

图23 中国商品房销售均价涨幅，广义货币 M2 增速 (%)



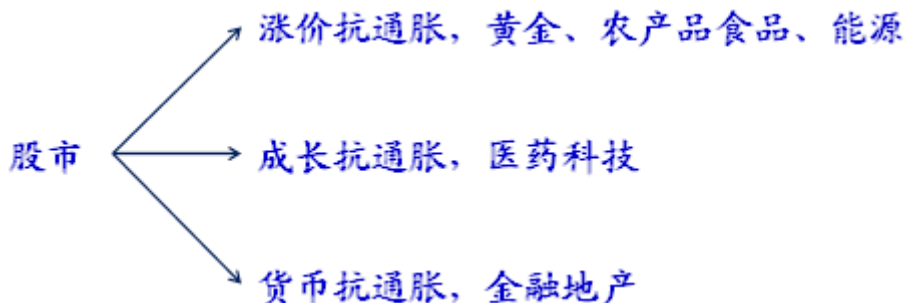
资料来源：Wind，海通证券研究所



## 4. 股市保值三大方向

其次，在货币超增和通胀回升的背景下，股市也是重要的保值资产，我们认为有三个大方向值得关注。

图24 股市抗通胀三大方向



资料来源：海通证券研究所

### 涨价抗通胀类资产。

第一类是可以通过涨价来抗通胀的资产，主要是上述大宗商品在股市中的映射。

大宗商品种类繁多，主要包括农产品、食品、工业金属、贵金属、能源、化工产品等等。我们认为当前全球经济依旧低迷，因而决定大宗商品保值与否的关键在于供给端。

相比之下，农产品的供应受天气和政治因素影响较大，其供给相对受限。而前期油价暴跌正在出清石油的供给，因而未来对于能源价格反弹也要高度重视。而各种工业金属的供给普遍比较充足，其价格弹性也相对较小，只有贵金属的黄金等供给相对有限。

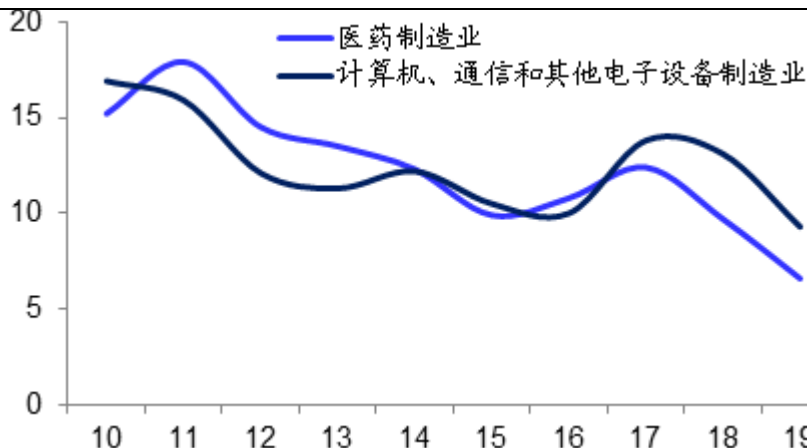
也就是说，黄金、食品农产品和能源产品相关的优质股票，未来应该可以保值。

### 成长抗通胀类资产。

第二类是可以通过业绩的高增长来对抗通胀的资产，主要是医药和科技两大方向。

我们以统计局工业统计中的医药制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业这两大行业分别代表医药和信息科技两大产业，其过去 10 年的工业增加值增速平均为 12.3% 和 12.5%。

图25 医药，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值增速（%）



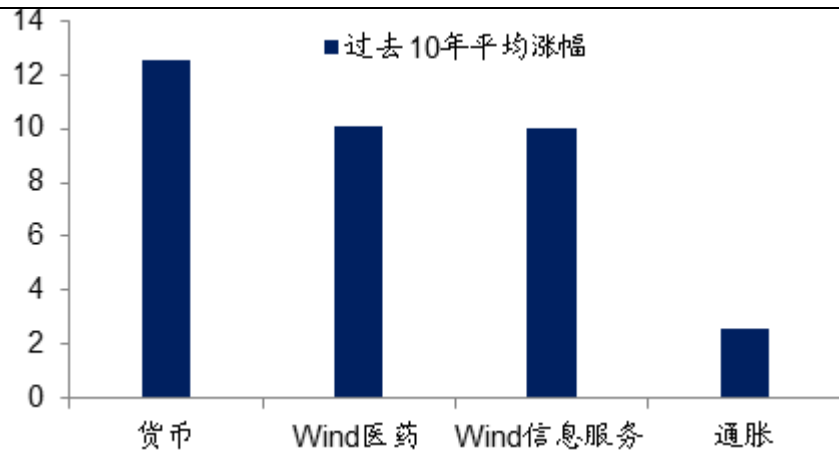
资料来源：Wind，海通证券研究所

我们以 Wind 医疗保健和信息技术两大行业指数来测算医药和信息科技两大行业股



票的平均回报，过去 10 年 A 股中这两大行业的年均回报率分别为 10.1%和 10%。

图26 09-19 年货币、通胀以及 Wind 医药、信息服务业平均涨幅 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

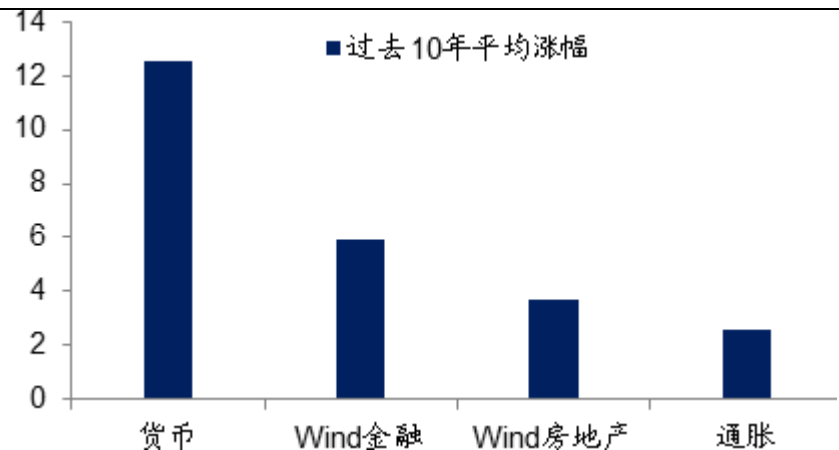
因此，无论是从行业增速还是股市回报来看，医药和信息科技行业过去 10 年都稳定在 10%左右，接近同期 12.5%的广义货币增速，而远高于同期 2.6%的通胀率。

#### 货币抗通胀类资产。

第三类是受益于货币高增的资产，主要是房地产和金融相关的股票。

从 09 年到 19 年，虽然上证指数代表的股市整体表现不佳，但 Wind 金融和房地产两大行业指数的年均涨幅分别达到 5.9%和 3.7%，虽然不及同期 12.5%的广义货币增速，但毕竟跑赢了通胀。

图27 09-19 年货币、通胀以及 Wind 金融、房地产业平均涨幅 (%)



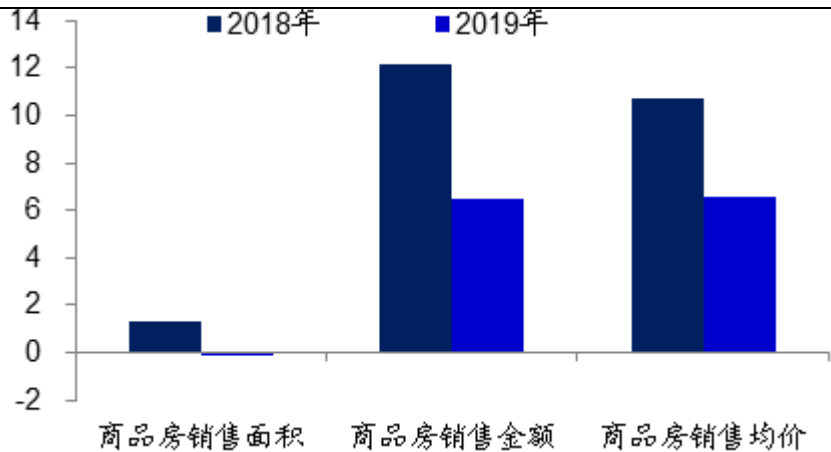
资料来源：Wind，海通证券研究所

而且考虑到上述只是行业指数的表现，如果在金融和房地产行业中选择龙头和优质公司的股票，其年化回报率应该也可以达到 10%左右，接近货币增速的水平。

大家对房地产和金融行业的股票印象比较差。认为房地产行业缺乏技术含量，而且中国人口红利的高峰期已经过去，因而未来房地产行业缺乏需求的支撑。而金融行业以银行业为主，由于长期刚性兑付，所以可能存在大量潜在坏账。

但是这两个行业其实都是受益于货币超发的行业。以房地产为例，虽然中国的房地产销售面积在 17 年就达到了 17 亿平米，在 18、19 年几乎没有大的变化，但同期的房地产销售金额平均每年增长 10%左右，这其实来自于房价的上涨，源于货币的增长。也就是说，只要货币高增的趋势不变，哪怕地产行业的需求不再增加，但是其行业收入依然可以稳定增长。

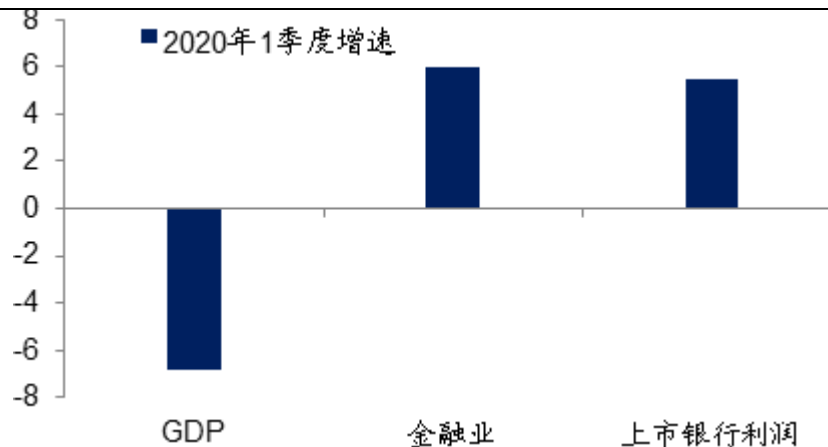
图28 2018/2019 年商品房销售面积、金额、均价增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

银行业也是类似的逻辑。银行其实就是负责货币发行的行业，只要货币高增的趋势不变，银行业的收入就会持续增长，虽然有存贷差缩窄的冲击，但其长期影响相对有限。例如今年 1 季度，受疫情影响中国经济增速同比下降了 6.8%，但以银行为主的金融业增加值逆势增长了 6%，1 季报 36 家上市银行净利润同比增长 5.5%，说明银行业的业绩增长好于绝大多数上市行业。

图29 2020 年 1 季度 GDP、金融业增加值和上市银行利润增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 5. 债市利率或趋回升

最后我们讲一下债市，我们认为未来债市利率或将趋于回升，对于债市配置要谨慎。

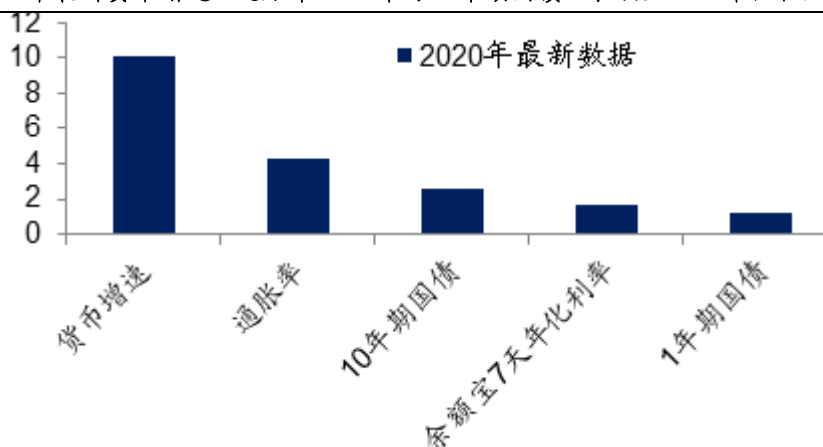
**利率太低，无法对抗货币贬值。**

理由其实很简单，配置任何一类资产我们都要看其预期收益率能否跑赢货币增长和通胀。

目前，中国 10 年期国债利率为 2.6%，1 年期国债利率为 1.2%，均处于历史最低位附近。国债确实很安全，有着国家信用背书，大家持有不用担心任何本金的损失。但问题是，现在的广义货币增速高达 10.1%，如果货币越来越多，那么在考虑货币本身的贬值之后，持有超低利率国债的意义在哪里呢？

同样的理由其实也适合于货币基金，很多人都在说现金为王，也就是持有货币基金等现金资产。但目前余额宝的 7 天年化收益率已经降至 1.67%，不仅远低于 10.1% 的货币增速，甚至还远低于今年以来 4.9% 的平均通胀率，如何指望货币基金能保值呢？

图30 20 年最新货币增速、通胀率、10 年与 1 年期国债、余额宝 7 天年化收益率 (%)



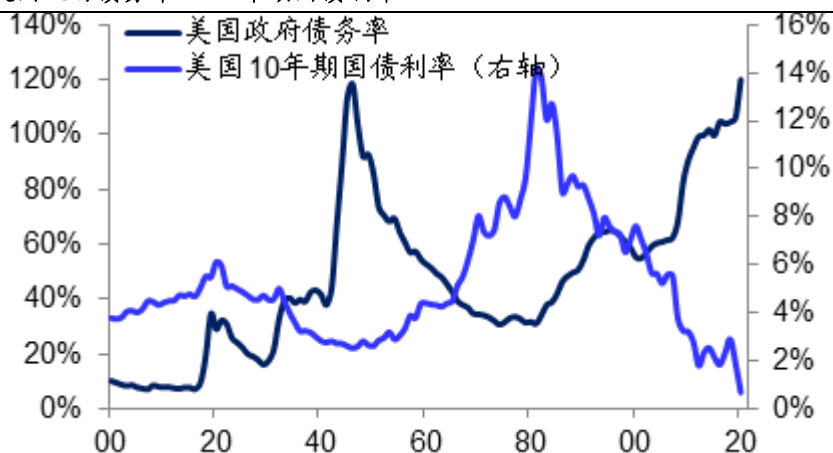
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 5 月 8 日

### 高债务未必指向低利率。

很多人说未来必然会走向低利率时代，原因是当下全球都是普遍的零利率甚至是负利率，所以中国也不会例外。

但是未来是不确定的，大家不能够凭借过去二三十年的利率走势来简单外推。如果看的更远一点，比如回顾美国过去 100 多年的利率走势，我们发现利率其实呈现周期性的变化，只不过每一次周期上行或者下行的时间都特别长，长达 30 到 40 年，以至于大家身在其中会认为这是永恒的趋势，其实可能恰恰处于利率的变化拐点。

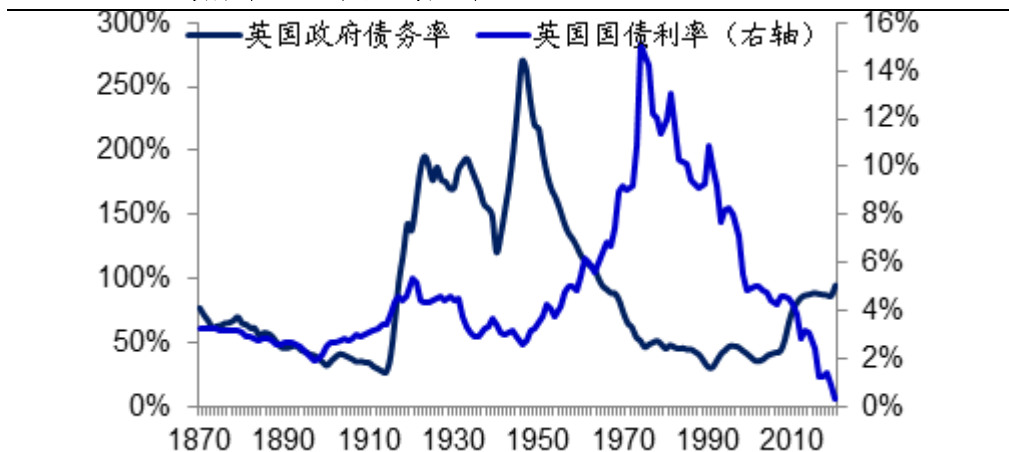
图31 美国政府债务率、10 年期国债利率



资料来源：Wind，Macrohistry database，海通证券研究所

现在很多人判断低利率的理由在于高债务压力，各国政府为了偿债，只能保持低利率。但其实历史上也曾出现过高债务的时期，其中最为典型的是二战结束之后，当时美国的政府债务率高达 120%，英国甚至超过 200%，但是在 1950 年之后，利率并非持续下降，而是逐渐回升。

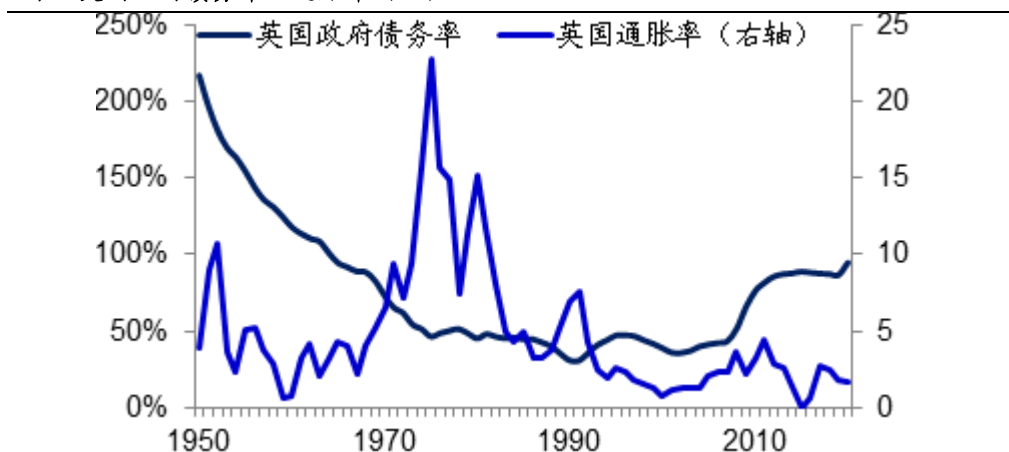
图32 英国政府债务率、10年期国债利率（%）



资料来源：Wind，Macrohistory database，海通证券研究所

有人说那是因为战后的经济繁荣，经济增长使得收入增加，降低了债务率。但是到了1970年代，全球经济增速大幅下滑，美国和英国的政府债务率依旧在下降，原因其实在于通胀大幅上升，消灭了债务。

图33 英国政府债务率、通胀率（%）



资料来源：Wind，Macrohistory database，海通证券研究所

因此，大家不要忘了，高通胀其实也是解决债务问题的利器。而在当前全球史无前例的货币宽松之下，我们必须对未来的通胀回升留一份戒备，而对于当前超低的利率水平和债券牛市留一份警惕。

## 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

## 宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com  
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
联系人  
应稼娴(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  
梁 镇(021)23219449 lz11936@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  
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  
谭宏实(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

## 固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
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  
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 lgg12371@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  
郑 蕾 075523617756 zl12742@htsec.com  
房乔华 0755-23617756 fqh12888@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 ftf11758@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  
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(021)23219812 yf11127@htsec.com



电子行业			煤炭行业			电力设备及新能源行业		
陈 平(021)23219646	cp9808@htsec.com		李 淼(010)58067998	lm10779@htsec.com		张一弛(021)23219402	zyc9637@htsec.com	
尹 岑(021)23154119	yl11569@htsec.com		戴元灿(021)23154146	dyc10422@htsec.com		房 青(021)23219692	fangq@htsec.com	
谢 磊(021)23212214	xl10881@htsec.com		吴 杰(021)23154113	wj10521@htsec.com		曾 彪(021)23154148	zb10242@htsec.com	
蒋 俊(021)23154170	jj11200@htsec.com		联系人			徐柏乔(021)23219171	xbq6583@htsec.com	
联系人			王 涛(021)23219760	wt12363@htsec.com		陈佳彬(021)23154513	cjb11782@htsec.com	
肖隽翀 021-23154139	xjc12802@htsec.com							
基础化工行业			计算机行业			通信行业		
刘 威(0755)82764281	lw10053@htsec.com		郑宏达(021)23219392	zhd10834@htsec.com		朱劲松(010)50949926	zjs10213@htsec.com	
刘海荣(021)23154130	lhr10342@htsec.com		杨 林(021)23154174	yl11036@htsec.com		余伟民(010)50949926	ywm11574@htsec.com	
张翠翠(021)23214397	zcc11726@htsec.com		于成龙 ycl12224@htsec.com			张青青(021)23219383	zzq11650@htsec.com	
孙维容(021)23219431	swr12178@htsec.com		黄竞晶(021)23154131	hjj10361@htsec.com		张 弋 01050949962	zy12258@htsec.com	
李 智(021)23219392	lz11785@htsec.com		洪 琳(021)23154137	hl11570@htsec.com		联系人		
						杨彤昕 010-56760095	ytx12741@htsec.com	
非银行金融行业			交通运输行业			纺织服装行业		
孙 婷(010)50949926	st9998@htsec.com		虞 楠(021)23219382	yun@htsec.com		梁 希(021)23219407	lx11040@htsec.com	
何 婷(021)23219634	ht10515@htsec.com		罗月江 (010) 56760091	lyj12399@htsec.com		盛 开(021)23154510	sk11787@htsec.com	
李芳洲(021)23154127	lfz11585@htsec.com		李 轩(021)23154652	lx12671@htsec.com		联系人		
联系人						刘 溢(021)23219748	ly12337@htsec.com	
任广博(010)56760090	rgb12695@htsec.com							
建筑建材行业			机械行业			钢铁行业		
冯晨阳(021)23212081	fcy10886@htsec.com		余炜超(021)23219816	swc11480@htsec.com		刘彦奇(021)23219391	liuyq@htsec.com	
潘莹练(021)23154122	pyl10297@htsec.com		郑 震(021)23154124	yz10334@htsec.com		周慧琳(021)23154399	zhl11756@htsec.com	
申 浩(021)23154114	sh12219@htsec.com		周 丹 zd12213@htsec.com					
杜市伟(0755)82945368	dsw11227@htsec.com		联系人					
颜慧菁 yhj12866@htsec.com			吉 晟(021)23154653	js12801@htsec.com				
建筑工程行业			农林牧渔行业			食品饮料行业		
张欣劼 zxj12156@htsec.com			丁 频(021)23219405	dingpin@htsec.com		闻宏伟(010)58067941	whw9587@htsec.com	
李富华(021)23154134	lfh12225@htsec.com		陈 阳(021)23212041	cy10867@htsec.com		唐 宇(021)23219389	ty11049@htsec.com	
杜市伟(0755)82945368	dsw11227@htsec.com		联系人			颜慧菁 yhj12866@htsec.com		
			孟亚琦(021)23154396	myq12354@htsec.com		联系人		
						程碧升(021)23154171	cbs10969@htsec.com	
军工行业			银行行业			社会服务行业		
张恒昶 zhx10170@htsec.com			孙 婷(010)50949926	st9998@htsec.com		汪立亭(021)23219399	wanglt@htsec.com	
张宇轩(021)23154172	zyx11631@htsec.com		解巍巍 xww12276@htsec.com			陈扬扬(021)23219671	cyy10636@htsec.com	
			林加力(021)23154395	lj12245@htsec.com		许樱之 xyz11630@htsec.com		
			谭敏沂(0755)82900489	tmy10908@htsec.com				
家电行业			造纸轻工行业					
陈子仪(021)23219244	chenzy@htsec.com		衣楦永(021)23212208	zyy12003@htsec.com				
李 阳(021)23154382	ly11194@htsec.com		赵 洋(021)23154126	zy10340@htsec.com				
朱默辰(021)23154383	zmc11316@htsec.com							
刘 璐(021)23214390	ll11838@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  
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  
李唯佳(021)23219384 liwj@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 010-5806 7936 gn12384@htsec.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
何 嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com  
李 婕 lj12330@htsec.com  
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com  
郭金珪(010)58067851 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