

# 货币贬值与再通胀

## ——20年下半年经济与资本市场展望

姜超（首席经济学家、宏观债券研究）

SAC号码：S0850513010002

2020年5月25日

1. 举债印钞应对危机
2. 类似战争货币贬值
3. 中国财政货币联手
4. 通胀重来远离现金

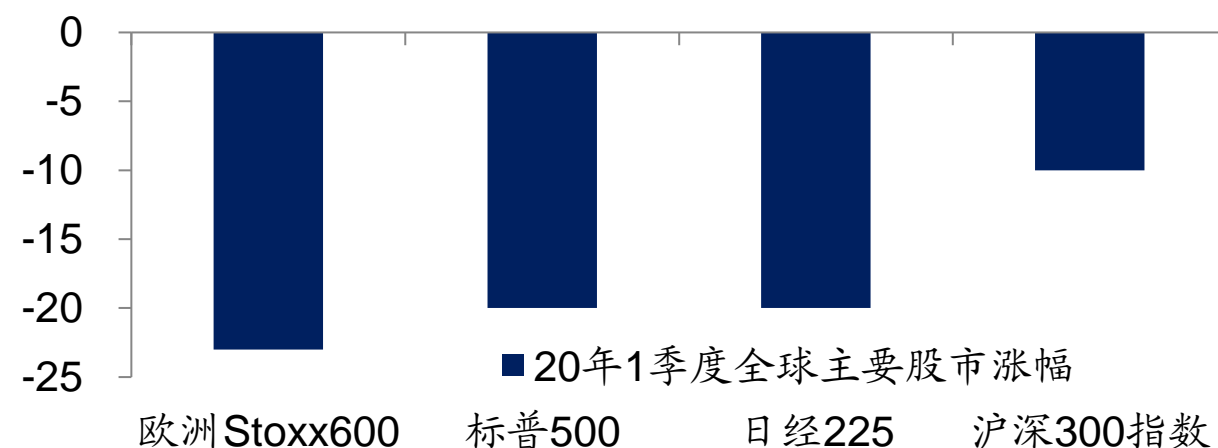
# 一季度股市、商品下跌

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%**。

## 20年1季度主要商品期货价格涨幅（%）



## 20年1季度全球主要股市涨幅（%）

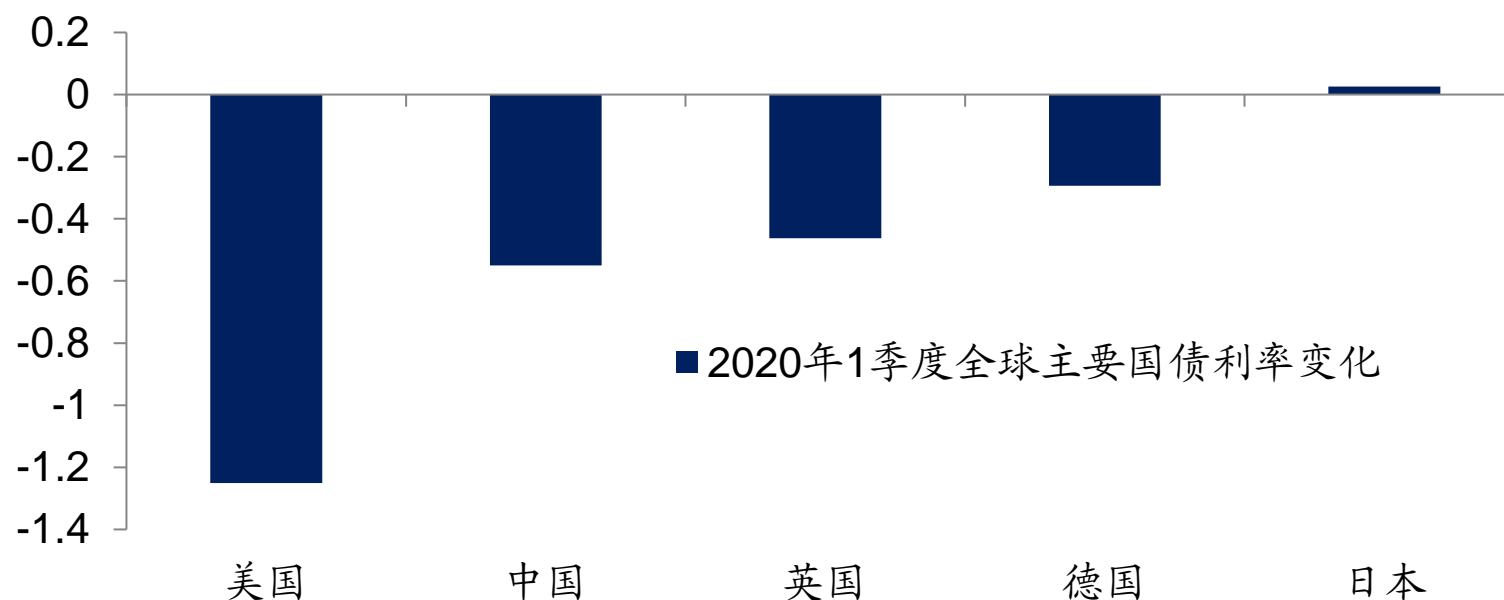




# 债市是最大赢家

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%。

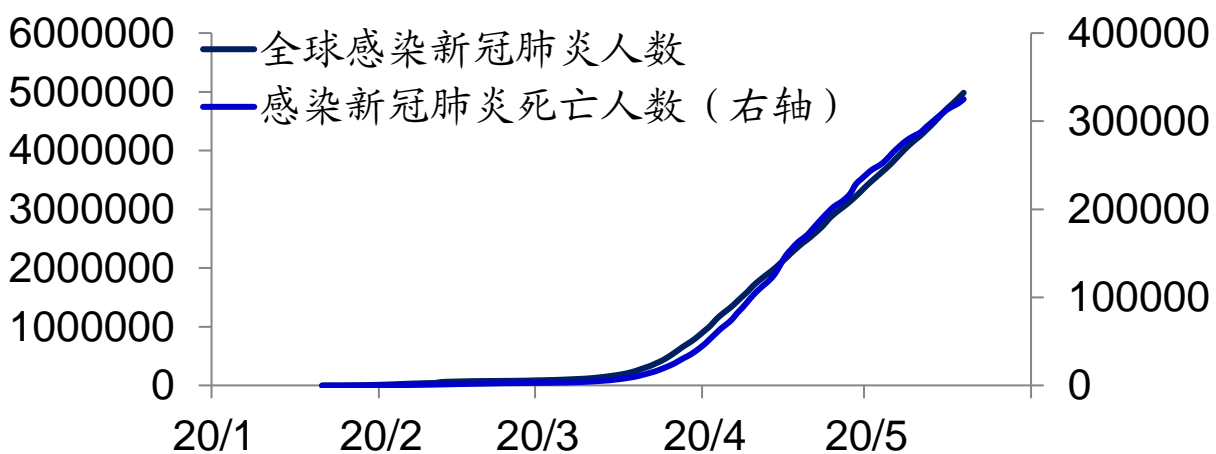
20年1季度全球主要国债利率变化（%）



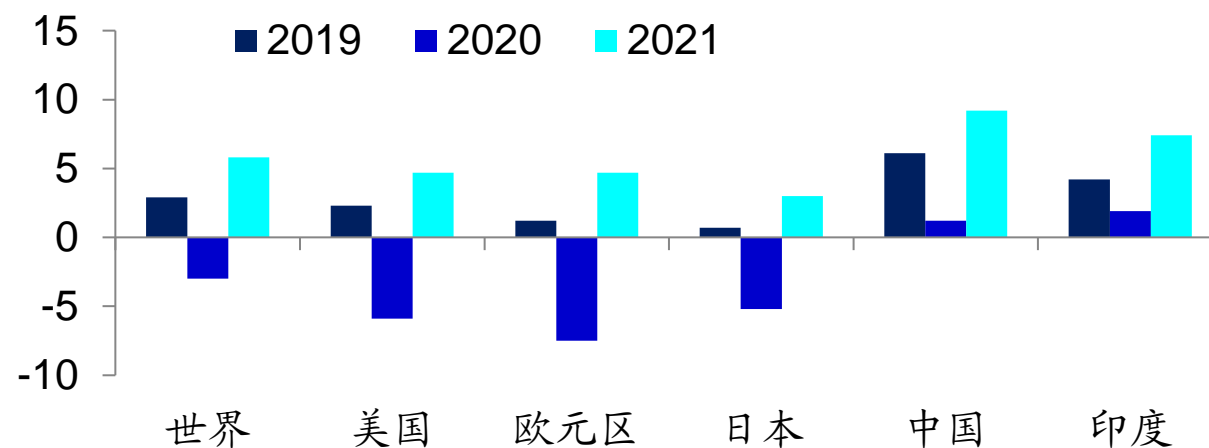
# 疫情导致经济衰退

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**3%**，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，而中国和印度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（例）



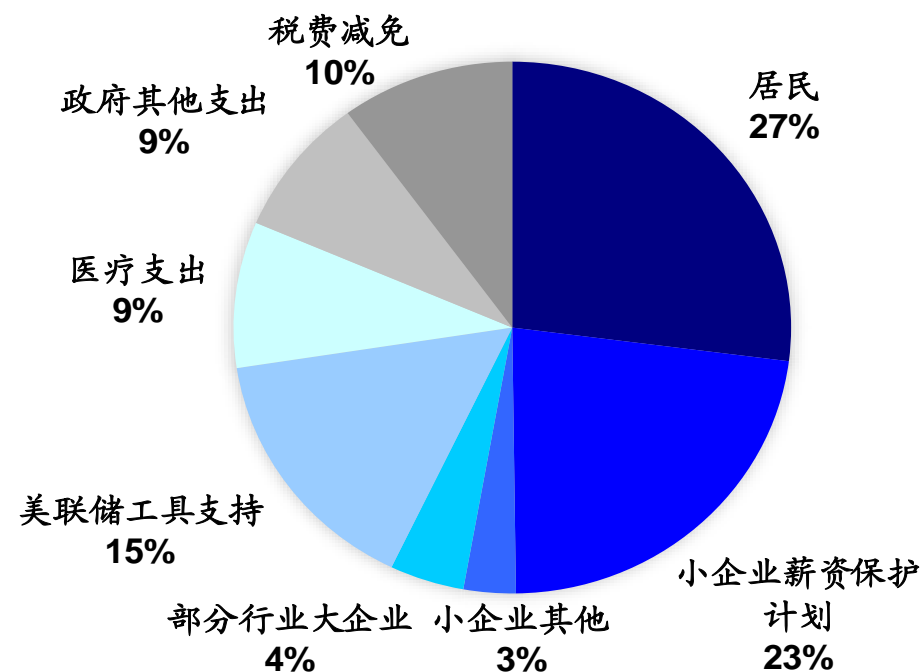
## IMF全球及主要经济体经济增速与预测 (%)



# 美国天量财政刺激

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%**。而第五轮**3万亿美元**财政刺激方案正在国会讨论当中。

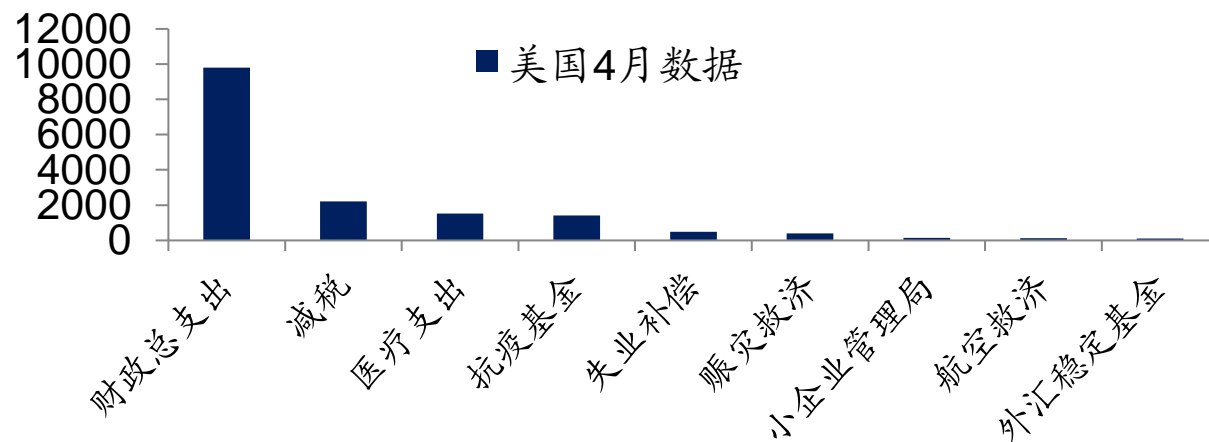
美国前四轮**2.9万亿美元**财政刺激结构



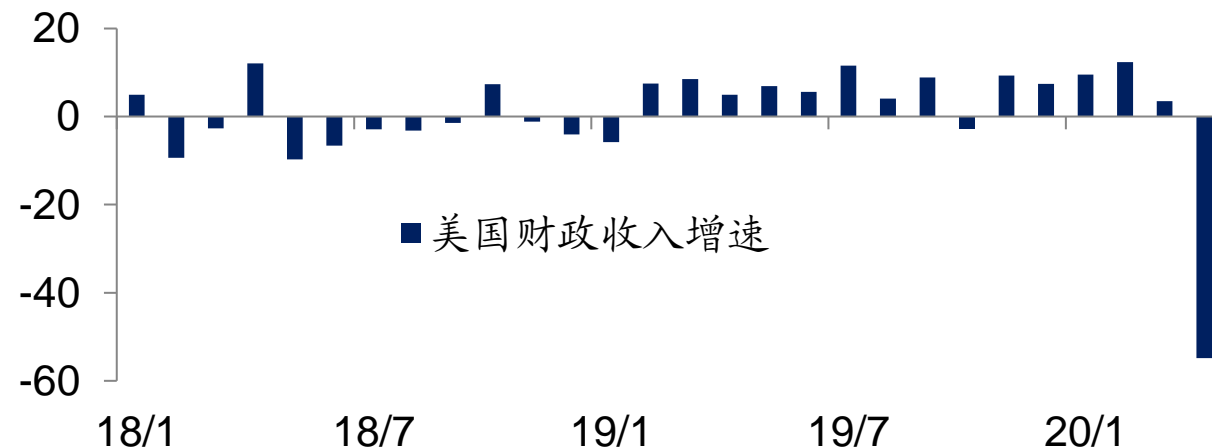
# 财政收支显著恶化

在3月份2.2万亿美元的《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》生效之后，美国4月份的财政支出高达9800亿美元，比去年同期增长了1.6倍，其中主要的支出包括减税、医疗支出、抗疫基金支出、失业补偿、赈灾救济、以及给小企业、航空业等提供的各种补助。但与此同时，疫情导致了财政收入锐减，理论上每年的4月是全年税收占比最高的月份，但今年4月份的美国财政收入仅为2400亿美元，同比减少了55%。

美国4月财政支出及主要结构（亿美元）



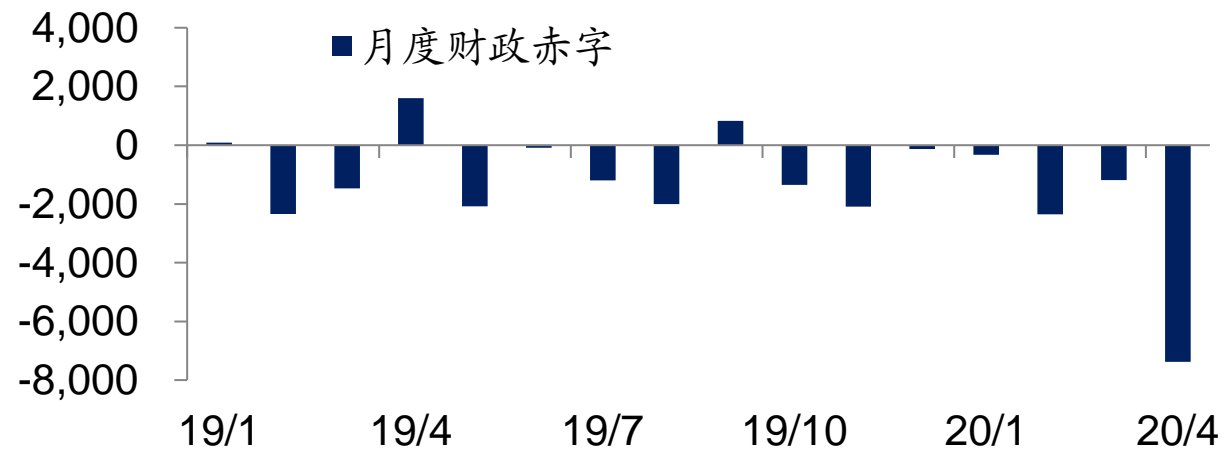
美国财政收入月度增速（%）



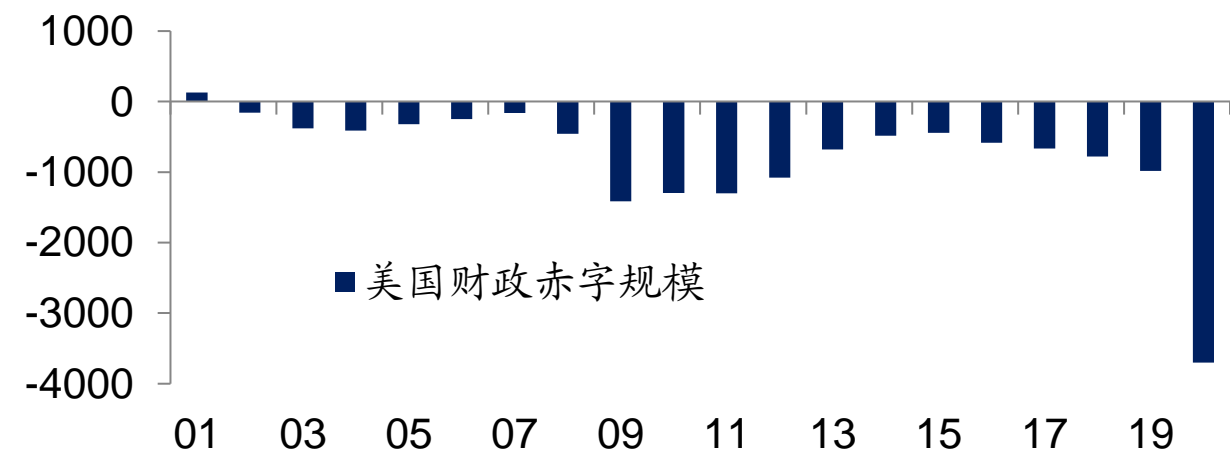
# 财政赤字历史新高

财政收入大幅下滑，叠加财政支出激增，意味着财政赤字的大幅飙升。今年前4个月，美国财政赤字总额为1.1万亿美元，比去年同期增加了9000亿美元。根据美国国会办公室的预测，在2020财年，美国财政赤字总额将达到3.7万亿美元，远超次贷危机下的09年1.4万亿美元财政赤字的历史峰值。

## 美国月度财政赤字（亿美元）



## 美国年度财政赤字（10亿美元）





# 美国国债发行激增

如何应对财政赤字的飙升？在疫情期间，增加财政收入以及压缩财政支出都不太可能，因而唯一的办法就是增加国债的发行，弥补财政赤字。截止到今年5月19日，美国国债余额为**25.4**万亿美元，比年初增加了**2.2**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。从新增政府债务率来看，今年已经新增了**16.4%**，超过**2009**年的新增**12.5%**，创下**1946**年以来的**74**年新高。

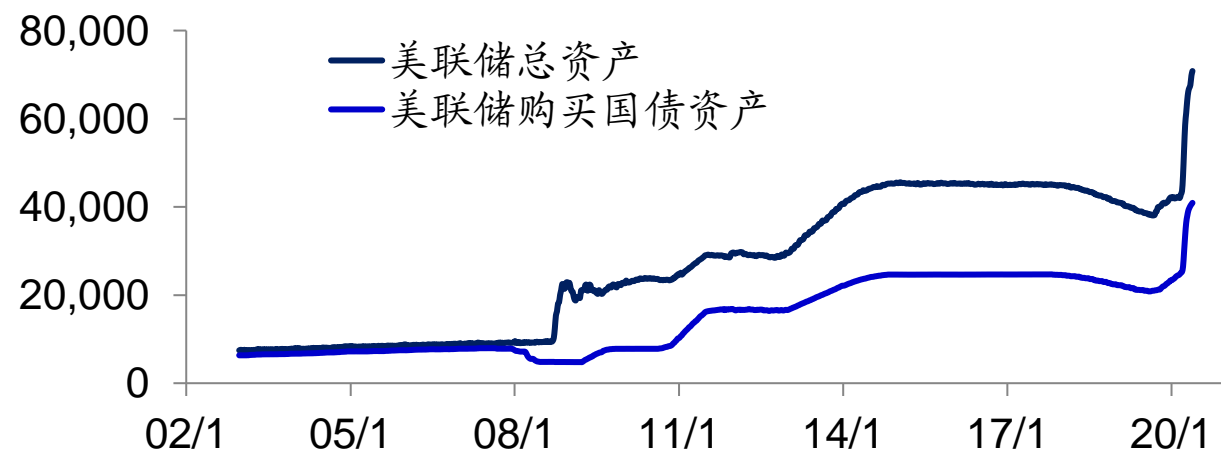
美国新增国债余额（亿美元）



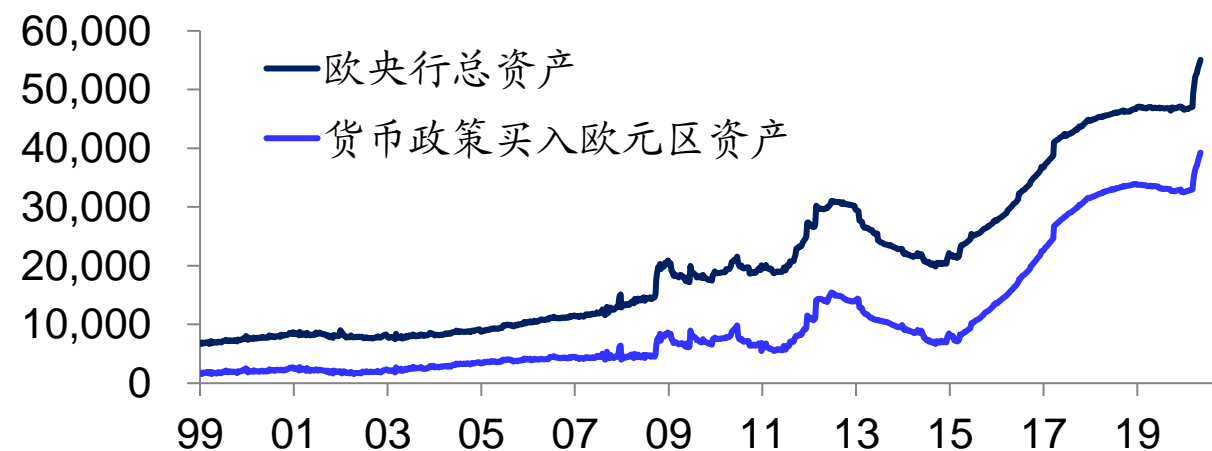
# 欧美央行大笔买债

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5月20日，美联储的总资产已经达到7.1万亿美元，比去年末增加近3万亿美元，其中新增国债1.8万亿美元，这意味今年以来美国新发的2.2万亿美元国债，绝大部分都是被美联储印钞所购买。在欧元区，截止到5月15日，欧央行的总资产比年初已经上升了8100亿欧元，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）



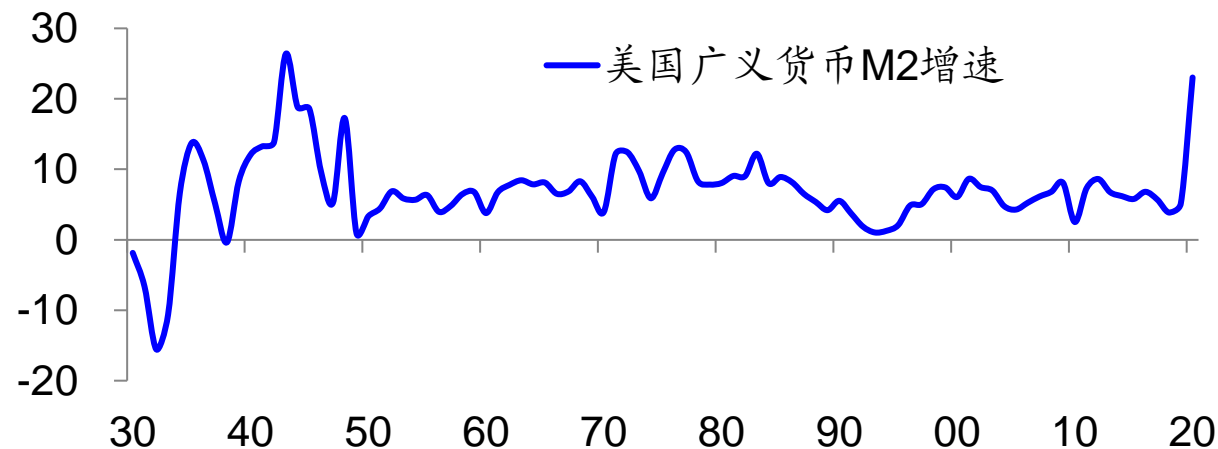
## 欧央行总资产，货币政策买入欧元区资产（亿欧元）



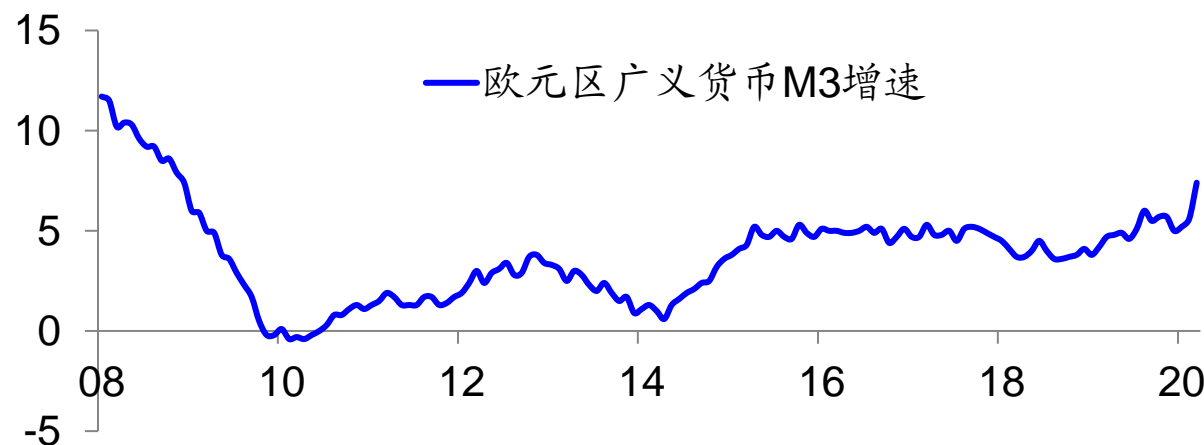
# 财政赤字货币化

而财政部发行国债，并且通过央行购买的行为，其实就是财政赤字货币化。虽然欧美国家的央行并没有直接印钞拿给政府花，也就是央行没有在一级市场上直接购买国债，而主要都是在二级市场上购买。但从结果来看，欧美政府今年实施的巨额财政刺激，其实最终都是靠央行印钞来买单的。财政赤字化等同于央行直接印钞，其结果就是欧美各国的广义货币增速大幅上升。截止5月11日，美国广义货币同比增速已经达到**23%**，创下二战以来的最高增速。而欧元区3月广义货币**M3**增速达到**7.4%**，创下了**09**年以来新高。

## 美国广义货币M2增速 (%)



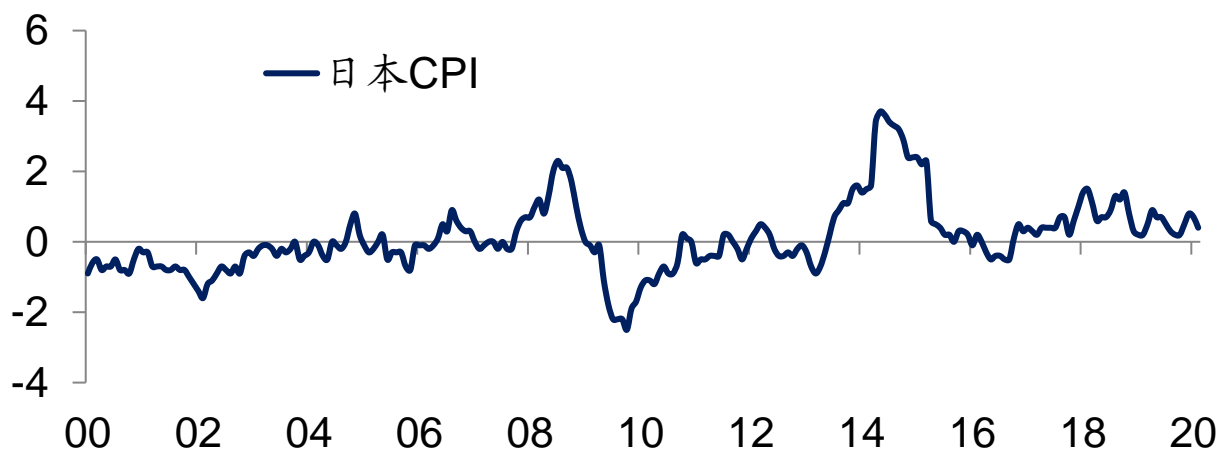
## 欧元区广义货币M3增速 (%)



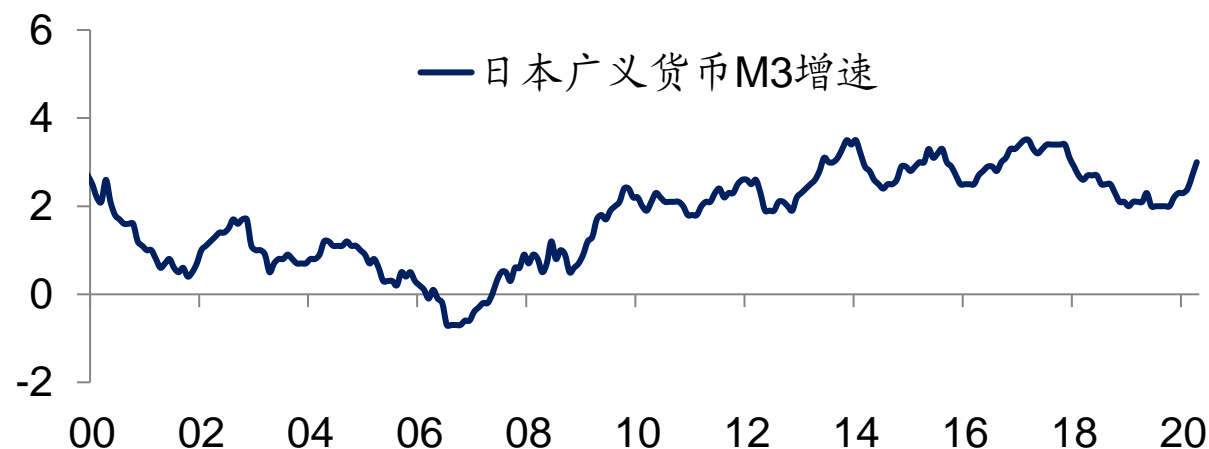
# 日本长期通缩，量化宽松失效

很多人对全球央行放水不以为然，因为日本最早发明使用量化宽松货币政策，但却长期陷入通缩之中，好像放水也没有用。从理论上说，央行量化宽松所释放的是基础货币，通常只在金融体系内部循环。而要对经济产生影响，则必需创造出广义货币。日本的问题在于未能创造出足够的广义货币，从**2012年**日本央行重启**QE**至今，其央行总资产扩张了**3.3倍**，年均增长**20%**，但同期日本的广义货币**M3**年均增速仅为**2.7%**。

## 日本CPI (%)



## 日本广义货币M3增速 (%)

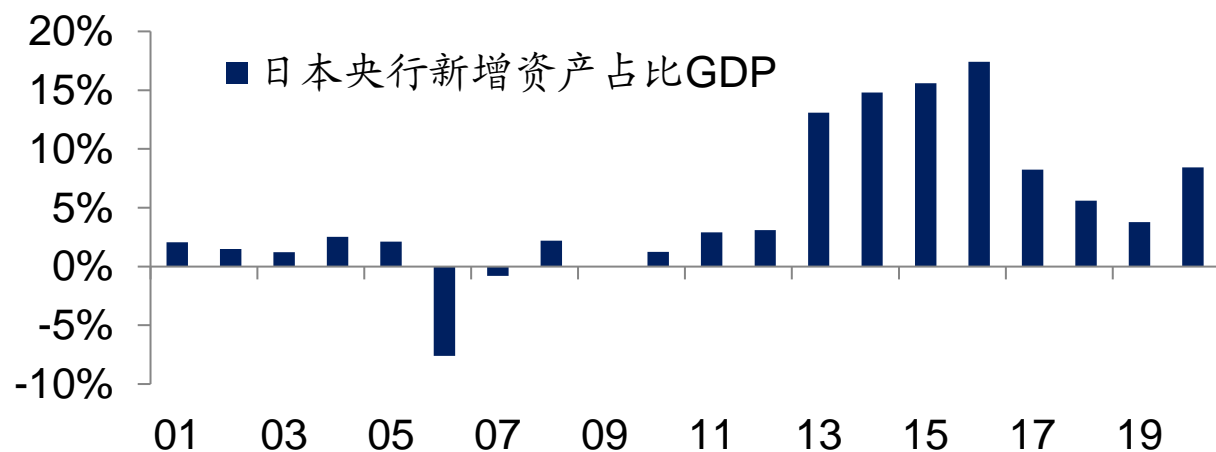




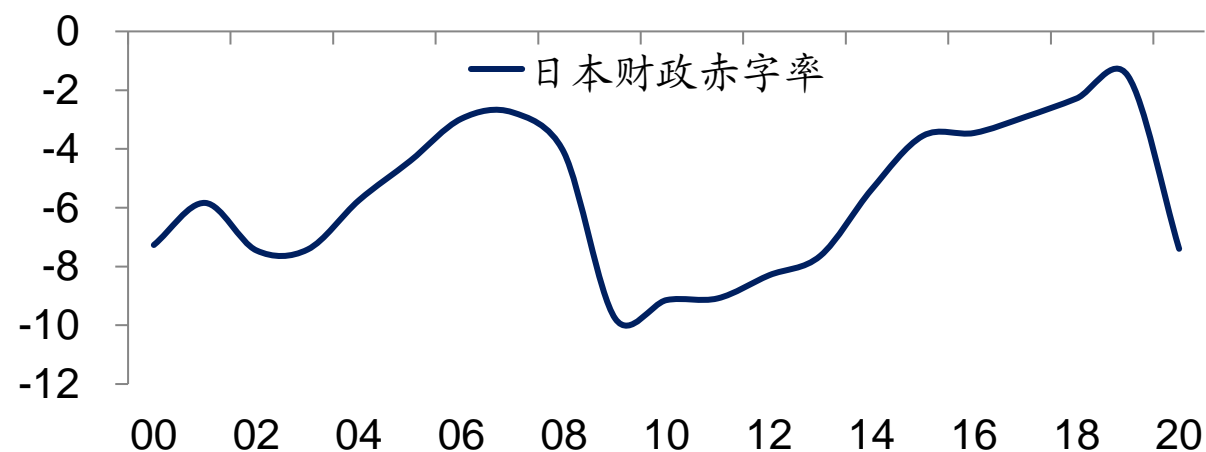
# 缺乏积极财政配合

为何日本过去QE无效，原因在于没有财政赤字货币化。日本大规模使用QE是在13年到16年，但同期财政赤字率逐渐下降，这意味着其主要购买的是存量金融资产，资产涨价有利富人阶层，而未能增加穷人的财富和消费，因而未能创造出广义货币。

## 日本央行新增资产占比GDP



## 日本财政赤字率 (%)

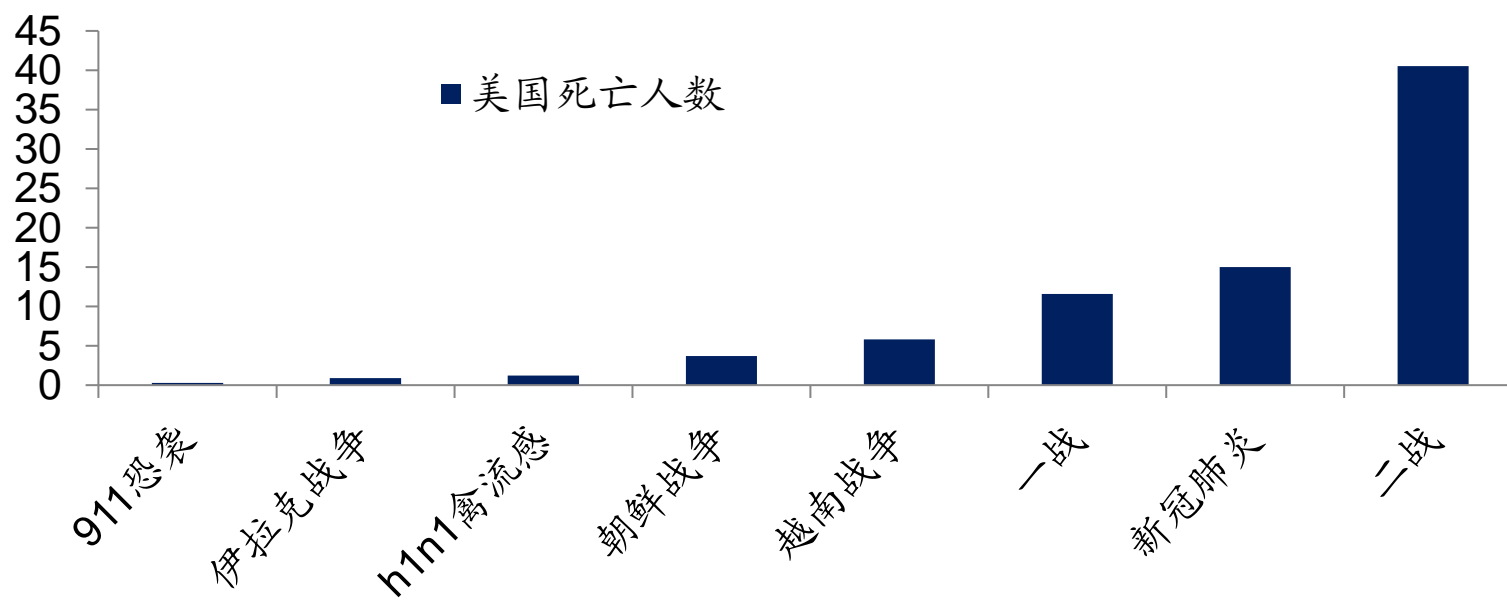


1. 举债印钞应对危机
2. 类似战争货币贬值
3. 中国财政货币联手
4. 通胀重来远离现金

# 疫情影响类似战争

新冠肺炎对于全球而言是一次巨大的危机，而且其影响在很多方面都类似于一场战争。包括大面积的边境封锁和人员伤亡，以及经济的大面积冻结等等。例如根据华盛顿大学的最新预测，美国死于新冠肺炎的人数或达到**15万**，这意味着其导致的美国死亡人数将超过越战和一战，仅次于二战。

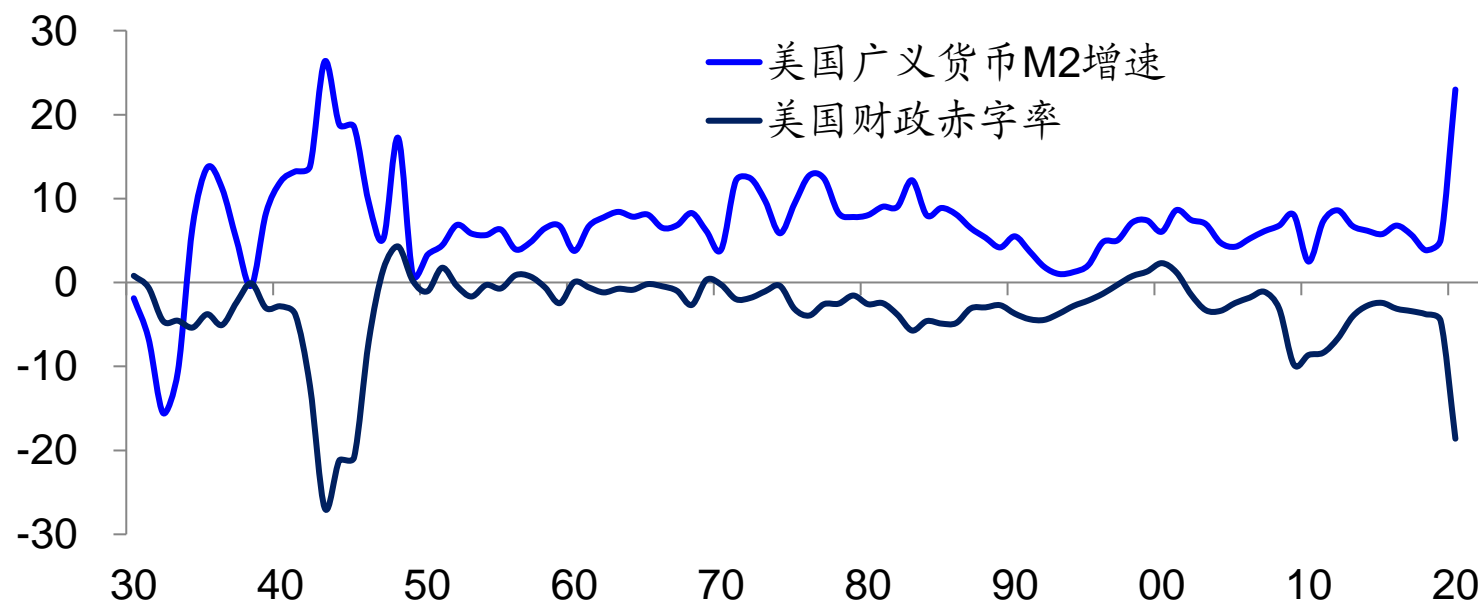
美国死亡人数（万人）



# 货币赤字类似二战

为了应对疫情，全球各国发行大量国债，并且通过央行来购买，这也是战争时期的普遍现象。纵观美国的货币和财政史，我们发现历史上与当前最为类似的是二战时期。例如今年的财政赤字率或与1943-45年一样超过20%，而当前美国广义货币M2增速已经超过20%，接近1943年创下的26%的历史峰值。

美国广义货币M2增速、财政赤字率（%）

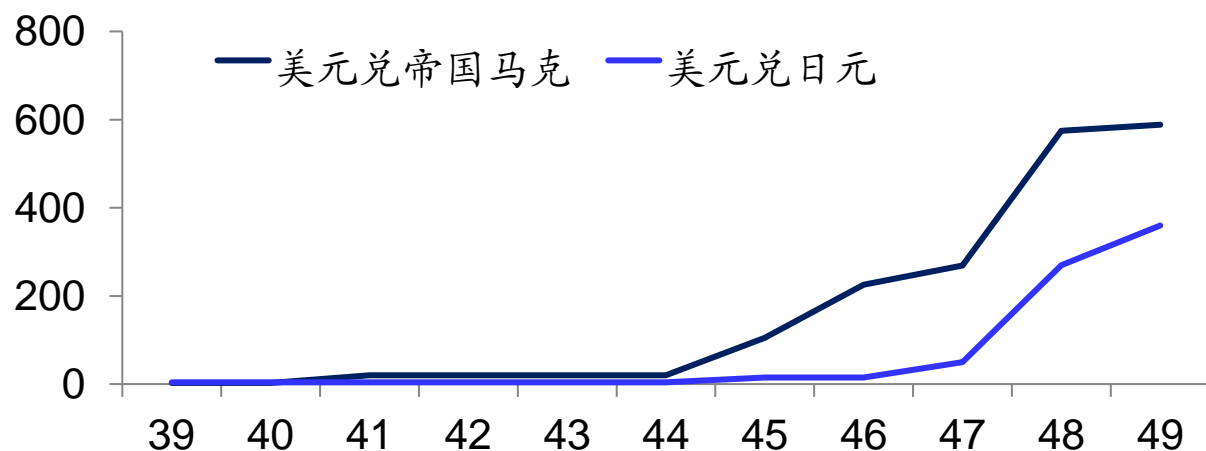




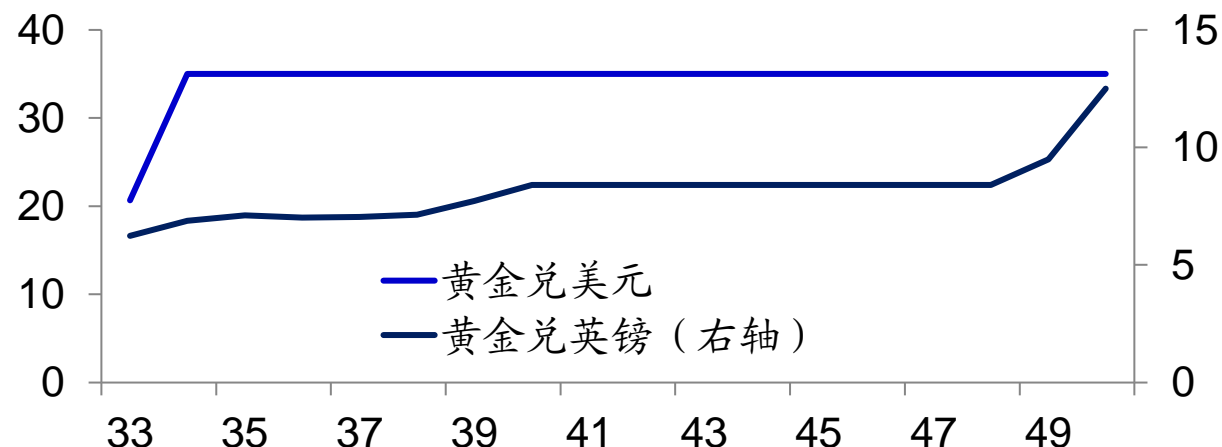
## 二战前后货币贬值

在二战期间和战后，我们发现主要货币对黄金都出现了明显的贬值。作为战败国的德国和日本，其货币对美元和黄金都出现了指数级的贬值。而即便是战胜国的英国，在二战结束之后英镑对黄金和美元也出现了大幅贬值。唯一在二战期间对黄金保持稳定的货币是美元，但其实美元早在**1933年**就宣布脱离金本位，并且一次性贬值了**40%**，相当于提前释放了贬值压力。

### 二战前后美元兑帝国马克、日元汇率



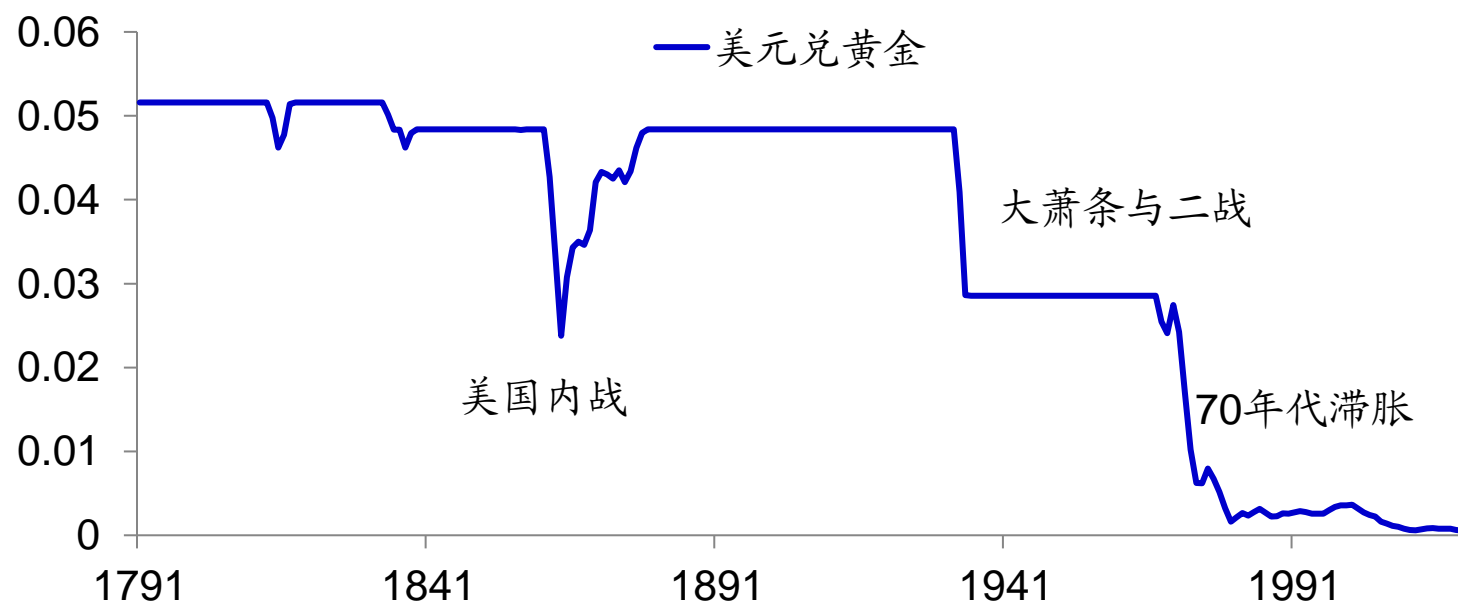
### 二战前后黄金兑美元、英镑价格（1盎司黄金）



# 纸币长期贬值，危机时期尤甚

我们发现，从历史的长河来看，纸币长期都是在持续的贬值。作为当前全球货币霸主的美元，其在诞生之后也发生过三次大幅度的贬值，第一次是在1861-65年的内战时期，第二次发生在1930年代的大萧条之后，第三次发生在1970年的滞胀时期。

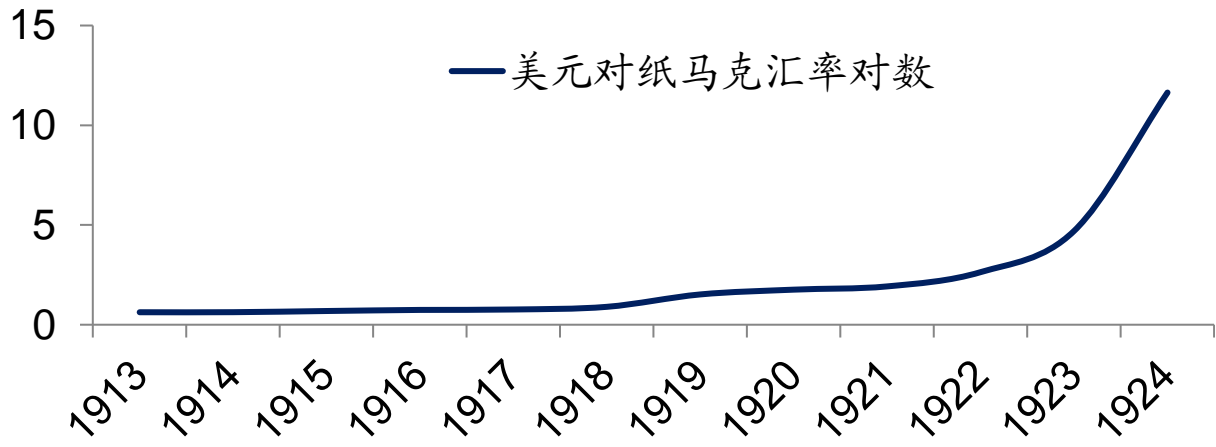
美元兑黄金价格（盎司/美元）



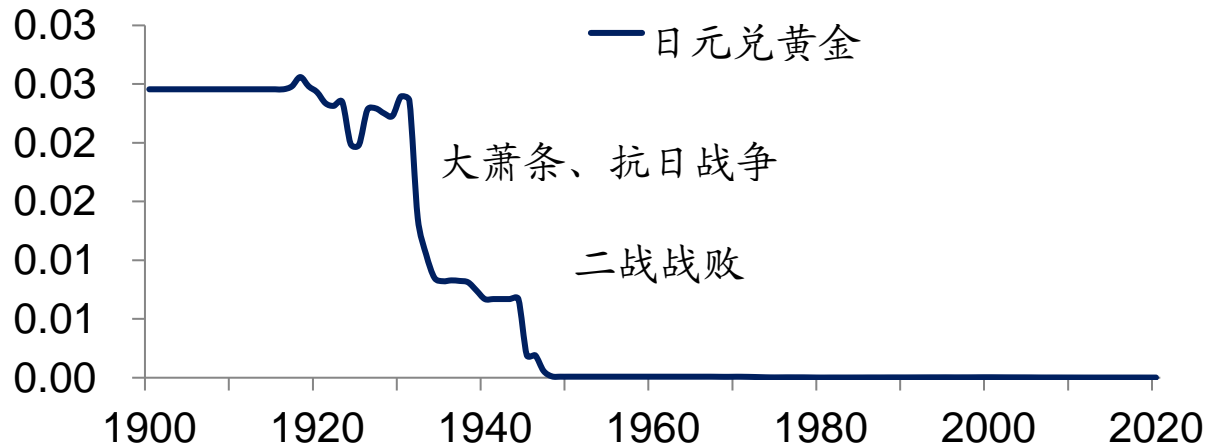
# 战争与危机：马克日元贬值

纵观纸币贬值的历史，多数贬值都发生在危机时期。最为典型的就德国，其汇率的两次大幅贬值都与战争有关。第一次大幅贬值是因为一战的战败，导致巨额赔款、物价飞涨。第二次大幅贬值是因为二战战败，币值再度缩水。日本与德国的情况非常类似。其第二次大幅贬值是因为二战战败，从1944年到1949年，日元对美元汇率贬值了99%。而第一次大幅贬值则始于1931年，这一方面是受到当时席卷全球的大萧条影响，另一方面也与战争有关，日本在1931年发动了侵华战争，从此陷入了中国抗日战争的汪洋大海。

美元对纸马克汇率对数



日元对黄金汇率（盎司/日元）

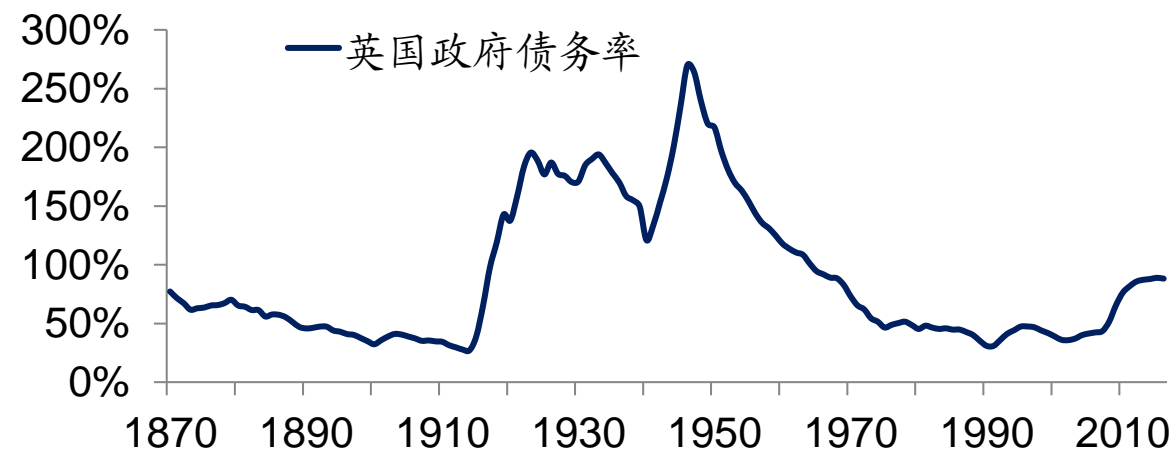


资料来源：圣路易斯联储，海通证券研究所，左图取10的对数，纵坐标可以理解为美元对纸马克汇率后面零的个数。 19

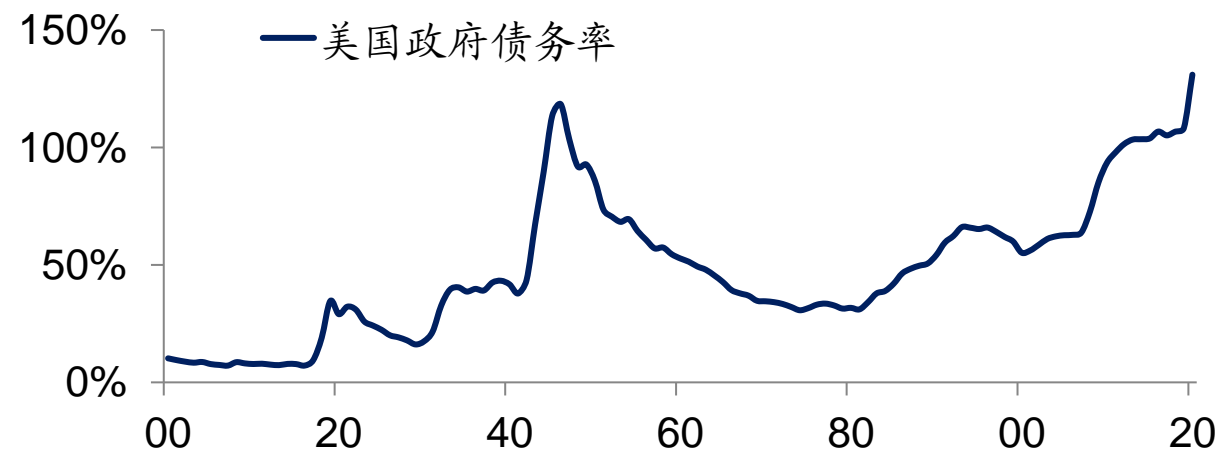
# 战争导致巨额债务

为什么英美作为战胜国，在二战前后货币也出现了大幅贬值。原因就在于战争期间累计了巨额的债务，英国政府债务一度超过**GDP的2倍**还多，美国政府债务也超过**GDP的1倍**多。

## 英国政府债务率



## 美国政府债务率

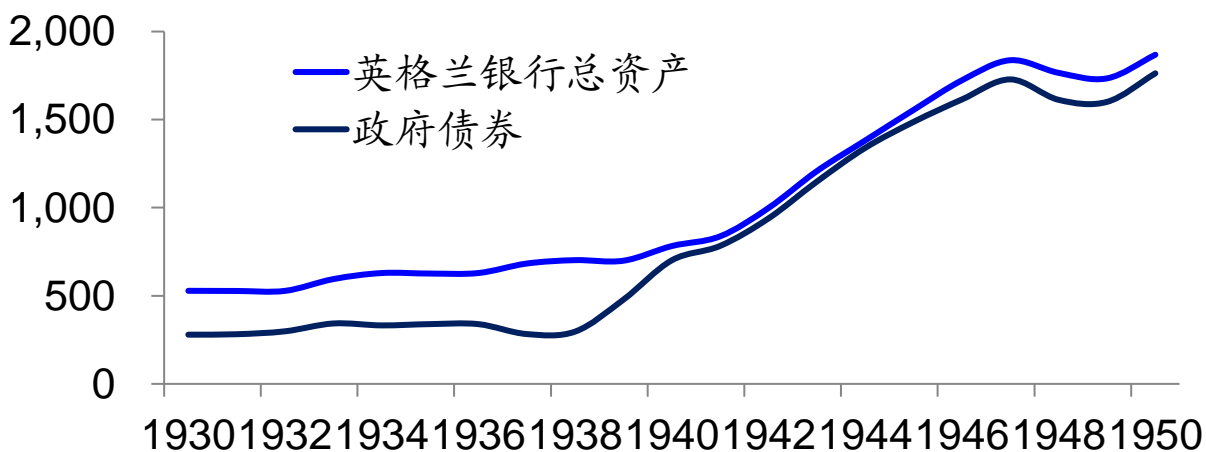




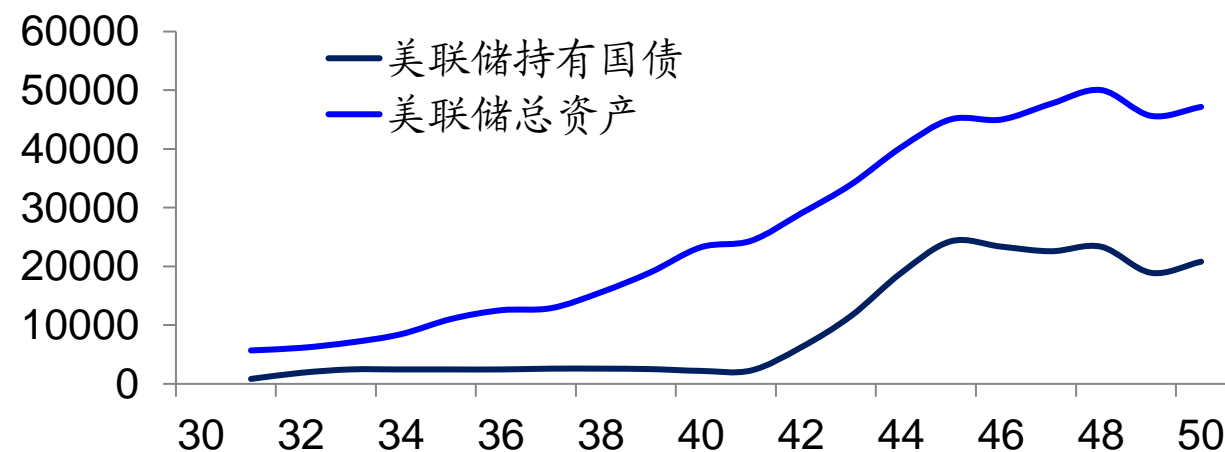
## 二战英美印钞买债

而这些政府债务中的很重要一部分都被央行印钞买走了，也就是所谓的财政赤字货币化。从1938年到1945年，英国发行国债约**150**亿英镑，其中英格兰银行购买了大约**8%**，到二战结束之时英格兰银行的资产几乎全部都是国债。美国在1941年末参战之后，从1942到1945年，美联储也买走了**200**多亿美元的国债，超过同期国债总发行量的**10%**。

英格兰银行总资产、持有政府债券（百万英镑）



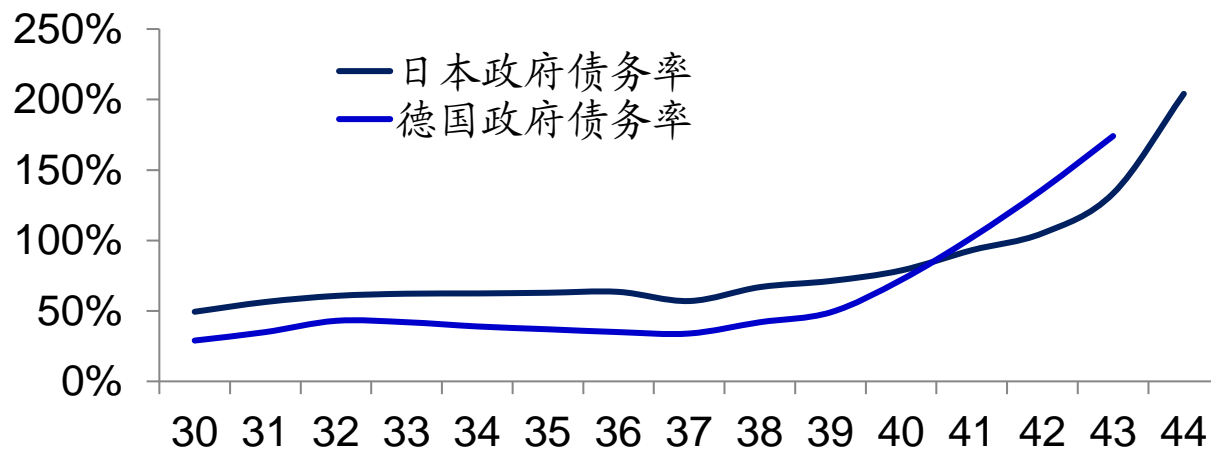
美联储总资产、持有国债（百万美元）



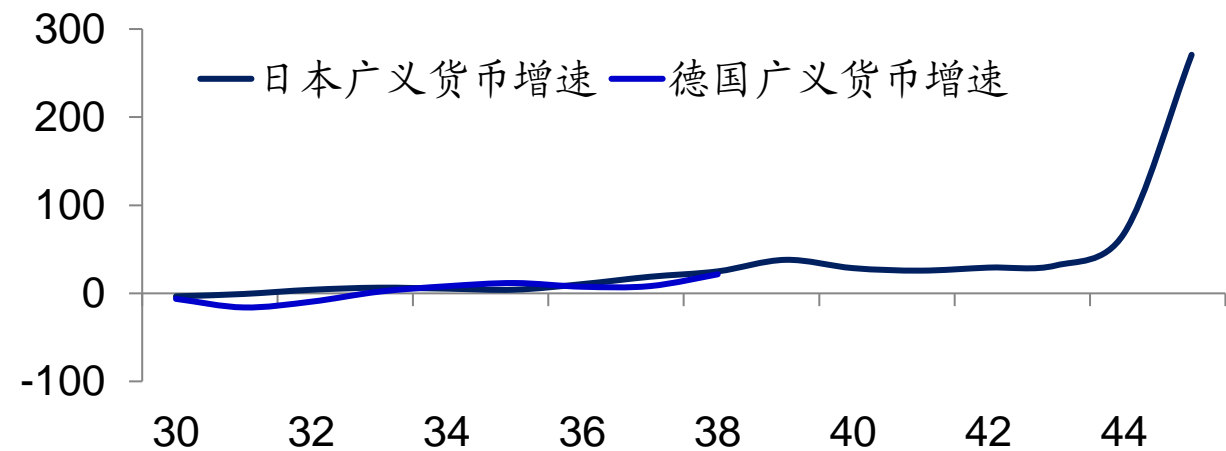
# 日德巨额债务货币化

在政府债务货币化这一点上，作为战败国的日本和德国表现的更加明显，在二战期间，德国和日本政府债务率都接近甚至超过了**200%**，同期广义货币增速在二战初期就超过了**20%**，而在二战结束的**1945年**日本的广义货币增速甚至接近**300%**。

## 日本、德国政府债务率



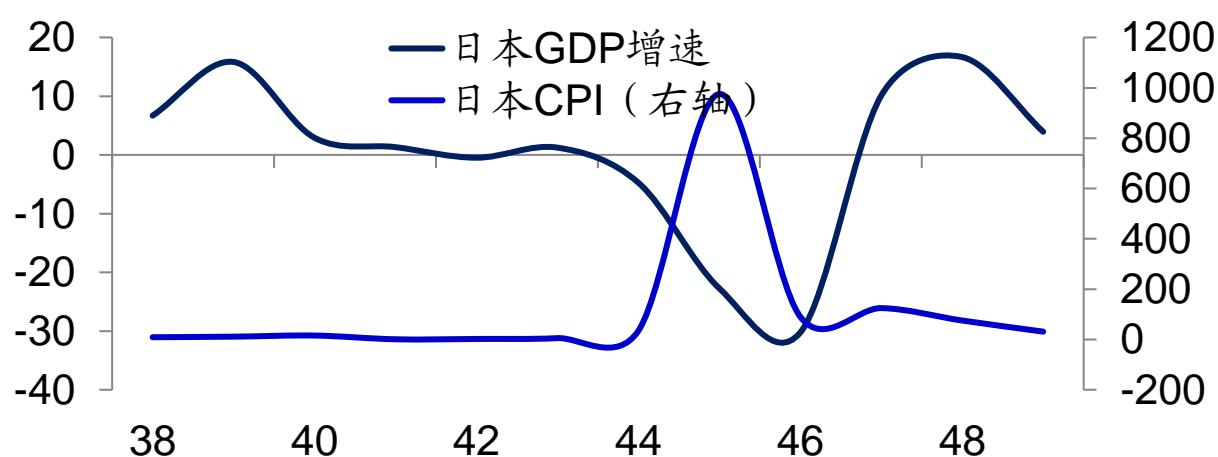
## 日本、德国广义货币增速 (%)



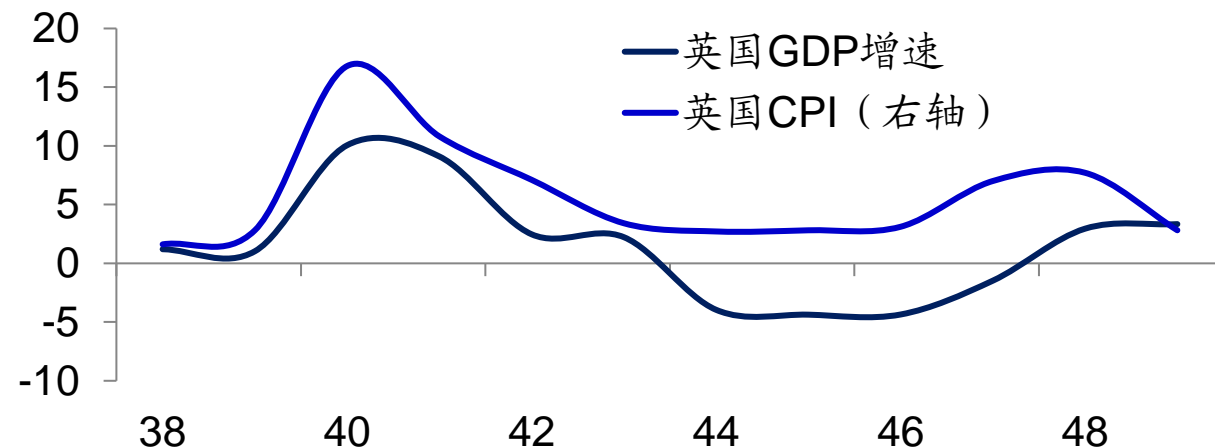
## 二战时期普遍滞胀

货币发多了，但是由于战争的原因经济由无法正常的生产，其效果就是通胀大幅上升，从而产生滞胀。我们发现，二战后期的参战各国都出现了普遍的滞胀，从1941到45年，日本的GDP年均增速为-7.2%，而年均通胀率高达100%。同期英国的GDP年均增速为-1%，而通胀率高达4%。

### 日本GDP、CPI平均增速（%）



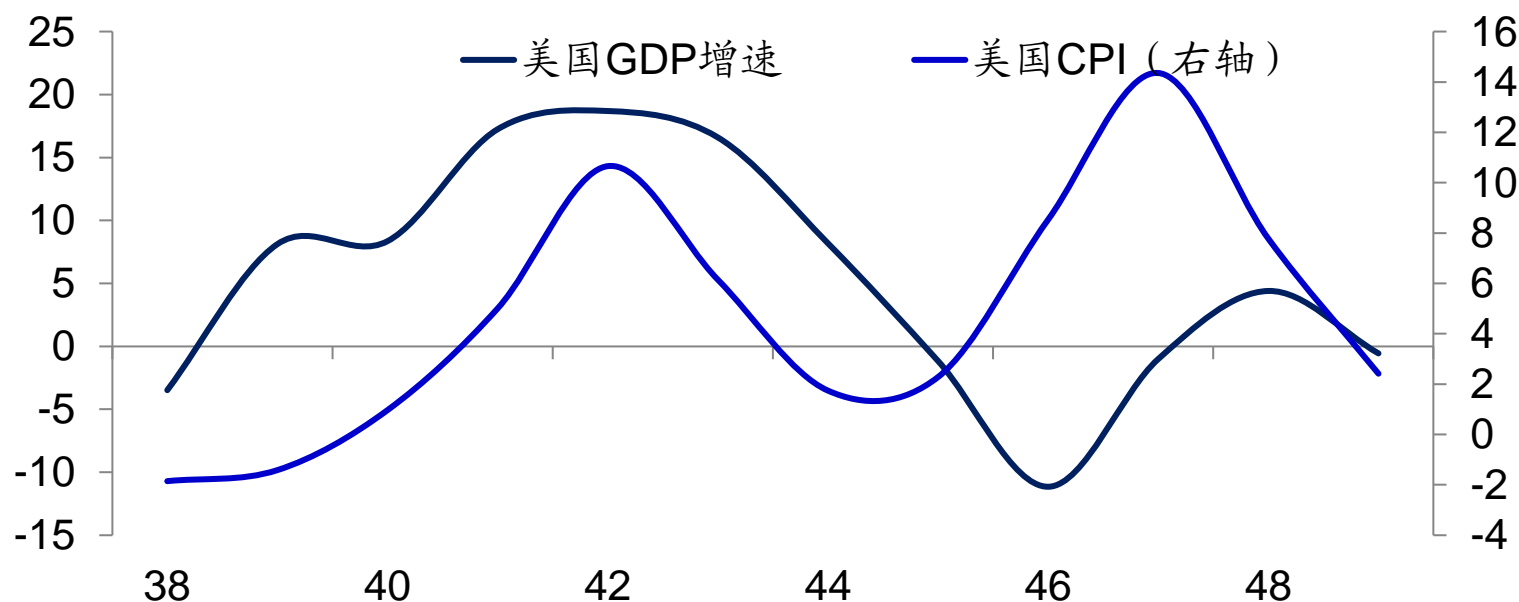
### 英国GDP、CPI平均增速（%）



## 二战结束美国滞胀

在二战时期，美国本土未受战争影响，经济保持了复苏。但在二战结束之后的**1946-47年**，美国也爆发了滞胀，经济连续两年衰退，而通胀年均涨幅超过**10%**。原因是战争结束以后军用需求大幅萎缩，但超发的货币没法收回。

美国1945-49年经济与通胀增速（%）

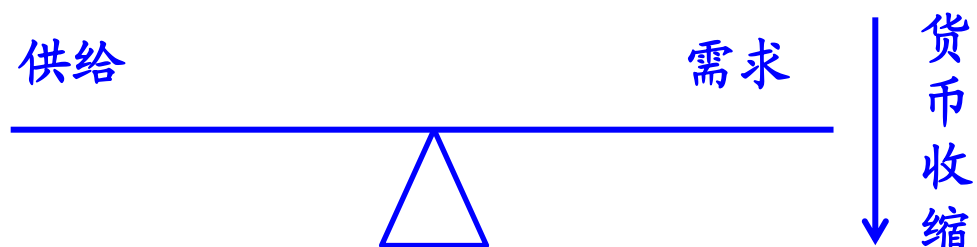




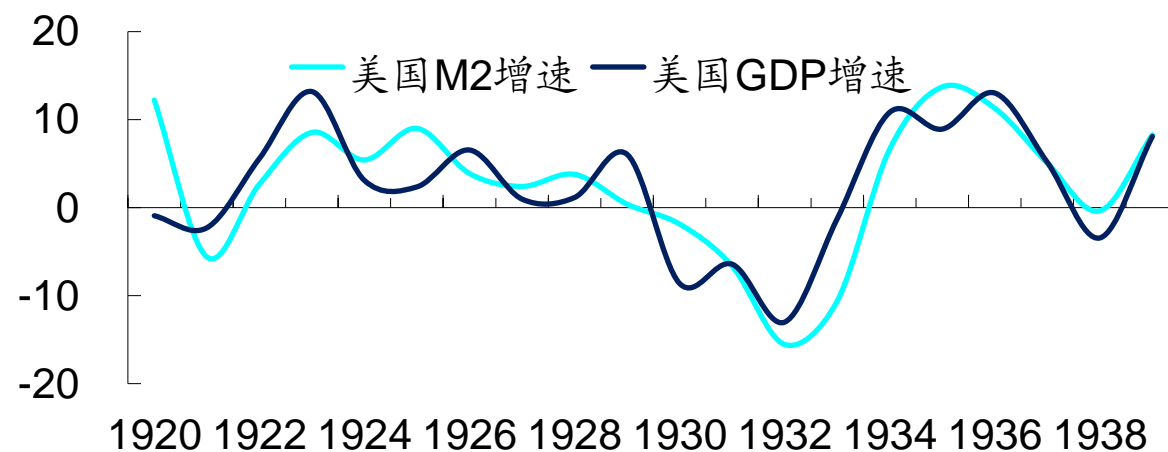
# 银行收缩货币，萧条是需求冲击

我们认为，疫情对经济的冲击将和二战时期类似，而与29年的大萧条和08年的金融危机明显不同。在大萧条或者金融危机时期，主要的冲击往往在金融层面，由于银行大量倒闭，货币信贷大幅收缩，从1929年到1933年，美国广义货币减少了1/3，这意味着居民和企业的购买了也减少了1/3，总需求急剧萎缩，使得美国经济大幅下滑，物价大幅下跌，因而出现了通缩。在08年金融危机期间，我们再次观察到银行的倒闭，以及银行信贷的大幅收缩。

## 大萧条冲击需求



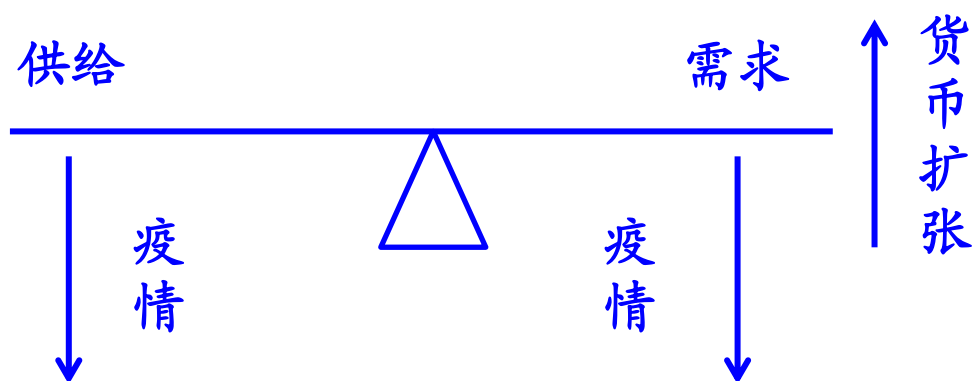
## 1920-40年美国货币与经济增速(%)



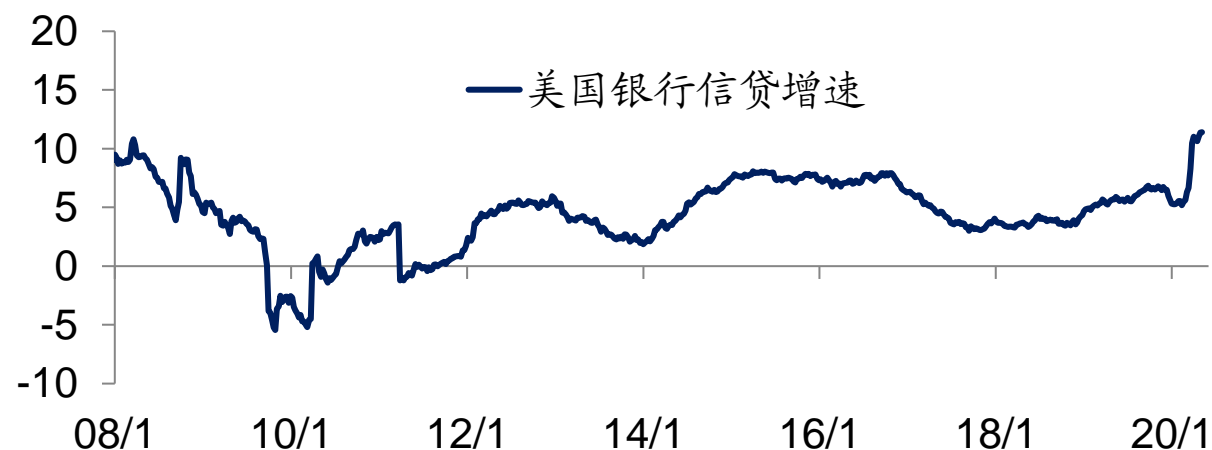
# 战争冲击供给，印钞推升需求

而在战争时期，各种管制措施往往会对供给和需求同时产生伤害，这时也会发生经济的衰退，在初期也会出现物价下跌。但由于金融体系并没有受影响，这时政府往往会大幅举债，同时开动印钞机，货币增速不会下降反而会上升，我们看到美国4月份的银行信贷增速已经创出新高。在货币信贷恢复之后，需求也就恢复了，但供给端的生产恢复是比较慢的，这时就会产生供不应求，进而产生通胀的压力。

## 疫情冲击供需，印钞推升需求



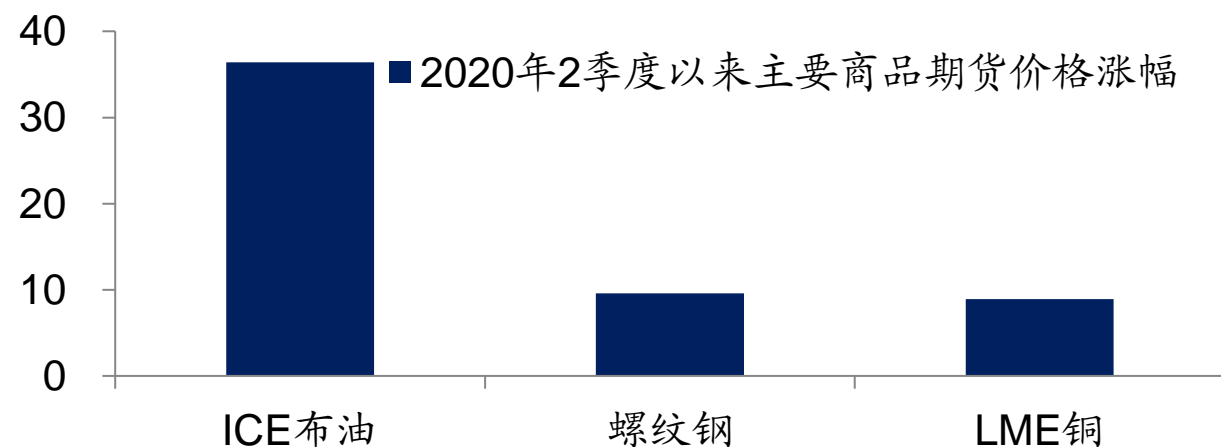
## 美国银行信贷增速（%）



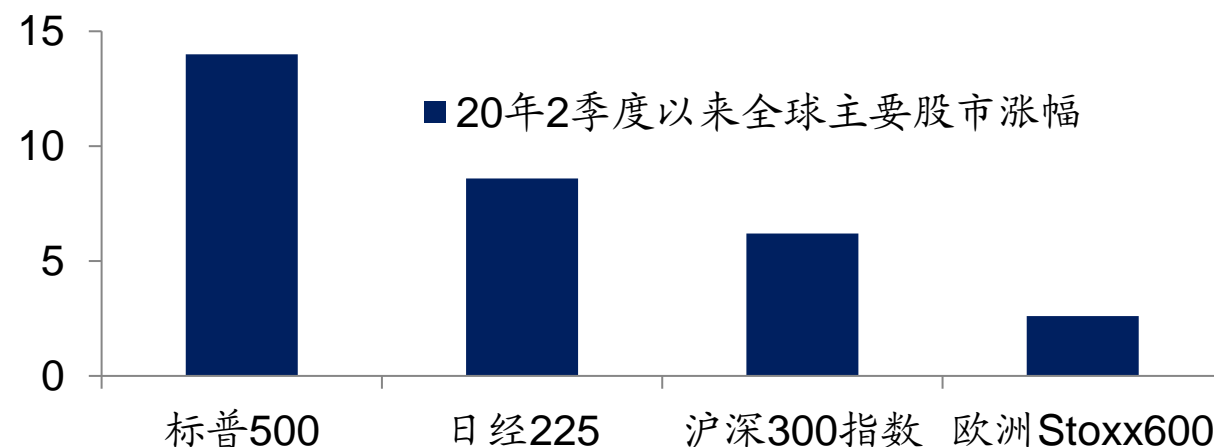
## 二季度股市、商品领涨

今年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。截止5月21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36.4%，上海螺纹钢期货价格反弹9.6%，LME铜价反弹8.9%。在股市方面，美国标普500指数反弹了14%，日经225指数反弹了8.6%，中国的沪深300指数反弹了6.2%，欧洲Stoxx600指数反弹了2.6%。

### 20年2季度以来主要商品期货价格涨幅（%）



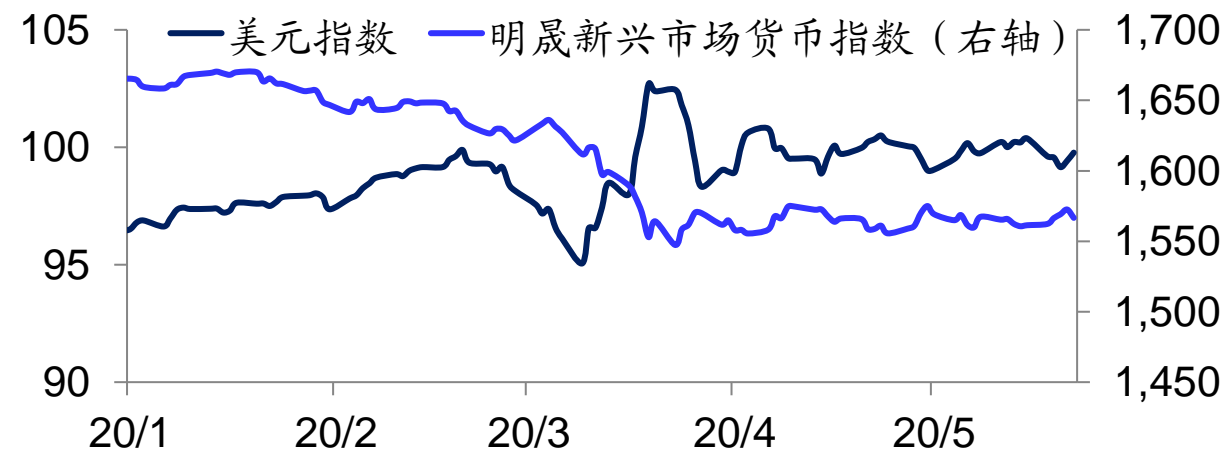
### 20年2季度以来全球主要股市涨幅（%）



# 全球货币集体贬值

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5月中旬，美元指数升值了3.5%，意味着主要发达国家货币兑美元都是贬值的，而新兴市场货币对美元贬值的幅度还要更多。但是美元本身其实也是贬值的，体现为黄金对美元大涨了14%。也就是全球货币的集体超发和贬值，使得股市上涨，通胀预期回升。

## 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)

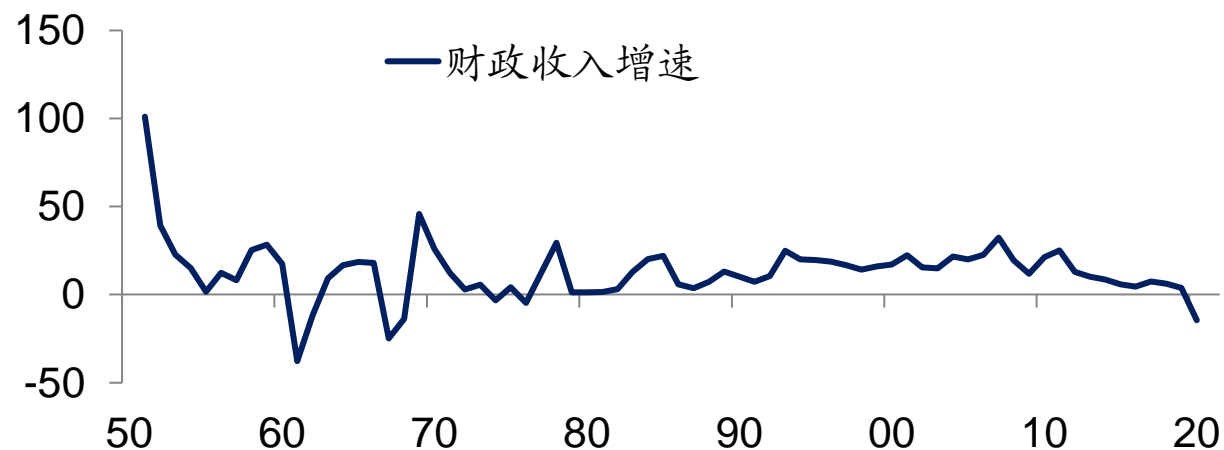


1. 举债印钞应对危机
2. 类似战争货币贬值
3. 中国财政货币联手
4. 通胀重来远离现金

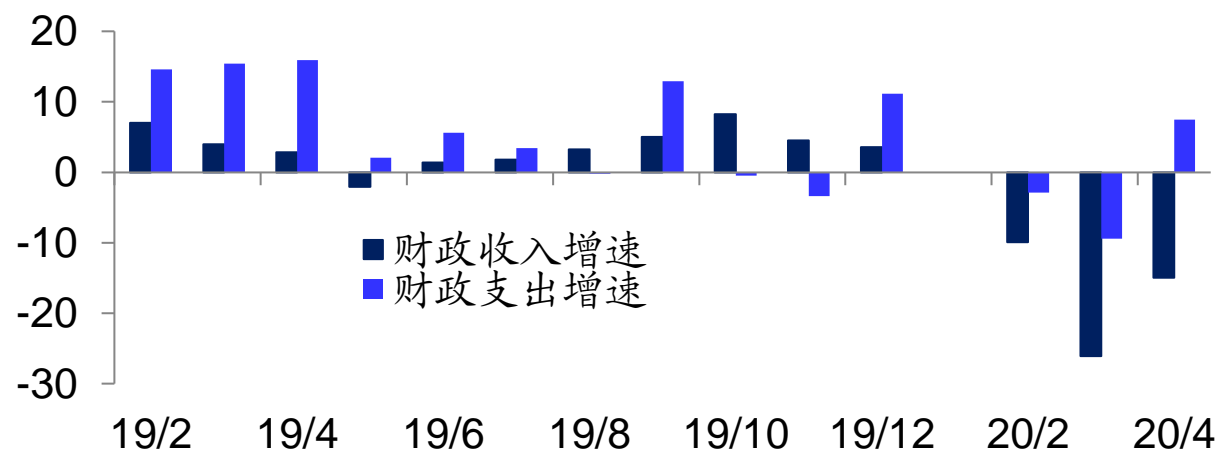
# 财政：收入下滑支出刚性

今年以来，受到疫情的冲击，中国财政收支的压力也非常大。截止4月份，全国财政收入累计同比下滑**14.5%**，增速创下**1968**年以来的新低。在财政支出方面，今年前4月全国财政支出累计同比下滑**2.7%**，降幅远低于财政收入。而且在4月份，全国财政收入同比降幅依然高达**15%**，但全国财政支出增速已经由负转正至**7.5%**。

## 中国财政收入年度增速 (%)



## 中国财政收入与支出月度增速 (%)

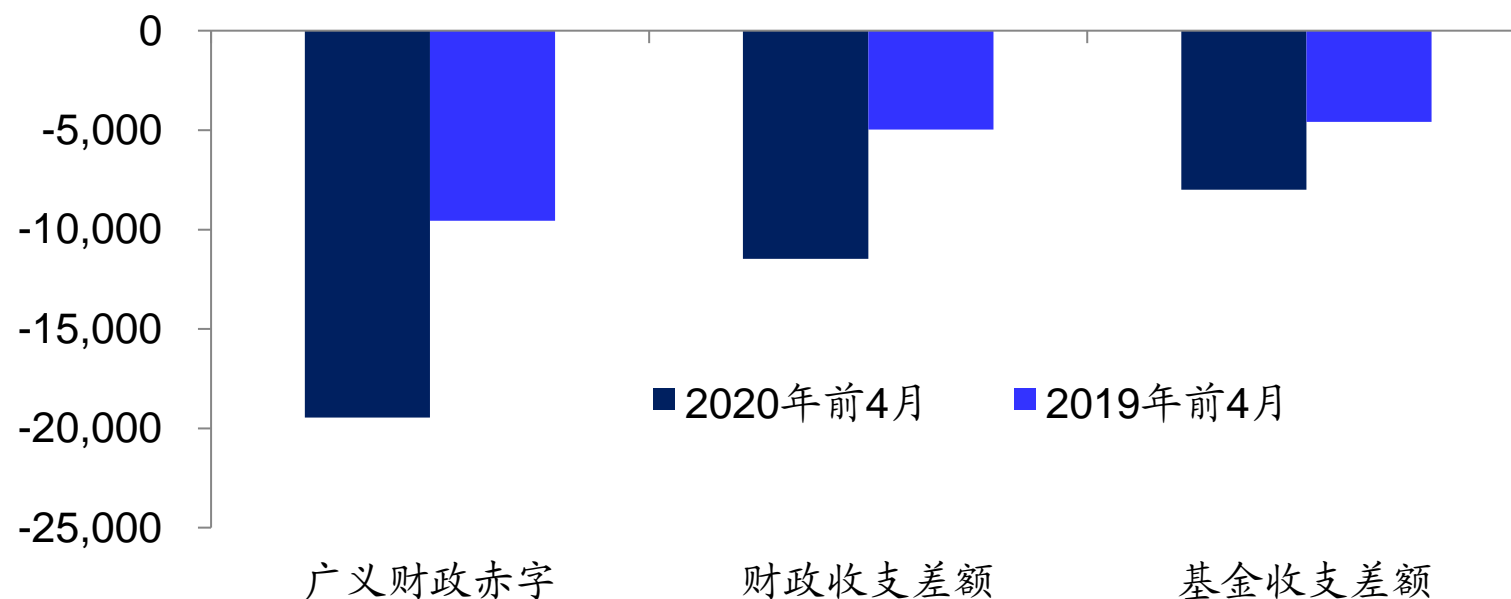




# 广义财政赤字飙升

由于财政支出增速远高于财政收入增速，前4个月中国财政赤字总额为**1.15万亿**，比去年同期高出**8400亿**。单纯的财政赤字还不足以显示财政所面临的压力，因为我国的财政有两本大账，一个是公共财政预算，主要是税收和相关支出；另一个是政府性基金收支预算，主要是各种非税收入和支出，尤其是土地出让金相关的收支。而今年前4个月，我国政府性基金收入同比下降**9.2%**，但基金支出增长**14.9%**，使得政府性基金收支也出现了**8000亿元**的赤字，比去年同期高出**5100亿元**。因此，今年前4个月我国政府广义的财政赤字达到**1.95万亿元**，同比多增了**1.36万亿**。

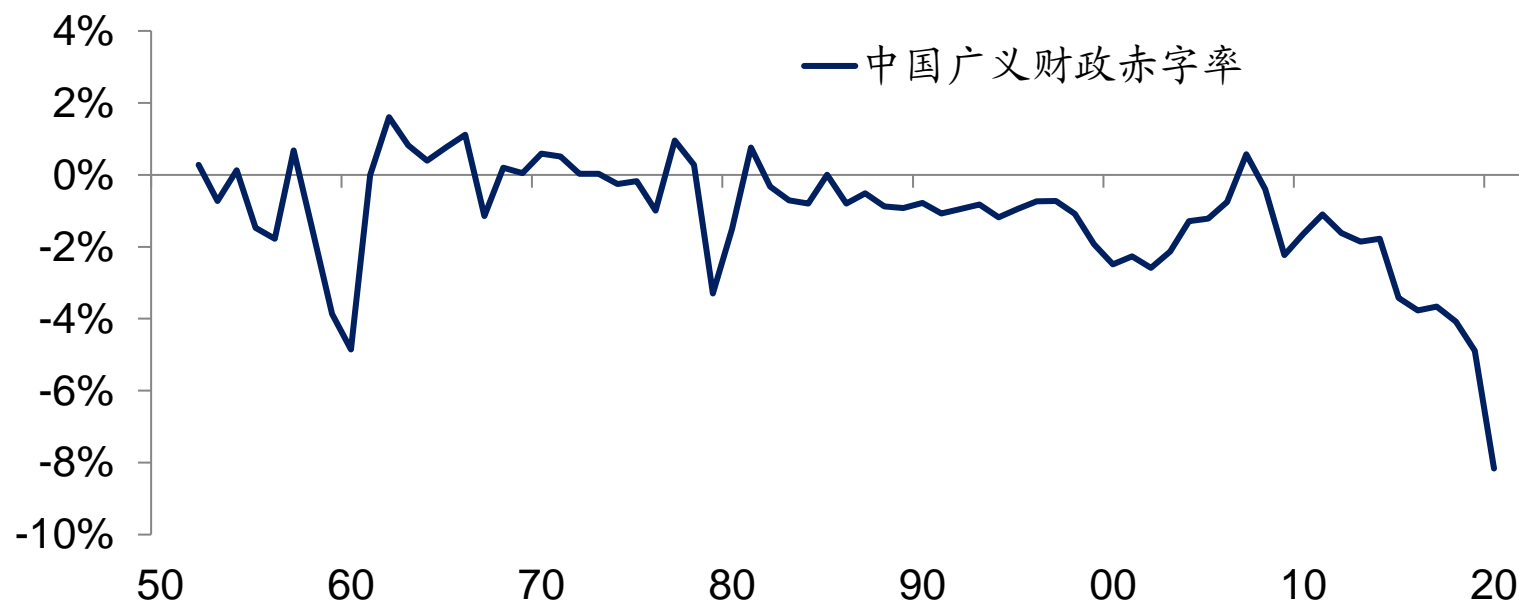
19与20年前4月广义财政赤字与结构（亿元）



# 广义财政赤字率新高

根据两会预算报告，预计财政收入为18万亿，同比下降5.3%。财政支出为24.8万亿，同比增长3.8%。合计的实际财政赤字总额为6.8万亿。预计全年政府性基金预算收入为8.15万亿，同比下降3.6%。预计全年政府性基金预算支出为12.6万亿，同比增长38%，对应的政府基金收支赤字为4.45万亿。预计今年从政府性基金向公共财政调入资金约3万亿，从而使得预算财政赤字降至3.76万亿，以实现3.6%的名义财政赤字率。扣掉这部分重合之后，今年的广义财政赤字总额约为8.5万亿，对应广义财政赤字率约为8.2%，创下1952年以来的新高。

中国广义财政赤字率

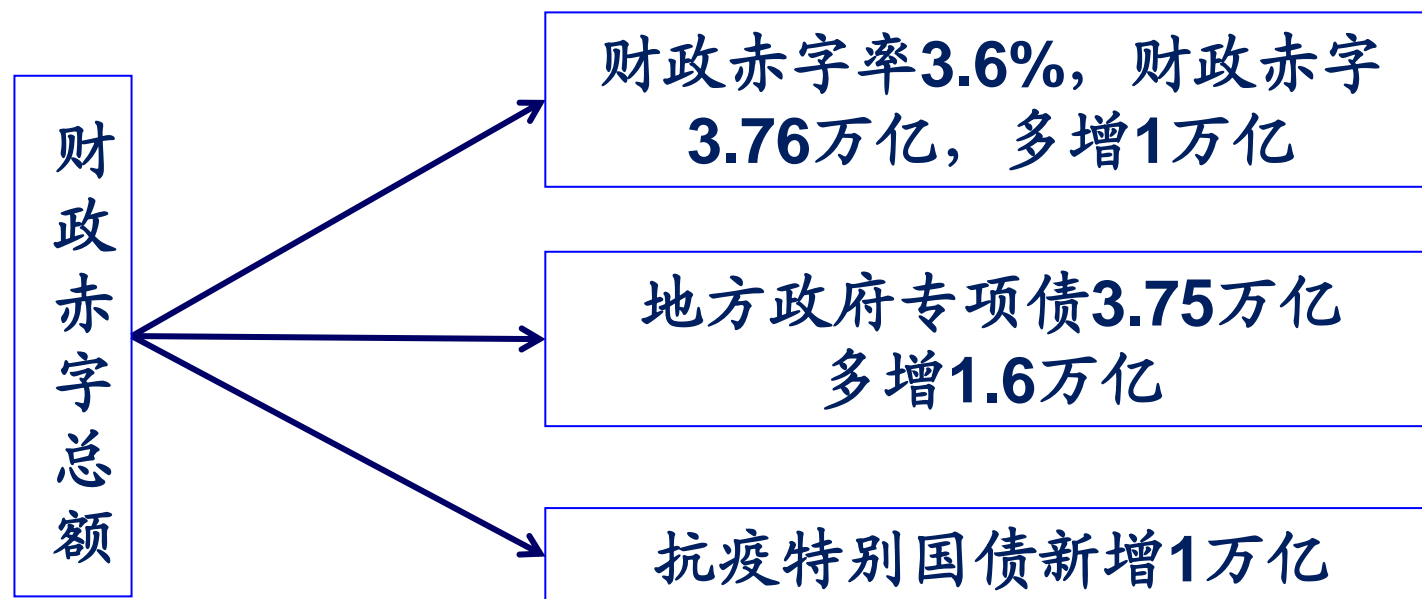


资料来源：Wind，海通证券研究所，图中20年数据为预计值

# 积极财政三管齐下

如何为这8.5万亿财政赤字融资？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。

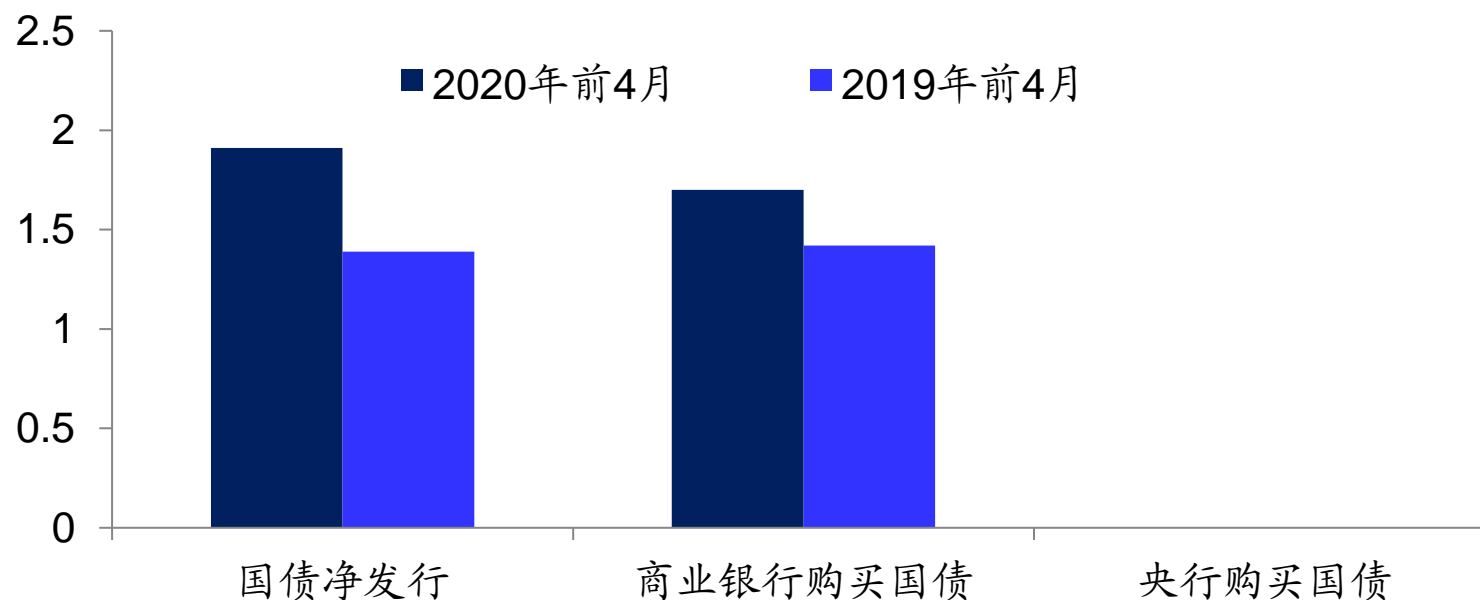
## 2020年新增财政总赤字的结构



# 商业银行购买国债

与财政赤字大幅上升相应的，是前4个月我国政府债券净发行规模达到**1.91万亿**，同比多增**5200亿**。而与欧美等国的区别在于，我国的政府债券主要不是由央行购买，而是由商业银行购买。今年前4月，我国央行持有的政府债权没有任何变化，而商业银行持有的政府债权增加了**1.7万亿**，这意味着今年新发政府债券的绝大部分都是由商业银行所购买。

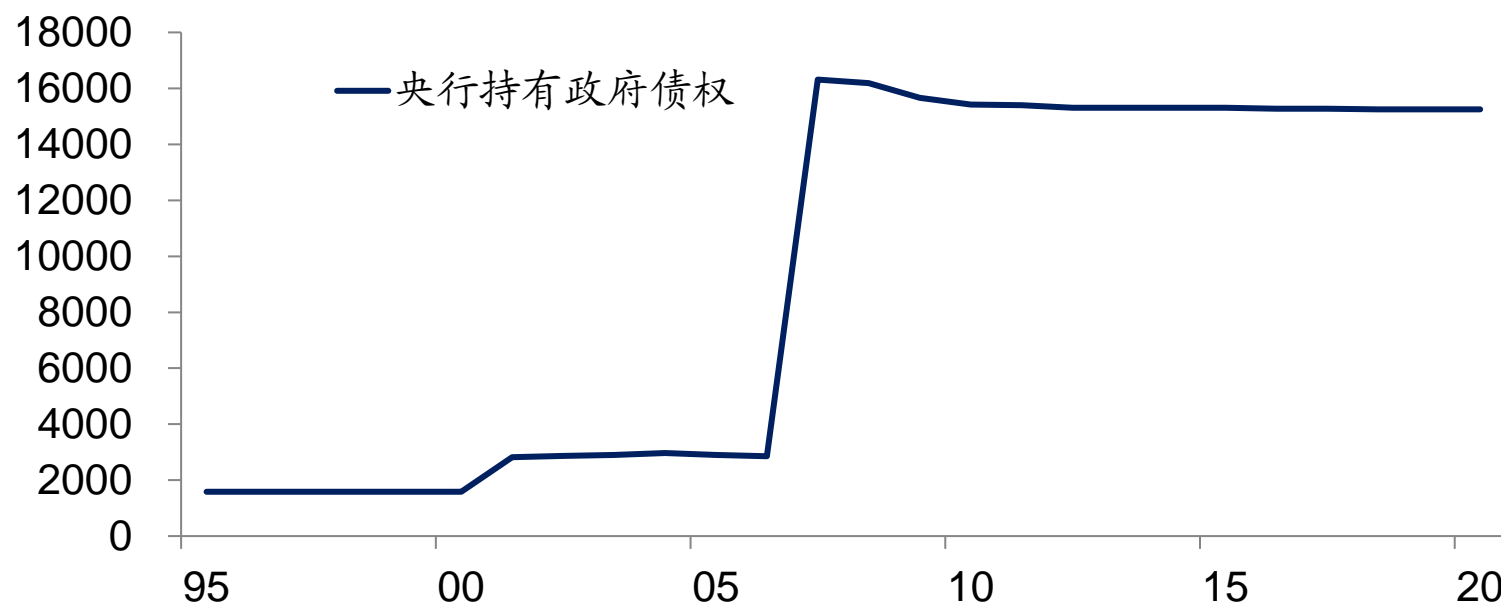
19/20年前4月国债净发行，商业银行/央行净购买（亿元）



# 央行极少购买国债

我国的《中国人民银行法》规定，央行不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券。也就是说，我国央行不能直接购买国债，但可以间接购买国债。从历史数据来看，除了少数特殊情况以外我国央行基本上没有主动购买过国债资产。我国央行正式披露资产负债表是从**1995**年开始，当时央行持有**1500**亿的国债资产，此后一直稳定在这一水平附近。一直到**2007**年，为了筹集中投公司的资本金，财政部发行了**1.55**万亿的特别国债，其中有**1.35**万亿向农行定向发行，发行当天央行从农行再认购了这部分特别国债，这也是唯一的一次央行持有国债资产的大幅增加。此后央行持有的国债资产一直稳定在**1.5**万亿左右。

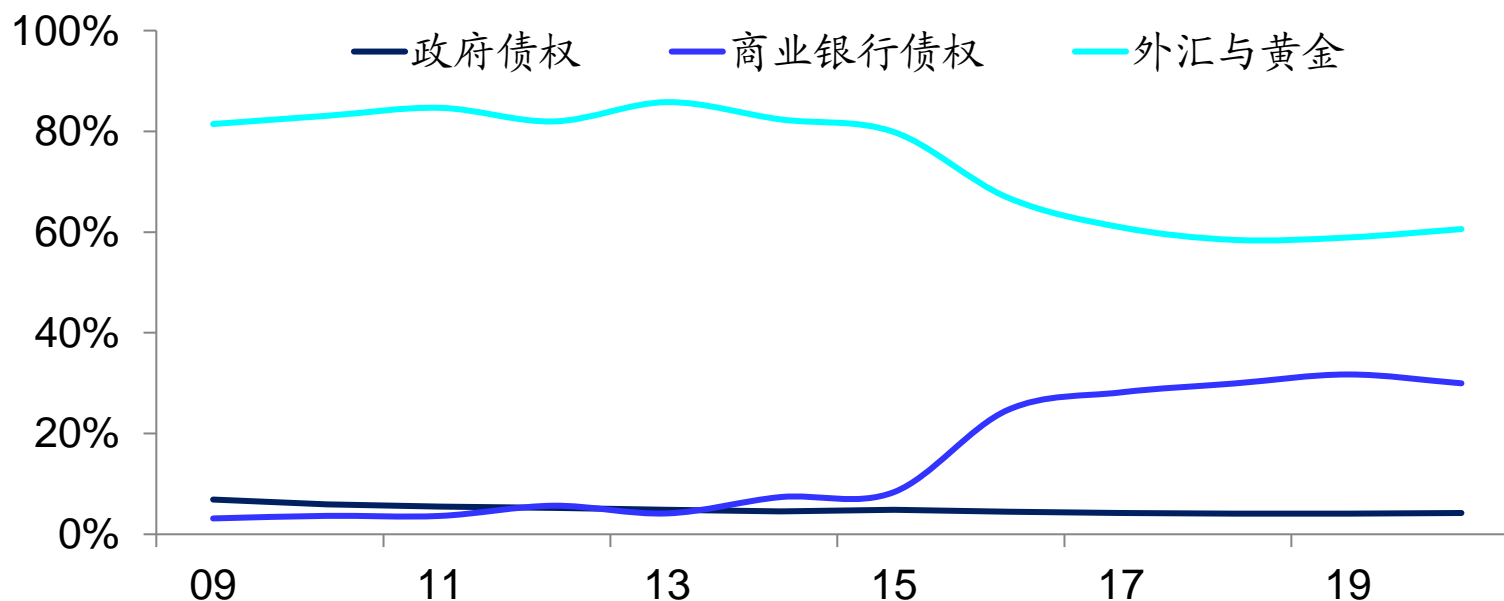
央行持有政府债权（亿元）



# 央行背书商业银行

截止2020年4月，我国央行总资产为36万亿，其中国债1.5万亿，占比仅为4%；占比最大的是22万亿国外资产，占比高达60%，主要是外汇和黄金，这意味着我国央行发行人民币主要是以外汇和黄金背书的，而黄金和美元都是全球硬通货。但央行资产中占比第二大的是11万亿对商业银行债权，占比也达到30%，而且这一比例在过去10年大幅上升，从2010年的4%升至当前的30%，这说明央行在持续增持商业银行债权，并且将其作为人民币的背书。反过来说，这也意味着商业银行的背后有着央行的背书，商业银行购买国债资产也离不开央行的支持。

央行持有主要资产比重

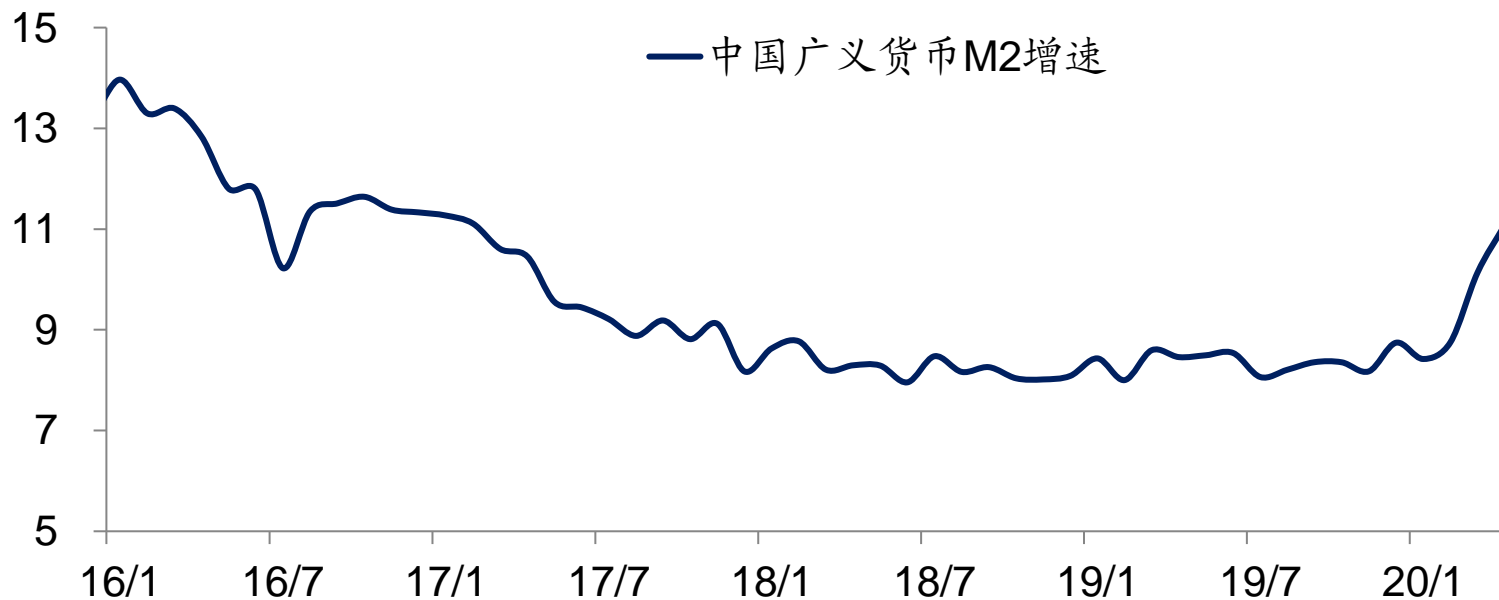




# 广义货币增速新高

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4月份，我国广义货币增速已经达到**11.1%**，比去年末高出**2.4%**，这还是在财政赤字没有上调、特别国债没有发行的情况下实现的。

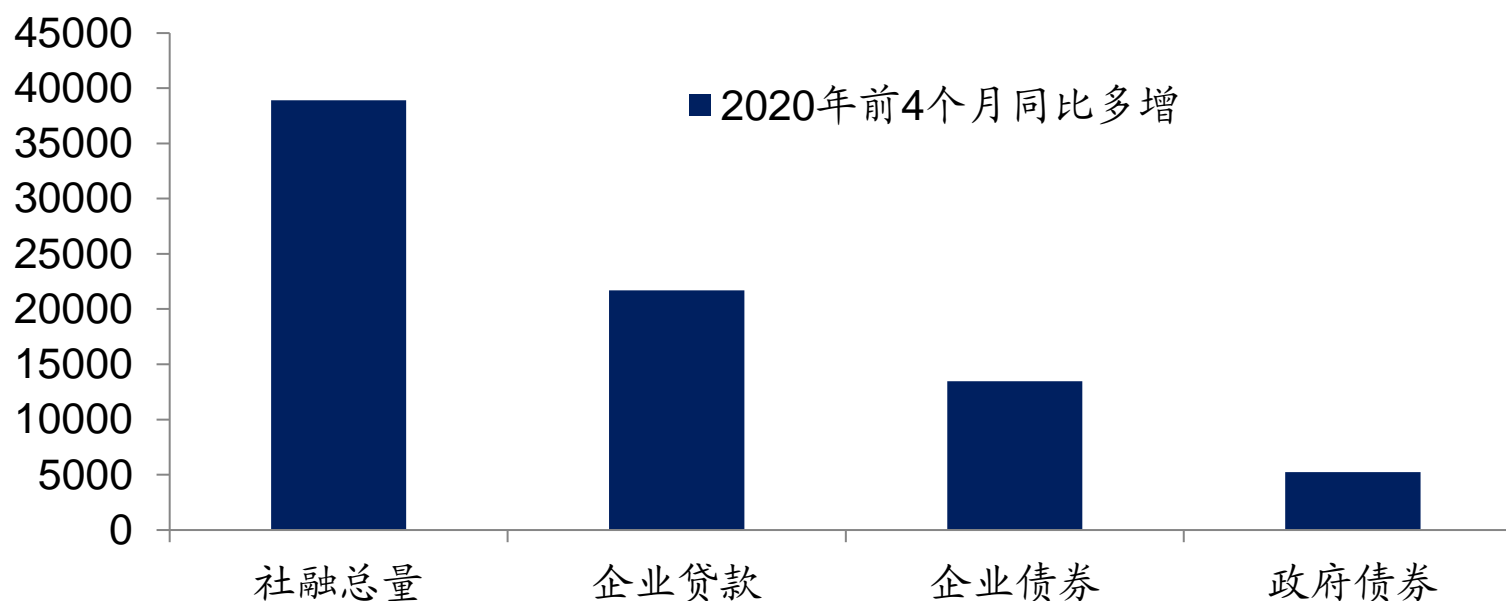
中国广义货币M2增速（%）



# 货币创造政府背书

在货币创造的过程中，政府、居民和企业都可以向银行借钱，从而创造出广义货币。今年前4个月，我国社会融资总量同比增加了约4万亿，其中约5000亿是政府债券，有2.2万亿是企业贷款，还有1.3万亿是企业债券。而我国的企业贷款和债券的80%左右都是国企的贷款和债券，这意味着融资需求的增加主要靠的是国企和政府，同时靠商业银行购买，由于中国商业银行主要都是国有银行，背后还有央行的背书，这其实也是政府隐性信用背书下的货币化过程。今年政府对于货币政策的定调是稳健的货币政策更加灵活，并且明确表示要引导广义货币和社会融资规模增速明显高于去年，这也预示着未来广义货币增速有望继续回升。

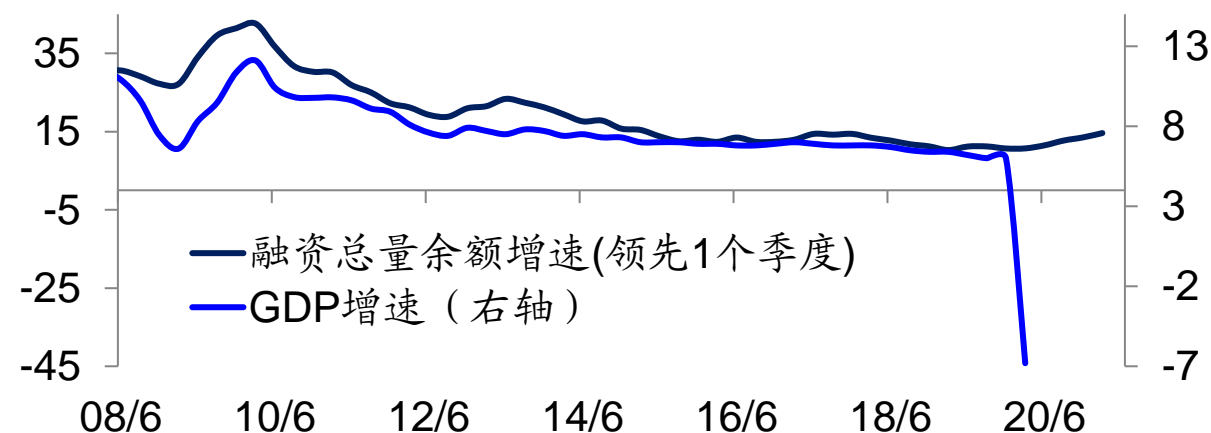
2020年前4月社融及分类同比多增（亿元）



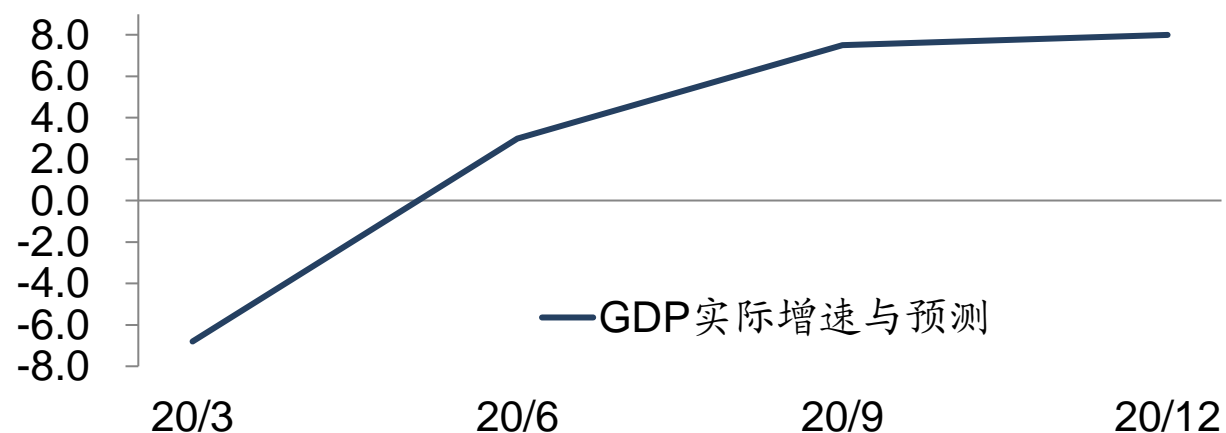
# 经济有望U型回升

我们预计，今年2季度的社融增速有望回升至12.7%，全年社融增速有望升至14.6%。从历史经验来看，社融增速是决定中国经济最为重要的领先指标，这意味着在经历1季度经济的大幅下滑之后，2季度以后的经济增速有望缓慢回升。我们预计2季度GDP增速约为3%，下半年外需增速有望恢复转正，经济增速也有望回升至7%左右水平，预计全年GDP增速为3%。

## 社融余额增速、GDP增速 (%)

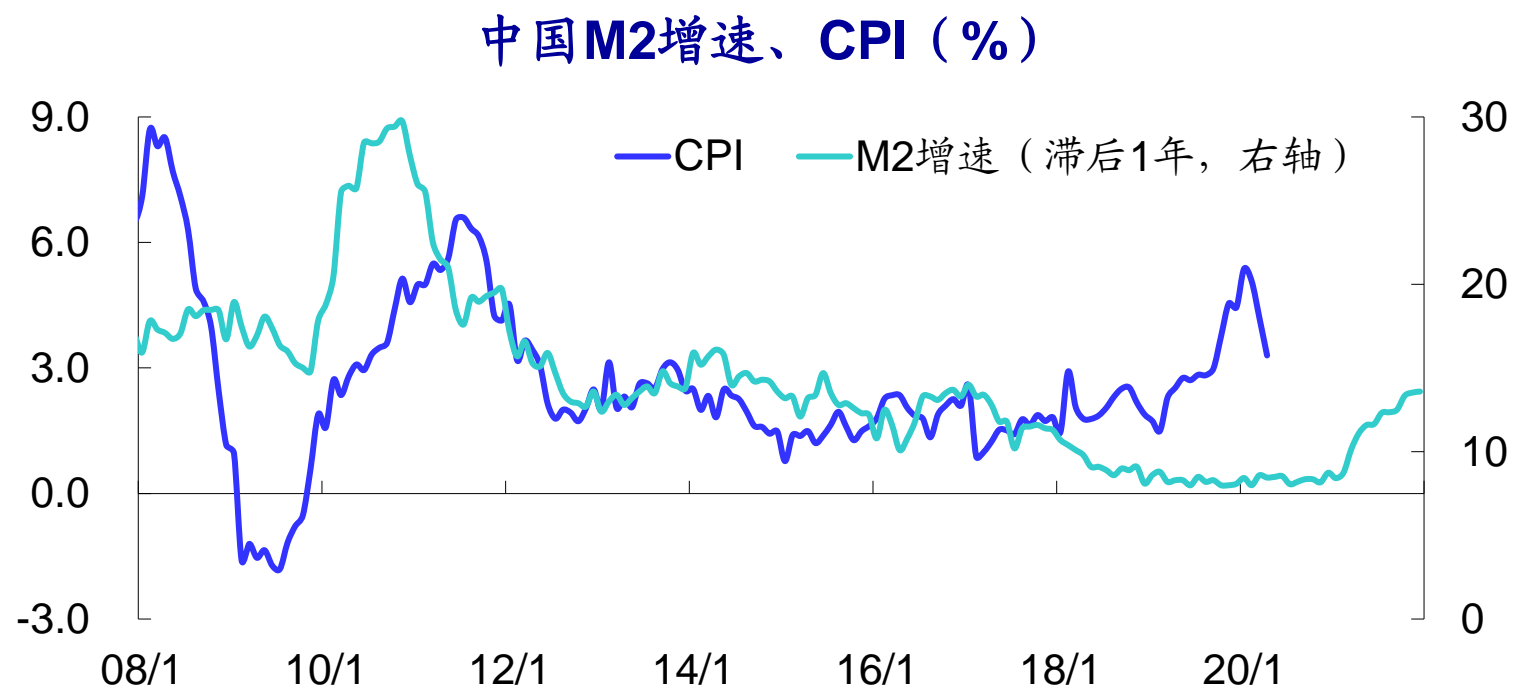


## GDP实际增速与预测 (%)



# 通胀预期或将重燃

过去中国每一次高通胀的出现都伴随着货币高增，而在19、20年的CPI虽然一度达到5%以上的高位，但市场普遍不担心通胀，源于货币增速处在历史低位，CPI中的非食品价格依旧低迷，单纯只是食品价格上涨所引发的通胀并不可持续。但在3月份货币融资增速开始大幅上升，我们预计全年M2增速或将升至13.6%，这预示着下半年通胀或将重新见底回升。

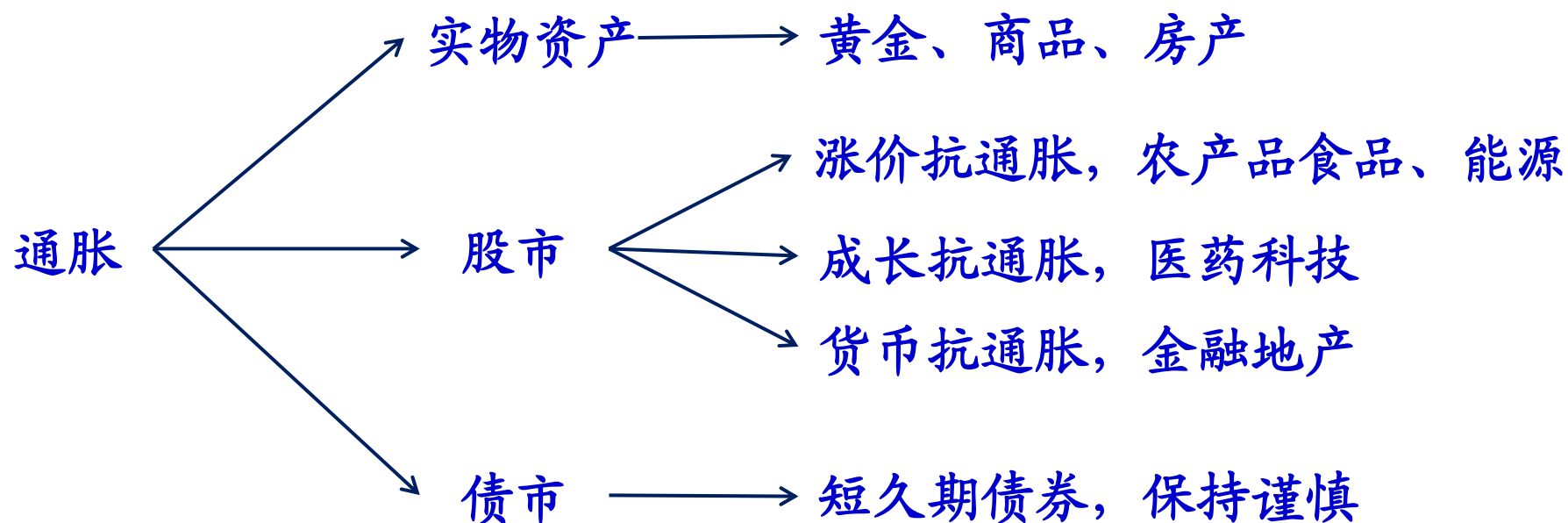


1. 举债印钞应对危机
2. 类似战争货币贬值
3. 中国财政货币联手
4. 通胀重来远离现金

# 通胀重来，远离现金

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

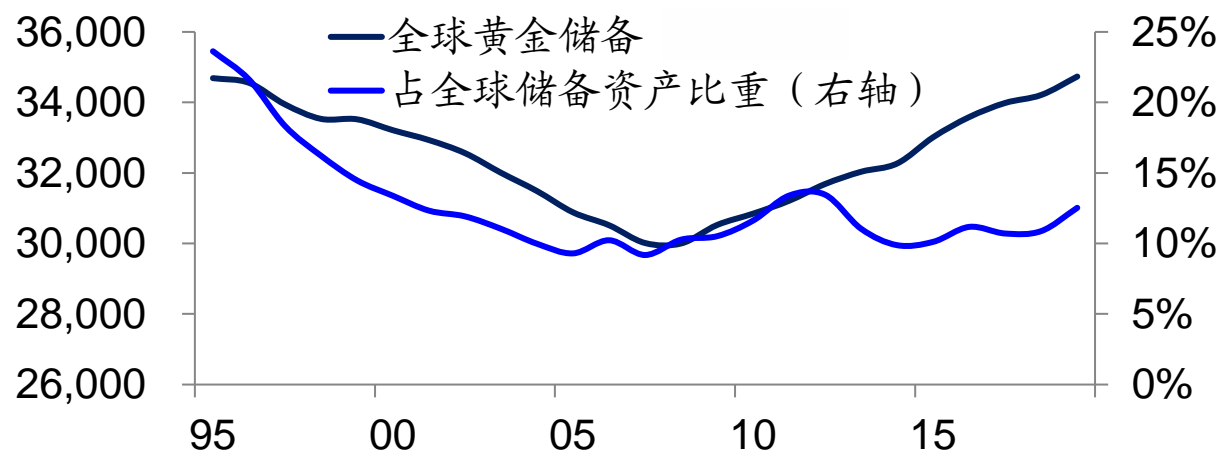




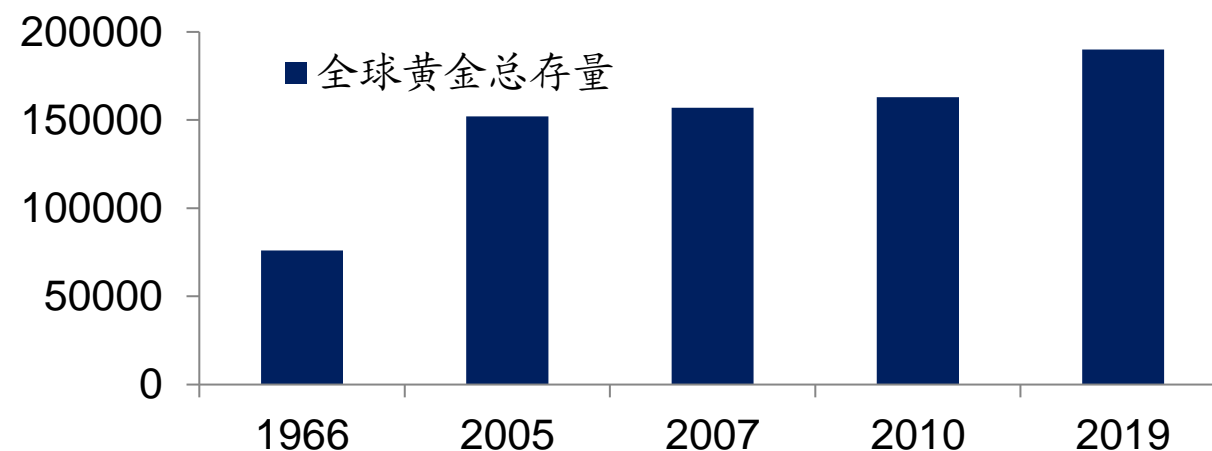
# 黄金供给有限，天然货币地位

黄金作为货币的历史非常悠久。虽然在二战以后，黄金的国际货币地位被美元所取代，但是黄金的货币属性并未有消失。一个重要的标志就是黄金依然是全球央行最为重要的储备资产，**2019年全球央行的黄金储备价值约2万亿美元，占据全球央行储备资产的14%左右**，这说明黄金是各国央行货币的重要背书，可以看做是货币背后的货币。黄金保值的重要原因在于供应有限，在过去**50年**，全球黄金存量每年增长约**1.7%**。

## 全球黄金储备、占全球储备资产比重（吨）

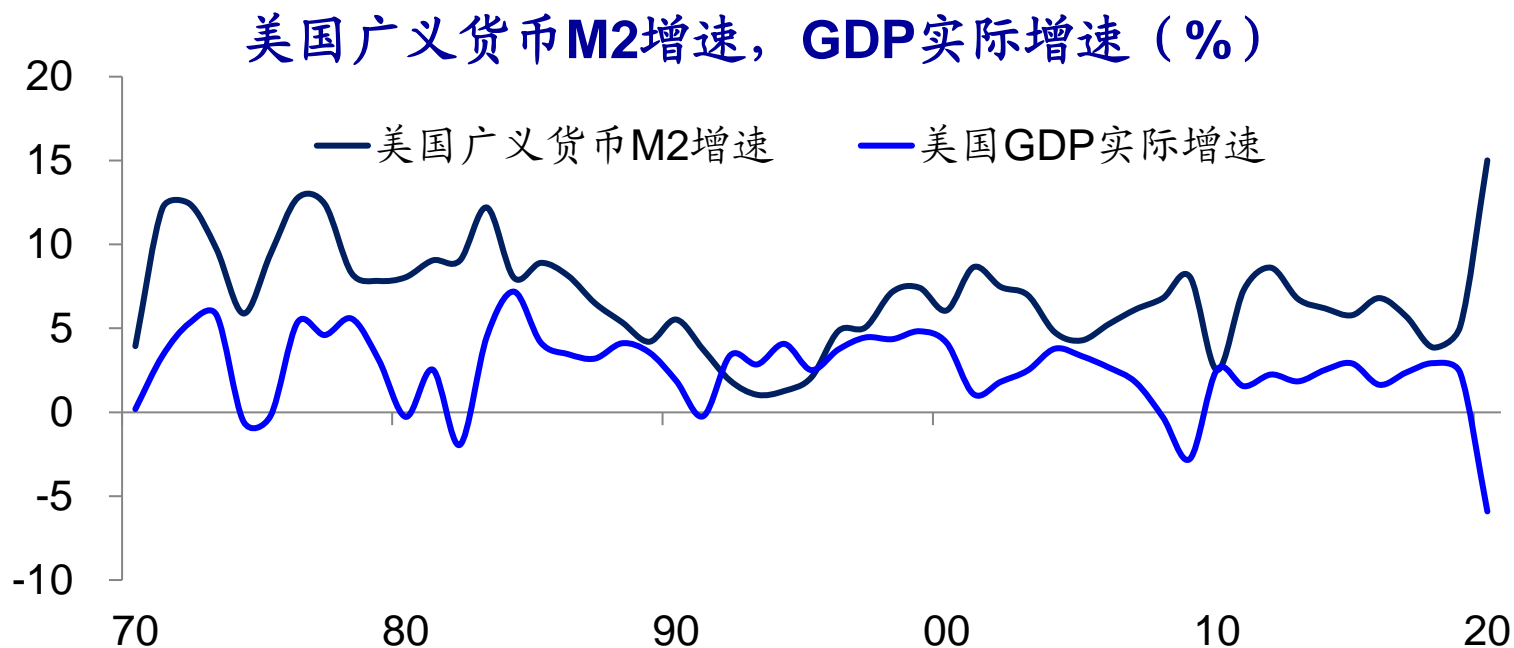


## 全球黄金总存量（吨）



# 货币超发黄金保值

纸币贬值的主要原因就在于货币超发，过去50年美国的广义货币M2增速高达6.7%，远高于同期3%左右的经济增速，货币超发自然会导致贬值压力。而今年美国的广义货币增速已经超过20%，但预计的GDP增速降幅在5%以上，这意味着货币再度显著超发，而黄金的价值凸显。



# 石油跌破成本线

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**左右，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。

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

# 原油供给显著下降

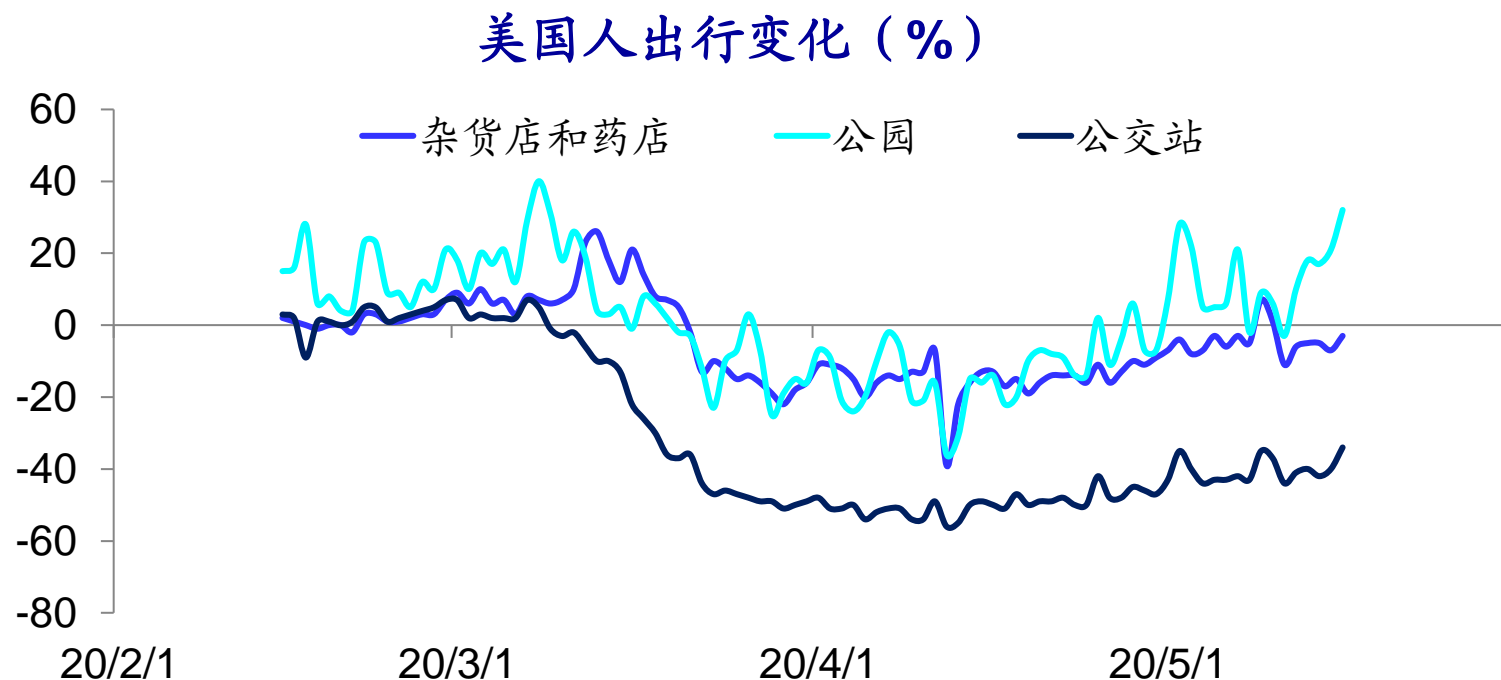
这意味着这些高成本的原油企业将被迫减产，例如美国5月22日当周的石油活跃钻井平台总数减少至**237座**，创下**10年**新低，这也预示着未来全球原油供应将会显著下降。

美国活跃石油钻井平台数（座）



# 欧美经济陆续复工

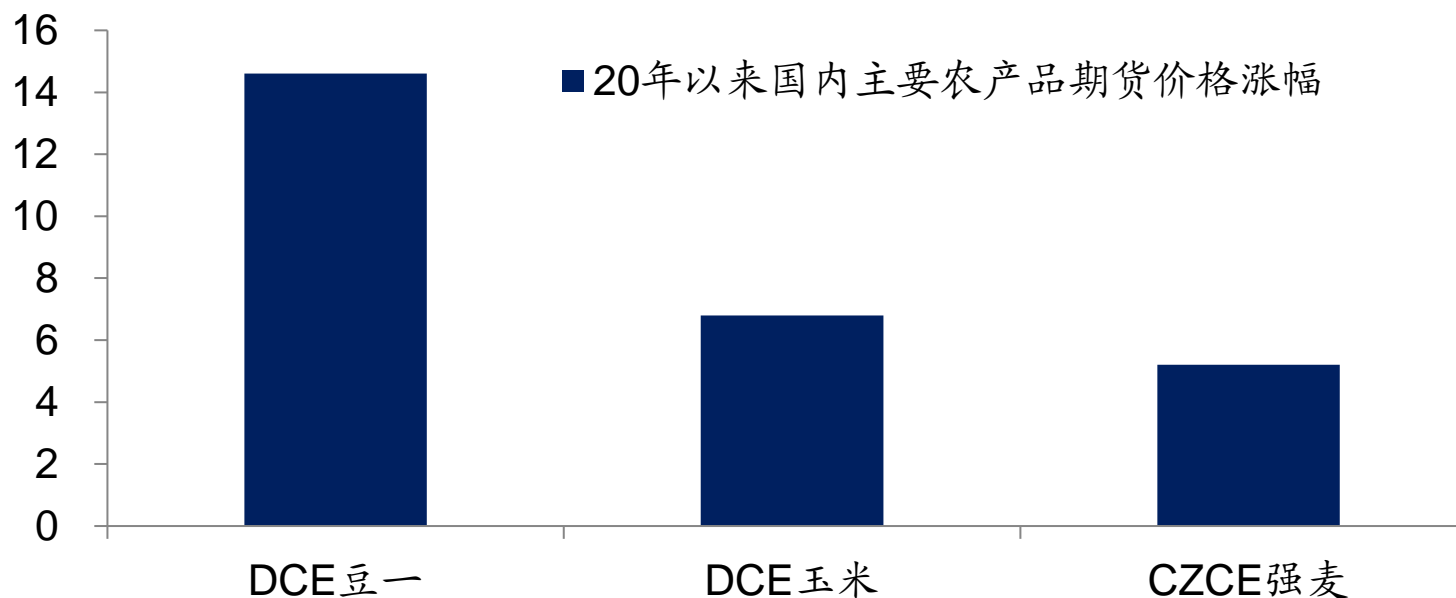
与此同时，随着国际疫情的缓解，欧美国家正在陆续复工，谷歌的数据显示，4月中旬以来美国人出行出现明显改善，这意味着原油的需求将逐渐恢复，因而随着供需的改善，油价未来或将重新大幅上涨。



# 国内主要农产品涨价

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14.6%和6.8%，郑州商品交易所的小麦期货价格上涨5.2%。

20年以来国内主要农产品期货价格涨幅（%）

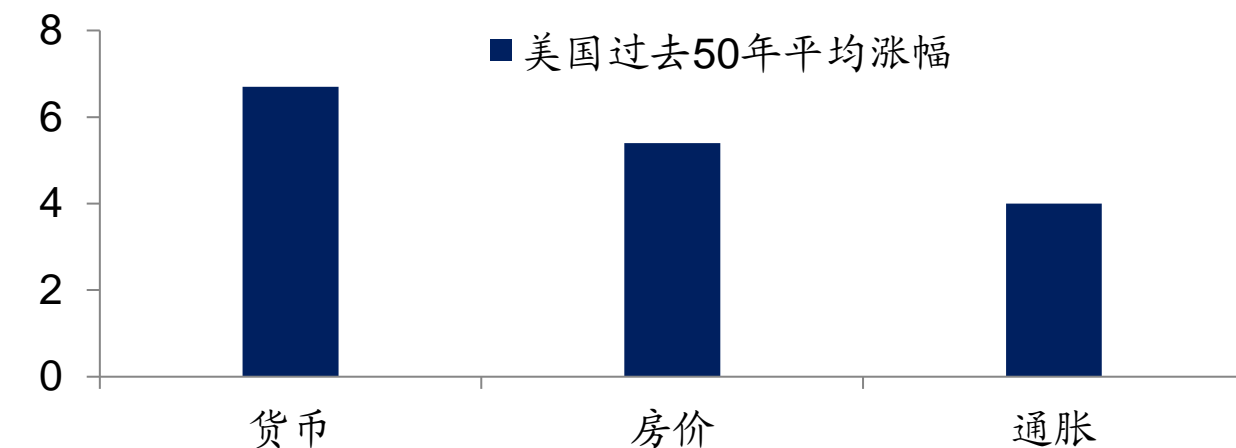




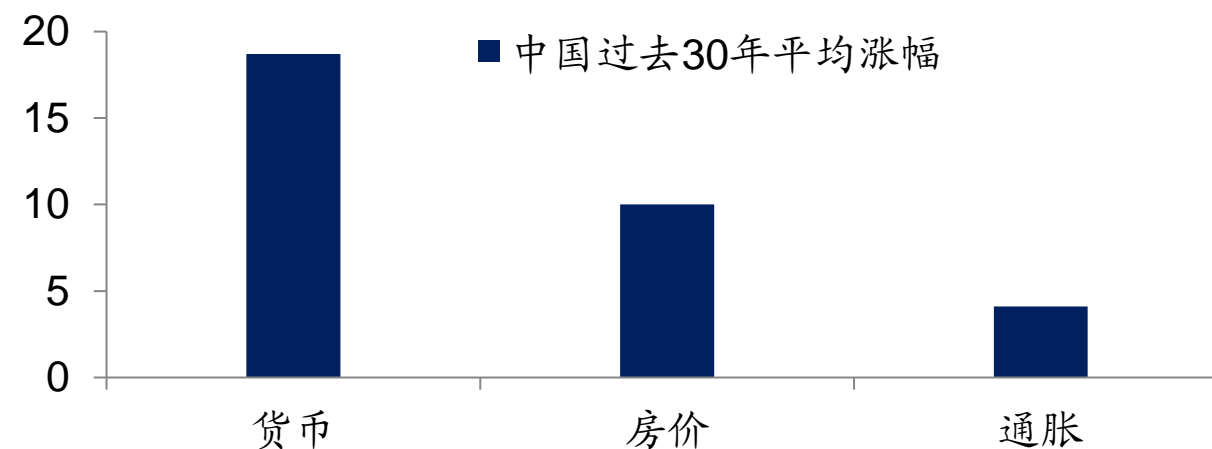
# 房产长期跑赢通胀

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。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。

美国1969-2019年货币、房价、通胀平均涨幅（%）



中国1989-2019年货币、房价、通胀平均涨幅（%）

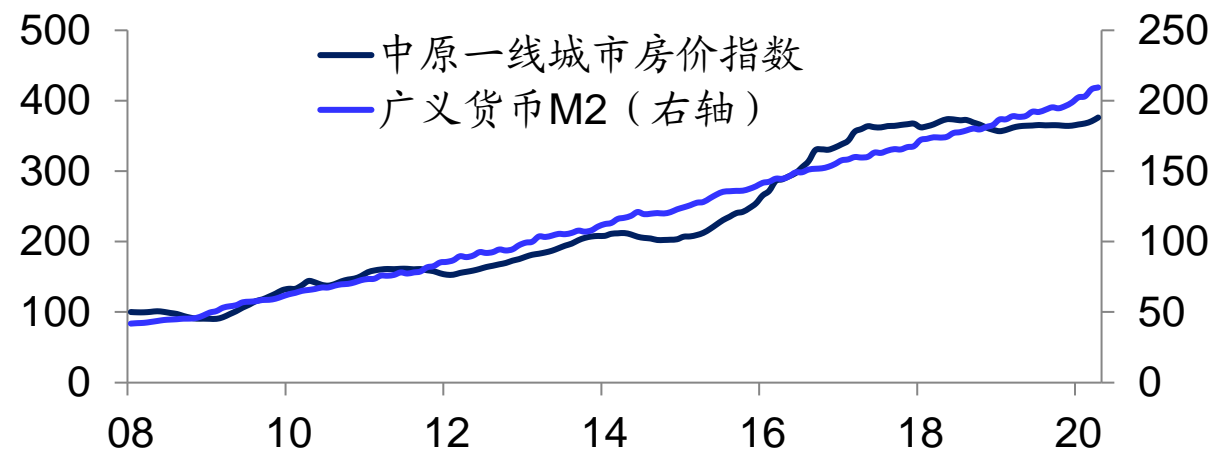


资料来源：Wind，海通证券研究所，房价为新房销售均价

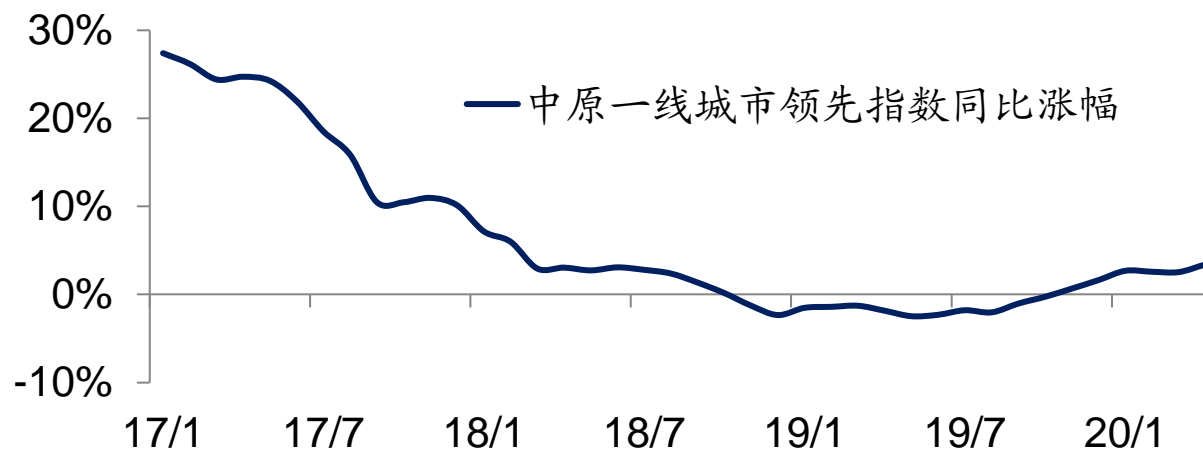
# 货币超增利好房市

从08年至今，我国货币总量从42万亿升至近210万亿，升幅近4倍。而同期中原地产一线城市房价指数从100升至376，涨幅接近3倍，房价涨幅接近同期的货币增幅。截止今年4月份，中原一线城市房价领先指数比去年同期上涨3.4%，这也是18年去杠杆以来的最大涨幅。

## 中原一线城市房价指数，广义货币M2（万亿）



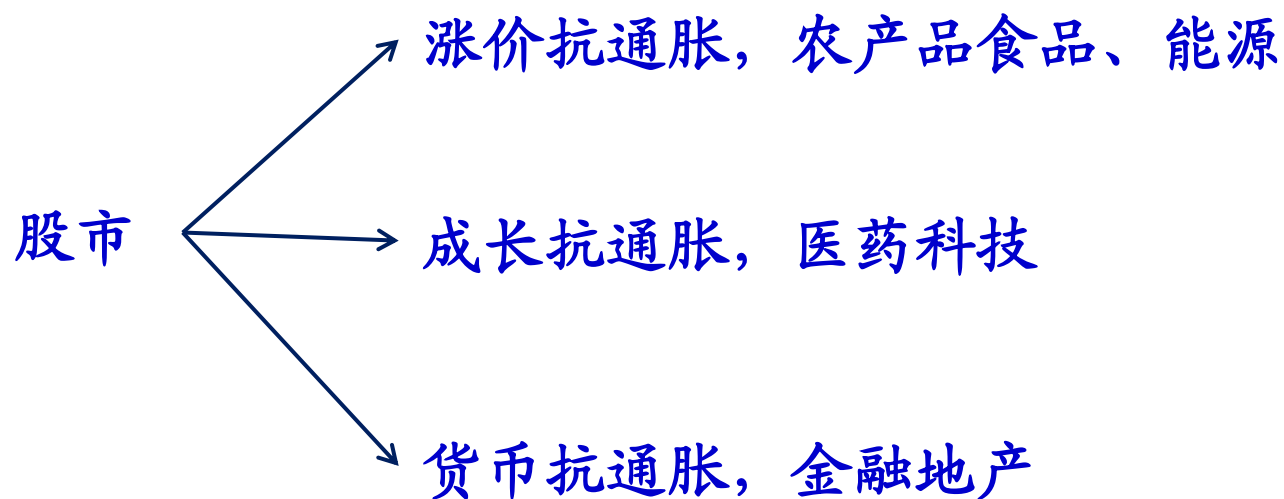
## 中原一线城市房价指数同比涨幅



# 股市抗通胀三大方向

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，分别是可以通过涨价、成长对抗通胀以及受益于货币超发抗通胀的资产。

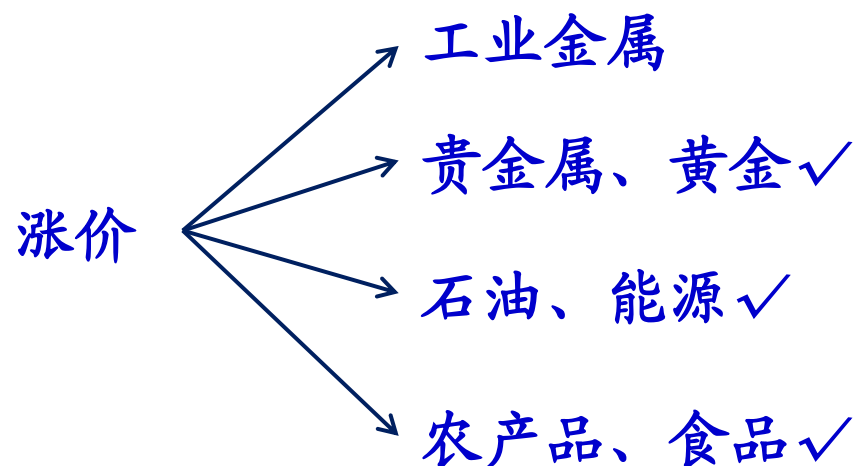
## 股市抗通胀三大方向



# 涨价抗通胀：黄金、农产品、能源

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。

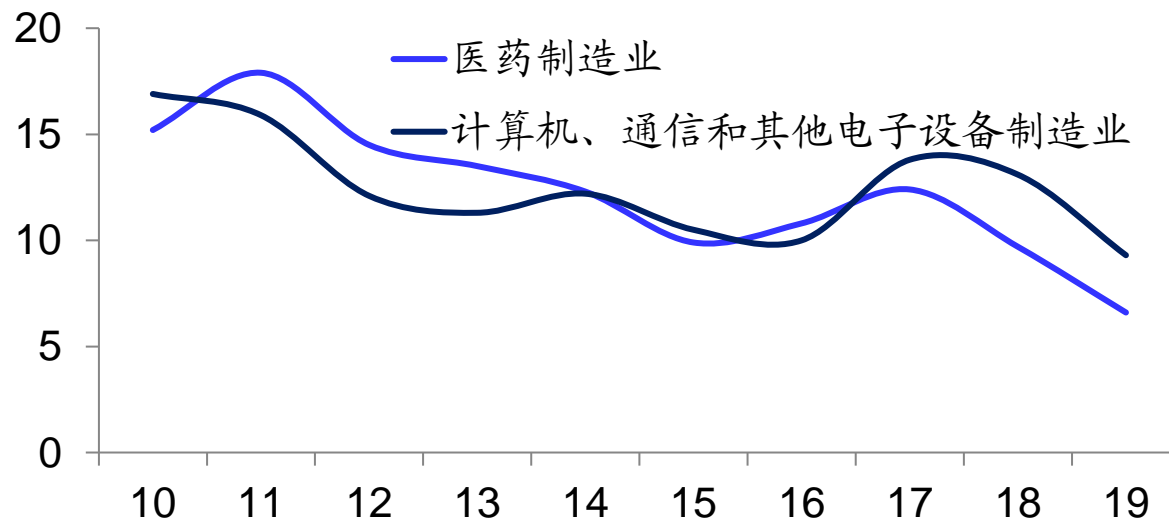
## 涨价抗通胀类股票资产



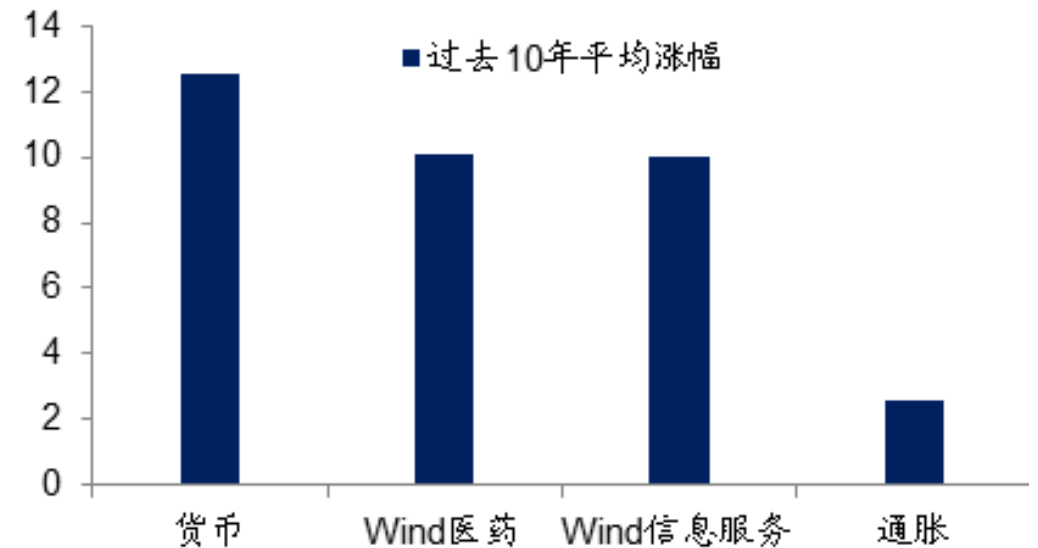
# 成长抗通胀：医药科技

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%。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%。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。

医药，计算机、通信和其他电子设备制造业  
增加值增速（%）



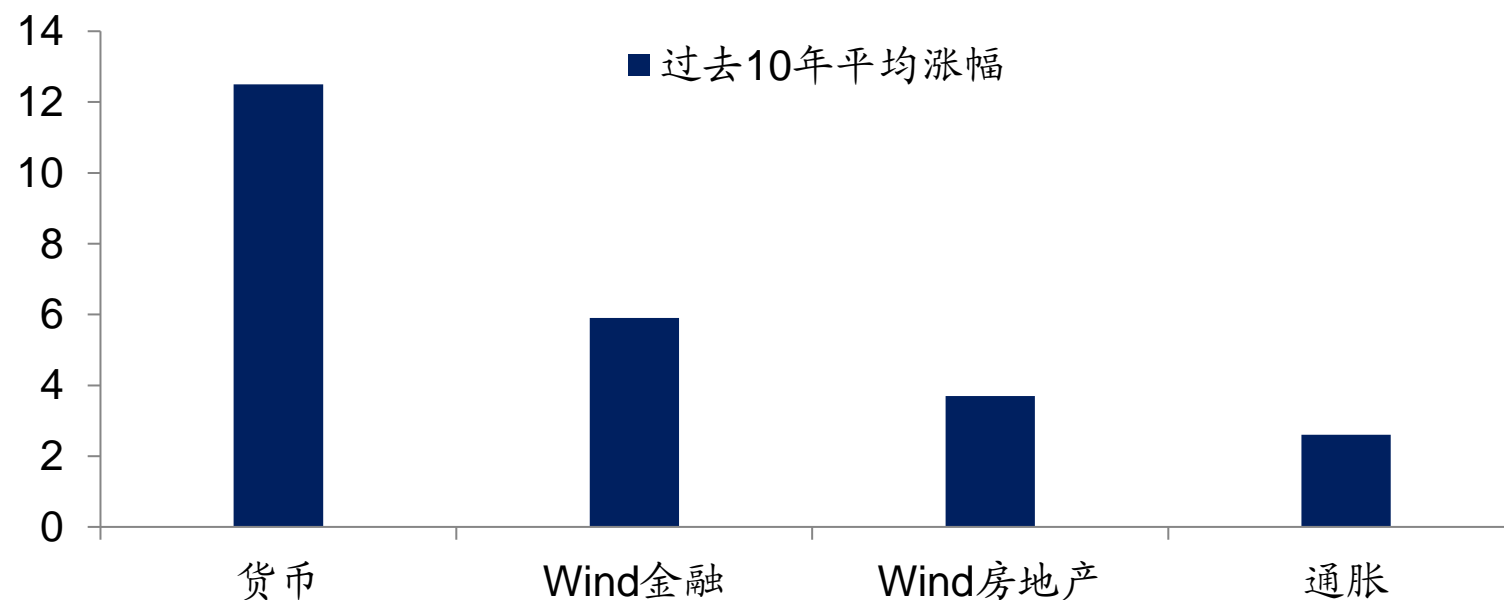
09-19年货币、通胀以及Wind医药、信息服务业平均  
涨幅（%）



# 货币抗通胀：金融地产

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。

09-19年货币、通胀以及Wind金融、房地产业平均涨幅（%）

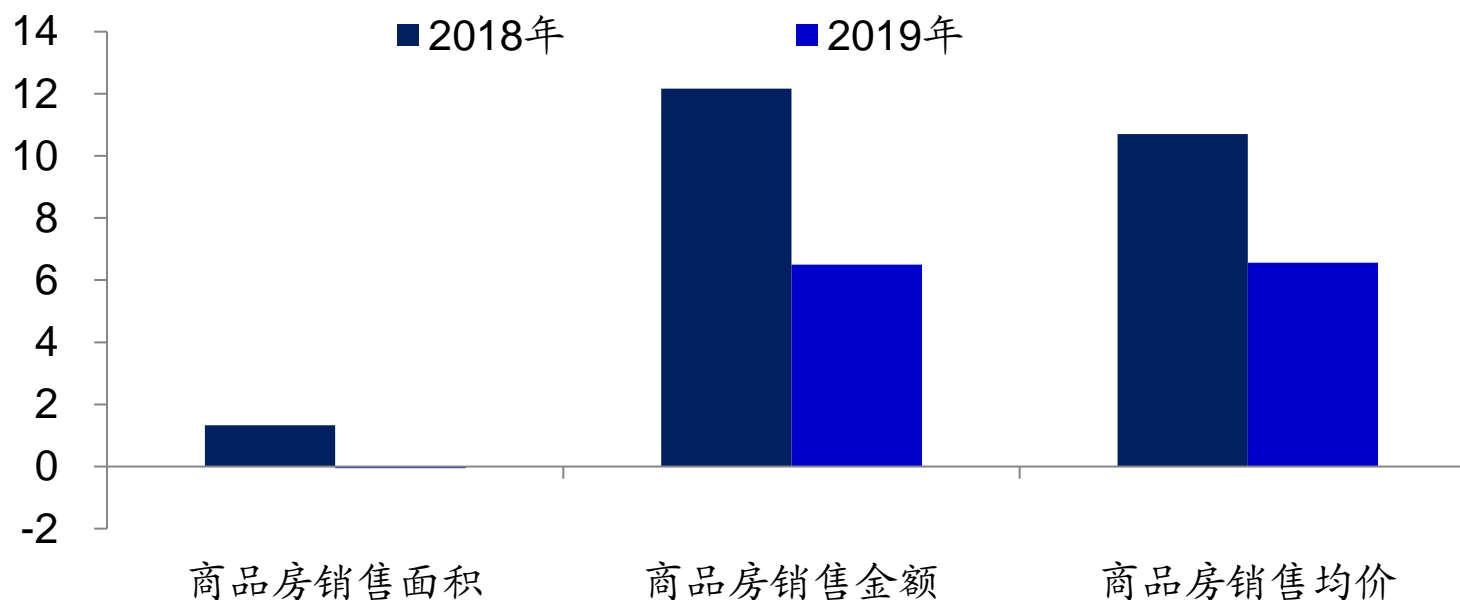




# 地产受益货币超发

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。但房地产其实是受益于货币超发的行业，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。

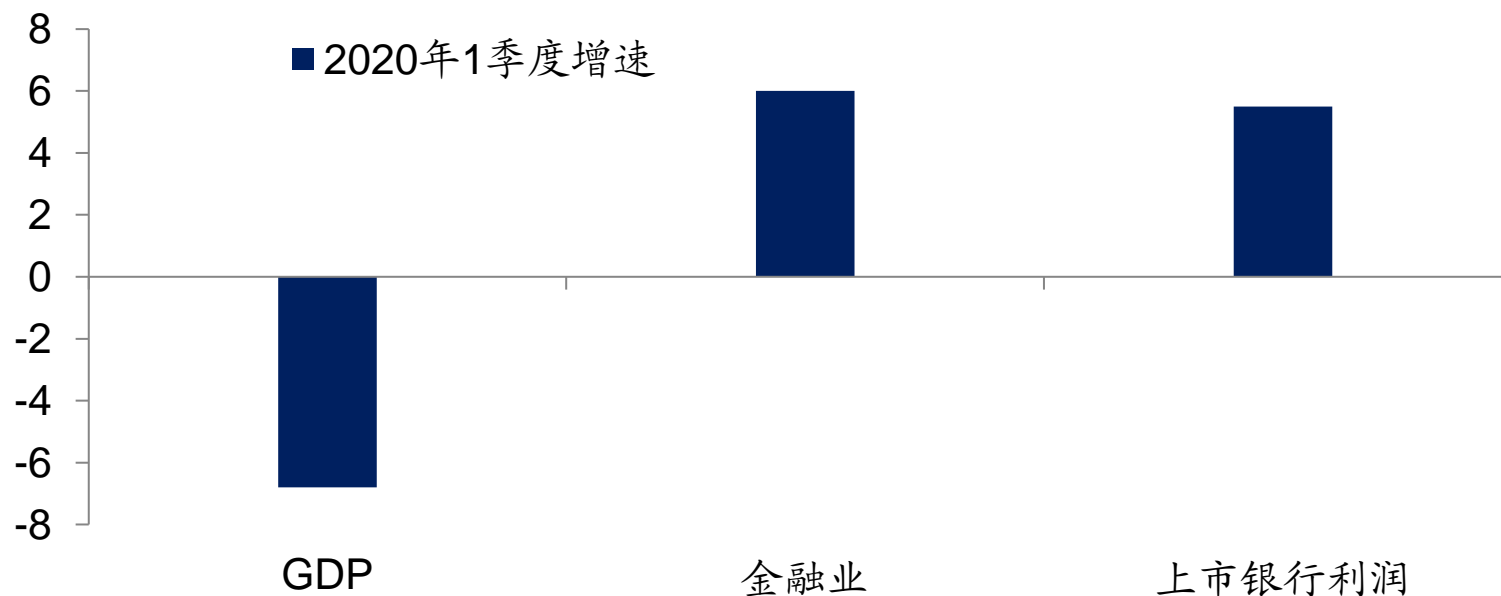
2018/2019年商品房销售面积、金额、均价增速（%）



# 银行参与货币创造

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。

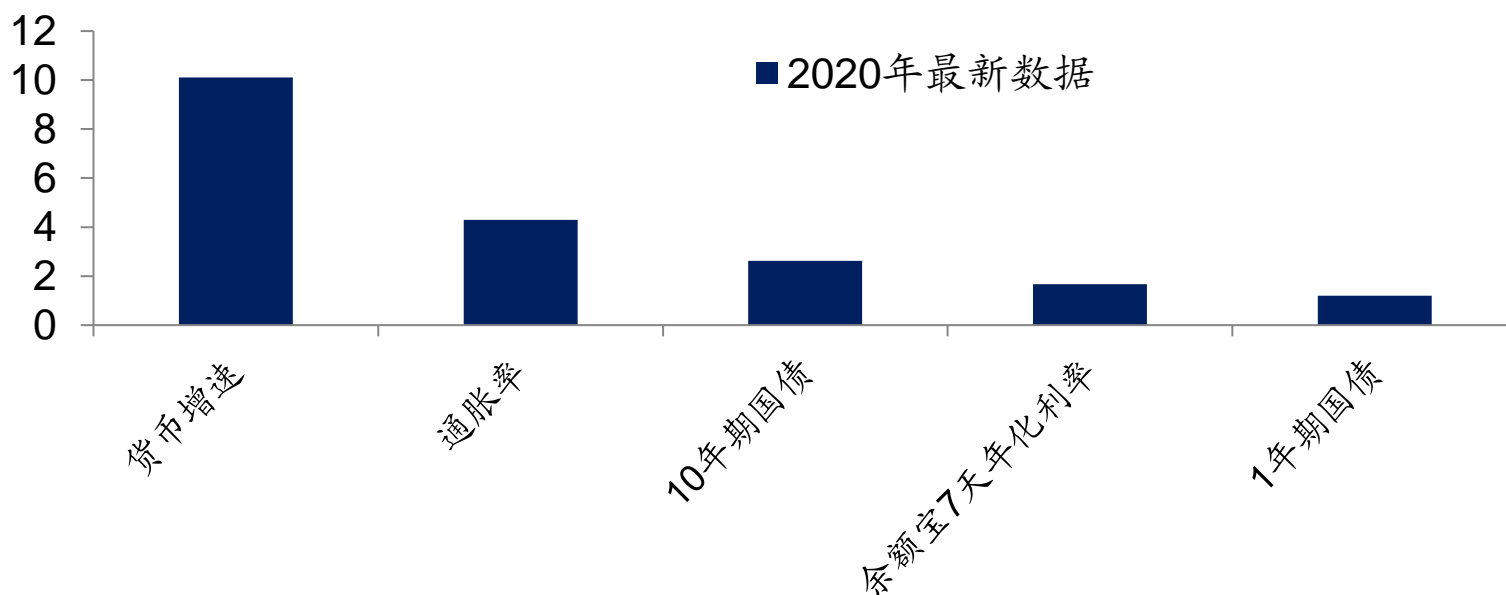
2020年1季度GDP、金融业和上市银行利润增速（%）



# 利率太低，无法对抗货币贬值

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。理由其实很简单，目前，中国**10年期国债利率为2.7%**，**1年期国债利率为1.2%**，余额宝的**7天年化收益率已经降至1.6%**，均处于历史最低位附近。而现在的广义货币增速高达**11.1%**，今年以来的通胀率平均为**4.5%**，持有国债和货币基金的收益率远低于通胀率和货币增速，无法对抗通胀和货币贬值。

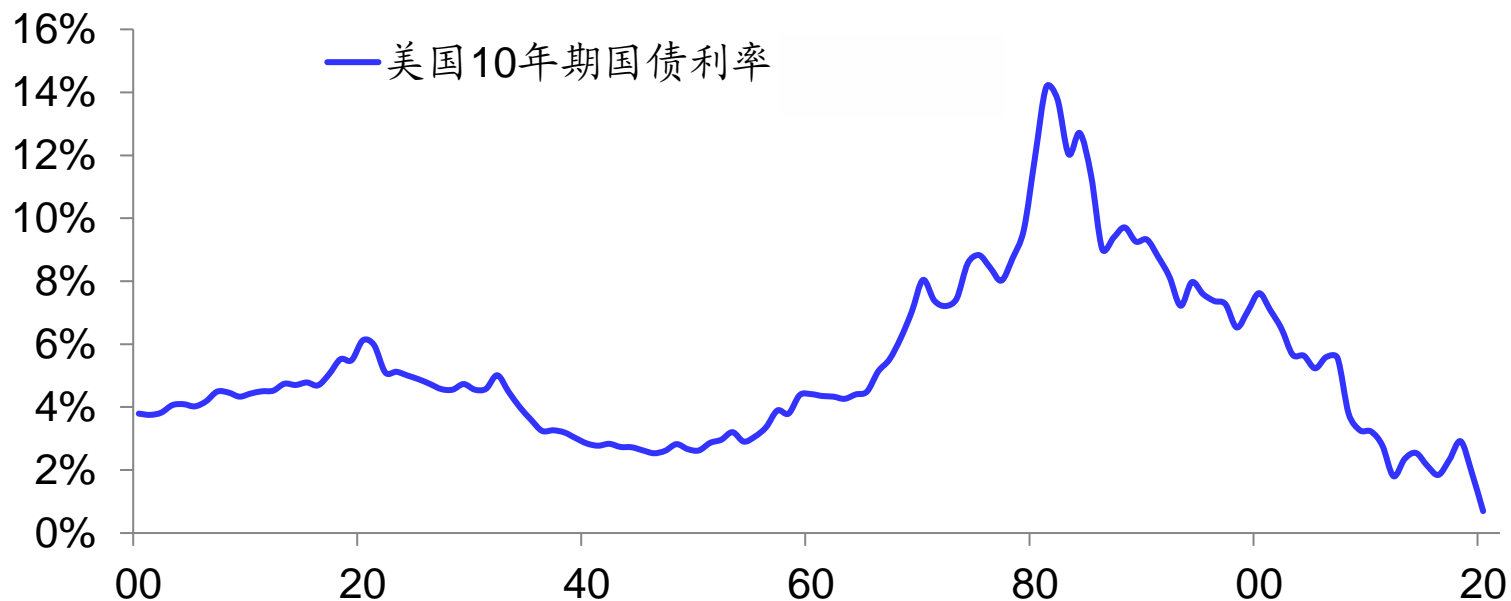
2020年最新货币增速、通胀率、10年与1年期国债  
余额宝7天年化收益率（%）



# 利率长周期波动，未必长期下行

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。

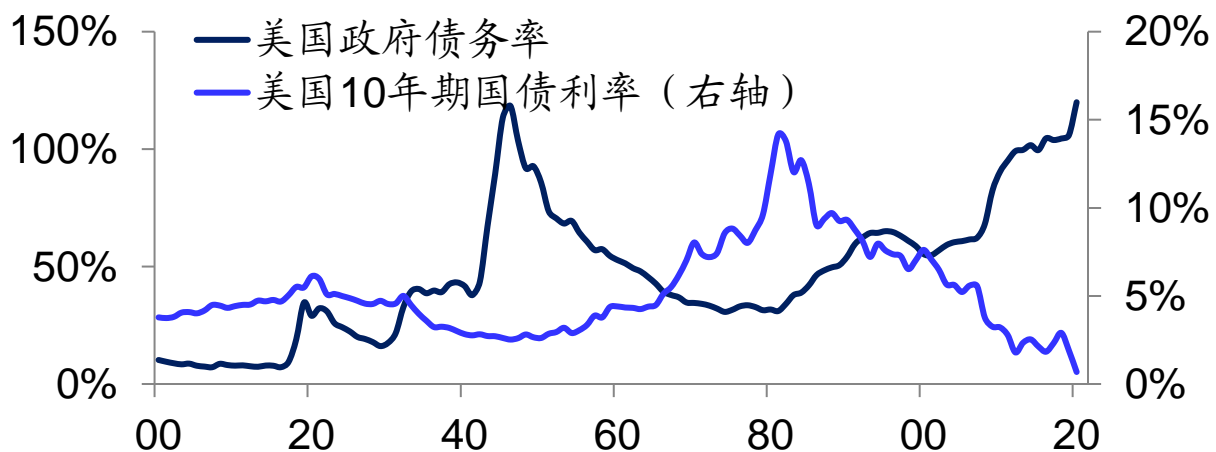
美国**10**年期国债利率



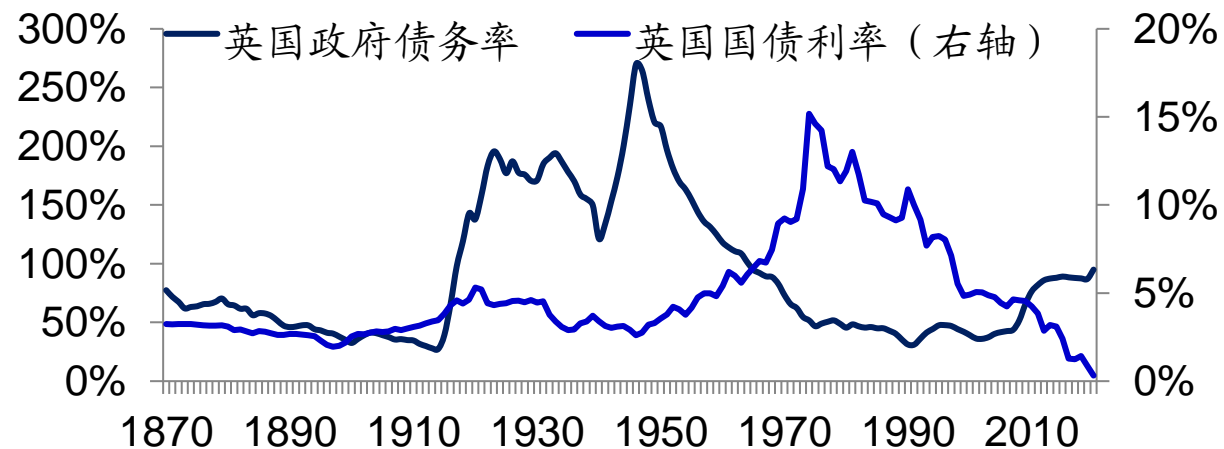
# 高债务未必指向低利率

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。

## 美国政府债务率、10年期国债利率



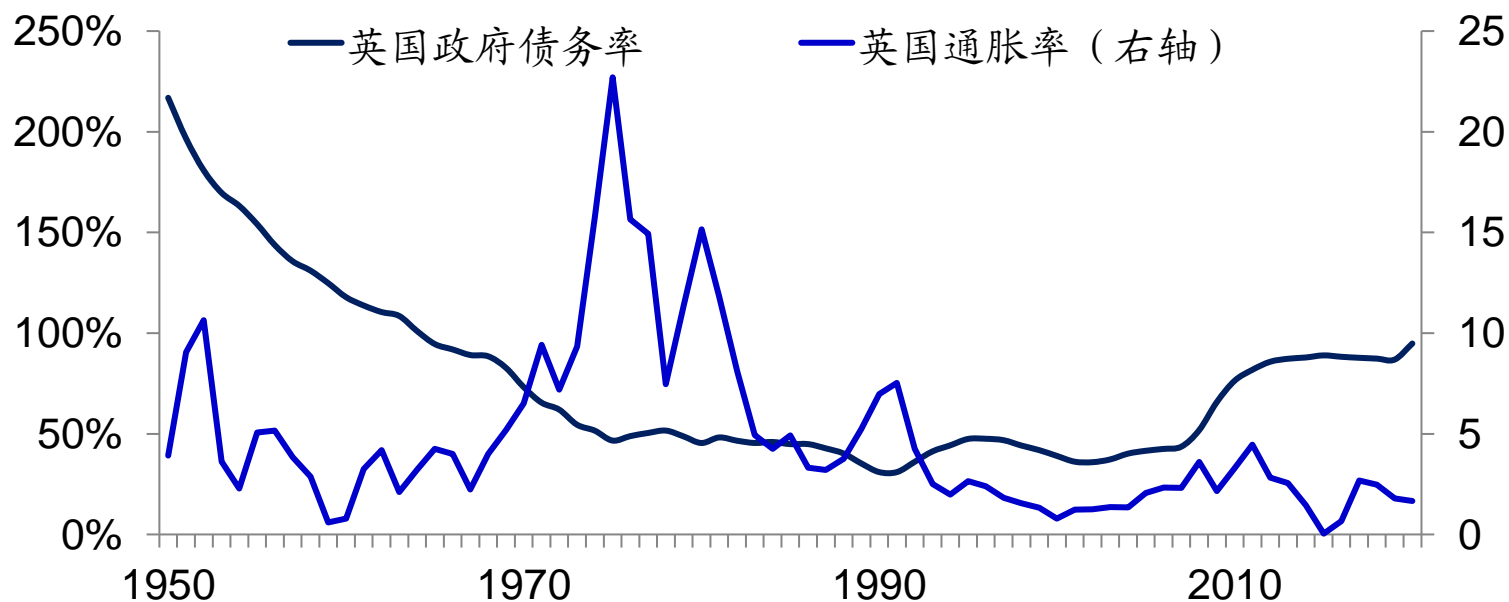
## 英国政府债务率、10年期国债利率 (%)



# 高通胀可以化解高债务

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，化解了债务。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。

英国政府债务率、通胀率（%）





## 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**

# 信息披露和法律声明



## 投资评级说明

<div>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。</div>	类 别	评 级	说 明
	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范围包括证券投资咨询业务。