

纸币泛滥“大时代”：寻找“类黄金”资产

——宏观经济和大类资产展望

中泰宏观首席分析师 梁中华

2020.09

概要

1. 复苏的错觉：经济先上后下
2. 纸币的泛滥：黄金长期上涨
3. “类黄金”：稀缺性、活得久

本轮经济下行通道：开始于2018年，并非疫情

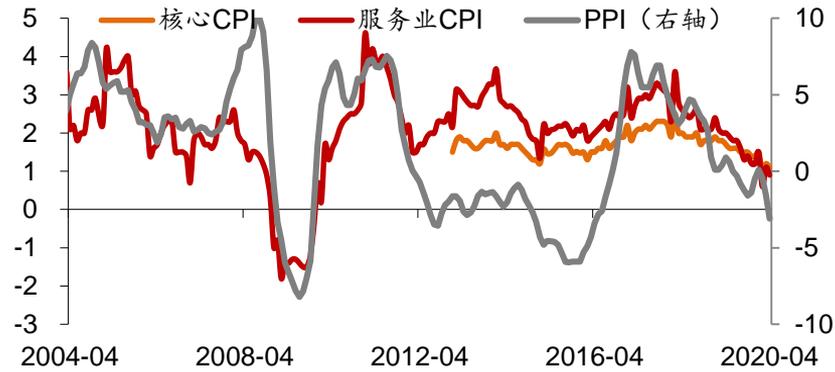
- 本轮宏观经济的走弱并不是完全由新冠疫情导致的，主要的经济指标几乎都是从2018年就开始下滑了。疫情只是加速了经济下行的节奏而已，并不是改变了趋势。

发电量增速从2018年开始下滑 (%)



来源：CEIC，中泰证券研究所

物价指数也是从2018年开始下滑 (%)



来源：CEIC，中泰证券研究所

下行压力的主要来源：房地产市场逐步降温

- 我国居民有六成以上的财富，直接或者间接配置在了房地产相关领域；过去十年里，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；地方政府对土地财政依赖依然很大。房地产仍是我国经济的主导变量。
- 从2018年以来，棚改货币化政策逐渐收紧，房价下跌城市开始增多，库存开始累积，房地产市场的缓慢降温，是2018年以来经济下行压力的重要来源。

广义库存先降后升



来源：CEIC，中泰证券研究所

百城中房价环比下跌城市数量（个）



来源：CEIC，中泰证券研究所

小城市的下行压力尤其大

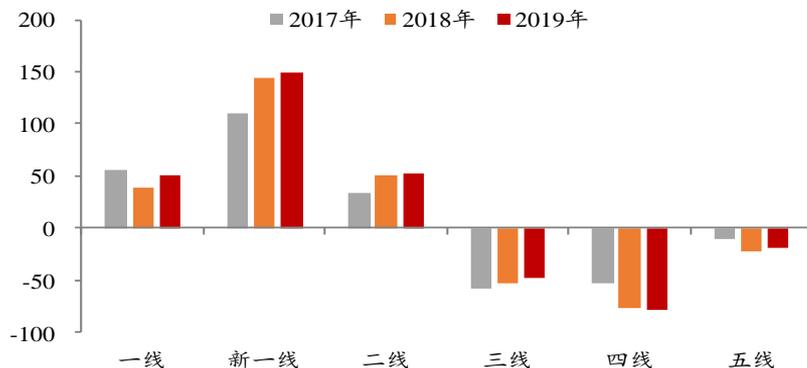
- 小城市的房地产市场在2013年就已经见顶，所以才出现量价齐跌的情况。在棚改货币化人为创造需求、居民追涨杀跌的情况下，小城市迎来了一波繁荣，但也进一步透支了需求空间。过去几年，我国房地产销售每年维持17亿平米的天量水平，每年销售出的房子能够容纳4000万人居住，而每年城镇人口只增加2000万，房子明显是超卖的。
- 但棚改政策减弱，小城市又长期面临人口净流出的压力，往前看几年，小城市房地产市场的调整压力都非常大。

四五线城市商品房可售面积



来源：克尔瑞，中泰证券研究所

2017-2019年各线城市人口净迁移量 (万人)

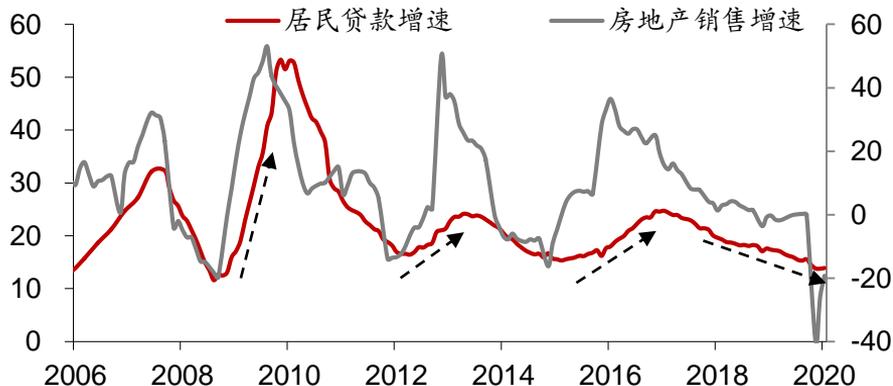


来源：Wind，中泰证券研究所

地产仍是主导：居民并未大幅加杠杆

- 过去的传导链条：政策宽松-居民加杠杆-房地产销售好转-企业加杠杆-房地产投资好转。
- 所以社融领先经济半年，而房地产销售领先投资半年，本质上是房地产周期在发挥作用。
- **09年、12年、15年**经济的企稳回升，都开始于居民加杠杆。
- 但这一次不一样：房地产市场需求空间透支太多，仍处于下行的大通道，居民并没有开始加杠杆。
- M1反映企业活期存款情况，往往和房地产销售有关，之前每一轮经济见底回升，基本都伴随着M1的大幅反弹，而这一波，尽管M2在抬升，M1的回升并不明显。

居民这次没有开启加杠杆 (%)



来源：CEIC，中泰证券研究所

M1仍在低位，回升并不明显 (%)

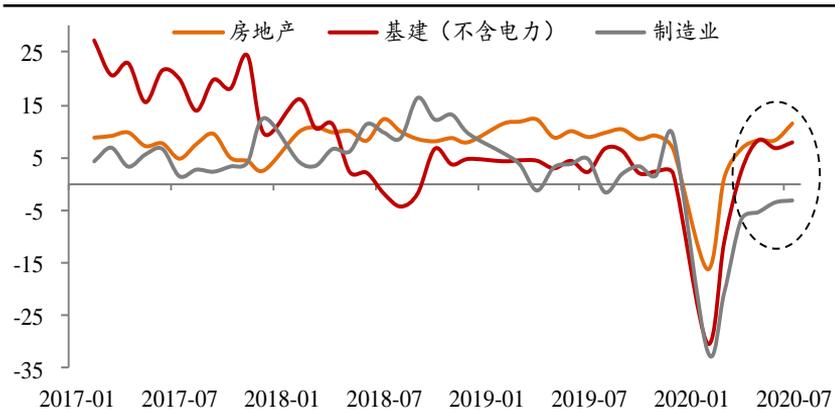


来源：CEIC，中泰证券研究所

短期数据较好：“填坑”带来的周期“错觉”

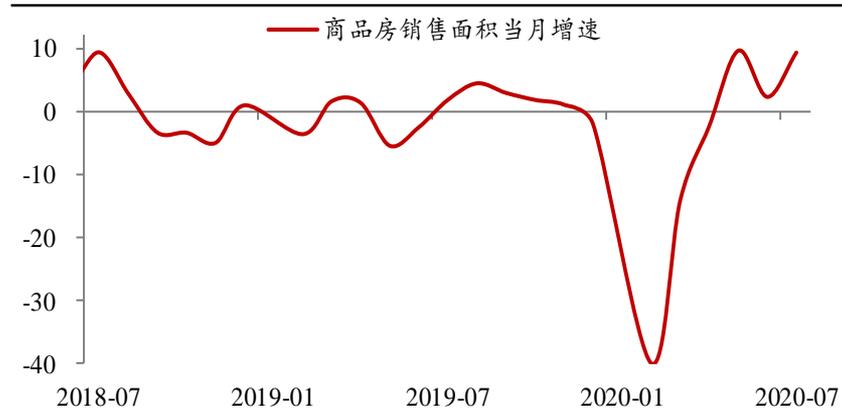
- 从短期数据来看，房地产是经济的强大支撑。7月房地产投资单月同比增速达到了11.6%，房地产销售单月同比增速再度回升至9%以上，为过去两年的最高点。但从政策上来说，其实房地产的政策并没有明显放松，部分上涨的城市调控迅速收紧，房住不炒依然是大基调。所以房地产数据短期向好，主要来自一季度积压需求的集中释放，生产投资也在赶工，三个季度应该干的活集中在两个季度干完，就会看到短期同比数据非常好。但等到“填坑”过程结束后，房地产销售和投资都会回到下行的大通道上来。所以未来房地产经济会出现先上后下的走势。

房地产投资单月高增 (%)



来源：克尔瑞，中泰证券研究所

房地产销售单月创新高

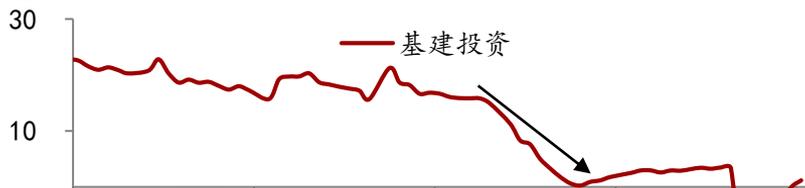


来源：Wind，中泰证券研究所

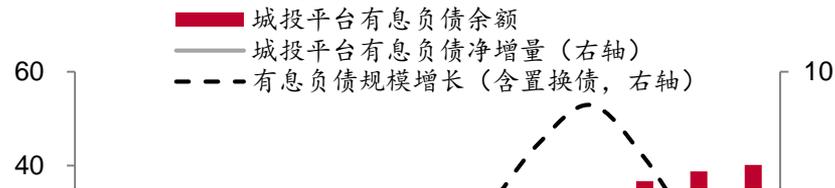
地方债务监管，广义财政受限

- 除了房地产的因素以外，2018年以来的经济下行，和广义财政的收紧也有一定关系。从2017年中以来，中央严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。地方政府隐性负债扩张明显放缓，城投公司有息负债增量连续两年下滑，基建投资增速也是从2018年以来大幅下降。往前看，尽管专项债、特别国债对基建支持力度增加，基建会继续回升，不过力度恐怕比较有限。

基建投资累计同比增速 (%)



城投公司有息负债规模



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2387

