



# 高通胀之下，股债六四平衡 还能奏效吗



【财新网】(专栏作家 王黔) 当前, 全球很多地区的通货膨胀率正持续上升, 这意味着利率很可能也会随之上升。金融资产定价模型表明, 由于通货膨胀率与短期利率之间存在关联性, 因而通胀对股票和债券会产生相似的影响。因此, 一些投资者已经产生了这样的疑惑: 股票和债券的回报率是否会开始同向波动? 如果出现这样的现象, 平衡型投资组合的多元化优势还存在吗?

为了探究这些问题的答案, 先锋领航经济研究团队基于长期历史数据, 检验了导致股票和债券同向运动的因素, 结果表明, 这些因素中影响最为显著的是通货膨胀。研究也发现, 通胀虽会导致股票和债券同向波动, 但较为温和的通胀并不至于削弱债券在平衡型投资组合中发挥的多元化作用, 能造成如此影响的通货膨胀率水平要大大高于我们的预期。

为什么长期投资者仍需保持股债平衡的投资组合

为什么有这么多人选择持有股债平衡的投资组合, 明白其背后的道理十分重要。在大多数市场环境中, 股票作为投资组合的增长引擎, 为投资组合带来更为强劲的预期回报。然而, 如果股票的表现始终优于债券, 或者能够保证收益水平的话, 那么投资者也就没有必要同时持有债券了。尽管历史数据表明, 股价整体是长期上涨的, 但上涨的轨迹并非一条直线。在这个过程中, 股价出现过多次波动, 以及多次大幅下跌。

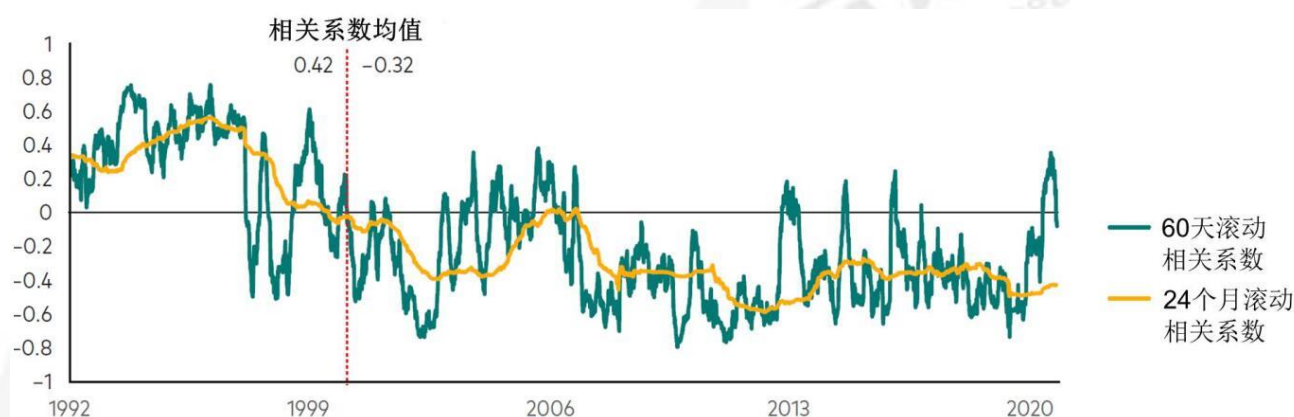
股票发生波动和下跌时, 就需要债券发挥作用了。债券通常在投资组合中能起到“压舱石”的作用, 因为在股价大跌期间, 债券价格往往会上

涨、或跌幅更小。与全股票投资组合相比，股债平衡组合中两种资产回报的反向变动有助于稳定组合价值、尽可能减少损失。这种组合有助于投资者在充满挑战的市场环境中坚守住原本周全的投资计划。

### “相关性”的正负：时间是决定性因素

我们用“相关性”这一术语来解释股票和债券回报之间的相互关系。当两类资产的回报率大致同向变动时，两者呈正相关；反之，当它们反向变动时，则呈负相关。负相关的资产组合起来，能够实现多元化，从而降低投资组合资产价值的波动。然而，近期我们看到股票和债券的回报率同向变动的频次有所增加，有时两者甚至呈正相关。但这种正相关关系持续时间相对较短。事实证明，时间跨度是相关性正负的关键因素。

股债短期的相关性趋势可能多有变动；但长期的相关性正负可能会持续数十年之久



注：20世纪90年代期间，股票与债券长期多呈正相关，但自2000年左右以来，多呈负相关。二者相关性在短期内有负转正的情况并不少见，但是这并未改变二者长期的负相关关系。

信息来源：先锋领航，基于 Refinitiv 从 1990 年 1 月 1 日至 2021 年 7 月 26 日的的数据。图表显示数据点仅从 1992 年年初开始，以反映头 24 个月滚动相关系数。

过去表现并不能保证未来结果。



就如同所有投资表现一样，如果只关注短期未免一叶障目。自 2000 年以来，股票与债券之间短期的相关系数也曾多次转为正值，然而，长期来看相关性仍为负，且我们预计二者的负相关关系还将持续下去。

通货膨胀要达到何种程度才会改变股债的负相关关系？

我们研究检验了从 1950 年至今影响股票和债券相关性的主要因素。其中，长期通货膨胀是截至目前来看最重要的影响因素。

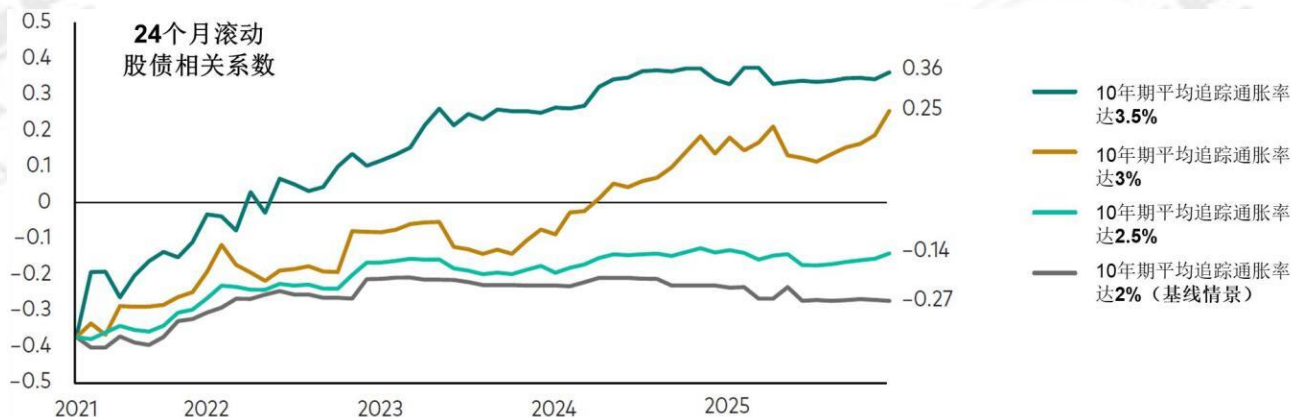
由于通胀会导致股票和债券回报的同向变动，于是问题就在于：多大程度的通货膨胀会使两者回报的相关性由负转正？答案可能比想象的大得多。

根据我们计算，可能要当 10 年滚动通货膨胀率平均达到 3.5%，才会改变股债长期的负相关关系。这个数值并非指一年的通货膨胀率；而是 10 年的平均通货膨胀率。比如就美国而言，即便是在当前通胀高企的背景下，要想尽快达到 3% 的 10 年平均水平（比如说，在未来 5 年内），那么其年度核心通货膨胀率需维持在 5.7% 的水平。相比之下，我们预计美国 2022 年的核心通胀率约为 2.6%，因而 10 年期平均追踪通胀率也将仅达到 1.8% 的水平。

美联储致力于稳定物价，将年平均通胀率目标定为 2%，远低于我们估算的可能会导致股票和债券回报率在较长时间内呈正相关性的通胀阈值。此外，这一通胀目标也远低于 2000 年以前的通货膨胀率，即 1950 年到

1999 年期间达 5.3% 的平均通货膨胀率，相应地，同期股票/债券回报率也长期呈正相关关系。

### 过高的通胀率才可能致使股票和债券回报呈正相关



注：该图显示先锋领航对 2021 年 4 月到 2025 年 12 月期间，在 10 年期平均追踪通胀率的四种假设情景下，股票和债券收益率相关性的预测值。

信息来源：先锋领航。

影响投资组合表现的关键是资产配置，而不是相关性

股债相关性的变动对 60%股票和 40%债券的经典投资组合有什么影响？我们看到已有一些投资者开始着急，已经打算为股债相关性发生逆转的情况防患于未然，但我们想劝告投资者：“切勿操之过急。” 在我们所有测算的组合模拟情景中，股债之间的正负相关性的确影响了投资组合价

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\\_28534](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28534)

