

关于资本回报颠覆常识的四个发现

摘要

- NBER 在最近的报告《所有资产回报率》中回顾了发达经济体住房、股权、政府债券和短期票据过去 150 年的回报率，并提出围绕资产回报率的四大“困惑”。1、住房实际回报率与股票相当，平均每年约 7%，长期来看股权投资和住房一样优秀。住房回报率的波动要小得多，这似乎与住房投资组合更难以多样化相矛盾，但其实这降低了住房投资的全球相关性。2、安全资产并不“安全”，其实际回报率非常不稳定。这种低收益率与高波动性的结合，并不是规避风险的好投资组合。3、风险溢价的波动或主要源自安全资产收益率的波动。事实上，风险资产收益率往往比安全资产更平稳，在所有时期均在 6%-8% 之间。4、资产回报率 r 要远高于经济增速 g 。在全球大多数国家，资本收益率是过去 150 年经济增长率的两倍。
- 纽约联储主席威廉姆斯认为美国经济正步入“新常态”，经济增速将降至 2% 左右。不必为经济增长放缓而担忧，2% 的增长率与 g^* 一致，这是应当适应和期待的“新常态”。他认为劳动力市场强劲，经济温和增长且没有通胀压力，经济前景向好 (looking good)。如果有利因素持续，美国经济或将维持在其潜在增速上方。但也存在下行风险进一步加剧使经济低于趋势的可能。联储将以数据为基础，在经济低于趋势或陷入危机时，重回扩张性货币政策。
- 鲍威尔在其报告《货币政策：正常化与未来展望》中指出，资产负债表回归“正常化”的特征是其规模将受负债需求驱动。他预测至 2019 年底，联储资产负债表规模的 GDP 占比为 16.5%，其中银行准备金占比 5.7%。当前联储为刺激经济而降息的能力比过去弱，未来利率达到零下限 (ELB) 的频率可能会更高。而央行频繁触及 ELB 的成本高昂，因此需要找到更有效的方法来对抗伴随 ELB 的低通胀综合症。他提出一种“补偿策略”，即如果 ELB 附近的利率咒语导致通货膨胀相对于央行的目标持续不足，那么一旦 ELB 咒语结束，央行将通过刺激经济而故意弥补通货膨胀的损失，暂时推动通胀温和高于目标。如果家庭和企业相信未来的通胀刺激政策会到来，将促进他们消费和投资。他认为这一策略是值得考虑的。
- 英国货币政策委员会成员弗利葛认为近两年英国经济增长疲软，与全球经济增长趋势背离，主要是受英国脱欧影响。脱欧影响企业的投资，但对就业影响很小；脱欧也对居民实际收入造成影响，而居民消费依然坚挺。往前看，强劲的就业增长依赖于其他地区的强劲需求，因此就业增长难以持续保持强劲。如果最终将脱欧事项确定下来，预计商业投资会增加，但就业不一定会增长。
- 近期中国人民银行发布了 2019 年 1 季度企业家、银行家、城镇储户问卷调查报告，有以下几点值得关注。1) 一季度企业盈利指数在加速下行，企业部门经营状况仍在下探。2) 1 季度贷款总体需求回升，稍强于季节性，受益于财政预算提前下达影响，基建贷款需求回升明显，制造业需求回升也强于季节性。3) 个税减免提高了居民收入，使得收入感受指数上行，但是居民对下季度的收入增长预期依然偏弱。4) 居民 2 季度购房意愿比例和预期房价上涨比例均有所走弱。
- 风险提示：经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.com

相关研究

1. 利率曲线倒挂到经济衰退尚需时日 (2019-03-24)
2. 加息结束缩表停止，美联储政策进入宽松期 (2019-03-21)
3. 经济弱平稳，基建待发力 (2019-03-18)
4. 经济弱平稳，但需求端隐忧仍在 (2019-03-14)
5. 全球经济共振下行，会走入衰退吗？——全球央行追踪第 6 期 (2019-03-13)
6. 猪肉难以驱动大幅通胀，货币政策也不会对之反应 (2019-03-11)
7. 风物长宜放眼量——如何看待融资数据 (2019-03-11)
8. 实体弱势环境下融资改善是趋势 (2019-03-10)
9. 关于当前财政状况的几个重要问题 (2019-03-09)
10. 出口继续走弱，内需呈现改善迹象 (2019-03-09)

目 录

1 《所有资产的回报率》--NBER.....	1
1.1 令人费解的房价谜题	1
1.2 安全资产收益率谜题	1
1.3 风险溢价谜题	2
1.4 终极谜题： $r \gg g$	2
1.5 总结	3
2 《美国经济展望--“新常态”》--纽约联储主席威廉姆斯	3
2.1 r^* 与 g^*	3
2.2 美国经济前景展望	3
3 《货币政策：正常化与未来展望》--美联储主席鲍威尔.....	4
3.1 资产负债表的正常化	4
3.2 前瞻指引与政策沟通的正常化	5
3.3 超越正常化	6
4 《经济展望：全球衰退风险、英国脱欧阻力增大》--英国货币政策委员会弗利葛.....	7
5 《2019 年第一季度企业家、银行家、城镇储户问卷调查报告》--中国人民银行.....	10
5.1 企业家问卷调查	10
5.2 银行家问卷调查报告	11
5.3 城镇储户问卷调查报告	11
6 参考文献	12

图 目 录

图 1: 1975-2010 全球股票与住房回报率.....	1
图 2: 1875-2010 年全球政府债券收益率.....	2
图 3: 美联储负债占 GDP 比例.....	4
图 4: 几个时间节点美联储负债结构.....	4
图 5: 各国长期国债收益率.....	6
图 6: 假设英国未脱欧 GDP 增速与实际 GDP 增速.....	7
图 7: 假设不脱欧与实际情况差异.....	7
图 8: 英国与 G7 其他国家商业投资增速.....	8
图 9: 受脱欧影响, 企业投资意愿降低.....	8
图 10: 消费者信心 (与 1997 年相比).....	8
图 11: 家庭消费和实际收入.....	8
图 12: 平均周薪增长率.....	9
图 13: 英格兰银行调查结果.....	9
图 14: 企业家宏观经济热度指数和企业家信心指数.....	10
图 15: 经营景气指数和盈利指数.....	10
图 16: 贷款总体需求指数.....	11
图 17: 2019 年 1 季度贷款需求稍强于季节性.....	11
图 18: 收入感受与收入信心指数.....	11
图 19: 居民购房意愿比例继续下降.....	11

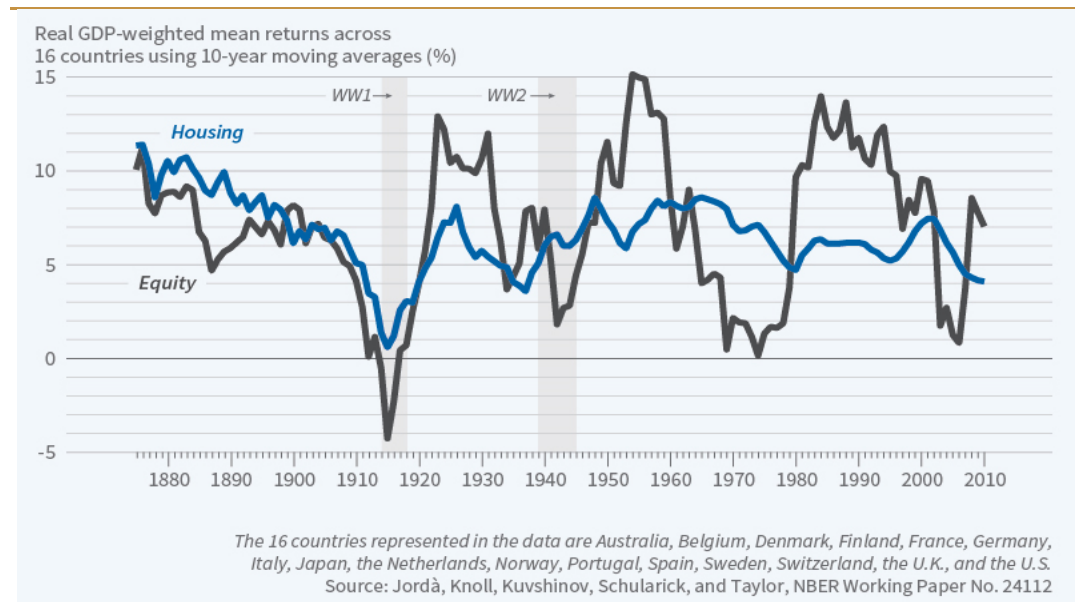
1 《所有资产的回报率》--NBER¹

本文从涵盖了过去 150 年发达经济体四个主要资产类别总回报率的数据。首先，本文构建了三种类型的回报：投资收入(收益率)、资本利得(价格变化)和总回报(两者之和)。四种主要资产类别中两种是风险型--股票和住房，另外两种被认为是安全资产--政府债券和短期票据。本文发现了一些似乎与基本经济原理相抵触的结论。

1.1 令人费解的房价谜题

住房的实际总回报率与股票回报率相当，平均每年约为 7%，并且住房回报率的波动要小得多。图 1 展示了股票和住房实际回报率的十年移动平均数。在一些时期，股票的表现略优于住房，但是波动却比住房大得多。

图 1：1975-2010 全球股票与住房回报率



数据来源：NBER，西南证券整理

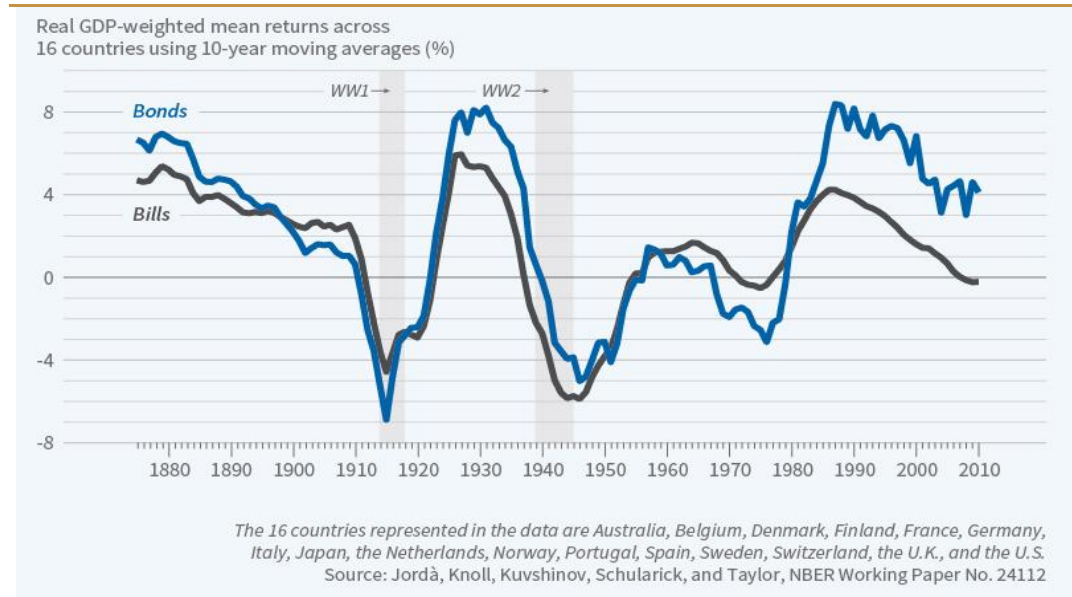
这点令人难以理解，因为与股票投资组合相比，住房投资组合更难以多样化，交易成本也较高。文章显示，随着时间的推移，各国的股权回报之间的相关性越来越强，但全球住房回报率相关性任仍然不高。因此，住房投资的国际多样化可能难以实现，但数据告诉投资者应当持有国际多元化的房地产投资组合。

1.2 安全资产收益率谜题

从长期来看，安全资产的实际回报率非常不稳定。正如图 2 所展示的那样，有时候它比风险资产波动更大。每一次世界大战时期都是实际安全资产回报率很低的时期，远远低于零。上世纪 70 年代的通货膨胀和增长危机时期也是如此。实际安全资产回报率在金本位制时期、两次大战期间和上世纪 80 年代中期货币政策大幅收紧时最高。

¹ 《The Rate of Return on Everything》

图 2：1875-2010 年全球政府债券收益率



数据来源：NBER，西南证券整理

自 1980 年中以来，实际安全资产收益率也出现了大幅下降。从长期来看，这一现象很可能是上世纪 80 年代中期安全资产收益率过高造成的。实际资产安全回报率大部分时间里一直很低，长期处于 1%-3% 之间。这种低收益率与高波动性的结合，对规避风险的投资者来说，是糟糕的风险回报比，但这对政府财政却是好消息。

1.3 风险溢价谜题

资产在经济低迷时的回报率越高，就越能为投资者提供抵御经济低迷风险的能力，投资者就越愿意为该资产买单，从而压低了其回报率，这一现象通常与风险溢价联系在一起。金融方面的大量文献研究了资产回报和经济波动之间的联动，以衡量资产是否因此得到适当的定价。然而，我们发现，在较低的观测频率下，风险溢价会出现大幅波动，有时会持续几十年，这远远超出了商业周期波动的范围。正常时期，风险溢价稳定在 4%-5% 左右，没有明显的长期趋势。令人疑惑的是，战时和两次大战之间的风险溢价暴涨，主要是因为安全资产收益率崩溃，而不是风险资产回报率的大幅增加。事实上，风险资产收益率往往比安全资产收益率更平稳，在所有时期均在 6%-8% 之间。最近，随着安全资产收益率下降，风险溢价仅略有扩大，风险溢价仍然处在正常区间。

1.4 终极谜题： $r > g$

资本的实际回报率与经济增长率之间的关系是近年来的热门课题。《二十一世纪资本论》认为，如果资本回报率超过经济增长率，土地所有者积累财富的速度将快于收入增长。比较回报率与收入增长 ($r-g$) 可以发现，现实情况比书中描述的更有戏剧性。 $r-g$ 只有战争时期才为负。在二战前，剔除一战的时间里， $r-g$ 平均为 5%。当前这一缺口仍然相当大，在 3%-4% 之间。20 世纪 70 年代的石油危机中，这一数值缩小为 2%，然后在 2007-08 年全球金融危机之前的几年里不断扩大。同时 $r-g$ 并没有随着经济增长率的变化而系统性地波动。

1.5 总结

在过去 150 年里，风险资产的回报率和风险溢价一直很高，而且比较稳定，而住房和股权的长期回报率看起来非常相似，但住房回报率的波动性较小，并且全球相关性较小。根据历史数据，从长期投资的角度看，股票与住房一样优秀。而安全资产收益率并不稳定，实际安全资产收益率几乎从未像上世纪 80 年代那样高。关于资产回报率和经济增长率之间的关系，文章发现 r 比 g 高得多。在全球大多数国家，资本加权收益率是过去 150 年经济增长率的两倍。

2 《美国经济展望--“新常态”》--纽约联储主席威廉姆斯²

本文从 r^* （自然利率）与 g^* （潜在增长率）变动的角度对当前经济形势与未来走势作出判断，并提出美国经济正在步入“新常态”。

2.1 r^* 与 g^*

r^* 即经济学家所说的自然利率或中性利率，即长期来看既不会刺激经济也不会给经济降温的利率，它既不宽松，也不紧缩。可以说，它是“正常”时期的“正常”利率。决定 r^* 的一个重要因素是 g^* ， g^* 用于描述经济的长期增长趋势，表示可持续增长率或潜在增长率。

驱动 g^* 的两个重要因素是劳动力增长与生产力增长。在 GDP 年增长率超过 4% 的繁荣时期， r^* 也比较高，估计当时 r^* 高于 3%，近年来，虽然失业率很低，但 r^* 却大幅下降，已经远远低于 1%。

劳动力增长与生产力增长的变化是造成 r^* 下降的主要原因。首先，婴儿潮一代已经开始退休，而生育率则不断下降，人口结构的变化使得劳动力增长率远低于过去几十年的水平。第二，与上世纪 90 年代末、本世纪初的繁荣时期相比，生产力增长也大幅下降。这似乎与感受相反，科技正在飞速的改变人们的生活，但是，这种改变却不一定意味着生产力的提升。当然这种现象并非美国独有，在其他发达经济体也看到了类似的情况。

2.2 美国经济前景展望

理解 r^* 与 g^* 的驱动因素有助于我们理解当前经济形势并对未来做出判断。在目前劳动力增长率与生产力增长率较低的背景下， g^* （潜在增长率）将保持在 2% 左右。受强劲的全球经济、财政刺激、宽松的金融环境等因素刺激，2018 年美国 GDP 实际增长率为 3%。但这些有利因素的影响正在逐渐消失。

预测美国经济增速将降至 2% 左右。第一，全球经济增长放缓，中国与欧洲的经济均陷入低迷，这意味着对美国出口产品的需求将减少。第二，地缘政治不确定性加剧，贸易摩擦不断，对贸易前景的担忧日益加剧，这会影响企业的投资和招聘决策。第三，金融环境趋紧可能会抑制消费者和企业支出。

不必为经济增长放缓而担忧，2% 的增长率与 g^* 一致，这是应当适应和期待的“新常态”。当前劳动力市场十分强劲，失业率很低，经济持续增长，通胀接近 2% 的目标水平。当前对

² 《The economic outlook - the "new normal" is now》

r-star 的估计是 0.5%，所以当把通胀率调整到接近 2% 时，当前 2.4% 的联邦利率处于中性水平。

劳动力市场强劲，经济温和增长且没有通胀压力，经济前景向好 (looking good)。当然，未来具有很强的不确定性，如果有利因素得以延续，美国经济增速可能会继续高于趋势，但也存在下行风险进一步加剧使 GDP 低于趋势的可能。美联储将视情况采取应对措施。联储的工作会以数据为基础，在经济长远高于趋势水平时提高利率使经济步入可持续发展轨道，而在经济陷入危机时则要利用各种政策工具使经济步入正轨。

3 《货币政策：正常化与未来展望》--美联储主席鲍威尔³

金融危机期间，FOMC 将联邦基准利率降至接近零的水平，即有效下界 (ELB)。由于无法进一步降低利率，FOMC 使用新的方式来提振经济，第一个是前瞻指引，即关于未来利率路径的沟通。第二个是大规模购买长期证券，即量化宽松。公开市场委员会一开始就将它们视为非常规手段，在合适的时机需要正常化。

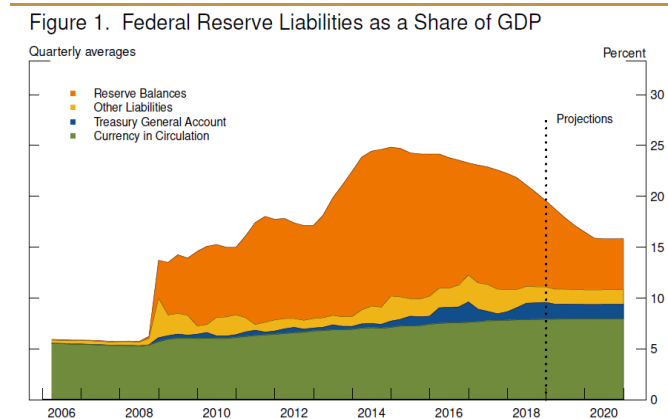
本文将探讨货币正常化的一些重要特征，以及联储未来的规划。当前的情况与危机前有所相似但也有不同之处。世界在不断发展，试图重建过去既不实际也不明智。随着正常化步入尾声，美联储将充分吸取历史经验，仔细评估货币政策。

3.1 资产负债表的正常化

为了确定资产负债表正常化的进程，需要考虑“正常的资产负债表”一词在危机前几十年的含义。危机前，联邦公开市场委员会的主要货币政策是确定联邦基金利率，此时美联储根据其负债需求确定资产负债表的规模。这正是回归的“正常化”后的特征：美联储资产负债表的规模将受到负债需求的驱动。

从美联储负债的 GDP 占比来看。2008 年底，负债开始急剧增加，并持续至 2014 年底。2014 年后，负债的 GDP 占比明显下降。为了理解这些变化，本文将重点关注三个时间节点：危机前；资产负债表规模最大的时点；今年年底。

图 3：美联储负债占 GDP 比例



数据来源：美联储、西南证券整理

图 4：几个时间节点美联储负债结构

Table 1. Federal Reserve Liabilities as a Share of GDP (Percent)

	2006	2014	2019	2019 to 2006 Change
Reserve Balances	0.1	14.6	5.7	5.6
Currency in Circulation	5.5	7.1	7.9	2.4
Treasury General Account	0.0	0.6	1.4	1.4
Other Liabilities	0.3	2.5	1.4	1.1
Total Liabilities	5.9	24.8	16.5	10.6

数据来源：美联储、西南证券整理

³ 《Monetary Policy: Normalization and the Road Ahead》

2006 年，美联储的主要负债是公众持有的货币，主要资产是国债。到 2014 年底，美联储的资产购买计划将资产负债表规模从略低于 GDP 的 6% 增加到近 25%。美联储发行准备金为购买的资产付款，这一行为将银行储备推至 GDP 的近 15%。

委员会认为资产负债表正常化意味着资产负债表规模保持在能够高效和有效地执行货币政策的最低水平。在还未清楚认识到负债需求的正常水平时，很难确定资产负债表的规模。正常化后的资产负债表规模可能会比联储四季度预测的数值更小或更大，这取决于经济增长，和货币需求。

考虑当前常态与过去的区别，比较 2006 年四季度与 2019 年四季度美联储资产负债表占 GDP 比重的变化。可以看到，相对于危机前，资产负债表占国内生产总值的比例增长约 10.6%。银行准备金增长最多，增量约占 GDP 的 5.6%。这场危机表明，大型银行所面临的流动性风险远远超过想象。当前，因为新的流动性监管和法规不断出台，许多银行选择持有准备金作为优质流动资产。

除了银行准备金，负债增加还来自三个部分。首先，公众货币持有量 GDP 占比增长 2.4%。其次，美国财政部一般账户占 GDP 比重增长 1.4%。第三，与国际金融体系有关的其他负债占 GDP 比重增长 1.1%。

与危机前的情况一样，联邦公开市场委员会选择控制短期利率的运作制度也为调控准备金数量发挥了重要作用。今年 1 月，委员会表示，打算继续实行目前的制度，即主要政策利率--联邦基金利率--将被控制在准备金利率和隔夜拆借利率之间。在这一制度下，对准备金的积极管理是不必要的，准备金供应能够应对市场的流动性冲击。在制定相关政策时，联储会十分谨慎并与市场充分沟通以减少不必要的市场混乱。资产负债表正常化进程没有真正意义上的先例，在这一过程中我们会根据情况调整我们的做法。如果经济和金融状况需要，我们将调整正常化计划的细节。

3.2 前瞻指引与政策沟通的正常化

在经过十年的前瞻性指引后，委员会也一直在讨论政策沟通的正常化。自 2008 年 12 月以来，联邦公开市场委员会的后期会议声明包含了关于将联邦基金利率保持在 ELB 的不断变化的指导形式，或关于该利率将恢复到更正常水平的逐步速度。今年 1 月，联储不再进行这一危机时期的指导。联邦基金利率目前处于中性水平，既不刺激经济，也不遏制经济，这有利于实现最大限度就业和价格稳定的双重目标。政策调整将取决于联储所掌握的数据。

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_13503

