# 林采宜：通胀时代，哪种资产风险最大?

文/意见领袖专栏作家 林采宜 张菁

印钞机飞转的时代，现金将面临贬值的风险

1． 新冠疫情的爆发使得以美国、欧洲、日本为代表的发达国家不得不采取极度宽松的货币政策，各国央行大幅放水的结果是不可避免的通胀。后疫情时代，通货膨胀将不可避免。

2． 从 10 年期的投资回报来看，权益类资产的平均年化收益率最高，最近十年，纳斯达克指数和创业板指数的年化收益率分别为 15.45%和 14.96%，中国国债指数收益率次于权益类资产和原油，但优于 REITs、黄

金和 CRB 商品指数。

3． 通过测算近 3 次历史美国通胀时期不同大类资产的表现，我们发现在通胀周期中黄金与原油的平均年化收益率最高，分别为 40.91%和 30.27%；其次是国债，10 年期美国债收益率平均上涨 4.56%；收益最差的是权益类资产(同期标普 500 指数和纳斯达克指数的收益率分别为-3.52%和-1.55%)；相较于非通胀时期，商品类资产在历史通胀时期的收益更高。

一、后疫情时代，通胀将不可避免

新冠疫情的爆发使得 2020 年全球经济增速下降 3.4%，为了稳定经济和民生，美国、日本欧洲央行等主要经济体均采取了极度宽松的货币政策，不断扩大资产购买并推低利率，导致一些国家的基准利率接近零甚至负利率（表 1）。

表 1：2020 年各国主要的货币放水政策

| 地区 | 2020 年主要的货币放水政策 |
| --- | --- |
| 美国 | 3 月，美联储两次降息共 150 个基点，联邦基金目标利率下调至 0-0.25%，并宣布 7000 亿美元的量化宽松政策。 |
| 欧元区 | 3 月，推出疫情紧急资产购买计划（PEPP），6 月将 PEPP 购买规模从 6000 亿欧元扩大至 1.35 万亿欧元，期限延长至 2021 年 6 月底；12 月再次增加 5000 亿欧元至 1.85 万亿欧元，期限延长至 2022 年 3 月底。 |
| 日本 | 4 月，实施无限量的国债购买；5 月推出 75 万亿日元借贷计划；7 月将 75 万亿日元扩大至 110 万亿日元，短期利率在-0.1%水平，长期利率在 0%左右。 |

数据来源：CCEF 研究

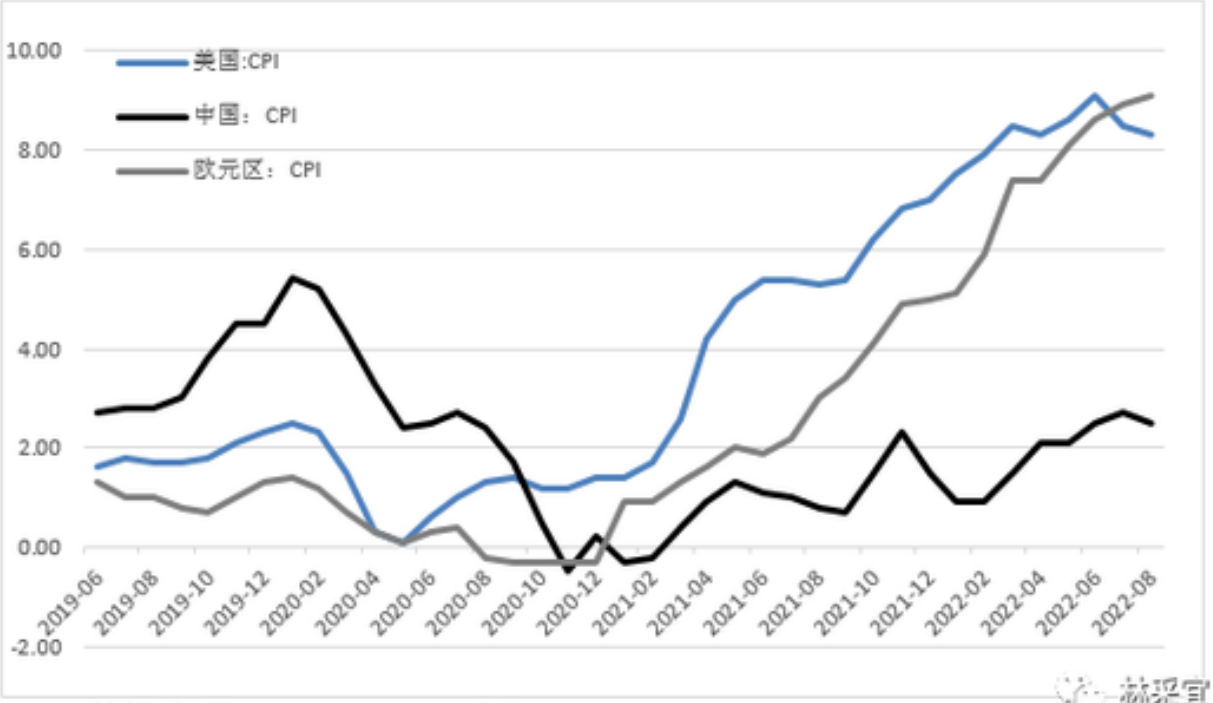
叠加 2022 年 2 月以来俄乌冲突的影响，随之而来的是全球通胀的高烧不退和资产价格的不断上涨。因此，2022 年 3 月以来，美联储接连三次加息并开始缩表，尽管货币政策在快速紧缩，但 8 月 CPI 数据同比上涨 8.3%，


https://www.yunbaogao.cn

仍然处于 40 年来的相对高位。美国金融资产规模也已达到 GDP 的 6 倍以上[1]。欧元区 8 月 CPI 同比上升 9.1%。相对而言，我国央行更多通过结构性货币政策工具定向投放流动性，央行资产负债表的扩张程度相对较小，但由于海外通胀引起原油、粮食、工业原料等价格上升或致我国面临输入型通胀的压力，我国 CPI 数据也存在上涨的压力，8 月份同比上涨 2.5%。

因此，从全球范围看，通胀在后疫情时代将不可避免，现金将成为相对贬值风险最大的资产。

图 1：中美欧 CPI：当月同比（%）



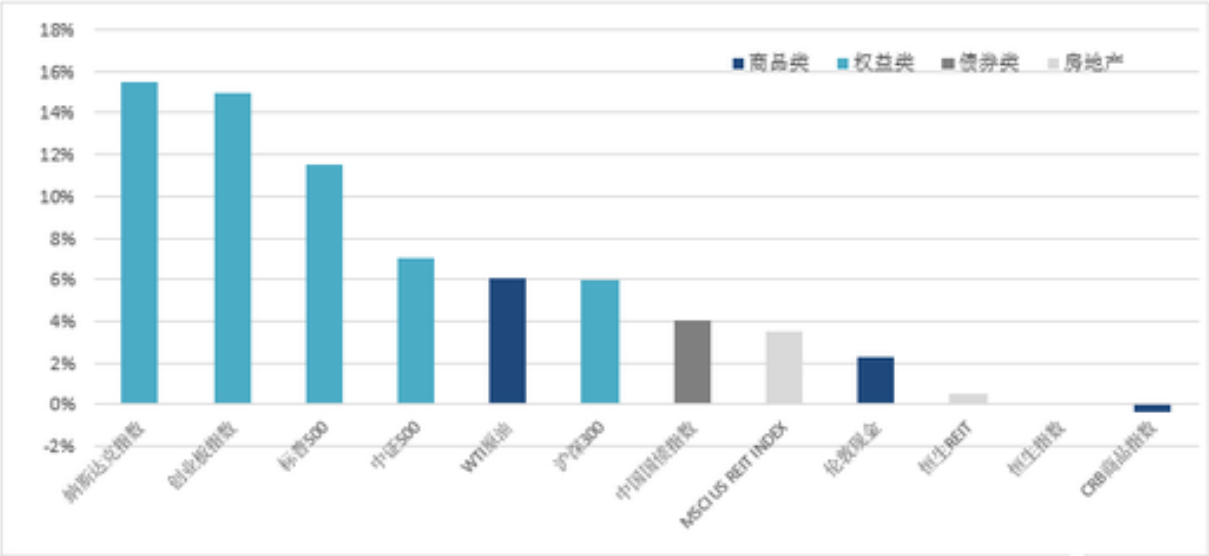

数据来源：Wind，CCEF 研究

## 二、全球主要大类资产的长期收益比较

从 10 年期的投资回报来看，权益类资产的平均年化收益率最高，最近十年，纳斯达克指数和创业板指数的年化收益率分别为 15.45%和

14.96%，而恒生指数的年化收益率接近于零；中国国债指数收益率次于权益类资产和原油，但优于 REITs、黄金和 CRB 商品指数。

图 2：近 10 年主要大类资产的年化收益率

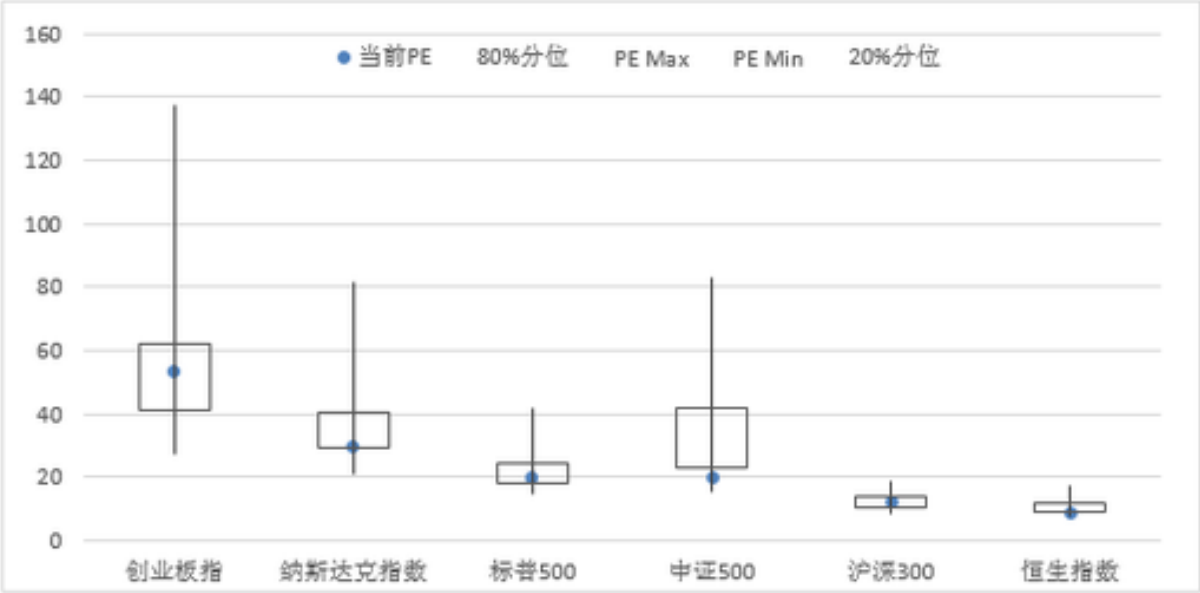



数据来源：Wind，CCEF 研究，数据截止：2022 年 8 月 3 日

1．权益类资产

从美股、A 股、港股三大市场主要指数的横向比较来看，当前 A 股的创业板指数和美国纳斯达克指数估值最高，分别为 53.48 和 29.45；A 股的沪深 300 和恒生指数估值最低，，分别为 11.93 和 8.84。从历史价位来看，目前这些指数均的估值都处于 50%分位数以下，创业板指数位于 48.50%，而中证 500、恒生指数分别位于 8.60%和 7.56%的低位。从估值的弹性来看，A 股中的创业板、沪深 500 以及美股中的纳斯达克指数弹性最高，而估值处于较低水平的沪深 300、恒生指数明显弹性不足。

图 3：美股、A 股、港股三大市场的估值




数据来源：Wind，CCEF 研究，数据截止：2022 年 8 月 3 日

林采宜

2． 债券类资产

截止 2022 年 8 月 4 日，中国债券市场总存量 138.52 万亿，主要由利率债（占比 57.54%）和信用债（占比 32.09%）构成。近 5 年，大部分信用债指数的年化收益率略高于利率债指数，债券指数的年化收益基本高于 4.5%，仅公司债（4.13%）的年化收益较低。总体上，债券指数的波动率在 0.64%至 1.89%的区间。

区别于利率债，发行主体的不同或导致信用债存在一定的违约风险。根据近 5 年的累计违约率数据，金融债券、中期票据、公司债的违约率分别为 0.06%、3.35%、5.25%。从市场统计数据看，目前公司债的利率远未体现出其风险溢价。



https://www.yunbaogao.cn

图 4：近 5 年债券指数年化收益率

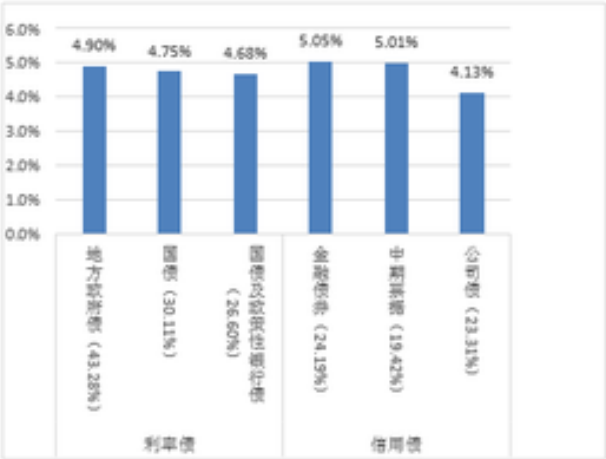
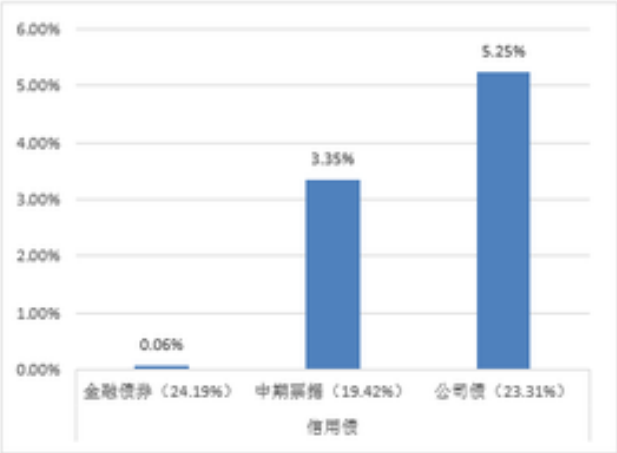



图 5：近 5 年累计信用债违约率



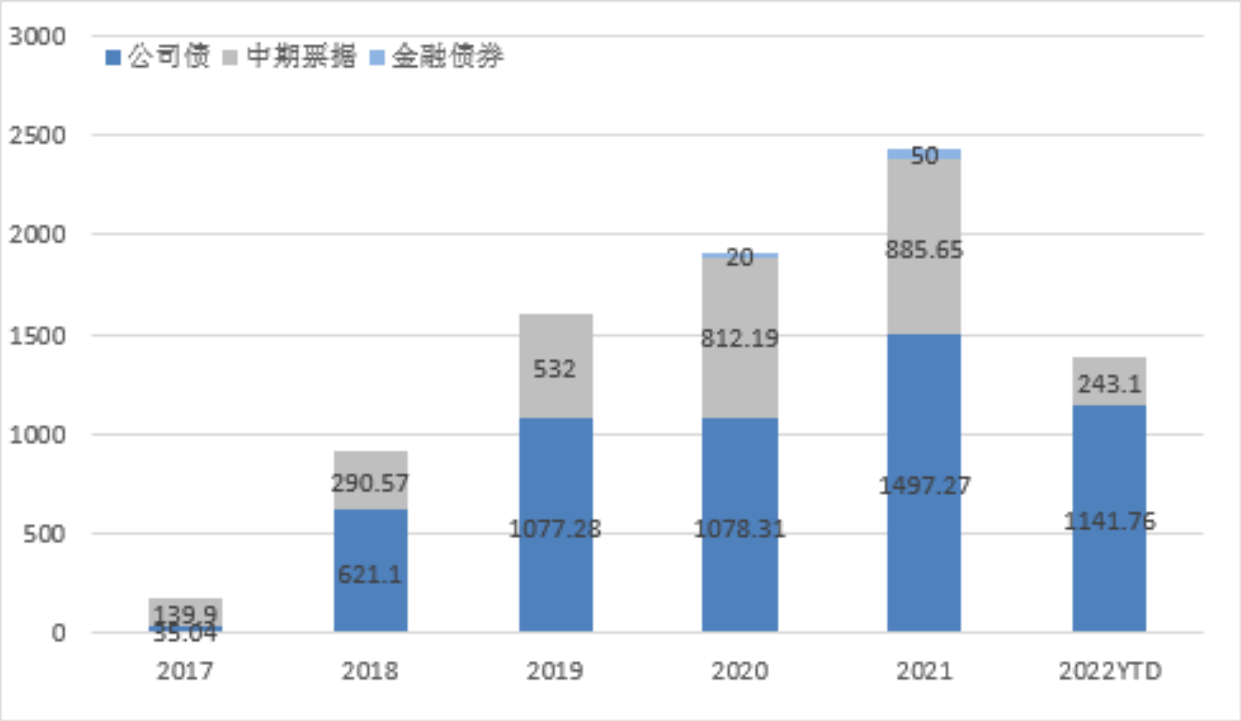

数据来源：Wind，CCEF 研究，数据截止：2022 年 8 月 4 日

根据近 5 年违约日的债券余额统计，公司债的累计违约金额远高于中期票据和金融债券。2022 年以来，公司债和中期票据违约日的债券余额分别为 1141.76 亿元、243.1 亿元（同期金融债券违约余额目前为 0）。



https://www.yunbaogao.cn

图 6：信用债一违约日的债券余额统计




数据来源：Wind，CCEF 研究，数据截止：2022 年 8 月 4 日

林梁宜

3． 房地产—海外 REITs

近 10 年，MCSI 美国 REIT 和恒生 REIT 指数的年化收益率分别为 3.54%和 1.05%，年化波动率分别为 19.58%和 12.75%。其中，MSCI 美国 REIT 指数不仅年化收益远低于标普 500，同时波动率也相对更大，而恒生 REIT

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_46181