



詹余引：全球投资者看好中国资本市场的投资逻辑



意见领袖 | 全球财富管理论坛

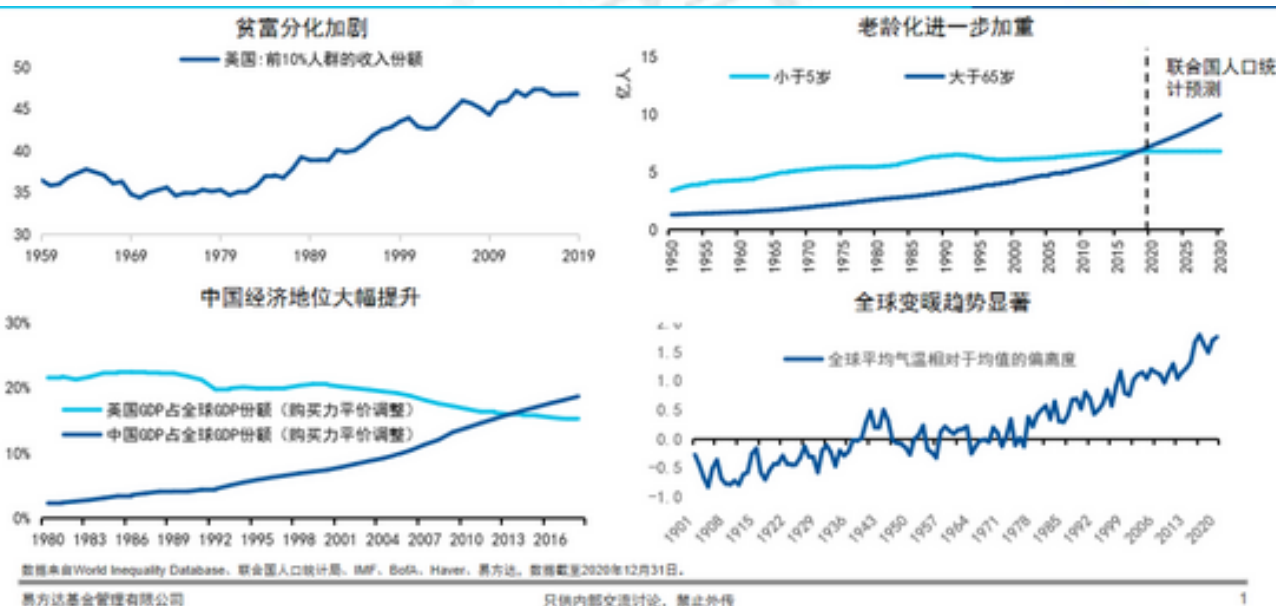
易方达基金董事长詹余引出席全球财富管理论坛 2021 北京峰会并发表主题演讲时表示，全球投资趋势呈现四点变化，第一，全球贫富分化进一步加剧；第二，老龄化进一步加重；第三，中美经济地位的变化；第四，全球平均气温在近 100 年内不断攀升。此外，主要经济体在可预见的将来因疫情而扩张的财政政策在民生支出、调节贫富差距、应对未来经济增长的投资方面仍然承压。在目前主要经济体高杠杆压力下，实际利率水平的走高也将是很大的压力。相比较而言，中国资本市场具有较好的投资机遇，更是全球化资产配置风险分散的优质资产选择。中国的利率在主要经济体中最高，债券资产具有较高吸引力；随着企业效率的提升，股票市场的吸引力也在持续上升。

2021年7月



以下是发言全文（根据作者讲话与 PPT 整理）。

要看全球投资趋势和中国投资机会，首先看影响资本市场的最主要几个因素。一是美国等发达国家贫富分化明显。美国前 10% 的人群收入份额从 1959 年的 35% 升至当前接近 50%。从资产分布来看，前 1% 拥有 30% 的资产，后 50% 只有 2%。二是老龄化进一步加重。三是中美经济地位变化。中国 GDP 占全球份额在 2013—2014 年就赶上了美国，这也是中美经贸摩擦的原因之一。四是全球变暖趋势显著。2015 年《巴黎协定》目标是将本世纪全球平均气温上升幅度控制在 2 摄氏度以内，并将全球气温上升控制在前工业化时期水平之上 1.5 摄氏度以内。



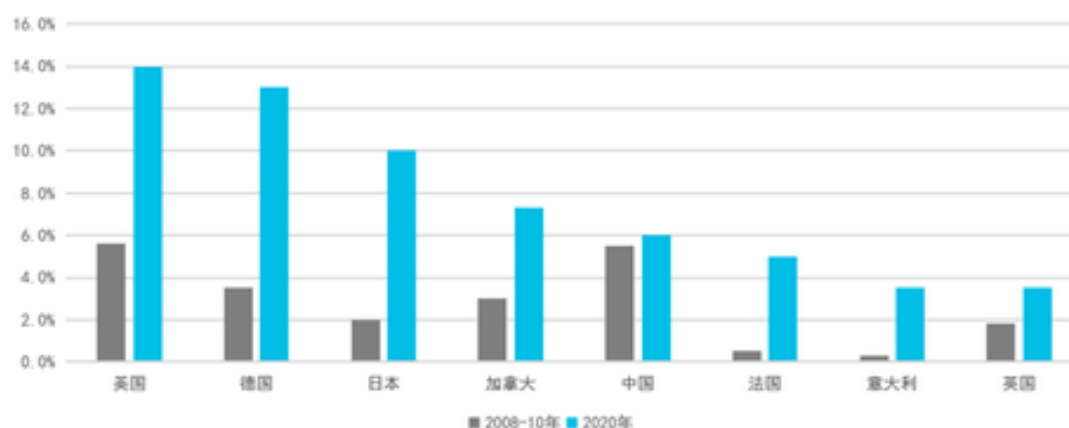
此外，疫情使得供应链从成本效率优先转为安全稳定优先。



同时，疫情之下，主要经济体（除中国外）财政刺激的力度远远超过了2008—2009年金融危机。因此，在可预见的将来，主要国家财政支出压力仍然非常大。一方面是调节贫富差距的民生支出压力，包括老龄化加剧的医疗社保支出，对广大低技能失业者的福利支出维护社会稳定，通过补贴减轻居民在住房、教育、育儿的负担；另一方面是对未来经济增长的

投资需求，包括年久失修的基础设施项目投资，政府主导下对网络安全、半导体、先进技术的产业政策资金支持，和推动供应链转移回流、分散化的政府补贴等，均使财政存压。

主要经济体直接财政刺激占GDP比重



数据来源：BCA、彭博、易方达。截至2020年12月31日。

在可预见的将来货币政策空间愈发有限以及政府财政刺激需求强烈的背景下，阻力最小的方向是发达国家央行压低/锁定利率水平，以为政府的财政赤字融资。从 1927 年到现在的美国十年期名义和实际收益率对比来看，1942 年—1951 年二战前后，当时美联储把国债利率锁定为政府融资，但实际利率变成负，就是为了财政低成本融资的目的。



数据来源彭博，易方达，截至2020年12月31日。

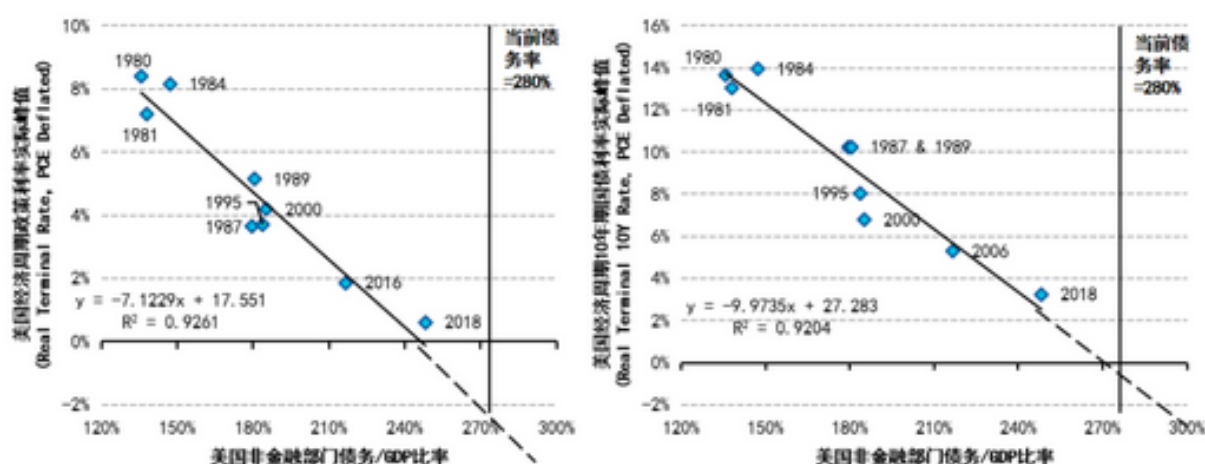
易方达基金管理有限公司

只供内部交流讨论，禁止外传

5

而疫情后经济体更高的杠杆率亦意味着无法承受实际利率的持续上行。所以从历史上相关性来看，也是利率在往下走，但通胀压力比较大。

美国经济体杠杆率 vs. 每轮周期的实际利率水平高点



数据来源彭博，易方达，截至2020年12月31日。

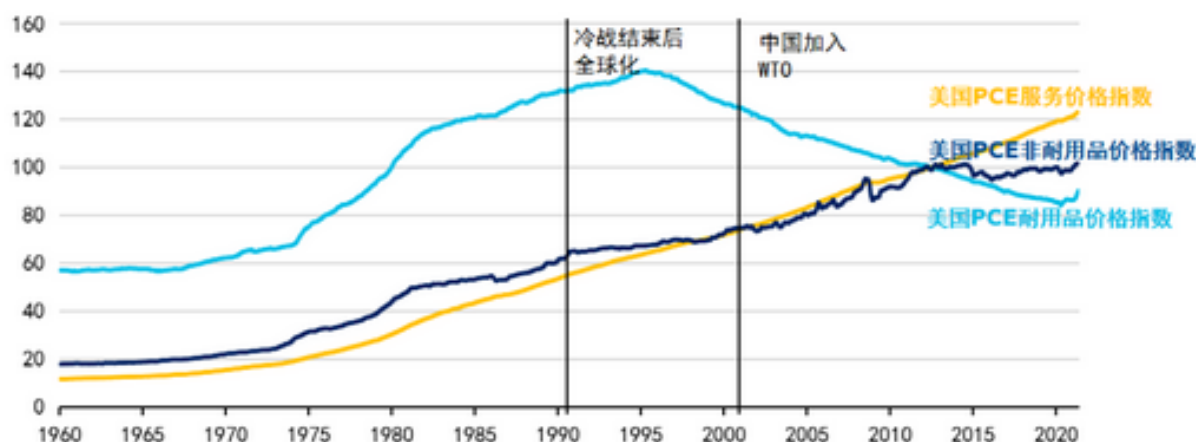
易方达基金管理有限公司

只供内部交流讨论，禁止外传

6

美国 PCE 平减指数分解来看，服务价格指数不断上升的，而美国 PCE 耐用品价格指数在中国加入 WTO 以后一直呈现下降走势，但最近它又掉头再往上，亦可以看出通胀有存压。

美国PCE平减指数的拆分 - 可贸易品（制造业） vs. 不可贸易品（服务业）



数据来源: IMF, 彭博, 易方达。截至2021年5月31日。

若看 20 世纪 20 年代到本世纪 2010 年代主要资产类别回报和 GDP 以及通胀关系，可以看出，历史上赤字扩张与通胀上升的组合，股票债券实际回报均较低。当然这并不能一定说明现在和未来，但是至少给予我们一个视角，可以从侧面看到当前资本市场特别是股票和债券市场有可能面临的一些问题。

美国长期经济和金融资产价格回报数据

年化指标	1920s	1930s	1940s	1950s	1960s	1970s	1980s	1990s	2000s	2010s
实际GDP增速	3.9%	1.8%	5.1%	4.1%	4.2%	3.3%	3.2%	3.3%	1.8%	2.3%
财政收支% GDP	0.8%	-2.9%	-9.5%	-0.4%	-0.8%	-2.0%	-3.8%	-2.1%	-2.3%	-4.8%
通胀率	-1.1%	-2.1%	5.4%	2.3%	2.6%	7.5%	5.0%	2.9%	2.5%	1.7%
实际短期利率	5.1%	2.7%	-4.9%	-0.2%	1.6%	-0.8%	4.5%	2.2%	0.3%	-1.2%
实际股票回报	10.7%	0.0%	0.1%	16.0%	5.0%	-2.0%	11.0%	14.0%	-2.0%	11.0%
实际国债回报	N/A	5.0%	-3.3%	1.1%	2.6%	0.4%	4.7%	3.4%	1.6%	1.4%
实际商品回报	-1.9%	2.1%	-2.4%	-1.3%	-3.6%	-0.5%	-11.0%	-3.9%	6.5%	-3.7%
实际黄金回报	2.1%	10.1%	-9.4%	-5.3%	-1.6%	13.5%	-12.0%	-6.9%	9.5%	-1.7%
实际白银回报	-3.9%	1.1%	-3.4%	-2.3%	1.4%	10.5%	-22.0%	-5.9%	7.5%	-1.7%
实际房地产回报	0.5%	1.6%	2.6%	0.3%	0.0%	0.5%	0.5%	1.0%	0.3%	2.0%

数据来源: 彭博, Bridgewater, Prof. Damodaran, Prof. Robert Shiller, 易方达。截至2020年12月31日。

全球资产相关性将重新下降，分散化配置的价值凸显

从美国股市与非美国股市相关性来看，20 世纪 90 年代以来相关性快速上升。最近 20 年相关性达到 0.8~0.9。但是当前相关性又在往下走，尽管幅度不是太大，这也印证了前两年所谓“脱钩”等现象，各自政策市场分化已经出现了。所以分散化配置的价值凸显出来了。

美国与非美股市*滚动五年的相关系数



数据来自MSCI、彭博、易方达，截至2021年6月30日。*注：美国股市用标普500指数，非美股市在1988年以前用MSCI发达国家剔除美国指数 (World ex. USA)，在1988年后用MSCI全球剔除美国指数 (ACWI ex. USA)

总体而言，在全球化下，资本、劳动力和技术的相对自由流动推动了各国金融资产价格的相关性上升。但当进入去全球化进程中，各国经济政策的分歧和全球贸易和资本流动的相对停滞将导致不同国家/区域的次立

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_32937

