

美国大类资产 50 年：复盘与展望

投资要点：

1972-2023年，美股大幅跑赢其他美国资产，2012年以来美股的超额优势显著：大部分美国资产跑赢通胀，其中美股和REITs领先，而2012年以后的美股十年长牛，使其相较其他资产的收益率大幅拉开。

1972年以来美国大类资产主要经历六轮周期：（1）**大滞涨时代（1972-1981）：**美国面临滞涨挑战，能源、黄金等大宗商品收益率领涨，美股美债均未能跑赢通胀，债市走熊；（2）**供给学派的胜利（1982-1991）：**在供给经济学和货币主义的作用下，美国经济摆脱滞涨困扰，进入大缓和时代。股票和债券走牛，REITs位居其次，大宗商品领跌；（3）**新经济拉动（1992-2000）：**美国经济在新经济和全球化带动下，进入高增长、低通胀、低赤字和低失业率的繁荣阶段，股票和债券走牛，REITs位居其次，大宗商品领跌，但美股在2000年互联网泡沫后大幅回落；（4）**从危机到危机（2001-2008）：**2001-2008年美国持续面临挑战，但宽松货币环境+金融缺乏监管，导致2008年金融危机全面爆发。大类资产上，大宗商品超额优势明显，美股表现相对较差，2008年金融危机爆发后各类风险资产承压，黄金再次冲高；（5）**三低一高（2009-2019）：**美国经济进入低增长、低通胀、低利率和高债务的“三低一高”状态，美股在内的股票型资产领涨，REITs仅次于美股，大宗商品在2009-2011年再度迎来牛市但之后大幅回落；（6）**从V型反转到高通胀（2020-今）：**疫情成为最重要的外生变量，美国强刺激政策使经济V型反弹，带动风险资产大涨，但也带来高通胀问题。2020-2023M10，能源在类的大宗商品、美国房地产领跑，美股2021年创历史新高但2022年加息周期开始后明显回落，债市在加息周期开启后大幅走熊。

展望2024，海内外经济周期明显错位，美国经济仍有下行压力，大类资产的推荐排序为：债券>股票>商品，国内权益资产配置价值则明显提升：

（1）美联储降息前，2024H1美国经济或温和下行，目前需耐心等待降息拐点。美国经济进入萧条后半段，大类资产上债券占优，股票其次，大宗商品最后；（2）中美经济预期差提升，叠加海外流动性边际缓解、中美关系阶段性缓和，国内权益资产配置价值将明显提升。

中长期看国内权益市场大有可为，但需做内功：2005-2023年，国内权益类资产和一线地产大幅跑赢其他资产，A股收益率一定程度不输美股，但近两年表现不佳+波动率较大，投资者投资体验不佳。后地产时代，国内权益市场发展大有可为，但需在提升收益率和降低波动率两方面发力。

风险提示：历史经验不代表未来；美联储鹰派超预期；地缘政治风险等。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号：S0210523060005
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成
执业证书编号：S0210523060003
邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗
执业证书编号：S0210523060002
邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡
执业证书编号：S0210523060006
邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《美国经济：是与否》—2023.11.03
- 2、《从历史视域看当下美国高利率》—2023.10.24
- 3、《欧美持续高利率影响展望》—2023.10.19

正文目录

1	美国大类资产复盘：1972-2023	4
1.1	1972-1981：大滞涨时代	5
1.2	1982-1991：供给学派的胜利	7
1.3	1992-2000：新经济拉动	10
1.4	2001-2008：从危机到危机	13
1.5	2009-2019：三低一高	16
1.6	2020-今：从V型反转到高通胀	18
2	展望 2024：美元流动性或迎来拐点	21
3	审视国内：后地产时代，权益市场大有可为	24
4	风险提示	26

图表目录

图表 1：	大类资产累计收益率（1972-2023M10）	4
图表 2：	主要资产的收益率均值-标准差分布	5
图表 3：	70 年代黄金和原油价格大幅提升	6
图表 4：	70 年代美国经济增速下台阶	6
图表 5：	70 年代美国通胀中枢大幅提升	6
图表 6：	为应对高通胀，美联储先后两轮大幅加息	6
图表 7：	美国大类资产累计收益率（1972-1981）	7
图表 8：	分年度美国大类资产收益率排名（1972-1981）	7
图表 9：	80 年代美国工业生产增速中枢提升	8
图表 10：	80 年代美国个税税率大幅下调	8
图表 11：	80 年代美国通胀大幅下调	9
图表 12：	80 年代美国金融资产增速领先非金融资产	9
图表 13：	美国大类资产累计收益率（1982-1991）	10
图表 14：	分年度美国大类资产收益率排名（1982-1991）	10
图表 15：	90 年代开始美国 TFP 领先日本	11
图表 16：	90 年代美国产出缺口领先欧日	11
图表 17：	90 年代美国通胀大幅回落	11
图表 18：	90 年代美国财政赤字不断收窄并转正	11
图表 19：	美国大类资产累计收益率（1992-2000）	12
图表 20：	分年度美国大类资产收益率排名（1992-2000）	13
图表 21：	2001-2008 年新兴市场经济增速跑赢欧美	14
图表 22：	2000 年开始中国 GDP、贸易占比大幅提升	14
图表 23：	2001-2008 年，美元指数持续走弱	14
图表 24：	2002-2005 年美国房价增速持续提升	14
图表 25：	美国大类资产累计收益率（2001-2008）	15
图表 26：	分年度美国大类资产收益率排名（2001-2008）	15
图表 27：	2010 年后全球主要经济体增速放缓	16
图表 28：	2011 年后欧美通胀中枢明显下行	16
图表 29：	金融危机后欧美央行政策利率大幅压降	17
图表 30：	金融危机后欧美政府部门杠杆率大幅提升	17
图表 31：	美国大类资产累计收益率（2009-2019）	17
图表 32：	分年度美国大类资产收益率排名（2009-2019）	18
图表 33：	疫情成为最重要的外生变量	19

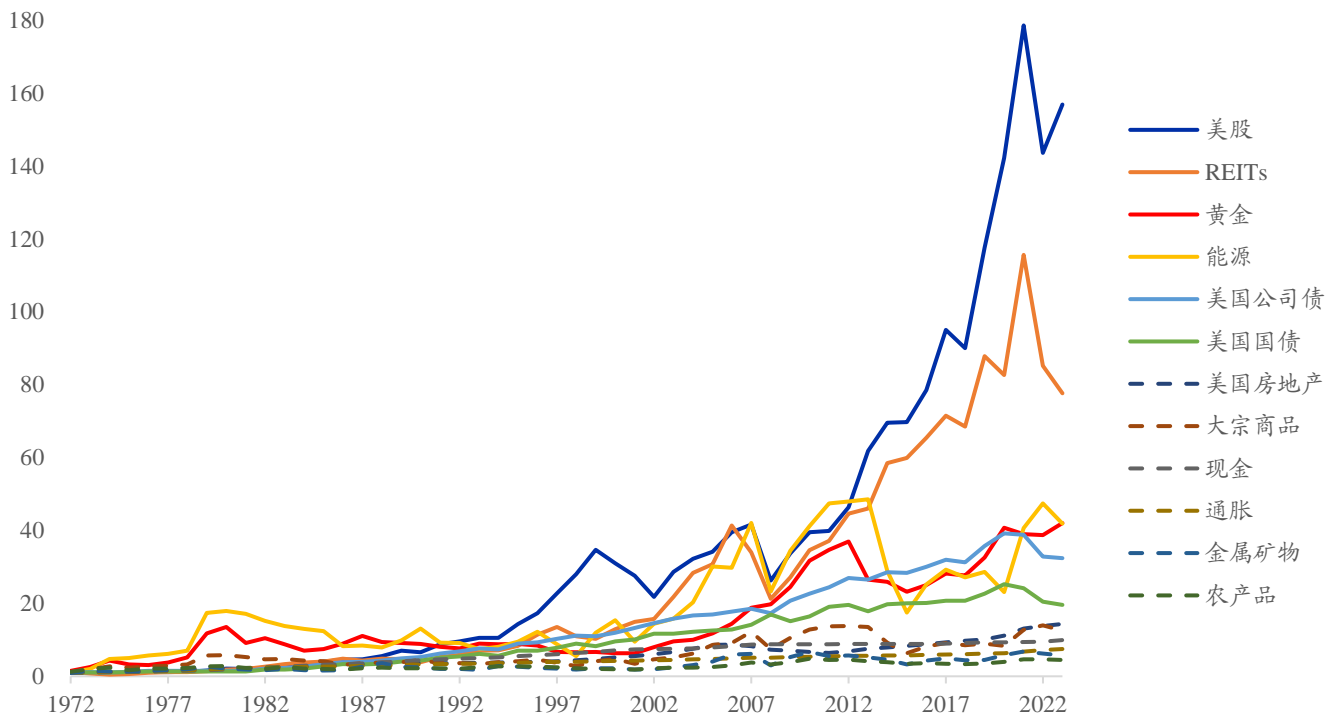
图表 34: 疫情干扰+需求旺盛, 供应链压力创新高	19
图表 35: 2020-2021 年欧美央行资产规模大幅扩张	19
图表 36: 2021 年开始欧美通胀大幅提升	19
图表 37: 美国大类资产累计收益率 (2020-2023)	20
图表 38: 分年度美国大类资产收益率 (2020-2023M10)	21
图表 39: 萧条和衰退阶段, 美债收益领先美股	22
图表 40 OECD 口径下主要经济体 GDP 增速预测 (2023-2024)	22
图表 41: 利率领先看, 上半年美国经济或继续承压	23
图表 42: 2024 年美国通胀有望继续回落	23
图表 43: 截至 11 月底, 标普 500 和纳斯达克 ERP 处于负值区间	23
图表 44: 美债利率下行, 外资净流入概率提升	24
图表 45: 中美经济预期差提升, 外资通常净流入	24
图表 46: 国内大类资产累计收益率 (2005-2023)	25
图表 47: 2005 年以来沪深 300 和标普 500 的复合收益率相近	26
图表 48: 国内资产波动率高于海外资产	26

1 美国大类资产复盘：1972-2023

1972-2023年，美股大幅跑赢其他美国资产，2012年以来美股的超额优势显著。基于数据可得性，以1972年作为起点，对1972-2023年的美国大类资产回报率进行梳理。可以发现，1972年至今，按大类资产的累计收益率排序为：股票>REITs>黄金>债券>房地产>大宗商品>现金>通胀。以1971年的1美元计，截至到2023年10月底，各类资产的年度复合回报率分别为：美股（10.2%）>REITs（8.7%）>黄金（7.5%）>能源（7.4%）>美国公司债（6.9%）>美国国债（5.9%）>美国房地产（5.3%）>大宗商品（5.0%）>现金（4.5%）>通胀（4.0%）>金属矿物（3.4%）>农产品（3.0%）。大部分资产跑赢通胀，其中美股和REITs大幅领先，黄金和能源其次，而2012年以后的美股十年长牛，使其相较其他资产的收益率大幅拉开。

图表 1：大类资产累计收益率（1972-2023M10）

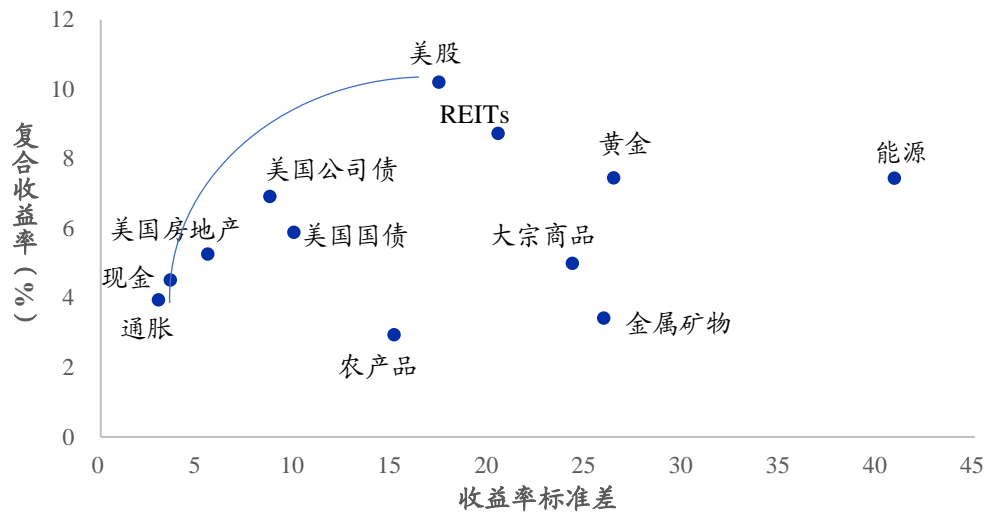
美国大类资产累计收益率:1972-2023



来源：Portfolio Visualizer、BullionVault、世界银行、华福证券研究所；以1971年底的1美元，计算累计收益；现金收益率采用3个月美国国库券收益率，以下同；大宗商品参考世界银行分类，主要包括能源、贵金属、金属矿物、农产品等，以下同。

风险-收益角度看，美国资产的风险收益比贴近有效边界，美股收益率最高，波动率高于债券、房地产，但远低于大宗商品。根据马科维茨的均值-方差模型，资产收益率与其风险成正比。从收益率标准差、复合收益率两个维度衡量各类资产的风险收益比，按收益率从低到高，其对应的最优资产分别为：现金、美国房地产、美国公司债、美股，贴近投资组合理论中的有效边界。黄金、能源等年化收益率相对较高，但波动率远大于同收益曲线上的美国资产。

图表 2：主要资产的收益率均值-标准差分布



来源：Portfolio Visualizer、BullionVault、世界银行、华福证券研究所

1.1 1972-1981：大滞涨时代

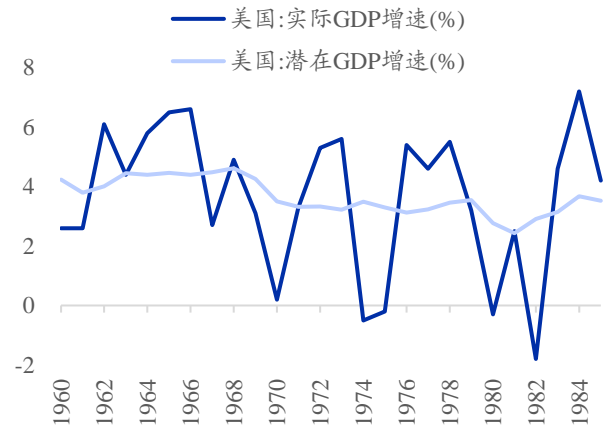
1972-1981年，美国面临滞涨挑战。具体的经济特征表现为：（1）**美元与黄金脱钩，全球进入信用货币阶段**：1971年8月尼克松政府宣布停止美元与黄金兑换的义务，布雷顿森林体系瓦解，美日欧等国进入主权信用货币制度。美元走弱，包括黄金、能源等大宗商品在内的各类资产收益率和波动率明显提升；（2）**经济进入滞涨阶段**：60年代后期在财政政策+货币政策双宽的带动下，美国通胀已经明显上行，70年代在两次石油危机（1973、1979）和粮食危机（70年代初）的带动下，通胀进一步大幅提升，到能源和粮食危机共振下，美国CPI同比在1974年底（12.3%）、1980年初（14.8%）两次大幅登顶。与此同时，凯恩斯主义的拉动效果边际递减，科技进步放缓，70年代美国经济增速明显下滑，1974、1975、1980年GDP同比均为负增长，滞涨特征明显；（3）**美联储货币政策不坚定，未能有效控制通胀**：70年代的美联储仍然将通胀上行归结于成本推动和结构性因素，对货币与通胀的关联并没有充分认知，没有直接干预商业银行储备金增长，且在通胀尚未完全退潮前就进入降息周期，使得70年代通胀反复，直至1979年沃尔克上任美联储主席后美联储理论框架才得以明显转变。

图表 3：70 年代黄金和原油价格大幅提升



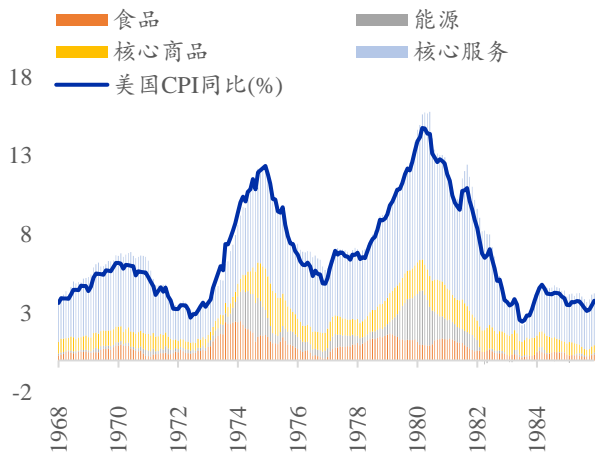
来源：世界银行、华福证券研究所

图表 4：70 年代美国经济增速下台阶



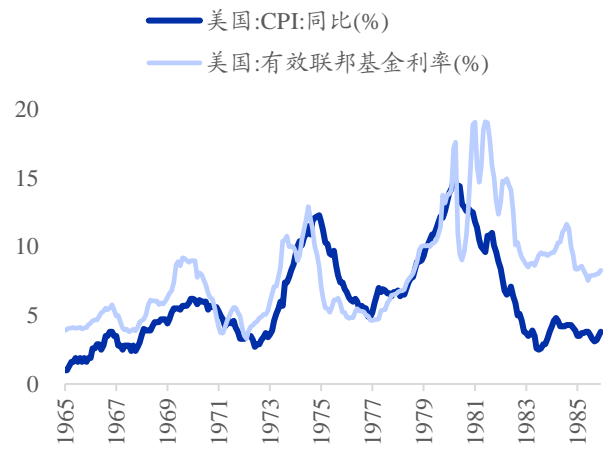
来源：Wind、华福证券研究所

图表 5：70 年代美国通胀中枢大幅提升



来源：CEIC、华福证券研究所

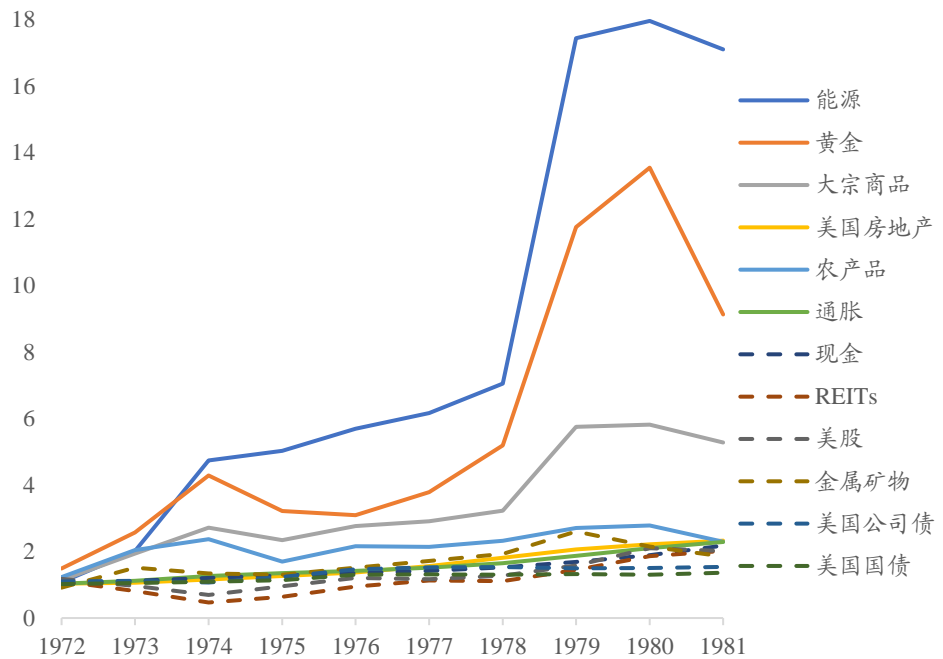
图表 6：为应对高通胀，美联储先后两轮大幅加息



来源：Wind、华福证券研究所

能源、黄金等大宗商品收益率领涨，美股美债均未能跑赢通胀，债市走熊。1972-1981 年，大类资产年化收益率排名依次为：能源（32.8%）>黄金（24.7%）>大宗商品（18.1%）>美国房地产（8.8%）>农产品（8.7%）>通胀（8.6%）>现金（8.1%）>REITs（7.3%）>美股（7.2%）>金属矿物（6.4%）>美国公司债（4.4%）>美国国债（3.1%）。滞涨阶段，能源、黄金等大宗商品大幅领涨，1972-1981 间的 6 个年份，大宗商品位居前三。美股总体表现不佳，并未跑赢通胀，仅在 1975-1976、1980 通胀压力缓解、经济边际好转阶段占优。债券总体处于熊市，滞涨阶段通胀压力加大和货币政策的收紧，使得美债利率大幅提升，10 年期美债由 1972 年初的 6% 升至 1981 年附近的 15% 附近。

图表 7: 美国大类资产累计收益率 (1972-1981)



来源: Portfolio Visualizer、BullionVault、世界银行、华福证券研究所

图表 8: 分年度美国大类资产收益率排名 (1972-1981)

1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
黄金 49.0%	能源 86.6%	能源 135.4%	美股 37.8%	REITs 49%	黄金 22.6%	黄金 37%	能源 147.4%	美股 33.2%	现金 15.3%
农产品 23.1%	黄金 73%	黄金 66.2%	REITs 36.3%	农产品 27.4%	REITs 19.1%	美国房地产 15.7%	黄金 126.6%	REITs 28%	通胀 8.9%
美股 17.6%	大宗商品 69.8%	大宗商品 40.8%	美国公司债 15.7%	美股 26.5%	美国房地产 14.4%	能源 14.3%	大宗商品 77.9%	黄金 15.2%	REITs 8.6%
大宗商品 13.9%	金属矿物 65.9%	农产品 16.1%	美国房地产 8.4%	美国公司债 18.8%	金属矿物 13.9%	金属矿物 12.1%	金属矿物 34.9%	通胀 12.5%	美国房地产 5.2%
REITs 11.2%	农产品 65.6%	通胀 12.3%	通胀 6.9%	大宗商品 18.1%	能源 8.2%	大宗商品 11.2%	REITs 30.5%	现金 12.2%	美国国债 4.3%
美国公司债 9.9%	通胀 8.7%	美国房地产 9.3%	能源 6.1%	金属矿物 15.7%	通胀 6.7%	通胀 9.0%	美股 24.3%	美国房地产 7.4%	美国公司债 2.3%
能源 7.8%	现金 7.2%	现金 8.1%	现金 6.1%	美国国债 14.5%	现金 5.3%	美股 8.5%	农产品 16.9%	能源 3.0%	美股 -4.2%
现金 4.1%	美国国债 3.0%	美国国债 3.5%	美国国债 5%	能源 13.4%	大宗商品 5.1%	农产品 8.2%	美国房地产 13.8%	农产品 2.7%	能源 -4.7%
通胀 3.4%	美国房地产 2.9%	美国公司债 -4.8%	金属矿物 -2.7%	美国房地产 8.6%	美国公司债 3.8%	现金 7.5%	通胀 13.3%	大宗商品 1.1%	大宗商品 -9.2%
美国房地产 3.3%	美国公司债 2.0%	金属矿物 -11.6%	大宗商品 -14.0%	现金 5.2%	美国国债 0.2%	美国公司债 0.3%	现金 10.5%	美国公司债 0.5%	金属矿物 -13.5%
美国国债 2.1%	美股 -18.2%	美股 -27.8%	黄金 -24.8%	通胀 4.9%	农产品 -0.7%	美国国债 -1.0%	美国国债 2.0%	美国国债 -1.3%	农产品 -17.4%
金属矿物 -8.5%	REITs -27.2%	REITs -42.2%	农产品 -28.5%	黄金 -4.1%	美股 -3.4%	REITs -1.6%	美国公司债 -2.2%	金属矿物 -17.6%	黄金 -32.6%

来源: Portfolio Visualizer、BullionVault、世界银行、华福证券研究所

1.2 1982-1991: 供给学派的胜利

1982-1991年, 在供给经济学和货币主义的作用下, 美国经济摆脱滞涨困扰, 进

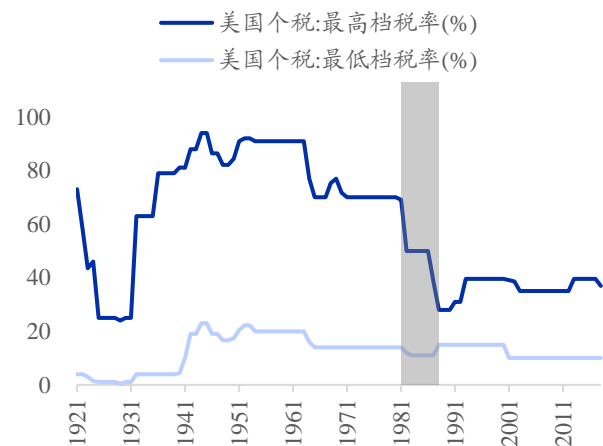
入大缓和时代: (1) 为应对滞胀, 美国由凯恩斯主义转向新自由主义和供给经济学, 并取得明显效果, 80 年代美国经济稳定性明显提升, 1985 年后通胀和增长的波动率降低: 1981 美国总统里根上台后, 在政策思路转向供给学派, 核心举措为对企业和纳税个人实施大规模减税, 减少政府对企业的干预。以美国为例, 里根时期底层群体的最低边际税率从 14% 下降到 11%, 而最高边际税率从 70% 以上大幅跳跃到只有 28%。总体看, 供给经济学取得明显效果。从美国情况看, 80 年代美国经济增长的稳定性明显增加, 仅在 1982 年尚处于经济衰退当中; (2) 沃尔克上台后坚守货币主义理论, 持续抬高联邦基金利率和通胀率, 最终成功扼制通胀: 1979 年保罗·沃尔克就任美联储主席后, 领导美联储制定新的操作规程, 明确把美联储货币政策目标从联邦基金利率切换到货币供给量 (M1), 并且以此设定商业银行体系的准备金总量, 最终成功扼制通胀。到 1986 年 12 月, 美国 CPI 同比降至 1.1%; (3) 金融自由化+全球化推进下, 各类金融资产得到快速发展: 80 年代美国金融市场快速发展, 金融资产增速超过非金融资产, 美股市场规模大幅提升, 但放松监管也为 1987 年股灾、80 年代后期的银行储贷危机等埋下伏笔。

图表 9: 80 年代美国工业生产增速中枢提升



来源: Wind、华福证券研究所

图表 10: 80 年代美国个税税率大幅下调



来源: Fred、华福证券研究所; 阴影为里根政府执政时期(1981-1988).

图表 11：80 年代美国通胀大幅下调

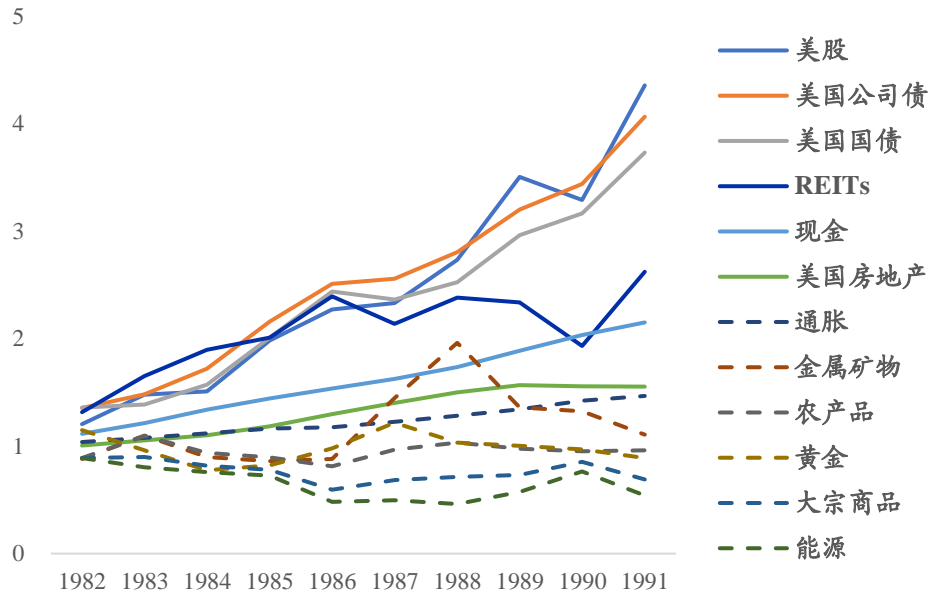

来源：Wind、华福证券研究所。

图表 12：80 年代美国金融资产增速领先非金融资产


来源：Wind、华福证券研究所。

股票和债券走牛，REITs 位居其次，大宗商品领跌。1982-1991 年，大类资产年化收益率排名依次为：美股 (15.9%)>美国公司债 (15.1%)>美国国债 (14.1%)>REITs (10.1%)>现金 (8.0%)>美国房地产 (4.5%)>通胀 (3.9%)>金属矿物 (1.0%)>农产品 (-0.4%)>黄金 (-1.2%)>大宗商品 (-3.6%)>能源 (-6.0%)。受益于通胀逐渐降温、1982 年以后政策利率大幅减弱以及经济基本面好转，股票类资产大幅领跑。而美股 80 年代的牛市经历了改革带来的资产重估到企业盈利再生的过程。以 1987 年股灾为分界线，之前主要靠估值驱动，之后则靠基本面业绩驱动。债市则受益于通胀缓和，叠加偏温和的经济增长，利率中枢大幅回落，10 年期美债利率由 1981 年底的将近 16% 高点降至 1991 年底的 7% 以下。大宗商品则受制于需求回落+供给大幅提升，尤其是石油供需格局的大幅转变，在 80 年代大类资产中领跌。

图表 13: 美国大类资产累计收益率 (1982-1991)



来源: Portfolio Visualizer、BullionVault、世界银行、华福证券研究所

图表 14: 分年度美国大类资产收益率排名 (1982-1991)

1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
美国国债 35.9%	REITs 25.5%	美国公司债 16.2%	美股 31.3%	美国国债 21.3%	金属矿物 64.1%	金属矿物 35.5%	美股 28.1%	能源 33.2%	REITs 35.7%
美国公司债 35.5%	金属矿物 24.6%	REITs 14.8%	美国国债 27.9%	REITs 19.2%	黄金 24.5%	美股 17.3%	能源 24.3%	大宗商品 16.5%	美股 32.4%
REITs 31.6%	农产品 22.9%	美国国债 13.4%	美国公司债 25.4%	黄金 19%	农产品 19.1%	REITs 11.4%	美国国债 17.3%	现金 7.9%	美国公司债 18.2%
美股 20.5%	美股 22.7%	现金 10.2%	现金 7.9%	美国公司债 16.3%	大宗商品 15.2%	美国公司债 9.8%	美国公司债 14.1%	美国公司债 7.4%	美国国债 17.8%
黄金 14.9%	美国公司债 9.3%	美国房地产 4.7%	美国房地产 7.5%	美股 14.6%	美国房地产 7.9%	美国房地产 7.2%	现金 8.6%	美国国债 6.9%	现金 5.7%
现金 11.5%	现金 9%	通胀 4%	黄金 6%	美国房地产 9.6%	现金 5.9%	美国国债 6.9%	通胀 4.7%	通胀 6.1%	通胀 3.1%
通胀 3.8%	美国房地产 4.7%	美股 2.2%	REITs 5.9%	现金 6.3%	通胀 4.4%	现金 6.8%	美国房地产 4.4%	美国房地产 -0.7%	农产品 0.9%
美国房地产 0.6%	通胀 3.8%	能源 -5.5%	通胀 3.8%	金属矿物 2.5%	能源 3%	农产品 6.6%	大宗商品 2.4%	农产品 -2.3%	美国房地产 -0.2%
农产品 -11%	美国国债 2.1%	大宗商品 -9.1%	金属矿物 -4.1%	通胀 1.1%	美股 2.6%	大宗商品 4.5%	REITs -1.8%	金属矿物 -2.8%	黄金 -8.6%
能源 -11.1%	大宗商品 1.2%	农产品 -14.4%	农产品 -4.2%	农产品 -9.4%	美国公司债 1.8%	通胀 4.4%	黄金 -2.8%	黄金 -3.1%	金属矿物 -16.4%
大宗商品 -11.2%	能源 -9.5%	金属矿物 -18.3%	能源 -4.6%	大宗商品 -23.6%	美国国债 -3.1%	能源 -6.9%	农产品 -5.4%	美股 -6.1%	大宗商品 -19%
金属矿物 -11.8%	黄金 -16.3%	黄金 -19.4%	大宗商品 -4.7%	能源 -33.7%	REITs -10.7%	黄金 -15.3%	金属矿物 -30.6%	REITs -17.4%	能源 -29.2%

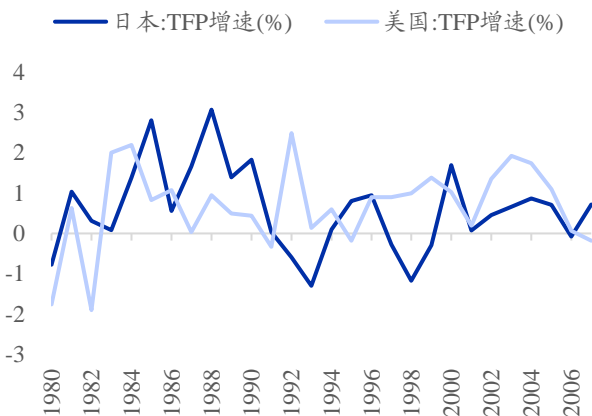
来源: Portfolio Visualizer、Bloomberg、Wind、世界银行、华福证券研究所

1.3 1992-2000: 新经济拉动

1992-2000年, 美国经济在新经济和全球化带动下, 进入高增长、低通胀、低赤字和低失业率“一高三低”的繁荣阶段, 且明显领先日本等非美经济体: (1) 美国抓

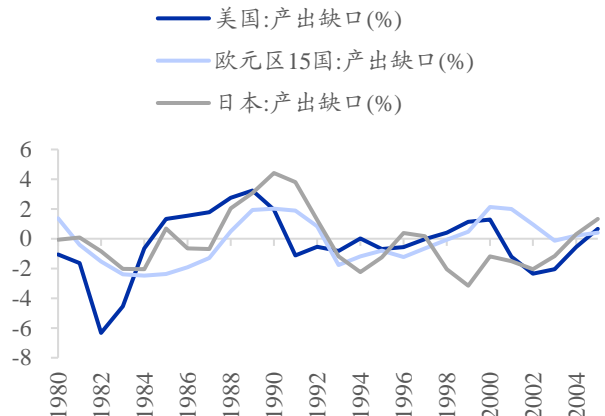
住以信息技术为代表的新经济机遇，重新赶超日本：90年代开始，以信息技术为代表的新一轮产业革命应声崛起，美国率先抓住机遇，TFP增速在90年代超过日本，重新占据全球经济高地，且在1997-1999年GDP增速均维持在4%以上，再次进入繁荣阶段；(2)全球化继续推进，美国通胀水平再度下台阶：90年代全球化继续深入，东南亚、中国相继成为主要商品生产地，偏低的生产成本带动下，发达经济体通胀水平再度走低。美国通胀水平从1990年底的6%降至1992-1996年的2%-3%之间，到1998年进一步降至1%以下；(3)美国削减财政赤字、减少国债供给，长债利率中枢进一步下降：1993年克林顿就任美国总统后，大力削减财政赤字，实施有增有减的财政政策。从1993年开始，美国财政赤字率不断收窄，到1998年实现1970年代以来的首次盈余。财政收缩使得美债供应下降，叠加美联储偏温和的货币政策，长债利率中枢进一步下降；(4)非美经济体略有分化，日本掉队，欧洲受益于全球化和服务业的发展：对于非美经济体，日本在90年代泡沫经济破灭后，陷入持续的经济萧条，欧洲则受益于全球化、信息技术、金融等服务业的发展及欧洲区域一体化的推进，经济发展整体良好。

图表 15：90年代开始美国 TFP 领先日本



来源：Our World in Data、华福证券研究所

图表 16：90年代美国产出缺口领先欧日



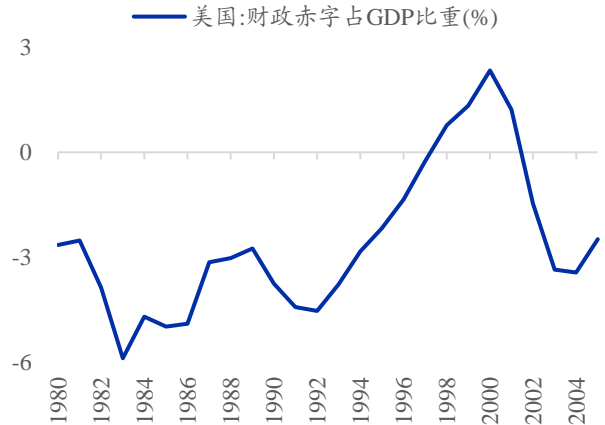
来源：Wind、华福证券研究所

图表 17：90年代美国通胀大幅回落



来源：Wind、华福证券研究所

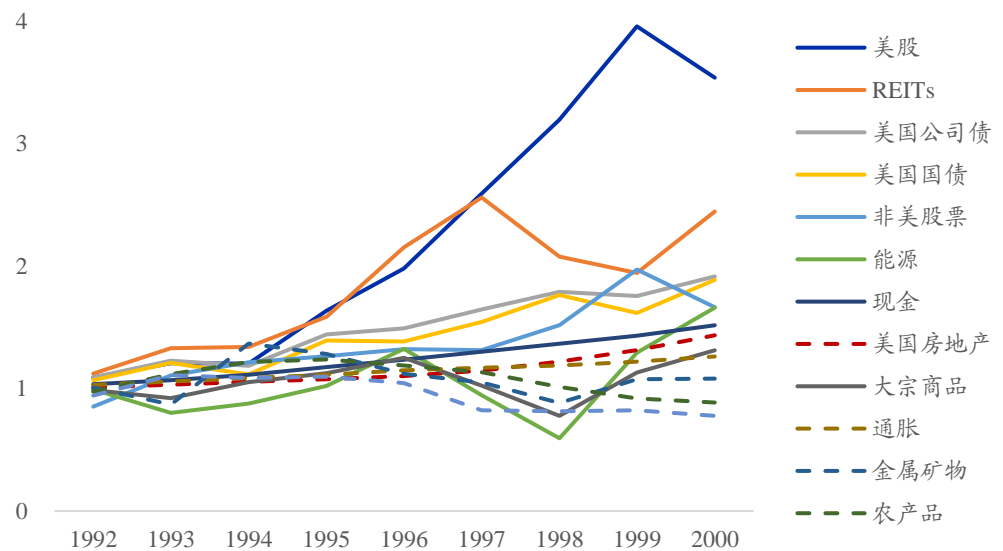
图表 18：90年代美国财政赤字不断收窄并转正



来源：Wind、华福证券研究所

美股一枝独秀、远远领先非美股票，但 2000 年互联网泡沫破灭后大幅回撤，REITs 和美债其次，大宗前期偏低迷但 1999-2000 年大幅反弹。1992-2000 年，大类资产年化收益率排名依次为：美股 (15.1%)>REITs (10.5%)>美国公司债 (7.5%)>美国国债 (7.3%)>能源 (5.8%)>现金 (4.7%)>美国房地产 (4.1%)>大宗商品 (3.1%)>通胀 (2.6%)>金属矿物 (0.9%)>农产品 (-1.3%)>黄金 (-2.8%)。在美国经济持续高增、技术革命大幅突破、货币政策偏温和背景下，美股迎来繁荣阶段，且远远领先非美股票，但在 2000 年互联网泡沫破灭后大幅回撤。REITs 在 90 年代大幅扩容且业绩良好，主要受益于结构创新、IPO 繁荣、监管放松与机构投资者涌入等因素。财政赤字削弱下美债供给减弱，叠加通胀总体下台阶，美债市场总体走牛。大宗商品价格整体承压，但 1999-2000 年随着亚洲金融危机结束、全球经济复苏，能源项大幅反弹。

图表 19: 美国大类资产累计收益率 (1992-2000)



来源: Portfolio Visualizer、BullionVault、世界银行、华福证券研究所

图表 20：分年度美国大类资产收益率排名（1992-2000）

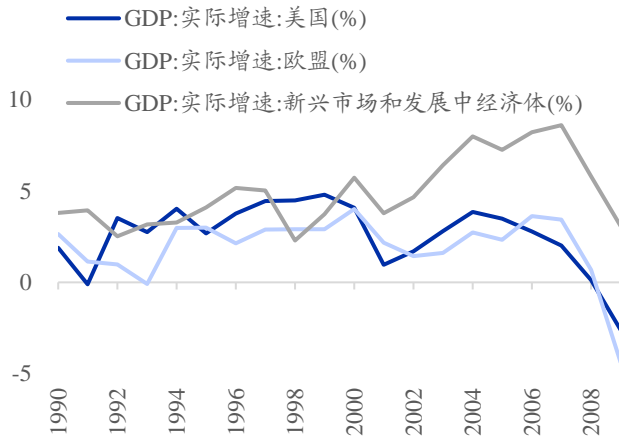
1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
REITs 12.2%	REITs 18.6%	金属矿物 57.3%	美股 35.8%	REITs 35.8%	美股 31%	美股 23.3%	能源 117.7%	能源 28.4%
美国公司债 9.1%	黄金 17.7%	大宗商品 14.1%	美国国债 24.8%	能源 29.6%	REITs 18.9%	美国国债 14.4%	大宗商品 45.6%	REITs 25.9%
美股 9.1%	农产品 14.9%	能源 9.3%	美国公司债 21.6%	美股 21%	美国国债 11.5%	美国公司债 8.7%	美股 23.8%	美国国债 16.7%
美国国债 6.8%	美国国债 13.2%	农产品 8.8%	REITs 18.3%	大宗商品 11.3%	美国公司债 10.4%	美国房地产 6.4%	金属矿物 21.9%	大宗商品 16%
现金 3.6%	美国公司债 12.4%	现金 4.2%	能源 16.3%	现金 5.2%	现金 5.2%	现金 5%	美国房地产 7.7%	美国房地产 9.2%
通胀 2.9%	美股 10.6%	通胀 2.7%	大宗商品 6.9%	美国公司债 3.4%	美国房地产 4%	通胀 1.6%	现金 4.8%	美国公司债 9.1%
美国房地产 0.8%	现金 3.1%	美国房地产 2.5%	现金 5.7%	通胀 3.3%	通胀 1.7%	黄金 -0.8%	通胀 2.7%	现金 6%
金属矿物 0.7%	通胀 2.8%	REITs 0.8%	通胀 2.5%	美国房地产 2.4%	农产品 -4.5%	农产品 -10.8%	黄金 0.9%	通胀 3.4%
能源 -0.8%	美国房地产 2.2%	美股 -0.2%	美国房地产 1.8%	美国国债 -0.6%	金属矿物 -6.3%	金属矿物 -16%	美国公司债 -1.9%	金属矿物 0.4%
大宗商品 -1.4%	大宗商品 -6.5%	黄金 -2.2%	农产品 1.6%	农产品 -4.1%	大宗商品 -18.2%	REITs -18.8%	REITs -6.5%	农产品 -3.6%
农产品 -2.7%	金属矿物 -13.7%	美国公司债 -3.3%	黄金 1.0%	黄金 -4.6%	黄金 -21.4%	大宗商品 -24.1%	美国国债 -8.3%	黄金 -5.4%
黄金 -5.7%	能源 -19.1%	美国国债 -7.8%	金属矿物 -6.3%	金属矿物 -12.6%	能源 -28.5%	能源 -37.2%	农产品 -9.2%	美股 -10.6%

来源：Portfolio Visualizer、BullionVault、世界银行、华福证券研究所

1.4 2001-2008：从危机到危机

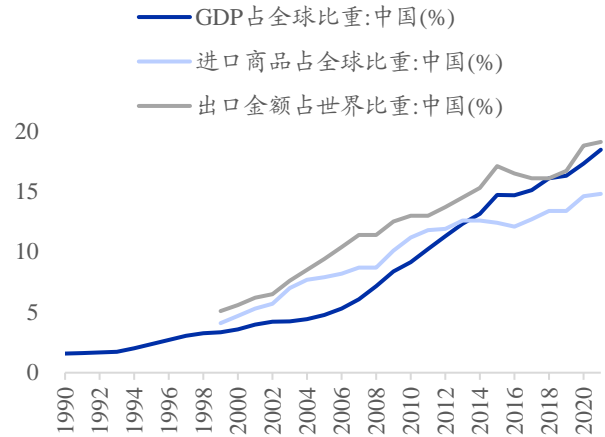
2001-2008 年美国的经济持续面临挑战，占全球经济比重下滑，而宽松货币环境+缺乏监管的金融机制，导致 2008 年金融危机全面爆发。具体的经济特征表现为：（1）美国经济落后新兴市场，且在 2006-2007 年跑输欧洲，美元指数趋势性回落：2001-2008 年，新兴市场和发达经济体增速大幅领先欧美，到 2007 年 GDP 增速升至 8.6%，而欧洲在 2002-2006 年经济增速持续回升，到 2007 年已经领先美国，90 年代美国经济独领风骚的局面阶段性结束，美元指数在 2002-2008 年趋势性下行，反映美国经济占世界比重边际减弱；（2）美国为提振经济，采取松货币+宽财政手段，并刺激房地产市场，但房地产的非理性繁荣导致 2007 年次贷危机爆发：2001 年“互联网泡沫”破灭后，美国采取强刺激政策，货币政策上美联储持续降息，基准利率从 2001 年 6 月的 6% 降至 2003 年的 1%，财政政策上布什政府通过增加财政赤字、减税刺激经济，房地产方面提出“居者有其屋”计划。在流动性过剩、低利率及政策的多重刺激下，房地产信贷条件持续放松，房地产销售和房价持续提升。但随着美联储在 2004-2006 年持续加息，2007 年房地产市场泡沫破灭，引发美国次贷危机，并最终恶化成 2008 年的全球金融危机。

图表 21: 2001-2008 年新兴市场经济增速跑赢欧美



来源: Wind、华福证券研究所

图表 22: 2000 年开始中国 GDP、贸易占比大幅提升



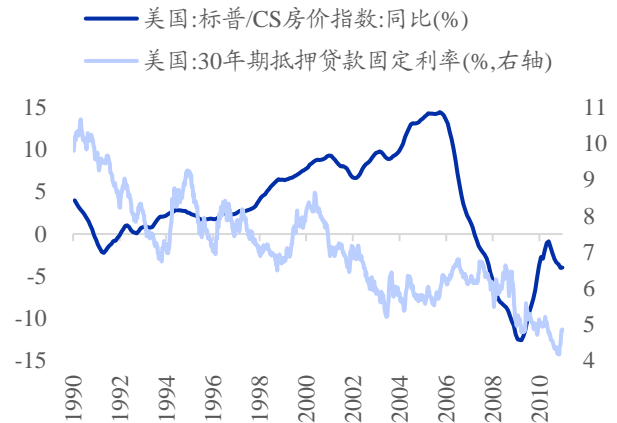
来源: Wind、华福证券研究所

图表 23: 2001-2008 年, 美元指数持续走弱



来源: Wind、华福证券研究所

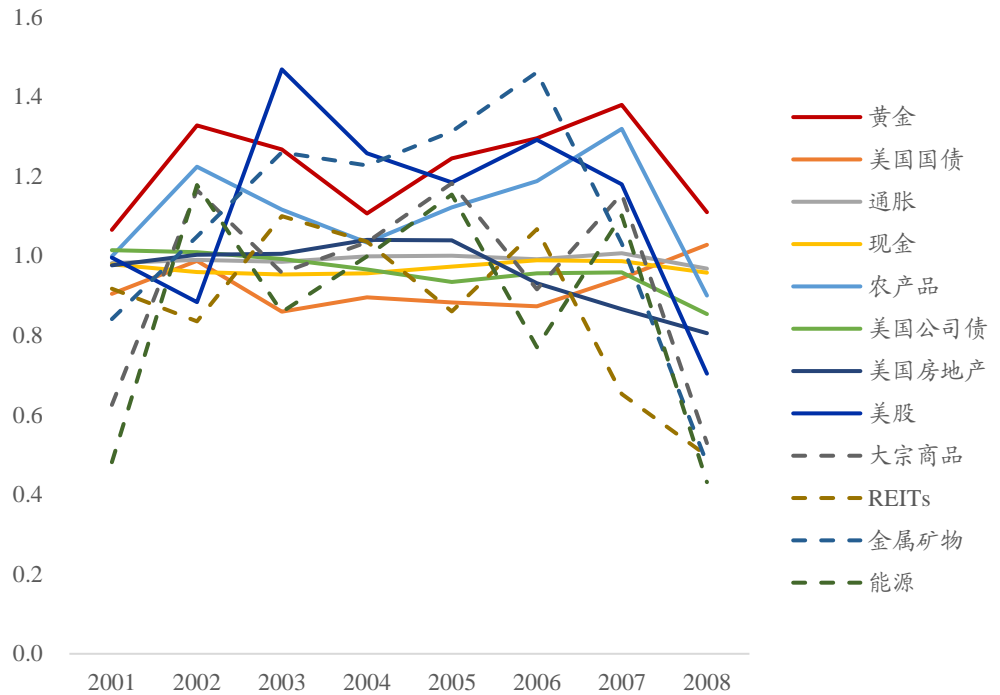
图表 24: 2002-2005 年美国房价增速持续提升



来源: Wind、华福证券研究所

2001-2007 年大宗商品超额优势明显, 美股优势并不明显, 2008 年金融危机爆发后各类风险资产承压, 黄金再次冲高。2001-2008 年, 大类资产年化收益率排名依次为: 黄金 (1.3%) > 美国国债 (0.3%) > 通胀 (-0.4%) > 现金 (-0.5%) > 全球债券 (-1.1%) > 农产品 (-1.3%) > 美国公司债 (-2.0%) > 美国房地产 (-2.7%) > 美股 (-4.3%) > 大宗商品 (-7.6%) > REITs (-7.6%) > REITs (-8.4%) > 金属矿物 (-8.8%) > 能源 (-10.0%)。各类资产总体表现不佳, 但主要受 2008 年金融危机拖累。在 2008 年金融危机前受中国在内的新兴市场经济拉动, 大宗商品尤其是能源受益于需求旺盛走出一波大牛市行情。美股总体表现较差, 21 世纪头十年是二战以后表现最差的 10 年, 甚至弱于 70 年代滞胀时期。

图表 25: 美国大类资产累计收益率 (2001-2008)



来源: Portfolio Visualizer、BullionVault、世界银行、华福证券研究所

图表 26: 分年度美国大类资产收益率排名 (2001-2008)

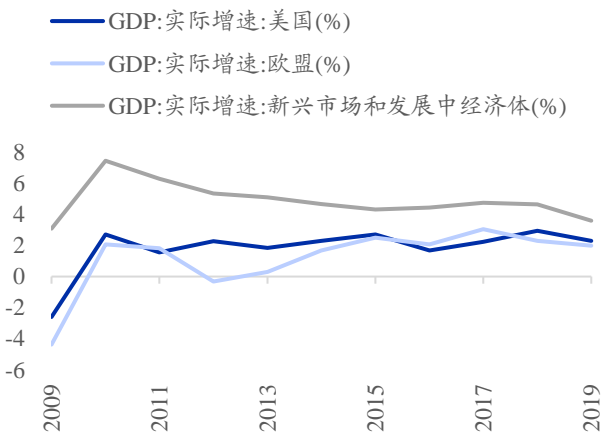
2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
REITs 15.5%	能源 51.2%	REITs 38.5%	REITs 30.4%	能源 48.1%	金属矿物 46.7%	能源 41.4%	美国国债 19.9%
美国公司债 10.7%	大宗商品 35.1%	美股 31.4%	能源 28.2%	大宗商品 37.1%	REITs 34.4%	大宗商品 34.0%	黄金 4.9%
美国房地产 6.7%	黄金 25.6%	金属矿物 26.5%	金属矿物 23.2%	金属矿物 31.7%	黄金 22.6%	黄金 30.5%	现金 1.5%
美国国债 5.5%	农产品 18.0%	黄金 19.9%	大宗商品 20.0%	黄金 17.8%	美股 15.5%	农产品 27.2%	通胀 0.1%
现金 3.7%	美国国债 15.2%	大宗商品 11.1%	美国房地产 13.6%	美国房地产 13.5%	农产品 14.6%	美国国债 10.1%	美国公司债 -6.8%
通胀 1.6%	美国公司债 10.2%	能源 10.3%	美股 12.5%	REITs 8.3%	大宗商品 6.2%	美股 5.5%	美国房地产 -12.0%
黄金 0.8%	美国房地产 9.6%	美国房地产 9.8%	美国公司债 5.4%	农产品 8.2%	现金 4.8%	美国公司债 4.6%	农产品 -13.2%
农产品 -3.7%	金属矿物 5.3%	美国公司债 8.3%	黄金 4.7%	美股 6.0%	美国公司债 4.4%	现金 4.6%	美股 -37.0%
美股 -11.0%	REITs 5.2%	农产品 7.6%	美国国债 4.5%	通胀 3.4%	通胀 2.5%	通胀 4.1%	REITs -37.3%
金属矿物 -15.6%	通胀 2.4%	通胀 1.9%	通胀 3.3%	现金 3.1%	美国国债 1.9%	金属矿物 3.5%	大宗商品 -38.6%
大宗商品 -27.5%	现金 1.7%	现金 1.0%	现金 1.3%	美国国债 3.1%	美国房地产 1.7%	美国房地产 -5.4%	能源 -44.6%
能源 -38.2%	美股 -21.0%	美国国债 0.3%	农产品 -0.4%	美国公司债 2.0%	能源 -1.1%	REITs -17.8%	金属矿物 -51.9%

来源: Portfolio Visualizer、BullionVault、世界银行、华福证券研究所

1.5 2009-2019: 三低一高

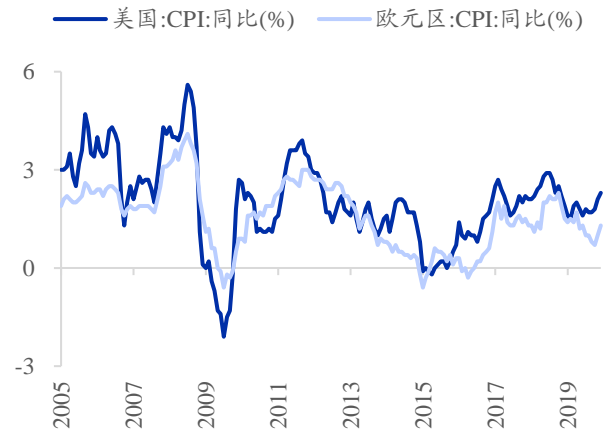
2009-2019 年美国进入低增长、低通胀、低利率和高债务的“三低一高”状态，利率水平进一步压降，美股在内的权益资产整体取得较好收益。具体的经济特征表现为：(1) **美国在内的全球经济增速放缓**：2008 年金融危机后在主要经济体的刺激政策下，全球经济在 2009-2010 年明显好转，但之后增速中枢下滑，新兴市场下滑尤为明显，一方面主要源于老龄化程度加深，另一方面在互联网经济后缺乏重大产业革命推动；(2) **通胀中枢进一步下行**：2010-2011 年受全球经济复苏带动，大宗商品价格暴涨，全球通胀压力凸显，但此后随着能源等大宗商品供需格局改善、全球经济增速下台阶，通胀水平明显下台阶，到 2015 年初欧美 CPI 一度触及负增区间；(3) **美国利率水平进一步下降**：金融危机后美联储采取一系列非正常化货币政策，包括将联邦基金目标利率降至零附近、推出先后四轮量化宽松，资产负债表迅速扩张，带动美国经济快速实现复苏，到 2015 年底美联储再度开启加息进程，但流动性环境总体偏温和；(4) **债务规模大幅扩张**：金融危机爆发后，与宽松货币政策一起，欧美大幅提高财政赤字，财政刺激退潮后，2017 年特朗普政府再度进行大规模减税，通过宽财政形式刺激经济，赤字率和杠杆率大幅提升。

图表 27: 2010 年后全球主要经济体增速放缓



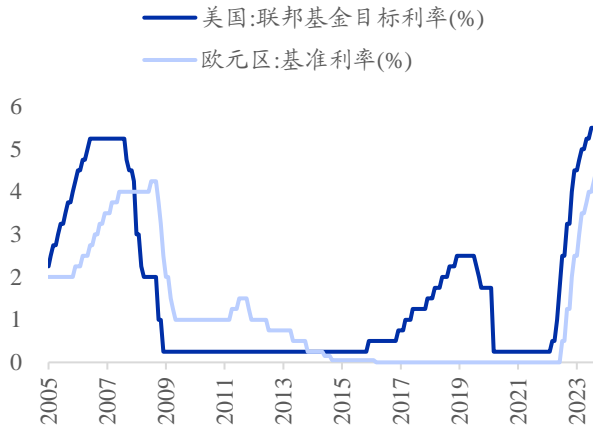
来源: Wind、华福证券研究所

图表 28: 2011 年后欧美通胀中枢明显下行



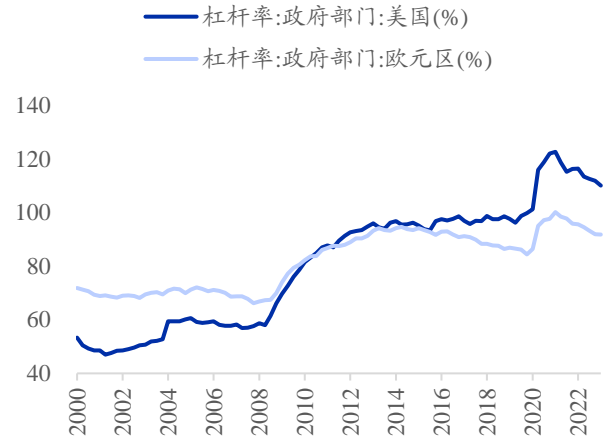
来源: Wind、华福证券研究所

图表 29: 金融危机后欧美央行政策利率大幅压降



来源: Wind、华福证券研究所

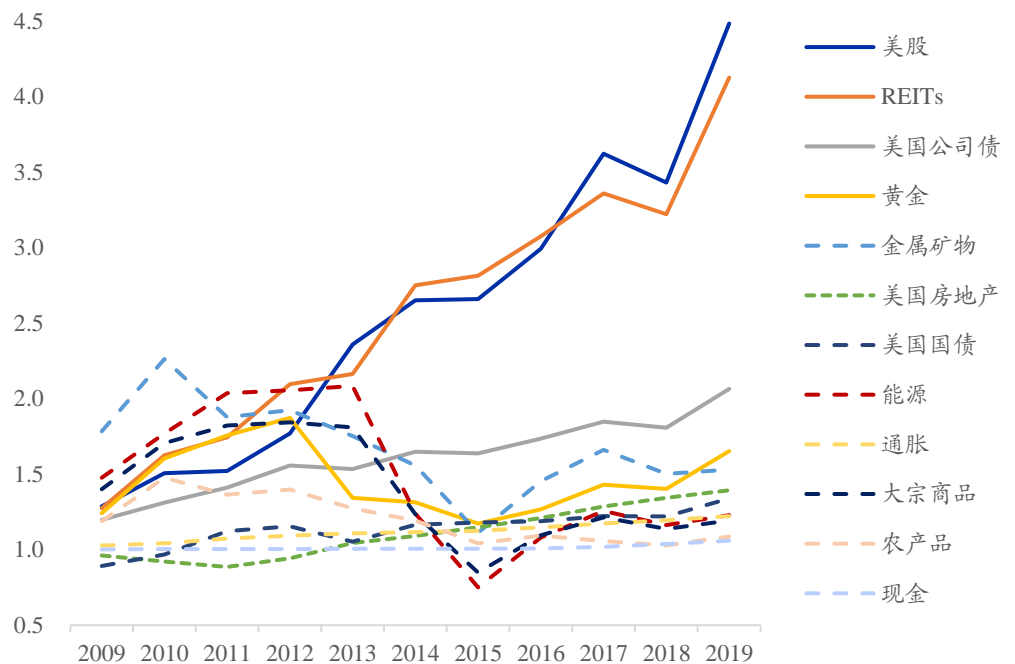
图表 30: 金融危机后欧美政府部门杠杆率大幅提升



来源: Wind、华福证券研究所

2009-2019 年，美股迎来十年慢牛，REITs 仅次于美股，大宗商品在 2009-2011 年再度迎来牛市但之后大幅回落。2009-2019 年，大类资产年化收益率排名依次为：美股 (14.6%)>REITs (13.8%)>美国公司债 (6.8%)>黄金 (4.7%)>金属矿物 (3.9%)>美国房地产 (3.1%)>美国国债 (2.7%)>能源 (1.9%)>通胀 (1.8%)>大宗商品 (1.6%)>农产品 (0.8%)>现金 (0.5%)。后危机时代美股走出 10 年慢牛行情，多轮量化宽松政策叠加特朗普的减税政策，美国经济基本面保持温和增长，叠加长期的低利率环境，使得美股表现领跑，并与其他资产显著拉开差异。

图表 31: 美国大类资产累计收益率 (2009-2019)



来源: Portfolio Visualizer、BullionVault、世界银行、华福证券研究所

图表 32：分年度美国大类资产收益率排名（2009-2019）

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
金属矿物 78.3%	黄金 29.3%	美国国债 16.0%	REITs 20.1%	美股 33.4%	REITs 27.2%	美国房地产 5.3%	能源 44.1%	美股 21.1%	美国房地产 4.5%	美股 30.7%
能源 47.6%	REITs 27.6%	能源 15.1%	美股 16.3%	美国房地产 10.7%	美股 12.4%	REITs 2.3%	金属矿物 30.6%	能源 16.2%	通胀 1.9%	REITs 28.1%
大宗商品 40.1%	金属矿物 26.8%	黄金 9.6%	美国公司债 10.4%	REITs 3.2%	美国国债 10.8%	美国国债 1.3%	大宗商品 29.0%	金属矿物 14.4%	现金 1.9%	黄金 17.9%
美股 28.7%	农产品 24.3%	美国公司债 7.5%	黄金 6.6%	通胀 1.5%	美国公司债 7.5%	通胀 0.7%	美股 12.5%	黄金 12.8%	美国国债 -0.1%	美国公司债 14.2%
REITs 27.5%	大宗商品 21.6%	REITs 7.3%	美国房地产 6.5%	能源 1.3%	美国房地产 4.5%	美股 0.3%	REITs 9.3%	大宗商品 10.9%	黄金 -1.9%	美国国债 9.6%
黄金 24.0%	能源 19.8%	大宗商品 6.9%	美国国债 2.9%	现金 0.1%	通胀 0.8%	现金 0.1%	黄金 8.0%	REITs 9.3%	美国公司债 -2.2%	农产品 5.6%
美国公司债 19.8%	美股 17.1%	通胀 3.0%	农产品 2.5%	美国公司债 -1.5%	现金 0.0%	美国公司债 -0.6%	美国公司债 6.0%	美国公司债 6.5%	农产品 -2.7%	能源 5.6%
农产品 18.7%	美国公司债 9.5%	美股 1.0%	金属矿物 2.5%	大宗商品 -1.8%	黄金 -2.2%	黄金 -10.7%	美国房地产 5.3%	美国房地产 6.2%	REITs -4.1%	大宗商品 4.9%
通胀 2.7%	美国国债 8.5%	现金 0.1%	通胀 1.7%	农产品 -8.9%	农产品 -6.3%	农产品 -12.6%	农产品 4.8%	美国国债 2.9%	美股 -5.3%	美国房地产 3.7%
现金 0.2%	通胀 1.5%	美国房地产 -3.9%	大宗商品 1.2%	金属矿物 -8.9%	金属矿物 -11.1%	金属矿物 -28.6%	通胀 2.1%	通胀 2.1%	大宗商品 -6.2%	通胀 2.3%
美国房地产 -3.9%	现金 0.1%	农产品 -7.6%	能源 1%	美国国债 -9.0%	大宗商品 -31.8%	大宗商品 -31.3%	美国国债 0.7%	现金 0.9%	能源 -7.3%	现金 2.1%
美国国债 -10.8%	美国房地产 -4.1%	金属矿物 -17.0%	现金 0.1%	黄金 -28.3%	能源 -40.5%	能源 -39.5%	现金 0.3%	农产品 -3.2%	金属矿物 -9.6%	金属矿物 1.8%

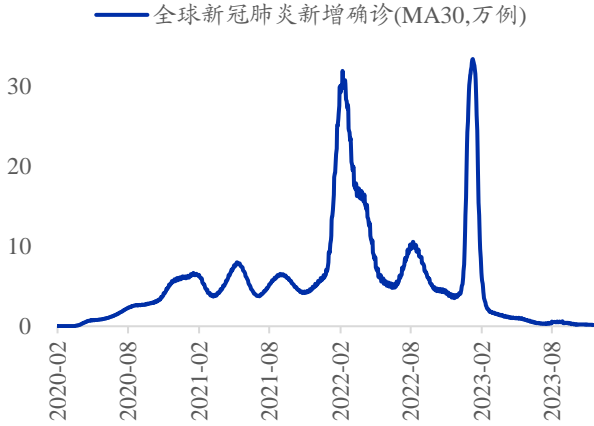
来源：Portfolio Visualizer、BullionVault、世界银行、华福证券研究所

1.6 2020-今：从V型反转到高通胀

2020 年以来，疫情成为最重要的外生变量，全球经贸格局、货币和财政体系以及相应的资产定价体系均经历大幅重塑，美国同样也不例外。具体而言，疫情初期各类经济活动均收到明显抑制，但随着各类疫情管控政策见效+超宽松的货币财政刺激，美国经济得以快速复苏，但高通胀问题再次到来：（1）**疫情干扰下全球供应链压力持续存在**：受疫情影响，全球供应链在 2020-2021 年持续受阻，2022 年开始才逐步恢复正常，对推高大宗商品和各国通胀压力发挥了关键作用；（2）**超宽松货币+财政政策共振下，美国经济实现 V 型反转**：为应对疫情，各国普遍采取超宽松的货币和财政政策，其中美国实行无限量 QE 和多轮次的财政刺激计划，联邦基金目标利率降至 0.25%，美联储资产规模最高较疫情前翻一番，联邦赤字率也从 2019 年的 4.7% 提升至 2020-2021 年的 15.0%、12.4%。在强力政策干预下，2020 年下半年欧美经济大幅反转；（3）**高通胀问题再次到来，2022 年美国进入加息周期**：受强需求+供应链+能源危机的影响，2021 年开始美国通胀大幅提升，美国 CPI 同比一度创 1982 年以来新高，欧洲受能源危机影响，通胀压力更为明显。为抑制通胀，2022 年开始美国持续大

幅加息，目前仍处于加息周期末端。

图表 33：疫情成为最重要的外生变量



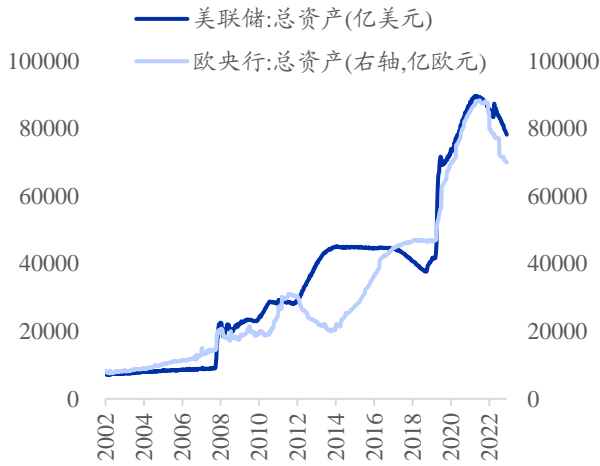
来源：Wind、华福证券研究所

图表 34：疫情干扰+需求旺盛，供应链压力创新高



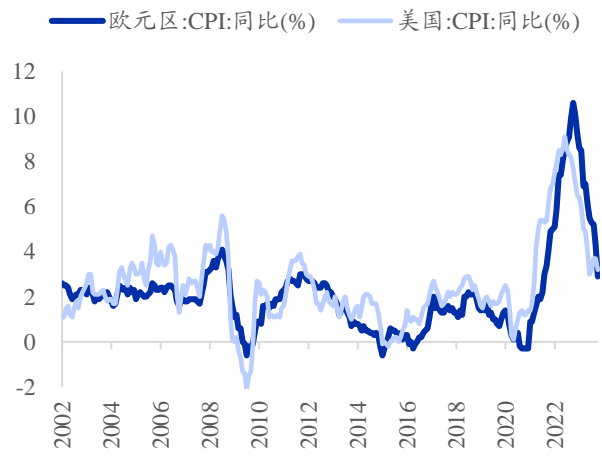
来源：Wind、华福证券研究所

图表 35：2020-2021 年欧美央行资产规模大幅扩张



来源：Wind、华福证券研究所

图表 36：2021 年开始欧美通胀大幅提升

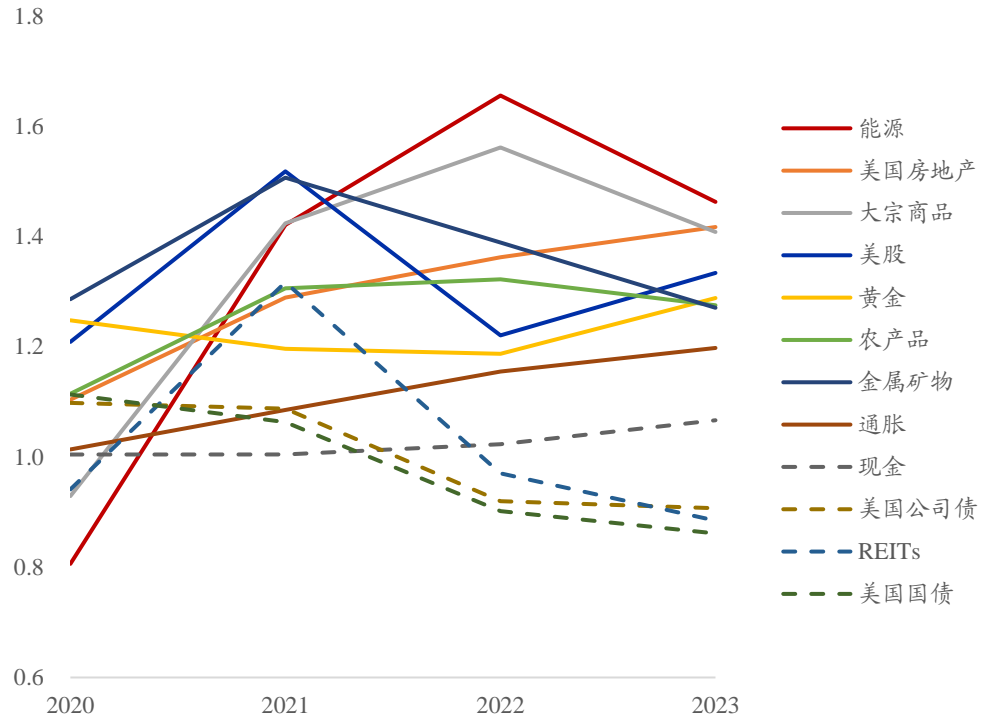


来源：Wind、华福证券研究所

2020 年至今，能源在类的大宗商品、美国房地产领跑，美股 2021 年创历史新高但 2022 年加息周期开始后明显回落，债市在加息周期开启后大幅走熊。2020-2023M10，大类资产年化收益率排名依次为：能源（10%）>美国房地产（9.1%）>大宗商品（8.9%）>美股（7.5%）>黄金（6.5%）>农产品（6.3%）>金属矿物（6.2%）>通胀（4.6%）>现金（1.6%）>美国公司债（-2.4%）>REITs（-3.0%）>美国国债（-3.7%）。其中能源一方面受益于疫后全球需求大幅提升，另一方面供应链收紧、俄乌冲突等地缘事件以及全球 ESG 转型下供给总体收缩，2020-2022 年连续三年走牛。美国房地产受益于极低利率环境+库存偏低+居民购买力提升，涨幅同样居前。美股在全球权益类资产中保持领先，2020-2021 年受益于流动性宽松+美国经济快速复苏，美股创历史新高，2022 年

加息周期启动后总体承压，但 2023 年以来在 AI 等科技热潮驱动下，再度反弹。

图表 37: 美国大类资产累计收益率 (2020-2023)



来源: Portfolio Visualizer、BullionVault、世界银行、华福证券研究所

图表 38: 分年度美国大类资产收益率 (2020-2023M10)

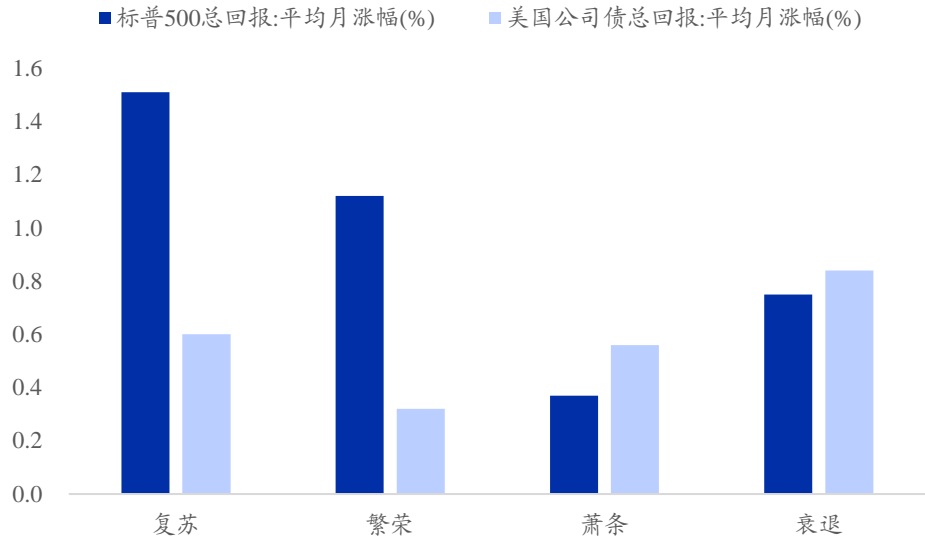
2020	2021	2022	2023
金属矿物 28.6%	能源 76.3%	能源 16.5%	美股 9.3%
黄金 24.8%	大宗商品 53.2%	大宗商品 9.7%	黄金 8.5%
美股 20.9%	REITs 39.9%	通胀 6.5%	现金 4.3%
农产品 11.5%	美股 25.6%	美国房地产 5.7%	美国房地产 4.0%
美国国债 11.3%	农产品 17.2%	现金 1.8%	通胀 3.7%
美国房地产 10.4%	金属矿物 17.1%	农产品 1.2%	美国公司债 -1.4%
美国公司债 9.8%	美国房地产 16.8%	黄金 -0.8%	农产品 -3.6%
通胀 1.4%	通胀 7.0%	金属矿物 -7.8%	美国国债 -4.5%
现金 0.4%	现金 0.0%	美国国债 -15.2%	金属矿物 -8.5%
REITs -5.9%	美国公司债 -1.0%	美国公司债 -15.4%	REITs -8.9%
大宗商品 -7.1%	黄金 -4.2%	美股 -19.6%	大宗商品 -9.8%
能源 -19.4%	美国国债 -4.5%	REITs -26.3%	能源 -11.7%

来源: Portfolio Visualizer、BullionVault、世界银行、华福证券研究所

2 展望 2024: 美元流动性或迎来拐点

按照经济周期理论,复苏和繁荣阶段股票相对占优,萧条和衰退阶段债券领先股票。参照经济周期的一般研究思路,运用 OECD 领先指标将美国经济分为复苏、繁荣、萧条、衰退四个周期,观测不同阶段的资产表现。可以发现,复苏阶段美股和美债月均回报分别为 1.51%、0.60%,繁荣阶段美股和美债月均回报分别为 1.12%、0.32%,美股超额收益明显。而萧条阶段美股和美债的月均回报分别为 0.37%、0.56%,衰退阶段美股和美债的月均回报分别为 0.75%、0.84%,美债均领先美股。

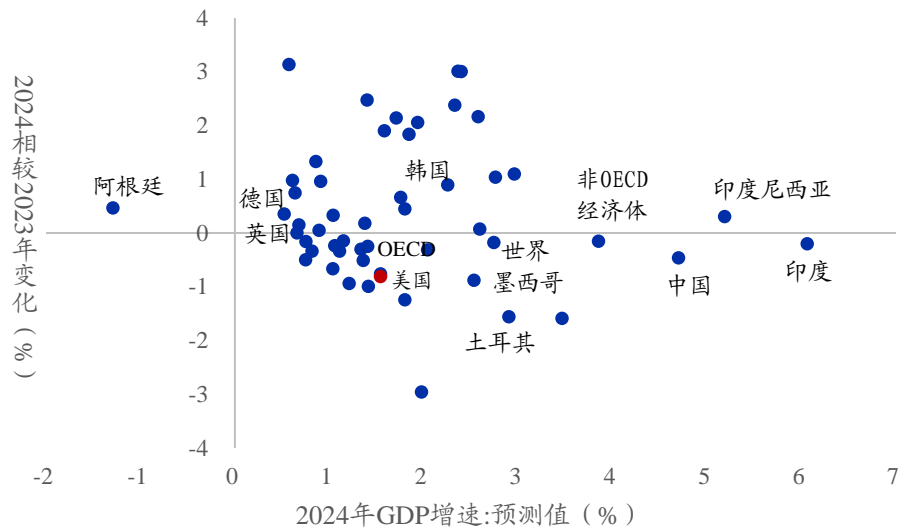
图表 39: 萧条和衰退阶段, 美债收益领先美股



来源: FRED、GFD、华福证券研究所; 经济周期划分上, 以6个月移动平均的OECD领先指标:美国为基准, 绝对值<100且当月边际变化>0, 则为复苏, 绝对值>100且当月边际变化>0, 则为繁荣, 绝对值>100且当月边际变化<0, 则为萧条, 绝对值<100且当月边际变化<0, 则为衰退。

海内外经济周期错位, 美国经济后续仍有下行压力。国内处于复苏初期, 而海外整体仍处于下行周期。参考OECD最新预测, 2024年全球经济或温和下行, GDP增速由2.9%降至2.7%。欧洲受制于高利率和制造业低迷, 衰退压力较大, 2024降息周期开启后或边际修复; 美国整体情况好于欧洲, 但在高利率抑制下, 经济仍在下行通道, GDP增速或由2023年的2.4%降至1.5%。

图表 40 OECD口径下主要经济体GDP增速预测(2023-2024)

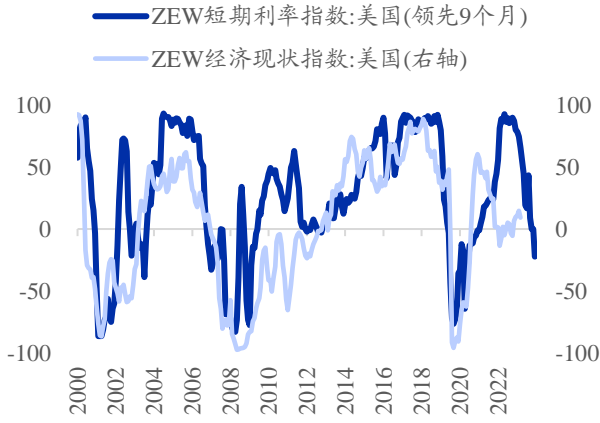


来源: OECD、华福证券研究所

美联储降息前, 美国经济或温和下行, 目前需耐心等待降息拐点。按利率领先基本面半年以上时间看, 2024H1美国经济或将继续承压, 2024H2压力加大, 但离衰退仍有一定距离。通胀方面, 服务项继续降温+商品项不构成大的扰动假设下, 按环比0.2%、0.1%线性推测, 到2024年6月美国CPI同比(季调后)分别为2.8%、2.7%,

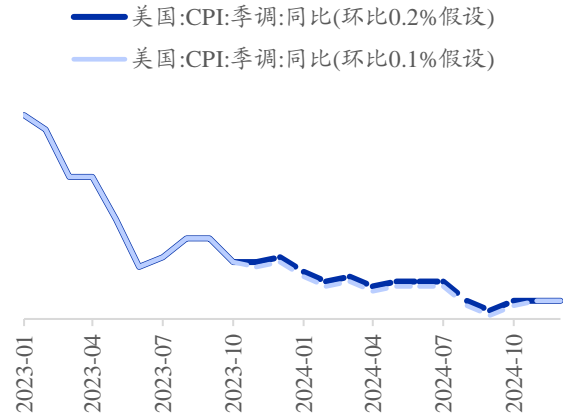
较 2023 年 10 月的 3.2%继续下行，但降幅较 2023 年明显缓和。2024Q2 开始，随着经济下行压力加大+通胀缓解，美联储或考虑转向，降息最快或在年中附近。而降息周期开启后，美国经济有望迎来新一轮上涨动力，但目前仍然存在一定不确定性。

图表 41：利率领先看，上半年美国经济或继续承压



来源：Wind、华福证券研究所

图表 42：2024 年美国通胀有望继续回落



来源：Wind、华福证券研究所

美国经济进入萧条后半段，大类资产上债券占优，股票其次，大宗商品最后。根据上述对经济周期的讨论，萧条阶段债券配置优于股票，经济和通胀下行均对其构成支撑。而从股债性价比的角度看，截至 11 月底，标普 500 和纳斯达克的 ERP 均位于负值区间，对比美债而言其收益率相对缺乏吸引力。对于 10 年期美债利率而言，中性条件下，其中枢有望逐步回归至 3.5%附近，短期或偏震荡，2024Q2 下行速率或加快。股票一方面受益于流动性边际反转，但盈利端短期仍然承压。大宗商品本质由供需格局决定，在全球需求尚未看到明显转机+不发生大的供给侧扰动的条件下，短期缺乏上行动力，其中黄金受益于实际利率下行，具有较强配置价值，能源、工业金属等需要等到降息周期开启后全球需求的企稳回升。

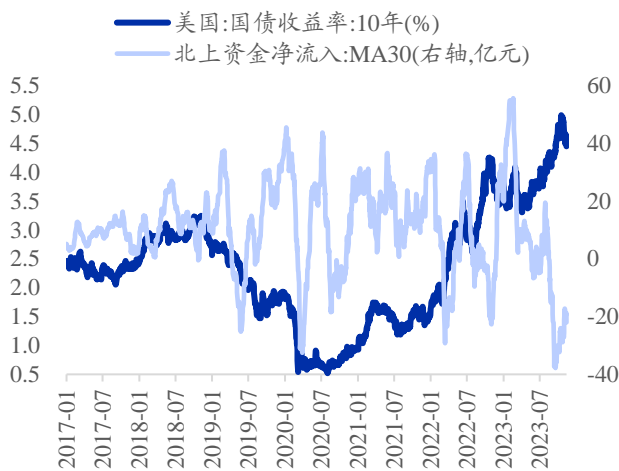
图表 43：截至 11 月底，标普 500 和纳斯达克 ERP 处于负值区间



来源：Wind、华福证券研究所；ERP=E/P-10 年期美债利率。

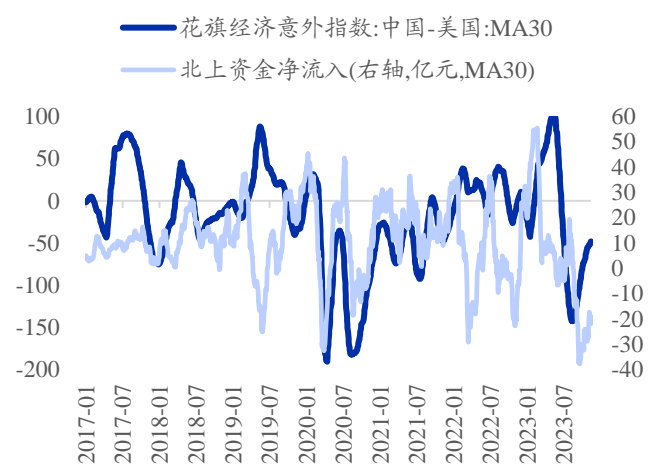
中国经济周期与全球错位，中美经济预期差提升，叠加海外流动性边际缓解、中美关系阶段性缓和，国内权益资产配置价值将明显提升。根据 DDM 公式，股价主要因素包括盈利预期、无风险利率和风险偏好。对于外资而言，其对中国资产的绝对和相对配置比重，也主要取决于上述三个因素，目前均已出现积极信号，A 股市场配置价值将明显提升：**(1) 美债利率见顶回落，美元流动性压力有望边际缓解**：从历史经验看，美债利率趋势性回落阶段，北上资金净流入通常增加，从而为 A 股提供增量资金。目前看，美联储加息基本确认结束，后续随着经济下行压力加大，美债中枢大概率震荡下行，流动性压力有望持续缓解；**(2) 一系列稳增长政策带动下，市场对中国盈利预期边际提升，中美经济预期差 8 月以来大幅上行**：以中国和美国的花旗经济意外指数差作为中美经济预期差的代理指标，其与北上资金的关联度较高。2017 年以来随着外资流入国内市场的规模扩大，中美经济预期差大幅提升阶段，也即中国经济增长的边际改善幅度强于美国阶段，通常伴随着北上资金的净流入提升；**(3) 中美关系阶段性缓和，有助于市场风险偏好提升**：6 月份以来，中美高层互访频率明显提升，围绕气候变化、经贸合作、地缘政治等议题展开充分沟通。其中，11 月 14 日国家主席习近平应邀赴美国举行中美元首会晤，同时出席亚太经合组织第三十次领导人非正式会议。中美关系阶段性缓和，有助于提升国内权益市场的风险偏好。

图表 44：美债利率下行，外资净流入概率提升



来源：Wind、华福证券研究所

图表 45：中美经济预期差提升，外资通常净流入



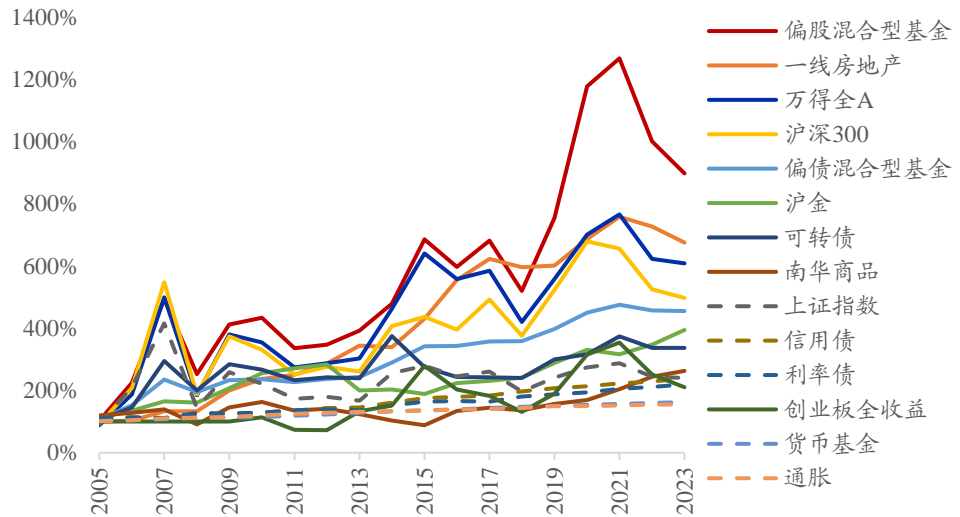
来源：Wind、华福证券研究所

3 审视国内：后地产时代，权益市场大有可为

2005-2023 年，国内权益类资产和一线地产大幅跑赢其他资产。类似的，我们对国内大类资产收益率进行复盘，出于数据可得性，选取 2005 年作为起点。可以发现，2005 年至 2023 年 11 月中旬，按大类资产的年度复合收益率从高到低排序为：偏股混合型基金 (12.2%) > 一线房地产 (10.6%) > 万得全 A (10.0%) > 沪深 300 (8.8%) > 偏债混合型基金 (8.3%) > 沪金 (7.5%) > 可转债 (6.6%) > 创业板 (5.5%) > 南华商

品 (5.2%) > 上证指数 (4.7%) > 信用债 (4.7%) > 沪铜 (4.5%) > 利率债 (4.2%) > 货币基金 (2.6%) > 中国通胀 (2.3%)。偏股混合型基金、万得全 A、沪深 300 等权益类资产领跑，一线城市房地产其次，之后为黄金、可转债、南华商品。可见长期来看，权益类资产在中国仍然有显著超额收益。

图表 46：国内大类资产累计收益率（2005-2023）



来源：Wind、华福证券研究所；2023 年数据截至 11 月中旬。

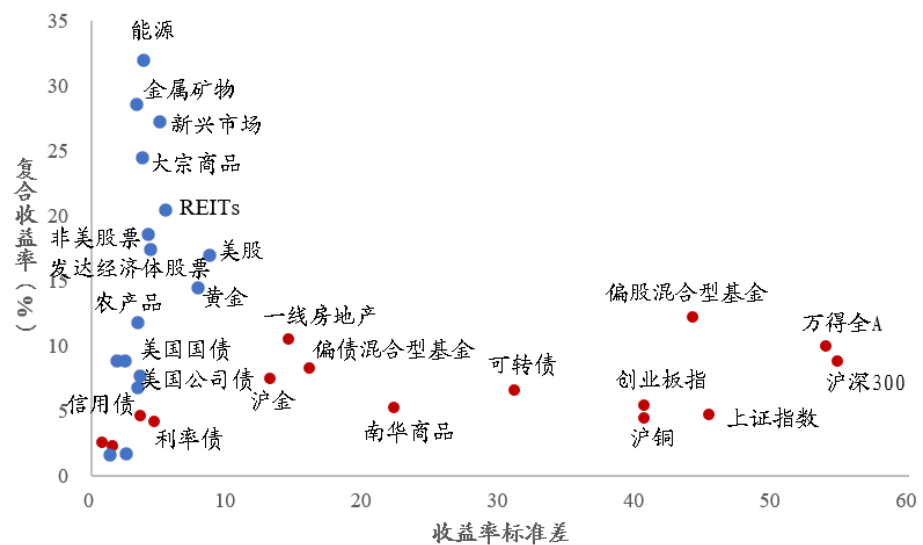
A 股收益率一定程度不输美股，但近两年表现不佳+波动率较大，投资者投资体验不佳。2005-2023 年 11 月中旬，沪深 300 全收益和标普 500 总回报的复合收益率接近 (9%)，但 A 股投资者投资体验普遍不佳。一方面站在当前时点上，A 股已连续两年表现不佳，沪深 300 距离 2021 年初高点仍有较大空间。另一方面，A 股波动率大幅高于同期美股。扩展至所有大类资产层面，2005 年以来国内大类资产的收益波动率明显较大，且收益率较同类型资产仍有一定提升空间。究其原因，国内资产尤其是权益类资产，一方面仍以个人投资者为主，机构投资尤其是中长期资金属性的长期投资人相对欠缺，另一方面上市公司分红和回购比例仍有待提高。

图表 47：2005 年以来沪深 300 和标普 500 的复合收益率相近



来源：Wind、华福证券研究所

图表 48：国内资产波动率高于海外资产



来源：Portfolio Visualizer、BullionVault、Wind、世界银行、华福证券研究所

往后看，后地产时代国内权益市场发展大有可为，但需在提升收益率和降低波动率两方面下功夫。提升收益率层面，一方面有赖于宏观经济复苏、上市公司盈利修复，另一方面也需积极推动上市公司治理提升，提高分红派息和回购比例。降低波动率层面，一方面建立真正意义上的平准基金，熨平证券市场非理性剧烈波动，另一方面积极推动养老金、保险资金等各类中长期资金入市，为市场提供增量资金，具体参见我们之前的报告《平准基金：功能作用与海外实践》、《长期权益投资资金国际比较研究》。

4 风险提示

历史经验不代表未来；美联储鹰派超预期；地缘政治风险等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn