



中國產業安全研究中心

China Center for Industrial Security Research

博士后哲学社会科学成果文库

Achievement Library of Postdoctoral Philosophy and Social Sciences

通货膨胀环境下的资产 收益与投资安全

陈学民 李孟刚 著



经济科学出版社
Economic Science Press



中国产业安全研究中心

China Center for Industrial Security Research

博士后哲学社会科学成果文库

Achievement Library of Postdoctoral Philosophy and Social Sciences

通货膨胀环境下的资产 收益与投资安全

陈学民 李孟刚 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

通货膨胀环境下的资产收益与投资安全 / 陈学民, 李孟刚著. —北京: 经济科学出版社, 2016. 2

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6619 - 4

I. ①通… II. ①陈…②李… III. ①金融投资 - 投资收益 - 研究 - 中国②金融投资 - 风险管理 - 研究 - 中国 IV. ①F832. 48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 036619 号

责任编辑: 王冬玲 王志华

责任校对: 徐领柱

责任印制: 邱 天

通货膨胀环境下的资产收益与投资安全

陈学民 李孟刚 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京万友印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 10 印张 200000 字

2016 年 5 月第 1 版 2016 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6619 - 4 定价: 38.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

前言

众所周知，资本市场中收益与风险并存，保证投资安全对机构个人投资者来说都十分重要。随着中国改革开放的进一步深化，我国已经初步形成了股票市场、货币市场、商品和金融期货市场、黄金市场和外汇市场的较为完整的金融市场体系。其中股票、债券、商品期货和黄金是机构与个人投资者的主要使用的金融工具。

在世界各国普遍采用信用货币的情况下，通货膨胀已经成为各国经济生活的常态。尤其是近年来，我国实施较为积极的货币政策与财政政策，直接或间接地导致CPI以超过银行储蓄利息率的高位运行。在通货膨胀的环境下，人民的财富会缩水，养老金有可能在未来无法进行充足的给付，全社会各财富阶层的人们都非常关心在通货膨胀的经济背景下如何进行投资选择和资产配置。在我国现阶段主要使用的金融投资工具中，哪些资产或资产组合具有对冲通货膨胀的潜力，对冲能力如何，以及具有对冲通胀能力的投资组合是否含有对时间跨度的敏感性。而在兼顾金融资产的收益性和安全性的权衡过程中，分散化投资（如加入商品和黄金）能否带来好处也值得关注的问题。

金融危机给人们带来了深刻的教训和印象，人们越来越关注金融投资的安全性和收益性。一方面股票市场风险巨大，另一方面由于中国通货膨胀的不断攀升，社保基金保值增值的任务也越来越重。因此在若干年后的将来，养老金能否不辱使命，获得至少不低于通货膨胀的稳健收益，从而给退休人民带来基本的保障关乎每个人的切身利益。

本书结合金融经济学与金融安全视角阐述资产收益与投资组合。我们希望本书的出版能够对金融投资安全及由此波及的国家经济安全提供一个新的观察维度，也希望能够对金融市场从业者、金融体系监管者以

及国家经济决策者提供有价值的参考建议。我们期待以本书的出版为契机,进一步深入开展金融安全以及相关的国家经济安全等领域的重大问题的研究,逐步形成比较完善的理论体系,为我国的金融安全并维护国家经济平稳运行做出贡献。

陈学民 李孟刚

北京印刷学院

北京交通大学

2016年1月

摘要

本书从维护投资者投资安全的角度，研究了在动荡的金融市场环境下以及通货膨胀背景下的资产收益及投资组合问题。希望本书的成果对金融市场参与者、维护金融安全及稳定的决策者和监管者具有参考价值。

本书首先从费雪模型出发，考察了资产收益与事后通货膨胀的短期和长期关系，进而考虑了资产收益与预期通胀和未预期通胀的线性和非线性关系；在结合本书研究和国际经验的基础上，测算了资产收益对冲通货膨胀的时间跨度效应。本书接着进行了商品期货和黄金的资产配置分散化价值研究，即传统资产组合（包括股票和债券）中纳入商品和黄金能否使得投资者的效用提高。

本书具体内容如下：

第一章，绪论。本章说明了本书选题的现实背景和理论支撑，以及研究目的和研究意义，同时总结了本书研究的主要内容、研究框架，并说明了本书研究的创新点。

第二章，中国金融市场发展与通货膨胀历史。本章首先简要介绍了中国的股票市场、国债市场、商品期货市场和黄金市场的发展历程与现状。进而，简要回顾了中国历次通货膨胀的发生、发展到结束的过程，并结合通货膨胀的经典理论对目前中国的通货膨胀的成因分析进行了总结和梳理。只有对中国金融市场的发展历程和中国通货膨胀的发展演变有全面扎实的了解，才能够更好地理解 and 把握通货膨胀对金融市场的影响。

第三章，资产收益与通货膨胀的费雪假说检验。本章首先介绍了经典的费雪假说，进而对股票收益是否服从费雪假说按照投资期限进行了比较详尽的文献梳理和总结。利用费雪模型，本章根据不同的投资跨度实证研究了中国股票市场收益率是否服从费雪假说以及股票收益能否对

冲通货膨胀带来的损失。研究表明，中国股票收益在短期（1个月、3个月、6个月）都与事后通货膨胀不相关。但是从长期来看，中国股票收益率与通胀率有比较强的正向关系，并能够对通货膨胀提供超额保护。进而，本章继续研究了对不同的投资跨度中国市场中的商品期货和黄金收益率是否服从费雪假说以及商品期货和黄金收益能否对冲通货膨胀带来的损失。研究表明，商品期货收益率在短期（1个月、3个月、6个月）都与事后通货膨胀不相关；在长期，商品收益率与通胀率正相关。此外，月度、季度数据表明，黄金收益率与通胀率不相关，但半年度数据表明，黄金收益率与通胀率正相关；在长期，黄金收益率与通货膨胀率正相关。

第四章，资产收益与通货膨胀关系的进一步讨论。本章首先考察了中国市场中的股票、商品、黄金收益率与预期通胀率和未预期通胀率之间的关系。实证结果表明，在短期（1个月、3个月、6个月）股票和商品收益率都与预期通胀率和未预期通胀率不相关，股票和商品不能够对预期或者未预期通胀提供保护。实证结果还表明，在短期，黄金收益不依赖于预期通胀，但能够对未预期通胀提供保护，而且是超额保护。

结合本章的结果和国际研究结果，本章建立了一个在中长期资产收益（股票、商品和黄金）对冲通货膨胀的模型。针对不同的参数，模型表明，一般来说，投资期在7年以上，股票的收益能够对冲通货膨胀带来的损失；现阶段的历史数据表明，黄金对冲通胀的效果比股票好得多。

针对前两章的结果，本书给出了有别于先前研究的解释。基于货币政策、财政政策的短期有效性以及政策预期假说，本书认为，由于在短期，通货膨胀对股票收益的影响既有负向作用，也有正向作用，两者综合作用的结果使得在短期股票收益率与通货膨胀不相关。近年来的金融化进程使得商品期货的商品属性弱化，从而在短期，商品期货与通货膨胀率不相关。黄金具有比较明显的货币属性，从而如果把黄金理解为货币，并且假定它的实际价值保持不变，那么当通胀发生时，纸币的名义价值下降，而黄金的名义纸币价值随之上升。

第五章，商品期货、黄金对优化资产组合的研究。本章首先给出了商品期货和黄金能否获得分散化好处的数据分析和直观印象；进而按照

严格的现代资产定价理论，按照均值方差投资者和非均值方差投资者两种类型进行了理论探讨，实证结果认为，在传统投资组合中（含有股票和债券）纳入商品并不能带来分散化的好处，但纳入黄金能够明显带来分散化的好处。

第六章，研究结论、结果比较及未来研究展望。本章首先给出了全书的研究结论，将本书与国内外研究结果进行了比较，以及基于本书结果的投资建议。最后并说明了本书研究的局限性，以及未来的研究方向。

本书结论隐含着对股票、商品和黄金投资策略的一些含义，这里阐述如下：

对于一个短期投资者，如果他具有关于通胀的远见信息，本书的结果认为他不会因此在股票市场和商品市场获益，但会在黄金市场中获益。

对长期投资者（如大于7年），他并不关心资产收益短期的变化及对冲通胀能力，而只关心资产收益在长期的表现和长期对冲通胀的能力，那么他该怎么做？本书的观点是，他应该购买股票和黄金（没有必要购买商品期货）就能够带来对通货膨胀的超额保护。这个策略也适合相对比较年轻的投资者，他有足够时间来等待股票给他带来的长期收益。

如果投资者不满足仅仅投资股票所带来的收益，或者可能认为股票在短期风险比较大，如果他按照均值方差的原则进行投资，这时他应该选择把黄金纳入资产组合中。基于中国的数据，本书的实证表明这能够给投资者带来更高的效用。

本书的创新之处在于：

（1）基于中国金融市场，不仅针对事后通货膨胀，而且针对预期通胀和未预期通胀，并对不同的投资跨度，首次在国内建立了完整系统的股票、商品和黄金收益与通货膨胀之间费雪关系的检验。全面分析了结果产生的原因并提出了作者的创新观点，为关心通货膨胀对资产收益影响的投资者提供了投资建议。本书的结果也指出了动荡的金融市场对金融业安全的潜在影响，以及为投资安全所应考虑的问题。

（2）在全面考量本书与国外研究结果的基础上，首次实证检验了

适合中国的股票、商品、黄金市场收益对冲通货膨胀的时间敏感性理论模型，并进行了实际计算。为处于不同生命周期的投资者提供了投资建议。

(3) 在数据分析的基础上研究了商品、黄金对于资产配置分散化能否获益；首次针对中国金融市场，在现代动态资产定价理论的基础上实证研究了商品、黄金对于资产配置分散化能否获益。为包括社保基金在内的机构投资者，为谋求资产收益最大化的投资者，为处于不同生命周期的投资者提供了投资安全建议。

目录

第一章

绪论·····	1
一、选题的现实背景和理论依据·····	1
二、研究意义·····	4
三、研究思路和研究方法·····	5
四、研究的主要内容和研究框架·····	6
五、研究创新之处·····	8

第二章

中国金融市场发展与通货膨胀历史·····	10
第一节 中国金融市场的发展历程与现状·····	10
一、中国股票市场的发展历程与现状·····	10
二、中国国债市场的发展历程与现状·····	13
三、中国商品期货与黄金市场发展历程与现状·····	14

第二节 中国通货膨胀的历史与政策理论	18
一、中国历年来的通货膨胀及治理	18
二、通货膨胀内涵、度量及理论简述	22

第三章

资产收益与通货膨胀的费雪假说检验	26
------------------------	----

第一节 费雪假说、问题的提出与文献综述	26
一、费雪假说	26
二、问题的提出	28
三、文献综述	29
第二节 股票收益与通货膨胀的事后关系与事前关系	43
一、模型方法	43
二、实证检验与结果	44
三、分析讨论	50
四、股票收益与通货膨胀之间的事前关系	51
第三节 商品期货、黄金收益与通货膨胀的事后关系	53
一、模型方法	53
二、描述性统计	54
三、回归结果与讨论	56

第四章

资产收益与通货膨胀关系的进一步讨论	65
-------------------------	----

第一节 资产收益与预期通胀及未预期通胀的关系	65
一、问题的提出	65
二、模型与实证结果	68
三、国际与国内经验比较	72
第二节 金融资产作为通胀对冲工具的投资时间跨度 敏感性	75
一、问题的提出与文献综述	76

二、模型框架	77
三、参数估计及结果	81
四、讨论和小结	88
附录	90
第三节 资产收益与通货膨胀之间的关系——分析与讨论	91
一、小结及对投资策略的含义	91
二、对部分数据的说明	92
三、费雪效应悖论的现有理论解释	94
四、本书的理论观点	98
第五章	
商品期货、黄金对优化资产组合的研究	104
第一节 引言和文献综述	104
一、引言和文献综述	104
二、以往文献的一些或有不足	109
第二节 股票、债券、商品、黄金的风险特征与经验最优 投资组合	110
一、数据分析	110
二、分析与讨论	118
第三节 商品、黄金是否具有分散化好处——基于扩张检验的 理论与实证	120
一、最优投资组合理论简介	121
二、模型框架	124
三、结果与讨论	128
附录	129
第六章	
研究结论、投资安全建议及未来研究展望	130
第一节 主要研究结论及投资安全建议	130

一、主要研究结论.....	130
二、投资安全建议.....	131
第二节 研究局限和未来研究展望.....	132
一、研究局限性.....	132
二、未来研究展望.....	133
附录 译名对照表	134
参考文献	138

第一章

绪 论

一、选题的现实背景和理论依据

1. 现实背景

随着中国改革开放的进一步深化,我国已经初步形成了证券市场、货币市场、商品期货市场、黄金市场和外汇市场完整的金融市场体系。其中股票、债券、商品期货和黄金是广大机构投资者和个人投资者的主要的金融投资工具。

由美国 2007 年次贷危机引发的全球性金融危机,不仅给很多投资者带来很多直接损失,而且进而影响到了实体经济的发展。为缓解美国金融业的困局,美国政府通过给金融业注入流动性和收购的方式进行救助,为解决政府和个人收入下降,失业率高涨,施行了量化宽松货币的政策,泛滥的美元进而引起世界性的通货膨胀。同时,包括中国政府在内的世界各国政府为了对抗金融危机带来的影响,也纷纷采取宽松的货币政策和积极的财政政策。这些措施在一定程度上刺激了中国经济的软着陆,有利于中国经济的发展,但同时也带来了不可小觑的通胀压力。一方面是国内宽松的货币和财政政策带来的物价上涨压力;另一方面美国等主要发达国家持续实施量化宽松政策,全球流动性过剩,进而导致的国际大宗商品价格上涨进而传导并输入到国内的物价上涨压力,多重因素使得人民群众明显感受到生活成本的上升。

此外,金融危机带来全球性的股票市场大跌,与此同时,商品期货市场也经历了从 2008 年的暴跌和 2009 年的暴涨,价格变动十分剧烈。这样,在物价上涨、股票下跌、商品期货市场风险巨大、难以把握的情况下,很多国内资金纷纷寻求出路。一些稍有炒作概念的商品或投资品

纷纷被推至历史高价，出现了种种不正常现象。除了基本农产品之外，一些在业界并不受到普遍看好的文化艺术品或者并不知名的书画也纷纷被推上了不合理的高价，远远离开了艺术品本身的价值。这些国内游资在一定程度上造成了我国流通市场的混乱，而这类事件的起因正是因为金融资本不敢进入股市或者商品市场。

金融危机给人们带来了深刻的教训和印象，人们越来越关注金融投资的安全性和收益性。我们再以社保基金和养老金^①（即社会基本养老保险基金）为例，养老金是否允许入市长期以来一直是社会极为关心和激辩的问题。最新的政策法规是允许养老金投资各类债券（国债、企业债、金融债）和银行定存以及股票市场，随着中国通货膨胀的不断攀升，养老金的保值增值的任务越来越重，在若干年后的将来，养老金能否不辱使命，获得至少不低于通货膨胀的收益，给退休人民带来基本的保障关乎每个人的切身利益。

目前，全国社保基金的投资范围主要是股票和债券，其中股票资产的比例不断升高。但地方社保基金还只能银行定存或是购买债券，地方社保基金的组合式投资的呼声越来越高，广东、湖北等多个余额 500 亿元以上的社保大省都存在组合投资需求。一般来说，社保基金会为地方养老金承诺一定收益，至少跑赢 CPI 或 3 年定期存款，这个任务并非如想象般那么简单。到目前为止，虽然中国社保基金还不能投资商品期货和黄金，但或许这只是时间的问题。毕竟保值增值才是社保基金和养老金最主要最核心的目标，如果投资商品期货和黄金能够给资产配置带来分散化的好处，那么我们相信这一定会被包括社保基金和养老金在内的广大投资者所关注。

从国际经验来看，很多国家的养老金的投资选择是多元化的，体现了对资产配置分散化的认可，其投资选择一般包括股票、保险、黄金、大宗商品、债券等。这些国家包括新加坡、荷兰、加拿大、智利等。

^① 养老金是各省市的社会保险基金，基金主要来自单位和个人缴纳的社保费，由各地政府管理，投资渠道比较单一，主要是银行定存和购买国债，目前只有少数省市的少部分社会保险基金委托全国社会保障基金理事会运作。社保基金是一种国家战略性储备基金，资金主要来自国有股减持划入资金及股权资产、中央财政拨入资金等，由全国社会保障基金理事会管理，投资渠道比较多样，还可以投资购买股票、基金等。

一段时期以来,我国银行利息率相对偏低,实际利率长期为负,普通老百姓的资产在无形消耗、缩水。因此,个人资产的保值增值同样是重要和紧迫的问题,劳动所得和生活质量不至于被上涨的物价所损耗。个人投资者确定其投资目标时一个重要的考虑因素就是他所处的生命周期的阶段。就我国中小投资者最熟悉和最方便投资工具——股票而言,对所处不同的生命周期的人,如30岁的青年和70岁的老人,股票投资所获得的收益也许完全不同。30岁的年轻人可以有充裕的时间来等待并分享股票的长期投资所带来的收益(或许可以远远抵消CPI上升所带来的损失),而70岁的老人可能受困于股票收益的短期波动上。另外,虽然中小投资者无法进行数额较大的投资活动,但跑赢“CPI”是普遍的愿望。可是股票市场波动巨大,那么有没有办法进行其他品种的投资以抵消股票市场的波动,从而获得稳定的收益关系到很多投资者的切身利益。

在世界各国普遍采用信用货币的情况下,通货膨胀已经成为各国经济生活的常态。尤其近两年来,中国实施扩张性的货币政策与财政政策,不断增加的外汇储备以及人民币不断的升值,这都直接或间接地导致CPI以超过银行储蓄利息率的高位运行。在通货膨胀的环境下,人民的财富会缩水,养老金有可能在未来无法进行充足的给付,全社会各财富阶层的人们都非常关心在通货膨胀的经济背景下如何进行投资选择和资产配置。我国现阶段的金融投资工具主要有股票、债券、商品期货和黄金。在这些投资品种中,哪些资产具有对冲通胀的潜力,哪些资产组合具有对冲通胀的能力,以及具有对冲通胀能力的投资组合是否含有对时间跨度的敏感性。这些是我们关心和着重研究的问题。而在兼顾金融资产的收益性和安全性的权衡过程中,分散化投资(如加入商品和黄金)能否带来好处也是广大投资者十分关心的问题。

2. 理论依据和问题的提出

费雪假说(费雪效应)反映了名义资产收益率、实际利率与通货膨胀率三者之间的关系。费雪认为,以同种货币计价的资产预期名义收益率应该等于预期通货膨胀率与实际利率之和,并与预期通货膨胀率同步变化(move one-for-one)。如果把利率分为货币利率与实际利率,所

谓货币利率是指在现实的借贷活动中所形成的利率；而实际利率则是剔除了货币价值或一般物价水平变动因素后所得的利率。费雪认为，借款人和贷款人往往会对货币价值和物价水平产生一种预期，从而对利率做出调整，以抵消货币价值和物价水平变动产生的影响，由此，就会使利率（货币利率）与物价水平同方向变动，也即名义利率会随预期通货膨胀率/物价水平的变动作一对一的调整，使得名义利率与物价水平变动呈现长期的绝对相关性，此现象即被称为费雪效应。如果从国际经济学的视角来看，如果我们接受购买力平价理论和利率平价理论，那么也会导出费雪效应。

20 世纪 70 年代之前，西方经济学界普遍认为股票收益能够较好地对冲通货膨胀，即费雪效应假说成立。然而此后的研究却表明问题并非如此简单，有相当数量的实证研究认为，在短期，股票收益率与通货膨胀率关系有可能出现四种情况——正相关、负相关、不相关和不确定。为了解释出现的费雪效应悖论，不同学者给出了不同的解释，但都没有得到一致认可。

近年来，商品和黄金在一定程度上脱离了商品属性，两者的金融化特征十分明显。在这种国际国内投资背景下，商品和黄金收益能否对冲通货膨胀是有争议的。同时，在中国金融市场，在传统的资产集（只含有股票和债券）纳入商品和黄金能否给投资者带来效用的提高也是一个此前较少研究的问题。

金融经济学中的资产组合理论相对比较成熟，对于资产配置分散化的研究只有该框架内并进一步结合国际最新的研究思路和方法才能得到令人比较信服的结论。

二、研究意义

目前在学术上，国内有关费雪假说的研究成果较少，也未形成系统的分析框架，本书的研究从理论到实践都具有积极意义。

本书研究的学术意义在于：第一，针对中国金融市场，引入费雪模型，研究了包括股票、商品期货和黄金在内的金融资产收益与通货膨胀的关系；资产收益在短期和长期能否满足费雪假说，是否能够对冲通货