

# 疫情过后：后危机世界的经济形势

Todd Mattina, 博士

高级副总裁  
首席经济学家，团队联合主管  
万信多元化资产策略团队

## 摘要

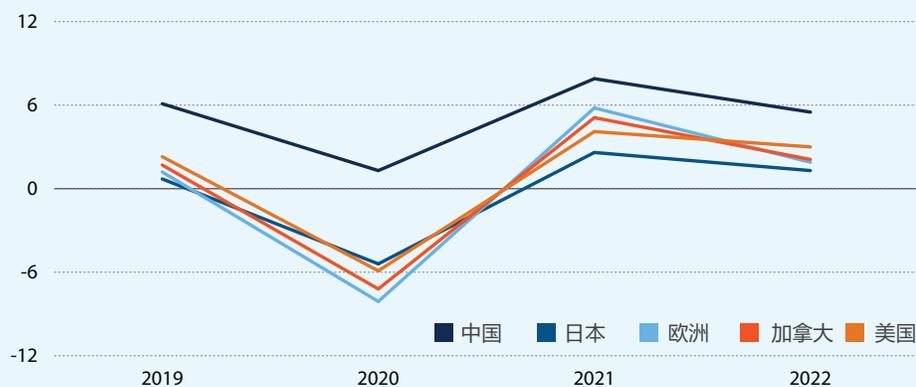
全球股票市场近期的涨势表明，投资者对市场前景的态度变得更为乐观。针对经济学家预测的调查显示，在2020年为实行“保持社交距离”政策而出现“骤停”之后，明年全球经济活动将会出现反弹。这场疫情在未来18个月中的演变会是影响经济复苏步伐的关键短期因素。不过，投资者们也十分关注这场卫生危机之后的中期前景。由于目前存在多种可能的经济形势，并且其对资产价格的影响各不相同，所以我们认为投资者应当寻求韧性较强、在可能出现的各种经济环境中风险暴露均衡的长期资产组合。另类投资策略和资产类别能够在均衡投资组合的构建中发挥有效作用。

## 经济前景：2020-2021年

随着投资者对经济前景渐趋乐观，自3月23日的低点以来，全球主要股票市场已上涨约35%。投资者乐观态度的增长可能反映出，随着各国逐渐解封，预计经济活动将会出现反弹。针对经济学家预测的调查表明，在经历了就业和产出双双创下经济大萧条以来的最大跌幅之后，明年经济增长可能会出现大幅反弹（图1）。截至明年年底，美国和加拿大的公司收益预计将会超出2019年的水平<sup>1</sup>。投资者们还预期通胀和利率将会走低，这为股权估值提供了支持。

图1. 2020-2022年经济增长预测

(实际GDP增长率年均百分比变化)



预测一致认为，2020-2021年会出现先衰退后复苏的V形曲线，然后在2022年实现稳定

资料来源：Consensus Economics和彭博针对实际GDP年增长率的经济学家预测进行的调查，分别截至5月26日和5月29日。

积极的经济政策能否成功防止企业倒闭，这将是影响全球经济能以多快速度回归疫情前趋势的一个关键因素。大部分战后经济衰退都是因为要控制经济过热而提高利率的缘故。在这些以需求为导向的经济衰退中，比如在1979-1982年间，经济走势一般会呈现先急剧下降然后又急剧复苏的V形曲线。另外，日益积累的失衡态势，比如与收入相比债务过多的情况，也会导致像2007-2009年间的金融危机。这些经济复苏通常呈现出L形曲线，即起初急剧衰退，然后随着失衡态势的逐步解决而开始缓慢复苏。在2020年的“大封锁”中，有些经济学家预计将会出现V形复苏曲线（图1），因为在封锁前并没有出现失衡态势的蓄积<sup>2</sup>。

经济复苏的速度很大程度上将取决于这场公共卫生危机在未来18个月内的演变。关于新冠肺炎仍有许多悬而未决的问题，包括它的传播方式、季节性规律和二次感染的严重性。最重要的是，我们不知道何时才能出现一种广泛可用的医疗解决方案。如果能够快速解决这场卫生危机，这将为V形经济复苏路线提供支撑。不过，医学上的不确定性延宕得越久，家庭和企业就越有可能保持观望，这便会延迟消费与投资的支出。在这种情况下，当下的流动性短缺可能会发展成偿付能力问题，导致更多企业倒闭、失业状态延长以及出现L形复苏曲线的风险。

## 中期前景：疫情过后

尽管短期前景取决于与疫情相关的各种不确定性，投资者们也十分关注中期经济前景及其对金融市场的影响。资产类别一般会以可预见的方式对经济状况相对于市场预期变化做出响应。经济增长中的意外之喜往往会带来股权、企业信贷和新兴市场的上扬。通胀上升一般会对通胀挂钩债券、黄金和大宗商品产生积极影响。图2总结了各个资产类别在不同经济状况或体制中的预期表现。

图2. 资产类别在不同经济环境中的预期敏感度



资料来源：见桥水基金《全天候的故事》，<https://www.bridgewater.com/resources/all-weather-story.pdf>



如图2所示，有四类可能出现的中期经济形势。经济增长和通胀在这些形势中的表现各异，并会对投资收益产生影响。种种可能出现的结果也表明，投资者有必要构建在不同经济形势中韧性较强的资产组合。

### 1 V形复苏

与一致预期相符，经济活动会恢复至疫情前趋势，伴随轻微通胀现象，这会使得利率保持在历史上的相对低位，并且为股票和债券市场的收益提供支撑。

### 2 L形停滞

如果疫情的持续时间更久、财务困境更加严重，这可能会导致经济活动长期低迷，伴随低通胀和低利率水平，这会使得政府债券上扬，同时削弱股票和信贷等风险资产。

### 3 滞胀

随着跨国公司试图回岸生产（即制造业回流）以强化供应安全，全球供应链中的货币流动性和干扰因素将会大幅增加，这意味着经济活动的长期低迷可能会与通胀走高同步。这些因素会损害股票和债券的收益，同时有利于通胀挂钩债券和黄金等对通胀敏感的资产。

### 4 再通胀

政策制定者可能会实行更加积极的计划，以支撑经济复苏，防止重现日本当年经历的长期停滞。正如下文所述，股票、债券和其他资产的预期收益取决于政策组合的选择。

鉴于目前遇到了经济大萧条以来最为严重的经济萎缩，政策制定者们正在积极实施再通胀经济政策。他们在疫情后实施的政策组合会影响到预期收益。2020年实行的积极财政政策对扫除更广泛的金融危机尾部风险至关重要。美国已经批准了约3万亿美元（GDP的13%以上）的政策方案，据估计这将把总预算赤字占GDP的比重从去年的5.8%提升至今年的18%。在加拿大，疫情使得这个国家的预算赤字增加了2500亿美元以上（GDP的10%以上）。其他主要经济体也都宣布了大规模的财政方案，为全球经济复苏提供动力。等到疫情过后，各国政府可能会继续实施赤字财政的支出计划，以便刺激经济复苏，吸收大量全球储蓄，避免重现日本当年经历的长期停滞。在长期提高生产力的同时，大规模的赤字财政支出一开始可能会导致通胀高于预期，收益率曲线变陡，利率走高，这也会对债券和股票市场的收益构成压力。

此外，各国央行将政策利率降至负值的做法也可能造成再通胀的现象。尽管加拿大银行和美国联邦储备系统目前对负利率兴趣不大，但长期的高失业率可能会促使央行进一步降低政策利率，延续上世纪80年代初开始的长达几十年的利率下降趋势。这种情景可能会提高对债券和股票收益的预期。如图3所示，10年期实际利率在历史上的长期下降使得按股息收益率测算的美国股票市场估值升高。



## 投资启示

由于短期和中期都存在多种可能出现的经济形势，我们认为应当平衡各情形当中的风险集中度，以此构建韧性较强的资产组合。大部分投资者依赖于股权投资来实现其总收益目标。但是，股权投资波动较大，往往支配着资产的总体风险。因此，大部分投资组合都对特定的经济环境表现出集中敏感性，在V形复苏曲线中表现优异，但是在滞胀和停滞的经济环境中表现不佳。在这种情况下，投资者不妨考虑下另类投资策略与资产类别，以实现其收益目标。另类投资策略往往与一个投资周期中的传统股票和债券收益相关性较弱。这样一来，它们就能帮助投资者在可能出现的不同经济环境中构建具有韧性的投资组合。在下月的经济评论中，我们将会更详细地阐释这些问题。

**图3. 美国10年期实际债券收益率与股票市场估值**  
(计入通胀后的10年期国债利率与标普500股息收益率)



资料来源：通过彭博获取的经济和金融市场数据，截至2020年5月29日。

中文译本仅供参考，以英文版为准

<sup>1</sup> 基于彭博数据，截至2020年5月29日。

<sup>2</sup> 见保罗·克鲁格曼: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2020-05-27/paul-krugman-is-pretty-upbeat-about-coronavirus-economic-recovery>

Commissions, trailing commissions, management fees and expenses all may be associated with mutual fund investments. Please read the prospectus before investing. Mutual funds are not guaranteed, their values change frequently and past performance may not be repeated.

This document may contain forward-looking information which reflect our or third party current expectations or forecasts of future events. Forward-looking information is inherently subject to, among other things, risks, uncertainties and assumptions that could cause actual results to differ materially from those expressed herein. These risks, uncertainties and assumptions include, without limitation, general economic, political and market factors, interest and foreign exchange rates, the volatility of equity and capital markets, business competition, technological change, changes in government regulations, changes in tax laws, unexpected judicial or regulatory proceedings and catastrophic events. Please consider these and other factors carefully and not place undue reliance on forward-looking information. The forward-looking information contained herein is current only as of May 29, 2020. There should be no expectation that such information will in all circumstances be updated, supplemented or revised whether as a result of new information, changing circumstances, future events or otherwise.

The content of this document (including facts, views, opinions, recommendations, descriptions of or references to, products or securities) is not to be used or construed as investment advice, as an offer to sell or the solicitation of an offer to buy, or an endorsement, recommendation or sponsorship of any entity or security cited. Although we endeavour to ensure its accuracy and completeness, we assume no responsibility for any reliance upon it.