



# 疫情過後：後危機世界的經濟形勢

Todd Mattina, 博士

高級副總裁  
首席經濟學家，團隊聯合主管  
萬信多元化資產策略團隊

## 摘要

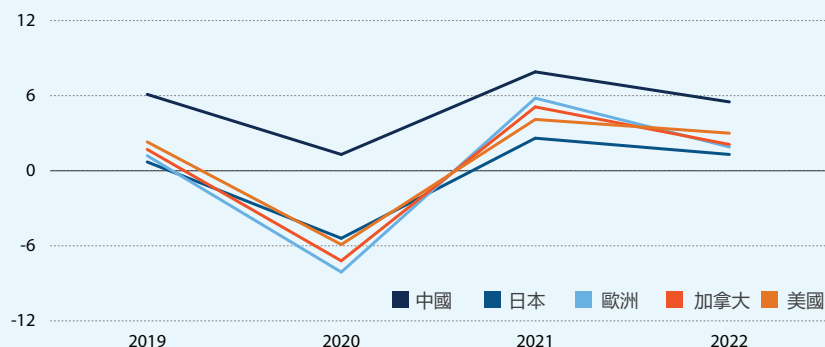
全球股票市場近期的漲勢表明，投資者對市場前景的態度變得更加樂觀。針對經濟學家預測的調查顯示，在2020年為實行“保持社交距離”政策而出現“驟停”之後，明年全球經濟活動將會出現反彈。這場疫情在未來18個月中的演變會是影響經濟復蘇步伐的關鍵短期因素。不過，投資者們也十分關注這場衛生危機之後的中期前景。由於目前存在多種可能的經濟形勢，並且其對資產價格的影響各不相同，所以我們認為投資者應當尋求彈性較強、在可能出現的各種經濟環境中風險暴露均衡的長期資產組合。另類投資策略和資產類別能夠在均衡投資組合的構建中發揮有效作用。

## 經濟前景：2020-2021年

隨著投資者對經濟前景漸趨樂觀，自3月23日的低點以來，全球主要股票市場已上漲約35%。投資者樂觀態度的增長可能反映出，隨著各國逐漸解封，預計經濟活動將會出現反彈。針對經濟學家預測的調查表明，在經歷了就業和產出雙雙創下經濟大蕭條以來的最大跌幅之後，明年經濟增長可能會出現大幅反彈（圖1）。截至明年年底，美國和加拿大的公司收益預計將會超出2019年的水準<sup>1</sup>。投資者們還預期通脹和利率將會走低，這為股權估值提供了支援。

圖1. 2020-2022年經濟增長預測

(實際GDP增長率年均百分比變化)



預測一致認為，2020-2021年會出現先衰退後復蘇的V形曲線，然後在2022年實現穩定

資料來源：Consensus Economics和彭博針對實際GDP年增長率的經濟學家預測進行的調查，分別截至5月26日和5月29日。



積極的經濟政策能否成功防止企業倒閉，這將是影響全球經濟能以多快速度回歸疫情前趨勢的一個關鍵因素。大部分戰後經濟衰退都是因為要控制經濟過熱而提高利率的緣故。在這些以需求為導向的經濟衰退中，比如在1979-1982年間，經濟走勢一般會呈現先急劇下降然後又急劇復蘇的V形曲線。另外，日益積累的失衡態勢，比如與收入相比債務過多的情況，也會導致像2007-2009年間的金融危機。這些經濟復蘇通常呈現出L形曲線，即起初急劇衰退，然後隨著失衡態勢的逐步解決而開始緩慢復蘇。在2020年的“大封鎖”中，有些經濟學家預計將會出現V形復蘇曲線（圖1），因為在封鎖前並沒有出現失衡態勢的蓄積。<sup>2</sup>

經濟復蘇的速度很大程度上將取決於這場公共衛生危機在未來18個月內的演變。關於新冠肺炎仍有許多懸而未決的問題，包括它的傳播方式、季節性規律和二次感染的嚴重性。最重要的是，我們不知道何時才能出現一種廣泛可用的醫療解決方案。如果能夠快速解決這場衛生危機，這將為V形經濟復蘇路線提供支撐。不過，醫學上的不確定性延宕得越久，家庭和企業就越有可能保持觀望，這便會延遲消費與投資的支出。在這種情況下，當下的流動性短缺可能會發展成償付能力問題，導致更多企業倒閉、失業狀態延長以及出現L形復蘇曲線的風險。

## 中期前景：疫情過後

儘管短期前景取決於與疫情相關的各種不確定性，投資者們也十分關注中期經濟前景及其對金融市場的影響。資產類別一般會以可預見的方式對經濟狀況相對於市場預期的變化做出回應。經濟增長中的意外之喜往往會帶來股權、企業信貸和新興市場的上揚。通脹上升一般會對通脹掛鉤債券、黃金和大宗商品產生積極影響。圖2總結了各個資產類別在不同經濟狀況或體制中的預期表現。

圖2. 資產類別在不同經濟環境中的預期敏感度



資料來源：見橋水基金《全天候的故事》，<https://www.bridgewater.com/resources/all-weather-story.pdf>



如圖2所示，有四類可能出現的中期經濟形勢。經濟增長和通脹在這些形勢中的表現各異，並會對投資收益產生影響。種種可能出現的結果也表明，投資者有必要構建在不同經濟形勢中韌性較強的資產組合。

### 1 V形復蘇

與一致預期相符，經濟活動會恢復至疫情前趨勢，伴隨輕微通脹現象，這會使利率保持在歷史上的相對低位，並且為股票和債券市場的收益提供支撐。

### 2 L形停滯

如果疫情的持續時間更久、財務困境更加嚴重，這可能會導致經濟活動長期低迷，伴隨低通脹和低利率水準，這會使得政府債券上揚，同時削弱股票和信貸等風險資產。

### 3 滯漲

隨著跨國公司試圖回岸生產（即製造業回流）以強化供應安全，全球供應鏈中的貨幣流動性和干擾因素將會大幅增加，這意味著經濟活動的長期低迷可能會與通脹走高同步。這些因素會損害股票和債券的收益，同時有利於通脹掛鉤債券和黃金等對通脹敏感的資產。

### 4 再通脹

政策制定者可能會實行更加積極的計畫，以支撐經濟復蘇，防止重現日本當年經歷的長期停滯。正如下文所述，股票、債券和其他資產的預期收益取決於政策組合的選擇。

鑒於目前遇到了經濟大蕭條以來最為嚴重的經濟萎縮，政策制定者們正在積極實施再通脹經濟政策。他們在疫情後實施的政策組合會影響到預期收益。2020年實行的積極財政政策對掃除更廣泛的金融危機尾部風險至關重要。美國已經批准了約3萬億美元（GDP的13%以上）的政策方案，據估計這將把總預算赤字占GDP的比重從去年的5.8%提升至今年的18%。在加拿大，疫情使得這個國家的預算赤字增加了2500億美元以上（GDP的10%以上）。其他主要經濟體也都宣佈了大規模的財政方案，為全球經濟復蘇提供動力。等到疫情過後，各國政府可能會繼續實施赤字財政的支出計畫，以便刺激經濟復蘇，吸收大量全球儲蓄，避免重現日本當年經歷的長期停滯。在長期提高生產力的同時，大規模的赤字財政支出一開始可能會導致通脹高於預期，收益率曲線變陡，利率走高，這也會對債券和股票市場的收益構成壓力。

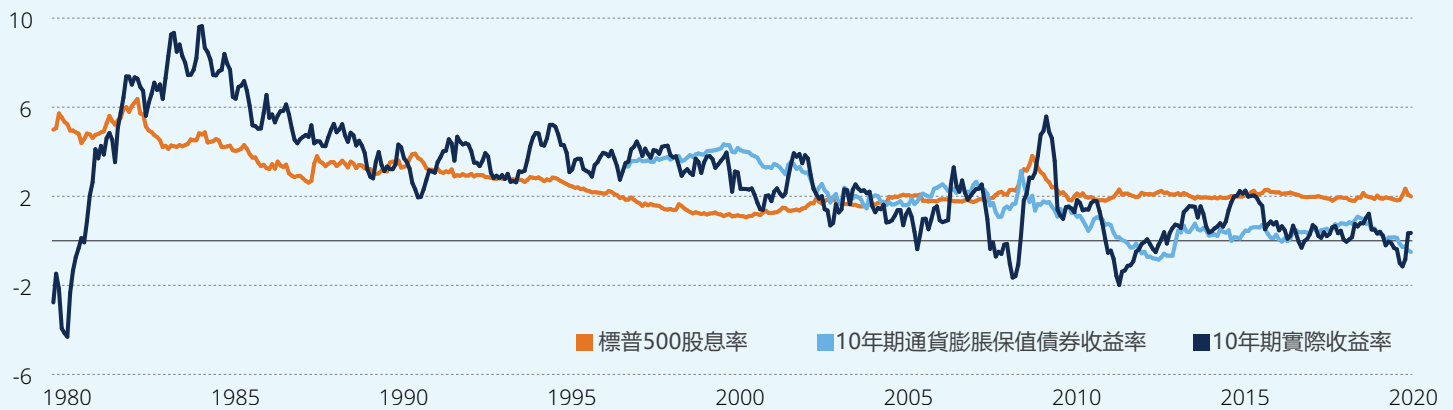
此外，各國央行將政策利率降至負值的做法也可能會造成再通脹的現象。儘管加拿大銀行和美國聯邦儲備系統目前對負利率興趣不大，但長期的高失業率可能會促使央行進一步降低政策利率，延續上世紀80年代初開始的長達幾十年的利率下降趨勢。這種情景可能會提高對債券和股票收益的預期。如圖3所示，10年期實際利率在歷史上的長期下降使得按股息率測算的美國股票市場估值升高。



## 投資啟示

由於短期和中期都存在多種可能出現的經濟形勢，我們認為應當平衡各情形當中的風險集中度，以此構建韌性較強的資產組合。大部分投資者依賴于股權投資來實現其總收益目標。但是，股權投資波動較大，往往支配著資產的總體風險。因此，大部分投資組合都對特定的經濟環境表現出集中敏感性，在V形復蘇曲線中表現優異，但是在滯脹和停滯的經濟環境中表現不佳。在這種情況下，投資者不妨考慮下另類投資策略與資產類別，以實現其收益目標。另類投資策略往往與一個投資週期中的傳統股票和債券收益相關性較弱。這樣一來，它們就能幫助投資者在可能出現的不同經濟環境中構建具有韌性的投資組合。在下月的經濟評論中，我們將會更詳細地闡釋這些問題。

**圖3. 美國10年期實際債券收益率與股票市場估值**  
(計入通脹後的10年期國債利率與標普500股息率)



資料來源：通過彭博獲取的經濟和金融市場資料，截至2020年5月29日。

中文譯本僅供參考，以英文版為準。

<sup>1</sup> 基於彭博資料，截至2020年5月29日。

<sup>2</sup> 見保羅·克魯格曼: <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.