

## Vanguard 2020 年经济和市场展望交流会：充满不确定性的新时代

Vanguard 于 2020 年 1 月 8 日在上海举办了 2020 年全球经济及市场展望交流会。

会上，Vanguard 投资策略及研究部亚太区首席经济学家、资本市场模型（VCMM）研究团队全球主管王黔博士表示：2019 年，全球政策不确定性大幅攀升，尤其中美贸易关系加剧，企业纷纷削减生产、延迟投资，导致制造业陷入衰退，全球经济增长持续放缓。

我们预计，这些因素对全球经济在短期的需求面和长期的供给面都将产生显著负面影响并且在短期内，这种经济增长疲软的状态会一直持续到 2020 年，是一个充满不确定性的新时代。同时，从长期全球经济增长的角度来看，Vanguard 预计在不确定性持续高企和全球化步伐放缓的背景下，投资低迷将限制资本深化，技术和思想的传播受阻也将抑制生产力增长，这都将削弱长期全球经济的潜在产出。

以下是王黔博士现场实录摘要：

### “超级反派”：政策不确定性高企

**在未来数年中，高不确定性可能成为一种新常态，对短期和长期经济均有负面影响**

自全球金融危机爆发以来，政策不确定性的平均值比过去 23 年高出了两倍。不确定性具有内生性，如果国内政策持续失衡，不能解决收入和财富不平等，必将源源不断地产生更多的政策不确定性因素，而这些不确定性将在长期内阻碍经济增长。因此，我们认为不确定性还将在中长期持续高企。

政策不确定性会让企业和家庭信心大打折扣，人们更倾向于观望等待。因此，事实上，由于高关税等不利政策的实施，在收入方面对经济增长带来的直接影响很小；但由此引发的市场情绪所造成的间接性影响则要大的多，也更加难以预测。根据我们的模型，全球经济增长率在低不确定性环境中可达到 7%，但在高不确定性环境中仅为 3%。

长期而言，企业观望延迟投资将影响长期资本深化过程，反全球化运动在阻碍资本、劳动力和技术在全球范围内的有效配置，从而在成期内抑制经济增长。所以结构性降速的车轮将继续向前滚动，实现了自我强化的负面循环。

### “超级英雄”：央行宽松货币政策兜底

**各国央行将继续抗击政策不确定性，带动经济蹒跚前行**

全球央行扛起了“超级英雄”的角色。2019 年，20 多家央行在全球经济增长不容乐观的情况下，纷纷采取了较为宽松的货币政策，包括中国在内的很多新兴国家的央行也转向宽松立场。预计 2020 年各国央行还将继续采取政策宽松，抗击政策上的不确定性，使得全球经济能够在趋势水平以下得以缓慢增长，并有可能避免衰退。

但在高度不确定的世界中，信贷需求疲弱，货币政策宽松上行空间有限。而货币政策的主要作用是对经济下行趋势起到缓冲，在低利率甚至负利率的环境中，即便是负债高企的企

业、居民也能有一丝喘息机会，从而带动整体经济蹒跚前行。目前看来，全球经济出现大幅下挫可能性较低。

## 中国经济预测分析

### 不确定性显著拖累经济增长，政策将在多重目标下寻求平衡

中国 2019 年经济增速放缓，一部分原因去杠杆、稳金融的举措，另一部分原因则是中美关系存在的不确定性沉重打击了企业和居民信心。我们估算，即使不考虑高关税对出口的影响，不确定性对中国经济的拖累也达到了 80 个基点，尤其以出口导向型、高科技、中小私营企业为主的新经济部门受打击更大。且在高度不稳定的环境中，政策刺激的效果也会大打折扣。

2020 年，中国经济依然面临较大下行空间，外需不强，不确定性高企，仍需进一步货币政策宽松和财政政策激励，来确保经济稳定增长目标。但可能不似中国 2009 年和 2015/2016 年那样“大水漫灌”，在“稳增长”、“促改革”和“控风险”多重目标背景下，政策宽松力度可能更偏于保持灵活性、数据依赖、相机而动。

### 2020 年市场会有何反应？

#### 市场波动性上升，部分市场估值偏高，股市下调概率升高

短期内，政策不确定性持续、经济扩张进入后周期和部分市场估值偏高，预计市场在 2020 年可能会继续出现较大波动。较于正常的市场环境，股市下行风险较高。

这里强调的是波动性，有大落也可能大起。当前的高估值水平是由低利率和低通胀环境支撑，只要央行为了化解下行风险而放宽货币政策减息，就能持续支持股市的高估值水平。因此，所以我们并不悲观，只是要警惕大幅波动。

### 未来应对怎样投资？

#### 未来三年最优投资组合因不同经济环境而异，未来十年充满挑战，分散化投资可能是唯一的免费午餐

中短期来看，基于经济及市场判断，Vanguard 在 60-40 全球资产配置基础上给出了未来三年三种增长情形下的最优化资产配置方案。基准情形下的配置趋于保守，减持 8% 的风险资产，并增持长期国债和非美股票。衰退情形下进一步增持长期债券、减持股票，但超配美国股票。高增长情形下，则是增持风险资产及久期较短的资产，超配新兴市场。

长期来看，未来 10 年投资充满挑战，我们已经进入一个低收益的世界。这种环境下，投资者会希望采取一些更加激进的投资策略，比如追逐高收益策略，增加不动产或高收益公司债券的配置，还有追逐高回报策略，譬如增加新兴市场股票配置。但欲戴皇冠，必承其重，要想获得高收益，必须承担更多的风险，且也难以将回报拉回历史水平。

在这样一个高波动性的环境中，忽视分散化投资而盲目追逐高收益高回报最终可能得不偿失。因此，任何资产配置都应该同时权衡风险、回报以及相关性，以此来获取多元化投资的好处。

\*1094206

## 免责声明

本文件的内容及文件中包含的任何附件 / 链接仅作为一般信息，而非投资建议。此类信息未考虑投资者的特定投资目标、财务状况及个人需求，并非设计用于替代专业意见。投资者应在作出投资之前，根据自身的特定投资目标、财务状况及个人需求就有关投资产品的适用性寻求独立专业意见。

本文件的内容及本文件所含的任何附件 / 链接均诚实提供。请注意，此类信息自公布后可能已过时，而来自第三方的任何信息不一定得到 Vanguard 集团公司及其所有附属公司及联属公司（统称“先锋领航集团实体”）的认可。

本文件包含其他资料的链接，该等资料可能是在美国编制以及可能受先锋领航集团实体委托编制。此类资料仅供参考，可能并不代表我们的观点。此类资料可能包含附带提及的先锋领航集团实体发行的产品。

先锋领航集团实体对任何错误或遗漏概不负责。先锋领航集团实体对此类信息的准确性、可靠性或完整性不作任何承诺。特别是，来自第三方的任何信息不一定得到先锋领航集团实体的认可，先锋领航集团实体并未检查此类第三方信息的准确性或完整性。

未经先锋领航集团实体明确书面同意，不得以任何形式复制或在任何其他出版物提及本文件及本文件所含的任何附件/链接的任何部分。本文件中任何附件及链接中的任何信息均不能脱离本文件及 / 或从文件中另行分出以散布。

本文件由先锋领航投资管理（上海）有限公司（“先锋领航上海”）发布。先锋领航上海是由先锋领航集团实体在中华人民共和国（“中国”）成立的全资拥有附属公司。

本文件所述的基金（若有）未经中国监管机构注册或批准，因此不构成在中国向公众提供的根据中华人民共和国证券法、中华人民共和国证券投资基金法或中国的其他任何适用法律规定认购基金的要约邀请或招揽。

本文件的内容及本文件所含的任何附件 / 链接仅作一般信息之用，不构成证券投资咨询服务或投资顾问服务或发布证券研究及分析报告服务，不得视为任何招揽或建议。

目前在中国并无任何直接或间接向中国公众出售或发售的 Vanguard 集团基金。此外，未事先获得中国相关机构的批准，任何中国机构或自然人均不得直接或间接购买任何 Vanguard 集团基金或其任何受益权益，除非通过合格的境内机构投资者（QDII）的渠道。获得本文件的人士须根据发行人的要求遵守这些限制。

本文件的内容受版权、商标及其他形式的专有权利保护。不得复制、出版及 / 或分发任何取材自本文件的信息的衍生作品。

© 2020 先锋领航投资管理（上海）有限公司保留所有权利。