

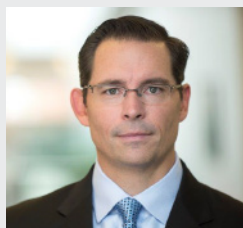
Vanguard集团研究团队 2020年全球经济及市场展望： 充满不确定性的新时代

Vanguard集团研究团队

2019年12月

- 政策环境日趋不可预测，体现在延缓投资和降低生产等形式破坏全球经济活动。未来一年，我们预计贸易紧张局势不会出现重大逆转，决策制定也不会变为更可预测。这个充满不确定性的新时代将成为拖累需求增长的因素，而且如果状况持续下去，长期的潜在增长率会更低。
- 2020年，我们预计通货膨胀会持续疲软。虽然劳动力市场预计会继续吃紧，但长期因素和不断扩大的产出缺口会对价格构成持续的下行压力。这些因素符合我们对主要经济体通货膨胀疲软趋势的预期，与消费者和金融市场的通胀预期相一致。
- 在当前低增长和低通胀环境下，全球各大中央银行的重心将继续偏向宽松政策。尽管人们对货币政策有效性的疑虑与日俱增，我们预计各国央行仍将继续出台非常规措施，但采取重大财政刺激的可能性不大，除非经济出现更严重的下滑。
- 全球经济增长放缓和不确定性加剧为2020年及以后市场创造了更加脆弱的背景。相对有利的估值温和提升了我们对股票未来十年的前景预期，而鉴于政策利率和长期债券收益率的下降，固定收益回报预计会进一步降低。股票和高贝塔系数风险资产大幅下跌的可能性仍然很高。

主要作者



Joseph Davis博士
全球首席经济学家



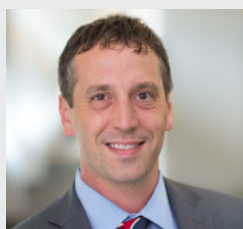
Roger A. Aliaga-Díaz博士
美洲区首席经济学家



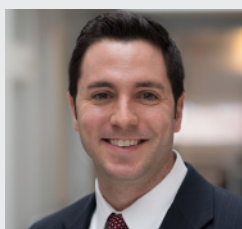
Peter Westaway博士
欧洲区首席经济学家



王黔博士
亚太区首席经济学家



Andrew J. Patterson, CFA
资深经济学家



Kevin DiCiurcio, CFA
高级投资策略分析师



Alexis Gray, M.Sc.
资深经济学家



Jonathan Lemco博士
高级投资策略分析师

编者按

本报告是Vanguard集团针对2020年全球主要经济体年度经济和市场展望报告的更新版本。基于Vanguard集团资本市场模型（VCMM）的模拟结果及其他研究成果，我们还对多种固定收益和股票资产类别的未来表现进行了预测。

鸣谢

在此，我们特别鸣谢 Kristen M. Storti、Donald B. Foote 和 Andrews. Clarke, CFA 为本报告的撰写做出的重要贡献，同时感谢 Vanguard 集团全球经济和资本市场展望团队付出的努力。此外，我们还要感谢 Vanguard 集团整个投资策略团队的工作，如果没有他们孜孜不倦的研究，我们不可能完成本报告。

Vanguard集团 投资策略团队

Vanguard集团

全球经济和资本市场展望团队

全球首席经济学家，Joseph Davis博士

美洲区

美洲区首席经济学家，Roger A. Aliaga-Díaz博士

Kevin DiCiurcio, CFA

Kelly Farley

Joshua M. Hirt, CFA

Jonathan Lemco博士

Olga Lepigina

Vytautas Maciulis, CFA

Andrew J. Patterson, CFA

Jonathan Petersen, M.Sc.

Asawari Sathe, M.Sc.

欧洲区

欧洲区首席经济学家，Peter Westaway博士

Edoardo Cilla

Alexis Gray, M.Sc.

Shaan Raithatha, CFA

Nathan Thomas

亚太区

亚太区首席经济学家，王黔博士

Alex Qu

Adam J. Schickling, CFA

Beatrice Yeo

目录

全球展望概览	4
一、全球经济前景	6
全球经济形势展望：充满不确定性的新时代	6
美国：未来前景不确定，经济减速	15
欧元区：财政刺激力度有限，暂无强劲反弹迹象	20
英国：脱欧不确定性的负面影响正缓慢显现	22
中国：不会出现硬着陆，不确定性限制经济刺激效果	24
日本：日本央行陷入困境	28
新兴市场：随着全球贸易放缓，不利因素增多	32
二、全球资本市场前景	34
全球股票市场：高风险，低回报	34
全球固定收益市场：尽管回报前景低迷，分散化特性依旧	39
投资组合影响：低回报轨道	42
三、附录	48
关于Vanguard集团资本市场模型	48
指数模拟	49

资产收益分配注意事项

此处所示的资产收益分配情况为 Vanguard 集团对于未来十年可能出现的风险溢价范围的看法，此类长期预测结果不适用于推测短期趋势。这些潜在的长期投资收益结果基于 Vanguard 集团资本市场模型(VCMM)得出，是我们投资策略团队的共同预测结果。预期风险溢价及相关不确定性属于 Vanguard 集团投资方法和构建投资组合所采用的定性和定量指标之一。

重要提示：VCMM 对于不同投资结果可能性的预测及其他信息为假设估值，并不能反映实际的投资结果，也无法保证未来的结果如何。VCMM 得出的收益分布基于各资产类别分别各 1 万组模拟结果，模拟结果截至 2019 年 9 月 30 日。不同使用情况下及随着时间的推移，模拟结果可能有所不同。欲了解更多信息，请参见附件“Vanguard 集团资本市场模型”页面。

全球展望概览

全球经济：不确定性拖累市场供需

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。

目前，并未有明显迹象显示贸易紧张局势在未来一年中会出现重大逆转，地缘政治的不确定性及政策制定的不可预测性成为新常态。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。短期而言，我们预计2020年大部分时间经济增长都将持续低迷。长期来看，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。

预计到2020年，美国经济增速将低于趋势水平，降至1%左右¹，但不太可能会出现技术性衰退（通常描述为连续两个季度的经济收缩）。中国经济增速在2020年将放缓至5.8%，低于潜在增长率。就欧元区经济而言，基于工业贸易对其经济的重要性，加之脱欧相关的不确定性拖累，预计增长将持续放缓，保持在1%左右的疲软状态。新兴市场方面，随着全球贸易增速放缓，亚洲新兴市场的下行比拉美和欧洲部分地区更为严重。预计这种差异可能会持续到2020年，亚洲新兴市场的经济增长将持续放缓，而拉美和欧洲新兴市场的增长相对于2019年会略有提升。

全球通胀：各国央行亟待建立公信力

近年来，各大央行在实现目标通胀方面屡屡失败。技术进步和全球化等结构性因素持续压低了部分商品价格，此外，产品和劳动力市场价格也缺乏对对失业率下降和产能利用率上升的适当反应。

这些长期因素将持续拖累通胀，加之当前经济增长低迷导致产出缺口的扩大，因此通胀可能会保持疲软。我们预计美国的核心通胀率将低于美联储2%的政策目标。同样，日本和欧元区的通胀率也将低于其央行的通胀目标。

政策公信力是通胀的关键决定因素。多年来，消费者和金融市场对通胀的预期一直低于大多数央行的政策目标，说明出于技术上和政治上的各种原因，人们对货币政策有效性的疑虑逐渐加深。这些低通胀预期也支持了我们对通胀低迷趋势的预测。

货币政策：继续转向进一步宽松

2019年，面对不断恶化的增长前景和持续的通胀缺口，全球央行从政策紧缩反转为进一步的政策宽松。迄今美联储在2019年已降息75个基点，但我们预计美联储在2020年底前进一步将联邦基金利率下调25至50个基点。而欧洲央行现已将其政策利率进一步下调10个基点至负利率区间，-0.5%，预计到2020年，欧洲央行将基本保持政策不变。但是，如果经济和通胀前景恶化，欧洲央行也有可能采取更进一步的宽松政策（主要形式为降息和扩大量化宽松计划）。

虽然市场对进一步货币政策刺激的有效性尚存疑问，但我们并不认为各国政府未来会出台足以显著提振经济增长的大规模财政刺激措施。譬如，2020年中国可能加大货币和财政刺激力度来对冲经济增长的下行风险，但考虑到决策者对金融稳定性的担忧，这些举措的目标将是实现经济软着陆，而非增长的大幅反弹。对于日本央行而言，日益增加的经济增长下行风险，加上低迷的通胀，也可能会促使其调整政策框架，但任何举措均会是温和的，并辅之以缓冲对金融机构的负面影响。而新兴市场国家也可能会同美联储一道采取宽松政策。

¹ 参阅2019年Vanguard集团全球宏观问题评论*Known Unknowns: Uncertainty, Volatility, and the Odds of Recession*。

全球投资前景：低回报仍是主题

随着2020年全球经济增长将进一步放缓，在政策不确定性加剧、经济扩张进入后期以及估值过高的环境下，投资者应当对金融市场将出现的周期性波动有所预期。我们对短期内全球股市前景仍持谨慎态度，股市和其他风险资产大幅下跌的可能性仍然明显高于正常市场环境下的水平。低风险固定收益资产虽然收益率较低，但仍是投资组合中的关键多元化因子。

预计未来10年金融市场回报率将保持低迷。由于政策利率下降、各期限收益率降低以及企业利差收窄，固定收益回报率预期进一步下调。而由于自2018年初以来，企业盈利增长高于市场价格回报，估值水平略有下降，因此股市前景较我们去年的预测略有改善。我

们预测，未来10年全球固定收益以美元计的年化回报率将在1.5%-2.5%的区间内，略低于去年预期。而全球股市未来10年以美元计的年化回报率预计在4.5%-6.5%左右，较去年预期稍有提高。

从中期来看，我们预计央行货币政策最终将恢复正常化，从而提升当前处于低迷水平的无风险利率，金融资产估值也会更具吸引力。但即便如此，市场回报仍可能远低于前几十年及金融危机后的数年的水平（彼时全球股市自市场低点以来每年平均涨幅在10%以上）。鉴于我们预计全球经济增长和通胀将长期保持低迷，无风险利率和资产回报率可能会在更长时间内持续低于历史水平。

我们以往计算所使用的指数

我们假设的资产组合长期回报率基于截至2019年9月的市场指数数据。我们选择这些基准以提供最为完整的历史参考，遵循Vanguard集团构建多元化资产组合的原则在全球配置资产。

美国债券：1926年至1968年，标准普尔高评级企业指数；1969年至1972年，花旗高评级指数；1973年至1975年，雷曼兄弟美国长期信用评级AA指数；之后为彭博巴克莱美国总债券指数。

全球非美国债券：1985年至1989年1月，花旗全球政府债券非美国指数；之后为彭博巴克莱全球非美元总债券指数。

全球债券：1990年1月之前，100%美国债券（如上所述）；之后为70%美国债券 / 30%非美国债券，每月重新调整。

美国股票：1926年1月至1957年3月，标准普尔90指数；1957年3月至1974年，标准普尔500指数；1975年至2005年4月，道琼斯威尔希尔5000指数；之后为MSCI美国广泛市场指数。

全球非美国股票：1970年1月至1987年，MSCI全球非美国指数；之后为MSCI全球各国（非美国）指数。

全球股票：1970年1月前，100%美国股票（如上所述）；之后为60%美国股票 / 40%非美国股票，每月重新调整。

一、全球经济前景

全球经济形势展望：充满不确定性的新时代

预计2020年经济增长速度将低于我们此前的预期，并长期保持低迷水平。因此，政策利率也将在较长时间内保持较低水平。我们认为，经济前景恶化的罪魁祸首是由政策不可预测性导致的不确定性不断加剧的新时期，这种不可预测性正在削弱实体经济的决策能力。最重要的，这种趋势正在抑制经济活动。

我们对全球经济形势的展望将在下文区域经济形势分析中展开更详细的描述，旨在：

- 说明全球工业衰退的原因，并强调不确定性的加剧在扩大冲击影响方面的作用；
- 详细阐述经济衰退的可能性，并阐明应适当关注经济增长严重下行的可能性和蔓延的原因；
- 考量政策制定者能够减轻经济衰退影响的程度；
- 推测当前这轮去全球化可能会对可持续增长率产生持续影响。

不确定性正在拖累经济增长

2019年全球经济增长的恶化程度比预期更为严重，首当其冲的是制造业（参见图I-1）。我们认为，不断加剧的政策不确定性是导致经济增长恶化的主要动因，特别是与关税相关的贸易紧张局势，尤其中美关税贸易谈判以及英国脱欧谈判。未来一年，尽管事件焦点会来回摆动，但我们预计关税升级局面不会立即逆转，更广泛的贸易和地缘政治紧张局势也不会得到实质性的解决。

持续的地缘政治不确定性及政策制定的不可预测催生了一个充满不确定性的新时代，我们认为这些影响将在未来一年乃至更长时间内对经济活动造成负面影响。

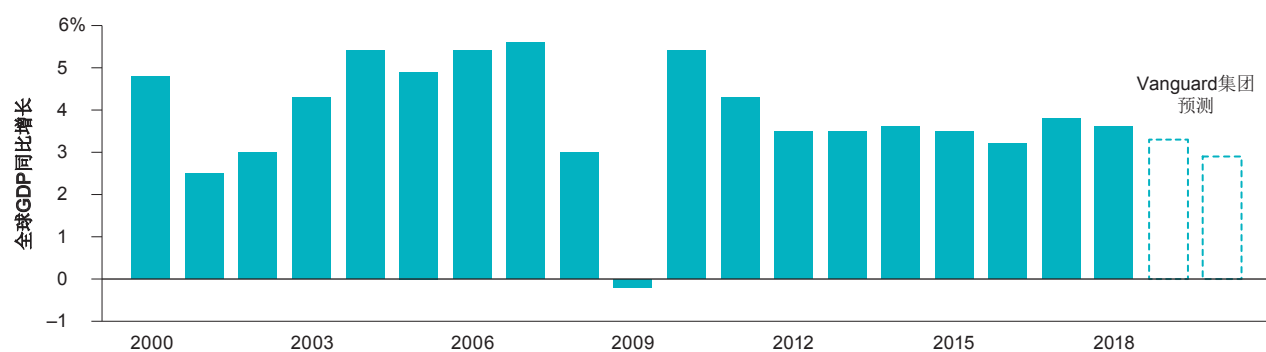
图I-2证实了自全球金融危机以来，全球政策不确定性以及贸易政策不确定性持续加剧且愈发不稳定，特别是在过去的两年间，贸易紧张局势持续升级，包括英国脱欧在内的民粹主义政治决策势头持续强劲。我们此前曾提及，高企的不确定性就好比一项税务，会导致企业和居民户进一步低估未来前景，从而大幅削减支出²。事实上，我们的分析表明，当前这种政策不确定性持续加剧的环境对经济活动的抑制作用要强于以往任何时候。企业和居民户认为当前的游戏规则已经发生改变，例如全球国际合作准则和未来贸易往来的稳定性；

2 参阅2019年Vanguard集团全球宏观问题评论*Known Unknowns: Uncertainty, Volatility, and the Odds of Recession*。

图 I-1

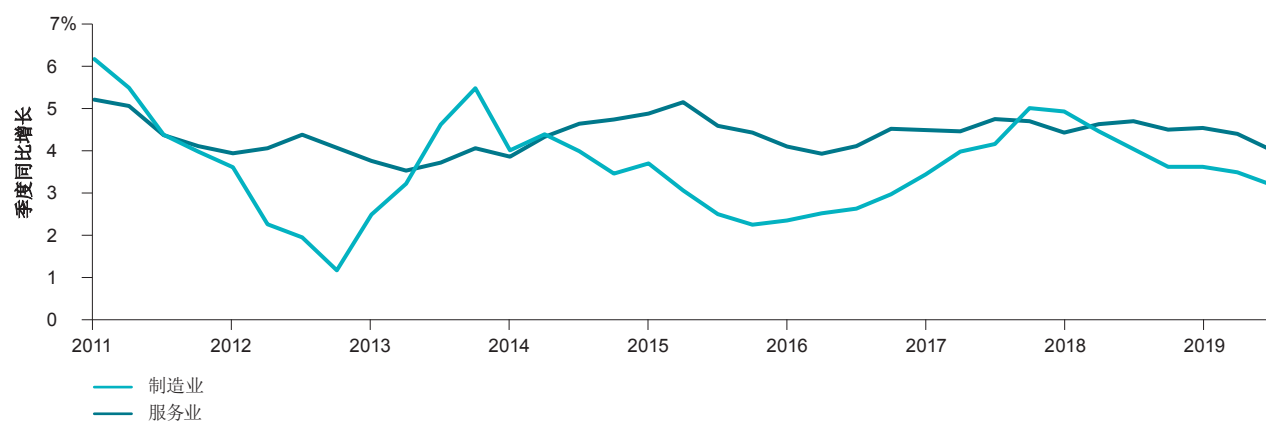
趋于成熟的全球经济周期

a. 预计2020年全球经济增长将继续下滑



资料来源：国际货币基金组织和Vanguard集团预测。

b. 全球经济放缓很大程度上是由全球制造业增长下滑造成的



注：数据显示的是截至2019年9月30日，美国、中国、法国、意大利、加拿大和英国各行业年增长率的加权平均数。

资料来源：国民经济核算数据和彭博。

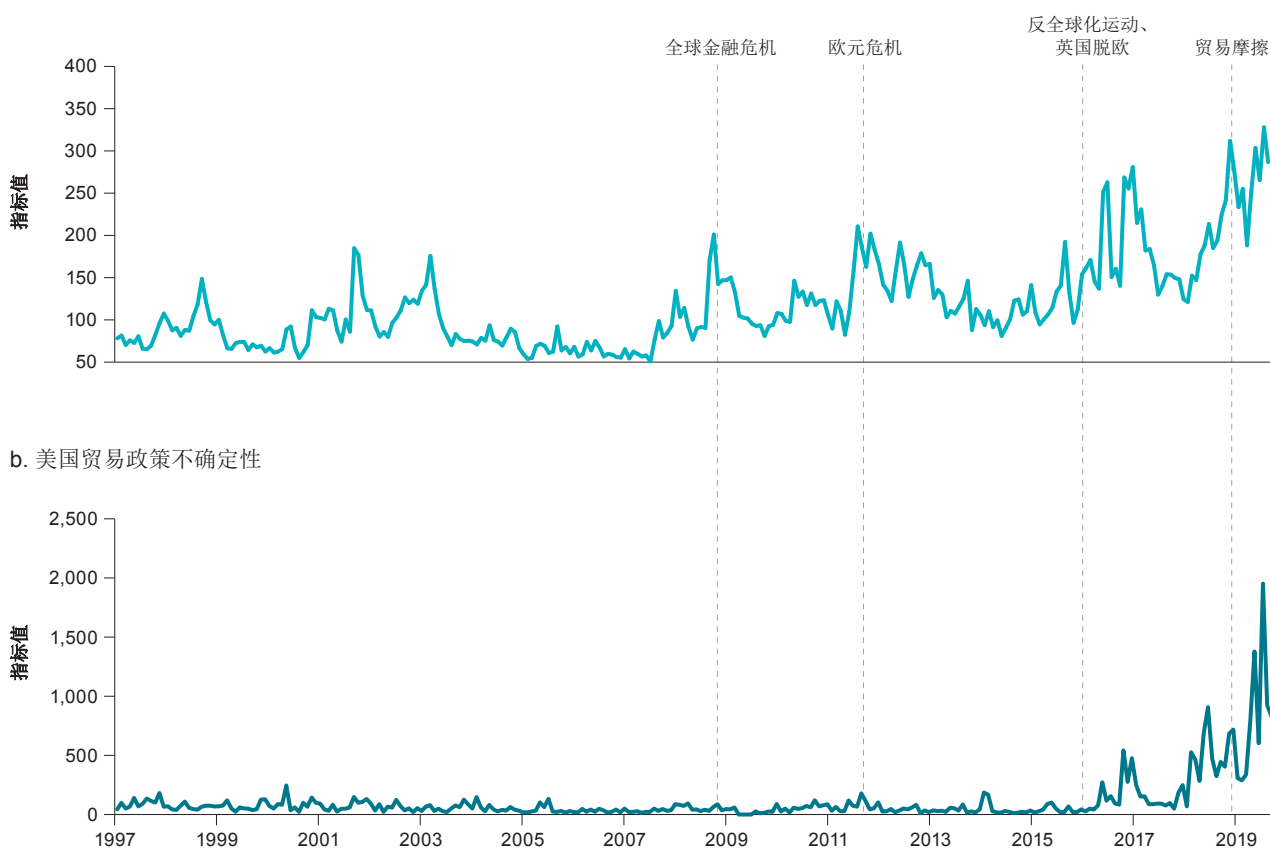
美联储主席杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）曾公开表示，美联储的决策制定“没有剧本”可依，也同样验证了上述观点³。由此给决策制定带来的种种不确定性，妨碍了长期规划和经济活动。在支出决定取决于某一特定事件的情况下（例如英国脱欧、贸易协定或选举结

果），对于企业和居民户来说，比较合理的做法是推迟支出，由此可以发挥所谓的等待期权价值。我们看来，这种机制解释了为何全球经济活动放缓的幅度超过了潜在冲击分析所预测的幅度。

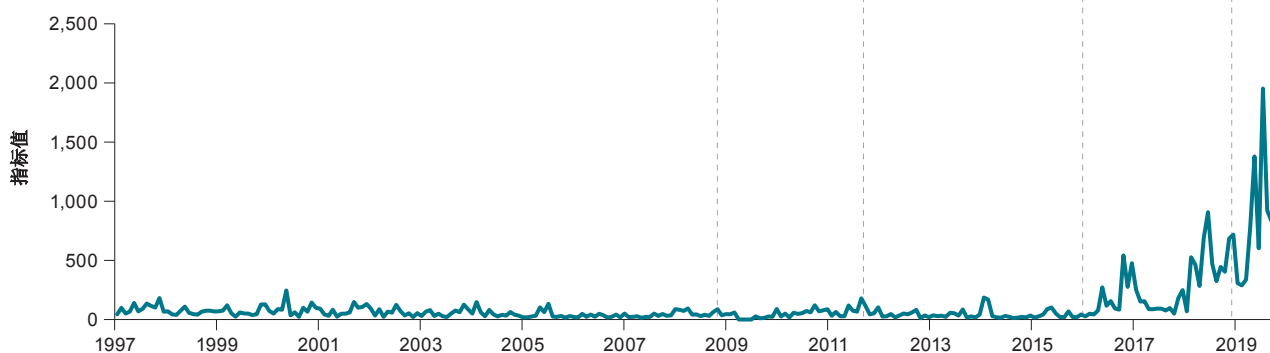
图 1-2

全球政策不确定性在加剧

a. 全球政策不确定性



b. 美国贸易政策不确定性



资料来源：指标值基于经济政策不确定性指数。数据和研究方法参见<http://www.policyuncy.com>。

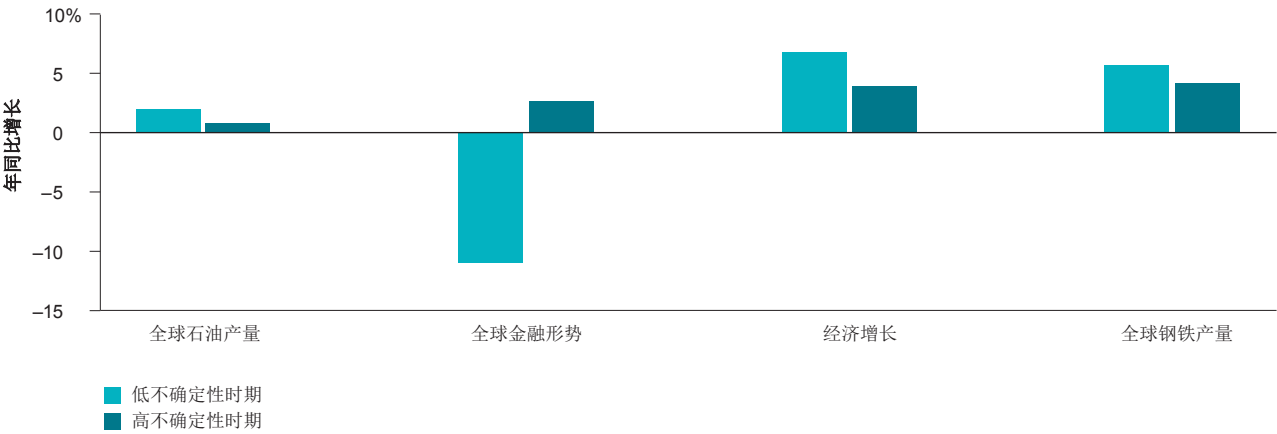
³ 鲍威尔于2019年8月在怀俄明州杰克逊霍尔举行的堪萨斯城联储备银行年度经济政策研讨会上发表了上述讲话。参阅 *Challenges for Monetary Policy*

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20190823a.htm>。

图I-3显示的是我们就政策不确定性对经济基本面和市场影响的预估，在此分析中，我们将历史时期划分为高不确定性阶段和低不确定性阶段。

经估算，在高不确定性时期，全球年均增长率约为4%；而在低不确定性时期，全球年均增长率接近7%。这种差异在其它经济活动衡量指标上也很明显，例如石油产量、钢铁产量和金融形势。

图 I-3
不确定性对基本面的溢出效应



注：条形图表示高不确定性时期和低不确定性时期每个指标的年同比变化率均值。低不确定性时期和高不确定性时期的界定是基于马尔科夫全球增长转换模型得出。全球金融形势是衡量风险情绪的综合性指标，其中包括股票回报、信贷利差和借贷行为等变量。金融形势数值越低表示金融形势和对风险的态度越宽松。z分数衡量一个值与历史平均值的偏差，反映的是该指标的典型波动。

资料来源：Vanguard集团基于穆迪分析数据库和汤森路透Datastream的数据得出的计算结果。

我们预计，到2020年，这种高度不确定性局面将继续拖累全球经济增长。尽管各种全球贸易谈判可能会取得一些进展，但我们并不认为中美贸易紧张局势或英国脱欧会得到及时全面的解决方案，这两项仍是政策不确定性的主要根源。图I-4显示了我们就上述各个政策领域分析的上行和下行风险。

对经济衰退和低迷的忧虑

如果任何下行风险成为现实，都可能导致一个或多个国家的经济出现衰退。从以往经验来看，美国收益率曲线倒挂一直都是一个很可靠的经济衰退信号。2019年，许多发达经济体的收益率曲线均出现了反转。这些信号表明，一些主要发达经济体陷入衰退的风险仍然很高。

图 I-4

政策不确定性的源头问题可能仍将持续

Vanguard集团风险评估			
2020年 全球风险	负面情境	基线情境	正面情境
中美贸易紧张局势	50% 由于无法达成共识，贸易休战结束，美国对剩余的中国进口商品征收关税。	40% 中美签署“第一阶段”协议，但未能就结构性问题达成共识。	10% 中美签署一系列贸易协议，关税回落，并继续就结构性问题进行谈判。
英国脱欧	30% 英国议会未能在2020年初通过《脱欧协议法案》。随后要么是无协议脱欧，要么是英国脱欧的不断延期。	60% 英国议会在2020年初通过《脱欧协议法案》，并进入为期一到两年的贸易谈判过渡期，但尽早明朗的可能性不大。	10% 英国在2020年初重新举行脱欧公投，决定是软脱欧还是继续留在欧盟。
美国和欧盟贸易紧张局势	35% 美国对欧盟产品征收关税，并威胁还将继续加征收多关税。	50% 美国威胁要继续对欧盟产品（如汽车）征收关税，但在2020年不会实施。	15% 美国承诺不对欧盟产品征收关税。
美-墨-加贸易协定	10% 特朗普政府终止《北美自由贸易协定》，加快推进USMCA（美-墨-加贸易协定）的审批进程。	30% 美国政策制定者不愿妥协，审批被推迟到2020年大选之后。	60% 美国政策制定者完成修订并批准该协议。

注：每种情境发生的概率均基于Vanguard集团全球经济和资本市场展望团队的判断。

资料来源：Vanguard集团。

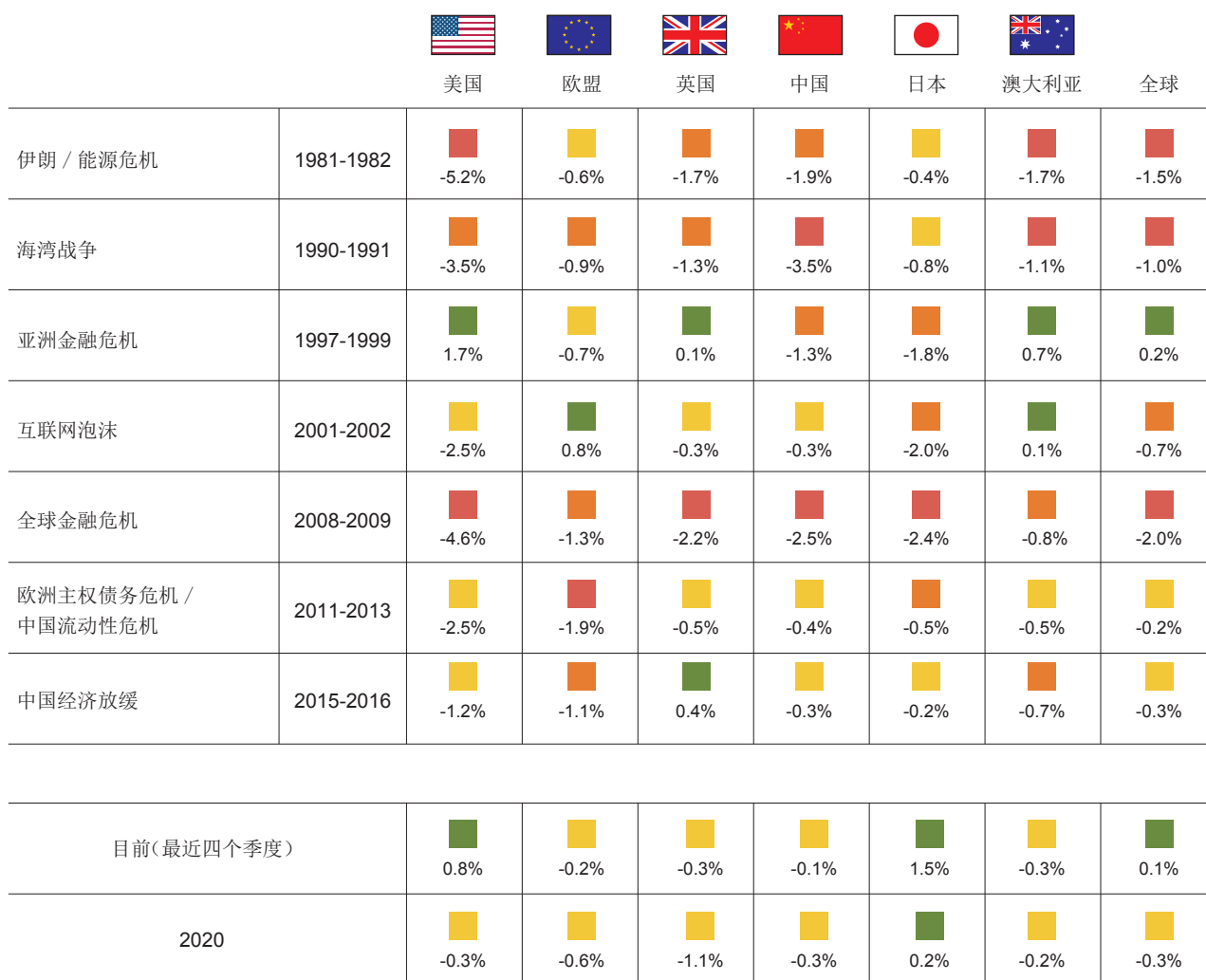
与此同时，基于一些其他的因素，我们并没有过多去解读这些信号，尤其是中央银行资产负债表操作给政府债券市场造成的扭曲状况。

无论如何，我们不应将关注点过多地放在经济萎缩上。对于中国和澳大利亚等平均增长率较高的国家，GDP持续下降的可能性不大。而且，近几十年来，随着全国范围内平均增长率趋于下降，负增长出现频率上升不可避免，但这与经济福利并无太大关系。衡量经济疲软的方法往往成本高昂，而衡量一国经济活动落后于其生产潜力的程度则相对比较容易，可用作很好的替代性方法。

图I-5采用了这种替代性方法，将当前国内生产总值相对于生产潜力的缺口与主要国家不同阶段的经济衰退程度进行了比较。

图 I-5

区域性经济衰退并不一定会引发全球性经济衰退



 偏离趋势大于两个标准差
 偏离趋势大于一个标准差
 偏离趋势小于一个标准差
 大于以上趋势

注：数字反映了产出缺口占潜在GDP的百分比，其中产出缺口是实际GDP水平与潜在GDP之间的差额。全球经济衰退的历史日期是由国际货币基金组织确定的。

资料来源：Vanguard集团。

上图显示了，涉及到影响产出的一到两个标准偏差的全球经济衰退在各国呈现的同步性，比如全球金融危机、上世纪80年代初的石油危机、以及上世纪90年代初的海湾战争。值得注意的是，根据这个定义，当前的经济环境距离全球经济严重萎缩仍有很长的路要走，大多数主要发达国家正接近满预估负荷或超负荷运转。即使预计美国经济和中国经济将在2020年放缓，全球经济衰退的程度也绝非前所未见，预计大多数主要经济体与趋势的偏差将小于一个标准差。

当前全球经济放缓还有一个不同寻常之处在于，世界各大经济体中工业部门发展疲软的同步性。历史上曾明确的全球经济放缓都不是由贸易为主导的。对全球范围内100多次经济衰退进行更广泛的分析表明，只有不到20%的经济衰退是以这种“外需”冲击作为主要驱动力的。

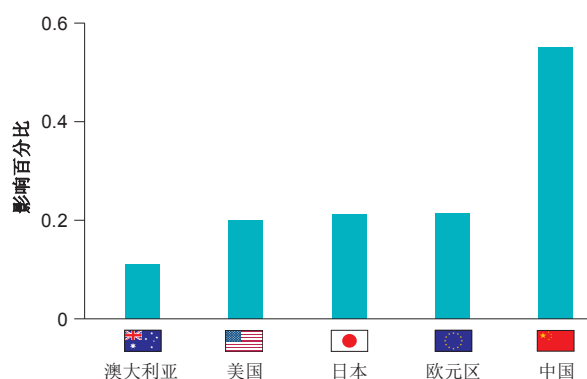
虽然工业部门是整体经济的重要风向标，但事实上它只占到经济活动的一小部分（全球约占16%）。如图I-6所示，其与规模较大的服务业虽然方向上是一致的，但是直接影响程度有限，与图I-1b所示类似，即制造业变化1个百分点，对经济的平均影响为25个基点⁴。相反，我们发现，工业部门需要有更深层次的萎缩才能造成弹性较好的服务业出现疲弱。根据当前对经济放缓的严重程度的预期，这不属于我们当下分析的主要情况。

政策制定者能否扭转乾坤？

2019年全球经济放缓的一个重要结果是，世界各国央行从循序渐进的政策正常化转向加大政策宽松力度。然而，越来越多的人开始质疑货币政策能否继续发挥

图 I-6

制造业对服务业的直接影响较低



注：该图显示了在制造业变动 1% 的情况下，对该区域服务业的预估百分点影响。中国的贝塔系数较高，因为与其他发达国家相比，中国经济中制造业比重更大。

资料来源：Vanguard 集团根据 Refinitiv Datastream 和经济合作与发展组织（OECD）的数据得出的计算结果。

其应有的周期性稳定作用。因此，无论是基于调查结果的通胀预期，还是源自金融市场工具的通胀预期，对政策措施的反应仍然相对迟钝。这种公信力的缺乏，在很大程度上解释了为什么主要央行未能实现既定的通胀目标，而且预计未来短期内也无法实现。在这一层面来讲，欧洲央行和日本央行是主要源头。

鉴于这样的结果，人们开始积极探索央行是否应该改变其运作框架，或引入诸如价格水平目标制的新政策，或修改其数值目标。在我们看来，这些机制不太可能对整个局势产生足够的影响。

⁴ 一个基点代表一个百分点的百分之一。

另一种呼声很高的方法，也是我们所支持的，是让财政政策分担更多周期性调整的职责。图I-7显示了对一些主要经济体在2020年财政刺激力度的预测，分析采用了常用的财政刺激力度衡量方法，即用周期性调整的财政收支平衡变化衡量。中国、欧元区和英国的政策将会略微起到支持作用，澳大利亚的政策是紧缩型的，而美国和日本的政策则是中性的，在此基础上，财政政策可能只会对全球经济增长起到中性的推动作用。

这些预测回避了一个问题，即某些国家是否应该采取更多措施来促进经济增长。而常用以判断国家放松政策难易程度的一大标准是基于“财政空间”这一概念，例如被国际货币基金组织定义为“在不危及市场准入和债务可持续性的情况下，相对于现有计划，实施权衡性的财政政策的空间”（2018年国际货币基金组织）。

在实践中，对这种适当的财政政策措施进行精准估计可能会相当主观，而且在所有情况下，积极使用财政政策的政治意愿更多情况下会存在相关约束（如在欧洲章节对德国进行的讨论）。

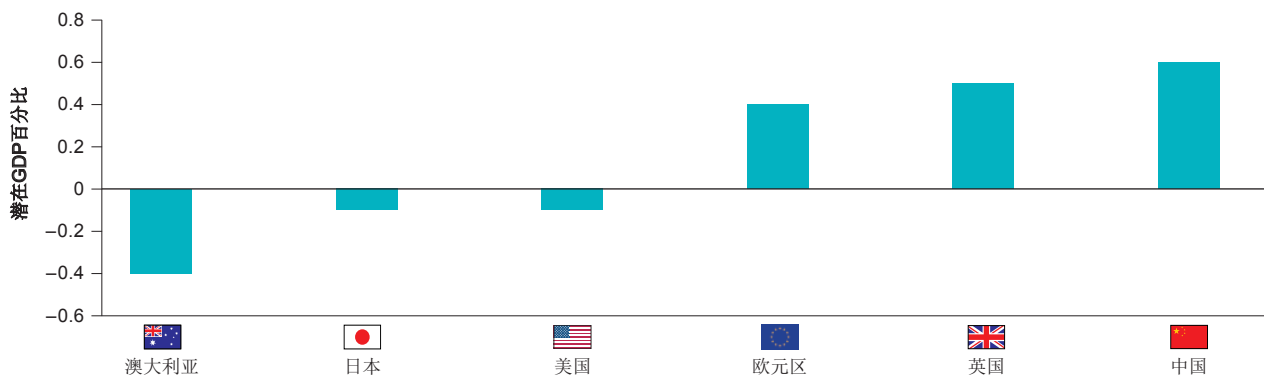
更低均衡的低增长时代？

我们已经强调过，政策的不确定性可能会拖累当前和近期全球经济增长。但是，大量理论知识和经验证据表明，这些影响可能会持续更长时间，致使生产潜力下降，甚至会导致中期的经济增长步伐放缓。减少投资支出是全球经济增长放缓加剧的重要原因之一，如果失去的投资无法恢复，供给侧潜力则将出现永久性下降。

全球金融危机以来全球化的倒退可以用一系列影响因素解释，其中包括中美贸易摩擦、英国脱欧、地缘政治不确定性等保护主义势头的加剧，这些因素均打击了投资者实施全球扩张计划的信心。

图 I-7

预计2020年财政刺激措施大致将维持中性



注：财政冲力是指经周期调整的财政收支余额占GDP比例的变化。

资料来源：Vanguard集团的计算结果。

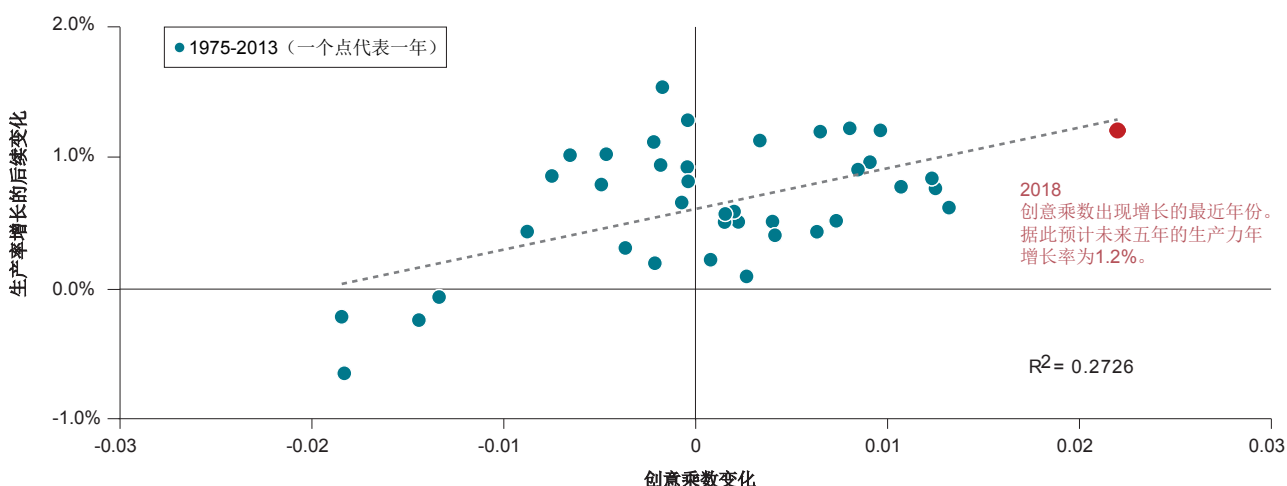
贸易和外商直接投资的缩减导致通过比较优势获得的潜在生产力收益减少。

这些影响很难加以准确校正，尤其因为它们渗透得十分缓慢（例如，许多关于英国脱欧的长期成本的经验估计都验证了这一点，请参阅第22页开始的英国经济前景）。类似的影响在一定程度上成为了自金融危机以来全球生产率增长放缓的原因。由此可见，颠覆性的决策制定和不确定性会在未来一段时间内对全球经济增长前景产生广泛而持久的影响。

去全球化的一个不太明显但同等重要的副作用是全球知识共享势头减弱。即将发表的Vanguard集团研究发现，知识共享或创意的产生与全球扩展（我们在研究中称之为“创意乘数”），是生产率增长的一个主要指标，而且在经历过长达数十年的中断之后正在逐渐复苏（参见图I-8）。但是，如果存在物理或数字化屏障阻碍了知识共享，那么这种复苏势头以及任何与之相关的生产力影响效用可能都只是昙花一现。根据我们的计算结果，如果将想法局限在地理边界内，那么新创意量将减少67%。由当前的经济放缓趋势可见，全球化进程的停滞或逆转将对全球以及单一国家的短期和长期增长前景产生不同程度的影响。

图 I-8

更高的创意乘数=更高的未来增长



注：创意乘数是一项专有指标，用于跟踪学术引用的流动和增长。经验证，它是生产率增长的一项主要指标。更多详情，请参阅Vanguard集团即将发表的文章*The Idea Multiplier: An Acceleration in Innovation Is Coming*。横轴是“创意乘数”的五年期变化情况。纵轴是之后五年生产力增长减去发展滞后的五年的生产力增长的差值。数据区间范围为1975年至2018年。美国生产力的增长以不变的全国价格计算得出的全要素生产力表示。

资料来源：Vanguard集团基于科睿唯安科学网（Clarivate Web of Science）和圣路易斯联邦储备银行的数据得出的计算结果。

美国：未来前景不确定，经济减速

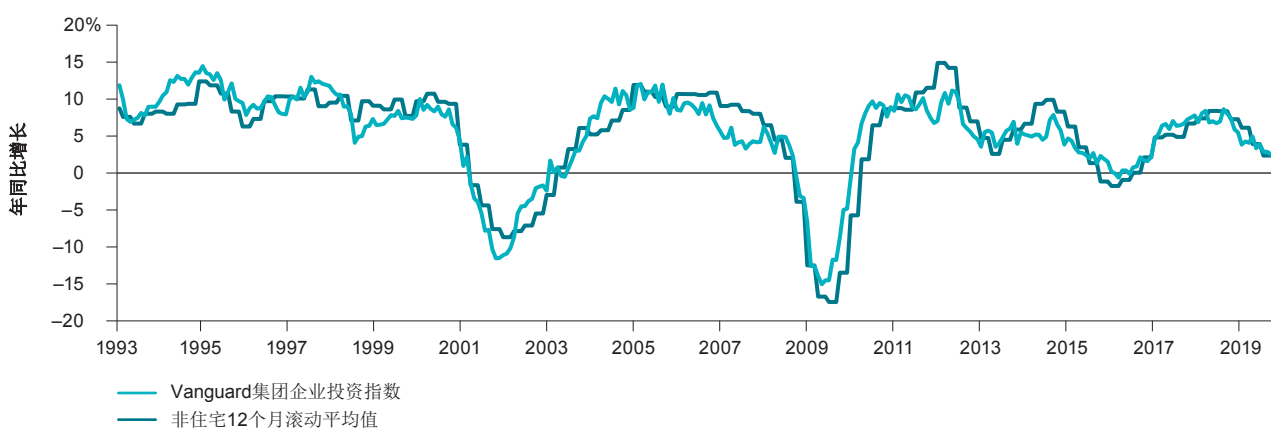
2017年减税政策带来的短时提振作用已逐渐减弱，在2019年强劲的劳动力市场以及相关消费的带动下，美国经济恢复了2%的增长势头。值得注意的是，2019年企业投资的贡献为零，其在过去12个月的增长放缓，且自2015-2016年全球制造业放缓以来首次连续几个季度出

现负增长（参见图I-9a）。与我们在全球经济前景中论述的一样，我们认为，这很大程度上是由不确定性加剧造成的，预计这种不确定性至少会持续到2020年，并将继续对企业信心造成影响（图I-9b），进而导致经济增长率在1%上下浮动（介于0.5%至1.5%之间）。

图 I-9

商业投资再次出现下降趋势

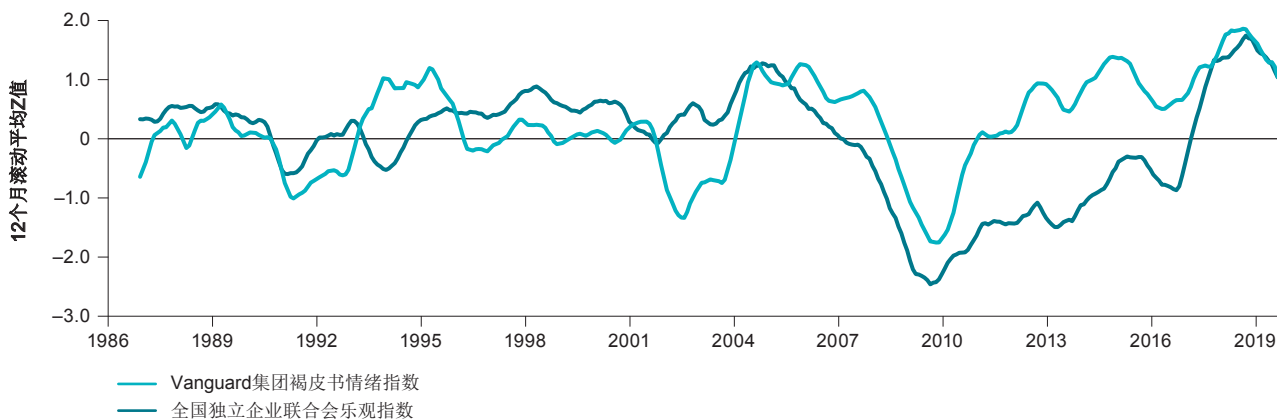
a. 各指标显示经济持续放缓



注：主要商业投资指标模拟了非住宅领域的投资活动，从而生成美国企业资本支出的前瞻性信号。它是一项与企业设备和资本货物、企业资本支出计划、商业和工业贷款需求以及能源价格相关的活动的主成分加权指数。

资料来源：Vanguard集团和穆迪分析数据库。

b. 情绪对投资的影响



注：Vanguard集团褐皮书情绪指数使用自然语言处理技术来监测美联储褐皮书中使用的语言的极性。

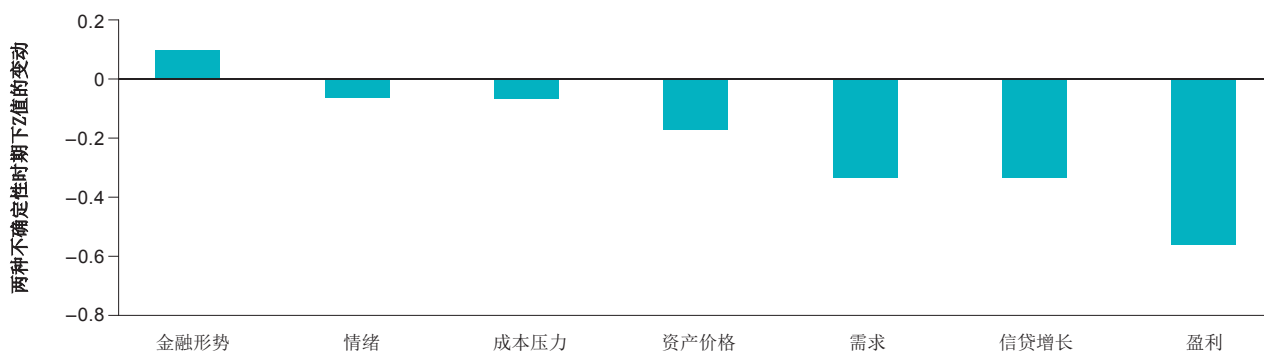
资料来源：Vanguard集团、穆迪分析数据库，和纽约联储银行。

Vanguard集团此前的研究强调了不确定性冲击可能会拖累包括增长和通胀在内的经济基本面，以及冲击的持续性还会加剧拖累影响^{5、6}。根据我们的预期，不断加剧的不确定性局面会持续到2020年及以后，加之我们针对持续高不确定性（而非一次性冲击）对经济状况影响的评估结果，进一步印证了我们的对经济前景的展望。正如全球经济前景章节的介绍，我们界定了高不确定性时期和低不确定性时期，并采用马尔科夫转换模型对美国经济进行了预测，并如图1-10所示，高不确定性时期会伴随增长放缓、金融形势吃紧和资产价格下降。

此外，劳动力市场在高不确定性时期也趋于疲软，每月平均新增就业岗位比低不确定性时期少8.5万个。这一点直观来看也说得通，未来经济环境不确定性加剧，劳动力需求可能会因此下降。图I-9b的企业调查也说明2020年招聘速度将有所放缓。即便没有此种拖累，我们预计到2020年每月新增就业岗位的速度也将继续下降，从每月17万个降至每月10万个左右，这是因为目前的就业增速节奏在紧缩的劳动力市场是不可持续的。

图 I-10

新局面：持续高不确定性的影响



注：低不确定性时期与高不确定性时期是通过美国马尔科夫经济增长转换模型得出的。所显示的周期性指数值以Z值表示，该数值由基础指标的第一个主成分加权所得：财务状况=Vanguard集团金融形势指数、收益率曲线（以3个月至10年期美国国债收益率衡量）。情绪=企业乐观、消费者情绪、和消费者信心。成本压力=个人消费支出、核心个人消费支出、平均小时收入和单位劳动力成本。资产价格=Vanguard集团的公允价值CAPE、企业选择权调整利差和高收益选择权调整利差。需求=住房开工率、住宅投资、非住宅投资和耐用品消费。信贷增长=家庭金融债务比率、非金融企业债务和美联储高级贷款专员对消费者和商业以及工业信贷条件的民意调查。盈利=企业利润。样本区间：1980年第一季度至今。

资料来源：Vanguard集团、穆迪分析数据库、圣路易斯联邦储备银行和Laubach-Williams（2003）。

5 参阅Vanguard集团董事长兼首席执行官Bill McNabb于2019年4月28日在《华尔街日报》上发表了一篇关于uncertainty tax的评论文章 www.wsj.com/articles/sb10001424127887323789704578443431277889520。

6 参阅2019年Vanguard集团全球宏观问题评论文章Known Unknowns: Uncertainty, Volatility, and the Odds of Recession。

图I-11显示了当前劳动力参与率之于预期参与率的专有估计值，该估计值考虑了人口统计数据、教育水平和代际行为趋势（即，给定的一代人在任何年龄和教育水平下参与劳动力市场的可能性）⁷。自全球金融危机以来，美国劳动力市场首次有所缩紧，这意味着新劳动力进入步伐可能会放缓。

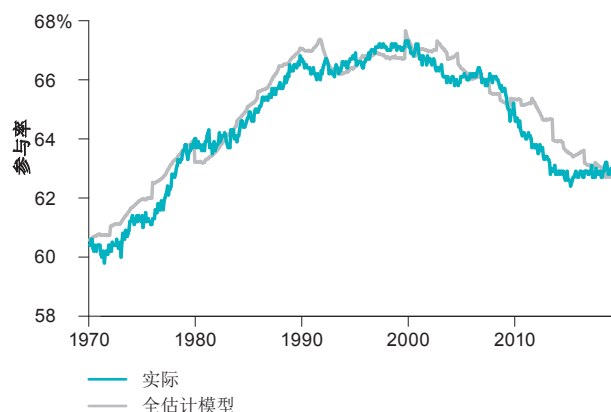
如果参与率如我们模型结果那样下降，那么即使每月新增就业岗位下降，失业率也可能下降。正如菲利普斯曲线所预测的，在这种环境下，通胀担忧可能升温。然而，随着时间的推移，失业率与通货膨胀的关系并非一

成不变⁸。我们并不是说持续走低的失业率永远不会导致通货膨胀，而是提醒不要想当然的认为在失业率低的经济体中，高通胀是必然结果。

尽管失业率可能会持续走低，但是通胀前景并未发生太大变化。我们认为，通胀率低于美联储目标仍然是可能性最高的结果。将通胀拆解为受商业周期影响的因素和对疲软量度不太敏感的因素（图I-12）表明，在增长预计将低于潜在水平的情况下，美联储可能很难实现其2%的目标⁹。由此，我们得到2020年通胀率仍将低于该目标的预期。

图 I-11

结构性因素对劳动力市场构成下行压力



注：参与率的模型估计值来自我们的专有模型。更多详情，请参阅Vanguard集团全球宏观经济评论*Labor Force Participation: Is the Labor Market Too Hot, Too Cold, or Just Right?*（2019年）。

资料来源：模型估计值基于美国劳工统计局、综合公共利用微数据系列人口现状调查以及美国人口普查局美国社区调查的数据。

图 I-12

低通胀率风险仍然存在

周期性因素一直在推高通胀率



注：核心个人消费支出细分为53个组分。我们通过回归稳定和疲软状态下的同比成分率来估计每个组分对经济松弛的敏感性（U3和非加速通货膨胀失业率之差）。周期性组分对经济疲软敏感（系数具有统计学意义），非周期性组分对经济疲软不敏感。

资料来源：Vanguard集团的计算结果和汤森路透Datastream。

7 参阅2019年Vanguard集团全球宏观问题评论文章，*Labor Force Participation: Is the Labor Market Too Hot, Too Cold, or Just Right?*

8 菲利普斯曲线表明，当失业率相对于自然失业率下降时，通胀压力会随着雇主争夺日益减少的劳动力供应而增加。自然失业率是指不会对通货膨胀造成上行或下行压力的比率。自然失业率是一个不会造成通货膨胀的失业率。请参阅Vanguard集团全球宏观问题评论文章*Why Is Inflation So Low? The Growing Deflationary Effects of Moore's Law*和*From Reflation to Inflation: What's the Tipping Point for Portfolios?*

9 增长率低于潜在增长率代表“疲软”。

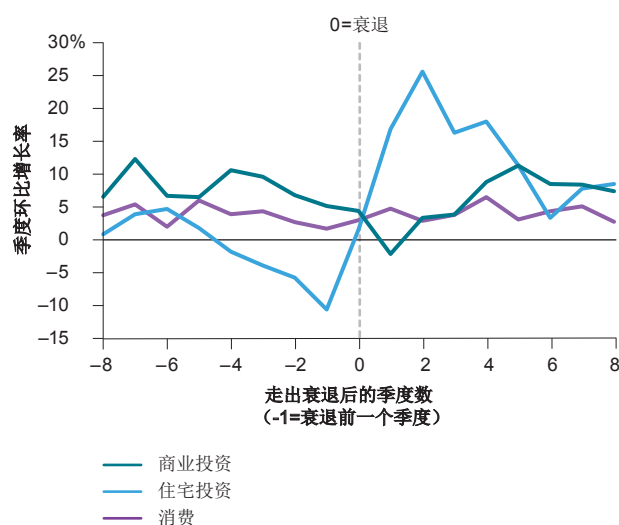
随着就业增速放缓，消费产业对经济增长的贡献可能开始逐渐减弱。尽管从历史数据来看，消费产业对经济衰退（参见图I-13a）或不确定性（参见图I-13b）的反应不如商业和住宅投资，但有迹象表明消费正在放缓。

如果就业增速放缓程度超出我们的预期，并且相应地，收入增长失去动力，我们认为2020年GDP增长极有可能接近0.5%，也就是我们预测范围的下限。

图 I-13

经济衰退和不确定性时期，消费往往依然能够保持弹性

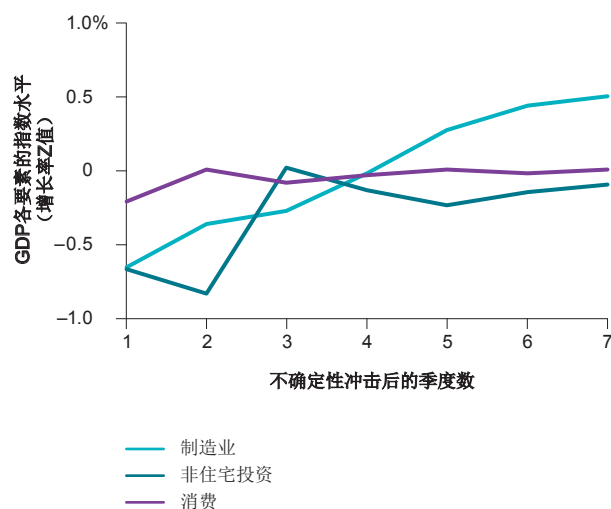
a. 经济衰退时期消费依然坚挺



注：图中曲线为经济衰退前后各季度GDP各要素的增长轨迹。

资料来源：Vanguard集团基于穆迪分析数据库和国家经济研究局的数据得出的计算结果。

b. 不确定性冲击对GDP各要素的影响



注：图中曲线为GDP要素对T=0时刻发生的不确定性冲击（不确定性当期即刻增加）的季度脉冲响应函数。

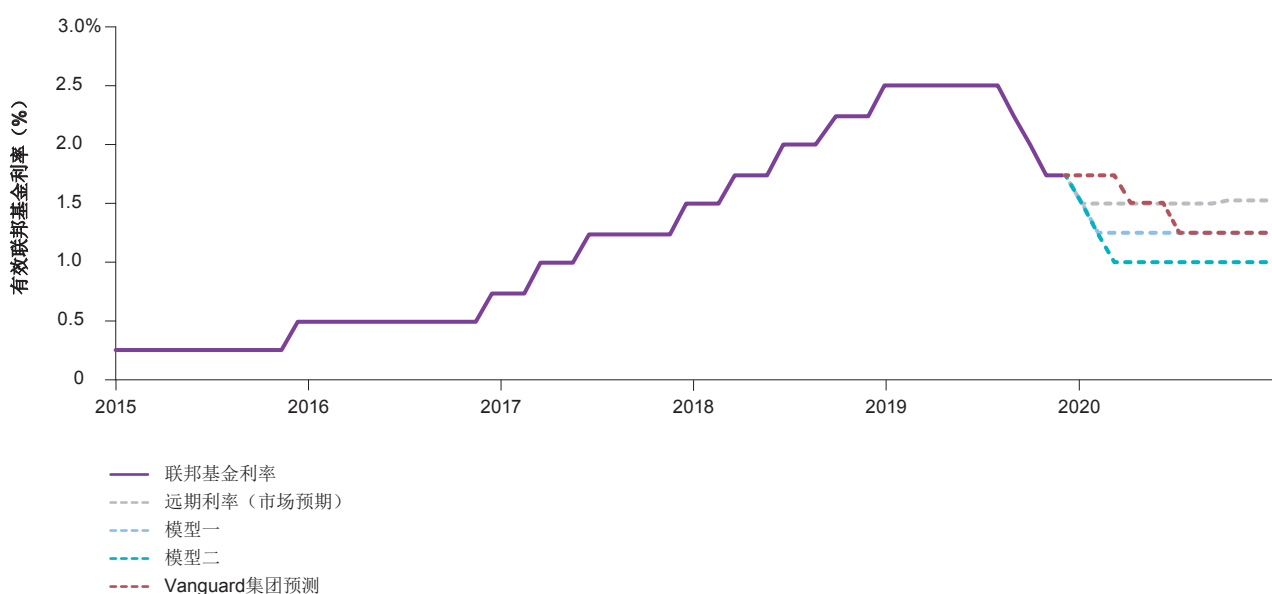
资料来源：Vanguard集团基于穆迪分析数据库和www.policyuncertainty.com的数据得出的计算结果。

考虑到消费的支持力度以及不确定性的持续加剧，我们认为美联储在2020年底前还会再降息一到两次。如果我们的基准预期在2020年可以实现，那么根据美联储在其政策讨论中使用的模型，其在未来一年会出台更多的支

持性举措（参见图I-14）。我们认为，随着不确定性对政策制定者、企业和消费者的影响日益深化，美国经济以及美联储2020年将进一步放缓脚步。

图 I-14

美联储模型表明，如果2020年经济增长缓慢、通胀率处于低位，美联储将进一步降息



注：模型一是一阶差分泰勒规则模型，其中产出和通胀缺口的变化驱动联邦基金利率（FFR）变化。模型二是美联储专有的宏观经济模型（FRB/US），曲线代表假设增长率和通胀率2020年如Vanguard集团的基本预期发生震荡（0.5%-1.5%GDP增长，1.8%核心PCE增长，且2020年每月新增非农就业岗位100,000个），FFR基于模型的变化情况。Vanguard集团的预测包括基于模型的预期和Vanguard集团投资策略团队的预期。

资料来源：Vanguard集团基于美国经济分析局、联邦公开市场委员会、彭博和穆迪分析数据库的数据得出的计算结果。

欧元区：财政刺激力度有限，暂无强劲反弹迹象

受制造业急剧萎缩影响，2019年欧元区经济显著放缓。全球贸易紧张局势、英国脱欧的不确定性以及汽车行业的困境都是促成这一局面的因素。其中，由于德国和意大利经济开放程度较高，且制造业基数相对较大，这两个国家所受影响也最大。

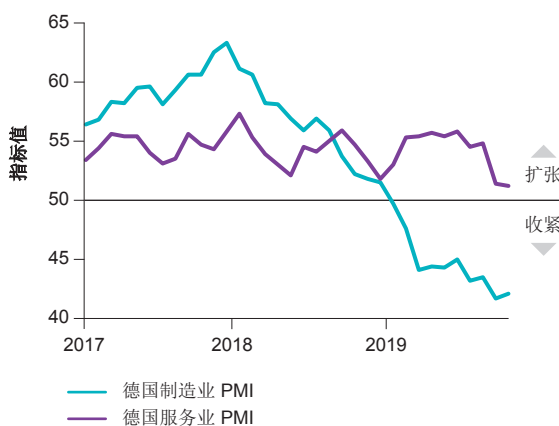
截至目前，服务业依然保持相对活跃状态。但已有初步迹象表明，制造业疲软的影响正在向供应链和服务业蔓延，尤其是在德国（参见图I-15）。鉴于服务业约占欧元区经济的75%，服务业受到更加显著的溢出效应影响可能会是未来一年的关键性风险。

根据我们的经济先行指标和补充分析，我们预计2020年欧元区经济将增长1%，略低于我们对增长潜力的评估。在基准情景中，我们预计，在全球财务状况好转以及适度财政刺激的支持下，欧元区将避免陷入衰退。与德国和意大利相比，法国和西班牙经济更加国内导向，它们相对雄厚的实力提振了信心。尽管如此，衰退的风险仍然很高，预计2020年出现衰退的可能性为35%。

欧元区的潜在通胀压力保持温和，预计2020年欧洲央行的通胀率将远低于其2%的通胀目标。欧洲央行最为担心的一点将会是，尽管其已将利率下调至零以下并在2019年9月重启量化宽松政策，基于市场的通胀预期指标仍处于多年来低点（如图I-16所示）。

图 I-15

2019年德国制造业活动与服务业活动出现偏离



注：采购经理人指数（PMI）是一项全面的经济指标，用于反映某一行业的采购经理人的购买行为。指数高于 50 表示增长，低于 50 表示下降。

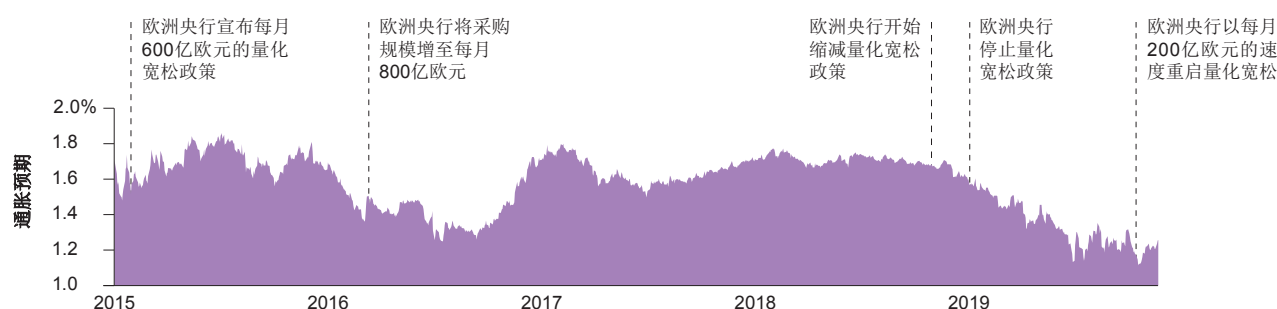
资料来源：彭博（Markit）。

欧洲央行新任行长拉加德（Christine Lagarde）面临的巨大挑战之一就是让投资者相信，欧元区的货币政策仍然是支持经济增长和通胀的有效、可信工具。我们预计欧洲央行将对9月推出的刺激措施持观望态度，深入分析这些措施带来的全面影响，因此预计其在2020年前六个月内基本不会再有大的政策变动。

但如果通胀预期未能显著上升，不排除欧洲央行会被迫考虑进一步货币宽松的可能性。考虑到降息对银行

图 I-16

欧洲央行最新的货币刺激方案出台后，基于市场的中期通胀预期未能上升



注：使用5年期和5年远期通胀掉期表示中期通胀预期。数据截止2019年11月6日。

资料来源：Vanguard集团和彭博。

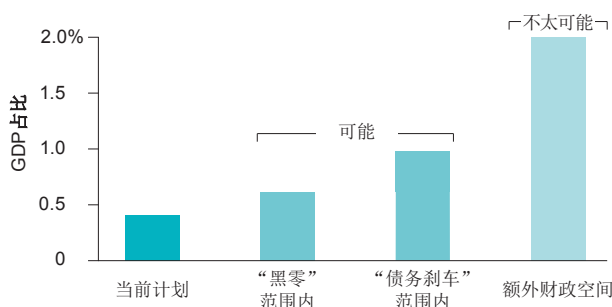
盈利能力的影响，欧洲央行更进一步下调利率的空间也很有限。但资产购置可能仍尚存空间。如果欧洲央行将购买单一主权债券发行人的份额上限从33%调整到50%，经计算，这将使可供购买的债券总额增至1~1.5万亿欧元。我们认为这将使资产购置维持每月600亿欧元的速度大约两年。

在货币政策难以独自提振增长和通胀的情况下，提供额外提振刺激的负担正慢慢落到财政当局的肩上。然而，根据10月提交给欧盟委员会的预算草案可见，2020年欧元区整体财政刺激力度不大，仅为GDP的0.3%-0.5%。

德国作为欧元区唯一可以在财政上大展拳脚的主要经济体，是我们关注的重点。如图 I-17 所示，我们估计德国可以在不增加负债率的基础上，出台总额达到GDP的2%左右的财政刺激方案。然而，目前看来德国财政当局似乎并无这样的打算。基线情形预计，德国2020年的财政刺激方案会占到GDP的0.5%，如果经济增长前景进一步恶化，则还有0.5%的上行空间。

图 I-17

德国有能力出台实质性的财政刺激方案，但并无此意愿



注：德国的总财政空间是由基于对未来增长和利息融资成本的假设，在负债率不上升的情况下，基本财政收支可以实现的最大改变计算得到的。目前德国遵守两项财政规则：（1）“黑零”和（2）“债务刹车”。黑零致力于避免在任何给定年份出现预算赤字。债务刹车仅允许周期性调整的联邦赤字占GDP的0.35%。

资料来源：Vanguard集团。

英国：脱欧不确定性的负面影响正缓慢显现

2020年英国经济前景仍取决于其退欧进程。我们的基线情形假设英国议会将于2020年初通过鲍里斯·约翰逊谈判达成的《脱欧协议法案》，并将其纳入英国的立法。该法案的通过将确认英国将向欧盟支付分手费，保障欧盟公民在英国的权利，承诺在北爱尔兰建立双重关税区，且不对爱尔兰设置硬边界，并于2020年12月结束过渡期。届时，英国将需要与欧盟就未来贸易安排进行谈判。

现阶段看，英国似乎极有可能脱离欧盟单一市场和关税联盟，意味着人员、服务和资本将无法继续自由流动。英国表示非常希望能够保留其与欧盟之间商品的自由流动，但是欧盟将对此协定设定严格的条款，包括对商品实施统一监管，而这一条英国可能不愿接受。这也意味着英国可能需要和欧盟协商延长过渡期，尽管英国也可能采取无协议脱欧这一对经济前景带来破坏性后果的行动。

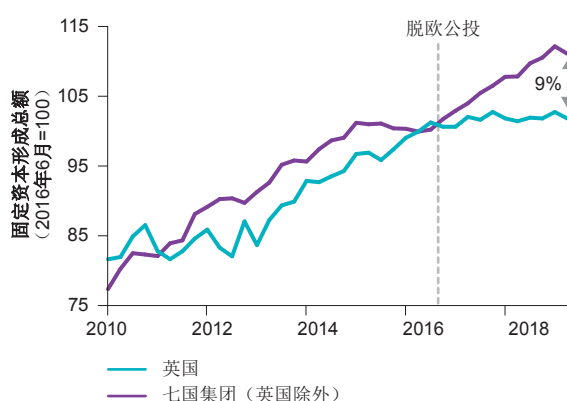
基于这些假设，我们预测英国2020年的经济增长率为1.2%。一方面，我们认为《脱欧协议法案》的通过将有助于缓解各种不确定性，为经济增长提供适度的短期推动力。此外，我们预计英国政府还将出台额外的财政刺激方案，约贡献总体GDP的0.5%。另一方面，英国与欧盟未来的贸易关系仍不明朗，这可能会继续拖累英国国内的经济活动。同时，英国在欧洲、亚洲和北美洲的贸易伙伴的增长预计也将相对疲软，从而导致英国的出口需求下降，也将形成进一步的不利因素。在此环境下，预计英国的失业率将保持在4%左右的相对稳定水平，同时工资压力趋缓。这意味着通胀

压力将得到控制，英国央行英格兰银行将保持利率2020年全年不变。

我们看法的主要风险在于全球经济疲软以及英国脱欧延期的不确定性持续拖累英国经济增长。自2016年脱欧公投以来，英国商业投资已经落后于七国集团（G7）其它经济体总共9%（参见图I-18）。英格兰银行自己的评估结果显示，英国脱欧导致的不确定性长期上升，迄今可能已经使英国的生产率下降了2%-5%¹⁰。2020年持续加剧的不确定性很可能还会降低经济增长速度，增加降息的可能性。

图 I-18

自2016年脱欧公投以来，英国商业投资一直停滞不前



注：除英国外的其它七国集团成员国包括加拿大、法国、德国、意大利、日本和美国。数据通过购买力平价对名义GDP进行加权计算所得，并将2016年6月重设为100的基准。数据截至2019年11月6日。

资料来源：Vanguard集团基于彭博和国家统计局的数据得出的计算结果。

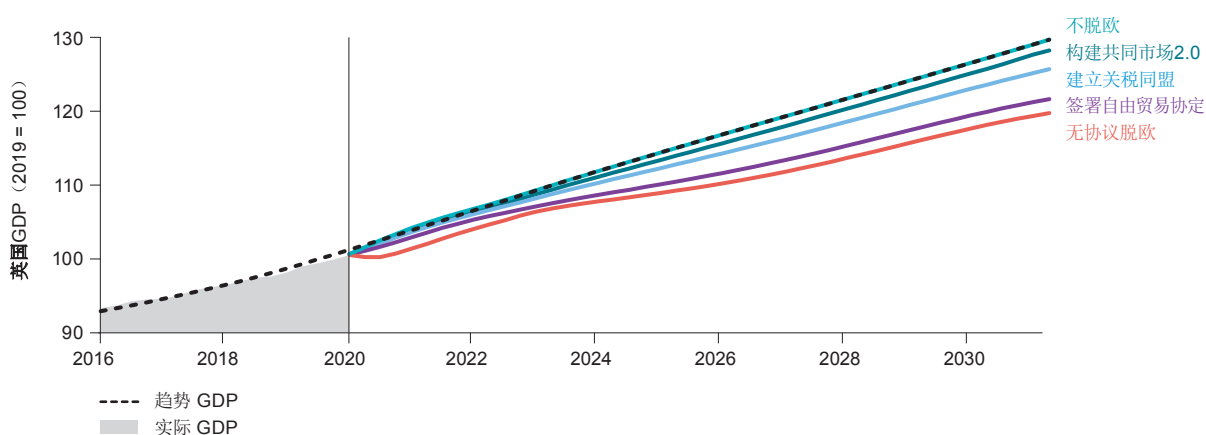
10 参阅彭博等，2019年《The Impact of Brexit on UK Firms》、英国央行工作人员第818号工作报告。

根据我们自有模型对2020年以后的经济展望结果，如果英国无协议脱欧，那么预计英国2030年的经济规模将比假设从未发生脱欧的情况缩减8%左右。（参见图I-19）¹¹ 如果英国与欧盟达成加拿大式的自由贸易协定，那么该数字大约为7%；如果达成关税同盟协议，该数字则下降

至3%；如果共同市场2.0提议通过，该数字将下降至1%。最后，基于我们对英国撤销脱欧决定的假设，英国GDP将恢复至全民公投前水平，那么英国经济规模将不会发生变化。

图 I-19

脱欧对英国经济的预估影响



注：图为脱欧对英国GDP长期和短期影响的预估值。长期增长预估值用于测算GDP的趋势水平，而各情形下GDP水平与趋势水平的差异体现（根据短期预估值测算）覆于趋势水平曲线之上。

资料来源：Vanguard集团基于彭博、Macrobond和国家统计局的数据得出的计算结果。

11 参阅2019年Vanguard集团研究报告*It's Not EU, It's Me: Estimating the Impact of Brexit on the U.K. Economy*。

中国：不会出现硬着陆，不确定性限制经济刺激效果

2019 年，中国经济面临多方面威胁，中美两国间贸易长期紧张局势已造成显而易见的经济后果，加之一系列经济刺激措施仍难以提振民营企业的活力。尽管政策制定者已经将关注重心适度转向短期经济维稳，但全球经济放缓以及对中美持续紧张关系的预期使中国经济处于政策长期高度不确定的环境中。这些因素对中国近期和中期增长前景构成了巨大阻力。

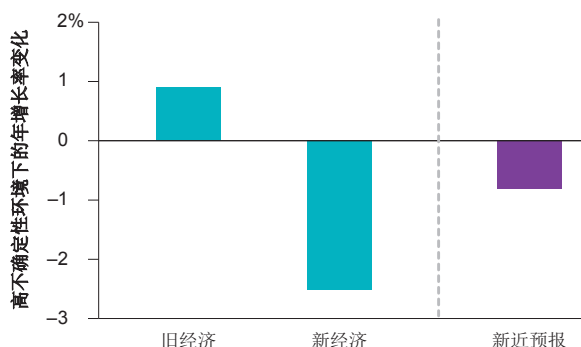
我们预计，这种不确定性将使中国的短期增长下降 0.8%，这种影响尤其在民营企业行业涵盖了国内消费产业、高新制造业和服务业的新经济中最为明显（参见图 I-20）。

在经济持续的结构性减速背景下，考虑到这种不确定性的影响，我们将中国 2020 年的增长预期下调至 5.8%。较中国过去三年 6% 的高增长率有明显下降，且与 2019 年 6% 的增长预期相比，呈现出经济的持续放缓趋势。从积极层面看，预计政策制定者将继续实施针对性刺激措施，加之全球中央银行的鸽派转折，中国经济硬着陆或增速低于 5% 的可能性相对较低（概率约为 10%）（参见图 I-21）。

中国政府将继续致力于维持稳定增长，但出于对中期金融稳定风险的担忧，这些措施将保持在适度水平，不似以往宽松周期，从而减少 2020 年全球经济增长前景的不利因素（参见图 I-22）。

图 I-20

不确定性显著拖累新经济



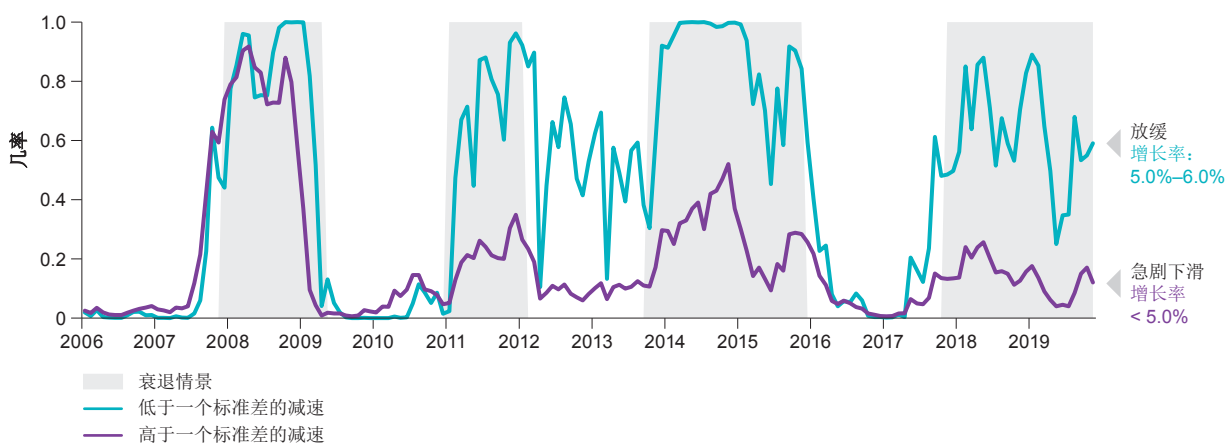
注：Vanguard集团的预报指数旨在通过动态因子方法实时监测中国的经济增长，衡量经济和金融市场指标，探究因素之间的相互作用。预报指数包括两种不同的经济。旧经济以国有企业、纺织、煤炭、钢铁、混凝土等低端和重型制造业、以及房地产为基础，而消费驱动型新经济以民营企业为主导，以国内消费业、高技术制造业和服务业为基础。

资料来源：Vanguard集团基于彭博、CEIC、汤森路透Datastream和中国国家统计局的数据得出的计算结果。

政策制定者将合理避免可能导致房地产泡沫蔓延的大规模刺激措施，而把关注点更多地放在增加基础设施建设支出上；同时，鉴于 2016-2017 年中国开始严厉打击影子银行，民营企业由此一直面临着巨大的融资压力，预计政府重心还将落在推出专门针对中小型民营企业的货币宽松政策方面。

图 I-21

中国经济可能会进一步减速，但急剧下滑的几率很低

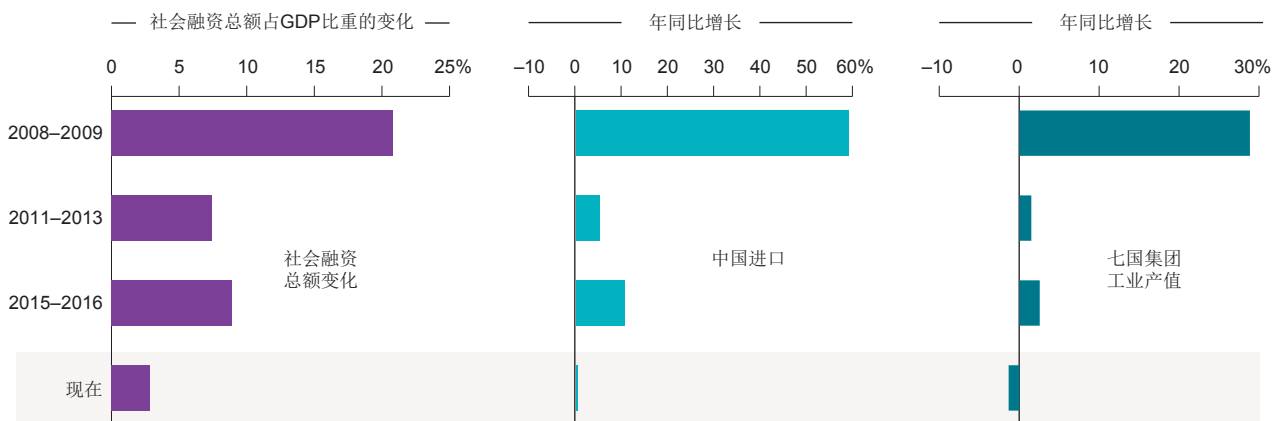


注：隐含概率由Probit回归模型导出。该模型使用了Vanguard集团先行经济指标（VLEI）来衡量中国和其他金融市场变量，模型使用2000年1月至2019年9月的月度数据。1个标准偏差的减速被定义为偏离趋势产出水平的减速。

资料来源：Vanguard集团使用彭博和汤森路透Datastream的数据得出的计算结果。

图 I-22

中国有望刺激全球经济发展，但不会形成通货膨胀



注：社会融资总额是金融系统向实体经济（国内非金融企业和居民户）提供的融资金额。

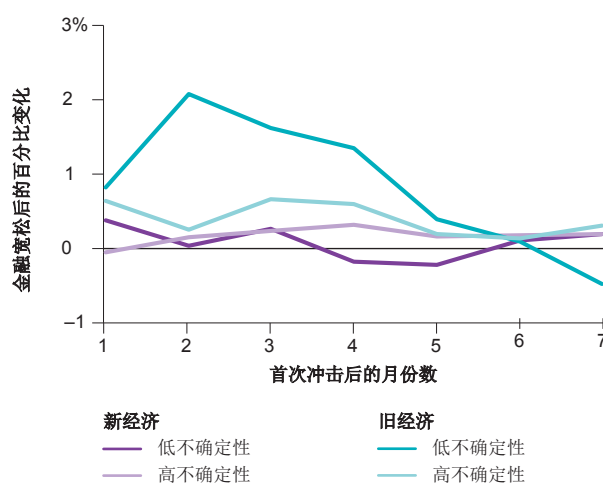
资料来源：Vanguard集团使用彭博和汤森路透Datastream的数据得出的计算结果。

上述政府举措在稳定经济增长方面的效果如何，仍有待检验。从历史数据看，新经济对刺激措施的反应较弱，旧经济对刺激措施的反应则更为强烈。但在不确定性高企的新时期，旧经济对刺激措施的反应很可能也会减弱（参见图 I-23）。在此情况下，政策制定者可能不得不加大力度，提升政策对实体经济的传导效果，类似近期的中国贷款利率机制改革举措。

中国经济中期前景的关键要素，在于中国推动国内结构性改革的同时，应对更复杂、更恶劣的全球政治环境的能力。如图1-24所示，贸易关系、政治和治理方面的制度变化，使中国向发达经济体的过渡变得复杂起来。外部不确定性升高可能会诱使中国政策制定者采取缓兵之计，追求短期的金融稳定，但如此将不利于长期的金融稳定和结构性改革，增加中国未来陷入“日本式经济停滞”或“新兴市场式不稳定”情形的风险。在这种情况下，生产率增速下滑和投资资本减少最终会导致更加低迷的经济增长环境。

图 I-23

刺激措施在高度不确定性环境中很难发挥效果

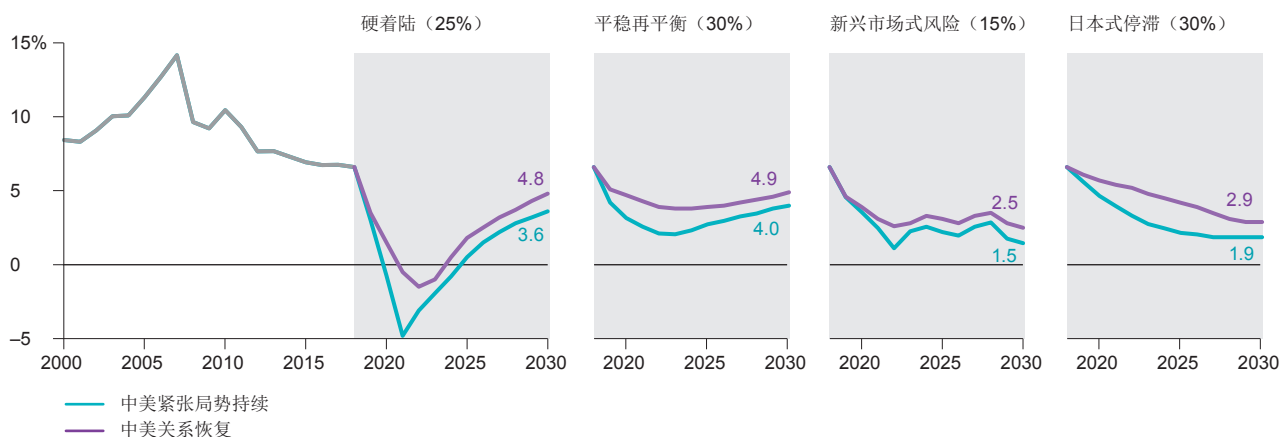


注：曲线代表新旧经济在高不确定性和低不确定性环境中对刺激措施的反应情况。金融宽松被定义为一个金融环境发生1个标准差的宽松。

资料来源：Vanguard集团基于汤森路透Datastream、CEIC和彭博的数据得出的计算结果。

图 I-24

中国的中期前景因外部紧张局势而变得复杂



注：如图显示了各情景下GDP同比增长情况。场景发生的可能性百分比基于Vanguard集团的估计值。

资料来源：Vanguard集团基于国际货币基金组织、世界银行和CEIC的数据得出的计算结果。

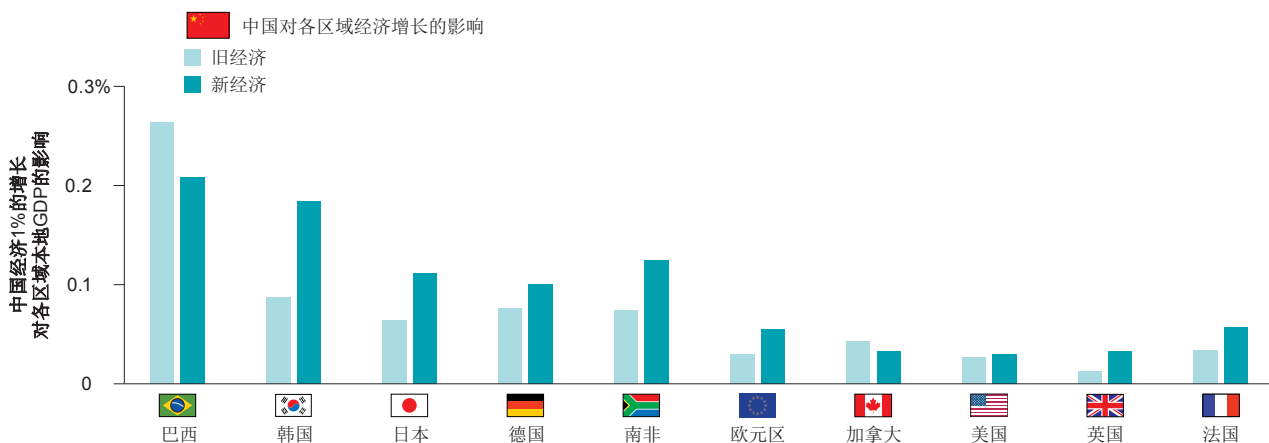
另一方面，我们认为当下中美紧张关系是一把双刃剑。迫于外部压力，中国政府或将重启改革议程，促进生产率的提高。这样一来，中国经济实现平稳再平衡或硬着陆的可能性将会增加。而鉴于中国宏观经济政策有足够的缓冲作用，且产能过剩问题的解决也已经取得新进展，我们认为中国经济迈向平稳再平衡的可能性更高。

显然，在不确定性日益加剧的环境下，中国政府必须努力寻求中国经济、金融和社会稳定之间的平衡。

随着中国与全球经济的融合程度越来越高，中国国内经济增长状况将更有可能向其他经济体溢出。考虑到世界各国对中国民营企业所涉猎的行业敏感度日益攀升，中国提振民营企业的信心和推动新经济发展的举措将对全球经济增长产生积极影响（参见图I-25）。就长期而言，我们对中国经济前景持乐观态度，但经济是多重复杂且根深蒂固的因素共同作用的结果，只有随着时间推移，发展脉络才能更加清晰。因此，我们有必要持续密切关注中国经济、金融、政策、社会和政治发展。

图 I-25

中国的新经济发展对许多发达国家都具有重要意义



注：中国新、旧经济增长动力对各区域经济增长的影响是基于向量自回归模型的测算结果。样本区间为2006年至2018年。

资料来源：Vanguard集团基于汤森路透Datastream、CEIC和彭博的数据得出的计算结果。

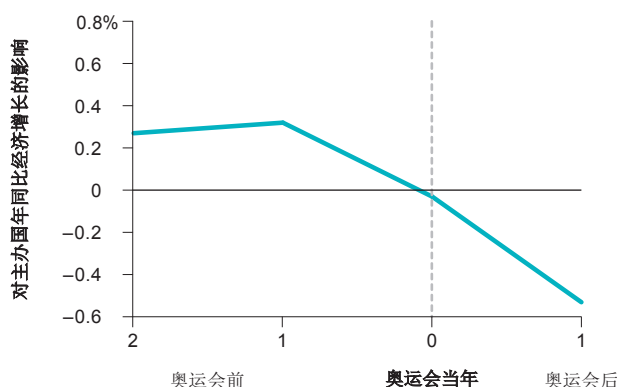
日本：日本央行陷入困境

日本已经告别上一轮2017年的紧缩周期，目前正处于随2019年7月美联储开启的宽松周期的后期。尽管各经济和金融因素一直支撑日本央行保持稳定的货币政策，但是，2020年潜在的全球经济增长恐慌以及日本国内风险因素的增加可能会施压于宽松政策。受日本10月份上调增值税的影响，消费有所放缓，因此我们预计日本2019年第四季度的GDP将出现小幅下跌。不过，流向社会项目的额外资金可缓解下行风险。纵观过往，奥运会前的投资和消费支出曾给作为东道主的发达经济体带来了25个基点的刺激效果（参见图I-26），但是这种刺激效果等到2020年东京夏季奥运会举办时就将消退，这也是我们预计日本GDP平均增速将放缓至0.6%的原因之一。

今年10月美日达成的贸易协定巩固了两国贸易关系，但中美贸易不确定性以及中国经济增长放缓仍会对日本企业造成重大影响（参见图I-25）。截至2019年5月，在华运营的日本企业超过13,000家¹²，因此日本的中期经济前景也因中美持续紧张关系的预期而蒙上阴影。近期，日经对1,000家在华日企的调查显示，仅有10%的调查对象对中美贸易冲突在三年内得到解决持乐观态度¹³。

图 I-26

2020年东京奥运会带来的利好将逐渐消退



注：曲线表示，发达国家在举办奥运会的前两年、当年和一年后相对于其潜在GDP的GDP增长影响。控制变量选取全球增长来弱化全球商业周期的影响作用。

资料来源：Vanguard集团基于世界银行的数据得出的计算结果。

我们的经济衰退可能性指标已经呈现出种种下行迹象，基于这些指标，我们估算了出现日本内阁府定义的“真正衰退”和偏离趋势2个标准偏差的“急剧下滑”的概率（参见图I-27）。

¹² 请参阅 *China Appeal Fading for Japanese Companies*

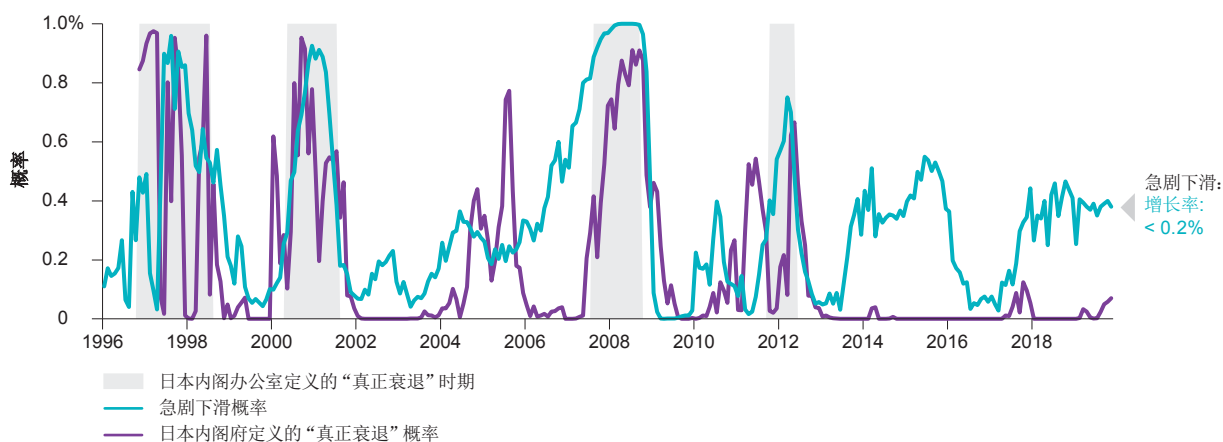
www.nippon.com/en/japan-data/h00483/china-appeal-fading-for-japanese-companies.html。

¹³ 请参阅 *Quarter of Japanese Companies Ready to Reduce China Footprint*

<https://asia.nikkei.com/Economy/Trade-war/Quarter-of-Japanese-companies-ready-to-reduce-China-footprint>。

图 I-27

日本经济真正衰退的可能性不大，但急剧下滑的风险正在增加



注： 隐含概率由 Probit 回归模型导出。该模型使用了 Vanguard 集团先行经济指标（VLEI）来衡量日本和其他金融市场变量，模型使用 1990 年 1 月至 2019 年 7 月的月度数据。急剧下滑被定义为偏离趋势 2 个标准偏差的减速。

资料来源： Vanguard 集团使用彭博和汤森路透 Datastream 的数据得出的计算结果。

虽然日本经济陷入“真正衰退”的可能性不大，但由于企业和消费者信心的下降进一步削弱了国内增长势头，日本经济出现“急剧下滑”的可能性很大。除了依然疲弱的通货膨胀（参见图 I-28）外，经济下行风险的增加可能会促使政策制定者出台更多经济支持性措施。

我们发现，日本央行目前似乎缺乏可行工具，能够助其在有效实现增长和通胀目标的同时，避免对金融体系造成负面影响（参见图 I-29）。

对于日本央行来说，目前最可行的措施是降低利率和加大资产购买力度，但是这些措施将不可避免地引发人们对其一系列副作用的担忧，比如会削弱金融体系盈利能力和市场流动性等。此外，鉴于日本央行过去五年多的定量和定性宽松政策也没能将通胀率提振至 1%，仅靠进一步的货币宽松政策能否达到预期的效果也值得怀疑。显然，日本货币政策效果几乎已经到顶。

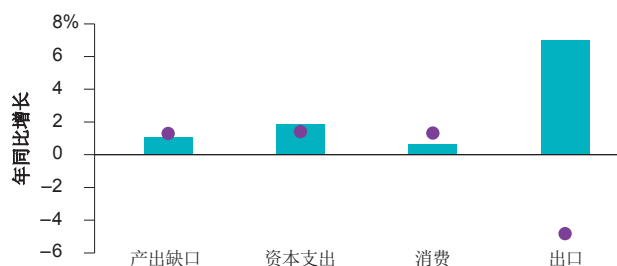
财政方面，安倍政府近期宣布的综合政策刺激方案给公众带了一些希望，看似货币政策孤岛时代或将终结。然后，细品这些措施就会发现，财政支出的“真实水位”比表面数字要低得多，且建筑行业严重的供应侧局限性也很可能限制短期经济的提振效果。

因此尽管这些财政激励措施可能可以缓解日本央行需要即刻采取具体行动的压力，但我们认为，日本央行2020年仍将选择持续宽松，以消除对经济急速下滑的担忧。

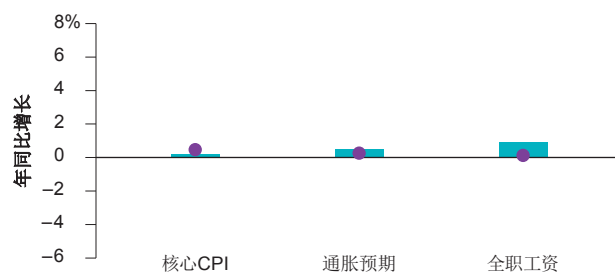
图 I-28

日本央行亟需平衡多方因素

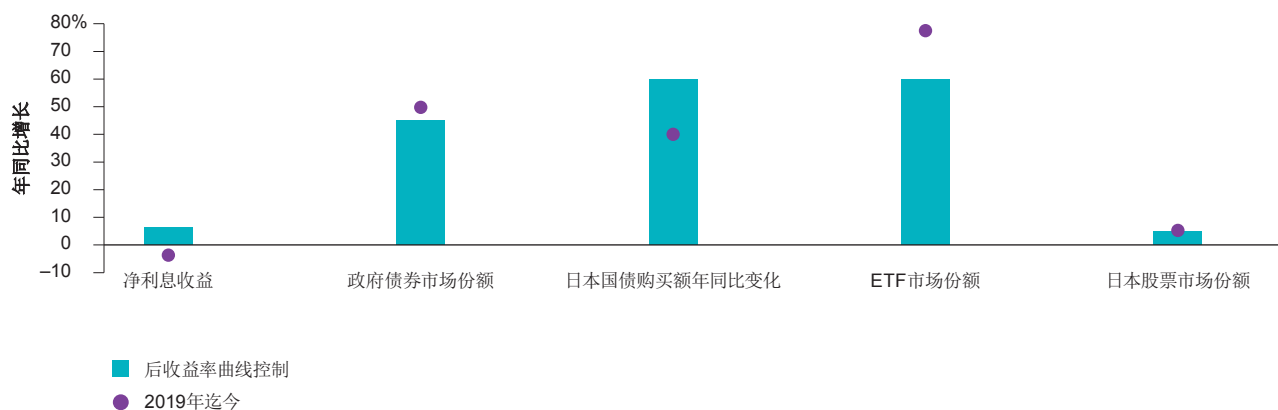
增长稳定性



通胀稳定性



金融稳定性



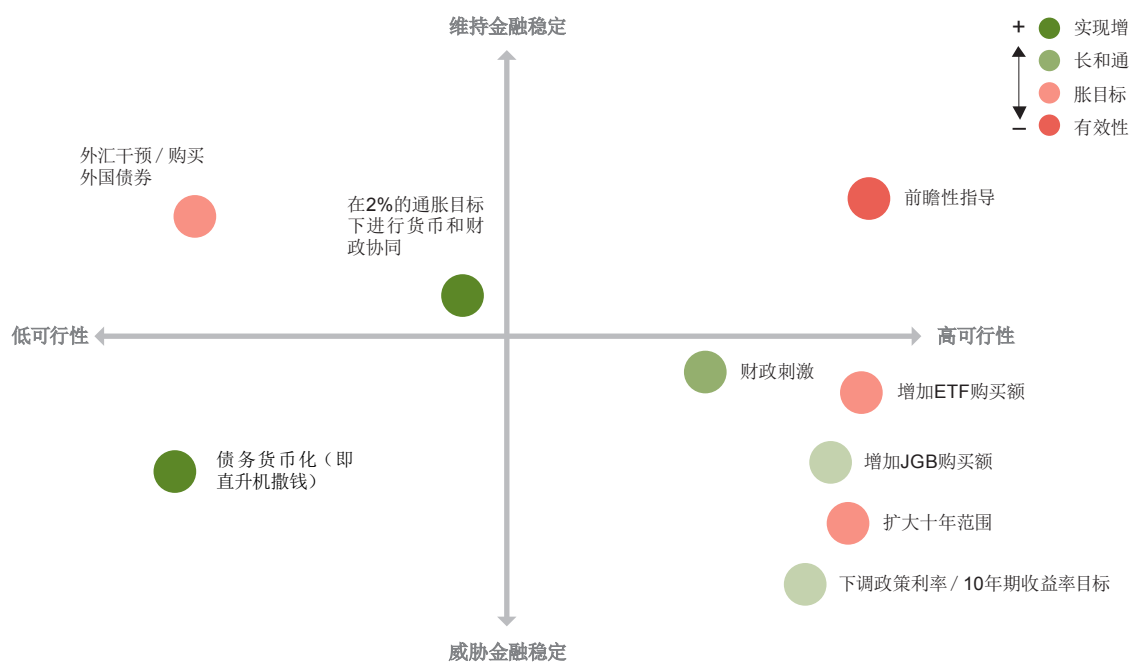
资料来源：Vanguard集团使用汤森路透Datastream数据得出的计算结果。

放眼长期，日本经济增速将继续保持在1%以下区间，远低于七国集团其他经济体的增长预期。但这种差异可能不会持续太久，因为发达国家同样面临着已经困扰日本几十年的结构性问题：人口结构、日益加剧的不平等问题、通胀疲弱和财政空间紧缩等。

安倍经济学在必要的结构性改革（增值税、公司治理和劳动力市场平等方面）已逐步取得进展，但考虑到人们对移民改革兴趣不足，人口结构方面的挑战不太可能发生实质性变化。

图 I-29

日本进一步实施有效货币宽松政策的空间有限



资料来源：Vanguard集团。

新兴市场：随着全球贸易放缓，不利因素增多

到2020年，新兴市场的总体经济增速预计为4.6%，但地区之间以及地区内部差异巨大。拉丁美洲地区的增长预期为1.8%；欧洲新兴市场预计将以2.5%的速度缓慢增长；亚洲新兴市场的预测虽然略有下调，但依然强劲，平均增速为6%（参见图I-30）。总体而言，新兴市场的通胀压力较为温和，大多数国家的通胀率达到或低于目标水平。

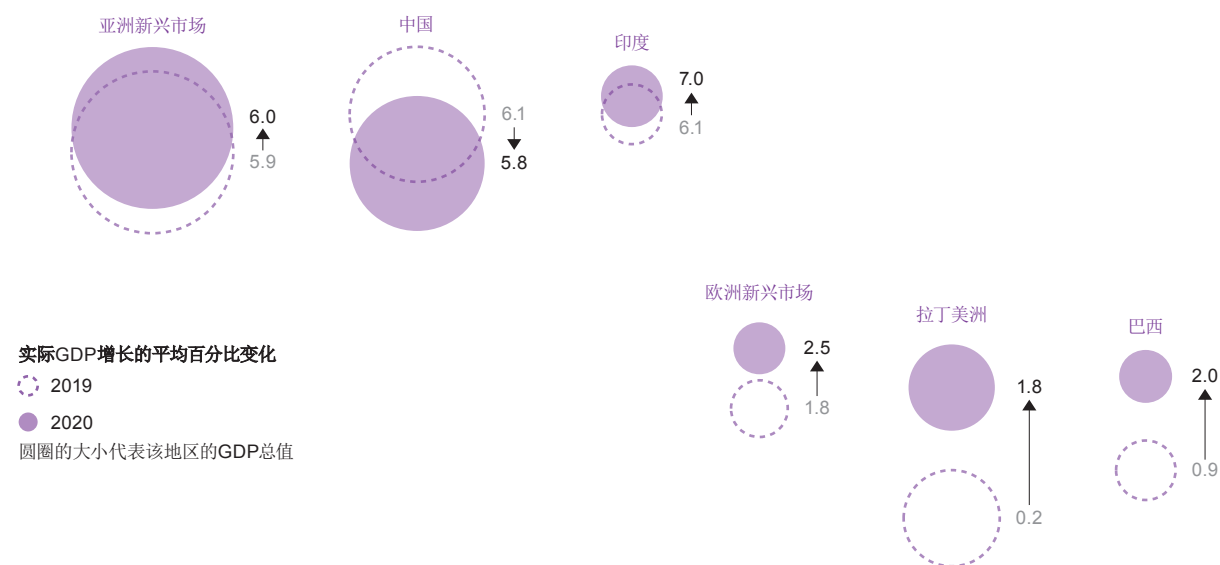
当前新兴市场增长速度放缓，部分来自中国经济增长放缓，美联储2018年出台的紧缩政策，以及全球贸易下滑带来的一系列溢出效应。全球贸易量的减少主要源于中美贸易争端和墨西哥贸易协定带来的种种不确定性。这种不

确定性的加剧导致了新兴市场制造业的下滑（参见图1-31）。总体来看，从2018年4月到2019年9月，采购经理人指数（PMIs）下降了3.3%，各地区的工业产值也出现了类似的下降。

此外，民粹主义和地缘政治风险也给新兴市场带来了挑战。大多数新兴市场国家已经转而采用扩张性财政和货币政策，来应对放缓的消费者需求（参见图I-32）。发达国家货币政策已转向鸽派，以期阻止全球财务状况进一步收紧，进而刺激消费者需求。自金融危机以来，新兴市场的企业杠杆率有所上升，以非本币计价的企业债券发行量走高。因此，美元发生任一方向的突然波动都可能严重损害这些企业的资产负债表。

图 I-30

新兴市场增长率预计将企稳



注：地区增长预测包括该区域内国家的预测值。有关每个地区预测中包含的国家的完整名单，请参阅IMF《世界经济展望》（<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/02/weodata/groups.htm>）。

资料来源：国际货币基金组织。

图 I-31

自2017年末以来，工业产值增长已有所放缓

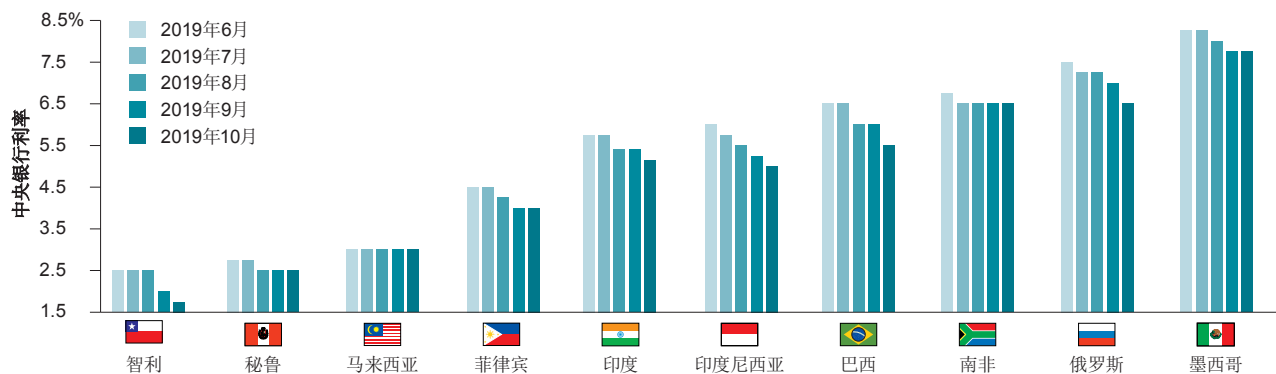


注：地区工业生产指数是各国工业生产指数按GDP加权的总和。亚洲新兴市场国家包括印度、印度尼西亚、马来西亚和菲律宾。拉丁美洲新兴市场国家包括巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁。欧洲和南非的新兴市场国家包括波兰、土耳其、匈牙利和南非。

资料来源：Vanguard集团基于穆迪Data Buffet和汤森路透Datastream数据得出的计算结果。

图 I-32

新兴市场国家已转而采用扩张性货币政策



资料来源：穆迪数据库和汤森路透Datastream。

二、全球资本市场前景

全球增长放缓，加之持续的地缘政治不确定性，共同造成了2020年及其后各市场脆弱的经济大环境。虽然更加有利的估值略微改善了未来十年股票前景，但是股票及其他高风险资产发生大幅减持的可能性依然很高。而固定收益资产回报率最乐观预计也是处于低位，而考虑到政策利率下降、长期债券收益率大幅削减以及全球信用利差收窄等因素，我们的预期更加保守。尽管如此，我们历经时间考验的投资组合构建原则预计依然有效，优质债券在投资组合中仍具备降低风险和增加多元化的特性。

更为重要的是，目前投资组合每单位风险预期回报的市场有效边界仍在低位徘徊。常见的以资产回报为核心的投资组合在寻求更高回报率或收益率的过程中，也难逃低回报因素的魔爪。此外，相对平缓的有效边界意味着承担边际股票风险带来的投资组合预期回报率增加，并不及以往的风险补偿。

全球股票市场：高风险，低回报

尽管面临不确定性加剧和全球经济一同放缓，各股票市场的表现依然出奇强劲：年初至今（截至2019年9月底），全球股票以美元计的回报率超16%，以日元计则超15%。不过，对此投资者应保持谨慎，切忌将当前收益作为未来回报的依据。事实上，如果计入2018年第四季度的下跌，则在截至2019年9月30日的13个月内，全球股票市场以美元计的年化回报率仅为3.8%，而以日元计的则仅为-3.0%。而同一时期，全球综合债券以美元计的年化回报率为8%左右，而以日元计为6%左右。相比之下，股票市场的表现着实不佳。

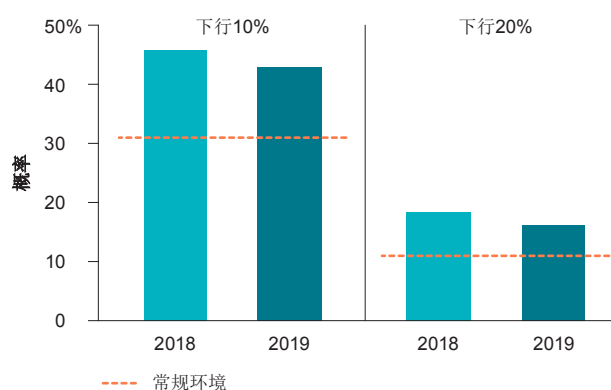
考虑到全球经济增长、通胀和利率预计将持续走低，我们对未来十年全球股票市场的前景仍然保持谨慎，以美元计的回报率预计在4.5%到6.5%区间，以日元计的回报率预计在3.0%到5.0%区间。这与去年的前景展望相差不大，显著差于后金融危机年份的表现。美国股市的预期回报率仍然低于美国以外的其他股票市场，凸显了当前环境下采用全球股市投资策略的好处。

下行风险和波动率可能维持高位

股市在经历2018年大跌后，出现了强劲的复苏势头，这也是当前估值仅略低于去年同期的原因。虽然近期股票价格的回撤在一定程度上降低了股市未来三年发生暴跌（跌幅大于20%）的风险，具体参见图II-1所示概率，但美国和新兴市场的估值仍位于我们公允价值预估区间高位，这意味着目前下行风险相对高于更加常规的市场环境。

图 II-1

股票市场回调概率仍然较高



注：概率对应以美元计的VCMM模拟中全球股市在未来三年下跌的百分比。

资料来源：Vanguard集团。

Vanguard集团独到的预测方法

Vanguard集团始终认为，从概率框架出发可以更准确预测市场未来走势。我们今年报告的主要目的，在于探寻长期预期收益的分布情况，阐释潜在收益范围和概率的合理性，以期助力于投资者战略性资产配置决策的制定。本报告主要站在持有美元计价的投资组合的投资者角度，并辅之以日元和人民币为主导的投资者视角，就全球经济及市场进行了展望。

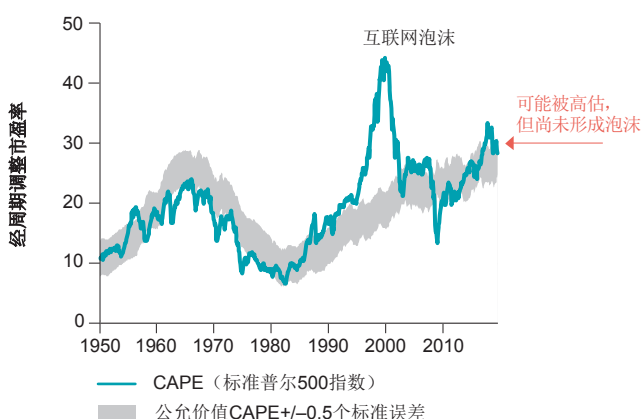
图II-2a展现了罗伯特·席勒教授（Robert Shiller）提出的标准普尔500指数的经周期调整市盈率（CAPE）与我们的公允价值模型计算结果的对比。Vanguard集团的公允价值CAPE纳入当前的利率和通胀水平因子，提供了一个更为实用的时变基准，该基准考量了经济和金融市场状况的变化，可直接同传统的CAPE比较，替代常见的历史均值基准比较方法。因此，由低通胀和低利率所致，目前CAPE已接近历史高位，但与其公允价值相比，并未被过分高估，因此我们不认为会出现与20世纪90年代后期及本世纪初的互联网泡沫类似状况¹⁴。尽管如此，相比我们估算的公允价值，美国股市的估值仍然偏高。

我们将这一公允价值概念延展运用到其他地区时发现，美国以外发达国家市场经较低利率和较低通胀调整后的估值呈现出合理水平。而新兴市场方面，即便通过投资者要求的高风险和高盈利回报率调整后，估值仍然略高。尤其中国股市，在经历年初至今最强劲的反弹之后，估值仍然位于公允价值的上部区间，我们认为还有进一步收缩的空间（参见图II-2b）。

图 II-2

全球股票估值差异

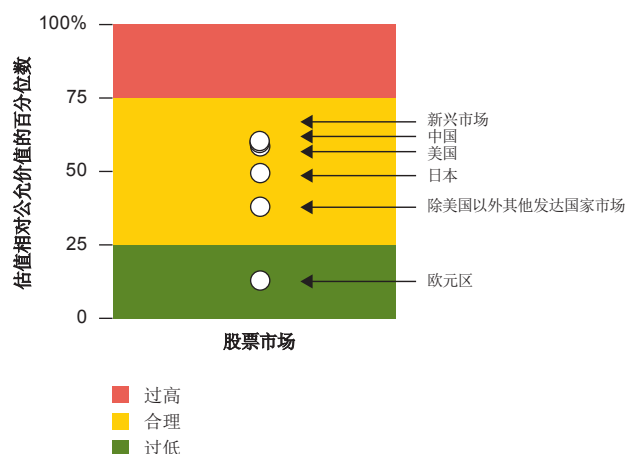
a. 美国标准普尔500指数CAPE临近高估边界



注：公允价值CAPE是基于通胀预期及低利率调整CAPE度量值的数据模型。该模型为涉及三个变量的向量误差修正（VEC）模型，变量包括股票收益率、10年期跟踪通胀及10年期美国国债收益（估算期间为1940年1月至2019年9月）。更多详情，参见Davis等人，2018年。

资料来源：Vanguard集团基于罗伯特·席勒教授网站（aida.wss.yale.edu/~shiller/data.htm）、美国劳工统计局、美国联邦储备局的数据得出的计算结果。

b. 新兴市场估值略高，美国以外的其他发达国家市场估值则更为合理



注：美国估值指标是当前标准普尔500指数在1940年1月至2019年9月期间的CAPE相对于公允价值CAPE的百分位数。发达市场估值指标是各地区（澳大利亚、英国、欧元区、日本和加拿大）当前CAPE相对于其自身公允价值CAPE的百分位数的加权平均值。以上地区的公允价值CAPE计算基于一个包含权益性投资收益率（MSCI指数）、十年期通胀、十年期政府债券收益率、股票波动率以及债券波动率的五变量向量误差修正（VEC）模型，估算期间为1970年1月至2019年9月。新兴市场（及中国）估值指标是新兴市场（及中国）对美国相对估值以及当前美国CAPE相对于其公允价值CAPE的百分位数的综合估值。相对估值是当前新兴市场（及中国）与美国的市盈率比率相对于其历史平均水平的比率，采用1990年1月至2019年9月的三年期平均收益衡量。

资料来源：Vanguard集团基于罗伯特·席勒教授网站（aida.wss.yale.edu/~shiller/data.htm）、美国劳工统计局、美国联邦储备委员会以及汤森路透Datastream的数据得出的计算结果。

¹⁴ 利率和通胀长期保持低位抑制了资产定价模型的贴现率，即投资者愿意为未来收益支付更高的价格，从而抬高了市盈率。如欲了解更多有关Vanguard集团公允价值CAPE模型的信息，敬请参阅2017年全球宏观问题文章As U.S. Stock Prices Rise, the Risk-Return Trade-Off Gets Tricky。

部分市场估值偏高、后周期风险、加之持续的地缘政治不确定性，这些因素可能导致明年全球金融市场波动性继续攀升。我们预计，在从扩张中期向晚期过渡的过程中，采用1990年以来的CBOE市场波动率指数衡量的股市波动性将上升47%¹⁵。

我们还发现，股票回报率的年化标准偏差，作为股票波动率的量度，与全球经济政策的不确定性水平之间呈现高度正相关。正如我们在全球经济展望章节中强调的，我们的马尔科夫转换模型表明，目前全球经济正处于不确定性高企的大环境中，而不确定性的加剧往往伴随着或通常会导致波动率的上升。在后周期变化与高度不确定性的共同作用下，2020年及以后投资者可能需要习惯充斥着更多噪音的市场（参见图II-3）。

全球股票市场展望及国内风险的多样化

鉴于我们对全球经济增长放缓、通胀预期减弱、利率降低以及当前市场估值偏高等方面的预期，根据Vanguard集团资本市场模型（VCMM）预测结果，相较此前几十年以及危机后年份的发展，我们对股票市场长期回报展望仍持谨慎态度。

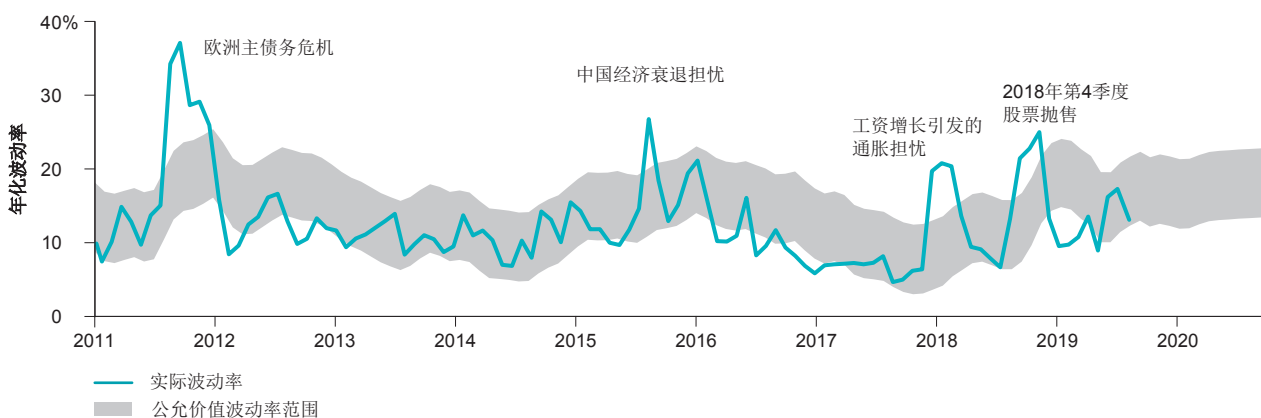
我们对美国股票未来10年的预测结果更为保守，背后一大重要考量因素是目前仍然偏高的估值。图II-4a中的分部门加总框架阐明了这一点，我们将股票回报率分解为源自股息率、估值增加/缩减和公司盈利增长三部分的回报率。虽然过去30年间估值的增加提升了股票回报率，但我们预计，随着未来10年利率逐渐升高，估值平均每年会缩减2.5%。

同时，我们预计企业盈利增长率会从每年5.8%的历史平均水平下降至5%左右。伴随着企业盈利增长的下降，我们预计未来10年美国股市回报将集中在3.5%–5.5%的温和区间。虽然这一预期相较去年的3%–5%区间有所改善，但仍远低于过去30年10.6%的年化回报率。

从美元投资者角度来看，除美国外股票市场的预期回报位于6.5%–8.5%的区间，高于美国股票市场（参见图II-4b），其主要原因如上所述——其他发达国家市场的估值相对更为合理。

图 II-3

高度不确定性机制往往伴随着股票市场波动率的加剧



注：公允价值波动率范围是基于Vanguard集团先行经济指标指数（VLEI）、财务状况指数（VFCI）和政策不确定性指数作为解释变量的OLS回归模型得出的估算结果。波动率用标准普尔500指数30天滚动年化日回报率的标准差衡量。2020年波动率的预测范围是基于Vanguard集团的经济预测值。

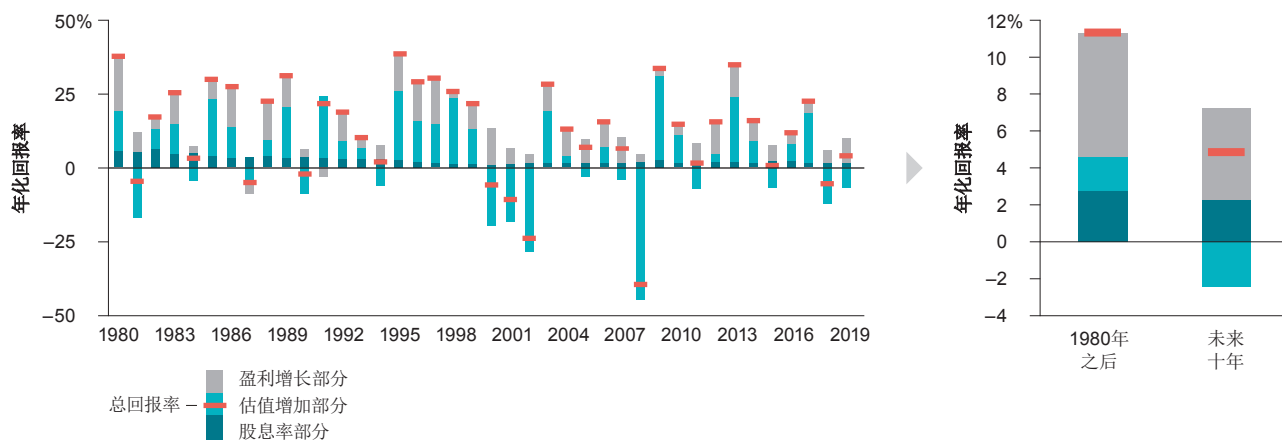
资料来源：Vanguard集团基于汤森路透DataStream和policyuncertainty.com.网站相关数据得出的计算结果。

15 如欲了解更多细节，请参阅2019年Vanguard集团全球宏观问题文章As the Cycle Turns: Late-Cycle Macro Risks and Asset Allocation。

图 II-4

股市前景黯淡

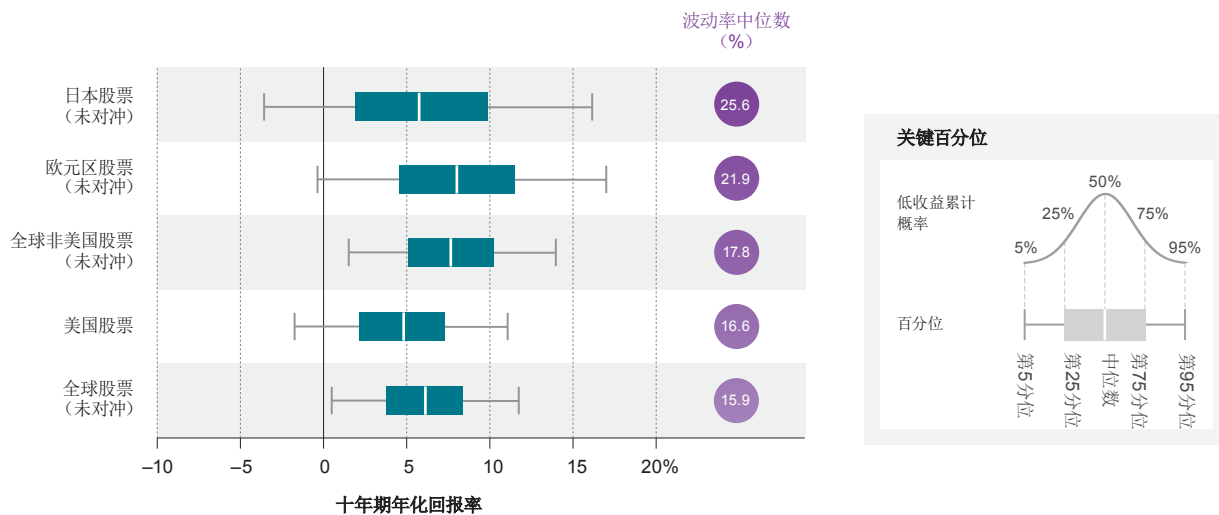
a. 估值收缩和增长降速阻碍美国股市实现预期回报



注：估值增加为CAPE比率年同比百分比变化估算值。盈利增长是总回报减去股息和估值增加的部分。

数据来源：Vanguard集团基于罗伯特·席勒教授网站 (aida.wss.yale.edu/~shiller/data.htm)、美国劳工统计局、美国联邦储备局和全球金融数据得出的计算结果。前瞻性回报预估是截至2019年9月30日的VCMM预测结果。

b. 股票市场十年期回报展望（以美元计价）



注：这一预测结果对应上述资产类别截至2019年9月30日的10年期年化名义收益的1万组VCMM模拟分布（以美元计价）。波动率中位数对应资产类别年收益率标准化偏差分布的第50分位。详见附件“指数模拟”了解各资产类别的具体信息。

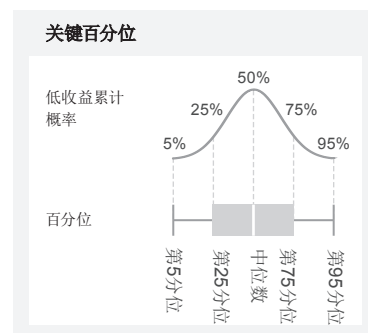
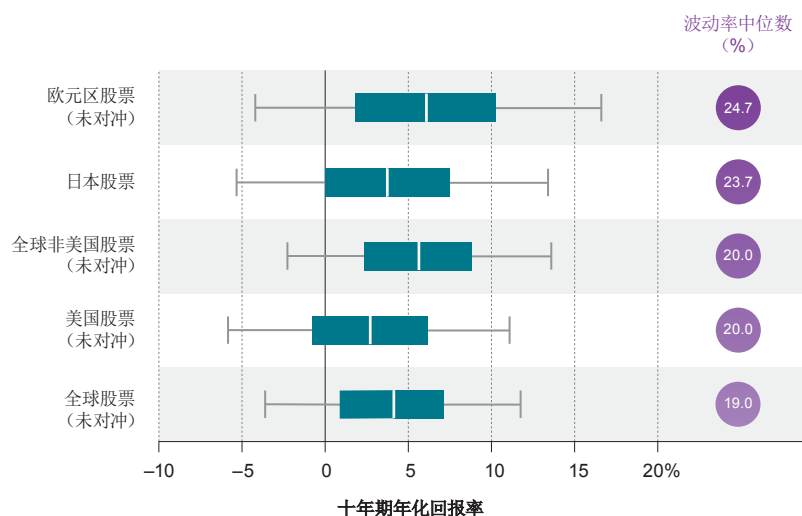
资料来源：Vanguard集团。

同时，以本币计价的日本和中国股票未来十年回报率预计将分别集中在2.5%-4.5%和7.5%-9.5%的区间（参见图II-4c和II-4d）。对于中国股民而言，比起2005年以来近11%的年化收益率，股市回报已不复从前，同时也略低于去年的预测值。

这一回报率的差距也表明，中国正向风险和增长均更低的经济体转型，预计股票估值也将自当前水平有所收缩。尽管如此，中国股票的表现预计仍优于中国以外的市场，预计中国以外市场未来十年以人民币计价的股票回报率在5.0%-7.0%的区间。

图 II-4（续）

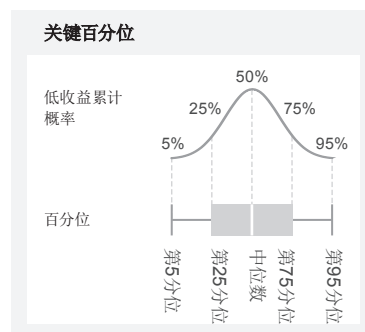
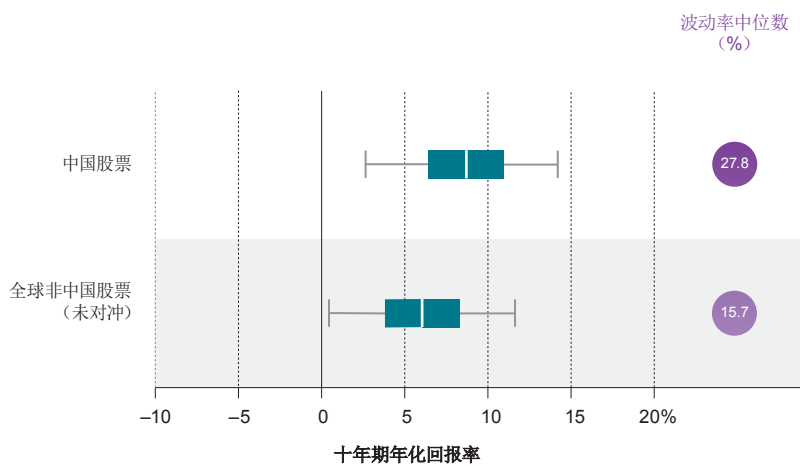
c. 股票市场十年回报展望（以日元计价）



注：这一预测结果对应上述资产类别截至2019年9月30日的10年期年化名义收益的1万组VCCM模拟分布（以日元计价）。波动率中位数对应资产类别年收益率标准化偏差分布的第50分位。详见附件“指数模拟”了解各资产类别的具体信息。

资料来源：Vanguard集团。

d. 股票市场十年回报展望（以人民币计价）



注：这一预测结果对应上述资产类别截至2019年9月30日的10年期年化名义收益的1万组VCCM模拟分布（以人民币计价）。波动率中位数对应资产类别年收益率标准化偏差分布的第50分位。详见附件“指数模拟”了解各资产类别的具体信息。

资料来源：Vanguard集团。

虽然对中国投资者而言，轻微的本土偏好看似具备了一定的合理性，但要提醒投资者的是，从资本配置目标角度看，不能仅依据回报率的预期中位数来执行战术性倾斜，也就是说，不要忽略了资产回报的总体分布及相关性，特别是鉴于我们对2020年及之后不确定性和波动性均处于高位的预期。

全球固定收益市场：尽管回报前景低迷，分散化特性依旧

2019年，全球固定收益市场情况有所改善，大多数央行调低了其对长期中性政策利率的评估结果。此外，为了应对日益恶化的增长前景，大多数央行逆转了其紧缩政策或紧缩政策预期，转而加大政策刺激力度。鉴于2020年宏观经济环境受不确定性影响将持续保持低迷态势，各大央行应继续采取有力行动。目前短期利率仍有进一步下降的

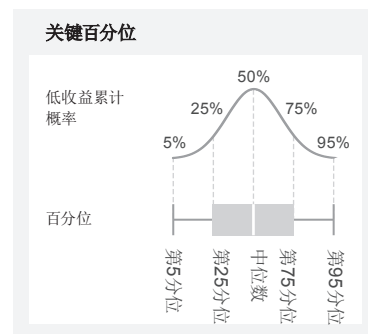
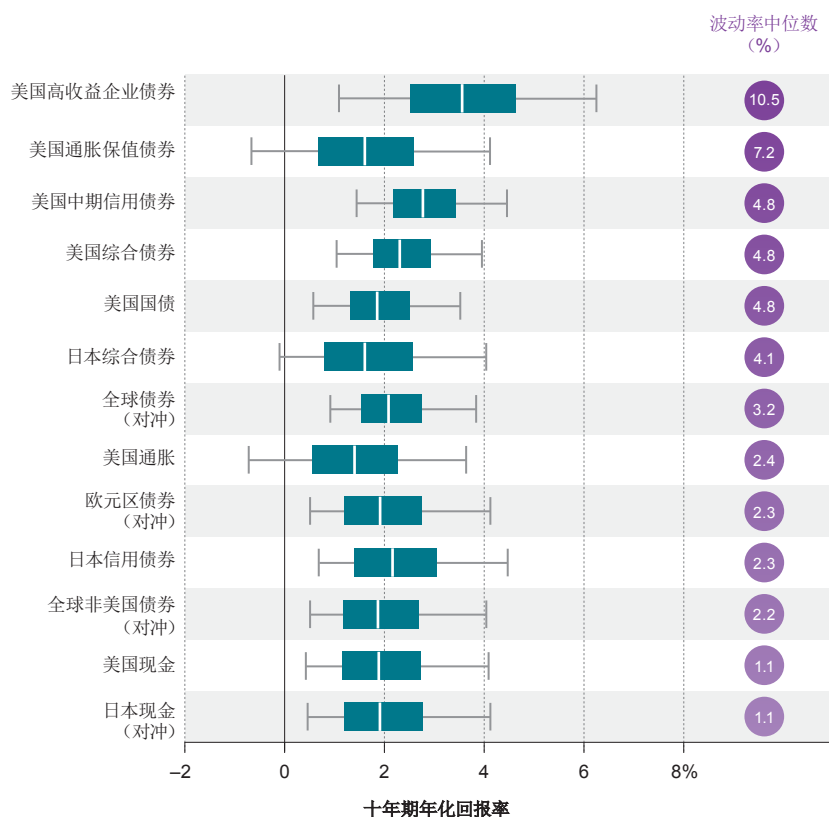
空间。而长期利率此前由于市场对经济衰退的担忧日渐消退已略微正常化，但受长期生产率增长与通胀预期等结构性因素的影响，预计将持续低于历史同期水平。

在收益率曲线普遍走低的大背景下，我们调低了未来十年全球固定收益市场的回报前景，至1.5%-2.5%（对美元投资者而言）和0%-1.0%（对日元投资者而言），如图II-5所示。非美国债券的预期回报率略低于美国债券的预期回报率，而中国债券的情况比较特殊，我们预计未来十年中国债券的高风险溢价将会为投资者带来3.5%到4.5%的回报率。同样，与股票市场类似，投资者应保持谨慎，不要单纯依据预期回报率来构建债券投资组合；而应充分利用全球对冲债券投资组合的分散化特性和风险控制作用（Philips等人，2014年）。

图 II-5

低利率水平拉低了债券预期回报率

a. 固定收益回报预期（以美元计价）

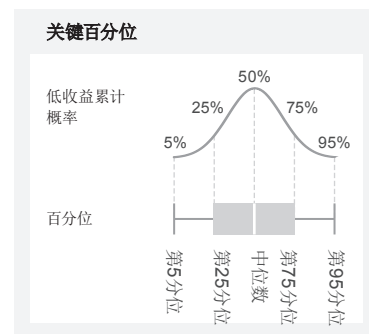
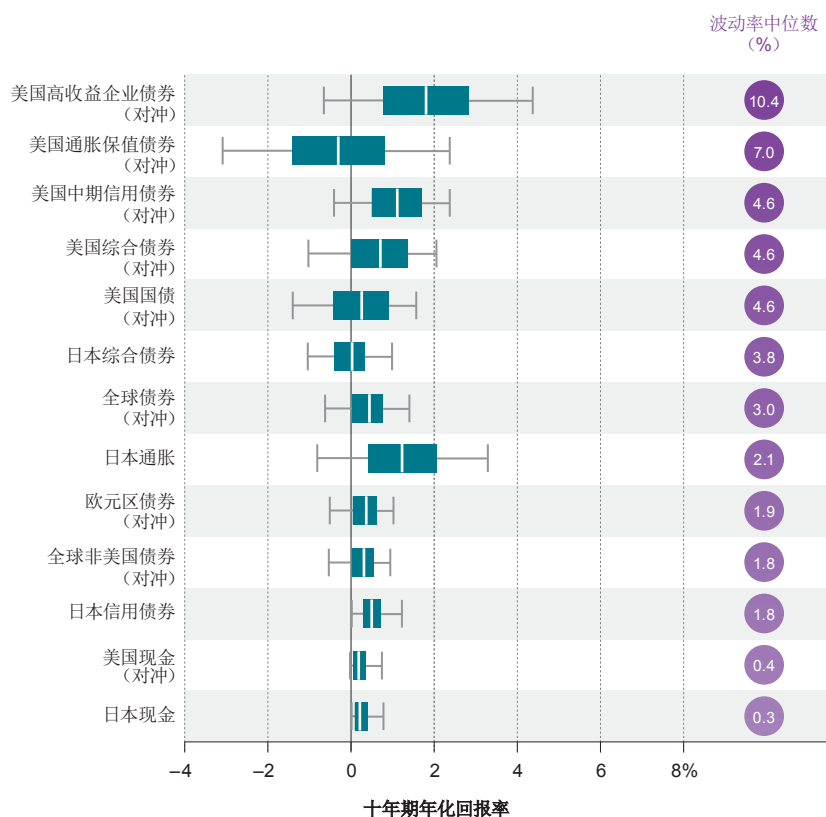


注：这一预测结果对应上述资产类别截至2019年9月30日的10年期年化名义收益的1万组VCM模型分布（以美元计价）。波动率中位数对应资产类别年收益率标准化偏差分布的第50分位。详见附件“指数模拟”了解各资产类别的具体信息。

资料来源：Vanguard集团。

图 II-5（续）

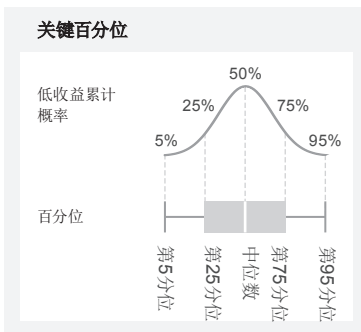
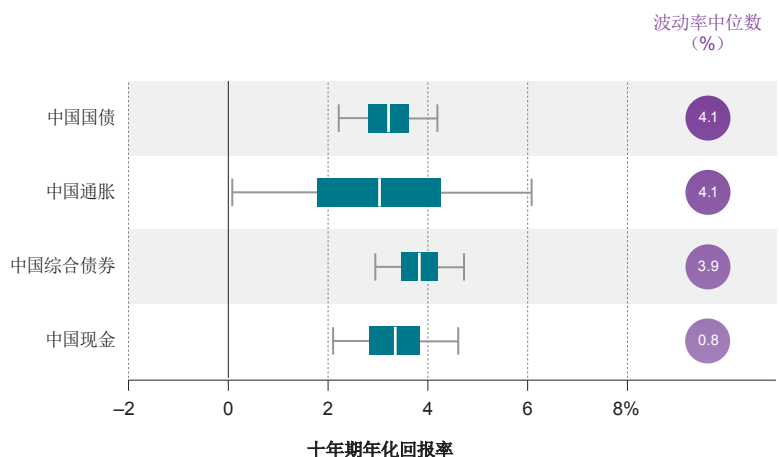
b. 固定收益回报预期（以日元计价）



注：这一预测结果对应上述资产类别截至2019年9月30日的10年期年化名义收益的1万组VCMM模拟分布（以日元计价）。波动率中位数对应资产类别年收益率标准化偏差分布的第50分位。详见附件“指数模拟”了解各资产类别的具体信息。

资料来源：Vanguard集团。

c. 固定收益回报预期（以人民币计价）



注：这一预测结果对应上述资产类别截至2019年9月30日的10年期年化名义收益的1万组VCMM模拟分布（以人民币计价）。波动率中位数对应资产类别年收益率标准化偏差分布的第50分位。详见附件“指数模拟”了解各资产类别的具体信息。

资料来源：Vanguard集团。

虽然全球固定资产的未来回报不佳，但并不代表其在投资组合中的基本作用会发生改变，我们认为，优质债券仍将在降低组合风险和维持组合稳定方面发挥关键性作用。

利率：部分市场债券久期被拉长

尽管美国的短期政策利率有所下降，但长期利率相对短期利率大幅上涨的风险依然温和。如图II-6所示，虽说是低收益环境，但美国的久期策略估值相对公允，且风险要比投资者认为的更低。鉴于收益率曲线的远端上涨空间受到增长放缓、全球避险资产需求高涨、通胀预期疲弱因素限制，预计未来十年收益率曲线的近端利率涨幅将超过其远端利率。

日本央行仍深陷利率长期低迷的泥潭，通胀预期仍受压制，且核心通胀远低于央行2%的目标。收益率曲线调控措施导致了债券实际收益率为负，即便是长期固定收益债券也是如此。这也就不难理解，为什么我们模型结果表明久期策略和日本综合债券被高估。

而过去一年，中国市场为应对金融稳定性担忧，仅对近端进行了适度宽松，但市场对增长的担忧仍给远端造成了下行压力，因而期限溢价已经有所收缩。从长期来看，随着

对增长的担忧日趋明显，中国可能会加大稳增长政策措施的力度，使收益率曲线重回陡峭。我们的公允价值模型考量了这种政策的反应函数，认为从中国固定收益市场现阶段所处的位置来看，其估值在相当程度上是被高估的。

企业债券：风险上升，回报增加

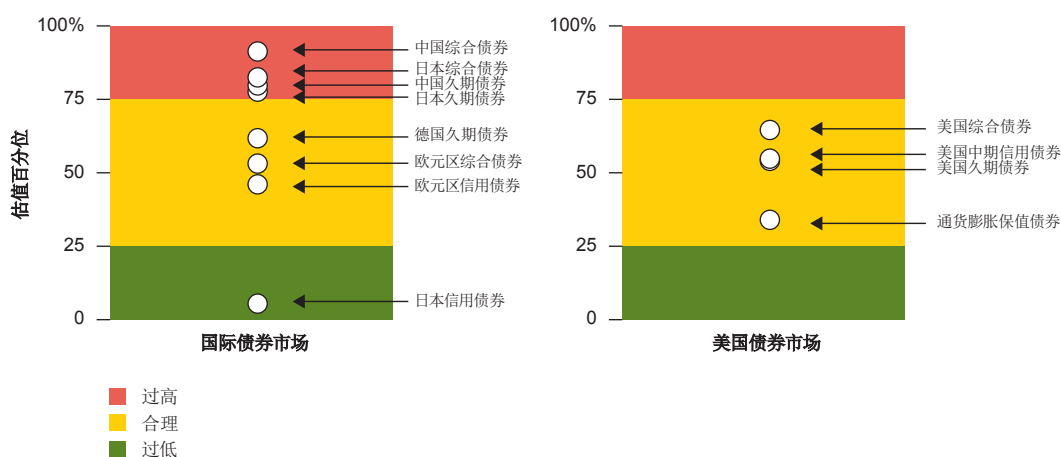
与久期风险的预期补偿一样，信用债券相关风险溢价预期的估值是公允的。国债长期利率的下降，也导致美国信用债券和日本信用债券的中心趋势略低于去年，分别位于2%-3%以及0%-1%的区间。同样，受国债收益率下降及信用利差扩大的综合作用，高收益企业债券（具体指彭博巴克莱美国高收益企业债券指数）的中心趋势也低于去年同期，处于3%-4%的区间。

通货膨胀保值债券（TIPS）：市场并不无通胀预期

基于美国通货膨胀保值债券市场的平准通胀率预期仍低于美联储2%的通胀目标，且略低于VCMM模型长期中值水平。这提升了通胀连结债券相对于名义债券的吸引力，同时，我们认为这类债券对一些通胀风险敏感的机构和投资者来说，将是对冲通胀的得力工具。

图 II-6

部分资产类别存在泡沫化估值



注：估值百分位数相对于30年期VCMM模型预测计算。所有信用债券，以及中国、欧元区和美国综合债券估值是当前利差相对于第30年的比较。日本综合债券是长期和短期日本国债收益率差价与信用利差相对于30年的加权平均值。久期估值是未来十年长期国债指数和短期国债指数之间相对于第21-30年的预期回报微分。通货膨胀保值债券估值是相对于第21-30年的未来十年年化通胀预期。

资料来源：Vanguard集团。

尤其在持续性的货币（及潜在的财政）刺激以及贸易摩擦可能会导致周期性通胀意外重现的情况下，TIPS的作用更为显著。虽然这并不属于我们的基准情形，但一旦这种风险情境有所露头，TIPS不失为一种很好的避险工具。

债券仍是多资产投资组合中的压舱石

由于经济增长和通胀长期处于极低水平，加之市场宽松货币政策热度不减，我们认为在可预见的未来固定收益回报率很难出现任何重大的回温迹象。我们建议投资者，与其将债券视为获取回报的主要投资类别，不如从缓和风险的角度来看待债券。图II-7基于VCMM十年期结果预测，选取了全球股票经1万次模拟得到的回报最差第10百分位季度预测结果的分布，与其他资产类别同时期回报结果分布。结果表明，即使全球回报率很低甚至为负，债券的分散化优势犹存。

投资组合影响：低回报轨道

过去几十年，投资者在美国史上两个最强劲的股票牛市和20世纪80年代高峰以来利率长期下降的趋势中，收获了亮丽的投资回报。图II-8a对比了全球60%股票 / 40%债券投资组合的历史和预期回报，1970年至今实现了9.4%的高额年化回报；1990年至今的年化回报则已经有所降低，为7.3%；而预计未来十年的回报将进一步下降至4%-6%。

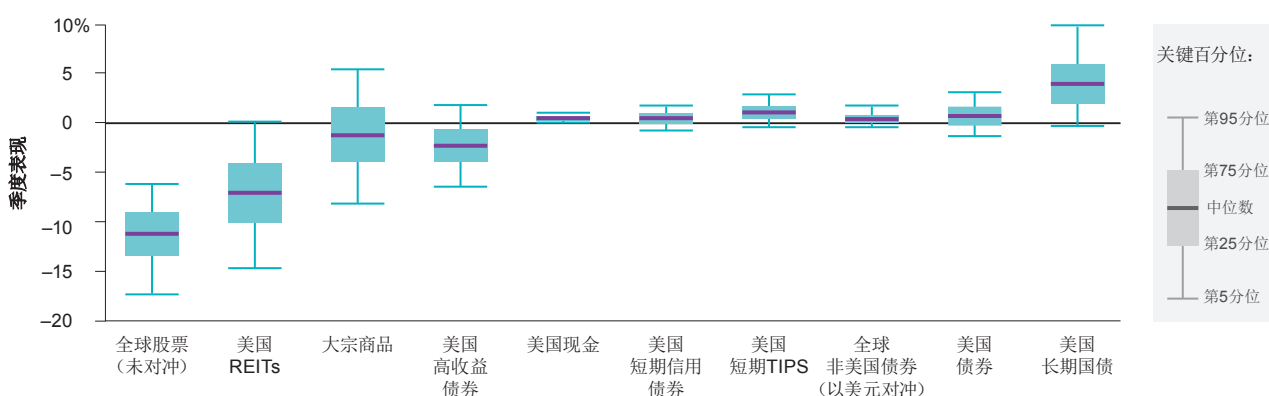
如前所述，在升高的股票估值和低迷的利率水平作用下，市场预期回报的有效边界进入了一个较低的轨道。如图II-8b所示，从平衡型投资组合的回报和波动率预期来看，有效边界同样趋于平缓（即单位风险补偿预期降低）。

中期来看，我们预计各大央行最终将重启货币政策正常化，从而抬升当前低迷的无风险利率水平。这将一定程度上提高金融资产的估值吸引力，改善回报前景。然而，回报前景仍远不及之前的几十年，尤其不及后危机年份的市场表现。基于我们对放缓的全球经济增速，低迷的通胀，以及无风险利率和企业收入和盈利增长的展望，我们预计资产回报率将在更长期间持续低于历史水平。

要提高投资组合回报，当下比较常用的策略是增持预期回报率或收益率更高的资产。常见“寻求收益率”的策略包括增持高收益企业债券。而“寻求回报率”的策略包括将投资组合向增长前景更好的新兴市场股票倾斜等。虽然一些此类策略可能会略微改善风险回报特征，但它们自身不可能躲过低回报的强大引力，也不可能将投资组合拉到历史回报率的高轨道上（参见图II-8c）。

图 II-7

优质固定收益资产预计将发挥压舱石的最大作用，缓解全球股票市场的颓势



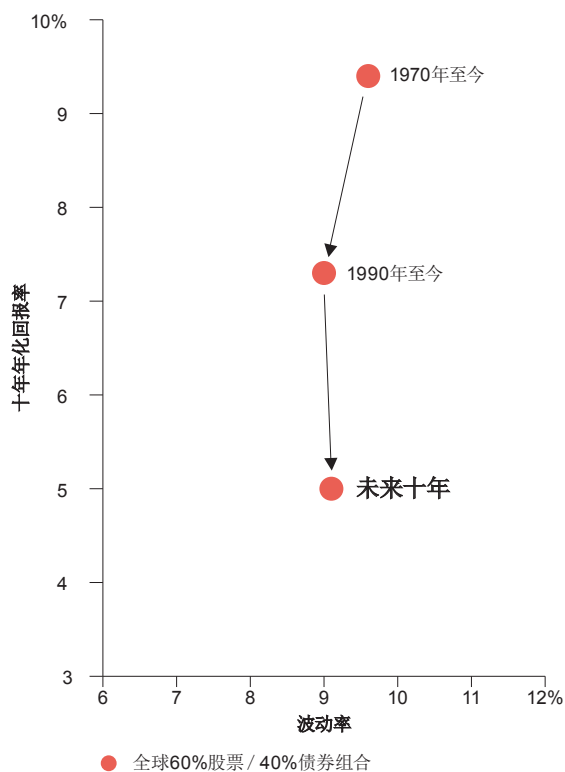
注：这一预测结果对应上述资产类别截至2019年9月30日的10年期名义年化收益的1万组VCMM模拟分布（以美元计价）。VCMM资产收益预测分布与全球股票倒数第10百分位季度预测相对应。详见附件“指数模拟”了解各资产类别的具体信息。

资料来源：Vanguard集团。

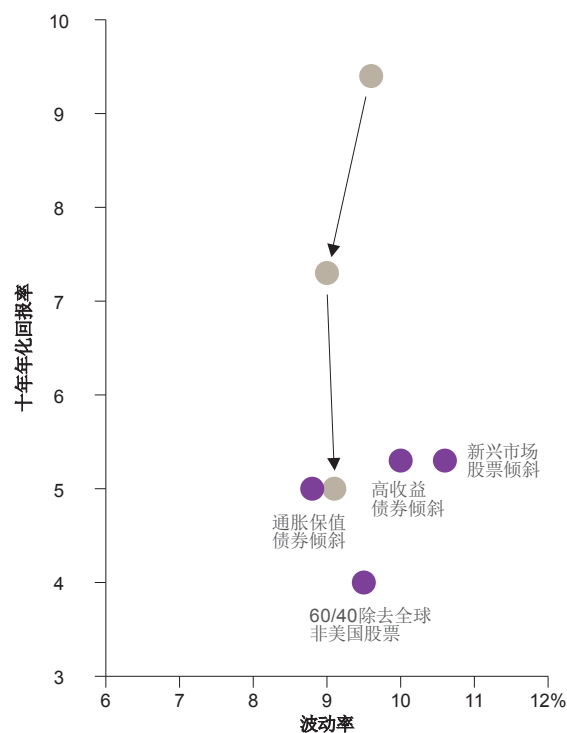
图 II-8

资产配置十年挑战

a. 低收益轨道.....



b.常见主动投资倾斜不太可能逃脱低收益轨道



c. 十年期名义年化回报率预测

	投资组合	第5分位	第25分位	中位数	第75分位	第95分位	波动率 中位数
全球 平衡 投资组合	100%债券	0.9%	1.6%	2.1%	2.8%	3.9%	3.0%
	20/80 股票 / 债券	1.7%	2.5%	3.2%	3.9%	5.1%	3.8%
	60/40 股票 / 债券	1.7%	3.6%	5.0%	6.4%	8.5%	9.1%
	80/20 股票 / 债券	1.3%	3.9%	5.8%	7.5%	10.3%	12.1%
	100%股票	0.8%	4.1%	6.4%	8.6%	11.9%	15.1%
普通20% 倾斜相对于 60/40股票/债券 投资组合	60/40 股票 / 债券	1.7%	3.6%	5.0%	6.4%	8.5%	9.1%
	高收益债券倾斜	1.9%	3.9%	5.3%	6.7%	8.8%	10.0%
	通胀保值债券倾斜	1.7%	3.6%	5.0%	6.4%	8.4%	8.8%
	新兴市场股票倾斜	1.6%	3.8%	5.3%	6.8%	9.0%	10.6%
	60/40 除去全球非美国股票	0.1%	2.4%	4.0%	5.6%	8.0%	9.5%
全球平衡 投资组合 (以日元计价)	100%债券	-0.5%	0.3%	0.8%	1.3%	2.2%	3.7%
	20/80 股票 / 债券	0.0%	1.0%	1.7%	2.5%	3.7%	5.0%
	60/40 股票 / 债券	-1.2%	1.4%	3.3%	5.2%	8.0%	11.1%
	80/20 股票 / 债券	-2.2%	1.4%	3.9%	6.3%	10.0%	14.5%
	100%股票	-3.2%	1.2%	4.4%	7.4%	12.0%	18.0%

注：数据显示截至2019年9月1万组VCM模型数据得出的10年期名义年化回报率（分别以美元计价和日元计价，扣除成本前）。历史回报数据基于第5页“历史数据计算所使用指数”中所述之指数计算。全球股票组合由50%美国股票和50%全球非美国股票组成。全球债券组合由50%美国债券和50%全球非美国债券组成。包含因子的投资组合包括为固定收益因子进行的固定收益资产配置以及为股票因子进行的股票资产配置，因子总计为资产的20%。

资料来源：Vanguard集团。

三种潜在经济形势下的投资组合构建策略

基于我们对全球经济的看法，我们在图II-9中阐述了未来三年经济形势可能出现的三种情景。高增长情景，指经济高于趋势水平增长且伴随劳动力市场趋紧以及工资和通胀的适度回升的上行风险情景。另外两种情景分别为：以全球经济增速进一步放缓但并未崩溃外加各大央行进一步宽松政策为特征的经济减速情景，以及经济周期急转而下加之熊市出现所导致的经济衰退情景。

图II-9显示了每种经济形势下最优投资组合的风险溢价变化情况：（1）股票风险溢价；（2）期限溢价；

（3）信用溢价；（4）通货膨胀风险溢价。在高增长情景下，全球股票的预期回报将会升高，有效边界变陡。长短期利率涨幅也将超过预期，最优投资组合将更倾向于持有股票以及久期较短的债券。

由于资产预期回报率在各情景中会发生重大变化，我们的资产配置也将相应变化。这些变动的资产预期可以推动我们所说的时变投资组合的构建，即采用前瞻性的资产回报率作为潜在的战略配置调整的基础。我们的研究表明，长期来看，相较于静态资产组合，有意愿且有能力承担预测模型风险的投资者或许能够改善风险调整后回报（参见我们即将发布的研究文章，*The Implications of Time-Varying Return on Portfolio Construction*）。在经济减速情景下，相较于60%股票 / 40%债券的基准资产组合，此情景2020年的最优资产组合的风险资产比重降低了8个百分点，这是因为有效边界相对于正常市场环境更为平缓，而久期较长的国债证券比重则有所提高。相比于全球股票市值，我们超配了非美国股票。

在经济衰退情景下，投资组合中股票的比重将进一步降低，而长久期债券比重则会进一步增高。但股票的配置规模仍然相当庞大，因为重仓长期美国国债在回报较低的美国股票（特别是在经济衰退时期）中获得的分散化投资收益要高于加入回报较高的非美国股票资产。

基于VCMM模拟，我们不仅可以阐明不同经济形势下各种针对性资产组合策略的有效性，还能够显示这些策略的风险。基于我们的分析，可以得出以下结论：

1. **需慎重权衡针对特定宏观经济形势设计的资产组合。**如果某一针对性资产组合所对应的情景最终并未出现，那么该资产组合的表现将可能是所有选择中表现最差的。
2. **对于无法判断未来经济走势的投资者而言，经济减速情景下的最优资产组合是不错的选择，因为该组合更接近于VCMM的中心趋势。**经济减速情景的资产组合可以在不同经济形势下取得上佳或中等表现。
3. **投资组合倾斜策略应该在优化框架内完成。**一时兴起的投资偏好会忽略资产之间的相关性，导致资产组合效率低下。例如，在针对经济衰退情景的策略中，由于长期债券为资产组合增加了分散化优势，美国股票仍可在资产组合中占据较大的配置规模。

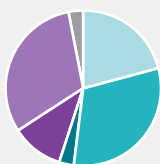
图 II-9

周期性意外情况和资产配置权衡

a. 不同经济形势下 最优资产组合各不相同

情景1 减速

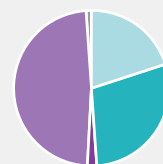
小幅超配长债、
低配股票



21% 美国股票
31% 全球非美国股票
3% 全球非美国债券
0% 短期信用
11% 短期国债
31% 长期国债
3% 短期通货膨胀保值债券

情景2 衰退

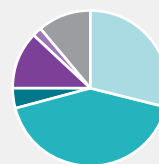
大幅超配长债、
低配股票



20% 美国股票
29% 全球非美国股票
0% 全球非美国债券
0% 短期信用
2% 短期国债
48% 长期国债
1% 短期通货膨胀保值债券

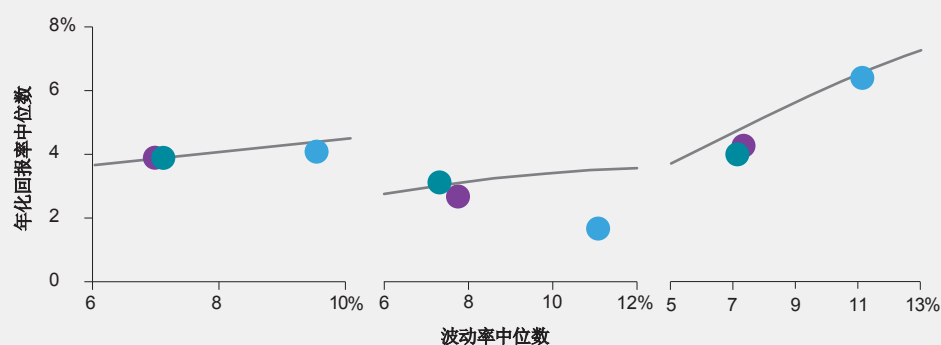
情景3 高增长

超配股票、低配长债，
并超配平准通胀



29% 美国股票
42% 全球非美国股票
4% 全球非美国债券
0% 短期信用
12% 短期国债
2% 长期国债
11% 短期通货膨胀保值债券

b. 减速资产组合不总是 最佳的，但绝不会是 最差的



最佳	减速	衰退	高增长
次佳	衰退	减速	减速
最差	高增长	高增长	衰退

c. 针对单一情景设计的投 资组合具有吸引力，但 风险也很大

相对于减速资产组合的
战略优势

在衰退情景下，**年化回报率高0.2%**，波动率低0.2%

在高增长情景下，**年化回报率高1.9%**，波动率高3.8%

相对于减速资产组合的
战略劣势

在高增长情景下，**年化回报率低0.1%**，波动率无变化

在衰退情景下，**年化回报率低2.7%**，波动率高3.3%

注：业绩表现是对比有效边界的相对表现。投资组合是基于固定的风险规避水平从有效边界选择的，并使用基于效用函数的优化模型。预测显示了所示资产类别截至2019年9月30日的三年年化回报率模拟。各情景是按照利率、增长率、波动率和通胀对VCMM模拟场景进行分类后得出的。这三种情景是1万组VCMM模拟结果的一个子集。参见附件“指数模拟”章节，了解各资产类别的具体信息。

资料来源：Vanguard集团。

资产组合构建策略：久经检验的原则依然适用

我们的全球市场展望表明，未来的经济环境会更具挑战性。目前市场对投资组合单位风险的预期有效回报边界仍在低位徘徊，且相对平缓的边界表明，承担边际股票风险所带来的预期投资组合回报补偿不及历史水平。

基于投资组合回报率和波动率的模拟区间，全球固定收益和全球股票组合的多元化优势依然很具吸引力。一些对未来经济形势有预判，愿意且有能力承担预测模型风险的投资者，或许可以通过采取以资产回报为中心的策略倾斜或时变投资组合策略，改善风险调整后的长期回报，但皆不太可能逃离低回报率轨道。为了最大限度地获取投资成功，这些策略需要辅之以投资组合为中心的方法，即通过考量风险、回报率和相关性，充分汲取多元化的好处。

我们之前的研究表明，长期投资者能够把握投资的成功。长期投资者所掌控的变量——如储蓄金额、工作时长、消费支出和投资成本——比那些不可靠的临时起意的寻求资产高回报率的策略倾斜、市场时机选择及未来经济情景预测等要重要得多。因此，与增加储蓄、减少消费以及控制成本相关的决策要比选择何种投资组合策略倾斜更为重要。

无论是基于固定消费需求还是固定投资组合回报率目标的投资目的，都要求投资者有意识地权衡其投资选择和风险承受水平。最后，在当前挑战日益严峻的投资环境下，投资者需维持一定程度的自律，采用多元化策略并保持耐心，将更可能在长期中受益。当下，遵循以下投资原则，包括注重长期、遵守资产配置纪律、定期重新平衡资产组合，比以往任何时候都更为重要。

参考书目

- Bloom, Nicholas, Philip Bunn, Scarlet Chen, Paul Mizen, Pawel Smietanka, and Gregory Thwaites, 2019. *The Impact of Brexit on UK Firms*. Bank of England Staff Working Paper No. 818.
- Davis, Joseph, Qian Wang, Andrew Patterson, Adam J. Schickling, and Asawari Sathe, 2019. *The Idea Multiplier: An Acceleration in Innovation Is Coming*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.
- Davis, Joseph H., Roger Aliaga-Díaz, Harshdeep Ahluwalia, Frank Polanco, and Christos Tasopoulos, 2014. *Vanguard Global Capital Markets Model*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.
- International Monetary Fund, 2018. *Assessing Fiscal Space: An Update and Stocktaking*. IMF Policy Papers Series. Available at imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2018/06/15/pp041118assessing-fiscal-space.
- Laubach, Thomas, and John C. Williams, 2003. Measuring the Natural Rate of Interest. *The Review of Economics and Statistics* 85(4): 1063–70.
- Philips, Christopher B., Joseph H. Davis, Andrew J. Patterson, and Charles J. Thomas, 2014. *Global Fixed Income: Considerations for Fixed Income Investors*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.
- The Vanguard Group, 2017. *Global Macro Matters—As U.S. Stock Prices Rise, the Risk-Return Trade-Off Gets Tricky*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.
- The Vanguard Group, 2017. *Global Macro Matters—Why Is Inflation So Low? The Growing Deflationary Effects of Moore’s Law*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.
- The Vanguard Group, 2018. *Global Macro Matters—From Reflation to Inflation: What’s the Tipping Point for Portfolios?* Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.
- The Vanguard Group, 2019. *Global Macro Matters—As the Cycle Turns: Late-Cycle Macro Risks and Asset Allocation*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.
- The Vanguard Group, 2019. *Global Macro Matters—Known Unknowns: Uncertainty, Volatility, and the Odds of Recession*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.
- The Vanguard Group, 2019. *Global Macro Matters—Labor Force Participation: Is the Labor Market Too Hot, Too Cold, or Just Right?* Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.
- Wallick, Daniel W., Kevin DiCiurcio, Darrell I. Pacheco, and Roger Aliaga-Díaz, 2019. *The Implications of Time-Varying Return on Portfolio Construction*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.
- Westaway, Peter, Alexis Gray, Shaan Raithatha, Jonathan Petersen, and Jack Buesnel, 2019. *It’s Not EU, It’s Me: Estimating the Impact of Brexit on the U.K. Economy*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

三、附录

关于Vanguard集团资本市场模型

重要：Vanguard集团资本市场模型预测的有关各种投资结果的可能性及其他信息均为假设，不代表实际结果，也不保证未来结果。VCMM每次使用及不同时间使用的结果不同。

VCMM预测基于对历史数据的统计学分析。未来回报率表现可能与VCMM得到的历史模式不同。更为重要的是，VCMM可能低估了模型模拟期内没有出现过的极端情景。

VCMM是一个由Vanguard集团投资策略集团开发和维护的专有金融模拟工具。该模型预测众多资产类别未来回报率的分布。这些资产类别包括美国及全球股票市场，不同期限的美国国债和企业固定收入市场，国际固定收入市场，美国货币市场，商品，以及某些另类投资策略。Vanguard集团资本市场模型的理论和经验基础为，各种资产类别的回报率体现了投资者对于承担不同种类的系统风险（beta）所要求的补偿。该模型的核心是对获取的每月金

融和经济数据进行统计分析之后估算的风险因素与资产回报率之间的动态统计学关系。该模型使用一系列的估算公式，运用蒙特卡洛模拟方法来预测风险因素和资产类别的相互关联，以及未来的不确定性和随机性。该模型生成有关每一资产类别在不同时间段内的大量模拟结果。然后通过计算这些模拟结果的集中趋势来获取预测结果。该工具生成的结果在每次使用以及不同时间使用的结果不同。

VCMM的主要价值在与为潜在客户的资产组合进行分析。VCMM资产类别预测——包括预计回报率分布，波动性和相关性——对于评估潜在负面风险，不同风回报率取舍至关重要。尽管任何一种回报率分布都有集中趋势，Vanguard集团强调注重被考察资产的全部潜在结果，就像本文提供的数据，才是使用VCMM结果最为有效的方法。如果读者有兴趣了解更多有关VCMM的信息，请阅读Vanguard集团白皮书（Davis等人，2014）。

VCMM通过生成大区间的潜在结果来代表预测的不确定性。请注意，VCMM并不在回报分布上强加“正态”，而是偏重资产类别回报率经验分布中的肥尾和偏斜度。在结果的区间内，个体经验可能很不一样，代表潜在未来路径的不同性质。实际上这是我们用分布框架来处理资产回报率前景的一个关键原因。

指数模拟

我们假设的资产组合长期回报率基于到2019年9月为止的市场指数数据。我们选择这些基准以提供最为完整的历史，然后我们遵循Vanguard集团构建多元化资产组合的原则在全球配置资产。资产类别及其代表性指数如下：

- 中国股票：MSCI中国A股指数
- 中国综合债券：彭博巴克莱中国综合债券指数
- 中国国债：5年期国债收益
- 中国现金：三个月国债收益
- 日本股票：MSCI日本指数
- 日本综合债券：彭博巴克莱日本综合指数
- 日本信用债券：彭博巴克莱日本信用债券指数
- 日本现金：Vanguard集团基于1-30年日本国债收益曲线得出的计算结果
- 欧元区股票：MSCI EMU指数（欧洲经济货币联盟）
- 欧元区综合债券：彭博巴克莱欧元综合债券指数
- 欧元区信用债券：彭博巴克莱欧元综合信用债券指数
- 美国股票：MSCI美国广泛市场指数
- 美国REITs：FTSE/NAREIT美国房地产指数
- 美国综合债券：彭博巴克莱美国综合债券指数
- 美国短期信用债券：彭博巴克莱美国1-3年信用债券指数
- 美国中期信用：彭博巴克莱美国信用债券指数
- 美国国债：彭博巴克莱美国国债指数
- 美国短期国债：彭博巴克莱美国1-5年国债指数
- 美国长期国债：彭博巴克莱美国长期国债指数
- 美国高收益率企业债券：彭博巴克莱美国高收益率企业债券指数
- 美国通货膨胀保值债券：彭博巴克莱美国通货膨胀保护债券指数
- 美国短期通货膨胀保值债券：彭博巴克莱美国1-5年通货膨胀保护债券指数
- 美国现金：美国3个月国债-固定期限
- 全球非美国股票：MSCI全球所有国家（除美国）指数
- 全球非美国债券：彭博巴克莱全球非美元综合指数

风险提示

所有的投资都有风险，包括投入资金的可能损失。以往业绩不能保证未来回报。分散投资也不能在下行市场中确保利润或者保护本金不受损失。无法保证某一种资产配置或者基金组合能够满足你的投资目标或者为你提供一定水平的收入。指数的表现也不能完全代表某一投资，因为你无法直接投资于指数。

新兴市场中企业的股票一般比发达国家企业的股票风险要高。美国政府支持的国债或者机构证券只适用于标的证券，并不能防止价格波动。集中于相对狭窄市场领域的投资面临价格波动率较大的风险。投资于非美国公司的股票还会有国家/地区风险和货币风险。

债券基金的风险来源于发行人不能按时偿付，而且债券价格会因为利率上升或者发行人偿付能力下降而下跌。高收益债券一般信用评级居中或者较低，因此相对于高信用等级的债券风险水平较高。尽管基金持有的美国国债收入需要缴纳联邦所得税，该收入的部分或者全部可能享有州或者地方税收减免。



联系我们: www.vanguard.com.cn

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。此类信息未考虑阁下的特定投资目标、财务状况及个人需求, 并非设计用于替代专业意见。阁下应在作出投资之前, 根据阁下的特定投资目标、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 / 链接乃以真诚编制。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实体发行的产品。

先锋领航实体对任何错误或遗漏概不负责。先锋领航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实体的认可, 先锋领航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。

CFA® 是CFA协会持有的注册商标。

© 2020 先锋领航投资管理(上海)有限公司保留所有权利。