

一、宏观长期背景

1. 劳动力下滑抑制经济增长，人口老龄化加重社会负担

我国潜在劳动力人口增速于 2014 年转负，此后持续下行，而根据我们的测算，下行幅度会在 2022 年激增至 1%，同时这一下行趋势将持续超过 10 年时间，劳动力缺失问题将愈发显著。

我们通过历史数据统计发现，劳动力人口增速与劳动力对 GDP 的贡献增速呈现凹面关系，即为，劳动力水平上升对经济增长的贡献效应边际递减，而劳动力水平不断下滑对经济的拖累效应会被加速放大。人口模型推演结果显示，劳动力人口减少对经济的影响在 2020 年将开始凸显，而这一现象将在 2022-2023 年进一步地加深，在 2024 年前后将拖累经济增速超过 0.6%。由于 2015 年二孩政策的介入，这一负面影响有望在 2035 年得到缓解。

劳动力人口增速逐年下滑的同时，65 岁以上老龄人口却在加速增长，2019 年底，我国 65 岁人口总数已达到 17603 万人，同比增速 5.67%，占总人口比例达到 12.60%，均创出历史新高。老年人口抚养比（老年人口数与劳动年龄人口数之比）逐年快速攀升，已达到 16.77%，这意味着平均每 100 名劳动年龄人口要负担 16.77 名老年人，我国社会老龄化程度特征已经非常显著。

展望未来，人口老龄化将为劳动力市场、政府财政和家庭储蓄带来越来越沉重的负担。（1）老龄化将终结人口红利时期，人力成本进一步抬升，削减传统劳动密集型产业的国际竞争力，支撑经济高速增长的传统因素或消失或式微，最终导致经济潜在增长率下降；（2）我国基本养老金收支差额日益扩大，养老保障、医疗保障等“或有负债”可能给未来的政府财政造成难以承受的重负；（3）老龄人口的增加会减少储蓄主要贡献者占总人口之比，同时改变人口的储蓄动机（生命周期假说），对家庭储蓄率造成持续、且将愈发显著的下行压力。

2. 亟待技术突破引领经济走出困局

在柯布-道格拉斯生产函数中，唯有 TFP（全要素生产率）在经济发展的任何阶段都可以对生产力达到 1:1 的拉动，当 L（劳动）和 K（资本）的增长逐步陷入困局，我们只能更加期待 TFP 的大幅提升，引领世界经济走出当前低通胀、低利率、低增长、高负债的泥潭。就我国情况而言，应对人口红利的消失，既需要想方设法通过调整人口政策、户籍政策等增加劳动力供给，更重要的则是通过制度改革和技术创新提高劳动生产率（抑或全要素生产率），以促进产业升级、调整经济结构来应对新时期的挑战，从以劳动密集型产业为主转向以知识密集、科技创新型产业为主。

从历史数据来看，我国曾在 1991 年-2006 年见到 TFP 贡献经济增速的大幅上涨，但我们观察到近年来国内 TFP 出现了显著的下滑。国内 R&D 投入虽然持续增长，但边际增速也开始出现下滑，而且 R&D 投入传导到 TFP 还存在时滞和效率的问题。同时，当前逆全球化进程加剧、民粹主义、保护主义盛行也将令 TFP 增长显著受阻，科技突破的难度变大，依靠科技提升生产力也已经进入了相对瓶颈期。

3. 逆全球化加深，民粹主义思潮泛滥

2008 年金融危机之前，全球贸易在十多年来一直以两倍于全球 GDP 的增速扩张，是全球化深入发展的重要标志。然而近年来全球贸易出现了持续性的低迷。从贸易名义金额来看，全球贸易额增速已经连续五年低于 GDP 增速，为二战以来少见。其中，2015 年、2016 年全球贸易额分别陷入-13.2%、-3.2%的负增长。从剔除价格因素的贸易量来看，全球贸易在 2012 年到 2014 年间勉强赶上 GDP 增速，2015 年、2016 年则比 GDP 增速分别低 0.3、1 个百分点。其中，2016 年全球贸易量增速仅为 1.3%，比 1980 年以来的贸易量平均增长水平低 3.4 个百分点。以全球出口占全球 GDP 的比例衡量的贸易开放指数是经济一体化的合理度量，图 7 揭示了全球化的五个时期，二战后长达 70 多年的全球化进程已经逆转。

逆全球化浪潮无疑是导致全球贸易陷入低迷的首要原因。近年来，国际间的对抗在日益加剧，这些趋势反映在英国脱欧公投、欧洲民族主义运动、美国贸易政策的逆转以及不断增加的关税和其他贸易壁垒。自特朗普就任美国总统以来，美国开始体现出严重的保护主义等逆全球化倾向，不少国家也同样纷纷采取贸易保护主义措施，世界各国的边境关税也出现了前所未有的上升。

另外，事实上早在这些发达经济体的政治风向发生变化之前，全球非关税贸易壁垒已然开始上升。自 2009 年以来，所有实施的保护主义干预措施中，只有 20%可以归因于关税的提高。相比之下，非关税壁垒在实施的保护主义干预措施中平均占 55%。相对于通常在有限时间内使用的贸易保护措施例如反倾销税，非关税壁垒的使用一直在稳步增加。2010 年 54%的贸易保护主义干预措施是非关税壁垒，在 2016 年这一比例升至 61%。



本轮新冠疫情将对经济全球化带来更大的冲击。首先，应对疫情多数国家采取了隔离和封闭措施，短期对国际贸易、全球供应链产生立竿见影的负面冲击；其次，在这轮疫情过去之后，更多国家的政策将强调内向发展、自主可控的重要性，并向内向型经济转变；再次，“中欧全面投资协定”等国际合作议程停滞，统一规则的制定因为疫情影响出现较大变数；最后，企业的全球化战略也将随之调整，处于安全、有保障的考量，将缩短国际供应链环节，加大自研自产投入，减少对国际供应商的依赖。

逆全球化进程危及国际贸易、全球供应链、对外投资等带来的实际经济利益，同时可能导致局部物价、成本上涨、失业率上升，为不断放缓的全球经济雪上加霜。同时，保护主义的盛行将可能扰乱金融全球化的进程，导致全球金融环境趋于收紧，影响企业的融资和资本支出。中期而言，逆全球化加剧的背景之下，实体经济和金融市场都将面临更大的压力和挑战。

4. 低利率、高债务如影随形

欧日早已迈入负利率时代，而在疫情和油价的双重压力下，经济衰退和失业压力陡然上升，使得美国也终于祭出零利率的大招，配合以无限量宽松组合方案，除中国外主要经济体央行的货币政策空间变得异常逼仄。而站在中长期视角下，一国利率并非由央行货币政策主导，反映的应当是该国真实的经济增速与长期通胀预期，是由基本面因素所决定的，低利率通常对应的是低通货膨胀率、低增长经济，负利率则意味着经济面临长期停滞和通货紧缩。由前文分析可知，过去经济赖以繁荣增长的，包括人力、技术和全球化在内等几大要素的力道都开始削弱甚至开始转为反向拖累，本轮疫情更是加剧了全球经济的萎缩过程，同时造成一些持久性的损耗。**我们认为，在经济面临长期下行或停滞的背景之下，全球利率水平也很难走出低谷。**

在长期的低利率环境下，政府、企业和居民部门大肆举债，都已经背上了极为沉重的债务负担。而为了应对本轮疫情的强烈冲击，全球债务规模更是在短时间内进一步急剧增长，不难想到，这将对国家财政形成巨大压力，冲击国家主权信用（图 10：今年 2 月以来 EM 经济体主权债遭遇了剧烈的评级下调（15 个层级），下调速度与十多年前的金融危机时相当），限制企业投资扩张空间，同时也为全球金融市场埋下了不稳定的因素和不知何时就会被引爆的地雷。



我们来看具体的数据，会有更直观的感受。仅在 2019 年，全球所有部门债务增长即超过 10 万亿美元，全球债务总量超过 255 万亿美元，占全球 GDP 的 322%以上，比 2008 年金融危机爆发时高出 40 个百分点。新兴市场的外币债务（FX debt）超过 5.3 万亿美元（图 12）。除中国外，外币债务占新兴市场除金融部门以外债务总额的 20%。严重依赖外币债务意味着巨大的流动性风险和偿付能力风险，在全球遭遇共同危机、风险偏好大幅波动之时将遭受更大的冲击。

同时，我们还注意到，2020 年底将有超过 20 万亿美元的全球债券和贷款到期，其中 4.3 万亿美元来自新兴市场；到 2020 年底，新兴市场将需要再融资 7300 亿美元的外币债务。（图 13）

为了应对本轮疫情危机，债务负担将在 2020 年度进一步加重，仅在 3 月份，政府债券发行总额飙升至 2.1 万亿美元的创纪录高位，是 2017-19 年平均 0.9 万亿美元的两倍多。（图 15）IMF 在日前发布的报告中预测，全球各国政府债务/GDP 的水平将从去年的 83.3%增长到 96.4%，发达经济体将从

105.2%上升到122.4%。世界各国政府为应对疫情而堆积的巨额债务在疫情过去之后可能会带来巨大的风险。



长期低利率环境也将大幅缩减央行货币政策的操作空间。常规降息（针对短期利率）无法产生预期的效力，只能转向非常规的货币政策工具，正如08年危机后其他央行所采取的，一是通过增加贴现窗口长期贷款或购买长期国债，或承诺短期低利率长期存续甚至会更低（前瞻指引），以期降低长期利率；二是购买风险资产以影响风险溢价，日本的质化宽松（qualitative easing）和美国的信用宽松（credit easing）；三是负利率，打破零利率下线；四是通过影响人们对通胀的预期来降低实际利率，比如对通胀目标做出强有力承诺并付诸行动，就像日本2013年4月QQE、以及2016年9月伴随收益率曲线控制的QQE中所作的那样。虽然非常规货币政策在短期内可以较大程度上维护金融市场稳定，并有效扩大经济体名义总需求，但不容忽视的是这些非常规操作的副作用，比如负利率将明显冲击银行、保险等金融机构固有的盈利模式，以及在长期视角下，流动性的泛滥将催生更多的交易和投机行为，而非实体经济中的生产投资行为，使得货币宽松对推动经济复苏的效果式微，经济预期将持续低迷反过来进一步抑制了宽松政策对实体需求的刺激作用，央行将陷入无计可施的困境，同时脱离经济基本面支撑的金融市场虚假繁荣也将为下一次危机埋下祸根。

长期而言，人口老龄化问题愈发严峻、技术进步进入瓶颈期、逆全球化和民粹主义浪潮肆虐，都将对我国经济潜在增速产生持续的压制，而全球范围内的低增长、低通胀、高债务的趋势难以逆转，将使得宏观政策空间逼仄、效果甚微，也将进一步拉长经济陷入衰退和停滞的时间，以美国次级债为首的、包括欧日经济体、新兴经济体以及我们自身在内长期以来所累积的庞大的企业债、政府债、居民债透支了未来的需求，是我们中长期内无法轻松卸下的重担，也是全球金融市场需要长期面对和保持警惕的重大隐患。

二、 宏观短期背景

受到疫情的影响，国内外经济短期进入了一个快速放缓的过程。疫情的短期冲击主要在于中断了供给、抑制了需求。我们判断国内经济不会在全球疫情得到有效控制之前彻底企稳复苏，供给相对需求将更早也更容易得到修复。

1. 国内经济

国内供给在疫情的冲击下1-2月份出现了显著的回落，3月开始出现了回升的态势，但整体仍未出现最乐观情况下的V字反转，而是缓慢回升的态势。4月

PMI 数据由于海外疫情影响导致官方与财新数据背离，但是整体仍表明这一缓慢回升的过程延续。

3 月 PMI 数据形成 V 字反弹，但是这并不代表经济出现 V 字反转。PMI 是环比数据，我们通过数据处理将其标准化修正，可以看出 3 月经济整体企稳，但并未出现 V 字反弹，短期经济形势仍然低迷但预计在 4 月-5 月复工陆续恢复的背景下经济整体修复力度将会显著强于 3 月，但仍大概率不会形成 V 型反转。

我国一季度经济增速为-6.8%，相较全球各大投行预期增速-5%至-15%来看处于偏好区间范围。

1.1 国内供给：疫情后供给修复趋势加速，但难显著走高

首先，从供给侧来看我们认为 5 月恢复的弹性较大。短期来看，我国国内疫情已经得到有效控制，全国新增确诊、疑似病例大幅下降。目前主要增长是海外输入病例，但在我国的管理之下这部分病例不会对复工产生冲击。我们预计复工障碍基本已经消失，预计 5 月复工将显著加速，国内供给侧恢复弹性较大。

从 PMI 供给侧数据来看，3 月全月采购量有所回升，企业开始为 4 月复工进行准备，但配送时间指数、库存指数仍然有轻微下滑，表明 3 月全月复工情况较 2 月有所好转但仍然偏弱。4 月数据基本印证这一观点。从 4 月库存与配送指数来看预期 5 月较 4 月改善幅度会更为明显。

进一步来看，本轮疫情对供给的冲击力度要大于 2008 年金融危机水平，从工业增加值同比与克强指数两个指标我们可以看到，在政策强刺激的背景下 2008 年-2009 年用了约 6 个月的时间将供给重新抬升至危机前水平，期待供给在无刺激的背景下开始快速反弹至去年 12 月的水平是不现实的。

截止 2020 年 4 月 30 日，我们通过对夜光指数、日客运量、拥堵指数三方面观察，判断目前复工率基本达到 100%。



同时要警惕的是无症状感染者问题，一旦证实会造成病毒再次传播会大幅放缓复工进度。我们判断 5 月供给修复趋势加速，但难显著走高，主要有 3 个原因：1. 疫情打断了商业运营，部分供给企业出现破产、裁员现象，摩擦性破产、失业导致难快速恢复。2. 国外疫情发酵，部分产业上游供给停滞，产能利用率难以提高。3. 部分管控措施会在较长一段时间内存在，制约第三产业的产能恢复。结合 2008 年的经验我们推算在有政策刺激的背景下预计 Q3 左右供给可以恢复至春节前水平。

1.2 国内需求：需求有望在政策推动下回升

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/097150142015006126>