

全球大流行病的冲击

殷剑峰

国家金融与发展实验室副主任 浙商银行首席经济学家

一、全球大流行病的经济影响：供求两侧的全球性冲击

从2020年2月的最后一周开始，新冠肺炎疫情在韩国、意大利、伊朗、日本等多个国家同时爆发，迅速演变为一场全球性的大流行病（Great Pandemic）。从疫情的发展态势看，我国疫情已经基本控制住，确诊人数自2月底以来稳定在8万人左右；国外疫情尚处于爆发期，确诊人数依然在加速度增长，疫情恶化状况远甚于我国2月份爆发时期（图1）。根据当前态势判断，在最好的情况下，境外疫情最快也要到5月份才能得到有效控制，在最坏的情况下，则可能延续到下半年。

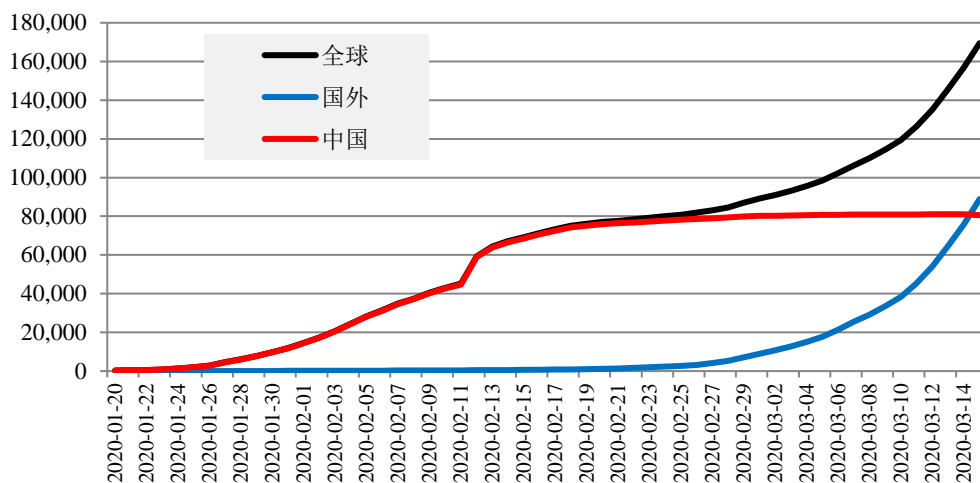


图1 2020年1月20日-3月15日新冠肺炎确诊数（人）

数据来源：万得咨询。

分区域看，除了伊朗之外，境外疫情大爆发主要集中在人口老龄化问题严重的发达经济体，包括日本、韩国、欧盟和北美。鉴于新冠

疫情的重症患者多为老年人，这意味着，与人口相对年轻的新兴和发展中经济体相比，发达经济体可能将面临更加严峻的挑战。

这场全球性的大流行病对经济的冲击也必然是全球性的。在过去一百年间，全球经济受到过三次类似的冲击。除了此次之外，分别是1929年大萧条（Great Depression）和2008年全球金融危机开启的大衰退（Great Recession）。大萧条和大衰退都是源自金融危机——尽管后面将看到两者之间的重要差异，对经济的冲击也都集中在总需求侧，但是，新冠疫情对经济的冲击与大萧条和大衰退迥然不同：疫情使得人类大多数的消费和生产活动同时终止，因此，这是对经济总需求侧和总供给侧的双重冲击，即需求和供给的同时下降。

需求和供给的同时下降意味着这场全球大流行病会造成一些与大萧条、大衰退完全不同的结果，表现在物价水平上，大萧条和大衰退的冲击均发生在需求侧，经济呈现出显著的通货紧缩，而全球大流行病则未必会导致物价下降，相反，需要关注发生滞胀的可能性。

为比较全球大流行病和纯粹总需求冲击的差异，这里，以疫情已经稳定的我国为例。受疫情冲击，2020年2月份我国社会消费品零售总额增速、固定资产投资完成额、房地产开发投资完成额分别为-20.5%、-24.5%和-16.3%。与此做一对比，在2009年2月份全球金融危机开始冲击我国经济的时候，这三项指标分别为11.6%、26.5%和1%。也就是说，此次疫情对我国经济总需求的冲击程度要远远大于2009年。但是，此次疫情期间物价水平并没有发生如2009年那样的严重通货紧缩（图2）。2009年，在总需求冲击下，各月份的CPI、

核心 CPI 和 PPI 均为负增长，三者最大下跌幅度分别为-1.8%、-1.6%和-10%。但是，从截止到 2020 年 2 月份的数据看，核心 CPI 为 1%，PPI 仅为微弱的负值（-0.4%），而 CPI 则因食品价格快速上涨超过了 5%。所以，以我国情况为例，尽管此次疫情对总需求的冲击远大于 2009 年金融危机时期，但物价水平的变化说明供给侧受到的冲击不亚于需求侧。

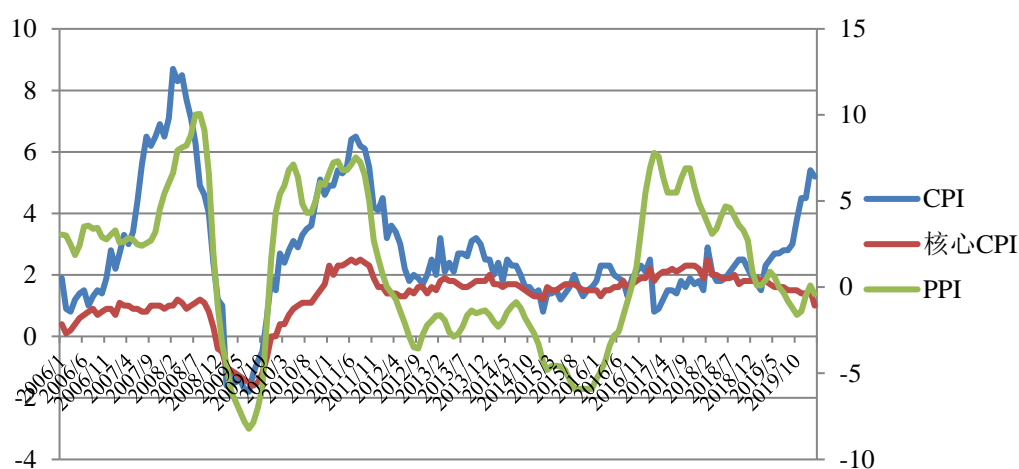


图 2 2006 年 1 月-2020 年 2 月我国 CPI、核心 CPI（左轴）PPI（右轴）

数据来源：CEIC。“核心 CPI”为扣除了能源和食品价格的 CPI。

二、长期停滞背景下的冲击后果：大萧条情境

作为一次对全球经济供求两侧的双重冲击，当前全球大流行病的爆发集中在人口老龄化问题严重的发达经济体。对此，必须清楚认识到的一点是，即使没有疫情的冲击，发达经济体也正在面临一个集体性的困境：长期停滞。

“长期停滞”（Secular Stagnation）源自 1939 年美国经济学会主席 Hansen 的讲话¹：大萧条开启了一个总需求不足、长期失业和经济

¹ Alvin Hansen, "Economic Progress and Declining Population Growth", The American Economic Review, 29(1): 1-15, 1939

持久低迷的时代。在全球金融危机之后的 2013 年，美国前财政部长 Summers 针对量化宽松政策刺激下依然呈现出的低迷现象，指出停滞可能就是新常态²。2016 年日本经济学家 Ito³以及 2019 年 Summers 等人认为⁴，发达经济体都在“日本化”（Japanization），其特征是潜在增长率和自然利率的持久下降，总需求、尤其是投资需求长期不足，名义利率下降到零甚至负利率。各种分析表明⁵，长期停滞不是常见的仅仅发生在总需求侧的短期经济周期波动现象，而是由人口老龄化、收入分配恶化、教育品质下降等因素造成的经济供求两侧的长期恶化。

就发达经济体而言，人口老龄化削弱了抵抗疫情的生理能力，挤兑了抵御疫情的医疗资源，而长期停滞则从经济层面削弱了对疫情的抵抗力。在这种情况下，错误的应对措施更是严重的雪上加霜。以美国为代表，控制疫情的政策反应非常迟钝，面对疫情的经济冲击则过度依靠总需求政策、尤其是规模更加庞大的量化宽松货币政策和零利率、负利率政策。如果说总需求政策可以缓解大萧条和大衰退时期受到的总需求冲击，但是，这样的政策无法阻止疫情造成的消费和生产的同时停顿。所以我们看到，自 2 月最后一周开始，美股暴跌，加之油价的暴跌，进而引发全球资本市场动荡。

² Lawrence Summers, "Why Stagnation Might Prove to be the New Normal", The Financial Times, 2013.

³ Takatoshi Ito, "Japanization: Is It Endemic or Epidemic?", NBER working paper No. 21954, 2016.

⁴ Lukasz Rachel and Lawrence H. Summers, "On Secular Stagnation in the Industrialized World", Brookings Papers on Economic Activity, pp. 1-54, 2019.

⁵ Barry Eichengreen, "Secular Stagnation: the Long View", The American Economic Review, Vol. 105, No. 5, Papers and Proceedings of the One Hundred Twenty-Seventh Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 6-70, 2015.

在当前格局下，需要密切关注美股的持续下滑及其影响，一个最坏的类比情境是 1929 年大萧条。需要说明的是，从危机起源、扩散机制和各国宏观政策看，1929 年大萧条和 2008 年大衰退是两次差异极大的危机。就危机起源而言，大萧条是因为美股持久深度下跌，大衰退则主要是美国房地产暴跌；就危机的扩散机制而言，大萧条是美国非金融企业高负债引发的债务紧缩过程，而大衰退则是美国家庭部门和金融部门被迫去杠杆；就危机后各国的政策合作和政策空间看，大萧条之后主要发达国家纷纷采取了以邻为壑的政策措施（如货币竞争性贬值和限制进口的关税、非关税壁垒），大衰退之后则是中美携手各主要经济体，共同采取了适应性的宏观政策。

从股市上升的动力和美国非金融企业资产负债表看，此次疫情前的境况与 1929 年大萧条前颇为类似。从股市上涨的动力看，都是依靠流动性支撑的股市上扬。过去几年美股的两大购买力量分别是上市公司回购股票和 ETF，而两者都带有庞氏融资的味道：前者，上市公司利用廉价的债务融资回购股票，推动股价上扬；ETF 则是最近十年美国股市最重要的发行融资方（美国非金融企业的股票净融资额为负值），ETF 发行融资购买股票，推动形成股票价格上涨与 ETF 融资的正反馈循环。从经济中负债的主体看，都呈现出企业部门高杠杆的特征。可以看到（图 3），2008 年之后，美国家庭部门和金融部门的杠杆率已经回调到 2000 年的水平，但是，美国企业部门的杠杆率持续攀升，达到过去 70 年以来的最高值。2 月份以来美股下跌的速度可以“媲美于”1929 年大萧条时期，加之油价暴跌，高负债的美国企

业部门、尤其是能源领域的中小企业正在面临资产负债表迅速恶化的境况。由于美股上扬源自上市公司回购和 ETF 推动的正反馈循环，在市场风向转变的时候，这种正反馈循环很可能演变成价格的持续下跌和融资的持续枯竭。

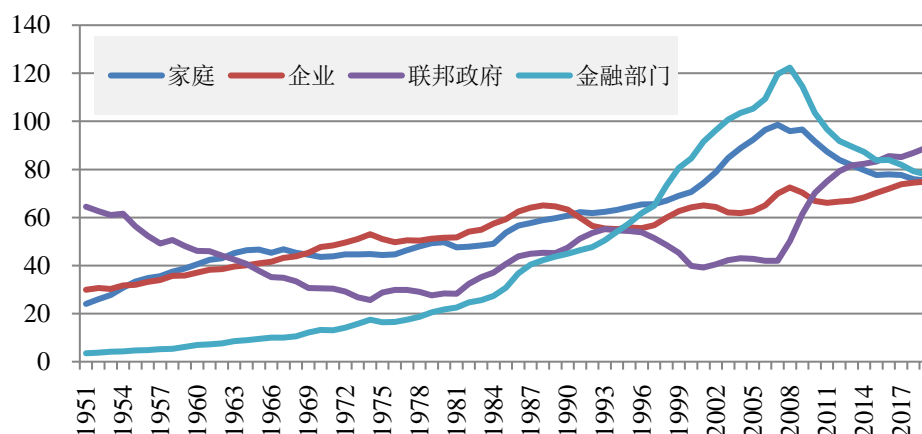


图3 1951-2019年美国各部门负债/GDP (%)

数据来源：根据美联储资金流量表计算。

如果再次遭遇 1929 年大萧条的情境，各国政策的合作前景不容乐观。美国自 2018 年发起的贸易争端已经严重破坏了各国的相互信任，此次疫情全面爆发后，为了政治原因可能还会掀起新一轮“祸水东引”。从疫情爆发严重的欧洲看，英国脱欧早已经撕开了一道裂缝，而应对疫情又进一步暴露了欧洲各国之间缺乏政策协调的问题，一些措施甚至颇有些自私自利。

从政策空间看，在 2008 年之后的大衰退时期，发达经济体的政府杠杆率已经大幅度上升（图 4），政策空间极大压缩。各国政府债务的可持续性一直令人担忧，疫情将进一步加重这种担忧。除了相对脆弱的新兴经济体之外，在发达经济体中，首先需要关注欧元区的政府债务问题。欧元区财政货币体制的典型特征是货币统一、财政不统

一，同时，政府杠杆率存在区域间的不平衡问题，经济相对落后、也是现在受疫情冲击程度更大的成员国（如意大利）具有更高的政府杠杆率。至于美国政府债务，由于美元的关键储备货币地位暂时还没有变化，债务可以轻松货币化。但是，如果出现类似大萧条的情景，鉴于美国国债对海外购买力量的高度依赖，美国政府债务未必不会丧失其全球安全资产的地位——在这种情况下，黄金价格有可能重拾上涨趋势。与美国不同，由于日本私人部门储蓄率较高，日本政府债务的购买力量主要在国内⁶，因此，尽管日本政府杠杆率最高，但安全度可能反而高于美国。

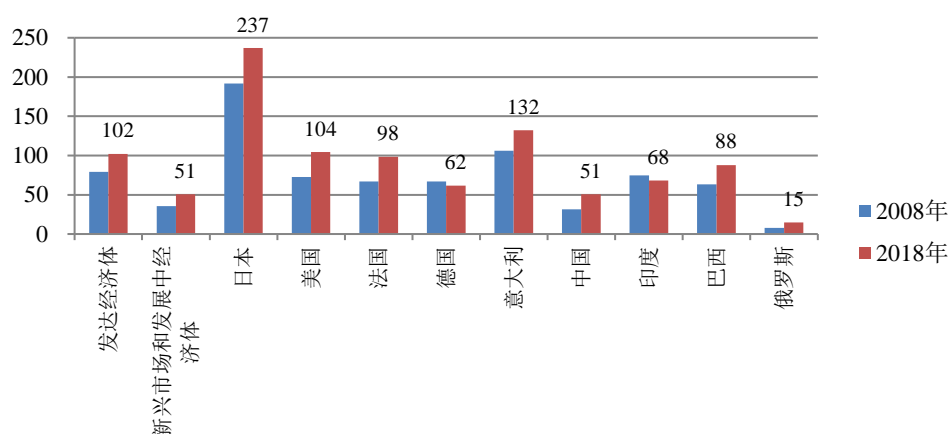


图4 各国广义政府债务/GDP (%)

数据来源：IMF。

最后，我们一直强调，此次疫情的冲击同时发生在经济的需求侧和供给侧，因此，总需求政策的效力大幅度下降。而且，需要警惕的是，由于全球产业链面临断裂的风险，需要密切关注供给侧冲击对可贸易商品价格的影响。简单地说，尽管油价大幅度下降，但滞胀未必不是一个选项。

⁶ Charles Y. Horioka, etc, "Why has Japan's massive government debt not wreaked havoc (yet)? NBER working paper 19596, 2013.

三、外部冲击对我国的影响：“绝对论”和“相对论”

新冠疫情对我国经济的影响已经得到充分释放。随着疫情得到控制，如果没有外部冲击，2 季度之后我国经济将逐渐复苏，3 季度开始各项指标将加速恢复。但是，外部冲击使得未来我国经济的局势复杂化。虽然简单的线性预测面临诸多“黑天鹅”，但不妨做个思想实验。

在全球化时代，各国经济金融指标的表现一方面取决于全球共周期的绝对力量——暂称之为“绝对论”，另一方面取决于本国特异因素的相对力量——对应的称之为“相对论”。以资本市场为例，虽然绝对论决定了上证指数一直运行于道琼斯工业指数的 10% 下限和 20% 上限之间，但相对论决定了 A 股在这个上下限的位置：在 1998 年亚洲金融危机和 2005 年股改前夜，国内经济的相对低迷和金融条件的收紧使得上证指数处于下限边缘；而在 2007 年股改高潮、2009 年“四万亿”和 2015 年“股灾”时期，国内特异的改革和刺激政策使得上证指数突破了上限——这是“相对论”的力量。可以看到，当前 A 股位于历史下限的边缘，同时，2011 年以来（除了 2015 年“股灾”时期），上证市盈率一直只有道琼斯工业指数市盈率的 60-80%，目前仅为 65%。

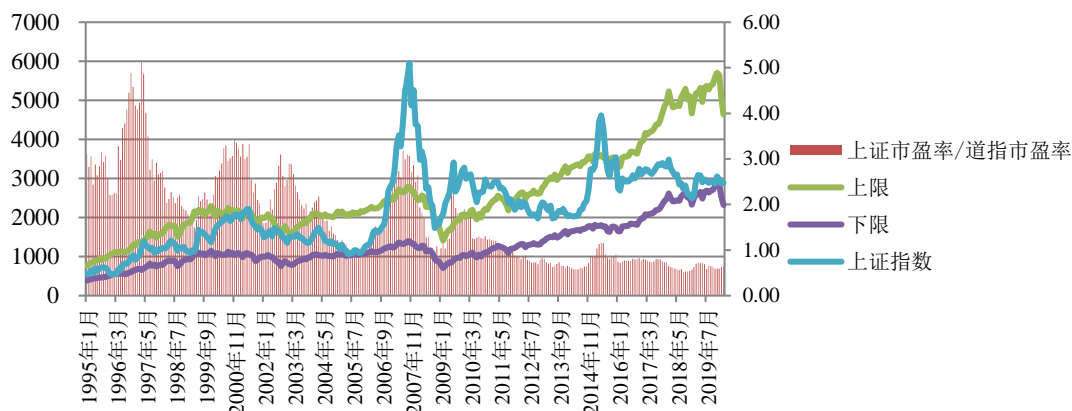


图5 1995年1月-2020年3月上证指数（左轴，点）与上证市盈率/道指市盈率（右轴，倍数）

数据来源：根据CEIC数据计算。

注：“上限”和“下限”分别等于道琼斯工业指数乘以10%和20%。

除了2015年“股灾”这个值得深刻认真反思的错误政策刺激，可以想象一下，即使全球大流行病可能造成再一次的大萧条情境，如果国内特异因素能够发挥异常的“正能量”，A股或许也未必会遵循全球行情。换言之，相对论不是不可能战胜绝对论。相对论取胜的正能量来自于供给侧结构性改革和恰如其分的总需求（金融）政策，这是另一个重要话题，此处不过多赘述。在此，我们仅给出几个大体方向：第一，深入推动市场发挥决定作用、更好发挥政府作用的供给侧结构性改革，着力提升我国公民的人力资本和经济的全要素生产率；第二，改革财政体制，优化配置区域财政资源，更好发挥中央财政的功能，大幅度缓解政府债务在中央和地方间的央地不平衡问题和在经济发达、落后地区的区域间不平衡问题；第三，实施灵活的货币金融政策，推动金融资源的合理集中和优化配置。