

疫后留痕

核心观点：

1. “风过留声，雁过留痕”。人类社会发展是一部与疾病等危机不断斗争的历史。即便遭遇强烈冲击，随着时间推移经济仍能回归正轨。疫情终将过去，尽管依然面临病毒变异等挑战。除了短期冲击之外，疫情是否会产生更长期的经济影响？

2. 最符合直觉的是，疫情确实引致大量的“无接触”需求，极大促进了远程办公、电子商务、工业生产机械化等推广及相关领域的投资。进一步的数据表明，劳动生产率在疫情期间可能出现了明显改进，这对全球生产效率的影响或是永久性的。

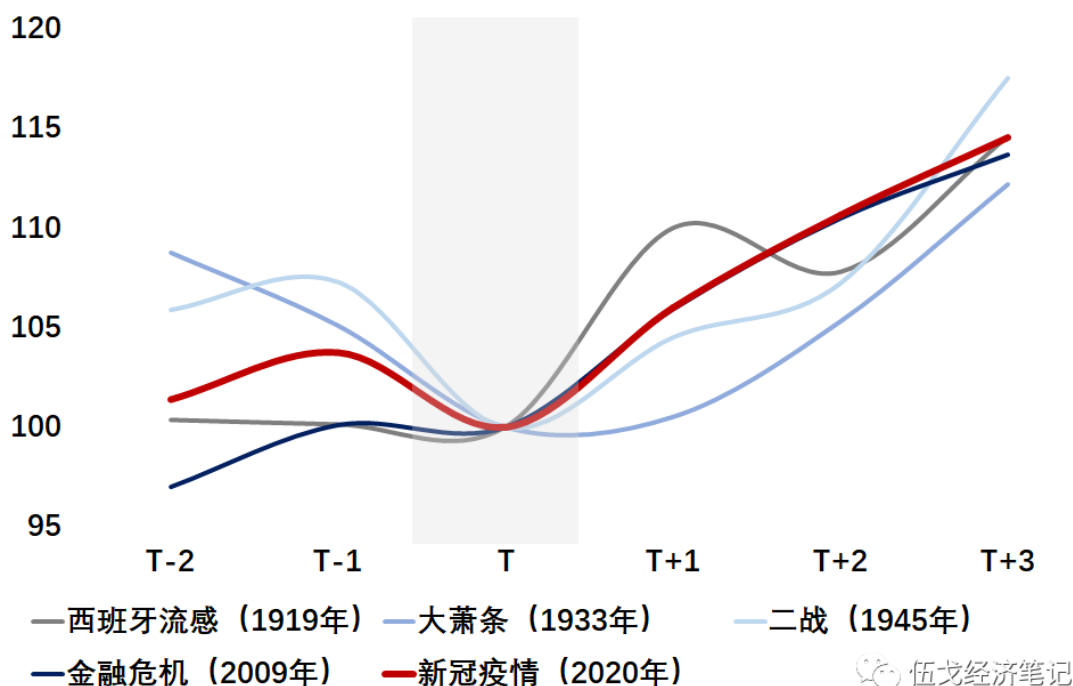
3. 疫后各主要国家相继提出促进产业回流国内、摆脱海外依赖等政策措施，表现出全球产业链受到严重冲击后的一种“不安全感”。这些或预示着世界贸易将由过去追求效率转向未来更注重安全。该趋势疫前已有显现，但疫情似将加速该进程。

4. 史实表明，前期债务的大量累积可能压制后期的经济增速和利率中枢。此次疫情应对所引致的全球债务恰是史无前例的，其后续影响也不言而喻。更高的生产率、更安全的产业链、更大的债务压力，无论悲喜，都不是疫后经济的短期特征。

正文：

人类社会发展是一部与疾病等危机不断斗争的历史。过往经验表明，即便遭遇强烈的外部冲击，随着时间的推移经济仍将回归正轨。新冠疫情终将过去，尽管目前全球依然面临着病毒变异及疫苗接种等系列挑战。“风过留声，雁过留痕”。除了短期冲击之外，此次疫情终将改变什么，是否会产生更长期的经济影响？

图 1：历次冲击后的全球经济修复



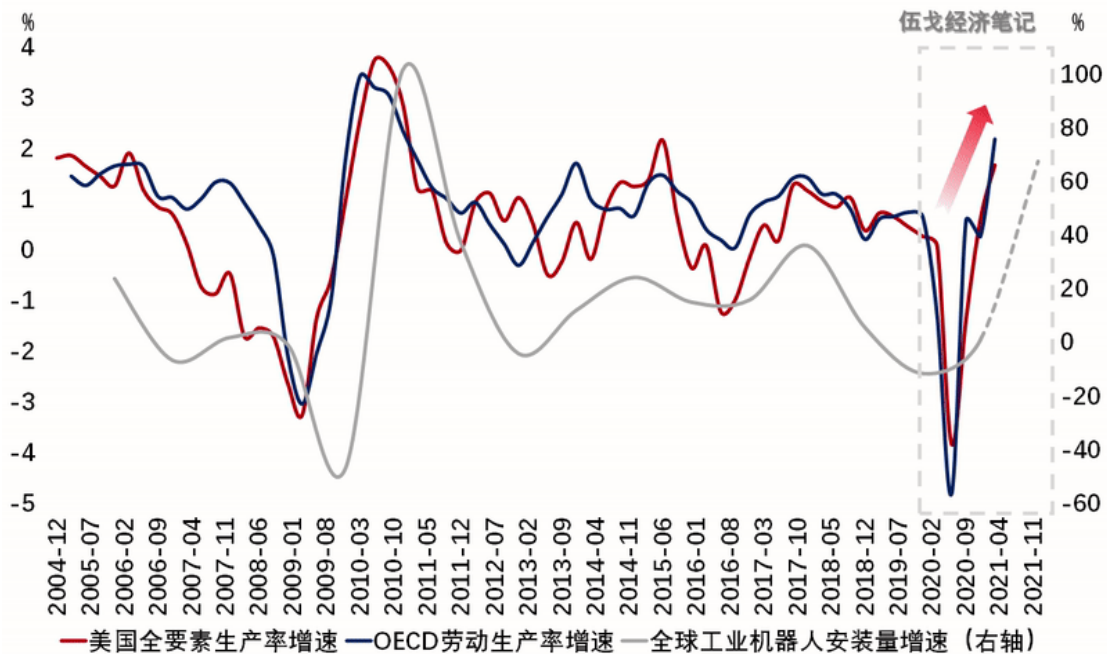
来源：World Bank, Our World In Data

注：T 为冲击年份，设其全球经济总量为 100

趋势 I：更高的生产率？

多角度回顾疫情带来的变化，其中最符合直觉的是，疫情确实引致大量的“无接触”需求，极大促进了远程办公、电子商务、工业生产机械化等推广及相关领域的投资。疫情期间，全球应用最广泛的远程会议平台 Zoom 每天约有 3 亿名用户参与会议，较 2019 年增加了 29 倍。2020 年，占全球电子商务份额 2/3 的国家总零售额下降 1%，然而其在线零售却增长了 22%。2020 年，中国工业机器人销量增长 19%，美德日韩在内的多国也在加速机器人战略。实证数据表明，劳动生产率在疫情期间可能出现了明显改进，这对全球生产效率的影响或是永久性的。

图 2：疫情加速技术进步和效率提升

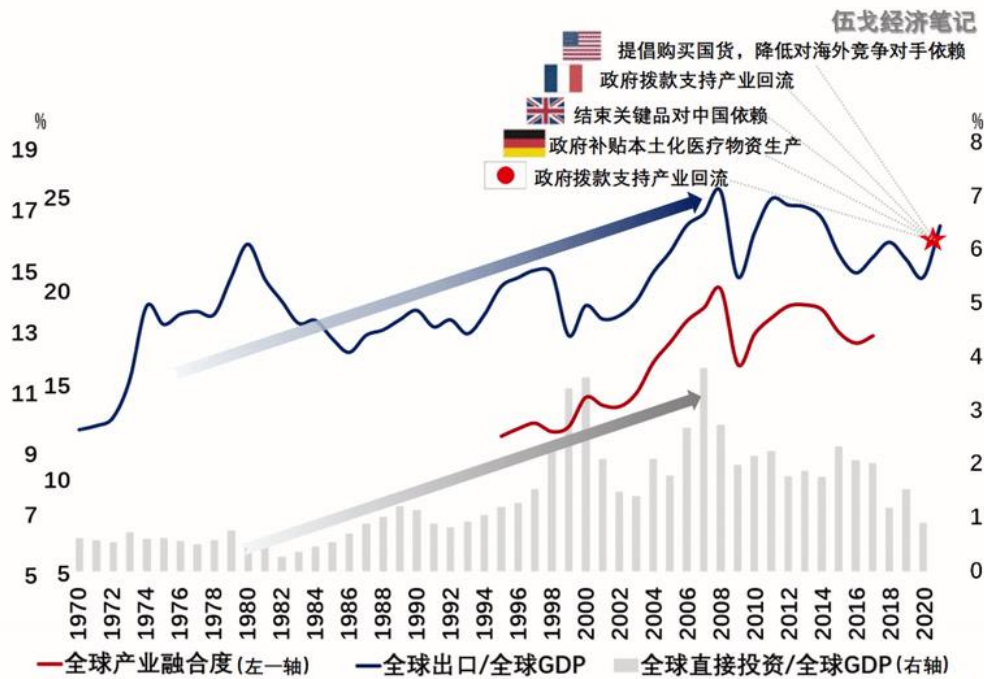


来源：OECD, 旧金山联储, 国际机器人联合会

趋势 II：更安全的产业链？

自 2008 年开始，全球直接投资和贸易占世界经济的比重已开始下滑，与此同时，全球产业融合度也呈下行态势。疫情以来，各国更是纷纷提出各种法案或补贴方式，促进相关产业迁回国内。这表现出全球产业链受到严重冲击后的一种“不安全感”，或预示着世界贸易将由过去追求效率转向未来更注重安全。

图 3：疫情或将加速各国产业回流



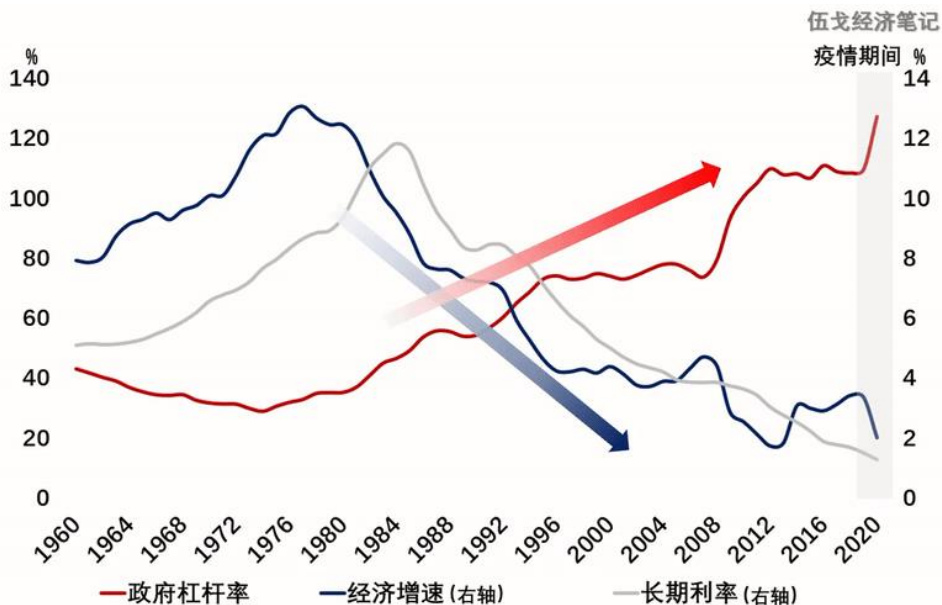
来源：WTO, CEIC, UIBE GVC Indicators

注：产业融合度=来自海外的生产增加值/总产值。

趋势 III：更大的债务压力？

此次疫情引致的全球债务史无前例。仅 2020 年，全球整体杠杆率与政府杠杆率就分别跃升了 30 个百分点和 14 个百分点，比此前 10 年累积提升之和还多。政府债务短期突飞猛进，使得其不得不在随后的时间节衣缩食，税负提升而政府投资与支出则相应放缓。过去 60 年史实表明，债务的不断累积往往带来经济增速回落，并压低利率中枢。

图 4：高债务压低经济增速与利率中枢



来源：Macrohistry Database, BIS, Wind.

注：参见 Weicheng Lian 等（2020）。

基本结论：

一是疫情确实引致大量的“无接触”需求，极大促进了远程办公、电子商务、工业生产机器化等推广及相关领域的投资。进一步的数据表明，劳动生产率在疫情期间可能出现了明显改进，这对全球生产效率的影响或是永久性的。

二是疫后各国提出促进产业回流国内、摆脱海外依赖等措施，表现出全球产业链受到严重冲击后的一种“不安全感”。这或预示着世界贸易将由过去追求效率转向未来更注重安全。该趋势疫前已有显现，但疫情似将加速该进程。

三是前期债务的大量累积可能压制后期的经济增速和利率中枢。此次疫情应对所引致的全球债务史无前例，其后续影响也不言而喻。更高的生产率、更安全的产业链、更大的债务压力，无论悲喜，都不是疫后经济的短期特征。

【作者】

伍戈：经济学博士，长江证券首席经济学家。曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。中国经济学最高奖“孙冶方经济科学奖”获得者，并获浦山政策研究奖，“远见杯”中国经济、全球市场预测双冠军。

文若愚、徐剑：长江证券研究员。

高童、王钟琪、周明、赵卓：长江证券实习研究员。

近期研究：

- 1.政策发力受限，还是预留空间？2021年7月14日
- 2.焦点转移：涨价到增长，2021年7月4日
- 3.货币退潮：祸兮？福兮？2021年6月24日
- 4.成本冲击：几家欢乐几家愁？2021年6月14日
- 5.利率跟谁走？2021年6月3日
- 6.谁在抵抗涨价？2021年5月27日
- 7.通胀的长度，2021年5月16日

