



大公国际：后疫情时代全球 经济格局变化及对中国 的影响



过去三年，全球经历了疫情反复、俄乌冲突、能源危机、货币紧缩等从政治到经济的多重冲击，随着 2022 年底中国防疫优化政策的出台，全球主要经济体大体摆脱了对疫情的行政性干预，开始逐步向常态化经济发展回归。回顾本轮由新冠疫情开始交织各种“黑天鹅”事件的全球动荡时期，其对全球政治、经济甚至意识形态领域均带来深刻变局，中国在过去三年，不仅受到疫情和各种外部冲击侵扰，同时内部也进行了包括平台经济整改、房地产市场调控、资管新规落地等重点产业调整，三年疫情过后，全球经济的底层逻辑和发展环境或正发生重大变化，我国也将迎来一个新的发展时代。



后疫情时期全球经济发展底层逻辑将改变，全球化向区域化转向，全球将进入低增长、高通胀、高利率时代

在本次世纪疫情叠加国际地缘政治冲突和大国博弈加剧带来的供给冲击影响下，全球经济将步入供需两弱，疫后全球经济发展逻辑和经济发展格局将发生深度变革。中长期来看，滞胀和分化将是疫后全球经济两大主题。

首先，疫情冲击和大国博弈使全球化深入推进的难度加大，以区域化促进全球化发展的特征将更加明显。此次疫情之下，全球遭遇供给冲击后，各国政府和跨国公司将产业链安全性和供应链稳定性因素提升至产业布局的优先级，全球布局的产业链将逐步转向区域性、分散化布局，过去得益于全球化布局的产能大幅扩张趋势将受到遏制，总供给曲线受外部冲击后开始左移，区域化布局相对全球化布局，被纳入市场化体系的经营主体将减少，也将使总供给斜率增大，全球供需结构将由需求缺口向供给结构性失衡甚至供给缺口转变。

其次，疫情将长期改变劳动人口数量和结构。疫情对人类健康和经济发展的冲击不仅会提高全球人口死亡率，也降低人口生育率。根据联合国发布的《2022 年世界人口展望》显示，在 2020 年至 2021 年疫情期间人口总和生育率下降显著，其中 2020 年降至 1% 以下，为 1950 年以来首次。同时，疫情带来的收入不稳定和失业上升，将降低家庭生育意愿，未来长期人口变化趋势将更加复杂，降低人力资本积累。

第三，人力资本积累受阻和大国博弈推动下的产业转移搬迁，难以在短时间内实现生产水平和劳动力成本的完全替代，劳动和资源成本中枢将较疫前有所上升，企业利润下滑，从而导致总需求扩张受限，经济陷入大范围深度衰退概率上升，全要素生产率降低，不仅提高通胀中枢还将限制技术革命推进节奏。

第四，低增长、高通胀环境叠加疫情冲击和大规模救助政策后遗症，政府和企业资产负债表衰退，金融机构坏账水平上升，加之通胀中枢抬升，从而限制未来货币政策空间，而在通胀调控下被抬高的基准利率也将压低全球金融资产估值水平和资产价格，区域之间和区域内部差异化表现将更为突出，其中，发达经济体需求将随着金融周期波动而波动，以美国、英国、欧盟、日本为代表的发达经济体，可凭借其强大的金融市场体系和国际货币地位，通过“政府债务+金融资本”形式转嫁金融风险，危机应对能力相对较强。而新兴市场国家之间表现将出现分化。疫情叠加金融紧缩冲击，新兴市场国家的金融脆弱性凸显，通胀和货币贬值使其资产实际价格相较于发达国家下降更多，全球资本从新兴市场国家回撤也将进一步对这些位于产业链上游国家的投资形成限制，但那些通胀水平较低，严守财政纪律并未跟随美国大规模放水，且经济转型程度高，经济发展逐步摆脱对外贸、外资高度依赖的新兴市场国家则呈现出较强抗风险能力，经济受影响程度相对较小。

第五，疫情期间的工作和生活方式的转变，促进部分新兴技术和服务

场景的推广。例如远程服务、在线教育、大数据追踪等技术将在疫后得到长期保留和推广。同时，疫情也将推动全球在生物医药等领域的加速发展。此外，俄乌冲突带来的能源供给危机也坚定了各国拓展能源供给结构的决心，绿色能源发展受重视程度将加速上扬。

短期影响来看，2023 年全球经济陷入滞胀的概率和范围将加大，美联储加息步伐放缓，或在 2023 年年中结束加息进程并在下半年逐渐放缓缩表，经济衰退也将从年中开始出现，其影响也将逐步反映在各国贸易和金融指标的变化中，俄乌冲突后续走势的不确定性仍然较大，但欧洲经济在本轮冲击后下行压力加大的确定性较高。亚太地区主要新兴经济体在本轮疫情冲击中，对通胀的控制效果较好，但在强美元冲击下货币贬值压力较大，且在发达经济体需求下滑背景下，其经济修复力将减弱。全球资产估值修复能力将比较脆弱，特别是日本货币政策方向的调整可能成为引发全球金融危机的“黑天鹅”，如日本在 2023 年调整货币政策方向，将引发全球套息资产大幅调整和资本大规模回流日本，对全球长期债券收益率定价形成冲击，全球金融条件进一步收紧或将使国际金融市场大规模动荡。

中国经济增长动能由外向内切换，经济增长模式由要素投入拉动向创新驱动转变，中国国债在全球资产配置中的比重将有所提升

中国在过去三年中，不仅遭遇了疫情的影响和外部环境变化的冲击，同时也对内进行了大刀阔斧的改革。抓住国际形势变局中的关键机遇，加快经济转型步伐。后疫情时代，面对内外部环境的变化，中国经济短期面

临较大的疫后修复压力，但长期结构性调整将有利于中国经济的健康发展。

中国经济增长动能将由“外”向“内”切换，内需动能将逐步壮大。疫情冲击后全球进入低增长时代，中国作为全球第二大经济体，深挖内需潜力不仅可以为全球经济增长贡献新增量，同时能够在区域化和外需疲弱的新常态下，通过“以内促外”新增长模式有效防御外部风险，，但这一动能切换过程将给社会经济带来一定调整压力。一方面我国外贸企业多为中小企业，承载就业人群体量近 2 亿人，外需回落将加大就业压力，而三年疫情对微观主体冲击最大，特别是餐饮、娱乐、交通物流等接触性服务行业，同为中小企业居多的市场结构使得疫后内部市场承接就业的难度增加，进而使居民收入增长放缓。另一方面，经济增长方式的转变需要配合产业结构的调整，传统产业中过剩产能的淘汰与外迁需要与新兴产业的成长有序衔接，而我国目前新兴产业存在技术短板，叠加大国博弈中对我国关键技术领域发展的诸多限制，将使国内在产业换代升级的换挡期出现短期经济动能减弱。

中国经济增长模式将从依赖要素投入的传统经济增长范式向创新驱动增长模式转变。疫后全球市场全要素生产率降低，要素成本抬升，如何控制成本和创造经济新增量将成为疫后国际竞争的关键。中国在三年疫情冲击期间，为保持经济运行在合理区间和坚持“人民至上”的防疫方针，“稳健的货币政策+积极的宽财政”合力取得良好效果但也压缩了未来政策持续发力的空间，截至 2022 年底，我国地方政府债务余额达到 35.06 万亿

元, 相较 2019 年扩张近 65%; 截至 2022 年末, 我国 M2 总量达到 266.43 万亿元, 总量远超美国、日本 M2 之和, 未来继续依靠债务扩张拉动投资的增长模式不仅边际效应递减甚至可能使我国经济陷入“流动性陷阱”。

同时, 2022 年中国人口首次出现负增长, 人口红利消失叠加全球产业链重构和疫后能源价格中枢上行, 都使得中国无法再延续过去以要素投入为主的经济增长范式。与之对应, 技术创新拉动下的效率提升将是保持中国在全球产业链竞争地位的关键, 特别是中国凭借大市场优势, 在互联网“2C”时代积累了大量远程服务应用经验, 同时 5G 和新型数字化技术已具备国际领先优势, 为工业数字化发展奠定了技术基础并积累了丰富的市场经验, 未来中国经济增长模式将逐步向创新驱动转变。

疫后全球资金利率中枢抬升叠加我国供给侧改革深入推进, 大类资产价格将被重估。疫后全球经济低增长将提高市场对权益类资产的风险溢价诉求, 但通胀中枢上升拉动名义利率的上涨将压低权益类资产的长期回报率。同时, 通胀中枢和资金利率的上升也将使债券市场名义利率水平被推高且波动增大, 债券名义利率也将趋于上行, 从而压低债券估值, 而美国因在本轮疫情中超大规模的量化宽松以及美元进入重新锚定的过程 降低

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52284

