

类别
宏观专题报告

日期
2022年1月25日



宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)
020-38909340
hezq@ccbftures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)
021-60635739
huangwx@ccbftures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)
021-60635731
dongb@ccbftures.com
期货从业资格号：F3054198



新冠疫情对全球经济潜在增速的影响

请阅读正文后的声明

找报告，上“数据理河”

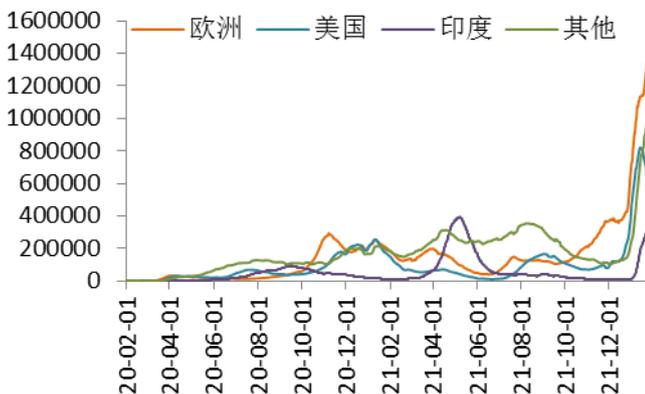
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群(18610100296)同步分享更新

肇始于 2019 年底的全球新冠疫情已愈两年还看不到将要结束的迹象，由于欧美国家在新冠疫苗接种持续推进而放松防疫隔离措施，以及首先由南非报告的传染性更强的 Omicron 变种而爆发的全球第五轮疫情，在 2022 年 1 月 22 日创下日均新增确诊病例 322.1 万的新纪录。RNA 病毒的易变性使得其具备超强的进化能力，而新冠病毒已经扩散到全球所有区域甚至其他动物的事实，越来越支持疫情长期化流感化的判断。在这个判断基础上，我们需要研究新冠疫情对全球社会经济潜在增速（长期供给能力）的影响，因为经济潜在增速的变化对于锚定既定增长目标的政府调节政策将产生不同的通胀效应，本研究将有利于我们理解目前欧美高通胀压力和中国经济增长动能趋弱并存的局面。

一、新冠疫情现状

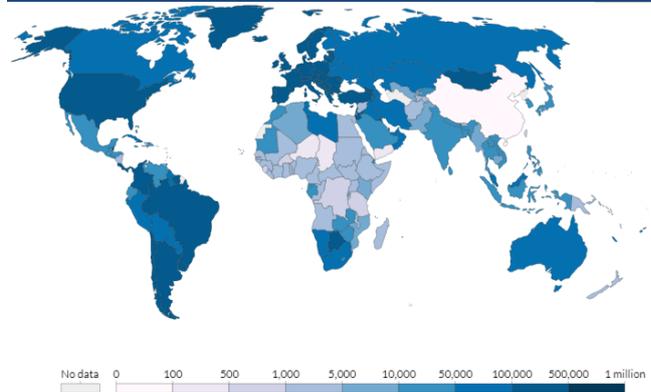
截止 2022 年 1 月 23 日，全球累计确诊新冠病例 3.5 亿，占到全球总人口的 4.5%；累计死亡病例数为 560.5 万，死亡率为 1.6%。2019 年底至今全球爆发了五轮新冠疫情，第一轮是从 2019 年底至 2020 年 9 月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球；第二轮是从 2020 年 10 月至 2021 年 2 月中旬，欧美疫情因年底节日聚集效应和防控不力而严重恶化；第三轮是从 2021 年 2 月下旬到 2021 年 6 月中旬，病毒变异以及传统节日聚集效应使得印度疫情大爆发；第四轮是从 2021 年 6 月下旬至 2021 年 10 月上旬，主要是首先发现于印度的传染性更强的德尔塔毒株扩散到美欧亚诸国。第五轮是从 2021 年 10 月中旬开始，主要是欧美地区在疫苗接种之后放松防范措施，而南非新发现的 Omicron 毒株具有更强大的传染性和免疫逃逸特性，叠加年底节日聚集效应。由于担忧社会医疗系统受到的压力，欧美诸国大多不愿过度收紧防疫隔离措施。虽然我们预计随着节日效应的消退，第五轮疫情将在 1 月中下旬达到顶峰，但疫情见顶后的缓解速度将慢于前面几轮。

图1：全球疫情扩散状况（7D移动平均）



数据来源：Ourworldindata，建信期货研投中心

图2：百万人口中确诊病例数



数据来源：Ourworldindata，建信期货研投中心

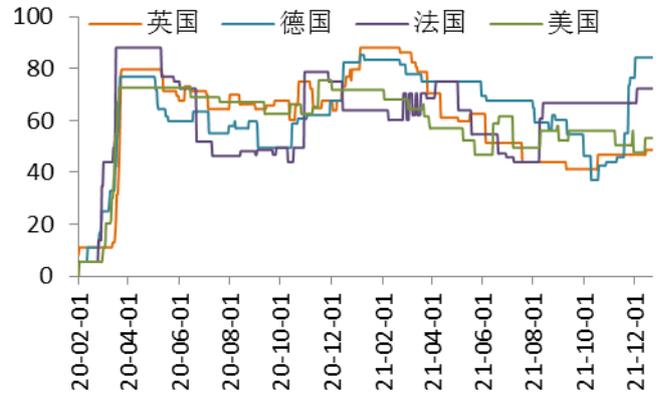
截至 2022 年 1 月 23 日，全球新冠疫苗接种 98.9 亿剂，至少接种 1 剂的人数达到 47.7 亿，全球总体接种率达到 60.5%。但不同收入类型国家之间接种率差异较大，拥有疫苗研发能力和财政支持能力的高收入国家和中高收入国家接种率分别达到 77.7% 和 79% (中高收入国家接种率反超高收入国家是因为中国出色的组织能力)，但中低收入国家和低收入国家接种率仅分别为 53.3% 和 9.5%，拥有 6.6 亿人口的低收入国家将成为全球防疫的隐患。另外，由于部分欧美国家已经达到群体免疫程度，并且担忧爆发式疫情给医疗系统带来的压力，某些国家在面对第五轮疫情时没有明显收紧防疫隔离措施而只是抓紧疫苗接种，以自然免疫弥补疫苗免疫的不足，这种做法对于类似于中国这种坚持零容忍做法的国家产生巨大输入性压力。

图3：新冠疫苗接种率



数据来源：Ourworldindata, 建信期货研报中心

图4：防疫措施严格度



数据来源：Ourworldindata, 建信期货研报中心

总体上看，新冠病毒持续往更强传染性、更强免疫逃逸和更低毒性的方向进化，新冠疫情长期化流感化的判断依然成立，新冠疫情对人类社会经济的冲击持续减弱但短期内难以彻底消失。由于新冠变种的免疫逃逸特性，以及部分国家以感染免疫弥补疫苗免疫的做法，坚持零容忍做法的国家将面临巨大输入性压力。就新冠疫情对社会经济的冲击而言，前期冲击主要集中在以生物化学防疫为主的国家，后期冲击主要集中在物理隔离防疫为主的国家。

二、新冠疫情对供给侧的长期影响

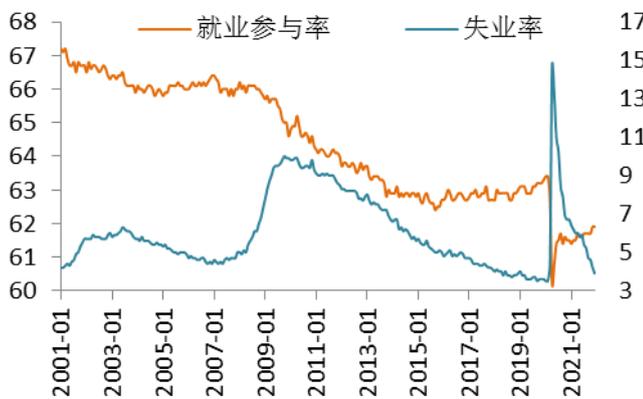
2.1 劳动力短缺和资本积累放缓

根据新古典经济增长的索罗模型，社会长期供给能力（经济潜在增速）由劳动人口增长率、资本增长率和全要素生产率共同决定。

新冠病毒在人类社会扩散并且对人类健康构成风险，尽量避免人群聚集场所

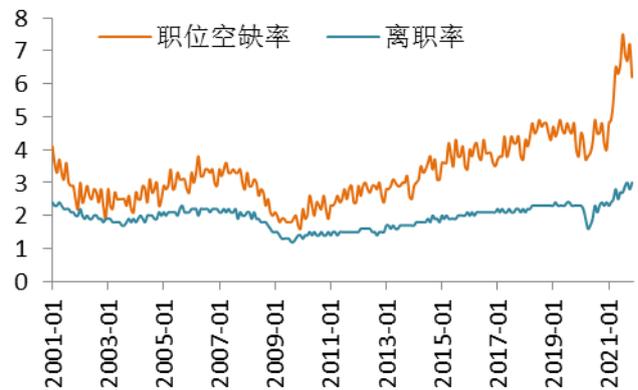
以降低感染机率是一种理性做法，因此新冠疫情对供给侧的第一个重大影响是促使有经济条件且低免疫能力的中老年人提前离开就业市场，特别是在需要买卖双方现场会面的服务行业。因防疫隔离需要而暂时离开的人群还会回到就业市场，但选择提前退休的中老年人很可能不再参与工作。这种结构性变化以美国就业市场最为典型，截至2021年12月美国非农就业岗位较疫情前水平还减少357万，但失业率基本上已经回到疫情前水平；而职位空缺率和离职率持续创历史新高，雇员薪资增速高涨而就业参与率明显低于疫情前水平，正是美国就业市场因大批劳动力提前退休以及其他原因离开就业市场而产生的紧张现象。

图5：美国失业率和就业参与率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图6：美国职位空缺率和离职率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

以上是新冠疫情对就业市场所产生的中短期影响，然而基于新冠疫情长期化流感化的判断，新冠疫情还将通过影响人类生育行为而对中长期劳动力供给产生影响。根据中国人口与发展研究中心的研究，有国际经验表明，饥荒、地震、热浪和疾病等高死亡率灾难性事件平均将导致9个月后出生率下降10%-15%左右。2020年中国和美国出生人口分别为1200万和360万，分别较2019年减少了18%和4%；根据目前所得的局部数据，有理由相信2021年这一下降趋势仍将延续。新冠疫情通过三个途径降低生育意愿，其一是防范疫情所必需的隔离措施减少生育行为，其二是远程办公模式的兴起促进男女就业平等减少妇女生育意愿，其三是新冠疫情所带来的不确定性和负面冲击降低人类生育意愿。虽然经验也表明灾难性事件过去后的一段时间内生育率会有反弹，但鉴于新冠疫情长期化和流感化，新冠疫情对人类生育意愿的影响将长期存在，因此生育率的反弹幅度也将显著缩小，很可能回不到疫情前的水平，更不用说出现类似二战后的婴儿潮现象。生育率的下降将减少中长期劳动力供给，从而使得劳动力供给增速无论在中短期还是中长期都会较疫情前趋势水平有所下降，人口结构老龄化趋势较疫情前加速，经济潜在增速因此有所下降。

通常而言，劳动人口增速的下降可以通过资本积累的加速来弥补。但疫情冲击下资本积累也受到影响。疫情本身的不确定性以及劳动力成本的加速上升共同降低了私人部门的投资意愿，盈利前景的不确定性将使得私人部门在做投资决策时要求更低的贴现率；虽然在经济前景欠佳的情况下央行倾向于放松货币政策，但疫情影响下宽松货币政策更有可能推动实物性金融资产价格上涨（从而促进房地产投资）而不是促进生产性实物投资，劳动人口的减少使得就业市场更加紧俏，对金融不稳定性的担忧以及雇员薪资增速的上升抑制政府当局实施宽松货币政策的空間。

2020年5月份在国内疫情得到控制、社会经济有序恢复时中国央行率先收紧货币政策，2021年11月美联储在长达半年的缓紧缩之后开始快紧缩步伐。但2021年中国经济增长动能在内外疫情冲击以及国内紧缩政策的影响下持续走弱，2021年下半年开始中国央行开始调整货币政策基调；我们预计2022年美国经济活力在美联储快紧缩步伐的影响下也将迅速减弱，美联储货币政策紧缩进程持续时间可能不会超过2年。假如2022年美国中期选举之后民主党丧失在国会两院的微弱优势，拜登政府的积极财政政策更加难以通过国会，那么美联储结束紧缩的时间会更快到来。

2.2 全要素生产率增速趋于下降

全要素生产率 TFP 是总产出量增速与劳动和资本两要素投入量增速之差，在新古典经济增长理论中，全要素生产率 TFP 的增长被视为经济可持续发展的唯一源泉，其核心来源于技术进步和技术效率的提升。从宏观经济波动视角看，包括自然灾害、事故灾难、公共卫生事件在内的重大突发事件发生后，政府、企业和居民等微观主体面临的资源约束条件往往会发生变化，进而重塑建立在一般均衡理论框架下的资源配置格局，表现为抑制消费、收缩投资，从供给和需求两端共同对宏观经济的短期运行造成挤压。

一般认为这种不确定性造成的负面冲击往往会随着灾难事件的平息而衰退，但研究表明大规模高危害性疾病的长期流行，也会导致经济发展路径发生质变；这种长期经济发展路径的结果往往是不确定性的、难以预期的，它既与流行性疾病的性质、持续时间、影响规模等方面的差异性有关，也与经济体的资源禀赋、经济基础、政治结构、文化属性、治理能力等因素的异质性有关。根据暨南大学经济学院王兵和李琳合作撰写的《新冠肺炎疫情对中国经济的长期影响及应对》论文，新冠疫情可以通过教育、创新、市场效率、基础设施以及制度等五方面影响到 TFP 的增长。在教育方面，防范新冠疫情所必需的隔离措施将促进教育方式

从线下教育部分转向在线教育，一方面在线教育能以较低的边际成本大规模覆盖受众群体，突破教育资源的时空边界，促进知识的广泛传播；另一方面在线教育相对于线下教育而言，往往具有高进入门槛和碎片化的特点，因此从线下教育向在线教育的转变，在促进知识广泛传播的同时，也会造成教育不公平以及降低教育效率的问题。新冠疫情所带来的不确定性，往往会促进年轻人延长学历教育年限以及促进职业技能培训，两者均有利于提升 TFP；但新冠疫情同样造成家庭财富的损失，进而减少人们增加教育投入的意愿。因此新冠疫情通过教育途径影响 TFP 均有不确定性，与监管当局对在线教育的规范程度以及政府部门对民众教育的支持力度有关。

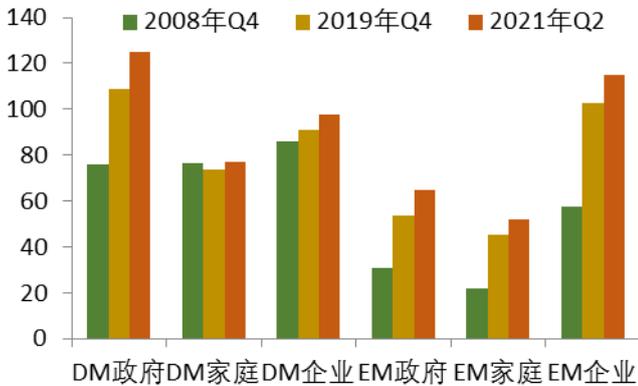
在创新方面，防范新冠疫情所必需的隔离措施促进了网络通信技术 ICT 的蓬勃发展，ICT 技术作为一种资本要素对其他要素正在不断替代，这种广泛渗透性通过对传统产业的升级改造，提升传统产业的生产效率。但 ICT 技术能够真正提升 TFP 还取决于互补性技术、基础设施、劳动力结构等能否与之匹配，如果只是单纯地利用 ICT 技术，而忽略诸如高技能劳动力等与 ICT 投资相匹配的互补要素，将不可避免地产生信息技术生产率悖论现象。反之，ICT 投资的高门槛性使得 ICT 行业成本最容易产生垄断巨头的行业，垄断利益的增长使得 ICT 行业内部以及社会各行业之间的收入差距持续扩大，而这反过来通过降低消费倾向来抑制经济长期表现。

在市场效率方面，新冠疫情所带来的不确定性以及对实体部门的冲击使得劳动者优先选择稳定性更强的政府部门、事业单位和国有企业，而政府当局为了解决就业压力也愿意加大政府部门和事业单位的招聘力度。这些举措固然能在短期缓解社会压力，但生产性劳动才是财富增长的根本，高层次人才大规模集中到服务性行业，是一种人才配置结构的扭曲，并不利于 TFP 的改善。研究表明，高层次人才过度配置于垄断行业、金融业和和公务部门的现实，显著损害了中国经济的长期增长。

在基础设施方面，基础设施对经济增长具有显著的外部性，交通类基础设施质量的提升能够有效压缩区域的物理空间距离，消除区域间的市场分割，吸引生产要素向交易成本低、营商环境好的地区集聚，优化资源配置提升 TFP。以教育、医疗、科技为主的基础设施，则通过改善人的健康状况、提升人口素质等优化人力资本数量、质量和结构作用于 TFP。基础设施建设需要巨大的投入，且其收益的长期性注定基础设施投资大部分来源于政府财政；但新冠疫情发生后，为了维护社会经济的正常秩序，各国政府均已经大幅增加财政支出，政府部门的债务杠杆率短期内大幅度上升，基础设施建设因此受到限制。2021 年中国基础设施建设

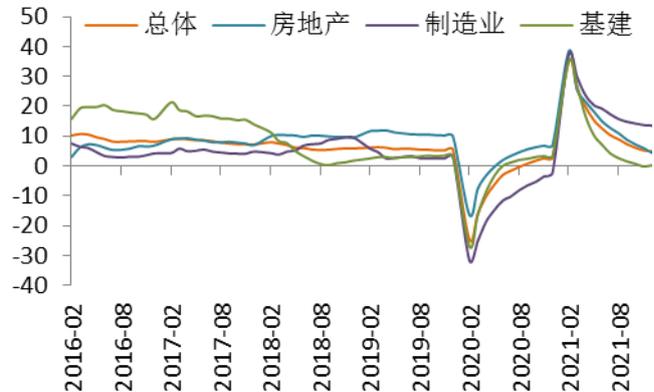
投资仅同比增长 0.21%，为 2004 年有统计数据以来的最低值；即使民主党把控了国会两院，但拜登政府规模庞大的财政刺激计划因伤害到财政稳健性也难以彻底推行。

图7：经济体各部门债务杠杆率



数据来源：BIS，建信期货研报中心

图8：中国固定资产投资增速



数据来源：Wind，建信期货研报中心

综上所述，新冠疫情对 TFP 的影响存在不确定性，总体而言负面影响大于正面影响，要逆转新冠疫情对 TFP 的负面影响需要政府部门加大改革力度和救济力度。但鉴于新冠疫情长期化流感化的预期，以及全球政府部门债台高筑的现状，政府财政支出力度相当有限，因此新冠疫情将从整体上降低 TFP 增速。再结合前面所分析的新冠疫情对劳动和资本要素的影响，我们可以得出一个结论，就是新冠疫情的全球扩散及长期存在，将从根本上降低人类社会经济的长期潜在增速。

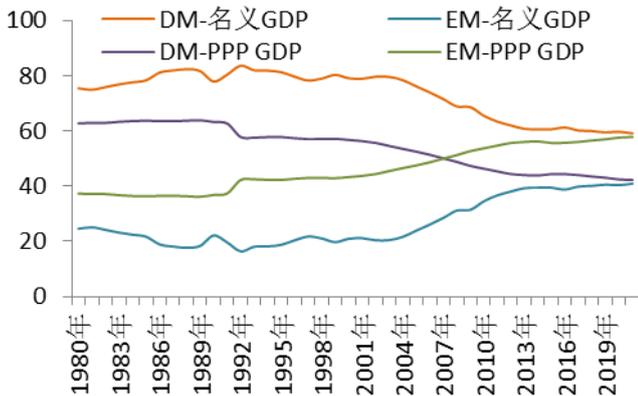
2.3 全球政经格局重组加速

2002 年之后，欧美传统强国与发展中国家之间的相对经济实力趋于收敛；2008 年金融危机之后，欧美传统强国的相对实力遭到系统性削弱，而中国等发展中国家相对实力明显上升；2021 年发达国家与发展中国家名义 GDP 占比相差 18.2 个百分点，较 2002 年差距收窄了 41 个百分点；以购买力平价 PPP GDP 计算，2008 年发展中国家 PPP GDP 即已超过发达国家，2021 年发展中国家 PPP GDP 占比已达 57.8%。

相对实力（均势）的重大改变引发全球政经格局重组。对发达国家而言，欧美政客习惯将经济实力相对削弱的因素归结到外部，认为是国际贸易导致国家财富和先进技术流向发展中国家，因此 2008 年之后发达国家以降低企业税收和增加贸易壁垒力推生产本地化。对发展中国家而言，相对实力的提升要求在国际政经体系中有更大的话语权，而这不可避免地诱发发达国家的警惕和对抗。因此 2008 年金融危机之后，全球政经格局进入以逆全球化为主要标志的重组进程，发

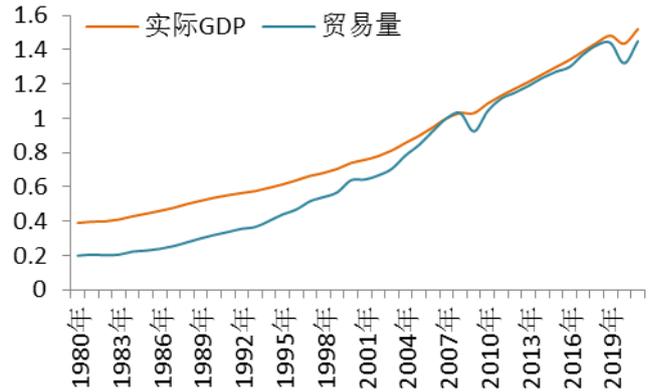
达国家与发展中国家紧密合作的全球分工体系为区域化部署部分取代，发达国家与发展中国家的货物服务贸易增长落后于全球 GDP 增长，人员流动和科学技术交流也受到冲击。2007 年之前，全球贸易量增速大幅高于实际 GDP 增速，1980 年至 2007 年全球贸易量增长 303% 而实际 GDP 增长 56.6%，但 2007 年至 2021 年全球贸易量增长 44.8% 而实际 GDP 增长 51.9%。

图9：发达国家与发展中国家GDP占比



数据来源：IMF，建信期货研投中心

图10：全球GDP与贸易量指数(2007年为1)



数据来源：IMF，建信期货研投中心

分工合作是提升生产率的最有效方法，逆全球化必然会导致全球经济潜在增速的下降，1995 年至 2007 年全球经济年均复合增长 4.1%，而 2008 年至 2021 年全球经济年均复合仅增长 3%。增长前景的转弱以及发达国家对抗行为的增强，自然也会引起发展中国家的反击，而相对实力的提升更是给予发展中国家反击的底气。这些因素综合在一起，就推动了 2008 年之后的全球政经格局重组。2019 年底至今新冠疫情的全球扩散，以其超大的经济社会冲击力度，进一步加大了两大阵营之间的矛盾；因为新冠疫情的国际扩散正是通过国际交往来实现的，而且不同国家因应自身特点而制定的不同抗疫策略，导致了不同程度的疫情扩散情况和社会经济冲击。新冠疫情加速原本就在进行中的全球政经格局重组进程，引起更加激烈的国际对抗行为，进一步压低全球经济潜在增速，目前俄乌冲突和台湾局势均有恶化趋势。

三、结论

新冠疫情对劳动力增长、资本积累以及全要素生产率方面的影响均偏向负面，虽然改革开放以及政府救助有利于负面影响的逆转，但鉴于 2008 年金融危机和 2019 年新冠疫情之后政府部门债务杠杆率大幅度上升，以及发达国家与发展中国家两大阵营相对实力的改变引发以逆全球化为主要标志的国际政经格局重组，而新冠疫情加剧国际政经格局重组进程，我们认为改革开放和政府救助的力度均较

为有限，全球经济潜在增速不可避免地出现趋势性下行。

在经济潜在增速下降的影响下，若政府部门撤走稳增长措施，甚至增添一些制约经济发展的措施，那么实际经济增速将出现明显的下行压力，这是2021年中国经济的情况。而若政府部门大举实施宽松货币政策和积极财政政策将经济增速推升至明显偏离潜在增速的水平，则就会引发严重的通货膨胀压力，这是2021年美国经济的情况。新冠疫情发展的不确定性，使得经济潜在增速的下行幅度难以精确测定，因此经济政策也会经常处于不足和过量的状态，相应地经济周期和金融市场波动更加频繁。

【建信期货研报中心】

宏观金融研究团队 021-60635739

有色金属研究团队 021-60635734

黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738

农业产品研究团队 021-60635732

量化策略研究团队 021-60635726

免责声明：本报告仅提供给建信期货有限责任公司(以下简称本公司)的特定客户及其他专业人士。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“建信期货研报中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼

电话：021-60635548 邮编：200120

深圳分公司

地址：深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心B3211

电话：0755-83382269 邮编：518038

山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室

电话：0531-81752761 邮编：250014

上海浦电路营业部

地址：上海市浦电路438号1306室(电梯16层F单元)

电话：021-62528592 邮编：200122

北京营业部

地址：北京市宣武门西大街28号大成广场7门501室

电话：010-83120360 邮编：100031

福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室

电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

郑州营业部

地址：郑州市未来大道69号未来大厦2008A

电话：0371-65613455 邮编：450008

宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室

电话：0574-83062932 邮编：315000

总部专业机构投资者事业部

地址：上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)6楼

电话：021-60636327 邮编：200120

西北分公司

地址：西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室

电话：029-88455275 邮编：710075

浙江分公司

地址：杭州市下城区新华路6号224室、225室、227室

电话：0571-87777081 邮编：310003

上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室

电话：021-63097527 邮编：200082

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路233号中信广场3316室

电话：020-38909805 邮编：510620

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座

电话：0595-24669988 邮编：362000

厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908

电话：0592-3248888 邮编：361000

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼

邮编：200120

邮箱：service@ccbfutures.com

全国客服电话：400-90-95533

网址：<http://www.ccbfutures.com>