

# 研究报告

2021 年第 11 期

2021.02.23

课题组负责人：周月秋 樊志刚

课题组成员：王小娥 杨 荇  
杨晓龙 王晓娆

邮箱：

yangxing@icbc.com.cn

## 后疫情时代全球经济展望 及对中国的影响

### 摘要：

- 后疫情时代，随着疫苗研发、推广及逐步普及，全球经济将进入缓慢复苏阶段。但主要经济体复苏进程不均衡，全球产业链持续深度调整，逆周期宽松政策仍将延续，金融市场大幅震荡风险仍然存在。
- 虽然我国外贸依存度逐年下降，但全球经济发展态势仍对中国形成重大影响，主要通过对外贸易、产业链转移、流动性外溢、遏制与竞争格局等途径传导。
- 建议：国家层面，健全全球风险预警机制、继续深化对外开放、完善货币政策跨周期管理、加强国际合作治理；银行层面，以“对外防控风险，对内服务循环”为框架，按照“两加强+两支持+两提升”的思路，更好地服务国内国际双循环相互促进的新发展格局。

**重要声明：**本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行现代金融研究院所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

后疫情时代 (the Post-COVID-19 Era), 是指疫情缓和后, 出现的一种经济社会平稳运行甚至复苏状态<sup>1</sup>。本文对后疫情时代全球经济走势进行研判, 并分析其对中国经济金融的影响, 提出政策建议。

### 一、后疫情时代全球经济展望

#### (一) 疫情得到有效控制, 全球经济渐进复苏

新冠疫苗是打破疫情僵局、重启全球经济的关键。目前全球有 200 余种疫苗处于研发当中, 10 余种已进入 III 期临床试验。根据部分国家公布的疫苗接种时间表判断, 疫苗有望在 2021 年二三季度大范围投放使用, 疫情将逐步得到有效控制, 对经济的影响将逐步减弱。一是**全球经济迎来渐进复苏**。随着疫苗的大规模普及, 全球疫情将出现拐点, 经济有望进入较快恢复期。预计 2021 年全球经济向好回暖, 增速呈现前低后高的走势, 全年增速 5% 左右。其中, 消费先行回暖, 工业生产随着复工推进不断提升, 国际贸易逐渐回到正轨。在疫情中受到剧烈冲击的交通、旅游、零售、酒店等行业快速反弹, 拉动就业率明显改善。二是**经济复苏的不均衡性加剧**。中国与主要经济体复苏分化, 2021 年中国经济有望领跑全球, 根据 OECD 预测, 中国将成为经济增长最快的主要经济体, 带动全球三分之一的经济增长; 美国有望在 2021 年四季度恢复至疫情前水平, 但欧洲、日本等经济体恢复至疫情前的经济繁荣程度可能需要更长时间。三是**发达经济体与新兴经济体经济复苏分化**。美欧等发达经济体率先进入疫苗大规模生产、流通、接种流程, 预计先于新兴经济体迎来复苏; 新兴经济体疫苗量产能力和价格负担能力有限, 复苏节奏或相对落后。

#### (二) 全球化进程回调, 带动产业链格局重塑

民粹主义兴起带来反全球化浪潮, 保护主义抬头冲击全球贸易体系根基, “黑天鹅”事件频发打击各国参与全球化的积极性, 全球化由高速推进期进入调整期, 带动全球产业链深度调整。一是**本土化、区域化趋势强化**。在地缘政

<sup>1</sup> 根据国际流行观点, 结合全球疫苗研发、推广和普及进程, “后疫情时代”主要可能指 2021 年之后两至三年, 甚至更长时期。纽约大学教授、诺贝尔经济学奖获得者迈克尔·斯宾塞认为, 后疫情时代, 新冠疫苗和美国大选尘埃落定都将对世界经济复苏产生积极作用。



治和风险规避因素驱动下，全球产业链本土化、区域化将成为结构性趋势，区域层面垂直整合的集群模式将得到强化。制造业实力较强、具有一定市场规模的国家，将鼓励和吸引本国跨国企业回国投资，产业链发展将体现出明显的本土化特征，如拜登已明确表示，将通过向海外美国公司征税等方式，促进美国企业回流，重塑制造业霸主地位。制造业实力相对较弱、市场规模相对较小的国家，受限于自身生产和消费能力，部分产业链主要迁回所在区域市场，与域内国家建立密切的上下游联系，如欧盟鼓励各国企业将产业链迁回至欧盟内部或周边区域。二是**智能化、分布式、资本化趋势明显**。随着云计算、工业互联网和自动化等信息技术逐步成熟并投入商用，未来制造业将逐步向智能化、分布式方向发展。同时，全球低利率、负利率的货币环境，大幅降低企业融资成本，未来产业链资本化程度也将不断提高。

### （三）宏观政策延续宽松基调，回归正常化难度较大

当前全球经济复苏动力不足，叠加巨额财政赤字和债务水平，政策宽松主基调将贯穿 2021 年。一是**“大水漫灌”货币政策将延续**。美国依靠美元霸权地位，意欲通过大量印钞转嫁通胀风险，各国为维护自身金融市场稳定采取跟随策略，主要经济体宽松政策短期内难以转向正常，低利率、资产购买等宽松措施仍将成为常态。如美联储将继续实施量化宽松政策，零利率持续至 2022 年底；欧央行将维持政策利率负下限并加码资产购买规模；日央行将在维持超宽松货币政策基础上扩大资产购买计划。二是**财政刺激将继续加码**。特朗普政府于 2020 年 12 月 28 日签署了合计 2.3 万亿美元的一揽子财政支出法案，拜登政府则有望在 2021 年初推出新一轮财政刺激计划；2020 年 12 月 10 日，欧盟推出 1.8 万亿欧元的财政刺激计划（含 7500 亿欧元复苏基金）；2020 年 12 月 8 日，日本通过高达 73.6 万亿日元的经济刺激计划。大规模的财政刺激推动赤字率持续上升，根据 OECD 预测，2021 年美国、日本、英国、法国财政赤字率将分别达到 11.6%、5.5%、13.3%、7.4%，较 2019 年分别上升 4.6、2.9、10.7、4.3 个百分点。

### （四）金融市场有望趋稳，但大幅震荡风险仍然存在

相比较 2020 年的“跌宕起伏”，2021 年全球金融市场有望趋稳。一是美元

走弱，其他主要货币走强。随着市场避险情绪回落，叠加长期零利率、全球经济形势向好、疫苗大规模接种等因素，美元指数大概率走弱，主要货币在美元下行周期中升值。二是大宗商品价格上行。全球经济复苏，需求回升叠加 2021 年 OPEC+ 减产协议达成，对原油价格形成支撑。全球物价水平将有所回升，抗通胀因素叠加美元相对弱势、利率走低等因素，推动黄金价格上行。三是股票迎来新周期。疫苗大规模接种、宽松政策刺激及企业盈利复苏等因素将推动全球股票市场走高。2020 年 12 月初，全球股票市值首次突破 100 万亿美元，创下历史新高。

但可能引发市场大幅震荡的因素仍然存在。一是政府债务风险上升。超宽松经济刺激，大幅提升各国财政赤字，使得政府债务负担飙升，全球政府债务占 GDP 比重已由 2019 年的 90% 上升至 2020 年的近 105%。再叠加疫情冲击下政府税收收入大幅下降，政府收支失衡加剧，沉重的政府债务负担或引发新一轮主权债务危机。二是企业破产风险上升。从 2008 年全球金融危机中企业经营风险的演进路径判断，2021 年上半年全球将迎来企业破产高峰期，或将引发金融市场震荡。三是资产泡沫风险上升。全球流动性泛滥，大量资金流入房地产、股市、债市等热点市场聚集，催生资产泡沫风险。

## 二、对中国经济主要影响

### （一）全球贸易处于收缩期，影响中国出口增长

疫情的发生同时降低了贸易的供给和需求，使全球贸易大幅收缩。2020 年，全球出口占 GDP 的比重约为 15%，较 2019 年的 21.6% 下滑 7 个百分点。全年货物贸易量增速约下降 9.2%，为全球 GDP 降幅（-4.8%）的两倍；全球服务贸易萎缩更为严重，旅游业、交通运输业创 2008 年国际金融危机以来最大跌幅。世贸组织预测 2021 年全球贸易可能出现温和复苏，增幅约为 7.2%，但贸易规模仍远低于疫情前的水平。贸易收缩带来了全球跨国投资的低迷。UNCTAD<sup>2</sup> 发布《2020 年世界投资报告》预计，2020 年全球外国直接投资（FDI）流量将减少 40%，自 2005 年以来首次低于 1 万亿美元，预计 2021 年进一步下降 5%-10%，2022 年才

<sup>2</sup> 联合国贸易和发展会议，是联合国处理有关贸易和发展问题的常设机构。



可能开始复苏。

贸易投资萎缩叠加出口“替代效应”减弱，对中国出口形成负面影响。2020年，受防疫物资需求增长和居家用品出口“替代效应”影响，中国出口占全球份额上升至17%，较上年提升3个百分点，其中11月达21.1%历史峰值。但是，随着全球疫情逐步得到控制，其他经济体复工复产带来的竞争加剧，对我国防疫物资或居家用品的需求可能会下降或走弱。海外消费者还可能从商品消费更多转向服务消费，这也会进一步令中国出口承压，使中国外贸依存度<sup>3</sup>进一步下降。但区域全面经济伙伴关系协定、中欧投资协定签订等，都有利于增强中国出口韧性，增加区域双边贸易便利度。综合考虑，预计中国出口增速可能较长时期维持在5%–10%区间。

## （二）全球产业链加速调整，倒逼中国产业升级

作为一场全球性危机，疫情在造成巨大破坏的同时，也对全球产业链进行了一次重大变革。从转移方向看，疫情将加速产业链的迁移和调整趋势，纺织、服装等劳动密集型产业向我国中西部以及东南亚等地区转移；生物工程、节能环保、新能源等部分高技术类产业和产业链高端环节向美国、欧洲等发达地区转移。全球三大产业链中心的区域化趋势进一步巩固（见图1）。从转移方式看，链条式、综合体式、共建式转移成为主要方式。不同于以往单一项目、单一环节、单一企业的转移，而是以龙头企业和大企业为核心，带动研发、采购、销售、物流和售后服务等上中下游各个环节实行组团式转移。

中国等以加工组装和零部件制造为主的区域

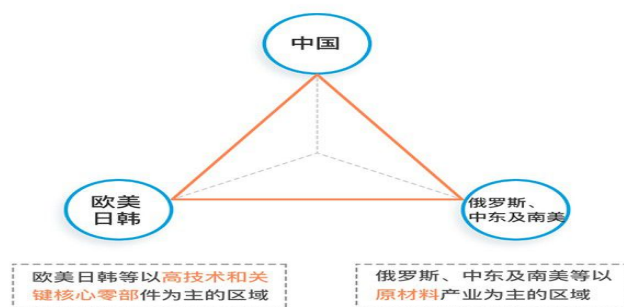


图1 疫情加速了全球三大产业链中心区域化趋势

<sup>3</sup> 货物贸易进出口总额占国内生产总值（GDP）比重。2019 中国外贸依存度仅为 31.99%，出口依存度约 17.5%，较 2008 年的 60% 以上的峰值逐年回落。

全球产业链的调整，将深刻影响国际贸易、国际投资、国际生产与分工格局，也将对中国经济增长造成影响。**短期来看，可能引起制造业空心化**，部分较脆弱行业的产业生态可能会被破坏，一些制造企业将会出现经营困难，从而导致更长期的负面影响；**长期来看，将激发产业创新的动力**，加速产业转型升级进程。我国可能加强科技产业链的本土化，克服先进技术的瓶颈，比如半导体行业在晶元代工、芯片制造等领域，会逐步累积起自己的知识产权，提升在全球产业链的地位。

### **（三）全球流动性外溢效应，对中国形成潜在风险**

本次全球流动性泛滥对我国的外溢性较强、危害较大。**一是增加经济宏观调控难度**。一方面，全球低利率、负利率扭曲价格信号作用，弱化利率政策传导效果，扰动我国货币政策正常性。另一方面，大规模跨境资金进入我国金融市场“兴风作浪”，在弱化我国货币政策实施效果的同时，增加外汇管理和宏观调控难度。**二是抬升资产泡沫化风险**。跨境资金流动中的短期资本规模庞大且投机性强，向房地产、股市、债市等热点市场聚集，增加资产泡沫化风险。**三是增加人民币升值压力**。在全球流动性泛滥、中国实施稳健中性货币政策的格局下，人民币汇率预计 2021 年可能在 6.2 - 6.8 之间波动。人民币升值将导致我国出口竞争力削弱，对出口企业尤其是民营企业带来不利影响。**四是加大输入性通胀压力**。全球央行大放水对通胀中枢的抬升作用，通过大宗商品价格传导至国内，可能导致生产和消费成本跟随上升，影响企业经营和消费恢复。**五是推升宏观杠杆率**。预计我国宏观杠杆率 2021 年还将进一步提升，处于全球较高水平，全球资金向我国的涌入无疑起到了推波助澜的作用。

### **（四）中美经济差距有所缩小，遏制与竞争格局长期存在**

后疫情时代全球经济复苏将是不平衡的。据 OECD 预测，2021 年欧元区经济增长率预计为 3.6%，美国经济增速预计为 3.2%，而中国经济继续引领世界经济增长，增速可望达到 8%。据此测算，2021 年中美经济增速差距可能接近 5 个百分点，中国经济总量占美国比重将上升至 74.8%。这是 20 世纪以来一个重大的



历史性突破<sup>4</sup>（见图 2）。

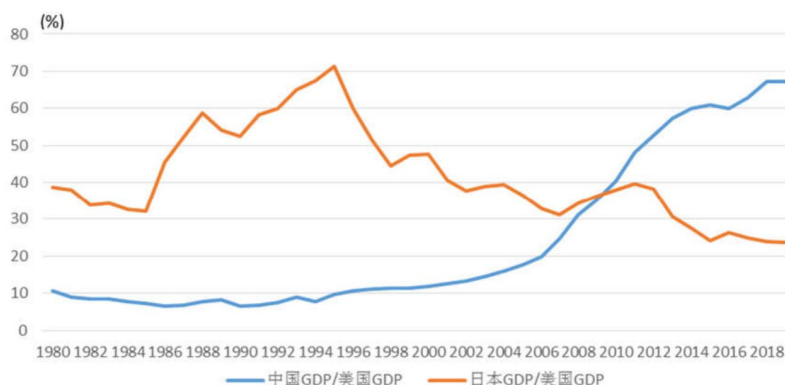


图 2 中国 GDP 与日本 GDP 占美国 GDP 比重变化（以美元计价）

数据来源：Wind，现代金融研究院整理。

中美两国近年来相对实力的变化，使得美国两党在遏制中国方面形成高度共识，这一趋势并不会因为拜登的上任而改变。但就具体政策而言，美国新政府在方式和方法上可能会有所调整。一是对中国部分科技企业的制裁可能会有所放松，但在涉及 5G、量子计算、人工智能等核心科技领域预计仍将保持高压态势，并加强与中国在高科技领域的竞争。二是可能会对中美贸易协定进行重新评估，取消部分影响美国居民生活成本的关税，主要涉及食品、日用品等方面，但不太可能会全面取消关税<sup>5</sup>，尤其是一些工业制成品及高科技产品的关税，未来中国对美贸易仍将面临较大压力。三是可能联合盟友重新制定全球市场规则，要求我国在国企补贴、产业补贴、知识产权、技术转让、市场开放等方面做出调整，我国面临深层次结构性压力。

### 三、政策建议

#### （一）国家层面

1、健全全球风险预警机制。不仅要关注疫情蔓延趋势，还要密切关注由此带来的金融市场波动、产业链变化风险。针对汇率波动风险，加快人民币跨境支付结算基础设施建设，推动人民币跨境支付与离岸人民币市场协同发展；鼓

<sup>4</sup> 1995 年，日本占美国经济比重为 71.3%，达到历史峰值。

<sup>5</sup> 拜登在 2020 年 7 月发布的经济复苏计划中包括了打击中国贸易不正当行为的承诺，涵盖补贴、倾销、汇率操纵、强制技术转让和知识产权保护等领域。

励企业采用和推广人民币贸易结算方式。针对大宗商品价格波动风险，推动大宗商品现货和期货市场发展，提升国际定价话语权。针对产业链转移风险，加强顶层设计，尽快制定国家产业链安全战略，将这次“断链危机”转化为“补链机遇”。

**2、继续深化对外开放。**一是继续优化投资营商环境，大幅减少外资准入限制，压缩外资准入负面清单，加大自贸试验区开放试点力度。二是推动形成对外贸易新格局。短期，抓住欧美部分产业停摆、经济复苏缓慢的窗口期，及全球需求端复苏进程快于供给端的机遇期，加快推进重点区域合作、重点产品销售、重点市场拓展；推进 RCEP 协议和中欧协定谈判生效、实施，完成中日韩自贸协定。长期，抓住美国退出 TPP 的有利时机，争取早日加入 CPTPP。

**3、完善货币政策跨周期管理。**在货币政策制定中，不仅要考虑国内因素，而且要把全球流动性泛滥情况考虑进去，加大内部与外部的均衡协调；不仅要应对当前流动性泛滥情况，同时要根据全球流动性变化趋势特点制定跨周期的应对措施和政策。同时，加强跨境资本流动监管。构筑本外币一体化监测系统，规范境外资金信息披露报备；关注外资进入股、债、房地产市场情况，对短期的套利资金进行拉网式的立体排查，严厉打击投机行为。

**4、加强国际合作治理。**一是加强与世卫组织合作，在中外疫情分化的情况下，要外防输入、内防反弹。二是通过 G20 等国际组织加强货币、财政等宏观政策协调，同时加强国际贸易和投资合作，加快降低贸易壁垒、促进贸易自由化的谈判，旨在稳定产业链供应链，共同开启世界经济增长的重要引擎。

## **（二）银行层面**

后疫情时代，银行业发展将面临更大的挑战。建议商业银行要以“对外防控风险，对内服务循环”为框架，按照“两加强+两支持+两提升”的思路，更好地服务国内国际双循环相互促进的新发展格局。

### **1、对外防控风险**

全球金融市场波动、贸易摩擦和宽松政策带来的潜在风险仍存，建议商业银行严防死守，强化风控与合规两种能力。



**(1) 加强风险管理能力，建立有效预警机制。**一是建议继续保持较高的资本充足率和流动性水平，提高抵御风险的能力。二是完善集团内部的隔离机制和挽救机制，防止系统性传染风险蔓延。三是继续打造和完善全新的信用风险智慧监控体系。

**(2) 加强境外机构管理，保证合规经营。**一方面，建议境外机构与当地监管部门保持沟通交流，主动应对后疫情时代监管政策变化，以减少对监管要求理解的偏差。另一方面，关注重点业务领域、环节及关键岗位人员，加强信贷流程、不良处置、授信审批、合规工作、授权工作等精细化管理，强化正向激励与严肃问责并举的合规约束机制。

## 2、对内服务循环

**(1) 建议以积极支持“一带一路”建设和人民币国际化作为重要切入点，支持中国参与国际循环。**

一是积极支持“一带一路”倡议，加快机构布局和国际业务拓展。进一步强化境内外机构联动，积极服务好“走出去”、“引进来”、“一带一路”沿线当地企业和重点项目，持续助力境内外企业达成商品、服务、技术、项目、资本等领域跨境合作。

二是支持人民币离岸市场建设，便利人民币跨境使用和结算。一方面，考虑有针对性地加强对“一带一路”沿线国家的跨境人民币结算、投资、资金产品的推广力度，以“线”带“面”。另一方面，继续投入到人民币清算行的竞争中，促进商业银行全球化、跨时区的人民币清算网络进一步完善，提升跨境人民币服务能力。

**(2) 建议从投资和消费两个层面进行发力，助力加速内循环。**

一是提升数字化经营能力，支持先进制造业和新基建。一方面，建议继续向高端技术企业、产业链核心企业倾斜信贷资源，可适当调整当地分行制造业贷款利率相关定价授权。另一方面，建议继续加强商业银行数字化能力建设，充分利用数字技术积极开发符合新基建数字化、智能化核心逻辑要求的线上金融产品。

二是提升消费信贷管理模式和产品创新模式，支持新消费。优化在商贸中心、学校、景点等消费集中场所，通过新设或改造分支机构作为服务消费为主的特色网点，同时加大对养老家政健康消费、信息和网络消费、绿色消费、旅游休闲消费、教育文化体育消费、农村消费等新缴费重点领域的支持力度和信贷产品创新。