



## 从2008年危机看新冠疫情的长期影响

作者：周韞丽 梁颖

电话：010-58352882

邮箱：zhouyunli@xinhua.org

编辑：杜少军

审核：范珊珊

官方网站：[cnfic.com.cn](http://cnfic.com.cn)

客服热线：400-6123115



在美联储和美国财政部密集出台一系列宽松政策后，美国市场波动率已明显下降。但值得注意的是，陆续发布的美国经济数据勾勒的景象则悲观得多，这些数据都暗示在疫情扰动下美国经济正面临鲜有的严峻挑战。疫情爆发曲线开始走平后，未来经济将以怎样的节奏复苏，金融市场定价是否过于乐观也成为了近期讨论的热点话题。

结合全球金融危机后的复苏经验，本次疫情冲击的特殊性，以及迄今为止各方政策及市场反应情况，我们初步得到以下结论：第一、疫情过后居民消费行为或将发生较大改变，短期内难以看到消费的报复性反弹。第二、全球贸易因流动性限制而萎缩的状况缓解，但需求下滑、价值链重塑将使贸易全球化进程再度面临挑战。

## 图表目录

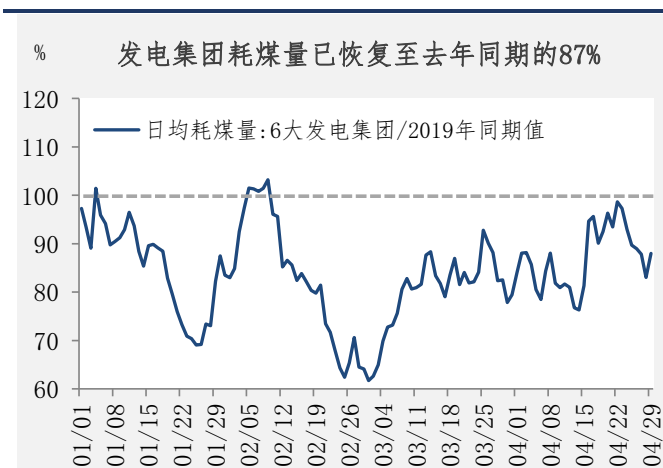
图表 1：我国工业生产恢复进度较快 .....	3
图表 2：居民休闲娱乐方面消费仍然很低.....	3
图表 3：美国劳动参与率在 2008 年后长期下降.....	4
图表 4：危机导致一部分劳动力永久退出市场 .....	4
图表 5：衰退通常导致居民储蓄率上浮.....	5
图表 6：危机后的增长和全球贸易都出现了缺口 .....	5
图表 7：需求不足是 2008 年贸易量下滑的首要因素，信贷收紧紧随其后 .....	6

## 从 2008 年危机看疫情的长期影响

在美联储和美国财政部密集出台一系列宽松政策后，美国市场波动率已明显下降。3月23日至4月29日，标普500指数上涨31.0%，BBB/Baa级企业债利差由高点337bp降至223bp，TED利差也从151bp下沉至65bp。但值得注意的是，陆续发布的美国经济数据勾勒的景象则悲观得多，4月Markit制造业、服务业PMI指数分别滑落至36.9和27.0，3月耐用品订单、零售销售、制造业产值分别创下2014年、1992年、1946年以来的最大降幅，截至4月18日的五周内超过2650万人申领失业救济，这些数据都暗示在疫情扰动下美国经济正面临鲜有的严峻挑战。同时，在疫情爆发曲线开始走平后，未来经济将以怎样的节奏复苏，金融市场定价是否过于乐观也成为了近期讨论的热点话题。

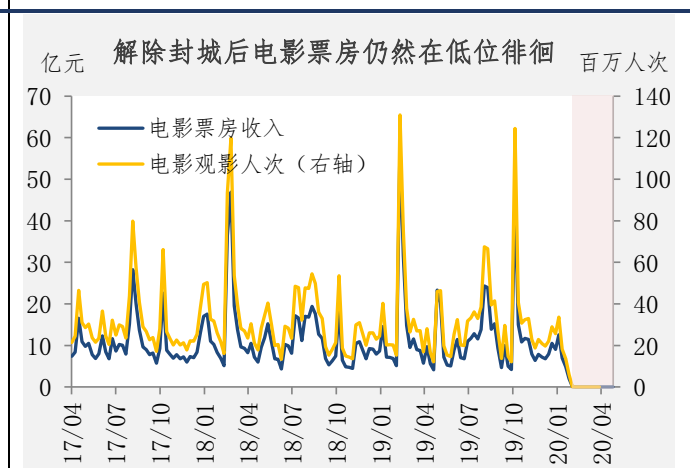
以我国经验看，经济运行的正常化将是阶段性的，且工业部门复工复产进度快于居民消费意愿回温。我国6大发电厂耗煤量目前已经恢复至去年同期的87%（图表1），143个园区灯光强度增至去年同期的80%以上，固定资产（包括房地产）投资增速已触底回升，表明企业复工复产进程正在稳步推进。然而，疫情防控并未松懈，餐厅、电影院等人流密集休闲娱乐场所尚未全面开放，居民保持社交距离的意识较强，对人流聚集消费场所的回避是自发性的，故二季度不太可能出现“报复性消费”（图表2）。西南财大的一项调研显示，51%的调研对象家庭表示在疫情得到有效控制后有增加储蓄、减少支出的计划，40%表示将保持过去的消费方式不变，仅9%表示将加大消费支出。

图表 1：我国工业生产恢复进度较快



来源：新华财经

图表 2：居民休闲娱乐方面消费仍然很低

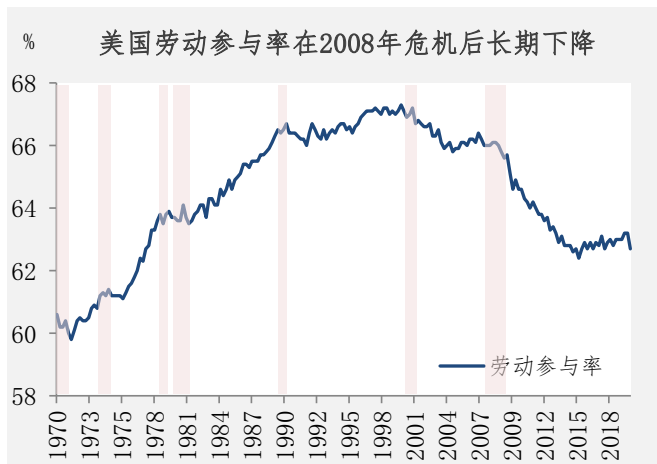


来源：新华财经

放眼更长的时间线，在政策支持重点落在供给侧的前提下，经济保有多少反弹的动能更多地取决于总需求弹性，这决定了复苏的形态是“V”、“U”还是“L”。在这一方面，2008年的金融危机是一个合适的参考案例，可以为描绘此后的经济复苏轨迹提供非常有价值的信息。

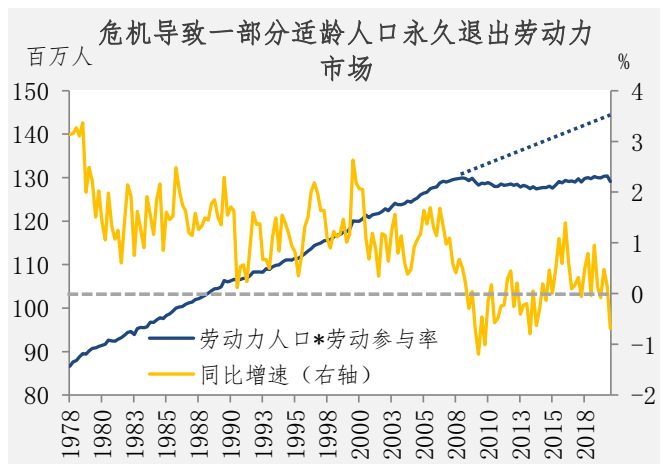
2008年全球金融危机的影响不仅局限于造成衰退程度之深，更在于其产生的“后遗症”延续时间之久。从居民部门角度看，首先，危机后美国一部分适龄人口工作意愿下降，并永久退出劳动力市场（图表3，图表4）。从以往规律看，经济衰退后短期内劳动参与率下降是常见现象，其原因比较复杂，可能是由于对找工作失去信心、对工资制度不满，或是因为社会保障制度发生变化等。2008年后劳动参与率的下降幅度与历次衰退比更为突出，如粗略地取危机前的劳动参与率阶段性高位，即以2006年四季度的66.4%计算，至2015年四季度共有757.1万适龄（15-64岁）人口退出劳动力市场，至2019年四季度减少至660.2万（作为参考，2009年7月至2020年2月美国新增非农就业总和约2200万）。这不仅指向劳动力市场供给下降，也侧面反应了部分居民对工作的态度转变，而劳动参与率只是帮助其量化的一个维度。

图表 3：美国劳动参与率在 2008 年后长期下降



来源：新华财经

图表 4：危机导致一部分劳动力永久退出市场



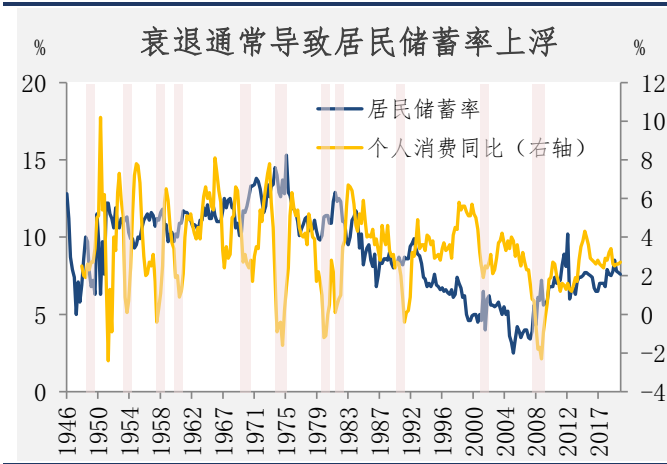
来源：新华财经

其次，这种转变同样体现在居民储蓄率，进而渗透至消费增长趋势中。储蓄率在衰退后的攀升亦是历次衰退总结出来的经验，这可能是出于个人收入下降进行补偿性储蓄。平均来看，居民储蓄率会在衰退后短期上升约2个百分点。与前例相比，2008年前后储蓄率的变化更突出，其读数从2007年四季度的3.4%升至2012年四季度的10.2%，之后则在7.2%的均值水平附近上下波动（图表5）。储蓄率的提升对消费增长形成抑制，2005年是美国储蓄率长达三十年震荡下行趋势（1975年的15.3%-2005年的2.5%）的拐点，2005年四季度-2019年四季度消费同比增速均值仅2.0%，较之前三十年约下降1.5个百分点。

居民在就业和消费方面的趋势性变化进一步影响经济的总体需求，并在一定程度上导致产出缺口走扩（图表6）。在以往的衰退中，短期的产出下降通常会被后续的产出加速填补得七七八八，从大趋势看并不会明显偏离潜在产出增长曲线。但2008年衰退后的产出缺口持续十余年之久，且其

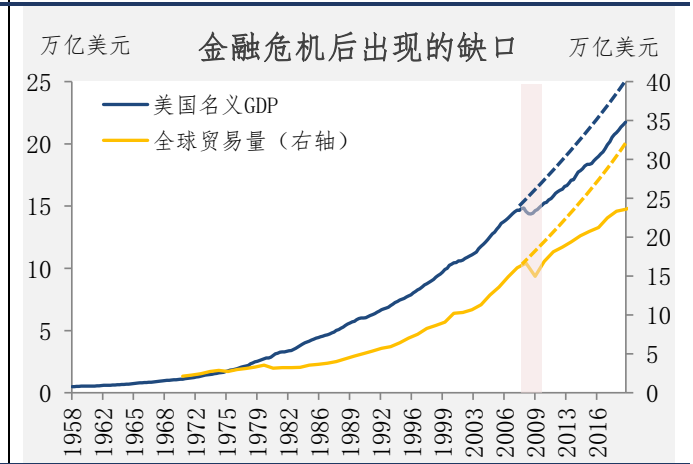
差距并不见收窄，以危机前的增长趋势粗略进行拟合，保守估计2019年四季度美国名义GDP中约有3.2万亿美元（占实际读数的15.1%）“凭空消失”，表明金融危机对美国经济造成了永久性损伤，这是在此前的衰退中观察不到或不明显的特征。无独有偶，类似的“缺口”也出现在英国、德国等欧洲国家的产出曲线中。

图表 5：衰退通常导致居民储蓄率上浮



来源：新华财经

图表 6：危机后的增长和全球贸易都出现了缺口



来源：新华财经

此外，不仅是单个国家的总产出出现偏离，全球贸易的高速增长也告一段落。21世纪初期贸易与金融全球化兴起，叠加由居民部门和房地产行业引领的信贷扩张，全球贸易与经济增长进入“黄金期”，然而其节奏也被金融危机打断。2008年四季度全球贸易总量锐减，银行贸易融资资产头寸亦步亦趋地下滑，最主要原因固然是需求骤降，但短期内机构自身，以及提供贸易融资的银行信贷额度受限也是重要原因之一（图表7）。

据全球金融体系委员会（Committee on the Global Financial System）测算，雷曼破产后全球贸易总量降幅的1/5可归因于贸易融资条件收紧。考虑到世界贸易大多以美元计价，贸易融资亦是如此。因此，离岸美元流动性、跨国银行资产负债状况都会直接影响贸易融资成本，进而影响贸易总量。

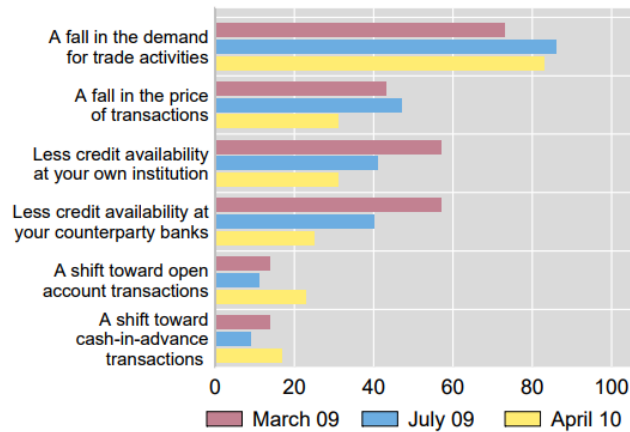
图表 7：需求不足是 2008 年贸易量下滑的首要因素，信贷收紧紧随其后

Drivers of the decline in trade finance

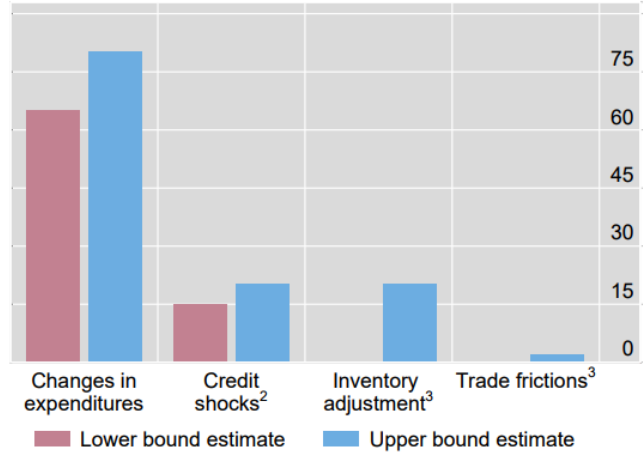
In per cent

Graph 8

IMF-BAFT trade finance surveys



Decomposition of collapse in trade volumes during the Great Recession Q1 2008–Q1 2009<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Estimates from various studies as summarised in Bems et al (2012). Sum of the estimated contributions does not equal 100. <sup>2</sup> Including but not limited to trade finance shocks. <sup>3</sup> Based on only one study.

Sources: Bems et al (2012); IMF-BAFT (2009), IMF-BAFT-IFSA (2010).

来源：见图注，新华财经

结合全球金融危机后的复苏经验，本次疫情冲击的特殊性、以及迄今为止的各方政策及市场反应情况，我们初步得到以下结论：

**第一，疫情过后居民消费行为或将发生较大改变，短期内难以看到消费的报复性反弹。**美国居民储蓄普遍偏低，据美联储调查，2/5的受访者无法承担400美元的现金紧急支出，1/3则需要申请贷款以覆盖日常费用。在疫情管控期间现金不足的问题大概率将激励居民加大储蓄力度，未来我们或将观察到美国储蓄率的大幅攀升，这将挤压消费增长空间。比较极端的前例是，二战前后美国居民储蓄率曾一度升至25%之多，大萧条之后的储蓄率也有近8个百分点的升幅。不过，本次疫情前居民资产负债状况良好，即便消费贷款违约率可以预见的将在短期上浮，但类似2008年金融危机爆发后，长达十余年的居民部门去杠杆的过程应不会重现（详见《浅析疫情扰动下的美国居民消费贷款违约风险》）。

**第二，全球贸易因流动性限制而萎缩的状况缓解，但需求下滑、价值链重塑将对跨国贸易增长施压，贸易全球化进程或再度面临挑战。**全球化的最大支撑是资本逐利的固有属性，企业对开拓市场、压低成本追求会继续支撑全球化铺开。但本次疫情也暴露了被拉长后的价值链的脆弱性，



叠加逆全球化趋势在疫情之前已有端倪，以及疫情冲击下的终端需求锐减，未来全球贸易增速或再下台阶。不过，仅就金融体系遭受的损失看，本次冲击可能不及2008年。雷曼的倒闭，以及后续欧洲债务危机爆发促使跨国银行（主要是欧洲银行）削减全球资产头寸、收缩风险敞口，相当于腾出了部分离岸贸易融资的产能，而这种现象尚未体现在本次疫情冲击中。

## 重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。