

张岸元：后灾疫年代的变与不变

原文发表日期： 2020-04-13

作者简介：张岸元，中信建投证券首席经济学家、中国首席经济学家论坛理事

大规模疫病流行是人类生活的组成部分。疫病是放大镜，放大了社会运行中既有的种种不平衡不公正；疫病是加速器，加速了社会发展中既有的长期趋势既定方向。记住，是放大、加速，不是无中生有，创造出充满新的矛盾和趋势的新世界。

我们渴望改变，渴望从疫情期间社会政治经济生活的变化中，看到未来世界的影子。知识分子尤其如此，他们希望疫情带来重大变化，暗合他们信奉的理论，验证他们此前未能如愿的判断。历次疫情之后，我们能观察到防控治疗技术的进步、公共卫生理念的更新、防灾减灾组织的完善、物资储备水平的提升。但仅此而已。人类生活没有变化，人性的优点和缺点一切如故。梅毒可以一度成为欧洲上流社会的时髦，艾滋病没有使得人类更加洁身自好，埃博拉从未阻止人们前往非洲。本次疫情也是一样，灾疫之后人们会以最快速度忘却灾疫，这就是人性。

一、对称冲击不改变地缘政治格局

人们很容易举出反例，驳斥上述消极静态的观点。如黑死病对中世纪欧洲发展的枢纽性影响，天花对南美地域文明的摧毁等。但须知这些重大改变的前提，是疫情导致人口大量减少，且不同区域、不同族群遭受的冲击程度存在显著差异。而此次疫情的致死率保持在较低水平，没有大量消灭人口；传播广泛而迅速，数月间全球没有化外之地。

西班牙大流感持续约两年，大体对称地影响了同盟国和协约国，因而没有改变战争的进程和结果。技术能够缩短本次疫病流行持续时间。两年只是历史长河的一瞬间。环顾四邻，各国彼此彼此，疫情没有带来力量对比值得关注的变化。

疫情至今，没有一个国家在地缘政治斗争中示弱，没有一个国家做出哪怕是互惠的政策调整。之前所有底线都不容触碰。各国一方面小心翼翼，本着人道主义原则互通抗疫物资和数据信息之有无；另一方面，尽量避免相关措施与政治挂钩，唯恐授人以柄、秋后遭人勒索。基辛格博士发文称“疫情将永久改变世界秩序”。窃通读中英文稿，未见任何改变，所见依然是捍卫西方民主制度普世价值。

各类政治制度国家都元气满满，自信其卓有成效地选择了符合本国国情的抗疫道路。各国差别化的感染率、死亡率，都被归因为病毒的未知性，归因为发展水平决定的物质力量差异。甚至某些领导人对疫情明显的误判也被公众有意无意忽略，“聚旗效应”（Pally round the flag effect）反而提升政治家的支持率。

生活在发达国家和国家内部发达地区的人群，无疑是幸运的。这种幸运，是此前相关居民享受福利的自然延伸。发展中国家和国家内部不发达地区的感染及死亡，甚至不被统计。如果感染和死亡，连数字都不是，何来改变？

二、逆全球化加速的判断值得细究

工业化时代，大约有四十多个国家完成了工业化历程，散布在各大洲，可称之为全球化。而本轮数字化、新一代通信技术则不然。除东亚、美国和西欧少数国家外，俄罗斯、中东欧、伊斯兰世界，乃至整个南半球，都退出了相关软硬件生产制造领域。这根本就不是全球化，是“数字孤岛”与销售市场对立的二元世界。技术鸿沟割裂世界的后果，类似于近代史上的刀剑与枪炮。该过程中，最令人唏嘘的是俄罗斯，一个经历诸多伟大革命的伟大民族，而今要和王朝对等博弈，通过油价维持国家现金流——政治家情何以堪？

如果非要约定俗成，套用全球化概念，疫情期间，我们看到某些领域全球化加速而非倒退。信息领域，各国信息交流更加频繁，数据共享更加顺畅，彼此关切更加切实。资本流动方面，大量资金在各市场间切换避险，金融市场联动上升到新的高度。贸易方面，抗疫物资的贸易大幅提升。

疫情带来的人员流动冻结、非必需品贸易大幅下降、粮食出口禁令等，更可能是一次暂停、一次休克。FDI因疫情停滞之后的动向至关重要。过往几年，美国日本一直致力于产业回流。要关注的是边际变量，是疫情多大程度上强化了原有趋势。疫情相当于在原有FDI理论中，增加了新的决策变量，该变量的权重未知，是否将起到决定性作用也是未知。

过往几十年，中国在长三角珠三角地区形成的产业集聚是世界级的，其内部组织关系、上下游联系之紧密，超出一般理解。我不相信这些基于市场自身因素内生的产业关联，会因疫情有大的改变。退一万步讲，如果一次疫情、某国一项政策企图，能改变这种产业发展，其本身也价值有限。

三、国际货币金融格局更加固化

口罩不能迅速生产，但货币可以瞬间创造。此前酝酿已久的新货币理论，在此次疫情应对中发挥了重大逆周期调节作用，否则全社会信用链条断裂的后果不堪设想。国内有人轻佻评论美联储政策，我不知道其底气何来，难道他们比美联储更了解美国需要什么政策？

经济理论都是增长理论，“经济萎缩”、“经济休克”似乎没有被系统阐述过。试想：正常运行时，巨大的财政和货币供应仅能支撑个位数的经济增长；动辄两位数经济萎缩，需要的财政及货币投放对冲是何等量级。这就如同一个人在失血的同时输血续命，所需输入量取决于损失量，并不取决于正常情况下人体需要的血液量。

如果赤字和货币供给被用于填补当期产出缺口，未必就必然导致下一步商品和资产价格飞涨，未必就会导致美元和美债崩溃。再进而言之，如果美元和美国金融市场经受住了此轮流动性空前投放的冲击，其地位会获得新的加持。

金融市场如同实体经济的镜像：市场迅速反应疫情爆发，固然火上浇油；但随后提前反应疫情受控，何尝不是雪中送炭？危机期间，各国金融市场之间的联动，上升到此前不曾达到的水平。如，2月21日以来，道指和上证综指相关性系数超过0.9，而此前彼此的相关性微不足道。一些时候，我们强调“避风港”，希望资金进来避险，对冲境内市场下行风险。随着时间推延，或许要更加接受境内外市场联动局面。

利率方面也同样。疫情重击之下的中国经济没有能力承担如此之高融资成本，当前中国经济没有能力没有必要与外部世界之间保持之高的正利差，降低利率是必然趋势。

美元体系的各国货币当局合作有新的进展。如，美联储与一些央行建立了新的货币互换安排，向各国央行美债资产开辟了新的回购通道等。

人民币在此次疫情表现平淡。汇率基本与美元指数反向变化，但幅度小于其他货币。国际地位没有值得关注的变化。这符合常识。战后美元地位的确认，基础是战争期间作为“民主国家的伟大兵工厂”大量提供物资，各国渴求美元作为支付手段。而此次抗疫中，中国相关物资供给并没有达到天量水平，也没有考虑让人民币支付在其中发挥特殊作用。

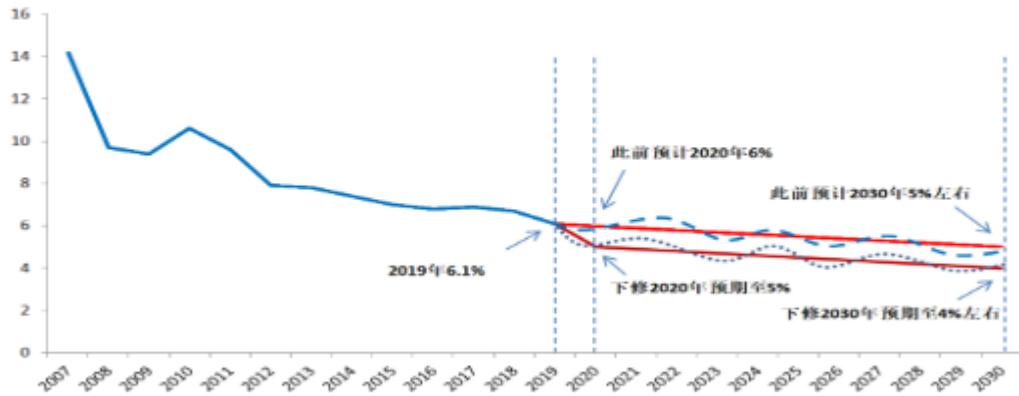
四、中美同样面临经济中长期萧条风险

美国当前纾困方案与我国此前政策有类似之处，都属“抗疫救灾”，目标是避免重要行业、中小企业现金流断裂、缺血坏死。这些政策对经济增长起不到大作用，因为隔离对供需两端都造成巨大冲击。“聚旗效应”之下，特朗普总统支持率有所提升，但仍远低于杜鲁门、老布什、小布什总统任内开战期间水平。二季度后，竞选将进入白热化阶段。疫情演进的时间节奏对现任总统更为有利，竞争者很难挑战成功。

走过一个完整周期，又经大规模减税延续繁荣的美国经济，因疫情重击陷入长期衰退的威胁是现实的。我们不知道股票市场是否已经走出风暴区，不知道经美联储接盘展期后的债务能否顺利回归市场，不知道巨大流动性未来如何回收。大基建是四年前竞选至今，特朗普唯一没有兑现的承诺。无论该方案如何纸上谈兵，都至少表明，美方已经考虑到疫后中长期衰退的可能性，并为此酝酿方案。美国基建面临的困境总体如故，唯一重要的改变是融资环境。零利率环境极大降低了融资成本，如果出现负利率，则场景更加乐观。试想：23万亿存量联邦债务，用负利率滚动，可以实现债务的自然缩减；其中三分之一由外国投资者持有，这对美国是多么“公平”的事情。

现在看来，设想中国经济疫后“V型”反弹基本不现实。要看到，我国经济中长期增长处于下行通道。要素变动趋势，决定了经济将按照增长规律，向发达经济体一般增速水平回归，疫情可能造成中长期增速迅速下到更低增速平台。

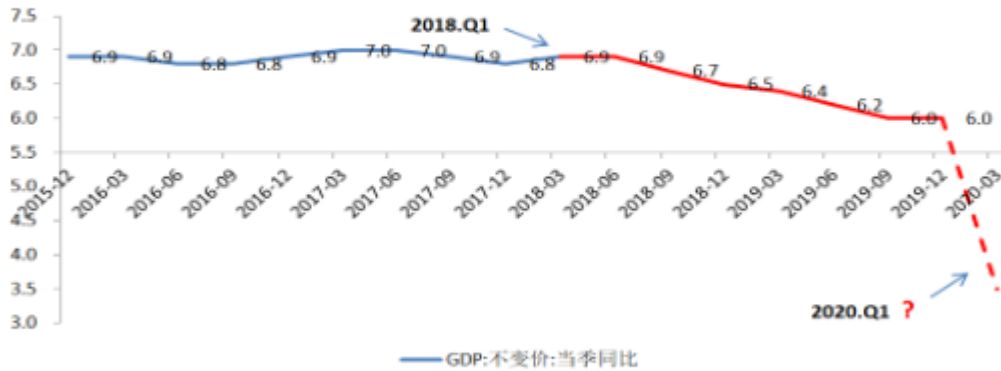
图一：中国经济处于中长期下行通道



制图：中信建投证券研究发展部。

更要看到，2018年以来，经济季度增速出现了新的快速下降苗头。这显然不是中长期慢变量所致。背后的体制机制政策原因深刻复杂：原有激励机制被搁置，地方、国企、民企等动力源同时趋弱，而新的机制一时没有建立起来并发挥作用。如果没有系统性政策调整，没有新的资源注入，疫后经济靠什么提升？

图二：短期经济加速下行趋势堪忧



制图：中信建投证券研究发展部。

五、当前中美关系舆论以噪音为主

关于中美关系，我还是那句话：“看不到双边矛盾的本质和背景，是没有知识；言必称这些矛盾和问题，是没有智慧；历史是创造出来的，大国关系没有宿命”。

国关某君说，疫情以来的中美关系是“20世纪七十年代初中美建交以来最为困难的一个阶段”。他可能忘了上世纪九十年代台海危机、使馆被炸、南海撞机

三次险些擦枪走火的事件。他可能没有、或不愿意看到，疫情期间，舆论恶言相向的同时，两国抗疫物资贸易无差别往来，“人民的希望”在我国测试未遇任何阻碍，各国在 G20 峰会上依然表达出合作意愿。

经过疫情洗礼，中美彼此会有更加清晰的认知。美方会真切感受到中国的组织动员能力，以及物质实力、科技能力的进步。中方也会更加真切感受到两国硬实力的差距。如，检测技术、特效药研发、RNA 疫苗方面，美国多条技术路线同时推进，进展迅速；即便是原以为潜力巨大的呼吸机生产，境内产能也仅占全球五分之一，与我国人口全球占比相当，且核心零部件依赖进口。

着眼于疫后经济恢复，彼此需求显然是在上升而不是下降。对美方而言，降低对华加征关税，有利于经济恢复和民生改善；对中方而言，新的价格条件下增加重要商品采购，也并非不可。

结语

新冠病毒不识权贵，不辨人种。除科学外，没有先知。病毒肆虐之际，以捍卫国家利益名义，争权夺利，卑微可鄙；嫁祸于人，更是人性之恶。外部某些正式非正式言论固然狂悖可憎，而我们如果将狂悖可憎作为决策的基础和对象，则只能和狂悖可憎平起平坐。

灾疫面前，我们更需要德行。因为我确信，经历了近代史上无数苦难的民族，不再会有宋襄公。

