



宏观研究

【粤开宏观】大变局与再平衡：“十四五”的世界与中国经济

2020年12月09日

投资要点

摘要

一、2008年国际金融危机以来的全球政治经济形势

(一) 全球经济再平衡，全球贫富分化加剧，民粹主义和逆全球化抬头

第一，金融危机前后，金砖国家占全球经济总量比重自11.8%提高至20.6%，新兴经济体成为世界经济增长的核心动力。第二，中国面临来自发展中国家加速工业化和发达国家“再工业化”的双重挤压。第三，全球经济复苏动能偏弱，主要经济体推出货币宽松，导致资产价格上涨和贫富分化加剧。美国基尼系数从2008年的0.466上升到2019年的0.48，最低20%的低收入群体收入占比从1967年的4%下降到2008年的3.4%和2019年的3.1%，最高20%的高收入群体收入占比从1967年的43.6%上升到2008年的50%和2019年的51.9%，前5%的最高收入人群的收入占比从1967年的17.2%上升到2008年的21.5%和2019年的23%。欧盟的基尼系数从2010年的0.305上升到2019年的0.307。第四，全球化整体上促进了人类福利的改进，但是却导致不具备比较优势的部门和经济体利益受损。第五，全球贸易保护主义逐渐兴起，冲击全球价值链，降低经济效率。

(二) 政治形势与国际治理体系：新兴大国崛起，全球权力从大西洋走向太平洋

近年来，新兴国家崛起，西方相对衰落，世界正处于一个旧秩序难以为继，而新秩序尚未建立的半失序状态。第一，国际力量“东升西降”“南升北降”趋势明显，国际权力重心日益转移。第二，大国博弈更趋复杂，中美俄三国竞争与合作共存，中美贸易摩擦上升为科技战、金融战、地缘政治战、舆论战等全方位博弈。第三，民粹主义、逆全球化在全球范围内兴起，加剧社会分裂和对立。第四，地区内和国家间冲突日益激烈，非传统安全威胁愈发突出。

二、2020年新冠疫情导致全球经济下行和金融市场动荡，中国经济“V型”反弹

新冠疫情在全球的蔓延直接冲击了全球金融市场和实体经济，全球经济短期大幅衰退，金融市场年初大跌但在流动性推升下迭创新高，实体经济与金融背离的形势加剧，一定程度上恶化了收入分配。同时，疫情暴露出了美国经济金融的脆弱性、欧美自由民主与防疫的内在矛盾和中国应急公共卫生体系短板等一系列问题；对全球政治经济格局将产生深远影响。中国政府采取果断措施，迅速控制疫情取得经济社会恢复的先发优势，同时刺激性的财政和货币政策以及结构性的改革开放加速推进使得中国经济率先“V型”反弹，增速居全球前列。一、二、三季度中国GDP同比增速分别为-6.8%、3.2%和4.9%，且仍在恢复中，预计四季度增速能回升到正常轨道的6%。

三、展望未来，新冠疫情仅是全球经济增速中枢下滑的催化剂，2021年短暂反弹后将持续下行

疫情扰动了全球经济运行的周期，2020年全球经济大幅衰退，2021年将在

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-66235713

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：李兴

执业编号：S0300518100001

电话：010-66235713

邮箱：lixing@y kzq.com

近期报告

《消费分析手册》2020-10-12

《【粤开宏观】1-9月工业企业利润点评：生产需求逐步恢复，盈利能力明显增强》
2020-10-27

《【粤开宏观深度】五中全会公报解读及11月经济展望》2020-10-31

《【粤开宏观】美国大选跟踪及资产配置展望（附回测图）》2020-11-03

《【粤开宏观深度】创新支撑高质量发展，构建“双循环”新发展格局——十四五规划建议解读》2020-11-05



四股力量推动下加速恢复：1) 低基数；2) 疫苗研发取得重大进展，各国（地区）重启经济以；3) 库存和产能周期短期反弹；4) 美国拜登上台施政后，一方面从单边主义重回多边主义，削减关税，另一方面将在美国国内积极抗疫，推行财政刺激计划，有利于推动美国和全球经济恢复。

2021年后，全球经济仍将继续下行，这背后有深层次的原因。1) 长期低利率环境进一步拉大全球贫富差距，抑制消费；2) 全球老龄化加剧，全要素生产率进一步下降，抑制投资；3) 逆全球化、单边主义抬头并爆发全球贸易摩擦，重塑产业链分工格局，打破比较优势分工，抑制贸易。当前仍处于新一轮科技革命的前夜，在既定的科技水平下生产力难以出现爆发式增长，全球进入存量博弈的冲突时代，分配问题和社会问题对经济的制约越发凸显。

从经济周期看，十四五期间全球经济面临下行压力，2021年后几大经济周期整体向下。库存周期反弹力度有限，产能周期向下，创新周期在2023年前后自衰退期进入回升初期。

四、2021年中国经济因基数低和内外需恢复而将高达9%，此后重寻“中速增长平台”，迈入“5时代”。2021年经济增速将大幅反弹，主要基于四大原因：一是全球经济因疫苗研发重大进展而有望重启；二是中国库存周期和产能周期启动；三是拜登时代抗疫、财政刺激恢复美国经济；四是低基数效应。“十四五”中国经济的实际增长率将下行至5%-6%。一是中国作为追赶型经济体增速换挡的客观规律。二是中国人口数量红利消失，人口危机渐近。三是新旧动能转换、新的经济增长点培育仍需时间，传统基建和房地产对增长贡献减弱。

综上，当前的世界处于存量时代的冲突，新旧秩序交替的半失序状态，呈现大变局和再平衡的特征。一是全球经济东升西降，意味着政治经济格局的新平衡；二是欧美再工业化，从消费到生产，中国从生产到消费，意味着全球经济循环的新平衡；三是中国从出口和投资驱动到消费驱动型，加快构建新发展格局，发展模式的新平衡。

五、十四五时期全球面临三大风险：全球债务危机隐患凸显、欧盟一体化进程倒退、全球贸易摩擦升级。

风险提示：外围环境超预期恶化



目录

一、2008 年国际金融危机以来的全球政治经济形势.....	6
(一) 经济社会形势：全球经济再平衡，全球贫富分化加剧，民粹主义和逆全球化抬头.....	6
1、金融危机前后，金砖国家占全球经济总量比重自 11.8%提高至 20.6%，新兴经济体成为世界经济增长的核心动力.....	6
2、全球经济复苏动能偏弱，主要经济体推出货币宽松，导致资产价格上涨和贫富分化加剧.....	7
(二) 政治形势与国际治理体系：新兴大国崛起，全球权力从大西洋走向太平洋，中美贸易摩擦上升为全方位博弈.....	9
二、2020 年全球经济受疫情冲击陷入衰退，金融市场动荡.....	13
三、十四五期间全球经济：2021 年短暂反弹，其后持续下行.....	19
(一) 全球经济下行有深层次原因.....	19
1、全球老龄化加剧，整体经济增长潜力下行.....	19
2、全球贫富差距拉大，抑制居民消费.....	21
3、贸易摩擦重塑产业链分工格局，打破原有比较优势分工，经济效益大幅降低.....	22
(二) 全球经济周期向下，经济面临较大压力，“低增长、低利率、低通胀”持续.....	25
(三) 中国经济发展趋势：迈向“5”时代，进入中速发展平台.....	29
(四) 美欧日经济低速增长，中、印经持续领先.....	30
四、十四五期间的全球经济风险：全球债务危机隐患凸显、欧盟一体化进程倒退、全球贸易摩擦升级.....	33
(一) 全球债务危机隐忧凸显.....	33
(二) 欧盟一体化进程倒退.....	33
(三) 中美贸易摩擦不确定性提高，美国对华态度已全面转鹰，短期两国边打边谈，长期具有日益严峻性.....	33
(四) 国际经济合作程度下降，贸易和投资活动下降.....	35
1、世界经济不景气，逆全球化抬头，投资信心下降，冲击全球贸易.....	35
2、亚洲地区是全球贸易疲软的主要受害者，而 FDI 在发达经济体下降.....	36
3、电子软件等资本品贸易呈现颓势，跨境并购和绿地投资强势回升.....	38
4、全球化发展趋势与全球分工体系变化.....	39

图表目录

图表 1：金融危机前后，各经济体经济总量占世界比重及变化.....	6
图表 2：美国贫富分化加剧.....	7
图表 3：全球收入前 1%和后 50%群体的收入占比变化.....	8
图表 4：人类发展程度不同地区的 HDI 和 IHDI.....	8
图表 5：全球贸易保护主义抬头.....	9
图表 6：发达国家民粹主义浪潮.....	11
图表 7：2008-2019 年中国、美国、俄罗斯、印度和平指数.....	11
图表 8：2020 年中美欧日 GDP 快速下滑.....	14
图表 9：服务业所受冲击大于制造业.....	14
图表 10：2020 年贸易活动再次快速下滑.....	15
图表 11：美国失业率在年初创新高.....	15
图表 12：美股主要指数 2020 年大幅下调后快速回升并创下历史新高.....	16



图表 13：波动率暴涨超过次贷危机时期.....	16
图表 14：原油价格大幅下跌.....	17
图表 15：美股市盈率整体高于次贷危机时期.....	17
图表 16：近期全球制造业 PMI 上升，连续 4 个月位于荣枯线上方.....	18
图表 17：近期主要经济体的制造业 PMI 上升，位于荣枯线上方.....	18
图表 18：老龄化与经济增长存在负相关性.....	20
图表 19：日本自 20 世纪 90 年代以来老龄化加剧，经济增速水平下台阶.....	20
图表 20：全球老龄化程度加深.....	20
图表 21：截至 2050 年全球老龄化占比将超过 20%.....	20
图表 22：世界各地人口老龄化的速度正急剧加快.....	20
图表 23：减少贫富差距有利于经济增长.....	22
图表 24：美国前 10% 家庭收入占全美收入比重.....	22
图表 25：美国各区域贫富分化加剧.....	22
图表 26：2001-2015 全球进出口贸易快速增加.....	23
图表 27：KOF 全球化指数增长陷入停滞.....	24
图表 28：2019 年美国制造业进口比率 MIR 自 2011 年以来首次下滑.....	24
图表 29：中美库存周期向下后，近期有主动补库存迹象.....	25
图表 30：主要经济体的产能周期向下，2021 年可能有所反弹.....	26
图表 31：雅克布·范杜因的长波周期.....	27
图表 32：大萧条以来美国 GDP 名义和实际增速.....	27
图表 33：全球经济“低利率”.....	28
图表 34：全球经济“低通胀”.....	28
图表 35：OECD 领先指标出现拐点并持续下滑.....	29
图表 36：OECD 领先指标：增速换挡是全球主要经济体的经济规律.....	30
图表 37：中国劳动年龄人口占比于 2010 年见顶，绝对人口在 2013 年见顶.....	30
图表 38：美、欧、日 PMI 疫情前总体回落.....	31
图表 39：美、欧、日 OECD 领先指标 18 年后总体下行.....	31
图表 40：日本人口净减少规模相当于各大城市人口规模.....	32
图表 41：美国非金融部门偿债比率接近 2009 年.....	33
图表 42：2019-2022 美国企业迎来偿债高峰.....	34
图表 43：新兴经济体外债/外汇储备占比较高.....	34
图表 44：欧盟部分成员国 2019 年政府债务/GDP.....	35
图表 45：全球 FDI (百亿美元) 及其同比.....	36
图表 46：全球进出口金额 (万亿美元) 及其同比.....	36
图表 47：全球贸易网络.....	37
图表 48：亚洲货物出口金额同比增速.....	37
图表 49：2019 年各地区 FDI 同比增速.....	38
图表 50：G20 国家资本品生产指数和半导体销售指数.....	38
图表 51：G20 国家资本品生产指数和半导体销售指数.....	39





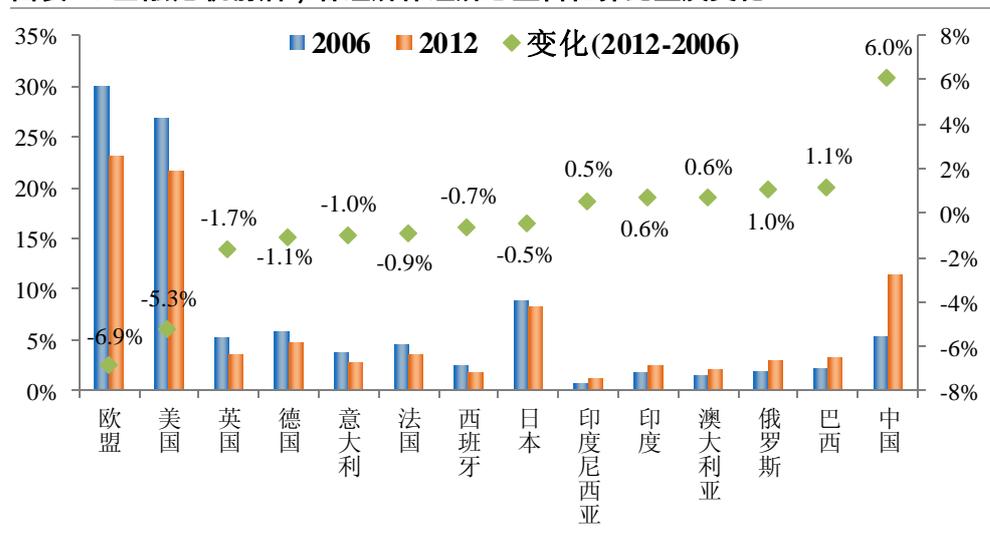
一、2008 年国际金融危机以来的全球政治经济形势

(一) 经济社会形势：全球经济再平衡，全球贫富分化加剧，民粹主义和逆全球化抬头

1、金融危机前后，金砖国家占全球经济总量比重自 11.8%提高至 20.6%，新兴经济体成为世界经济增长的核心动力

2008 年 9 月，以美国雷曼兄弟破产为标志的金融危机席卷全球。2009 年 12 月，希腊债务危机爆发，全球三大评级机构相继下调希腊主权信用评级。2010-2011 年，爱尔兰、葡萄牙、西班牙和意大利先后陷入债务危机。经济危机在全球范围内蔓延，各国均受到不同程度的冲击，此后在超常规的财政和货币政策刺激下走向复苏，世界经济增长格局重新洗牌。从经济总量占比看，2012 年欧盟、美国和日本占世界经济分别为 23.1%、21.6%和 8.3%，较 2006 年分别下滑 6.9、5.3 和 0.5 个百分点；而 2012 年中国、巴西、俄罗斯和印度占全球经济的比重分别为 11.4%、3.3%、2.9%和 2.4%，较 2006 年分别提高 6.0、1.1、1.0 和 0.6 个百分点，金砖国家合计占比自 2006 年的 11.8%提高至 2012 年的 20.6%。从对经济增长的贡献看，2012 年金砖国家对世界经济增长的贡献为 57.6%，较 2006 年提高 31.5 个百分点，其中中国的贡献达 58.1%，较 2006 年提高 46.4 个百分点。2012 年美国、日本和欧盟对世界经济增长贡献为 38.8%、2.7%和-62.7%，较 2006 年变化 19.2、8.4 和-86.9 个百分点。

图表 1：金融危机前后，各经济体经济总量占世界比重及变化



资料来源:世界银行、粤开证券研究院

中国面临来自发展中国家加速工业化和发达国家“再工业化”的双重挤压。金融危机后各国失业率上升、金融市场动荡暴露出此前各国制造业向外转移的种种弊端，各国纷纷采取以高新技术为核心的“再工业化”计划，一方面吸引制造业回流、解决就业问题，另一方面促进产业结构升级、抢占新工业革命先机。美国方面，2009 年 12 月美国白宫发布《重塑美国制造业框架》，2010 年 8 月奥巴马签署《美国制造业促进法案》，2011 年提出“先进制造伙伴计划”加强产业界、学术界和政界在先进制造方面的合作与投资，2018 特朗普签署命令对美国进口的部分商品加征关税，通过对内减税和对外加征关税促进制

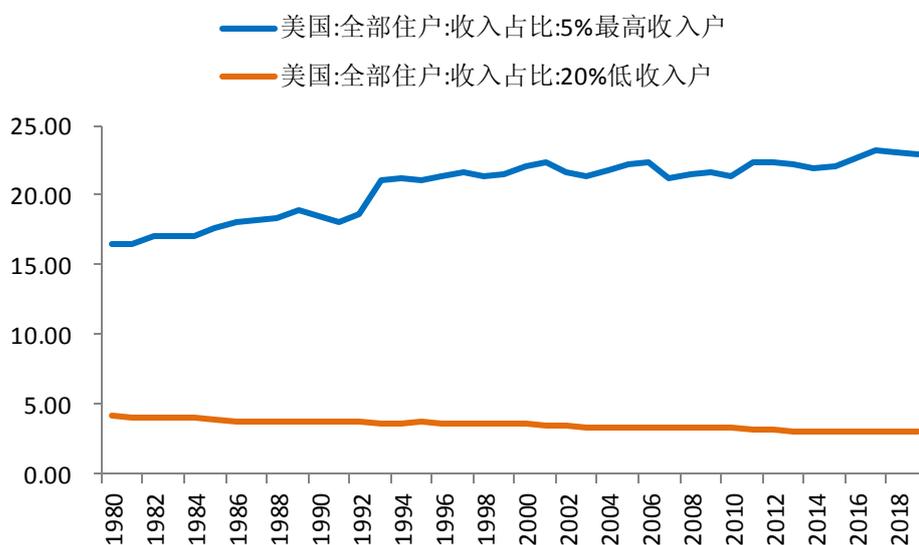


制造业回流。欧洲方面，2008年英国政府发布《制造业战略》，2010年6月欧盟峰会通过《欧盟2020战略》，2013年4月德国推出《工业4.0》，2013年10月英国政府再推《英国工业2050》。新兴国家方面，巴西和印度也分别于2011年发布《工业强国计划》和《国家制造业政策》。

2、全球经济复苏动能偏弱，主要经济体推出货币宽松，导致资产价格上涨和贫富分化加剧

极度宽松的货币政策推升资产价格，同时高收入人群通过加杠杆获得更多财富，导致贫富分化。美国基尼系数从2008年的0.466上升到2019年的0.48，最低20%的低收入群体收入占比从1967年的4%下降到2008年的3.4%和2019年的3.1%，最高20%的高收入群体收入占比从1967年的43.6%上升到2008年的50%和2019年的51.9%，前5%的最高收入人群的收入占比从1967年的17.2%上升到2008年的21.5%和2019年的23%。欧盟的基尼系数从2010年的0.305上升到2019年的0.307。

图表2：美国贫富分化加剧

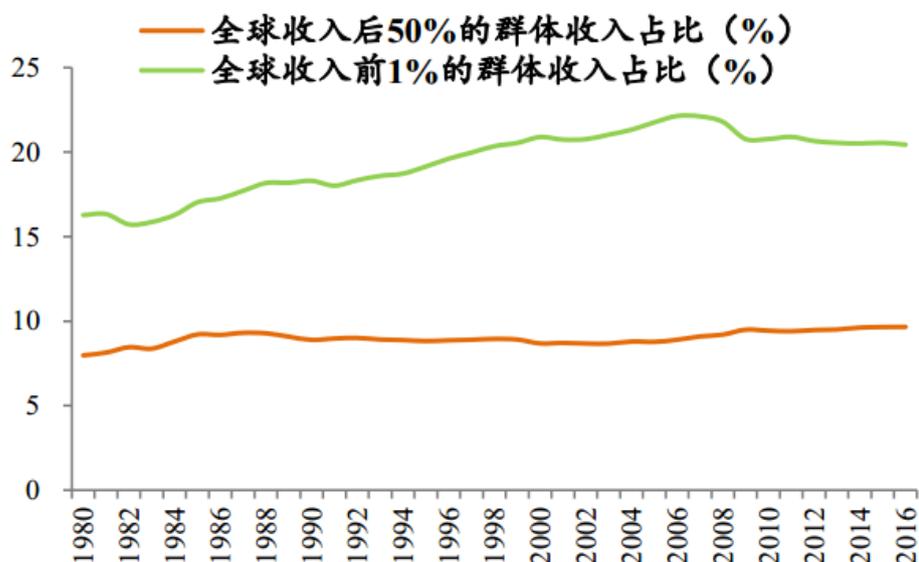


资料来源：wind、粤开证券研究院

全球化整体上促进了人类福利的改进，但是却导致不具备比较优势的部门和经济体利益受损。全球化使得拥有大量跨国企业的发达经济体受益于廉价劳动力资源和优惠的投资税收政策，而极度贫穷的经济体由于长期面临收入低下、教育医疗资源不充足、巨额外债等问题，缺乏成为世界工厂的能力，受益于全球化的程度低于发达经济体，进一步加剧了国家之间的贫富差距。从全球层面看，衡量国家之间不平等现象的重要指标收入、教育资源、医疗资源等均恶化。在收入方面，根据世界不平等数据库（WID），1980-2016年，全球收入前1%的群体收入占比从16.28%上升至20.44%，增加4.16个百分点；全球收入后50%的群体收入占比仅增加1.68个百分点。在教育资源方面，根据联合国开发计划署（UNDP）的数据，2000年全球人类发展指数（HDI）排名第一的国家（挪威）的小学、初中和高中入学率合计是最后一名（尼日尔）的6.5倍，2017年上升至40.5倍。收入不均对发展程度低的国家具有更大的负面作用。根据《2018年人类发展报告》，在考虑医疗、教育、收入不平等因素的影响后，发展程度最高地区的调整后人类发展指数（IHDI）比HDI下降了10%，而最低的地区下降了33%。

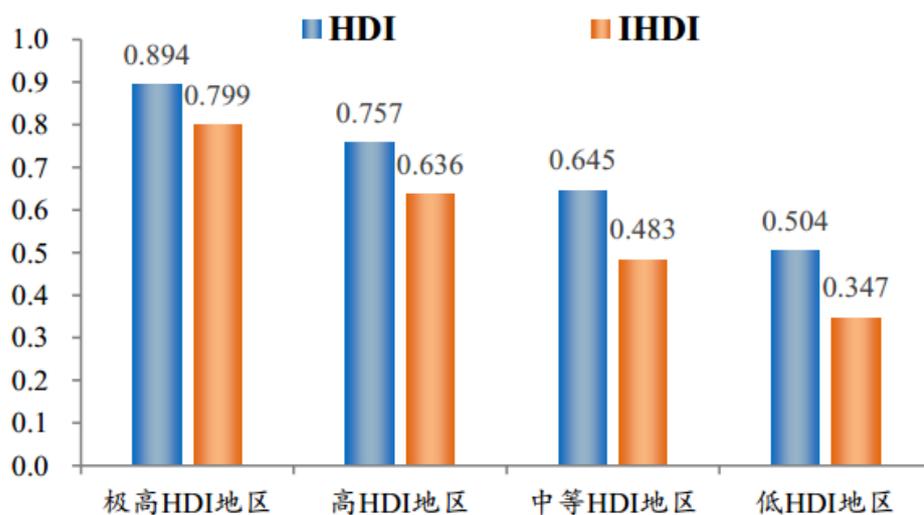


图表3：全球收入前1%和后50%群体的收入占比变化



资料来源:WID、粤开证券研究院

图表4：人类发展程度不同地区的 HDI 和 IHDI



资料来源:《2018 人类发展报告》、粤开证券研究院

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_985



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn