

波日高伊·伊什特万、赖格什·加博尔、
霍尔瓦特·迪阿瑙、莫尔纳尔·达尼尔
(*Posgay István – Regős Gábor –
Horváth Diána – Molnár Dániel*)

关于新冠肺炎疫情的经济影响



2020年, 另一场经济危机动摇了世界, 其深度超过2008年的危机。但是, 这次衰退与之前的有所不同, 下滑的幅度不是由各国经济内部格局, 而主要是疫情控制措施决定的。由于2008年的危机, 形成了当前使用的危机控制工具箱的大多数元素, 但也出现了新的改变, 如货币和财政政策协调以及其应用速度的提高。经济将从低谷开始攀升, 这基本上是受经济因素驱动的, 但在此过程中也可能会出现迫使增长停止的一些障碍。另一个问题是, 要达到危机前的产出水平, 可能需要几年的时间。这是由于人口老龄化、部署反危机工具箱的多阶段性、未来为减少债务而采取的强制措施、抗危机措施的副作用、重组全球供应链所需的时间、美国经济复苏预期缓慢以及欧洲某些国家的消费者储蓄意愿太高, 都将影响到经济复苏的速度。

《经济文献杂志》(JEL) 编码: E52、E62、H12

关键词: 经济危机; 危机管理; 货币政策; 财政政策

波日高伊·伊什特万 (Posgay István) 研究助理, 世界末经济研究股份有限公司 (posgay@szazadveg.hu), 赖格什·加博尔博士 (Regős Gábor PhD) 宏观经济业务负责人, 世界末经济研究股份有限公司 (regos@szazadveg.hu), 霍尔瓦特·迪阿瑙 (Horváth Diána) 宏观经济分析员, 世界末经济研究股份有限公司, 布达佩斯科维努斯大学博士生 (horvath.dia@szazadveg.hu), 莫尔纳尔·达尼尔 (Molnár Dániel) 宏观经济分析员, 世界末经济研究股份有限公司, 布达佩斯科维努斯大学博士生 (molnar.daniel@szazadveg.hu)

引言

新冠肺炎疫情的全球传播在2020年大幅改变了大多数国家的生活。以遏制此次大流行为目的而采取的措施不仅深刻影响了社会成员的生活，而且还深刻影响了经济体和整个世界经济的运转。在本文中，我们拟介绍这些经济影响，由该大流行导致的危机和经济衰退的性质，以及可能的复苏路径。就危机的严重程度而言，可能已经超过了2008–2009年衰退的规模，但问题是，尽管危机具有外在性质，但这次复苏是会同样受到拖延还是快速反弹？其决定因素是哪些？本论文的目的是主要从国际角度概述危机的特性和所采取的措施，并且提及理论特征。看起来，各国根据其特点应对危机。不仅因为各个国家的经济表现差异很大，而且还因为陷入危机的时候，各个国家都处于完全不同的宏观经济状况，因此其财政和货币政策措施组合也有所不同。此外，所采取的防疫措施，受该疫情影响人数曲线的过程也有所不同，因此该疫情对经济的影响（包括所有措施和社会反应）也不同。在此基础上就产生根本不同的解脱途径的可能性。

防疫措施及其对经济的影响

疫情的阶段可以根据几种方式进行分类：可以根据感染者人数的演变（比如被感染或住院人数）或根据所采取的防疫措施来分类。先不探讨这两种现象之间的关系，值得注意的是，实施限制措施还受到许多政治，经济政策和心理因素的影响，包括各国政治领导人主观态势评估能力。

疫情刚爆发的时候，主要实施了一些局部的限制措施，当时还没有出现特别强的普遍疫情防控。同时可以看到的是，这些措施无法阻止，最多只能减缓疫情的蔓延。当时出现的经济影响主要是疫情风险本身对消费者行为的影响。主要体现在人们出于个人谨慎而对旅游业、餐饮业、活动组织或交通服务需求的下降。

在疫情的下一阶段，已出现了大规模传染病的风险，因此，防疫措施也旨在防止这种情况发生。但是，当时所采取的疫情防控限制已经产生了严重的经济影响。这些措施导致经济表现下降：有限的需求触发了经济衰退的累积过程。限制性措施导致生产和服务产量的下降，有时会导致企业停止经营，供应困难及全球价值链在许多方面的受损。

除了抗疫限制措施的直接经济影响外，心理因素也至关重要。由于前所未有的社会经济形势的出现，疫情的尽头不可见，对消费者和企业界造成了不确定性，从而供给侧都受到了损害。由于商业信心的恶化以及供应（在生产者和消费者方面都）受障碍消费和投资需求都动摇了。前者造成了暂时的供不应求，出现了“疫情物品”（消毒剂、口罩、卫生用品、不易腐食品、药品等）暂时的过量购买，从而导致了供应困难。生产中断和经济疲软挑战了公司财务的稳定性，生产力的增长停滞了，收入损失使负债公司面临失去偿付能力的风险。

在一些进入大规模疫情阶段的国家，如意大利和西班牙，所有非必须的经济业务都被停止，这预示着将与其他国家相比更大的经济下滑。人们很快发现，在

短期内, 增加疫情防控措施与减少经济活动之间有着直接的联系。这个问题只能通过接种疫苗来解决。

在加强防疫措施之际, 各国经济都经历着衰退的过程, 如资源减少、金融体系动摇、资本萎缩、劳动力减少、全球价值链受到破坏等。当疫情防控措施力度停止在一定程度上时, 经济有可能会在短期内稳定下来。但是, 在没有任何其他干预的情况下, 这仅意味着在经济活动中, 将下跌的尽头“固定”在一定的水平上。从那里开始好转(假设没有其他, 例如国家干预措施)唯一的方法就是放宽防疫措施。然而, 这可能会增加疫情的反弹风险, 增加个人健康的风险, 另外, 广泛的社会共识和政治领导者的充分决心对于放松限制至关重要。

在第一波疫情过后, 上述过程逐渐发生。随着限制的解除, 经济复苏开始, 其结果是秋天疫情反弹, 因此需要重新引入疫情封锁措施。但是从经济角度看, 第二波通常不需要实施像第一波那么严格的封锁措施, 重点倾向于减少潜在的人际关系, 限制主要是涉及社会的, 而不是影响经济的。反正经济形势也不会使之成为可能, 而且社会的“疲倦”也将使其难以实施。

新冠肺炎疫情造成的经济危机的特点

关于新冠肺炎疫情引起的经济危机, 很快就出现了“这种衰退不同于以往”和“通常”衰退的观点(Tan, 2020), 因此就需要考虑另找解决方式的问题。不仅总需求不足以维持产出水平, 供应方和个人心理冲击也打击经济主体。人为的生产要素部分受到阻碍: 一小部分(被感染者的)健康状态或潜在的健康危害原因, 而大多数是出于个人和社会预防保健原因。

当前的危机在其发生方式方面已经是独一无二的, 因为主要的出发点是那些受到社会交往限制所震惊的部门。不是经济因素, 而是由(正如2008年金融危机那样)“经济范围外”的措施决定受危机冲击最早和最严重的地区“被挑出”。

然而, 产量水平的下降将迟早会导致总需求的下降。实际上已经导致了下降。整个欧盟在2020年第二季度GDP同比下降13.9%, 欧元区成员国同比下降率14.7%。在2008-2009年危机期间, 该指标的最大跌幅呈现在2009年第一季度, 分别为5.5%和5.6%。在美国, 该指标下降9%, 降幅是2009年低谷的2.25倍。

同时, 我们已经看到, 疫情也导致需求结构的迅速调整, 对一些服务的需求量(旅游业、餐饮业、活动组织等)实质上暂时消失了。尽管某些领域的需求, 主要是由于心理和“假设的”迫使因素, 提前的购物和消费结构调整, 不易腐食品、洗涤剂、药品等出现了短暂的上升。因此, 这些过程并没有反映总需求的增长, 反而是掩盖总需求的下降, 因为收入已经下降, 这意味着是一种消费者“应急反应”。

国内和国际经济大循环已显著放缓。在这样的经济条件下, 如果经济实体要避免财务困难, 保护其流动性就至关重要, 并且预测对“生存”来说非必需的支出削减, 例如在投资上的收缩。围绕对卫生保健前景的预期的额外不确定性也加

剧供需冲击。另一个特定因素是时间。活跃的生产要素急剧下降也是这场危机的一个独特特征：它不是由经济本身的步伐，而是由“封锁措施”的程度和速度决定的。其结果是，经济突然而同时下降到现行防疫措施允许的产量水平。因此，由于疫情防控措施的内容和程度不同，各国的下降速度也有很大差异。

在产出方面，情况似乎好象各国经济暂时失去了有关的防疫规则下是无法起到作用的劳动力和资金。幸运的是，情况并非如此。因此许多人认为，这种疫情后的反弹可能像暴跌一样快。然而，情况并非如此简单。停顿期间总劳动力和资本量也可能受到损害，另外，一些企业在此期间将无法幸存。一个重要的问题是，各国经济需要多长实践才能达到疫情前的产量水平。以上我们将由防疫措施导致的经济衰退状态描述为没有外部干预的“自由落体”，但幸运的是，这种下降并不是自由落体，因为各国都竭尽全力张开了安全网。

从措施汲取的教训

反危机措施工具箱

在不详细提到由各国政府或央行为缓解危机和帮助经济复苏所采取的措施条件下，¹我们可以看到，反危机措施存在高度重叠，这当然是可以理解的现象（表1、）。

目前我们可以看到，在2008年金融危机的影响下已经形成了仍在使用的工具箱的大多数成分。我们在两方面发现了新元素。其一、由于此次的疫情，一些特定的因素被引入：几乎所有国家医疗卫生和受危机严重影响的部门（旅游业、餐饮业、酒店业、交通等）都得到了显著的援助，而且推出了补偿疫情引发的工作或收入损失措施。其二、增强货币和财政政策的协调是以往危机中未有的新因素。某些国家中央银行还采用了以前视为禁忌的购买政府债券的手段，除此之外还出现了由中央银行融资国家债务的设想。

日本央行（BoJ）采纳了可以视为独特而模范性的工具箱（Bank of Japan, 2020a; 2020b; 2020c）。日本央行认为，为了稳定金融市场，有必要通过购买交易所交易基金（交易所交易基金/ETF）来阻止风险溢价的上升。在当前的经济和金融环境下，中央银行的主要目标是为经济主体提供极其灵活的流动性渠道。就日本国债（JGB）的购买而言，日本央行由于危机解除了8万亿日元（约合7530亿美元）的指定上限，并决定以10年期债券收益率保持接近零的水平为目标来决定购买量。此外，鉴于经济下滑，中央银行与政府密切合作，大力支持国家应对危机的经济计划。银行宣布“积极”购买每年价值约12万亿日元（约合1.130亿美元）的交易所交易基金，这是危机前为此预留的金额的两倍。作为大型股票基金买家，日本央行在2019年第四季度末的总持股量约为2560亿美元，占整个市场的80%。该银行还将2020年日本房地产基金（J-REITs）的年购买率翻了一番，达到1800亿日元（约合17亿美元）。为了防止信贷市场冻结，日本银行预留了2万亿日元（约合190亿美元）购买额外的商业票据和公司债券。

表1、所使用的财政和货币政策工具箱

财政手段	货币政策手段
直接企业援助	政府债券的收购
免税, 延期纳税	证卷交易所证券的收购
免捐税, 延期缴纳捐税	收购公司债券计划
信用担保	向政府的透支信贷
利息补贴	提供支持流动性的低息银行贷款计划
出口信贷支持	公司投资贷款计划
出口保险	中央银行计划为赎回商业银行部分企业贷款
投资援助	抵押债券购买计划
资本计划, 注资	创业快速贷款计划
就业援助(短时工作制)	促进资本形成
直升机撒钱	降息
对卫生保健、旅游等产业量身定制的援助	
自治政府援助	
租赁成本援助(货运)	
增加失业救济金, 扩大资格人范围	
优惠亏损销帐(企业可以在下一个纳税年度以正税基冲销递延的负税基)	
出于疫情原因的育儿抚养津贴	
给无社会保障的人提供现金补偿	
增加子女抚养费	
暂停国债还款	
抵押购买计划(通过国有抵押机构)	

来源: 信息自己收集和编辑

根据FRED(美联储经济数据), 日本银行的资产负债表总额占GDP的比例从2019年底的102.8%增长到3月底的108.9%, 到2020年第三季度末, 这一比例上升至128.0%。相比之下, 美联储的资产负债表总额在2019年底占GDP的19.2%, 到第一季度末上升到27.0%到第三季度末上升到33.3%。

由于在危机的影响下所采取的措施, 美联储(Fed)的资产也迅速增长(Federal Reserve System, 2020c; Cox, 2020; Bartash, 2020)。一周内其总资产资产负债表的增加额超过5000亿美元, 大约是2008年10月测算的有史以来最大一周增长率的两倍。购买政府证券在资产负债表总额增长中起着重要作用: 3月最后一周的净库存增长约为3600亿美元, 库存水平达到3.340万亿美元。美联储继续购买资产: 购买政府债券, 抵押支持的证券并向金融公司提供大量有抵押贷款。

专业人士之间已经出现了该可能性并美联储本身已经宣布，如果上述措施不足以有效地处理这种情况，那么购买比公司债券风险更高的资产的可能性也将被提上议事日程。后来分几个阶段进行该计划，其中一部分通过规模为3.6万亿美元的交易所交易基金（ETF）市场实施，另一部分通过二级市场而专门用于此目的的7500亿美元额度来完成（Federal Reserve System, 2020b）。

因此，在许多国家政府与中央银行之间存在一种协调关系，可以提供在经济正常运行期间尚未应用的综合性解决方案。应用这些被许多人认为是非正统的解决方案在具备适当的专业知识的条件下可以对战胜危机产生重大帮助，同时，需要彻底的理论和实践准备，因为如果实施在国民经济上，就可能成为一把双刃剑。它们的引入步骤中应包括建立对货币市场，资本市场和总体经济行为者的具体措施的信心，以使它们的“部署”不会引起在信心和情绪上的波动。

关于反危机措施的时机

经济危机的普遍观念，认为在“下降”阶段里，经济政策措施应旨在减少经济衰退。必须强调的是，不要将在下降阶段所采取的步骤与在下降阶段之后要采取的“刺激”措施相混淆。同时，必须补充的是，两者是密不可分的，因为在缓解危机方面必须把重点放在未来的驱动力上，为此，采取有助于发展的措施是当务之急。就是说，甚至缓和措施也必须“以刺激为导向”，因此，这两个程序包必须透明且同时集成（这可以是一个至少有两个模块的项目）。

关于财政措施的异常现象

当一个国家独自进行财政扩张时，国内需求的增加也可能“渗漏”给外国生产者：它可能通过进口或价格上涨使交易条件恶化。在中小型开放经济体中，渗漏情况尤其严重，这可能会削弱财政措施的有效性。在理论层面上，财政扩张在国际上的协调可以解决这个问题。当每个国家增加其总需求时，汇率波动要比各个国家的措施之间存在差异时更为温和。在这种情况下，由于价格走势差异很大，该国的贸易条件遭受严重恶化的可能性也更小。

已经很明了的是，政府债务在下一时期将不可避免地增加。上一次危机也造成了这种情况。情况与此类似，这场危机已使一些国家（希腊，西班牙，意大利）负债累累。因此，这些国家自上次危机以来在良好的十年中未能稳定其债务这一事实意味着它们将成功地为某种全球债务解决方案而斗争，否则其财政空间将显著缩小。该问题至少与上一次危机一样严重，甚至考虑到当前危机可能比上一次危机更深，局势更加恶化。如果这些国家由于当前的高负债水平而无法进行进一步的大规模支出，那么它们将很难缓解经济下滑并支撑复苏。对于意大利，西班牙，希腊或葡萄牙来说，不可避免的问题是如何应对预期的债务激增，这可能对欧元区，整个欧盟以及世界经济本身构成严重威胁。许多人（例如布兰查

德, Blanchard、阿雷西纳, Alesina或贾瓦齐, Giavazzi)认为, 紧急情况需要非凡的解决方案, 因此, 维持欧元区将需要对未来流行病中的债务进行“特殊”处理 (Baldwin、Weder di Mauro, 2020年, 第49-55页)。不应将融资问题留给市场, 当前的近零利率可能会在后期上升, 这主要是由于债务增加导致的市场风险定价。

与上文所述情况相仿, 由于所采取的反危机措施, 预计亚洲国家的公共债务也会增加。同时, 这些国家可能面临其他类型的问题, 因为尽管与上述欧盟国家相比, 这些国家中的大多数债务/GDP比率较低, 但投资者可能认为它们的风险更高。其结果是, 为政府债务筹集资金的成本可能会以更快的速度增长, 尽管基准线更为有利, 但可能会抑制更大的财政动荡。

鉴于上述情况, 在第一波流行高峰期就出现了欧盟关于同时处理危机和高负债存量的新概念。到5月底, 在法国和德国的倡议下, 欧洲委员会起草了一项7500亿欧元复苏基金的提案 (European Commission, 2020d)。该基金的概念还暗示, 由于共同债券的发行, 新一代的欧盟 (“下一代欧盟, Next Generation EU”) 将生效, 而旧的合作将不会继续下去。基金的三分之二是不可退还的援助, 其余为贷款。目的是实现与委员会确定的优先事项 (绿色和数字经济, 增强竞争力和弹性), 这将有助于危机后的可持续和平衡增长。所有成员国都可以从中受益, 尤其是受到疫情和危机的打击最大的国家, 因此其债务在结构调整期间不会增加。经过激烈的辩论, 该提案于2020年12月通过了。欧洲复苏基金旨在通过单一解决方案稳定负债最多的成员国, 特别是意大利, 西班牙和希腊的局势, 同时防止其债务再次产生。由成员国保证的并由委员会发行的债券发行, 意味着受到新冠肺炎疫情影响较小的成员国将间接帮助那些在危机和高负债水平中处于不利地位的, 主要是在“南部”成员国。然而, 预计仅在2027年以后的预算周期内才应偿还贷款。所有这一切都可以看作是一种模范实验, 就是试图保持欧盟和欧元区最具威胁性的内部问题之一, 即债务, 同时朝着更加连贯的财政政策迈进一步。

走出当前危机的可能方法

恢复的可能方式和性质也是一个特别重要的问题。关于此, 经济学家平时提到至少四种主要类型的恢复曲线 (V, U, W或L)。当然, 除了曲线的弧形之外更改及时如何发生也很重要。最有利的是V形的GDP轨迹, 在此情况下, 在低点之后将出现实际上等于下跌的反弹。U形轨迹有一个延长的低点, 此时, 反弹发生的时间晚于V形轨迹, 但以同样的方式回到危机前的水平。那些提到W形轨迹的人预计, 由于疫情分几波袭来, 回升和回降会互相跟随。最悲观的期望是GDP曲线将呈L形, 亦即经济活动水平不会恢复到危机前趋势所对应的水平, 而只会上升到较低水平。

理论上可能的恢复方案的不同版本根据流行病的管理方式所概述的经济发展轨迹取决于疫情的应对进展以及所采取的财政和货币措施的有效性参见

(McKinsey & Company, 2020年, 第20页)。根据先前的说明, 当病毒在2-3个月内被遏制并且生活完全恢复到流行病前的最佳状态, 而且经济措施可以防止对经济结构性损害时, 实现V型曲线的可能性更高。在这种情况下, 该国的经济可以迅速回到大流行以前的增长轨迹。

另一种案例(U曲线)可能是, 与成功的防疫措施同时, 经济保护和刺激措施也只能部分有效, 因此经济只会缓慢地恢复到危机前的产出水平。极端的情况是, 尽管大流行已被消除, 但国家采取的措施却无法防止对经济体系的持久损害, 但由于公司破产而导致债务危机, 这也使银行业陷入困境。这将是先前指示的L曲线的变体。即使恢复后, 该版本的产出水平也有望永久保持在流行前水平以下。

与之前的情况相比, 当在最初的有效的防疫措施后仍无法完全消除病毒时, 有必要将某些限制条件保持更长的时间, 甚至数月, 以避免未来出现的流行病威胁是指不太成功的疫情趋势。此时, 在采取有效的政府经济措施的情况下, 会形成一种U形轨迹, 因为只有几个月后才有可能恢复生产, 但与此同时, 这种情况会迅速反弹, 因此产出可以返回随着时间推移的流行趋势。该流行病学趋势与无效的公共经济措施同时将导致复苏缓慢, 经济的产出水平可能接近流行前的水平, 但短期内无法达到它(L曲线)。

还有第五种运行方式也值得一提, 经济学家认为最类似于字母K。在这种情况下, 经济因危机而一分为二。一些部门和经济主体迅速回到增长轨道, 因此在他们的情况下, 出现了V型复苏(字母K的上茎), 而在其他参与者的情况下, 产出则永久地停留在较低的水平(下茎)。这种行动方针将会导致结构异常的出现, 即使在危机发生后, 政府应通过有针对性的干预来应对。

当然, 除了上面讨论的理论模式外, 许多流行病学轨迹都是可能的, 只仅仅是因为每个国家的措施都是独特的, 各地居民的行为的地方特征会影响疫情情况的进展。重要的是, 流行病学方面的限制因素也影响经济状况: 决定跌势的深度以及受跌落风险影响最大的领域。除内容外, 政府措施的效果还取决于时间安排。在爆发时或解除疫情防控限制后的同一揽子措施可能具有不同的作用。也就是说, 即使在最乐观的流行病学情景下, 不同国家的经济轨迹也会有所不同, 因为由于不同的流行病学方法和居民行为, 产出是在不同的水平和结构上“冻结”的。同样重要的是要阐明下降率并不预定类似的快速反弹。GDP曲线不会精确地呈V形, 但是两个茎杆的角度肯定不同: 第一个茎杆将更陡峭, 第二个茎杆将更平坦。据此, 耐克形的曲线已被引入到了经济思维中, 该曲线说明突然的下降然后相对较慢的重新启动。目前, 这似乎是最有可能发生的情形。第二个茎的平坦度是不可避免的, 因为下降的程度不是由各国内部特征决定的负累积过程的规律性决定的, 而不是由各国的外在因素, 主要是流行病学的限制决定的。经济体在危机后的上升周期中受经济因素的影响, 而迄今为止危机后的繁荣经验表明, 它们无法将增长速度降低到一定程度, 正如我们自2008年危机以来所看到的那样(Posgay等人, 2019)。一般来说, 危机期间的经济衰退就其严重程度而言, 并

不能保证以类似的速度反弹, 因为在此期间经济结构已发生重大重组。对于这场危机而言尤其如此, 因为限制性措施已通过物理限制生产要素之间的相互联系而切断了生产要素彼此间的连接。与供应冲击几乎同时出现了需求冲击, 这是因为需求的下降幅度越来越大。在这种状态下, 如果产出水平不是由法规限制决定, 而是由经济限制(主要是需求限制)决定, 则产出水平只能向上移动, 这样产出量才能达到由疫情防控限制决定的最高水平。

同时, 上述情况也适用于下行: 尽管在限制期间可以达到一定的产出水平, 但如果需求水平无法与其匹配, 或不足以维持生产的话, 如果没有外部援助(例如国家援助), 则根据危机的经典负累积过程规则, 产出的下降趋势只有在达到由需求所预定的水平时才会停止。在经济处于部分“休眠”的状态下公司观察其供求关系, 约束, 重新设计收入和支出, 发展以及所有其他可能对短期生存至关重要的因素。产生的合理问题是: 想知道这种简化级别的系统有多灵活, 如何适应另一种冲击。

为了适应新形势, 企业可能会经历经济状况的快速“重组”。在疫情防控限制水平不变的情况下, 对在紧缩政策有效期间的经济演变而言, 时间因素至关重要。可以肯定的是, 限制持续的时间越长, 对经济造成重大破坏的可能性就越大。政府采取行动的时机非常重要。收入减少的企业需要流动资金来维持生存, 而收入减少的家庭所需要的是收入。为了缓解经济下滑, 需要帮助企业防止人员大幅缩水或破产。政府为稳定就业水平提供的援助也是减轻家庭消费下降的一种手段。最好是在下降和停滞阶段安排减轻公司财务负担的措施(减少税收和缴款), 流动性维持和就业岗位保护措施。在采取直接措施稳定家庭收入的情况下必须谨慎行事。这是因为与“正常”需求驱动的衰退相比, 如果用于受限制的供应产品和服务的方向, 此工具可能会产生更有限的影响。在供应紧张的情况下, 额外的需求会导致价格上涨。虽然这增加有关企业家的名义收入, 但并不增加实际的经济表现或增加家庭的实际财产。取消疫情防控限制后, 具有相同内容的措施可能会产生更大的刺激作用, 在这种情况下, 公司可能会通过增加产量来应对过剩需求。

迄今可以看到, 政府措施的发展和应用也可以解释为一个学习过程。通常情况下, 例如在德国, 美国, 日本以及匈牙利, 经济支持措施经多个阶段进行。同时, 时间肯定不利于快速反弹, 如果要避免“重新紧缩”, 建议在采取缓解措施后确保新病例数不会增加到应担心流行病复发的程度上。“重新收紧”可能导致重大的社会, 政治和经济损失, 就经济影响而言, 新的收紧措施可能再次导致经济下滑。这不仅是由于产量和需求下降而造成的问题, 而且可能再次切断自上次经济低迷以来已经部分重建的一些国内和国际生产和供应链并可能导致产出结构的新结构性的破坏。同时, 可能会出现重复使用微型和大型救援包的情况, 因为新的疫情防控限制可能会部分或甚至完全消除以前任何一揽子措施的影响。

同时, 产量的增加需要需求同步的增加, 不然企业将无法充分利用消除容量限制所带来的机会。可以确定的是, 在这段时期, 企业和经济政策需要度过另一

段“探索过程”，就像在谷底附近停滞的时候一样。这意味着要适应完全不同的经济状况，因为，由于已经发生的过程，微观和宏观环境与危机之前、下滑期间或谷底停滞期间的环境都不同。从增长的角度来看，疫情爆发之前的首要问题不是经济水平，而是幸存的，翻新的和新建的生产要素相结合的数量和效率如何。为解除疫情防控限制而定时进行的针对私营部门的大规模公共投资和投资支持方案可以为恢复提供基础。这应该辅之以支持公司和中央培训的国家项目。

显然，不仅政府措施的时机和内容很重要，而且公众对政府措施的看法也将其引导到积极的范围。如果所采取的措施足够严格且针对性强，并且公众的反应是积极的，则有迅速恢复的条件。一个例子就是中国，中国的新冠肺炎疫情最早“爆发”，但是由于严格的封闭措施和大规模的检测的结果，设法相对迅速地遏制疫情。根据国际货币基金组织（IMF）2020年的一项研究表明（International Monetary Fund, 2020a, 第60页），由于公共投资的结果，在封闭解禁后，中国的GDP在2020年能够增长1.9%，而欧元区国家出现了8.5%的大幅下降。

结论

根据当前可用的第三季度数据，无法明确确定将发生上述4条恢复路径中的哪一条。在第三季度，欧盟经济在第二季度下降11.3%之后每季度增长达到11.5%，就是说经济无法达到危机前的水平。这就表明第二茎干较平坦的V形的恢复趋势。但是，在第三季度末，第二波新冠肺炎疫情到达了欧盟，再次迫使政府采取关闭措施。这导致产量再次下降，从而引起W形恢复。但是，目前尚不清楚，一旦第二波消退，经济是否将能够恢复增长。两种可能性都是可能的。一方面，企业界在第一波种关于克服困难和限制已获得了大量的经验，由此，第二波的经济成本应更低（W或U曲线）。另一方面，大多数公司在第一波中就已经用尽了储备，由于预算限制，财政政策可能无法提供与以往相同的刺激措施。在这种情况下，恢复速度可能会变慢且持续时间较长（L曲线）。

在下文中，包括但不限于，让我们考虑一下影响缓慢恢复的可能因素，将其分为两组（外源性和内源性因素）。

经济上的外在因素

疫情防控限制

造成危机下降的不是内在的经济原因，而是由于流行病学的限制，这切断了很大一部分生产要素之间的连接。同时，这些措施确定了“驱动”下降趋势的行业部门。复苏的程度取决于解除疫情防控限制的程度和速度以及他们确定的经济增长机会。因此，向下发生的是准“自由落体”，而在财政和货币政策手段的支持

下, 经济将依靠“自己的双脚”攀爬, 但在此过程中也可能存在流行病学方面的障碍。光是前者本身就不可避免地使复苏的步伐应落后于下降。

因此, 与以前的危机相反, 流行病学因素既表现为上下波动, 也表现为可以为增长提供框架的外部条件。

政治紧张局势加剧, 中国矛盾的情况

危机后必须遏制危机期间增加的预算支出, 必须减少赤字。这些举动将使失败者感到和表达不满, 从而进一步加剧社会紧张局势。疫情在一定程度上加剧了危机前的地缘政治紧张局势, 而且美中政治和经济紧张局势一次又一次加剧, 而且看不到其结尾。

人口特征

在发达国家已经占主导地位, 但是老龄化人口也变得更加明显 (Fitch Solutions, 2020年), 随着劳动年龄和就业人口的比例下降而经济上的劳动人口比例下降, 随着劳动年龄和就业人口的比例下降而经济不活跃人口的比例上升, 这抵消社会水平的生产率增长。越来越多的养老金领取者在宏观层面越来越高金额的养老金应由不断减少的经济活动人口来生产。因此, 这种预算负担会在恢复期内变得越来越明显。

经济上的内生因素

财政和货币干预的有效性

当然, 没有普遍理想的财政或货币方案来抑制经济衰退并帮助刺激经济衰退。不可能因为每个国家的疫情情况都不同, 所以对经济造成的破坏的程度和结构也必然有所不同。同时, 可以改进政府针对学习过程的措施的设计和应用。因此, 可现实地假设初步措施之后将作进一步调整, 使采取的经济改善措施更加有效。就是说, 因此, 对经济体的反危机“治疗”不是基于单一干预, 而是基于不同“剂量”的“药物”(财政和货币工具箱)多次的“剂量”。因此, 多么快达到理想水平的效率可能会导致危机后增长的性质相对较慢。

减少债务的未来胁迫

在2008年的经济危机和持续的新冠肺炎疫情危机的影响下, 危机管理系统已成为一种惯例, 导致预算赤字激增和中央银行印钞导致私人债务激增。危机后应逐渐取消杠杆水平, 需要合并预算, 并需要缩减中央银行的资产负债表, 以免金

融失衡不会导致宏观经济冲击。这需要减少预算支出和增加收入并必然会减缓增长。从私营部门的撤资也朝这个方向影响，这就是缩编央行资产负债表所固有的现象。无论是在国家级还是在私营部门，在危机爆发之前债务都已经很高。就某些国家而言，即使在上一次危机之后也没有进行必要的杠杆重建，但是在家庭和许多私人公司的情况下却没有实现必要程度的财务合并。因此，为了缓解当前的危机，需要从农场撤出的资源要比注入的资源多，这就是为什么在未来一段时间内增长可能会放缓。

使用扩展的反危机工具箱的市场副作用

支持财政需求和中央银行“货币泵”的支出，除了会通过干扰市场平衡机制带来短期的积极经济刺激效果之外，还会产生有害的副作用。被提及的财政和中央银行措施旨在通过补偿收入损失和流动性来抑制危机期间的自然市场选择。对于受益家庭这是指，其成员当前不工作而仅消费的家庭才会获得额外的收入。同时，在大多数情况下，新产生的资金的来源是公共支出，如果家庭花费并且国家通过偿还债务来解决债务，则货币数量与商品和服务数量之间的平衡原则上不会受到损害。

在国家提供工资或投资援助资金的条件下公司的情况与此类似。后续效果可能会出现。如果由于国家津贴并由于雇员以选择工作来取代国家援助和闲暇时间的工资提高，则会发生全面的工资增长流程。这就会增加产出的成本并降低劳动力的性价比，因为同等质量的劳动力将变得更为昂贵，从而使劳动力市场本身变得“粘稠”，灵活性降低。美联储在5月下旬已经表示过，对于越来越多的雇主来说，他们的一些雇员不愿重返工作岗位是一个问题（*Federal Reserve System, 2020a*, 第1页）。除了健康风险外，儿童保育的损失也是一个因素，但在危机影响下引进的失业救济也更为有利。从长远来看，由于给企业界提供的补贴，可能还会出现问题。便宜的钱可以使利润较低的企业维持更长的生存期，并且可以从更具竞争力的企业中抽出资源，这可能导致生产力在宏观水平上的下降。此外，对信贷和股票市场的干预可能会扭曲价格指数，使投资者难以有效地分配资金。因此，国家必须认真考虑支持企业的所有标准。如果唯一目标是留住劳动力，而没有其他期望与津贴相关，则效率较低的公司将会生存下来，这将在宏观层面上降低生产力和经济竞争力。就投资援助而言，损害经济效益的结果的风险较低，但前提是必须制定能够保证投资提高生产率的生产率标准。

因此，无论我们是在谈论劳动力还是资本，使用反危机工具箱对危机后的影响都可能反映在生产率和经济竞争力的下降上。也就是说，某些工种在工作绩效相比之下，将被“超额支付”，在某些条件下不再具有生存能力和竞争力的公司将得以生存，而效率更高的公司将无法根据其绩效获得合理数量的资源，如果国家根据“割草机原则”向企业提供资金，而不是依赖于水平和生产率的提高。

全球价值链变化的效应

由于中国是世界货物贸易的领先力量，中国的疫情爆发已导致全球供应链受损。² 随着流行病逐渐蔓延到世界其他地区，全球供应链的中断，放缓以及在某些地方的瓦解已经提上了议事日程。受危机影响的供应链只能在危机期间部分重建，因为尽管生产停滞和国际货物流动放缓让各国的本地供应链解决方案更受重视，但各国在该领域的条件和机会有着很大的差别。同时，供应安全已成为一个政治问题，并导致向许多跨国公司寻求国内解决方案的转变（想想特朗普政府“让美国跨国企业搬回家”的观念），这场危机似乎加强了这种观念的生存空间。

存在风险，采取类似美国政策的国家可能会越来越多地对技术转让实行跨境限制，这可能导致市场分散。世界可能会分解为采用美国/欧洲/韩国/日本技术和标准的市场，以及采用中国技术的市场（只要考虑到5G所观察到的异常情况）。这将对全球生产力，投资和增长机会产生负面影响。

因此，国际上最优化的生产过程正朝着本地化方向发展，从而导致效率损失和成本增加。在全球范围内，生产力在下降，贸易效率和优化效应的程度也下降。我们仍处于这一过程的初步阶段，无法知道是否会开始进行实质性的重组，但是，只要这种去全球化持续下去，随着比较优势机会的利用率减少，世界经济的发展就会放缓。因此，这一要素在开始时为外生因素，但由于全球供应链的作用，尽管与此同时它仍通过政策作用保留了其外生性质，但由于全球供应链的作用变成内生的。

较慢的增长目标在中国是指较低的全球增长

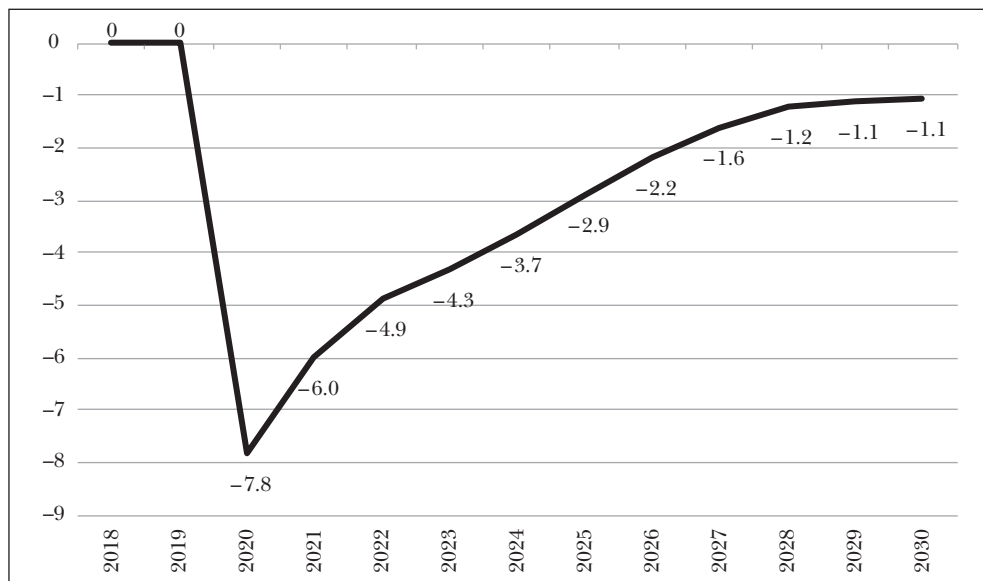
在未来几年中，可预计中国政治领导层与前几十年相比将更专注于定性而非定量（实际GDP增长率）增长。在新冠病毒引发的经济危机之后，中国很可能会放弃其“不惜一切代价增长”的模式，并着手减少其最近的债务³和大规模的杠杆率。基于上述情况，未来五年中国的年增长率可能会下降到4%到5.5%之间。鉴于中国约占全球GDP的17%和新兴国家GDP的40%，其放缓将对全球增长产生重大而直接的影响。在过去十年中，中国每年为世界名义GDP增长平均贡献1.2个百分点。如果中国的增长在下一个十年下降到5.5%甚至低于其年平均水平，那么全球的全球经济增长将每年至少放缓0.2个百分点。实际上，这个速度甚至可以超过0.2个百分点，因为上述计算仅基于直接影响，并未考虑中国经济放缓对其他国家增长的负面影响（Fitch Solutions, 2020）。

美国经济复苏较慢的几率

由于其在世界政治和世界经济中的主导地位，美国从危机中复苏将对全球经济发展以及世界其他地区的危机后增长机会产生重大影响。根据目前可获得的数

据，美国国会预算办公室（CBO）预计，达到美国危机前的GDP水平可能是一个较长的过程，甚至要持续至2022年中期。

图1、国会预算办公室当前实际GDP预测与一月份的预测之间的偏差（%）



来源：国会预算办公室（Congressional Budget Office),2020b

复苏速度较慢的原因概述如下（参见Congressional Budget Office, 2020a）：

— 疫情防控限制仅被淘汰并由于第二波浪潮，需要新的限制。也不能排除进一步（第三次还是第四次）疫情的浪潮，因此国会预算办公室预计仅在2021年底才完全取消这一系列限制；

— 由于引入经济支持措施的时机，它们的积极影响只会逐渐显现，其影响将在2021年会减少；

— 美国经济最近三个经济增长时期的经验也表明复苏缓慢；

— 就业增长可能会在2020年第三季度之后启动，但是那些重返劳动世界的人可能会在一段时间内选择更为谨慎的支出策略，因此，这些家庭对扩大消费者需求仅贡献较小。

欧洲家庭储蓄

家庭储蓄过多的事实可能会阻碍欧洲的经济复苏，但是目前看来，人们似乎并没有计划花掉储蓄，一方面是由于失业的危险，另一方面是由于担心第二波新冠肺炎疫情（European Central Bank, 2020b; European Commission, 2020e，

第190页)。欧洲央行预计, 家庭消费到2022年中旬才能达到危机前的水平。第三季度数据也支持了这一点, 因为第二季度的下降仅被部分抵消。与此同时, 在第四季度限制的收紧又导致了更高的储蓄率, 这主要是由于谨慎动机, 其对消费产生了不利影响。在下一个时期内随着不确定性的降低, 储蓄率可能会逐渐回到危机前的水平, 而对消费的影响可能会因失业率上升和取消财政转移支付而被引出 (European Central Bank, 2020a, 第8页)。

总结

2020年的新冠肺炎疫情危机在经济历史上属于由经济之外因素造成的事件。此外, 外部因素新冠肺炎疫情的流行将是危机及其恢复过程中的关键因素。经济低迷为使用货币和财政反危机工具开辟了广阔的空间, 这些工具自2008年危机以来就大量使用, 并提供了将其调整为适合各个经济体特点的机会, 这就会影响对特定国家复苏的特殊性。同时, 危机的一个新因素是由于流行病学的限制, 国际供应链的松动和有时的解体, 这可能使人们对国际分工以前扩大趋势的未来延续感到怀疑。危机也是对以前的国际经济合作与一体化秩序和体制体系的严峻考验, 并可能引起世界经济的重大变化。

备注

- ¹ 我们可以对该主题进行更全面的了解: International Monetary Fund, 2020b; Nagy, 2020年, 第16-21页; European Commission, 2020a; 2020b; 2020c; 2020f); von der Leyen, 2020; France24, 2020。
- ² 根据2018年的数据, 中国是全球最大的商品出口国和第二大进口国, 所占份额分别为12.8%和10.8% (World Trade Organization, 2019, 第100页)。
- ³ 根据贸易经济学的数据, 中国的外债在2013年至2019年期间几乎翻了一番, 达到20 570亿美元, 而同期政府债务占GDP的比例从37%上升至50.5%。

参考文献

- Baldwin, R. – Weder di Mauro, B. (eds.) (2020): *Mitigating the COVID Economic Crisis. Act Fast and Do Whatever It Takes*. CEPR Press, London, <https://voxeu.org/content/mitigating-covid-economic-crisis-act-fast-and-do-whatever-it-takes>. R·鲍德温、B·毛德·韦德(2020年)《缓解新冠肺炎疫情经济危机。快速行动, 不惜一切代价》CEPR按, 伦敦
- Bank of Japan (2020a): *Establishment of „Principal Terms and Conditions of the Special Funds-Supplying Operations to Facilitate Corporate Financing Regarding the Novel Coronavirus (COVID-19)“*. Bank of Japan, 16 March, www.boj.or.jp/en/announcements/release_2020/rel200316f.pdf. 日本中央银行(2020a)《制定“提供专项基金业务的主要条款和条件, 以便促进企业融资和应对新冠肺炎疫情”》

- Bank of Japan (2020b): *Introduction of the Special Funds-Supplying Operations to Facilitate Corporate Financing Regarding the Novel Coronavirus (COVID-19)*. Bank of Japan, 16 March, www.boj.or.jp/en/announcements/release_2020/rel200316e.pdf. 日本中央银行(2020b)《推进提供专项基金业务以便促进企业融资和应对新馆肺炎疫情》
- Bank of Japan (2020c): *Summary of Opinions at the Monetary Policy Meeting on March 16, 2020*. Bank of Japan, 25 March, www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche_minu/opinion_2020/opi200316.pdf. 日本中央银行(2020c)《2020年3月16日货币政策会议上的意见总结》
- Bartash, J. (2020): Trillions in Coronavirus Spending Could Explode Deficits to World War II Levels. *MarketWatch*, 1 April, www.marketwatch.com/story/trillions-in-coronavirus-spending-could-explode-deficits-to-world-war-two-levels-2020-03-31. J·巴塔什(2020年)《万亿美元应对新馆肺炎疫情的支出可能导致赤字上升到第二次世界大战的水平》财经网站
- Bianchi, F. – Kung, H. – Morales, G. (2014): Growth, Slowdowns, and Recoveries. *NBER Working Paper Series*, Working Paper 20725. F·比安奇、H·孔、G·莫拉莱斯(2014年)《增长、减速和恢复》国家经济研究局(NBER)工作文件系列
- Congressional Budget Office (2020a): *Interim Economic Projections for 2020 and 2021*. Congressional Budget Office, 19 May, www.cbo.gov/system/files/2020-05/56351-CBO-interim-projections.pdf. 美国国会预算办公室(2020a)《2020年和2021年临时经济预测》
- Congressional Budget Office (2020b): Data and Supplemental Information, Data Underlying Figures in the Supplemental Material. <https://www.cbo.gov/publication/56442>www.cbo.gov/publication/56351. 美国国会预算办公室(2020b)《数据和补充信息, 补充材料中的基础数据》
- Cox, J. (2020): ‘Nothing is Out of the Question’: What it Would Take for the Fed to Start Buying Stocks. *CNBC*, 29 March, www.cnn.com/2020/03/29/what-it-would-take-for-the-fed-to-start-buying-stocks-during-coronavirus-crisis.html. J·杰夫(2020年)《没什么不可能的事: 美联储何时开始收购股票》
- European Commission (2020a): *Coronavirus Response*. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/using_every_available_euro.pdf. 欧盟委员会(2020a)冠状病毒反应
- European Commission (2020b): *A gazdaságnak a jelenlegi COVID-19-járvánnyal összefüggésben való támogatását célzó, állami támogatási intézkedésekre vonatkozó ideiglenes keret módosítása*. https://ec.europa.eu/competition/state_aid/what_is_new/sa_covid19_1st_amendment_temporary_framework_hu.PDF. 欧盟委员会(2020b)《临时改变新冠疫情相关的经济援助措施框架》
- European Commission (2020c): Policy Measures Taken against the Spread and Impact of the Coronavirus. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/coronavirus-policy-measures-6-april_en_1.pdf. 欧盟委员会(2020c)《应对冠状病毒传播和影响采取的政策措施》
- European Commission (2020d): *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions*. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/about_the_european_commission/eu_budget/1_en_act_part1_v9.pdf. 欧盟委员会(2020d)《委员会向欧洲议会、欧洲理事会、理事会、欧洲经济和社会委员会以及各区域委员会的来文》
- European Commission (2020e): *European Economic Forecast, Spring 2020*. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip125_en.pdf. 欧盟委员会(2020e)《2020年春季欧洲经济预测》

- European Commission (2020f): *State Aid: Commission Approves €140 million Hungarian Scheme to Support Economy in Coronavirus Outbreak*. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_20_629. 欧盟委员会(2020f)《国家援助: 欧盟委员会批准了1.4亿的匈牙利计划, 以支持新冠疫情中的经济》
- European Central Bank (2020a): *Eurosystem Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area*. European Central Bank, December. 欧洲中央银行(2020a)《欧元区工作人员对欧元区的宏观经济预测》
- European Central Bank (2020a): *Pandemic Central Banking: the Monetary Stance, Market Stabilisation and Liquidity*. 欧洲中央银行(2020b)《大流行期间的中央银行: 货币立场、市场稳定和流动性》
- Federal Reserve System (2020a): *The Beige Book*. www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/BeigeBook_20200527.pdf. 美国联邦储备系统(2020b)《褐皮书》
- Federal Reserve System (2020b): *Secondary Market Corporate Credit Facility*. *Federal Reserve System*. www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20200615a1.pdf. 美国联邦储备系统(2020b)《二级市场公司信贷融资》
- Federal Reserve System (2020c): *Federal Reserve Takes Additional Actions to Provide Up to \$2.3 Trillion in Loans to Support the Economy*. www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200409a.htm. 联邦储备体系(2020c)《美联储采取进一步行动, 提供高达2.3万亿美元的贷款以支持经济》
- Fitch Solutions (2020): *Six Drivers of Lower Trend Growth Over the Next Decade*. Fitch Solutions, 13 May. 惠誉解决方案(2020年)《下一个十年趋势增长较低的六大驱动因素》
- France24 (2020): *EU Finance Ministers Reach Agreement on Coronavirus Rescue Deal*. *France24*, 9 April, www.france24.com/en/20200409-eu-finance-ministers-reach-agreement-on-coronavirus-rescue-deal. 法兰西24小时(2020年)《欧盟财政部长就新冠疫情拯救协议达成协议》
- International Monetary Fund (2020a): *World Economic Outlook, October 2020: A long and Difficult Ascent*. 国际货币基金组织(2020a)《世界经济展望: 一次漫长而艰难的上升》
- International Monetary Fund (2020b): *Policy Responses to COVID-19*. International Monetary Fund, www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#F. 国际货币基金组织(2020b)《应对新冠疫情的政策回应》
- Leyen, U. von der (2020): *EC press conference by European Commission President Ursula von der Leyen, on SURE (EU short-time employment scheme), on the Emergency Support Instrument and on the Coronavirus Response Investment Initiative Plus*. *European Commission*, <https://audiovisual.ec.europa>. U.冯德莱恩(2020年)《盟委员会主席冯德莱恩的就SURE(欧盟短期就业计划)、紧急情况支持工具和应对新冠疫情投资计划的新闻发布会》
- McKinsey & Company (2020): *COVID-19: Briefing Materials*. *Global Health and Crisis Response, 2020*. McKinsey & Company, 1 June. 麦肯锡公司(2020年)《新冠肺炎疫情简报材料。2020年全球卫生与危机应对措施》
- Nagy, M. (2020): *Háttérbeszélgetés a Monetáris Tanács 2020. márciusi kamatdöntése után*. Magyar Nemzeti Bank, www.mnb.hu/letoltes/nagy-marton-alelnok-ur-hatterbeszelgetes-stream-prezentacio-20200324.pdf. 瑙吉·M(2020年)《货币理事会2020年3月份就利率做决定后的对话》匈牙利国家银行
- Posgay, I. – Regős, G. – Horváth, D. – Molnár, D. (2019): *Fejezetek a hiszterézisre vonatkozó közgazdasági elméletekből*. *Pénzügyi Szemle*, 64(3):419–436, <https://doi.org/10.35551/>

PSZ_2019_3_6. 波日高伊·I、赖格什·G、霍尔瓦特·D、莫尔纳尔·D(2019年)《经济学中关于滞后现象的理论》匈牙利《金融评论》64(3):419-436

Tan, H. (2020): The Coronavirus Outbreak is a 'Different Kind of Crisis,' says Nobel Laureate Joseph Stiglitz. *CNBC*, 17 March, www.cnbc.com/2020/03/17/joseph-stiglitz-coronavirus-outbreak-is-a-different-kind-of-crisis.html. H·谭(2020年)《诺贝尔奖获得者约瑟夫·斯蒂格利茨说, 新冠疫情爆发是一种“不同的危机”》

World Trade Organization (2019): *World Trade Statistical Review 2019*. www.wto.org/english/res_e/statis_e/wts2019_e/wts2019_e.pdf. 世界贸易组织(2019年)《2019年世界贸易统计评论》