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

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
电话：010-66235713
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

分析师：李兴
执业编号：S0300518100001
电话：010-66235713
邮箱：lixing@ykzq.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

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 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 年短暂反弹后将继续下行

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

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 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

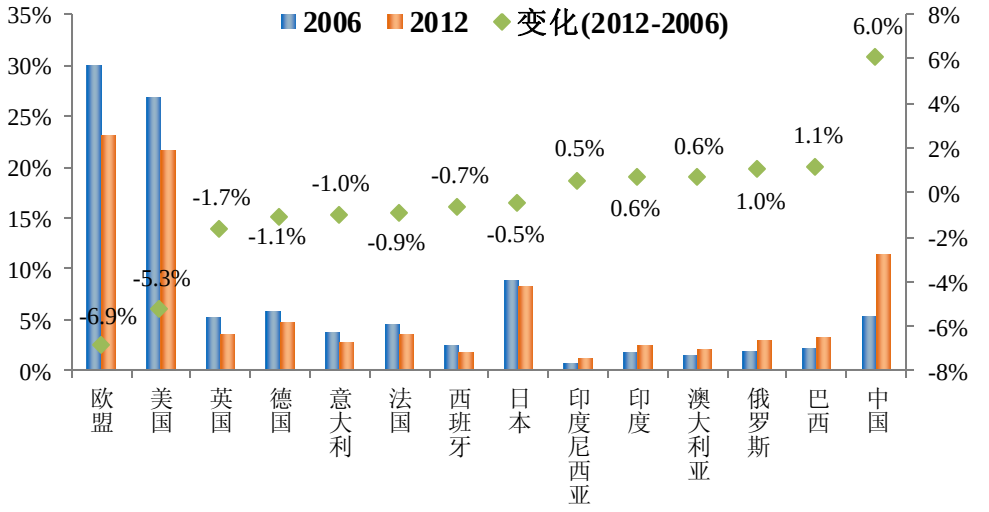
一、2008 年国际金融危机以来的全球政治经济形势

（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

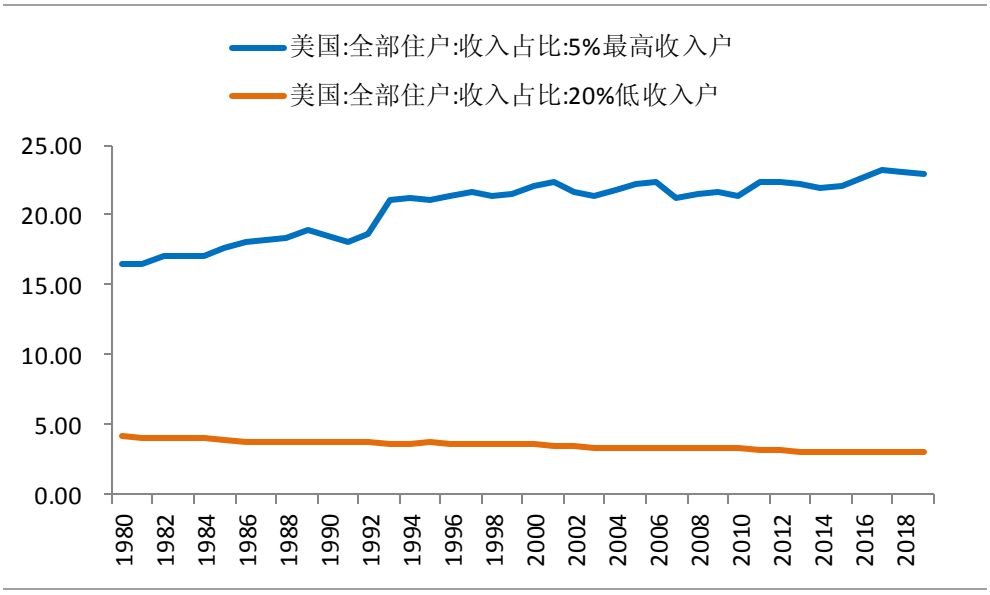
中国面临来自发展中国家加速工业化和发达国家“再工业化”的双重挤压。金融危机后各国失业率上升、金融市场动荡暴露出此前各国制造业向外转移的种种弊端，各国纷纷采取以高新技术为核心的“再工业化”计划，一方面吸引制造业回流、解决就业问题，另一方面促进产业结构升级、抢占新工业革命先机。美国方面，2009 年 12 月美国白宫发布《重塑美国制造业框架》，2010 年 8 月奥巴马签署《美国制造业促进法案》，2011 年提出“先进制造伙伴计划”加强产业界、学术界和政界在先进制造方面的合作与投资，2018 特朗普签署命令对美国进口的部分商品加征关税，通过对内减税和对外加征关税促进制

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 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。

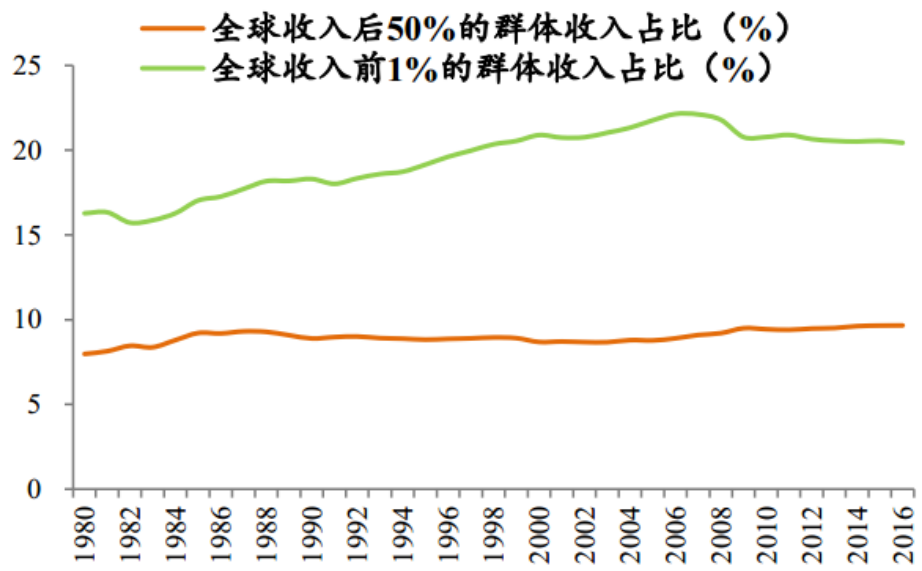
图表2：美国贫富分化加剧



资料来源：wind、粤开证券研究院

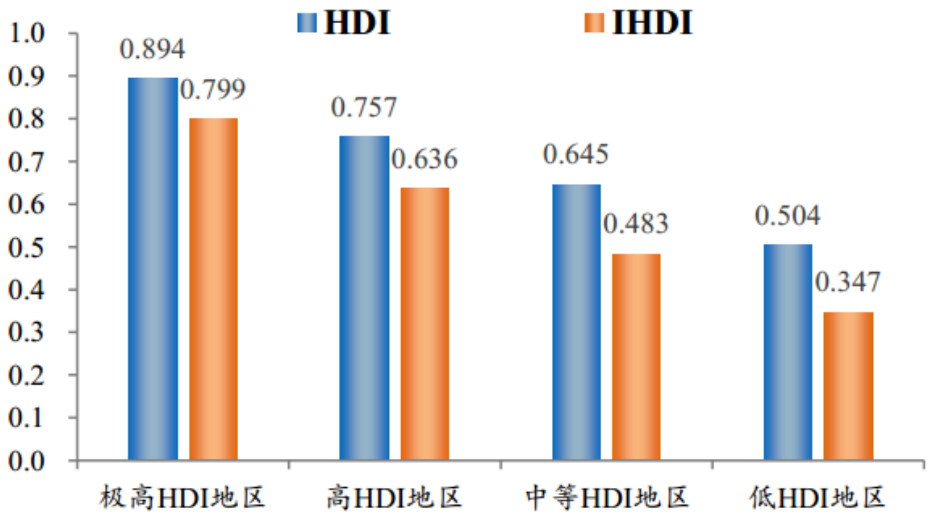
全球化整体上促进了人类福利的改进，但是却导致不具备比较优势的部门和经济体利益受损。全球化使得拥有大量跨国企业的发达经济体受益于廉价劳动力资源和优惠的投资税收政策，而极度贫穷的经济体由于长期面临收入低下、教育医疗资源不充足、巨额外债等问题，缺乏成为世界工厂的能力，受益于全球化的程度低于发达经济体，进一步加剧了国家之间的贫富差距。从全球层面看，衡量国家之间不平等现象的重要指标收入、教育资源、医疗资源等均恶化。在收入方面，根据世界不平等数据库（WID），1980-2016 年，全球收入前 1%的群体收入占比从 16.28%上升至 20.44%，增加 4.16 个百分点；全球收入后 50%的群体收入占比仅增加 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

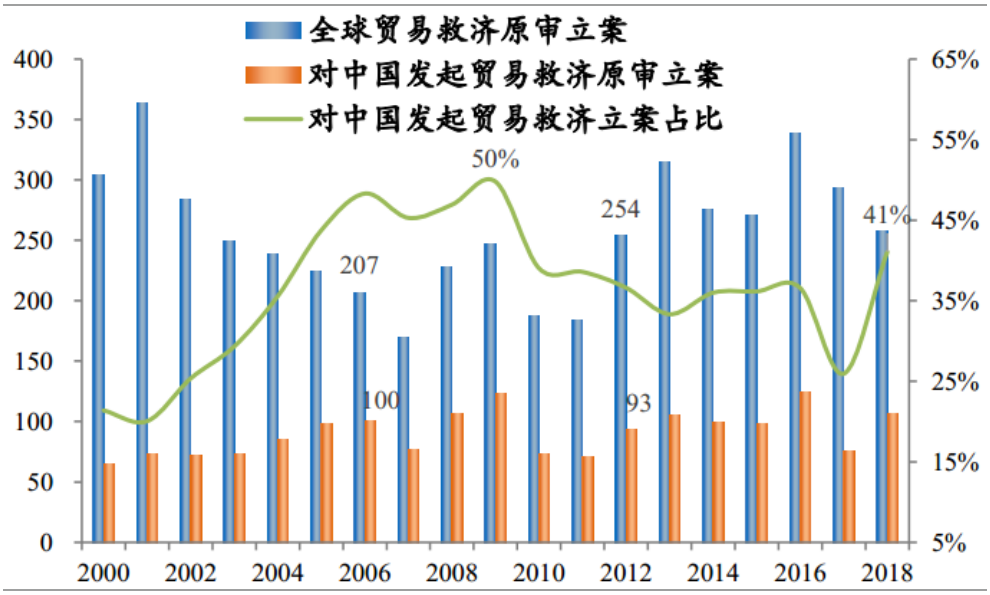


资料来源:《2018 人类发展报告》、粤开证券研究院

3、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

2001-2007 年全球贸易救济原审立案（含反倾销、反补贴、保障措施等）数量呈下降趋势，2001 年立案 364 起，2007 年降至 170 起，但在金融危机后贸易救济立案增长迅速，显示贸易保护主义抬头。2008 和 2009 年立案分别达 228 和 247 起，较上年分别增长 34.1%和 8.3%，2010 和 2011 年全球贸易萎缩，立案数量处于低点，此后迅速增长。2012 年和 2013 年立案数量达 254 起和 315 起。其中，对中国发起的贸易救济立案占全球总立案比重比从 2001 年的 20%上升到 2009 年的 50%。且贸易保护主义并非仅在发达国家抬头，发展中国家同样呈现如此。2009 年，对中国发起贸易救济立案的排名前三申诉国分别是印度（25 起）、美国（23 起）和阿根廷（19 起）。

图表5：全球贸易保护主义抬头



资料来源:中国贸易救济信息网、粤开证券研究院

（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

近年来，国际政治形势与安全环境发生复杂而深刻的变化，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。20 世纪 80 年代末 90 年代初东欧剧变、苏联解体以来，国际社会形成了以美国为首的“一超多强”格局。但自 21 世纪初起，尤其是 2008 年金融危机后，以美国为首的西方资本主义国家势力相对衰落，以中国、印度为首的新兴国家集体崛起，美国主导的国际秩序受到了前所未有的挑战。不稳定性因素显著增强，大国竞争趋向白热化，国家间冲突此起彼伏，民粹主义和保守主义在全球蔓延，单边主义和贸易保护主义逆流而动。

1、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

虽然国际格局依然保持“一超多强”态势，但“一超”弱化、多强分化趋势明显。整体来看，西方发达国家实力相对衰落，新兴国家和发展中国家群体性崛起。2016 年，新兴经济体和发展中国家对世界经济增长的贡献率达到 80%，占全球经济比重的 38.8%。随着经济实力的提升，发展中国家越来越多地参与国际事务，国际地位和国际话语权提升，国际力量对比呈现出“东升西降”南升北降”的趋势，国际权力重心日益由欧美地区向亚太地区转移。二战后美国主导建立的 WTO、世界银行、国际货币基金组织、联合国等治理体系已经难以适应全球化潮流下的国际社会，全球治理体系亟待变革。世界经济格局的调整和国际权力的转移导致现有的全球治理体系不能有效管理全球事务和应对全球性挑战，致使全球问题不断产生和积累，从而出现了世界秩序失调状态。

美国仍是唯一的超级大国，但中国与美国的实力差距正在逐渐缩小。2006 年至 2018 年，中国连续 13 年成为世界经济增长的第一引擎，主要经济社会总量指标占世界的比重不断上升，国际影响力持续增强。当前，美国为了维护自身在国际秩序中的特权，利用超强实力实施强权政治，企图“另起炉灶”，重构国际秩序，借此巩固一超独霸地位。美国的战略调整严重冲击了多边主义和自由主义制度，全球化遭遇逆风，世界经济下行压力增大，全球治理机制趋向“分裂化”、“阵营化”，国际秩序不复安宁，世界局势持续动荡。

2、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

自 20 世纪 50 年代以来，中美俄大三角就是影响国际战略格局的关键性因素。就综合实力来看，美国保持相对强势，中国和俄罗斯则相对弱势。美国经济优势虽然有所削弱，但其在科技投入、军费总额、文化影响力上始终保持了绝对优势地位，目前仍是世界上唯一的超级大国。中国已成为世界第二大经济体，科技创新力与军事实力也迅速增长，但与美国仍然存在较大的差距。俄罗斯近年来经济发展缓慢，但拥有丰富的能源储备、世界顶级的军事力量，对中亚、中东欧和中东国家有强大的政治影响力，其综合实力不容小觑。

由于中美相对实力的变化，美国把中国视为最主要的威胁，综合采取多种手段遏制中国的发展。事实上，2018 年以来中美贸易摩擦的总体态势是打打停停、形势总体升级、领域逐步扩大，从贸易摩擦持续升级至科技战、金融战、地缘政治战、舆论战等全方位博弈。随着中国经济崛起、中美产业分工从互补走向竞争以及中美在价值观、意识形态、国家治理上的差异愈发凸显，美国政界对中国的看法发生重大转变，鹰派言论不断抬头，部分美方人士认为中国是政治上的威权主义、经济上的国家资本主义、贸易上的重商主义、国际关系上的新扩张主义，是对美国领导的西方世界的全面挑战。中国经济崛起挑战美国经济霸权，中国进军高科技挑战美国高科技垄断地位，中国重商主义挑战美国贸易规则，中国“一带一路”倡议挑战美国地缘政治，中国发展模式挑战美国意识形态和西方文明。中美贸易摩擦从狭义到广义有四个层次：缩减贸易逆差、实现公平贸易的结构性改革、霸权国家对新兴大国的战略遏制、冷战思维的意识形态对抗。缩减贸易逆差可以通过双边努力阶段性缓解，但如果美方单方面要求中国做出调整，而不彻底改变自身高消费低储蓄模式、对华高科技产品出口限制、美元嚣张的超发特权等根本性问题，美国的贸易逆差不可能从根本上削减，无非是类似当年美日贸易战之后美国对外贸易逆差从日本转移到中国，未来再从中国转移到东南亚。在实现公平贸易的结构性改革方面，中国可以做出积极改革，这也是中国自身发展的需要。但是，这些都难以满足美方战略遏制中国高科技升级和大国崛起的意图。

特朗普政府在 2017 年发布的首份《国家安全战略报告》中，明确把中国和俄罗斯定位为“战略竞争对手”。2020 年 5 月 20 日发布的《美国对中华人民共和国的战略方针》，明确提出美国将采用“竞争性的对华方针”，并列举了中国在经济、价值观及安全方面对美国造成的挑战，指责中国利用经济、政治和军事实力“损害美国的重大利益且侵犯各地的国家主权和个人尊严”，在细数了特朗普政府执政的前三年里遏制中国的种种政策后，表示将继续推进相关政策。民主党方面的对华强硬态度亦在该党的 2020 年纲领中得到体现，纲领称“对于经济、安全、人权等北京所作所为令人担忧的领域，民主党人将坚决反制”，并称将“保护美国人免受中国不公平贸易手段的伤害”，愿“与盟友一道抵制中国削弱国际准则的努力”。此外，值得注意的是，该党 2020 年纲领的阐述中删去了恪守“一个中国”政策的表述，这是与其 2016 年纲领相比明显的不同之处。

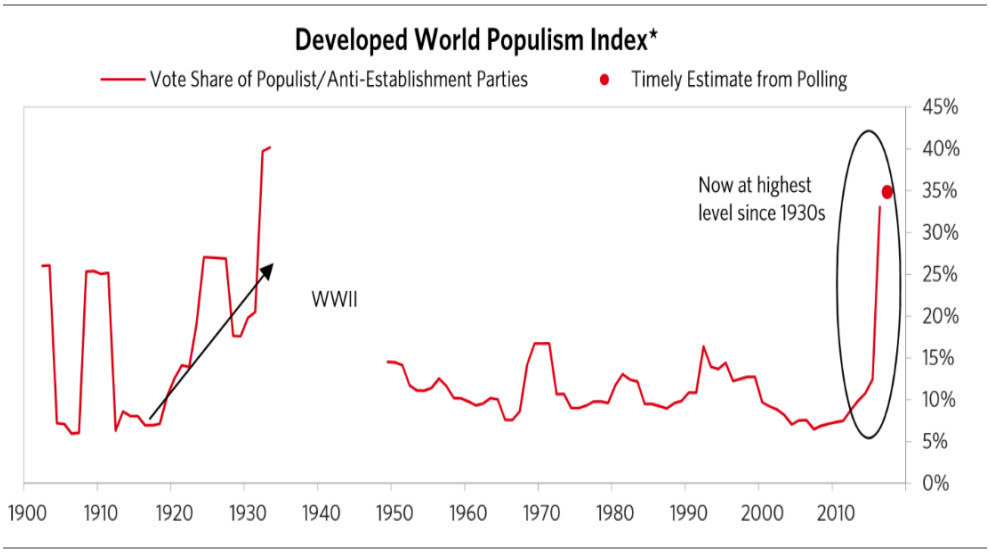
在美国的压力和共同利益的推动下，中俄关系持续向好，已提升为新时代全面战略协作伙伴关系。在当前的格局下，中美、美俄的竞争趋向激烈，但核战争时代爆发大规模冲突甚至全面战争的可能性较低，矛盾冲突更多体现为代理人战争。作为国际社会中最主要的大国，中、美、俄三国存在广泛的共同利益与合作基础。在较长一段时间内，中美俄三角关系仍将是竞争与合作共存。

3、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

在全球政治思潮的演变中，民粹主义的广泛兴起是一个不可忽视的现象。全球经济复苏乏力、日益拉大的贫富差距和分配不均加剧了民众的不满，这为逆全球化和民粹主

义的滋生提供了肥沃的土壤。民粹主义崛起的最突出表现即是民粹主义政党得势与民粹主义领导人上台，如法国“国民联盟”、意大利联盟党、德国选择党，现任美国总统特朗普、英国首相鲍里斯、墨西哥总统奥夫拉多尔、匈牙利总理欧尔班、印度总理莫迪、菲律宾总统杜特尔特等都是民粹主义的代表人物。此外，一些原本并非民粹派的领导人也逐渐被民粹主义裹挟，如土耳其总统埃尔多安等。桥水基金的报告显示，2016 年以来的发达国家民粹主义浪潮已达到 1930 年代以来的最高峰。

图表6：发达国家民粹主义浪潮



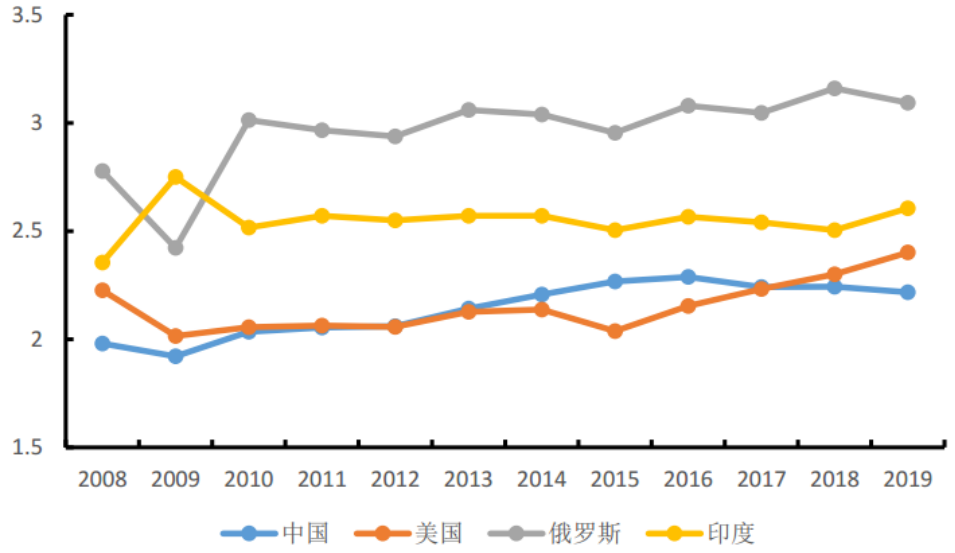
资料来源：Bridgewater、粤开证券研究院

4.地区内和国家间冲突日益激烈，非传统安全威胁愈发突出

虽然当今时代的主题仍是和平与发展，但战争的危机从未远去。近年来，传统的热点问题持续发酵，新的安全危机又此起彼伏。在中东，叙利亚战争持续八年仍未完全结束，伊核问题在多方博弈下陷入僵局；在非洲，苏丹和阿尔及利亚迎来了新一轮“阿拉伯之春”；在东欧，乌克兰危机一波未平一波又起；在南亚，印度与巴基斯坦一度走向战争边缘，中印边境对峙；在东北亚，朝核问题尚未出现实质性进展；在拉美，委内瑞拉政局仍然前途不明。这些冲突和危机不仅使当事国和地区陷入动荡，也对世界经济增长和能源安全造成了重大威胁。

除潜在的战争危机外，非传统安全威胁也愈发突出，尤以恐怖主义为甚。受到宗教、政治、经济等多种因素的影响，中东 - 北非地区成为恐怖主义的温床，基地组织、“伊斯兰国”、“索马里青年党”、“博科圣地”等恐怖主义组织发起了大量恐怖主义袭击，造成了严重的人员伤亡、财产损失和社会恐慌。当前，世界上的主要大国均面临着恐怖主义的威胁，欧洲在恐怖主义的蔓延中首当其冲，中国、美国、俄罗斯等大国也饱受恐怖主义的困扰，国家和平指数连年上升（注：和平指数越高表示国家安全程度越低），国家安全程度下降。

图表7：2008-2019 年中国、美国、俄罗斯、印度和平指数



资料来源:经济与和平研究所、粤开证券研究院

随着对外开放的持续深入，中国参与全球治理的广度和深度日益提高。尤其是 2012 年以来，中国在参与全球事务、推动全球治理体系变革方面愈发积极。作为最大的发展中国家和发展最快的新兴国家，中国的积极参与将为全球治理注入新的理念、经验和动力，推动全球治理体系的良性发展。未来的全球治理体系可能会呈现出以下几大趋势：

（1）发达国家垄断局面难以为继，发展中国家的参与度和话语权上升

由于发达国家和发展中国家的相对实力变化，发达国家垄断全球事务的局面难以为继，美国的“退群”现象更是让发达国家阵营陷入分裂，参与全球治理的意愿和能力都有所下降。与此相反的是，以中国为代表的发展中国家积极参与到全球事务的治理中，为全球治理作出了新的贡献，发展中国家在全球治理中的影响力也不断提升。

但值得注意的是，随着新兴国家在国际舞台上的话语权和投票权不断增加，传统发达国家与新兴国家之间的斗争也日趋激烈。在旧有体系中，作为既得利益者的西方国家滥用现有规则和规范谋求特权，并抵制对多边机构进行改革。新兴国家出于对现有机构改革缓慢的不满，陆续建立了新的金融机制，如金砖机制（BRICS）、金砖国家新开发银行（NDB）、应急储备安排（CRA）、亚洲基础设施投资银行（AIIB）等。发达国家和新兴国家在合作中展开竞争，又在竞争中寻求合作。在双方的斗争与妥协中，全球治理体系将向着更加公正、平等的方向发展。

（2）全球治理主体多元化，非国家行为体将发挥更大作用

主权国家一直是国际事务中的主要行为体，但当前全球治理领域的众多核心问题——如气候变化、难民、人权等问题，超越了单个主权国家的能力范畴，迫切需要国家和非国家行为体之间展开合作。在未来的全球治理中，主权国家、国际组织、跨国公司、非政府组织、个人行为体将组成一个多元化的、网络状的“全球社会”。非国家行为体能够触及到主权国家所难以覆盖的领域，同时监督和制约主权国家的行为。例如在气候变化议题中，以罗马俱乐部为代表的国际非政府组织唤起了人们对气候问题的关注，高校教授和学者发表了气候变化的研究成果，为相关决策提供依据，联合国组织了国际气候问题谈判，非政府组织自发对跨国公司的污染排放进行监督，国家和非国家行为体形成了一个多层次、多角度的行为网络，共同寻求气候变化问题的解决。可以预见，未来非国

家行为体在全球治理中的作用会愈发重要，对全球治理体系也会产生深远的影响。

（3）“一带一路”倡议与“人类命运共同体”理念成为新的全球治理方案

2013 年，中国国家主席习近平提出“一带一路”倡议，得到了国际社会的高度关注。“一带一路”不仅致力于推进沿线国家的全方位合作，还致力于打造政治互信、经济融合、文化包容的利益共同体，是国际合作与全球治理的“中国方案”。“人类命运共同体”理念则以不同文明间彼此平等和相互包容为基础，致力于从人类社会整体发展和人类未来命运出发解决全球性问题，推动构建“共商、共建、共享”的治理格局，确保各国在参与全球治理的过程中机会平等、规则平等、权利平等。“人类命运共同体”是推动全球治理体系创新的“中国智慧”。

“一带一路”倡议和“人类命运共同体”理念顺应了全球治理变革的需要，体现了中国作为大国的责任担当，得到了世界上大多数国家的积极响应，为推动国际合作、共同发展、治理全球问题作出了积极贡献。未来，“人类命运共同体”会成为全球治理的重要理念，而“一带一路”则是全球治理的有效机制，共同促进全球治理体系的完善和世界各国的共同发展。

二、2020 全球经济受疫情冲击陷入衰退，金融市场动荡

新冠肺炎在全球的蔓延直接冲击金融市场和实体经济，加剧了全球经济衰退的局面，并对各国公共卫生应急体系提出了严峻挑战。**疫情打乱全球经济自 2019 年底以来企稳的趋势，实体经济陷入休克停摆，企业居民投资及消费断崖式下滑，失业率大幅上升。**伴随 2020 年新冠疫情在全球大面积爆发，居民生命健康受到严重威胁，实体经济从需求供给两端遭受直接冲击，不仅居民消费、旅游、教育、就医等需求被制约，同时还冲击企业开工、投资与生产，致使疫情较为严峻的地区整体经济运行直接陷入停摆。

2020 年一季度疫情主要在中国集中爆发，致使中国实际 GDP 同比-6.8%，创 1992 年有季度数据以来最低。美欧日一季度 GDP 同比增速同样有所下滑，分别为 0.3%、-2%和-3.3%。疫情初期导致中国的供需同时收缩，其后抑制供给，因为疫情防控导致原材料、人力不能自由流动；再次是影响总需求不足，亟需超常规的财政和货币政策刺激。中国政府迅速采取坚决有利措施控制住疫情，统筹疫情常态化防控与经济社会发展。二季度以来，中国和全球其他经济体疫情错位，中国供给迅速恢复，防疫物资的大量出口迅速带动中国出口增速上行；房地产企业为加速回笼资金降价促销、加快开工，房地产投资销售和投资上升；专项债发行规模大幅增加，基建投资缓慢上升；同时，“六稳”和“六保”政策之下，居民失业率下降、收入上升，带动消费尤其是服务业消费上升。二三季度中国 GDP 同比增速分别为 3.2%、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%。

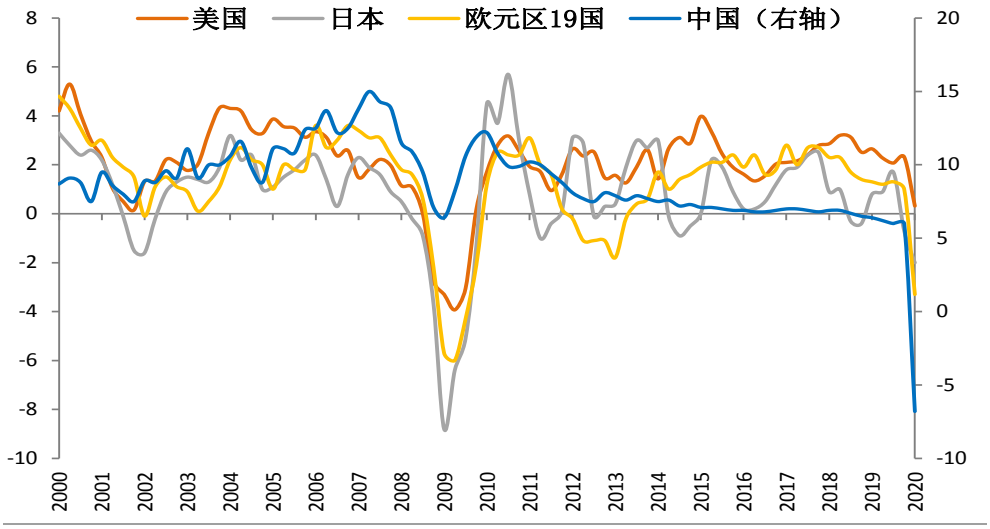
从全球其他经济体看，伴随 3 月疫情在美欧日地区的快速扩散，4 月美欧日制造业 PMI 断崖式下跌，分别为 41.5%、33.4%和 41.9%，创次贷危机以来新低。此外，服务业受疫情冲击影响范围及幅度更深，4 月美欧日服务业 PMI 分别为 41.8%、12%和 21.5%，创有数据以来历史新低。全球贸易活动同样降至冰点，2020 年 3 月波罗的海干散货指数自年初快速下滑并维持在 2016 年初以来低点。IMF 预测 2020 年全球经济负增长 3%，其中发达经济体和发展中经济体经济增幅预计分别为-6.1%和-1%。企业复工、生产及投资受重创进一步导致大量居民失业，失业率大幅飙升。2020 年 4 月美国非农失业人数超过 2000 万，当月初次申请失业金人数 2016 万人，失业率飙升至 14.7%，创二战以来新高。

2020 年 6 月起，由于疫情防控逐渐到位、各国复工陆续推进、各国经济刺激不断落

地，全球经济整体呈现疫后反弹态势。10 月全球综合 PMI 回升至 53.3%，制造业 PMI 回升到 53%，新订单指数上升至 55%，均连续 4 个月高于荣枯线。其中，美、欧盟和日本制造业 PMI 分别上升至 59.3%、54.8%和 48.7%。10 月全球 OECD 综合领先指标经过 6 个月的连续回升，反弹至 99.2，美、欧盟和日本分别回升至 98.98、99.13、99.28。10 月初波罗的海干散货指数继 5 月的峰底不及 400 回升至新的峰值 2097，全球贸易活动在疫后回暖。

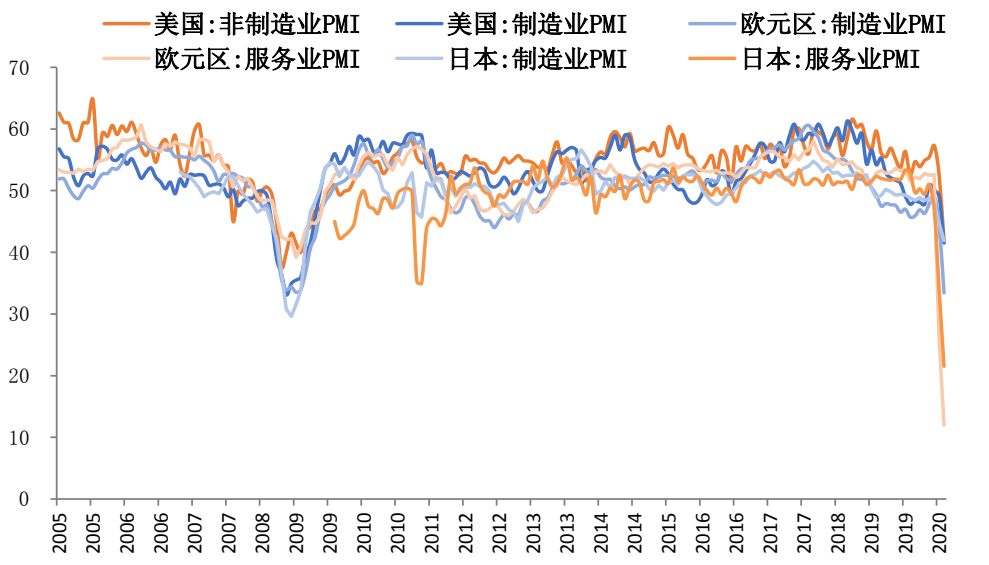
但是，仍需注意的是由于疫情发展与防治的特殊性与不确定性，短期内全球经济还将受到疫情扩散走势的影响，使得本轮疫情引发的经济衰退被拉长，各国治理本轮经济衰退的难度进一步增加。同时，疫情期间各国刺激政策短期利于经济复苏，中长期可能带来部分后遗症，如各国的货币宽松政策可能带来未来潜在通胀风险、长期资产泡沫、货币贬值等负面影响。

图表8：2020 年中美欧日 GDP 快速下滑



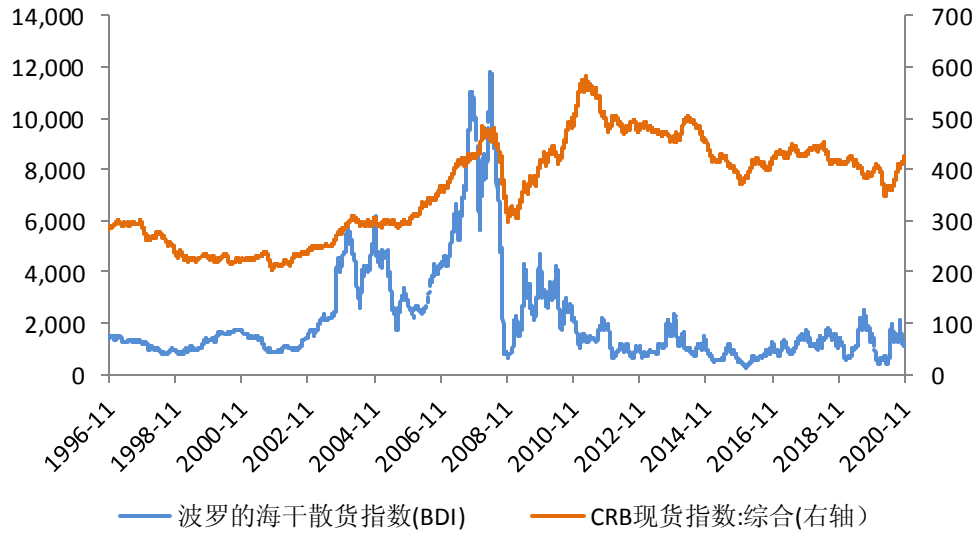
资料来源:wind、粤开证券研究院

图表9：疫情以来服务业所受冲击大于制造业



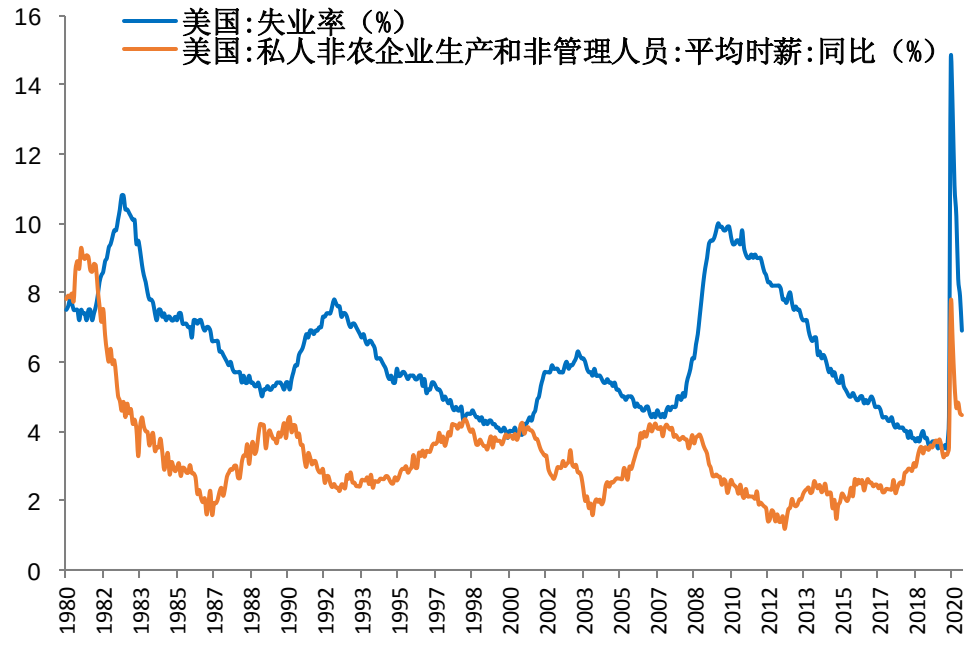
资料来源:wind、粤开证券研究院

图表10：2020 年贸易活动快速下滑，近期受经济恢复影响上升



资料来源:wind、粤开证券研究院

图表11：美国失业率在年初创新高



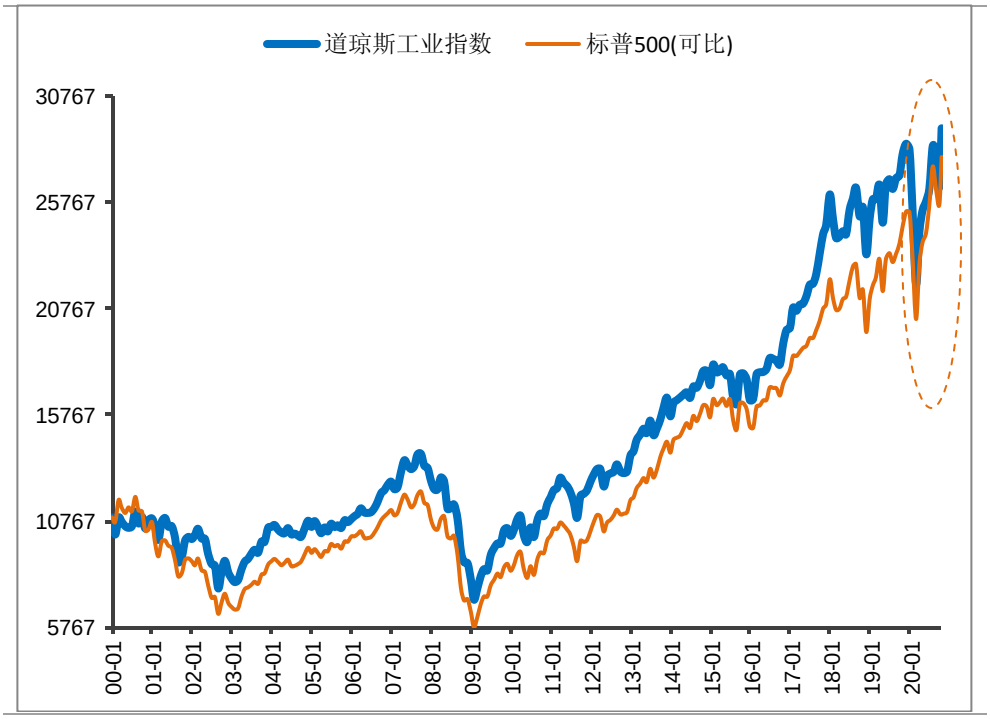
资料来源:wind、粤开证券研究院

疫情超预期扩散引发金融市场动荡并爆发流动性危机，美股 3 月内 4 次熔断创历史记录。次贷危机后，非金融企业部门发债回购、长期货币宽松、同质化交易的共同推动，使得美股在美国经济逐步放缓的条件下屡创历史新高，市盈率同样上升至历史高位。截

至 2020 年 1 月初，美国标准普尔 500、道琼斯工业指数市盈率分别为 24.8 和 22.6。伴随疫情在全球的快速扩散，国际资本市场避险情绪上升，美股自 2 月下旬开始暴跌，随后市场恐慌情绪蔓延，3 月 9 日美股自 1997 年来首次熔断带动全球股市暴跌，市场爆发流动性危机：美股在 2020 年 3 月熔断 4 次，股债齐跌，黄金原油等大宗商品价格暴跌，Libor-OIS 利差迅速扩大，VIX 波动率指数一度高达 82.7，超过 2008 年高点创下历史新高。

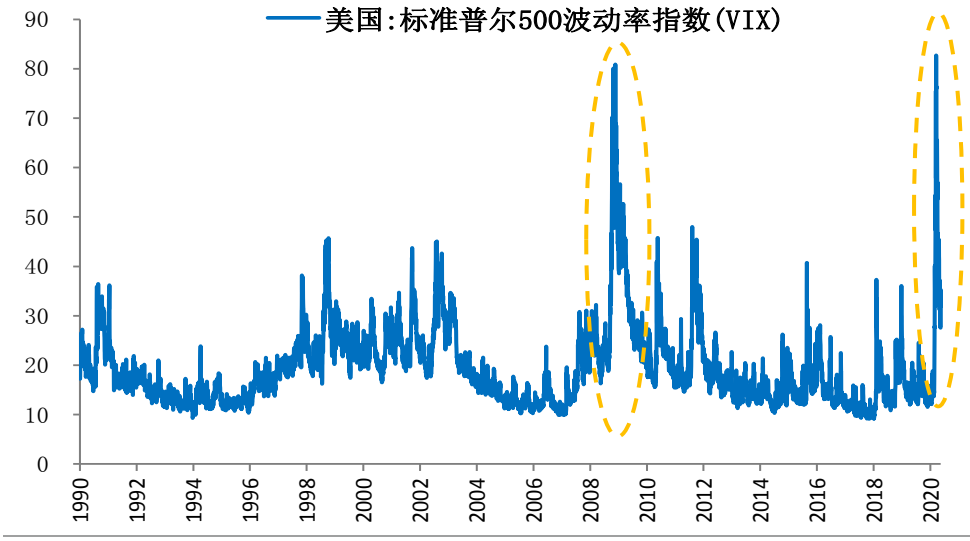
虽然美国防疫措施不力，疫情持续恶化，但进入 2020 年 4 月以来，在流动性大幅宽松推动下，美股连续回升，道琼斯工业指数连续上涨五个月，并于 11 月 16 日创下历史新高 29964.29 点；同时失业率自 4 月以来逐步下行，10 月份美国失业率为 6.9%，接近 2014 年水平，经济整体有所恢复。

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



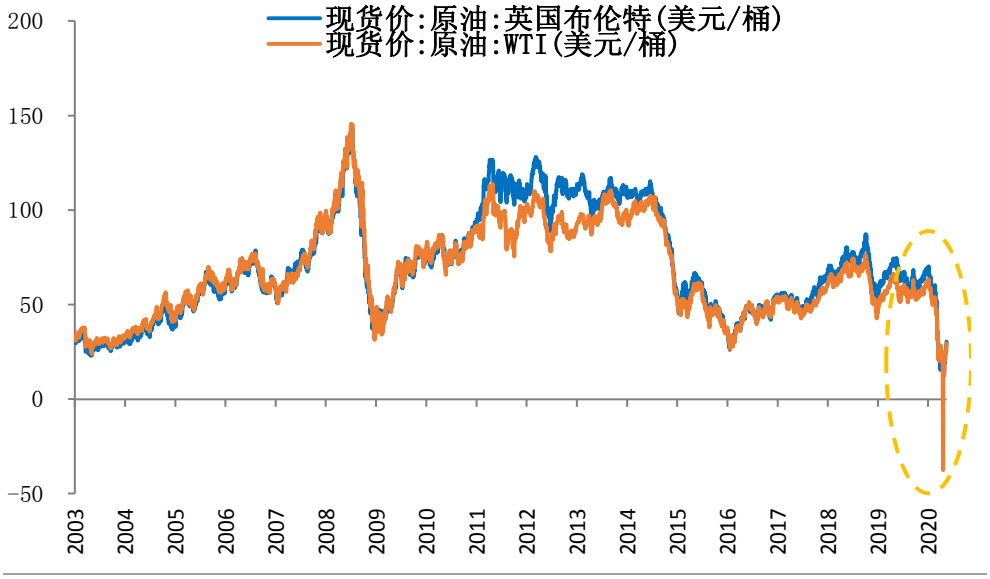
资料来源:wind、粤开证券研究院

图表13：波动率暴涨超过次贷危机时期



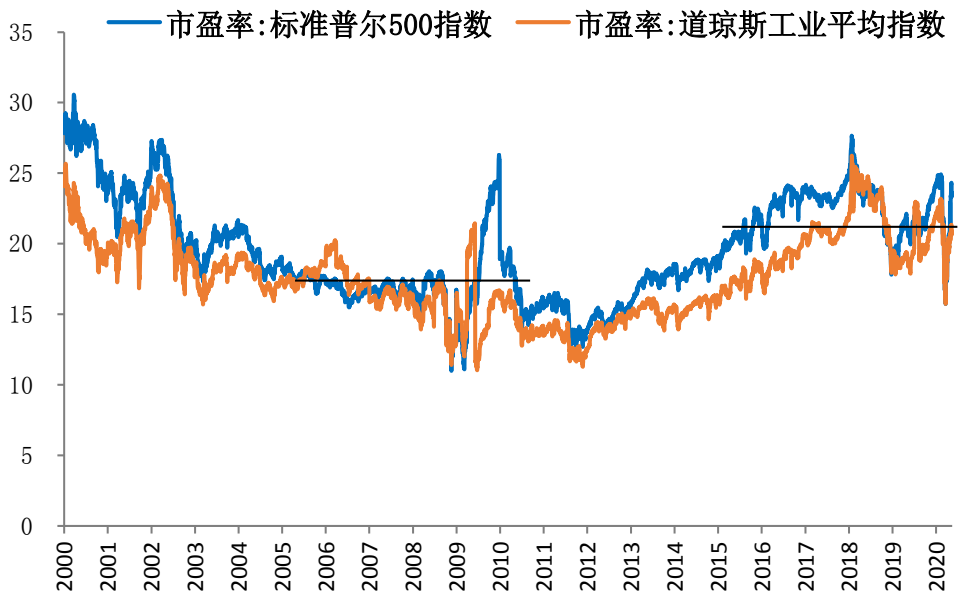
资料来源:wind、粤开证券研究院

图表14：原油价格大幅下跌



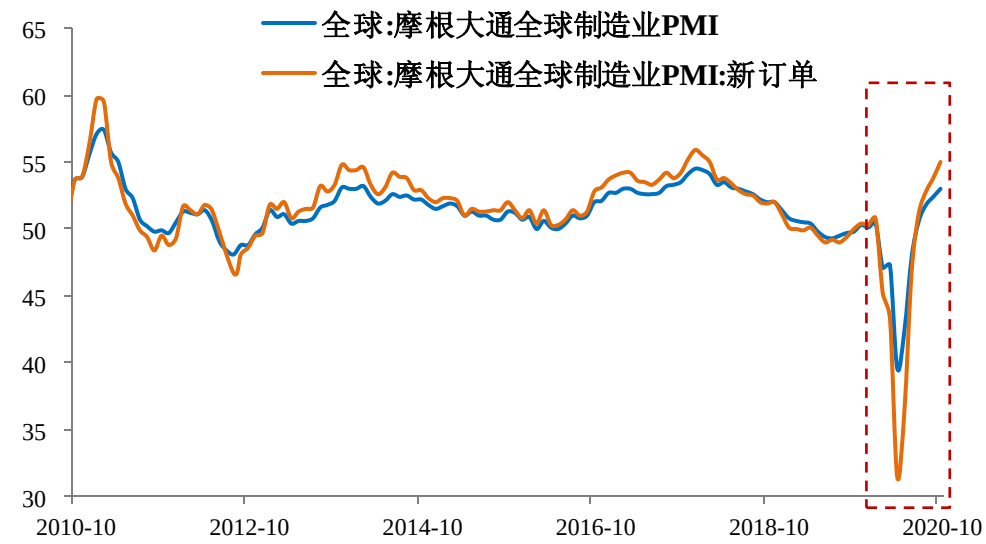
资料来源:wind、粤开证券研究院

图表15：美股市盈率整体高于次贷危机时期



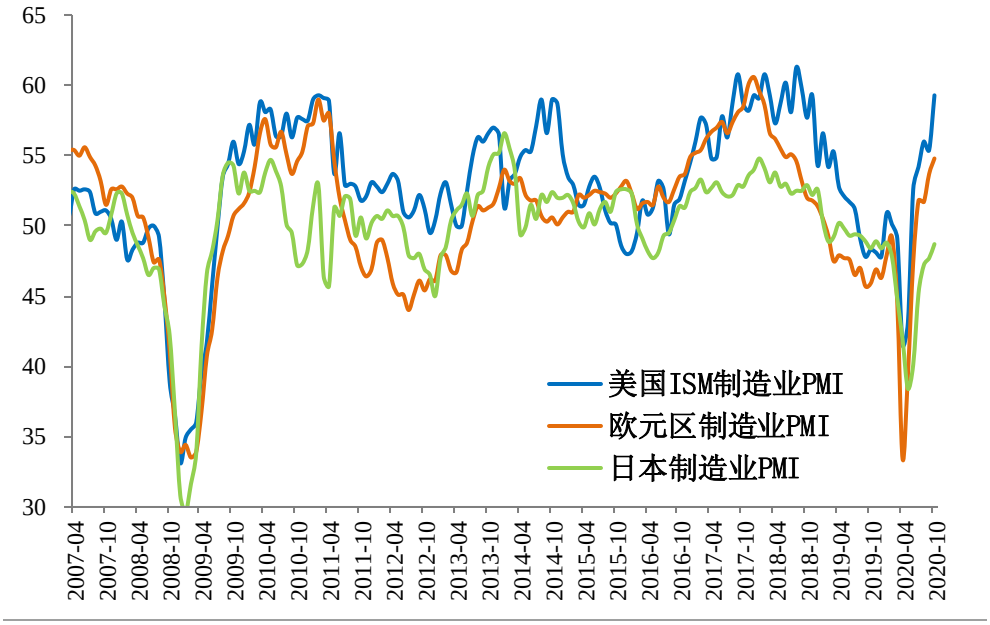
资料来源:wind、粤开证券研究院

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



资料来源:wind、粤开证券研究院

图表17：近期主要经济体的制造业 PMI 上升，位于荣枯线上方



资料来源:wind、粤开证券研究院

三、十四五期间全球经济：2021 年短暂反弹，其后持续下行

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 年将在低基数及疫苗研发取得重大进展各国（地区）重启经济的背景下加速恢复。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。

疫情只是全球经济陷入衰退的催化剂，本次疫情爆发之前全球经济正趋势下行。引发当前全球全要素生产率下降的根本原因有三：一是全球老龄化加剧，二是全球贫富差距拉大，三是贸易摩擦重塑产业链分工格局、打破原有比较优势分工，致使过去建立在全球贸易自由化上发展的全球经济陷入瓶颈。基于此，我们认为全球经济在 2021 年短暂反弹后仍将持续下行。

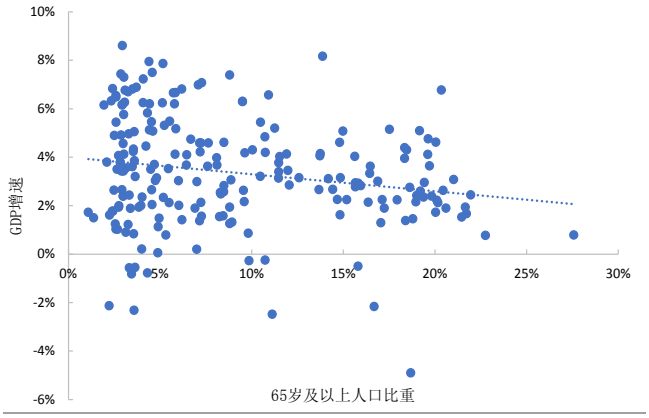
（一）全球经济下行有深层次原因

1、全球老龄化加剧，整体经济增长潜力下行

老龄化对总体需求、投资产生负面影响，整体经济增长潜力下行。人口老龄化加剧主要从供给、需求两个方面对经济产生负面影响：一是人口老龄化趋势下，适龄劳动力供给下降，导致社会生产能力不足，经济增速下降。二是人口老龄化将使得整体社会需求下行，新增就业人口减少、新增人口提供公共服务和基础设施需求减少、新增人口居住需求减少将分别导致制造业投资、基建投资和房地产投资放缓，削弱经济增长动力。我们将 2018 年各国 65 岁以上人口比重与经济增速进行回归，可发现老龄化程度与 GDP 增速存在显著的负相关关系。而从历史经验来看，一国人口高速增长、劳动年龄人口比重提升的时期，经济增速往往较高，一旦老龄化程度加剧，则经济整体增速逐步下行，如日本老龄化自 20 世纪 90 年代加剧，15-64 岁人口所占比重自 1993 年的 69.8%一路下降至 2018 年的 59.7%，期间日本经济增速中枢持续下滑。

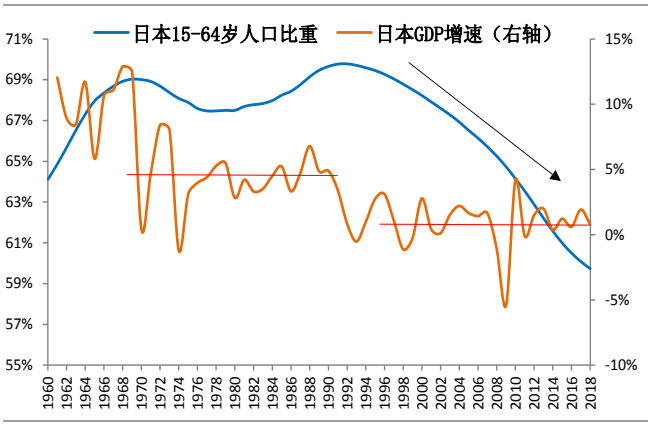
当前全球适龄劳动人口占比出现拐点，老龄化程度及速度均在加剧。伴随医疗条件改善、部分国家生育率下行，当前全球老龄化水平正快速提高。2018 年全球 65 岁及以上人口比重达 8.9% ,其中 ,中美日德老龄人口比重分别为 10.9%、15.8%、27.6%和 21.5%。据世界卫生组织（WHO）估算，2050 年全球 60 岁以上的老年人口预计将达到 20 亿，占全球人口比重的 22% ,较 2015 年提高 10 个百分点。此外，世界各地人口老龄化的速度也在急剧加快，过去法国历经几乎 120 年来适应 60 岁以上人口比例从 7%升至 14%这一变化。然而，巴西、中国和泰国等国将只有 20 多年时间来适应相同的变化，这将进一步对全球经济增长带来挑战。

图表18：老龄化与经济增长存在负相关性



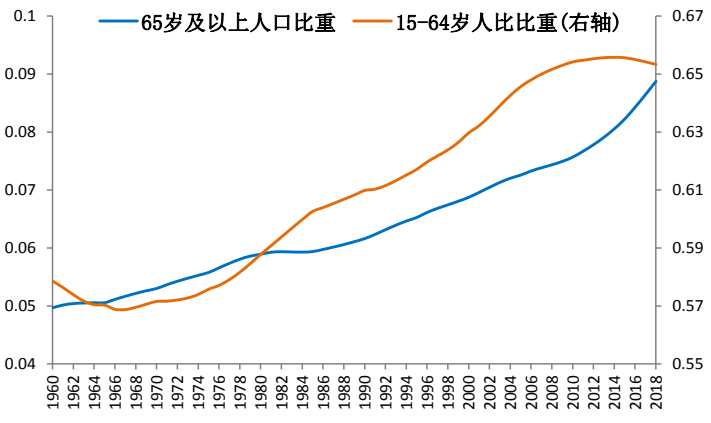
资料来源：世界银行、粤开证券研究院

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



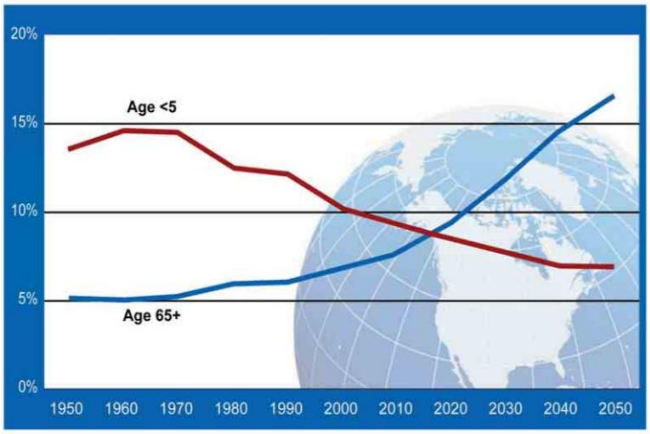
资料来源：世界银行、粤开证券研究院

图表20：全球老龄化程度加深



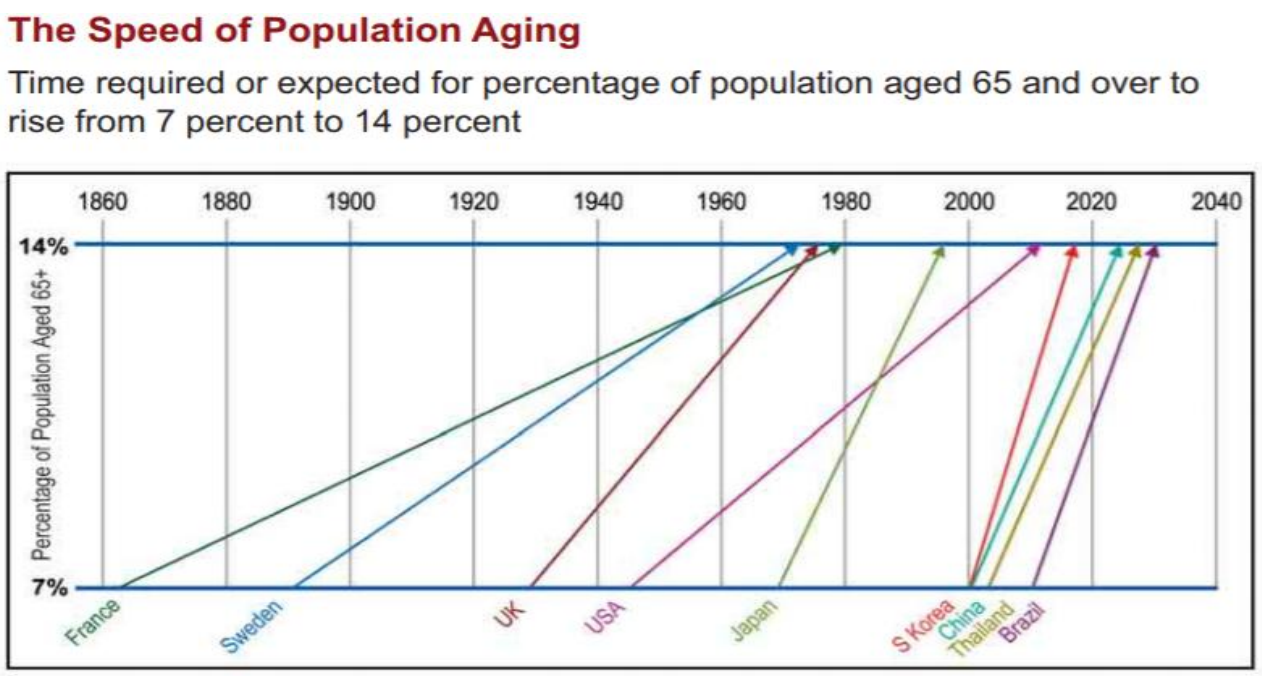
资料来源：世界银行、粤开证券研究院

图表21：截至 2050 年全球老龄化占比将超过 20%



资料来源：WHO、粤开证券研究院

图表22：世界各地人口老龄化的速度正急剧加快



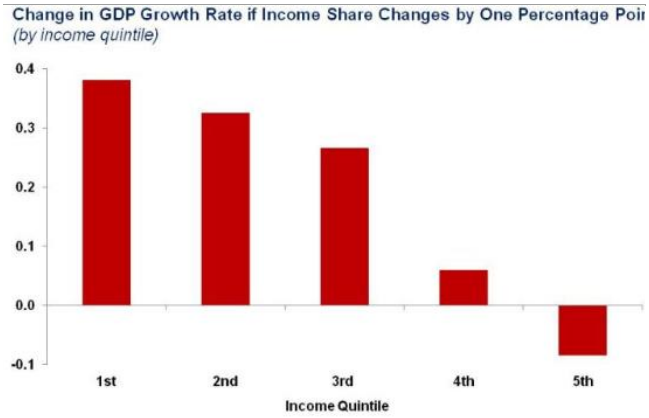
资料来源：WHO、粤开证券研究院

2、全球贫富差距拉大，抑制居民消费

贫富差距与经济增长存在显著负相关关系，短期来看贫富差距拉大将大幅抑制消费，长期来看将进一步降低劳动生产率，使得经济潜在增速放缓。贫富差距的拉大本质是财富向极少数人群中集中，低收入人群占比上升。由于低收入人群边际消费倾向更大但没有消费能力，而高收入人群拥有消费能力但边际储蓄倾向更大，因此一国国民收入分配结构将对本国消费产生显著影响。贫富差距拉大不仅造成边际消费需求大幅下降，还将使得需求结构明显偏左,出现较为严重的消费断层。此外，从长期来看，贫富差距持续加大将使得中低收入人群接受教育、培训、健康生育的意愿和能力进一步下降，从而使得劳动生产率和经济增长受到负面影响。据 IMF 测算，若将全球人群收入做五等分，收入在前 20%的最高收入人群富裕程度每增加一个百分点将使一国未来五年 GDP 增长降低 0.08 个百分点，而收入在后 20%的最低收入人群的富裕程度增加一个百分点能使 GDP 增长提高 0.38 个百分点。换而言之，提高穷人和中产阶级的收入可有助于提升经济增长前景，而贫富差距加大将对经济增长带来负面影响。

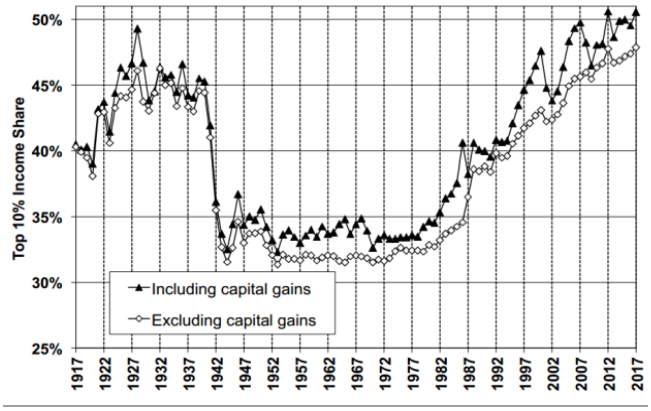
当前全球贫富差距再创新高，并对全球经济增长产生负面影响。2008 年金融危机前，全球贫富差距已因收入分配机制不完善、全球经济一体化但收益不均、早期货币宽松、虚拟经济过度发展等因素而有所提升。2008 年金融危机后，全球主要央行宽松货币，部分缓解实体经济融资困难、避免金融机构大规模破产等问题，但由于宽松货币并未改善收入分配机制与社会分层结构问题，大量流动性流入金融市场，拥有金融资产较多的富裕阶层相对受益，进一步加剧了贫富差距的扩大。据 UCBerkeley 测算，2017 年美国前 10%家庭收入占比进一步上涨至 50.6%，创大萧条以来新高，其中前 1%家庭收入占全美收入比重为 22%。据 OECD 和中国国家统计局数据，2017 年中美日德的基尼系数分别为 0.47、0.39、0.34 和 0.29。近年来经过中国坚定推进脱贫攻坚，中国贫富差距有所下降，2019 年最高收入 20%的人群与最低收入 20%的人群的可支配收入之比为 10.35 倍，较 2018 年的 10.97 倍有所减少。

图表23：减少贫富差距有利于经济增长



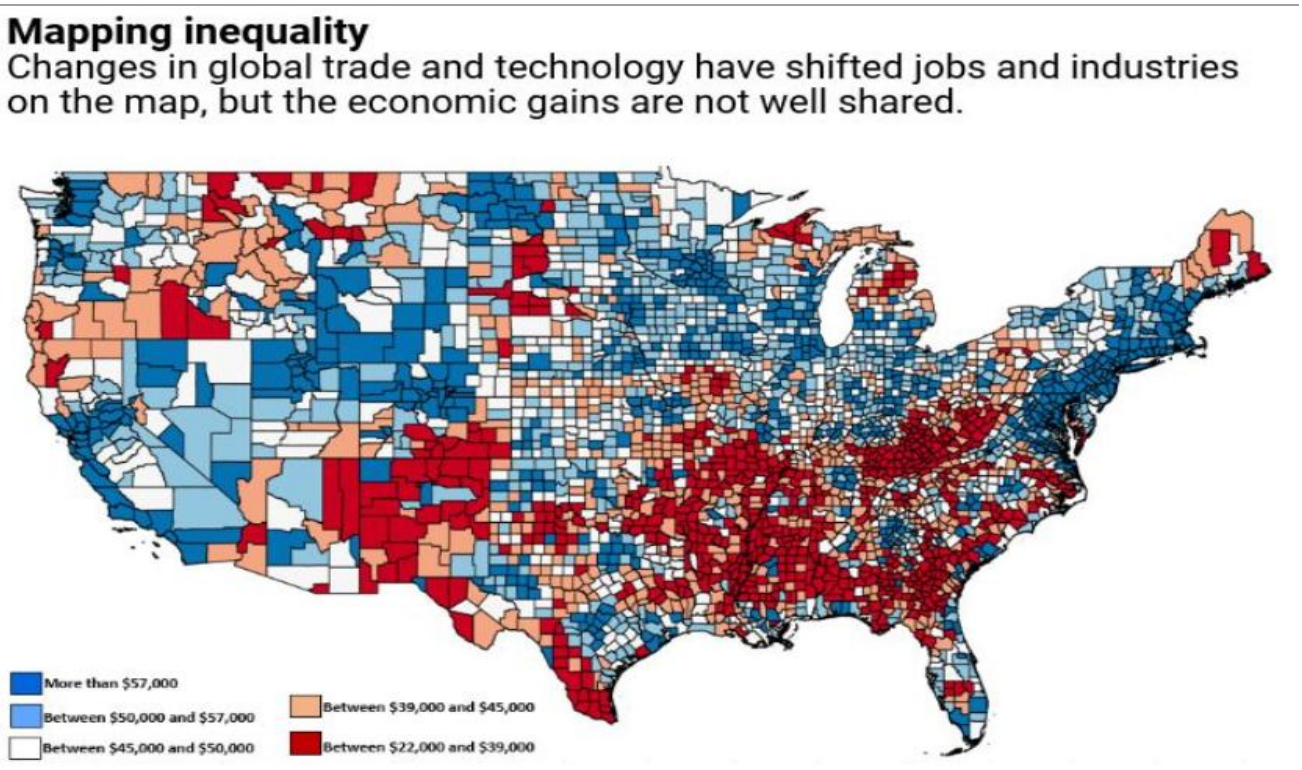
资料来源：IMF、粤开证券研究院

图表24：美国前 10%家庭收入占全美收入比重



资料来源：UCBerkeley、粤开证券研究院

图表25：美国各区域贫富分化加剧



资料来源：IMF、粤开证券研究院

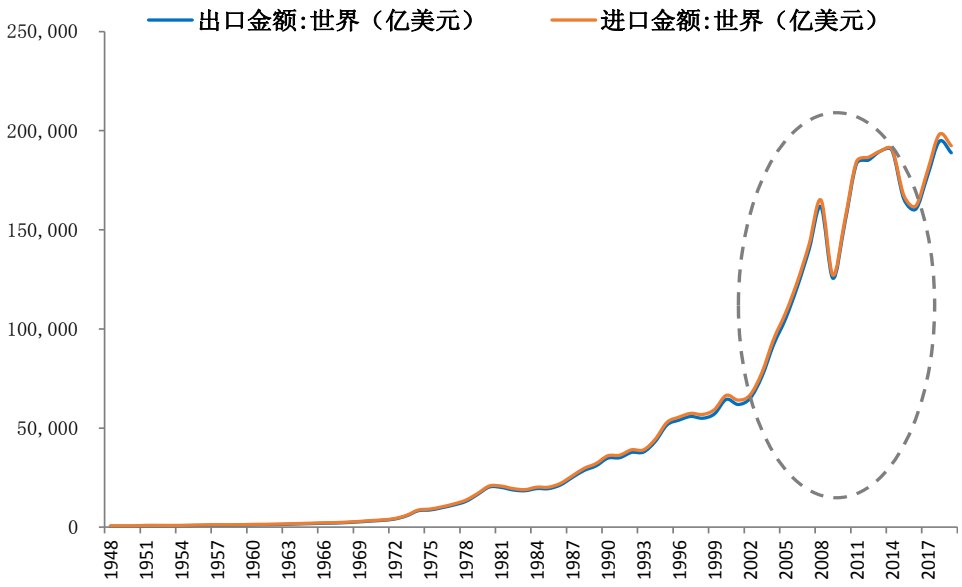
3、贸易摩擦重塑产业链分工格局，打破原有比较优势分工，经济效益大幅降低

2001-2015 年是全球自由贸易的黄金时期，以 WTO 体系为代表的全球贸易体系推动全球贸易量快速攀升。各国利用比较优势根据自身经济发展状况进行生产，并在全球

形成以美欧为代表的消费国、以中国为代表的制造国和以拉美国家为代表的资源国三层体系。二战结束至今，全球大致发生了三次阶段性国际产业转移浪潮。第一次转移发生于二战结束-20 世纪 60 年代,美国集中国内力量发展新兴通讯、电子、自动化工业等技术密集型产业，并将技术密集程度较低的纺织、钢铁、造船以及普通工业机械等对日本和西德进行转移,日本借此机会成为继英国与美国之后的第三个“世界工厂”。第二次转移发生于 20 世纪 60-80 年代,“亚洲四小龙”利用本地廉价而良好的劳动力优势 ,适时调整经济发展策略承接劳动密集型制造业而发展迅速，成为东亚和东南亚继日本后新兴的发达国家或地区。20 世纪 90 年代开启的第三次产业转移推动了中国的工业化进程，资本密集型产业与部分劳动密集型产业逐步转移至中国内地 ,中国成为第三次产业链转移的受益者，经济迅猛发展并由此成为“世界工厂”。从历次产业转移的进程来看，历次产业链转移发生后全球贸易自由化程度总体呈现上升趋势，各国利用自身比较优势从事专业生产，经济效率得以提高。特别是在 2001 年中国入世以来 ,全球逐步形成以美欧为代表的消费国、以中国为代表的制造国和以拉美国家为代表的资源国三层体系，全球资源配置效率大幅提升、世界贸易规模快速上涨。

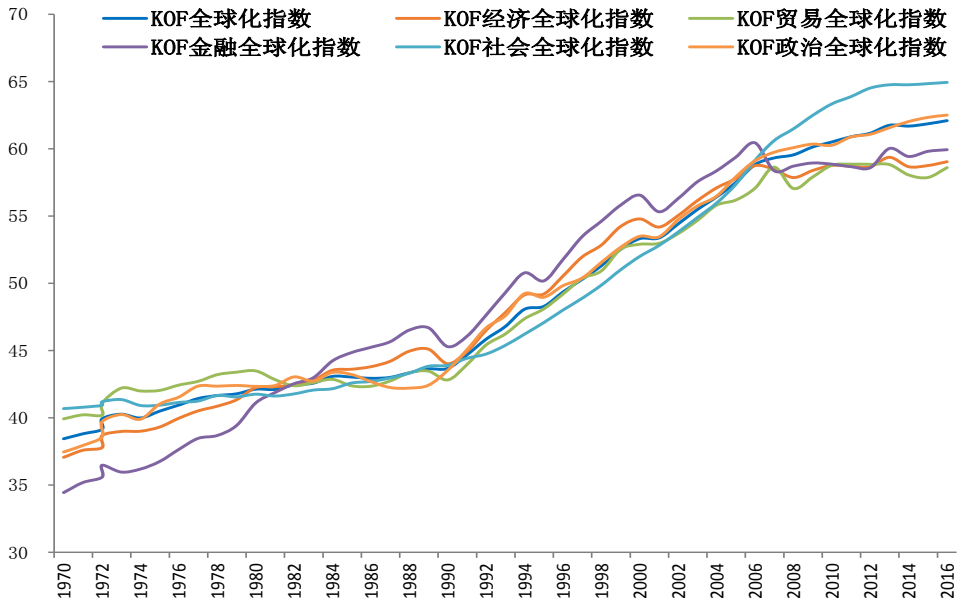
伴随全球贫富差距拉大、全球化各部门受益程度不均、民粹主义单边主义崛起，以美国为代表的部分国家违反经济规律，将经济贸易问题政治化，试图通过限制出口、加征关税等手段将产业链转移回本国，造成全球经济效益的大幅下降。尽管全球贸易自由化为各国带来巨大经济效益，但由于各国之间要素禀赋不同，消费国、生产国、资源国乃至一国内部各部门受益程度出现分化，叠加贫富差距进一步拉大各部门扩大矛盾，政治强权人物纷纷登台。此外，以中国为代表的新兴市场国家利用抓住全球化机遇、利用自身禀赋优势引进外资、技术，在次贷危机后快速崛起，在拉动发达国家脱离衰退泥沼的同时，进一步加速了制造业等部分行业在发达国家的衰落，降低了发达国家人民对全球化的认同感。长期贫富差距的拉大、中产阶级的没落，激化了社会矛盾，助长了底层人民对精英阶层的不满，政治强权人物纷纷上台，民粹主义和逆全球化抬头。反映全球化发展程度的 KOF 全球化指数曾在 1992-2007 年间迅速上涨 ,但自 2008 年以来逐步放缓，并在 2012 年以后基本陷入停滞。以 2018 年美国向全球各国引发贸易摩擦为标志，原本高效的国际贸易分工合作体系被打破，美国试图通过采取各类关税和非关税壁垒引导制造业产业链回流。科尔尼发布的贸易回流指数显示，当前美国的制造业趋势正在发生巨大逆转 ,其中最为明显的趋势是美国制造业正在大规模撤出亚洲低成本国家或地区。2019 年美国从中国、越南、印度、马来等 14 个亚洲国家进口制造业商品的金额为 7570 亿美元，较 2018 年减少 7.2%。与此同时，2019 年美国制造业进口比率 MIR（从亚洲低成本国家或地区所有制成品进口的总和/本土制成品总产值）为 12.1%，较 2018 年减少 1 个百分点 ,为 2011 年以来首次下滑 ,反映美国国内制造业的占比进一步增加。产业链迁出美国的根本是企业为追求效率最大化而产生的市场行为，美国逆经济规律而行加剧全球贸易摩擦紧张局势，已严重降低全球经济生产效率。

图表26：2001-2015 全球进出口贸易快速增加



资料来源:wind、粤开证券研究院

图表27：KOF 全球化指数增长陷入停滞



资料来源:KOF Swiss Economic Institute、粤开证券研究院

图表28：2019 年美国制造业进口比率 MIR 自 2011 年以来首次下滑



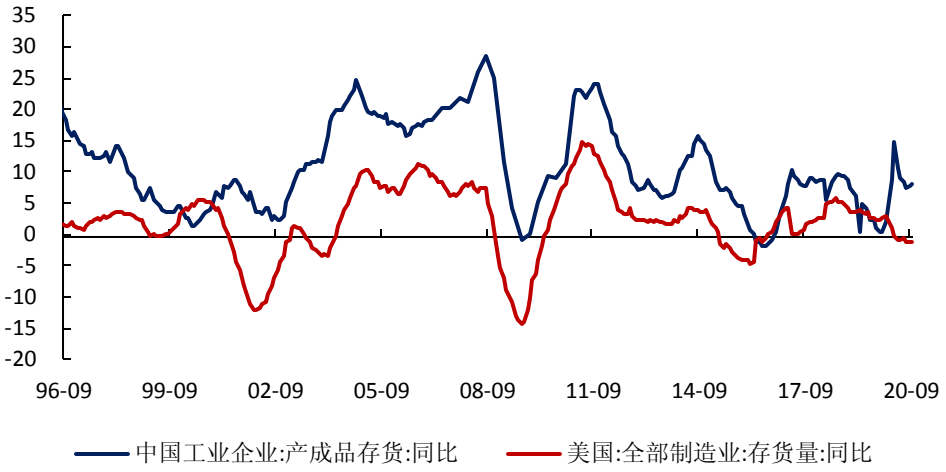
资料来源:科尔尼咨询、粤开证券研究院

（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

十四五期间全球经济面临下行压力，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。

库存周期作为判断经济短期运行状态的一个关键变量，可进一步划分为被动去库存、主动补库存、被动补库存和主动去库存四个阶段，完整周期通常为 3-4 年。十四五期间全球将经历近 2 轮库存周期，但由于金融周期下半场和全球贸易摩擦的压制，预计库存周期在十四五期间对经济的促进作用有限。从库存周期来看，2017 年第三季度到 2019 年初全球处于库存周期的**主动去库存阶段**，2019 年初其对经济的拖累得到缓解。中国在疫情冲击下经历了“被动补库-被动去库-主动补库”的异常波动，但全球经济整体下行的情况下，企业主动补库后劲不足。总体上，2019 年第二季度以来，经济处于**被动去库存**的复苏早期，但受到了金融周期下半场、中美贸易摩擦和全球疫情的压制。近期可能出现短暂的主动补库存，但持续时间不长，力度不大，预计 2021 年后库存周期仍易下难上，对经济的拉动作用减弱。

图表29：中美库存周期向下后，近期有主动补库存迹象



资料来源：wind、粤开证券研究院

产能周期是经济波动中的主周期，长度 6-11 年，主要内容是设备投资和就业雇佣的周期性调整。本轮全球产能周期自 2016 年底开始，并于 2018 年初见顶回落，预计十四五期间将持续保持下行趋势。宏观经济运行在微观上表现为企业产能调整活动（设备投资、就业雇佣等），企业的扩产能或去产能行为表明了对未来国民经济景气的预期。从其它商业周期与产能投资周期的关系看，短期的库存调整是中期产能调整的缓冲带，长期的创新周期是技术革命引发的商业机会和产能投资浪潮。全球贸易摩擦叠加产能周期向下，全球设备投资于 2017 年底-2018 年初见顶回落，当前产能周期已进入下半场，其中美国、日本和德国设备投资分别于 2017 年 4 季度、2018 年 3 季度和 2018 年 2 季度见顶回落。由于产能周期通常持续 6-11 年，预计十四五期间世界产能周期仍将向下，全球经济将下行压力加大。

图表30：主要经济体的产能周期向下，2021 年可能有所反弹



资料来源：wind、粤开证券研究院

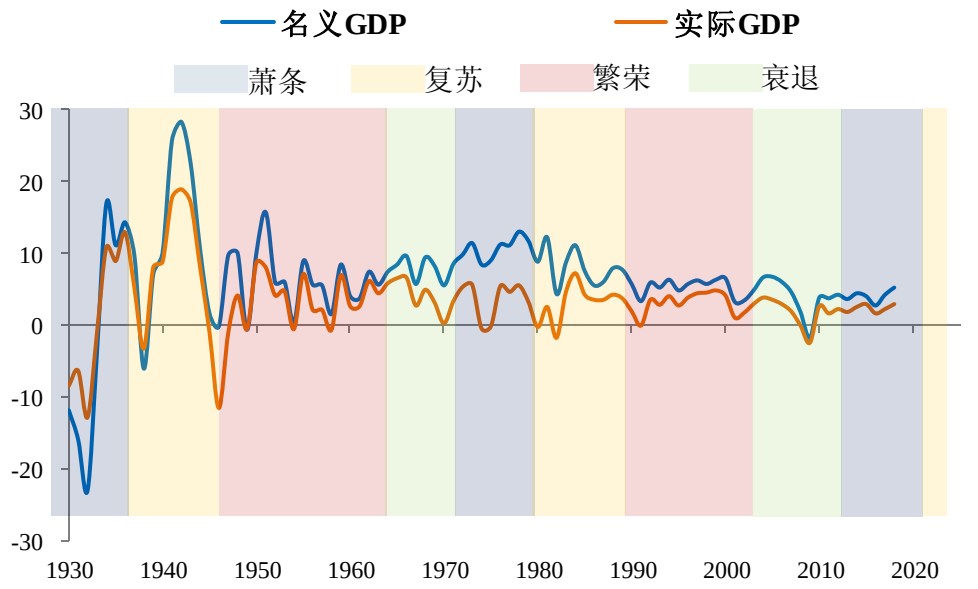
从创新周期来看，十四五期间，世界经济将从创新周期的萧条期过渡到回升期，新的底层技术革新将带动全球经济复苏。经济长波周期又称创新周期，是指 50-60 年的经济长波周期，通常以名义 GDP 增速为判断指标。18 世纪以来全球经历五轮长波周期，每一轮的主导创新技术分别为纺织工业和蒸汽机技术(63 年),钢铁和铁路技术(47 年),电气和重化工业（56 年），汽车和电子计算机（43 年），信息技术（仍在进行）。创新周期可划分为 4 个阶段：繁荣、衰退、萧条和回升，当前最被学者广泛认可的是雅克布•范杜因的划分。参考这一划分，全球经济在 2004 年左右进入衰退期，在 2014 年前后进入萧条期，历史经验表明萧条期长度约为 8-9 年，则全球创新周期将在 2023 年前后进入回升期，经济增长将主要由新的主导创新技术带动，如 5G、人工智能等。

图表31：雅克布•范杜因的长波周期

	繁荣	衰退	萧条	回升	标志创新技术
第一波	1782～1802	1815～1825	1825～1836	1836～1845	纺织机、蒸汽机
	(20 年)	(10 年)	(11 年)	(9 年)	
第二波	1845～1866	1866～1873	1873～1883	1883～1892	钢铁、铁路
	(21 年)	(7 年)	(10 年)	(9 年)	
第三波	1892～1913	1920～1929	1929～1937	1937～1948	电气、化学、汽车
	(21 年)	(9 年)	(8 年)	(11 年)	
第四波	1948～1966	1966～1973	1973～1982	1982～1991	汽车、计算机
	(18 年)	(7 年)	(9 年)	(9 年)	
第五波	1991～2004	2004~2014	2014~2023	2023~	信息技术
	(14 年)	(10 年)	(9 年)		

资料来源：雅克布.范杜因《创新随时间的波动》、粤开证券研究院

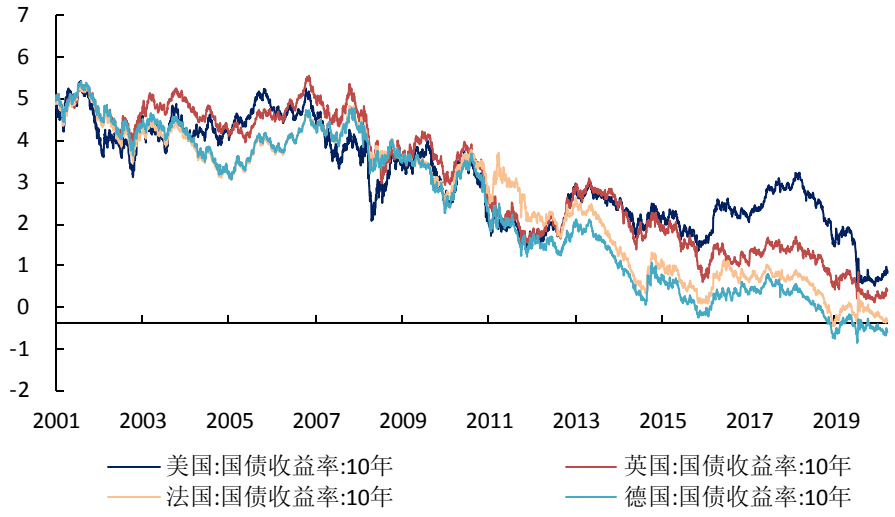
图表32：大萧条以来美国 GDP 名义和实际增速



资料来源：NBER，Samuel H. Williamson、粤开证券研究院

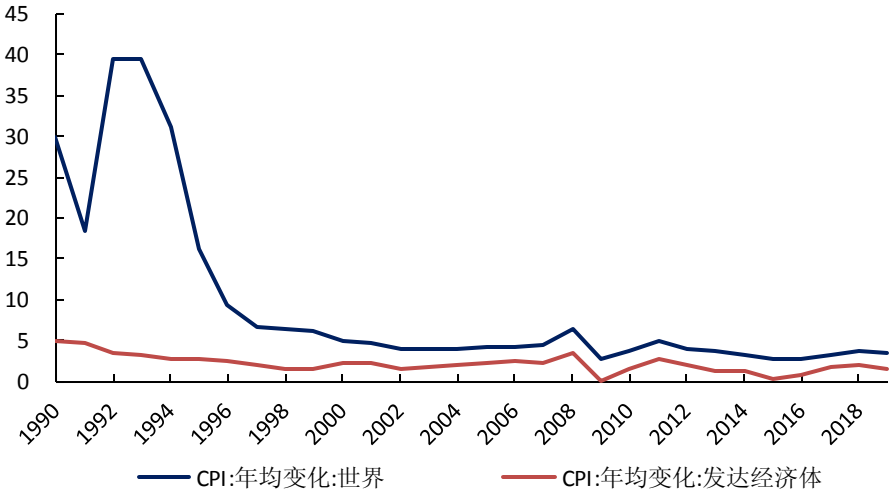
全球经济呈现“低增长、低利率、低通胀”的长期停滞状态。08 年金融危机后，发达经济体普遍采用大规模量化宽松政策，大幅降息，使得长期利率中枢下移。由于全球债务危机隐患凸显、欧盟一体化进程倒退、全球贸易摩擦升级、人口老龄化和贫富差距进一步拉大，全球经济增长乏力，处在“低增长”阶段。量化宽松对于经济的刺激作用逐步减弱，发达国家一方面寻求非常规货币政策或其他财政、产业政策的发力，另一方面，低利率没有带来通胀，经济增长低迷、需求增长不足、原油价格低位等因素使得“低通胀”现象凸显。

图表33：全球经济“低利率”



资料来源：wind、粤开证券研究院

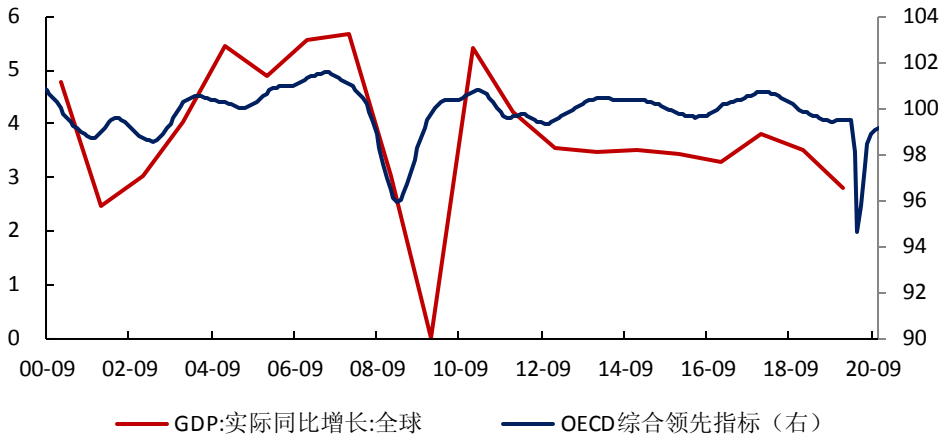
图表34：全球经济“低通胀”



资料来源：wind、粤开证券研究院

预计全球经济在十四五期间有一定下行压力，货币宽松周期下全球收入差距继续扩大。若全球收入分配格局未得到明显改善，则 2025 年前全球消费增长乏力，低收入群体消费能力增长有限，高收入群体边际消费倾向低。全球贸易受到贸易摩擦、逆全球化抬头影响出现萎缩趋势，并进一步打压全球投资信心。未来五年内，在收入分配格局、社保制度等无明显改善的条件下，全球价值链、产业链将进一步重构，“世界工厂”逐步从中国向越南、泰国、马来西亚等东盟国家转移；民粹主义、贸易保护主义、逆全球化日益盛行，各国利益诉求存在差异，国际政策协调难度加大，各国经济政策不确定性增强，各国面临的国际贸易投资环境恶化。

图表35：OECD 领先指标出现拐点并持续下滑

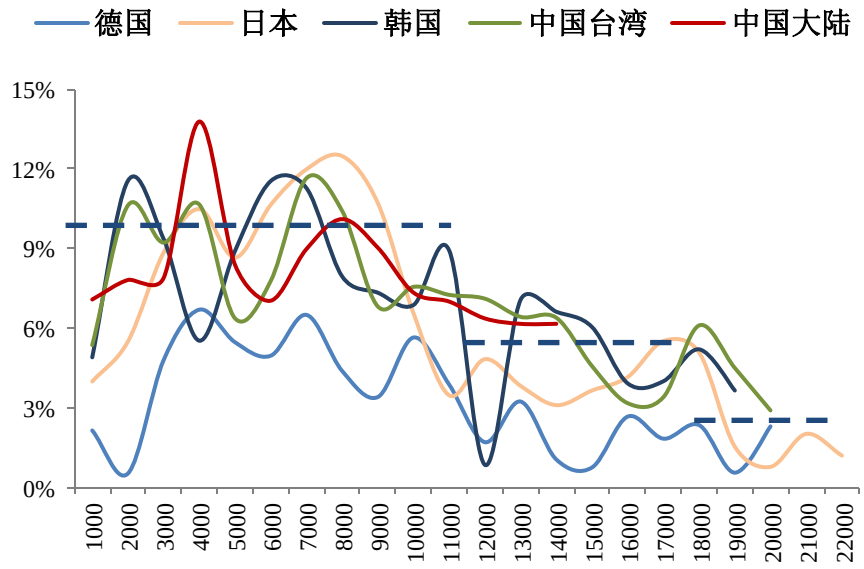


资料来源：wind、粤开证券研究院

（三）中国经济发展趋势：迈向“5”时代，进入中速发展平台

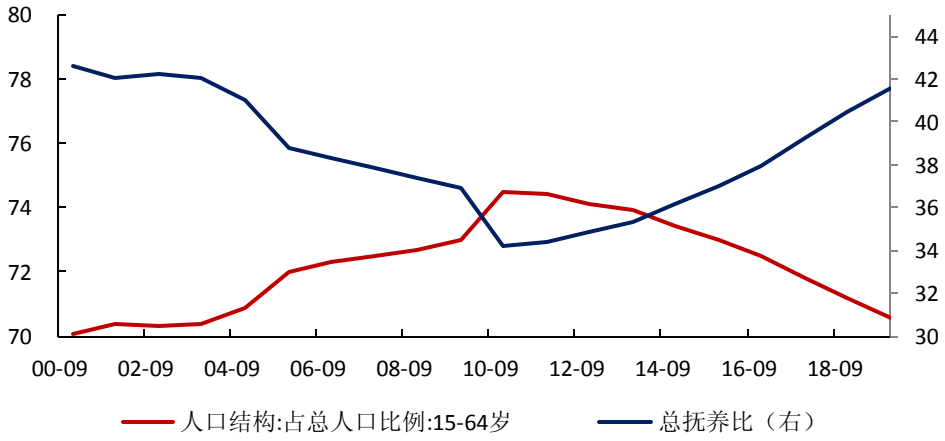
十四五期间中国经济的实际增长率中枢约为 5.5%。十四五期间中国实际增长率将下行至 5%-6%的区间。**一是中国作为追赶型经济体增速换挡的客观规律。**历史经验证明，经济起飞较晚但后续高速追赶的经济体，在经过高速增长期后进行增速换挡，收敛至中速增长，最后收敛至低速增长，德国、日本、韩国、中国台湾均经历过经济增速平台的切换。**二是中国人口数量红利消失，人口危机渐近。**从总量看，2013 年中国 15-64 岁劳动年龄人口达到峰值 10.06 亿人，2018 年降至 9.94 亿人。从结构看，2010 年中国 15-64 岁劳动年龄人口占总人口比重为 74.5%，达到历史最高点；人口抚养比（非劳动年龄人口与劳动年龄人口之比）为 34.2%，达到历史低点。**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。**房地产方面，人口结构的变化带来主力购房人群的减少，房地产市场的增长受限；前期货币放水带来房价高企、居民杠杆率攀升，政策整体偏紧，房住不炒成调控主基调。基建方面，房地产增长减弱带动土地财政收入增长下滑，举债终身追责导致基建资源来源受限。

图表36：增速换挡是全球主要经济体的经济规律



资料来源：麦迪逊数据库、粤开证券研究院。注：1990 年国际元

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



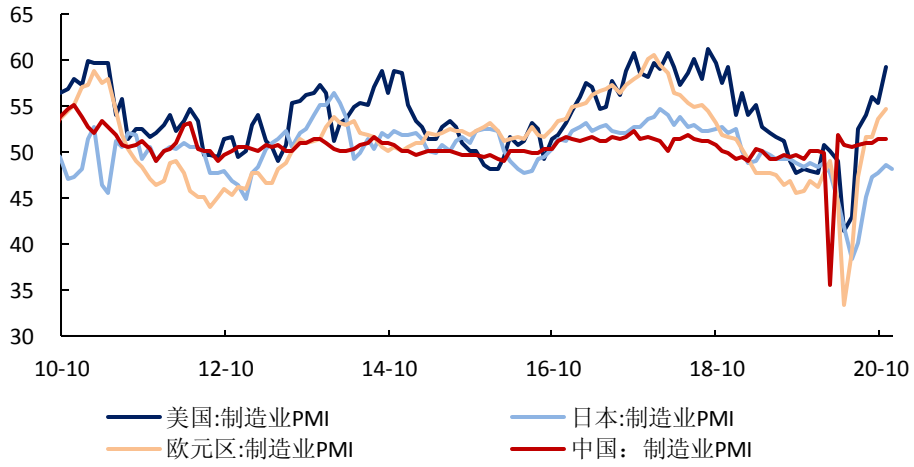
资料来源：wind、粤开证券研究院

（四）美欧日经济低速增长，中、印经持续领先

美国贫富差距拉大、社会割裂情况加剧将导致民粹主义进一步升温，预计经济增速将持续回落，十四五期间美国实际经济增速预计在 1.6%-2%区间内波动。1）伴随全球贸易摩擦难以短时间内结束，预计投资出口需求将进一步走弱。从三大需求看，全球贸易摩擦对美国经济的负面影响将进一步显现，并严重打击投资信心，美国出口、投资均将走弱。消费当前支撑美国经济但可持续性有限，伴随美国股市高位波动、经济下行压力加大，预计十四五期间美国失业率将回升。2）从经济周期看，美国产能周期向下，金融周期接近上半场尾声，但受利率水平下行影响，预计金融周期在顶部停留时间将有所

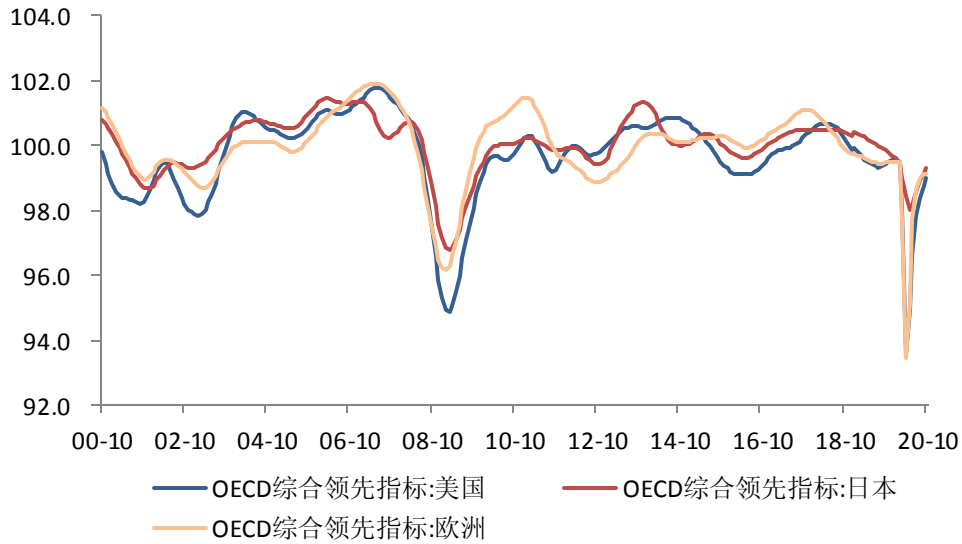
延长，美国经济有下行压力。3）从领先指标看，美国制造业 PMI 和 OECD 领先指标均显示美国经济仍处下滑区间。今年受疫情冲击，4 月美国制造业 PMI 断崖式下跌至 41.7，6 月逐步反弹回升，10 月份最新数据为 59.3，创下 2019 年以来最高水平。从疫前数据来看，2019 年 12 月美国制造业 PMI 指数为 47.8%，为 2009 年 6 月以来最低位， 美国 OECD 综合领先指标同样延续了 18 年起的下行趋势。

图表38：美、欧、日 PMI 疫情前总体回落



资料来源：wind、粤开证券研究院。

图表39：美、欧、日 OECD 领先指标 18 年后总体下行



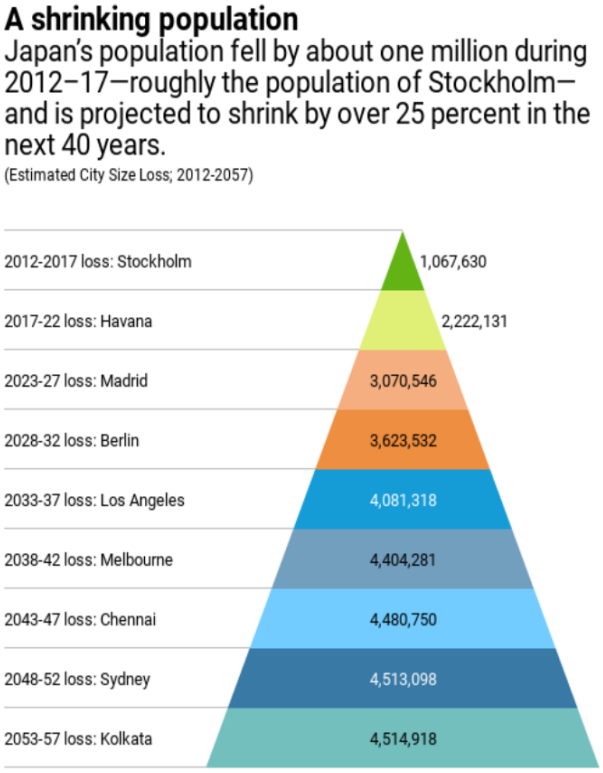
资料来源：wind、粤开证券研究院。

全球贸易摩擦升级，以德国为代表的欧盟“火车头”经济失速，叠加欧盟内部结构性矛盾影响，预计十四五期间欧盟经济增速将维持在 1.6%水平波动。2019 年以来，欧盟经济基本陷入停滞，与 2011 年欧债危机不同，本轮欧盟经济下滑主要由于德法等欧洲经济

火车头失速造成。德国制造业凭借其先进的技术与精良的产品在全球贸易中占据重要地位，当前德国经济主要以出口为导向，2019 年德国进出口总额占 GDP 比重达 70.8%。在全球贸易摩擦升级的背景下，德国经济下行压力加大。此外，欧盟固有的结构性矛盾、人口老龄化、高度福利社会等问题将在货币政策有效性下降的条件下进一步暴露，叠加英国脱欧对欧盟经济的冲击，预期十四五期间欧盟经济难以出现亮眼表现。

日本人口老龄化问题将在十四五期间进一步加剧，同时受全球经济下行压力及贸易摩擦影响，且长期超宽松货币政策有效性有限，预计十四五期间日本经济增速在 0.5%-1%区间。一方面，日本人口老龄化问题在十四五期间将进一步加重，劳动力市场短缺，潜在生产率进一步下降。据 IMF 统计，2012-2017 年日本人口净减少 1 百万人，并预计未来 40 年日本人口将减少 25%。另一方面，日本长期实施超宽松货币政策，货币政策有效性及空间均有限，逆周期调节经济工具箱受限。

图表40：日本人口净减少规模相当于各大城市人口规模



资料来源：IMF、粤开证券研究院。

全球贸易体系重构，金砖五国内部经济将延续分化，十四五期间中国、印度经济增长率将持续领先俄罗斯、南非和巴西。具体来看，受到全球供应链转移至本国、高科技人才红利、以及与美国关系紧密受到各类资助等因素影响，未来 5 年内预计印度经济增长率将维持 7%水平。中国受到贸易摩擦、经济转型向高质量发展等因素影响，实际经济增速预计再下台阶，但仍能保持 5%-5.5%水平。俄罗斯方面，由于俄国巨大的领土范围内有巨量的矿产、天然气和石油，天然资源的开采出口仍是俄罗斯最主要的经济支柱。伴随未来全球经济趋势性下滑以及贸易摩擦加剧，预计俄罗斯经济难以出现大幅改善或提升，十四五期间预计俄罗斯实际 GDP 增速整体维持在 1.7%水平。巴西及南非面临情况与俄罗斯类似，预计十四五期间经济增长率分别为 2.2%和 1.8%。

“一带一路”沿边国家经济分化，西亚、中亚地区经济受地缘政治影响波动性较大，东南亚地区经济增速或将领先，其中泰国、越南经济增速预计为 3.5%和 6.5%。一方面，中西亚作为连接亚非欧三大洲的战略中枢、石油资源丰富的生产输出重地，在地缘政治和资源政治中占据举足轻重的地位，以美国为首的西方发达国家长期对该地区进行干预与操控，通过支持部分国家或直接以参战国方式参与中西亚地区矛盾冲突，导致中西亚地区政体不稳、地缘冲突时有发生，该地区经济增长也因此波动性较大。在全球民粹主义、现实主义抬头的情况下，十四五期间“一带一路”中西亚地区经济波动或将加大。另一方面，东南亚地区受益于全球产业链转移重塑，泰国、越南等国家投资或将上行，并推动东南亚地区经济发展。

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

（一）全球债务危机隐忧凸显

包括：1）美国的非金融企业债务创历史新高、偿债比率接近 2009 年； 2）欧盟部分经济体希腊、意大利、葡萄牙等国政府债务率高企，2019 年政府债务占 GDP 比重分别为 180.5%、137.4%和 117.2% ,超过上轮欧洲主权债务危机的水平 ,且经济增速低迷，财政状况恶化，意大利失业率常年在 10%以上；3）新兴经济体如阿根廷、哥伦比亚、土耳其、巴西等国外债/经常项目收入之比较高，达到 200%以上，外债负担沉重；4）中国的居民部门杠杆率快速攀升，地方政府隐性债务规模较大。

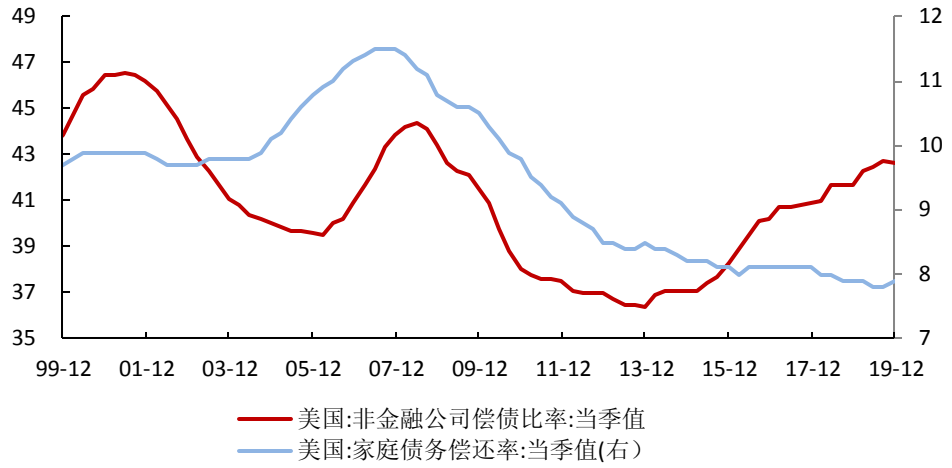
（二）欧盟一体化进程倒退

包括：英国艰难脱欧，法国因经济放缓和财政恶化爆发社会危机，内部经济发展不平衡加剧、希腊意大利政府债务过高、财政难以支持高福利体制，民粹主义抬头，政治不确定性提高。

（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。

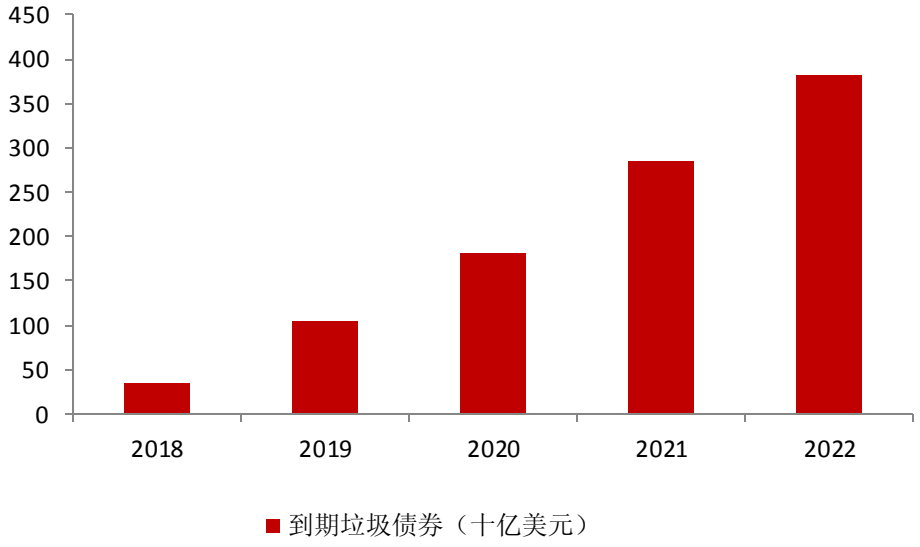
随着中国经济崛起、中美产业分工从互补走向竞争以及中美在价值观、意识形态、国家治理上的差异，近年美国政界、商界以及社会各界对中国看法发生重大转变，鹰派言论不断抬头，部分美方人士认为中国是政治上的威权主义、经济上的国家资本主义、贸易上的重商主义、国际关系上的新扩张主义 ,这是对美国领导的西方世界的全面挑战。他们认为中国经济崛起挑战美国经济霸权 ,中国进军高科技挑战美国高科技垄断地位(国际分工从互补走向竞争), 中国重商主义挑战美国贸易规则，中国“一带一路”挑战美国地缘政治，中国发展模式挑战美国意识形态和西方文明。中美贸易战从狭义到广义有四个层次：缩减贸易逆差、实现公平贸易的结构性改革、霸权国家对新兴大国的战略遏制、冷战思维的意识形态对抗。中美双方要控分歧、避免误判，在第一、二个层次多谈判、合作、寻求共赢，尽可能避免将分歧引向第三、四个层次。但从现实层面来看，十四五期间中美关系难以回到过去，中方应做好充足准备。

图表41：美国非金融部门偿债比率接近 2009 年



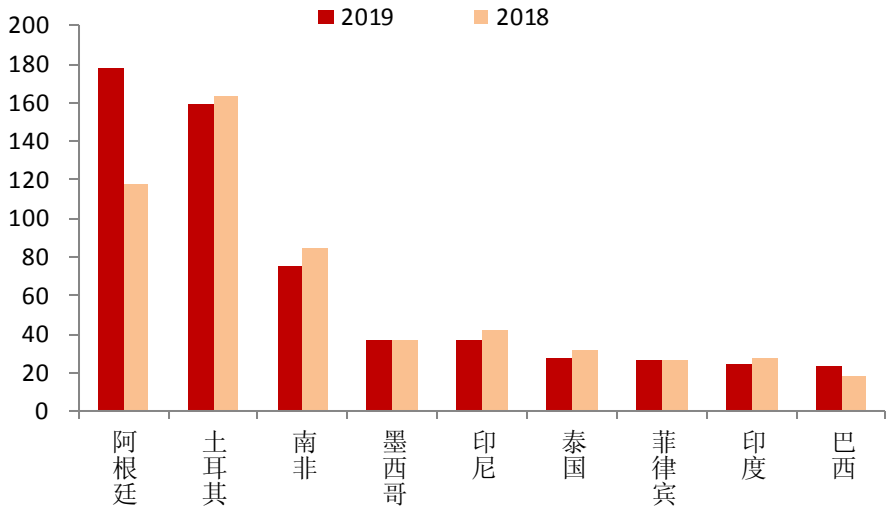
资料来源：BIS、粤开证券研究院。

图表42：2019-2022 美国企业迎来偿债高峰



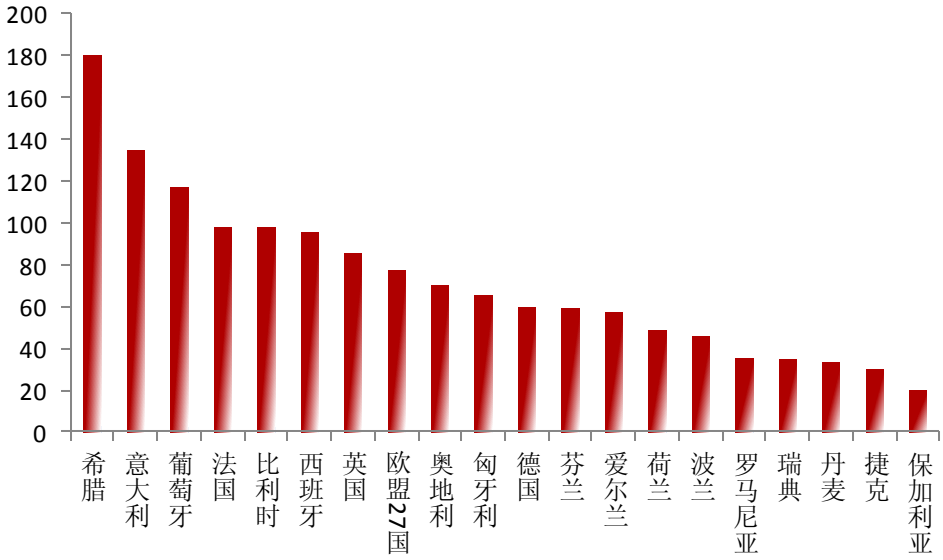
资料来源：BIS、粤开证券研究院。

图表43：新兴经济体外债/外汇储备占比较高



资料来源：世界银行、粤开证券研究院。

图表44：欧盟部分成员国 2019 年政府债务/GDP



资料来源：世界银行、粤开证券研究院。

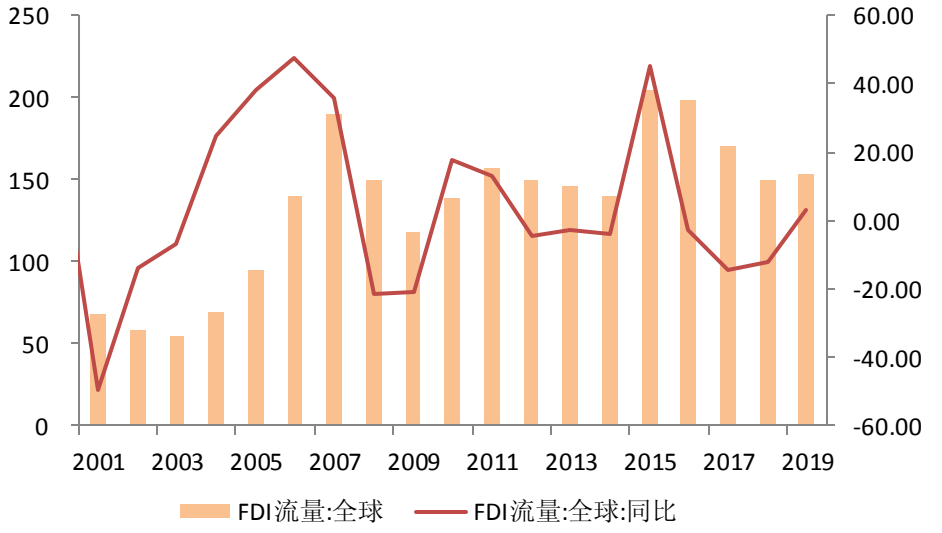
（四）国际经济合作程度下降，贸易和投资活动下降

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

世界经济放缓，贸易摩擦不断，政策不确定加强，打击全球投资信心。受制于地缘政治风险、美国税改政策等，全球投资环境普遍不佳，**全球投资额维持下降态势，**2019 年全球 FDI 流量为 153.99 百亿美元，继三年连续下降后，同比微增 2.99%。全球制造业 PMI 指数持续回落。全球进口额中制造业产品进口占比过半，因此投资下降、制造业产出放缓、工业需求放缓进一步对全球贸易造成较大冲击。2018 年全球贸易摩擦不断，

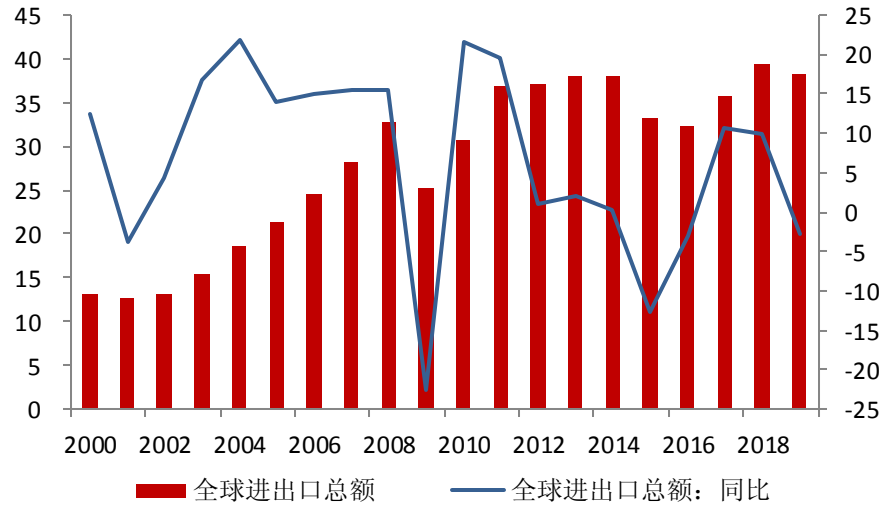
全球贸易形势在 2018 年下半年和 2019 年年初恶化，2018 年全球进出口总额增幅回落，2019 年全球进出口总额同比下降 2.81 个百分点。2019 年全球贸易景气指数（WTOI）为 96.3，为 2010 年 3 月以来最低值。

图表45：全球 FDI（百亿美元）及其同比



资料来源：联合国贸发会议、粤开证券研究院。

图表46：全球进出口金额（万亿美元）及其同比



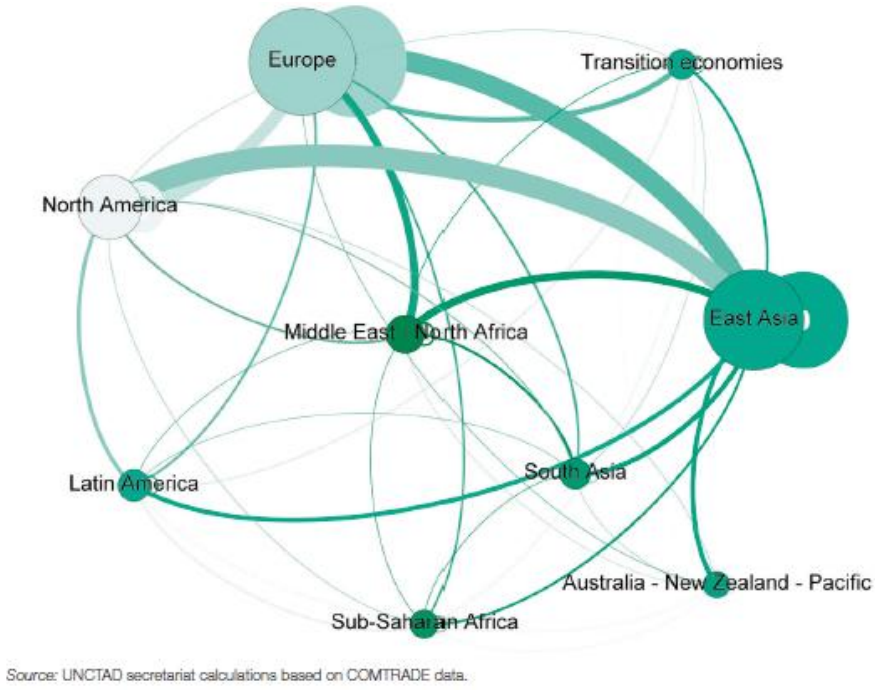
资料来源：WTO、粤开证券研究院。

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

在全球贸易方面，亚洲地区由于有较多国家在全球生产链中承担制造工厂的角色，

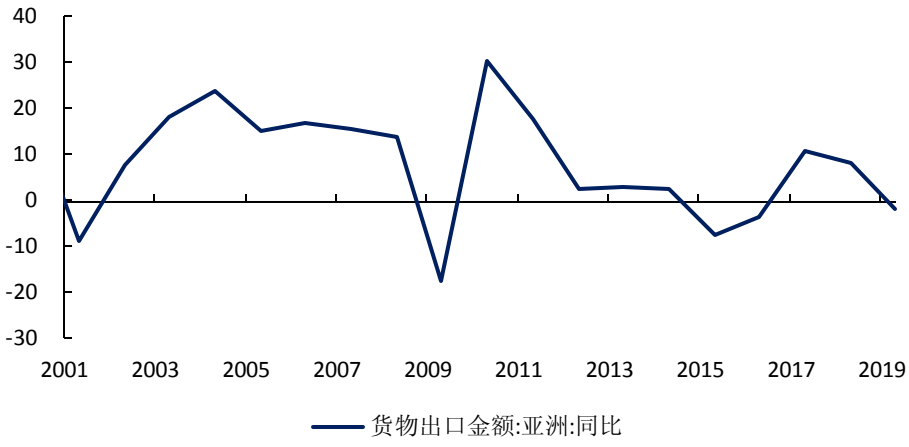
受全球贸易形势恶化的负面冲击较大。2018 年 7 月以来，亚洲出口增速持续下滑，且出口额从 2019 年 1 月开始下降。2019 年 3 月，亚洲出口额同比下降 3.3%。**在全球投资方面，发达经济体是 FDI 主要下降地区。**2018 年发达经济体 FDI 降幅达 27%；发展中经济体 FDI 维持稳定，增幅 2%；亚洲和非洲是吸收 FDI 的主要地区，分别增长 4%和 11%。随着经济形势走弱，投资信心不足态势蔓延全球，发展中经济体 FDI 也将受到一定冲击。

图表47：全球贸易网络



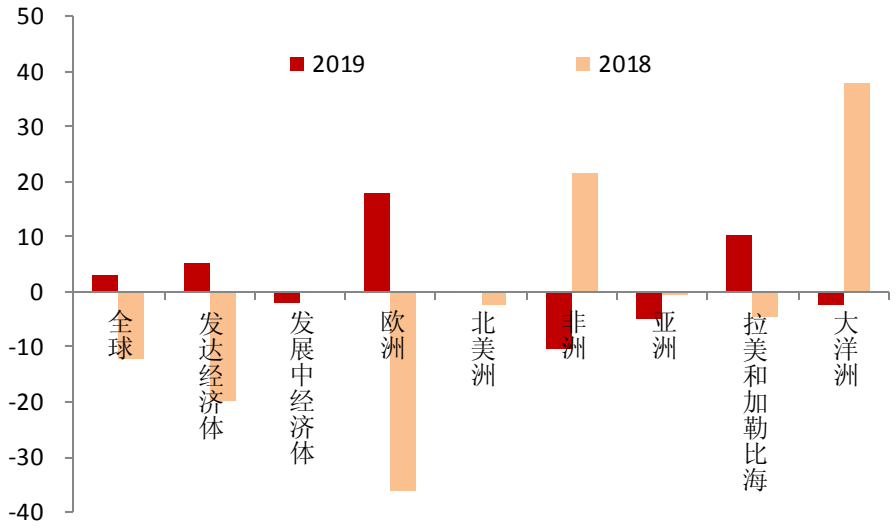
资料来源：《2018 年全球贸易中的主要数据和指标》、联合国贸发组织、粤开证券研究院。

图表48：亚洲货物出口金额同比增速



资料来源：世界银行、粤开证券研究院。

图表49：2019 年各地区 FDI 同比增速

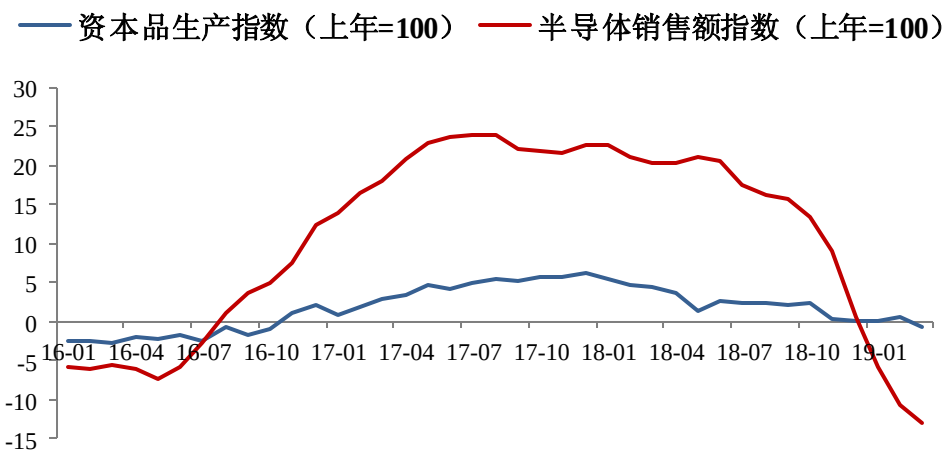


资料来源：联合国贸发组织、粤开证券研究院。

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

全球贸易回落的主要领域是资本品。在贸易冲突不断的背景下，由于资本品的生产链具有全球性，因此成为全球贸易放缓的主要受害领域。根据世界银行计算，G20 国家资本品生产指数和半导体销售指数从 2018 年 10 月开始迅速降低。

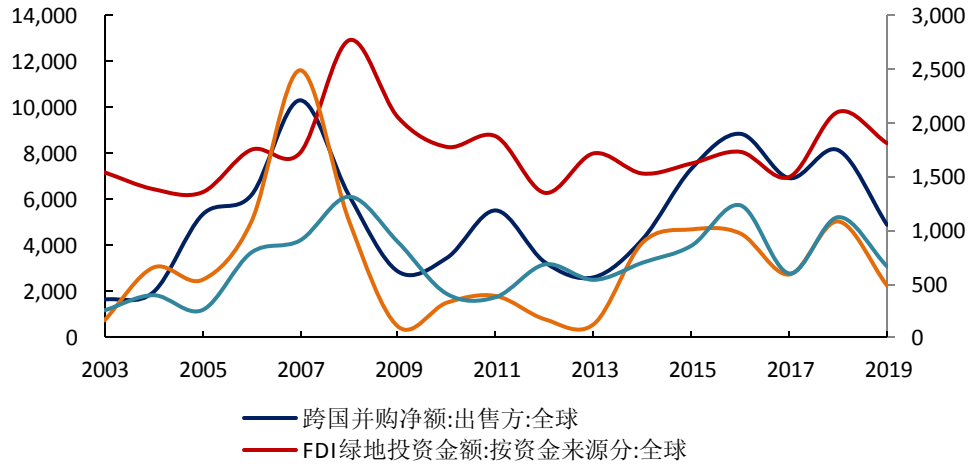
图表50：G20 国家资本品生产指数和半导体销售指数



资料来源：世界银行、粤开证券研究院。

全球投资中跨境并购和绿地投资有所回升，分别主要受益于金融业并购和建筑业投资。2018 年跨境并购回升，从制造业来看，制药行业交易金额持续下降，化工行业缓解颓势。从服务业来看，金融并购是支持交易金额上升的主要力量。2018 年绿地投资金额回升，主要得益于资源开采和加工项目和建筑项目等。

图表51：G20 国家资本品生产指数和半导体销售指数



资料来源：世界银行、粤开证券研究院。

4、全球化发展趋势与全球分工体系变化

经济格局变化重塑全球化趋势和全球价值链格局。全球化和全球分工导致发达经济体制造成本降低，使得新兴经济体通过承担“世界工厂”的角色得以追赶发达经济体，但随着新兴经济体经济实力和制造业发展水平的不断提升，全球经济格局的变化也反过来影响全球化的发展趋势以及全球价值链的布局：

新兴经济体国民消费力提升，全球消费端向发展中经济体转移。发达经济体的国民边际消费倾向增长空间有限，随着新兴经济体的国民消费能力提升，发展中经济体在全球消费中的重要性日益凸显。根据麦肯锡全球研究所，近 20 年来全球发展中经济体在全球消费中所占份额上升约 20%，预计 2030 年全球发展中经济体占全球消费份额将达 51%。

生产中心从中国向越南、马来西亚等低工资国家或地区转移。随着新兴经济体国民收入水平提高，其低成本劳动力的竞争力下降，“世界工厂”的角色逐渐向更具劳动成本优势的东南亚地区转移。根据日本贸易振兴机构（JETRO）公开数据，2018 年中国制造业工人平均月工资为 493 美元，而越南为 227 美元，菲律宾为 220 美元，不到中国的一半。2017 年以来跨国企业纷纷加速东南亚地区产能布局，2018 年优衣库（UNIQLO）主要合作缝制工厂中，越南工厂数同比上升 40%左右；2019 年 5 月日本理光宣布将在中国的复印机生产链全面向泰国转移。

新兴经济体技术水平提升，与大国利益形成冲突，贸易摩擦不断，逆全球化趋势凸显。新兴经济体需要通过提高生产技术水平来打入全球价值链中的高附加值环节，与依赖丰裕的知识要素、技术要素来发展的守成经济大国形成利益冲突，从而掀起国家主义、

贸易保护主义的浪潮。中国大力发展自动化技术、人工智能和 5G 等，不断提升自身科技地位，冲击美国全球地位，致使美国对华施压，双方矛盾从贸易不断扩大至金融、科技、地缘等领域。

贸易摩擦加速全球价值链转移，恶化全球贸易环境，全球商品贸易疲软。贸易摩擦使得中国劳动密集型产业链加速外移，部分国家甚至考虑加大对本地供应链的投入。麦肯锡于 2019 年 6 月进行的全球高管调查中，47%的受访者表示，贸易政策的变化对他们国家明年的增长构成风险。IMF 于 2019 年 4 月发布的《世界经济展望》中提出，中美两国将商品关税提高至 25%将使得产能加速向墨西哥、加拿大和东亚地区转移。另外，受制于全球贸易环境恶化、新兴国家国内消费力提升，全球商品贸易增长趋缓，2018 年年末和 2019 年初全球贸易形式恶化。2018 年全球进出口总额增幅回落，2019 年全球进出口总额同比下降 2.81 个百分点。2019 年全球贸易景气指数(WTOI)为 96.3，为 2010 年 3 月以来最低值。

分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任研究院副院长、首席宏观分析师，证书编号：S0300520110001。
李兴，中央财经大学硕士研究生，2016 年 6 月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300518100001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com