



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2020.3.28(Y-Research RN080)

作者：第一财经研究院

www.cbnri.org

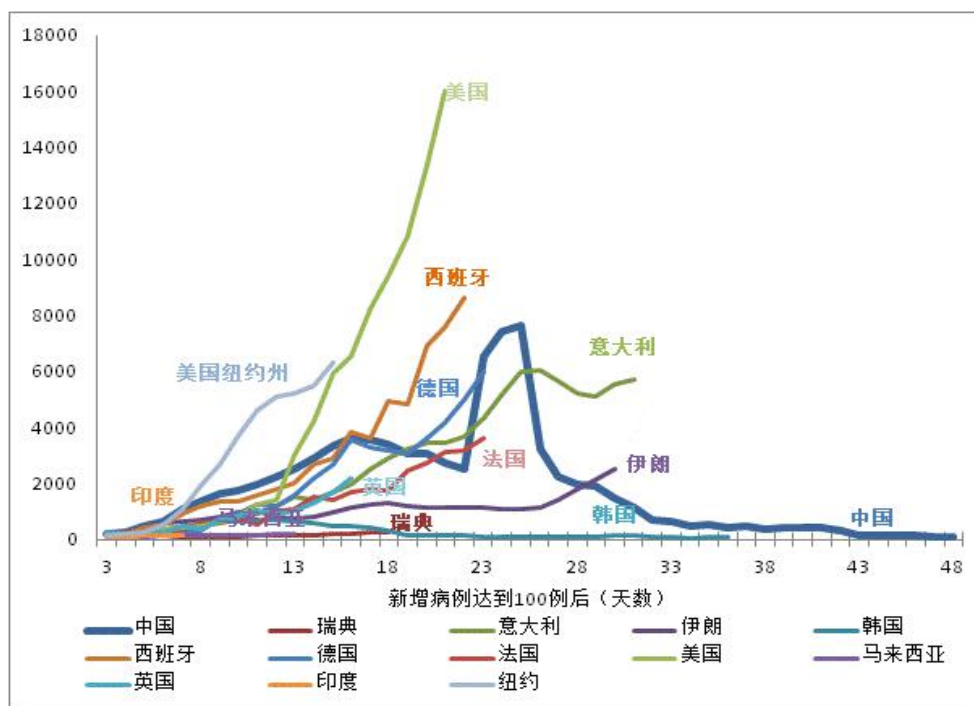
研究简报 热点

“大衰退”距离“大萧条”有多远？ | 一财智库全球观察

摘要

在第二波疫情担忧下中国启动暂时入境管制的同时，全球新冠疫情仍在指数级上升。约翰霍普金斯大学的最新疫情数据显示，全球新冠肺炎确诊病例已超 60 万人。新增数据看不到疫情缓解的趋势，虽然美国纽约州的新增趋势有微弱减缓，但美国总体新增数据仍如“脱缰野马”，而意大利在短暂下降后又开始回升，早期疫情控制十分成功的亚洲国家和地区病例也出现反弹，而非洲等欠发达地区的传播才刚刚开始。

图1 100例后各主要国家新增确诊病例3日均值



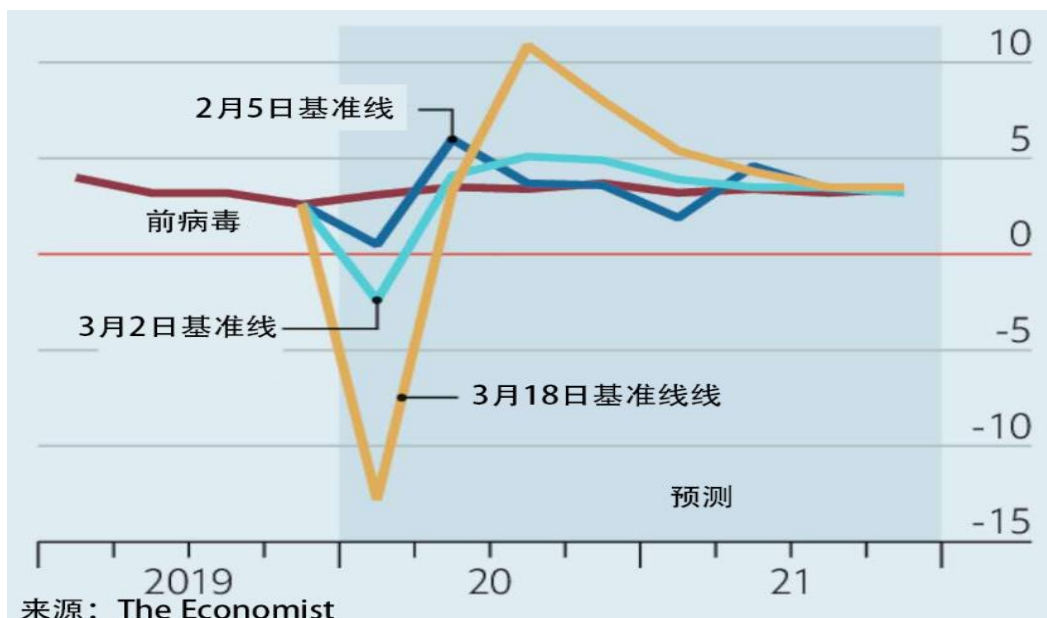
数据来源：约翰霍普金斯大学、第一财经研究院计算

YRI 点评及研判：

1. 目前全球经济已经进入“严重衰退”（连续几个月经济增长下滑被 NBER[美国国家经济研究局]定义为衰退）。IMF 历任的 4 位首席经济学家早在 3 月 15 日就一致认同全球经济已进入衰退。根据芝加哥大学 BOOTH 商学院的 IGM 调研，82% 的重要欧洲经济学家、62% 的重要美国经济学家也在几乎同一时间段认同全球经济将出现严重衰退。各大金融机构最近以来不断调低对全球经济和各国增长的预期。摩根大通认为美国 GDP 第一季度将萎缩 10%，第二季度萎缩 25%，高盛预计美国经济在第一和第二季度分别收缩 6% 和 24%，全年经济下行 3.8%。摩根大通预计欧元区第二季度经济将同比下降 12%，摩根大通预计欧元区第一和第二季度分别下行 15% 和 22%。德意志银行预计全球经济在第一季度将下行 12%，

第二季度也将为负数（图1）。我们认为，全球经济在上半年来增长为负数已经毫无悬念，全年增长的最好局面为零左右。

图2 全球主要国家 GDP 环比增长（年化）



来源：德意志银行（欧元区、美国、中国和日本的加权平均）

2. 3月16日，帝国理工大学的传染病学权威Neil Ferguson的一篇论文分析了英国和美国疫情应对策略，在全球引起巨震，直接推动大西洋两岸的防疫政策迅速进入抑制（Suppression）战略。论文预计，若不采取任何行动，81%的英国和美国人口会感染新冠病毒，英国和美国死亡人数分别为51万和220万；若采取缓和干预措施(mitigation)，仍会导致25万（英国）和120万（美国）的死亡人口，且会有第二波感染。若抑制措施有效（目前看似乎已经不可能），各国疫情将控制在医疗资源极限以下，但在没有疫苗出现的情况下（一般认为在今年年底之后），在秋冬寒冷气候到来之时，仍会有超过医疗极限的第二波疫情出现。

Ferguson 教授的模型在业内被广泛信赖,他是全球范围内最早计算出十分接近真实情况的湖北感染人数和可信 RO 的传染病学家。也有论者(例如盖茨)认为 Ferguson 教授模型的参数过于悲观。无论如何,是这份报告推动英美迅速进入“抑制”战略。同时,国内对这份报告有所误读,其结论是,除了“抑制”战略,英美别无选择。同时,这份报告也是全球范围内经济学家开始将全球经济增长修正为负数、认为全球不仅将进入大衰退,甚至可能进入堪比 1918 年西班牙流感以及大萧条(Depression)局面的背后推动力之一。

3. 经济学家们认为,就经济增长看,此次的危机是需求冲击和供给冲击的结合。奥巴马政府的经济顾问委员会主席 Jason Furman 认为,需求冲击、供给冲击、加上金融冲击、生命损失、劳动力市场、中小企业破产、全球产业链和溢出效应等综合作用,将会在中长期影响和冲击全球的经济动能和增长潜力。在这个意义上,一些经济学家认为,从其影响时间和冲击程度来看,此次危机堪比 1929 年的“大萧条”。刚卸任欧央行行长的德拉吉近日撰文称,种种迹象表明,我们无法避免一场深度的经济衰退。我们目前所面临的挑战是:如何以足够的力度和速度行动,以防止经济衰退演变为持久的萧条,并防止过多的违约以不可逆转的损害使萧条加剧。当务之急不仅是为那些失去工作的人提供基本收入,还必须从一开始就保护人们免遭失业。否则当我们走出这场危机时,面对的将是就业和产能的永久性下降。他最后警告说,欧洲人在 20 世纪 20 年代所经历的苦难足以成为今人的警示。

4. 目前,全球金融市场波动已经进入超过 2008 年金融危机时期、

并堪比大萧条时期的动荡阶段。一周前市场的巨幅下降和波动是基于纳入（Price in）了全球疫情失控、经济衰退和信贷危机等金融危机的总体预期。被认为最为睿智的美国经济学家 Larry Summers 认为，全球金融市场的经历的巨幅下跌是“市场内”的，也就是说，相对于全球疫情和经济冲击，市场的表现并不为过。尽管上周市场有大幅回升，但未来随着疫情和经济的恶化数据不断出现，市场更坏和最坏的时点尚未到来。

5. 以美联储为首，各大中央银行正竭尽所能抵御疫情对经济和金融市场的影响。随着利率工具和数量化等货币政策工具几乎用尽，未来市场考验各国决策者的方式将表现为是否行动足够快、目标足够准，以避免每一个可能演化为系统性危机的单个市场“小危机”，而这样的“小危机”将此起彼伏。同时，未来财政政策和货币政策结合，即本质上的赤字货币化，将成为最重要的政策工具。德国刚刚打破了其固守多年的财政平衡纪律，一些国家以国有化方式接管公司，主要发达国家准备启动“直升机撒钱”等等，迄今全球各国推出的刺激计划总计已达全球 GDP 的 5%。

6. 值得注意的是，由于医疗资源的高度稀缺（例如呼吸机）导致的封锁出口，控制传播的关闭边境，都会加深国家之前的隔阂。因此，疫情也会导致污名化、外交关系恶化、社会分裂以及不同人群/人种间的冲突。中国尽最大可能体现大国责任，保护全球中国人和华人。在中美关系领域，中国可以选择克制并积极谋求中美关税全部取消，更应加大中欧合作，在备好足够医护设备的前提下，切实帮助和支持欧洲各国。

最新承诺援助意大利 1000 台呼吸机便是积极举措。另外，若可能，应鼓励有能力的企业尝试生产呼吸机。未来几个月中，呼吸机是世界的生命线。乐观估计，全球在第二季度会进入危机的高峰，第三季度或第四季度走出疫情危机。中国应尽早谋划经济恢复时期的全球经济战略，并积极应对冲击后的全球价值链地方化趋势。

正文

一. “大衰退”和流行病经济学

目前，全球金融市场已经进入堪比 2008 年金融危机时期的动荡阶段。市场的巨幅下降和波动是基于纳入（Price in）了全球疫情失控、经济衰退和信贷等金融危机的预期。那么，全球经济是否已经进入了“大衰退”？

NBER 将经济衰退定义为持续几个月、覆盖整个经济体的明显经济减速，包括名义 GDP、失业率、工业生产和消费数据等。而 IMF 将全球经济衰退定义为当年增长率低于 2.5%（通常每年增长约 3.5%至 4%）。虽然并不是所有经济学家都认同 IMF 的定义，从目前疫情和经济的发展态势来看，全球顶尖经济学家都认为全球经济衰退的条件已得到满足。

事实上，全球顶尖经济学家目前已经达成共识，他们认为，不必再等待确切数据来证实全球经济已陷入衰退，衰退已经到来，不确定性仅在于持续多久和下调多深。而这将取决于疫情。

目前，全球疫情仍在快速爆发，在6月之前恐怕难以缓和。从流行病学角度看，缓和疫情曲线将是核心，即在疫情中平缓传染曲线，将其控制在医疗资源的极限之内；同时，在经济下行中，缓和下行曲线，同时救助受到冲击的个人和企业。

图3 应对疫情的政策思路（图解）

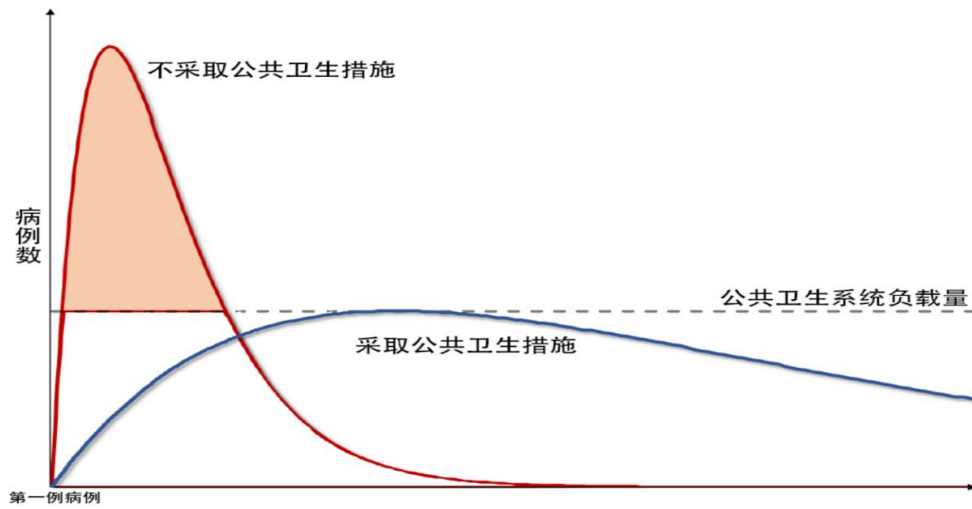
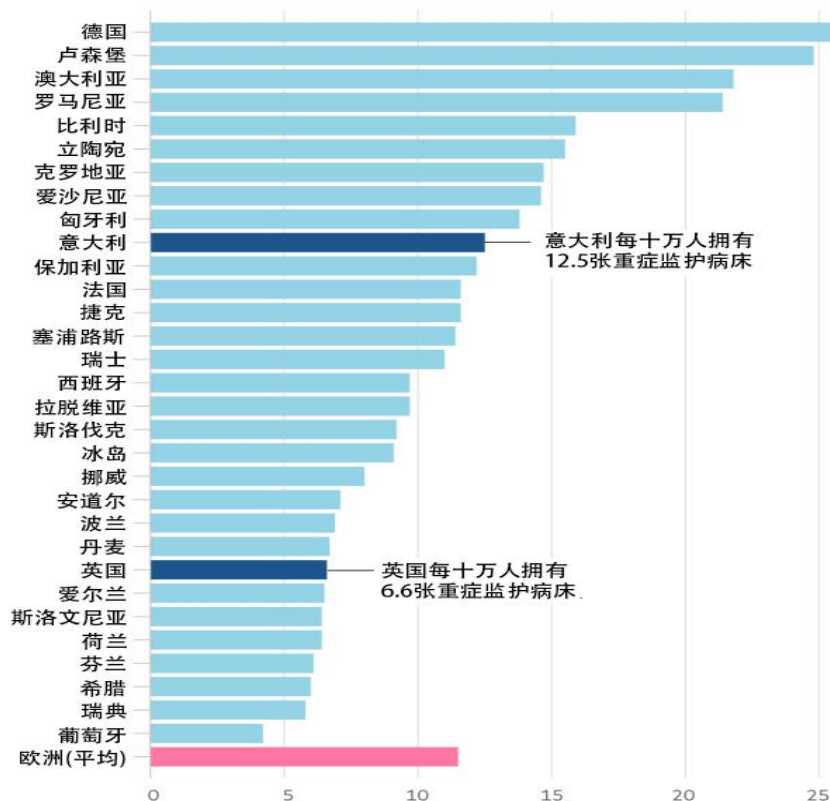


图 4 欧洲各国的医疗资源



来源：FT

然而，疫情峰值低于公共卫生系统的负荷量，已经或正在成为不可完成的任务。从欧洲各国的情况看，尤其是意大利出现的医疗资源的严重“挤兑”显示，未来欧洲多国的疫情失控将成为现实。医疗资源的严重“挤兑”、经济衰退、市场震荡、社会危机的相互叠加恶化，直到疫情到达峰值，才会开始下降。

二. 改变英美疫情应对决策的重要论文

英国帝国理工大学 Neil Ferguson 新冠肺炎反应小组在 3 月 16 日发表的题为《非药物干预措施对降低新冠死亡人数、减少医疗需求的影响》(Impact of non-pharmaceutical interventions (NPIs) to reduce

COVID-19 mortality and healthcare demand) 研究论文，测算了相对于疫情高峰需求而言严重不足的英美医疗系统。

基本概念

对于新冠肺炎或西班牙流感这样的呼吸道传染疾病，可以采取两类非药物干预措施：

- 抑制 (suppression)。目标将基本传染数 R (每个病例能够感染的平均人数) 降至 1 以下。此类政策需要较长期保持，直到人际传播停止或出现疫苗。对于新冠肺炎，疫苗需要至少 12-18 个月研发时间，并且效果也无法保证。

- 缓解 (mitigation)。目标降低传播速度以及相应的健康风险，此时基本传染数 R 仍大于 1。2009 北美 H1N1 流感时，疫苗优先提供给高危人群，而普通人依靠自身免疫力逐渐获得群体免疫，最终病例数量大幅下降。

分析方法和传播模型

论文使用基于个体的微观模拟模型，根据人口密度分布、年龄和家庭情况、班级规模和师生比例、工作场所和通勤数据等将每个人分配到合适位置。人员接触发生在家庭、学校、工作场所和公共区域，其中学校的接触频率翻倍用以模拟流感季节较高的儿童感染率。模拟结果显示家庭传播、学校和工作场所传播、公共区域传播分别占传播数量的 1/3 左右，与以往调查结果相符。

模型假设潜伏期 5.1 天，病症出现前 12 小时开始有传染性，无症状患者感染 4.6 天后开始传染，平均传染窗口期为 6.5 天，并假设有症

状比无症状传染性高 50%。通过以上参数及武汉数据，计算得到基本传染数 $R=2.4$ 。

假设 $2/3$ 的病例有症状且被发现，因而能够在 1 天内自我隔离，5 天内就医。中国统计数据表明不同年龄层患者住院、重症（使用 ICU 病房）及死亡比例有显著差别，由此计算得到英国平均死亡率 0.9%，4.4% 的患者需要住院治疗，其中 30% 重症需要使用 ICU，50% 重症患者死亡。

轻症平均住院 8 天，重症平均 16 天（10 天 ICU），加权平均为 10.4 天，与一般呼吸疾病住院时间相当，略小于全球新冠肺炎患者平均住院时间（出院前需要额外检测等）。

非药物干预措施

论文分析 5 种非药物干预措施（见表 1），单独或联合采用。其中患者居家隔离（CI）和患者家庭自主隔离（HQ）在出现症状 1 天后自动完成，70 岁以上老人增加人际距离（SD0）、全民增加人际距离（SD）和关闭学校（PC）由政府评估疫情后下达相应命令。所有缓和措施持续 3 个月（SD0 多维持 1 个月），抑制措施保持 5 个月以上。

表 1 非药物干预措施详情

简称	内容	详细描述
CI	患者居家隔离	有症状患者居家隔离 7 天，期间非家庭接触减少 75%。70% 患者遵循要求。
HQ	患者家庭自主隔离	有症状患者全家隔离 14 天，期间家庭接触增加 100%，社区接触减少 75%。50% 家庭遵循要求。
SD0	70 岁以上老人增加人际距离	工作场所接触减少 50%，家庭接触增加 25%，其他接触减少 75%。75% 民众遵循要求。
SD	全民增加人际距离	家庭、学校、工作场所以外接触减少 75%，工作场所接触减少 25%，家庭接触增加 25%。
PC	关闭学校	大学开放率减少 75%，其他学校完全关闭。学生家庭接触增加 50%。社区接触增加 25%。

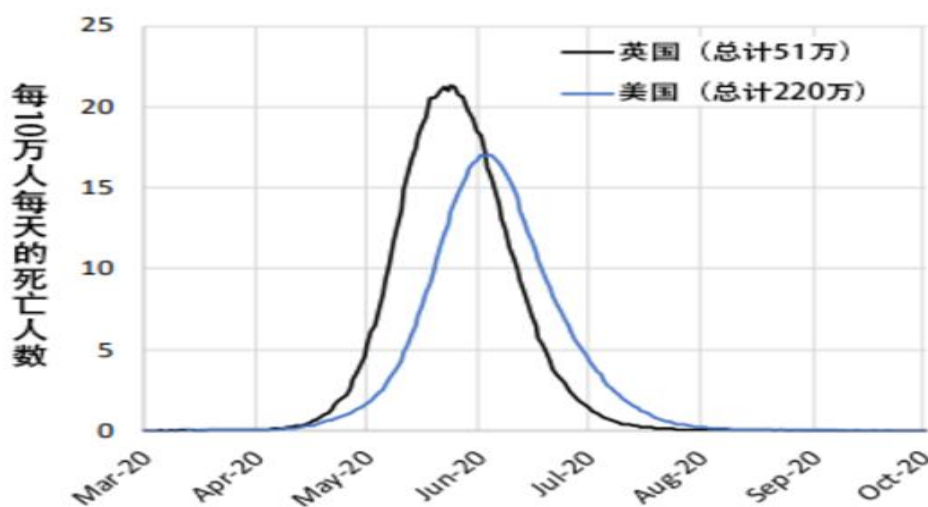
来源：Imperial College COVID-19 Response Team

模型结果

● 无干预

如果不采取任何强制或自发措施，预计 81% 的英国和美国人口会感染新冠病毒。英国和美国死亡人数分别为 51 万和 220 万，英国死亡率更高的原因是国家更小，且人口平均年龄更大。每日死亡人数在疫情爆发 3 个月后达到峰值。这种情况下，紧急护理床位会在 4 月初爆满，而对紧急护理床位的最高需求量将达到现有能力的 30 倍。

图 5 无干预措施时，英国及美国预计死亡人数



来源：Imperial College COVID-19 Response Team

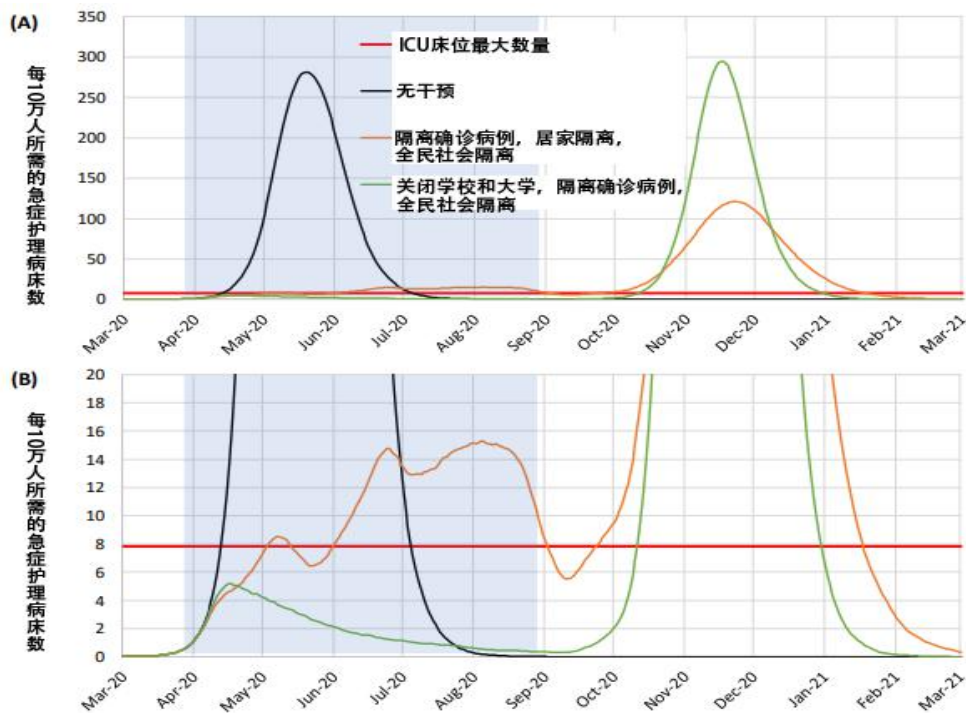
● 缓和干预

缓和措施目标是延缓疫情传播，降低患者峰值和总数。如果实施太早，会导致社会感染总人数较少，不足以形成群体免疫，导致取消措施后传播反复。因此需要根据政策持续能力选择合适介入时机。

若在英国疫情爆发 1 个月后实施 3 个月缓和措施，最有效的政策是

患者居家隔离、患者家庭自主隔离和 70 岁以上提高人际距离联合使用。70 岁以上人群对传播贡献不多，因此降低他们的发病和死亡率可以同时减少紧急护理床位需求和总死亡率。而停止大型集会效果相对较小，因为接触时间较短。

图 6 英国在不同干预措施所需要的 ICU 床位需求



来源：Imperial College COVID-19 Response Team

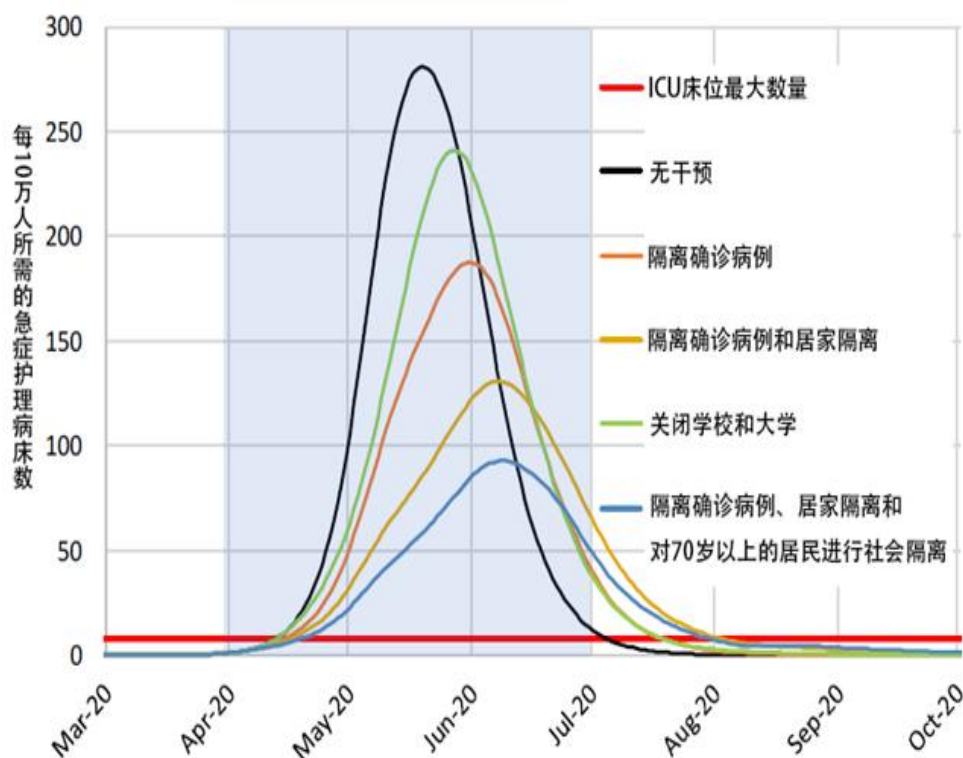
此种组合可以使紧急护理床位需求峰值降低 2/3，死亡人数减半。即便如此，对紧急护理床位的需求仍然达到现有能力的 8 倍，因此采用缓和措施无法防止医疗系统挤兑，需要使用更严格的抑制措施。

●抑制干预

为了使传染数 R 小于 1，至少需要同时采用患者居家隔离和全民提高人际距离，并在患者家庭自主隔离和关闭学校中二选一。

以上四种措施同时实施对抑制传播效果最好，可以使紧急护理床位需求在3周后开始下降；第二选择是采取除患者家庭自主隔离以外的其他三种措施，可以使紧急护理床位需求在6周后开始下降，且最大值不超过医疗系统能力；若用患者家庭自主隔离替换关闭学校，仍然能够有效抑制感染人数上升，但紧急护理床位需求可能会超过最大能力。

图7 英国在不同缓和干预措施选择对紧急护理床位需求



来源：Imperial College COVID-19 Response Team

需要注意的是，没有疫苗的情况下，前期抑制效果越好，后期若取消抑制措施反弹就越明显，因为具有免疫力的人数较少。

结论和政策建议

计算证明无论缓和或抑制干预都需要**同时采取多种措施**才能见效，而抑制策略需要更强有力的措施。干预策略的选择取决于两者的可操作

性及不同环境下效果的比较。

通过实际经验较难区别不同措施的效果，因为往往同时采用多种措施。中国隔离收治所有患者，减少各类传播途径，并提高人际距离，成功将传染数 R 降至 1 以下。整体来说，计算结果显示**全民提高人际距离效果最显著**，结合其他措施特别是患者居家隔离和关闭学校可以将传染数 R 降至 1 以下，快速减少患者数量。这也是有效抑制的最低要求。

为防止传播反复，**抑制措施需要保持 18 个月以上直到疫苗量产**。但各国难以长期实施抑制政策。3 个月的**缓和政策可以减少一半死亡数量**，以及 2/3 医疗资源需求峰值。患者居家隔离、患者家庭自主隔离和高危人群提高人际距离结合使用是最有效的缓和措施组合。病例隔离和自主隔离都是减少传播的关键手段，降低病人和易感人群接触概率。

关闭学校会有效果，因为学生虽然症状较轻但传播能力和成人相近，并且对抑制的效果高于缓和。在全民提高人际距离情况下，关闭学校可以进一步切断不同家庭间的接触，有助于抑制病毒传播。然而仅仅关闭学校不足以像应对流感那样缓和疫情传播，因为季节性流感时学生为主要传播源，而新冠病毒对成人也有很强传染性。

抑制或缓和措施的最佳介入时机不同。缓和措施在疫情高峰前后 3 个月实施可以得到最佳效果，而**抑制措施需要在医疗系统爆满前尽早进行**，实施干预 2-3 周后才能在病例数量上体现效果。

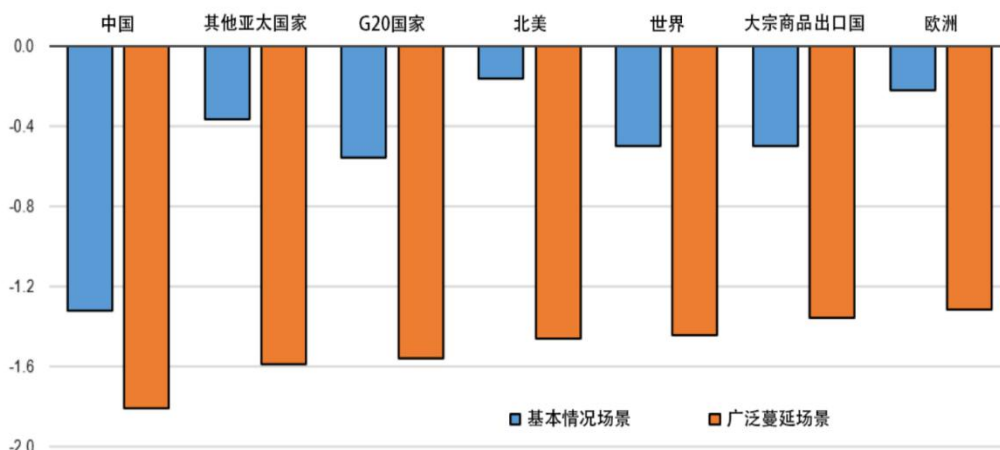
三. 全球经济学家的判断

OECD 在 3 月 2 日发布报告,认为全球经济在最坏情形下将下行 50%,当时被认为悲观的判断,现在已被认为是完全不可能实现的乐观判断。

各大金融机构最近以来不断调低对全球经济和各国增长的预期。摩根大通认为美国 GDP 第一季度将萎缩 10%, 第二季度萎缩 25%, 高盛预计美国经济在第一和第二季度分别收缩 6%和 24%, 全年经济下行 3.8%。摩根大通预计欧元区第二季度经济将同比下降 12%, 摩根大通预计欧元区第一和第二季度分别下行 15%和 22%。德意志银行预计全球经济在第一季度将下行 12%, 第二季度也将为负数(图 1)。我们认为,全球经济在上半年增长为负数已经毫无悬念,全年增长的最好局面为零左右。

图 8: OECD 预测的两个情景

与基线情景相比2020年GDP的百分比变化



资料来源: OECD

正是由于看到了疫情的失控, IMF 历任的 4 位首席经济学家(全球公认的最顶尖经济学家)一致认同衰退的判断。

- 哈佛大学教授肯尼斯·罗格夫(Kenneth Rogoff): “目前全球衰退的可能性已超过 90%。”

- 加州大学伯克利分校教授莫里斯·奥布斯特费尔德(Maurice Obstfeld): “最近发生的事件是全球经济增长的一杯‘邪恶鸡尾酒(a wicked cocktail)’，鉴于中国、欧洲和美国的情况，我无法想象全球经济不会出现严重下行。”
- 彼得森国际经济研究所(Peterson Institute)高级研究员奥利维尔·布兰查德(Olivier Blanchard): “毫无疑问，2020年前六个月的全球经济增长将为负，而下半年的增长将取决于疫情何时达到顶峰。”他认为下半年全球经济也可能会出现负增长。
- 芝加哥大学布斯商学院教授、印度央行前行长拉古拉姆·拉詹(Raghuram Rajan): “此次经济打击的严重程度将取决于政府能否成功遏制这场流行病的蔓延…长时间的疫情爆发还可能引起第二波影响，即工人被解雇、企业倒闭、需求再次下降并削弱长期信心。这些影响取决于第一波影响的持续时间及政府在第一轮危机时所采取的措施。现在仍处于悬而未决的情况”。

其他经济学家的看法:

- 欧洲央行前副行长维托尔·康斯坦西奥(Vitor Constâncio): “经济衰退源于需求不足和供应链中断。受影响最为严重的行业为休闲娱乐、旅游、运输、能源和金融。银行的避险情绪及债券发行市场缺乏流动性都可能会影响信贷，引发流动性紧缩。”
- 意大利联合信贷银行(UniCredit)首席经济学家埃里克·尼尔森(Erik Nielsen): 2008年金融危机爆发后，全球经济出现连续四个季度

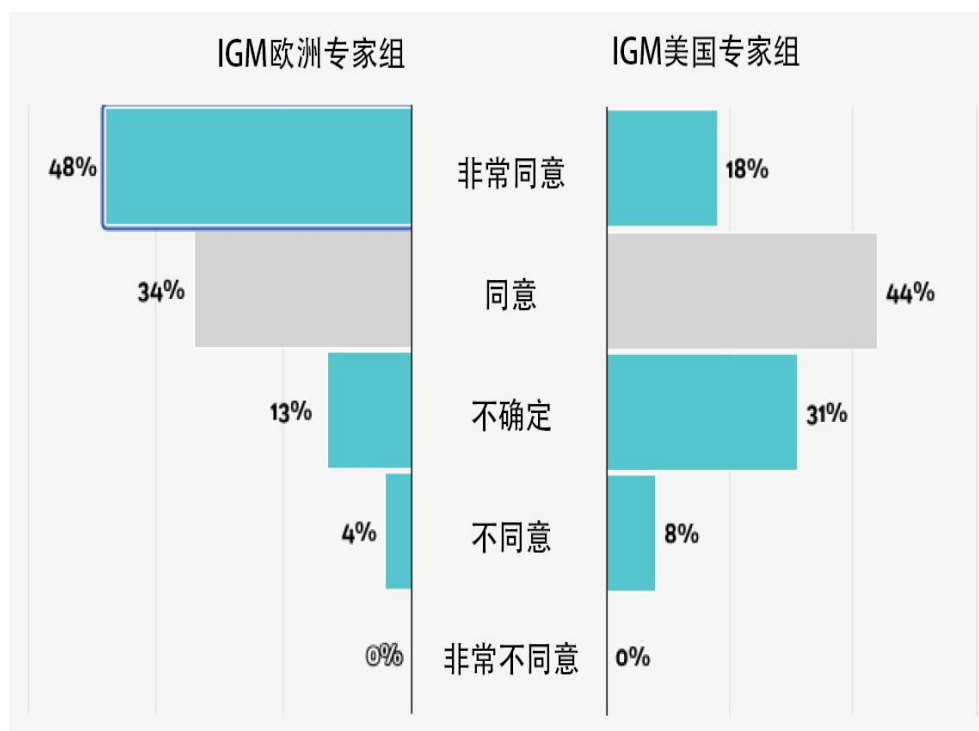
的负增长，而他预计，此次新冠疫情的影响只会持续几个季度，但季度跌幅可能与2009年一季度的-3.2%程度相当。

● 法国保险公司安盛(Axa)首席经济学家吉尔斯·莫伊克(Gilles Moec)：“试图绘制这种病毒造成的破坏几乎是不可能的，我们的预测模型无法针对这类情况。”

● 达特茅斯学院(Dartmouth College)教授丹尼·布兰奇弗劳尔(Danny Blanchflower)：“最糟糕的时刻还没有到来，我认为消费者的信心将会崩溃。”

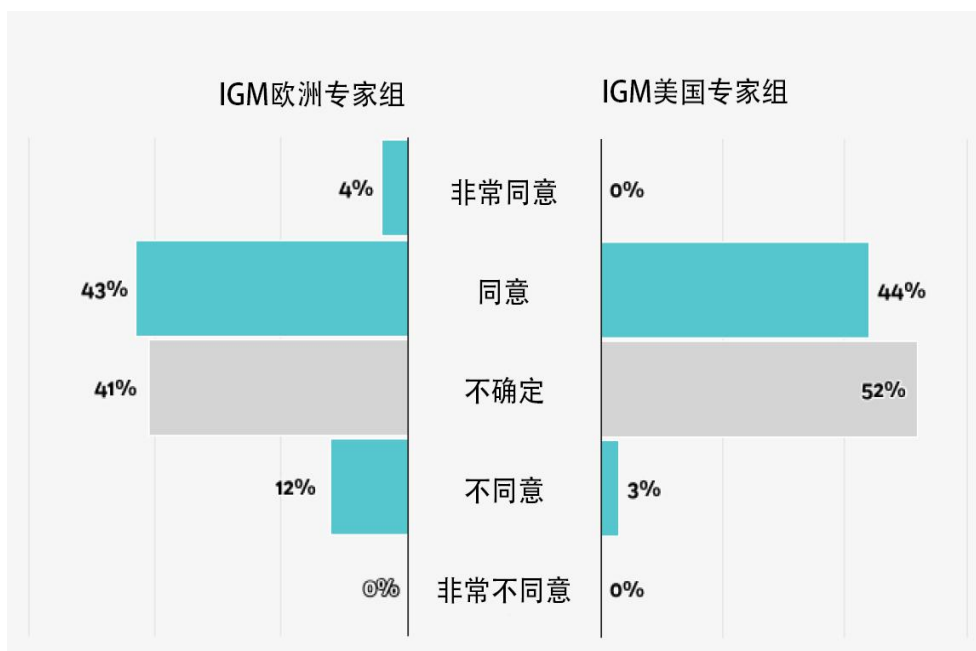
根据芝加哥大学BOOTH商学院的IGM调研，全球范围内的顶尖学家的判断也大致相同，82%的欧洲经济学家、62%的美国经济学家认同全球经济将出现严重衰退。

● 是否认同：即便新冠带来的死亡率和流感类似，也可能导致全球严重衰退(Major Recession)？



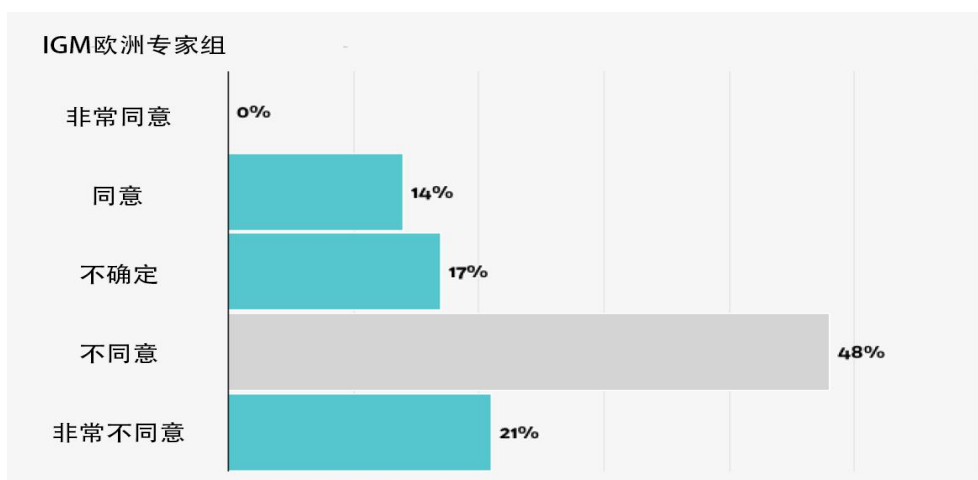
来源：IGM

● 是否认同：新冠的导致的支出下降的冲击（需求冲击）大于供应链冲击和由于疾病导致的劳动力不足（供给冲击）？



来源：IGM

● 是否认同：欧元区的经济政策机构有足够有效的工具来降低新冠疫情的经济冲击？



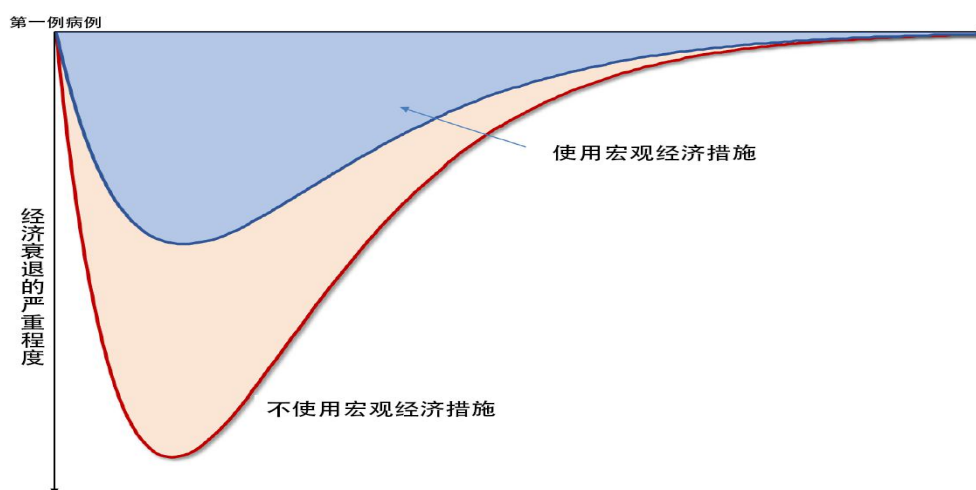
来源：IGM

同时，欧元区的经济学家对欧元区的政策应对十分悲观，69%的经济学家认为欧元区政策机构将很难应对冲击。可以预期，此次疫情将导致的经济和金融冲击对欧元区的影响将比2010年的欧债危机更为深远。

四. 政策应对

目前，全球各国推出了之前无法想象的一揽子经济政策，以降低经济陷入“衰退”的程度，类似于“战时政策”的描述开始见诸于全球精英的评论。

图9 降低衰退的经济政策（图解）



在过去两周中，经济学家们建议采取的政策组合，大多数已经成为现实。

●为抵消经济放缓的影响,Obstfeld 和 Rajan 教授呼吁向困难的家庭提供现金援助，即直升机撒钱。

●Blanchard 教授表示“有必要采取财政措施，包括向银行提供资金、为其托底等。

● 央行为市场提供额外的流动性。并直接购买债券、股票和ETF。

●美联储为全球市场提供流动性。

● 国家或国家投资基金购入和持有公司股份，公司国有化。

● 财政赤字货币化。

刚卸任欧央行行长的德拉吉本周发表文章称，种种迹象表明，我们无法避免一场深度的经济衰退。我们目前所面临的挑战是：如何以足够的力度和速度行动，以防止经济衰退演变为持久的萧条，并防止过多的违约用不可逆转的损害使萧条加剧。他认为，当务之急不仅是为那些失去工作的人提供基本收入，还必须从一开始就保护人们免遭失业。否则当我们走出这场危机时，面对的将是就业和产能的永久性下降，因为家庭和企业将难以修复自己资产负债表并重建净资产。他提出，解决方案中必须包含公共债务的大幅增加。政府可以补偿借款者的支出，或者为借款者的破产提供担保。如果道德风险能够得到控制，前者将对经济更为有利；但后者对政府预算而言可能消耗更少。采取这些举措的确会导致公共债务规模扩大，但相对应的另一种选择——永久性地破坏生产能力，进而破坏财政基础——将对经济，并最终对政府信贷造成更大的损害。他最后警告说，此刻，犹豫的代价或许是不可逆转的。欧洲人在20世纪20年代所经历的苦难足以成为今人的警示。

如今，全球经济已经进入“大衰退”，真正堪比2020新冠疫情危

机的，也许是“西班牙大流感”和“大萧条”的组合——除非药物、疫苗出现奇迹般的突破，或者全球决策者听懂了德拉吉的大声疾呼。（本文初稿完成于3月16日，22日和28日两次更新）

