

停滞还是加速？

Jean Estin

董事长&CEO, Estin & Co

到 2020 年，全球 GDP 可能会下降 3%⁽¹⁾。这是自 1945 年以来最大的经济下滑，尽管其幅度与 1929 年金融危机⁽²⁾期间并不相同（参见表 1）。在任何严峻危机中，过度反应——无论是在行动还是在幻想中——都是强有力的，并在接下来的几个月中将一直持续。在过去无法实现的事情如今将成为可能，这种想象的诱惑将是无限的。

但是，事实是，过去两个月期间，全球经济明显衰退，各地经济更加紧张。各国政府竭尽全力挽救经济。如果政府财政还有盈余，将在会被投入在经济复苏时。到 2021 年，各国政府将没有更多的回旋余地。届时，他们将必须做出他们早该做出的选择——在他们仍非常富裕的时候。

对于企业来说，也是同样的。额外的抵免额不会弥补他们的损失。那些走出危机的企业，或变的更强，或仅仅为了生存，将是那些把所有资源都集中在自己的优势上的公司。只要这些优势与未来的增长趋势相一致。

除非我们希望再次出现阿根廷债务危机⁽³⁾的局面，否则如今最理智的方法是，理性的分析问题，并回归现实。那么现实是怎样的呢？

1. 加速

需做出战略性选择

当前危机异常严重，其后果也将同样严重：处于不同地区的企业将有明显的差异；某些行业将面临重大调整（如：非食品分销，汽车，航空运输，酒店，旅游，航空航天，石油和天然气设备与服务，工程，银行和保险等）；每个行业中的龙头企业和普通企业将会面临不同的处境。在这种情况下，公司将不得不快速做出将影响 2021-2025 年的重大投资决策。

目标国家选择

世界经济的轨道越来越多样化。一些国家将会在这场危机过后变得更强大。其他国家，包括一些当今主要经济大国，会出现严重的经济疲软现象：债务不可持续、零增长、工业部门难以恢复到危机前水平，并且逐渐丢失在世界舞台上的影响力和主导力。当前在 2020 年的 GDP 增长预期中：印度为 2%，中国为 1%，美国为-6%，德国

1. 根据 IMF 2020 年 4 月 14 日的预测，不包括通货膨胀的 GDP 增长。

2. 不包括通货膨胀，美国的 GDP 在 1932 年下降了 13%，在 1946 年下降了 12%（测量价值/经济分析局），而 2020 年为 6%（IMF 预测 2020 年 4 月 14 日）。

3. 2002 年阿根廷大规模的骚乱和激烈的政局动荡迫使政府放弃了比索盯住美元的货币局汇率制度，使阿根廷不仅陷入债务危机，还陷入了政治和社会危机。

为-7%，法国为-7%至-8%，意大利为-9%⁽⁴⁾。经济危机将会放大经济的宏观趋势（当前国家/地区危机所带来的影响与长期增长率相关，同时由于国家之间经济增长率的不同，危机所带来的影响也将会被放大—参见表 2 和 3）。

对于公司而言，必须重视投资组合策略的地域性（无论是在持续全球化，还是在部分受限的全球化中）：目标国家的选择将变得更加关键，包括对大型发达国家的考量。传统的基于国家间潜在增长与风险的权衡不再高度相关：*成长中的大国，首先是中国，将会在这次危机中展示出更强大的弹性和恢复力。*（参见表 2）。

主要增长趋势的加速

这场危机与产业周期的变化无关（主要产业已经成熟，电信在 2000 年，金融服务在 2008 年...——而一个新兴产业则不足以驱动整体经济——2000 和 2008 年的数字化和移动互联网）；这场危机也与世界经济中新的地域的崛起无关（日本在 1970 年代和 1980 年代，中国在 1990 年代和 2000 年代），而与*各国的危机处理相关*。目前主要的经济发展地区，增长趋势突然停滞了两个月，但还没有带来任何结构性的问题。因此，一旦经济复苏，主要增长趋势将持续发展，甚至加速。

在商业方面，*数字化渗透率*将继续增加：电子商务和线上商业已经占欧洲所有渠道和媒介的 10%，占美国的 13%，在中国则达到 30%。到 2025 年，它们将分别为 15%，20% 和 45%（参见表 4）。数字化将会渗透到各个领域，基于人工智能，云计算，物联网，软件，共享模型，相关设备和基础架构（包括数据中心）的业务，到 2025 年将占全球经济的 10% 到 15%。远程交互——远程医疗诊断，远程办公等——将实现强劲增长（Teladoc Health，美国远程医疗领导者，在过去五年中每年以 50% 的速度增长）。

在代表强劲增长趋势的那些业务中，与美国或中国的 GAF A 相比，欧洲显得微不足道：在 2019 年，美国排名前 5 位的市场龙头企业在美国和欧洲的数字经济中占有 25% 的市场份额。到 2025 年，他们的份额将达到 48%。8 家中国公司在中国数字经济的市场份额为 27%。到 2025 年，这一比例将达到 42%（请参见表 5）。

与人口老龄化有关的业务（健康，食品，养生，休闲，服务，住所等）将持续增长，这将大大依赖于目标人群具有持续性消费能力，无论政府是否出手补贴（详情请参阅下文第 2 章）。

在这些业务中，无论宏观经济如何，某些趋势都会变得更强。由数据库及微观细分预测分析模型所支持的管理医疗的不同模型将得到广泛应用，作为提高效率，资源分配，服务提供商优化和支出管理的关键杠杆。这些发展将伴随高度集中。以法国为例，医疗保险公司在过去 15 年中被分为三类，在未来将有可能被分为五类，考虑到投入与技术优化的压力，例如通过机器人技术实现流程自动化（RPA）或对预测工具和客户关系的投资。

在中国和主要“新兴”亚洲国家，目前的主要趋势将持续：持续增长的中产阶级和相关市场（消费品，B 对 C 服务，金融服务，电信，基础设施，资本货物，B 对 B 服务等）。奢侈品市场的快速复苏标志着这些经济体的复原力。危机之前开始的产业（例如，中国的工业系统自动化）将加速发展（全球工业机器人市场每年以 13% 的速度增长，80% 来自“新兴”亚洲⁽⁵⁾，尤其是中国）。

4. 国际货币基金组织对 2020 年 4 月 14 日的预测（GDP 不包括通货膨胀）。

5. 1950 之后出现的亚洲新兴经济体：中国，香港，台湾，印度，印尼，马来西亚，菲律宾，越南，韩国，新加坡，泰国。

另外，应对危机的一些策略也将会改进（医院设备、诊断、一般卫生和食物链、个人护理服务机器人、清洁产品和设备、健康保险）。但其长期潜力将需要进一步验证和确认。

成熟企业的衰落或转型

在西方市场，一些成熟的产业将加速衰落（*非差异化的实物分销*、汽车、钢铁、技术含量低或者无创新的行业等）。对于产业结构固化，或者以工业为主的国家而言，影响将更为深刻，首当其冲就是德国（其制造业仍占 GDP 的 20% 以上，而法国和英国只有 10% 或更少）。

在几个领域中，应强调实物分销的市场细分，在高度差异的同时，如减少销售点（奢侈品、附加值、客户体验、销售点服务、在线结合）和物流存储点。

亚洲主要“新兴”国家的持续增长

相对而言，大型新兴国家将从这场危机中走出来。在 2020 年，“新兴”亚洲⁶将是唯一增长的地理区域（平均+1%⁷）。1980 年，亚洲贡献了世界经济的 6%，2000 年 9%，2010 年 17%⁸。到 2020 年，亚洲将占世界经济的 25%，按照目前的速度，到 2030 年这一比例将达到，45-50%。另一方面，其他处于“中间地段”的新兴国家，展现出极大的脆弱性（比如：到 2020 年，拉丁美洲经济增长为-5%，东欧包括俄罗斯-5%和撒哈拉以南非洲为-2%）。

对于大型西方国家，它们正进入一个经济零增长的周期（在 2008 年至 2021 年期间，年增长率不到 1%，其中包括 2008 年和 2020 年两次危机的影响⁹）。在这些国家/地区中经济低谷水平的下限（以正或负增长率相对于长期趋势）在每 10 年的重大危机中不断被刷新（1982 年的萧条中美国 GDP 为-2%，1991 年和 2001 年为 0%，2009 年为-3%，在 2020 年将会为-6%）。

对于大型欧洲和北美公司，其发展轨迹将越来越不同：那些将大部分收入和投资转移到主要“新兴”国家的企业将能够在危机后迅速发展。那些留在原地的企业，一旦他们不能在未来主要的增长趋势中找到自己的定位，将面临产业的重组或消失。

市场持续两极分化

在西方国家，基于过去的表现，市场和消费者的两极分化将加速，如西部地区或与其互补的大型都会区或中等规模城市：进一步发展高端与低成本两个领域；消费者行为的演变和灵活的商业模式为低成本模式的发展提供了可能性（订阅，租赁或共享服务，二手与新产品等）。

在某些细分市场中，市场的核心甚至会发生改变：例如，旅游中介市场将两极分化为低价的模式化入门级方案和高端量身定制的解决方案。在其他情况下，二手和租赁业务会继续增长以占领大部分市场份额：核心服装市场中的二手产业，例如童装，占比已经达到整体数量的 30% 以上；高端服装租赁业务，其份额也迅速上升到 20% 以上。

6. 1950 年之后出现的亚洲新兴经济体：中国，香港，台湾，印度，印尼，马来西亚，菲律宾，越南，韩国，新加坡，泰国。

7. 截至 2020 年 4 月 14 日 IMF 预测（GDP，不包括通胀）。

8. 根据世界银行和国际货币基金组织提供的 11 个国家的数据（香港，台湾，印度，印度尼西亚，马来西亚，菲律宾，越南，韩国，新加坡和泰国）按当前汇率计算的名义 GDP。

9. 7 个西方国家包括：美国，加拿大，日本，西欧，斯堪的纳维亚，澳大利亚和新西兰。

2. 可能的干扰

去全球化的风险有限

最近三十年来的全球化趋势，得益于世界经济的发展，仍然是确保长期复苏的最有利的因素。但是，其风险也是存在的，这主要来自于国家层面（战略搬迁、政治压力、贸易战）和公司层面（部分搬迁、限制高风险国家）。这种风险是有限的。真正的大规模“去全球化”将导致巨大的损失。

与美国和中国相比，欧洲将在去全球化的过程中，遭受到最严重的损失，因为其不具有能源或战略原材料的独立性，工业短板逐渐显现，技术落后，缺乏在未来行业中占领一席之地的龙头公司，资源流动性极低⁽¹⁰⁾。

对于企业而言，可能需要调整供应链以适应潜在风险，即使是较大的连锁店也需要根据三个或四个核心市场群体去细分。如果需要做出权衡，那么总体优化应着重于竞争力分析。

国际物流业务（海运，深海港口，中长期远距离公路运输，空运等），在短期内会受到强烈的冲击，但长期来说，还是会随着与全球经济大环境的复苏而增长。

公共政策的模棱两可和局限性

各国为改变经济，社会，环境状况而进行的大规模投资：如果这些投资对市场来说是不可持续的，发展模式就不能相互叠加。这些市场包括：能源转型；基础设施融资和更新；社会转移；筹资养老金和抚养费；增强卫生系统的可持续风险水平；“战略”搬迁；对经济的支持。对于企业而言，他们将必须了解长期来看哪些增长趋势是可持续的，哪些是不可持续的。

此外，目前没有任何一个欧洲国家能够独自在全球经济占有一定分量（法国占世界GDP的3%，德国占5%，并且这些数字正在下降）。他们的选择对于全球增长趋势的演变并不关键。欧洲各国仍然在一些关键问题上具有利益冲突。而美国和中国才能在全球局势演变中起到决定性左右。

特别是，考虑到能源问题，各国将有更多的考量。在危机之后，复苏计划将依赖于财政预算赤字。是否继续进行能源转型计划，将因国家/地区的政治情况和经济水平而异，在德国，10年来超过2000亿欧元投资在新的可再生能源上（风能和光伏）。这些投资每年仅减少了1%的CO₂排放。自2008年危机以来，仍然是法国的2.4倍⁽¹¹⁾。美国已经以燃气发电代替燃煤电厂（在页岩气繁荣的背景下），通过较低的成本获得相同的性能。在法国，政府和环保运动必须在减少CO₂排放和过早地放弃核电中做出选择。

重返通胀的风险

一个真正的衰退的情景，特别是对于没有增长的西方国家而言，将是回归像1960年代和1970年代那样的大规模通货膨胀周期。对利率，储蓄，不同资产类别的偿付能力，不同的人口，包括退休人员都会带来严重的后果。这种情况高度依赖于政府的经济支

10. 欧洲（不包括俄罗斯）仅占世界能源的4%（相比之下美国占14%，中国占8%）。欧洲仅拥有4%的耕地（相比之下中国占11%，美国占8%）。现在，所申请的全球专利占13%（相比之下，中国为40%，美国为16%）。

11. 法国：一年的CO₂排放量为303吨，燃煤电厂产量占总电力产量的1%；德国：每年717吨的CO₂排放量，燃煤电厂产量：35%；美国：每年5,018吨CO₂排放，燃煤电厂产量：28%。

持计划以及公共政策。想要遏制衰退，唯一可能性就是全球化经济的快速回弹，提高生产率和成本竞争力。

在通货膨胀的环境下，相比于“活跃”人群，退休人员和储蓄者将处于不利地位。在欧洲，过去三十年的巨大历史潮流见证了老年人在国民财富和经济中所占份额的增加可能会被逆转。所有商品和服务的增长都与人口老龄化有关（健康，但不仅如此）这一观念将会受到质疑。对健康需求的偿付能力进行分段分析将变得至关重要，如根据每个国家的系统，或人口划分。

除此之外，成熟资本市场中所有逐渐走弱的行业都将受到严重影响：投入成本的增加（原材料，工资），资本成本上升，竞争力低下或差异化不足，将通货膨胀转化为价格，名义上的增长将低于经济平均增长。这些依然留在行业中的企业利润空间将被持续压缩。

换个模式？

上个世纪的世界以高度结构化的消费模式和工作为特征：消费者需要到销售点进行购买，雇员到固定的工作场所上班，观众在指定地点的娱乐场所消费，病人需要到医院进行诊断和护理。

现在看来，健康危机和遏制措施加剧了一些趋势的转变。从整体上看，如果继续下去，可能会形成社会经济和生活各方面的重大变化：电子商务，在线娱乐，电子学习，远程办公，远程医疗诊断，家庭护理，电话支付，服务和家庭餐饮，家庭制造业（3D 打印机）等；消费者，员工，公众不需要真的去到一个固定场所，但仍可以访问世界各个地方。

上述所描述的每种演变都正在进行中，无论是以主流的方式（电子商务，在线）还是以目前还是次要的方式（3D 打印机）。整体来看，这种模式，加以大规模发展，将打破现有的商业，娱乐和媒体的生态结构，甚至是公共和个人运输，住宅和商业房地产，医疗报建，城市中心等。

大规模的转型将到 2025 年才有可能实现，到 2030 年之后，将进一步渗入到社会生活的各个方面。这会使得许多部门的商业模式发生重大变化。但是它仍然具有不确定性，可能市场会进一步细分，因为它仅适用于特定人群，并且仅在后工业化经济体中应用。

3. 危机后的愿景是什么？

加速或停滞：前者即将发生；后者却是不确定的或可能遭到限制。

最终，这场危机以讽刺的方式，放大了过去十年中世界经济的两大结构性潮流：

主要的“新兴”亚洲国家在全球经济中所占份额不断增长（到 2020 年，与欧洲相比，中国增长约 8%，美国将增长 7%；这种差异在过去十年中从未发生过）。

在线和数字化在全球经济中所占的比例将持续增长，将在主要经济体中达到 10% 至 15% 的比例，超过 2000 年代金融服务业在世界经济的比例，或 1950 年代和 1960 年代汽车经济的比例。

重大危机使国家、行业和企业分离。需要做出哪些行动，才能从 IMF 预测的 2021 年 6% 的全球经济反弹中获益，或是在下一个经济周期中（2021-2025）得以增长？

除了文字和不断变化的大环境，公司唯一的可能性就是控制杠杆：在危机中，如何进行投资，投往何处可以在危机后得到生机？应该加强投资在目前的领域或利用危机进行重大策略性转变，如向其他地区进行投资？当前的商业模式是否仍然适用，还是应该改变？

公司内部正在进行的分析和行动必须迅速，必须同时对短期生存问题以及中长期的公司的战略决策做出迅速反应。

与往常一样，预测和做出选择至关重要：世界其实并没有改变。

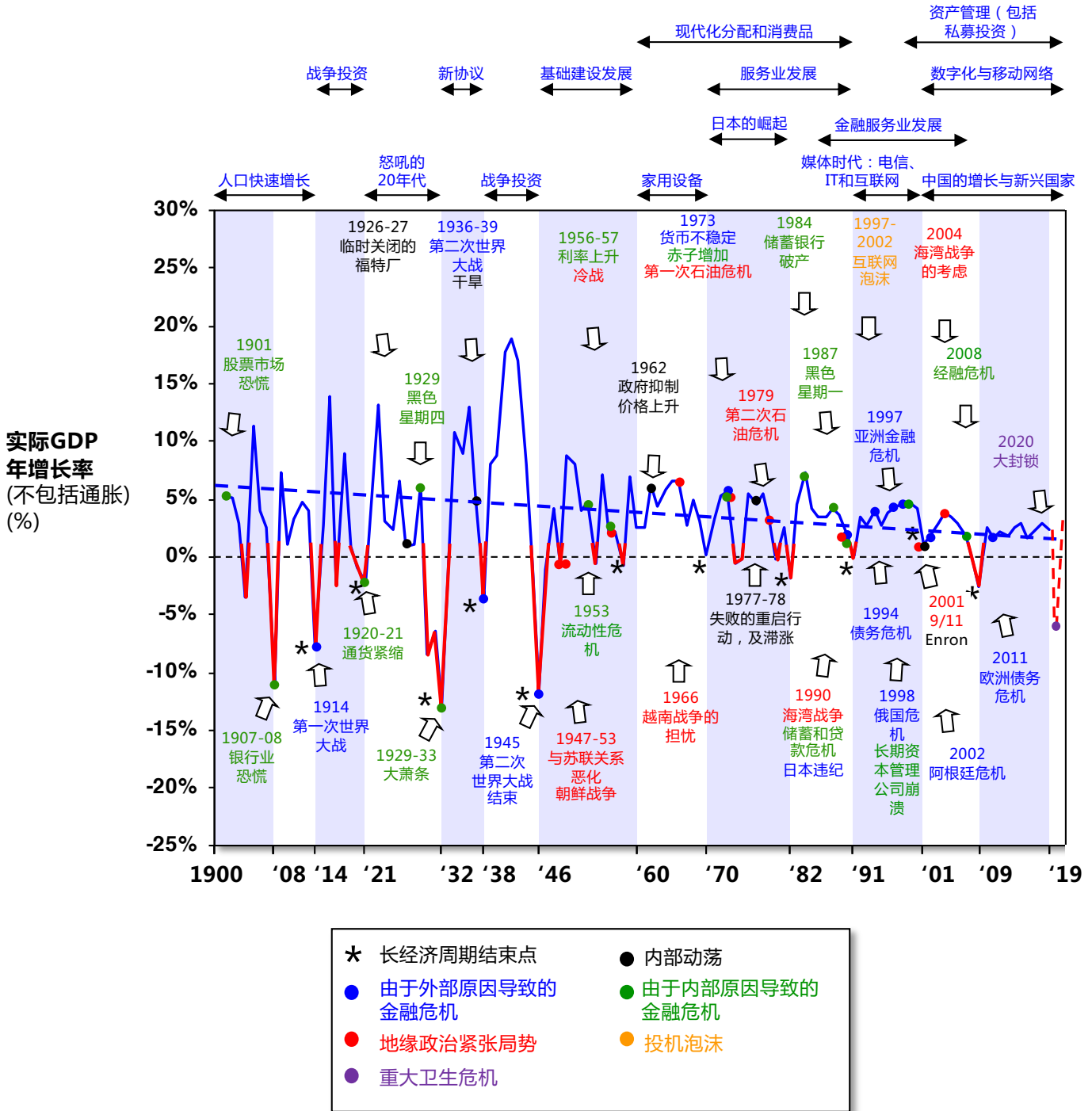
Jean Estin
2020 年 4 月

Estin & Co 是一家国际战略咨询公司，在苏黎世、巴黎、伦敦和上海均设有办公室。Estin & Co 协助欧洲、北美洲和亚洲各企业的首席执行官和高级管理人员制定和实施企业增长战略以及协助私募基金经理进行分析和估值投资。

- 表1 -

长期来看，美国经济正在放缓，每8-10年会面临重大危机，
每2-3年在危机中间还会伴随着短周期波动。

实际 GDP (不包括通胀) - 1900-2021

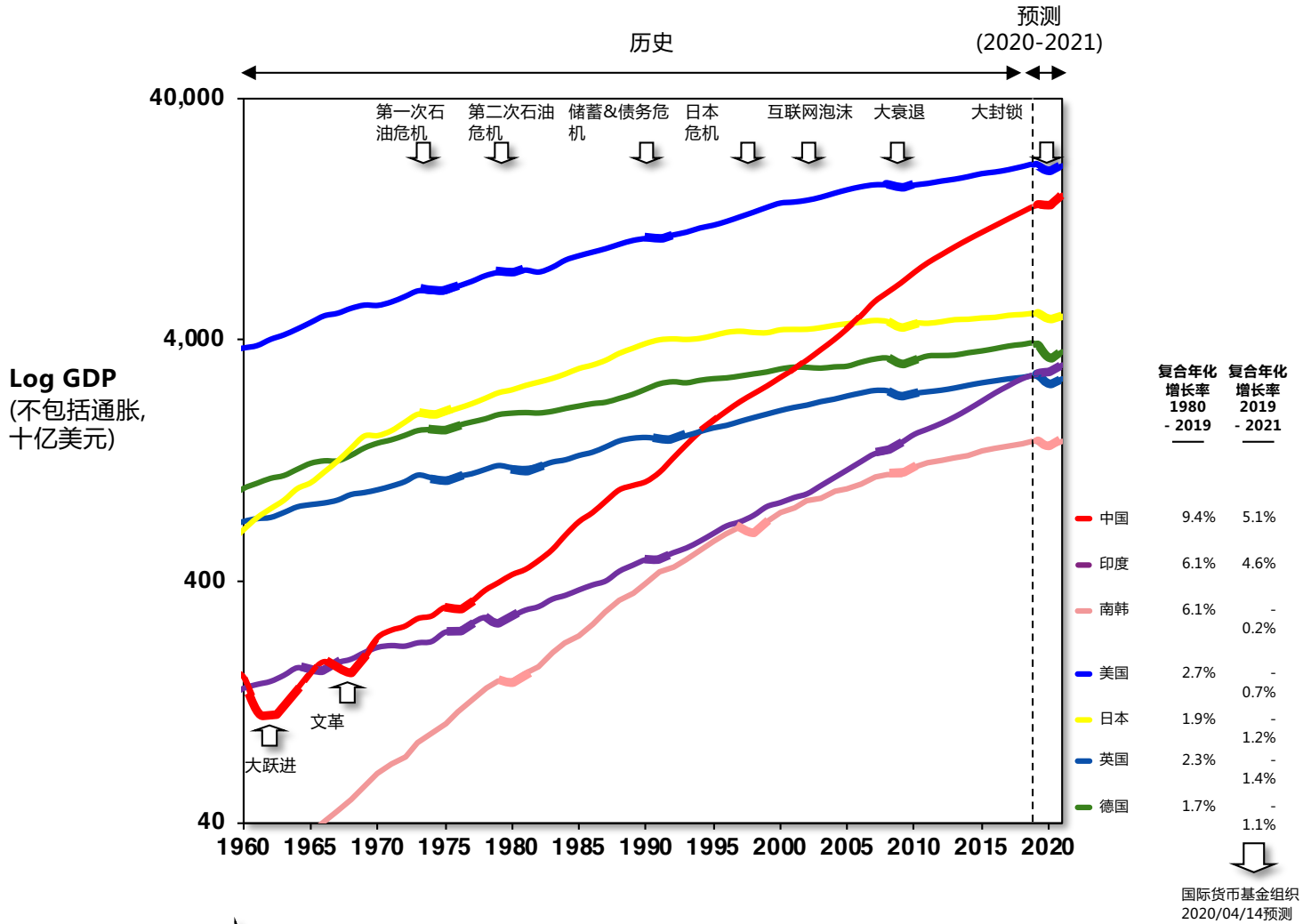


Source: Measuring Worth, BEA, Historical Statistics of the United States Vol 3, GGDC, World Bank, IMF, Estin & Co analysis and estimates

- 表2 -

主要的“新兴”亚洲国家⁽¹⁾为全球经济增长贡献占比30%⁽²⁾

按固定汇率计算的实际GDP(不包括通胀) – 1960-2021



➡ 1980年，亚洲的“新兴”国家⁽¹⁾占世界经济的6%，2000年为9%，2010年为17%。到2020年这一比例将达到25%，以目前的速度，在2030年或将达到45-50%

Note 1: 1960-2018 数据来自World Bank

Note 2: 2019-2021 数据来自IMF (14 April 2020)

(1) 1950之后出现的亚洲新兴经济体：中国，香港，台湾，印度，印尼，马来西亚，菲律宾，越南，韩国，新加坡，泰国。(2)基于1980到2019。

Sources: World Bank, IMF, GGDC, Statistische Bundesamt, Estin & Co analysis and estimates

- 表3 -

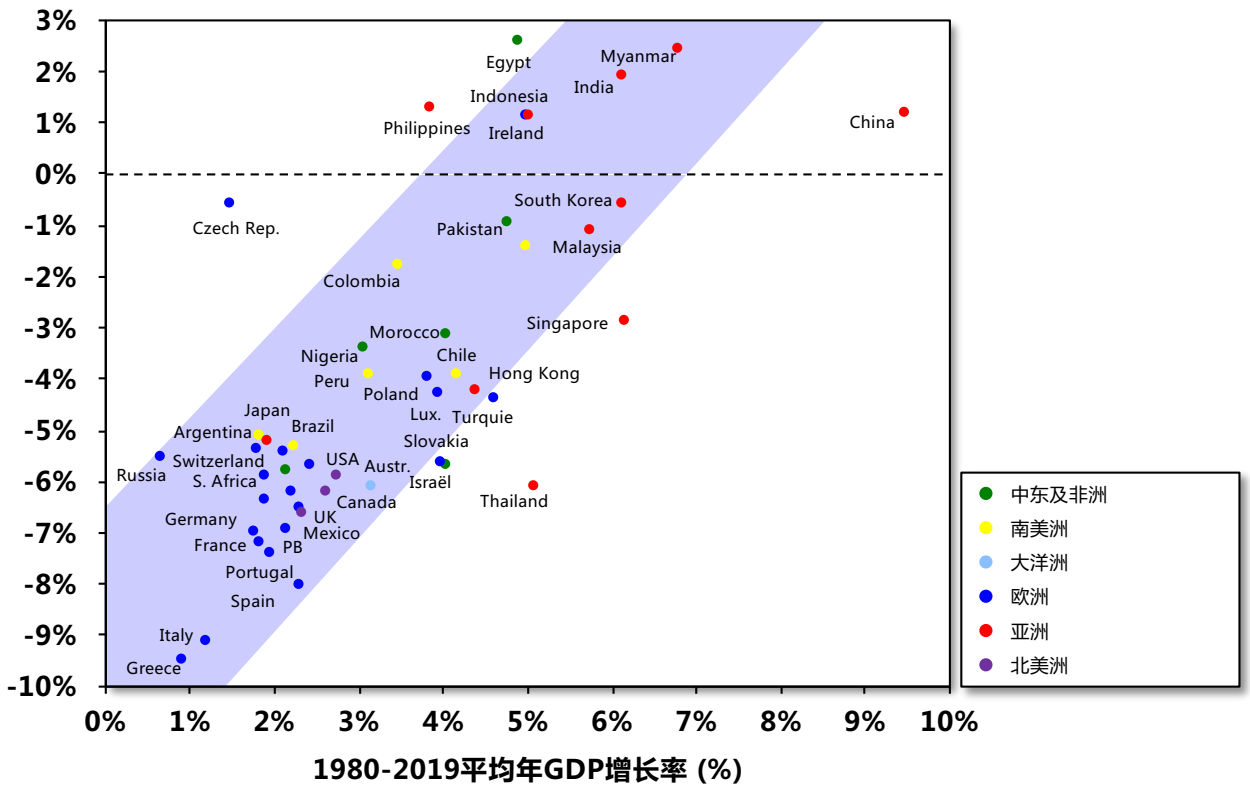
危机对每个国家的预期影响与各国长期的经济增长率相关，同时影响也随着国家之间经济增长率的不同而被放大

按固定汇率计算的实际GDP(不包括通胀) - 1980-2020

预期2020GDP
增速(%)



国际货币基金组织
2020/04/14预测



Note 1: 1960-2018 数据来自World Bank

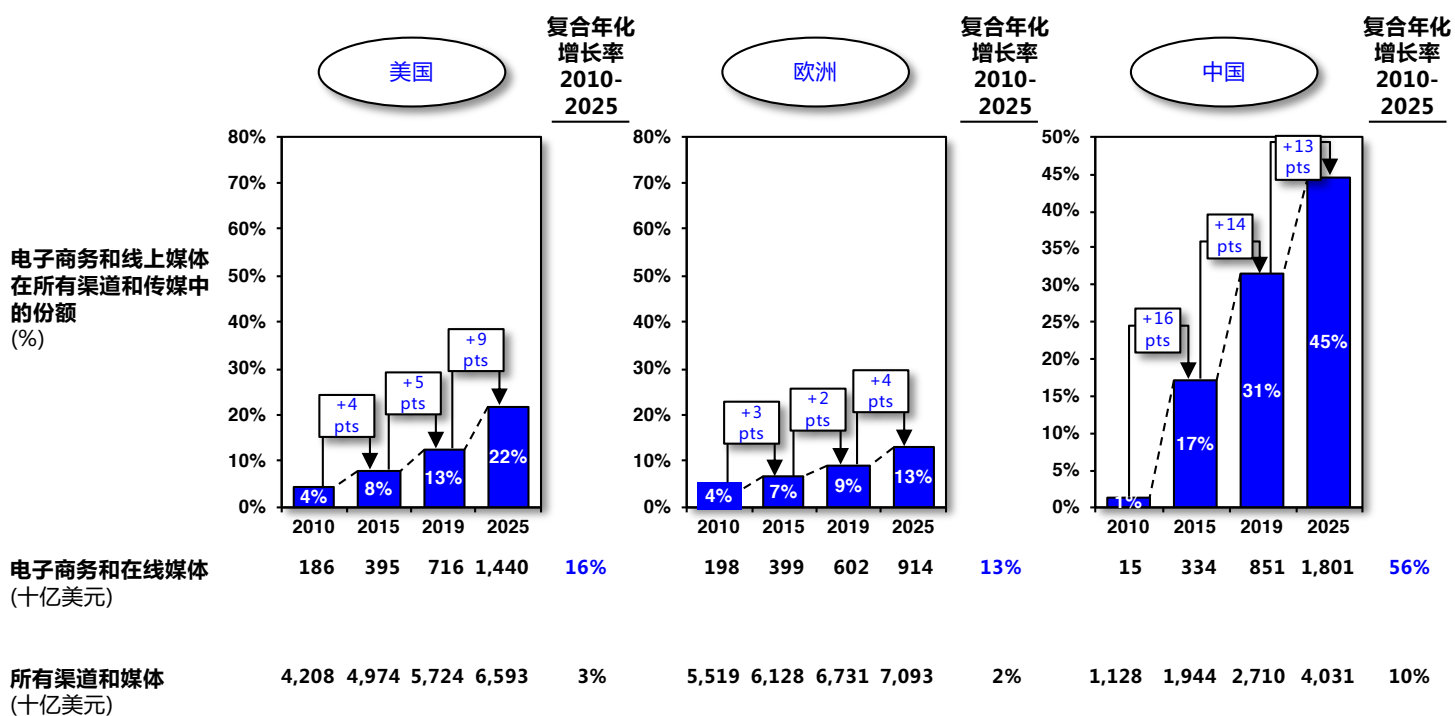
Note 2: 2019-2021 数据来自IMF (14 April 2020)

Note 3: 年平均增长率：德国从1992，斯洛伐克从1993，捷克从1995年开始计算
GDP小于500亿美元的国家不包含在内

Sources: IMF, World Bank, Estin & Co analysis and estimates

- 表4 -

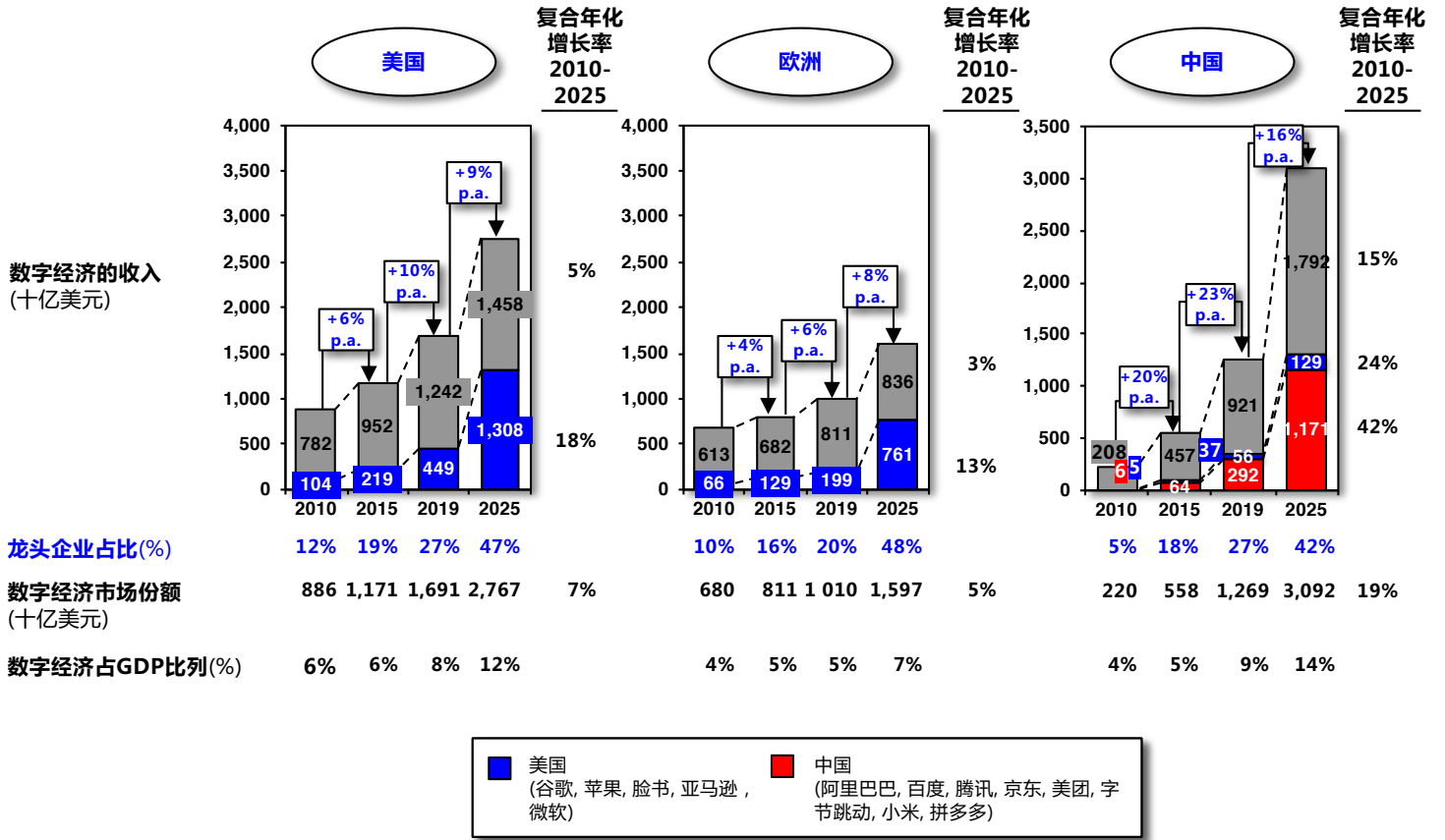
电子商务和在线媒体以每年20%的速度在全球增长，尤其是在中国和美国，增长速度快于欧洲。



Sources: eMarketer, Estin & Co analysis and estimates

- 表5 -

数字经济每年以10%的速度增长。并且将很快的集中在10到12家美国和中国的龙头企业中。在2025年，它将贡献10%的西方经济和15%的中国经济。



Notes: (1) 通胀调整的GDP; (2) 数字经济的定义来自BEA and OECD: 数字化基础设施建设包括数据中心, 软件, IoT, 云等在内的硬件), 电子商务, 数字媒体和社交网络。数字经济市场还包括电信运营商 (35%至45%, 具体取决于国家/地区)。如果将这些参与者排除在外, 市场的集中度将会更高 (到2025年, 中美两国的企业将占据60%以上的份额)

Sources: annual reports, BEA (Bureau of Economic Analysis), BLS (Bureau of Labor Statistics), OECD, Bloomberg, IMF, China Center for Information Industry Development, Wind, Estin & Co analyses and estimates

ESTIN&Co

巴黎 - 伦敦 - 苏黎世 - 纽约 - 上海

上海市黄浦区淮海中路 93 号大上海时代广场 1706

Tel: +86 21 6176 1167 – Email: estin@estin.com