

危机过后会如何？

Philippe Estin

Estin & Co 副总裁

以下是 Estin & Co 每年对现阶段影响企业战略决策的宏观情景作出的核心假设。

让我们设想：随着新冠疫苗接种政策迅速有效的推动，2021 年全球经济有望出现恢复性增长，但不同国家的复苏进程将有所分化¹。中国在 2020 年 GDP 增长 2% 的基础上，将于 2021 年以 8% 的增速遥遥领先。新兴市场经济体和美国预计将在 2021 年底较 2019 年分别取得 4% 和 3% 的 GDP 增长。而欧洲经济体较难在 2022 年前恢复到疫情前水平。

在此情形下，随着疫情开始逐渐远去，一些国家和企业成功地走出困境，另一些则遭到重创。世界将开启对下一个十年以及更长久未来的展望。疫情过后将会如何发展？

少子化将成常态

回归本质，经济发展有三要素：人口增长，生产力提升和通货膨胀。

就人口增长率而言，长期并有历史性的下降趋势必将持续。

除撒哈拉以南非洲地区外，世界人口在上个世纪 70 年代曾以每年接近 2% 的速度增长；而在二十世纪初，该年增长率下降到了 1%。预计世界人口将在 2020 年到 2030 年间每年增加 0.6%；在 2030 年到 2035 年间每年增加 0.4%；在 2035 年到 2050 年间每年增加 0.2%。未来人口增长率的下滑在北美及欧洲地区已然成为长久以来的趋势；而对于经济快速发展的亚洲国家，尤其是中国来说，这将会是一个巨大的转变。（见下文）

在 2020 年占世界人口 15% 的撒哈拉以南非洲将会成为未来唯一人口增长显著的区域。该地区预计会拥有 2030 年 17% 的世界人口和 2050 年 23% 的世界人口²。但即使该地区在未来十五年内取得快速人口增长，其依旧较低的收入水平将使其对世界经济产值的贡献仅维持在 2% 左右。撒哈拉以南非洲地区最早要到 2035 年才有足够能力驱动世界经济发展。

所有主要经济体的人口增长都将从 2030 年起逐渐减缓并于 2050 年达到峰值。过去人口增长为全球经济发展所贡献的两个点将不再存在。

注释：除特别注明，各国家和地区的增长率均已按通货膨胀调整，在将本地货币以固定汇率换算至定值美元后计算。国内生产总值（GDP）的绝对值以及占世界 GDP 的比例均以现值名义美元为单位，包含了本地货币和美元间汇率浮动以及两者各自通货膨胀的影响。

¹ 以下数据基于国际货币基金组织（IMF）发布于 2021 年 3 月 23 日的最新预测报告；数据均为根据通货膨胀率调整后的实际增长率。

² 自 20 世纪 70 年代以来，世界人口（除撒哈拉以内非洲地区以外）每十年增加 7 亿至 9 亿。而人口基数的增加意味着全球人口增长率在下降。人口数量绝对值的变化也会减少，预计 2040 年到 2050 年间，世界人口将增加 6 亿。

世界经济维持增长，重心向亚洲转移

上个世纪 70 年代以来，伴随着人口增长带来的生产力提升，世界经济每年以 3% 的实际增长率（即排除通胀因素后）增长。（见表 1³）

1976 年至 2020 年，北美长期占有 32% 至 25% 的全球经济产出和 50% 至 25% 的全球经济增长⁴，其中过去十年增长份额及产出份额均在以上范围的低值。

欧洲在 2000 年之前的全球经济产出占比为 40% 至 30%。如今欧洲已经不再处于主要发展趋势的前沿（数字化方面尤为明显），其经济产出占全球 25% 左右。并且在 2020 年，欧洲地区受到疫情影响远远大于北美地区、中国以及其他快速发展的亚洲国家。

日本和中国先后为世界经济发展作出了显著的贡献。两个国家在 1976 年至 2010 年间共占全球经济产出的 12% 至 20%。而 2010 年至 2020 年间，仅中国就贡献了全球经济增长的 55%（填补了全球经济因欧洲经济增速减缓而缺失的增长份额）。

由于世界经济向以快速发展的亚洲国家为代表的新兴市场转移，全球经济增长率得以维持在 3%（排除通胀因素后）。

未来 15 年，全球经济增长率将保持在每年 3% 的水平（排除通胀因素后）。经济发展不会放缓，并将持续向亚洲地区转移。随着亚洲地区生产力的不断提升，机遇将不断涌入。

北美地区的实际经济增长率将处于 1.5% 到 2% 之间。该地区占世界经济的份额将从 2020 年的 27% 下降到 2035 年的 20%。

欧洲的经济走势存在较大不确定性。基础情景下，欧洲可以维持现有经济地位到 2030 年（到时将占世界 GDP 的 25%），之后略有下滑（2035 年占世界 GDP 的 23%）。但即使是基础发展情景下也需要国家和企业制定强大的生存策略，以期在未来实现相对于过去十年 1% 年增长率的双倍增长（每年增长 2%-2.5%）。如果欧洲继续深陷结构性问题，其占世界经济的份额将降至 20% 以下。其 2035 年所占的份额将会是 1980 所占比的一半。

中国将在 2030 年超越美国成为世界第一经济体。其占全球经济产出的份额将从 2020 年的 18% 上升到 2035 年 26%。

中国以外其他快速发展的亚洲国家将在 2035 年占全球经济产出的 12%，和中国在 2015 年的占比相似。首先，印度的世界经济占比将走上中国曾经的发展轨迹，但要滞后 30 到 40 年。

因此，2035 年的世界经济应该会有四个主要阵营：中国（占世界经济的 26%）、欧洲（23%）、北美（21%）和新兴亚洲经济体（12%）。

中国和其他快速发展的亚洲国家在未来 15 年内将以每年 5% 至 6% 的速度成长；到 2020 年将占世界 GDP 的 25%，预计 2035 年将占比 38%。对于企业及其管理层来说，这意味着企业的生产、市场、技术、创新、决策核心和团队等均要向该地区转移。

³ 除特别注明，表内数据均为经通货膨胀调整后的实际 GDP。例如通货膨胀为 2% 的情况下，5% 的名义 GDP 经调整后得到 3% 的实际 GDP 值。数据均按固定汇率换算（所得增长率和以本地货币为单位计算的实际 GDP 增长率相同）。2021 年至 2025 年间的预测基于国际货币基金组织（IMF）发布于 2021 年 3 月 23 日的最新报告。2025 年以后的预测基于英国智库经济和商业研究中心（CEBR）发布于 2020 年 12 月的世界经济前景报告。

⁴ 2001 年到 2010 年除外，此期间北美仅占世界经济增长的 16%。

中国未来经济放缓，老龄化现象凸显

中国在世界经济中的比重将继续上升，然而其发展终将经历一个放缓的过程：国际普遍预测中国将在 2020 年到 2030 年“仅”以 5% 的速度增长⁵，并在 2030 年到 2040 年间“仅”以 4% 的速度增长。

这种放缓与中国人口结构的重大变化趋势密切相关。2020 年的中国人口结构与 1996 年的日本人口结构相似⁶（见表 2）。中国的老龄化速度也将接近日本。中国人口会在 2030 年达到峰值后开始下降（除非中国移民政策发生变化）。

虽然这一趋势不足以阻碍中国经济成为世界首位，但是仍旧值得注意。人们不禁要问，自 1977 年以来从未经历过经济衰退的情况下，中国逐年增长的势头还能保持多久。老龄化现象必将改变企业的未来的驱动力和机会；企业将会更加注重盈利能力，并在产品、创新和营销等各方面加强老龄化群体的关注。

局部去全球化所带来的风险

由于对中产阶级的挤压、全球气候变化、有限的能源和自然资源、卫生健康危机后相关的紧张局势以及总体地缘政治紧张局势等一系列因素，去全球化的部分形式初见端倪。

由于资源的再分配、规模经济和现代经济的必要交织，完全按国家来划分的全球贸易很难与经济诉求相适应。

即便如此，围绕中国、北美、欧洲以及亚洲新兴经济体的几个主要阵营可能会出现局部去全球化（局部区域化）的现象。上个世纪 70 年代，北美和欧洲共占世界经济的 70%。2035 年以上四个阵营将占世界经济的 80%。中国、欧洲以及北美各自的区域生产总值将与 21 世纪初世界所有国家之和相似⁷。尽管不如完整的全球化理想，上述地区的经济体量仍将使得经济上可持续的局部去全球化成为可能。

能源转型具可行型，但伴有高昂成本及未知性

国际公认未来十年会是控制全球变暖的至关重要时期。但考虑到能源转型的高昂成本，许多意见认为在 2050 年之前实现减碳或碳中和是不现实的。同时，化石燃料资源将有可能在 2070 年前枯竭。核能作为短期内唯一可得且储量足以维持经济发展的低碳能源，其应用仍然受到各界的争议。

总的来看，虽然在能源转型领域的投入巨大，但不同需求之间严重缺乏一致性：相关方面亟待在各个层面确定优先事项并制定协调一致的计划。除去政治姿态，企业和政府究竟愿意和能够实现什么目标？

通货膨胀隐忧

低利率时代有可能结束，尽管可能无法在短期内实现。随着中国社会逐步进入老龄化，除非退休条件（医疗和法律方面）发生重大改变，储蓄率最高的人群（64 岁以下的劳动年龄层）将不再增加，从而使得全球储蓄在 30 年内发生停滞。另一方面，储蓄消费将有所增加：预计在 2020 年至 2050 年间，65 岁以上的人口将以每年 3% 的速度增长。到 2035 年，65 岁以上的人

⁵ 以人民币为单位并经通胀调整。由于中国国内消费的增加，以及中国为支付人口老龄化相关支出而出售以美元计价的资产，人民币对美元势必升值。因此，2020 年至 2030 年间以人民币为单位的 5% 实际增长率可以等同于以现价美元为单位情况下 9% 的增长率（即等同于 2010 年到 2020 年的增长率，使得中国在经济放缓的情况下仍成为世界第一经济体）。

⁶ 65 岁以上人口占总人口的 12%；25 岁至 64 岁人口占比 55% 至 60%；25 岁以下人口占比 30%。

⁷ 名义 GDP（包含通货膨胀）

口数将是 25 岁至 64 岁人口数的 35% 至 40% (1980 年为 15%)。大量原用于教育的财政支出将被医疗和养老支出取代。

短期来看，这一人口结构的变化趋势不会对实际利率产生显著影响。储蓄过剩问题⁸在全球真实存在。各国央行纷纷保持低利率来应对危机。宽松的货币政策和经济刺激政策正史无前例地推动着房地产和金融资产领域的投资。其带来的短期风险是过度实行经济刺激政策的国家可能会面临的金融不稳定性和通货膨胀问题。而从长远来看，到 2035 年左右（具体时间存在不确定性），人口结构的变化将结束自 20 世纪 80 年代以来的利率下降时期。

对各国政府来说，债务水平上升和偿债成本的下降的循环将结束。各国会以不同的形式步入新的时代。（如新兴亚洲经济体相对于西方国家，北欧相对于南欧等）

对企业来说，管理层将不得不严加管理那些对债务负担可能难以为继的国家的风险敞口。公司债务方面，企业将不得不对风险最大的敞口进行去杠杆化，并逐步优先考虑能带来增长点的项目。

小结

亚洲将成为未来全球经济的主体。全球人口中有健康和医疗支出需求的老年人口占比会持续增加。（见表 3 和表 4）

大规模的公共开支将被用于此次卫生与健康危机后的复苏、能源转型的资金需求和老龄化人口的社会支持。在欧洲，部分开支还将用以支持向现代工业的过渡（如数字化），以及用以应对来自美国和中国对国际主导地位的竞争（在包括创新、技术、专利、核心产业等方面）。

因此，通货膨胀可能再次回归。

利率上升，以及该趋势对企业维持增长的能力的影响和企业估值的影响值得探讨。

部分行业仍维持了较高的增长势头，其中如数字化、机器人和自动化技术（包括制造和民用）、医疗保健（为维持并重构医疗卫生系统）、能源转型（若财政上可持续发展）等领域还将受到政府的大力扶持。未来，针对较年轻健康的老年群体和其余老年群体的产品和服务将得到细分。受到政府扶持的行业和消费品与不受国家发展稳定性影响的可持续发展行业之间的分化会越来越明显。

投资和创新领域仍将走高，以适应产业结构和市场的快速变化。

对于投资的选择和企业自身竞争力将成为关键。战略失误将无法弥补。

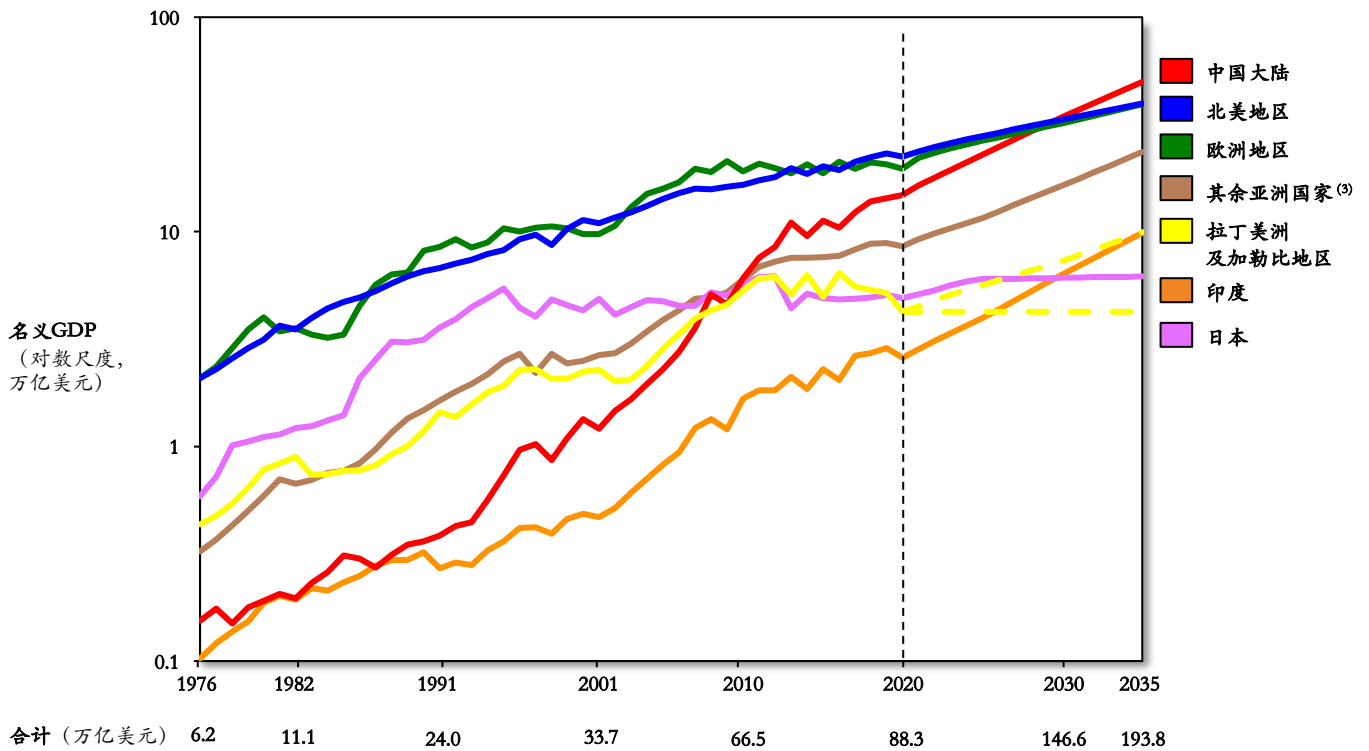
Philippe Estin

2021 年 4 月

Estin & Co 是一家国际战略咨询公司，在苏黎世、巴黎、伦敦、纽约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分析和估值。

⁸ 在利率重新平衡和供给（即投资机遇）之间差距前储蓄需求的净盈余。

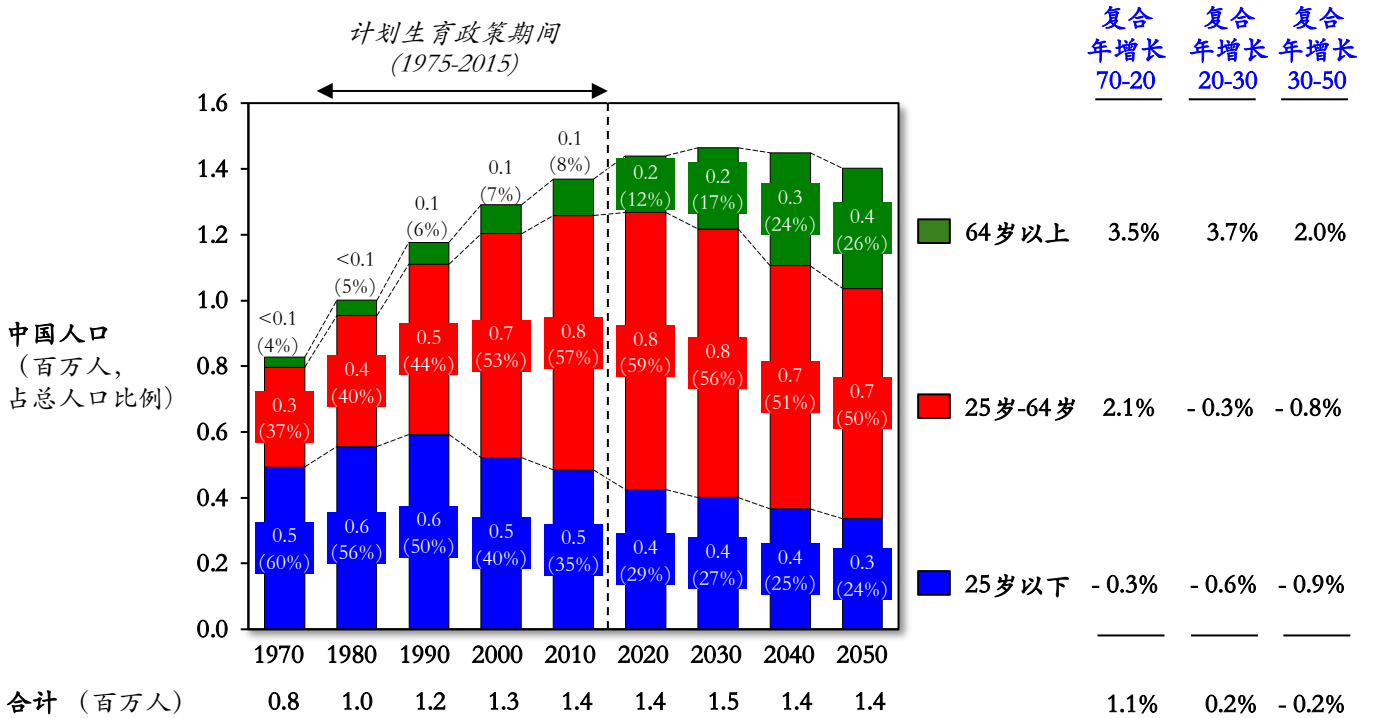
- 表 1 -
世界年名义生产总值⁽¹⁾⁽²⁾
1976-2035



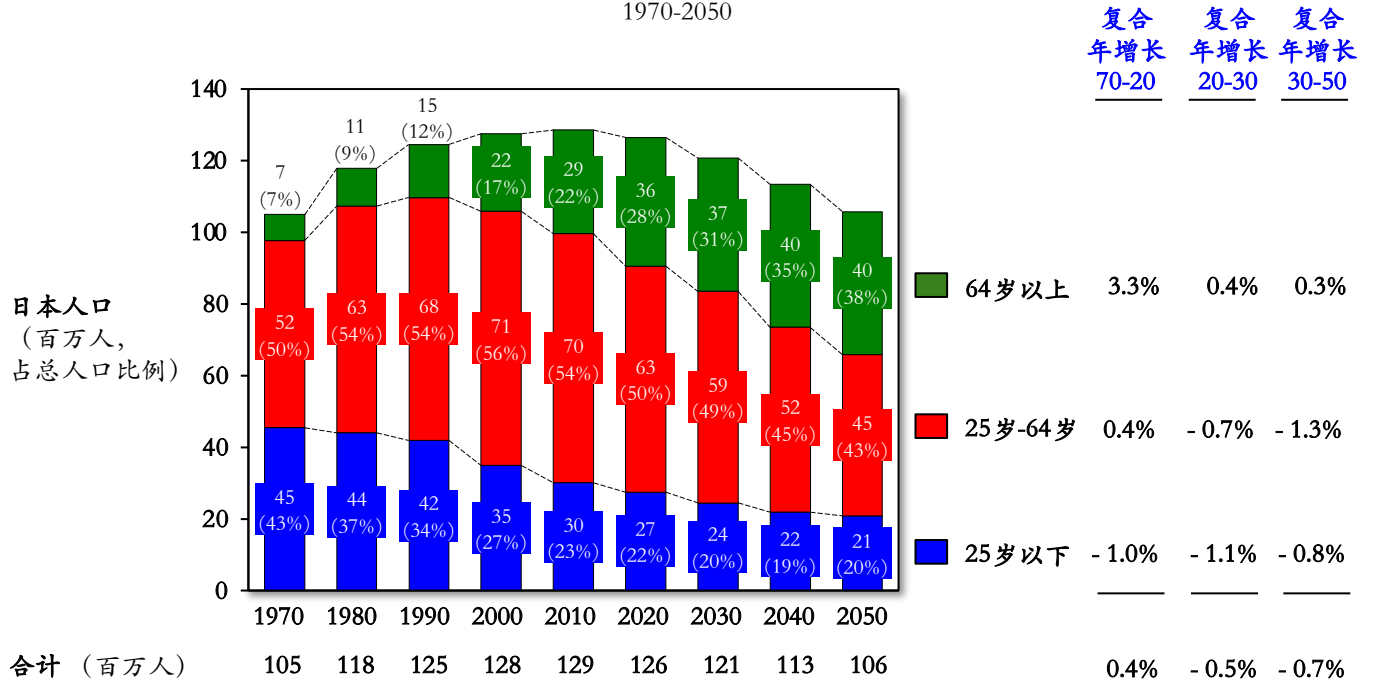
(1) 名义GDP，即包括通货膨胀，以现行汇率换算至美元；(2) 2019年前数据基于世界银行统计，2020年至20205年数据基于IMF于2021年3月23日发布的报告，2025年至2035年数据基于CEBR于2020年12月发布的报告；(3) 亚美尼亚、阿塞拜疆、格鲁吉亚、哈萨克斯坦、吉尔吉斯共和国、塔吉克斯坦、土库曼斯坦和乌兹别克斯坦（无早于1990年数据）
来源：世界银行， Haver Analytics, 国际货币基金组织（IMF），CEBR，中华民国统计资讯网，艾思廷研究与分析

- 表 2 -

中国人口结构
1970-2050



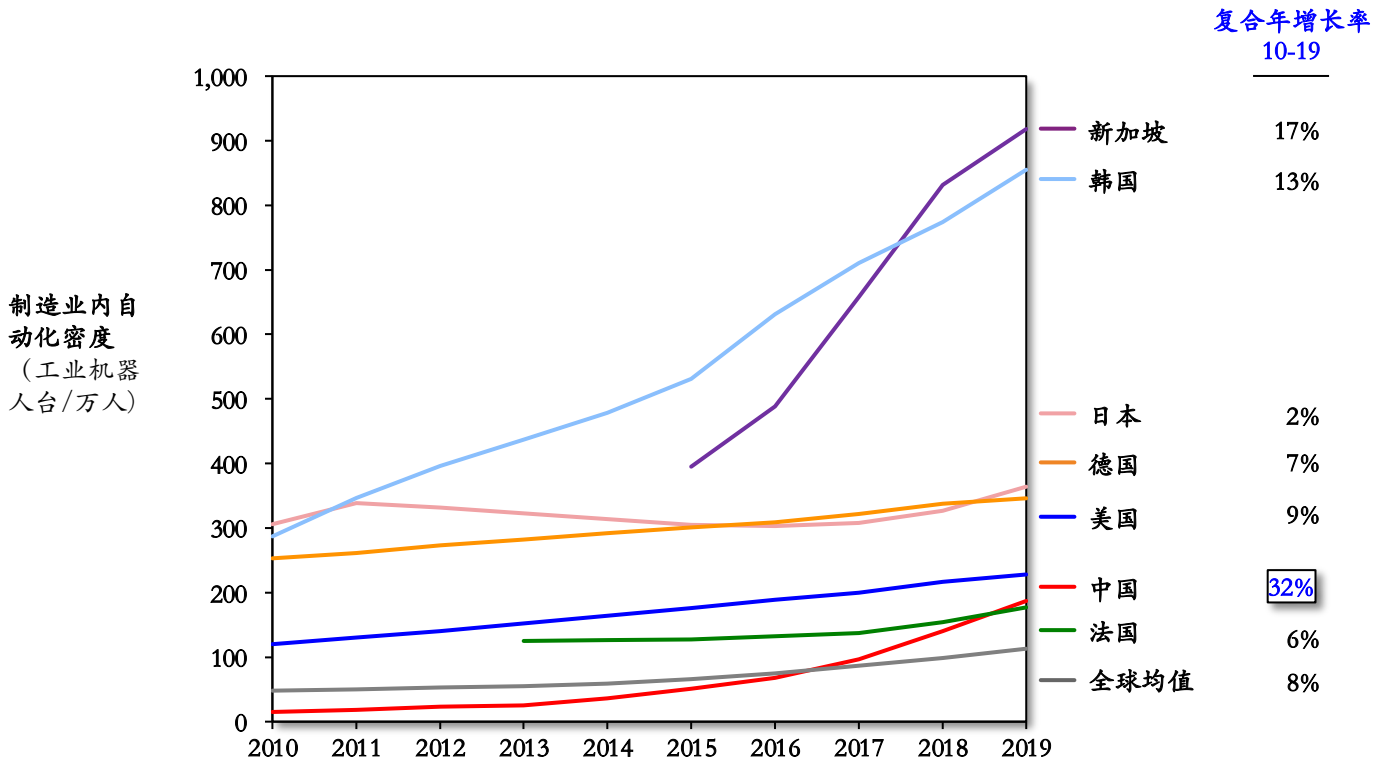
日本人口结构
1970-2050



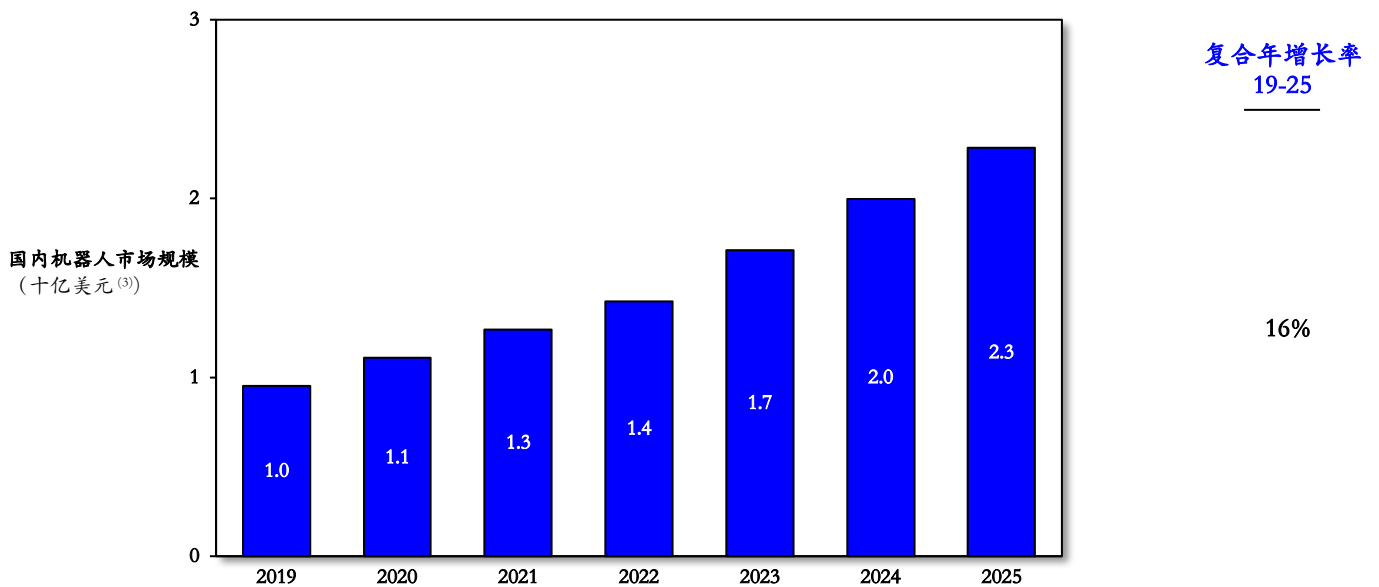
注释: (1) 2020年至2050年间的预测基于中等出生率变量
来源: 联合国, 艾思廷研究与分析

- 表 3 -

部分国家制造业机器人应用渗透率
2010-2019



日本国内机器人市场规模⁽²⁾
2019-2025



(1) 所有行业; (2) 配送和运输机器人、医疗护理机器人和家用机器人 (3) 固定汇率以美元对日元 = 106
来源: 国际机器人协会, 野村综合研究所, 艾思廷研究与分析

- 表 4 -

日本单身女性家庭支出细目⁽¹⁾

	30岁以下	70岁以上
平均年龄	25	77
食物	17%	22%
房屋	26%	10%
燃气、水、电	5%	8%
服装	6%	5%
医疗	2%	5%
交通	4%	2%
通讯	6%	3%
文娱	12%	12%
社交支出 (礼物等)	4%	14%
其他	18%	19%
消费支出	100%	100%

(1) 2015年统计数据

来源: 国家统计局, 世界银行, 熊野英生(日本第一生命经济研究所), 艾思廷研究与分析