



再次站在十字路口的 全球经济



【财新网】（专栏作家 章俊）新冠疫情在过去两年中席卷全球，除了几个太平洋岛国因为地理上相对与世隔绝之外，全球各国无论大小贫富都无一幸免，经济受到重创。但从去年下半年开始，全球经济进入了一个 V 型反弹，短短 4 个季度就恢复到疫情前的产出水平，相对于 2008 年次贷危机全球经济的 6 个季度，反弹力度空前。在此基础上，企业盈利和资本市场也出现了规模空前的快速反弹。以美国标普 500 成分公司 EPS 仅 12 个月就回到了疫情前水平，相对于 2008 年次贷危机和 2000 年互联网泡沫破裂分别花了 4 年和 3 年时间，而标普 500 指数更是仅仅不到 6 个月就收复失地并创出新高，之后一路上行。

这背后原因主要是三方面：

首先是疫情对经济的外生性冲击区别于以往历次危机的内生性属性，堡垒大都是从内部被攻破的，内生性危机的破坏力和修复的难度远高于外生性冲击；其次，由于疫情快速席卷全球加上危机本身的公共卫生安全属性，全球发达经济和新兴市场国家同步推出刺激政策，过程中货币和财政政策的高度协同，成为全球经济 V 型反弹背后最重要的推手；最后，金融体系在疫情冲击下具有较高韧性，确保了宏观政策传导机制畅通，避免 2008 年次贷危机中由于金融体系瘫痪加深经济危机的危局。

当下即将进入疫情后的第三年，虽然疫苗接种率的提升推动全球各国经济重启加速，但市场对全球经济走势的判断开始出现分歧。分歧背后最直接的原因是支撑全球经济 V 型反弹的三大支柱出现了新的变化。首先，

疫情对全球经济的外生性冲击开始内生化，造成了短期内的通胀和中长期的全球供应链布局变化；其次，由于疫情防控以及政策效应的不同，各国经济复苏出现分化，导致全球宏观政策层面也相应出现分化。在财政刺激力度逐步降低的过程中，部分国家也开始收紧货币政策，其中美联储缩减QE最为引人注目；此外，经过新一轮大规模刺激政策，金融体系又累积了大量风险并加剧了自身的脆弱性，在货币政策趋紧的背景下开始逐渐收缩信用，这将放大货币政策紧缩对实体经济的负面影响。

明年将是全球经济逐步从大规模疫情冲击和刺激政策中回归正常的一年，投资者站在这个时间点需要重新审视全球经济所处的阶段。有分析人士认为，本轮疫情可以被视为2008年之后全球经济经历的又一次危机，危机之后全球经济将进入一个新的周期。但我们更倾向于认为过去的两年只是2008年以来的全球经济“3B”复苏（Bumpy, Brittle, Below-par，曲折、脆弱、低于正常水平）中的一个插曲，之后全球经济将逐步回归疫情前的中长期轨道。伴随着支撑全球经济复苏的三大因素出现逆转，之前被暂时掩盖的长期结构性问题将重新浮出水面。而且我们会发现在疫情冲击下，这些原本就非常严峻的问题进一步恶化，而问题的恶化将进一步加大未来出现全球再次陷入内生性危机和衰退的风险，并导致危机和衰退破坏力更强且时间跨度更长。

当全球经济再次站在十字路口，是延续之前的刺激方式来延缓危机的爆发但最终走向更严重的危机，还是探寻全新且充满未知的出路而创造涅

槃重生的机会，是摆在全球政策制定者面前一道艰难的选择题。

刺激政策退出导致经济复苏不确定性上升

虽然疫情依然在全球肆虐，但全球疫苗接种率持续上升，每百人新冠疫苗接种已经从上半年的 39 人上升到 87 人。其中美国和中国作为最大的发达国家和发展中国家，疫苗接种更是遥遥领先全球，分别达到每百人接种 155 人和 123 人，朝着初步群体免疫迈进。在此背景下，包括中美在内的全球疫苗接种率较高的主要经济体都在积极推动经济重启，除服务业复苏相对滞后之外，工业生产活动从产能利用率角度看已经基本恢复正常。鉴于疫情后全球又经历了一轮规模空前的刺激政策，需求的快速反弹放大了供给端的问题，从而导致各类原材料和生活日用品价格飞涨。鉴于疫情依然存在反复，供应链问题可能要延续到明年上半年或者甚至跨越全年。而通胀问题也很可能是贯穿明年全年的重要主题。

在疫情逐步得到控制、经济持续复苏、通胀压力高企的背景下，全球央行的货币政策开始集体转向。主导全球流动性，并影响全球实体经济和资产价格的风向标依然是发达经济体的货币政策走向，其中美联储又是决定性因素。美联储预计将在 11 月初正式宣布启动 Taper（缩减量化宽松），按计划将在明年年中左右将目前每个月 1200 亿美元的资产购买逐步归零。考虑到美联储资产负债表上将近 4 万亿美元的存款机构准备金，以及美国家庭部门也持有超过 2 万亿美元的超额储蓄，理论上 Taper 从流动性层面而言并不会对美国经济和股市产生重大负面冲击。但我们不能否认的是，

自从 2008 年美联储打开了量化宽松这个潘多拉魔盒之后，美国经济和股市在心理层面已经患上了严重的流动性依赖症。当美联储尝试关闭流动性水龙头的过程中，美国相对脆弱的经济复苏和已经严重泡沫化的资产价格是否能承受 Taper 带来的冲击具有很大不确定性。鉴于美国目前的通胀压力越来越被证实并非像美联储主席鲍威尔描述的那样是“暂时”的，市场开始担心美联储可能被迫在明年 Taper 完成之后的 4 季度提前启动加息进程，而并非此前预计的 2023 年。鉴于市场对美联储紧缩预期的持续升温，投资者对美国经济增长和风险资产价格的担忧也与日俱增。

美联储货币政策的超预期紧缩对美国自身意味着经济复苏放缓和资产价格调整，但对新兴市场国家很可能是灾难性的。新兴市场国家因为无法获得足够的疫苗，较低的疫苗接种率意味着经济重启严重滞后和失业率居高不下。供应链问题导致全球物价飞涨，众多新兴市场国家被迫在经济复苏缓慢的前提下启动加息，其中以巴西为代表的拉美国家更是已经加息数次。高失业和高通胀并存已经使得部分新兴市场国家处在危险境地。此外，美联储 Taper 已经开始显著推升美债利率和美元汇率，新兴市场国家可能又将面临资本外流和本币贬值的风险，这将进一步推动国内通胀滑向不可控的边缘。如果这些国家继续通过加息来应对，对本来就羸弱的实体经济是致命的，且其中部分债务水平较高的国家可能面临债务危机。

2018/19 年全球经济掉头向下的原因之一是全球主要央行在 2017 年经济向好的背景下加快了货币政策收紧的步伐，例如美联储在 2017 年加

息 3 次并在 4 季度启动了缩表进程，2018 年更是连续加息 4 次。在此背景下，即便是在经济复苏相对较弱的欧元区和日本也纷纷跟进。当时各项经济指标都指向全球经济已经有衰退的风险，但 2019 年全球降息潮暂时把全球经济从衰退的边缘拉了回来。因此我们认为明年以美联储为首的全球央行的紧缩周期可能会因为经济增长疲软而被迫变得更为温和，甚至不排除过程中按下暂停键的可能性。

长期结构性问题（“3D” 衰退性因素 Demographic, Debt、Decoupling）重回视野

老龄化叠加劳动力供给短缺：全球人口老龄化导致劳动力供给开始出现短缺是疫情前全球经济结构性放缓的重要原因之一。过去十年中，全球发达国家已经开始步入深度老龄化，而中国作为最大的发展中国家，劳动人口和占比也持续下降。在联合国发布的《世界人口展望》中指出，到 2050 年，全球 65 岁以上老人的占比将从如今的 11% 上升到 16%，欧洲和北美老龄人口占比可能会达到四分之一。全球人口红利目前在南亚和北非等地区依然存在，但由于各种教育、基础设施以及全球移民政策收紧的因素，无法被有效开发利用。人口老龄化的直接影响是造成全球劳动力供给不足，而疫情加剧了劳动力供求失衡。一方面，疫情导致短期内劳动参与率较低，劳动力供给出现不足；另一方面，人们在经历了如此多的艰辛、疾病和死亡之后开始反思自己工作的价值，要求提高工资和改善福利条件，这会导致很多员工在疫情后未必能回到原来的工作岗位。最近美国各地的罢工运

动正在逐渐升温，而长久以来被压制的美国工会势力也开始重新取得话语权。如果劳资双方矛盾的激化在全球范围内蔓延，可能导致本来就因人口老龄化而十分严重的劳动力供给问题更为严重。

债务越来越不可持续：全球债务隐忧增加。疫情以来，各主要经济体的资产负债表急剧扩张。根据摩根士丹利全球宏观团队测算，2008年次贷危机爆发后的7个季度内，全球债务/GDP从180%跳升了19个百分点至199%，而这次疫情暴发之后的短短4个季度内，全球债务/GDP从222%跳升了27个百分点至249%。从整体而言，目前全球债务水平已经几乎是2008年次贷金融危机前的一倍。其中以美国为首的发达经济体的债务问题更为严重，疫情暴发后的4个季度内，发达经济体债务/GDP从266%跳升了38个百分点至304%的高位。为了应对次贷危机和新冠疫情的冲击，全球债务风险的累积已经到了非常危险的边缘。虽然目前超低利率环境和经济复苏背景下，债务危机的风险相对可控。但伴随着美联储开始收紧流动性和全球进入加息周期，全球利率中枢会逐步上升使得债务融资成本会显著上升，这也意味着发生债务危机的风险会持续上升。从“债务/GDP”指标来看债务的可持续，除了控制作为分子的债务水平之外，作为分母的经济增长也至关重要。可以预见的是，伴随着刺激政策的逐步退出，如果经济增长明显失速，债务危机风险将会进一步上升。此外，通常金融机构在债务危机中会因为资产负债表受损而收紧信用，这会加剧实体经济的危机，从而形成向下螺旋的资产负债表式衰退。

供应链安全加速逆全球化：全球经济一体化步伐虽然在疫情前已经开始有所放缓，但过去数十年的全球化进程已经在全球范围内塑造了成熟和高效的供应链布局。但在席卷全球的新冠疫情面前，这种基于帕累托最优原则进行全球分工的脆弱性暴露无疑：无论是疫情初期全球口罩和呼吸机的大量短缺而造成疫情死亡率居高不下，还是之后芯片短缺造成手机和汽车产量下降甚至有停产风险，以及最近全球航运大塞车和能源危机。虽然供应链危机未来可能会伴随着疫情进一步得到控制之后逐步缓解，但在此过程中暴露出来的问题令各国开始重新审视供应链风险。出于供应链安全考虑，各国会考虑推动关键产品生产的回流。例如最近新闻报道，台积电和索尼集团正考虑在日本西部熊本县共同新建一个总投资约为 8,000 亿日元(约 70 亿美元)的半导体工厂，并且日本政府会将提供一半的资金。疫情后各国推动供应链多元化和本地化将导致全球直接投资流向发生改变，这也是外生性疫情冲击内生化的一个重要表现。鉴于各国不再将成本控制作为全球供应链布局的首要考虑因素，叠加由于劳动力短缺造成的工资水平上涨等其他因素，以及各国贸易政策趋向于更加保守，“消失”的菲利普斯曲线将逐步回归。这意味即便未来全球因为疫情影响而导致的供给短缺

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28452

