



彭文生：变局，从重启到重构



【财新网】（专栏作家 彭文生）后疫情经济复苏既是重启也是重构，近些年已经开启的一些中长期结构变化的动能得到强化，经济学思维与政策框架从自由主义向中间回归的大周期轮回进一步显现。变局的大方向是资产泡沫压力下降，通货膨胀压力上升，同时金融风险 and 贫富差距下降，但转折期的经济运行特征在不同国家有不同体现，就中期来讲有几点值得重视。

一代人才见到一次的供给冲击，叠加几十年难遇的外生货币投放，意味美国的通胀中枢水平显著上升，美国通胀在中期超预期是全球经济和金融市场面临的重大变数。中国未来几年的主要问题是如何化解债务问题，有序重组意味信用利差上行空间可控；无序出清则容易导致信用利差过度上行。重组的宏观大势可以总结为“紧信用、松货币、宽财政”，中国特色的准财政行为比如银行体系的金融让利和央行的数字人民币发展尤其值得关注。

近期市场有两个问题让大家比较纠结。一个是美国的通胀大超预期，6月份美国的CPI通胀达到了5.4%，美国十年期国债收益率却明显下滑，为什么？代表着美国通胀不是问题，还是市场判断有误？第二个是中国PPI处于高位、生产端成本显著上升，当市场还在讨论PPI可以多大程度传导至CPI时，央行在7月却降低了存款准备金率，应该说也超出了市场预期，引发了大家如何看待中国经济形势和货币政策的讨论。

这两个问题都跟我们如何理解当前和未来宏观经济的态势有关系，如

果用一句话来概括，即是“变局：从重启到重构”。疫情得到控制后不仅有经济活动重启还有经济结构变化的问题。变局当然不是指小的变化。2008年全球金融危机以后，英国女王曾经问过一个问题：全球这么多的经济学者，为什么没有人能预见到这样大的金融危机。这一次疫情冲击也非常严重，我们不能怪医学专家为什么没能提前预知。但是，几年以后回过头来看，我们对于疫情冲击经济的影响，今天的认知和判断是不是存在偏差？偏差在什么地方？

围绕这些问题，本文将结合疫情对经济的影响和中长期的结构变化，包括“十四五”规划以及政策的导向，来阐述疫情得到有效控制后，经济活动由恢复到结构调整的过程，对宏观经济和政策有什么含义，对市场有什么启示。

我有三个主要观点。

第一，美国需关注中期通胀。我在去年下半年开始提醒美国通胀的风险。当时市场主流的观点不相信会有通胀。现在通胀起来了，但市场对通胀是暂时还是持续的，仍然有很大的分歧。大部分人认为是暂时、短期的。我认为，通胀不是暂时的，我们要关注中期的通胀压力。也就是通胀可能从短期的冲击，变化为未来中枢水平的上升。假设中枢水平由过去20年的1.5%上升至3%，我们在美国未来经济周期的高点经常会看到5%~6%的通胀率。这样的通胀环境，结合美元作为国际储备货币，对美国 and 全球经济的含义是什么？

短期来看，一个重要的含义就是最近美国十年期国债收益率下降很可能只是暂时的，未来还是要上升。但是上行的空间，因为美元的特殊地位，可能受到全球安全资产需求的限制。经济不好的时候大家追求安全资产，导致美国国债收益率下降。当前，用传统的方式看美国股市估值，已经非常高，但是和低水平的利率比并不那么贵。美国股市的未来走势关键是无风险利率，因此通胀中枢上移是美股最大的风险。根据我刚才讲的中期通胀的逻辑：全球股市的波动会增加，尤其 EM 国家的股市受到的冲击会更大。

第二，中国未来几年的主要问题不是通胀，而是怎么样化解债务问题。有两个方式，有序的债务重组和无序的市场出清。这两个方式都意味着无风险利率下行，由此带来一个含义：即中美利率的分化。这对中国的货币政策操作会产生多大的约束？中国作为大型经济体，要根据自己的情况制定货币政策，如何做到美国货币条件不成为中国货币政策的约束？这有可能意味着人民币汇率的灵活性增加；在必要的情况下，宏观审慎管理也需要加强。另一方面，财政扩张有助于减轻货币放松的压力。

对中国资本市场来讲，无风险利率下降支持股市的估值，但这可能不是关键，更重要的是信用利差。债务有序重组和无序出清这两种情形对信用利差的含义是不一样的：有序重组的情况下信用利差的上行有限；而无序出清的风险暴露则容易导致信用利差上行，风险溢价上升冲击股市。

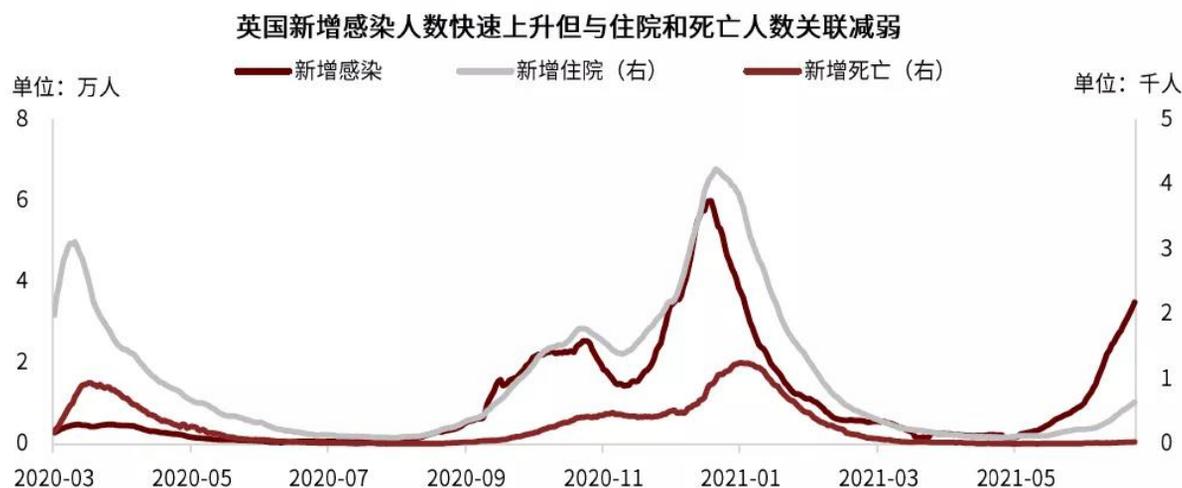
第三，重构的宏观大势为“紧信用、松货币、宽财政”。“紧信用”

指中国的债务偿还负担意味着银行体系对实体经济的资金量的支持是紧缩的，这里有市场自发的信用周期因素，也有宏观审慎监管尤其是房地产调控的影响。因为房地产作为信贷抵押品的角色，地产降温有紧缩信用的作用。在“紧信用”的环境下，促进经济增长需要“松货币、宽财政”。“松货币”主要是指央行引导基础货币的价格（无风险利率）下降，或者央行再贷款等准财政行为。中国可能不会像美国那样大幅扩张预算内的财政，中国的准财政行为还有可能体现在更广的银行体系上，也就是金融让利。

一、疫情扰动复苏节奏，不改复苏大势

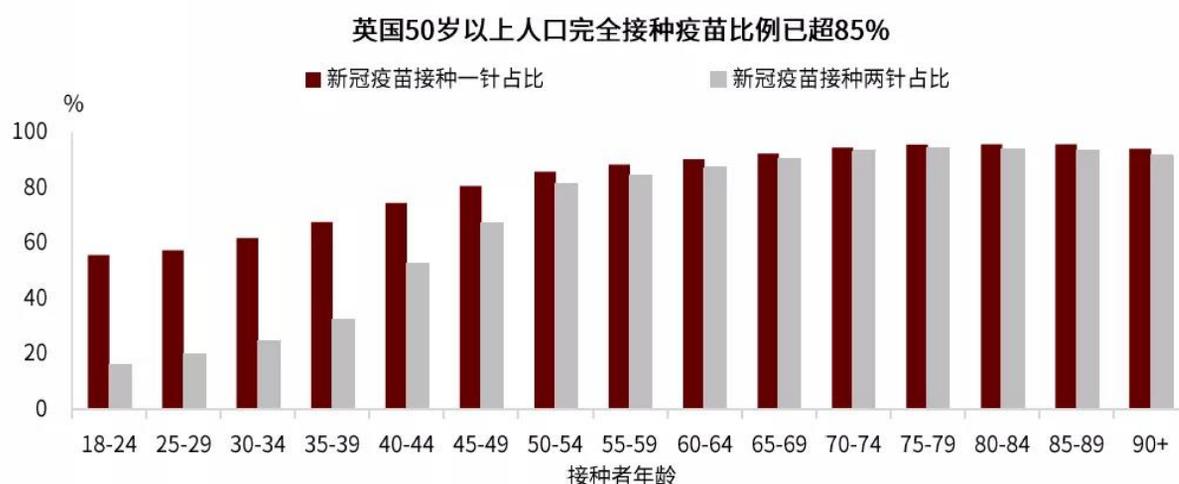
首先，疫情仍然是影响全球经济的重要因素，需要对疫情的演进做一个基本判断。最近全球疫情有所反复，引起了不少担心。我的总体看法是虽然有波折，但是不会改变全球主要经济体疫情整体可控的态势。以英国疫情变化为例，虽然最近新增感染人数再次大幅反弹，但新增住院人数和死亡人数却处于较低的水平，并没有出现之前的随感染人数上升而快速上升的现象。重症和死亡人数较低，感染人数对于经济的影响就不会达到去年疫情严重时候的程度。那这背后原因是什么呢？是老年人接种疫苗的比例很高，英国 60 岁以上老人接种疫苗比例超 90%。老年人得到了有效的疫苗保护，年轻人就算感染了，重症率和死亡率也是有限的。

图表1: 近期疫情现波折, 但未改整体可控趋势



资料来源: Wind, NHS, 中金研究院。数据截至 2021年7月21日

图表2: 中老年人群接种率高是根本原因



资料来源: NHS, 中金研究院。数据截至 2021年7月21日

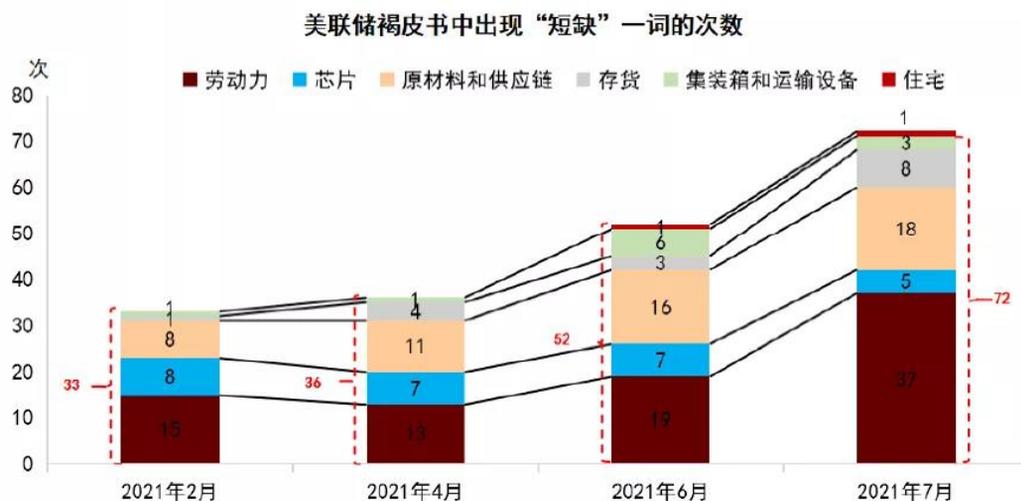
这样的基本判断对于经济的含义是什么? 意味着经济不会受到疫情反复的很大冲击, 仍将维持复苏的态势, 但是也很难在短时间内恢复到疫情之前的状态。所以我们要反思, 要梳理过去一年多全球经济究竟发生了什么事情, 尤其是一些对宏观经济格局有重要影响的特征。

二、供给: 一代人才见到一次的冲击

回到通胀这个根本问题。通胀要么由供给不足，要么由需求太强引发。供给这次有什么不同？我们把它总结为一代人见到一次的冲击。供给的冲击经常发生。最近河南郑州的洪涝灾害是供给冲击，以前其他地方的地震也是供给冲击。但是这次疫情是全球性的供给冲击，影响非常大，是几十年一次的，上一次这么大的全球性供给冲击还是 1970 年代的石油危机。

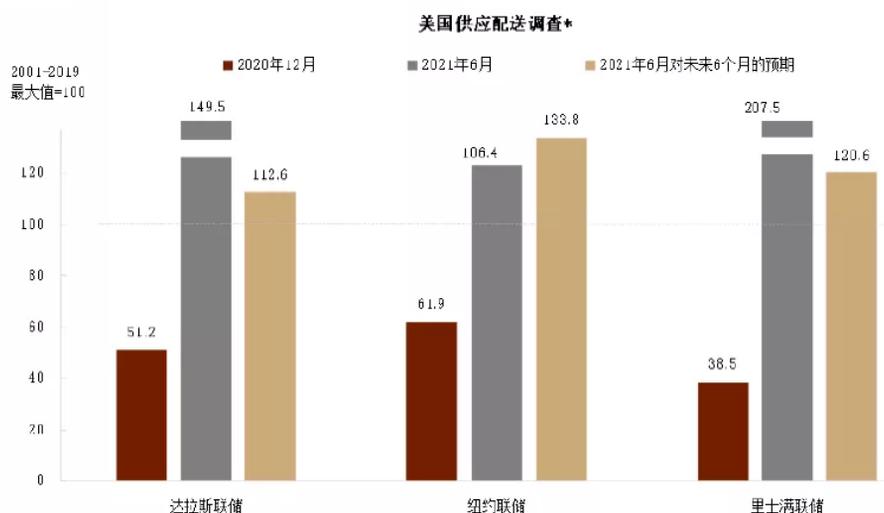
看几个例子，美联储的褐皮书最近提到“短缺”这个词的频率大幅增加，尤其是劳动力市场。美联储的调查显示，下半年的供应配送的效率仍然比较低，而美国劳动力供给恢复慢于需求。我们看职位空缺率指标，描述的是有岗位招不到人的情况，反映劳动力需求；再看劳动参与率，衡量多少人愿意找工作，代表劳动力供给，可以看到美国劳动力供给和需求的缺口在加大。除了政府提供的失业救助导致就业意愿降低、女性需要照顾孩子等因素外，还有一些深层次的原因，比如人们对参与群体活动变得更为谨慎。在疫情之前，劳动力供需关系比较正常，失业率上升伴随空缺职位数量下降；在疫情期间，失业率大幅上升，但是空缺没有增加，反映了当时停工停产的影响。但值得关注的是，美国近几个月，职位空缺率大幅上升，但失业率几乎稳定，这就是我们讲的美国劳动力市场错配的问题。

图表3: 美国: 短缺现象愈演愈烈



资料来源: 美联储, 中金公司研究部

图表4: 美联储调查显示下半年供应配送效率仍然低下



资料来源: 达拉斯联储、纽约联储、里士满联储, 中金公司研究部

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_34068

