

低增长、低利率和再平衡

——华泰期货研究宏观趋势展望（序）

经济增长：生产过剩和需求不足

工业革命通过技术创新，驱动人类从农业文明走向工业文明。在人口老龄化、全球化下收入分配导致贫富差距扩大等因素的影响下，全球生产力增长出现停滞。展望未来，有效需求不足仍将是常态。如果不考虑阶段性的库存周期波动形成的经济波动，全球经济仍处在并将长期处在生产过剩或需求不足的状况中，直到下一次平衡的到来。

实际利率：维持长期负利率环境

上一轮全球负利率状态的走出主要通过战争的形式，目前全球生产过剩的状态同样存在，同样需要经历再平衡的过程。无论是财政扩张推动的国家技术博弈还是“碳认证”新贸易体系下的发展权再分配，在非战争的方式下只能“以时间换空间”，供需失衡状态的改变需要更长的时间周期，全球“负利率”状态将在未来较长时期内延续。

美元指数：不一样的弱美元周期

在全球经济和美国经济的总需求疲软现实状态下，赤字财政成为必然选项。尽管当前宏观条件可以视为全球化的停滞状态，但是美元依然是全球流动性的风向标。对于未来，我们认为全球经济大概率仍将处在全球化的停滞期，全球产业链将逐渐走向重构，美国财政赤字虽然一定程度上仍会驱动美元走弱，但会由于产业链联系的不走向分离而逐渐弱化。

再平衡之策：战争 vs. 碳中和

应对全球总需求不足的对策，一个是之前我们谈到的做大蛋糕的政策，即通过“增加总需求”的宏观政策，在当前背景下宏观政策正从货币之手走向财政之手；另一个就是在蛋糕无法做大的情况下，利用“霸权优势”对全球经济的供需结构进行的再平衡，在过去主要是通过战争的形式进行，在当前背景下可能更多的是通过“碳认证”的方式。未来随着全球碳网络的成熟，碳价也将类似于欧盟碳市场进入到持续上涨的过程之中，这种碳价的持续上涨将提升经济运行成本，在全球产业链重构的过程中带来成本驱动的通胀上升。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[关注“窗口期”的风险释放](#)

——430 政治局会议点评

2021-05-01

[吹响生态文明的号角](#)

——《关于建立健全生态产品价值实现机制的意见》点评

2021-04-27

[当前宏观关注点问答](#)

——美元反弹

2021-03-31

[美元尝试反弹](#)

——宏观利率图表 027

2021-02-17

[等待美元的反弹](#)

——宏观利率图表 026

2021-02-08

[美元指数与中国利率](#)

2020-09-30

[全球尾部风险进入二次释放——](#)

[2020 年元旦至今美元上涨点评](#)

2020-02-01

序

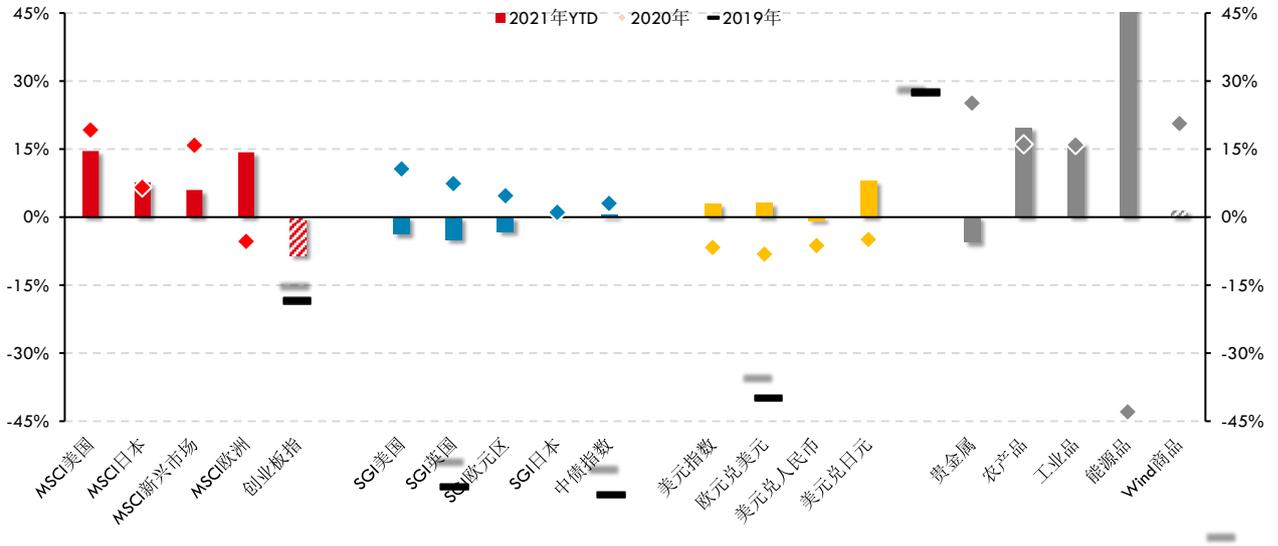
当2020年的大宗商品价格大幅上涨，似乎又开启了一个新的周期；但长期需求趋势扩张驱动的价格上行和供给受限带来的价格上涨之间依然存在着差异。

对于二十一世纪头十年的宏观背景，事后看是中国城镇化以及全球化下再分工的红利带来的需求扩张。那么对于未来的十年，这种需求扩张是否还存在？如果存在，将表现在哪些经济结构上？

从本篇报告开始，我们将对全球经济以及宏观政策的演变趋势进行专题分析。作为序章，本篇报告针对全球经济运行的环境和背景、对核心金融变量的影响、以及可能的应对措施进行概述性的分析，试图勾勒出宏观经济的概貌，为后续分析提供基础。

——是为序

图1： 如果仅从大类资产涨跌幅来看，似乎今年权益类资产的上涨和工业品类商品的上涨定价了供需的改善



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

经济增长：需求不足和财政政策

近代以来，在全球化所形成的世界体系中，核心国家和居于主导地位的群体不断通过向外转嫁制度成本而获取收益，得以完成资本原始积累，实现产业资本扩张和向金融资本跃升，广大发展中国家及底层民众则因不断被迫承受成本转嫁而深陷低水平陷阱难以自拔。

当代全球化本质上是一个因不同利益取向而相互竞争的金融资本为主导，递次向外转嫁成本以维持金融资本寄生性生存的体系。在人类无节制的贪欲面前，最终承担代价转嫁的是“谈判缺位”的资源和生态环境，致有人类社会的不可持续之虞。

——温铁军

工业革命通过技术创新，驱动人类从农业文明走向工业文明。而随着现代金融的快速发展，在经济虚拟化或债务化的过程中，同时加剧了经济的波动性以及财富分配的分化。随着经济增速的放缓，这种分化的显性影响也在加强。

展望未来，有效需求不足仍将是常态。如果不考虑阶段性的库存周期波动形成的经济波动，全球经济仍处在并将长期处在生产过剩或需求不足的状况中，直到下一次平衡的到来。

· 原因：人口趋缓、技术孕育和全球化停滞

回到经典的 AK 生产函数，经济增长通过技术效率和人均资本决定，即人、技术和资本。经济增长模型显示，推动增长的各要素效率正在衰竭。而在人口老龄化、全球化下收入分配导致贫富差距扩大等因素的影响下，全球生产力增长出现停滞，私人部门的需求出现了增长停滞，呈现出日本化现象。

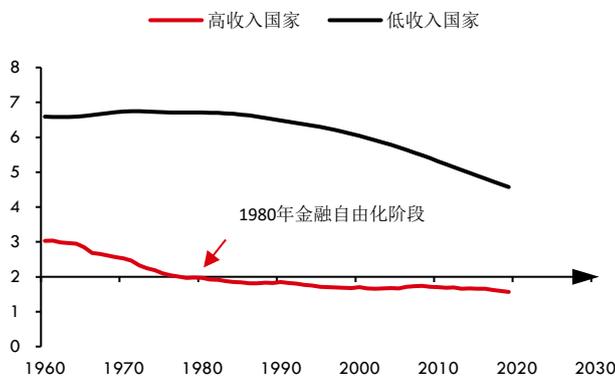
人：全球人口悬崖来临。根据哈瑞·丹特（2014）¹的研究，日本在 1942 年和 1949 年经历了最后两次“婴儿潮”一带的出生高峰；美国在 1957-1961 年达到出生高峰，加拿大在

¹ 参考哈瑞·丹特的《人口峭壁》

1960 年达到出生高峰。德国是在 2013 年之后首个落下人口悬崖的国家，同时还有英国、瑞士及奥地利。中国的劳动力增长也在 2015-2025 年攀至峰值平台。

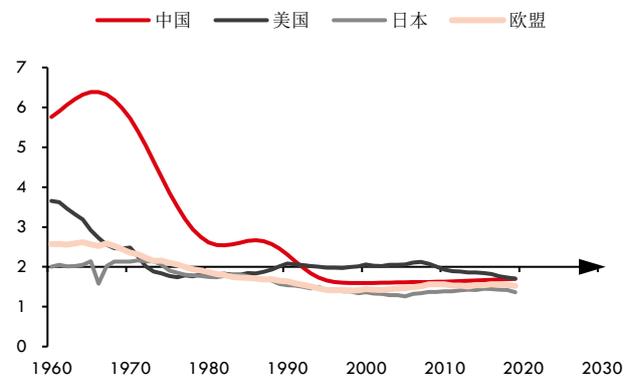
“七普”数据显示，我国人口总量维持 14 亿以上，人口增速继续放缓。第七次全国人口普查数据出炉，我国当前总人口为 141178 万人，同 2010 年第六次全国人口普查数据相比，增加 7206 万人，增长 5.38%，年平均增长率为 0.53%。随着我国经济发展特别是工业化、城镇化发展到一定阶段，育龄妇女特别是生育旺盛期妇女数量的持续下降、生育时间的推迟，以及生育养育成本的提高，导致出生人口规模收紧。

图 2: 全球生育率下降趋势，低收入国家相对较高



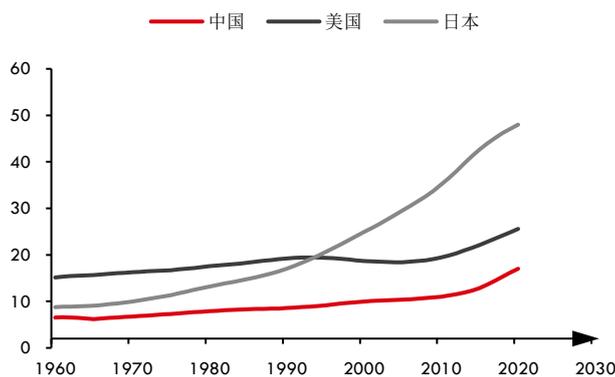
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 主要经济体人口生育率均跌落“2”



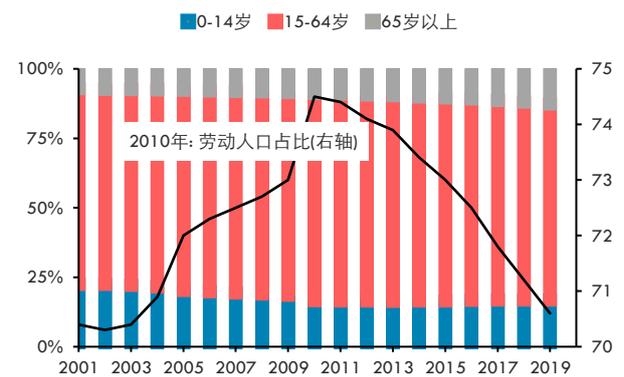
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 主要经济体人口抚养比显著上升



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 中国人口的刘易斯拐点

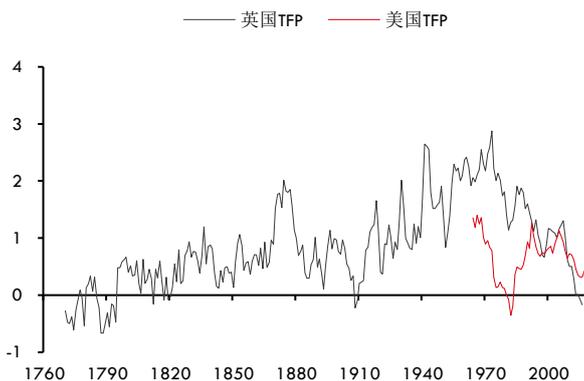


数据来源: Wind 华泰期货研究院

技术：全球生产力再次回落至低点²。我们以全要素生产率（TFP）来衡量实体经济增长的过程，通过观察英国 1760 年以来的 TFP 增长率变动可以发现，在每个世纪初 TFP 增长率均回落至停滞状态，1820 年、1910 年以及 2010 年 TFP 增速均回落至低点，显示出实体经济增长的停滞。TFP 增长率趋于停滞的阶段，借用当下流行的用于便是经济进入到“存量博弈”的环境，即经济周期处在相对“黑暗”的阶段，这种黑暗或形成非经济领域的对抗，或驱动债务周期的结束。

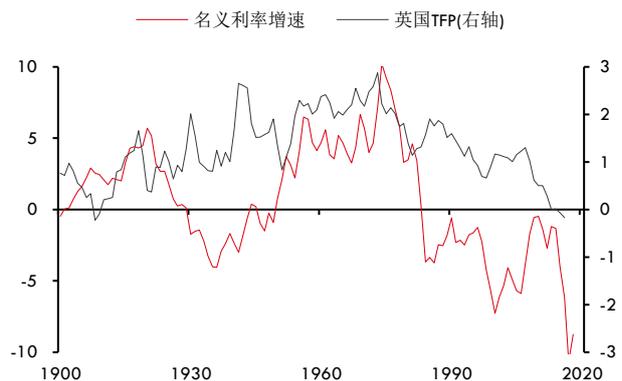
对于 2000 年以来的经济历程除了是中国进一步融入全球产业分工的过程，也是全球生产率延续回落的过程（缺乏战争对于科技的刺激，中国的加入并没有延缓这一过程）³。截止 2021 年一季度，由于疫情之下美国更多的劳动力退出劳动力市场，推动美国非农生产力出现了短期的快速回升（每小时产量同比增速），但是出全球存量博弈的特征依然没有改变。这种特征叠加着美国周期的结束，使得全球对于存量再分配的争夺日益激烈。

图 6： 主要西方经济体 TFP 增长率进入低点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7： 名义利率和 TFP 增长率对比



数据来源：Wind 华泰期货研究院

全球化：已经再次停滞。2008 年以来，尤其是特朗普时代以来，全球化 4.0 叙事已经终结，进入到“全球化 3.5”阶段⁴，是一种倒退，也是一个过渡。80 年代以来以全球价值链网络为表征的全球化或许太过激进，过分强调了效率，忽视了公平和安全。经过几年的较量，国际关系已经进入战略相持阶段，各国战略也基本明朗。

² 参见报告《开年首季问大势（总论）——定位·重塑·周期》（2020.1.11）

³ 参见报告《夕阳无限好》（2019.11.25）

⁴ 参见邵宇《预见未来》（2019）

· 财政：应对全球需求不足的重要宏观政策

在新问题新挑战面前，用发展的办法解决发展中的问题。就像中国改革的主要策略也是“先易后难”，通过培养新利益来解决既得利益，通过增量改革来解决存量改革的问题。

——郑永年⁵

在我们的理解范围内，解决总需求不足的方法主要有两个：1) 或通过技术创新，推动经济从存量博弈回到增量扩张（做大蛋糕）；2) 或通过不同手段，推动经济资源在地缘之间形成二次分配（分配蛋糕）。前者需要技术的积累，并到达某一个“奇点”，更多体现为时间的函数。相对而言，后者借助于“霸权”的影响，对于解决中短期的经济问题似乎更立竿见影。目前全球主要经济体在两个层面都有博弈。前者通过扩大财政支出，进行主权国家之间的科技竞争；后者在“第三次”世界大战仅作为备选项的情况下，通过“碳协议”的方式，进行着发展权在发达和不发达经济体之间的再次分配。

财政政策：认识财政工具对于多周期宏观经济的调节作用。在解决总需求不足的过程中，财政工具虽然经常被自由主义者认为会挤出私人主体而受诟病，但通常财政工具对于逆周期调节是一个有效工具，从跨期角度财政工具有不同的功能。1) 短期而言，财政货币政策发挥着宏观调节的作用，通过凯恩斯主义的有形之手，熨平经济在中短周期维度的波动。而随着全球生产力的降低“冰点”，在 80 年代以来全球的金融自由化影响下，货币政策工具的使用已经接近流动性陷阱（从日本到欧洲、美国的非常规货币政策），未来边际上发挥更大作用的宏观政策落到了财政工具身上。2) 中期而言，上世纪美国的“大萧条”和日本的“失去二十年”，都证明了当私人部门面临资产负债表的衰退之后，推动经济体总需求维持增长的唯一动力来源于公共部门⁶——财政支出通过填补私人部门需求的不足，将社会总需求维持在正常的增长状态，从而避免了“通缩”的陷阱。3) 长期而言，能够推动经济走出总需求不足的根本动力依然来自于科技革命对于生产力的抬升。就像阿瑟⁷指出的，如果一个国家能够引领先进技术，它需要的不是投资更多的工业园区，它需要建立其基础科学，不带有任何商业目的，在稳定的资金和激励安排下养育那样的科学。财政的有目的的持续扩张，推动了技术的变革。

⁵ 参见郑永年《未来三十年》（2018）

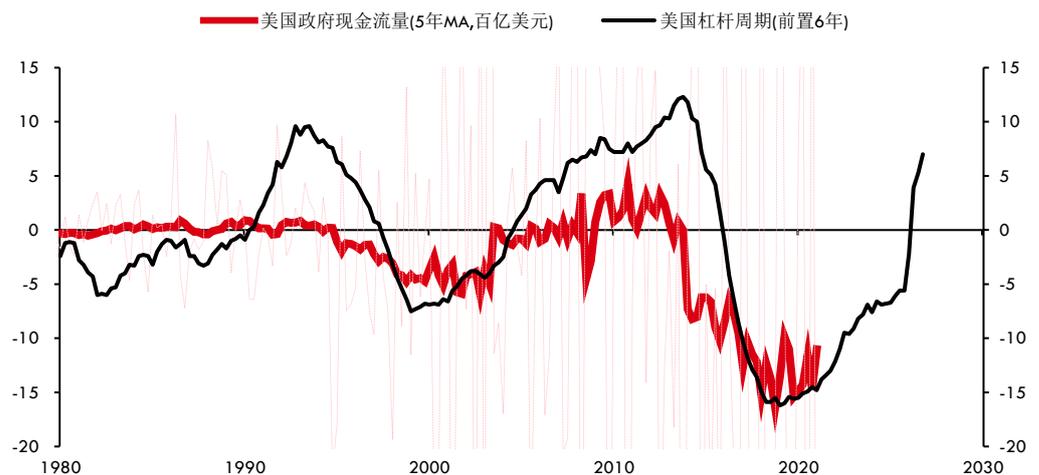
⁶ 参见辜朝明《大衰退》（2008）

⁷ 参见布莱恩·阿瑟《技术的本质》（2018）

当代资产负债表政策：应对私人资产负债表衰退的政府资产负债表扩张。在实体停滞的时候，资金的扩张并不因此而停歇。对比 1900 年以来 TFP 增长率（实体）和名义利率增长率（金融）的变化可知，一般情况下两者呈现同向运行，即实现财富在金融资本和生产资本之间的合理分配。但是这种合理的分配在 1935 年、1986 年、2000 年至今发生了便宜，名义利率增长率的快速回落意味着经济债务化的过程，也意味着财富分配在往金融资本倾斜。假定 TFP 增长率能够扭转当前的弱势，则从内生动能上经济从存量博弈走向增量扩张，分配的矛盾将缓解。但是这一假定不成立的情况下，即全球将长期处在下一轮技术革命酝酿前期，那么分配矛盾的激化或以金融债务的一次性出清为代价，或以长期的低增长承载债务的缓慢出清，经济运行的模式从“利润最大化”全面进入到“债务最小化”的陷阱中，驱动政府资产负债表的扩张。

在这种情况下，货币政策是无效的，财政将是驱动经济的主要动力。欧洲的负利率试验甚至出现了流动性陷阱问题。如果把经济比作一根绳子，那么货币政策对于宏观经济这根绳起到的是推的作用，真正带动绳子往前进的力量在于通过需求的增加将经济往前拉。目前在全球生产力增长停滞的情况下，总需求的扩大只能通过财政主动扩大支出来提供。从全球经济的驱动美国为例，美国政府在 2008 年以来总体处在净支出且不断扩大的状态，来弥补总需求不足。如果排除掉疫情中政府对于私人部门的财政转移支付，未来美国政府仍将处在净支出的模式之下。

图 8： 私人增长动力缺乏，政府消费成为驱动经济扩张的发动机；政府维持净支出，但未来有效缓期



数据来源：Wind 华泰期货研究院

再平衡之策：战争 vs. 碳中和

我们可能无法理解，为什么以沙特为首的欧佩克要拼命提高产量，降低油价，结果是俄罗斯出手打击 IS？我们更无法理解，巴黎恐怖袭击与美元加息有何关联，而当奥朗德打算与普京并肩作战时，土耳其匪夷所思地击落俄罗斯战机？这一切的背后，总是有一只看不见的手在晃动，而它的指尖，始终指着同一个方向——资本！

面对互联网、物联网普及的电子商务时代，中国和美国已站在同一条起跑线上，而在这场对中国和美国都生死攸关的追逐赛中，谁是最初的领跑者并不重要，重要的是，谁是最后的撞线者。所以美国真正的敌人不是中国，而是新的产业模式和交换模式即将诞生。

文明对个人而言，是生活方式；对国家而言，就是生存方式。真正意义上的大国崛起，必然是一种新文明的诞生。而每一种文明的最核心之处，是建立起由它主导的信用体系。

——乔良⁸

应对全球总需求不足的对策，一个是之前我们谈到的做大蛋糕的政策，即通过“增加总需求”的宏观政策，在当前背景下宏观政策正从货币之手走向财政之手；另一个就是在蛋糕无法做大的情况下，利用“霸权优势”对全球经济的供需结构进行的再平衡，在过去主要是通过战争的形式进行，在当前背景下可能更多的是通过“碳认证”的方式。

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_28976



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>