



蒋飞：世界经济在转折中 寻找平衡



文/意见领袖专栏作家 蒋飞

核心观点

全球经济正处于转折期，表现在四个方面。第一，全球经济将启动长周期去债务化，主要是全球人口结构中 15-64 岁的劳动力人口占比在下滑。第二，世界政府将面临长周期的高温天气，影响工业生产和居民生活。第三，欧美面临经济衰退，经济硬着陆风险提升，劳动力市场将从过热向过冷转变。第四，如果欧美央行能够持续加息，全球通胀形势从上涨向下降转变。

各国经济在转折之中寻找和建立新的平衡。2022 年，俄乌冲突改变了物价分化态势。欧洲如何应对高油价造成的新挑战，美国如何应对高美元造成的高债务，都将是未来新的平衡过程中需要解决的问题。逆全球化造成各国经济增速分化，在强势美元面前，资源国的汇率相对强势，制造国的汇率持续走弱，消费国汇率先强后弱。美元在官方储备中的占比下降，各国政府对人民币的储备需求在不断增加。随着美联储加息，新兴市场国家发展遇到挑战，主要是货币贬值，外汇流出以及高通胀。

当前，中国经济正在转换新的发展动能。我国人口结构发生变化，老龄化人口比例不断提升，劳动力人口增速下降过快。中国正处在第五轮消费升级，表现在服务消费占比正处于快速增长阶段。中国工业发展也进入后工业时代，产业不断升级，工业结构正从劳动、资本密集型向技术密集型产业转变。与工业结构转变相对应的是，我国出口结构的变化。机电产

品出口增速较高，其次是原材料和高新技术产品。从出口国家看，中国对传统出口国的占比在下降，对东盟国家出口占比大幅提升。

展望四季度，国内经济在房地产软着陆的长周期背景下，疫情短时间内多次侵扰，造成国内企业和居民投资和消费信心不足，融资意愿不强，经济复苏乏力。美联储在四季度加息将接近尾声，美国经济面临衰退。我国风险处置还在路上，还需警惕可能出现的风险事件。改革是解决经济发展问题的最好办法，政府应当继续加快国企改革，提升直接融资占比，推行注册制改革。



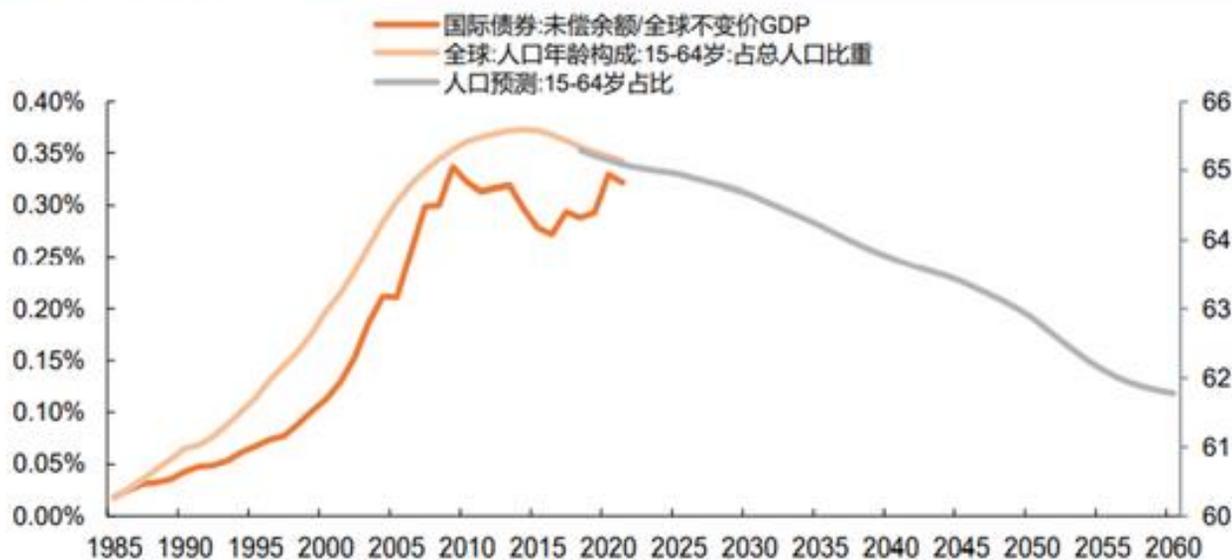
全球经济正处于转折期

1.1 全球经济将启动长周期去债务化

全球人口结构与世界债务负债率息息相关。15-64 岁人口占比越高，说明劳动力数量越高，经济需求越旺盛，对借款的需求和自身偿债能力较高，共同推动了负债率的升高。在全世界层面来看，1985 年至 2015 年正是劳动力占比上升和世界负债率上升的周期。2015 年之后世界人口结构逐渐拐头，国际负债率也已经见顶回落。如果 2020 年不发生全球性的新型冠状病毒疫情，这一负债率回落的趋势还会延续。目前疫情的影响在全球层面正在结束，世界经济将再次进入收缩和去杠杆的阶段，而这不仅仅是短周期的经济回落和货币收缩，更是再次延续长周期的跟随人口老龄化而进行去债务化的过程。

当然国际未偿债务/GDP 的比值是在 2008 年首次见顶的，劳动力人口比值见顶是在 2015 年，两者并不是同时发生的。主要是 2008 年时的美国次贷危机影响巨大，提前把债务压力释放，导致欧美进入多年的去杠杆过程。而 2020 年因全球爆发疫情而造成的经济危机，促使主要经济体再次加杠杆和增加债务，可以预见未来几年将进入深度去杠杆的过程。

图 1: 全球经济长期去债务化



资料来源: IFIND、长城证券研究院

1.2 全球政府将面临长周期高温天气

随着世界工业发展，以二氧化碳为代表的温室气体排放量增加，导致全球气温逐年上升。我们从 NOAA（美国国家海洋和大气管理局）网站获取全球陆地和海洋每年 7 月温度的波动值（该数据以 20 世纪 7 月气温平均值为基准，计算全球气温逐年的变化量），可以发现自 1985 年起，全球气温逐年升高。结合同样一直呈上升趋势的世界二氧化碳排放量和 OECD 工业生产指数，不难推断：工业发展加大了碳排放量，进而推动了全球气温升高。国家气候中心首席预报员陈丽娟表示，今年区域性高温过程持续时间将成为 1961 年以来持续时间最长的一次高温过程。8 月 17 日中国气象服务协会会长、中国气象局原副局长许小峰接受采访时称：“全球范围内，至少近十年或更长时间都将频发这种高温天气，甚至出现超高温天气。”据美国 AXIOS 新闻网报道，到 2053 年，从美国得克萨斯州到伊利诺伊州

将出现一条“极端高温带”，可能对美国 1 亿人造成影响。这些都是全球温度升高将是一个长期过程的例证。

长周期的高温天气已对工业生产和居民生活带来反噬效应。未来世界各国政府都要认真对待能源转型和工业结构升级的问题，而这又要求各国政府之间应以合作的方式应对而非排斥。因此，各国政府需平衡好工业发展和控制排放的关系，针对性地推出更有效的节能减排政策，积极应对长周期高温天气的影响，实现经济的长远健康发展。

图 2: 全球长周期高温天气



资料来源: IFIND、长城证券研究院

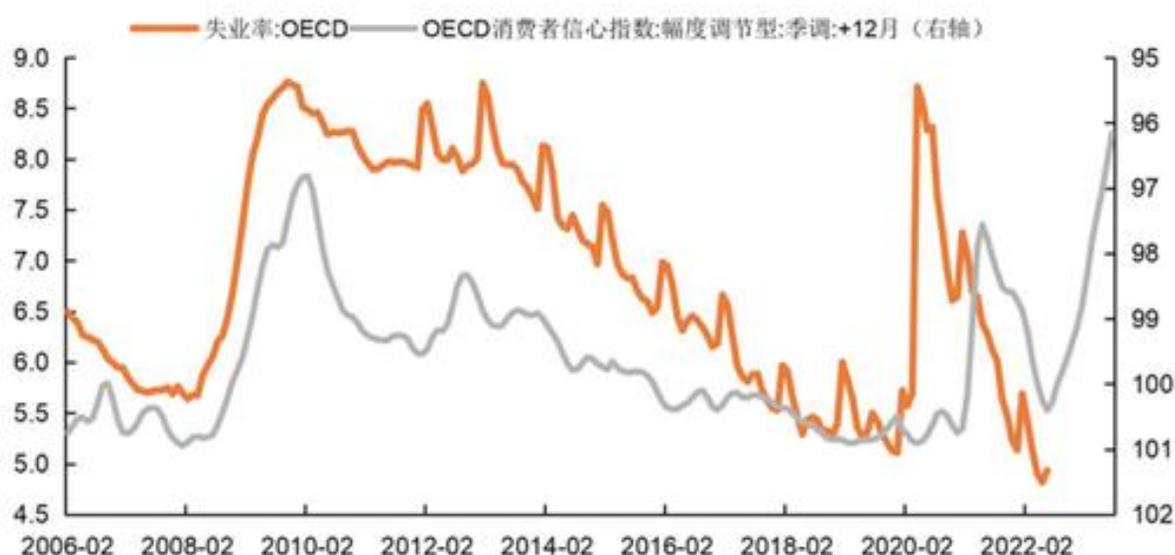
1.3 劳动力市场将从过热向过冷转变

消费者信心指数领先失业率大约 12 个月，当前 OECD 的消费者信心指数已经从 2021 年 6 月的 100.4 下降至 2022 年 6 月的 96.6，降速与之前的经济危机相似。这意味着 OECD 的就业市场将出现大幅的收缩。而当

前欧美等主要国家的劳动力市场依然过热，失业率保持历史较低水平。因此劳动力市场从过热向过冷转变可能是很短的时间就会完成，这意味着经济硬着陆的风险在显著提高。

当然这是短周期的经济转折，但对全球经济乃至金融市场会产生较大的影响。劳动力市场收缩会促使居民收入下降，进而导致消费下降，企业库存上升，违约风险提高，信用利差扩大，进而是股市的下跌。如果需求的下降是极快速的，会导致经济危机的发生。

图 3：劳动力市场从过热到过冷转变



资料来源：IFIND、长城证券研究院

1.4 全球通胀形势从上涨向下降转变

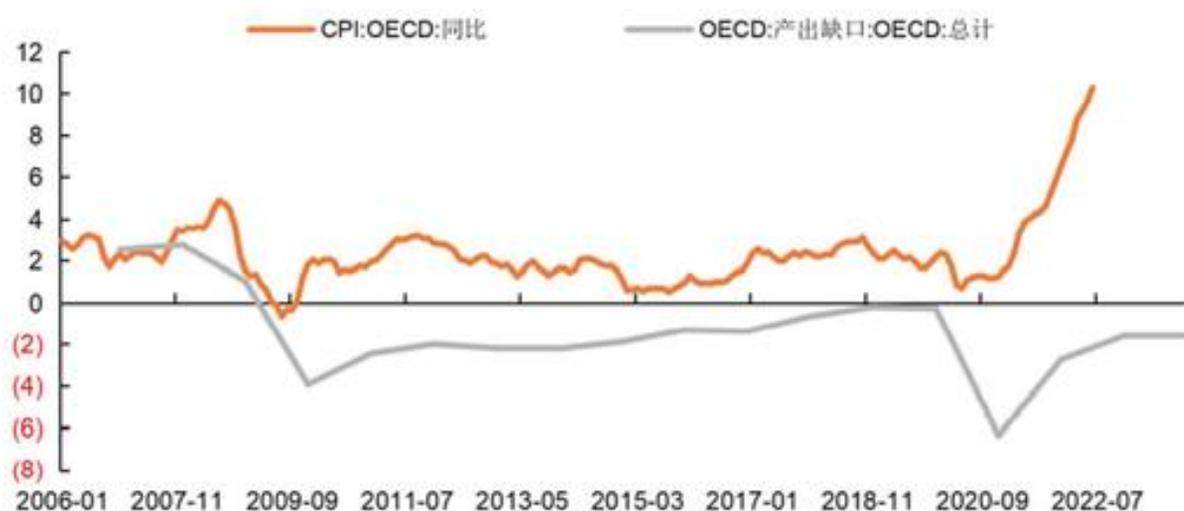
虽然今年全球面临着巨大的通胀形势，但产出缺口并未大幅上升。

OECD 数据显示其产出缺口仍然是负的。我们知道产出缺口就是实际产出和潜在产出的差值。当产出缺口为负时，需求小于供给，形成通货紧缩压

力。历史上产出缺口扩大的时候通胀才大幅上升，但 2020 年以来的产出缺口和通胀形成了巨大的背离，这一切都将随着欧美的不断加息而回归。

我们预计如果欧美央行能够如期加息，那么主要经济体的通胀就会在今年四季度见底回落，并且延续至明年，比如美国 CPI 同比增速明年年底或降至 2%附近。全球通胀形势正处于从上涨向下降转变的阶段。

图 4: 全球通胀从上涨向下跌



资料来源: IFIND、长城证券研究院

各国经济正寻找新平衡

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_45858

