



稳固宏观大盘，如何穿越 风险激流



李克强总理代表国务院在十三届全国人大五次会议上所作《政府工作报告》指出，“在肯定成绩的同时，我们也清醒看到面临的问题和挑战。全球疫情仍在持续，世界经济复苏动力不足，大宗商品价格高位波动，外部环境更趋复杂严峻和不确定。”

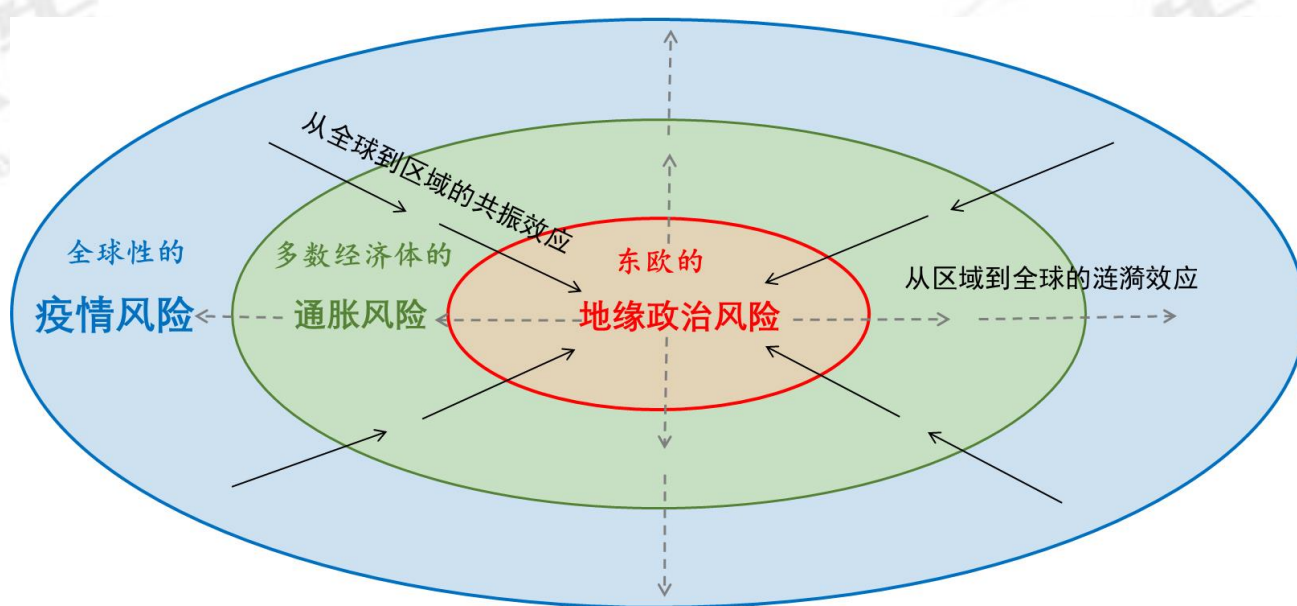
这是对2021年年底中央经济工作会议以来外部形势变化的最新概括。当前，欧洲采取“与病毒共存”策略，美国承认对通胀的误判并加快收紧货币政策，俄罗斯在乌克兰展开“特别军事行动”，意味着这三个大型经济体在一个相对集中的时间段中，几乎同时触发了疫情、通胀和地缘政治三大外部风险，并且相互交织、形成共振。

特别值得关注的是，这三大外部风险并不是一个平行关系，而是存在着影响范围的不同。欧美放松抗疫政策带来的疫情再度扩散的风险是全球性的；通胀风险虽然分散在全球各地，但包括中国在内的部分亚太经济体的通胀水平仍然比较温和；地缘政治冲突的范围看似最小，仍限于俄乌两国，但围绕着这一局部战争衍生的经济金融制裁和国际政治较量，又使得个别国家的地缘政治冲突形成“涟漪效应”，再度扩散回馈至更大范围的通胀风险和更加严重的疫情风险。

当前全球三大外部风险的共振和涟漪，与乌利希·贝克所描述的全球风险社会“去本地性”（Delocalization）、“不可计算性”（Incalculableness）和“不可赔偿性”（Non-compensatability）三大风险特征高度一致。今年的《政府工作报告》明确提出要把稳增长放在更

加突出的位置，在外部风险挑战明显增多的情况下，防范、应对和化解来自外部的风险挑战，成为了“着力稳定宏观经济大盘”的重要保证。

图 1 外部三大风险的共振与涟漪



新冠病毒的演变规律使疫情向长期化、复杂化发展，而欧美国家防疫策略的调整更是助推了这一过程，同时疫情的长期化和复杂化进一步带来全球经济“脱实向虚”与社会矛盾的持续激化。

疫情长期化、复杂化使中国“外防输入”压力增大。今年以来欧美国家逐步放松疫情管控措施，实施与病毒共存策略，对中国是具有一定风险的。过去大约 4 至 6 个月会出现一个强大的变异株，而奥密克戎 (Omicron) 和德尔塔 (Delta) 这类变异株能让针对之前新冠变异株的疫苗抗体效力减弱。以美国为例，美国在 2021 年底接种至少一针的疫苗接种率就已接近 75%，但今年前两个月平均每日新增确诊病例仍超过 40 万人。而中国自然

感染率低是优势也是劣势，几乎需要完全通过疫苗建立免疫，考虑病毒的演变以及欧美抗疫策略转向，疫情可能进一步向长期化和复杂化发展，“外防输入”压力或有所增大。

全球经济“脱实向虚”的风险。疫情长期化、复杂化使实体经济面临的困境持续存在，根据谷歌移动指数，美国人居家时间较疫情前上升约 5%，并且已经不再下降。不受疫情限制的虚拟经济由此迎来快速发展，包括比特币、稳定币和智能合约在内的数字加密资产在疫情后迎来爆发式增长。截至 2021 年年底，数字资产规模在过去两年增长超过 10 倍，达到 2.1 万亿美元，已经超过澳大利亚、巴西、西班牙、意大利等重要股票市场的规模，并且交易十分活跃，日交易量可达其市值的 7%。同时元宇宙概念的流行进一步刺激了虚拟资产交易，基于区块链技术的游戏 Axie Infinity 和 Decentraland 以数十万、上百万美元的价格将其在虚拟世界中的“土地”出售。可见，随着疫情对实体经济构成持续压制，可能令市场从虚拟经济寻找新的出路，带来经济“脱实向虚”风险。

社会矛盾面临进一步激化风险。疫情加剧了全球不平等现象，首先是国家内部的不平等，疫情从医疗、教育、收入等多个维度令贫困和脆弱社会群体受到更多伤害，疫情后主要国家的财富不平等程度进一步加剧，2021 年美国前 10% 人群的财富份额相比 2020 年上升 0.33 个百分点，逆转 2013—2020 年的小幅下降趋势；其次是国家之间的不平等，这更多体现为目前发达国家与发展中国家的“免疫鸿沟”，发展中国家受限于资金

和技术，疫苗接种率远低于发达国家，根据世界银行的四个收入组别国家分类，当前高收入国家完全疫苗接种率为 72%，中高收入国家为 71%，中低收入国家为 46%，而低收入国家仅 10%，应对疫情的资源的不平等状况也加剧了全球的不平等现象，令社会矛盾进一步激化的风险增加。

在此背景下，中国疫情防控将更加科学精准，最大限度减少经济社会发展影响。近期国家卫健委发布的《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版）》充分体现了科学精准防控导向，在优化病例发现和报告程序、对病例实施分类收治的同时，也调整了解除隔离管理、出院标准。由于相关研究已经表明处于恢复期的感染者在核酸 Ct 值 ≥ 35 时，密切接触者中未发现被感染的情况，新版方案将出院标准中的“连续两次呼吸道标本核酸检测阴性”修改为“连续两次新型冠状病毒核酸检测 N 基因和 ORF 基因 Ct 值均 ≥ 35 ，或连续两次新型冠状病毒核酸检测阴性”。3 月 17 日召开的中央政治局常委会议进一步强调要提高科学精准防控水平，不断优化疫情防控举措，加强疫苗、快速检测试剂和药物研发等科技攻关，使防控工作更有针对性。疫情防控更加科学精准，将有助于平衡疫情防控与经济社会发展。

从通胀的强度看，过去一年海外通胀势头迅猛，截至 2022 年 2 月，彭博基于各国购买力平价国内生产总值（GDP）加权得到的全球消费者物价指数（CPI）同比已上升至约 6.5%；从通胀的广度看，高通胀也并非美欧独有，笔者统计了全球范围内 75 个主要经济体的 CPI 情况，其中 64% 的经济体 CPI 高于 5%，81% 的经济体 CPI 高于 3%。发达经济体中，仅日

本和瑞士 CPI 仍位于 3%以下；新兴经济体中，除中国、印尼、马来西亚等部分亚太经济体和沙特、约旦等部分中东经济体，主要新兴市场也都处在高通胀状态。全球处于高通胀状态也给企业经营状况、金融资产价格等方面带来风险。

企业经营风险主要指中下游企业的利润压力加大。高通胀将导致企业生产成本上升，也将对利润率形成侵蚀，无论是美国、欧洲、还是中国，均面临生产者物价指数（PPI）高于 CPI 的剪刀差问题，尤其是对于中国而言，海外输入性通胀压力下，原油、天然气、有色金属等国内生产能力有限，具有较高进口依赖度的商品价格上涨压力仍较大。大宗商品价格的持续走强和 PPI 向 CPI 传导不畅，将导致中下游企业的利润压力加大，2021 年国内工业企业利润率出现上下游分化，供给推动的高 PPI 通胀使上游企业利润得到支撑，而下游行业利润率出现下滑。相比 2020 年，上游工业企业利润率平均上升 3.3 个百分点，而在 2021 年经济整体反弹背景下，剔除受疫情因素影响较大的医药行业后，下游工业企业利润率反而下降了 0.3 个百分点。

资产价格风险主要指股市回报的不确定性较大。一般认为高通胀将推高利率，不利于债券资产表现，股票则是较好的抗通胀资产，而笔者通过对美国长期（1930—2021 年）股票和 GDP 平减指数的关系进行回测发现，在通缩的年份股市表现的确较差，平均年回报仅 -0.3%，而在高通胀环境下（GDP 平减指数大于 5%），股市回报的不确定性较大，股票回报可能很

高(如 1975 年上涨超过 30%),也可能很低(如 1974 年下跌超过 25%)。这和现在美国市场的情况非常像——反映标普 500 隐含波动率的 VIX 指数今年以来平均在 25%以上,远高于过去 10 年约 17%的历史平均水平。对中国股票的回测(1991—2021 年)也能得到类似的结论,当 GDP 平减指数高于 5%时,股市波动率是全历史区间的近 1.5 倍。

中国围绕粮食、能源等大宗商品的保供稳价多项政策措施从 2021 年下半年开始即已密集出台,有效确保了通胀水平处于合理区间。粮食方面,2021 年中国粮食产量 1.37 万亿斤,创历史新高,《中共中央国务院关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》(即 2022 年中央一号文件)文件中继续强调要全力抓好粮食生产和重要农产品供给,包括主粮三大品种、菜篮子产品等;能源方面,2021 年可再生能源发电装机规模突破 10 亿千瓦,“双碳”目标下推动能源转型能够一定程度上减少对传统能源的依赖,同时中俄能源合作走向深入也有助于缓解供给冲击下全球大宗商品价格上涨带来的输入性通胀压力。

自 2 月 15 日俄罗斯承认乌克兰东部两地区为独立国家以来,俄乌局

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_40021

