



彭文生谈全球经济：一个低效时代在终结





在去年的年度展望报告《虚实收敛》里，我们提出在外生的疫情冲击之后，2021 年全球经济将重回内生波动，金融和实体的分化将收敛，需要关注中国的债务可持续性和美国的通胀风险。展望 2022 年，需要市场关注更多的问题，包括能源和大宗商品价格、全球产业链瓶颈、发达国家劳动力供需错配，以及中国需求下行压力、房地产和相关债务风险等。

与常见的需求驱动的经济周期不同，这一轮经济波动的背后，有供给和需求两个方面的力量在同时发挥作用，增加了分析问题的难度，尤其是如何区分暂时与持久的因素，很有争议。最突出的例子就是美联储从强调通胀的“暂时性”，转变为接受“通胀压力持续时间超出预期”的说法。

要做到“不畏浮云遮望眼”，需要一个超越短期的锚，形成对未来经济格局大势的判断。其中最关键的是，百年不遇的新冠疫情对经济运行机制究竟有什么样的持续影响？

本文提出一个视角，从效率来看，全球经济过去 40 年的“低效时代”正在终结。这里的“低效”评判有两个维度：一是在供给持续过剩的环境下，资源使用的效率降低，就是一般说的粗放经营；另一个是短期看来有效的资源配置长期来看可能无效，突出的例子是自然资源的使用可能增加经济未来面临的约束，比如二氧化碳排放带来的气候变化问题。在供给约束增加的环境下，未来效率的提升将体现在技术进步和经济转型上，同时过去低效时代累积的问题需要化解，对宏观环境、经济结构和资产估值有深刻含义。

一、人口老龄化抑制供给扩张

一个低效率使用资源的时代终结了，这不仅体现为自然资源的约束，而且也并非由这次新冠疫情所引发，虽然疫情起到了加速调整的作用。事实上，全球经济供给过剩下降，已经体现在主要经济体人口红利的消退上。人口是一个慢变量，其对经济的影响是超越了短期的周期波动，具有累积效应。人既是生产者也是消费者，人口变动是经济发展最根本的驱动力。

笔者在 2013 年出版的《渐行渐远的红利》一书里，详细分析了人口变化对经济的影响，并提出了对未来展望的三个观点：1) 中国经济增速进入趋势性放缓阶段；2) 结构不平衡有多方面，根本的失衡是贫富差距；3)

高储蓄、房地产泡沫和信用扩张联系在一起，是未来 5-10 年最大的宏观经济风险。在 2013 年，各界对这三个观点有较大的争议，但现在看来基本符合过去几年的实际情况。这三个视角仍然有助于我们理解人口对经济造成的供给约束，尤其是对利率的作用上。

主要经济体劳动年龄人口增速放缓甚至绝对数下降，对经济增长带来下行压力，但这本身并不必然改变经济的供求平衡。更重要的是人口年龄结构的变动，当一个经济体的青壮年（生产者）人数超过老人和小孩（消费者），就带来所谓的人口红利，体现为供给相对需求过剩，储蓄相对于投资过剩，带来低通胀、低利率、风险资产高估值。劳动力供给增加，对工资有抑制作用，收入分配更有利于资本，收入分配差距扩大反过来加剧消费不足、供给过剩。

看生产者超过消费者出现的时间，日本是在 1970 年代中，美国和欧洲是 1980 年代中，中国是 1990 年代中，共同驱动过去 40 年全球通胀和利率下行。但是“生产者/消费者”的比例在主要经济体已经达到高峰并开始下行，美国和欧洲的拐点在本世纪头 10 年，日本更早些，中国在本世纪第二个 10 年。人口红利的高点已经过去，主要经济体面临的供给约束趋势性增加，将带来通胀与利率上升压力。

新冠疫情的冲击可能加速了人口供给约束，这在发达经济体尤其明显。在经济复苏的过程中，劳动力短缺，或者说劳动力供需错配突出，尤其在交通运输等技能要求比较低的领域。有一些因素可能是暂时的，比如政府

失业补贴、照顾儿童的需要等导致工作意愿下降。但劳动力短缺背后的大逻辑还是人口老龄化。发达国家婴儿潮一代处在接近退休的年龄阶段，过去供给过剩的大环境使得这一代人有了较好的退休安排，其累积的资产也处在高估值水平，在疫情冲击下，提前退休的意愿增加。

二、碳中和带来新约束

第 26 届联合国气候变化大会（COP26）于 2021 年 10 月 31 日-11 月 12 日在英国格拉斯哥举办，这是主要经济体明确宣布碳中和目标之后的第一次峰会，全球关注各国政府促进碳减排的政策措施和实现碳中和的路径。但是就在峰会之前的两个月英国重启煤电厂，中国、印度增加煤炭生产，石油、天然气、煤炭价格大幅上升，多国遇到缺电、缺气问题。这是不是旧经济的报复？如何理解绿色转型对经济的含义？

今年的能源和大宗商品价格上升，背后有需求和供给两个方面的因素。疫情冲击下，消费需求从服务向商品转换，同时美国等发达国家的财政刺激使得居民可支配收入不降反升，这都导致商品需求大幅上升。另一方面，全球金融危机后经济低增长，投资持续处于不足状态。随着基础设施老化和投资放缓，传统经济生产和供应大宗商品的能力下降。近几年全球 ESG 投资越来越重要，尤其绿色转型相关投资占比上升较快，加剧了传统经济投资不足的问题。

近期大宗商品价格上升，尤其能源价格上升，是不是大宗商品超级周期的开启？大宗商品超级周期一般是指持续的强劲需求导致价格上升，但

供给的弹性在短期受限，因为投资增加产能需要时间，供给增长慢，导致价格在相当长的时间趋势性上升。伴随大宗商品超级周期的是经济的较强劲增长，上一次超级周期是本世纪初的几年，大宗商品需求背后是中国强劲的基础设施和房地产投资。

这次有什么不同？这次有一个转向使用新能源的长期约束。高价格在短期看有利于化石能源的投资者和生产者，但其价格越高、持续时间越长，越能促进新能源的投资和能源使用的转型，最终会降低化石能源的需求，这样的预期反过来会限制当前对化石能源的投资，难以有效缓解短期的供给不足。例如，大型油气公司增加传统投资的意愿可能有限，因为股东担心新建产能的生命周期比较短，更倾向于投资在新能源领域。

另一方面，新能源的产能增长受技术进步的限制，在一段时间可能出现化石能源生产下降、清洁能源供给不足的青黄不接状况。更深层的问题是快速扩张太阳能和风能发电的同时，没有充分重视新能源的不稳定性，相关基础设施尚有待完善。能源安全与稳定是公共品，私人机构难以提供。监管机构要求银行提供拨备以维护金融稳定，也可以要求能源提供商为最坏情形做好准备，这意味增加储能等辅助服务投资，增加能源转型成本。

碳减排、碳中和要求化石能源的使用减少，如果替代能源不到位，化石能源供不应求，对经济来讲是滞胀的效果，即经济运行的成本上升，同时实际收入下降带来需求下降。面临碳中和的约束，和过去的大宗商品超级周期不一样，传统的化石能源将呈现量缩价升的趋势，同时带有鲜明的

相对价格调整特征，也就是能源价格相对于其他商品价格上升，包括碳的使用成本（碳税或者碳交易市场形成的价格）上升。

在今年 8 月出版的《碳中和经济学——新约束下的宏观和行业分析》一书中，我们提出未来碳中和的三个可能情形：第一、碳中和的努力没有成功，全球气候变化给人类社会带来重大损害；第二、碳中和目标主要靠增加能源使用成本实现，全球经济在长时间面临滞胀压力；第三、公共政策包括国际合作促进技术和社会治理创新，碳中和带来新的发展机遇，人类享受更高水平、更健康的生活。科技创新是关键，但技术进步也不是天上掉下来的，化石能源使用成本上升是促进绿色技术进步投入的重要驱动力。

三、产业链重组增加成本

疫情对全球产业链带来很大冲击。从汽油、天然气、到煤炭，从玩具、家具、到芯片，从厨师、码头装卸工、到卡车司机，世界多地出现供不应求的问题。供给冲击每年都会发生，洪灾、地震可能导致某一地区的生产暂停，但这次是在全球范围内，不仅生产而且运输物流也受到严重影响，港口大堵塞、海运费大幅上升，可以说是一代人才见到一次的供给冲击。

过去几十年全球产业链的节点分工越来越细化和分散，而单个节点的生产与供给则日益集中。在运营顺畅的情况下，这提升了整体效率，降低了成本，全球消费者受益。疫情冲击下，一些节点的生产或者不同节点之间的运输出现问题，拖累产业链的上下游（比如芯片短缺影响汽车生产）。产业链一环套一环，是一个循环体系，一个环节出问题会冲击其他本来正

常的环节，也就是说产业链分工会放大初始的冲击，而整个链条的韧性取决于其最薄弱的环节有多稳健。

展望未来，供给冲击是疫情导致的暂时现象，还是全球产业链结构调整的开始？直观来看，人们很容易按照过去的经验线性外推，疫情消退后生产和物流恢复正常，供给的问题是暂时的。尤其对中国来讲，因为控制疫情比其他国家有效，生产受到的影响较小，替代效应使得中国的出口强劲，可能造成这种错觉。中美之间的科技竞争也使得人们可能更关注地缘政治的因素，而对经济的内在逻辑重视不足。

现在全球范围内政府和业界在反思产业链稳定性和安全，可能有深远的影响。产业链安全有横向和纵向两个维度。横向指的是产成品生产和供给的集中度，全球形成了三大产成品生产中心，中国、德国和美国，中国是最大的产成品出口国，非中心经济体由此产生对中心过度依赖的担忧。纵向是上下游的关系，具有自然资源和不可替代技术的国家处在上游，中国等处在下游的经济体会担心被卡脖子。横向和纵向都是全球产业链分工以效率为导向的结果，全球都享受了规模经济带来成本下降，消费者福利

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_29055

