



程实：明年全球经济将进入 第四象限 “滞胀” 格局进 一步固化



文/新浪财经意见领袖专栏作家 程实 张弘硕



展望 2022 年，全球经济依旧深陷“新供给冲击”引致的“滞胀”泥沼。全球经济进入第四象限，全球大类资产配置也将出现新的趋势。在这个过程中，防御性投资和战略性布局将构成重要主题。

“今人不见古时月，今月曾经照古人。” 尽管人类经济社会发展日新月异，但宏观经济运行总是似曾相识。每一个静态时点的宏观经济状态必然居于“通胀——增长”坐标系的某一特定象限，而每一段动态过程中的宏观经济运行则自然表现为平滑的象限转换。从人性本能和历史映射的视角审视全球经济，往往会得到挣脱思维束缚并穿透时空局限的趋势发现。

2021 年年中，我们用“新供给冲击”的底层逻辑诠释全球经济运行，随后的事实表明，这一逻辑不断自我强化，作为近 40 年来第三大“新供给

冲击”，新冠疫情的影响日趋复杂，全球经济失速呈现出超预期特征，通货膨胀也被证明并非暂时；2021 年年末，我们把“新供给冲击”的主线逻辑拓展至象限轮转的展望解析，2022 年，全球经济将进入第四象限，“滞胀”格局进一步固化，全球经济复苏有序推进但 93% 的经济体依旧无法回到潜在增长水平，物价稳定遭到长期破坏，菲利普斯曲线短期失灵，全球需求侧政策陷入两难，宏观调控将力求在供给侧谋求突破与救赎。我们认为，全球经济的象限轮转遵循内在逻辑，金融市场的象限表现也自有长期规律，第四象限的防御性投资和战略性布局则凸显趋势理性。

新供给冲击主线强化，全球经济进入第四象限

无论是之于理论世界，还是之于经济现实，供给冲击始终是一个人们不愿面对、却又难以回避的梦魇话题。新冠疫情毫无疑问是源自供给侧的公共卫生危机，也自然带来了“新供给冲击”的必然结果。“新供给冲击”在 2021 年成形，其深远影响将延续至更远的未来。

展望 2022 年，全球经济依旧深陷“新供给冲击”引致的“滞胀”泥沼，根据 IMF（国际货币基金组织）的预测，2022 年全球经济增长速度将从 2021 年的 5.9% 降至 4.9%，发达经济体和新兴经济体的经济增长速度则将从 2021 年的 5.2% 和 6.4% 分别降至 4.5% 和 5.1%；2022 年全球通胀率预测值为 3.8%，虽较 2021 年略有边际下降，但依旧居于 2% 的温和水平之上，发达经济体和新兴经济体的通胀预测值分别为 2.3% 和 4.9%。

从增长的角度看，2022 年全球经济复苏具有以下特征：

第一，复苏进程有序推进，但经济增长远未回到“正常水平”。我们用IMF的WEO基础数据库进行了测算，在全球191个有统计的经济体里，2020年有84%的经济体GDP总量低于疫情前（2019年），2021年这一数字降低至53%，2022年有望进一步降低至23%，表明复工复产持续在更大范围内获得成效，但值得注意的是，2022年全球仅15个经济体的经济增速高于历史平均增速（1980~2019年），全球93%的经济体经济增长依旧弱于趋势水平。

第二，K形复苏的分化效应进一步放大，中美“稳定双核”的作用持续彰显。金砖五国2022年经济增速较2021年的下滑程度明显高于主要发达国家，中美作为全球最大的两个经济体，2022年的经济增速都有望达到5%左右。

第三，增长预期偏向过于乐观，复苏不确定性广泛存在。从IMF经济预期的动态调整看，大部分主要经济体的预期调降频率明显大于调升，受新冠疫情自身演化及其衍生风险持续蔓延扩散的影响，全球经济增长的下行压力持续大于市场基准判断。

从通胀的角度看，2022年全球物价形势依旧复杂且严峻，在“新供给冲击”作用下，全球通胀的延续性和破坏力不容小视。我们认为，通胀虽非恶性，但也不是暂时的，原因有六：

第一，新冠疫情并未根本性终结，全球要素流动依旧受到广泛抑制，供应链紧张对通胀形成的主要作用还将在较长时间内维系；

第二，高通胀行业价格水平对全局商品及服务价格的外溢性影响持续存在并悄然增强，物价上涨不再只是局部现象；

第三，前期价格高涨的商品的价格并未出现市场预期中的快速回落，高通胀行业的价格刚性有所显现；

第四，全球劳动力市场呈现出劳动参与率下降、结构性短缺和摩擦性失业并存的复杂格局，工资上升可能与物价上涨形成正反馈螺旋，进而持续推动通胀上行；

第五，通胀预期已然形成并呈现出自我强化的微观特征，主要央行的“通胀暂时论”难以起到抑制通胀预期的理想效果；

第六，全球保护主义、孤岛主义和民粹主义的盛行带来了广泛的不确定性，地缘政治动荡则加大了能源价格的波动性，通胀长期化的可能性由此上升。

需求侧政策面临两难，政策救赎引领长期变革

正如美国经济学家马修·夏皮罗（Matthew D. Shapiro）在《新帕尔格雷夫经济学大辞典（第三版）》“供给冲击”词条解释中所言，供给冲击对经济运行的影响既深远又复杂，并给传统理论范式和政策调控思维带来挑战。对于全球宏观政策制定者和执行者而言，新供给冲击既带来了贯彻“传统智慧”的两难，也产生了破局意义的倒逼效应，敦促全球宏观政策跳出菲利普斯曲线的束缚，从一个更高的层次和更广的维度去应对百年未

有之大变局的巨大挑战。

从短期的角度看，新冠疫情引致的“新供给冲击”，将全球经济运行推向“滞胀”的第四象限，也将需求侧政策逼进了“进中求变”的境地。

一方面，“进”在必然，经济托底和抑制通胀都刻不容缓，需求侧政策需要有序分工、分头发力，积极的财政政策在全球范围内都将更加有所作为，避免经济减速转化为全面失速，稳健的货币政策在发达和新兴两大阵营内都将更加审慎克制，对冲外生通胀压力并封堵内生通胀循环。

另一方面，“变”不可少，政策执行和预期管理都将更加注重细节，需求侧政策需要将政策重心从宏观向微观进一步转移，财政政策将更多在保障民生的基建领域全面发力，货币政策将在边际趋紧的主基调下注重对中小微企业的金融呵护。

我们认为，在“进中有变”的过程中，2022年全球需求侧政策将具有以下特征：

第一，财政货币松紧搭配，并相互制衡。央行资产购买的减少将对财政发力形成一定抑制，而货币政策收紧过程中也将权衡实体经济的承压状况。

第二，主要国家政策重心分化，中美政策短期背离。美国短期压力重心在“胀”，美联储政策紧缩提速，2022年年中完成缩减资产购买之后将迅速开启加息；中国短期压力在“滞”，货币政策将在正常区间内保持稳

健灵活。

第三，需求侧政策空间受限，边际效应递减。我们利用 IMF 数据库进行了测算，2020~2022 年疫情期间，发达经济体和新兴经济体的政府负债率均值为 121.2%和 63.8%，较疫情前 2010~2019 年年均水平上升 17.4 和 9.7 个百分点，较本世纪初上升 51.5 和 17.8 个百分点。全球政府在需求侧的持续发力终有极限，供给侧的长期政策接力势在必行。

表 1: IMF2021 年 10 月的全球经济增长预测 (%)

	预测值			相比 7 月预期调整	
	2020	2021	2022	2021	2022
全球经济	-3.1	5.9	4.9	-0.1	0.0
发达经济体	-4.5	5.2	4.5	-0.4	0.1
美国	-3.4	6.0	5.2	-1.0	0.3
欧元区	-6.3	5.0	4.3	0.4	0.0
日本	-4.6	2.4	3.2	-0.4	0.2
英国	-9.8	6.8	5.0	-0.2	0.2
新兴市场和发展中经济体	-2.1	6.4	5.1	0.1	-0.1
中国	2.3	8.0	5.6	-0.1	-0.1
印度	-7.3	9.5	8.5	0.0	0.0
俄罗斯	-3.0	4.7	2.9	0.3	-0.2
巴西	-4.1	5.2	1.5	-0.1	-0.4
南非	-6.4	5.0	2.2	1.0	0.0
全球贸易 (商品与服务)	-8.2	9.7	6.7	0.0	-0.3

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_29105

