



张明：穿越疫情后全球经济复苏的迷雾



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张明

问题 1：进入 2021 年以来，一些经济体的经济修复开始明朗化，英美等尤其突出。新兴经济体则表现分化。一种意见是，全球经济的复苏在两三年内的中期内可以维持，并可能修复到疫情之前的水平。另一种意见则是，复苏之路只是应对疫情这一事件冲击的短暂反应，后疫情时代全球治理结构碎片化，增长持续放缓之势未变。甚至有意见以为，世界经济在次贷危机和欧债危机之后，至今并未迎来真正复苏，新机制和新动能仍然羸弱。两位对目前的经济修复态势有怎样的判断？

张明：在 2008 年全球金融危机与 2010 年欧债危机爆发之后，全球经济陷入了所谓的长期性停滞（Secular Stagnation）格局。长期性停滞格局可以用“三低两高”来概括：低增长、低通胀、低利率、高政府债务、高收入财产分配失衡。造成长期性停滞的原因，大致包括人口老龄化加剧、技术进步速度放缓、全球化速度放缓、固定资产投资中无形资产投资占比上升、全球范围内收入分配差距拉大等。新冠疫情冲击的确对全球经济增长态势造成了扰动，例如 2020 年全球经济增速下跌至-3.3%，2021 年可能攀升至 5-6%。然而，新冠疫情似乎并不能构成全球经济走出长期性停滞的催化剂，那么造成长期性停滞的原因非但没有显著改善，反而在疫情后进一步加深。在新冠疫情结束之后，全球经济增速大概率会回到疫情前的较低增长轨道上来。



问题 2：从 2020 年下半年至今，全球大宗商品价格持续攀升，一些意见认为，流动性泛滥和经济修复共同推动了资源价格上涨，另一些意见则认为市场操纵和金融炒作因素不可小觑。至少迄今为止，通胀预期并未有明显消退，美联储似乎也不再强调通胀目标。在两位看来，全球大宗商品通胀何时迎来拐点？后疫情时期的全球通胀中枢，是较之疫情前有所抬高，还是更为低落？

张明：在 2020 年上半年全球疫情爆发之际，全球大宗商品价格猛烈下跌。然而从 2020 年下半年至今，全球大宗商品价格扶摇直上一路飙升。大宗商品价格不仅显著超过了疫情爆发前的水平，有些大宗商品价格甚至超过了 2008 年次贷危机爆发前的水平，个别大宗商品价格甚至创下了历史新高。如何看待这一趋势呢？笔者认为，在大宗商品价格回升至疫情前水平之前，大宗商品价格上升主要受到疫情后经济复苏的推动，这种推动可以视为真实性力量造成的可持续上涨。但在大宗商品价格超过疫情前水

平并继续快速上涨之时，其价格上升就更多受到流动性泛滥背景下金融炒作与市场操纵因素的驱动了，这种驱动可以视为金融性力量造成的不可持续的上涨。虽然当前流动性泛滥的环境没有改变，但由于大宗商品的估值已经处于历史性高位，对各种负面因素的冲击将会相当敏感。因此，笔者认为，大宗商品价格单边快速上涨的阶段已经结束，未来将会进入双向宽幅震荡格局。不过，在全球经济增速仍在复苏、特别是中国与美国分别显著领跑新兴市场与发达经济体的前提下，大宗商品价格的中枢水平短期内也很难快速下跌。全球通胀中枢短期内较疫情前会有一定提升，但提升的可持续性存在不确定性。

问题 3：为应对疫情，主要经济体都采取了空前的财政货币政策，看来似乎只有中国宏观政策基本回到了常态化，经济修复也在温和持续之中。尽管市场普遍预期美联储将逐步缩减购债规模，并可能在 2022 年底启动加息。但更多的担忧是，叠加了次贷危机和新冠疫情冲击之后，西方主要经济体的财政货币政策，即便刺激力度有所收敛，也已和常态化渐行渐远。在两位看来，量宽、零利率、税收政策竞争等等，会成为常态吗？

张明：从美国次贷危机爆发以来的历程来看，超常规宽松货币政策的确是易松难紧。目前美国政府已经饱尝了宽松财政政策与极其宽松货币政策的好处，但迄今为止还没有为此支付代价。美联储已经将通胀目标制改为平均通胀目标制，这给了美联储更大的宽松货币政策操作空间。以此来看，零利率、量化宽松可能成为较长时间内发达国家的常规操作。近年来，

现代货币理论 (Modern Money Theory, MMT) 在全球范围内开始滥觞，而且事实上已经演变为部分发达国家宏观经济政策的操作实践。现代货币理论其实就是赤裸裸的财政赤字货币化理论，从短期来看，这种理论在储备货币发行国具备一定的实施可能性。但我担心的是，一旦储备货币发行国开始尝试 MMT，新兴市场与发展中经济体可能会面临更大的风险或者承担更大的成本。在未来，“这是我们的货币，但却是你们的问题”这一经典窘境，可能再度在储备货币发行国与其他国家之间上演。

问题 4：次贷危机至今，全球资产价格持续上涨，这和经济增长低迷格格不入，但却和持续宽松的财政货币政策大致匹配。西方经济体虽尚未修复，但股市楼市已高过疫情之前。一些研究者担心，带有明显现代货币理论 MMT 色彩的各类政策大行其道，使得权益、商品、固收和货币等大类资产的收益率，较之传统的战略配置逻辑有所偏离，甚至可能有资产泡沫化之忧。两位觉得全球实体经济和虚拟经济有此消彼长之忧吗？

张明：其实，自从 2008 年全球金融危机爆发后，实体经济与虚拟经济的分离就开始加剧了。一方面，全球实体经济深陷长期性停滞的困扰，

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_32791

