



程实：冰与火的经济胶着



文/新浪财经意见领袖专栏作家 程实

“柳梢绿小眉如印，乍暖还寒犹未定。”2021年以来，全球经济虽强劲反弹，但并未真正走出疫情阴霾。百年未有之大变局，正展现出变幻莫测的本质特点，全球经济乍暖还寒，宏观政策阴晴互现，金融市场跌宕起伏。我们认为，冰与火的经济胶着，既是不确定性碰撞的结果，也预示着具有确定性的共振方向。在大分化的表象之下，新供给冲击的深层逻辑愈发展现出主导经济演化和市场运行的重要力量。唯有透过现象看本质、超越矛盾辨统一、忽略波动识趋势，才能保有顺势而为、趋利避害的长期理性。



经济胶着的三重表现。新冠疫情复杂影响之下，全球经济一边是火焰，

一边是海水，冷热不均的趋势现象比比皆是，南辕北辙的行为选择层出不穷，喜忧参半的市场信息星罗密布，各种矛盾冲突呈现出相生共随、深度胶着的复杂状态。这种复杂的胶着状态，体现在三个维度：第一，在实体经济领域，通胀与通缩彼此胶着。一方面，全球通胀压力普遍上行，2021年上半年，世界银行能源商品价格指数和 IMF 初级产品价格指数分别上涨 48% 和 29%，主要经济体 PPI 增速均大幅高于警戒线，PPI 向 CPI 的传导在部分区域已经完成，美国核心 CPI 增幅创近 30 年最高水平；另一方面，通缩担忧依旧广泛存在，尽管全球经济增速快速反弹，但近七成经济体的实际基本面尚未恢复到疫情前常规水平，而疫情的反复则给全球经济增长带来了不容忽视的下行压力。第二，在宏观政策领域，紧缩与宽松彼此胶着。2021 年 6 月和 7 月两次 FOMC 会议，美联储展现出紧缩倾向，给出了从 Taper 到缩表再到加息的紧缩路线图；2021 年 7 月，中国人民银行在稳健基调之下做出灵活趋松的微调，进行了超出市场预期的全面降准。第三，在金融市场领域，冒险与避险彼此胶着。一方面，全球风险偏好持续亢奋，MSCI 全球股指年内上涨 12.91%；另一方面，全球避险情绪在缓释之后又重新快速积聚，美国十年期国债收益率年内先涨后跌，7 月一度回落至 1.2% 以下，表明市场氛围愈发趋向保守，中概股也呈现出剧烈震荡。

经济胶着的深层逻辑。事出反常必有因，尽管冰与火矛盾并存的表象复杂多变，但全球经济运行的深层逻辑却较为清晰，我们认为，造成经济胶着的原因主要有四：第一，新冠疫情引致的新供给冲击带来了全局性的长期滞胀压力，而这种双向压力的释放过程具有时序上的渐进性和区域上

的差异性。新冠疫情本质上不是需求侧的短缺性危机，而是供给侧的公共卫生危机，而自 2020 年下半年至今的生产资料价格和交通运输成本大幅上升已经确证了新供给冲击的形成。尽管大宗商品价格基本已经完成冲顶，但新供给冲击带来的滞后影响还会长期存在，经济增长下行压力与通货膨胀上行压力将在未来 2-3 年内缓慢释放，这为冰与火的经济胶着奠定了基调。第二，新冠疫情造成了物理上的割裂，民粹主义加剧了认知上的分歧，K 型复苏则深化了情绪上的对立，全球经济“分化”和“极化”的特点不断自我强化，即便在同一根源性因素（新供给冲击）的影响下，不同经济体所处的经济状态和面对的压力重点也都截然不同，在本国利益最大化的本能驱动下，主要国家政策势必出现“以我为主”的普遍倾向和“和而不同”的选择差异。第三，新冠疫情本身的演化存在巨大不确定性，进而决定了经济复苏的曲折性和差异性。一方面，疫苗接种进度持续提升的同时，病毒异化的风险也不断扩大，人类与疫情的对抗在希望和绝望之间反复摇摆；另一方面，由于疫情防控策略与能力的差异，不同经济体的复工复产进度也存在巨大差别，在全球产业链上的地位也上下有别，进而加剧了全球经济周期的国别错位。第四，新冠疫情加速了全球经济从线下模式向线上模式的进化，数字经济成为决定经济复苏边际动能的重要力量，而不同经济体数字经济发展的进度差异甚至大于传统经济的存量差异，这使得经济复苏的差异性进一步放大。此外，随着新一代搜索引擎的普及，线上信息传播具有强化个体原有认知的特点，这也使得疫情后全球经济社会的内视性进一步增强。

经济胶着的未来寓意。从新冠疫情后百年未有之大变局的深层逻辑看，全球经济冰与火的胶着状态是新供给冲击渐次释放其长期影响的伴生现象，这对理解和预判未来全球经济、宏观政策和金融市场提供了帮助。首先，新供给冲击的影响还将持续释放，在长期滞胀压力之下，全球政策调控将从“凯恩斯主义”转向“供给主义”，政策超预期发力势在必行，这意味着组合性政策的协同性将增强，单一政策的超预期可能性将会放大，为了应对异常而凶猛的新供给冲击，全球政策制定者都将在各自政策路线上更加有所作为。其次，全球经济复苏从国别角度看既不是同向的，也不是同步的，这意味着“以邻为壑”的经济基础有所强化，主要经济体的政策内视性将普遍增强，类似中美货币政策短期背离的现象还会不断出现，全球政策博弈更趋复杂，受此影响，全球汇率、利差、资本流动的变化将更趋剧烈，任何经济变量的单向趋势恐难长期维系，市场高波动性将延续。最后，新供给冲击之下，全球经济格局之变和自我进化持续加速，在经济胶着的复杂状态下，“硬核元素”的长期竞争力和市场吸引力将不断凸显。从国别增长角度看，中美的经济韧性和复苏进度领先全球，“稳定双核”势必吸引长期资本的持续流入；从产业变迁角度看，新供给冲击加速新

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_34061

