



程实：“暂时”之后



文/新浪财经意见领袖专栏作家 程实 王宇哲



危机向我们一步一步地走来，这个时间远比我们想的要长很多；但是它一旦来到我们面前，其发动攻击的速度远比我们认为的要快很多。

——鲁迪格·多恩布什

如果新冠疫情爆发后，是纾困与隔离突然改变了2020年的全球经济，那么2021年，对于未来的彷徨可能同时困扰着政策制定者和市场参与者。在疫情反复、物价飙升、摩擦加剧、监管骤紧等现象背后，哪些是“暂时”的一次性冲击，而哪些可能将深刻重塑后疫情时代的全球经济、政治、社会“新常态”。我们认为，理解这一问题的关键在于厘清宏观变量的调整方式和形态：其一，疫情的持续期和由此衍生的政策分叉不宜低估；其二，全球滞和胀的区域和时序组合将动态变化，但终究会回到总需求主导的框

架内；其三，金融危机以来长期影响全球经济的痼疾仍在发酵或更为凸显。在此情形下，所有的“暂时” / “常态” 之问或都将演化成 K 型走向，既有均值回归的 A 面，也有路径依赖的 B 面。

一波三折，“暂时” 还是“常态” 之问是今年来市场纠结的重要源头。2021 年，与预期中低基数下的普遍复苏有所不同，全球经济和金融市场在一系列预期之外的变量作用下呈现出明显波动，其核心可以总结为几组“暂时” / “常态” 之问：其一，疫情是暂时还是常态？自 2020 年初新冠疫情开始蔓延以来，全球累计已有超过 2 亿人感染，死亡人数也超过 400 万。而 2021 年变异病毒出现并引发疫情大范围反弹，更是对评估其经济社会影响、进而选择有效的应对方案提出挑战；其二，通胀/滞胀是暂时还是常态？在史无前例的救助措施将全球经济从衰退中拉回之后，新供给冲击下的价格变化与宏观政策的收放平衡形成了微妙的互动关系，通胀的持续性是否被低估（详见附图），服务业是否会持续停摆，消费增速中枢是否永久下移影响着金融市场的定价逻辑；其三，大国之间竞争/合作领域的分野是暂时还是常态？政治调整周期与疫情外生影响的交互作用打乱了既往形成的大国博弈节奏和进程，贸易摩擦是否不再重要，产业革命的发源和扩散逻辑是否会发生颠覆性变化，数字经济和元宇宙能否突破各类边界和壁垒，决定着全球化的未来方向；其四，监管强化和波动加剧是暂时还是常态？2021 年，全球主要经济体在泛行业监管规制方面都明显发力，反垄断大潮是否会拦下狂奔的科技巨头，经济增长和分配的钟摆究竟偏向何方，绿色经济、新兴产业能否成为全球经济新引擎，影响着长期资产配置的战

略。

识别长势，辨析变化关键在于判断结构性变量的调整方向和形态。我们认为，一系列“暂时”/“常态”之间的背后，起决定性作用的还是关键宏观变量的调整方式和形态。短期来看，在疫情同时冲击供需两端的特殊场景下，支持“暂时”的观点蕴含着对于仍在变差的基本面一种安慰式的解压，支持“常态”的观点则是悲观本能的自然释放。但长期而言，部分经济变量可能的永久性变化才是量变到质变逻辑的根本推动力：

第一，对于新冠疫情的持续性和烈度的判断受变种病毒的出现仍存不确定性，我们持续跟踪了占全球经济体量近 75% 的 G20 “战疫” 进程，结果显示在 2020 年四季度新增确诊人数跨过平台期重新抬升后，当前正处在第三轮疫情小周期中，如果用经 GDP 权重调整的经济影响乘数简约判断疫情的非对冲冲击，本轮疫情介于前两轮疫情之间。从前期经验看，G20 日新增感染人数低于 20 万且经济影响乘数小于 1 似乎是全球经济脱离疫情系统性影响的先决条件（详见附图）。

第二，当前全球滞和胀的区域和时序组合形态值得关注，在此背景下主要央行的货币政策都出现了相机抉择的倾向，一方面反映出新冠疫情影响全球经济的开放程度，进而加大宏观政策的内生性特点，另一方面，阶段性压力和长期目标存在矛盾的现实会平缓跨期调节的步调，但需求端政策的实际效力和作用边界限制终将令政策各归本位，渐进的正常化进程中市场波动性也会增强。

第三，自金融危机以来长期影响全球经济的痼疾仍没有完全化解，甚至部分更为凸显，比如收入分配严重失衡，地缘冲突复杂化，新经济治理相对缺位，全球公共物品缺乏协调机制等。这些因素制约着生产要素的自由流动、技术创新的原始活力、供给需求的良性循环，也衍生出一系列以分业化、本地化、区域化等位特征的次优替代解，其持续影响力不宜被低估。

“暂时”之后，当下关切将演化成均值回归与路径依赖并存的 K 型。展望未来，以新冠疫情作为天然的时间分割线，当前每一个缺乏共识的焦点问题或都将演化出分叉走向的 K 型，既有均值回归的 A 面，也有路径依赖的 B 面：

其一，随着相关研究的不断深入和疫苗的广泛接种，新冠疫情带来经济大范围停摆的影响会渐次消弭，生产和消费的刚性约束将逐步打开，但线上生活和工作对于线下场景的部分替代在很大程度上不可逆转，由不同治理理念、国情实际、政策效力等不同所带来的常态化公共卫生防控机制也将成为一个重要的长期变量，影响着经济和治理的全球化。

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_34655

