



# 彭文生：非典型复苏下的波动和修复



意见领袖 | 彭文生

## 摘要

展望未来 6 到 12 个月，中国经济增长有望经历一轮反弹。与传统的周期复苏不同，这次“非典型经济复苏”的源头在于经济受到的非典型冲击。先是疫情，后来是俄乌冲突，接着是高温干旱，这些因素共同导致供给弹性下降、滞胀压力上升。美国前期为了应对“滞”，刺激需求的政策走过了，现在的问题主要是“胀”；中国的情形不同，需求下行压力超过了源头的供给冲击，“滞”的压力大。未来复苏的“非典型”性，体现为传统宏观政策可能有非同寻常的宽松。因为基建、出口等外生力量的乘数效应显著下降，促进复苏需要更大的政策宽松力度，尤其是构建直达消费的财政工具等。值得强调的是，财政扩张还能够同时起到稳增长与稳汇率的作用。目前看，房地产下行虽然是一个重要问题，但受益于政策性金融的扩张，房地产债务紧缩不会演变成系统性风险。与此同时，未来疫情防控政策继续优化的态势值得期待。对于市场而言，从经济增长反弹到通胀，再到形成政策约束，一段时间有望出现政策宽松支持下的市场修复。



## 正文

展望未来 6 到 12 个月，中国经济增长有望经历一轮反弹。8 月的经济数据也初步显示这个态势，基建和制造业投资显著改善，对冲了房地产的下行压力，带动总体投资回暖，工业生产表现也不错。未来经济增长反弹的高度与持续性取决于政策发力的形式与传导渠道，这和经济运行的特征有关。那么，这一次经济波动与以往的周期波动究竟有什么不同？对政策有什么含义？

与传统周期复苏相比，这次是疫情影响下的“非典型经济复苏”。一个“非典型”体现为传统宏观政策的效率降低，促进复苏需要更大的政策力度。问题是宏观政策放松、尤其货币政策放松要到什么程度，还能持续

多长时间？通胀或者汇率在多大程度上是约束因素？我的观点是，疫情的影响使得宏观政策可能有非同寻常的宽松，对资本市场相对友好。第二个“非典型”体现为波动非同寻常的大，不仅体现在经济上，也体现在金融市场上，全球面临类似的问题，根本原因还是疫情等非经济因素的影响。

## 一、非典型冲击：疫情、俄乌冲突与高温干旱

从源头看，形成非典型复苏的根本原因，是因为经济受到的冲击是一个非典型的冲击，先是疫情，后来是俄乌冲突，接着是高温干旱。这三个冲击和传统经济周期波动的驱动力量不一样，最大的差别在于这三个冲击都是供给冲击。疫情导致停工停产，交通物流受到影响；俄乌冲突最大的影响是使得能源供给受限；高温干旱拖累农业生产和工业生产。这些供给冲击造成经济中的一部分生产受到影响，给 GDP 带来直接的负面拖累，导致收入下降。

供给冲击带来的收入下降，通过部门之间的联系放大，带来更大的需求下行压力。比如说餐饮行业因为疫情收入下降，导致从业人员对其他消费品的需求下降，冲击从供给蔓延到需求，加大 GDP 下滑的幅度。另一个放大器是产业链上下游的联系，比如芯片受到影响，就可能影响到汽车，这是产业链联系对供给冲击的放大效应。还有一个是信心，随着疫情的持续，很多小微企业、中小企业面临较大的不确定性，对信心造成了一定影响，导致经济主体不敢投资，进一步放大从供给到需求的下行压力。

## 二、供给冲击的经济、政策和市场含义

对经济和市场而言，供给侧的非典型冲击是什么含义？首要的影响是带来经济下行压力。谈到供给冲击，大家自然想到滞胀，但最根本的还是“滞”，是经济下行压力。如果没有政策支持需求，供给冲击会带来更大的需求下行压力；如果有政策支持需求，供给下降意味着通胀会起来，政策不得不紧缩，增长最终还是要下来。这一点对于我们认知全球经济的走势很重要，比如说如何判断美国经济会不会衰退？中国的政策宽松要多大的力度？最重要的考虑因素，就是看供给冲击带来的到底是“滞”还是“胀”。如前所述，根本上来讲还是“滞”。美国前期为了应对“滞”，刺激需求的政策走过了，现在了应对“胀”难免经济衰退。中国的情形不同，需求下行压力超过了源头的供给冲击，“滞”的压力大，当前形势下提振中国增长动能需要宽松的政策环境。

第二是供给弹性下降。从经济含义来看，市场经济发挥作用、调节供求，主要靠价格的引导。供给下降、价格上升，会引导企业增加生产，供给上升。在非典型的冲击之下，物理隔离、俄乌冲突、气候变化的影响可能会超出市场机制的调节能力，即使价格上升，供给增加的速度比通常的经济周期波动要慢。供给弹性下降意味着，同样幅度的价格上升带来供给增加的幅度下降，含义是波动增加。既有量的波动增加，例如 GDP 波动增加，也有价格波动增加。由于量没法及时响应价格信号，价格短期单边运行的动能很强，中期波幅加大。近期能源价格的波动，尤其是欧洲能源天然气价格的波动，是典型体现。

就政策含义来讲，非经济因素的重要性上升，也就是经济运行不仅取决于财政、货币等传统宏观政策，也取决于前述那些传统宏观政策难以掌握的供给冲击因素。另外，非经济因素或者说供给冲击不仅影响总量，更根本的是影响结构，不是所有的行业、地区、人群都受到同样的冲击，而是一部分人受到的影响比另外一部分人要大。随着冲击时间的延长，这一部分人承受的压力可能会超出他们的承受能力，公共政策需要有所反应。

由此衍生的含义，是在传统的宏观政策工具中，财政的效率比货币、信贷高。这一方面是因为货币、信贷政策在相当程度上依赖价格变动（比如利率下降）的作用，而财政行为可以直接带来数量的变化（比如基建投资）。另一方面，货币、信贷更多是总量政策，而财政政策的结构性功能更强，比如说能够更有效地帮助弱势群体、一些受疫情冲击比较大的人群和行业。这也是我们在思考如何应对本轮经济下行压力时需要考虑的一点，就是结构性的政策非常重要。我认为政策未来的大方向是延续防控政策持续优化的态势，进一步增强财政的作用，而且更重视直达消费，以应对非典型冲击的结构性影响。

就市场含义来讲，供给冲击带来滞胀，带来股债双杀，但主要矛盾是“滞”，就是经济停滞，所以对股的影响更大。不过，股债双杀不是说任何时间点股市和债市同时不好。在不同的时间点、不同的国家，具体体现并不一样。比如就中国的当前情形，经过前期的下跌之后，宏观政策的宽松环境对资本市场是相对友好的。我们还需要关注，供给弹性下降造成的

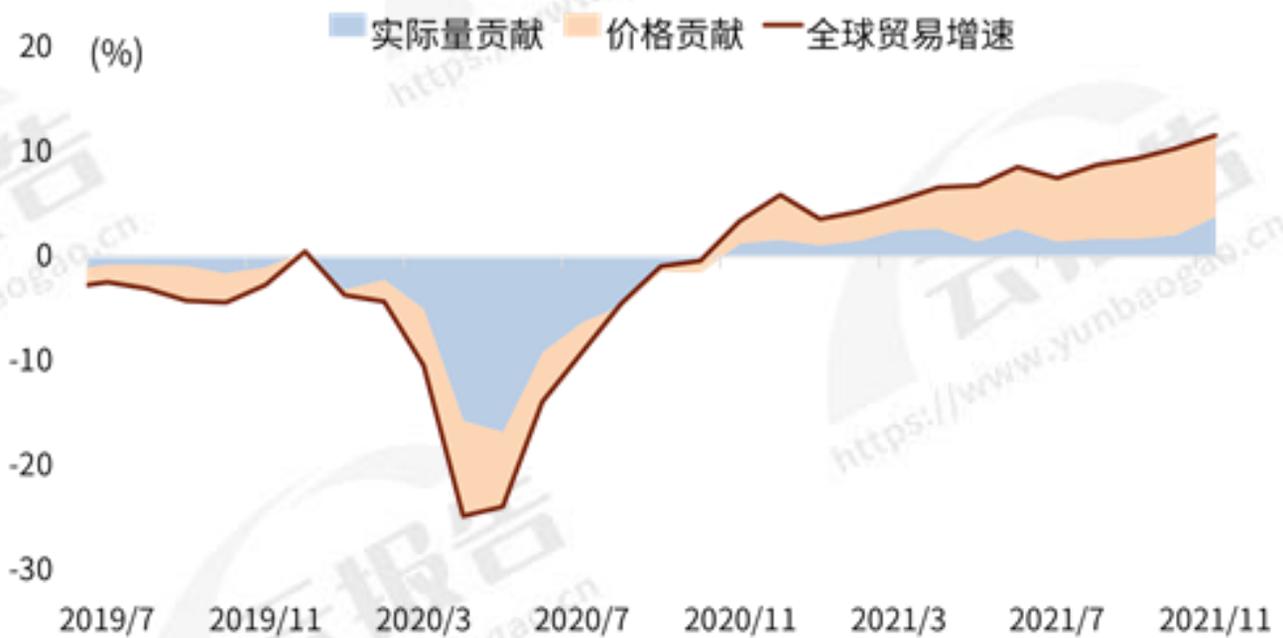
波动增加，不仅体现在实体经济和价格方面，也体现为金融市场的波动增加。人们很容易从过度的悲观走向过度的乐观，然后又从过度的乐观走向过度的悲观。以上是对非典型冲击所做的框架性阐述，在此基础上，我们再来讨论一些具体的情况。

### 三、中美异同：美国“胀”，中国“滞”？

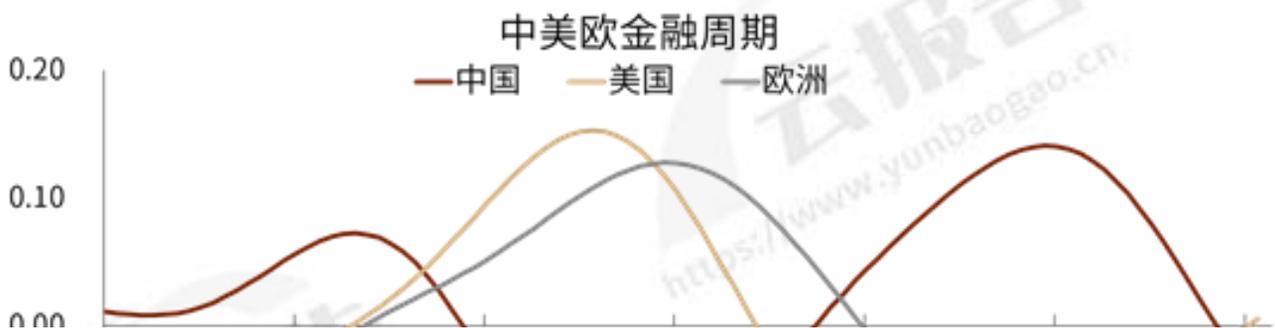
从全球经济来讲，滞胀的压力还是比较明显的。例如，2020年疫情缓和后的国际贸易复苏，80%是由价格上升推动的，只有20%来自于量的增加(图表1)。每个国家的体现也不一样，美国是“胀”多一点，中国是“滞”多一点。因为中美两国虽然都在疫情期间进行过一轮货币扩张，但美国主要是靠财政扩张投放货币，中国则主要是靠信贷扩张。一个基本的逻辑，财政扩张是政府对私人部门的让利，私人部门的净资产与收入会增加，所以财政扩张对私人部门消费能力和消费意愿的刺激效果比信贷大，而贷款是要还的。

从历史上来看，财政赤字货币化带来通胀。信贷扩张则不同，对消费的刺激作用比较小，更容易造成债务风险和资产泡沫。我们2020年的信贷大幅扩张，到了2021年经济就出现下行压力，原因是信贷有所收紧，债务偿还的压力显现。债务紧缩影响经济体现在两个维度：一个是对实体经济的影响，债务人还债需要削减消费或者减少实体投资，对总需求造成拖累；另一个渠道是债务违约，带来信用紧缩的压力，对经济产生更广泛的影响，甚至带来金融危机。

图表 1：全球贸易复苏中价格上涨贡献八成



图表 2：中国金融周期下半场调整



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\\_46489](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46489)

