

后新冠疫情时代全球经济增长面临着重大抉择的研究

一、当前全球经济将进入衰退期吗？

在3月份新冠病毒肺炎在全球暴发之前,对于全球经济基本面的判断,是繁荣还是衰退,则是仁者见仁,智者见智,每一个研究者及决策者都能够从自己视角,得出不同的结论。就当时全球经济形势而言,尽管新兴市场两大经济体(中国和印度)经济增长正在全面放缓,特别中国经济面临新冠病毒肺炎的冲击短期内经济增长放缓风险加大,欧洲及日本经济增长乏力,但到2020年1月为止,美国经济则录得连续128个月经济扩张(从2009年6月开始),打破开始统计GDP的1854年以来最长的纪录,比上一波经济扩张期1991年3月至2001年3月的黄金时期还要长久,是二战后经济增长平均扩张期2倍多。如果按照美联储2020年1月议息会议对当时经济形势判断,美国经济的扩张周期今年还会持续下去。但是,困扰全球经济增长的不确定性不仅没有减弱,反之还有上升。比如,当时中国新冠病毒肺炎疫情对经济的冲击,特朗普贸易保护主义及经济政策的不确定性,2020年美国大选,多个国家民粹主义升温,地缘政治风险增加,全球债务负担持续上升,国际金融市场的震荡和不稳定,社会贫富不均的差距还在恶化等,当时全球经济将跨入一个不确定性全面上升的时代。对此,国际货币基金组织(IMF)总裁格奥尔基耶娃(Kristalina Georgieva)表示(IMF,2020),根据IMF的新研究,当时经济形势让人想起了1920年代兴起的开始,最终却走向金融灾难,即1920年代初期是美国经济繁荣期,但末期发展到1929年出现华尔街股灾,及最后引发1930年代全球经济大萧条。所以,IMF在2020年1月20日发表的《世界经济展望报告》预测是(2020),全球经济增速预计将从2019年估计的2.9%上升至2020年的3.3%和2021年的3.4%。IMF对当时全球经济形势判断是:当前企稳,复苏乏力。也就是说,当时全球经济增长将面临着由繁荣走向衰退的风险。何也?

William Strauss and Neil Howe(1997)在著作《第四弯》中预言,每隔80年出现世代交替巨变,上一次巨变发生在第二次世界大战,2020年也是一个新的时点。经济学家George Friedman(2020)在最近出版的著作《宁静前的风雨》书中指出,地缘政治世界存在两个周期,每个周期循环分别历时80年及50年,两者将在2020年代末重叠。也就是说,按照这些学者预言及理论,2020年代将是一个世代巨变的时代。世代的巨变必将引发经济大调整,旧的经济增长周期结束,新的经济增长周期开始。还有,按照商业周期(Steve Blumenthal, 2019),大规模的政府财政赤字,低失业率和工资上升及劳动力市场收紧,高通货膨胀总是会出现,这也预期商业周期扩张接近尾声(比如美国),资产价格泡沫将可能出现全面破灭,经济衰退即将到来。不过,以时代变化的周期性与商业经济活动的周期性来预测全球衰退即将到来,是简约化的分析思路,其解释力是不强的。比如,当前“菲利普斯曲线”平坦化开始无法很好地解释就业及通货膨胀之间的不确定性关系。

一般来说,历史上的每一次经济大衰退都是与信用过度扩张最后引发金融危机开始,1930年代的全世界经济大衰退,2008年美国金融危机爆发的情况都是如此。所以,当前学术界更关注“全球经济是否会出现衰退”的焦点放在各国央行量化宽松的货币政策所导致的信用过度扩张上。国际金融协会(The Institute of International Finance, 简称为IIF)发布的《全球债务观测报告》(Global Debt Monitor)显示(2019),截至2019年第三季,全球债务总额高达252.6万亿美元,按年增加近10万亿美元。全球债务与GDP比率持续攀至超过322%,创下历史新高。IIF预料,到2020年第一季末,全球债务总额半超过257万亿美元。以全球约77亿人口计算,相当于每人背负着约3.3万亿美元债务。债务增长跑赢全球或大部分发达国家的GDP增幅,也超过大部分国家的人口增长率。由于债务越滚越大,债务增长率一定会加速上升,预计到2030年全球债务飙升到400万亿美元。全球债务快速增长使信贷的使用效率全面降低。Hoisington Investment Management执行总裁莱西·亨特(Lacy Hunt)的数据显示(Eric Basmajian, 2019),全球债务生产力(debt productivity,即新债务所产生的GDP增长)下滑,全球每贷款1美元,仅能刺激全球GDP增加0.42美元,债务生产

力比10年前下降了11.1%。而泛滥的流动性必然会推高各种资产的价格。比如,美联储一轮又一轮的量化宽松的货币政策打造一个十一年期股市大牛市。中国过度信贷扩张则吹起了一个只涨不跌的房地产泡沫。即使是曾经30年房价不上涨的德国房地产市场,最近几年也由于流动性泛滥让其房价在飙升。面对这种情况,一旦各国央行货币政策开始收紧或货币政策正常化,这些资产泡沫破灭只是时间的问题。如果资产泡沫破灭,爆发金融危机,经济衰退或经济大萧条会随之而来。也就是说,就当前全球的经济形势来说,可能只有信用周期,而不再会出现商业周期了。所以,对于一般的全球经济是否进入衰退的评估模型,信贷扩张程度往往会成为一个最为重要的指标。布卢门撒尔(Steve Blumenthal, 2019)的“全球经济衰退机会模型”(Global Recession Probability Model),模型研究35个国家,分析信用扩张程度、国债收益率曲线、货币供应、建筑批文、营商情绪、股价、制造业产能等因素,以显示全球是否落入经济衰退。该模型显示在2000年,曾经有一季度陷入衰退,但经济学家在3年后才发现此事。这也意味着经济学家难以即时准确地发现经济衰退是否降临。过去是这样,现在也会如此。因为,根据该模型的分析,或者将在2020年底发现经济衰退其实早已展开。

早些时候比较热点的是,美国国债收益率曲线倒挂(yield curve inverted)也成了经济衰退预警的领先指标(leading indicator)。从历史数据来看,二战之后,美国国债的收益率曲线倒挂的情况主要出现了8次,其中7次之后不久都发生了显著的经济衰退,2008年金融危机爆发之前,美国国债的收益率曲线就曾出现过倒挂。自1980年代开始,经济学家就考察了国债收益率曲线与宏观经济表现之间关系。结果显示,收益率曲线的斜率(即反映美国国债长短期债券收益率的差距)是生产总值、总消费、总投资等经济表现的领先指标,即可通过观察国债收益率曲线斜率来预测之后的经济表现。经济学家哈佛(Campbell Harvey)1986年在其芝加哥大学博士论文中,首次证明美国国债收益率曲线倒挂能准确地预测经济衰退。这一结论不仅有人用美国和欧洲一些国家经济数据所验证,也为不少经济学家的研究所扩展。1996年,纽约联邦储备银行的经济学家埃斯特雷拉(Arturo Estrella)及米什金(Frederic S. Mishkin)发表报告,两人把收益率曲线跟其他19项经济指数作比较,并找出国债收益率曲线与经济衰退的关联性。他们分析了1960年至1995年的数据,根据3个月期与10年期美国国债的利率差距,统计出来未来4季经济步入衰退的机会。结果显示,国债收益率曲线能够提前至少一年预测到经济衰退来临,国债收益率曲线倒挂是唯一能预测经济衰退的指标。埃斯特雷拉和米什金发现,当两者利差下降至低于零时,引发经济衰退的机会开始增加。然而,即使收益率曲线略微倒挂,利差为负0.17厘,第二年陷入衰退的机会仅有30%。美国圣路易斯联邦储备银行管理的经济数据库(FRED)数据显示,以10年期国债利率减去2年期国债利率,显示通常收益率曲线倒挂后数月或两年,经济衰退才会出现。2019年3月美国国债3个月期和10年期收益率曲线曾出现过倒挂,当时市场一片惊呼,说这意味着美国经济在18个月后将进入衰退。但2019年7月份之后美联储连续三次降息,收益率曲线倒挂的现象开始消失。在2020年1月30日尽管美国国债3个月期和10年期收益率曲线倒挂,其利差为-0.006个基点,就此而言,按照埃斯特雷拉及米什金的标准,未来两年内美国经济衰退的概率不大。现在的问题是,国债收益率曲线与实体经济之间是一种因果性还是一种相关性(correlation),如果是一种相关性,那么国债收益率曲线倒挂如何能够准确地预测宏观经济实际的表现呢?现在的解释是,当有一些实体经济的因素令投资者对短期前景变得悲观时,投资者会较倾向购买长期债券,因为如果购买短期债券,则不久到期后,没有理想的投资机会。也有解释认为,人们为了做准备应对较为不利的短期情况,借贷的需求会增加,所以,短期债券的收益率会相对于长期债券的收益率而上升。可见,国债收益率曲线基本上是由投资者及居民的市场预期所决定,而不是实体经济的供求关系所决定,所以国债收益率曲线与实体经济更

多的相关性而不是因果性,而这种相关性更需要从理论上揭示其本质。

通过上述分析,可以看到2020年3月新冠病毒肺炎在全球爆发之前,对当时全球经济形势分析的共识是,基本上是企稳的,在短期内出现经济衰退的概率不会太高,但全球经济所面临的不确定性及风险正在上升,经济全面复苏乏力。就当时前的全球经济形势而言,低增长、低通胀、低利率或“经济日本化”已经成了一种常态。但是3月之后,新冠病毒疫情全球迅速蔓延,使得美国及全球立即恶化。到4月12日6点,其传染遍及200多个国家,确诊人数上升到177万人以上,死亡人数10万人以上。而美国成疫情的重灾区。而且这种情况再扩散程度有多深,时间会持续多久,到目前为止是完全不确定的。为了防控疫情再度恶化,各国政府采取封城、锁国、人与人之间严格社区隔离的等政策,这使得商业活动突然停止、居民消费紧缩、企业生产停摆、贸易活动受阻、生产供应链中断等,美国及全球经济陷入了衰退之中。所以,IMF总裁格奥尔基耶娃4月9日认为2020年全球经济将急剧跌入负增长。本论文既要对疫情爆发前的经济现象进行解释,把握其实质(这是下一节将要讨论的主题),也要简要讨论后新冠病毒肺炎疫情时代基本趋势及应对之策略。

二、低增长、低通胀、低利率为何成了一种常态？

在新冠病毒疫情前,全球经济基本上处于低增长、低通胀、低利率的常态中。受2008年金融海啸的冲击,全球经济增长开始放缓。2010-2018年的9年间,全球GDP增长速度年均均为3.8%,比2009年前的前9年低0.5个百分点。2019年更是下行到3.0%。而这种经济的低增长,日本表现得更早和更为明显。在1993年至2018年间,日本GDP的年均增长率为0.91%,其中有20年GDP增长率低2%,2019年其GDP增长率也是在1%左右徘徊。这就是通常所说的日本经济“失去的20年”。在美国金融危机之后,这种情况已经成了全球的一种普遍现象。比如,美国GDP年均增速一个年代又一个年代的逐渐下降。美国GDP年均增长速度从1969年的4.5%,降至2003年的3.5%,及2018年的2.2%。2016-2019年美国GDP年均增长率为2.33%,2019年2.3%。也就是说,在疫情爆发前美国经济增长速度已经降低到历史上最低点。同样,2016-2019年德国的GDP年均增长率1.93%。在此期间,OECD国家GDP年均增长速度也低于2%。即使是早几年GDP增长一直处于快速通道上的中国和印度,2019年的GDP增长速度也降低到30年来最低点。现在的问题是,为了促进经济的增长,10多年来主要国家央行以量化宽松货币政策的方式向市场注入12万亿以上美元的流动性,不仅没有提升经济增长速度,也没有让各国通货膨胀水平回到央行货币政策所设定的目标,何也?是实体经济本身的问题,还是传统经济理论、计量模型及现有的GDP统计指标无法反映实体经济变化的问题,这些都是需要认真研究的问题。

可以说,人类社会已经进入数字经济时代,科学技术的提升、网络经济发展、智能技术广泛应用、交通运输物流的便捷,生产力已经进入人类有史以来最大的爆发期。比如,在1990年代花15000元购买的计算机,同样的运算能力目前不会超过1500元,价格下降了90%。有研究者(Tan Kai Xian and Will Denyer, 2019)以电视机为例,根据美国消费价格指数(CPI)数据,在1996年售价为1000美元的电视机目前的价格下跌到22美元,跌幅达98%。还有,我们亲身体验到的国内金融机构提供的不少免费的金融服务(如转账汇款)既便捷又效率高,这种情况在上个世纪90年代是无法想象的。根据MIT调查,美国人平均每人每年愿意支付18美元来使用谷歌搜索引擎服务,但目前谷歌这种服务则是免费的。也就是说,在数字经济时代,数字经济全面提高了生产力,不仅使得消费品的价格下降,也人们享受到各种免费的数字经济服务。前者会降低以货币表示的GDP,后者则无法加总到GDP的统计中。这些都会降低名义GDP的增长。不过,有研究表明,这可能仅是经济低增长一个原因,造成经济低增长为常态的原因可能会更多。最为重要的是当前的GDP统计指标体系最能反应经济活动的现实吗?

目前,GDP作为一种衡量经济绩效的指标,基本上为政府及学界所神化,其计算统

计的复杂性与专业化难以复加,一般民众对GDP的了解肯定是云里雾里。英国经济学家科伊尔(Diane Coyle, 2017)认为,GDP是美国经济学家库兹涅兹(Simon Kuznets)1930年代提出并专门设计的一套衡量经济增长绩效的统计指标体系,原意是通过这个指标体系来测算农业及工业经济活动的成绩。就当时的背景而言,这个指标体系是以工业化经济为基准,主要测算的是实质性的农业与工业生产的商品价值,既没有把无形商品价值及服务纳入这个体系,更无法把目前数字经济时代的数字商品及服务计算包括在内。所以,在现实的经济生活中,作为上个世纪30年代设计的GDP体系,它不仅是一个抽象概念,更在于它只是适用于测算20世纪工业化时代实质产品的大规模经济价值,而无法反映科技发展一日千里、服务及商品日渐数字化的现代经济(目前不少国家数字经济占整个经济比重高达40%以上)。所以,在数字经济时代,用传统的GDP指标体系来测算当前经济活动的价值,肯定存在GDP测算上的巨大的“黑洞”,不少实际的经济活动的价值是无法纳入这个测算体系的。在现代社会,由于经济已经成了政治最为重要的一环,如果政治家把它作为政治的绩效目标及神化,就更容易人为地让GDP的内涵失真。所以,必须打破目前对GDP指标的神化,找到一种比GDP更加合适的测量方法。这应该是当前GDP低增长为常态重要原因之一。还有,其他原因还可能与数字经济时代生产力提升,通货膨胀水平下降有关。

不过,影响通货膨胀水平不仅在于生产力提高和亚马逊效应的出现(Alberto Cavallo, 2018),这两种方式都可能让最终消费品的价格降低,还可能存在通货膨胀率(或消费价格指数,简称为CPI)统计指标体系能否随数字经济时代而调整变化的问题。因为,从实际情况来看,与网络技术相关的消费品及服务的价格是越来越低,但与住房、教育、医疗保险等消费品及服务有关的价格则在快速上升。目前学界对CPI统计指标体系质疑声音越来越多。美国学者John Mauldin(2020)就认为,美国政府公布的通货膨胀率仅是经过人工调整的失实统计,因为与官方的数据相比,非官方对CPI统计远远要高于目前政府机构公布的通货膨胀水平。比如研究机构ShadowStats采用政府在1990年使用的统计方法,根据实际情况对CPI权重适当调控,得出的每年通货膨胀率高出政府公布的数据约高4%。网站Chapwood Index对每个季度美国50个城市购买500种常用商品进行计算。截至2019年上半年,过去5年这50个城市每年生活开支增幅介乎6.6%至13.1%之间。也就是说,非官员机构对CPI测算,与美国政府公布的CPI水平一般在2%以下有较大的差别。美国是这样,其他国家的情况也是如此。比如,中国的“猪肉CPI”和日本的“统计门”事件都是与各国的CPI统计体系存在严重的缺陷有关。

在美国,反映通货膨胀率的CPI,其创立到目前为止有近百年的历史,但是对这个CPI指数的争论与质疑从而就没有停止过。因为,要保证CPI指数符合现实经济生活或结果公正是非常困难的。多数国家的CPI统计指标体系并没有随现实的经济生活巨大变化进行重大调整与完善。美国、欧洲、日本、中国都如此。比如中国的CPI统计指标体系是1993年根据当时居民消费情况为基准来设计的。当时中国没有商品房市场,居民居住条件差,居民的食品消费占收入绝对高的比重,但近30年来中国经济发生翻天覆地的变化,商品房市场的出现更是完全改变了居民消费的基本结构,但1993年这个CPI指标体系框架则很少调整,结果就出现了中国的“猪肉CPI”,而价格上涨最快的居住类则严重低估。在这种情况下,CPI统计指标体系存在严重缺陷是不可避免的。再加上CPI指数既是央行货币政策决策的主要参考依据,也是一种公共利益的分配机制(央行的货币政策同样是一种利益分配机制,不过它更隐性化),它触及到各种各样的利益关系。比如,涉及企业的最低工资水平,居民领取政府福利补贴,债权人及债务人的利益关系等(卡拉贝尔,2015)。所以,在CPI指标体系中对居民消费品样本选取、指数权重设计不同,其得出的结果会有相当大的差别。

(未完待续)