

后新冠疫情时代全球经济增长面临着重大抉择的研究

(上接第 1184 期)比如,面对上世纪 70 年代美国的恶性通货膨胀,当时质疑四起,最后迫使美国劳工统计局提出新公式来计算通货膨胀,其结果相差巨大(卡拉贝尔, 2015)。就当前各国的 CPI 统计指数体系来看,基本上是按照联合国的国民经济核算体系把消费品分为八大类,但各国根据本国居民的消费偏好,各类消费品在指标体系中的权重是差别巨大的。比如中国居住类权重只有 13% 左右,而美国则达 42% 以上,欧洲处于其中。再加上如住房这类商品性质上的两栖性(即可投资又可消费),住房商品被各国纳入投资品 GDP 测算中,而专门设计一种居住类作为居民的住房消费,这就更是增加对 CPI 指数测算的困难,导致不少国家的 CPI 统计指标的严重失真,或造成了低通货膨胀率严重的假象(比如价格上涨最快的居住类由于权重低根本就无法反映实际居住价格的变化)。而用一种严重失真的 CPI 指标来作为央行货币政策决策主要参考指标,自然成了各国央行敢于一直把利率压低到历史以来最低水平的重要依据。而失真的 CPI 统计指标也是导致菲利普斯曲线平坦化的重要原因。

最近, Peter Hooper, Frederic S. Mishkin 和 Amir Sufi(2019)发表的论文指出,由于货币政策的内生性和体现失业差距的变数不足,美国的菲利普斯曲线“正在冬眠”,所以政府可以把利率降到极低水平进行信用过度扩张,以此来促进经济成长。传统的观念被完全颠覆,但实际情况并非如此。对于传统的菲利普斯曲线,是指在通货膨胀与失业之间有一种交替关系(Phillips, A.W. 1958)。也就是说,如果失业率长期保持低位,企业家为了获得稀缺劳动力就会提高工资水平,而人工成本上升又会推高消费物价水平,导致通货膨胀上升,通货膨胀上升又可长期减少就业。所以,在失业率与通货膨胀之间存在一种交替关系。对于菲利普斯曲线的交替关系,美国经济学家 J. Bradford DeLong(2019)认为,1957-1988 年期间,最简洁的菲利普斯曲线的斜率为负 0.54。这就意味着失业率在低于估计的自然失业率(设定为 6%)的情况下,每下降一个百分点,则第二年通货膨胀率会上升 0.54 个百分点。也就是说,2019 年美国的失业率为 3.5%,比自然失业率水平要低 2.5%,如果按照最简洁的菲利普斯曲线来测算,当前美国这种失业率高使每年的通货膨胀率上升 1.3%。如果 2019 年通货膨胀率为 2%,那么 2020 年通货膨胀率应该是 3.3%。如果失业率能够保持在同样的总体水平,那么美国 2021 年通货膨胀率将是 4.6%,2022 年通货膨胀率是 5.9%。实际上,失业率处于低位,通货膨胀率也处于低位,通货膨胀率并没有因为失业率低而上升。美国是这样,欧洲及日本都是如此。美联储主席鲍威尔曾对这种现象进行解释(2018)。他认为,近几年的通货膨胀之所以有稳定的表现,主要归功于长期执行的通货膨胀预期锚定机制。一旦公众的稳定预期改变,菲利普斯曲线就会出现报复,引发通货膨胀快速上涨。不过,这种解释力不强,难以说明问题。实际上,失业率与通货膨胀水平之间的不确定性关系很大程度上是与 CPI 指标体系失真有关。如果以 ShadowStats 等非官方机构对 CPI 测算结果,问题就十分显然了。

可见,疫情前的全球低增长、低通胀、低利率的“三低”现象可能仅是一种表象,仅是用传统的理论、传统的计量模型、传统的统计指标来观察和衡量飞速发展的数字经济。实际上,近十几年来,全球经济发生了翻天覆地的变化,经济行为、企业业态、居民消费行为及消费结构等都与以往不可同日而语,传统的 GDP、CPI 指标体系已经无法真实地反映这种变化了的现实。由于经济早已成了政治的重要一环,如果还是把这些指标神化,国家制定经济政策将面临着一系列的困惑。我们就得打破目前对这些指数的神化,重构一种比传统指标体系更加适合数字经济的测量方法。如果能够这样做,“三低”现象可能会自然消失,所以,现在我们更应关注的是,疫情前全球经济增长能否持续?它所面临的问题与风险到底是什么及在哪里?疫情后全球经济增长会如何发展?我们应该如何面对?

三,疫情前全球经济面临最大问题及风险是什么?

新冠病毒疫情暴发前,尽管当时共识是全球经济不至于在短期内出现衰退,但经济

陷入“三低”常态并逐渐迈向更低经济增长台阶则是一个不争之事实。可以说,2008 年美国金融海啸之后,各国央行都启动了量化宽松的货币政策,向市场注入大量的流动性。过去 10 年中美中日欧 4 大经济体向市场注入的流动性就达 12 万亿以上美元。但这并没有让全球经济重新走向快速增长之路,反之陷入“三低”常态。所以,2019 年以美联储为首的各国央行又开始了新一轮的量化宽松的货币政策。2019 年 7 月美联储开始了 10 年来第一次降息,并连续降息三次;欧洲央行将政策利息从 -0.4% 下调至更负的 -0.5%;日本央行则表示维持目前负利率和量化宽松的货币政策。同时,当年全球还有 40 多个国家的央行宣布了降息。为了刺激经济增长,十几年来全球各国央行采取一轮又一轮的量化宽松的货币政策,把利息降低到历史最低水平甚至负利率,从而使得全球各国债务总额全面上升。无论是发达国家还是新兴国家,无论是企业家庭还是政府都是如此。IIF 发布的《全球债务观测报告》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。然而全球债务上升的问题未见缓和迹象,IIF 预料,到 2020 年第一季末,全球债务总额将超过 257 万亿美元。对于企业债务来说,到 2019 年一季度全球企业债务总额达 246 万亿美元,全球企业债务违约也升到近年来最高水平。对于家庭债务,2019 年加拿大居民债务收入比达到 170% 以上;中国也达到 110% 以上,远高于 2008 年美国金融危机爆发时的水平(西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心,2019)。而且金融海啸后美国家庭一直在去杠杆,但近年来态势完成逆转。最近纽约联储银行公布的数据显示,到 2019 年底美国家庭总债务达 14 万亿以上美元,又在创历史纪录。而对于政府债务,美国与中国都是市场关注的重点。比如美国,随着财政赤字不断攀升,其债务水平也水涨船高。2019 年 2 月,美国公共债务已经达到 22.01 万亿美元;从 21 万亿美元到突破 22 万亿美元,仅用了 11 个月时间。美国政府的债务在快速增长。中国地方政府的债务则在近两年快速飙升等。

全球债务的快速增长,最大的驱动力就在于各国央行货币政策过度宽松,在于极低的融资成本导致企业、家庭及政府难以抗拒加杠杆的诱惑。负利率的货币政策更是把利益倾斜贷款人,谁贷款越多获利越大,更驱使企业及居民债务增长。在这种情况下,这不会导致全球金融市场的流动性过剩,让大量的热钱在全球市场流窜追逐高风险的投资,也导致了全球性的产能过剩。目前就全球市场而言,几乎很少有商品是短缺的,反之都是过剩,都在抢占市场。产能过剩自然会抑制固定资产投资、产品价格和企业利润。这既降低了经济政策的边际效应,制约了经济增长,也导致泛金融行业(即银行、证券、保险及房地产业等行业)的过度金融化(Financialization)。有研究显示(张成思,2019),最近 20 年来泛金融行业对美国 GDP 的贡献度及这些行业的利润总规模等方面所占的比重日益增加。比如,泛金融行业对美国 GDP 的贡献从 20 世纪 80 年代的 15% 上升到 2007 年 20%,在该时期,美国制造业对 GDP 的贡献则由 20% 下降到 10%。而且 2008 年后金融化的局势更是在恶化。在中国,泛金融行业的利润占比从 2004 年 15% 左右上升到 2018 年 60% 左右。美国经济的过度金融化及中国经济的房地产化,就是两个最为经典的案例。一个社会经济活动的过度金融化不仅会导致对实体经济严重的信用挤出效应,融资成本降得最低也无法让这些资金流向实体经济而是在金融体系内循环,也将全面增加实体经济的营运成本及全面推高各种资产价格。比如,美联储的量宽政策向银行体系注入的流动性,目前美国银行业则有近 2 万亿美元资金以超额存款准备金的方式回流到美联储而不愿意贷款给企业。同时,目前美国企业具有强烈的发债动机,很大程度上就是要用低成本的资金来回购本公司的股票,提高杠杆率,推高公司股票的价格。中国影子银行盛行是另一种方式让资金在金融体系内循环的例子。还有,金融业的性质是服务,它服务于实体经济才能体现其价值。所以金融业的利润实际上就是实体经济行业的成本,泛金融业的利润占比过高,也就意味着让实体经

济行业的成本上升。这不仅会制约实体经济发展及经济增长,也会刺激更多的从事实体经济的企业过度金融化。

可以说,2008 年美国金融危机之后,各国央行长期地把利率维持在最低水平及向市场注入大量的流动性,短期内能够刺激正在衰退的经济不再下行,让负债过多企业不至立即倒下,但长期来看,它会让僵尸企业苟延残喘,延缓和阻碍各国经济结构调整,制约经济增长,甚至于造成社会经济的过度金融化,用泛滥的流动性全面地推高各种资产价格,让全球金融市场的风险大增。可以看到,2008 年美国金融危机之后,过剩的流动性没有让各国通货膨胀率上升,则把美国的股票价格及全球许多国家的房地产市场价格推到天上。美国道琼斯工业指数从 2009 年 6000 多点上涨 2020 年 2 月 29000 多点,10 多年的时间上涨 4 倍多,打造了一个历史上最长的 11 年的大牛市。美国上市公司股票价格上涨,除了如苹果、亚马逊、谷歌、微软等科技企业实至名归之外,不少企业的股票价格与企业业绩无关,而是通过低成本融资来回购公司股票推高股价的结果(2019 年前 10 个月美国企业发行债券达 1 万亿以上美元)。因为这样可以导致企业管理层手中认股权及股票奖励更值钱。所以,美国股市泡沫随时都可能破灭的风险,3 月份新冠病毒肺炎爆发则是压垮美国股市泡沫破灭最后一根稻草。

极低的利率和过剩的流动性,也导致了全球不少城市的房价暴涨。从 2009 年开始中国房价出现快速飙升,无论是从房价收入比、租金收入,还是绝对的房价来说,这是历史上绝无仅有的房价持续上涨期并吹起了一个巨大的房地产泡沫。在此期间,北京、深圳等城市的房价上涨了 10 倍。根据国际房地产投资顾问机构 Knight Frank 的统计,2013-2018 年,全球“住宅房价”涨幅最高 10 个全球主要城市中,亚洲城市就占了一半。而在此期间,香港的平均住宅价格,上涨了 3 倍。如果以 2003 年的低点起算,15 年来香港的房价上涨 5 倍以上。在此期间,加拿大的温哥华和多伦多、澳大利亚的悉尼、英国的伦敦房价也快速飙升。即使是房地产政策最为保守,坚持住房是用来居住、不能用作投资,房价曾 30 年只上涨 10% 的德国,2016 年以来,房价也出现了大涨。德国联邦统计局的数据显示,相较于 2015 年底,德国房价累计上涨了 22%,七大都会区的公寓上涨了 41%,独立住宅上涨了 36%,这是德国数十年来从来没有发生过的现象。这些都是低利率政策所导致的结果。就目前的形势来说,全球不少城市的房地产泡沫已经聚集了巨大风险。只要有风吹草动,随时都有可能挤破房地产泡沫的巨大风险。而历史上许多金融危机爆发基本上都是与房地产泡沫破灭有关。

过度金融化及资产价格飙升使得收入分配不公现象在全球持续恶化。这不仅在法国经济学家皮凯蒂(T. Piketty)2013 年发表的名作《21 世纪资本论》中以长期历史资料加以证实,而且最近全球各地的许多研究也一再加以证实。非营利组织乐施会(Oxfam, 2018)2018 年初发表报告指出,全球财富的 82% 集中在 1% 的富人手上,较贫穷一半人口所得却没有增长,而且全球最富裕 8 人的财富就相当这半数穷人的所有财富。美国经济学家梅尔曼(Bruce Mehlerman)的研究显示(John Mauldin, 2019),在 1987 年至 2017 年间经过调整通货膨胀后,美国中产阶层家庭年收入增加 18.5%,远低于美国 GDP 上涨 112.1%。在 1989 年至 2016 年期间,标准普尔 500 指数飙升 569%,中低阶层 80% 人口从没有从牛市直接地受惠,同期家庭净收入仅增长 29.1%。也就是说,各国央行过度扩张的信用政策,把利率压到极低水平,向市场注入海量的流动性,全面地推高各类资产价格,其受益者只是少数富人。少数富人是这种政策最大的赢家,而全球中低收入者,特别是依靠养老金、储蓄所得生活的人则是最大输家。10 多年来,富者越富,贫者越贫,贫富差距更是恶化,引发了社会的对立,制造了世代鸿沟,让主张贸易、反全球化的民粹主义兴起。而民粹主义兴起已经成了各国经济维持稳定增长的最大障碍。

可见,全球各国央行所采取的过度信用扩张政策或量化宽松的货币政策,可以刺激短期的经济增长,规避高企的债务在短期内轰然倒下,但无法保障一国经济长期持续稳定,反之,它却是金融危机爆发及经济衰退

的根源。无论全球债务快速上升,还是过度金融化及资产价值快速飙升,其信用过度扩张一旦超过了合理边界,都将成为导致金融危机爆发的导火线。这就是为何目前全球经济“只有信用周期,不再有商业周期”的原因所在,也是全球经济所面临的最大问题及风险所在。而 3 月新冠病毒爆发所导致的全球绝大多数经济活动的停顿及经济衰退,有可能成了引发全球金融危机的导火线。

四,当前全球经济的抉择:如何让新冠病毒疫情冲击的最小化?

2019 年 12 月初爆发以来的新冠病毒疫情是人类文明史上百年一遇的大灾难,它也可能是压垮人类的最后一根稻草。有人认为它如 1918 年西班牙爆发的大流感,上个世纪 30 年代出现的经济萧条一样,将给人类社会带来一场巨大的灾难。就目前的形势而言,这次新冠病毒横空出世之后,不仅短时间内在中国迅速蔓延与传播,也很快地全球 200 多个国家快速传染与扩散。其传播的范围之广、速度之快、传播力之强、对人类社会经济冲击之大是前所未有的。新冠病毒疫情传播到的地方,这些地方的社会经济生活立即会按下暂停键。它完全打乱了民众社会经济生活的秩序,改变了企业的存在生态,甚至于改变了人们的生活理念及方式,它给人类社会经济造成的冲击及损失是灾难性的。

个人生活隔离、学校停课、企业停工停产、城市之间的交通停止、国家之间的航运停驶等,不仅给民众在身体及心灵上带了无限的痛苦、压力及恐慌,也导致了与人们生活及企业经营息息相关的物流、人流、信息流突然中断。而这给人类社会造成灾难性的影响与冲击,是无法用会计数字计算出来的。比如,疫情暴发后学校停课,导致全球近几亿学生无法进行正常的学习。而学校关闭,不仅会使整个教育质量下降,也让许多家长难以兼顾工作职责和照顾孩子,生产力下降;学校停课还会加深教育不平等,让弱势家庭的孩子学习突然中止,而财力较好的家庭则能够通过补习来填补学习的空缺等。还有,当数以千万计的人出于封锁或恐惧不能消费及按时上班时,先是相应的企业活动立即停止,航空运输、饮食服务、旅游等行业立即面临着破产倒闭之风险,随之而来的就是相应产业链的断裂、失业潮的涌动、中低收入居民陷入生活的困境、各种社会问题四起等。比如,美国在三个星期内申请失业的人数就达到 1700 多万人,全球产业链的中断等。

新冠病毒疫情快速向世界各国蔓延,还将直接打击这些国家的各种经济活动。特别是中国作为全球第二经济大国,当“中国工厂”生产停止,“中国制造”断供,中国游客不来,对许多国家相关产业链将产生巨大冲击,而这种冲击有多大是难以预料的。还有,当由于新冠病毒疫情所导致的持续闭关锁国,当产业链的断裂而导致产量持续下降和普遍出现生产瓶颈,甚至于只是对可能发生疫情的持续恐慌时,还可能致全球性通货膨胀卷土重来及正处于脆弱中挣扎的全球经济将进入严重的衰退期,甚至于出现经济的大萧条。如果这种情况出现,对人类社会生活经济的冲击将是灾难性的。3 月以来美国及全球股市暴跌、石油价格暴跌、金融市场震荡都意味着全球经济将进入严重衰退期。也就是说,新冠病毒疫情已经给人类社会生活带来了前所未有的巨大冲击,这种冲击将是人类社会百年一遇的大灾难。

特别是,就目前新冠病毒疫情发展趋势来说,它对人类社会的冲击与影响会有多大、范围多广、持续时间会多久都是难以预料的。因为,新冠病毒未来如何演变?人类是未知的。而新冠病毒的变种也许又是一次新的疫情暴发的开始。而且,有科学家指出,新冠病毒也可能长期化、流感化及常态化,因此,对于这场疫情会持续多久及扩散的范围有多大?我们是难以预料的。因为,这既取决于现代医学科学的发展与进步,也取决于世界各国如何来应对的态度与政策。目前美国、欧洲等国新冠病毒疫情突然快速蔓延很大程度与政府的应对政策有关。而新冠病毒在海外流行有可以引发中国第二波新冠病毒疫情的到来。因此,面对新冠病毒疫情的不确定性,面对新冠病毒给人类社会带来的严重脆弱性,我们并非担心黑天鹅事件或新的新冠病毒疫情是否再次发生,

(未完待续)