

宏观视点

2021年2月9日

疫后新格局：从重启到重构

思考未来几年的经济大势，有重启和重构两个维度。在疫苗大规模接种形成群体免疫基准情形下，2021全球经济将迈入复苏之年，这是“重启”。在这个过程中，需要关注内生货币和外生货币的不同宏观含义，外生货币投放使得美国面临通胀回升超预期的风险，对于内生货币投放为主的中国而言，主要风险和债务压力相联。同时，疫情冲击及政策应对在全球范围内带来经济结构的变化、加剧了社会分化尤其贫富差距，必然导致公共政策的调整，这即是重构。综合这两个维度看未来5-10年的经济大势，有三个方面值得关注：（一）全球经济可能进入一个相对“滞胀”的时期；（二）反思现实市场经济将在更广范围体现出来；（三）直接或间接的财政主导将上升。

关键词 | 内生货币 外生货币 贫富差距 财政主导

研究员 | 彭文生

我们思考疫情消退后经济发展的大势，有重启和重构两个维度。重启是指疫情消退，社会生活恢复正常，经济活动重新开始。去年疫情严峻的时候，美国有一位经济学教授提了一个建议：从5月1日开始，经济时钟停摆，对债权债务的所有清偿活动暂停，直到疫情消退才恢复正常。这个建议的可操作性不高，但过去一年各国应对政策措施的一个异曲同工的地方，就是努力维持疫情下的资金流动，避免经济秩序受到很大冲击。

当然，因为疫情持续的时间比预期的长，其对经济的冲击不只体现在总量层面，也对经济结构产生重要影响，对未来发展带来挑战。看疫后的经济发展格局，不仅是一个重启或者周期波动的问题，也是一个重构或者说经济结构调整的问题。

一、复苏之年

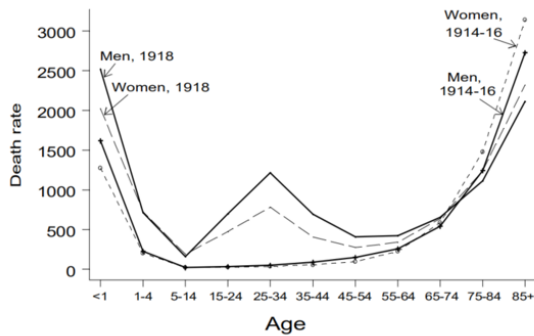
展望后续的经济格局，疫情是绕不过的首要问题。我们的基准假设是新冠病毒的毒性不发生明显的增强变异。常见的病毒死亡率年龄分布曲线是U型的，也就是病毒对免疫系统比较差的老年人和小孩威胁较大。但1918年大流感的死亡率分布曲线是W型的，不只是免疫系统较差的老人、小孩，通常被认为免疫系统较强的年轻人的死亡率也很高。一百年前的大流感病毒是一次传染性和毒性都很强的病毒，造成了全球数千万人死亡。

这一次的病毒不太一样，传染性虽然也强，但从病患死亡率的年龄分布来看，既不是罕见的W型，也不是常见的U型，而是指数型。40岁以下的病患死亡率很低，此后伴随年龄的增长死亡率呈现加速上升的态势。当前，病毒在一些国家出现了一些变异，其实，病毒的生物构造决定了它几乎无时无刻都在变异，变异本身并不可怕。尤其是从近期的病患死亡率分布曲线来看，毒性似乎并没有明显增强。

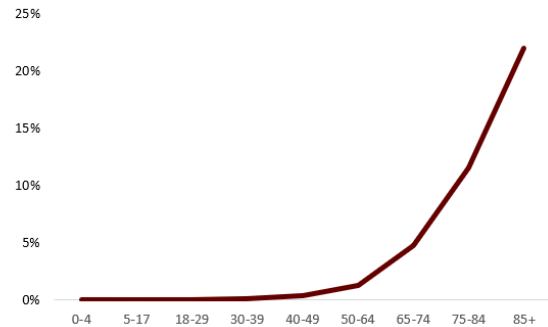
这是我们对后续经济重启谨慎乐观的一个基本假设，即不发生毒性明显增强的变异。当然，从经济之外的防疫策略角度看，这并不是值得掉以轻心的理由，我们要密切跟踪病毒毒性的变化。

图表1: 基准假设: 不发生毒性明显增强的变异

大流感1918: 美国每十万人流感和肺炎造成的死亡人数



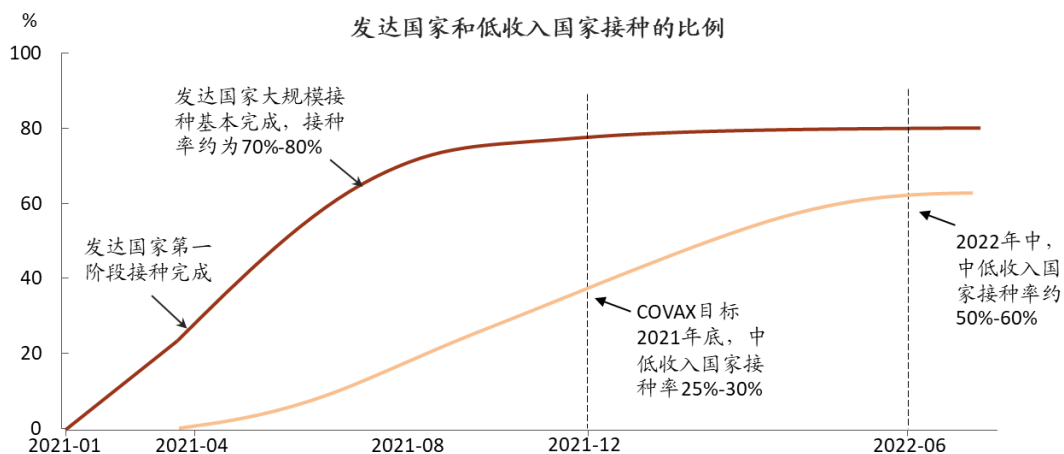
美国新冠肺炎病患死亡率年龄分布



资料来源: 大流感数据来自于《The Economic Effects of the 1918 Influenza Epidemic》, 美国新冠肺炎数据来自于美国CDC, 中金研究院

在这个基准假设之下, 我们的基本判断是在今年年中, 发达国家完成大规模的疫苗接种, 接种率大概达到70%-80%。从最近的疫苗接种速度来看, 应该说基本符合这样一个预期。不过, 一些低收入国家的接种速度可能会慢一些。对此, 有人提出担忧, 是否会形成两个世界。这个担忧有一定道理, 但低收入国家人口结构比较年轻, 而新冠病毒主要是对老年人的毒性比较强, 由此我们可能不需要太担心低收入国家的复苏前景。

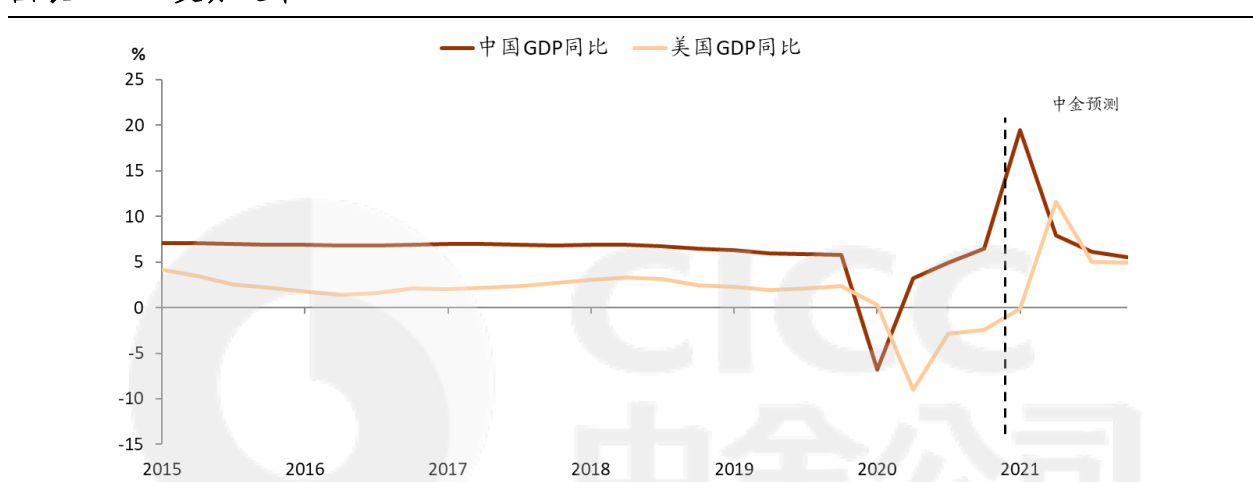
图表2: 基准情形: 接近隧道尽头



资料来源: COVAX, 中金研究院

在上述基准假设和基准情形之下，我们对今年全球经济的看法：2021年是复苏之年。如下图所展示的，与新冠疫情造成的中、美GDP增速波动相比，此前的经济增速几乎是一条直线，也就是说前面那几年的经济波动，和我们这次相比是天壤之别、不可比的。为什么这次冲击会这么大？因为它不是一个通常意义上的经济周期，它是一个外生的公共卫生危机，对供给端带来很大的冲击，比如停工停产等。

图表3: 2021复苏之年



资料来源: CEIC, 中金研究院

二、宏观三问

在这个大的背景之下，如何看今年的宏观问题，我提出一点思考：复苏之年的宏观三问。在列出这三个问题之前，首先需要搞清楚的是，这次疫情冲击和过去经济周期波动，有哪些不一样。我认为有三个方面。

一是同步性。过去的经济冲击，都有一个周期波动的源头，比如说亚洲金融危机主要源头是亚洲，美国次贷危机虽然号称是全球金融危机，拖累了全球经济，但主要的冲击还是在美国。传统的、需求驱动的经济周期波动，是全球不同步的。这次不一样，2020年全球经济同步下行，随之而来的是，全球货币、财政同步宽松。虽然各国力度不一样，但方向是一致的。进入到2021年，这样一种同步性体现在全球经济将同步上行、共振复苏。

二是非对称性。新冠疫情的总量影响虽然是全球同步，但从结构来看，例如从传统经济和数字经济、年轻人和老年人、低收入和高收入、实体和金融等视角看，疫情的影响具有很强的非对称性。这种非对称性，几乎在全球所有重要国家中都有强烈的体现。由此带来一个结果，全球经济社会都在聚焦、反思贫富分化、气候变化等结构问题。

第三点就是政府干预增加。高度宽松的财政、货币政策，固然是应对疫情的必要之举，但也带来了许多后遗症，诱发了对个人和集体、市场和政府、货币和实体等关系的反思。

以上是我想总结的这次冲击和过去不一样的三个特征。在这个基础之上提出宏观三问，即影响我们看经济、看政策、看市场影响的三个宏观问题。

第一个问题是，美国的低利率能够维持多久？未来经济复苏是否带来通胀上升？美国的财政扩张如何影响通胀？美国的利率会不会上升？如果上升的话，是短暂的，还是一个方向性转变？这是影响全球金融市场的一个关键问题。

第二个问题是，中国作为全球第二大经济体，面临的政策环境是什么样的？中央经济工作会议说政策不会急转弯，如何理解？怎么理解中国的正常货币政策空间？当前，大城市房价加速上升的问题日益凸显，去年永煤为代表的信用债违约也引起市场对债务压力的重视。中国现在处于一个比较复杂的环境，既有经济复苏的好的一面，也有一些金融层面的压力暴露。

第三个问题是，如前所述，我们今年面临的不仅是个重启问题，还是个重构问题。从结构层面来看，我们需要探讨这次疫情如何改变经济格局，包括国家与国家之间、行业之间、人群之间的利益格局。如何看未来5-10年的全球经济大势。

三、货币之源

围绕这宏观三问，首要的是理解货币是怎么来的、货币流向哪。对于从去年到现在的全球货币、信用、财政大幅扩张的影响，这是一个根本性的问题。货币从哪来、到哪去和货币的创造机制有关系，一般可以分为内生货币和外生

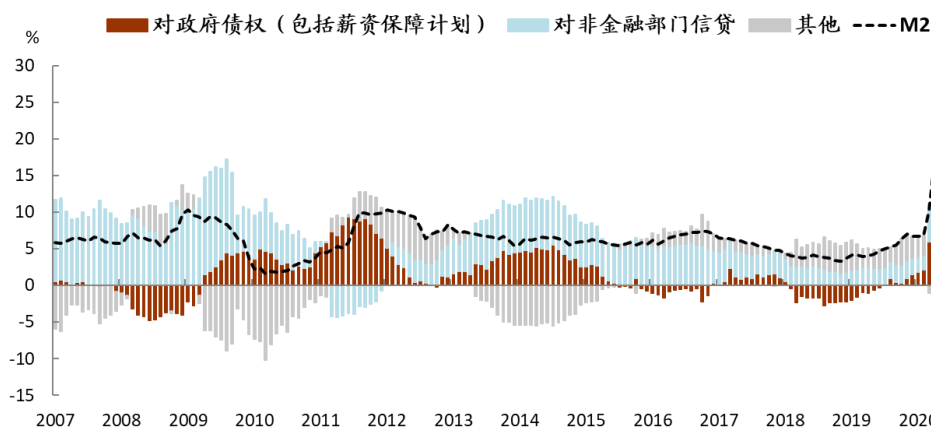
货币两种。简单来讲，外生货币不是经济体系本身的运行结果，不是顺周期性所产生的货币。典型的例子是黄金，黄金的产量人类很难自由控制，在金本位制下黄金通常可以看成是外生货币。还有一个外生货币是财政政策投放的货币，它不是经济私人部门自发运行内生的，而是代表着政府的政策导向。

典型的内生货币是信贷。因为它反映经济运行内在动能，包括经济增长、房地产对信贷的需求等。对于我们思考这一次的货币扩张，外生货币和内生货币的区分非常重要。不过，我们似乎已经“忘记”了外生货币，因为在过去40年全球金融自由化的背景下，内生货币已经成为压倒性的货币投放方式。在更早些的年代，主流的认识是货币是外生的。最直观的观点是，货币发多了物价就要上升，这样一个货币数量论的观点是基于外生货币的认知。

关于货币的内生性，事实上马克思的《资本论》就已经阐述了内生货币的观点。凯恩斯更是强调银行体系创造的内生货币，即贷款创造的存款。在1930年代是否应该回到金本位的争议中，凯恩斯说金本位制是野蛮时代的遗迹，现代金融体系下货币是内生的。

外生货币和内生货币对经济的影响有什么差异？历史告诉我们什么？外生货币的过度扩张带来的主要问题是通胀，也就是货币发多了，物价要上升，因为外生的货币超过了经济内生的货币需求。伴随内生货币过度扩张的主要问题是资产价格泡沫和金融危机，典型的例子是1929年美国股市崩盘、2008年的美国次贷危机。内生货币是和债务问题、资产价格联系在一起。

图表4: 美国: M2增速升至二战以来最高水平, 财政与信贷贡献相若



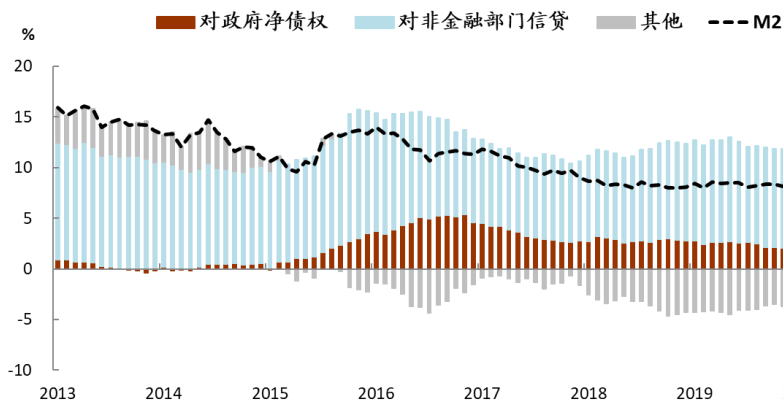
资料来源: Wind, 中金研究院。数据截至2020年12月。

图表5: 美国: 通胀预期上升



资料来源: Wind, 中金研究院

图表6: 中国: M2增速上行, 主要靠信贷扩张

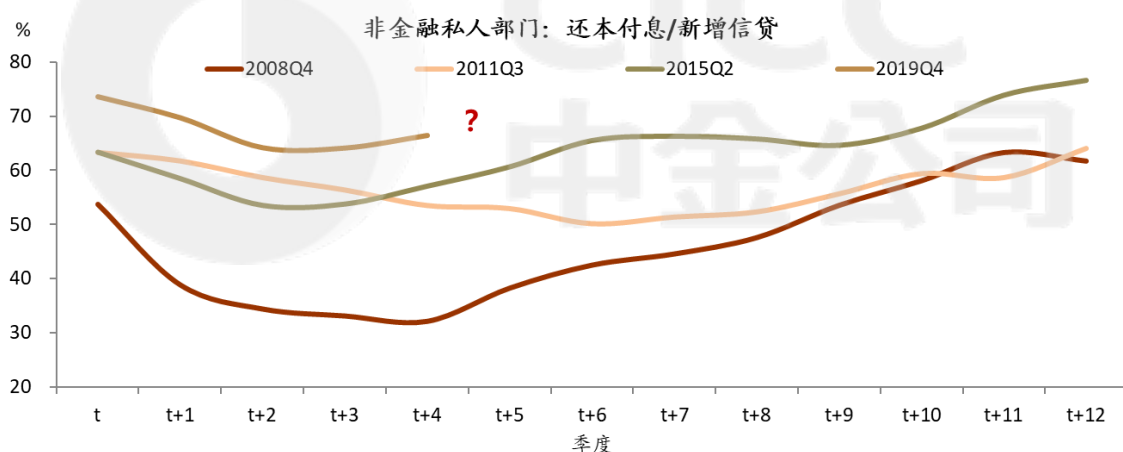


资料来源: CEIC, 中金研究院

结合当下，我们应如何看2020年的货币投放的影响？2020年，中国主要是通过信贷投放货币，基本上是内生货币。美国25%的M2增速，其中将近十个百分点来自财政投放。美国这一次货币投放在相当大程度上具有外生货币的色彩。由此也造成了中、美这次货币扩张的影响不同。

需要说明的是，美国在08年金融危机的时候，财政对货币投放的贡献也是比较大的。但那个时候的财政扩张主要是救助金融机构，企业、家庭等实体部分直接受益有限，反而加大了贫富分化。美国这次的财政扩张直达个人和企业，呈现典型的外生货币特征。对全球来讲，今年金融市场面临一个风险，就是美国的通胀可能会超预期。事实上，美国10年期国债隐含的通胀预期已经开始上升，由此长端利率也有所上升。

图表7：中国：还本付息负担开始增加



资料来源：Wind，BIS，中金研究院。数据截至2020年4季度。注：t代表每一轮信贷大幅扩张的起点。

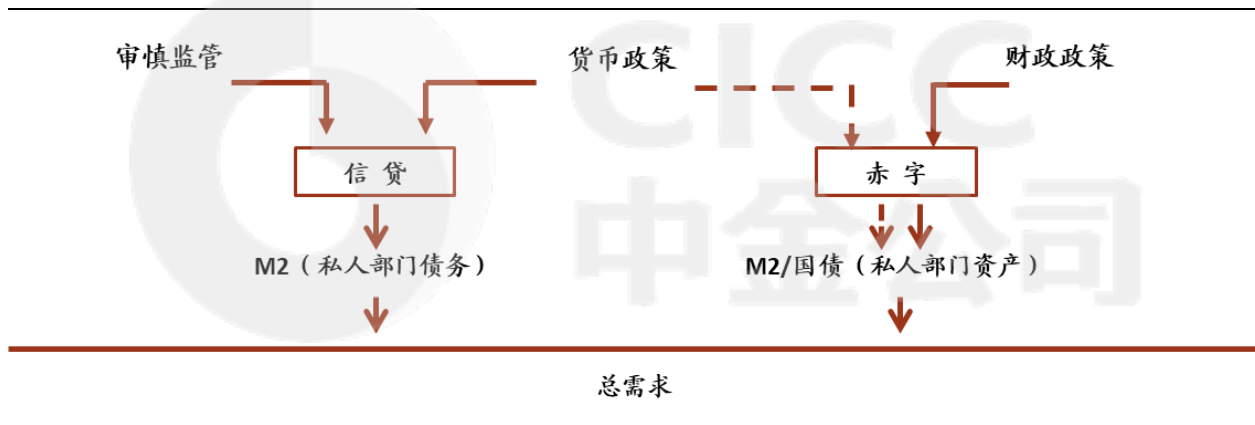
中国这次主要是信贷投放货币，带来的主要风险是债务问题。如图7所示，这一轮信贷扩张，存量债务的还本付息负担与新增贷款之比已经见底回升，也就是说从实体部门流回银行体系的资金相对于银行流向实体的资金开始上升。这是我们今年可能要担心的问题，也就是债务违约的压力。

在这种背景下，我们怎么思考今年的宏观政策取向？通常而言，宏观政策有三类工具：审慎监管，货币政策和财政政策。审慎监管和货币政策均通过信

贷、通过影响私人部门的杠杆来影响总需求；财政政策则是通过赤字影响总需求。两者都作用于总需求，但对私人部门的资产负债表影响不同，对经济和金融的最终影响也就不同。

信贷投放货币增加现在的现金流，但也增加债务，由于地产作为抵押品的角色，信贷扩张往往和房地产价格上升联系在一起。一旦房地产价格下降，债务偿还的压力就会增加。财政赤字增加私人部门净资产（国债或央行购买国债投放的基础货币由私人部门持有），在支持消费的同时，也更容易带来物价上涨压力。2020年全球是财政、货币、信用三个都放松，2021年我们又该怎么看宏观政策之间的关系呢？可能存在一个跷跷板现象。

图表8：宏观政策跷跷板



资料来源：中金研究院

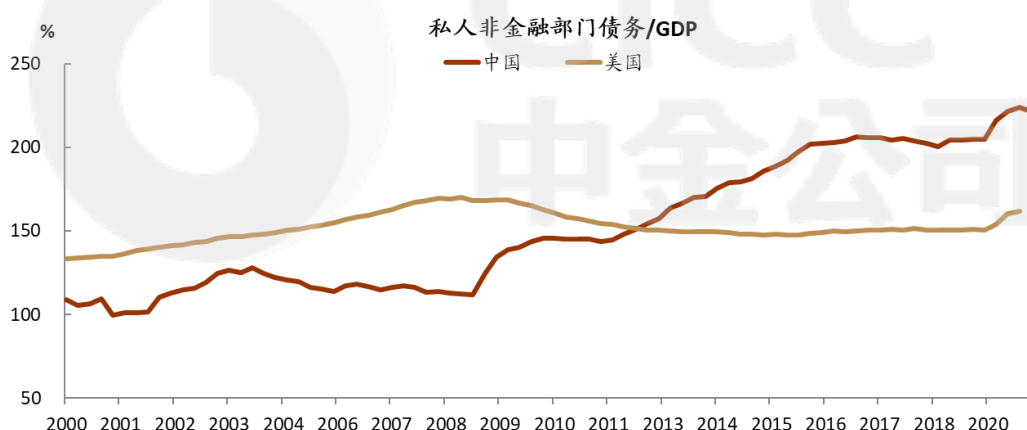
美国的跷跷板可能是财政松、货币紧。现在的拜登政府打算在特朗普下台之前的9000亿财政刺激基础上，再搞1.9万亿美元的财政扩张，加起来是2.8万亿，和去年的3万亿差不多。这个要落实的话，将会进一步加剧刚才所讲的通胀预期上升。这意味着货币条件难免要在边际上收紧，实现的方式不一定是美联储加息，也可能是长端利率上升。

和上一次经济下行比较，2008年金融危机以后10多年，美国信用紧缩，背后是危机后私人部门自发的去杠杆动能，也有审慎监管加强的作用，所以货币放松的幅度很大，这是货币和信用之间的跷跷板效应。去年以来形势发生了变

化，财政持续大幅扩张，由此带来的通胀压力将导致美国的货币条件紧缩，首先是长端利率上升，后续可能是货币政策的紧缩，这可能不是一个短期波动，而是方向性的变化。

中国的跷跷板主要体现在货币政策和监管的互动上。近期短期利率上升，可能和信贷前期扩张太快、资产价格上升压力有关，货币条件有必要先紧一紧。如果房地产市场降温，经济内生的信贷扩张动能放缓，或者债务违约压力增加，货币政策就面临需要增加流动性的压力，或者说货币政策放松的空间将变大。这意味着今年中国的货币政策可能是先紧后松，背后是一个债务逻辑。在去杠杆的大趋势下，货币和信用的跷跷板关系是未来相当长的时间内我们思考中国货币政策的一个重要维度。

图表9：中国政策面临的挑战：货币与信用之间的平衡



资料来源：Wind，BIS，中金研究院。中国数据截至2020年4季度末，美国数据截至2020年3季度末。

四、结构留痕

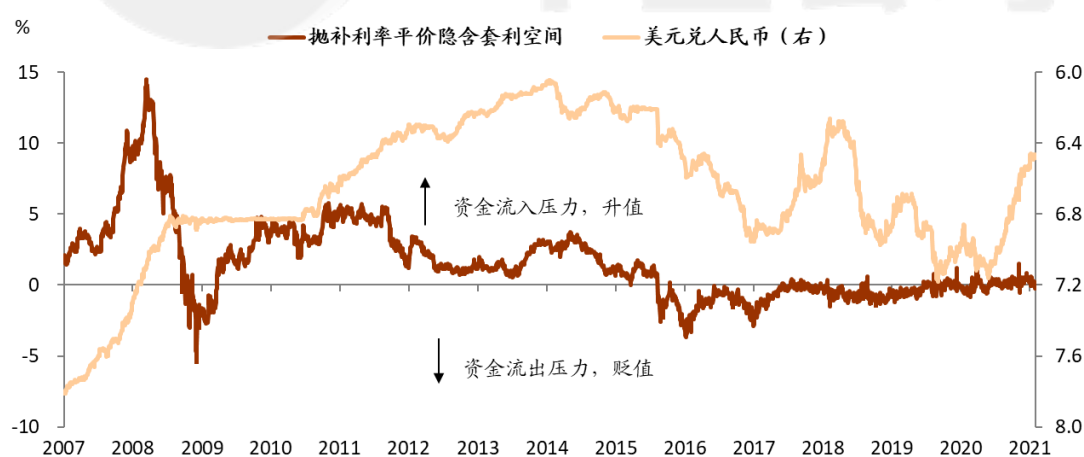
疫情不仅对经济运行带来了巨大的短期波动，对经济结构的变化也有很大的影响。疫情冲击使得人们改变某些工作方式和生活习惯，促使一些新的商业模式和消费行为的产生。随着疫情的缓解和消退，一些变化可能恢复原状，但有一些可能是持久的影响，改变经济结构。另一方面，疫情也促进了全球范围内人们对经济社会一些问题的反思，可能带来政策调整，进而影响未来的经济结构。

上述的两个方面的影响，有一些随着时间的推移才会更清晰显示出来，我们有一个认知的过程。在现阶段，有几个方面的变化值得关注。

首先，国家竞争力的认知可能发生变化。应对疫情导致公共政策干预在全球范围内大幅增加，凸显了中国的公共安全管理能力。疫情相对有效控制使得中国成为主要经济体中唯一在2020年录得正增长的国家。在微观层面，疫情的冲击也引起对产业链的效率与安全性的反思，产业链的韧性使得中国的出口表现强劲。

过去几个月人民币汇率的升值在相当程度上反映了市场对中国资产回报的信心增加。虽然中国的利率比美国利率高，但中美利差在目前的市场环境下并没有无风险套利空间。图10显示我们估算的抛补利率平价隐含的套利空间，对于风险偏好中性的投资者来讲，如果通过锁定远期汇率规避汇率贬值的风险，无风险套利空间接近零。这说明近期的资金流入主要反应了对中国经济信心的增加、风险溢价下降，而不是一般理解的所谓利差套利。

图10: 无风险套利空间接近零，资金流入反映市场对中国信心增加



资料来源: Wind, 中金研究院。利率采用1年期中国国债收益率和美国国债收益率, 数据截至2021年01月29日。

其次，疫情的冲击也凸显了科学创新的重要性，人和自然和谐共处的重要性。中国政府宣布“力争在2030年前达峰，努力争取2060年实现碳中”的目标，美国拜登政府宣布重返巴黎气候协议，全球范围内对气候变化问题的重视都在

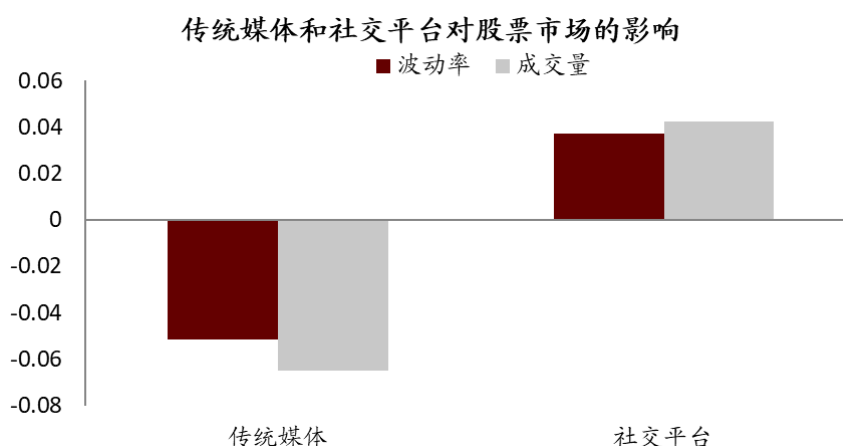
增加。挑战是如何加速科学创新、在可持续增长的前提下推进碳中和，尤其是中国在实现碳中和的过程中，能否改变过去的资源禀赋格局不利地位，可能是国家竞争力的新的重要体现。

第三是数字经济发展带来的机遇与挑战。疫情冲击加速了数字化转型，也在推进人们反思数字经济发展背后的效率和公平问题。去年，中金公司研究部集体撰写了深度报告《数字经济：下个十年》。数字化转型对经济、社会、政治等各个层面都在产生影响，有些还在早期阶段，有些已经显现变革性效果的端倪。

在金融领域，近期美国GameStop“逼空事件”值得关注。这件事最直接的效果是展示了个人投资者的力量及其“破坏性”影响。如何理解这个问题？美国最近的一篇学术研究发现，传统媒体的报导往往有利于降低股票市场波动，而社交平台的新闻则增加股票市场波动。内在的原因可能是因为传统媒体比较规范和理性，对市场往往起到冷静的作用，社交平台则存在更多假新闻、非理性信息，而网络效应加剧了投资者的羊群效应。

从长远来看，GameStop事件会不会是数字化转型改变金融格局的一个标志性事件呢？只有时间能告诉我们。现在看来，这件事引发了我们应该如何思考股市的价格发现机制、监管机制、投资者保护、如何平衡机构和个人投资者关系以及金融稳定等问题。从根本上来看它暴露了一个更普遍性的问题，即在数字经济时代如何推进数字治理的问题。

图表11: GameStop 逼空事件: 凸显数字社会金融监管面临的挑战

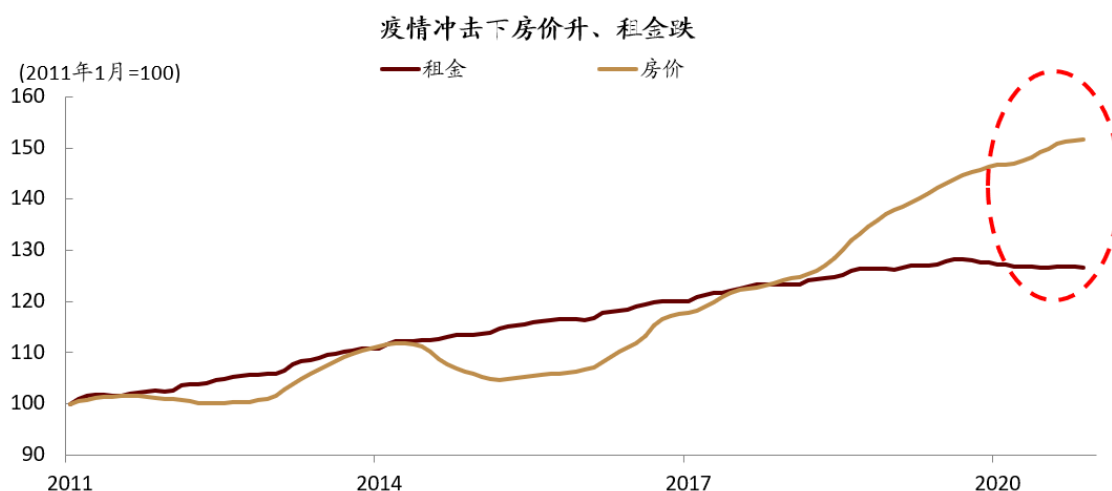


资料来源: 《Social media, news media and the stock market》, 中金研究院

第四,就经济社会治理来讲,全球范围内疫情冲击的最重要影响可能是贫富分化问题。过去几十年贫富差距大幅扩大,已经带来重大的影响,包括英国脱欧,美国特朗普政府的“美国优先”政策等,此次疫情的冲击呈现非对称性的特征,在全球范围内加剧了原有的社会经济结构矛盾和分化。

“房价升、房租跌”是一个集中的体现,背后暗含三层分化:金融与实体;高收入与低收入;年轻人与老年人。房租主要依赖实体经济和就业情况,而房价的金融属性更强,疫情对实体冲击大、对金融冲击小(2020年中美两国金融业增加值占GDP比例均有上升),因此疫情下两者走势背离。年轻人和老年人所受冲击的分化也与房租房价背离有关,老年人更多是房屋持有主体,而年轻人多是租房主体。

图表12: 结构分化: 实体 vs 金融; 年轻人 vs 老年人; 低收入 vs 高收入



资料来源: Wind, 中金研究院。租金根据CPI中租赁住房房租变化推算, 房价为70个大中城市新建商品价格指数, 数据截至2020年11月。

基于以上的分析, 从未来5-10年的角度, 看疫情冲击对宏观格局影响, 有三个方面值得思考。

第一, 与过去40年相比, 全球经济可能会进入一个相对“滞胀”的时期, 也就是经济增长慢一点、通胀高一点。降低贫富分化和收入分配的差距, 有利于促进消费需求, 增加物价上升压力。

从供给端来看, 需要关注两个结构性因素。一是疫情对全球产业链的冲击, 大家更注重本土化、安全性, 带来成本上升; 另一个是碳中和, 根本问题是碳排放的社会成本没有反应在市场价格上, 实现碳中和要求碳排放有价格, 至少在一段时间内增加经济活动的成本。技术进步是实现碳中和的关键, 但技术进步要靠经济利益的驱动, 碳排放价格上升才会引导大家开发、接受新的技术。

第二, 反思现实市场经济。一个常见的争论是市场配置资源和政府干预孰优孰劣? 往往被简化为新古典经济学(理性人和充分竞争市场)与凯恩斯理论之间的争议。其实, 主流的新古典经济学对市场经济的认知过于理想化了, 甚至可以说是梦想的市场经济, 要说现实的市场经济, 我们还要回到古典经济学, 回到亚当斯密《国富论》描述的市场经济。

在《国富论》中，亚当斯密强调政府的角色是维护一个公平的市场竞争机制，只有在公平的竞争机制之下，市场“无形的手”才能有效发挥作用。未来将会有更多的对垄断、市场操纵、非理性等现实市场经济问题的正视与反思，必然导致公共政策方面的变化，这在数字经济的发展方面已经有所体现。

第三，全球范围内财政作用的增加，需要关注财政主导的含义。这个倾向在美国已经比较明显，拜登新政府推动1.9万亿的财政刺激只是开始，一般预计后续在政府支持的基础设施投资和税收改革方面会有进一步的措施出台。

国内来讲，去年财政部发布了针对商业银行的新绩效评价办法，提出了新的四大考核指标，包括服务国家发展目标和实体经济、发展质量、风险防控和经营效益等方面，其中盈利等指标退居第二位。个人理解，这意味着银行行为未来具备准财政属性，部分承担公共政策的功能，这可以说是中国特色的财政主导的一个体现。

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为本文章出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。