

张明

zhangming@cass.org.cn

长期性停滞格局仍将延续

张明

根据 IMF 最新版世界经济展望的数据，2016 年全球经济增速约为 3.1%，低于 2015 年的 3.2%。事实上，全球经济增速自 2011 年以来不断下滑，由 2010 年的 5.4% 下滑至 2016 年的 3.1%。2011 年至 2016 年这六年间全球经济的平均增速仅为 3.5%，远低于全球危机爆发前 2002 年至 2007 年期间高达 4.8% 的平均增速。全球危机的爆发似乎显著改变了全球的增长格局，这一状况被美国经济学家劳伦斯·萨默斯称之为长期性停滞（Persistent Stagnation）。

长期性停滞为何会产生？目前有两种主流解释。第一种解释是，在过去几十年驱动全球经济增长的两大引擎——全球化与金融深化，在美国次贷危机爆发之后发生了停滞甚至逆转。旧的增长引擎动力消减，新的技术革命尚未到来，全球经济处于增长换挡的尴尬阶段。第二种解释是，全球金融危机的爆发重创了全球投资，使得当前全球储蓄远高于全球投资。而要让全球储蓄与全球投资重新平衡，需要全球实际利率降到显著为负的水平。然而，实际利率下行一方面受到名义利率零下限（尽管近期出现了名义利率为负的新情况）的约束，另一方面也受制于当前全球通胀率持续低迷的掣肘。既然实际利率无法深度向下调整，全球储蓄可能长期高于全球投资，进而使得全球增长显著低迷。

2016 年，发达国家总体经济增速由 2015 年的 2.1% 下降至 1.6%。其中美国、欧元区、日本与英国 2016 年的经济增速均比 2015 年有所下降，法国经济增速持平，德国、意大利、加拿大 2016 年的经济增速则比 2015 年小幅上升。目前来看，除 2017 年美国经济增长较为乐观之外（IMF 目前的预测为 2.3%），其他经济体在 2017 年的增长态势都不容乐观。例如，

欧元区、德国、法国、意大利的经济增长将会面临国内政治选举不确定性的挑战，其中又以法国与意大利尤甚。日本经济增长可能受到 2016 年日元表现过于强劲的冲击，而且日本政府刺激经济增长的空间已经越来越窄。加拿大 2016 年的经济复苏在很大程度上归因于能源价格上涨，但 2017 年能源价格似乎很难持续 2016 年的小阳春。

2016 年，新兴市场与发展中经济体的总体经济增速与 2015 年持平，均为 4.1%。然而，其内部的增长结构则发生了重要变化。其中，中国、印度、中东欧、拉美与加勒比等经济体 2016 年的增速与 2015 年比均有所下降，但俄罗斯、巴西、中东北非等经济体的经济增速却在 2016 年出现了反弹，其中俄罗斯尤为显著（由 2015 年的-3.7%上升至 2016 年的-0.6%）。不难看出，2016 年经济增速反弹的国家多为资源出口国，其经济回暖在很大程度上取决于 2016 年全球大宗商品价格的反弹。换言之，2017 年这些国家经济反弹的可持续性，也会取决于大宗商品价格的后市走向。

笔者认为，2017 年全球大宗商品价格更可能在当前水平上持续盘整，而难以延续 2016 年的显著上涨态势。主要原因包括：第一，从需求来看，全球大宗商品价格上升与中国国内周期性行业（例如房地产、汽车）上升以及供给侧改革展开密切相关，而随着周期性行业在 2017 年的回落，以及供给侧改革风格的转变（淡化行政指令、强化市场力量），来自中国方面的拉动力量可能显著减弱；第二，从计价货币来看，由于 2017 年美联储加息节奏可能加快，美元指数有望总体保持强势，而这将会打压大宗商品价格；第三，从估值水平来看，全球大宗商品在经历了 2012 年至 2015 年的持续下跌后，确实形成了价值洼地。而在经历了 2016 年的普遍上涨之后，大宗商品市场的价值洼地已经基本上被填平。

除了大宗商品价格可能由上升转为盘整之外，新兴市场与发展中经济体的增长前景还将受到以下两种因素的制约。其一，一旦特朗普政府悍然发动贸易战，这将会加剧全球贸易冲突，从而影响到新兴市场与发展中经济体的出口增长。换言之，贸易战可能切断增长较快的美国经济对于全球经济的外溢效应，甚至产生负外部性；其二，一旦今年欧洲大选发生重大的黑天鹅（例如勒庞上台或五星政党上台），全球金融市场的动荡程度将会加剧。这不但会推高美元等避险资产的价格，而且会使得新兴市场与发展中经济体面临短期资本加剧外流与本币贬值压力恶化的冲击。部分基本面脆弱的经济体甚至不能排除爆发金融危机的风险。毕竟，从国际金融危机似乎每十年爆发一次的拇指法则来看，2017 年可能是很不太平的一年。

综上所述，由于发达经济体、新兴市场与发展中经济体的经济增长都可能在 2017 年遭遇逆风，因此 2017 年的全球经济增速难以显著提高。笔者的判断是，2017 年的全球经济增速可能比 2016 年略高一点，约为 3.3-3.4%，但很难超过 3.5%。长期性停滞的阴霾，将依然笼罩在暗流涌动的全球经济头上。

（笔者为平安证券首席经济学家、中国社科院世界经济与政治研究所研究员）

IIS 简介：国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧琚，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博、刘洁、黄瑞云与赵奇锋。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。