

世界经济的“三低两高”现象

张明

摘要: 本文归纳了当前世界经济面临的“三低两高”现象,阐述了“三低两高”彼此之间存在的自我强化机制。这种自我强化机制构成了一个很难走出的长期停滞“陷阱”。针对上述现象,本文提出了六种解决方案,但认为短期内世界经济摆脱长期停滞的可能性不大。新冠肺炎疫情的暴发也难以成为世界经济走出“三低两高”格局的催化剂。

关键词: “三低两高”格局;新冠肺炎疫情;长期性停滞;美债收益率

中图分类号: F831

文献标识码: A

2021年以来,在疫苗和疫情的“赛跑”中,疫苗占了上风,全球疫情的拐点在2021年1月出现。2020年,全球主要经济体经历了一次集体衰退,2021年将迎来集体复苏。在经济已经开始复苏的背景下,美国政府依然出台了规模巨大的财政货币刺激政策。此举提升了市场的通胀预期。经济复苏与政策放水的组合也助长了全球投资者的风险追逐情绪,2021年以来,美国股市、大宗商品、比特币等风险资产的价格不断创历史新高。

然而,当前市场的最大担忧在于,通货膨胀预期和现实通胀率的上升是否会推动美国长期利率显著攀升,并使风险资产价格显著回调?本文认为,对美国长期利率在短期内上升空间的判断,与新冠肺炎疫情的界定直接相关。新冠肺炎疫情究竟是次

贷危机之后世界经济长期停滞格局面临的一个小扰动,还是一种足以扭转长期停滞的催化剂?本文将就这一问题展开分析。

一、世界经济面临的“三低两高”现象

“三低”是指低增长、低通胀、低利率,“两高”是指高政府债务、高收入财产分配失衡。这五者之间紧密联系,彼此存在相互强化机制,并构成了一个“陷阱”。一旦世界经济跌入这一陷阱,在正常情况下很难走出来。事实上,“三低两高”现象也是长期停滞的同义词。要成功走出长期停滞格局,需要一个很强的外部冲击(例如,一次重大技术革命),或者主要大国之间的通力合作。新冠肺炎疫情暴发恐怕难以帮助全球经济走出长期停滞格局。

第一个“低”是低增长。自20世纪60年代到21世纪初,世界经济增速总体不断下降,仅在2000—2010年间有一次反弹。反弹的主要原因是中国融入全球化与IT革命的爆发。但是最近十年来,全球经济增速再度下滑。核心原因包括全球技术进步速度的放缓、全球投资中无形资产投资的占比上升、人口老龄化以及经济全球化减速等。此外,全球经济增速下降与全球化减速之间存在着互为因果的关系。

第二个“低”是低通胀。从GDP平减指数刻

作者简介: 张明,中国社会科学院金融研究所副所长、国家金融与发展实验室副主任。

① 本文根据作者在2021年中国国际金融学会青年论坛的演讲稿整理,由中国银行研究院赵廷辰整理。

画的通胀水平来看，在迄今为止的50年内，全球通胀率总体上不断下行。分析其原因，一方面，是IT革命导致全球范围内供给能够更及时、更充分地满足需求、中国等新兴市场大国深度融入全球化等；另一方面，也存在真实的通货膨胀压力被低估的可能性。衡量通胀的指标可能需要重新设定，这一点中国人民银行行长周小川在近期的演讲中也曾提及。

第三个“低”是低利率。新冠肺炎疫情暴发后，美国10年期国债利率一度跌至史上最低的0.5%。目前，一些发达经济体的隔夜拆借利率持续为负，同时，全球发达国家10年期国债收益率都处于极低水平。全球负利率格局不断强化，这一局面将给许多长期投资者（例如，保险公司、养老基金、社保基金等）的经营带来巨大挑战，因为负利率格局将会显著降低上述机构资产端的收益率。

第一个“高”是高政府债务。2019年年底，全球发达国家政府债务已经达到历史上相对高点。而新冠肺炎疫情暴发后，这些国家政府债务占GDP比重又普遍上升了10~20个百分点。这意味着，截至2020年年底，全球发达国家政府债务基本上达到了历史峰值，这一水平与大萧条之后二战之前的发达国家政府债务水平非常相似。众所周知，在二战之后，全球发达国家政府债务水平的确显著下降了，但导致发达国家政府去杠杆的最重要因素是二战之后全球经济的持续快速增长。而在当下的和平时代，全球发达国家政府去杠杆的路径将是怎样的？是有序协调，还是无序动荡的？答案不得而知。

第二个“高”是高收入财产分配失衡。本文将收入和财产分开表达，原因在于二者之间的趋势未必一致。例如，在2020年，一方面，美国政府给中低收入家庭直接发钱，导致美国国内的收入分配失衡状况短期内有所缓解；但另一方面，大规模印钞导致资产价格大幅上涨，加剧了财富分配失衡。事实上，当前美国国内财产分配失衡问题的严重程度也达到了历史性峰值，与大萧条之后二战之前的状况非常类似。虽然在二战之后，美国的财富分配失衡在一定程度上得到改善，但二战在这一过程中发挥了重要作用。而在当下的和平时代，全球财富分配再平衡之路走向何方？答案同样不得而知。

二、“三低两高”彼此之间存在相互强化机制

本文认为，在“三低两高”各因素之间存在着非常复杂的相互强化机制。以下将举例说明相关强化机制。

例如，高政府债务会导致低增长。相关文献表明，当一个国家政府公共债务占GDP比率上升至90%的阈值以上时，该国的增长率中位数会下降超过一个百分点。

又如，高收入财产分配失衡会导致高政府债务。《断层线》这本书的核心观点认为，次贷危机之所以爆发，一个深层次原因在于美国政府尝试在不触动高收入群体利益的前提下提高低收入群体福利，并采用了通过极低的利率水平去鼓励中低收入群体借债买房的方式。此举最终导致了次级抵押贷款的风行以及次贷危机的爆发。

再如，高收入财产分配失衡会压低全球经济增长。至少有两个机制可以解释这一点。一是由于中低收入家庭是边际消费倾向最高的群体，收入和财产分配失衡会降低中低收入家庭的收入与消费增速，导致低增长。二是高收入财产分配失衡通常会导民粹主义倾向，民粹主义领袖将“粉墨登场”，实行单边主义与孤立主义政策，掀起国际经贸摩擦，降低经济全球化程度，进而导致经济增长放缓。

“三低两高”之间存在复杂的相互强化机制，造成“三低两高”格局类似于一个陷阱，而世界经济一旦跌入这一陷阱，就可能越陷越深、难以自拔，在正常情况下很难摆脱上述情形。

三、如何走出“三低两高”陷阱

回顾历史，似乎正是次贷危机的爆发才使得世界经济掉入了“三低两高”陷阱。但未来我们如何才能走出这一陷阱？本文认为，存在以下六种解决方案。

第一，全球迎来一次真正的、有深度的、大规模的技术革命。但是关键在于，从目前来看，技术革命爆发的时机、深度和广度均面临较大的不确定性。

第二，世界各国加大国内收入和财产再分配的

图1 近期美国10年期国债利率走势



力度。毫无疑问，这一举措将在各国国内遭遇很强的政治阻力。

第三，主要大国之间加强沟通协调，推动新一轮全球化。然而，在中美博弈长期化持续化、全球地缘政治冲突加剧的大背景下，这一愿景至少短期内很难实现。

第四，各国政府把握好扩张政策的力度，在稳增长和防风险之间保持平衡。新冠肺炎疫情暴发后，中国政府在这一方面做得很好，但中国迄今为止仍是“少数派”。

第五，各国加强宏观政策协调，降低国内刺激政策实施与退出的负面外溢效应。但美国历来在这方面表现不佳，通常只在乎国内经济稳定增长，对于刺激政策的外溢效应持放任态度。

第六，假如上述情景都没有发生，那么全球经济可能要靠一种被动、剧烈的调整机制来摆脱“三低两高”陷阱，也即类似二战这样的“多输”冲击。这种冲击也可能导致政府债务去杠杆、财富重新分配，但会导致一切清零、重启的局面。这是多边努力失效后的最坏结局，也是最无奈的结局。

四、对短期内美国长期利率上升空间的看法

最后，本文将讨论美国长期利率是否会显著上行这个问题。新冠肺炎疫情暴发之前，美国10年期国债收益率在1.9%左右，新冠肺炎疫情暴发后，该利率一度降低到0.5%的历史性低点。该利率从

2020年下半年开始回升，目前在1.7%左右（见图1）。

未来一段时间内，美国10年期国债收益率将会何去何从？一方面，本文认为，对未来美国长期利率走势的预测，完全取决于对疫情性质的判断。换言之，新冠疫情究竟是能够推动世界经济走出长期停滞的催化剂，还是一个小扰动。如果将疫情看作小扰动的话，那么美国十年期国债收益率上升的空间就比较有限。本文认为，新冠疫情更像是一个小扰动，而非催化剂。另一方面，此前美国财政部长耶伦在讲话中提出，美国政府的债务存量有多少并不可怕，关键在于付息额规模是否上升。只要付息额被压制在一定水平之下，那么美国政府债务就具有可持续性。

综上所述，本文认为，至少在2021年内，美国10年期国债收益率的上升空间比较有限，有可能上升到2.0%以上，但是突破2.5%的可能性较小。

参考文献：

- [1] 张明、陈胤默．从单边升值重返双向波动——2020年人民币汇率回顾与2021年展望[J]．国际金融，2021（3）：16-23
- [2] 张明．世界经济中的“三低两高”现象[J]．金融博览，2021（4）：40-41
- [3] 张明．疫情、衰退与冲突下的中国经济新发展[J]．文化纵横，2020（6）：26-34
- [4] 张明．中美10年期国债收益率的走势及潜在影响[J]．债券，2021（4）：7-9

（责任编辑：冯天真）