

# 美日经济上行 全球经济维持“弱增长”格局

□中国工商银行城市金融研究所 马素红

对当前全球经济形势的把握,可以从两方面考虑。一是从景气循环角度入手,分析主要经济体所处的经济周期阶段,以把握全球经济的中短期走向。尽管近期全球经济出现企稳迹象,但主要经济体所处的经济周期阶段有所不同:美国步入经济周期上行阶段,未来有望持续扩张但短期增速可能略有放缓;欧洲经济仍将延续温和衰退趋势,预计下半年有望触底轻弹;日本经济有望在灾后重建效应带动下摆脱衰退,实现缓慢增长;新兴市场经济增长继续降温,“软着陆”的可能性更大。二是从全球增长格局入手,分析主要经济体的长期经济增长潜力,以把握全球经济力量对比变化趋势。在旧有的矛盾仍未解决、新的增长点尚未形成的情况下,全球经济将维持“弱增长”格局。

## 近景:美日向上 欧洲和新兴经济体向下

自2012年年初以来,随着新一轮全球宽松货币政策推出以及欧债危机形势趋于缓和,全球经济出现企稳迹象,但主要经济体所处的经济周期阶段仍有所不同:美国步入经济周期上行阶段,未来有望持续扩张但短期增速可能略有放缓;欧洲经济仍将延续温和衰退趋势,预计下半年有望触底轻弹;日本经济有望在灾后重建效应带动下摆脱衰退,实现缓慢增长;新兴市场经济增长继续降温,“软着陆”的可能性更大。

### 美国步入经济周期的上行阶段

关于美国经济走向,我们有如下判断:一是美国经济处于“二次探底”后的周期上行阶段,短期内有望维持稳定复苏态势。美国2011年第一季度经济增长降至0.4%,是继2008-2009年衰退后“二次探底”过程中的最低点,之后三个季度的GDP增速分别为1.3%、1.8%和3%,呈逐渐加速之势。2012年初以来的经济数据也在进一步佐证美国经济复苏动能的不断强化,OECD(经合组织)领先指标以及美国供应管理学会ISM制造业指数等先行指标,均预示美国经济在未来几个月内仍会持续扩张。在欧债危机形势出现缓和、美联储延续超宽松货币政策等有利条件下,美国经济有望保持稳定复苏势头,预计美国2012年全年经济增长率有望达到2.2%左右。

二是就业和房地产市场尽管曙光初现,但仍是美国经济复苏进程中的两大软肋。首先,美国劳动力市场最早在2014年实现全面恢复。尽管美国近期就业数据出现全面改善,非农就业人数已连续三个月实现增长,2月份失业率也稳定在8.3%的水平,但与历史水平相比,长期失业人数和边际就业人数仍然较多。在过去20年中,美国在经济衰退结束之后,饱受时间越拖越长的“无就业复苏”的困扰。按照最近的净就业创造率,要恢复在2008-2009年经济衰退中失去的就业岗位,将需要超过60个月的时间。按此估测,美国就业率最早在2014年才能恢复至本轮衰退前的水平。美国近几次衰退后的就业恢复时间不断拉长,究其原因在于衰退过后的产业结构调整导致劳动者技能、教育程度与行业不匹配而带来结构性失业问题。

其次,美国房地产市场触底时间可能延迟至2013年。经历了五年多的大调整之后,美国房价已经从2006年7月的最高点下跌了三分之一左右。从房屋销售、建筑开支以及房价等最新数据来看,美国房地产市场已经基本止住了深度下滑的势头。从影响美国房价走势的多重因素来看,尽管新房库存和现房库存均已降至战后最低水平,按揭贷款利率也处于历史低位,但高失业率、较低的消费者信心以及住房所有者的负资产净值仍对美国房地产市场复苏构成不利影响,更重要的是,大量止赎房屋上市销售将推迟美国房地产市场复苏的时间。

### 欧元区经济下半年有望探底回升

关于欧元区经济,我们有如下判断:首先,欧元区将在2012年上半年延续温和衰退趋势。2011年第四季度,欧元区GDP环比萎缩了0.3%,是2009年第二季度以来首次陷入负增长。目前,欧盟27个成员国中有23国财政赤字占GDP的比重都超过了3%(欧盟规定的上限),因此,2012年欧元区的财政紧缩压力仍然较大,这也是欧洲经济面临的最大的下行风险。从制造业活动放缓、失业率升至新高等近期数据表现来看,欧元区经济在2012年第一季度和第二季度仍将延续温和衰退局面。欧元区之所以不会陷入深度衰退,主要原因在于:一是欧洲央行在连续两次降息的基础上,还通过两轮长期再融资操作(LTRO)向市场注入流动性,提升了市场情绪,降低了欧洲银行体系的流动性风险,有助于避免经济陷入严重的信贷紧缩;二是欧元区面临的外部环境明显好于2008-2009年衰退期间,全球经济仍处于稳步增长轨道,尤其是美国经济复苏步伐有所加快,这将对欧洲经济起到积极带动作用。

其次,欧元区经济下半年有望在德国带动下实现探底回升。作为欧元区第一大经济体的德国,是唯一有望带领欧洲经济走出泥沼的成员国。尽管受区内出口贸易下降和国内需求低迷影响,德国经济2011年第四季度萎缩0.2%,但德国的经济基本面依然强劲,就业市场表现强劲、制造业的国际竞争力较强、金融环境相对宽松,且几乎不存在财政紧缩压力,因此,德国有条件在较短时间内重回扩张轨道并保持稳健增长。随着内需稳步增长以及欧元区外经济体的需求对德国出口形成支撑,德国经济有望在2012年年中恢复增长。尽管核心国家更为强劲的增长以及欧洲央行的大量流动性注入将给区内经济体带来积极影响,但在财政紧缩和银行业持续去杠杆化这两个重大不利因素的影响下,欧元区边缘经济体仍将经历严重的衰退,特别是意大利和西班牙的经济形势可能出现恶化。总体而言,在德国发动机的带动下,欧元区经济有望于2012年下半年触底轻弹,但区内经济增长两极分化的趋势更为突出。预计2012年全年欧元区经济仍将衰退0.2%。

### 灾后重建带动日本经济反弹

日本在2011年上半年经历“地震、海啸、核辐射”三难一体的灾害之后,制造业又于下半年遭受泰国洪水的重创(很多日本制造的供应商在泰国),日本去年GDP萎缩0.9%。从2012年的总体形势来看,日本经济有望走出衰退、实现缓慢增长:首先,重建带来的投资和消费需求增长将对日本经济起到重要的支撑作用,据测算,今后五年灾后重建将能平均拉动日本GDP增长0.8个百分点。其次,2012年初以来日元大幅贬值以及美国经济复苏步伐加快有利于刺激日本出口,并促进制造业竞争力回升。其三,日本央行已将量化宽松规模扩大至65万亿日元,并将短期和长期通胀目标确定为了1%和2%,有助于抑制通缩恶化并提振经济。但日本经济也面临着多重风险,如核电站全部停运导致电力供应不足和电费上涨、灾后重建预算缺乏财源等。预计2012年日本经济增长率为1.8%。

### 新兴市场经济有望“软着陆”

金砖四国中的印度、巴西和中国的经济增长放缓尤为引人注目。印度2011年第四季度GDP同比增长6.1%,创下三年来最低。巴西2011年GDP增长急速下跌至2.7%,远低于2010年7.5%的增速。中国继2011年实现9.2%的GDP增速后,2012年增长目标下调至7.5%,年初以来银行信贷增长疲软、出口增速下降、投资回落均显示经济有明显放缓迹象。从2012年走势看,新兴市场的经济下行风险主要来自以下几方面:一是欧洲经济衰退将对以欧盟为主要出口市场的新兴经济体的出口形成冲击,中国及拉美国家经济增长受到影响较大;二是油价上涨将对原油进口依存度较高的新兴市场经济体构成打击,印度、韩国受到的影响较大;三是国际资本在避险情绪推动下撤离新兴市场,将对资本项目开发程度高的拉美国家及部分东南亚国家形成冲击。

我们认为,新兴经济体有望在本轮经济放缓过程中实现“软着陆”。首先,随着通胀趋于平稳及经济减速,新兴经济体货币政策也开始放松。自去年年底以来,巴西已连续四次大幅下调利率共计225个基点,俄罗斯降息25个基点,印度和中国分别下调存准率1.25和1个百分点。其次,尽管出口增长面临外部环境的不利制约,但在经济结构调整和增长模式转型的推动下,新兴市场内需有望逐渐增强,如中国、印度、印尼等国的内需有望为经济增长提供更多支撑。其三,新兴市场金融体系的弹性不断增强有利于实体经济的稳健增长,如稳定的外债情况使短期偿债压力不大、较高的国际储备水平有助于为可能的资本流出提供足够缓冲,银行体系较为稳健有助于满足实体经济的融资需求等。

为5.7, 1979-1981年期间为2.6, 1989-1991年期间为2.3, 1992年以后急剧降至2.0以下的水平,近年来则一直维持在1.5左右的低水平。在死亡率大幅下降的背景下,随着生育率持续下降,我国人口年龄结构出现了“老龄”趋势,社会已经进入“老龄化”程度加深时期,劳动年龄人口数量占比逐渐减少。人口转变带来的劳动年龄人口占比下降,直接导致了我国新增劳动力供给的减少。根据对我国未来人口年龄结构的分析和预测,2015年之后,随着老龄化程度不断加深,我国劳动年龄人口将出现负增长,2035年左右将达到劳动年龄人口供给减少的高峰。由此,在劳动年龄人口增速放慢甚至负增长的情况下,我国劳动人口总量将在2015年左右出现拐点,并在未来35年之内持续下降,导致我国劳动力供给增量持续下降。

其次,我国农村劳动力转移速度放缓,劳动力供给的存量趋于有限。我国具有典型的二元经济特征,农村剩余劳动力的转移是过去三十年我国劳动力供给的重要渠道之一,因此农村转移人口的变化趋势也将对我国劳动力供给变化造成影响。根据对未来我国人口预测的结论,农村劳

发达和新兴经济体长期经济增速比较



## 远观:美国依旧引领 新兴市场崛起

全球金融危机及欧债危机暴露出全球经济的结构性失衡问题,未来的经济格局变动取决于哪个经济体能更迅速、更有效地进行经济结构调整和增长方式转变。在旧有的矛盾仍未解决、新的增长点尚未形成的情况下,全球经济将维持“弱增长”格局。相对而言,美国因其良好的经济弹性和科技创新力将继续发挥对全球经济的引领作用,新兴市场在全球经济格局中迅速崛起,欧洲和日本可能因经济改革进程缓慢而出现竞争力下滑。

### 美国或陷入“新常态”

首先,美国不会重复“失去的十年”,但会陷入以低速增长为主要特征的“新常态”。所谓“新常态”(New Normal),是指经济增长率维持在2%左右、失业率保持较高水平、监管措施增强、企业利润缩减及资本回报率降低等现象。由于金融危机后的美国和上世纪90年代初的日本相似,均面临房地产泡沫破裂带来的经济疲软,因此有学者担忧美国会重复日本“失去的十年”。我们认为,美国与当年的日本在房地产泡沫破灭导致金融危机这一根本性因素上较为相似,但在政策应对、经济结构及社会因素方面存在一定的差异性。日本在泡沫经济破灭后政策力度不足、金融改革不力、人口老龄化及过于依赖出口均延缓了其经济复苏,导致其陷入“失去的十年”。由于美国消费文化根深蒂固、经济弹性较好、经济增长的内生性和自主性较强,美国经济从危机中恢复的自身条件要明显好于日本。此外,美国对金融危机的政策应对也是较为及时有力的,大规模的货币、财政刺激政策和一系列金融系统的调整,不仅帮助金融体系度过了生存性危机,还消除了潜在的通货紧缩风险,使经济较快地走出了衰退。因此,我们认为,美国不会像日本那样陷入长期经济停滞和通货紧缩交织的困境。但需要指出的是,短期的货币和财政政策刺激只能缓解经济衰退,而无法解决深层次的结构性问题。美国通过“债务驱动”和过度消费来支撑的经济增长模式已经难以维系,因此不得不通过增加净出口、提高储蓄、压缩消费以及降低公共支出来恢复经济平衡,以促进可持续增长。但如果不能通过技术创新和“创造性的毁灭”来寻求新的增长点,美国经济恐难以恢复至危机前水平,而是将陷入“新常态”。

其次,美国仍是全球经济的火车头,但领先地位有所下滑。美国经济总量超过14万亿美元,远远超过第二大经济体中国和第三大经济体日本,其人均GDP也高达4万多美元。美国仍是吸纳全球商品和资金的最重要市场,美国经济的弹性明显好于欧洲,其科技创新能力也引领全球。因此,美国作为全球经济火车头的角色短期内难以替代。但与此同时,我们也应当看到,金融危机爆发以来,全球经济增长格局及经济力量对比发生了显著变化,新兴市场的崛起和

竞争力不断提升,使美国在全球经济版图图中的重要性有所下滑。如前文所分析,如果美国陷入“新常态”而不能有所突破,其全球地位的下滑将是未来的长期趋势。

### 欧洲结构性改革是必由之路

欧债危机实质上反映了欧元区的经济治理危机和经济竞争力危机。一方面,超出承受能力的高福利制度、财政公约缺乏约束力、财政与货币政策不统一均反映出欧元区内在治理机制存在的重大缺陷;另一方面,边缘国家经济结构失衡、产业空心化问题严重、劳动力市场僵化等因素则导致欧元区经济竞争力危机。此外,欧元区政治结构的差异和不统一,经济结构改革缓慢,缺乏活力,其潜在经济增长率比美国低得多(约少1%),科技创新能力不足,都限制了欧元区经济的发展和竞争力的提升。在可预见的未来,欧洲不仅不能替代美国成为全球的火车头,自身能否重获竞争力也面临不确定性。

从当前现实看,欧元区能否走出债务危机困境,关键在于能否切实推行结构性改革。所谓结构性改革,区别于短期刺激政策及危机救援方案,主要通过解决经济的深层次结构问题来推动可持续增长。当前欧洲边缘国家的结构性改革主要集中在改革劳动力市场、推动部分行业私有化、提高财政可持续性等领域。根据经合组织(OECD)今年2月发布的最新评估,希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙、意大利等欧洲国家的结构性改革步伐已经开始加快。尽管改革本身并不受欢迎甚至招致痛苦,但这些举措将有助于纠正造成债务危机的经济失衡问题,对于一个国家保持更强劲、更长久、更平衡的经济增长是不可或缺的。

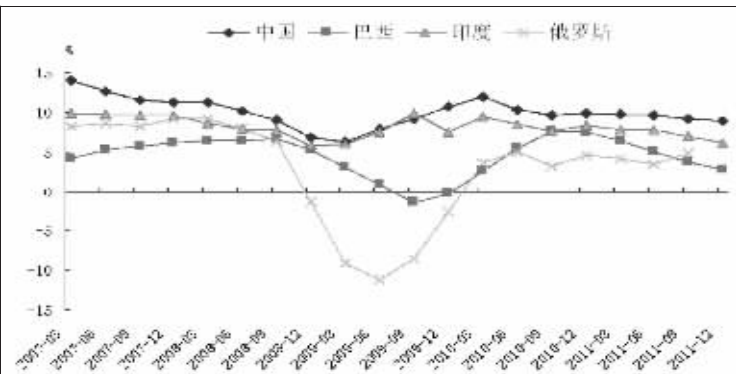
### 日本外需主导增长难改

总体而言,日本经济面临的多重结构性问题决定了其经济增长将长期徘徊在低速水平,而日本出口主导型的增长模式则决定了其在全球经济增长中的被动地位,难以发挥引领和带动全球经济的作用。

其一,财政可持续性面临瓶颈。经济长期低迷及大规模的财政刺激方案导致日本财政和债务水平不断攀升,2011财年,日本政府公共债务总额占GDP比重达230%,居发达经济体首位,财政赤字占GDP比重为10.3%,也处于较高水平。尽管日本国债大部分由国内投资者持有,因此对全球其他经济体的溢出效应有限,但巨额财政赤字会对未来政府形成掣肘,增加后代居民的负担,并在资金市场上对私人投资产生“挤出效应”。

其二,日本少子化和老龄化的快速发展无论从供给方面还是需求方面都对经济产生负面影响。从供给方面来讲,中青年劳动力供应势必将相应减少。另外,人口老龄化不仅影响技术和技能的传承,而且也不利于产业结构调整所需

金砖四国季度GDP增长趋势图



资料来源:Bloomberg, IMF, 中国工商银行城市金融研究所

## 欧洲日本衰落

要的技术开发和推广,制约一国的技术进步。

其三,以日元持续升值以及日本国内产业结构调整为背景,日本企业近年来大规模进行对外直接投资和产业转移,导致日本在一定程度上出现了“产业空心化”问题。去年地震引发全球供应链断裂之后,日本制造业的对外转移步伐有所加快,这将加剧日本的产业空心化趋势,并演化成导致日本潜在经济增长力下滑的长期结构性问题。

其四,灾后重建无法从根本上扭转日本的外需依赖型增长模式。尽管在灾后重建的带动下,未来3-5年,日本可能由出口主导型增长模式转向以重建内需为主导的发展模式,但在灾后重建效应结束后,受国内市场狭小的限制,日本将不得不重返外需主导型的老路,这也决定了其长期经济增长的脆弱性仍然较高。

### 新兴市场未能与发达经济体深层次脱钩

近年来,新兴市场在世界经济中的占比不断提高。按购买力评价测算,新兴市场在全球经济中的份额已从1981年的31%提高至2011年的49%,近5年金砖四国对全球经济增长的贡献率达到了50%。特别是在金融危机之后,新兴市场率先实现复苏并成为拉动全球经济增长的引擎,实现了与发达经济体“脱钩”的繁荣。因此,有学者认为,新兴市场经历了近年快速发展之后,自身政治体制、经济基础以及企业质量都有了较大改善,加上在天然资源和人口因素等方面的优势,新兴市场的增长已经不再需要依赖欧美成熟市场,亦即有能力与欧美的经济走势脱钩”。关于新兴市场是否与发达经济体脱钩,世界银行对过去30年世界经济增长数据进行了分析,把不同经济体的增长分为“长期增长趋势”和“短期周期性增长”两部分,发现在过去的十几年里,新兴市场的“长期增长趋势”已经基本与发达国家脱钩,前者明显高于后者3-4个百分点,但“短期周期性增长”之间的相关程度更加增强。2011年以来发达经济体复苏大幅放缓对新兴市场增长构成拖累,两者在“周期性增长”趋势上呈现出强共振效应,再次印证了新兴市场仍难以与发达经济体进行深层次的脱钩。

根据新兴市场经济体力量步入上升期的特点,它面临着双重任务:一是保持经济持续增长,二是推动经济增长方式转型。新兴经济体增长模式转型的方向在于,降低对外需的过度依赖,同时进一步加快向消费驱动型内需增长模式的转变。新兴经济体增长模式转型的核心在于,通过“包容性发展”寻求社会和经济的协调、稳定和可持续的发展。包容性发展的基本要义在于:通过一种规范稳定的制度安排,让每一个人都享有自由发展的平等机会,让更多的人享受改革和发展的成果;让弱势群体得到保护;加强中小企业和个人能力建设;在经济增长过程中保持平衡;强调投资和贸易自由化,反对投资和贸易保护主义;重视社会稳定等。

定程度上导致我国整体劳动力成本迅速上升。

此外,我国农业部门的劳动力成本也正在迅速上升,其上升速度甚至超过非农业生产部门。近年来,我国粮食、规模养猪和棉花等农业行业雇员的工资以平均约15%左右的速度上涨,涨幅明显高于制造业和建筑业等工业行业职工工资10%左右的增长速度,农业与非农产业的劳动力工资的差距逐渐缩小,在一定程度上也同样带动了我国整体劳动力成本的逐步上升。可以看到,从全社会职工工资、农民工工资和农业雇员工资几个角度综合分析,我国劳动力价格出现了长期较快上涨的趋势。这说明我国劳动力供给数量的减少导致劳动力供求关系出现了一定程度的变化。

因此,对于“人口转变”、“人口红利”和“刘易斯拐点”等理论意义上概念的争论已经显得不是那么重要了,单从增量、存量和价格角度分析,我国劳动力供给已经开始出现数量减少的迹象,意味着作为经济发展基础要素的“劳动”出现了某种实质性的转变。针对这种经济领域基础性的变化,我国必须提前储备战略对策,以确保我国经济保持长期和稳定的增长。

□国家发改委经济研究所 曾铮

长期以来,由于存在着巨大的劳动力数量和成本优势,学界和媒体较少关注我国人口特别是劳动力数量的长期变动趋势。然而,近几年来,随着“民工荒”、“涨薪潮”和“劳资冲突”等现实问题的不断涌现,人们开始重新审视劳动力供给的实际变化,“刘易斯转折点”、“人口红利”和“人口转变”等与劳动力供给相关的经济学学术语成为学界和媒体热议的焦点。事实上,对于我国而言,人口转变引致的老龄化程度加深和农村剩余劳动力逐步减少共同作用于劳动力供给数量的变化。前者是劳动力的增量变化,后者是劳动力的存量变化。因此,对我国劳动力供求关系变化基本趋势的分析,需要从劳动年龄人口变化趋势、农村转移人口变化趋势和由以上二者导致的劳动力价格变化趋势三个方面来解构。

首先,我国劳动年龄人口将逐步减少,劳动力增量将持续下降。改革开放以来,我国在实现高速增长的同时,也经历着急剧的人口转变过程。我国总和生育率在1969-1971年期间的平均水平