

研报精选

2021年11月8日 第47期

全球经济：一个低效时代在终结

又到了前瞻来年的时候，中金公司研究部宏观经济、市场策略、固定收益、大宗外汇等总量团队联合20个行业研究团队，将各领域2022年展望报告汇集成册。希望这本约24万字的报告集能起到抛砖引玉、启发投资者思考明年投资机会和风险的作用。

在去年的年度展望报告《虚实收敛》里，我们提出在外生的疫情冲击之后，2021年全球经济将重回内生波动，金融和实体的分化将收敛，需要关注中国的债务可持续性和美国的通胀风险。展望2022年，需要市场关注更多的问题，包括能源和大宗商品价格、全球产业链瓶颈、发达国家劳动力供需错配，以及中国需求下行压力、房地产和相关债务风险等，这本报告集系统呈现了中金研究团队对这些问题的分析，聚焦对明年的经济、政策和市场的含义。

与常见的需求驱动的经济周期不同，这一轮经济波动的背后，有供给和需求两个方面的力量在同时发挥作用，增加了分析问题的难度，尤其是如何区分暂时与持久的因素，很有争议。最突出的例子就是美联储从强调通胀的“暂时性”，转变为接受“通胀压力持续时间超出预期”的说法。要做到“不畏浮云遮望眼”，需要一个超越短期的锚，形成对未来经济格局大势的判断。其中最关键的是，百年不遇的新冠疫情对经济运行机制究竟有什么样的持续影响？

本文提出一个视角，从效率来看，全球经济过去40年的“低效时代”正在终结。这里的“低效”评判有两个维度：一是在供给持续过剩的环境下，资源使用的效率降低，就是一般说的粗放经营；另一个是短期看来有效的资源配置长期来看可能无效，突出的例子是自然资源的使用可能增加经济未来面临的约束，比如二氧化碳排放带来的气候变化问题。在供给约束增加的环境下，未来效率的提升将体现在技术进步和经济转型上，同时过去低效时代累积的问题需要化解，对宏观环境、经济结构和资产估值有深刻含义。

全球经济：一个低效时代在终结

一、人口老龄化抑制供给扩张

一个低效率使用资源的时代终结了，这不仅体现为自然资源的约束，而且也并非由这次新冠疫情所引发，虽然疫情起到了加速调整的作用。事实上，全球经济供给过剩下降，已经体现在主要经济体人口红利的消退上。人口是一个慢变量，其对经济的影响是超越了短期的周期波动，具有累积效应。人既是生产者也是消费者，人口变动是经济发展最根本的驱动力。

笔者在2013年出版的《渐行渐远的红利》一书里，详细分析了人口变化对经济的影响，并提出了对未来展望的三个观点：1) 中国经济增速进入趋势性放缓阶段；2) 结构不平衡有多方面，根本的失衡是贫富差距；3) 高储蓄、房地产泡沫和信用扩张联系在一起，是未来5-10年最大的宏观经济风险。在2013年，各界对这三个观点有较大的争议，但现在看来基本符合过去几年的实际情况。这三个视角仍然有助于我们理解人口对经济造成的供给约束，尤其是对利率的作用上。

主要经济体劳动年龄人口增速放缓甚至绝对数下降，对经济增长带来下行压力，但这本身并不必然改变经济的供求平衡。更重要的是人口年龄结构的变动，当一个经济体的青壮年（生产者）人数超过老人和小孩（消费者），就带来所谓的人口红利，体现为供给相对需求过剩，储蓄相对于投资过剩，带来低通胀、低利率、风险资产高估值。劳动力供给增加，对工资有抑制作用，收入分配更有利于资本，收入分配差距扩大反过来加剧消费不足、供给过剩。

看生产者超过消费者出现的时间，日本是在1970年代中，美国和欧洲是1980年代中，中国是1990年代中，共同驱动过去40年全球通胀和利率下行。但是“生产者/消费者”的比例在主要经济体已经达到高峰并开始下行，美国和欧洲的拐点在本世纪头10年，日本更早些，中国在本世纪第二个10年。人口红利的高点已经过去，主要经济体面临的供给约束趋势性增加，将带来通胀与利率上升压力。

新冠疫情的冲击可能加速了人口供给约束，这在发达经济体尤其明显。在经济复苏的过程中，劳动力短缺，或者说劳动力供需错配突出，尤其在交通运输等技能要求比较低的领域。有一些因素可能是暂时的，比如政府失业补贴、照顾儿童的需要等导致工作意愿下降。但劳动力短缺背后的大逻辑还是人口老龄化。发达国家婴儿潮一代处在接近退休的年龄阶段，过去供给过剩的大环境使得这一代人有了较好的退休安排，其累积的资产也处在高估值水平，在疫情冲击下，提前退休的意愿增加。

二、碳中和带来新约束

第26届联合国气候变化大会(COP26)于2021年10月31日-11月12日在英国格拉斯哥举办，这是主要经济体明确宣布碳中和目标之后的第一次峰会，全球关注各国政府促进碳减排的政策措施和实现碳中和的路径。但是就在峰会之前的两个月英国重启煤电厂，中国、印度增加煤炭生产，石油、天然气、煤炭价格大幅上升，多国遇到缺电、缺气问题。这是不是旧经济的报复？如何理解绿色转型对经济的含义？

今年的能源和大宗商品价格上升，背后有需求和供给两个方面的因素。疫情冲击下，消费需求从服务向商品转换，同时美国等发达国家的财政刺激使得居民可支配收入不降反升，这都导致商品需求大幅上升。另一方面，全球金融危机后经济低增长，投资持续处于不足状态。随着基础设施老化和投资放缓，传统经济生产和供应大宗商品的能力下降。近几年全球ESG投资越来越重要，尤其绿色转型相关投资占比上升较快，加剧了传统经济投资不足的问题。

近期大宗商品价格上升，尤其能源价格上升，是不是大宗商品超级周期的开启？大宗商品超级周期一般是指持续的强劲需求导致价格上升，但供给的弹性在短期受限，因为投资增加产能需要时间，供给增长慢，导致价格在相当长的时间趋势性上升。伴随大宗商品超级周期的是经济的较强劲增长，上一次超级周期是本世纪初的几年，大宗商品需求背后是中国强劲的基础设施和房地产投资。

这次有什么不同？这次有一个转向使用新能源的长期约束。高价格在短期看有利于化石能源的投资者和生产者，但其价格越高、持续时间越长，越能促进新能源的投资和能源使用的转型，最终会降低化石能源的需求，这样的预期反过来会限制当前对化石能源的投资，难以有效缓解短期的供给不足。例如，大型油气公司增加传统投资的意愿可能有限，因为股东担心新建产能的生命周期比较短，更倾向于投资在新能源领域。

另一方面，新能源的产能增长受技术进步的限制，在一段时间可能出现化石能源生产下降、清洁能源供给不足的青黄不接状况。更深层的问题是快速扩张太阳能和风电发电的同时，没有充分重视新能源的不稳定性，相关基础设施尚有待完善。能源安全与稳定是公共品，私人机构难以提供。监管机构要求银行提供拨备以维护金融稳定，也可以要求能源提供商为最坏情形做好准备，这意味增加储能等辅助服务投资，增加能源转型成本。

碳减排、碳中和要求化石能源的使用减少，如果替代能源不到位，化石能源供不应求，对经济来讲是滞胀的效果，即经济运行的成本上升，同时实际收入下降带来需求下降。面临碳中和的约束，和过去的大宗商品超级周期不一样，传统的化石能源将呈现量缩价升的趋势，同时带有鲜明的相对价格调整特征，也就是能源价格相对于其他商品价格上升，包括碳的使用成本（碳税或者碳交易市场形成的价格）上升。

在今年8月出版的《碳中和经济学—新约束下的宏观和行业分析》一书中，我们提出未来碳中和的三个可能情形：第一、碳中和的努力没有成功，全球气候变化给人类社会带来重大损害；第二、碳中和目标主要靠增加能源使用成本实现，全球经济在长时间面临滞胀压力；第三、公共政策包括国际合作促进技术和社会治理创新，碳中和带来新的发展机遇，人类享受更高水平、更健康的生活。科技创新是关键，但技术进步也不是天上掉下来的，化石能源使用成本上升是促进绿色技术进步投入的重要驱动力。

三、产业链重组增加成本

疫情对全球产业链带来很大冲击。从汽油、天然气、到煤炭，从玩具、家具、到芯片，从厨师、码头装卸工、到卡车司机，世界多地出现供不应求的问题。供给冲击每年都会发生，洪灾、地震可能导致某一地区的生产暂停，但这次是在全球范围内，不仅生产而且运输物流也受到严重影响，港口大堵塞、海运费大幅上升，可以说是一代人才见到一次的供给冲击。

过去几十年全球产业链的节点分工越来越细化和分散，而单个节点的生产与供给则日益集中。在运营顺畅的情况下，这提升了整体效率，降低了成本，全球消费者受益。疫情冲击下，一些节点的生产或者不同节点之间的运输出现问题，拖累产业链的上下游（比如芯片短缺影响汽车生产）。产业链一环套一环，是一个循环体系，一个环节出问题会冲击其他本来正常的环节，也就是说产业链分工会放大初始的冲击，而整个链条的韧性取决于其最薄弱的环节有多稳健。

展望未来，供给冲击是疫情导致的暂时现象，还是全球产业链结构调整的开始？直观来看，人们很容易按照过去的经验线性外推，疫情消退后生产和物流恢复正常，供给的问题是暂时的。尤其对中国来讲，因为控制疫情比其他国家有效，生产受到的影响较小，替代效应使得中国的出口强劲，可能造成这种错觉。中美之间的科技竞争也使得人们可能更关注地缘政治的因素，而对经济的内在逻辑重视不足。

现在全球范围内政府和业界在反思产业链稳定性和安全，可能有深远的影响。产业链安全有横向和纵向两个维度。横向指的是产成品生产和供给的集中度，全球形成了三大产成品生产中心，中国、德国和美国，中国是最大的产成品出口国，非中心经济体由此产生对中心过度依赖的担忧。纵向是上下游的关系，具有自然资源和不可替代技术的国家处在上游，中国等处在下游的经济体会担心被卡脖子。横向和纵向都是全球产业链分工以效率为导向的结果，全球都享受了规模经济带来成本下降，消费者福利提升。但疫情的冲击，叠加地缘政治问题，凸显了全球产业链的脆弱性。

如何增加供应的稳定性，有三个可能的方式：一是增加库存，为自然灾害和不可预见的冲击提供回旋余地；二是分散供应商，降低供应来源的集中度；三是制造业回流（美国）、自主创新（中国）。但经济结构和自然资源形成的路径依赖意味自主创新、制造业回流和供应源分散并不容易，过去的投资、基础设施建设、供应关系的维护都有路径依赖，改变现有的结构意味着成本增加。

成本增加可能导致私人机构没有足够的动力去调整，政府产业政策的重要性上升。产业政策有一个新的维度，即重视系统的稳定性，着力点在于加强国内和地区的生产网络，降低对外部的依赖。欧洲在增加对半导体产业的支持，在设计和制造环节增加政府的资金投入。美国总统任命的工作小组在今年6月发布了对美国供应链脆弱性的评估，聚焦半导体、大容量电池、关键原材料、药物及药物活性成分四个方面。

全球产业链的韧性增加不仅体现在不同环节的冗余增加，还有环节本身的重组，这些都意味着稳定性增加的背后是成本上升。表面看，是以牺牲一定的效率换取稳定性的提升。事实上，拉长时间维度看，一些短期看来有效的安排可能是低效甚至无效的。一个例子是低库存提升效率，但脆弱性增加，遇到突发冲击时可能造成更大损失。关键问题是商业模式出了问题，过度追求短期效率，降低短期成本，实际上是损害了长期效率。

一个可比的例子是金融稳定，2008年全球金融危机之前，主流的观点是金融市场能够有效配置资源，金融自由化和全球化提升经济的运行效率，金融衍生工具有助于经济主体分散和管理风险，提升了整个体系的韧性。金融危机后，各国加强金融监管，不仅体现在资本金增加，还体现在业务范围的界定和规制，虽然增加了金融机构的运行成本，但降低了金融不稳定的风险，对整个系统和个体机构来讲都是中长期更有效的机制安排。

四、金融周期损害效率的作用将下降

展望2022年经济形势，在供给约束之外，市场还关注房地产和相关债务风险问题。这两个问题相互联系，不仅影响明年的消费和投资需求，也是我们看

经济中长期供需平衡问题的重要视角。金融具有顺周期性，主要体现在房地产是重要的信贷抵押品，房地产价格和银行信贷相互促进，加上政府对银行的显性和隐性担保，市场纪律约束短期内难以发挥作用，直到资产泡沫和债务难以继，出现剧烈的调整。

一个金融周期持续15-20年，而一般的经济周期只有几年时间。自1980年代金融自由化以来，传统经济周期波动特征越来越弱，金融周期成为驱动经济波动的主要力量。过去40年，美国经历3个金融周期，第一个金融周期顶部的标志是1989-90年的储贷危机，第二个金融周期顶部的标志是2007-08年的次贷危机，第三个金融周期的上行自2013年开始，何时是顶部有待观察。

这三轮金融周期的一个特征是平均的通胀和利率水平逐次下降，经济的供给过剩加剧。原因何在？供给过剩除了得益于上述的人口红利和全球产业链分工，金融周期通过抑制需求加剧了供需失衡，是低通胀的一个驱动力量。具体来讲，信贷不仅支持实体需求，也可购买二手资产尤其房地产，信贷驱动的货币扩张不一定增加实体需求，而是促进资产价格上升。同时，信贷扩张带来企业与家庭部门的债务增长，债务偿还负担抑制消费和实体投资需求。再次，金融总体来讲是锦上添花而不是雪中送炭，信贷往往需要抵押品，信贷扩张让既有的财富占有者受益更多，加大贫富分化，进而降低平均的消费率。

过去10年事情开始发生变化。全球金融危机后加强金融监管，金融的顺周期性有所下降，美国这一轮金融周期上行期的信贷扩张比上一轮温和，家庭部门经历了持续的去杠杆。更重要的是，疫情冲击下美国财政赤字大幅增加，叠加美联储的量化宽松，美国M2在2020年增长了约四分之一，其中约一半来自财政扩张，增加了私人部门的净资产，提振了消费需求，是通胀上升的一个重要驱动力。

中国处在第一个金融周期，以2008年应对全球金融危机的信贷大扩张为起点，房地产和信贷扩张相辅相成，房地产泡沫成为突出问题。2017年全国金融工作会议之后，金融监管加强，“房住不炒”的理念逐渐体现在宏观和结构性政策上，开启了金融周期下半场的调整。在应对疫情冲击的特殊政策之后，监

管机构重新规范房地产融资，全国人大常委会授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作，房地产市场明显降温。

总之，在金融监管加强、政策更加重视缩小收入分配差距以促进共同富裕的大背景下，房地产和信贷的扩张动能下降。中国金融周期的下半场调整可能还要经历相当长的时间，近期房地产企业相关债务风险的暴露是这个过程的一部分。笔者在2017年出版的《渐行渐近的金融周期》一书里提出，在金融周期下半场，宏观政策组合大势是“紧信用、松货币、宽财政”，有助于家庭部门和企业部门的资产负债表修复，有利于降低收入分配差距，促进消费和投资需求增长。应该说，金融周期降低资源配置效率的最坏情形正在过去。

五、滞胀的经济逻辑

以上描述了导致供给约束增加的三个因素，人口老龄化、碳中和、全球产业链重组。和一般的局部性供给冲击，比如地震、洪水不同，虽然人口老龄化主要涉及发达国家和中国，但老龄化国家占全球经济的大部分。新冠疫情导致的停工停产也具有全局性的特征，但毕竟是短期的，而人口老龄化、绿色转型是未来几十年的约束。如何理解这些供给侧的长期力量对全球经济格局的影响？

和过去几十年比较，最重要的影响在于生产要素粗放使用和资源浪费的空间变小了。从这个意义上讲，一个低效时代结束了。同时，未来的经济机制并不会和过去完全切割，很多经济活动仍有路径依赖，短期静态的高效率所隐含的长期动态低效率需要逐步消化，比如环境污染、碳排放带来的气候变暖、养老问题。

在调整的过程中，最直观的结果是生产要素和经济运行的成本增加，工资上升、能源价格上升、生产运输成本上升。这对经济增长和物价带来什么影响？首先，本质上讲这些是相对价格变动，供给不足的生产要素或商品相对于其它商品和服务的价格上升，有一个结构调整和收入分配的含义。其次，供给减少意味着整体经济的实际收入减少，对总需求是负面的影响，导致其它商品价格下降。两者结合起来看，效果是经济增速下行、物价总水平不变。

现实中，为应对供给冲击对需求的影响，宏观政策会有所反应以支持总需求。假设总需求的下降被政策行为完全抵消，则经济增长不变，物价总水平上升。在供给约束的情况下，宏观政策在需求端的逆周期调节空间有限，需要在增长和通胀之间平衡，这就是所谓的滞胀问题。

滞胀压力对经济政策带来两个挑战。首先，从根本来讲，缓解供给约束要在供给端下功夫，促进生育率回升是一个重要方面，但这是一个长期过程，即使生育率回升，育儿负担也将加剧未来20年的供给约束。结构性措施包括减税、改善营商环境，改善劳动力市场有利于提升供给弹性。关键是通过技术进步提升生产效率，相关商品比如能源价格上升起到引导资源配置的作用。但科学技术具有一定的公共品属性，要克服个体机构投入不足的问题，需要政府发挥作用。

中金公司在2021年9月发布的《创新：不灭的火炬》深度报告里提出，科技创新要求建立政府与市场的伙伴关系，公共政策不仅要引导研发和人力资本投入，在市场机制的设计上也应该以促进创新为导向。从宏观来看，财政政策（包括政策性金融）可以发挥重要作用，这不是传统的逆周期调节，而是把降低长期供给约束和对冲短期需求影响结合起来，是动态有效的公共政策。

六、通胀的货币逻辑

滞胀压力的另一个挑战是货币政策。在本轮经济复苏中，为什么全球性供给冲击在美国体现为通胀（一般物价上升）、在中国为CPI/PPI剪刀差扩大（相对价格变化或者说类滞胀）？美国的通胀会不会持续？中国的相对价格上升会不会转化为物价总水平的通胀？关键要看货币政策在不同目标之间的平衡和政策传导机制。

首先，从传导机制来看，要区分内生货币和外生货币。简单来讲，外生货币不是经济体系本身的运行结果，比如财政赤字投放货币。典型的内生货币是信贷，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。历史经验告诉我们，外生货币的过度扩张带来的主要问题是通胀，因为外生的货币

供给超过了经济内生的货币需求。相比之下，伴随内生货币过度扩张的主要问题是资产价格泡沫和债务问题。

2020年，中国主要是通过信贷投放货币，形成的债务负担在今年开始体现出来，对消费和投资形成抑制作用。美国的货币增长速度更快，而且相当部分来自财政投放的外生货币。计算显示，2020年下半年美国M2增速高达25%，其中近半来自财政投放。需要说明的是，在2008年金融危机的时候，美国财政对货币投放的贡献也比较大，但主要是救助金融机构，企业和家庭等实体部门直接受益有限。相比之下，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。

因此，回答上述问题最终还要看货币政策如何在经济增长（就业）、物价稳定、金融稳定等目标之间平衡。在金融监管加强的情况下，信贷增长放缓，可能有财政发挥更大作用的内在要求。金融危机之后，美联储的货币政策操作极度宽松，长时间利率维持在低水平，甚至央行在市场购买国债来投放货币（量化宽松），一开始量化宽松被认为是非常规货币政策，现在习以为常，似乎变成常规的政策工具了。不少人指责美联储的货币政策太宽松了，但忘记了金融监管的加强放慢了信贷扩张速度，私人部门尤其是家庭经历了十多年的去杠杆。这样的政策组合结果是通胀上升但金融的系统性风险下降了。

另一个视角是收入分配，工资上升改善收入分配，降低贫富差距，如果这个不利于控制通胀，政策应该如何平衡？控制通胀是否应该以收入差距扩大为代价？传统上，央行需要在通胀和增长（就业）之间平衡，工资上升应该符合劳动生产率的增长，也就是不带来物价上升。但如果一段时间，工资增速低于劳动生产率，资本回报上升（美国过去20年的情形），社会是不是应该接受在另一段时间工资增速快于劳动生产率，资本回报下降，通胀上升？

这就是全球央行面临的挑战，在供给约束增加的长期趋势下，政策如何在不同目标之间平衡。笔者的基本判断是，基于金融顺周期的危害和收入差距问题突出，为纠正过去40年累积的问题，全球央行对通胀的容忍度会上升；另一方面，高通胀的危害性有历史教训，央行不会容忍持续的高通胀，货币政策必

然有反应，甚至可能出现因为前期的过度容忍导致后期的矫枉过正。结果是宏观经济的波动性将增加，对大类资产估值有重要含义。

七、资产估值重构

综上所述，随着供给约束的增加，增长和通胀的平衡关系发生变化，同等经济增长带来更高的通胀，或者说把通胀控制在同等水平需要牺牲更多的增长。较高的通胀压力意味货币政策逆周期操作的掣肘增加，金融周期的重要性下降，经济的短周期波动增加，以宏观经济波动下降为特征的“大缓和”时代结束。碳中和是由全球公共政策推动的，长达几十年的经济转型，新增的约束对现有经济系统的影响是全局性的，尤其值得关注。中长期看大类资产价格，有几个含义。

第一、与过去几十年形成反差，全球范围内的一个长期趋势是平均通胀率上升，利率上升。中国的金融周期处在下行调整中，债务风险的暴露和处置可能持续相当长的时间，限制利率上升，风险溢价主要影响房地产和相关金融机构。美国的风险资产问题更严重些，利率上升降低风险资产估值，同时，企业盈利波动增加，要求更高的风险溢价补偿。对于估值在高位的美国股市来讲，未来几年的回报已经被严重侵蚀。

第二、为了缓解经济面临的供给约束，资源部门投资需要大幅增加，尤其是在应对气候变化的绿色转型领域，这要求相关投资的事前回报（股票估值）和事后回报（企业盈利）维持在高水平，以引导资本投入。有两个方面值得关注：（一）与化石能源不同，清洁能源具有制造业属性，依赖技术进步与创新。而且生态领域的创新是通用技术创新，很有可能像蒸汽机、电力的发明一样，成为人类发展史上极为重要的科技变革；（二）不仅清洁能源投资不足，低碳能源投资也不足，例如天然气同等热值的碳排放大约为煤的六成，化石能源结构需要从煤炭和石油转换到天然气。

第三、考虑到自然资源尤其能源在现代经济的基础性作用，绿色转型必然带来利益受损者，能源替代、技术进步、消费者习惯改变、经济波动加大，可

以想象不少企业，甚至整个行业难以适应这个转型压力。转型必然要求被替代、被淘汰领域的投资的事前和事后回报率下降。我们已经看到一些迹象，比如传统汽车相对于电动汽车的反差。

第四、追求最高回报和避免损失的两大动机要求长期资产组合配置相当大的比例在绿色和更广义的自然资源领域。在1970年代的高通胀经济中，聚焦能源和相关资源资产的投资获得超过通胀的正收益，大部分分散投资的资产组合回报率赶不上通胀率。

从长期的资产配置来看，一个基础问题是碳排放交易及其形成的价格发挥什么作用。全球范围内碳交易市场还在初步发展阶段，随着绿色转型的推进，其重要性将会增加。在不考虑技术进步的情形下，实现碳排放下降有两个方式。一个是通过监管要求（比如能耗标准）限制化石能源生产和供给，对减少碳排放有直接的效果，给定经济活动对化石能源的需求，能源价格上升。价格上升抑制能源需求，直至供求新的平衡点，最终体现为量缩价升。对投资者来讲，价格上升虽然是好事，但投资标的不一定还在缩量后的范围内，由此要求的风险溢价会压低估值。

另一个可能是通过某种形式的碳价格（比如碳交易市场价格）增加化石能源成本，降低需求，由此带来化石能源价格下降，进而推动化石能源供给下降、碳排放下降。在第二种情形下，碳价格成为一个新生产要素的价格，绿色转型过程中化石能源的“量缩价升”中的价格上升，不是体现在传统能源上，而是在碳价格上。由此，从交易制度设计上应该赋予碳价格多大的金融属性就是一个有争议的问题，如果碳交易价格波动大，则不利于经济主体的经营规划。

总之，人口老龄化、绿色转型、产业链重组、金融监管加强、降低贫富差距会终结全球经济的低效时代，从追求短期的效率和成本下降，到注重中长期的可持续性。这几个力量的作用虽并不同步，在不同国家也有不同的体现，但大方向是一致的。资源配置的动态无效或者低效的一个重要体现就是不可持续的高估值，这包括没有考虑负外部性的低能源价格，没有考虑养老负担的高资产价格。可持续发展要求享受人口红利的老一代人的财富缩水，体现为金融资

产的估值下降，年轻一代的劳动回报（工资）上升。

资源的稀缺性最终将提高其使用效率，促进经济增长。美国1950-1979年代的人均GDP增速平均水平为2.4%，1980年代至今下降到1.6%。另一方面，美国的人口红利始于1980年代，不能解释其增长速度的下降，只能是反映生产效率的变化，这和本文强调的动态有效逻辑是一致的。一个低效时代的结束虽然对利益相关方带来不同的影响，过去的受益者可能在未来受损，但社会总体的福利并不一定受损，尤其是在即将到来的新时代，困扰全人类的同代人之间、代际之间的收入分配差距过大问题将减小。



中金公司首席经济学家、研究部负责人

中金研究院执行院长

彭文生

2021年11月于北京

以上观点来自：2021年11月8日中金公司研究部已发布的《全球经济：一个低效时代在终结》

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2021.11.1 海外宏观周报：“无处安放”的需求
- 2021.11.1 海外全球外汇月报：加息预期支撑美元
- 2021.11.1 海外宏观简评：宏观探市：本轮资产周期，还能走多远
- 2021.11.2 中国宏观热点速评：10月经济数据前瞻：疫情影响消费，PPI再创新高
- 2021.11.4 海外央行观察：Taper落地，加息不急
- 2021.11.4 中国宏观热点速评：如何看待PMI数据的背离
- 2021.11.5 中国宏观简评：升值的内与外——10月流动性观察
- 2021.11.6 中国中观月报：供给冲击影响继续，静待政策微调效果

策略及大宗商品

- 2021.11.1 主题策略：外资配置复盘及近期动向
- 2021.11.2 主题策略：行业比较与配置月报：配置逐步向中下游倾斜
- 2021.11.4 主题策略：北交所系列三：制度渐齐备，关注三类企业
- 2021.11.4 海外策略：11月FOMC：“鸽派”减量
- 2021.11.4 大类资产观察：Taper开启，市场如何演绎？
- 2021.11.5 大宗商品：石油：OPEC+维持增产，但预期在变化
- 2021.11.6 全球资金流向监测：外资加速流入，南向小幅回流
- 2021.11.6 海外策略：新冠药物能否成为破局者？疫情复工周度追踪（11月06日）

固定收益

- 2021.11.1 简评：希望转2投资价值分析
- 2021.11.1 简评：2021年11月十大转债
- 2021.11.1 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.11.1 招投标备忘录：国开债21年第7、8期增发、第16期新发——利率债招标分析
- 2021.11.1 中资美元债周报：金融新发增加，二级市场再现波动
- 2021.11.2 资产证券化分析周报：公募基金三季度ABS持仓分析
- 2021.11.3 招投标备忘录：付息国债21年第12、13期续发，农发债21年第10期新发、第11期增发——利率债招标分析
- 2021.11.3 简评：锦鸡股份转债投资价值分析
- 2021.11.3 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.11.3 招投标备忘录：国开债21年第9、15期增发，第20期新发——利率债招标分析
- 2021.11.3 专题研究：中资美元债：本轮调整有何异同

- 2021.11.4 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.11.4 招投标备忘录：贴现国债21年第53、54期新发——利率债招标分析
- 2021.11.4 专题研究：房地产主体分化专题
- 2021.11.5 简评：以史为镜看转债择券、科技获奖品种梳理 ——转债一周信息跟踪
- 2021.11.5 中国信用策略双周报：银行资本债的利差影响因素及投资展望
- 2021.11.6 信用债收益率跟踪周报：低等级和中长期信用债收益率上行
- 2021.11.7 深度研究：跨周期信用难宽，防风险债牛依旧 ——2022年经济及债市展望
- 2021.11.7 简评：皖天然气转债投资价值分析
- 2021.11.7 简评：山东玻纤转债投资价值分析
- 2021.11.7 简评：贸易顺差新高，汇率仍有支撑 ——10月贸易数据分析

行业

- 2021.11.1 银行：普惠贷款增速拐点——评三季度贷款投向报告
- 2021.11.1 银行：符合预期，准备充分——评《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》
- 2021.11.1 日常消费：周思考：大众品提价行情延续，关注基本面改善
- 2021.11.1 银行：息差和拨备好于预期，重点关注个股机会
- 2021.11.1 证券及其他：3Q21行业回顾：经纪提振、投资/投行回落
- 2021.11.1 汽车及零部件：北美电动化发力在即 关注产业链机遇
- 2021.11.1 交通运输物流：周报：百世拟向极兔出售国内快递业务
- 2021.11.1 机械：3Q21行业增速回落，景气分化
- 2021.11.1 主题研究：产业链价格止涨，3Q公募大幅加仓新能源
- 2021.11.1 电力电气设备：风电设备3Q21业绩回顾：业绩分化，行业景气上行周期确立
- 2021.11.1 航空航天科技：3Q21回顾：业绩持续兑现，基金小幅超配
- 2021.11.1 房地产：三季报销售承压，盈利转跌
- 2021.11.1 酒类食品饮料：啤酒提价复盘：成本驱动，高端化拓宽空间
- 2021.11.1 有色金属：铝：吨铝利润有所回升，限电影响仍在扩大
- 2021.11.1 有色金属：稀土：江西开启限电，供需抽紧加剧
- 2021.11.2 科技：3Q21业绩回顾：半导体板块持续高景气；汽车电子确定性逐步兑现
- 2021.11.2 家电及相关：3Q21行业压力明显，底部配置价值体现
- 2021.11.2 物业管理服务：物管调研：社区增值服务方兴未艾
- 2021.11.2 汽车及零部件：3Q21业绩呈现分化趋势，电动化加速
- 2021.11.2 日常消费：基金三季度食品饮料持仓分析：板块重仓市值占比延续下滑趋势
- 2021.11.2 博彩及奢侈品：十月总博收同比下降40%；出行政策放宽后需求反弹
- 2021.11.2 房地产：周报#266：10月新房销售同比跌幅走阔

- 2021.11.2 银行：3Q银行理财增长超预期，行业规范化加速
- 2021.11.2 医疗健康：中金医药月度10+7组合：2021年11月组合
- 2021.11.2 有色金属：锂电需求高景气，锂钴涨价开始向下游传导
- 2021.11.2 日常消费：零研月报：9月多数品类商超销售增速回暖
- 2021.11.2 科技：互联网巨头持续加码，长期看好ARVR发展潜力
- 2021.11.2 房地产：3Q21基金持仓：仓位环比回升
- 2021.11.3 科技：手机品牌入场造车，智能汽车迎重磅参与者
- 2021.11.3 家电及相关：3Q21板块持仓新低，底部配置机会时期
- 2021.11.3 基础材料：3Q钢铁持仓环比增加，建材边际走弱
- 2021.11.4 日常消费：食品饮料三季度业绩回顾：三季报延续分化，关注大众品提价主线落地
- 2021.11.4 可选消费：3Q21业绩回顾：业绩分化，龙头强者愈强
- 2021.11.4 化工：3Q21业绩回顾：景气持续，拐点或现
- 2021.11.4 主题研究：组件级控制逆变器：崛起中的黄金赛道
- 2021.11.5 建材：3Q回顾：原材料压制盈利，增长动能分化
- 2021.11.5 科技：3Q21基金持仓/沪港通：半导体行业持续高景气，消费电子、通信处低位
- 2021.11.5 软件及服务：HCM深度：赋能人才管理、智变人力服务
- 2021.11.5 工业：上海燃料电池地方补贴落地，产业链迎来进一步催化
- 2021.11.5 金融：消费金融：解读中美信贷科技平台估值差异
- 2021.11.6 传媒互联网：供需关系转变，C端思维带来破坏式创新
- 2021.11.6 主题研究：3Q持仓/陆港通分析：环比提升，上游走强
- 2021.11.6 电力电气设备：光伏辅材3-银浆：国产正当时，龙头看成长
- 2021.11.7 可选消费：美妆“双11”新趋势：直播加码，龙头领跑
- 2021.11.7 家电及相关：拖地类新品密集上市，双十一成试金石

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。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

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、评估及预测为研究报告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。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn