

世界经济不安情绪加剧 经济下行风险引担忧

谷源洋

摘要：2018 年世界经济均衡程度下降，从同步增长走向分化增长，持有世界经济增长“触顶论”观点的人愈益增多。来自于美国的“三大障碍”和“三个价格”同步走高，加大世界经济和全球金融市场不确定性，世界经济不安情绪加剧，经济扩张势头受阻，但尚未发生反向逆转。2019 年世界经济仍存在下行压力。如果“美国优先”和贸易保护主义持续下去，世界经济将更加严峻、艰难，或许加速“明斯基时刻”的到来。

关键词：世界经济 经济下行 新周期 新危机

作者简介：谷源洋，中国国际问题研究基金会世界经济中心主任、中国社会科学院荣誉学部委员。

2018 年世界经济仍处在周期上升阶段的末端，然而，市场乐观情绪降温，世界经济不安情绪加剧，越来越多的机构预计世界经济忧患和风险或许将更快的临近。

一、世界经济增长“触顶论”的呼声日渐增高

2010 年世界经济步入“后危机时期”，一直处于周期性复苏阶段，而不是进入了周期衰退期，没有出现“低速增长恶性循环”。据国际货币基金组织（IMF）统计，2010 年至 2016 年间世界经济年均增速为 3.3%，稍高于 20 世纪 80 和 90 年代增速，呈现持续性、稳定性增长的特点，主要发达经济体的经济指标先后恢复到接近或达到危机前水平。从 2016 年

第三季度开始，世界经济开始提速扩张，2017年全球经济增长率为3.8%。IMF和经合组织（OECD）预测2018年世界经济增长率为3.9%，远高于过去5年3.5%的平均增速，市场对全球经济充满了乐观情绪。芝加哥商业交易所董事总经理兼首席经济学家布鲁福德·普特南认为，全球经济面临着诸多风险，但都不足以导致世界经济短期甚至在未来两三年陷入衰退。

然而，近年来持有世界经济增长“触顶论”观点的人却愈益增多。路透社称对大约40个国家的逾500名分析师所做的调查显示，大多数主要经济体的增长已“触顶”。英国《金融时报》指出，全球经济增速在2017年底达到峰值，自那以后已明显地向平均值回归。早在2017年底和2018年初，IMF在上调世界经济增长预期时，IMF总裁拉加德就已警告说笼罩全球经济的阴霾“日益加深”；OECD警告称由于多数主要经济体的企业投资率仍然过低，无法支持全球经济长期快速增长，2018年世界经济增长可能触顶；世界银行则指出全球经济增长幅度似乎已达到顶峰，人口因素、投资不足、劳动生产率减缓以及货币政策收紧对经济增长构成了限制，会让全球经济扩张“将在某一时刻停止下来”。

世界经济“触顶论”有其论据支持：一是经济和金融具有周期性。从2008年开始的金融周期已步入第10个年头，世界经济现处于周期扩张阶段的尾部，世界经济增速放缓或步入新周期、新危机的概率越来越高；二是全球经济复苏加快主要由投资拉动，投资对经济增长的作用高于消费及进出口。从2018年主要经济体的投资状况看，有的趋减，有的持平，有的增加但增幅有限。由于美欧等发达经济体加强了对外国投资的保护和审查力度，全球投资大幅下降，抑制经济增长。联合国贸发会议发布的《全球投资趋势监测报告》显示：2018年上半全球外国直接投资（FDI）约为4700亿美元，同比下滑了41%，处于10年来的历史低位。投资保护与审查亦使流入美国的FDI，在上半年下降了73%，仅为460亿美元；三是2018年以来，主要经济体的景气领先指标“见顶回落”，全球经济增长已至繁荣顶点；四是世界经济不确定性、不安情绪加剧，其原因不是由一般所说的风险造成的，全球较低的劳动生产率、加速的人口老龄化、严重的收入不平等、不稳定的地缘政治等因素，虽从不同侧面抑制着全球经济复苏和增长，但尚不足以让世界经济增长向下回落。《日本经济新闻》2018年7月23日载文称，从2016年第四季度到2018年第一季度，全球经济增幅达到4%。日本日兴证券（SMBC）预测，2018年第二季度后，世界经济仍将保持在3.5%以上的水平。然而，正是该新闻载文称“世界经济不安情绪加剧”。那么究竟是什么因素导致世界经济不安情绪加剧，使世界经济增长提速势头难以持续下去？这是需要给予回答的现实问题。

二、世界经济均衡程度下降，从同步增长走向分化增长

2018 年，发达经济体的平均增长率为 2.3%。美国经济表现强劲，按年率计算，上半年两个季度的国内生产总值（GDP）增长率分别为 2.2% 和 4.2%，主要得益于二季度消费支出增长 4%，对 GDP 增长的贡献率达到近 1.3 个百分点；二季度出口增幅为 9.3%，对 GDP 增长的贡献率约 1.06 个百分点。出口增加主要是由“临时因素”或“一次性因素”造成的，亦即贸易商和农民抢在报复性关税生效前加大了出口力度。市场分析认为二季度出口提前“透支”了后续的贸易订单，因而不可持续；特朗普总统的减税计划，短期内提振了需求，扩大了消费支出，伴随减税效应递减，家庭储蓄率不足，难以支持消费支出再扩大。三季度美国的 GDP 增长率已降至 3.5%，四季度或许将会更低些，预计 2018 年美国 GDP 增长率在 3% 左右，高于 2017 年的 2.3%。美国财长史蒂文·姆努钦表示，美国经济正在走向正规，未来 5 年，美国年均 GDP 增长率有望维持在 3% 的水平上。姆努钦财长的表态比特朗普较为理智和客观，但即便如此，美国经济也很难在较长时间内取得年均超出 3% 的增长。美联储主席鲍威尔坦言，目前美国经济处于“不错的状态”，失业率很低，通胀水平正在朝着美联储设定的理想区间攀升，但贸易紧张局势加剧和关税的提高，最终会拖累经济增长。美国国会预算办公室 2018 年 8 月 13 日发布的预测报告称，美国经济增长很可能只是 2018 年加快，随后因为财政刺激消退，消费者支出和农产品出口逆转，企业投资和政府采购增长放缓，预计 2019 年 GDP 增速将放缓至 2.5% 上下。越来越多的人认为 2018 年美国的经济周期已经在繁荣的顶点或已经过了繁荣的顶点，陷入减速或衰退的概率增大。一旦美国经济进入衰退期，政府债务状况将进一步恶化，给美元汇率、通胀稳定性和经济增长造成更大的负面影响。

欧元区经济放缓、疲软。2018 年前两个季度的 GDP 环比增长率均为 0.4%，年化增长率为 2.2%；第三季度的环比增长仅为 0.2%，按年率计算为 1.7%，低于市场预期的 1.8%。预计全年，欧元区 GDP 增长率低于 2.0%，与 2017 年增长 2.5% 形成鲜明反差。主要原因是受到外部风险升高的拖累及各项采购经理人指数（PMI）数据下降，但内生动能依然稳定，消费和投资好于前值，失业率不断下降，工人薪金水平提升。德国作为欧元区经济的“火车头”，在过去 37 个季度中有 34 个季度实现了正增长，但近期经济出现放缓迹象，对外贸易、私人消费和汽车产量下降，使 2018 年三季度 GDP 环比增长萎缩。值得关注的重要经济事件是 2018 年 6 月 22 日，欧元区各成员国财政部长一致认定希腊的主权债务危机已经结束。希腊总理齐普拉斯宣告，从 2018 年 6 月 23 日起，我们将重拾信心、重振力量，希腊终于变回一个正常国家。2018 年希腊成为欧元区经济的亮点。然而，

意大利发生了财政预算风波，国债收益率上升，经济下滑。日本经济在主要发达经济体中依旧“敬陪末席”，经济波动不稳。2018年一季度GDP增长率下降了0.6%，中止了连续8个季度的正增长，但二季度环比经济增长率达到2.8%，年化增长率为1.9%，高于市场预期的1.4%；三季度经济又再次萎缩2.5%，避免了连续两个季度负增长的技术性衰退，维持着低水准的温和性增长。由于美国经济从稳健增长走向强劲扩张，抵消了欧元区、英国、日本等经济放缓对世界的下拉作用。

IMF在下调欧日等国（地区）经济增长预期的同时，亦下调了新兴市场国家和发展中国家经济增长预期，将2018年新兴市场国家和发展中国家的GDP增长率从4.9%降到4.7%，但仍维持着亚太地区5.6%的增速不变。但新兴市场国家经济增长并不均衡，呈现增长分化态势，一些欧洲、亚洲和拉美新兴市场国家的经济状况不及预期，经济下行，货币贬值，资金流出。拉美一些经济大国的复苏显得更加困难，中东等产油国则由于国际油价飙升，获得了可观的石油美元，加大了投资力度，促其经济发展回暖。高油价不利于中国和印度这样的石油进口大国，但2018年中印两国的GDP增长率继续超出新兴市场国家和发展中国家的平均增长值，对世界经济增长的贡献率居世界之首。从新兴市场整体看，有些国家经济增长预期上调和有些国家被下拉，仍存在经济下滑的可能。

然而，2018年世界经济并非完全都是消极的，亦有些利好因素。包括全球并购市场有望达到4.8万亿美元，打破2007年创下的4.3万亿美元的纪录，意味着许多国家经济发展稳健，公司信心仍强，通过并购提升竞争力和战略地位。主要经济体在紧缩货币政策的同时，加大了财政政策支持，宽松财政政策成为全球经济增长新动力。布鲁金斯学会的研究报告称中产阶级总人数超过38亿人，超出世界人口的50%，推动全球消费市场加速转型，新兴经济体正在逐渐打破美国在全球消费格局中的主导地位，消费增长速度高于美国，提高了全球消费的平衡性。发达经济体低储蓄、高消费及新兴经济体高储蓄、低消费的局面正在改变，全球消费市场转型及消费结构改善利于世界经济发展。人工智能（AI）正在加速促进全球经济增长，麦肯锡全球研究所指出，“AI可在未来10年为全球GDP的增长额外贡献出1.2个百分点”。在逆全球化形势下，越来越多的国家坚持经济全球化和贸易自由化的大方向，相互间签署了自由贸易协定。中国同加拿大和英国等一些国家进行了经济金融战略对话，截至2018年11月，中国共计同17个国家签署了自贸协定。中国成功举办的首届“进博会”极大地提振了全球贸易商和投资者的信心。“一带一路”建设在过去5年间，使中国同相关国家的货物贸易额累计超过5万亿美元，对外直接投资超过600亿美元，为当地创造20多万个就业。第6次区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）部长级会议发表的《联合声明》指出，各方将致力于“实质性地结束谈判”。

日本和欧盟经过 5 年的谈判，最终达成自贸协定，双方将取消大多数产品的关税。高盛集团发布的全球领先经济活动指数，从 2018 年 6 月份的 3.7，上升到 8 月份的 4.1，表明全球经济增长出现改善迹象。但总体看，2018 年国际贸易战、地缘政治危机、全球风险资产规模扩大及流动性趋紧，加大了世界经济下行和全球金融市场动荡的风险。

三、世界经济提速扩张受阻于来自美国的三大障碍

原本 2018 年世界经济依然充满阳光，但形势骤然发生变化，出现了同美国有直接关联的三大障碍：一是美国单方面挑起贸易战或关税战，导致全球贸易景气指数回落，世界贸易组织（WTO）将 2018 年全球贸易量增速从预期的 4.4% 下调至 3.9%，低于 2017 年的 4.7%；二是美国以所谓影响国家安全为由，强化对美投资审查力度，加上贸易保护抑制投资，导致对美投资大幅下滑，全球外国直接投资锐减；三是在经济增长与通胀上行支持下，美联储加快了加息节奏，在加息的同时，又启动缩减资产负债表计划。截至 2018 年 11 月初，美联储资产负债表从约 4.5 万亿美元，缩减至 4.142 万亿美元。加息与“缩表”导致市场流动性收紧造成“美元紧”。“美元紧”和全球流动性变化成为新兴经济体金融市场动荡的直接导因。来自美国的三大障碍抑制了世界经济持续发展的势头。IMF 总裁拉加德指出世界经济的当务之急是“远离贸易保护主义、促进可持续发展、防范财政和金融危机”。

特朗普政府发起的经济史上规模最大的贸易战，不仅是中美之间的贸易战，而是一场全球范围的贸易战。单边主义和贸易保护主义成为多方公认的影响全球贸易和经济增长的大障碍。国际经济金融机构以及各国政要与专家均表示单边主义与贸易保护主义严重恶化了全球经贸环境，戕害全球产业链和价值链，阻碍世界经济持续增长和发展。国际清算银行总经理阿吉斯丁·卡斯滕斯表示，“与保护主义措施有关的不确定性的增加和调门的提高已经阻碍了投资”。英国《每日电讯报》刊文称：“特朗普正在玩一场非常危险的游戏。如果他不小心，他就有可能成为下一次全球经济衰退的起因。”猖獗的市场保护对国际贸易和世界经济的最终影响，目前还不好准确的断定，有很多不确定性。一是“贸易战”尚在发展与变化之中，涉及规模有多大，难以确定。二是国际贸易供应链断裂与修补程度，难以确定。三是寻找“替代商品”的速度与规模，难以确定。四是贸易战是长期的还是短期的，难以确定。经贸摩擦是中美关系恶化的核心内容，不排除出现某种缓解或转机的可能性。中美元首在布宜诺斯艾利斯的坦诚友好会晤达成重要共识，决定暂停加征新关税。正如习近平主席所说，“合作是中美双方最好的选择”。但中美关系的全面改善，尚有待于美国政府放弃对华遏制战略，从战略竞争走向战略协调、合作与

稳定，否则中美经贸关系难以稳定，矛盾与冲突将会一个接着一个。五是被加征关税的商品并没有完全退出商品交易市场，有些只是改变了商品交易形式和渠道而已。但任何贸易限制都将减少贸易交易活动，WTO 总干事阿泽维多警告说，贸易限制措施与日俱增，这些措施带来的负面效应尚未显现出现，贸易战迟早将重创全球经济。“美国优先”及市场保护业已成为世界经济下行的导火索。

我们既要重视单方面加征关税的破坏性，又不要高估了加征关税的能量。基于贸易战等因素的影响，OECD 和 IMF 已先后将 2018 年世界经济增长率从 3.9% 下调到 3.7%，相当于 2017 年的增长水平，全球经济尚未出现反向逆转。高盛集团于 2018 年 11 月 7 日发布的数据报告甚至认为，2018 年全球经济增长率为 4%，2019 年增速放缓，但仍居历史高位。习近平主席早在 2017 年达沃斯论坛演讲时就已指出，想人为切断各国经济的资金流、技术流、产品流、产业流、人才流，让世界经济的大海退回到一个一个孤立的小湖泊、小河流是不可能的，也是不符合历史潮流的。人们没有必要为世界经济减速而过分担忧，不管有多少波折，世界经济的“天”塌不下来，世界经济总会继续增长，全球财富总会持续增加。截至 2018 年年中，全球财富总额达到 317 万亿美元，较上年增长 4.6%。英国《金融时报》首席经济评论员马丁·沃尔夫认为，自 20 世纪 50 年代以来，世界经济每年都在增长。1900 年至 1947 年间，全球产出萎缩的年份仅占 1/5。二战结束以来，世界经济增长更趋稳定。推动经济增长趋势的两股强大力量是世界经济“前沿国家”的创新和落后经济体的奋起直追。除 1975 年、1981 年、1982 年和 2009 年这四个年份外，世界经济增长率都不低于 3%。在没有新的下行冲击情况下，全球经济增长虽减速，但短期内难以发展成为全面的全球经济衰退。当前，最为重要的是受到贸易战直接和间接冲击的国家要保持商业和投资信心，继续促进各国经济和世界经济发展。

四、贸易保护、通胀压力和货币收缩相互交织， 为世界经济和国际金融前景增添了变数

对世界经济造成破坏性冲击的因素大体有三种，即重大战争、通胀冲击和金融危机。在此波国际金融危机中，发达经济体所实施的非常规货币政策，伴随经济形势变化及副作用的显现，正在陆续退出。鉴于各主要发达经济体存在经济表现差异性，导致各自货币政策正常化步伐不一。在央行缩减购买债券规模方面，各主要发达经济体相互间的分化程度趋窄，而央行的基准利率的分化则在扩大；美联储及欧洲央行是先减债后加息，而英国央行则是先加息，继 2017 年 11 月加息后，2018 年 8 月初再加息 25 个基点。英国央行加息并不是因为经济过热，相反经济在减速、在疲弱，但失业率降至 20 世纪 70 年以

来的最低点，通胀率超过 2% 的目标，2018 年年中已上升到 2.4%，因而英国央行不得不被迫加息。

在发达经济体中，美联储发挥着货币政策正常化的引领作用，并强化了美元主导地位。随美国经济数据利好，2018 年美联储加息“点阵图”从 3 次扩大到 4 次的概率增大。欧洲央行宣称将继续削减购买债券规模，到 2018 年底或 2019 年初，或许丢掉量化宽松政策（QE）拐棍，但由于欧元区经济放缓及全球贸易关系紧张，让欧洲央行结束 QE 面临压力和变数。日本央行行长黑田东彦表示，货币宽松重要性下降，但通胀难以达到 2% 的既定水平，因而将继续维持“量化与质化”的宽松政策以及“超低利率”。总体看，2018 年全球货币政策依然较为宽松，尚未从宽松进入紧缩的拐点，主要经济体通胀上升，全球通胀快于预期，从宽松转向紧缩将是大概率的事件，极易引起国际流动性走向的变化。主要经济体货币政策趋严、趋紧的大势，促发了全球流动性变化，加剧全球金融市场波动风险。资本流动方向取决于利率预期。目前，市场预期的利率走势与美联储加息“点阵图”的曲线存在偏差，但市场预期利率曲线开始向美联储加息靠拢，造成全球金融资产的再配置。

不可忽视的经济事件是 2008 年国际金融危机以来，在超低利率诱使下，新兴市场国家和发展中国家以美元计价的债务越来越高，杠杆率不断上升。IMF 向新兴市场国家提供贷款的同时，亦要求这些国家要以美元结算偿还贷款。这一作法有利于捍卫美元的全球地位，但却使借贷的新兴市场国家更加依赖美元，进一步放大美元加息升值周期对这些国家金融稳定性的负面冲击。尤其在特朗普总统 2018 年 5 月 8 日宣布退出“伊核协议”后，美国政府制定了两步走的制裁计划。第一步制裁措施始于 2018 年 8 月 6 日，主要针对伊朗的金融系统，涉及伊朗政府对美元的购买和使用、黄金交易以及政府债券销售等。从 2018 年 11 月 5 日开始的第二步制裁措施是针对伊朗的油气领域，让各国从伊朗进口的石油降至为零，旨在不让伊朗获得“石油美元”。特朗普总统称“任何个人或实体如不停止与伊朗的交易活动，将面临严重后果”。一些大型公司，包括法国石油巨头道达尔担心受到美国的金融惩罚，已陆续撤出伊朗。但仍有不少国家不承认未经联合国授权而单方面实施的制裁行动，继续与伊朗进行石油贸易。俄罗斯亦非常警惕美对俄发动金融制裁。俄总理梅德韦杰夫指出，如美对俄银行与卢布发布禁令，那就有可能被视为一场“经济战”。俄副总理西卢安诺夫认为，美国政府缺乏连贯性的行为破坏了美元的稳定性，使美元变成了具有风险的结算工具。

新兴市场国家实际上早已意识到问题所在，但始终苦于难以找到摆脱美元依赖的有效途径，以免受美元霸权之痛。现在的情况已有所不同，从国家层面看，国家间签署了

“货币互换协定”、制定了应急外汇储备安排、建立了“亚投行”与金砖国家开发银行、限制利用美元进行结算和交易、不用美元进行石油贸易等等，这些举措都是为了减轻对美元的过度依赖。从学者层面看，提出的建议包括逐步减少美元债务规模；逐步加强国家间用非美货币进行贸易与投资活动；加强自力更生，通过经济结构多元化，摆脱依靠能源单一产业发展运作模式，以缓解美元对整个国家金融稳定的冲击。新兴市场国家被迫“去美元化”是趋势性的方向，但要经历一个相当长的时间，应循序渐进，在摆脱对美元依赖的过程中势必会遭遇来自美国的抗拒和反对。

“美元紧”“美元贵”虽可抑制新兴市场国家和发展中国家继续举债，但却加重偿债负担，新兴市场国家以美元计价的债券平均收益率已从2018年初的3.7%升至年中的4.7%，这意味着融资成本上升。国际清算银行披露，发展中国家未偿付的美元计价的债券，在过去10年增加了两倍，约达2万亿美元。在美联储加息“缩表”、美元走强及国际贸易条件恶化的情况下，新兴市场国家正承受着愈益加大的压力。IMF估计，美联储2018、2019两年加息及出售债券的影响可能使流入新兴市场的资本减少约700亿美元。根据国际金融协会2018年6月25日发布的报告，自2018年4月以来，美国的股票基金吸引了400亿美元流入，债券基金吸引了80亿美元。全球的股票和债券基金配置中美元资产达到了58%，为2016年以来新高。因此，包括亚洲新兴经济体的一些国家，已经遭受10年来最严重的资金撤离，造成货币贬值，通胀走高，利率上调，经济下行。在土耳其里拉持续大幅走软后，多个新兴市场国家央行或明或暗地进行干预；里拉有所反弹后，其他主要新兴市场国家货币出现了企稳迹象，但面临的内外环境尚未根本改善。这些状况虽然暂时不会造成新兴市场群体性大面积的系统性金融风险，但却是爆发金融动荡和金融危机的前瞻性信号。

尤其值得关注的经济事件是2018年以来，世界经济出现了罕见“三个价格”同时上涨的现象，亦即国际油价、美元指数、美债收益率同步走高。国际原油价格延续了2017年末的强劲势头，美国中质原油（WTI）价格曾升至每桶75美元，英国布伦特原油期货价格则突破每桶86美元。由国际原油市场供需关系失衡及地缘政治危机而导致的原油价格大幅上涨，既引起石油消费国对高油价的担忧，也引起沙特和俄罗斯等产油国的警觉，担心油价过高影响原油需求持续增长。沙特和俄罗斯等产油国的石油政策从“减产促价”转向“增产抑价”。然而，世界经济下滑造成原油需求疲软以及美国、欧佩克和非欧佩克产量的持续增加，再度打破了国际原油市场供求关系平衡，驱使油价从2018年10月的高位大幅下挫近30%，布伦特原油价格跌至每桶58美元。卡塔尔宣布退出欧佩克的举动，加速油价下跌步伐。沙特财政预算严重依赖原油，油价持续下跌加重财政困难。2018年

12 月 6 日在维也纳召开的“欧佩克+”会议，沙特等欧佩克和俄罗斯等非欧佩克产油国尽管存在多种分歧，但经过艰难谈判，最终达成日减产 120 万桶的协议，略高于市场预期，国际油价止跌回升，但没有出现报复式反弹。国际原油供求仍旧充满变数，短期内油价大涨或大跌的可能性不大，油价向“中性价位”回归，有利于石油消费国，有助于缓解“输入型通胀压力”。

国际原油市场交易主要以美元为主，在多重因素作用下，美元指数从 2018 年 2 月中旬的 89 逐渐上升到 2018 年 11 月的 97 上方。一般而言，美元指数与原油价格呈现“跷跷板”的负相关性，美元强、油价弱，油价高、美元弱。然而，自 2018 年 4 月以来，美元指数与原油价格出现了“同步齐涨”的反常现象，但美元与油价不会长期脱离负相关性。当前在经济表现上“美强欧弱”，美元指数在震荡中向上将会持续一段时间。一旦美元指数与油价回归负相关关系，美元指数上涨，国际油价下跌，反之油价则上涨。

美国经济的暂时利好，通胀率和核心通胀率回潮，10 年期美国国债收益率要反映通胀预期，通胀压力增强推动 10 年期国债收益率创 10 年来新高，年内曾多次突破 3% 的红线。野村证券预测，2018 年 10 年期美国国债收益率将提升到 3.25% 左右。特别值得关注的是在美联储加息和“缩表”的综合作用下，2 年期美国国债收益率与 10 年期美国国债收益率之间的利差缩小，长短期国债收益率曲线趋平。截至 2018 年 12 月 3 日，3 年期和 5 年期美国国债收益率已出现倒挂，2 年期与 10 年期美国国债收益率的差距缩小至略高于 15 个基点，预示美国经济前景黯淡，美国股市再次暴跌。“三个价格”同步走高不利于各国经济和世界经济增长，需密切关注其后续变化及走向。

世界经济正站在十字路口上，如果特朗普政府继续坚持“美国优先”及发动的贸易战，那么 2019 年世界经济将更加严峻、艰难，或许将加速下次危机的到来。

责任编辑：沈家文