



宏观研究

【粤开宏观】全球经济新格局：区域价值链的重构与三大中心的挑战

2024年01月04日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】财税体制改革将向何处去：新形势与新方向》2023-12-26

《【粤开宏观】负重前行：2023年财政债务形势总结与2024年展望》2023-12-20

《【粤开宏观】谋划新一轮财税体制改革的可能方向》2023-12-17

《【粤开宏观】京沪房地产调控进一步放松的经济背景：11月经济数据解读》2023-12-15

《【粤开宏观】2024年美国展望：“软着陆”与降息周期》2023-12-13

摘要

律回春渐，新元肇启。2024年将是全球经济承前启后的一年：疫后调整逐步进入尾声，新格局与新常态日益凸显。随着主要经济体物价水平在2023年见顶回落，经济增长持续展现韧性，全球经济的疫后调整即将进入“最后一公里”的收尾阶段。基准情景下，主要国家央行有望在2024年开启降息周期，届时物价水平、薪资增速、经济增长等量价指标将逐渐在新的均衡水平附近趋于稳定。鉴于此，2024年全球经济走向新常态和新格局。

伴随着逆全球化，疫后全球经济或将呈现出新格局：以全球产业链和供应链的重构为依托，以全球生产网络区域化、贸易板块化为表象，以全球经济多极化为结果。在这一格局之下，全球经济的新常态主要表现为更高通胀中枢和更低增长中枢的“微滞胀”。

2024年也是重要的选举之年，美国、俄罗斯、印度、欧洲议会等一系列选举结果或将重塑国际关系格局及地缘政治。2024年的政经格局如何调整将预示全球经济在中长期会进入何种均衡，而不同的均衡状态意味着截然不同的经济前景。

一、全球经济新格局：从全球价值链到区域化本土化

自工业革命爆发以来，现代社会经历了两次全球化浪潮。第一次浪潮始于十九世纪中叶，结束于第一次世界大战。其背景是英国在第一次工业革命之后成为“世界工厂”，通过遍布全球的殖民地发展出全球贸易网络，形成了基于贸易与投资全球化的全球商品链。第二次浪潮始于上世纪七十年代，以美国跨国公司为核心理的全球价值链逐步建立，并取代全球商品链成为全球化的核心特征。2008年全球金融危机的爆发成为全球化的转折点，当前全球价值链转向区域化本土化。

自中国加入WTO以来，全球价值链围绕中国、美国与德国形成亚太、北美和欧洲三大区域性生产网络。中美贸易摩擦之后，原有生产网络开始出现结构性调整，中美各自加强区域内部整合，并强化同欧洲的贸易联系。

疫情进一步加剧全球贸易从自由贸易转向安全模式，推动全球价值链转向区域化本土化。疫情期间，以中国为代表的亚太地区防控效果较好，在三大生产网络中率先复苏，一方面使得区域价值链的内部联系进一步加强，另一方面也使其他地区对亚太网络出口产品的依赖度加深。随之而来的是更多国家和地区开始意识到产业链安全可控的重要性并采取相应措施加强产业链韧性。其中，美国拜登政府极力推动制造业回流、友岸生产和近岸生产，欧洲也提出“开放性战略自主”（open strategic autonomy）以加强关键产品的供应链韧性。但对发达经济体而言，高昂的劳动力成本使得产业链完全本土化几乎不可行，在岸生产将局限于高端设备制造。而对于传统中低端制造业，部分企业开始寻求“中国+1”战略以分散供应链风险。可见的趋势是，终端



需求经济体在本地和周边建立针对战略产业和高端制造业的产业链，同时将其其他制造业的供应链多元化，推动全球价值链走向区域化本土化。

二、全球经济新常态：通胀中枢上移与增长中枢下移

长期看，疫情只是全球经济迈向新常态的催化剂，全球人口抚养比逆转、全球化进程中断、技术进步放缓等结构性因素在疫情前已对全球经济增长产生了压力。疫情之后，三大新增中期因素或进一步导致全球通胀中枢上移、经济增长中枢下移：

第一，基于地缘政治和地理区位形成的区域价值链将显著降低效率、抬升成本。区域价值链更加偏向安全与韧性，导致新的国际分工无法充分发挥比较优势，也无法帮助技术扩散，生产效率降低。短期看，由于产业链转移无法一蹴而就，区域性生产网络之间的贸易壁垒以及产业链转移所产生的额外成本会抬升进口商品价格。中长期看，即使产业链能够顺利实现区域化本土化，安全模式下的价值链一方面有违比较优势原则，另一方面先进技术的扩散会受阻，导致其生产率将低于效率模式下的价值链。这意味着相比疫情前，全球产业链或将长期处于供给短缺的“微滞胀”状态。

第二，全球能源转型面临“安全-清洁-廉价”的“不可能三角”。在能源低碳转型趋势不可逆转、能源安全又受到高度关注的背景之下，能源成本或将在一段时间内维持高位；地缘政治冲突引发的能源供给冲击将进一步加剧能源价格高企的状态。以欧洲为例，由于2015年巴黎协定后欧洲能源转型较为激进，欧洲对俄罗斯廉价天然气的依赖加深。但俄乌冲突的爆发迫使欧洲转向液化天然气以摆脱对俄气的依赖。这意味着欧洲制造业大国建立在廉价俄气之上的传统增长模式不可持续，欧洲主要国家在2023年普遍经历经济失速。在地缘政治冲突阴影下，欧洲或将持续受到能源“不可能三角”的约束，导致能源成本在一段时间内维持高位。

从更广泛的全球视角看，全球能源流通体系割裂或将对能源价格造成持续扰动，降低全球产出。与制造业不同，能源生产通常聚集在能源资源丰富的区域，地理集中度高，产业链无法转移。这意味着全球经济板块化也将导致全球能源流通的割裂。一方面缺乏能源资源禀赋的板块（例如欧洲）或将持续受到由能源流通割裂带来的供给冲击，另一方面能源生产国将受到不同板块的争夺，全球能源供给的不确定性增加。根据IMF测算，包括矿石在内的能源生产板块化将在三年内降低全球产出0.3个百分点，增加通胀0.4个百分点。

第三，政府债务压力加剧，财政空间缩小。疫后全球经济放缓、经济前景不确定性增加，各国政府面临日益上升的财政刺激需求和不断萎缩的财政资源之间的矛盾。财政空间缩小将带来至少两个问题：一是在经济需要财政发力的时候缺乏支撑力度，经济增速承压；二是经济抗风险能力下滑，金融脆弱性增加。财政整顿本身会直接拖累经济增长，全球经济增速预计在中期内会受到财政因素的持续影响。

三、贸易板块化情景下，中美欧三大生产网络面临不同挑战

贸易是全球经济风险传导的主要渠道之一，贸易板块化将导致全球经济周期



的同频度下降，不同板块的经济周期出现错位。在全球通胀中枢上移而增长中枢下移的背景下，由于三大生产网络在全球价值链中扮演的角色不同，各自面临的挑战也不相同。

美国经济的需求侧主要由内需消费主导，供给侧主要受技术进步和全球价值链的影响，而全球价值链又受到全球结构性因素的驱动。因此，除了政策冲击和金融危机外，美国经济受到的外部影响主要来自于供给侧。在全球技术扩散受阻叠加全球价值链重构推升生产成本的背景下，美国通胀中枢或将系统性抬升，而生产效率将会下滑，与全球经济一样面临“微滞胀”的风险。

欧洲经济不同于内需消费主导的美国经济，制造业占比更高，受原材料成本和外需的影响更大，经济面临的衰退和滞胀风险也更高。俄乌冲突后，依赖廉价俄气和强劲亚洲需求的传统增长模式无法持续。目前看，欧洲与俄罗斯能源的脱钩已取得进展，但由于欧洲能源转型较为激进，未来能源供给或持续受到地缘政治冲突的影响。同时欧洲劳动力市场较为僵化，消费需求虽不至于断崖式下滑，但修复过程会变得更加缓慢，或对经济形成持续拖累。

以中国为核心的亚太板块的制造业占比相对其他两个板块更高，受外需影响更大，经济面临产能过剩、需求不足的问题。欧美产业链的区域化意味着一部分需求将从亚太转移到欧美区域内部，从而导致亚太板块在短期内遭遇产能过剩和需求不足的问题。促进过剩产业拓展海外市场可望缓解产能过剩问题，但在贸易板块化趋势下，企业或只能到当地设厂才有机会融入区域价值链。这意味着企业将失去亚太板块原有的供应链成本优势，而在技术优势并未完全建立的情况下，企业走出去的竞争优势并不明显。长期来看，中国是全球第二大消费国，消费潜力依然巨大。同时中国工业门类齐全，拥有全世界最完整的供应链体系，产业升级的空间依然广阔。以劳动生产率的持续提升为目标，加快落后产业出清、推动优势产业升级是化解产能过剩、促进需求企稳、护航经济行稳致远的根本途径。

风险提示：地缘政治冲突超预期、主要发达国家经济政策超预期



目 录

一、全球经济新格局：从全球价值链到区域化本土化.....	5
（一）全球化的两种叙事：“逆全球化”与“慢全球化”之辩.....	5
（二）全球化放缓与价值链重构：从全球价值链到区域价值链.....	7
（三）疫后新格局：全球贸易转向安全模式，区域价值链加速成型.....	9
二、全球经济新常态：通胀中枢上移与增长中枢下移.....	11
三、贸易板块化情景下，中美欧三大生产网络面临不同挑战.....	17

图表目录

图表 1： 两次全球化浪潮之后是逆全球化还是慢全球化？.....	5
图表 2： 全球贸易额占全球 GDP 比重（1970-2018）.....	6
图表 3： 08 年金融危机后信息流动和人员流动成为全球化韧性的来源.....	7
图表 4： 全球价值链围绕德国、美国、中国形成三大区域性生产网络.....	8
图表 5： 2018 年中美贸易摩擦后中国向东盟欧盟出口继续增长.....	9
图表 6： 相比疫情前，疫情后区域性生产网络之间的联系明显减弱.....	10
图表 7： 疫情之后，以贸易额为权重的欧盟进口货物平均距离明显下滑.....	10
图表 8： 供给冲击下的“滞胀”是疫情以来全球经济的主要运行特征.....	11
图表 9： 过去二十年主要国家 10 年期国债利率与通胀均持续位于低位.....	12
图表 10： 70 年代以来全球人口抚养比下滑推动全球通胀水平下行.....	12
图表 11： G7 国家全要素生产率增速在 70 年代以及 08 年金融危机后经历两次放缓.....	13
图表 12： 欧盟能源消费结构在疫情前持续向天然气和再生能源倾斜.....	14
图表 13： 疫情之前欧盟对天然气的进口依存度显著提升.....	14
图表 14： 俄乌冲突后区域能源价格出现明显分化.....	15
图表 15： 当前全球能源价格指数依然高于疫情前水平.....	15
图表 16： 全球不确定性指数在俄乌冲突后有系统性抬升的趋势.....	16
图表 17： 发达经济体未来政府负债率增速预计将会高于疫情前趋势.....	16
图表 18： 发展中国家未来政府负债率预计会持续快速攀升.....	17
图表 19： 2023 年全球经济修复出现区域性分化.....	18
图表 20： 新兴市场在 2023 年的经济表现也出现分化（实际 GDP 相对 10-19 趋势）.....	19



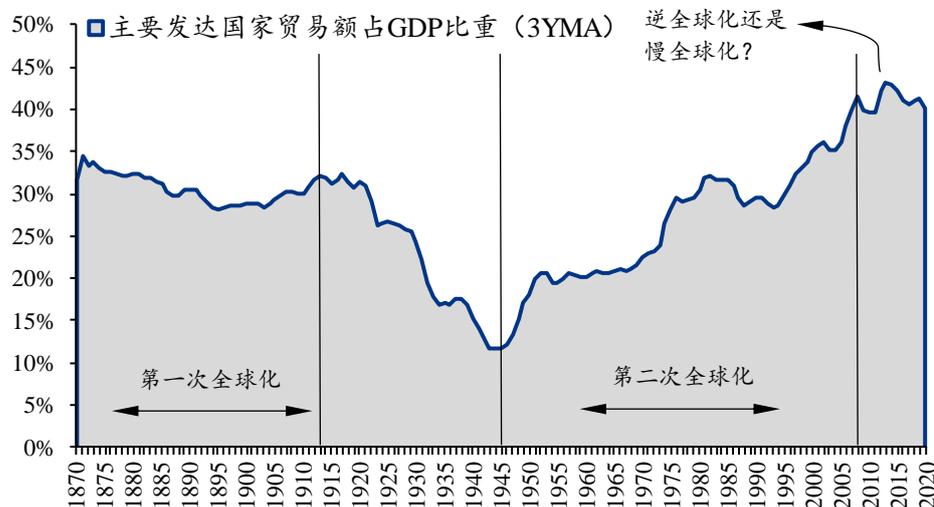
一、全球经济新格局：从全球价值链到区域化本土化

（一）全球化的两种叙事：“逆全球化”与“慢全球化”之辩

自工业革命爆发以来，现代社会经历了两次全球化浪潮。第一次浪潮始于十九世纪中叶，结束于第一次世界大战。其背景是英国在第一次工业革命之后成为“世界工厂”，通过遍布全球的殖民地发展出全球贸易网络，并以贸易为依托、以金本位为保障建立起全球投融资体系。基于贸易与投资全球化的全球商品链（Global Commodity Chain）就此成型。第二次浪潮始于上世纪七十年代。其背景是美国在第二次工业革命后迅速崛起并于二战后替代英国成为全球霸主，而随着布雷顿森林体系的崩溃、新自由主义的兴起，以美国跨国公司为核心的全球价值链（Global Value Chain）逐步建立起来，并取代全球商品链成为全球化的核心特征。在贸易与投资全球化的基础上，第二次全球化浪潮将商品生产过程拆解，并按照比较优势进行全球化分工。至此，贸易、投资与生产都被全球化，而三个体系相互依存，推动全球经济进入低成本效率模式。

2008年全球金融危机的爆发成为全球化的转折点。作为衡量全球化程度的指标之一，全球贸易开放度（即全球贸易额占全球GDP比重）从七十年代末开始加速上升，但在2008年金融危机后便停滞不前。全球价值链占全球贸易比重则从金融危机前的超过50%滑落至2015年的50%以下。全球净国外直接投资占GDP比例也在金融危机后陷入停滞。不同数据都表明，全球化进程在2008年金融危机后显著放缓。

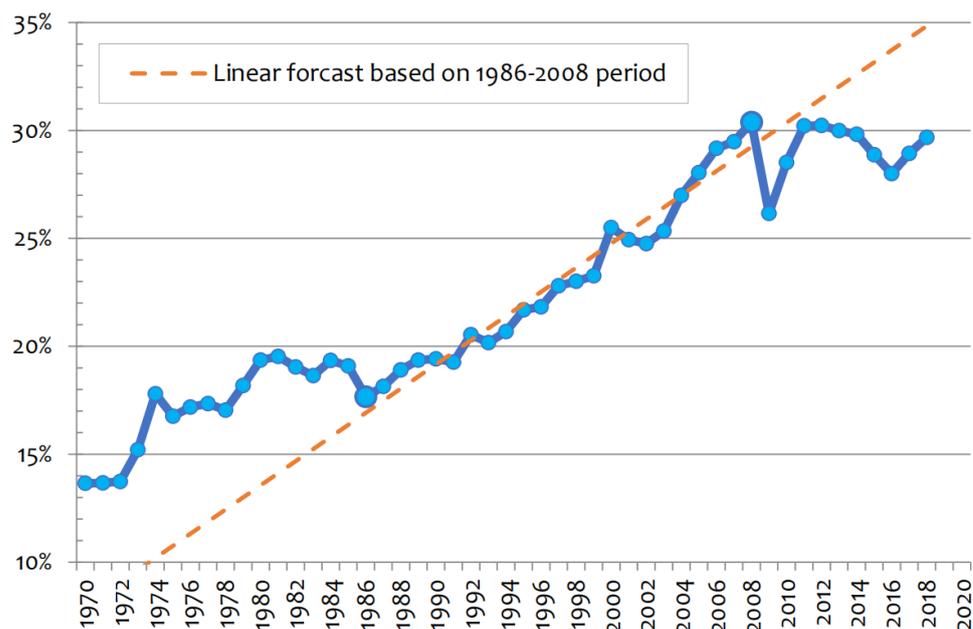
图表1：两次全球化浪潮之后是逆全球化还是慢全球化？



资料来源：Jorda-Schularick-Taylor、粤开证券研究院



图表2：全球贸易额占全球 GDP 比重（1970-2018）



资料来源：Antras (2020)、粤开证券研究院

如何理解全球化进程的放缓？从悲观角度看，全球价值链的扩张或已经饱和，全球经济正进入周期性的“逆全球化”（deglobalization）时代。一方面中国融入全球价值链或已经让全球价值链找到最优解，国际分工效率难以在此基础上更进一步。另一方面第二次全球化浪潮过于强调效率，以至于忽略掉全球化背后的公平性问题，而金融危机的爆发正好给了隐藏在 globalization 繁荣之下的受害群体一个发声机会。事实上，美国“铁锈区”工人对全球化态度的转变是 2016 年特朗普能够上台以及美国开始走向贸易保护主义的重要原因之一。产业工人的反弹也让美国精英群体意识到，所谓自由贸易没有输家的论述或仅适用于国与国层面，而在一国内部，自由贸易收益的分配不公会产生明显的赢家和输家。就连一向以自由贸易捍卫者自居的美国学界也掀起一股反思风潮，认为自由贸易并非“人畜无害”，赢家输家需要仔细研判。所谓中国冲击（China Shock）一时成为学术研究的热门话题。当全球化的推动者摇身一变成为新一轮贸易保护主义的始作俑者，“逆全球化”之声甚嚣尘上。

然而从统计数据看，全球化并未如悲观预测那样进入不可逆转的收缩进程，原有的全球化模式具有路径依赖，全球贸易和投资依然有韧性。尽管“逆全球化”叙事惹人注目，但更为细分的全球化指标显示，全球化进程尚未被逆转，某些方面仍在提升。从历史数据中也能看出，七十年代石油危机之后、千禧年互联网泡沫破裂之后，全球化都经历过一段放缓的阶段。统计数据与悲观预期的偏离催生了关于全球化的乐观叙事：我们并非正在经历“逆全球化”，而只是从“超级全球化”（hyper-globalization）转向“慢全球化”（slowbalization）。上世纪八十年代以来的“超级全球化”受益于信息技术革命以及冷战结束后自由贸易的黄金时代，“超级全球化”下贸易爆炸式的增长本身不可持续，全球化速度放缓难以避免。从长期看，发展中国家参与全球价值链的空间还很大，全球化趋势不会改变，慢速但更为健康的全球化才是常态。

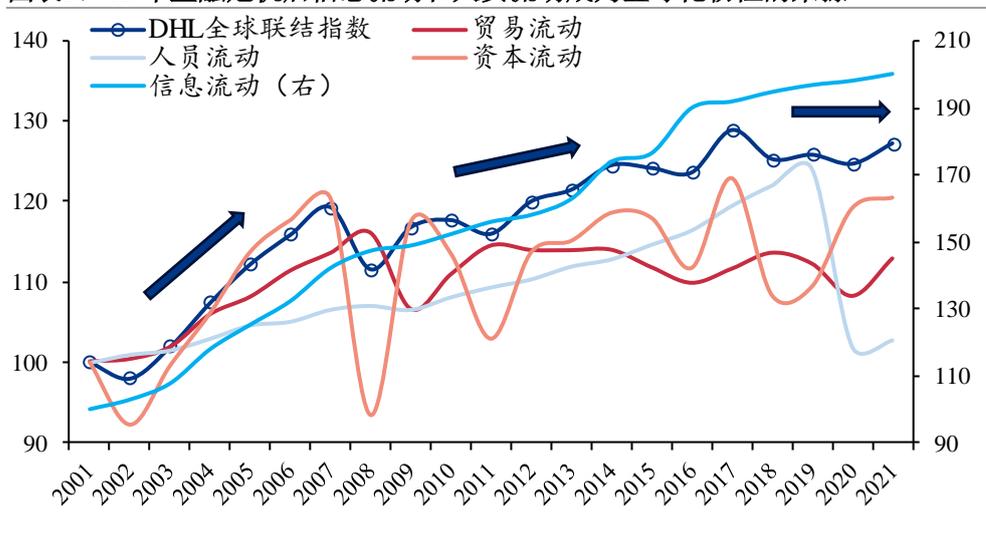


（二）全球化放缓与价值链重构：从全球价值链到区域价值链

综合关于全球化的不同叙事并仔细考察贸易和投资数据，我们发现：全球化并未被逆转，但的确正在放缓。而在看似缓慢的全球化走势之下，两大结构性变化正在发生。一是商品贸易和投资的全球化在放缓，但信息和劳务的全球化仍在加强。二是全球价值链的重构正加速向区域化、本土化演进。

其一，2008年金融危机之后，信息流动和人员流动成为全球化韧性的来源。DHL全球联结指数在2008年后显著放缓，贸易和资本流动是主要拖累项。但与此同时，信息流动和人员流动依然保持较快增速，这或许意味着全球化正进入一个新阶段，从有形到无形、从商品到数据。但是，技术进步本身是中性的，且核心技术往往掌握在几个主要国家手中，信息技术的普及与数字化的发展既能够为全球价值链的深化提供有利条件，也可能扩大技术领先者与追随者之间的差距，使其成为加速全球经济割裂的因素。数字经济与无形资产的发展对全球化的影响仍需仔细研判。

图表3：08年金融危机后信息流动和人员流动成为全球化韧性的来源



资料来源：DHL、粤开证券研究院

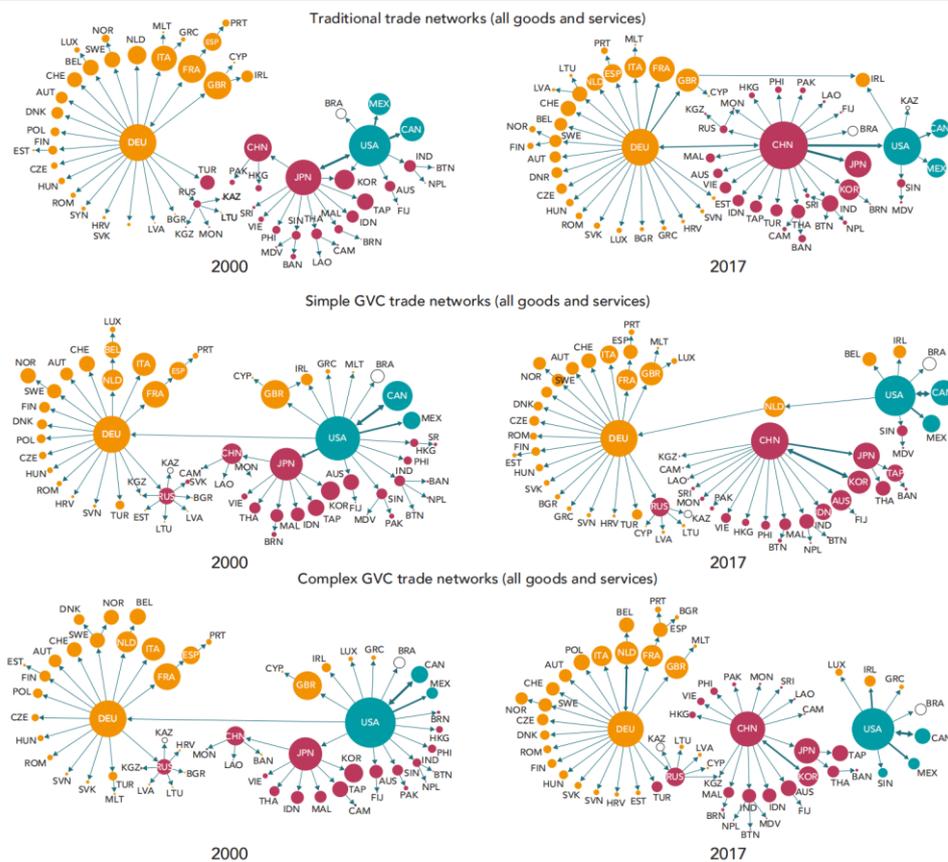
其二，全球价值链重构正向区域化和本土化演进。事实上，全球价值链重构并非第一次发生。中国加入WTO以后，全球价值链便开始围绕中国进行重构，形成以美国、德国与中国为核心的北美、欧洲与亚太三大区域性生产网络。在所谓超级全球化时代，三大区域性网络在价值链上的分工各不相同。围绕中国建立的亚太网络主要负责中低端制造业生产，围绕德国建立的欧洲网络主要负责中高端制造业生产，而北美生产网络的制造业属性被弱化，美国跨国企业在本土的经营转向研发和销售，占据微笑曲线两端。

中美贸易摩擦之后，原有的生产网络开始出现结构性调整，中美各自加强区域内部整合，并强化同欧洲的贸易联系。2018年后，中国开始向亚太以及欧洲-中亚区域输送更多商品，而美国也开始增加向欧洲的出口份额，同时通过新的《美墨加贸易协定》加强与加拿大和墨西哥的贸易联系。根据世界银行全球价值链发展报告，从2017至2022年，中国向亚太和欧洲-中亚地区的出口分别上涨11.7%和16.1%，其中向越南、印尼、马来西亚的出口分别上涨36.7%、31.3%以及25.0%。而美国出口额上涨最高的三个国家分别是英国、墨西哥和加拿大，进口额上涨最高的三个国家是墨西哥、加拿大和越南。



当然，中国向东盟出口的增加也受到产业链转移和外溢的推动。贸易摩擦之后，一部分中国对美国的出口从双边贸易转向三角贸易，即中国向东盟出口中间品，再由东盟加工组装后出口到美国。若将直接和间接对美国的出口纳入考量，则美国对中国出口的依赖度反而有所提升。这也意味着，区域间的脱钩断链并不容易，全球化与区域化并不总是矛盾。区域化或许是慢速全球化的一种形式，从长期看同样可以促进全球化的进一步提升。

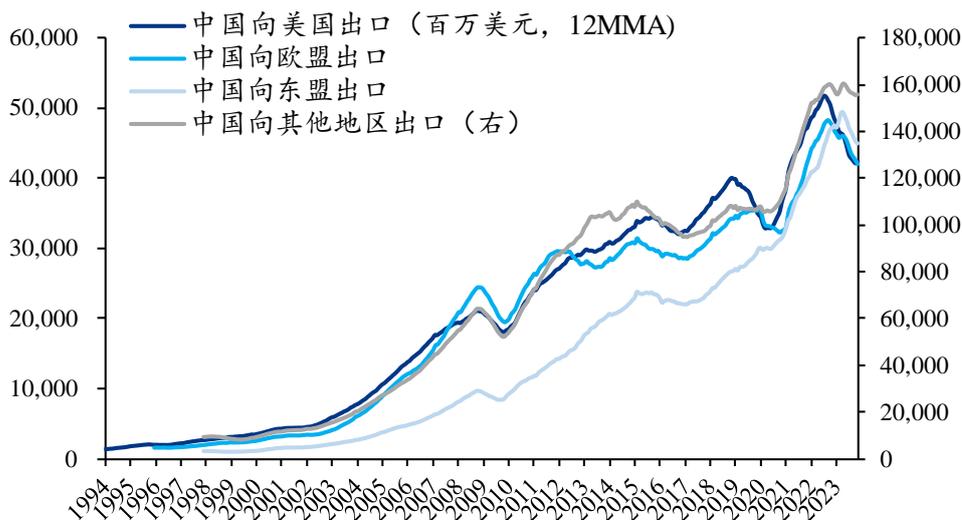
图表4：全球价值链围绕德国、美国、中国形成三大区域性生产网络



资料来源：Global Value Chain Development Report、粤开证券研究院



图表5：2018 年中美贸易摩擦后中国向东盟欧盟出口继续增长



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（三）疫后新格局：全球贸易转向安全模式，区域价值链加速成型

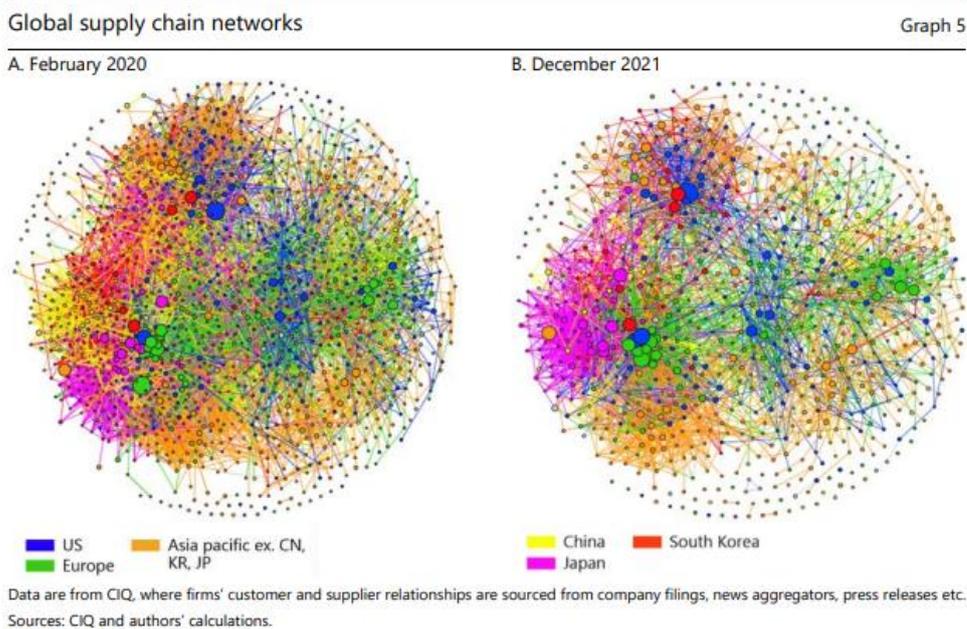
疫后全球经济新格局的塑造将以全球产业链和供应链的重构为依托，以全球生产网络区域化、贸易板块化为表象，以全球经济多极化为结果。

疫情爆发催化全球贸易安全模式，加速全球价值链转向区域化本土化。疫情期间，以中国为代表的亚太地区防控效果较好，在三大生产网络中率先复苏，一方面使得区域价值链的内部联系进一步加强，另一方面也使其他地区对亚太网络出口产品的依赖度加深。随之而来的是更多国家和地区开始意识到产业链安全可控的重要性并开始采取相应措施加强产业链韧性，例如美国拜登政府极力推动制造业回流、友岸生产或近岸生产，欧洲也提出“开放性战略自主”（open strategic autonomy）以加强关键产品的供应链韧性。安全模式下的全球价值链加速向区域化本土化转型。一个观察区域化的方式是考察进口商品来源国与进口国的平均距离。欧盟进口商品的加权平均距离从中美贸易摩擦前的 6000 公里降低至贸易摩擦后的 5900 公里。而疫情之后，欧盟进口商品的距离进一步下滑至 5600 公里，价值链的区域化本土化或正在加速。

但对发达经济体而言，高昂的劳动力成本使得产业链完全本土化几乎不可行，在岸生产将局限于高端设备制造。而对于传统中低端制造业，部分企业开始寻求“中国+1”战略以分散供应链风险。一个可见的趋势是，终端需求经济体在本地和周边建立针对战略产业和高端制造业的产业链，同时将其他制造业的供应链多元化。全球价值链的区域化与本土化将在这一框架下加速成形。

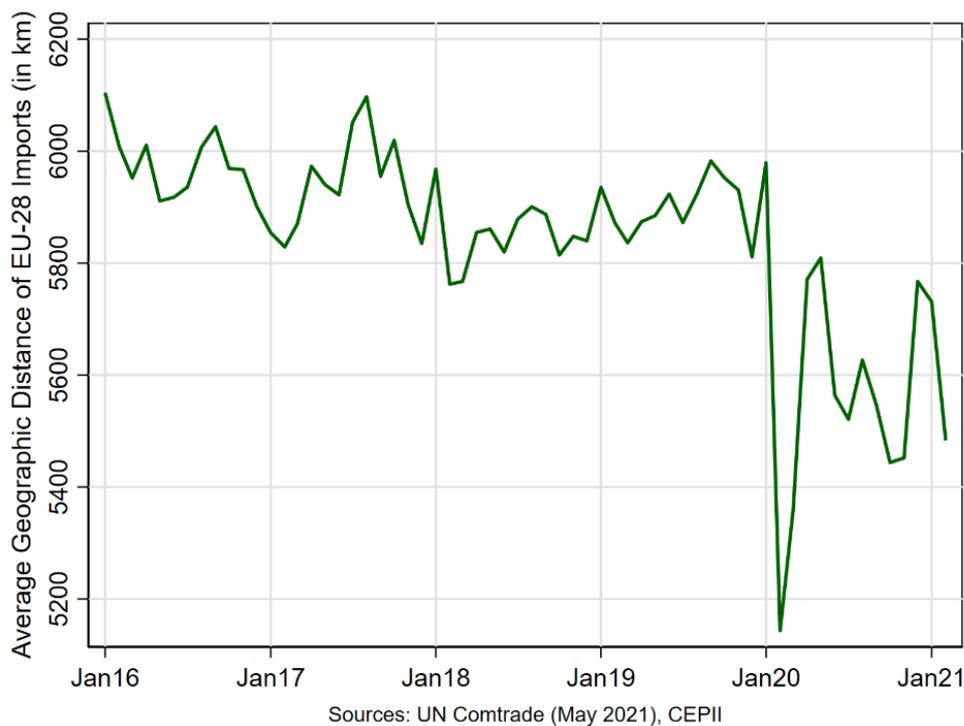


图表6：相比疫情前，疫情后区域性生产网络之间的联系明显减弱



资料来源：BIS、粤开证券研究院

图表7：疫情之后，以贸易额为权重的欧盟进口货物平均距离明显下滑



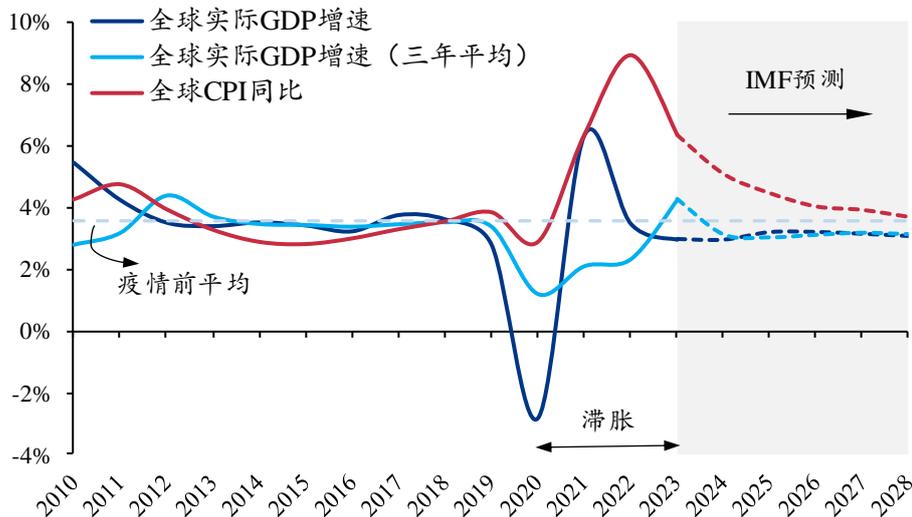
资料来源：World Economic Forum、粤开证券研究院



二、全球经济新常态：通胀中枢上移与增长中枢下移

在疫情导致的供应链扰动与地缘政治冲突的双重冲击之下，全球经济在疫情期间经历了严重的供给瓶颈，经济运行呈现出典型的“滞胀”格局。进入 2023 年，“滞胀”最为严峻的时刻已经过去，全球经济正逐步开始向新的均衡收敛。

图表8：供给冲击下的“滞胀”是疫情以来全球经济的主要运行特征



资料来源：Wind、IMF、粤开证券研究院

全球经济的新格局将如何塑造全球经济的新常态？全球价值链的重构对全球经济既有总量上的影响，也有结构性的影响。总量上看，全球价值链的重构将与其他中长期因素一道推涨全球通胀中枢、降低全球增长中枢。结构上看，在贸易板块化的影响下，不同生产网络面临的挑战各不相同，疫后经济周期或将出现错位。

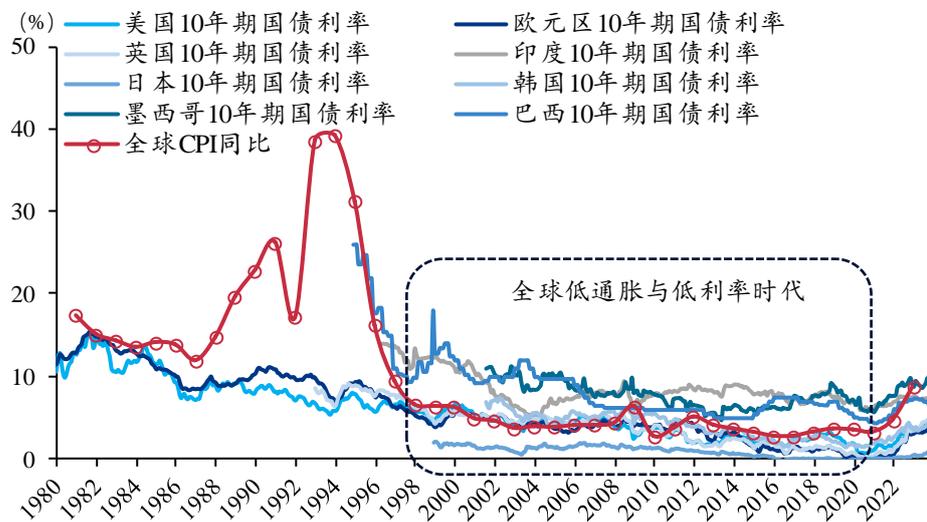
低通胀与低利率是过去二十年全球经济的主要特征之一。自上世纪末以来，全球通胀降至 5% 以下，主要国家实际利率纷纷创下历史最低水平。尽管锚定通胀预期的货币政策在压低通胀的过程中起到关键作用，但从长期角度看，三股结构性力量是推动全球经济进入低通胀与低利率环境的主要因素：一是全球人口抚养比下降。生命周期理论与大量实证研究都表明，儿童和老龄人口占劳动力人口比例越低，则储蓄率越高、通胀与利率越低。自七十年代以来，全球人口抚养比持续下滑，劳动力人口占比上升推动长期通胀与长期利率下行；二是全球价值链在效率模式下飞速发展，全球化达到阶段性顶峰。随着冷战的结束以及以中国为代表的发展中国家融入全球价值链，围绕效率模式构建的全球价值链逐渐成型，推动通胀和利率下行；三是以个人计算机、互联网为代表的信息技术革命推动全要素生产率加速提升。七十年代石油危机后，全球技术进步速率明显放缓。但随着八十年代个人计算机以及互联网技术的发展，位于技术前沿的主要发达国家全要素生产率再度开始提升。而新技术又随着全球化的发展扩散至发展中经济体，带动全球生产率上行，压低通胀和利率水平。

然而，三股结构性力量在疫情前已有逆转趋势，全球低通胀与低利率环境或一去不复返。首先，随着老龄化进程加速，全球人口抚养比已在疫情前达到低位，未来大概率触底回升。其次，尽管未来是逆全球化还是慢全球化之辩尚未有定论，但全球化阶段性见顶已成定局。最后，全球技术进步在 08 年金融危机之后也有放缓迹象。但更为重要的



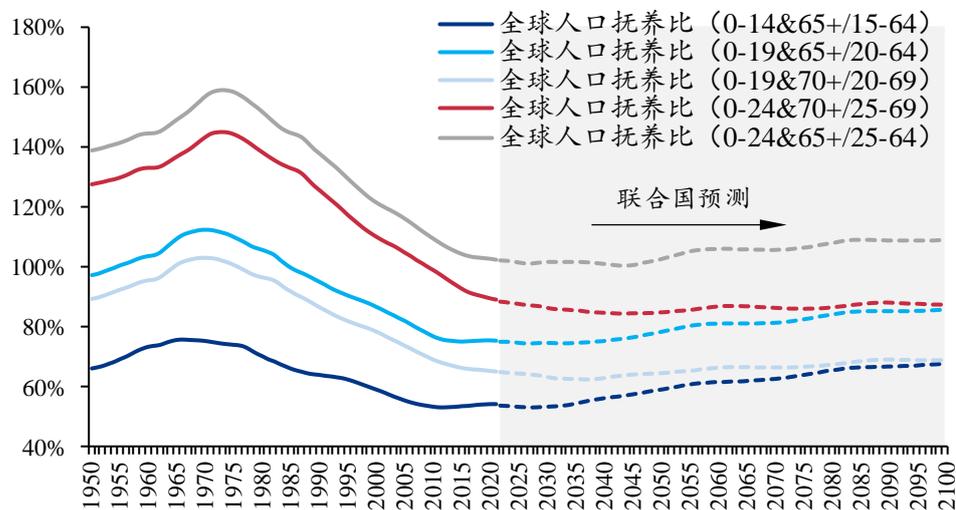
是，技术扩散速率在全球经济板块化趋势下将进一步放缓，对全球经济增长形成严重拖累。

图表9：过去二十年主要国家 10 年期国债利率与通胀均持续位于低位



资料来源：Wind、IMF、粤开证券研究院

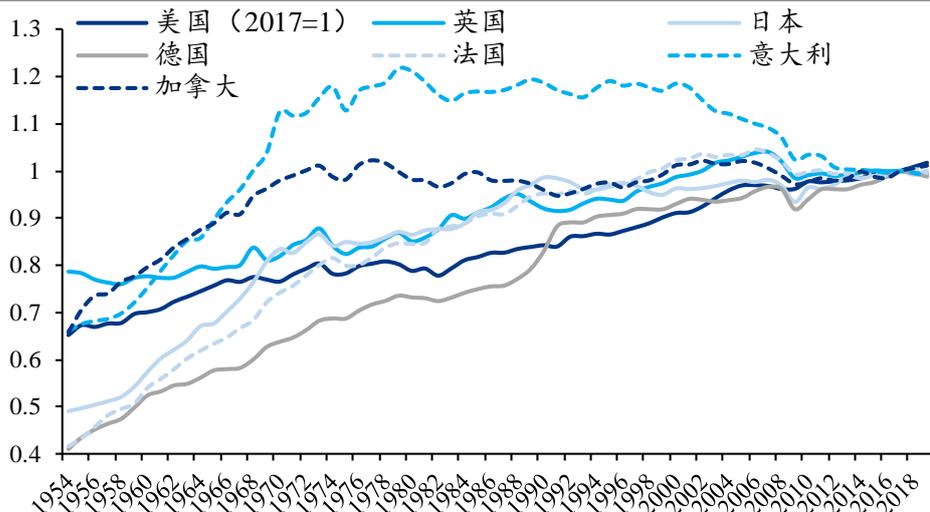
图表10：70 年代以来全球人口抚养比下滑推动全球通胀水平下行



资料来源：联合国、粤开证券研究院



图表11: G7 国家全要素生产率增速在 70 年代以及 08 年金融危机后经历两次放缓



资料来源: 粤开证券研究院

长期看, 疫情只是全球经济迈向新常态的催化剂, 全球人口抚养比逆转、全球化进程中断、技术进步放缓等结构性因素在疫情前已对全球经济增长施加一定压力。而疫情之后, 三大新增中期因素或进一步导致全球通胀中枢上移、经济增长中枢下移: 1) 区域价值链或将更偏向于安全与韧性, 导致新的国际分工无法充分发挥比较优势, 也无法帮助技术扩散, 生产效率将会降低; 2) 全球能源转型期或将不断出现区域性能源危机, 叠加地缘政治冲突下能源生产受非经济因素干扰较多, 能源价格的不确定性显著上升。3) 政府债务压力加剧, 财政空间下滑。

第一, 价值链重构偏向安全模式, 短期内生产效率或降低, 潜在经济增速下行。

基于地缘政治和地理区位形成的价值链和贸易板块将显著增加成本降低产出。短期看, 由于产业链转移无法一蹴而就, 区域性生产网络之间的贸易壁垒以及产业链转移所产生的额外成本会抬升进口产品价格。中长期看, 即使产业链能够顺利区域化和本土化, 安全模式下的价值链一方面有违比较优势原则, 另一方面先进技术的扩散会受阻, 导致其生产率将低于效率模式下的价值链。这意味着相比疫情前, 全球产业链或将长期处于供给短缺的“微滞胀”状态。根据欧央行的测算, 基于地缘政治板块分割而形成的全球价值链将使全球物价水平抬升 0.9-4.8 个百分点, 同时降低全球产出 0.9-5.3 个百分点。如果只是战略产业脱钩, 产出降幅会缩窄至 0.5-2.5 个百分点。在此框架下, 中国由于市场规模巨大且工业门类齐全, 处于相对有利的位置。相较之下, 全球价值链上规模越小的国家调整的余地也更小, 受脱钩断链的冲击更大。

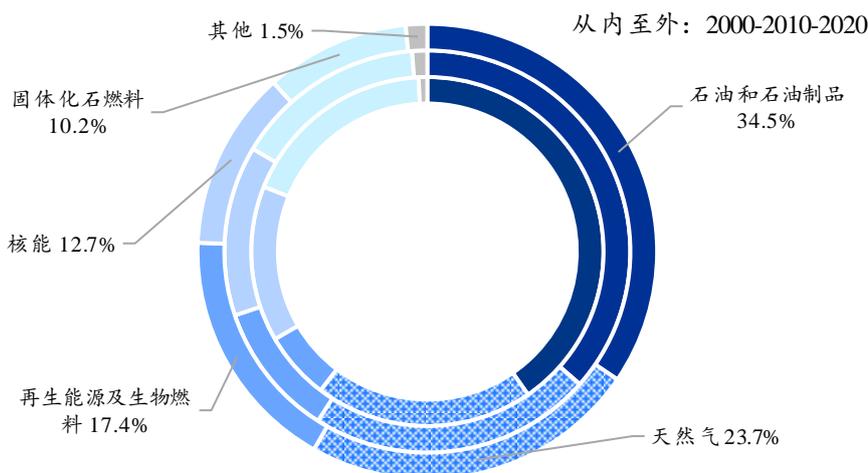
第二, 全球能源转型期部分地区面临“安全-清洁-廉价”的“不可能三角”。在能源低碳转型趋势不可逆转、能源安全又受到高度关注的背景之下, 能源成本或将在一段时间内维持高位。

疫后全球能源问题的发酵, 从根源上讲既是全球能源供需长期结构性矛盾的体现, 也是能源转型过渡期政策空间受制于地缘政治博弈的结果。以欧洲为代表的部分地区或将长期受到“安全-清洁-廉价”的能源“不可能三角”的约束。在可再生能源稳定性未及预期, 而全球能源低碳转型迫在眉睫的大背景下, 能源供需在疫情前已处于紧平衡状态, 部分地区在能源消费结构调整过程中忽略能源安全问题。以欧洲为例, 2015 年巴黎协定后, 欧洲脱碳进程加速, 但可再生能源短期内无法弥补能源缺口, 叠加去核能风潮



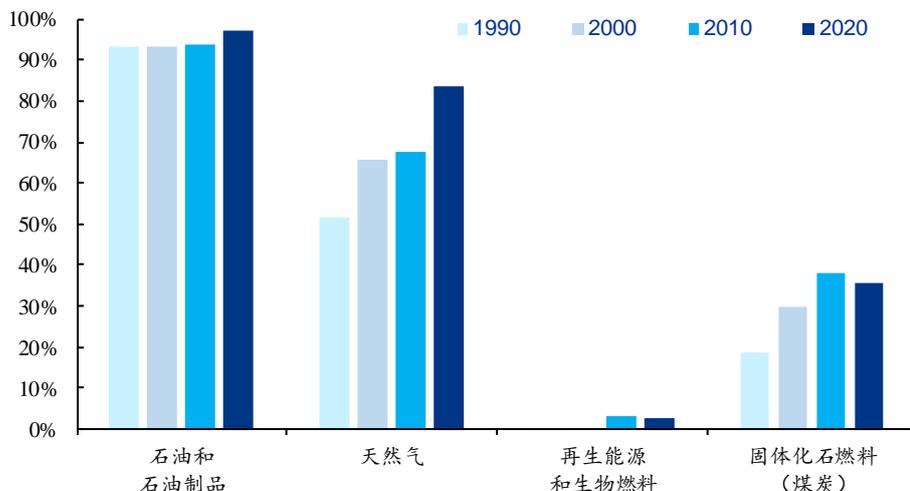
兴起，多方因素导致天然气一跃成为欧洲能源结构支柱，也导致欧洲对俄罗斯廉价天然气的依赖加深。俄乌冲突爆发之后，欧洲被迫转向液化天然气以摆脱对俄气的依赖，导致全球天然气价格猛涨，通胀飙升。能源成本上升给欧洲国家经济带来持续影响，一方面欧洲企业运营压力增大、部分欧洲企业将投资从欧洲转向美国，另一方面地缘政治冲突叠加高通胀高利率环境导致全球需求下滑，这意味着欧洲制造业大国建立在廉价俄气和强劲海外需求基础之上的传统增长模式变得不可持续，因此欧洲主要国家在 2023 年普遍经历经济失速。在地缘政治冲突阴影下，欧洲或将持续受到能源“不可能三角”的约束，导致能源成本在一段时间内维持高位。

图表12：欧盟能源消费结构在疫情前持续向天然气和再生能源倾斜



资料来源：Eurostat、粤开证券研究院

图表13：疫情之前欧盟对天然气的进口依存度显著提升



资料来源：Eurostat、粤开证券研究院



从更广泛的全球视角看，全球能源流通体系割裂或将对能源价格造成持续扰动，降低全球产出。与制造业不同，能源生产通常聚集在能源资源丰富的区域，地理集中度高，产业链无法转移。这意味着，全球经济板块化也将导致全球能源流通体系的割裂。俄乌冲突之后，美国 WTI 原油与俄罗斯乌拉尔原油的价差创下新高便是能源流通割裂的例证。能源流通割裂会给全球经济带来深远影响，一方面缺乏能源资源禀赋的板块（例如欧洲）或将持续受到由能源生产割裂带来的供给冲击，另一方面能源生产国将受到不同板块的争夺，全球能源供给的不确定性增加。根据 IMF 测算，包括矿石在内的能源生产板块化将在三年内降低全球产出 0.3 个百分点，增加全球通胀 0.4 个百分点。

近期美国原油生产创下历史新高，美国一跃成为史上最大产油国或在一定程度上缓解能源价格高企问题。一方面欧洲将受益于美国增产，部分能源成本将有所降低。另一方面美国与 OPEC 的市场份额争夺或将提高全球原油供给，压低原油价格。但从长期看，地缘政治阴影下能源供给不确定性抬升或依然导致全球能源价格持续高于疫情前水平。

图表14：俄乌冲突后区域能源价格出现明显分化



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表15：当前全球能源价格指数依然高于疫情前水平



资料来源：IMF、粤开证券研究院



图表16: 全球不确定性指数在俄乌冲突后有系统性抬升的趋势



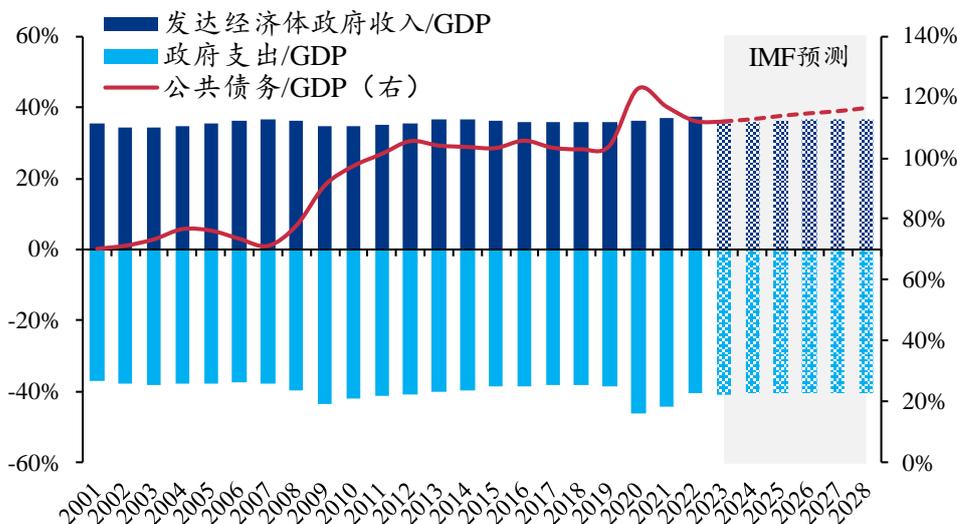
资料来源: Ahir, Bloom, Furceri (2022)、粤开证券研究院

第三，政府债务压力加剧，财政空间缩小。

疫后全球经济放缓、经济前景不确定性增加，各国政府面临日益上升的财政刺激需求和不断萎缩的财政资源之间的矛盾。在经历 2021、2022 连续两年的下滑之后，全球政府债务率预计将从 2023 年开始重新上升，且增速将超过疫情前水平。其中发展中经济体的债务压力更为显著。截至 2023 年 8 月，在 IMF 统计的 70 个低收入经济体之中，超过一半的低收入经济体面临高债务风险 (at high risk or in debt distress)。高债务挤压之下，财政整顿在不久的将来恐将难以避免，这意味着各国财政空间将进一步被压缩。

财政空间缩小将带来至少两个问题：一是在经济需要财政发力的时候缺乏支撑力度，经济增速承压；二是经济抗风险能力下滑，金融脆弱性增加。外加财政整顿本身会直接拖累经济增长，全球经济增速预计在中期内会受到财政因素的持续影响。

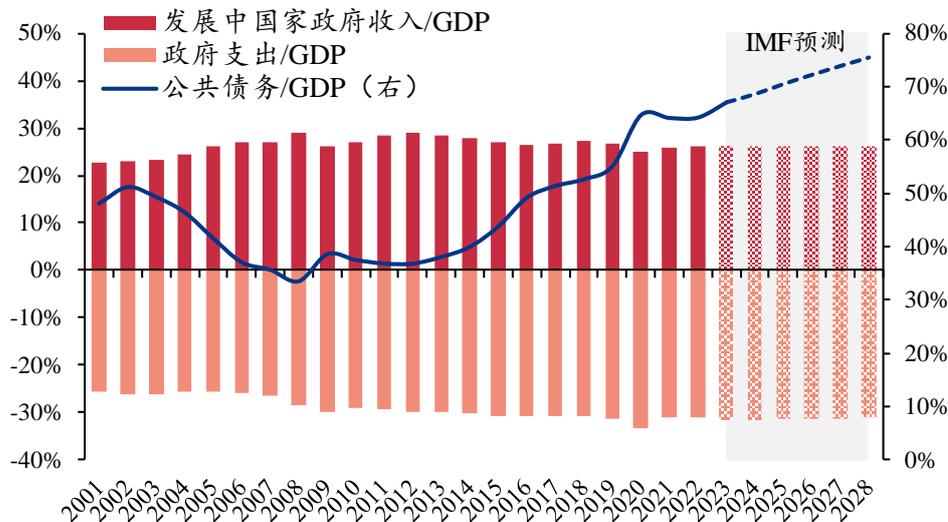
图表17: 发达经济体未来政府负债率增速预计将会高于疫情前趋势



资料来源: Wind、IMF、粤开证券研究院



图表18：发展中国家未来政府负债率预计会持续快速攀升



资料来源：Wind、IMF、粤开证券研究院

从更长期角度看，“微滞胀”的状态或许并不稳定，全球经济从“滞胀”滑落至“长期停滞”的风险依然不低，即经济长期处于低增长、低通胀、低利率的“三低”状态，在需求不足和通缩边缘徘徊。其一，考虑到发达国家央行对于锚定通胀预期的追求，从长期看，主要发达经济体通胀率依然会维持在目标水平附近。但通胀中枢的上升意味着，在牺牲率(sacrifice ratio)不变的情况下，维持相同水平的通胀需要牺牲更多的产出，即全球经济增速会进一步下滑，加大经济停滞的风险。其二，走出滞胀最根本的驱动力是生产率的提升。从历史经验看，美国能走出七十年代的大滞胀，结构性改革、信息技术革命以及贸易全球化等供给侧因素起到关键作用。但当前全球贸易正从效率模式转向安全模式，全球经济不但未能进一步提升效率，反而沿着低效路径向反方向前进。在多方因素都指向全球经济增速放缓的情况下，全球通胀长期保持高位的可能性不高，供给不足最终会导致总需求回落至更低的水平以平衡供给。所以从长期角度看，只要通胀预期不发生剧烈变化，“胀”的部分可能不足为惧，而“滞”的部分会更为持久，更为稳定的状态或许是“长期停滞”叠加间歇性“滞胀”。

三、贸易板块化情景下，中美欧三大生产网络面临不同挑战

贸易是全球经济风险传导的主要渠道之一，贸易板块化将导致全球经济周期的同频度下降，不同板块的经济周期出现错位。在全球通胀中枢上移而增长中枢下移的背景下，由于三大生产网络在全球价值链中扮演的角色不同，各自面临的问题和挑战也不相同。其中，亚太板块将主要面临需求不足的问题，通胀压力相对较小。北美板块与全球经济较为同频，面临成本上升效率下滑的“微滞胀”风险。而欧洲板块在能源冲击与外需不足的双重威胁之下，其经济面临的衰退和滞胀风险都更高。

美国是全球最大的终端消费国，美国经济波动对全球经济具有较强的外溢效应，因此北美板块与世界经济周期的同频度更高。美国经济的需求侧主要由内需消费主导，供

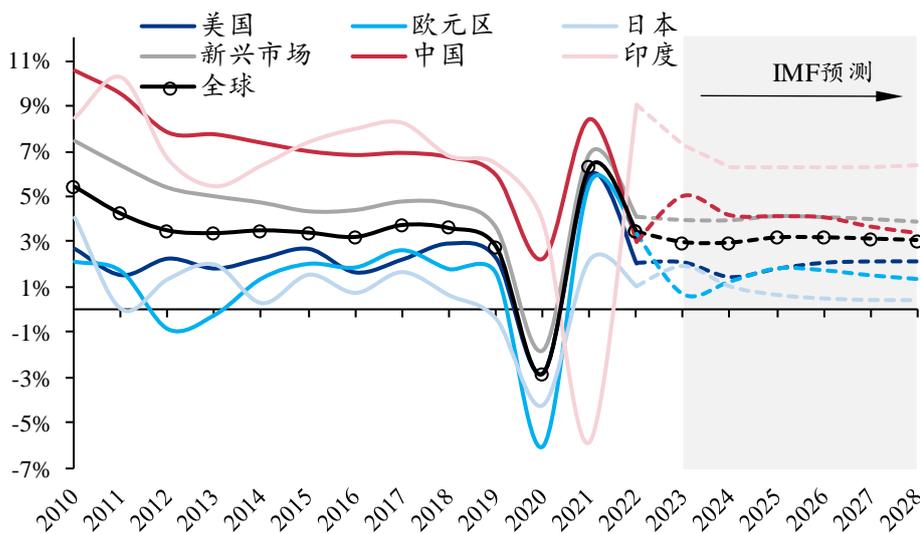


供给侧主要受技术进步和全球价值链的影响，而全球价值链又受到全球结构性因素的驱动。因此，除了政策冲击和金融危机等外生变量之外，美国经济受到的外部影响主要来自于供给侧。在全球技术扩散受阻叠加全球价值链重构推升生产成本的背景下，美国通胀中枢或将系统系抬升，而生产效率将会下滑，与全球经济一样面临“微滞胀”的风险。

与美国经济由内需消费主导不同，欧洲经济制造业占比更高，受原材料成本和外需的影响更大。俄乌冲突后能源价格飞涨叠加亚洲市场需求不振令欧洲经济在 2023 年陷入低谷，依赖廉价俄气和强劲亚洲需求的传统增长模式不可持续。目前看，欧洲与俄罗斯能源的脱钩已取得一定进展，但由于欧洲能源转型较为激进，未来能源供给或持续受到地缘政治冲突的影响。同时欧洲劳动力市场较为僵化，消费需求虽不至于断崖式下滑，但修复过程会变得更加缓慢，或对经济形成持续拖累。

而对于以中国为核心的亚太板块而言，由于制造业占比相对其他两个板块更高，受外需影响也更大，经济面临产能过剩、需求不足的问题。欧美产业链的区域化意味着一部分需求将从亚太转移到欧美区域内部，从而导致亚太板块在短期内遭遇产能过剩和需求不足的问题。促进过剩产业拓展海外市场可望缓解产能过剩问题，但在贸易板块化趋势下，企业或只能到当地设厂才有机会融入区域价值链。这意味着企业将失去亚太板块原有的供应链成本优势，而在技术优势并未完全建立的情况下，企业走出去的竞争优势并不明显。长期来看，中国是全球第二大消费国，消费潜力依然巨大。同时中国工业门类齐全，拥有全世界最完整的供应链体系，产业升级的空间依然广阔。以劳动生产率的持续提升为目标，加快落后产业出清、推动优势产业升级是化解产能过剩的根本途径。劳动生产率的提高一方面有助于企业提升效率、建立国际竞争优势，另一方面劳动生产率的提高也将帮助居民增加收入，促进需求企稳，是经济行稳致远的根本保障。

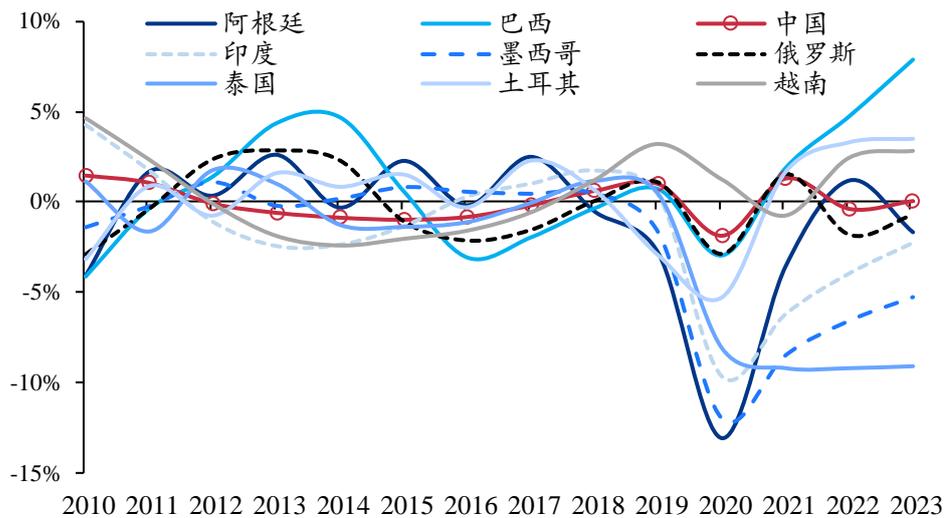
图表19：2023 年全球经济修复出现区域性分化



资料来源：Wind、IMF、粤开证券研究院



图表20：新兴市场在 2023 年的经济表现也出现分化（实际 GDP 相对 10-19 趋势）



资料来源：IMF、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com