世界经济的短期和长期风险

在正常年代，全球经济有很强的韧性。首先，各国资源禀赋不同，国际贸易能帮助人类互通有无，抵御自然灾害的冲击。第二，各国经济周期步调不同，一部分国家发生经济衰退时，其他国家可能已经走向繁荣，并通过增加进口给衰退国带来外需。第三，各国不同的政策也经常外溢，给其他国家带来意想不到的支援。比如 2008 年全球金融危机发生后，中国的四万亿刺激计划曾经把众多贸易伙伴从危机中拉了出来。2020 年全球疫情发生后，美国多轮庞大的刺激政策也对其他国家起到了同样的作用。

因此全球性的危机在历史上比较罕见。1929 年开始的“大萧条”算是一次，前后大约持续了十年。因为强有力的政策应对，2008 和 2020 都只能算是“恐慌”（Panic）。要发生真正的全球性危机，需要很多重要国家处于脆弱状态，需要有多维度的重量级冲击，还需要某些外在的政策约束或错误的政策教条，让很多政府面临危机时束手无策，因此危机才会持续。

自今年 2 月底美以伊战争爆发以来，我越来越相信，一场全球性危机的条件正在成熟。本文分析世界经济面临的短期和长期风险，从能源化工危机说起。

能源化工危机

我们的世界距离和平越来越远。美国海军在封锁伊朗，伊朗在袭击油轮，沙特在轰炸也门胡塞武装，胡塞武装在袭击沙特的能源和交通基础设施。另外，俄罗斯和乌克兰已经打了四年，冲突还在升级，特别是针对能源设施的互袭。

能源运输方面，不仅霍尔木茨海峡保持高风险，把守红海入口的曼德海峡也已经对沙特船只关闭。虽然重赏之下有勇夫，在“隐形船队”的运作下，霍尔木茨海峡运输量已经比三四月份大幅回升，但是重赏意味着运费居高不下。虽然为了吸引买家，中东石油离岸价在下跌，但是亚洲客户的到岸价不跌反涨。

因为中东的冲突，世界正在被迫“减碳”。战前中东每天出口约 1880 万桶原油，9 月份恢复到 1280 万桶/日，仍有 600 万桶缺口。战前中东每天出口液化天然气（LNG） 约 2.4 亿立方米，现在降到几乎为零。此外，世界也正在“戒断”来自中东的甲醇、丙烷等化工产品。石油和天然气是供给侧最上游的必要输入（煤化工只能少量替代），中东的供应缺口必然导致下游基础材料（如塑料、纤维、橡胶、溶剂等等）的供应缺口。在库存耗尽后，供给侧的缺口会导致总产出的下降，即经济衰退。

地缘冲突导致的“减碳”可能持续很久，程度还可能加深。可以说世界正在为若干国家的草台班子买单。特朗普发动了一场毫无必要且无法取胜的战争，现在没有能力和智慧从中脱身。沙特的权力集中在王储 MBS 一人之手，可是此人决策质量低下，过去如此，今年尤甚。欧洲的权力精英甘心服侍美国，在利益攸关的中东地区毫无影响力，大量资源浪费在乌克兰，而且并非换取和平，而是维持战争……

今年 3 月份以来，市场（包括股票市场和原油期货市场）曾经顽固地把中东冲突视为短期事件，认为风暴很快过去，平静很快回归。原油期货近端合约价格曾经在四五月份突破每桶 120 美元，但是远端合约价格停在每桶 70 美元附近。同时，石油公司股票维持低估值，也反映

市场对长期油价的悲观预期。但最近事情正在发生变化。在原油期货市场，远端价格迅速上涨。虽然近端价格仍然低于四五月份的高点，但远端价格已经屡创新高。同时，在美股市场上，石油公司股票价格纷纷突破 4 月份高点。虽然来得很迟，但市场正在慢慢修正它的看法。

做空油价和做多股价是同一种类型的交易，底层逻辑都是相信岁月静好，至少在自己头寸存续时间里岁月静好。当高油价的短期性被证伪，其冲击不会局限在石油市场。

利率

最近美国 30 年国债利率一度突破 5.6%，30 年按揭贷款利率突破 7.5%。无风险利率向信用债利率的传导还在进行中。高利率会沉重打击房地产和汽车业，也会沉重打击依赖债务融资的 AI 资本开支，而后者是最近美国经济增长的引擎。顺便说一句，如果美国 AI 资本开支刹车，A 股科技股炒作也会剧终人散。

导致利率上升的，既有债务的需求侧因素，也有债务的供给侧因素。在需求侧，成品油价格上涨在推高通胀和通胀预期，因此固定收益的债券吸引力下降，投资者要求更高的收益率。同样在需求侧，沙特为首的中东产油国是美国国债的传统买家，但随着石油生产和运输受到冲击，不仅无力购买新的美债，而且可能需要出售美债，以应对即将扩大的财政赤字。

在供给侧，美国国债发行压力大。2025 年联邦政府财政赤字达 1.8 万亿美元，GDP 的 5.8%。据官方估计，2026 年赤字会达到 2.0 万亿美元，其中增量最主要的贡献来自利息支出的增加。除了赤字导致的融资需求外，美国政府还需要借新还旧。特别是长期国债的借新还旧压力很大，迫使美国财政部借短债还长债。

美国财政赤字很难控制。支出结构中，60%-65%是社保、医疗等传统刚性支出。利息支出约占 15%，也是刚性支出。随着利率上升，利息支出比例还会加速上升。剩下的 20%-25%包括军事开支、交通基础设施开支、政府日常开支等，其实也比较刚性。但是财政收入弹性较很大，跟经济基本面高度相关。最近几年经济向好，所以财政收入颇丰，但财政赤字仍然超过 GDP 的 5%。如果经济下行，那么财政收入必然下滑，同时财政支出维持稳定（可能因出台刺激政策而上升），于是赤字规模大幅上升。

在正常岁月，如果经济衰退，那么市场利率一般会下降，因为经济衰退往往导致通胀下行。但是在政府债台高筑背景下，完全可能同时发生经济衰退和利率上升，因为经济衰退会让政府的债务融资需求扩大。对金融市场来说，这是噩梦般的场景。这个场景发生的概率，也会因为地缘冲突和能源化工危机扩大而上升。

不仅政府债台高筑，企业也是如此。过去十多年，企业举债回购股票的风潮席卷美国。很多上市公司为此债台高筑，换来股价节节上升，让拥有股票期权的高管赚的盆满钵满。当国债利率带动公司债利率上升，投资者会吃惊地发现，本来基本面良好的企业突然面临严峻的财务风险。

美元是世界储备货币，也是国际金融市场上主要的融资货币。如果美国国债利率持续上升，那么其他主权债利率和市场利率也必然随之上升。除中国外，其他主要国家也都面临债务高

企叠加利率上升的问题，财政政策可以腾挪的空间非常狭小。如果收紧财政，不仅会打击经济，而且可能威胁社会稳定，就像法国正在经历的。如果一切照旧，利息支出和利率会相互增强，赤字可能失控。

其中日本值得一提。过去 20 多年，日本国债利率一直有这样的特征：短端负利率、长端低利率。这使得日本政府虽然债台高筑（政府债务/GDP 超过 200%，为发达国家中最高），但是利息支出较低，借新还旧也无压力。最近这个平衡已经被打破。在短端，1 年期国债利率已经升至 1.7%左右，两年前这个利率还是负的。在长端，30 年国债利率已经升至 4.0%左右。跟美国一样，随着借新还旧，政府借贷成本和利息支出迅速上升。

日本市场利率会跟随国债利率上升，并引发全球效应。借日元买外国资产的“套息交易”体量庞大。当这种类型的交易被迫清盘，包括美股和美债在内的国际金融市场都会迎来巨大抛压。而且日本不是孤例。2008 年金融危机以来，因为美国经济复苏较强，美国金融市场成为国际投资者首选。当美债或美股或美元下跌，很多国际机构的高杠杆和汇率错配问题会暴露，类似 2025 年 5 月台湾寿险恐慌的事件可能再次发生。

需求侧

在短期，世界经济很可能陷入所谓的“滞胀”，即通胀伴随衰退。滞胀的本质是用价格上涨消灭部分需求，以适应能源和化工危机导致的供给侧收缩。如果中东冲突成为新常态，那么能源和化工原料供给的缺口可能会长期化。世界经济最终会适应，通过新能源替代，其他地区新增化工产能，以及新增运力等。适应需要时间，但在适应以后，即使中东局势没有任何改善，通胀率也会下降，尽管价格水平不会回归。

虽然短期担心供给侧，但是长期更担心需求侧。对全球经济来说，总需求可以分解为消费需求、投资需求和政府需求，其中政府需求由财政政策决定。随着全球衰退发生，同时利率上升挤破金融泡沫，投资需求必然下行。此时如果要避免更深的衰退，那么需要稳定的消费需求和积极的财政政策。但是消费需求的稳定性和财政政策都是有条件的。在过去的四十多年中，世界各国贫富差距扩大，政府债台高筑。前者令居民消费需求变得脆弱，后者制约了政府的财政政策空间。同时，世界正在面临 AI 对就业的冲击，长期还要适应人口老龄化和少子化趋势。这些因素无一例外都在需求侧施压，可能让世界陷入漫长的通缩。

为限制篇幅，接下来的分析聚焦发达国家和中国，因为世界需求集中在此。根据 2025 年世界银行数据，38 个 OECD 国家贡献了世界消费总额的 65%，中国贡献 13%，加起来达到 78%。投资需求方面，OECD 国家贡献约 52%，中国贡献 26%，加起来也是 78%。剩下 150 多个发展中国家仅仅贡献约 22%的世界需求。而且当发达国家和中国经济遭遇逆风，其他发展中国家一般会受到更大的冲击。

收入差距

因为富人的“边际消费倾向”远低于穷人，所以收入差距扩大会降低社会整体的边际消费倾向，即增加一个单位总收入能带来的消费支出增量。在宏观经济中，一个人的支出是另一个人的收入。在边际消费倾向较低的社会，消费支出更不容易支撑起总收入，因此维持和提升总收入更加依赖投资支出。但是收入差距扩大也会影响投资需求，因为未来的消费需求决定

了当前的预期投资回报。

在过去的四十多年，收入差距扩大是世界各国的共同趋势。这个趋势跟最近的“K 型”经济提法一致，即全球化和科技发展的红利分配不均，少数人获得前所未有的收入和财富，而大多数被落下，其收入和生活水平停滞。

如果看更长的历史，在过去的一百年中，美国的收入差距程度经历 V 型走势（如图）。1929 年末美国股市崩盘，“大萧条”开始，其宏观经济背景正是当时巨大的贫富差距。20 世纪 20 年代不乏新产品新技术，如汽车、电影、飞机、信用卡等等，但是社会上大多数人的购买力跟不上迅速扩张的供给侧产能。产能扩张的动力来自金融市场的乐观预期，表现在高企的估值和投机者杠杆。当宏观的有效需求将乐观预期证伪，金融市场随之崩盘。一百年后，历史似乎走到同样的韵脚。



图：美国最富有 1%的税后收入份额

中国消费需求疲弱已经是痼疾。一是因为初次分配的收入差距大，二是因为再分配环节并没有缓解差距。社保的问题最近上了热搜，其公平性广受质疑。农民微薄的退休金不仅约束当下农村老人的消费，也让正在城市打工的中青年农民工不敢消费。大量农民工即便收入达到城市中产水平，其消费升级也有拦路虎。他们的家仍在农村，子女在老家上学。对他们来讲，城市是赚钱的地方，不是花钱的地方，是储蓄的地方，不是生活的地方。据一份汇丰银行的研究，农民工储蓄率约为 54%，远高于登记城市居民的 36%。如果没有对症下药的改革措施出台，中国的消费需求恐怕会持续疲弱。当投资需求减速甚至下滑（正在发生），消费将无法托起中国经济，中国经济将比以往更加依赖外需。

全球各国的贸易差额（出口减进口）加起来必须等于零。如果欧洲和中国都要求贸易盈余，

那么必须有大国愿意维持贸易赤字。因为美元的国际储备货币地位，也因为其庞大且开放的资本市场，美国长期以来担任了赤字国角色。但美国已经很不情愿继续扮演这个角色，表现为自称“Tariff Man”（可以翻为关税能手）的特朗普两次当选总统。当然，特朗普的关税并没扭转贸易赤字，此目标要靠美国消费者收紧钱袋来实现。

长期以来，美国消费者是世界消费需求的主力，也是美国贸易赤字的主力。虽然美国人口只占世界人口的 5%不到，但是家庭最终消费支出占到全球总消费的四分之一。但随着经济的 K 型发展和收入差距扩大，美国消费越来越依靠高收入人群。根据美联储的一项研究，前 20%的高收入群体贡献了全美超过 60%的消费支出。高收入群体的收入以财产收入为主，消费以“非必需品”为主，更容易受资产价格波动的影响。

跟教科书中的传统假设不同，美国的消费需求并不稳定。当股市上涨，高净值群体身价上升，带动奢侈品消费。中产也不落后，其退休账户净值上升，由此产生的财务安全感带动中产消费。消费需求推动宏观经济向好，企业利润上升，推动股市继续上涨——完美的良性循环。但是当股市下跌，特别是大幅度的下跌，良性循环就会变成恶性循环，跟股票估值绑定的消费需求会跟股票估值一样不稳定。

可以夸张一点说，全球的需求依赖美国赤字，美国赤字依赖美国的高收入群体，后者的消费又依赖 S&P 500 指数上涨。这样看来，特朗普对股市的关心并非过度。只是股市不讲政治，当所有人都认为它安全，也祈祷它继续安全的时候，恰恰是最危险的时候。

AI 冲击

跟 20 世纪第一个二十五年相比，21 世纪“第一季度”出现的新产品、新技术毫不逊色。智能手机、移动互联网、云服务、大数据、电动车、无人机、可回收火箭等等，已经彻底改变人类生活形态。然后 ChatGPT 横空出世。基于语言大模型的 AI 表现出惊人能力，激发了股票市场无穷的想象力。在想象力翅膀的扇动下，AI 相关的上市公司以及未上市的独角兽估值轻松突破了“老登”的习惯范围。也是在想象力驱动下，也出于对踏空 AI 发展红利的恐惧，大型科技公司以及数据中心运营商开始做大规模资本开支，导致不仅 GPU 和 HBM 供不应求，连普通内存、光模块、PCB、散热系统、冷却液等完全竞争商品也出现供应缺口，价格暴涨。巨额的资本开支让大型科技公司的自由现金流归零，让所有参与者债台高筑，但也给美国经济打了一剂强心针（也成就了 A 股以“易中天”为代表的科技股），似乎 AI 冲击有利于宏观经济。

欧洲传统上有更均等的初次分配，加上有更庞大的转移支付，更完善的工会组织和工人保护制度，因此收入差距水平远低于美国。但美国模式体现出的经济活力令欧洲政治精英羡慕，美国公司的利润率也令欧洲商界精英羡慕。在过去四十多年中，欧洲企业学习美国的股东资本主义（Shareholder capitalism），引入英美机构投资者和管理层股权激励，以短期利润和股价为导向，压制工资，增厚利润。工会在压力下不得不妥协，克制工资要求以换取就业承诺。于是欧洲的劳动份额（劳动者报酬占 GDP 比例）下降，同时收入差距不断扩大。这使得欧洲的消费需求不振，居民部门储蓄率上升。企业利润率虽然上升了，但并没有刺激到企业部门的投资，利润更多地被用在分红和回购股票。同时，欧元区的财政纪律限制了公共投资，基础设施的老化失修进一步影响私人部门的投资意愿。最近利率上升，恐怕会进一步抑制私人和公共投资。

短期的确如此，AI 冲击带来了巨大的投资需求。但如果考虑长期影响，AI 对需求的冲击未必是正面的。到目前为止，AI 擅长的事情仍然是节约成本，而不是创造终端需求。作为对比，移动互联网给经济带来更多的终端需求，如外卖、网约车、共享单车等等，其中外卖和网约车还创造了大量灵活就业岗位。思考宏观经济一定要认识到，一个主体的成本是另一个主体的收入。当 AI 允许企业裁减程序员，以节约劳动力成本，程序员就要失去工作和收入。如果企业在节约成本的同时没有创造新的需求，那么被裁的程序员将很难找到新的工作。事实上，程序员并非唯一受冲击的白领。翻译、客服、美工、行政文员等工作机会，尤其是基础级、适合年轻人入行的，都正在消失。如果说工业机器人淘汰了产业工人，AI 正在淘汰办公室白领。在这过程中，虽然企业利润会上升，但是劳动者报酬会下降，因此 AI 冲击可能加速扩大收入差距，从而抑制总需求。

我不怀疑 AI 是正面的供给侧冲击，最终能给人类带来更高的产出和收入。但无论在哪个国家，目前人类并没有一套适应“AI+”生产力的收入分配制度，让 AI 红利分配给所有人。恰恰相反，在现有分配制度没有改革或倾覆前，AI 会推动 K 型经济进入末日狂飙。最终，走到极端的收入分配会通过疲弱的宏观需求证伪当前的乐观预期。

老龄化、少子化

发达国家普遍面临老龄化和少子化趋势。从 2024 年数据看，走在最前面的是日本，年龄中位数已经超过 49 岁，老龄人口比例（65 岁及以上）达到 29.8%，总和生育率只有 1.2，远低于世代更替水平（2.1）。情况较好的是美国，但年龄中位数也达到了 38.3 岁，老龄人口比例 17.9%，总和生育率 1.6，也低于更替水平。中国虽然还是发展中国家，但是也步入老龄社会，年龄中位数略高于美国，为 39.6 岁，老龄人口比例 14.7%。中国的少子化趋势更令人担心，总和生育率仅为 1.0（联合国《世界人口展望 2024》数据），低于日本。

老龄化和少子化趋势都对总需求不利。一般而言，退休意味着经常性收入大幅下降，意味着生活心态和习惯的改变，低收入低欲望。随着子女成年就业，生活趋于稳定，老年人不需要频繁换房、装修、购买大件家具电器。随着退出职场，社交圈子收缩，各种社交支出也随之下降。虽然健康和护理支出会上升，但是无法弥补其他消费的降幅。事实上，健康和护理支出对其他消费有挤出效应。对老年人个体来说，健康和护理支出的发生和数额存在巨大不确定性，因此理性的选择是少消费、多储蓄（预防性储蓄）。虽然对老年人整体来说，健康和护理支出并无不确定性，但个体层面的不确定性会挤出其他消费需求。医疗和护理的社会保险越缺乏，这种挤出效应就越大。

如果退休金水平较低，那么老龄化对总需求的影响会更大。在中国，农村老年人月均养老金不到 300 元。农村老人其实并没有退休年龄一说，干不动活就是退休，退休后的消费能力极为有限。城镇职工养老金较高，但替代率也在 50%左右，意味着退休后收入减半。机关事业单位退休人员的养老金比较丰厚，但该群体比例较低。从 1962 年到 1975 年，中国年均出生高达 2900 万人，是新中国最大的婴儿潮。这一代人正在退休，对消费需求的抑制会持续很久。

少子化则在年龄结构的另一端削弱消费。一方面，有子女的家庭在教育、住房、母婴等领域的支出规模庞大，少子化意味着这部分消费需求收缩。另一方面，少子化和老龄化结合，会

导致人口总量萎缩，市场规模下降，影响当前的投资需求。中国人口已经于 2021 年见顶，欧洲人口也在 2025 年首次出现下跌。人口状况最好的美国，如果保持对移民流入的敌意，也可能在 2030 年左右开始出现人口下降。

老龄化和少子化都是慢趋势，一旦形成就很难改变，对社会的影响可能很沉重。活跃的经济需要一批创业者的“动物精神”及其积极行动，才能抵消甚至战胜大多数人的冷静和躺平。在老龄化和少子化趋势中，一方面年轻人变少，天生的动物精神更稀缺，另一方面，在总需求疲弱和通缩环境下，创业更容易失败。整个社会的天平容易向冷静和躺平倾斜，活力很难恢复。

政策约束

上世纪 80 年代初，西方发达国家也经历了中东冲突带来的能源危机和严重通胀，后者推高国债利率。以美国为例，其 30 年期国债利率在 1981 年 9 月达到 15.2%。但彼时政府和企业负债水平都很低，给财政和货币政策充足的空间。当美联储通过大幅加息控制通胀，杠杆较低的企业能应付融资条件的恶化，同时等待财政政策发力，等待经济好转。从 1981 到 1983 年，美国联邦政府赤字从 GDP 的 2.46%升至 5.72%。这帮助美国经济迅速从衰退中走出，并开启 80 和 90 年代持续的繁荣。

如今政府和企业的负债水平都很高，限制了各国应对危机的能力。在短期，随着长端利率上升，企业的减杠杆需求和央行的抗通胀态度矛盾。美联储最近选择加息，正是这样的矛盾冲突中表明优先应对通胀的态度。在长期，企业的减杠杆需求会加重总需求的疲弱，让通胀变成通缩，最终迫使央行降息。

但央行的宽松政策可能对经济的刺激作用很有限。一方面，央行只能降短端利率。受财政赤字融资压力的影响，长端利率的下降幅度可能比不过通胀，因此长端实际利率可能上升。另一方面，正如日本在“丢失的十年”中经历的，如果企业部门倾向减杠杆，以修复其资产负债表，那么货币宽松无法激发实体投资（“流动性陷阱”）。当货币政策失去效力，全村的希望在于财政政策。

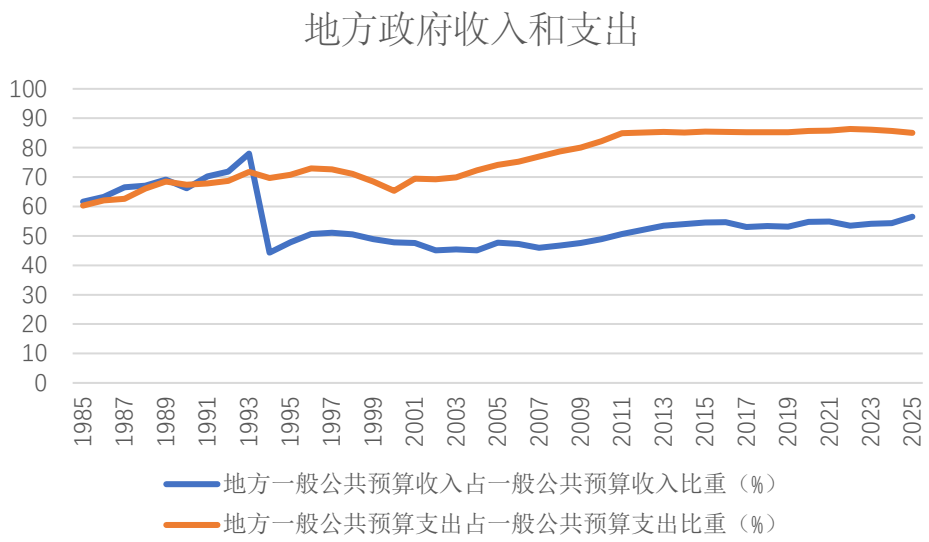
但因为政府债务水平已经很高，而且也有很高的赤字率（财政赤字/GDP），所以财政政策的施展空间也很有限。在美国，2025-2026 这两年经济温和增长，远非衰退状态，但是赤字率仍然在 5%以上。在未来的衰退中，如果政府主动扩大赤字，国债利率可能因为缺少买家而大幅上升。美国国债的传统买家，中国、日本以及沙特等产油国，要么没有继续购买的胃口，要么没有多余的国民储蓄。国债利率上涨会抑制投资和消费，抵消财政刺激的影响，除非美联储愿意给国债利率设定上限。但如果那么做，就意味着美联储要大规模购买国债，购买规模可能越过市场的心理防线——不再是普通的公开市场操作，而是近乎债务违约的财政赤字货币化。当美元因此而崩溃，全球经济恐怕迎来至暗时刻：美国的贸易赤字（即其他国家的贸易盈余）消失甚至变成盈余，其他国家会因外需下降而陷入更深的衰退。

而如果财政政策不作为，甚至因为税收收入下降还必须削减公共开支，那么老百姓可能不答应。最近欧洲多国爆发大规模游行示威，抗议政府在教育、住房、油价等方面的不作为，可以说是一场预演。跟美国相比，法国和意大利的政策空间更加狭窄。没有独立的货币政策，财政政策的空间被债务和赤字水平限制，而且没有汇率贬值的选项。在欧洲发达国家中，可

能只有德国具备一定的财政政策空间，但是德国政治精英有顽固的紧缩（Austerity）倾向，恐怕很难突破百年来形成的理念。而且德国的财政赤字已经接近 4%，高于欧盟 3%的标准，给政治精英的充足的借口不作为。

跟发达国家相比，中国有令人羡慕的政策空间。中国国债利率在下降，说明市场愿意为中央政府的财政赤字融资。即使算上地方政府的隐性债务，中国总体的政府债务水平也不算太高。但是能不能利用好政策空间，取决于能不能克服两大阻力。

首先，地方政府面临紧张的财务约束，因此无力扩大开支。自 1994 年分税制改革以来，地方政府的收入和支出一直不成比例。地方政府是财政支出的主力，其支出占一般公共预算支出的 85%左右，但收入只占一般公共预算收入的 55%左右（如图）。这 30%左右的收支缺口要靠中央到地方的转移支付、债务融资、土地使用权出让金（卖地）等方式填补。其中卖地收入的多寡决定于房地产市场的冷暖。从 2021 年到 2025 年，随着房地产市场转冷，地方政府卖地收入从 9.5 万亿元降到 6.4 万亿。在老龄化和少子化趋势中，除了极少数人口净流入城市，绝大多数省市的土地市场很难转热。对这些地方来说，卖地收入的下降不是周期性的，而是长期趋势。



而地方政府的存量债务水平已经很高，继续扩大债务融资恐怕也不现实。一方面，地方政府新增债务受制于中央政府的债务限额管理。另一方面，隐性债务扩张已经被禁止。给定如此紧张的财务约束，地方政府很难像过去那样主动地举债搞建设。（我国经济发展恐怕因此失去一个宝贵的引擎。）对众多地方政府来说，能维持当前的支出水平，保证公务员和教师发出工资，已经不容易。

第二，据我观察，我国的技术官员也有类似德国政治精英的紧缩倾向。当经济不好，下意识的反应就是过紧日子。带头过紧日子，给公务员降薪，似乎符合某种道德标准。问题是公务员降薪后，学校和医院等事业单位的工资水平就显得高了，是不是也得降？在很多三四线城市，公务员、教师和医生构成了本地消费的主力军。当体制内过紧日子，企业和个体户也会跟着过紧日子。当家庭和企业收入下降，他们的债务却不会降，所以紧日子最终也会轮到金融机构。地方政府的财务约束还会加重紧缩倾向。如果地方政府发不出公务员工资，那么增加罚没收入、提前收缴税费等选项就都可能被考虑，不仅减少企业和家庭的可支配收入，更

打击企业家的投资信心。

总结

美国和以色列对伊朗动武前，世界经济已经很脆弱。几十年的“K 型”经济发展，让发达国家收入差距已经回到 100 年前的水平。在社会和政治层面，贫富差距削弱了社会凝聚力，民粹主义进入主流，政治极化。在经济层面，贫富差距改变了消费需求的结构，必选消费因财务约束而被抑制，总消费需求更加依赖富裕群体的可选消费，后者又依赖资本市场的繁荣。AI 的迅速发展给资本市场带来狂欢，但是也在取代白领工作，加剧贫富差距。这些都发生在发达国家老龄化、少子化的慢趋势中，市场规模面临萎缩，消费和投资需求收缩，社会活力下降。社会和经济面临这些问题，更需要政府有所作为，改善收入分配，增加公共民生开支，鼓励生育等等。但在众多国家，既没有政治共识，也没有财政空间。在少数尚存政策空间的国家，科学决策和政策实施也面临多重阻力。

以美股为代表的资本市场并没有给世界经济的脆弱性定价。恰恰相反，资本市场是脆弱性的一环。资本市场的繁荣支撑着富裕群体（包括退休的婴儿潮一代）的消费，后者也反过来支撑着宏观消费需求。股市的高估值和债市的低利率支撑着 AI 资本开支，后者也反过来支撑着宏观投资需求。资本市场繁荣支撑的宏观消费和投资需求又共同支撑着资本市场的繁荣。这是个危险的平衡。

美以伊战争的爆发，给平衡的倾覆提供了催化剂。因为战争以及霍尔木兹海峡的封闭，能源和化工产品价格迅速上涨，推高通胀预期。通胀预期叠加市场对美国财政赤字的担心，导致美国长期国债利率迅速上升，并带动其他国家主权债利率和市场利率上升。而 AI 资本开支热潮和股市的高估值都依赖低利率。2008 年金融危机以来，稳定的低利率一直是常态，并在此基础上构筑了当前国际资本市场特殊的繁荣。2026 年后，资本市场要适应动荡的利率，寻找新的平衡。

2026 年会不会是一场全球性经济危机的开端，目前无法判断。当前各国政府在经济中的影响力远超 1929 年。这是“大政府”的时代。虽然面临种种约束，但是如果做对很多事情，大政府依然有能力力挽狂澜。当然，在社会分裂、政治极化、地缘政治冲突频发的时代，也存在做错事情、且一错再错的可能性。

（全文完）

2026.10