



全球哪些经济体将面临经济衰退风险？ (下篇)

联合资信 主权部 | 程泽宇

目前，世界经济正处于后新冠疫情时代，虽然疫情对经济造成的冲击有所缓解，但俄乌地缘政治风险升级叠加全球主要央行退出宽松的货币政策，引发大宗商品价格飙升、通胀压力高企对经济产生挤出效应以及企业信贷融资成本走高等问题，把全球主要经济体再度拉入经济衰退的边缘。本文分为上下两篇，下篇对全球不同经济体可能发生的经济衰退进行情景分析。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



三、 全球不同经济体可能发生经济衰退的情景分析

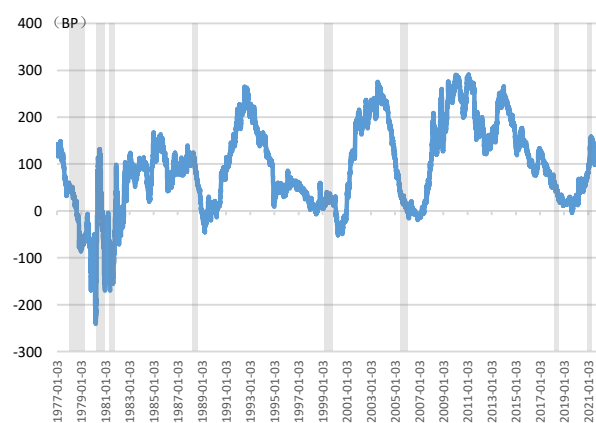
通过回顾 20 世纪以来的全球经济衰退历史，我们总结出历次经济衰退的共性原因，尤其是后疫情时代已经出现危机爆发的内生性因素（经济泡沫）和外生性因素（美联储加息叠加外生性冲击），以下我们将对全球不同经济体可能发生的经济衰退进行情景分析。

（一）美国情景分析

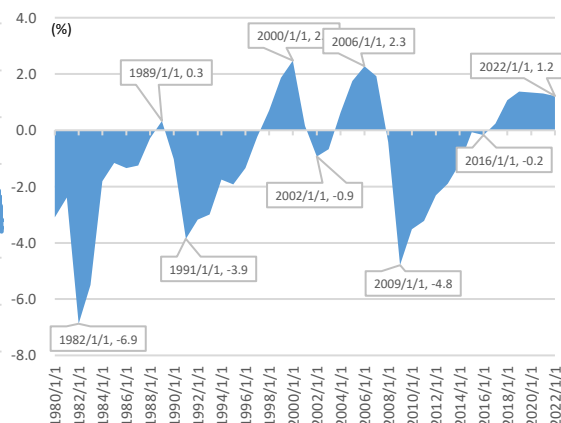
美国经济受到自身经济泡沫膨胀、美联储加息以及俄乌冲突的叠加影响冲击，其中美联储加息和泡沫破裂对经济衰退的影响较大，俄乌冲突短期冲击石油价格，加剧了美国的通胀压力，但长期随着石油价格回落，俄乌冲突对美国对经济衰退的影响有所减弱。综合来看，美国受内外生因素的叠加影响，衰退迹象很明显，未来 6~12 个月内陷入经济衰退的可能性很大。

1. 美国经济周期与经济泡沫

本轮美国经济周期是两轮宽松政策的叠加，从 10-2 年期美债收益率指标可以看出，2007 年后美国经济一路繁荣走高，2019 年 8 月美国长短期国债收益率利差曾出现短暂（3 天）的倒挂，而后迅速反弹，直到 2022 年 7 月以来倒挂频率逐渐增大；产出缺口指标也具有一致表现，2009 年后产出缺口一直收窄，仅在 2016 年出现小幅缺口，之后产出缺口继续收窄。主要是因为 2008 年次债危机后美联储采取长期宽松的货币政策，虽然美联储在 2015—2018 年重启利率正常化进程，令长短期美债收益率利差出现短暂倒挂，但特朗普政府上台后多次施压美联储将利率下降至 0%，美联储的独立性受到干扰，导致本轮货币正常化力度较小且持续时间较短。美国经济周期在上一期宽信用泡沫尚未完全稀释的背景下，因新冠疫情暴发而又开启了新一轮的货币宽松周期，两轮宽松政策叠加令美国内生经济泡沫严重膨胀。



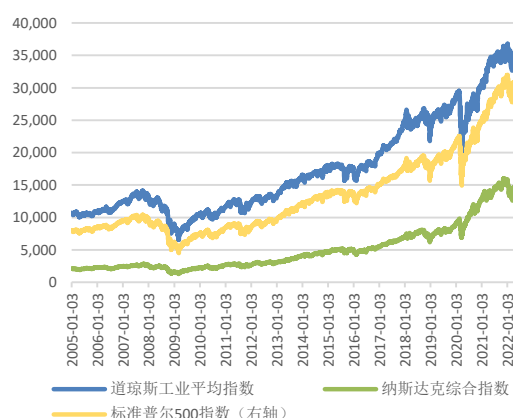
数据来源：Wind，联合资信整理



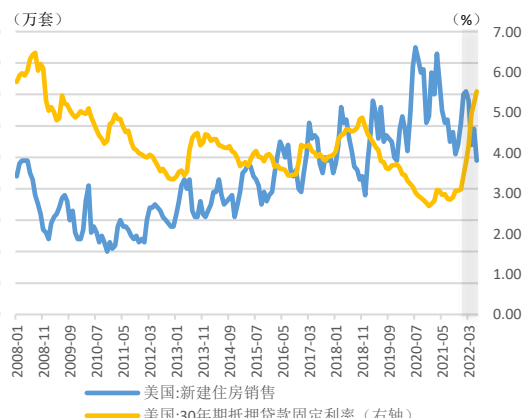
数据来源：Nasdaq Data Link，联合资信整理

图 3.1 1977 年以来 10 年-2 年期美债收益率利差
图 3.2 1980 年以来美国产出缺口/GDP

美国股市前期积累的大量泡沫主要源于 2008 年美国金融危机后开启大规模的救市举措，经过 10 余年的信用扩张后美国股市一再创历史新高，尤其是特朗普政府上台后更重视对资本市场的政策支持，并出台多项经济刺激和财政扩张政策¹，进一步加剧了资本市场泡沫升级。新冠疫情暴发后，美国政府继续出台空前的经济刺激计划，大量流动性涌入美国股市，截止 2021 年末，道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克综合指数分别较 2008 年初飙升了 179%、229%和 500%，创造了美股飞速增长的黄金时期。但根据巴菲特衡量估值的最佳指标来看²，美股总市值与名义 GDP 总量的比值高达 194.9%（截至 2020 年末），较 2000 年互联网泡沫时期的 115.1%和美国次债危机前期的 127.5%分别高出 79.2 和 66.8 个百分点，说明本阶段美股处于泡沫破裂边缘。自 2022 年以来，美国股市已表现出对可能产生的经济陷入衰退风险的担忧，截至 7 月 27 日，道琼斯工业平均指数、纳斯达克综合指数以及标普 500 指数已经分别下跌 11.4%、23.1%和 15.6%，其中纳斯达克综合指数已进入到熊市范围（即从高点下跌超过 20%），在美联储强势加息的背景下，未来美股仍有继续波动下探的风险。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.3 美国三大股指表现


数据来源：Nasdaq Data Link，联合资信整理

图 3.4 美国新房销售和 30 年抵押贷款利率

美联储为抵御疫情冲击而释放空前流动性，推高了美国房地产泡沫，2022 年 5 月美国 OFHEO 单独购房价格指数上涨至 398.1，较 2020 年 3 月增长超 40%。本次美联储为遏制近 40 年以来的最高通胀而强势加息，相应推高了美国的住房抵押贷款利率，30 年期抵押贷款固定利率从今年 1 月初的 3.22%进一步跃升至当下（7 月 21 日）的

¹ 特朗普政府不仅多次要求美联储降息，还通过了自里根时期以来美国历史上最大规模的减税法案，减税最大的作用体现在带动企业进行股票回购，股票回购可以推高股票价格并催生股市泡沫。

² 当股市市值占 GDP 比重在 50~60%时，表示股市具有极大的投资价值，当股市市值占 GDP 比重在 100~120%时，表示股市达到泡沫阶段。

5.54%，半年涨幅超过 230 个 BP，创自 2008 年美国房地产大崩盘以来的最高利率水平。飙升的利率水平会打击购房者信心以及削弱购房者的购买力，对房地产销售和经济发展均造成巨大阻碍，6 月美国新屋销售数量进一步下降至 4.9 万套/月，创疫情暴发前（2019 年 12 月以来）的最低记录。虽然当前美国家庭的偿付能力较强，美国家庭净储蓄率自 4.9%（2008 年）后不断走高至 12.3%（2021 年），充足的家庭储蓄对利息升高的抵御能力较强。但值得注意的是，房价居高不下和利息走高使得美国购房者的还贷压力也大幅增长，美国家庭净储蓄率自 2022 年以来大幅下滑，2022 年 4 月下跌至 6.4%，较 2021 年末大幅下滑 5.9 个百分点，虽然仍然高于 2008 年美国金融危机前夕的 2.9%，但家庭储蓄对利息升高的抵御能力显著下降，如果后续房贷利率随着美联储加息进一步走高，美国家庭按揭贷款违约的风险或将增大。

2. 美联储加息或将刺破经济泡沫

2022 年 3 月美联储的开启连续强势加息，成为刺破美国内生经济泡沫的导火线，7 月长短期美债收益率利差出现 18 天倒挂，8 月则每天都出现倒挂（截止 8 月 8 日），预示着美联储强势加息或刺破美国庞大的经济泡沫，导致美国陷入经济衰退的压力显著走高。目前，美联储强势加息已经令美国经济陷入通胀与加息并存的阵痛期，美国企业未来经济发展活力受到较大限制，相应打击了投资者对美国股市前景的信心，投资者观望情绪和避险情绪走高，花旗全球卖方看涨指数已经回到 2000 年和 2008 年触及的看涨峰值水平，美国股市泡沫面临“硬着陆”风险。美联储强势加息带动长期美债收益率走高，导致企业的金融条件收紧以及融资环境相应恶化，尤其是中小企业、低评级企业的再融资成本增加，高收益债券信用违约风险进一步增大。与此同时，美联储强势加息会打击购房者信心以及削弱购房者的购买力，对房地产销售和经济发展均造成巨大阻碍，美国 6 月房价涨幅从 5 月的 19.3% 放缓至 17.3%，创迄今为止的最大涨幅降温纪录，远超 2008 年美国次债危机时期单月最大降幅（1.2 个百分点），房地产市场疲软迹象愈发明显。目前，美国 2022 年前两个季度的同比折年率分别为 3.5% 和 1.6%，但前两个季度的环比折年率分别为 -1.6% 和 -0.9%，表明美国经济下行压力显著，未来 6~12 个月陷入经济衰退的可能性大幅走高。

(二) 欧洲情景分析

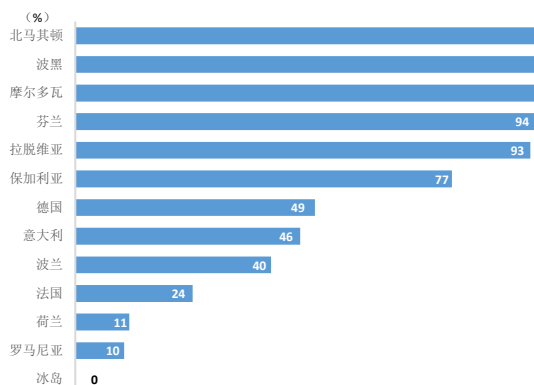
美联储加息对欧洲经济产生的冲击相对较小，虽然英国央行和欧洲央行已经开启加息节奏，但现阶段加息对经济泡沫的冲击较小，导致欧洲经济陷入衰退风险的主要原因来自于俄乌冲突以及后续产生的能源危机和供应链扰动。综合来看，欧洲经济受俄乌冲突的影响较大，衰退迹象较为明显，未来 6~12 个月内陷入经济衰退的可能性

较大。

1. 俄乌冲突加剧欧洲政治矛盾和能源危机

一方面，欧洲“德法轴心”因能源短缺和通胀走高问题而经济复苏乏力，英国首相因“聚会门”丑闻和执政不利而要求下台，意大利作为欧元区第三大经济体却因德拉吉辞职而陷入政府停摆困境，欧洲主要经济体的政局动荡叠加欧盟内部对俄乌冲突意见分歧较大，进一步动摇了欧洲的稳定性和一致性。

另一方面，欧美对俄采取严厉的制裁举措，但俄欧围绕能源贸易投资建立起来的金融网络短时间内难以完全切割，过于严厉的制裁措施导致欧洲经济遭到反噬。欧洲对俄能源依赖较为严重，俄罗斯是欧盟最大的能源供应国，欧盟约 40% 的天然气进口来自于俄罗斯，其中北马其顿、波黑、摩尔多瓦对俄罗斯的天然气依赖程度高达 100%，芬兰、拉脱维亚、保加利亚的依赖程度均高于 70%，德国、意大利以及波兰的依赖程度均高于 40%。在极端气候造成能源需求快速增长、液化天然气交付量下降等因素作用下，欧洲天然气库存处于近 10 年来最低水平，截至 3 月 7 日，欧洲天然气库存占储存能力的比重为 27.0%，较年初（53.6%）大幅下滑 26.6 个百分点，欧盟天然气储备严重不足，之后欧盟加大对天然气的储备力度，截至 7 月 27 日，欧洲天然气库存占储存能力的比重回升至 67.8%，以防今年冬季来临以前俄罗斯“断气”而引发严重的能源危机。此前，作为对欧美制裁的反击，俄罗斯不仅将“北溪—1 号”的供气量减少到 20%，还暂停了“土耳其溪”管道的天然气运输，目前俄罗斯已经对波兰、保加利亚、芬兰、荷兰、丹麦以及拉脱维亚等六国“断气”，使得被视为“欧洲天然气价格风向标”的 TTF 荷兰天然气结算价飙升至 205.2 欧元/兆瓦时，较年初上涨近 150%；8 月 TTF 荷兰天然气交割期货合约价格超过 210 欧元/兆瓦时，比 2010—2020 年平均水平高出超 10 倍，令欧洲地区能源价格压力倍增。而欧盟的短期替代策略也难以发挥作用，美国无法单独补充欧盟面临的天然气缺口，即便卡塔尔（仅占欧洲进口的 5%）等中东国家给予支持，也无法长期保证欧盟地区的天然气供给，欧洲能源危机有愈演愈烈的趋势。



数据来源：World Bank，联合资信整理



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.5 欧洲国家对俄罗斯天然气依赖程度

图 3.6 TTF 荷兰天然气期货结算价

2. 欧洲经济周期和央行加息

欧洲主要经济体的经济周期与美国具有较高的一致性，本轮欧洲主要经济体的经济周期上行区间较长，从欧债危机后长达近 10 年的零利率政策，到新冠疫情后各国政府大规模的财政救市举措，两重宽松积累了庞大的经济泡沫，欧元区 M2 从 6.7 万亿欧元（2007 年 1 月）一路飙升至 15.1 万亿欧元（2022 年 6 月），涨幅超过 125%。随着欧洲央行在 2022 年 7 月宣布将欧央行边际贷款利率、主要再融资利率、存款便利利率分别上调 50 个 BP，意味着欧元区结束了持续八年的负利率时代并正式开启利率正常化进程。

在欧洲央行加息、供应链瓶颈、外部贸易环境恶化以及高输入性通胀的多重压力下，欧洲主要经济体陷入衰退的可能性不断走高，欧盟制造业 PMI 自年初以来连续 7 个月走跌，并在 7 月跌破荣枯线；制造业 PMI 自 4 月以来连续 4 个月呈现下降趋势；消费者信心指数也跌至-27.3，超过新冠疫情暴发时期（-24.7）跌幅。7 月德国、英国、法国以及意大利的制造业 PMI 分别下降至 49.7、52.6、53.2 以及 48.4，其中德国和意

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45530

