



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

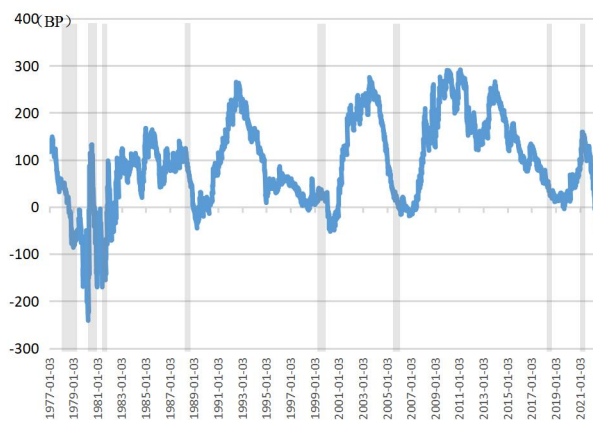
通过回顾 20 世纪以来的全球经济衰退历史，我们总结出历次经济衰退的共性原因，尤其是后疫情时代已经出现危机爆发的内生性因素（经济泡沫）和外生性因素（美联储加息叠加外生性冲击），以下我们将对全球不同经济体可能发生的经济衰退进行情景分析。

（一）美国情景分析

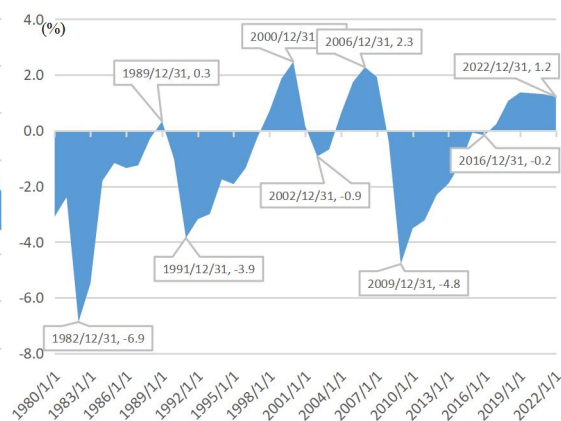
美国经济受到自身经济泡沫膨胀、美联储加息以及俄乌冲突的叠加影响冲击，其中美联储加息和泡沫破裂对经济衰退的影响较大，俄乌冲突短期冲击石油价格，加剧了美国的通胀压力，但长期随着石油价格回落，俄乌冲突对美国对经济衰退的影响有所减弱。综合来看，美国受内外生因素的叠加影响，衰退迹象很明显，未来 6~12 个月内陷入经济衰退的可能性很大。

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

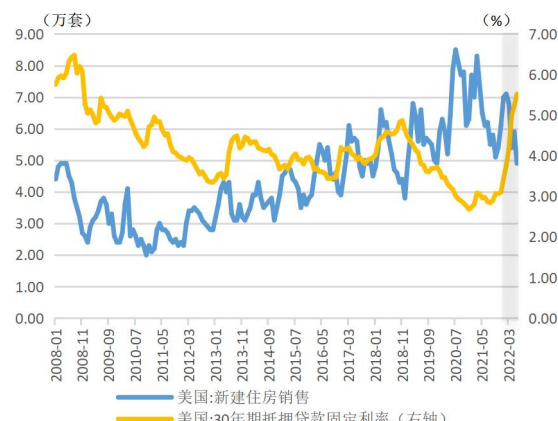
图 3.2 1980 年以来美国产出缺口/GDP

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 年期抵押贷款利率从今年 1 月初的 3.22%进一步跃升至当下（7 月 21 日）

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，股票回购可以抬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。

的 5.54%，半年涨超过 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

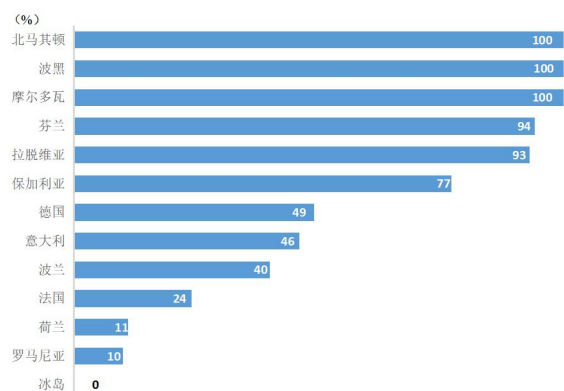
美联储加息对欧洲经济产生的冲击相对较小，虽然英国央行和欧洲央行已经开启加息节奏，但现阶段加息对经济泡沫的冲击较小，导致欧洲经济陷入衰退风险的主要原因来自于俄乌冲突以及后续产生的能源危机和供应链扰动。综合来看，欧洲经济受俄乌冲突的影响较大，衰退迹象较为明显，未来 6~12 个月内陷入经济衰退的可能性

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

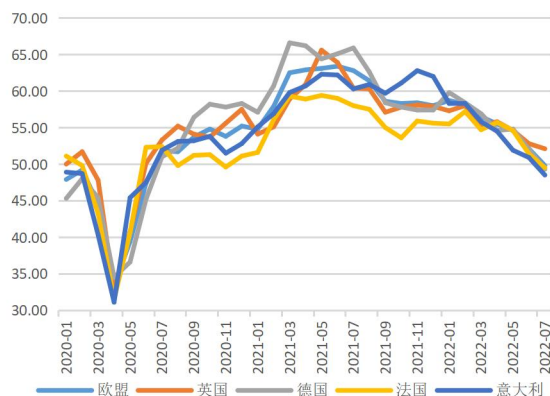
图 3.6 TTF 荷兰天然气期货结算价

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。

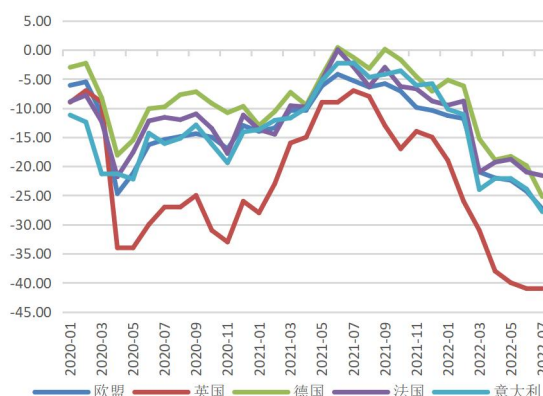
在欧洲央行加息、供应链瓶颈、外部贸易环境恶化以及高输入性通胀的多重压力下，欧洲主要经济体陷入衰退的可能性不断走高，欧盟制造业 PMI 自年初以来连续 7 个月走跌，并在 7 月跌破荣枯线；制造业 PMI 自 4 月以来连续 4 个月呈现下降趋势；消费者信心指数也跌至-27.3，超过新冠疫情暴发时期（-24.7）跌幅。7 月德国、英国、法国以及意大利的制造业 PMI 分别下降至 49.7、52.6、53.2 以及 48.4，其中德国和意大利跌破荣枯线；同期，消费者信心指数也分别下滑至-25.2、-41.0、-21.6 以及-27.8，说明欧洲主要经济体的生产端和消费端前瞻性指标均动力不足，出现经济下行信号。其中，德国经济依赖俄罗斯的天然气输入且汽车产业是支撑经济的重要支柱之一，但受俄乌冲突和供应链中断影响，实体经济遭到较大冲击且抗压弹性不足，因此德国 7 月制造业 PMI 下滑最为严重，二季度实际 GDP 增速下滑至 1.5%，较上季度下滑 2.5 个百分点，德国在 2023 年陷入经济衰退的可能性大幅走高；英国自 2021 年以来已经加息 6 次，密集加息带来的负面效应已经显现，7 月英国 10 年与 2 年期的国债收益率利差出现倒挂并攀升至 168.9BP，创历史新高，英国在四季度陷入经济衰退的可能性大幅走高；庞大的债务压力是意大利信用体系的薄弱环节，债务飙升叠加欧洲央行

加息或增大主权债务违约风险，此外能源供应减少和工业能源配给制度限制意大利的实体经济发展，意大利在三季度陷入经济衰退的可能性大幅走高。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.7 欧洲主要国家制造业 PMI 表现



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.8 欧洲主要经济体消费者信心指数

(三)其他发达经济体情景分析

虽然欧美央行接连开启加息周期以及欧洲地缘政治风险升级对其他发达经济体造成一定冲击，令这些国家的经济衰退压力有所走高，但由于各国经济发展周期和节奏不同，经济衰退程度具有明显的差异性。综合来看，其他发达经济体出现结构性异化，新加坡经济有望保持稳定增长，但日韩因供应链受阻而经济下行压力较大。

对新加坡而言，虽然新加坡受通胀压力大幅走高影响而三次收紧货币政策，但得益于电子和精密工业产业的快速增长，新加坡经济前两个季度经济增速分别达到3.8%和4.4%，经济保持稳定增长，发生经济衰退的可能性很低。

对日本而言，日本的经济周期与欧美具有较大差异，自20世纪90年代经济泡沫破灭后，虽然央行一直采取超宽松的货币政策，但由于经济腹地狭小、老龄化问题严重以及产业链外迁，日本经济一直表现较为疲软，平均经济增速在0.8%左右，因此日本并未跟随欧美进入加息周期，而是继续采取宽松的货币政策。但日本高度依赖外部能源进口，输入型通胀叠加外需波动较大，导致日本居民消费能力下滑以及贸易逆差走扩；再加上超宽松货币政策的负面效应显现，日元大幅贬值幅度加剧股、债、汇市场震荡，6月外国投资者抛售日本国债规模达到历史最高，金融稳定性进一步下降。整体看，日本发生经济衰退的可能性很小，但经济下行压力较大。

对韩国而言，韩国是世界上家庭债务压力最高的国家之一，截至2022年一季度末，韩国家庭债务与GDP比值为104.3%，目前韩国已经出现明显的地产泡沫出清迹象，韩国首尔公寓价格在7月18日当周创下26个月以来最大跌幅，6月新屋销售量较同比下跌超过70%，公寓出租价格三年来首次下跌，尤其是在韩国央行加息的背景

下，家庭债务负担不断加重，地产泡沫破裂风险较大，进一步加剧经济下行压力。

(四)新兴市场经济体情景分析

在美联储加息叠加俄乌冲突的后疫情时代，部分新兴经济体的经济、金融结构缺陷将愈加明显，导致其抵御外部风险冲击的能力较差，因此外部冲击或放大新兴经济体的脆弱性。但部分新兴市场经济体在危机中寻找发展机遇，经济活力依旧。综合来看，新兴市场经济体出现结构性分化，“资源导向型国家”和“雁阵模式替代国”的经济有望继续保持活力，但“高负债穷国”和“战争波及国”未来6~12个月内陷入经济衰退的可能性很大。

对“资源导向型国家”而言，俄乌冲突爆发加剧了全球粮食危机、能源供应短缺以及全球供应链紧张，“资源导向型国家”凭借自身资源充足的禀赋优势对俄乌冲突风险形成有效缓冲。根据国际货币基金组织（IMF）预测数据，高油价将有望推动沙特经济迈入高速增长模式，3月沙特石油产量增至约1,030万桶/天，同比增长26.7%，被列为该国近20年来最快的增速，IMF将2022年沙特的GDP增速预测定在了7.6%，较原先预测提高了2.8个百分点。在此背景下，沙特全指自新冠疫情暴发以来大幅上涨了64.3%，领跑全球股市表现。其他产油国（如阿联酋以及尼日利亚）也吸引了大量外资流入，助推阿联酋DFM综指以及尼日利亚综指分别大幅上涨35%和89%，发生经济衰退及经济下行的可能性很小。

对“雁阵模式替代国”而言，疫情防控下中国二季度经济面临较大挑战，处于中国“雁阵模式”向下转移的国家（如印度尼西亚、越南等）彰显出一定短期替代优势。以越南为例，越南经济发展具有一定后发优势，一是借助欧美以及中国等国家产业转移的机会，积极发挥自身资源禀赋优势并大力发展劳动密集型工业，吸引电子产品、纺织品服装、鞋等行业外商投资建厂，目前“越南制造”已驰名全球，有助于加强投资对经济的拉动作用；二是越南作为东南亚人口第三大国，具有一定人口红利优势，年轻化的人口结构有助于提振消费市场。尽管新冠疫情对越南的三驾马车均造成一定冲击，但越南仍是亚太地区少数保持经济正增长的国家，越南2022年一季度的GDP增速高达5.0%，预计全年增速可能达到8.5%；越南外贸强劲复苏，一季度出口总额达到1,767.5亿美元，同比增长了14.4%。因此，越南吸引了大量国际资金流入，即便是在美元持续走强的背景下，越南盾较年初仍小幅升值0.1%；越南股票指数自疫情以来涨幅将近250%，成为国际资本的投资首选之一，发生经济衰退以及经济下行的可能性很小。

对“高负债穷国”而言，疫情后新兴经济体的外债压力不断走高，尤其是以斯里兰卡、阿根廷、蒙古以及哈萨克斯坦等国，由于本国融资能力有限以及外汇储备严重

匮乏，转而通过举借外债的方式补充资金，导致疫情后外债压力大幅走高，本轮美联储开启加息周期直接加重这些国家的外债偿付压力。具体来看，2022年以来斯里兰卡面临进口能源价格暴涨、外汇储备严重不足以及经济濒临崩溃等困境，政府无力偿付国际债务，出现自1948年脱离英国独立以来首次出现主权债务违约。此外，斯里兰卡还因外汇储备消耗殆尽无法购买生活用品而陷入全国大规模抗议和政治危机，最终发展为经济危机和国家破产，预计2022年经济增速将陷入严重衰退。阿根廷通胀压力大幅飙升，2022年6月CPI同比增幅飙升至64.0%，因此阿根廷央行于2022年将基准利率连续加息7次合计调高2,200个BP至60.0%，严重限制了经济活力。阿根廷比索年内贬值超过30%，外汇储备较为匮乏，外部风险敞口不断走扩，面临较大的经济衰退风险。

对“战争波及国”而言，受欧美史无前例的全面制裁影响，俄罗斯的金融、能源以及军事等领域受到全面制约，俄罗斯发生经济衰退的风险很高，预计2022年经济将陷入较大幅度衰退，但凭借自身强大的资源优势，2023年俄罗斯的经济衰退幅度有望收窄。土耳其因地理位置临近，也受到一定俄乌冲突的波及。另外，美联储加息后带动国际资本回流美国，在推高美元币值的同时加剧新兴经济体的汇率风险，尤其是本币较为脆弱的土耳其，本币兑美元汇率较年初下跌超过38%；本币贬值叠加天然气价格飙升，7月土耳其CPI同比增幅飙升至79.6%，已经连续9个月超过20%，经济陷入恶性通胀困境，经济衰退压力大幅走高。

综上所述，后疫情时代下的全球主要经济体已经积累了一定规模的内生性经济泡沫，随着美联储加息带动多国央行收紧货币政策，产生了泡沫破裂的多米诺骨牌效应，再叠加俄乌地缘政治风险升级，打乱了全球的大宗商品价格走势和供应链安全。预计未来6~12个月内美国陷入经济衰退的概率很大；欧洲国家陷入经济衰退的概率较大；其他发达经济体呈现较大差异性，整体陷入经济衰退的概率很小；部分新兴经济体因自身抗风险能力较弱而暴露债务或金融危机，陷入经济衰退的可能性很大。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

相关研究

[【专项研究】变革与重构：2022 年全球信用风险熵增研究](#)

[【专项研究】欧美加码对俄制裁，对全球经济产生哪些外溢效应？](#)

[【宽松政策退出风险系列研究】第三篇：美联储加息落地，这次有何不同？](#)

[【宽松政策退出风险系列研究】第四篇：本轮美联储加息下的国际资本流动新趋势](#)

[【宽松政策退出风险系列研究】第五篇：美联储大幅加息会给美国经济带来哪些潜在风险](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。