

## 全球经济共振下行，会走入衰退吗？

### 摘要

- 全球经济放缓及面临的下行风险，使得市场开始担忧 2010 年开始的全球扩张是否即将结束。英国央行行长卡尼从商业周期、金融周期和全球化周期试图对这一问题给出回答。他认为历史上，从商业周期来看，主要经济体的货币政策都将比以前更加宽松，而更为宽松的政策将使全球增长率恢复至潜在的水平。从金融周期来看，私营部门信贷增长是经济衰退的最佳预警指标之一。但发达经济体的私人部门金融失衡似乎还不足以使全球经济增长走向停滞。虽然存在一些风险并且全球经济增长仍在减速，但政策反应和发达经济体当前失衡状况的结合表明，全球增长更有可能最终围绕其温和的新趋势稳定下来。
- 欧央行在其报告《油价的近期走势》中评估了影响石油走势的关键驱动因素。虽然需求相对稳定，但供给因素一直是近期油价波动的主要来源。尽管 OPEC 以及与 OPEC 合作的其他主要产油国的作用在减小，但仍然是影响石油价格动态变化的重要因素。页岩革命改变了石油市场的结构，OPEC 的战略现在需要考虑到页岩油生产国的内生反应。
- 纽约联储在其工作论文《美元的全球地位》中指出，欧元的引入以及人民币的崛起对美元的全球地位形成了一定的挑战。但是从美元作为“储备货币”地位，以及美元交易和结算货币的主导作用来看，美元总体上仍占据主导地位。
- 美联储主席鲍威尔在其报告《近期的经济发展与长期挑战》中指出，从就业和通胀指标来看，当前美国的经济形势良好。鉴于前景乐观，但通胀压力温和，以及全球经济中的一些不利因素，FOMC 将耐心等待以决定如何对联邦基金利率目标区间进行调整。
- 近期央行行长易纲等就“金融改革与发展”答记者问，有以下几点值得关注。1) 易纲表示央行稳健的货币政策内涵未变，稳健的货币政策要体现逆周期调节，并在总量上松紧适度；结构上要更加优化；稳健的货币政策还要兼顾内外平衡。2) 要把货币信贷数据拉长时间看，当前社融持续下滑态势得到初步遏制。3) 下调存款准备金率还有一定空间但比起前几年空间小很多。这意味着央行将继续降准，但可能不再成为货币增长主要推动因素。4) 绝不会把汇率用于竞争的目的，也不会用汇率来提高中国的出口，或者进行贸易摩擦工具的考虑。未来一段时间人民币汇率将继续稳中有升。5) 票据领域没有大规模资金空转和套利。民营企业和小微企业融资状况有一些边际改善。
- 风险提示：经济下行或超预期。

### 西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟  
执业证号：S1250517050001  
电话：010-57631229  
邮箱：yyw@swsc.com.cn  
联系人：张伟  
电话：010-57758579  
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

### 前期报告

1. 猪肉难以驱动大幅通胀，货币政策也不会对之反应 (2019-03-11)
2. 风物长宜放眼量——如何看待融资数据 (2019-03-11)
3. 实体弱势环境下融资改善是趋势 (2019-03-10)
4. 关于当前财政状况的几个重要问题 (2019-03-09)
5. 出口继续走弱，内需呈现改善迹象 (2019-03-09)
6. 咬文嚼字看政策：更为务实的坚持发展——评 2019 年政府工作报告 (2019-03-05)
7. 可转债的溢价率择券策略 (2019-03-05)
8. 新趋势下的大类资产配置 (2019-03-04)
9. A 股走势反映了怎样的宏观预期？——兼论 A 股未来走势 (2019-03-04)
10. 基本面存在企稳迹象，后续需要继续观察 (2019-03-03)

## 目 录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1 《全球经济展望》--英央行行长卡尼</b> .....         | <b>1</b>  |
| 1.1 商业周期.....                            | 2         |
| 1.2 金融周期.....                            | 2         |
| 1.3 当前的情况.....                           | 3         |
| 1.4 结论：全球经济扩张就这样结束了吗？.....               | 4         |
| <b>2 《油价的近期走势》--欧央行</b> .....            | <b>4</b>  |
| <b>3 《美元的全球地位：情况如何》--纽约联储</b> .....      | <b>6</b>  |
| 3.1 不断变化的环境.....                         | 6         |
| 3.2 美元地位的判断.....                         | 6         |
| <b>4 《近期的经济发展与长期挑战》--美联储主席鲍威尔</b> .....  | <b>8</b>  |
| 4.1 美国经济的状况与近期的展望.....                   | 8         |
| 4.2 长期的挑战的机会.....                        | 9         |
| <b>5 中国人民银行行长易纲等就“金融改革与发展”答记者问</b> ..... | <b>11</b> |
| <b>6 参考文献</b> .....                      | <b>17</b> |

## 图 目 录

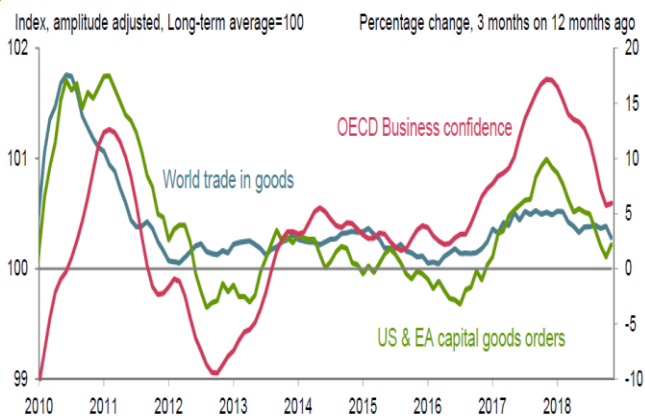
|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 全球经济增长放缓 .....                  | 1  |
| 图 2: 全球金融状况指数逐步趋紧 .....              | 1  |
| 图 3: 全球经济政策不确定性指数创新高 .....           | 1  |
| 图 4: 市场隐含的美国发生衰退的概率正在上升 .....        | 1  |
| 图 5: 金融市场预计货币政策将比现在更加宽松 .....        | 2  |
| 图 6: 货币政策委员会预测全球经济增速将维持在潜在水平 .....   | 2  |
| 图 7: 信贷指标的热图相对低迷 .....               | 3  |
| 图 8: 全球贸易趋势明显减弱 .....                | 4  |
| 图 9: 自欧盟公投以来, 英国商业投资的复苏陷入停滞 .....    | 4  |
| 图 10: 石油生产商的市场份额 .....               | 5  |
| 图 11: 石油需求 .....                     | 5  |
| 图 12: 全球外汇储备总额结构 .....               | 7  |
| 图 13: 美国国债的主要持有国 .....               | 7  |
| 图 14: 美元债券在全球债券中的份额 .....            | 8  |
| 图 15: 不同货币索赔占比 .....                 | 8  |
| 图 16: 美国失业率处于历史低位 .....              | 8  |
| 图 17: 失业的改善具有广泛性 .....               | 8  |
| 图 18: 工资水平温和增长 .....                 | 9  |
| 图 19: 2008 年以来劳动力供给和生产率增长均有所放缓 ..... | 10 |
| 图 20: 求学带来青年劳动力参与率下降 .....           | 10 |
| 图 21: 美国劳动生产率已经放缓 .....              | 10 |
| 图 22: 美国黄金年龄人口劳动力参与率相对较低 .....       | 10 |

## 1 《全球经济展望》--英央行行长卡尼<sup>1</sup>

全球经济增长趋势在过去的几个季度已发生了逆转。在一年前达到峰值 4% 以后，全球所有主要经济体的增长势头都在减弱，下行风险也随之加剧。全球经济体中增长率超过趋势值的比例已从 80% 降至 33%。

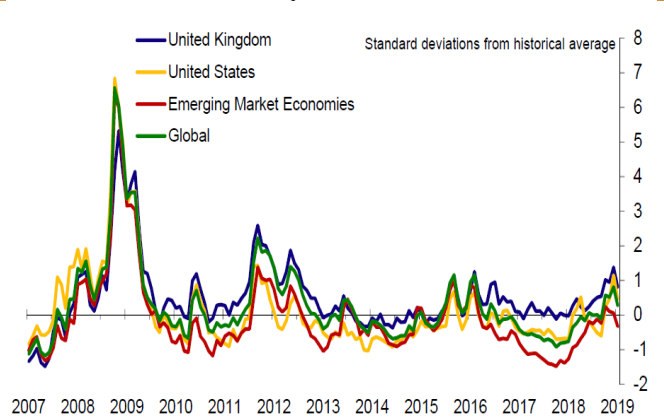
在某种程度上，全球经济的减速反映了金融条件从宽松到紧缩的转变，这种转变最初发生在新兴经济体，然后发生在大多数发达经济体，最后发生在美国。全球金融环境的收紧部分反映了货币政策的收紧。美联储提高了四次利率，英格兰银行和其他 G20 成员国央行也收紧了货币政策。

图 1：全球经济增长放缓



数据来源：ECB, Conference Board, CPB, OECD, 西南证券整理

图 2：全球金融状况指数逐步趋紧

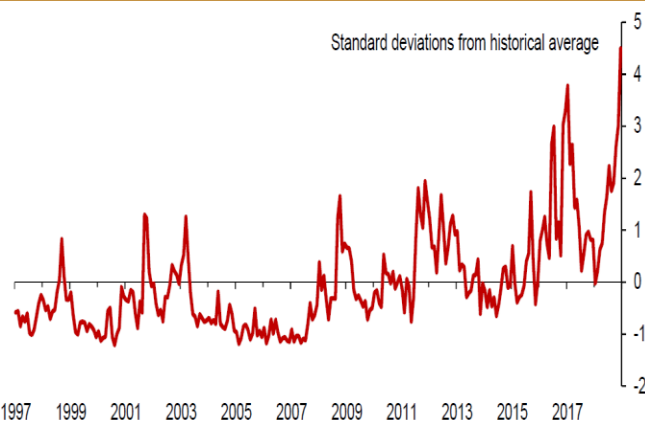


数据来源：Bloomberg Finance L.P., 西南证券整理

全球增长势头放缓也可能是贸易摩擦和政策不确定性加剧的产物。全球经济政策的不确定性创历史新高。贸易保护主义抬头，美国提高了对其主要贸易伙伴一系列进口产品的关税。

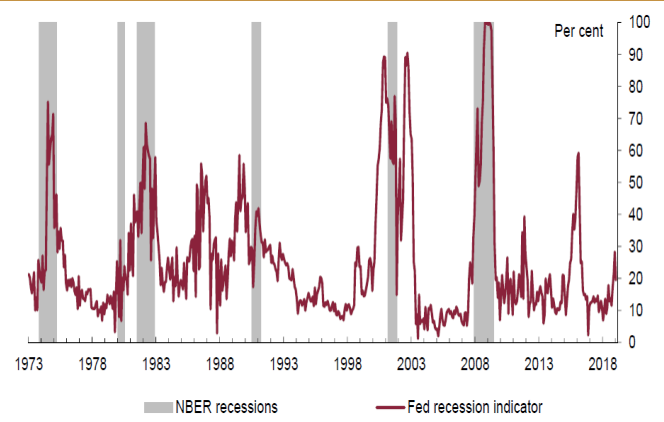
考虑到经济放缓和下行风险，人们开始担忧 2010 年开始的全球扩张即将结束。全球经济存在三个相互关联的周期：商业周期、金融周期和全球化周期。分析这三大周期对评估近期全球经济发展状况是很有帮助的。任何一个周期的失衡都会极大的影响全球经济。

图 3：全球经济政策不确定性指数创新高



数据来源：policyuncertainty.com, 西南证券整理

图 4：市场隐含的美国发生衰退的概率正在上升



数据来源：Federal Reserve Board; NBER, 西南证券整理

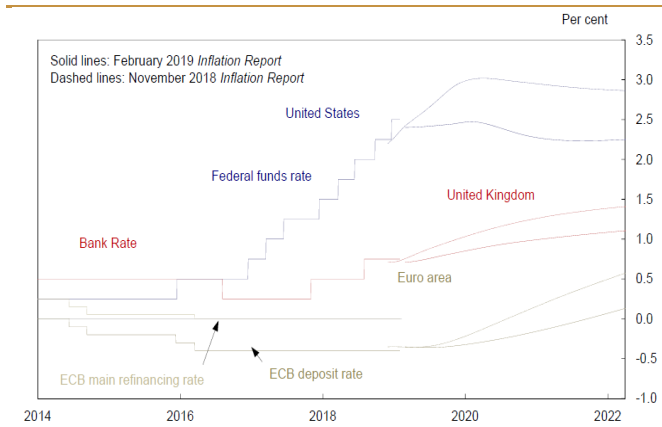
<sup>1</sup> 《The global outlook》

## 1.1 商业周期

商业周期反映了与经济潜在供应水平相关的需求波动。在扩张阶段，产出增长超过了经济的潜在供给能力，并带来通胀上行压力。历史上，发达经济体的商业周期平均持续 8 年。最近，扩张阶段越来越长，而经济衰退也越来越短，货币政策是造成这一现象的原因之一。

目前，金融市场预期主要经济体的货币政策都将比以前更加宽松，中国人民银行已经采取了一系列措施提供刺激。英国央行预测显示到今年年底，更为宽松的政策将使全球增长率恢复至潜在的水平。

图 5：金融市场预计货币政策将比现在更加宽松



数据来源：BOE, 西南证券整理

图 6：货币政策委员会预测全球经济增速将维持在潜在水平

|              | Average<br>1998-2007 | Projections |      |      |      | Memo:<br>potential |
|--------------|----------------------|-------------|------|------|------|--------------------|
|              |                      | 2018        | 2019 | 2020 | 2021 |                    |
| PPP-weighted | 4                    | 3½          | 3¼   | 3¼   | 3½   | 3½                 |
| UK-weighted  | 3                    | 2½          | 2    | 2    | 2    | 2¼                 |

数据来源：BOE; NBER, 西南证券整理

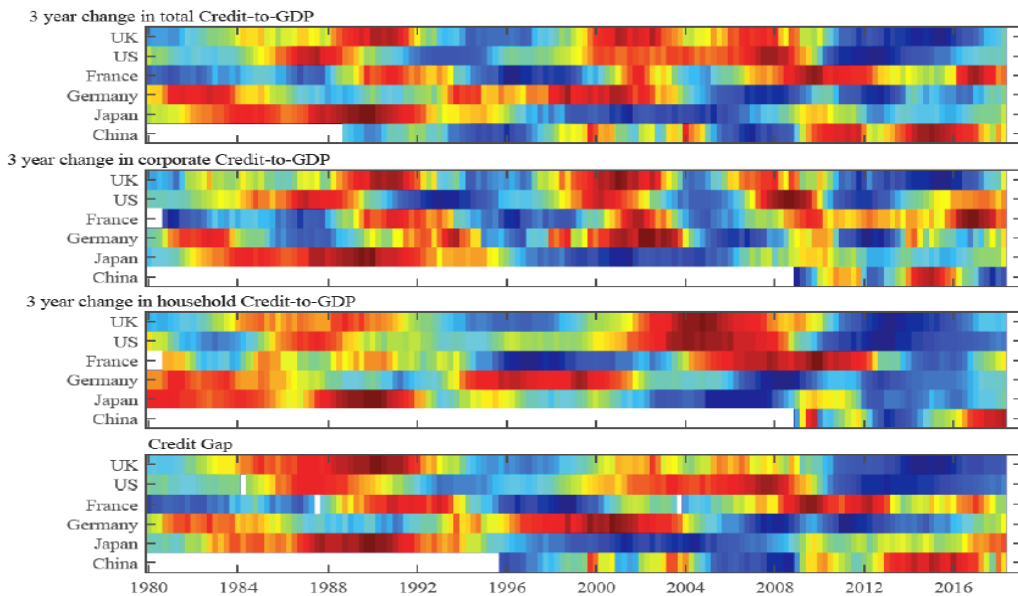
## 1.2 金融周期

金融周期的失衡是近几十年来预测经济衰退的最佳因素。金融周期反应了杠杆率和金融状况的变化。与商业周期相比，金融周期的振幅更大，持续时间更长，有时一个周期需要长达 20 年的时间。

**当前全球债务负担看起来令人担忧。**自金融危机以来，未偿债务存量几乎翻了一倍。公共部门债务对代际公平很重要，而高水平的公共债务往往导致长期的低增长。但历史表明，高额的公共债务通常是一个长期但不严重的问题。**如果财政框架保持可信，公共债务对于预测衰退的信息量往往会减少。**

**私营部门信贷增长是经济衰退的最佳预警指标之一。**超过一半的衰退发生在私营部门信贷繁荣之后。当借款人承担更多的债务并投入更多的现金流来偿还债务时，他们更容易受到冲击。债务可能不是危机的直接原因，但它可能使经济更加脆弱而无法抵御冲击。

目前，发达经济体的私人部门金融失衡似乎还不足以使全球经济增长走向停滞。过去十年，英国、美国和欧元区的私营部门信贷增长率平均不到 3%，低于名义 GDP 增长。受均衡利率较低的影响，总债务偿还率低于历史平均水平。尽管存在一些风险，但将几个信贷指标结合在一起的热图总体上仍然相对低迷。

**图 7：信贷指标的热图相对低迷**


数据来源：BIS，西南证券整理

家庭资产负债表总体上有所改善。金融危机后，家庭债务平均减少了 11 个百分点。相对而言，公司债务更令人担忧。危机后，企业的资产负债表得到改善，但与家庭不同的是，企业随后又陷入泥沼。相对于收益，美国和英国的公司债务总额为接近危机前的峰值并且正在恶化。在过去 10 年中，评级较低的债券在全球企业债券市场中的份额显著增加，目前 BBB 评级债券约占市场的一半，而 2007 年仅为四分之一。

2018 年，全球杠杆贷款市场增长了 21%，快于危机爆发前美国次级抵押贷款的增长率。2.3 万亿美元的未偿杠杆贷款的存量是 2007 年次级贷款的两倍。大多数负债发行人的杠杆率一直在快速增长。60% 的杠杆贷款现在都十分常见，很像美国次贷的“无收入”贷款全盛时期。

### 1.3 当前的情况

虽然存在一些风险并且全球经济增长仍在减速，但政策反应和发达经济体当前失衡状况的结合表明，全球增长更有可能最终围绕其温和的新趋势稳定下来。但这是一种判断，而不能保证。实际上，至少存在三个重要风险。

首先，如果自满情绪加剧，金融风险将会加剧。矛盾的是，扩张的延长可能使其消亡的可能性更大，也更痛苦。第二个需要谨慎的原因是可能中国可能出现更大程度的经济放缓。中国经济的回落将考验其他国家的复苏力。自上次美国紧缩周期以来，中国对全球增长的贡献从五分之一上升到三分之一。第三，贸易紧张局势加剧会加剧经济放缓。

最后的谨慎是关于全球化的未来。各国都有可能将重心转向国内，这会损害所有国家的增长和繁荣。对这种可能性的担忧已经对投资，就业和增长造成了阻碍，形成了一种可以自我实现的动力。全球化造成了三个威胁其可持续性的失衡。一个是外部失衡，一些地区出现巨额贸易顺差，另一些地区出现巨额赤字。一个是，全球化加剧了许多国家收入和财富的失衡。一个是全球化导致民主和主权的不平衡，导致许多人哀叹失去控制，失去对体制的信任。

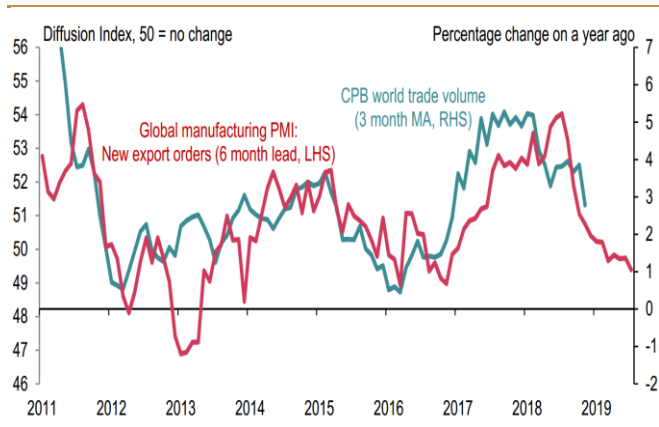


## 1.4 结论：全球经济扩张就这样结束了吗？

尽管全球经济中的经济和金融失衡似乎还没有埋下其自身增长消亡的种子，但全球增长势头正在减弱。保护主义似乎已经产生了影响。去年贸易增长滞后于全球经济活动的增长，全球新出口订单 PMI 预示着全球贸易正在萎缩。

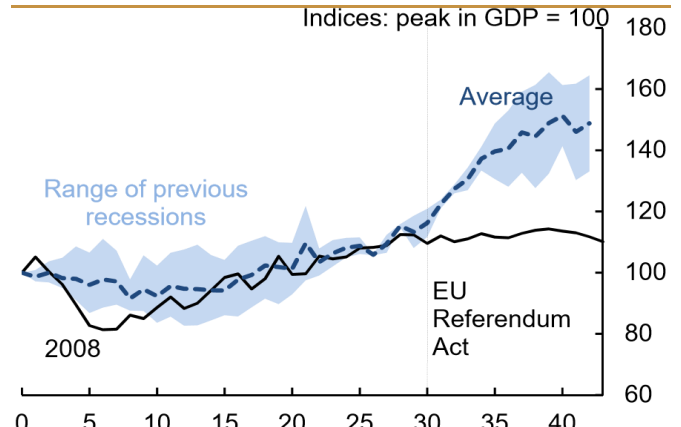
不妨把英国视为全球新兴趋势的主要指标。尽管英国企业在不断扩张、企业盈利能力高并且金融环境宽松，但英国企业投资在过去一年中下降了 3.7%。由于对未来市场准入的不确定性，自全民公投以来，英国的投资一直没有增长，其表现远远落后于历史和同行。

图 8：全球贸易趋势明显减弱



数据来源：BOE, 西南证券整理

图 9：自欧盟公投以来，英国商业投资的复苏陷入停滞



数据来源：ONC, 西南证券整理

全球贸易不确定性的延长也可能会破坏全球扩张。如果金融市场将这种可能性从尾部风险转移到其核心情景，其影响将更大。而对全球贸易的破坏越大、越持久——经济体的去全球化程度越大——其经济活动的减少和供应能力的下降也就越大。在这种情况下，经济增长放缓、亚洲盈余减少以及风险溢价增加可能会使全球利率上升，增加企业和家庭债务的负担，并对一些主权国家的信用构成挑战。

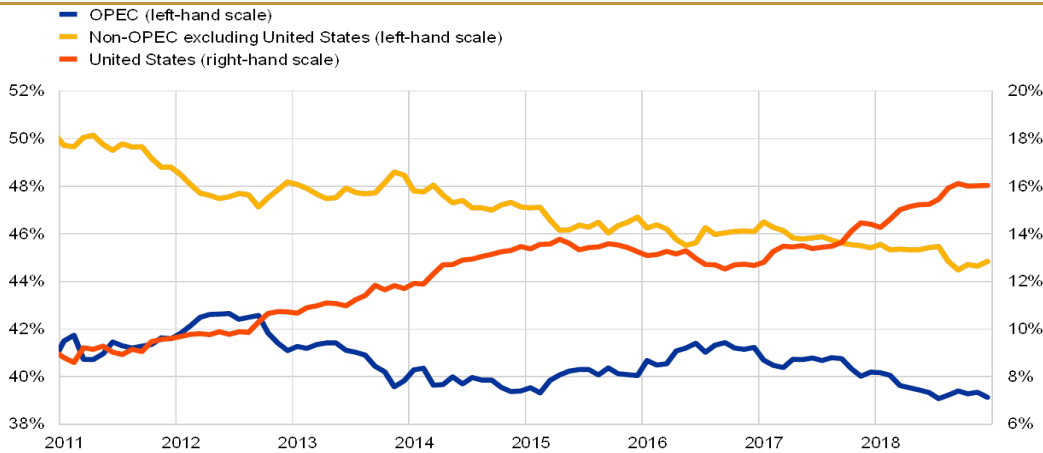
## 2 《油价的近期走势》--欧央行<sup>2</sup>

本文评估了石油市场发展的关键驱动因素。虽然需求相对稳定，但供给因素一直是近期油价波动的主要来源。

随着美国页岩油的出现，石油供应来源的变化一直是油价变动的重要推动因素。美国已经成为全球石油供应的重要影响因素。2011 年至 2014 年夏季，其在总供给中的份额显著增加。2014 年底，欧佩克改变了战略，放弃了生产配额以试图重新获得市场份额，并且推动油价至低于美国页岩油生产商可以盈利的水平。欧佩克的行动只对页岩油生产造成短暂限制。由于全球需求担忧导致油价进一步下跌，2016 年底欧佩克不得不重新考虑其方法。一旦油价在 2017 年再次开始上涨，美国生产商很快就会重新获得市场份额。

<sup>2</sup> 《Recent developments in oil prices》

图 10: 石油生产商的市场份额



数据来源: International Energy Agency and ECB staff calculations, 西南证券整理

油价在 2018 年底的波动也是由于市场对石油供应前景的评估发生了重大变化。由于市场参与者关注委内瑞拉产量下降以及美国退出 2015 年伊朗核协议后伊朗出口下降的前景，油价在 2018 年前三季度上涨。2018 年 5 月，美国宣布将从 2018 年 11 月开始重新制定对伊朗石油出口的制裁。与此同时，市场一直担心 OPEC 是否会通过增加产量来应对伊朗生产的损失。从 10 月初开始，油价出现明显调整。沙特阿拉伯和俄罗斯保证，在实施制裁后，如果需要，它们确实会增加产量。欧佩克与主要的非欧佩克产油国一道同意在 2018 年 12 月初减产。但是，拟议的削减量不足，同时也存在对成员遵守减产程度的怀疑。因此，在 12 月初指标显示欧佩克产量大幅下降之后，油价下跌直到 2019 年初才停止。

近年来石油总需求增长较为稳定，但预计 2019 年将下降。过去十年，非经合组织国家，特别是中国的能源消费一直是全球石油需求的主要推动力。然而，新兴经济体和发展中经济体的需求增长与经合组织国家需求放缓相平衡。最近，经合组织国家和非经合组织国家的石油需求增长出现了一定程度的趋同放缓。由于全球经济预计将在 2019 年会有所缓和，近几个月国际能源署已对石油需求增长的预测进行了下调。

图 11: 石油需求



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\\_13717](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13717)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn