



全球哪些经济体将面临经济衰退风险？ (上篇)

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，上篇通过回溯和总结历次全球经济衰退的特征，分析后疫情时代下对全球经济衰退造成冲击的因素。



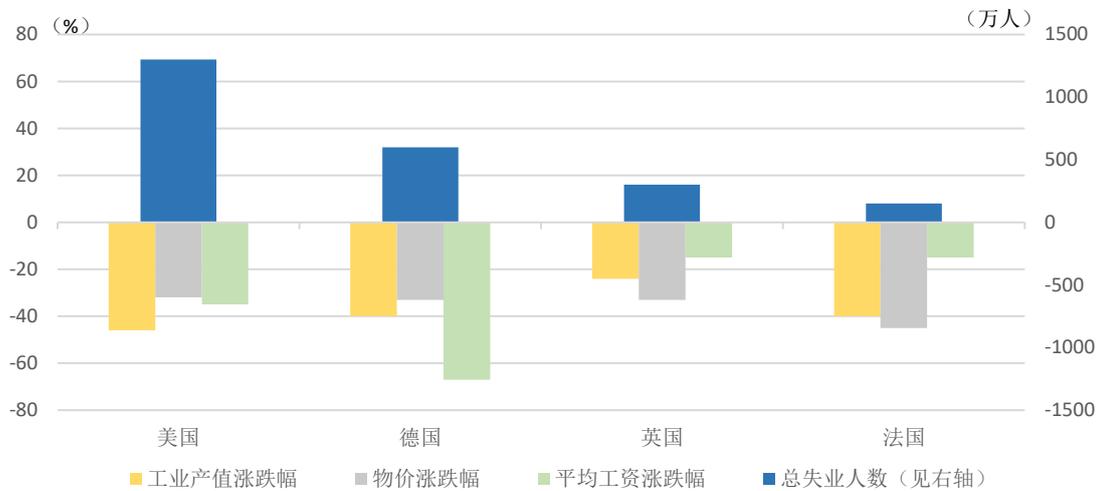
一、全球经济衰退历史回顾

纵观全球经济的发展历史，世界经济波动具有一定周期性，通常以 8~10 年为一个经济周期，自 20 世纪以来全球共发生过 8 次全球性的经济危机或衰退，其中较为严重的有 1929—1933 年全球经济大萧条、20 世纪 70 年代的两次石油危机、2008 年美国次债危机以及后续 2009 年欧洲债务危机等。

(一)1929—1933 年全球经济大萧条

全球经济大萧条发源于美国，后续波及英国、法国、德国以及日本等国，是 20 世纪持续时间最长、影响范围最广的全球性经济衰退。本次衰退以第一次世界大战（“一战”）结束为背景，战后各国为重建家园而产生诸多结构性失衡。一方面，战后各国产业发展畸形导致供求失衡，由于战争技术广泛的应用在机器和工业生产中，带动汽车制造、航空、化学、橡胶等新兴工业迅速发展，但农业和服务业发展相对缓慢，导致各国消费能力无法吸纳因生产效率极大提高而造成的产能过剩。另一方面，金融创新加剧各国经济的“虚假繁荣”，为拉动消费对经济的贡献，银行开创分期付款方式将消费客群下沉，通过刺激消费来吸纳产能过剩并提振生产供应，经济呈现一片“虚假繁荣”态势；同时银行鼓励低利率贷款和保证金形式的杠杆行为，促进投机热潮的产生并催生股市泡沫，导致实体经济和虚拟经济的发展严重失衡。

因美国股市疯狂投机和经济“虚假繁荣”问题愈发突出，1928 年美联储通过提高贷款利率来限制货币供应和过分投机，并在 1929 年继续要求各联邦储备银行只发放“生产性贷款”，而拒绝发放用于证券投资的一切贷款。美联储收紧货币政策令美国股市四年牛市走到了尽头，1929 年 10 月 24 日（“黑色星期四”）美国股市突然暴跌，在短短两周内市值累计蒸发超过 300 亿美元。股市泡沫破裂刺破了美国经济的“虚假繁荣”，引发美国境内企业的大规模破产，1929—1933 年美国约有 13 万个工商企业破产，企业倒闭率为 50% 左右；企业破产拖累银行信贷安全，近 1 万多家银行破产倒闭，银行倒闭率为 49% 左右；美国工业产值、物价水平以及平均工资纷纷下跌 46%、32% 以及 35%，失业率则由股灾前的 3.2% 迅速飙升至 24.9%，1930—1934 年美国平均实际 GDP 增速下跌至 -13.8%，经济陷入严重衰退。由于美国在一战后成为全球最大的债权国，美国经济衰退严重削弱了美国对欧洲国家的资金支持力度，大萧条对全球产生多米诺骨牌效应，危机很快蔓延到德国、英国以及法国等国。



数据来源：联合资信根据研究文献整理

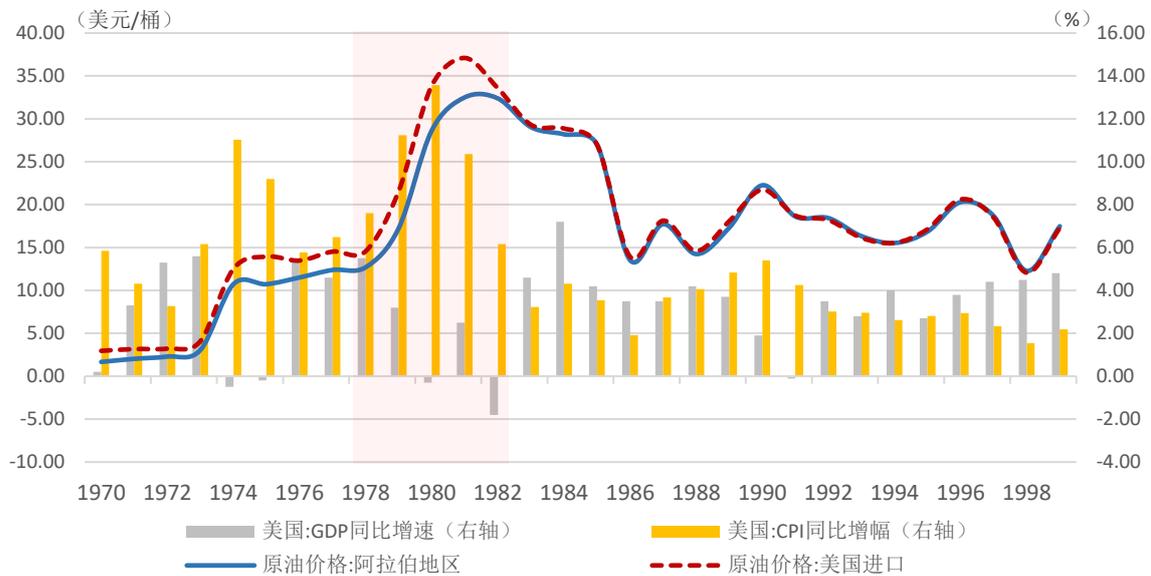
图 1.1 1929—1933 年全球主要经济体经济表现情况

(二)20 世纪 70 年代的两次石油危机

20 世纪 70 年代的两次石油危机是美联储“放水”和能源价格飙升共同导致的，由石油危机逐步引发欧美“滞胀”和拉美债务危机。具体来看，一方面，70 年代初美联储采取宽松的货币政策，并将联邦基金利率长期下调至 2%~3% 区间，导致美元流动性过剩，1972 年美国 M2 相当于 GDP 的比值上升至 62.8%，较 1969 年未开启货币宽松时上涨约 8 个百分点。另一方面，1973 年爆发了第四次中东战争¹，阿拉伯国家要求西方世界改变对以色列的庇护态度，以石油为武器将海湾地区的原油市场价格提高 17%，随着战争进一步发酵，中东石油生产商切断对美国和其他西方国家的石油供给，导致全球石油供不应求，国际油价从每桶不到 3 美元上涨到接近 12 美元，触发二战之后最严重的全球经济危机。再者，1978 年底爆发伊朗伊斯兰革命运动，伊朗停止石油出口导致国际市场原油缺口暴涨至 500 万桶/天，1979 年 2 月伊朗停止输出石油 60 天，致使国际原油价格暴涨，同年的伊朗“人质危机”²和次年爆发的“两伊战争”再度推动国际油价走高。1970—1981 年阿拉伯地区原油现价由 1.7 美元/桶攀升至 32.5 美元/桶，在此期间涨幅高达 18.5 倍，美国原油进口价也由 3.0 美元/桶激增至 37.1 美元/桶，涨幅高达 11.5 倍。

¹ 埃及和叙利亚分别攻击被以色列占领的西奈半岛和戈兰高地，后随着大国势力干预使战争不断扩大，埃及和叙利亚得到阿拉伯国家以及前苏联的军备支持，而以色列也得到欧美国家的大力支持。

² 伊朗伊斯兰革命后，美国大使馆被占领，52 名美国外交官和平民被扣留为人质的一次危机，该危机始于 1979 年 11 月 4 日，一直持续到 1981 年 1 月 20 日。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.2 1970—1999 年国际油价及美国经济表现

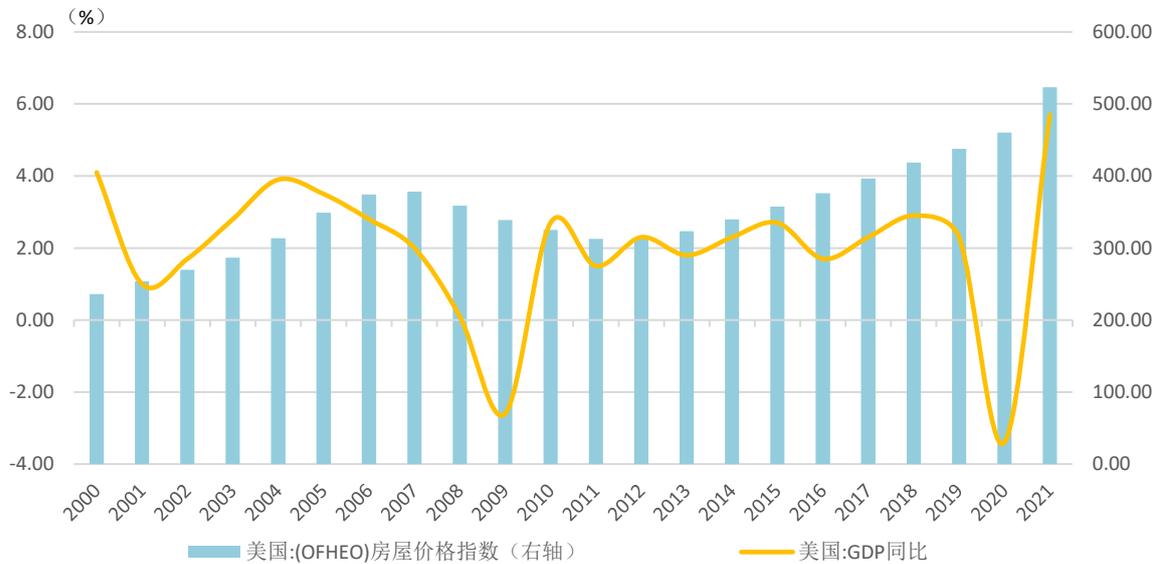
国际油价飙升令欧美国家陷入严重“滞胀”，1980年3月美国通胀率攀升至14.8%，创1947年6月以来新高，通胀高企对经济产生严重的挤出效应，1980年第三季度美国经济增速下探至-1.6%，经济陷入衰退之中。在此背景下，时任美联储主席保罗·沃尔克开启了强硬的货币紧缩之路。一是美联储扩大银行准备金缴纳范围，起到降低货币乘数以及收缩广义货币供应量的作用，1980年美国M2相当于GDP的比值回落至56.2%，逐步实现了M2增速与经济增速相一致的目标；二是美联储提升基准利率，将联邦基金利率由7.65%（1980年8月）多次上调至22.00%（1981年7月），涨幅高达1,435个BP，密集且急速的强势收紧货币政策起到抑制通胀的作用；三是严格控制资产负债表规模，70年代末—80年代初美联储信贷资产规模相当于GDP的比重在4.5%~6.0%之间窄幅波动，绝对规模不超过1,600亿美元，起到防止美联储信用无序扩张的作用。在沃尔克强势的货币紧缩政策下，美国通胀压力得到缓解，但经济活动也受到严重抑制，1982年美国陷入衰退（-1.8%）。同时，美联储收紧货币政策的风险向拉美国家传导，由于拉美国家的借贷利率是以3个月或6个月LIBOR为基础调整，当利率陡然上升后利息偿付压力大幅提高，从70亿美元（1972年）上升至1,330亿美元（1981年）。美联储收紧货币政策导致美元逐步走强，国际资金流动方向逆转和大宗商品价格下跌使拉美国家国际收支不敷出，经常账户收入减少和外汇储备缩水使拉美国家的外债偿付实力大幅削弱。因此，拉美地区的信用风险逐步暴露并在多个国家之间传导，墨西哥、巴西、委内瑞拉、阿根廷、秘鲁和智利等国相继发生还债

困难，纷纷宣布终止或推迟偿还外债，最后蔓延至近 40 个发展中国家债务重组。

(三)2008 年美国次债危机及后续欧洲债务危机

2008 年美国次债危机具有全球性和长期性，本次危机产生主要基于四点前提：一是在危机暴发前的 2000—2003 年，美联储采取扩张的货币政策，并将联邦基金利率由 5.75% 经过 16 次下调至 1.00%，三年内降幅高达 475 个 BP。二是美联储宽松的货币政策使多余的流动性从实体企业流入到房地产和股票市场，推升房屋价格指数达到顶峰，截至 2007 年一季度末，美国房屋价格指数（OFHEO）攀升至 380.87，创历史新高，滋生了大量资产泡沫。三是美国政府推行“居者有其屋”的理念，在富裕阶层购房需求基本饱和的情况下，通过立法要求金融机构向信用评级得分较低的人发放贷款，导致次级抵押贷款大量发放。四是在低利率的环境下，投资者对投资回报的高要求促使金融机构风险偏好上移，诸多金融衍生品如住房抵押贷款证券（MBS）、信用违约互换（CDS）、担保债务凭证（CDO）等应运而生，因此推高了金融系统的杠杆率。整体看，美联储宽松的货币政策叠加高房价和金融创新，令美国经济处于资本和资产的双重泡沫之中。

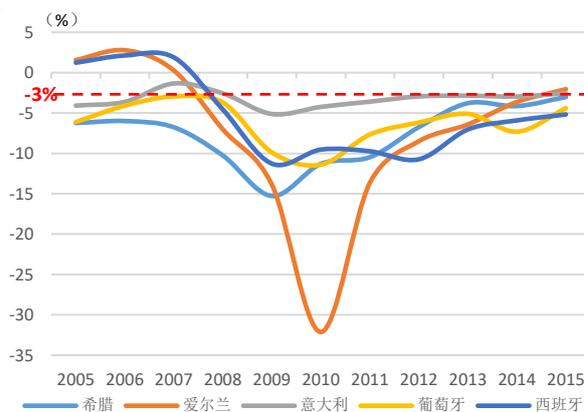
2008 年次债危机暴发后首先传导至金融领域，再传导至实体领域并拖累欧美经济陷入衰退。首先，为稀释经济泡沫，美联储在 2003—2006 年连续 17 次上调联邦基金利率至 5.25%，累计上调 425 个 BP，连续而密集的利率抬升成为刺破房地产和资本市场泡沫的重要导因。其次，利率快速上扬导致信用紧缩，不仅抑制了居民消费还使居民住房抵押偿付实力承压，随着居民还款能力受挫，美国房屋空置率不断走高，次级房屋抵押债务违约日益明显。银行收回大量抵押房产后投入市场，使得房屋价格随之下跌，2007 年 12 月年美国房屋价格指数同比增幅由正转负，并且负增长持续至 2012 年 6 月，严重拖累了房地美、房利美等地产企业。再次，金融衍生品将房地产信贷风险在金融机构以及实体企业间传导。2008 年美国抵押贷款组合市场总额高达 6.1 万亿美元，其中次级抵押贷款占比高达 9%，达到历史最高值。而房屋抵押贷款仅仅是底层资产，上层可以嵌套和撬动多重金融衍生品，以房屋抵押为底层资产池的金融衍生品（MBS、CDS、CDO）通过杠杆效应将违约风险在金融机构间扩散，导致购买相关金融衍生品的银行、保险等金融机构风险扩大以及风险偿付能力下降。最后，金融机构的资产负债表恶化最终拖累实体企业融资，大量实体企业陷入破产困境，2009 年美国陷入经济衰退（-2.6%）。



数据来源：Wind，联合资信整理

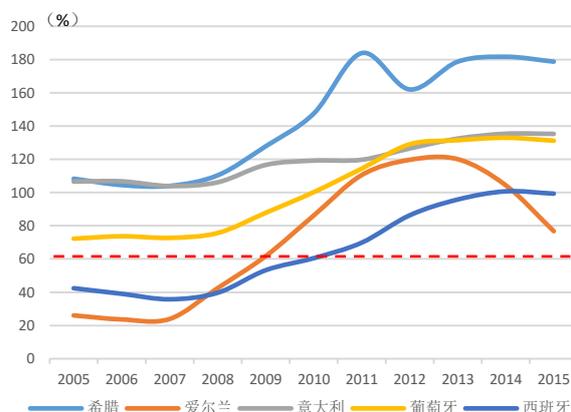
图 1.3 2000 年以来美国房屋价格及经济增速

为调整自身经济泡沫以及跟随美联储加息的节奏，2006—2008 年欧洲央行相应加息 200 个 BP 至 4.25% 的历史高位，欧元区 10 年期公债收益率也随之飙升至 4.8% 的历史高位（截至 2008 年 6 月 16 日），高利率使市场融资成本大幅上扬，导致欧洲多国房地产市场泡沫破灭。自 2008 年四季度开始欧元区房屋价格指数同比增幅由正转负，并连续 6 个季度负增长，房屋价格走跌令前期高价购房的投资者资产缩水，再加上贷款利率大幅走高，大幅削弱了居民的偿付意愿和偿付能力，最终传导至银行次级房屋抵押贷款并出现大量坏账。此外，欧洲央行的加息压力也将主权债务风险暴露无遗。意大利、希腊、葡萄牙、爱尔兰、西班牙等国（“PIIGS” 国家）因长期采取扩张的财政政策，存在财政收支结构失衡以及政府债务负担较重的问题，2008 年“PIIGS” 国家的平均财政赤字水平攀升至 5.6%，并一路攀升至 13.7%（2010 年），超过了《马斯赫里特条约》中对财政赤字（3%）的警戒线要求；2008 年“PIIGS” 国家的平均政府债务水平也攀升至 74.9%，其中希腊和意大利均超过 100%，超过了《马斯赫里特条约》中政府债务水平（60%）的警戒线要求。欧洲央行加息使得“PIIGS” 国家在国际借贷领域中大量负债并超过其自身清偿能力，造成无力还债或者必须延期还债的现象。2009 年 12 月，欧洲主权债务危机最早在希腊凸显，随即国际三大评级机构相继下调希腊主权信用评级，后续主权债务违约风险传导至葡萄牙、意大利、爱尔兰以及西班牙等国，欧洲债务危机拖累欧元区经济下滑至 -4.4%。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.4 PIIGS 国家财政余额/GDP



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.5 PIIGS 国家一般政府债务/GDP

二、后疫情时代的全球经济冲击因素

通过梳理 20 世纪以来的全球经济衰退历史，可以发现每次全球经济陷入衰退都存在一些必要条件，比如经济存在严重的泡沫、美联储大幅收紧货币政策以及遭遇系统性外部冲击等。我们沿袭历史的分析思路对后疫情时代进行对比分析，以定位目前全球经济所处的经济阶段。

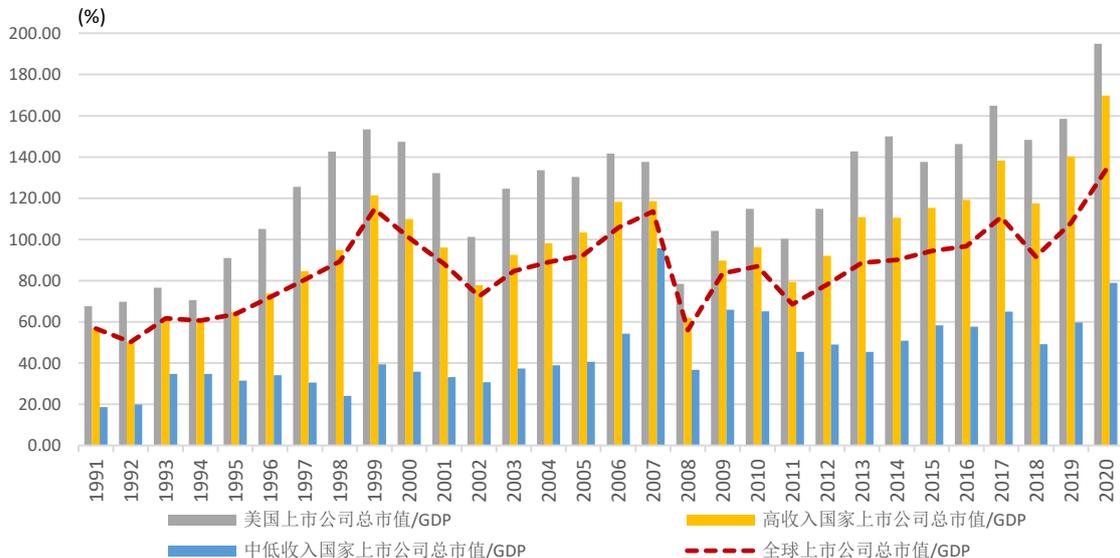
(一)后疫情时代下的经济泡沫

根据 20 世纪以来的历次经济衰退历史来看，经济泡沫是衰退发生最重要的内生性原因。经济泡沫可以体现在股市泡沫（1929—1933 年经济大萧条）、房地产泡沫（2008 年美国次债危机）以及债务泡沫（2009 年欧洲债务危机）上，目前的后疫情时代已经出现多个泡沫叠加的情况。

1. 全球股市泡沫

新冠疫情后全球股市泡沫一路走高，全球股市总市值与名义 GDP 总量的比值高达 133.6%，达到 1975 年有数据统计以来的最高峰，较 1999 年和 2007 年股市高点均高出 20 个百分点。其中，高收入国家的股市总市值与名义 GDP 总量的比值高达 169.8%，尤其是日本（132%）与 1989 年陷入十年衰退前夕的水平相接近；中低收入国家的股市总市值与名义 GDP 总量的比值为 78.8%，相对处于健康区间。进入 2022 年后疫情时代，全球股市进入震荡调整期，根据 QUICK FactSet 的数据，全球股市总市值蒸发了约 25 万亿美元，以 47 个主要国家为对象的 MSCI 所有国家世界指数跌至 702.8，相比 1 月 4 日的近期高点下跌约 20.7%，表明全球股市已跌入熊市，这是自新

冠疫情蔓延初期（2020年3月）以来第二次进入熊市，全球股市泡沫破裂风险较大。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.1 2000 年以来全球股市泡沫情况

2. 全球房地产泡沫

新冠疫情暴发后，全球多国为应对危机纷纷采取超宽松的货币政策并叠加大规模财政刺激，导致多数地区的房价攀升至历史新高。2021 年全球房地产价格泡沫率为 14.4%，较 2020 年上涨约 5.3 个百分点，达到 2008 年以来的峰值水平；其中发达经济体房地产市场表现尤为强劲，一年间泡沫率扩大约 7 个百分点；而新兴市场经济体表现相对平稳，泡沫率同比扩大约 3 个百分点。全球房地产泡沫走高进一步抬升家庭杠杆压力，加剧居民债务压力走高。截至 2021 年末，全球发达经济体居民杠杆率为 76.7%，创 2012 年以来新高；其中澳大利亚(119.0%)、加拿大(107.5%)和韩国(106.6%)位居前三，均与国内房屋价格高企密切相关。新兴经济体居民杠杆率则走高至 51.9%，

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_45529

