



# 管涛：世界经济二次探底将如何冲击中国经济



意见领袖 | 管涛

据 6 月底世界银行最新预测，今明两年世界经济分别增长 2.9%和 3.0%。然而仅隔一个月，国际货币基金组织（IMF）表示将进一步下调全球经济增速预测值，并指出今年是困难重重的一年，明年形势甚至将更为艰难，发生经济衰退的风险已经上升。如果世界经济二次探底，对中国经济的影响与 2009 年相比将会怎样呢？



世界经济二次探底的风险不容低估

显然，世界银行与 IMF 对世界经济前景展望存在较大分歧。短期内世界经济是否会再度衰退不太确定，但下行风险却明显上升。

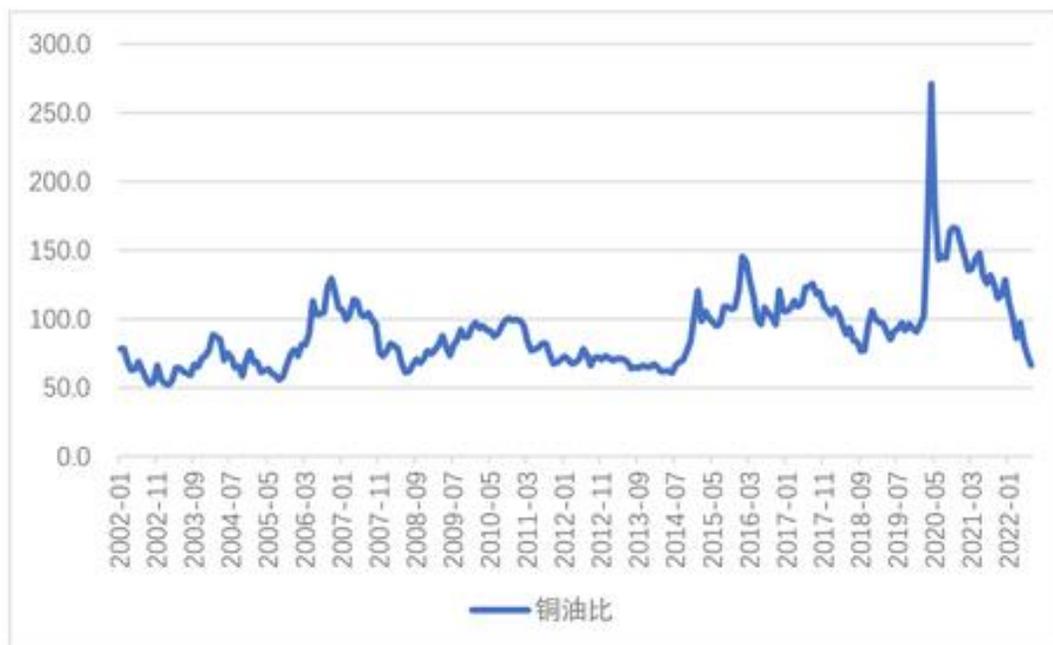
首先，货币紧缩加快将抑制经济复苏。

由于高通胀回归，去年 7 月以来，共有 75 家央行实施了加息，各家平均加息 3.8 次。继通胀暂时论破产后，今年 5、6 月份美国 CPI 通胀连创新高，也让通胀见顶论备受质疑，美联储不得不激进紧缩。最近一个月时间，IMF 连续两次下调今明两年美国经济增长预期值。在利差和避险因素驱动下，国际资本加速回流美国，推动美元指数升至 20 年来高位，加大了其他发达经济体的输入性通胀压力。

本身在这次全球经济复苏中已经靠后的新兴市场和发展中国家更加进退维谷。据 IMF 统计，全球已有近六成低收入国家陷入债务危机或处于债务高风险状态，而中等收入发展中国家的偿债负担正处于 30 年来的高位。

今年 7 月份，月均铜油比为 66.3 倍，较上年底下降 48%，跌至 2014 年 7 月以来的新低（见图 1）。这反映宏观需求走弱，全球经济衰退概率提升。同期，美国和欧元区 Markit 综合 PMI 指数均跌破荣枯线。近日 10 年期美债收益率连续下挫，7 月 22 日收在 2.77%。

图 1：国际铜油比（单位：倍）



资料来源：WIND；中银证券

注：（1）铜油比=LME3个月铜价/布伦特原油现货价；（2）铜价和油价均取月均值，2022年7月份为截至7月22日均价。

凭澜观涛

其次，俄乌冲突加重世界经济阴影。

由此引发的大宗商品价格冲击降低了全球经济增速，使数亿民众的生活成本危机加剧。7月19日IMF警告称，如果俄罗斯停止向欧洲输送天然气，将导致欧洲多个国家的经济严重衰退。这同样是美联储心中的“刺”。美联储主席鲍威尔矢志要效仿前辈沃尔克，紧缩货币坚决反通胀，但也坦言美联储管得了需求却管不了供给，乌克兰危机造成的全球供应链中断、能源粮食价格飙升就是其心中之痛。最近国际油价见顶回落，主要是市场开始交易经济滞胀、需求萎缩（见图2）。然而，如果经济衰退没有被证实，

市场需求热度不减，估计这波油价下跌也只是上涨的中继，全球通胀仍将非常顽固。

图 2：CRB 现货指数（单位：%）



资料来源：WIND；中银证券

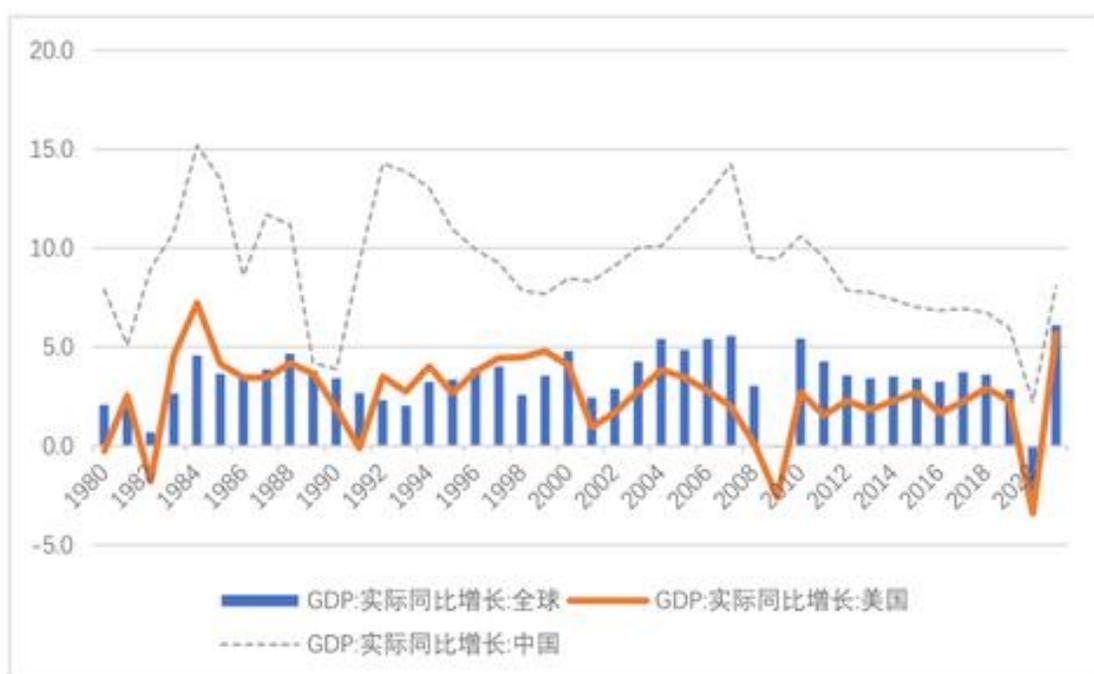
凭澜观涛

再次，世纪疫情冲击下世界经济本就复苏乏力。

新冠肺炎疫情暴发的 2020 年，世界经济衰退 3.1%，跌幅远超 2009 年的 0.1%，2021 年增长 6.1%，仅略超过 2010 年的 5.4%。到 2021 年，世界经济实物量已恢复到疫情前水平，但仍有近一半经济体低于 2019 年。2020~2021 年，全球经济两年复合平均增长 1.4%，低于 2015~2019 年趋势值 2.0 个百分点，有近九成经济体低于五年趋势值。如美国，2020 年衰退 3.4%，2021 年增长 5.7%，两年复合平均仅有 1.0%，低于五年趋势值 1.3 个百分点（见图 3）。

今年7月份，世卫组织还在警告疫情远未结束。与疫情相关的扰动持续不断，全球供应链遭遇新的瓶颈，商品和劳动力供给短缺加剧，投资者和消费者预期转弱。恐再有什么黑天鹅、灰犀牛事件，就会将世界经济推入衰退。

图3：世界和中国、美国经济实际同比增速（单位：%）



资料来源：国际货币基金组织；WIND；中银证券

凭澜观涛

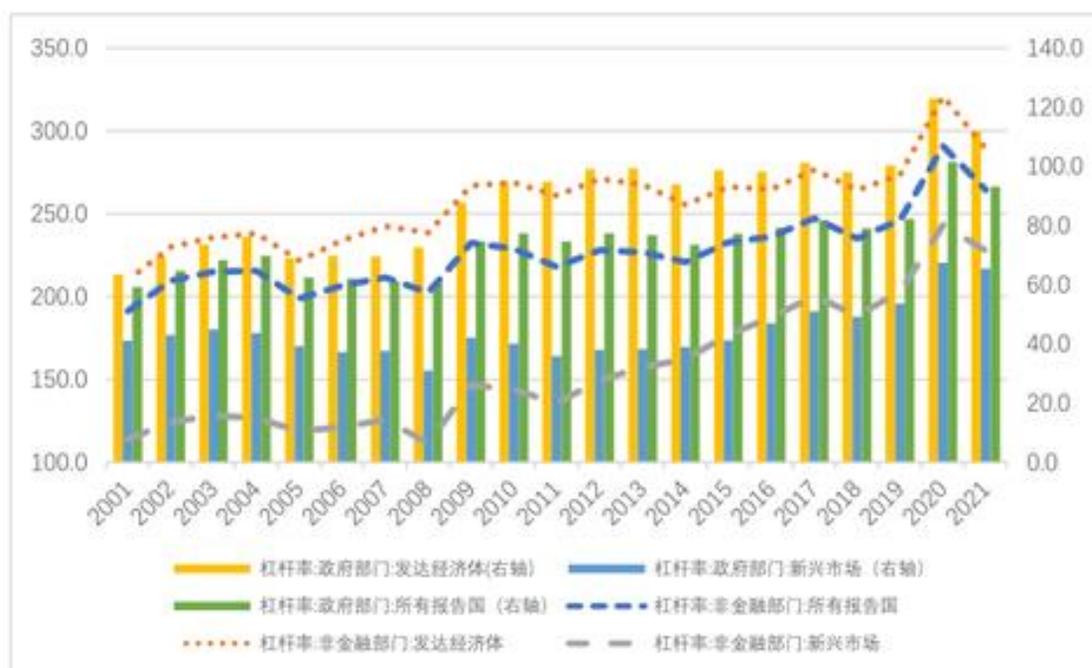
最后，主要国家面对新的下行风险，缺乏政策应对空间。

上次欧债危机正值欧元区低通胀，时任欧央行行长德拉吉可以“不惜一切代价捍卫欧元”。而现在高通胀回归迫使欧央行不得不改弦更张，7月份首次加息就50个BP，一举退出8年的负利率安排。尽管推出了应对金融碎片化新工具TPI，但欧央行行长拉加德在增长与通胀的两难选择下，

对拯救欧债危机仍可能有心无力。欧央行加息当日，意大利爆发政治危机。

经过 2008 和 2020 年两次空中加油后，全球非金融部门特别是政府部门均已债台高筑，进一步加杠杆的能力和意愿有限（见图 4）。而且，各国基本已将经济刺激手段用到极致，政策公信力严重受损，危机有可能会预期自我强化、自我实现。若末日博士鲁比尼一语成谶，全球爆发经济、债务双重危机，“日本病”缠身的资产负债表衰退恐难避免。届时，全球央行头疼的可能不是通胀而是通缩了。

图 4：非金融部门及政府部门宏观杠杆率（单位：%）



资料来源：国际清算银行；WIND；中银证券

凭澜观涛

做好应对世界经济下行甚至二次衰退的准备

从实证角度看，长期以来，中国出口对人民币汇率不敏感而是对外需

敏感。将全球经济实际增长分别与中国出口额（美元现价）和出口量增长做相关性分析结果显示：1993~2021年二者均为高度正相关，相关性分别为0.979和0.984，其中2009~2021年分别为0.866和0.969(见图5)。可见，2008年金融危机以来，全球经济增长与中国出口额的相关性边际上减弱但仍属强相关，与中国出口量则依然高度正相关。

图 5：年度全球经济增长与中国外贸出口额和出口量增长（单位：%）



资料来源：国际货币基金组织；中国海关总署；WIND；中银证券

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\\_44399](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44399)

