



连平：宏观经济运行走向 V型复苏



意见领袖 | 连平

上半年，面对复杂严峻的国际环境和巨大的经济下行压力，我国经济维持正增长，成绩的取得来之不易。下半年，世界经济运行可能进一步恶化，各种矛盾和风险集中爆发，而国内经济已经走向了 V 型复苏，市场对下半年国内外宏观经济形势的关注与日俱增。基于此，本文对当前以及未来一个时期的经济形势做了一些分析与展望。



一、世界经济运行险象环生

全球卫生安全、地缘政治冲突、国际政局动荡、全球加息潮开启和金融条件收缩等因素对世界经济冲击有增无减，全球衰退迹象愈发明显。美联储已加息至接近中性利率，之后的加息节奏和力度可能逐步放缓。

1. 世界经济多重风险叠加

近日，全球新冠疫情有所抬头，全球 7 月新增病例数环比增加 425 万例，且连续两个月大幅增加。同时，猴痘感染有恶化迹象。7 月 21 日，世界卫生组织（WHO）发出最高级别警报，称猴痘暴发已经构成“国际关注的突发公共卫生事件”（PHEIC）。截至 7 月 23 日，全球共有 75 个国家和地区共报告了 16000 多例猴痘疑似和实验室确诊病例，许多以前没有报告过猴痘病例的国家正在发生疫情传播。在当前新冠疫情冲击影响尚未完全消除之际，猴痘疫情的爆发无疑将给全球卫生安全和经济运行带来新的更大压力。

图表 1：新冠疫情有所抬头

单位：例



数据来源：Wind，桂信投资研究院

俄罗斯向欧洲“断气”可能带来“双输”局面。7 月俄罗斯通知欧洲多国，称因出现“超出控制的特殊情况”，俄可能无法履行天然气供应承诺。此前，俄罗斯已经缩减了对欧洲的天然气供应量。市场普遍将此举视

为俄罗斯采用“断气”方式对欧洲在俄乌冲突事件上的一种“反制裁”方式。考虑到当前欧洲通胀高企，能源供应短缺和价格高企已成为影响社会经济稳定的重要因素，一旦俄罗斯与欧洲多国就“供气”问题未能取得共识，欧洲将面临巨大能源供给冲击，以及由此引发一系列负面效应。欧盟委员会预测，如果今年冬天寒冷并且该地区未能采取预防措施来节约能源，俄罗斯停止向欧盟供应天然气可能会使欧盟 GDP 减少高达 1.5%，而即便冬季气温为平均值，俄罗斯断气也将令欧盟 GDP 减少 0.6%。与此同时俄罗斯的出口规模也将出现大幅下降，从而形成“双输”局面。

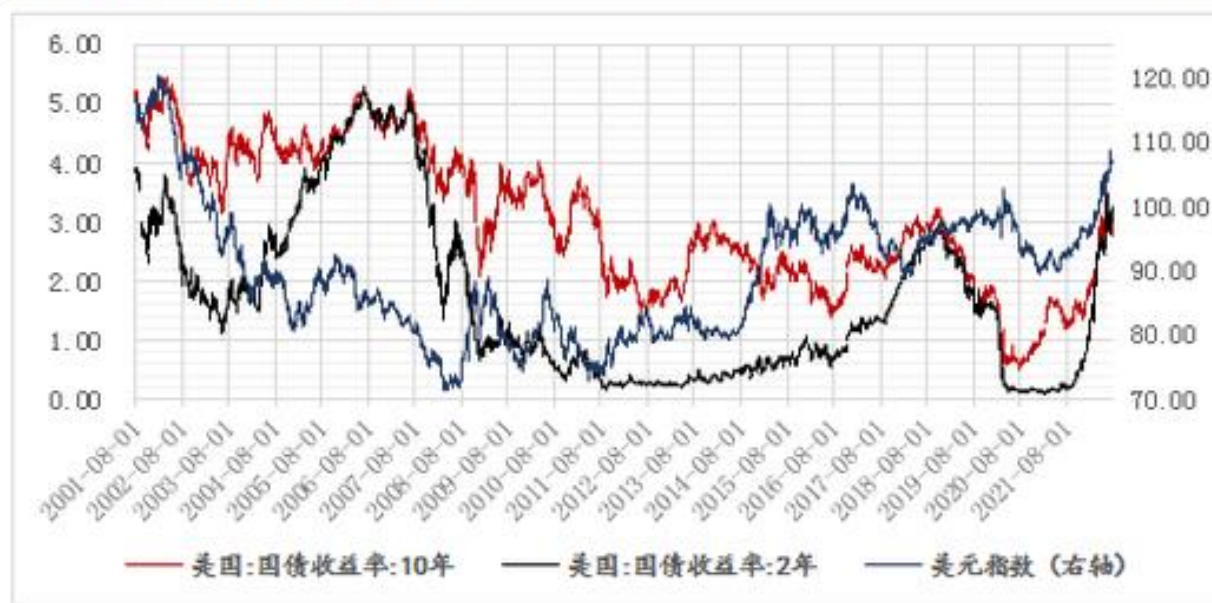
近期国际政局动荡，多国时局可能迎来更大不确定性。拜登拜访沙特阿拉伯，敦促沙特提高原油产量，但并未取得理想效果，国际能源供给受俄乌冲突影响短期内难以消除；英国首相约翰逊不堪国内压力宣布辞职，英国各党派相互撕咬，使得权力出现短暂真空，英首相继任者尚不明确，未来英国政策存在较大不确定性；法国总统马克龙涉嫌与优步签署“秘密协议”，陷入了舆论风暴，反对党趁机大肆攻击，法国内部矛盾再度升级；意大利总理德拉吉辞职，经济社会动荡，市场对意大利前景看衰。斯里兰卡国家破产，基本民生资源紧缺，总统出逃，总理维克勒马辛哈对当前局面表示无力。斯里兰卡可能只是众多发展中国家“暴雷”的第一个，近期孟加拉国也向 IMF 申请求助，市场担心更多发展中国家可能由经济风险上升为社会风险。

全球通胀引发加息潮，抑制世界经济增长。全球通胀高烧不退，截至

6月，土耳其、阿根廷、俄罗斯通胀率分别为78.62%、64%、15.9%；巴西和西班牙通胀率高于10%；美国、英为9.1%，欧元区为8.6%，墨西哥7.99%，印度7.01%。在此背景下，美欧等全球超过70个经济体采取加息措施以抑制通胀。7月美联储FOMC会议维持75个基点加息幅度，使得美联邦基准利率达到2.25%-2.5%，加息幅度创纪录；7月21日，欧央行宣布加息50个基点，为11年来首次加息，也是22年来最大加息幅度，并高出市场预期25个基点。加息会抑制投资和消费，从而限制经济复苏。现阶段，世界经济因饱受新冠疫情摧残和俄乌冲突冲击，早已脆弱不堪，全球因高通胀而被迫加息，很有可能以经济衰退拉低需求，进而抑制通胀，这样一种“惨烈”结局收场。美国二季度GDP环比为-0.9%，连续两个季度负增长，已进入“技术性衰退”；欧洲7月制造业PMI录得49.6，跌落荣枯线，且连续7个月下跌。美欧经济下行，使得全球总需求下降，拖累国际贸易萎缩。

图表 2: 美元指数和美债收益率

单位: %



数据来源: Wind, 植信投资研究院

加息引发全球金融条件收紧, 金融市场风声鹤唳。7月, 美债10年期-2年期收益率再次出现倒挂, 且持续超过三周, 目前尚无返正迹象。这种情况一方面反映了短端利率受美联储加息和加息预期影响快速上涨, 金融条件正在大幅收紧, 另一方面说明市场对长期经济预期悲观以至于长端利率(长久期)上升幅度落后于短端, 这两方面因素都对金融市场产生了较大冲击。美债收益率上行压低全球资产价格, 对未来经济前景预期悲观酝酿悲观情绪, 加速资产抛售, 可能进一步压低资产价格, 使得金融市场大幅震荡。全球主要经济体股市、债市继续大幅震荡波动。加息潮也可能引发债务违约。截止7月初, 美国联邦政府债务总额已高达30.56万亿美元, 欧盟27国政府债务合计超13万亿欧元, 全球债务总额2021年末超303万亿美元, 加息潮开启使得全球偿债压力骤然提升。目前已有个别经济体债务违约, 全球债务风险正在蔓延。美元指数继续上行, 非美货币汇率承

压，引发汇率风险。7月美元指数继续走高，中旬创下108.64近二十年来高点，非美货币均出现不同程度贬值。7月中旬欧元兑美元汇率盘中出现平价，创20年来新低，市场预期未来欧元还有进一步贬值空间。多数发展中国家货币兑美元也出现较大幅度贬值。部分欧洲和发展中国家受疫情影响，贸易盈余大幅下降，外汇储备积累有限，外部金融条件收紧导致资本外流叠加本币贬值，可能从汇率风险开始，引发债务风险，再引爆全面金融风险。

2. 美联储加息节奏的拐点可能已现

美东时间7月27日，美联储FOMC会议决议加息75BP。本次加息决议基本符合市场预期，美联储态度较市场预期偏鸽，承认经济出现放缓迹象，表示未来加息节奏将取决于经济数据，未来某一时间点可能放缓加息节奏。抑制通胀仍是美联储目前的首要目标，尽管经济增速的拐点已经出现，但美联储仍需要继续加息，以避免美国经济陷入滞胀，但加息幅度拐点可能在四季度到来，预计9月、11月、12月，美联储可能再分别加息75BP、50BP、25BP。

随着美国经济增长动能逐步减弱，稳增长在美联储进行货币政策决策考量时的权重可能逐渐增加。当前美国经济表现尚属平稳，主要得益于服务业消费恢复的支撑，除去转移支付以外的个人实际收入增速依然在1.5%以上，实际个人消费支出的增速仍在2%以上，6月的新增非农就业人数仍超过以往大部分未发生经济衰退时期的数值。美国经济可能可以承受一定

程度的下滑而不至于很快发生衰退。但原油价格的不确定性、核心通胀的高黏性、货币政策见效的滞后性等因素都将增加“软着陆”的难度，考验货币政策操作的精确性和灵活性。

美联储前瞻性指引的不确定性上升，决策高度依赖短期数据，因此还需重点观测未来每个月的通胀和就业数据，主要集中在两点：一是俄乌冲突演变下能源价格下降的趋势是否能够持续，二是美国就业数据是否出现明显恶化。6月中旬以来，原油价格出现了明显回调，自120美元/桶以上下降至97美元/桶，由于油价是6月CPI数据超预期的主要原因，预计7月CPI增速应当有所回落。欧洲、日本等其他发达经济体的需求继续回落，如果对于俄罗斯的制裁不出现新的变数，油价未来的上涨空间有限，美国CPI的增速拐点可能将会在7月-8月确立。后续CPI增速放缓的节奏则取决于核心服务消费的价格，需要关注美国服务消费还有多大回升空间，以及服务业工资的上涨情况。当前美国失业率处于历史低位，已连续四个月维持在3.6%，但劳动参与率也在低位徘徊，很多劳动者在新冠疫情后重返劳动岗位意愿降低，这意味着低失业率背后是就业总人口的减少。如果美国经济出现衰退，企业对未来预期转弱，用工需求下降，则失业率可能上

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_44677

