研究报告

疫情拐点未到　经济前景黯淡

——2020 年上半年国际经济金融形势分析及展望

摘要:

- 2020 年上半年，全球遭遇百年未有之大疫情，世界经济陷入百年未有之大衰退。
- 世界经济金融格局深度调整，呈现经济“三低”、金融“三高”、格局“三去”基本特征。三低，即低经济增长、低复工复产、低景气预期；三高，即货币宽松程度高、金融市场波幅高、新兴经济体债务负担高；三去，即去贸易全球化、去产业全球化、去科技全球化。
- 下半年，全球疫情震中走向多元，疫情形势预期悲观，叠加去全球化、债务风险、地缘政治风险等关键变量，全球经济前景趋黯淡，金融市场或将再次波动。

2020 年第 23 期

2020.07.24

研究团队
负责人：周月秋 樊志刚
执笔人：王小娥 杨晓龙 王晓娆 李成林
邮箱：
xiaoe.wang@icbc.com.cn

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行现代金融研究院所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

上半年，全球遭遇百年未有之大疫情，世界经济陷入百年未有之大衰退。下半年，叠加去全球化、债务风险、地缘政治风险，世界经济前景低迷。

一、上半年国际经济金融形势

今年以来，全球遭遇继 1918 年西班牙大流感以来最严重公共卫生危机，世界经济金融格局深度调整，呈现**经济“三低”、金融“三高”、格局“三去”**基本特征。

（一）经济“三低”：低增长、低复工复产、低景气预期

1.低增长：世界经济陷入百年未有之大衰退

疫情“大流行”引发国际公共卫生危机，全球供求遭受严重冲击，世界经济陷入衰退：**一是**特殊的形成机理，是 1870 年以来首次完全因疫情引发的全球经济衰退；**二是**波及范围广，90%以上国家陷入衰退，超过大萧条和两次世界大战时期，发达经济体、发展中经济体和新兴经济体同时陷入衰退；**三是**破坏程度严重，7000 万至 1 亿人陷入极端贫困。

主要经济体衰退。美国作为确诊和死亡病例最多的国家，1 季度经济增速降至-5%，结束历史上最长经济扩张周期，失业率飙升至历史高位；欧盟 27 国 1 季度增速降至-3.2%，遭遇有史以来最严重经济衰退；日本 GDP 连续两个季度负增长，陷入技术性衰退。2 季度，美欧迎来疫情“至暗时刻”，日本“三驾马车”跌幅扩大，预计 2 季度主要经济体衰退程度远超 1 季度。

2.低复工复产：经济恢复之路崎岖不平

3 月以来，得益于疫情防控的重要战略成果，中国率先在全球按下复工复产“重启键”、“快进键”。5 月份以来，美欧多国也试水“解封”，推动经济重启。但这些国家复工复产之路困难重重，一方面放松管制后，聚集性感染事件频发，疫情大幅反弹，多地不得已暂停经济重启计划；另一方面失业率居高不下，低收入阶层处境益发艰难，面临生存威胁。

全球经济综合恢复水平低，协同复苏难度大。一是商业航班恢复率不足 5

成。至6月30日，全球航班约12.6万架次/日，恢复率69.95%，其中商业航班约5.0万架次/日，恢复率仅48.13%。**二是**部分国家活动指数综合水平不足6成。根据谷歌活动指数监测，虽德法意三国恢复率接近90%，但英印巴三国恢复率不足6成。**三是**主要城市拥堵指数在6成左右徘徊。巴黎、伦敦和米兰分别为77%、57%和51%，纽约为39%，孟买不足三成（26%）。

表1 全球疫情主要城市拥堵指数

日期	柏林	巴黎	伦敦	米兰	纽约	圣保罗	孟买
6.01-6.07	93%	64%	52%	43%	44%	18%	32%
6.08-6.14	100%	81%	60%	56%	39%	37%	34%
6.15-6.21	99%	77%	52%	51%	38%	33%	21%
6.22-6.28	101%	76%	58%	48%	39%	34%	18%
6.29-6.30	108%	85%	62%	58%	36%	47%	23%
均值	100%	77%	57%	51%	39%	34%	26%

数据来源：TomTom公司

3.低景气预期：缓解后的持续性存疑

上半年全球制造业PMI三个特点：**一是连续5个月低于50%。**受企业停工停产、国际贸易萎缩、物流交通停摆、产业链中断等因素影响，全球制造业仍处下降通道。**二是降势缓解。**4月全球制造业PMI较3月大幅下降8.3个百分点至39.5%，跌至2008年全球金融危机以来最低点。随着解封复工，全球制造业PMI连续两个月环比上升（6月PMI 49.1%），说明经济在向好调整，**但持续性有待观察，**主要是不少国家解封经济活动并不具备疫情得到控制这一必要前提，解封后疫情快速反弹成为潜在威胁。**三是地区分化。**亚洲、非洲、欧洲6月制造业PMI均低于50%。美洲PMI回升至51.6%，美国制造业生产和市场需求回升是主要拉动力（PMI 52.6%）。但美国疫情大幅反弹使得多州被迫暂停重启计划，美国制造业恢复仍有较大不确定性。

表 2 全球主要国家和地区制造业 PMI

国家	6 月 PMI	5 月 PMI	4 月 PMI	3 月 PMI
美国	52.6	43.1	41.1	49.1
日本	40.1	38.4	41.9	44.2
德国	45.2	36.6	34.5	45.4
法国	52.3	40.6	31.5	43.2
意大利	47.5	45.4	31.1	40.3
西班牙	49	38.3	30.8	45.7
英国	50.1	40.7	32.6	47.8
俄罗斯	49.4	36. 2	31.3	47.5
巴西	51.6	38.3	36.0	48.4
印度	47.2	30.8	27.4	51.8
印尼	43.7	35.5	27.5	45.3
韩国	43.4	41.3	41.6	44.2
澳大利亚	51.5	41.6	35.8	53.7
中国	50.9	50.6	50.8	52.0

数据来源：IMF

（二）金融“三高”：货币宽松程度高、金融市场波幅高、新兴经济体债务负担高

1.货币宽松程度高：全球央行集体“放水”，超低利率时代来临

全球央行集体“放水”。面对经济衰退，各国央行普遍实施宽松货币政策，美联储重启无上限 QE 并将联邦基金目标利率降至 0-0.25%；欧央行额外增加 1200 亿欧元资产购买规模直至年底，紧急债券购买计划规模扩大至 1.35 万亿欧元；日本央行 ETF 购买额度提高 1 倍至 12 万亿日元，取消国债购入限额，商业票据和公司债购买上限增至 20 万亿日元。

超低利率时代来临。宽松货币政策带动全球低利率进一步向零利率、负利率迈进，多国开启新一轮降息周期，美英等国利率接近零，欧元区、日本、瑞士、瑞典、丹麦、匈牙利、挪威等国已实施负利率，全球低利率政策环境进一步深化、范围进一步扩大。**短期看，**低利率对经济有一定刺激作用；**长期看，**低利率扭曲价格信号，弱化利率政策传导效果；**同时，**美法德等国 10 年期国债

收益率持续下行，跌至负数。

表3 部分实施负利率政策经济体

经济体	利率	当前值（%）
欧元区	存款便利利率	-0.5
日本	政策目标利率	-0.1
瑞士	超额存款准备金利率	-0.75
瑞典	隔夜存款利率	-0.75
丹麦	央行存单利率	-0.6
匈牙利	隔夜存款利率	-0.05
挪威	超额存款准备金利率	-0.75

数据来源：Wind

2.金融市场波幅高：股市震荡，货币贬值，大宗商品价格波动

美股四次熔断，全球股市震荡。1季度，国际金融市场避险情绪升温，资金大幅流出股市，尤其美股10天内4次触发熔断机制，带动全球股市快速震荡下行。伦敦金融时报100指数、巴黎CAC40指数、法兰克福DAX指数分别下跌24.8%、26.46%和25%；日经225指数下跌20.04%。主要新兴经济体股指跌幅更深，俄罗斯RTS指数、巴西IBOVESPA指数、印度SENSEX指数分别下跌34.51%、36.86%、28.57%。**2季度**，随着亚洲和欧洲疫情逐步得到控制，主要经济体纷纷出台宽松财政货币政策，全球股市普遍反弹，主要股指反弹幅度接近或超过20%。

表 4 全球股市下跌后普遍反弹

	美国标普 500	金融时报 100	巴黎 CAC40	法兰克福 DAX
3 月末	2584.59	5671.96	4396.12	9935.84
较年初变化	↓-20.00%	↓-24.80%	↓-26.46%	↓-25.01%
6 月末	3100.29	6169.74	4935.99	12310.93
较 3 月末变化	↑19.95%	↑8.78%	↑12.28%	↑23.90%
	东京日经 225	俄罗斯 RTS	巴西 IBOVESPA	印度 SENSEX
3 月末	18917.01	1014.44	73019.80	29468.49
较年初变化	↓-20.04%	↓-34.51%	↓-36.86%	↓-28.57%
6 月末	22288.14	1212.63	95055.80	34915.80
较 3 月末变化	↑17.82%	↑19.54%	↑30.18%	↑18.49%

数据来源：Wind

需求紊乱，带动大宗商品价格波动。1 季度，疫情冲击下部分工业部门停摆，能源需求下降，油价承压走低。3 月初 OPEC+减产会议谈判失败，俄罗斯拒绝沙特每天减产 150 万桶提议，沙特启动价格战，宣布将未来产量提升至 1200 万桶/日水平，并大幅下调 4 月卖向亚洲和美洲的原油定价。国际油价当日暴跌 30%，随后一路下行，至 3 月末，布伦特原油较年初下跌 73.37%，WTI 原油下跌 66.46%。原油价格下跌引发金融市场恐慌，各类资产遭遇无差别抛售，黄金在 3 月 9 日-19 日期间暴跌 200 余点至 1470 美元/盎司低位，主要农产品和金属下跌 10%-20%。**2 季度**，亚洲和欧洲主要经济体逐步复工，原油需求预期改善，加上 OPEC+减产协议达成，推动油价大幅反弹。同时，避险情绪仍然存在，推动国际金价持续回升，主要金属价格也大幅回升。

表 5 全球大宗商品市场大幅波动

	布伦特原油（美元/桶）	WTI 原油（美元/桶）	金价（美元/盎司）	铜价（美元/吨）	铝价（美元/吨）
3 月末	17.85	20.48	1,608.95	4,797.00	1,602.00
较年初变化	↓-73.37%	↓-66.46%	↑5.64%	↓-22.08%	↓-17.28%
6 月末	41.85	39.27	1,768.10	6,038.00	1,489.00
较 3 月末变化	↑134.45%	↑91.75%	↑9.89%	↑25.87%	↑7.59%

数据来源：Wind

美元指数震荡，带动全球货币贬值。1季度，疫情叠加国际油价下跌触发美股暴跌，全球美元流动性趋紧，美元指数震荡上扬。3月23日一度升至102.4528，为2017年1月以来最高点。与之相对应，1季度主要经济体货币贬值，欧元、英镑分别贬值2.47%、6.1%；巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、南非兰特分别贬值28.01%、25.57%、26.93%。**2季度**，在美联储大规模流动性救助下，美元指数6月末报收97.3841，较3月末下跌1.6%，俄罗斯卢布显著回升11.12%，兰特、欧元分别升值3.76%、2.21%，但英镑、雷亚尔、卢比仍处贬值区间。

表6 美元指数高位震荡，其他货币汇率波动加大

	美元指数	欧元	英镑	日元
3月末	98.9636	1.0956	1.2403	108.0800
较年初变化	↑2.61%	↓-2.47%	↓-6.11%	↑0.76%
6月末	97.3841	1.1198	1.2359	107.5900
较3月末变化	↓-1.60%	↑2.21%	↓-0.35%	↑0.46%
	巴西雷亚尔	印度卢比	南非兰特	俄罗斯卢布
3月末	5.1981	75.3859	17.9822	77.7325
较年初变化	↓-22.47%	↓-5.45%	↓-21.91%	↓-20.36%
6月末	5.4754	75.5270	17.3312	69.9513
较3月末变化	↓-5.06%	↓-0.19%	↑3.76%	↑11.12%

数据来源：Wind

3.新兴经济体债务负担高："加杠杆"+"举外债"推高债务风险，疫情冲击削弱偿债能力

债务风险高企。新兴经济体处于1982年以来最严重债务危机的风口浪尖，债务规模高达71.1万亿美元。原因有二：**一是加杠杆。**全球金融危机以来，新兴经济体普遍实施宽松货币政策，杠杆率不断抬升，至2019年末，新兴经济体政府、企业、居民杠杆率分别为52.1%、98.8%、43.1%，较2008年分别上升21.1、43.8、23.4个百分点。**二是举外债。**由于国内资本相对匮乏，新兴经济体近年来持续对外举债，至2019年底，新兴经济体外债规模占GDP的比例升至32.6%，较2008年上升30个百分点。

偿债能力削弱。疫情对新兴经济体偿债能力产生较大冲击。**一是弱化偿债基础。**一方面，工业停摆、生产停滞，经济陷入衰退；另一方面，大规模财政刺激计划，加重公共债务负担。**二是加大外部融资难度。**受疫情蔓延、经济衰退影响，评级机构下调印度、南非、阿根廷等新兴经济体主权信用评级，新兴经济体融资难度加大、融资成本上升，借新还旧更加困难。**三是加大外部援助难度。**多个新兴经济体出现严重疫情，发达经济体自顾不暇，国际机构资金有限，难以从国际社会获取有效援助。随着2020年大量外债到期，新兴经济体债务危机到了“一触即发”的危险境地。

（三）格局“三去”：贸易、产业、科技去全球化

1.去贸易全球化：保护主义抬头

全球贸易加速萎缩。据WTO预测，2季度全球商品贸易增速-18.5%，降幅较1季度扩大15.5个百分点。欧美日等发达经济体对外贸易均出现深度下滑态势，欧盟27国4月对外商品贸易同比增速-25.55%，连续4个月下滑；美日5月对外商品贸易同比增速分别为-29.83%和-27.15%，分别较4月下降5.77和12.63个百分点。

贸易保护主义抬头。疫情加速去贸易全球化，保护主义再次抬头，主要经济体间贸易摩擦和壁垒明显增多。如美欧之间，先是美国拟对法国数字税开征报复性关税，随后德国因“北溪-2”项目再次被美国扩大制裁范围。目前德国正在推动欧盟对美采取反制措施，将增加美国进口关税作为备选制裁方案。

2.去产业全球化：产业链运行失常

全球产业链受重创。疫情全球泛滥，人员流动受限、物流交通受阻、企业停工停产，全球产业链无法正常运转。以高度全球化的汽车产业链为例，意大利疫情扩散导致汽车配件厂商（MTA）隔离，直接影响欧洲汽车产业链的正常运行，大众集团旗下多家工厂停产。

全球产业格局面临重塑。产业全球化收缩：**一是**各国提高产业链多元化，降低产业对外依赖程度。**二是**重新布局核心零部件生产基地，更加靠近消费地。**三是**推动海外制造业回流本土。如美国政府鼓励制造业回流，让企业“把工作

机会带回美国”；日本提出安排2200亿日元（约142亿人民币）用于资助日企回流；欧盟各国政府通过行政命令方式，指导企业推动特定产业本土化生产，确定关键产业范围，支持关键产业回流。

3.去科技全球化：技术之争愈演愈烈

疫情下凸显技术重要性。疫情之下，数字经济、数字服务表现出强大韧性，“非接触”经济快速发展，凸显技术对一国综合竞争力的重要程度。

技术之争成为中美博弈重要战场。今年以来，中美5G争夺战愈演愈烈，美国对中国高科技企业的制裁力度空前。5月15日，美国修改出口管制规定，严格限制华为使用美国的技术和软件设计、制造半导体芯片，宣布全面断供华为芯片；6月30日，美国宣布华为和中兴通讯成为“美国国家安全威胁”。发达国家去科技全球化趋势愈演愈烈。

二、全球经济金融形势展望

（一）疫情走势研判：震中多元，预期悲观

全球疫情蔓延态势及防控形势，是决定全球经济金融下半年走势的最关键变量。

从**当前形势**看，**疫情仍在加速扩散。**全球（除中国外）累计确诊、累计死亡、新增确诊持续环比增长。**震中走向多元。**北美、亚洲、南美、欧洲和非洲确诊病例分别占全球病例的30.2%、23.1%、22.4%、19.6%和4.6%，美巴印俄4国确诊病例合计占比超50%，南非疫情进入爆发阶段，连续多日新增破万。

从**未来趋势**看，全球形势预期悲观。**一是**疫情拐点未到，疫苗面世时间难料，疫情短期内难以消失，预计可能持续1-2年。**二是**新兴经济体更难。新兴经济体医疗水平相对较低、经济实力相对较弱，疫情防控时间会长于发达经济体。**三是**疫情二次传播风险加大。由于欧美发达经济体经济重启压力较大，二次传播潜在风险较高，如防控措施不到位，可能引发新一轮疫情爆发。

（二）全球经济走势研判：延续衰退态势

未来疫情形势预期悲观，叠加去全球化、债务风险、地缘政治风险等重要变量，全球经济前景趋黯淡，V型复苏概率不大，预计2020年全球GDP增速降至-5%左右。

2季度欧美日等**发达经济体**遭受疫情冲击严重，3、4季度虽呈现回升趋势，但全年负增长是大概率事件。**新兴经济体**（除中国外）处于疫情高峰期，经济韧性、防控措施、医疗水平方面均不足，预计经济低迷周期更长、衰退程度更深。

受持续停工停产、需求继续萎缩及贸易保护主义再次抬头等因素影响，预计**国际贸易**延续下滑态势；随着欧美逐步解封复工，预计部分国家**制造业**有所改善，但新兴市场经济体进入疫情高峰期，制造业大概率继续恶化。

（三）全球金融形势研判：金融市场或再次波动

股市仍有震荡回调可能。全球疫情走势预期悲观，市场信心谨慎敏感，股市震荡难以避免。

美元指数或将承压下行。美国在疫情“泥潭”中越陷越深，不排除资本外流可能，冲击美元国际避险资金地位，诱发美元指数下跌。

金价强势，油价维持震荡。一方面负利率资产规模或将扩大，叠加地缘政治风险高企，提振黄金避险属性，金价或将保持强势。另一方面受OPEC+减产、地缘政治冲突、美国页岩油供给等因素共同影响，油价或将维持震荡。

新兴经济体爆发债务危机的可能性加大。随着大量外债到期，在偿债能力明显不足的背景下，爆发债务危机的可能性上升。