

研究报告

2020 年第 5 期

2020.04.16

研究团队：

殷红 郭可为 张静文

邱牧远 蒋琦

邮箱：

guokewei@icbc.com.cn

疫情全球蔓延 世界经济堪忧

——2020 年一季度国际宏观经济金融走势回顾及展望

摘要：

- 新冠疫情对世界经济的影响主要体现在：一是全球经济陷入衰退的概率大增。二是全球宏观政策宽松化。三是全球金融市场巨幅震荡常态化。四是全球产业链断裂风险抬升。
- 全球主要经济体中，美国经济形势堪忧，年内衰退风险增大。欧洲疫情冲击严重，债务风险有所抬头。疫情导致奥运延期，令日本经济雪上加霜。印度、巴西、俄罗斯等国家下行压力增加，未来面临多重风险。
- 金融市场方面，美元指数震荡上扬，新兴市场汇率暴跌。美股引领全球股市震荡下行。油价暴跌金价企稳，商品走势分化加剧。债券收益率下降，未来仍有下行空间。

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。

2020 年一季度，随着新冠肺炎疫情不断蔓延，全球经济下行风险加大，金融市场巨幅震荡，产业链受到冲击，各经济体积极出台刺激方案应对疫情带来的经济及金融风险。

一、全球经济走势及预测

（一）全球经济总体形势

新冠疫情对全球经济造成的影响主要体现在以下几个方面。

一是全球经济陷入衰退的概率大增。疫情影响下，全球需求和供应受到严重影响，物流和国际贸易出现停滞，PMI 全面滑坡、失业率大幅上升。据 IMF 的最新预测，今年全球国内生产总值将出现 3% 的负增长，除印度和中国外，主要经济体经济增速将为负值（详见表 1）。

二是全球宏观政策宽松化。美国出台 2 万亿美元的财政刺激方案，美联储推出零利率加无限量 QE 的宽松政策，欧洲、日本等均不断推出宽松举措以应对疫情的巨大冲击。

三是全球金融市场巨幅震荡常态化。全球疫情加速扩散引发恐慌情绪，美元指数突破 100 大关；全球主要股指大幅下跌，标普 500 指数多次熔断；黄金震荡走强，原油价格大幅下跌；美国国债收益率突破历史低点。

四是全球产业链断裂风险抬升。中国、德国、日本、韩国、意大利等均是出口大国，由于防控疫情造成的停工减产及物流中断，对电子、机械设备等行业的全球供应链产生较大冲击。

表 1 全球和主要经济体经济增长率

	2019Q3	2019Q4	2019	2020	2021
美国	2.1	2.1	2.3	-5.9	4.7
中国	6.0	6.0	6.1	1.2	9.2
欧元区	1.3	1.0	1.2	-7.5	4.7
日本	0.1	-7.1	0.7	-5.2	3.0
德国	0.6	0.5	0.6	-7.0	5.2
英国	1.3	1.1	1.4	-6.5	4.0



印度	5.1	4.7	5.8	1.9	7.4
巴西	1.2	1.7	0.8	-5.3	2.9
俄罗斯	1.5	2.1	1.1	-5.5	3.5
全球			2.9	-3.0	5.8

数据来源：wind，IMF。

注：黄色为预测数据。

(二) 主要经济体经济走势分析与展望

1. 美国经济形势堪忧，年内衰退风险增大

2020年一季度，受疫情冲击，就业、消费、制造业 PMI 等重磅数据显示，美国经济形势已急剧恶化。其一，失业人数创历史记录。3月失业率由前值 3.5% 上涨至 4.4%，创下 1975 年 1 月以来的最大单月增幅。与此同时，3月非农就业人口减少 70.1 万，大幅低于预期下降 10 万与前值增长 27.3 万。美国 3 月 16 日与 29 日两周初请失业金人数之和为 996 万人。其二，消费受到重创。3 月，美国密歇根大学消费者信心指数从 2 月的 101.0 降至 89.1，为 2016 年 10 月以来最低，也是自 2008 年 10 月以来的最大单月跌幅。3 月 28 日和 4 月 4 日的 ICSC- 高盛连锁店销售指数连续大幅下降，分别为 -6.7% 和 -16%。其三，制造业低迷。3 月美国制造业 PMI 由 2 月 50.1 下降至 49.1，跌至 50 荣枯线以下。此外，最新的非制造业 PMI、出口、通胀等数据也不容乐观。美国 3 月 ISM 非制造业指数为 52.5，创下 2008 年来的单月最大降幅；2 月美国出口下降 0.45%；美国 2 月 PPI 月率为 -0.6%，创下 2015 年 1 月以来最低水平。

展望 2020 年，美国经济衰退风险显著增大。目前美国经济和企业盈利数据仍未完全反映疫情的冲击，未来将持续对美国消费为主导的经济活动造成巨大负面影响。一是失业率会大幅飙升。特朗普已将隔离措施延长至 4 月底，大部分联邦州都在实施“禁足令”，美国就业数据后续将出现更大幅度的恶化。预计美国二季度失业率将升至 10% 以上。失业率飙升通常与经济衰退如影相随。二是企业债务高企有可能加剧衰退风险。2019 年底，美国非金融企业的总体杠杆率达到 75%，已经超过 2008 年金融危机之前的水平。如果疫情引发需求和供给的

同步收缩，将使债务违约风险大幅上升，令美国经济雪上加霜。不过，特朗普政府已经出台了数额高达 2 万亿美元的财政刺激计划，其规模相当于美国 GDP 的 10% 左右。美联储也将利率降至零下限，并推行无限量 QE 政策，为市场注入大量资金，防止金融危机全面爆发。这些应对举措，应该有助于减轻新冠疫情引发的经济破坏，并且有望为更加迅速的回暖奠定基础。

2. 欧洲疫情冲击严重，债务风险加大

作为新冠疫情重灾区，受疫情全面冲击，**欧洲经济继续呈现低迷态势**。一是**市场表现疲软**。欧元区由于对应新冠疫情的封锁措施，商店、餐馆、工厂等纷纷暂时关闭，市场活动停滞，3 月 Markit 综合 PMI29.7，制造业 PMI44.5，创下近年来新低纪录。德国因新冠疫情影响，服务业企业活动出现了史无前例的下降，服务业 PMI 为 31.7。意大利受疫情影响最为严重，3 月服务业 PMI 仅为 17.4。二是**通缩压力加大**。欧元区通胀在 3 月份显著放缓，3 月末 CPI 初值为 0.7%，低于预期 0.8%，前值 1.2%。油价大幅下跌成为通胀水平下降的主因。三是**失业人数增多**。2020 年 2 月，欧元区失业率为 7.3%，为 2008 年 7 月以来新低纪录。然而新冠疫情对就业市场向好产生巨大挑战，如欧洲汽车工业协会预计，受疫情影响，未来欧洲汽车行业可能会有 1400 万工人失业。

展望未来，欧洲受疫情冲击严重，欧洲经济走势将取决于疫情在未来的受控程度。法国、德国虽受疫情影响较重，但经济韧劲犹存。而意大利、西班牙及南欧国家经济基本面不佳，债务率较高，受到疫情的强烈冲击后，存在较高的债务违约风险。特别是意大利预计债务占 GDP 比重将达 145%，远超欧盟规定的 60% 上限，而疫情之下意大利还面临较大的 GDP 萎缩风险，故偿还债务与付息压力巨大。为了应对疫情带来的巨大冲击，欧洲央行公布了总额高达 8700 亿欧元的紧急资产购买计划，欧盟成员国财长批准了一项价值 5400 亿欧元的一揽子抗议救助计划。此外，欧洲各国也纷纷加码经济刺激计划以应对疫情造成的不利影响。

3. 樱花黯淡奥运延期，日本经济雪上加霜

2020 年一季度，新冠肺炎疫情首先在钻石公主号油轮爆发，继而蔓延全国，



原定于今年举行的东京奥运会也因此推迟到 2021 年。疫情对日本生产、消费、贸易带来全面冲击。一是**出口继续萎缩**。1-2 月，日本出口增速分别为-3.01%和-5.15%，延续了去年以来的下跌态势。从产品类别看，汽车出口下降明显，电子零部件出口有所回升；从地区看，对美国的出口迅速下降，仅汽车一项就下跌了近 30%；二是**通缩压力较大**。1-2 月，日本核心 CPI 同比增速分别为 0.8%和 0.6%，虽然较去年下半年的有所回升，但仍处于通缩区间，若剔除消费税上调的影响，核心 CPI 实际增幅更低；三是**旅游业断崖式下跌**。每年的 3-5 月樱花盛开期间，日本都会吸引大量境外游客，带来“樱花经济”。今年 2 月，疫情导致入境游客数暴跌 58%，创 2011 年大地震以来最大跌幅，樱花季商业利润预计同比削减 40%。四是**制造业下滑**。1-2 月，日本制造业和采矿业生产指数同比增速-2.28%和-4.7%，制造业 PMI44.8，进入衰退区间。

展望未来，为了应对可能发生的经济衰退，日本政府将采取规模空前的经济刺激计划，在**货币政策方面**，日本央行将继续采取增加 ETF 购买额度的方式，为市场注入资金，同时可能进一步下调负利率。在**财政政策方面**，日本内阁会议 4 月 7 日通过史上最大规模经济刺激计划，总额达 108 万亿日元。但由于长期实施超宽松的货币和财政政策，刺激政策对经济的提振作用已不大，且政府债台高筑限制其进一步宽松的能力，政策效果尚需观察。

4. 新兴市场下行压力增加，未来警惕多重风险

随着新冠疫情在全球蔓延，新兴市场国内经济下行压力大增。制造业方面，疫情叠加春节因素导致 2 月中国制造业 PMI 仅为 35.7。进入 3 月后，除了中国与印度外，金砖国家制造业 PMI 普遍低于荣枯线；与此同时，疫情导致各国服务业增长普遍乏力。2020 年 3 月，印度、中国、巴西、俄罗斯、南非服务业 PMI 分别为 50.6、43、34.5、37.1 和 44.5，除印度外，均大幅低于荣枯线水平。

新冠疫情蔓延进一步带动全球经济下行，导致 1 季度新兴市场出口普遍呈现负增长。2020 年 2 月，中国、印度、俄罗斯、巴西、南非出口同比的三个月平均值分别为-5.65%、-0.092%、-7.1%、-7.85%和 8.7%。除南非外，均呈现负增长。

物价方面，1 季度主要新兴市场国家通货膨胀普遍下行。2020 年 2 月，巴西、

俄罗斯、印度和中国 CPI 同比增速分别为4.01%、2.3%、6.58%和5.2%，较1月分别下降0.18、0.1、2.26和0.2个百分点。尽管如此，目前印度通胀受经济下行影响依然居高不下，已经连续5个月超过印度央行4%的通胀目标。

展望未来，疫情的全球蔓延和逆全球化思潮泛滥，将使新兴市场经济下行压力持续增大，建议重点关注以下三个风险。第一，关注疫情对各国实体经济的负面冲击。伊朗、土耳其、巴西等新兴国家确诊人数均已过万并呈持续增长态势，对各国经济和全球产业链带来的影响不容小觑；第二，关注欧佩克与俄罗斯的原油减产谈判。目前，沙特和俄罗斯等国就原油减产协议达成初步意向提振油价复苏，但据高盛估计，新冠疫情将导致2020年上半年的原油需求降低210万桶，将对石油出口国收入产生较大影响；第三，关注金融市场“美元荒”情况。自3月初以来，美国股市暴跌引发全球金融市场震荡，新兴市场货币剧烈贬值。目前，市场情绪依然较为敏感。应警惕大规模资本外流给新兴国家金融市场带来进一步冲击。

二、全球金融市场走势

（一）美元指数震荡上扬，新兴市场汇率暴跌

2020年1季度，新冠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24日，美元指数一度升至102.4528，为2017年1月以来的最高水平。截至2020年3月31日，美元指数报收99.0275，较年初上涨2.67%。与此相对，各发达国家汇率贬值。截至2020年3月31日，日元兑美元报收107.46，较年初贬值1.81%；欧元兑美元报收1.1034，贬值1.78%；英镑兑美元报收1.2416，贬值6.01%。

新兴市场货币贬值更为剧烈。截至2020年3月31日，巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、南非兰特、墨西哥比索一季度贬值超过20%，分别较年初贬值28.01%、25.57%、26.93%、28.74%。

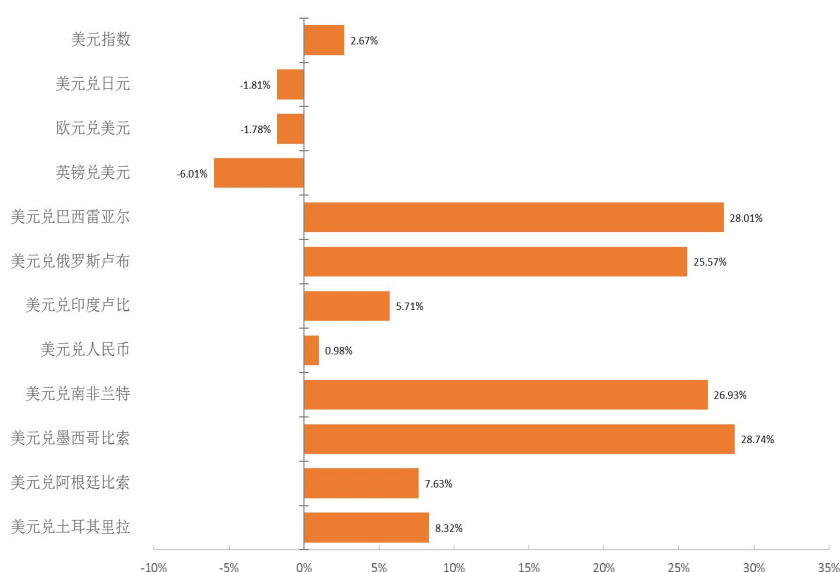


图1 主要国家汇率走势（2020年1月1日至2020年3月31日）

短期来看，预计疫情影响下全球“美元荒”仍将持续一段时间，美元将继续保持强势。主要发达国家汇率仍会小幅贬值，需要特别警惕资本流动给新兴国家汇率带来的冲击；中长期看，美国及其他发达国家持续的宽松货币政策导致全球美元泛滥局面加剧，“美元荒”结束后美元指数将呈现下行趋势。

（二）美股引领全球股市震荡下行

由于新冠疫情冲击叠加 OPEC+石油减产谈判破裂，国际金融市场避险情绪浓烈，资金大幅流出股市、流向更加安全的投资领域，导致一季度全球股市普遍下跌。主要发达经济体股市中，美国道琼斯工业平均指数、标准普尔指数和纳斯达克指数分别下跌 23.2%、20%、14.18%，其中标普 500 指数两周内 4 次触发熔断机制；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 指数则分别下跌 38.12%、35.46%、31.06%。

展望未来，疫情将继续成为影响股市的主要因素。疫情持续时间越长，全球经济受到的冲击就将越大，股市或将不断下行探底。而世界各国采取积极的

财政和货币政策会改善市场风险偏好，对拉动股市反弹有一定作用。整体来看，全球经济衰退风险较大，市场信心偏谨慎敏感，股市仍有可能进一步震荡回调。

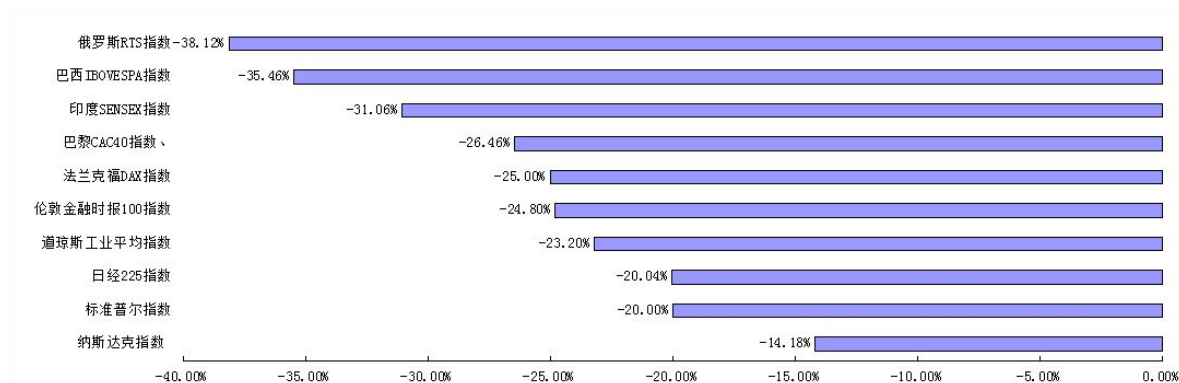


图2 全球主要股指涨跌情况（2020年1月1日至2020年3月31日）

（三）油价暴跌金价企稳，商品走势分化加剧

一季度，大宗商品市场整体承压，油价在“腰斩”后仍持续下行，黄金价格经历V型反转后企稳，农产品价格略降。

年初以来，新冠肺炎疫情冲击各国实体经济，造成部分工业部门停摆，能源需求下降，油价承压走低，价格位于50-60美元/桶区间。3月初，OPEC减产会议谈判失败，俄罗斯拒绝了沙特每天减产150万桶提议，沙特启动价格战，不仅发声将未来产量提升至1200万桶/日水平，还将4月卖向亚洲和美洲的原油定价大幅下调。国际油价当日暴跌30%，随后一路下行，截至3月31日，布伦特原油收于27.14美元/桶，较1月1日下跌-59.94%，WTI原油收于25.28美元每桶，较1月1日下跌-57.09%。

原油价格的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/盎司的近期低位，主要农产品和金属都有10%-20%的跌幅。随着恐慌情绪的稳定，国际金价企稳回升，3月31日收至1614.4美元/盎司，较1月1日上涨6.94%。

展望未来，大宗商品走势将呈现分化趋势。一是国际油价持续低位运行，



整体呈前低后稳态势。首先，疫后经济恢复可能推动油价回暖；其次，沙特增产不具有可持续性。沙特 40% 的 GDP 和 80% 的财政收入来自石油产业，油价过低将伤害其经济；第三，页岩油成本对油价形成底部支撑。全年油价中枢或将位于 45-55 美元/桶区间。二是黄金短期将承压。随着全球经济衰退的迹象愈发明显，各国可能进一步加大经济刺激力度，对黄金造成短期压力，但从长期来看金价依然有上升空间。三是农产品价格将上涨。近期已有部分国家出台了粮食出口禁令，在全球疫情尚未得到有效控制之前，预计农产品价格将呈上涨趋势。

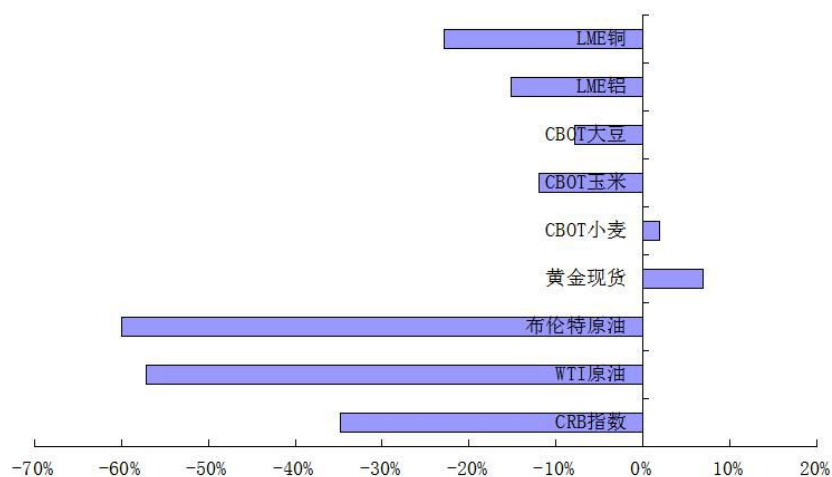


图3 2020年1季度大宗商品价格涨跌幅（2020年1月1日至2020年3月31日）

（四）债券收益率下降，未来仍有下行空间

疫情推动全球主要国家 10 年期国债收益率下降。截至 3 月 31 日，美国、英国、法国、德国 10 年期国债收益率分别为 0.75%、0.38%、0.18% 和 -0.38%，较年初分别下降 1.13、0.49、0.81、2.28 个百分点。3 月以来，美元流动性极度紧张，国债也被大量抛售，国债收益率出现反弹，此后，美联储出台一系列宽松政策加大美元流动性供应，美国国债收益率逐渐企稳。展望未来，美国国债

收益率将仍存在下行空间。

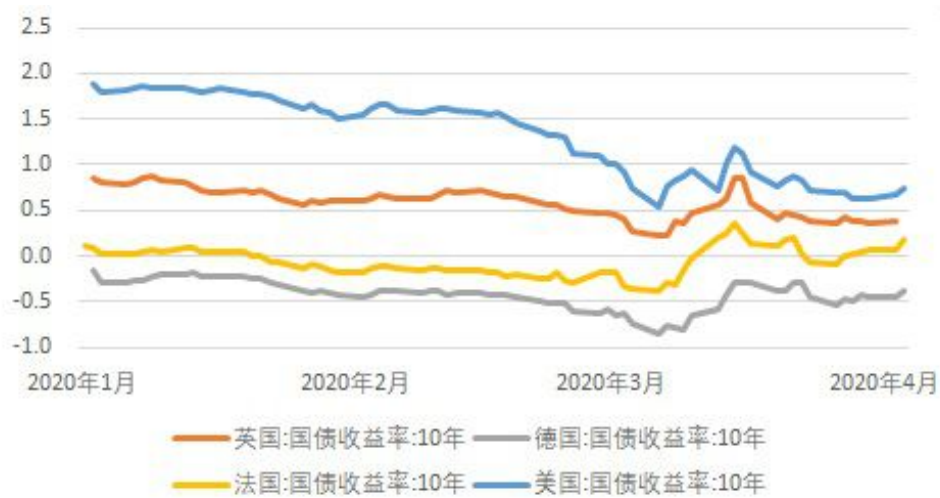


图4 各国10年期国债收益率走势图