

全球宏观经济季度报告

专题：美国 欧洲 日本 金砖国家 中国 东盟与韩国

金融市场 大宗商品 外贸

撰稿人 张 斌 杨子荣 陆 婷

冯维江 熊爱宗 徐奇渊

杨盼盼 常殊昱 栾 稀

陈 博 顾 弦 崔晓敏

熊婉婷

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

《全球宏观经济季度报告》由中国社会科学院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究室为您提供。

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

顾问	张宇燕			
首席专家	张 斌		姚枝仲	
团队成员	曹永福	美国经济	杨子荣	美国经济
	陆 婷	欧洲经济	冯维江	日本经济
	熊爱宗	金砖国家	徐奇渊	中国经济
	杨盼盼	东盟与韩国	常殊昱	国际金融
	栾 稀	国际金融	李远芳	国际金融
	肖立晟	国际金融	陈 博	大宗商品
	顾 弦	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	金融政策
	王 地	宏观经济	李佳欣	科研助理

联系人：李佳欣

邮箱：iwepceem@163.com

电话：(86)10-8519 5775

通讯地址：北京建国门内大街 5 号 1543 房间（邮政编码：100732）

免责声明：

版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究组所有，未经本研究组许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，本研究组保留法律追责权。

目录

美国经济：或已陷入衰退 1

2020年1季度美国或已陷入衰退，制造业PMI再回萎缩区间，服务业PMI出现历史性暴跌，经济景气快速下行。分项来看，美国消费出现回落迹象；企业投资和出口增速大幅下滑；通货膨胀率显著低于2%的目标；劳动力市场初次申请失业金人数暴增，失业率飙升，生产和商业活动大范围中断。为应对经济衰退压力和金融危机风险，美国财政政策和货币政策空前发力，2季度经济将出现深度衰退，经济衰退时长首要看疫情扩散程度和拐点何时到来。

欧洲经济：疫情影响显现，经济活动萎缩 7

受不断蔓延的新冠疫情影响，欧元区1季度多项经济指标表现疲软。3月欧元区综合PMI骤降至有记录以来的最低水平，多国服务业和制造业活动因“禁足令”和外部需求疲弱而严重受阻，大量企业停工，失业率上升风险扩大，居民消费信心与企业投资信心大幅下挫，贸易活动放缓。叠加油价下跌的影响，欧元区3月通胀显著下行。由于目前疫情拐点尚未出现，严厉的疫情防控措施还将持续，并在未来数月进一步使经济瘫痪，欧元区经济大概率将在2季度陷入衰退。

日本经济：新冠肺炎疫情冲击加剧负增长 15

2020年第1季度，受新冠肺炎疫情冲击，日本经济增速大幅下降。制造业PMI较上季度再次下降1.4至47.1，连续5个季度处于荣枯线下方，表明市场收缩态势持续且加剧；服务业PMI较上季度大幅下降5.9至43.9。从月度数据看，3月制造业PMI由上月47.8下降至44.8，服务业PMI更是由上月46.8骤然下降至33.8，双双降至国际金融危机结束以来最低值。2020年1月，季调有效求人倍率均值1.49，较2019年第3季度和第4季度的1.59的1.57都有明显下降；虽然岗位需求仍然多于求职人数，但岗位数大幅收缩的势头显现。2020年第1季度，日本消费和投资增速均存在较严重的负增长。投资各领域中，房地产开发投资同比负增较之前扩大。机械设备相关投资增长率也存在较严重的负增长。日本银行发布的货币政策会议表示“鉴于新的传染病的蔓延，加强货币宽松的力度”。受疫情造成的恐慌影响，股票市场指数大跌。2020年第1季度末日经225指数较2019年第4季度末下跌18%至19389点，为2017年第2季度末以来的最低季度末值。消费物价增速略有上升，但仍较低。2020年第1季度，日本自中国进口同比负增幅度明显扩大。对全世界及对中国FDI同比增长率均大幅下滑并出现负增长。预计2020年第1季度日本实际GDP季调环比折年率-18%。第2季度外部环境或有所恢复，但日本国内疫情不容乐观，或将进一步恶化经济走势。在包括财政、税收和货币在内的经济刺激政策对冲下，经济增长率在此前两个季度大幅下降的基础之上，环比可能实现小幅正增长，预计第2季度实际GDP季调环比折年率1%。

金砖国家经济：疫情负面影响逐步显现 23

1 季度新冠肺炎疫情对金砖国家的经济影响逐步显现，并可能在随后几个季度造成更大冲击。受此影响，预计俄罗斯、巴西、南非在 2020 年经济出现停滞，甚至出现负增长，印度经济增速也将出现较大幅度下滑。为应对疫情冲击，各国均实施了积极的财政政策和货币政策。但由于政策空间不同，各国刺激力度略有差异。随着疫情的发展，各国财政政策可能会进一步发力，但财政风险也可能随之上升。各国央行在疫情初期反应迅速，基准利率大都已降至历史低位，且在疫情初期反应迅速，未来仍有进一步降息和采取其他支持行动的可能。

中国经济：政策的力度和目标 29

在制订 2020 年中国经济增速目标时，一方面要发挥主观能动性、尽量缓解疫情对中国经济的冲击；另一方面，也要实事求是地评估约束条件，从全局、长远出发，制订切合实际的年度经济工作目标。目前来看，在政策合理发力、后 3 季度经济增速达到 2019 年同期增长水平的情形下，全年经济增速可望达到 2.5%-3.5% 区间。在这一区间内，既可采取措施应对冲击又能避免过度反应，维持后续就业稳定，保证经济社会平稳运转，同时避免加剧中长期结构失衡。此外，由于当前疫情还在全球扩散蔓延，不确定性仍大。如果外部经济环境变化超出预期，经济增速目标宜根据实际情况再进行必要调整。

东盟韩国经济：复苏被疫情中断，经济快速下行 35

2020 年第 1 季度，东盟和韩国经济的复苏态势在 3 月因新冠疫情的蔓延被打破。截至四月初，东盟疫情在近期仍有加剧之势，韩国疫情爆发峰值已过。疫情首先冲击金融市场，本区主要股指和本币对美元汇率今年以来大幅下跌，多国股指及汇率双位数下跌。下跌主要出现在疫情扩散至全球后，反映全球资产价格与美国的联动，避险需求带来美元荒。新公布的 3 月 PMI 数据显示区内经济体景气程度在 3 月剧烈下降。东盟整体的制造业 PMI 大幅下降至 43.4，较上月下降 6.8，较上年末下降 6.3。韩国的 PMI 今年以来持续下跌，3 月为 44.2，较上年末下降 5.9。从国别景气程度差异来看，这次不同于此前外部冲击，疫情冲击主要影响内需为主和区内中低收入的国家，原因在于：一方面，由于社交距离的限制，疫情对于内需的短期冲击很大；另一方面，中低收入国家在疫情应对能力方面可能不足，这将加剧信心冲击。各国纷纷出台宽松货币和财政政策应对疫情冲击，但其主要目标是纾困而非刺激。受内需、价值链、金融市场和疫情加剧等多方不利影响，各国经济 2020 年增速不乐观，多国可能出现全年负增长。

全球金融市场专题：动荡开年 43

2020 年第 1 季度，全球金融市场动荡开年。2 月，受新冠疫情影响，金融市场避险情绪上升。3 月，疫情海外蔓延叠加油价暴跌，美国高收益债违约风险上升，美股暴跌，引发强制平仓和赎回挤兑，美元流动性危机暴发。汇率方面，外汇市场美元需求上升，美元指数上升，其他多数国家汇率贬值。风险资产方面，美股 3 月内发生四次熔断，多国股市暴跌，A 股波动最小。多国央行降息，货币市场利率下降。无风险资产方面，避险情绪本导致国债收益率大幅下

行，但美元流动性危机暴发使得避险资产也被抛售，多国长期国债收益率反弹，其中已陷入负利率并且未进一步降息的日本、欧元区国家国债收益率反弹幅度较大。截至1季度末，在美联储大规模流动性救助下，美元市场流动性压力有所缓解，但金融机构流动性风险仍处在较高水平，如果疫情蔓延加剧、持续时间较长，美国企业债务风险仍会暴露，美股仍有下跌风险。个别外债依存度较高的新兴经济体可能爆发外债危机和货币危机；因内债风险上升，各国均需注意小规模银行危机。

大宗商品市场专题：新冠冲击需求，但市场逐步从恐慌中恢复 57

2020年1季度，大宗商品价格剧烈下跌。其中，石油价格下跌70%以上，季度均价下跌近20%；有色金属也大幅跳水，铁矿石震荡下行；农产品涨跌不一，部分必需品价格有上涨压力。新冠对几乎所有大宗商品均产生巨大影响，但石油等品种由于悲观情绪已经过度透支，目前开始出现反弹，且价格联盟有动力通过减产抬升价格。预计在新冠疫情2季度逐步得到控制的情况下，全球大宗商品价格波动将逐步收敛，并寻找新的价格均衡区间。

外贸专题：新冠疫情重创中国对外贸易 67

2020年1季度，中国出口（美元）同比增速为-13.3%，较上季度下降15.3个百分点；进口同比增速为-2.9%，较上季度下降6.2个百分点；货物贸易顺差总额为132亿美元，较去年同期下降597亿美元。进、出口增速齐降主要由于1-2月新冠肺炎疫情冲击下国内生产和商品交易大面积中断。进口增速下降幅度低于出口，这是由于去年同期进口基数较低，捐赠物资和食品进口增长，以及疫情冲击前采购的大宗商品及原材料到港等方面因素的反向作用。3月随着国内加速复工复产，进、出口增速较1-2月明显好转，但同比依然是负增长。1-2月，服务贸易逆差为326亿美元，同比下降108亿美元。考虑到2月底以来，疫情先后在日韩、欧洲、美国及其他新兴市场国家暴发，且目前仍未得到有效控制，预计疫情可能使得2020年中国出口的外部需求急剧恶化和进口中间品供应中断风险增加，进而拖累外贸增长。

政策专题：应对疫情经济冲击的各国政策与借鉴 77

随着新冠疫情在全球蔓延，各国纷纷采取各种类别的措施应对疫情对经济可能带来的冲击和影响。G20首脑临时峰会召开，各国宣布将经由财政政策、各类经济措施和担保计划，向全球经济注入5万亿美元应对疫情冲击的负面影响。各国应对疫情的经济政策、具体手段、规模不尽相同。当前，对于应对疫情的经济政策选择也有较多讨论。政策应对不足和准备不充分，可能成为疫情冲击下的一个新的风险点。因此，有必要观察和总结各国政策应对思路，总结国际经验，探索可供借鉴的政策思路。

图表目录

图表 1	美国制造业和服务业 PMI	1
图表 2	美国个人消费支出与消费者信心指数	2
图表 3	美国私人投资与投资者信心指数	3
图表 4	美国对外贸易	3
图表 5	美国劳动力市场	4
图表 6	美国通货膨胀	4
图表 7	PMI 下跌创纪录	8
图表 8	通胀显著放缓	9
图表 9	失业率上升风险扩大	9
图表 10	消费者信心骤降	10
图表 11	企业投资信心下跌	11
图表 12	贸易活动放缓	12
图表 13	日本 PMI 显著下跌	16
图表 14	日本消费和投资大幅下滑	17
图表 15	进出口同比仍为负增长	17
图表 16	日本东京日经 225 指数大跌	19
图表 17	日元小幅贬值	19
图表 18	日本自中国进口同比增速大跌	20
图表 19	日本对外直接投资增长率大幅下跌	21
图表 20	日本季调实际 GDP 环比折年率	22
图表 21	中国与金砖国家贸易情况	27
图表 22	金砖国家数据概览	28
图表 23	实现全年增速 5.6% 的三种情景	32
图表 24	根据 3%-3.5% 的目标区间, 倒推 1 季度增速可容忍范围	32
图表 25	3 月末 (3 月 24 日) 区内国家主要股票指数相对于年初的变动	36
图表 26	3 月末 (3 月 24 日) 区内国家货币对美元汇率相对于年初的变动	37

图表 27	东盟六国与韩国的制造业 PMI 月度值.....	38
图表 28	东盟六国与韩国宏观经济数据概览.....	41
图表 29	全球金融市场主要指标变动.....	44
图表 30	全球金融市场风险状况图.....	44
图表 31	主要发达和新兴经济体汇率走势一览.....	45
图表 32	全球主要发达与新兴经济体股市走势一览.....	46
图表 33	全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览.....	47
图表 34	全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览.....	48
图表 35	银行代客收付款分项结构.....	50
图表 36	银行代客收付款与结售汇顺差差额.....	52
图表 37	银行代客远期结售汇签约差额.....	52
图表 38	银行代客远期结售汇展期.....	52
图表 39	外币公司债季度发债额度与频率.....	53
图表 40	1 季度大宗商品价格显著下跌.....	59
图表 41	大宗商品价格显著下跌.....	59
图表 42	1 季度石油价格跌幅超过 70%.....	59
图表 43	1 季度 OPEC 仍持续减产，但 3 月价格战计划增产.....	59
图表 44	1 季度美国商业库存快速增长.....	60
图表 45	美国原油进口需求持续下滑.....	60
图表 46	美国活跃原油钻井数走低.....	60
图表 47	2019 年底欧洲需求已开始萎缩.....	60
图表 48	铜矿砂及其精矿进口价格上扬.....	62
图表 49	钢材、铁矿砂及其精矿进口价格悉数上涨.....	62
图表 50	LME 铜铝价大幅跳水.....	62
图表 51	国际铁矿石价格震荡下行.....	62
图表 52	国内农产品现货价格全线上涨.....	63
图表 53	国内农产品现货价格全线上涨.....	63

图表 54	预估 1 季度全球贸易增速下行	68
图表 55	中国出口增速的地区和产品分布	69
图表 56	预计受疫情冲击 1 季度外需将明显下滑	70
图表 57	预计受疫情影响 1 季度中国出口产品市场份额也将下调	71
图表 58	中国进口增速的地区分布（单位：%）	72
图表 59	中国进口增速的贸易方式和产品分布	73
图表 60	中国货物贸易顺差及服务贸易逆差	74
图表 61	全球及主要经济体制造业 PMI	75
图表 62	中国外贸数据概览	76
图表 63	G20 国家应对疫情影响政策一览	78
图表 64	G20 财政政策承诺规模	79

美国经济：或已陷入衰退

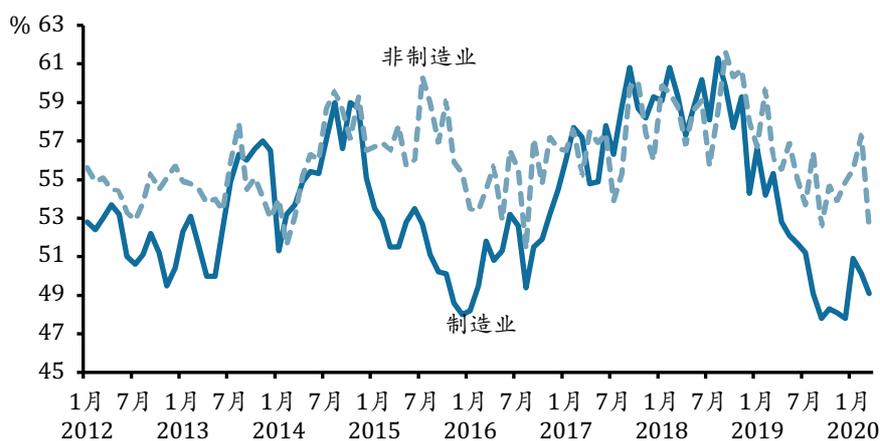
2020 年 1 季度美国或已陷入衰退，制造业 PMI 再回萎缩区间，服务业 PMI 出现历史性暴跌，经济景气快速下行。分项来看，美国消费出现回落迹象；企业投资和出口增速大幅下滑；通货膨胀率显著低于 2% 的目标；劳动力市场初次申请失业金人数暴增，失业率飙升，生产和商业活动大范围中断。为应对经济衰退压力和金融危机风险，美国财政政策和货币政策空前发力，2 季度经济将出现深度衰退，经济衰退时长首要看疫情扩散程度和拐点何时到来。

一、经济运行形势

1 季度美国经济 或已陷入衰退。

制造业 PMI 再回萎缩区间。自 2019 年 8 月以来，美国制造业 PMI 一直位于荣枯线下方，2020 年 1 月和 2 月有所抬升，3 月份再回萎缩区间，跌至 49.1。非制造业 PMI 也快速下滑，1 月和 2 月均值为 56.4，3 月份跌至 52.5。PMI 数据显示美国经济可能已经陷入衰退。受新冠疫情冲击，制造业需求持续下滑，2 季度美国制造业 PMI 将继续下降，服务业受疫情影响更大，服务业 PMI 预计降幅更巨。

图表 1 美国制造业和服务业 PMI

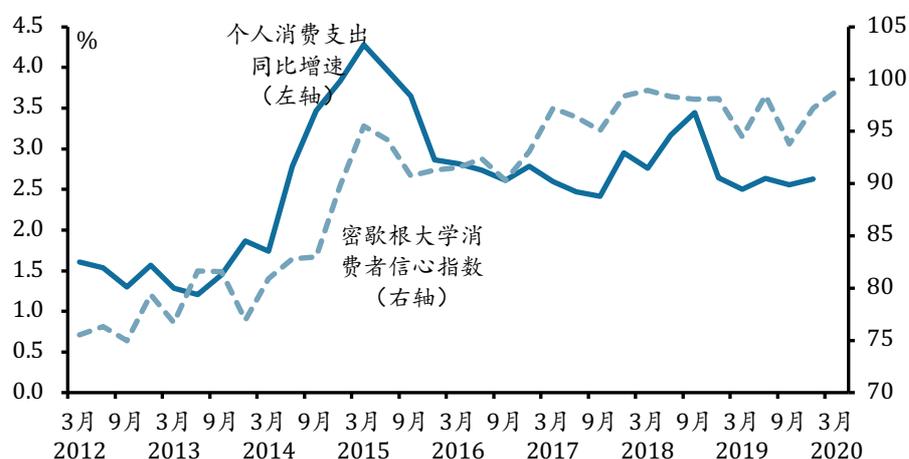


数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

消费出现回落迹象。

消费出现回落迹象。消费一直是支撑美国经济增长的主要动力。自 2018 年 3 季度以来，美国个人消费支出同比增速已连续 5 个季度稳定在 2.6% 左右，2020 年 1 季度密歇根大学消费者信心指数也稳定在 98.9，这是过去一段时间支撑美国经济扩张的重要动力。然而，更为高频的消费数据消已受费数据滞后于疫情冲击的实时影响明显下滑，截至 2020 年 3 月 22 日的上一周的美国 ABC News 消费者信心综合指数自 2020 年以来首次跌破 60。受疫情影响，失业率攀升将削弱美国低收入人群的消费能力和生活保障，而隔离措施和商业活动中断对服务业占 GDP 比重近八成的美国实体经济的影响，将在 2 季度明显显现。

图表 2 美国个人消费支出与消费者信心指数

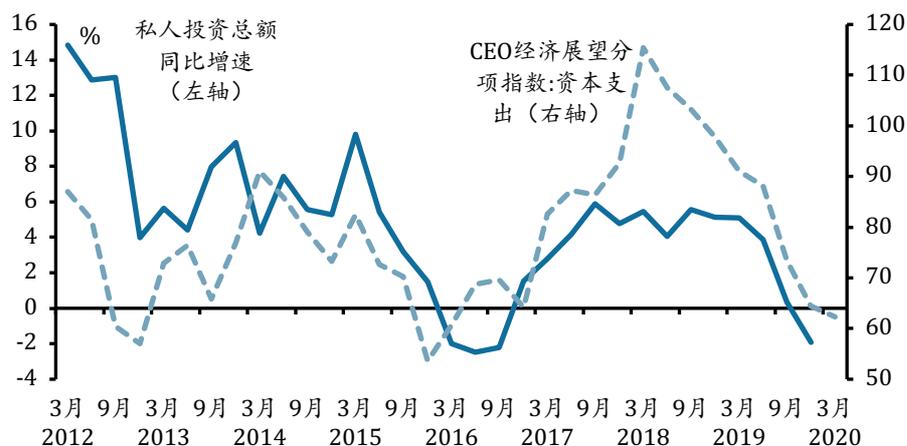


数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

企业投资进一步疲软。

企业投资进一步疲软。2020 年 1 季度，美国 CEO 经济展望关于资本支出的分项指数进一步下滑至 62.3，已连续 8 个季度下降，3 月份 Sentix 机构投资者信心指数更是直接跌至 0.2，显示本已不足的企业投资信心正在急剧恶化。2019 年 4 季度美国私人投资同比增速为-1.92，已进入萎缩区间。受新冠疫情冲击和股市暴跌引发的流动性危机，美国 2 季度企业投资将出现断崖式下跌。

图表3 美国私人投资与投资者信心指数

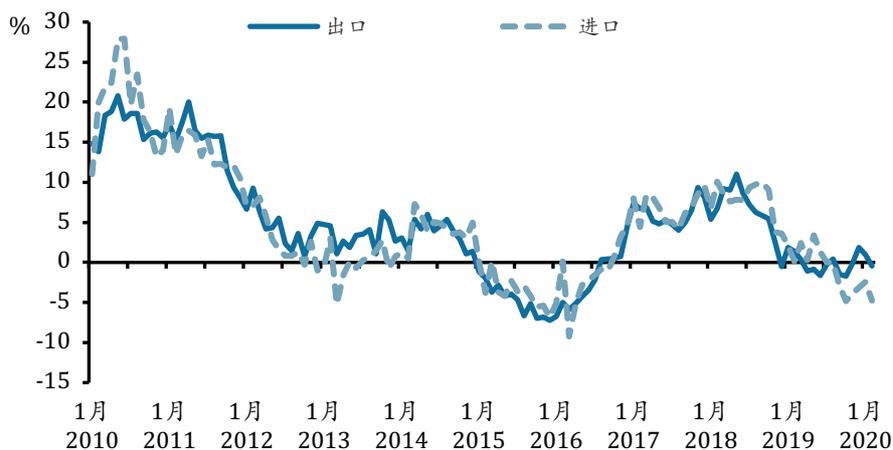


数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

出口疲弱。

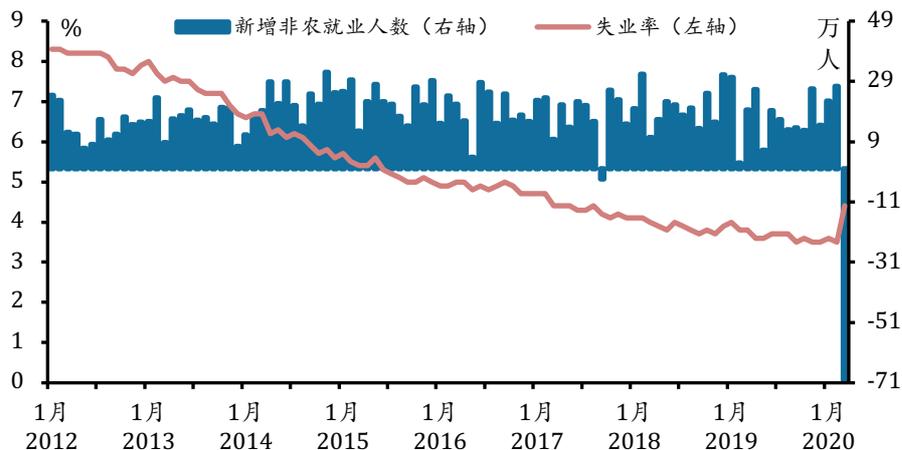
出口疲弱。2020年1月美国出口同比增速为0.97%，进口同比增速仍处于负值区间，为-2.39%。受疫情冲击，2月美国出口同比增速下降至-0.45，进口同比增速下降至-4.72。伴随着疫情的蔓延，除了货物和服务的正常跨境活动将受到影响，全球供应链中断更是会对全球贸易与实体经济造成深度冲击。作为美国的重要贸易伙伴，欧盟正处于疫情爆发期，使得美国出口进一步削弱，若2季度加拿大和墨西哥疫情失控，将对美国的出口产生更大冲击。

图表4 美国对外贸易



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 5 美国劳动力市场

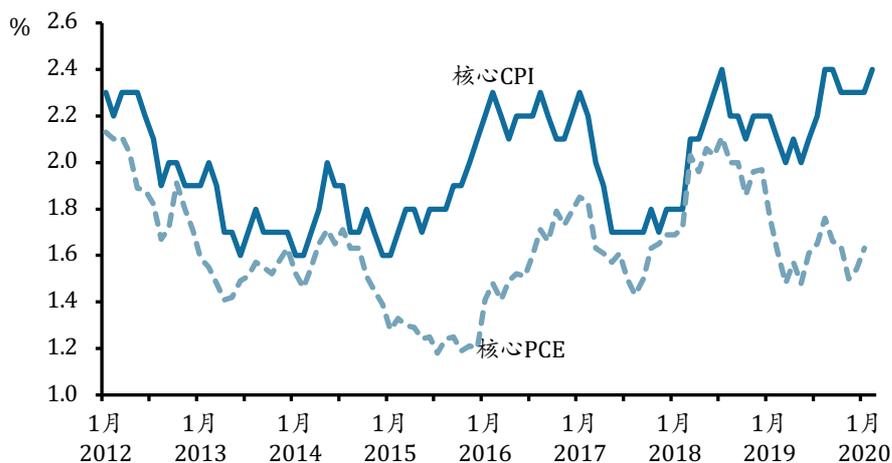


数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

失业率飙升。

失业率飙升。2020年1-2月，美国失业率均值为3.55%，新增非农就业人数月度均值为24.9万人，就业市场初期保持强劲。但是，受新冠疫情冲击，截至3月21日的一周内，美国初次申请失业金人数暴增至330.7万，达到创纪录的惊人水平，截至3月28日的一周内，美国初请失业金人数暴增至664.8万，再创历史新高，3月份美国失业率从3.5%上升至4.4%，新增非农就业人数暴跌至-70.1万人。随着疫情的扩散，2季度美国失业率将会超过10%。

图表 6 美国通货膨胀



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

核心通货膨胀不及目标。

核心通货膨胀不及目标。2020年1-2月，美国核心CPI同比增速均值为2.35%，1月份核心PCE为1.63%。关于通货膨胀的未来走势，一方面原油价格暴跌，同时抑制了CPI和PPI；另一方面，疫情扩散会同时从供给和需求两个方面对通货膨胀产生影响，供给冲击可能会大于需求冲击，并伴随结构性上涨特征，尤其反映在食品和医疗类必需品上。

金融市场风险不容忽视。

金融市场风险不容忽视。3月份以来，美股出现崩盘式暴跌，10天内四次触发熔断机制。由于避险情绪上升，美国十年期国债收益率一度跌破0.4，创历史低点，1个月期和3个月期甚至一度跌入负值。伴随着流动性紧张，美元指数短期上涨，一度突破102。由于油价暴跌和新冠肺炎疫情，美国的不良债务总额达到近1万亿美元，创下2008年以来的最高水平。若油价继续低迷或疫情蔓延加剧，8000多亿美元的能源行业企业债可能率先违约，并引发美国企业债务的违约潮。短期来看，由于沃克尔法则的隔离效应，金融市场风险尚未传导至商业银行体系。但是，如果疫情持续得不到有效控制，实体经济受损过大，不排除金融市场风险会进一步蔓延、甚至引发严重金融危机的可能。

二、宏观政策分析

财政政策与货币政策空前发力。

财政政策空前发力。3月份以来，随着疫情扩散，美国中小企业及居民部门收入下滑压力加大，财政政策不断加码。3月25日美国参议院正式通过规模总计高达2万亿美元的新一轮财政刺激计划，涉及企业、居民、地方政府、特定行业等多领域补助。强刺激财政政策有助于帮助美国居民和企业度过疫情难关，但也必然大幅推高美国财政赤字率。若假设2020年2万亿美元财政刺激政策全部落地，美国当年联邦财政赤字率可能超过13.9%。此外，若疫情迟迟得不到控制，财政赤字叠加两党政治博弈，财政政策能否再次加码尚存在疑问。

美联储“大水漫灌”。为了应对市场恐慌情绪和流动性紧张以及经济衰退风险，美联储货币政策不断宽松。3月3日，美联储第一次突

发降息，降息幅度 50 个基点；3 月 15 日，美联储再次突发降息，直接降息 100 个基点至零利率，并推出 7000 亿美元的资产购买计划，同时联合其他五家央行协调美元流动性互换协议；3 月 17 日，重启商业票据融资工具（CPFF）和一级交易商信贷便利（PDCF）；3 月 18 日，设立新工具-货币市场共同基金流动性工具（MMLF），加大对家庭和企业的信用支持；3 月 19 日，与另外九家央行建立临时美元流动性互换协议；3 月 23 日，宣布不限量按需购买美国国债和 MBS，并设立工具通过 SPV 购买资金级企业债。美联储“大水漫灌”政策在平息金融市场上的流动性短缺，避免因流动性不足而造成的金融机构恐慌性抛售资产及其负面影响方面起到了积极作用，但也应充分关注过量宽松货币政策带来的风险与后遗症问题。关于美联储下一步货币政策操作空间，参考 2008 年金融危机期间做法和欧洲央行与日本央行的实践，美联储可能会直接购买股市 ETF，也不排除美联储实行负利率的可能。

三、美国经济形势展望

美国经济将陷入深度衰退。

美国经济 1 季度或已陷入衰退，2 季度经济增速将大幅下滑。当前美国初次申请失业金人数暴增，失业率恐飙升，也意味着企业停工停业明显，外加流动性不足、盈利压力和疫情蔓延风险，企业投资将断崖式下滑。由于工资及财产性收入双缩水，居民消费也将疲软，服务业活动也将大范围中断。外围需求不足，疫情导致的跨境活动受阻，外加全球供应链中断对生产活动造成的深度冲击，出口活动也将大幅度下滑。未来经济形势展望，首要取决于疫情扩散面积与程度以及拐点何时到来。若疫情在 2 季度得到有效控制，虽然 2 季度经济增速恐仍将萎缩至少 20%，但是 3-4 季度经济增速有望企稳、并回归正增长；若疫情持续至 3-4 季度，实体经济受到的冲击将更为深远，经济衰退时长恐将超过一年时间，而且恢复难度会更大。

欧洲经济：疫情影响显现，经济活动萎缩

受不断蔓延的新冠疫情影响，欧元区 1 季度多项经济指标表现疲软。3 月欧元区综合 PMI 骤降至有记录以来的最低水平，多国服务业和制造业活动因“禁足令”和外部需求疲弱而严重受阻，大量企业停工，失业率上升风险扩大，居民消费信心与企业投资信心大幅下挫，贸易活动放缓。叠加油价下跌的影响，欧元区 3 月通胀显著下行。由于目前疫情拐点尚未出现，严厉的疫情防控措施还将持续，并在未来数月进一步使经济瘫痪，欧元区经济大概率将在 2 季度陷入衰退。

一、经济运行态势

**疫情快速蔓延，
PMI 下跌创纪录。**

疫情快速蔓延，PMI 下跌创纪录。疫情爆发严重影响欧洲经济活动，欧元区 19 国综合采购经理人指数(PMI)3 月综合 PMI 骤降至 29.1，低于市场预期的 38.8 和前值 51.6，达到该数据自 1990 年代末开始统计以来的最低水平，为 20 年内最低。其中，服务业受到的打击尤为严重，大批商业活动经历了前所未有的停摆，尤其是旅游、饭店等行业。3 月服务业 PMI 从 2 月的 52.6 大幅降至 26.4，为 1998 年 7 月以来最低。制造业 PMI 由前值的 49.2 下滑至 44.5，虽好于预期的 39，但较上月而言收缩程度进一步加深，同时也创下 92 个月新低。

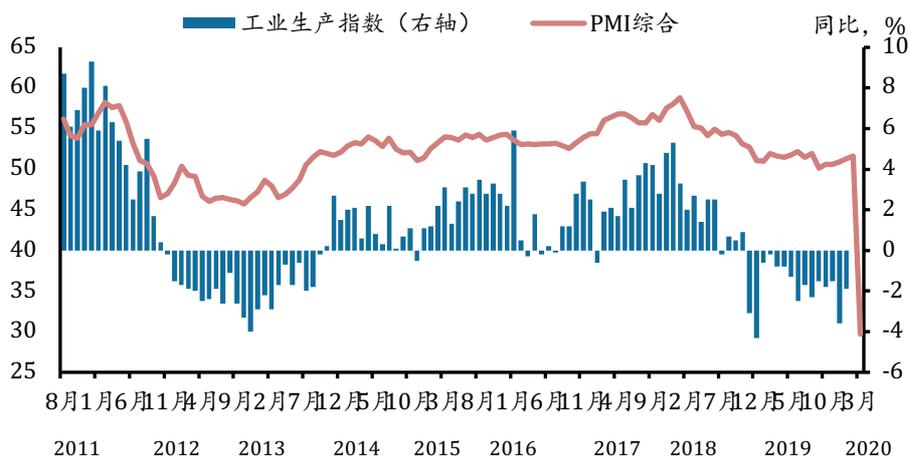
就欧元区主要国家来看，德国 3 月商业活动同样急剧下滑，综合 PMI 为 35，为 133 个月新低，低于预期的 41 和前值 50.7。服务业更是首当其冲，3 月德国服务业 PMI 为 31.7，收缩幅度创历史记录。制造业的低迷也在加剧，3 月制造业 PMI 为 45.4，为 2 个月新低。

法国 3 月份制造业 PMI 为 43.2，为 7 年新低。服务业 PMI 下滑更为明显，公布值仅为 27.4，而前值为 52.5，预测值为 40。受此影响，综合 PMI 也出现明显下滑，公布值为 28.9，远不及此前预期的 38.1，较前值 52 更是出现明显回落。

在所有欧元区国家中，截至 2020 年 4 月 6 日，新冠疫情最严重的是西班牙（131646 例）、意大利（128948 例）、德国（100123 例）、

法国（70478 例）。从新增病例来看，西班牙和德国均出现了数据飙升的情况。除了上述四国外，荷兰、比利时、奥地利、卢森堡、爱尔兰、葡萄牙等欧元区国家确诊病例过千。由于距离疫情拐点还很遥远，严厉的疫情防控措施还将持续并在未来数月进一步使经济瘫痪，欧元区经济前景短期内难以向好。

图表 7 PMI 下跌创纪录



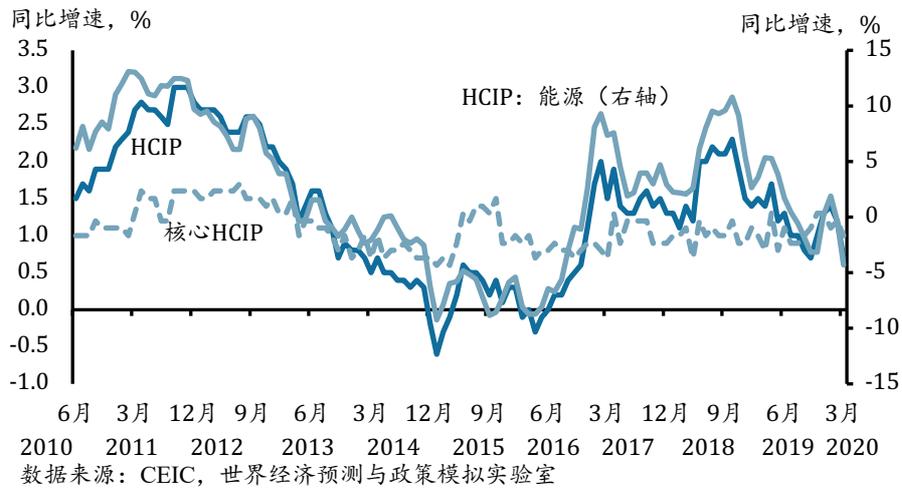
数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

通胀显著放缓。

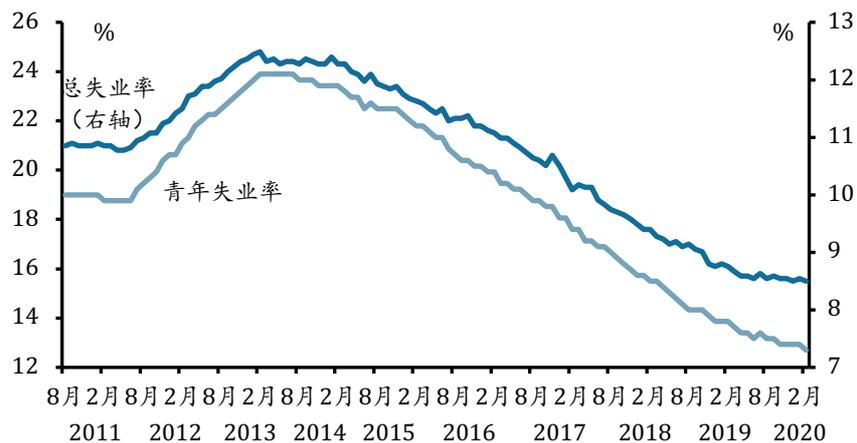
通胀显著放缓。受油价下跌以及疫情影响，3 月份欧元区消费者调和价格指数（Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP）大幅放缓，同比增速为 0.7%，低于 2 月的 1.2% 和预期的 0.8%。能源行业 3 月份较去年同期下降 4.3%，食品、酒精和烟草则同比上升了 2.4%。剔除了食品、酒精、烟草和能源后的核心通胀率 3 月同比增长 1.0%，较上月的 1.2% 小幅下滑。

工业生产者价格指数方面，2 月欧元区工业生产者价格指数同比下降 1.3%，环比下降 0.6%。其中，能源部门和中间产品部门价格分别同比下降 6.5% 和 1.2%，资本品、耐用和非耐用消费品的价格同比分别增长 1.2%、1.4% 和 2.4%。剔除能源后工业生产价格指数同比增长 0.5%。

图表 8 通胀显著放缓



图表 9 失业率上升风险扩大



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

失业率上升风险扩

大。

疫情冲击前，欧元区失业率上升风险扩大基本稳定。未受疫情冲击前，2月欧元区19国经季节性调整后的失业率为7.3%，继前一个月再次下降0.1个百分点。自进入2019年4季度以来，欧元区失业率始终保持在7.3~7.4%的水平，维持在2008年5月来的低位。从失业人数来看，2月欧元区有1204.7万人失业，环比减少8.8万人，同比减少66.3万人。欧元区青年失业率表现也同样稳定。2月欧元区19国青年失业率为15.5%，亦较前月下降0.1个百分点，失业人数为225.8万人，比去年同期减少了5.6万人。从成员国来看，青年失业率最低

的是捷克（5.3%）和德国（5.3%），最高的是希腊（34.7%），西班牙（30.9%）和意大利（29.6%）。

随着疫情造成企业停摆情况的加剧，失业率上升风险正在逐步扩大。以汽车行业为例，据欧洲汽车制造商协会(ACEA)表示，在欧盟约有 229 家汽车组装及生产厂，直接雇佣了 260 万人从事制造业，而约有 1380 万人从事直接或间接从事汽车行业相关工作，随着欧洲车企关停行动的继续，约有 1400 万人的工作处于危险当中。严格的防控措施也危及餐饮、客运和制造等行业的就业问题，爱尔兰就业与社会保障部长表示，爱尔兰失业人口可能多达 40 万人，占爱尔兰总就业人口的近五分之一。比利时联邦政府就业、经济与消费者事务大臣也同样认为，比利时今年将有 100 万人失业。

图表 10 消费者信心骤降



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

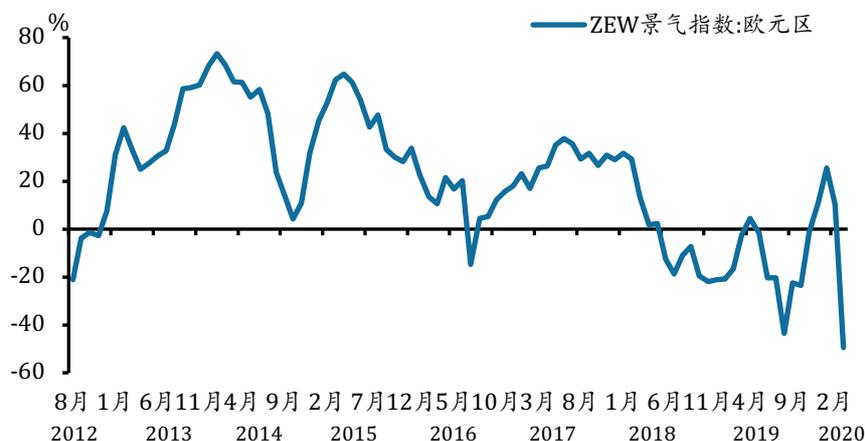
二、支出法 GDP 分解

消费者信心骤降。

消费者信心骤降。3月欧元区消费者信心下滑至-11，较2月的-6.6有较大幅度的下跌，为2015年1月以来的最低，但好于市场此前预期的-13。就成员国而言，3月份法国消费者信心指数为103，低于2月份的104，但好于市场预期的91。德国方面，4月份德国消费者信心先行指数为2.7点，环比骤降5.6点，降至2009年5月以来的最低

值。反映德国消费者信心指数的三项重要指标均显著下降，经济前景指标和购买倾向指标环比降幅均超过 20 点，收入预期指标则环比下降 13.4 点。

图表 11 企业投资信心下跌



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

企业投资信心下跌，车企大面积停产。

企业投资信心下跌，车企大面积停产。从景气指数来看，智库 ZEW 的商业景气指数显示，欧元区 3 月商业景气指数从 2 月的 10.4 骤降至 -49.5，为该指数创立以来最低。3 月份德国 ifo 商业景气指数更是已经坍塌，从 2 月份的 96.0 暴跌至 86.1，这是自 1991 年以来的最大跌幅，也是 2009 年 8 月以来的最低水平。法国方面，2 月法国制造业商业信心指数为 95.7，较前值 96.1 进一步下滑。与此同时，法国企业 2 月大幅削减开支，公务出差开支减少 46%，长期品（汽车、电器、实验室设备等）购置减少 21%，房地产、建筑、工程开支减少 62%，交通、物流、能源开支减少 58%。与此同时，个人防护用品采购增加 76%，消毒设备采购增加 32%。

疫情的重创致使欧洲大部分行业按下暂停键，当中包括汽车产业。据不完全统计，目前欧洲有超 70 家整车工厂停产防疫，包括大众、戴姆勒、宝马等在内的车企已纷纷宣布关闭位于欧洲的部分车厂，并将视欧洲疫情进一步发展情况决定是否关闭其他工厂，其他产业也逐步跟进，机械工程、航空业、纺织业也受到强烈冲击。预计在停产

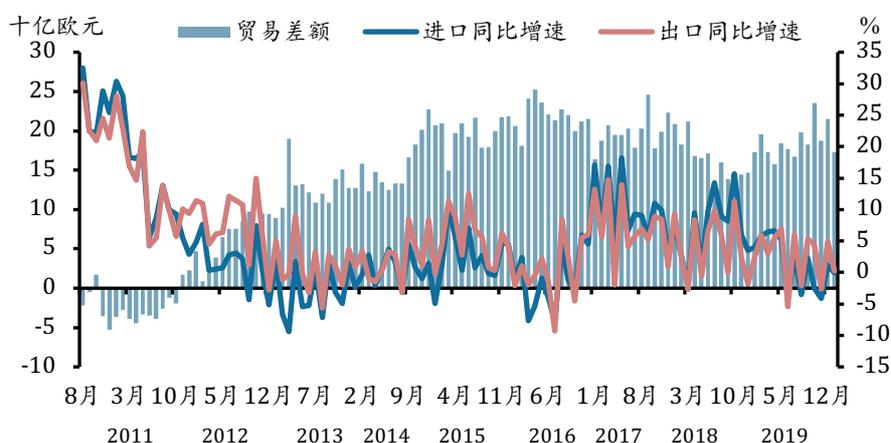
影响下，欧洲汽车产量将锐减 88 万辆。

贸易活动放缓。

贸易活动放缓。在尚未受到新冠疫情正面冲击之前，1 月欧元区 19 国对国际的贸易活动已初步显示出放缓迹象，季调后货物贸易顺差为 173 亿欧元，低于前值 215 亿欧元。但欧元区内贸易仍保有韧性，经季节性因素调整后，欧元区 1 月份区内贸易额为 1644 亿欧元，较前月的 1630 亿欧元小幅上升。

不过，新冠病毒大流行正在让全球贸易放缓，跨境贸易变得越来越困难。作为一个出口型国家，德国的感受最为强烈，3 月份德国 ifo 出口预期暴跌至-19.8，2 月份为-1.1。

图表 12 贸易活动放缓



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

三、政策走势

欧洲央行推出疫情 紧急购买计划。

欧洲央行额外增加资产购买计划，并推出疫情紧急购买计划（PEPP）。3 月 12 日，受新冠肺炎疫情影响，欧洲央行宣布 2020 年年底额外增加 1200 亿欧元资产购买计划，同时使用流动性工具以及灵活银行业监管等措施，为欧元区注入额外流动性。欧洲央行表示，本次紧急资产购买计划包括购买私人部门和公共部门资产，将持续至 2020 年底，涵盖现有资产购买计划下所有合格的资产类别，以应对疫情蔓延对货币政策传导机制及欧元区带来的严重风险。欧洲央行在国债购买规则中打破了诸多禁忌，不再完全遵循各国央行出资比例，而

是采取更灵活的方式。同时，免除了对希腊政府所发行国债的资格要求。

3月19日，欧洲央行再度祭出“大招”，宣布7500亿欧元针对新冠肺炎疫情的购买计划（PEPP），约占欧元区19国国内生产总值的7.3%。该计划为临时性计划，购债范围包括主权债券和公司债务，同时欧洲央行把符合资格的资产扩大至非银行商业票据，使所有信用质量足够的商业票据都可以在公司部门购买计划（CSPP）下购买。欧洲央行还表示，将通过调整抵押品框架的主要风险参数来放宽抵押品标准。PEPP计划将持续至新冠肺炎疫情结束为止，但最早不会早于2020年年底。

欧盟为抗疫放松预算约束。

欧盟为抗疫放松预算约束。3月23日，欧盟成员国的财政部长同意，暂停约束欧盟各国公共赤字的严厉措施，成员国将可不受限的投入资金防疫。欧盟的声明指出，这项“普遍豁免条款”赋予各国政府所需的在财政方面的弹性，各国政府可以不受限制的采取支持医疗与公民保护的措施，以及保护经济的必要措施。在目前疫情持续的情况下，意大利、法国和比利时等国都已宣布总值数以百亿计欧元的额外经济提振计划，来对抗导致经济停摆的疫情。就连以严格财政纪律闻名的德国也已经推出1560亿欧元的举债计划，以支持经济。

放松预算约束是欧盟层面协力抗疫至今采取的最重大举措，但除此之外，欧盟关于疫情救助措施的协商进展有限。24日欧元区19国财政部长同意，因新冠肺炎疫情导致财政困难的国家可以向欧洲稳定机制申请信贷，额度最高为本国国内生产总值的2%。但及至26日，财长们仍没有就该措施如何运作的具体细节达成一致。而另一项由法国、意大利、西班牙等9国联合提出的救助措施——发行联合债券，即由欧洲机构发行，以便从市场筹措资金的“新冠债券”，也遭到德国、荷兰、奥地利等国家的明确反对。

四、经济形势展望

预计欧元区将在 2 季度迈入衰退。

预计欧元区将在 2 季度迈入衰退。当前欧元区经济活动的萎靡程度已经远超 2008 年金融危机时期。目前，对许多商品和服务的需求已经大幅下滑，而接近历史最高水平的供应链中断已对生产造成阻碍，企业关闭意味着越来越多的经济动能被封存。为应对疫情，预计欧洲多国还将采取更严厉的限制措施，这将进一步削弱欧元区的消费需求和生产活动，并使得欧元区在 2 季度迈入衰退。

日本经济：新冠肺炎疫情冲击加剧负增长

2020年第1季度，受新冠肺炎疫情冲击，日本经济增速大幅下降。制造业 PMI 较上季度再次下降 1.4 至 47.1，连续 5 个季度处于荣枯线下方，表明市场收缩态势持续且加剧；服务业 PMI 较上季度大幅下降 5.9 至 43.9。从月度数据看，3 月制造业 PMI 由上月 47.8 下降至 44.8，服务业 PMI 更是由上月 46.8 骤然下降至 33.8，双双降至国际金融危机结束以来最低值。2020 年 1 月，季调有效求人倍率均值 1.49，较 2019 年第 3 季度和第 4 季度的 1.59 的 1.57 都有明显下降；虽然岗位需求仍然多于求职人数，但岗位数大幅收缩的势头显现。2020 年第 1 季度，日本消费和投资增速均存在较严重的负增长。投资各领域中，房地产开发投资同比负增较之前扩大。机械设备相关投资增长率也存在较严重的负增长。日本银行发布的货币政策会议表示“鉴于新的传染病的蔓延，加强货币宽松的力度”。受疫情造成的恐慌影响，股票市场指数大跌。2020 年第 1 季度末日经 225 指数较 2019 年第 4 季度末下跌 18% 至 19389 点，为 2017 年第 2 季度末以来的最低季度末值。消费物价增速略有上升，但仍较低。2020 年第 1 季度，日本自中国进口同比负增幅度明显扩大。对全世界及对中国 FDI 同比增长率均大幅下滑并出现负增长。预计 2020 年第 1 季度日本实际 GDP 季调环比折年率 -18%。第 2 季度外部环境或有所恢复，但日本国内疫情不容乐观，或将进一步恶化经济走势。在包括财政、税收和货币在内的经济刺激政策对冲下，经济增长率在此前两个季度大幅下降的基础之上，环比可能实现小幅正增长，预计第 2 季度实际 GDP 季调环比折年率 1%。

一、经济增速大幅下降

**2020 年第 1 季度，
受新冠肺炎疫情冲击，
日本经济增速
大幅下降。**

2020 年第 1 季度，受新冠肺炎疫情冲击，日本经济增速大幅下降。制造业 PMI 较上季度再次下降 1.4 至 47.1，连续 5 个季度处于荣枯线下方，表明市场收缩态势持续且加剧；服务业 PMI 较上季度大幅下降 5.9 至 43.9。从月度数据看，3 月制造业 PMI 由上月 47.8 下降至 44.8，服务业 PMI 更是由上月 46.8 骤然下降至 33.8，双双降至国际金融危机结束以来最低值。受疫情隔离期间经济停摆影响，服务业受挫尤为严重。就业方面，2020 年第 1 季度失业率 2.4%，较上季度上升 0.1 个百分点，但仍保持在较低水平。2020 年 1 月季调有效求人倍率均值 1.49，

较 2019 年第 3 季度和第 4 季度的 1.59 的 1.57 都有明显下降，虽然岗位需求仍然多于求职人数，但岗位数大幅收缩的势头显现。

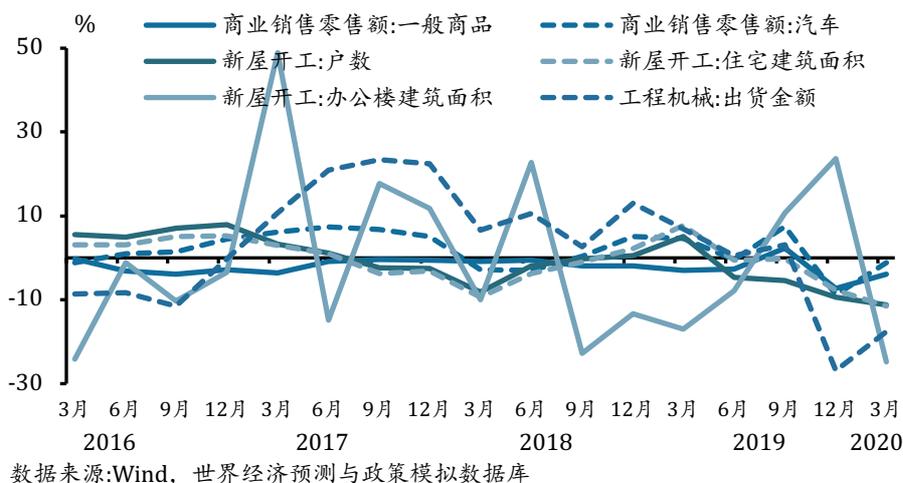
2020 年第 1 季度日本消费和投资增速均存在较严重的负增长。投资各领域中，房地产开发投资同比负增长较之前更加严重。机械设备相关投资增长率也存在较严重的负增长。

2020 年第 1 季度日本消费和投资增速均存在较严重的负增长。2019 年消费税提升冲击造成的第 4 季度消费和投资同比下降势头在 2020 年第 1 季度得到延续。从商业销售额看，2020 年第 1 季度 1 月和 2 月合计一般商品零售额和汽车零售额同比增长率分别为-3.9%和-1.2%，虽然较上季度有所回升，但仍为负。**投资各领域中，房地产开发投资同比负增长较之前更加严重。**2020 年 1-2 月新屋开工户数由 2019 年第 4 季度同比负增长 9.4%降幅扩大至负增长 11.2%，住宅新屋开工建筑面积同比增长率也由-7.7%下滑至-11.5%，办公楼开工建筑面积同比增长率由 23.6%大幅下滑至-24.8%。**机械设备相关投资增长率也存在较严重的负增长。**机械设备投资方面，2020 年 1-2 月工程机械出货金额同比增长-17.5%，虽然较 2019 年第 4 季度的-26.9%略有回升，但负增长态势依然明显。新冠肺炎疫情的影响在 3 月份会更加明显，预计 1 季度消费投资数据会比目前 1-2 月已公布数据更差。日银短观指数 2020 年第 1 季度和第 2 季度分别为 0 和-18，说明企业对景气看法极度悲观。

图表 13 日本 PMI 显著下跌

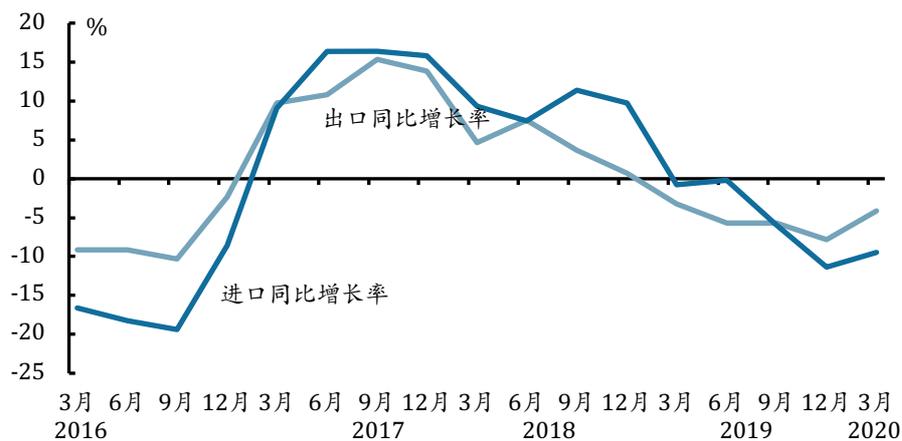


图表 14 日本消费和投资大幅下滑



注: 2020 年第 1 季度值为 1-2 月合计值。

图表 15 进出口同比仍为负增长



注: 2020 年第 1 季度值为 1-2 月合计值。

进出口同比维持负增长。

进出口同比维持负增长。2020 年 1-2 月合并数据看, 出口和进口同比增长率分别为-4.1%和-9.5%, 虽仍然是负增长, 但较 2019 年第 4 季度还是有所回升。从出口的地区国别来看, 2020 年 1-2 月, 日本对美国、欧盟、中国等主要贸易伙伴的出口同比增长为负增长, 分别为-4.9%、-13.6%和-3.1%。与上季度相比, 对美国和中国负增长幅度有所

收敛，但对欧盟有所扩大。2020年1-2月日本对除中国之外亚洲的出口出现同比微弱正增长，为0.7%，较2019年第4季度的-7.9%有明显提升。

二、加强货币宽松的力度

日本银行发布的货币政策会议信息表示“鉴于新的传染病的蔓延，加强货币宽松的力度”。股票市场指数大跌。消费物价增速略有上升，但仍较低。

2020年3月16日，日本银行发布的货币政策会议信息表示“鉴于新的传染病的蔓延，加强货币宽松的力度”。会议表示，新冠病毒感染等影响的蔓延，增加了全球经济的不确定性，继续造成国内外金融和资本市场的的不稳定。为此日本银行采取的政策包括：日本央行维持利率在-0.1%不变，维持10年期国债收益率目标在0%附近不变；通过购买日本国债和美元融资供给操作（US Dollar Funds-Supplying Operations）来提供流动性。其中，美元融资供给操作贷款利率下调0.25个百分点，并且每周提供84天期限的操作；支持企业融资，推出全新的贷款计划，以企业债（约8万亿日元）为抵押品，利率为0%，期限不超过一年。调整公司债、商业票据购买规模，将购买商业票据（CP）和公司债的上限提高2万亿日元，直至2020年9月末；将ETF年度购买目标增加6万亿日元至12万亿日元，将日本房地产投资信托基金（J-REITs）购买目标提升至1800亿日元。

股票市场指数大跌。受疫情造成的恐慌影响，2020年第1季度末日经225指数较2019年第4季度末下跌18%至19389点，2017年第2季度末以来的最低季度末值。

消费物价增速略有上升，但仍较低。2020年1-2月，CPI和核心CPI同比均值由2019年第4季度均值的0.5%和0.6%，分别上升至0.6%和0.7%。CPI增长率水平距离2%通胀目标的实现相去甚远。

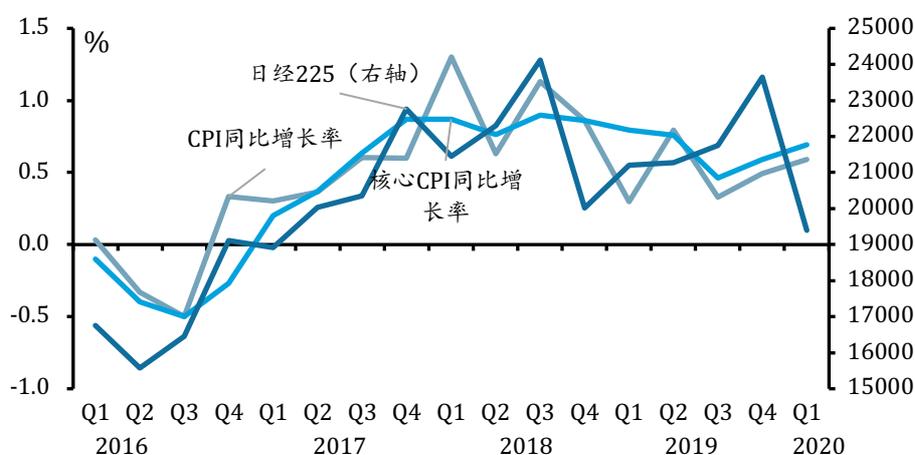
3月中下旬的贬值过程，反映了疫情背景下，避险资金

日元出现贬值势头。2020年第1季度美元兑日元中间汇率为一美元兑108.9日元。日元对美元较第4季度贬值了0.1%，但与上年同期相比，仍然升值了1.2%。2020年1-2月日元实际有效汇率均值75.7，

选择美元的安全港效应。

较 2019 年第 4 季度均值 77.3 也略有下降。从日度数据看，日元对美元汇率年初到 2 月中旬比较稳定，2 月下旬至 3 月上旬出现从 1 美元兑 110 日元左右到 1 美元兑 102 日左右的明显升值过程，3 月中旬至下旬贬值回 1 美元兑 110 日元以上，到 4 月初小幅升值至 1 美元兑 107 日元左右。3 月中下旬的贬值过程，反映了疫情背景下，避险资金选择美元的安全港效应。如果日元大幅走贬，日元债可能面临被抛售的风险。

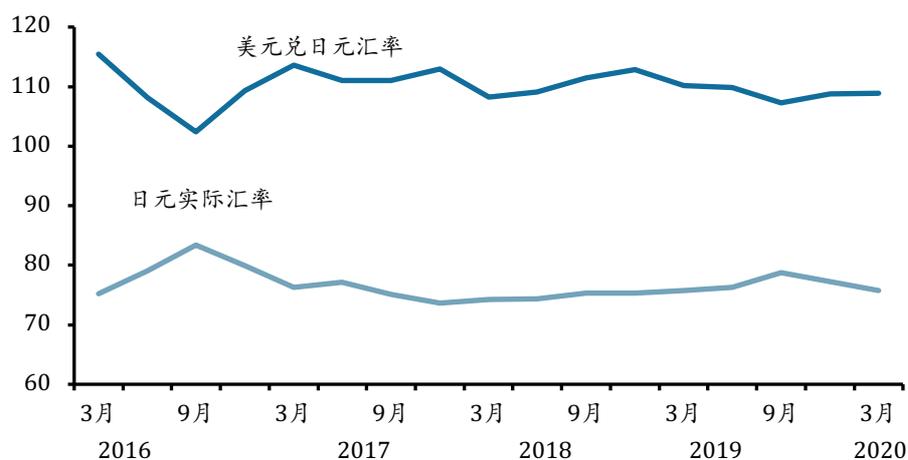
图表 16 日本东京日经 225 指数大跌



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

注：CPI 和核心 CPI 同比增长率 2020 年第 1 季度数据为 1-2 月值。

图表 17 日元小幅贬值



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

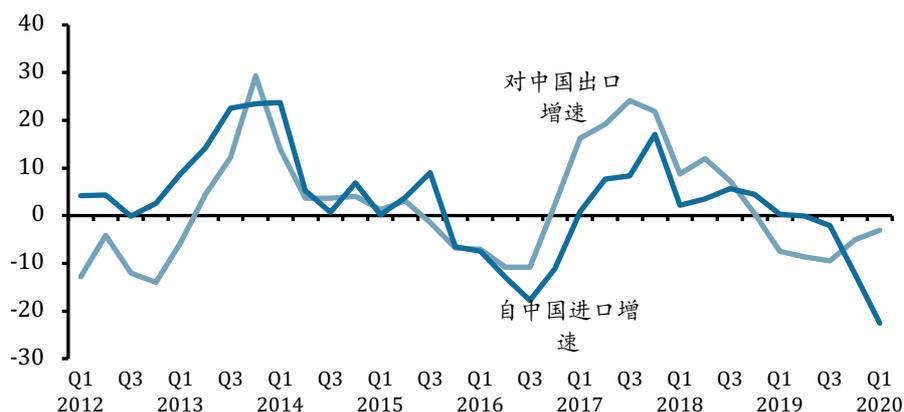
注：2020 年第 1 季度实际有效汇率为 1-2 月平均值。

三、对华贸易投资下滑

进入 2020 年第 1 季度，日本自中国进口同比负增长幅度明显扩大。对全世界及对中国 FDI 同比增长率均大幅下滑并出现负增长。

进入 2020 年第 1 季度，日本对中国出口同比增速和自中国进口同比增速仍然维持同比负增态势，其中自中国进口同比负增幅度明显扩大。1-2 月，日本对中国出口同比增长率为-3.1%，较 2019 年第 4 季度的-5.1%跌幅有所缩小，这是自 2019 年第 1 季度以来连续 5 个季度负增长。自中国进口增速下滑幅度更是明显扩大，由 2019 年第 4 季度的同比增长-12.2%进一步下滑至 1-2 月合计的-22.5%。这与春节效应及疫情冲击下，中国经济 2 月份的停摆有关。

图表 18 日本自中国进口同比增速大跌



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

注：2020 年第 1 季度值为 1-2 月合计值。

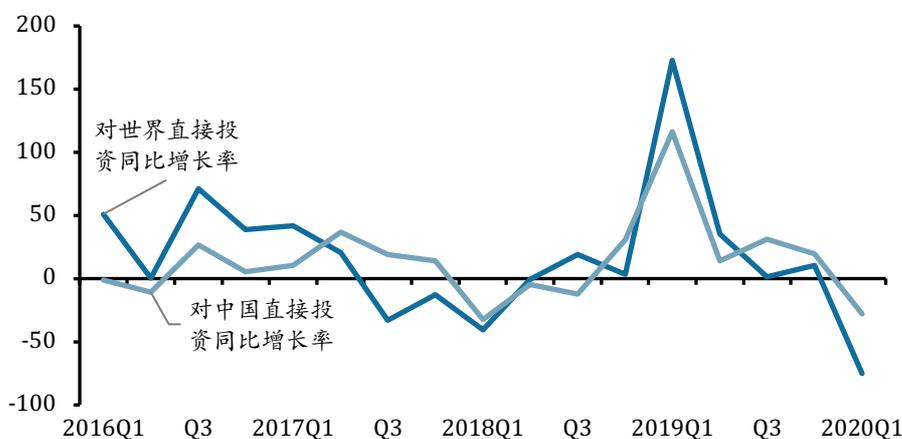
对全世界及对中国 FDI 同比增长率均大幅下滑并出现负增长，对世界 FDI 同比增长率下跌尤其厉害。2020 年 1 月，日本对中国 FDI 规模为 1097 亿日元，同比增长-27.7%，较 2019 年第 4 季度的同比 19.4% 明显回落。1 月，日本对全世界 FDI 规模 17910 亿日元，同比增长-75.1%，较第 4 季度的同比 10.3% 大幅下跌。疫情冲击下，国际投资停滞的现象在 2 月和 3 月更加严重，预计第 1 季度整体情况比 1 月数据所显示的下滑更严重。

四、预测与展望

预计 2020 年第 1 季度实际 GDP 季调环比折年率 -18%，2020 年第 2 季度实际 GDP 季调环比折年率 1%。

受 10 月消费税由 8% 提升至 10% 影响，日本 2019 年第 4 季度增长率明显下滑，实际 GDP 季调环比折年率为 -7.1%，这是 2014 年第 3 季度以来的最低值。2014 年第 2 季度实际 GDP 季调环比折年率为 -7.4%，当时也是受到 4 月份消费税税率由 5% 提高到 8% 的影响。与 2014 年税率提升主要影响消费不同，本次对私人消费和投资都产生了较为明显的冲击，其中私人消费拖累了实际 GDP 季调环比折年率 6.1 个百分点，私人投资拖累了 3.2 个百分点。

图表 19 日本对外直接投资增长率大幅下跌



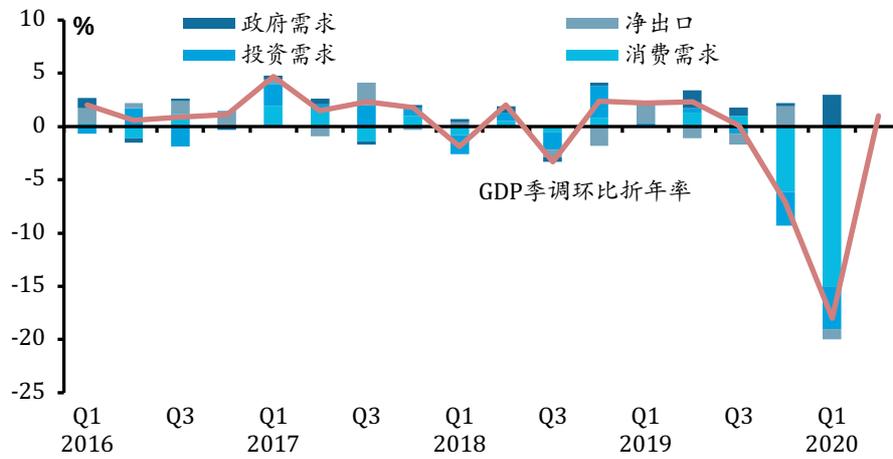
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

注：2020 年第 1 季度值为 1 月值。

2020 年第 1 季度，新冠肺炎疫情在中国得到控制，但在欧美高速蔓延，日本感染人数也在其决定推迟举办奥运会之后迅速攀升。这一世界性经济停摆和全球供应链中断的冲击，可能比 2008-2009 年国际金融危机的影响更大，从消费、投资、政府支出到出口，都会面临下降压力，金融市场大跌还会严重影响企业和消费者的信心，一两个季度就出现反弹的希望不大。预计 2020 年第 1 季度实际 GDP 季调环比折年率 -18%。第 2 季度外部环境或有所恢复，但日本政府 4 月 7 日宣布紧急状态并于次日生效，其国内疫情不容乐观，或将进一步恶化经济形势。环比来看，在包括财政、货币和税收在内的经济刺激政策对

冲下，经济增长率在此前两个季度大幅下降的基础之上，环比可能实现小幅正增长，预计第 2 季度实际 GDP 季调环比折年率 1%。

图表 20 日本季调实际 GDP 环比折年率



数据来源：日本内阁府，世界经济预测与政策模拟实验室

金砖国家经济：疫情负面影响逐步显现

1 季度新冠肺炎疫情对金砖国家的经济影响逐步显现，并可能在随后几个季度造成更大冲击。受此影响，预计俄罗斯、巴西、南非在 2020 年经济出现停滞，甚至出现负增长，印度经济增速也将出现较大幅度下滑。为应对疫情冲击，各国均实施了积极的财政政策和货币政策。但由于政策空间不同，各国刺激力度略有差异。随着疫情的发展，各国财政政策可能会进一步发力，但财政风险也可能随之上升。各国央行在疫情初期反应迅速，基准利率大都已降至历史低位，且在疫情初期反应迅速，未来仍有进一步降息和采取其他支持行动的可能。

一、金砖国家经济形势

1 季度俄罗斯经济复苏势头减弱。

1 季度俄罗斯经济复苏势头减弱。2019 年 4 季度俄罗斯经济同比增长 2.1%，2019 年俄罗斯全年经济增长 1.3%，相比 2018 年有较大幅度放缓。2020 年前两个月，俄罗斯经济继续保持增长。1 月和 2 月，俄罗斯零售总额同比分别增长 2.7%和 4.7%，相比上一季度有较大增幅。俄罗斯统计局发布的消费者信心指数显示（该指数在 2 月进行），2020 年 1 季度该指数相比 2019 年 4 季度上升 2 个百分点，达到-11%，为 2018 年 3 季度以来的最高值。但 1 季度俄罗斯进出口下滑明显，工业和制造业仍未见成色。1 月俄罗斯出口同比增速为-2.6%，2 月进一步下滑至-19.1%。1 月进口同比增速为 3.2%，2 月进一步下降至 1.1%，相比上一季度有所下降。1 月和 2 月工业产出同比增速分别为 1.1%和 3.3%，总体保持在低速增长水平。制造业 PMI 继续处于枯荣线下方，1-3 月分别为 47.9、48.2、47.5，相比 2019 年 4 季度有所升高，但相比前几个季度仍处于较低水平。

疫情应对和油价下跌造成俄罗斯财政赤字，货币政策受制卢布贬值未能进一步宽松。

2 季度预计新冠肺炎疫情、油价下跌等对俄罗斯经济的负面冲击将会进一步显现。3 月 14 日，俄罗斯财长表示，疫情和低油价正对俄罗斯经济造成影响。为此，3 月 16 日，俄罗斯政府宣布将动用 3000 亿卢布保障疫情期间的经济发展和为民众提供帮助。4 月 1 日，俄罗斯总理米舒斯京表示，已经预留出 1.4 万亿卢布抗击疫情和危机干预专项

资金。但是石油价格下跌也造成俄罗斯财政收入下降，2020年俄罗斯财政预算平衡预计将由盈余变为赤字。2020年2月，俄罗斯通货膨胀率进一步降至2.3%，为货币政策宽松提供了空间。2月，俄罗斯央行将基准利率降至6.0%，为六年来的低位。尽管经济增长压力加大，俄罗斯货币政策存在进一步宽松的需求，但卢布大幅贬值令俄罗斯央行左右为难。3月卢布兑美元汇率相比2月贬值13.8%，造成俄罗斯央行暂停降息行动。未来综合考虑经济增长、通货膨胀、卢布汇率等因素，不排除俄罗斯央行进一步降息的可能。**2020年俄罗斯经济预计增长0.2%。**

1 季度巴西经济增长动力大幅减弱,3月制造业 PMI 跌至 50 以下。

1 季度巴西经济增长动力大幅减弱。2019年4季度巴西经济环比增长0.5%，同比增长1.7%，2019年全年经济增长1.1%，相比2018年下降0.2个百分点。1月巴西零售总额同比增长1.3%，但环比萎缩1%，连续两个月环比负增长。巴西热图利奥·瓦加斯基金会公布的消费信心指数（CCI）显示，该指数在3月下降至80.2点，为2017年1月以来的最低值，1-3月累计下跌11.4点。3月该基金会公布的商业信心指数也下跌6.5点至89.5点，为2017年9月以来的最低值。1季度巴西出口同比增长-2.1%，进口同比增长4.3%。1月工业生产同比萎缩0.9%，2月同比萎缩0.4%，连续4个月处于同比收缩态势。巴西制造业PMI在1-2月仍在50以上，但3月下调至48.4，为2017年3月以来的最低值。

巴西推出 882 亿雷亚尔经济支持计划，货币政策利率再创历史新低。

新冠肺炎疫情不断升级对巴西经济造成严重冲击。2月，巴西失业率再次上升至11.6%，失业人口达到1230万。为了避免疫情打击本就严峻的就业形势，3月16日，巴西经济部表示，将投入1473亿雷亚尔应急资金，为经济部门和社会弱势群体提供帮助，避免失业率攀升。为缓解新冠肺炎疫情对巴西经济的影响，3月23日，巴西联邦政府宣布总额达882亿雷亚尔的经济支持计划，具体措施包括增加医疗卫生等领域开支、增加联邦政府向各州市拨款、允许地方政府推迟偿还联邦政府债务、增加地方政府贷款额度等。巴西央行继续采取扩张性货币政策。2月和3月巴西央行两次累计下调基准利率75个基点至

3.75%，再创历史新低，与此同时，巴西央行还分别在 2 月和 3 月两次下调存款准备金率，从 31% 下调至 17%。3 月 27 日，巴西央行宣布将向经济体系提供 1.2 万亿雷亚尔的流动性支持。考虑到新冠肺炎疫情的影响，**预计巴西 2020 年经济增长在零左右。**

疫情对印度经济影响逐步显现，3 月制造业 PMI 从 1 月的 55.3 下降至 51.8。

1 季度印度经济有所减速。2019 年 4 季度印度经济同比增长仅为 4.7%，相比上一季度下降 0.4 个百分点，为七年来新低。2020 年 1 季度印度消费者信心不断减弱，印度央行公布 1 月和 3 月消费信心当期指数分别为 83.7 和 85.6，低于上一季度，总体处于较低水平。印度全国贸易商联合会（CAIT）指出，由于疫情的影响，在 3 月的最后两周，印度零售贸易损失了 300 亿美元。前两个月，印度出口增长仅为 0.6%，进口同比增长为 0.8%。1 月工业生产同比增长 2.1%，2 月同比增长 4.5%，为 2019 年 8 月以来的最高增速，这主要来自制造业生产的反弹，不过，3 月印度制造业 PMI 出现大幅下滑，从 1 月和 2 月的 55.3 和 54.5 下降至 51.8，显示出疫情正在对印度制造业造成影响。

印度财政支出将在预算案基础上进一步增加，印度央行也被迫在 3 月采取支持行动。

疫情或将造成印度经济进一步减速。为应对疫情影响，印度政府不得不进一步加大财政刺激的力度。2020 年 2 月，印度财政部公布了 2020-2021 财年预算案，但该预算案仅提议适度增加政府开支和小幅削减个人税，在疫情的冲击下，印度财政支出将不得不加大。3 月 26 日，印度财政部宣布总额为 1.7 万亿卢比的经济救助计划，主要用于向低收入民众发放现金和大米、小麦等粮食，以应对疫情对印度经济社会的冲击。货币政策方面，尽管印度通货膨胀仍处于较高水平，但印度央行仍在 3 月底采取货币扩张行动，将基准利率下调 75 个基点至 4.4%，将存款准备金率下调 100 个基点至 3%，同时进行 1 万亿卢比（约合 135 亿美元）的定向长期再融资操作（TLTRO）。**预计 2020 年印度经济增长为 4.0%。**

南非经济陷入技术性衰退，3 月制造业 PMI 下探至 44.5。

南非经济陷入技术性衰退。2019 年 4 季度南非经济环比增长 -1.4%，已经连续两个季度出现负增长；同比增长 -0.5%，2019 年全年经济增长仅为 0.2%。2020 年 1 月，南非零售总额同比增长为 1.2%，继续处于低位。南非第一国民银行（FNB）和南非斯泰伦博斯大学经

济研究所（BER）联合发布的南非消费信心指数显示，2020年1季度该指数相比2019年4季度再次下降2点，继续处于负数区间。对外贸易方面，1月和2月南非出口同比增长分别为13.8%和11.8%，进口同比增长分别为1.9%和1.3%，总体形势好于前两季度。1月制造业产出同比增速为-2.1%，虽然萎缩幅度有所收窄，但已连续8个月处于萎缩态势。南非制造业PMI继续处在枯荣线下方，1月和2月分别为48.3和48.4，3月大幅下探至44.5。

南非财政风险上升
限制政策空间，货币
政策成为刺激主角。

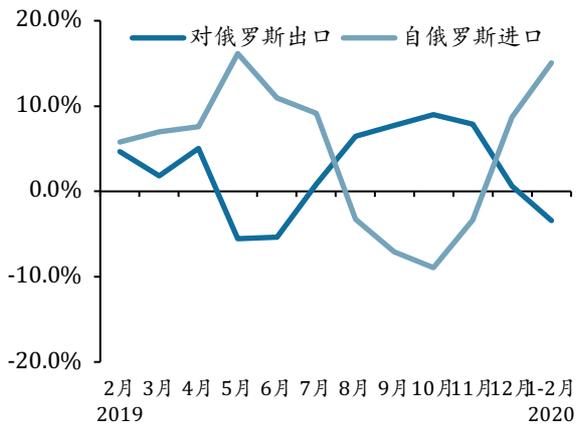
疫情令南非经济雪上加霜。当前南非经济增长压力加大，政府刺激经济空间相对有限。财政政策方面，对南非国家电力公司的救助已经使得南非财政风险急剧上升。南非财政部长预计2020-2021财年财政赤字将增加至GDP的6.8%，这将限制政府应对新冠肺炎疫情的政策刺激力度。财政状况持续恶化令穆迪公司在3月底将南非的信用评级下调至“垃圾级”，至此，三大国际评级机构都将南非的信用评级定为“垃圾级”。在这一情势下，南非政府仅推出一些帮助中小企业的应对措施。货币政策方面，尽管近几个月来，南非通货膨胀率不断升高，但1月南非央行仍降息25个基点至6.25%，为应对新冠疫情，3月再次下调100个基点至5.25%。**2020年南非经济增长预计在零左右。**

二、金砖国家与中国贸易

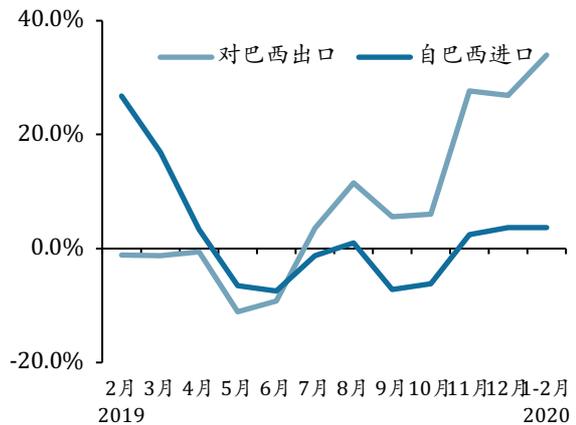
中国与金砖国家贸易
有所萎缩。

中国对金砖国家出口出现较大幅度萎缩。2020年前两个月，中国对南非出口同比萎缩22.8%，对俄罗斯和印度出口同比萎缩分别为14.9%和14%，对巴西出口同比萎缩也在3.6%。进口方面，前两个月除中国自俄罗斯进口仍保持同比增长外，中国自其它三国进口也维持同比萎缩态势，其中中国自俄罗斯进口同比增长24.5%，自南非进口同比萎缩22.4%，自印度进口同比萎缩12.8%，自巴西进口同比萎缩3.4%。尽管中国与金砖国家贸易总额相比去年同期有所下降，但其在 中国总贸易中的比例却重新升至8.6%，为近年来的新高。

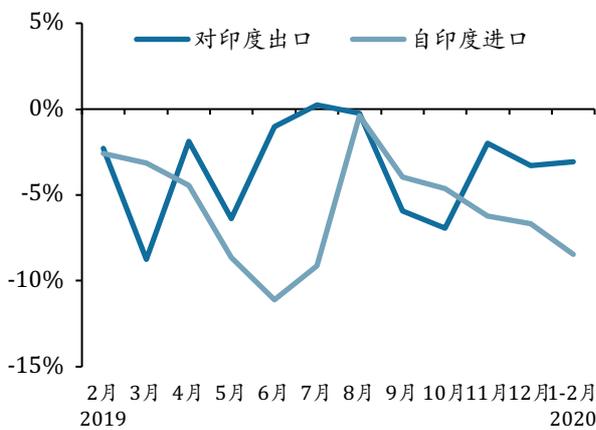
图表 21 中国与金砖国家贸易情况



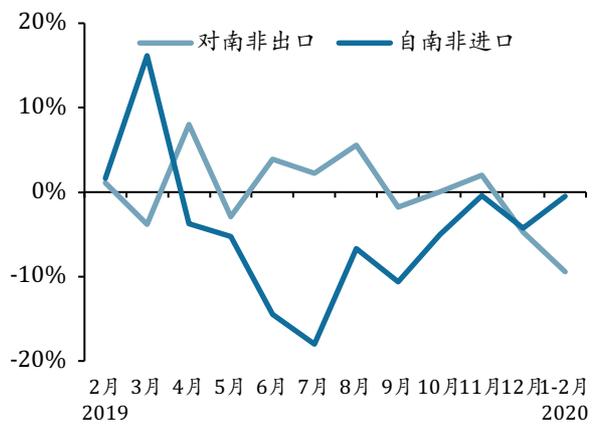
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

注: 对进出口同比增长率进行了三月移动平均处理以减轻其波动性。

图表 22 金砖国家数据概览

实际 GDP 增速	CPI 同比增速					
	(季度同比, %)			(同比增速, %)		
	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020M1	2020M2	2020M3
俄罗斯	1.1	1.5	2.1	2.4	2.3	2.5
巴西	1.1	1.2	1.7	4.2	4.0	3.3
印度	5.6	5.1	4.7	7.6	6.6	-
南非	0.9	0.1	-0.5	4.4	4.6	-
汇率	制造业 PMI					
	(名义汇率, perUSD)					
	2020M1	2020M2	2020M3	2020M1	2020M2	2020M3
俄罗斯	61.781	63.878	73.318	47.9	48.2	47.5
巴西	4.151	4.347	4.886	51.0	52.3	48.4
印度	71.279	71.530	74.548	55.3	54.5	51.8
南非	14.414	15.024	16.676	48.3	48.4	44.5
出口	进口					
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2020M1	2020M2	2020M3	2020M1	2020M2	2020M3
俄罗斯	-2.6	-19.1	-	3.2	1.1	-
巴西	-19.4	3.92	10.4	-1.3	5.1	10.6
印度	-1.7	2.9	-	-0.7	2.5	-
南非	13.8	11.8	-	1.9	1.3	-
中国出口	中国进口					
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2020M1-2		2020M3	2020M1-2		2020M3
俄罗斯	-14.9		-	24.5		-
巴西	-3.6		-	-3.4		-
印度	-14.0		-	-12.8		-
南非	-22.8		-	-22.4		-

数据来源: Wind, CEIC。

中国经济：政策的力度和目标

在制订 2020 年中国经济增速目标时，一方面要发挥主观能动性、尽量缓解疫情对中国经济的冲击；另一方面，也要实事求是地评估约束条件，从全局、长远出发，制订切合实际的年度经济工作目标。目前来看，在政策合理发力、后 3 季度经济增速达到 2019 年同期增长水平的情形下，全年经济增速可望达到 2.5%-3.5% 区间。在这一区间内，既可采取措施应对冲击又能避免过度反应，维持后续就业稳定，保证经济社会平稳运转，同时避免加剧中长期结构失衡。此外，由于当前疫情还在全球扩散蔓延，不确定性仍大。如果外部经济环境变化超出预期，经济增速目标宜根据实际情况再进行必要调整。

需对疫情冲击进行分类评估。

疫情冲击之下，国内经济环境发生了重要变化，外部不确定性仍在上升。原本就面临诸多挑战的中国经济政策，现在又要面对更加严峻的考验。在此情势下，如何把握好宏观经济政策的节奏、力度？我们需要遵循经济规律，对疫情冲击的经济损失进行分类评估，政策既要足够给力，但也要避免过犹不及。

一、扩张性政策如何把握力度？

把握政策力度非常关键。

目前国内疫情防控出现了诸多积极信号。接下来，在继续严格防控疫情倒灌风险的前提下，疫情冲击将逐步由第二阶段过渡到第三阶段。在此背景下，实施扩张性宏观政策的呼声越来越高，但另一方面又有一些过犹不及的担忧。如何把握好政策力度，这是一个十分关键的问题。

不宜将小康目标和 GDP 目标挂钩。

首先，不宜将小康目标和 GDP 翻番挂钩，也不宜在此框架下讨论扩张性政策的力度。小康描述的是人民的生活水平、生活状态，理解全面小康之“全面”，更应强调全面的指标体系、全面的人口覆盖。尤其应强调脱贫攻坚是全面实现小康的重要组成部分。如果能够成功实现脱贫攻坚战目标、消灭绝对贫困，这在世界范围已经可以称得上是奇迹。此外，十九大作出重要判断，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。这一主要矛盾的解决，要求经济工作应更多关注结构性问题和高质量发展，而不是过于

强调 GDP 总量规模的细微差异。

明确宏观调控的对象。

其次，要把握好宏观调控的力度，需要明确宏观调控的对象。宏观调控的对象是总需求，是为了稳增长、稳就业、稳物价。为了实现这一目标，需要将疫情冲击分为两类，有所为有所不为。相较而言，去产能、去杠杆是做减法，而补短板则是做加法。将供给侧结构性改革与需求端的宏观调控有机结合起来，这是有效应对当前经济下行压力的重要政策出发点。

**中国经济面临的
第一种冲击。**

第一种冲击，即便生产完全恢复，我国可能仍然面临总需求不足、产出缺口为负的情况。对于这种情况，财政、货币政策有必要做出及时反应，通过扩张政策来稳定经济。前文已经提到，由于全球经济增速下滑，出口需求、制造业投资都将面临较大压力，国内总需求也将受到影响。如果政策扩张性力度不够，就业和增长的压力将较为突出。对于第一种冲击，财政、货币政策应做出充分的反应。由此启动的基建投资、扩大信贷确实是应有之义。

**中国经济面临的
第二种冲击。**

第二种冲击，则类似于沉没成本，政策难以做出完全的反应，也不应纠结于此。春节期间受到抑制的餐饮、交通、旅游、电影院线的消费等等，在后期会有补偿性的释放。但是由于季节性消费特征、消费者信心冲击等原因，这些消费需求难以全部找回来。另一方面，从供给端来看，推迟复工损失了多个工作日、复工后面临困难导致产能利用率较低，即便后续中国经济达到充分就业状态，这些损失也难以全部找回来。其中，2020年大部分地区春节假期延长至2月10日，使得原有的59个工作日下降为54个，降幅为8.5%。虽然假期仍有部分行业维持生产经营，但是复工之后产能利用率提升也明显慢于往年，并且湖北疫区还错过了更多的工作日。

需要对第一种冲击做出反应。

综合来看，后续扩张性的宏观经济政策，需要对第一种冲击做出充分的反应，同时应避免对于第二种冲击带来的产出损失进行过度干预。其中，对第一种冲击，也就是对将要发生的总需求冲击做出充分反应，能够缓解总需求不足、使经济回到充分就业状态。这是宏观经济政策需要做、而且能够做的。但是对于第二种冲击，也就是对于已经发生的产

出损失，如果试图做出完全的反应、对产出损失进行完全的补偿，这就意味着后续扩张性政策的力度将需要超出充分就业状态对应的水平、或者经济增速明显超出潜在增速水平。

宏观政策要遵循规律。

考虑到我国财政政策、货币政策仍有较大空间，即使面对疫情的严重冲击，今年实现 GDP 总量翻番目标仍然具有可能性。但是从长远来看，为了实现过高的增速目标，可能导致经济结构扭曲、资源配置恶化，甚至加剧中长期的结构失衡问题，这反而不利于更长期的经济发展。经济政策需要遵循客观规律，从实际出发、从长远和全局出发。特别是从长远来看，全面建成小康社会的意义不仅仅在于这一目标本身，而在于承上启下，为第二个百年目标奠定基础、打好开局。

二、从实际、长远及全局出发确定全年经济增速目标

中国增速预期不断下调。

国内外众多机构就此次疫情对我国的经济影响做出了预测。前期各机构预期相对乐观。国际货币基金组织（IMF）总裁格奥尔基耶娃在 2 月 22 日的 G20 财长会议期间表示，在最新 IMF 预测的基线情景假设下，2020 年中国经济增速预计为 5.6%。但随着疫情冲击导致复工迟缓，疫情在全球的扩散，以及 1-2 月经济数据超预期跌至历史新低，对中国全年增速的评估和预测在不断的向下修正。经合组织（OECD）3 月 2 日发布题为“新冠病毒，世界经济在危险中”的报告，认为中国 2020 年整体经济增速将不超过 5%。3 月 17 日，众多国际投行根据最新经济数据修订预期，认为 1 季度中国经济大概率负增长。渣打将其对中国全年经济增速预期由原来的 5.5% 下调至 4%；高盛将其对中国 1 季度及全年的经济增速预估从此前的 2.5% 和 5.5%，调降至 -9% 和 3%；彭博社综合 12 家机构的预测数据，结果表明中国全年经济增速预测中值在 3.4%。4 月 14 日，IMF 将 2020 年中国经济增速下调至 1.2%。

实现 5.6% 难度极大。

我们的压力测试结果表明：首先，从压力测试结果看，实现全年 5.6% 增速的乐观情形，难度极大。如果 1 季度增速在 2.9% 或以下，则全年增速实现 5.6% 的难度比较大。后三个季度的增速，需达到 2018 年、2019

年同期表现的平均水平、甚至更高。如果 1 季度增速在 1.7% 或以下，要实现全年增速 5.6%，后三个季度压力将非常大。后三个季度的增速，需达到甚至超过 2018 年同期表现，每季度平均增速要达到 6.7% 以上。

全球经济衰退已成定局。

其次，在全球疫情不断蔓延的背景下，全球经济今年进入衰退已经不可避免，这意味着中国难以独善其身。具体来看，当前欧美防控形势不容乐观，其经济增长可能在 2 季度面临大幅收缩，需要警惕由此造成的我国出口需求大幅减弱和供应链进口中间品不足、原材料短缺等问题，可能会对我国 2 季度经济造成较大冲击。因此，实现过高的全年经济增速目标具有相当难度。

图表 23 实现全年增速 5.6% 的三种情景

	情景一 后 3 季度增速 与 2019 年一致	情景二 后 3 季度增速 介于 2019 年和 2018 年 之间	情景三 后 3 季度增速与 2018 年一致
1 季度	4.0%	2.9%	1.7%
2 季度	6.2%	6.6%	6.9%
3 季度	6.0%	6.4%	6.7%
4 季度	6.0%	6.3%	6.5%
全年增速	5.6%		

数据来源：wind，作者测算

注：假设 2020 年四个季度对 GDP 贡献度，仍与 2017-2019 年结构一致；即一、二、三、4 季度占全年 GDP 比重分别为：22%、24%、26% 和 28%。2、全年经济增速要达到 5.6%。

图表 24 根据 3%-3.5% 的目标区间，倒推 1 季度增速可容忍范围

		全年经济增速为 3%	全年经济增速为 3.5%
情景假设：后 3 季度增速与 2019 年一致	1 季度	-7.9%	-5.6%
	2 季度	6.2%	
	3 季度	6.0%	
	4 季度	6.0%	

数据来源：wind、作者测算

注：假设 2020 年四个季度对 GDP 贡献度，仍与 2017-2019 年结构一致；即一、二、三、4 季度占全年 GDP 比重分别为：22%、24%、26%和 28%。

3%至 3.5%可以作为参照区间。

但为了保证就业稳定、避免严重就业压力，又需要保持一定的经济增速水平。现在我们假设，2020 年中国经济增速介于 3.0%-3.5%之间，且后 3 季度增速与 2019 年一致，由此倒推 1 季度经济增速的可容忍下限。测算结果表明，对应于全年 3%-3.5%的增速，1 季度经济增速的可容忍范围将介于-7.9%到-5.6%之间。而刚刚公布的 1 季度增速恰好落在-6.8%，处于这个区间之内。这表明，3-3.5%的增速区间有一定的参考意义。

2.5%至 3.0%的目标较为实际。

但是目前来看，疫情仍在全球扩散蔓延，全球经济还将在 2 季度迎来新低。同时疫情在全球范围内仍然存在较大不确定性，日本和新加坡的疫情又有反弹，巴西、印度等国也出现了新的风险。在外防输入、内防反弹的严峻挑战下，要实现 3-3.5%的目标也有难度。在此背景下，我们将增速目标下调为 2.5%-3.0%。只要全年经济增速能达到这一区间，疫情对就业的冲击就较为可控。

区间目标较为合理。

因此，在政策合理发力、后 3 季度经济增速以 2019 年同期为基准的情形下，全年经济增速可望达到 2.5%-3.0%区间。在此区间，政策能够对前文提及的第一种冲击采取措施，并避免对第二种冲击过度反应，从而可以维持后续就业稳定、保证经济社会平稳运转，同时避免中长期结构失衡的加剧。

小康目标也在于承上启下。

最后，全年增速目标的确定，应遵循客观规律，从实际出发、从长远和全局出发。一方面，从实际出发，当前疫情还在全球扩散蔓延，不确定性仍大。如果外部经济环境变化超出预期，经济增速目标宜根据实际情况再进行必要调整。另一方面，从长远来看，全面建成小康社会的意义不仅仅在于这一目标本身，更在于承上启下，为第二个百年目标奠定基础、打好开局。

东盟韩国经济：复苏被疫情中断，经济快速下行

2020年第1季度，东盟和韩国经济的复苏态势在3月因新冠疫情的蔓延被打破。截至四月初，东盟疫情在近期仍有加剧之势，韩国疫情爆发峰值已过。疫情首先冲击金融市场，本区主要股指和本币对美元汇率今年以来大幅下跌，多国股指及汇率双位数下跌。下跌主要出现在疫情扩散至全球后，反映全球资产价格与美国的联动，避险需求带来美元荒。新公布的3月PMI数据显示区内经济体景气程度在3月剧烈下降。东盟整体的制造业PMI大幅下降至43.4，较上月下降6.8，较上年末下降6.3。韩国的PMI今年以来持续下跌，3月为44.2，较去年末下降5.9。从国别景气程度差异来看，这次不同于此前外部冲击，疫情冲击主要影响内需为主和区内中低收入的国家，原因在于：一方面，由于社交距离的限制，疫情对于内需的短期冲击很大；另一方面，中低收入国家在疫情应对能力方面可能不足，这将加剧信心冲击。各国纷纷出台宽松货币和财政政策应对疫情冲击，但其主要目标是纾困而非刺激。受内需、价值链、金融市场和疫情加剧等多方不利影响，各国经济2020年增速不乐观，多国可能出现全年负增长。

一、疫情概览

东盟疫情在近期有加剧之势，韩国疫情爆发峰值已过。

根据最新数据（4月4日），东盟疫情在近期有加剧之势，韩国疫情爆发峰值已过。东盟主要国家中，马来西亚和菲律宾确诊病例超过3000例，泰国和印度尼西亚确诊病例超过2000例，目前这四个国家的单日新增病例均在100例以上，菲律宾新增最快。东盟部分国家有可能成为新冠下一波疫情的高峰地。韩国此前爆发新冠疫情，从单日新增来看，疫情已于2月29日达峰，目前单日新增不到百人，总体稳定。

二、疫情冲击金融市场，货币普遍贬值

疫情冲击股票市场。

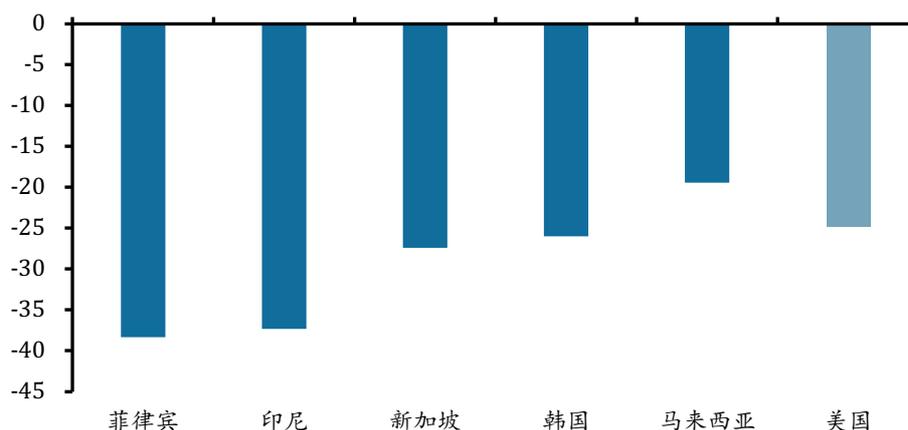
疫情首先冲击股票市场。2020年以来，本区主要股指大幅下跌（见下图），其中菲律宾马尼拉综合指数和印尼雅加达综合指数下跌了38%和37%，新加坡海峡指数和韩国综合指数下跌了27%和26%，跌幅均超

美国标准普尔 500 指数今年来跌幅，只有马来西亚吉隆坡指数跌幅低于美国标普 500、为 19%。

股票市场下跌出现在疫情扩散至全球后。

股票市场下跌出现在疫情扩散至全球后。从主要股指环比变动情况来看，此前 2 月上旬的中国疫情和 2 月下旬区内韩国疫情对区内股票市场冲击有限。在中国疫情单日新增达到峰值（2 月 12 日）的第二日，各主要股指相对于年初股指变动幅度的平均值为 3.05%，在本区韩国疫情单日新增达到峰值（2 月 29 日）的第二日，各主要股指相对于年初股指变动幅度的平均值为 5.6%，总体呈现上涨格局。股票市场的下跌主要出现在疫情蔓延至全球及美股出现大幅动荡时，股票指数的单日波动也与美国标普 500 指数的波动保持了较高的一致性。

图表 25 3 月末（3 月 24 日）区内国家主要股票指数相对于年初的变动



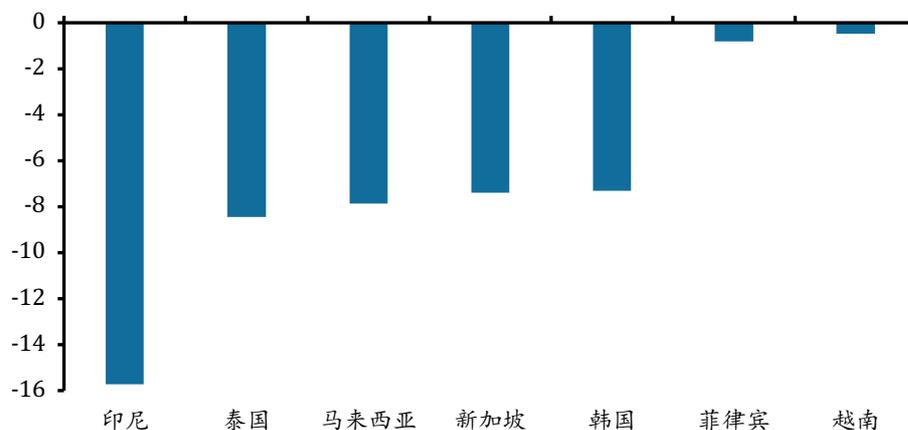
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

区内货币对美元普遍贬值。

区内货币对美元普遍贬值。印尼盾贬值最多，达 15.7%，泰铢、马来西亚令吉特、新加坡元和韩元也贬值较多，贬值幅度在 7-8%之间。与股票市场走势类似，货币贬值也主要出现在近期。在中国疫情单日新增达到峰值（2 月 12 日）的第二日，各国货币兑美元相对于年初贬值幅度的平均值为 1%，在本区韩国疫情单日新增达到峰值（2 月 29 日）的第二日，各国货币兑美元相对于年初贬值幅度的平均值为 2%，对美元总体保持了稳定。反映疫情蔓延至全球之后，伴随着美联储超预期货币政策的公布，市场恐慌情绪上升，美股熔断带动全球资产价格下跌，

全球避险情绪上升，流动性不足，全球范围内对美元需求迅速上升，市场出现美元荒现象。因此，包括区内货币在内的各国货币均对美元出现大幅贬值。

图表 26 3 月末（3 月 24 日）区内国家货币对美元汇率相对于年初的变动



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

三、实体经济负面冲击加剧

PMI 反映的景气程度在 3 月剧烈下降。

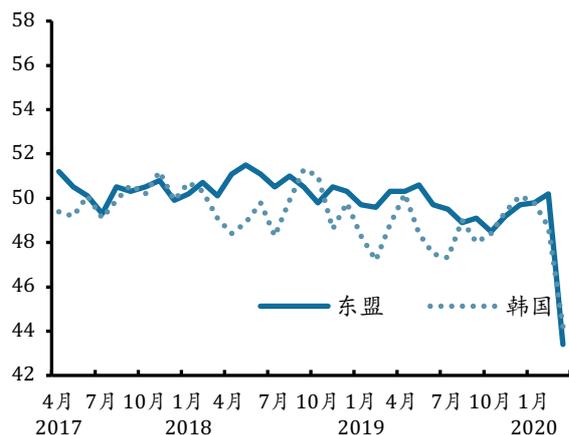
PMI 反映的景气程度在 3 月剧烈下降。3 月，东盟整体的制造业 PMI 大幅下降至 43.4，较上月下降 6.8，较上年末下降 6.3。各主要东盟国家的 PMI 均有所下降，从 3 月的情况看，将 3 月值与去年 12 月相比，下降最多的是菲律宾（降 12）和越南（降 8.9），印尼、泰国、马来西亚和新加坡分别下降了 4.2、3.4、1.6 和 4.7。从近一个月以来的情况来看，受到严重冲击的主要是印尼和越南（分别降 6.3 和 8.9）。韩国的 PMI 今年以来持续下跌，3 月为 44.2，较去年末下降 5.9。疫情让本已进入温和复苏的制造业再次遇冷，东盟国家 2 月 PMI 已上升至荣枯线以上，韩国去年 12 月也到达荣枯线以上，但这些复苏因为疫情冲击戛然而止。

本轮收缩特征与过往不同。

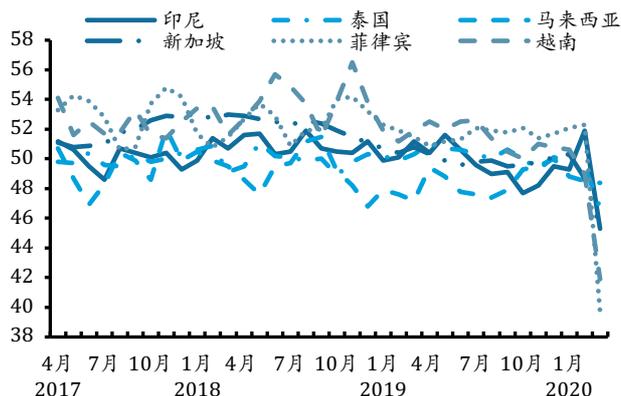
从景气程度的收缩特征来看，本轮的收缩特征与过往有所不同。以往受到外部冲击时，一般是区内的前沿经济体（新加坡和韩国）首先开始景气下行，随后是区域内较为开放的马来西亚、泰国和越南受到影响，最后影响到以内需为主的印尼和菲律宾。但是，这次的影响则是主

要影响内需为主和区内中低收入的国家，反映出疫情冲击不同于往常外部经济冲击的特征：一方面，由于社交距离的限制，疫情对于内需的短期冲击很大；另一方面，中低收入国家在疫情应对能力方面可能是不足的，这将加剧信心冲击。

图表 27 东盟六国与韩国的制造业 PMI 月度值



数据来源：CEIC, Markit, 世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC, Markit, 世界经济预测与政策模拟实验室

贸易情况显示无疫情冲击时全球贸易正回暖。

贸易情况显示无疫情冲击时全球贸易正回暖。各国 2020 年开年以来的数据显示，1-2 月出口和进口同比增速总体未见明显下滑。其中，印尼、泰国、菲律宾、马来西亚、越南、韩国的出口同比增速较上季有所好转，印尼、菲律宾、马来西亚、新加坡、韩国的进口同比增速较上季有所好转。这反映出在疫情爆发之前，东盟和韩国贸易数据显示全球贸易正在回暖。

区内两大前沿国家及越南经济和贸易数据不乐观。

区内两大前沿国家及越南经济和贸易数据不乐观。新加坡 3 月 26 日公布第 1 季度 GDP 初步数据显示，GDP 环比折年率为-10.6%，为十年最大降幅，同比增速-2.2%。分行业情况显示疫情对服务业的冲击大于制造业，新加坡第 1 季度制造业环比增 4.2%，显著好于上季度的-5.9%，建筑业和服务业恶化，环比分别收缩 22.9%和 15.9%。基于韩国 3 月前 20 日贸易数据，韩国出口同比增长 9.95%，环比增 17.2%，出口总体情况好于预期。主要原因包括：第一，半导体产业对出口拉动明显，3 月前 20 日出口同比增速 20.3%；第二，中国疫情结束，对华

出口增 4.9%；第三，对美出口在 2 月终结 9 个月负增长，3 月前 20 日大增 27.2%；第四，去年同期出口大幅下降的基期效应；第五，开工天数增加，剔除天数影响，3 月前 20 日日均出口额为-0.4%。但韩国贸易协会调查显示，第 2 季度韩国出口企业的“出口产业景气展望指数”跌至 79.0，为 7 年来最低值。因疫情蔓延，韩国出口会受到供给端中间产品生产企业停产，以及需求端主要贸易伙伴经济放缓的影响。此外，越南第 1 季度 GDP 同比仅增 3.8%，创下 9 年新低。两大前沿国家及越南经济增长和出口前景不容乐观，折射出区内的增长与贸易前景因疫情存在极大不确定性。

四、宽松政策应对疫情

货币政策方面，央行普遍宽松。

货币政策方面，区内央行普遍采取宽松举措。印尼央行于 2 月 20 日和 3 月 19 日两次降低基准利率共计 50 个基点至 4.5%；泰国央行于 2 月 5 日和 3 月 25 日两次降低基准利率隔夜利率共计 50 个基点至 0.75%，目前利率降至历史低值；马来西亚央行于 1 月 22 日和 3 月 3 日两次降低基准利率隔夜利率共计 50 个基点至 2.5%；菲律宾央行于 2 月 7 日和 3 月 20 日将隔夜借款/贷款利率共降 75 基点，分别至 3.25% 和 3.75%；韩国央行 3 月 16 日将基准利率降低 50 个基点至 0.75%，目前也处于历史最低水平；越南央行 3 月 17 日将 1-6 月存款利率降低 25 个基点。此外，3 月 30 日，新加坡提前公布半年度货币政策声明，将新加坡元维持在当前水平不升值，显示货币政策宽松。韩国与新加坡分别与美国签订 600 亿美元货币互换，应对美元流动性不足。

财政政策方面，各国纷纷采取宽松举措为疫情冲击纾困。

财政政策方面，各国纷纷采取宽松举措为疫情冲击纾困。印尼政府 3 月 31 日宣布政府将额外拨款 405.1 万亿印尼盾应对新型冠状病毒肺炎疫情，预计今年财政赤字占 GDP 的 5.07%。泰国已于 3 月 10 日和 3 月 24 日推出规模分别为 4000 亿泰铢和 1170 亿泰铢的财政计划，用于为居民发放补贴和企业贷款、延迟缴税，并拟出台一个超过 5000 亿规模的新计划。马来西亚于 3 月 27 日宣布一项总额为 2500 亿林吉特

的经济刺激计划，以应对新冠肺炎疫情对经济的影响。新加坡于 2 月 18 日和 3 月 26 日推出了两轮共计 550 亿新元的应对疫情冲击的财政计划，预算赤字达到 GDP 的 7.9%，政府预计将于 4 月初继续追加经济支持计划。菲律宾于 3 月 17 日推出 271 亿比索的财政政策计划，3 月下旬，由亚洲开发银行、世界银行提供的抗疫贷款也正在落实中。韩国政府 3 月 17 日追加了 11.7 万亿韩元的补充预算，并计划为中小企业提供 50 万亿韩元的紧急资金，3 月 24 日，韩国为明年扩张性财政政策以恢复经济做准备，预计预算规模可能超过 550 万亿韩元。

五、经济展望

各国经济受疫情影响在 2020 年增速均不乐观，多国可能出现全年负增长。

各国经济受疫情影响在 2020 年增速均不乐观，多国可能出现全年负增长。因疫情影响对各国传导的渠道包括：第一，疫情所带来的因社交距离限制而导致行业萎缩，例如服务业，特别是旅游业；第二，疫情经由价值链传导对制造业的冲击；第三，金融市场波动向实体经济的传导；第四，疫情在本国境内爆发的额外不确定性。目前各国出台的政策主要用于纾困，对经济的额外刺激尚不构成当下宽松的主要考量。综合官方和国际组织预测，区内经济体 2020 年增速预测如下：印尼 2.3-2.5%、泰国 -5.0- -1.0%、马来西亚 -2.0-0.5%、新加坡 -4-1%、菲律宾 0-2.0%、越南 3.5-4.5%、韩国 0-1.0%。

图表 28 东盟六国与韩国宏观经济数据概览

宏观经济核心指标	2019			2020	
	Q3	Q4	全年	Q1 ¹	全年 ²
印度尼西亚					
实际 GDP 同比增速 (%)	5.0	5.0	5.0		2.3 - 2.5
制造业 PMI	49.2	48.5	49.7	48.8	
消费者信心指数	123.2	123.0	124.7	119.7	
失业率 (%，半年)	5.3		2.6		
出口总额 ³ 同比增速 (%)	-6.9	-3.7	-7.0	4.4	
进口总额 ³ 同比增速 (%)	-11.1	-10.4	-9.0	-5.0	
CPI 同比增速 (%)	3.0	2.7	2.8	2.9	
CPI 环比增速 (%)	0.1	0.2	0.2	0.2	
美元兑印尼卢比同比增速 (%)	-3.2	-5.0	-0.5	0.7	
美元兑印尼卢比环比增速 (%)	-0.9	-0.4	-1.3	1.2	
泰国					
实际 GDP 同比增速 (%)	2.6	1.6	2.4		-5.0 - -1.0
制造业 PMI	50.3	49.8	50.3	48.7	
消费者信心指数	47.0	45.1	48.4	43.6	
工业生产指数同比增速 (%)	-4.2	-6.8	-3.6	-4.6	
失业率	1.1	1.0	1.0	1.1	
出口总额 ³ 同比增速 (%)	-0.4	-4.4	-2.6	-0.6	
进口总额 ³ 同比增速 (%)	-5.7	-6.3	-4.4	-6.1	
CPI 同比增速 (%)	0.6	0.4	0.7	0.9	
CPI 环比增速 (%)	0.0	-0.3	0.2	0.1	
美元兑泰铢同比增速 (%)	-6.9	-7.7	-3.9	-1.1	
美元兑泰铢环比增速 (%)	-2.8	-1.4	-2.0	3.3	
马来西亚					
实际 GDP 同比增速 (%)	4.4	3.6	4.3		-2.0 - 0.5
制造业 PMI	47.6	49.6	48.4	48.6	
工业生产指数同比增速 (%)	1.6	1.2	2.3	0.6	
失业率 (%)	3.3	3.2	3.3	3.2	
出口总额 ³ 同比增速 (%)	-1.9	-3.2	-1.7	5.1	
进口总额 ³ 同比增速 (%)	-5.4	-3.8	-3.4	4.4	
CPI 同比增速 (%)	1.3	1.0	0.7	1.5	
CPI 环比增速 (%)	0.1	0.2	0.1	0.1	
美元兑林吉特同比增速 (%)	1.8	-0.2	2.7	2.2	
美元兑林吉特环比增速 (%)	0.4	0.0	0.0	0.4	
新加坡					
实际 GDP 同比增速 (%)	0.7	1.0	0.7	-2.2	-4.0 - 1.0
制造业 PMI	49.7	49.8	50.0	48.1	
制造业生产指数同比增速 (%)	-1.4	-4.0	-1.4	1.2	
季调失业率 (%)	2.3	2.3	2.3	0.0	
出口总额 ³ 同比增速 (%)	-4.8	0.6	-2.9	-0.6	

宏观经济核心指标	2019			2020	
	Q3	Q4	全年	Q1 ¹	全年 ²
新加坡					
进口总额 ³ 同比增速 (%)	-2.7	-1.8	-1.1	5.4	
CPI 同比增速 (%)	0.5	0.6	0.6	0.6	
CPI 环比增速 (%)	0.0	0.0	0.0	-0.1	
美元兑新加坡元同比增速 (%)	0.5	-0.8	1.2	2.3	
美元兑新加坡元环比增速 (%)	0.8	-0.8	-0.2	1.6	
菲律宾					
实际 GDP 同比增速 (%)	6.1	6.4	5.9		0 - 2.0
制造业 PMI	51.9	51.7	51.7	48.0	
工业生产指数同比增速 (%)	-8.4	-7.3	-7.0	-6.3	
消费者信心指数, 下季	36.2	37.1	36.4		
失业率 (%)	4.5	5.3	5.1		
出口总额 ³ 同比增速 (%)	1.0	7.2	1.8	9.7	
进口总额 ³ 同比增速 (%)	-7.8	-8.8	-4.5	1.0	
CPI 同比增速 (%)	1.7	1.5	2.5	2.8	
CPI 环比增速 (%)	-0.1	0.5	0.1	0.2	
美元兑菲律宾比索同比增速 (%)	-3.4	-4.2	-1.6	-2.9	
美元兑菲律宾比索环比增速 (%)	-0.6	-1.4	-1.1	-0.4	
越南					
实际 GDP 同比增速 (%)	7.0	7.0	6.9	3.8	3.5 - 4.5
制造业 PMI	51.5	50.6	51.5	47.2	
工业生产指数同比增速 (%)	10.1	7.2	9.0	6.6	
出口总额 ³ 同比增速 (%)	13.5	9.1	8.3	3.9	
进口总额 ³ 同比增速 (%)	9.7	6.7	10.0	-0.6	
CPI 同比增速 (%)	2.2	3.7	2.8	5.6	
CPI 环比增速 (%)	0.3	1.0	0.4	0.1	
美元兑越南盾同比增速 (%)	1.9	1.8	2.0	1.3	
美元兑越南盾环比增速 (%)	0.3	0.2	0.4	0.2	
韩国					
实际 GDP 同比增速 (%)	2.0	2.3	2.0		0 - 1.0
制造业 PMI	48.1	49.3	48.6	47.6	
消费者信心指数	95.1	100.0	98.3	93.2	
失业率 (%)	3.5	3.6	3.8	3.7	
出口总额 ³ 同比增速 (%)	-12.3	-11.6	-10.3	-0.8	
进口总额 ³ 同比增速 (%)	-4.2	-9.5	-5.9	-1.4	
CPI 同比增速 (%)	0.0	0.3	0.4	1.2	
CPI 环比增速 (%)	0.1	0.0	0.1	0.1	
美元兑韩元同比增速 (%)	6.5	4.2	5.9	6.1	
美元兑韩元环比增速 (%)	2.4	-1.6	1.1	1.6	

数据说明: ¹GDP 增速为预测数或初值, 汇率为季度日均值变动, 其余为已公布月度数据的平均值。²预测数。³美元计价。

全球金融市场专题：动荡开年

2020 年第 1 季度，全球金融市场动荡开年。2 月，受新冠疫情影响，金融市场避险情绪上升。3 月，疫情海外蔓延叠加油价暴跌，美国高收益债违约风险上升，美股暴跌，引发强制平仓和赎回挤兑，美元流动性危机暴发。汇率方面，外汇市场美元需求上升，美元指数上升，其他多数国家汇率贬值。风险资产方面，美股 3 月内发生四次熔断，多国股市暴跌，A 股波动最小。多国央行降息，货币市场利率下降。无风险资产方面，避险情绪本导致国债收益率大幅下行，但美元流动性危机暴发使得避险资产也被抛售，多国长期国债收益率反弹，其中已陷入负利率并且未进一步降息的日本、欧元区国家国债收益率反弹幅度较大。截至 1 季度末，在美联储大规模流动性救助下，美元市场流动性压力有所缓解，但金融机构流动性风险仍处在较高水平，如果疫情蔓延加剧、持续时间较长，美国企业债务风险仍会暴露，美股仍有下跌风险。个别外债依存度较高的新兴经济体可能爆发外债危机和货币危机；因内债风险上升，各国均需注意小规模银行危机。

一、全球金融市场总体情况

美元流动性危机爆发。

2020 年 1 季度，全球金融市场动荡开年。1 月中上旬，因中美贸易协定达成第一阶段协议，全球金融市场波动有所缓和。1 月 20 日，新冠疫情在中国爆发，而后于 2 月中旬起在全球大规模蔓延。因可以预见的全球能源需求下降，OPEC 与俄罗斯未达成减产协议，转为价格战抢占市场。原油价格暴跌导致美国能源企业高收益债违约风险上升，疫情全球蔓延和防控也给航空等其他企业的现金流造成压力、企业债务风险上升，基金亏损引发流动性挤兑，风险资产和避险资产均面临抛售，买空机制和相对价值策略的广泛使用加速了美元流动性危机的爆发和资产抛售。多国降息，各国货币市场利率下降。因各国自身风险、货币政策变动和面临挤兑抛售的压力不同，长债收益率变动有所分化。汇率方面，美元流动性需求上升导致美元指数上升，多数国家贬值。

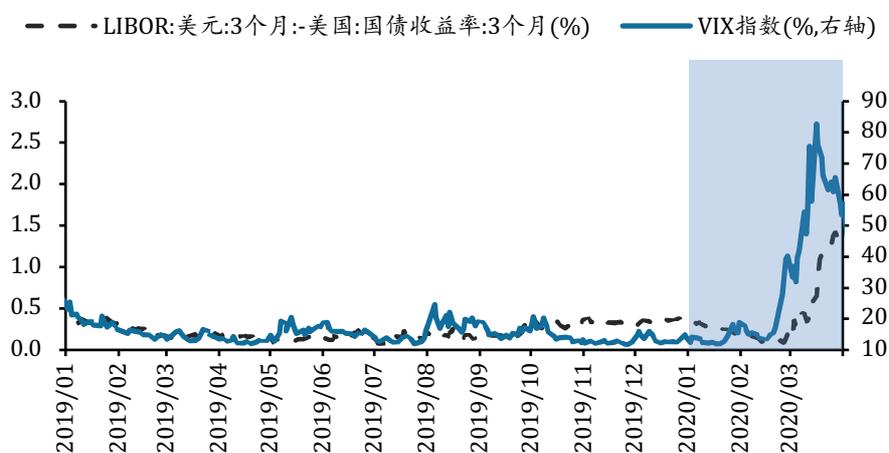
图表 29 全球金融市场主要指标变动

外汇市场				股票市场			
名称	本季度	上季度	升值幅度	名称	本季度	上季度	上涨幅度
美元指数	98.32	97.87	0.46%	标普 500	3067.75	3088.60	-0.67%
欧元	1.10	1.11	-0.39%	德国 DAX	12227.37	12973.84	-5.75%
日元	108.98	108.72	-0.24%	日经 225	21899.57	23026.13	-4.89%
人民币	6.97	7.04	0.90%	上证综指	2947.01	2942.86	0.14%
雷亚尔	4.44	4.11	-7.88%	巴西 IBOVESPA	103850.17	108499.48	-4.29%

货币市场 (7 天同业拆借利率)				债券市场 (10 年期国债)			
名称	本季度	上季度	变化基点	名称	本季度	上季度	变化基点
美国	1.33	1.68	-34.29	美国	1.37	1.79	-42.69
欧元	-0.54	-0.55	0.60	欧元区	-0.36	-0.31	-5.44
日本	-0.10	-0.10	-0.45	日本	-0.03	-0.09	5.65
中国	2.23	2.57	-33.74	中国	2.84	3.20	-35.77
印度	4.94	5.03	-9.17	巴西	7.10	6.77	32.85

注：原始数据来源于 Wind 数据库，经笔者计算。各指标季度数值为季内平均值，变动幅度则根据相邻两季度的平均值计算，除货币市场和债券市场利率变动外，其余变动幅度单位为百分点。其中，欧元汇率为间接标价法，日元、卢布、雷亚尔为直接标价法。货币市场和债券市场利率单位为百分点。变化基点单位为百分之一个百分点。

图表 30 全球金融市场风险状况图



注：数据来自 Wind 数据库。阴影部分为 2020 年第 1 季度。

全球金融市场波动急剧上升。

全球金融市场波动性急剧上升。3 月份，美元流动性危机爆发，资产遭遇抛售，风险资产、避险资产价格陆续暴跌。3 月 16 日，VIX 指数上升至 82.69%，超过 2008 年金融危机水平。后因美联储推出开放式 QE 并通过 PDCF、大规模回购、货币互换等工具向市

场注入大量流动性，各类资产价格走势恢复正常模式，3月底VIX指数下滑至60%左右。但从TED利差上看，流动性危机似乎并未缓解，反映金融机构流动性风险的TED利差仍在高位。3月底，TED利差上升至1.45%，这一水平与次贷危机时期相当，但远低于2008年雷曼兄弟破产前后水平（3%-4.6%）。

二、全球金融分市场运行态势

美元流动性紧张导致
美元需求上升。

美元指数上升，绝大部分国家汇率贬值。美元流动性挤兑也传导至了外汇市场，美元需求上升。3月20日，美元指数最高上升103.01。其他主要发达经济体货币均贬值，其中澳元贬值幅度最大（-3.77%）。新兴经济体方面，仅人民币汇率和菲律宾比索小幅升值。人民币汇率升值主要是在1月21日国内新冠疫情爆发之前、中美第一阶段贸易协定达成消息传出后，1月份前期的累计升值导致本季度的人民币平均汇率较上季度略有升值。在疫情爆发之后，人民币汇率由6.86（1月21日）贬至7.11（3月20日）。而菲律宾比索自2018年9月以来虽有所波动，但整体呈升值趋势。本季度，贬值幅度较大的发展中国家货币有：巴西雷亚尔（-8.40%）、土耳其里拉（-5.34%）、南非兰特（-4.43%）、卢布（-4.22%）、阿根廷比索（-3.70%）和泰铢（-3.34%）。

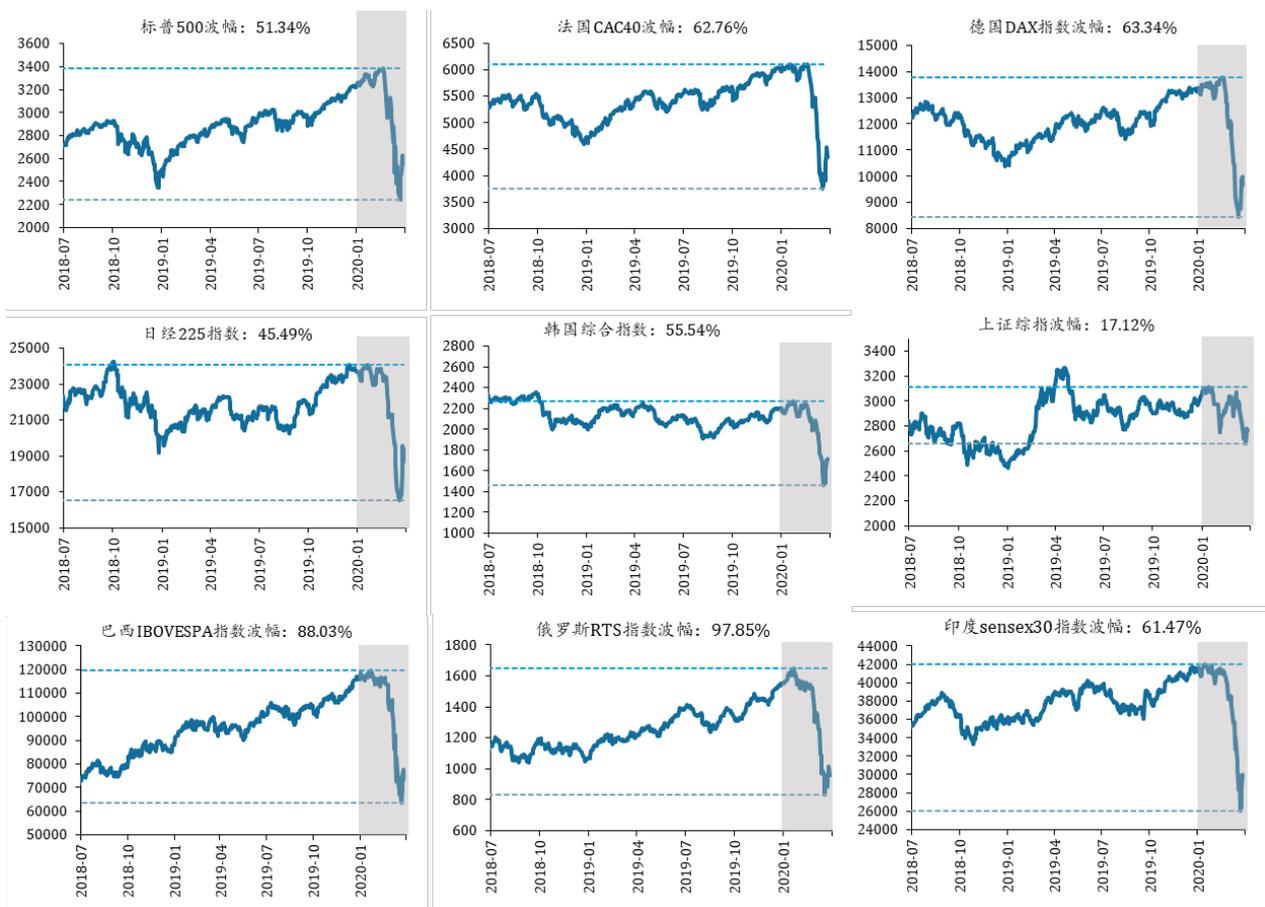
图表 31 主要发达和新兴经济体汇率走势一览

	2020年1季度	2019年4季度	升值幅度	
主要发达经济体	美元指数	98.32	97.87	0.46%
	日元	108.98	108.72	-0.24%
	英镑	1.10	1.11	-0.39%
	欧元	1.28	1.29	-0.61%
	澳元	0.66	0.68	-3.77%
金砖国家	巴西雷亚尔	4.46	4.11	-8.40%
	卢布	66.42	63.73	-4.22%
	南非兰特	15.36	14.71	-4.43%
	印度卢比	72.42	71.22	-1.68%
	人民币	6.97	7.04	0.90%

		2020年1季度	2019年4季度	升值幅度
东南亚	菲律宾比索	50.83	51.01	0.36%
	越南盾	23202.33	23153.23	-0.21%
	马来西亚林吉特	4.18	4.17	-0.35%
	泰铢	31.29	30.28	-3.34%
	印尼卢比	14268.81	14067.45	-1.43%
东亚	韩元	1194.55	1175.67	-1.61%
	新加坡元	1.39	1.36	-1.69%
	新台币	30.15	30.52	1.19%
	港币	7.77	7.83	0.70%
其他	阿根廷比索	61.56	59.36	-3.70%
	土耳其里拉	6.10	5.79	-5.34%

注：原始数据来源于 Wind 数据库，经笔者计算。各指标季度数值为季内平均值，变动幅度则根据相邻两季度的平均值计算，其中，欧元汇率、英镑汇率为间接标价法，其余均为直接标价法。

图表 32 全球主要发达与新兴经济体股市走势一览



注：原始数据来自 Wind 数据库。季度波幅定义为季内最高值相对最低值的偏离百分比。各图中位置较高的绿色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表 2020 年第 1 季度。

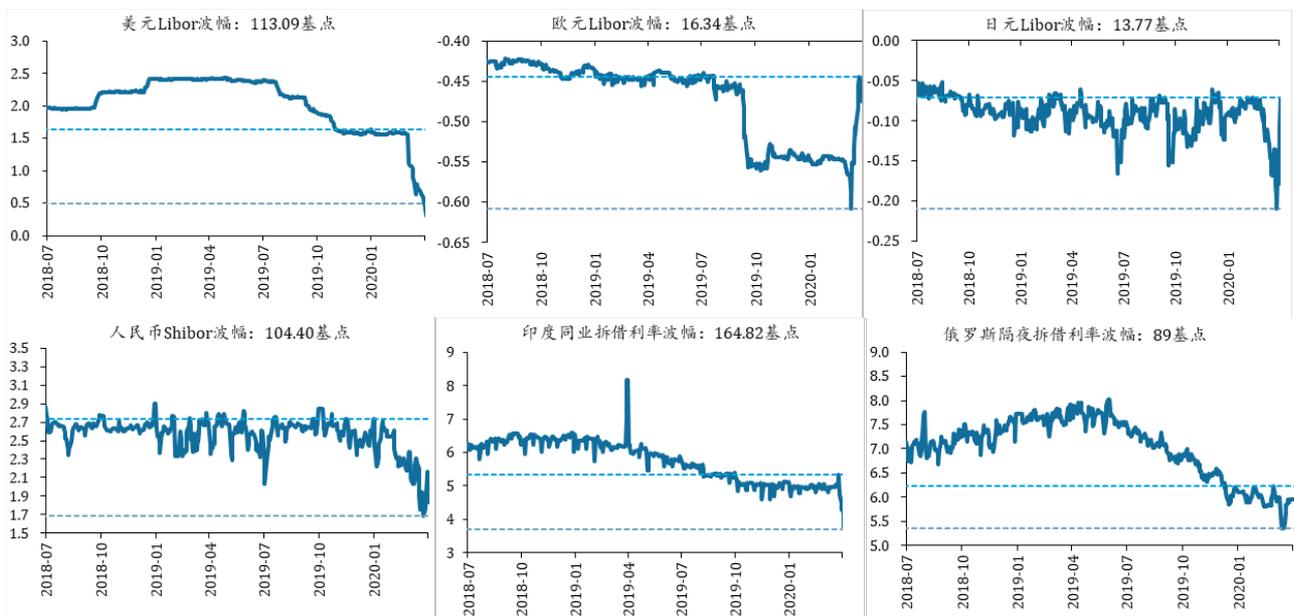
全球股市暴跌。

全球股市暴跌，A股波动率相对较小。1季度，美元流动性危机使得多国风险资产进入抛售模式，新冠疫情成为全球经济长期衰退的导火线，各国金融机构避险情绪上升，多国股市数次暴跌。美股在3月份发生了四次熔断，标普500指数由约接近3400点迅速下跌至2237点。与其他主要经济体股市相比，上证综指的波动率相对较小。2020年1季度，上证综指的波幅仅17.12%，明显低于美日欧等发达经济体和巴西、俄罗斯、印度等新兴经济体。

多国央行降息，货币市场利率下降。

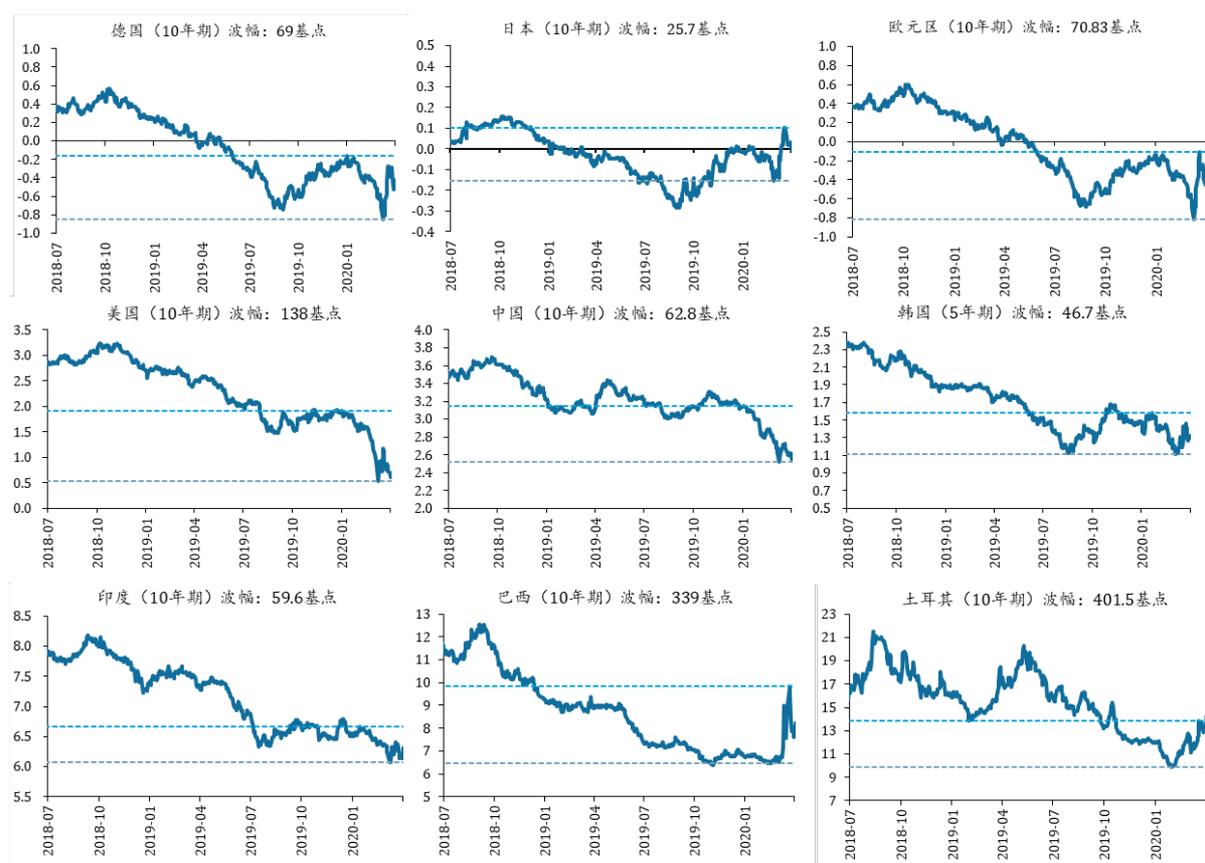
多国央行降息，货币市场利率大幅下降。据不完全统计，2020年1季度，共有44家央行降息，部分国家降息两次以上。美联储两次降息将联邦基金目标利率直接降至0%-0.25%区间，中国人民银行累计下调公开市场操作利率30bp。欧央行和日本央行未下调利率，但日本央行资产购买规模创新高，欧央行推出7500亿欧元的紧急抗疫计划。主要经济体的货币条件普遍宽松，其货币市场利率均明显下降。其中，尚未降息的日本和欧洲货币市场利率下降幅度相对较小。

图表 33 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览



注：同上。

图表 34 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览



注：同上。

主要经济体长期国债收益率走势分化。

受美元流动性危机干扰，主要经济体长期国债收益率波动较大，尤其是负利率债券。正常情况下，新冠疫情爆发、全球衰退预期升温，各主要经济体的长期国债收益率都会因避险情绪和衰退预期大幅下行。但从 3 月中旬开始，因美元流动性挤兑引发的抛售浪潮传染至避险资产，包括美国在内的多国国债均面临抛售，长期国债收益率迅速反弹。相比较而言，日本、德国、欧元区等负利率国债的反弹幅度更大（同时也受日本、欧元区短端基准利率未下调影响），而中国、印度的国债因利率水平相对较高面临的抛售压力偏小。在央行连续降息、衰退风险上升的背景下，巴西、土耳其的国债收益率依然大幅上升，或因社会动荡风险上升和外债风险上升。

三、全球金融形势展望

美国企业债风险演进取决于疫情蔓延的程度。

此次美股暴跌和美元流动性危机的深层次原因是美国企业债风险。截至 1 季度末，美联储尚未应用新推出的 SMCCF、CPFF 等带有信用支持性质的流动性工具（目前计划规模较小，对投资级债券债务风险缓解杯水车薪），但 QE、大规模的回购操作、PDCF、货币互换等工具已经暂时缓和了市场的流动性压力。从次贷危机的经验来看，如果引发危机的债务风险问题未解决，以简单的流动性工具缓解美元流动性危机和资产价格暴跌无异于“饮鸩止渴”。此次美国企业债违约风险上升是受新冠疫情、油价暴跌等外生冲击影响。外生冲击未解除，企业债务风险就仍有恶化的可能性。如果疫情持续时间较长，受疫情影响严重的企业债务风险再一次爆发，市场将迎来新一轮的资产价格暴跌和美元流动性危机。

部分新兴市场国家可能再次爆发外债危机

经济下滑、美元升值，部分外债规模较大的新兴市场国家可能再次爆发外债危机和货币危机，资本大量流出，货币大幅贬值。大宗商品出口依赖国也可能因国际收支大幅恶化出现外债风险。此外，如果一国粮食主要依靠进口，还有可能爆发粮食安全危机。

需要警惕小规模银行危机爆发

理论上，在所有受新冠疫情影响严重的国家，其国内企业和居民债务风险均会上升。部分受疫情影响严重的行业（如服务业、非生活必需品制造业）可能会出现现金流断裂，引发企业债券违约或银行贷款不良。出于底线思维考虑，原则上所有受疫情影响严重的国家均有可能出现集中性的企业违约事件爆发。尽管当前系统重要性银行在监管要求下“固若金汤”，但仍需要警惕小规模银行危机。如果企业债务风险爆发，监管机构需要帮助及时处置面临破产的中小银行，以免债务风险通过同业链条蔓延。

四、跨境资本收支齐降，收支总体为顺差

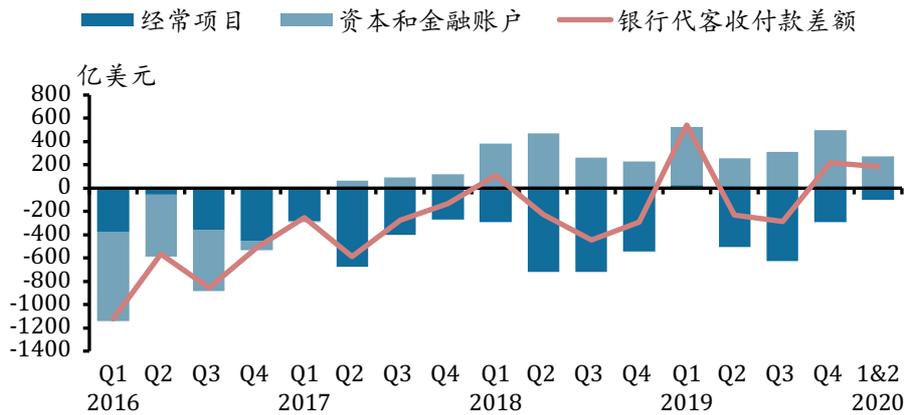
外汇收支总体规模同比、环比齐降，支出下

1 季度外汇收支同步下行，但支出下行速度更快导致跨境收支差额为正。2020 年 1、2 月，银行代客涉外收入与支出总额为 1.1

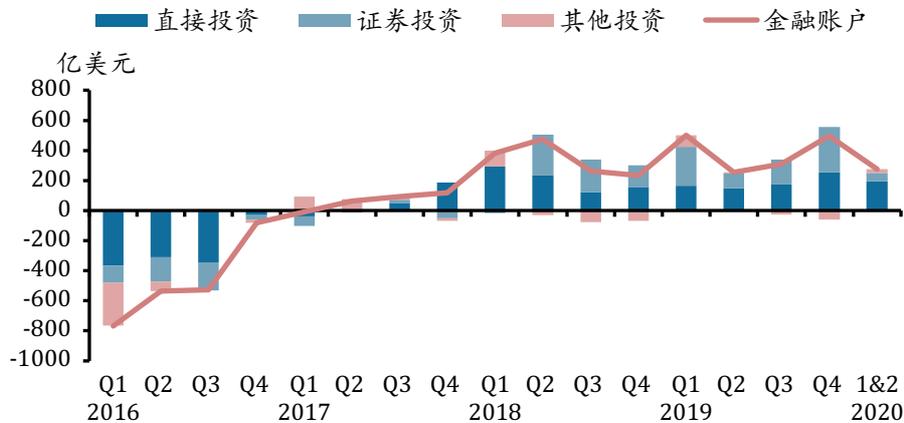
行速度快于收入, 跨境
收支差额为正。

万亿美元, 同比下降 7.4%。其中, 银行代客涉外收入为 5641.5 亿美元, 同比下降 2.8%, 环比下降 6.6%。银行代客涉外支出为 5454.4 亿美元, 同比下降 4.1%, 环比下降 8.8%。银行代客涉外收支维持顺差, 1、2 月差额为 187.2 亿美元, 同比下降 66.9%, 环比上升 7.9%。

图表 35 银行代客收付款分项结构



数据来源: WIND



数据来源: WIND

从国际收支的分项看, 经常账户逆差幅度大幅下降, 1 季度逆差为 294.2 亿美元, 其中 1、2 月银行代客涉外收付款下降至 99.7 亿美元。经常账户逆差收窄主要由服务贸易和收入项逆差的大幅下降贡献, 货物贸易顺差也呈下降趋势, 但下降速度小于前两项。银行代客涉外收付款的非储备金融账户下的外汇净流入维持同比下

降趋势，上季度顺差至为 497.8 亿美元，本季度 1、2 月下降至 274.2 亿美元。其中降幅主要由证券投资净流入的下降贡献，1、2 月银行代客涉外差额的证券投资顺差为 54.3 亿美元，同比环比齐降。直接投资项相对稳定，其他投资项由净流出转为净流入。

零售外汇市场继续维持结售由逆差转为顺差，结束了自 2018 年 3 季度以来的持续逆差趋势。

零售外汇市场结售由逆差转为顺差，结束了自 2018 年 3 季度以来的持续逆差趋势。1、2 月结售汇差额为 205.6 亿美元，结汇额环比、同比齐升，售汇额环比、同比齐降。其中，银行结汇总额为 2914.0 亿美元，售汇总额为 2708.4 亿美元。从交易主体来看，银行代客和自身结售汇均由逆差转为顺差，顺差规模分别为 90.1 亿美元和 115.5 亿美元。**在结售汇意愿方面**，1、2 月的平均结汇率小幅高于售汇率。平均结汇率（银行代客结汇占银行代客涉外总收入比率）为 42.5%，较去年同期下降 6.5 个百分点，较上季度前两个月下降 1.4 个百分点。售汇率（银行代客售汇占银行代客涉外总支出比率）为 42.4%，与去年同期下降 12.6 个百分点，较上季度前两个月下降 3.8 个百分点。

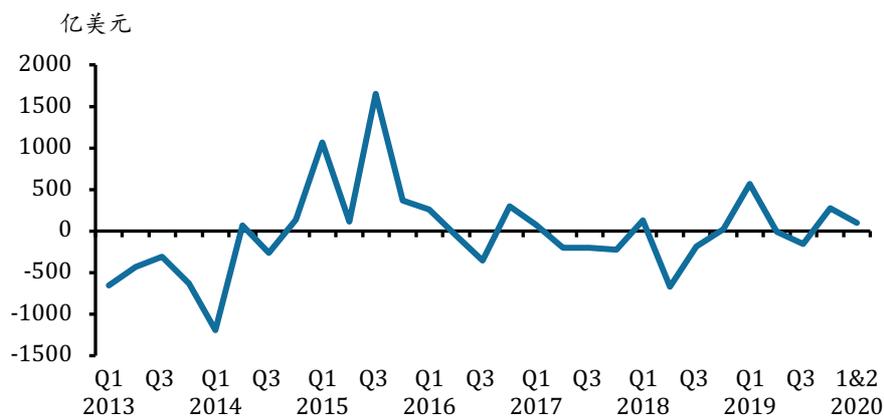
人民币业务跨境资本流动也由流出转为流入。人民币业务量有所上升。

人民币跨境资本流动也由净流出转为净流入。1、2 月，人民币业务在银行代客涉外收入总额中占比为 32.2%，在涉外支出总额中占比为 32.6%，较去年同期分别增加 8.8%和 2.3%。人民币形式的涉外收付款净值由负转正，顺差额为 36.4 亿美元，结束了 2019 年 2 季度以来的逆差趋势。

受不确定性和中外基本面、利率差异分化影响，人民币汇率波幅或增大。

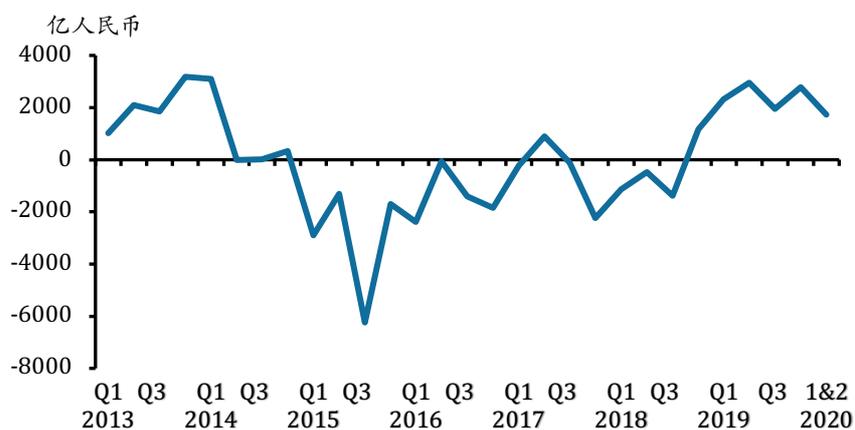
受新冠疫情和海外市场波动影响，未来一段时间内人民币汇率波动或有所增大。一般来说，银行收付款与结售汇顺差差额、远期结售汇签约差及远期结售汇展期差额这三个指标下降往往代表市场的贬值预期强，资本外流压力增大。从 2020 年 1、2 月的银行结售汇数据看，银行收付款与结售汇顺差差额和远期结售汇签约差两个指标呈下降趋势，但没有降为负值。远期结售汇展期差额则呈上升趋势。未来国际金融市场避险情绪的上升将加剧人民币的贬值压力，而我国与主要发达国家息差和基本面趋势若出现分化，人民币将面临升值压力。

图表 36 银行代客收付款与结售汇顺差差额



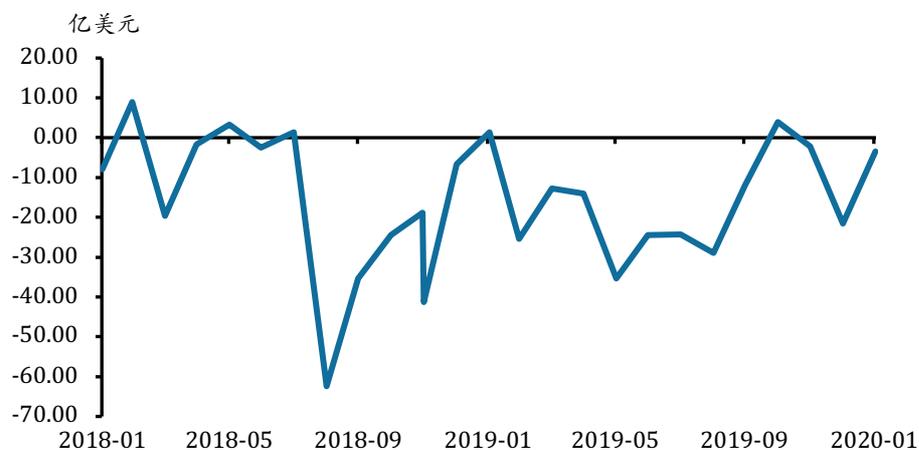
数据来源: Wind数据库, 作者计算整理(最后一期值为2020年1月、2月合计值)

图表 37 银行代客远期结售汇签约差额



数据来源: Wind数据库, 作者计算整理(最后一期值为2020年1月、2月合计值)

图表 38 银行代客远期结售汇展期



五、1 季度海外公司债发行高开低走

2020 开年中国公司海外发债高开低走。

1 季度中资企业海外发债呈高开低走趋势。季度发债总额为 562.8 亿美元，相比于上一季度增长 17.9%，相比于去年同期增长 9.6%。其中，1、2 月企业海外发债合计 495.3 亿美元，占季度发债总额的 88%。在金融、房地产两大发债主力行业的带领下，中资企业海外月度发债额维持在 200 亿美元以上。进入 3 月份，中资企业海外发债金额陡降，全月仅发行 26 笔债券，累计融资 66.3 亿美元。3 月发债量锐减主要受两个方面的影响：一是新冠疫情在全球范围内升级增加了不确定性，二是国际金融市场受到美元流动性短缺的冲击，美元债市场的资金供给严重不足。

图表 39 外币公司债季度发债额度与频率



数据来源：Dealogic数据库，作者计算整理

六、房地产、金融行业维持发债主力地位

房地产行业成为 1 季度发债最多的行业，金融业次之。

房地产公司 1 季度发行债券 235.5 亿美元，发债量相比去年 4 季度增长 52.6%。778 号文对房地产海外融资的约束作用仍在持续，发债类型上，1 季度房地产公司发行高收益公司债 201.6 亿美元，占行业全部发行量的 85.6%；发行投资级公司债 33.9 亿美元，占行业全部发行量的 14.4%。成本方面，房地产海外发债主体信用进一步分层，高收益债平均发债成本为 9.2%，投资级公司债平均发行

成本为 3.7%。从季度内变化看，房地产海外债券发行呈显著下降趋势，3 月发债总额仅为 16.3 亿美元，分别相当于 1、2 两月的发债额的 1/10 和 1/3 左右；发债成本明显上升，3 月高收益债发行的平均利率高达 11.1%，高于前两个月 2 个百分点以上。

金融业公司 1 季度发行 173.6 亿美元，相比于去年 4 季度上升 16.7%。金融业发行产品以工农中建交等国有大型商业银行发行的高评级投资级公司债为主。受美元流动性不足的普遍影响，3 月份金融机构发债相对于前两个月明显下降，月度融资总额为 29.1 亿美元，不足 1、2 两月月度发行额度的一半。成本方面，在美联储降息、全球利率下行的大趋势下，金融业发债成本继续下行，1 季度平均发债成本为 2.5%，相比上季度下降了 0.3 个百分点。

地方政府融资平台 1 季度发行海外公司债 15 笔，发债总额为 50.6 亿美元，发债规模较去年 4 季度提高了 58%。相对于境内融资，高资质城投公司的境外融资具有成本优势，发行利率在 2.88%至 6.1%之间，平均发行利率为 4.5%。

3 月中下旬，全球美元流动性出现短缺。在此背景下，部分中资高收益债海外债券在二级市场遭遇抛售，一级市场发行几乎停摆，美元债会否暴雷引发市场密切关注。随着美国巨额救市政策的出台，全球性的美元流动性紧张局面已阶段性结束。对中资美元债市场会否因流动性风险引发信用违约风险的讨论似乎刚刚开始就已结束。但本轮短暂的危机也在提醒我们，只有充分认识当前中资海外债市场的潜在风险，才能在危机时刻做出更准确的判断和应对。根据文献研究和 CEEM 季度报告的持续追踪判断，企业海外发债所累积的货币错配风险最容易在三类企业中爆发：（1）企业无海外收入或收入增长速度慢于债务增长速度；（2）企业债务杠杆水平持续升高；（3）企业短期债务占比高。结合上述三个风险放大机制，国有部门中的油气行业、交通运输，民营部门中的房地产行业面对的货币错配风险最大。其中，房地产行业未到期债务规模最大。

截至 2020 年 1 季度，房地产行业海外未偿债务为 2225.2 亿美元，占全部未偿海外债总额的 25.5%。再加上地产业融资成本普遍偏高，若企业自身基本面出现变化或市场流动性再次收紧，部分房地产企业的滚动融资压力巨大。但就目前情况而言，国际债券市场的流动性在回暖，在企业信用基本面支撑下，预计未来中资美元债市场将相对于 3 月回暖。

大宗商品市场专题：新冠冲击需求，但市场逐步从恐慌中恢复

2020 年 1 季度，大宗商品价格剧烈下跌。其中，石油价格下跌 70% 以上，季度均价下跌近 20%；有色金属也大幅跳水，铁矿石震荡下行；农产品涨跌不一，部分必需品价格有上涨压力。新冠对几乎所有大宗商品均产生巨大影响，但石油等品种由于悲观情绪已经过度透支，目前开始出现反弹，且价格联盟有动力通过减产抬升价格。预计在新冠疫情 2 季度逐步得到控制的情况下，全球大宗商品价格波动将逐步收敛，并寻找新的价格均衡区间。

一、大宗商品总体价格走势

1 季度大宗商品价格显著下跌，新冠疫情对油价和有色金属形成巨大压力。

2020 年 1 季度 CEEM 大宗商品价格¹环比下跌 9.64%，主要受石油价格拖累。石油方面，1 季度油价剧烈下跌，在新冠疫情和价格战供需两端的压力下，平均价格下跌 19.15%。同样受新冠影响，市场恐慌情绪逐渐积累并爆发，国际有色金属价格大幅跳水，铜价下跌 22.2%，国际铁矿石震荡下行，钢材进口价格小幅上涨。农产品方面，国际大豆价格下挫，国内大豆价格大幅上涨，小麦价格上涨。

二、主要大宗商品供求情况与价格走势

1 季度国际油价在新冠疫情冲击下直线下跌 70% 以上，已回至 2001 年低点，并叠加主要产油国之间的价格战，供需两端承压。

2020 年 1 季度，国际油价出现剧烈波动。受新冠疫情大幅冲击需求和沙特、俄罗斯陷入价格战影响，布伦特原油价格自季度初 67 美元的高点直线下泄至 17 美元的月末低点。从长周期的视角来看，当前油价处于后 08 金融危机时代以来的最低点，上一次油价达到该点位可追溯至 01 年互联网泡沫破灭之后。

近二十年来，全球宏观经济和产出消费结构已经发生巨大的变化，绝对价格之间难以直接对比分析。相应的，绝对价格跌幅参考意义也有限。从绝对跌幅来看，本次下跌约 50 美元，仍小于 08 年（下跌 100

¹ CEEM 大宗商品价格指数（月度）综合计算前五大进口商品月平均价格，并根据中国进口量分配权重。5 种商品价格为 OPEC 一揽子石油价格、普氏铁矿石综合价格指数、澳大利亚动力煤 FOB 价格、钢材亚太地区远东市场综合到岸价以及美洲综合大豆价格。指数以 2012 年平均价格为基准。

美元)和14年(下跌66美元),但价格水平已跌破前两次的底线。

从跌幅深度来看,以4月1日的价格低点计算,本次跌幅已达77%,大于前两次跌幅。从该角度来看,在一个月的时间内跌幅如此巨大,下跌动能基本释放充分,悲观情绪得以充分体现,底部支撑在逐步形成,并很可能会出现阶段性反弹。

从中长期来看,本次剧跌的导火索虽然是新冠带来的直接需求冲击,但和供给端的脆弱平衡被打破也有直接关系。在供需两侧的双重夹击下,油价的绝对价格将持续承压,在远低于2019年的平均水平下徘徊,但短期内由于基数极低,或有明显回调。我们预计占据主导地位供给方,即沙特、俄罗斯和美国,将在新需求水平下,于1-2个季度内形成新的产出均衡,在此过程中油价波动将大幅高于以往,但会逐步收敛,油价也会反弹至30美元以上。

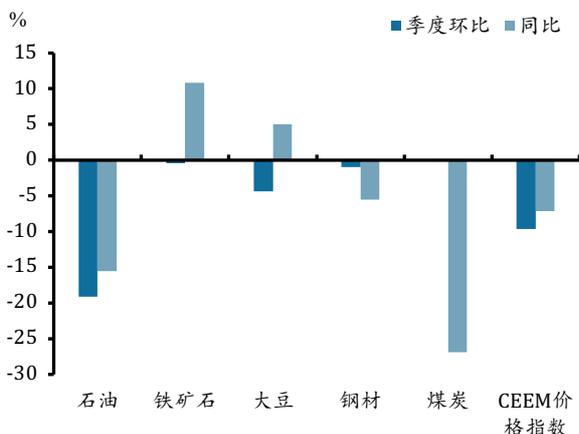
新冠疫情破坏了原先脆弱的均衡,但主要产油国在价格战后仍有极强动力维系油价和超额利润。

在供给端,新冠疫情为打破原有的均衡提供了契机,触发了沙特、俄罗斯之间的价格战。在新冠疫情爆发前,油价已经在松平衡状态下运行了1-2个季度,在60-75美元之间反复波动。该均衡状态虽然只是多均衡之一,但在长期博弈中,以沙特和俄罗斯为主的供给方显示出一定诚意,通过不断试探性和配合性减产来对冲美国页岩油增产。然而进入2019年4季度,需求走弱的趋势已经越来越明显,市场对中国需求韧性和欧洲需求复苏信心不足。因此,尽管OPEC和俄罗斯仍然维系着协同减产的态度,但基础愈发摇摆,主要减产方沙特承受着较大的机会成本,而小产油国如伊拉克、尼日利亚等则间歇性以财政状况贫弱为由增加产出,扩大份额,对减产的效果形成威胁。

但从长期来看,各方都不愿意承担损失,控制价格、获取超额利润仍然是合谋的最优选择。因此,尽管供给侧主要玩家针锋相对,但大背景是需求停滞、供给端难以影响价格,因此做出进攻性姿态的成本较低。一旦疫情稳定或价格超跌,供给端边际影响会显著走强,各方收敛并重寻均衡的意愿也就随之回升。更重要的是,考虑到美国本土页岩油开采成本相对更高,且美国油气公司在全球石油产业的利益

根深蒂固，有较强抬升价格的意愿，美国已开始主动介入调停 OPEC 和俄罗斯之间的价格战。2019 年底美国页岩油市场份额约占 15%，目前已有所萎缩，部分石油公司已申请破产保护。

图表 40 1 季度大宗商品价格显著下跌



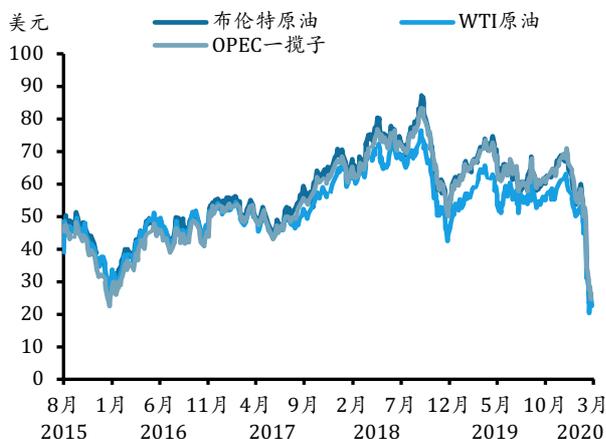
数据来源: CEIC, 世界经济预测与模拟实验室

图表 41 大宗商品价格显著下跌



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策

图表 42 1 季度石油价格跌幅超过 70%



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 43 1 季度 OPEC 仍持续减产, 但 3 月价格战



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

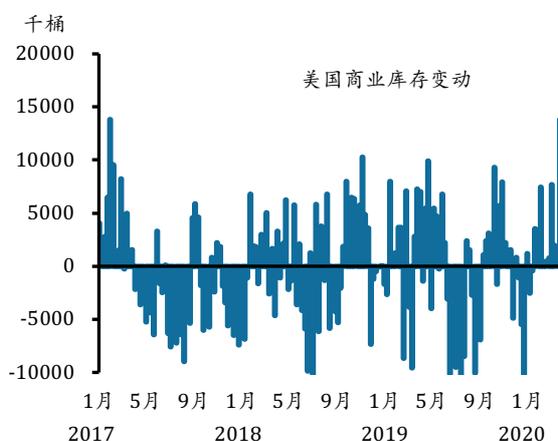
最新消息显示，4 月举行的 OPEC+会议上，沙特和俄罗斯达成递减式减产规划，即自 5 月起首轮减产 1000 万桶/日，为期两个月；自 7 月起减产 800 万桶/日至 12 月；自 2021 年 1 月起减产 600 万桶/日至 2022 年 4 月。作为史上最大规模的减产之一，该协议有力刺激了油价

反弹。

该行动在短期内有助于恢复供需平衡，因 4 月份全球日需求可能重挫 1500 万桶以上。全年平均需求下跌 500-600 万桶/日。

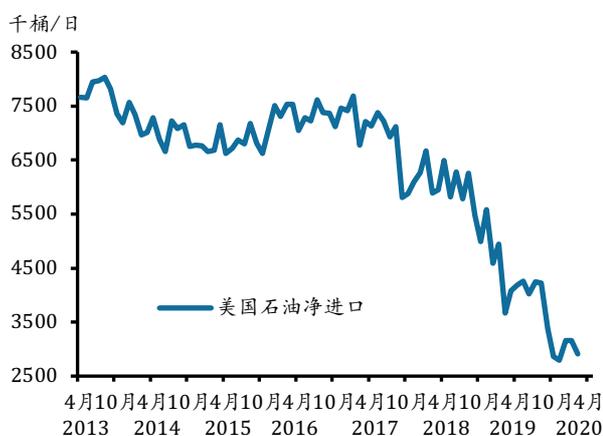
协议的变数在于美、墨等非 OPEC 成员国。美国未答应约束性减产，但表示油企将在低油价下自然退出市场。墨西哥提出减产幅度缩小 30 万桶。我们预计虽然两国未完全配合，但不影响供给侧大幅减产的趋势。

图表 44 1 季度美国商业库存快速增长



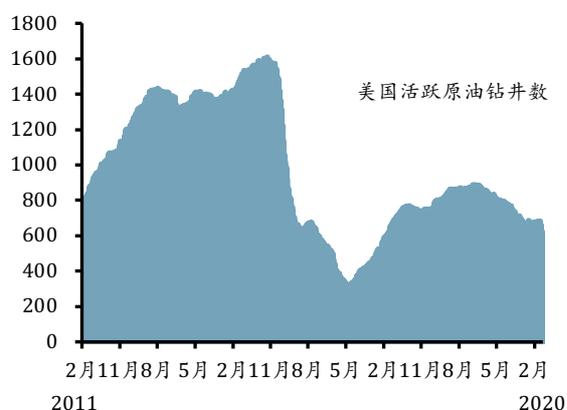
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 45 美国原油进口需求持续下滑



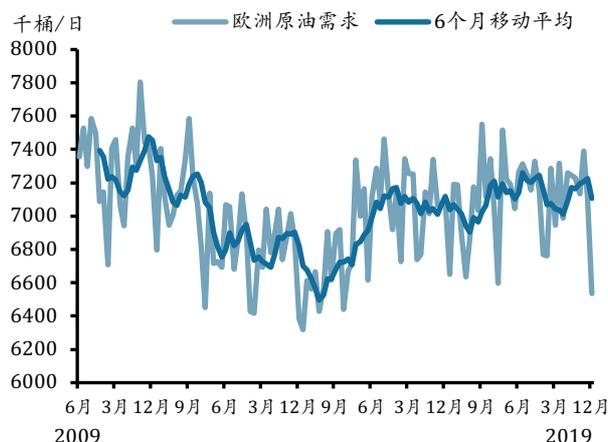
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 46 美国活跃原油钻井数走低



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 47 2019 年底欧洲需求已开始萎缩



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

需求剧烈下跌,但市场逐步计入其影响。

短期内,需求端仍是油价的主导因素。目前市场基本计入了2季度经济重挫的影响,并在情绪主导下过度悲观,且油价受美元升值影响承压。但随着市场逐步意识到新冠疫情是一次性的需求摧毁,经济复苏预期将对油价形成支撑。当前预期2020全年日需求将从增长100万桶下降至减少500-600万桶。该预测水平相较于OPEC的预测(下滑680万桶)相对乐观。我们认为该水平考虑进了2季度新冠蔓延、3季度逐步恢复的预期。疫情影响或长期存在,并对医疗条件欠佳的新兴市场形成重大打击,且对全球航运、交通造成长期影响。但我们预计发达经济体及中国疫后消费会谷底反弹。如疫情走势符合该趋势,油价将在20美元获得极强的支撑,并逐步反弹至30美元附近。

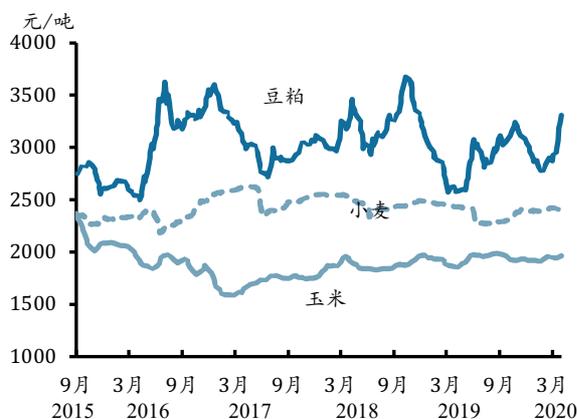
1 季度有色金属价格受新冠肺炎疫情影响重挫至2017年来历史最低。黑色金属方面普遍表现较为坚挺,铁矿石市场受疫情影响仍震荡下行;钢材市场库存高企压力大,多重托底政策利好消息小幅推高钢价。

1 季度受新冠肺炎疫情蔓延影响,市场恐慌情绪逐渐积累并爆发,国际有色金属价格大幅跳水。铜方面,1 季度新冠肺炎疫情蔓延,市场恐慌情绪逐渐积累并爆发,伦铜价格从季初6165美元/吨大幅下挫至季末4797美元/吨,季度跌幅高达22.2%。一月份,随着国内疫情防控等级逐步提高,市场对中国经济偏悲观预期完全反应在伦铜市场上,LME铜价连续跳水至5570美元/吨;二月份,随着中国疫情形势明显改善,伦铜价格在暴跌后有所企稳,在5560美元/吨至5580美元/吨低位震荡;三月,欧美新冠肺炎疫情蔓延,市场恐慌情绪再度爆发,叠加美元流动性危机造成各类资产下跌,伦铜承压压力挫至4797美元/吨,月收盘价创2017年以来最低月收盘价。库存方面,上期所SHFE库存大幅攀升带动总库存升至新高。截至2020年3月25日,全球三大交易所总库存报61.9万吨,相对2020年初增加约29.6万吨,其中LME库存增加7.9万吨,COMEX库存下降5.6万吨,SHFE库存增加22.2吨。受疫情全球蔓延的影响,铜资源国铜矿生产、运输中断风险导致铜供应端干扰率上升;另一方面,疫情同样影响铜消费持续负面。国内铜矿砂及其精矿进口价格2020年1季度一改跌势,由跌转升,从2019年12月底的1482美元/吨升至2020年2月底的1577美元/吨,季度涨幅达6.38%。1 季度国内铜精矿进口速下滑,1-2月累计进口同比下降1.2%。从铜矿进口数量来看,1-2月份合计进口376.8万吨铜矿砂及其精矿,

随着铁矿石前期低供给、需求平稳被市场消化，供给逐步恢复，需求稳中有增，铁矿石供需关系向平衡偏宽松转化，铁矿石价格逐步回涨至季末的 83.7 美元/吨。从国内进口价格来看，铁矿砂及其精矿进口价格 1-2 月平均 90.7 美元/吨，价格线与 2019 年 4 季度持平。从整体产业链库存变化来看，疫情并没有大幅度冲击国内生产意愿，且由于钢厂和贸易商在低运费成本期间，将铁矿石库存从港口挪至内陆，疏港量走高，库存明显下滑，1 季度港口库存由 1 月初的 1.214 亿吨一路下滑至 3 月底的 1.134 亿吨。

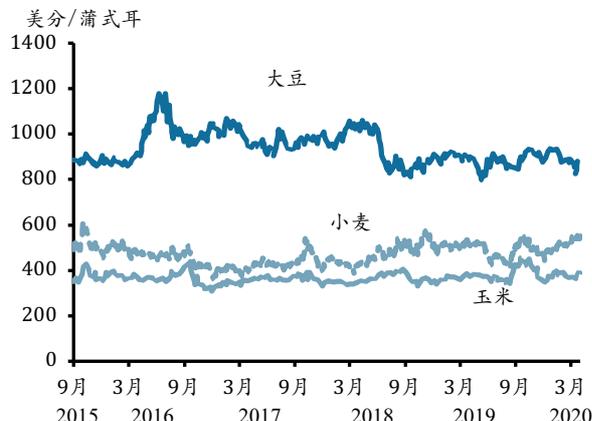
钢材方面，1 季度钢材表现较为坚挺，前期受春节影响供需两弱、叠加新冠肺炎冲击，市场交投清淡，后期国内疫情进入尾声，复产复工加快，“新基建”概念热度空前，钢材价格略有上涨，由 2019 年 12 月月均钢材进口价格 962.7 美元/吨上升至 2020 年 1-2 月月均 1018 美元/吨。钢材进口数量 2020 年 1-2 月份合计 204.1 万吨，略高于去年同期。国内钢材的生产和供给方面，1-2 月粗钢产量累计增长 3.1%，钢材产量累计减少 3.4%，龙头钢企疫情期间基本满产超产，钢厂生产基本无碍但扩产可能性低。钢材库存方面，螺纹钢前期受疫情影响开工，持续累库，螺纹钢库存总量三月中旬达到历史峰值 1426.95 万吨，三月下旬随着复工复产，库存迎来拐点，季末降至 1335.94 万吨，高库存压力仍然存在。国内钢材消费主要集中在房地产、基建以及制造业。

图表 52 国内农产品现货价格全线上涨



数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 53 国内农产品现货价格全线上涨



数据来源：WIND，世界经济预测与政策模拟实验室

1 季度农产品价格涨跌不一。CBOT 大豆、玉米价格受全球大宗商品波动下挫,小麦价格先抑后扬整体小幅收涨。国内受新冠疫情影响,倒逼补库需求,农产品现货价格全线上涨。

1 季度农产品价格表现迥异。国际大豆价格下挫,国内大豆价格大幅上涨。国际市场来看, CBOT 大豆价格主要受新冠肺炎疫情蔓延, 1 季度跌幅 6.12%。1 月受新冠肺炎疫情影响、中东局势加剧引起全球大宗商品系统性波动, 美豆价格恐慌性下跌至 872.25 美分/蒲式耳; 2 月, 中国疫情逐步缓解, 疫情引发市场过度担忧逐步消退, 美豆有上升趋势, 但受 USDA 美豆产量预计增加的影响, 美豆价格低位震荡。3 月, 受疫情全球蔓延影响, 全球资产抛售潮爆发, 美豆价格暴跌, 季末美元流动性危机缓解, 美豆价格恢复性回升至 885.5 美分/蒲式耳。3 月美国农业部 (USDA) 报告报告预计, 2019/20 年度全球大豆产量近 3.42 亿吨, 同比上升 236 万吨, 增幅 0.69%, 预估产量上调源于巴西、阿根廷大豆。期末库存 1.0244 亿吨, (上月预估 9886 万吨, 前一年度 1.1188 亿吨), 2019/20 年度库存消费比 29.26% (上月预估 28.16%, 前一年度 32.63%)。全球大豆库存消费比回升至历史第 3 高水平, 略低于 2017/18 年度。国内豆粕市场目前主要影响因子在于新冠肺炎蔓延态势以及国内豆粕需求情况。1 季度受新冠肺炎自中国到全球范围内的蔓延, 主要大豆出口国巴西和阿根廷为控制疫情, 均采取管控措施, 其港口、物流受到影响, 市场担忧国际大豆贸易因此受阻, 国内大豆到港量偏低。国内生产方面, 油厂开机率创四年来同期新低。国内豆粕供给偏紧, 需求前期恐慌性补库、后期逐渐恢复。总体而言, 国内豆粕市场供不应求, 推高国内豆粕价格 14.77 个百分点至 3314 元/吨。

1 季度 CBOT 玉米价格大幅下跌, 国内玉米价格上涨; 小麦价格国内外齐上涨。国际市场来看, CBOT 玉米价格 1 季度受全球宏观和资金影响较强, 季末较季初下降 12.72%。美国农业部 (USDA) 3 月供需报告偏中性, 全球玉米结转库存从 2.9684 亿吨上调至 2.9734 亿吨, 增幅 50 万吨。主要调整在于南非今年 2 月期间风调雨顺而持续提增的丰产预期, 但是被印度、秘鲁和俄罗斯的减产部分抵消。全球出口量的提振主要来自于乌克兰、南非以及欧盟的出口量增加。先前市场传言的新冠疫情在全球发酵从而导致贸易量下降的猜测并未兑现, 美国农业部在新冠疫情的事情上需要考虑全球农产品市场的反应再作出调

整。国内市场来看，受新冠肺炎疫情影响，玉米价格 1 季度淡季走势季节性规律被打破，出于饲料养殖行业刚性需求和前期库存不多的影响，补库采购需求强烈，放大了短期需求，国内玉米价格一度攀升，季末较季初上涨 2.56%。根据 3 月中国农产品供需形势分析报告，2019/20 年我国玉米预期产量为 2.61 亿吨，预期国内消费量为 2.78 亿吨，供需缺口 1708 万吨以内。玉米仍维持产不足需格局。

小麦方面，CBOT 小麦价格 1 季度先抑后扬，最后小幅收涨 1.38%。3 月美国农业部（USDA）供需报告预期 2019/20 全球小麦结转库存从 2.8803 亿吨下调至 2.8714 亿吨，降幅 89 万吨。全球小麦产量上调，阿根廷和印度产量增幅抵消了澳大利亚今年因干旱而创 08 以来新低的小麦产量，以及土耳其的减产。全球对小麦的贸易需求依然强劲，全球结转库存仍然维持 2.8714 亿吨的创纪录高位水平。国内 1 季度小麦小幅上涨，季度增幅 0.42%。

三、未来价格走势与风险

油价已经透支悲观情绪，目前在回补反弹中，且供给方缺乏延续价格战的动力。新冠肺炎疫情强势影响金属及农产品价格走势。

石油方面，在当前油价下，新的页岩油产能增加基本停滞，供给端达成初步减产协议以匹配短期需求的剧烈萎缩，后续走势更多取决于新冠对经济的冲击是否超出预期。在 2 季度达到高峰，3 季度恢复的预期下，20-25 美元是个强支撑位。对于沙特和俄罗斯等开采成本在 20 美元以下的国家来说，该位置提供了舒适的财政盈余。对于美国页岩油等开采成本在 30 美元以上的产商来说，该价格是盈亏线。各大供给方均有动力通过重新达到均衡来抬升油价，价格战缺乏长期延续的基础。预计全年价格区间维持在 30-35 美元。

金属方面，未来价格走势主要关注新冠肺炎疫情、国内托底政策对宏观经济、供求关系的影响。铜、铝方面，海外新冠肺炎疫情持续加速利空有色金属价格，同时威胁供应端铜矿的供应安全，海外需求预计大幅下降，铜铝价格预计震荡筑底；国内疫情缓解、需求回升或推动有色金属价格修正反弹。铁矿石方面，疫情暂未明显影响铁矿供

应，各大矿山仍然维持正常生产，国内需求相对坚挺，海外需求受到明显冲击，供应回升需求存忧，预计铁矿石价格重心将进一步下移。钢材方面，国内疫情基本得到控制，地产销售、开工反弹在即；疫情重创 1 季度消费、投资后，托底政策呼声强烈，汽车、基建政策利好逐步落地，用钢需求继续修复。预计 2 季度钢价小幅下跌后企稳。

农产品方面，主要关注供求格局对价格的影响及新冠肺炎带来的开工、运输等扰动。大豆方面，供给端总量宽松但边际趋紧，需求端总体稳定，全球肉类需求旺盛支撑压榨需求维持高位，美豆偏强震荡；但疫情影响工业和运输受到管制，需求或受到打击进而影响美豆价格。玉米、小麦产需缺口依旧存在，供需格局偏紧将支撑二者价格长期震荡上行，新冠肺炎带来的复工、运输等问题短期内仍然是影响国际价格的重要因素之一。

外贸专题：新冠疫情重创中国对外贸易²

2020年1季度，中国出口（美元）同比增速为-13.3%，较上季度下降15.3个百分点；进口同比增速为-2.9%，较上季度下降6.2个百分点；货物贸易顺差总额为132亿美元，较去年同期下降597亿美元。进、出口增速齐降主要由于1-2月新冠肺炎疫情冲击下国内生产和商品交易大面积中断。进口增速下降幅度低于出口，这是由于去年同期进口基数较低，捐赠物资和食品进口增长，以及疫情冲击前采购的大宗商品及原材料到港等方面因素的反向作用。3月随着国内加速复工复产，进、出口增速较1-2月明显好转，但同比依然是负增长。1-2月，服务贸易逆差为326亿美元，同比下降108亿美元。考虑到2月底以来，疫情先后在日韩、欧洲、美国及其他新兴市场国家暴发，且目前仍未得到有效控制，预计疫情可能使得2020年中国出口的外部需求急剧恶化和进口中间品供应中断风险增加，进而拖累外贸增长。

一、全球贸易运行态势

预估 1 季度全球贸易增速下行。

预估 1 季度全球贸易增速下行。根据世界贸易组织数据，2019年4季度全球出口总额4.45万亿美元³，同比增速为-1.5%，较上季度回升1.2个百分点，但仍然维持负增长。2014-2018年，CEEM中国外部需求指数（简称CEEM-PMI）⁴与全球贸易表现变化趋势高度一致。2020年1月该指数在中美一阶段协议和英国正式脱欧、不确定性消除等利好消息带动下反弹至49.8%，显示中国外部需求环境在1月有所好转。然而，1月底中国湖北暴发新冠肺炎疫情，随着防控措施的不断升级，国内生产中断，跨境贸易成本增加，中国出口受到较大影响。3月初中国渡过疫情高峰期，但疫情相继在亚洲、欧洲和美

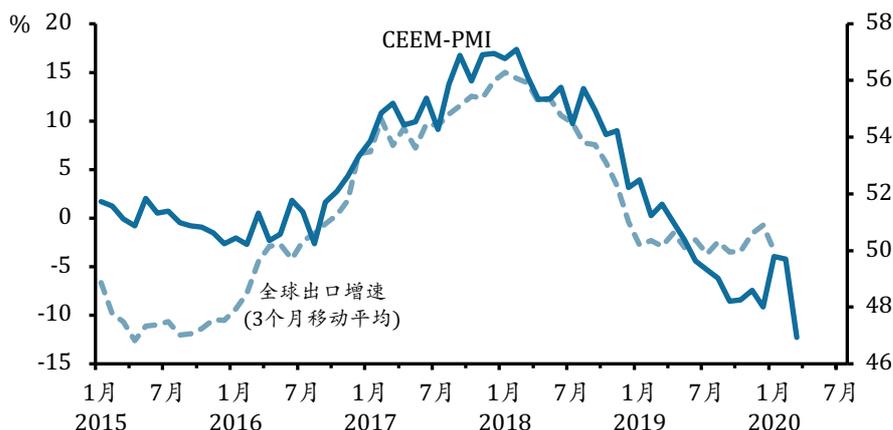
² 本季报进、出口总额数据来自中国海关总署，而按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据则来自CEIC数据库。事实上，CEIC数据库中的外贸数据也来自中国海关，但由于海关事后对已公布的贸易总额数据进行了修正，而CEIC并没有完全同步调整，导致二者略有不同；对于按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据，海关未披露修正后的数值，因此海关统计月报数据和CEIC数据库一致。总体上，两个数据来源中外贸数据的变化趋势基本一致，对主要结论影响不大。

³ 除非特别注明，下文贸易数据单位为美元，增速为同比增速。按人民币和美元计价增速的差异来自于汇率变化。

⁴ CEEM PMI指数是基于中国主要贸易伙伴国PMI指数构建的中国外部需求景气指数，该指数与摩根大通全球制造业PMI指数总体一致，但更侧重于反映中国的外部需求情况。

国暴发,导致1季度全球生产活动出现不同程度暂停。3月CEEM PMI指数较2月下滑2.8个百分点,也显示中国外部需求快速恶化。根据主要国际组织和机构预测,2020年中国外部经济将陷入衰退,全球贸易预计大幅下滑,下降幅度甚至超过2008-2009年全球金融危机。

图表 54 预估1季度全球贸易增速下行



数据来源: WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

二、中国出口同比增速大幅下滑

对14个主要贸易伙伴出口增速均大幅下滑。对东盟、金砖国家出口增速好于欧美日,其他贸易方式表现好于一般和加工贸易。

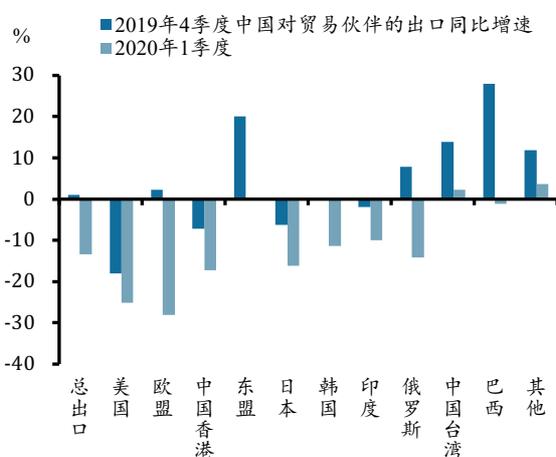
中国海关数据显示,2020年1季度,以人民币计,中国出口总额3.3万亿元,同比下降11.4%;以美元计,出口总额4782亿美元,同比下降13.3%,较上季度2.0%的同比增速下降15.3个百分点。其中,1-2月出口同比增速为-17.2%,3月出口同比增速为-6.6%。

分地区看,2020年1季度中国对14个主要贸易伙伴出口增速均大幅下滑。其中,对美国、欧盟、日本、中国香港出口增速分别为-25.1%、-28.0%、-16.1%、-17.3%,显著低于总体水平。对东盟、中国台湾、金砖国家出口增速高于总体水平,但出口增速的下滑幅度也比较大。其中,对东盟出口同比增速为-0.1%,较上季度减少20.1个百分点;对巴西和俄罗斯出口增速较上季度分别下降29.1和22.1个百分点。

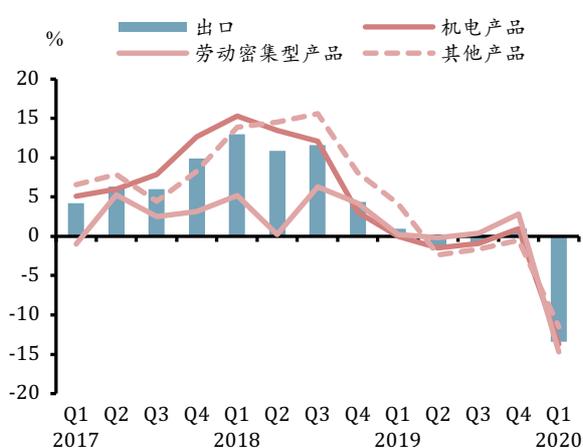
从贸易方式看,一般贸易和加工贸易出口大幅下降,其他贸易虽

仍维持增长，但增速明显下调。⁵1 季度，一般贸易出口同比增速为 -13.3%，较上季度减少 15.7 个百分点；加工贸易出口同比增速为 -19.2%，较上季度减少 10.7 个百分点；其他贸易方式出口同比增长 1.7%，较上季度减少 19.6 个百分点。从贡献率上看，一般贸易和加工贸易对 1 季度出口变动的贡献率分别为 58.0%和 43.5%。加工贸易出口增速低于一般贸易，反映了疫情冲击下，加工贸易这种跨境分工的生产方式敏感性更高。

图表 55 中国出口增速的地区和产品分布



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

1-2 月，机电产品和劳动密集型产品出口同比增速均较上季度大幅下降。

分产品看，1 季度，机电产品和劳动密集型产品出口同比增速均较上季度大幅下降⁶。其中，机电产品出口增速较上季度减少 14.7 个百分点，为 -13.7%。特别地，机电产品中高新科技产品出口同比增速较上季度减少 10.8 个百分点，为 -12.3%。1 季度，七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口同比增速依次为 -14.7%和 -11.5%，较上季度下降 17.5 和 11.0 个百分点。从贡献率上看，1 季度，机电产品、七

⁵ 海关统计的贸易方式按海关监管方式进行划分，共有 15 类细项：1.一般贸易，2.国家间、国际组织无偿援助和赠送的物资，3.其他捐赠物资，4.补偿贸易，5.来料加工装配贸易，6.进料加工贸易，7.寄售代销贸易，8.边境小额贸易，9.对外承包工程货物，10.租赁贸易，11.出料加工贸易，12.易货贸易，13.保税监管场所进出境货物，14.海关特殊监管区域物流货物，15.其它商品贸易方式。本报告中一般贸易对应第 1 项，加工贸易对应第 5 和 6 项，其他方式贸易对应除去 1、5、6 项的剩余项目。2019 年 4 季度，一般贸易、加工贸易和其它贸易方式出口占总出口的比重分别为 56.4%、29.9%、13.7%。

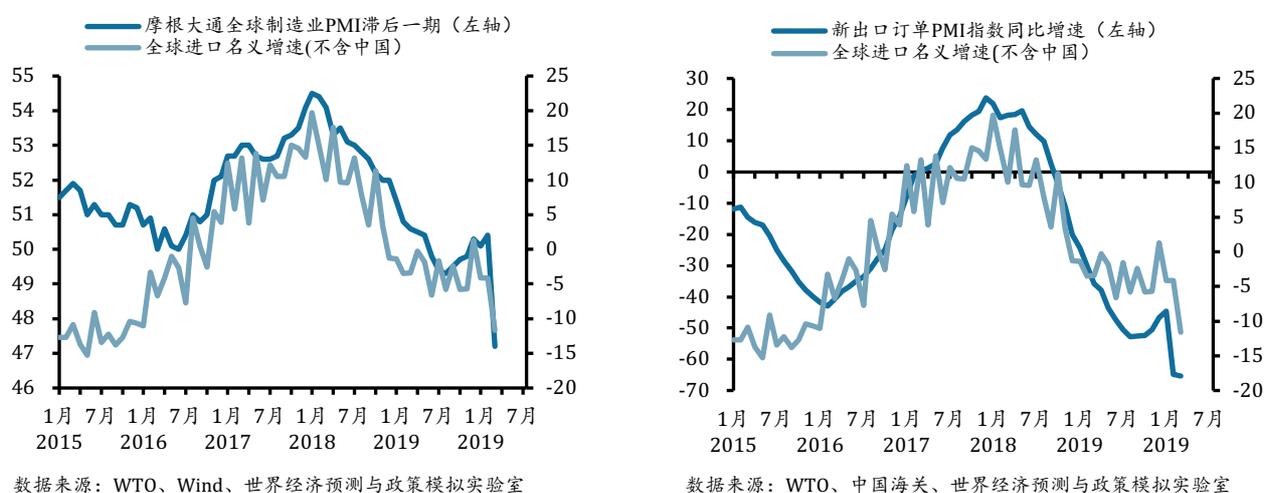
⁶ 2019 年 4 季度，机电产品、七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口占总出口的比重分别为 59.7%、18.8%、21.5%。

大类传统劳动密集型和其他产品出口对总出口的贡献率分别为 60.3%、19.9%和 19.8%。

中国出口由外需和出口市场份额决定。

中国出口由外需和出口市场份额决定。从定义式看，中国的总体外部需求增速（不含中国的全球进口增速），与中国出口产品在全球市场上的份额增速（同样不包含中国市场），两者之和大致决定了中国出口增速。这两项数据均来自中国贸易伙伴提供的数据，有利于排除虚假高报的干扰。

图表 56 预计受疫情冲击 1 季度外需将明显下滑



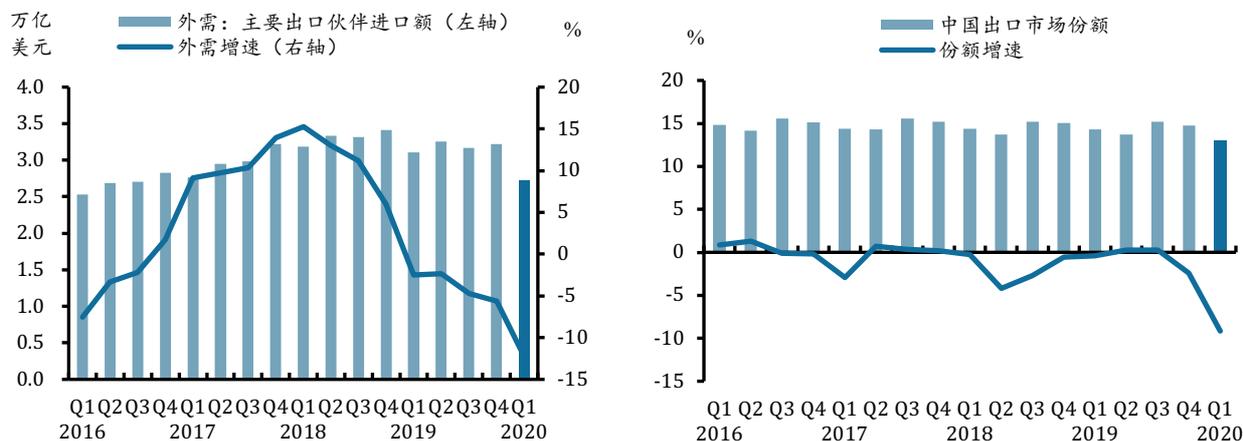
注：全球进口名义增速（不含中国）根据 WTO 数据计算，其中 2020 年 1 月基于已披露数据国家计算，2-3 月值由于 WTO 中大多数国家暂未公布，为根据全球摩根大通 PMI 指数、新出口订单 PMI 指数得到的估计值。

估计受疫情影响 1 季度外需增速较上季度快速下滑，且主要出现在 2 月底以后。

估计受疫情影响 1 季度外需增速较上季度快速下滑，且主要出现在 2 月底以后。一方面，全球制造业 PMI 指数滞后一期较上季度下降 0.7 个百分点。2016 年 1 月至 2019 年 12 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期值与来自 WTO 提供的不含中国的全球进口增速（外需增速）的相关系数为 0.89，能较好地预见外需增速的变化。2020 年 1 月至 3 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期分别为 50.1、50.4、47.2，平均值为 49.2，较前 3 个月下降 0.7 个百分点。另一方面，新出口订单 PMI 指数同比增速也较前 3 个月大幅下滑。2016 年 1 月至 2019 年 12 月，中国新出口订单 PMI 指数同比增速与外需增速的相关系数为 0.9，表明中国新出口订单 PMI 指数能较好地预见外需

增速的变化。2020年1月至3月，中国新出口订单PMI指数同比增速依次为-44.6%、-64.8%和-65.4%，平均水平较前3个月下降8.4个百分点。

图表 57 预计受疫情影响 1 季度中国出口产品市场份额也将下调



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

注：中国的贸易伙伴选择了美国、欧盟、东盟、日本、韩国、印度、俄罗斯、澳大利亚、中国台湾、巴西、加拿大、沙特和南非。2019年，中国对这13个地区再加上香港的出口接近总出口的83%，由于中国对香港的出口绝大部分是转口贸易，因此上图中的贸易伙伴不包括香港。中国出口市场份额为以上13个贸易伙伴的总进口中国产品的比例，这些伙伴的总进口额为中国出口面临的外需，相关数据由各伙伴国提供。图中2020年第1季度为估算值。中国主要贸易伙伴进口增速与中国在其市场份额增速之和大致决定了中国出口增速。

受疫情影响 1 季度 出口产品市场份额 同比大概率下滑。

受疫情影响 1 季度出口产品市场份额同比大概率下滑。出口产品市场份额能够反映一国产品在国际市场上的竞争力。从历史数据看，中国出口产品市场份额的季度指标在 2015 年 3 至 4 季度上升到 14.8% 的高位后进入窄幅波动期，且出口市场份额时间序列的变化主要来自季度差异。然而，1 月底中国湖北暴发新冠肺炎疫情，并迅速蔓延至其他地区，导致春节假期较正常情况延迟一周，全国大面积停工停产。2 月底、3 月初，21 省规模以上工业企业复工率超过 80%，但仍有不少中小企业生产未全面恢复。更重要的是，2 月底海外疫情暴发，部分企业供应中断，企业生产进一步受影响。这些因素将导致中国出口产品市场份额的下降。疫情对中国出口产品份额的影响大概率是暂时的。随着疫情逐步得到控制，预计中国出口产品份额将会大幅反弹（甚至超过原有水平），然后再回落到正常水平。

三、中国进口同比增速大幅下滑

中国海关数据显示，2020年1季度，以人民币计，中国进口总额3.2万亿元，同比下降0.7%；以美元计，进口总额4650亿美元，同比增速为-2.9%，较上季度下降6.2个百分点。其中，1-2月进口同比增速为-4%，3月进口同比增速为-0.9%。1-2月进口增速下降主要由于新冠肺炎疫情冲击下国内生产和商品交易大面积中断。进口增速下降幅度低于出口，这是由于去年同期进口基数较低，捐赠物资和食品进口增长，以及疫情冲击前采购的大宗商品及原材料到港等方面因素的反向作用。3月随着国内加速复工复产，进、出口增速较1-2月明显好转，但由于疫情在海外蔓延，外需下滑和进口供应受损冲击国内经济增长，导致3月进、出口同比依然是负增长。

1-2月中国从美国、东盟和俄罗斯进口仍然保持正增长。

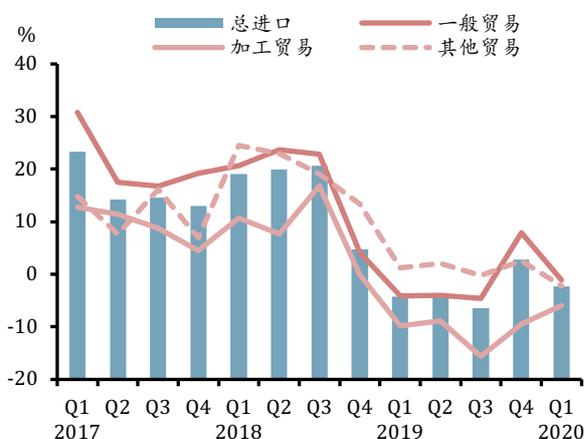
分地区看，1季度，除东盟、俄罗斯和中国台湾外，中国从其他贸易伙伴进口均下滑。其中，从美国、欧盟、日本、韩国、中国香港进口分别下降3.6%、14.7%、4.2%、5.7%、32.6%。然而，从东盟、俄罗斯和中国台湾进口仍然保持正增长。其中，从东盟进口同比增长8.8%，较上季度减少5.1个百分点；从俄罗斯进口同比增长19.9%，较上季度提高23.6个百分点；从中国台湾进口同比增长2.1%，较上季度减少6.6个百分点。未来中美一阶段经贸协议和中俄能源产品长期采购协议等的执行意味着中国进口增速的下降可能要比出口更为缓慢。

图表 58 中国进口增速的地区分布（单位：%）

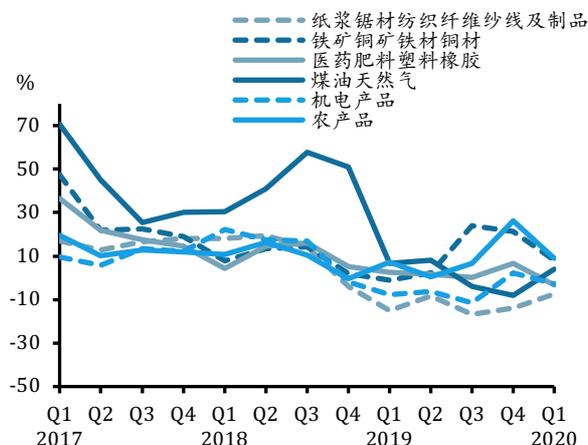
国家	总进口	美国	欧盟	日本	中国香港	东盟
2020年1季度	-2.9	-3.6	-14.7	-4.2	-32.6	8.8
较上季度变化	-6.2	-2.1	-17.8	-6.8	-5.7	-5.1
国家	韩国	印度	俄罗斯	巴西	中国台湾	其他
2020年1季度	-5.7	-10.5	19.9	-1.2	2.1	-1.4
较上季度变化	1.6	-4.3	23.6	-3.2	-6.6	-2.0

从贸易方式⁷看，1季度，一般贸易进口同比增速为-1.1%，较上季度减少9.0个百分点；加工贸易进口同比增速为-5.9%，较上季度提高3.6个百分点；其他贸易方式进口同比增速为-2.2%，较上季度减少4.8个百分点。从贡献率上看，加工贸易是拖累1季度进口增长的主要原因。一般贸易、加工贸易和其他贸易方式对1季度进口变动的贡献率分别为29.5%、51.8%、18.7%。

图表 59 中国进口增速的贸易方式和产品分布



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

说明：2016年1月中国海关将天然气纳入进口重点商品表中。因此，2016年之前，煤-油-天然气产品同比增速为不包含天然气的进口同比变化。

1-2月，机电产品进口受疫情冲击较大，拖累总体进口增长。

分产品⁸看，机电产品、肥料、塑料、纸浆、锯材、合成纤维纱线进口受疫情冲击较大，拖累总体进口增长。1季度，机电产品进口增速较上季度减少5.1个百分点，同比增速为-2.9%。特别地，机电产品中高科技产品进口同比增速降至-0.3%。矿物肥料及化肥、初级形状的塑料和纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品进口分别下降24.8%、13.2%和7.6%。1季度，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气、医药材及药品、天然及合成橡胶进口维持正增长，进口

⁷ 2019年4季度，一般贸易、加工贸易和其它贸易方式进口占总进口的比重分别为60.1%、20.3%和19.6%。

⁸ 2019年4季度，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品、机电产品进口占总进口的比重依次为7.4%、8.8%、15.1%、4.9%、2.2%、44.7%。

同比增速依次为 8.9%、8.1%、3.9%、12.6%和 7.1%，其中煤-油-天然气较上季度提高 12.0 个百分点。

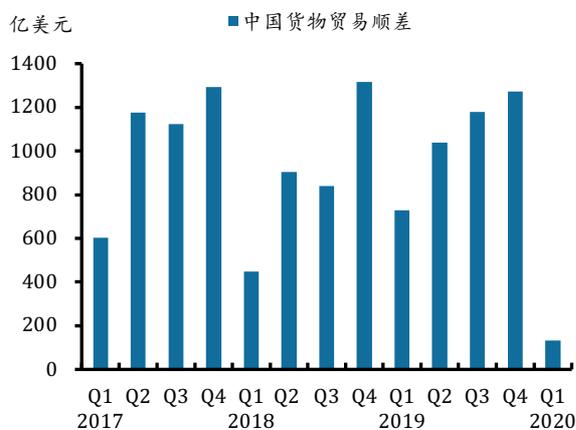
四、1 季度经常账户大概率呈现逆差

1 季度，货物贸易顺差降幅超过服务贸易逆差，预计经常账户大概率呈现逆差。

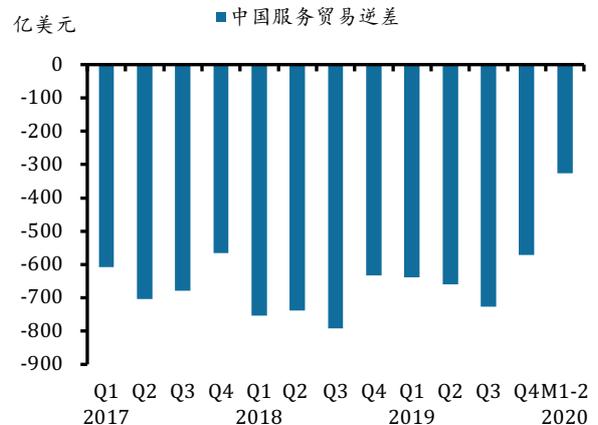
1 季度，货物贸易顺差下降。以人民币计，中国货物贸易顺差为 983 亿元，同比下降 80.6%；以美元计，顺差总额为 132 亿美元，同比下降 81.9%（上季度增速为-3.4%）。其中，1、2 和 3 月货物贸易差额分别为-35、-35 和 199 亿美元。从贸易方式看，1 季度，一般贸易差额为-71 亿美元，较去年同期下降 396 亿美元；加工贸易差额为 466 亿美元，较去年同期下降 265 亿美元；其他贸易差额为 -267 亿美元，较去年同期回升 31 亿美元。

服务贸易逆差规模缩小。1-2 月，中国服务贸易逆差为 326 亿美元，同比增速为-24.8%，较上季度下降 15.2 个百分点。其中，境外旅行服务逆差为 300 亿美元，同比增速为-24.8%，较上季度下降 13.2 个百分点。按人民币不变价计，2019 年 4 季度，货物和服务净出口对 GDP 增长的拉动为-0.1 个百分点，低于去年同期值。预计 2020 年 1 季度货物和服务净出口对 GDP 增长的拉动将进一步下降。

图表 60 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

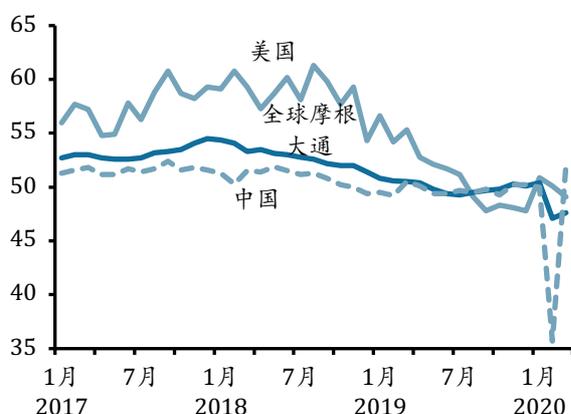
五、外贸展望

预计 2020 年上半年中国出口降幅可能超出全球金融危机时期。

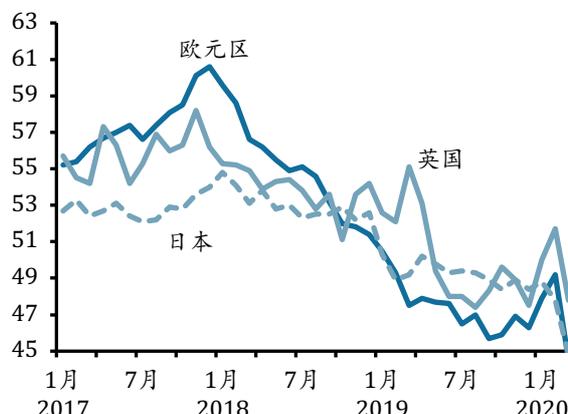
预计 2020 年上半年中国出口降幅将超出全球金融危机时期。基于贸易引力模型，贸易增速与双边国家的 GDP 增速、贸易成本变化呈线性关系。从外部需求看，主要国际组织和机构对 2020 年全球经济增长均持悲观态度，2020 年中国外部经济大概率将陷入衰退。4 月 14 日，国际货币基金组织发布《世界经济展望报告》称，全球经济可能经历 1930 年代大萧条以来最严重经济衰退，预计 2020 年全球经济将急剧收缩 3%，发达经济体下降 6.1%。新兴市场和发展中经济体下降 1.0%。4 月 8 日，世界贸易组织发布报告，预计新冠疫情可能导致 2020 年全球商品贸易总额大幅下降 13%-32%，超过 2008-2009 年全球金融危机所带来的贸易下滑幅度。

中国是世界第一大出口国（2018 年）、第二大进口国（2018 年），出口中 54.9% 为中间品（2015 年），进口中 70.5% 为中间品（2015 年）。这意味着中国外贸与全球贸易表现呈现较高的联动性。如果疫情对中国出口的影响与全球金融危机时期相当，2020 年上半年中国出口同比增速降幅将在 20% 以上（对应 2009 年 1-3 季度）。考虑到 2010-2017 年中国货物出口年均拉动了近 1 亿人次的就业，这意味着约 2000 万出口相关就业将会受到影响。如果进一步考虑疫情导致的物理隔离和供给面冲击，中国出口增速将面临更大的下滑压力。从历史经验看，疫情发展的拐点与经济数据的拐点基本同步。未来中国外贸增长面临的最大的不确定性主要还是全球疫情的发展情况。

图表 61 全球及主要经济体制造业 PMI



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 62 中国外贸数据概览

1. 外贸总体						
	(美元同比/%、亿美元)			(美元同比/%、亿美元)		
	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2017	2018	2019
出口	-0.8	1	-13.3	7.9	9.9	0.5
进口	-6.4	2.8	-2.9	16.1	15.8	-2.8
出口额	6548	6731	4782	22804	24870	24984
进口额	5371	5460	4650	18423	21359	20769
货物贸易余额	1178	1271	132	4381	3511	4215
2. 地区出口						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q3	2019Q4	2020Q1
出口	-0.8	1	-13.3	5882	6355	3721
美国	-15.1	-18	-25.1	1126	1060	682
欧盟	3.2	2.2	-28	1140	1110	703
中国香港	-12	-7.1	-17.3	720	780	501
日本	-2.7	-6.3	-16.1	367	369	296
东盟	12.2	20	-0.1	906	1052	773
俄罗斯	6.3	7.9	-14.2	135	138	91
3. 贸易方式						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q3	2019Q4	2020Q1
一般贸易出口	2.7	2.4	-13.3	3799	3790	2791
加工贸易出口	-9.2	-8.5	-19.2	1903	2007	1353
其他贸易出口	5.1	21.3	1.7	843	928	631
一般贸易进口	-4.6	7.9	-1.1	3215	3273	2862
加工贸易进口	-15.6	-9.5	-5.9	1128	1103	887
其他贸易进口	-0.2	2.6	-2.2	1011	1069	898

数据来源：CEIC 数据库。

政策专题：应对疫情经济冲击的各国政策与借鉴

随着新冠疫情在全球蔓延，各国纷纷采取各种类别的措施应对疫情对经济可能带来的冲击和影响。G20 首脑临时峰会召开，各国宣布将经由财政政策、各类经济措施和担保计划，向全球经济注入 5 万亿美元应对疫情冲击的负面影响。各国应对疫情的经济政策、具体手段、规模不尽相同。当前，对于应对疫情的经济政策选择也有较多讨论。政策应对不足和准备不充分，可能成为疫情冲击下的一个新的风险点。因此，有必要观察和总结各国政策应对思路，总结国际经验，探索可供借鉴的政策思路。

一、政策应对不均，协同性不佳

G20 国家应对疫情影响的主要政策措施情况。

图表 63 列出了 G20 国家应对疫情影响的主要政策措施情况。从应对政策的主要内容来看，主要包括：为雇员提供收入补助、为患新冠或疑似隔离雇员提供社会保障、为企业提供国家信贷支持、延缴税款、延缴社保或提供补贴、延迟债务偿付和为公民发放现金等。从各国的使用数量来看，为企业提供信贷支持和税款延缴是采用较多的政策。从政策类别和手段的多样性来看，G20 中的发达经济体普遍采用了更多手段以应对疫情冲击，除了企业的信贷支持和税款延缴，对住户部门提供工资收入补助也是普遍做法，此外，还有较多发达经济体为公民直接发放现金。相比而言，新兴经济体应对疫情经济政策种类相对较少，一些国家的政策尚未出台或正在出台。这一特征与当前疫情高峰主要集中于欧美国家有关，但随着疫情的蔓延，新兴经济体出台各类应对措施的可能性和必要性在上升。

G20 国家的财政承诺规模。

图表 64 整合各方信息总结 G20 国家的财政承诺规模，与表 1 反映的信息一致，发达经济体财政承诺更高。德国、法国、日本、澳大利亚和美国的规模都接近或超过了 GDP 的 10%，其中美国的绝对规模最大，达 2 万亿美元，德国占 GDP 的比重最高，约占 GDP 的 30%。从 GDP 占比排序来看，排序靠前的除中国外，其他也多为发达经济体，新兴经济体总体应对疫情的承诺规模仍然较小，显示出各国政策

协同性较低。

图表 63 G20 国家应对疫情影响政策一览

	为雇员 提供收 入补助	为患新 冠或疑 似隔离 雇员提 供社会 保障	为企业 提供国 家信贷 支持	延缴税 款	延缴社 保或提 供补贴	延迟债 务偿付	为公民 发放现 金
发达经济体							
美国	√	√	√	√	√		√
日本			√			√	√
德国	√	√	√	√	√		
英国	√	√	√	√	√	√	
法国	√		√	√	√		
意大利	√		√	√	√	√	
加拿大	√	√	√				√
澳大利亚	√	√		√			√
韩国	√	√	√	√	√		√
西班牙			√	√	√	√	
新兴经济体							
中国			√	√	√	√	
印度							√
巴西	√			√	√	√	√
俄罗斯		√	√	√		√	
墨西哥							
印度尼西亚	√			√			
土耳其							
沙特阿拉伯			√	√			
阿根廷	√	√	√		√		√
南非		√		√			

资料来源：InquilineX（微博），截至3月20日的情况，原表分为“采纳/高概率采纳”及“正在讨论”，作者确认了“正在讨论”的情况并整合，因此本表主要反映的是已被G20国家采纳的政策应对措施。

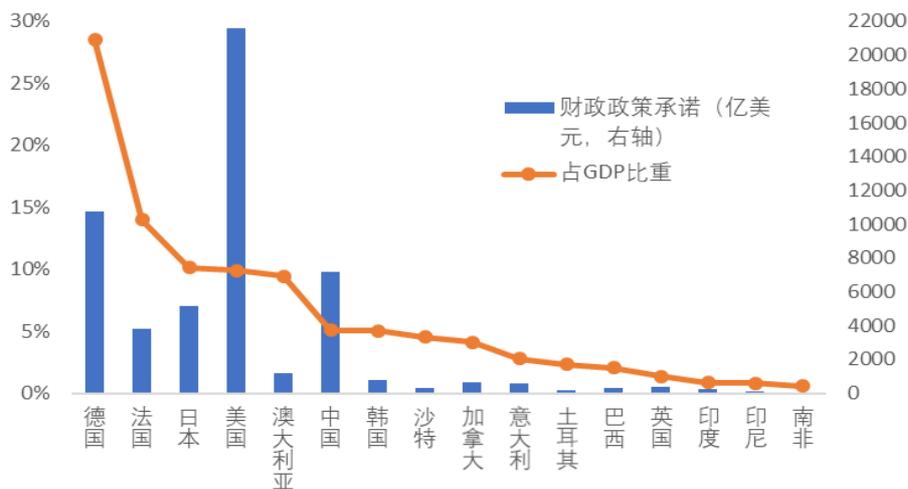
二、德国的应对细节：规模巨大、紧跟企业

德国的财政政策支持方案。

从这次各国采取的政策实践来看，扩大财政支出规模不是重点，更多的是应对疫情对企业和居民部门的冲击。应对疫情政策的细节值

得进一步分析。本节重点介绍德国的财政政策支持方案。德国经验对于中国而言更具有借鉴意义：第一，德国的制造业对经济很重要，且处于区域价值链的枢纽；第二，政府对于财政规则的把控较严格；第三，德国的财政状况总体较好，与其他发达经济体有较大区别。德国在全球金融危机之后的政府债务规模曾经上升至 GDP 的 80%，但是后来经过财政整顿又下降到了 60% 左右。有研究表明，财政状况较好的经济体，实施扩张型财政政策的效果更佳。

图表 64 G20 财政政策承诺规模



数据来源：天风证券研究所、BofA Global Investment Strategy、IMF Policy Tracker 及作者整合

德国联邦政府在 3 月 8 日和 23 日公布了两轮财政支持计划，合计承诺的政策金额在 1 万亿欧元左右，占 GDP 的比重约 30%，规模为欧盟最大，也是德国史上出台的最大支持计划。第二轮计划的实施意味着德国在 2020 年将出现自 2013 年以来的首次赤字。支持计划的主要内容包括：

第一，设立 5000 亿欧元经济稳定基金（WSF），其中包括 4000 亿欧元用于覆盖企业债务，1000 亿欧元用于为企业注资。

第二，通过复兴信贷银行（KfW）的担保，向企业提供大量流动性支持。对企业贷款担保比例从 50% 大幅提升至 80%，年营业额低于 20 亿欧元的小企业担保达到 90%，对年营业额高达 50 亿欧元的大

型公司，国家担保也提高到贷款的 70%。3 月 23 日的计划中，为 KfW 提供了 1000 亿欧元的额外支持。

第三，增加 1560 亿欧元紧急预算，包括：建立 500 亿规模的即时援助计划（Soforthilfe），为自雇者和小企业提供支持三个月运营成本的补助，且不必偿还；为医疗体系注资 35 亿欧元，并有 550 亿欧元用于疫情蔓延的灵活应对。

第四，企业更容易获得政府补贴的短期工作计划（Kurzarbeit），企业减少员工工作时间而不是把他们解雇，同时联邦就业局支付净工资损失的 60%（有子女的雇员支付 67%），临时工也有权获得此项计划保障，因工作时间下降而减少的社会保障金会被返还给企业。

第五，直到 2024 年，新增 124 亿欧元的公共部门投资，分四年实施，其中 80 亿欧元用于改善交通基础设施，30 亿欧元用于建设经济适用房。

从扩大财政开支赤字的视角来看，第一轮确定的政策支持计划尚不涉及额外的政府财政资金补充，第二轮措施中，新设的基金 WSF 将从 2009 年应对上轮危机而建立的 SOFFIN 重组而来，其应对能力可以覆盖计划的企业债务目标。但是其他部分都涉及到政府新的开支。根据 EIU 的估计，考虑到政府税收收入预期也将大幅下滑，预计德国联邦政府今年将增加约 3560 亿欧元（约占 GDP 的 10.4%）的政府债务，远远高于每年新增债务不超 GDP0.35%的目标。

从德国政府财政政策应对疫情的具体内容来看，相关的政策并不致力于将政府开支作为经济增长的替代引擎，例如，从新增的公共部门基础设施和住房相关投资情况来看，其每年占 GDP 的比重大约是 0.1%，这与总体规模（约 30%的 GDP）相去甚远。而是侧重于两方面：第一，向企业提供充足流动性，以降低企业因疫情冲击而上升的破产风险；第二，向劳动者提供收入损失补偿，以对冲因疫情不能工作或失业造成的个人相关风险，这有助于平抑疫情带来的失业率上升风险，并使居民部门收入支撑私人部门消费不至于过快下滑。值得注

意的是，对于劳动者收入的保障，也主要通过企业渠道来实现，并非由个人申请。

三、应对疫情的政策逻辑

疫情对经济的冲击渠道。

面对疫情冲击，政策应该做些什么？这需要关注疫情如何冲击经济。疫情对经济的冲击和过往多次的冲击均有所不同，供给侧和需求侧冲击同时出现，实体经济和金融不确定性并存。根据 Richard Baldwin 的总结，从居民、企业、金融、政府和国外五部门资金环流的视角来看，疫情对经济的冲击至少有五个渠道：

第一，疫情冲击带来的隔离、闭店、旅行限制、裁员、降低工作时间对居民支出的影响，继而传导至企业部门。第二，对居民部门储蓄的影响，继而传导至银行部门。第三，居民支出中可贸易品的下降部分，传导至国外部门和企业部门，同时由于疫情全球蔓延，国外部门需求下降也会反向影响国内；第四，国内供应链中断、需求冲击带来企业部门破产、金融状况恶化和递延投资；第五，企业部门金融状况恶化和预期恶化，影响金融部门，金融部门流动性的恶化也会影响企业部门的融资情况。

由此可见，在疫情对实体经济冲击中受到最大冲击的是一国的企业和居民，应对疫情的政策目标就是在上述五个渠道的传染中起到阻断和缓冲（buffer）的作用。这与当前主要经济体的应对措施在逻辑上是一致的。

四、应对疫情政策的再思考

应对疫情政策的几个关键问题。

从国际经验来看，对于当下政策讨论的几个关键问题都有一定的借鉴：

第一，应对疫情扩张型的政策是不是就是刺激政策？并非如此，应对疫情影响政策的思路应重点关注企业和居民所受到的疫情冲击，对企业部门采用多种方式提供流动性支持，这既是纾困，也是防止经

济陷入恶性循环，产生进一步的下行压力；对于居民部门，受疫情冲击最大的是对于工作的不确定性和工资收入的不确定性，这本质上是与企业是联动的，政府稳定失业的思路不应是强制企业留人，而是为工资和社保做出经常转移的安排。

第二，要不要担忧财政政策的挤出效应？这取决于财政政策的具体方式，如果政策应对得当，就不需要担心。挤出效应在政策效果中的反映可以通过乘数效应来简介衡量。财政政策的乘数效应是指财政余额的一单位变动（这里可以是增支、减税、注资、经常转移等）所带来的相应产出的变动。政府进行大规模的支出和减税与经常转移政策的乘数效应并不相同，前者被认为有较多的挤出效应，因此乘数效应相对较小，大约在 0.3-1.1 之间；减税和经常转移政策的挤出效应较少，乘数效应大约在 1-5 之间，经济政策效果更好。同时，研究也多发发现危机时期的财政政策乘数效应要高于平时。

第三，能不能短期放弃财政平衡或相关赤字目标？能，而且应该做。扩张政策除了实际效果，还应当发挥政策指引功能，明确扩大开支，扩大财政赤字，能够给予市场和企业更多信心。从发达经济体中对扩张财政较为保守的德国的情况来看，如果承诺计划按量执行，那么今年的赤字规模将远超德国宪法规定的 GDP0.35%的目标。

第四，疫情下的宽松政策能否仅沿用减税降费等常态时扩张型财政政策？不能。对于企业而言，在疫情冲击下面临生死而非多少的考验，在停工停产没有交易的情况下，减税降费的作用很小。从国际经验来看，延缴包括增值税在内的税款也在疫情政策支持中，但远非最重要。帮助企业缓解债务约束、融资压力，为企业提供流动性支持，且将这种政策倾斜于中小微企业，对企业继续雇佣员工进行补贴支持等，才能更好的实现应对疫情冲击的目的。

第五，怎么理解这种大规模、超预期经济政策的逻辑？这次国际政策有一个很重要的特点：政策多有预备（standby）的特征——给出一个很大的额度（甚至如美国量化宽松似的无上限），但是是按需

申请后再操作并执行，给出的额度并非最后真正实施的规模。这与疫情冲击存在的不确定性密切相关。金融和实体经济的冲击有过往经验可循，对其传导方式、路径、规模均可预判。但对于疫情冲击来说，每个国家都是摸着石头过河，因此把政策量预备足，对于市场和政府都将有更大回旋余地。