

# 全球宏观经济季度报告

总览：2020 年夏季全球宏观经济运行与分析

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 云 璐 崔晓敏  
熊婉婷

中国社会科学院世界经济与政治研究所

世界经济预测与政策模拟实验室

《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

<b>顾问</b>	张宇燕			
<b>首席专家</b>	张 斌		姚枝仲	
<b>团队成员</b>	杨子荣	美国经济	曹永福	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	云 璐	大宗商品
	吴海英	对外贸易	崔晓敏	对外贸易
	熊婉婷	宏观经济	王 地	宏观经济
	李佳欣	科研助理		

联系人：李佳欣

邮箱：[iwepceem@163.com](mailto: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。

## 2020 年第 2 季度中国外部经济环境总览

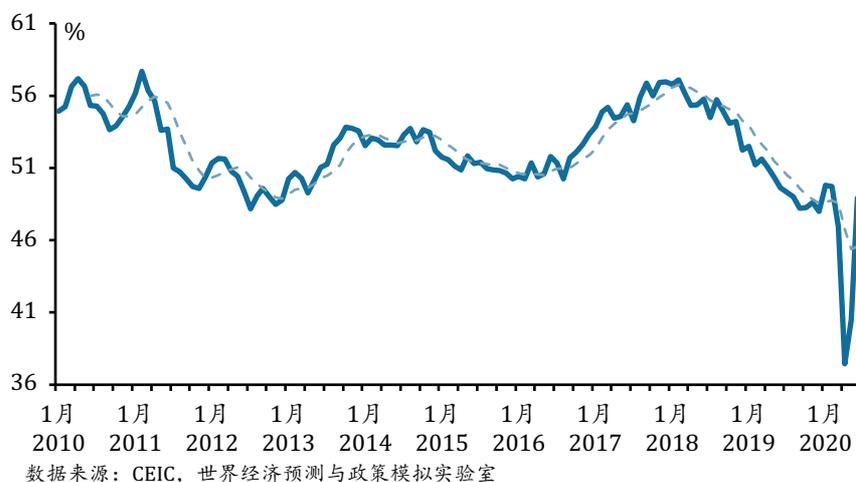
### ——2020 年夏季全球宏观经济运行与分析

1. 受新冠疫情影响，中国外部经济在 2020 年 4 月份进入最差时刻，5-6 月各国不同程度反弹，整体活力孱弱，失业率仍在较高水平。2020 年 4-6 月中国外部经济综合 CEEM-PMI 分别为 37.5、40.5 和 48.9。
2. 大宗商品价格触底回升。2 季度 CEEM 大宗商品价格季度均价环比下跌 20%，从区间走势来看，几乎所有品种在 4 月份都跌至低点，随后在海外疫情常态化、经济数据边际向好以及中国需求率先复苏的影响下，石油、铁矿石、有色金属等均有明显的反弹走势。
3. 金融市场有所恢复。全球金融市场波动性下降，各国股市均呈现回升趋势，但尚未恢复至新冠肺炎疫情全球蔓延前的水平。主要发达经济体的货币市场利率或有所下降或波动较小，国债收益率窄幅波动。多数新兴经济体货币贬值，部分贬值幅度较大。美元指数自 5 月下旬以来出现明显回落，日元、欧元表现相对稳定。
4. 全球经济正在艰难的复苏进程当中。不同的社会和经济治理能力使得各国接下来的经济走势有更大分化。疫情仍然是经济复苏最大的威胁，疫情中企业资产负债表的严重受损会持续地拖累经济复苏。
5. 我国经济面临多重挑战和风险。一是出口部门复工复产受到外部需求约束，出口和就业面临挑战；二是疫情下的国际交流受阻；三是各国极端情绪抬头，国际合作更加困难；四是海外投资风险上升。
6. 应对危机需要全球联合行动。一是倡导各国共同反对贸易保护主义，全面降低关税。二是倡导全球公共财政支出扩张，弥补市场需求不足。三是推动全球金融安全网更好地发挥功能。四是呼吁各国应在政治层面凝聚共识、搁置争议、齐心应对。

## 一、 全球经济触底

受新冠疫情影响，中国外部经济景气在 2020 年 4 月份大幅下行至历史低位，此后开始回升。2020 年 4-6 月中国外部经济综合 CEEM-PMI<sup>1</sup>分别为 37.5、40.5 和 48.9。虽然进入 5 月以后，外部经济景气指数恶化程度有所放缓，但全球经济仍不乐观。美、欧、日等发达经济体均面临不同程度的经济停摆，经济活动急剧收缩，劳动力市场恶化程度远超出 2008 年金融危机期间。新兴市场经济体情况也不乐观，巴西、印度和俄罗斯制造业 PMI 也大幅低于荣枯线以下。

图 1 中国外部经济综合 CEEM-PMI



**美国经济深度下滑后开始企稳。**为控制疫情，美国各州发布了不同形式的“居家令”，多数生产活动被迫中断，4 月制造业 PMI 从 3 月的 49.1 降至 41.5。服务业受挫更为严重，尤其是休闲娱乐行业，4 月的非制造业 PMI 从 3 月的 52.5 骤降至 41.8。随着美国分阶段重启经济、逐渐复工复产，5 月制造业和非制造业 PMI 皆小幅回升，6 月制造业和非制造业 PMI 进一步回升至 52.6 和 57.1。2020 年 4 月美国非农就业人数减少 2053.7 万，失业率飙升至 14.7%，创下大萧条以来最高纪录。5 月份非农就业人数恢复正增长至 250.9 万，失业率降至 13.3%。6 月失业率进一步降至 11.1%。新增非农就业人数在 4 月份降至 -2050 万人后，5、6 月份新增非农就业人数分别回升至 250.9 和 480 万人。截至 6 月 20 的一周，美国持续领取失业金人数为 1929 万人，失业情况仍不容乐观，但距离 2491.2

<sup>1</sup> China External Environment Monitor，根据主要对外贸易伙伴分布确定各国权重的 PMI 加权，简称 CEEM-PMI。

万人的峰值已有所减少，表明就业市场的至暗时刻可能正在过去。

**财政刺激和宽松货币政策不断加码。**4月份，特朗普政府又追加了一项总额4840亿美元的额外拨款计划，用于给小企业发放贷款和向医院提供资金。由于经济仍存在高度不确定性且前期部分救助政策将到期，美国政府正在酝酿新一轮刺激计划。美联储将联邦基金利率降至零利率之后，还陆续推出了多个非常规政策工具，包括无限QE、金融市场的“最后贷款人工具”（PDCF、MMLF等）、私人部门和地方政府的“最后贷款人工具”（PMCCF、SMCCF、MLF等），以及全球美元流动性的“最后贷款人工具”（美元互换和FIMA）。美联储的资产负债表规模已由2019年的低位3.8万亿美元上升到今年6月初的逾7万亿美元。美联储公开市场委员会在6月议息会议结束后发表声明，决定将政策利率维持在“零下限”，17位票委的政策利率预期点阵图显示，美联储预期零利率将至少维持至2022年底。此外，美联储暂不考虑负利率，但正在讨论收益率曲线控制。

**欧元区经济亦触底企稳。**欧元区19国综合采购经理人指数(PMI)2季度均值为31.0，较上季度的均值44.2下滑13.2。从月度数据来看，欧元区综合PMI在4月触及13.6的冰点后逐步回升至6月的47.5。欧元区经济景气程度虽然仍处于收缩区间，但在大规模限制措施逐步解除的支撑下，经济有企稳迹象。欧元区内法国情况表现稍好，6月法国制造业和服务业PMI指数均回到扩张区间，综合采购经理人指数(PMI)亦跳升至51.3，重回荣枯线上方。德国的制造业和服务业也度过了最糟糕的时期，6月综合采购经理人指数(PMI)从5月的32.3升至45.8。5月欧元区19国经季节性调整后的失业率为7.4%，较4月的7.3%上升0.1个百分点，总体好于预期。目前欧洲有4000多万人获得了带薪休假补贴，期间的大部分工资由政府资助。也有分析认为，失业率低于预期的原因是很多人在封锁期间无法寻找工作或者放弃求职，因此被划归为不活跃就业人员，而非失业人员。欧央行行长拉加德6月19号亦表示，经济下滑影响尚未在欧元区的劳动力市场全部显现，欧元区19个成员国的失业率可能从目前的7.4%升至10%。

**欧央行扩大资产购买规模，欧盟委员会通过“复兴基金计划”。**自疫情在欧洲全面暴发以来，欧洲央行明显强化了经济刺激力度，采取了扩大量化宽松、实施长期再融资

操作等积极货币政策，为欧元区提供了大量流动性支持。3月，欧洲央行宣布推出总额7500亿欧元的新冠肺炎疫情紧急资产购买计划（PEPP），该计划将执行至2020年底。6月4日的议息会议则将这一购买规模进一步扩大至1.35万亿欧元，并将购债期限至少延长到2021年6月底。欧央行政策其它方面基本维持不变。常规资产购买计划（APP）依然保持200亿欧元/每月的速度，今年额外增加的1200亿欧元APP也在进行中。同时欧洲央行保持利率下限在-0.5%不变。欧洲央行在6月25日宣布，将推出新的流动性措施，向欧元区以外的央行提供预防性的欧元回购便利，以应对疫情冲击下的市场失灵及其所引发的欧元流动性需求。该新工具补充了欧洲央行的双边互换和回购额度，体现了欧元在全球金融市场的重要性。5月27日，欧盟委员会通过了抗疫复苏法案“复兴基金计划”，规模为7500亿欧元。其中，5000亿欧元将以无偿拨款形式发放给各国，2500亿欧元为援助贷款。资金分配将倾向于受灾严重、财政困难的南欧（意大利、西班牙和希腊）及东欧（波兰）国家。意大利和西班牙可能各获得20%资金；核心国家如法国（10%），德国（7%）比例较低。不过，随后在6月19日的欧盟成员国领导人峰会上，各方在共同举债的细节方面仍存明显分歧，经过激烈讨论后领导人们决定暂时搁置分歧，等待1个月之后的面对面磋商。

**日本经济受疫情冲击衰退加剧。**2020年第2季度，制造业PMI较上季度再次下降7.0至40.1，连续6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12.9至31，出现严重收缩。5月，日本失业率（季调）为2.9%，较上月提升0.3个百分点，这也是40个月以来的最高值。从商业销售额看，2020年4-5月一般商品零售额和汽车零售额同比增长率分别为-37.0%和-29.5%，出现断崖式下降。投资各领域中，房地产开发投资出现比较严重的负增长，机械设备相关投资同比负增长较之前更加严重。2020年4-5月工程机械出货金额同比增长由第1季度的-17.5%大幅下滑至-35%。日银短观第2季度预测指数为-18，实际指数为-31；第3季度预测指数为-34，这说明景气收缩大大超出企业预期，并且在未来更趋悲观。

**刺激政策力度加码。**2020年4月底日本央行宣布将无限量购买日本国债，取消之前每年约80万亿日元的购债额度限制。6月16日，日本央行宣布维持基准利率不变，同

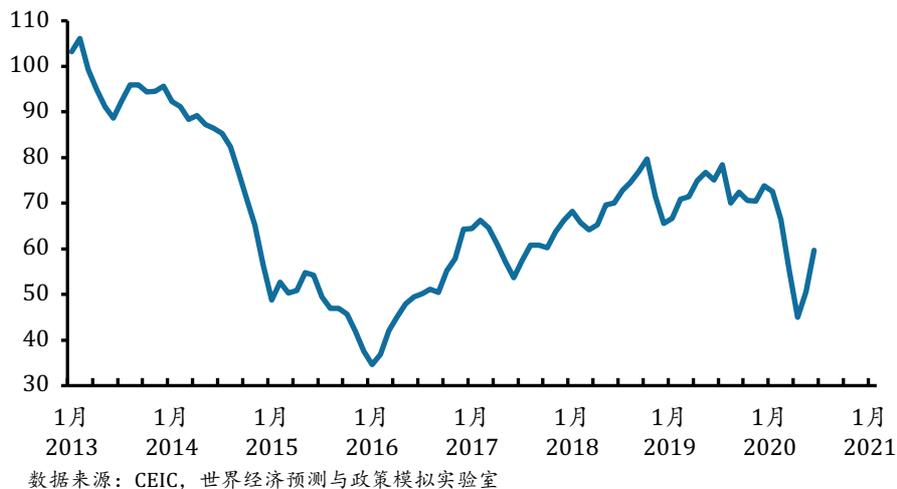
时扩大特别贷款计划的规模，以继续支持受疫情影响的日本经济。日本央行决定，将其 75 万亿日元的支持企业融资的特别贷款计划规模进一步提高至 110 万亿日元，还推出了针对中小企业的 30 万亿日元无息贷款计划，并通过类似计划向主要的大型企业提供 25 万亿日元贷款。财政政策方面，6 月 12 日，日本政府为应对新冠肺炎疫情而编制的本财年第二次补充预算案在日本国会获得通过。这一补充预算案规模为 31.9 万亿日元，超过 4 月份通过的第一次补充预算案，再创日本补充预算规模新高，本财年预算规模将由 102.7 万亿日元扩大至 160 万亿日元。目前，日本经济刺激计划总规模超过 230 万亿日元，约为日本实际国内生产总值的四成。预计年内预算赤字规模将从 2019 年 GDP 的 2.6% 扩大至 GDP 的 11.3%。

**金砖国家经济亦遭遇重创。**金砖四国大都在 3 月底实施封城措施，因此各国经济在 2 季度受到严重冲击，随着 5 月、6 月封城措施逐步降级，各国经济有所恢复但仍处于艰难局面。俄罗斯政府宣布 3 月 28 日至 4 月 5 日全俄带薪休假，此后休假日期不断延长，最终延长至 5 月 11 日。俄罗斯 4 月和 5 月零售总额同比分别萎缩 23.4% 和 19.2%，工业生产同比分别萎缩 6.6% 和 9.6%。俄罗斯制造业 PMI 在 4 月大幅下降至 31.3，5 月和 6 月分别恢复至 36.2 和 49.4。随着封城措施的逐步解除，俄罗斯经济恶化局面有所企稳。截至 6 月底，巴西新冠肺炎确诊病例已超过 140 万，排在全球第二位，仅次于美国。在疫情冲击下，截至 4 月底巴西全国失业人数累计达 1280 万，失业率达 12.6%。疫情引发巴西金融市场动荡，外国投资者不断从巴西金融市场撤资，5 月雷亚尔兑美元月平均汇率为 5.639，相比 1 月雷亚尔对美元贬值 26.4%。为促进经济恢复，进入 6 月，巴西各地逐步解封，但确诊病例数量的快速增长令经济重启困难重重，同时加剧疫情传播风险。印度在 3 月底实施全国封锁措施。4 月，在全国广泛采取封城措施的时期，印度进入零售商店的消费者人数环比下降了 90%，5 月再次环比下降 30%。制造业 PMI 在 4 月大幅下探至 27.4，5 月稍微恢复至 30.8，6 月进一步恢复至 47.2。服务业也一度面临崩溃，4 月服务业 PMI 从 3 月的 49.3 暴跌至 5.4，创下历史最低水平，5 月恢复至 12.6，6 月恢复至 33.7。南非自 3 月 27 日开始实施全国范围内的封城措施，南非制造业 PMI 在 4 月下探至 35.1，5 月进一步下滑至 32.5，6 月则恢复至 42.5。南非统计局的调查显示，8.1%

的受访者表示已失去工作或企业歇业，另一项调查显示有四成的企业主认为企业无法继续经营。自5月1日起，南非政府逐步降低封城等级。

**东盟国家第2季度经济触底，下半年有望回升。**2020年第2季度，疫情冲击在东盟和韩国地区渐趋明朗。印尼、新加坡和菲律宾累计确诊人数较多，马来西亚、泰国和越南总体稳定，其中泰国和越南始终未出现大规模疫情爆发，韩国第2季度疫情未现复发。虽然第2季度新增病例较多，但疫情总体可控且优于全球，经济重启已开始。第2季度，东盟整体制造业PMI大幅下降至36.6，较上季下降11.2；韩国制造业PMI为42.1，较上季下降5.5。不过，单月情况显示PMI已于5月开始回升，6月马来西亚和越南的PMI已回升至荣枯线以上，PMI所反映的景气程度预示着经济在第2季度探底，在下半年有望出现进一步回升。第2季度4、5月数据显示，所有区内国家的出口和进口同比增速均为负增长。但是，6月韩国和越南初步出口数据显示贸易有向好态势，经济外部环境有好转态势。上季度金融市场的剧烈波动在这一季度基本平息，主要股指和主要货币兑美元汇率的季环比均显著改善，但多数经济体股指本季涨幅并未完全收回上季失地。金融市场带来的逆风叠加疫情，仍将对区域的财富和私人需求产生持续的负面影响。尽管步伐不同，区内各国均已开始放松社会隔离限制，本季经济政策重点也从疫情纾困全面转向经济复苏支持。预计2020年下半年，东盟及韩国地区有望领先全球复苏。

图2 CEEM 大宗商品价格指数



**大宗商品价格 2 季度触底反弹。**2 季度 CEEM 大宗商品价格<sup>2</sup>季度均价环比下跌 20%，但从区间走势来看，指数在 4 月份跌至 2016 年以来低点后触底反弹。受新冠肺炎疫情全球蔓延影响，几乎所有品种在 2 季度初都跌至近期低点。随后在海外疫情常态化、经济数据边际向好以及中国需求率先复苏的影响下，石油、铁矿石、有色金属等均有明显的反弹走势。石油价格在 OPEC 和俄罗斯等国破纪录的联合减产推动下触底反弹，且中国进口量显著增长；上游供应趋紧、库存下降，推动铜和铁矿石等金属商品价格反弹，国内基建需求拉升钢材价格；农产品涨跌不一，国际大豆价格、玉米价格上涨，小麦价格受供给增长的影响有所下跌。

**中国出口显著回升，市场份额上升。**中国 2020 年 4-5 月出口(美元)同比增速为-0.1%，较上季度提高 13.3 个百分点。在外需持续恶化的背景下，2 季度出口增速回升预计主要来自中国出口产品市场份额的大幅反弹。与抗疫相关的医疗设备以及口罩等物资、与远程工作相关的电子类产品成为新的出口增长点。分地区看，2020 年 4-5 月中国对主要发达经济体出口增速普遍回升，对部分发展中经济体出口增速回落；对美国、欧盟、日本、韩国、中国香港和中国台湾出口增速分别较上季度提高 25.4、25.5、37.4、13.3、10.6 和 11.2 个百分点；对东盟、巴西和印度出口同比增速分别较上季度下降 0.8、17.7 和 36.2 个百分点。分产品看，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提升，其他产品拖累总体出口增长。2020 年 4-5 月中国进口同比增速为-15.4%，较上季度下降 12.5 个百分点；货物贸易顺差总额为 1082 亿美元，较去年同期提高 540 亿美元。

## 二、 全球金融市场有所恢复

**全球金融市场波动性下降。**伴随美联储推出开放式 QE 并通过 PDCF、大规模回购、货币互换等工具向市场注入流动性，市场流动性紧张得到明显缓和，TED 利差持续下滑，各类资产价格走势恢复正常模式，VIX 指数也较 3 月份明显下降。6 月底，TED 利差在

---

<sup>2</sup> 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。

0.15%左右，恢复到了 2020 年 2 月之前的正常水平。因美股再现数次下跌，VIX 指数在 6 月份出现了小幅回升。6 月 30 日，VIX 指数为 30.43%，较 3 月份大幅下降，但依然明显高于疫情爆发前水平（20%以下）。

美元自 5 月下旬出现贬值，日元欧元稳定，多数新兴经济体货币明显贬值。从季度平均值看，2 季度的美元指数较 1 季度有所升值，这主要是由于外汇市场美元流动性紧张导致 4 月至 5 月上旬的美元指数持续在 100 左右的高位徘徊。随着美联储扩大货币互换规模，外汇市场流动性紧张缓解，市场情绪逐渐从恐慌中恢复，5 月下旬以来，美元指数由 100.38 逐渐回落至 97 上下。出于对英国脱欧贸易谈判和第二轮疫情的担忧，英镑较 1 季度明显贬值。相比于美元和英镑，日元、欧元在 2 季度的表现则相对稳定，日元还出现小幅升值。多数新兴经济体货币平均汇率明显贬值。2 季度贬值幅度较大的发展中国家货币有：巴西雷亚尔（-20.69%）、南非兰特（-16.87%）、土耳其里拉（-12.48%）、阿根廷比索（-9.91%）、卢布（-8.92%）。近期俄罗斯卢布因油价企稳回调不再贬值，而其他贬值较大的货币仍未见企稳迹象。当地疫情加剧蔓延使得上述货币贬值国面临大规模资本流出，货币大幅贬值。如果疫情仍然得不到缓解，需要关注部分新兴经济体发生货币危机的可能。

图表 3 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	98.87	98.32	0.57%	标普 500	2926.96	3067.75	-4.59%
日元	107.58	108.88	1.19%	德国 DAX	11207.17	12227.37	-8.34%
欧元	1.10	1.10	-0.17%	日经 225	20703.03	21899.57	-5.46%
人民币	7.09	6.98	-1.51%	上证综指	2872.67	2947.01	-2.52%
雷亚尔	5.38	4.46	-20.69%	巴西 IBOVESPA	84292.25	103850.17	-18.83%
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	0.14	1.33	-119.45	美国	0.69	1.37	-67.74
欧元	-0.51	-0.54	3.10	欧元区	-0.36	-0.36	-0.02
日本	-0.09	-0.10	1.27	日本	0.01	-0.03	3.82
中国	1.83	2.23	-39.73	中国	2.68	2.84	-16.47
印度	3.82	4.94	-111.47	巴西	7.32	7.10	21.95

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。

**全球股市整体回升。**随着主要央行货币宽松呵护金融市场，主要经济体股市均现明显回调，部分国家股指回调幅度在 30% 以上。因欧洲和东亚疫情已经出现缓和迹象，而美国疫情依然在快速扩散、部分州经济复苏计划暂停、欧美贸易争端再起，市场担忧美国经济复苏前景，美股在 6 月中旬起再现数次下跌，但波动幅度并不算大。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 2 季度，上证综指的波幅为 10.66%，相较于其他经济体股市，A 股的波动较为温和。

**发达国家货币市场利率稳定在零利率附近。**主要发达经济体 2 季度并未再次降息，美国货币市场利率稳定在零利率附近，Libor（美元，1 周）基本在 0.1% 上下波动。欧元 Libor 和日元 Libor 负利率略有加深。俄罗斯央行、印度央行再度大幅降息，货币市场利率大幅下滑，两国货币市场利率下滑幅度均超过了 100bp。主要经济体中，中国的货币市场利率自 5 月份起明显回升，或因政府债发行对流动性有所挤出以及市场对人民银行降息降准预期落空。

**主要发达经济体国债收益率窄幅波动，多数新兴经济体国债收益率大幅下降。**因经济增长前景欠佳、流动性宽松，主要发达经济体国债收益率维持在低位，但并未进一步大幅下降。6 月 30 日，美债（10Y）收益率降至 0.66%，较三月末仅下降 4bp。新兴经济体方面，印度、巴西等经济体均在 2 季度大幅降息，带动长端国债收益率大幅下行。其中，受货币宽松、经济停摆以及疫情蔓延引发巴西政局不稳等多方面的影响，巴西国债收益率的波动相对较大。因金融、工业、PMI 等宏观数据出现边际好转，以及央行未降息降准形成强烈预期差，中国国债收益率自 5 月起明显回升。2020 年 6 月底，十年期中国国债收益率为 2.84%，较 4 月底上升约 30bp。

### 三、 展望与对策

**疫情依然是外部经济复苏最大威胁。**中国外部经济环境的底部是 4 月份，此后各国经济恶化幅度都有不同程度的放缓，经济景气程度、销售和生产等重要经济指标有不同程度地回升。如何取得防控疫情传播和恢复经济之间的平衡成为各国最突出的政策挑战，

对各国社会治理水平构成了极大挑战。有些国家能在基本控制疫情的情况下恢复经济；有些则一直难以有效控制住疫情，防控措施的反复对经济恢复带来压力。目前流行病学家普遍认为疫情难以在短期内消失，不能排除年内再次大面积传播的风险，这也是当前全球经济复苏面临的巨大威胁。即便疫情得到了有效控制，有些行业和部门在疫情中受到的损失也难以挽回，企业的资产负债表严重恶化，企业需要较长的时间恢复到健康的资产负债状态，这个期间内企业投资会持续保持在低迷状态。劳动力市场很难在短期内立刻恢复到正常状态。

### **疫情全球传播给我国经济将带来多重挑战和风险：**

第一，出口部门复工复产受到外部供需约束，出口和相关部门就业面临挑战。境外疫情暴发从两个方面限制出口部门复工复产。一是外部需求限制。即使人员全部回到生产场所，企业可以实现复工复产，但是如果没有订单，企业事实上也实现不了完全复工复产。二是产业链约束。境外抗疫行动可能导致其生产活动暂停或者开工不足，无法对我国的生产活动提供必要的原材料和零部件，从而导致我国企业即使有需求也难以实现复工复产。

第二，正常国际交流受阻。出于防范疫情的考虑，无论是中国还是其他经济体对跨国旅行都采取了更严格的限制，国际航空流量大幅萎缩。大量跨境活动和人员流动不得不搁置，这不仅是对旅游、交通行业的沉重打击，对国际交流也是沉重打击。

第三，疫情环境下各国极端情绪和民族主义情绪上升，国际经贸合作遇到更大困难。疫情进一步激化了国内各种矛盾，一些政客为了逃避责任或者赢取某些极端情绪，将责任甩锅给国外。这给疫情中本已脆弱的国际经贸关系雪上加霜。

第四，海外投资风险上升。一带一路沿线的有些国家目前面临严重的疫情冲击和经济大幅恶化，这些国家的偿债能力也大幅下降。有些国家试图利用这个机会逃避债务。

**对策方面，我国需要积极推动国际联合行动，抵御全球经济衰退和逆全球化。**具体而言：

第一，应倡导各国共同反对贸易保护主义，全面降低关税。全球疫情大暴发给全球经济和国际贸易带来新的严峻挑战。缺少国际贸易的支持，世界各国对抗疫情和复苏经济的能力将大幅降低。G20 主要大国应考虑以一年为期，实行临时全面降低关税政策，

尤其对紧急医疗和人道主义必需品全面实行零关税。

第二，应倡导全球公共财政支出扩张，弥补市场需求不足。疫情大幅降低了市场需求，货币当局降息和增加流动性对私人部门的需求扩张刺激作用非常有限。对抗全球经济衰退的关键依托是公共部门支出大幅扩张。目前主要发达国家主要还是定向增加对抗击疫情的公共财政支出，这对于防止经济衰退还远远不够。英国改变了原来传统的财政节约的做法，3月11号启动了300亿英镑财政刺激计划，并且要增加超过6000亿英镑的中长期财政支出。我国宜通过G20和国际货币基金组织呼吁其他大国在扩大公共财政支出方面加大力度。

第三，推动全球金融安全网更好地发挥功能。支持国际货币基金组织为遇到流动性困难的成员国提供紧急融资准备，帮助成员国稳定国内金融市场。支持世界银行以及各种多边开发机构做好抗击疫情的贷款支持，以及免除或者递延穷国债务。敦促区域性金融安全网络、世界各国央行之间的货币互换网络做好准备，保持市场流动性充裕，稳定金融市场，避免疫情暴发带来的次生伤害。

第四，呼吁各国应在政治层面凝聚共识、齐心应对。应对疫情需要各方摒弃冲突，而不是相互推诿、借机打击对手。政治动荡、军事冲突频发的地区很可能成为疫情防控的盲区。我国可以通过联合国和G20等平台呼吁所有冲突地区全面停火，对有新冠病毒感染危险的难民营提供医疗检测和救治等人道主义援助。

## 专题报告预览

### 美国经济：初步企稳还是进一步衰退？

为控制大规模扩散的疫情，美国各州在3月份发布了不同形式的“居家令”，多数生产活动被迫中断，PMI骤降，消费和企业投资锐减，对外贸易也断崖式下跌；通缩担忧再起；劳动力市场初次申请失业金人数和失业率维持在历史高位。为此，美国政府已出台了三轮主要救助方案和一项追加计划，7月份出台新一轮财政刺激计划可期；美联储宽松货币政策不断加码，陆续推出零利率、无限量QE和多项非常规货币政策等工具组合，收益率曲线控制政策也在考虑范畴。2020年2季度美国经济陷入深度衰退，5月份以来衰退速度有所放缓，多项指标显示美国经济有初步企稳迹象。不过，近期部分经济活动重启州的感染率出现飙升，多个州宣布暂停或推迟重启计划，若疫情持续防控不力，将延长美国经济衰退时间。

### 欧洲经济：活动逐步恢复

2020年2季度欧元区经济在疫情封锁措施逐步解除的情况下缓慢恢复，综合PMI从4月的冰点连续回升至接近荣枯线水平，其中服务业PMI由于前期下滑幅度较大，反弹最为明显。受疫情好转、欧洲央行紧急资产购买计划加码、欧盟复兴基金计划通过等积极因素的影响，欧元区消费者和投资者信心双双回暖，利好下一阶段区内生产和消费的复苏。不过，目前欧元区经济活动的恢复仍处于初级阶段，失业率不断攀升，贸易账户盈余急速收窄，通胀水平在能源价格下跌的压力下持续受抑，核心通胀亦降至2017年4月以来的低点。考虑到可能出现的小范围疫情反复，预计3季度欧元区经济将在波折中缓慢走向复苏。

### 日本经济：疫情冲击衰退加剧

2020年第2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7.0至40.1，连续6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12.9至31，出现严重收缩。失业率有所上升，5月季调失业率2.9%，较上月提升0.3个百分点，这也是40个月以来的最高值。第2季度日本消费和投资增速均大幅下滑。一般商品零售额和汽车零售额同比增长率出现断崖式下降。房地产开发投资出现比较严重的负增长；机械设备相关投资同比负增长较之前更加严重。进出口同比负增长幅度扩大。2020年4-5月出口和进口同比增长率分别为-22.5%和-14.8%，较第1季度的-8.5%和-10.0%进一步下滑。日本央行宣布维持基准利率不变，同时扩大特别贷款计划的规模，以继续支持受疫情影响的日本经济。财政政策也通过补充

预算案加码刺激经济增长。股票指数在第 2 季度出现比较明显的反弹，季末日经 225 指数较上季度末反弹 17.8% 至 22288 点。消费物价增速明显下降，核心 CPI 出现同比负增长。对华贸易投资方面，进入 2020 年第 2 季度，日本对中国出口同比增速和自中国进口同比增速有所上升，自中国进口同比增速回升尤其明显且出现正增长；日本对全世界和对中国 FDI 同比增长率均有所回升，其中对中国 FDI 同比增长率回归正增长。预计日本 2020 年第 2 季度实际 GDP 季调环比折年率 -15%，第 3 季度回升至 -1.0%。

### 金砖国家经济：寻求疫情控制与经济恢复的平衡

金砖四国大都在 3 月底实施封城措施，因此各国经济在 2 季度受到严重冲击，不过随着 5 月、6 月封城措施逐步降级，各国经济有所恢复，如巴西制造业 PMI 在 6 月已回升至 51.6，俄罗斯、印度和南非制造业 PMI 也恢复至 49.4、47.2 和 42.5。不过，从全球范围来看，四国疫情均较为严重，且日均新增病例呈现快速增长态势，不排除未来政府重新收紧封城措施的可能，各国仍需处理好疫情控制与经济恢复之间的平衡。政策方面，在疫情暴发初期财政政策相继出台的基础上，各国财政空间已然有限，且多为社会保障和救助政策，对经济刺激力度不够，短期内不得不更多依赖货币政策，虽然利率大都已降至历史低位，但在疫情重压之下，各国仍有进一步宽松的压力。

### 中国经济：如何观察消费复苏

一般而言，消费是三驾马车里最稳定的因素，讨论总需求波动通常更多关注出口和投资。但是疫情冲击下，消费需求失去了稳定。2020 年 1 季度中国 GDP 的增速为 -6.8%，其中消费贡献了 -4.36 个百分点，成为最重要的拖累因素。后疫情时期，中国经济能实现多大程度的回调和反弹，相当大程度上也将取决于消费需求的修复。伴随的一个问题是，当前消费需求到底恢复得怎么样？对于这个问题，我们通常会观察社会消费品零售总额（社零）。但是在疫情冲击之下，这个指标无法准确反映消费需求。

### 东盟韩国经济：有望触底回升

2020 年第 2 季度，疫情冲击在东盟和韩国地区渐趋明朗，虽然第 2 季度新增病例较多，但疫情总体可控且优于全球，经济重启已开始。第 2 季度，东盟整体制造业 PMI 大幅下降至 36.6，较上季下降 11.2；韩国制造业 PMI 为 42.1，较上季下降 5.5。不过，单月情况显示 PMI 已于 5 月开始回升，6 月马来西亚和越南的 PMI 已回升至荣枯线以上，PMI 所反映的景气程度预示着经济在第 2 季度探底，在下半年有望出现进一步回升。6 月贸易初步数据也支持经济外部环境的好转。上季度金融市场的剧烈波动在这一季度基

本平息。尽管步伐不同，区内各国均已开始放松社会隔离限制，本季经济政策重点也从疫情纾困全面转向经济复苏支持。预计 2020 年下半年，东盟及韩国地区有望领先全球复苏。

### 全球金融市场：波动下降

2020 年第 2 季度，因各国央行的流动性支持以及部分地区疫情得到有效控制，全球金融市场从新冠疫情的负面冲击中逐渐恢复。全球金融市场波动性下降，各国股市均呈现回升趋势，但均未恢复至新冠肺炎疫情全球蔓延前的水平。主要发达经济体的市场利率或有所下降或波动较小，Libor 美元（1 周）目前稳定在 0.1% 的水平，各主要发达经济体国债收益率窄幅波动。俄罗斯、印度央行再次降息，市场利率大幅下行。汇率方面，多数新兴经济体货币贬值，部分贬值幅度较大。主要发达经济体汇率中，美元指数自 5 月下旬以来出现明显回落，日元、欧元表现相对稳定。展望 3 季度，仍需警惕部分新兴经济体发生货币危机，美元指数走势具有不确定性。

### 大宗商品市场：价格触底反弹，供给显著收缩

2020 年 2 季度大宗商品价格先跌后升，触底反弹。受新冠疫情全球蔓延影响，几乎所有品种在 2 季度初都跌至近期低点，随后在海外疫情常态化、经济数据边际向好以及中国需求率先复苏的影响下，石油、铁矿石、有色金属等均有明显的反弹走势。石油价格在 OPEC 和俄罗斯等国破纪录的大规模减产推动下触底反弹，且中国进口量显著增长；金属方面，上游供应趋紧、库存下降，推动铜和铁矿石等金属商品价格反弹，国内基建需求拉升钢材价格；农产品涨跌不一，国际大豆价格、玉米价格上涨，小麦价格受供给增长的影响有所下跌。

### 外贸专题：出口增速超预期反弹

2020 年 2 季度，中国出口（美元）同比增速为 0.1%，较上季度提高 13.5 个百分点；进口同比增速为 -9.7%，较上季度下降 6.8 个百分点；货物贸易顺差总额为 1547 亿美元，较去年同期提高 508 亿美元。在外需快速恶化的背景下，2 季度出口增速回升主要来自中国出口产品市场份额的大幅反弹。需要注意的是，与抗疫相关的医疗设备以及口罩、防护服等物资、与远程工作相关的电子类产品成为新的出口增长点。如果扣除中药材及中式成药、纺织纱线、织物及制品、医疗仪器及器械的带动作用，2 季度总体出口增速将降至 -3.8%，进一步扣除集成电路和自动数据处理设备及其零部件对出口的带动作用，出口增速将跌至 -6.6%。4-5 月，服务贸易逆差为 189 亿美元，同比下降 273 亿美元。预

计 3 季度中国出口同比增速继续承压，但环比增速逐步改善。全球经济仍面临较大的不确定性，需警惕第二波疫情的暴发以及疫情冲击下各经济体贸易保护主义倾向加强对全球贸易的负面影响。

### 特别专题 1：中国出口占全球份额达历史高点

从中长期看，中国出口增速保持强劲回升势头并不容易。一方面，疫情带来的不确定性和需求疲软导致的各国企业的资产负债表恶化和投资意愿下降，这将制约外部需求的修复进程。另一方面，随着同类国家渡过疫情高峰，并逐步复工复产，中国对其他国家出口的替代效应、以及陡然上升的出口市场份额，都可能会回归正常时期的水平，这将弱化国内复工复产对我国出口增长的支撑。

### 特别专题 2：美联储天量宽松是否会带来高通胀

为应对疫情冲击，美国采取了史无前例的刺激性政策，美联储资产负债表和联邦财政赤字迅速扩张，市场担忧伴随着美国经济重启，高通胀是否会随之而来。2008 年金融危机后，美联储曾启动四轮量化宽松，但并未带来 M2 增速大幅提高和高通胀。与 2008 年相比，本次美联储天量宽松的同时，M2 同比增速也创下历史新高，为何这次会不一样？高增速的 M2 是否会带来高通胀？未来是否还有其他因素可能引发美国高通胀？