



# “灰犀牛”风险点冲击依旧 美欧经济复苏分化

——2020年7月全球宏观经济月报

## 摘要

2020年7月份，全球新冠肺炎疫情仍然没有好转的迹象。中欧疫情得到有效控制，但是局部的二次疫情风险仍存；美国疫情失控，经济再度面临停滞风险；巴西、印度、俄罗斯等新兴市场疫情严重，特别是巴西和印度，疫情失控且短时间内难以得到有效的控制。短时间内，全球疫情依然难以得到有效的控制，而二次疫情风险显现，经济冲击依然存在且严重。美国疫情失控，美国政府继续加大舆论攻势将其疫情失控的责任甩锅，中美、美欧等贸易争端和地缘政治风险严重；未来，以邻为壑转嫁危机的全球贸易争端和地缘政治风险会愈演愈烈，逆全球化趋势更加明显。

2020年上半年，新冠肺炎疫情冲击使得经济陷入停滞，欧美日等主要发达国家以及俄罗斯、巴西、印度等发展中国家，经济深度衰退难以避免。进入后疫情时代，企业复工复产陆续推进，经济修复持续进行，然而因为各国所面临的风险点和环境不同，故经济修复的速度和时间出现分化。中国率先对疫情实现了有效管控，中国二季度GDP由负转正最先进行了修复；欧洲疫情进入尾声，经济修复已经开始，修复的速度也会比较快，三季度GDP会出现明显的上涨，整体呈现先强后弱的复苏格局；美国因为疫情恶化再度面临经济停滞的危机，并且美国肆意引发的地缘政治和贸易争端均会冲击美国经济的复苏速度，故美国经济修复再度受到冲击，修复的速度和幅度均不及欧洲，三季度或出现小幅的边际好转，四季度或出现明显好转；日本方面则会呈现先强后弱的经济复苏格局；新兴市场方面亦出现分化，俄罗斯将会呈现先强后弱的经济复苏模式，而巴西、印度和南非因为疫情的恶化，三季度GDP将会延续深度萎缩状态只会出现边际的小幅好转，当疫情得到有效控制后会出现明显的好转。

整体来看，2020年下半年，新冠肺炎疫情将会继续影响全球金融市场和全球经济，全球经济深度衰退难以避免，整体则会进入先强后弱的弱复苏模式，美欧日以及新兴市场表现分化，欧美等主要央行将会深化量化宽松政策。2020年下半年，全球进入后疫情时代，二次疫情危机、贸易争端、逆全球化危机、债务危机、地缘政治危机以及滞胀危机等新风险点将会继续冲击经济。市场风险情绪仍将会大幅波动，叠加全球央行大放水等诸多宏观因素影响，避险资产仍有进一步上涨的趋势，大宗商品及股市等风险资产维持偏强走势，难免出现小幅回调风险，应该选择超跌或逢低时加仓风险资产，不宜追高。

## 目 录

一、	海外主要国家均会陷入深度衰退中.....	3
二、	诸多“灰犀牛”风险点继续冲击经济.....	6
三、	美元指数进入下行区间.....	8
四、	美国疫情恶化 经济复苏再受冲击.....	12
(一)	美美国经济衰退刷新历史 疫情失控抑制经济复苏步伐.....	13
(二)	美国 7 月企业活动改善边际放缓.....	14
(三)	美供需两端表现超预期 二次疫情不改整体复苏趋势.....	15
(四)	美国 6 月份非农数据大超预期.....	17
(五)	美国 6 月通胀表现超预期.....	17
(六)	美联储维持超低利率长期不变.....	19
五、	欧洲经济开启复苏模式.....	21
(一)	欧元区经济深度衰退 开启经济复苏模式.....	21
(二)	欧元区企业活动持续改善.....	24
(三)	欧元区经济景气指数刷新历史新低.....	25
(四)	欧盟复苏基金计划艰难推出.....	28
(五)	英国企业活动快速复苏.....	30
(六)	疫情和脱欧双重冲击 英国经济复苏缓慢.....	31
(七)	英国实施负利率政策的可能性较小.....	32
(八)	英国有序脱欧可能性大.....	33
六、	疫情与外贸拖累日本经济.....	35
(一)	日本经济陷入衰退周期 外贸拖累经济复苏步伐.....	35
(二)	日本不断加码经济政策宽松力度.....	38
(三)	日本 PMI 触底反弹、边际好转.....	40
七、	疫情大爆发拖累新兴市场国家经济.....	43
八、	全球宏观策略及资产配置分析.....	45

一、 海外主要国家均会陷入深度衰退中

GDP预测 (同比)	世界三大经济组织及欧盟全球主要经济体经济预测 (20200630)															
	IMF (2020-6-30)				世界银行 (2020-6-30)				经合组织 (2020-6-30)				欧盟 (2020-5-6)			
	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年
全球经济预测	2.9	-4.9	5.4	3.6	2.9	-5.2	4.2	2.7	2.9	-6	3.3					
美国经济预测	2.3	-8	4.5	1.6	2.3	-6.1	4	1.7	2.3	-7.3	4.1		2.3	-6.5	4.9	
中国经济预测	6.1	1	8.2	5.7	6.1	1	6.9	5.7	6.1	-2.6	6.8					
欧元区经济预测	1.3	-10.2	6	1.4	1.3	-9.1	4.5	1.3	1.3	-9.1	6.5		1.2	-7.7	6.3	
英国经济预测	1.4	-8.2	5.7	2.8					1.4	-11.5	9		1.4	-8.3	6	
日本经济预测	0.7	-4.9	2.5	1.1	0.7	-6.1	2.5	0.4	0.7	-6	2.1		0.8	-5	2.7	
俄罗斯经济预测	1.3	-4.9	3.2	2.3	1.3	-6	2.7	1.8	1.3	-8	1.3					
印度经济预测	4.2	-4.5	6.8		4.2	-3.2	6.1		4.2	-3.7	7.9					
巴西经济预测	1.1	-6.5	3.3	2.5	1.1	-8	2.2	2.4	1.1	-7.4	4.2					
南非经济预测	0.1	-7	2.8	1.8	0.1	-7.1	2.9	1.5	0.1	-7.5	2.5					

图 1 世界三大经济组织及欧盟不断下调经济预测

数据来源: Wind、方正中期研究院

2020年初以来,新冠肺炎疫情取代贸易争端,成为核心的系统性风险。疫情先后在中国、伊朗、欧洲、美国以及新兴市场等地爆发,各国均采取严格的社交管控措施,暂停经济运行,以应对疫情的蔓延。中国举全国之力通过严格的社交防控措施,最先控制住疫情;作为疫情第二阶段的美欧等国,因为对疫情的防控管制措施的不同,欧洲疫情得到有效的控制,而美国疫情则处于失控中,持续的恶化,至今无好转的迹象;而作为疫情第三阶段的新兴市场疫情成为当前的核心风险点,巴西、印度、俄罗斯、智利等新兴市场国家疫情均迎来大爆发,特别是巴西、印度和俄罗斯,短期内没有任何好转的迹象,主要资源国受到冲击,大宗商品供给端扰动依然存在。严格的社交管控措施,服务业、制造业等均陷入停滞或半停滞状态,经济深度衰退难以避免。IMF、经合组织和世界银行纷纷大幅下调世界主要经济体经济预期;世界银行和经合组织将2020年全球经济预测下调为-5%--6%,悲观预期情况下更是达到7%-8%的萎缩。

世界主要投行经济预测 (20200630)																				
GDP预测 (同比)	花旗集团				高盛				摩根大通				德银				摩根士丹利			
	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年
全球经济预测					2.9	-2.4	6.5	4.2	2.9	-3.9	5.7		2.9	-5.2	5					
美国经济预测	2.3	-3.4	4.2		2.3	-5.2	6.4	3.6	2.3	-4.7	2.9		2.3	-7.1	2.6	3.1	2.3	-5.8	3.9	3
中国经济预测	6.2	2.4			6.1	3	7.7		6.1	2	8.6		6.1	-1.1	9.4		6.1	2	9.2	
欧元区经济预测	1.2	-7	7.3	2.5					1.2	-6.4	6.2		1.2	-12	5		1.2	-9.6	6.5	
日本经济预测	0.7	-7.1			0.7	-5.6	3.3		0.7	-5.6	2.6		0.7	-6.5	1.2		0.7	-4.5	1.9	
GDP预测 (同比)	巴克莱银行				美银美林				瑞银集团				瑞士信贷				富国银行			
	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年
全球经济预测	2.9	-4.1	5.2		2.9	-4.4	5.9		2.9	-4.2	5.5		2.9	-2.5	4.4		2.9	-3.7	4.4	
美国经济预测	2.3	-6.3	3.7		2.3	-5.7	3.4		2.3	-6.4	4.5		2.3	-5.6	3.5		2.3	-5.8	3.3	
中国经济预测	6.1	2.3	6.9		6.1	1.2	8.8		6.1	1.5	7.5		6.1	3.3	5.6		6.1	1.2	9.5	
欧元区经济预测	1.3	-7.8	6.9		1.3	-8.3	4.8		1.2	-8.2	6.2		1.2	-8.5	8.1		1.3	-8.9	2.7	
日本经济预测	0.7	-5.3	1.6		0.7	-5.2	3		0.7	-5.8	2.8		0.7	-3.9	1		0.7	-5.8	-0.2	

图 2 主要投行持续下调经济预测

数据来源: Wind, 方正中期研究院

不仅三大经济组织纷纷大幅下调全球经济预期,世界主要投行亦大幅下调世界主要经济体的经济预测,下面分国家具体分析:

全球方面,摩根大通、德银、美银美林、瑞银集团和富国银行均再度下调全球经济预期,德银最为悲观,甚至将2020年全球经济预测下调为-5.2%,富国银行亦将经济预测下调为-3.7%;整体来看,世界三大经济组织和世界主要投行关于2020年经济增长的预测区间为-3.7%--6%,2021年出现大幅反弹。全球疫情依然处于大爆发中,未出现明显的好转,经济复工复产陆续推进,但是表现不及预期,2020年全球GDP出现4.5%-5.5%的萎缩的可能性大。

美国方面,美国疫情严重程度超过市场预期,6月以来再度恶化,7月份则持续恶化,世界三大经济组织和主要投行继续大幅下调美国2020年经济预期,预期区间已经从-4%--6%下调至-6%--8%的区间;IMF和美银美林最为悲观,更是将美国2020年GDP下调至-8%。疫情冲击叠加社会动荡,我们认为美国二季度GDP将会萎缩20-30%,下半年开启弱复苏模式,2020年GDP将会出现6%-7%的萎缩。

中国方面,中国疫情最先爆发,也是最先得到有效的控制,中国经济开启了全面复工复产,然二、三季度外需依然会拖累中国经济,世界主要投行将中国2020年经济大幅下调,预期区间为1-3%之间。整体来看,中国2020年经济预测依然是正增长,出现2-3%的增长的可能性大,

要明显强于欧美日的负增长预期。2021 年，中国经济则迎来大幅反弹，德银和摩根更是将中国 2021 年经济增长预期提升到了 9.2%-9.5%。

欧元区方面，欧元区国家疫情得到有效控制，疫情进入尾声，西班牙、意大利、法国、德国以及刚刚脱离欧盟的英国陆续放松社交管控措施，逐步放开边境管制，推进企业复工复产。然而疫情对欧元区的冲击非常严重，本已濒临经济衰退的欧元区经济萎缩程度更为严重。各大投行将 2020 年经济预期调整的更低，预期区间为-8%--12%；2021 年亦是迎来反弹。欧洲央行行长拉加德表示，2020 年欧元区经济可能会缩减 8%至 12%，这与欧洲央行较为悲观的预测一致。欧洲疫情拐点已过，疫情出现明显的好转，严防严控措施陆续放松，经济复苏提升日程，预计欧元区三、四季度经济会出现大幅环比改善。预计 2020 年欧元区 GDP 将会出现 9%-10% 的萎缩。

日本方面，日本疫情弱于欧美疫情，并且前期就跟随中国采取了严格的防控措施，故疫情对经济的冲击要弱于欧美；但是日本经济本来就处于低增长状态，全球疫情导致需求不足，严重拖累日本的进出口贸易，日本经济下降幅度亦较大，世界主要投行亦下调日本经济预期，预期空间为-5%--7%之间，2021 年则出现小幅回调，回调的幅度要小于中欧美等国。我们认为 2020 年日本 GDP 将会出现 5%-6%的萎缩。

## 二、 诸多“灰犀牛”风险点继续冲击经济

随着疫情进入新常态，后疫情时代诸多的“灰犀牛”和“黑天鹅”风险继续冲击经济。最核心的则是二次疫情风险、贸易争端风险、地缘政治风险、债务风险以及美国大选风险等；当然制造业危机、信用危机、资产泡沫等衍生风险也需要警惕。

疫情常态化背景下，美国和巴西、印度等新兴市场的疫情仍在恶化，已经处于失控的状态，中国和欧洲则陆续出现零星的确诊病例，非洲疫情愈发严重，二次疫情风险仍需警惕，在疫苗研发成功前，不排除在秋冬季再度恶化的可能，故需要警惕二次疫情可能性。重点关注疫苗的研发进展，一旦取得突破，那么疫情风险将会获得极大的降低。

疫情冲击，经济受到致命冲击，深度衰退难以避免，失业率飙涨，社会动荡；为了解决就业问题，实现经济的快速复苏，发达国家的制造业回流提上日程；美国大选临近，特朗普政府为了转移抗疫不力的指责，加大甩锅力度，将不断升级中美、美欧等贸易争端和地缘政治风险，转移民众注意力，为大选赢得筹码；当前国际贸易框架已经受到冲击难以恢复到之前的状态，在没有新的经济增长点前，以邻为壑转嫁危机的逆全球化贸易方式将会持续；当然面对霸权地位被挑战，美国政府将会毫不犹豫的通过关税和制裁进行打压，维护经济和政治霸权地位。故基于以上诸多因素的分析，后疫情时代贸易争端风险将会成为核心风险点之一，特别是中美和美欧贸易争端尤为突出。

疫情在欧美等国大流行后，美欧央行开启超宽松的货币政策，无限量的释放流动性，甚至开启了历史上首次购买垃圾债的行动。美联储资产负债表规模从疫情前的4万亿飙涨到当前的7.2万亿，涨幅达到80%，仍有进一步上涨的趋势；欧洲央行亦持续的释放流动性，欧洲央行的资产负债表规模亦从4.68万亿欧元涨至6.3万亿欧元；政府方面，美国政府和欧盟等均实施超宽松的财政政策，欧盟复苏基金规划，美国新一轮万亿财政刺激计划等。英国政府一般债务

占 GDP 的比例已经达到 100% 以上，意大利、阿根廷等其他主要国家债务占 GDP 的比例远超 100%。超宽松经济刺激，大幅度提升各国的财政赤字，使得政府债务负担飙升，而疫情冲击经济，企业停产或接近破产，政府税收收入大幅下降，故政府的收入支出失衡，债务负担或引发新一轮主权债务危机。尤其要重点关注意大利、欧盟、南美洲和非洲等国的债务危机。

2020 年下半年，美国大选将会进入关键期。7-8 月份进行党内候选人提名，9 月 29、10 月 15 日和 10 月 22 日则进行三次电视辩论环节，11 月 3 日进行全民投票并统计投票结果，11 月 4 日则公布 2020 年大选结果。从民主党和共和党党内民调来看，拜登和特朗普均获得党内提名。根据最新的民调，拜登全面领先特朗普，整体在 15 个百分点左右，但是还没有获得绝对性优势。与民主党候选人相比，特朗普占据资金优势，但民调支持率处于劣势。下半年美国总统大选风险将会是核心风险之一，无论是特朗普还是拜登，均会将中国作为竞选的一个主要辩题，需要警惕其中的风险；当然我们认为虽然特朗普的支持率有所下降，但是基于当前的全球复杂经贸形势和特朗普的财力支持，特朗普连任的可能性依然较大。

以上风险以外，中东、美俄等地缘政治风险依然存在，英国脱欧进展前景扑朔迷离，协议脱欧的道路坎坷曲折；因为疫情冲击和贸易争端导致的制造业危机将会长期存在，短期内的制造业扩难以改变制造业疲弱态势。另外全球央行大放水引发的信用危机、资产泡沫等衍生风险也需要警惕。整体来看，2020 年是全球多难之秋，主要国家经济命途多舛，机遇与挑战并存，能够合理应对诸多风险的经济体将会率先复苏，并在经济复苏中引领全球。

三、 美元指数进入下行区间



图 3 1947-2020 年美元指数长期走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

根据美元指数的长期走势，可以将其分为七个阶段。

第一阶段：1976-1980 年，美国实行的较为宽松的货币制度使该阶段为贬值周期。

1971 年尼克松政府宣布放弃“金本位制”，实行黄金和美元比价自由浮动，美元开始泛滥；

1973 年爆发石油危机；1974-1975 年发生仅次于 30 年代的经济危机。此阶段也是美国与其他主

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_3511](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3511)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn