

疫后经济五问：海外经济，危机乍现？

——2020年下半年海外经济展望

核心观点

二季度全球经济见底；美国经济回升得益于大规模经济刺激政策见效和复工复产推进实现经济动能重启；欧日经济缓慢修复。复苏之路道阻且长，全球经济复苏但速度可能相对较慢，潜在风险需要关注，新兴市场国家疫情尚未可控，预计Q3延续衰退，Q4经济修复，巴西、印度、阿根廷、印尼等新兴市场国家存在一定风险，即便单体国家出现危机，也较难形成全球范围的新兴市场危机。下半年全球整体风险基本可控，全球经济维持缓慢修复态势。

□ 全球复苏，道阻且长

二季度成为全球经济最低点已逐步成为共识，下半年全球经济进入复苏阶段，但回升速度可能相对缓慢，主因在于疫情扰动复工复产、经济次生伤害难以短期抚平等。同时在全球复苏过程中也面临着诸多风险与挑战，如新兴市场疫情尚未可控，不确定性仍存，疫情恶化与经济下行共同作用可能诱发新兴市场债务危机；贸易保护主义、民粹主义依旧存在，大国博弈容易反复，存在风险；全球政治不稳定性及逆全球化战略也存在潜在风险。展望下半年，全球复苏，道阻且长。

□ 美国经济复苏或超预期

我们预计美国经济复苏或超预期，经济复苏的力度主要取决于新冠疫情演变和复工复产情况。过去两周美国新冠确诊新增病例有所抬头，引发市场对二次疫情爆发的担忧。但是我们认为，由于大封锁的社会和经济成本非常之高，只要疫情没有出现失控现象，美国政府再次实施大范围封锁的可能性较小，美国就业数据大概率会不断改善。从工作场所人员流动性指数等高频指标来看，美国劳动力市场的活跃度也在逐渐上升。2020年美国宏观杠杆率有望上升，根据我们测算，预计到年底美国居民、非金融企业和政府部门的杠杆率分别上升到83%、86%和131%。

美国的财政政策和各种QE工具分别保障了居民和企业的债务暂时不会出现问题，但是这些政策共同推高了美国的主权债务，导致美国国债余额大幅上升，这是美国面临的一个较大的风险因素。目前看，只要不同时出现美股与美国经济连续的负反馈冲击，美债收益率转负，下半年美国就不会出现主权债务危机。

□ 欧日经济缓慢修复，新兴市场Q3衰退Q4回升

欧元区与日本已经进入疫情中后期，下半年疫情在欧元区和日本二次爆发概率较低，经济动能逐步重启，但防疫措施对复工复产有一定扰动，两者均面临长期生产要素困局，我们预计下半年欧日经济大概率缓慢修复。受疫情冲击，新兴市场国家经济大幅回落，考虑到防疫难度较大、全球经济下行、国内政策刺激效果有限等因素，下半年新兴市场国家经济大概率在Q3延续衰退、Q4修复回升，同时潜在风险不容忽视，包括主权债务在内的金融市场风险也有提升，部分新兴市场国家存在出现经济危机的可能性，即便单体国家出现危机，也较难形成全球范围的新兴市场危机。

□ 海外经济，风险乍现？

全球复苏，道阻且长，我们提示下半年重点关注两大海外风险：

其一、疫情具有较大不确定性。巴西、印度为首的新兴市场国家接替美欧成为全球疫情震中，目前全球疫情仍在发酵，预计短期难以消除，美欧逐步进入疫情后期，二次爆发概率不高，新兴市场国家三季度可能看到疫情峰值。

其二，关注新兴市场国家个体风险，整体风险可控。综合外债及外储水平、经常项目与财政双赤字、政府杠杆率等经济数据和疫情走势，我们认为，下半年，巴西、印度、南非、阿根廷、印尼等国潜在风险较高，需保持关注个体风险，整体风险可控。

风险提示：全球疫情超预期加剧扩散，全球经济超预期恶化，经济、金融危机爆发，各国刺激政策落地不及预期。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

相关报告

1《疫后经济一问：多少增长能稳住就业？》2020.06.22

2《疫后经济二问：通胀还是通缩？》2020.06.23

3《疫后经济三问：流动性宽松到何时？》2020.06.23

4《疫后经济四问：财政资金用在哪儿？》2020.06.24

报告撰写人：李超

数据支持人：李超

正文目录

1. 全球复苏，道阻且长	4
2. 下半年美国经济或超预期	5
2.1. 美国经济 V 型迹象初现	5
2.2. 就业数据或持续改善	5
2.3. 美国经济表现或超预期	5
2.4. 通胀压力较小	7
2.5. 政策宽松加码可能性较大	8
3. 欧日经济缓慢回升，新兴市场 Q3 衰退、Q4 修复	8
3.1. 欧元区：经济重启，渐进修复	8
3.2. 日本：防疫能力突出，经济波动较小	9
3.3. 新兴市场国家：Q3 衰退，Q4 修复	10
4. 海外经济，风险乍现？	11
4.1. 疫情仍有不确定性	11
4.2. 关注新兴市场个体风险	12

图表目录

图 1: 全球复苏，道阻且长，中国在疫情防控和经济修复方面领先美欧日、新兴市场国家	4
图 2: 美国 5 月零售数据强劲反弹	5
图 3: 美国工作场所人员流动性指数在逐渐回升	6
图 4: 美国失业率与工作场所人员流动性指数的线性关系	6
图 5: 非农就业人数与工作场所人员流动性指数的线性关系	6
图 6: 美国社交隔离情况与经济走势	6
图 7: 美国 Q3 经济或大幅反弹	6
图 8: 预计 2020 年美国宏观杠杆率会大幅攀升	6
图 9: 目前美国货币流通速度较低	7
图 10: 美国市场通胀预期	7
图 11: 非周期项对核心 PCE 的贡献率出现大幅下滑	7
图 12: 非医疗服务类价格出现大幅下滑	7
图 13: 第一轮财政刺激计划（总计 2.9 万亿美元）	8
图 14: 欧央行对欧元区主要经济数据的预测（2020 年 6 月）	9
图 15: 主流经济体制造业 PMI 走势，欧美经济体逐步修复，新兴市场国家大概率继续承压	9
图 16: 国际组织经济展望	10
图 17: 全球疫情继续发酵，震中从美欧转移至新兴市场	11
图 18: 巴西疫情走势	11
图 19: 印度疫情走势	11

图 20: 阿根廷、巴西的政府杠杆率较高, 存在一定风险 (%)	12
图 21: 印度、南非、巴西、阿根廷等国或存在较大风险隐患	12
图 22: 全球主要评级机构调低印度、巴西、南非的经济前景	13

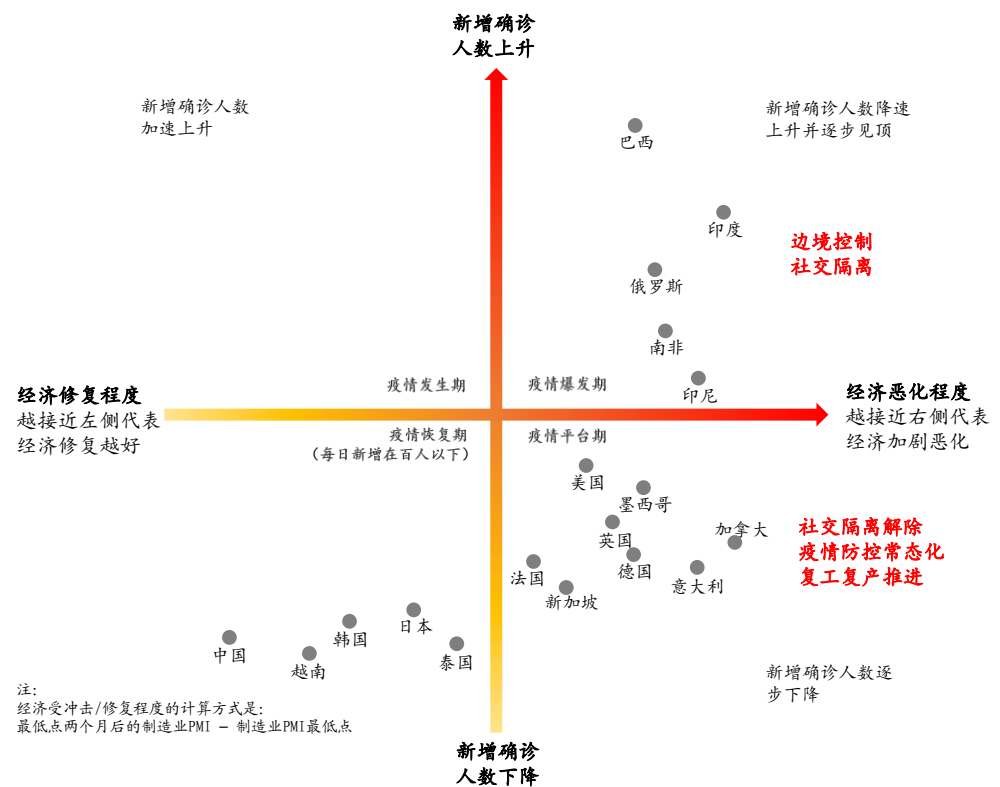
1. 全球复苏，道阻且长

最低点已过，全球经济渐进复苏。当前中、美、欧等全球主流经济体已经进入疫情中后期并重启经济动能，新兴市场国家仍在疫情发生期；结合 IMF、世行、OCED 及各国权威机构预计，**二季度是全球经济底部已经基本成为共识，我们预计下半年全球经济将进入复苏进程，但回升速度可能相对缓慢。**首先，各国经济受创，疫情冲击和社交隔离对经济产生的直接和次生伤害较重，特别是劳动力市场和企业资产负债表。其次，全球合作受挫，全球贸易往来、供应链体系承受较大冲击。其三，金融市场受到较大冲击，对实体经济的支撑也需要逐步修复。其四，疫苗、大面积抗体防疫和群体免疫形成之前，疫情具有较高不确定性，可能形成二次冲击。

道阻且长，全球经济复苏进行中面临着风险与挑战。我们认为，全球经济复苏道阻且长，渐进复苏过程中可能面临着诸多风险与挑战。首先，**新兴市场国家疫情存在较大不确定性**，经济、金融脆弱性提升，新兴市场债务风险也成为影响全球经济的潜在风险。其二，全球经济进入低迷阶段，持续的货币财政刺激收效甚微，**民粹主义、贸易保护主义抬头，大国博弈不确定性提升。**其三，全球化的合作基础，防疫和经济复苏是各国共同努力的目标，疫情有助于加强国际合作，**但也有逆全球化声音，本轮疫情也反映出全球供应链体系的脆弱性和本国产业空心化问题。**其四，**全球政治不确定性加剧**，政治冲突可能对经济产生负面冲击。

后文，我们将从主流经济体下半年展望和全球潜在风险深入分析。

图 1：全球复苏，道阻且长，中国在疫情防控和经济修复方面领先美欧日、新兴市场国家



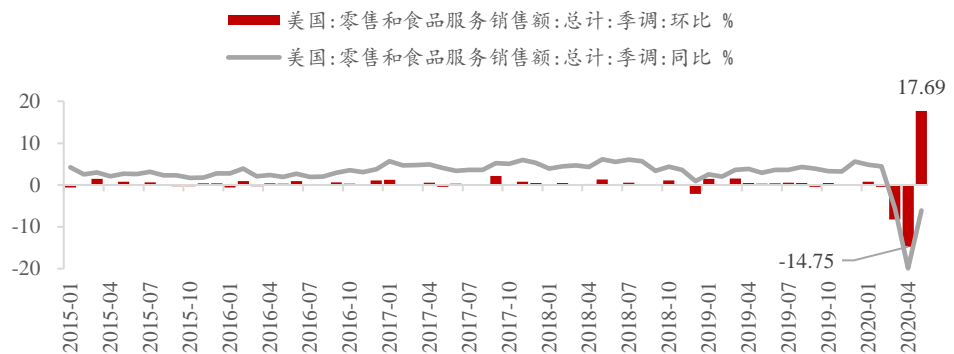
资料来源：Wind、WHO，浙商证券研究所

2. 下半年美国经济或超预期

2.1. 美国经济 V 型迹象初现

美国经济初露 V 型反弹迹象。个人消费支出约占美国经济总量的 68%，因此零售数据能够直接反映美国经济的健康程度。4 月美国录得零售季调环比-14.8%之后，5 月数据反弹至 17.7%，创 1992 年以来单月最高记录。但是从零售总金额上看，仍然低于去年同期水平，说明 3 月和 4 月美国经济进入了速冻模式，5 月随着各州封锁令的逐步放开，总需求有所复苏，但仍未修复至正常水平。

图 2：美国 5 月零售数据强劲反弹



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 就业数据或持续改善

美国消费修复的速度和可持续性取决于劳动力市场的改善情况。我们认为美国就业市场的至暗时刻大概率已经过去，下半年就业数据会持续改善。观察美国工作场所人员流动性指数这个指标，可以发现就业市场的活跃度正在不断上升。我们取这个指标的 30 天移动平均值来平滑数据，然后建立该指标与非农就业人数/失业率的线性关系。推测假如年底美国工作场所人员流动性指数能够回升到-20，美国失业率有望下降至 8.8%。疫情演变是影响美国劳动力市场的另外一个重要因素。我们认为，即使疫情短期有所恶化，美国政府再次实施大范围封锁的可能性较低。因为大封锁的社会和经济成本非常之高，只要疫情变化没有失控，美国政府再次大封锁的意愿就很低。疫情数据的小幅反弹会制约美国劳动力市场复苏的力度，但不会影响复苏的方向。

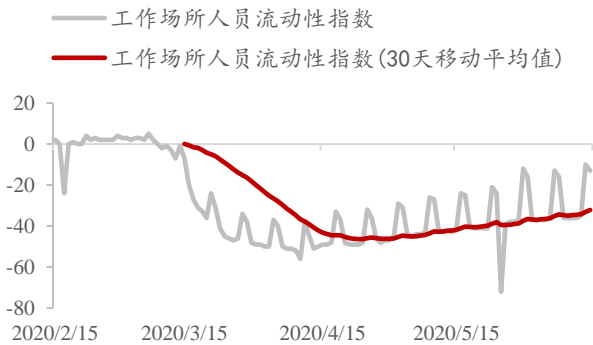
2.3. 美国经济表现或超预期

基于上述分析，我们对于美国下半年的经济前景比市场预期的要乐观一些。预测美国全年经济增速为-5%，高于美联储-6.5%的预测中值。根据纽约联储编制的每周经济指数来估算 Q2 美国实际 GDP 数据，截至 6 月 13 日，Q2 每周经济指数均值为-10.19%，即预计 Q2 美国实际 GDP 同比下滑-10.2%，推算出美国 Q2 年化季环比为-34.3%。我们的基准假设是下半年美国不会再次实施大封锁，经济会出现明显的反弹，但是距离疫情前水平仍然有较长一段路。我们预测 Q3 和 Q4 美国实际 GDP 同比增速分别为-6%和-4%，对应的 Q3 和 Q4 美国实际 GDP 年化季环比增速分别为 22.5%和 11.0%。2020 年美国实际经济增速或为-5%。

预计 2020 年美国宏观杠杆率将大幅攀升。2019Q4 美国居民部门、非金融企业部门和政府部门的杠杆率分别为 75.4%、74.9%和 100.1%，根据我们测算，2020Q1 美国宏观

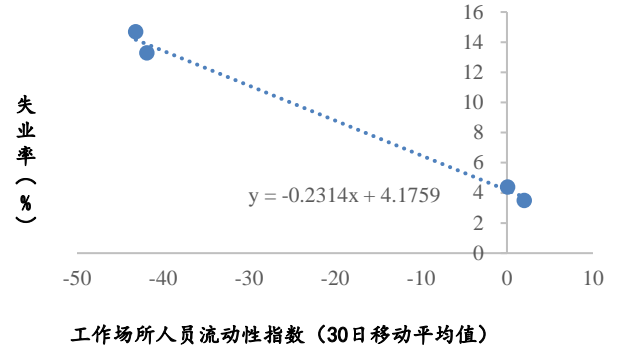
杠杆率会略微抬升，而 Q2 由于疫情冲击，美国宏观杠杆率会大幅飙升，美国居民部门杠杆率可能会创近 10 年来的新高（预计为 90.5%），但是仍然低于 2008 年次贷危机时的水平。Q2 美国非金融部门的杠杆率同样会创下历史新高。随着下半年经济前景改善，到年底美国居民部门和非金融部门的杠杆率将有所回落。由于美国下半年有可能会实施第二轮经济刺激计划，美国政府杠杆率或在 Q3 创下历史新高。我们预计，到年底美国居民部门、非金融企业部门和政府部门的杠杆率分别为 83%、86%和 131%。

图 3：美国工作场所人员流动性指数在逐渐回升



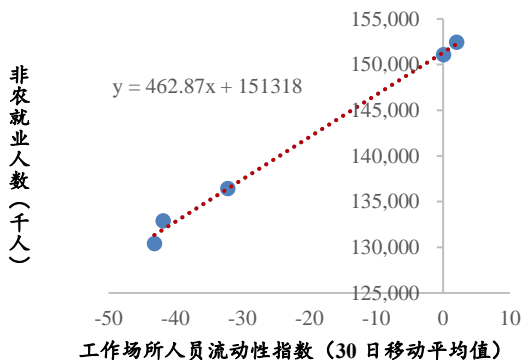
资料来源：谷歌，浙商证券研究所

图 4：美国失业率与工作场所人员流动性指数的线性关系



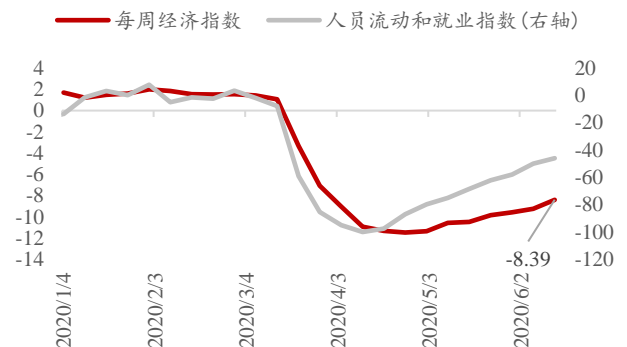
资料来源：谷歌，Wind，浙商证券研究所

图 5：非农就业人数与工作场所人员流动性指数的线性关系



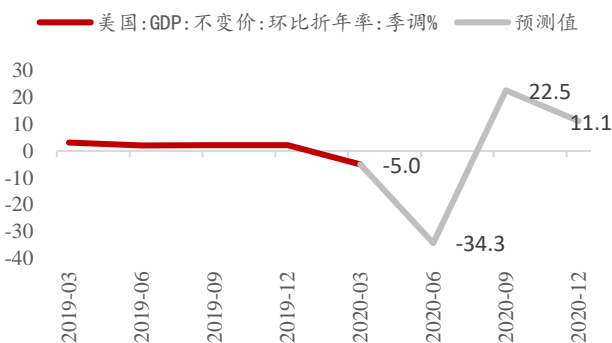
资料来源：谷歌，Wind，浙商证券研究所

图 6：美国社交隔离情况与经济走势



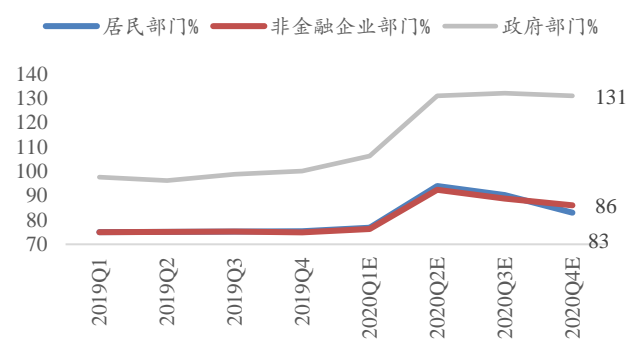
资料来源：纽约联储，达拉斯联储，浙商证券研究所

图 7：美国 Q3 经济或大幅反弹



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：预计 2020 年美国宏观杠杆率会大幅攀升



资料来源：纽约联储，BIS，Wind，浙商证券研究所

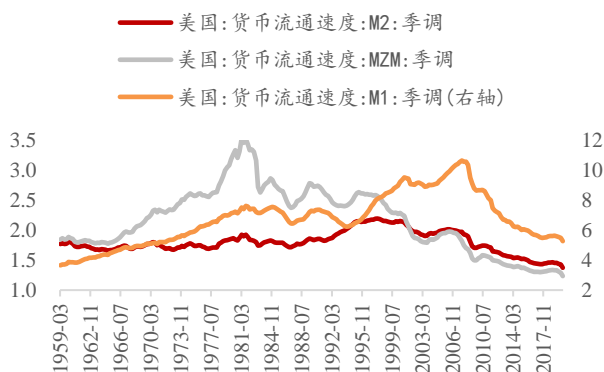
2.4. 通胀压力较小

我们认为下半年美国通胀压力较小，预计下半年美国 PCE 通胀率和核心 PCE 通胀率的中枢分别为 0.9% 和 1.1%。2009 年以来美国通胀压力一直不大，核心 PCE 通胀率长期不到 2%，很大程度上可能是结构性因素使然，因此通胀低迷的情况可能在未来较长一段时间内都会延续。主要原因有：

(1) 货币供应增加不一定会导致高通胀，因为目前货币流通速度较低。根据货币公式 $MV=PY$ (M 为货币供应量，V 为货币流通速度，P 为物价水平，Y 为实际 GDP)，假定货币流通速度和经济总量保持不变，如果货币供应量大幅增加，物价水平大概率会上升。但是由于当前美国货币流通速度处于历史低位 (V 数值较低)，叠加下半年美国经济会有所反弹的预期 (Y 小幅上升)，我们认为物价水平 (P 值) 可能并不会大幅攀升，流动性更可能体现在资产价格上涨。

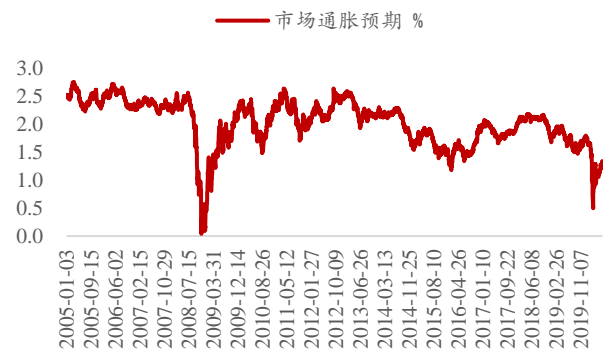
(2) 非周期项商品和服务价格大幅攀升概率较低。旧金山联储的经济学家¹将构成 PCE 的商品和服务篮子分成两类：周期项和非周期项。周期项目对于经济波动较为敏感，例如住房、娱乐服务、食品服务和部分非耐用品等，约占 PCE 篮子的 42%；而非周期项只对于行业变化较为敏感，例如医疗服务、金融服务、服装和交通等，占比约为 58%。2020 年 4 月核心 PCE 通胀率跌至 1.04%，创 2011 年 2 月以来的新低。其中下跌的主要原因是非周期项目中的非医疗服务类 (金融服务、服装和交通) 价格出现大幅下滑，而其他项目对于通胀的贡献变化相对较小。新冠疫情大概率还会持续较长一段时间，大概率还会继续抑制金融服务、服装和交通等项目价格上涨。

图 9：目前美国货币流通速度较低



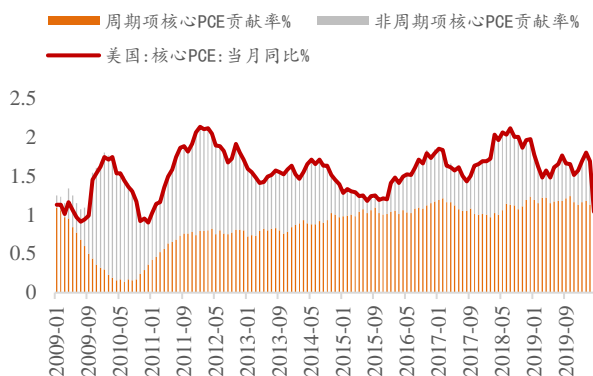
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：美国市场通胀预期



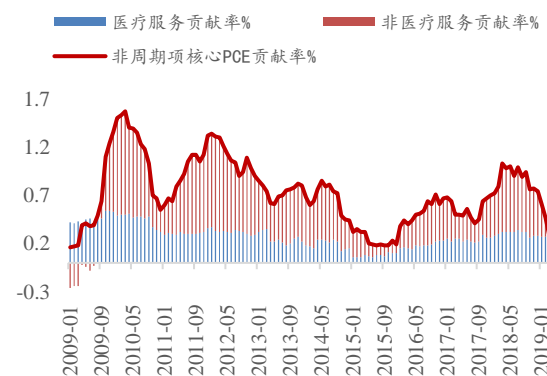
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：非周期项对核心 PCE 的贡献率出现大幅下滑



资料来源：旧金山联储，浙商证券研究所

图 12：非医疗服务类价格出现大幅下滑



资料来源：旧金山联储，浙商证券研究所

¹ <https://www.frbsf.org/economic-research/indicators-data/cyclical-and-acyclical-core-pce-inflation/>

2.5. 政策宽松加码可能性较大

目前美联储大部分官员都认为经济增长存在较大的不确定性，对经济前景的看法悲观，这可能意味着下半年美国政策托底的力度不会减弱，只会强化。

预计货币政策将维持宽松状态：

1) 3月美联储将基准利率降至0附近，预计美联储下半年将按兵不动，维持零利率政策不变；

2) 到年底美联储资产负债规模预计会扩大至8.6万亿美元（目前为7.1万）；

财政政策方面，下半年美国政府可能会继续发力。第一轮财政刺激方案中，美国提供了约2.9万亿美元的财政支持。5月15日民主党主导的众议院通过了第二轮规模约3万亿美元的财政刺激计划。特朗普已经表示支持第二轮财政刺激计划，但是该计划的实施还需获得共和党的支持，目前看来通过参议院批准的阻力仍然不小。

美国的财政政策和各种QE工具分别保障了居民和企业的债务暂时不会出现问题，但是这些政策共同推高了美国的主权债务，导致美国国债余额大幅上升，这是美国面临的一个较大的风险因素。目前看，只要不同时出现美股与美国经济连续的负反馈冲击，美债收益率转负，下半年美国就不会出现主权债务危机。

图 13：第一轮财政刺激计划（总计 2.9 万亿美元）

通过时间	金额	内容
2020/03/06	83 亿美元	主要用于支持医疗卫生等抗疫部门
2020/03/18	1920 亿美元	主要用于对家庭的支持
2020/03/25	国会通过规模 2.2 万亿美元的 CARES 法案	3000 亿美元用于发放现金给中低收入人群（每个成人 1200 美元，每个儿童 500 美元）；2500 亿美元用于额外的失业救济金；4540 亿美元用于对企业、州政府和地方政府的贷款计划；3500 亿美元用于小型企业贷款/救助资金；1500 亿美元用于支持州政府；1200 亿美元用于医院和退伍军人的医疗费用；600 亿美元用于支持航空公司和货运公司；250 亿美元用于支持公共交通。
2020/04/23	4840 亿美元	其中 3220 亿美元用于中小企业贷款/救助资金，600 亿美元用于疫情灾难贷款，750 亿美元用于医院报销，250 亿美元用于增加病毒检测。

资料来源：浙商证券研究所

3. 欧日经济缓慢回升，新兴市场 Q3 衰退、Q4 修复

3.1. 欧元区：经济重启，渐进修复

欧元区经济重启，渐进修复。新冠疫情对欧元区内需及外需均产生较大冲击，居民消费、私人投资、进出口贸易、失业率等数据均出现显著恶化，欧央行、欧盟及各国财政部实施的一系列货币和财政政策有助于对冲负面影响，帮助居民、企业和市场恢复至疫

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_4319



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn