



## 2H20 宏观经济展望：后疫情时代的问与思

林琰

宏观分析师

sharon\_lam@spdbi.com

(852) 2808 6438

2020年06月19日

浦銀國際

主题研究

2H20 宏观经济展望：后疫情时代的问与思

- **适者生存：**大浪淘沙，玉汝于成。此次新冠肺炎疫情中，中国向世界证明，其经济和政策应对较预期更加强韧。当前，众多发展中国家仍受困于不断攀升的确诊人数和资本外流，经济刺激政策也捉襟见肘，而此时的中国则更加出众。疫情下，中国政府维持长期增长潜力从未止步，反而加速了进程。我们预计，到2028年，按名义美元计，中国GDP将超越美国，而按购买力计，中国自2014年就已实现超越。
- **疫情对中国经济的影响：**市场一般认为内需会比外贸复苏快，我们倒是觉得中国贸易增长有机会好于预期。同时，大宗商品价格低迷和服务贸易逆差下降将推高项目盈余，直接支持GDP。我们估计中国出口甚至会提高市场份额，这次疫情不单不会加速全球产业链从中国移走，反而更加巩固中国作为世界工厂的地位。国内市场，收入效应、财富效应、储蓄率的综合作用下，消费需求将缓慢恢复。政策主导的投资需求将成为经济复苏的主要推动力。
- **中国金融热点：**在多种因素的叠加影响下，我们预计人民币短期对美元有升值空间，但美国大选、中美关系及第二波疫情的可能性，有机会让美元在四季度再度走强。金融政策方面，我们提出了五大原因说明中国不需要“财政赤字货币化”。
- **各国经济复苏的差异化：**面临经济重启，经济体本身的韧性和创新力将决定复苏的速度和质量。相较于新兴市场，发达市场会较快走出经济萧条。疫情在发达市场已被有效控制，而新兴市场在下半年暴发疫情的风险较高。发达市场的居民流动趋势逐渐恢复到正常水平。更多的刺激措施和更低的赤字水平使发达市场拥有更强的经济韧性，创新能力使其更好地适应因疫情导致的经济模式改变。
- **影响世界经济的外部冲击：**疫情和蝗灾冲击了主要粮食出口国，主权债务危机的阴影再一次笼罩农业出口大国——阿根廷。全球粮价上涨将影响新兴市场经济复苏并导致粮食危机。发达国家央行普遍将利率降至0.25%，以至于市场开始忧虑负利率会否出现。虽然讨论会持续，但负面效果会让央行望而却步。美国大选前的中美关系会成为另一个不稳定因素，疫情的暴发为中国履行第一阶段贸易协议平添许多困难。

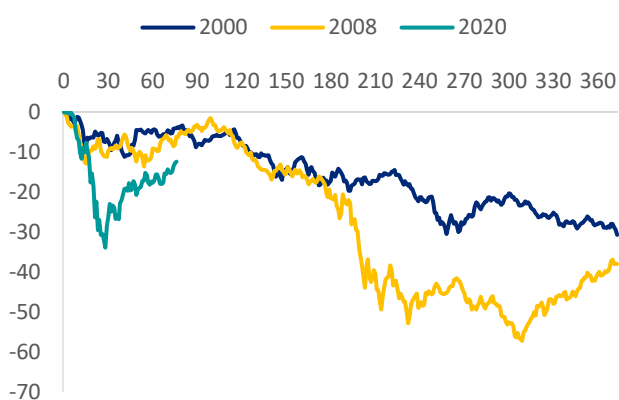
# 目录

适者生存 .....	5
疫情后，世界第一经济之争 .....	9
(一) 疫情对中国进出口的影响有多大? .....	14
(二) 新冠疫情如何影响中国经济的内需? .....	18
(三) 下半年人民币走势 .....	
(四) 围绕财政赤字货币化的讨论 .....	
(五) 全球供应链会否加速转移? .....	
(六) 新冠疫情是否会卷土重来? .....	27
(七) 世界各国经济复苏的差异化：韧性与创新性的较量 .....	29
(八) 全球央行面临新选择，负利率? .....	35
(九) 美国大选前的中美关系 .....	38
(十) 粮食危机对经济复苏的潜在影响 .....	41

# 2H20 宏观经济展望：直面衰退，玉汝于成

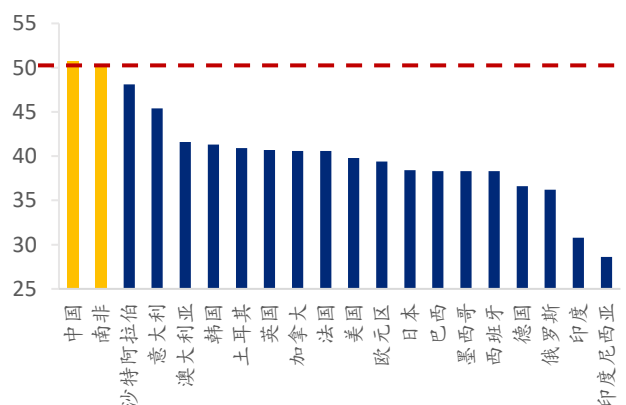
新冠疫情暴发以来，新增确诊人数、死亡人数、餐厅每桌允许用餐人数以及家中口罩的存货等，这些数字成了众人关注的焦点。经济学家们则对字母情有独钟，预测着经济会以怎样的字型复苏，V型、U型、W型，亦或L型。受失业率升高、劳动力再匹配、储蓄率升高及资产负债表受冲击等各种因素影响，经济V型快速复苏难以实现，我们认为经济的复苏路径仍将呈U字型。事实也是如此，实体经济正向U型复苏方向演进。然而，股市则出现了V型反弹。市场是否过度反弹？我们认为，实体经济将继续与流动性驱动的资本市场表现脱节（详情请见我们的策略报告《别站在央行的对立面》中资本市场展望部分）。

图表 1: MSCI 全球指数表现 (%) - 股市 V 型反弹



资料来源：Bloomberg，浦银国际。

图表 2: 5月 PMI 数据显示多国实际经济离开 50 的荣枯线还很远



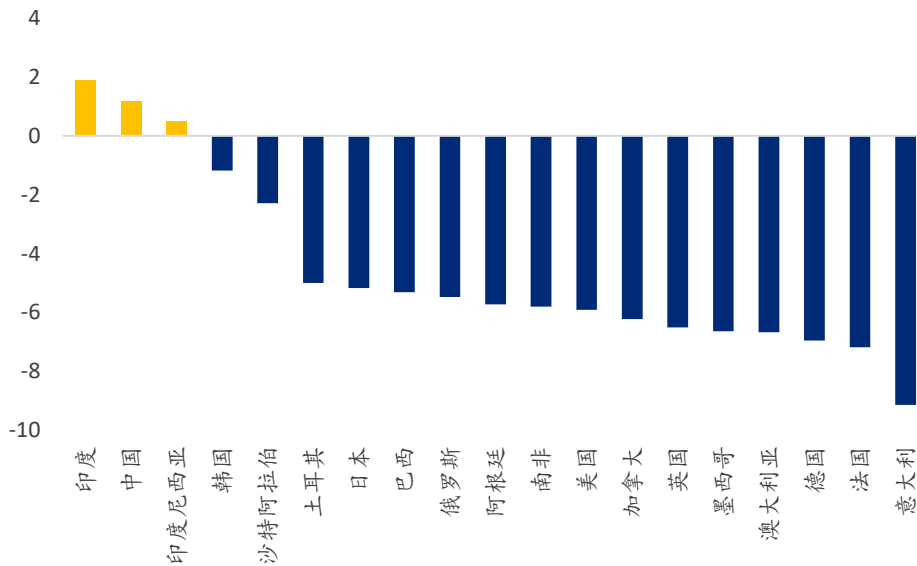
资料来源：Trading Economics，浦银国际。

今年三月，我们发布了研究报告《系好安全带：全球衰退下的危机与机遇》，预计 2020 年全球经济增速为-3.0%，该预测与国际货币基金组织（IMF）四月最新预测的-3.0%一致，但好于世界银行六月最新预测的-5.2%。在我们的基本假设下，我们预计，到今年夏末，发达经济体的疫情将消退，经济活动完全恢复；而新兴市场则在今年三季度末至四季度初之前，都不会出现任何明显的复苏。多个专家认为，新冠肺炎病毒有可能在今年冬天卷土重来，但因为大部分国家已有所准备，疫情影响程度将大大减弱。

自我们上次发布预测以来，中国经济复苏程度意外得强劲，尤其是出口端；但中美关系的长期影响，以及发展中国家新冠肺炎确诊人数仍在上升，这些下行风险也同样超出预期。因此，我们维持对全球 GDP 增速预测-3.0%不变，仍将是上世纪 30 年代经济大萧条来最严重的经济衰退。

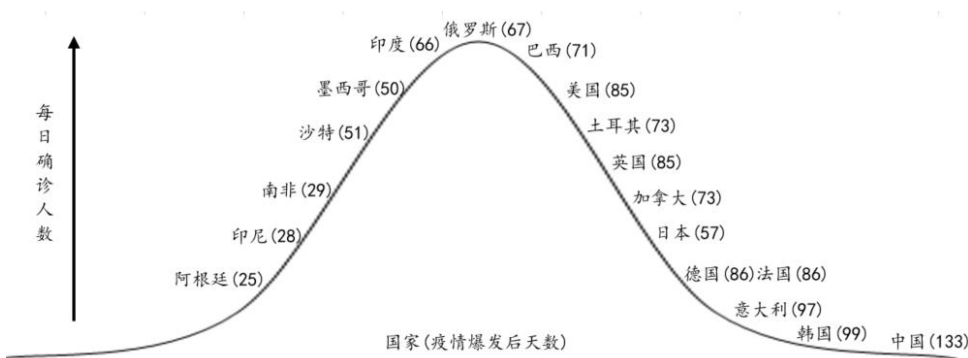
我们预计，2H20 全球 GDP 增长将从 1H20 的-5.6%恢复到 2.0%。增速反弹明显，但仍未达到 V 型反弹，尤其是疫情可能反复和美国大选的不确定性，会导致到今年年底，全球经济增长短暂疲软，但整体温和。中国方面，我们预计，今年二季度已恢复至正增长。据 IMF 预测，2020 年中国将成为少数 GDP 保持正增长的经济体之一。

图表 3: IMF 主要经济体 2020 年实际 GDP 增长预测



资料来源: IMF, 浦银国际.

图表 4: 全球疫情发展趋势图



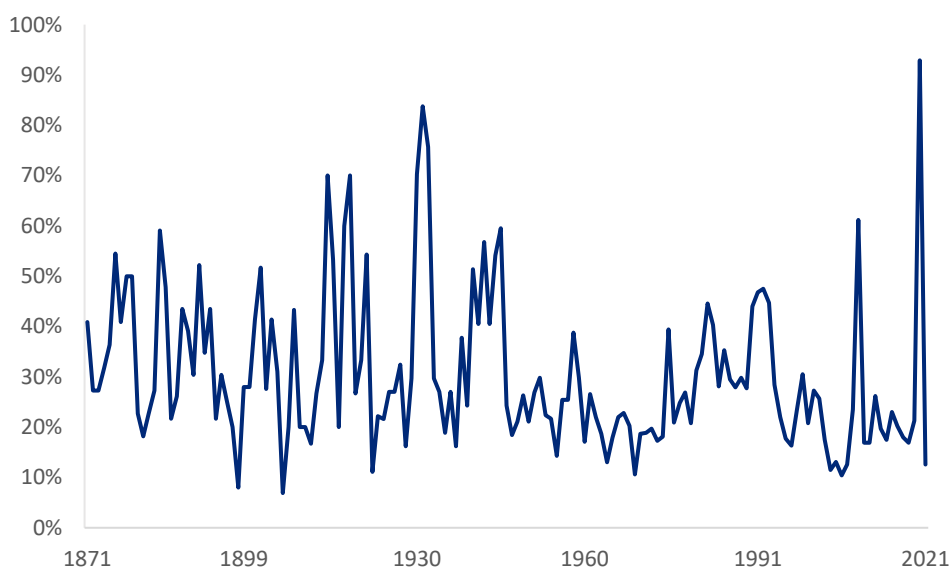
注: 疫情爆发以日新增病例大于 500 起计

资料来源: ECDC, 浦银国际.

## 适者生存

这次疫情引发的全球衰退，充分暴露了不同国家不同方面的软肋。与 2008 年经济危机不同，当时是金融体系的危机，而这次，病毒的无差别攻击，重挫了发达市场和新兴市场，供需两端、制造业和服务业、内外需、大宗商品和金融市场，全都未能幸免。疫情给全球都造成了损失，据世界银行数据，今年全球 93% 的经济体都陷入了衰退，为 1871 年数据公布以来最高值。

图表 5: 衰退中经济体所占世界经济比例 (1871-2021 年)

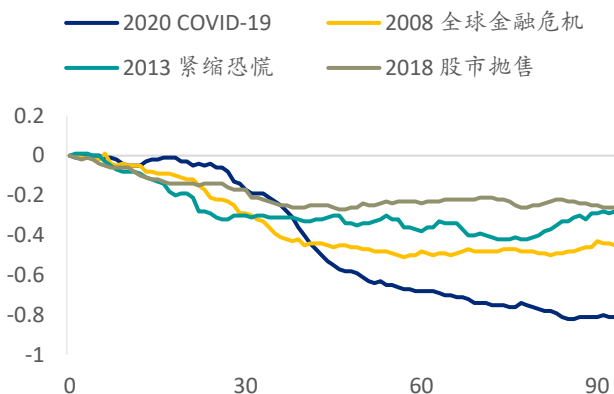


资料来源：世界银行，浦银国际。

此次疫情，中国首当其冲，也率先以更快步伐走出了危机。我们认为，此次经济衰退中，相较于其他新兴市场和部分发达市场，中国经济韧性更加凸显。

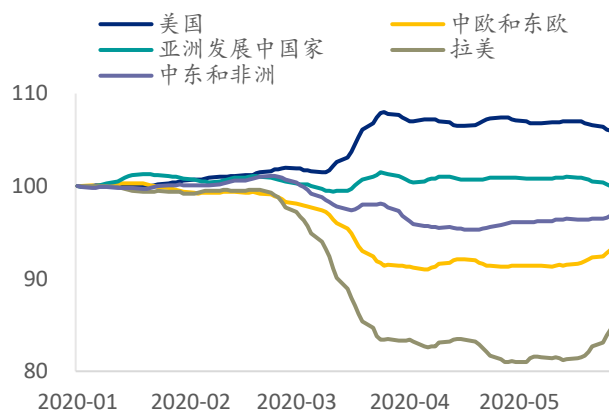
此次疫情中，除中国外的新兴市场因医疗基础薄弱而遭受重创。那些严重依赖外贸、旅游业和汇款的经济体，经济结构不均衡，也就更加脆弱。而那些双赤字（经常账户和财政账户）严重的国家，在资本出现外流时，则更易受金融市场扰动的影响。与此同时，石油和其他大宗商品出口国受到资产价格大跌的冲击。新冠疫情给许多新兴市场都敲响了警钟，他们必须做出调整，再度平衡自身经济。下图可以看见发展中经济体确实在这次疫情受到很大的资金流及汇率冲击，稳固的中国经济根本就不应该跟这些发展中国家相提并论。

**图表 6: 流向发展中国家的投资管理资金占 GDP 比重 (%，累计)**



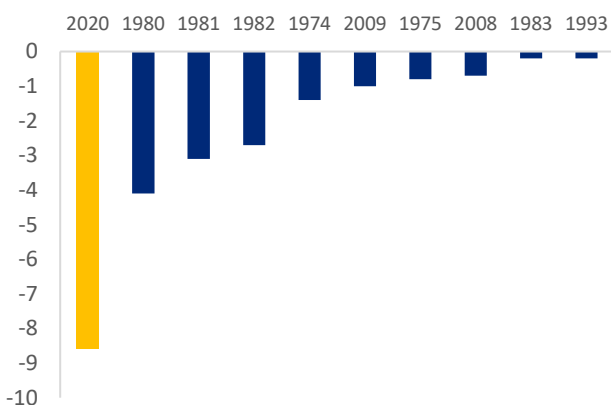
资料来源: IIF, 浦银国际.

**图表 7: 名义有效汇率**



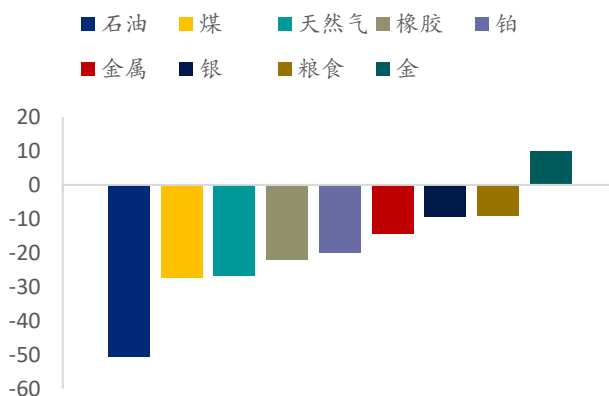
资料来源: 世界银行, 浦银国际.

**图表 8: 石油需求下跌最大年份及下滑幅度 (%)**



资料来源: BP, 浦银国际.

**图表 9: 大宗商品价格 YTD 变动**



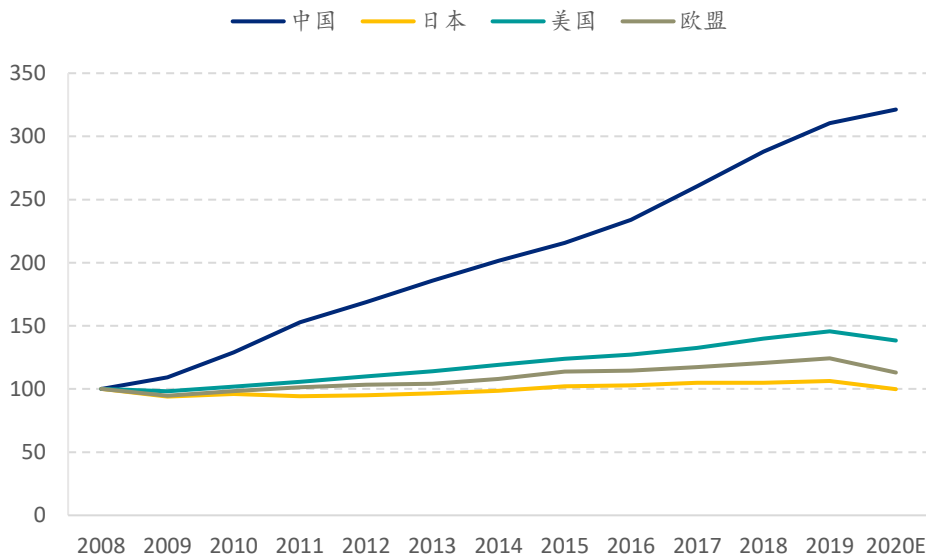
资料来源: 世界银行, 浦银国际.

发达经济体的经济结构更平衡, 医疗系统也更先进, 因而抗冲击能力更强。尽管发达经济体 GDP 出现急剧收缩, 但主要原因在于疫情下经济活动骤停, 而非像新兴场所暴露出的那些结构性问题。对于发达经济体, 此次疫情会造成更小的永久冲击, 相反, 或许还会给其经济注入长久的创新活力, 例如远程办公、自动化和物流进一步升级, 以及线上消费加速渗透等。与此同时, 中国也正迎头赶上, 加速创新经济发展。

当然, 发达经济体也非无懈可击。2008 年全球金融危机后, 欧盟和日本 GDP 增长一度停滞。2008-2019 年间, 日本经济几乎无增长, 欧盟仅增长 24%。同期的发达经济体中, 美国经济增长最为强劲, 增速达 46%。但与中国同期 310% 增速相比, 仍相形见绌。经过这次疫情冲击, 欧盟和日本经济基本是打回十年前的原型。



图表 10: 名义 GDP 的增长 (本地货币, 2008=100)

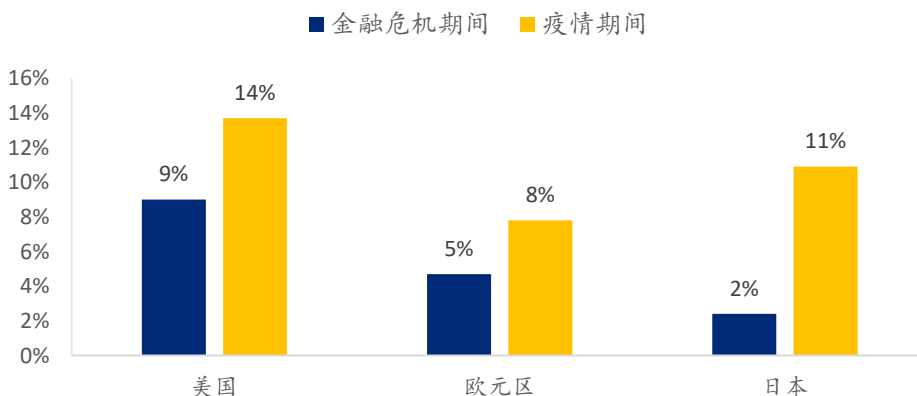


E=浦银国际预测

资料来源: CEIC, 浦银国际.

在我们看来,本次由疫情引发的经济衰退中,欧盟和日本经济中原本存在的问题更加凸显。当前欧盟和日本都进入了负利率区间,欧央行主要利率已降至-0.5%,日本央行基准利率为-0.1%,为应对危机,它们不得不动用更多非常规的货币政策工具,即央行大规模资产购买。年初至今,日本不断扩表,资产购买规模已升至 GDP 的 10.9%,而 2008 年金融危机时,仅占当时 GDP 的 2.4%。同期欧盟的资产购买规模则由 4.7% 升至 7.8%。然而,这些央行还剩多少政策空间?是否足以应对将来进一步的衰退呢?而且是否对之后的金融稳定有副作用?央行独立性又能否继续保持?这些问题都有待回答。这次疫情导致欧盟和日本与货币政策正常化渐行渐远。

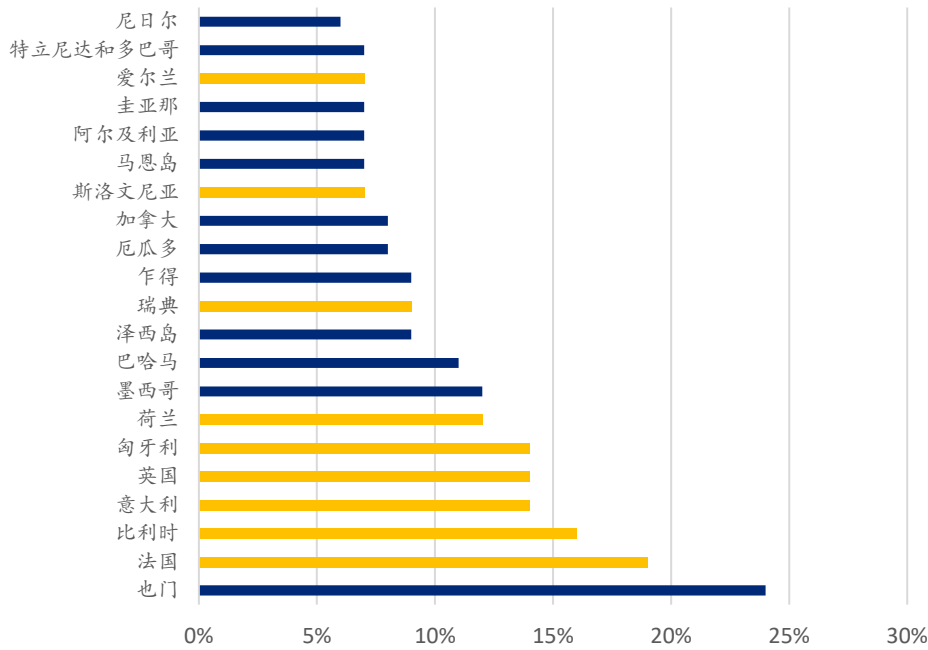
图表 11: 非常规货币政策占 GDP 比重



资料来源: 世界银行, 浦银国际.

在疫情中，欧盟暴露出的另一大问题，是人口老龄化。尽管目前给死亡率下定论为时尚早，但相比其他地区，欧盟的死亡率似乎更高。尤其是意大利，它是全球老龄化程度第二高的国家，目前死亡率接近 15%，远高于全球 5.6% 的死亡率。即使这些发达国家的医疗体系更先进，但疫情当前，人口老龄化问题仍令它们更加脆弱。

图表 12：新冠肺炎死亡率国家排名（截至 6 月 17 日）- 欧洲国家死亡率高



资料来源：European CDC，浦银国际。

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\\_4399](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4399)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>