



作者：宏观经济研究组 李彦森 史家亮
执业编号：F3050205（从业） Z0013871（投资咨询）
联系方式：010-68578820 /shijialiang@foundersc.com
成文时间：2020年3月8日星期日

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

新风险点影响逐步显现 全球经济放缓持续

摘要

2020 年以来，全球公共卫生事件成为新的核心风险点，严重拖累旅游、酒店和娱乐等服务业和扰乱全球供应链，拖累全球经济，使得本就疲弱的全球经济将大幅下滑。世界三大经济组织和主要投行纷纷下调全球经济增长预期，预计 2020 年一季度全球经济增长率或陷入零增长，2020 年全球经济不排除下滑到 2% 以下的可能。全球央行将会开启新一轮量化宽松政策释放流动性刺激经济回暖，美国率先紧急大幅降息，欧日英等发达国家或将跟随降息或采取其他的积极的货币政策。各国政府同时将采取积极的财政政策，应对公卫事件。

美国方面，2020 年美国大选临近，特朗普政府进行战略转移，调整高度不确定且极端的政治经济政策，旨在为大选连任赢得更多的筹码；地缘政治方面，美国与塔利班签署和平协议，期望通过这一行动，赢得国内反对战争民众的支持，另一方面，美国制裁俄罗斯石油公司，遏制俄罗斯的发展，提升自己的霸主地位。特朗普就是通过贸易关系和地缘政治的战略转变，赢得大选，一旦大选连任后，特朗普的极端贸易政策将会继续。受公卫事件的影响，美国经济在短暂企稳后将会再次陷入下行区间，我们认为 2020 年一季度经济继续延续下降趋势，录得 1.8%-1.9% 的可能性比较大，如果全球公共卫生事件短期难以控制继续蔓延，则美国二季度经济会更差，可能会下行到 1.5-1.6% 下方。美联储深知降息的影响效果有限，更多的是尽快降息以安抚市场的恐慌情绪，然后观望公卫事件在美国的蔓延情况。若公卫事件继续恶性蔓延，美联储降息节奏和幅度仍有空间。

欧洲方面，内忧方面，其一是全球公共卫生事件在欧洲大肆蔓延；其二是英国艰难的自由贸易谈判继续拖累经济；其三是意大利债务危机；其四是德国经济因制造业危机陷入技术性衰退的可能性大。外患方面，虽然全球贸易局势有所缓和利好欧洲外需，但是公卫事件的蔓延使得稍有好转的外需再度回落，全球汽车行业依然拖累欧洲制造业。故内忧外患短期内依然难以出现明显的改变，将继续拖累欧洲经济。1-2 季度环比可能会陷入负增长的困境，同比会跌破 1% 关口。欧洲央行或跟随美联储的步伐进行降息或采取其他的积极货币政策。

日本方面，一季度宏观数据维持弱势运行，卫生事件在日本的爆发将会进一步拖累日本经济，1-2季度经济陷入衰退的可能性大。因此我们认为日本一季度经济将会继续弱势运行，日本经济陷入技术性衰退几乎确定，不排除陷入衰退的可能。基于全球公共卫生事件的影响，贸易局势、地缘政治等风险以及日本经济的颓势，我们认为2020年，日本经济同比录得0.5%的可能性大。随着美国的紧急大幅降息，日本央行亦会深化量化宽松政策，虽然降息的可能性小，但是增加购券等工具释放流动性的可能性非常大，并且日本政府会进一步采取积极的财政政策，防止经济陷入衰退中。

资产配置方面，市场恐慌情绪严重，避险需求大幅推升黄金和债券价格走强不断创新高，而以股市和原油为核心的能化产品的风险资产则承压下行。美联储紧急大幅降息，使得美元重回下行区间，预计美元将会持续走弱，而具有避险属性的日元则具有较大的上涨空间，英镑则因为脱欧困境持续走弱或仍将走弱，欧元短期上涨但是长期疲弱态势不变，适合逢高做空。2020年上半年，公卫事件将会持续的影响全球金融市场和经济，故黄金、美债以及日元等避险资产仍值得高配，仍可以逢低做多，但同时注意控制避险品种冲高获利回落风险。而大宗商品及股市等风险资产仍有较大的下行压力，可逢高沽空，建议投资者谨慎布局风险资产，应该选择超跌或逢低时加仓风险资产。2020年下半年，随着公共卫生事件的有效控制，市场避险需求会有所下降，风险偏好上升，故避险资产和风险资产的涨跌情况将会重新调整，可以在风险资产超跌或逢低时加仓，在避险资产达到较高水平有下降趋势时卖出保护收益。

目 录

一、	新风险影响逐步显现 美国经济继续下行	4
(一)	美国四季度经济表现企稳	5
(二)	美国商业活动再次收缩	7
(三)	产出端停滞持续，继续拖累经济	8
(四)	需求端表现稳定 或受新风险拖累	9
(五)	就业市场依然强劲，然难掩疲弱迹象	10
(六)	通胀稳定支撑联储政策 难抵新风险影响	12
(七)	美联储紧急大幅降息 疫情蔓延下仍有降息空间	13
二、	内忧外患将继续拖累欧洲经济	21
(一)	欧元区经济接近停滞 全年增速创六年新低	21
(二)	欧元区 2 制造业触底反弹	23
(三)	供给需求两端疲弱下行	24
(四)	通胀持续疲弱，失业率触底反弹	26
(五)	英欧贸易谈判道阻且长 新的风险点爆发	27
(六)	英国央行按兵不动 3 月降息可能性大	28
(七)	英经济数据稳定 难改经济下行风险	28
三、	日本经济超预期下行 或陷入衰退	31
(一)	日本央行货币政策及财政政策分析	31
(二)	日本四季度经济超预期下行	31
(三)	其他宏观数据解读与分析	33
四、	主要新兴市场国家经济逆势上涨	37
(一)	俄罗斯或继续降息以应对经济下滑风险	37
(二)	新风险点拖累巴西经济转暖的趋势	38
(三)	印度货币宽松持续降息 经济下行风险仍大	40
五、	全球宏观策略与大宗商品操作建议	41
(一)	全球宏观策略	41
(二)	大宗商品市场操作建议	42

图 1 世界三大经济组织关于全球主要经济经济预测

世界三大经济组织全球主要经济体经济预测 (20200307)																
GDP预测 (同比)	IMF				世界银行				经合组织				欧盟			
	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	3.3	3.4	3.6	2.9	2.5	2.6	2.7	2.9	2.4	3.3					
美国经济预测	2.3	2	1.7	1.6	2.3	1.8	1.7	1.7	2.3	1.9	2.1		2.3	1.8	1.6	
中国经济预测	6.1	6	5.8	5.7	6.1	5.9	5.8	5.7	6.1	4.9	6.4					
欧元区经济预测	1.2	1.3	1.4	1.4	1.1	1	1.3	1.3	1.2	0.8	1.2		1.2	1.2	1.2	
英国经济预测	1.4	1.4	1.5	1.5					1.4	0.8	0.8		1.4	1.2	1.2	
日本经济预测	0.8	0.7	0.5	0.5	0.8	0.7	0.6	0.4	0.8	0.2	0.8		0.8	0.4	0.6	
俄罗斯经济预测	1.3	1.9	2	2	1.3	1.6	1.8	1.8	1.3	1.8	1.9					
印度经济预测	6.1	5.8	6.5	7.4	6.1	5	5.8	6.1	6.1	5	5.8	6.3				
巴西经济预测	1.2	2.2	2.3	2.4	1.1	2	2.5	2.4	1.1	1.7	1.8					
南非经济预测	0.7	0.8	1	1.8	0.4	0.9	1.3	1.5	0.1	0.6	1					

数据来源: Wind、方正中期研究院

图 2 世界主要投行经济预测

世界主要投行经济预测 (20200307)																				
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	3.2	3.7	3.6	2.9	2.4	2.7		2.9	3.1	3.6					
美国经济预测	2.3	2	1.9		2.3	2.2	2.4	2.1	2.3	1.7	1.8		2.3	2.1	2.2	2.1				
中国经济预测	6.2	5.3			6.1	5.5	5.8	4.9	6.1	5.4	6		6.1		6		6.1	5.7	5.9	
欧元区经济预测	1.2	1								1.1	1.5							0.9	1.2	
日本经济预测	0.8	0			0.8	0.4	0.8		0.8	-0.2	0.8		0.8	0	1.1		0.8	0.1	0.8	
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	3.2	3.5		2.9	2.8	3.5		2.9	2.9	3.7		2.9	2.4	2.8		2.9	2.9	3.3	
美国经济预测	2.3	2	2		2.3	1.7	1.7		2.3	1.4	2.3		2.3	1.8	2		2.3	2	2.3	
中国经济预测	6.1	5.4	5.8		6.1	5.6	5.8		6.1	5.4	6		6.1	5.5	5.6		6.1	5.5	6.1	
欧元区经济预测	1.2	0.8	1.1		1.2	1	1.1		1.2	0.8	1.2		1.2	0.9	1.7			1	1.4	
日本经济预测	0.8	-0.2	1.1		0.9	-0.5	1.4		0.8	-0.5	1.2		0.8	0.3	0.8		0.8	0.4	1	

数据来源: Wind、方正中期研究院

一、 新风险影响逐步显现 美国经济继续下行

2020 年美国大选临近，特朗普政府进行战略转移，调整高度不确定且极端的政治经济政策，旨在为大选连任赢得更多的筹码。贸易争端方面，中美签署第一阶段协议，暂时结束了两个超级大国之间的直接冲突，美墨加签署自由贸易协议，北美地区实现了暂时的稳定，美日之间的贸易争端亦有所缓解，美欧冲突方面亦释放缓和信号，特朗普企图通过缓和贸易局势，宣传政绩为大选赢得筹码。地缘政治方面，美国与塔利班签署和平协议，以结束 18 年的战争，将在 2020 年 8 月前解除对塔利班武装成员的制裁。特朗普期望通过这一行动，赢得国内反对战争民众的支持，另一方面，美国制裁俄罗斯石油公司，遏制俄罗斯的发展，提升自己的霸主地位。特朗普就是通过贸易关系和地缘政治的战略转变，赢得大选，一旦大选连任后，特朗普的极端贸易政治政策将会继续。国内方面，特朗普则是持续施压美联储，希望美联储继续降息以维持经济高速增长。

经济数据方面，美国四季度经济如期企稳，卫生事件则会改变经济企稳的趋势；2 月商业活动陷入金融危机以来首次收缩，制造业虽未陷入停滞，但是接下来陷入停滞的可能性非常大，服务业衰退程度继续深化；需求端虽然 1 月表现较为稳定，但是接下来会因基数和卫生事件的影响而疲弱走弱；供给端持续疲弱，接下来会因全球供应链和服务业的非正常运行，加深衰退程度；通胀端表现相对稳定，但是油价的大幅下降必然会拖累通胀表现，而卫生事件进展也会短暂接替通胀，成为联储货币政策调整的核心参考点；非农数据会因为供需两端的疲弱而走弱，失业率则会滞后性的上升。

整体来看，受公卫事件的影响，美国经济在短暂企稳后将会再次陷入下行区间，我们认为 2020 年一季度经济继续延续下降趋势，录得 1.8%-1.9% 的可能性比较大，如果公卫事件短期难以控制继续蔓延，则美国二季度经济会更差，可能会下行到 1.5-1.6% 下方。美联储紧急大幅降息后，仍会继续降息。

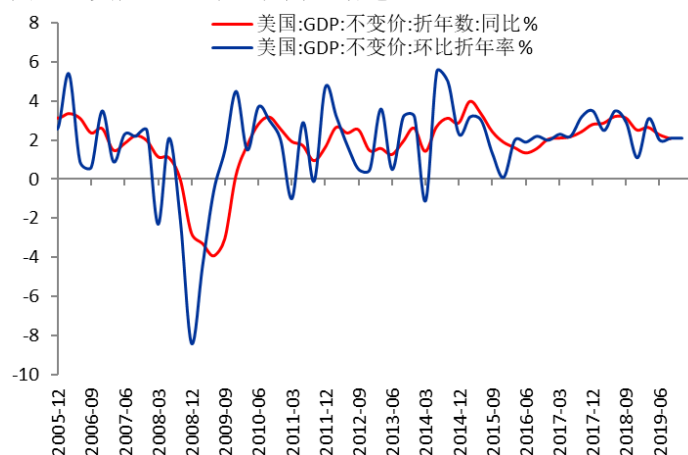
(一) 美国四季度经济表现企稳

美国商务部 1 月 30 日公布的 2019 年第四季度初次数据显示，美国第四季度经济按年率计算增长 2.1%，持平前值，略高于 2% 的预期。正如我们 12 月所观察到的美国宏观数据所预期的一样，美国经济逐步企稳。按此次第四季度 GDP 录得 2.1% 的数据计算，2019 年美国经济增长

速为 2.3%，这是美国自 2016 年以来经济增速最慢的一年，连续两年低于特朗普政府定的 3% 的经济增长目标。

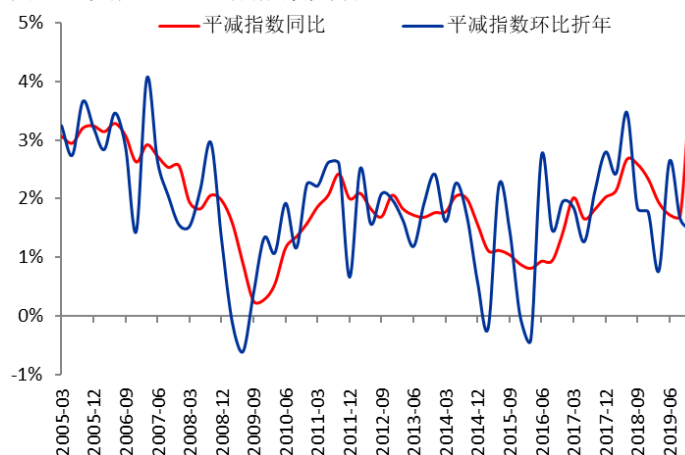
2020 年初，贸易局势有所缓解，美国宏观数据表现强劲，制造业 PMI 超预期突破荣枯线，呈现扩张趋势，非农数据超预期增长暗示就业市场的强劲，零售数据和通胀数据相对稳定，这本来应该支撑一季度经济继续企稳走强，但是公卫事件在全球的蔓延影响美国的经济，核心美债收益率曲线再度出现倒挂，美国经济活动亦会受到较大的影响，预计二、三月份诸宏观数据则会走弱，我们认为 2020 年一季度经济继续延续下降趋势，录得 1.8%-1.9% 的可能性比较大，如果公卫事件短期难以控制继续蔓延，则美国二季度经济会更差，可能会下行到 1.5-1.6% 下方。叠加大选风险、地缘政治以及制造业危机，均对美国经济产生负面影响，美国 2020 年全年经济录得 1.6-1.8% 的可能性大，后期能否企稳要看卫生事件的进展。

图 3 美国 GDP 环比和同比增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 4 美国 GDP 平减指数变动



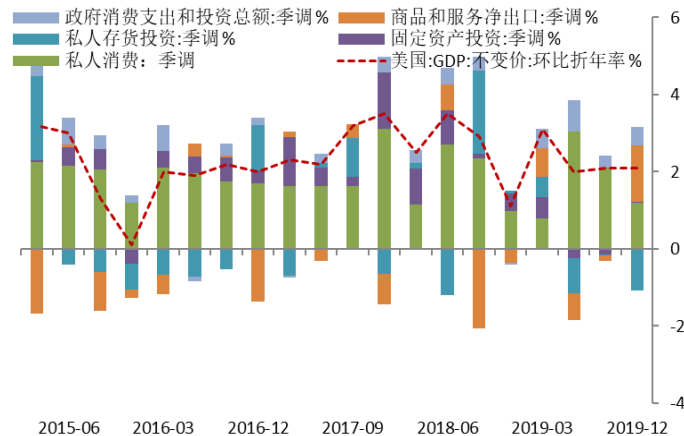
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 5 个人消费支出变动

图 6 美国 GDP 环比分项拉动



数据来源: Wind、方正中期研究院

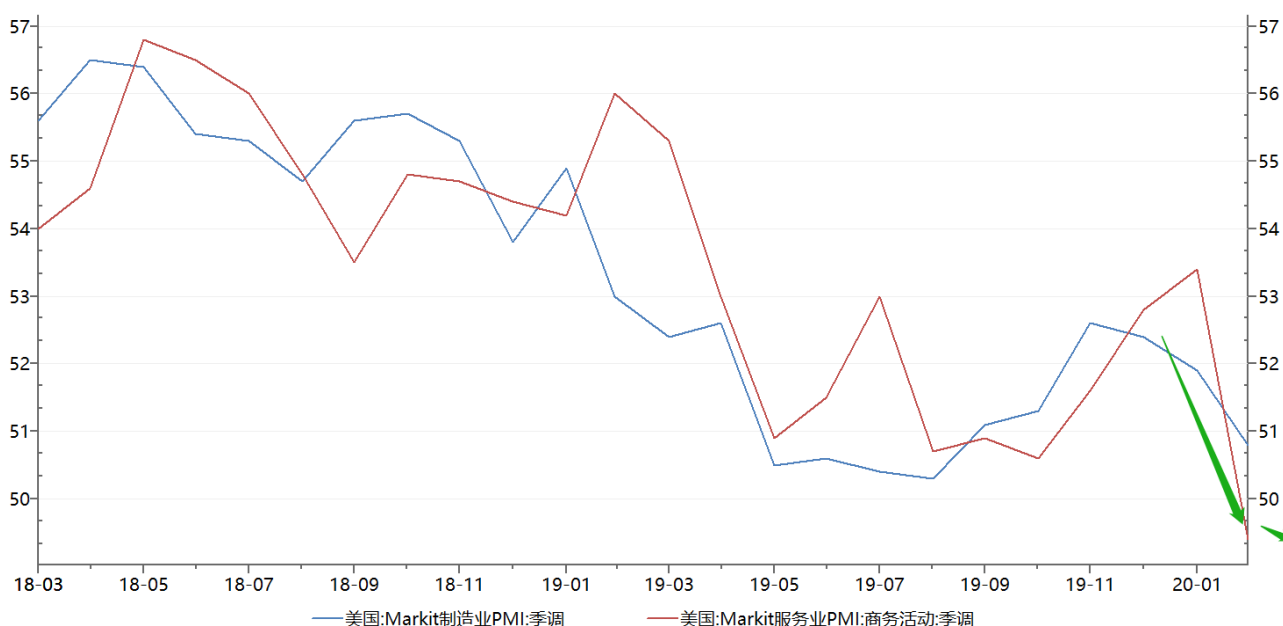


数据来源: Wind、方正中期研究院

(二) 美国商业活动再次收缩

虽然 1 月份 ISM 商业活动表现强劲, 但是 2 月份 Markit 商业活动数据表现差强人意。美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值虽然录得超过荣枯线的 50.8, 远低于预期值和前值, 制造业景气趋弱, 处于 6 个月来的最低水平, 美国经济企稳之际, 制造业 PMI 的下行将会使经济增长动能不足; 服务业方面, 2 月 Markit 服务业 PMI 初值跌破荣枯线, 仅录得 49.4, 服务业陷入停滞, 服务业 PMI 自 2016 年 2 月以来首次低于 50 的荣枯分界线; 受制造业和服务业的拖累, 特别是服务业的拖累, 2 月 Markit 综合 PMI 初值亦跌破荣枯线, 仅录得 49.6, 排除 2013 年美国政府关门影响外, 2 月美国商业活动经历金融危机以来首次收缩。

图 7 美国制造业 PMI 走势



数据来源: Wind、方正中期期货研究院

美国制造业和服务业均已经出现下滑,随着全球公共卫生事件在美日等国的蔓延,美国制造业和服务业均会受到影响,故我们认为美国制造业和服务业将会继续偏弱运行。

(三) 产出端停滞持续,继续拖累经济

美国 1 月工业产出环比为-0.3%,不及预期值,略强于前值,工业产出指数同比录得 2.26 的负增长,产出端衰退程度不断加深;1 月产能利用率录得 76.8%,不及 77.1%的前值。产能利用率则继续下降,说明在运转发挥生产作用的实际生产能力持续下降,设备闲置过多,表明企业去库存的周期继续,产出端增长动能持续不足。由于全球经济疲软和国际贸易纷争,全球公共卫生事件影响,工厂前景也维持低迷,仍有继续下滑的趋势。占据美国经济版图 11%的制

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_6705

