新冠疫情对全球经济的长期影响

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

————他山之石·海外精译第 238 期

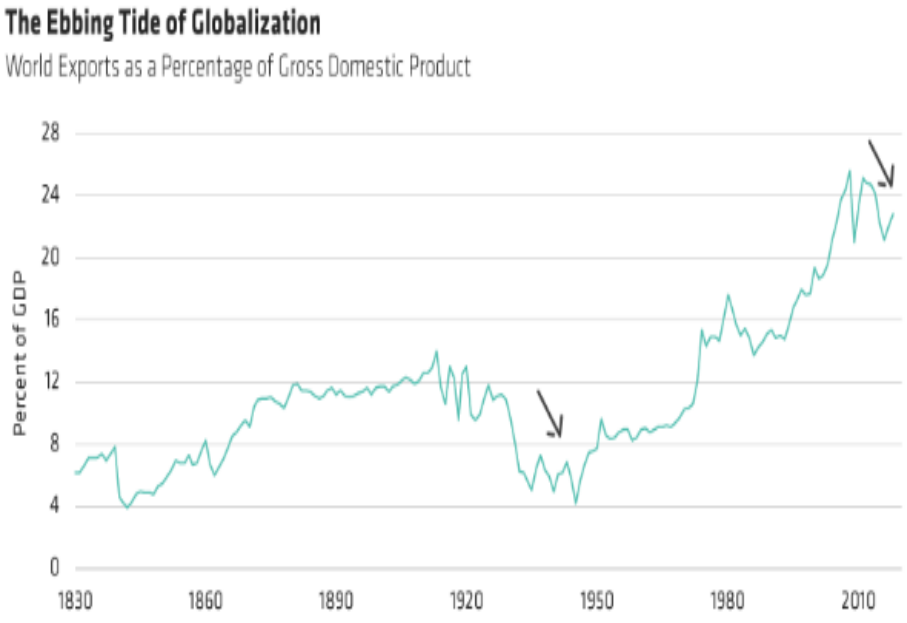
❖ **背景：今年秋季以来欧美新冠疫情出现了二次爆发。**

现阶段欧美二次疫情爆发的严峻程度已经超过之前一轮疫情情况。为了解外资机构对新冠疫情对全球经济的长期影响，我们编译整理了 Alliancebernstein 的 Darren Williams 和 Guy Bruten 以及 Pimco 的 Daniel J. Ivascyn、Andrew Balls 和 Joachim Fels （分别发表于 2020 年 10 月 19 日和 2020 年 10 月 7 日）的观点，供市场参考和交流。

❖ **疫情对全球化的影响**

Alliancebernstein 的 Darren Williams 和 Guy Bruten 认为这场疫情很可能会对历史产生长期影响，不仅对社会发展，而且对经济表现和政府政策都会产生影响。以全球化为例，在过去的 30 年里，世界经历了一个前所未有的国际经济合作和一体化的时代。在全球金融危机之后，这一趋势开始逆转。部分原因是全球金融危机暴露出的脆弱性，但自动化驱动的生产离岸化的增加也对其产生了影响。

图 1： 全球化的退潮



资料来源： Alliancebernstein，川财证券研究所

Alliancebernstein 的 Darren Williams 和 Guy Bruten 指出近几年备受瞩目的全球贸易关系紧张动摇了自由贸易的体制框架，民粹主义在全球范围内的崛起加剧了贸易争端的频率和强度。公共政策正变得更多的是国家性的，而不是全球性的。疫情一度放大了民粹主义，它揭示了全球连接下病毒高效传播的另一个弊端。在一些国家，疫情并没有使人们团结在一起，反而凸显了社会的裂痕、

证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 他山之石

报告时间 | 2020/11/06

分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

王一棠
证书编号：S1100520060001
wangyitang@cczq.com

联系人

张君伟
证书编号：S0380419090013
zhangjunwei@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

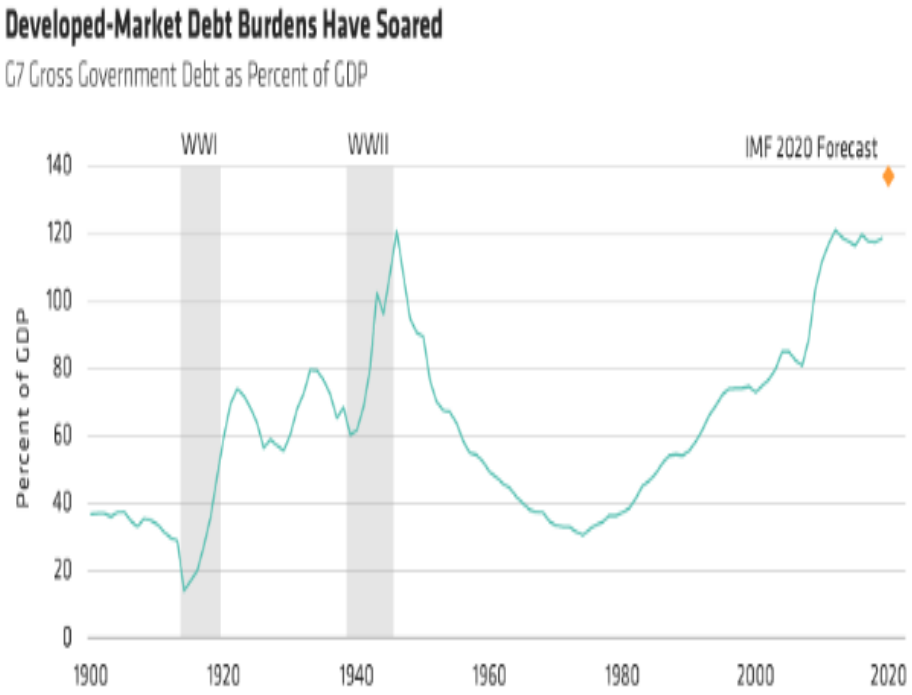
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

体制的失败和其他弱点。国际贸易一体化的实质性下降将造成世界经济的重大结构性转变。全球化既能推动经济增长和生产力，又抑制了通货膨胀。随着这一进程的逆转，很多积极的趋势都会改变。

❖ 疫情导致全球一些地区政府债务负担过重

Alliancebernstein 的 Darren Williams 和 Guy Bruten 认为疫情还促使政府债务不断上升。在疫情出现之前，发达经济体的公共部门债务已经达到了历史最高水平，七国集团的政府债务总额远远超过 GDP。今年释放出的大规模财政支持可能会使许多国家的债务率提升 20%甚至更多。

图 2： 发达市场债务负担急剧增加

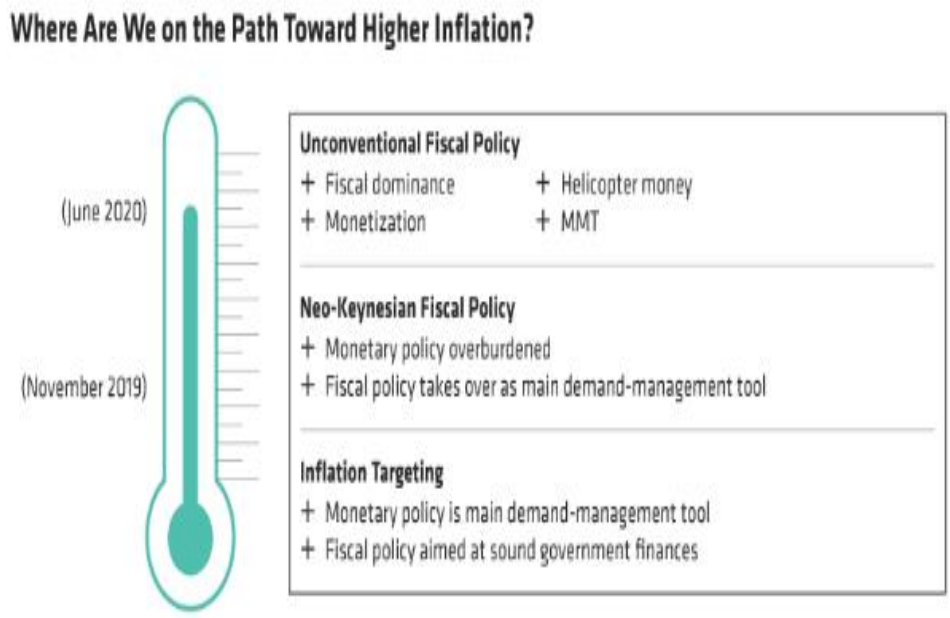


资料来源： Alliancebernstein，川财证券研究所

❖ 通胀水平的变化

Alliancebernstein 的 Darren Williams 和 Guy Bruten 认为疫情已经让人们看到了普遍接受高通胀所需要的两个因素。第一个因素是使得人们认识到政府为财政刺激提供资金的必要性，以及货币政策和财政政策协同工作或齐头并进的作用。第二个因素是认识到资金应该被引导到实体经济中去，而不是进入银行。将资金投入实体经济更有可能提高消费价格，当把资金注入银行反而推高了资产价格。但是，还需要使通货膨胀有发生机会的另一种因素就在央行手中。这涉及到进一步采取措施进入非常规政策。为了产生持续较高的通胀率，央行需要将通胀预期设置得更高。

图 3： 通货膨胀率上升的路在何方



资料来源：Alliancebernstein，川财证券研究所

Alliancebernstein 的 Darren Williams 和 Guy Bruten 认为今年 8 月，美国联邦储备委员会宣布对其通胀框架进行重大改变。展望未来，美联储将更愿意让通胀率在既定的 2%目标之上运行，然后再考虑加息。就目前而言，美联储的新框架仍然植根于旧的政策体系，因为担心更大胆的举动会导致市场的过度反应。高通胀环境的一些关键要素已逐渐成熟，随着中央银行公开地采取其政策框架。今年 6 月和 7 月，全球很多地区的消费价格大幅跳涨，而且这种情况似乎已经持续到了 8 月以后。一些基于市场的通胀预期指标也出现上升。

❖ **整体经济和投资面临的挑战和机遇**

Pimco 的 Daniel J. Ivascyn、Andrew Balls 和 Joachim Fels 认为随着全球经济从新冠疫情带来的衰退中开始复苏，未来几年将出现高于趋势水平的增长。另一方面，疫情将拖累潜在产出增长也是有道理的。三个因素可能会影响生产率增长：长时间失业的魔咒会影响求职者的个人技能，较高的不确定性会在很长一段时间里抑制企业的投资，政府和企业大规模的支持会造成越来越多的“僵尸化”的企业。有两个关键的摇摆因素可能会给经济带来上行或下行的意外，一个是疫情的发展状况，另一个是财政政策推进的程度。当前虽然欧洲已经开始出台更多刺激措施，但美国新一轮大选的结果将决定未来财政的政策趋势。鉴于近期和长期经济形势严峻，且可能导致金融市场反复波动，预计大多数发达经济体的利率将在未来三到五年的大部分时间里保持在相对较低的水平。如果将一些国家的负利率视为一种较为绝望的工具，它的负面影响会随着负利率持续时间的延长而增大。然而，随着债券收益率已经处于低位或负值，收益率曲线趋于平缓，更多央行可能会冒险进入负值（或更严重的负值）领域，以应对未来经济的不利冲击，并且将会进一步购买各种金

融资产。

Pimco 的 Daniel J. Ivascyn、Andrew Balls 和 Joachim Fels 还认为对于投资而言，短期内通胀上行风险微乎其微，但随着时间的推移，使用美国通膨保值债券(TIPS)、房地产以及可能的大宗商品敞口来对冲通胀上升的风险也是有可能的。信贷息差当前已接近极限，在这种环境下持有通用信贷没有什么帮助。私人信贷和私人房地产投资也可能带来诱人的回报，其能为有能力投入长期资本并承担私人投资带来的高风险的投资者获取非流动性溢价。在欧元区保持更大的稳定性的前提下，或许在欧洲找到良好的投资机会；亚洲市场也能找到积极机会。另一方面，考虑到初始估值，新兴市场总体上有可能获得高于发达国家的回报。从初始估值来看，新兴市场货币也有可能获得更高的回报，但会受到本地和全球动荡风险的影响。虽然疫情冲击的全球经济复苏前景引发了美元进一步走弱的可能性，但是许多投资者认为，即使在一个更加多极化的世界里，美元仍是最安全的避风港。投资环境将更加艰难，经济和市场波动可能加剧，这意味着将非常重视保本和避免绝对亏损风险。这可能是一个需要耐心、全球化和灵活的投资环境，以利用尽可能广泛的投资工具，在不同区域寻求具有吸引力的配置调整机会。

风险提示

美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，全球经济增长不及预期，全球范围内黑天鹅事件。

本期报告编译自 Alliancebernstein 的 Darren Williams 和 Guy Bruten 以及 Pimco 的 Daniel J. Ivascyn、Andrew Balls 和 Joachim Fels 发表于其官方网站的文章。本文不代表川财研究观点，公开英文报告的中文摘译资料仅供市场参考学习交流，不用于任何商业用途。如有异议，请联系修改或删除。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399