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9月27日星期日

二次疫情风险全面显现 美欧经济复苏再度趋缓

——2020 年 9 月全球宏观经济月报

摘要

2020 年 9 月份，全球新冠肺炎疫情仍然没有明显好转的趋势。欧洲二次疫情全面爆发，经济管控再度提上日程；美国疫情失控持续冲击经济，近期亦出现边际好转迹象，经济复苏将会陆续加快；印度、巴西、俄罗斯等新兴市场疫情严重，特别是印度和巴西，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。

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， 2020 年将会成为核心经济体中经济唯一正增长的国家；欧洲经济修复全面开启，三季度 GDP 会出现明显的上涨，整体会呈现先强后弱的复苏格局，二次疫情爆发，经济复苏的步伐和幅度均会受到影响；美国因为疫情恶化再度面临经济复苏缓慢的冲击，美国经济复苏晚于中欧，然美国经济韧性较强，复苏表现超预期，三季度将会出现 20%以上的环比表现，四季度环比回落，同比方面则会表现出复苏缓慢的进程；日本方面亦进入复苏阶段，然全球疫情导致需求不足，严重拖累日本的进出口贸易，内需不足亦严重制约日本经济，日本经济复苏程度有限；新兴市场国家经济复苏将会出现较大的分化，印度和南非经济将会因为疫情的持续恶化而表现最差，俄罗斯因为疫情防控的有效性则会表现最好，巴西经济表现亦会比较差，但是其复苏进展会快于印度。

整体来看，2020 年 10-12 月，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环比复苏模式，同比则会逐步的进行修复，美欧日以及新兴市场经济因疫情和其他核心因素表现分化，欧美等主要央行将会深化量化宽松政策。当前，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；美元短期反弹仍有上涨空间，但是长期震荡走弱趋势不变；回调的避险资产迎来配置机会，长期仍有上涨空间；大宗商品及股市等风险如期出现回调，应该选择超跌或逢低时加仓风险资产，不宜追高。

目 录

一、 海外主要国家经济复苏超预期 3
二、 诸多“灰犀牛”风险点继续冲击经济 7
三、 美元指数短期反弹 长期震荡走弱趋势依旧 10
四、 美国经济复苏超预期 大选增加政治不确定性 15
(一) 美国经济复苏超预期 上调 2020 年经济增速预期 16
(二) 美国 8 月制造业表现超预期 库存周期指引经济复苏步伐 18
(三) 美供需两端表现不及预期 19
(四) 美国非农数据略超预期 然就业市场出现边际放缓趋势 20
(五) 美国 8 月 CPI 略超预期 未来通胀将会持续上升 20
(六) 美联储鸽派政策符合预期 低利率和量化宽松将长期维持 22
五、 欧洲二次疫情全面爆发 经济复苏再度趋缓 26
(一) 欧洲二次疫情全面恶化 26
(二) 欧元区开启经济复苏模式 然疫情冲击再度趋缓 27
(三) 欧元区企业活动表现分化 接下来走弱可能性大 29
(四) 经济景气指数持续回暖 31
(五) 欧央行资产负债表规模创新高 宽松货币政策持续 33
(六) 英国企业活动快速复苏 35
(七) 疫情和脱欧双重冲击 英国经济复苏缓慢 36
(八) 二次疫情和脱欧困境影响下 英国不排除使用负利率的可能 38
(九) 英国硬脱欧风险大增 39
六、 疫情与外贸拖累日本经济 菅义伟新首相将延续当前经济政策 41
(一) 日本二季度 GDP 刷新历史新低 内外需成为核心拖累因素 41
(二) 安倍突然卸任 菅义伟如期当选新首相 43
(三) 日本不断加码经济政策宽松力度 44
(四) 日本企业活动持续低迷 经济复苏动力不足 45
七、 新兴市场国家疫情依然严重 经济复苏分化严重 48
八、 全球宏观策略及资产配置分析 50

一、 海外主要国家经济复苏超预期

世界三大经济组织及欧盟全球主要经济体经济预测（20200918）																
GDP预测（同比）	IMF（2020-6-30）				世界银行（2020-6-30）				经合组织（2020-9-18）				欧盟（2020-8-25）			
	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	-4.5	5		2.9	-4.9	5.4	3.6
美国经济预测	2.3	-8	4.5	1.6	2.3	-6.1	4	1.7	2.3	-3.8	4		2.2	-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	1.8	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	-7.9	5.1		1.3	-8.7	6.1	
英国经济预期	1.4	-8.2	5.7	2.8					1.4	-10.1	7.6		1.5	-9.7	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	-5.8	1.5		0.7	-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	-7.3	5					
印度经济预测	4.2	-4.5	6.8		4.2	-3.2	6.1		4.2	-10.2	10.7	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	-6.5	3.6					
南非经济预测	0.1	-7	2.8	1.8	0.1	-7.1	2.9	1.5	0.1	-11.5	1.4					

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 年以来，新冠肺炎疫情取代贸易争端，成为全球核心的系统性风险。疫情先后在中国、伊朗、欧洲、美国以及新兴市场（俄罗斯、巴西、印度和非洲）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，然二次疫情风险依然存在；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，然近期二次疫情全面爆发，西班牙、法国以及英国疫情严重；而美国疫情因为政府防控不利和民众的自由主义影响而持续的恶化，累积确诊人数占全球累积确诊人数的四分之一之多，到 8 月初才逐步出现好转的迹象；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陆续迎来大爆发，当前俄罗斯和巴西的疫情有所缓解，而印度疫情持续恶化，成为当前最核心的风险点，印度累积确诊人数预计在 40-50 天内将会超过美国累积确诊人数，成为疫情最为严重的国家。主要资源国受到冲击，大宗商品供给端扰动依然存在；而疫情再度恶化，需求端预期受到质疑。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，上半年经济深度衰退。上半年，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。疫情新常态的后疫情时代，欧美日等主要经济体经济开始修复，复苏进程超过市场预期，经合组织和主要投行均上调全球主要经济体经济预期。

9 月 16 日，经合组织发布了《经济展望中期报告》，将全球 2020 年 GDP 增长预期从下滑 6%上调至萎缩 4.5%。经合组织表示，经济预期的上调主要是由于多国采取的“封城”等管制措施逐步放缓，迎来了经济活动的复苏，从而改善了对经济增长的预期。按照目前的经济和疫情态势，中国在今年将是二十国集团（G20）成员中唯一实现经济正增长的国家。中国能够迅速控制住疫情，相关政策也为经济活动的迅速恢复铺平了道路。对于主要的经济体经济增速预期，除印度和南非因为疫情冲击，再度下调经济疫情外，其他主要经济体经济预测均进行了上调，预计 2020 年美国经济增速预期为-3.8%，此前为-7.3%；预计 2020 年欧元区经济增速为-7.9%，此前为-9.1%；2020 年日本经济增速为-5.8%，此前为-6%；预计 2020 年英国经济增速为-10.1%，此前为-11.5%。整体来看，经济整体复苏表现超预期。

世界主要投行经济预测（20200921）																				
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	-3.9	7	4.3	2.9	-3.9	6.1		2.9	-4.3	5.1					
美国经济预测	2.2	-3.7	5	1.6	2.2	-3.3	6	3.2	2.2	-4.2	2.6		2.2	-5.2	3.1	3.7	2.2	-3.4	6.4	3
中国经济预测	6.1	2.4	8.2	5.5	6.1	3	8.1		6.1	2.3	8.7		6.1	1.1	8.4		6.1	2.3	8.9	
欧元区经济预测	1.3	-6.8	6.5	2.2					1.3	-6.3	6.2						1.3	-8.7	5.5	
日本经济预测	0.7	-5.2	2.5	1	0.7	-5.8	3.3		0.7	-5.4	2.6		0.7	-6.3	1.7	1.7	0.7	-5.8	1.7	
GDP预测（同比）	巴莱克银行				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	-3.7	5.1		2.9	-4.2	5.5		2.9	-3.9	5.8		2.9	-3.9	5.2	3.6	2.9	-4.3	6	3.6
美国经济预测	2.2	-4.5	3.4		2.2	-4.3	3.8		2.2	-5.2	4	3.4	2.2	-5.3	3.4		2.2	-4.2	4.6	2.7
中国经济预测	6.1	2.3	6.9		6.1	2	8.5		6.1	2.5	7.6		6.1	3.3	5.6		6.1	1.6	9.5	
欧元区经济预测	1.3	-6.9	4.7		1.3	-7.3	3.8		1.3	-7.7	6.1		1.3	-8	5.5		1.3	-8.3	5.3	2.4
日本经济预测	0.7	-5.6	2.2		0.7	-5.7	3.3		0.7	-5.8	2.5		0.7	-4.9	1.5		0.7	-6.2	1.9	2

图 2 主要投行对经济增速依然悲观

数据来源：Wind、方正中期研究院

上半年，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，8 月份以来，全球疫情逐步的临近拐点，主要经济体据开启经济复苏模式，复苏的速度和幅度均超市场预期，故世界主要投行开始小幅提升各主要经济体 2020 年的

经济预期，特别是美国经济增速均被上调，当然深度衰退的整体趋势是难以改变的，下面分国家具体分析：

全球方面，经合组织上调全球经济增速为萎缩 4.5%，预计 IMF 和世界银行将会陆续上调全球经济增速。各主要投行对全球经济增速预期相对乐观，故近期经济预期调整变化不大；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-3.5%--4.5%，2021 年出现大幅反弹。全球疫情拐点出现，疫情有好转迹象，经济复工复产陆续推进，我们上调 2020 年全球 GDP 经济预期，预计 3.5%-4.5%的萎缩的可能性大。

美国方面，上半年美国疫情持续恶化，上半年世界三大经济组织和主要投行不断大幅下调美国 2020 年经济预期，预期区间从-4%--6%下调至-6%--8%的区间；随着美国疫情出现好转迹象，企业复工复产速度加快，经济复苏速度快于前期的市场预期，经合组织、花旗、摩根大通、摩根士丹利、巴莱克银行、美银美林、瑞银集团、瑞士信贷以及富国银行均不同程度上调了美国经济预期，预计 2020 年 GDP 将会出现 3.5%-4.5%的萎缩。

中国方面，中国疫情最先得到有效的控制，中国经济开启了全面复工复产，然三、四季度外需会拖累中国经济，世界主要投行对于中国 2020 年经济预期区间为 1-3%之间。随着中国经济的强复苏，摩根大通、摩根史丹利、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%。预计中国 2020 年经济增速将会达到 2%-3%区间。

欧元区方面，欧元区国家疫情得到有效控制，各国陆续放松社交管控措施，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。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，经济

复苏亦强于市场预期，各主要投行均小幅上调欧元区经济预测，然二次疫情对欧元区经济再度形成冲击，预计 2020 年欧元区 GDP 将会出现 6.5%-7.5%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，内需不足亦严重制约日本经济，日本经济下降幅度亦较大，世界主要投行关于日本预期经济空间为-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

全球疫情进入新常态，后疫情时代诸多的“灰犀牛”和“黑天鹅”风险将会继续冲击经济。最核心的则是二次疫情风险、美国大选风险、贸易争端风险、地缘政治风险以及债务风险等；当然制造业及服务业危机、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依然严重，美国和巴西疫情有边际好转的迹象，而印度疫情则持续的恶化，成为当前核心风险点，非洲疫情愈发严重；西班牙、法国、英国和德国等欧洲主要国家疫情再度恶化，欧洲二次疫情全面恶化，经济再度封锁或者限制提上日程。后疫情时代，二次疫情风险仍需警惕，在疫苗研发成功前，不排除在冬春季再度恶化的可能，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。

9 月以来，美国大选进入关键期。共和党特朗普和民主党拜登将会在接下来进行三次电视辩论环节为自己争取选票，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。当前，根据最新的民调，拜登依然小幅领先特朗普，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。从历史数据来看，当前的民调支持率对后期的选举影响相对有限，并且美国大选实施的是选举人投票制度，赢得选民投票并非意味着可以赢得最后的大选，只有赢得选举人投票才能真正赢得大选。本次大选，不管是特朗普或是拜登，中美关系仍将会是核心议题，贸易争端和地缘政治风险依然需要重点警惕；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。美国政治的不确定性成为当前核心的风险点，将会持续影响市场情绪和偏好。

疫情冲击，经济受到致命冲击，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，海外企业回归本土成为常态要求，发达国家的制造业回流提上日程，企图缓解国内的失业率问题；美国大选正式拉开帷幕，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依然是核心风险点之一，特别是中美和美欧贸易争端尤为突出。

基于疫情的发展和对冲考量，美国上半年出台的财政刺激措施均于 7 月 31 日到期；随着二次疫情全面爆发，美国政府提出新一轮的万亿财政刺激措施，但是因为两党分歧，新一轮的财政刺激计划谈判长时间陷入困境。8 月以来，美国大选正式拉开帷幕，两党关于新一轮刺激方案的分歧愈发严重，两党均想按照自己的规划出台新一轮刺激方案，在解决当前经济存在问题的同时，为自己的大选增加筹码，政治考量下分歧严重的政府无法同意提供更多财政刺激措施，大选前美国出台更多财政刺激措施的可能性仍在下降。持续的财政刺激措施使得美国政府债务压力剧增，美国国会预算办公室表示，新冠疫情大流行导致联邦政府支出增加，加速了美国预算赤字和债务的增长；预计到 2050 年，公众所持美国联邦债务与美国经济产出之比将从 2019 年的 79%和 2020 年底的 98%飙升至 195%左右。若美国新的财政刺激迟迟无法出炉，市场则会准备迎接一段较长时期的动荡，政治不确定性的担忧将会持续。

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 万亿，涨幅接近 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 6.5 万亿欧元，刷新历史新高，当前欧洲央行资产负债

规模已经相当于欧元区 GDP 总量的 63.6%，远高于美联储资产负债占美国 GDP 总量 36.3%的水平。政府方面，美国政府和欧盟等均实施超宽松的财政政策，欧盟复苏基金通过，美国新一轮万亿财政刺激计划的推进。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。

以上风险以外，中东、美俄等地缘政治风险依然存在，英国脱欧谈判线陷入僵局、前景扑朔迷离,10 月的脱欧谈判进展至关重要，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和服务业危机将会长期存在，短期内的制造业和服务业扩张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，主要经济体经济命途多舛，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、 美元指数短期反弹 长期震荡走弱趋势依旧



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要发达国家经济体，告别布雷顿森林体系束缚后，在货币供应量方面，开始进入急速增长的第一个历史周期。

第二阶段：1981-1985 年，以 1979 年起点美联邦基金开始大幅提高基准利率，该货币政策执行两年后，于 1981 年居然达到惊人的、前所未有的 16%。也正是于此为基础，美元才得以终结了持续大约十年的弱势状态，近而进入了美元强势周期。

1980 年 10 月美元指数重拾升势，并在随后的几年表现出历史最强的走势；1981 年 12 月美联储主席保罗•沃克尔将联邦基金利率升至 20%；1982 年 12 月联邦基金利率降至 8.5%后在 8 和 10 之间徘徊，但美元指数继续走强；1985 年 2 月 美元指数见历史最高点 164.72 点。根据美国的数据，美国对华贸易于此年从顺差变为逆差，过去的美元大牛市是因为中国刚开始改革，急需从美国进口各种设备和从世界进口原材料，而当时的中国还还没有外汇储备，便造成对美元的强劲需求，加上沃克尔一直保持谨慎的货币投放造成。

第三阶段：1986-1995 年，经历了上一轮美元持续升值周期后，美国经常帐方面与政府财政方面的双赤字再次成为了美国强迫日元与欧系货币升值的借口。1985 年 9 月签署的着名的五国集团《广场协议》，协议中要求其他主要经济体货币汇率相对美元要进一步有序升值。

1985 年 9 月五国集团签署《广场协议》，美联储还通过“公开市场操作”多次的直接干预与操纵外汇市场。其在大量抛售美元的同时，主要针对日元与马克开始大量的买入。直接形成美元相对日元与马克的大幅贬值。

1986 年美元名义和实际汇率比 1985 年大幅度贬值 17.5%与 17.3%。这也就标志着美元重新进入了一个贬值波动周期。直至 1995 年，美元名义利率比 1985 年贬值了 36%，实际汇率的贬值幅度更是达到了惊人的 43%。

第四阶段：1996-2002 年，美国经济强劲复苏，资金有回流美国的需求，美元重收升势

1997-1998 年弱势美元政策向强势美元政策的过度中导致大量国际资金回流至美国本土市场，参与股市、房市与其他资产投机。

克林顿政府所致力于改善财政赤字的经济政策取得了明显的效果。并与 1998-2000 年实现连续三年的财政盈余。同时此阶段也是美国信息科技革命阶段，这吸引了大量的资金流入美国，这也是支撑着此轮美元强势周期的主要条件。时间到了 2002 年后，美元的名义汇率与实际汇率比 1995 年大幅升值达 28%与 31.5%。

第五阶段:2003-2007 年,进入 21 世纪美国发生科技股泡沫破裂以及震惊全球的 9.11 事件,美国政府日益扩大的财政赤字和贸易赤字等问题促使美元不断贬值。

2000 年下半年后,随着经济泡末的破灭,美元的加息周期逆转为减息周期。以 2001 年发生的 9.11 事件后,美联储更是连续的进行了 13 次的减息,这使得联邦基金利率达到了 46 年来的最低水平。

2004 年美联储宣布加息,美元触底反弹,美国开始逐步进入加息周期,而此轮加息直接造成了资产泡沫的破灭。同时这个特征也为 2008 年开始的全球性金融危机埋下了伏笔。

第六阶段:2008-2013 年,开始美联储接连实施数轮量化宽松,美国为刺激经济复苏,分次采用了四次量化宽松政策(QE),令美元指数大幅下挫。

第七阶段:2014 年至 2018 年,2014 年 11 月美联储退出 QE3,撤出刺激政策,并进入加息周期。伴随着美国 GDP 增速的快速回升,经济强劲复苏,2015 年 3 月美元指数上破 100 关口,创下 2003 年来的新高。美联储在 2015 年 9 月会议上按兵不动;2015 年 12 月美国实施加息政策,美国重新回到加息周期中,美元指数再次重上 100 点上方。随后受欧洲央行降息令欧元大幅反弹影响,美元指数高位回落。2016 年美元指数处在 91-102 区间的宽幅波动中,美国 2016 年前三季度经济呈现一、二季度经济增长缓慢、三季度经济增长大幅攀升,美国 2016 年就业市场保持继续回暖、消费者信心指数创新高、非美货币波动剧烈均令美元指数出现波动加剧,发达经济体中美国经济仍表现强劲使美元指数保持强势并创出 2003 年 3 月份以来新高,尤其是在英国脱欧公投后英镑大幅贬值推升美元指数重上 95。2017 年以来特朗普相关政策频繁受阻,美国相关经济数据在货币政策收紧过程中韧性较低,部分减缓了美联储加息步伐,侧面推动了美指的高位回落。2018 年美元指数在美国经济持续向好以及美联储连续进行加息动作的共同作用下又一次强势上涨,并且维持在相对高位震荡。

第八阶段：2019 年，美国经济相对强劲，息差优势依存，叠加英镑欧元弱势反向助力，美元指数仍处于高位震荡；进入 6 月，受到部分美国经济数据堪忧、核心美债收益率差额持续倒挂和美联储降息预期升温的影响，美元指数出现疲弱态势，但是整体依然处于高位。2020 年，美国经济将会进一步走弱，而英国有序脱欧后，英镑欧元则会恢复性小幅走强，欧元区经济亦会企稳，美联储继续降息使得息差优势降低，故我们认为美元指数会维持偏弱走势。

第九阶段：2020 年上半年，新冠肺炎疫情在海内外先后爆发，市场情绪极度恐慌导致全资产抛售，流动性危机较为严重，在流动性危机和避险需求的影响下，美元指数持续上涨至 103 的近期高位。随着欧美央行一系列的量化宽松措施的实施，流动性危机缓解，美元避险情绪有所缓和，美国经济复苏进展不及中欧难以支撑强劲美元，美元指数高位回落；已经从 103 的近期高位下跌 10.53%，最低跌至 92.15，为 2018 年 5 月以来最低；8 月下旬则出现震荡调整之势。

9 月以来，美印疫情依然处于失控的状态，欧洲二次疫情全面恶化，经济封锁再度提上日程，美国经济基本面的比较优势显现；美国大选进入关键期，政治不确定性大增，新一轮刺激法案仍然僵局中，政治风险加大，流动性和避险需求支撑美元；英国硬脱欧风险持续加大，美国再度制裁伊朗等地缘政治风险，增加避险需求。灰犀牛和黑天鹅风险再度集中爆发，市场风险偏好持续低迷，美欧股市集体大幅下挫，避险情绪高涨，持续底部震荡调整的美元指数，在流动性和避险需求的推动下强势拉涨；9 月 23 日，美国众议院通过临时支出法案，避免政府关门，助力美元突破 94 关口。

美元指数的本轮上涨是美元指数持续下跌后的反弹，是当前宏观经济风险释放的表现，并非开启新一轮的上涨。短期内，避险情绪高涨，欧洲二次疫情再度冲击经济，欧元和英镑的弱势，将会继续支撑美元小幅走强，95 将是强阻力位。长期来看，超宽松货币政策和财政政策冲击美元信用体系、超低利率和新的货币政策框架，美国经济基本面的相对弱势，疫苗的问世

将会增加市场风险偏好，美元震荡偏弱的趋势依旧，将会在 90-95 区间震荡走弱，2021 年不排除跌破 90 的可能。

四、 美国经济复苏超预期 大选增加政治不确定性

三季度初，美国疫情恶化，各州复工复产进展延缓或暂停，经济复苏再度受到冲击。截止9月底，累积确诊人数接近750万，死亡人数接近22万；不排除确诊人数达到1000万的可能，死亡人数将会达到30万以上。疫情失控，特朗普政府抗疫不力是重要影响因素，为转移国内民众对政府抗疫不力的自责，亦为大选增加砝码，特朗普政府加大甩锅力度，不断升级中美、美欧等贸易争端，并且有向其他版块扩散的趋势，全球贸易局势再度紧张，地缘政治风险依存。面对经济深度衰退，失业率飙升，美政府和美联储均采取超级宽松的经济措施，美国政府已经采取了四轮共计3万亿的财政刺激措施，新的万亿财政刺激措施仍在讨论中，虽然处于大选政治性考量而陷入僵局，但是大选结束后通过可能性依然较大；美联储采取无限量的超宽松货币政策，联储资产负债表规模大涨80%。

美国疫情再度恶化，特朗普政府抗疫不力是疫情失控的直接影响因素，而民众的个人主义则是疫情失控的核心影响因素；社会持续的动荡和过早的放松社交管控措施亦是导致了疫情的恶化。疫情失控背景下，以邻为壑转嫁危机的战略仍将是美国政府的选择，故中美贸易争端升级难以避免，贸易局势和地缘政治将会成为后疫情时代最核心的风险点。疫情是特朗普政府当前急需解决的事件，亦是大选的战略需求，仍要谨防特朗普再次加大甩锅力度的风险。当前从全球来看，美国将会深化贸易战思维，以邻为壑转嫁危机，一方面转移抗疫不利遭到民众质疑的焦点，另一方面于争端中获得额外的收益，满足自己的政治诉求，故仍需警惕新一轮的全球贸易争端。

经济数据方面，后疫情时代，供给、需求、通胀、制造业和服务业PMI、就业等数据表现均超预期，持续的复苏回暖，助力经济大幅反弹。美国疫情再度恶化，经济复苏再度受到冲击，供需两端疲弱下行，就业市场亦出现疲弱迹象，美国经济复苏的步伐和幅度受到冲击，但是超

预期的宏观经济数据表现仍然可以说明经济复苏的超预期性。美国三季度 GDP 环比将会出现大幅回调，预计三季度环比年化增长率或达到 20%以上，四季度涨幅将会下降；当然环比上涨不代表经济的表现，同比方面，三季度 GDP 将会继续弱势，有小幅回升，四季度继续复苏。预计美国 2020 年全年 GDP 亦会萎缩 3.5%-4.5%，需要重点关注美国疫情和疫苗的进展；美联储和美国政府则会维持超宽松的货币政策和财政政策不变。

(一) 美国经济复苏超预期 上调 2020 年经济增速预期

美国二季度实际 GDP 环比年化初值录得-32.9%，略强于-34.5%的预期值，远不及-5%的前值，刷新历史新低；同比来看，美国二季度 GDP 同比下滑 9.54%，为至少 1940 年代以来最严重的衰退；疫情期间，消费者收紧了支出，并增加储蓄，以应对疲软的就业市场，美国第二季度个人消费支出季率初值大幅下滑 34.6%，持平市场预期，远不及-6.8%的前值，二季度的消费者支出亦出现了有史以来最大的降幅。消费支出的减少反映了服务和商品的萎缩，美国个人消费占 GDP 的比重达到 70%，故消费的下滑是美国总体 GDP 下降的最大原因。

综合来看，疫情冲击下，美国消费和投资项均大幅下降，直接导致了二季度经济创纪录的下滑；商品和服务净出口项、政府消费支出和投资总额项以及耐用品消费项在一定程度上避免了 GDP 的深度下滑，但是难以改变美国经济深度衰退的事实。另外，净出口的改善并不是说明进口和出口的改善，依然是美国进口下滑幅度要大于出口，从而出现净出口拉动 GDP 回升的迹象。

8 月以来，美国新增确诊人数持续减少，出现边际好转迹象，这有利于经济的复苏。虽然美国二次疫情再度冲击美国经济复苏的步伐和幅度，然美国宏观经济数据表现均超预期，经济复苏表现较为强劲。美联储卡普兰表示，预计美国第三季度 GDP 年化增长率为 20%，2020 年

美国 GDP 将萎缩 4.5%，美国第四季度 GDP 年率将增长 6%至 7%。费城联储季度调查预测，美国三季度 GDP 年化增长率将达到 19.1%；自 2 月份以来一直处于衰退状态的美国经济在二季度以创纪录 32.9%的速度收缩，三季度过后经济增长将急剧放缓，预计四季度经济增长率为 5.8%。因为二季度数据的断崖式下滑，三季度 GDP 环比将会出现大幅回调，三季度以来宏观经济数据表现超预期，预计三季度环比年化增长率或达到 20%以上，四季度涨幅将会下降；当然环比上涨不代表经济的表现，同比方面，三季度 GDP 将会继续弱势，有小幅回升，四季度继续复苏。基于美国宏观经济数据的超预期表现，经合组织上调 2020 年美国经济增速预期为-3.8%，世界主要投行亦纷纷上调美国经济增速预期；预计美国 2020 年全年 GDP 亦会萎缩 3.5%-4.5%，需要重点关注美国疫情和疫苗的进展。美联储和美国政府则会维持超宽松的货币政策和财政政策不变。

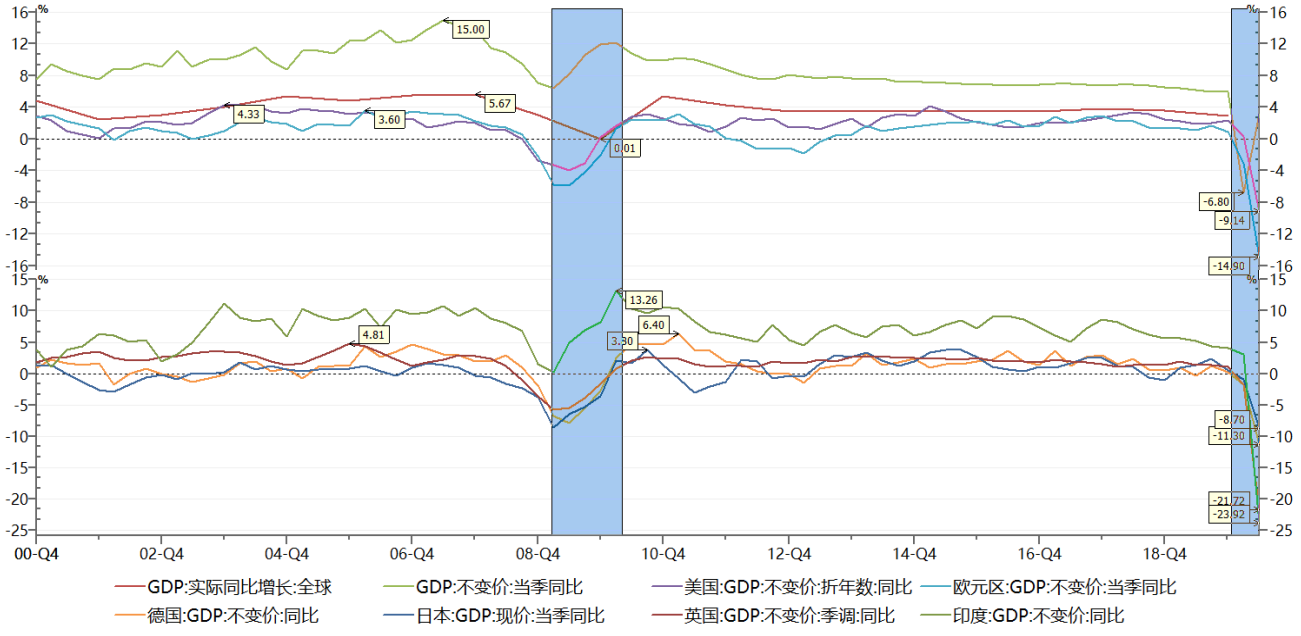

图 4 美国 GDP 与主要经济体 GDP

数据来源：Wind、方正中期研究院

(二) 美国 8 月制造业表现超预期 库存周期指引经济复苏步伐

美国 8 月 ISM 制造业 PMI 录得 56，超过 54.5 的预期和 54.2 的前值，刷新 2019 年 1 月以来新高；各分项表现出现分化，产出指数和新订单指数大幅上升，成为制造业 PMI 数据表现超预期和前值的核心推动力量。

因新订单激增和产出增加，制造业领域的生产和需求同步走强，ISM 美国 8 月份制造业好转势头进一步增强，表明三季度生产和需求将从第二季度的急剧下滑中继续强劲反弹；由于市场仍对需求的可持续性保持谨慎，因此订单和产量的改善仍未带来太多的招聘岗位，就业分项依然低迷，这与美国疫情再度加剧亦有直接的关系；另外，生产数据和库存的表现亦说明美国现阶段处于去库末期/主动补库早期的库存周期，作为经济的领先指标，其表现亦暗示美国经济接下来的持续修复。整体来看，美国三季度制造业表现超预期，生产和需求持续改善，说明经济的复苏步伐在加快，疫情的再度恶化只是影响了复苏的幅度，并没有影响复苏的步伐。展望后市，美国的制造行业仍然面临着诸多挑战，包括高失业率，美国大选，商业投资减少以及全球需求疲软等，制造业持续改善将会出现边际放缓，但是整体依然会处于荣枯线上方。

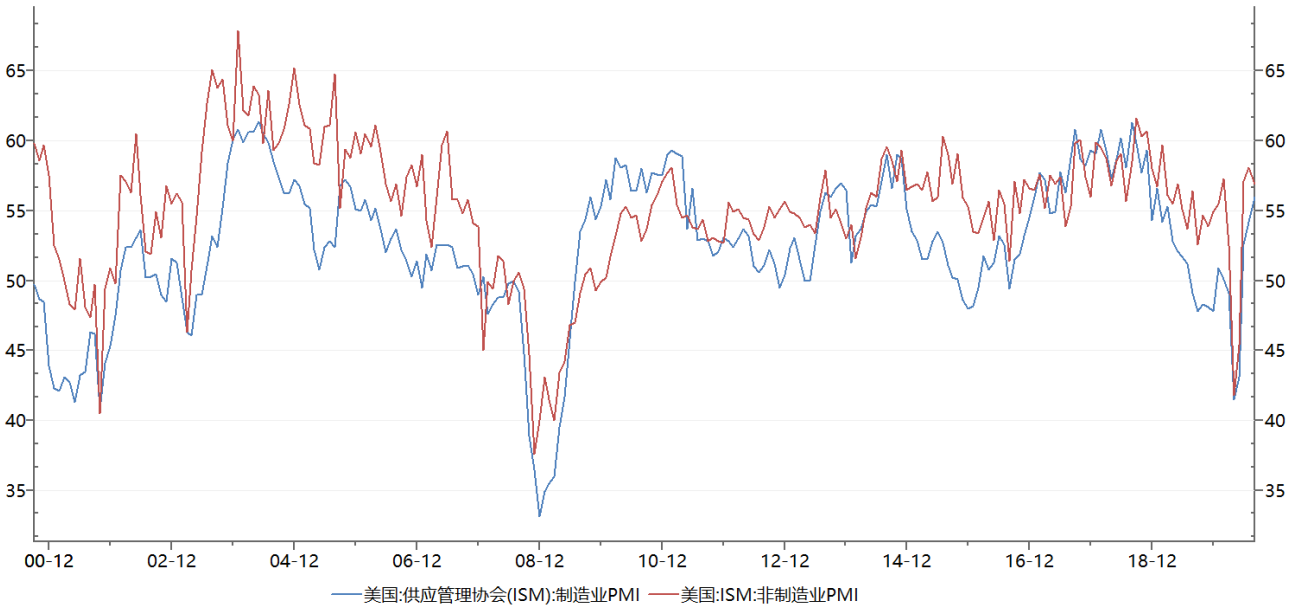

图 5 美国制造业与服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期研究院

(三) 美供需两端表现不及预期

8 月份零售销售反弹放缓，补充失业福利到期给消费者支出带来压力，并且民众储蓄率的持续高位亦冲击消费，经济复苏已经出现趋缓的势头，并且不及预期的数据意味着国会短期内通过新一轮刺激法案的概率变大。工业生产指数短暂的边际好转不改变供给端的疲弱萎缩趋势，相较于疫情前的水平仍有非常大的差距，恢复到疫情前水平仍需较长的时间。说明美国供给端的萎缩依然在持续，继续拖累经济的复苏。供需两端表现均不及预期，累积的需求集中释放后再度转弱，供需端边际好转后依然处于严重萎缩中，随着美国疫情恶化的再度冲击和美国大选的影响，预计供需两端均会继续边际走弱，但是整体的复苏依然持续，要重点关注疫苗的进展。

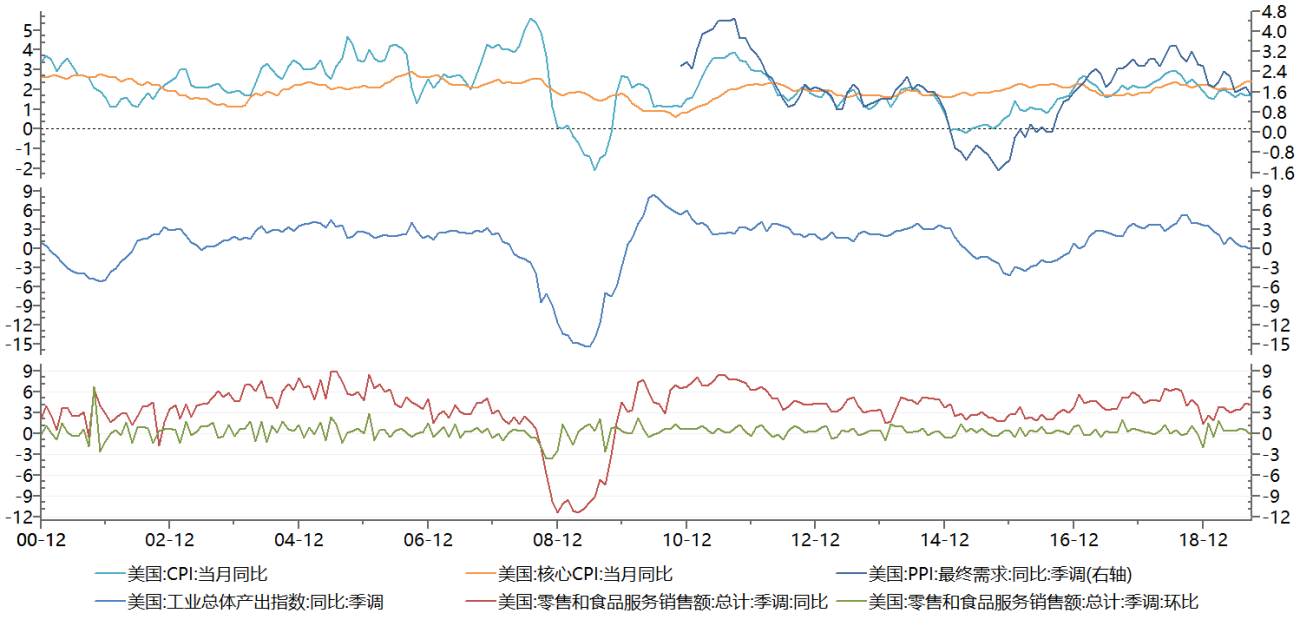

图 6 美国供需与通胀端表现

数据来源：Wind、方正中期研究院

(四) 美国非农数据略超预期 然就业市场出现边际放缓趋势

美国 8 月非农数据略超预期，失业率录得超过预期值和前值的 8.4%，劳动参与率上升，平均每周工作时间延长；这一数据与不断改善的劳动力市场相符，就业市场虽然仍处于疲弱状态，但依然在持续的好转，将减轻美国政府通过新的经济刺激议案的紧迫性，亦会缓解美联储进一步深化量化宽松政策的压力，为经济的复苏提供最直接有力的证据。虽然因人口普查而暂时雇用的23.8万人推高了8月非农数据,然疫情好转迹象和经济持续复苏的影响依然较为明显。当然，就业增长在 8 月进一步放缓，永久性失业人数增加，政府的各类救助计划逐步到期，引发了人们质疑经济从疫情引发的深度衰退中复苏的可持续性，持续下降的失业率亦受到质疑。整体来看，劳动力市场持续改善，但是出现边际放缓趋势，随着疫情的持续冲击和失业潮的逐步来临，美国就业市场的改善进展将会受到冲击，美联储的宽松政策将会持续。

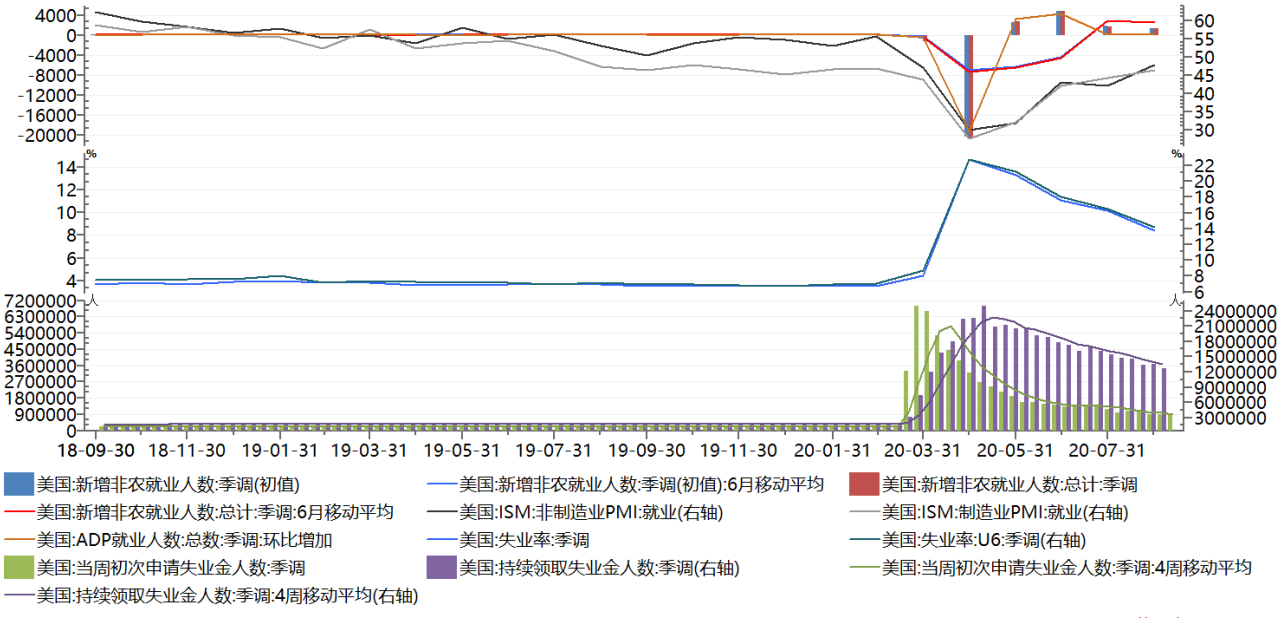

图 7 美国就业市场陷入困境

数据来源：Wind、方正中期研究院

(五) 美国 8 月 CPI 略超预期 未来通胀将会持续上升

美国 8 月季调后 CPI 月率回升至 0.4%，虽不及 0.6%的前值，但是高于市场预期的 0.3%；未季调 CPI 年率亦录得 1.3%，略高于 1.2%的市场预期和 1%的前值。剔除价格易波动的食品和能源部分，美国 8 月未季调核心 CPI 月率为 0.4%，虽不及 0.6%的前值，但是高于市场预期的 0.2%；核心 CPI 指数同比上涨 1.7%，高于 1.6%的市场预期和前值。整体来看，随着美国疫情管控措施的逐步放开，需求的好转，美国通胀同比方面则是持续的回升，而需求集中释放后趋于稳定，环比增长亦出现回落。

从通胀展望来看，第一，美国疫情出现好转迹象，但是经济短时间内难以恢复到疫情前的水平，美联储将会继续维持宽松政策甚至扩大刺激的规模，第二，随着经济的恢复，需求虽然较弱但是好转将会持续，大宗商品和非必需品消费等需求将会持续回升，进而带动整体价格水平的回升；第三，当然美联储新的货币政策框架已经放宽对通胀的要求，允许其在一段时间内超过 2%，只要平均通胀水平达到 2%即可，故即便是通胀持续上升，对于美联储的利率影响不大，超低利率将会长期维持，刺激消费亦反向助力通胀的回升。故 CPI 持续上涨的可能性比较大，市场通缩担忧基本进入尾声，接下来随着 CPI 的上涨，通胀压力将会随之而来。美联储无底线的 QE 和美国政府创历史的财政政策，流动性过剩的背景下，我们依然认为未来美国的通胀压力会比较大。

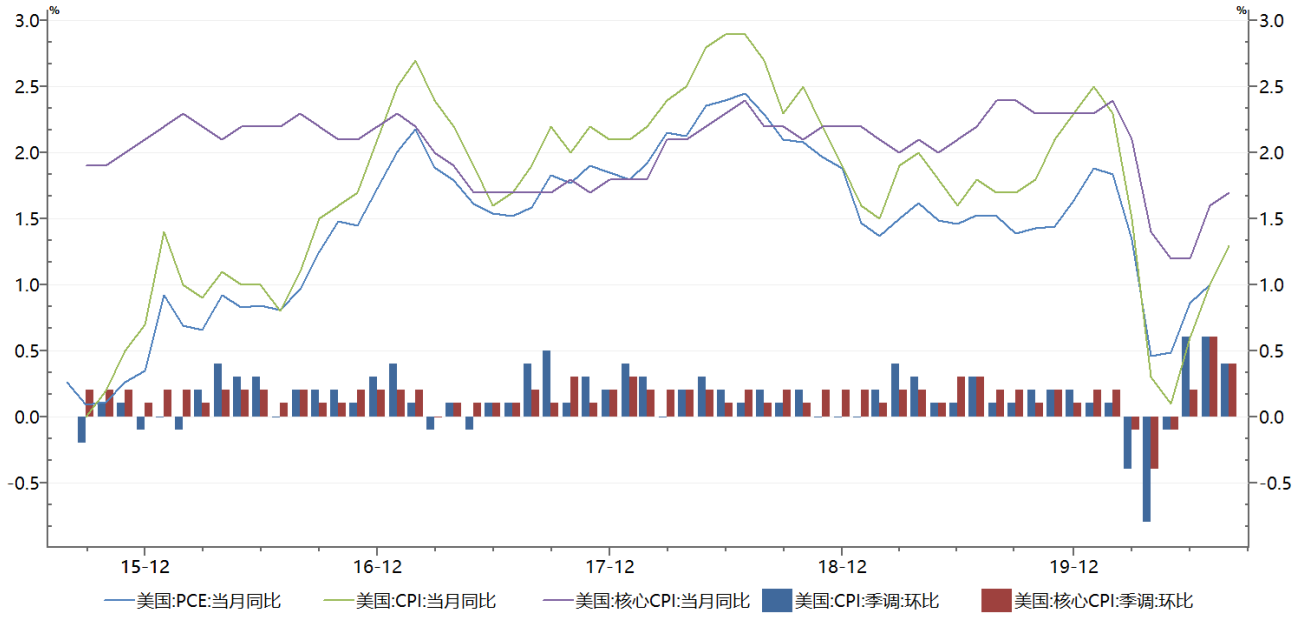

图 8 美国通胀表现

数据来源：Wind、方正中期研究院

(六) 美联储鸽派政策符合预期 低利率和量化宽松将长期维持

疫情在美国爆发以来，美联储连续两次紧急降息至零利率的超低水平，并且开启无限量量化宽松政策。美联储维持低利率长期不变，点阵图显示维持低利率直至 2022 年底。

北京时间 9 月 17 日凌晨 2:00，美联储公布 9 月议息会议利率决议、政策声明及经济预期。利率决议方面，将联邦基金利率目标区间维持在 0%-0.25%不变，符合预期。政策声明和点阵图方面，为实现就业最大化和平均通胀率达到 2%这两个目标，美联储维持超低利率不变直至 2023 年，且美联储允许通胀温和超调。经济评估与预测方面，重申新冠病毒构成相当大的风险，病毒在短期和长期内令经济承压，近几个月整体金融环境改善，将 2020 年经济增速从-6.5%上调至-3.7%，肯定经济超预期复苏。平均通胀目标货币政策方面，美联储在经济预期里全线上调了未来两年的通胀预期，并预计到 2023 年核心 PCE 将达到 2%，但均未超过 2%，平均通胀货币政策框架的实施细节和计划没有公布，表现不及预期。

本次议息会议整体依然按兵不动，为实现就业最大化和平均通胀率达到 2%这两个目标，维持利率在近零水准至少至 2023 年，再次强调了平均通胀目标的新货币政策框架，但是没有给出具体的实施细节和计划，没有涉及收益率曲线控制的问题，但是不排除以后使用；美联储本次会议将政策绑定在更长远的目标上，并没针对通胀目标给出明确的定义，这意味着并没有给出明显的前瞻指引，整体符合我们预期。随着美国经济超预期复苏，美联储上调美国经济预期，则是对经济超预期复苏的肯定。而鲍威尔讲话亦保持其鸽派基调，强调经济复苏的超预期性，重申宽松货币政策的持续性，呼吁联邦政府实施更多的财政支持，当然再次表述平均通胀目标的新货币政策框架。

本次议息会议是美国大选前最后一次 FOMC 会议，本次会议存在较为明显的政治属性。美联储政策一直强调政治的独立性，强调核心功能是保持信贷市场稳定，而非在政治上帮助特朗普，按兵不动的货币政策亦是表示美联储的政策独立性以及选举中的中立立场。一方面是经济的超预期复苏和疫情的向好趋势，另一方面是美国大选的政治风险，不管出于何种目的，美联储在美国大选前都应该按兵不动。并且美联储在按兵不动的同时，继续要求更多的财政支持，亦是强调经济复苏的不确认性和经济刺激的必要性，从政治上进行风险转移。

美联储货币政策行动展望方面，虽然美国经将超预期复苏，但是美国疫情持续冲击经济，经济深度衰退无法避免，社会持续动荡，叠加贸易争端以及地缘政治打击外需，美国经济仍然存在较大的不确定性，故美联储将会维持超宽松的货币政策不变，将会视经济恢复情况继续释放流动性，刺激经济复苏；利率方面，美联储则会长期维持低利率不变，不会进一步降息至负利率，若降息到负利率，金融市场将会重新定价，美元信用体系受到巨大冲击，故使用是利率的可能性非常小；后期的行动及工具方面，平均通胀目标的新货币政策框架具体的实施细节和计划和收益率曲线控制，均是美联储接下来的有效行动工具，这两个工具将会陆续实施。

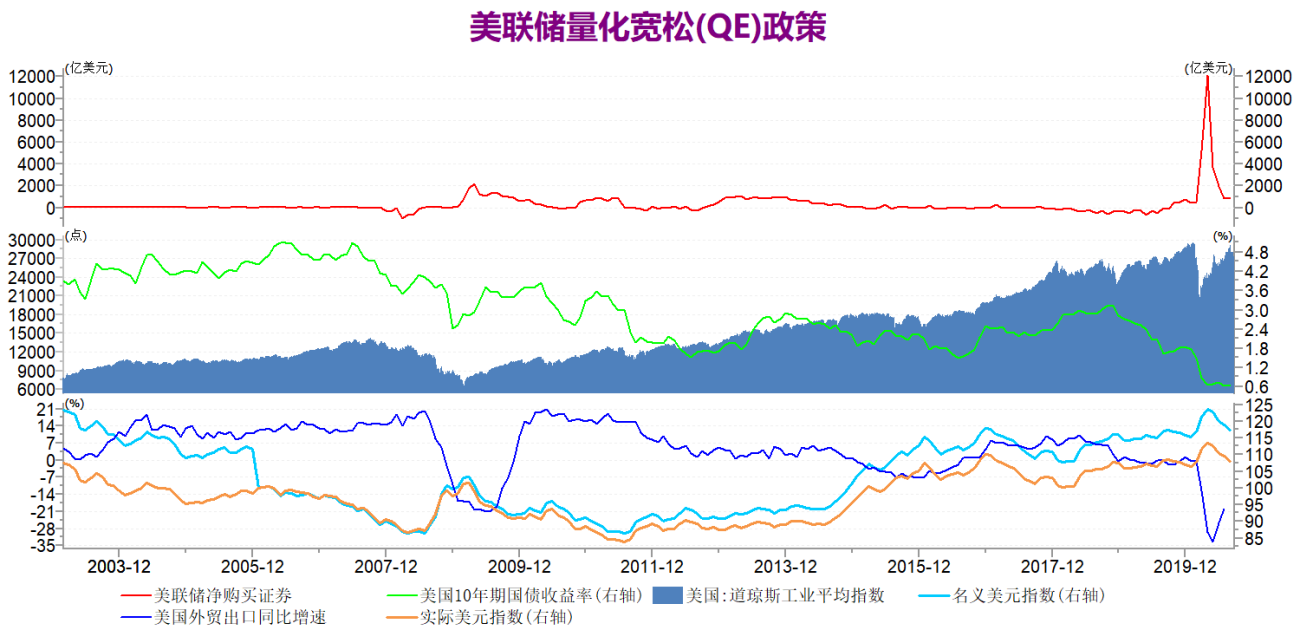

图 9 美联储量化宽松

数据来源：Wind、方正中期研究院

(七) 美国大选增加政治不确定性

美国共和党和民主党均正式提名特朗普和拜登为 2020 年共和党总统候选人，特朗普和拜登的总统竞选核心阶段正式拉开帷幕。共和党特朗普和民主党拜登将会在接下来进行三次电视辩论环节为自己争取选票，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 年全民投票结果。当前，根据最新的民调，拜登依然小幅领先特朗普，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。从历史数据来看，当前的民调支持率对后期的选举影响相对有限，并且美国大选实施的是选举人投票制度，赢得选民投票并非意味着可以赢得最后的大选，只有赢得选举人投票才能真正赢得大选。本次大选，不管是特朗普或是拜登，中美关系仍将会是核心议题，贸易争端和地缘政治风险依然需要重点警惕；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。美国政治的不确定性成为当前核心的风险点，将会持续影响市场情绪和偏好。

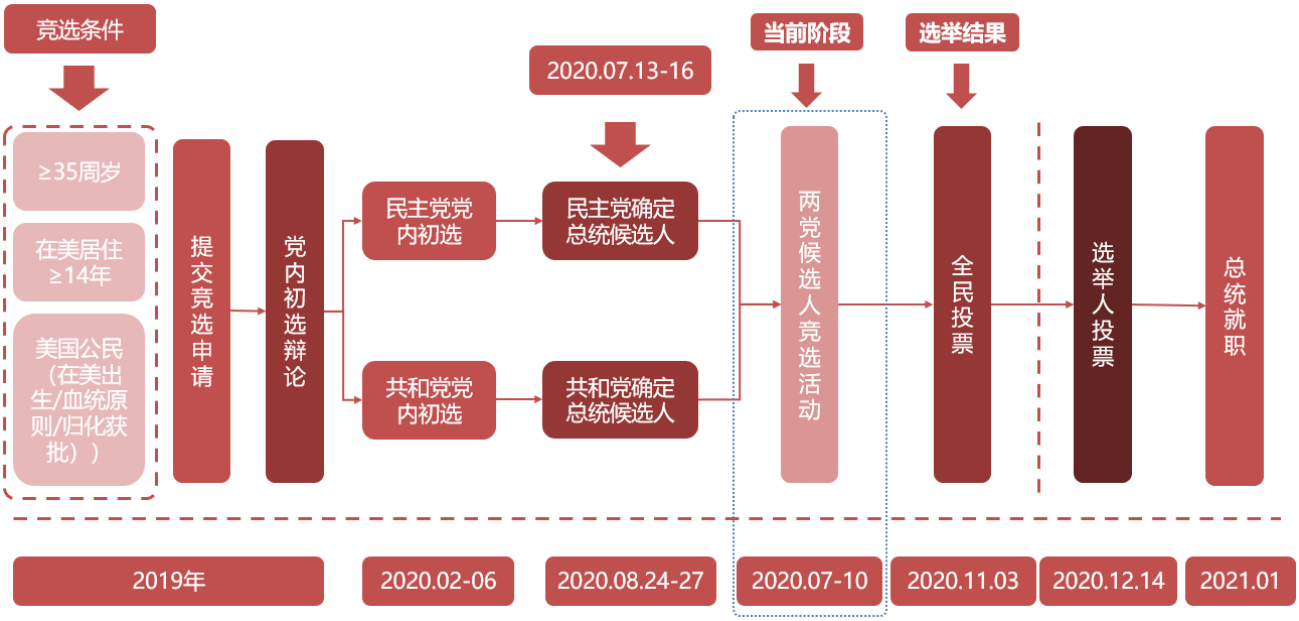

图 10 美国 2020 年大选流程

数据来源：Wind、方正中期研究院

五、 欧洲二次疫情全面爆发 经济复苏再度趋缓

疫情冲击，使得因英国脱欧而元气大伤的欧盟陷入经济衰退深渊，二季度出现20%的萎缩。欧洲严格的管控措施使得疫情进入尾声，经济复工复产陆续推进，欧洲经济将会实现快速复苏。欧洲央行和欧盟及各国政府均采取超宽松的经济刺激措施，近期再次通过7500亿欧元的欧盟复苏基金计划，刺激经济实现快速修复。然9月以来，欧洲二次疫情全面爆发，经济管控措施再度提上日程，经济复苏的步伐和幅度受到冲击，经济复苏再度放缓。本就债务危机严重的欧盟及各国政府，超宽松的经济政策将会加大赤字率和债务负担，未来主权债务危机或难以避免。

9月份前，欧洲疫情拐点已过，疫情出现明显的好转，社交隔离的严控措施陆续放松，复工复产的经济复苏陆续开展，6-8月份经济景气指数和投资信心指数均出现明显的好转，6-8月份制造业和服务业企业活动持续好转，当然上涨出现边际放缓趋势，预计3-4季度将会继续好转，欧元区三、四季度GDP将会底部反弹，呈现先强后弱的环比复苏格局。然而9月以来，欧洲疫情再度恶化，经济管控措施再度提升日程，经济复苏的步伐和幅度再度受到影响，经济复苏开始趋缓，但是整体复苏的趋势暂时不变。预计2020年欧元区GDP将会出现6.5%-7.5%的萎缩；当然因为经济自身问题，欧元区萎缩程度严重于美日等国，二次疫情将会加大欧元区经济萎缩程度，欧洲央行将会继续深化量化宽松政策，不排除再度降息的可能。英国方面，同欧元区一致，疫情进入尾声，二季度经济陷入深度衰退中，三、四季度明显好转，呈现先强后弱的复苏模式，二次疫情爆发和脱欧谈判陷入僵局则会冲击经济，复苏的步伐和幅度均会受到影响；预计英国2020年经济则会出现8%以上的负增长，英国脱欧的前景扑朔迷离，脱欧进展道阻且长，10月份将会是脱欧谈判的关键期，英国央行不排除再度降息的可能。

(一) 欧洲二次疫情全面恶化

9 月以来，欧洲二次疫情全面恶化，社交隔离措施和经济活动管控再度提上日程。西班牙方面，近期每日新冠确诊人数最高达到逾万例，累计确诊病例创西欧最高水准-超过 67 万；马德里地方政府一把手周一要求军队提供帮助，以抵抗首都新冠感染病例激增的情况。英国疫情恶化，英国每日至少新增 6000 例新冠病例，住院患者人数每八天增加一倍，检测系统的压力巨大;首相约翰逊周二鼓励英国人恢复在家工作,并将对酒吧和餐馆等场所实施新的限制措施,以遏制正在迅速加快蔓延的第二波新冠疫情。英国资深医务人员称，如果不采取紧急行动阻止疫情扩散，未来几周英国将面临呈指数级增长的死亡率，但预计约翰逊不会宣布像 3 月那样的全面封锁措施。捷克政府在夏季取消了大多数出行限制措施后，新冠疫情感染率猛增，连续两周感染率仅次于西班牙，成为新一波疫情蔓延速度第二快的欧洲国家，国家即将出台针对酒吧和公共活动更为严厉的限制措施。欧洲央行行长拉加德表示，欧洲经济反弹不确定且不平衡，需要“非常谨慎”地评估即将到来的数据，包括冠状病毒大流行的演变。欧洲二次疫情全面爆发,经济活动有再度封锁的可能,经济复苏再度趋缓,欧洲经济下行压力加大,欧元短期承压。当然，欧美经济复苏的比较优势需要重新评估。

欧洲二次疫情全面爆发，市场恐慌情绪升温，持续上涨的欧元持续回落，在欧元疫情和脱欧谈判没有明显好转的情况下，欧元短期内仍有走弱的趋势，关注 1.5 支撑位；若脱欧谈判和疫情有所好转，欧元走强趋势将会持续，仍有上探 1.2 的可能。

(二) 欧元区开启经济复苏模式 然疫情冲击再度趋缓

疫情冲击，欧元区二季度 GDP 环比折年下降 15%，略不及-14.5%的市场预期，远低于-3.1 的前值，创纪录最低水平；欧元区第二季度 GDP 季率初值下降 12.1%，基本符合预期，远不及-3.6%的前值；欧元区中，德国二季度 GDP 未季调 GDP 年率初值录得-11.7%，不及-10.7%的预期和-1.9 的前值，季调后 GDP 季率初值亦仅录得-10.1%，亦不及预期和前值。德国二季度

GDP 为 1970 年以来最低水平，疫情冲击和外需不足全面扰乱经济的正常发展。德国经济活动出现前所未有的下滑，抹去了季调后近 10 年的经济增长。受疫情封锁措施影响，家庭消费、企业投资和国际贸易均大幅下滑，法国二季度国内生产总值（GDP）环比萎缩 13.8%，创下自 1949 年有统计以来最大降幅。新冠肺炎疫情暴发以来，欧盟成员国不得不采取了较为严格的防疫措施，经济活动停滞，加大经济下行压力。随着欧洲疫情得到有效的控制，企业复工复产陆续快速推进，经济复苏持续进行，欧洲经济复苏基金计划亦会有助于欧盟各国的团结和复苏，预计三季度经济则会大幅反弹，整体呈现先强后弱的复苏模式。

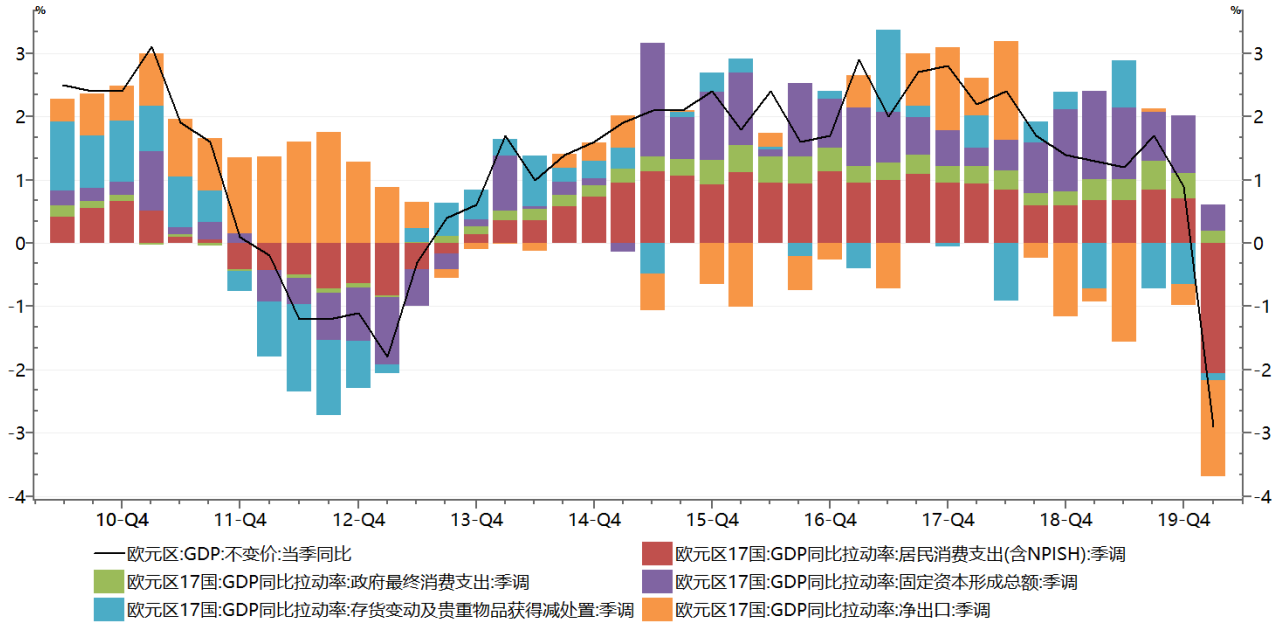

图 11 欧元区 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

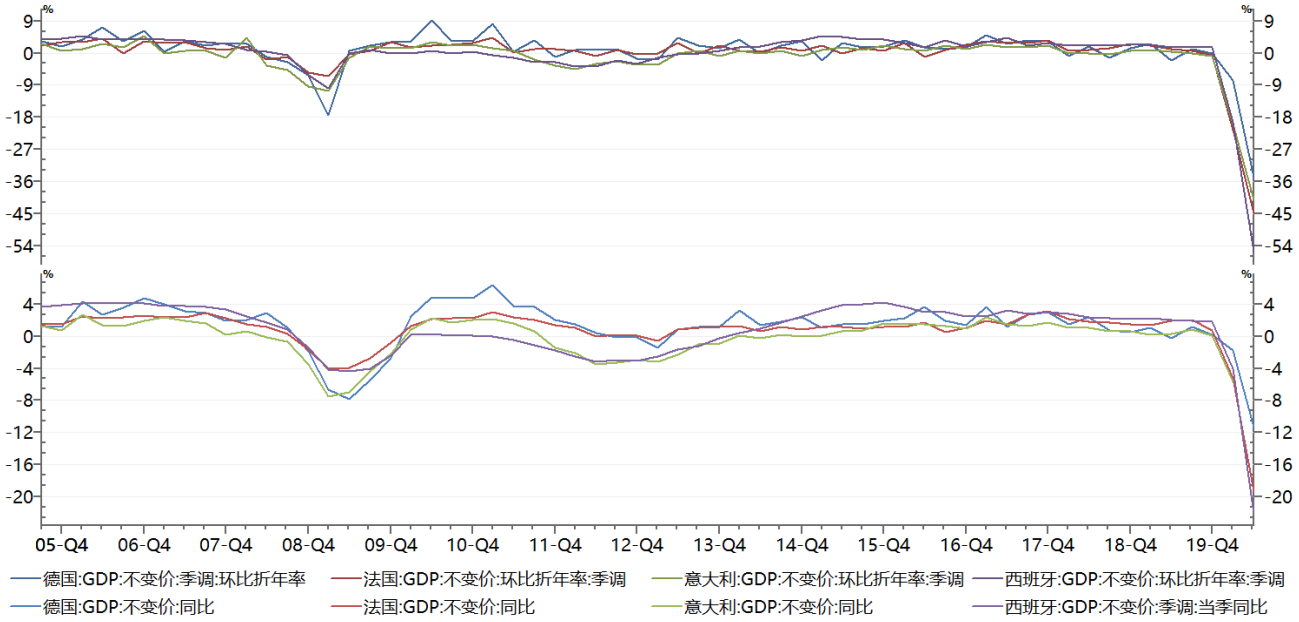

图 12 欧元区主要国家 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

欧元区疫情得到有效控制，经济活动陆续开展，经济开启弱复苏模式，当然疫情的冲击、外需的不足等诸多影响因素依然拖累欧洲经济，经济衰退难以避免，特别是二次疫情的爆发再度冲击欧元区缓慢复苏的经济，经济复苏的步伐和幅度均会受到影响。当然欧元区的经济复苏将会持续，预计欧元区三、四季度经济会出现大幅环比改善，先强后弱的强复苏模式继续。随着欧洲经济复苏的超预期表现，经合组织和世界主要投行均小幅上调欧元区经济预期，预计 2020 年欧元区 GDP 将会出现 6.5%-7.5%的萎缩。

(三) 欧元区企业活动表现分化 接下来走弱可能性大

法国、德国服务业 PMI 初步估值双双跌破 50 荣枯线，尽管当月两个国家的制造业 PMI 上升，但综合 PMI 仍远低于市场此前的预期。受此拖累，9 月欧元区服务业 PMI 也跌入了收

缩区域，目前欧元区四大经济的服务业 PMI 已均处于 50 扩张线以下。当月大大好于预期的欧元区制造业 PMI 没有完全抵消服务业的颓势，导致综合 PMI 初值也不及市场预期。9 月欧元区制造业和服务业分化趋势显著加剧。由于持续的社交限制和经济的高度不确定性，第三产业部门的复苏可能已经见顶。与此相反，制造业仍在强劲反弹（主要是德国），部分原因是出口需求改善，产出水平急剧上升，新订单有助于减缓该部门的失业速度。

欧元区 9 月制造业和服务业企业活动初值表现分化，制造业企业活动指数再度上升，而服务业企业指数因为疫情的冲击重新回到荣枯线下方，再度进入萎缩期。欧元区二次疫情的爆发对服务业企业形成的冲击已经非常明显，而制造业企业受到的影响相对较小。在病例不断增加的情况下，服务业供应商信心下降，但制造商似乎摆脱了对国内外可能进一步实施防疫限制的担忧，商品制造商的信心升至逾两年半以来的最高水平，这得益于出口需求的改善。随着二次疫情的持续恶化，欧洲经济活动管控措施再度提上日程，欧元区企业活动或再度疲弱下行。

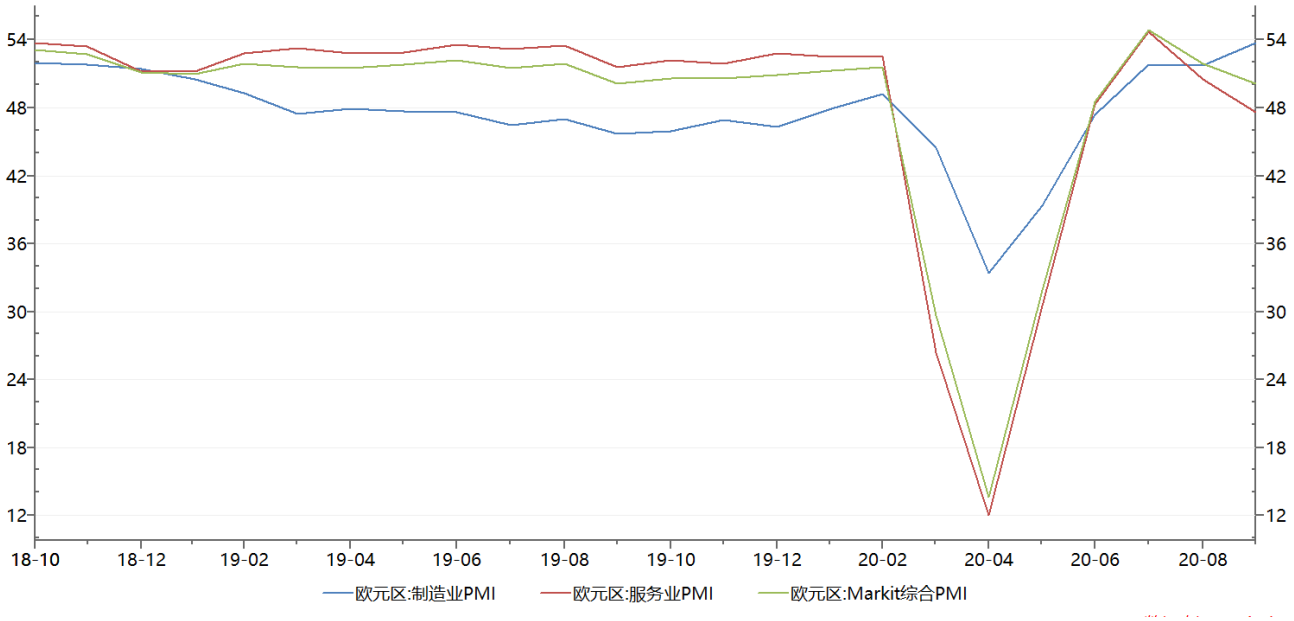

图 13 欧元区 PMI 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

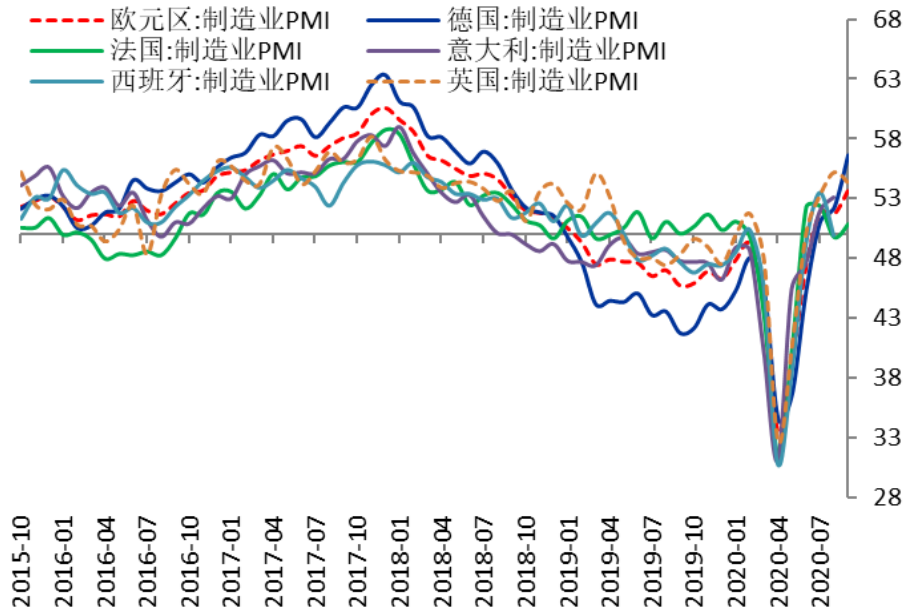

图 14 欧洲主要国家制造业 PMI 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

(四) 经济景气指数持续回暖

欧洲疫情得到有效控制，生产型和服务型企业复工复产加快，经济复苏快速推进。欧元区 4-9 月经济景气指数继续上涨，说明企业部门和消费部门对经济恢复的信心充足，当然恢复的速度边际放缓；而经济现状指数底部企稳，说明当前经济依然处于冲击后的凋零状态，距离疫情前的正常水平仍有很大的差距；通胀指数均继续边际回升，亦说明市场对经济的复苏的期望较高，信心充足。而短期利率指数出现回落，随着二次疫情爆发和欧洲央行释放的继续宽松信号，市场预计欧洲央行将会继续深化量化宽松政策，不排除继续降息的可能。整体来看，二次疫情的恶化，还没有在 ZEW 经济景气指数中体现，预计接下来的 1-2 个月将会逐步显现。

Sentix 投资信心指数方面，9 月投资信心指数继续边际好转，这与欧元区经济的持续复苏现状与预期相吻合。具体分项方面，不管是核心现状指数、机构投资者现状指数还是个人投资者现状指数，5 月份份数据均延续断崖式下滑趋势，6-9 月份持续边际好转；而核心预期指数、

机构投资者预期指数还是个人投资者预期指数继 3 月大幅下滑后，触底反弹，6 月份投资者预期指数各分项均转正，与欧元区推动复工复产有直接关系，而 7-9 月增长出现边际的放缓，这与欧洲二次疫情风险有关系、与先强后弱的复苏模式亦有关系。投资者预期指数的大幅回升，说明欧洲经济复苏进展较为明显，并且投资者信心十足，故欧元区经济前期经济复苏步伐较大，然而随着欧洲二次疫情的全面爆发，预期在接下来的 1-2 月，投资信心指数将会再度回落，对经济复苏的助力再度下滑。

新冠肺炎疫情导致消费者和各行业的信心下降,甚至在没有进行封锁之前就已经下降略高于经济学家们的预估。对未来生产和需求以及总体经济形势预期的大幅下降是经济信心数据降幅创纪录的原因。欧洲疫情出现好转后，投资预期信心持续好转，欧元区经济会出现快速的好转，进而经济现状指数亦会大幅上升，欧洲经济实质性已经触底反弹，并且反弹的时间和速度都比较快。随着二次疫情的全面爆发，经济活动管控再度提上日程，经济复苏受到冲击，复苏的步伐和幅度都将会受到影响。

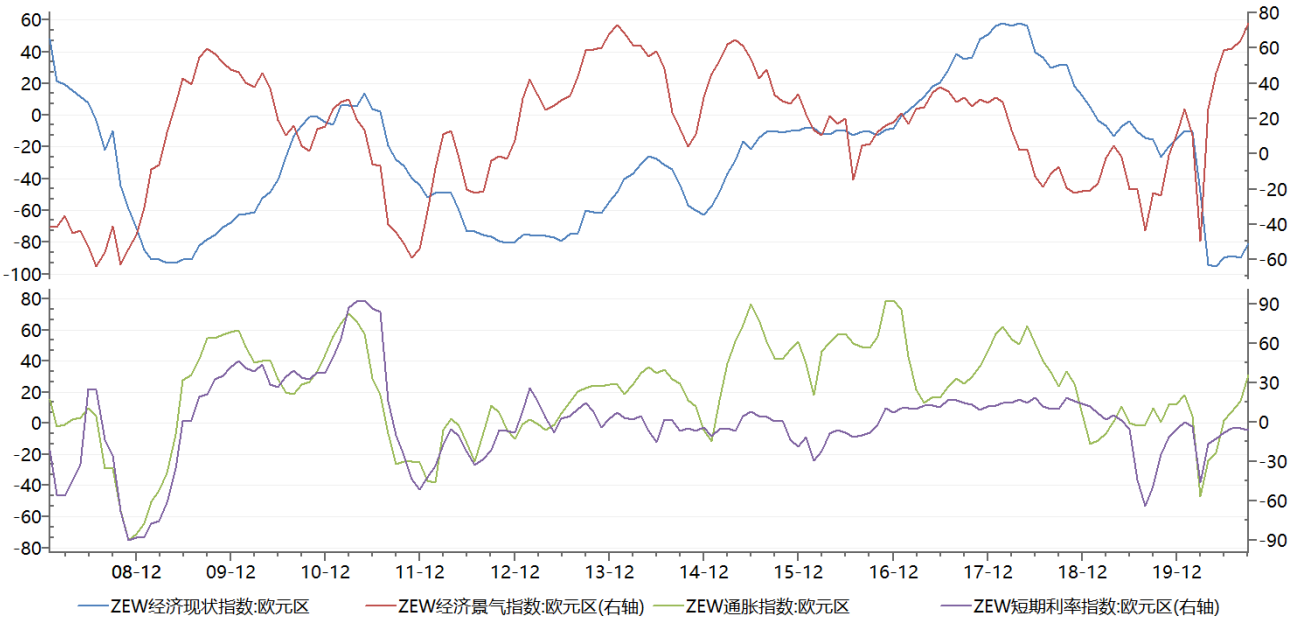

图 15 欧元区 ZEW 经济景气指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

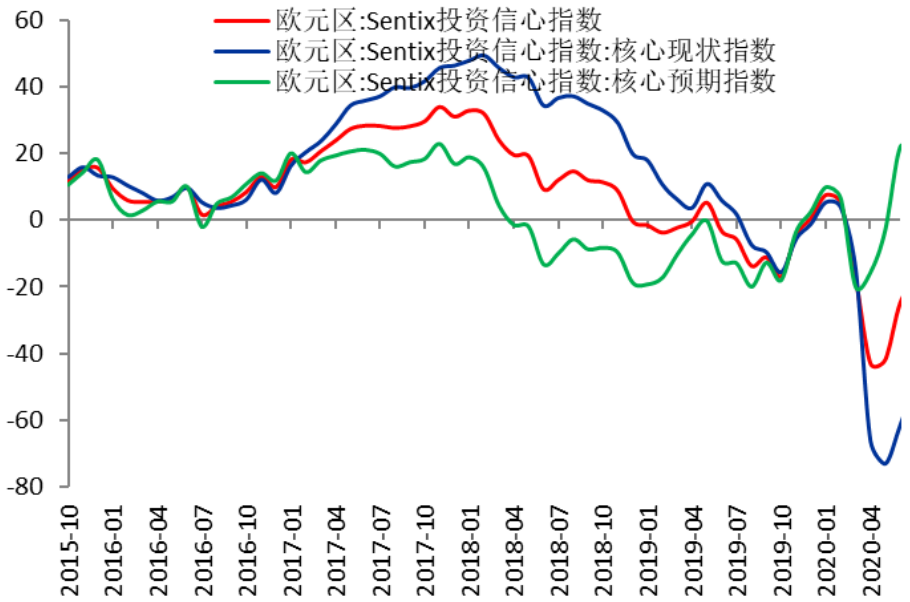

图 16 Sentix 投资信心指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

(五) 欧央行资产负债表规模创新高 宽松货币政策持续

疫情冲击下，欧洲央行实施超宽松的货币政策，持续的释放流动性，资产负债表规模大涨。欧洲央行的资产负债表规模从疫情前的 4.68 万亿欧元涨至 6.5 万亿欧元，刷新历史新高，当前欧洲央行资产负债规模已经相当于欧元区 GDP 总量的 63.6%，远高于美联储资产负债占美国 GDP 总量 36.3%的水平。在欧洲央行 9 月货币政策会议上，欧洲央行宣布维持三大关键利率不变，主要利率将继续维持在当前或更低水平，直至通胀前景稳固地转向充分接近但低于 2%的水平。欧洲央行行长拉加德表示，必须监控欧元汇率大涨对通胀的影响，但她没有发出任何迫切需要调整货币政策的信号。在负利率长期存在且进一步下调可能性微乎其微的情况下，预计欧洲央行将在可预见的未来持续实施宽松货币政策，资产购买计划和使用贷款工具仍将是首选。

欧洲经济复苏明显，上调 2020 年 GDP 增速预期，然鉴于疫情演变的不确定性，欧洲央行继续将前景风险定性为倾向于下行，二次疫情的影响明显。随着二次疫情的恶化，欧元区经济仍面临严重威胁，债务升高、银行盈利能力减弱以及市场脆弱性将继续给欧元区蒙上阴影，欧洲央行将会继续深化量化宽松政策，在未来不排除再度降息的可能。

在法德提出的欧盟复苏基金计划受到奥地利、丹麦和荷兰等北欧经济体的反对后，欧盟委员会提出 7500 亿欧元一揽子刺激方案，以支持陷入困境的意大利、西班牙等南欧国家。几经曲折，欧盟领导人终于就规模 7500 亿欧元的复苏基金达成协议，实现联合发债协议。经济复苏计划总金额 7500 亿欧元，其中 3900 亿欧元为补贴；3600 亿欧元为贷款形式，由成员国自行决定是否采用。该协议的通过说明欧洲领导人的团结和经济复苏的必然性，全球化治理危机有所缓解。

7500 亿欧元复苏基金亦是共同债券的意义，远超越其资金量本身以及资金的分配问题。欧盟以及欧元面临的问题是，在各国采用欧元后，意大利这种竞争力弱的国家，失去了以货币贬值增强出口竞争力的选择，德国却在享受相对其较强的国家竞争力而言大幅低估的欧元汇率。但是，欧盟内却没有用于纠正这种内部成员国间扭曲效果的财政转移制度，因为欧盟建立之初并未建立“财政联盟”。即当前只是货币联盟，而不是货币、财政联盟的统一体；这就是欧盟的困境，货币联盟不是财政联盟，一旦面临较大压力，欧盟尤其是欧元区，便面临解体风险，尤其是在欧债危机对欧元及欧盟的治理形成较大的冲击。此次在新冠疫情导致的更严重的压力威胁下，欧盟尤其是此前极为保守的德国转为支持发行欧盟共同偿还债券，实际上是为欧盟迈向财政联盟从而克服困境，迈出了历史性关键的一步，也令长期以来压制欧元的欧盟解体风险显著降低。

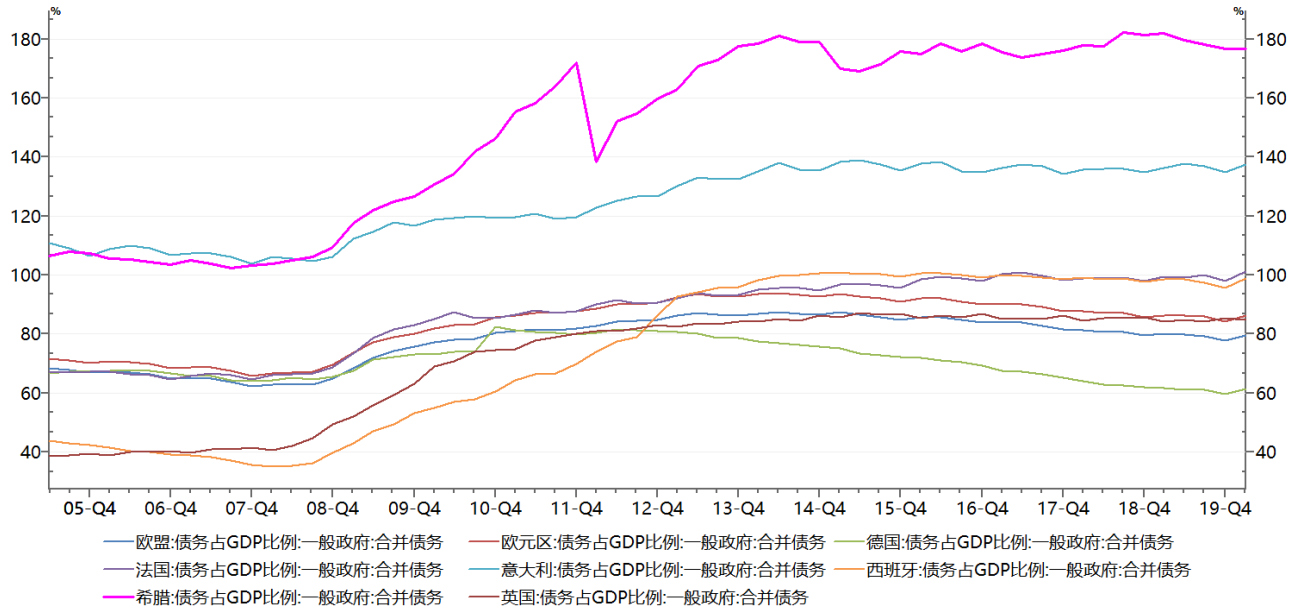

图 17 欧洲主要国家债务占 GDP 比例走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

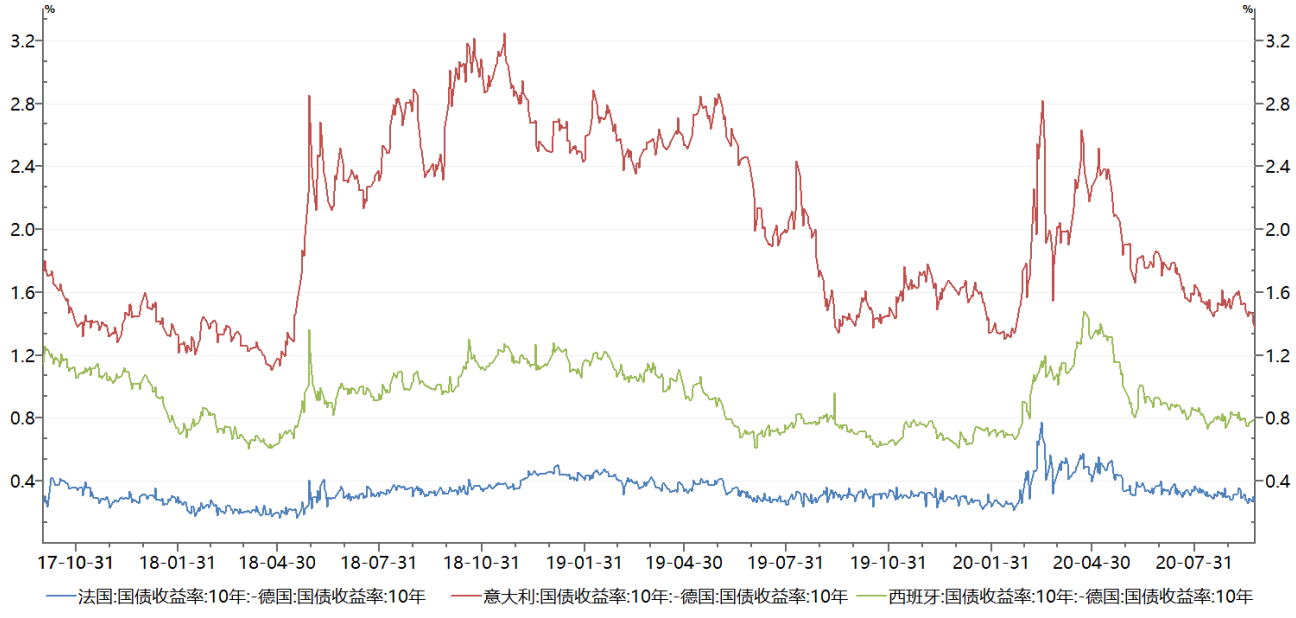

图 18 欧元区主要国家国债收益率走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

(六) 英国企业活动快速复苏

继英国 4 月制造业、服务业 PMI 和综合 PMI 均刷新历史新低以来，英国 6 月制造业 PMI 重回 50 荣枯线上方，7-8 月制造业 PMI 更是升至近两年来新高；7 月服务业 PMI 录得 56.6，8 月服务业更是大幅升至 60.1，刷新六年高位；9 月份则出现小幅回调，一方面是企业活动持续复苏后的边际走弱影响，另一方面则是二次疫情的影响，预计接下来的几个月将会继续走弱。防控疫情措施解封后消费需求的释放是推动英国经济复苏的主要动力，8 月英国各行业的新订单增长速度为 2013 年以来最快，说明英国企业活动大幅好转，持续复苏，当然也要认识到，PMI 数据的好转代表的是环比的改善，企业活动相较于疫情前的水平仍有较大的差距，仍需较长的时间进行修复。当然即便 8 月表现良好，但根据其他国家的经验，随着重新开放经济的最初提振效应逐渐消退，8 月英国综合 PMI 很可能是该指数的峰值，叠加二次疫情的影响，接下来将会逐步的走弱。

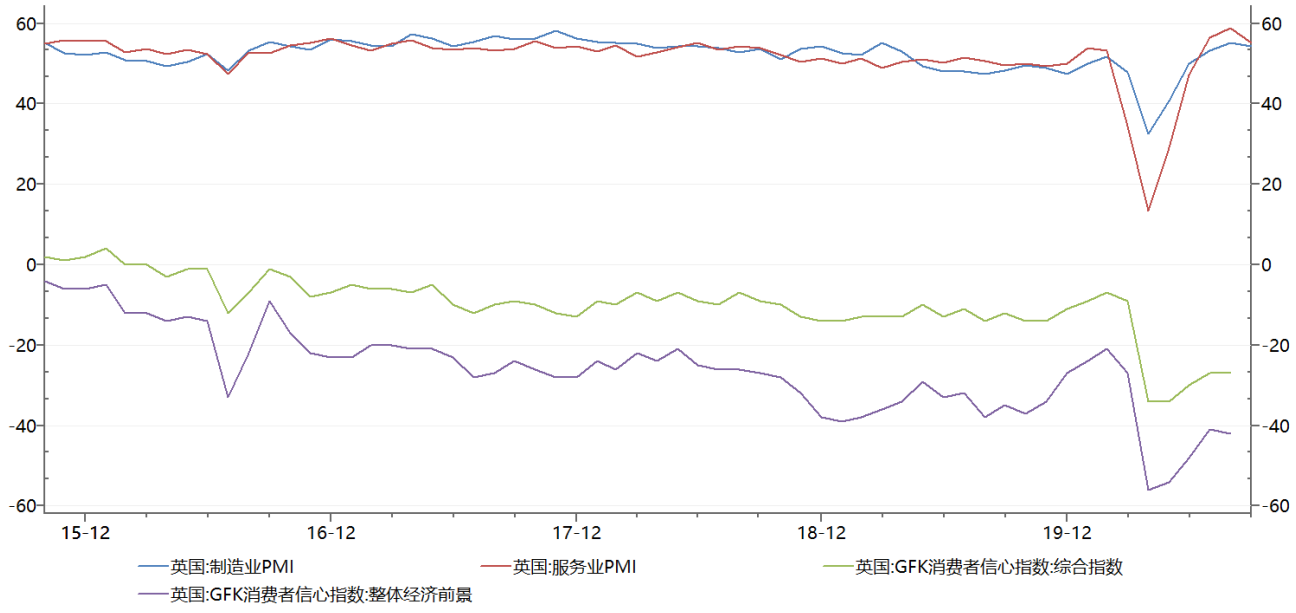

图 19 英国 PMI 与消费者信心指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

(七) 疫情和脱欧双重冲击 英国经济复苏缓慢

3 月中下旬英国疫情爆发以来，制造业和服务业等各领域均陷入停滞，对经济的冲击非常严重；3 月时新冠疫情开始影响英国，英国 2020 年一季度的 GDP 下降了 2.2%；二季度 GDP 暴跌，二季度 GDP 环比折年率暴跌 20.4%，是 1955 年有记录以来的最大 GDP 环比跌幅；同比方面，英国二季度 GDP 同比暴跌 21.7%，远高于-1.7%的前值，英国 11 年后再次正式进入衰退，亦成为发达国家中衰退程度最为严重的国家。3 月新冠疫情影响英国后，英国政府迟迟不愿采取封锁、隔离等措施，直到疫情变得严峻，之后也比其他国家更晚放松各项管制，因此英国经济受到的冲击亦非常严重。英国 7 月 GDP 比 4 月份的低谷高出 18%，比 2019 年第四季度的水平低 11.5%。消费在夏季持续复苏，目前总体水平接近年初水平，强于 8 月份报告中的预期；投资意愿仍然非常弱，企业的不确定性上升。英国央行工作人员预计，2020 年第三季度整体 GDP 将比 2019 年第四季度低 7%左右，不像 8 月份报告中预期的那么疲软。

随着疫情的有效控制，英国经济亦进入强复苏模式，特别是企业活动的持续回暖更是支撑了英国经济的复苏，信心指数亦出现明显的底部企稳上升，供给端、需求端、投资以及通胀均有了明显的回暖迹象，从而拉动经济快速复苏。然而二次疫情的爆发，约翰逊再度加大经济活动管控力度，经济复苏的步伐和幅度受到冲击，然经济复苏的整体趋势不变，预计英国三季度经济依然会出现两位数的环比增长，同比方面亦会大幅好转；2020 年，因为疫情和脱欧的冲击，英国经济或出现 8%-10%的萎缩。

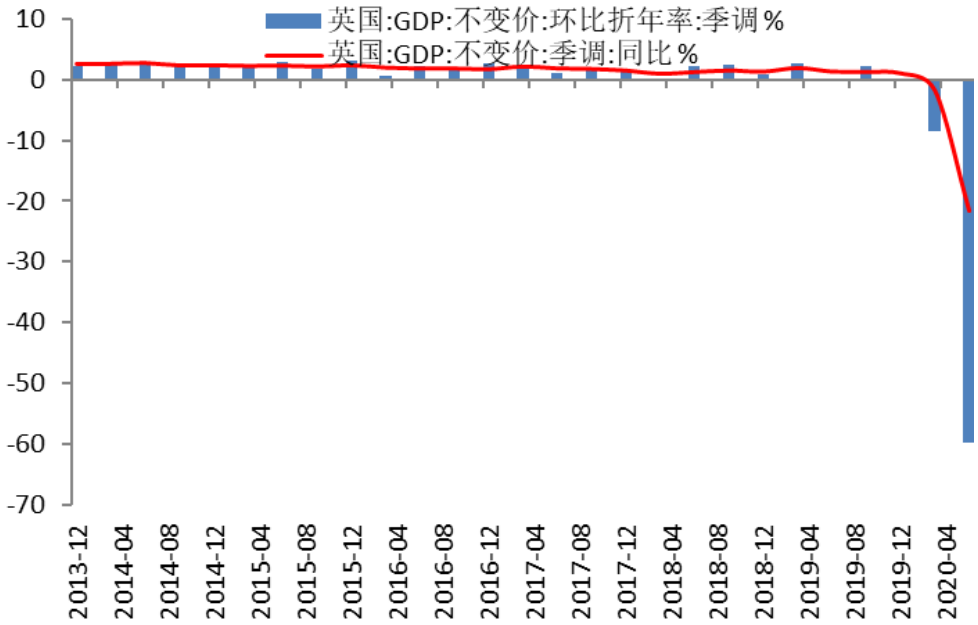

图 20 英国 GDP 同比与季调环比折年率

数据来源：Wind、方正中期研究院

(八) 二次疫情和脱欧困境影响下 英国不排除使用负利率的可能

自新冠肺炎疫情全球大流行以来，继 3 月 10 日英央行紧急降息 50BP 后，3 月 19 日英国央行再度紧急降息 15BP 至 0.1%,随后将英国国债和企业债持有规模不断增加至 7450 亿英镑，以支持英国经济应对疫情冲击，帮助经济复苏。英国 9 月议息会议方面，货币政策委员会一致投票维持银行利率在 0.1%不变，并一致投票决定继续其现有的英国政府债券购买计划和英镑非金融投资级公司债券购买计划， 总购买目标维持在 7450 亿英镑不变；英国央行货币政策委员会制定货币政策以达到 2%的通胀目标，并以有助于维持经济增长和就业的方式进行。在这种情况下，其目前面临的挑战是应对新冠疫情所带来的的经济和金融影响。

今年，英国宣布首次以负收益率发行债券，债务管理办公室发行了 37.5 亿英镑 2023 年到期的债券，收益率为-0.003%，负利率债券的发行暗示负利率政策实施的可能性大增；英国五年期国债收益率跌穿零，为历史上首次；英国是欧洲疫情最严重的地区之一，脱欧乱局持续。

近期，英国央行行长贝利表示，认真评估了进一步降息的空间，负利率也是工具之一；虽然疫情复发令经济下行风险加大，但央行并不会立即出台负利率政策。疫情冲击，脱欧乱局持续，硬脱欧风险持续加大，英国经济深度衰退难以避免，英国央行会加码和维持量化宽松政策，刺激经济逐步回暖，英国央行评估负利率的可行性和实施路径释放使用负利率政策的可能，故英国使用负利率的可能性依然存在。



图 21 英国利率、国债收益率与英镑

数据来源：Wind、方正中期研究院

(九) 英国硬脱欧风险大增

因为疫情影响，英国在上半年的脱欧谈判计划数次被延迟，脱欧谈判艰难给市场一种悲观的预期。6 月 12 日，英国错过了提交请求推迟脱欧过渡期的最后时间窗口，这意味这此后谈判无论进展如何，年底都将是英国正式在法理上与欧盟划清界限的时间节点。如果英国与欧盟

的脱欧谈判无法在规定的期限内完成,那么英国和欧盟的贸易往来将会回到WTO框架下进行,届时对于英国和欧盟的贸易将会产生较为严重的冲击;但是如果英国和欧盟的谈判进展顺利,实现了协议脱欧,自由贸易谈判亦取得进展,那么英国和欧盟的贸易往来影响不大,英国和欧盟可以实现双赢。

9月初,英国政府公布了即将推行的《英国内部市场法案》的内容,以确保英国脱欧过渡期结束后,北爱尔兰的商品能够继续不受限制地进入英国其他地区的市场。内部市场法案的出台,让英国越过了应当遵守的已经在今年1月同欧盟签署的英国脱欧协议中有关北爱特殊安排的《北爱尔兰议定书》的内容。约翰逊向议会提交他试图改写脱欧协议的提案,这激起了国会议员的更大反对声浪并招致前首相以及欧盟领导人的严厉批评。约翰逊的这项提案将允许英国单方面推翻与欧盟签署的脱欧协议的部分内容,作为政府内部市场法案的一部分,将在下议院进行辩论并投票。欧盟已经发出威胁,如果约翰逊月底前不放弃相关主张,欧盟将对此采取法律行动。若该法案通过,则硬脱欧风险将会大增。英国脱欧谈判之路道阻且长,10月份将会出现明显的倾向,届时对经济和英镑的影响会比较明显。

六、 疫情与外贸拖累日本经济 菅义伟新首相将延续当前经济政策

日本疫情爆发时间早于欧美等国，日本政府的严格防控使得日本疫情短时间内得到了有效控制，然而 4 月份再次呈现爆发的趋势，全国进入紧急状态。虽然 5 月份中下旬日本疫情出现明显好转，但是三季度以来日本疫情再度严重，冲击经济复苏步伐。疫情大流行背景下，东京奥运会不得不延期一年举办，对经济和信心的影响较为明显。安倍首相因为身体原因意外辞职，菅义伟当选新一任首相，政治风险将会影响消费者和投资者信心。全球疫情持续恶化背景下，有效需求不足，以贸易导向性为核心的日本经济受到外贸的冲击，这对日本经济的影响亦较为严重。

疫情冲击下，日本企业活动指数出现断崖式下滑，6-8 月份制造业和服务业虽边际好转但是依然处于萎缩中，内需不足表现的尤为突出。以贸易导向性为核心的日本经济，进出口持续受到疫情的冲击，特别是出口受全球需求不足的打击，严重拖累日本经济，成为日本二季度经济深度衰退的核心拖累因素之一。另外，日本 4 月消费者信心指数刷新历史新低，虽然 5-7 月份数据出现低位反弹，8 月再度趋缓，消费者信心依然不足，内需和外需不足严重制约着经济的复苏。日本央行和政府采取超宽松 QE 措施以减缓经济的大幅下滑的幅度，预计超宽松的经济政策将会持续。故在内外需严重不足的拖累下，日本二季度 GDP 刷新历史新低亦符合预期。当前，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，内需不足亦严重制约日本经济，日本经济下降幅度亦较大，世界主要投行关于日本预期经济空间为-5%--7%之间，我们认为 2020 年日本 GDP 将会出现 5%-6%的萎缩。

(一) 日本二季度 GDP 刷新历史新低 内外需成为核心拖累因素

受新冠疫情反复的影响，二季度日本实际 GDP 环比下降 7.8%，按年率计算则环比折年率

为下降 27.8%，刷新历史新低；至此，日本经济已连续三个季度下滑，经济陷入深度衰退中，并且难以在短时间内恢复到疫情前的水平。受疫情和全国实施紧急状态影响，二季度日本内需大幅下滑，对经济增长的贡献为-4.8%；其中，占日本经济比重一半以上的个人消费环比下降 8.2%，成为拖累经济的主要因素；企业设备投资下降 1.5%。外需疲软也是拖累经济的重要因素，日本出口环比下降 18.5%，进口环比下降 0.5%，净出口对经济增长的贡献为-3.0%；旅游方面，访日外国游客人数不及上年同期的 1%。日本二季度 GDP 刷新历史新低，内需和外需的不足为核心影响因素，随着疫情的有效管控，内需则会逐步的恢复回暖，而全球有效需求依然不足会制约外需的回暖，故外需依然是日本经济的核心风险点之一，预计日本经济将会迎来先强后弱的复苏模式，但是复苏的程度亦弱于欧洲。

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，内需不足亦严重制约日本经济，日本经济下降幅度亦较大，世界主要投行关于日本预期经济空间为-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。

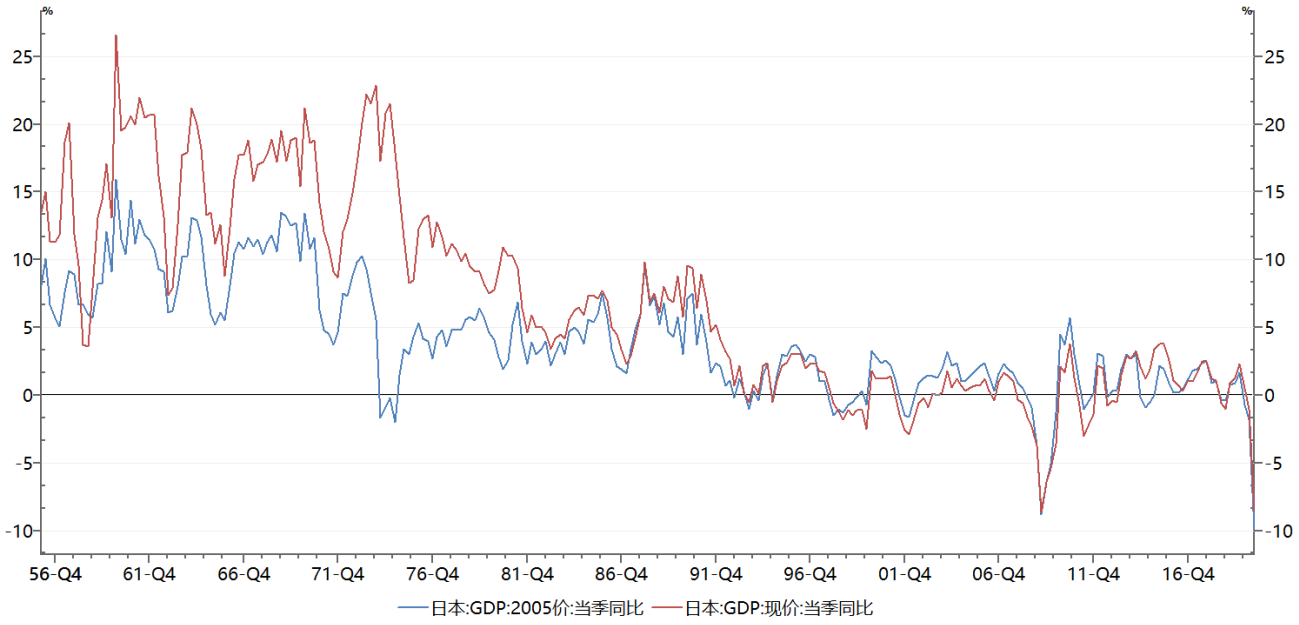

图 22 日本 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

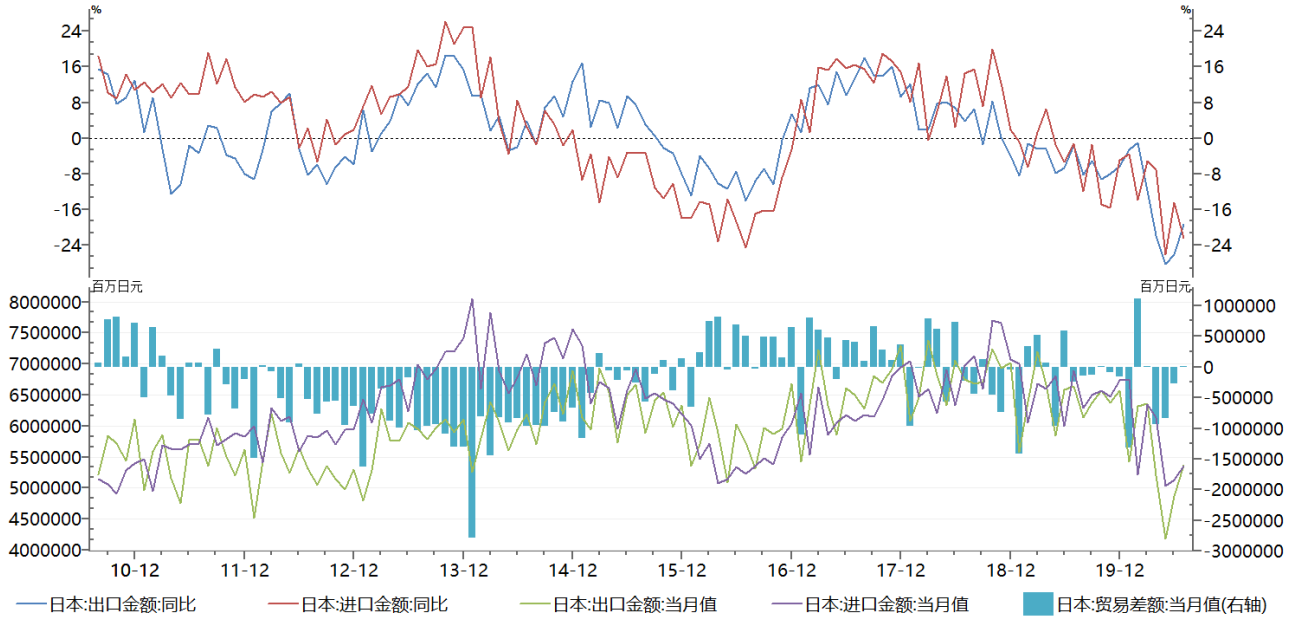

图 23 日本进出口走势与预测

数据来源：Wind、方正中期研究院

(二) 安倍突然卸任 菅义伟如期当选新首相

疫情冲击使得日本经济陷入深度衰退之际，日本政府抗疫不力对疫情的蔓延和经济的衰退均负有一定的责任，首相安倍晋三因自身健康问题突然宣布辞职，对日元形成冲击，随着，日本内阁官房长官菅义伟在 9 月 14 日举行的自民党总裁选举中获胜，在 9 月 16 日的临时国会上当选为新的日本首相，疫情的防控和经济的复苏问题将会是菅义伟当选后迫切解决的问题，。菅义伟外交核心思路，建设稳定的中日关系，在两国敏感问题上保持冷静克制，在中美之间寻找战略平衡，故菅义伟对华政策是相对中性的，中日之间的地缘矛盾有望弱化；货币政策方面，菅义伟将会沿用安倍经济学框架，保持货币政策的相对稳定性，超宽松的货币政策将会持续；

而财政政策方面则会表现的相对比较积极，特别是抗击新冠疫情将会成为其核心发力点，进而稳定就业、社会和经济。菅义伟将会延续安倍经济框架，故菅义伟当选后，日元和美元指数均变化不大。当前，疫情依然严重，日本经济深度衰退，避险情绪将会持续笼罩市场，故依然看涨具有避险属性的日元。

(三) 日本不断加码经济政策宽松力度

日本央行最新货币政策会议方面，日本新首相菅义伟上台后，日本央行召开首次议息会议，宣布继续保持目前的货币政策宽松力度，维持利率水平不变，将通过购买长期国债，使长期利率维持在零左右。同时，央行将维持为应对新冠疫情而采取的各种宽松政策，支持企业融资，通过购买资产维护金融市场稳定。日本央行必须比以往任何时候都更加警惕不断恶化的经济将如何影响金融体系的稳定。整体鸽派基调持续，超宽松的货币政策持续，若疫情持续恶化，日本央行则会采取进一步的行动。

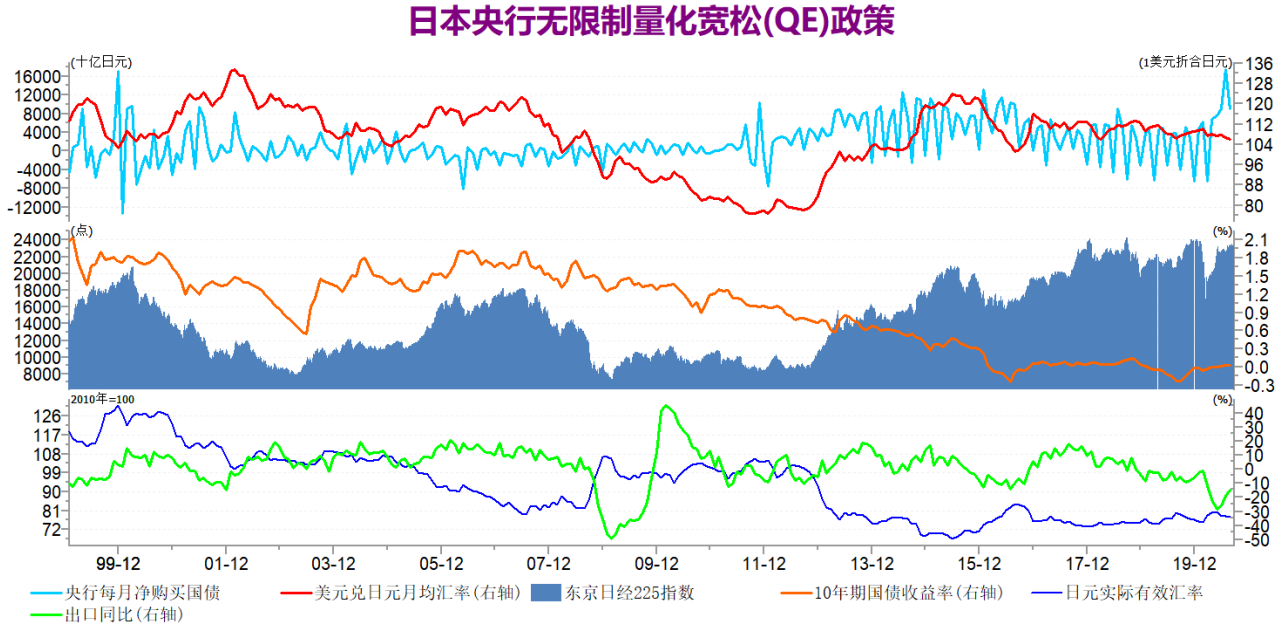

图 24 日本无限量 QE 政策

数据来源：Wind、方正中期研究院

经济政策方面，5 月份，日本政府通过 2020 年度的第二次补充预算，此举将使得安倍政府先后投入抗击疫情和推动经济复苏相关的预算规模超 234 万亿日元，日本在疫情期间实施的经济救助规模将占去年 GDP 总额的约 40%。6 月份，日本议会通过规模创纪录的 31.9 万亿日元追加预算案，将为在困境中挣扎的企业提供融资支持。日本的财政刺激政策的规模是史无前例的，将会继续刺激经济复苏。疫情冲击和全球需求不足背景下，日本经济低迷将会持续，日本政府将会维持超宽松的财政政策，仍有进一步加大刺激措施的可能。

(四) 日本企业活动持续低迷 经济复苏动力不足

最新数据显示，日本 9 月制造业 PMI 初值录得 47.3，持平前值；服务业活动略有改善，服务业 PMI 初值录得 45.6，略高于 45 的前值，收缩速度为七个月来最低。欧美疫情出现好转迹象进而放松经济管控措施后，企业活动均进入快速的扩张阶段，企业活动复苏非常明显，而日本企业活动虽然收缩速度出现下降，但是依然处于收缩阶段没有出现扩张好转的迹象，日本企业活动依然处于萎缩中。PMI 数据背后，是整个供应链的疲弱，疫情影响需求是近因，但早在疫情之前，动荡便已经开始，产能过剩阴影笼罩，贸易摩擦此起彼伏。私营部门产出下滑，令制造业 PMI 指数整体承压，亦为第三季度经济疲软设定基调，日本经济在未来数月或将面临挑战。细分数据显示，9 月新订单继续下滑，反映出需求疲弱，符合空余产能数据显示的状况。

日本制造业和服务业企业活动虽然出现边际的好转迹象，但是整体依然处于萎缩状态，经济增长动力不足，二次疫情风险显现，外需不足，日本企业活动将会再度受到冲击。然经济复苏的趋势依然不变，预计日本三四季度经济将会持续的好转。

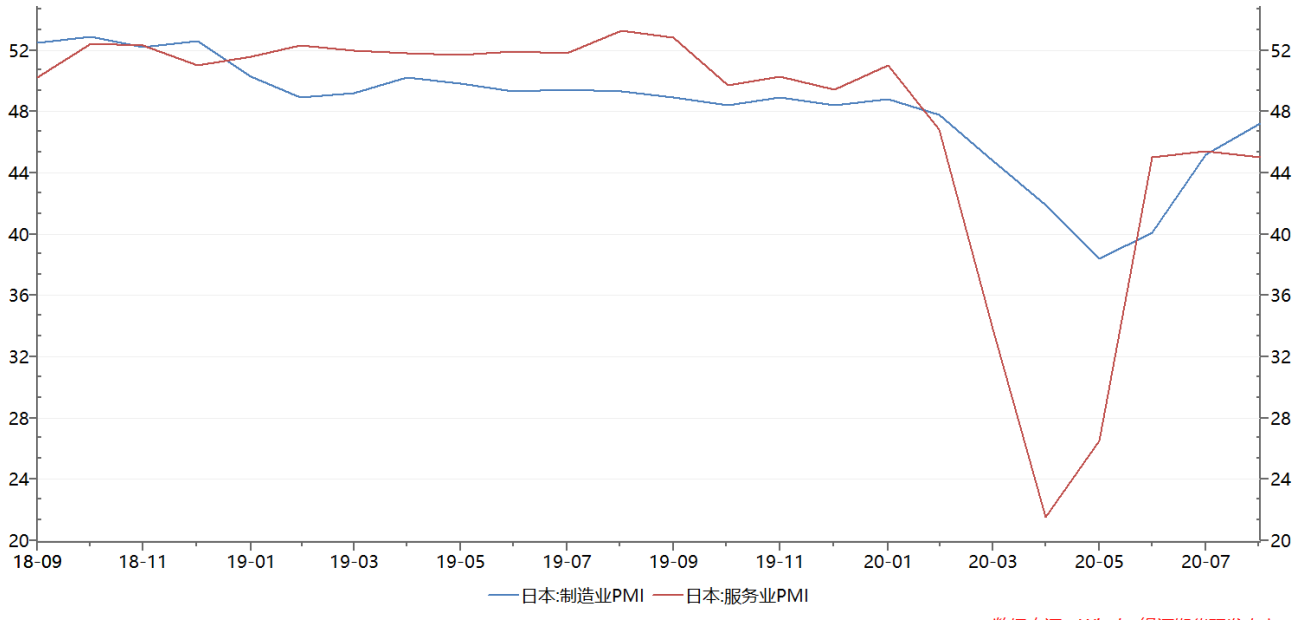

图 25 日本制造业和服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期研究院

（四）日本消费者信心指数复苏动力不足

受新冠肺炎疫情及社交隔离政策的影响，日本消费者信心大幅恶化，触及纪录低点。4 月消费者信心指数暴跌至 21.6，5-7 月数据虽然出现边际好转，但是依然较低，8 月数据再度小幅走弱，说明消费者信心依然不足，这受累于疫情的影响、外贸需求的不足以及消费税提升的负面影响。具体分项来看，就业、整体生活、耐用品购买意愿和收入增长信心指数分项断崖式下降后均出现反转回调，但是和疫情前的水平仍有很大的差距，并且回调的速度边际减缓。在消费者信心指数大幅下滑的背景下，日本 4-6 月份实际消费水平出现断崖式下滑，经济大幅下滑相吻合。随着日本社交隔离政策的放松，5-8 月份日本消费者信心指数底部反弹，反弹幅度相对有限，对经济的信心依然不足。具体分项而言，就业、整体生活、耐用品购买意愿和收入增长信心指数分项出现断崖式下滑后，均出现小幅反弹的迹象。随着安倍首相的意外辞职和菅义

伟的当选，叠加二次疫情导致全球需求再度下降，日本消费者信心指数复苏动力不足，预计将会再度小幅走弱。

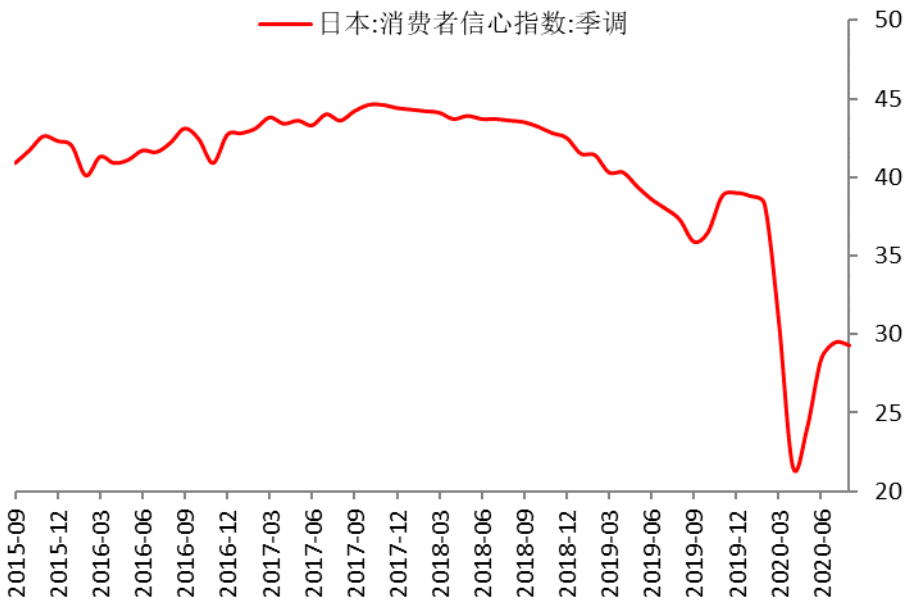

图 26 日本消费者信心指数走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

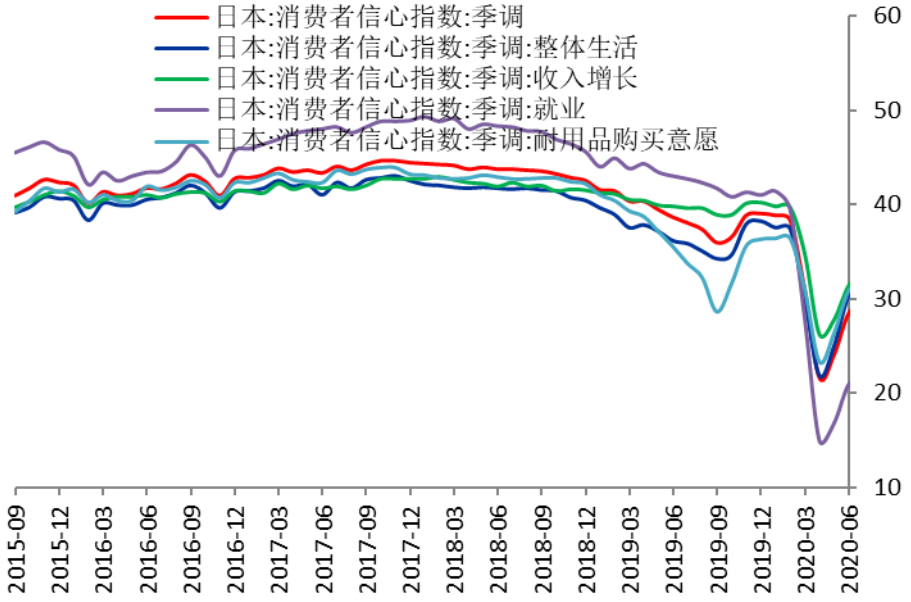

图 27 日本消费者信息指数分项走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

七、 新兴市场国家疫情依然严重 经济复苏分化严重

新兴市场方面，新冠肺炎疫情的恶化依然是最大的风险点。9 月以来，巴西、印度和南非的疫情依然严重，特别是印度的疫情完全陷入失控的状态，俄罗斯疫情有好转的迹象。作为老牌强国的俄罗斯可以借助辽阔的地域环境和先进的医疗技术和医疗资源，应对疫情，并且俄罗斯率先推出第一款疫苗大幅缓解市场恐慌情绪；而印度、巴西和南非以及整个非洲医疗技术和医疗资源都较为匮乏，政府当局难以做出有效的应对措施，疫情大面积蔓延，短时间内将会难以有效控制；特别是印度，接近 13 亿的人口大国，医疗技术和平均医疗资源都难以满足疫情的需要，印度连续一个月的新增确诊人数接近 9 万人，累积确诊人数已经接近 600 万，稳居全球第二位，在 40-50 天内超过美国，成为累积确诊人数排名世界第一位的国家可能性非常大；而巴西政府疫情防控措施不力，导致疫情大范围蔓延，整个国家疫情亦处于失控的状态。新兴市场疫情的大爆发对于本国经济的冲击将会比欧美发达国家更为严重，疫情的防控救助将会更加艰难，对经济的冲击亦会非常严重。

在疫情冲击下，新兴市场二季度经济均会出现创纪录的萎缩，三季度继续受到疫情冲击，经济复苏进展缓慢。印度 4 月制造业和服务业 PMI 跌入个位数，刷新 PMI 数据历史新低，虽然 5-8 月份数据有低位反弹的趋势，甚至 8 月制造业数据升至荣枯线上方，但是制造业危机和服务业危机依然严重，经济陷入停滞中，印度疫情愈发严重，三季度经济复苏乏力，2020 年 GDP 将会出现 10%以上的负增长，不排除有进一步扩大跌幅的可能；巴西疫情失控，但是有好转的迹象，巴西失控的疫情对经济的冲击将会使难以想象的，三季度经济复苏依然乏力，但是会优于印度弱于俄罗斯，2020 年则会出现 6%-8%的萎缩；俄罗斯方面，疫情得到有效的管控，新增确诊人数持续减少，经济复苏进展陆续加快，预计俄罗斯三季度经济则会快速的修复，2020 年则会出现 6%-8%的萎缩；南非经济已经陷入深度衰退中，疫情的影响则会使其衰退程

度加深，南非二季度经济将会出现51%的环比折年率负增长，三季度经济继续受到疫情的冲击而复苏缓慢，2020年GDP会出现10%以上的萎缩。

整体来看，因为疫情的发展与防控情况的差异，新兴市场国家经济复苏将会出现较大的分化，印度和南非经济将会因为疫情的持续恶化而表现最差，俄罗斯因为疫情防控的有效性则会表现最好，巴西经济表现亦会比较差，但是其复苏进展会快于印度和南非。

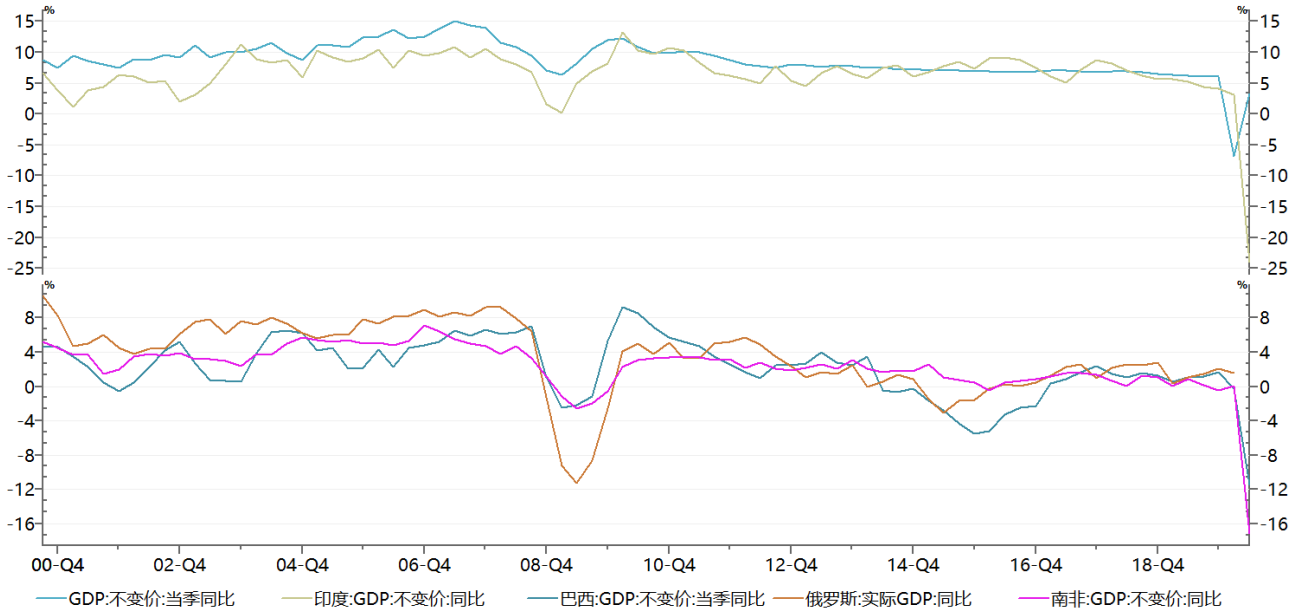

图 28 新兴市场国家GDP走势

数据来源：Wind、方正中期研究院



图 29 印度利率、国债收益率与卢比

数据来源：Wind、方正中期研究院

八、 全球宏观策略及资产配置分析

2020 年 9 月份，全球新冠肺炎疫情仍然没有明显好转的趋势，印度疫情失控，欧洲二次疫情全面爆发。欧洲二次疫情全面爆发，经济管控再度提上日程；美国疫情失控持续冲击经济，近期亦出现边际好转迹象，经济复苏将会陆续加快；印度、巴西、俄罗斯等新兴市场疫情严重，特别是印度和巴西，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。

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，经济均出现断崖式下滑。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，下半年将会持续好转，2020 年将会成为核心经济体中经济唯一正增长的国家；欧洲疫情进入

尾声，经济修复全面开启，三季度 GDP 会出现明显的上涨，整体会呈现先强后弱的复苏格局，二次疫情爆发，经济复苏的步伐和幅度均会受到影响；美国因为疫情恶化再度面临经济复苏缓慢的冲击，美国经济复苏晚于中欧，然美国经济韧性较强，复苏表现超预期，三季度将会出现20%以上的环比表现，四季度环比回落，同比方面则会表现出复苏缓慢的进程；日本方面亦进入复苏阶段，然全球疫情导致需求不足，严重拖累日本的进出口贸易，内需不足亦严重制约日本经济，日本经济复苏程度有限；新兴市场国家经济复苏将会出现较大的分化，印度和南非经济将会因为疫情的持续恶化而表现最差，俄罗斯因为疫情防控的有效性则会表现最好，巴西经济表现亦会比较差，但是其复苏进展会快于印度。

全球 2020 年经济深度衰退难以避免，美欧日经济的衰退幅度要大于全球经济衰退幅度，预计会出现 4%-7%的负增长，中国经济亦大幅下滑，但是会录得 2%-3%的正增长。新兴市场经济亦会大幅下降，印度经济因疫情失控将会出现 10%以上的负增长，俄罗斯则会出现 6%-8%的负增长，巴西因为疫情失控或出现 7%的负增长，南非已经陷入深度衰退中，疫情的影响则会使其衰退程度加深。2021 年全球经济则会迎来大反弹。

经济衰退和超宽松 QE 背景下，资产配置机会依然较为明显。外汇方面，灰犀牛和黑天鹅风险再度集中爆发，市场风险偏好持续低迷，美欧股市集体大幅下挫，避险情绪高涨，持续底部震荡调整的美元指数，在流动性和避险需求的推动下强势拉涨至 94 上方。短期内，美元指数仍有上涨趋势，95 将是强阻力位。长期来看，超宽松货币政策和财政政策冲击美元信用体系、超低利率和新的货币政策框架，美国经济基本面的相对弱势，疫苗的问世将会增加市场风险偏好，美元震荡偏弱的趋势依旧，将会在 90-95 区间震荡走弱，2021 年不排除跌破 90 的可能。在诸多风险点以及全球量化宽松背景下，避险黄金仍有上涨空间，短期的深度回调正是买入的良机。欧洲疫情恶化，全球需求不足，叠加美元指数的反弹，前期持续上涨的有色板块持续走弱，下游的反馈来看，旺季不旺可能性似乎更大，有色板块整体调整，仍有回落趋势，但

是下行空间有限，回落将迎来买入机会，整体依然呈现明显的宽幅震荡走势，适合区间内高抛低吸操作，且依基本面的差异，强弱走势也可能继续有所分化。全球需求不足，供给端趋紧的弱化，原油价格再度震荡走弱，在全球有效需求改善前，原油价格的涨幅相对有限，但是整体上涨趋势不变，2021 年原油价格回到至 50-60 美元区间的可能性依然较大。

整体来看，2020 年 10-12 月，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环比复苏模式，同比则会逐步的进行修复，美欧日以及新兴市场经济因疫情和其他核心因素表现分化，欧美等主要央行将会深化量化宽松政策。当前，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出冲击经济。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，避险资产仍有上涨空间，大宗商品及股市等风险资产维持区间震荡走势，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。

行方正 以致远

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

联系方式:

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 楼

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-68578010、68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037