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7月31日星期五

“灰犀牛”风险点冲击依旧 美欧经济复苏分化

——2020 年 7 月全球宏观经济月报

摘要

2020 年 7 月份，全球新冠肺炎疫情仍然没有好转的迹象。中欧疫情得到有效控制，但是局部的二次疫情风险仍存；美国疫情失控，经济再度面临停滞风险；巴西、印度、俄罗斯等新兴市场疫情严重，特别是巴西和印度，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，经济冲击依然存在且严重。美国疫情失控，美国政府继续加大舆论攻势将其疫情失控的责任甩锅，中美、美欧等贸易争端和地缘政治风险严重；未来，以邻为壑转嫁危机的全球贸易争端和地缘政治风险会愈演愈烈，逆全球化趋势更加明显。

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，经济深度衰退难以避免。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；欧洲疫情进入尾声，经济修复已经开始，修复的速度也会比较快，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；美国因为疫情恶化再度面临经济停滞的危机，并且美国肆意引发的地缘政治和贸易争端均会冲击美国经济的复苏速度，故美国经济修复再度受到冲击，修复的速度和幅度均不及欧洲，三季度或出现小幅的边际好转，四季度或出现明显好转；日本方面则会呈现先强后弱的经济复苏格局；新兴市场方面亦出现分化，俄罗斯将会呈现先强后弱的经济复苏模式，而巴西、印度和南非因为疫情的恶化，三季度 GDP 将会延续深度萎缩状态只会出现边际的小幅好转，当疫情得到有效控制后会出现明显的好转。

整体来看，2020 年下半年，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弱复苏模式，美欧日以及新兴市场表现分化，欧美等主要央行将会深化量化宽松政策。2020 年下半年，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，避险资产仍有进一步上涨的趋势，大宗商品及股市等风险资产维持偏强走势，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。

目 录

一、 海外主要国家均会陷入深度衰退中 3

二、 诸多“灰犀牛”风险点继续冲击经济 6

三、 美元指数进入下行区间 8

四、 美国疫情恶化 经济复苏再受冲击 12

(一) 美美国经济衰退刷新历史 疫情失控抑制经济复苏步伐 13
(二) 美国 7 月企业活动改善边际放缓 14
(三) 美供需两端表现超预期 二次疫情不改整体复苏趋势 15
(四) 美国 6 月份非农数据大超预期 17
(五) 美国 6 月通胀表现超预期 17
(六) 美联储维持超低利率长期不变 19

五、 欧洲经济开启复苏模式 21

(一) 欧元区经济深度衰退 开启经济复苏模式 21
(二) 欧元区企业活动持续改善 24
(三) 欧元区经济景气指数刷新历史新低 25
(四) 欧盟复苏基金计划艰难推出 28
(五) 英国企业活动快速复苏 30
(六) 疫情和脱欧双重冲击 英国经济复苏缓慢 31
(七) 英国实施负利率政策的可能性较小 32
(八) 英国有序脱欧可能性大 33

六、 疫情与外贸拖累日本经济 35

(一) 日本经济陷入衰退周期 外贸拖累经济复苏步伐 35
(二) 日本不断加码经济政策宽松力度 38
(三) 日本 PMI 触底反弹、边际好转 40

七、 疫情大爆发拖累新兴市场国家经济 43

八、 全球宏观策略及资产配置分析 45

一、 海外主要国家均会陷入深度衰退中

世界三大经济组织及欧盟全球主要经济体经济预测（20200630）																
GDP预测（同比）	IMF（2020-6-30）				世界银行（2020-6-30）				经合组织（2020-6-30）				欧盟（2020-5-6）			
	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	-6	3.3			-3.5	5.2	
美国经济预测	2.3	-8	4.5	1.6	2.3	-6.1	4	1.7	2.3	-7.3	4.1		2.3	-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	-2.6	6.8					
欧元区经济预测	1.3	-10.2	6	1.4	1.3	-9.1	4.5	1.3	1.3	-9.1	6.5		1.2	-7.7	6.3	
英国经济预期	1.4	-8.2	5.7	2.8					1.4	-11.5	9		1.4	-8.3	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	-6	2.1		0.8	-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	-8	1.3					
印度经济预测	4.2	-4.5	6.8		4.2	-3.2	6.1		4.2	-3.7	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	-7.4	4.2					
南非经济预测	0.1	-7	2.8	1.8	0.1	-7.1	2.9	1.5	0.1	-7.5	2.5					

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 年初以来，新冠肺炎疫情取代贸易争端，成为核心的系统性风险。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；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，而美国疫情则处于失控中，持续的恶化，至今无好转的迹象；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迎来大爆发，特别是巴西、印度和俄罗斯，短期内没有任何好转的迹象，主要资源国受到冲击，大宗商品供给端扰动依然存在。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，经济深度衰退难以避免。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。

世界主要投行经济预测（20200630）																				
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	-2.4	6.5	4.2	2.9	-3.9	5.7		2.9	-5.2	5					
美国经济预测	2.3	-3.4	4.2		2.3	-5.2	6.4	3.6	2.3	-4.7	2.9		2.3	-7.1	2.6	3.1	2.3	-5.8	3.9	3
中国经济预测	6.2	2.4			6.1	3	7.7		6.1	2	8.6		6.1	-1.1	9.4		6.1	2	9.2	
欧元区经济预测	1.2	-7	7.3	2.5					1.2	-6.4	6.2		1.2	-12	5		1.2	-9.6	6.5	
日本经济预测	0.7	-7.1			0.7	-5.6	3.3		0.7	-5.6	2.6		0.7	-6.5	1.2		0.7	-4.5	1.9	
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	-4.1	5.2		2.9	-4.4	5.9		2.9	-4.2	5.5		2.9	-2.5	4.4		2.9	-3.7	4.4	
美国经济预测	2.3	-6.3	3.7		2.3	-5.7	3.4		2.3	-6.4	4.5		2.3	-5.6	3.5		2.3	-5.8	3.3	
中国经济预测	6.1	2.3	6.9		6.1	1.2	8.8		6.1	1.5	7.5		6.1	3.3	5.6		6.1	1.2	9.5	
欧元区经济预测	1.3	-7.8	6.9		1.3	-8.3	4.8		1.2	-8.2	6.2		1.2	-8.5	8.1		1.3	-8.9	2.7	
日本经济预测	0.7	-5.3	1.6		0.7	-5.2	3		0.7	-5.8	2.8		0.7	-3.9	1		0.7	-5.8	-0.2	

图 2 主要投行持续下调经济预测

数据来源：Wind、方正中期研究院

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，下面分国家具体分析：

全球方面，摩根大通、德银、美银美林、瑞银集团和富国银行均再度下调全球经济预期，德银最为悲观，甚至将 2020 年全球经济预测下调为-5.2%，富国银行亦将经济预测下调为-3.7%；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-3.7%--6%，2021 年出现大幅反弹。全球疫情依然处于大爆发中，未出现明显的好转，经济复工复产陆续推进，但是表现不及预期，2020 年全球 GDP 出现 4.5%-5.5%的萎缩的可能性大。

美国方面，美国疫情严重程度超过市场预期，6 月以来再度恶化，7 月份则持续恶化，世界三大经济组织和主要投行继续大幅下调美国 2020 年经济预期，预期区间已经从-4%--6%下调至-6%--8%的区间；IMF 和美银美林最为悲观，更是将美国 2020 年 GDP 下调至-8%。疫情冲击叠加社会动荡，我们认为美国二季度 GDP 将会萎缩 20-30%，下半年开启弱复苏模式，2020 年 GDP 将会出现 6%-7%的萎缩。

中国方面，中国疫情最先爆发，也是最先得到有效的控制，中国经济开启了全面复工复产，然二、三季度外需依然会拖累中国经济，世界主要投行将中国 2020 年经济大幅下调，预期区间为 1-3%之间。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%。

欧元区方面，欧元区国家疫情得到有效控制，疫情进入尾声，西班牙、意大利、法国、德国以及刚刚脱离欧盟的英国陆续放松社交管控措施，逐步放开边境管制，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。各大投行将 2020 年经济预期调整的更低，预期区间为-8%--12%；2021 年亦是迎来反弹。欧洲央行行长拉加德表示，2020 年欧元区经济可能会缩减 8%至 12%，这与欧洲央行较为悲观的预测一致。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，预计欧元区三、四季度经济会出现大幅环比改善。预计 2020 年欧元区 GDP 将会出现 9%-10%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，日本经济下降幅度亦较大，世界主要投行亦下调日本经济预期，预期空间为-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

随着疫情进入新常态，后疫情时代诸多的“灰犀牛”和“黑天鹅”风险继续冲击经济。最核心的则是二次疫情风险、贸易争端风险、地缘政治风险、债务风险以及美国大选风险等；当然制造业危机、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仍在恶化，已经处于失控的状态，中国和欧洲则陆续出现零星的确诊病例，非洲疫情愈发严重，二次疫情风险仍需警惕，在疫苗研发成功前，不排除在秋冬季再度恶化的可能，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。

疫情冲击，经济受到致命冲击，深度衰退难以避免，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，发达国家的制造业回流提上日程；美国大选临近，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、美欧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将会成为核心风险点之一，特别是中美和美欧贸易争端尤为突出。

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 7.2 万亿，涨幅达到 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 6.3 万亿欧元；政府方面，美国政府和欧盟等均实施超宽松的财政政策，欧盟复苏基金规划，美国新一轮万亿财政刺激计划等。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。

2020 年下半年，美国大选将会进入关键期。 7-8 月份进行党内候选人提名，9 月 29、10 月 15 日和 10 月 22 日则进行三次电视辩论环节，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。从民主党和共和党党内民调来看，拜登和特朗普均获得党内提名。根据最新的民调，拜登全面领先特朗普，整体在 15 个百分点左右，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。下半年美国总统大选风险将会是核心风险之一，无论是特朗普还是拜登，均会将中国作为竞选的一个主要辩题，需要警惕其中的风险；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。

以上风险以外，中东、美俄等地缘政治风险依然存在，英国脱欧进展前景扑朔迷离，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将会长期存在，短期内的制造业扩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，主要国家经济命途多舛，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、 美元指数进入下行区间



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，美元指数高位回落；已经从 103 的近期高位下跌 9.22%，跌破 93.5，为 2018 年 6 月以来最低。

超宽松经济政策、欧元的强劲均使美元承压，随着全球经济复苏的推进，美国疫情的失控，美元将会进一步下跌，不排除跌破 90 的可能；而风险货币欧元和英镑仍有上涨的空间。美元弱势背景下，叠加美元信用受到实质性冲击，这有利于黄金价格上涨。

四、 美国疫情恶化 经济复苏再受冲击

美国疫情持续恶化，已经陷入失控的边缘，各州复工复产进展延缓或暂停，经济再度面临停滞风险。6 月中下旬以来，美国疫情再度恶化，截止 7 月底，累积确诊人数接近 500 万，死亡人数接近 16 万；不排除确诊人数达到 1000 万的可能，死亡人数将会达到 20 万。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，特朗普政府加大甩锅力度，再度升级中美、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，地缘政治风险再起。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或于 8 月初推出；美联储则是连续两次紧急降息至零利率，并采取无限量的超级宽松 QE，联储资产负债表规模大涨 80%。

二季度美国疫情有缓和的迹象，特朗普政府推出经济复苏三阶段计划，美国各州陆续放松社交管控政策，推动企业复工复产以促进经济复苏。然而美国疫情再度恶化，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，故中美贸易争端不断升级，美欧贸易争端升温，贸易局势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，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，故需要警惕新一轮的全球贸易争端。

经济数据方面，疫情冲击，供给、需求、通胀、制造业和服务业 PMI、就业等数据，在 4 月均刷新历史新低，拖累美国经济；5 月份份随着复工复产的推进，各数据均表现出低位企稳、

触底反弹的明显迹象，这将会助力美国经济复苏，6 月份诸数据均超预期上涨，当然只是环比超预期上涨，和疫情前相对依然存在较大的差距。二季度，美国经济大幅下跌陷入深度衰退中；三季度的弱复苏将会受到疫情的再度冲击而缓慢，四季度，受到复苏减速、不确定性增强、美国大选以及贸易争端等风险的影响，市场波动性预计将明显上升，美国经济衰退之后的复苏路径或呈现前强后弱的趋势，整体处于持续复苏中，2020 年 GDP 将会出现 6%-7%的萎缩。

(一) 美美国经济衰退刷新历史 疫情失控抑制经济复苏步伐

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。

三季度以来，美国疫情再度恶化，处于失控状况，再度冲击陆续放松管制的经济复苏步伐，各州均延缓或暂停经济复苏进展，美国再度面临经济停滞的危机，好转的宏观经济数据已经出现边际放缓的趋势，并且美国肆意引发的地缘政治和贸易争端均会冲击美国经济的复苏速度，

故美国经济修复再度受到冲击，修复的速度和幅度均不及欧洲，三季度或出现小幅的边际好转，四季度或因为疫情的明显好转（疫苗的出现）出现大幅好转，当然若疫情完全失控，则美国经济的复苏将会更为缓慢。预计美国 2020 年全年 GDP 亦会萎缩 6%-8%，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。

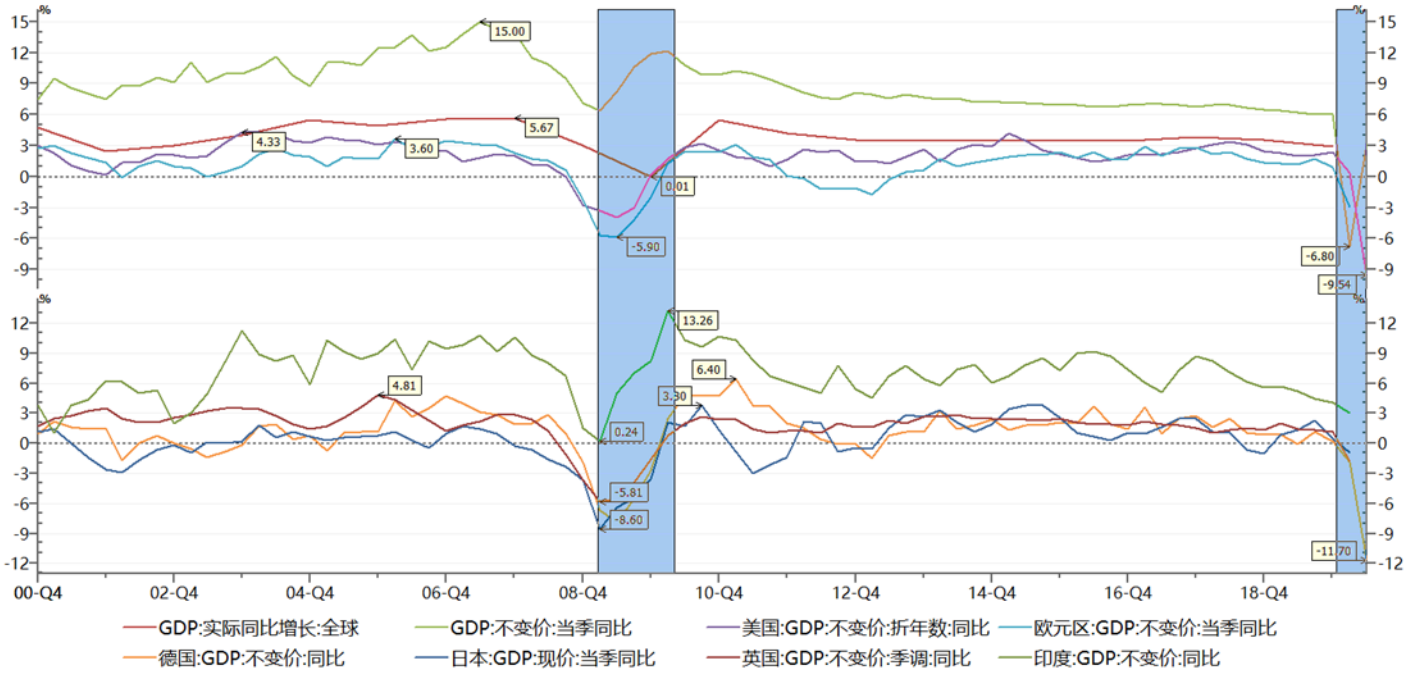

图 4 美国 GDP 与主要经济体 GDP

数据来源：Wind、方正中期研究院

(二) 美国 7 月企业活动改善边际放缓

美国 7 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 51.3，为 2 月以来首次升至 50 上方；服务业 PMI 初值录得 49.6，无限接近荣枯线；制造业和服务业 PMI 表现因为二次疫情冲击不及预期，但是均强于前值，说明美国企业活动仍在恢复，但是恢复的速度因为疫情的恶化而失去动力。7 月以来，美国疫情失控，经济快速的复工复产再次按下暂停键，降低经济复工复产步伐，新业

务的亏损加速也让市场担忧需求依然疲弱；很多公司，尤其是消费类公司，受全美多地再次封锁的拖累明显，故企业活动在一定程度上受到限制。但是经济复苏的整体趋势不会改变，PMI数据在三季度将会围绕荣枯线震荡。美国的三季度经济会有明显的好转，但是好转的程度不及欧洲。美国6-7月的PMI数据出现好转，依然是环比好转，同比而言依然处于较低的状态，对经济的拉动作用越来越越大但是依然相对有限，三季度经济的同比复苏程度亦会有限。近期美国经济活动修复的趋势较为明确；三四季度，受到复苏减速、不确定性增强、美国大选以及贸易争端、地缘政治等风险的影响，市场波动性预计将明显上升，全球经济衰退之后的复苏路径或呈现前强后弱的趋势。

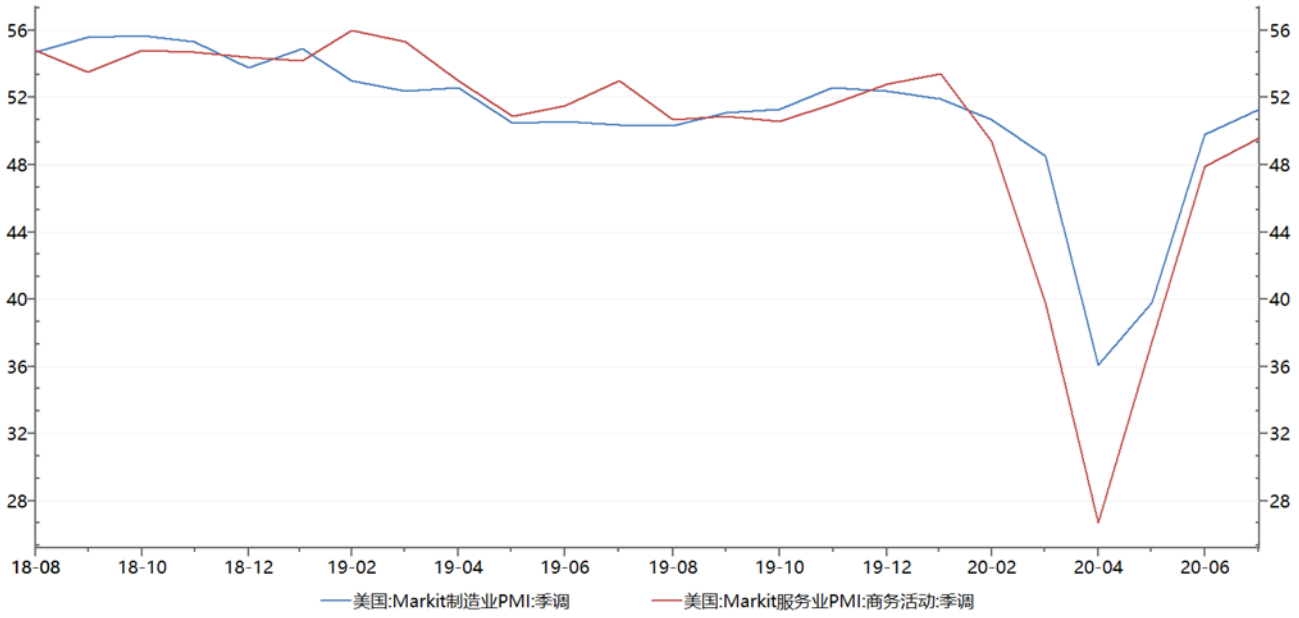

图 5 美国制造业与服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期研究院

(三) 美供需两端表现超预期 二次疫情不改整体复苏趋势

零售数据环比表现略好于预期但不及前值，整体数据依然表明零售业受疫情的严重冲击。环比来看，虽然数据较上月大幅回落，消费复苏边际走弱，但从同比来看，消费终于实现了正增长，说明经济重新开放后，消费逐步回归到疫情前的水平。经济重启后，美国的经济复苏有了明显的改观，然而二次疫情的爆发或改变复苏的速度，再次出现边际放缓的冲击。6 月产出月率大幅上涨，说明许多工厂在因疫情暂停生产后继续恢复生产；虽然产出端的恢复滞后于消费端的恢复，但是产出端的复苏具有较强的持续性，下半年，产出端企业活动将会继续好转。然而产出端的好转仅局限于环比好转，工业生产指数总体依然是 10%的萎缩，相较于疫情前的水平仍有较大的差距,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，依然拖累美国经济的复苏。供需两端表现均超预期，但是随着美国疫情恶化的再度冲击，预计供需两端均会出现边际走弱，但是整体的复苏依然持续。

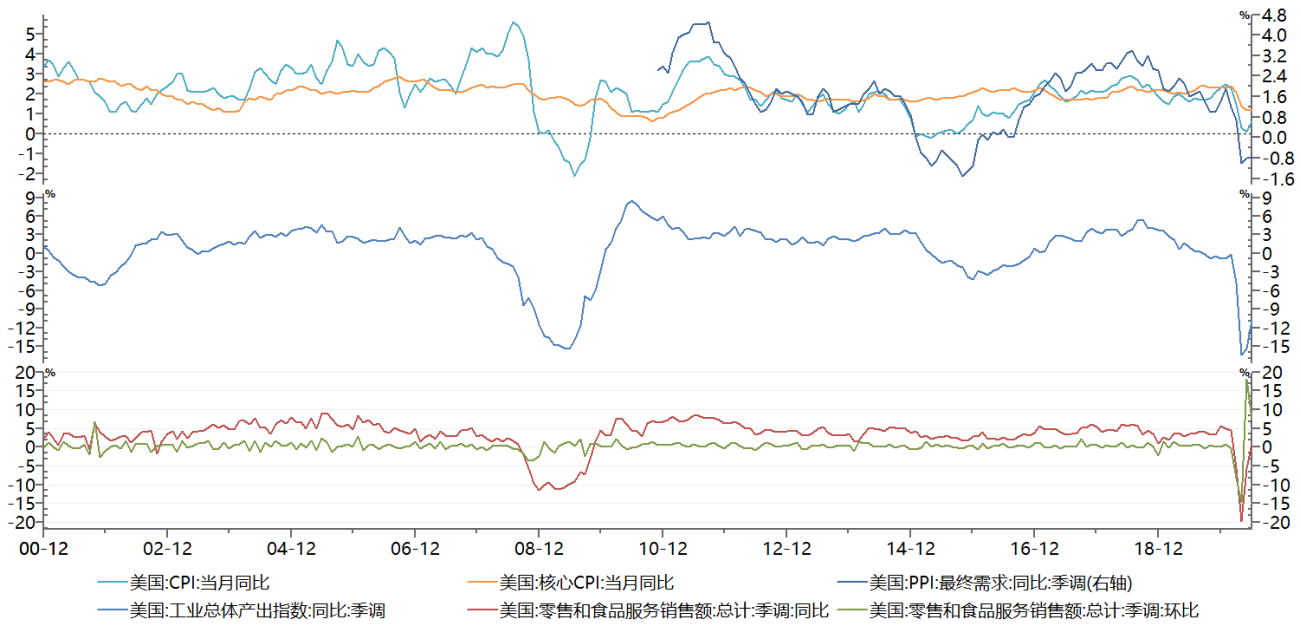

图 6　美国供需与通胀端表现

数据来源：Wind、方正中期研究院

(四) 美国 6 月份非农数据大超预期

美国 6 月非农数据大超预期，就业新增人数刷新历史新高，失业率连续第二个月回落至 11.1%，就业市场继续改善，但是相对于疫情前的就业状况仍有较大的差距。休闲和酒店业的就业率大幅上升，零售贸易、教育、卫生服务、服务业、制造业、专业和商业服务的就业也出现显著增长。6 月非农的良好表现在预期之内，然而这份就业数据的调查是在 6 月 12 日当周进行，并没有包含美国 6 月中下旬以来疫情恶化的情况，多个疫情严重的南部州宣布暂停重启，让市场对经济复苏的道路产生了怀疑。美国疫情已经失控，随着更多的州宣布减缓或暂停经济重启计划，美国的就业市场和经济将会再度受到冲击，但是非农数据再度大幅下滑的可能性不大，会出现小幅的边际回调，整体来看，美国经济的复苏仍会缓慢进行。

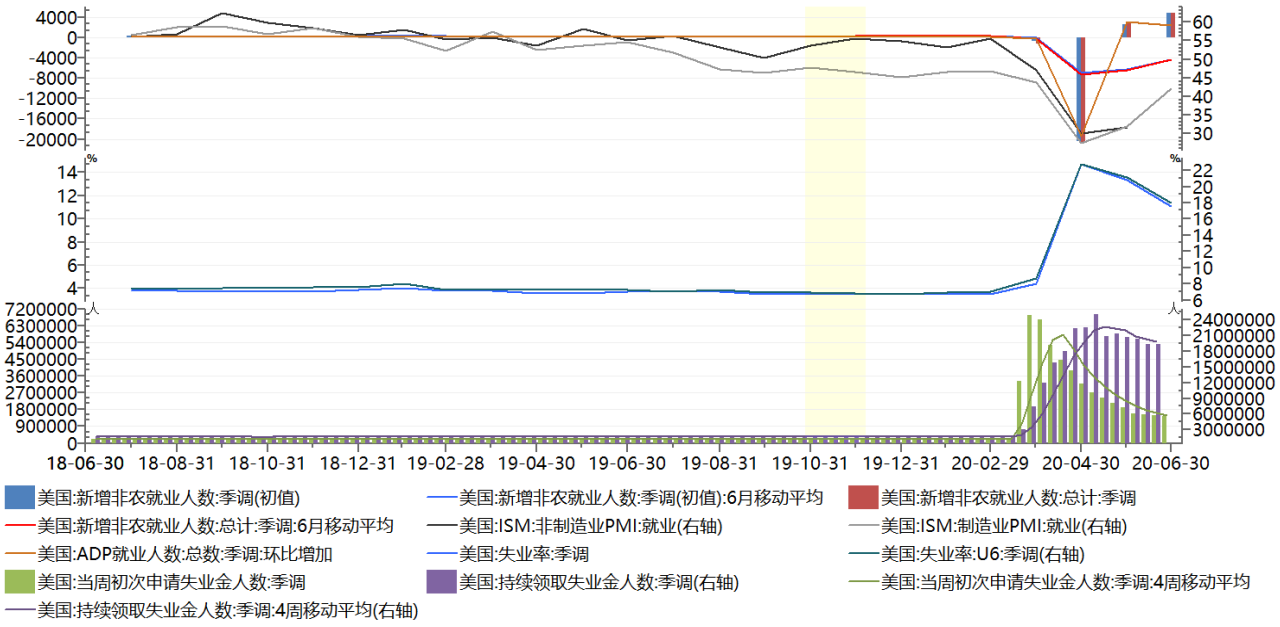

图 7 美国就业市场陷入困境

数据来源：Wind、方正中期研究院

(五) 美国 6 月通胀表现超预期

美国 6 月季调后 CPI 月率回升至 0.6%，高于市场预期的 0.5%，为 2 月以来首次录得正增长；剔除价格易波动的食品和能源部分，美国 6 月未季调核心 CPI 月率为 0.20%，不及预期，但是高于前值；核心 CPI 指数同比上涨 1.2%，继续维持在近 9 年新低位置。美国 6 月份 CPI 结束连续第三个月下滑趋势，录得 2012 年以来的最大单月涨幅，而 6 月各州扩大了重启经济的力度以及原油价格的回升，受疫情重创的产品和服务成本迅速回升是主因。受汽油价格和交通运输项反弹推动，美国消费物价指数 6 月份录得 2012 年以来的最大单月涨幅，通缩担忧缓解。不过新冠疫情肆虐之际，通胀整体仍处于低迷水平，和疫情爆发前的水平存在较大的差距。美国疫情持续恶化，经济复苏缓慢，美联储有继续维持宽松甚至扩大刺激的规模的动力，这可能加剧经济中通胀的风险。

从通胀展望来看，一方面，美国疫情恶化，美联储将会继续维持宽松甚至扩大刺激的规模，另一方面，随着需求的好转，原油价格持续上升，并且下半年回升 55-60 美元的可能性大，当然美国复工复产的推进将有助于交通运输、娱乐和住宅的持续回暖；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。美国近期的通缩压力虽依然存在，但是美国陷入通缩的可能性很小。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。

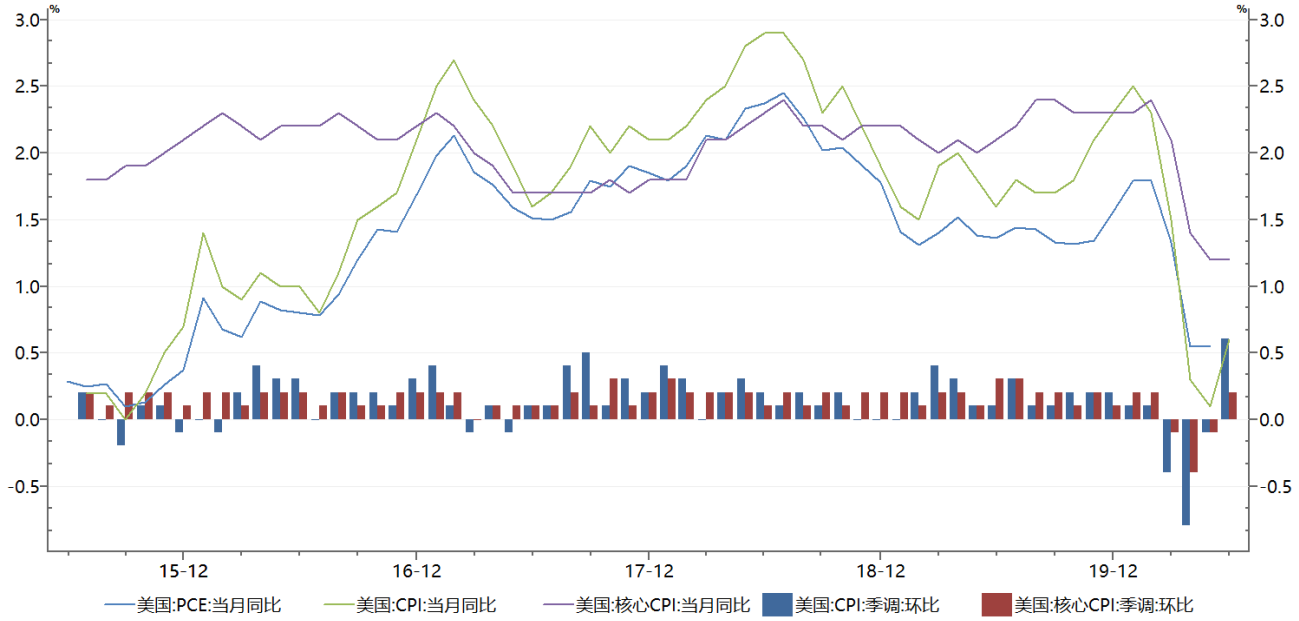

图 8 美国通胀表现

数据来源：Wind、方正中期研究院

(六) 美联储维持超低利率长期不变

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 6 月议息会议方面，维持低利率不变，点阵图显示维持低利率直至 2022 年底。超量化宽松政策持续，未来几个月将至少以目前的速度继续购入美国债、机构住宅及商业抵押贷款支持证券。

7 月议息会议和鲍威尔鸽派讲话均符合预期，整体按兵不动，强调疫情对经济的冲击和二次冲击，维持超宽松的货币政策不变，重申将使用“所有工具”支持美国经济，没有涉及收益率曲线控制的问题，但是不排除以后使用，故在 9 月议息会议上很可能会提上日程。美联储下半年行动展望方面，美国疫情失控持续冲击经济，经济深度衰退且复苏缓慢，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。

美联储的无限量宽松货币政策仍在继续，美联储资产负债表已经达到 7.2 万亿，预计有突破 8-9 万亿的可能。下半年，美联储将会维持超宽松的货币政策不变，利率则维持在 0-0.25 之间不变。

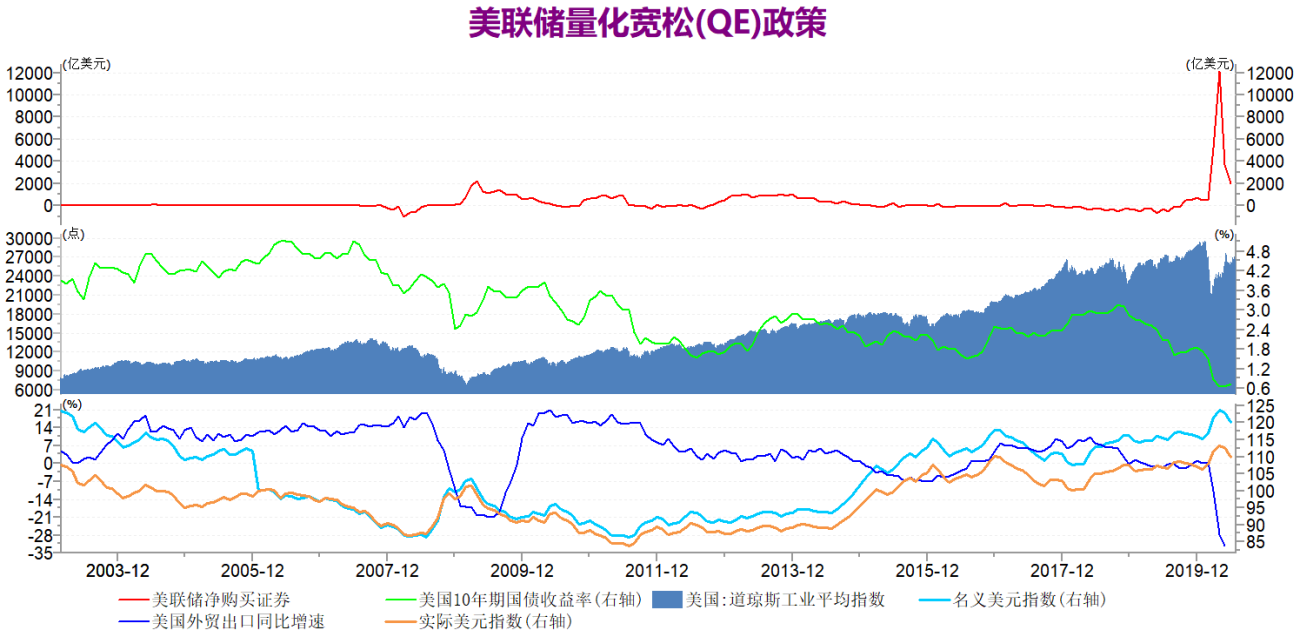

图 9 美联储量化宽松

数据来源：Wind、方正中期研究院

五、 欧洲经济开启复苏模式

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。随着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。疫情结束后，以邻为壑转移危机的政策或将会加剧，贸易争端将会再起波澜，全球化治理受到冲击，届时欧洲将会再次受到冲击，特别是美欧贸易争端和中欧贸易问题等。

随着欧洲疫情拐点已过，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，6-7月份经济景气指数和投资信心指数均出现明显的好转，6-7月份制造业和服务业企业活动持续好转，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，呈现先强后弱的复苏格局，复苏的速度也将会快于疫情恶化的美国。当然因为经济自身问题，预计2020年欧元区GDP将会出现9%-10%的萎缩，萎缩程度严重于美日等国。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；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，但是我们认为最后协议脱欧的可能性依然较大。

(一) 欧元区经济深度衰退 开启经济复苏模式

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；欧元区其中，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。随着欧洲疫情得到有效的控制，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，市场当前关注的焦点为复苏步伐以及第三/四季度的进展情况。

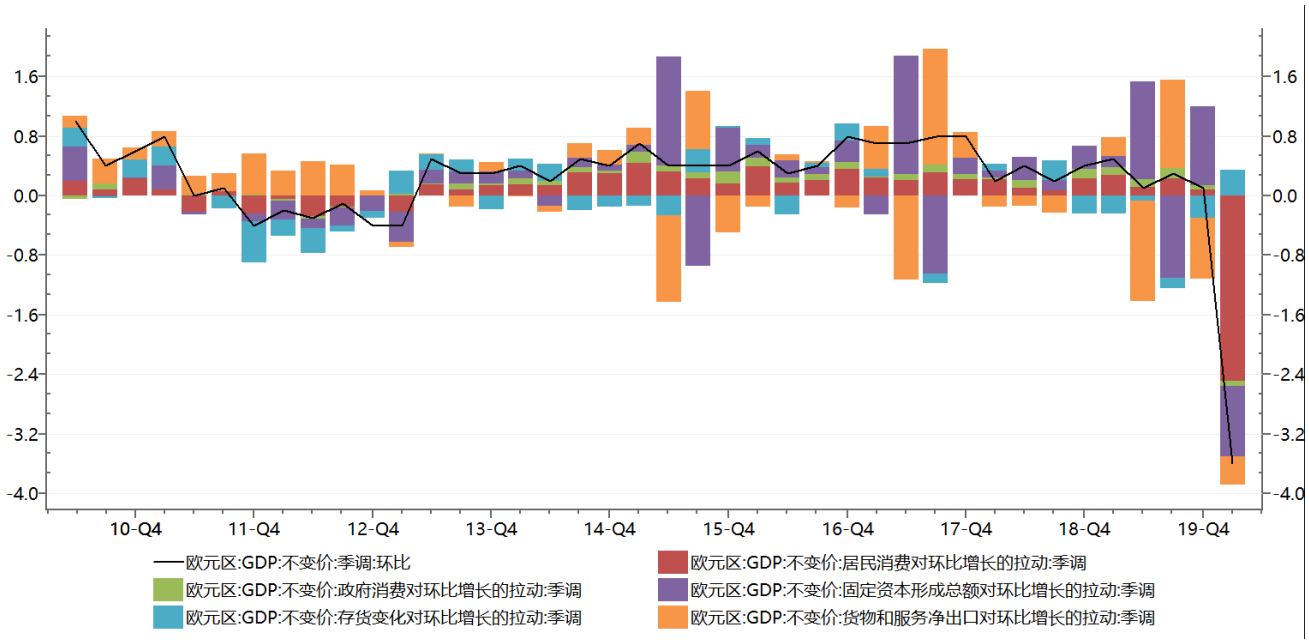

图 10 欧元区 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

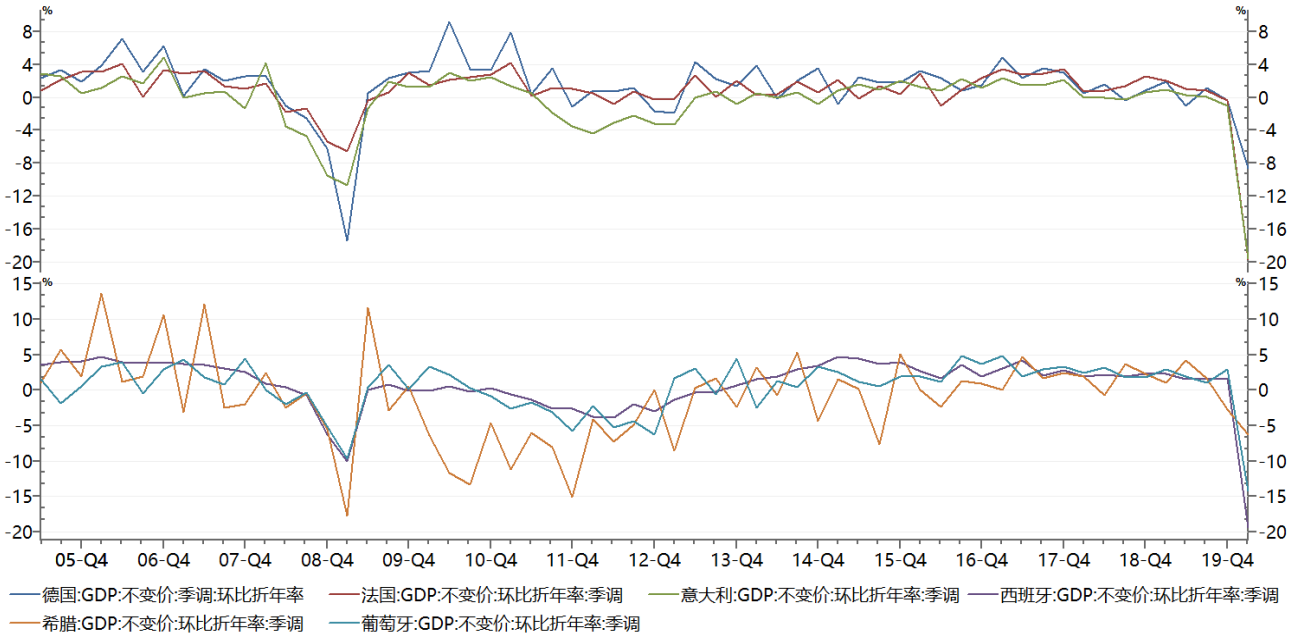

图 11 欧元区主要国家 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

欧元区疫情进入尾声，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。欧盟最新预期表示，预计欧元区 2020 年和 2021 年经济增速预期分别为-7.7%和 6.3%。欧盟警告称，欧盟正面临着史上最严重的经济衰退，如果处理不善，将对欧元的未来构成威胁。在疫情冲击下，我们预计欧元区二季度将会陷入深度衰退中，不排除二季度经济出现-20%以上的衰退程度。欧洲央行行长拉加德表示，2020 年欧元区经济可能会缩减 8%至 12%，这与欧洲央行较为悲观的预测一致。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，预计欧元区三、四季度经济会出现大幅环比改善。预计 2020 年欧元区 GDP 将会出现 9%-10%的萎缩。

(二) 欧元区企业活动持续改善

欧元区 7 月制造业 PMI 初值录得 51.1，服务业 PMI 初值录得 55.1，综合 PMI 初值为 54.8，三者表现均超预期升至荣枯线上方，为 2 月以来首次，创两年新高，说明欧元区企业活动 7 月恢复增长，经济中有更多曾封锁的部分重新开放，消费者亦重新工作和消费，欧元区经济的复苏进展要快于预期。随着欧元区疫情得到有效的控制，欧元区经济在三季度将会实现快速的恢复。当然 PMI 虽然升至荣枯线说明企业活动正在加速复苏，但是仅是环比好转，相对于疫情前的水平仍有一定的差距，仍需较长的时间恢复到疫情前的水平。

分国家来看，德国 7 月制造业 PMI 初值录得 50，服务业 PMI 初值录得 56.7，综合 PMI 初值为 55.5，均高于预期和前值；德国制造业一年半以来首次脱离萎缩期，显示经济重振复苏步伐；随着经济活动和市场需求的复苏，整个德国的商业状况正得到改善，当然外需的不足依然会拖累德国制造业的进一步复苏。法国方面，法国 6 月制造业已经恢复到荣枯线上方，而 7 月制造业 PMI 初值略有回撤，录得 52，略低于 53 的预期和 52.3 的前值，但保持在 50 荣枯线上方；法国综合 PMI 初值录得 57.6，远高于 53.5 的预期和 51.7 的前值，创 30 个月来新高。法国社交管制期间，积累了大量订单和库存，故随着企业活动管制的放松，法国服务业和制造业企业 7 月产量都得到显著提高。

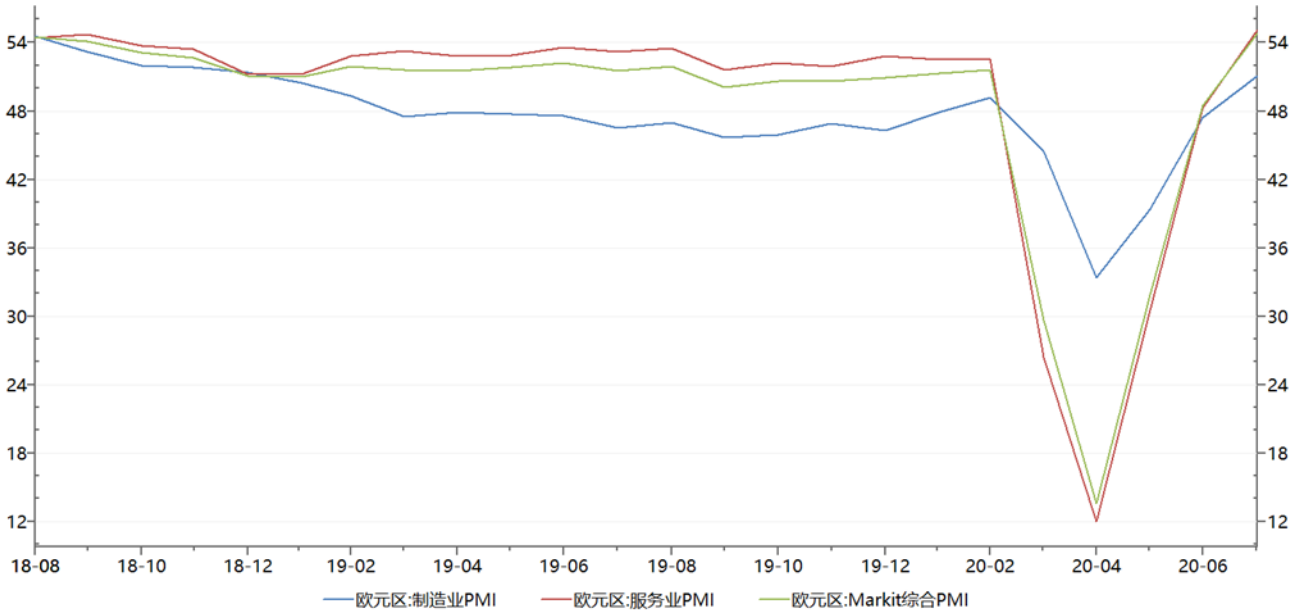

图 12 欧元区 PMI 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

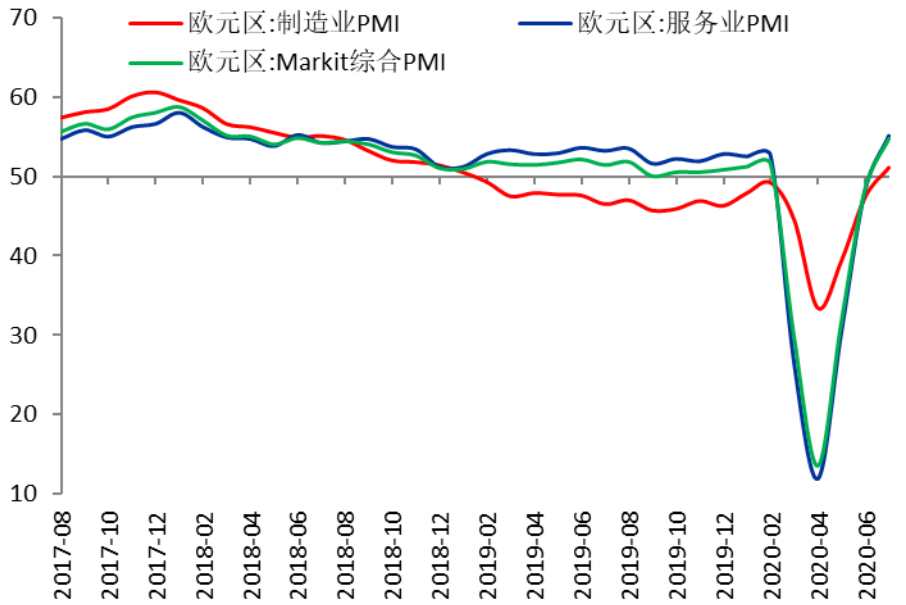

图 13 欧洲主要国家 PMI 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

(三) 欧元区经济景气指数刷新历史新低

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

7 月经济景气指数亦继续上涨，说明经济的恢复仍在迅速的推进，企业部门和消费部门对经济恢复的信心充足；而经济现状指数底部小幅回升，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；短期利率指数和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。

Sentix 投资信心指数方面，7 月投资信心指数继续边际好转，这与欧元区经济的快速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，6-7 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，7 月增长出现边际的放缓，这与欧洲疫情临近尾声密切相关，与欧元区推动复工复产有直接关系。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，故欧元区经济将会加快复苏步伐。

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。

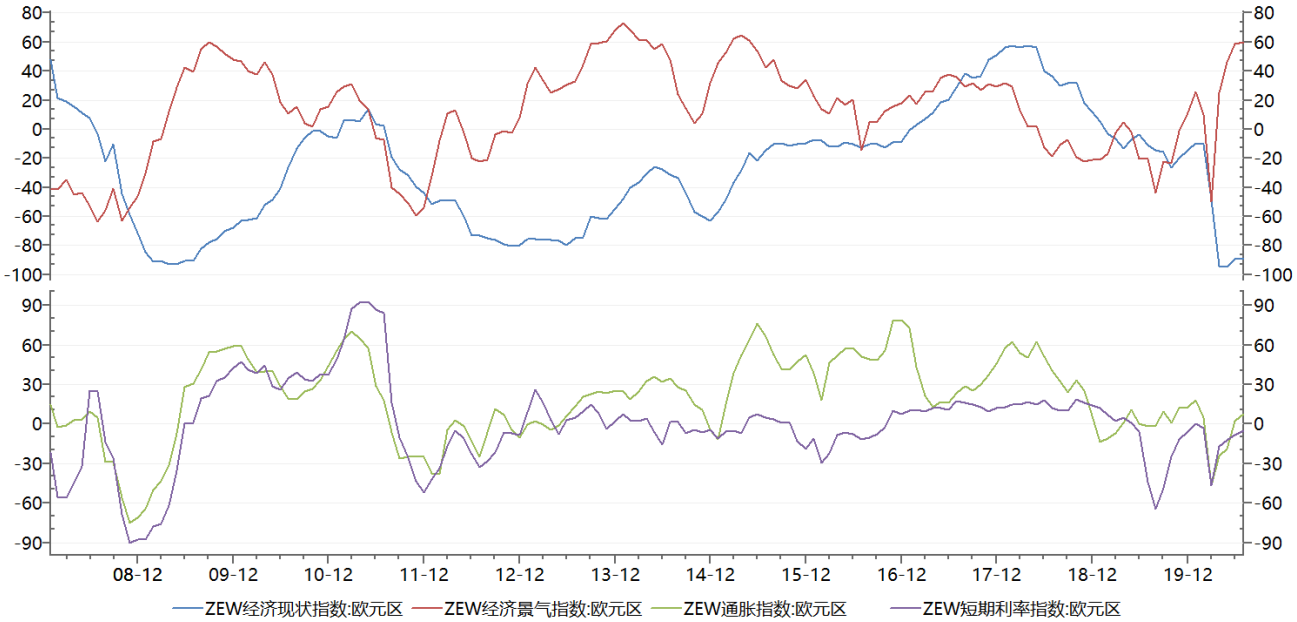

图 14 欧元区 ZEW 经济景气指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

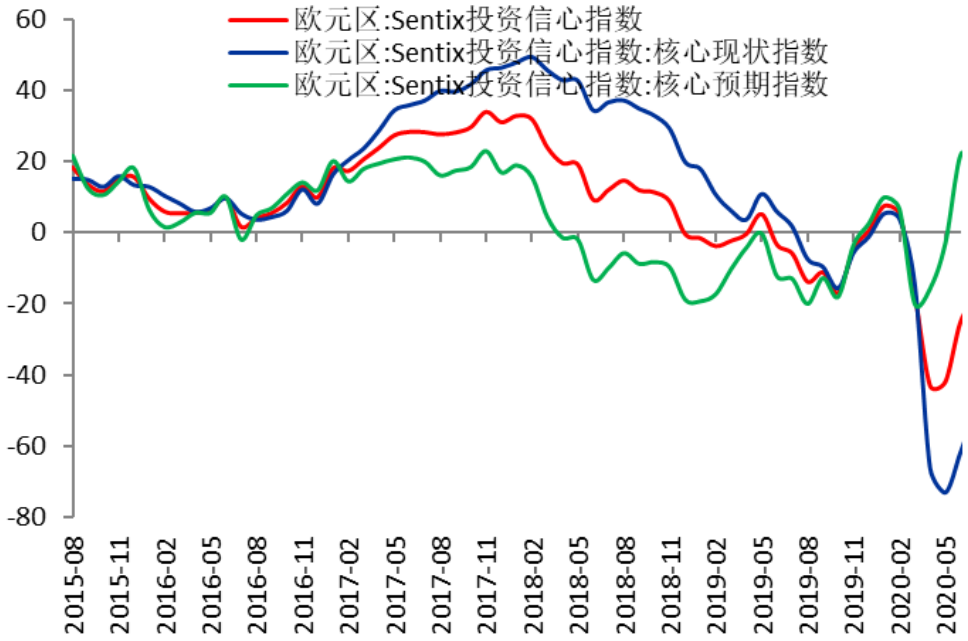

图 15 Sentix 投资信心指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

(四) 欧盟复苏基金计划艰难推出

虽然欧洲疫情已经进入尾声，但是疫情对经济的冲击、二次疫情风险以及日益严峻的贸易局势继续扰乱欧元区经济复苏；欧洲央行表示，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，超低利率将持续更长时间；欧洲央行超宽松 QE 政策将会持续。

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；据悉 5000 亿欧元将以无需偿还的救助款形式拨付给欧盟成员国，2500 亿欧元以贷款形式发放；然荷兰、瑞典等北欧节俭四国依然反对复苏基金计划的实施。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。欧元持续上涨，最高涨至 1.18 的高位。

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。欧盟的全球化治理迈出了历史性的一步，未来财政联盟的实现指日可待，欧元仍有较大的上涨空间。

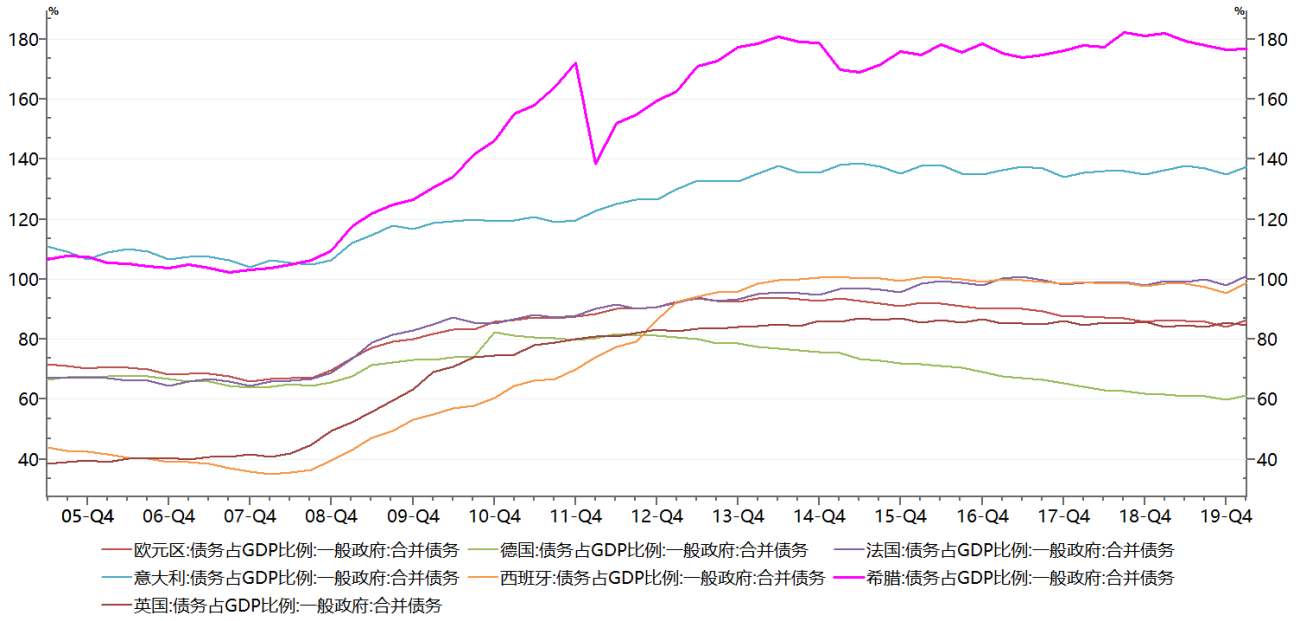

图 16 欧洲主要国家债务占 GDP 比例走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

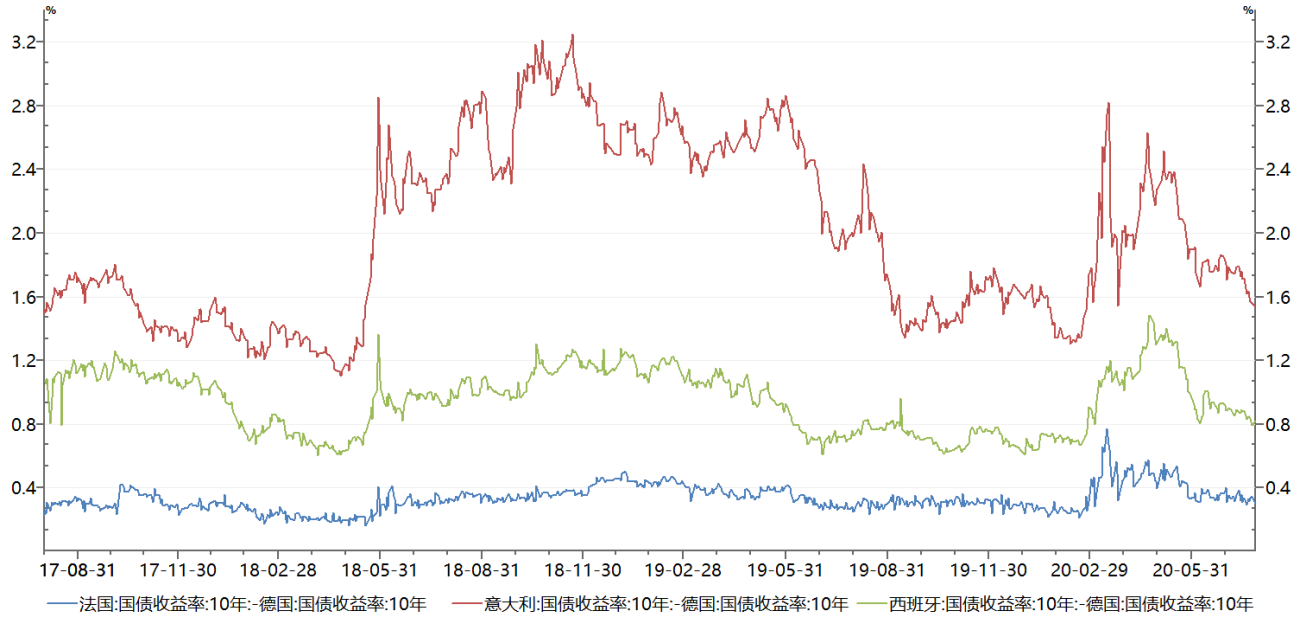

图 17 欧元区主要国家国债收益率走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

(五) 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 月制造业 PMI 更是升至一年来新高；6 月服务业 PMI 录得 47，7 月服务业更是大幅升至 56.6，为 2015 年以来新高。7 月 PMI 数据的好转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。PMI 连续第三个月出现创纪录的上升，证明新冠肺炎疫情对经济的直接影响达到最严重程度后，经济正接近企稳。

英国新冠肺炎病例数与其他国家相比较高，持续时间偏长且滞后，英国重启经济的步伐亦较为缓慢。英国经济长期复苏前景仍然充满不确定性，复苏前景和就业前景的不确定性也意味着，对许多商品的需求，尤其是非必需品的高价商品，可能会在未来几个月保持疲软，而英国脱欧的不确定性也继续给经济蒙上阴影英国经济复苏步伐缓慢。

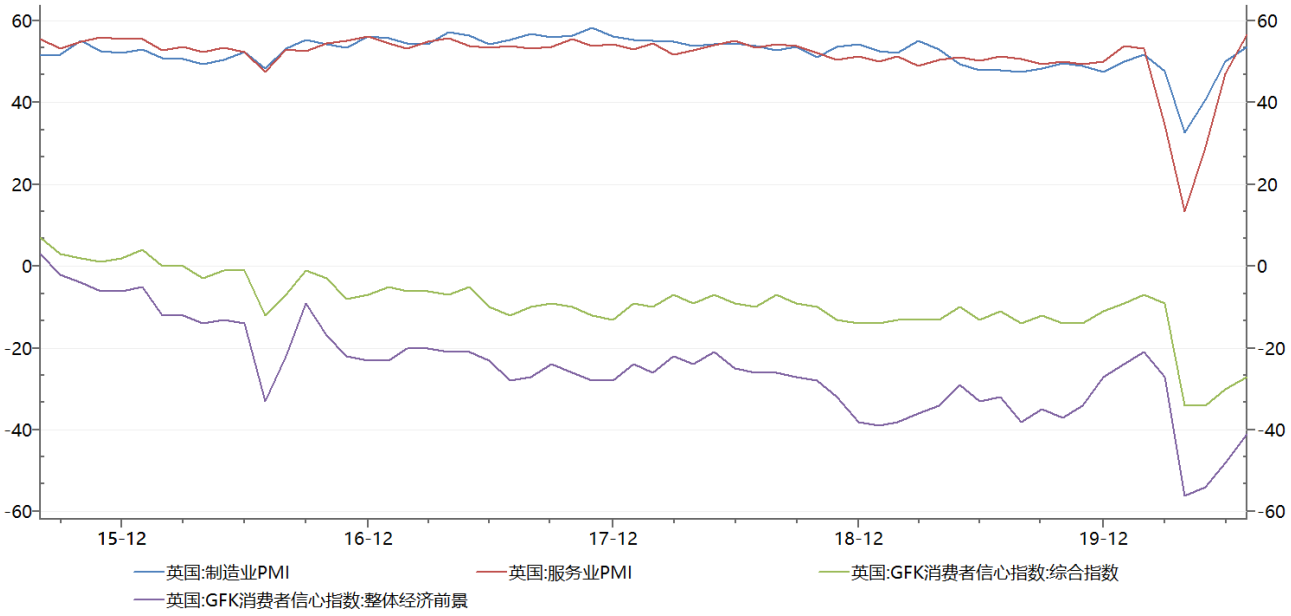

图 18 英国 PMI 与消费者信心指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

(六) 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；继英国 3 月 GDP 环比下降 5.8%后，4 月英国 GDP 环比大跌 20.4%，这是自 1997 年开始编制该月度数据以来的最大降幅。占英国经济总量 80%的服务业，其一季度产出下降 1.9%（主要是 3 月份 6.2%的月度降幅的拖累），这是自 1990 年以来的最大降幅。英国统计办公室表示，一季度，受新冠疫情冲击，英国经济正遭遇 1979 年以来最严重季度衰退。在英国封锁措施生效后的两周内，英国经济已经出现自由落体式下滑。由于英国的封锁措施一直持续到 5 月份中旬后被稍微解除，6 月份逐步放松社交管控措施，复工复产持续推进。在疫情和脱欧乱局的双重冲击下，英国一季度经济环比折年率出现了 7%的负增长，二季度经济则会陷入深度衰退中，录得 20-25%左右负增长的可能性非常大；预计英国 2020 年经济则会出现 8%以上的负增长。

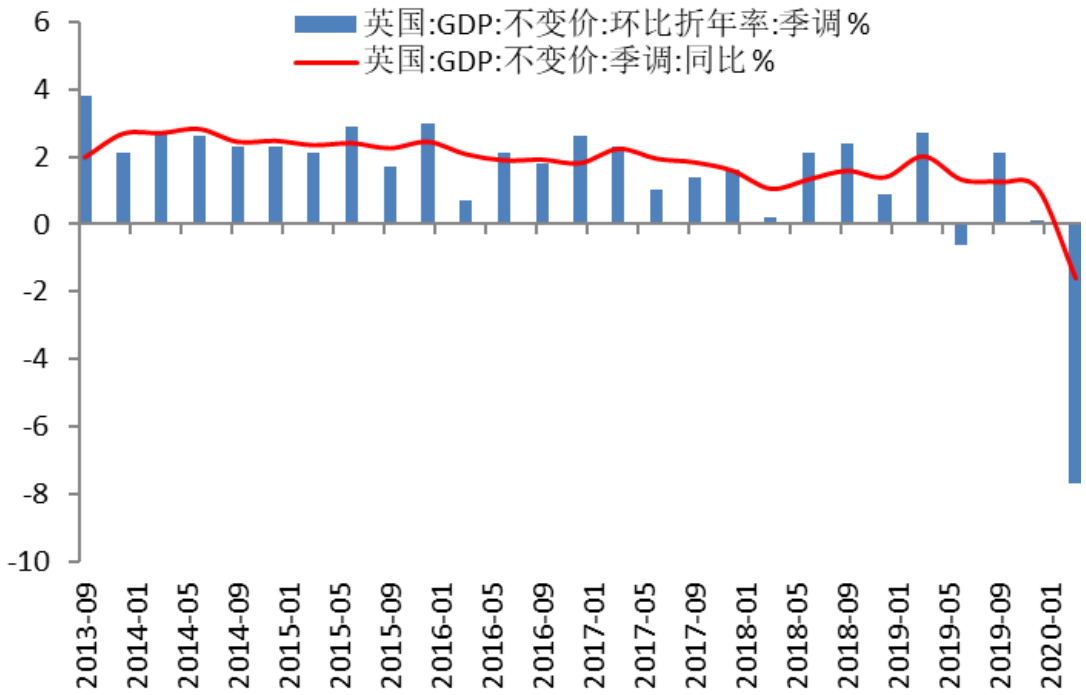

图 19 英国 GDP 同比与季调环比折年率

数据来源：Wind、方正中期研究院

(七) 英国实施负利率政策的可能性较小

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%，将英国国债和企业债持有规模增加 2000 亿英镑至 6450 亿英镑，大部分增持资产将是英国国债，同时扩大定期融资机制规模。6 月 15 日，英国央行举办 6 月份议息会议，会议宣布维持关键利率在 0.1%不变，符合市场预期。英央行将增加 1000 亿英镑规模的债券购买计划，即资产购买规模自 6450 亿英镑上调至 7450 亿英镑，以支持英国经济应对疫情冲击，帮助经济复苏。

5 月份 20 日，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；同时，英央行行长贝利表示，在新冠危机期间英央行会积极评估利率下限，不排除采取负利率的

可能性。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，无协议脱欧或继续延期脱欧可能性大增。疫情冲击，脱欧乱局持续，英国经济深度衰退难以避免，英国央行将会加码量化宽松政策，刺激经济逐步回暖，但是使用负利率对金融系统和经济的影响相对较大，故英国使用负利率的可能性相对较小。

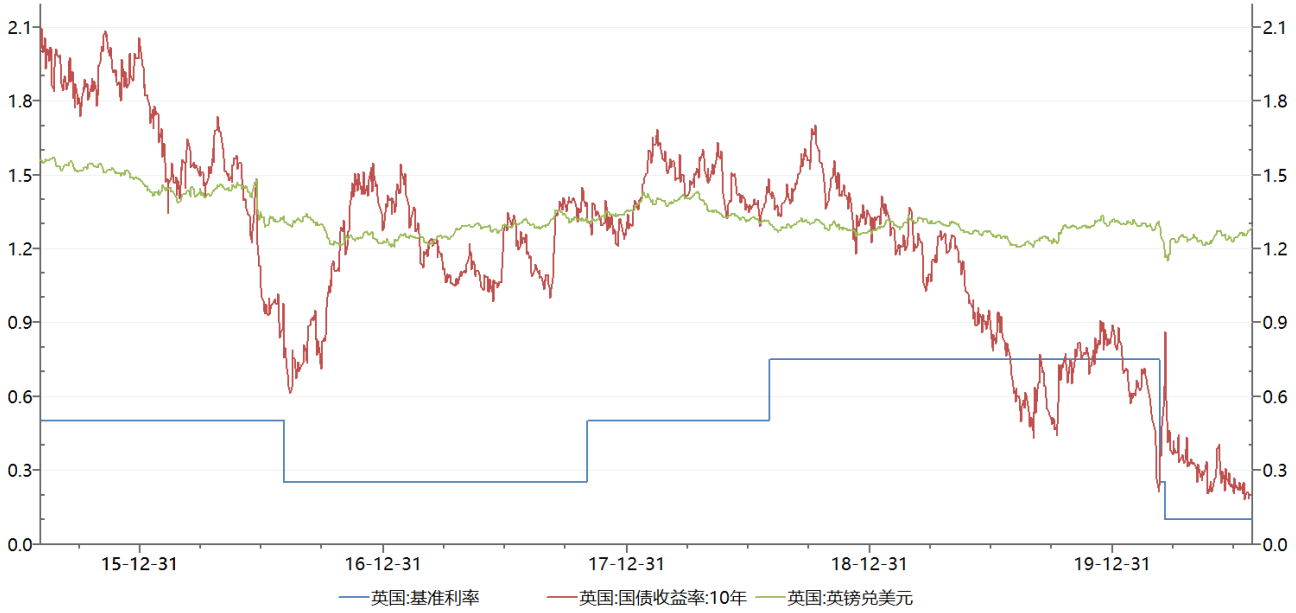

图 20 英国利率、国债收益率与英镑

数据来源：Wind、方正中期研究院

(八) 英国有序脱欧可能性大

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。

英国和欧盟新一轮谈判陷入僵局，经过五个月的谈判，双方仍在同样的问题上僵持不下，包括在英国水域的捕鱼权，确保企业公平竞争的规则，以及如何解决协议中产生的争议。如果达不成协议，当英国在年底正式脱离欧盟时，将重新实施关税和配额；欧盟则把最后期限定为10月举行欧盟领导人峰会的时候。若达成协议，将需得到所有欧盟成员国政府批准。脱欧谈判陷入僵局利空英镑，然而脱欧几经曲折进入过渡期就可以说明欧英均不想无序脱欧的出现，对于欧英均会形成较大的冲击，当前谈判陷入僵局，主要在于两者都想通过强硬手段获取更多的利益，两者均想最终有序协议脱欧，故最终有序协议脱欧的可能性依然较大，依然看涨欧元和英镑。

六、 疫情与外贸拖累日本经济

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，日本宣布全国进入紧急状态。5 月份中下旬，日本疫情出现明显好转，5 月 25 日起逐步接触全国的紧急状态，日本首相安倍晋三也将召开记者会，向民众呼吁在采取防疫措施的同时重启社会经济活动。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。7 月以来，日本疫情再度恶化，每日新增确诊病例刷新新高，对经济再度形成冲击。全球疫情爆发背景下，全球有效需求不足，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，日本制造业 PMI 和服务业 PMI 均持续下降，刷新历史新低，6 月份制造业和服务业虽然有所好转但是依然处于萎缩中。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。另外，日本 4 月消费者信心指数刷新历史新低，虽然 5-6 月份数据出现低位反弹，但是消费者信心依然不足，内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。日本一季度经济数据继续萎缩，正式进入衰退周期；疫情的大流行给经济带来不可估量的冲击，奥运会延期举办打击经济信心，世界主要投行亦大幅下调日本经济预期，预期空间为-5%--7%之间，预计日本经济今年料滑入严重衰退中，第二季度将出现 20%以上的经济萎缩，2020 年经济将会录得 5%-7%的萎缩。

(一) 日本经济陷入衰退周期 外贸拖累经济复苏步伐

受新冠肺炎疫情影响，一季度日本实际国内生产总值（GDP）按年率计算下降 2.2%，说明日本经济正式步入衰退。日本内阁府发表的修订数据显示，扣除物价因素后，今年一季度日本

实际GDP环比下降0.6%,按年率计算降幅为2.2%,这比上月发表的初步统计数据的降幅缩小。因去年调高消费税及海外贸易压力，日本去年第四季度GDP萎缩了7.2%；一季度，新冠肺炎疫情尚未在日本出现大爆发，对日本的经济冲击有限，叠加奥运会的来临亦提振市场信心，消费出现边际回暖，一季度GDP表现强于预期和前值。二季度，日本疫情再次呈现爆发的趋势，日本全国进入“紧急事态”,不仅许多商店、餐馆等服务业关门停业,一些生产企业也被迫停工。疫情影响下，日本制造业PMI和服务业PMI均大幅下降，服务业PMI更是创历史新低，经济丧失动能。外贸方面，海外疫情全面爆发，全球有效需求不足，以出口导向性经济为核心的日本进出口贸易受到巨大的冲击，日本进口金额和出口金融同比持续下滑，6月份的进出口金额下滑幅度均达到20%以上，严重制约日本经济的发展。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。

疫情的大流行给经济带来不可估量的冲击，奥运会延期举办再度打击经济信心，外需不足亦冲击日本经济,世界三大经济组织和主要投行亦大幅下调日本经济预期,预期空间为-5%--6%之间，预计日本经济今年料滑入严重衰退中，2020年日本经济或出现6%的负增长；第二季度将出现20%以上的经济萎缩。

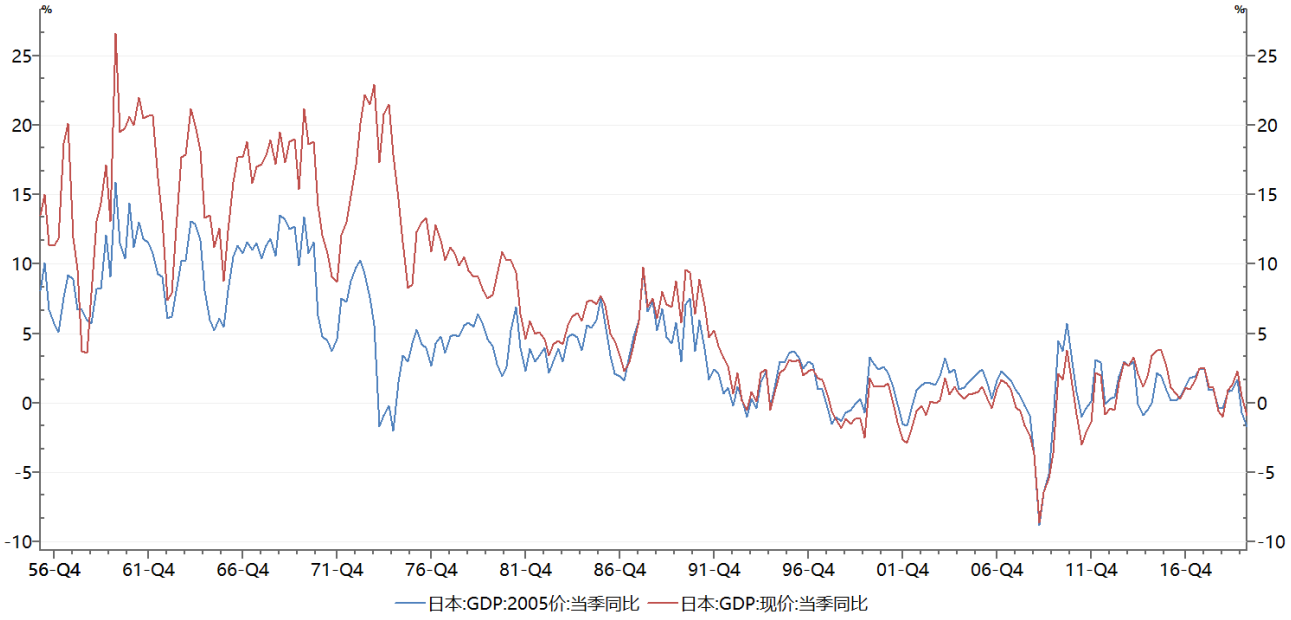

图 21 日本 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

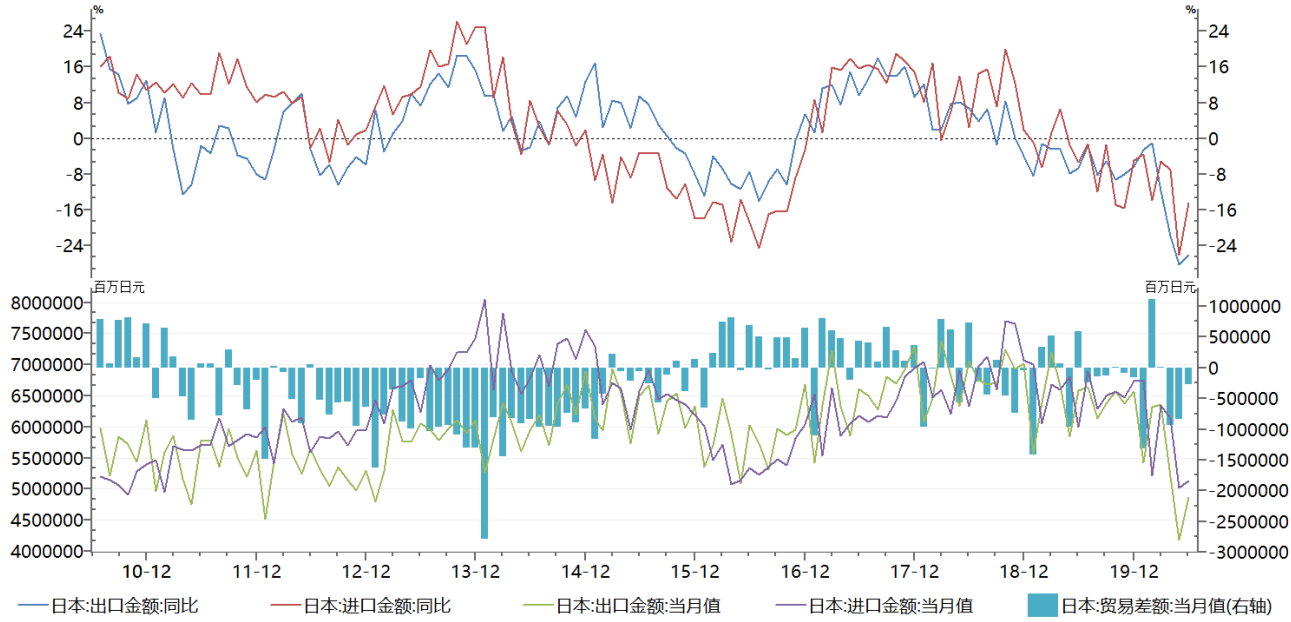

图 22 日本进出口走势与预测

数据来源：Wind、方正中期研究院

(二) 日本不断加码经济政策宽松力度

日本长期维持负利率政策，故利率下降空间有限，这也是日本没有跟随欧英等国降息的原因；日本央行虽然没有降息，但是从 3 月份以来维持超宽松的量化宽松政策，并且已经提出了无限量的购买国债释放流动性。

日本央行 7 月货币政策会议方面，日本央行表示，日本经济今年下半年可能有所改善；不过，如果疫情感染人数再次上升，日本经济复苏时间可能进一步推迟。如果疫情的影响持续下去，它可能导致失业，可能阻碍家庭和企业增加支出，故当前央行的首要任务是保护就业。 除此以外，日本央行还必须是缓解企业融资压力。货币政策方面，日本央行认为，加强前瞻性指引是合适的，考虑在疫情后针对 2%的通胀目标采取措施是正确的。在维持当前货币政策的同时，日本央行必须警惕企业面临偿付能力问题的风险。如果需要进一步的行动，日本央行必须迅速采取行动，与政府和其他央行密切合作。此外，日本央行还表示，必须仔细研究疫情对价格的第二轮效应，比如对通胀预期和企业定价行为的影响。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。

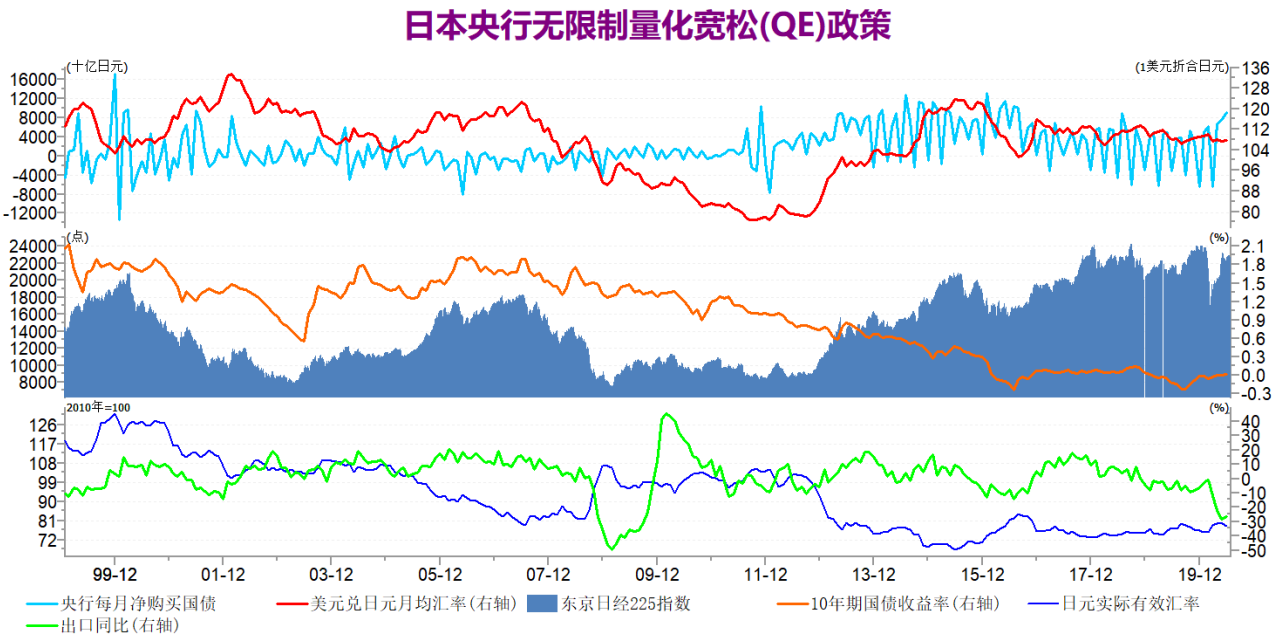

图 23 日本无限量 QE 政策

数据来源：Wind、方正中期研究院

经济政策方面，继 3 月各种财政政策刺激后，安倍政府在 4 月中追加紧急预算，将原本 108 万亿日元的紧急纾困预算增加到 117 万亿日元。为了帮助企业渡过难关，日本政府将设立新的补助金制度，对停业的中小企业进行一次性 200 万日元补助、对个人企业发放 100 万日元补助;对于不解雇正式和非正式员工的中小企业,企业支出的停工津贴最多九成可由政府补贴，政府将通过发放 23 万亿日元的公债和其他办法筹资。

5 月 27 日，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。

(三) 日本 PMI 触底反弹、边际好转

日本 6 月制造业采购经理人指数（PMI）终值 40.1，尽管高于初值 37.8，触底反弹、边际好转，但仍连续第 14 个月低于枯荣线，表明日本制造业健康状况仍在进一步恶化。因疫情导致工厂开工率很低，产品销售额令人失望，日本制造商产量在 6 月进一步明显下降，尽管恶化程度有所缓和，但与 5 月份相比，订单数量大跌，整体情况仍不容乐观。低消费、疫情冲击导致的业务持续中断和市场环境疲弱被普遍认为是订单下滑的原因。产出需求下降导致企业采购活动降幅达到 2009 年 3 月以来第二大，积压工作的数量急剧下降，就业也在加速下滑。当然从绝对值来看，日本制造业亦出现边际好转，当然日本制造业企业信心自 2 月份以来首次回升至正值亦可以看出日本制造业的边际好转。市场对经济复苏的预期不断增强，为乐观情绪回归提供了支撑，下半年产出有望自当前水平继续提升。

随着疫情有所好转，日本政府放松社交管控措施，日本的服务业随即表现出低位企稳、触底反弹的迹象，日本 5 月份服务业 PMI 录得 26.5， 6 月份服务业 PMI 迅速拉涨至 45，虽然依然处于萎缩状态，但是复苏迹象是非常明显的。故虽然日本的服务业依然处于严重的低迷状态，但是已经出现好转迹象，故下半年，日本服务业企业活动将会逐步好转，三季度回到荣枯线上方，持续的复苏扩张，但是想达到疫情爆发前的水平，仍需较长的修复时间。

日本制造业和服务业企业活动虽然继续处于萎缩状态，但是制造业和服务业均出现明显的好转迹象，特别是服务业边际大幅好转，说明日本经济只要放开社交隔离措施就会迅速好转。当然对于日本二季度经济而言，经济增长动能严重不足，故二季度日本经济将会出现大幅萎缩；随着制造业和服务业的好转，三季度则会出现复苏，当贸易环境出现明显好转时，经济则会出现强复苏。

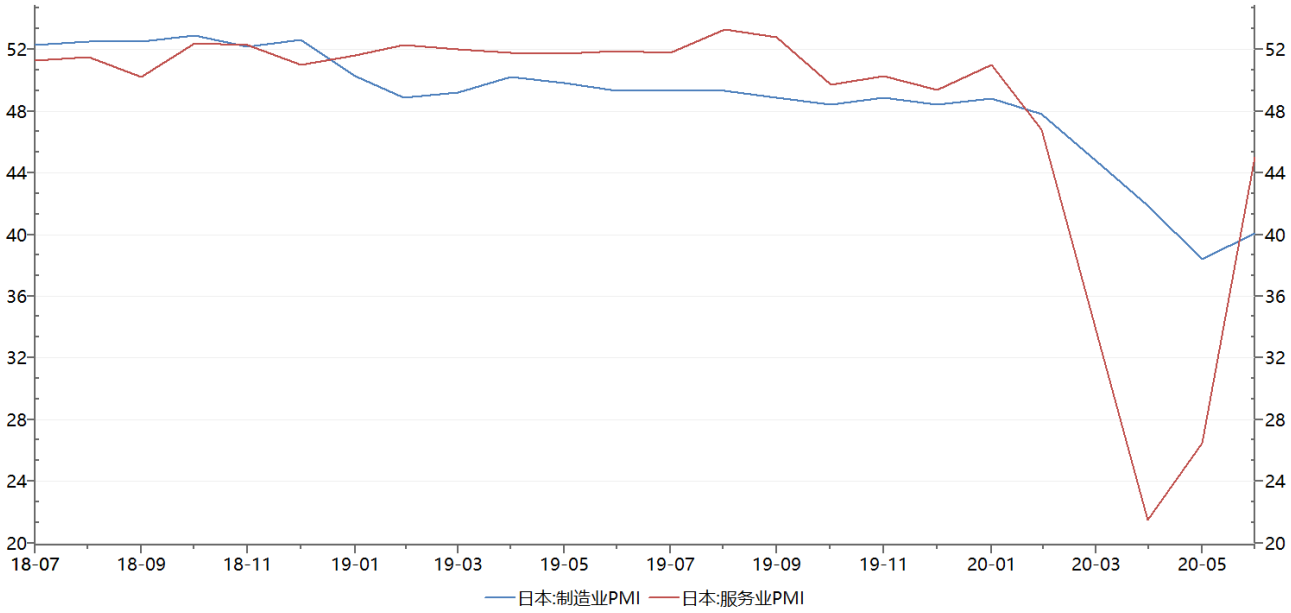

图 24 日本制造业和服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期研究院

（四）日本消费者信心指数大幅下降

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 月消费者信心指数从 3 月的 30.9 暴跌至 21.6，5 月和 6 月数据虽然出现边际好转，但是依然较低，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均出现断崖式下降，均刷新历史新低，5-6 月份好转亦非常有限。在消费者信心指数大幅下滑的背景下，日本 4-5 月份实际消费水平出现断崖式下滑，经济大幅下滑难以避免。随着日本社交隔离政策的放松，5-6 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，未来随着复工复产的推进将会进一步的反弹上涨。

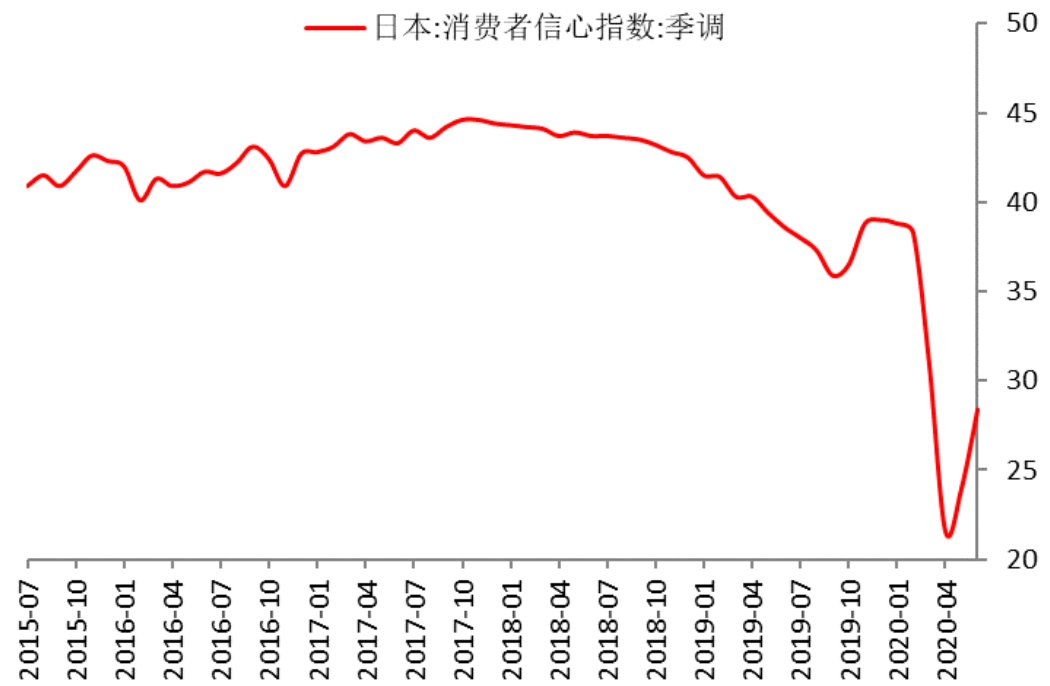

图 25 日本消费者信心指数走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

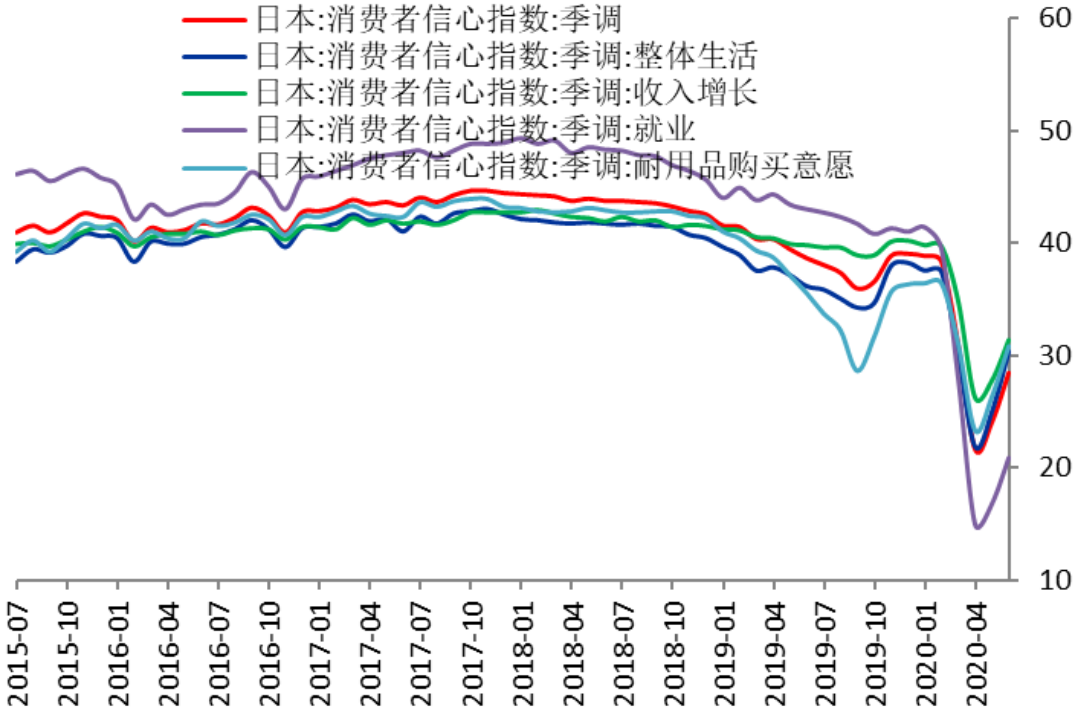

图 26 日本消费者信息指数分项走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

七、 疫情大爆发拖累新兴市场国家经济

新兴市场方面，新冠肺炎疫情的发展为最大的风险点，7 月以来，巴西、印度和南非的疫情依然严重，处于失控的状态，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；而巴西、印度和南非以及整个非洲医疗技术和医疗资源都较为匮乏，大面积蔓延，疫情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，故难以控制，近期印度疫情新增确诊人数不断刷新新高，累积确诊人数已经超过 150 万，稳居全球第三位；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；新兴市场国家主要为资源供给国，资源供给端的冲击，对世界的影响亦较为严重。

在疫情冲击下，我们认为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 5-6 月份数据有低位反弹的趋势，但是依然处于严重低迷中，经济陷入停滞中，印度疫情愈发严重，单日新增达到 5 万人，预计印度二季度经济亦会出现 20-30%的跌幅，三季度经济复苏乏力，2020 年 GDP 将会出现 4%以上的负增长，2021 年大幅反弹；巴西疫情失控，政府的不作为成为核心影响因素，巴西失控的疫情对经济的冲击将会使难以想象的，巴西二季度经济不排除 30%以上的负增长，三季度经济复苏依然乏力，没有明显好转的迹象，2020 年则会出现 8%-10%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，预计俄罗斯二季度经济会大幅的负增长，不排除 20%以上的负增长，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，南非服务业和制造业已经陷入停滞，故南非二季度经济将会

出现 30%的负增长，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 8%-9%的萎缩。

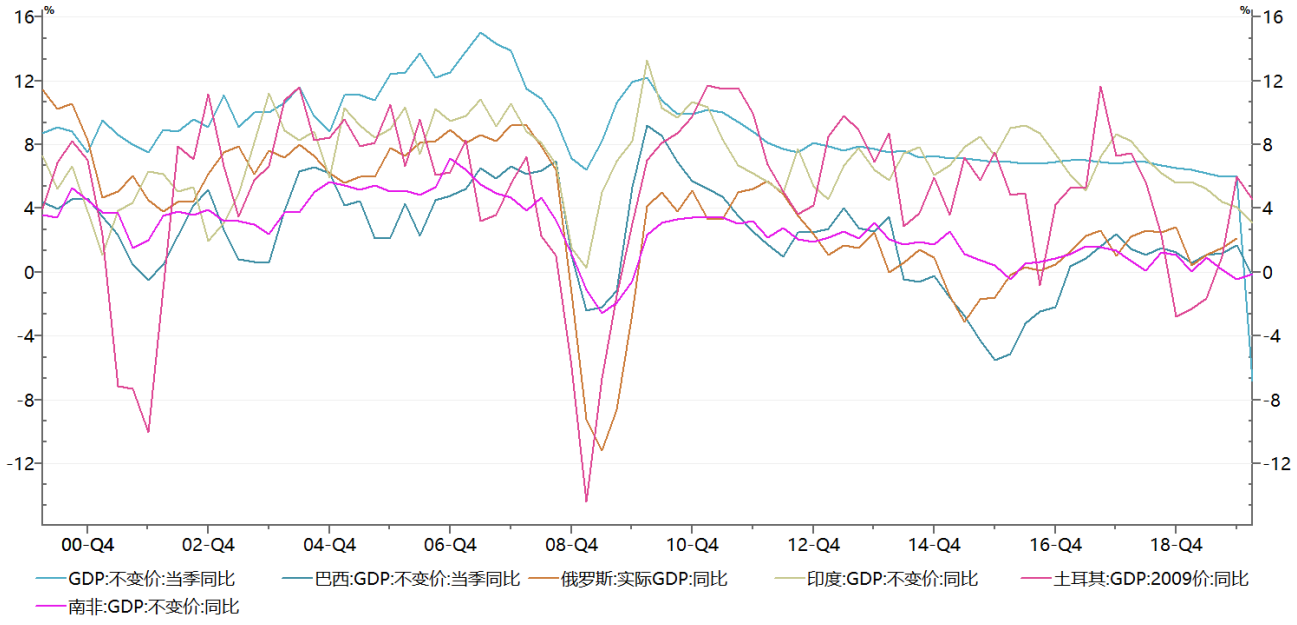

图 27 新兴市场国家 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院



图 28 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 7 月份，全球新冠肺炎疫情仍然没有好转的迹象。中欧疫情得到有效控制，但是局部的二次疫情风险仍存；美国疫情失控，经济再度面临停滞风险；巴西、印度、俄罗斯等新兴市场疫情严重，特别是巴西和印度，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，经济冲击依然存在且严重。美国疫情失控，美国政府继续加大舆论攻势将其疫情失控的责任甩锅，中美、美欧等贸易争端和地缘政治风险严重；未来，以邻为壑转嫁危机的全球贸易争端和地缘政治风险会愈演愈烈，逆全球化趋势更加明显。

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，经济深度衰退难以避免。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；欧洲疫情进入尾声，经济修复已经开始，修复的速度也会比较快，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；美国因为疫情恶化再度面临经济停滞的危机，并且美国肆意引发的地缘政治和贸易争端均会冲击美国经济的复苏速度，故美国经济修复再度受到冲击，修复的速度和幅度均不及欧洲，三季度或出现小幅的边际好转，四季度或出现明显好转；日本方面则会呈现先强后弱的经济复苏格局；新兴市场方面亦出现分化，俄罗斯将会呈现先强后弱的经济复苏模式，而巴西、印度和南非因为疫情的恶化，三季度 GDP 将会延续深度萎缩状态只会出现边际的小幅好转，当疫情得到有效控制后会出现明显的好转。

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6%-10%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4%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10%以上的负增长，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，资产配置机会凸显。外汇方面，美国疫情非常严重，新增确诊病例持续飙升，地缘政治再度恶化有不断升级的趋势，美国企业活动表现不及预期，经济复苏再度趋缓，美国流动性泛滥使得美元信用体系受损，叠加欧元强势的反向影响，美元指数持续走弱，已经从103的近期高位下跌10%，跌破93关口，为2018年6月以来最低。超宽松经济政策、欧元的强劲均使美元承压，随着全球经济复苏的推进，美国疫情的失控，美元将会进一步下跌，不排除跌破90的可能；而风险货币欧元和英镑仍有上涨的空间，阻力位分别是1.2和1.32，若脱欧有进展，不排除冲击1.25和1.35的可能。全球疫情持续恶化、贸易局势逐步向其他版块扩散、地缘政治关系紧张、全球央行大放水、实际利率为负和弱势美元等因素影响，黄金白银等贵金属价格持续上涨，白银突破26美元关口，黄金涨至1970美元上方，刷新历史新高；金银等贵金属上方依然有较大的空间。美元弱势助力有色板块整体偏强震荡，但是其表现脱离基本面的支撑，有色金属的价格波动加大，但上行高度有限，可能会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。随着减产导致的供给端趋紧的弱化，原油价格波动降低，全球原油供需平衡表边际修复推动油价重心抬升，但当前供应端进一步缩减的可能性较小，同时疫情影响下原油需求恢复有限且面临不确定性，这将制约油价上行的高度，下半年原油价格回到至55-60美元区间的可能性依然较大。

整体来看，2020年下半年，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弱复苏模式，美欧日以及新兴市场表现分化，

欧美等主要央行将会深化量化宽松政策。2020 年下半年，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，避险资产仍有进一步上涨的趋势，大宗商品及股市等风险资产维持偏强走势，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