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12日星期日

方正中期期货 FOUNDER CIFCO FUTURES
更多精彩内容请关注方正中期官方微信

海外经济弱复苏持续　新的风险点仍需警惕

——2020 年上半年全球经济回顾与下半年展望

摘要

2020 年上半年，新冠肺炎疫情依然是最核心的风险点，全球疫情仍处于大爆发中，未到拐点。中国疫情已经得到了有效控制，欧洲疫情已经进入疫情尾声；美国疫情失控，三季度或出现好转；巴西、印度、俄罗斯等新兴市场则延续欧美疫情趋势，正式进入大爆发期，特别是巴西和印度，成为当前阶段的核心风险点，亦可以说已经失控。短时间内，疫情依然难以得到有效的控制，全球疫情依然没有出现明显的拐点，或于 3 季度出现明显的好转。二季度以来美国政府加大舆论攻势将其疫情失控的责任甩锅，中美、美欧等国际贸易争端严重；未来，以邻为壑转嫁危机的全球贸易争端会愈演愈烈，逆全球化趋势更加明显，中东等地或出现地缘政治冲突。

上半年，疫情引发的严防严控冲击服务业和制造业，服务业和制造业 PMI 均陷入停滞状态，虽然 5-6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏，二季度经济深度衰退难以避免，美欧经济大幅衰退，将会录得 20%-30%的负增长；全球 2020 年经济将会陷入深度衰退中，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 3.5-4.5%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，二季度不排除 30%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。

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，下半年则会进入先强后弱的弱复苏模式，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陆续出现，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，下半年避险黄金仍有突破前高的可能。大宗商品及股市等风险资产持续性上涨，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，不宜过度追高。具体资产方面，看跌美元、美债，看涨黄金、原油以及有色金属等资产。

目 录

一、 海外主要国家均会陷入深度衰退中 3

二、 新的风险点仍需警惕 7

三、 疫情冲击下商品市场大幅波动 9

(一) 大宗商品指数先强后弱 9
(二) 美元指数进入下行区间 13
(三) 全球企业活动陷入困境 17

四、 美国经济弱复苏预期受到新风险点冲击 19

(一) 美国经济陷入深度衰退 21
(二) 美国 ISM 制造业突破荣枯线 22
(三) 服务业企业活动大幅反弹 23
(四) 供需数据边际大幅好转 25
(五) 美国 6 月份非农数据大超预期 26
(六) 美国通胀边际好转 未来将会持续 27
(七) 美联储连续降息 超宽松的货币政策持续 29

五、 欧洲经济开启复苏模式 34

(一) 欧元区经济深度衰退难以避免 35
(二) 欧元区 PMI 触底好转 企业活动将会持续改善 37
(三) 欧元区经济景气指数刷新历史新低 39
(四) 欧盟新一轮刺激计划呼之欲出 41
(五) 英国 PMI 底部企稳 然经济增长动力依然不足 45
(六) 疫情和脱欧双重冲击 英国经济复苏缓慢 46
(七) 英国实施负利率政策的可能性较小 47
(八) 英国有序脱欧可能性大 49

六、 疫情与外贸拖累日本经济 50

(一) GDP 连续两季度萎缩 外贸将拖累经济复苏步伐 50
(二) 日本不断加码经济政策宽松力度 53
(三) 日本经济增长动能不足 55

七、 疫情大爆发拖累新兴市场国家经济 59

八、 全球宏观策略及资产配置分析 61

一、 海外主要国家均会陷入深度衰退中

世界三大经济组织全球主要经济体经济预测（20200506）															
GDP预测（同比）	IMF（2020-4-14）				世界银行（2020-1-1）				经合组织（2020-1-1）				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	-3	5.8	3.6	2.9	2.5	2.6	2.7	2.9	2.4	3.3			-3.5	5.2	
美国经济预测	2.3	-5.9	4.7	1.6	2.3	1.8	1.7	1.7	2.3	1.9	2.1		2.3	-6.5	4.9	
中国经济预测	6.1	1.2	9.2	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	-7.5	4.7	1.4	1.1	1	1.3	1.3	1.2	0.8	1.2		1.2	-7.7	6.3	
英国经济预期	1.4	-6.5	4	1.5					1.4	0.8	0.8		1.4	-8.3	6	
日本经济预测	0.7	-5.2	3	0.5	0.8	0.7	0.6	0.4	0.8	0.2	0.8		0.8	-5	2.7	
俄罗斯经济预测	1.3	-5.5	3.5	2	1.3	1.6	1.8	1.8	1.3	1.8	1.9					
印度经济预测	6.1	1.9	7.4	7.4	6.1	5	5.8	6.1	6.1	5	5.8	6.3				
巴西经济预测	1.2	-5.3	2.9	2.4	1.1	2	2.5	2.4	1.1	1.7	1.8					
南非经济预测	0.1	-5.8	4	1.8	0.1	0.9	1.3	1.5	0.1	0.6	1					

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再度下调经济预测

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。

世界银行方面，世界银行在 2020 年 6 月期《全球经济展望》中称，疫情大流行产生的快速而巨大的冲击以及防控措施造成的经济停摆使世界经济陷入严重收缩，全球经济今年将收缩 5.2%，这将是第二次世界大战以来程度最深的经济衰退。由于内需和供应、贸易及金融严重中断，预计发达经济体 2020 年的经济活动将收缩 7%，预计美国经济今年将收缩 6.1%，欧元区 2020 年将收缩 9.1%，日本经济将收缩 6.1%。预计全球增长在 2021 年回升至 4.2%，发达经济体增长 3.9%，新兴市场及发展中经济体回升 4.6%。但是，前景具有高度不确定性，下行风险占主导，这些风险包括疫情可能持续较长时间、金融动荡、从全球贸易和供应链撤退等。悲观情景预测全球经济今年收缩可能达 8%，之后在 2021 年缓慢恢复至略高于 1%，新兴市场及发展中经济体今年收缩几乎 5%。

经合组织方面，经合组织最新预测，全球经济将出现 6%的下降，如果出现第二波疫情，将下降 7.6%。经合组织还将 2020 年欧元区经济增速从 0.8%下调至-9.1%，预计美国 2020 年 GDP 将下降 7.3%。疫情冲击严重，并且仍有进一步冲击的风险仍存，故全球经济将会陷入深度衰退中，预计 2020 年全球经济将会出现 5%-6%的萎缩。

IMF 则是连续两次下调全球经济增速预期，2020 年全球经济预期下调是由于新冠病毒对消费的冲击大于最初的预期，预计 2020 年全球经济增速为-4.9%，此前预期为-3%；把 2021 年全球经济增速预期从 5.8%下调至 5.4%。下调美国 2020 年 GDP 增速由此前的-5.9%至-8.0%；下调欧元区 2020 年 GDP 增速由此前的-7.5%至-10.2%；下调新兴市场及发展中经济体 2020 年 GDP 增速由此前的-1.0%至-3.0%；预计中国 2020 年经济增速为 1%，为全球主要经济中唯一增长的国家。IMF 表示，其日益加剧的悲观情绪，除了社会疏离和其他安全措施对需求的持续打击之外，还反映出更早的封锁期间超出预期的对供应方面造成的创伤。对于那些努力控制疫情蔓延的国家来说，更长的封锁时间也会对经济增长造成影响。当前全球经济同时遭遇上行风险与下

行风险，其中上行风险包括关于疫苗研发有效带给经济复苏的援助作用，下行风险包括第二波疫情高峰可能来袭导致的经济复苏推迟。

世界主要投行经济预测（20200506）																				
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	-2.7	5.7		2.9	-1.7	5.8					
美国经济预测	2.3	-2.6	3.8		2.3	-6.2	5.5	3.5	2.3	-6.4	6.2		2.3	-4.2	3.8	2.3	2.3	-5.5	5.3	
中国经济预测	6.2	2.4			6.1	3	7.7		6.1	1.3	8.5		6.1	1.8	8	5.6	6.1	2	9.2	
欧元区经济预测	1.2	-8.6							1.2	-7	6.7		1.2	-5.6	4.5	1.6	1.2	-10.8	6	
日本经济预测	0.7	-4.7			0.7	-6	3.1		0.7	-8.5	3.1		0.7	-3.9	2.6		0.7	-1.7	1.4	
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	-1.5	4.8		2.9	-2.7	6.3		2.9	-1.6	4.7		2.9	-3	5.2		2.9	-2.7	3	
美国经济预测	2.3	-6.4	3.6		2.3	-5.6	5.3		2.3	-6.5	3.6		2.3	-2.6	2.9		2.3	-3	1.7	
中国经济预测	6.1	1.3	6.9		6.1	1.2	8.8		6.1	1.5	7.5		6.1	3.3	5.6		6.1	-1.2	7.5	
欧元区经济预测	1.2	-10.1	7.5		1.2	-7.6	8.3		1.2	-6.1	4.1		1.2	-5.2	5.6		1.2	-4.4	0.4	
日本经济预测	0.7	-3.9	0.7		0.7	-4	2.9		0.7	-5.3	3.2		0.7	-1.8	1		0.7	-4.3	0.7	

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，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、 新的风险点仍需警惕

随着疫情进入新常态，后疫情时代将会有诸多的“灰犀牛”和“黑天鹅”风险。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。

后疫情时代，美国和巴西、印度等新兴市场的疫情仍在恶化，没有明显的好转迹象，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，做好防护。当然要重点关注新冠肺炎疫苗的研发进展，一旦取得突破，那么疫情风险将会获得极大的降低。

疫情时代，经济受到致命冲击，深度衰退难以避免，失业率飙涨，社会出现动荡；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将会提上日程；特朗普政府为了转移抗疫不力的指责，将会加大甩锅力度，将不断升级中美、美欧等贸易争端，转移民众注意力，获得额外的贸易收益，为自己的大选获得筹码；另外，在没有新的经济增长点前，以邻为壑转嫁危机的贸易方式将会增加“额外的”收益；当然面度霸权地位被挑战，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，预计可能会涨至 8-9 万亿；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，投放抗疫基金，美国2万亿财政刺激计划等等。近期美国政府依然在筹划万亿的基建项目，欧盟则在推进7500亿欧元的经济复苏计划，而英国政府一般债务占GDP的比例已经达到100%以上，其他主要国家亦是加大经济刺激措施。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。上半年已经通过了党内初选和党内候选人的确定，下半年则进入2020大选的核心阶段，7-8月份进行民主党和共和党党内候选人提名，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，12月14日选举人投票则最后确定总统候选人，2021年1月美国第59届总统正式就职。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10个百分点左右，但是还没有获得绝对性优势。拜登相对确定性的选票有197张，领先特朗普的125张，但是距离获胜仍需要73张选票，因此摇摆州依旧是大选的关键变数。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，我们认为特朗普连任的可能性大。

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、 疫情冲击下商品市场大幅波动

(一) 大宗商品指数先强后弱

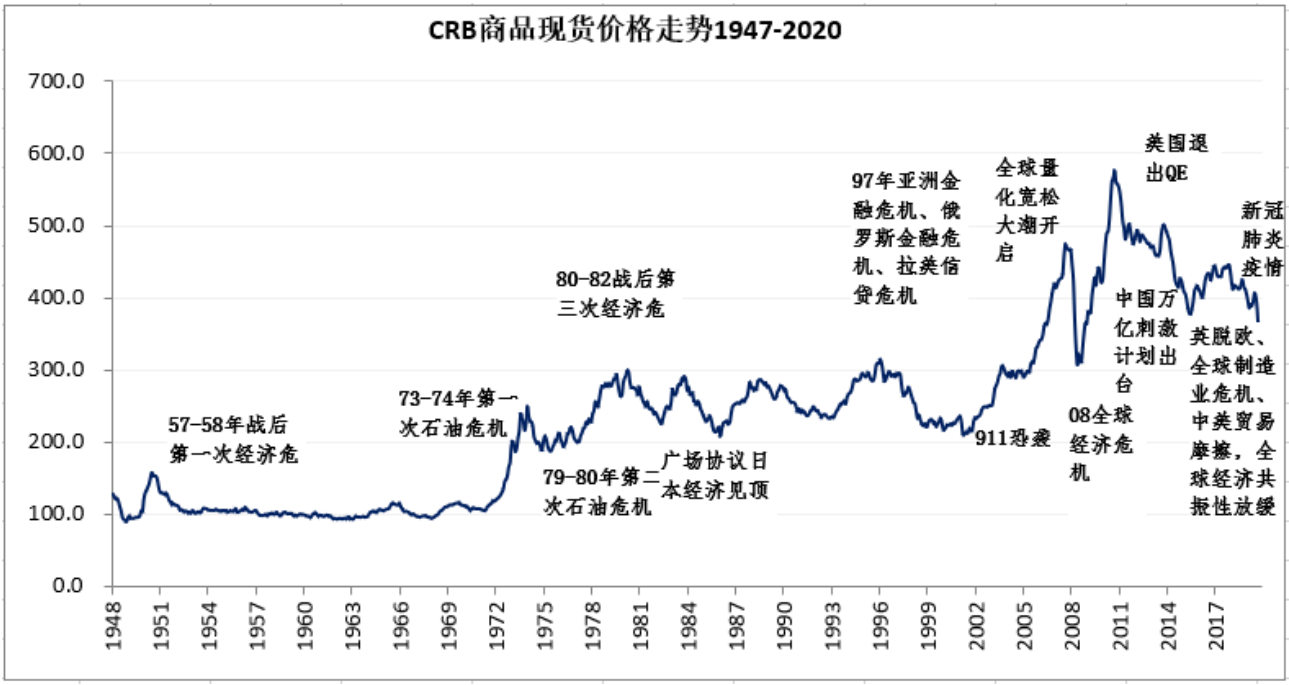


图 3 1947-2020 年 CRB 商品现货价格走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

纵观 CRB 指数长期走势，大致可分为十一个阶段。

第一阶段：1947-1971 年，布雷顿森林体系下，CRB 商品期货价格指数走势相对平稳，虽然 1957-1958 年经历战后第一次经济危机，但由于美元与黄金挂钩，保持 35 美元/ 盎司的固定比价关系之上，大宗商品价格并没有出现太大的波动，CRB 围绕在 100 点附近波动。

第二阶段：1971-1980 年，布雷顿森林体系解体、美元贬值、石油危机左右大宗商品价格。

1971 年，美国宣布美元与黄金脱钩；1973 年，汇率紧盯制度解体，布雷顿森林体系崩溃，美元持续贬值，其后并伴随 1974-1974 年第一次石油危机、1978-1979 年第二次石油危机，CRB 商品期货价格指数经历第一次持续性上涨，由 1971 年 11 月的 100 点升至 1980 年 11 月的 335 点。并引发西方工业国的经济衰退，据估计，美国 GDP 大概下降了 3%。

第三阶段：1980-1996 年，工业国家经济衰退、复苏交替进行。其间先后发生拉美债务危机、海湾战争、日本金融危机、欧洲汇率机制危机、墨西哥金融危机等。CRB 商品期货价格指数步入长期调整周期，围绕 200-250 点区间波动，反弹趋势呈依次减弱的趋势。

1980-1984 年：二战后世界第三次经济危机，CRB 指数走弱，由 1980 年的最高点下跌至 232 点，其后各国加强干预。1981 年，里根成为美国总统后，主张减税、减少通货膨胀、降低利率、扩大军费开支、增加政府赤字和国债，排除税赋规则的漏洞，继续对商业行为撤销管制，以此让自由市场机制能自动修正所面临的问题。美国经济于 1983 年开始了复苏， CRB 指数由 232 点升至 280 点左右。

1985-1987 年：美国金融危机，强势美元政策诱使投机资金回流美国，触发房地产股市疯涨。最终导致房地产、股市、金融体系崩盘，CRB 商品期货指数走弱，由 260 点降至 200 点。

1986-1990 年，日本经济过热以及随后的海湾战争，投资热情推动 CRB 指数向上攀升。而到 1990-1992 年，伴随着日本的泡沫经济崩溃，CRB 指数走弱，由 240 跌至 200 点位附近。其后， 1994-1996 年，由于克林顿采取稳健的货币与财政政策，美国经济呈现快速增长，带动 CRB 指数上涨。

第四阶段：1996-2000 年，世界经济结构失衡，区域性危机相续发生，先后爆发墨西哥金融危机、亚洲金融危机、以及美国网络危机，CRB 商品期货价格指数承压走低。

1997-1998 年东南亚金融危机演变成经济衰退并向世界各地区蔓延。在金融危机冲击下，泰国、印尼、马来西亚、菲律宾四国经济增速由 8%降至 1997 年的 3.9%，1998 年上述四国和

香港、韩国甚至日本经济都呈负增长。东亚金融危机和经济衰退引发了俄罗斯的金融危机并波及其他国家。巴西资金大量外逃，哥伦比亚货币大幅贬值，进而导致全球金融市场剧烈震荡，西欧美国股市大幅波动，经济增长速度放慢。CRB 商品价格指数点位由 1997 年 6 月的 240 点迅速下滑至 180 点位附近。

第五阶段：2001 年 1 月-2003 年 6 月，美联储为减轻股市泡沫破裂、“9.11”恐怖袭击以及华尔街会计作假丑闻等一系列事件对美国经济的影响，先后进行 13 次降息，从 6.5%下调至自 1958 年以来的最低水平 1%。美联储的降息政策极大地刺激了房地产业和信贷消费的发展，由此带来的财富效应极大地推动了美国经济的增长；其次，欧元区、日本经济复苏以及新兴国家崛起，拉动 CRB 商品期货价格指数快速上涨，迅速摆脱 10 年的颓势，由 2001 年的 181.8 点上扬至 2008 年 7 月的 473.9 点峰值。

第六阶段：2007-2011 年，次贷危机、欧债危机相继迸发，需求、避险两者之间 CRB 商品期货价格指数蹦极式跳跃。

2007-2008 年次贷危机全面爆发，美国股市标准普尔 500 指数下跌 45%，房价从 2006 年高峰下跌 20%，次贷危机迅速蔓延至全球。CRB 商品期货价格指数呈断崖式下跌，由 2008 年 7 月的 473.9 点跌至 12 月份的 208.5 点附近，用时仅 5 个月。

2009-2011 年，希腊首相帕潘德里欧宣布前任首相隐瞒了大量的财政赤字，随即引发市场恐慌，三大评级机构纷纷下调了希腊的主权债务评级，投资者抛售希腊国债同时，爱尔兰、葡萄牙、西班牙等国的主权债券收益率也大幅上升，欧洲债务危机全面爆发。伴随各国相继实行经济刺激计划以及弱势美元政策，CRB 商品期货价格指数强力反弹升至 370.7 点位附近然后出现大幅下跌，累计最大跌幅 39%。

第七阶段：2011-2013 年，世界经济步入后危机时代，经济复苏乏力，CRB 指数走势与 1980-1996 年相似，不改弱势震荡格局，步入区间长期震荡调整格局。2012 年 12 月美国实施

QE4，CRB 指数升至 300 点位附近，上升力度较 QE3 明显减弱。2013 年全球商品市场呈现出上半年大幅下跌，下半年为见底反弹后震荡走势，从 2013 年全年来看，中国经济等金砖国家经济放缓、全球大宗商品去库存化、美国开始退出持续四轮的 QE 政策和欧洲经济复苏还漫长是大宗商品价格再下一个台阶的主要成因。

第八阶段：2014 年至 2017 年，全球经济增长不平衡，美国强劲复苏、欧洲日本经济反复、新兴经济体增长放缓，美元指数持续上涨并创 2003 年以来新高，CRB 指数步入底部宽幅震荡阶段。国际大宗商品市场供大于求局面受到中国供给侧改革影响而短期出现供需错配，黑色金属、有色金属、建材化工品价格出现大幅反弹，原油、铁矿石、煤炭和金属矿粉等中国进口依赖度较高的商品价格也受中国进口大幅增长出现反弹。2016 年大宗商品市场呈现出见底大幅回升的走势，部分品种如焦煤、焦炭、动力煤、螺纹钢、热轧卷板等中国特色商品价格涨幅居全球商品市场前列，涨幅平均为 110%。而反映全球大宗商品市场价格指数的 CRB 商品期货指数受有色金属、石化能源和农产品期货反弹止跌回升。2016 年以来全球大宗商品市场出现大幅反弹，此轮大宗商品的熊市基本见底，2017 年大宗商品市场受高价格影响迅速补充库存和释放产能来弥补短期供给的短缺。

第九阶段：2014 年至 2018 年，全球经济增长不平衡，美国经济向好但是已经出现见顶迹象、欧洲日本经济增长出现反复偏下、新兴经济体发展形势动荡，美元指数持续上涨虽然有所回调但是仍处于相对高位，CRB 指数步入宽幅震荡阶段。在需求走弱的背景下，供给端的限制成为大宗商品价格波动的主旋律，我国供给侧改革和环保政策的反复影响下，部分品种如焦煤、焦炭、动力煤、螺纹钢、热轧卷板等中国特色商品价格波动幅度增加。

第十阶段：2019 年全球经济共振性放缓，美国经济增长动力不足韧性下降，日欧经济底部震荡继续走弱，新兴市场分化严重，中国印度经济稳中有降，俄罗斯、巴西和南非经济放缓，美国政府极端贸易政策引起全球贸易局势紧张，需求不足。因此，CRB 现货价格指数继续震

荡走弱，并可能进一步走弱。在全球经济受到贸易摩擦以及地缘政治危机等因素的影响下，进入 2019 年大宗商品需求端受到贸易局势影响，受中美贸易等国际贸易局势影响，部分商品如铁矿石、豆类粕类以及棉花等波动较大。国际原油价格也在中东地缘政治对供给的不确定性影响下大幅波动，并且带动 CRB 商品期货指数在底部持续震荡并且有走弱迹象。

第十一阶段：新冠肺炎疫情先后在中国、欧美等发达国家以及巴西印度等新兴市场国家爆发，严格的社交管控措施使得经济陷入停滞，市场情绪陷入恐慌，大宗商品价格在 3 月中下旬出现断崖式下滑，CRB 商品期货指数本就走弱的趋势，出现大幅的下滑；随着超量化宽松等诸多宏观因素缓解市场情绪、拉动商品市场实现 V 型或接近 V 型反弹，CRB 商品期货指数出现边际好转，但是疲弱的趋势尚未改变。

我们预计 2020 年下半年大宗商品将会跟随宏观经济，三季度先偏强震荡，四季度小幅回落。当前全球经济深度衰退、需求不足已经成为投资者共识，对于 2020 年上半年的经济情况的悲观预期已经通过大宗商品的价格表现出来，随着下半年疫情出现实质性好转以及 2020 年中国宏观经济的复苏预期，CRB 指数表现亦会先强后弱。

(二) 美元指数进入下行区间



图 4　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。短期内受二次疫情导致的避险情绪提振，美元或继续进行震荡整固，然超宽松经济政策、欧元的强劲均使美元承压，随着全球经济复苏的推进以及美国经济复苏的缓慢，美元可能进一步下跌，若 95 附近支撑位无法有效支撑，则美元将会继续偏弱运行，将会跌至 93 一线。

(三) 全球企业活动陷入困境

新冠肺炎疫情的爆发，各国政府均采取严格的社交管控措施以应对疫情，全球制造业和服务业均陷入停滞或半停滞的状态，服务业和制造业 PMI 均不断刷新历史新低。随着疫情防控出现明显的效果，社交管控措施逐步放开，各国企业活动亦陆续复苏，PMI 指数出现明显的触底反弹的边际好转迹象，但是相对于疫情前的企业状况仍有较大的差距，仍需要数年的时间恢复到原来的水平。

摩根大通全球制造业数据显示，2020 年 5 月份全球制造业 PMI 为 42.4%，较 3 月小幅回升 2.8 个百分点，制造业 PMI 大幅下跌后出现边际好转，然制造业危机持续。全球复工复产陆续推进，6-7 月制造业继续触底逐步反弹，然而制造业危机短期内难以解决。分区域看，中国制

造业 PMI 继续延续扩张趋势，修复之前的冲击；欧美日等发达国家的制造业 PMI 则是底部企稳、触底反弹；新兴市场，制造业 PMI 刷新历史新低后会底部企稳，但是因为疫情处于大爆发期，预计二季度会偏弱，反弹幅度不及欧美等发达国家。

摩根大通全球非制造业数据显示，2020 年 5 月份全球非制造业 PMI 为 35.2%，较 4 月刷新历史新低后出现边际好转，然非制造业危机依然没有解除，短期内难以恢复到疫情前的水平。非制造业在疫情影响下首当其冲，随着复工复产的推进，非制造业 PMI 将会继续反弹。分区域看，中国非制造业 PMI 继续延续扩张趋势，修复之前的冲击；欧美日等发达国家的非制造业 PMI 则是刷新历史新低后触底反弹，仍将继续边际好转，但是美国不排除二次回落的可能。

方正中期期货 FOUNDER CIFCO FUTURES 近一年全球主要国家制造业PMI变化

国家	2020年6月	2020年5月	2020年4月	2020年3月	2020年2月	2020年1月	2019年12月	2019年11月	2019年10月	2019年9月	2019年8月	2019年7月	2019年6月
全球	47.8	42.4	39.6	47.3	47.1	50.4	50.1	50.3	49.8	49.7	49.5	49.3	49.4
中国	50.9	50.6	50.8	52.0	35.7	50.0	50.2	50.2	49.3	49.8	49.5	49.7	49.4
美国	52.6	43.1	41.5	49.1	50.1	50.9	47.8	48.1	48.3	47.8	49.1	51.2	51.7
日本	40.1	38.4	41.9	44.8	47.8	48.8	48.4	48.9	48.4	48.9	49.3	49.4	49.3
欧元区	47.4	39.4	33.4	44.5	49.2	47.9	46.3	46.9	45.9	45.7	47.0	46.5	47.6
德国	45.2	36.6	34.5	45.4	48.0	45.3	43.7	44.1	42.1	41.7	43.5	43.2	45.0
法国	52.3	40.6	31.5	43.2	49.8	51.1	50.4	51.7	50.7	50.1	51.1	49.7	51.9
意大利	47.5	45.4	31.1	40.3	48.7	48.9	46.2	47.6	47.7	47.8	48.7	48.5	48.4
荷兰	45.2	40.5	41.3	50.5	52.9	49.9	48.3	49.6	50.3	51.6	51.6	50.7	50.7
爱尔兰	51.0	39.2	36.0	45.1	51.2	51.4	49.5	49.7	50.7	48.7	48.6	48.7	49.8
希腊	49.4	41.1	29.5	42.5	56.2	54.4	53.9	54.1	53.5	53.6	54.9	54.6	52.4
西班牙	49.0	38.3	30.8	45.7	50.4	48.5	47.4	47.5	46.8	47.7	48.8	48.2	47.9
奥地利	46.5	40.4	31.6	45.8	50.2	49.2	46.0	46.0	45.5	45.1	47.9	47.0	47.5
英国	50.1	40.7	32.6	47.8	51.7	50.0	47.5	48.9	49.6	48.3	47.4	48.0	48.0
加拿大	0.0	42.1	23.6	28.2	53.2	51.1	43.6	58.4	51.8	55.8	58.6	51.2	53.7
俄罗斯	49.4	36.2	31.3	47.5	48.2	47.9	47.5	45.6	47.2	46.3	49.1	49.3	48.6
巴西	51.6	38.3	36.0	48.4	52.3	51.0	50.2	52.9	52.2	53.4	52.5	49.9	51.0
印度	47.2	30.8	27.4	51.8	54.5	55.3	52.7	51.2	50.6	51.4	51.4	52.5	52.1
印度尼西亚	43.7	35.5	27.5	45.3	51.9	49.3	49.5	48.2	47.7	49.1	49.0	49.6	50.6
韩国	43.4	41.3	41.6	44.2	48.7	49.8	50.1	49.4	48.4	48.0	49.0	47.3	47.5
越南	51.1	42.7	32.7	41.9	49.0	50.6	50.8	51.0	50.0	50.5	51.4	52.6	52.5
土耳其	53.9	40.9	33.4	48.1	52.4	51.3	49.5	49.5	49.0	50.0	48.0	46.7	47.9
墨西哥	38.6	38.3	35.0	47.9	50.3	49.0	47.1	48.0	50.4	49.1	49.0	49.8	49.2
澳大利亚	51.5	41.6	35.8	53.7	44.3	45.4	48.3	48.1	51.6	54.7	53.1	51.3	49.4
波兰	47.2	40.6	31.9	42.4	48.2	47.4	48.0	46.7	45.6	47.8	48.8	47.4	48.4

图 5　近一年全球主要国家和地区制造业 PMI 指数走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

近一年全球主要国家非制造业PMI变化

国家	2020年6月	2020年5月	2020年4月	2020年3月	2020年2月	2020年1月	2019年12月	2019年11月	2019年10月	2019年9月	2019年8月	2019年7月	2019年6月
全球	0.0	35.2	23.7	36.8	47.1	52.7	52.0	51.6	51.0	51.4	51.8	52.5	51.9
中国	53.4	52.3	52.1	51.8	30.1	53.1	53.0	53.5	51.4	53.0	52.5	52.9	53.4
美国	0.0	45.4	41.8	52.5	57.3	55.5	54.9	53.9	54.7	52.6	56.4	53.7	55.1
日本	45.0	26.5	21.5	33.8	46.8	51.0	49.4	50.3	49.7	52.8	53.3	51.8	51.9
欧元区	48.3	30.5	12.0	26.4	52.6	52.5	52.8	51.9	52.2	51.6	53.5	53.2	53.6
德国	47.3	32.6	16.2	31.7	52.5	54.2	52.9	51.7	51.6	51.4	54.8	54.5	55.8
法国	50.7	31.1	10.2	27.4	52.5	51.0	52.4	52.2	52.9	51.1	53.4	52.6	52.9
意大利	46.4	28.9	10.8	17.4	52.1	51.4	51.1	50.4	52.2	51.4	50.6	51.7	50.5
爱尔兰	39.7	23.4	13.9	32.5	59.9	56.9	55.9	53.7	50.6	53.1	54.6	55.0	56.9
西班牙	50.2	27.9	7.1	23.0	52.1	52.3	54.9	53.2	52.7	53.3	54.3	52.9	53.6
英国	47.1	29.0	13.4	34.5	53.2	53.9	50.0	49.3	50.0	49.5	50.6	51.4	50.2
俄罗斯	47.8	35.9	12.2	37.1	52.0	54.1	53.1	55.6	55.8	53.6	52.1	50.4	49.7
巴西	35.9	27.6	27.4	34.5	50.4	52.7	51.0	50.9	51.2	51.8	51.4	52.2	48.2
印度	33.7	12.6	5.4	49.3	57.5	55.0	53.3	52.7	49.2	48.7	52.4	53.8	49.6

图 6 近一年全球主要国家和地区非制造业 PMI 指数走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

四、 美国经济弱复苏预期受到新风险点冲击

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，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。

美国大选和贸易争端本是核心风险点，然而新冠肺炎疫情的大流行却改变了这一现状：3 月份，疫情大流行成为核心风险点，经济活动被迫陷入停滞，年初本有明显复苏迹象的美国经

济深度萎缩；贸易争端暂时被搁置，但是疫情的蔓延使得各国以邻为壑，封城封境，贸易全球化被打破，全球化治理受到质疑；美国大选被弱化，抗疫不利使得特朗普政府的支持率大幅下降，民主党拜登的竞争力相对加强。3 月底 4 月初，美国成为新冠肺炎疫情的核心重灾区，6 月中下旬，美国疫情再度恶化，截止 7 月初，已经累积确诊人数达到 300 万，死亡人数达到 13.5 万；不排除确诊人数达到 500 万的可能，死亡人数将会达到 15-20 万。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 2.8 万亿的财政刺激措施，新的基建措施呼之欲出；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%。

5 月份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，美国经济大幅下跌已无法避免，预

计会录得20%-30%的负增长，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) 美国经济陷入深度衰退

美国第一季度实际GDP年化率终值为-5%，远不及-4%的预期值和2.1%的前值，正式宣告美国最长经济扩张周期结束，是自2008年第四季度金融危机最严重时期GDP下滑8.4%以来的最低水平。一季度GDP数据的下降反映了3月最后两周经济活动的大幅下滑。美国国会预算办公室预测认为，美国二季度GDP按年率计算将下降38%，当然5-6月份数据的好转说明二季度经济或不会达到过会预算办公室的悲观预期。

二季度以来，美国的严防严控措施使得美国经济活动陷入停滞，美国制造业和服务业PMI数据均不断刷新历史新低，零售销售和工业生产指数亦出现大幅下滑，美国私人和企业投资均大幅下降，就业市场陷入困境中，真实失业率或达到20%，通胀指标亦因疫情和原油价格战而大幅回落；虽然5-6月份数据均低位企稳，快速反弹，但是依然较弱，无法拉动GDP出现快速复苏。整体来看，我们认为美国二季度GDP将会出现20-30%的深度衰退。

进入后疫情时代，美国政府抗疫不利使得美国疫情依然严重，而持续的社会动荡和过早的放松社交管控措施，使得美国疫情再度恶化，企业复工复产进展将会放慢脚步，叠加中美、美欧等关系进一步紧张升级的可能性大，诸多风险因素将会冲击美国下半年开启的弱复苏进程。综合来看，美国二季度经济深度衰退难以避免；另外，在美联储和美国政府积极的经济政策刺激下，近期经济活动迅速修复的趋势将较为明确，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。

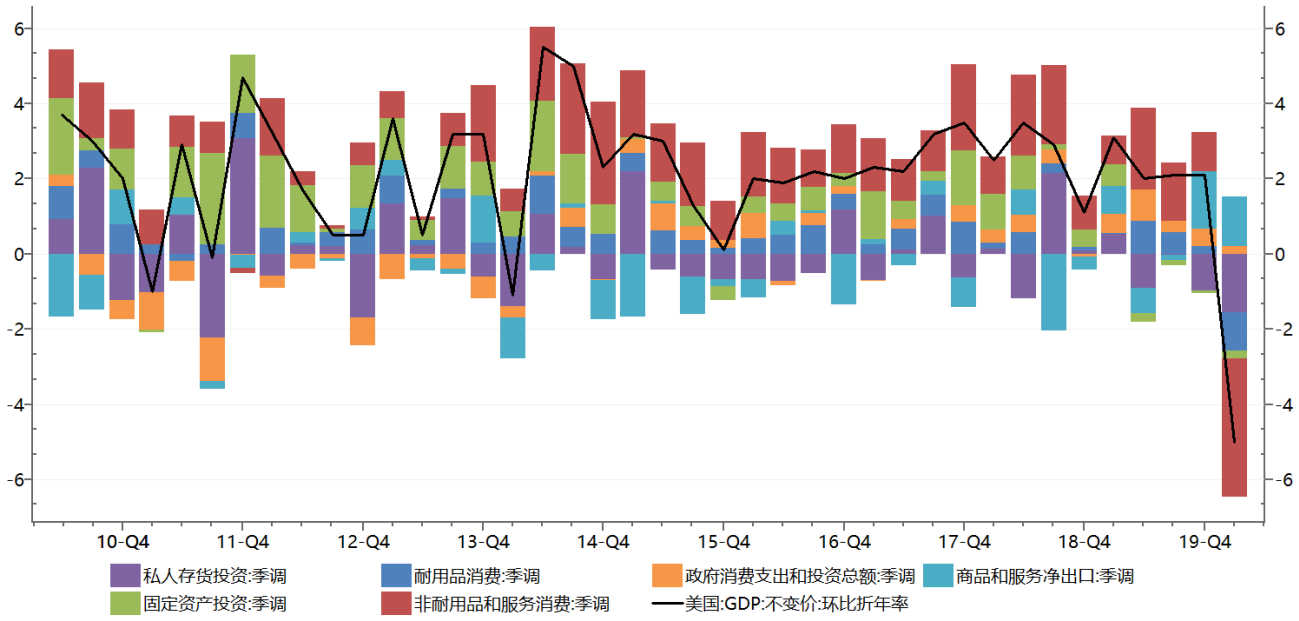


图 7 美国 GDP 与失业率

数据来源：Wind、方正中期研究院

(二) 美国 ISM 制造业突破荣枯线

美国制造业在 4 月刷新历史新低后，5-6 月制造业出现明显改善。美国 6 月 ISM 制造业 PMI 录得 52.6，该数据远超预期和 43.1 的前值，继美国 5 月份制造业活动脱离 11 年低位、出现低位企稳的明显迹象后，6 月 ISM 制造业 PMI 突破荣枯线，升至 14 个月高位；各分项均出现刷新历史的涨幅。PMI 的反弹表明美国经济在 2 月进入衰退后已出现好转，预示最糟糕时期已经结束且制造业开始企稳。然不断上升的病例数仍然对复苏造成了威胁，但是企业活动再度大幅萎缩的可能性不大。

因遏制疫情蔓延而采取的社交隔离措施持续损害美国制造业生产状况，扰乱制造业供应链并打击需求；随着美国政府放松社交管控措施，推动企业复工复产，美国企业活动迅速恢复，继 5 月份美国制造业 PMI 环比改善后，6 月制造业 PMI 突破荣枯线，进入扩张阶段，美国经济最糟糕时期已经结束且制造业开始企稳。虽然美国二次疫情导致感染病例数不断上升，部分州延缓或暂停经济复苏进展，但是企业活动再度大幅萎缩的可能性不大。不过就业项依然处于萎缩中，失业率仍高企，从疫情危机中复苏可能需要数年时间，二次疫情导致的社交隔离措施的再度加强亦会冲击美国企业活动、就业和经济状况。随着越来越多的公司重新启动生产，未来数月内产出将会持续改善，制造业 PMI 指数会持续好转，下半年将会长期处于荣枯线上方。

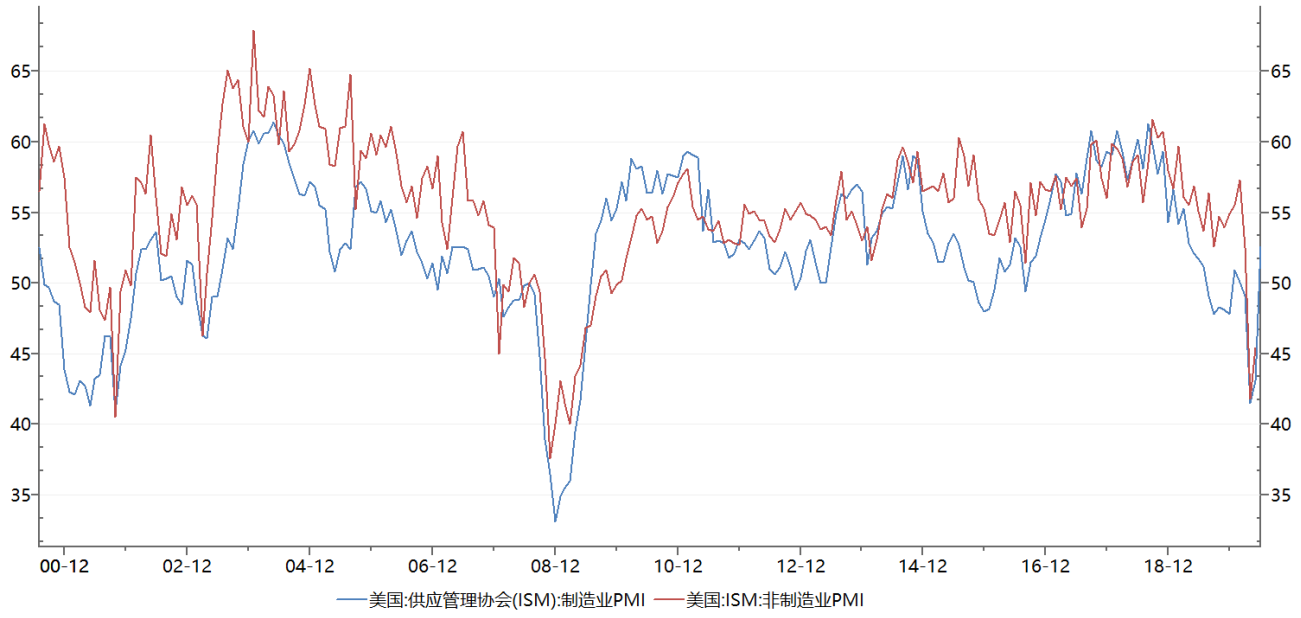


图 8　美国制造业与服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期研究院

(三) 服务业企业活动大幅反弹

4 月份服务业 PMI 指数的急剧下降，甚至超过了全球金融危机最严重的时候。服务业占美国经济总量的 80%以上，是其支柱产业，疫情对人与人之间的接触造成了极大限制，对支撑美

国经济的服务业造成重创，故非制造业的萎缩使得经济深度衰退难以避免。服务业瘫痪还可能引发企业破产、企业债务评级下调和银行资产负债表恶化等多重冲击。故服务业陷入停滞可以直接证明美国二季度 GDP 的深度衰退难以避免。美国 5 月 ISM 非制造业 PMI 录得 45.4，大超前值和预期，美国商业活动、新订单和就业指数等项跌至 1997 年数据开始统计以来最低水平后，出现大幅反弹。预计 6 月份数据将会在复工复产推动下，升破荣枯线。当然近期的疫情恶化将会再度冲击服务业企业活动，但是不会出现 4 月份时的大幅下跌，预计下半年将会持续的好转，带动经济复苏。

最新公布的数据显现，美国 6 月份 Markit 服务业 PMI 初值录得 46.7，高于预期值和前值，虽然服务业依然处于萎缩低迷中，但是服务业出现低位企稳触底反弹的迹象，暗示经济崩溃的速度似乎已在 4 月份见顶。在没有出现第二波疫情的情况下，随着封锁措施的解除，美国各州陆续放松社交管控措施，复工复产陆续推进，预计未来几个月经济活动的下降幅度应该会进一步放缓，服务业 PMI 将会新一步上升，下半年则会升至荣枯线上方，拉动美国 GDP 在三季度开始复苏。

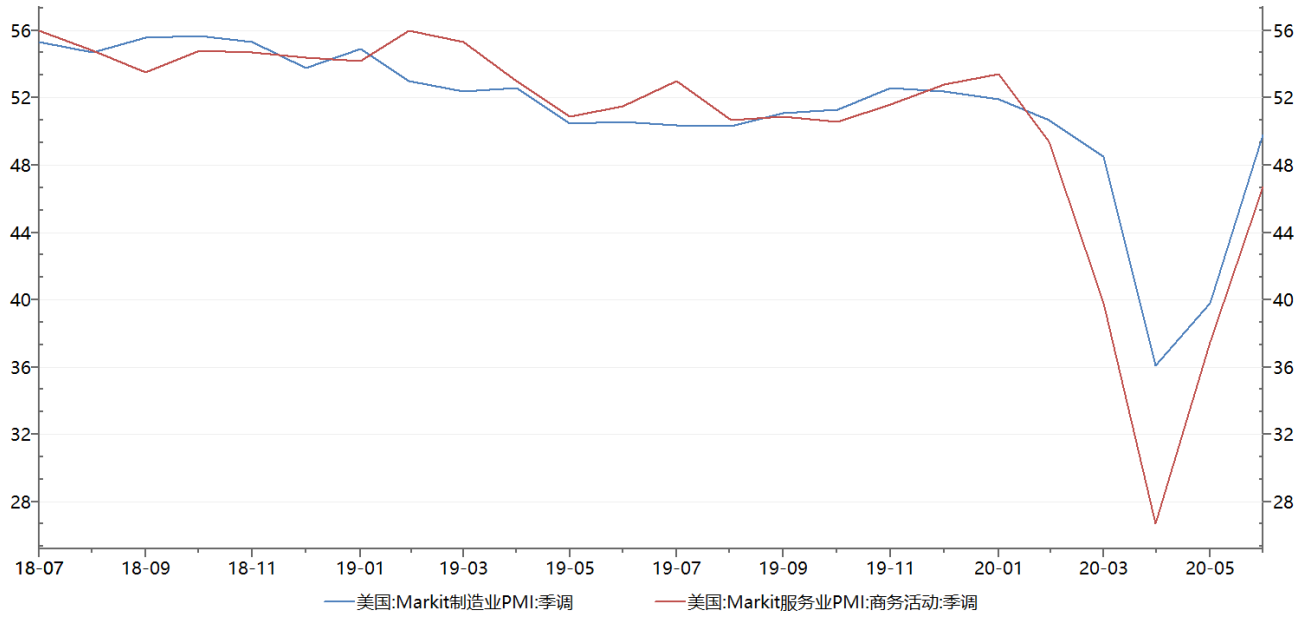


图 9 美国 Markit 制造业与服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期研究院

(四) 供需数据边际大幅好转

需求端，美国 5 月份零售销售月率录得 17.70%，远高于 8.4%的预期和-16.4%的前值，是 1992 年开始有数据以来的最大增幅；5 月份核心零售销售月率录得 12.40%，远高于 5.5%的预期和-17.2%的前值。5 月份份是美国经济重启的首月，消费者从遏制疫情的封锁措施中解脱出来重新消费，甚至出现一波“报复性”消费，故零售销售打破了对 5 月份份数据的高预期。经济重启后，美国的经济复苏有了明显的改观，美国二季度经济下滑的幅度或没有市场预期的悲观。尽管此次月度涨幅创历史新高，但总销售额同比下降 6.1%，零售数据较疫情前的水平仍有较大的差距，故超预期的零售数据仅仅是环比超预期改善。

供给端，5 月份工业产出月率录得 1.4%，略不及 2.9%的预期值，远高于-12.5%的前值，制造业产出月率录得 3.8%，不及 4.6%的预期值，远强于 15.5%的前值；产能利用率录得 64.8%，不及预期值，略高于 66.95 的前值。5 月份产出月率依然创下了 2017 年 10 月以来的最高值，产出端整体正增长，说明许多工厂在因疫情暂停生产后至少部分恢复了生产；然而产出端整体表现不及预期，说明在经济复工复产后，产出端企业活动并没有如预期快速的恢复。

总体来看，消费者从遏制疫情的封锁措施中解脱出来集中释放累积的消费，故零售销售超越了市场的高预期；美国的经济复苏有了明显的改观，美国二季度经济下滑的幅度或没有市场预期的悲观。然而尽管此次月度涨幅创历史新高，但总销售额同比下降 6.1%，零售数据较疫情前的水平仍有较大的差距，故超预期的零售数据仅仅是环比超预期改善，但是相较于疫情前

的水平依然存在较大差距，且难以短时间内恢复到之前的水平。而供给端产出端整体表现不及预期，说明在经济复工复产后，产出端企业活动并没有如预期快速的恢复，美国供给端的萎缩依然在持续，依然拖累美国经济的复苏。

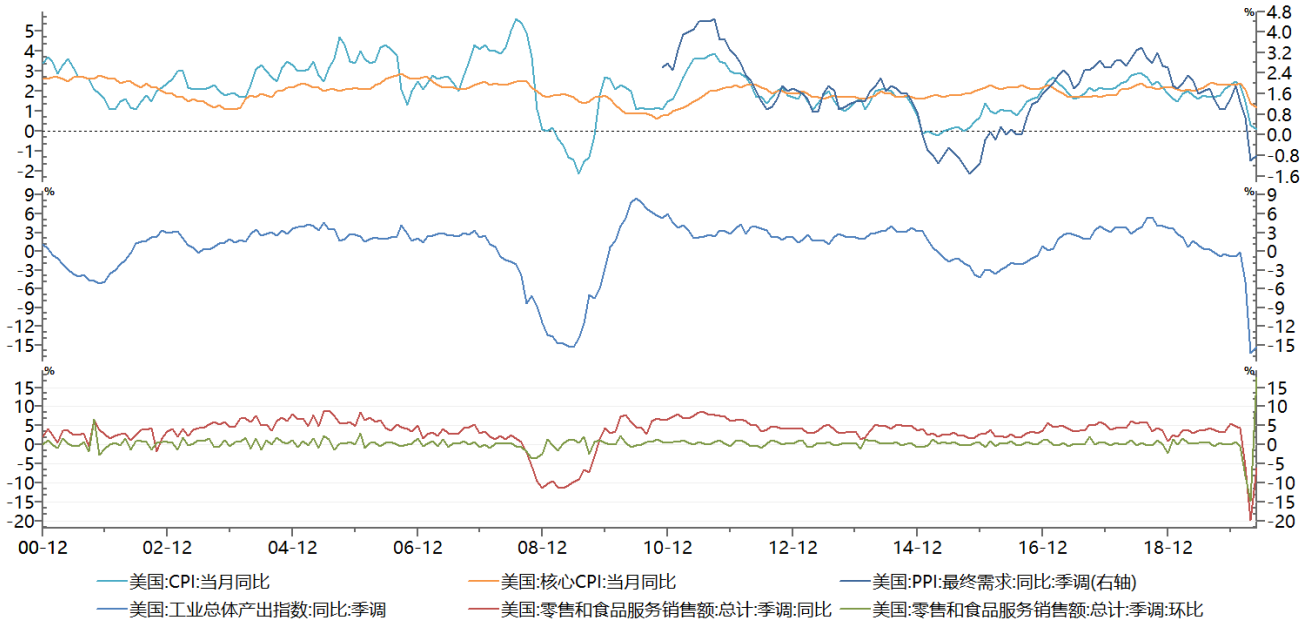


图 10 美国供需与通胀端表现

数据来源：Wind、方正中期研究院

(五) 美国 6 月份非农数据大超预期

美国劳工局公布的报告显示，6 月份非农就业总人数增加 480 万人，远超 300 万的市场预期和 269.9 万的前值,6 月非农就业人数增刷新美国非农数据历史新高。失业率(即 U3 失业率)降至 11.1%，表现亦强于 12.3%的预期值和具有统计误差的 13.3%的前值。U6 失业率方面，6 月 U6 失业率录得 18%，低于 21.2%的前值。美国 6 月就业参与率继续回升，录得 61.5%，略超 61.2%的预期值和 60.8%的前值，说明就业市场触底反弹后继续缓和。整体来看，美国就业市

场表现大超预期，彰显美国最糟糕的就业情况已经见底回升，就业市场随着复工复产的推进快速复苏。

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。

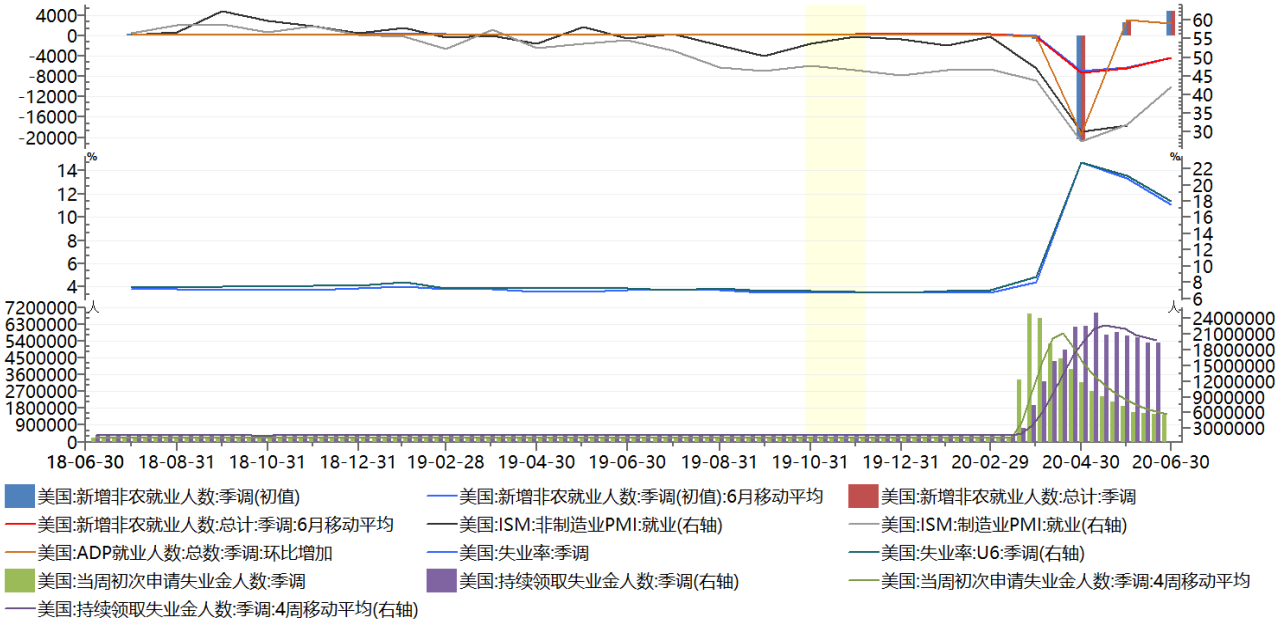


图 11 美国就业市场陷入困境

数据来源：Wind、方正中期研究院

(六) 美国通胀边际好转 未来将会持续

美国 5 月份核心 CPI 环比下跌 0.1%，连续三个月下滑，同比上涨 0.1%，表现均不及预期和前值。剔除食品和能源的核心 CPI 指数同比上涨 1.2%，创 9 年新低。此前 4 月份核心 CPI 数据录得 2008 年 12 月以来最大单月跌幅，5 月份份有所收窄。美国 5 月份份核心 CPI 连续第三个月下滑，是由于疫情引发经济衰退，需求依然低迷，这亦为超宽松货币政策提供空间。

美国 5 月份 CPI 数据表现不及预期，下降趋势延续，但是边际放缓明显：疫情冲击和原油价格大幅下跌的影响依然显著，物价持续下跌的趋势引发对通货紧缩的担忧，加剧人们对经济从深度衰退中复苏将非常缓慢的担忧；环比来看，CPI 出现边际好转，通缩压力有边际减轻的压力，说明复工复产的推进对于通胀的影响较为明显，随着复工复产的深入推进，消费逐步好转，通缩压力继续减小。

从通胀展望来看，随着美国经济复工复产陆续推进，原油价格战偃旗息鼓，欧佩克+国家的延长减产协议稳定油价，预计美国 6 月通胀将会继续边际好转，整体通胀水平则会底部企稳、触底反弹。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不大。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，未来美国的通胀压力会比较大。

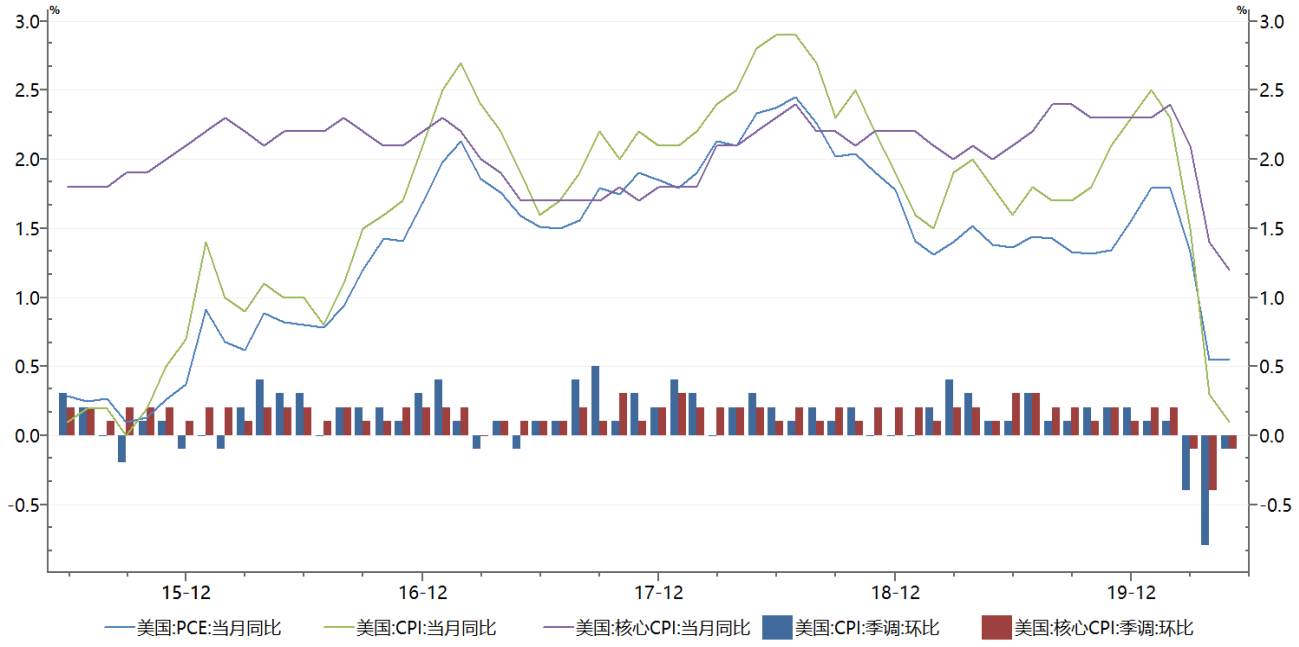


图 12 美国通胀表现

数据来源：Wind、方正中期研究院

(七) 美联储连续降息 超宽松的货币政策持续

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。5 月份中旬，市场对负利率预期概率大增，美联储联邦基金利率期货开始对 2021 年 6 月出现负利率进行小幅定价，此前期货市场也预期美国负利率将在 2021 年初成为现实，特朗普亦施压美联储要求实施负利率亦刺激经济复苏。在此背景下，鲍威尔两次讲话否定负利率政策。

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。从决议声明上看，美联储仍然强调疫情风险，强调经济复苏的不确定性，措辞延续鸽派基调。之后的鲍威尔讲话全程鸽派，强调疫情对经济的冲击、经济增长的不确定性。具体而言，鲍威尔表示，不考虑加息，维持低利率政策不变；受到零利率的支撑，预计经济将在

今年下半年复苏，联储将会致力于使用所有工具助力；美劳工局可能低估了失业率，就业数据仍存在很大的不确定性。

整体来看，本次会议按兵不动基本符合预期，整体声明鸽派基调显著，再次强调疫情冲击的严重性和未来经济复苏的不确定性，强调超量化宽松政策的显著效果和持续的必然性；点阵图反映出低利率将会维持到 2022 年不变，经济预测则更加悲观。

另外，美国联邦储备委员会宣布更新二级市场企业信贷工具，将购买广泛而多样化的企业债券组合，以支持市场流动性和大型雇主的信贷可用性。这将是美联储在本次危机中，首次在二级市场直接购入单个公司债券。美联储还调整购买策略，将遵循一项专门为该工具创设的多元化美国公司债市场指数。另外，美联储宣布扩大主体街贷款计划，为非盈利机构提供信贷渠道。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。

	2020年6月	2019年12月	2019年9月
经济总体	当前持续的公共卫生危机将在近期内严重影响经济活动、就业和通胀，并对中期经济前景构成相当大的风险	就业市场保持强劲，经济活动一直在以温和的速度增长	劳动力市场依然强劲，经济活动以温和的速度增长。
消费、支出、住房		尽管家庭支出一直在强劲增长	**尽管家庭支出一直以强劲的速度增长**
投资、贸易、出口		**但企业固定投资和出口保持疲弱**	但企业固定投资和**出口出现疲软。**
就业	失业人数大幅增加	近几个月就业增长稳健，失业率保持在低位	近几个月平均就业增长稳健，失业率仍然在低位。
通胀	需求更加疲软，油价大幅下跌，正抑制消费者价格通胀。	与上年同期相比的整体通胀和不计入食品和能源的核心通胀率低于2%。	以12个月为基础的指标看，整体通胀率和扣除食品及能源的通胀率都低于2%。
		基于市场的通胀补偿指标仍低，基于调查的较长期通胀预期指标则变动不大。	基于市场的通胀补偿指标依然在低位；基于调查的较长期通胀预期指标几乎没有变化。
经济展望	当前持续的公共卫生危机将在近期内严重影响经济活动、就业和通胀，并对中期经济前景构成相当大的风险。鉴于这些发展，委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在0%至0.25%不变。委员会预计将维持这一目标区间，直到有信心经济将渡过近期事件影响，并走上实现充分就业和物价稳定目标的轨道	委员会将依照法定的目标，寻求促进就业最大化和物价稳定。委员会决定维持联邦基金利率目标区间在1.50-1.75%。委员会认为，当前的货币政策立场对支持经济活动的持续扩张、强劲的劳动力市场状况和通胀接近委员会2%对称目标是合适的。委员会在评估联邦基金利率目标区间的适当路径时，将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响，包括全球形势发展和迟滞的通胀压力。	为履行其法定职责，委员会寻求促进充分就业和物价稳定。鉴于全球形势发展对经济前景的影响以及低迷的通胀压力，**委员会决定将联邦基金利率的目标范围下调至1.75%-2%**。这一行动支持了委员会的如下观点，即经济活动的持续扩张、强劲的劳动力市场状况以及通胀接近委员会的对称性2%目标是最可能的结果，但这种前景的不确定性仍然存在。

图 13 美联储议息会议声明变化情况

数据来源：FED 官方网站、方正中期研究院

经济预期	2020年6月	2021	2022	长期
经济增长	-6.5	5.0	3.5	1.8
失业率	9.3	6.5	5.5	4.1
PCE	0.8	1.6	1.7	2.0
核心PCE	1.0	1.5	1.7	
联邦基金利率	0.1	0.1	0.1	2.5

图 14 美联储议息会议经济预测

数据来源：FED 官方网站、方正中期研究院

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

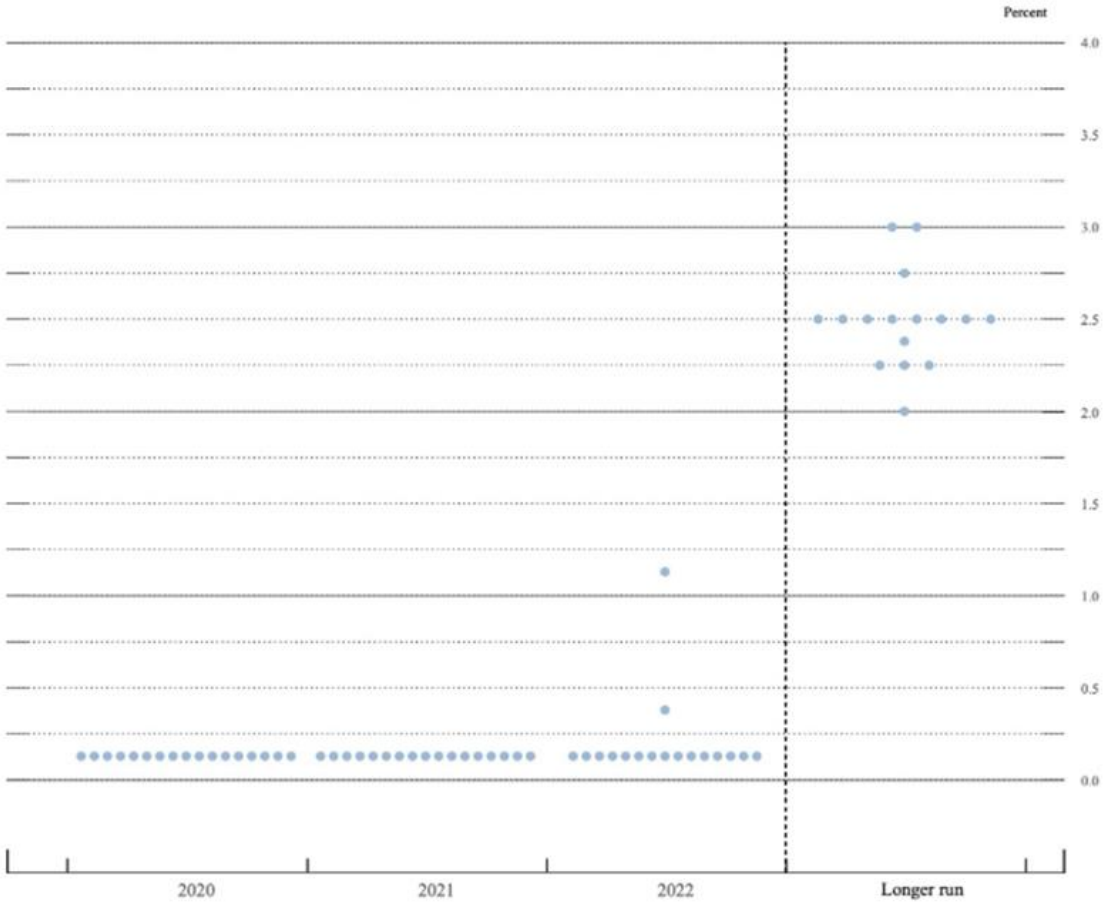


图 15 美联储议息会议点阵图

数据来源：FED 官方网站、方正中期研究院

美联储资产负债表规模已经升至创纪录的 7.1 万亿美元，在无底线的 QE 下，该规模将达到 8-9 万亿。如此大的资产负债表规模，疫情过后，美国的通胀压力会非常大，财富亦被重新在底层、中产和富人之间分配，不利于社会的健康稳定运行。另外，美联储已经被政治化，独立性被无限的弱化。

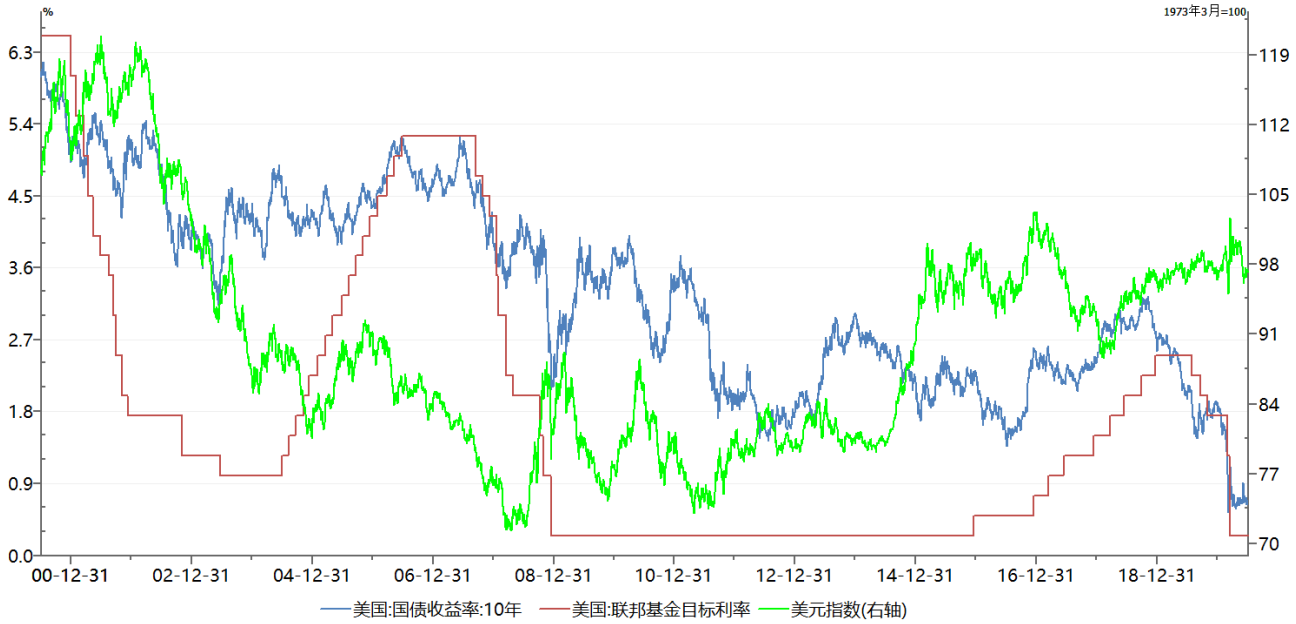


图 16 利率、美债收益率与美元指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

五、 欧洲经济开启复苏模式

欧洲成为二阶段疫情的核心重灾区，使得英国脱欧导致元气大伤的欧盟陷入经济衰退深渊，虽然欧洲严格的管控措施使得疫情进入尾声，但是经济深度衰退依然难以避免。欧洲央行和欧盟及各国政府均采取超宽松的货币政策和财政政策刺激，以降低经济断崖式下滑的幅度。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，债务危机或难以避免。经济危机、债务危机叠加脱欧冲击的多重打击，欧盟经济和全球化治理均会受到致命的冲击。新冠肺炎疫情的大流行，欧洲内外需均大幅下降，全球汽车行业依然萎靡拖累欧洲制造业，故经济将会深度衰退，并且经济的复苏将会非常缓慢。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。

上半年，欧洲作为疫情的重灾区，欧洲服务业和制造业均陷入停滞状态，经济现状指数不断刷新历史新低，投资者信心现状指数亦断崖式下降，欧洲经济深度衰退难以避免，二季度经济或陷入20%以上的负增长，欧元区的治理可能愈发艰难，全球化治理的倒推必然会引起贸易的摩擦。二季度，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，5-6 月份经济景气指数和投资信心指数均出现明显的好转，5-6 月份制造业和服务业 PMI 亦低位企稳、触底反弹，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，复苏的速度也将会快于疫情恶化的美国。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。欧洲央行和欧洲政府则会继续深化有限的宽松政策，欧盟复苏基金计划也会获得通过。英国方面，同欧元区一致，疫情进入尾声，英国一季度经济 2%的负增长，二季度经济则会陷入深度衰退中，录得 25%左右负增长的可能性非常大，三、四季度则会明显好转；预计英国 2020 年经济则会出现 8%以上的负增长，英国依

然不排除负利率政策出现的可能，并且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坑你想依然较大。

(一) 欧元区经济深度衰退难以避免

疫情冲击，欧元区主要经济体一季度 GDP 纷纷跌至负数，经济萎缩周期开启。2020 年一季度欧元区 GDP 环比下降 3.6%，较 5 月 15 日公布的核算数上调 0.2 个百分点，创 1995 年有记录以来的最低水平；其中，家庭最终消费支出下降 4.7%，政府最终消费支出下降 0.4%，固定资本形成总额下降 4.3%。从同比数据看，一季度欧元区 GDP 降幅修正为 3.1%，上调 0.1 个百分点。分国家来看，法国第一季度 GDP 年率修正为-5.3%，为二战以来最差表现，较初值上调 0.1 个百分点；意大利第一季度 GDP 年率初值录得-5.3%，为 1995 年以来最大程度萎缩，较初值下调 0.6 个百分点；德国和西班牙降幅分别维持在 2.2%和 5.2%。

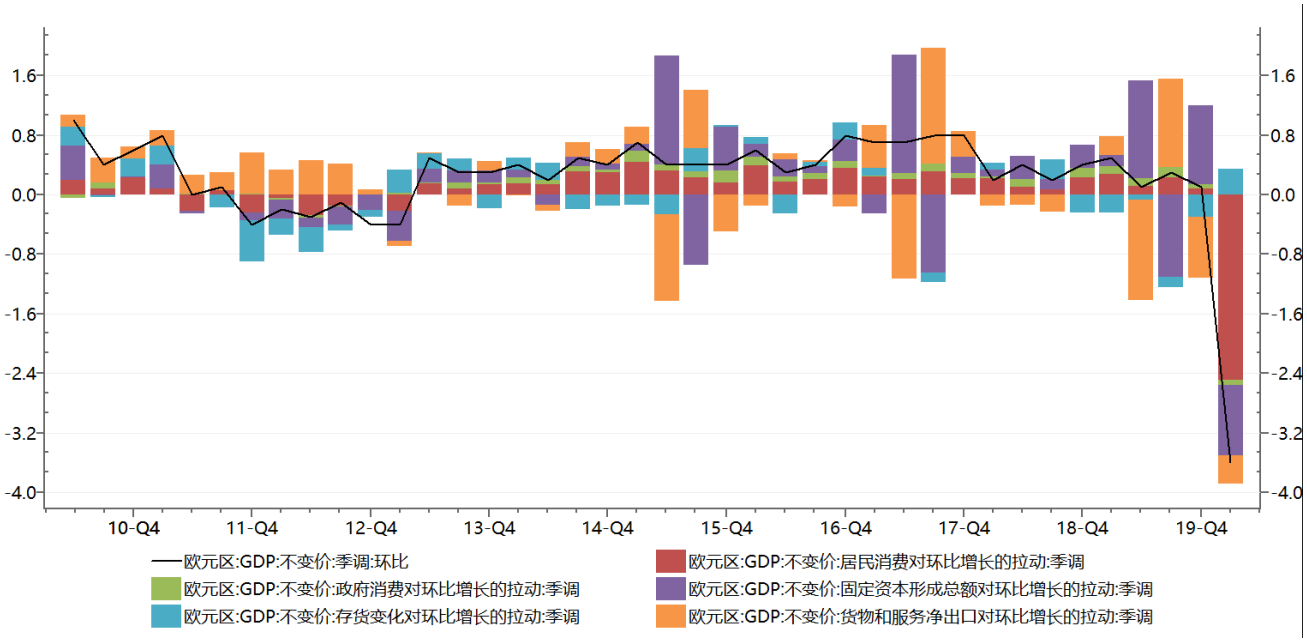


图 17 欧元区 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

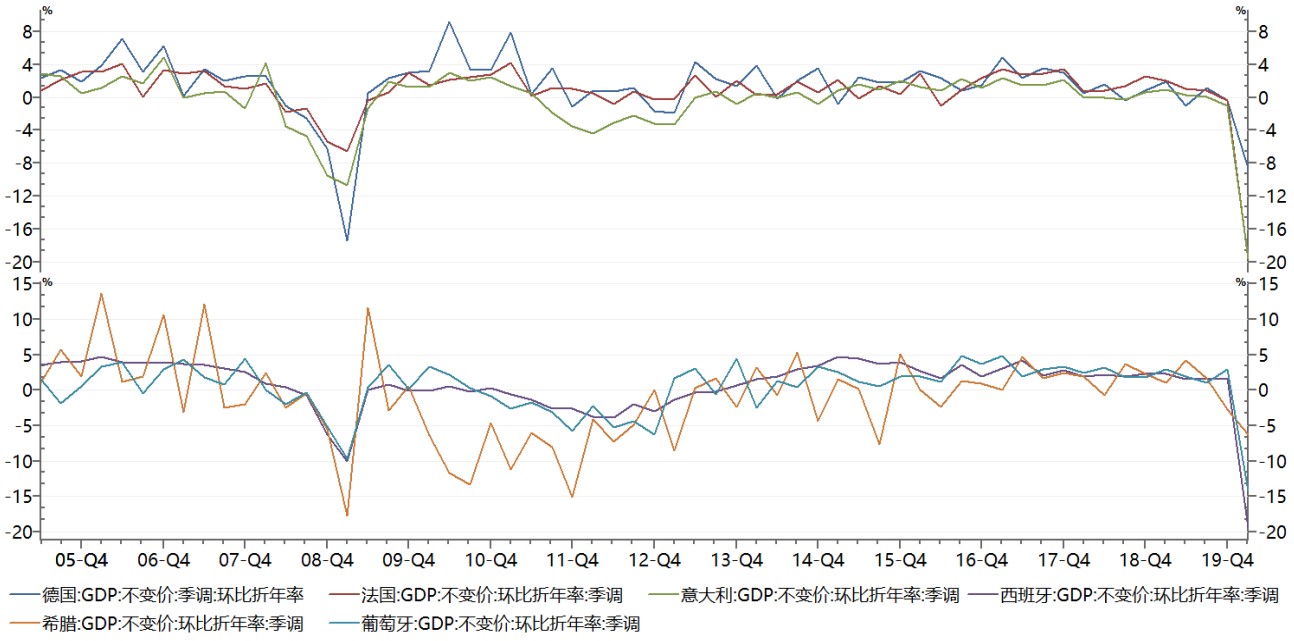


图 18 欧元区主要国家 GDP 走势

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 PMI 触底好转 企业活动将会持续改善

欧元区制造业和服务业继 4 月数据刷新金融危机以来最低水平后，持续回升，6 月制造业 PMI 初值录得 46.9，超过 44.5 的预期和 39.4 的前值；6 月服务业 PMI 初值录得 45.8，表现超过 42 的预期值和 32.6 的前值，继续回升；综合方面，欧元区 6 月综合 PMI 录得 45.8，超过 44.2 的预期值和 32.3 的前值，继 4 月数据刷新历史新低后持续显著回暖；欧元区企业活动虽然仍然处于萎缩区域，但是 6 月份数据均出现显著回升，说明企业部门衰退进一步缓解，但是受疫情冲击和不确定性继续打压需求，暗示欧洲最大经济体将迎来缓慢复苏。分国家来看，德国和英国制造业和服务业 PMI 虽然低于荣枯线凸显企业活动依然处于萎缩状况，但是表现均高于预期值和前值，环比继续显著改善，经济复苏迹象愈发明显；而法国方面，不论是制造业和服务业均超过荣枯线，经济出乎意料地进入扩张阶段，法国正式进入复苏时期。整体来看，继 4 月份创纪录的经济下滑之后，5 月份份的商业活动依然处于半停滞状况，但是出现触底好转的明显迹象，6 月份虽然仍处于萎缩区域，但是显著回升，无限的接近荣枯线。

虽然数据显示欧元区整体经济活动仍然处在收缩区间，但经济下滑的幅度已经大幅缓解，限制措施的逐步解除对于经济活动的恢复和预期的改善起到明显的推动作用。随着欧洲疫情已经接近尾声，欧洲国家陆续放松社交管控，复工复产陆续推出，在政府经济复苏推动下，企业活动将会逐步恢复，预计欧洲制造业和服务业 PMI 7-8 月将继续延续增长趋势。欧洲 6 月的 PMI 数据出现明显好转，依然是环比好转，同比而言依然处于较低的状态，对经济的拉动作用存在但是相对有限，故欧美二季度经济深度衰退难以避免；另外，在各国积极的经济政策刺激下，近期经济活动迅速修复的趋势将较为明确，四季度，受到复苏减速、不确定性增强以及贸易争端等风险的影响，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。

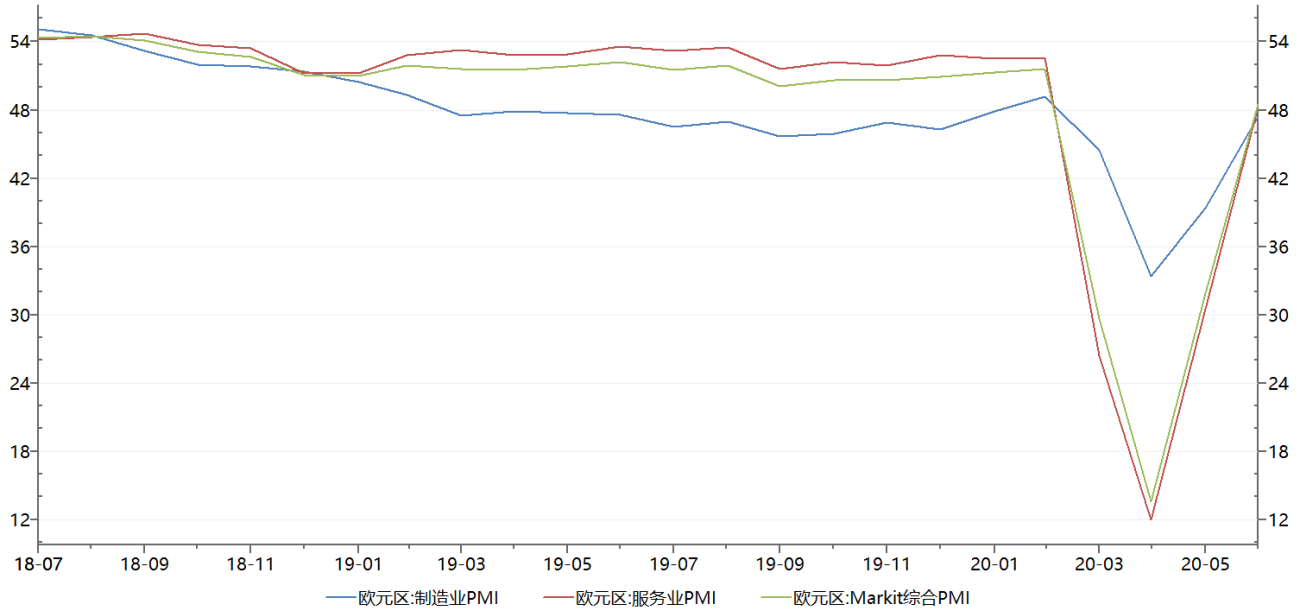


图 19 欧元区 PMI 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

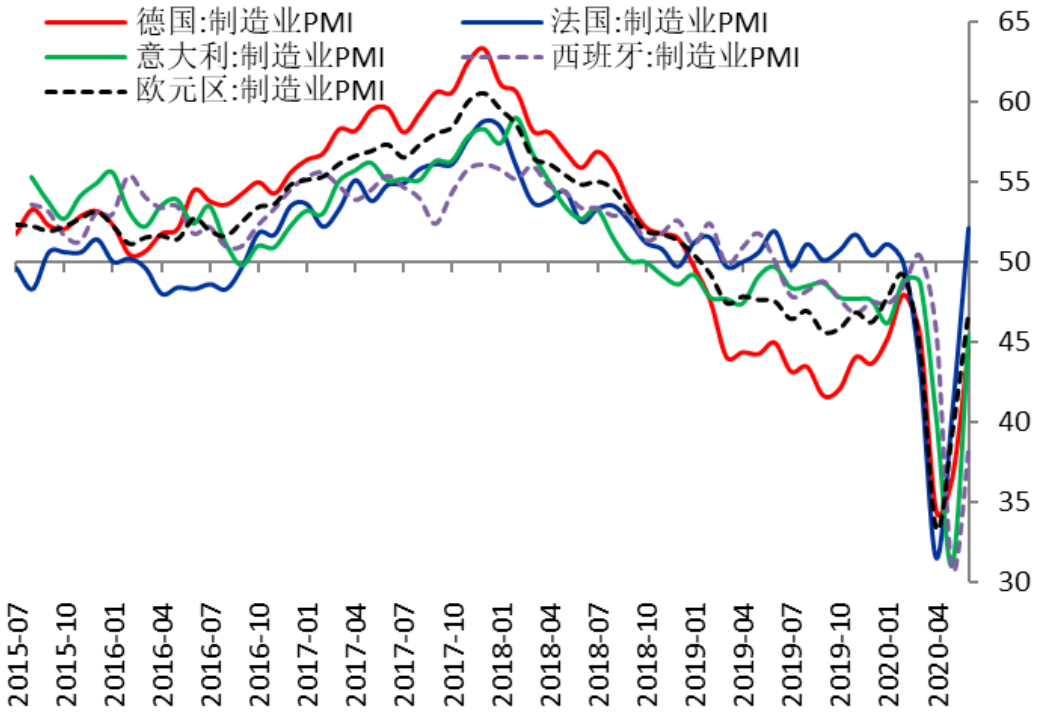


图 20 欧洲主要国家 PMI 走势

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

上半年，新冠肺炎疫情的冲击下，欧元区 ZEW 经济现状指数断崖式下滑继续，欧元区 4 月经济现状指数录得-93.9，创该数据公布以来历史新低，说明欧元区经济现阶段已经基本处于停滞状态了；经济景气指数方面，继 3 月经济景气指数录得创纪录的-49.5 以来，4 月份出现好转，录得 25.2，环比出现明显好转迹象，显示金融市场对经济发展前景有了一定程度改善，但这一改善是在极低水平基础上的，只能说明欧元区疫情拐点过后，经济复苏近期均会提上日程。随后，欧元区经济景气指数继 5 月份经济小幅回升后，6 月份欧元区的经济景气指数回升加快。从具体数据来看，总体指数从 5 月份的 67.5 升至 6 月份的 75.7 点，仍低于市场预期的 80 点，且远低于 2000 年以来的平均水平 100。该指数在 4 月份跌至 1985 年开始统计以来的最低水平。5 月份的回升是由于行业和消费者信心上升。6 月份的进一步增长涉及所有行业，其中零售业和服务业的反弹幅度最大，后者创造了欧元区约三分之二的 GDP。欧元区最大的经济体法国、德国、意大利、荷兰和西班牙也都表现出了更高的信心。工业、服务业和零售业的销售价格预期明显回升。相比之下，消费者价格预期下降到了金融危机以来的最低水平。

Sentix 投资信心指数方面，3 月转负，3 月和 4 月数据均直线下滑，5 月份底部运行，继续维持弱势，刷新历史新低，投资者对当前的经济形势已经完全失去了信心，6 月则出现边际好转。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 月份则出现边际好转；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，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。

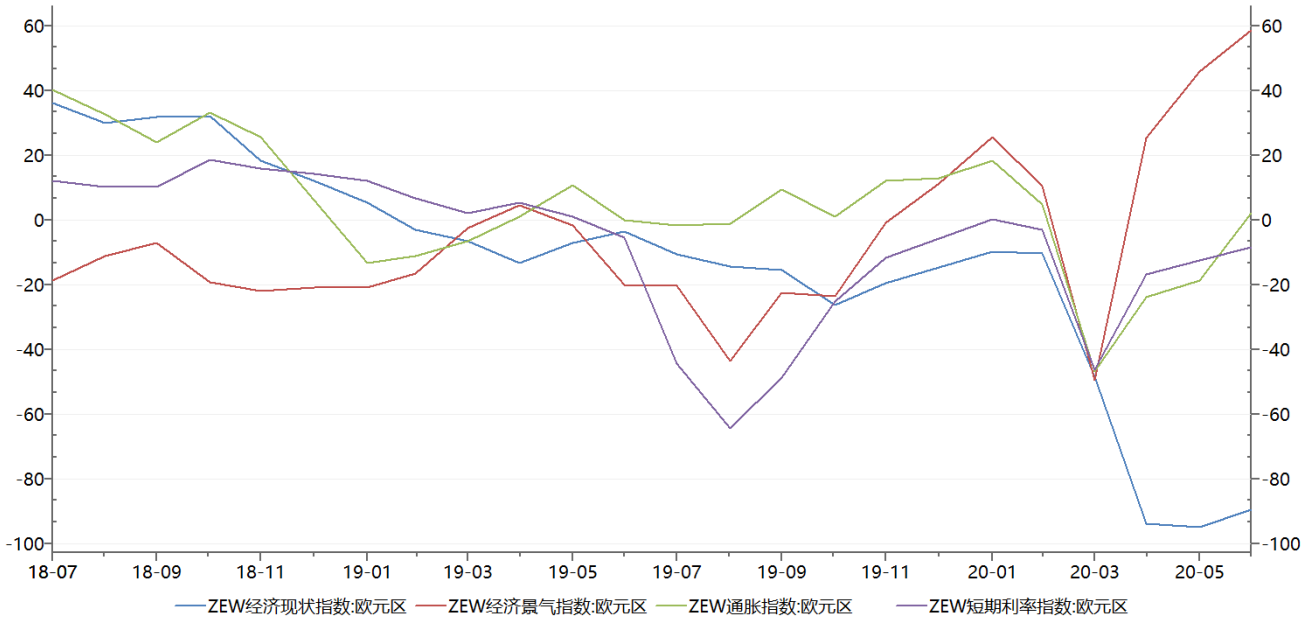


图 21 欧元区 ZEW 经济景气指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

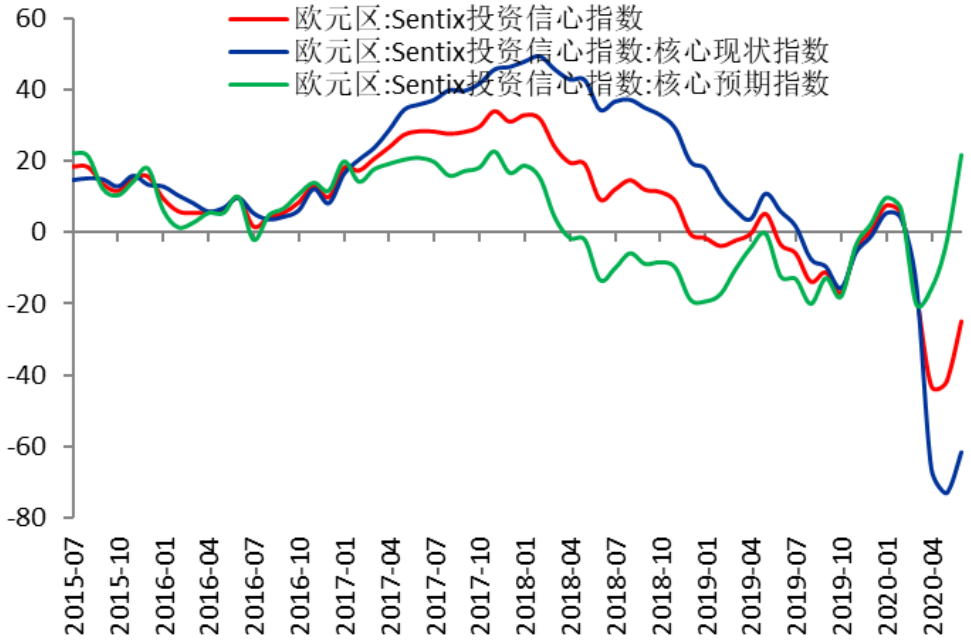


图 22 Sentix 投资信心指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

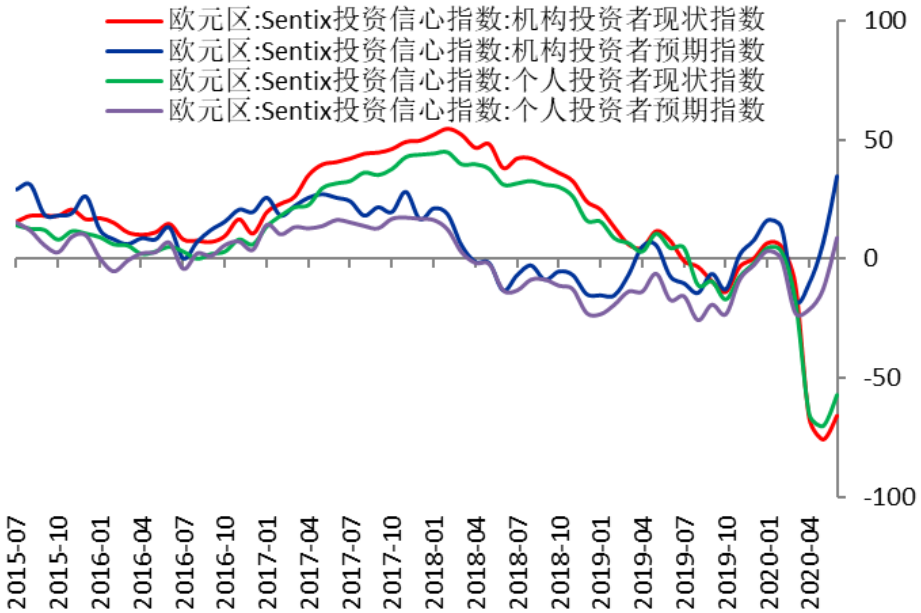


图 23 Sentix 投资信心指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

(四) 欧盟新一轮刺激计划呼之欲出

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。面对德国最高法院的质疑，欧洲央行行长拉加德称，尽管德国最高法院质疑欧洲央行其中一项购债计划的合法性，但央行仍将继续实施购买计划。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。奥地利总理寻求就欧盟提议的刺激方案规模和形式进行谈判；瑞典方面表示不能接受该提案，认为刺激措施应该以贷款的形式出现。受欧盟新一轮刺激计划提振，欧元有望高位震荡，复苏基金提案应该会暂时缓解欧洲经济货币联盟的主权债务息差压力，同时也会限制欧元立即贬值的压力。虽然该计划依然在讨论中，但是我们认为通过的可能性依然较大，欧元仍会得到提振。

6 月 4 日，欧央行公布利率决议，维持三大基准利率不变，同时将紧急抗疫购债计划（PEPP）规模扩大至 6000 亿欧元，超出市场预期的 5000 亿欧元，且这一计划将至少延期到 2021 年 6 月。德拉基表示，经济出现前所未有的收缩，就业方面的严重状况和收入的损失会导致消费下滑；欧洲央行决定确保必要程度的刺激，经济有望在第三季度反弹，欧洲央行准备根据需要调整所有工具；总体通胀率在未来几个月将进一步下降，长期通胀预期处于低迷水平；预计 2020 年 GDP 萎缩 8.7%，通胀率为 0.3%。当然德拉基亦强调了经济已经出现了触底回升的迹象，将在 5 月份份见底，预计经济将在下半年复苏，只是复苏速度和规模仍不确定。整体凸显了欧洲央行支持复苏的承诺，欧元区很可能比美国和英国更快摆脱疫情引发的衰退。

自 2012-2014 年欧洲债务危机以来，欧洲各国债务压力依然较大，希腊、西班牙等国家的

政府债务占 GDP 的比长期处于 100%以上，英国政府债务占 GDP 的比亦首次突破 100%大关。疫情爆发以来，超宽松的货币政策和积极的财政政策，使得欧盟和欧洲各国政府债务剧增，欧洲央行资产负债表规模已经达到 6.3 万亿欧元，较年初增加了 1.6 万亿欧元；后疫情时代，欧洲债务危机将会非常严重，进一步制约欧洲经济的复苏进程。

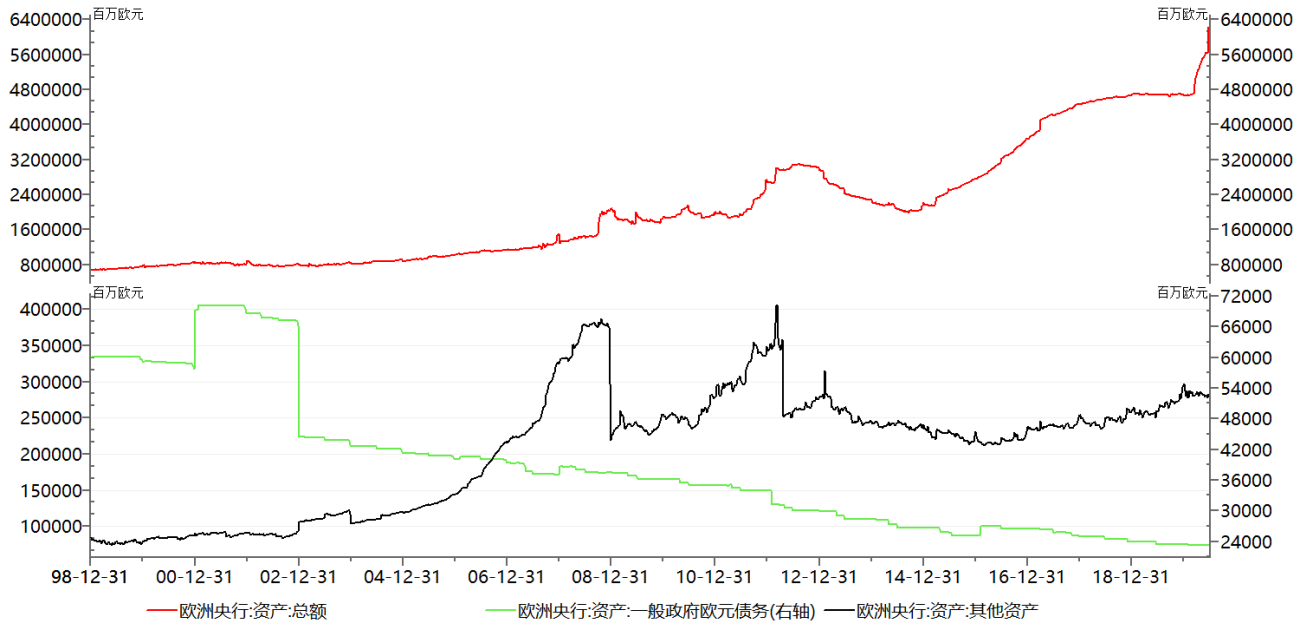


图 24 欧洲央行资产负债表规模

数据来源：Wind、方正中期研究院

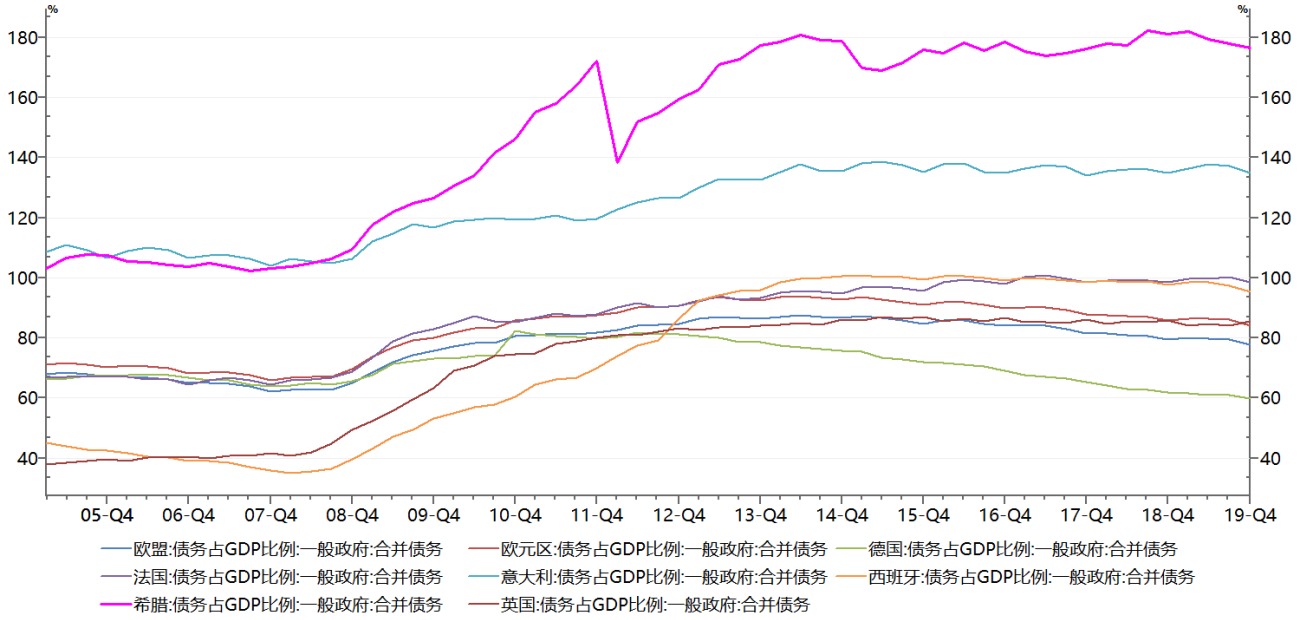


图 25 欧洲主要国家债务占 GDP 比例走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

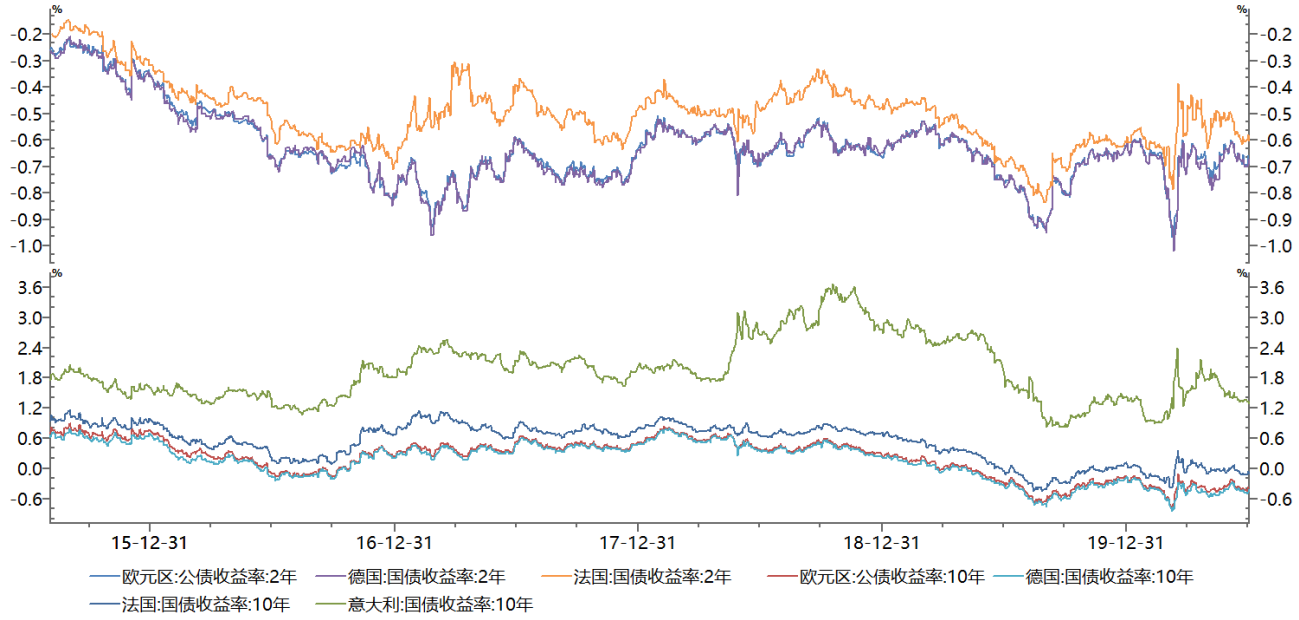


图 26 欧元区主要国家国债收益率走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

(五) 英国 PMI 底部企稳 然经济增长动力依然不足

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 5 月份制造业 PMI 和服务业 PMI 均底部企稳、触底反弹，表现好于预期。疫情重创之下，英国经济仍处于前所未有的困境，经济低迷、商业活动和就业均处于深度萎缩中。不过英国制造业和服务业 PMI 自 4 月录得的创纪录暴跌以来，下滑速度有所放缓，整体 PMI 均出现底部企稳的明显迹象，但是底部企稳的趋势不及欧美等国家。最新数据显示，英国 6 月制造业 PMI 录得 50.1，重回 50 荣枯线上方，创今年 2 月以来新高。英国 6 月服务业 PMI 录得 47，创 2 月以来新高。英国 6 月份的 PMI 数据进一步表明，英国经济可能在第三季度恢复增长，尤其是考虑到英国计划从 7 月 4 日开始进一步放松封锁措施。PMI 连续第二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可能会较为缓慢。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。英国二季度经济将会深度衰退，英国央行不排除采用负利率政策的可能。

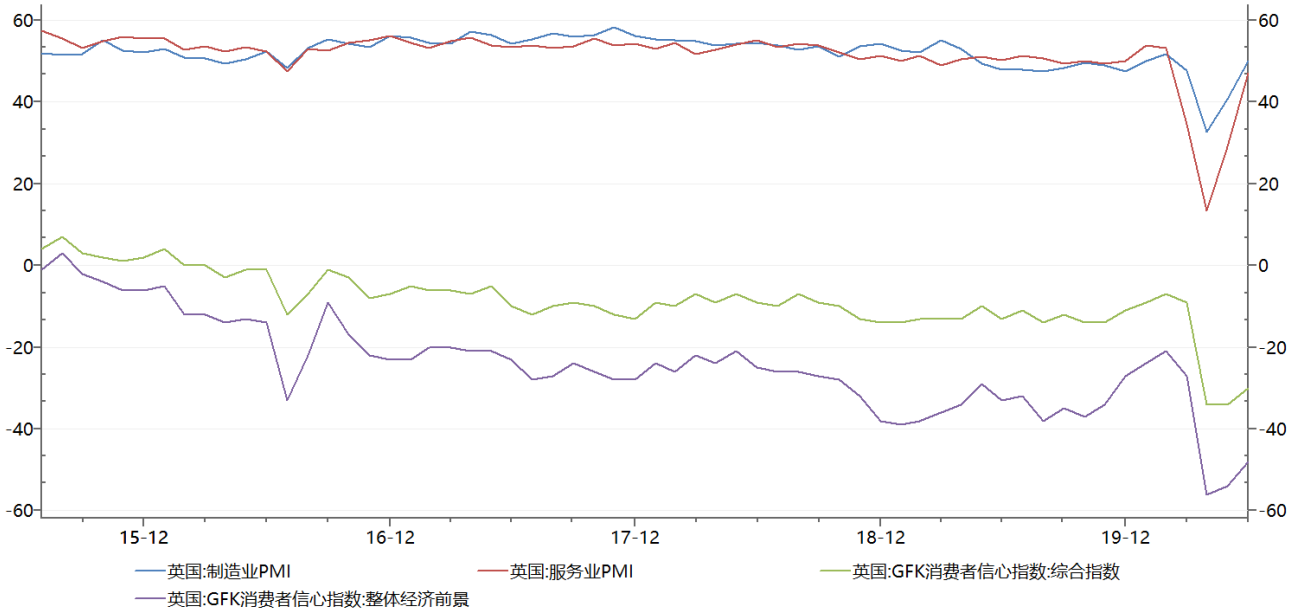


图 27 英国 PMI 与消费者信心指数

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。此外，今年第一季度英国 GDP 环比下降 2.2%，为金融危机以来的最大降幅。随着疫情的到来，几乎经济的每个领域都在 3 月份受到冲击，使该月经济增长出现创纪录式的下降。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。

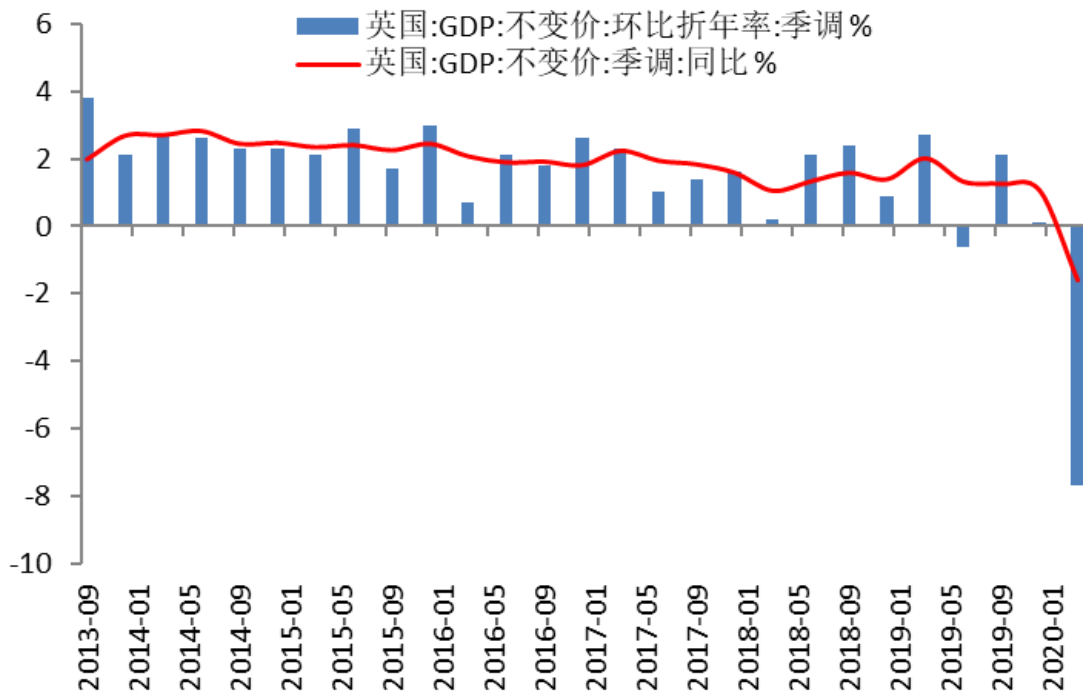


图 28 英国 GDP 同比与季调环比折年率

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。此外英国央行还为受疫情影响的企业提供直接资金，并为金融市场注入流动性，并放松借贷者的金融限制。英国央行 5 月议息会议维持关键利率在 0.1%不变，货币政策委员会以 7:2 的比例同意维持 6450 亿英镑资产购买规模不变。另外，英国央行随时准备采取必要的进一步行动来支持经济。

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。量化宽松政策持续，脱欧谈判进展将会继续影响英镑，若无序脱欧风险大增，则英镑将会继续回落，短期支撑位为 1.22，若脱欧进展出现向好，则有上探 1.28 的可能。

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。

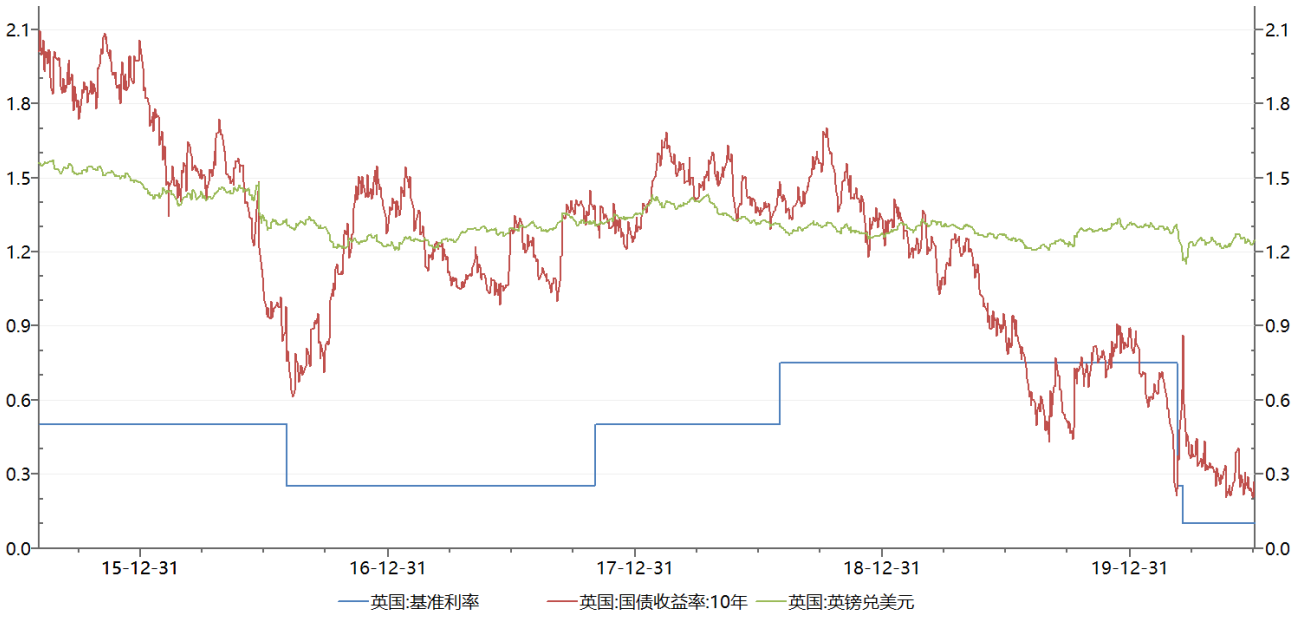


图 29　英国利率、国债收益率与英镑

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，脱欧谈判亦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。约翰逊周表示，与欧盟达成贸易协议的可能性非常大，但他警告说，谈判不能拖延。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，但是欧盟的公信力会受到一定的冲击，全球化治理的倒退成为现实。当然综合考虑英国和欧盟当前经济情况，我们预计英国将会在 2020 年有序脱欧，自由贸易谈判会取得重要的进展；但是脱欧谈判的进展依然缓慢，道阻且长。

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。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，2-4 月份日本制造业 PMI 和服务业 PMI 均持续下降，即使在重启经济活动的 5 月份，日本制造业 PMI 继续大幅萎缩，刷新历史新低，服务业 PMI 随着底部企稳、触底反弹，但是依然处于萎缩低迷中，经济增长动能缺失；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) GDP 连续两季度萎缩 外贸将拖累经济复苏步伐

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。另外，日本4月消费者信心指数刷新历史新低，并且有继续底部震荡的趋势，消费水平将会大幅下降。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。

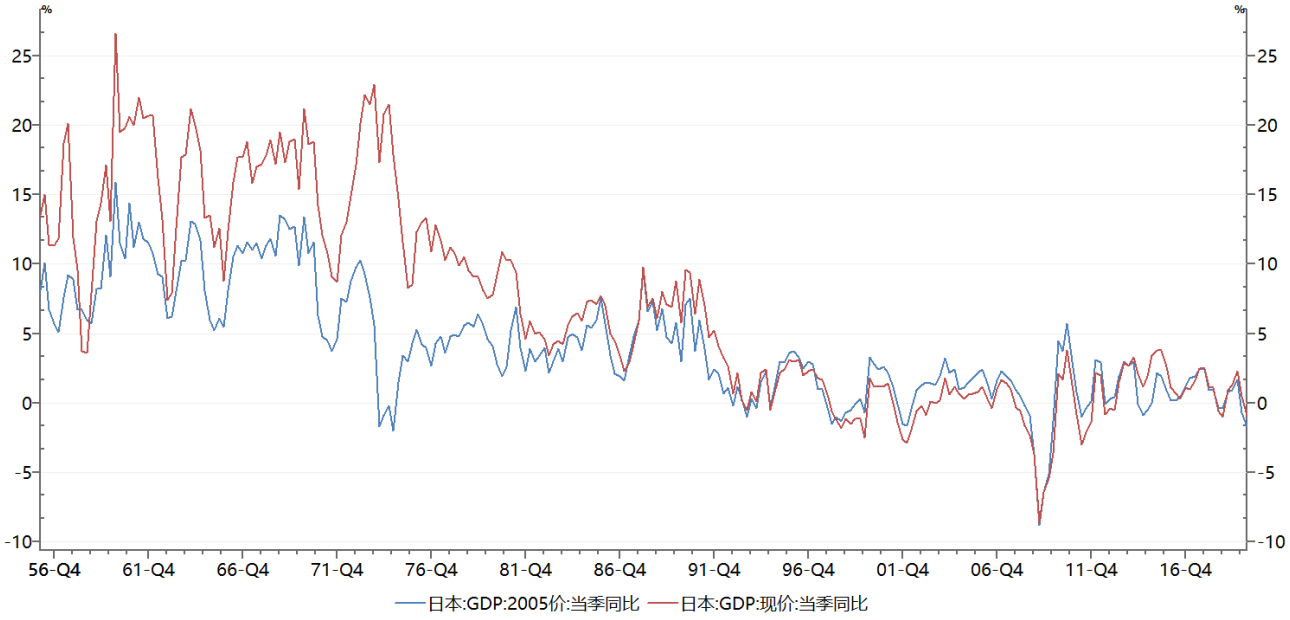


图 30 日本 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

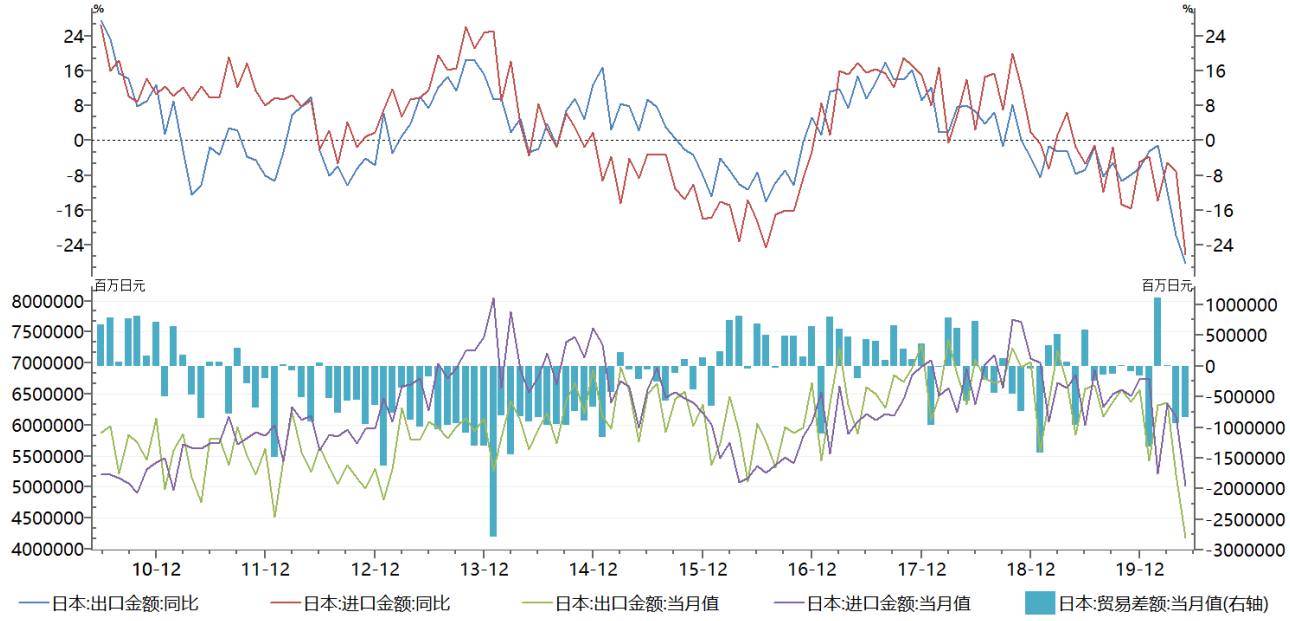


图 31 日本进出口走势与预测

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。自三月以来，日本央行宣布，将提高 ETF 年度购买计划；推出新的借贷计划，新的借贷项目利率为 0%，期限为一年；将以更灵活方式购买日债，将今年企业债、商业票据，将会继续购买更多的 CP（商业票据)、企业债直至九月末。

5 月份 22 日，日本央行在举行紧急政策会议后宣布，维持 10 年期国债收益率目标在零水平左右，维持政策利率在-0.1%不变，同时敲定了行长黑田东彦要求员工拟定的贷款计划的细节。加大力度支持企业融资，将从 6 月份开始启动新的贷款计划。推出新的小企业贷款计划，新的融资措施规模约为 30 万亿日元。日本央行决定 6 月开始新的借贷项目，以 0%的贷款利率提供最多 1 年的资金，加上先前的贷款计划以及公司债和商业票据的购买规模。日本央行将把抗疫贷款计划的贷款期限由 3 个月延长至 6 个月，把抗疫贷款计划提供贷款的市场操作，将从 6 月至 8 月每月进行两次，调整为从 9 月起每月进行一次。整体来看，日本维持负利率不变，采取超宽松的货币政策刺激经济复苏。

日本央行 6 月 24 日公布了 6 月 15、16 日召开的货币政策会议的主要意见。这一会议是日本紧急事态宣言 5 月下旬全面解除后的首次会议，与会者纷纷对经济复苏迟缓表示担忧。也有意见指出，应关注企业财务状况恶化以及对金融系统的影响。会上决定，维持以长短期利率操作为核心的现行大规模货币宽松政策，为应对新冠疫情继续推行支援企业资金周转的政策。

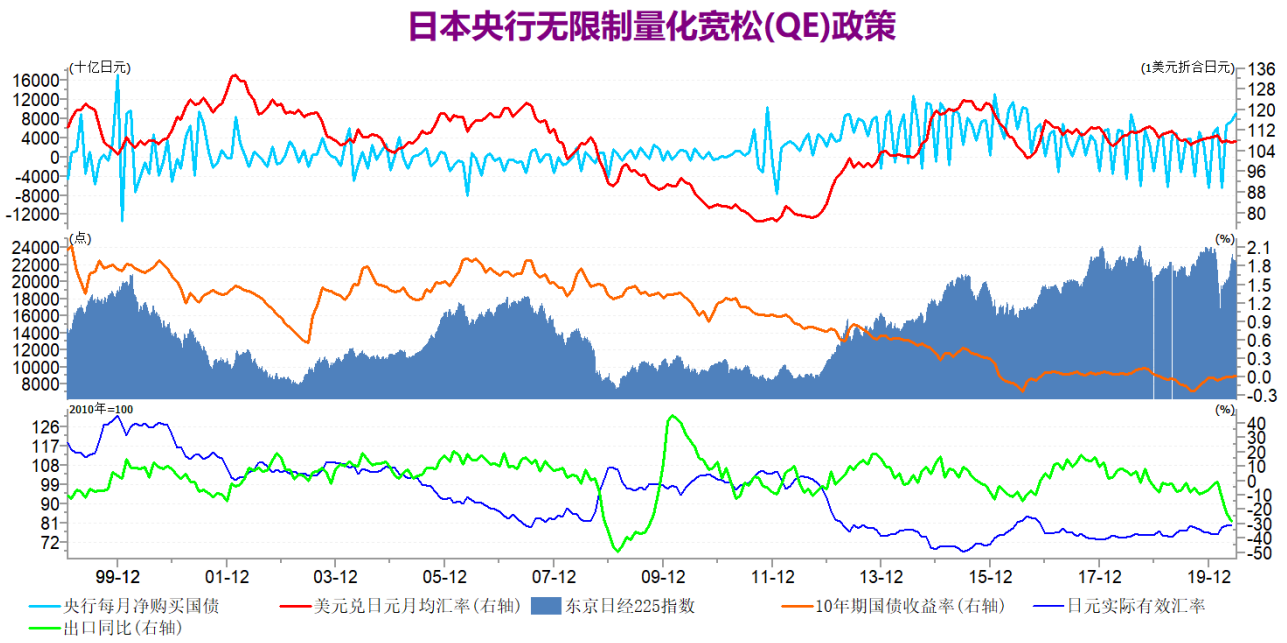


图 32 日本无限量 QE 政策

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，将原本向受疫情严重影响的 1300 万个家庭每家发放 30 万日元的政策扩大为向全日本国民每人发放 10 万日元。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。

4 月 7 日，日本内阁府通过了史无前例的 108 万亿日元的紧急经济对策，规模相当于去年日本 GDP 的 20%，5 月份 27 日，日本政府宣布，将通过 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，日本央行将企业支持

计划扩大至逾100万亿日元。日本财务大臣麻生太郎表示，日本经济可能已经触底，但复苏力度不仅仅取决于国内需求，还取决于海外形势；目前讨论第三份额外预算还为时尚早，必须先观察迄今为止刺激措施对经济的影响。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) 日本经济增长动能不足

日本5月份制造业采购经理人指数（PMI）从3月的41.9降至38.4，创2009年3月以来新低。日本5月份制造业活动以全球金融危机以来最快幅度萎缩，制造商正努力应对新冠病毒疫情对需求的冲击。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，也高于5月的十一年新低38.4，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，高于21.5的前值，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。

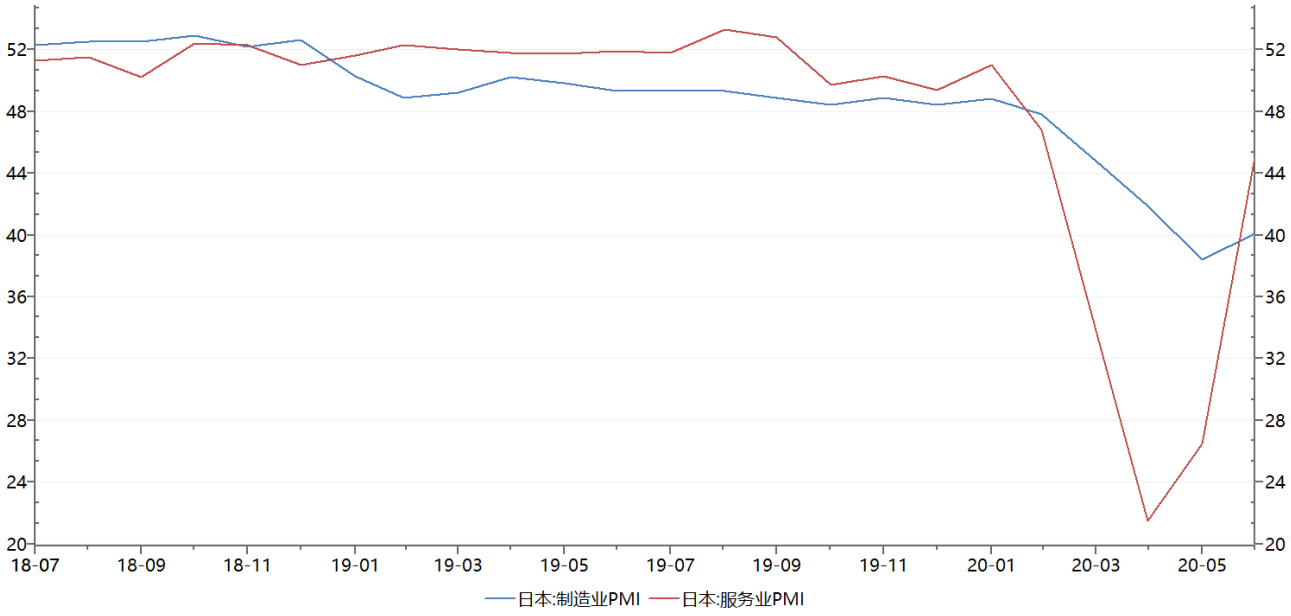


图 33 日本制造业和服务业 PMI

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。

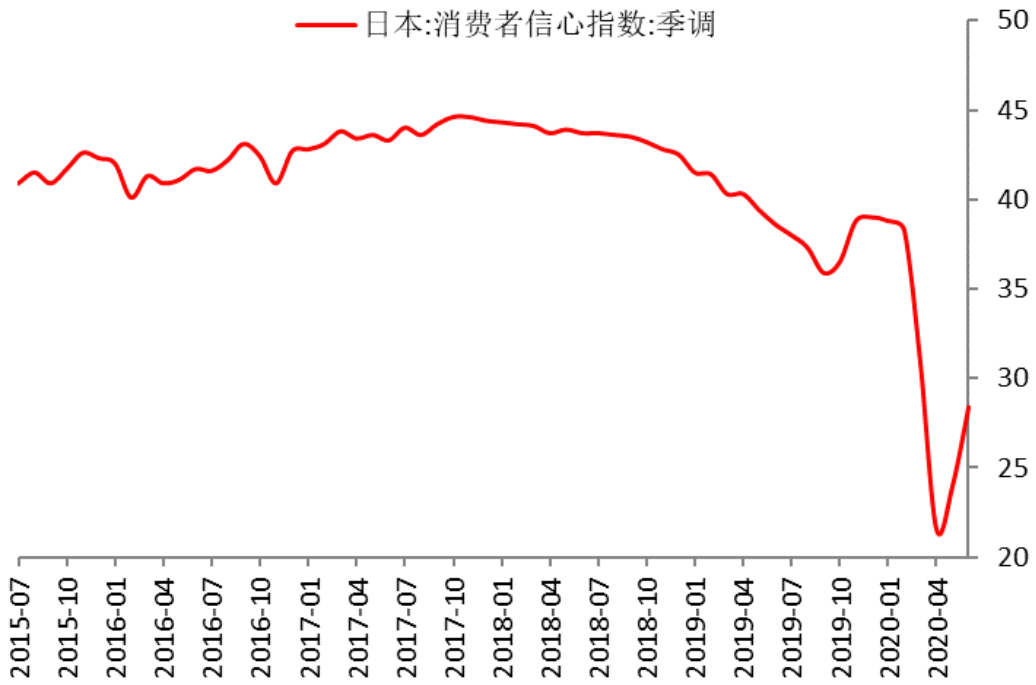


图 34　日本消费者信心指数走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

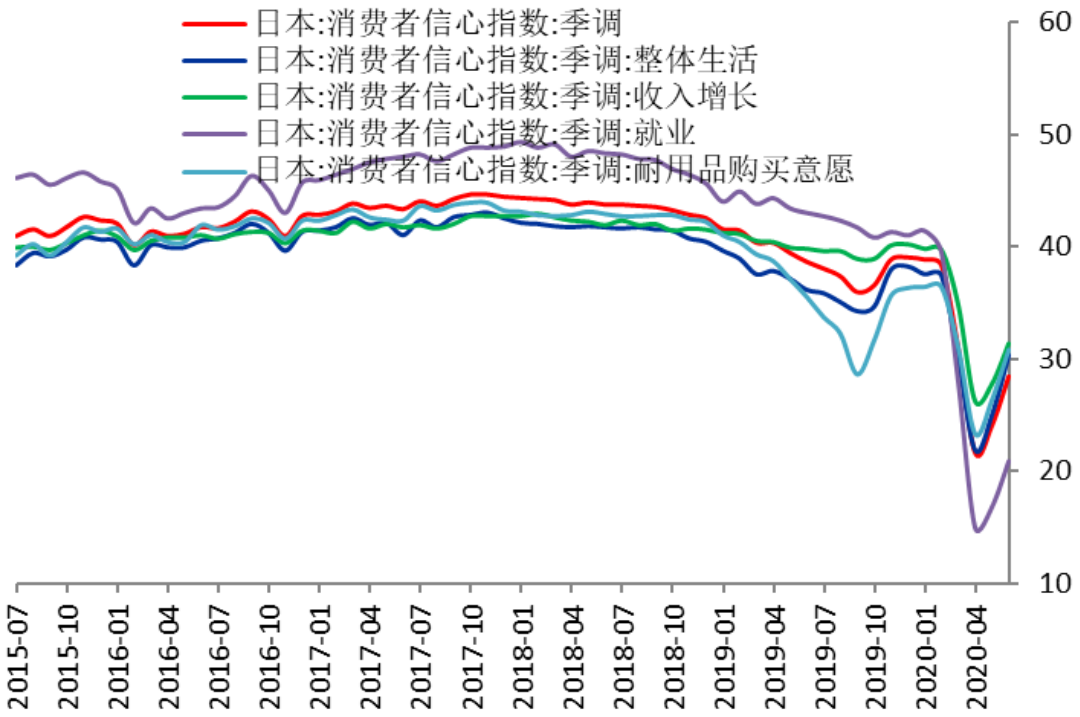


图 35 日本消费者信息指数分项走势

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。疫情第三阶段则是在新兴市场国家的爆发：当前，巴西、印度、俄罗斯和南非等新兴国家的疫情均呈现新增确诊病例继续大幅上涨的趋势，特别是巴西和印度的疫情处于失控的状态。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，累积确诊人数已经达到全球第三位；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。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，预计印度二季度经济亦会出现 20-30%的跌幅，2020 年 GDP 将会出现 3.5%-4.5%的负增长，2021 年大幅反弹；巴西和俄罗斯疫情严重，社交隔离使得经济增长动能丧失，特别是巴西失控的疫情对经济的冲击将会使难以想象的，预计俄罗斯则会大幅的负增长，二季度不排除 20%的负增长，2020 年则会出现 6%-8%的萎缩，巴西二季度经济不排除 30%以上的负增长，2020 年则会出现 8%-10%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，2020 年 GDP 会出现 8%-9%的萎缩。

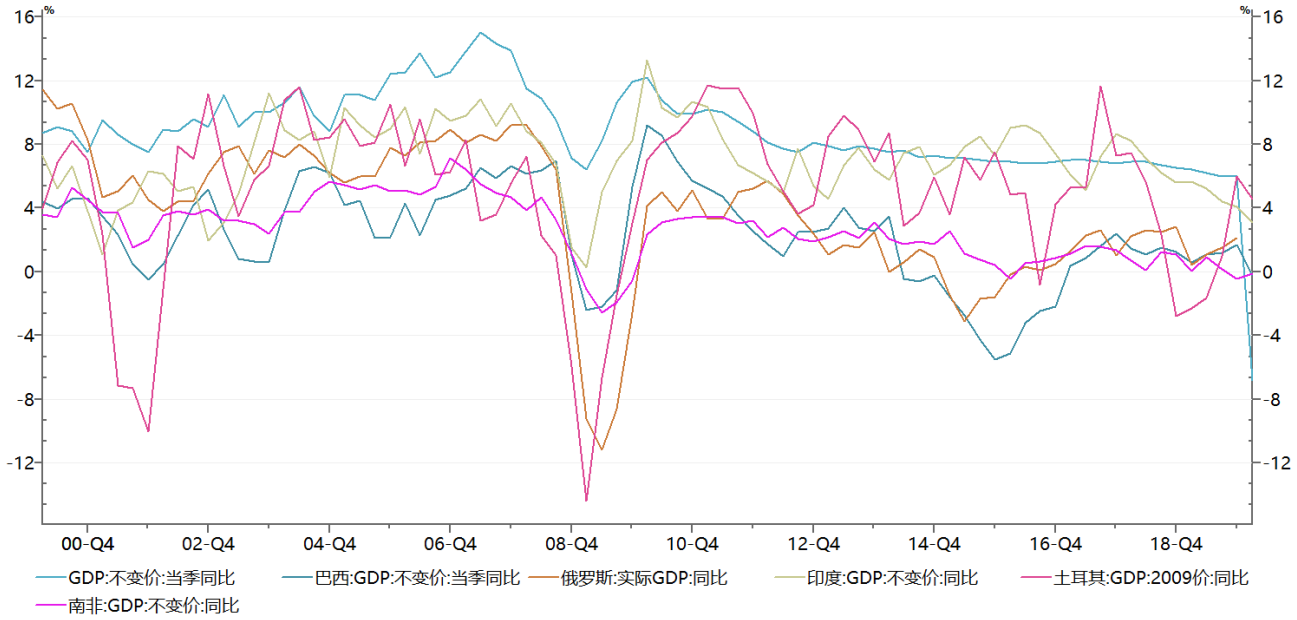


图 36 新兴市场国家 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

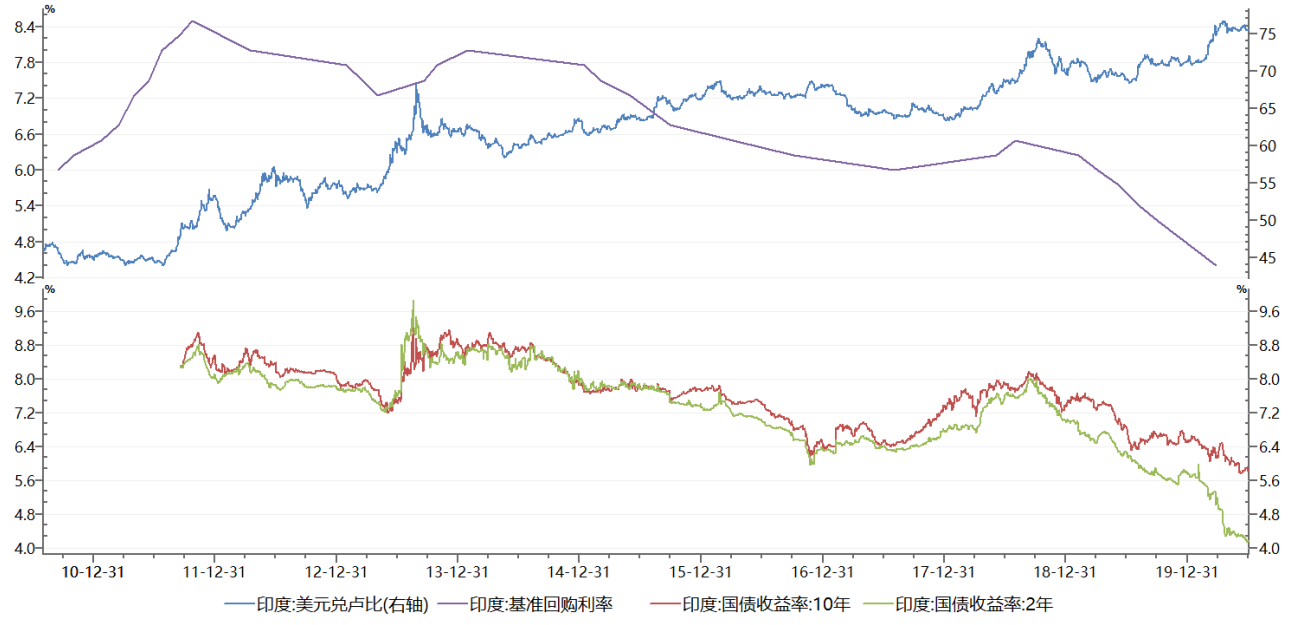


图 37 印度利率、国债收益率与卢比

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 年上半年，新冠肺炎疫情依然是最核心的风险点，全球疫情仍处于大爆发中，未到拐点。中国疫情已经得到了有效控制，欧洲疫情已经进入疫情尾声；美国疫情失控，三季度或出现好转；巴西、印度、俄罗斯等新兴市场则延续欧美疫情趋势，正式进入大爆发期，特别是巴西和印度，成为当前阶段的核心风险点，亦可以说已经失控。短时间内，疫情依然难以得到有效的控制，全球疫情依然没有出现明显的拐点，或于 3 季度出现明显的好转。要谨防疫情在秋冬季的二次爆发。另外，二季度以来美国政府加大舆论攻势将其疫情失控的责任甩锅，中美、美欧等国际贸易争端严重；未来，以邻为壑转嫁危机的全球贸易争端会愈演愈烈，逆全球化趋势更加明显，中东等地或出现地缘政治冲突；未来将会面临二次疫情危机、逆全球化危机、债务危机、地缘政治危机以及滞胀危机等等，当然还有美国大选、信用危机以及自然灾害等，需要重点关注。

上半年，疫情引发的严防严控冲击服务业和制造业，服务业 PMI 和制造业 PMI 均陷入停滞的状态，虽然 5-6 月份份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏，二季度经济深度衰退难以避免，美欧经济大幅衰退，将会录,20%-30%左右的负增长；全球 2020 年经济将会陷入深度衰退中，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 3.5-4.5%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，二季度不排除 30%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，短期内受二次疫情导致的

避险情绪提振，美元或继续进行震荡整固，然超宽松经济政策、欧元的强劲均使美元承压，随着全球经济复苏的推进，美元可能进一步下跌，将会跌破 95 一线，若跌破 95 则会测试 93 一线；欧元和英镑偏强的可能性大，阻力位分别是 1.14 和 1.28。全球央行大放水、贸易关系紧张、地缘政治升温、美国社会动荡等诸多因素影响，避险黄金仍有上涨空间，适合逢低做多，下半年有上探 1850 美元的可能，甚至有可能突破 1900 的前高位置。各国普遍采取了超常规的货币、财政干预措施，随着事态的缓和，情绪波动，需求与供应在冲击时点不对等下错配变化，有色金属普现 V 型或近似 V 型反弹；有色金属的价格波动，总体适度修复可期，但上行高度有限，可能会呈现较为宽幅震荡走势，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，下半年则会进入先强后弱的弱复苏模式，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陆续出现，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，下半年避险黄金仍有突破前高的可能。大宗商品及股市等风险资产持续性上涨，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