中国银行 BANK OF CHINA 研究院

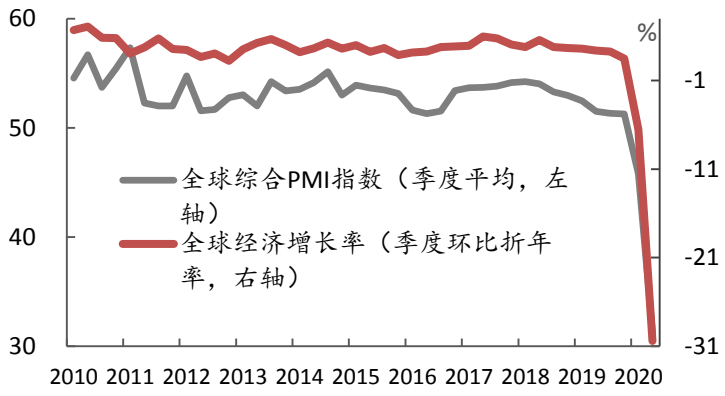
全球经济金融展望报告

2020 年第 3 季度（总第 43 期）　　报告日期：2020 年 6 月 30 日

要点

- 2020 年二季度，全球经济在疫情冲击下陷入深度衰退，其严重程度远超 2008 年金融危机时期。
- 2020 年二季度，全球金融市场流动性风险有所下降，但债务违约风险正在上升，未来不排除再次发生动荡。
- 疫情将加快逆全球化趋势，全球产业链调整的驱动因素发生变化，可能呈现区域化特征。
- 未来发达经济体货币政策仍将保持宽松主基调，潜在的财政赤字货币化风险值得警惕。
- 新兴市场经济发展受疫情巨大冲击，债务脆弱性将被放大，爆发债务危机的可能性上升。

全球 GDP 与综合 PMI 指数对比



资料来源：Wind, 中国银行研究院

中国银行研究院
全球经济金融研究课题组

组　长：陈卫东
副组长：钟　红
成　员：廖淑萍
王有鑫
赵雪情
谢　峰
王若兰
鄂志寰（香港）
丁　孟（香港）
黄小军（纽约）
陆晓明（纽约）
瞿　亢（伦敦）
张　琰（东京）
李子睿（新加坡）

联系人：廖淑萍
电　话：010-66594052
邮　件：
liaoshuping@bankofchina.com

全球经济金融格局面临调整

——中国银行全球经济金融展望报告（2020 年第 3 季度）

2020 年二季度，受新冠肺炎疫情影响，全球经济下滑态势加剧，大部分国家出现史无前例的负增长，成为近年来最严重的经济衰退。尽管国际金融市场从一季度的急剧动荡中有所恢复，但其复苏缺乏实体经济的支撑，未来仍存在波动风险。后疫情时代，全球经济金融格局将发生重大调整。本期报告分别对当前的逆全球化及全球产业链调整趋势、发达经济体宽松货币政策前景、新兴市场债务脆弱性进行专题分析。

一、全球经济季度回顾与展望

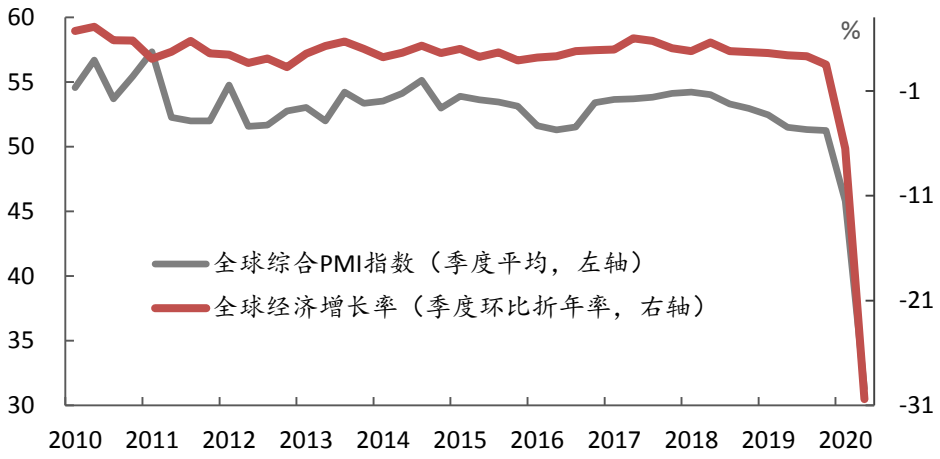
（一）全球经济在疫情冲击下陷入深度衰退

2020 年二季度，随着疫情在全球的扩散及其冲击加剧，全球经济下滑程度加大，陷入深度衰退。尽管主要经济体出台了规模空前的刺激政策，全球经济不至于陷入上世纪 30 年代的“大萧条”局面，但较 2008 年金融危机时期将严重数倍。需求方面，国际贸易和投资大幅萎缩，企业裁员、收入下降削弱居民消费。联合国贸发会议（UNCTAD）估计，一季度全球商品贸易环比下滑 5.0%，二季度环比再跌 27%；国际直接投资大幅下降，其中一季度公布的绿地投资数量较 2019 年季度均值下降了 37%，4 月的跨国并购数量较 2019 年月度均值下降了 35%，全年 FDI 流量将减少至 1 万亿美元以下（下滑幅度不超过 40%），连续第五年出现负增长。供给方面，人员缺位、物流阻滞、零库存管理导致全球供应链多环节受阻，部分行业面临产业链断裂风险。其中，对全球价值链高度依赖的产业，如汽车、光电子行业受影响最大，航空行业收入影响最大，平均收入降幅超过 40%。从先行指标看，摩根大通全球综合 PMI 指数从 2020 年

2 月起持续数月低于荣枯线，其中 4 月份和 5 月份 PMI 指数甚至降至 26.2 和 36.3，为近 11 年来最低的两个月。

展望三季度，随着欧美等主要经济体逐渐复工复产，前期各国宽松财政和货币政策逐渐发挥效用，企业生产和居民消费将缓慢回升，全球经济下滑程度可能收窄。值得警惕的是，6 月以来美国和部分新兴市场国家新增确诊人数激增，表明疫情仍存在不断反复的风险，这将导致经济停摆的时间延长，增加市场动荡和后续复苏的难度。初步估计，二季度全球 GDP 环比增长折年率为-30.4%，较上季度下降 24 个百分点（图 1）。

图 1：全球 GDP 与综合 PMI 指数对比



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）主要经济体疫情发展和衰退程度有所差异

尽管疫情对全球各国均造成了巨大冲击，但由于不同地区疫情发展态势存在差异，各国实施经济封锁的时间点以及后续的复工复产进度不一，不同经济体衰退程度略有分化。

美国经济结束扩张，复苏前景不容乐观。美国是目前确诊和死亡病例最多的国家。一季度，美国 GDP 环比折年率下降 5%（其中，个人消费支出的环比拉动率达到-4.69%）。美国国民经济研究局（NBER）确认 2 月起美国经济结束

史上最长的扩张周期，滑入衰退区间。在美联储无限量宽松货币政策的推动下，金融市场资金紧张局面有所缓解，美国股市一度从低位大幅反弹至超过年初水平，但经济基本面依然疲弱，失业率飙升至历史最高值，占 GDP 接近 80%的服务业下滑严重，尤其是中小企业资产负债表状况堪忧、破产数量大增。部分地区仓促复工导致确诊病例再度激增，将延缓经济复苏的步伐。6 月 11 日美股再次暴跌，表明了市场对经济前景的悲观预期。预计二季度美国 GDP 环比折年率将下降 41.4%。未来，美联储将继续维持零利率和资产购买政策，同时不排除考虑引入收益率曲线控制工具（YCC），以便加大对利率的有效管理。

欧洲加码宏观刺激政策，经济衰退有望触底。一季度，欧元区 GDP 环比下降 3.6%（折年率下降 13.6%），创历史最大跌幅。二季度，欧洲疫情经历“至暗时刻”，经济也遭受巨大冲击。受封锁政策和收入减少的双重打击，欧元区 4 月零售下降 19.6%。预计二季度欧元区 GDP 环比折年率将萎缩 48.7%。二季度末，随着欧洲疫情见顶，多国自 6 月 15 日起逐步松绑边界管控措施，6 月欧元区制造业、服务业 PMI 和消费者、投资者信心指数已从历史最低值有所回升，三季度经济下滑程度有望收窄。为了进一步推动复苏，欧盟提议设立 7500 亿欧元的经济恢复计划，包括 5000 亿欧元援助和 2500 亿欧元贷款。欧洲央行提前宣布新的 6000 亿欧元购债计划，并将行动期限延长起码一年。英国一季度 GDP 同比下滑 1.6%，环比折年率下降 7.7%，为 2008 年四季度以来的最大季度降幅。由于英国 3 月 23 日采取封锁措施，预计二季度经济萎缩幅度将大大超过一季度，环比折年率可能下降 56.9%。英国推出总金额 3500 亿英镑的援助计划，财政刺激力度占经济总量的 7%，远超 2008 年金融危机时期。预计英国央行将保持目前 0.1%的低利率政策。

日本连续三个季度负增长，后续或将缓慢复苏。2019 年四季度，受消费税上调的影响，日本经济已经出现负增长。疫情使得 2020 年一季度 GDP 环比折年率下降 3.4%，预计二季度或将出现 33.3%的经济萎缩。但随着 5 月底日本逐

步取消紧急状态，6 月消费者开支出现改善迹象，日本政府认为经济急剧恶化态势将得到遏制。为了加大对经济的刺激力度，日本央行 6 月决定将特别贷款计划规模由 75 万亿日元增加至 110 万亿日元，主要用于向为企业融资的银行提供资金。预计未来央行还将通过债券购买等方式使收益率曲线稳定在较低水平。

新兴市场疫情加剧，多国恐将陷入债务困境。当前，新兴市场属于疫情的重灾区。巴西和俄罗斯确诊病例分别位列全球第二和第三，亚洲的印度以及南美洲的智利、秘鲁、阿根廷等国疫情加剧。大多数新兴市场国家的卫生体系较为薄弱，更容易受到疫情的冲击。同时，在全球经济衰退、外部需求下降等因素影响下，新兴市场面临资金流出、货币贬值、外债负担加大等多重压力。尽管新兴市场国家央行普遍也采取了降息措施或 QE 举措以应对衰退，但考虑到这些举措可能进一步导致货币贬值和外资流入减少，这些国家实施宽松政策面临更大的局限性。受此影响，印度、阿根廷等国主权信用评级已经被下调，部分国家政府宣布违约或者推迟偿还时限，预计未来潜在违约名单可能还会增加。IMF、IIF 等多家国际机构已就新兴市场的主权债务风险作出警示。

（三）疫情加快全球经济金融格局调整

新冠肺炎疫情不仅使全球经济遭受沉重打击，也将改变国际经济金融格局，百年未有之大变局进入加速期。**一是逆全球化趋势加剧。**疫情发生前，全球经济已经处于疲软态势，发达经济体增长持续放缓，对全球经济的带动作用有所减弱；新兴市场经济增速相对较高，亚太等地区对全球经济增长贡献加大，全球经济格局呈现“东升西降”特征。后疫情时代，全球经济重心将继续东移，过去由发达经济体主导的全球化浪潮面临停滞或倒退。疫情也将加剧贸易保护主义，引发全球产业链调整，全球化布局将更多地向区域化转变。**二是低利率成为常态。**发达经济体实际利率在过去三十多年处于下行趋势。疫情过后，发达经济体增速将长期低于潜在趋势水平，全球经济低增长时间将被延长。为了支持经济复苏，货币政策将继续保持宽松，未来几年低利率乃至负利率会成为常

态。而这将引发金融资源的重新配置，资产泡沫与贫富分化可能加剧，进一步抑制实体经济增长。**三是新兴市场内外部脆弱性加剧。**在当前国际经济金融治理体系中，新兴市场高度依赖外部市场与美元融资，本就处于相对弱势。在疫情冲击下，其自身内外部脆弱性更易被放大。与此同时，新兴市场财政和货币政策面临更多制约，进一步刺激的空间有限，这将增加其经济复苏的难度，部分甚至可能爆发债务危机，从而引发金融市场动荡与国际政经格局的调整。

表 1：2020 年全球主要经济体关键指标预测（%）

地区	年 国家	GDP 增长率			CPI 涨幅			失业率		
		2018	2019	2020f	2018	2019	2020f	2018	2019	2020f
美洲	美国	2.9	2.3	-8.5	2.5	1.8	0.8	3.9	3.7	9.3
	加拿大	2.0	1.6	-7.1	2.3	1.9	0.7	5.8	5.7	10.0
	墨西哥	2.0	-0.1	-7.8	4.9	3.6	2.9	3.3	3.5	5.8
	巴西	1.3	1.1	-6.0	3.7	3.7	2.5	12.3	11.9	14.0
	智利	4.0	2.3	-7.1	2.4	2.6	3.0	7.0	7.0	9.0
	阿根廷	-2.5	-3.0	-7.5	34.9	53.7	45.1	9.2	10.3	11.0
亚太	日本	0.3	0.8	-7.3	1.0	0.5	-0.1	2.4	2.4	3.0
	澳大利亚	2.8	1.8	-6.3	1.9	1.6	0.7	5.3	5.2	7.7
	印度	6.8	5.8	-5.0	4.0	3.7	4.8	—	—	—
	韩国	2.7	2.0	-2.5	1.5	0.4	0.5	3.8	3.7	4.1
	印尼	5.2	5.0	0.9	3.2	3.0	2.7	—	—	6.6
欧非	欧元区	1.9	1.2	-11.5	1.8	1.2	0.4	8.2	7.6	9.3
	英国	1.3	1.4	-14.0	2.5	1.8	0.9	4.1	3.8	7.0
	俄罗斯	2.3	1.1	-6.0	2.9	4.5	3.4	4.8	4.6	6.4
	土耳其	2.8	0.3	-3.8	16.2	15.5	10.5	11.0	14.0	14.4
	尼日利亚	1.9	2.3	-3.2	12.1	11.4	12.9	23.1	—	—
	南非	0.7	0.5	-6.5	4.6	4.1	3.5	27.1	28.7	33.2
全球		3.0	2.5	-6.7	3.6	3.4	2.0	—	—	—

资料来源：中国银行研究院。注：f 为预测。

二、国际金融市场回顾与展望

（一）全球金融市场流动性风险下降，但债务违约风险上升

疫情爆发以来，全球金融市场大约经历了两个阶段：**第一阶段**为 2 月中旬至 3 月中旬，金融市场大幅动荡，发生流动性危机，投资者避险意识上升，转

向安全资产。这导致股票等资产价格大幅下跌，主要波动性指标上升到历史高点；信贷市场特别是高收益率债券、杠杆贷款利差大幅上升，债券发行基本停滞；主要短期融资市场，包括全球美元市场的流动性也显著恶化。**第二阶段**为3 月下旬以来，由于主要央行及政府采取激进的逆周期宽松政策，投资者风险偏好回升，资金撤离避险资产，重新投入风险资产，发达国家股票市场、债券市场、货币市场流动性危机缓解，市场止跌回升。MSCI 全球股票市场指数在 3 月下旬开始回升，VIX 也开始向历史均值回归。公司债券市场利差收窄，促使发达和新兴市场公司债券发行量大幅上升，均超过历史同期平均水平。一季度末新兴市场经历了有史以来最剧烈的证券资本外流，其规模大于 2008 年危机时期。外部债务融资减少使杠杆较高和信用较差的公司债务重组压力上升。二季度这种情况虽有逆转，非居民债券资金回流新兴市场，但资本净流出以及外汇储备下降的状态尚未改变。

二季度，主要经济体违约率相对温和，但由于疫情导致全球经济衰退，且疫情和复苏前景高度不确定，全球金融市场仍面临进一步收紧的风险。同时，以往一直为各方所担忧的债务脆弱性被充分暴露出来，主要经济体流动性风险进一步发展成系统性违约风险的可能性仍然很高，可能成为威胁未来全球金融稳定的主要因素。在疫情发生前，全球公司债务不断攀升，并且高杠杆贷款、BBB 级和非投资级债券占比上升。当前，在经济衰退和公司利润下降的背景下，公司信用质量已开始恶化，信用评级被下调的公司大幅增加。政策制定者和金融机构不得不在支持经济活动和控制风险之间保持平衡。尽管各国当局鼓励银行将现有资本和流动性缓冲用于增加信贷，吸收损失和融资压力，并鼓励银行与债务人审慎协商，临时调整贷款条款，延长还款期限，企业也通过动用信用额度缓解了流动性压力，但随着企业停工和破产增加，资产质量进一步恶化，拖欠率和违约率已开始上升。对于银行来说，除公司违约风险之外，持续低利率也给银行盈利和资本筹集能力带来更多压力。

展望三季度，影响金融市场稳定性的最大风险和不确定性是疫情及经济复苏程度。经济活动若继续停滞或复苏缓慢，公司和家庭债务最终可能违约，引发债务危机。国际金融协会（IIF）的数据显示，2020 年二季度全球非金融公司债券违约额已跃升至 700 亿美元，为有记录以来的最高值，其中美国占三分之二，其次是欧元区和泰国。随着经济停滞延续，全球公司违约率将继续上升。与过去相比，尽管银行拥有更多的资本和流动性，也经历了压力测试，且央行流动性支持有助于降低融资风险，其目前处境优于 2008 年，然而若出现大规模市场和信贷损失，部分经济体银行的系统性违约风险会上升。就风险点来看，虽然银行整体在杠杆贷款及 CLO 中的占比并不高，但主要集中在少数大银行；机构投资者等非银行金融机构在高风险企业信贷市场占比上升，使得该市场更加复杂和不透明；高收益贷款和债券市场之间，以及银行与非银行参与者之间联系更紧密，价格变化的相关性从而信用和流动性风险的传染风险也更高。

股市方面，尽管标普 500 黑天鹅指数在二季度中有所回落，但在二季度末又回升到 130 警戒线水平以上，显示投资者对未来的厚尾风险仍保持警惕。

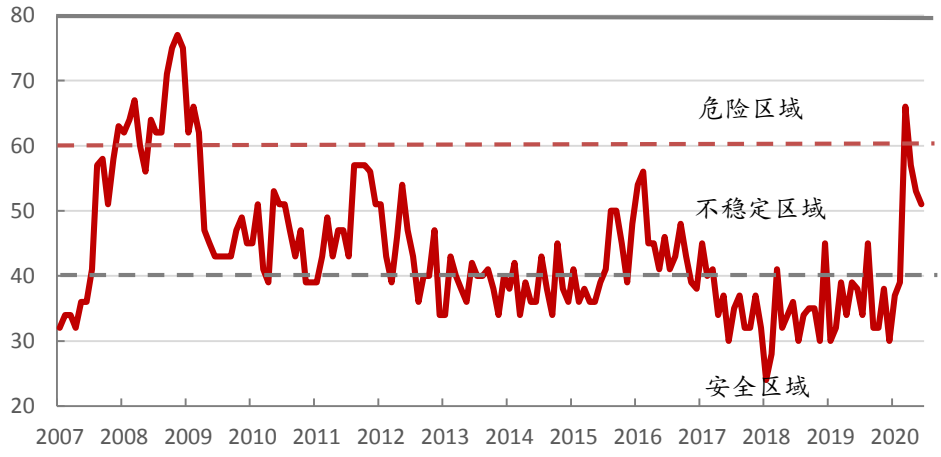
新兴市场方面，尽管资本外流在二季度有所缓解，但据 IIF 预测，由于疫情的持续影响，三季度新兴市场非居民资本流入可能减少，从而对其经常账户及外汇储备造成压力。其中，中美洲、加勒比、菲律宾和埃及风险最大。一些发展中国家沉重的外债负担是一个紧迫问题。IIF 数据显示，2019 年符合 G20 债务偿还暂停倡议（DSSI）资格的 73 个国家的外债总额超过 7,000 亿美元，远高于 2009 年的 3,050 亿美元；而新兴市场的公司外债目前占其全部债务的近五分之一，其中超过 3,650 亿美元将于 2020 年底到期。在货币贬值、债券收益率上升、资本净流出、私人部门去杠杆、财政和经常账户赤字进一步上升的环境下，新兴市场公司的境外再融资难度将增加，外债负担及违约风险可能进一步上升。疫情导致新兴市场货币兑美元贬值，这有利于浮动汇率制经济体（如巴西）的出口增长，但对于盯住美元或美元化的少数经济体（如黎巴嫩、厄瓜多尔）不

利。阿拉伯产油国受到油价下跌和疫情双重冲击出现严重衰退，导致财政赤字和资本外流，其经常账户也可能从盈余转为赤字，但其银行体系及外汇储备相对健全，吸收损失的能力较强。不过，3 月底开始美元指数从 100 以上的高位回落，最近美国发生的社会动荡使得海外投资者撤离美元资产，美元指数继续下跌，这有助于缓解部分新兴市场货币贬值和资金外流的压力。

（二）美国金融危机风险下降，但仍处于不稳定区域

随着美国政府和美联储逐步实施系列救助措施，加上部分地区复产复工，经济活动逐渐恢复，二季度美国金融危机风险指标（ROFCI）从一季度末的危险区域回到不稳定区域，并且呈下降趋势。但二季度该指标的月均值仍高达 53，高于一季度的月均值 43。其中，市场风险、流动性风险有所缓解，信用风险有上升趋势。展望三季度，如果疫情得到控制，政策干预效果持续显现，经济逐渐复苏，该指标有可能在不稳定区域小幅回落。反之，若疫情反复、经济复苏不力，该指标仍有上升风险。

图 2：美国金融危机风险指标（ROFCI）



资料来源：中国银行研究院

三、专题研究

专题一：当前逆全球化形势及全球产业链调整趋势

1、疫情对全球化发展的影响

新冠疫情给经济全球化发展带来新挑战。2020 年以来，新冠疫情突如其来并急速演变发展，疫情快速传播到全球主要经济体，疫情蔓延和各国控制疫情的措施严重影响了国际贸易和投资等活动，打破了现行全球产业链的正常运转，世界经济进入衰退期，对经济全球化发展造成三方面的巨大挑战。

一是疫情引发全球需求和供给同步收缩，蚕食全球化发展的基础。全球化是指通过要素资源的跨国配置，实现货物、服务、资金、人流等在全球范围的跨境流动，促进比较优势分工。通过把部分工序外包到生产成本较低的经济体，生产和出口国以及消费和进口国均能在全球化的资源分配中获益。当前，为控制新冠疫情所采取的隔离措施客观上使得国际贸易和投资活动出现停滞，导致全球经济需求和供给的同步收缩。市场避险情绪升温驱使外资撤离新兴市场，对其金融资产价格和资本账户平衡带来负面影响。如果疫情持续蔓延，将严重影响国际贸易环境和投资增长，打破现行全球产业链的正常运转，破坏全球化发展的基础。

二是新冠疫情导致全球产业链多环节受阻，加剧贸易保护主义和产业链内顾化、分散化倾向。近年来，逆全球化思潮不断蔓延，保护主义兴起使得全球化进入倒退期。特别是疫情发生以来，一方面全球产业链供应链多环节受阻，另一方面各主要国家间缺乏互信与合作，导致保护主义进一步成为主流，全球产业链、供应链呈现内顾化、分散化趋势。以汽车产业链为例，疫情发生之初，以中日韩“贸易三角”为主的汽车零配件供应环节受到一定冲击；3 月份以后，欧洲疫情局势紧张又导致高端汽车零部件和整车组装环节受到较大影响，汽车产业链一度出现断裂风险。在这种情况下，越来越多的企业试图通过供应链多点布局的方式，分散由于疾病灾害、地缘政治等突发事件带来的风险。与此同时，全球主要国家在疫情期间缺乏互信，也导致了各国进一步考虑提高产业链安全和国家安全，加剧了产业链内顾化倾向，过去 30 年以来的全球化大发展恐

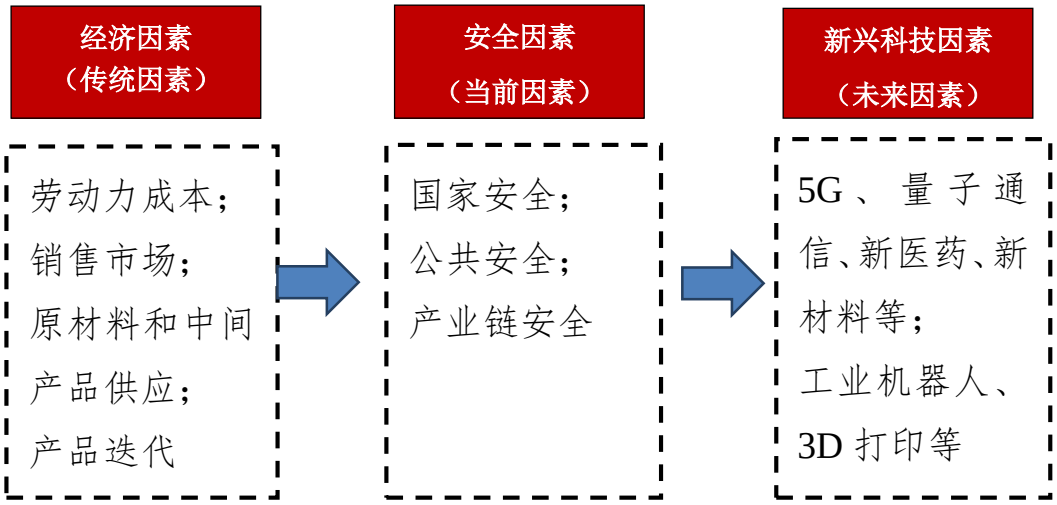
将难以为继。

三是各国在社会制度、意识形态、发展模式、价值理念等方面的一系列严重对立和冲突，成为此次疫情最大的次生灾害，将从更深层次加剧逆全球化趋势。冷战结束后，特别是 21 世纪以来，世界每发生重大危机事件时，各主要国家总能摒弃成见，共同联手抗击：亚洲金融危机、911 事件、2008 年金融危机、2014 年抗击埃博拉病毒等均是如此。然而，新冠疫情期间，普通民众整体遭受福利损失，企业倒闭和失业攀升加剧社会动荡，世界各国更加分裂，国家间的冲突进一步增多，为反全球化趋势性回潮提供了新的催化剂。除疫情本身外，当今世界在种族、文化、宗教等方面的严重对立和冲突正成为长期损害国家互信、制约国家间制度性合作和经济全球化的最大隐患。

（二）影响全球产业链调整的主要因素

目前，全球化和国际产业布局正处于深刻变革周期，影响全球产业链调整的因素逐渐发生变化。自二战以来，根据影响因素不同，可以将全球产业链调整大致划分为三个阶段。

图 3：全球产业链调整的主要因素变化趋势



资料来源：中国银行研究院

第一阶段是经济因素驱动阶段（1947 年关贸总协定成立至 2016 年美国前总统奥巴马执政结束前夕）。此阶段是全球化繁荣阶段，全球产业链布局主要基于比较优势理论，企业在制定国际分工决策时主要考虑生产效率和经济利益，决策制定过程相对理性、客观。此阶段影响企业全球产业链布局和调整的因素主要包括：**一是劳动力成本因素，**考虑到各国劳动禀赋和工资成本存在差异，发达经济体逐渐将劳动密集型产业向发展中国家转移，以降低生产成本。由此，在不同发展水平国家间出现了“雁阵模式”的产业梯度转移，“头雁”生产科技密集型产品、“中雁”生产资本密集型产品、“尾雁”生产劳动密集型产品，各国依据比较优势参与国际分工，开展国际贸易。**二是市场因素，**企业在东道国生产不是为了将产品返销本国，而是为了更好地服务消费者、贴近和占领当地市场。在该模式下，国际产业分工更多是水平型而非垂直型，生产的是适销对路的产品。**三是原材料和中间产品供应因素，**在某些能源密集型或中间产品主要依赖进口的行业，为了更好地接近原材料和中间产品市场，企业通常会选择在大宗商品出口国或中间产品供应国布局生产，以更好地利用产品供应链。**四是产品迭代因素。**根据产品生命周期理论，随着产品的迭代创新，发达经济体将逐渐把落后产能淘汰至发展中国家，而集中精力发展创新和高精尖产品，以此形成全球产业发展的梯度格局，在国际贸易中居于价值链上游并获取更多超额利润。此阶段的全球产业布局更多基于经济因素开展，只要有利可图，企业跨国分工就会持续。

第二阶段是安全因素驱动阶段（2017 年特朗普政府上台至今）。特朗普政府执政以来，全球化逐渐发生变化，贸易保护主义和逆全球化逐渐抬头，在企业跨国生产决策中经济因素不再是唯一重要考量，地缘政治和外交等因素的影响逐渐上升。具体来看，安全因素主要包括三个方面，**一是国家安全因素，**主要涉及科技、军事、战略资源等核心产业。目前国际格局动荡，全球逐渐由“增量时代”进入“存量时代”，大国博弈加剧，为了避免相关产业发展受制于人或

被其他国家控制，主要发达经济体在敏感核心领域都加强了对外资的审查力度、设置了更多障碍。**二是公共安全因素。**此次疫情给各国敲响了警钟，医疗产品和设备过度依赖国外进口，在危机发生时将严重影响疫情防控和国民安全。**三是产业链安全因素。**受疫情和严格的防控措施影响，各国生产、流通、进出口贸易遭受较大冲击，全球产业链、供应链和价值链“断裂”风险上升，在此背景下，保持“三链”的稳定性、安全性、弹性和多元性越来越得到企业的重视。在安全因素日益凸显的背景下，中短期内全球化将进入有限全球化时代，各国可能将根据双边关系和疫情防控好坏来划分“朋友圈”。

第三阶段是新兴科技驱动阶段，该阶段发端时间早于第二阶段，大约兴起于 20 世纪末、21 世纪初，发展态势相对稳定，虽未成为当前主流，但比第二阶段更具有生命力、更能代表或引导未来全球化发展趋势。主要影响因素包括 5G、量子通信、新医药、新材料、工业机器人、3D 打印、人工智能、大数据等新兴科技领域。相关科技领域的发展对全球化和产业链调整将具有双重效应。从积极的方面看，5G、量子通信、新医药、新材料等新兴科技领域发展会带来新兴业态和产业的兴起，会引导形成新一轮的国际产业梯度转移和国际分工调整；从消极的方面看，工业机器人、3D 打印、人工智能等新兴科技领域具有劳动替代特性，在工业生产中的广泛运用将逐渐取代劳动力在经济生产中的作用，如工业机器人的存在和价格一致性将显著改变各国在劳动禀赋上的差异，3D 打印技术的进步和便捷式操作也将极大地改变中间产品贸易模式，部分中间品或将无需在海外生产，更多使用 3D 打印的家庭式工厂和小型工厂将取代主要工业国家的市场份额。两种效应的大小、代表性产业的发育情况和次序，将决定未来全球产业分工是再次繁荣还是由全球化转向区域化。

（三）逆全球化下全球产业链调整趋势

新冠疫情发生后，越来越多的跨国企业在考虑经济效率的同时，更多地将追求产业安全、自主可控作为产业链布局的重要标准。总体而言，未来全球产

业链将呈现出三个特点。

一是全球供应链缩短，企业垂直一体化进程加快。为了应对公共卫生、地缘政治等突发事件对供应链安全的影响，跨国企业将以比较优势和规模经济为原则的全球产业分工体系转向以产业链安全为考量的垂直一体化布局。原先分包给不同国家和企业的生产工序和环节将会被收回到跨国公司内部进行生产，企业依靠缩短供应链使产业实现自主可控的要求。

二是全球产业链由全球化布局向区域性集聚演化。在逆全球化和保护主义蔓延的背景下，全球化进入区域性集聚发展阶段，从而形成特定区域内的产业空间集聚。跨国公司将会选择集中在一个国家或者临近国家边界线上进行生产，区域内贸易成为国际贸易的主要组成部分。疫情爆发以来，尽管全球供应链和产业链存在不稳定性，但是区域内的贸易往来却有所增多。以中国为例，2020年前5个月，中国与东盟进出口达1.7万亿元，同比增长4.2%，中国对东盟出口和进口增速均高于同期中国外贸进出口整体增速。未来，用于生产所需的中间品贸易主要在区域内进行，全球产业链将会朝着区域化、次区域化的方向发展，跨国公司的全球产业链将在欧洲、北美、东亚、东盟等区域聚焦。由于美国与加拿大、墨西哥的产业互补性较强，北美供应链区域化将会愈发明显。而东盟、中日韩等次区域化也将替代全球化成为新的产业链发展趋势。

三是新科技革命蓄势待发，各国在高新技术产业链主导权的竞争更加白热化。当前，全球主要国家在数字经济、5G等高科技领域的竞争日益激烈，美国在核心技术和重点科技领域对中国限制升级，不断强化人员交流限制、收紧投资准入、加强技术管制，企图推动中美科技“脱钩”，阻碍中国向产业链高端攀升。从科技发展规律来看，全面“科技脱钩”不切实际，但美国对新一代信息技术和生物等重点领域的长期遏制不可避免。当前，中国正处于由高科技产业链中低端向中高端攀升的阶段，一些细分领域已经处于产业链高端。未来，各国在高新技术产业链特别是即将进入应用临界阶段的产业（如5G、网络安全技

术等）的主导权争夺将更加激烈。

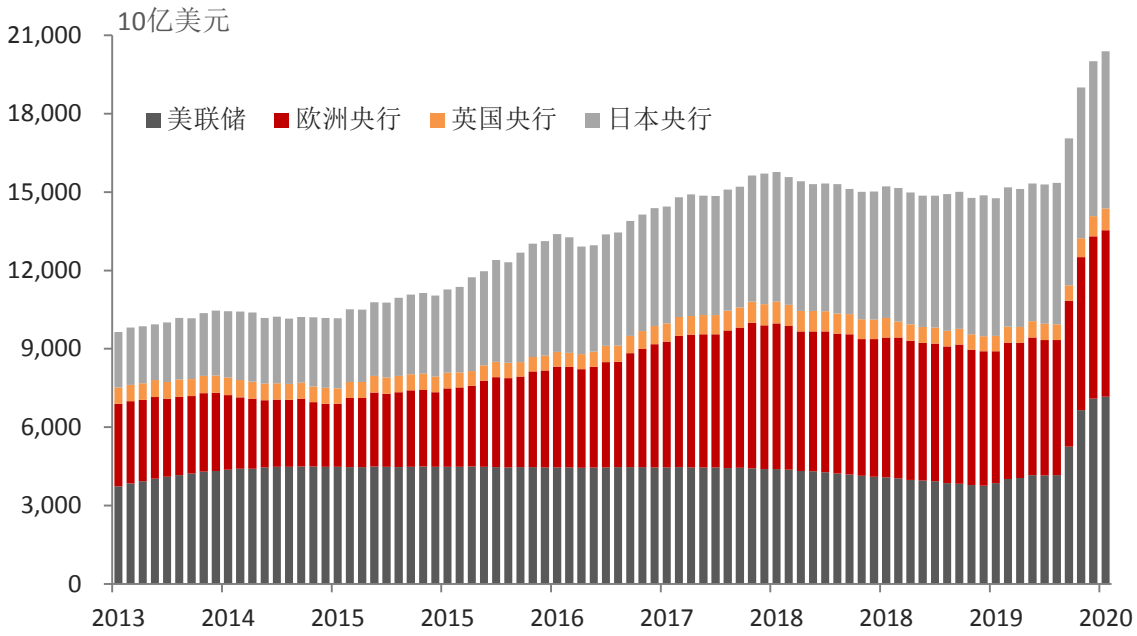
专题二：发达经济体宽松货币政策前景

2020 年 3 月以来，随着新冠肺炎疫情大流行，全球经济活动被迫中断，国际金融市场剧烈动荡，发达经济体出台一系列应对措施，货币政策宽松幅度可谓史无前例。未来一段时期，宽松仍将是发达经济体货币政策的主基调。

1、发达经济体推行史无前例的超宽松货币政策

为了应对疫情冲击，全球开启史无前例的货币宽松浪潮。美联储实施零利率+无限量宽松，3 月以来紧急降息 150 个基点，不断加码回购操作与证券购买，在一两个月内祭出了 2008 年金融危机中十余个月才完全推出的宽松政策包。欧洲央行加码量化宽松，拓展长期再融资操作，松绑银行业监管要求，紧急抗疫购债计划（PEPP）增至 1.35 万亿欧元。英国央行降息 65 个基点至创纪录的 0.1%，引入中小企业定期融资计划，将资产购买规模增加 2000 亿英镑至 6450 亿英镑。日本央行加大宽松力度，3 月将 ETF 购买额度从 6 万亿日元提高到 12 万亿日元，4 月进一步取消国债购入额不超过 80 万亿日元的最高限额，将商业票据和公司债购买上限增至 20 万亿日元，约为此前的三倍。此外，冰岛、加拿大、挪威、新西兰、澳大利亚等发达国家央行也分别降息 200 个基点、150 个基点、150 个基点、75 个基点和 50 个基点，加大货币宽松力度。截至 6 月 18 日，四大主要央行（美联储、欧洲央行、英国央行和日本央行）资产规模已超过 20 万亿美元（图 4），四个月内扩张逾 5 万亿美元，远超 2008 年金融危机时期的宽松力度和速度。

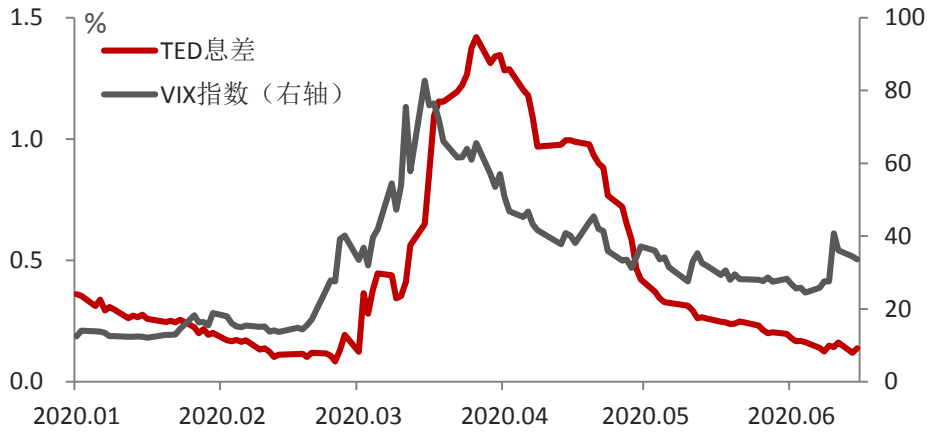
图 4：主要央行资产规模



资料来源：Wind，中国银行研究院

总体来看，本轮发达经济体宽松货币操作反应迅速、力度超强，取得了一定的政策效果。**一方面，平抑流动性困局，避免滑入新一轮金融危机。**以美联储为首的发达经济体央行吸取上轮金融危机的经验教训，对股市以外的金融市场进行全面流动性干预，控制金融机构资产负债表受损程度，避免流动性问题引爆新一轮金融危机。从具体指标来看，流动性紧张局面和市场恐慌情绪得到显著缓解，TED 息差和 VIX 指数分别由 3 月的 1.42%和 82.7 高点降至目前的 0.14%和 33.7 左右（图 5），金融市场信心部分得以修复。

图 5：TED 息差与 VIX 指数变化



资料来源：美联储，CBOE，中国银行研究院

另一方面，与其他政策形成组合拳，但对实体经济的纾困效果相对有限。在应对疫情冲击、纾解实体经济困局方面，货币政策更多是发挥协同支持作用，与公共卫生政策、财政政策形成组合拳。以美联储为例，3 月以来陆续启动了定期资产支持证券贷款工具（TALF）、一级市场企业信贷便利（PMCCF）、二级市场企业信贷便利（SMCCF）、商业票据融资工具（CPFF）、薪资保护计划便利工具（PPPLF）、主街贷款便利（MSLP）、市政流动性工具（MLF）等安排，试图为居民、企业、银行和政府提供全方位资金支持和救助安排。然而，疫情始终是经济运行的最大挑战，本轮冲击更多源于经济层面，而非金融层面。发达经济体宽松货币政策有助于对冲一定的经济下行压力，但无法填补整个经济体系的损失，难以支撑经济金融从根本上走向复苏。

2、主要发达经济体宽松货币政策走向

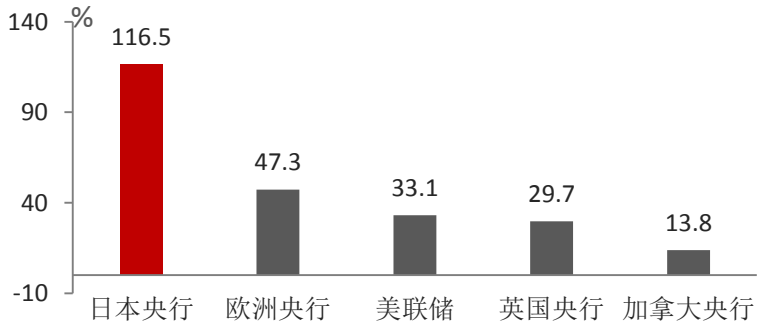
未来一段时期，宽松仍是发达经济体货币政策主基调。在三重约束下，主要发达经济体将继续维持货币政策宽松立场，为经济复苏和金融稳定提供支持。**其一，实体经济疲弱乏力。**新冠肺炎疫情正在使发达经济体陷入二战以来最严重的衰退，2020 年 G7 国家失业率超过 9%，创 1978 年有统计以来的最高水平，5 月美国、欧元区和日本 CPI 均创 0.1%历史低位，未来三年或难以触及 2%目

标水平。即使疫情后发达经济体出现 V 型反弹，也将远低于潜在趋势水平，要求宽松的货币政策予以支撑。**其二，金融系统积重难返。**过去十余年，全球持续处于低利率环境，金融资产价格“高估”，债务规模膨胀。疫情冲击下，伴随着大水漫灌，股市筑底反弹，MSCI 发达市场指数较 3 月收盘价低点已回升 35.5%，公共与私营部门债务高企。金融系统在扩张中日趋脆弱，致使发达经济体利率易降难升、资产负债表易扩难缩。**其三，风险点和不确定性增加。**未来，新冠肺炎疫情仍将有反复，全球化进程与国际秩序面临重大调整，保护主义势头抬升，各经济体内部社会矛盾加剧、政治裂痕加深，将对经济前景产生影响，加剧宽松货币政策退出的挑战。

具体来看，主要发达经济体宽松货币政策将采取三类工具。

第一，扩表仍是首选。考虑到发达经济体基准利率已接近零或处于负利率，扩大资产购买规模仍是支持实体经济、释放流动性、解决传统货币政策传导机制不畅等问题的优先选项之一。尽管发达经济体央行资产负债表规模已处于历史高位，但当前美联储、欧洲央行、英国央行、加拿大央行资产负债表规模占 GDP 比重为 33.1%、47.3%、29.7%和 13.8%，远低于日本央行 116.5%水平，还存在一定的扩表空间。

图 6：主要发达经济体央行资产规模占 GDP 比重



注：截至 2020 年 6 月 19 日最新数据。

资料来源：Wind，中国银行研究院

第二，负利率政策会慎重考虑。当前，负利率在美联储、英国央行内部难以达成主流共识，在欧元区、日本等国家和地区的实践中也存在争议。一方面，负利率对于经济刺激的边际效应降低。瑞典央行曾两次使用负利率政策，在第一次实施初期具有显著效果，第二次负利率力度更大，但达到温和通胀目标时间更长，政策效果有所下降。另一方面，负利率对于银行业存在较大负面影响。市场利率曲线趋于平缓，挤压传统商业银行盈利空间，在经济下行期间将进一步加剧银行惜贷和冒险动机。此外，欧元、日元可以在负利率上开展实践而并未颠覆全球金融体系，主要是因为作为世界基准利率的美元利率仍然处在教科书上认为合理的“零下限”之上。一旦美元步入负利率区间，全球金融市场将面临系统性风险。

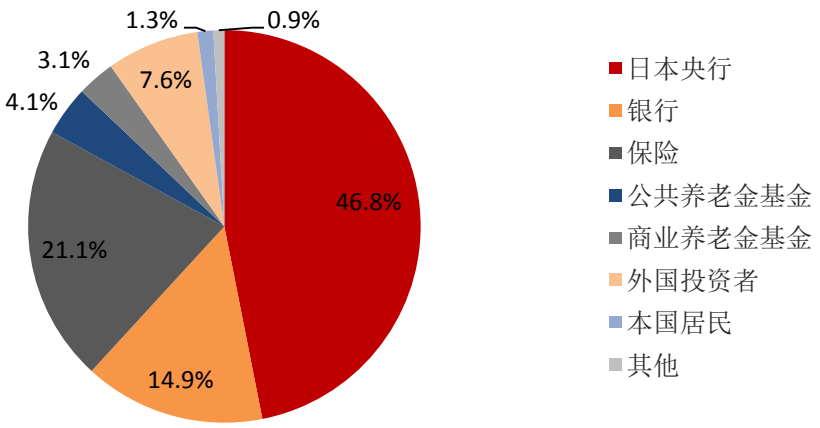
第三，收益率曲线控制成为可选项。美联储曾在 20 世纪 40 年代实施收益率曲线控制，日本央行自 2016 年成为收益率曲线控制政策的积极践行者。面对货币宽松需求与即将见底的政策包，发达经济体央行或将启用收益率曲线控制工具，发挥实际负利率效应。当前，美联储正在认真研究收益率曲线控制，英国央行相较于负利率更可能选择收益率曲线控制，日本央行表示在收益率曲线控制中降低收益率成为其进一步宽松的额外选项。考虑到收益率曲线控制有利有弊，发达经济体央行更可能采取部分控制操作，而非控制整个收益率曲线。

3、全球可能面临潜在的财政赤字货币化风险

广义上，财政赤字货币化是指央行通过增发货币的方式为政府财政提供融资，以增发国债为核心的积极财政政策导致经济体系中货币供应量增加。当前，发达经济体央行为了保持自身独立性，更多地是在二级市场购债，根据实际情况创设流动性工具，其无限宽松的货币政策并非政府主导的货币增发。这些央行也均否认大规模购债所导致的基础货币增加是永久性的。因此，上述行为是否属于“财政赤字货币化”范畴存在一定的市场争议。

但不可否认的是，发达经济体财政与货币政策的边界已然模糊。在短期危机冲击和长期结构性问题叠加下，发达经济体央行采取包括“直升机撒钱”等一切手段，避免经济陷入通缩的“大萧条”之中，财政货币双双极度宽松。美联储启动 MLF，为美国各州和地方政府提供直接资金；英国央行与财政部达成一致，在必要时为政府财政赤字提供直接融资；日本政府和日本央行罕见地发表联合声明，承诺合作保护经济免受疫情影响。截至 2019 年末，日本央行持有国债规模达 485 万亿日元，在日本国债总规模中占比达 46.8%（图 7）。日本央行继续积极购进政府债券，压低债券收益率。

图 7：日本国债持有结构（2019 年末）



资料来源：日本央行，中国银行研究院

货币政策超级宽松，并与财政深度捆绑，短期内实属无奈之举，长期可能引发更大的风险。一方面，助推金融“通胀”。基础货币的增加，即使不体现在物价上，当前也已反映在金融资产价格上。无限量注入流动性，金融市场持续处于低利率乃至负利率环境，将催生道德风险，鼓励冒险行为，助长金融资产价格泡沫。一旦泡沫会破灭，全球经济将遭受沉重的打击。**另一方面，加剧贫富分化。**富裕家庭拥有更多的股票、共同基金等金融资产，在宽松货币政策下 2018 年美国前 5%收入家庭占据全部收入的比重达 21.6%，较十年前提升了 5.4%。近期美国政策研究所（Institute for Policy Studies）的报告显示，经历疫情冲击，

当前美国亿万富翁财富总计 3.5 万亿美元，较 3 月 18 日反而增加了 5840 亿美元。强宽松措施将进一步加剧金融资产泡沫和贫富分化局面，抑制购买力和居民需求，致使经济长期步入停滞并酝酿更加尖锐的社会矛盾。此外，发达经济体的政策操作将对新兴市场产生严重的外溢效应，成为未来全球经济复苏的重大挑战。总之，发达经济体正面临潜在的“财政赤字货币化”风险，未来需要通过具体工具选择和监管约束限制其负面效应，以时间换空间，待实体经济“春暖花开”时再谨慎选择政策退出路径。

专题三：新兴市场债务脆弱性分析

1、新兴市场疫情发展趋势及影响

6 月以来，全球多数新增病例正逐步转向新兴市场国家和欠发达地区（表 2）。其中，从平均每日新增确诊病例数量来看，巴西已超过美国居全球首位；印度、俄罗斯紧随其后，居第三、四位。

表 2：主要新兴市场国家疫情数据（截至 6 月 18 日）

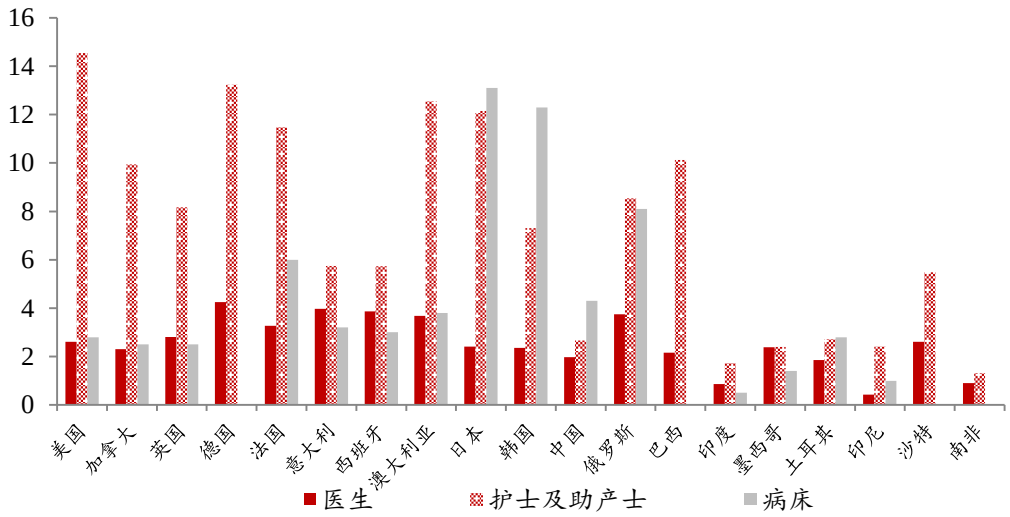
	累计确诊	累计治愈	治愈率	累计死亡	死亡率
全球	8,411,886	4,393,881	52.23%	447,118	5.32%
巴西	955,377	521,046	54.54%	46,510	4.87%
俄罗斯	560,279	313,387	55.93%	7,638	1.36%
印度	366,946	194,325	52.96%	12,237	3.33%
秘鲁	240,908	128,622	53.39%	7,257	3.01%
智利	220,628	181,931	82.46%	3,615	1.64%
伊朗	197,647	156,991	79.43%	9,272	4.69%
土耳其	182,727	154,640	84.63%	4,861	2.66%
巴基斯坦	160,118	59,215	36.98%	3,093	1.93%
墨西哥	159,793	118,504	74.16%	19,080	11.94%
沙特阿拉伯	145,991	93,915	64.33%	1,139	0.78%

资料来源：世界卫生组织，中国银行研究院

目前看来，新兴市场疫情普遍处在持续增长的上升或平台阶段。印度、巴西等人口大国处于疫情蔓延的前半段，许多人口规模大、医疗条件相对落后的

发展中国家后续疫情压力较大。与发达经济体相比，新兴市场人口基数庞大，公共卫生基础设施、人均医疗资源等方面较为薄弱（图 8）。随着疫情蔓延，部分国家可能面临医疗资源短缺甚至崩溃的局面。同时，由于文化理念、经济发展程度、政府治理能力等限制，部分新兴市场国家不仅未能严格执行防疫措施，反而迫于社会经济压力陆续放宽管控政策。巴西、印度、俄罗斯、南非等国已在 6 月初逐步解除居家隔离、开放餐饮购物场所、恢复城际自由通行等。在疫情尚未稳定之际复工复市，将显著增加疫情二次爆发的可能性。以南非为例，总统拉马福萨在 6 月 17 日的电视讲话中称，开放经济活动后，确诊病例数在一周内便增加三分之一达到 8 万多人。受制于各国的现实情况，仅通过社交隔离措施对抗病毒成效有限，疫苗药物研发成功的时间将很大程度上左右新兴市场疫情控制情况。

图 8：主要国家人均医疗资源情况（每千人）



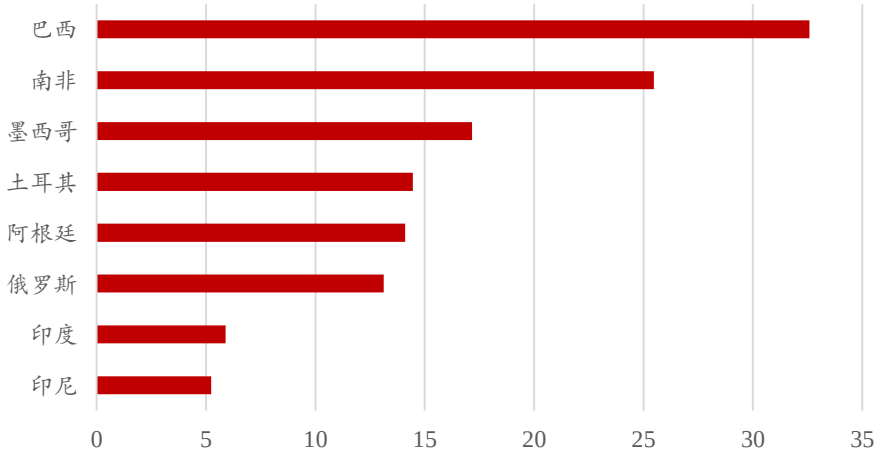
资料来源：世界卫生组织，经合组织，中国银行研究院

新冠肺炎疫情使新兴市场国家经济遭受重创。新兴市场国家普遍存在对外依存度高、经济基础薄弱、财政空间有限等问题，疫情导致外部环境迅速恶化，加之经济活动暂停、居民消费受到抑制等，生产消费数据持续低迷，经济增长前景遭遇巨大挑战。5 月份巴西、印度、俄罗斯制造业 PMI 分别为 38.3、30.8、

36.2，大幅低于 50 的荣枯线，均处于历史低位。根据世界银行 6 月最新展望，2020 年新兴市场和发展中国家经济预计将下降 2.5%，出现二战以来最严重的衰退。

新兴市场国家经济脆弱性被疫情放大。部分新兴市场国家面临着资本外流、货币贬值等压力，发生国际收支危机、货币危机、债务危机的可能性正在上升。财政赤字率、私人部门债务、失业率与通胀率等可能进一步上升。部分国家货币面临较大贬值压力。截至 2020 年 5 月末，巴西雷亚尔、印度卢比、俄罗斯卢布、南非兰特分别较年初贬值 32.6%、5.9%、13.1%、25.5%（图 9）。本币贬值将导致资金成本急剧上升，抑制投资支出。随着资产负债表因货币贬值被削弱，资本外流将会加速，反过来推动货币贬值，形成恶性循环直至债务危机爆发。

图 9：1-5 月主要新兴市场货币贬值幅度（%）



资料来源：彭博，中国银行研究院

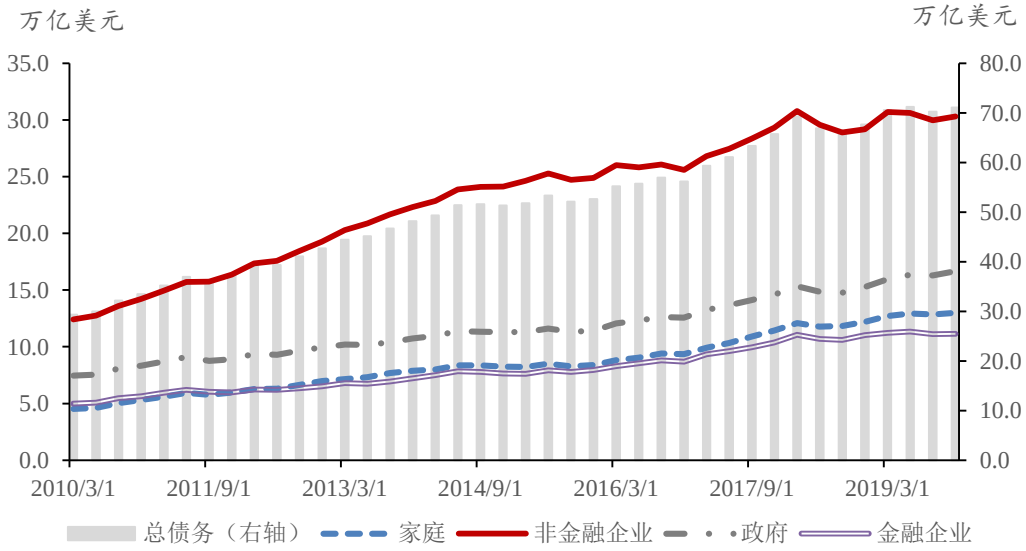
新兴市场国家为应对疫情普遍采取扩张性财政政策加重债务负担。印度准备在年内推出 20 万亿卢比的财政刺激计划，俄罗斯新增年度财政预算 4.5 万亿卢布，南非正在考虑出台 1 万亿兰特的经济刺激方案等。巴西抗疫配套支持规模占 GDP 比重达到 16.6%。新增的抗疫资金大多需要通过增发国债来弥补，将加重这些国家债务负担。据英国经济学人智库（EIU）预测，2020 年印度、巴

西、南非、俄罗斯政府公共债务占 GDP 的比重将分别达到 50.2%、90%、72.7%和 18.1%，分别较 2019 年上升 5.3、14.2、11.3 和 5.6 个百分点。

2、当前新兴市场债务结构

2008 年国际金融危机以来，新兴市场国家债务总体呈增长态势，其债务总量从 2010 年一季度的 29.4 万亿美元增长至 2019 年四季度的 71.1 万亿美元（图 10）。其中，家庭、非金融企业、政府和金融企业的债务量分别从 2010 年一季度的 4.5 万亿美元、12.4 万亿美元、7.5 万亿美元和 5 万亿美元增长至 2019 年四季度的 13 万亿美元、30.3 万亿美元、16.7 万亿美元和 11.1 万亿美元，分别增长 189%、144%、123%和 122%。以债务占 GDP 的比重衡量，新兴市场国家整体债务占 GDP 比重从 2010 年一季度的 168.3%上升至 2019 年四季度的 219.7%，增长 51.4 个百分点。

图 10：新兴市场国家债务总体情况

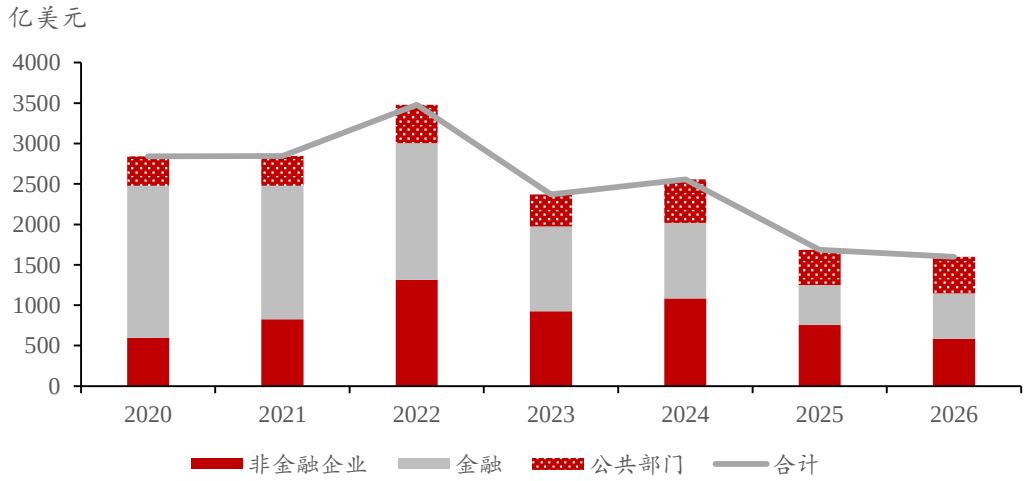


资料来源：IIF，中国银行研究院

新兴市场国家高度依赖美元融资。新兴市场国家无法借本币外债，在外部融资中高度依赖美元。上述美元债务的最终偿还依赖于本国在国际市场上的筹

资能力，部分新兴市场国家通过大宗商品出口获得相应美元，或者通过债务再融资偿还即将到期的美元。在大宗商品价格下跌和美元市场流动性紧张的情况下，依赖于这两个偿债渠道的新兴市场国家面临巨大债务违约风险。从期限来看，截至 2022 年末，新兴市场国家合计将有 3478.77 亿美元债券到期，考虑到未来两年内仍会有短期债务发行，实际的到期量可能更大。从美元债券来看，2020-2022 年新兴市场国家美元债券偿还负担较重，其中，2022 年是美元债券到期高峰（图 11）。除美元债券以外，新兴市场国家还将面临美元贷款的偿还压力，2020 年的美元贷款偿还压力最大，新兴市场整体在未来三年将分别有 313.88 亿美元、259.42 亿美元和 255.97 亿美元的贷款到期。

图 11：新兴市场国家到期美元债券分布



资料来源：IIF，中国银行研究院

3、新兴市场债务脆弱性

疫情冲击使得部分原本脆弱的新兴市场国家陷入更大困境，爆发债务危机的可能性上升。

一是经济内外部压力加大。疫情导致的出口下滑、大宗商品下跌使新兴市场发展陷入困境。预计今年除东亚地区外，欧洲、拉美、中东、非洲新兴市场

国家都将出现负增长。出口导向型国家外贸遭受重创，贸易顺差收窄，加上原油价格暴跌，产油国出口收入下滑，国际收支将面临更大困难。自疫情全球“大流行”以来，美元保持强势，目前美元指数虽然从 100 以上的高位回落，但仍在 97 左右，增加了部分国家偿债负担，加剧新兴市场资本外流的压力。据 IIF 统计，年初至今已有超过 1000 亿美元的国际资金流出新兴市场，规模为 2008 年国际金融危机爆发时的三倍之多。应对疫情的纾困支出加大财政压力，在债务本身高企的情况下，新兴市场未来出现债务违约的可能性进一步上升。

二是信用评级下调。受经济衰退、偿债能力下降影响，印度、南非、尼日利亚、哥伦比亚、阿根廷主权信用评级已被下调。信用评级的降低使得未来新兴市场融资难度加大、融资成本进一步上升，借新还旧变得更加困难。阿根廷政府 6 月 19 日宣布，将与国际债权人关于 700 亿美元债务重组谈判的期限从 6 月 19 日延至 7 月 24 日。这是阿政府第五次延长债务重组谈判的最后期限，如果最终谈崩，这将是阿根廷独立以来在国际金融市场的第九次主权债务违约。一旦阿根廷出现违约，将加大市场恐慌情绪，对其他新兴市场国家产生外溢风险。除了阿根廷外，今年以来已有黎巴嫩和厄瓜多尔宣布违约或者推迟偿还时限。疫情冲击加剧背景下，新兴市场国家的潜在违约名单或将增加。

三是难以获得外部充分救助。IMF 已承诺将调动 1 万亿美元贷款，以帮助成员应对疫情。但随着全球疫情不断发展，多个新兴市场大国出现严重疫情，上述金额或仍不能满足实际需要。发达国家自身自顾不暇，新兴市场较难得到国际社会有效救助。美联储联合欧洲央行、英国央行与日本央行等 14 家中央银行开启货币互换，但许多新兴市场国家央行并没有获得货币互换的资格。美联储还设立了临时回购协议工具（FIMA），允许 170 家外国央行用持有的美国国债兑换美元，但由于大多数新兴市场国家本身持有的美债资产较少，无法通过 FIMA 获取美元流动性。正如 IMF 发布报告称，新兴市场正处于自 1982 年以来最严重债务危机的风口浪尖，债务危机到了“一触即发”的危险境地。

免责声明

本研究报告由中国银行研究院撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行研究院可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行研究院保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



研究院
中国北京市复兴门内大街**1**号
邮编：**100818**
电话：**+86-10-66592780**
传真：**+86-10-66594040**