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6月6日星期六

海外经济弱复苏开启　新的风险点仍需警惕

摘要

2020 年二季度，新冠肺炎疫情依然是最核心的风险点，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；美国疫情有失控的迹象；巴西、俄罗斯、印度等新兴市场疫情正式进入大爆发期，特别是巴西和俄罗斯，成为当前阶段的核心风险点。短时间内，疫情依然难以得到有效的控制，全球疫情或于 3 季度出现明显的好转。5 月以来美国政府加大舆论攻势将其疫情失控的责任甩锅，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。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。

疫情引发的严防严控冲击服务业和制造业，虽然 5 月份数据有低位企稳、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，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%的萎缩。新兴市场经济均会大幅下降，印度经济将会陷入停滞状况或小幅的负增长，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。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。美元进入下行区间，多重因素将会拖累美元跌至 95 一线。避险黄金避险黄金仍有上涨空间，适合逢低做多，长期配置。有色金属方面，美元疲软短线支撑有色，然有色上涨空间有限；加之淡季来临、中期过剩格局未改背景下，下游需求的实质性恢复受到质疑，有色板块区间震荡可能性大。原油方面，产油国减产进入实质阶段，未来需求将逐步好转，均支持原油价格的反弹；当前，市场关注点仍然在于产油国减产进展，各方博弈加剧供需矛盾，短期来看，产油国会议前后市场消息面不确定性较大，油市波动率也会显著加大，长期来看，油价趋势性上行的判断维持不变。

整体来看，2020 年二季度，疫情将会持续的影响全球经济，避险黄金可以逢低做多，长期配置。风险资产持续上涨，难免出现二次小幅回调风险，应该选择超跌或逢低时加仓风险资产，不宜追高。下半年，全球进入后疫情时代，新风险点将会陆续出现，已经提前好转的风险偏好或再次受到冲击，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；持续上涨的风险资产或出现二次回调可能，而因风险点导致的风险资产回调正是买入时机，全球央行的大放水以及美元的持续走低，风险资产将会继续走高，故可以在风险资产超跌或逢低时加仓，在避险资产达到较高水平有下降趋势时卖出保护收益。

目 录

一、 主要投行继续下调全球主要国家经济预测 3
二、 美国经济弱复苏预期受到新风险点冲击 6
(一) 美国一季度 GDP 下修超预期 二季度将会出现 30%的深度衰退 7
(二) 美国制造业低位企稳 8
(三) 非制造业 PMI 低位反弹 9
(四) 供需两端陷入衰退中 10
(五) 美国 5 月失业率将会达到 20% 11
(六) 美核心 CPI 刷新历史新低 消费需求为核心风险点 13
(七) 鲍威尔再度否定负利率 强调经济不确定性 14
三、 欧洲疫情接近尾声 复苏迹象愈发明显 17
(一) 欧元区经济深度衰退难以避免 17
(二) 欧美 PMI 出现触底好转迹象 企业活动将会持续改善 20
(三) 欧元区经济景气指数再创历史新低 22
(四) 欧盟新一轮刺激计划呼之欲出 25
(五) 英国 PMI 底部企稳 然经济重启步伐缓慢 28
(六) 疫情和脱欧双重打击 英国经济将会深度衰退 28
(七) 英国实施负利率政策的可能性依存 30
四、 疫情与外贸拖累日本经济 32
(一) 日本不断加码经济政策宽松力度 34
(二) 日本经济增长动能不足 36
五、 疫情大爆发拖累新兴市场国家经济 39
六、 全球宏观策略及资产配置分析 41

一、 主要投行继续下调全球主要国家经济预测

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（20200529）																				
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	-3.8	6.2		2.9	-5.1	5					
美国经济预测	2.3	-3.3	4.2		2.3	-6.5	6.1	3.5	2.3	-6.6	3.7		2.3	-7.1	2.6	3.1	2.3	-5.7	3.9	3
中国经济预测	6.2	2.4			6.1	3	7.7		6.1	1.3	8.5		6.1	-1.1	9.4		6.1	2	9.2	
欧元区经济预测	1.2	-8.6							1.2	-6.9	6.7		1.2	-12	5		1.2	-10.8	6	
日本经济预测	0.7	-4.7			0.7	-6.5	3.1		0.7	-6.5	3.9		0.7	-6.5	1.2		0.7	-5.5	1	
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	-3.1	6.5		2.9	-3.4	5.1		2.9	-2.5	4.4		2.9	-3.8	3.3	
美国经济预测	2.3	-6.4	3.6		2.3	-8	4		2.3	-7.6	3.1	3.8	2.3	-5.6	3.5		2.3	-4.6	1.2	
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	-8.3	4.8		1.2	-6.1	4.1		1.2	-8.5	8.1		1.2	-8	2.2	
日本经济预测	0.7	-5.7	1.1		0.7	-4.4	2.1		0.7	-5.3	3.2		0.7	-3.9	1		0.7	-5.6	0.1	

图 1 主要投行关于经济预测的变化

数据来源：Wind、方正中期研究院

继 IMF 发布发布新一期《世界经济展望报告》，预计 2020 年全球经济将萎缩 3%，为上世纪 30 年代大萧条以来最糟经济表现后，世界主要投行不断下调全球主要经济体经济预测。

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-5.1%，富国银行亦将经济预测下调为-3.8%；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-2.5%--3.8%，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3%-3.5%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，并且依然没有好转的迹象，世界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；美银美林最为悲观，更是将美国2020年GDP下调至-8%。美国国会预算办公室最新预测认为，美国二季度GDP按年率计算将下降38%。疫情冲击叠加社会动荡，我们认为美国二季度GDP将会萎缩30%，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，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%-9.4%。

欧元区方面，欧元区国家疫情进入尾声，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，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停滞趋势中，叠加奥运会推迟影响，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、 美国经济弱复苏预期受到新风险点冲击

2020 年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：上半年，疫情大流行成为核心风险点，经济活动被迫陷入停滞，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，疫情助特朗普连任的概率大增，民主党拜登的竞争力相对较弱。3 月底 4 月初，美国成为新冠肺炎疫情的核心重灾区，截止 6 月 2 日，已经累积确诊人数达到 189 万，死亡人数达到 10.8 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；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。

5 月以来，美国各州陆续放松社交管控政策，复工复产表现却不及预期。美国疫情拐点若隐若现，仍处于大流行阶段，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；疫情失控背景下，以邻为壑转嫁危机的战略成为美国政府的选择，故中美贸易争端不断升级，美国开始就一些美国贸易盟友已经征收或准备征收的数字税开启 301 调查，贸易局势成为后疫情时代最核心的风险点。另外，美国明尼苏达州白人警察涉嫌暴力执法致死黑人男子引发的抗议示威持续升级，社会动荡不安，严重影响经济的复苏进程。疫情和社会动荡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。超宽松的货币政策或引发物价的普遍上涨，要警惕通胀风险。

经济数据方面，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；虽然 5 月非农数据表现大超预期，但其真实性受到质疑。二季度，美国经济大幅下跌已无法避免，预计会录得 30%的负增长，陷入深度衰退中。三季度，随着美国疫情的好转，美国经济则开始弱复苏，但是复苏进展则会因为二次疫情冲击、美国社会动荡、贸易局势紧张等风险点而缓慢。四季度，美国经济则会大幅反弹。整体来看，美国 2020 年整体经济会出现 6%-7%的萎缩。

(一) 美国一季度 GDP 下修超预期 二季度将会出现 30%的深度衰退

美国第一季度实际 GDP 年化率初值为-4.8%，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，经济进入萎缩周期。最新数据，美国第一季度的 GDP 由-4.8%下修为-5%，为美国 2014 年第一季度 GDP 萎缩 1.1%以来，首次出现负增长，也是自 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%；随着对疫情担忧的减弱以及各地放松限制，预计经济将在 2020 年下半年开始复苏。

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，近九周的周初请失业人数达到 4000 万暗示美国二季度失业率将会达到创记录的 20%以上，通胀指标亦因疫情和原油价格战而大幅回落；虽然 5 月数据均低位企稳，有触底反弹的趋势，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 30%的深度衰退，三季度则会出现反弹，四季度会出现快速恢复，2020 年会出现 6%-7%的负增长。

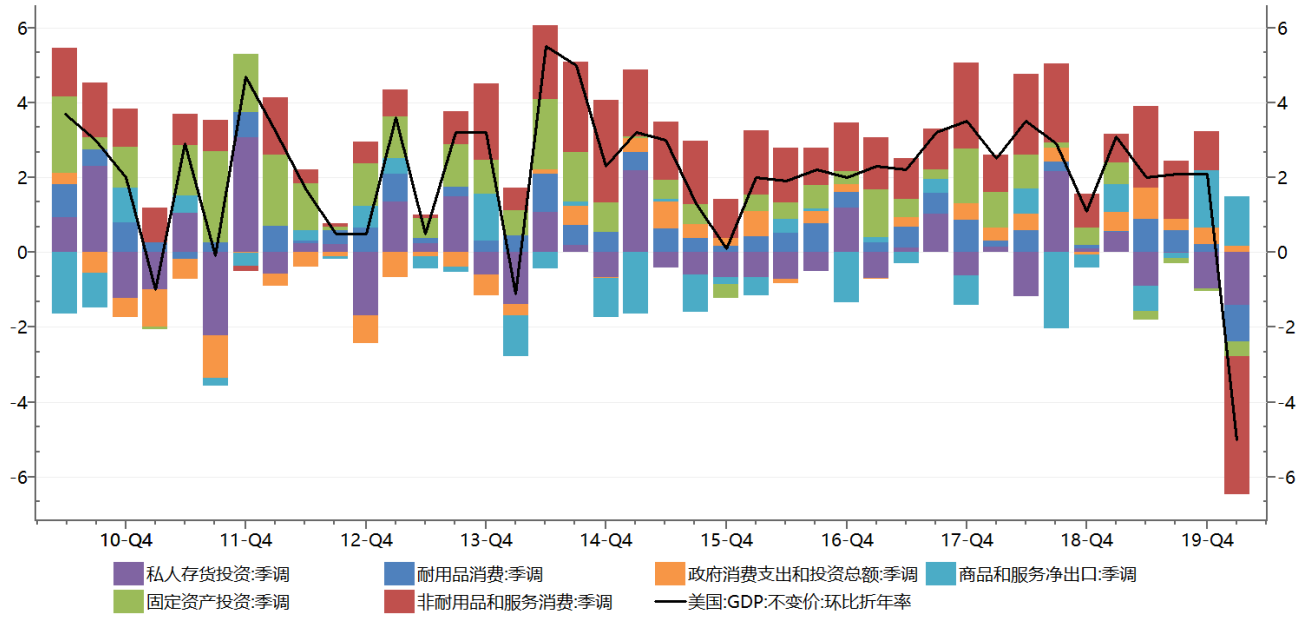


图 2 美国 GDP 与失业率

数据来源：Wind、方正中期研究院

(二) 美国制造业低位企稳

美国 5 月 ISM 制造业 PMI 录得 43.1，该数据表现不及 43.7 的预期，高于 41.5 的前值，5 月制造业活动脱离 11 年低位，出现低位企稳的明显迹象；各分项亦出现低位企稳的明显迹象，ISM 就业指数、产出指数、库存指数和新订单指数表现均优于前值，特别是库存指数已经升至荣枯线上方，然而表现不及预期让市场有所失望，说明美国 5 月企业复工复产活动不及市场预期；供应商交付则出现下滑，在一定程度上拖累制造业表现。

综合来看，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，5 月美国制造业仍处于深度低迷状态。然值得关注的是，美国 5 月制

造业活动脱离 11 年低位，暗示 4 月是产出崩溃的最严重时期，表明随着企业重新开业，经济衰退最糟糕的时期已经过去，经济弱复苏将会开启并且持续进行。不过由于失业率仍高企，从疫情危机中复苏可能需要数年时间。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，预计三季度会升至荣枯线上方。

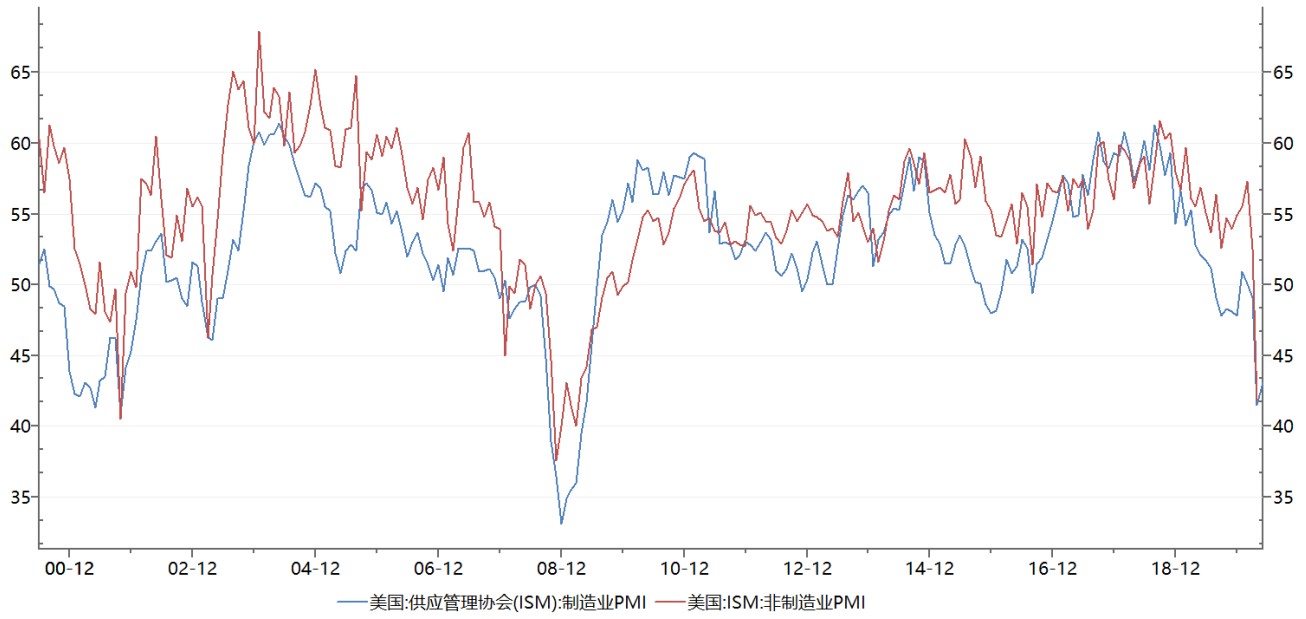


图 3 美国制造业与服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期研究院

(三) 非制造业 PMI 低位反弹

美国 4 月 ISM 非制造业 PMI 录得 41.8，不及前值，美国商业活动、新订单和就业指数跌至 1997 年数据开始统计以来最低水平。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。

最新公布的数据显现，美国 5 月 Markit 服务业 PMI 初值录得 36.9，高于 32.3 的预期值和 26.7 的前值，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。

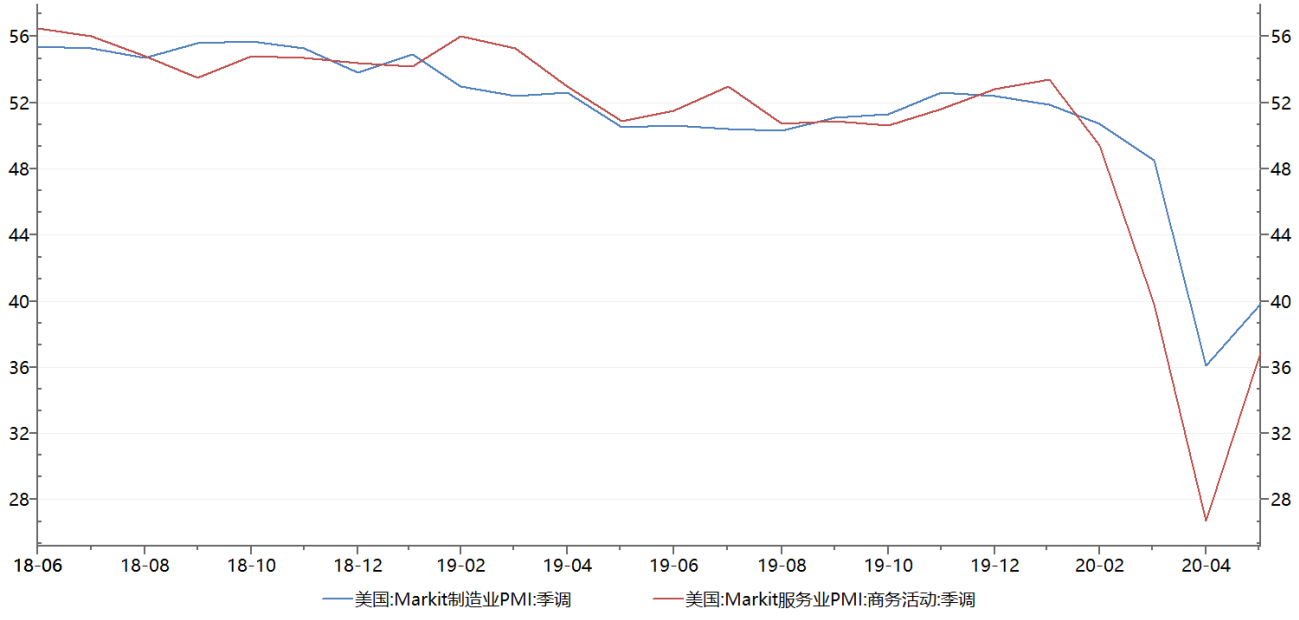


图 4 美国 Markit 制造业与服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期研究院

(四) 供需两端陷入衰退中

疫情冲击使得美国经济停滞，供应链中断，需求与供给两端陷入深度衰退中。需求端，美国 4 月零售销售月率录得-16.40%，核心零售销售月率为-17.20%，均远不及预期和前值，零售

数据为 1992 年有记录以来最大降幅。供给端，美国 4 月工业产出环比降 11.2%，创纪录最大降幅， 4 月制造业产出环比降 13.7%，远不及预期和前值；供给端亦因为社交隔离政策而陷入深度衰退中。美国供需两端均陷入深度衰退中，5 月复工复产均不及预期的表现，预计 5 月份供需数据明显好转的可能性不大，会出现小幅的好转，6 月份之后则会随着疫情的明显好转出现大幅反弹回升。美国二季度经济将会出现 30%的负增长，经济 V 型反弹的可能性非常小。

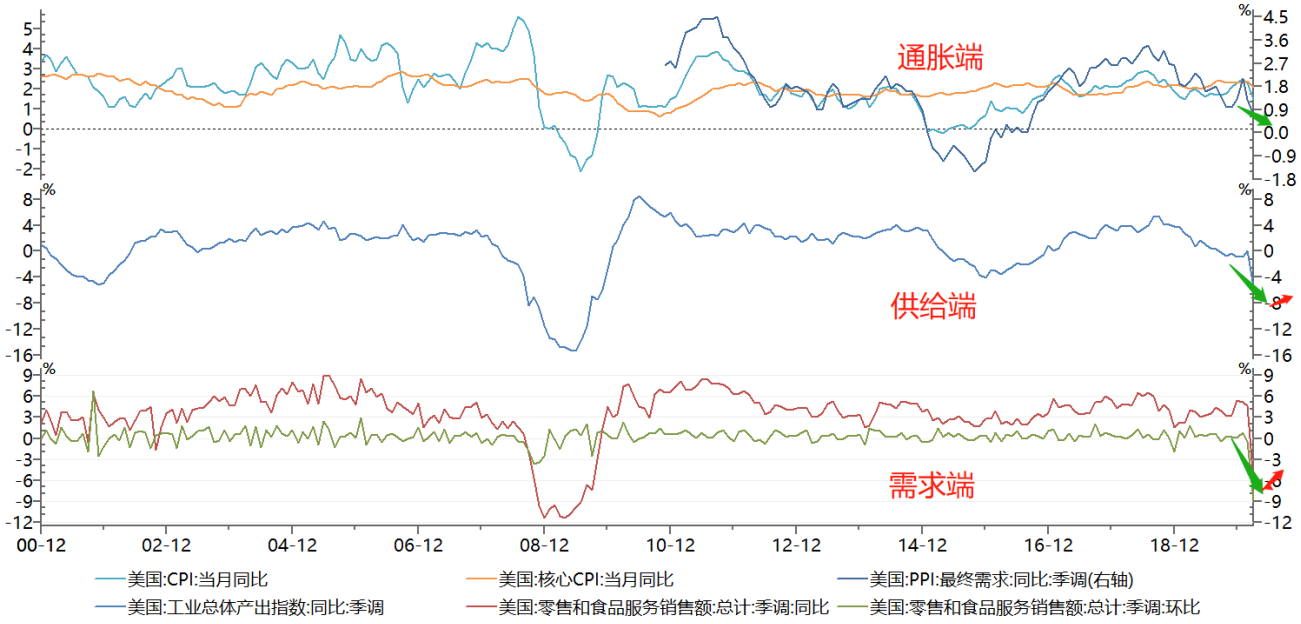


图 5 美国供需与通胀端表现

数据来源：Wind、方正中期研究院

(五) 美国 5 月非农数据大超预期

美国劳工局公布的报告显示，5 月份非农就业总人数增加 250.9 万人，远超-800 万的市场预期和-2070 万的前值，5 月非农就业人数增幅创下自 1939 年以来美国历史上新高。失业率降至 13.3%，表现远超 19.8%的预期和 14.7%的前值，虽然 5 月失业率仅次于 4 月创下的历史高位，

但是表现超乎所有人预期。从数据来看，美国 5 月失业率意外下降，裁员人数减少，就业市场的改善反映了因疫情及限制措施而受影响的经济活动发生了有限的恢复，这是疫情造成的经济衰退正在触底的最新迹象。由于企业开始重新开业，就业市场在 5 月下半月明显改善，消费者信心、制造业和服务业也在企稳，但仍处于较低水平，这均预示着最糟糕的时期已经过去。此次非农的表现几乎超出了所有人的预期，市场风险偏好迅速升温，美股、美元以及风险类资产均出现大幅上涨，特别是美股接近历史新高，避险黄金和日元则出现大幅回落。

当然从近两个多月的初请失业金人数表现来看，5 月非农数据或存在统计上的问题。据 CNBC 报道，统计局称该错误源于统计人员在调查中将许多“暂时停薪留职”的人员计入“由于休假等其他原因缺勤”人员这一类别，因此有大批人虽然失业，但并未计入在失业率内。统计局表示，这个错误很可能使失业率严重被低估，修正后的 5 月失业率可能高达 16.3%甚至更高；并且，4 月的数据统计中也出现了一样的错误，修正后的 4 月失业率可能接近 20%。随着市场消化非农利好，大类资产或出现相反方向的调整走势。

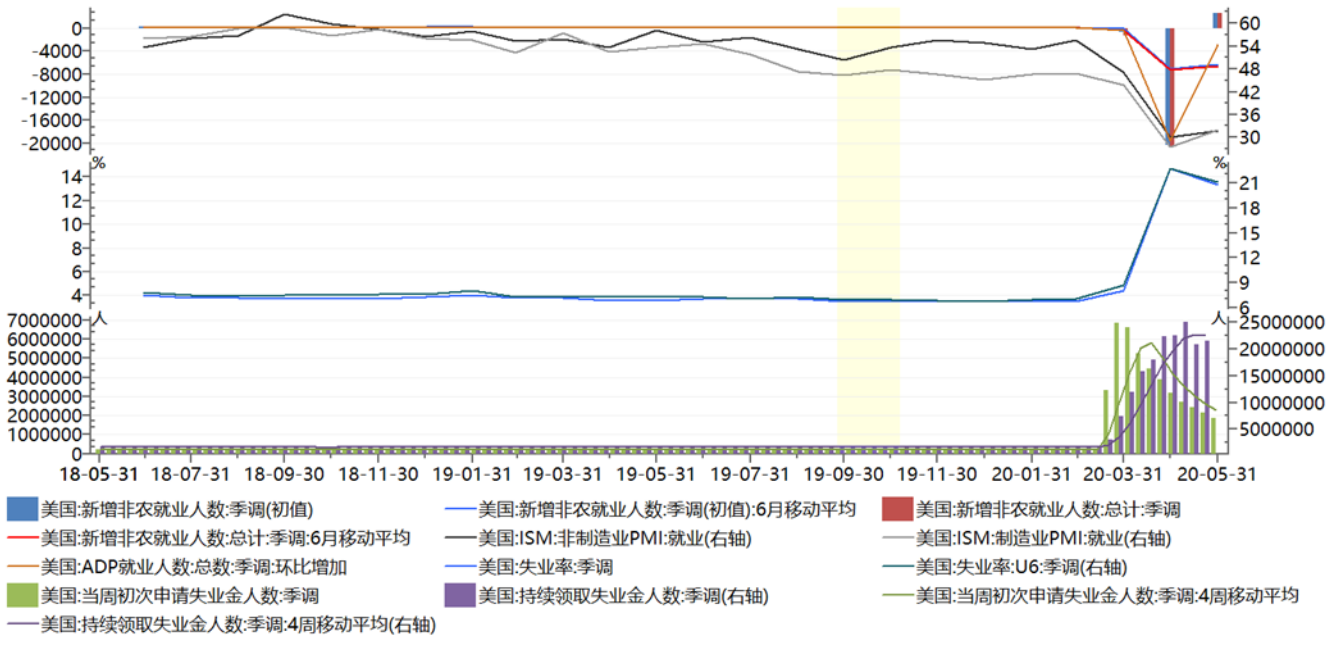


图 6 美国就业市场陷入困境

数据来源：Wind、方正中期研究院

(六) 美核心 CPI 刷新历史新低 消费需求为核心风险点

美国 4 月未季调CPI 同比增长 0.3%,刷新 2015 年 10 月以来新低;季调后 CPI 月率为-0.8%,创金融危机以来新低。剔除价格易波动的食品和能源部分，4 月核心 CPI 同比增长 1.4%，核心 CPI 月率录得-0.4%，创历史最大跌幅。物价持续下跌的趋势将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恐慌。美国 4 月 CPI 数据大幅下降，疫情冲击和原油价格战的影响非常显著，通缩压力仍存。能源项、交通运输项和服装项的疲弱表现成为 CPI 大幅下跌的核心拖累因素；其他各分项的上涨，特别是医疗保健项和食品饮料项避免了 CPI 的进一步下滑。疫情大流行引发的社交隔离强制措施，对交通运输和服装项的影响已经全面显现，原油价格战和疫情导致的需求不足使得能源项亦出现大幅下跌。

从通胀展望来看,随着美国疫情临近拐点,经济复工复产陆续推进,原油价格战偃旗息鼓,欧佩克+国家的减产稳定油价，预计美国 5 月通胀将会底部震荡，随后会逐步转好。近期的通缩压力虽依然存在，但是美国完全陷入通缩的可能性不大。美联储无底线的 QE 和政府创历史的财政政策，未来美国的通胀压力会非常大。抗通胀类的资产则会受到青睐，比如抗通胀类黄金等。

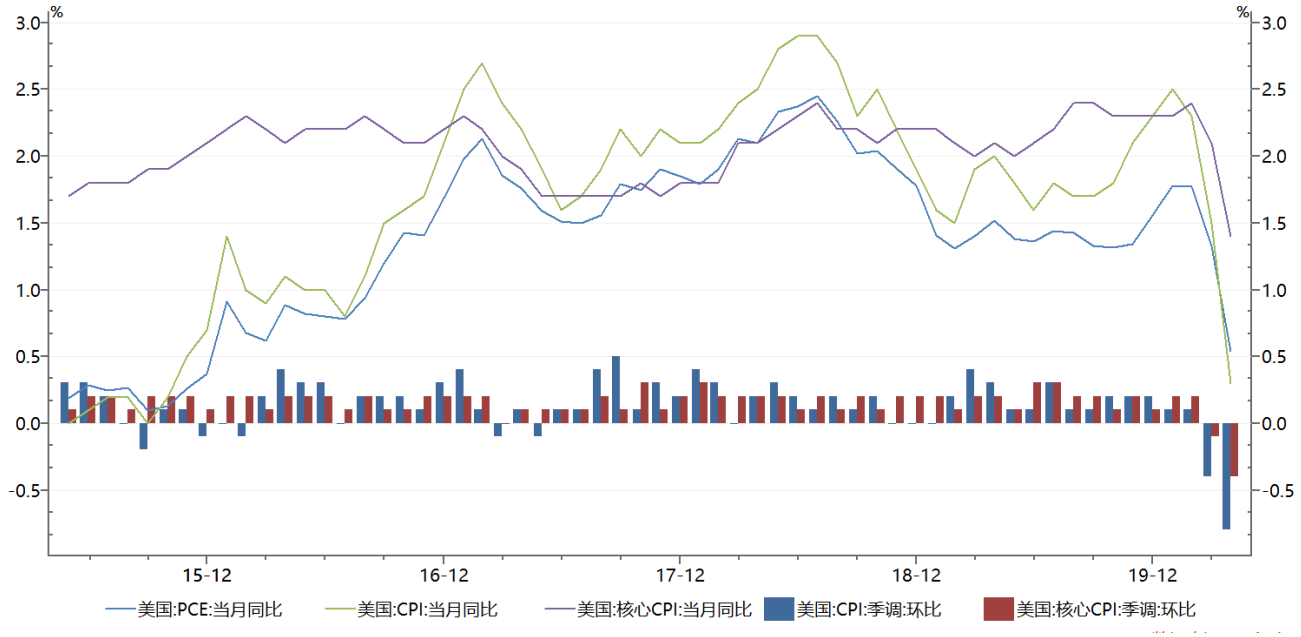


图 7 美国通胀表现

数据来源：Wind、方正中期研究院

(七) 鲍威尔再度否定负利率 强调经济不确定性

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。

5 月 14 日，美联储主席鲍威尔表示，美国经济面临前所未有的下行风险，如果财政和货币政策制定者不采取措施迎接挑战，可能对家庭和企业造成持久伤害；鲍威尔打消了美国目前实施负利率的可能性，但并未完全排除未来将其作为一个潜在工具的选择。交易员因此将

负利率押注推迟到明年第二季度。5 月 29 日，鲍威尔再度承认经济前景高度不确定，否定负利率政策。美联储主席鲍威尔再度表述了对政策和经济的观点，重申负利率对美国不合适，资产负债表的扩张不会趋于无穷；面对飙升的资产负债表规模，暂时没有对金融稳定构成风险；美国无限量 QE 引发的通胀担忧，鲍威尔表示通胀风险是下行的，而不是上行的。

鲍威尔讲话再度否定负利率可能，强调美联储将会维持超宽松 QE 政策不变，疫情对经济和就业的冲击严重并且存在二次冲击，强调风险依存。这符合美国的当前的现状，美国疫情依然严重，拐点若隐若现仍未出现，二季度经济深度衰退难以避免，三季度经济弱复苏，复苏的幅度有限，美联储将会较长期维持宽松货币政策。

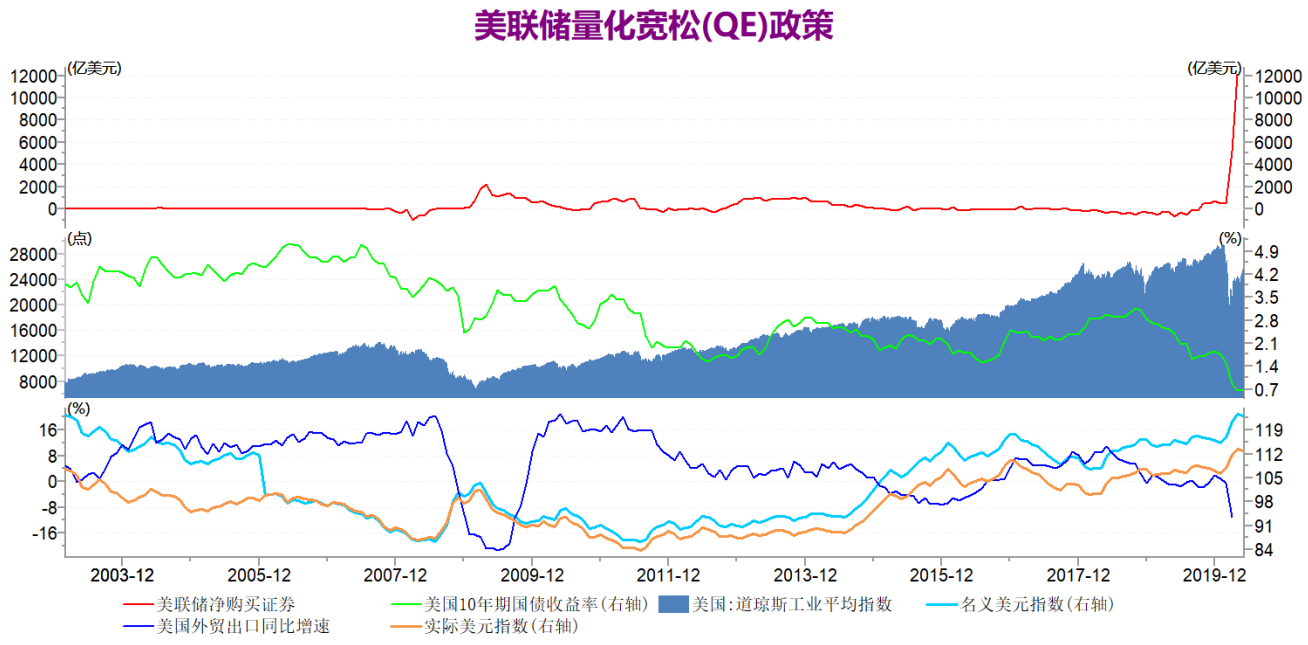


图 8　美国量化宽松政策

数据来源：Wind、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。

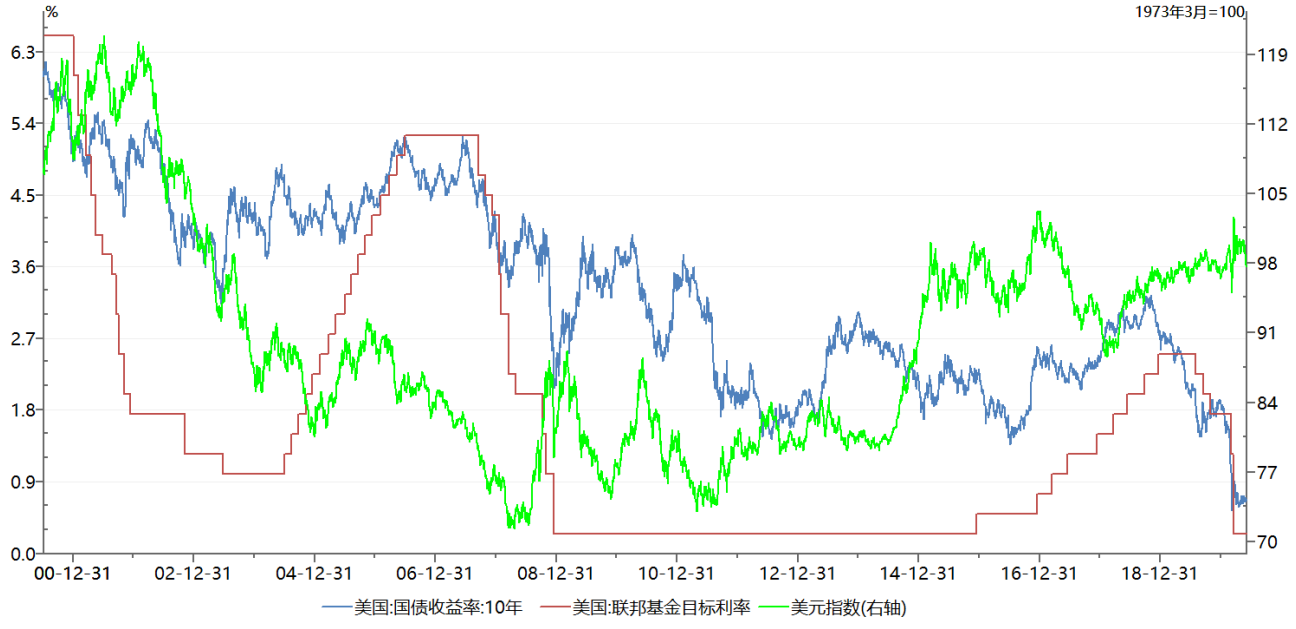


图 9 利率、美债收益率与美元指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

三、 欧洲疫情接近尾声 复苏迹象愈发明显

欧洲成为疫情的核心重灾区，使得英国脱欧导致元气大伤的欧盟陷入深渊，虽然欧洲疫情进入尾声，但是经济深度衰退难以避免。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。

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。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 月经济景气指数和投资信心指数均出现明显的好转，5 月制造业和服务业 PMI 亦低位企稳、触底反弹，预计 6 月之后将会继续好转，欧元区三、四季度 GDP 将会底部反弹，但是复苏的速度相对缓慢。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。英国方面，同欧元区一致，疫情已过拐点，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，英国不排除负利率政策出现的可能。

(一) 欧元区经济深度衰退难以避免

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。其中，欧元区第一季度GDP年率初值录得-3.3%，环比下降3.8%，创1995年有记录以来的最低水平；法国第一季度GDP年率初值录得-5.4%,为二战以来最差表现;意大利第一季度GDP年率初值录得-4.8%，为1995年以来最大程度萎缩。

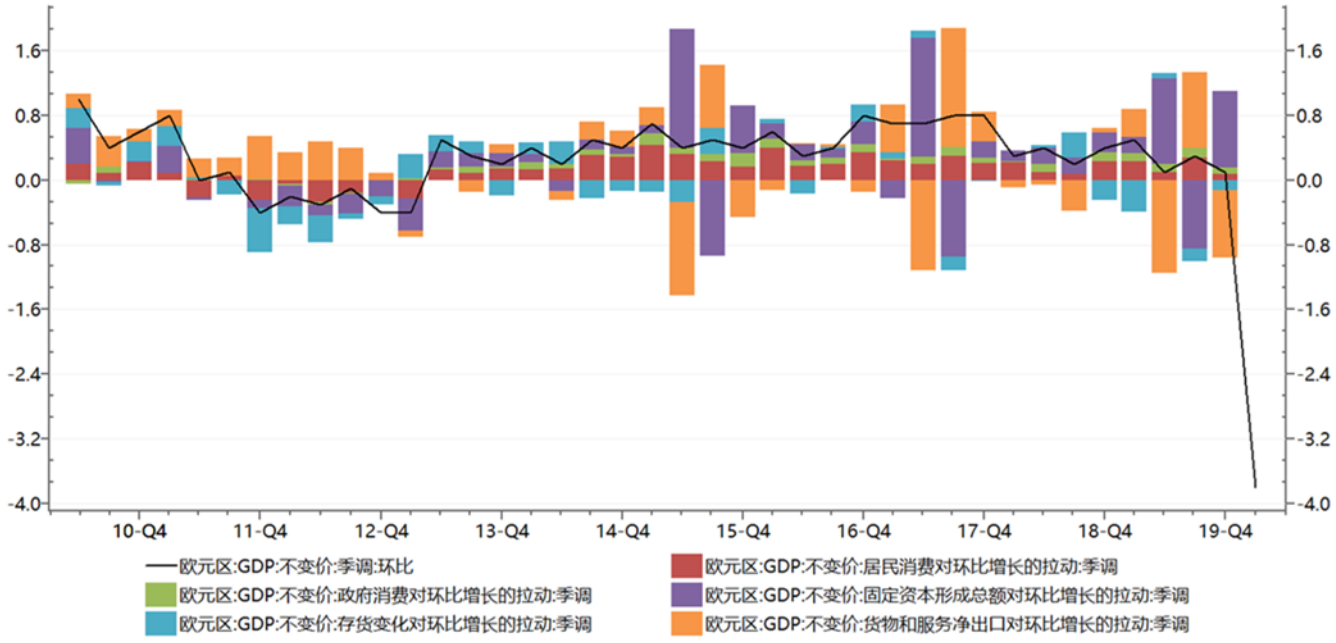


图 10 欧元区 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

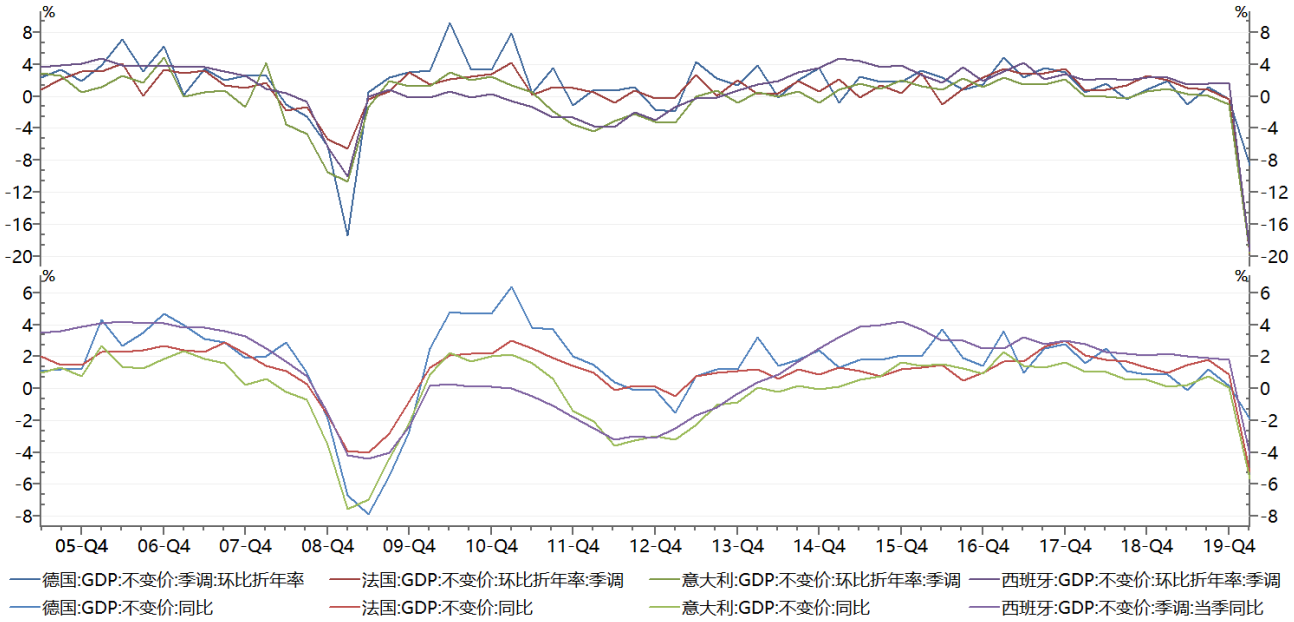


图 11 欧元区 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

欧元区疫情拐点虽然已过，但是依然没有得到有效控制，经济活动复苏缓慢。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%的衰退程度，预计 3 季度则会逐步好转，2020 年经济将会录得-7%--8%区间内。

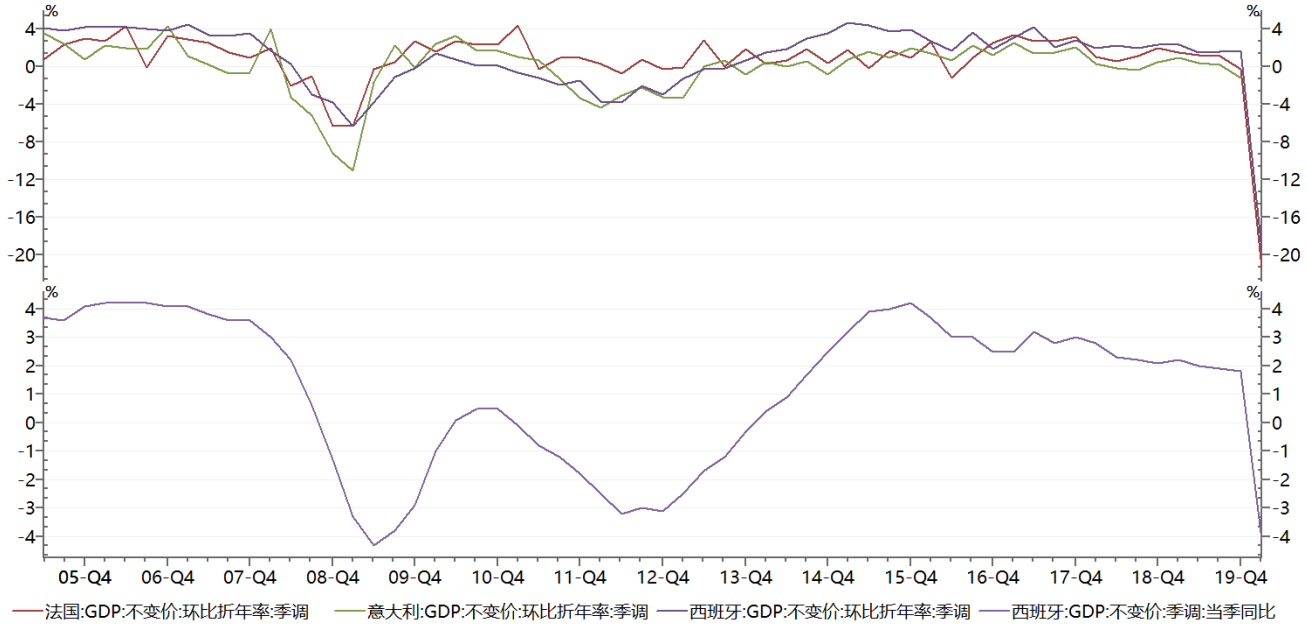


图 12 欧洲已公布的主要经济体 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

(二) 欧美 PMI 出现触底好转迹象 企业活动将会持续改善

欧元区 5 月制造业 PMI 初值录得 39.5,超过 38 的预期和 33.4 的前值,继 4 月数据刷新 2009 年 3 月以来最低水平后，出现小幅回升；欧元区 5 月服务业 PMI 初值仅录得 28.7，表现超过 25 的预期值和 12 的前值，出现触底回升的迹象；综合方面，欧元区 5 月综合 PMI 录得 30.5，超过 25 的预期值和 13.6 的前值，继 4 月数据刷新历史新低后出现回暖迹象。分国家来看，德国、法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半停滞状况，但是表现均高于预期值和前值，环比出现改善，出现触底反弹的迹象，暗示经济开始复苏。整体来看，继 4 月份创纪录的经济下滑之后，5 月份的商业活动亦继续下滑，欧洲企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，随着欧洲进入后疫情时代，企业复工复产将会加速，预计 6 月起欧洲企业活动将逐步出现明显好转，欧洲制造业和服务业 PMI 会继续明显好转。

随着欧洲疫情拐点已过，进入后疫情时代，美国疫情拐点若隐若现，继续恶化的可能性已经不大，欧美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，预计美欧制造业和服务业 PMI 6 月将出现明显增长。然正如中国 3 月 PMI 数据的回调类似，欧美 6 月的 PMI 数据将会出现明显好转，但只是环比好转，同比而言依然处于较低的状态，对经济的拉动作用相对有限。另外，因为疫情对美国的影响相对偏后，美国疫情拐点依然若隐若现，没有来临，美国企业活动的复苏亦将会滞后于欧洲，预计美国企业活动在 6 月继续维持低增长，环比出现改善，改善程度不及欧洲。

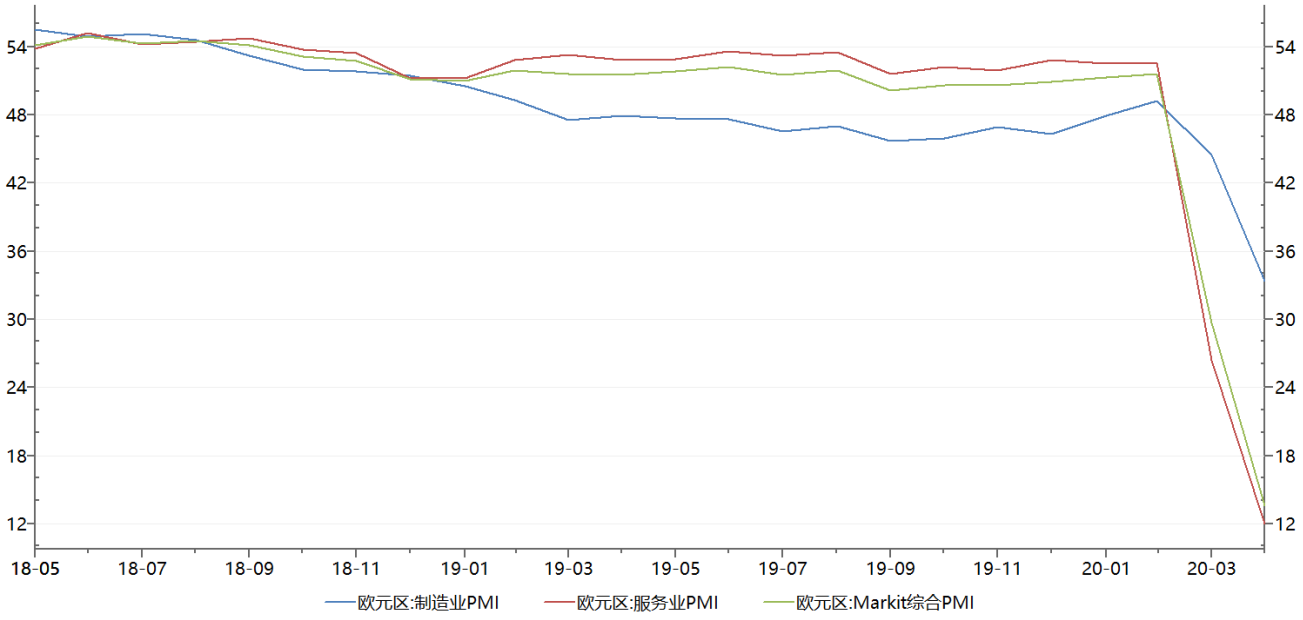


图 13 欧元区 PMI 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

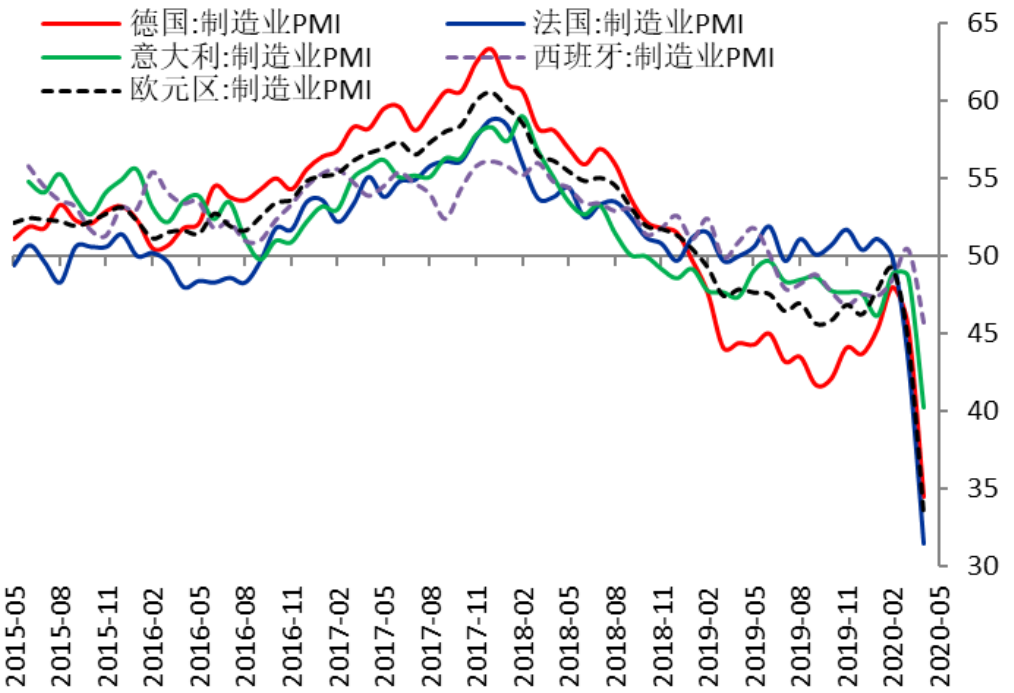


图 14 欧洲主要国家 PMI 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

(三) 欧元区经济景气指数再创历史新低

新冠肺炎疫情的冲击下，欧元区近期发布的 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,远低于 48.5 的前值，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，预计 5 月份经济现状指数亦会回升，但是经济现状和疫情爆发前的水平没有可比性。

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。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 月份数据均延续断崖式下滑趋势，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，机构投资者预期指数已经转正，这与欧洲疫情临近尾声密切相关，欧洲市场对欧洲疫情在 4 月接近拐点后好转信心较强，一旦疫情明显好转，经济活动就可以快速的运转。

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。

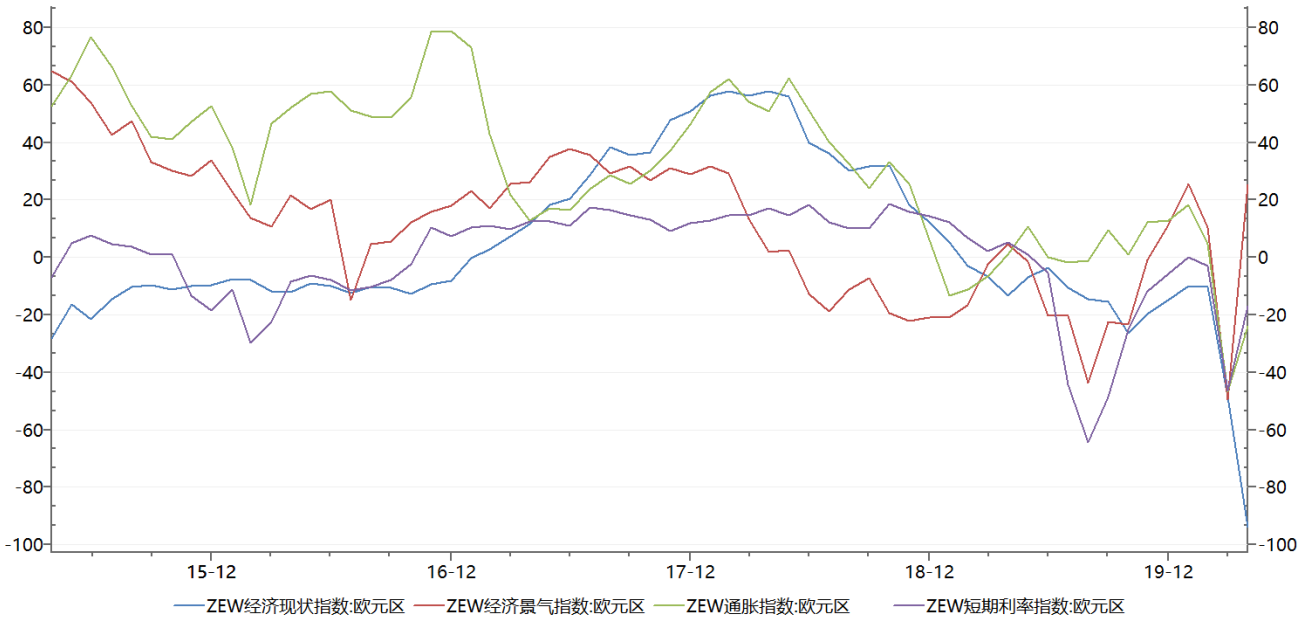


图 15 欧元区 ZEW 经济景气指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

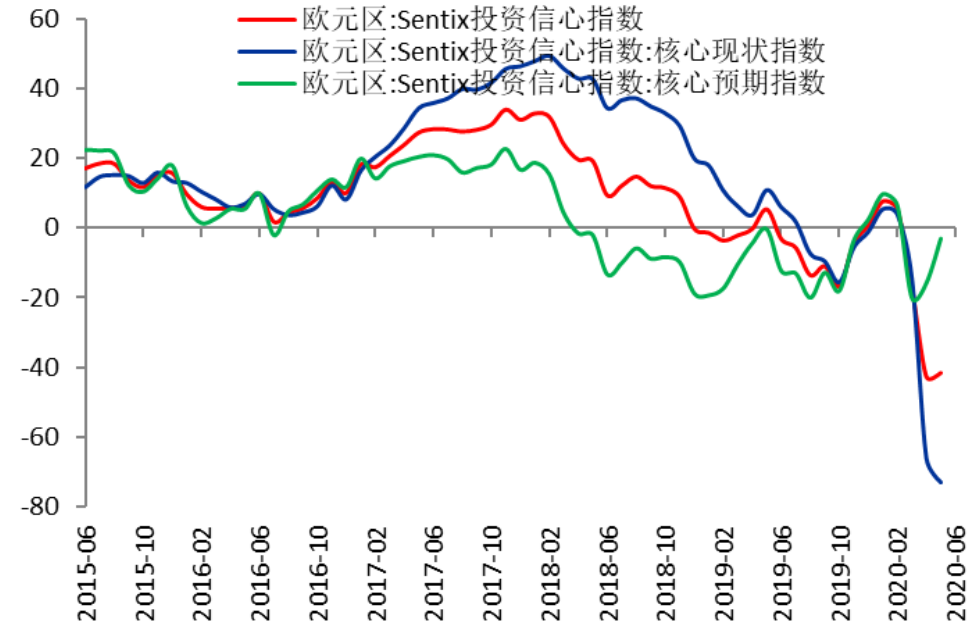


图 16 Sentix 投资信心指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

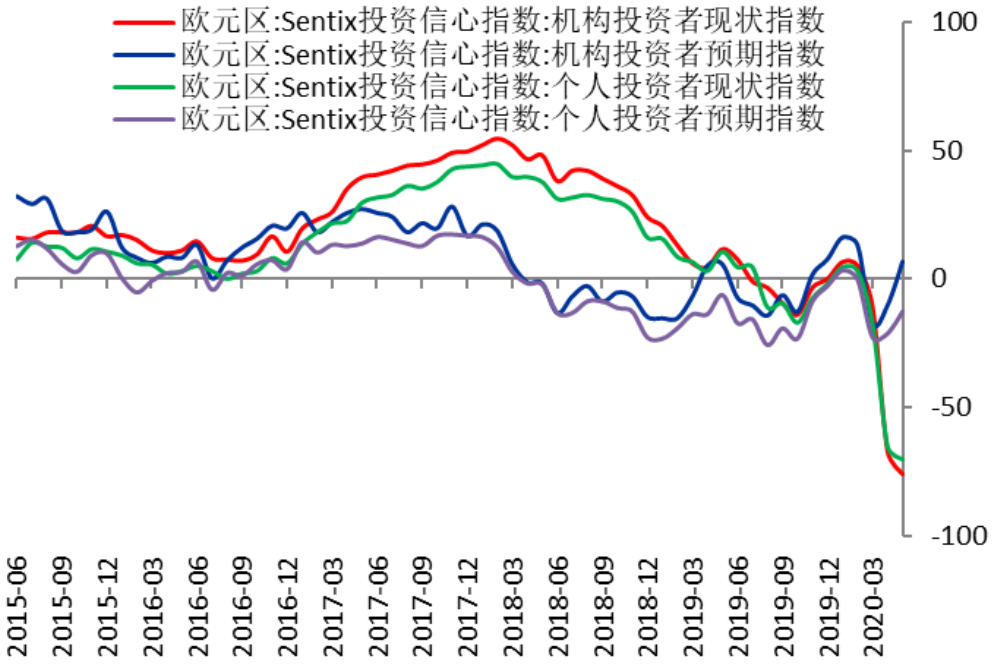


图 17 Sentix 投资信心指数

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。

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。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 5.6 万亿欧元，较年初增加了 1 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。

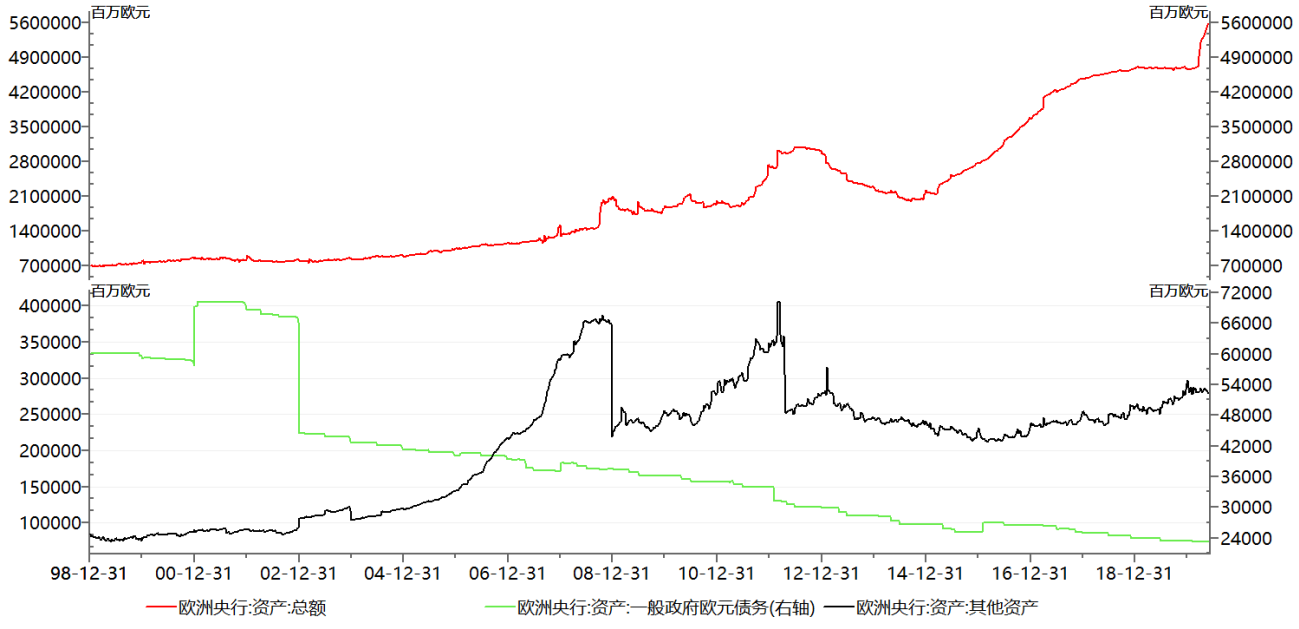


图 18 欧洲央行资产负债表规模

数据来源：Wind、方正中期研究院

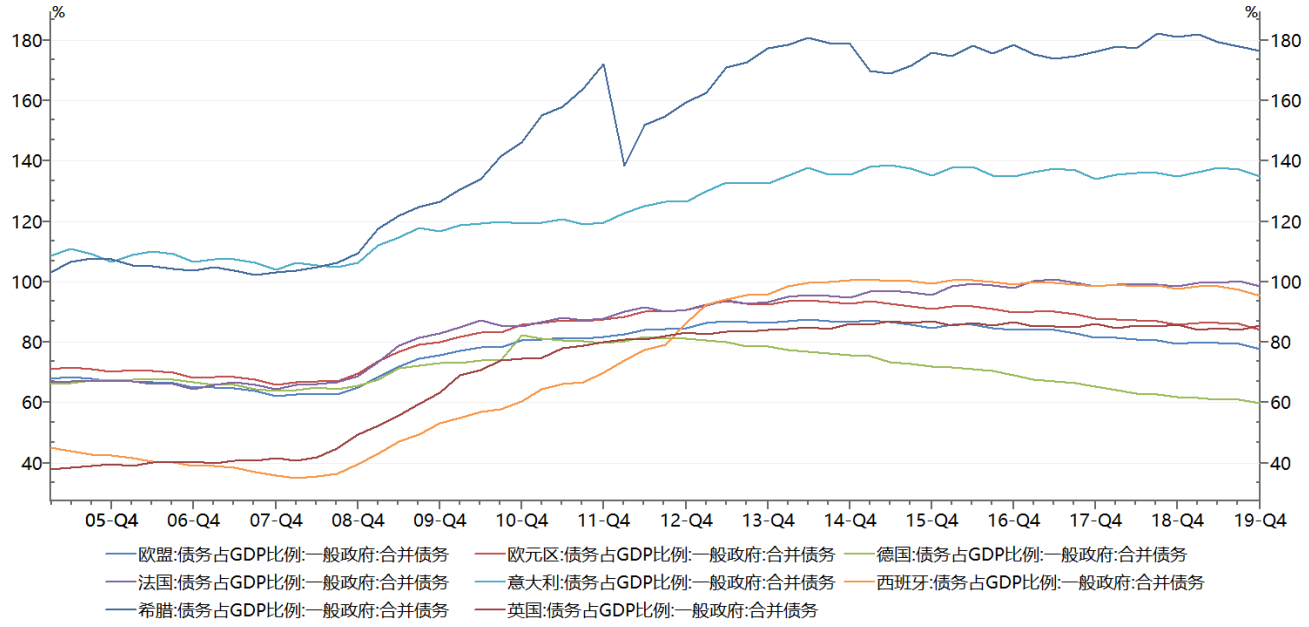


图 19 欧洲主要国家债务占 GDP 比例走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

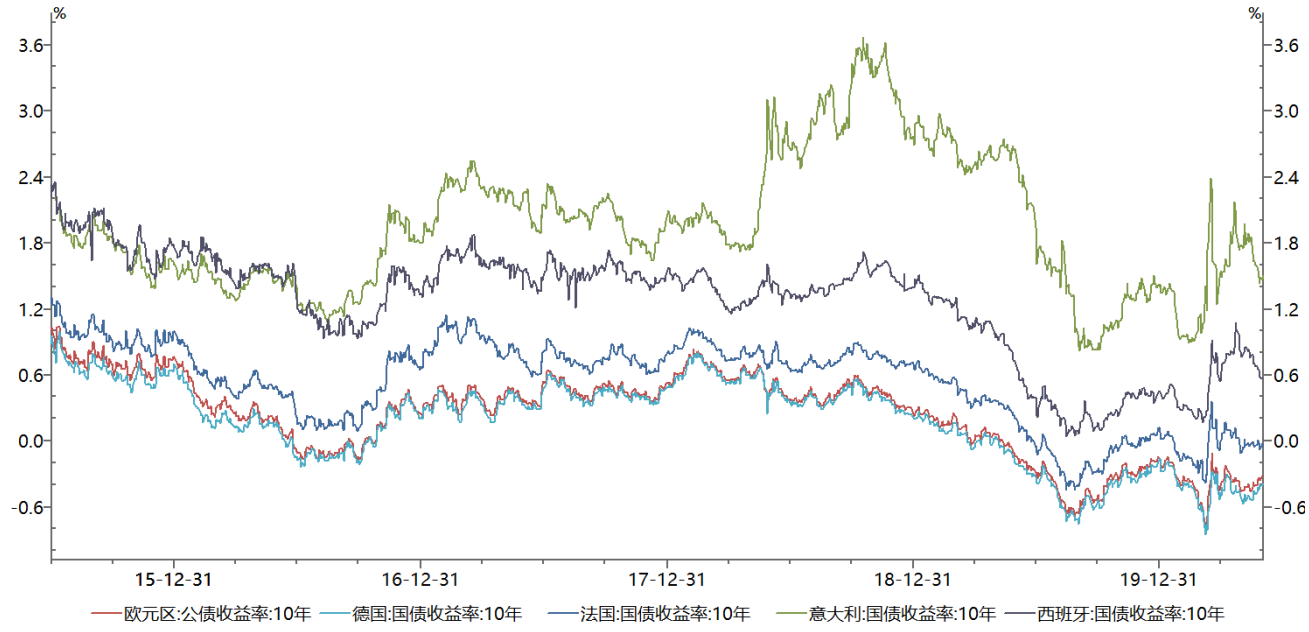


图 20 欧元区主要国家国债收益率走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

(五) 英国 PMI 底部企稳 然经济重启步伐缓慢

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 月制造业 PMI 和服务业 PMI 均底部企稳、触底反弹，表现好于预期：英国 5 月制造业 PMI 录得 40.6，高于 36 的预期值和 32.6 的前值，英国 5 月服务业 PMI 录得 27.8，亦高于 25 的预期值和 13.4 的前值。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。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。英国经济复苏步伐缓慢，英国经济将会深度衰退，英国央行不排除采用负利率政策的可能。

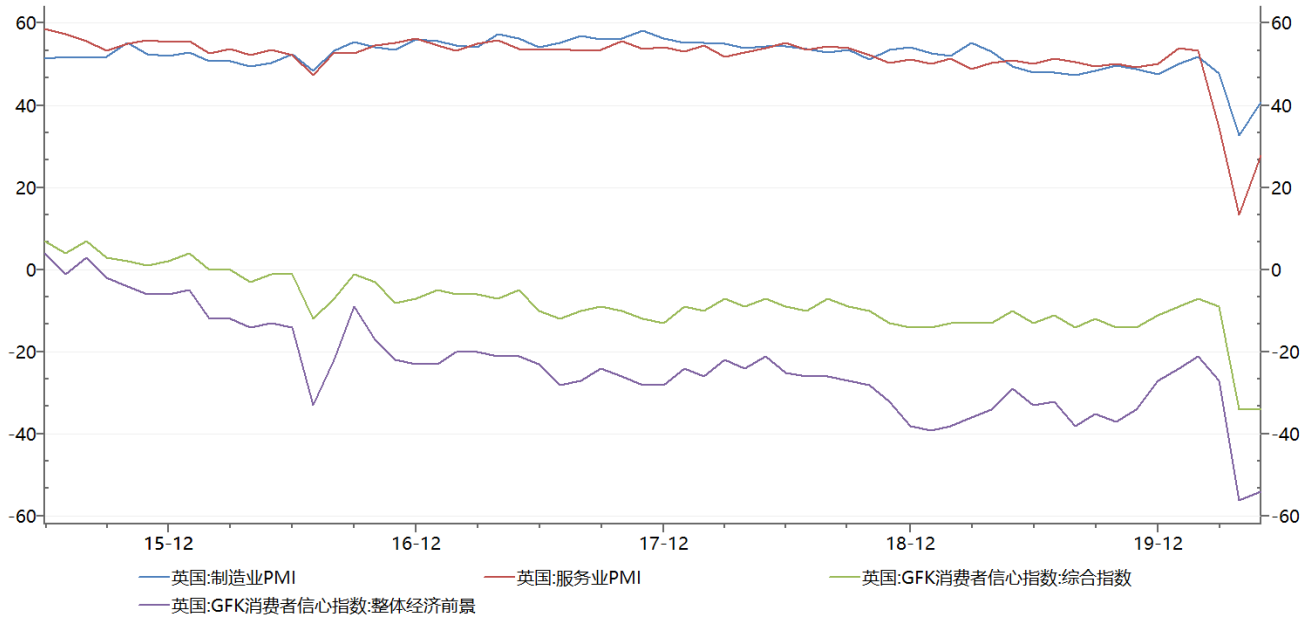


图 21 英国 PMI 与消费者信心指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

(六) 疫情和脱欧双重打击 英国经济将会深度衰退

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；英国 3 月 GDP 环比下降 5.8%，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%，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。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 月中旬后被稍微解除，4 月的情况会更糟——预计将下滑 20%至 25%。英国央行此前表示，一旦封锁措施有所放松，英国经济可能在 2020 年下半年和 2021 年回暖，2021 年可能强劲反弹到上涨 15%，但要到 2021 年年中经济才能恢复到爆发疫情前的水平。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 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。

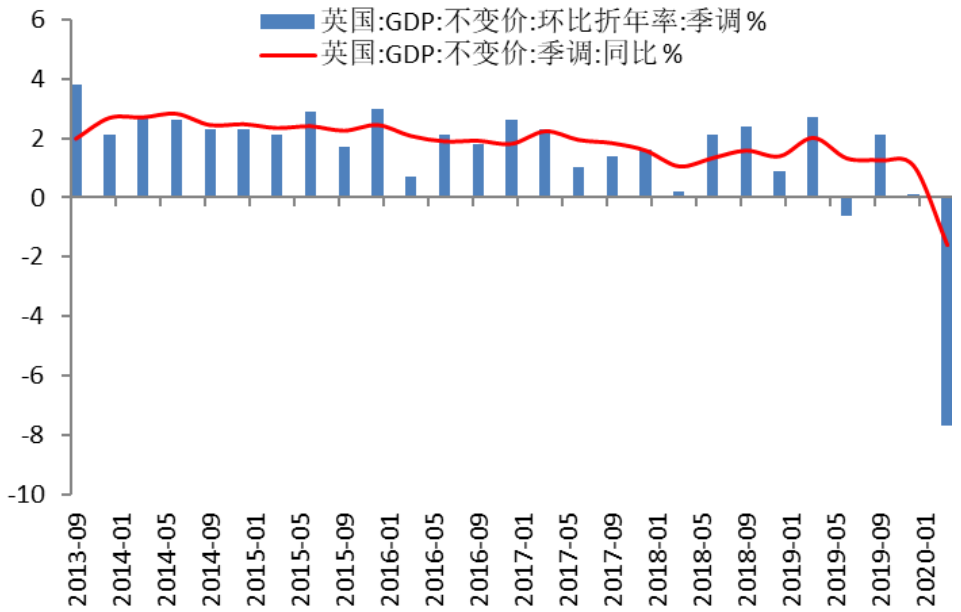


图 22 英国 GDP 同比与季调环比折年率

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依存

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。英国最新央行议息会议于 5 月 7 日举行，正如我们所预期，英国央行维持关键利率在 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。

5 月 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，不排除使用负利率政策。

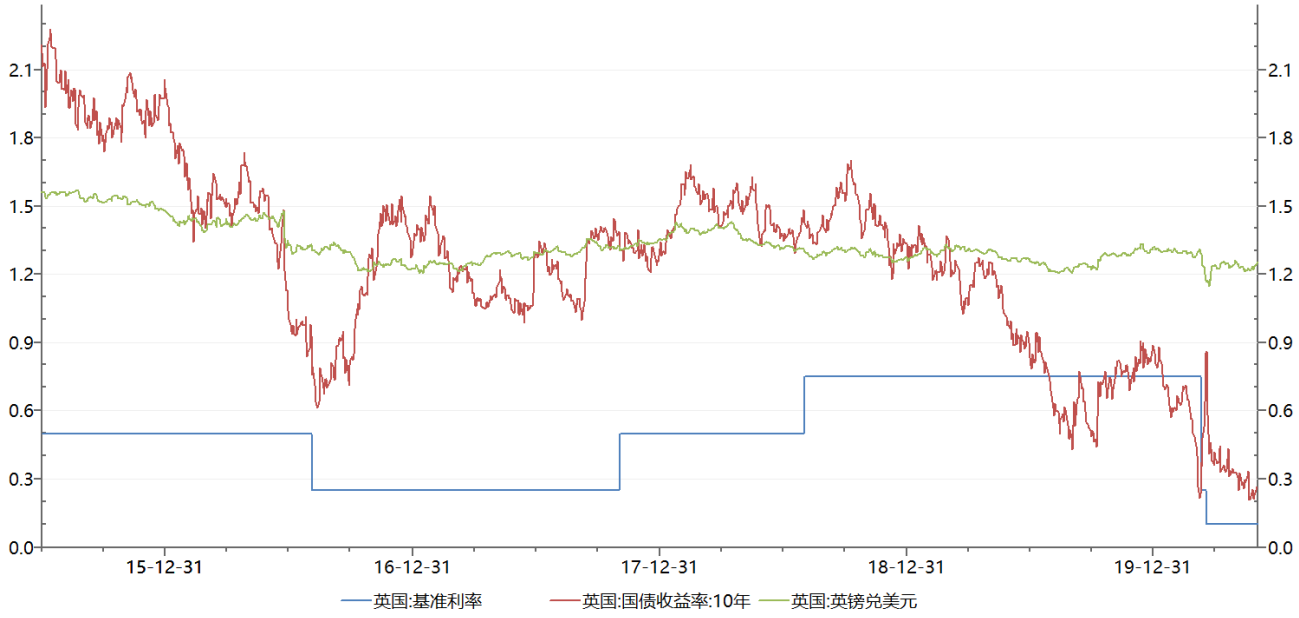


图 23 英国利率、国债收益率与英镑

数据来源：Wind、方正中期研究院

四、 疫情与外贸拖累日本经济

日本疫情虽然短时间内得到了有效控制，但是再次呈现爆发的趋势，4 月份，日本全国进入紧急状态，随着疫情出现明显好转，5 月 25 日起开始全面解除东京、神奈川、埼玉、千叶等首都圈 1 都 3 县以及北海道的紧急状态，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。疫情冲击下，日本制造业 PMI 和服务业 PMI 均大幅下降，刷新历史新低，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。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 月数据出现低位反弹，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）日本经济进入衰退周期 二季度深度衰退难以避免

日本一季度实际 GDP 年化季率初值下降为-3.4%，实际 GDP 季率为-0.9%，名义 GDP 季率初值录得-0.8%，表现均超过预期值和前值。年化季率初值和季率均延续了萎缩趋势，日本经济不仅仅是陷入技术性衰退，而是正式进入衰退周期。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，世界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 24　日本 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

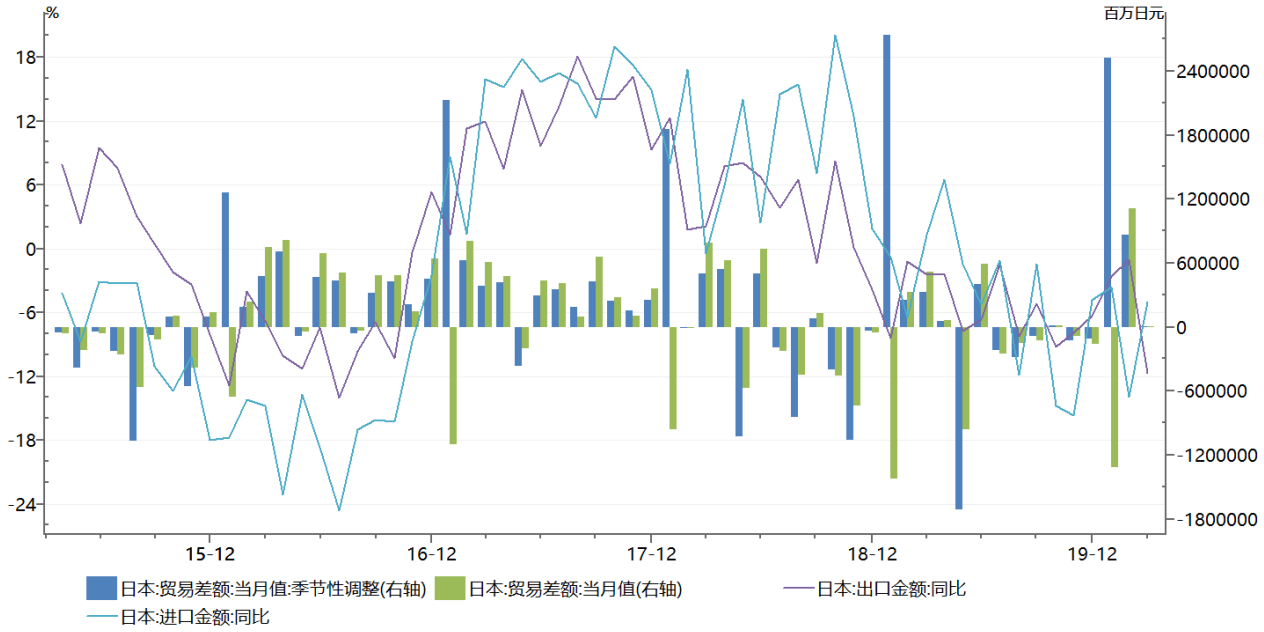


图 25 日本进出口走势与预测

数据来源：Wind、方正中期研究院

(一) 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 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上个月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。

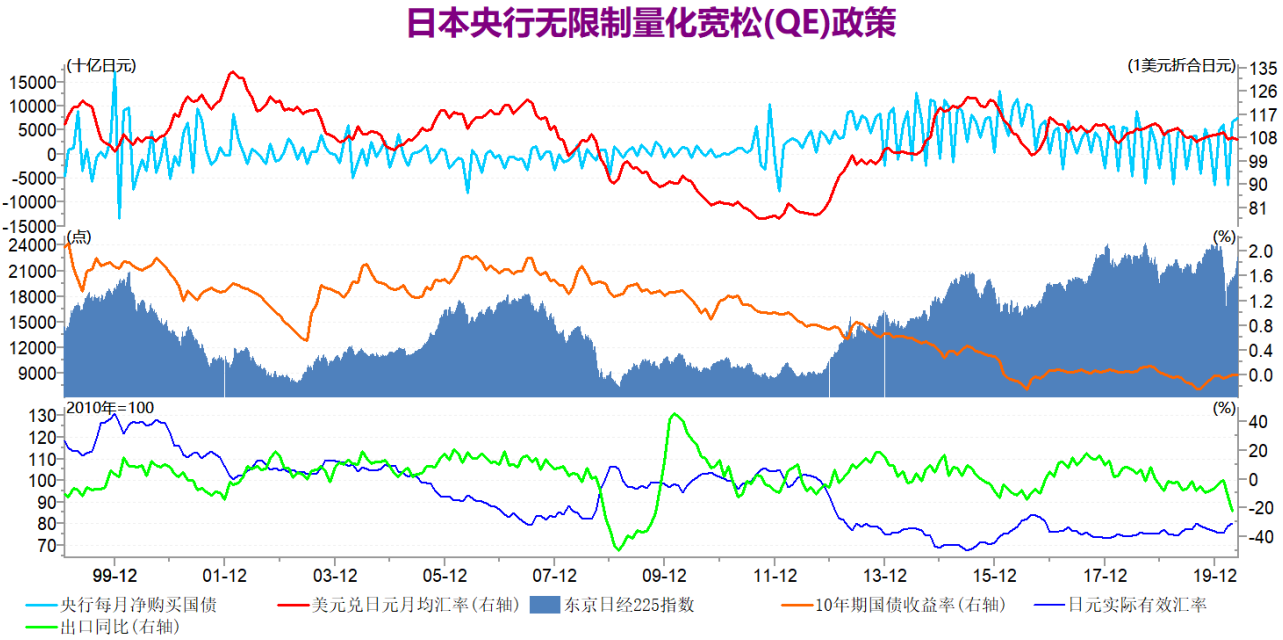


图 26　日本无限量 QE 政策

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 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%。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。

(二) 日本经济增长动能不足

日本 5 月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。分项来看，日本制造业产出、新订单和未交付订单均以金融危机以来最快速度萎缩，因为政府实施的疫情封锁措施使经济活动暂停，损害了消费者信心。随着日本亦进入后疫情时代，复工复产将会推动经济复苏，预计下半年日本经济活动将会持续转暖，制造业 PMI 和服务业 PMI 将会持续上升。

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 月服务业 PMI 录得 26.5，高于 21.5 的前值。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，但是想达到疫情爆发前的水平，仍需较长的修复时间。

日本制造业企业活动继续萎缩低迷，服务业虽然底部企稳，但是依然处于严重的低迷状态，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，三季度则会出现弱复苏。

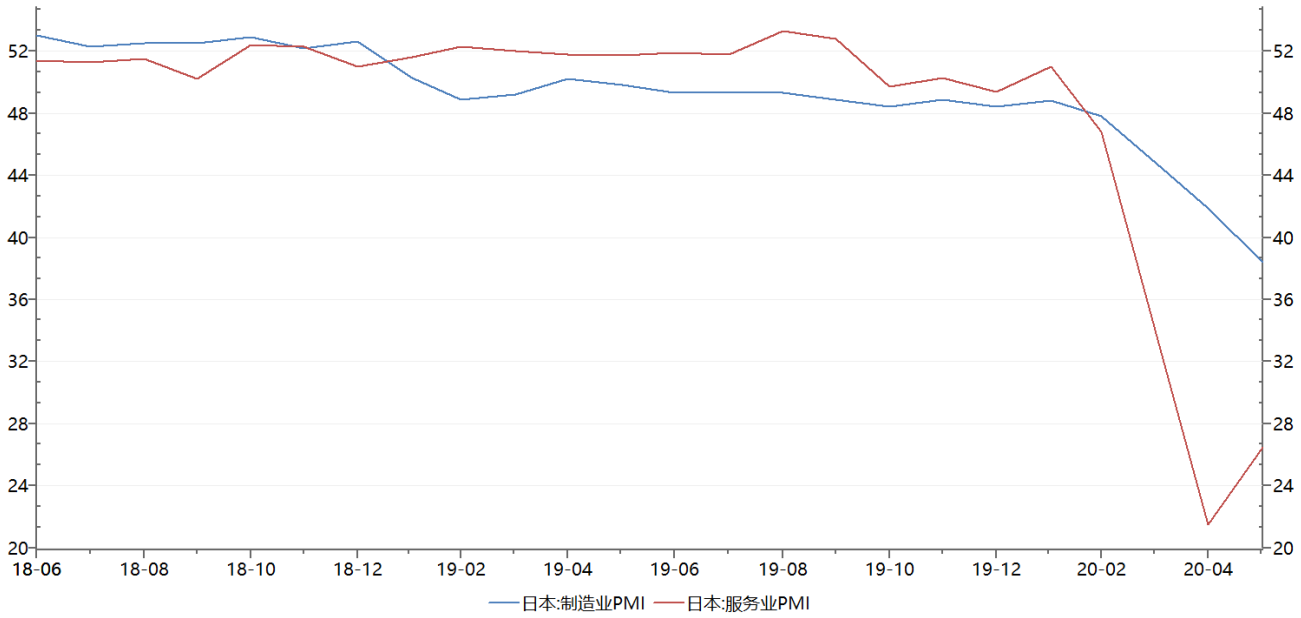


图 27 日本制造业和服务业 PMI

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，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。日本政府已下调了对消费者信心指数的看法，称其正迅速恶化。在消费者信心指数大幅下滑的背景下，日本 4-5 月实际消费水平亦会出现断崖式下滑，经济大幅下滑难以避免。随着日本社交隔离政策的放松，5 月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。

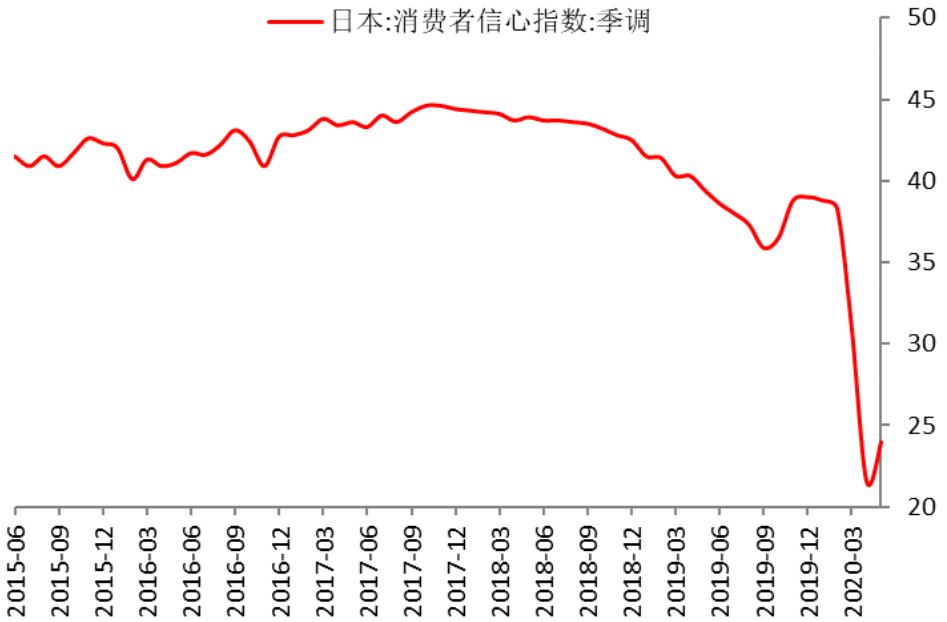


图 28 日本消费者信心指数走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

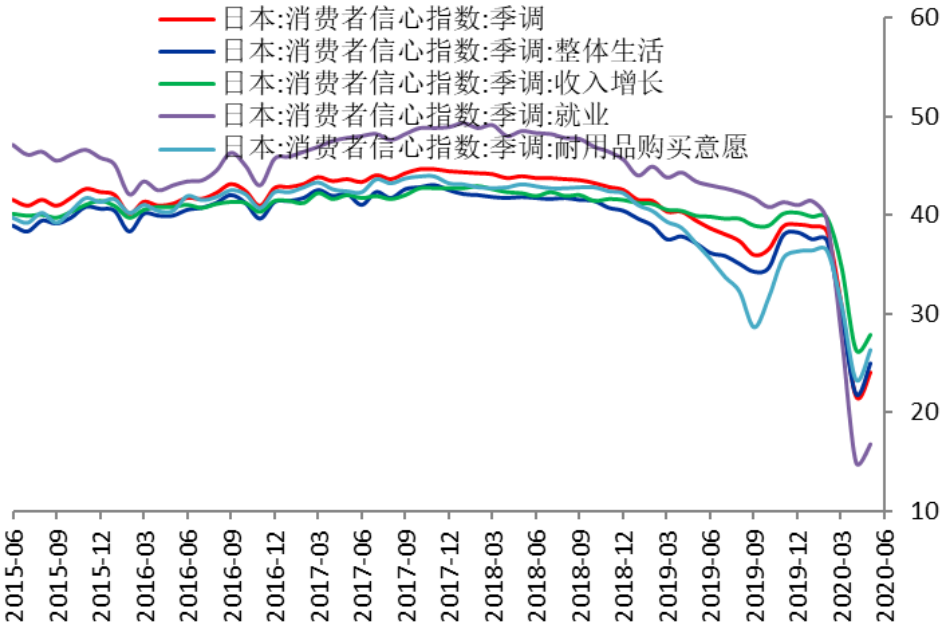


图 29 日本消费者信息指数分项走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

五、 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、俄罗斯、印度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，特别是巴西的疫情几乎处于失控的程度。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；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 月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 将会陷入停滞状况或小幅的负增长，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。

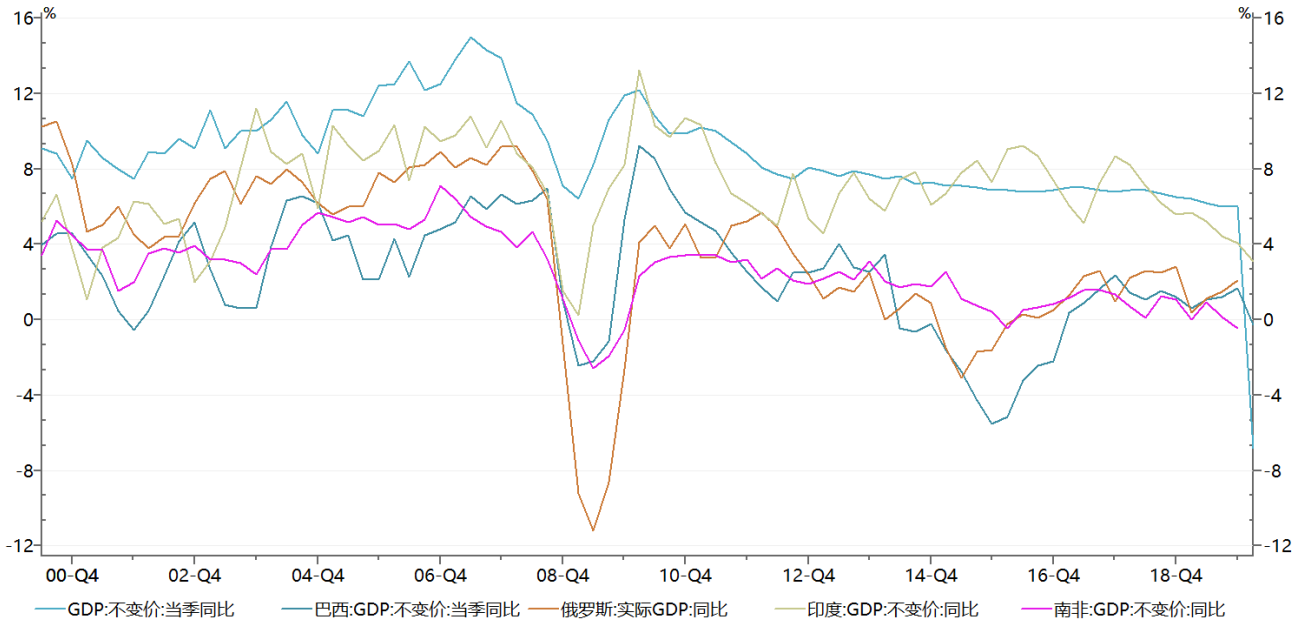


图 30 新兴市场国家 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

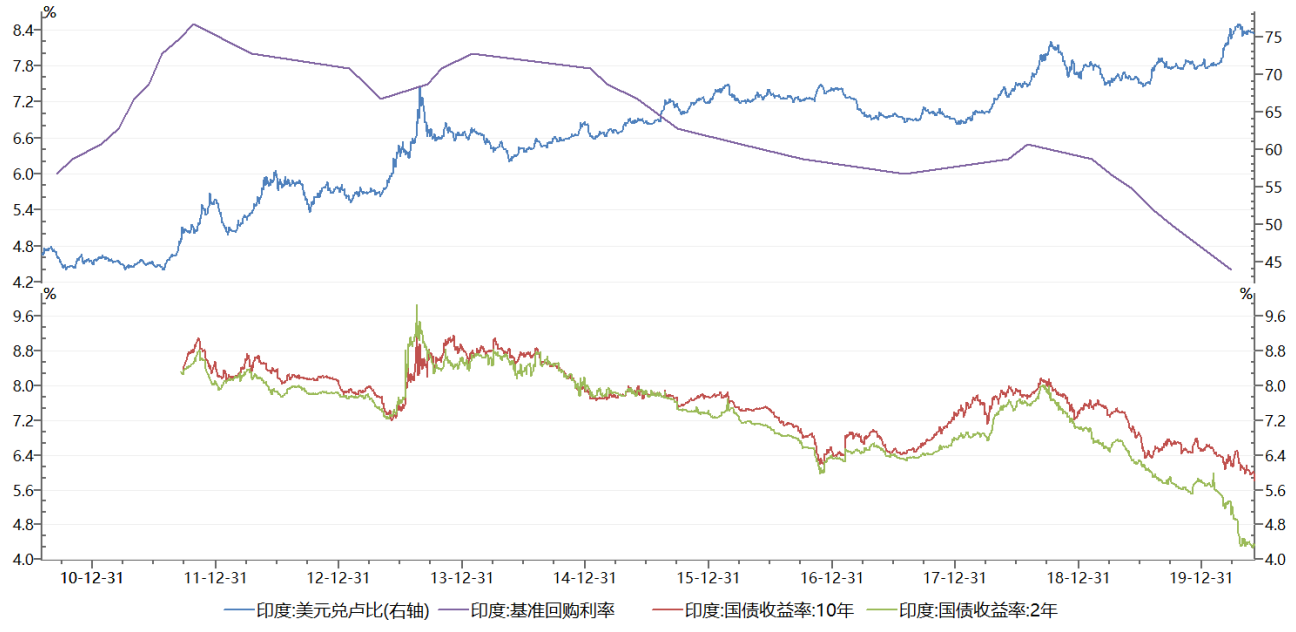


图 31 印度利率、国债收益率与卢比

数据来源：Wind、方正中期研究院

六、 全球宏观策略及资产配置分析

2020 年二季度，新冠肺炎疫情依然是最核心的风险点，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；美国疫情依然处于大爆发阶段，拐点若隐若现，疫情有失控的迹象；巴西、俄罗斯、印度等新兴市场则延续欧美疫情趋势，正式进入大爆发期，特别是巴西和俄罗斯，成为当前阶段的核心风险点。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，5 月以来美国政府加大舆论攻势将其疫情失控的责任甩锅，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，需要重点关注。

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 月份数据有低位企稳、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，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 1.5%-2.5%的正增长；二季度经济方面，美欧经济大幅衰退，将会录得 30%左右的负增长。新兴市场经济均会大幅下降，印度经济将会陷入停滞状况或小幅的负增长，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，在一系列经济数据优于预期的情况下，风险偏好持续走强、美国社会动荡以及欧元强势，均施压美元，美元进入下行区间；美国经济深度衰退、弱复苏不及欧洲，超宽松经济政策使美元承压，美元将会继续偏弱运

行，将会跌至 95 一线。英镑短期因复工复产进展和政府刺激措施，短期上涨突破 1.26；但是脱欧乱局、负利率政策实施可能性、叠加疫情对经济的冲击，英国经济深度衰退难以避免，依然维持英镑中长期逢高沽空思路。受欧盟新一轮刺激计划提振，欧元走强，短期内欧元继续高位震荡，有上探 1.15 的可能；但是欧盟债务危机严重，积极财政政策使其赤字率剧增，加英国脱欧冲击，长期来看，欧元继续逢高沽空，长线看 1.08 一线。避险黄金方面，经济深度衰退、全球央行大放水、逆全球化趋势以及地缘政治等因素影响，避险黄金仍有上涨空间，适合逢低做多，长期配置。有色金属方面，美元疲软短线支撑有色，然行情已涨至高位，基本收复海外疫情爆发以来的跌幅，有色上涨空间有限；加之淡季来临、中期过剩格局未改背景下，下游需求的实质性恢复受到质疑，有色板块区间震荡可能性大，不建议追涨。原油方面，产油国减产进入实质阶段，未来需求将逐步好转，均支持原油价格的反弹；当前，市场关注点仍然在于产油国减产进展，各方博弈加剧供需矛盾，短期来看，产油国会议前后市场消息面不确定性较大，油市波动率也会显著加大，长期来看，油价趋势性上行的判断维持不变。

整体来看，2020 年二季度，新冠肺炎疫情将会持续的影响全球金融市场和全球经济，避险黄金仍值得高配，可以逢低做多，长期配置。大宗商品及股市等风险资产持续性上涨，难免出现二次小幅回调风险，应该选择超跌或逢低时加仓风险资产，不宜追高。2020 年下半年，全球进入后疫情时代，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新风险点将会陆续出现，已经提前好转的风险偏好或再次受到冲击，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；持续上涨的风险资产或出现二次回调可能，而因风险点导致的风险资产回调正是买入时机，全球央行的大放水以及美元的持续走低，风险资产将会继续修复跌幅，继续走高，故可以在风险资产超跌或逢低时加仓，在避险资产达到较高水平有下降趋势时卖出保护收益。

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