国际宏观季报

2020 年 5 月 12 日

中诚信国际

国际宏观

新冠疫情叠加原油波动重创全球经济

（2020 年一季度国际宏观经济分析）

目录

概述	1
大宗商品价格走势	3
主要经济体指标表现	4
全球经济体展望	14

联络人

作者

国际业务部

王家璐 010-66428877-451
jlwang@ccxi.com.cn

于 嘉 010-66428877-242
jyu@ccxi.com.cn

张晶鑫 010-66428877-243
jxzhang@ccxi.com.cn

徐祯霆 010-66428877-246
zhtxu@ccxi.com.cn

杜凌轩 010-66428877-279
lxdu@ccxi.com.cn

朱琳琳 010-66428877-282
llzhu@ccxi.com.cn

其他联络人

国际业务部总经理

张婷婷 010-66428877-203
ttzhang@ccxi.com.cn

概述

年初以来，新冠疫情的爆发及全球蔓延加剧了各国经济下行的压力，叠加大宗商品市场的剧烈波动，全球经济增长正在遭遇上世纪 30 年代大萧条以来最严重的打击。

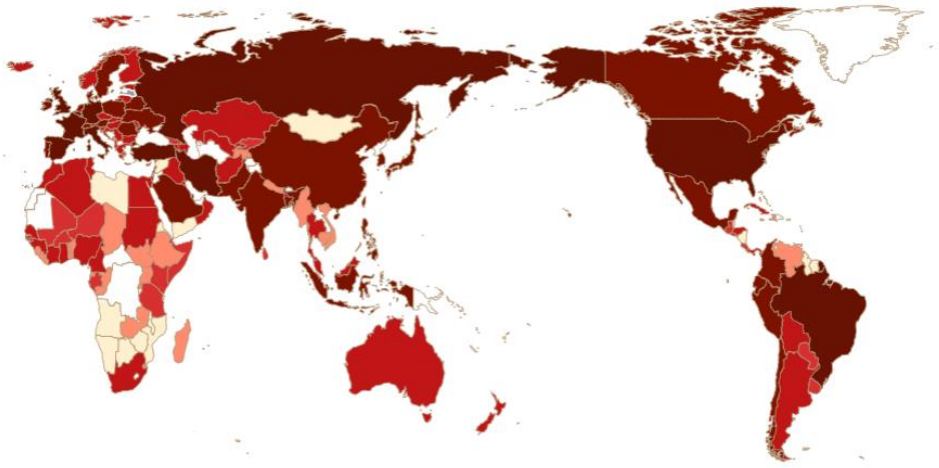
疫情冲击下，美国经济结束了历史上最长的扩张、出现大萧条以来最严重的收缩，一季度 GDP 下滑 4.8%。新冠疫情加剧欧盟经济面临的挑战，2020 年一季度欧盟和欧元区经济环比分别萎缩 3.5%和 3.8%，达到 1995 年有数据记录以来的新低。新冠疫情的爆发对日本的消费、投资及出口产生严重负面影响，叠加东京奥运会的延期事件，日本经济一季度陷入技术性衰退。

年初以来，疫情叠加原油价格剧震对新兴市场国家带来双重外部打击，并通过以下渠道对经济增长带来冲击：1）疫情蔓延引发的国内经济活动停滞及外部需求显著下降，使得绝大多数新兴市场国家经济预期增速显著下滑，部分甚至陷入衰退；2）原油市场的剧烈波动对大宗商品出口国经济及财政收入带来阶段性负面冲击，由于年内预期油价仍将处于相对低位，叠加疫情影响，该类国家受到的冲击将更为显著，如沙特、俄罗斯等国；3）投资者避险情绪加剧引致全球资本市场剧烈波动，新兴市场国家面临汇率及资本外流冲击，部分对外资依赖程度较强的国家可能面临汇率贬值、外储显著下降，外债偿付风险上升等流动性危机，如阿根廷、土耳其等国；4）疫情及原油波动导致的外部冲击打乱了部分新兴市场国家改革的进程，甚至加剧了其面临的结构性矛盾，从而抑制其经济恢复能力和速度，如南非、土耳其等国。

中诚信国际认为，新冠疫情对 2020 年全球经济前景造成重大负面冲击，绝大多数国家将陷入前所未有的衰退。预计大多数国家将在 2020 年下半年逐步迎来疫情的好转及经济活动的恢复。然而各国经济恢复的程度仍将取决于疫情持续的时间以及结构性特征的差异。其中基础实力本身较为薄弱、抗冲击力较差的国家，疫情的冲击会加剧其基本面的恶化，弱化其对外偿付实力，加大其改革推进的难度，使得其在短期内难以实现经济和财政实力恢复；与此同时，也有部分国家具备较为充足的政策空间和调控手段，债务水平相对较低且外债偿付压力较小，能够在疫情得到控制后实现经济的快速反弹。

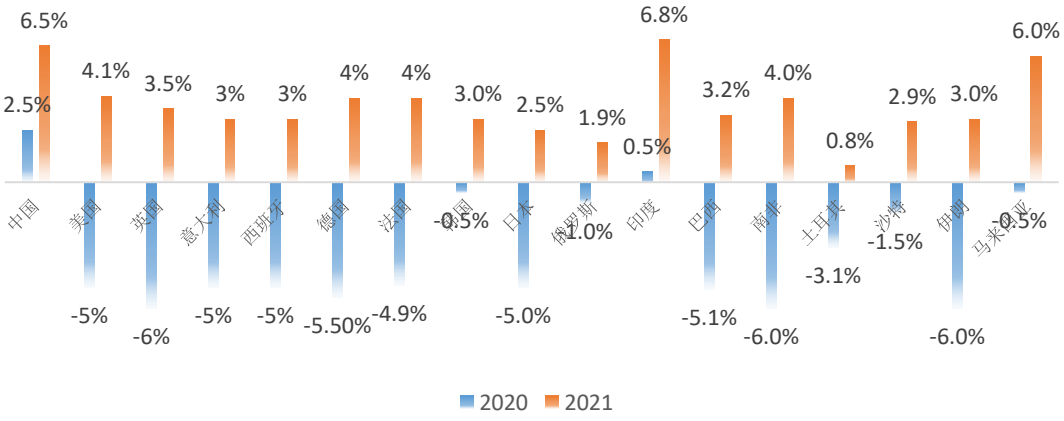
年初以来，新冠疫情的爆发及全球蔓延加剧了各国经济下行的压力，叠加大宗商品市场的剧烈波动，世界经济增长正在遭遇上世纪 30 年代大萧条以来最严重的打击。根据 IMF 的最新预测，2020 年全球 GDP 增长将萎缩 3%，这是大萧条以来全球第一次面临发达经济体和新兴经济体同时进入衰退。为了应对疫情的冲击，各国均采取了刺激性的财政和货币政策，这无疑将造成财政负担及杠杆的普遍攀升、加剧资本市场动荡，部分新兴市场国家面临较大的外部流动性压力；在各国应对疫情的过程中，其政府治理模式及效率也面临前所未有的考验。由于疫情的未来走向仍不明确，疫情解除后各国经济的恢复前景仍面临较大的不确定性。

图1：全球疫情分布图（截至5月9日）



数据来源：Wind

图2：全球主要经济体经济增速预测（2020-2021）

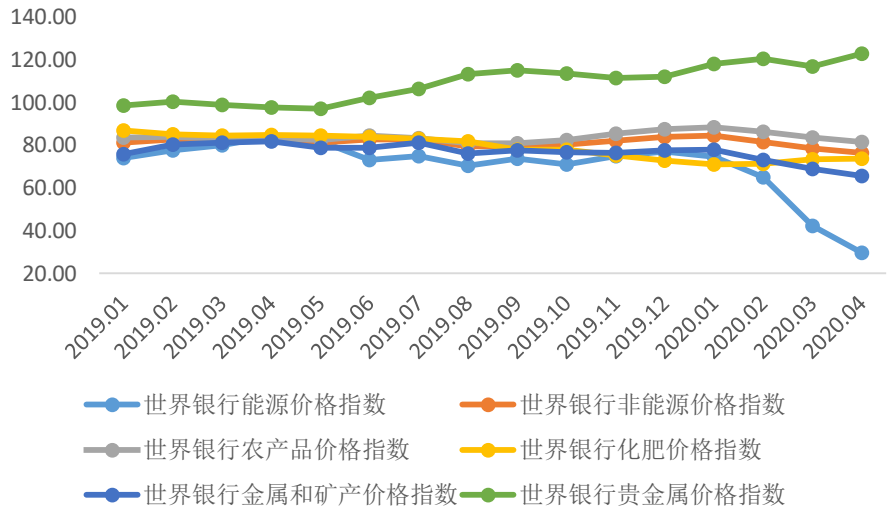


数据来源：中诚信国际

全球大宗商品弱势运行能源领跌 下半年需求周期面临重置

2020年第一季度，新冠疫情来袭叠加一系列风险事件冲击需求基本面、削弱经济增长前景，全球大宗商品价格弱势运行，能源价格引领回落态势。具体来看，一季度末世界银行能源价格指数为42.08，较上年末76.93大幅下行45.30%，环比跌幅为35.24%。同比来看，成熟市场需求大幅中断造成能源价格走势整体下探，原油均价指数由去年四季度的60.3下行至49.1，同期天然气指数季度均价则由59.5下行至44.7；环比来看，疫情加速爆发和若干超预期事件加剧经济和资本市场扰动，两指数分别由去年末的63.35和56.01下行至32.20和41.61[1]。WTI和布伦特原油期货各自录得66.46%和60.08%的单季跌幅，其中3月分别重挫54.24%和47.84%[2]。非能源价格方面，一季度世界银行非能源价格指数为78.37，环比下跌6.32%。受需求端剧减影响，金属和矿产环比跌幅达11.31%。贵金属方面，一季度价格指数环比增长达4.22%，其中金价季度指数均价受到避险投资需求攀升推动，由去年四季度的1,482上行至1,583。截至今年一季度末，全球黄金ETF持有量达3,185吨，创历史新高。农产品价格指数一季度环比下跌4.51%，跌幅为所有指数中最小，同期化肥价格指数则环比小幅收涨1%、同比收跌12.99%，系原油较去年同期高位深跌的影响传导至化工板块所致。

图3：世界银行大宗商品价格指数



数据来源：世界银行，中诚信国际整理

[1] 同期，替代和产运封锁相关因素为煤炭价格提供一定支撑，澳大利亚煤炭指数季度均价由67.5小幅上行至68.0，南非煤炭指数季度均价则由72.4攀升至76.7；环比来看，两者走势分化，澳大利亚煤炭指数月度均价由去年末的66.18小幅收涨至66.74，南非煤炭指数月度均价则由76.03下行至67.89。

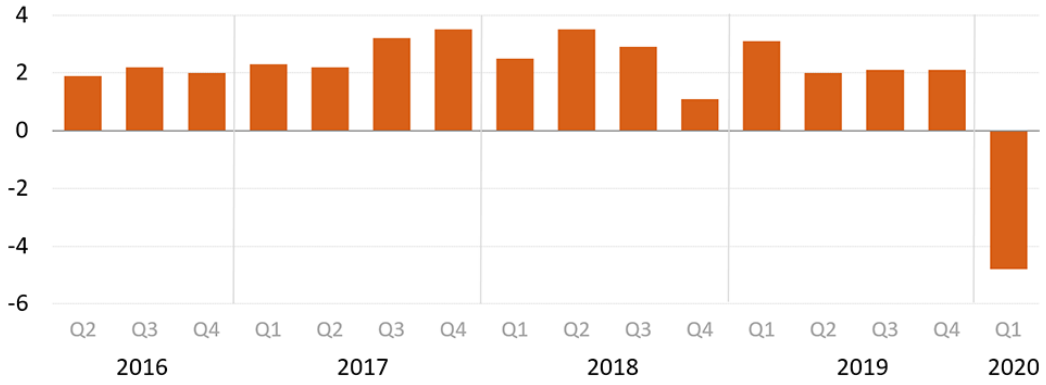
[2] 价格方面，NYMEX 5月原油期货3月收报20.48美元/桶，BRENT 5月原油期货价格3月收报26.35美元/桶。

二季度来看，各国的疫情应对措施带来的基本面利空与政策面利好相互叠加，引发4月以来全球大宗商品市场的剧烈波动。其中，油气类产品在多重悲观因素累积下已过度透支，4月末起价格波动有所收敛、价位随着OPEC+最新减产协议正式实施明显反弹，后市来看，沙特等石油出口国有动力通过维持甚至加码减产来维护市场秩序，原油价格应摆脱一季度失去基线场景的衰退区域，由此前的急跌-底部震荡转入复苏区间。展望2020下半年，一方面，随着全球各主要经济体走出前半年自由落体式大衰退，资本市场广义流动性偏紧和风险偏好承压的逻辑将有所松动；另一方面，美国就业市场走出短期困境，同时年内货币政策应维持宽松、限制美元更多升值预期，促进大宗商品震荡上行寻找新的价格均衡区间。在全球疫情蔓延态势逐步得到控制、各国缓慢重启经济的进程中，交通运输和工业生产需求将明显提振，使能源类大宗商品价格得到上修，但鉴于前期库存较高、经济动能支撑力度尚弱，涨幅应较为有限，油气产品价位中枢预计较难恢复至疫情前水平。

在经济进入下行周期的背景下，疫情冲击导致美国经济陷入衰退

疫情冲击下美国经济出现大萧条以来最严重的收缩，一季度GDP下滑4.8%。在经济进入下行周期的背景下，疫情爆发严重冲击了美国的生产及消费活动，失业率短期内急速攀升，对原油和其他大宗商品的需求大幅降低。疫情对经济的冲击主要于3月开始显现，一季度GDP增速录得-4.8%，结束了美国历史上最长的经济扩张周期。拖累美国一季度GDP的主要因素包括消费者支出、非住宅固定资产投资、出口和库存的下滑；住宅固定资产投资以及联邦和州政府的支出的增长帮助抵消了部分损失。第一季度实际个人消费支出增速录得-7.6%，为1980年以来的最大降幅。为应对疫情，近期美国已通过史上最大规模的刺激计划，总规模超过GDP的10%。虽然刺激性的财政、货币政策干预短期缓解了金融市场动荡，但经济放缓叠加大规模刺激政策将进一步加剧财政收支平衡压力。从GDP构成来看，美国第三产业比重高达81%，疫情对服务业造成沉重打击，并对美国就业市场造成重创，预计二季度美国失业率将升至15%，经济将下滑30%以上。若疫情在二季度内得到控制，美国经济有望在三、四季度实现反弹，预计2020年美国经济增速将下降5%，2021年有望实现反弹。

图 4：美国 GDP 季度增长（实际年化，%）



数据来源：美国经济分析局，中诚信国际整理

为应对经济衰退及金融市场波动导致的流动性危机，美联储降息至接近零的水平，并启动开放式量化宽松计划。疫情冲击下，全球金融市场波动剧烈，以美元升值为特征的全球美元流动性收紧，凸显了全球金融体系的脆弱性，由于美国企业杠杆处于抬升通道，市场信心下滑以及经济活动的停滞加剧了流动性和资产价格的相互恶化，美股经历多次熔断，金融机构流动性堪忧。为应对经济衰退及金融市场波动导致的流动性危机，3月美联储连续两次紧急降息，将联邦基金利率调整至接近零的水平，并启动开放式量化宽松计划，加码向全球提供美元流动性。量化宽松对缓解通缩预期和市场流动性风险起到积极作用，但大幅降息压缩了后续货币政策空间，并导致美联储急剧扩表。在疫情扩散阶段，量化宽松对于实体经济的带动作用相对有限，无法改善悲观预期下居民消费支出和企业投资行为，对经济总需求的拉动有限。

疫情或将加剧美国贸易保护主义及民粹主义倾向，对美国经济发展前景形成抑制。2019年11月，中美贸易摩擦出现缓和迹象，两国于12月达成第一阶段协议，但贸易保护主义及单边主义仍是美国经济面临的主要风险之一。疫情引发的全球隔离举措及恐慌情绪，或增加部分民众对于保护主义和民粹主义的认同，导致逆全球化进一步升温。后疫情时代，美国将加速调整其全球战略，或加大“美国优先”的单边主义，进而重塑国际贸易格局，加速全球性资本及产业回流。上述地缘政治风险的上升将对美国经济前景形成抑制。此外，疫情冲击下，收入分配不平等和发展空间不平衡的问题再次凸显，民粹主义倾向有所抬升。2020年为美国大选年，两党分裂加剧将对其制度实力带来一定负面影响。

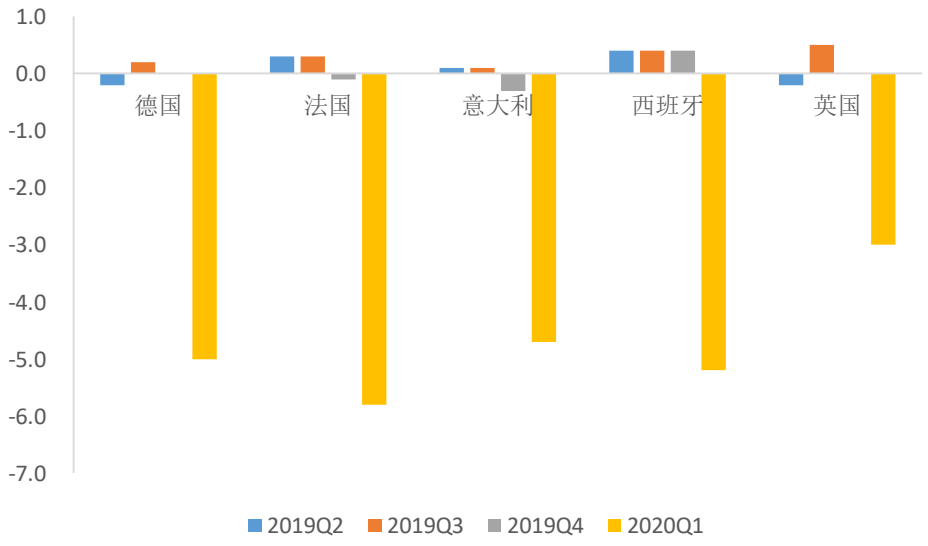
总体来看，在美国经济进入下行周期的背景下，新冠疫情的爆发对生产及消费活动造成的严重冲击加剧了经济放缓趋势，导致美国结束了历史上最长的经济扩张、出现大萧条以来最严重的收缩。目前来看，美国经济仍面临诸多不确定因素，疫情冲击以及贸易紧张局势是美国经济当前面临的主要风险。若疫情不能得

到及时控制、此次冲击进一步向金融及经济危机发展，或导致经济陷入长期萧条、加剧金融体系的脆弱性，并对美元的全球货币地位有所动摇。

疫情加剧欧洲经济面临的挑战，2020 年欧洲经济将陷入严重衰退

新冠疫情加剧欧盟经济面临的挑战，2020年一季度欧盟和欧元区经济环比分别萎缩3.5%和3.8%。2019年，在全球经济疲软、中美贸易战以及英国脱欧悬而未决的影响下，欧盟经济复苏进程受阻，欧盟和欧元区经济增速分别为1.4%和1.2%，其中德国和意大利的经济增速仅分别为0.6%和0.3%。在经济预期不振的情况下，新冠疫情进一步冲击欧洲经济前景。2020年2月，疫情首先在意大利北部地区爆发，由于该地区是欧洲的核心区域，交通极为便利，与其他地区联系紧密，因此欧洲疫情扩散速度较快，导致德国、法国、西班牙等欧洲大国累计确诊病例均在15万以上，而瑞士、瑞典、荷兰、葡萄牙等重要经济体累计确诊病例也在1万以上。为应对疫情，欧盟各国均采取了较为严格的封城措施，严重影响了消费、投资及旅游活动，而疫情导致的全球经济萎缩使得欧盟成员国出口受阻，2020年一季度欧盟和欧元区经济环比分别萎缩3.5%和3.8%，达到1995年有数据记录以来的新低，其中法国、意大利和西班牙经济环比分别萎缩5.8%、4.7%和5.2%。二季度欧盟和欧元区在未全面复工的情况下将继续呈现负增长，下半年有望在疫情有效控制的情况下有所反弹，但总体来看2020年欧盟和欧元区经济将萎缩5%以上。

图5：欧洲主要国家经济增长率（季度环比，%）[3]



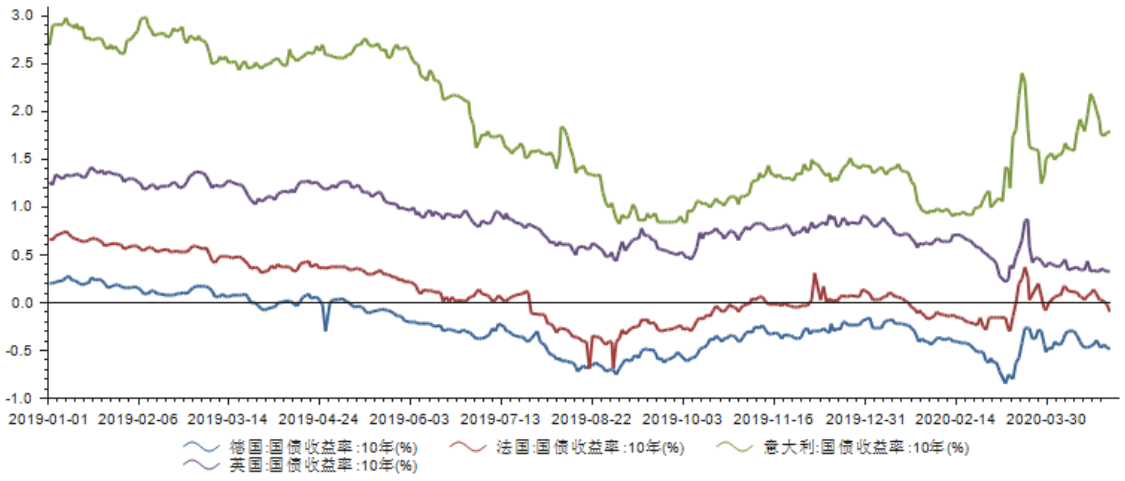
数据来源：欧盟统计局，中诚信国际整理

[3] 德国和英国 2020 年第一季度为预估值

欧盟的财政支持、欧央行宽松的货币政策、各成员国的财政刺激政策及部分国家开始复工能够降低疫情对于欧洲经济的冲击。欧盟各成员国均出台了大规模的财政刺激政策，包括为企业提供信贷支持、减税、支持企业资本重组等，其中德国出台了二战以来最大规模的经济刺激计划，总规模超过7,500亿欧元，法国、意大利、西班牙等欧洲大国的经济刺激规模也均在1,000亿欧元以上。欧盟则为成员国提供包括提供短时工补贴和低息贷款在内的5,400亿欧元经济援助，而欧元区持续宽松的货币政策，包括维持负利率、扩大债券购买计划、接受垃圾债券作为抵押品等措施也将帮助欧洲缓解失业问题和关键部门的经济萎缩，降低对经济增长潜力的影响。此外，部分疫情控制较为有效的国家，如西班牙和德国已开启复工，将有望让经济重回正轨，帮助欧盟经济在下半年反弹；2021年在经济活动正常化及低基数效应下经济增长有望达到3%以上。

脱欧事件导致英国经济增速下滑，疫情加剧英国面临的经济困境。2020年1月，英国正式脱欧，但与欧盟的自由贸易协议谈判进程仍存在较多的不确定性，叠加外部需求的放缓，即使未发生疫情，英国的进出口、消费和投资前景也受到一定程度的抑制。在英国经济陷入低迷的情况下，新冠疫情在英国的爆发加剧了消费和投资受到的冲击，2020年一季度英国经济增长预期为-3%，预计2020年英国经济将萎缩5%以上。为应对疫情，英国政府公布大规模的经济刺激计划，包括负担企业的工资开销、免征企业增值税、提供3300亿英镑纾困贷款等，英国央行也采取了大规模降息，一定程度上能够缓解英国经济面临的困境，但脱欧导致的贸易和投资增速的下滑，以及英国疫情控制速度相对较慢，将制约英国经济的复苏程度。

图6：欧洲主要国家10年期国债收益率



数据来源：Choice，中诚信国际整理

总体来看，欧盟和英国作为新冠疫情的重灾区，受到疫情影响较为严重，一季度经济均为负增长，生产、消费、旅游以及出口活动均受到冲击，2020年经济

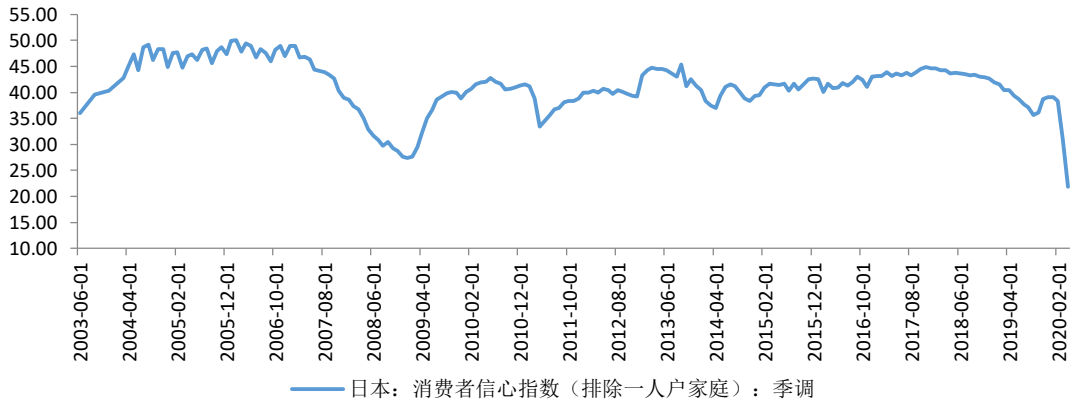
将出现较大幅度的萎缩。为应对疫情，欧盟各成员国均出台了大规模的经济刺激计划，欧盟也为成员国提供了经济援助，叠加欧央行的刺激措施，将有助于欧元区及欧盟经济在2020年下半年和2021年出现反弹。英国经济受脱欧以及疫情的影响，2020年经济也将出现大幅度萎缩；英国政府和央行的刺激政策将一定程度上缓解英国经济的困境，但受困于疫情控制速度和经济增长潜力，复苏速度将弱于欧盟。

日本经济受疫情影响陷入技术性衰退，经济下行压力仍在积累

日本经济一季度恐陷入技术性衰退，鉴于当前日本本土及海外疫情发展尚不明朗，且政府已将全境“紧急事态”期限延长至5月末，二季度经济发展仍面临不确定性。受去年10月上调消费税和超级台风等因素影响，2019年四季度日本GDP同比下降7.1%，2020年一季度新冠疫情的爆发对日本的消费、投资及出口产生严重负面影响，叠加东京奥运会的延期事件，致使经济下行风险进一步加剧，日本经济料将陷入技术性衰退。其中，出口额3月同比下降11.7%、降幅为2016年7月以来最大，至此日本出口已连续16个月同比下降。而近期随着日本全境“紧急状态”期限的延长，或将使得二季度家庭消费及企业活动进一步萎缩，同时鉴于日本在国际供应链中的特殊角色，全球经济更为广泛的低迷态势或将进一步抑制日本经济增长，二季度日本经济恐将继续呈现负增长的局面。

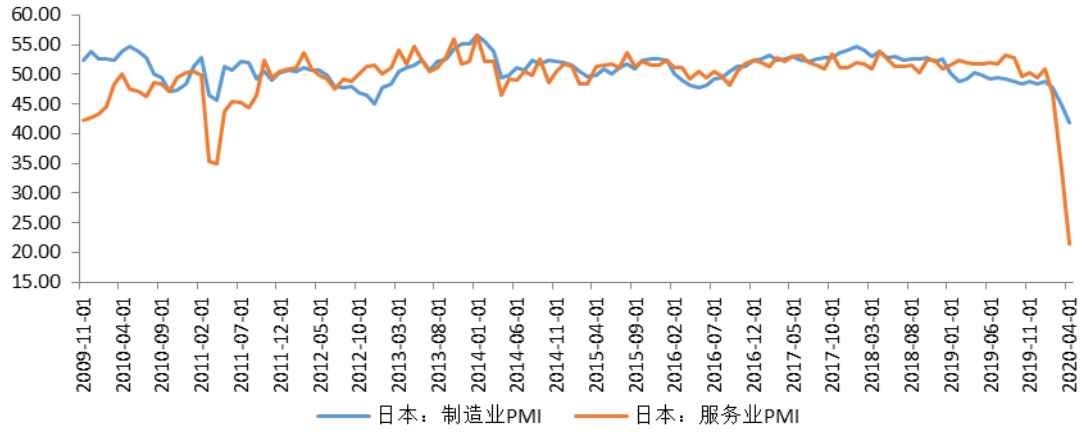
3月日本PMI大幅回落，服务业受疫情冲击显著，消费者信心指数持续下降，悲观情绪明显。由于日本一季度采取的防控力度较低，未对人员流动及生产活动产生明显限制，因此生产所受冲击相对有限，但受需求显著下滑影响，服务业遭受到严重冲击。2020年一季度，日本制造业PMI持续下降，3月制造业PMI录得44.80，较上月回落3.0，市场收缩态势持续且加剧；服务业PMI较上季度大幅下降，其中3月服务业PMI录得33.80，较上月回落13.0，服务业 PMI不断刷新历史新低。而由于日政府已将全境“紧急事态”期限延长至5月末，且制造业面临持续停产停工、海外需求骤减等多重因素影响，疫情防控措施或将在二季度继续拖累日本制造业和服务业，负面影响仍将取决于疫情持续的时间和不确定性。此外，自2020年初至今，受疫情影响，日本消费者信心指数（排除一人户家庭）呈持续下滑趋势，4月较上月下跌9.1点至21.8，为2004年4月以来的最低水平，悲观情绪明显。

图7：日本消费者信心指数持续下降



数据来源：Choice，中诚信国际整理

图8：日本服务业PMI持续大幅回落



数据来源：Choice，中诚信国际整理

受疫情影响，日本核心通胀低位运行，央行已加大货币政策刺激力度。受新冠疫情在日本逐渐扩散的影响，日本3月全国核心CPI年率同比仅上涨0.4%，增速与上月持平，核心通胀低位运行。鉴于经济形势的恶化，日本央行4月货币政策会议决定进一步加大货币宽松力度，开启无限量购买日本国债、取消了此前以每年80万亿日元速度购债的指引，以此呼应政府的经济政策、助力企业资金周转。鉴于日本疫情当前仍处于蔓延状态，为应对疫情冲击，预计货币政策或将加码。

总体来看，在新冠疫情的冲击下，日本一季度延续了去年四季度以来的放缓趋势，内需有限且外需持续疲软，经济陷入技术性衰退。同时鉴于一季度日本采取的防控力度较弱，未对人员流动及生产活动产生明显限制，1-3月的CPI和PMI等相关数据未能完全反映疫情对日本经济造成冲击程度。而近期受全境“紧急事态”期限的延长以及海外经济环境持续低迷的影响，日本经济下行的压力仍在积累，二季度经济发展整体仍然取决于本土及海外疫情持续的时间和不确定性。此外，

日本人口老龄化、政府债务攀升等问题长期存在，东京奥运会的延期延缓了经济的复苏，旅游等相关活动的推迟致使税收收入大量流失，另外当前推出的抗疫财政刺激政策和宽松的货币政策虽在一定程度上支持企业融资、缓解失业问题，但具体的提振作用仍有待关注。

新兴市场国家面临疫情及原油波动双重打击，后续恢复情况差异较大

年初以来，疫情叠加原油价格剧震对新兴市场国家带来双重外部打击，并通过以下渠道对经济增长带来冲击：1）疫情蔓延引发的国内经济活动停滞及外部需求显著下降，使得绝大多数新兴市场国家经济预期增速显著下滑，部分甚至陷入衰退；2）原油市场的剧烈波动对大宗商品出口国经济及财政收入带来阶段性负面冲击，由于年内预期油价仍将处于相对低位，叠加疫情影响，该类国家受到的冲击将更为显著，如沙特、俄罗斯等国；3）投资者避险情绪加剧引致全球资本市场剧烈波动，新兴市场国家面临汇率及资本外流冲击，部分对外资依赖程度较强的国家可能面临汇率贬值、外储显著下降，外债偿付风险上升等流动性危机，如阿根廷、土耳其等国；4）疫情及原油波动导致的外部冲击打乱了部分新兴市场国家改革的进程，甚至加剧了其面临的结构性矛盾，从而抑制其经济恢复能力和速度，如南非、土耳其等国。

新兴市场国家疫情仍处于上升阶段。在全球累计确诊病例超401万例、累计死亡近28万例之际，欧美等发达国家仍是现阶段疫情“震中”，新兴市场国家确诊病例仅占全球确诊病例的约14%。目前，新兴市场国家整体处于疫情爆发的上升阶段，但疫情发酵态势呈现分化。从确诊病例总数上来看，以土耳其、沙特、印度为代表的中东、南亚等国确诊人数相对更多，东南亚国家确诊人数相对较少；从确诊病例总数占国家总人口数比例来看，卡塔尔、新加坡、巴林、阿联酋、土耳其、沙特等国疫情爆发更为充分，而缅甸、越南、尼泊尔、柬埔寨、斯里兰卡、泰国、印度等国仍处于疫情爆发初期阶段。几乎所有国家都采取了举国封锁与经济刺激政策的抗疫组合，但大多收效甚微。与发达国家相比，发展中国家国内医疗资源相对贫乏、基础设施相对落后且多数国家政策操作空间较小。面对全球经济大幅放缓、需求断崖式下滑、大宗商品价格暴跌等外部冲击，发展中国家正面临着比发达国家更为艰巨的抗击疫情和保障经济的战役。

原油出口国出口收入锐减、经常账户承压，经济增长普遍回落。今年一季度，由于疫情防控举措造成市场需求锐减[4]、OPEC+减产协议谈判崩溃下各方持续增产，

[4] 年初至今，全球石油日需求量同比减少约 30%（约 3000 万桶）。

原油期货价格跌幅近70%，各产油国在应对新冠疫情蔓延的同时亦遭受全球石油量价齐跌的严重冲击。据IMF预测，中东与北非地区今年经济将萎缩约3.3%，衰退程度高于全球平均水平，中东地区石油出口额将减少2500亿美元以上，而沙特及阿联酋、卡塔尔等海湾合作委员会国家将面临财政收入锐减、预算赤字扩大、债务持续增加等问题[5]。**从该地区最大经济体沙特来看，石油市场的崩盘对沙特石油和非石油经济均构成压力，该国正面临二十多年来最严重的经济收缩前景。**对沙特预算具有重大影响的布伦特原油每桶价格已由年初的近70美元迅速下行至一季度末不足30美元，约为平衡预算所需水平的三分之一，拖累沙特一季度石油收入同比下降24%、总收入同比下降22%。由于出口销售和国际供应链严重受扰，严格防疫措施亦使得商业和消费活动骤减，沙特非石油私营部门陷入停滞，采购经理人指数（PMI）从1月的54.9一路下行至3月的42.4，创历史最低水平。经济增长放缓下商品和服务税收暴跌，一季度非石油收入同比下降17%。目前，公共预算受创已迫使沙特增加借款、消耗外汇储备[6]，而根据最新中期财政平衡（FBP），沙特计划于2020年和2021年放缓项目市场支出步伐，优先级被社会领域的支出以及油气项目替代，此举将拖累政府推动海合会规划项目、实现“2030愿景”的目标。**伊朗作为该地区的什叶派产油大国，经济近年已步入深度衰退，年初以来在多重事件性风险的冲击下经济轨道进一步承压。**虽然美国重启制裁后伊朗石油贸易已大幅削减，使得此轮国际油价急跌对其外部账户影响有限，但2月以来疫情迅速蔓延连同相关封锁措施严重扰乱了贸易、旅游和零售业务，叠加1月起美国针对非石油私营部门制裁加码，使得整体经济活动和财政收入[7]严重承压。伊历3月[8]全国采购经理人指数（PMI）为31.39，较前一月的47.62大幅下降；里亚尔汇率自疫情2月加速蔓延后单月贬值约10%，将推升进口成本、加深经常账户赤字，预计伊朗经济在2020年将进一步衰退。为对抗美元经济主导地位、绕过美方金融系统对其贸易活动的制裁，伊朗已实施货币变换[9]、正式用人民币替代美元进行贸易结算等一系列经济变革，中诚信国际将密切关注相关措施的推进。**俄罗斯作为在油市价格战中与沙特对抗的产油大国，虽然财政收入和经济表现也面临较大压力，但经济具备一定的韧性，可抵御外部负面影响。**随着疫情和油价相关的不利因素逐步加剧，俄罗斯经济活动在一季度持续下探。年初以来，采矿和采石部门疲弱、

[5] 据国际金融协会估算，海湾国家主权财富基金的资产至今年年底或将减少 2960 亿美元。

[6] 截至今年 3 月，沙特国际储备 1.775 万亿里亚尔（约合 4733 亿美元），同比下降 5.2%，环比下降 4.8%，为 2011 年来最低水平。近 270 亿美元的月度降幅为二十年来最大，凸显沙特迫切需要抵消因油价下跌和疫情导致的非石油经济严重放缓造成的经济损失。

[7] 伊朗 2020 财年首月（3 月 20 日至 4 月 19 日）全国税收仅实现 75 万亿里亚尔（约 4.69 亿美元），远远无法满足 270 万亿（约 16.89 亿美元）的计划支出金额。如果商业活动在接下来数月内继续受疫情爆发影响，则今年整体税收将减少至少 400 万亿里亚尔（约 25 亿美元）。意味着在最好的情况下，今年预算设定的 1800 万亿（约 112.5 亿美元）税收目标也仅有 1400 万亿（约 87.5 亿美元）能够实现。

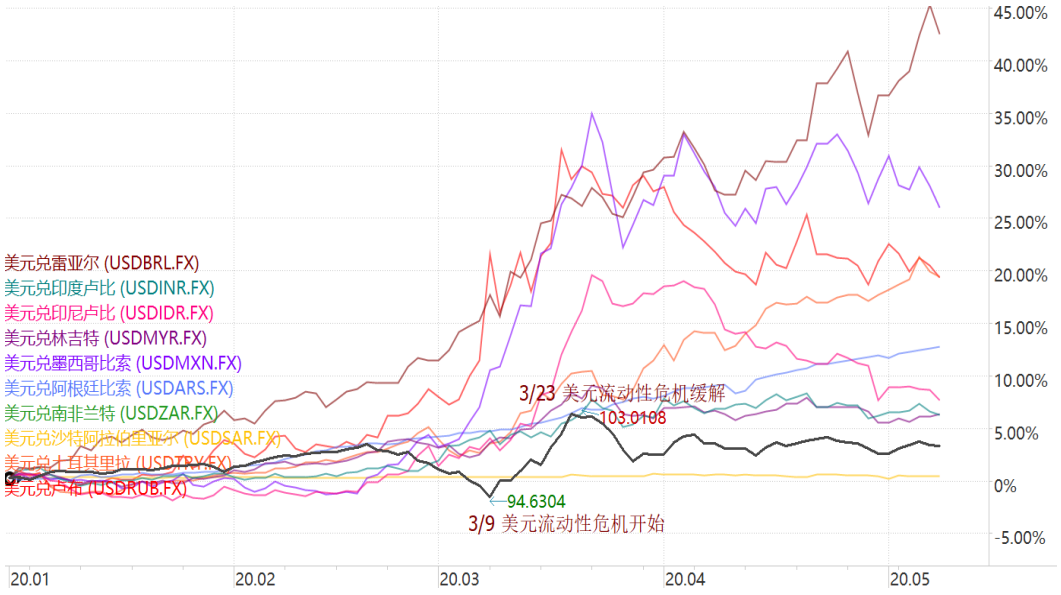
[8] 为 2 月 20 日至 3 月 19 日。

[9] 5 月 4 日，伊朗议会投票通过《伊朗货币和银行法》修正案，批准将官方货币“里亚尔”正式变换为“土曼”。这两种新旧货币将同时保持两年的流通和信誉，土曼是该国近 100 年前使用的法定货币，同时新法案还要求伊朗央行在国际货币储备和对 IMF 融资的情况下，以土曼重新计算汇率。

制造业活动接连收缩。进入3月，制造业增长几乎环比减半、经季调后工业产值萎缩1.3%，使得一季度工业生产年增长率从去年四季度的1.8%降至1.5%。此外，疫情和石油价格战对俄罗斯西伯利亚轻质油和欧洲天然气现货销售均产生不利影响，叠加3月初卢布在石油价格战中大幅贬值，贸易顺差面临进一步挤压，外汇储备已于3月出现2018年10月以来首次下跌。随着4月中旬以来疫情加速发酵、封锁措施阻碍经济活动，俄罗斯制造业PMI从3月份的47.5骤降至4月份的31.3，企业信心亦跌至8年低点。尽管如此，俄罗斯经济在经历了多年的西方制裁并积累了高达GDP 12%的巨额储备后，已具备一定韧性抵御外部冲击，政府推出家庭和中小企业支持计划叠加央行连续两轮降息有利于提振最终消费，下半年经济有望随着疫情得控和油价企稳迎来复苏。

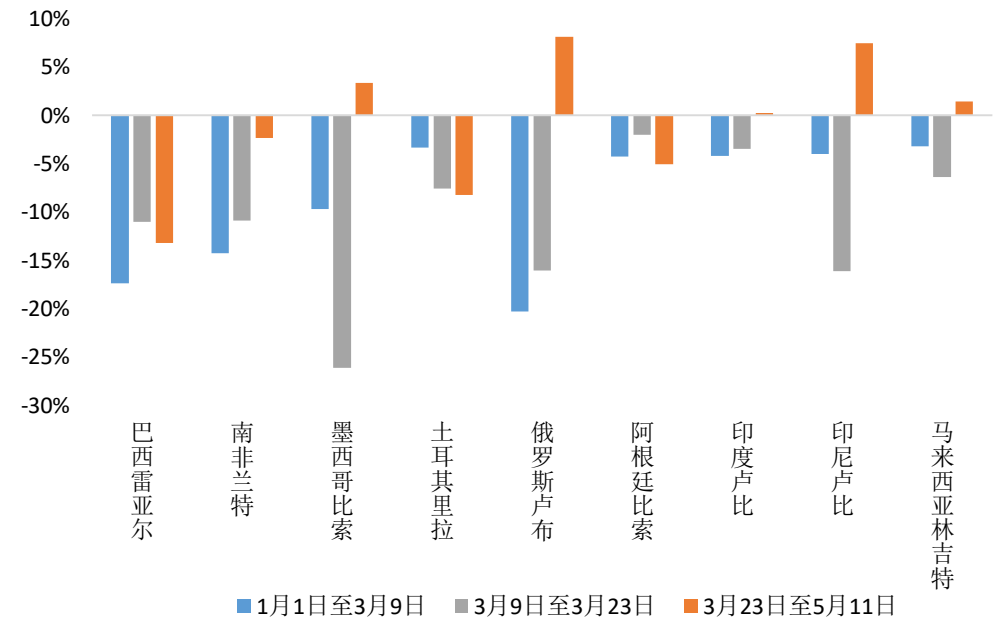
新兴市场遭遇2008年以来规模最大的资本外流，部分对外资依赖程度较大的国家面临汇率贬值、外储显著下降、外债偿付风险上升等流动性危机。年初至今，新兴市场资本外流达到2008年金融危机时期以来的最大规模，各新兴市场货币均出现不同程度的贬值，贬值最严重的巴西雷亚尔自年初以来已贬值40%以上，较为坚挺的马来西亚林吉特也出现了6%左右的贬值。自3月23日美元流动性危机缓解后，各新兴市场货币随即出现分化，巴西雷亚尔、南非兰特、土耳其里拉和阿根廷比索受经济前景欠佳、疫情冲击和财政赤字扩大等多重因素影响，仍深陷贬值危机之中，而俄罗斯卢布和印尼卢比则依靠充足的外汇储备和良好的财政空间，已逐步走出跌势并开始回升。土耳其长期存在结构性经常账户逆差，需要借助外国资本弥补缺口，造成外部失衡不断积累。进入2018年后，里拉加速贬值驱动外债占GDP比重较快增长，2019年该指标接近60%，同时期限结构呈短期化趋势。另外，虽然央行持续增持黄金储备以应对流动性风险，土耳其外储对外债覆盖仍然较低，2018和2019年均不足20%。年初以来新兴市场避险情绪高企、资本大幅外流，疫情来袭对土耳其进出口均造成较大不确定性，叠加里拉汇率年初以来贬值超过17%，央行的外汇储备净额因干预汇率而大量消耗，已由年初的400亿美元急剧降至约259亿美元，造成外部失衡缓冲不足、对外偿付风险持续积累。阿根廷长期面临资本外流、债务高企、外汇储备薄弱等问题，是拉美国家乃至部分新兴市场国家的缩影。疫情冲击下，金融市场的剧烈波动叠加内外部需求疲弱加剧了阿根廷经济的脆弱性，阿根廷比索持续面临贬值压力，逐渐扩大的资本外逃规模与持续下降的贸易顺差均对阿根廷官方储备造成较大压力。阿根廷政府于4月6日发布公告称，基于阿根廷法律发行的美元债务本金和利息将推迟至2021年偿还，该笔债务处于"事实违约"状态。目前阿根廷的债务重组谈判陷入僵局，如果在5月22日阿根廷政府不能支付利息，将出现实质性违约。在阿根廷经济衰退、高通胀持续及货币贬值的背景下，阿根廷短期内难以走出债务困境。

图9：年初以来各新兴市场货币汇率走势



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图10：美元流动性危机前后各新兴市场货币对美元汇率变化



数据来源：Wind，中诚信国际整理

疫情冲击打乱了部分新兴市场国家的改革进程，制约其经济恢复速度。南非新政府上台后贫富差距和种族问题改进缓慢，结构性障碍未得到解决、持续制约经济增长，2018年上半年和2019年下半年，南非经济先后陷入技术性衰退。2020年初以来，新冠疫情爆发和封锁措施使得内需停滞、贸易中断，造成经济形势进一步恶化，政府虽推出一系列业务增长和抗风险措施，但极为有限的财政空间预

计将制约实施效果，全年经济预计将萎缩约6.0%。2018年下半年，土耳其遭遇新兴市场危机，经济陷入技术性衰退。2019年初以来，财政转为扩张、信贷环境向好，土耳其经济进入再平衡阶段，高通胀明显减弱的同时全年增速达0.9%。进入2020年，疫情爆发对土耳其贸易和旅游等关键部门收入形成冲击，全球流动性收紧也加剧了外部失衡，其经济再平衡进程受到干扰。

总体而言，新兴市场国家本就面临内部动能下降导致的经济增速下滑，结构性瓶颈制约潜在增长率、财政债务负担持续攀升等问题，内部脆弱性的加剧导致这类国家面临外部冲击时抵抗能力普遍较差，但不同国家根据受疫情影响程度及经济基础的不同，恢复速度也将有显著差异。首先，此次疫情的爆发可能深刻影响未来全球化分工及贸易格局的走向，外需导向型经济体在本次疫情中受到的影响将更为长远；其次，以内需为主的经济体如果服务业占比较高，受到疫情冲击后恢复的速度也将更为缓慢，如巴西、南非等；最后，原油价格虽有望在下半年缓慢恢复，但预计受到总需求持续偏弱的抑制仍将维持低位，原油出口国的石油经济难以快速恢复，非原油经济也将同样受到压力。然而，部分经济结构较为多元化、对外资依赖较低、财政和货币政策空间较好的国家，将有望在疫情得到有效控制后通过内部刺激实现经济的快速反弹。

2020 年下半年有望迎来经济活动的逐步恢复，但疫情的影响将更为长远而深刻

总体而言，新冠疫情对**2020**年全球经济前景造成重大负面冲击，由于隔离管控措施导致的经济活动停滞，叠加外部需求的普遍下降，使得绝大多数国家将陷入前所未有的衰退，同时可能在未来两年内较难恢复至此前水平。在目前的情况下，预计大多数国家将在**2020**年下半年逐步迎来疫情的好转及经济活动的恢复。然而各国经济恢复的程度将首先取决于疫情持续的时间以及政府采取的隔离管控措施力度。各国政府必须在控制疫情需付出的经济成本和重启经济之间做出权衡，而这将很大程度上取决于该国公共卫生系统的综合覆盖能力和检测能力。

中诚信国际认为，疫情对全球各国经济普遍带来负向影响，但由于其结构性特征的差异导致受影响的程度有所不同。其中基础实力本身较为薄弱、抗冲击力较差的国家，疫情的冲击会加剧其基本面的恶化，弱化其对外偿付实力，加大其改革推进的难度，使得其在短期内难以实现经济和财政实力恢复；与此同时，也有部分国家具备较为充

足的政策空间和调控手段，债务水平相对较低且外债偿付压力较小，能够在疫情得到控制后实现经济的快速反弹。

疫情也将对全球经济结构带来长期而深远的影响，全球化分工及全球产业链配置面临调整的可能性，部分国家可能从中受益，也有部分国家将受损。同时，新冠疫情在中美贸易摩擦持续、英国脱欧、中东地缘风险抬升的背景下，也将进一步加剧全球保护主义及民粹主义倾向，为全球经济前景增添不确定性。