

全球宏观经济季度报告

专题：美国 欧洲 日本 金砖国家 中国 东盟与韩国

金融市场 大宗商品 外贸

撰稿人 张 斌 杨子荣 陆 婷

冯维江 熊爱宗 徐奇渊

杨盼盼 常殊昱 栾 稀

陈 博 云 璐 崔晓敏

熊婉婷

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

《全球宏观经济季度报告》由中国社会科学院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究室为您提供。

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

顾问	张宇燕			
首席专家	张 斌		姚枝仲	
团队成员	曹永福	美国经济	杨子荣	美国经济
	陆 婷	欧洲经济	冯维江	日本经济
	熊爱宗	金砖国家	徐奇渊	中国经济
	杨盼盼	东盟与韩国	常殊昱	国际金融
	栾 稀	国际金融	李远芳	国际金融
	肖立晟	国际金融	陈 博	大宗商品
	顾 弦	大宗商品	云 璐	大宗商品
	吴海英	对外贸易	崔晓敏	对外贸易
	熊婉婷	宏观经济	王 地	宏观经济
	李佳欣	科研助理		

联系人：李佳欣

邮箱：iwepceem@163.com

电话：(86)10-8519 5775

通讯地址：北京建国门内大街 5 号 1543 房间（邮政编码：100732）

免责声明：

版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究组所有，未经本研究组许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，本研究组保留法律追责权。

目录

美国经济：初步企稳还是进一步衰退？ 1

为控制大规模扩散的疫情，美国各州在 3 月份发布了不同形式的“居家令”，多数生产活动被迫中断，PMI 骤降，消费和企业投资锐减，对外贸易也断崖式下跌；通缩担忧再起；劳动力市场初次申请失业金人数和失业率维持在历史高位。为此，美国政府已出台了三轮主要救助方案和一项追加计划，7 月份出台新一轮财政刺激计划可期；美联储宽松货币政策不断加码，陆续推出零利率、无限量 QE 和多项非常规货币政策等工具组合，收益率曲线控制政策也在考虑范畴。2020 年 2 季度美国经济陷入深度衰退，5 月份以来衰退速度有所放缓，多项指标显示美国经济有初步企稳迹象。不过，近期部分经济活动重启州的感染率出现飙升，多个州宣布暂停或推迟重启计划，若疫情持续防控不力，将延长美国经济衰退时间。

欧洲经济：经济活动逐步恢复 9

2020 年 2 季度欧元区经济在疫情封锁措施逐步解除的情况下缓慢恢复，综合 PMI 从 4 月的冰点连续回升至接近荣枯线水平，其中服务业 PMI 由于前期下滑幅度较大，反弹最为明显。受疫情好转、欧洲央行紧急资产购买计划加码、欧盟复兴基金计划通过等积极因素的影响，欧元区消费者和投资者信心双双回暖，利好下一阶段区内生产和消费的复苏。不过，目前欧元区经济活动的恢复仍处于初级阶段，失业率不断攀升，贸易账户盈余急速收窄，通胀水平在能源价格下跌的压力下持续受抑，核心通胀亦降至 2017 年 4 月以来的低点。考虑到可能出现的小范围疫情反复，预计 3 季度欧元区经济将在波折中缓慢走向复苏。

日本经济：疫情冲击衰退加剧 17

2020 年第 2 季度，受新冠肺炎疫情冲击，日本经济增速大幅下降。制造业 PMI 较上季度再次下降 7.0 至 40.1，连续 6 个季度处于荣枯线下方，表明市场收缩态势持续且加剧；服务业 PMI 较上季度大幅下降 12.9 至 31，出现严重收缩。失业率有所上升，5 月季调失业率 2.9%，较上月提升 0.3 个百分点，这也是 40 个月以来的最高值。第 2 季度日本消费和投资增速均大幅下滑。一般商品零售额和汽车零售额同比增长率出现断崖式下降。房地产开发投资出现比较严重的负增长；机械设备相关投资同比负增长较之前更加严重。进出口同比负增长幅度扩大。2020 年 4-5 月出口和进口同比增长率分别为-22.5%和-14.8%，较第 1 季度的-8.5%和-10.0%进一步下滑。日本央行宣布维持基准利率不变，同时扩大特别贷款计划的规模，以继续支持受疫情影响的日本经济。财政政策也通过补充预算案加码刺激经济增长。股票指数在第 2 季度出现比较明显的反弹，季末日经 225 指数较上季度末反弹 17.8%至 22288 点。消费物价增速明显下降，核心 CPI 出现同比负增长。对华贸易投资方面，进入 2020 年第 2 季度，日本对中国出口同比增速和自中国进口同比增速有所上升，自中国进口同比增速回升尤其明显且出现正增长；日本对全世界和对中国 FDI 同比增长率均有所回升，其中对中国 FDI 同比增长率回归正增长。预计日本 2020

年第 2 季度实际 GDP 季调环比折年率-15%，第 3 季度回升至-1.0%。

金砖国家经济：寻求疫情控制与经济恢复的平衡 25

金砖四国大都在 3 月底实施封城措施，因此各国经济在 2 季度受到严重冲击，不过随着 5 月、6 月封城措施逐步降级，各国经济有所恢复，如巴西制造业 PMI 在 6 月已回升至 51.6，俄罗斯、印度和南非制造业 PMI 也恢复至 49.4、47.2 和 42.5。不过，从全球范围来看，四国疫情均较为严重，且日均新增病例呈现快速增长态势，不排除未来政府重新收紧封城措施的可能，各国仍需处理好疫情控制与经济恢复之间的平衡。政策方面，在疫情暴发初期财政政策相继出台的基础上，各国财政空间已然有限，且多为社会保障和救助政策，对经济刺激力度不够，短期内不得不更多依赖货币政策，虽然利率大都已降至历史低位，但在疫情重压之下，各国仍有进一步宽松的压力。

中国经济：如何观察消费复苏 33

一般而言，消费是三驾马车里最稳定的因素，讨论总需求波动通常更多关注出口和投资。但是疫情冲击下，消费需求失去了稳定。2020 年 1 季度中国 GDP 的增速为-6.8%，其中消费贡献了-4.36 个百分点，成为最重要的拖累因素。后疫情时期，中国经济能实现多大程度的回调和反弹，相当程度上也将取决于消费需求的修复。伴随的一个问题是，当前消费需求到底恢复得怎么样？对于这个问题，我们通常会观察社会消费品零售总额（社零）。但是在疫情冲击之下，这个指标无法准确反映消费需求。

东盟韩国经济：有望触底回升 39

2020 年第 2 季度，疫情冲击在东盟和韩国地区渐趋明朗，虽然第 2 季度新增病例较多，但疫情总体可控且优于全球，经济重启已开始。第 2 季度，东盟整体制造业 PMI 大幅下降至 36.6，较上季下降 11.2；韩国制造业 PMI 为 42.1，较上季下降 5.5。不过，单月情况显示 PMI 已于 5 月开始回升，6 月马来西亚和越南的 PMI 已回升至荣枯线以上，PMI 所反映的景气程度预示着经济在第 2 季度探底，在下半年有望出现进一步回升。6 月贸易初步数据也支持经济外部环境的好转。上季度金融市场的剧烈波动在这一季度基本平息。尽管步伐不同，区内各国均已开始放松社会隔离限制，本季经济政策重点也从疫情纾困全面转向经济复苏支持。预计 2020 年下半年，东盟及韩国地区有望领先全球复苏。

全球金融市场专题：波动下降 47

2020 年第 2 季度，因各国央行的流动性支持以及部分地区疫情得到有效控制，全球金融市场从新冠疫情的负面冲击中逐渐恢复。全球金融市场波动性下降，各国股市均呈现回升趋势，但均未恢复至新冠肺炎疫情全球蔓延前的水平。主要发达经济体的市场利率或有所下降或波动较小，Libor 美元（1 周）目前稳定在 0.1% 的水平，各主要发达经济体国债收益率窄幅波动。俄罗斯、印度央行再次降息，市场利率大幅下行。汇率方面，多数新兴经济体货币贬值，部分贬值幅度较大。主要发达经济体汇率中，美元指数自 5 月下旬以来出现明显回落，日元、欧元

表现相对稳定。展望3季度，仍需警惕部分新兴经济体发生货币危机，美元指数走势具有不确定性。

大宗商品市场专题：价格触底反弹，供给显著收缩 59

2020年2季度大宗商品价格先跌后升，触底反弹。受新冠疫情全球蔓延影响，几乎所有品种在2季度初都跌至近期低点，随后在海外疫情常态化、经济数据边际向好以及中国需求率先复苏的影响下，石油、铁矿石、有色金属等均有明显的反弹走势。石油价格在OPEC和俄罗斯等国破纪录的大规模减产推动下触底反弹，且中国进口量显著增长；金属方面，上游供应趋紧、库存下降，推动铜和铁矿石等金属商品价格反弹，国内基建需求拉升钢材价格；农产品涨跌不一，国际大豆价格、玉米价格上涨，小麦价格受供给增长的影响有所下跌。

外贸专题：出口增速超预期反弹 69

2020年2季度，中国出口（美元）同比增速为0.1%，较上季度提高13.5个百分点；进口同比增速为-9.7%，较上季度下降6.8个百分点；货物贸易顺差总额为1547亿美元，较去年同期提高508亿美元。在外需快速恶化的背景下，2季度出口增速回升主要来自中国出口产品市场份额的大幅反弹。需要注意的是，与抗疫相关的医疗设备以及口罩、防护服等物资、与远程工作相关的电子产品成为新的出口增长点。如果扣除中药材及中式成药、纺织纱线、织物及制品、医疗仪器及器械的带动作用，2季度总体出口增速将降至-3.8%，进一步扣除集成电路和自动数据处理设备及其零部件对出口的带动作用，出口增速将跌至-6.6%。4-5月，服务贸易逆差为189亿美元，同比下降273亿美元。预计3季度中国出口同比增速继续承压，但环比增速逐步改善。全球经济仍面临较大的不确定性，需警惕第二波疫情的暴发以及疫情冲击下各经济体贸易保护主义倾向加强对全球贸易的负面影响。

特别专题 1：中国出口占全球份额达历史高点 81

从中长期看，中国出口增速保持强劲回升势头并不容易。一方面，疫情带来的不确定性和需求疲软导致的各国企业的资产负债表恶化和投资意愿下降，这将制约外部需求的修复进程。另一方面，随着同类国家渡过疫情高峰，并逐步复工复产，中国对其他国家出口的替代效应、以及陡然上升的出口市场份额，都可能会回归正常时期的水平，这将弱化其他国家复工对我国出口增长的支撑。

特别专题 2：美联储天量宽松是否会带来高通胀 87

为应对疫情冲击，美国采取了史无前例的刺激性政策，美联储资产负债表和联邦财政赤字迅速扩张，市场担忧伴随着美国经济重启，高通胀是否会随之而来。2008年金融危机后，美联储曾启动四轮量化宽松，但并未带来M2增速大幅提高和高通胀。与2008年相比，本次美联储天量宽松的同时，M2同比增速也创下历史新高，为何这次会不一样？高增速的M2是否会带来高通胀？未来是否还有其他因素可能引发美国高通胀？

图表目录

图表 1	美国制造业和非制造业 PMI (ISM)	1
图表 2	美国个人消费支出与消费者信心指数	2
图表 3	美国私人投资与投资者信心指数	3
图表 4	美国对外贸易	3
图表 5	美国劳动力市场	4
图表 6	美国通货膨胀	5
图表 7	美国经济运行状况：高频数据	7
图表 8	PMI 触底回升	10
图表 9	通胀水平持续受抑	11
图表 10	疫情导致失业率攀升	11
图表 11	消费者信心回升	12
图表 12	企业投资放缓	13
图表 13	贸易顺差急降	13
图表 14	日本 PMI 大幅下跌，服务业严重受挫	18
图表 15	日本消费和投资大幅下滑	19
图表 16	进出口同比负增长幅度扩大	19
图表 17	日本东京日经 225 指数回升	21
图表 18	日元小幅升值	21
图表 19	日本自中国进口同比增速大幅反弹	22
图表 20	日本对华直接投资同比增长率回升	23
图表 21	日本季调实际 GDP 环比折年率	23
图表 22	中国与金砖国家贸易情况	30
图表 23	金砖国家数据概览	31
图表 24	社会消费品零售总额与居民消费指标的差异	34
图表 25	社零年度增速 vs GDP 居民消费增速	35

图表 26	东盟六国与韩国的新冠累计确诊人数	40
图表 27	东盟六国与韩国的制造业 PMI 月度值	41
图表 28	区内国家主要股票指数季末环比变动	41
图表 29	区内国家货币对美元汇率（间接标价法）季末环比变动	42
图表 30	东盟六国与韩国宏观经济数据概览	45
图表 31	全球金融市场主要指标变动	48
图表 32	全球金融市场风险状况图	48
图表 33	主要发达和新兴经济体汇率走势一览	49
图表 34	全球主要发达与新兴经济体股市走势一览	50
图表 35	全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览	51
图表 36	全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览	52
图表 37	银行代客收付款分项结构	54
图表 38	银行代客收付款与结售汇顺差差额	56
图表 39	银行代客远期结售汇签约差额	56
图表 40	银行代客远期结售汇展期	56
图表 41	外币公司债季度发债额度与频率	57
图表 42	2 季度大宗商品价格季度均价下跌	60
图表 43	大宗商品价格触底反弹	60
图表 44	2 季度石油价格触底反弹	60
图表 45	2 季度 OPEC 破纪录减产	60
图表 46	2 季度美国商业库存持续缩减	62
图表 47	中国原油进口需求快速反弹	62
图表 48	LME 铜铝价触底稳步反弹	62
图表 49	全球铜库存总量下跌	62
图表 50	国际铁矿石价格强势上涨	62
图表 51	国内螺纹钢期货活跃合约价收涨	62
图表 52	国内农产品现货价格涨跌不一，	65

图表 53	CBOT 大豆玉米价格小幅上涨,	65
图表 54	预估 2 季度全球贸易增速加速下行	70
图表 55	中国出口增速的地区和产品分布	71
图表 56	预估受疫情冲击 2 季度外需加速下滑	72
图表 57	在中国有序复工复产, 而海外疫情快速蔓延的情况下,	73
图表 58	中国进口增速的地区分布 (单位: %)	75
图表 59	中国进口增速的贸易方式和产品分布	75
图表 60	中国货物贸易顺差及服务贸易逆差	77
图表 61	全球及主要经济体制造业 PMI	77
图表 62	中国外贸数据概览	79
图表 63	4 月中国出口市场份额大幅上升	81
图表 64	2020 年 1 月-5 月美国消费品进口同比增速	84
图表 65	美国基础货币和 M2 同比增速	88
图表 66	美国货币乘数的影响因素	89
图表 67	美国 CPI 与 M2 同比增速	92

美国经济：初步企稳还是进一步衰退？

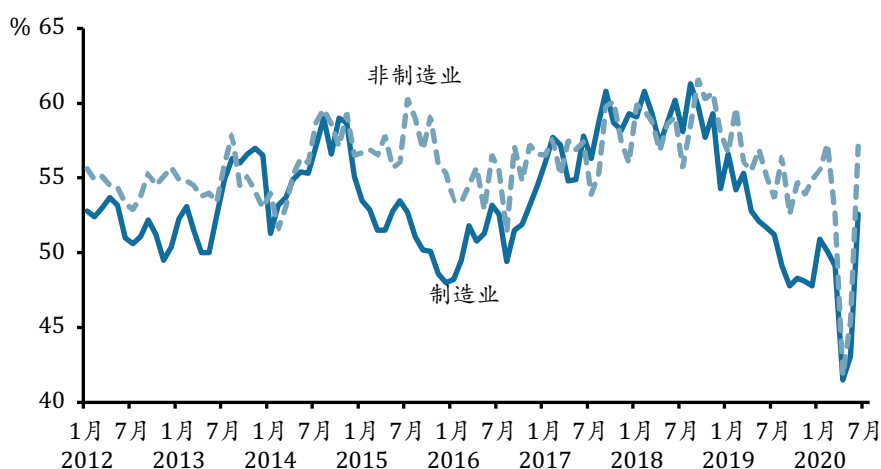
为控制大规模扩散的疫情，美国各州在 3 月份发布了不同形式的“居家令”，多数生产活动被迫中断，PMI 骤降，消费和企业投资锐减，对外贸易也断崖式下跌；通缩担忧再起；劳动力市场初次申请失业金人数和失业率维持在历史高位。为此，美国政府已出台了三轮主要救助方案和一项追加计划，7 月份出台新一轮财政刺激计划可期；美联储宽松货币政策不断加码，陆续推出零利率、无限量 QE 和多项非常规货币政策等工具组合，收益率曲线控制政策也在考虑范畴。2020 年 2 季度美国经济陷入深度衰退，5 月份以来衰退速度有所放缓，多项指标显示美国经济有初步企稳迹象。不过，近期部分经济活动重启州的感染率出现飙升，多个州宣布暂停或推迟重启计划，若疫情持续防控不力，将延长美国经济衰退时间。

一、经济运行形势

2 季度美国经济深度衰退。

PMI 显示经济深度衰退后初步企稳。为控制疫情，美国各州发布了不同形式的“居家令”，多数生产活动被迫中断，4 月制造业 PMI 从 3 月的 49.1 降至 41.5。相对而言，服务业受挫更为严重，尤其是休闲娱乐行业，4 月的非制造业 PMI 从 3 月的 52.5 骤降至 41.8。随着美国分阶段重启经济、逐渐复工复产，5 月制造业和非制造业 PMI 皆小幅回升，6 月制造业和非制造业 PMI 进一步回升至 52.6 和 57.1，表明经济有初步企稳迹象。

图表 1 美国制造业和非制造业 PMI (ISM)

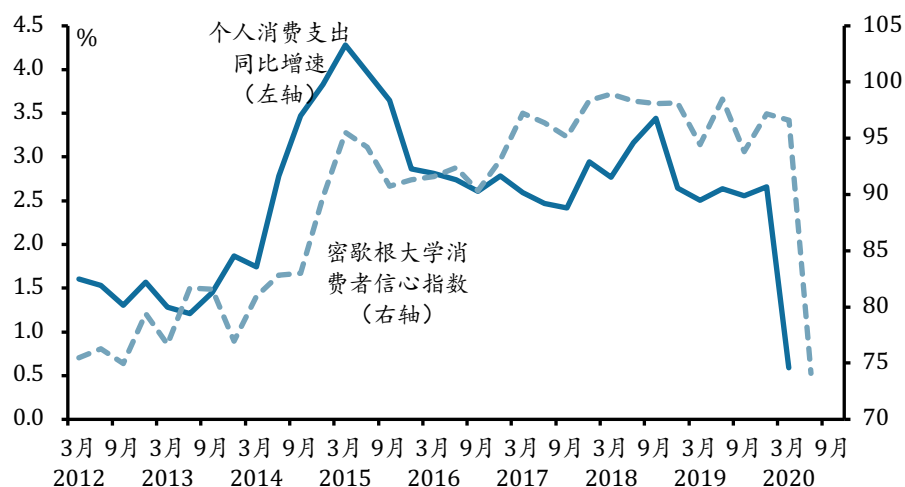


数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

消费初显改善迹象。

消费初显改善迹象。消费一直是支撑美国经济增长的主要动力。在疫情冲击下，商业活动被迫中断，失业人口暴增，美国的个人消费支出也断崖式下跌。2015年以来，美国个人消费支出同比增速基本维持在2.5%以上，2020年1季度下跌至0.59%，并拖累实际GDP环比增速4.73个百分点。由于疫情3月份才在美国大范围扩散，1季度的消费者信心指数仍保持在96.6的高位，随着疫情在美失控，2季度的消费者信心指数滑落至74.1。从月度数据来看，4月份消费者信心指数跌至低谷，录得2012年以来最差数值71.8，随着部分经济重启，5、6月份消费者信心指数进一步回升至72.3和78.1。从零售数据来看，5月美国零售数据环比上涨17.7%，远超预期的8.4%，个人消费支出环比上涨8.2%，前值为-13.6%。不过，5月的个人收入环比下降4.2%，接近史上最大降幅纪录，4月前值曾激增10.5%，创有史以来最大增幅。

图表2 美国个人消费支出与消费者信心指数



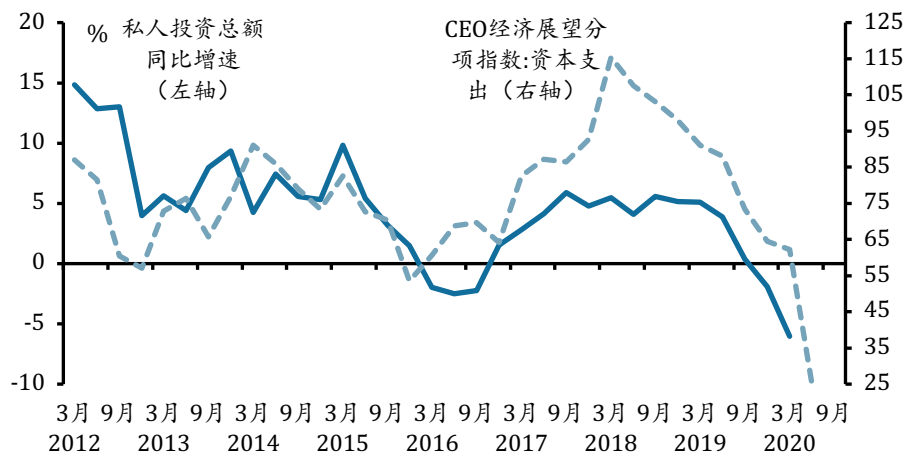
数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

企业投资疲中有稳。

企业投资疲中有稳。2020年1季度，美国私人投资总额同比增速跌至-6.03%，拖累实际GDP环比增速-1.77个百分点。2季度美国CEO经济展望关于资本支出的分项指数下滑至25，显示2季度企业投资进一步疲软。随着疫情扩散和生产活动中断，4-6月份Sentix投资信心指数分别下滑至-39.1、-36.8和-22.3，中小企业乐观指数从3月份的96.4下跌至90.9，企业投资跌至2008年金融危机以来的低点。随着部分经

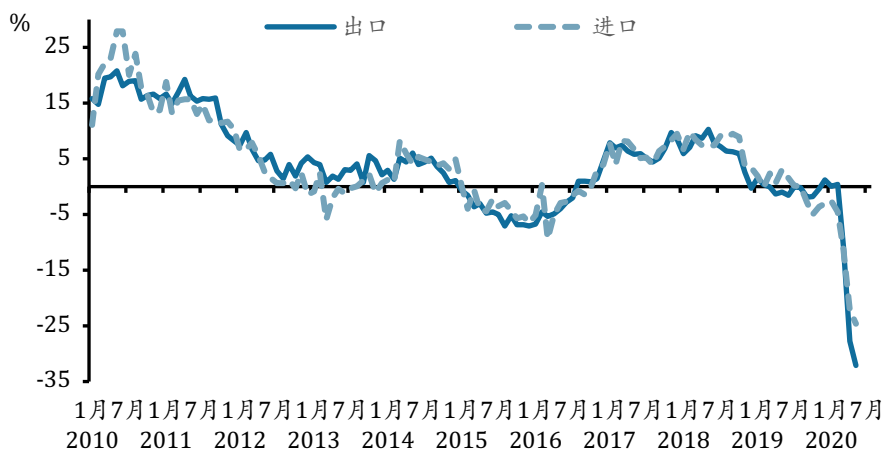
济重启，5 月份 Sentix 投资信心指数收窄至-36.8，中小企业乐观指数也回升至 94.4。从新屋开工数据来看，5 月美国新屋开工 97.4 万户，显著高于 4 月的 89.1 万户；反映未来美国新房开工的营建许可在 5 月为 122 万户，高于 4 月的 107.4 万户，不过，两者皆低于市场预期。

图表 3 美国私人投资与投资者信心指数



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 4 美国对外贸易



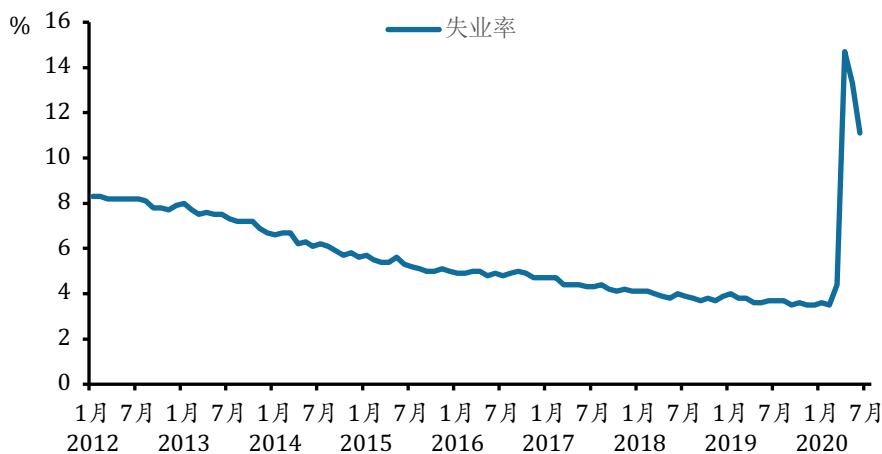
数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

对外贸易断崖式
下跌。

对外贸易断崖式下跌。受新冠疫情冲击和全球贸易活动被物理性隔断，美国对外贸易出现断崖式下跌。2020 年 4 月，美国出口金额收缩至 1511.3 亿美元，同比减少 27.79%，进口金额下降至 2008.9 亿美元，同比减少 22.28%，贸易逆差扩大至 497.56 亿美元。5 月美国出口

金额收缩至 1445.1 亿美元，同比减少 32.11%，进口金额下降至 1991.2 亿美元，同比减少 24.61%，贸易逆差进一步扩大至 546.01 亿美元。尽管美国部分经济重启，但全球疫情仍在扩散，外加欧美贸易关系紧张和中美贸易争端仍存变数，2 季度美国对外贸易尚无企稳迹象。

图表 5 美国劳动力市场



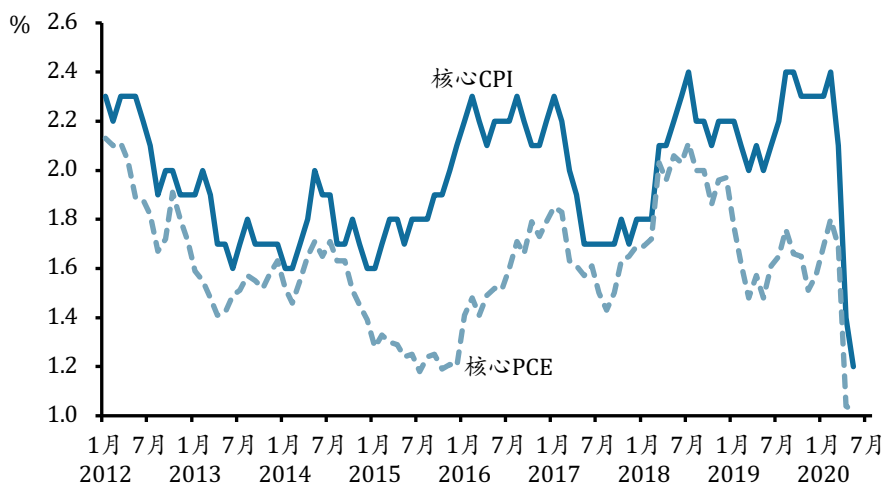
数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

失业率飙升。

失业率飙升。2020 年 4 月美国非农就业人数减少 2053.7 万，失业率飙升至 14.7%，创下大萧条以来最高纪录，相当于抹去了 2008 年国际金融危机以来的所有增幅。考虑到很多已经倒闭、但 4 月份仍在发薪的企业，其员工被算作“就业”而非“失业”，实际失业人数可能更高。5 月份失业率降至 13.3%。不过，由于劳工部的统计数据存在“错误分类误差”，5 月份的实际失业率可能接近 16.3%。6 月失业率进一步降至 11.1%。此外，新增非农就业人数在 4 月份降至-2050 万人后，5、6 月份新增非农就业人数分别回升至 250.9 和 480 万人。另一方面，截至 6 月底，美国持续领取失业金人数仍超过 1800 万人，显示失业情况仍不容乐观，但距离 2491.2 万人的峰值已有所减少，表明就业市场的至暗时刻可能正在过去。正常情况下，失业率上升会导致居民收入减少和消费下降，进而导致 GDP 收缩；但与此不同的是，疫情期间，部分失业只是临时性解雇，一旦经济恢复重启，虽然部分人将永久性失业，但更多的临时性失业人员将会被重新雇佣。而且，由于政府强

大的救济措施，失业率并没有完全传导至居民收入减少，而消费的下降则与“居家令”有关。未来消费的恢复速度，一方面取决于政府救济措施的持续时长，另一方面取决于经济衰退深度和重启状况。

图表 6 美国通货膨胀



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

通缩担忧再起。受疫情冲击，叠加油价大跌，2020年4月美国CPI环比下降0.7%，为2008年12月份以来最大降幅，同比增长放缓至0.3%，为2015年以来最小增长。剔除食品和能源，5月美国CPI环比增速为0，同比增速降至0.1%，核心CPI降至1.2%，通货紧缩担忧再起。此外，美联储最关心的核心PCE同比增速在5月份仅录得1.02%，远低于2%的通胀目标。这表明收入下降和因“居家令”被限制的消费对需求的影响程度仍然超过因生产活动受阻而造成的供给减少。不过，美联储无限量QE等刺激政策，使得市场担忧在未来是否会导致突发严重的通货膨胀。

金融市场风险不容忽视。

金融市场风险不容忽视。3月份以来，美股出现崩盘式暴跌，10天内四次触发熔断机制。在美联储释放天量流动性的支持下，美股V型反弹，几乎收复此前跌幅，尤其是纳斯达克指数更是再创新高。10年期国债收益率跌至历史低点，波动性有所增加。由于流动性紧张，美元指数在3月份曾短期上涨，一度突破102。伴随着流动性缓解，美

元指数逐渐回落至 97 附近。由于沃克尔法则的隔离效应，金融市场风险尚未传导至商业银行体系。不过，6 月 25 日美联储的公告表示，美国监管机构修改了禁止银行实体投资或赞助对冲基金或私募股权基金的沃尔克法则。新法案允许银行通过基金结构从事某些交易、对允许的交易内容提供了更明确的规定、并取消了银行在与其附属机构进行衍生品交易时必须持有保证金的要求。该规定将于 10 月 1 日生效。近期，疫情反弹导致多个州宣布暂停或推迟重启计划，外加欧美贸易争端升温，不排除美国金融市场可能二次回调。

二、宏观政策分析

财政政策与货币政策空前发力。

财政政策空前发力。3 月份以来，美国政府已出台了三轮主要救助方案和一项追加计划。3 月份，美国国会通过了一系列的紧急救助法案，包括 3 月 6 日签署的 83 亿美元的第一阶段法案；即《冠状病毒防范和应对补充拨款法案》；其后签署的规模稍大的第二阶段法案，即《家庭优先冠状病毒应对法案》；以及 3 月 27 日特朗普签署的总额 2 万亿美元的第三阶段法案，即著名的 CARES 法案。4 月份，特朗普政府又追加了一项总额 4840 亿美元的额外拨款计划，用于给小企业发放贷款和向医院提供资金。由于经济仍存在高度不确定性已经前期部分救助政策将到期，美国政府正在酝酿新一轮刺激计划。

美联储宽松货币政策不断加码。为了应对金融市场动荡和经济衰退风险，美联储宽松货币政策不断加码。美联储将联邦基金利率降至零利率之后，还陆续推出了多个非常规政策工具，包括无限 QE、金融市场的“最后贷款人工具”（PDCF、MMLF 等）、私人部门和地方政府的“最后贷款人工具”（PMCCF、SMCCF、MLF 等），以及推出全球美元流动性的“最后贷款人工具”（美元互换和 FIMA）。经过一系列的“放水”，美联储的资产负债表规模已由 2019 年的 3.8 万亿美元低位上升到今年 6 月初的逾 7 万亿美元。美联储公开市场委员会在 6 月议息会议结束后发表声明，决定将政策利率维持在“零下限”，17

位票委的政策利率预期点阵图显示，美联储预期零利率将至少维持至 2022 年底。此外，美联储暂不考虑负利率，但正在讨论收益率曲线控制。

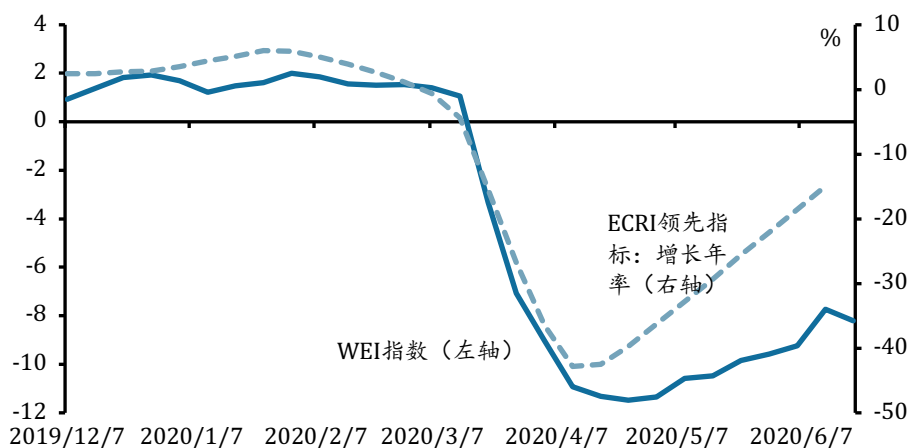
三、美国经济形势小结与展望

美国经济衰退速度有所放缓，复苏路径仍不明朗。

美国经济 2 季度陷入深度衰退。3 月份，疫情开始在美国大规模扩散，为控制疫情，美国各州发布了不同形式的“居家令”，多数生产活动被迫中断，PMI 骤降，消费和企业投资锐减，对外贸易也断崖式下跌。与此同时，初次领取失业救济和持续领取失业救济的绝对人数以及失业率仍维持在历史高位。美联储 6 月份议息会议预估，2020 年美国实际 GDP 将下滑 6.5%，IMF 在 6 月份的《世界经济展望》中，将美国实际 GDP 增速由-5.9%下修至-8.0%。

美国经济已显示初步企稳迹象，至暗时刻正在过去。图表 7 展示了高频数据反映的美国经济运行状况，WEI 指数和 ECRI 领先指标一致性显示，美国经济在 2 季度陷入深度衰退，4 月份处于加速衰退阶段，5 月份以来经济衰退的速度有所放缓，初显企稳迹象。

图表 7 美国经济运行状况：高频数据



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

未来美国经济将逐渐复苏，但复苏

未来美国经济将逐渐复苏，但复苏路径尚不确定。首先，疫情存在二次大规模爆发的可能性，部分经济活动重启州的感染率已经出现

路径尚不确定。

飙升，多个州宣布暂停或推迟重启计划，若疫情继续防控不力，将延长美国经济衰退时间。其次，消费是美国经济增长的主要动力，支撑当前消费的部分政府救济措施将在 7 月底到期，届时是否会有新的救助方案接力或经济重启导致失业人员重新就业，将决定消费能否维持和经济何时开始复苏。最后，如果失业率在高位维持太长时间，将会导致部分临时性失业变成永久性失业，并对经济造成永久性伤害。

欧洲经济：经济活动逐步恢复

2020年2季度欧元区经济在疫情封锁措施逐步解除的情况下缓慢恢复，综合PMI从4月的冰点连续回升至接近荣枯线水平，其中服务业PMI由于前期下滑幅度较大，反弹最为明显。受疫情好转、欧洲央行紧急资产购买计划加码、欧盟复兴基金计划通过等积极因素的影响，欧元区消费者和投资者信心双双回暖，利好下一阶段区内生产和消费的复苏。不过，目前欧元区经济活动的恢复仍处于初级阶段，失业率不断攀升，贸易账户盈余急速收窄，通胀水平在能源价格下跌的压力下持续受抑，核心通胀亦降至2017年4月以来的低点。考虑到可能出现的小范围疫情反复，预计3季度欧元区经济将在波折中缓慢走向复苏。

一、经济运行态势

PMI触底回升。

PMI触底回升。欧元区19国综合采购经理人指数（PMI）2季度均值为31.0，较上季度的均值44.2下滑13.2。不过，从月度数据来看，欧元区综合PMI在4月触及13.6的冰点后逐步回升至6月的47.5，高于市场预期的41。这表明虽然仍处于收缩区间，但在大规模限制措施逐步解除的支撑下，欧元区经济活动已开始恢复。

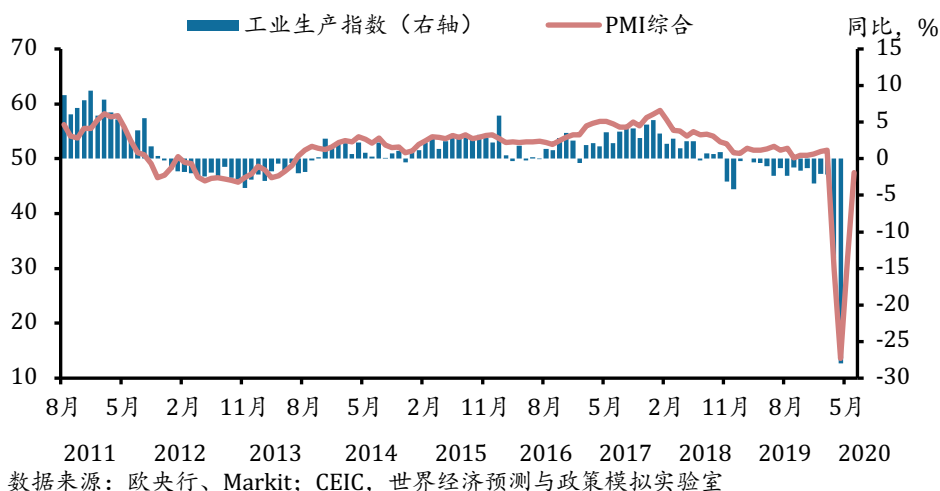
6月欧元区制造业PMI为46.9，亦较4月低点33.4明显回升。相对制造业，欧元区服务业由于前期下滑幅度较大，因此反弹更为明显。6月欧元区服务业PMI为47.3，大幅超过4月低点的12.0，同时继前一个月的30.5再度攀升。

就欧元区主要国家来看，法国数据好于其他国家。6月法国制造业（52.1）和服务业PMI指数（50.3）均回到扩张区间，综合采购经理人指数（PMI）亦跳升至51.3，重回荣枯线上方，且录得2018年10月以来新高。德国的制造业和服务业也度过了最糟糕的时期，6月综合采购经理人指数（PMI）从5月的32.3升至45.8，为过去4个月以来的高点，其中服务业PMI从5月的32.6升至45.8，为过去4个月以来的高点；制造业PMI从5月的36.6升至44.6，为过去3个月以来的高点，显示出制造业、服务业明显改善的趋势。

工业产出方面，由于4月是欧元区经济活动的冰点，工业生产指

数在 4 月创出有记录以来的新低，同比下降 28%，环比下跌 17.1%，但二者均好于预期。其中，最大经济体德国工业产出同比大跌 30.2%，法国及意大利亦同比分别下跌 34.9%及 42.5%。不过，随着疫情的缓解和限制措施的接触，预计欧元区工业产出在 5、6 月份会有所回升。

图表 8 PMI 触底回升



通胀水平持续受抑。

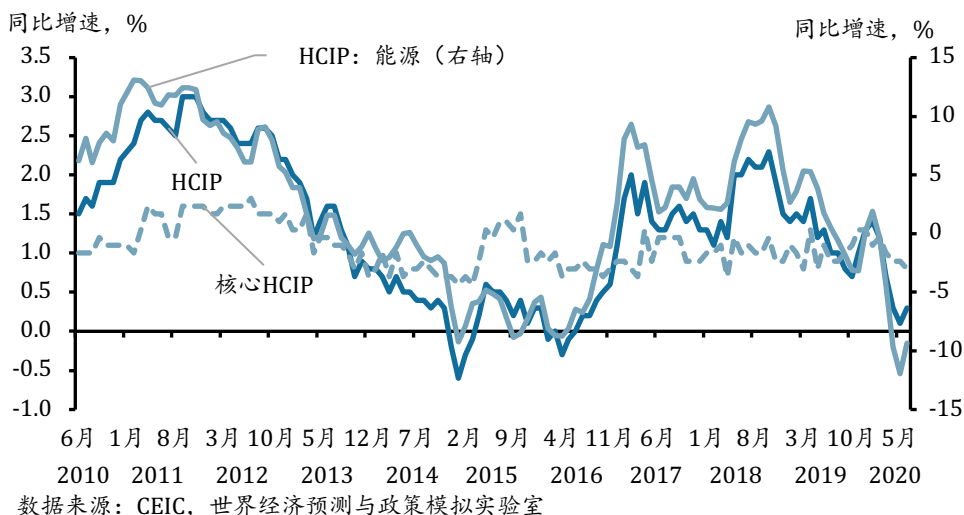
通胀水平持续受抑。 6 月份欧元区消费者调和价格指数 (Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP) 从 5 月同比增速 0.1% 的四年内最低位小幅回升至 0.3%，超过市场此前预期的“维持不变”。从分项来看，尽管食品成本明显上升，食品价格同比上升 3.1%，但新冠疫情大幅降低了燃料需求并压低能源价格，能源价格在 6 月同比下跌了 9.4%，是导致 6 月欧元区通胀同比增长率保持在低位的主要动因。剔除了波动性较大的能源和食品之后，6 月欧元区核心通货膨胀率为 0.8%，较前一个月下滑 0.1 个百分点，但总体仍处于稳定状态。

疫情导致失业率攀升。

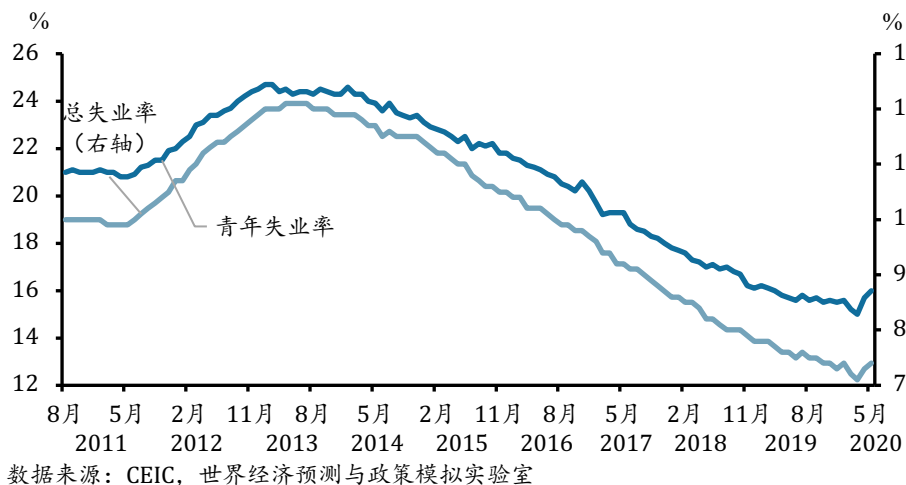
疫情导致失业率攀升。 5 月欧元区 19 国经季节性调整后的失业率为 7.4%，较 4 月的 7.3% 上升 0.1 个百分点，总体好于预期的 8.2%，体现政府对就业市场的补贴发挥了作用。目前欧洲有 4000 多万人获得了带薪休假补贴，期间的大部分工资由政府资助。也有分析认为，失业率低于预期的原因，是很多人在封锁期间无法寻找工作或者放弃

求职，因此被划归为不活跃就业人员，而非失业人员。欧央行行长拉加德 6 月 19 日亦表示，经济下滑影响尚未在欧元区的劳动力市场全部显现，欧元区 19 个成员国的失业率可能从目前的 7.4% 升至 10%。

图表 9 通胀水平持续受抑

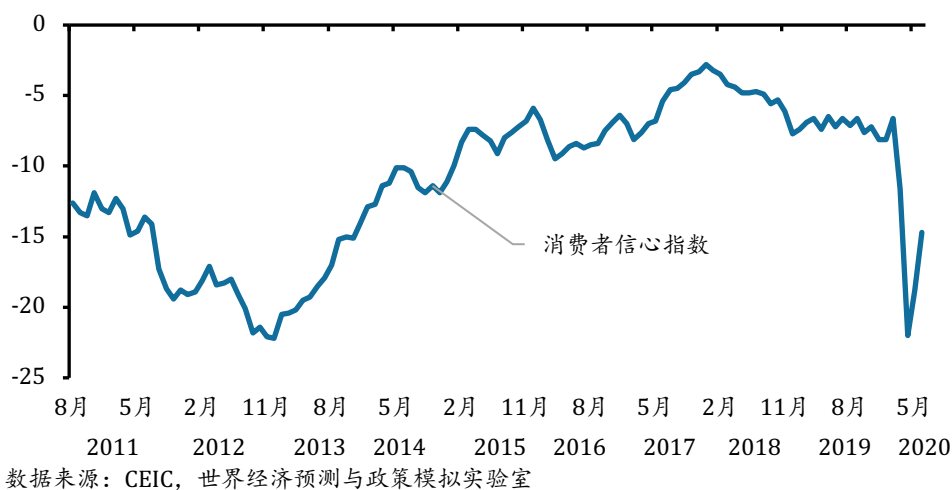


图表 10 疫情导致失业率攀升



欧元区青年失业率也同样有所上升。5 月欧元区 19 国青年失业率为 16.0%，较前月上升 0.3 个百分点，青年失业人数为 226.7 万人，比前一个月增加了 4.2 万人。从成员国来看，青年失业率最低的是德国(5.4%)，最高的是希腊(35.6%)，西班牙(32.9%)和卢森堡(26.1%)。

图表 11 消费者信心回升



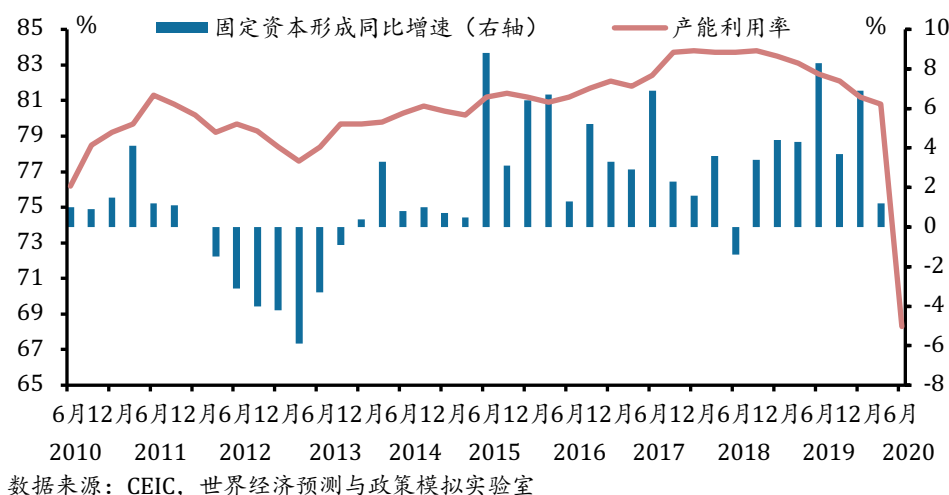
二、支出法 GDP 分解

消费者信心回升，
居民消费支出增
长。

消费者信心回升，居民消费支出增长。6月欧元区消费者信心从4月-22.0的低点来至-14.7，较5月的-18.8进一步回升，与市场此前预期相符，表明虽仍低于长期平均水平，但得益于防疫封锁措施解除，欧元区消费者信心明显改善。就成员国而言，7月份德国消费者信心先行指数连续第二个月上升，为-9.6点，比6月份调整后的终值上升9点，其中经济前景指标、收入预期指标和购买倾向指标环比均上升10点以上。而法国方面，5月份法国消费者信心指数为-16.7，高于4月份的-19.0，也呈现出改善的趋势。

消费支出方面，4月份欧元区19个国家的零售销售较3月份下降11.7%，同比下降19.6%，降幅均小于市场预期。零售销售中唯一的亮点是邮购和网上购物，环比增长10.9%。芬兰是唯一实现零售销量增长的国家，较3月份增长0.3%。

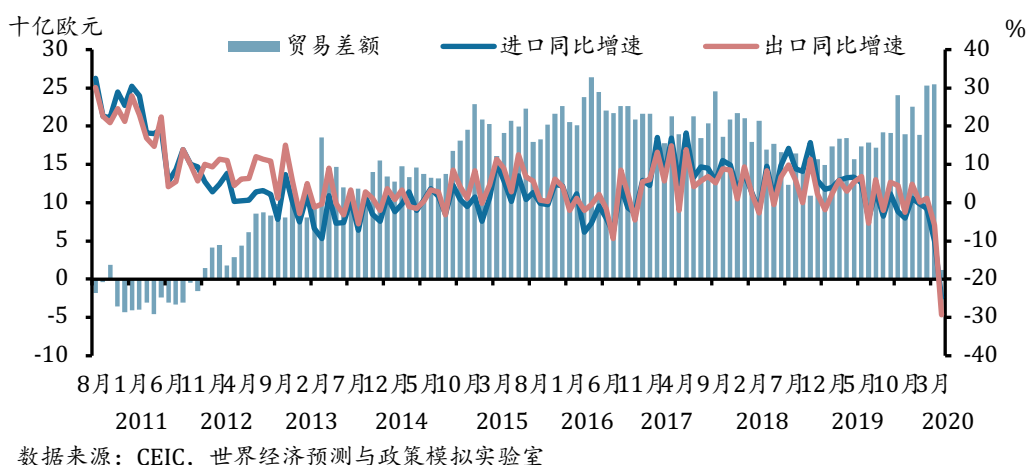
图表 12 企业投资放缓



企业投资放缓。

企业投资放缓。欧元区工业信心指数从4月-32.5的低点小幅回升至-27.5，显示随着抗疫封锁的解除，企业信心有所回暖。1季度不变价固定资本形成总额在疫情的影响下同比增长1.2%，大幅低于上季度的6.9%，从环比来看，1季度固定资本形成环比降低4.3%，也显示出停工停产对于企业投资的负面影响。与此同时，欧元区制造业产能利用率也大幅下滑，2020年2季度产能利用率为68.3%，较上季度的80.8%下跌了12.5个百分点。

图表 13 贸易顺差急降



贸易顺差急降。

贸易顺差急降。受封锁抗疫的影响，2020年4月，欧元区19国贸易账户盈余急降，季调后货物贸易顺差为12.3亿欧元，大幅低于3月的154.7亿欧元，也是2011年10月以来的最低值。经季节性因素调整后，欧元区4月份出口规模环比下降24.5%，进口规模环比下降13%，其中对区外经济体出口规模为1373亿欧元，进口规模为1361亿欧元，区内贸易额为1127亿欧元。这体现了欧元区工厂和边境关闭而带来的需求和生产下降给商品贸易造成的双重打击。

三、政策走势

欧央行扩大 PEPP
资产购买规模。

欧央行扩大 PEPP 资产购买规模。自疫情在欧洲全面暴发以来，欧洲央行明显强化了经济刺激力度，采取了扩大量化宽松、实施长期再融资操作等积极货币政策，为欧元区提供了大量流动性支持。3月，欧洲央行宣布推出总额7500亿欧元的新冠疫情紧急资产购买计划（PEPP），该计划将执行至2020年底。6月4日的议息会议则将这一购买规模进一步扩大至1.35万亿美元，并将购债期限至少延长到2021年6月底。欧央行政策其它方面基本维持不变。常规资产购买计划（APP）依然保持200亿欧元每月的速度，今年额外增加的1200亿欧元APP也在进行中。同时欧央行保持利率下限在-0.5%不变。

随后，欧洲央行在6月25日宣布，将推出新的流动性措施，向欧元区以外的央行提供预防性的欧元回购便利，以应对疫情冲击下的市场失灵及其所引发的欧元流动性需求。该新工具补充了欧洲央行的双边互换和回购额度，体现了欧元在全球金融市场的重要性。

欧盟委员会通过
“复兴基金计划”。

欧盟委员会通过“复兴基金计划”。5月27日，欧盟委员会通过了抗疫复苏法案“复兴基金计划”，规模为7500亿欧元。其中，5000亿欧元将以无偿拨款形式发放给各国，2500亿欧元为援助贷款。资金分配将倾向于受灾严重、财政困难的南欧（意大利、西班牙和希腊）及东欧（波兰）国家。意大利和西班牙可能各获得20%资金；核心国家如法国（10%），德国（7%）比例较低。不过，随后在6月19日的

欧盟成员国领导人峰会上，各方在共同举债的细节方面仍存明显分歧，经过激烈讨论后领导人们决定暂时搁置分歧，等待 1 个月之后的面对面磋商。

四、经济形势展望

预计 3 季度欧元区经济将在波折中缓慢走向复苏。

预计 3 季度欧元区经济将在波折中缓慢走向复苏。随着欧洲各国政府对公民和企业严格限制的放松，欧元区经济衰退的状况在 5、6 月份得到缓解。不过，目前欧元区经济复苏还处于初级阶段，企业业务和活动距正常状态仍相去甚远，与此同时，疫情发展亦有可能出现反复，因此预计 3 季度欧元区经济复苏整体趋于温和。

就政策层面而言，经过上半年的洗礼，欧洲各国政府拥有了更加丰富的疫情控制经验，即便下半年疫情出现波折，大规模爆发及失控的概率较小。在此基础上，欧洲央行宽松货币政策，以及在下半年大概率获得成员国批准的欧盟 7500 亿欧元的共同债券计划将为欧洲经济的复苏提供支撑，支持欧元区经济在波折中缓慢走向复苏。

日本经济：疫情冲击衰退加剧

2020年第2季度，受新冠肺炎疫情冲击，日本经济增速大幅下降。制造业 PMI 较上季度再次下降 7.0 至 40.1，连续 6 个季度处于荣枯线下方，表明市场收缩态势持续且加剧；服务业 PMI 较上季度大幅下降 12.9 至 31，出现严重收缩。失业率有所上升，5 月季调失业率 2.9%，较上月提升 0.3 个百分点，这也是 40 个月以来的最高值。第 2 季度日本消费和投资增速均大幅下滑。一般商品零售额和汽车零售额同比增长率出现断崖式下降。房地产开发投资出现比较严重的负增长；机械设备相关投资同比负增长较之前更加严重。进出口同比负增长幅度扩大。2020 年 4-5 月出口和进口同比增长率分别为-22.5%和-14.8%，较第 1 季度的-8.5%和-10.0%进一步下滑。日本央行宣布维持基准利率不变，同时扩大特别贷款计划的规模，以继续支持受疫情影响的日本经济。财政政策也通过补充预算案加码刺激经济增长。股票指数在第 2 季度出现比较明显的反弹，季末日经 225 指数较上季度末反弹 17.8%至 22288 点。消费物价增速明显下降，核心 CPI 出现同比负增长。对华贸易投资方面，进入 2020 年第 2 季度，日本对中国出口同比增速和自中国进口同比增速有所上升，自中国进口同比增速回升尤其明显且出现正增长；日本对全世界和对中国 FDI 同比增长率均有所回升，其中对中国 FDI 同比增长率回归正增长。预计日本 2020 年第 2 季度实际 GDP 季调环比折年率-15%，第 3 季度回升至-1.0%。

一、经济景气萎缩

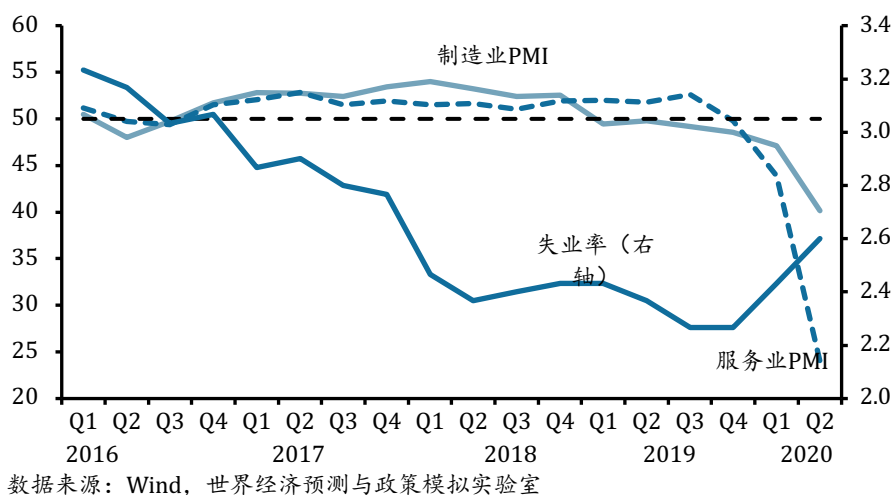
**2020 年第 2 季度，
受新冠肺炎疫情冲击，日本 PMI 大幅
下行。**

2020 年第 2 季度，受新冠肺炎疫情冲击，日本经济增速大幅下降。制造业 PMI 较上季度再次下降 7.0 至 40.1，连续 6 个季度处于荣枯线下方，表明市场收缩态势持续且加剧；服务业 PMI 较上季度大幅下降 12.9 至 31，出现严重收缩。从月度数据看，最严重的时间已经过去。4 至 6 月，制造业 PMI 分别为 41.9、38.4 和 40.1，服务业 PMI 分别为 21.5、26.5 和 45.0，两者都在第 2 季度出现触底反弹势头。受疫情造成经济停摆的影响，失业率有所上升，5 月季调失业率 2.9%，较上月提升 0.3 个百分点，这也是 40 个月以来的最高值。5 月季调有效求人倍率由上月的 1.32 进一步下降至 1.20，虽然岗位需求仍然多于求职人数，但岗位数大幅收缩的势头一直延续（2019 年第 4 季度和 2020 年第 1 季度季调有效求人倍率均值分别为 1.57 和 1.44）。

2020年第2季度日本消费和投资增速均大幅下滑。房地产开发投资出现比较严重的负增长；机械设备相关投资同比负增长较之前更加严重。

2020年第2季度日本消费和投资增速均大幅下滑。从商业销售额看，2020年第2季度4月和5月合计一般商品零售额和汽车零售额同比增长率分别为-37.0%和-29.5%，出现断崖式下降。投资各领域中，房地产开发投资出现比较严重的负增长。2020年第2季度4-5月新屋开工户数由2020年第1季度同比负增长9.9%降幅扩大至负增长12.6%，住宅新屋开工建筑面积同比增长率也由-10.0%下滑至-13.9%，办公楼开工建筑面积同比增长率由7.8%下滑至-5.1%。机械设备相关投资同比负增长较之前更加严重。机械设备投资方面，2020年4-5月工程机械出货金额同比增长由第1季度的-17.5%，大幅下滑至-35%。日银短观第2季度预测指数-18，实际指数-31；第3季度预测指数-34。说明景气收缩大大超出企业预期，并且在未来更趋悲观。

图表 14 日本 PMI 大幅下跌，服务业严重受挫

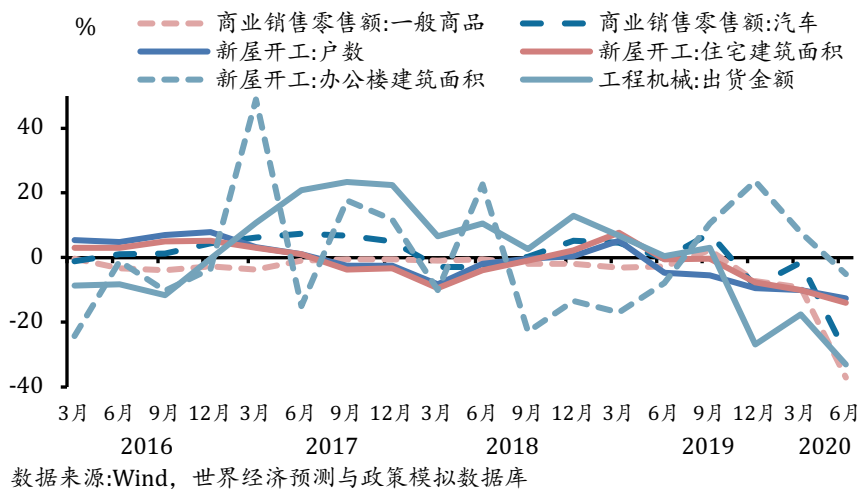


进出口同比负增长幅度扩大。

进出口同比负增长幅度扩大。2020年4-5月合并数据看，出口和进口同比增长率分别为-22.5%和-14.8%，较第1季度的-8.5%和-10.0%进一步下滑，一定程度反映了内外部需求的萎缩。从出口的地区国别来看，日本对美国、欧盟出口都出现非常严重的同比负增长，4-5月合计分别同比下降43.5%和41.4%，较第1季度的-9.2%和-18.3%显著下滑；对除中国之外亚洲的出口同比下降也较为严重，4-5月合计分别同比下降16.5%，比第1季度-3.2%降幅也明显扩大；对中国出口虽然也

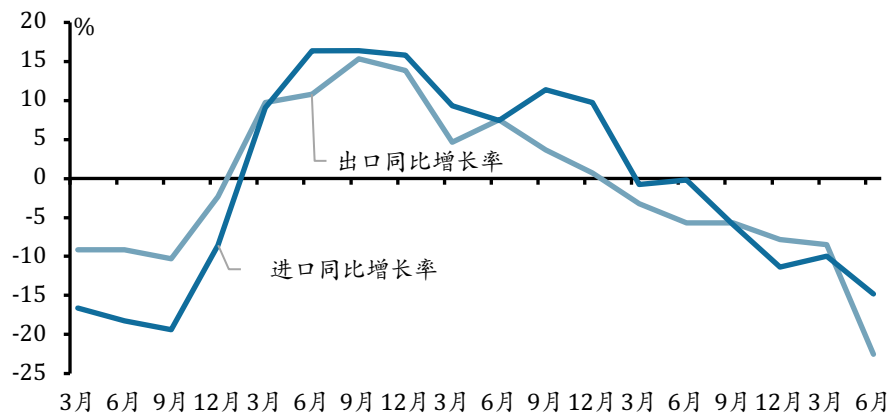
出现同比下降，但仅为-3.0%，降幅较第1季度的-5.3%还有所收敛。这反映了日本主要出口对象在新冠肺炎疫情冲击下经济恢复的程度各有不同。

图表 15 日本消费和投资大幅下滑



注：2020年第2季度值为4-5月合计值。

图表 16 进出口同比负增长幅度扩大



数据来源:Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

注：2020年第2季度值为4-5月合计值。

二、刺激政策力度加码

日本央行宣布维持基准利率不变，同时扩大特别贷款计划的规模，以继续支持受疫情影响的日本经济。财政政策也通过补充预算案加码刺激经济增长。

2020年6月16日，日本央行宣布维持基准利率不变，同时扩大特别贷款计划的规模，以继续支持受疫情影响的日本经济。货币政策会议宣布将基准利率维持在-0.1%不变，同时将10年期国债收益率目标维持在0%附近不变。同时，日本央行决定，将其75万亿日元的支持企业融资的特别贷款计划规模进一步提高至110万亿日元。通胀方面，日本央行顺势下调当前通胀预期并表示，一段时间内CPI年率可能为负。日本央行称，由于新冠肺炎疫情对日本国内外的影响，日本经济处于相当严峻的境地。随着疫情给全球经济带来压力，日本央行推出了针对中小企业的30万亿日元无息贷款计划，并通过类似计划向主要的大型企业提供25万亿日元贷款。在4月底的会议上，日本央行已经宣布将无限量购买日本国债，取消之前每年约80万亿日元购债规模的额度限制。

财政政策方面，6月12日，日本政府为应对新冠肺炎疫情而编制的本财年第二次补充预算案在日本国会获得通过。这一补充预算案规模为31.9万亿日元，超过4月份通过的第一次补充预算案，再创日本补充预算规模新高。由此，日本本财年预算规模将由102.7万亿日元扩大至160万亿日元。目前，日本经济刺激计划总规模超过230万亿日元，约为日本实际国内生产总值的四成。预计年内预算赤字将从2019年占GDP的2.6%扩大至相当于GDP的11.3%。

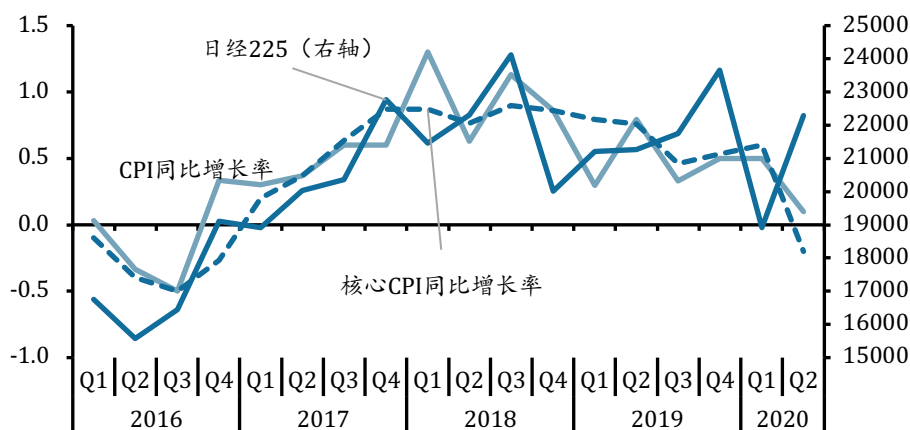
股票市场指数回升。受疫情造成的恐慌影响，2020年第1季度末日经225指数较2019年第4季度末下跌20%至18917点，为2017年第2季度末以来的最低季度末值。第2季度则出现比较明显的反弹，季末日经225指数较上季度末反弹17.8%至22288点。

消费物价增速明显下降，核心CPI出现同比负增长。CPI和核心CPI同比增长率2020年4-5月均值由2020年第1季度均值的0.5%和0.6%，分别下降至0.1%和-0.2%。这是核心CPI同比增速在时隔13个季度之后再次出现负增长。

日元在避险情绪助推下小幅升值。

日元小幅升值。2020年第2季度美元兑日元中间汇率为1美元兑107.6日元。日元对美元较第1季度升值了1.2%，与上年同期相比，则升值了2.1%。2020年4-5月日元实际有效汇率均值80.2，较2020年第1季度均值76.7有所上升，且达到2016年第4季度以来的最高值。日本在发达国家中应对新冠肺炎疫情较好，美国成为市场最大忧虑，在此背景下，日元升值有避险情绪助推的因素存在。

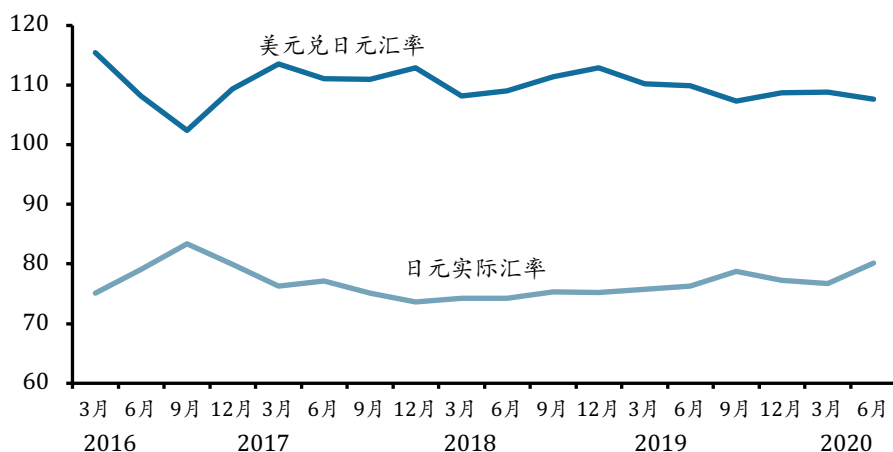
图表 17 日本东京日经 225 指数回升



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

注：CPI和核心CPI同比增长率2020年第2季度数据为4-5月均值。

图表 18 日元小幅升值



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

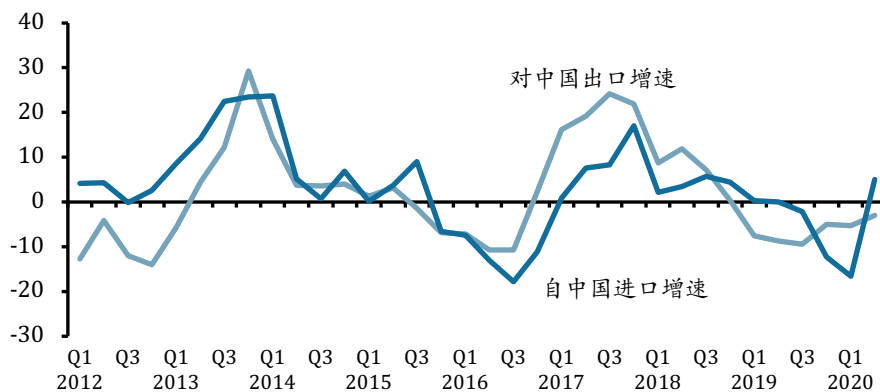
注：2020年第2季度实际有效汇率为4-5月平均值。

三、对华贸易投资增速回升

进入 2020 年第 2 季度，日本对中国出口同比增速和自中国进口同比增速有所上升，自中国进口同比增速回升尤其明显且出现正增长，对中国 FDI 同比增长率回归正增长。

进入 2020 年第 2 季度，日本对中国出口同比增速和自中国进口同比增速有所上升，自中国进口同比增速回升尤其明显且出现正增长。4-5 月合计，日本对中国出口同比增长率-3.0%，降幅较第 1 季度的-5.3%有所收敛；自中国进口同比增长率则由第 1 季度的-16.6%大幅回升至 5.0%，这也是连续 4 个季度负增长之后首次出现同比正增长。从进口的产品结构来判断，自中国进口回升主要是与防疫相关物资（如口罩及其原材料）进口相关，而非出于日本国内经济复苏的需要。4 月和 5 月，自中国进口的矿物燃料金额同比增长率分别为-54.6%和-71.75%，运输设备进口额同比增长率分别为-11.1%和-39.2%；但自中国进口的制成品同比增长率分别为 54.7%和 46.0%，其中“纺织纱线及织物”进口金额更是分别高达 234.9%和 298.2%。无论如何，在整体进出口同比大幅下滑的背景下，日本对华贸易成为其对外贸易的主要亮点。

图表 19 日本自中国进口同比增速大幅反弹



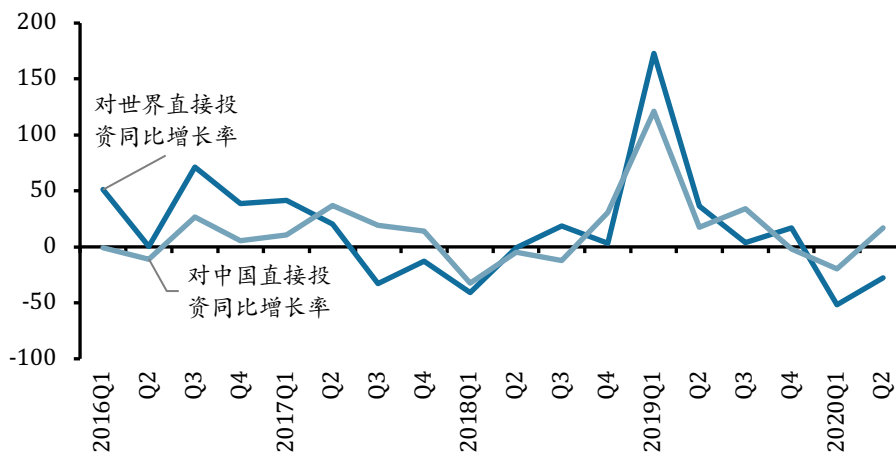
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

注：2020 年第 2 季度值为 4-5 月合计值。

进入第 2 季度，日本对全世界和对中国 FDI 同比增长率均有所回升，其中对中国 FDI 同比增长率回归正增长。2020 年 4 月，日本对中国 FDI 规模为 1672 亿日元，同比增长率 17.2%，较 2020 年第 1 季度的同比增长率-19.6%显著回升。2020 年 4 月，日本对全世界 FDI 规模

15642 亿日元，同比增长-27.7%，虽然同比仍在下降区间，但较 2020 年第 1 季度的同比增长率-57.7%也有所回升。

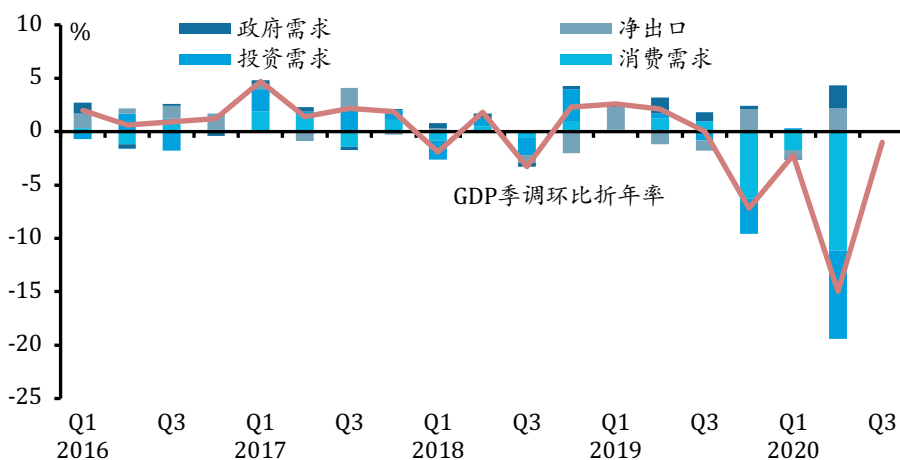
图表 20 日本对华直接投资同比增长率回升



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

注：2020 年第 2 季度值为 4 月值。

图表 21 日本季调实际 GDP 环比折年率



数据来源：日本内阁府，世界经济预测与政策模拟实验室

四、预测与展望

预计 2020 年第 2 季度实际 GDP 季调环比折年率

2020 年第 2 季度，新冠肺炎疫情在中国得到控制，但在欧美高速蔓延，日本感染人数也在其决定推迟举办奥运会之后迅速攀升。这一世界性经济停摆和全球供应链中断的冲击，可能比 2008-2009 年国际

-15%，2020 年第 2 季度实际 GDP 季调环比折年率 -1%。

金融危机的影响更大，从消费、投资、政府支出到出口，都会面临下降压力，一两个季度就出现明显反弹的希望不大。预计 2020 年第 2 季度实际 GDP 季调环比折年率-15%。日本政府 4 月 7 日宣布紧急状态并于次日生效，其国内疫情不容乐观，或将进一步恶化。在包括财政、货币和税收在内的经济刺激政策对冲下，经济增长率在此前 3 个季度负增长的基础之上，环比可能实现一定回升，预计第 3 季度实际 GDP 季调环比折年率-1%。

金砖国家经济：寻求疫情控制与经济恢复的平衡

金砖四国大都在3月底实施封城措施，因此各国经济在2季度受到严重冲击，不过随着5月、6月封城措施逐步降级，各国经济有所恢复，如巴西制造业PMI在6月已回升至51.6，俄罗斯、印度和南非制造业PMI也恢复至49.4、47.2和42.5。不过，从全球范围来看，四国疫情均较为严重，且日均新增病例呈现快速增长态势，不排除未来政府重新收紧封城措施的可能，各国仍需处理好疫情控制与经济恢复之间的平衡。政策方面，在疫情暴发初期财政政策相继出台的基础上，各国财政空间已然有限，且多为社会保障和救助政策，对经济刺激力度不够，短期内不得不更多依赖货币政策，虽然利率大都已降至历史低位，但在疫情重压之下，各国仍有进一步宽松的压力。

一、金砖国家经济形势

疫情对俄罗斯的冲击集中显现，2季度经济将大幅萎缩。

2 季度俄罗斯经济大幅萎缩。1 季度俄罗斯经济同比增长 1.6%。虽然 1 季度疫情冲击相对有限，但从 3 月底开始，疫情对俄罗斯的冲击集中显现。俄罗斯政府曾宣布 3 月 28 日至 4 月 5 日全俄带薪休假，此后休假日期不断延长，最终延长至 5 月 11 日。受疫情影响，4 月和 5 月俄罗斯零售总额同比分别萎缩 23.4%和 19.2%，4 月俄罗斯出口同比萎缩 36%，进口同比萎缩 21.9%。工业生产同比增速大幅下滑，4 月和 5 月同比萎缩分别为 6.6%和 9.6%。制造业 PMI 在 4 月大幅下降至 31.3，5 月和 6 月分别恢复至 36.2 和 49.4，服务业 PMI 在 4 月下探至 12.2，5 月和 6 月分别恢复至 35.9 和 47.8。PMI 的好转反映了经济的逐步重启，但指数低于 50 表明俄罗斯制造业和服务业经营状况持续恶化。虽然随着封城措施的逐步解除，俄罗斯经济有所恢复，但估计 2 季度仍将大幅萎缩。

随着封城措施的缓解，3 季度经济将有所恢复。

随着封城措施的缓解，3 季度经济将有所恢复。6 月底，俄罗斯新冠肺炎确诊病例接近 65 万，排在全球第三位。疫情对俄罗斯经济造成严重冲击。据俄罗斯经济发展部部长表示，受疫情限制措施影响，俄罗斯每天损失约为 1000 亿卢布，经济活动较封锁措施实施前的水平下滑了 33%，四分之一的俄罗斯公司因受疫情影响需要支持。5 月俄

罗斯失业率上涨至 6.1%，虽相对水平不高，但比疫情前的 4.5% 左右仍有较高的升幅。俄罗斯金融市场也受到一定冲击。据俄罗斯央行初步数据显示，1-5 月俄罗斯资本净流出同比增长 18.8%，达到 335 亿美元。俄罗斯卢布对美元在 4 月相比 1 月贬值 17.9%，莫斯科交易所本币市值 3 月相比 1 月萎缩了 14.9%，但 4 月和 5 月有所恢复。为缓解疫情限制措施对经济增长的冲击，俄罗斯总统普京宣布 5 月 12 日起全俄结束带薪休假，在条件允许的情况下复工复产。与此同时，为抑制疫情影响，6 月 3 日，俄罗斯政府出台了一项旨在恢复经济和社会生活的全国性计划。该复苏计划预计在 2020 年 6 月至 2021 年 12 月支出总计 5 万亿卢布（约 730 亿美元），以遏制由新冠肺炎疫情引起的经济衰退。货币政策方面，4 月和 6 月，俄罗斯央行两次降息，基准利率从 6.0% 降至 4.5% 的历史低点，未来存在进一步宽松的可能。**2020 年俄罗斯经济预计增长-7.0% 左右。**

疫情造成巴西经济进一步衰退。

2 季度巴西经济进一步衰退。1 季度巴西经济环比增长-1.5%，同比增长-0.3%，这表明疫情对巴西经济的冲击在 1 季度已经显现。2 季度疫情对经济的冲击将进一步加剧。4 月巴西零售总额同比和环比均大幅萎缩 16.8%，巴西热图利奥·瓦加斯基金会公布的消费信心指数（CCI）显示，该指数在 4 月下降了 22 点至 58.2 点，为 2005 年 9 月以来的历史最低水平，5 月和 6 月消费者信心有所恢复，但也仅为 62.1 点和 71.1 点，主要反映了社会隔离措施放宽对经济改善的期望，不过与其他国家相比，巴西的消费者信心仍是最低的。商业信心指数在 4 月也下降了 33.7 点至 55.8 点，5 月恢复至 65.5 点，但仍处于历史较低水平。4-6 月，巴西出口同比萎缩 8.4%、14.2% 和 2.7%，进口同比萎缩 14.8%、10.5% 和 19.8%。4 月和 5 月，工业生产同比大幅萎缩 27.2% 和 21.9%，连续 7 个月处于收缩态势，今年前五个月累计萎缩 11.2%。4 月巴西服务业相比 3 月下降 11.7%，3 月和 4 月累计损失 17.9%。4 月巴西制造业 PMI 大幅下探至 36，随后在 5 月恢复至 38.3，6 月进一步上升至 51.6，显示出制造业经营改善迹象。服务业 PMI 在 4 月和 5 月分别为 27.4 和 27.6，6 月恢复至 35.9，仍大幅低于枯荣线。

疫情不断升级将对巴西经济造成严重冲击。

疫情不断升级将对巴西经济造成严重冲击。6月底，巴西新冠肺炎确诊病例已超过140万，排在全球第二位，仅次于美国。在疫情冲击下，4月底巴西全国失业人数累计达1280万，失业率达12.6%，为去年3月以来最高。5月，疫情已经造成970万劳动者没有收入，相当于全国就业人口的11.5%。疫情引发巴西金融市场动荡。外国投资者不断从巴西股票和债券市场撤资，据统计，2-5月外国投资者从巴西股市撤出118亿美元，2-4月从巴西债市撤资187亿美元。受此影响，3月相比1月，巴西股市本币市值缩水33.5%，4月和5月虽有所恢复，但5月相比1月市值缩水仍超过20%。巴西雷亚尔也经历了大幅贬值，5月雷亚尔兑美元月平均汇率为5.639，相比1月雷亚尔对美元贬值26.4%。为促进经济恢复，进入6月，巴西各地逐步解封，但确诊病例数量的快速增长令经济重启困难重重，同时加剧疫情传播风险。财政政策方面，2季度巴西并没有推出新的刺激措施。货币政策方面，受疫情影响，巴西消费价格指数持续下降，5月巴西通货膨胀降至1.9%，6月巴西央行启动了本年度的第四次降息，目前利率在2.25%，为近20年来最低值，即使如此，巴西央行表示仍有进一步推行货币刺激措施的空间。**2020年巴西经济预计增长-10%左右。**

疫情令印度经济增长失去动力，2季度将陷入负增长。

疫情令印度经济增长失去动力。1季度印度经济同比增长为3.1%，创10年来新低，2019-2020财年经济增速降至4.2%。考虑到印度在3月底实施全国封锁措施，2季度印度经济将受到更为强烈的负面冲击。5月印度消费者信心大跌，印度央行公布的消费信心当期指数为63.7，相比3月下降了21.9点。据统计，4月在全国采取封城措施的高峰时期，印度进入零售商店的消费者人数环比下降了90%，5月再次环比下降30%。3月和4月，印度出口同比分别萎缩34.6%和60.3%，进口同比分别萎缩28.7%和58.7%。工业生产在3月和4月同比萎缩分别为18.3%和55.5%。制造业PMI在4月大幅下探至27.4，5月稍微恢复至30.8，6月进一步恢复至47.2。服务业也一度面临崩溃，4月服务业PMI从3月的49.3暴跌至5.4，创下历史最低水平，5月恢复至12.6，6月恢复至33.7%。

疫情或令印度经济在 2020 年陷入负增长。

疫情或令印度经济在 2020 年陷入负增长。在经济增长压力之下，6 月 8 日印度开始第一阶段的解封，允许餐馆、购物中心和宗教场所对民众开放。7 月 1 日起，印度全国进一步解封，恢复国内飞机、火车等交通运输方式，但学校、体育场等公共场所维持关闭。6 月底，印度新冠肺炎确诊病例已接近 60 万，排在全球第四位，确诊病例的快速增长或将使印度（至少是部分地区）重新实施封锁措施。在疫情冲击下，4 月和 5 月，印度失业率陡升至 23.5%，其中，4 月 20-30 岁的失业人口超过 2700 万，30-40 岁左右的失业人口有 3300 万。不过在 6 月 21 日的那一周失业率重新降至 8.5%，这很大程度上反映了解封的影响。疫情对印度经济的冲击也使得卢比进一步走弱，4 月卢比对美元相比 2 月贬值 6.1%，5 月稍微有些恢复。印度股市也经历了大跌，3 月孟买证券交易所市值相比 1 月下跌 27.5%，5 月相比 1 月缩水仍有 18.8%。为刺激经济特别是促进就业，5 月 12 日，印度总理莫迪宣布将推出总额为 20 万亿卢比（约合 2670 亿美元）的一揽子经济刺激计划，规模约占到印度 GDP 的 10%。从 2 月开始，印度通货膨胀率不断走低，3 月已降至 5.8%，不过受疫情影响，4 月和 5 月印度政府并未公布通胀数据。5 月 22 日印度央行提前举行货币政策会议，将基准利率从 4.4% 降至 4.0%。**2020 年印度经济增长预计为-4.0%。**

疫情造成南非经济持续衰退。

南非经济继续衰退。1 季度南非经济同比增长-0.1%，环比增长-2.0%。由于南非自 3 月 27 日开始实施全国范围内的封城措施，2 季度经济形势将进一步恶化。如在零售方面，4 月南非汽车销售同比下降 83.9%。对外贸易方面，4 月南非出口和进口同比萎缩分别为 48.9% 和 17.9%，5 月出口同比萎缩虽收窄至 8.9%，但进口同比萎缩却扩大至 22.0%。南非制造业 PMI 在 4 月下滑至 35.1，5 月进一步下滑至 32.5，6 月则恢复至 42.5，显示制造业的情况仍在恶化。

疫情令南非经济雪上加霜，2020 年经济将大幅衰退。

疫情令南非经济雪上加霜。6 月底，南非新冠肺炎确诊病例已超过 15 万。受疫情的冲击影响，南非统计局的调查显示，8.1% 的受访者表示已失去工作或企业歇业，另一项调查显示，有四成的企业主认为企业无法继续经营。今年 1 季度南非的失业率已经高达 30.1%，在

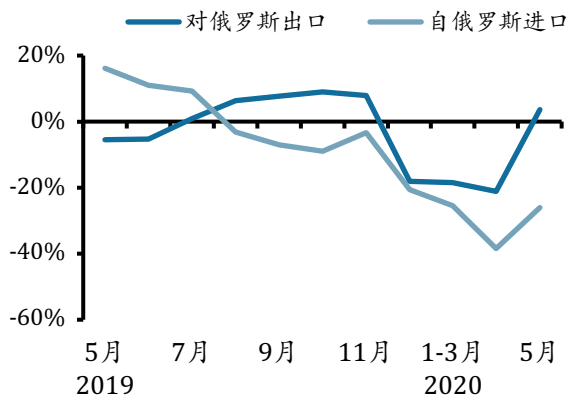
疫情的冲击下将会继续上升。南非金融市场也受到影响。南非兰特对美元4月相比1月贬值22.4%，约翰内斯堡证券交易所市值3月相比1月下降了16.8%，4月、5月有所恢复，其中，5月相比3月增长了11.1%。南非发电量也经历了大幅下滑，4月同比萎缩22.8%，5月同比萎缩13.2%。为降低封城对经济带来的负面影响，自5月1日起，南非政府逐步降低封城等级。与此同时，4月21日，南非总统拉马福萨宣布将推出总额为5000亿兰特（约263亿美元）的社会救助与经济支持计划。南非通货膨胀率1季度开始大幅下降，4月降至3.0%，而2月为4.6%，在这种情况下，南非央行在3月、4月、5月连续三次降息250个基点至3.75%，希望以此来刺激经济。**2020年南非经济预计增长-10.0%左右。**

二、金砖国家与中国贸易

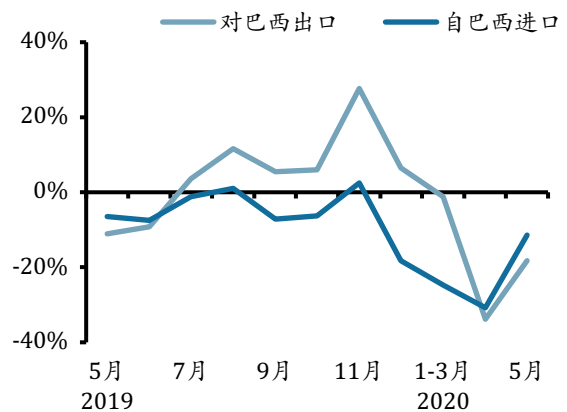
中国与金砖国家贸易继续萎缩。

中国与金砖国家贸易继续萎缩。2020年1季度，中国与金砖国家贸易总额同比萎缩67.5%，2季度有所好转。出口方面，4月和5月，中国对俄罗斯出口仍有小幅同比增长，分别为7.0%和0.3%。但中国对印度、南非、巴西出口仍有较大幅度的衰退，其中4月和5月中国对印度出口同比萎缩分别为40.0%和51.2%，对南非出口同比萎缩分别为21.9%和30.6%，对巴西出口同比萎缩分别为10.2和26.3%。进口方面，中国自南非进口仍保持大幅萎缩态势，4月和5月，中国自南非进口同比萎缩分别为52.7%和47.7%，自俄罗斯进口同比萎缩也分别为18.8%和33.4%，自印度和巴西进口有所好转，5月中国自以上两国进口同比萎缩幅度降至9.5%和7.3%。由于中国与金砖国家贸易总额相比去年同期有所下降，其在中国总贸易中的比例在5月降至6.4%。

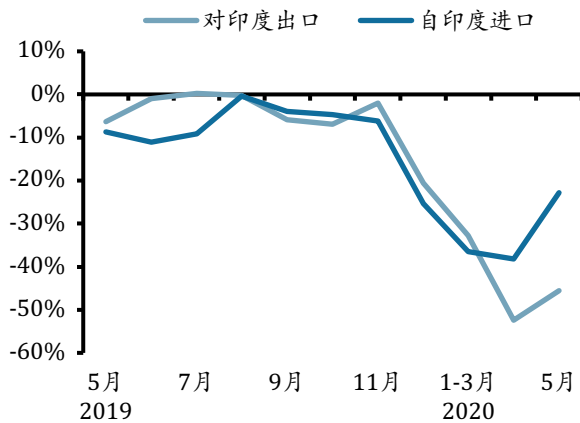
图表 22 中国与金砖国家贸易情况



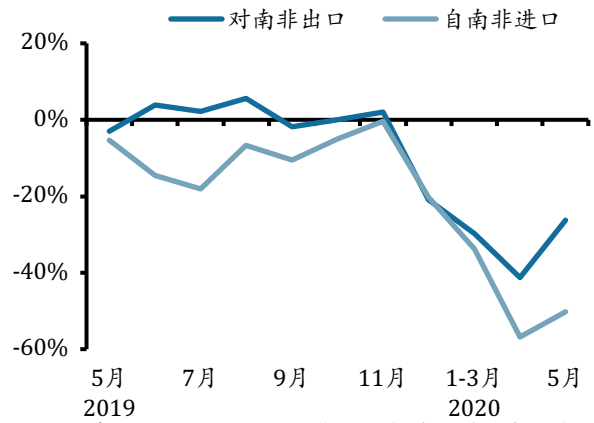
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

注: 对进出口同比增长率进行了三月移动平均处理以减轻其波动性。

图表 23 金砖国家数据概览

实际 GDP 增速	CPI 同比增速					
	(季度同比, %)			(同比增速, %)		
	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020M4	2020M5	2020M6
俄罗斯	1.5	2.1	1.6	3.1	3.0	-
巴西	1.2	1.7	-0.3	2.4	1.9	-
印度	5.1	4.7	3.1	-	-	-
南非	0.1	-0.5	-0.1	3.0	-	-
汇率	制造业 PMI					
	(名义汇率, perUSD)					
	2020M4	2020M5	2020M6	2020M4	2020M5	2020M6
俄罗斯	75.217	72.611	69.224	31.3	36.2	49.4
巴西	5.317	5.639	5.188	36.0	38.3	51.6
印度	76.168	75.658	75.708	27.4	30.8	47.2
南非	18.565	18.184	17.134	35.1	32.5	42.5
出口	进口					
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2020M4	2020M5	2020M6	2020M4	2020M5	2020M6
俄罗斯	-36.0	-	-	-21.9	-	-
巴西	-8.4	-14.2	-2.7	-14.8	-10.5	-19.8
印度	-60.3	-	-	-58.7	-	-
南非	-49.9	-8.9	-	-18.0	-22.0	-
中国出口	中国进口					
	(同比增速, %)			(同比增速, %)		
	2020M4	2020M5	2020M6	2020M4	2020M5	2020M6
俄罗斯	7.0	0.3	-	-18.8	-33.4	-
巴西	-10.2	-26.3	-	-15.6	-7.3	-
印度	-40.0	-51.2	-	-36.3	-9.5	-
南非	-21.9	-30.6	-	-52.7	-47.7	-

数据来源: Wind, CEIC。

中国经济：如何观察消费复苏

一般而言，消费是三驾马车里最稳定的因素，讨论总需求波动通常更多关注出口和投资。但是疫情冲击下，消费需求失去了稳定。2020年1季度中国GDP的增速为-6.8%，其中消费贡献了-4.36个百分点，成为最重要的拖累因素。后疫情时期，中国经济能实现多大程度的回调和反弹，相当程度上也将取决于消费需求的修复。伴随的一个问题是，当前消费需求到底恢复得怎么样？对于这个问题，我们通常会观察社会消费品零售总额（社零）。但是在疫情冲击之下，这个指标无法准确反映消费需求。

一、疫情冲击下，用社零指标观察消费需求偏差较大

疫情之下，社零增速低估了消费回暖。

2020年4月，社零当月同比增速仅为-7.5%，虽然较1季度的-19%已经有明显好转，但与同期的工业增加值增速（3.9%）形成了很大的反差。看起来，消费恢复大大慢于生产，消费复苏明显慢于此前预期。但是，用社零指标来观察消费需求存在的问题。尤其是疫情的特殊冲击下，这一指标的问题更加突出。具体来说有以下问题：

社零少算了一大块内容。

第一，**社零的销售内容**，比居民消费少了一大块，即服务消费。根据《国家统计调查制度》，社会消费品零售总额的统计内容仅涉及两类单位：批发零售、住宿餐饮，因此其无法代表总体的消费需求。除了批发零售、住宿餐饮两大类，居民消费还包括其他一些重要内容，比如：居住、生活服务、通信服务、快递服务、医疗保健服务、教育等等。上述消费内容，都不在社零指标中。疫情冲击下，社零中包括的住宿餐饮、批发零售往往受到冲击较大，而没有包含在社零当中的那些消费内容则更加稳定。因此，**社零指标仅仅包括了批发零售、住宿餐饮，如果只看这项指标，就会高估消费需求面临的困难。**当然，我们对消费需求面临的困难确实要有足够的重视，但要进行全面的分析。

社零销售对象多算了一块。

第二，**社零的销售对象**，超出了居民个人，同时也包括社会集团。根据我国的统计制度，社会集团包括机关、社会团体、部队、学校、企业事业单位、居委会或村委会。因此，社零的部分内容并不属于居民消

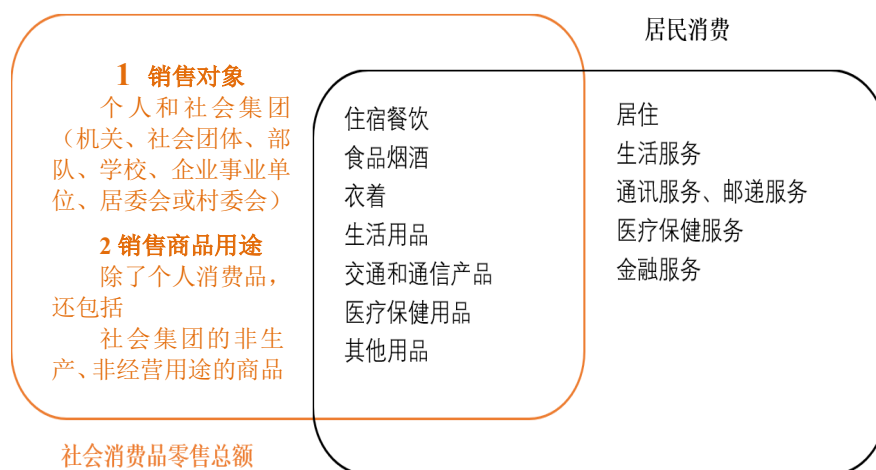
社零的销售商品也多算了一块。

费。

第三，社零所涉及销售商品的用途也超出了居民消费。因为社零对应的销售对象包括了社会集团，因此其所对应的销售用途，既包括居民个人消费用品，也包括社会集团的非生产、非经营用途购买的商品。例如，企业自用的建材、燃料、五金用品，学校、部队自用的食堂炊具、文体用品，机关事业单位自用的办公用品、耗材等等。从这个口径来看，社零指标范围也明显超出了居民消费口径。

从以上三点可以看到，相对于居民消费需求而言，社零指标该算的没有算（第一点），不该算的算了（第二、三点）。尤其在疫情冲击下，第一点原因使得社零与消费需求之间的偏差比平时更为突出。

图表 24 社会消费品零售总额与居民消费指标的差异



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

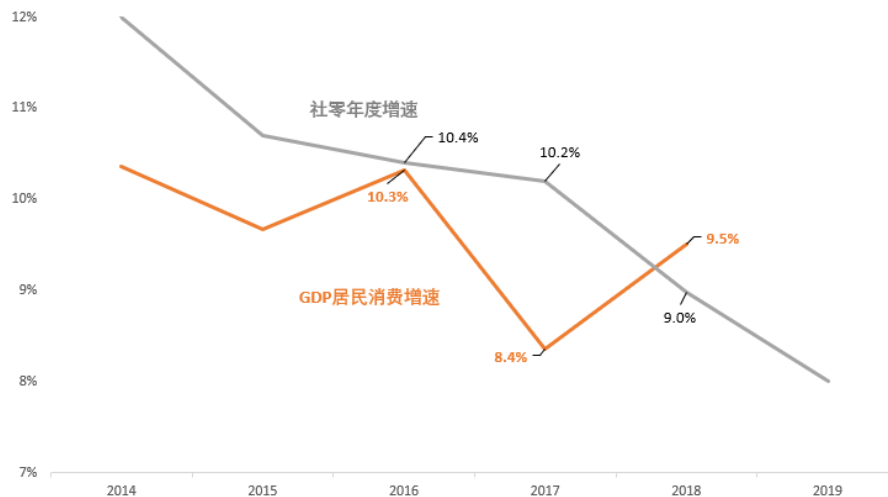
二、从数据表现来看社零指标和居民消费的差异

社零增速与 GDP 居民消费增速，两者不一致。

从数据上来看，我们可以观察到社零增速、GDP 口径的居民消费增速两个指标的重要差异（两者均为名义增速）。在近些年中，两者呈现出不相关、甚至完全相反的变动。比如 2017 年，社零增速较 2016 年下降了 0.2 个百分点（从 10.4% 下降到 10.2%），而 GDP 口径的居民消费增速则下降了近 2 个百分点（从 10.3% 下降至 8.4%）。2018 年，

社零增速较 2017 年下降了 1.2 个百分点（从 10.2% 下降至 9.0%），但 GDP 口径的居民消费增速则上升了 1.1 个百分点（从 8.4% 上升到 9.5%）。

图表 25 社零年度增速 vs GDP 居民消费增速



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

GDP 居民消费数据也有问题。

显然 GDP 口径的居民消费数据，更能够代表实际的居民消费增速情况，但是这个指标也面临问题。一是数据频率太低，只有年度增速。在季度频率上，GDP 口径的居民消费只有贡献率、拉动的百分点，没有同比增速。二是滞后时间长，到 2020 年目前为止，还没有 2019 年的 GDP 口径居民消费数据。同时社零数据又存在前述缺陷，这就给我们观察消费需求的最新变化带来了困难。

三、基于季度数据来观察消费需求的变化

社零、GDP 居民消费指标都有问题。

用社零、GDP 口径的居民消费来观察消费需求，都有各自的问题。那应该怎样观察消费呢？下面给出两种基于季度数据的方法，而且这两种方法得到的结论比较一致。

用两种方法来估算居民消费情况。

第一种方法是根据季度的 GDP 的拉动点数来推算消费增速。例如，消费拉动 GDP 下降 4 个点，用这个数除以居民消费占 GDP 的比例，假如 50%，那就得到同期消费增速为 -8%（-4%除以 50%）。这种方法也容易受到怀疑，不过我们可以看到，这种推算方法也得到了第二种方法

的验证和支持。

第二种估算方法，根据城镇居民人均消费支出增速来进行估算。因为农村居民的现金消费支出没有季度数据、没有季度增速。因此可以做如下估算：用城镇居民人均消费支出增速，加上全国总体人口增速，再加上调整项（用于考虑农村人口转变成城镇人口，即城市化的影响，这对消费增速也有拉升的贡献）。

估算得到居民消费的增速区间。

根据以上两种方法，可以得到一个估算区间：2020年1季度，居民消费增速应该在-7.5%到-9.2%之间，或者说-8%上下。而同期，社会消费品零售总额增速是-19%（两个口径均为名义值）。从这个比较来看，消费增速虽然仍有显著下滑，但远比社零增速看起来要好。这在一定程度上，也可以部分解释对于1季度GDP数据的困惑。按照类似的方法，我们可以估算出过去年度的居民消费增速情况，然后将其与过去年度的社零指标、GDP居民消费增速进行比较，可以发现：估算的居民消费增速与GDP居民消费增速的变化高度一致，效果明显好于社零增速指标。

四、用金融数据来观察、验证消费的复苏变化趋势

尝试用金融数据来观察和验证居民消费的复苏情况。

接下来，我们分行业的股价指数来观察消费的最新的复苏和变化。不过，股价数据也会受到金融市场投机因素、心理预期的影响，不一定完全反映基本面。不过可以对我们的逻辑和直觉，进行一些验证。

首先我们选定2020年1月22日武汉封城之前那天作为基期。假定待观察行业的股票指数均为100，观察期持续到5月22日。然后，根据万得沪深两市上市公司的股票行业分类整理，观察所有与消费相关的行业股价指数。可以发现，疫情爆发以来，日常消费相关行业的股价，总体上维持稳定甚至走强。而可选消费行业则仍然弱于疫情爆发之前的表现。具体而言，从疫情爆发以来，消费需求经历了以下三个阶段：

第一阶段消费行为萎缩到必需品。

第一阶段，1月22日至3月中旬。在这个阶段，除了极个别行业在金融市场上表现出市场价值上升（比如医疗保健、家庭用品、食品与

主要用品零售等勉强为正)，其他消费类行业市值均出现了不同程度的下降。这验证了：疫情迅猛冲击之下消费行为退缩到了必需品和医疗保健两个领域。

第二阶段消费行业开始分化。

第二阶段，从3月中旬疫情得到基本控制到5月1日黄金周之前。行业表现开始分化，有更多行业加入到了增长区间，例如：互联网销售、个人用品、制药等。值得注意的是，“五一”之前市场对某些行业预期非常积极，包括航空、公路铁路运输、酒店 餐饮与休闲，这些行业的股价都有明显上升。但在“五一”之后，上述行业的股价都出现了回落。需要说明的是，“酒店餐馆与休闲”行业表现并不是很弱，这可能与上市公司的样本偏差有关，该行业中的非上市公司可能面临更大困境，而社零指标的统计则包含了后者。

第三阶段，可选消费、社交消费仍然有待观察。

第三阶段，“五一”以来国内疫情总体上更加趋稳，但消费相关的行业分化更加显著。互联网的线上消费、跟出口有关的医疗保健品行业（这并不一定体现国内需求因素）的股价向上，其他的基本生活用品、日常生活用品的行业股指保持稳定。跟1月22日相比，股价仍然处于下跌区间的消费相关行业可以分成两类：第一类是跟疫情控制措施相关的消费，比如酒店餐饮、航空交通运输等；第二类跟疫情控制没有直接关系，但跟居民未来的收入信心、就业信心相关，比如汽车，以及家庭耐用消费品的消费。

后续仍要观察可选消费和社交消费。

其中，第一类消费的恢复快慢，取决于疫情控制当中限制人流措施的放开，以及居民对疫情恐惧心理的消除。第二类消费的恢复快慢，则取决于居民收入信心和就业预期。在这方面，家庭耐用消费品行业值得观察。总体上来看，上述两类消费均没有回到疫情爆发之前的水平。接下来对消费行为的观察，还可以特别关注这两类行业。

东盟韩国经济：有望触底回升

2020年第2季度，疫情冲击在东盟和韩国地区渐趋明朗，虽然第2季度新增病例较多，但疫情总体可控且优于全球，经济重启已开始。第2季度，东盟整体制造业 PMI 大幅下降至 36.6，较上季下降 11.2；韩国制造业 PMI 为 42.1，较上季下降 5.5。不过，单月情况显示 PMI 已于 5 月开始回升，6 月马来西亚和越南的 PMI 已回升至荣枯线以上，PMI 所反映的景气程度预示着经济在第 2 季度探底，在下半年有望出现进一步回升。6 月贸易初步数据也支持经济外部环境的好转。上季度金融市场的剧烈波动在这一季度基本平息。尽管步伐不同，区内各国均已开始放松社会隔离限制，本季经济政策重点也从疫情纾困全面转向经济复苏支持。预计 2020 年下半年，东盟及韩国地区有望领先全球复苏。

一、疫情概览

本区域第 2 季度疫情虽加剧，但总体好于全球。

本区域第 2 季度疫情虽加剧，但总体好于全球。东盟国家第 2 季度疫情加剧。根据截至 6 月 27 日的的数据，印尼、新加坡和菲律宾的累计确诊人数分别达到 52,812、43,246 和 34,803 人，较第 1 季度末时翻数十倍。其中，新加坡新增病例高峰在 4 月下旬，随后已稳定；菲律宾和印尼 6 月末疫情仍未稳定，单日新增 1000 例左右。马来西亚、泰国和越南总体稳定，其中泰国和越南始终未出现大规模疫情爆发。韩国第 2 季度疫情未现复发。韩国疫情峰值出现在 2 月底，第 2 季度仅有散发病例，总计新增 2828 例。总体而言，尽管第 2 季度本区疫情新增病例不少，但疫情形势总体仍好于全球。

二、疫情负面冲击持续但经济有望触底回升

PMI 反映的景气程度在第 2 季度探底。

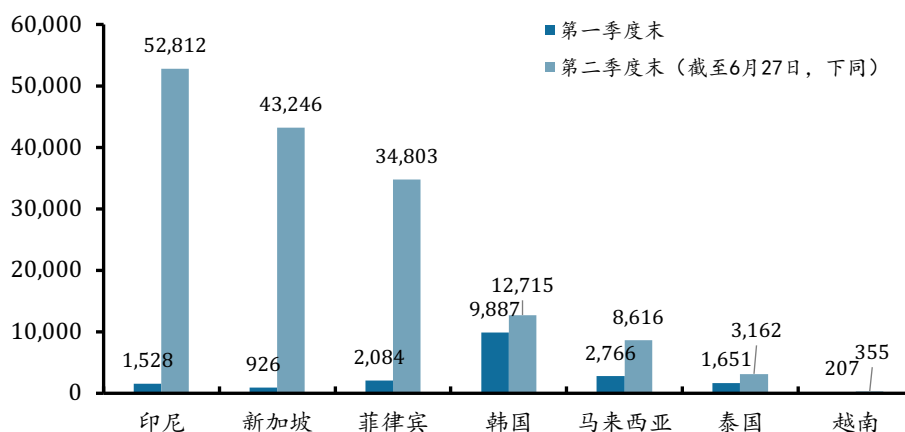
PMI 反映的景气程度在第 2 季度探底。第 2 季度，东盟整体的制造业 PMI 月均值大幅下降至 36.6，较上季下降 11.2。各主要东盟国家的 PMI 较上季均有所下降，印尼出现双位数下降，下降 17.1 至 31.7，泰国、马来西亚、菲律宾和韩国下降超过 5.0，其中泰国和菲律宾分别下降 8.1

和 7.6 至 40.6 和 40.5。越南和新加坡下降较少，分别降 1.6 和 5.0，至 46.5 和 42.2。从单月情况看，5 月起 PMI 开始回升，6 月延续回升趋势，6 月时，马来西亚和越南的 PMI 已回升至荣枯线以上，PMI 所反映的景气程度预示着经济在第 2 季度探底，在下半年有望出现回升。

疫情对本区内需为主和中低收入国家的景气冲击更大。

疫情对本区内需为主和中低收入国家的景气冲击更大。疫情冲击化在第 2 季度更加显著。印尼和菲律宾的疫情在第 2 季度加剧，它们的 PMI 在本区经济体中垫底，分别为 31.7 和 40.5。这主要是因为：第一，中低收入国家在疫情应对能力方面有欠缺，这加剧了信心冲击；第二，由于社交距离的限制，疫情对于内需的短期冲击很大，印尼的消费者信心指数第 2 季均值为 81.3，显著低于第 1 季度和上年的 117.7 和 124.7；第三，疫情海外蔓延，旅行禁令和目的国经济停摆带来侨汇收入锐减，这对菲律宾等依赖侨汇收入的内需影响很大。相反的，新加坡第 2 季度的确诊人数增幅最大，PMI 却未受影响，月间波动相对较少，季度均值处于区内最高水平。

图表 26 东盟六国与韩国的新冠累计确诊人数



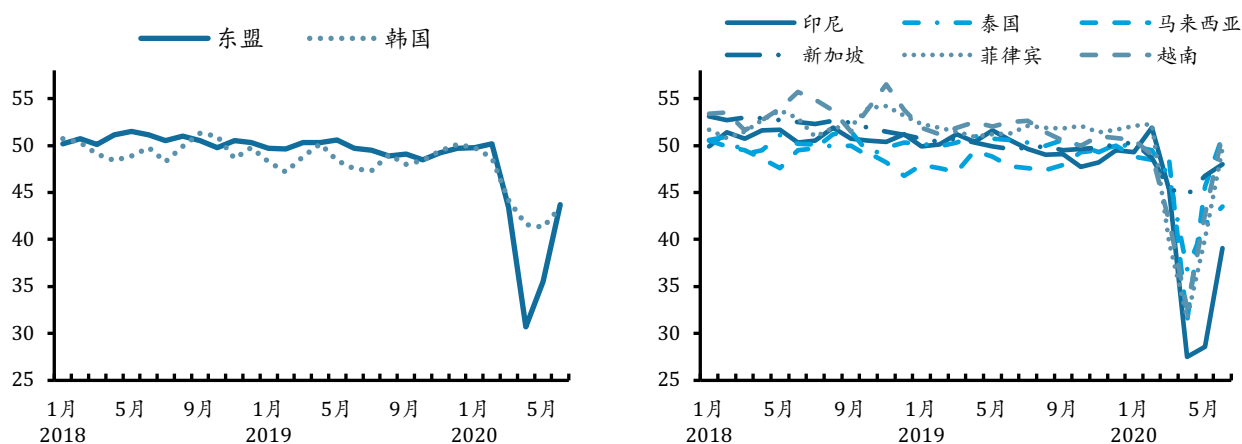
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

需求低迷带来通货紧缩压力上升。

需求低迷带来通货紧缩压力上升。第 2 季度，区内 CPI 同比增速和环比增速季均值均为负的国家有四个，分别是泰国、韩国、马来西亚和新加坡，它们的 CPI 月同比增速季均值分别为-2.7%、-0.1%、-2.9%、-0.8%，环比增速季均值分别为-0.5%、-0.2%、-1.2%、-0.2%。其余三

个经济体的 CPI 增速也出现了不同程度的放缓。通货紧缩或通胀水平下降的原因主要是：因避免疫情蔓延而出台的封锁隔离政策致需求放缓，带来各类消费品、租金价格下降；原油价格低迷带来能源和交通运输价格的走低。

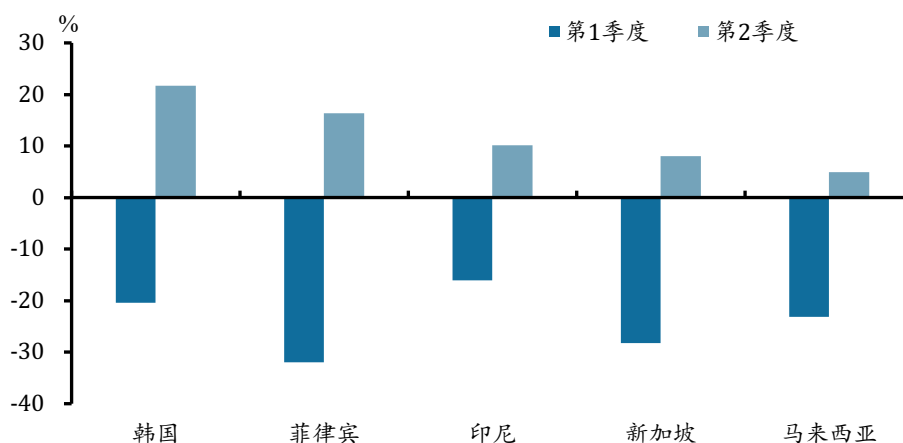
图表 27 东盟六国与韩国的制造业 PMI 月度值



数据来源：CEIC, Markit, 世界经济预测与政策模拟实验室

数据来源：CEIC, Markit, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 28 区内国家主要股票指数季末环比变动



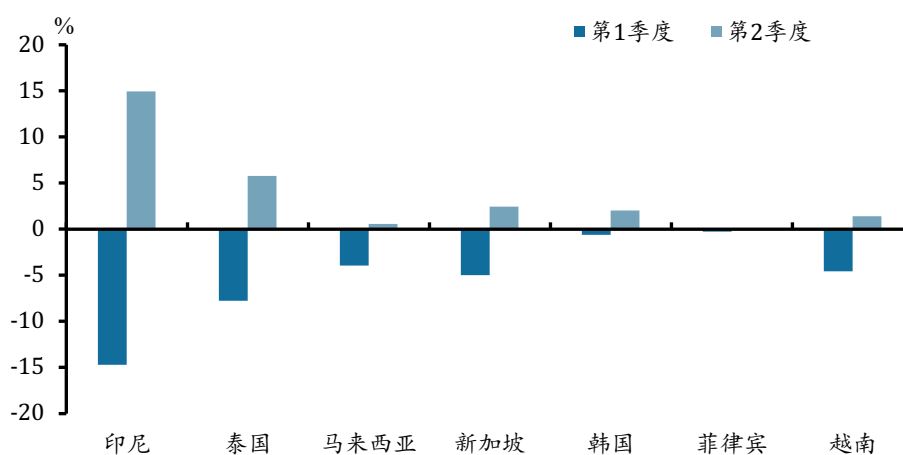
数据来源：Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

第 2 季度贸易不乐观, 但有向好态势。

第 2 季度贸易不乐观, 但有向好态势。第 2 季度 4、5 月数据显示, 所有区内国家的出口和进口同比增速均为负增长。但是, 6 月初步数据显示贸易有向好态势。韩国 6 月前 20 日数据显示出口情况出现好转,

出口同比减少 7.5%，经工作日调整的日均出口额减少 16.2%，优于 5 月 -23.7% 的同比增速和 -18.4% 日均出口额同比增速。分产品门类看，正增长的贡献主要来自于船舶、无线通信设备和半导体出口，同比增速分别为 35.5%、10.9% 和 2.6%，但是汽车、家电和石油制品仍为双位数负增长。越南数据也支持近期出口的好转，越南 6 月上半月出口环比增 26.1%，同比也几乎与上年持平。从区域数据来看，全球贸易可能在第 2 季度已经触底，疫情大流行带来的冲击开始褪去。但乐观为时尚早，中美贸易摩擦及其他贸易保护主义可能将再度成为全球贸易的主要绊脚石。

图表 29 区内国家货币对美元汇率（间接标价法）季末环比变动



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

三、金融市场波动平息

金融市场波动平息，股票市场回涨，但涨幅相对有限。

本季度金融市场波动较上季度明显平息。第 2 季度股票市场普遍上涨（见下图）。第 1 季度，由于受美股和美联储政策冲击影响，本区主要股指大幅下挫，金融市场出现动荡，这一情况在第 2 季度逐渐缓和，但多数经济体股指本季涨幅并未完全收回上季失地。菲律宾马尼拉综合指数、印尼雅加达综合指数、新加坡海峡指数和马来西亚吉隆坡指数第 1 季度平均跌幅达 24.9%，但第 2 季度仅涨 9.9%。只有韩国综合指数第

2 季度涨幅（21.7%）高于第 1 季度跌幅（20.4%）。金融市场带来的逆风叠加疫情，仍将对区域的财富和私人需求产生持续的负面影响。

区内货币对美元升值。

区内货币对美元升值。区内货币第 2 季度升值或走势趋稳，这同样反映国际金融市场波动平息。第 1 季度表现最差的货币印尼盾和泰铢在第 2 季度升值幅度较大，环比较第 1 季度分别升值了 15.0%和 5.8%。新加坡和韩元小幅升值，马来西亚林吉特、菲律宾比索和越南盾保持相对稳定。比较第 1 和 2 季度涨跌幅度、疫情和基本面，印尼盾和韩元有些超调，新加坡元和越南盾的稳定有助于保障对外竞争力。

四、宽松政策应对疫情

货币政策方面，央行延续上季宽松举措，但政策操作频率下降。

尽管步伐不同，区内各国均已开始放松社会隔离限制，本季经济政策重点也从疫情纾困全面转向经济复苏支持。

印尼央行于 6 月 18 日将基准利率 7 天逆回购利率下降 25 个基点至 4.25%，完成年内第三次降息；**货币政策方面，央行延续上季宽松举措，但政策操作频率下降。**泰国央行于 5 月 20 日将已是历史最低的隔夜基准利率再降 25 个基点至 0.5%，年内也累计降息三次；马来西亚央行于 5 月 5 日下调隔夜官方利率 50 个基点至 2%，年内三次降息后利率到达历史最低；菲律宾央行于 4 月 16 日和 6 月 25 日将隔夜逆回购工具利率各降 50 个基点至 2.25%，年内降息四次达到历史最低；越南央行 5 月 13 日年内第二次降息，将再融资利率和贴现率降低 50 个基点分别至 4.5%和 3%，存款利率上限降至 0.5%；韩国央行 5 月 28 日将已是历史最低的基准利率进一步降低 25 个基点至 0.5%。

财政政策方面，各国纷纷采取宽松举措为疫情冲击纾困。

财政政策方面，各国出台多轮计划支持经济复苏。印尼政府为应对疫情推出了四个财政刺激计划，并通过立法取消财政赤字占 GDP3%的限制，考虑到疫情在印尼仍未完全得到控制，预计今年预算赤字规模约为 6%，财政压力较大。泰国 6 月初通过 1.9 万亿泰铢（占 GDP11.4%）的刺激计划，在迄今通过的三个计划中规模最大，主要用于公共卫生工作和救济措施、重建经济和创造就业机会，以及贷款和企业债券支持等

举措，并通过鼓励国内旅游来带动行业复苏，泰国今年的预算赤字占 GDP 比重预计为 6%。马来西亚于 6 月 5 日公布第二轮 350 亿林吉特的刺激方案，主要用于工资补贴和培训，目前总刺激计划规模达 2850 亿林吉特，预计今年预算赤字达 GDP 的近 7%。新加坡于 4 月 6 日和 5 月 26 日再推两轮刺激计划，四轮计划总规模约为 1180 亿新元，预计今年预算赤字超过 GDP 的 12%。菲律宾于 6 月 22 日通过总额 1.3 万亿比索的经济复苏法案，为行业复苏和工人就业提供支持，政府还获得了世界银行总计 11 亿美元的贷款，以及亚洲开发银行 4 亿美元基础设施融资和总计约 17 亿美元的五笔贷款支持，预计今年预算赤字占 GDP 的比重超过 7%。越南没有出台整体性的刺激计划。韩国政府 6 月 3 日宣布 35.3 万亿韩元（约 290 亿美元）的财政补充预算，为史上最大补充预算，也是首次年内连续三次追加预算，预算的核心内容是保障家庭收入、促进消费、保障企业融资，特别是中小企业和重点行业的企业融资，预计韩国今年赤字占 GDP 的比重约为 5.5%。

五、经济展望

区内经济体 2020 年上半年普遍放缓。

区内经济体受疫情冲击的影响，2020 年上半年经济出现普遍放缓。从第 1 季度的情况来看，泰国、新加坡和菲律宾出现了单季度负增长，同比增速分别为-1.8%、-0.7%和-0.2%，其余经济体的增速也显著放缓。考虑到疫情的全面冲击主要从 3 月开始，预计第 2 季度仍将延续这一下行态势。

预计 2020 年下半年本区有望领先全球复苏。

预计 2020 年下半年，东盟及韩国地区有望领先全球复苏。主要的理由包括：第一，各国领先景气指标出现好转，区内前沿及开放经济体出现复苏；第二，本区域疫情控制得力，价值链相对完整，出口有望改善带动复苏，从 6 月最新数据来看，出口好转已部分得到印证；第三，区域内各经济体的政策空间仍相对充足。区内经济体 2020 年增速预测如下：印尼 2.3-2.5%、泰国 -3.0- -1.0%、马来西亚 -2.0-0.5%、新加坡 -1.0-1.0%、菲律宾-1.0-2.0%、越南 3.0-5.0%、韩国 0.5-2.0%。

图表 30 东盟六国与韩国宏观经济数据概览

宏观经济核心指标	2019		2020		
	Q4	全年	Q1	Q2 ¹	全年 ²
印度尼西亚					
实际 GDP 同比增速 (%)	5.0	5.0	3.0	n.a.	2.3 - 2.5
制造业 PMI	48.5	49.7	48.8	35.6	
消费者信心指数	123.0	124.7	117.7	81.3	
失业率 (%，半年)	n.a.	5.1	5.0	n.a.	
出口总额 ³ 同比增速 (%)	-3.7	-7.0	3.2	-18.1	
进口总额 ³ 同比增速 (%)	-10.4	-9.0	-3.7	-30.4	
CPI 同比增速 (%)	2.7	2.8	2.9	2.3	
CPI 环比增速 (%)	0.2	0.2	0.2	0.1	
美元兑印尼卢比同比增速 (%)	-5.0	-0.5	0.7	5.2	
美元兑印尼卢比环比增速 (%)	-0.4	-1.3	1.2	5.4	
泰国					
实际 GDP 同比增速 (%)	1.5	2.4	-1.8	n.a.	-3.0 - -1.0
制造业 PMI	49.8	50.3	48.7	40.6	
消费者信心指数	45.1	48.4	41.6	38.0	
工业生产指数同比增速 (%)	-6.8	-3.6	-6.2	-20.7	
失业率	1.0	1.0	1.1	0.0	
出口总额 ³ 同比增速 (%)	-4.4	-2.6	1.0	-10.2	
进口总额 ³ 同比增速 (%)	-6.6	-4.6	-1.6	-25.8	
CPI 同比增速 (%)	0.4	0.7	0.4	-2.7	
CPI 环比增速 (%)	-0.3	0.2	-0.8	-0.5	
美元兑泰铢同比增速 (%)	-7.7	-3.9	-1.1	1.1	
美元兑泰铢环比增速 (%)	-1.4	-2.0	3.3	2.1	
马来西亚					
实际 GDP 同比增速 (%)	3.6	4.3	0.7	n.a.	-2.0 - 0.5
制造业 PMI	49.6	48.4	48.6	42.6	
工业生产指数同比增速 (%)	1.2	2.3	0.6	-32.0	
失业率 (%)	3.2	3.3	3.5	5.0	
出口总额 ³ 同比增速 (%)	-3.2	-1.7	1.9	-24.6	
进口总额 ³ 同比增速 (%)	-3.8	-3.4	2.1	-19.2	
CPI 同比增速 (%)	1.0	0.7	0.9	-2.9	
CPI 环比增速 (%)	0.2	0.1	-0.4	-1.2	
美元兑林吉特同比增速 (%)	-0.2	2.7	2.2	4.2	
美元兑林吉特环比增速 (%)	0.0	0.0	0.4	3.4	
新加坡					
实际 GDP 同比增速 (%)	1.0	0.7	-0.7	n.a.	-1.0 - 1.0
制造业 PMI	49.8	50.0	48.1	46.5	
制造业生产指数同比增速 (%)	-4.0	-1.4	8.1	3.1	
季调失业率 (%)	2.3	2.3	2.4	n.a.	
出口总额 ³ 同比增速 (%)	0.6	-2.9	1.5	-11.2	

宏观经济核心指标	2019		2020		
	Q4	全年	Q1	Q2 ¹	全年 ²
新加坡					
进口总额 ³ 同比增速 (%)	-1.8	-1.1	6.9	-8.1	
CPI 同比增速 (%)	0.6	0.6	0.4	-0.8	
CPI 环比增速 (%)	0.1	0.1	-0.1	-0.2	
美元兑新加坡元同比增速 (%)	-0.8	1.2	2.3	3.6	
美元兑新加坡元环比增速 (%)	-0.8	-0.2	1.6	1.9	
菲律宾					
实际 GDP 同比增速 (%)	6.7	6.0	-0.2	n.a.	-1.0 - 2.0
制造业 PMI	51.7	51.7	48.0	40.5	
工业生产指数同比增速 (%)	-7.1	-7.0	-6.1	-61.4	
消费者信心指数, 下季	37.1	36.4	33.3	n.a.	
失业率 (%)	5.3	5.1	5.1	n.a.	
出口总额 ³ 同比增速 (%)	7.3	2.6	-4.2	-50.8	
进口总额 ³ 同比增速 (%)	-4.7	-0.8	-13.5	-65.3	
CPI 同比增速 (%)	1.5	2.5	2.7	2.2	
CPI 环比增速 (%)	0.4	0.2	0.1	0.1	
美元兑菲律宾比索同比增速 (%)	-4.2	-1.6	-2.9	-3.1	
美元兑菲律宾比索环比增速 (%)	-1.4	-1.1	-0.4	-0.7	
越南					
实际 GDP 同比增速 (%)	7.0	6.9	3.8	n.a.	3.0 - 5.0
制造业 PMI	50.6	51.5	47.2	42.2	
工业生产指数同比增速 (%)	7.2	9.0	6.4	-0.9	
出口总额 ³ 同比增速 (%)	9.1	8.3	3.9	-5.9	
进口总额 ³ 同比增速 (%)	6.7	10.0	-0.6	-6.4	
CPI 同比增速 (%)	3.7	2.8	5.6	2.8	
CPI 环比增速 (%)	1.0	0.4	0.1	-0.3	
美元兑越南盾同比增速 (%)	1.8	2.0	1.3	0.9	
美元兑越南盾环比增速 (%)	0.2	0.4	0.2	0.2	
韩国					
实际 GDP 同比增速 (%)	2.4	2.0	1.4	n.a.	0.5 - 2.0
制造业 PMI	49.3	48.6	47.6	42.1	
消费者信心指数	100.0	98.3	93.2	76.7	
失业率 (%)	3.6	3.8	3.7	4.2	
出口总额 ³ 同比增速 (%)	-11.6	-10.3	-1.6	-20.0	
进口总额 ³ 同比增速 (%)	-9.5	-5.9	-1.2	-16.1	
CPI 同比增速 (%)	0.3	0.4	1.2	-0.1	
CPI 环比增速 (%)	0.0	0.1	0.1	-0.2	
美元兑韩元同比增速 (%)	4.2	5.9	6.1	4.6	
美元兑韩元环比增速 (%)	-1.6	1.1	1.6	2.1	

数据说明: ¹GDP 增速为预测数或初值, 汇率为季度日均值变动, 其余为已公布月度数据的平均值。²预测数。³美元计价。

全球金融市场专题：波动下降

2020 年第 2 季度，因各国央行的流动性支持以及部分地区疫情得到有效控制，全球金融市场从新冠疫情的负面冲击中逐渐恢复。全球金融市场波动性下降，各国股市均呈现回升趋势，但均未恢复至新冠肺炎疫情全球蔓延前的水平。主要发达经济体的市场利率或有所下降或波动较小，Libor 美元（1 周）目前稳定在 0.1% 的水平，各主要发达经济体国债收益率窄幅波动。俄罗斯、印度央行再次降息，市场利率大幅下行。汇率方面，多数新兴经济体货币贬值，部分贬值幅度较大。主要发达经济体汇率中，美元指数自 5 月下旬以来出现明显回落，日元、欧元表现相对稳定。展望 3 季度，仍需警惕部分新兴经济体发生货币危机，美元指数走势具有不确定性。

一、全球金融市场总体情况

金融市场有所恢复，但整体尚未回归到疫情前水平。

2020 年 2 季度，全球金融市场有所恢复。因各国央行的流动性支持以及部分地区疫情得到有效控制，全球金融市场从新冠疫情的负面冲击中逐渐恢复。风险资产方面，大部分国家的股市在趋势上均有明显回升，但尚未回升至 2020 年 2 月疫情全球蔓延之前的水平，导致 2 季度各国股市指数平均值依然低于 1 季度。利率方面，美国的货币市场利率和国债收益率均较 1 季度大幅下滑，部分新兴经济体利率因再度货币宽松明显下滑，但也有个别经济体的利率因货币宽松落空出现了上升。汇率方面，从平均值上看，发达经济体汇率保持稳定或小幅升值，大部分新兴经济体货币贬值、贬值幅度不一。

全球金融市场波动性下降。

全球金融市场波动性下降。伴随美联储推出开放式 QE 并通过 PDCF、大规模回购、货币互换等工具向市场注入流动性，市场流动性紧张得到明显缓和，TED 利差持续下滑，各类资产价格走势恢复正常模式，VIX 指数也较 3 月份明显下降。6 月底，TED 利差在 0.15% 左右，恢复到了 2020 年 2 月之前的正常水平。因美股再现数次大跌，VIX 指数在 6 月份出现了小幅回升。6 月 30 日，VIX 指数

为 30.43%，较 3 月份大幅下降，但依然明显高于疫情爆发前水平（20%以下）。

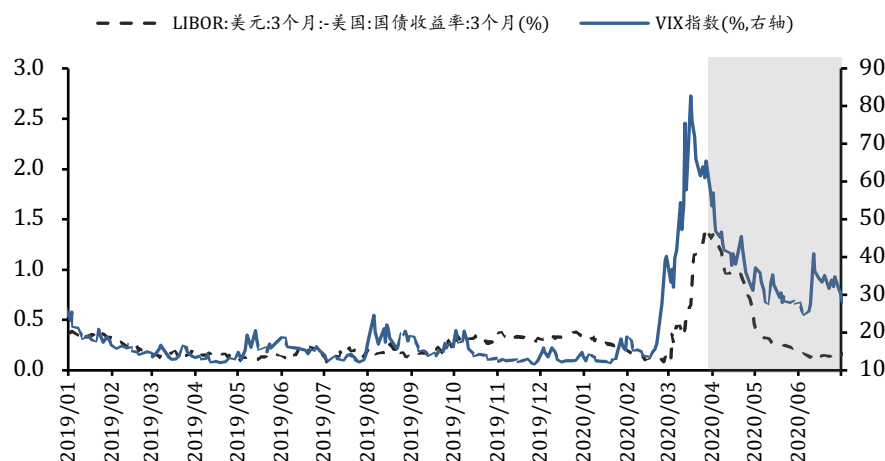
图表 31 全球金融市场主要指标变动

外汇市场				股票市场			
名称	本季度	上季度	升值幅度	名称	本季度	上季度	上涨幅度
美元指数	98.87	98.32	0.57%	标普 500	2926.96	3067.75	-4.59%
日元	107.58	108.88	1.19%	德国 DAX	11207.17	12227.37	-8.34%
欧元	1.10	1.10	-0.17%	日经 225	20703.03	21899.57	-5.46%
人民币	7.09	6.98	-1.51%	上证综指	2872.67	2947.01	-2.52%
雷亚尔	5.38	4.46	-20.69%	巴西 IBOVESPA	84292.25	103850.17	-18.83%

货币市场（7 天同业拆借利率）				债券市场（10 年期国债）			
名称	本季度	上季度	变化基点	名称	本季度	上季度	变化基点
美国	0.14	1.33	-119.45	美国	0.69	1.37	-67.74
欧元	-0.51	-0.54	3.10	欧元区	-0.36	-0.36	-0.02
日本	-0.09	-0.10	1.27	日本	0.01	-0.03	3.82
中国	1.83	2.23	-39.73	中国	2.68	2.84	-16.47
印度	3.82	4.94	-111.47	巴西	7.32	7.10	21.95

注：原始数据来源于 Wind 数据库，经笔者计算。各指标季度数值为季内平均值，变动幅度则根据相邻两季度的平均值计算，除货币市场和债券市场利率变动外，其余变动幅度单位为百分点。其中，欧元汇率为间接标价法，日元、卢布、雷亚尔为直接标价法。货币市场和债券市场利率单位为百分点。变化基点单位为百分之一个百分点。

图表 32 全球金融市场风险状况图



注：数据来自 Wind 数据库。阴影部分为 2020 年第 2 季度。

二、全球金融分市场运行态势

新兴经济体货币贬值，美元指数自 5 月下旬以来出现明显回落。

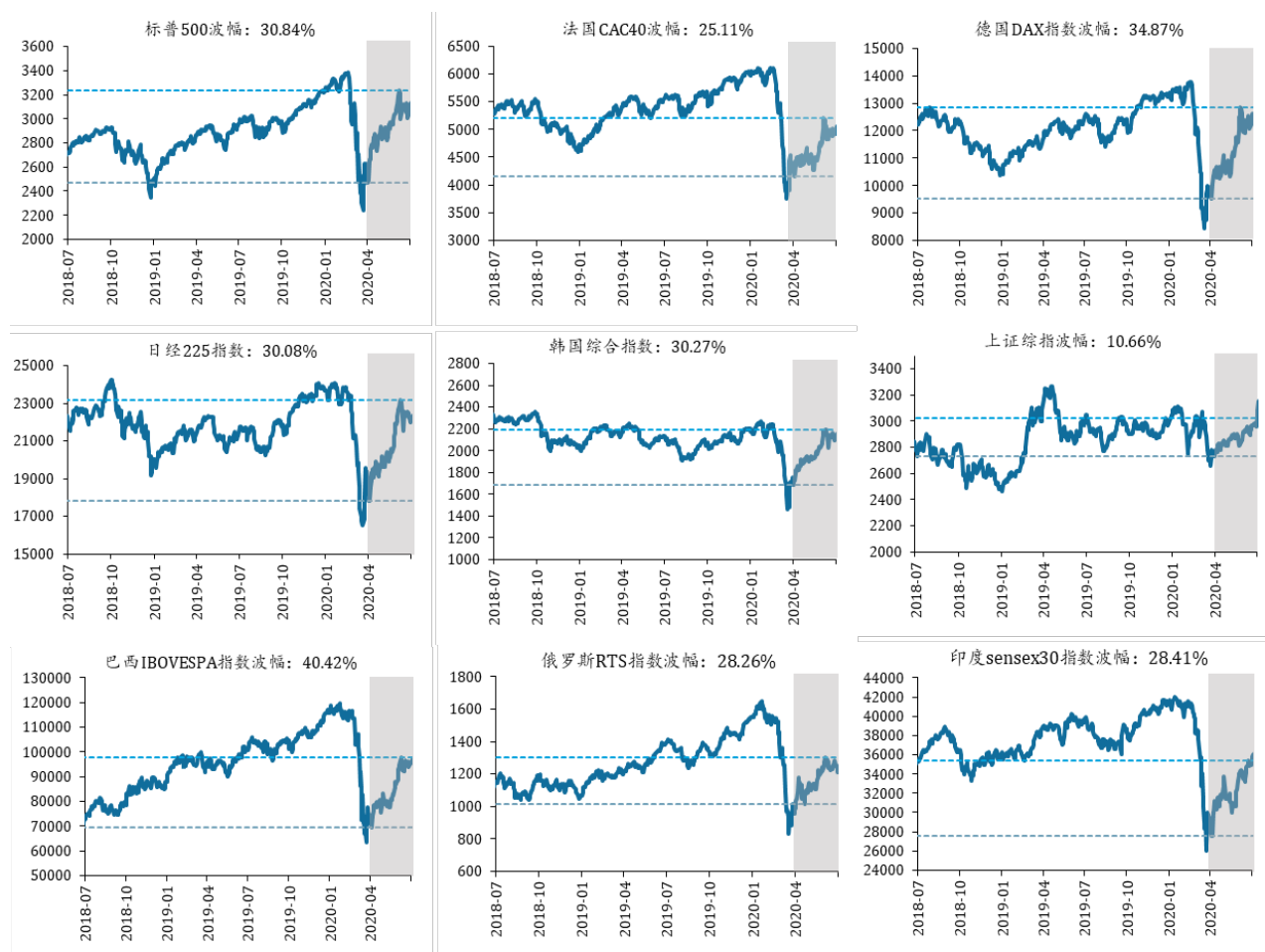
美元自 5 月下旬出现贬值，日元欧元稳定。从季度平均值看，2 季度的美元指数较 1 季度有所升值，但这主要是由于外汇市场美元流动性紧张导致 4 月至 5 月上旬的美元指数持续在 100 左右的高位徘徊。实际上，随着美联储扩大货币互换规模，外汇市场流动性紧张缓解，市场情绪逐渐从恐慌中恢复，5 月下旬以来，美元指数由 100.38 逐渐回落至 97 上下。出于对英国脱欧贸易谈判和第二轮疫情的担忧，英镑较 1 季度明显贬值。相比于美元和英镑，日元、欧元在 2 季度的表现则相对稳定，日元还出现小幅升值。

图表 33 主要发达和新兴经济体汇率走势一览

		2020 年第 2 季度	2020 年第 1 季度	升值幅度
主要发达经济体	美元指数	98.87	98.32	0.57%
	日元	107.58	108.88	1.19%
	欧元	1.10	1.10	-0.17%
	英镑	1.24	1.28	-2.96%
	澳元	0.66	0.66	0.16%
金砖国家	巴西雷亚尔	5.38	4.46	-20.69%
	卢布	72.35	66.42	-8.92%
	南非兰特	17.95	15.36	-16.87%
	印度卢比	75.85	72.42	-4.75%
	人民币	7.09	6.98	-1.51%
东南亚	菲律宾比索	50.46	50.83	0.74%
	越南盾	23244.39	23202.33	-0.18%
	马来西亚林吉特	4.32	4.18	-3.42%
	泰铢	31.96	31.29	-2.14%
	印尼卢比	15004.47	14268.81	-5.16%
东亚	韩元	1220.89	1194.55	-2.21%
	新加坡元	1.41	1.39	-1.88%
	新台币	29.94	30.15	0.71%
	港币	7.75	7.77	0.24%
其他	阿根廷比索	67.65	61.56	-9.91%
	土耳其里拉	6.86	6.10	-12.48%

注：原始数据来源于 Wind 数据库，经笔者计算。各指标季度数值为季内平均值，变动幅度则根据相邻两季度的平均值计算，其中，欧元汇率、英镑汇率为间接标价法，其余均为直接标价法。

图表 34 全球主要发达与新兴经济体股市走势一览



注：原始数据来自 Wind 数据库。季度波幅定义为季内最高值相对最低值的偏离百分比。各图中位置较高的绿色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表 2020 年第 1 季度。

多数新兴经济体货币平均汇率明显贬值。2 季度人民币兑美元平均中间价为 7.09，较 1 季度贬值-1.51%。菲律宾和越南货币表现较为稳定，印尼、马来西亚等东南亚国家货币先大幅贬值，后于五月中旬起持续升值。本季度，贬值幅度较大的发展中国家货币有：巴西雷亚尔(-20.69%)、南非兰特(-16.87%)、土耳其里拉(-12.48%)、阿根廷比索(-9.91%)、卢布(-8.92%)。近期俄罗斯卢布因油价企稳回调不再贬值，而其他贬值较大的货币仍未见企稳迹象。当地疫情加剧蔓延使得所在国面临大规模资本流出，货币大幅贬值。如果疫情仍然得不到缓解，需要关注新兴经济体发生货币危机的可

能。

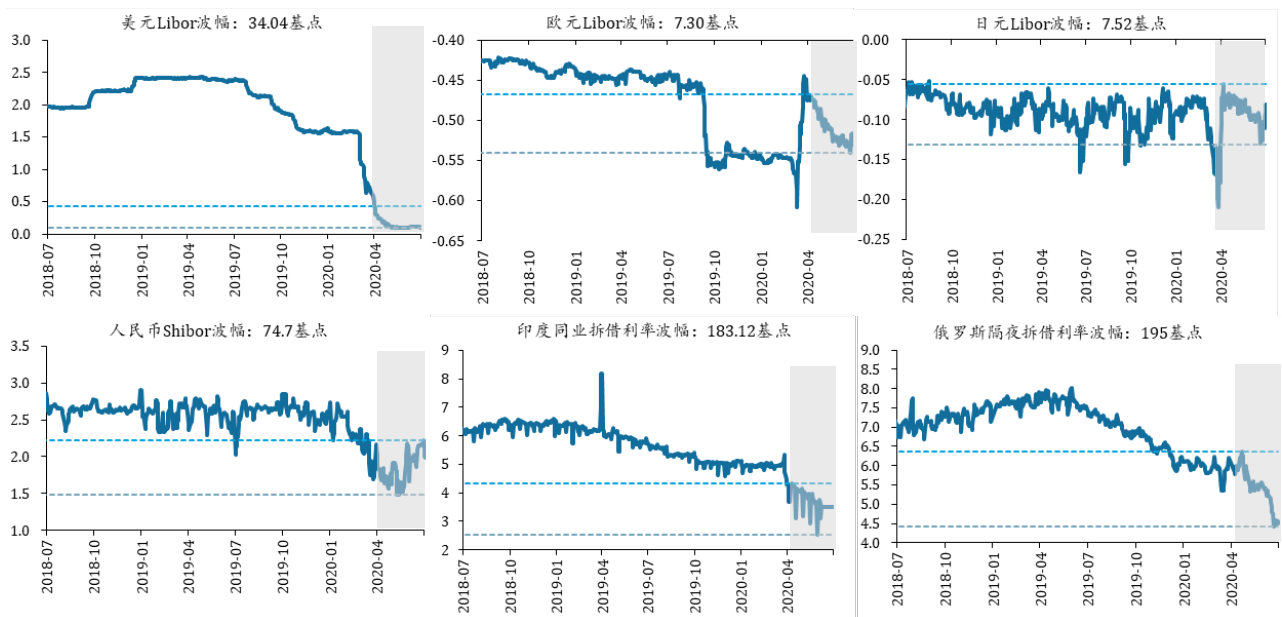
2 季度，全球股市整体回升。

全球股市整体回升。随着主要央行货币宽松呵护金融市场，主要经济体股市均现明显回调，部分国家股市回调幅度在 30%以上。因欧洲和东亚疫情已经出现缓和迹象，而美国疫情依然在快速扩散，部分州经济复苏计划暂停，欧美贸易争端再起，市场担忧经济复苏前景，美股在 6 月中旬起再现数次下跌，但波动幅度并不算大。与其他主要经济体股市相比，上证综指的波动率相对较小。2020 年 2 季度，上证综指的波幅 10.66%，相较于其他经济体，A 股的波动较为温和。

美国货币市场利率稳定在零利率附近。

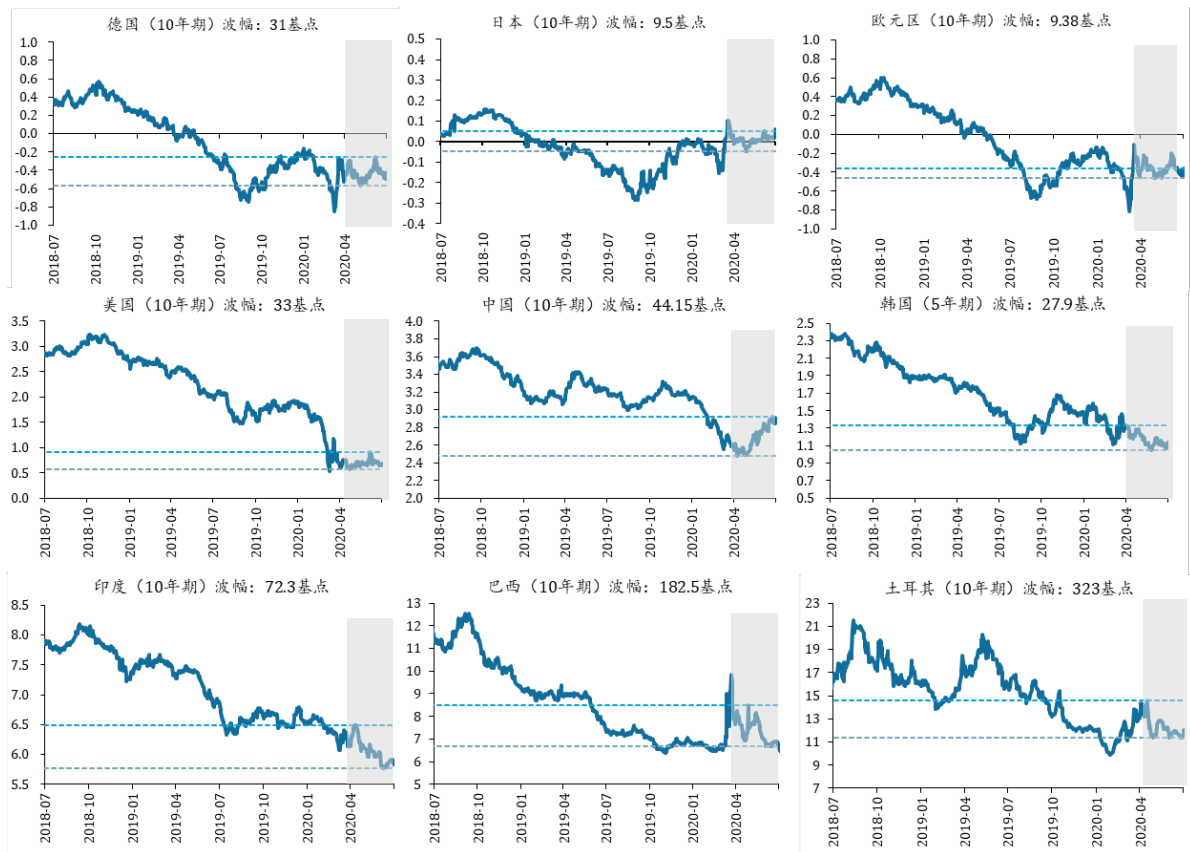
美国货币市场利率稳定在零利率附近。2 季度，主要发达经济体并未再次降息，美国货币市场利率稳定在零利率附近，Libor（美元，1 周）基本在 0.1%上下波动。欧元 Libor 和日元 Libor 负利率略有加深。俄罗斯央行、印度央行再度大幅降息，货币市场利率大幅下滑，两国货币市场利率下滑幅度均超过了 100bp。主要经济体中，仅中国的货币市场利率自 5 月份起明显回升，或因政府债发行对流动性有所挤出以及市场对人民银行降息降准预期落空。

图表 35 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览



注：同上。

图表 36 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览



注：同上。

多数经济体国债收益率下行或窄幅波动。

主要发达经济体国债收益率窄幅波动，多数新兴经济体国债收益率大幅下降。因经济增长前景欠佳、流动性宽松，主要发达经济体国债收益率维持在低位，但也未进一步大幅下降。6月30日，美债（10Y）收益率降至0.66%，较三月末仅下降了4bp。新兴经济体方面，印度、巴西等经济体均在2季度大幅降息，带动长端国债收益率大幅下行。其中，受货币宽松、经济停摆以及疫情蔓延引发巴西政局不稳等多方面的影响，巴西国债收益率的波动相对较大。因金融、工业、PMI等宏观数据出现边际好转，以及央行未降息降准形成强烈预期差，中国国债收益率自5月起明显回升。2020年6月底，十年期中国国债收益率为2.84%，较4月底上升约30bp。

三、全球金融形势展望

仍需警惕新兴经济体

本季度，部分新兴经济体货币贬值幅度较大。如果疫情在当地

货币危机。

仍然得不到控制，随着资本进一步流出，需要警惕个别国家爆发货币危机和外债危机的可能性。在货币危机和疫情蔓延的多重打击下，个别国家可能出现内部动乱。

美元指数具有不确定性。

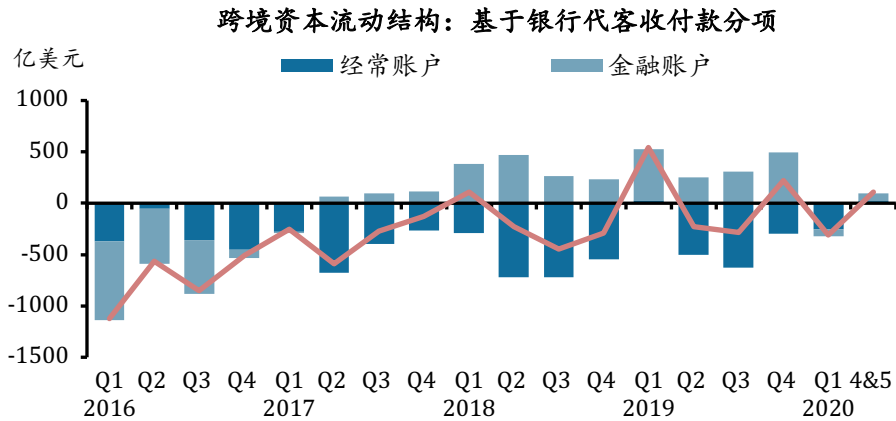
6月以来，美元指数出现了较为明显的下滑，其原因在于美国疫情仍在蔓延，而其他发达经济体的疫情已控制疫情、复工复产推动经济复苏。经济增长前景差、美联储无限量量化宽松以及居高不下的财政赤字水平使得美元作为避险货币的地位下降。2020年3-4月，海外投资者买入美国长期证券的净额为-2939.07亿美元，外国投资者持有美国国债的规模由2月的7.07万亿美元下降至4月的6.77万亿美元。未来，如果其他经济体恢复经济正常运行，而美国仍深陷新冠肺炎疫情，不排除美元指数进一步下降的可能性。但如果特朗普政府为了选举转移内部矛盾，四处升级贸易摩擦，再次提高全球经济的不确定性，美元的避险价值则会再次凸显，美元指数则会再次上升。

四、跨境收支同步反弹，跨境资金流入大于流出

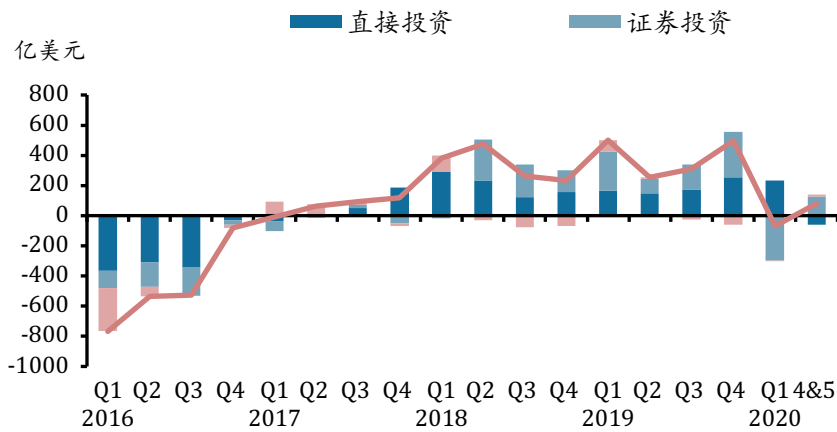
2季度外汇收支同步反弹，跨境资金流入幅度大于流出。

2季度银行代客涉外收付款项下的外汇收支同步回升，收支净额为正，跨境资金保持净流入趋势。2020年4、5月，银行代客涉外收入与支出总额为1.2万亿美元，同比上升5.1%。其中，银行代客涉外收入为6218.2亿美元，同比上升7.3%，环比上升10.2%。银行代客涉外支出为6111.5亿美元，同比上升3.0%，环比上升12.0%。银行代客涉外收支维持顺差，顺差额度为106.8亿美元，环比下降42.9%。

图表 37 银行代客收付款分项结构



数据来源：Wind，世界经济预测与模拟实验室



数据来源：Wind，世界经济预测与模拟实验室

从境内银行代客涉外收付款的分项看，经常项目收支转为小幅顺差，4、5 月经常项目顺差总额为 18.4 亿美元。从细项看，4、5 月货物贸易的顺差相对于 1 季度前两个月上升，服务贸易逆差收窄，收入项逆差扩大，综合看收支净值为正。

银行代客涉外收付款的资本和金融项目维持外汇净流入。4、5 月份，资本和金融项目顺差为 79.1 亿美元。从细项看，资本和金融项目的外汇净流入主要由证券投资和其他投资的净流入贡献。直接投资项由净流入转为净流出。

银行结售汇差额维持顺差趋势。

2 季度银行结售汇维持顺差。4、5 月银行结售汇顺差为 386.6 亿美元，相比于 1 季度前两个月上升 89%。其中，银行结汇总额为

3093.1 亿美元，售汇总额为 2706.5 亿美元。从交易主体来看，银行代客和自身结售汇均维持顺差，顺差规模分别为 65.2 亿美元和 321.4 亿美元。

市场主体结汇意愿上升，售汇意愿下降。

在结售汇意愿方面，4、5 月的平均结汇率小幅高于售汇率。平均结汇率（银行代客结汇占银行代客涉外总收入比率）为 44.3%，较去年同期下降 6.2 个百分点，较上季度前两个月上升 1.8 个百分点。售汇率（银行代客售汇占银行代客涉外总支出比率）为 39.8%，与去年同期下降 10.1 个百分点，较上季度前两个月下降 2.6 个百分点。市场主体结汇意愿有所上升、购汇意愿有所下降，汇率预期总体较为稳定。

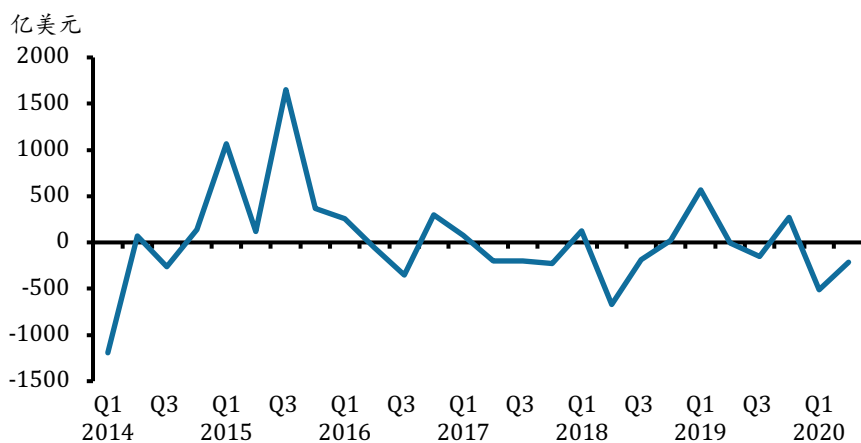
人民币业务跨境资本流动维持净流入，人民币跨境收付业务量持续上升。

境内银行代客收付款的人民币跨境流入略大于流出，4、5 月净流入人民币 33.8 亿美元。4、5 月，人民币业务在银行代客涉外收入总额中占比为 36.1%，在涉外支出总额中占比为 36.0%，较去年同期分别增加 9.8%和 9.1%。人民币形式的涉外收付款占银行代客收付款的比例维持了上季度的上升趋势。

人民币汇率无显著贬值预期。

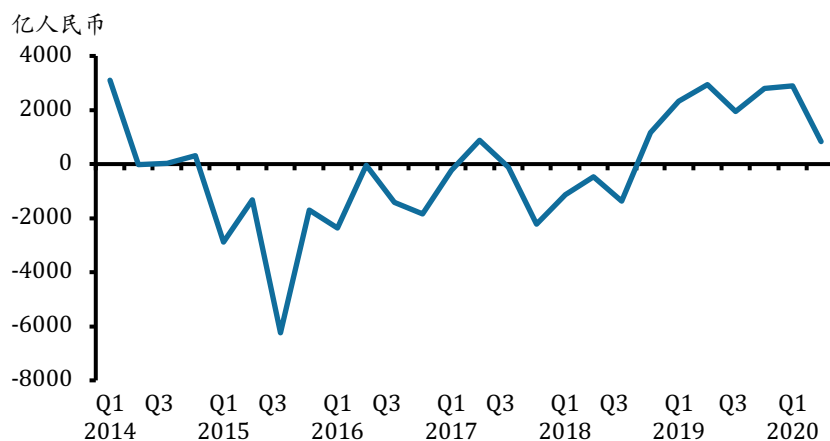
一般来说，银行收付款与结售汇顺差差额、远期结汇售汇签约差及远期结汇售汇展期差额这三个指标下降往往代表市场的贬值预期强，资本外流压力增大。从 2020 年 4、5 月的银行结售汇数据看，银行收付款与结售汇顺差差额为负，但呈上升趋势；远期结汇售汇签约差下降，但没有降为负值。远期结汇售汇展期差额微降，但仍为正值。因此判断人民币无显著贬值预期。

图表 38 银行代客收付款与结售汇顺差差额



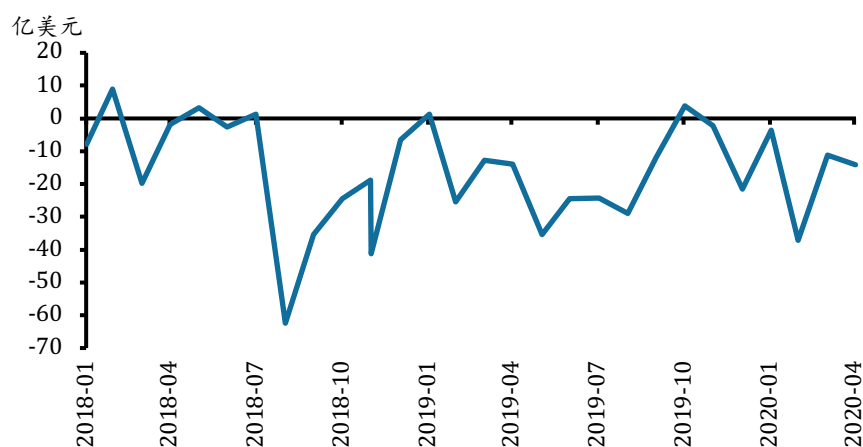
数据来源：Wind，世界经济预测与模拟实验室，最后一期值为2020年4月、5月合计值。

图表 39 银行代客远期结售汇签约差额



数据来源：Wind，世界经济预测与模拟实验室

图表 40 银行代客远期结售汇展期



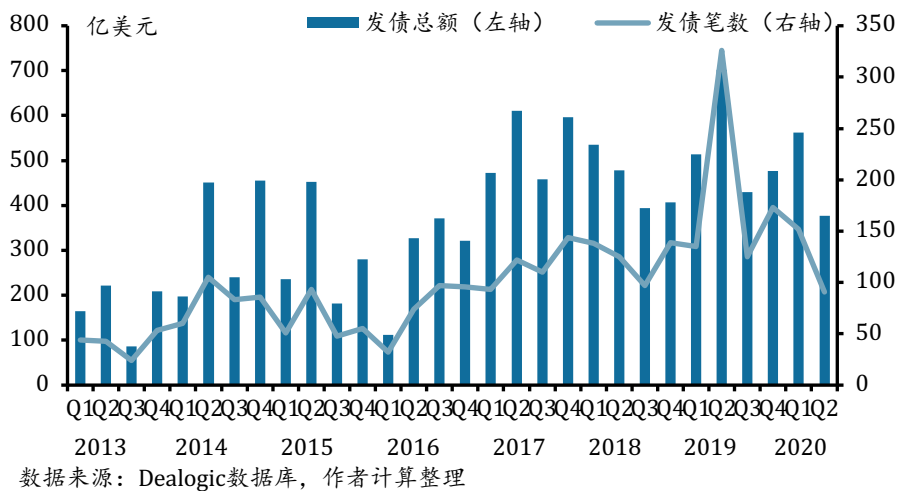
数据来源：Wind，世界经济预测与模拟实验室

五、2 季度中资企业海外债发行弱回暖

2 季度中资企业海外发债同比、环比齐降。但季度内发债金额呈逐月上升趋势。

2 季度中资企业海外发债同比、环比齐降。这反映了 1 季度美元流动性短缺的冲击仍在影响美元债市场的流动性供给；随着冲击作用随时间的边际递减，2 季度内中资企业海外发债呈逐月上升趋势。2 季度发债总额为 376.6 亿美元，相比于上 1 季度下降 33.1%，相比于去年同期下降 46.3%。其中，大部分发债集中于 5 月和 6 月，发债合计 316.8 亿美元，占季度发债总额的 84.1%。

图表 41 外币公司债季度发债额度与频率



腾讯等互联网科技公司领跑 2 季度发债，金融业次之，房地产行业发债显著回落。

计算机电子、金融及房地产为 2 季度发债主力。受市场不确定性影响，2 季度海外发债以投资级公司债为主，发债额度占季度发债总额的 81.9%，高评级的互联网、科技公司（如百度）和金融机构（如工商银行）为发债主力。相比之下，房地产公司发行的低评级或无评级的高收益债券的发债额度明显下降。

计算机与电子是 2 季度中资海外债发行量最大的行业，发债合计 80 亿美元，占季度发债总额的 21.2%。行业内的三家公司——腾讯、百度和联想——贡献了 2 季度的全部发债，单笔发债规模大，融资成本低。其中，腾讯以 60 亿美元的发债量居于榜首，平均发债成本为 2.68%。百度和联想各发行 10 亿美元投资级公司债，发债成本为 3.26%和 5.88%。

金融业公司 2 季度发行 72.7 亿美元，不足 1 季度发债额度的一半。金融业发行产品以工商银行、中国银行、建设银行和交通银行发行的高评级投资级公司债为主。成本方面，在美联储降息、全球利率下行的大趋势下，金融业发债成本继续下行，2 季度平均发债成本为 2.3%，相比上季度下降了 0.2 个百分点。

房地产公司 2 季度发行债券 65.0 亿美元，发债量相当于 1 季度的 30%。发债类型上，2 季度房地产公司发行高收益公司债 59.1 亿美元，占行业全部发行量的 91%；发行投资级公司债 5.9 亿美元，占行业全部发行量的 9.0%。成本方面，房地产海外发债主体信用分层持续，高收益债平均发债成本为 9.1%，投资级公司债平均发行成本为 3.8%。从季度内变化看，房地产海外债券发行呈逐步恢复趋势，4 月地产行业仅有 1 笔 0.87 亿美元的发债记录，5、6 两月分别上升至 16.0 亿和 48.2 亿美元。行业发债成本相对于“美元荒”阶段也有所下降，5、6 两月高收益债发行的平均利率分别为 11.0%和 8.2%，相对于 3 月的高点分别下降 0.1 和 2.9 个百分点。

从 2 季度整体发债情况看，国际债券市场的美元流动性压力解除，中资美元债市场呈回暖趋势，投资级债券修复速度明显好于高收益债券市场。若 3 季度市场环境进一步改善，中资美元债市场的发行量或进一步回升。

大宗商品市场专题：价格触底反弹，供给显著收缩

2020 年 2 季度大宗商品价格先跌后升，触底反弹。受新冠疫情全球蔓延影响，几乎所有品种在 2 季度初都跌至近期低点，随后在海外疫情常态化、经济数据边际向好以及中国需求率先复苏的影响下，石油、铁矿石、有色金属等均有明显的反弹走势。石油价格在 OPEC 和俄罗斯等国破纪录的大规模减产推动下触底反弹，且中国进口量显著增长；金属方面，上游供应趋紧、库存下降，推动铜和铁矿石等金属商品价格反弹，国内基建需求拉升钢材价格；农产品涨跌不一，国际大豆价格、玉米价格上涨，小麦价格受供给增长的影响有所下跌。

一、大宗商品总体价格走势

2 季度大宗商品价格触底反弹，经济边际复苏，且供给端因新冠蔓延影响趋紧，对价格形成支撑。

2020 年 2 季度 CEEM 大宗商品价格¹季度均价环比下跌 20%，但从区间走势来看，指数在 4 月份跌至 2016 年以来低点后触底反弹。其中石油价格在季度初大幅下跌至历史低点，但随后在 OPEC 和俄罗斯等破纪录的减产规模推动下快速反弹，且欧美经济数据边际向好，市场悲观预期得到扭转。这一过程中，中国由于率先从疫情中复苏，成为沙特、俄罗斯竞逐的出口对象，影响力有所加强。有色金属受上游开采受阻和库存走高影响，价格上涨。中国铁矿石需求稳中有增，且巴西新冠蔓延加剧，引起市场对供应受阻的担忧。农产品价格涨跌不一，大豆和玉米价格上涨，小麦价格下跌。

二、主要大宗商品供求情况与价格走势

2 季度 OPEC+大规模减产提振油价。

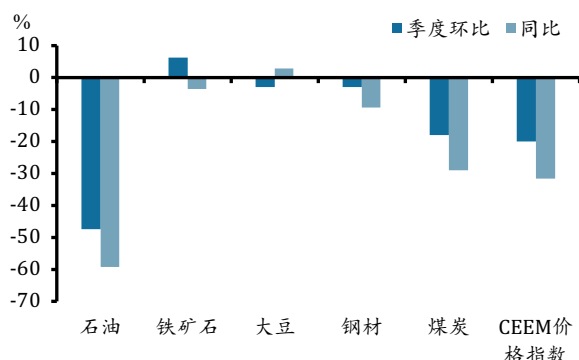
2020 年 2 季度，国际油价剧烈波动，整体呈先跌后升的走势。4 月份初全球经济受新冠疫情冲击，需求断崖式下跌，加上沙特、俄罗斯等产油国陷入价格战，导致原油期货价格一度跌入负值区间。但进

¹ CEEM 大宗商品价格指数（月度）综合计算前五大进口商品月平均价格，并根据中国进口量分配权重。5 种商品价格为 OPEC 一揽子石油价格、普氏铁矿石综合价格指数、澳大利亚动力煤 FOB 价格、钢材亚太地区远东市场综合到岸价以及美洲综合大豆价格。指数以 2012 年平均价格为基准。

入 5 月份后，随着经济有企稳迹象，多项数据较谷底反弹，需求端悲观预期得到扭转。更重要的是 OPEC 和俄罗斯等主要产油国终止价格战，达成破纪录规模的减产协议，为油价托底，市场开始寻找新的供需均衡。

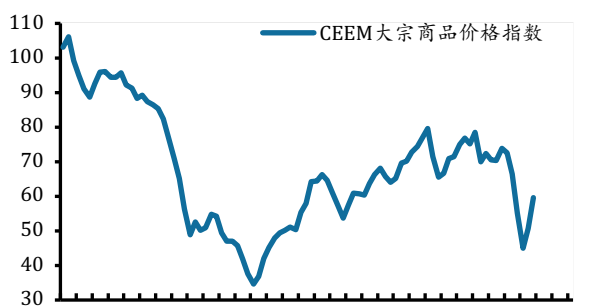
从具体价格来看，油价走势基本符合 1 季度报告预测，即超跌后快速反弹。布伦特原油现货价格最低跌至 13 美元附近，WTI 价格一度跌入负值区间，随后短期内快速反弹，投资者下注非理性预期不可持续。5 月初布伦特油价已经回升至 20 美元上方，6 月进一步突破 30 美元，最新价格已经达到 40 美元上方。虽然季度均价相较于上季度仍然有显著下跌，但已经完成了触底反弹的过程。

图表 42 2 季度大宗商品价格季度均价下跌



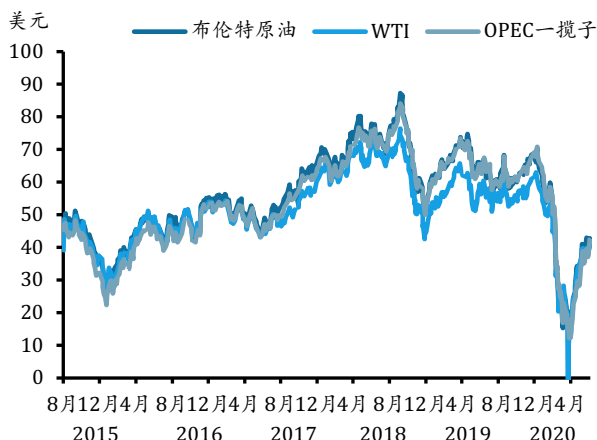
数据来源：CEIC, 世界经济预测与模拟实

图表 43 大宗商品价格触底反弹



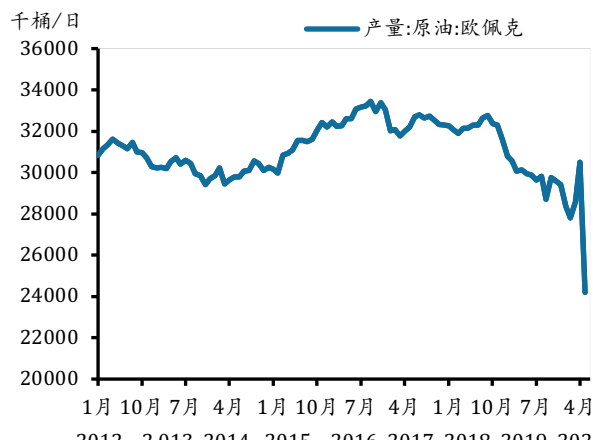
数据来源：CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 44 2 季度石油价格触底反弹



数据来源：Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 45 2 季度 OPEC 破纪录减产



数据来源：CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

产油国价格难以为继，达成破纪录的减产协议，且超预期执行。

在供给端，沙特和俄罗斯的价格战难以持续，双方均承受巨大压力，被迫重新达成破纪录的减产协议，为油价构筑较为坚实的底部。在新冠疫情的冲击下，沙特希望降价扩产、夺取市场份额的计划基本失败。主要原因包括，1 季度全球需求暴跌程度超过预期，降价也无法提振需求，市场陷入恐慌。即使部分进口国加速战略囤积，令沙特出口量增加 50%以上，但收入却大幅下降。叠加国内经济同样受到新冠冲击，沙特财政压力剧增。IMF 预计今年沙特经济萎缩 6.8%，沙特阿美等支柱企业业绩下滑。经济基础薄弱的情况下沙特不具备持续价格战的能力，被迫和俄罗斯等国达成减产协议。

这一减产协议的规模破纪录。OPEC+同意从 5 月 1 日起至 7 月减产 970 万桶/日，占全球产量的 10%。其中，OPEC 的减产份额为 608.4 万桶/日，由 10 个成员国共同承担，以 2018 年底为基准。从实际的减产率来看，减产执行程度甚至超过 100%。6 月迄今，OPEC 减产规模为 652.3 万桶/日，相当于 107%的协议执行率，6 月份平均产量下降至 2262 万桶。其中产量下降最大的即为沙特。另一方面，沙特或为修复和美国关系，避免对美国页岩油造成较大冲击，大幅减少对美出口。

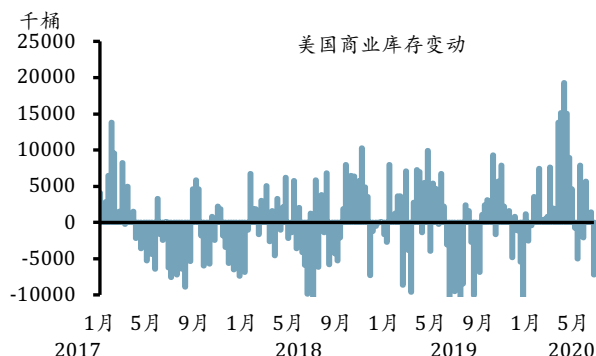
目前减产协议面临更新，沙特和俄罗斯尚未对协议延期至 7 月后的事项完成协商，存在一定变数。但总体而言，我们仍延续上季度的基本判断，即从长期来看，各方都不愿意承担损失，控制价格、获取超额利润仍然是合谋的最优选择。

此外，据美国油气服务公司贝克休斯表示，美国能源企业连续第九周将活跃油气钻井数量削减至纪录低位。美国产油企业复苏仍尚待时日。

中国率先复苏，成为重要原油出口目的国。

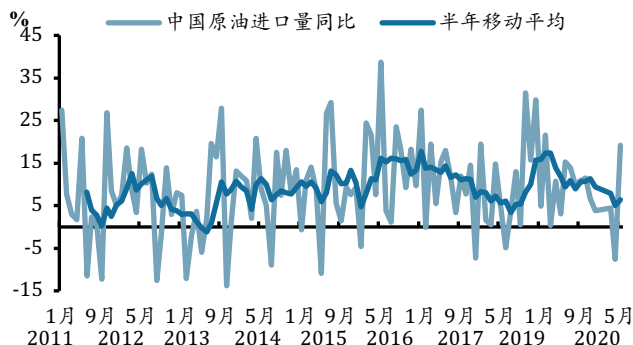
需求端的边际变化在短期内将对油价产生更大的影响。从 2 季度来看，美国失业情况好于预期、欧洲新冠新增得到遏制、中国需求回升均推动油价向上。

图表 46 2 季度美国商业库存持续缩减



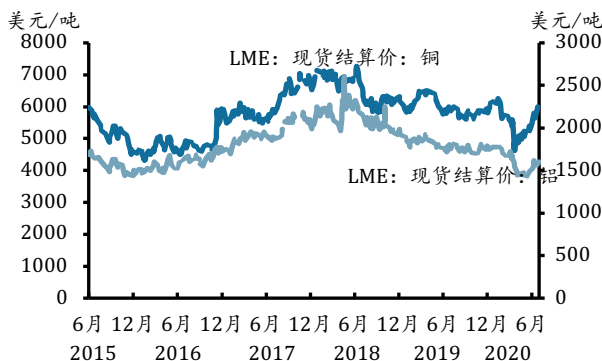
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 47 中国原油进口需求快速反弹



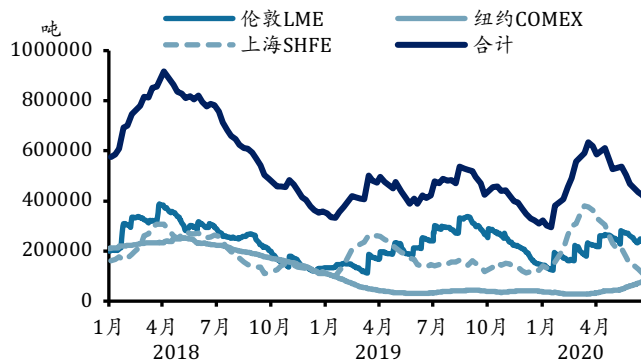
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 48 LME 铜铝价触底稳步反弹



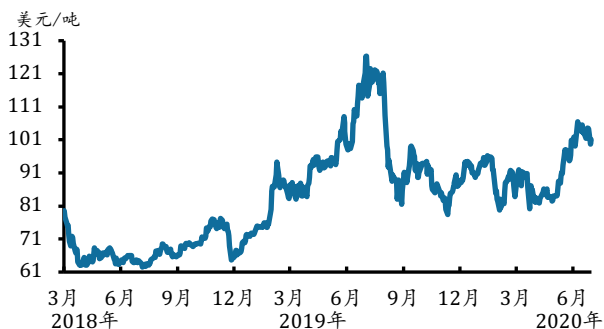
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 49 全球铜库存总量下跌



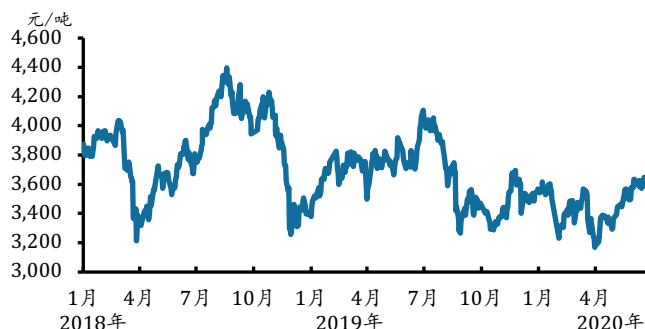
数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 50 国际铁矿石价格强势上涨



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

图表 51 国内螺纹钢期货活跃合约价收涨



数据来源: Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室

中国原油进口量同比大幅反弹，5 月增速接近 20%。各大产油国均在加大对华出口。俄罗斯 6 月份对华出口石油量同比增长

18.1%，5 月份沙特向中国出口量同比增长近乎翻倍，超过 200 万桶/日。中国由于率先从疫情中恢复生产，成为产油国必争之地，且话语权走强。

美国石油净进口量持续下跌，但在 5 月企稳反弹。同时，美国的商业原油库存也持续低位运行，随着部分州开始重启经济，失业数据好转，对原油的需求开始回升，也在一定程度上利好油价。

但总体来看，上述需求端的好转主要体现为边际改善。交通运输、航空等原油终端需求仍然处于较为疲弱的状态，在触底反弹之后，难以支撑起油价的持续向上。

2 季度有色金属价格受宏观环境提振及供应偏紧影响，下探到低点后稳步反弹。黑色金属价格同样回温：新冠疫情影响铁矿石供应推高价格强势上涨；赶工潮及基建利好消息推高国内钢价，但库存高企压力仍大。

2 季度海外市场信心逐步恢复，国际有色金属价格下探到低点后稳步反弹。铜方面，2 季度宏观环境边际向好，全球市场逐步接受新冠疫情长期存在的事实，各项经济数据好转，海外市场信心逐步恢复，货币政策宽松，流动性风险缓解；同时铜市场需求维持强势，供给端忧虑再起。宏观面和基本面利多因素共同作用使得 2 季度铜价持续走强，伦铜价格从季初 4772 美元/吨上涨至季末 6038 美元/吨，季度涨幅高达 26.53%，基本回吐 1 季度跌幅。铜上游供应方面，铜供应紧张格局延续，海外主要铜供给国受疫情影响严重，其中智利自 3 月 18 日宣布“国际紧急状态”后，6 月 16 日再次宣布将该状态延期；秘鲁正分阶段解封其矿山，中型矿山 6 月才可恢复生产，小型矿山至 8 月才可复产，较此前计划推迟。铜库存方面，截至 2020 年 6 月 24 日，全球三大交易所总库存报 40.35 万吨，相对 2020 年 1 季度减少约 21.56 万吨，其中 LME 库存增加 0.46 万吨，COMEX 库存上升 4.75 万吨，SHFE 库存减少 26.41 吨。铜下游需求方面，全球电气化的发展持续；主要发达国家复苏态势加强，尤其是欧美政府高调推动制造业回归，使得产业重拾高速扩张态势；此外，除中国以外的发展中国家随着工业经济加速发展对精炼铜需求增长。根据著名国际机构 CRU 统计，2019 至 2023 年全球精炼铜消费量复合年均增长率预计在 2% 水平。

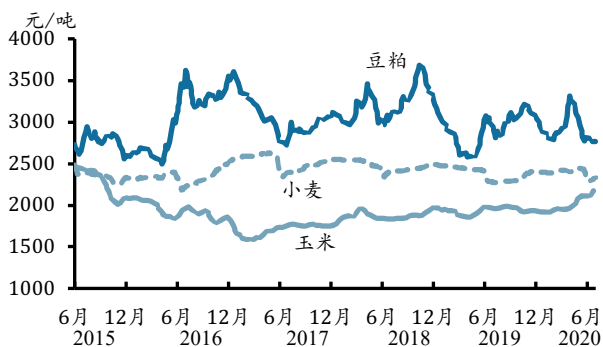
铝方面，LME 铝价 2 季度价格走势与 LME 铜价趋同，季度涨

幅 9.46%，自 4 月初的 1463.5 美元/吨上涨至 6 月底的 1602 美元/吨，由于铝的金融属性和国际化属性远弱于铜，因此价格回调幅度弱于铜。

2 季度国际铁矿石价格强势上涨，国内钢价回涨。普氏 62%铁矿石价格 2 季度涨逾 23%，冲破 100 美元/吨大关至 101.05 美元/吨。四月，海外疫情虽然严重，但澳巴对中国铁矿石供货顺畅，同时需求稳中有增，铁矿石供求基本平衡，价格维持在 85 美元/吨左右区间震荡；随后，巴西疫情持续发酵，成为确诊病例第二大国家，淡水河谷部分矿区关停，供给担忧加剧，铁矿石价格强势上探至 106.55 美元/吨；季末，淡水河谷宣布因疫情中止作业的伊塔比拉综合矿区已解除禁令，铁矿石价格略有回落。从港口资源上看，巴西矿库存跌破 2000 万吨，是过去 4 年同期的最低，甚至澳洲矿库存水平也偏低。总体而言，铁矿石供给偏紧。

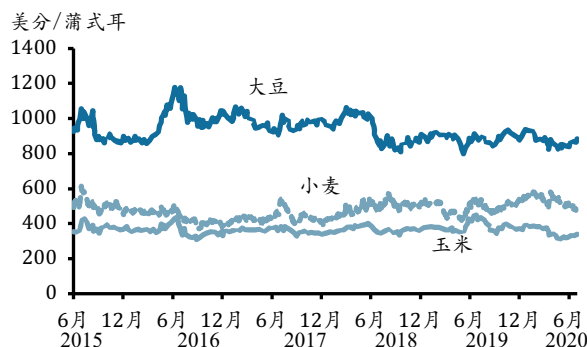
钢材方面，2 季度国内钢价重新上涨。2 季度国内全面复工后地产赶工和专项债资金逐步落实令钢材需求进一步好转，钢材库存持续下滑，成本端铁矿石上涨均推升钢价。国内螺纹钢期货活跃合约收盘价由季初 3169 元/吨上涨至季末 3565 元/吨，涨幅 12.5%。国内钢材的生产和供给方面，1 至 5 月，生铁产量 35599 万吨，同比增长 1.5%；粗钢产量 41175 万吨，同比增长 1.9%；钢材产量 48819 万吨，同比增长 1.2%。钢材库存方面，2 季度钢材去库持续，去库速度赶上往年同期，但春节和疫情期间积压的库存仍未完全消化，截至 6 月 24 日，螺纹钢社会库存报 836.64 万吨，环比下滑 56.56 万吨，但仍较去年同期高约四成，高库存压力仍然存在。钢材需求端，随着地产政策、房企融资改善，基建投资、汽车需求边际利好叠加赶工潮，钢材需求暂时较为旺盛。

图表 52 国内农产品现货价格涨跌不一，豆价、小麦下挫，玉米价格攀升



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 53 CBOT 大豆玉米价格小幅上涨，小麦价格下跌



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

2 季度国际农产品价格涨跌不一，CBOT 大豆、玉米价格回温小幅上涨，小麦价格暴跌。

2 季度国际农产品价格表现迥异。国际大豆价格小幅上涨，国内大豆价格大幅下挫。国际市场来看，CBOT 大豆价格受新冠肺炎疫情蔓延及中美局势不确定性影响，2 季度由跌转升，涨幅 2.11%至 883 美分/蒲式耳。4 月美国全面爆发新冠肺炎疫情，大豆运输受限、下游工厂停工，需求持续低迷，叠加 WTI 原油 5 月合约跌至负值影响，美豆价格由 864.75 美分/蒲式耳持续暴跌至 824.75 美分/蒲式耳；5 月，中美局势恶化引发市场美豆出口担忧，且受 USDA 美豆产量预计增加的影响，美豆价格低位震荡；6 月，中国大量进口美国大豆消息、USDA 种植面积报告低于市场预期推升美豆价格，但新冠疫情引发市场担忧压低美豆价格，复杂因素致使美豆震荡季末收于 883 美分/蒲式耳。6 月美国农业部（USDA）报告 2019/20 年度全球大豆产量、需求、期末库存以及库消比均较 5 月有所下调。2019/20 年度全球大豆产量预估为 3.35 亿吨，较 5 月下调 76 万吨；其中，美国、巴西、阿根廷和中国等主产国大豆产量没有调整，均持平 5 月预估。期末库存预计 0.99 亿吨，较 5 月预估下调 108 万吨；2019/20 年度全球大豆库存消费比 28.47%，并预计 2020/21 年度期末库存消费比将继续下滑。全球大豆供需继续小幅收紧。

国内市场表现迥异，豆粕现货价格 4 月大幅下挫，随后 5-6 月在 2800 元/吨附近低位震荡，季度跌幅 16.52%。

2 季度玉米价格国内外均上涨；小麦价格国内外齐下跌。国际

市场来看，CBOT 玉米价格 2 季度先抑后扬，季末较季初小幅上涨 1.12% 至 338.75 美分/蒲式耳。美国农业部（USDA）6 月玉米供需报告中性偏空，19/20 旧作结转库存从 3.1473 亿吨降至 3.1291 亿吨，主要的变动来自于阿根廷出口需求调增 100 万吨，南非 18/19 出口数据调整以及中国饲用需求恢复所带来的玉米需求增加 100 万吨，美国旧作产量略下调 116 万吨，抵消部分出口需求增加所带动的结转库存下调。报告下调全球玉米产量 125 万吨至 11.13 亿吨，下调全球玉米消费量 23 万吨至 11.2 亿吨，库消比微下调至 27.92%。国内市场来看，玉米现货价格 2 季度持续上涨至 2202.6 元/吨，季度涨幅高达 11.97%。

小麦方面，CBOT 小麦价格 2 季度暴跌 11.1 个百分点，至 490.75 美分/蒲式耳。6 月美国农业部（USDA）供需报告预估全球小麦 19/20 年供应量上调 490 万吨，其中期初库存 160 万吨，全球产量上调 330 万吨。根据政府最新统计，印度小麦产量上调 120 万吨。俄罗斯和乌克兰产量分别上调 100 万吨。预计 19/20 年全球消费量上调 360 万吨，主要是食用和饲用量上调。供应量增加远多于使用量。期末库存预计上调 130 万吨至 2.943 亿吨。国内 2 季度小麦下跌至 2337.8 元/吨，季度跌幅 2.84%。

三、未来价格走势与风险

油价虽然触底反弹，但需求疲弱，难以支撑持续上涨。金属与农产品方面，新冠肺炎疫情影响式微，基本面供需结构重新占据主要影响因素，宏观面国家刺激政策同时影响价格走

石油方面，预计产油国仍将压低产量，但短期内需求复苏空间有限，难以支撑油价持续回升。前期反弹更多来自于情绪和经济数据边际上的改善，但基本面仍然疲弱。预计下半年油价仍维持在 30-35 美元区间。

金属方面，未来价格走势主要关注新冠肺炎疫情影响下的供给关系走势以及宏观面国家刺激政策的影响。铜、铝方面，全球流动性风险缓解，宽松货币政策提振市场情绪，宏观面利好有色金属价格；海外新冠肺炎疫情威胁主要有色金属供应国供应产出，而经济刺激拉动

势。

全球需求，全球铜市供应缺口持续，预计有色金属价格震荡上行。铁矿石方面，前期对疫情导致矿山减产预期已充分反映在当前定价中，进一步走高概率不大，且随着主要供应国产量逐步恢复，下游需求下降，供需边际改善引导矿价运行重心走低。钢材方面，预计受梅雨及暑热天气影响，地产开工放缓钢材需求，若铁矿石供给平稳，国内钢价将调整至低位震荡。

农产品方面，主要关注供求格局对价格的影响及新冠肺炎及天气影响带来的不确定扰动。大豆、玉米供应预计小幅收紧，需求随经济重启边际回升，库消比下行推升二者价格；小麦供大于求，库消比上行将压低小麦价格。但海外疫情，尤其是北美疫情进一步恶化，前景难以预测，加之天气因素影响，农产品价格可能发生震荡。

外贸专题：出口增速超预期反弹²

2020年2季度，中国出口（美元）同比增速为0.1%，较上季度提高13.5个百分点；进口同比增速为-9.7%，较上季度下降6.8个百分点；货物贸易顺差总额为1547亿美元，较去年同期提高508亿美元。在外需快速恶化的背景下，2季度出口增速回升主要来自中国出口产品市场份额的大幅反弹。需要注意的是，与抗疫相关的医疗设备以及口罩、防护服等物资、与远程工作相关的电子类产品成为新的出口增长点。如果扣除中药材及中式成药、纺织纱线、织物及制品、医疗仪器及器械的带动作用，2季度总体出口增速将降至-3.8%，进一步扣除集成电路和自动数据处理设备及其零部件对出口的带动作用，出口增速将跌至-6.6%。4-5月，服务贸易逆差为189亿美元，同比下降273亿美元。预计3季度中国出口同比增速继续承压，但环比增速逐步改善。全球经济仍面临较大的不确定性，需警惕第二波疫情的暴发以及疫情冲击下各经济体贸易保护主义倾向加强对全球贸易的负面影响。

一、全球贸易形势明显恶化

预估 2 季度全球贸易增速加速下行。

预估 2 季度全球贸易增速加速下行。根据世界贸易组织数据，2020年1季度全球出口总额4万亿美元³，同比增速为-5.4%，较上季度下降3.9个百分点。2015-2019年，CEEM中国外部需求指数（简称CEEM-PMI）⁴与3个月移动平均的全球出口增速⁵走势高度一致。2020年1月底中国湖北暴发新冠肺炎疫情，3月初中国渡过疫情高峰期，但疫情相继在亚洲、欧洲和美国暴发，4-5月海外疫情不断升级，导致2季度全球生产和贸易活动出现不同程度暂停。4月CEEM PMI

² 本季报进、出口总额数据来自中国海关总署，而按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据则来自CEIC数据库。事实上，CEIC数据库中的外贸数据也来自中国海关，但由于海关事后对已公布的贸易总额数据进行了修正，而CEIC并没有完全同步调整，导致二者略有不同；对于按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据，海关未披露修正后的数值，因此海关统计月报数据和CEIC数据库一致。总体上，两个数据来源中外贸数据的变化趋势基本一致，对主要结论影响不大。

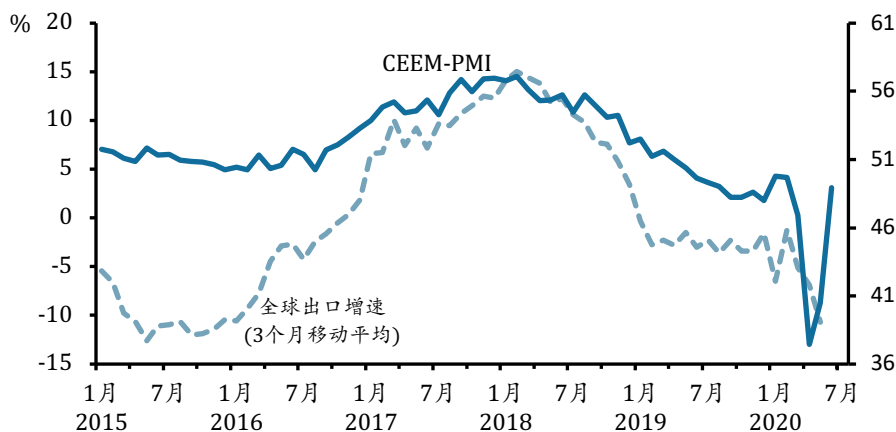
³ 除非特别注明，下文贸易数据单位为美元，增速为同比增速。按人民币和美元计价增速的差异来自于汇率变化。

⁴ CEEM PMI指数是基于中国主要贸易伙伴国PMI指数构建的中国外部需求景气指数，该指数与摩根大通全球制造业PMI指数总体一致，但更侧重于反映中国的外部需求情况。

⁵ 3个月移动平均为当月以及前两个月取值的平均水平。这里暗含CEEM-PMI指数领先全球出口增速1-2个月。

指数跌至 2010 年 1 月以来的最低点（37.45%），显示中国外部需求急剧恶化。5 月该指数小幅回升至 40.47%，疫情冲击下全球经济依然十分低迷。6 月 23 日，世界贸易组织在其发布的最新版《全球贸易数据与展望》报告中，预测 2020 年第 2 季度全球货物贸易量降幅将达到 18.5%。

图表 54 预估 2 季度全球贸易增速加速下行



数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

二、中国出口同比增速超预期回升

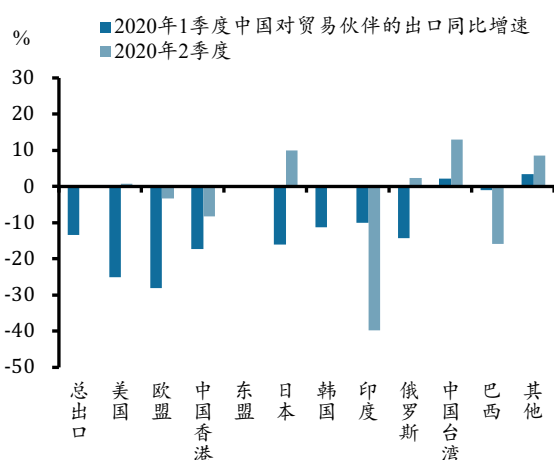
中国海关数据显示，2020 年 2 季度，以人民币计，中国出口总额 4.4 万亿元，同比增长 4.5%；以美元计，出口总额 6208 亿美元，同比增速为 0.1%，较上季度提高 13.5 个百分点。其中，4 月出口同比增速为 3.4%，5 月出口同比增速为 -3.3%，6 月出口同比增速为 0.5%。

2 季度，中国对主要发达经济体出口增速普遍回升，对部分发展中经济体出口增速回落。

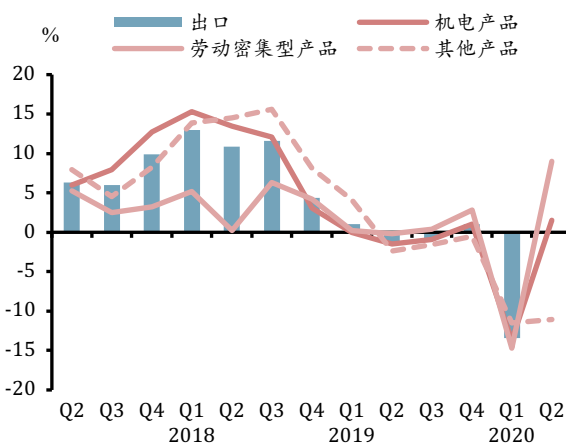
分地区看，2 季度中国对主要发达经济体出口增速普遍回升，对部分发展中经济体出口增速回落。一方面，对美国、欧盟、日本、韩国、中国香港和中国台湾出口增速分别较上季度提高 25.8、24.6、26.1、11.3、9.1 和 10.8 个百分点。另一方面，对东盟出口同比增速与上季度持平，对巴西和印度出口同比增速分别较上季度下降 14.7 和 29.7 个百分点。

从贸易方式看，三类贸易出口增速均有所回升，但加工贸易同比仍维持负增长。⁶ 2 季度，一般贸易出口同比增长 1.6%，较上季度提高 14.9 个百分点；加工贸易出口同比增速为-5.8%，较上季度提高 13.4 个百分点；其他贸易方式出口同比增长 6.3%，较上季度提高 4.6 个百分点。从贡献率上看，加工贸易同比仍维持负增长，拖累 2 季度出口表现，而一般贸易和其他贸易出口同比增速回归零以上，但增长势头是否可持续仍取决于外部环境变化。

图 55 中国出口增速的地区和产品分布



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

2 季度，机电产品和劳动密集型产品出口同比增速均较上季度大幅提升，其他产品拖累总体出口增长。

分产品看，2 季度，机电产品和劳动密集型产品出口同比增速均较上季度大幅提升，其他产品拖累总体出口增长⁷。其中，机电产品出口增速较上季度提高 15.2 个百分点，同比增速为 1.5%。特别地，机电产品中高新科技产品回升力度更大，出口同比增速较上季度提高 20.1 个百分点，达到 7.8%。2 季度，七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口同比增速分别为 9.0% 和 -11.1%，较上季度提高 23.7 和 0.4 个百分点。其他产品主要包括石油、化工、黑色和有色金属制品等，

⁶ 海关统计的贸易方式按海关监管方式进行划分，共有 15 类细项：1.一般贸易，2.国家间、国际组织无偿援助和赠送的物资，3.其他捐赠物资，4.补偿贸易，5.来料加工装配贸易，6.进料加工贸易，7.寄售代销贸易，8.边境小额贸易，9.对外承包工程货物，10.租赁贸易，11.出料加工贸易，12.易货贸易，13.保税监管场所进出境货物，14.海关特殊监管区域物流货物，15.其它商品贸易方式。本报告中一般贸易对应第 1 项，加工贸易对应第 5 和 6 项，其他方式贸易对应除去 1、5、6 项的剩余项目。2020 年 1 季度，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式出口占总出口的比重分别为 58.4%、28.3%、13.2%。

⁷ 2020 年 1 季度，机电产品、七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口占总出口的比重分别为 58.6%、17.9%、23.6%。

其出口增速低迷一方面与疫情冲击全球需求有关，另一方面也受石油价格暴跌对全球工业制成品价格压制的持续影响。

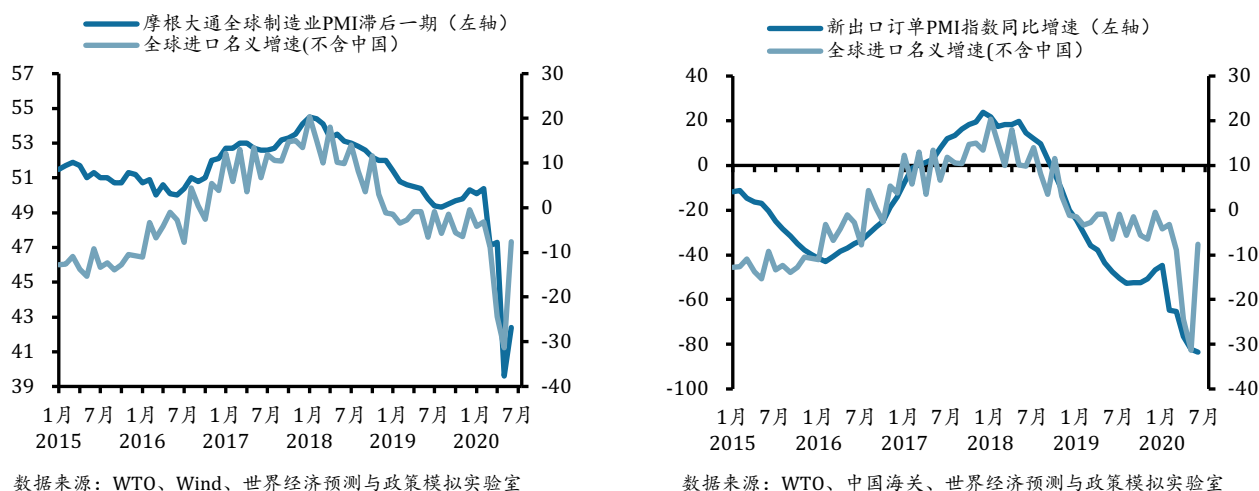
与抗疫相关的医疗设备以及口罩、防护服等物资、与远程工作相关的电子类产品成为新的出口增长点。

与抗疫相关的医疗设备以及口罩、防护服等物资、与远程工作相关的电子类产品成为新的出口增长点。海关总署数据显示，1-5月口罩带动纺织品出口同比增长25.5%，医疗器械出口同比增长33%。如果扣除中药材及中式成药、纺织纱线、织物及制品、医疗仪器及器械的带动作用，2季度总体出口增速将降至-3.8%，进一步扣除集成电路和自动数据处理设备及其零部件对出口的带动作用，出口增速将进一步跌至-6.6%。其中，4月、5月和6月则分别降至-2.4%、-12.9%和-4.1%。由此可见，扣除与抗疫相关和与远程工作相关的产品后，其他部分出口增速在5月表现最差，与滞后一期PMI和进口表现一致。

中国出口由外需和出口市场份额决定。

中国出口由外需和出口市场份额决定。从定义式看，中国的总体外部需求增速（不含中国的全球进口增速），与中国出口产品在全球市场上的份额增速（同样不包含中国市场），两者之和大致决定了中国出口增速。这两项数据均来自中国贸易伙伴提供的数据，有利于排除虚假高报的干扰。

图表 56 预估受疫情冲击 2 季度外需加速下滑

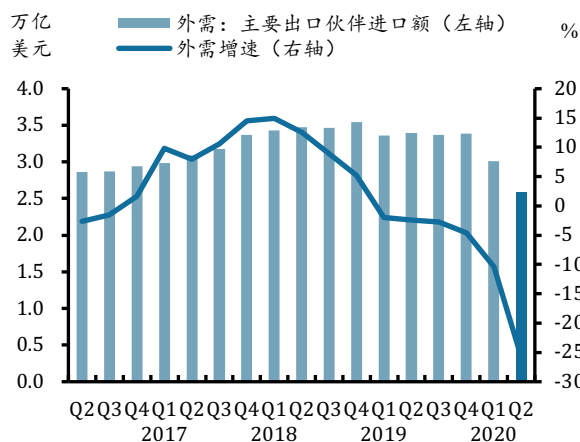


注：全球进口名义增速（不含中国）根据 WTO 数据计算，其中 2020 年 4 月基于已披露数据国家计算，5-6 月值由于 WTO 中大多数国家暂未公布，为根据全球摩根大通 PMI 指数、新出口订单 PMI 指数得到的估计值。

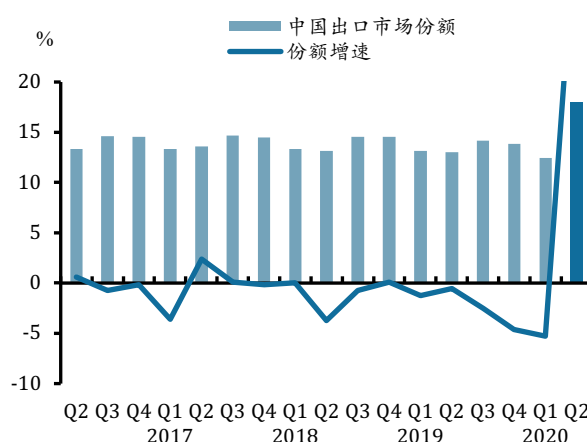
预估受疫情冲击 2 季度外需加速下滑。

预估受疫情冲击 2 季度外需加速下滑。一方面，全球制造业 PMI 指数滞后一期较上季度下降 6.1 个百分点。2016 年 1 月至 2020 年 3 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期值与来自 WTO 提供的不含中国的全球进口增速（外需增速）的相关系数为 0.88，能较好地预见外需增速的变化。2020 年 4 月至 6 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期分别为 47.3、39.6、42.4，平均值为 43.1，较前 3 个月下降 6.1 个百分点。另一方面，新出口订单 PMI 指数同比增速也较前 3 个月大幅下滑。2016 年 1 月至 2020 年 3 月，中国新出口订单 PMI 指数同比增速与外需增速的相关系数为 0.9，表明中国新出口订单 PMI 指数能较好地预见外需增速的变化。2020 年 4 月至 6 月，中国新出口订单 PMI 指数同比增速依次为-76.4%、-82.1%和-83.5%，平均水平较前 3 个月下降 22.4 个百分点。

图表 57 在中国有序复工复产，而海外疫情快速蔓延的情况下，预计 2 季度中国出口产品市场份额将大幅反弹



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

注: 中国的贸易伙伴选择了美国、欧盟、东盟、日本、韩国、印度、俄罗斯、澳大利亚、中国台湾、巴西、加拿大、沙特和南非。2019 年, 中国对这 13 个地区再加上香港的出口接近总出口的 83%, 由于中国对香港的出口绝大部分是转口贸易, 因此上图中的贸易伙伴不包括香港。中国出口市场份额为以上 13 个贸易伙伴的总进口中国产品的比例, 这些伙伴的总进口额为中国出口面临的外需, 相关数据由各伙伴国提供。图中 2020 年第 2 季度为估算值。中国主要贸易伙伴进口增速与中国在其市场份额增速之和大致决定了中国出口增速。

在中国有序复工复产，而海外疫情快速蔓延的情况下，

在中国有序复工复产，而海外疫情快速蔓延的情况下，预计 2 季度中国出口产品市场份额将大幅反弹。出口产品市场份额能够反映一国产品在国际市场上的竞争力。从历史数据看，中国出口产品

预计 2 季度中国出口产品市场份额将大幅反弹。

市场份额的季度指标在 2015 年 3 至 4 季度上升到 14.8% 的高位后进入窄幅波动期，且出口市场份额时间序列的变化主要来自季度差异。然而，2020 年 1 月底中国湖北暴发新冠肺炎疫情，并迅速蔓延至其他地区，2-3 月国内企业正常的生产活动受到影响，使得 1 季度中国出口产品市场份额的下降至 12.5%，显著低于 1 季度的历史平均水平。随着国内有序复工复产，而海外疫情快速蔓延，甚至有第二波反弹的趋势，4 月中国出口产品份额大幅反弹至 18%，预计整个 2 季度都将超过历史平均水平。一方面，来自对 1 季度国内疫情出口订单延迟的补偿（主要发生在 4 月），另一方面则是在外国采取需求刺激政策、而疫情冲击又致使供给能力下降的背景下，中国出口对其他国家出口产生替代。长期来看，随着全球疫情得到全面有效控制，预计中国出口市场份额将再度回落到正常水平（主要呈现季节差异）。中国出口市场份额的变化完全支持我们在 1 季度外贸季报中的相关分析。

三、中国进口同比增速继续下滑

中国海关数据显示，2020 年 2 季度，以人民币计，中国进口总额 3.3 万亿元，同比下降 5.8%；以美元计，进口总额 4661 亿美元，同比下降 9.7%，较上季度继续下降 6.8 个百分点。其中，4 月进口同比增速为-14.2%，5 月进口同比增速为-16.7%，6 月进口同比增速为 2.7%。

2 季度，除日本、中国台湾、巴西和印度外，中国从主要贸易伙伴进口增速均下滑。

分地区看，2 季度，除日本、中国台湾、巴西和印度外，中国从主要贸易伙伴进口增速均下滑。其中，从美国、欧盟、东盟、韩国、中国香港进口增速分别较上季度下降 1.5、4.8、6.6、0.9 和 6.6 个百分点。然而，从日本、中国台湾、巴西和印度进口增速较上季度提高。特别地，从中国台湾进口同比增长 13.3%，较上季度提高 11.2 个百分点。内地自台湾进口增加主要为电机、电气、音像设备及其零配件，2019 年该类产品占内地自台湾总进口的 65.7%，2020 年 4-5

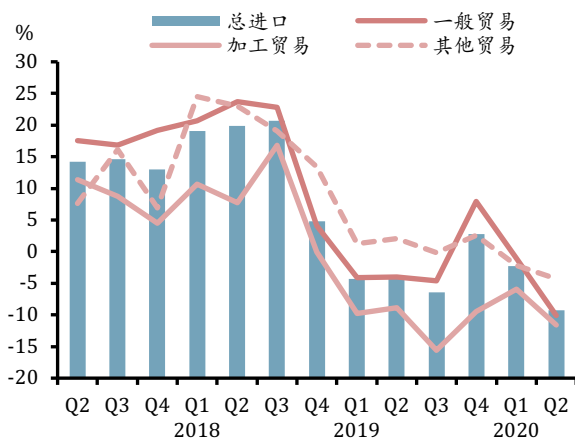
月内地自台湾进口的该类产品的同比增速高达 18.2%。

图表 58 中国进口增速的地区分布（单位：%）

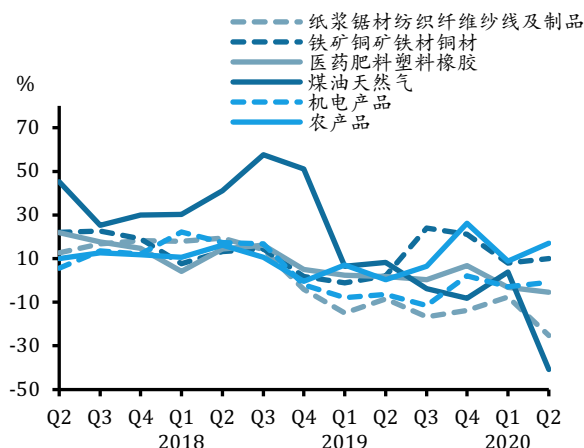
国家	总进口	美国	欧盟	日本	中国香港	东盟
2020 年 2 季度	-9.3	-5.1	-19.5	-0.7	-39.2	2.1
较上季度变化	-7.0	-1.5	-4.8	3.6	-6.6	-6.6
国家	韩国	印度	俄罗斯	巴西	中国台湾	其他
2020 年 2 季度	-6.6	5.0	-24.3	8.0	13.3	-16.9
较上季度变化	-0.9	15.5	-44.2	9.2	11.2	-16.0

从贸易方式⁸看，2 季度，一般贸易进口同比增速为-10.1%，较上季度减少 9.0 个百分点；加工贸易进口同比增速为-11.6%，较上季度减少 5.7 个百分点；其他贸易方式进口同比增速为-4.3%，较上季度减少 2.1 个百分点。从贡献率上看，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式对 2 季度进口变动的贡献率分别为 66.8%、24.2%、9.0%。

图表 59 中国进口增速的贸易方式和产品分布



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

说明：2016 年 1 月中国海关将天然气纳入进口重点商品表中。因此，2016 年之前，煤-油-天然气产品同比增速为不包含天然气的进口同比变化。

高科技产品以外的机电产品、煤-油-天然气、肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织

分产品⁹看，高科技产品以外的机电产品、煤-油-天然气、肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品进口受疫情冲击较大，拖累总体进口增长。2 季度，机电产品进口增速较上季度提高 2.0 个

⁸ 2020 年 1 季度，一般贸易、加工贸易和其它贸易方式进口占总进口的比重分别为 61.6%、19.1%和 19.3%。

⁹ 2020 年 1 季度，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品、机电产品进口占总进口的比重依次为 8.0%、9.5%、17.1%、5.0%、2.5%、42.3%。

纤维纱线及制品进口受疫情冲击较大，拖累总体进口增长。

百分点，同比增速为-0.9%。机电产品中高新科技产品进口同比增速较上季度提高 5.0 个百分点，为 4.7%。煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶和纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品进口分别下降 40.8%、5.4% 和 25.2%，进口增速较上季度均不同程度回落。特别地，2 季度，国内疫情好转，医药材和药品进口增速回落至 2.4%，显著低于 1 季度 11.7% 的进口增速。相反，农产品和铁矿-铜矿-铁材-铜材进口依然维持正增长，进口同比增速依次为 17.0% 和 10.1%。特别地，农产品进口增速自 1 季度起连续增长，这可能与国内维持食品价格稳定和落实中美一阶段协议的双重压力有关。

四、2 季度经常账户顺差被动上升

2 季度经常账户被动顺差。

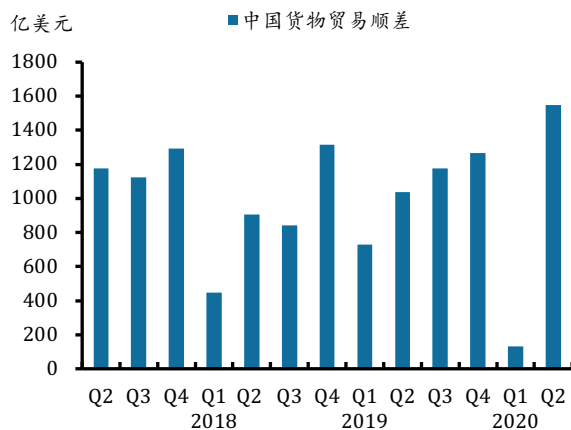
2 季度，货物贸易顺差反弹。以人民币计，中国货物贸易顺差额为 10898 亿元，同比提高 55.6%；以美元计，顺差总额为 1547 亿美元，同比提高 48.9%（上季度增速为-82.0%）。其中，4、5 和 6 月货物贸易顺差分别为 453、629 和 464 亿美元。从贸易方式看，2 季度，一般贸易顺差为 889 亿美元，较去年同期回升 379 亿美元；加工贸易顺差为 786 亿美元，较去年同期回升 12 亿美元；其他贸易差额为-128 亿美元，较去年同期回升 91 亿美元。

服务贸易逆差规模继续缩小。4-5 月，中国服务贸易逆差为 189 亿美元，同比下降 59.0%，较上季度-26.2% 的同比增速下降 32.8 个百分点。其中，境外旅行服务逆差为 134 亿美元，同比下降 62.8%，降幅较上季度扩大 34.5 个百分点。运输服务逆差为 44 亿美元，同比下降 56.7%，降幅较上季度扩大 50.7 个百分点。保险和养老金服务逆差为 16.3 亿美元，同比提高 35.4%，增速较上季度提高 66.0 个百分点。

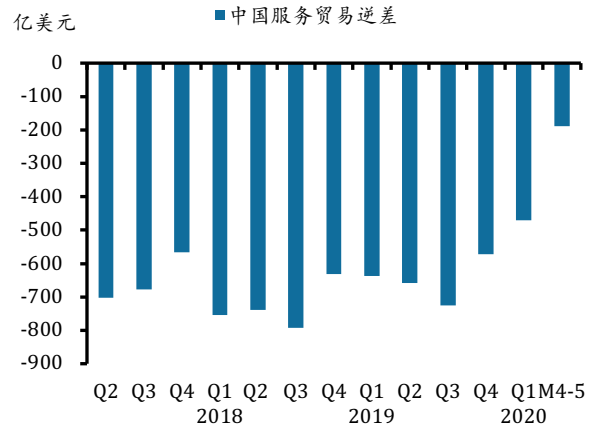
据国家外汇管理局统计，2020 年 4 月-5 月，以人民币计，中国货物贸易顺差总额上升至 8450 亿元，服务贸易逆差回落至 1342 亿元。根据我们的估算，4 月-5 月中国经常账户占 GDP 比重将处于

4%-5%之间，时隔九年后再次达到甚至超过经常账户失衡的临界标准（经常账户余额占 GDP 比率超过 3%-4%）。与此相比，2020 年 1 季度，在国内疫情蔓延导致停工停产的影响下，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献跌至-1.0 个百分点，低于去年同期 1.2 的百分点贡献度。

图表 60 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差

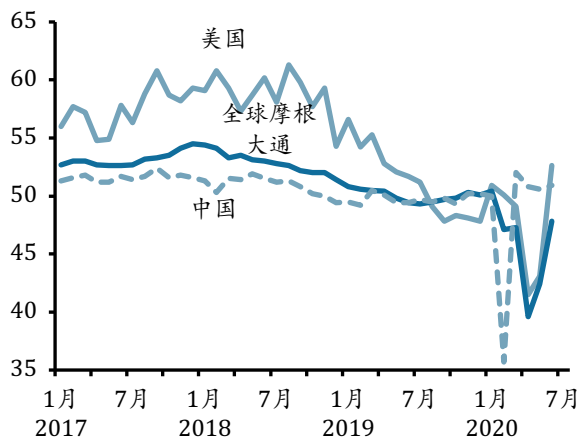


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

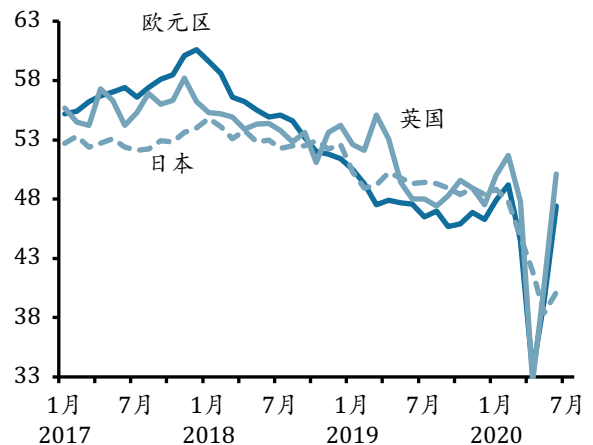


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

图表 61 全球及主要经济体制造业 PMI



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室

五、外贸展望

预计 3 季度中国出口增速同比继续承压

预计 3 季度中国出口同比增速继续承压，但环比增速逐步改善。一方面，外部经济的景气程度环比有所改善。4 月 CEEM-PMI 指数

压，但环比增速逐步改善。

降至 2010 年以来的历史最低点（37.45%），而 5、6 月取值尽管仍位于荣枯线下方，但环比不断改善，预示中国出口的外部经济的景气程度有所修复。6 月 23 日，世界贸易组织发布的更新版《全球贸易数据与展望》预计第 2 季度全球货物贸易量将出现历史性下滑，降幅将达到 18.5%，但得益于各国政府迅速应对，全年整体表现有望避免世贸组织 4 月预期的最糟糕情况（2020 年全球贸易受疫情影响将缩水 13%到 32%）。另一方面，中国国内的疫情发展率先得到有效控制，有序推进复工复产。相比之下，美国、巴西、印度等国新增确诊病例仍在快速增长中，生产的恢复受到疫情的掣肘。在这一背景下，中国出口的相对优势增加，出口竞争力增强。特别地，与抗疫相关的医疗设备以及口罩、防护服等物资，与远程工作相关的电子类产品仍在相当长一段时间内为中国的出口增长提供支撑。

全球经济仍然面临较大不确定性，仍需警惕第二波疫情的暴发，以及疫情冲击下贸易保护主义倾向加强对全球贸易的负面影响。

图表 62 中国外贸数据概览

1. 外贸总体						
	(美元同比/%、亿美元)			(美元同比/%、亿美元)		
	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2017	2018	2019
出口	1.0	-13.4	0.1	7.9	9.9	0.5
进口	2.8	-2.3	-9.3	16.1	15.8	-2.8
出口额	6731	4776	6208	22804	24870	24984
进口额	5463	4647	4661	18423	21359	20769
货物贸易余额	1267	129	1547	4381	3511	4215
2. 地区出口						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2019Q4	2020Q1	2020Q2
出口	1.0	-13.4	0.1	5882	6355	3721
美国	-18	-25.1	0.7	1060	682	1091
欧盟	2.2	-28.0	-3.4	1110	703	1016
中国香港	-7.1	-17.3	-8.2	780	501	633
日本	-6.3	-16.1	10	369	296	378
东盟	20	-0.1	-0.1	1052	773	871
俄罗斯	7.9	-14.2	2.4	138	91	118
3. 贸易方式						
	(美元同比/%)			(规模/亿美元)		
	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2019Q4	2020Q1	2020Q2
一般贸易出口	2.4	-13.3	1.6	3790	2791	3720
加工贸易出口	-8.5	-19.2	-5.8	2007	1353	1671
其他贸易出口	21.3	1.7	6.3	928	631	816
一般贸易进口	7.9	-1.1	-10.1	3273	2862	2831
加工贸易进口	-9.5	-5.9	-11.6	1103	887	885
其他贸易进口	2.6	-2.2	-4.3	1069	898	943

数据来源：CEIC 数据库。

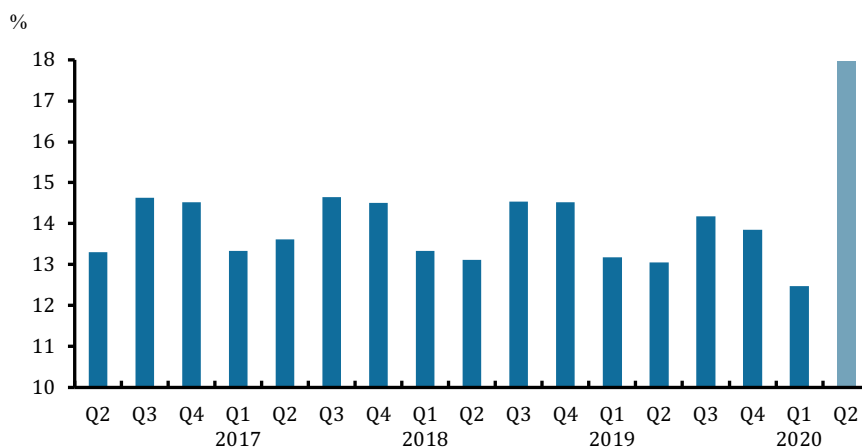
特别专题 1：中国出口占全球份额达历史高点¹⁰

从中长期看，中国出口增速保持强劲回升势头并不容易。一方面，疫情带来的不确定性和需求疲软导致的各国企业的资产负债表恶化和投资意愿下降，这将制约外部需求的修复进程。另一方面，随着同类国家渡过疫情高峰，并逐步复工复产，中国对其他国家出口的替代效应、以及陡然上升的出口市场份额，都可能会回归正常时期的水平，这将弱化国内复工复产对我国出口增长的支撑。

2020 年 4 月以来，海外疫情持续蔓延、全球经济活动和国际贸易明显萎缩。而同一时期，以美元计价的中国出口增速超预期修复：4 月-5 月，中国出口同比增速录得-0.1%，较 1 季度-13.4%的增速大幅改善。显然，外部需求的恶化不能解释这一现象。

事实上，只有一个原因可以解释——中国出口在全球的市场份额大幅上升。这确实得到了数据的支撑。2020 年 4 月，中国 13 个最重要贸易伙伴的总进口当中，中国的出口份额大幅反弹至 18%，较 2019 年 2 季度高出了 5 个百分点，也是 2008 年以来的最高水平。根据我们的估算，预计 5 月中国的同口径出口份额仍将保持在高位。

图表 63 4 月中国出口市场份额大幅上升



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

注：中国的贸易伙伴选择了美国、欧盟、东盟、日本、韩国、印度、俄罗斯、澳大利亚、中国台湾、巴西、加拿大、沙特和南非。2019 年，中国对这 13 个地区再加上中国香港的出口接近总出口的 83%，由

¹⁰ 本文已发表于 2020 年 7 月 12 日的《财经》杂志。

于中国对香港的出口绝大部分是转口贸易，因此上图中的贸易伙伴不包括中国香港。中国出口市场份额为以上 13 个贸易伙伴的总进口中国产品的比例，这些伙伴的总进口额为中国出口面临的外需，相关数据由各伙伴国提供。图中 2020 年第 2 季度为 4 月取值。

出口市场份额通常对应于出口竞争力。为什么 4 月以来中国的出口市场份额大幅上升？

出口市场份额通常对应于出口竞争力。为什么 4 月以来中国的出口市场份额大幅上升？

第一，有部分 1 季度订单延迟交付，推迟到了 2 季度。受新冠肺炎疫情影响，2 月-3 月国内大面积停产，出口交货被迫延期、甚至取消。2020 年 1 季度，中国出口的市场份额降至 12.5%，显著低于 1 季度的历史平均水平。但是，订单延迟并非后来出口市场份额大幅上升的主要原因。一方面，出口订单的延期交付比例有限，另一方面，短期剩余需求可能通过库存消耗、同类产品替代、或者涨价的形式得以消化。另外，4 月以来海外疫情大面积暴发，对中国产品的进口需求总体上呈现恶化，根据某平台数据来看，后来的撤单比例也在很大程度上抵消了订单延迟交付的效果。所以要解释出口增速稳定、出口市场份额上升，还要审视其他角度。

第二，口罩、防护服、医疗设备等抗疫物资出口激增。防疫物资出口增长既有需求结构改变的原因，亦有出口市场份额继续扩张的原因。4 月以来至今，疫情仍在全球蔓延、升级。在疫情影响下，海外市场对口罩、防护服、呼吸机等防疫物资需求激增。由于以下两个原因，中国成为全球防疫物资的主要来源国：一方面，疫情之前中国就是全球主要的医用防护服（HS6 位编码 621010）、口罩（HS6 位编码 630790）生产国。2018 年，中国在这两类产品上的出口分别占到全球份额的 46.5%、43.8%。另一方面，中国率先遏制疫情并有序复工复产。在此背景下，防疫物资出口成为中国出口新的增长点。据海关总署统计，1 月-5 月口罩带动纺织品出口同比增长 25.5%，医疗器械出口同比增长 33%。如果扣除中药材及中式成药、纺织纱线、织物及制品、医疗仪器及器械的带动作用，4 月-5 月出口增速将从零增长降至-4.2%。

但是,防疫物资出口也不能完全解释4月-5月中国出口市场份额的大幅上升。以4月为参考,2季度中国出口市场份额较2016年-2019年均值(13.3%)提高了近5个百分点,而根据我们的估计,除医疗设备外的防疫物资对中国出口市场份额增长的贡献不超过3个百分点。即使考虑医疗设备的作用可能也不足以完全解释。其中一个原因是产能受限,根据工信部在4月8日国务院联防联控机制新闻发布会上的披露,中国医疗设备产能的发挥受到全球供应链紊乱的影响,相关核心零部件供应不足。

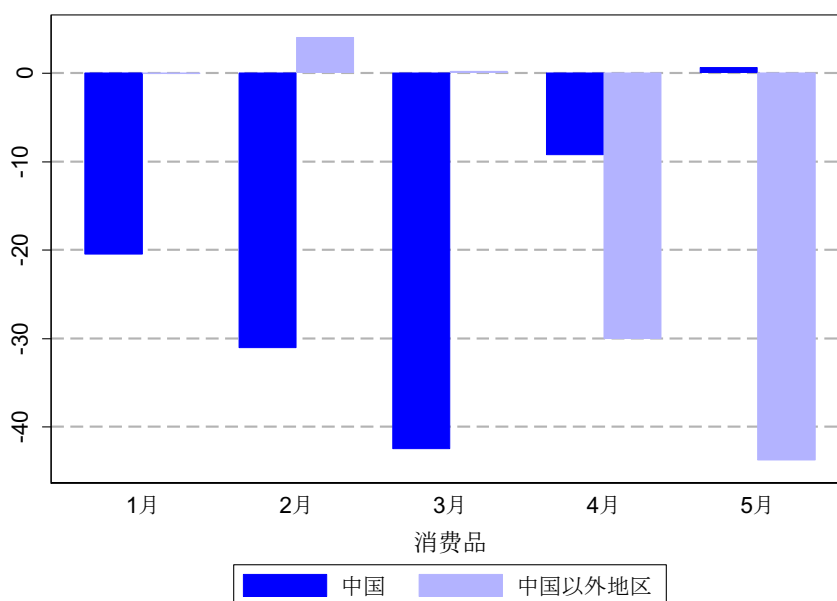
第三个重要原因是,各国纾困政策对需求起到了稳定作用,而国内外疫情分化使得中国在供给端、出口端的竞争力迅速凸显。

从需求端来看,在各国的经济纾困政策对冲下,家庭部门的资产负债表恶化程度可能低于企业部门,从而消费需求较为稳定。一方面,政府直接向居民发放补贴、提供福利或延缓贷款等。另一方面,政府提供给中小企业的补贴,也以维持就业为导向。比如,美国3月和4月出台的CARES和PPHCEA法案,针对个人的补助估计达5500亿美元。实际上,增加失业补助后的平均失业金水平,接近甚至达到了美国非农行业的平均周薪。此外,针对小企业的补贴也达到7583亿美元,其中约有一半贷款为企业支付工资和租金等,而且如果企业能够在8周内维持雇佣人数,还将可能获得较大比例的贷款免除(高瑞东(2020),《相对收益的世界:中美经济长跑角力》,国泰君安证券)。这些政策明显修复了美国家庭部门的收入和消费。2020年2季度CARES法案针对个人转移支付的累计乘数效应接近0.5(Bayer等(2020), *The Coronavirus Stimulus Package: How large is the transfer multiplier?*, NBER WorkingPaper)。

从供给端看,海外疫情持续、生产秩序受到影响,而同时国内却率先复工复产。在前述需求、供给两方面的作用下,中国出口的竞争优势凸显。根据美国国际贸易委员会(USITC)数据,2020年4月-5月美国从全球进口的消费品、中间品和资本品同比大幅下滑。具体地,

美国自中国以外地区进口的消费品、中间品及资本品同比增速在 4 月-5 月连续恶化，5 月同比增速较 3 月分别下降了 44 和 19.4 个百分点。但是，美国从中国进口的各类产品同比增速，则较 1 季度明显回升，4 月美国自中国进口消费品同比增速较 3 月回升 33.3 个百分点，5 月进一步回升 9.9 个百分点，同比增速回正至 0.59%。类似地，美国自中国进口的中间品和资本品较 3 月亦有明显回升，4 月-5 月分别回升 23 和 1.1 个百分点。这反应了中国出口对其他地区的挤出。

图表 64 2020 年 1 月-5 月美国消费品进口同比增速



注：根据 BEC 分类将 10 位 HTS 分类产品确定消费品分类。
数据来源：USITC 和作者整理。

中国下半年出口，远
虑多于近忧。

中国下半年出口，远虑多于近忧。从短期看，疫情的持续以及各国纾困和刺激政策的相继落地，仍然将对中国出口稳定形成有力支撑。然而，从中长期看，中国出口增速保持强劲回升势头并不容易。一方面，疫情带来的不确定性和需求疲软导致的企业投资意愿下降和资产负债表恶化，将制约外部需求的修复进程。另一方面，随着同类国家渡过疫情高峰，并逐步复工复产，中国对其他国家出口的替代效应、出口市场份额都可能会回归正常时期的水平，进而弱化对总体出

口增长的支撑。

此外，还需警惕其他国家贸易保护主义倾向加强的负面影响。疫情持续的时间长短还有一定不确定性，中国经常账户将可能会出现相应地、持续一段时间的显著失衡，进而可能在国际收支平衡问题上面临更大的外部压力和指责。这将突出表现在人民币汇率、中美关系等方面。据国家外汇管理局统计，2020年4月-5月，中国货物贸易顺差总额已经上升至8450亿元，服务贸易逆差回落至1342亿元。根据我们的估算，4月-5月中国经常账户占GDP比重将处于4%-5%之间，时隔九年后再次达到甚至超过经常账户失衡的临界标准（经常账户余额占GDP比率超过3%-4%）。

特别专题 2：美联储天量宽松是否会带来高通胀

为应对疫情冲击，美国采取了史无前例的刺激性政策，美联储资产负债表和联邦财政赤字迅速扩张，市场担忧伴随着美国经济重启，高通胀是否会随之而来。2008 年金融危机后，美联储曾启动四轮量化宽松，但并未带来 M2 增速大幅提高和高通胀。与 2008 年相比，本次美联储天量宽松的同时，M2 同比增速也创下历史新高，为何这次会不一样？高增速的 M2 是否会带来高通胀？未来是否还有其他因素可能引发美国高通胀？

一、M2 高增速的原因

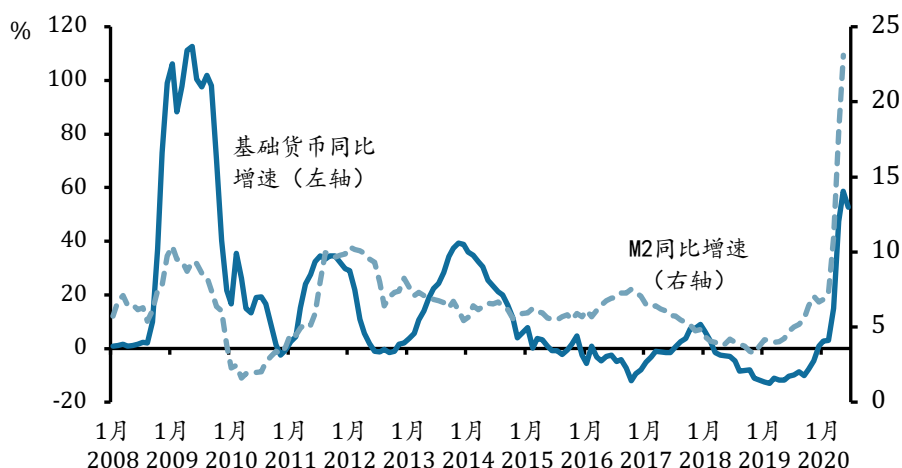
基础货币，是指流通于银行体系之外被社会公众持有的现金与商业银行体系持有的存款准备金总和，因其具有使货币总量成倍放大或收缩的能力，又称高能货币、强力货币。基础货币是由央行提供的，央行资产负债表扩张会释放基础货币。基础货币经由货币乘数会扩张至广义货币供应量（M2），货币乘数的大小决定了基础货币的扩张能力。

2008 年金融危机后，美联储启动了四轮量化宽松货币政策，资产负债表从 2008 年 9 月的 0.97 万亿美元扩张至 2014 年底的 4.46 万亿美元，扩张了 4.6 倍，但期间 CPI 同比增速的均值只有 1.65%，天量宽松并未带来高通胀。为了应对新冠疫情冲击，2020 年美联储再度扩表，资产负债规模从 2 月的 4.13 万亿美元扩张至 6 月的 7.09 万亿美元。与 2008 年不同的是，2008 年量宽期间，M2 同比增速最高时仅约为 10%，而本次量宽的同时，M2 同比增速也创下新高，5 月 M2 同比增速高达 23.14%，为 1960 年以来的最高值。为何这次不一样？

2009 年美国的基础货币同比增速，最高时突破了 110%，而相应的 M2 同比增速仅为 10% 左右；2020 年 5 月美国的基础货币同比增速接近 60%，而相应的 M2 同比增速却突破了 20%（图表 65）。这一

巨大反差主要源于货币乘数的变化。根据弗里德曼-施瓦兹和乔顿等人的货币乘数外生决定理论， $M2 = m2 * B$ ，其中， $M2$ 为广义货币供应量， B 为基础货币， $m2$ 为 $M2$ 相对于 B 的货币乘数。显然，如果货币乘数 $m2$ 快速下降，那么基础货币的快速扩张也不会导致 $M2$ 的高速增长。2008 年至 2014 年，美国的货币乘数 $m2$ 经历了快速下降的过程，从 2008 年 8 月的 9.12 持续下跌至 2014 年底的 2.88，这是上一轮量化宽松期间基础货币扩张没有导致 $M2$ 高速增长的主要原因。2020 年以来，美国的货币乘数 $m2$ 虽然也有所下降，但降幅有限，不足以抵消基础货币的快速扩张，因此， $M2$ 出现了相对高增长。

图表 65 美国基础货币和 M2 同比增速



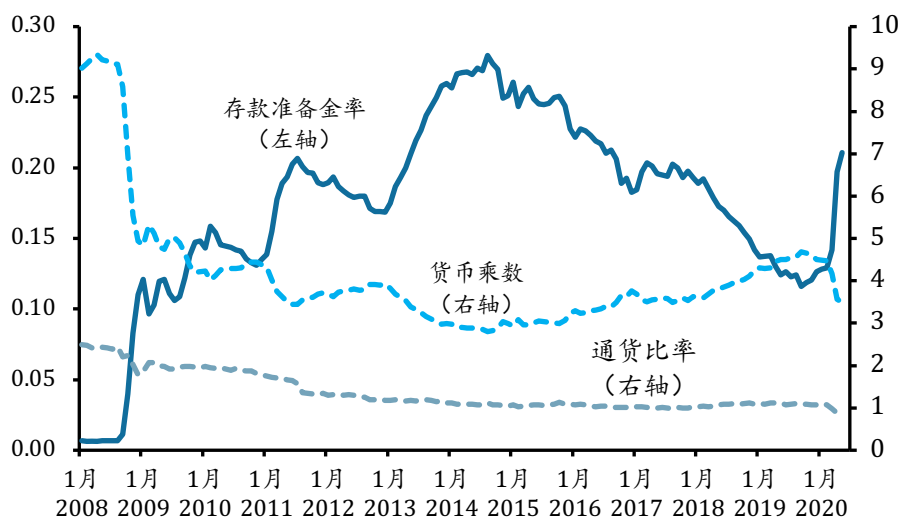
数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

未来美国的货币乘数仍有小幅下跌空间。

未来美国的货币乘数仍有小幅下跌空间。根据货币乘数理论，影响货币乘数的主要变量有三个：法定存款准备金率、超额准备金率和通货比率，货币乘数与这三个变量皆负相关。首先，法定存款准备金率不是影响美国货币乘数的重要因素。美国的法定存款准备金率一直较低，2008 年为 0.6%，此后逐渐提高，最高值也仅为 1.6%，2020 年 3 月更是直接降至 0。其次，超额准备金率是影响美国货币乘数的主要因素。2008 年初美国的超额准备金率不足 1%，而随着美联储陆续推出 QE，美国的商业银行并没有将全部基础货币投放至实体经济，

而是将很大一部分存放在央行账户，2014 年底美国的超额存款准备金率已接近 24%，这是上一轮量化宽松期间美国货币乘数下降的重要原因。2020 年以来，美国的超额准备金率再次快速上升，从 2 月的 11.3% 提高至 5 月的 21.1%，这表明商业银行“惜贷”情绪再度提高。最后，通货比率对货币乘数存在一定程度的影响。通货比率指的是流通中的通货与商业银行活期存款之间的比率。在上一轮量化宽松期间，美国的通货比率下降明显，从 2008 年 8 月的 2.4 下降至 2014 年底的 1，这对货币乘数形成了一定的支撑。新冠疫情以来，美国的通货比率再次下行，从 2020 年 2 月的 1.1 下降至 5 月的 0.8，这可能与疫情期间政府大量发放救济金、而消费活动受疫情中断影响有关。整体来看，由于经济存在较大不确定性，美国的超额准备金率距离上一轮高点仍有一定程度上升空间，而通货比率受储蓄与支付习惯影响短期内大幅下行阻力较大，因此，如果美联储继续扩表，货币乘数仍可能下行，但像 2008 年一样大幅下行的可能性较小。

图表 66 美国货币乘数的影响因素



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

二、M2 高增速不一定会引发高通胀

综合货币供给外生
与内生理论可知，

根据费雪方程式， $MV = PT$ 。其中， M 代表流通中的货币数量， V 代表货币流通速度， P 代表一般物价水平， T 代表商品和劳务的交易

M2 高增速并不一定会导致高通胀，因为 M2 传导至通货膨胀还受货币流通速度和不同部门对货币的吸纳程度等因素的影响。

量。由于假定 V 由社会惯例、个人习惯、技术发展状况以及人口密度等因素所决定，而 T 在充分就业条件下变动极小，故而 V 和 T 在短期内较为稳定，可以视为常数。在弗里德曼的货币需求函数中，不再将 V 作为一个固定的常数，而是当作利金融资产的收益率、预期的物价变动率等变量的一个稳定函数。货币数量论者认为，货币供应量的变动是物价水平变动的最根本决定因素，而通货膨胀就是物价水平持续、普遍地上升，因此，通货膨胀的根源是货币供应量的过度增长。在 1960 年至 1990 年的很长一段时间内，美国的货币流通速度确实相对稳定，大致在 1.66-1.86 之间。然后，20 世纪 90 年代以来，美国的货币流通速度经历了快速上升又持续下跌的过程，在 1997 最高时曾达到 2.2，而 2020 年 1 季度已下降至 1.37。因此，近些年来货币流通速度已不再稳定，货币流通速度的变化会影响 M2 向名义产出的传导。

美国货币流通速度持续下降，主要有以下因素：首先，储蓄率上升。以个人储蓄存款占可支配收入比重来衡量，2000-2008 年间美国储蓄率均值为 4.68%，2009-2019 年储蓄率均值上升至 7.21%，2020 年 4 月更是上升至 32.2%的历史峰值。其次，产业结构变迁。不同产业的资金周转率不同，金融、地产、公用事业和信息通信等行业的周转率普遍较低，货币流通速度相对较慢，而这些行业增加值占美国 GDP 比重也继续上升。最后，低利率和低通胀预期。2008 年金融危机后，美国利率和通胀水平皆显著低于危机前水平，且逐渐形成低利率和低通胀预期，导致货币流通速度降低。

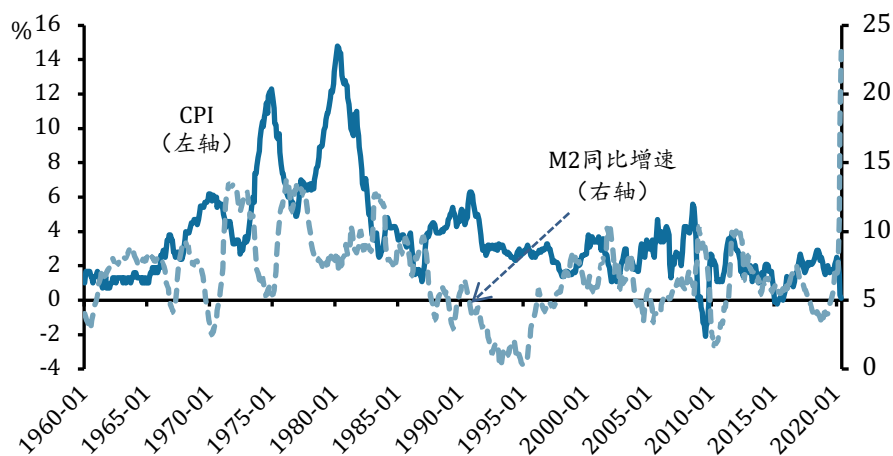
货币数量论属于货币供给外生理论，假定货币供给量是由经济运行之外的因素决定，如货币当局的行为。而货币供给内生理论认为，货币供给主要由经济系统内部的因素决定，如收入、家庭和企业的信贷需求、利率、价格以及商业银行等微观主体的经济行为等。它的主要理论依据是银行贷款创造了银行存款，商业银行再根据存款来寻找储备，而贷款又是由具有信用的企业和个人决定的，央行无法控制经济中的贷款量，因此也无法控制货币存量。

在现实世界中，货币当局根据经济运行状况和货币政策目标决定了基础货币供给量和关键利率水平，而家庭、企业和商业银行等微观主体的行为也是决定基础货币扩张能力的重要因素。因此，我们尝试从不同部门的货币需求及其对货币的吸纳能力来分析它们对基础货币扩张能力和通货膨胀的影响。这些影响因素包括但不限于以下方面：首先，居民收入与有效需求。2008 年金融危机之前，美国私人非农企业全部员工平均时薪同比增速的均值为 3%，金融危机后下降至 2%，直至 2015 年以后才逐渐恢复至危机前水平。此外，美国居民收入的基尼系数也从危机前的 0.46 上升至危机后的 0.49，贫富差距进一步拉动。低收入人群工资增长缓慢，且贫富差距不断拉大，导致有效需求不足和低通胀。其次，企业投资不足与效率低下。一方面，2008 年金融危机后，美国的固定资产投资增速明显下滑，一直未恢复至危机前水平；另一方面，货币宽松导致僵尸企业数量猛增，以利息支出成本高于利润来衡量，金融危机前美国的僵尸企业占比仅为 3%左右，目前已超过 20%，大量的僵尸企业不仅导致企业投资效率低下，还使得市场无法出清。再次，股票市场吸纳了大量资金，货币未流入实体经济。金融危机后，美国经历了十年牛市，股市市值占 GDP 比重翻了一番，而股市繁荣带来的财富效应并未转化为消费的大幅提升。这主要是因为低收入人群边际消费倾向更高，而他们持有的股市资产比例过低。最后，海外市场对美元的吸纳。作为世界货币，美元一直是全球最主要的储备货币，这在很大程度上能够缓解美元增发对美国国内的通胀压力。2008 年 4 季度全球官方美元外汇储备额为 2.68 万亿美元，2020 年 1 季度这一数额暴涨至 6.79 万亿美元。

综合货币供给外生与内生理论可知，M2 高增速并不一定会导致高通胀，因为 M2 传导至通货膨胀还受货币流通速度和不同部门对货币的吸纳程度等因素的影响。历史经验也显示，M2 与通货膨胀之间并不存在稳定关系。横向比较来看，美国的 M2 与通货膨胀之间不存在稳定关系（图表 67）。在 1975 年、1980 年和 1991 年的三次高通胀

时期，对应的却是美国 M2 低增速时期。横向比较来看，同为发达国家，M2 增速越高的国家，其通货膨胀也未必越高。比如，2019 年日本和瑞士的 M2 同比增速分别为 2.45% 和 2.71%，而其 CPI 同比增速分别为 0.49% 和 0.36%。

图表 67 美国 CPI 与 M2 同比增速



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

三、未来美国通胀展望

全球尤其是发达国家正在陷入低通胀。

从世界趋势来看，全球尤其是发达国家正在陷入低通胀。20 世纪 90 年代以来，发达国家的通货膨胀率显著下行，已很少出现高通胀现象。究其原因，主要有以下方面：第一，经济全球化使得要素在全球范围内优化配置，降低了进口产品和服务的价格。第二，技术进步推动产品和服务价格下降，抑制了通胀。第三，人口老龄化降低了消费和投资，导致有效需求不足。第四，贫富分化差距拉大，低收入人群的边际消费倾向更高，但实际收入增长缓慢。第五，产能过剩和大宗商品价格维持在相对低位，压低了通胀。

疫情期间，美国仍以通缩为主。

疫情期间，美国仍以通缩为主。疫情导致的生产和生活“中断”同时对供给和需求产生冲击，而供给面所受冲击更大，因此，美国 CPI 短期内趋于下行，存在通缩压力。疫情之前，2019 年美国核心 CPI 常年保持在 2% 以上，而疫情在美国扩散、美国颁布“居家令”后，

核心 CPI 快速下行，5 月核心 CPI 同比增速已跌至 1.2%。2020 年 4-6 月，美国失业率保持在 10% 以上，低收入人群的消费能力主要依赖政府救助，而部分政府救济措施将在 7 月底到期，届时是否会有新的救助方案接力或者经济能否顺利重启并使得失业人员重新就业尚存在不确定性。疫情得到有效控制之前，美国的消费活动仍将受限，而消费能力将进一步恶化，因此，疫情期间美国主要面临通缩压力。

后疫情时期，随着美国经济复苏，物价可能由通缩转向通胀，但发生高通胀的可能性较低。

后疫情时期，随着美国经济复苏，物价可能由通缩转向通胀，但发生高通胀的可能性较低。由于企业债务压力巨大和僵尸企业比重上升、失业率难以快速下行、贫富差距继续拉大、人口老龄化等原因导致需求端短期内无法恢复至疫情前水平，通胀中枢可能下移。不过，巨量的货币沉淀在金融系统内仍将是长期隐患，在助推金融资产泡沫的同时，也增加了金融系统的不稳定和脆弱性。

未来不排除在某些情况下美国可能发生输入性高通胀。

未来不排除在某些情况下美国可能发生输入性高通胀。首先，美元大幅度贬值。如果美元大幅度贬值，一方面会导致美国大量依赖的低附加值工业品进口价格上涨，另一方面会导致国际大宗商品价格上涨，造成工业原料成本提高，这两种情况都会对美国引发输入性高通胀。其次，“逆全球化”进程大幅倒退。受益于全球化进程，劳动力成本相对较低的发展中国家为美国输入了大量廉价商品，这是美国长期保持低通胀的重要原因。如果“逆全球化”程度进一步加深，可能给全球物价带来向上的冲击。最后，农业供给或大宗商品供给受到巨幅冲击。美国是农业大国，发生农产品短缺的可能性较小，而页岩油革命后美国石油的自给率也大幅提高，这是近些年美国价格水平稳定的重要支撑。但是，随着全球自然灾害频发和地缘政治动荡加剧，如果未来农业供给或大宗商品供给受到巨幅冲击，也可能推高美国通胀水平。