

疫情研究专题系列

全球经济金融动荡及对中国经济的影响

张志前 高级研究员

主要观点

- ▶ 全球股市自2020年2月下旬开始出现明显的下跌，并且在疫情蔓延的3月份，出现了非常加剧的震荡，特别是疫情较重的欧美股市出现了大幅度的下跌。
- ▶ 目前，只从疫情统计数据上来看，欧美的严重程度丝毫不亚于中国，尤其是美国、欧盟四大成员国以及英国，并且欧美的疫情还远没有迎来拐点的出现。
- ▶ 全球产业链已经成为一个整体，任何中间品贸易的中断，都有可能影响到整个生产过程的连续性，从而造成更大的损失，其影响远超中间品贸易本身的减少。
- ▶ 疫情对中国经济的影响体现在两方面，一是疫情对国内经济的影响，冲击国内的需求和供给；二是全球经济萎缩引发产业链断供和外需减弱。

目录

一、全球金融市场动荡	3
二、世界经济面临衰退	4
(一) 美国经济	4
(二) 欧洲经济	6
(三) 新兴市场经济	7
三、全球经济衰退对中国的影响	8
(一) 全球产业链的影响	8
(二) 外需减弱的影响	9
(三) 中国经济的不确定性	10

新冠疫情虽然在中国国内已经得到很好的控制，但是在全球已经开始呈现出大爆发的状况，已经扩散至全球 200 多个国家和地区。逾 60 个国家进入紧急状态，美国确诊人数全球首位，欧洲已成为本次疫情的重灾区。根据世界卫生组织的统计数据显示，截至欧洲中部时间 3 月 31 日，全球确诊新冠肺炎 719758 例，死亡 33673 例，目前全球已有 202 个国家地区出现新冠肺炎病例，中国以外超过 63 万例，其中美国感染人数已经达到 16 万人，是中国确诊人数的 2 倍。疫情在全球蔓延，使得本就十分脆弱的世界经济雪上加霜。

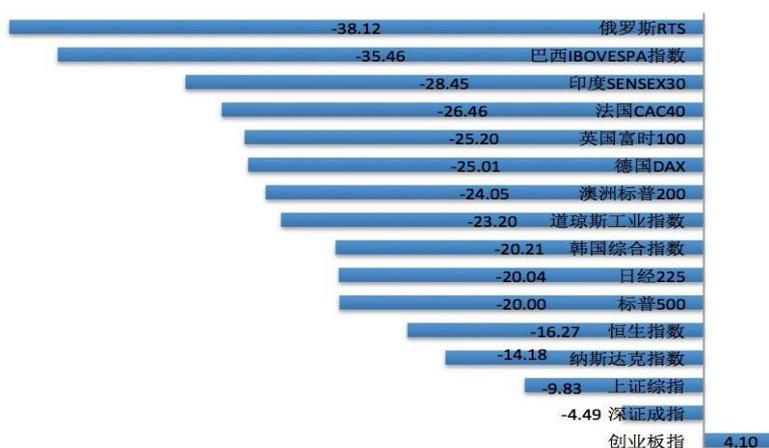
一、全球金融市场动荡

受疫情在全球范围内大幅蔓延，作为经济晴雨表的资本市场迅速反应。全球股市自 2020 年 2 月下旬开始出现明显的下跌，并且在疫情蔓延的 3 月份，出现了非常加剧的震荡，特别是欧美股市出现了大幅度的下跌。美国股市 3 月出现了 4 次熔断。除美股出现熔断以外，巴西、加拿大、泰国、菲律宾、巴基斯坦、韩国、印尼、墨西哥、哥伦比亚、斯里兰卡等国的股市也遭遇熔断。2020 年年初至 2020 年 3 月 27 日，MSCI 全球市场指数下跌超过 22%，成为 2008 年全球金融危机以来表现最差的一个季度。

因疫情在全球蔓延，导致需求减弱，国际大宗商品市场也出现了剧烈震荡，一些大宗商品的跌幅创了历史记录。2020 年一季度，受中东地缘政治的影响，沙特宣布扩大产能，降低石油出口价格，国

际油价出现了暴跌。英国北海布伦特原油在一季度下跌 62%，每桶仅剩 25 美元，美原油触及 20 美元关口，创出了 20 多年的新低。但受到避险资金青睐的黄金，则成为了大宗商品市场上为数不多的亮点。3 月上旬，国际金价一度刷新 2012 年年末以来的最高位 1703 美元，尽管此后有所回落，但年内涨幅仍逾 5%。

图 1 全球主要股指一季度跌幅



二、世界经济面临衰退

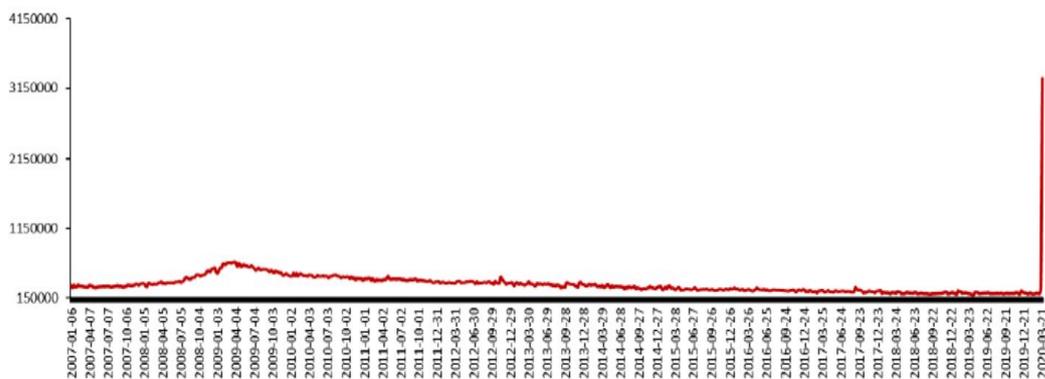
全球疫情整体爆发时间比中国晚了一个月，而欧美的全面爆发则更是晚了一个半月。目前，只从疫情统计数据上来看，欧美的严重程度丝毫不亚于中国，尤其是美国、欧盟四大成员国以及英国，并且欧美的疫情还远没有迎来拐点的出现。经济方面，从部分出炉不久的数据可以看出疫情对于这些国家的经济冲击已经开始显现。

(一) 美国经济

2008 年全球金融危机以来，美联储实施的超低政策利率使市场利

率中枢处于低位、并支持了资本市场的长期繁荣，美国股市出现连续11年的牛市，积累了较大的风险。新冠疫情、油价下跌引发经济基本面恶化的预期，进而引起估值偏高的资本市场大幅回调。股市的走低将导致投资和消费意愿的下降，进一步强化关于经济前景的悲观预期。如果此时企业再遭遇融资难，债务的借新还旧也可能难以为继，美国经济陷入衰退将不可避免。美国3月份失业率从上月的3.5%升至4.4%。同时，美国申请失业金人数大幅攀升，创出历史新高。如果政策不加以有力干预，美国经济将有可能陷入深度的衰退。市场机构普遍预计，美国二季度经济增幅为负数。

图2 美国当周初次申请失业金人数



美联储有了应对次贷危机的前车之鉴，在新冠疫情在美国蔓延以来，面对金融市场的恐慌，美联储在两次紧急大幅降息之后，又开启了新一轮的开放式量化宽松。在短短不足1个月的时间内，在零利率、零准备金、加强贴现支持、启用流动性支持工具、开放式量化宽

松政策争相登场后，美联储的货币政策工具箱可谓用之殆尽。除了货币政策，积极的财政政策在过往的经济衰退中扮演了重要角色。此次新冠疫情在美爆发以来，美国先后推出三轮经济刺激法案，其规模和力度之大也是前所未有的。应该说，美国此次经济刺激方案对新冠疫情冲击下美国经济是必要的，可一定程度上缓解居民消费的大幅下降和弥补企业受损的现金流，短期有助于呵护经济、提振市场信心。

（二）欧洲经济

欧洲是本次疫情的重灾区，其中，意大利、西班牙、法国等确诊人数较多。意大利疫情爆发较早，意大利学习中国采取了封城的做法，在疫情得到有效控制之前，这些举措不会轻易解除。西班牙是欧洲仅次于意大利的确诊病例第二多的国家，西班牙政府已宣布进入封城状态，全西班牙人民的行动都将受到限制，除购买食品，就医和工作等活动外，人们必须待在家中。相对而言，当前德国无论从应对疫情的医疗条件还是从死亡率来看，均好于大多数欧洲国家，有理由认为德国可以比大多数欧洲国家较好控制疫情。

为控制疫情而采取的措施严重影响了经济活动。根据欧洲各国政府的统计，采取大规模的社交隔离措施下，实际经济活动相对于正常水平仅为60%-70%。疫情爆发之后，欧洲很多工厂开始停工，商店停业。欧元区3月制造业PMI初值44.8，而服务业PMI暴跌至28.4，创下了2008年全球金融危机以来的新低。法国3月制造业PMI初

值 42.9，略好于预期 40；德国 3 月制造业 PMI 为 45.7，也好于预期。英国制造业 PMI 下跌 3.7 个百分点，服务业 PMI 下跌了 17.5 个百分点。预期的低迷显示了人们对经济信心的不足，虽然数据好于预期，但比起前值来都是下滑的。再加上意大利和西班牙的严重疫情，欧元区主要经济体都处于下滑趋势，因此前景短期内难以向好。

图 3 欧元区制造业 PMI 走势图



(三) 新兴市场经济

虽然新兴市场国家疫情没有像欧美国家那样严重，但是由于新兴市场经济与发达国家之间存在紧密联系，在此次危机期间，新兴市场整体资产的表现与风险资产类似。据悉，在疫情爆发期间，近 900 亿美元的投资撤离了新兴经济体。随着发达市场流动性短缺继续对新兴市场构成压力，这种模式可能还会持续一段时间。财政刺激也可能有助于在短期内支撑基本面。但是危机很可能将会持续下去，直到全球疫情开始下降。在此之前，资金外流和流动性紧张仍将是新兴市场的一个关键因素，值得我们密切关注。

尽管新兴市场在当前危机中面临较大的挑战，但新兴市场国家有可能采取积极的货币和财政举措以支撑基本面。不少新兴市场经济体都存在巨额经常账户赤字，这些赤字是通过资本账户和外商直接投资(FDI)流动得到补偿的。在许多新兴市场国家，外商直接投资一直保持稳定。根据经常帐户余额和外商直接投资来看，南非、智利、哥伦比亚和印度尼西亚最需要外资流入。从贸易平衡角度来看，在新兴市场国家中，南非、智利、哥伦比亚和印度尼西亚也最依赖流动性。当前新兴市场国家面临的危机，与2008-2009年全球金融危机和2013年“缩减恐慌”期间的情况非常类似。

三、全球经济衰退对中国的影响

(一) 全球产业链的影响

全球产业链已经成为一个整体，任何中间品贸易的中断，都有可能影响到整个生产过程的连续性，从而造成更大的损失，其影响远超中间品贸易本身的减少。随着经济全球化的加深，中国在全球供应链中的地位显著。截至到2018年，中国已成为120多个国家的最大贸易伙伴。当前海外疫情已经从初期演化至全球性爆发，欧美仍处在左侧斜率抬升阶段，成为全球疫情震中，美国多州宣布进入“重大灾难”状态，意大利、西班牙死亡率高企，欧美后续仍面临疫情高不确定性。欧美是中国的主要贸易伙伴，中国对欧美的进口占据中国进口20%左右，对中国产业链的影响不可小觑。

对于美国而言，美国是中国一些高技术产品零部件的重要供应国，这些高技术产品很难替代。此外在农产品、食品饮料、煤炭原油、林业与木材、采选业方面，均构成中国上游的主要贡献国，上述初级产品或消费品的影响是美国与其他国家存在较大差异的行业，虽然上述产品可替代性强于核心零部件，但随着全球疫情爆发需要警惕初级产品的供应风险。此外，美国在橡胶塑料以及医药行业的上游化工品制造中对中国有一定影响，传统制造业中家具制造、造纸，以及高技术制造中机械设备、汽车、其他交通设备均构成中国上游国家。

除初级产品外，欧洲与美国的上游位置有些相似，影响更多集中在传统制造的家具、造纸、纺织，以及高端装备类制造。在传统制造中，由于欧美经济回落带来的外需下降，行业本身的生产就会出现下滑，因此对于传统制造，核心风险仍在需求。在高技术制造中，美的核心供应链风险集中在这些链条的零部件供应上。一方面，在这些行业美国和欧洲相较日本、韩国的投入占比更高，在短期的可替代性不强。

（二）外需减弱的影响

从需求角度看，疫情期间，内需减弱，但随着国内疫情逐步得到控制，国内需求将逐步恢复。疫情有效控制之后，3月份消费活动开始重启，但可选消费、尤其是线下以及大件消费，可能恢复速度相对较慢。3月份整体名义社零可能将继续同比下滑。在投资方面，3

月名义固定资产投资（FAI）同比增速可能恢复至-4%左右，预计，累计同比增速从1-2月的-24.5%回升至3月的-12.8%。但与此同时，由于疫情在全球蔓延，导致国外需求减弱。

我国主要出口国美、德、法、英、韩等疫情均较为严峻，而这些国家的需求占我国出口比重高达30%。去年中美贸易战，使中国对美国出口受阻，而疫情蔓延，将导致今年我国的外需压力进一步增大。近期已经出现外贸订单遭遇取消或延迟等现象。而当前外需恶化的局面可能才刚刚开始。据中国服装协会3月14日调研发现，46%的调查企业反映订单明显减少，这一比例较一周前上升了16.6个百分点。除了需求转弱外，商品运输也存在诸多限制。机构预计，二季度出口下滑幅度在15%-25%之间。

（三）中国经济的不确定性

这次疫情使本就脆弱的世界经济更加艰难，也更加不确定性。疫情对今年世界经济的影响主要取决于疫情控制的时间和严厉程度。中国、美国和欧盟是全球经济增长的主要支撑点。从目前情况来看，新冠疫情对全球经济的冲击超过2008年的金融危机，特别是对中国、美国和欧洲这三大经济体所受冲击非常大，2020年全球经济增长降速几成定局。国际货币基金组织预测，2020年全球经济增速为负。

疫情对中国经济的影响体现在两方面，一是疫情对国内经济的影响，冲击国内的需求和供给；二是全球经济萎缩引发产业链断供和外

需减弱。从目前情况来看，疫情对中国经济直接影响最大在一季度，海外疫情可能在不同地区先后发展可能至少持续至二季度末，也会反过来影响中国。但是疫情对经济的影响究竟有多大，谁都很难做出准确量化的预测。因为这需要全面和准确的数据做支撑。中国经济的韧性较好，长期向好的基本面不会因疫情而改变。现在市场普遍认为，今年中国一季度的GDP增长可能为负数，二季度或快速恢复到3%左右，全年GDP增速在3-4%。

免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，中国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归中国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。