

海外宏观专题报告

温和复苏，弱势美元

2H20 海外宏观经济展望

基准情形下，我们预计 2020 年下半年全球经济主基调是温和复苏，美国实际 GDP 年化环比增速有望从 2 季度的 -35% 回升至 Q3/Q4 的 20.1%/13.1%。欧美国债收益率曲线有望陡峭化，美元走势趋弱：

- 基准情形下，预计下半年全球疫情波折中缓和，政府相应逐步解封。**基于中国经验，封锁有助于控制疫情，而解封就带来一定反弹风险。在尚无疫苗又没有特效药背景下，各国只能在对解封可能带来的反弹风险和封锁带来的经济下滑二者之间权衡，并最终根据本国居民和政府偏好在某一个点做出选择。对全球下半年疫情发展估计，不宜过度乐观地认为能够短时间解决战斗，但再度出现大规模爆发并失控的情形概率也较小——全球具备更加丰富的疫情控制经验。概率相对更高的可能是，疫情以波浪式、渐进方式逐步缓和，中国最为领先，欧美其次，最后是新兴经济体如巴西、印度等。
- 政策继续提供支持，但节奏从“疾风骤雨”转向“和风细雨”。**上半年全球经济及金融市场生死存亡之际，流动性匮乏，政策首要任务是输血“救急”。“救急”政策要起到效果，一是要量大，二是要及时快速，因而是“疾风骤雨”式的。但随着疫情逐步缓和，我们预计政策支持将依然是强有力的，但目标将转为“救穷”，即提供价格低廉的资金帮助信贷扩张，支持家庭和企业需求修复，节奏因而将相应转为“和风细雨”。美国方面，我们预计美联储将继续执行其 2.3 万亿美元信贷投放工具，以及开放式 QE，并择时推出收益率曲线控制 (YCC)。财政上有望再推出 1.5 万亿美元规模救助计划。欧洲方面，我们预计欧央行将继续保持宽松态势，如果经济复苏不及预期，可能进一步加码资产购买 (PEPP)。我们也预计欧洲 7500 亿欧元的共同债券计划将在下半年获得成员国批准，明年初进入落实资金阶段。日本方面，我们预计其政策难再有显著扩张。
- 下半年全球经济温和复苏是主基调。**我们预计在今年 2 季度大幅负增长的背景下，下半海外经济有望温和复苏。预计 Q3/Q4 的美国、欧元区和日本实际 GDP 年化环比增速分别为 20.1%/13.1%，32.1%/13.8%，以及 10.1%/7.4%。我们也预计，此次大封锁后经济修复将与传统衰退后的复苏较为不同。此次复苏中，供给恢复可能快于需求。隐含的含义是，通胀暂时将依然处于相对低位。
- 美债收益率曲线有望陡峭上升；美元走势趋弱。**我们预计债券市场将最终计入经济逐步重回正轨的预期，推动收益率曲线上行。但美联储等央行有望强化前瞻指引，强调未来数年内都不加息，且美联储可能引入收益率曲线控制。因而我们预计欧美国债收益率曲线上行将集中在长端，尤其是 10 年期及以上部分。我们也预计风险偏好修复、美国与德国息差收窄推动下，本就估值偏高的美元走势趋弱。预计年末美国 10 年期国债收益率水平为 1.0%，美元指数为 95。

我们的预测考量了可能的上行和下行风险。下行风险包括，美国大选可能带来一系列不确定性，以及本就没有充分去杠杆的美国企业部门信用风险有待释放，甚至对银行及资本市场以及金融条件可能造成一定冲击；新兴市场主权债务风险攀升，一旦出险可能对全球金融稳定造成负面影响。上行风险主要是疫情改善可能好于预期，推动复工及需求修复加速。

分析员

张梦云

SAC 执证编号: S0080518040004
SFC CE Ref: BIB964
mengyun.zhang@cicc.com.cn

分析员

易垠

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

彭文生

SAC 执证编号: S0080520060001
SFC CE Ref: ARI892
wensheng.peng@cicc.com.cn

相关研究报告

- [宏观经济 | 美联储 6 月议息: 延续宽松立场, 暗示收益率曲线控制 \(2020.06.11\)](#)
- [宏观经济 | 欧美经济修复较快, 美元走弱; 关注美联储 6 月议息 \(2020.06.07\)](#)
- [宏观经济 | 5 月非农: 就业反弹显示美国经济修复速度较快 \(2020.06.05\)](#)
- [宏观经济 | 欧央行 6 月议息: 增加 6000 亿欧元资产购买 \(2020.06.04\)](#)
- [宏观经济 | 欧盟计划共同发债应对疫情; 关注欧央行 6 月议息 \(2020.05.31\)](#)
- [宏观经济 | 欧央行 6 月议息预览: 资产购买 \(PEPP\) 有望加码 \(2020.05.31\)](#)

目录

2H20 海外经济展望：温和复苏，弱势美元	4
I. 疫情：波浪式发展，渐进式改善	4
II. 经济：已过“至暗时刻”，逐步解封，温和修复	7
III. 政策：从“疾风骤雨”转向“和风细雨”	9
IV. 2H20 海外经济预测：无通胀压力的温和复苏	13
V. 2H20 海外五大关键问题	15

图表

图表 1: 4 月以来，第二波的欧美疫情逐步缓和	5
图表 2: 第三波的新兴市场疫情尚在发酵但也分化中看到希望	5
图表 3: 第二波的欧美疫情在封锁后（每条曲线上第一个方块点标识）新增确诊人数逐步见顶回落	5
图表 4: 新兴市场分化中见到希望，土耳其、俄罗斯新增确诊人数见顶回落；巴西、印度等还在加速发酵	6
图表 5: 亚洲经济体中，印尼和菲律宾还在加剧阶段	6
图表 6: 全球政府继续放松封锁	7
图表 7: 全球政府继续放松封锁	7
图表 8: 欧美居民外出行为逐步恢复	7
图表 9: 新兴市场中，印度居民外出恢复较快	7
图表 10: 东南亚部分新兴市场居民出行也恢复较快	8
图表 11: 全球餐饮业于 5 月初解封开始后触底回升	8
图表 12: 全球服务业 PMI 于 5 月显著反弹	8
图表 13: 美国首次失业申请人数继续回落	8
图表 14: 全球 GDP 相比基准情形的损失最新持续缩小，显示复苏较为顺利	8
图表 15: 全球主要经济体“主动性”财政扩张规模约 5.4 万亿美元，占 GDP 比例 9.6%	10
图表 16: 3 月中以来，主要央行资产负债表累计扩张约 4.5 万亿美元	10
图表 17: 美国 2020 年财政赤字率有望达到 20% 左右	10
图表 18: 美国政府债务/GDP 比例可能显著跳升	10
图表 19: 全球央行利率调整情况	11
图表 20: 美联储主要政策操作	11
图表 21: 主要央行政策操作	12
图表 22: 美国、欧洲及日本主要经济指标预测	14
图表 23: 我们预计美国实际 GDP 在今年 3~4 季度将环比回升	14
图表 24: 我们预计欧洲实际 GDP 在今年 3~4 季度环比回升	14
图表 25: 美元估值已经处于历史上较高的位置	15
图表 26: 美国相对德国国债息差已经显著收窄	15
图表 27: 截至 3 月底，海外投资者已经持有 33% 左右美国国债	16
图表 28: 全球化停滞将减少全球美元需求	16
图表 29: 我们预计年末美元回落至 95	16
图表 30: 我们预计美国国债收益率年末回升至 1.0%	16
图表 31: 2020 年 1 季度末，美国非金融企业债务占 GDP 比例相比去年 1 季度攀升 4 个百分点至 78%	17
图表 32: 大量公司债集中在最低的投资级（BBB），一旦下调便成为垃圾级（6 月 12 日数据）	17
图表 33: 美国公司债可能受疫情影响行业占比，投资级为 29.2%，高收益债则高达 49.6%（3 月底数据）	17
图表 34: 历史上看，在衰退时期（2009 年）、以及经济承压时期（2014 年），企业违约率都有显著上升	17
图表 35: 美国总统特朗普工作支持率从 3 月末的 47% 下降至最新的 42%	18
图表 36: 市场预期民主党赢得 2020 年总统大选的概率从 3 月末的 50% 上升至最新的 61%	18

图表 37: 市场预期民主党继续执掌众议院的概率上升至 83%; 共和党继续执掌参议院的概率降低至 44%	19
图表 38: 从 2018 年中期选举经验看, 2020 年选民投票率可能创近几十年新高	19
图表 39: 美国民主党候选人政策主张对比	19
图表 40: 巴西、南非、墨西哥等国家服务业增加值占比较高; 越南、印尼等占比较低	21
图表 41: 泰国旅游净收入占 GDP 比重达 10%, 土耳其、匈牙利和埃及等对旅游业依赖度也较高	21
图表 42: 原油价格大幅下跌, 沙特、尼日利亚、俄罗斯等原油出口国收入受拖累; 但泰国、韩国、印度等受益	21
图表 43: 阿根廷、土耳其外储融资需求超过其总外储水平	21
图表 44: 秘鲁、印尼、罗马尼亚、墨西哥等经济体超过一半政府债务为外资持有, 对外资抛售较为敏感	22
图表 45: 孟加拉、俄罗斯、印度以及巴基斯坦等国家银行坏账率较高	22
图表 46: 土耳其、墨西哥、俄罗斯等新兴经济体降息空间较大, 而韩国、泰国等降息空间有限 (6 月 12 日数据) ..	22
图表 47: 巴西、埃及、印度等国家政府债务和赤字率均较高; 俄罗斯、韩国等政府债务和赤字率均较低	22
图表 48: 印度、印尼、俄罗斯、土耳其等国也是全球重要的煤炭生产国	22
图表 49: 2019 年, 6 大新兴经济体商品进口占全球比重约 9.3%	22
图表 50: 今年 3 月市场波动时期, 海外央行被迫抛售美国国债, 也是美国金融市场波动的原因之一	23
图表 51: 西班牙、美国等国家的银行对 6 大新兴经济体风险敞口较高 (2019 年 3 季度数据)	23
图表 52: 6 大新兴经济体占全球制造业增加值 10%	23
图表 53: 产业链角度, 6 大新兴经济体在煤炭石化、纺织服装、食品饮料等行业为全球生产较多中间品	23

2H20 海外经济展望：温和复苏，弱势美元

1. 疫情：波浪式发展，渐进式改善

全球来看，疫情呈现一个波浪式发展节奏，而每个波浪中，又经历渐进式改善的过程。

第一波的中国疫情于1月下旬爆发，但经过严格隔离后，已于2月上旬得到较好控制，整体渐行渐远；虽然依然有部分地区的零星案例以及局部反弹。

第二波的欧美疫情晚于中国1个月左右于2月下旬及3月初爆发，经过3月下旬及4月的严格隔离后，整体也已经趋于缓和，为欧美5月初开始的逐步复工复产打下基础：

1. 欧洲疫情持续改善，且解封后并未出现显著反弹。最早进入严格封锁的意大利，日均新增确诊人数（7天移动平均，下同）在3月底达到5600人高峰后逐步回落，6月13日降至253人；西班牙在4月1日达到7820人高峰后逐步回落，6月13日降至318人；德国在4月5日左右达到5600人高峰后逐步回落，6月13日降至334人；法国在4月4日达到4500人高峰后回落，6月13日降至461人；节奏稍慢的英国，也在4月18日达到5280人高峰后回落，6月13日降至1377人。

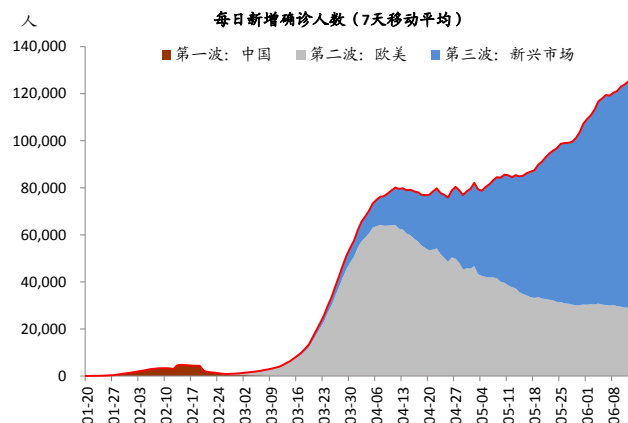
并且值得强调的是，欧洲疫情在解封后并未出现疫情明显反弹。主要欧洲国家中，仅法国在5月末6月初出现小幅回升，日均新增人数从300左右回升至900左右，但仅仅持续1周左右也就再度回落。

2. 美国疫情边际改善，部分州有波动但整体并未再度爆发。美国全国日均新增确诊人数在4月11日达到3.2万人的高峰后逐步回落。不过，相比欧洲的较快改善，美国日均新增确诊在下降至2.2万人附近后开始呈现高位震荡，并未继续下降，近期部分州出现一定的反弹也令市场再度紧张。但整体看，美国全国并未再度出现大规模爆发的情况。截至6月13日，日均新增确诊回落至2.2万人。

第三波新兴经济体疫情晚于欧美1个月左右于3月末至4月初爆发；目前多数国家依然在爆发期，但内部分化中也开始看到希望。3月下旬开始，东南亚、南亚、拉美、中东北非、以及新兴欧洲等地区疫情相继进入爆发期，较欧美晚1个月左右。不过经过4月开始的严格隔离后，我们看到主要新兴经济体中，土耳其、以及俄罗斯的新增日均确诊人数已经分别于4月中旬和5月中旬开始逐步回落，也再度验证了严格隔离对疫情控制的有效性。

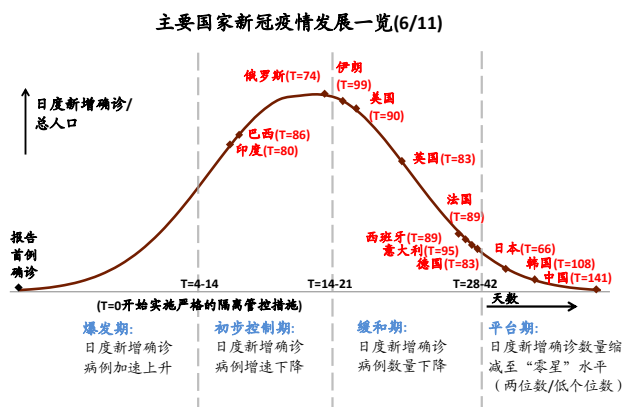
向前看，全球疫情面临较大不确定性，虽不宜过度乐观，但也不宜过度悲观：疫情更可能以波浪式、渐进方式逐步缓和。基于中国经验，封锁有助于控制疫情，而解封就带来一定反弹风险。在尚无疫苗又没有特效药背景下，各国只能在对解封可能带来的反弹风险和封锁带来的经济下滑二者之间权衡，并最终根据本国居民和政府偏好在某一个点做出选择。相比之下的差别在于，中国的选择是更加重视避免反弹风险，因而封锁更严格；欧美更加重视减小经济代价。我们认为，对全球下半年的疫情发展估计，不宜过度乐观地认为能够短时间解决战斗，但再度出现大规模爆发并失控的情形概率可能也较小——全球不仅具备更加丰富的疫情控制经验，也有更大比例人口具备了抗体。对最坏情形进行考虑的底线思维要有，但也不宜过度发挥，避免付出过大的经济代价。概率相对更高的可能是，疫情以波浪式、渐进方式逐步缓和，中国最为领先，欧美其次，最后是新兴经济体如巴西、印度等。如果今年末疫苗研制成功，那么抗疫将最终获得胜利。

图表 1: 4 月以来, 第二波的欧美疫情逐步缓和



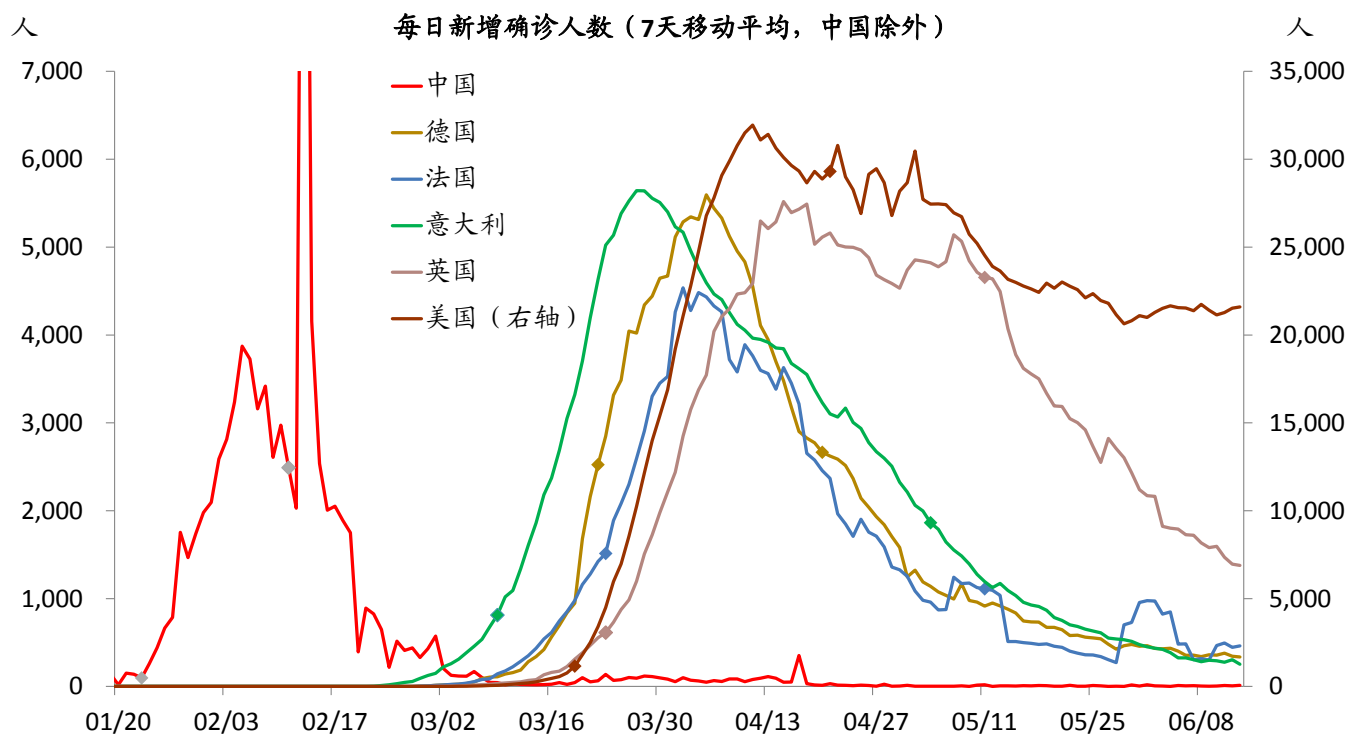
资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 2: 第三波的新兴市场疫情尚在发酵但也分化中看到希望



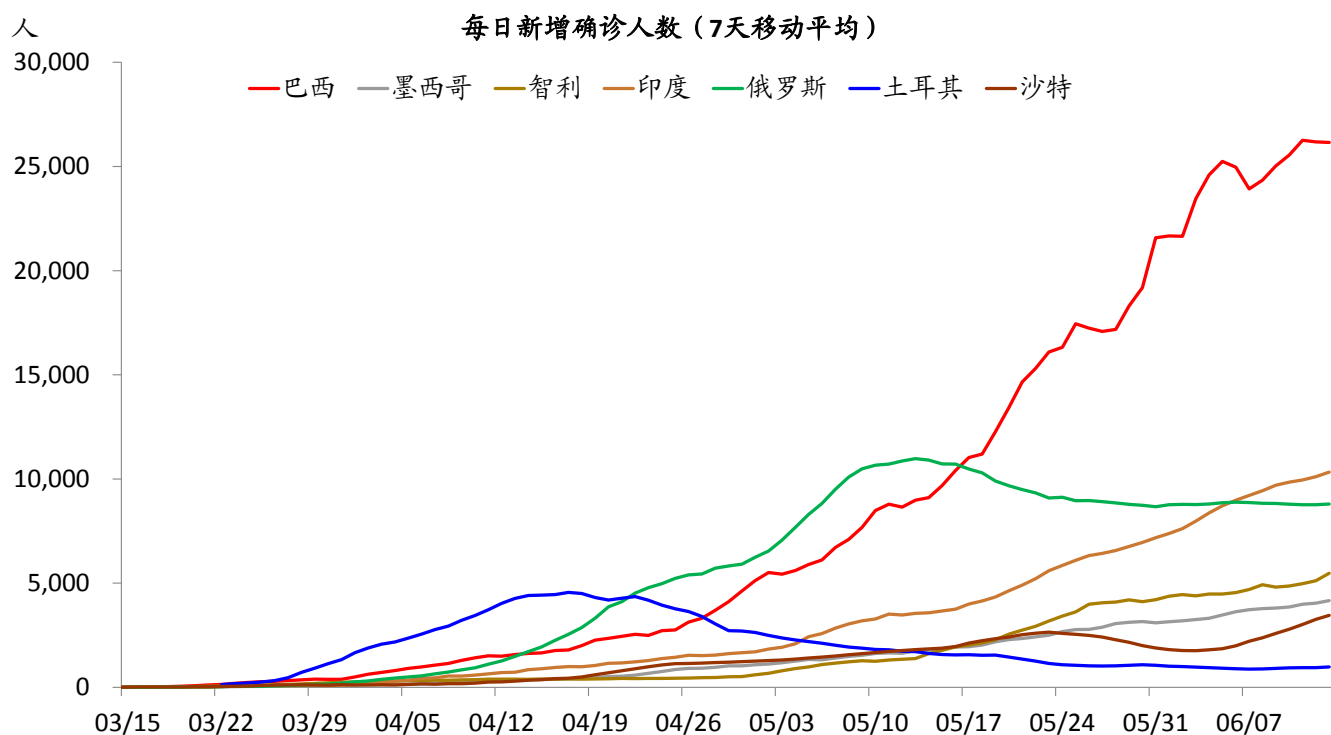
资料来源: Haver Analytics, 谷歌, 中金公司研究部

图表 3: 第二波的欧美疫情在封锁后 (每条曲线上第一个方块点标识) 新增确诊人数逐步见顶回落



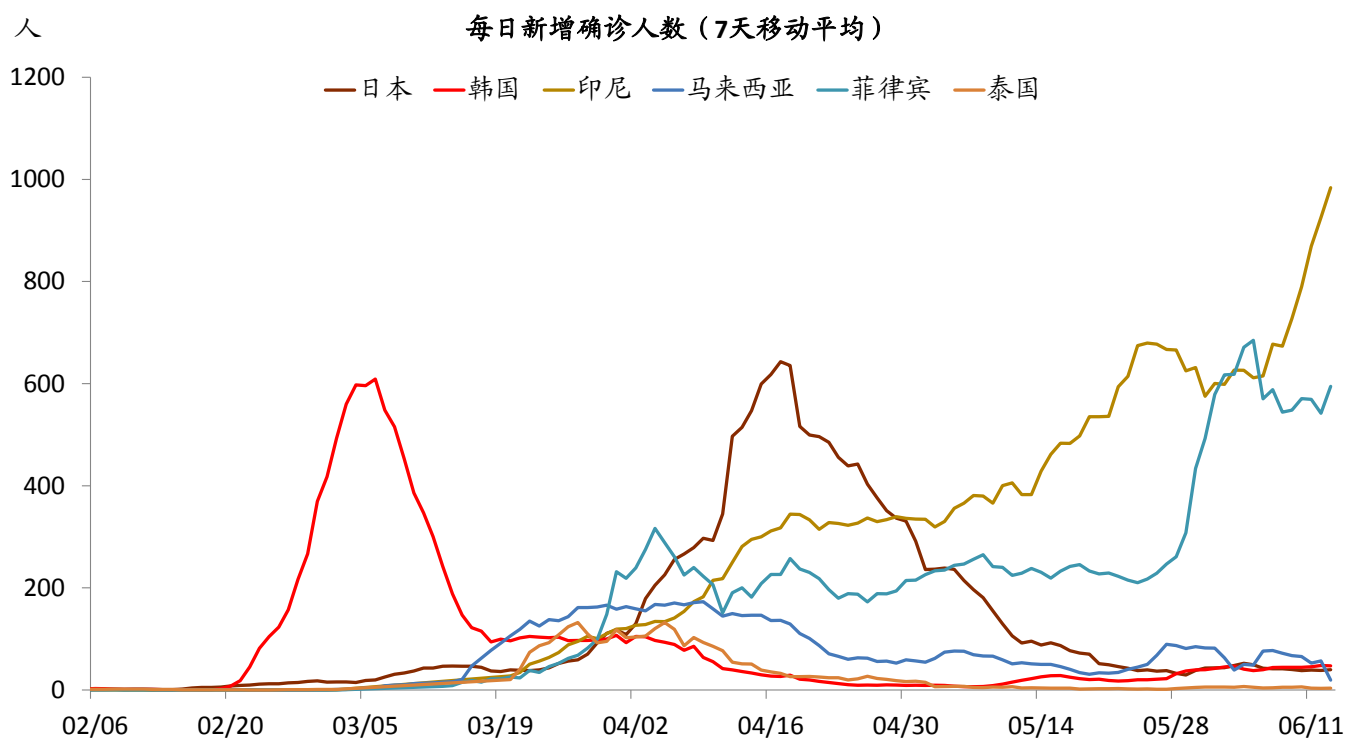
资料来源: WHO, 中金公司研究部

图表 4: 新兴市场分化中见到希望, 土耳其、俄罗斯新增确诊人数见顶回落; 巴西、印度等还在加速发酵



资料来源: WHO, 中金公司研究部

图表 5: 亚洲经济体中, 印尼和菲律宾还在加剧阶段



资料来源: WHO, 中金公司研究部

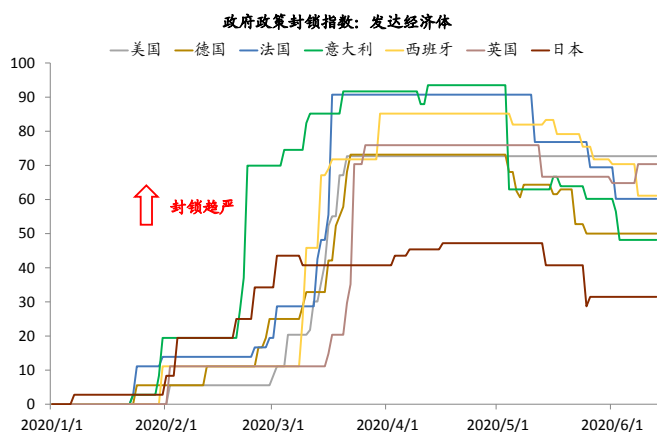
II. 经济: 已过“至暗时刻”, 逐步解封, 温和修复

与疫情的波浪式发展以及渐进式改善相对应, 主要经济解封与经济修复节奏上也初步呈现中国引领, 欧美跟随, 新兴最后的路径。

GDP 相比无疫情的基准情况下降幅减小至最新的 9% 左右, 相比 4 月时期的 18% 明显收窄 (图表 14)。5 月开始, 随着欧美主要国家逐步解封, 牛津大学编制的政府封锁指数逐步下降 (封锁逐步放松)。相应地, 我们也看到居民的消费、出行、工作等活动从此前的“冰封”状态逐步解冻。截至 6 月 7 日的数据显示, 部分欧美国家居民活动相比正常时期的下降幅度已经减小到 20% 左右; 部分新兴市场经济体封锁也有所放松, 并带动经济修复。我们综合各国已经公布的 1 季度 GDP 数据与相应时期谷歌经济活动指数相对应, 大概估算出, 谷歌经济活动指数下降 10 个百分点, GDP 下降 3.9 个百分点左右。结合 3~4 月谷歌经济活动指数显示的全球居民活动相比正常时期下降约 46%, 我们估算封锁导致的 GDP 损失, 在 4 月当月达到 18% 左右。

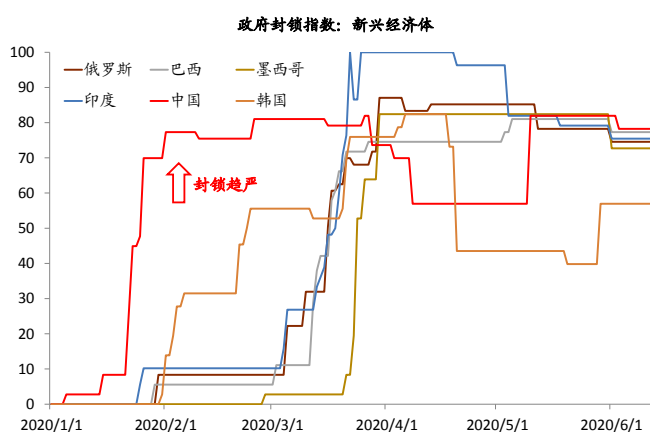
向前看, 中国及欧美占据全球需求的主要部分, 因而我们预计, 随着中美欧经济修复, 全球经济下半年的主基调将是温和复苏。

图表 6: 全球政府继续放松封锁



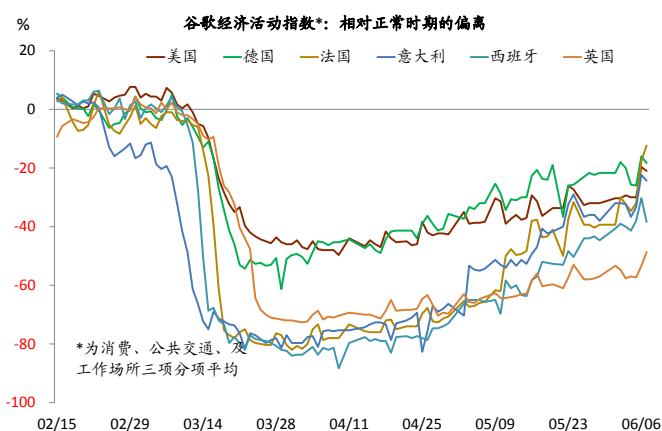
资料来源: 牛津大学, 中金公司研究部

图表 7: 全球政府继续放松封锁



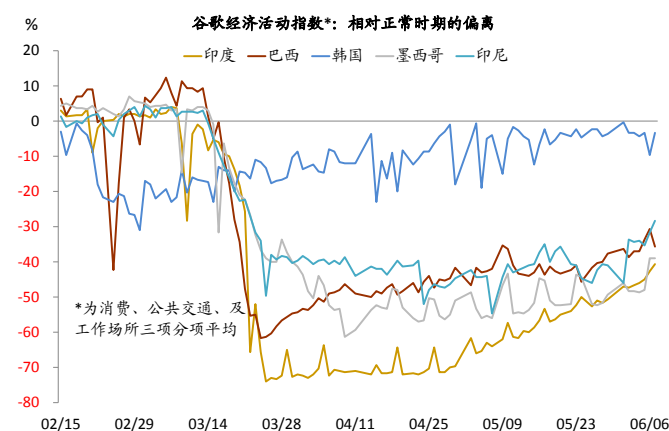
资料来源: 牛津大学, 中金公司研究部

图表 8: 欧美居民外出行为逐步恢复



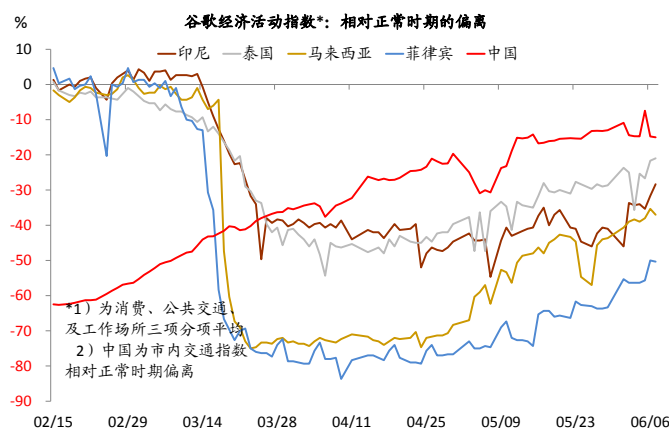
资料来源: 谷歌, 中金公司研究部

图表 9: 新兴市场中, 印度居民外出恢复较快



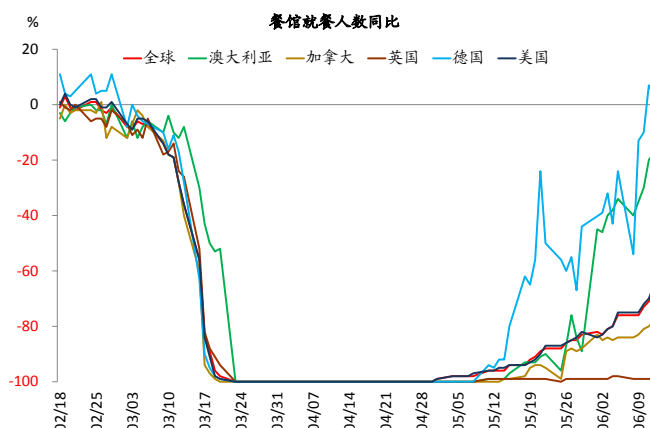
资料来源: 谷歌, 中金公司研究部

图表 10: 东南亚部分新兴市场居民出行也恢复较快



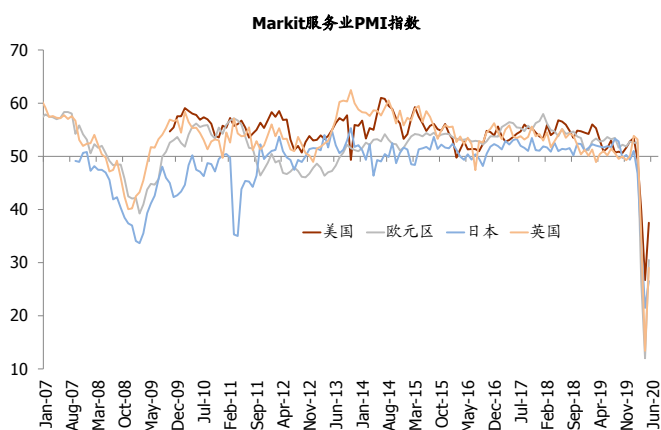
资料来源: 谷歌, 中金公司研究部

图表 11: 全球餐饮业于 5 月初解封开始后触底回升



资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 12: 全球服务业 PMI 于 5 月显著反弹



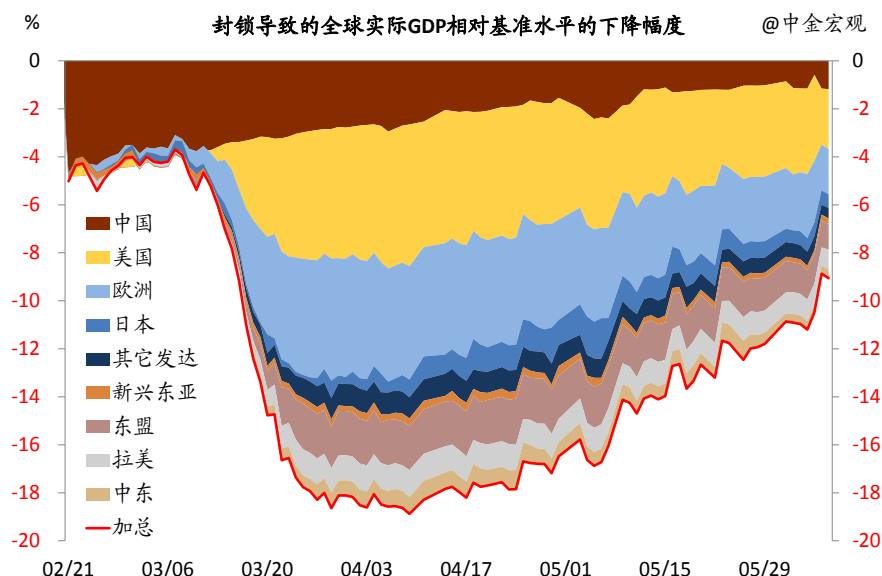
资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 13: 美国首次失业申请人数继续回落



资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 14: 全球 GDP 相比基准情形的损失最新持续缩小, 显示复苏较为顺利



资料来源: 谷歌, 中金公司研究部

III. 政策：从“疾风骤雨”转向“和风细雨”

疫情及经济形势从“至暗时刻”转向温和复苏，也将带来政策基调以及政策节奏的转变。

上半年全球经济及金融市场生死存亡之际，流动性匮乏，政策的主要任务是输血“救急”。“救急”政策要起到效果，一是要量大，二是要及时快速，因而是“疾风骤雨”式的。在封锁期间，企业和家庭均将面临较大现金流压力。各国及时推出的财政和货币救助，起到了向金融市场以及家庭和企业注入流动性的“救急”作用。各国及时出台的各类定向救助方案，包括为企业和家庭提供更多收入补助，增加失业救济金，推迟社保税缴纳，以及各类“救急”性的贷款及贷款担保，不仅有望部分对冲封锁造成的收入下滑，也有助于帮助企业及家庭渡过短期的流动性压力考验。从金融稳定角度看，如果企业和家庭因为现金流断裂而发生技术性违约，那么疫情冲击导致的衰退，将转变为家庭和企业资产负债表衰退，并可能威胁银行及金融体系而转变为金融危机。

财政政策方面，全球主要国家财政救助中主动性刺激规模达到 5.4 万亿美元，其中：

1. **美国：财政救助力度较大、速度较快。**3月以来，美国快速推出4轮救助案，总规模约3万亿美元。其中，第一轮规模83亿美元，第二轮约1000亿美元，第三轮(CARES Act)约2.4万亿美元，第四轮约4830亿美元。
2. **欧洲：迈出发行共同债券关键步骤。**首先，欧盟先于4月初通过了规模5400亿欧元的三项应对措施：a) 欧盟委员会向成员国提供1000亿欧元贷款加强失业保险(SURE)；b) 欧洲投资银行(EIB)为2000亿欧元中小企业贷款担保；c) 欧洲稳定机制(ESM)向成员国提供不超过其2% GDP的贷款以加强医疗系统，总规模约2400亿欧元。其次，5月中下旬由德国和法国提议、欧盟委员会政策建议发行7500亿欧元共同债券。这不仅意味着欧洲在财政救助上又增加一笔资金，更象征着欧盟向财政风险分担迈出关键一步。
3. **日本：规模334万亿日元的财政救助案。**日本政府4月以来宣布总规模约334万亿日元的救助案，占日本2019年名义GDP比例约40%。

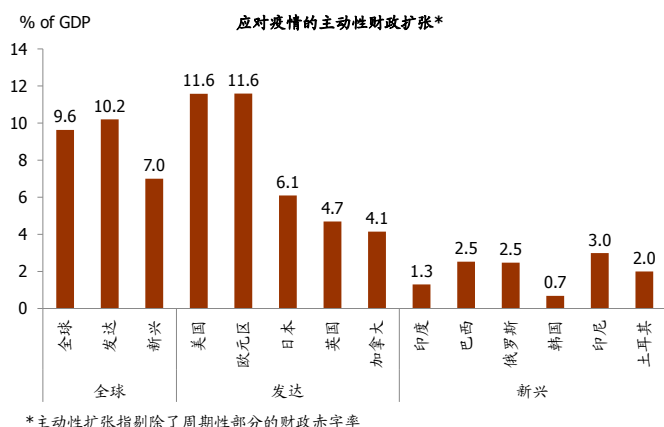
货币政策方面，3月中至今，主要央行扩表4.5万亿美元：

1. **美联储：大规模、快节奏宽松。**3月以来，美联储迅速行动，主要政策包括：a) 3月3日、15日分别紧急降息50bps和100bps，重回零利率；b) 启动无限量QE(国债、MBS)，3月中至今已购买了1.68万亿美元；c) 宣布各类信用工具，规模约2.3万亿美元，部分已启动购买，其余也将在近期启动；d) 与外国央行外汇互换，及对海外央行开放互换工具。年初至今，美联储总资产扩张占GDP比例达13.3%，超过QE3时期累计两年的购买规模(1.7万亿美元，占GDP比例9.6%)。
2. **欧央行：推出大流行紧急资产购买。**欧央行3月12日的议息会议加码1200亿欧元QE。3月18日，欧央行进一步宣布7500亿欧元“大流行紧急购买计划”(PEPP)。该计划与此前的QE不同在于，欧央行可以灵活掌握购买力度及各国债券分配比例。6月4日，欧央行再增加6000亿欧元PEPP。
3. **日本央行：有限空间中也尝试加码。**3月以来，日本央行宣布将股票ETF和REIT的购买目标均翻番上调至12万亿日元和1800亿日元，商业票据和公司债购买目标从此前的5万亿日元上调至20万亿日元；宣布23万亿日元的特别贷款安排，鼓励银行向实体经济提供贷款；并且，效仿美联储，日本央行将国债购买改为无上限，此前目标上限为80万亿日元每年。

向前看，随着疫情逐步得到控制，经济逐步修复，欧美央行的货币政策也从此前的“救急”，也即解决市场和实体经济的紧急流动性需求，转向“救穷”，也即提供价格低廉的资金帮助信贷扩张，支持家庭和企业需求修复。这意味着，美联储宽松节奏也不再是此前的“疾风骤雨”式，而会更加正常化，更像此前的几轮宽松那样的“和风细雨”。我们预计今年下半年：

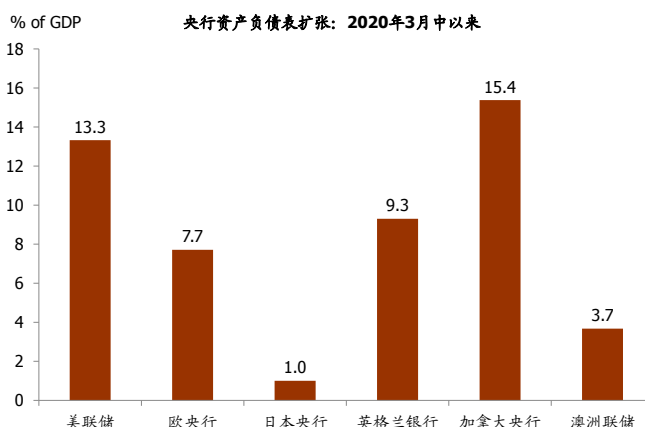
1. 美联储将在三方面继续宽松，因而货币宽松虽然节奏放缓，但还不至于成为市场负面拖累因素。1) QE 有望延续当前购买速度；2) 明确前瞻指引。虽然点阵图显示美联储预计 2022 年前不加息，但市场可能需要一个更加明确的说法，无论是给出具体时间点限制，还是状态依赖的与通胀和就业挂钩。我们预计美联储在 7 月或者 9 月会议上就将明确；3) 收益率曲线控制。当前美国国债 2 年期收益率基本处于 0~0.25% 区间，显示市场认同 2 年内不会加息。但收益率曲线中长端依然较为陡峭。我们预计，为进一步压制中长端利率，美联储可能在未来几次会议上宣布收益率曲线控制，针对 5 年期或者 10 年期国债收益率设定控制目标。
2. 美国财政救助有望再度加码 1.5 万亿美元左右。随着疫情持续，家庭需要的资金救助，州政府面临的财政压力，以及帮助实体经济需求修复的刺激需要，均令美国政府有必要进一步加码财政救助。我们预计，美国财政赤字率在 2020 年甚至有可能突破 20%，在美国建国以来的历史上，超过一战时期，而仅次于二战时期。
3. 欧央行将继续保持宽松立场，如有必要将加码资产购买规模，而且更可能是加码相对更具灵活性的 PEPP 而非 APP 项目。欧洲财政可能以推动 7500 亿共同债券获得批准为主。各国也可能进一步推出小规模的财政救助。
4. 日本财政难以出台更多刺激；央行可能继续在有限空间中争取加码，增加股票购买是可能的选择。

图表 15: 全球主要经济体“主动性”财政扩张规模约 5.4 万亿美元，占 GDP 比例 9.6%



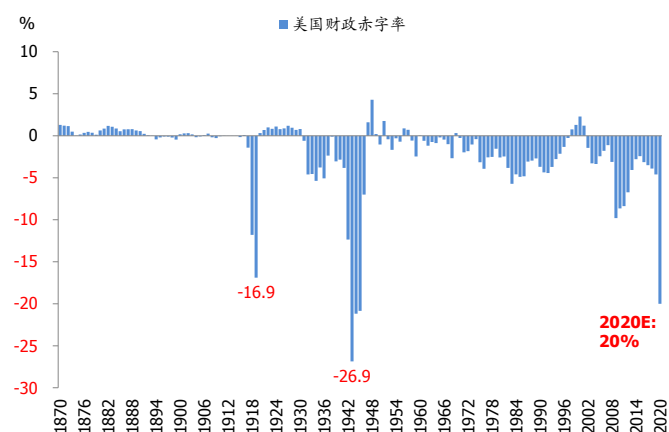
资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 16: 3 月中以来, 主要央行资产负债表累计扩张约 4.5 万亿美元



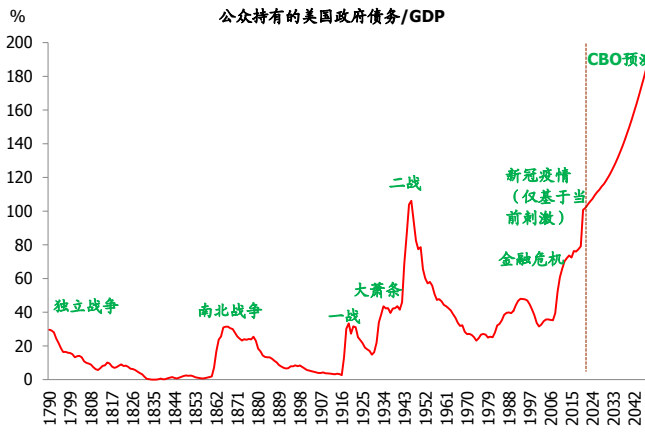
资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 17: 美国 2020 年财政赤字率有望达到 20% 左右



资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 18: 美国政府债务/GDP 比例可能显著跳升



资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 19: 全球央行利率调整情况

	Aug-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dec-19	Jan-20	Feb-20	Mar-20	Apr-20	May-20	Jun-20	年初以来利率 累计变化(%)	最新值(%)	最近利率走势
发达市场														
美国		↓ -0.25	↓ -0.25					↓ -1.50				-1.50	0.00	
欧元区		↓ -0.10										0.00	-0.50	
日本												0.00	-0.10	
英国								↓ -0.65				-0.65	0.10	
加拿大								↓ -1.50				-1.50	0.25	
澳大利亚				↓ -0.25				↓ -0.50				-0.50	0.25	
新西兰	↓ -0.50							↓ -0.75				-0.75	0.25	
瑞典					↑ 0.25							0.00	0.00	
挪威		↑ 0.25						↓ -1.25		↓ -0.25		-1.50	0.00	
丹麦		↓ -0.10						↑ 0.15				0.15	-0.60	
瑞士													-0.75	
新兴市场														
中国	↓ -0.10	↓ -0.05		↓ -0.05		↓ -0.10		↓ -0.20				-0.30	3.85	
韩国			↓ -0.25					↓ -0.50		↓ -0.25		-0.75	0.50	
中国台湾								↓ -0.25				-0.25	1.125	
中国香港	↓ -0.25	↓ -0.25	↓ -0.25					↓ -0.35	↓ -0.54	↓ -0.49	↓ -0.12	-1.50	0.50	
印度	↓ -0.35		↓ -0.25					↓ -0.75		↓ -0.40		-1.15	4.00	
印尼	↓ -0.25	↓ -0.25	↓ -0.25				↓ -0.25	↓ -0.25				-0.50	4.50	
泰国	↓ -0.25			↓ -0.25			↓ -0.25	↓ -0.25		↓ -0.25		-0.75	0.50	
马来西亚						↓ -0.25		↓ -0.25		↓ -0.50		-1.00	2.00	
菲律宾	↓ -0.25	↓ -0.25					↓ -0.25	↓ -0.50	↓ -0.50			-1.25	2.75	
巴西		↓ -0.50	↓ -0.50		↓ -0.50		↓ -0.25	↓ -0.50		↓ -0.75		-1.50	3.00	
墨西哥	↓ -0.25	↓ -0.25		↓ -0.25	↓ -0.25		↓ -0.25	↓ -0.50	↓ -0.50	↓ -0.50		-1.75	5.50	
俄罗斯		↓ -0.25	↓ -0.50		↓ -0.25		↓ -0.25		↓ -0.50			-0.75	5.50	
土耳其		↓ -3.25	↓ -2.50		↓ -2.00	↓ -0.75	↓ -0.50	↓ -1.00	↓ -1.00	↓ -0.50		-3.75	8.25	
南非						↓ -0.25		↓ -1.00	↓ -1.00	↓ -0.50		-2.75	3.75	

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 20: 美联储主要政策操作

美联储应对新冠 (COVID-19) 货币宽松政策					
#	政策工具	简称	公布时间	针对市场/资产	规模
降息					
1	降息50bps	Fed Funds	2020/3/3	联邦基金市场	
2	降息100bps至零	Fed Funds	2020/3/15	联邦基金市场	
国内流动性投放					
3	回购	Repo	2020/3/12	回购市场	USD1500bn
4	重启QE	QE	2020/3/15	国债+MBS	USD700bn
5	QE转为不限量	Open QE	2020/3/23	国债+MBS	无限制
全球美元流动性投放					
6	美元货币互换	Dollar Swap	2020/3/15	全球美元市场	
7	海外央行回购工具	FIMA Repo	2020/4/1	全球美元市场	
国内信贷市场投放					
8	商业票据信贷便利	CPFF	2020/3/17	商业票据市场	无限制
9	一级交易商信贷便利	PDCF	2020/3/17	一级交易商	无限制
10	货币市场投资者融资便利	MMLF	2021/3/18	货币市场	无限制
11	定期资产支持证券信贷便利	TALF	2020/3/23	ABS	USD100bn
12	一级市场公司债便利	PMCCF	2020/3/24	一级公司债市场	投资级, USD100bn
13	二级市场公司债便利	SMCCF	2020/3/25	二级公司债市场	投资级, USD100bn
14	一级市场公司债便利升级版	PMCCF	2020/4/9	一级公司债市场	可买投机级, USD500bn
15	二级市场公司债便利升级版	SMCCF	2020/4/9	二级公司债市场	可买投机级, USD250bn
16	小企业贷款流动支持	PPPLF	2020/4/9	小企业银行贷款	USD350bn
17	“大众”贷款工具	MSNLF, MSELF	2020/4/9	中小企业银行贷款	USD600bn
18	市政债贷款工具	MLF	2020/4/9	市政债	USD500bn

资料来源: 美联储, 中金公司研究部

图表 21: 主要央行政策操作

海外主要经济体央行应对 COVID-19 措施追踪		
国家/地区	公布时间	具体措施
美国	03/03	紧急 降息 50bps, 应对美股大跌
	03/12	宣布 1.5 万亿美元回购, 紧急投放流动性, 应对美股大跌
	03/15	紧急 降息 100 个基点至零下 宣布 7,000 亿美元量化宽松 (QE) 与 ECB, BoJ, BoE, BoC, SNB 开展 常备美元互换 , 规模无上限, 利率由此前的 OIS+50bps 下调至 OIS+25bps; 期限最长 84 天 贴现利率 下调 150 个基点, 贴现利率与联邦基金利率利差缩小, 鼓励银行使用贴现窗口 贴现窗口借款期限延长 90 天 法定 存款准备金率 下调 10 个基点至零
	03/17	宣布商业票据融资工具 (CPFF) 支持商业票据市场。财政部从外汇稳定基金 (ESF) 中出资 100 亿美元支持 宣布一级交易商信贷工具 (PDCF) 提供隔夜和期限最长为 90 天的定期有抵押融资
	03/18	宣布货币市场基金流动性工具 (MMLF), 为银行购买货币市场基金资产提供贷款。财政部出资 100 亿美元提供保护
	03/19	与澳大利亚、巴西、韩国、墨西哥、新加坡、瑞典、丹麦、挪威、新西兰九家央行开展 临时美元互换 。前六家规模上限 600 亿美元, 后面三家规模上限 300 亿美元
	03/20	与欧央行等的 常备美元互换 操作从周度转为日度操作
	03/23	宣布 开放式 QE (美国国债和 MBS), 并将机构商业抵押担保证券 (CMBS) 纳入购买 宣布一级市场公司信贷工具 (PMCCF) 和二级市场公司信贷工具 (SMCCF) 购买公司债, 财政部提供 100 亿美元资本金, 十倍杠杆支持购买各 1000 亿资产, 共 2000 亿美元 宣布资产支持证券贷款工具 (TALF), 保证以学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款、小企业管理局担保的贷款和某些其它资产为担保的资产支持证券发行; 财政部提供 100 亿美元资本金, 支持 1000 亿美元贷款发放
	03/31	宣布临时海外央行回购协议安排 (FIMA Repo), 允许外国央行利用其持有的美国国债抵押提取美元流动性
	04/01	宣布大型银行在计算其 补充性杠杆比率 时, 可将持有的美国国债和在美联储存款准备金从中剔除
	04/09	美联储宣布提供 2.3 万亿信贷工具 , 包括: 宣布小企业贷款流动性工具 (PPPLF), 为银行向小企业发放的 3500 亿美元 PPP 项目贷款提供流动性支持 宣布“主街”贷款工具 (MSNLF, MSELF), 购买 6000 亿美元中小企业贷款, 财政部提供 750 亿美元资本金 宣布市政债流动性工具 (MLF) 向州和市政府提供 5000 亿美元贷款, 财政部提供 350 亿美元资本金 扩张公司债信贷工具 (PMCCF, SMCCF), 规模分别扩张至 5000 亿和 2500 亿美元, 财政部共提供 750 亿美元资本金 资产支持证券贷款工具 (TALF) 抵押品新增 CLO 和 CMBS, 规模依然为 1000 亿美元, 财政部提供 100 亿美元资本金
	03/12	宣布临时长期再融资 (LTRO) 为银行提供中期流动性 TLTRO-III 量价更加慷慨, 利率基准较主要再融资利率低 25 个基点, 额度上限由 2019 年末贷款存量的 30% 上调至 50% 增加 1200 亿资产购买 (QE)
	03/18	宣布 7500 亿欧元大流行紧急购买计划 (PEPP), 购买节奏及比例可灵活调整, 希腊债券被纳入合格购买对象
	04/22	抵押品可包括 3 月 7 日后被从投资级下调至 BB 级别及以上的 垃圾级债券
	04/30	TLTRO-III 利率基准再调低 25 个基点, 较主要再融资利率低 50 个基点 宣布大流行紧急长期再融资 (PELTRO), 接替此前的临时 LTRO
	06/04	增加 5000 亿欧元 大流行资产购买 (PEPP)
日本	03/16	股票 ETF 年度购买上限翻倍至 12 万亿日元; REIT 年度购买上限翻倍至 1800 亿日元 到 2020 年 9 月底增加 2 万亿日元 商业票据和公司债 购买 宣布 特别贷款工具 , 给予银行借入 8 万亿资金以发放贷款的空间
	04/27	国债年度购买 上限从 80 万亿日元改为无限制 商业票据和公司债年度购买 上限从当前的 2 万亿和 3 万亿日本, 分别增加 7.5 万亿, 总目标为 20 万亿日元 特别贷款工具 优化, 资金规模从 8 万亿日本上升至 23 万亿日元
英国	03/11	降息 50bps 逆周期 资本缓冲要求 (CCyB) 降低至 0% 启动定期融资方案 (TFS), 向银行提供资金, 并额外激励向中小企业提供贷款
	03/17	宣布 Covid-19 公司融资工具 (CCFF), 为公司提供流动性帮助
	03/19	紧急降息 15bps 至 0.1% 宣布 2000 亿英镑规模的 债券购买 (QE) 计划
	04/09	向政府提供“临时和短期” 直接货币融资
加拿大	03/04	降息 50bps
	03/13	降息 50bps
	03/27	降息 50bps 至 0.25% 宣布 商业票据和国债购买 计划; 国债每周至少购买 50 亿加元
	04/15	宣布 500 亿加元 省级债券购买 宣布 100 亿加元 投资级公司债 购买

资料来源: 美联储, 欧央行, 各国央行, 中金公司研究部

IV. 2H20 海外经济预测: 无通胀压力的温和复苏

展望下半年, 我们认为, 虽然依然面临较大不确定性, 但不宜过度悲观; 预计下半年全球经济的主基调将是温和复苏, 逐步共振。从最早控制住疫情的中国的经验看, 即使在复工复产过程中出现一些反复, 但只要应对得当, 并不足以改变疫情逐步缓和大趋势。

增长方面, 我们预计:

1. **欧元区: 2 季度增长受伤较深, 但 3~4 季度将有显著回升。**在欧美疫情发酵过程中, 以意大利为代表的欧洲国家实施了较为严格封锁措施, 其中意大利在 3 月初便实施了封城。另外, 意大利、希腊等经济体对旅游等外需依赖度较大, 受到全球封锁带来的旅游业下滑冲击更大。也因此, 我们预计 2 季度欧洲经济下探的幅度相对更大, 2 季度实际 GDP 年化环比增速可能低至-40%。

不过, 严格封锁带来的好处是, 欧洲对疫情的控制也较为得力。欧元区主要国家最新的日均新增均下降较快, 最新均已经 1000 人以下。也因此, 我们预计其 3~4 季度实际 GDP 环比回升速度相对较快, Q3/Q4 实际 GDP 环比年化增速分别为 32.1%/13.8%。我们也预计欧元区 2021 年实际 GDP 增速为 7.6%。
2. **美国: 预计 Q3/Q4 实际 GDP 环比年化增速为 20.1%/13.1%。**由于此前疫情封锁不够严格、不够长久、重启较早, 美国的疫情改善较慢。其日均新增确诊人数在 4 月 11 日达到 3.2 万人的高峰后, 逐步进入回落趋势。不过, 在下降至 2.2 万人附近后便持续高位震荡。截至 6 月 13 日, 日均新增确诊回落至 2.2 万人。因此, 我们预计美国的回升速度也将稍微受到一定的限制。我们预计其 2 季度实际 GDP 年化环比下降 35% 后, Q3/Q4 实际 GDP 环比年化增速为 20.1%/13.1%。我们预计美国 2021 年实际 GDP 增速 5.5%。
3. **日本: 预计 Q3/Q4 实际 GDP 环比年化增速为 10.1%/7.4%。**日本在此次疫情中受到的冲击相对更小, 其疫情也在 4 月份基本得到控制。不过其更加依赖外需、叠加去年的消费税上调冲击以及奥运会停办, 也令其增长承压。我们预计日本实际 GDP 在 2 季度年化环比下降 27.4% 后, 随后复苏节奏稍微慢于欧美, Q3/Q4 实际 GDP 环比年化增速为 10.1%/7.4%。

非典型衰退中的复苏周期中的无通胀复苏。在传统的衰退后的修复中, 随着经济刺激政策的落地, 往往先观察到经济需求修复, 随后驱动生产跟随, 企业开始上产能, 增加招工以及资本支出。但我们预计, 至少有三个理由令此次疫情冲击后的经济修复将格外不同, 供给修复将快于需求:

1. **疫情只要没有完全控制, 居民消费尤其是“体验式”消费行为就将受到抑制。**
2. **宏观经验上看, 历史性的疫情冲击过后, 居民总收入受到较大负面影响, 资产负债表受损较为严重, 且储蓄率可能上升。**这种情况下, 居民消费能力的修复需要更长时间。甚至, 疫情冲击可能造成居民的消费行为出现彻底改变, 以至于其边际消费倾向下降, 储蓄率永久性上升。
3. **但供给可能较快恢复。**疫情导致生产停滞的主要原因是物理隔离; 随着隔离撤除, 生产可以在较短时期内就重新启动。

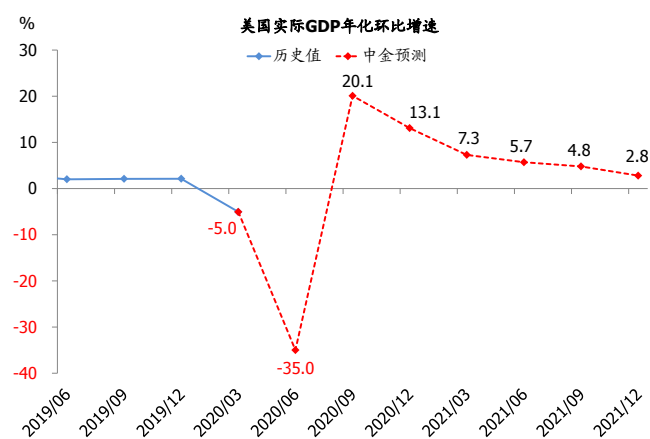
因而总结看, 我们预计欧美下半年通胀将继续保持在较低水平, 下半年的修复可谓“无通胀压力的复苏”。

图表 22: 美国、欧洲及日本主要经济指标预测

国家/地区	单位	2018	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	整体趋势
美国														
实际GDP	%, 季调年化环比	2.9	2.3	-5.3	5.5	3.1	2.0	2.1	2.1	-5.0	-35.0	20.1	13.1	
PCE通胀	%, 同比	2.1	1.4	0.8	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.6	0.6	0.5	0.5	
核心PCE通胀	%, 同比	2.0	1.6	1.0	1.1	1.6	1.6	1.7	1.6	1.7	0.8	0.7	0.7	
失业率	%, 期间平均	3.9	3.7	9.4	8.5	3.9	3.6	3.6	3.5	3.8	13.4	10.9	9.4	
联邦基金利率	%, 期末, 上限	2.50	1.75	0.25	0.25	2.50	2.50	2.00	1.75	0.25	0.25	0.25	0.25	
10年国债收益率	%, 期末	2.7	1.9	1.0	1.25	2.4	2.0	1.7	1.9	0.7	0.8	0.9	1.0	
美元指数	期末	96.2	96.4	95.0	95.0	97.3	96.1	99.4	96.4	99.0	96.0	95.5	95.0	
欧元区														
实际GDP	%, 季调环比	1.9	1.3	-8.3	7.6	2.0	0.4	1.2	0.2	-13.6	-40.0	32.1	13.8	
CPI通胀	%, 同比	1.8	1.2	0.4	0.8	1.4	1.4	1.0	1.0	1.1	0.0	0.1	0.2	
核心CPI通胀	%, 同比	1.0	1.0	0.6	0.7	0.9	1.0	1.1	1.2	1.1	0.7	0.4	0.2	
失业率	%, 期间平均	8.2	7.6	9.8	9.4	7.8	7.6	7.5	7.4	7.2	10.3	10.6	10.1	
欧央行存款便利利率	%, 期末	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	
欧元/美元	期末	-0.40	-0.50	1.15	1.15	1.12	1.14	1.09	1.12	1.10	1.13	1.14	1.15	
日本														
实际GDP	%, 季调年化环比	0.3	0.0	-6.0	2.7	2.6	2.1	0.0	-7.2	-2.2	-27.4	10.1	7.4	
CPI通胀	%, 同比	1.0	0.4	-0.8	0.1	0.3	0.8	0.3	0.5	0.5	-0.9	-1.3	-1.4	
核心CPI通胀	%, 同比	0.4	0.6	-0.6	0.1	0.4	0.5	0.6	0.8	0.7	-0.7	-1.1	-1.3	
失业率	%, 期间平均	2.4	2.4	3.1	3.0	2.5	2.4	2.3	2.3	2.4	3.0	3.4	3.5	
日本央行政策利率	%, 期末	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
美元/日元	期末	109.7	108.6	104	104	110.9	107.9	108.1	108.6	107.5	107.0	105.0	104.0	

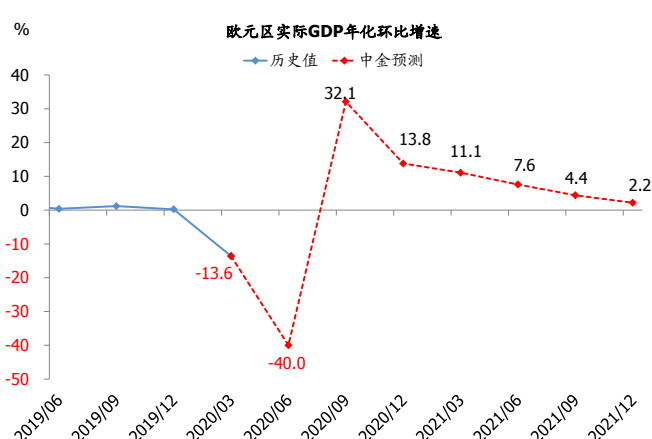
资料来源: Haver Analytics, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 23: 我们预计美国实际 GDP 在今年 3~4 季度将环比回升



资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 24: 我们预计欧洲实际 GDP 在今年 3~4 季度环比回升



资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

V. 2H20 海外五大关键问题

关键问题（一）：美元短中期均趋势偏弱

我们预计美元下半年走势偏弱，美元指数年末走弱至 95 左右：

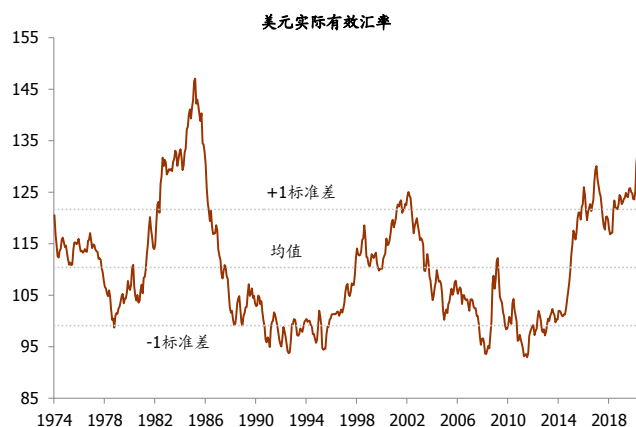
1. **美元估值偏高。**2014 年美联储货币政策正常叠加 2018 年特朗普税改推动美国经济全球“一枝独秀”以来，美元实际有效汇率升值 32%。最新美元实际有效汇率已经处于显著高于历史均值 1 倍标准差以上，估值水平直追 1980 年代时期。
2. **美国相对其它经济体的增长优势却在减小。**尤其是 2020 年全球受到疫情冲击进入衰退以来，美国经济此前的“一枝独秀”不复再有。
3. **美国与其它经济体利差收窄。**欧美央行今年以来快速宽松后，美国对德国 2 年期国债收益率息差仅为 0.36%（6 月 12 日数据）。再考虑外汇对冲成本，这一息差对海外投资者吸引力显著下降。未来 2~3 年美联储的零利率政策也令息差走阔概率较小。
4. **下半年全球经济复苏，风险偏好修复。**美元作为典型的逆周期资产，在全球经济复苏、风险偏好修复背景下，有被抛售压力。

更进一步，我们预计美元将进入中长期走弱趋势，主要原因在于：

1. **政治摩擦加剧可能令更多国家多元化外汇储备，减少对美元储备敞口。**近年来，美国与外界、甚至盟友之间摩擦增多，而学术界对历史研究表明¹，政治因素一直都是影响外汇储备货币选择的决定性因素之一。
2. **全球化停滞，美元国际结算使用受到负面影响。**鉴于全球贸易结算中绝大部分均是以美元定价及结算²，全球化趋势停滞将在中期减少全球对美元需求。
3. **美国高赤字率导致的大规模国债发行，也将令美元承压。**当前海外投资者已持有较高比例美债（~33%，3 月底数据）。要进一步增强美国国债吸引力，则需要额外补偿。直观上看，第一种可能是美债收益率上升。但美联储可能推出收益率曲线控制，令收益率上行空间受限。另一种选择就是美元贬值，令美国资产变得更加便宜。

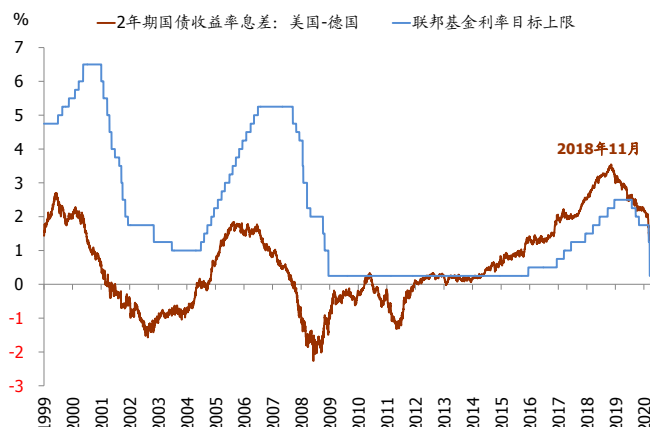
美元上行风险：短期风险事件冲击；全球复苏不及预期；美股强势吸引资金流入美国。

图表 25：美元估值已经处于历史上较高的位置



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

图表 26：美国相对德国国债息差已经显著收窄

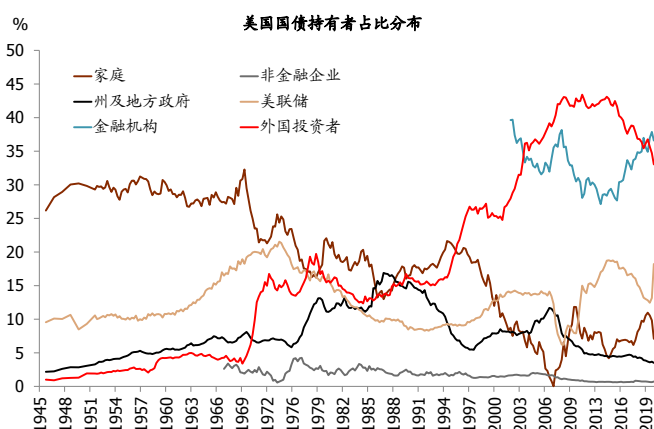


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

¹ Eichengreen, B., Mehl, A., & Chişu, L. (2018). Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice.

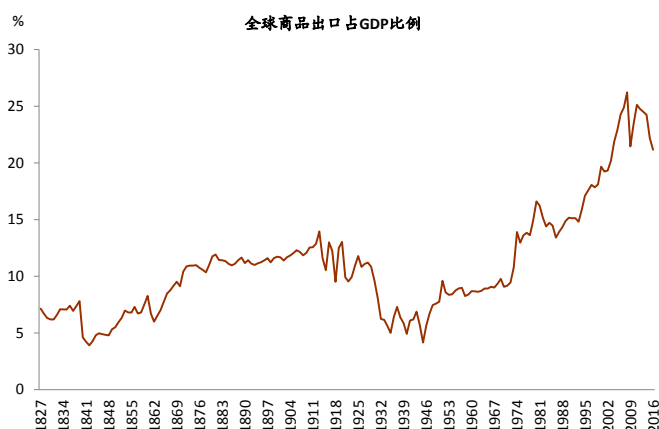
² Gopinath, G. (2015). The international price system (No. w21646). National Bureau of Economic Research.

图表 27: 截至 3 月底, 海外投资者已经持有 33% 左右美国国债



资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 28: 全球化停滞将减少全球美元需求



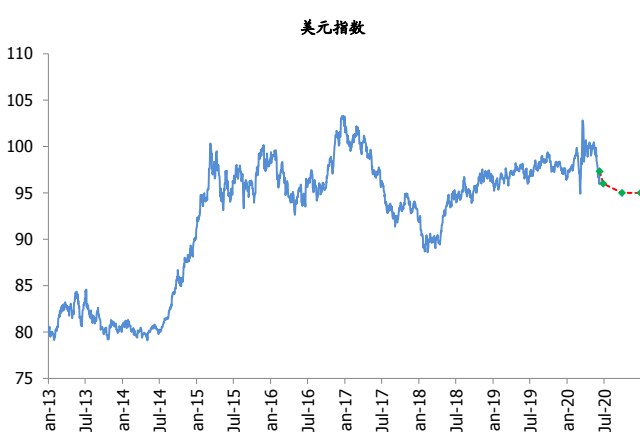
资料来源: Our World in Data, 中金公司研究部

关键问题 (二): 欧美国债收益率曲线有望陡峭上升

我们预计下半年美国国债收益率曲线有望陡峭回升, 10 年期国债收益率年末目标 1.0%:

1. 欧美国债收益率有望从极度抑制的水平正常化回升。近期在复苏预期推动下, 美国国债收益率迅速上升, 10 年期收益率一度攀升至 0.89%。虽然近几天对疫情反复的担忧加剧导致其而回落至 0.7% 附近, 但市场反应实际上再度表明, 如果欧美疫情能得到控制, 即使恢复较慢, 但只要避免再度大规模爆发, 美国国债收益率在 0.7% 附近是显著低估的。我们预计基准情形是, 欧美疫情在颠簸中逐步缓和, 经济逐步修复, 因而美国国债收益率将逐步正常化回升, 年末回到 1.0%, 2021 年末回升至 1.25%。
2. 收益率的上升将集中在长端, 尤其是 10~30 年期限。一方面因长端利率对经济恢复更加敏感, 另一方面因我们预计美联储将加强前瞻指引, 并在下半年推出收益率曲线控制 (YCC), 这将令收益率曲线前中端, 尤其是 5 年期以上收益率继续受到抑制。

图表 29: 我们预计年末美元回落至 95



资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 30: 我们预计美国国债收益率年末回升至 1.0%

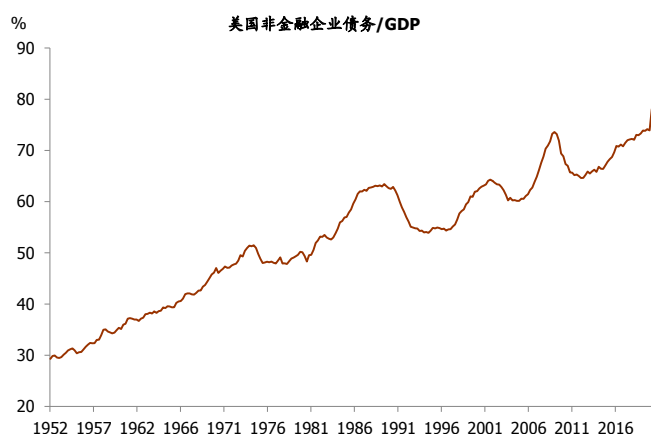


资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

关键问题（三）：企业部门流动性压力边际化解，但信用风险有待释放

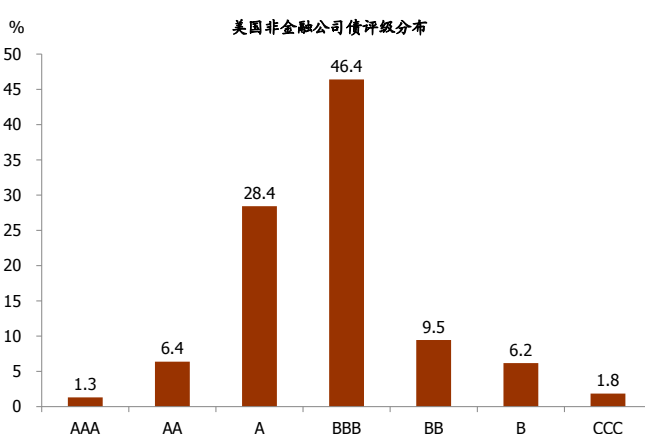
1. **企业部门流动性压力暂缓。**在当前疫情中，实体经济需求和生产均受到冲击，失业率显著上升，令企业和家庭均面临较大的现金流压力。不过，美联储及欧央行等及时注入流动性，帮助稳定资本市场，令企业在紧张时期依然能够大量发行债券融资；财政方面，欧美失业率救济项目的加强有助于帮助家庭渡过难关，小企业贷款项目（PPP）等则有助于缓解难以在资本市场融资的小企业融资压力。
2. **但信用风险有待释放，可能的影响也高度不确定。**由于危机以来并未经历真正意义上的去杠杆，企业部门负债一直是美国经济一个可能的“薄弱环节”。即使能够在资本市场发行债券的公司，其中高达 46% 比例是最低级别的投资级（BBB 级别）。此次疫情冲击后，美国企业部门压力进一步增大。历史情况看，企业违约在经济周期中是相对滞后的指标。但衰退期间企业违约率攀升是不争的事实。我们预计此次也不会例外。因而，下半年需高度关注企业部门信用风险暴露情况。

图表 31: 2020 年 1 季度末，美国非金融企业债务占 GDP 比例相比去年 1 季度攀升 4 个百分点至 78%



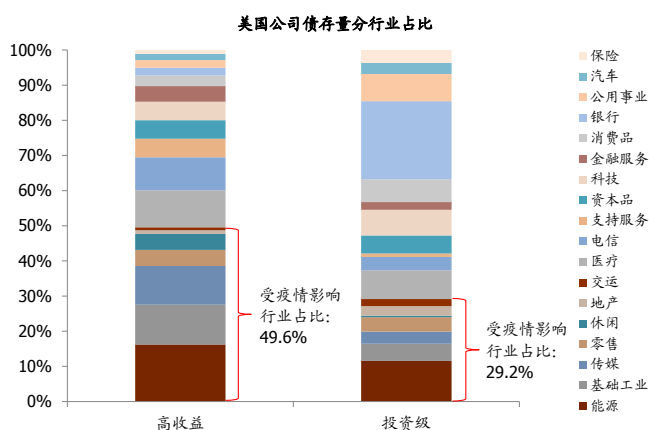
资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 32: 大量公司债集中在最低的投资级（BBB），一旦下调便成为垃圾级（6 月 12 日数据）



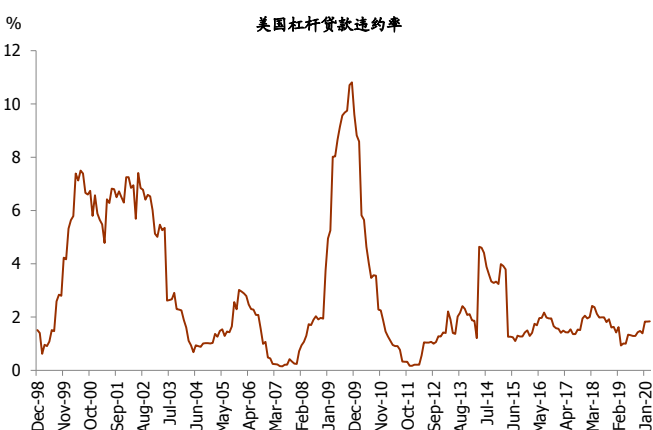
资料来源: Factset, 中金公司研究部

图表 33: 美国公司债可能受疫情影响行业占比，投资级为 29.2%，高收益债则高达 49.6%（3 月底数据）



资料来源: Factset, 中金公司研究部

图表 34: 历史上看，在衰退时期（2009 年），以及经济承压是时期（2014 年），企业违约率都有显著上升



资料来源: 美联储, 中金公司研究部

关键问题（四）：美国大选不确定性上升

特朗普及共和党近期民调承压。其背后，对新冠疫情应对不力、经济显著下滑和失业显著上升、以及近期特朗普对全国性游行的强硬应对，均是可能的原因：

1. **民调显示公众对特朗普工作满意度下降。**民调网站 RealClearPolitics 综合的民调显示，美国总统特朗普工作支持率从 3 月末的 47% 下降至最新的 42%。
2. **市场对民主党赢得 2020 年总统大选预期迅速攀升。**彭博数据显示，市场预期民主党赢得 2020 年总统大选的概率从 3 月末的 50% 上升至最新的 61%（图表 36）。
3. **共和党面临失去参议院控制权的危险。**彭博数据显示，市场预期民主党继续执掌众议院的概率上升至 83%，但预期共和党继续执掌参议院的概率从 3 月初美国疫情爆发前的 71% 降低至最新的 44%（图表 37）。

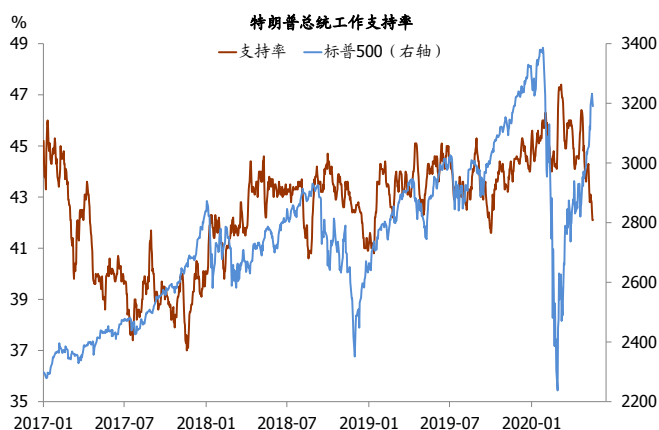
2020 年选民投票积极性可能显著提升，尤其是对特朗普及共和党不满的选民。2016 年总统选举中，部分中间选民、甚至部分民主党选民因为不支持希拉里而选择不出门投票或者投票给特朗普，是希拉里败选的重要原因。但特朗普执政以来，美国社会内部分裂不仅没有弥合，甚至有进一步分化趋势。因而，对特朗普以及共和党不满的选民，将更加愿意积极投票表达态度。这将在边际上对民主党候选人拜登形成支撑。2018 年的中期选举投票率显著上升原因就在于此。

综合看，上述因素令 2020 年大选具有高度不确定性。这种不确定性本身，以及因不确定性可能诱发候选人做出的激进主张，都可能令经济、以及市场受到负面冲击。

那如果拜登当选意味着什么：

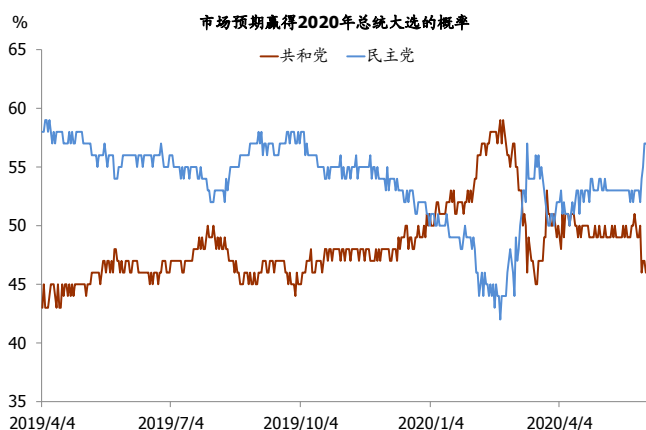
1. **美国对现行国际制度架构的破坏可能得到部分纠正。**从已经公布信息看，拜登的政治倾向更加符合美国政治传统，更加注意在国际合作、盟友关系方面做积极努力。例如，其主张遵守巴黎气候协议，主张自由贸易等（图表 39）。
2. **但民主党历来重视的对医疗等行业加强监管可能令相关行业受到影响。**民主党支持者历来将医疗政策作为投票最重要考虑³，这方面包括限制药价等政策。
3. **税收政策也可能发生变化。**民主党对特朗普 2017 年减税法案为高收入人群减税不满，拜登也多次批评该法案。一旦拜登当选，特朗普 2017 年减税法案有存在被逆转可能。

图表 35: 美国总统特朗普工作支持率从 3 月末的 47% 下降至最新的 42%



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

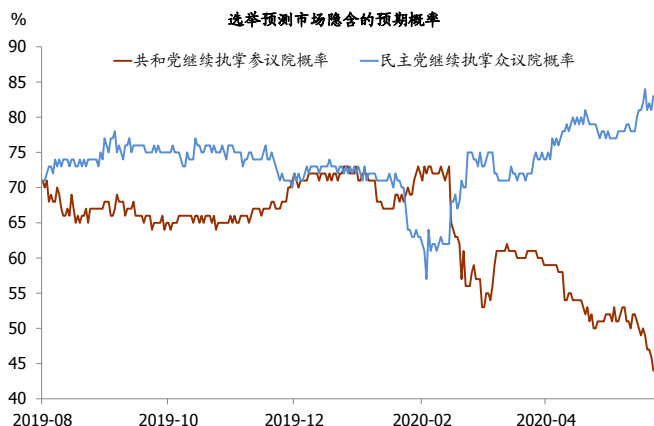
图表 36: 市场预期民主党赢得 2020 年总统大选的概率从 3 月末的 50% 上升至最新的 61%



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

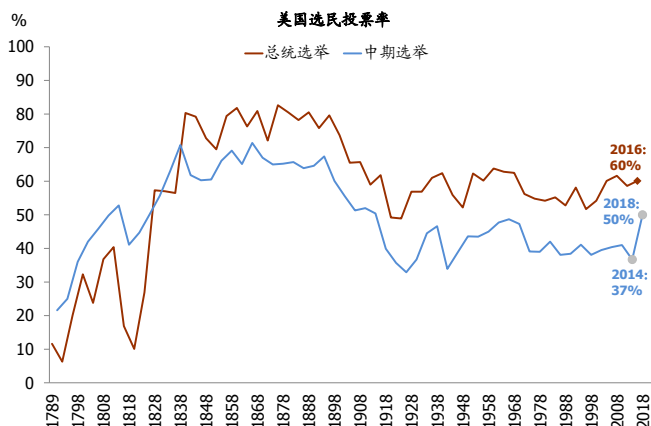
³ <http://www.people-press.org/2018/09/26/voter-enthusiasm-at-record-high-in-nationalized-midterm-environment/>

图表 37: 市场预期民主党继续执掌众议院的概率上升至 83%; 共和党继续执掌参议院的概率降低至 44%



资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 38: 从 2018 年中期选举经验看, 2020 年选民投票率可能创近几十年新高



资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 39: 美国民主党候选人政策主张对比

美国大选民主党主要候选人政策主张		
	Sanders	Biden
国内政策		
教育	<ul style="list-style-type: none">提供全民免费公立大学免除现有的 1.6 万亿美元学生贷款加大对学期教育和初等教育投入	<ul style="list-style-type: none">加大对学前教育 and 初等教育投入增加对低收入学校和家庭经费支出提高教师薪资免除社区学院和两年制技师学院学费
环保	<ul style="list-style-type: none">支持绿色新政, 积极应对气候变化和全球变暖问题反对压裂和海上钻井反对用核能减少排放遵守巴黎气候协定	<ul style="list-style-type: none">遵守巴黎气候协定推行新碳市场投资风能和太阳能, 2050 年前实现 100% 的清洁能源经济和净零排放
控枪	<ul style="list-style-type: none">支持对持枪人进行背景调查反对持有攻击性武器推行自愿枪支回购	<ul style="list-style-type: none">支持对持枪人进行背景调查反对持有攻击性武器支持自愿枪支回购
医疗	<ul style="list-style-type: none">支持全民医疗保险消除私人医疗保险支持从加拿大买药	<ul style="list-style-type: none">反对全面医保赋予医疗保险直接谈判药品价格的权力支持修正版奥巴马政府平价医疗法案
移民	<ul style="list-style-type: none">反对特朗普边境措施和限制入境政策支持 DACA (童年入境者暂缓遣返)不允许给工人更多的 VISA废除 ICE (U.S. Immigration and Customs Enforcement)提供 180 万个合法身份, 将非法移民合法化	<ul style="list-style-type: none">奉行人道移民政策, 反对特朗普边境墙支持 DACA (童年入境者暂缓遣返)支持给工人更多的 VISA反对废除 ICE反对非法移民合法化
堕胎	<ul style="list-style-type: none">保障堕胎权利	<ul style="list-style-type: none">保障堕胎权利
LGBT	<ul style="list-style-type: none">支持平权法支持同性婚姻支持变性人参军	<ul style="list-style-type: none">支持平权法支持同性婚姻支持变性人参军
基建	<ul style="list-style-type: none">支持增加基础设施开支	<ul style="list-style-type: none">支持增加基础设施开支
税收	<ul style="list-style-type: none">逆转特朗普减税法案提高企业所得税, 资本利得税提高个税最高边际税率针对最富有的前 0.1% 家庭征收财富税	<ul style="list-style-type: none">逆转特朗普减税法案提高企业所得税, 资本利得作为正常收入纳税提高对高收入边际税率不支持财富税
监管	<ul style="list-style-type: none">支持拆分大银行, 恢复《格拉斯-斯蒂格尔法案》支持拆分大科技企业	<ul style="list-style-type: none">支持调查科技企业垄断
劳工	<ul style="list-style-type: none">提高最低工资至 15 美元支持带薪家庭假和带薪病假, 保障劳工权益	<ul style="list-style-type: none">最低工资提高至每小时 15 美元支持带薪家庭假和带薪病假, 保障劳工权益
对外政策		
外交	<ul style="list-style-type: none">支持美国将重返伊核协定支持巴以冲突的两国解决方案愿意与朝鲜最高领导人金正恩会面	<ul style="list-style-type: none">鼓励全球多边外交支持美国重返伊核协定支持巴以冲突的两国解决方案
贸易	<ul style="list-style-type: none">支持关税作为贸易争端施压手段要求与中国重新谈判贸易协定和修改贸易政策反对北美自由贸易区协定 (USMCA)	<ul style="list-style-type: none">就知识产权、钢铁倾销等对中国施压支持北美自由贸易区协定, 但需要修改鼓励自由贸易
国防	<ul style="list-style-type: none">支持削减年度军费预算第一期从阿富汗撤军反对对也门、叙利亚等的军事干预	<ul style="list-style-type: none">反对削减年度军费预算第一期从阿富汗撤军支持对也门、叙利亚等的军事干预

资料来源: 候选人竞选主页, 中金公司研究部

关键问题（五）：新兴市场风险及其对全球可能的影响

四个维度看新兴市场风险：

- 1. 维度一：人口风险、医疗条件及政府资源。**同等情况下，老龄化严重（尤其是 70 岁以上人口占比较高）、糖尿病等慢性病患者占比越高的国家，新冠死亡率越高。而医疗条件越好、政府可调动资源越多的国家，其抗疫腾挪空间更大。这方面，俄罗斯、匈牙利、罗马尼亚等新兴欧洲经济体老年人口占比较高；印度、巴基斯坦、孟加拉等南亚国家人口更年轻，但医疗资源匮乏。
- 2. 维度二：经济对疫情冲击的敏感性。**从中国以及欧美经验看，经济封锁对依赖人与人接触的服务业冲击更大；一些“接触式”消费，如旅游、餐饮、电影娱乐等，甚至完全停滞。另外，对出口和旅游等外需依赖较高的国家，受全球人员货物交流“冰封”冲击更大；原油出口国收入则受到低油价冲击。这方面，巴西、南非服务业占比更高；泰国深度依赖旅游业；沙特、俄罗斯则更加依赖原油。
- 3. 维度三：金融体系稳健性。**新兴市场依赖外部融资，尤其是美元等“硬货币”融资。同等条件下，外部融资需求较大经济体对融资环境变化更敏感，且本国资本市场中海外投资者参与度较高的经济体更易受海外市场风险偏好波动冲击。另外，一些国家银行体系本就脆弱，疫情冲击导致坏账上升，可能令其“雪上加霜”。这方面，阿根廷、土耳其外部融资需求较高而外汇储备不足；秘鲁、印尼资本市场对海外资金依赖度较高；孟加拉、俄罗斯、印度银行坏账率已经偏高，疫情带来的坏账上升可能令其银行体系压力上升。
- 4. 维度四：政策应对空间。**韩国、泰国利率降息空间受限；巴西、埃及、印度等国家政府债务和赤字率均较高，财政扩张空间受限。

新兴市场风险对全球可能的影响：

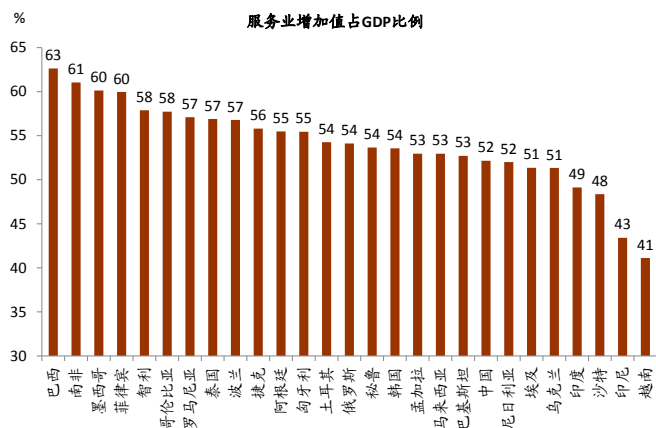
- 1. 全球制造业产业链可能受冲击，尤其是偏初级产品产业链如焦炭石化、纺织服装、玻璃水泥等。**根据 OECD 数据，疫情发展较严重的 6 个大型新兴经济体（土耳其、巴西、俄罗斯、印度、墨西哥、以及印尼），2015 年占全球制造业增加值比重约 10%，且为全球制造业生产 11% 的中间品。其中，焦炭石化（23.3%）、纺织服装（16.5%）、食品饮料（16.4%）、玻璃水泥（11.8%）以及基本金属（11.7%）等行业，这 6 大经济体生产的中间品占全球比重较高。
- 2. 大宗商品，如原油、煤炭、铁矿石、农产品（小麦、大豆）供给可能受影响。**其中，俄罗斯、巴西均是重要的原油出口国。印度、印尼、俄罗斯、土耳其等国都是全球重要的煤炭生产国。巴西同时也是全球重要铁矿石供应国。俄罗斯及巴西均是重要的农产品生产和出口国，尤其是俄罗斯的小麦，以及巴西的大豆。
- 3. 第三，新兴经济体承压，可能冲击全球金融稳定性。**疫情较严重的土耳其、巴西、俄罗斯、印度、墨西哥、及印尼等国家，经济体量相对较大；相应地，全球投资者对其风险敞口也较大。截至 2019 年 4 季度，全球投资者持有 58% 印尼国债，47% 墨西哥国债，36% 土耳其国债，以及 27% 俄罗斯国债（图表 44）。BIS 统计数据也显示，截至 2019 年 3 季度，海外跨国银行对上述 6 大新兴经济体风险敞口约 1.4 万亿美元。这些风险敞口集中在欧洲（7930 亿美元）、美国（约 2907 亿美元）、日本（约 1585 亿美元）的跨国银行。欧洲敞口最大的国家为西班牙，达 3820 亿美元，主要是对巴西和墨西哥的贷款。随着疫情加剧，这些风险敞口发生违约的概率可能加大，甚至存在演化为新兴市场债务危机的可能。一旦这一情形发生，全球金融机构健康、乃至金融体系稳定性均可能受冲击。
- 4. 第四，新兴经济体内需下降，可能对全球需求造成一定冲击。**首先是新兴市场进口可能下降。过去 20 年，新兴经济体在全球的重要性显著提高。2019 年，6 大新兴经济体占全球进口比重约 9.3%；相比之下，2003 年末这一比重为 6%。

其次是跨国公司在新兴经济体收入可能下降。疫情可能影响部分海外公司在当地的运营，从而拉低母公司整体收入及现金流，甚至影响其全球投资计划。据 FactSet 统计，MSCI 发达市场指数收入中，约 9.4% 来自中国之外的新兴经济体，其中 Stoxx

欧洲 600 指数为 13.8%，标普 500 指数为 8.6%，日经 225 指数为 7.2%。

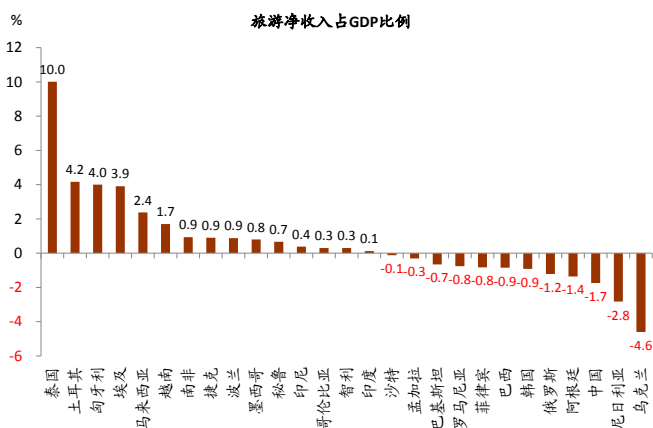
特别关注印度全国“封锁”对全球溢出效应。印度 2019 年 GDP 约 2.8 万亿美元，是新兴经济体中体量仅次于中国、且增速较快的国家。因而，其全国封锁可能的影响较大。我们特别关注三个方面：1) 印度、乃至较多新兴市场，是全球包括中国电子产品的重要市场；2) 印度也是全球科技产业链的重要一环，因为较多科技产品代工厂设立在印度；3) 印度也是全球重要的软件服务出口国，甚至包括部分的软件后勤服务中心。

图表 40: 巴西、南非、墨西哥等国家服务业增加值占比较高；越南、印尼等占比较低



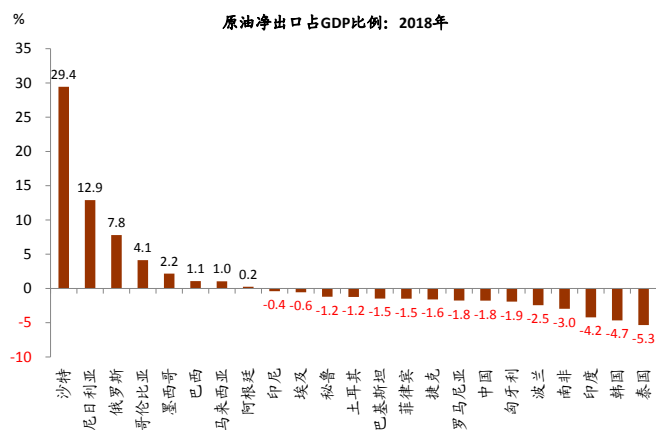
资料来源: Haver Analytics, 世界银行, 中金公司研究部

图表 41: 泰国旅游净收入占 GDP 比重达 10%，土耳其、匈牙利和埃及等对旅游业依赖度也较高



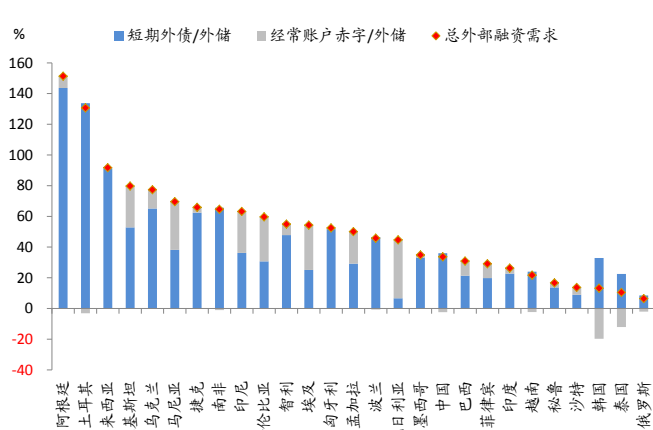
资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 42: 原油价格大幅下跌，沙特、尼日利亚、俄罗斯等原油出口国收入受拖累；但泰国、韩国、印度等受益



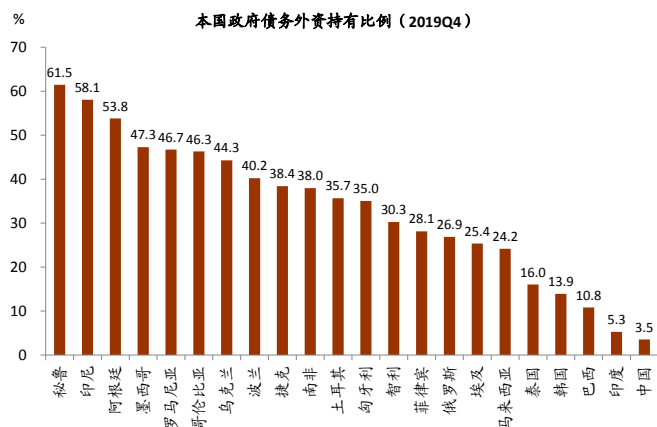
资料来源: Haver Analytics, 世界银行, 中金公司研究部

图表 43: 阿根廷、土耳其外储融资需求超过其总外储水平



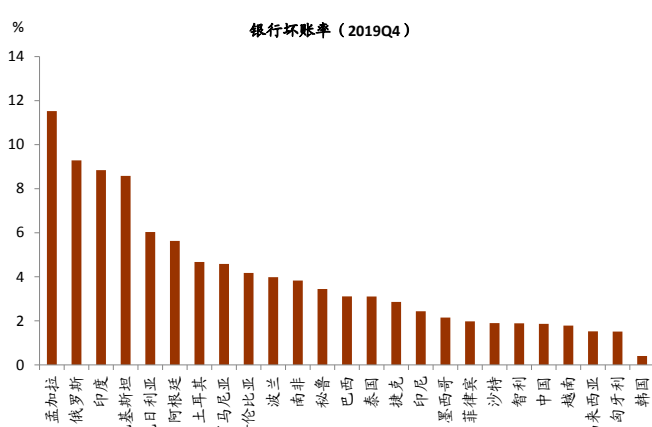
资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 44: 秘鲁、印尼、罗马尼亚、墨西哥等经济体超过一半政府债务为外资持有, 对外资抛售较为敏感



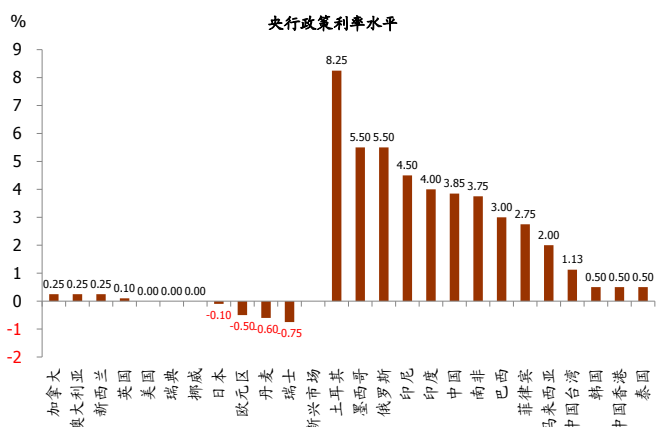
资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 45: 孟加拉、俄罗斯、印度以及巴基斯坦等国家银行坏账率较高



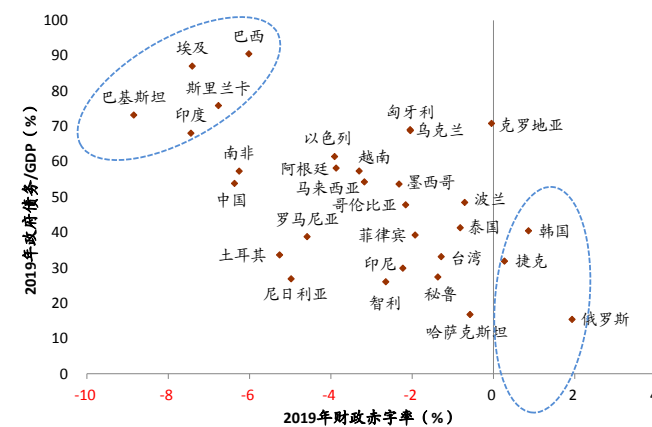
资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 46: 土耳其、墨西哥、俄罗斯等新兴经济体降息空间较大, 而韩国、泰国等降息空间有限 (6 月 12 日数据)



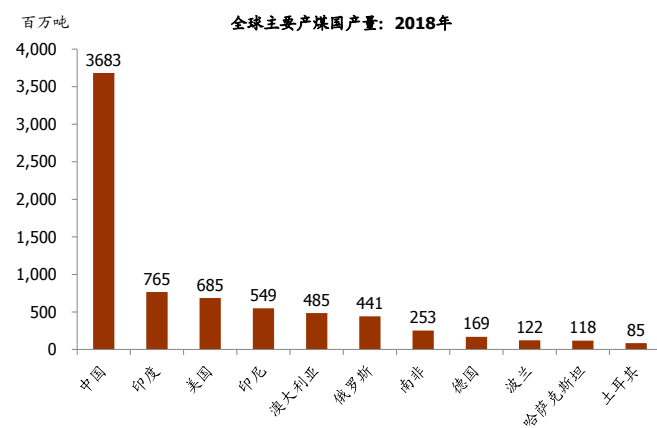
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 47: 巴西、埃及、印度等国家政府债务和赤字率均较高; 俄罗斯、韩国等政府债务和赤字率均较低



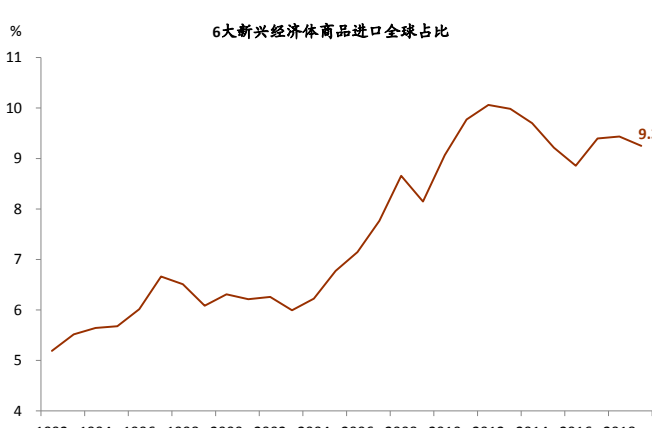
资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 48: 印度、印尼、俄罗斯、土耳其等国也是全球重要的煤炭生产国



资料来源: BP, 中金公司研究部

图表 49: 2019 年, 6 大新兴经济体商品进口占全球比重约 9.3%



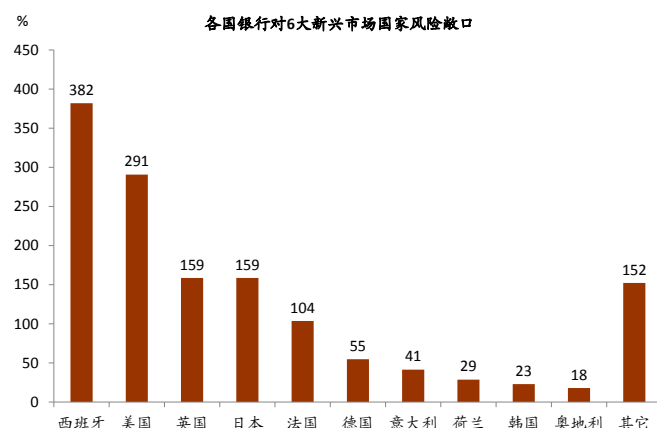
资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 50: 今年3月市场波动时期，海外央行被迫抛售美国国债，也是美国金融市场波动的原因之一



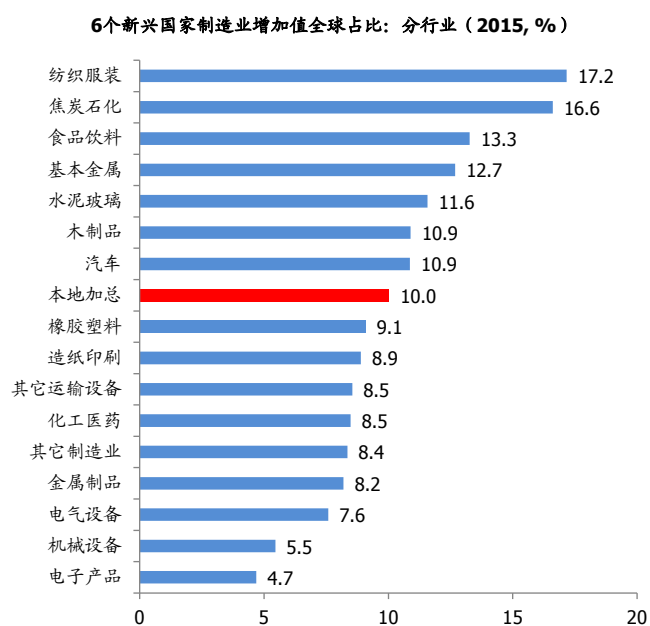
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 51: 西班牙、美国等国家的银行对6大新兴经济体风险敞口较高 (2019年3季度数据)



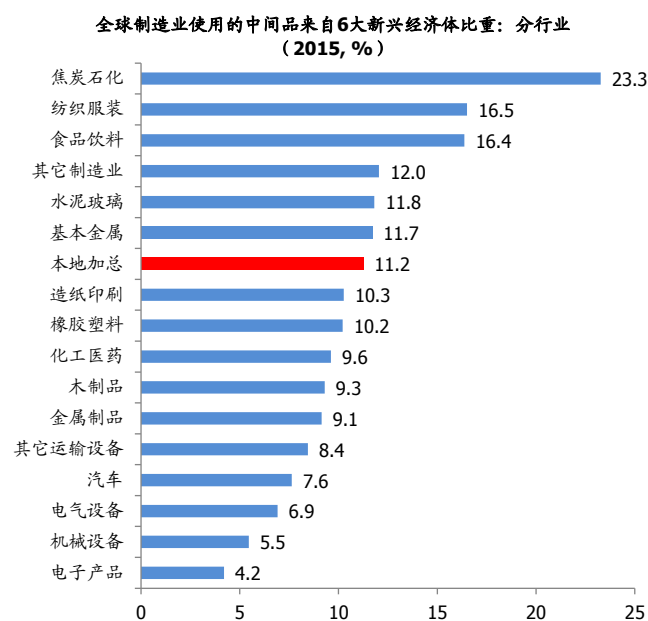
资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 52: 6大新兴经济体占全球制造业增加值10%



资料来源: OECD, 中金公司研究部

图表 53: 产业链角度, 6大新兴经济体在煤炭石化、纺织服装、食品饮料等行业为全球生产较多中间品



资料来源: OECD, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料或调研信息，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190710
编辑：樊荣

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

