

疫情下全球经济前景难测 中国或成为重要增长点

研究发展部主权团队 曹源源 谢文杰

虽然中国新冠疫情已得到有效控制，但疫情全球范围快速扩散将从供需两端冲击实体经济，2020年全球经济下行已成必然趋势。未来海外疫情还将复杂演化，这令全球经济前景更趋复杂，短期内全球经济前景变数加大，中国或成全球经济增长重要支撑点。

一、新冠肺炎全球扩散迅速，欧洲已成海外疫情发展核心区域，各国疫情应对政策和能力各不相同，未来走势尚难明确判断。

虽然中国新冠疫情于2月下旬得到有效控制，新增确诊病例骤降，但2月下旬以来海外疫情迅速扩散升级令全球疫情形势严峻。据世卫组织统计，截至3月16日，新冠疫情已蔓延至全球151个国家和地区，报告病例16.7万多例，死亡人数6606人（见图1）。世卫组织于3月11日将新冠疫情定性为“大流行”。其中，意大利、伊朗累计确诊病例超过万人，韩国、西班牙、法国、德国、瑞士、英国、美国累计确诊病例超过千人。此次疫情全球蔓延，主要经济体均未能幸免。

欧美疫情未来几周或集中爆发，未来疫情走势难以预料。从新增病例看，3月9日当周，欧美新增病例急剧上升，欧洲新增病例和死亡人数已超过除中国以外世界其他地区总和，成为新冠疫情发展新的核心区域，美国新增病例涨势迅猛不容忽视，参考中国疫情爆发以来的演化趋势，未来几周欧美疫情或将继续呈现集中爆发特征（见图2）。同时，新冠疫情传染性强，潜伏期较长且难以监测，欧美各国前期疫情应对迟缓，目前强制隔离和封城等严厉措施仅限于部分疫情严重地区，未来能否有效防止疫情向其他地区蔓延及升级仍存在很大不确定性，而各国在新冠病毒检测、公共场所聚集和跨境人员管控、公共医疗设施供应等方面的防控措施和力度存在明显差异也增加了国家间和地区间的政策协调难度。基于此，短期内海外疫情发展走势难以预料。

图1 全球疫情发展形势（例）

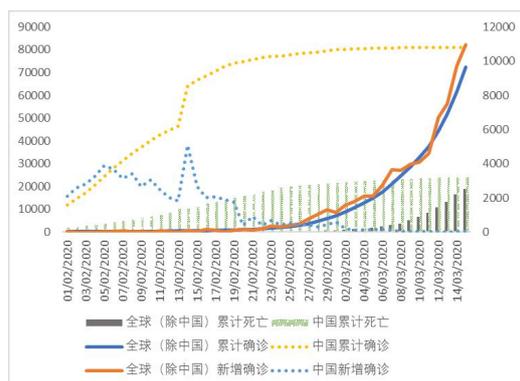
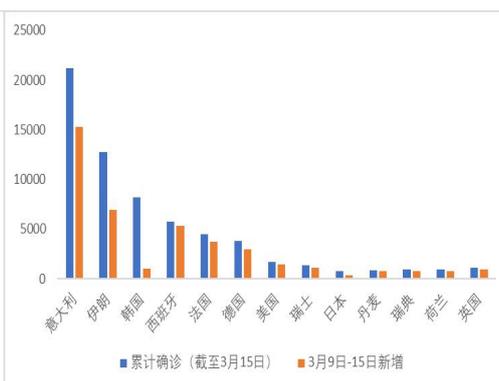


图2 3月9日至15日主要国家疫情



数据来源：CEIC，东方金诚整理

二、此次疫情通过全球供应端和需求端直接冲击实体经济，2020年全球经济增速走低已成必然，下探幅度需看未来疫情发展形势。

此次疫情席卷全球主要经济体，经济高度相互依赖令各国在疫情冲击下难以独善其身。从疫情影响范围来看，此次疫情迅速蔓延至全球主要经济体，中国、欧元区先后成为疫情发

展核心区域，美国近日疫情新增数据令其前景不容乐观。2019年，美国、中国、欧元区、日本等四大经济体GDP规模分别占全球经济总量的32.2%、21.2%、20%和7.7%，合计超过80%，一旦经济减速将直接带动全球经济明显下滑（见图3）。另一方面，美中欧日四大经济体出口总额占全球出口总额的比重分别10.5%、11.1%、16.2%和3.9%，进口总额占全球进口总额的比重分别13.3%、10.9%、14.4%和3.9%，在全球贸易体系中亦处于核心地位（见图4）。2000年以来，全球经济一体化令外围经济体对核心经济体的经济依赖度以及核心经济体间的相互依赖度大幅上升，全球超过100个国家的出口/GDP高于30%，其中近50个国家该比值超过50%，这使得核心国家经济一旦失速，将迅速通过全球贸易链、产业链和供应链向其他国家传导。

图3 主要经济体GDP/全球GDP (%)

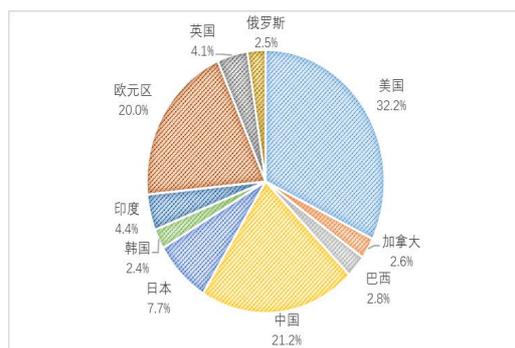
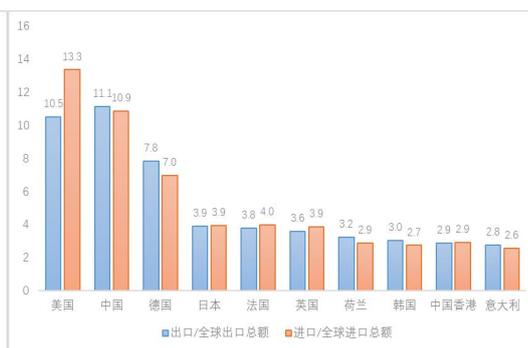


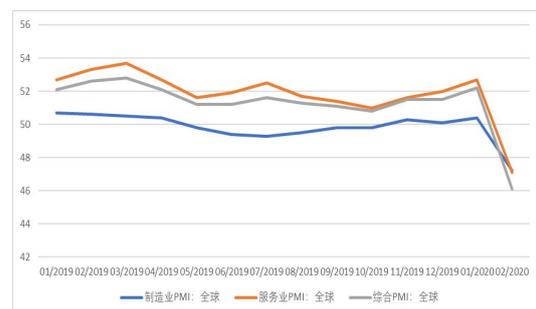
图4 主要疫情国进/出口额全球占比 (%)



数据来源：CEIC，东方金诚整理

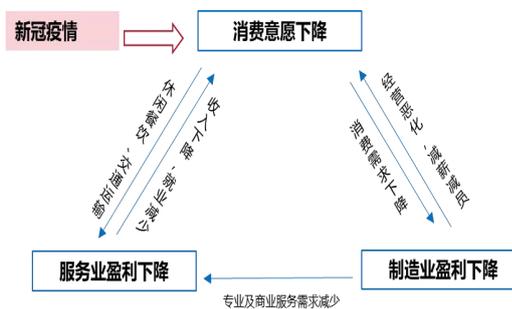
此次疫情对全球经济冲击可大致分为两个阶段，第一阶段以中国为中心的全球供应链冲击将随中国逐步复产复工而消退。2月中国疫情爆发后迅速采取严厉手段控制疫情扩散，由此导致的人员流动停滞、企业大面积停工停产，迅速通过供应链和需求端向全球传导，海外旅游、航空、酒店餐饮零售，以及与中国产业供应链密切相关的制造业企业受到不同程度冲击，一季度盈利预期纷纷下调。受此影响，2月全球制造业PMI和服务业PMI跌至47.2和47.1，为2017年以来最低值（见图5）。不过，随着中国疫情得到有效控制，3月逐步复产复工，以中国为核心的全球供应链冲击影响正逐渐消退。

图5 全球采购经理指数



数据来源：CEIC，东方金诚整理

图6 欧美新冠疫情对经济影响路径



短期看，疫情冲击将进入第二阶段，以欧美为中心的需求端冲击将迅速向生产端和供应端延伸，带动全球经济下探。在此次疫情防控中，欧美主要防控措施包括加强公共医疗供应、加强中小企业流动性支持、限制公共场合人群聚集等，此次疫情对经济的冲击将首先反映在休闲餐饮、交通运输、批发零售等服务行业。2018年美国和欧元区服务业占比升至80.6%和66%，2019年服务业成为欧美经济主要增长主引擎。在此情形下，高度依赖服务业将使欧

美经济对疫情冲击更为敏感。同时，2000年后欧美在全球一体化背景下进行制造业产业链全球布局，并成为全球主要消费大国，疫情对消费需求的抑制也将通过制造业生产端和供应端向全球扩散，进而遏制全球制造业复苏势头和其他经济高度外向型国家，拖累2020年全球经济下探。不过，由于欧美目前仍以最大限度维护社会经济秩序正常运行为优先目标，在不考虑其他不确定性因素严重冲击的情况下（如金融市场崩溃、大宗商品价格深跌），预计初期阶段疫情对实体经济的负面冲击较中国更为缓和，而经济到达底部的时间将视疫情发展形势而定，且经济下行幅度可能随疫情持续时间和恶化程度而加深。（见图6-8）

图7 美、欧、日制造业 PMI

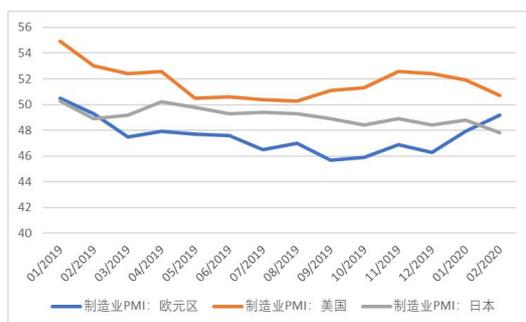
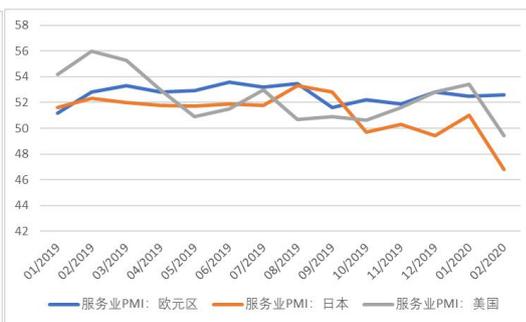


图8 美、欧、日服务业 PMI



数据来源：CEIC，东方金诚整理

货币宽松和财政刺激政策成效预计有限，关键仍在于未来全球疫情发展走势。虽然全球各主要疫情国迅速宽松货币政策和积极财政刺激应对冲击，尤其美联储月内两次紧急大幅降息至零并重启量化宽松，但政策并不能解决疫情造成的有效需求不足和生产供应链中断的根本问题，其作用将更多体现在维持私人部门流动性，避免流动性紧张导致大面积债务违约和失业等问题，进一步恶化实体经济。同时，2008年以来超宽松货币政策也积累了大量结构性问题，如金融资产价格虚高、全球债务泡沫、贫富分化等已成为全球亟待正视和解决的“灰犀牛”事件，在财政货币政策空间受限的条件下，一旦疫情迅速升级态势不能及时遏制，并发展成为西班牙流感那样与人类长时间并存，将极易引爆金融资产泡沫和债务泡沫，加剧社会经济动荡的，从而爆发全面经济金融危机。

三、疫情情景推演下全球经济前景更趋复杂，脆弱点交织加大再平衡难度，中国或成全球经济增长重要支撑点。

基于对疫情发展态势的粗略判断，以疫情拐点为中心（此时处于风险峰值，拐点前由于对疫情处于初步认识的状态，且疑似和确诊病例也处于观察和累积期，所以随着疫情的蔓延和发展，风险传导基本遵循由低至高的趋势；病例充分暴露后，病例累积数量会出现一个最大化的峰值，新增病例也同步攀升至高位，疫情数据透明度逐渐提升，市场对于战胜疫情的信心也初步建立；随着防控措施有序进行，新增病例逐步回落，累积病例也从峰值逐渐进入下行趋势并趋于维持稳定态势），我们观测到：中国当前已经跨越疫情拐点，新增确诊逐日递减、累积确诊趋于稳定、累积治愈直线攀升，现有确诊拐头向下特征已经显现，疫情风险水平处于由“高一—中”向“中—低”转变的趋势；与之对比，海外尚处于疫情早期，新增和累积病例逐日大幅攀升，疑似病例数据缺少统计使得疫情情势更加不明朗和复杂化，疫情风险处于拐点到来前的“中—高”的位置，未来还将向更加严峻的方向演化（见表1）。

表1 全球疫情局势风险等级划分

拐点前 50%分位	拐点前 25%分位	疫情拐点	拐点后 25%分位	拐点后 50%分位

中国	(风险低——中)	(风险中——高)	(风险峰值)	(风险高——中)	(风险中——低)
海外	(风险低——中)	(风险中——高)	(风险峰值)	(风险高——中)	(风险中——低)

注：以上划分基于疫情发展的全周期。

如表 2 所示，目前全球疫情风险处于 50 点，即，中国“风险高——中”，海外“风险中——高”。以此为起点，我们对未来疫情演化建立了几种情形：

乐观情形：疫情风险处于 25 点，即中国“风险中——低”，海外“风险中——低”，预计全球疫情大约在二季度末得到控制。在此情形下，各国充分认识到疫情的严重性并通力合作，中国疫情继续向低风险程度下降，全球疫情在 6 月前得到有效控制，全球疫情风险迅速向低水平移动；

基准情形：疫情风险处于 37.5、50、62.5 点徘徊（6 种具体情形见表 2），疫情风险水平较高但趋于减弱，全球疫情大约在三季度末得到控制。在此情形下，各国对疫情防控的政策不同步甚至出现冲突，在对全球协调机制有所预期的状况下，短期内全球疫情还将出现反复，出现疫情回传以及病例输入输出的“拉锯”过程，随着疫情长期演进和后期各国防控措施力度加大，疫情最终消灭；

悲观情况：疫情风险处于 75 点，受制于海外疫情难以控制，以及输入病例对中国的回传，中国疫情风险在高——中之间徘徊，全球疫情进入风险峰值，此时全球大流行病愈演愈烈，并依赖于疫苗研制成功、疫情病理周期性消退等因素在四季度末得到控制。

表 2 全球疫情局势情景推演

中国 \ 海外		中国				
		(风险低——中)	(风险中——高)	(风险峰值)	(风险高——中)	(风险中——低)
(风险低——中)		25	37.5	62.5	37.5	25
(风险中——高)		37.5	50	75	50	37.5
(风险峰值)		62.5	75	100	75	62.5
(风险高——中)		37.5	50	75	50	37.5
(风险中——低)		25	37.5	62.5	37.5	25

注：表格数值为 0-100 分，为中国和海外疫情风险刻度两两交叉形成，数值越大，未来疫情风险越大，反之亦然。红色字体为当前疫情风险位置，黄色字体部分为未来疫情发展最可能出现的情况。

在以上三种疫情前景基础上，我们对全球经济前景做出如下预测：

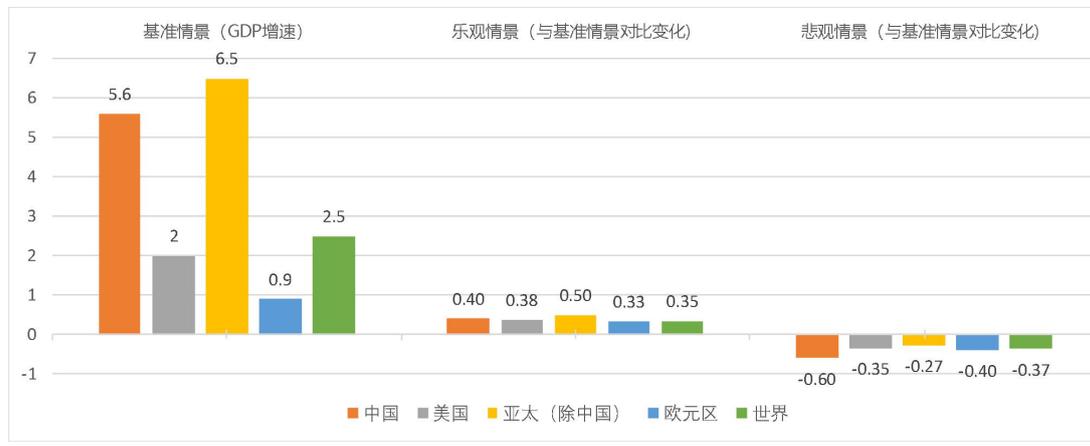
1、基准情景（概率较大）：疫情冲击令全球经济增速在二、三季度明显下滑，且由于制约世界经济复苏的结构性问题在疫情期间更加凸显并悬而未决，新的经济增长点尚未出现，世界范围内的政治冲突、经济结构转变、以及社会治理问题仍然趋于常态化，四季度世界经济复苏进程不及预期，且仍然如疫情前一样面临下行风险，“低增长、低通胀、高债务”的经济增长模式难以获得实质性改变，世界各国仍将受制于财政和货币政策空间的收窄而难以推进持续改革，全球经济仅能基本实现弱企稳。

2、乐观情景（概率较小）：各国逆周期政策应对较为及时，疫情对全球经济的冲击将主要在二季度体现；在经历疫情所带来的短时波动后，下半年中国、美国、欧元区、日本等国家在提振潜在增长，解决金融体系脆弱性以及结构性改革等方面取得较明显进展，全球需求获新一轮提振，并受益于疫情时期的产出低基础效应，以及全球新一轮基建潮的兴起而出现明显的增长势头，世界经济将进入反弹复苏的增长轨道，通胀趋于降低并温和上升。此状况下，相较于基准情形，中国、美国、亚太、欧元区、全球层面 GDP 增速预计分别上浮 0.4、0.38、0.5、0.33、0.35 个百分点。

3、悲观情景（概率较小）：随着疫情全球扩散的范围和时间超出预期，各国逆周期政策应对不及预期，全球产业链中断风险上升，实体经济供需矛盾进一步暴露并持续较长时间，深度参与全球产业链的国际化企业或者是资金面紧张的中小企业将面临流动性危机，全球经

经济增长模式的债务特征更加深化，世界大国的政策外溢的负面效应将更加明显，民粹主义，逆全球化思潮，贸易战以及局部冲突等进一步加深，全球经济低速增长还可能会进一步下探。在此状况下，相较于基准情形，中国、美国、亚太、欧元区、全球层面预计分别拖累 GDP 增长下滑 0.6、0.35、0.25、0.4、0.35 个百分点。（见图 9）

图 9 2020-22 年全球经济前景展望



数据来源：东方金诚预测

整体来看，即使最悲观情形下，后续海外疫情持续恶化以及疫情回传或有可能通过出口贸易、全球产业链、供应链等方式对中国造成一定负面冲击，但冲击程度相对有限，基准、乐观和悲观三种情形下中国经济增速分别为 5.6%、6.0%和 5.0%，均保持在稳健水平。随着中国疫情得到有效控制并进入复产复工状态，预计中国经济增速将在二季度明显反弹回升，这将为处于全球产业链上下游的国家提供重要经济增长动力，进而为未来三个季度全球经济增长提供重要支撑。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。