

全球经济金融形势：疫情影响与趋势分析

钟 红

赵雪情

【摘 要】

2020 年以来，全球经济金融形势发生剧烈变化。在新冠肺炎疫情全球大流行的背景下，全球经济金融在过去十年中积累的各种矛盾和问题日益显性化，实体产业、居民信心、社会治理等各领域遭受全方位冲击，国际金融市场巨幅震荡。未来全球经济金融走势，在很大程度上取决于疫情的演变和防控成效。展望 2020 年，全球经济大概率陷入衰退，最坏情景下甚至可能步入长期萧条，国际金融危机警报尚未根本解除，需要警惕可能引发系统性问题的潜在风险。

【关 键 词】

经济衰退；金融风险；美元流动性

【文章编号】

IMI Working Paper No.2028



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆  网络

<http://www.imi.org.cn/>

1937

全球经济金融形势：疫情影响与趋势分析

钟红¹ 赵雪情²

【摘要】2020 年以来，全球经济金融形势发生剧烈变化。在新冠肺炎疫情全球大流行的背景下，全球经济金融在过去十年中积累的各种矛盾和问题日益显性化，实体产业、居民信心、社会治理等各领域遭受全方位冲击，国际金融市场巨幅震荡。未来全球经济金融走势，在很大程度上取决于疫情的演变和防控成效。展望 2020 年，全球经济大概率陷入衰退，最坏情景下甚至可能步入长期萧条，国际金融危机警报尚未根本解除，需要警惕可能引发系统性问题的潜在风险。

【关键词】经济衰退；金融风险；美元流动性

2020 年以来，全球经济金融形势发生剧烈变化，特别是在新冠肺炎疫情大流行的背景下，实体产业、居民信心、社会治理等各领域遭受全方位冲击，恐慌情绪不断升温，国际金融市场巨幅震荡。

一、金融危机十年困局

2008 年全球金融危机被称为“改变未来的金融危机”，对全球经济金融发展带来了深远的影响。回顾过往十年，全球经济经历了上世纪“大萧条”以来最严重的衰退和最漫长、最不平衡的复苏周期，呈现一些新特征、新问题。实体经济增长乏力，全球经济运行日益呈现出高度“金融化”特征，为当前的困局埋下了伏笔。

¹ 钟红，中国银行研究院副院长，中国人民大学国际货币研究所特约研究员

² 赵雪情，中国银行研究院研究员，中国人民大学国际货币研究所研究员

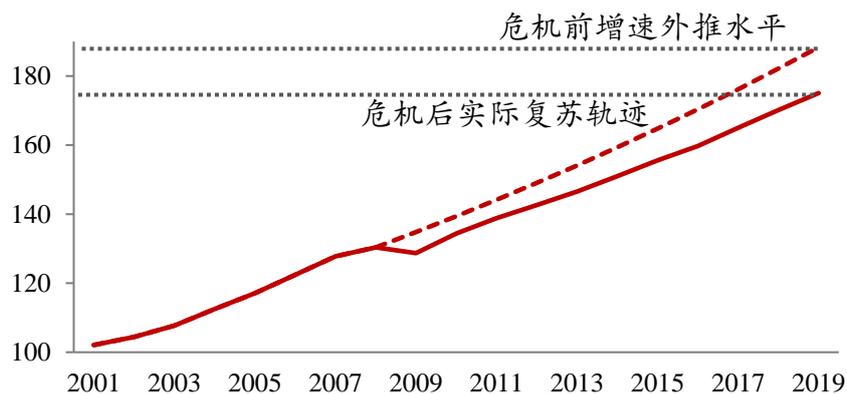


图 1：全球 GDP 轨迹模拟对比

注：全球 GDP 指数，2000=100

资料来源：IMF，作者计算

一是低增长。根据 IMF 数据，2008 年金融危机前 10 年全球经济平均增长率为 4.25%，但危机后 11 年 GDP 平均增速仅为 3.4%。2019 年，全球 GDP 增长 2.9%，创危机以来最低水平，与危机前潜在增速外推水平仍存在 7% 的缺口（图 1），多数主要经济体增长尚未恢复到危机前水平。与全球经济低增长相伴的是国际贸易持续疲软，摩擦与壁垒增多，外商直接投资连续四年萎缩。

二是低利率。2008 年全球金融危机爆发后，为刺激经济复苏，主要央行采取多轮量化宽松政策，资产负债表快速扩张。截至 2019 年末，美国、欧元区、日本、英国四大主要央行资产规模已超过 15 万亿美元，较 2008 年初扩张了近 3 倍（图 2）。各主要央行纷纷将货币政策目标利率下调至接近零乃至负利率水平。虽然美联储于 2015 年末开启了“加息+缩表”进程，但由于经济形势转差，又在 2019 年下半年重新引领新一轮全球降息浪潮。当前，美联储资产负债表规模已跃升至 5.3 万亿美元，较上轮加息缩表前 4.6 万亿美元再度扩张了 16.3%。全球更多国家陷入极低利率或负利率状态。

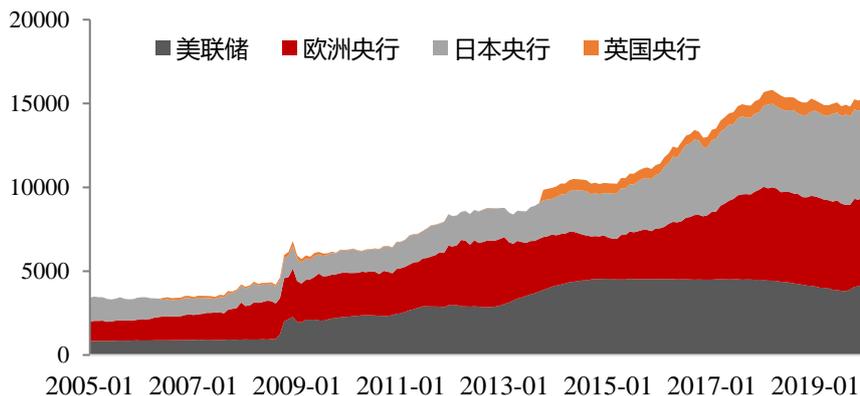


图 2：主要央行资产负债表变化情况（十亿美元）

资料来源：美联储，欧洲央行，日本央行，英国央行

三是低通胀。过去 10 年，全球通胀率平均为 3.5%，显著低于金融危机前 5 年 4.1% 的平均水平。由于经济增长乏力、生产过剩、劳动力市场变化以及低油价等因素，发达经济体在货币政策宽松的背景下依然面临低通胀甚至通缩风险，2019 年通胀率仅为 1.4%，比危机前低 2 个百分点。多年持续的低通胀甚至通缩，对企业产品价格、销售收入和雇员工资提升产生不利影响，进而抑制了投资和消费增长。

四是高杠杆。在非常规货币政策推动下，过去 10 年全球杠杆率持续攀升至 322.4%，较危机前增加超过 30 个百分点。其中，企业杠杆率持续增长，较危机前增加超过 15 个百分点（图 3）。特别是 2008 年金融危机前有所不同，当前全球债务上升并非主要由银行信贷推动，而更多是来自于债券的大量发行，尤其是高收益债券和新兴经济体企业债券。发达经济体量化宽松货币政策导致全球流动性泛滥，融资条件宽松，新兴经济体大量举借外债，外债占出口比例超过 150%，更多地暴露在全球流动性风险之中。

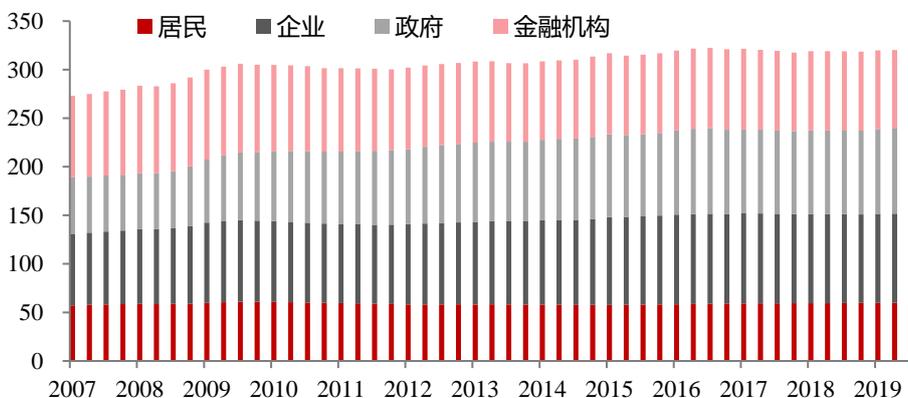


图 3：全球债务占 GDP 比重（%）

资料来源：IIF

五是高泡沫。受低利率和量化宽松政策影响，全球资产价格显著上涨，金融市场波动加剧。其中，全球股票市场普遍上涨，截至 2019 年末，MSCI 全球股指较 2009 年初上涨了 148%。同时，全球房地产价格持续处于上升通道。金融危机后，美国实际房价指数曾由 2006 年的 128 大幅下跌至 2012 年的 84.2，但之后受益于量化宽松政策，房地产市场逐渐回暖，实际房价指数再度回升至 2019 年的 118.9 水平。高泡沫意味着高位调整的风险，特别是经济长期低增长与金融长期高泡沫的风险累积，必然会带来金融市场向经济基本面的回归。

二、长期困局与短期疫情相叠加，全球经济金融面临巨大冲击

全球经济大概率陷入衰退。经济发展存在繁荣与萧条的周期性规律。全球经济发展是长周期趋势与短期冲击因素共同作用的结果。从长周期来看，当前全球经济正处于第五轮康波周期尾部，新一轮科技革命尚未全面爆发和转化，人口老龄化日趋严重，全球经济发展陷入长期困局。从短期因素来看，新冠肺炎疫情“大流行”，制造与服务被迫“停摆”，致使全球经济雪上加霜。2020 年 2 月全球制造业 PMI 跌至 47.2，位于荣枯线下方，创十年来最低位；OECD 综合领先指标连续 20 个月放缓，商业信心指数连续 15 个月放缓，悲观预期持续蔓延。未来全球经济走势，在很大程度上取决于疫情的演变和防控成效。即使美国在 7 月末可以控制住疫情蔓延，其他国家的疫情发展仍存在较大不确定性。考虑到疫苗最快需要 6-12 个月才能面市，全球疫情紧张局势至少将持续一年。2020 年，全球经济大概率衰退，或将实现负增长。

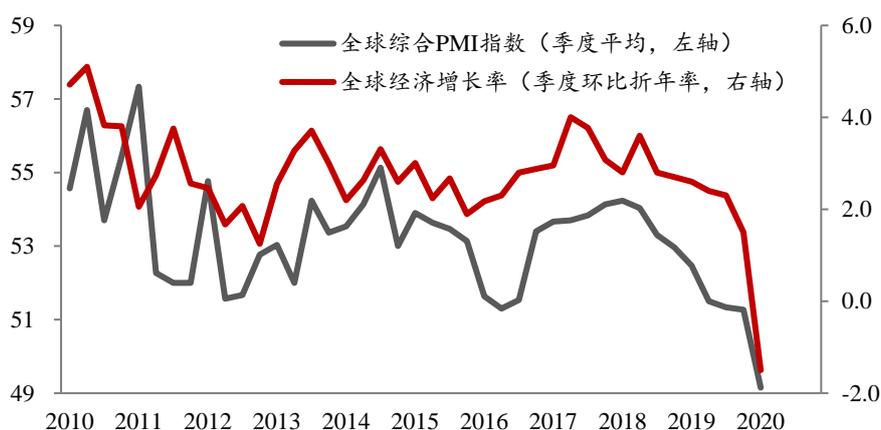


图 4：全球 GDP 增长与全球综合 PMI

资料来源：IMF，OECD，中国银行研究院

在长期困局与短期冲击下，全球贸易局势更加严峻。过去 10 年，全球贸易艰难前行，保护主义泛起，贸易摩擦与关税壁垒上升，政策不确定性加剧，多边协调机制失灵。根据 WTO 统计，2018 年 10 月至 2019 年 10 月全球进口限制措施覆盖金额处于历史高位。特别地，新冠肺炎疫情进一步致使全球贸易失速。2020 年一季度全球货物贸易晴雨表指数下探至 95.5，处于 9 年来低位。疫情致使全球人流、物流、服务流受阻，3 月 25 日波罗的海干散货指数跌至 582，较 2008 年初已萎缩 93.6%，全球贸易前景更加黯淡。

全球企业财务与国际投资状况恶化。近年来，全球价值链停滞不前，国际生产与投资环境转差。新冠肺炎疫情进一步致使全球需求萎缩，供应链多环节受阻，企业收支恶化。根据 UNCTAD 统计，受疫情冲击，全球前 5000 家公司中有 3226 家公司收入显著下降。其中，汽车及零部件、航空、宾馆、餐饮与休闲行业公司收入下降幅度高达 44%、42%和 21%（表 1）。作为 FDI 投资主体，大型跨国企业收入下降，将进一步压缩资本性支出。根据 UNCTAD 预测，2020 年全球 FDI 规模将继续大幅下降 30%至 40%，连续第五年呈现萎缩状态。

表 1：全球 TOP5000 公司收入及 FDI 下降情况

行业/部门	收入下降公司 数量	平均收入下降幅度 (%)	资本性支出占比 (%)
原材料	389	-13	8
周期性消费	671	-16	16
-航空	45	-42	2
-宾馆、餐饮与休闲	111	-21	2
非周期性消费	351	-4	6
能源	243	-13	20
健康	195	0	3
工业	739	-9	14
-汽车及零部件	142	-44	9
技术	358	-3	11
公共事业	175	-5	10
国家/地区	收入下降公司 数量	平均收入下降幅度 (%)	收益再投资在 FDI 中占 比 (%)

发达经济体	2334	-6	61
发展中国家	864	-16	40
转型国家	28	-10	93

资料来源：UNCTAD

国际金融市场巨幅震荡，金融危机风险上升。金融市场天然对经济基本面及突发事件表现敏感。随着全球疫情风险上升，在经济前景黯淡、前期金融市场过度估值以及被动交易、平价基金等平仓模式推动下，全球金融市场经历历史罕见的巨幅震荡。国际油价暴跌 50%，美股 3 月内 4 次熔断并引领全球股市大跌（图 5），黄金、债券等避险资产全线下挫，VIX 指数创历史新高，恐慌情绪急剧上升。尽管当前全球金融市场的问题更多表现在流动性层面，表现为资产价格的大幅调整，尚不构成严格意义上的金融危机。但是，未来国际金融市场走势将直接受到疫情演变趋势和全球经济发展前景的影响。如果疫情演变与恐慌情绪得不到有效控制，政策支撑效果乏力，资产价格崩溃的所谓“明斯基时刻”将会持续，结果必将加剧金融机构之间的风险传染，金融危机的警报尚未解除。

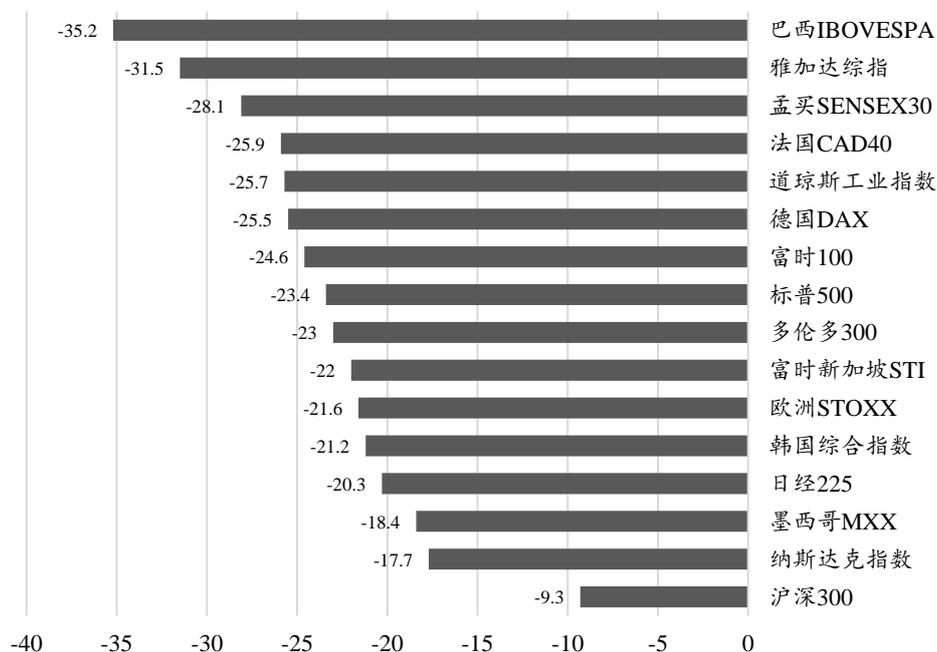


图 5：全球主要股指跌幅（%，截至 3 月 25 日）

资料来源：Wind

三、警惕潜在的危机诱发因素

当前，全球经济前景阴霾笼罩，国际金融市场巨幅震荡，经济金融风险急剧上升，叠加各国或地区的固有薄弱环节，极易引爆系统性问题，需要警惕潜在的危机诱发因素。

第一，美国经济陷入衰退的风险。受新冠疫情影响，美国经济和金融市场在一季度发生了重大变化，市场对美国经济增长前景的忧虑日益加深，2020年将成为近10年美国表现最差的一年。

冰冻三尺非一日之寒，美国经济已处于扩张周期尾部。从历史周期看，美国从2009年9月至今经济扩张已持续126个月，持续时间虽然较长，但GDP增速低于大部分经济扩张周期，除股市异常繁荣外，实体部门增长乏力。2019年，美国工业产出、制造业PMI指数、产能利用率、零售增长等微观指标均明显转差。随着疫情风险攀升，美国经济雪上加霜，5年前、10年期盈亏平衡通胀率均已跌破1%，中长期通缩风险进一步上升。

作为美国经济压舱石，居民消费遭到严重冲击。居民消费占美国GDP的70%，新冠疫情加剧美国经济低迷与金融震荡，将在三个渠道进一步作用于消费乃至经济发展。一是劳动力市场渠道。随着疫情蔓延，隔离、停产、停工被迫施行，企业资产负债表恶化，不仅难以维系新增就业增长，更将加大裁员减薪力度。特别是长期以来美国新增就业约80%来自服务业，而服务业受到疫情冲击最大，进一步加剧失业率攀升、工资水平下降。3月以来，美国累计申请失业金人数超过1000万人，劳动力市场状况已显著恶化。二是居民资产负债表渠道。当前，美国家庭净储蓄率仅为7.9%，家庭负债比率则为10%，居民杠杆率处于75.2%高位。根据信贷调查机构Equifax统计，2019年美国居民消费信贷同比上升10.3%，达次贷危机前水平，家庭流动性已严重“外强中干”。三是财富效应渠道。美国居民消费与金融市场严重捆绑，52%的个人拥有股票，股票在家庭资产配置中占比约40%。随着股票市场大幅下挫，美国居民财富严重缩水，收入遭受重创，将进一步加剧消费萎缩与经济下行。

金融市场对于经济周期末端的忧虑正在加深。一方面，随着美国股市下跌，债券等金融资产全线下挫，3月美国10年期和30年期国债收益率先后跌破0.5%和1%，为历史上首次，显示市场恐慌情绪急剧上升。尽管美联储推出临时借贷工具纾解美元流动性紧张，但10年期美债收益率波动率仍处于金融危机以来的高位。另一方面，近三年美债收益率曲线多次倒挂，反映了市场对于美国经济放缓的忧虑（图6）。在疫情冲击下，2020年1月31日美国10年期国债收益率下跌至1.51%，与3个月美债收益率倒挂，焦虑情绪上升，成为美国经济衰退的危险信号。尽管美国近期出台了多项紧急救助政策，但大多治标不治本，政策效果有待

观察。一旦美国经济陷入衰退，不仅将对全球经济带来极大的减速效应，也将直接影响国际贸易、国际投资和全球供应链的变化，其外溢影响不可低估。

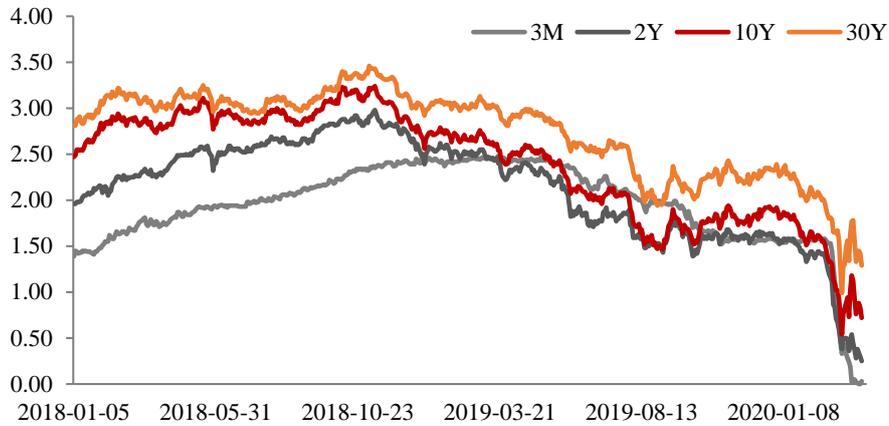


图 6：不同期限美债收益率曲线（%）

资料来源：Wind

第二，警惕金融市场暴跌引发债务危机。过去 10 年，低利率乃至负利率政策，使得全球债务规模急剧膨胀，特别是非金融企业杠杆率不断上升，金融机构追逐高收益、高风险资产，进一步放大债务风险。以美国为例，当前美国非金融企业债务规模约为 16 万亿美元（包括债券和信贷），占 GDP 比重达 74.2%，高于 2008 年金融危机前水平。2014 年以来，美国经济增速一直低于企业债务扩张速度，企业偿债能力已接近极限。据测算，2020 年美国企业需要偿还的债务总规模约为 1.3 万亿美元，将迎来偿债高峰。

同时，企业债务趋向“高收益”，疫情冲击下面临结构性高压。从债务结构看，在贷款方面，许多企业借款人信用质量较低或杠杆率较高，杠杆贷款（CLOs）在 2007 至 2019 年增长了 115% 达到 1.2 万亿美元，占美国企业债务总规模的 7.5%，并成为投机级市场最大的融资品种。在债券方面，过去十年最低投资级别的 BBB 债券增加了近 2 万亿美元，占比从 2008 年的 36% 上升至目前的 47%。从行业结构看，高收益债占比最高的三个行业是非必需消费、通讯、能源。其中，作为受疫情冲击最大的行业，美国能源行业企业高收益债占比达 31.2%，债务压力陡然上升。

此外，值得特别关注的是当前金融风险传染性大大超出过往。首先，在过去多年的低利率环境中，美国上市公司通过债券融资进行了大规模的股票回购，不仅人为提升了股价，也极大地提升了债券市场与股票市场之间的关联风险。随着股票价格快速下跌，债券偿还压力和违约风险必然增加。其次，由于高收益企业债被许多银行及非银行金融机构持有，不仅包

括投行、对冲基金，还包括了养老基金、保险公司等不能承受风险的金融机构，一旦发生实质性违约，风险将在各类型机构之间快速传导。再次，在地域范围上，大量高收益债券投资者来自于欧洲、日本等负利率地区，一旦信用市场出现问题，将引发全球金融风险传染。由此，以美国企业债为原点，高杠杆与疫情冲击相叠加，企业现金流断裂、股票回购财富效应与偿债能力急剧恶化，债券下调评级乃至违约，高收益债券等风险资产首当其冲地遭到抛售，结果将有可能刺破企业债务泡沫。

第三，欧洲国家主权债务问题将再度凸显。当前，欧洲疫情处于集中爆发期，抗疫成功的“能见度”较低，可能成为持久战，使得欧洲本就疲软的复苏势头再受重创。如果疫情持续蔓延，封闭措施持续施行，欧洲央行预计2020年欧元区经济增速将萎缩5%。其中，疫情严重、外部依赖型、服务业依赖型的国家将陷入衰退。疫情冲击叠加经济衰退，将快速抑制财政收入增长，急剧抬升财政支出需求，进一步加大欧洲财政失衡压力。

南欧国家尚未走出债务困境，主权债务问题或将再度上演。欧债危机十年来，欧元区政府部门杠杆率有所下降，但部分成员国仍深陷债务高企的困境之中。截至2019年末，希腊、意大利、葡萄牙、比利时、法国、西班牙政府债务占GDP的比重高于欧元区83.9%总体水平，并突破90%警戒线（图7）。2020年4-12月，约1.76万亿美元欧洲主权债务即将到期。在疫情冲击下，欧洲高债务国家不但无法顺利“借新还旧”，偿债能力也进一步恶化，主权债券备受市场质疑并大规模抛售，主权债收益率陡然上升。以意大利为例，10年期国债收益率从2月初的0.96%攀升至3月末的1.53%，意大利与德国10年期国债利差一度走阔至282个基点，主权债务风险急剧攀升。

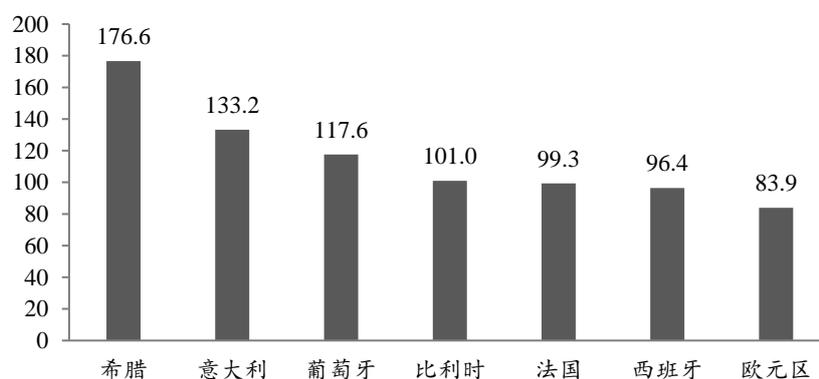


图7：部分欧元区成员国政府债务/GDP (%)

资料来源：欧盟统计局

勿忘欧债危机教训，警惕主权债务与银行业风险相互传染。尽管欧债危机以来，欧元区银行业减少了主权债敞口，但仍是主权债券的主要购买方。以意大利为例，本国银行业持有其主权债占比约为 30%。特别地，过去十年，经历债务危机、负利率政策，欧洲银行业资产减记、资本重组、大幅裁员，盈利水平遭到削弱，尚未走出寒冬。在疫情冲击下，主权债波动及信贷质量下降，将共同推升银行业系统性风险。同时，银行业等金融机构不得不抛售主权债资产，引发更大规模资产减记和资金短缺，进一步推升主权债风险，形成负向连锁反应。

第四，警惕新兴市场资本外流与债务偿付叠加放大风险。一些新兴市场国家存在基本面脆弱、政策框架不完善、国内政治矛盾突出、地缘政治风险等问题，特别是部分国家长期存在国际收支和财政收支的“双赤字”问题，金融脆弱性十分突出。在疫情冲击、全球经济下行、国际金融市场震荡情况下，这些新兴市场国家经济金融形势可能恶化，投资者信心可能受到较大打击，极易形成各类风险叠加放大的局面，需严加防范金融风险转变为金融危机。

一是新兴市场资本外流的风险。亚太新兴经济体受供应链冲击较大，欧洲、拉美、中东及北非的资源出口型国家受国际油价及大宗商品暴跌的拖累，容易形成经济下行与资本流出的恶性循环。国际金融协会（IIF）数据显示，自 1 月 21 日，新兴市场在 70 日内流出资金规模高达 925 亿美元。其中，阿根廷、土耳其、俄罗斯、巴西、印尼等新兴经济体资本外流压力较大，金融脆弱性进一步上升。

二是新兴市场股债汇三杀局面再现。在外汇市场，美元流动性快速收紧回撤，推动美元指数时隔四年逼近 102 水平，结果导致新兴市场货币快速贬值，巴西雷亚尔、墨西哥比索、俄罗斯卢布、南非兰特等商品出口国年内货币贬值幅度达到 20%-25%，阿根廷比索、墨西哥比索等多个货币创下历史新低。在债券市场，新兴经济体国债遭到赎回抛售，债券利率普遍陡升。在股票市场，MSCI 新兴市场指数较年初下挫 24%，巴西、斯里兰卡、泰国、韩国、印尼、菲律宾、巴基斯坦、印度等多国股市触发熔断或停牌交易。

三是美元升值可能引爆新兴市场债务偿付危机。当前，新兴市场债务规模达 72.5 万亿美元，占 GDP 比重达 221.9%，创历史最高水平。其中，新兴市场外币债务规模 8.3 万亿元，较十年前增长逾 1 倍，美元计价占比高达 85%。预计 2020 年末，3.9 万亿美元新兴市场债券和银团贷款即将到期，埃及、尼日利亚、黎巴嫩、智利和阿根廷等新兴经济体存在巨大的美元融资需求。在当前美元升值、流动性趋紧的背景下，新兴市场债务压力将急剧上升。

四是警惕多重风险叠加形成连锁反应。2019 年四季度以来，全球再度迎来降息潮，推动低利率资金大量涌入收益率相对较高的新兴经济体债券市场。许多大型机构表示看好并增持新兴市场债券，2019 年 9 月至 2020 年 2 月，新兴市场债券资金净流入持续为正，累计流

入规模达 1091 亿美元。同时，外资在部分新兴债券市场中持有占比较高，增大潜在风险。以政府债为例，当前新兴市场（除中国以外）政府债券外资持有比例平均达 24.5%，其中秘鲁、捷克、印尼和南非该比例高达 51.2%、41.7%、38.6%和 36.9%（图 8），加剧其债券市场波动性和脆弱性。随着美元流动性紧张，新兴市场债务情况恶化，外资将加大新兴市场债券等风险资产抛售，进一步施压新兴市场债券，从而形成资本流出与债务风险螺旋上升的恶性循环。

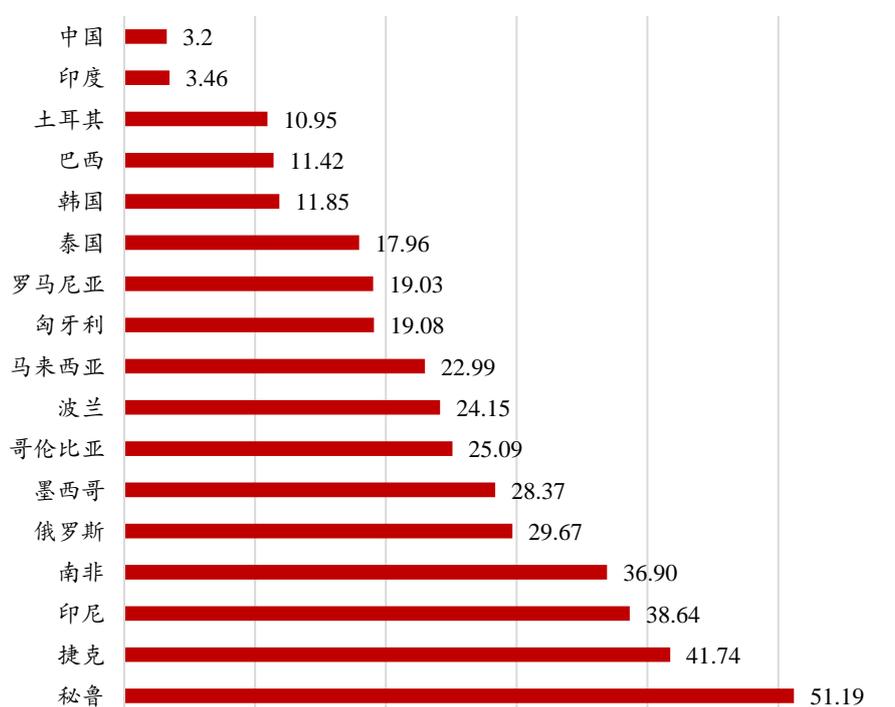


图 8：新兴经济体政府债券外资持有比例 (%)

资料来源：IIF

历史经验表明，新兴市场在内部脆弱性和外部市场波动的共同影响下，极易成为发达国家金融危机的“牺牲者”。本轮美欧金融市场震荡对新兴市场的外溢影响必须高度警惕。特别是如果美欧市场震荡持续，新兴市场国家将可能面临多重政策两难选择，例如，抑制国内通胀所需的紧缩性货币政策与刺激经济增长所需的宽松货币政策的两难选择、控制国际资本大规模外流所需的资本管制政策与发展经济所需的资本自由流动政策的两难选择、缓解贸易赤字所需的货币贬值政策与避免美元债务违约所需的货币升值政策的两难选择，防止经济滞

胀所需的积极财政政策与减少财政赤字所需的紧缩财政政策的两难选择。这四个“两难选择”将严重影响新兴市场国家应对危机的能力。

总之，在新冠肺炎疫情全球大流行的背景下，全球经济金融在过去数十年中积累的各种矛盾和问题日益显性化，全球经济大概率将陷入衰退，最坏情境下甚至可能陷入萧条，全球金融市场各种潜在的风险更有可能滑向危机。未来一段时期，面对巨大挑战，世界各国唯有密切合作，付诸智慧与行动，积极有效应对。

参考文献

[1] 中国银行研究院，全球经济金融展望报告：全球经济大概率陷入衰退，警惕滑入金融危机和经济危机，2020年第2季度。

[2] BIS Quarterly Review, International Banking and Financial Market Developments, March 2020.

[3] Board of Governors of the Federal Reserve System, Monetary Policy Report February 7, 2020.

[4] UNCTAD, Impact of the Coronavirus Outbreak on Global FDI, Investment Trends Monitor, March 2020.



中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn