



NIFD
国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

SHIFD
上海金融与发展实验室
SHANGHAI INSTITUTE FOR FINANCE & DEVELOPMENT

季度

金融与发展

国际经济形势分析报告

2020年04月

目 录

2020 年春季全球宏观经济运行与分析	2
新冠疫情重创全球经济	3
全球金融市场动荡开年	8
展望与对策	10
上海国际金融中心、国际航运中心监测报告	14

2020 年春季全球宏观经济运行与分析

1、受新冠疫情影响，中国外部经济景气度在 2020 年 3 月份以后显著下行。2020 年 1-2 月中国外部经济综合 CEEM-PMI 分别为 49.8、49.7，3 月份大幅下行至 46.9。美、欧、日等发达经济体均面临不同程度的经济停摆，经济活动急剧收缩，多项重要宏观经济指标跌幅甚至超出 2008 年金融危机期间。新兴市场经济体情况也不乐观。

2、大宗商品价格显著下跌。CEEM 大宗商品价格 1 季度环比下跌 9.64%。受新冠疫情带来的需求冲击和沙特、俄罗斯陷入价格战影响，布伦特原油价格自季度初 67 美元的高点直线下泄至 17 美元的月末低点，此后价格有小幅反弹但仍处于低位。国际有色金属价格大幅跳水，国际铁矿石震荡下行。农产品方面，国际大豆价格下挫，小麦价格上涨。

3、金融市场动荡开年。3 月份全球股票市场急剧动荡，美元流动性危机爆发，资产遭遇抛售，风险资产、避险资产价格陆续暴跌。VIX 指数上升幅度超过 2008 年金融危机水平。市场再现美元荒，美元兑其他货币升值。美联储紧急救市以后金融市场动荡有所缓和，反映市场流动性风险的 TED 利差仍在较高水平。

4、全球经济今年陷入衰退，恢复到正常状态需要较长时间。基于对疫情走势的预测，主要发达经济体在今年夏天以前能走出疫情高峰期，经济活动会有所恢复，即便如此全球经济仍难以避免衰退。经济恢复到正常水平需要一年半以上的时间。

5、我国经济面临多重挑战和风险。一是出口部门复工复产受到外部需求约束，出口和就业面临挑战。二是国际供应链短期断裂的风险。三是存在输入型金融市场震荡风险和通货紧缩压力。四，货物贸易顺差下降，外汇市场波动加大。

6、应对危机需要全球联合行动。一是倡导各国共同反对贸易保护主义，全面降低关税。二是倡导全球公共财政支出扩张，弥补市场需求不足。三是推动全球金融安全网更好地发挥功能。四是呼吁各国应在政治层面凝聚共识、搁置争议、齐心应对。

一、 新冠疫情重创全球经济

受新冠疫情影响，2020 年 1 季度中国外部经济景气在 3 月份以后显著下行。2020 年 1-2 月中国外部经济综合 CEEM-PMI¹分别为 49.8、49.7，3 月份大幅下行至 46.9。美、欧、日等发达经济体均面临不同程度的经济停摆，经济活动急剧收缩，多项重要宏观经济指标跌幅甚至超出 2008 年金融危机期间。新兴市场经济体情况也不乐观。疫情对经济的负面影响仍在发酵，对应政策空间则相对有限。

图表 1 中国外部经济综合 CEEM-PMI



美国劳动力市场急剧恶化。自 2019 年 8 月以来，美国制造业 PMI 一直位于荣枯线下方，2020 年 1 月和 2 月有所抬升，3 月份再回萎缩区间，跌至 49.1。非制造业 PMI 也快速下滑，1 月和 2 月均值为 56.4，3 月份跌至 52.5。2020 年 1 季度，美国 CEO 经济展望关于资本支出的分项指数进一步下滑至 62.3，已连续 8 个季度下降，3 月份 Sentix 机构投资者信心指数更是直接跌至 0.2，显示本已不足的企业投资信心正在急剧恶化。受新冠疫情冲击，截至 3 月 21 日的一周内，美国初次申请失业金人数暴增至 330.7 万，达到创纪录的惊人水平，截至 3 月 28 日的一周内，美国初请失业金人数暴增至 664.8 万，再创历史新高，3 月份美国失业率从 3.5% 上升至 4.4%，新增非农就业人数暴跌至 -70.1 万人。

货币与财政政策空前发力。货币政策方面，3 月 3 日，美联储第一次突发降息，降息

¹ China External Environment Monitor，根据主要对外贸易伙伴分布确定各国权重加权的 PMI，简称 CEEM-PMI。

幅度 50 个基点；3 月 15 日，美联储再次突发降息，直接降息 100 个基点至零利率，并推出 7000 亿美元的资产购买计划，同时联合其他五家央行协调美元流动性互换协议；3 月 17 日，重启商业票据融资工具（CPFF）和一级交易商信贷便利（PDCF）；3 月 18 日，设立新工具-货币市场共同基金流动性工具（MMLF），加大对家庭和企业的信用支持；3 月 19 日，与另外九家央行建立临时美元流动性互换协议；3 月 23 日，宣布不限量按需购买美国国债和 MBS，并设立二级市场公司借贷便利（SMCCF）和一级市场公司借贷便利（PMCCF）购买投资级企业债。美联储“大水漫灌”政策在平息金融市场上的流动性短缺，避免因流动性不足而造成的金融机构恐慌性抛售资产及其负面影响方面起到了积极作用。财政政策方面，3 月 25 日美国参议院正式通过规模总计高达 2 万亿美元的新一轮财政刺激计划，涉及企业、居民、地方政府、特定行业等多领域补助。强刺激财政政策有助于帮助美国居民和企业度过疫情难关，但也必然大幅推高美国财政赤字率。若假设 2020 年 2 万亿美元财政刺激政策全部落地，美国当年联邦财政赤字率可能超过 13.9%。

欧元区受新冠疫情重创。3 月，欧元区 19 国综合采购经理人指数（PMI）综合 PMI 骤降至 29.1，低于市场预期的 38.8 和前值 51.6，达到该数据自 1990 年代末开始统计以来的最低水平，为 20 年内最低。其中，服务业受到的打击尤为严重，大批商业活动经历了前所未有的停摆，尤其是旅游、饭店等行业。3 月服务业 PMI 从 2 月的 52.6 大幅降至 26.4，为 1998 年 7 月以来最低。制造业 PMI 由前值的 49.2 下滑至 44.5，也创下 92 个月新低。欧元区 3 月商业景气指数从 2 月的 10.4 骤降至-49.5，为该指数创立以来最低。失业率上升风险正在逐步扩大。以汽车行业为例，随着欧洲车企关停行动的继续，约有 1400 万人的工作处于危险当中。严格的防控措施也危及餐饮、客运和制造等行业的就业问题，爱尔兰就业与社会保障部长表示，爱尔兰失业人口可能多达 40 万人，占爱尔兰总就业人口的近五分之一。比利时联邦政府就业、经济与消费者事务大臣也同样认为，比利时今年将有 100 万人失业。

欧洲央行推出疫情紧急购买计划（PEPP），欧盟放松预算约束。3 月 12 日，受新冠肺炎疫情疫情影响，欧洲央行宣布 2020 年年底额外增加 1200 亿欧元资产购买计划。3 月 19 日，欧洲央行宣布 7500 亿欧元针对新冠肺炎疫情的购买计划（PEPP），约占欧元区

19 国国内生产总值的 7.3%。该计划为临时性计划，购债范围包括主权债券和公司债务，同时欧洲央行把符合资格的资产扩大至非银行商业票据，使所有信用质量足够的商业票据都可以在公司部门购买计划下购买。欧洲央行还表示，将通过调整抵押品框架的主要风险参数来放宽抵押品标准。PEPP 计划将持续至新冠肺炎疫情结束为止，但最早不会早于 2020 年年底。3 月 23 日，欧盟成员国的财政部长同意，暂停约束欧盟各国公共赤字的严厉措施，成员国将可不受限的投入资金防疫。欧盟的声明指出，这项“普遍豁免条款”赋予各国政府所需的在财政方面的弹性，各国政府可以不受限制的采取支持医疗与公民保护的措施，以及保护经济的必要措施。放松预算约束是欧盟层面协力抗疫至今采取的最重大举措，但除此之外，欧盟关于疫情救助措施的协商进展有限。24 日欧元区 19 国财政部长同意，因新冠肺炎疫情导致财政困难的国家可以向欧洲稳定机制申请信贷，额度最高为本国国内生产总值的 2%。但及至 26 日，财长们仍没有就该措施如何运作的具体细节达成一致。另一项由法国、意大利、西班牙等 9 国联合提出的救助措施——发行联合债券，即由欧洲机构发行，以便从市场筹措资金的“新冠债券”，也遭到德国、荷兰、奥地利等国家的明确反对。

日本经济大幅降温。 2020 年第 1 季度，日本制造业 PMI 较上季度再次下降 1.4 至 47.1，连续 5 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 5.9 至 43.9。受新冠肺炎疫情冲击，3 月制造业 PMI 下降至 44.8，服务业 PMI 下降至 33.8，双双降至 2008 年国际金融危机结束以来最低值。2019 年消费税提升冲击造成的第 4 季度消费和投资同比下降势头在 2020 年第 1 季度得到延续。从商业销售额看，2020 年第 1 季度 1 月和 2 月合计一般商品零售额和汽车零售额同比增长率分别为-3.9%和-1.2%。投资各领域中，房地产开发投资、机械设备相关投资均为同比负增长。日银短观指数 2020 年第 1 季度和第 2 季度分别为 0 和-18，说明企业对景气看法极度悲观。

货币当局加大货币宽松力度。 2020 年 3 月 16 日，日本银行发布的货币政策会议信息表示“鉴于新的传染病的蔓延，加强货币宽松的力度”。政策包括：日本央行维持利率在-0.1%不变，维持 10 年期国债收益率目标在 0%附近不变；通过购买日本国债和美元

融资供给操作（US Dollar Funds-Supplying Operations）来提供流动性。其中，美元融资供给操作贷款利率下调 0.25 个百分点，并且每周提供 84 天期限的操作；支持企业融资，推出全新的贷款计划，以企业债（约 8 万亿日元）为抵押品，利率为 0%，期限不超过一年。调整公司债、商业票据购买规模，将购买商业票据（CP）和公司债的上限提高 2 万亿日元，直至 2020 年 9 月末；将 ETF 年度购买目标增加 6 万亿日元至 12 万亿日元，将日本房地产投资信托基金（J-REITs）购买目标提升至 1800 亿日元。

金砖国家遭遇严峻挑战。1-3 月，俄罗斯制造业 PMI 分别为 47.9、48.2、47.5，仍处于收缩过程当中。疫情和低油价正对俄罗斯经济造成影响。俄罗斯政府 3 月 16 日宣布将动用 3000 亿卢布保障疫情期间的经济发展和为民众提供帮助。4 月 1 日，俄罗斯总理米舒斯京表示，已经预留出 1.4 万亿卢布抗击疫情和危机干预专项资金。石油价格下跌也造成俄罗斯财政收入下降，2020 年俄罗斯财政预算平衡预计将由盈余变为赤字。

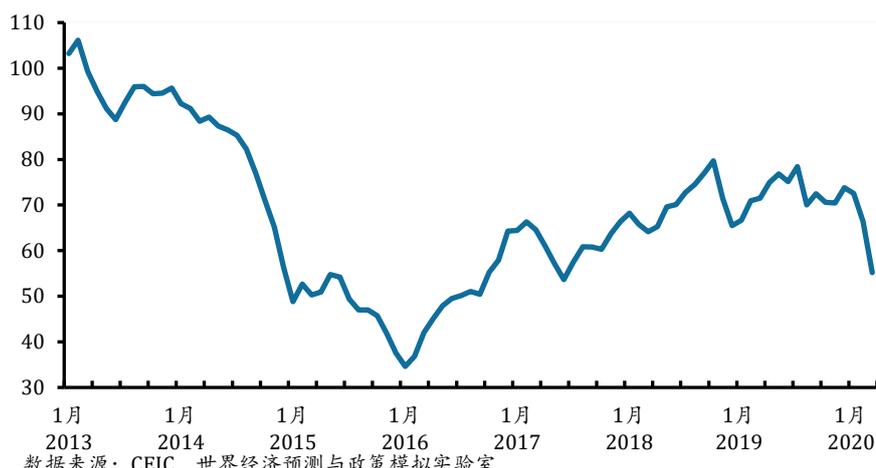
巴西失业率 2 月再次上升至 11.6%，失业人口达到 1230 万。3 月 16 日，巴西经济部表示，将投入 1473 亿雷亚尔应急资金为经济部门和社会弱势群体提供帮助，避免失业率攀升。3 月 23 日，巴西联邦政府宣布总额达 882 亿雷亚尔的经济支持计划。巴西央行继续采取扩张性货币政策。2 月和 3 月巴西央行两次累计下调基准利率 75 个基点至 3.75%，再创历史新低，与此同时，巴西央行还分别在 2 月和 3 月两次下调存款准备金率，从 31% 下调至 17%。3 月 27 日，巴西央行宣布将向经济体系提供 1.2 万亿雷亚尔的流动性支持。

新冠肺炎疫情对印度经济的影响逐步显现。3 月印度制造业 PMI 出现大幅下滑，从 1 月和 2 月的 55.3 和 54.5 下降至 51.8，显示出疫情正在对印度制造业造成影响。印度全国贸易商联合会（CAIT）指出，由于疫情的影响，在 3 月的最后两周，印度零售贸易损失了 300 亿美元。

南非财政状况持续恶化，穆迪公司在 3 月底将南非的信用评级下调至“垃圾级”，至此，三大国际评级机构都将南非的信用评级定为“垃圾级”。近几个月来，南非通货膨胀率不断升高，但 1 月南非央行仍降息 25 个基点至 6.25%，为应对新冠疫情，3 月再次下调 100 个基点至 5.25%。

东盟和韩国经济的复苏态势在 3 月因新冠疫情的蔓延被打破。截至 4 月初，东盟疫情在近期仍有加剧之势，韩国疫情暴发峰值已过。区域内金融市场受国际金融市场动荡影响，本区主要股指和本币对美元汇率今年以来大幅下跌，多国股指及汇率双位数下跌。新公布的 3 月 PMI 数据显示区内经济体景气程度在 3 月剧烈下降。东盟整体的制造业 PMI 大幅下降至 43.4，较上月下降 6.8，较上年末下降 6.3。韩国的 PMI 今年以来持续下跌，3 月为 44.2，较去年末下降 5.9。从国别景气程度差异来看，这次不同于此前外部冲击，疫情冲击主要影响内需为主和区内中低收入的国家，原因在于：一方面，由于社交距离的限制，疫情对于内需的短期冲击很大；另一方面，中低收入国家在疫情应对能力方面可能不足，这将加剧信心冲击。

图表 2 CEEM 大宗商品价格指数



2020 年 1 季度大宗商品价格剧烈下跌。CEEM 大宗商品价格 2 环比下跌 9.64%，主要受石油价格拖累。受新冠疫情大幅冲击需求和沙特、俄罗斯陷入价格战影响，布伦特原油价格自季度初 67 美元的高点直线下泄至 17 美元的月末低点，此后价格有小幅反弹但仍处于低位。从长周期的视角来看，当前油价处于后 08 金融危机时代以来的最低点，

² 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。

上一次油价达到该点位可追溯至 01 年互联网泡沫破灭之后。同样受新冠影响，市场恐慌情绪逐渐积累并爆发，国际有色金属价格大幅跳水，铜价下跌 22.2%，国际铁矿石震荡下行，钢材进口价格小幅上涨。农产品方面，国际大豆价格下挫，2019/20 年度全球大豆产量近 3.42 亿吨，同比上升 236 万吨，增幅 0.69%，预估产量上调源于巴西、阿根廷大豆；小麦价格上涨，全球小麦产量上调，阿根廷和印度产量增幅抵消了澳大利亚今年因干旱而创 08 以来新低的小麦产量，以及土耳其的减产。

中国进、出口同比增速大幅下降。在周期性因素、中美一阶段协议、英国正式脱欧、不确定性消除等利好消息带动下，中国外部需求环境在 1 月有所好转。然而，1 月底中国暴发新冠肺炎疫情，随着防控措施的不断升级，国内生产中断，跨境贸易成本增加，中国出口受到较大影响。3 月初中国度过疫情高峰期，但疫情相继在亚洲、欧洲和美国暴发，导致 1 季度全球生产活动出现不同程度暂停，出口订单大幅下降。2020 年 1 季度，中国出口（美元）同比下降 13.3%，较上季度 2.0% 的同比增速下降 15.3 个百分点。中国对 14 个主要贸易伙伴出口增速均大幅下滑。其中，对美国、欧盟、日本、中国香港出口增速分别为 -25.1%、-28.0%、-16.1%、-17.3%。

进口方面，2020 年 1 季度，中国进口（美元）同比增速为 -2.9%，较上季度下降 6.2 个百分点。1-2 月进口增速下降主要由于新冠肺炎疫情冲击下国内生产和商品交易大面积中断。进口增速下降幅度低于出口，这是由于去年同期进口基数较低，捐赠物资和食品进口增长，以及疫情冲击前采购的大宗商品及原材料到港等方面因素的反向作用。3 月随着国内加速复工复产，进、出口增速较 1-2 月明显好转，但由于疫情在海外蔓延，外需下滑和进口供应受损冲击国内经济增长，导致 3 月进、出口同比依然是负增长。1 季度，货物贸易顺差为 132 亿美元，较去年同期下降 597 亿美元；1-2 月服务贸易逆差为 326 亿美元，同比下降 108 亿美元。

二、 全球金融市场动荡开年

全球金融市场波动性急剧上升。3 月份，美元流动性危机爆发，资产遭遇抛售，风险资产、避险资产价格陆续暴跌。3 月 16 日，VIX 指数上升至 82.69%，超过 2008 年金

融危机水平。后因美联储推出开放式 QE 并通过大规模回购、货币互换等工具向市场注入流动性，各类资产价格走势恢复正常模式，3 月底 VIX 指数下滑至 60%左右。但从 TED 利差上看，流动性危机似乎并未缓解，反映金融机构流动性风险的 TED 利差仍在上升。3 月底，TED 利差上升至 1.45%，这一水平与次贷危机时期相当，但远低于 2008 年雷曼兄弟破产前后水平（3%-4.6%）。

美元指数上升，绝大部分国家汇率贬值。美元流动性挤兑也传导至了外汇市场，美元需求上升。3 月 20 日，美元指数最高上升 103.01。其他主要发达经济体货币均贬值，其中澳元贬值幅度最大（-3.77%）。新兴经济体方面，仅人民币汇率和菲律宾比索小幅升值。人民币汇率升值主要是在 1 月 21 日国内新冠疫情暴发之前、中美第一阶段贸易协定达成消息传出后，1 月份前期的累计升值导致本季度的人民币平均汇率较上季度略有升值。在疫情暴发之后，人民币/美元汇率由 6.86（1 月 21 日）贬至 7.11（3 月 20 日）。而菲律宾比索自 2018 年 9 月以来虽有所波动，但整体呈升值趋势。本季度，贬值幅度较大的发展中国家货币有：巴西雷亚尔（-8.40%）、土耳其里拉（-5.34%）、南非兰特（-4.43%）、卢布（-4.22%）、阿根廷比索（-3.70%）和泰铢（-3.34%）。

全球股市暴跌，A 股波动率相对较小。1 季度，美元流动性危机使得多国风险资产进入抛售模式，新冠疫情成为全球经济长期衰退的导火线，各国金融机构避险情绪上升，多国股市数次暴跌。美股在 3 月份发生了四次熔断，标普 500 指数由接近 3400 点迅速下跌至 2237 点。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 1 季度，上证综指的波幅仅 17.12%，明显低于美日欧等发达经济体和巴西、俄罗斯、印度等新兴经济体。

多国央行降息，货币市场利率大幅下降。据不完全统计，2020 年 1 季度，共有 44 家央行降息，部分国家降息两次以上。美联储两次降息将联邦基金目标利率直接降至 0%-0.25%区间。欧央行和日本央行未下调利率，但日本央行资产购买规模创新高，欧央行推出 7500 亿欧元的紧急抗疫计划。主要经济体的货币条件普遍宽松，其货币市场利率均明显下降。其中，尚未降息的日本和欧洲货币市场利率下降幅度相对较小。

图表 3 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	98.32	97.87	0.46%	标普 500	3067.75	3088.60	-0.67%
欧元	1.10	1.11	-0.39%	德国 DAX	12227.37	12973.84	-5.75%
日元	108.98	108.72	-0.24%	日经 225	21899.57	23026.13	-4.89%
人民币	6.97	7.04	0.90%	上证综指	2947.01	2942.86	0.14%
雷亚尔	4.44	4.11	-7.88%	巴西 IBOVESPA	103850.17	108499.48	-4.29%

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	1.33	1.68	-34.29	美国	1.37	1.79	-42.69
欧元	-0.54	-0.55	0.60	欧元区	-0.36	-0.31	-5.44
日本	-0.10	-0.10	-0.45	日本	-0.03	-0.09	5.65
中国	2.23	2.57	-33.74	中国	2.84	3.20	-35.77
印度	4.94	5.03	-9.17	巴西	7.10	6.77	32.85

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。

受美元流动性危机干扰，主要经济体长期国债收益率波动较大，尤其是负利率债券。

正常情况下，新冠疫情暴发、全球衰退预期升温，各主要经济体的长期国债收益率都会因避险情绪和衰退预期大幅下行。但从 3 月中旬开始，因美元流动性挤兑引发的抛售浪潮传染至避险资产，包括美国在内的多国国债均面临抛售，长期国债收益率迅速反弹。相比较而言，日本、德国、欧元区等负利率国债的反弹幅度更大（同时也受日本、欧元区短端基准利率未下调影响），而中国、印度因利率水平相对较高面临的抛售压力偏小。在央行连续降息、衰退风险上升的背景下，巴西、土耳其的国债收益率依然大幅上升，或因社会动荡风险上升和外债风险上升。

三、展望与对策

全球经济陷入衰退，恢复到正常状态需要较长时间。基于对疫情走势的预测，主要发达经济体在今年夏天以前能走出疫情高峰期，经济活动会有所恢复，即便如此全球经济仍难以避免衰退。首先，新冠疫情在全球不同步发生，严重威胁到全球贸易；其次，前期经济停摆对企业、居民和地方政府带来的现金流损失影响到接下来的需求和复工；

再次，对新冠疫情仍存在普遍恐惧心理以及防止疫情死灰复燃的各种防控措施会不同程度地影响到正常经济活动。市场虽然从前期的停摆转向恢复，但是内需和外需同时疲软会遏制供给，供给收缩又会进一步降低收入和遏制需求，市场受到的破坏并未结束，距离正常经济活动水平还有很大距离。目前国际上普遍预测，经济恢复到正常水平需要一年半以上的时间。

外部环境恶化给我国经济将带来多重挑战和风险。一，出口部门复工复产受到外部供需约束，出口和就业面临挑战。境外疫情暴发从两个方面限制出口部门复工复产。一是外部需求限制。即使人员全部回到生产场所，企业可以实现复工复产，但是如果没有订单，企业事实上也实现不了完全复工复产。二是产业链约束。境外抗疫行动可能导致其生产活动暂停或者开工不足，无法对我国的生产活动提供必要的原材料和零部件，从而导致我国企业即使有需求也难以实现复工复产。综合考虑以上两个方面的影响，预计2020年我国出口增速下行15%到20%。

二，国内生产供应面临国际供应链短期断裂的风险。我国需要大量从国外进口中间品满足国内生产供应。日韩、欧洲、美国是我国最重要的中间品进口地区。日韩疫情控制情况目前朝着好的方向发展，对我国的中间品出口有基本保障。欧元区中意大利疫情严重，食品、饮料工业用机器的零件，牛和马的皮革等中间品对我国的出口很快出现短缺。更需要担心的是疫情正处于暴发期的德国和美国，这两个国家对我国的中间品出口规模较大且难以替代，需要重点关注的、存在供应链断裂风险的包括以下几行业：核反应堆、锅炉、机器、机械器具及其零件；车辆及其零件、附件（铁道及电车道车辆除外）；电机、电气设备及其零件；录音机及放声机、电视图像、声音的录制和重放设备及其零件（芯片、半导体产品属于此类项下）；航空器、航天器及其零件；光学、照相、电影、计量、检验、医疗或外科用仪器及设备、精密仪器及设备，以及上述物品的零件、附件。上述产品占到我国从美国、德国进口总额的64.5%。

三，存在输入型金融市场震荡风险和通货紧缩压力。全球股票、债券、外汇、大宗商品等市场均处于动荡时期，国内市场情况难免受到波及。我国工业品本就处于低位，2020年2月PPI累计同比增速-0.2%。外部经济陷入衰退和石油价格暴跌在拉低全球工业品价格同时，会给我国工业品带来新的输入型通货紧缩压力。工业品价格是工业部门

短期利润的最关键保障，也密切关系到工业部门的投资。输入型通货紧缩压力给我国的工业品部门再添新的经营压力。

四，货物贸易顺差下降，外汇市场波动加大。尽管我国经济增速会下行，总体表现还是会好于美欧日和其他主要经济体，出口下降幅度会大于进口下降幅度，货物贸易顺差下降。国际金融市场严重动荡时期，市场普遍流动性紧张且风险偏好严重下降，国际投资者会赎回资产转而持有美元，这会让人民币有贬值压力。随着金融市场流动性和风险偏好恢复，中国会因为较早摆脱疫情和较早经济回升吸引国际资本流入我国，人民币有升值压力。在汇率市场化改革已取得明显成效的背景下和在中美一阶段经贸协议对我国汇率政策造成一定约束的条件下，我国难以通过央行在外汇市场直接大规模买入或者卖出美元防止人民币大幅波动。

对策方面，我国需要积极推动国际联合行动，抵御全球经济衰退。

一是倡导各国共同反对贸易保护主义，全面降低关税。美国对华增加关税政策显著影响到了医护人员防护措施以及疾病监测设备等用品的进口，特朗普政府不得不悄悄地在3月10日和3月12日宣布暂时取消一些对我国商品进口的关税。全球疫情大暴发给全球经济和国际贸易带来新的严峻挑战，缺少国际贸易的支持将大幅降低世界各国对抗疫情和复苏经济的能力。G20主要大国应考虑以一年为期，实行临时全面降低关税，尤其对紧急医疗和人道主义必需品全面实行零关税。

二是倡导全球公共财政支出扩张，弥补市场需求不足。疫情大幅降低了市场需求，货币当局降息和增加流动性对私人部门的需求扩张刺激作用非常有限。对抗全球经济衰退的关键依托是公共部门支出大幅扩张。目前主要发达国家主要还是定向增加对抗击疫情的公共财政支出，这对于防止经济衰退还远远不够。英国改变了原来传统的财政节约的做法，3月11号启动了300亿英镑财政刺激计划，并且要增加中长期财政支出，超过6000亿英镑。我国宜通过G20和国际货币基金组织呼吁其他大国在扩大公共财政支出方面加大力度。

三是推动全球金融安全网更好地发挥功能。支持国际货币基金组织为遇到流动性困难的成员国提供紧急融资准备，帮助成员国稳定国内金融市场。支持世界银行以及各种多边开发机构做好抗击疫情的贷款支持，以及免除或者递延穷国债务。敦促区域性金融

安全网络、世界各国央行之间的货币互换网络要做好准备，保持市场流动性充裕，稳定金融市场，避免疫情暴发带来的次生伤害。

四是呼吁各国应在政治层面凝聚共识、齐心应对。应对疫情需要各方摒弃冲突，而不是相互推诿、借机打击对手。政治动荡、军事冲突频发的地区很可能成为疫情防控的盲区。我国可以通过联合国和 G20 等平台呼吁所有冲突地区全面停火，对有新冠病毒感染危险的难民营提供医疗检测和救治等人道主义援助。

上海国际金融中心、国际航运中心监测报告

2020 年春季

G7 货币政策进入超级宽松时代，抓住机遇做强上海国际金融中心

疫情冲击之下，美国继欧洲、日本之后，开启了零利率、无限量 QE 时代。短期内，在疫情持续蔓延期间，全球金融市场风险厌恶情绪上升，美元指数仍然表现强劲。但在可预见的未来，随着疫情的缓和，市场的风险偏好情绪将逐步恢复。与此同时，在 G7 经济体几乎全部陷入零利率、负利率的条件下，全球资产配置选择将面临新一轮的重置。

在此背景下，中国金融市场对境外资本的吸引力正在明显上升。首先，在全球主要经济体当中，中国的无风险利率处于相对最高水平，中美 10 年期国债利差处于历史高位。其次，在风险资产端，中国股票市场的估值处于历史低位，可投资价值较高。第三，中国疫情防控形势较好，已经基本可控，而其他国家正处于扩散阶段、仍然存在高度的不确定性。第四，在全球各国当中，我国的医用物资供应链也处于相对较为安全的地位。第五，在主要经济体中，中国的货币、财政政策空间最为充足。

在跨境资本流动、金融市场发展方面，中国将进入机遇期，要密切关注并充分利用。在可预见的未来数年，中国将持续面临资本流入、人民币汇率也将处于较为稳定的状态，甚至有一定的升值空间。我国应抓住机遇，积极推进建设上海国际金融中心，趁势推进人民币跨境使用和境外使用。具体而言：

第一，中国金融资产对全球投资者的吸引力将大幅上升，未来数年内，中国金融市场将成为全球投资热点，要利用好这一时间窗口，锐意推动国内金融市场的对内改革、对外开放。尤其是实现利率市场化和汇率充分弹性，有效提升外汇市场的流动性，为中国金融市场走向国际化创造条件。

第二，在加强有效监管的前提下，鼓励外资通过合适的方式进入中国市场，这不但有利于充分利用国内、国外两个市场，还将有利于进一步绑定中国和美国、中国和世界的利益，避免中国和世界脱钩。尤其在疫情冲击和中美贸易冲突的背景下，加强中国与外部经济绑定的重要性日益突出。

第三，建设上海国际金融中心、推动人民币国际化，可以先通过做大债券市场、开放债券市场作为切入点。当前，我国迫切需要提高财政预算赤字、较大规

模增发国债。一方面，这些资金可用于弥补抗击疫情带来的财政收入减少和额外支出以及基建投资。另一方面，发展国债市场是中国金融市场走向国际化的关键一步。要将国债收益率曲线，提高到金融市场基础设施的层面进行认识。一个更加完善、成熟的中国国债市场，这是金融市场和人民币走向国际化的基础，并且较大规模增发特别国债，可以为国际投资者持有更多人民币资产、人民币外汇储备提供选择空间。根据我们的预估，十四五期间中国经常账户将由持续顺差转向逆差。中国的国际收支要维持可持续性，就需要从过去出口商品，改变为出口金融资产。

利用政策机遇，完善上海国际航运中心建设

受新冠肺炎疫情冲击，1-2 月上海港货物和集装箱吞吐量大幅下滑。2020 年 1-2 月，上海沿海港货物吞吐量 0.88 亿吨，同比增速为-14.7%，较上季度下降 9.7 个百分点。从时间上看，2 月下滑幅度较大，1 月相对较小，这与疫情发展的时间趋势相一致。类似地，1-2 月上海港集装箱吞吐量同比增速为-10.7%，较上季度下降 9.5 个百分点。上海港货物和集装箱吞吐量的大幅下滑与新冠疫情重创全国进出口的事实相一致。受疫情影响，1-2 月国内生产和商品交易大面积中断，导致进、出口增速大幅下降。1-2 月，全国沿海主要港口货物吞吐量增速为-4.5%，较上季度下降 7.1 个百分点；集装箱吞吐量增速较上季度下降 7.5 个百分点至 -10.1%。宁波-舟山港仍然在重量型货物上呈现明显优势，1-2 月货物吞吐量增速为-1.8%，好于全国总体表现。

预计 2020 年中国出口降幅可能超出全球金融危机时期。一方面，外部需求急剧恶化。3 月以来海外疫情快速蔓延，对全球经济运行造成严重冲击。IMF 在最新一期的《世界经济展望报告》中称，全球经济可能经历 1930 年代大萧条以来最严重经济衰退，预计 2020 年全球经济将急剧收缩 3%，其中发达经济体下降 6.1%，新兴市场和发展中经济体下降 1.0%。另一方面，供应链中断风险增加。随着疫情的蔓延，各国被迫加码防控措施。据中国贸促会统计，截至 4 月 15 日，共有 192 个国家（地区）因疫情影响采取相关措施，包括货物贸易、航班/列车/船舶、边境口岸和人员入境等方面。这些限制措施导致国际物流迟滞、货物贸易成本增加、商务往来和商业洽谈受阻，全球供应链受到严重影响。如果疫情对中国出口的影响与全球金融危机时期相当，2020 年上半年中国出口同比增速降幅将在 20%以上。考虑到 2019 年上海海关进出口占全国的 20%，预计上海港将与全国外贸增速同步下滑。

上海应抓住疫情期间的政策机遇，完善国际航运中心建设。随着海外疫情的快速蔓延，国际贸易往来受到严重影响，并加速了全球航运业的洗牌和重组。谁能在变局中抓住政策机遇，谁就能赢得发展机会。从国家层面看，2月以来陆续出台多项稳外贸相关措施，包括：完善出口退税，增加外贸信贷投放，加大出口信用保险支持，增设跨境电商综试区，多措并举支持加工贸易发展（降低企业内销成本、扩大内销选择性征税试点、优化加工贸易结构、扩大商品准入范围等），举办网上广交会等。从地方层面看，抗疫期间上海港更加重视对内改革流程，对外提升服务，推出了“出口直装”、“进口直提”、“异地提箱”、“海铁联运”等一系列新的服务方式，提升了核心竞争力。2020年是上海国际航运中心基本建成之年，尽管面对疫情带来的重重压力，但如若能抓住疫情之前（如临港新片区、长三角港口一体化等）和疫情之间的政策机遇，上海港仍然能够逆势而上、有所作为。



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

SHIFD

上海金融与发展实验室
SHANGHAI INSTITUTE FOR FINANCE & DEVELOPMENT