

疫情研究专题系列

## 新冠肺炎疫情发展趋势与经济金融风险判断

高彦如 研究员

### 主要观点

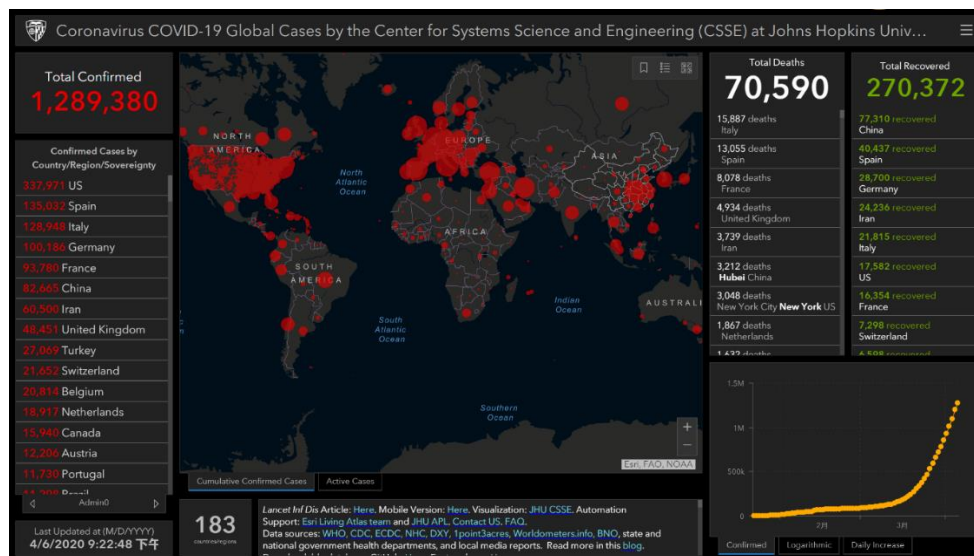
- ▶ 本次疫情会引发“大萧条”还是“大衰退”？目前2020年全球经济已不可避免的衰退了，但达到“大萧条”的概率较低。
- ▶ 之前的全球金融市场暴跌主要是恐慌引发的，目前主要还是经济问题而不是金融系统的问题，但若疫情向着超预期的严重程度发展，仍可能向金融危机传导。
- ▶ 我们测算的全球乐观、中性和悲观情况下感染人数约为2000万人以内、5000万人和1.2亿人。
- ▶ 乐观情景下，疫情于今年夏天基本结束，上半年对经济冲击较大，但下半年经济快速反弹，影响基本可控，资本市场将迎来反弹，人民币资产吸引力增加。
- ▶ 中性情景下，疫情持续到2021年春天，经济中短期深度萧条，随后逐步恢复。若金融政策能支持中小企业生存，则金融体系风险可控；若金融支持政策无法解决大多数企业的财务困境，导致大规模企业违约或国家债务违约，则可能引发金融危机。
- ▶ 悲观情景下，疫情持续时间较长货币政策和财政政策失效，引发长期性的通货膨胀，大面积倒闭潮和失业潮，导致全球经济大幅衰退。

## 目录

一、大萧条还是大衰退? .....	3
(一) 全球经济衰退.....	3
(二) 是否会达到“大萧条”? .....	6
二、经济向金融的风险传导机制.....	12
(一) 主要是经济问题而不是金融问题.....	12
(二) 存在向金融危机传导的可能性.....	15
三、全球疫情与金融风险判断 .....	17
(一) 疫情发展判断与感染人数测算.....	17
(二) 乐观情景下对经济、金融的影响.....	23
(三) 中性情景下对经济、金融、投资的影响.....	24
(四) 悲观情景下对经济、金融的影响.....	26

新冠疫情全球蔓延，速度之快、猛烈度之高，超乎预期。美国约翰斯·霍普金斯大学数据显示，截至4月6日21时，全球新冠肺炎累计确诊超过128万人，覆盖全球183个国家和地区，全球死亡超过7万人，欧洲、美国相继成为疫情新“震中”，美国、西班牙、意大利、德国、法国确诊人数已超过中国。

图1 全球疫情状况（截至4月6日）



资料来源：约翰斯·霍普金斯大学网站，建投研究院

## 一、大萧条还是大衰退？

### （一）全球经济衰退

据国际货币基金组织（IMF）称，尽管世界经济产出会在2021年恢复，但冠状病毒大流行在2020年造成的全球经济衰退，其程度可能比2008-2009年全球金融危机引发的衰退更为严重。

目前，新冠疫情对全球实体经济冲击加剧，主要体现在以下四个方面：

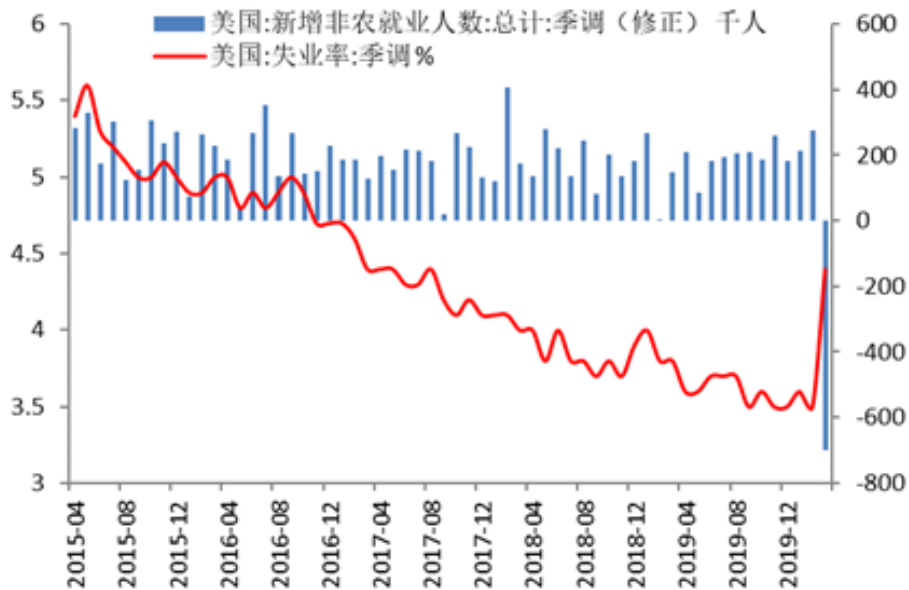
一是直接冲击消费和服务业，破坏总需求。疫情直接导致商场、餐饮、酒店、旅游、交通、航空关闭、公共活动停止，对消费和服务业造成重创。全球经济中服务业占比68%，欧美国家服务业占比更高，面临的冲击和损失可能更大。一些影响已现端倪。波音公司等暂停了部分工厂生产，万豪酒店等宣布高管降薪、安排部分员工休假。

二是生产经营停滞，破坏总供给。疫情已经覆盖几乎全部全球价值链的重要节点，欧美受疫情冲击严重的地区已陆续出台停止必需品以外一切经济活动的严格防疫措施。涉及人员接触的生产活动被迫停止，限制人员流动将使商务、交易活动难以开展。疫情冲击会经由全球价值链向全链条所有国家传导，全球经济活动面临停滞的风险。

三是就业压力快速上升。疫情冲击下，生产经营活动的停滞对劳动力市场产生直接影响。国际劳工组织3月18日表示此次疫情可能导致全球2500万人失业，比2008年全球金融危机多出300万。美国4月3日公布的前一周初次申请失业救济人数高达664.8，远超上次金融危机时期66.7万人的峰值。而再上一周为330.7万人，两周总计已近千万人。美国劳工部公布的就业报告显示，3月季调后非农就业人口大减70.1万，为十年来首次出现负值，远不及-10万的预期和27.3万的前值，下降幅度已接近08年金融危机时期的最低点-80万。失业率连续23个月保持在低于4%的水平后，升至4.4%，为自1975年以来最大的单月环比增幅。而3月非农数据调研期处于3月

中旬，并非最严重的3月下旬，因此没有展现出美国就业市场的真实情况，真实情况要更加糟糕，美国就业市场已经陷入困境。

图2 美国失业率及非农就业人数变动



资料来源：WIND，建投研究院

四是市场预期恶化。主要经济体 PMI 大幅跳水。3月，美国制造业和服务业 PMI 初值分别仅有 49.2 和 39.1，日本分别为 44.8 和 32.7，英国分别为 48 和 35.7，欧元区综合 PMI 初值 31.4，均位于 50 枯荣线之下。

随着疫情冲击加剧，国际组织和市场机构分三轮下调全球经济增长预测：

第一轮是今年2月底，当时普遍认为疫情只会对中国产生短期冲击，对全球经济影响有限。如国际货币基金组织（IMF）2月22日预

测，2020年全球经济增速仍有3.2%，仅比1月预测下调0.1个百分点。

第二轮是3月初，疫情开始全球蔓延，全球增速预测普遍降至1%左右。经合组织（OECD）3月2日预测在1.5%-2.4%之间，国际金融协会（IIF）3月5日预测1%。

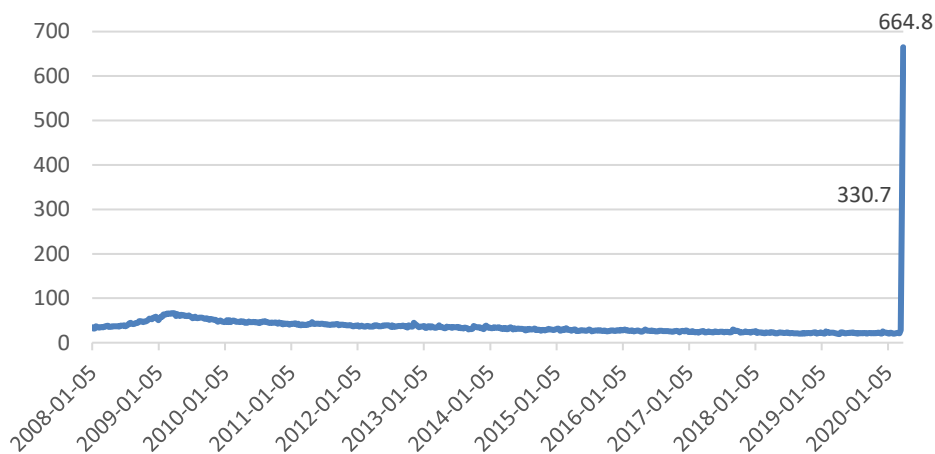
第三轮是随着全球疫情大爆发，普遍预测今年全球经济将陷入衰退。为防止疫情蔓延升级，已有包括美国在内的40多个国家（这些国家占全球GDP比例达50%）宣布进入国家紧急状态，包括旅行禁令、入境管控，甚至封锁边境措施。但其结果是要素流动与对外交往严重受限，跨国商品和服务流通几近停滞，生产和贸易活动处于放缓、半停滞或停滞状态，使此前已十分脆弱的全球经济“雪上加霜”。全球经济或将经历2-3个季度较为严重的衰退，短期经济景气度或将为近代史上最为萧条。IMF表示，2020年全球经济负增长，程度可能超过2008年金融危机，IIF3月23日将今年全球经济增速预测值从1%下调为-1.5%。

不过，中、韩、意等国疫情高峰已过，欧美疫情有望近期迎来峰值拐点。G20各国领导人声明“不惜一切代价应对疫情冲击”，总体来看本次公共卫生冲击演化为长期经济危机的概率不大。

## （二）是否会达到“大萧条”？

美国数十万加仑牛奶倒下水道，这个 1930 年大萧条时期的经典场景再次上演。美国 4 月 3 日公布的前一周初次申请失业金人数高达 664.8 万，3 月总计已超千万人。而此前金融危机期间最高的初请失业人数为 66.7 万人。这些数据让市场不免联想此次疫情会引发“大萧条”。

图 3 美国当周初次申请失业金人数（万）



资料来源：WIND，建投研究院

不过，笔者认为，此次疫情可能引发美国经济“大衰退”，而不是“大萧条”。

2020 年美国的经济环境与 1929 年相比，有四个相似、四个不同。

“四个相似”分别为：科技周期相似、贫富差距相似、企业抗风险能力相似、国际贸易环境相似。

科技周期方面，1929 年大萧条发生时，美国位于第二次科技周期的尾部，生产力增长速度放缓，直到二战后，第三次科技周期才姗姗



来迟。2008年金融危机后，我们进入了第三次科技周期的底部，目前下一轮科技周期尚未到来，经济强韧性较差。

图4 科技周期

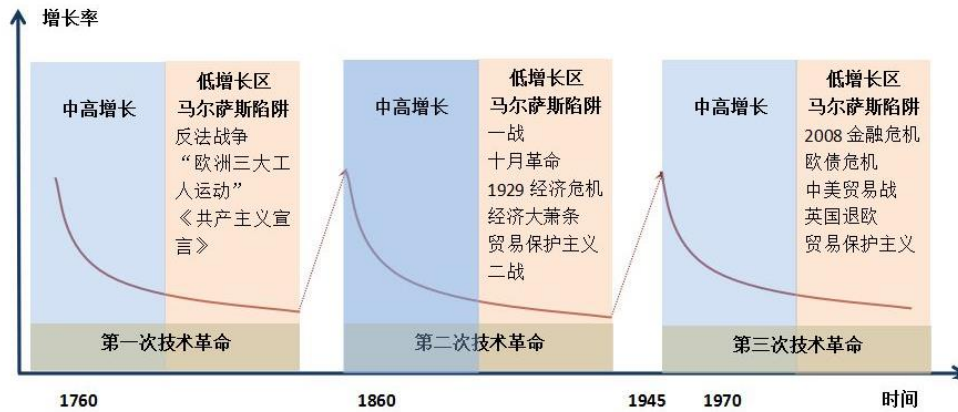
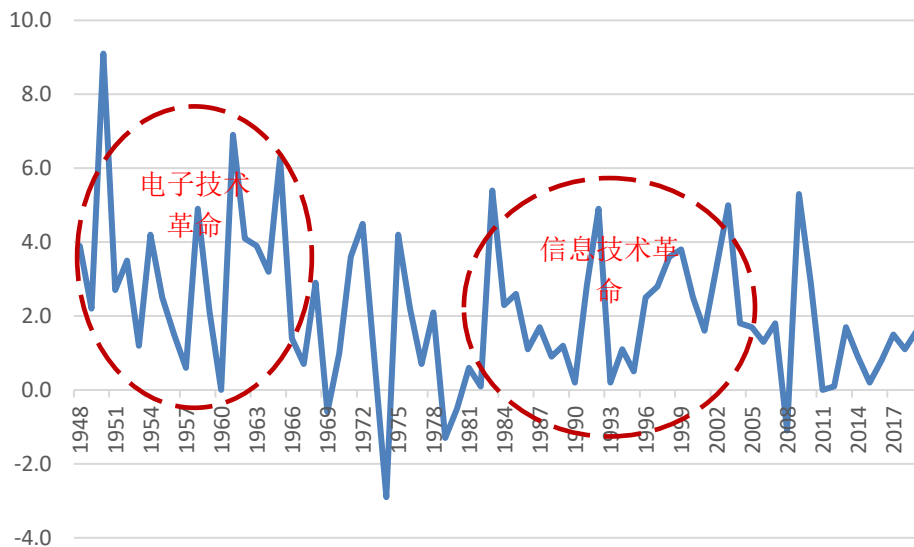


图5 美国劳动生产力企业人均产出：年度同比（%）

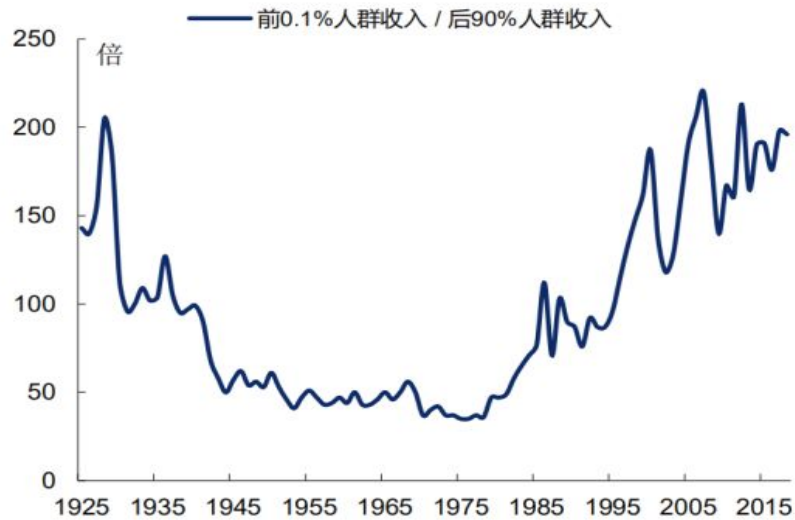


资料来源：WIND，建投研究院

贫富差距方面，1929年及现在，美国都达到了贫富差距的历史高点。贫富差距过高和收入分配的不平等，会导致需求增长速度落后于生产速度，生产过剩问题将成为大规模经济危机和产能出清的导火索。



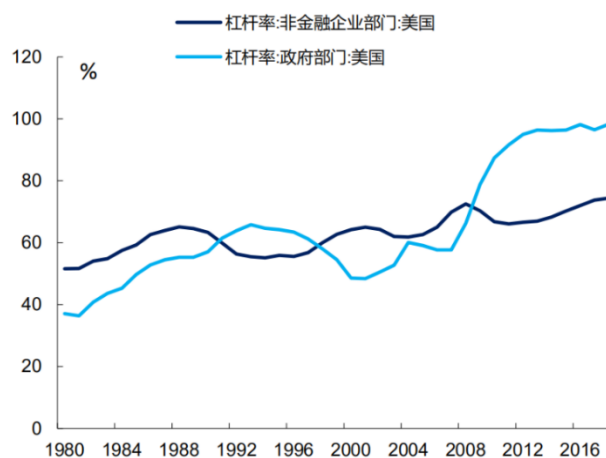
图6 美国收入差距情况



资料来源: Emmanuel Saez

企业抗风险能力方面，1929年与当前美国企业的抗风险能力均较差。1929年实体企业过度参与股市投机，股市崩盘严重损害了企业资产负债表，进而引发了全面经济危机。当前美国企业部门杠杆率也达到了历史高点，若“新冠”疫情持续发酵，导致居民消费放缓、企业收入下降，极有可能引发债务违约等一连串后果。

图7 美国企业与政府杠杆率均达到历史高位



资料来源: WIND, 建投研究院

**国际贸易环境方面**，1930年美国通过《斯穆特-霍利关税法案》，率先挑起贸易战，加深了国际衰退幅度。目前，中美虽然签署了第一阶段贸易协议，但国际贸易政策环境依然不稳定，反全球化思潮盛行，为经济增长前景蒙上了阴影。

**“四个不同”分别为：货币制度不同、财政方向不同、人口周期不同和社会保障体系不同。**

**货币政策方面**，1929年美国依然坚守着金本位制度。金本位制度制约了美联储的货币宽松力度，是没能阻止大萧条发生的主要原因之一。而目前，美元作为全球信用货币之首，美联储可以投放大量流动性，以缓解金融危机中银行业流动性短缺的情况。而且此次疫情，美联储以史无前例的速度和剂量进行干预，包括把政策利率下限降到零、量化宽松、无上限地购买债券等方式提供流动性支持，远超2008年金融危机时期的货币宽松。这些措施确实把金融市场内部可能出现的挤兑和流动性恐慌控制在相对小的范围，降低金融危机的概率。

**财政方向方面**，大萧条之时，胡佛政府依然坚守着财政平衡理念，非但没有加大政府开支以拯救经济，反而加税助推了衰退。当前美国政府出台了历史上规模最大的2万亿美元财政刺激计划，其规模相当于美国GDP的10%，以防止经济陷入深度衰退，该计划与美联储力度空前的宽松货币政策相结合，为美国经济提供了总额约6万亿美元的支持，

人口周期方面，人口老龄化会削减商品生产和需求能力，从而降低经济动能。在1865年南北战争结束之后，美国经历了近10年的人口出生高峰，这一代人于20世纪20年代末30年代初相继退休，削弱了大萧条前后的经济强韧度。

而20世纪50、60年代出生的美国“婴儿潮”一代，在2008年金融危机前后相继退休，是金融危机衰退程度较大的原因之一。当下，“婴儿潮”一代退休已经接近尾声，相反地，另一个人口出生高峰“千禧一代”相继进入工作，美国劳动参与率已经企稳回升，形成了与大萧条时期不同的格局。

图8 1929-1939年美国劳动参与率

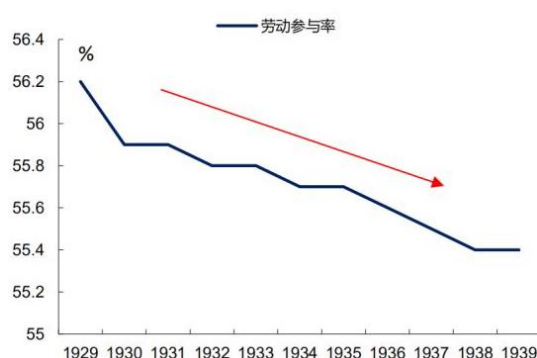


图9 2008-2019年美国劳动参与率



资料来源：美国普查局，建投研究院

社会保障体系方面，大萧条期间，消费锐减、居民大量流离失所、失业率飙升，但美国尚未建立完善的社会保障体系，没有公共失业保险和社会安全法案，社会保障制度的缺位以及政府的不作为导致救济资源远远跟不上激增的需求。导致美国失业率从1929年的2.5%飙升至1933年创记录的25%，美国全国有28%的人无法维持生计，流浪人口达200万，而政府缺乏相应的机构来应对和解决大规模的失业问

题。当下，美国已建立完备的社会保障体系和失业救助体系，美国最新推出的2万亿刺激计划里，不仅将以退税的形式，向每个符合条件的成年人支付1200美元，向每个儿童支付500美元，也将为每个失业者每周增加600美元的失业补助，社会保障力度和决心远胜大萧条时期。

综上，美国更迅速有力的货币政策空间、更充足的财政刺激、更有利的人口结构，更完备的社会保障体系，都为避免疫情向经济萧条蔓延提供了屏障。同时，各国目前都在加大科研力量研制疫苗，预期全球范围内疫情得到控制只是时间问题，美国经济衰退持续时间也不会太长，大概率不会持续超过一年，之后经济会迅速反弹。

## 二、经济向金融的风险传导机制

### （一）主要是经济问题而不是金融问题

疫情影响叠加原油价格战使金融市场一度陷入恐慌，多国股市连续触发熔断机制，平均下降超30%。黄金和债市等避险资产因流动性冲击，也进入抛售模式。3月9日-21日，美国、加拿大、巴西、韩国、印度、印尼、泰国、科威特等国股市多次熔断。2月21日-3月23日，美国道琼斯指数下跌35.9%，英国、法国、德国、意大利、巴西等国的股指均下跌40%左右。市场恐慌之下，不仅股票等风险资产价格大幅下跌，黄金等传统避险资产亦遭到抛售，卖掉一切换美元，美元指数上涨，全球金融环境集聚恶化。美国银行间、非银机构和实

体经济均出现流动性紧缺的问题，使海外市场加大对美元需求，美元指数从3月9日的95只8个交易日就猛冲至3月17日的102.7。欧元、日元、英镑分别对美元大幅贬值6.3%、8.0%和12.0%。人民币对美元贬值2.4%，在主要货币中表现最好。

面对全球经济受到的历史性冲击，以美联储为代表的全球35个国家央行密集救市掀起全球降息潮，并重启大规模量化宽松，美国等西方政府推出史无前例的数万亿美元财政资金来挽救经济。为缓解美元流动性的紧张，美联储不仅加强了与欧央行等5家央行现有的货币互换，还重启了与9家央行的美元互换。

新兴市场资本流出压力加剧，在疫情、油价暴跌及金融市场动荡的冲击下，新兴经济体疫情爆发以来资本流出达到创纪录的830亿美元。一些重债国偿债压力大增，还本付息面临困难。目前已有近80个成员国请求IMF援助。

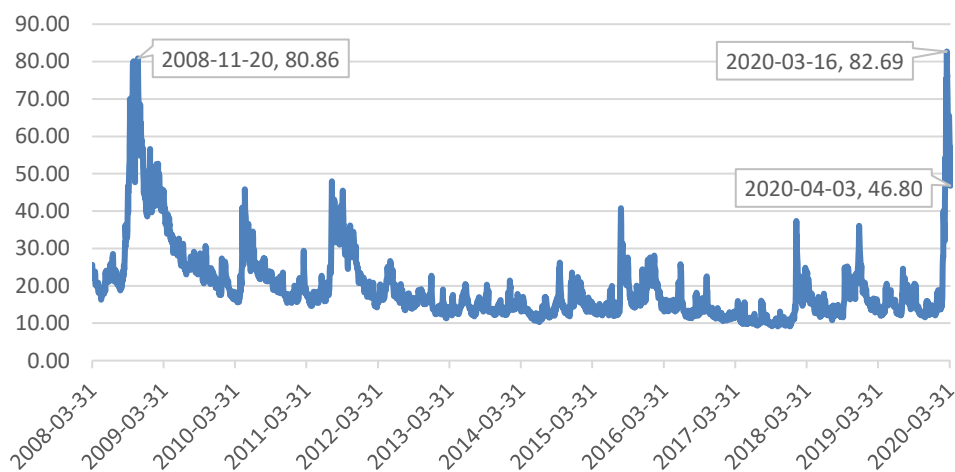
IMF宣布约1万亿美元可用于支持各国应对疫情，包括融资支持、中期贷款和中期借贷便利、通过防灾救济基金免除最不发达国家的债务等。世界银行也宣布了140亿美元的资金支持。世界银行和IMF还于3月25日联合呼吁，官方双边债权人对于请求债务延期的最贫困国家暂停偿债要求。

过去一段时间全球金融市场动荡的根源，主要在于恐慌情绪。疫情对实体经济的冲击，但发展仍充满不确定性，金融市场对疫情的准

备不足,无法对实体经济部门的现金流压力和破产率准确定价、出清,导致出现了恐慌情绪。VIX 恐慌指数在 3 月 16 日达到 82.69 的峰值,超过 2008 年金融危机时期的最高点。但也正因为如此,随着发达经济体稳定市场的政策陆续出台、效果逐步显现,目前金融市场情绪缓和,资产价格出现回升。

因此,本次全球资产价格下跌是经济预期和恐慌引发的,尚未引发金融系统结构性问题。一个最好的证据是,美国疫情刚有新增确诊下降的趋势(4月5日、6日),全球股票市场就纷纷迎来大幅增涨,VIX 恐慌指数下降。

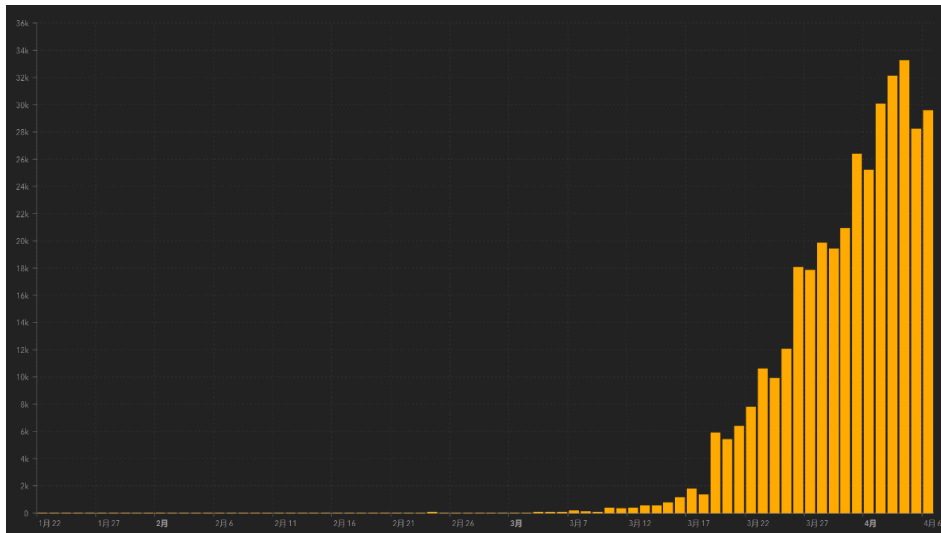
图 10 VIX 恐慌指数



资料来源: WIND, 建投研究院



图 11 美国新增确诊新冠病毒感染者人数



资料来源：约翰斯·霍普金斯大学网站，建投研究院

## (二) 存在向金融危机传导的可能性

与 2008 年金融危机几乎完全相反，当时银行系统的问题影响了更广泛的经济危机；而这一次，由新冠病毒引发的整体经济问题影响了金融市场，未来也存在影响银行和金融体系的可能性。

美联储预计，二季度萎缩 50%，远超 2008 年第四季度金融危机最严重时期的萎缩程度。英国凯投宏观(Capital Economics)预测，欧元区二季度国内生产总值(GDP)将环比下滑 10%-15%。疫情对全球经济影响多深还有很大不确定性，若疫情持续到年底甚至更长时间，其经济损失恐难以估量，不排除有演变为第三次大危机，以及引发全球失业潮的可能性。

需要警惕的是，当前全球金融体系存在一些风险隐患。



一是发达国家股市高位运行多年，资产估值面临大幅调整的压力。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。宏观层面上，资本市场价值收缩通过托宾Q效应使已经走弱的投资进一步变差、通过财富效应打击居民消费，从而在逻辑上支持和强化关于经济前景的悲观预期。

二是全球流动性总量充裕、结构性短缺，市场恐慌下，局部的流动性紧张可能引发跨市场的风险传染。特别是当前疫情发展不确定性较大，若美国疫情进一步恶化，印度等新兴经济体国家疫情大规模爆发且难以抑制，很可能再次引发市场恐慌，再次造成金融机构流动性挤兑事件。

三是企业部门债务水平较高，疫情冲击下，银行不良资产和企业债券违约可能上升。随着实体经济现金流绷紧、金融市场流动性枯竭，企业财务困境风险攀升、企业大规模破产的可能性正在上升。

在经济收缩的环境中，企业部门的经营现金流的大幅下降，如果此时企业再普遍遭遇“融资贵、融资难”问题，那么企业部门债务的借新还旧也可能难以为继，大量需要还本付息的企业债务可能出现违约、抵押品及相关资产的处置。在大面积违约和资产处置的冲击下，金融及实体资产的市值将遭受更严重的打击，并强化企业的经营性、融资性现金流困境，使企业部门的资产负债表坍塌。如果政策不加以有力干预，一旦企业部门的资产负债表坍塌，金融机构也恐怕难以独



CITIC  
GROUP

善其身。在企业部门、金融机构部门的资产负债表都大幅坍塌的情况下，坏的去杠杆将难以避免，经济陷入深度衰退。

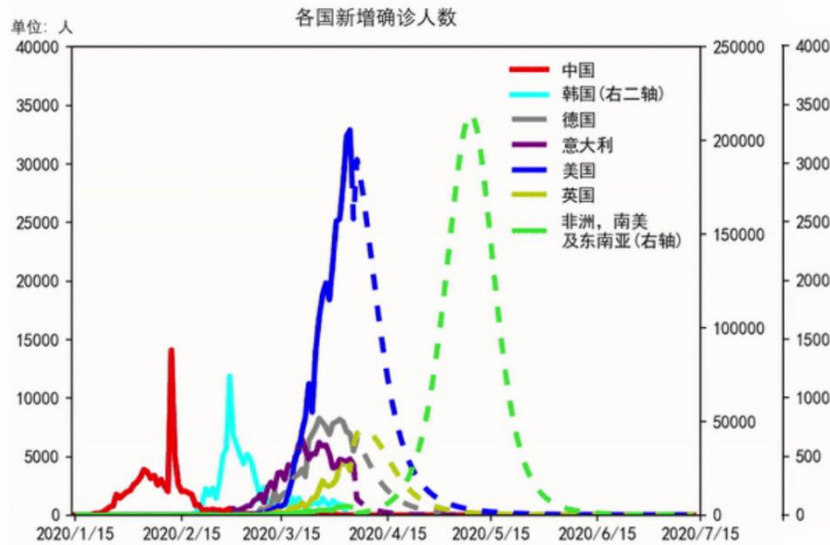
合理的政策操作可以缓解危机的影响程度、阻断危机深度演化的逻辑路径。财政政策可以缓解疫情本身及其对经济的影响，主要作用于企业部门的损益表，但未来财政扩张的能力可能有所透支。货币政策阻止了企业部门资产负债表的坍塌，阻断了危机向坏的去杠杆和深度衰退的演化。未来货币政策可能创新政策工具、扩大量化宽松的规模或资产购买范围。

### 三、全球疫情与金融风险判断

#### （一）疫情发展判断与感染人数测算

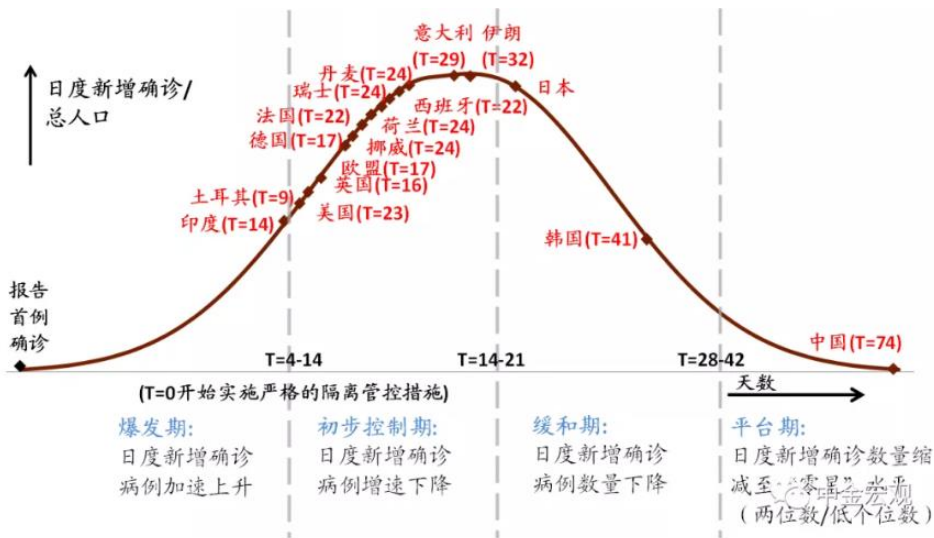
截至2020年4月7日，全球新冠肺炎累计确诊130万，死亡7.5万，波及到212个国家，35个国家进入紧急状态，疫情已演变为全球大流行，经济深度衰退程度超过2008年国际金融危机时期。除中国、韩国等少数地区外，目前全球大部分地区形势严峻，欧美亚主要经济体均遭受重创，尤其是美国，其确诊数量已经突破30万。印度、巴西等发展中经济体医疗卫生条件差，人口密集，情况混乱堪忧。

图 12 各国每日新增确诊人数实值与预测



资料来源：伍戈

图 13 主要国家新冠疫情发展阶段（截至 4 月 5 日）



资料来源：中金公司

通过图 12、13 我们可以看到，中国和韩国是目前仅有的基本走出疫情的两个国家。从这两个国家的疫情发展来判断其他国家和地区的疫情走势，具有一定的借鉴意义。

(1) 中国和韩国

新增确诊拐点和现有确诊拐点的出现是疫情缓解的前提，两大拐点是观察疫情的关键。新增确诊拐点意味着疫情扩散速度下降，即增量开始缓解，现有确诊拐点意味着治愈+病死速度超过疫情扩散速度，即存量开始缓解。只有第二个拐点达到之后，整体疫情才有可能缓解。

中国：两个拐点相隔 6-10 天，第二拐点后约 25 天全面缓解。

韩国：两个拐点相隔 11 天，但第二拐点出现后新增确诊数量下降速度有限，存在“长尾特征”，尚未看到疫情完全结束的迹象。

## （2）欧洲和美国

意大利、西班牙、德国在 3 月下旬达到新增确诊的高点，即第一拐点，目前正在靠近第二拐点，有望于 4 月底逐步缓解，但存在“长尾特征”，且整体持续时间长于中国、韩国。

美国、法国和英国新增确诊数量在数据上均已显露出第一拐点的迹象（但仍不算明确），而第二拐点至少到 4 月中旬才有可能出现，大幅缓解可能在 5 月中旬以后。

疫情初期，欧美国家一开始麻痹大意，普遍反应滞后，防疫措施也面临社会文化及体制方面的限制。目前欧美国家的防疫措施已接近最高级别，防疫形势有望逐步好转。

预计欧美国家疫情将在未来 1-2 月后开始缓解，但面临“长尾效应”，彻底结束有赖于疫苗研发和接种。

## （3）印度、南美、非洲等发展中国家

印度、南美等发展中国家整体处于疫情发展早期阶段，未来疫情将至少持续 2-3 个月。

由于印度和巴西人口规模更大，医疗卫生基础条件差，检验检疫物资匮乏、医疗资源缺乏、人口密集，情况混乱堪忧，未来一段时间成为全球最大的不确定性和风险区域。人类是否能够战胜成功新冠疫情，最终可能取决于印度和巴西。

除了各国内部疫情的发展之外，还有几个不稳定因素：

一是全球疫情发展阶段不同导致输入风险增大，发展中国家由于医疗资源的匮乏面临更加严峻的防控形势，即便成功控制疫情的国家后期仍然面临输入性风险。目前日本疫情已经二次爆发，严重程度超过第一次。中国也面临较高的输入性风险，未来需防范二次爆发风险。

二是无症状感染者、动物感染者的存在，可能会让疫情控制难度加大，出现二次爆发风险。

三是有效药物和疫苗的研制时间方面。此前多个被寄予厚望的药物已被证实无效，目前最有希望的瑞德西韦、羟氯喹/氯喹、法匹拉韦仍在临床试验中，最快 4 月底揭盲。而疫苗方面，目前疫苗研发项目超过 60 个，但有效性及安全性验证至少需要 1-1.5 年时间。

四是即便药物及疫苗研发成功，其全球性供应能力的建设也并非短时间之内可以完成，而且发展中国家药物及疫苗的获取有赖于发达国家及国际组织的援助，挑战国际合作机制。



五是本次疫情的致病原为冠状病毒，属于 RNA 病毒，变异性强，不排除后期出现致病力更强的新病毒株。

这五大不稳定因素的发展，将导致未来出现不同的情景。

从现有趋势看，预计发达国家疫情在未来 1-2 月后开始明显缓解，防疫措施有望阶段性放松，但面临“长尾效应”，不排除今年秋冬小幅度二次爆发，疫情将有一定可能延续至明年。但免疫人群的扩大、已有的防疫经验及药物疫苗将使得后续疫情的整体威胁大幅降低，尤其是发达国家，因此疫情有望在 1-2 月后开始明显缓解，防疫措施将可能阶段性放松，但疫情的彻底结束需要以群体免疫或病毒消失来实现，目前看病毒自动消失的可能性不大，而疫苗的群体接种至少需要到 2021 年年中，在此之前全球防疫状态难以彻底放松，彻底结束有赖于疫苗的群体接种。

目前流行病学领域的专家对后续疫情发展的展望分歧较大。美国华盛顿大学发布的最新报告预测美国疫情将持续到 7 月、死亡人数将达到 8 万。3 月 31 日美国白宫冠状病毒应对工作组预测，在现有干预措施下，美国死亡人数将在 10 万-24 万之间，而如果美国人不遵守目前的防控指导方针，死亡人数将可能达到 220 万。而在全球感染人数方面，数据更为可怕。3 月 26 日英国帝国理工学院新冠肺炎反应小组发布的报告预测，全球感染人数在低感染场景、中感染场景、

高感染场景下分别为 4.7 亿、24 亿、70 亿。一名印度病毒专家预测，仅印度就将有 1.3 亿人感染，即 10% 的印度人口。

本文中对欧美国家预测参考武汉和意大利。湖北的感染率约为 0.11%，武汉的感染率约为 0.56%，而已进入疫情后半程的意大利目前其总人口感染率为 0.22%，这一数字还会继续上升。全球人口约 75.9 亿，欧洲人口约 7.4 亿，美国人口约 3.3 亿。

因此在乐观、中性、悲观情景下分别按照 0.3%、0.6%、1% 的感染率估算。

中国人口约 14 亿，考虑到中国目前累计确诊 8.3 万例，其中境外输入 1042 例（截至 4 月 7 日，1 个多月时间），按照对境外输入和无症状感染者防控是否到位，乐观、中性、悲观情景下估计中国感染人数为 9 万，10 万和 13 万。

考虑到（除中国、印度外）发展中国家的实际感染率将高于发达国家，因此对巴西等其他主要发展中国家在乐观、中性、悲观情景下分别按照 0.5%、1%、2% 的感染率估算。巴西人口 2.1 亿，印尼、巴基斯坦、俄罗斯等国人口约 8 亿。

考虑到印度的生活环境极度不利于病毒防控，印度人口约 13.24 亿，目前印度累计检测 9.6 万人，累计确诊约 5200 例，确诊率高达 5% 以上。而绝大多数贫民无法得到检验。因此对印度在乐观、中性、悲观情景下分别按照 0.5%、2%、5% 的感染率估算。



表1 对疫情发展形势的判断

	结束时间	国家	感染人数		
			总人口 (亿)	预计感 染率	预计感染人数(万 人)
乐观	2020 年秋	美国	3.3	0.3%	99
		欧洲	7.4	0.3%	222
		中国	14		9
		印度	13.2	0.5%	660
		巴西	2.1	0.5%	105
		主要发展中 国家	10	0.5%	500
		总计约	50		1595
中性	2021 年春	美国	3.3	0.6%	198
		欧洲	7.4	0.6%	444
		中国			10
		印度	13.2	2.0%	2640
		巴西	2.1	1.0%	210
		主要发展中 国家	10	1.0%	1000
		总计约	50		4502
悲观	2021 年末	美国	3.3	1.0%	330
		欧洲	7.4	1.0%	740
		中国			13
		印度	13.2	5.0%	6600
		巴西	2.1	2.0%	420
		主要发展中 国家	10	2.0%	2000
		总计约	50		10103

资料来源：建投研究院

因此，我们测算的全球 50 亿人口中，乐观、中性和悲观情况下感染人数为 1595 万人、4502 万人、10103 万人。由此估计全球 75.9 亿人中，乐观、中性和悲观情况下感染人数约为 2000 万人以内、5000 万人和 1.2 亿人。

## （二）乐观情景下对经济、金融的影响

乐观情景下，全球 2000 万人以内感染，病死率 2.5-4%，疫情于今年夏天基本结束。

上半年对经济冲击较大，但下半年经济快速反弹，影响基本可控。

全球金融市场短期动荡，随着经济快速企稳，金融体系流动性充足，会带来资本市场价格反弹。特别是中国货币政策仍有很大空间，中国资产相对的高收益性和稳定性得到全球资本的肯定，吸引外资大幅流入，人民币国际化进一步深入。

沙特、俄罗斯和美国达到石油减产的一致协议，石油价格回升。

中国复工复产快速开展，消费、生产和出口企业订单快速恢复，中国经济增长仍在 5%以上。

全球在抗疫过程中深化合作，推动全球治理能力提升。中国展现大国风范，在全球抗疫中发挥的巨大贡献在海外得到正面评价。

但仍要警惕各国为应对疫情带来的债务高企问题。

### （三）中性情景下对经济、金融、投资的影响

中性情境下，全球约 5000 万人感染、病死率 3-5%，且持续时间达 3-5 个季度，具有“长尾特征”和反复特征，到 2021 年春天疫苗研制出来后基本结束。

疫情严重时经济活跃度大幅下降，疫情好转时复工复产，但因全球疫情发展阶段不同，全球贸易受影响较大。经济中短期深度萧条，随后逐步恢复。

部分企业由于现金流断裂或市值下降等因素资产负债表恶化，发生债务违约甚至破产。若国家财政、就业支持政策能够及时纾困，没有造成大规模违约事件，则金融体系受到的冲击较小，风险可控。全球金融市场在3月份的大幅下跌后，将随着疫情变动而波动，呈现先震荡下行再震荡回升的态势。

但是如果金融支持政策无法解决大多数企业的财务困境，导致大规模企业违约发生，企业资产负债表坍塌，进一步导致金融机构资产负债表坍塌；或者主权国家债务违约，对金融体系造成冲击，引发系统性金融风险，将进一步导致金融危机的爆发，经济深度衰退。

中国经济总需求不足，消费、生产和出口企业面临订单大幅减少，失业率上升，2020年中国经济增长在3%-5%之间。

总体来看，发达国家受疫情影响相对较小，恢复能力较强。而部分发展中国家可能因疫情对国民健康、人口结构造成的影响而使得经济脆弱性加大，恢复能力较弱。有强者更强、弱者更弱的趋势。

受此影响，中期全球产业链格局发生变化，全球发达国家对各自产业链的痛定思痛之后，将加快弥补和完善各自或区域化的完整产业链，形成竞争中心，有的甚至在重塑“去中国化”。而中国产业链的完善升级将进一步提速，数字经济可能成为改变我国经济发展核心逻辑的驱动力，医疗健康、养老护理、资产管理、5G建设、信息安全、

金融科技、公共服务等也都蕴含着大量的新需求和新动能。而发展中国家投资环境可能会被再次评估，遭到产业链收缩或撤出。

长远来看，全球分工依然是不变的趋势，全球产业链会面临再梳理，中国要利用好此次疫情带来的“危”中之“机”。在此环境下，集团可以适时抓住金融市场、投资市场的机会，低成本投资优质的、短期收到现金流冲击的龙头企业，厚积薄发做强做优投资主业。

#### （四）悲观情景下对经济、金融的影响

悲观情景下，疫情在欧美国家发展程度超预期，在印度、非洲、南美洲等地剧烈爆发，并波及之前已经控制住的地区，全球约1.2亿人感染，疫情在各国之间交叉反复，疫苗研发没有达到预期进度，或全球性供应能力有限，或病毒发生重大、不可控变异，导致疫情持续时间较长，到2021年底或更长的时间。

全年经济受疫情影响严重，货币政策和财政政策失效，引发长期性的通货膨胀，大面积倒闭潮和失业潮，导致全球经济大幅衰退。危机进而由实体经济传导向金融系统，发生系统性金融风险，全球资本市场遭到重创，进一步加深经济衰退，最终可能引发大萧条。

全球化倒退，民粹主义思潮泛滥，对中国的敌意加深，地缘政治紧张，可能爆发大规模的动乱。为走出深度衰退，美国可能发动战争，美国国际地位下降，全球治理进入无领导状态。

在这种极端情况下，保证生存是第一要务。



## 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。