

外需多坎

核心观点：

1.此次由新冠疫情引发的全球“大封锁”（Great Lockdown）正在发展为自上世纪“大萧条”以来近百年最为严重的世界经济衰退。不少政府向家庭、企业和金融市场提供前所未有的支持。但即使在封锁解除之后，全球依然面临诸多不确定性。

2.近期发达国家疫情高峰似已显现，但其拐点之后的下降速度及“厚尾”特征可能与我国存在明显差异。与此同时，亚非拉等国家疫情正在迅速发酵，或将交替成为新的“震中”。海外疫情的接连爆发势必对我国的外部需求形成轮番冲击。

3.从国际分工看，发展中国家多处于全球产业链的供应端，未来其疫情的持续升级将会对我国产业链产生重要影响。此外，疫情冲击下阿根廷等新兴市场国家的债务违约已现端倪，这些脆弱性无疑将增加全球金融市场的波动性。

4.展望未来，我国经济修复的进程受到外需大幅下挫的拖累。制造业等众多行业与外需紧密相连，就业压力凸显。在率先控制住疫情后，我国经济的主要矛盾已由前期的抗疫纾困向复工后的总需求不足演绎，一揽子宏观政策措施迫在眉睫。

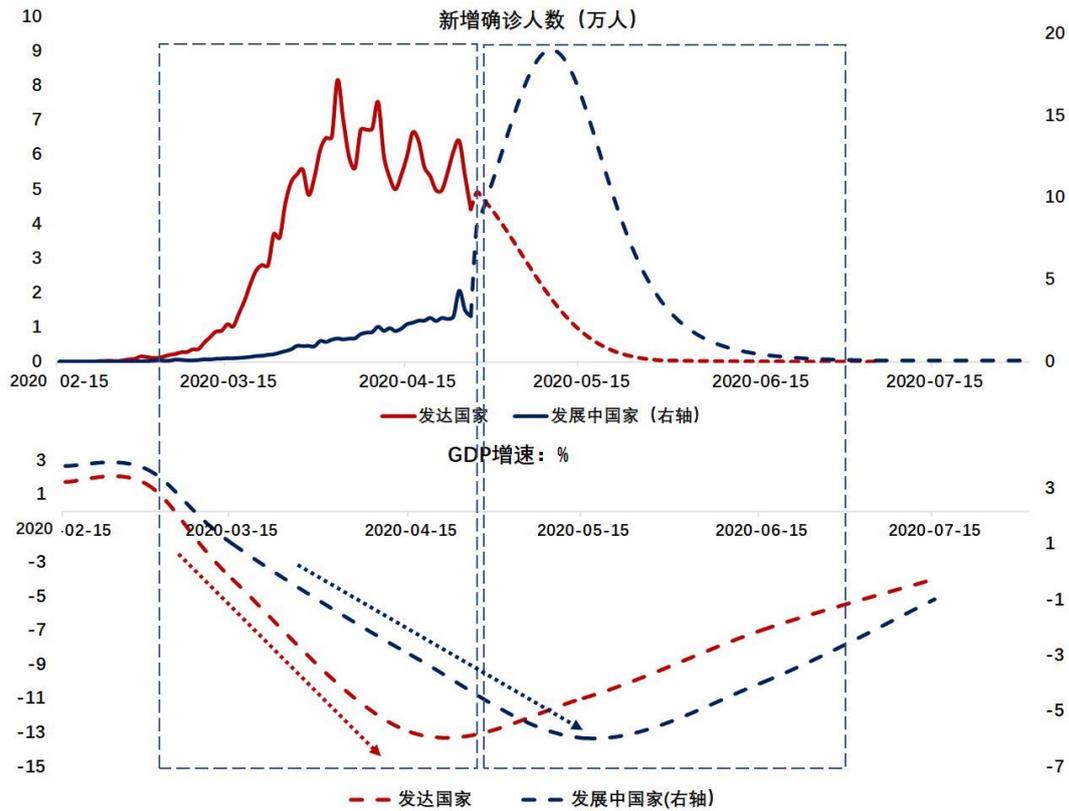
正文：

此次由新冠疫情引发的全球“大封锁”（Great Lockdown）正在发展为自上世纪“大萧条”（Great Depression）以来近百年最为严重的世界经济衰退。不少政府向家庭、企业和金融市场提供了前所未有的支持。但即使在封锁解除之后，全球依然面临诸多不确定性。海外疫情冲击下，我国外需面临哪些挑战？外需对国内经济拖累多大？

一、外需有多坎坷？

近期发达国家疫情高峰似已显现，但其拐点之后的下降速度及“厚尾”特征可能与我国存在明显差异。深陷停摆下4月份欧美PMI已创下十几年来最低值，而亚非拉等新兴市场国家疫情也正在迅速发酵，或将交替成为新的“震中”。海外疫情的接连爆发将对我国外部需求形成轮番冲击。预计全年我国出口或将下滑10-20个百分点，也不排除部分月份呈现-30%以上极端降幅的可能。

图 1：我国外需或受海外疫情的轮番冲击

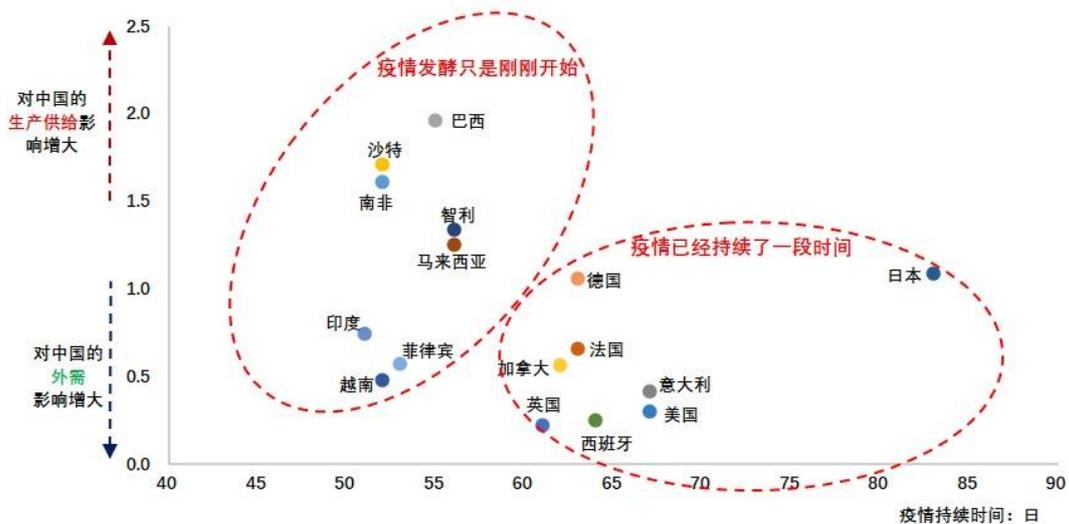


数据来源：WIND，笔者预测

注：此处的发展中国家没有包含中国。

从全球产业链分工来看，发展中国家多属于产业链的生产国，而发达国家则大致属于消费国。随着未来疫情“震中”向发展中国家转移，生产供给端对我国的影响可能进一步显现。

图 2：海外疫情对我国产业链产生冲击

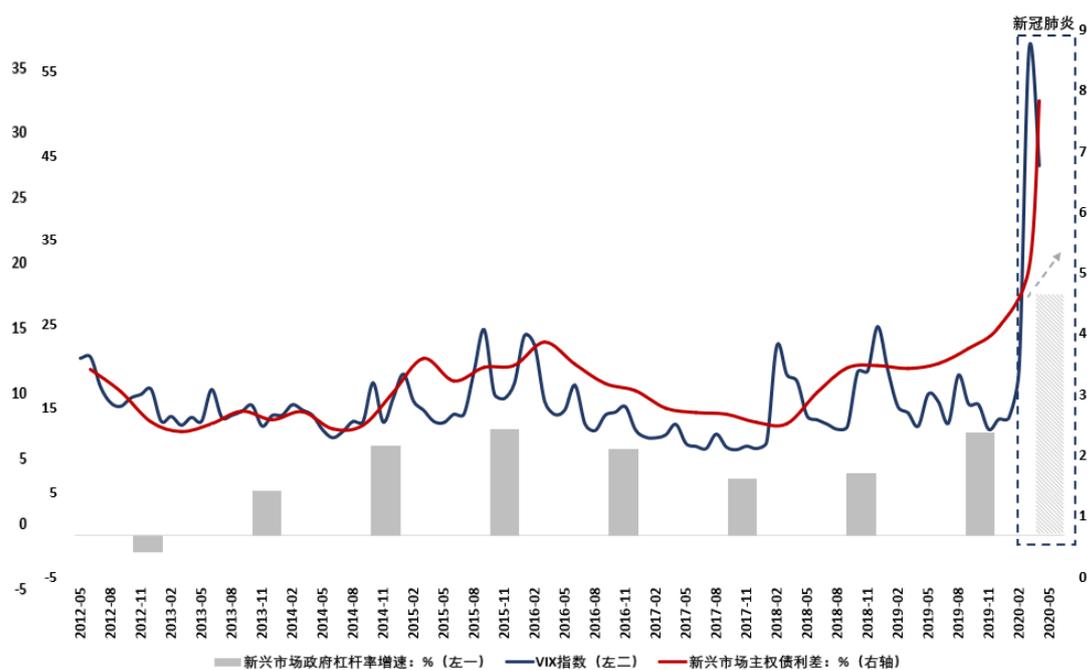


数据来源：WIND，笔者整理

注：纵轴指标为：中国从该国进口的原材料、中间品和资本品/中国对该国的出口。指标越大表明该国对我国供给端相对于需求端的影响更大。

值得一提的是，疫情冲击之下新兴经济体的主权债务风险明显上升，其中债务问题较为严重的阿根廷已现债务违约。**历史上，新兴市场主权债务风险（债务利差）上升时期，金融市场恐慌情绪（VIX 指数）也会明显抬升。**随着疫情持续演绎，新兴市场国家的债务负担料将进一步加重，加大全球金融市场的波动性。

图 3：新兴经济体债务攀升加剧国际金融市场波动

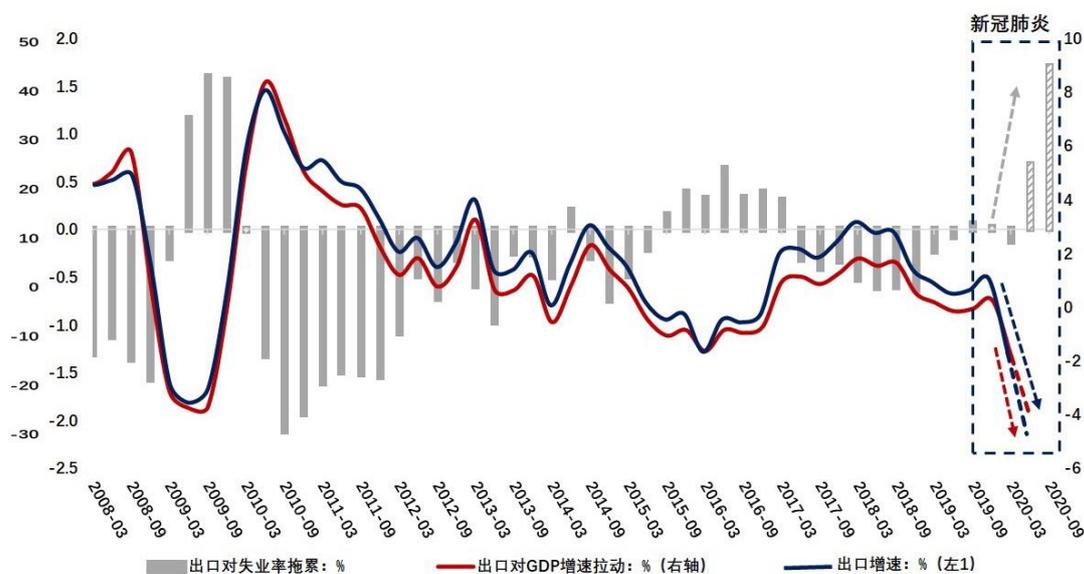


数据来源：IMF, Bloomberg, 笔者整理

二、外需对我国拖累多大？

初步测算，外需急速萎缩将拖累我国二季度经济增长至少 4 个百分点，并推升全年失业率 2.3-4.6 个百分点，关乎 1000 万以上的劳动力人口。在率先控制住疫情后，我国经济的主要矛盾已由前期的抗疫纾困向当前复工后需求不足演绎，一揽子宏观政策措施迫在眉睫。

图 4：外需拖累几何？



数据来源：WIND，商务部，笔者测算

三、基本结论

一是近期发达国家疫情高峰似已显现，但其拐点之后的下降速度及“厚尾”特征可能与我国存在差异。与此同时，亚非拉等新兴市场国家疫情正迅速发酵，或将交替成为新的“震中”。海外疫情的接连爆发势必对我国的外部需求形成轮番冲击。

二是从国际分工看，发展中国家多处于全球产业链的供应端，未来其疫情的持续升级将对我国产业链产生重要影响。值得一提的是，疫情冲击下阿根廷等新兴市场国家的债务违约已现端倪，这些脆弱性可能会增加全球金融市场的波动性。

三是展望未来，我国经济修复的进程受外需大幅下挫的拖累。制造业等众多行业与外需紧密相连，就业压力凸显。在率先控制住疫情后，我国经济的主要矛盾已由前期的抗疫纾困向当前复工后需求不足演绎，一揽子宏观政策措施迫在眉睫。

【作者】

伍戈：长江证券首席经济学家，曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。中国经济学最高奖“孙冶方经济科学奖”获得者。

徐剑、高莉、文若愚：长江证券研究员。

薛帅杰、项墩伟、窦子豪、骆彬、李雅楠、高童、黄郅栋：长江证券实习研究员。

近期研究：

1. [经济修复：快与慢](#)，2020年4月15日
2. [预见经济：肆月](#)，2020年4月6日
3. [走出疫情 III](#)，2020年3月29日
4. [疫情时差](#)，2020年3月26日
5. [疫情内外](#)，2020年3月18日

6. [走出疫情 II](#), 2020年3月9日

扫描二维码关注：伍戈经济笔记

