

把握疫情防控战

安卓经济展望



安卓经济研究

John Lorie, 首席经济学家	john.lorie@atradius.com +31 (0)20 553 3079
Dana Bodnar, 经济学家	dana.bodnar@atradius.com +31 (0)20 553 2169
Theo Smid, 高级经济学家	theo.smid@atradius.com +31 (0)20 553 3165

免责声明

本报告仅供参考，无意向读者提供投资建议、法律建议，也无意将其作为特定交易、投资或策略方面的建议推荐给任何读者。读者须自行判断本文所提供的信息，独立做出商业或是其他方面的决策。我们已尽一切努力确保本报告所含信息来自于可靠的信息来源，对于其中的任何错误或遗漏或因使用本报告信息而产生的后果，安卓概不负责。本报告中的所有信息均按“原样”提供，不保证其完整性、准确性、时效性或使用信息的结果，并且不做出任何明示或暗示担保。在任何情况下，对于您或任何其他人士依据本报告中的信息而做出的任何决策或采取的任何措施，或是任何由此导致的特殊或类似损害，安卓及其相关合伙企业、关联公司或合作伙伴、代理商或雇员均不承担任何责任，即使得知可能发生此类损害的情况亦如此。

执行摘要

随着疫苗接种活动不断推进，世界经济正在从疫情的影响中逐步恢复。大部分发达市场的多数人口已经完成疫苗接种，新兴市场的结果却较为复杂。2021年的全球GDP增长将主要受消费者驱动，消费领域的机会（主要为服务业）不断涌现。尽管面临通胀压力，货币政策却非常宽松，部分财政一揽子支持计划会在2021年继续沿用。然而，全球GDP增长可能因更具传染性的新病毒变种传播而受到干扰。这一下行风险可能大幅抑制2021年和2022年的增长。

要点

- 随着疫苗接种的不断推广，经济正在逐步开放，2021年全球GDP增速达到6.2%，2022年预计实现4.7%的增长。更具传染性的新冠病毒新变种对复苏构成威胁。
- 我们预计，全球贸易将于2021年实现大范围强劲复苏。中国经济在2021年年初表现突出，不过最近几个月来，其他地区也在奋力直追。2021年，全球贸易有望增长6%，2022年预计也将达到类似水平。
- 发达经济体有望在2021年超过危机前的活动水平。2021年，发达市场的GDP预计整体增长5.8%，2022年则增长4.2%。
- 虽然疫苗接种活动正不断推进，但欧元区经济体仍在与新冠病毒作斗争。据估计，2021年该地区经济将增长5.0%，2022年则略有下滑。到2022年底，所有成员国的GDP预计均能恢复至疫情前的水平。然而，这一反弹并不均衡，依赖旅游业的南欧国家会落后于北欧国家。
- 自我们发布2月经济展望至今，美国的经济前景已有显著改善。除英国外，美国的人口疫苗接种率远远领先于其他多数发达国家，并且于今年上半年重启经济活动。美国国会于2021年3月批准了一项重大（1.9万亿美元）财政刺激计划，8月通过1万亿美元基础设施法案，为经济增长提供了额外支持。
- 日本经济在2020年下半年已经反弹，但由于感染人数增加，2021年初又出现短暂下滑。虽然2021年开局疲软，但日本在下半年的经济增长颇为强劲。在东京奥运会举行期间，日本处于紧急状态，因此受到的经济刺激低于此前预期。
- 众多新兴市场经济体(EME)的增长速度落后，主要原因是疫苗推广速度较慢。此外，其财政刺激的范围也相对有限。亚洲是新兴市场经济体增长率最高的地区，而中东和北非地区(MENA)和撒哈拉以南非洲地区较为落后。今年，新兴市场经济体的经济增长率预计将达到6.9%，并在2022年实现5.3%的增长。

1. 全球宏观经济环境

重新审视各种破局因素

我们在 2021 年 2 月经济展望中提到，受新冠疫情影响，全球经济出现了颠覆性破局因素，有望帮助世界摆脱经济大萧条以来最严重的经济衰退。首先是完成新冠肺炎疫苗的开发和检测。2021 年年初计划进行大规模接种，目的是大幅减少病例数量，并且在 2021 年夏季末恢复常态。另一重大变化是拜登当选美国总统，美国政策的不确定性给全球贸易和国际关系带来的影响预计有所下降。此外，欧盟证明了自身有能力巩固一体化（危机期间的常见举措）。欧盟同意成员国实施大规模财政刺激计划，最重要的是，设立了规模为 7,500 亿欧元的疫情后复苏基金，即“下一代欧盟”。欧盟还与英国达成了英国脱欧后的自由贸易区协议。

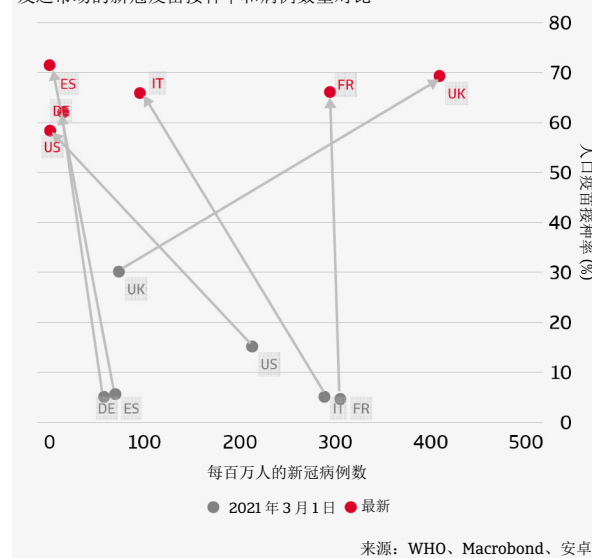
现在，让我们观察一下此次疫情的发展趋势。近几周疫情出现反复，原因是更具传染性的德尔塔逐渐成为主导毒株。不过，8 月初，全球每日新增约 550,000 名病例，与 4 月（900,000 例）相比仍有所下降。死亡人数也在增长，但速度有所减缓。发达经济体的疫苗推广速度越来越快。在疫情严重的美国，病例数量（目前累计确诊 3,700 万例，死亡人数（630,000 例）不断上升，不过近几周的死亡人数有所下跌。德国、法国和意大利等主要欧洲国家也出现了类似情况，病例数量增加，死亡人数下滑，其中德国和意大利的感染人数仅出现温和上涨。新兴经济体的形势则是喜忧参半。中国近期虽然爆发了局部疫情，但情况基本得到控制。印度春季感染人数激增，高峰时，每日登记的病例数量达到近 400,000 例。如今，印度的新增病例数量已跌至不足峰值的十分之一。土耳其和俄罗斯的情况不太乐观，两国的感染人数均出现了峰值。巴西的疫情也较为严重：尽管该国试图减少确诊人数，但感染率仍在上升。可以说，由于德尔塔的传染性更强，全球范围的疫情较几周前均有所恶化。不过，死亡人数仍远低于此前的峰值。上述变化应当与疫苗接种的推广（首个破局因素）有关。全球范围内有 24 亿人接种了至少一剂疫苗，其中 12 亿已实现完全接种。但相比全球人口，这一比例仍然较低。¹此外，发达经济体和新兴经济体之间也存在很大差异。美国和英国等发达经济体的大部分人口接种了至少一剂疫苗。法国、德国、意大利和西班牙等欧洲国家/地区的疫苗推广耗费了大量时间，不过接种比例相对可观，每 100 名居民中有 60 至 75 名至少已接种第一剂。这与新兴经济体形成鲜明对比，中国、印度、土耳其、巴

西和南非等大型新兴国家/地区的这一指标数值在 10 至 55 之间。

经过数月时间，疫苗接种率与病例数量呈明显负相关关系。但由于传染性更强的病毒新变种逐渐传播开来（见图 1.1 和 1.2），这一关系如今有所变化。不过，疫苗接种率和住院人数依然呈明显负相关关系。因此，疫苗接种仍是摆脱疫情的最佳方案。从这一角度看，发达经济体的疫苗接种进展优于新兴经济体，因而具备领先优势。

1.1 疫苗接种无法预防德尔塔的传播

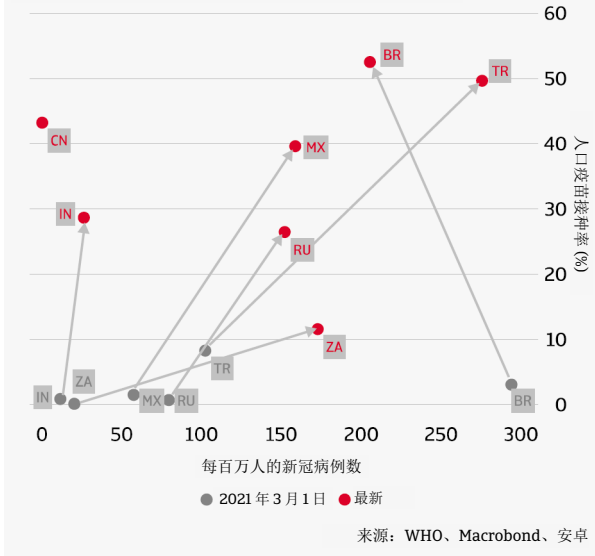
发达市场的新新冠疫苗接种率和病例数量对比



¹据“用数据看世界”（2021年8月10日）统计，只有30%的合格人群已接种至少一剂疫苗。仅16%实现完全接种。

1.2 疫苗接种无法预防德尔塔的传播

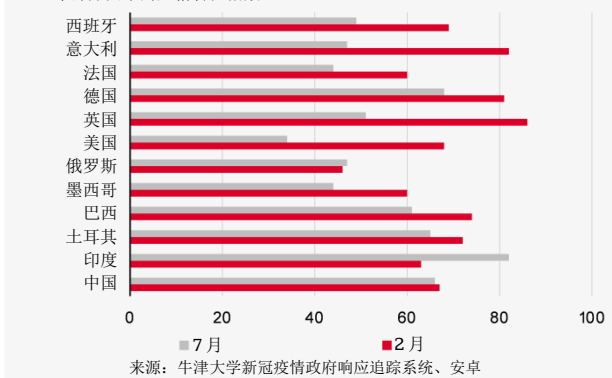
发达市场的新冠疫苗接种率和病例数量对比



部分新兴经济体的疫苗接种率较低，这并非只是区域性问題，还可能导致病毒变种在全球范围内进化和传播。例如，德尔塔（源自印度）比其他新冠病毒变种更具传染性。德尔塔导致英国等国家的病例数量增加，如今该变种正在整个欧洲和以色列肆虐。但随着发达经济体的住院人数大幅减少，政府一直在放宽封锁措施，只是目前尚未完全解封（见图 1.3）。²与今年早些时候的预期相反，疫情仍在肆虐，预计将持续一段时间。

1.3 卫生管控措施的严格程度有所下降，但限制仍然存在

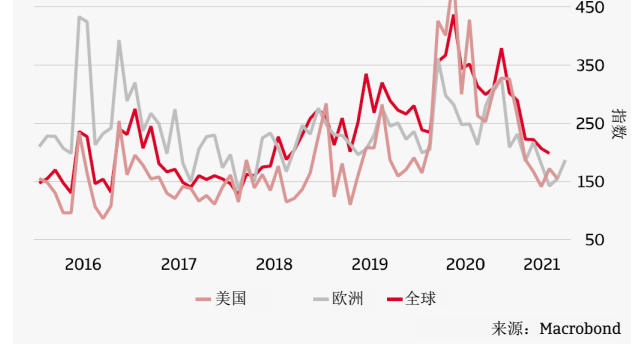
2021 年部分国家的严格管控指数



² 严格管控指数是基于九个响应指标（包括学校停课、工作场所停工和旅行禁令）的综合评估指数，取值范围从 0 到 100（100 = 最严格）。如果国家以下级别的政策有所不同，该指数将显示地区内最严格的响应等级。请参阅以下作者的著述：Thomas Hale、Noam Angrist、Rafael Goldszmidt、Beatriz Kira、Anna Petherick、Toby Phillips、Samuel Webster、Emily

1.4 恢复至疫情前水平的经济政策不确定性

经济政策不确定性指数（新闻指数）



第二个破局因素（即拜登当选美国总统）的评估结果更为乐观。美国已重返国际舞台，最突出的信号是重新加入巴黎气候协定。此外，华盛顿对七国集团 (G7)、二十国集团 (G20)、北约 (NATO) 等国际组织和论坛的态度与基调更多是在通过多边主义维护美国利益。这种方案的主要好处是经济政策的不确定性急剧下降，表现为经济政策不确定性指数回归危机前的水平（见上图 1.4）。研究表明，不确定性的降低在美国和其他国家/地区促进了企业和家庭的投资消费。除了回归国际社会，拜登政府还采取了其他举措。2021 年 3 月，美国国会批准了高达 1.9 万亿美元的财政刺激计划（占 GDP 的 8%），其中包括向每个家庭支付 1,400 美元的支票，以减轻疫情影响。此外，美国政府还在商讨一项名为“美国就业计划”的一揽子计划，为期八年，支出 2.3 万亿美元，旨在促进基础设施建设，提高能源效率，推动数字化和研发。2021 年 8 月，美国参议院通过了 1 万亿美元的基础设施建设法案。

最后，欧盟也在采取进一步措施来帮助成员国支撑经济体系。个别成员国已获准采取大规模刺激方案以改善封锁措施的经济影响。此外，7,500 亿欧元的“下一代欧盟”复苏计划也取得进展。成员国提交了拨款提案，欧盟也在 6 月中旬发行了首批 10 年期债券，筹资 200 亿欧元，用于支持该计划。与此同时，在英国脱欧后，欧盟与英国的关系一直不和谐，还存在爱尔兰海边界协议和英国“脱欧”分手费等新的争端。

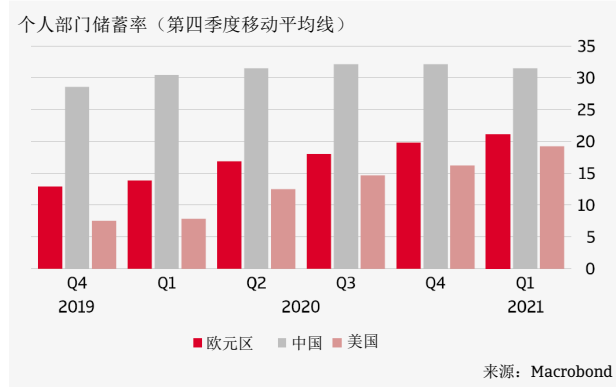
Cameron-Blake、Laura Hallas、Saptarshi Majumdar 和 Helen Tatlow（2021 年）。“全球疫情政策讨论小组数据库（牛津大学新冠疫情政府响应追踪系统）。”《自然·人类行为》。<https://doi.org/10.1038/s41562-021-01079-8>。

消费者主导的经济复苏

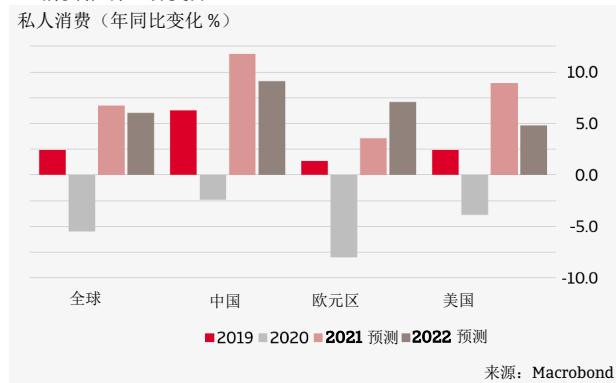
我们认为，（不够理想的）疫苗接种进展、美国在国际事务上政策的改变和财政政策的支持以及欧盟经济支持计划均可看作破局因素，这一点毋庸置疑。这些影响因素已经初见成效，不过全球经济也在逐步调整，削弱了疫情发展与经济增长之间的联系。在此过程中，消费者发挥着关键作用。

由于政府的支持，消费者的收入水平得以维持，但在餐馆、酒店和旅游等服务方面的消费（某种程度上仍然）受到限制，封锁期间，民众也无法参加大多数文化活动。因此，汽车、家具、家用电器和运动装备等商品的消费反而有所增加。这导致工业产品需求增长，推动了情绪指标和增长前景的上调。

1.5 储蓄率飙升



1.6 消费推动经济复苏



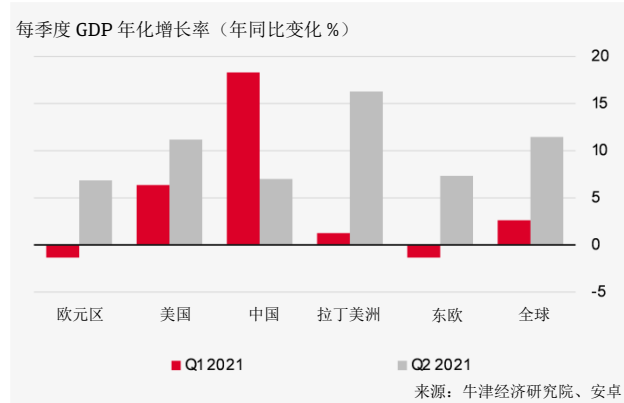
实际上，自 2020 年夏季以来，美国、欧元区和中国的制造业采购经理人指数 (PMI) 逐渐上升，自 2021 年初以来速度明显加快。美国和欧元区的 PMI 目前均已达到 60 以上，这意味着出现强劲扩张，中国的 PMI 仍徘徊在 50 出头，位于扩张临界点。同时，由于政府管制措施放宽，消费者准备进入第二阶段，释放过剩储蓄，加快服务消费。这便是综合 PMI 所反映的现象，自今年年初以来，美国表现出强烈的扩张趋势，7 月 PMI 更是达到 59.7。欧元区的 PMI 同样处于高位，达到 60.6，高于

2021 年初的低点 48。中国的 PMI 一直相对落后，本年度处于 50 到 55 的区间内。巴西和土耳其等其他主要新兴经济体的 PMI 总体也在回升。

1.7 情绪高涨



1.8 第二季度全面复苏



对今年的 GDP 增长率而言，这是个好兆头。除了中国（疫情得到控制已有一定时间）和美国（即使在封锁期间也呈现出显著适应性），2021 年第一季度的经济仍非常疲软，因为需要再次收紧措施以应对新一波新冠疫情。正如 PMI 所示，这一情况将有所改变，预计全球在第二季度开始强劲复苏（见图 1.8）。³ 欧元区、拉丁美洲和东欧有望实现真正的强势反弹。中美两国预计将稳定其年初的强劲势头。

我们对全球经济增长预测的提升反映出总体向好的经济前景。在我们的基准情景下，2021 年全球 GDP 预计增长 6.2%，与 2 月的预测相比增长超过 0.8 个百分点。以中国和印度为首的亚洲新兴经济体凭借 7.7% 的增长率脱颖而出，美国紧随其后。美国的增长得益于疫苗的成功接种以及强有力的财政刺激措施。今年，美国的 GDP 有望增长 7%，与我们此前的预测相比增长超过 3.5 个百分点。与 2 月相比，其他地区的经济也将好转，只是增幅更为有限。由于商品价格大幅上涨，拉丁美洲的增长

³查阅此图时，请读者注意“基数效应”。新冠疫情对 2020 年第一季度产生了部分影响，并对第二季度造成全面影响（严重衰退）。即便如此，全球 GDP 增长率仍预计在 2021 年第二季度出现转折点。

率预计略高于全球平均水平，达到 6.5%。东欧的 GDP 预计将从 2020 年的轻微衰退反弹至 5.1%。欧元区预计将增长

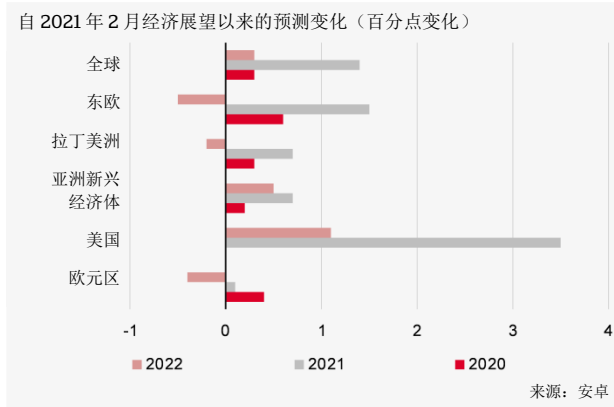
5%，成为今年增长百分比最低的地区。全球所有地区的经济复苏情况预计在 2022 年趋向平稳。

表 1.1 实际 GDP 增长率 (%) - 世界各地

	2020	2021 预测	2022 预测
欧元区	-6.7	5.0	4.6
美国	-3.5	7.0	4.3
亚洲新兴经济体	-0.1	7.7	6.0
拉丁美洲	-6.8	6.5	2.9
东欧	-2.2	5.1	3.8
全球	-3.6	6.2	4.7

来源：牛津经济研究院、安卓

1.9 美国推动预测上调



这一预测表明，在 2021 年结束前，全球经济将普遍从疫情的影响中恢复。亚洲新兴经济体和美国均已超过全球平均水平，其他地区则需要更长时间才能恢复。欧洲新兴经济体将在 2021 年结束前完全从疫情中恢复过来，拉丁美洲和欧元区则是 2022 年。

我们的预测依据是大量紧密相关的假设。第一，各国政府（尤其是美国和欧元区）能够控制疫情，有效遏制新一轮病毒或病毒变种（如德尔塔）的出现。在重新实施公共卫生管制措施的情况下，疫情持续时间短暂，经济损失得到控制。第二，持续推广疫苗接种，并且不会出现供应紧张（例如在春季经历的类似问题）。对新兴经济体而言，疫苗接种的进展更慢，因此经济复苏得更慢。疫苗意义重大，可以有效降低重症风险，极大地减少死亡病例。第三，如上所述，复苏将由消费者主导，即各家各户愿意用收入以及疫情期间的部分过剩储蓄进行消费。假定仅逐步消费部分过剩储蓄，即在 2 至 3 年内消费 5% 到 10%。大部分过剩储蓄将作为财富留存。第四，随着公共卫生管制措施的取消，政府开始缩减可推动 2021 年 GDP 增长的财政支持。虽然如此，一旦出

⁴为避免疑义，本文所指的贸易部门包括服务贸易。这不仅是考虑完整性，因为服务业约占全球贸易的 16%。更重要的是，疫情造成制造业和服务业出现差异化发展，因此需要通盘考虑。

现新一轮疫情，需要重新实施管制措施，政府依然能够提供相应支持，发达经济体尤为突出。此外，各国政府小心翼翼地策划了一个逐步撤退的直接保障，并积极推动经济复苏。虽然政府收支会因缩减财政支持而有所改善，但预计不会出现财政紧缩，其影响也不会像曾经的金融危机那样严重。

第五，我们认为在预测期间（2021-2022 年度），发达经济体不会在任何情况下收紧货币政策。在美国（以及一段时间后的欧元区），复苏基础更为稳固，加息的可能性不大，因此资产收购会有所减少。这对企业而言是好事，更重要的是，能够让各国政府以低成本进行借贷，从而推动经济复苏，或者至少避免因财政紧缩而阻碍经济复苏。上述假设看似很合理，不过这完全取决于通胀情况，我们近期便经历了一轮通货膨胀。我们假设当前的通胀率飙升与经济（尤其是服务业）的重新开放以及石油市场发展密切相关（见下章）。制造业的投入价格和供应链问题也有一定影响。但这些都是临时性事件，相关的价格上涨也是如此。第六，各大央行的充足货币供应表明，股票和住房等资产的价格仍然坚挺。因此，消费才能保持增长，尤其是在消费与财富密切相关的美国。

第七，资本支出较低、劳动力供应减少和技术增长较慢对经济的破坏力有限。政府的响应措施能够削弱对员工技能的侵蚀以及企业的解散和破产。这对于经济供给侧而言至关重要，能够基本保证供应链完好，以免供应无法满足复苏阶段压抑许久的需求，进而导致通胀率飙升。只有在疫情（更重要的是其经济影响）得到控制时，才能避免出现破坏。疫情持续时间越长，影响越大，破坏也越大。第八，我们假设贸易关系的改善能够推动贸易的顺利开展。美国与欧盟的部分贸易关系已回归正常，但中美贸易关系目前仍处于僵持状态。特朗普政府对中国采取的措施获得了民主共和两党的支持。一般来说，拜登及其代表的民主党比共和党更倾向于保护主义，不会试图迅速改变僵局。

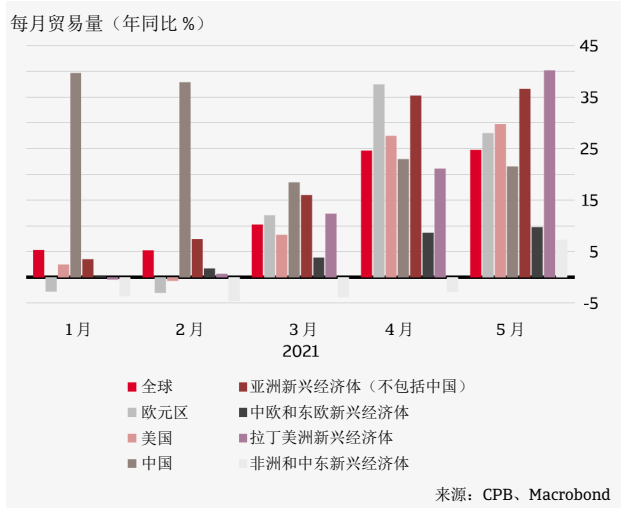
强劲贸易增长有所放缓

2020 年，全球贸易形势恶化（第二季度下跌 16%，全球服务贸易遭受的打击更为严重），随后的反弹速度快于预期。尽管存在贸易壁垒（体现为贸易成本高以及服务贸易依然低迷），我们仍预计贸易将持续复苏。全球贸易的增长速度预计将超过全球 GDP 增长率，2021 年达到 8% 至 10%，2022 年为 6%。⁴

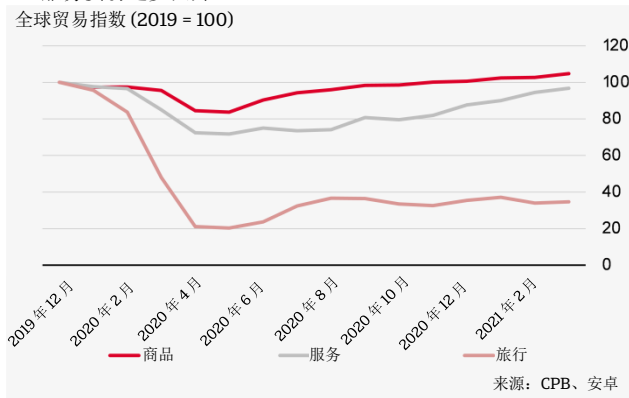
商品贸易在崩溃六个月后已恢复至疫情前的水平。此次复苏涉及的范围非常广泛，2021 年初，汽车、资本货物、消费品和工业用品甚至已经高于疫情前的水平。截至 2021 年 5 月的数据展现出贸易增长的弹性，今年前几个月，中国相较其他市场表现抢眼，到今年 3 月前一直领先其他地区。⁵

⁵图 1.10 展现了 2021 年前五个月的贸易增长。在评估上述数字时，请读者注意所谓“基数”效应，即由于 2020 年初贸易崩溃，导致每月的同比年化贸易增长数据相当极端。

1.10 2021 年预计贸易增长率



1.11 服务贸易逐步回升



与商品贸易相比，服务业的复苏速度要慢很多，而且不同地区和部门之间的差异较大。虽然通信和金融服务在 2021 年春季已恢复至疫情前的水平，但由于旅游业低迷，旅游服务只恢复到疫情前的 65%，甚至更低。在各个地区，这一情况也相当不均衡。东亚和太平洋地区的服务贸易发展势头强劲，2020 年下半年便已恢复到疫情前的水平。其他地区则较为落后，主要原因是服务业实施了管制措施，（跨境）旅行受到的影响最大。即使在没有爆发疫情的国家，入境人数也会受到限制。

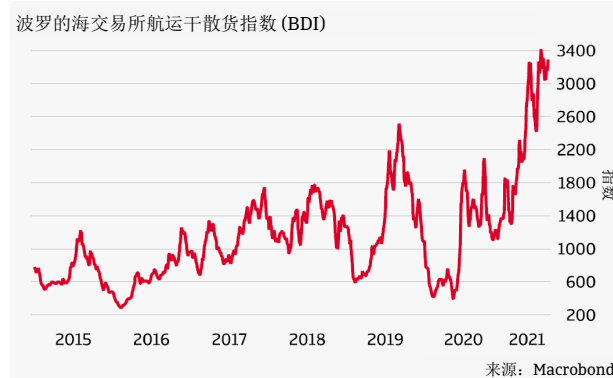
根据我们对疫情消退的基准假设，在未来几个月，贸易复苏势头强劲，制造业相关的服务业会加快复苏速度。全球供应链当前面临供应瓶颈和压力，贸易成本提高，贸易受阻，不过这种情况将在未来一年半内消失。随着贸易增长放缓，集装箱运能提高，与新冠疫情相关的海关和其他物流处理期限放宽，供应瓶颈（主要表现为波罗的海干散货指数很高，见图 1.12）将得到缓解。

⁶ 《全球经济展望》第 3 章：高贸易成本，世界银行，2021 年 6 月。

⁷ 争议在于双方向两家飞机制造商提供的补贴。

此外，企业已在着手解决全球供应链压力，以提高适应性，缓解物流问题。相关措施包括供应商和生产网点多元化，为贸易铺平道路。

1.12 服务贸易逐步回升



这些变化对全球贸易而言是好消息，但从长远来看，全球贸易增长率依然会下跌，逐渐靠近全球 GDP 增长率。贸易弹性（GDP 变化导致的贸易增长变化）在 1990 年至 2011 年期间为 2.2，之后十年却下降到 1 左右。⁶ 这是由几个结构性因素造成的。全球需求构成已转向新兴经济体。但此类经济体通常相对封闭，交易量低于产量。此外，各国（尤其是中国）在发展过程中摆脱了投资主导型增长模式，即密集型贸易增长减少。全球供应链也已成熟，自 2011 年起，供应链在全球贸易中的整体份额增长停滞。其他决定性因素包括贸易紧张局势、劳动力成本上升以及政治局势造成的供应风险增加。此外，贸易自由化停滞不前，深究其原因说是关税，不如说是监管和非关税壁垒。⁷

贸易状况整体喜忧参半。不过，自 2021 年初拜登政府履职后，情况肯定有所改善。尤其是，美国的贸易事务倾向于采取协作形式，更加容易预测，贸易政策的不确定性已明显减少。此外，美国和欧盟之间的贸易战氛围如今也偃旗息鼓。布鲁塞尔和华盛顿近期就长达 17 年的空客-波音贸易争端达成协议，以免彼此征收惩罚性关税。这一目标有望促成甚至改善常态化关系。⁷

然而，美中贸易关系的走向截然不同。特朗普政府将中国经济方案相关的国际竞争力问题（国有企业和大规模补贴在其中发挥关键作用）列为关注重点。这在美国和欧盟均得到了左右党派的批准。以前的美国政府对进口美国商品的一系列关税、征税和承诺方面可能更加谨慎。⁸ 对此，拜登政府暂未采取任何动作。与此同时，虽然对中国而言，履行进口承诺明显极为困难（迄今为止，进口量仍远低于承诺要求），但美国并未进一步征收关税。如今，贸易战似乎更像是进入了休战期，这种状态预计会在 2021-2022 年度持续下去。

⁸ 根据中美两国在 2020 年 2 月签署的所谓协议，中国承诺在 2020 年和 2021 年额外购买 2,000 亿美元的美国商品。

油价上涨不可持续

油价在经历 2020 年 4 月暴跌之后持续上涨。2021 年 2 月，每桶布伦特原油约为 50 美元，如今已高于 70 美元。据估计，截至 2022 年底的平均价格为每桶 60 美元。⁹ 期货价格印证了这一观点，市场处于所谓的现货溢价状态，这表明未来的石油交易价格较低，例如 2022 年 12 月的价格约为 60 美元。¹⁰ 为评估预测结果，我们需要考虑几大因素。

首先，市场高估了新冠疫情对全球经济的影响。如上文所述，2020 年经济衰退非常严重，其严重程度甚至超过了全球金融危机，但低于最初预期。同样，2021 年的复苏速度更快（尤其是美国），如今有望超过此前的预测水平。虽然运输部门（特别是私人航空运输）仍不景气，但其他经济部门（如制造业）的需求一直非常旺盛。疫情对 GDP 增长的影响明显减弱。这一情况无疑有助于支撑石油需求，因为在疫情高峰期，石油需求曾每日减少 900 万桶（或总需求的 16%），跌至每日 8,800 万桶。2021 年，该数字有望达到每日 9,650 万桶，2022 年进一步增加至 9,940 万桶，再次回归疫情前的水平。

其次，石油需求的潜在走势仍在上扬，但幅度较小。此次疫情对能源市场造成冲击，加快了能源消费持续从化石燃料转向可再生能源的发展趋势。这一趋势预计将持续下去。疫情期间，大众纷纷转向居家办公、网上购物的模式，旅行次数也在减少，即使此类行为慢慢退潮，也不会造成全面影响。此外，欧盟和美国的疫情后复苏计划包含大量能源过渡相关元素，支持上述更环保的行为模式，同时还将采取进一步措施，以打造更清洁的环境。因此，从长远来看，石油需求将以较慢速度增长。

第三，关于供给侧方面，油价在疫情初期降至每桶 30 美元，对此，OPEC+（传统 OPEC 成员加俄罗斯、墨西哥和哈萨克斯坦等主要石油出口国）迅速削减疫情期间的供应量，导致油价快速回升。在需求崩溃期间，这一卡特尔垄断组织迅速就生产配额达成共识，但最近的会议表明，需求一旦再次上升，往往更加难以就产量份额达成一致意见。

有几大因素对 OPEC+ 造成了影响。在过去数年中，阿联酋投资了大量资金，以期提高石油产能，创造收入，支持其经济多元化战略。然而，目前大约 30% 的产能处于闲置状态。阿联酋提高产量的期望遭到沙特阿拉伯的阻挠，后者担心俄罗斯等其他国家/地区同样出现类似需求，破坏当前的价格水平。此外，OPEC 成员国伊朗目前正在和美国就核问题展开谈判。除要求释放伊朗当前储存的 2 亿桶石油外，谈判协议可能包括解除经济制裁以及伊朗的石油产量每日增加约 100 万桶。此外，OPEC+ 担心美国页岩油生产商再次提高产量，特别是在油价达到每桶 50 美元以上的时刻。2020 年，美国页岩油生产

⁹与此前的展望数据一样，我们会参考石油供需的低弹性，这一因素可能也是围绕平均值出现巨大波动的根源。例如，假设像 2020 年春季一样，需求每天减少 900 万桶，库存首先会在石油输出国组织 (OPEC) 开始同意减产前增加，从而抑制价格的快速抬升。

商因产量暴跌、信用崩盘、破产激增等决定暂时停产。2020 年 8 月，正在运行的钻机数量跌至低点，仅为 172 台，截至今年 6 月，也仅反弹至 373 台。在价格上涨的庇护下，幸存公司逐渐从冲击中得以恢复，开始反思业务模式，向投资者派发现金红利，以重拾市场信心。但石油产量增长缓慢，拜登政府的环境政策也是一大限制因素。

1.13 油价在暴跌后强劲复苏



在此背景下，难怪 OPEC+ 一直在努力就扩大生产配额达成协议。7 月初，OPEC+ 会议被取消，原因是阿联酋和沙特阿拉伯之间存在分歧。不过，这一组织依旧在 7 月底最终达成协议，自 8 月起每月产量将增加 400,000 桶。该协议将持续至 2022 年末，从而为油价提供支撑，减少不确定性。

金属价格创历史新高并趋于平稳

随着制造业的再次反弹，金属需求（特别是钢铁、铁矿石和铜）有所上升。然而，激增的需求并未得到满足，供应方通常需要很长时间才能完成调整。此外，由于社交隔离、运输成本上升和供应链中断等因素，运输价格也有所上涨。因此，金属价格已攀升至十年以来的最高水平。也就是说，随着运输成本下跌，金属价格预计将在 2021-2022 年趋于平稳，对此，供需关系的调整也有一定影响。

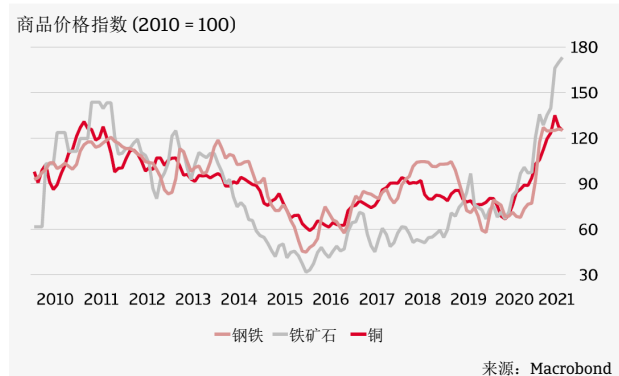
供给侧限制开始减少。随着智利生产中断的影响逐渐减轻，铜矿开采将于今年年底至 2022 年逐渐改善。由于中国政府希望减少排放，中国的钢铁产量将有所放缓，不过仍存在一些不确定性。然而，除中国外，美国和欧盟产量预计将会上升。此外，亚洲也有未使用的闲置产能可以利用。铁矿石产量的增长情况仍是未知数。在巴西，关停的矿山已重新开放，并尝试大力提高产量，但矿山重启可能受制于法律规定的约束。为缓解中国方面的需求，澳大利亚的铁矿石产量已经提高，但两国的政治紧张局势可能会阻碍进一步的增产。同时，随着服务业逐渐复苏，需求侧的价格压力预计会有所减弱。此外，由于中国

¹⁰7 月 19 日价格。请参阅：

https://www.barchart.com/futures/quotes/CB*O/futures-prices

的钢铁生产受到更多限制，铁矿石需求也将下跌。相比之下，铜的长期价格支撑主要源自电气化和低碳化趋势的发展。

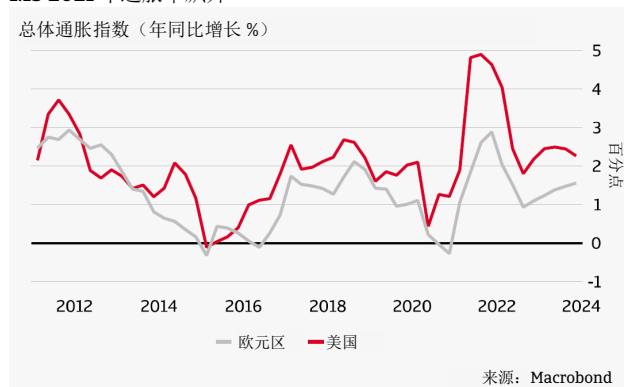
1.14 金属价格上涨



通胀率不太可能持续上涨

支撑安卓预测结果的一大关键假设是通胀率不会持续居高不下。这是目前经济政策和学术界的热议问题。美国前财部长、哈佛大学教授 Lawrence Summers 认为，除了引发经济过热，通货膨胀也是货币充足、需求加速增长环境下的主要风险。¹¹较高的通胀率可能会导致美联储过早收紧货币政策，阻碍甚至破坏美国的经济复苏。诺贝尔奖获得者 Paul Krugman 等人则更为乐观，¹²他们指出，在当前经济环境下所采取的措施不会造成长期通胀压力。

1.15 2021 年通胀率飙升



¹¹请参阅: <http://larrysummers.com/2021/05/24/the-inflation-risk-is-real/>

¹²请参阅: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-03-18/krugman-dismisses-1970s-style-inflation-risk-with-faith-in-fed>

1.16 薪资增长率有待提升



无论如何，通胀率正在上升。美国的 6 月年同比数值为 5.5%，英国为 2.5%，欧元区为 1.9%。¹³这些数字确实打破了长久以来的纪录。我们认为，根据 Paul Krugman 和许多观察家的意见，这一激增现象不会持续下去。实际上，我们预计通胀率会在 2021 年飙升，并于 2022 年恢复至较为正常的水平。

我们有许多理由支撑这一观点。第一，虽然油价大幅上涨，推高通胀，但我们认为这种现象不可持续。正如我们在上文所述，OPEC 内外部国家或地区会施压增加产量，拉低价格。第二，服务价格只是暂时性上涨。经济重新开放的速度比最初的预期更快，需求已经释放。尤其是服务业（如饭店、酒店和休闲及旅游服务）将提高价格，从消费者的消费情绪中受益。服务企业至少可以借此弥补封锁期间的部分收入损失。然而，这个机会对服务业而言只有一次，未来一年半内不太可能再次出现。第三，供应瓶颈将会得到缓解。目前，制造业仍面临供应链瓶颈，生产所需货物或可交易商品需耗费更长时间才能交付，而且成本更高。为保障交付，还需更换供应商，成本也有所增加。然而，这些瓶颈都将随着时间的推移而逐渐消散，减轻价格压力，从而降低通胀率。

更重要的是，也没有充分的理由担心通胀率会持续上升。以上便是 Krugman 的基本观点。的确，全球化已经放缓，随之而来的是节约成本的机会。促成在线购物、提高价格透明度的技术创新浪潮也可能消失。不过，人口因素（尤其是老龄化）仍在发挥作用，推动增加储蓄，并对总体需求和价格造成压力。总体而言，基本通缩因素只是有所减弱，但并未消失。如今距离 20 世纪 70 年代末至 80 年代初的通胀环境还很遥远。

虽然某些基本面因素仍在发挥作用，但我们意识到，通货膨胀始终是一种威胁。在此背景下，我们要强调的是，通胀预期得到美联储和欧洲央行 (ECB) 信誉的良好支撑。¹⁴这些机构近期采取了更为灵活的方案来实现通胀目标（见下节）。数据上的惊喜不会立即转化为货币政策措施。最后，我们没有发现工资变动，这往往能反映出更高的通胀预期。鉴于劳动力市场某些部门（例如重新开放的服务业）出现瓶颈的传闻，这种观点可

¹³新兴经济体的通胀率也在上升。

¹⁴如果这些机构开始行动，通胀情况有可能发生转变。

能有点令人惊讶。请注意，美国劳动力市场仍有 700 万人处于不太活跃的状态。在欧元区，政府提供的大量支持遏制了失业率的大幅上升。即将撤回的支持将带来更多劳动力供应，使工资面临下行压力。

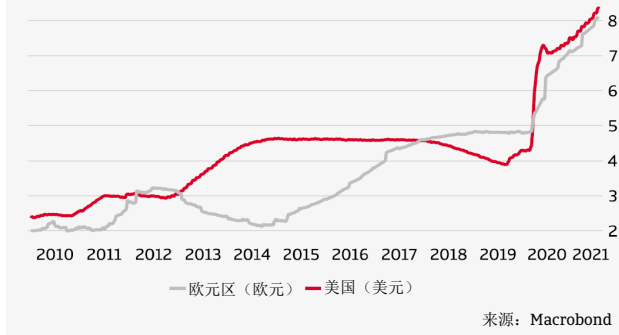
货币政策的扩张性和灵活性

过去六个月中，用于应对危机的货币政策仍然极为宽松，至少发达经济体中是如此。在政策利率维持不变，始终趋于甚至低于零的同时，美联储和欧洲央行每月分别收购 1,200 亿美元和 800-950 亿欧元的大量资产，导致全球市场上充斥着廉价资金。鉴于当前的通胀飙升只是暂时现象，此类情况预计会持续一年半。

但对部分新兴经济体而言，情况略显复杂。这些地方的疫苗接种率较低，复苏速度更慢，通胀压力也是如此。不同于发达经济体，这类国家或地区的潜在通胀根源是货币贬值，会削弱其金融市场准入壁垒（如果大量外债以美元计价）。大宗商品价格的上涨同样推高了通胀预期。因此，巴西和俄罗斯等国家或地区陆续出台了一些紧缩政策。其中至少一项因素一旦开始发挥主要作用，其他国家或地区便可能纷纷效仿。¹⁵然而，全球预计不会出现大幅收紧。

1.17 美联储和欧洲央行持续收购资产

欧洲央行和美联储平衡资产规模（万亿）

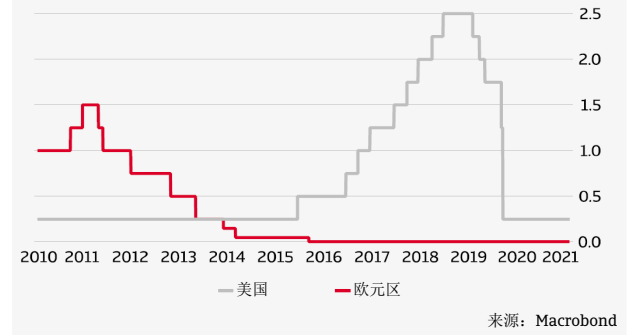


¹⁵今年，土耳其将政策利率提高 7 个百分点。这一举措与土耳其因出乎意料的经济决策（包括持续要求低利率）而信誉受损有关，同时也会威胁到土耳其里拉的安全性。

¹⁶考虑到 2013 年的“缩减恐慌”，美联储此时步履维艰。当时的美联储主席伯南克宣布美联储将开始缩减扩张性货币政策，在全球金融市场引发激烈的反弹情绪。由于新兴经济体货币贬值，全球过早出台紧缩政策，投资者纷纷涌向美国金融资产。

1.18 政策利率无变动

欧洲央行和美联储政策利率对比（每年百分比）



与此同时，美联储和欧洲央行重新制定了政策框架来提高自身灵活性，以便在通胀与经济周期不一致时留出更多的回旋余地。去年 9 月，美联储便已出台相关政策，在今年春天通胀开始上升时发挥了相应作用。它缓解了金融市场的紧缩预期，同时令可能过早紧缩导致的大量动荡有所平息。

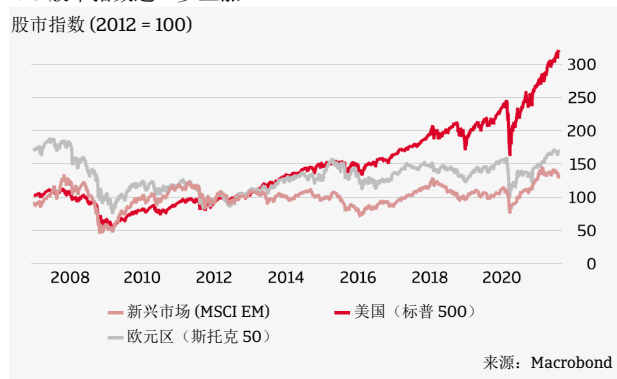
尽管如此，随着通胀率的抬升，货币紧缩政策的相关讨论也在升温，或者说，市场至少已经在讨论何时升温。¹⁶正式升温的时点应当是在 2021 年 9 月美联储会议期间，美联储的 2022 年资产收购计划预计会有所回落，随后，2023 年将实现加息。美联储对此类标志性的新冠疫情支持计划十分谨慎，而其他政策确实也在逐渐退出市场。¹⁷

2021 年 7 月上旬，欧洲央行宣布修订货币政策框架，提出在战略审查中将气候变化影响与建模相结合，并纳入潜在资产收购。虽然后面这些要素并非美联储的 9 月审查内容，但看起来欧洲央行的决策者在制定货币政策时也拥有着相似的灵活性。欧洲央行将通胀率目标定为 2%，允许向下偏离，尽量向上偏离，并强调会为后者留出空间。随着欧元区开始复苏，对于资产收购计划及超低至负政策利率将“有所缩减”的预期，欧洲央行可能会进行相应管理。由于通胀率预计不会超出预测的 2% 水平，欧洲央行目前看起来很安全。但是，这并不意味着货币政策的走向不会随着复苏势头增强发生变化。尽管如此，欧洲央行的立场仍将保持极宽松的状态。1.85 万亿欧元疫情紧急应对计划至少持续到 2022 年 3 月，到期资产再投资时间将延续至 2023 年年末。在此之前，预计不会加息。

¹⁷其中包括对大中小企业的直接贷款便利、维持信贷市场运作的便利措施以及鼓励银行继续放贷的相应举措。截至特朗普政府下台当日，主街贷款计划中只有一小部分得以延期，但目前也已失效。随着第二季度经济复苏开始，这些计划也会逐渐退出。

1.19 股市指数进一步上涨

股市指数 (2012 = 100)



1.20 新兴经济体的货币基本稳定

各国货币兑美元指数 (2013年1月 = 100)



可以得出结论, 美联储和欧洲央行将暂时维持扩张性政策。此类政策为何如此必要? 首先, 这是财政支持的前提。央行可以借此购买政府债券, 顺利提供廉价资金, 帮助政府支撑经济, 或者至少防止财政过早紧缩, 阻碍复苏 (见下节)。其次, 廉价资金在一定程度上已进入股票市场, 导致标普 500 和欧元区斯托克指数创历史新高。新兴市场指数甚至也可能达到前所未有的水平。这些收益为消费者创造“财富”效应, 刺激了消费 (尤其是在美国)。第三, 需求回升促使商业投资增加, 廉价资金有助于提供资助。股权成本低廉, 信贷也相对容易。反过来, 投资也是需求的一部分, 因此有利于推动复苏。第四, 复苏步伐较为落后的新兴经济体也有可能为政府行动提供资金。一些新兴经济体的融资成本有所增加, 但也避免了信贷短缺等更广泛的金融问题。相对稳定的汇率便印证了这一点。¹⁸有鉴于此, 我们预期货币支持将持续一段时间, 不过会随着复苏的发展而逐渐减少。

政府面临的多方平衡考验

随着复苏势头逐渐强劲, 财政支持计划预计有所放缓。从某种意义上讲, 这是政府行为的自然走向。政府出于公共卫生原因

¹⁸除土耳其里拉外, 见脚注 19

¹⁹例如, 在 2021 年第一季度, 美国破产数量同比下降近 30%, 在英国, 这一数字甚至达到 40%。我们还发现, 许多欧洲国家或地区的破产数量也在下降, 只是速度有所下滑, 例如法国 4 月的破产数量同比下降 20%, 3 月甚至接近 40%。

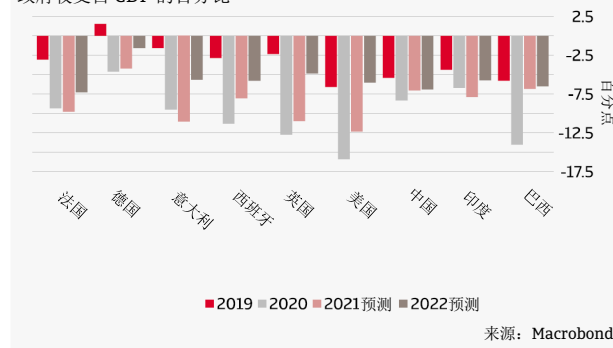
叫停部分经济生活, 受影响的企业和家庭也会得到补偿。既然公共卫生危机逐渐得到控制, 各国政府便会解除, 或者至少减少财政支持。然而, 这将是综合多方原因的平衡考验。

首先, 疫情带来的重创不局限于公共卫生领域。虽然获得了充足的财政支持, 但旅游、酒店和运输等部门的资产负债表业绩已大不如前。这一现象可能 (暂时) 无法从持续下跌的企业破产数据中得到支持,¹⁹但多家央行的企业生存能力研究表明, 财务状况不佳的企业数量有所增加。²⁰一旦政府取消支持, 2021 年的企业破产数量必然上升。这是一种自然发展过程, 因为经济体需要适应新的经济发展现状。同时, 政府应避免企业大规模破产, 以免 (部分) 缩减经济供给侧规模, 从而阻碍复苏。这需要持续的 (针对性) 支持。其次, 应对气候变化的影响是政府行动的重要议题。²¹如果没有政府的重大干预, 便无法实现《巴黎协定》将全球变暖限制在 2 摄氏度以内的气候目标。疫情为政府创造了行动机会。事实上, 在 7,500 亿欧元的“下一代欧盟”疫情后复苏计划中, 欧盟已经将气候变化纳入考虑范畴。同样, 拜登的 23 亿美元“美国就业计划”旨在解决环境问题。

第三, 虽然政府在未来经济中发挥的作用很可能比疫情前更大, 但这不代表已经取消管制, 只是暂停执行公共财政方面的 (特别是预算赤字和债务占 GDP 比率) 相关规定而已 (这是为抗击疫情采取的应急措施)。2020 年, 发达市场的平均总体预算赤字接近 12%, 新兴经济体的平均总体预算赤字接近 10%。全球平均公共债务攀升至 GDP 的 97%, 比疫情前的预测值激增 13%。²²即使有央行充分支持, 这种情况也无法持续下去, 政府最终不得不控制自身支出。

1.21 预算赤字下降

政府收支占 GDP 的百分比



²⁰例如, 请参阅欧洲央行的情况:

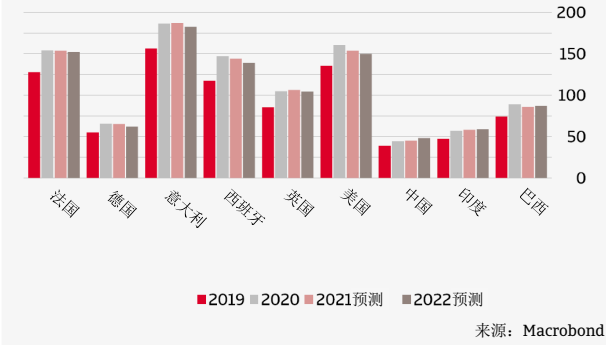
<https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202105-757f727fe4.en.html>

²¹除气候变化外, 主要议题还包括数字化和包容性。

²²数据源自国际货币基金组织 (IMF) 2021 年 4 月发布的《财政监测报告》。

1.22 2020 年遭受冲击后债务比率趋于稳定

政府债务占 GDP 的百分比



我们假设政府能够有效采取行动，在某种程度上主导经济调整（应对气候变化），并在需要时为有生存能力的企业提供支持，这一切限制的前提是公共财政健康。预算赤字有望降低，在这方面，美国尤其突出。2020 年，美国的预算赤字占 GDP 的 15%，2021 年可能降至 GDP 的 10% 左右，2022 年降至 GDP 的 5%。急剧增长的公共债务占 GDP 比率将趋于稳定，不再下跌。这一常态化过程无需任何规模的财政紧缩政策。疫情支持一揽子计划到期以及分母效应即可实现这一目标。因此，我们认为各国政府能够恢复至疫情前的公共财政健康状况，当然，这无疑也会导致公共债务增加。

下行风险：疫苗难以抵御病毒变种

本章介绍了全球经济的基准情景——即安卓认定最可能发生的情景，²³但也不能排除其他情况。从积极层面来说，我们目前设想的以消费者主导的复苏有可能转变为消费者热潮。这意味着，相比基准情景，封锁期间积累的大量非自愿储蓄会有更大比例被花掉，促成提高消费、投资及情绪的良性循环。在这种情况下，还会假设政府能够有效控制疫情。

下行风险在于，疫苗接种效果可能不足以抵御德尔塔等变异病毒，因此无法实现这一程度的控制。因此，政府需要在 2021 年第三季度重新实施比过去一年更加严格的管制措施，持续到 2021-2022 年度。在一定程度上，这种情况会让人想起 2020 年春季的公共卫生危机。消费可能再度恶化，积极情景下的消费、投资和情绪良性循环并未出现，反而形成恶性循环，拖累全球经济下行。股票市场遭受重大冲击，造成负面财富效应，推高储蓄。货币政策将更具扩张性，尤其是在资产收购方面。这一措施能够缓解风险认知增强、风险溢价上升导致的财政成本上涨压力。不可避免的一个结果是企业支出会面临额外限制。此外，政府支持的融资成本也将提高，刺激规模不再如 2020 年那样庞大。相比基准情景，供给侧破坏加重，企业破产和失业增加的情况也无法避免。在 2021 年复苏情况不

乐观的同时，2022 年的经济表现将大受打击。但是，我们目前认为这种情况的可能性不大。

表 1.2 实际 GDP 增长率 (%) - 两种情况

	基准			疫苗效力有限		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
欧元区	-6.7	5.0	4.6	-6.7	3.0	1.2
美国	-3.5	7.0	4.3	-3.5	4.7	0.4
亚洲新兴经济体	-0.1	7.7	6.0	-0.1	5.2	2.9
拉丁美洲	-6.8	6.5	2.9	-6.8	5.7	1.2
东欧	-2.2	5.1	3.8	-2.2	3.0	1.6
全球	-3.6	6.2	4.7	-3.6	4.5	1.8

来源：牛津经济研究院、安卓

²³我们的观点基于牛津经济研究院提供的情景构建。

2. 主要经济体的发展

发达经济体回归危机前水平

2021年上半年，发达经济体的经济反弹提速，有望在今年超过危机前的水平。纵观历史，主要市场的巨额财政救济法案可以让这些经济体避免更加严重的衰退，促进复苏顺利进行。然而，新冠疫情仍然对经济反弹构成威胁，特别是新的变种（如传染性更强的德尔塔）导致感染人数和不确定性均有所增加。只要局势得到控制，无需再次实施严格的全国封锁，发达市场有望在2021和2022年分别实现5.8%和4.2%的增长。

表 2.1 实际 GDP 增长率 (%) - 发达市场

	2020	2021 预测	2022 预测
欧元区	-6.7	5.0	4.6
美国	-3.5	7.0	4.3
英国	-9.8	7.3	6.7
日本	-4.7	2.6	2.8
发达经济体	-4.6	5.8	4.2

来源：牛津经济研究院、安卓

欧元区

虽然疫苗接种活动不断推进，但欧元区仍在与新冠病毒作斗争。由于德尔塔的传播，欧洲的感染人数再次爆发（图 2.1）。我们预计，在经历去年 6.7%（英国以外主要发达市场的最高跌幅）的严重衰退后，2021 年的 GDP 增长率将达到 5.0%，2022 年为 4.6%。

表 2.2 实际 GDP 增长率 (%) - 欧元区

	2020	2021 预测	2022 预测
奥地利	-6.4	3.6	4.7
比利时	-6.3	5.4	3.7
法国	-8.0	6.0	4.8
德国	-5.1	3.6	4.6
希腊	-7.8	5.7	5.9
爱尔兰	5.9	7.1	2.4
意大利	-8.9	5.5	4.8
荷兰	-3.8	3.0	3.4
葡萄牙	-7.6	4.3	5.4
西班牙	-10.8	6.6	6.1
欧元区	-6.7	5.0	4.6

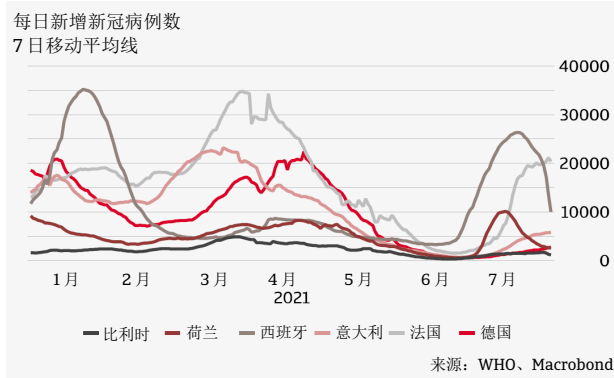
来源：牛津经济研究院、安卓

最新数据显示，继第一季度下跌 -0.3% 后，2021 年第二季度欧元区的 GDP 季度环比增长率达到 2.0%。随着疫苗接种的持续进行，未来几个月有可能取消更多的管制措施。一旦进一步解禁，经济活动预计将在 2021 年下半年加速。调查显示，随着需要频繁接触的经济活动走向正常化，服务业活动出现强劲复苏。7 月，综合采购经理人指数 (PMI) 数值为 60.2，高于 6 月的 59.5。制造业和服务业的分项指标信心均高于中性水平。7 月，制造业 PMI 相对前一个月的历史最高水平 (63.4) 出现小幅下跌，达到 62.8。然而，由于原料交货时间达到 7 月以来的最高水平，制造业正在面临某些供给方面的挑战。

到 2022 年底，所有成员国的 GDP 预计均能恢复至疫情前的水平，但复苏速度极不均衡。在大国中，德国和荷兰的差距将在 2021 年第三季度缩小，西班牙和意大利将在一年后，即 2022 年第三季度缩小。南欧国家的经济构成更加依赖旅游，但旅游业在 2021 年仍会受到疫情相关管制措施的影响，因而此类国家的经济较为脆弱。

基准预测的下行风险主要与疫情的未进程有关。我们发现，在许多欧洲国家或地区，德尔塔会在尚未接种疫苗的年轻群体中迅速传播。也就是说，大多数国家或地区的住院人数正在下跌，这也是许多（但并非所有）国家或地区放宽管制措施的原因。由于病例数再次上升，葡萄牙、西班牙、意大利和荷兰等多个国家或地区最近几周均收紧了防疫措施。

2.1 每日新增新冠病例数



外需增加，改善出口

疫情造成世界各地供应减少、边境封锁、行动受限，全球贸易于 2020 年骤然崩塌。因此，欧元区去年的出口额急剧萎缩 9.6%。由于新一轮疫情复燃，政府加强管制措施，全球经济刚迈入 2021 年便处于疲软状态。当前的调查数据表明，全球经济终于出现强劲的复苏势头。自我们发布 2 月经济展望至今，美国和需求英国的需求强于预期，国外需求已作向上修正。2021 年第一季度，欧元区出口增速放缓（季度环比增长 1.0%），其原因是英国脱欧以及装运和原料相关限制造成供应中断。但在 2021 年下半年，我们预计出口和旅游业将出现强劲反弹。虽然供应问题造成部分阻碍，但出口导向型的制造业增长率依然颇为强劲。总体而言，在 2021 年，商品和服务出口额预计平均增长 9.1%，2022 年增长 6.1%。

经济重新开放后消费回暖

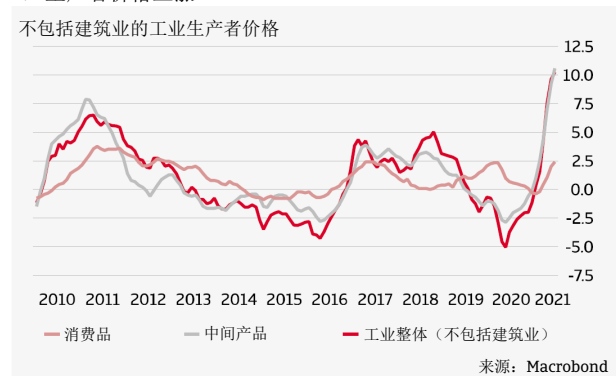
封锁措施严重扰乱了 2020 年的私人消费，年同比下跌 8.0%。因新冠病例增加，管制更为严格，2021 年第一季度的家庭消费下降 2.3%。但自 2021 年 4 月以来，流动性大幅增长，说明截至 2021 年第二季度，私人消费出现强劲反弹。我们预计 2021 年的私人消费同比增长 3.6%。2022 年，随着劳动力市场进一步复苏，以及今年消费增长带来的积极溢出效应，私人消费增长率有望达到 7.1%。

此次疫情对欧元区劳动力市场造成了严重冲击，2020 年上半年累计失业 470 万人。实施的休假计划遏制了失业率的大幅上升。随着经济部分重新开放以及财政刺激一揽子计划的实施，2020 年下半年和 2021 年第一季度的就业增长率再次呈上升趋势（增长 200 万）。经历 2020 年上半年的增长之后，失业率自 2020 年 8 月起再次下降，目前为 7.7%（2021 年 6 月）。据估计，就业安定计划所涵盖的劳动者人数约占 2021 年 3 月劳动力的 6%，低于 2020 年 4 月的 20% 左右。今年剩余时间的失业率有望基本保持稳定。2021 年的工资预计不会加速增长，原因是劳动力市场仍有大量闲置资源。

能源价格上涨及供应瓶颈推高通胀

2021 年，一系列因素将推动通胀远超去年水平。5 月，欧元区通胀率升至 2%，达到 2018 年年底以来的最高水平，而且在 6 月仍居高不下 (1.9%)。这一现象的驱动因素是能源通胀 (12.5%)，其他因素（非能源工业产品、服务和食品）的作用很小。到秋季，通胀率可能会进一步上升，主要是由于德国临时降低了增值税。需求增加及价值链中断问题可能导致某些部门的生产成本上升，更多转嫁给消费者。工业部门的生产者价格能够反映出通胀率的上涨。销售价格上涨是普遍现象，但中间产品尤其显著，主要涉及是木材、纸张、橡胶、塑料制品和初级金属的生产。最新的制造业 PMI 也表明，交货时间有所延长，采购和销售价格出现上涨。

2.2 生产者价格上涨



虽然生产链的某些环节存在价格压力，但我们认为通胀率可能会保持较低水平，在一定程度上说明工资压力低，经济仍显著疲软，并且欧元汇率有所升值。2021 年第一季度，协商工资增长率大幅降低，可能是由于新冠疫情对劳动力市场的延迟效应。作为实际工资增长指标的每小时薪酬仍然相当强劲，但这主要是就业安定和临时裁员计划所带来的影响（就业减少，但提高了留存劳动力的每小时工资）。鉴于潜在价格压力疲弱，我们预计 2021 年的平均通胀率为 2.1%，2022 年将放缓至 1.4%。

2021 年继续实施财政支持

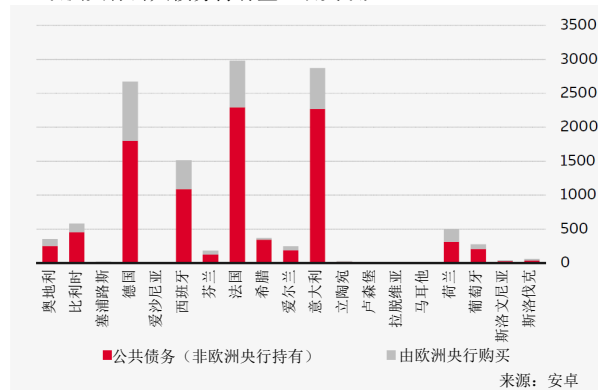
由于疫情期间强有力的财政应对措施，欧元区的预算赤字大幅增加，从 2019 年占 GDP 的 0.6% 增至 2020 年的 7.4%。在 2021 年的新一轮疫情侵袭下，许多紧急措施得以在欧元区的多个国家或地区继续沿用，政府还推出了额外的复苏支持政策。因此，我们预计今年的预算赤字只会略有改善，欧元区整体将达到 GDP 的 6.9%。随着疫情消退以及临时支持措施的逐步取消，2022 年预计会实行财政紧缩，将欧元区的预算赤字降至 GDP 的 4.1%。由于采取刺激措施，2021 年的欧元区政府债务几乎增长至 GDP 的 100%，2022 年将大致保持在这一水平。

作为国家财政措施的补充，7,500 亿欧元的“下一代欧盟 (NGEU)”一揽子计划也将发挥作用。2021 至 2023 年，“下一代欧盟”一揽子计划将刺激 GDP 实现每年约 0.5% 的增长率。截至目前，除荷兰和拉脱维亚外，所有成员国均已向欧盟委员会提交经济复苏计划。欧盟委员会希望将至少 50% 的资金用于绿色经济和数字化。根据欧盟预算计划中针对具体国家的建议，资金分配取决于成员国在改革和绿色经济方面的义务。

货币支持依然宽松

欧洲央行 (ECB) 将在未来几年保持宽松的货币政策。我们在第 1 章中介绍了欧洲央行实施的战略审查，其结果是欧洲央行明确了 2% 的“对称性”通胀目标，而非“接近但低于 2%”的目标。此外，我们还介绍了计划购买 1.85 万亿债券的疫情紧急应对收购计划 (PEPP)。自疫情爆发以来，欧洲央行的资产持有量一直迅速增长。总体而言，欧洲央行的资产负债表中持有欧元区中央政府所发行全部公共债务的 30%。融资条件也依旧保持宽松。

2.3 欧洲央行公共债务持有量 (名义欧元)



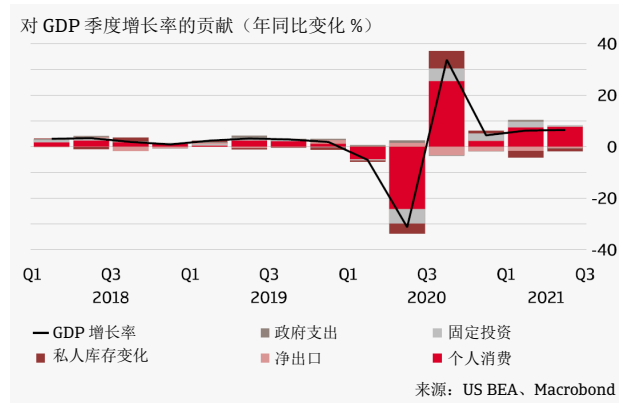
主权债务收益率在疫情爆发时开始飙升，但在欧洲央行推出 PEPP 后迅速下降。有利的融资条件使各国能够承担更多债务来应对新冠疫情。鉴于欧元区的债务规模 (占 GDP 的 100%)，对公共财政的可持续性而言，必须将融资条件维持在可承受范围。对于债务比率高于平均水平的国家或地区 (尤其是意大利、法国、西班牙和葡萄牙)，这一点更为重要。政府债务取得相对长期的融资，才能实现可持续性。加息不会立即大幅提高借贷成本。在资产收购计划的推动下，有利的融资条件依然会令银行受益。许多银行还凭借极为有利的条件，利用具有针对性的长期再融资业务 (TLTRO) 取代了部分市场主导的职能。

美国的复苏速度达到峰值

自我们发布 2 月经济展望至今，美国的经济前景已有显著改善。疫苗接种速度加快，经济在上半年重新开放，加上 2020 年的基数本来就特别低，因此其复苏速度达到峰值。美国国会在春季批准新增 1.9 万亿美元的财政刺激方案，进一步发挥了

推动作用。相比六个月前预测的 4.2%，美国今年的 GDP 目前有望增长 7.0%，实现 1984 年以来的最高年度增长率。

2.4 消费者为王



2021 年第二季度，经济同比增长 6.5%，低于预期，但已超过危机前的水平。供应链问题限制了补充库存以满足国内强劲的需求能力。强劲的国内需求也导致进口增长快于出口，拖累整体 GDP 增长率。私人消费持续推动美国经济复苏，2021 年剩余时间和 2022 年预计仍会如此。

财政刺激措施包括对个人的大力支持，随着公共卫生危机逐步解除，乐观情绪不断上扬。2020 年，面对封锁和疫情的不确定性，个人储蓄率一路攀升，达到 16.2% 的历史高位，为 2021 和 2022 年释放压抑许久的需求提供了更多的可支配收入。美联储估计，在疫情期间美国家庭积累了 2.6 万亿美元的过剩流动性储蓄。劳动力市场的复苏进一步支撑了消费者的乐观情绪。2021 年 6 月，失业率为 5.9%，低于 2020 年 4 月的峰值 14.8%。劳动力供给限制也在推动工资不断增长，相比 2020 年提高了 3.6%。劳动力参与率仍然相对较低，为 61.6% (类似数据上一次出现在 20 世纪 70 年代末)，给工资带来进一步的上涨压力。

虽然劳动力市场正在不断壮大，增加工资，推高物价，但美联储预计在短期内不会采取货币紧缩措施。正如第 1 章所述，我们预计通胀率飙升只是暂时现象，美联储尚未考虑通过改善劳动力市场来提振市场信心，以实现“广泛而包容”的经济复苏。随着疫情的持续改善，更多劳动力将重返市场，从而推动就业率加速增长。在美国的某些州，新冠病例数的上升增加了经济复苏遭遇动荡的风险。由于托儿服务愈发便利，加上紧急失业救济金到期，劳动力供应会持续增长。随着供给增加，满足需求，工资上涨的压力便会得到缓解。

在美联储政策信誉的支撑下，通胀预期仍然稳固。价格增长的一大风险在于，激进的财政刺激导致经济过热，但这种风险也在下降。美国救援计划的财政刺激将于 2022 年迅速退出，美国就业计划中任何额外刺激措施支付速度将会放缓。这应该会缓解价格的上行压力，我们预计，今年的核心个人消费支出 (PCE) 通胀率平均为 3.2%，高于目标值，但会受到限制。

因此，预计美联储会在 2023 年开始加息，但可能在 2022 年初开始逐步缩减量化宽松政策。

相比六个月前，2022 年的增长前景也有所改善（基数为 3.4%，达到 4.3%），潜在的 1.7 万亿美元美国就业计划 (AJP) 可能会进一步造成上行风险。AJP 目前正处于谈判当中。美国参议院于 2021 年 8 月通过了一项 1.0 万亿美元的基础设施法案，其他法案可能会在今年秋季晚些时候跟进。但是，新冠疫情依旧对经济复苏构成风险。随着疫苗接种速度放缓以及更具传染性的变种逐步传播，经济表现可能不如当前预期。

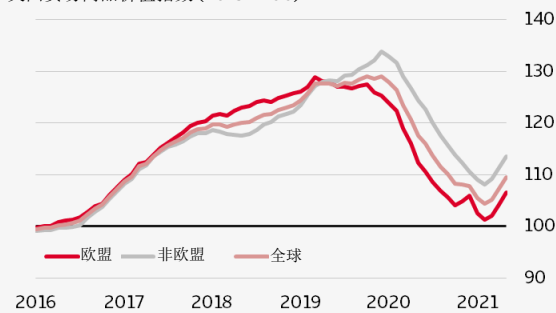
英国经济反弹仍面临下行风险

英国的经济前景比 2020 年初要好得多，但预计仍无法在 2022 年之前恢复至危机前的水平。在第三次全国封锁期间，英国经济活动表现出的弹性超出预期，4 月以来，随着管制措施放宽，经济活动强劲反弹。由于出现了传染性更强的新冠病毒德尔塔，英国在 6 月将放宽管制的时间推迟四周，增长势头暂时放缓，也增加了下行风险。然而，2021 年剩余时间的前景仍然强劲，年度 GDP 预计增长 7.3%。2022 年，预计将增长 6.7%。

英国脱欧给英国与欧盟之间的贸易带来额外压力

由于新冠疫情爆发，全球贸易在过去一年出现显著下滑，此外，英国与欧盟之间的贸易还受到了英国脱欧的打击。通过控制疫情相关的波动性，我们计算出英国和欧盟之间的贸易自 2018 年底以来下降了 15.3%。相比之下，英国与世界其他地区的贸易只收缩了 7.0%*。我们以 2018 年底为基准，因为这是英国脱欧截止日期前的最后一个阶段，而疫情增加了贸易流动的波动性。自 2019 年以来，不确定性本身就导致贸易流动停滞，预计的英国脱欧期限一再变动。自 2016 年英国公投决定退出欧盟后，2020 年经济形势急剧恶化（疫情也是推手之一），几乎抹去了英国与欧盟之间的所有贸易收益。虽然仍以零关税进行商品贸易，但繁琐的文书工作和监管不确定性增加等非关税壁垒也在限制贸易发展。这一现象尤其不利于机械和运输设备的贸易，该部门几乎占据双边贸易下滑份额的半壁江山。最重要的是，围绕《北爱尔兰议定书》的争议不断，加剧了紧张局势，进一步增加了不确定性。因此，我们预计，随着全球经济回归“正常”，英国与欧盟之间的贸易复苏速度将比其他地区慢，也更坎坷。

英国贸易商品价值指数 (2015 = 100)



来源：英国国家统计局 (ONS)、安卓

* 最新数据截至 2021 年 5 月。如需深入分析，请查阅“英国脱欧扰乱英欧贸易”：<https://group.atradius.com/publications/economic-research/brexit-disrupts-UK-EU-trade-june-2021.html>

随着酒店业的强劲增长，消费者正在推动英国的复苏。由于最后的管制措施已经解除，这一势头预计将持续下去。自 7 月底以来，新冠病例数开始下降，这对消费者信心来说是个好兆头。非消费相关部门面临增长放缓问题，制造业受到供应链中断的制约。

公共政策是经济复苏以及防止疫情造成严重破坏的关键。政府资助的贷款计划有助于将企业破产率保持在较低水平，就业安定计划则预防了失业率的大幅上升。这些计划定于秋季退出，留出了几个月的经济调整时间。随着家庭资产负债表不断增强，劳动力需求迅速回升，预计不会出现失业率大幅上升或消费大幅下滑的现象。货币政策也将继续提供支持，利率持平 (0.1%)，资产收购计划会逐渐缩减。

日本：东京奥运会的刺激微乎其微

由于疫情爆发，日本的 GDP 在 2020 年收缩 4.7%，抑制了家庭和企业支出，同时导致出口下滑。日本经济在 2020 年下半年开始复苏，但在 2021 年初遭遇暂时性回缩。2021 年 1 月和 4 月，日本政府宣布感染人数上升的县进入紧急状态。然而，这些措施并不足以阻止新病毒变种的传播。日本的疫苗接种率落后于多数其他经合组织 (OECD) 国家，只有约 47% 的人口接种了至少一剂疫苗。虽然感染人数增加，但我们预测经济复苏速度将在 2021 年下半年加快，2021 年 GDP 增长 2.6%，2022 年增长 2.9%。

日本经济在 2020 年下半年出现反弹，但由于新冠疫情的破坏性影响，去年的出口额仍下降 12%。日本已经深度融入亚洲供应链，从该地区进口原材料和投入品，并生产位于价值链高端的商品。2021 年的出口增长得益于中国的强劲需求、发达的制造业以及美国的大规模财政刺激（美国是日本最重要的出口伙伴）。然而，汽车行业正面临供应链中断带来的一些压力。

就日本国内而言，近期数据表明，虽然东京和其他几个县处于紧急状态，但 2021 年春季的私人消费仍然具有弹性。随着疫苗接种取得进展，消费预计有所改善，但由于治疗新冠患者的医疗能力有限，消费仍然容易受到健康相关风险的影响。由于东京奥运会是在紧急状态下举行，在消费方面的经济利益相当有限。因政府在疫情期间提供广泛财政支持，失业率较低。2021 年，由于国外需求强劲、技术转型加快以及结构性因素，私人投资将有所改善。在日本企业的支持下，未来几年有望保持较高研发投资水平，主要涉及汽车行业（开发下一代汽车技术）和数字化业务。

新兴经济体

尽管全球经济在 2021 年增长强劲，但许多新兴市场经济体 (EME) 仍处于落后状态，仍然需要与爆发的疫情抗争。在亚洲，疫情原本相对得到控制，但最近几个月德尔塔又开始蔓延。拉丁美洲是全球感染率最高的地区之一。与发达经济体相比，新兴市场的疫苗推广进展缓慢。此外，由于财政扩张的空间更为有限，难以提供支持来抵消公共卫生管制措施对经济的负面影响。2021 年下半年，随着国内管制措施逐步放宽，全球经济有所改善，可能会出现更强劲的反弹。今年，新兴市场经济体的经济增长率预计将达到 6.9%，并在 2022 年实现 5.3% 的增长。

表 2.3 实际 GDP 增长率 (%) - 新兴市场

	2020	2021 预测	2022 预测
亚洲新兴经济体	-0.1	7.7	6.0
拉丁美洲	-6.8	6.5	2.9
东欧	-2.2	5.1	3.8
中东和北非 (MENA)	-4.8	3.9	4.1
撒哈拉以南非洲	-2.7	3.8	3.8
新兴市场	-1.6	6.9	5.3

来源：牛津经济研究院、安卓

亚洲：中国和印度

中国经济屡次从疫情中快速复苏，主要得益于采取了强有力的管制措施和快速的政策行动，减轻了危机带来的影响。中国应对新冠疫情的方法是对出现病毒的地区实施严格管控。在疫苗接种率方面，中国落后于大多数主要经济体。这表明，中国仍然容易受到散发性聚集疫情的影响。假设中国能持续控制疫情，我们预测今年的增长率将达到 8.4%。之后，随着基数效应消散，经济将恢复到疫情前的增长趋势，在 2022 年实现 6.1% 的增长。

2021 年，我们预计家庭消费和企业投资额将超过房地产和基础设施，成为增长驱动力。随着消费者对自身经济状况和公共卫生状况的满意度提升，2021 年的消费增长可能加快。宏观政策将继续支撑制造业投资，并从房地产和基础设施支出领域转移。广东省面临运输瓶颈，全球需求从商品转移至服务，对中国的出口增长产生了影响。但是，2021 年剩余时间出口增长有望恢复，原因是一些供应链和发货延迟问题将得到解决。

我们预计，随着经济复苏势头增强，货币政策将变得更加中性。新冠疫情期间的货币政策支持一直倾向于非利率工具，基准利率在大约一年时间中保持不变。房地产市场出台了紧缩措施以避免通胀，然而，这种泡沫已经出现。由于大多数部门的复苏势头强劲，财政政策提供的支持将少于 2020 年，但部分支持措施仍将延续。例如，正在开展债务逐案延期偿付，遭受

危机打击的企业可以继续结转总计八年的损失。政府还对遭受冲击最严重的企业减免了部分社保缴纳金额。话虽如此，疫情仍是中国经济面临的重要下行风险。在没有大规模疫苗接种的情况下，仍然无法重新全面开放边境，恢复客运量。

在 2020 年收缩 7.0% 之后，印度的经济增长率预计将在 2021 年反弹至 9.1%。这种增长数据几乎完全归功于 2020 年的低基数。2022 年，GDP 预计增长 7.1%。

2 月以来的新冠感染激增现象正在阻碍复苏。自 1 月至 5 月初，感染人数迅速上升，第二轮疫情高峰时期的每日新增病例约为 400,000 例。疫苗接种工作进展缓慢。针对性的封锁方法、不太严格的管制以及有弹性的消费者和企业行为可能会减轻第二轮疫情造成的经济影响。为帮助个人和小企业应对第二轮疫情，印度政府不断提高疫苗接种率，央行也在采取宽松措施，下半年经济有望实现复苏。政府在第二轮疫情爆发前便推出的消费刺激政策也将推动经济增长。但相比其他主要经济体，印度政府提供的直接支持程度有限（占 GDP 的 3.5%）。印度储备银行 (RBI) 已表示有意在必要时保持宽松立场。鉴于复苏速度缓慢带来的风险，预计印度储备银行会将加息推迟到 2022 年年中。

拉丁美洲：巴西和墨西哥

2020 年急剧下跌 6.8% 后，拉丁美洲的 GDP 预计将在 2021 年增长 6.5%。墨西哥、巴西和阿根廷等较大国家共登记有 2700 万新冠病例，约占全球病例的 14%（同时占世界人口的 5%）。考虑到人口规模，乌拉圭、阿根廷、巴拿马、哥伦比亚和巴西是全球感染率最高的国家。除乌拉圭和智利外，该地区的疫苗接种推广速度均慢于大多数发达市场。

在巴西，3 月和 4 月出现了第三轮感染，死亡人数创疫情以来的历史新高。不过，巴西的疫苗接种推广速度正在加快，53% 的人口至少已部分接种疫苗。这一数字仍低于某些拉美国家，鉴于巴西在传染病方面的丰富经验，该比例并未达到预期水平。由于总统波索那罗缺乏前瞻意识，造成疫苗供应短缺，巴西因此与其他新兴市场的表现持平。巴西原本在 2020 年时经济表现相对良好，仅下滑 4.4%，低于邻国。原因是该国的经济相对多样化，劳动力市场中的非正式就业比例较低，远程工作的可能性更大。此外，政府提供了规模可观的财政方案（占 GDP 的 12%）以控制经济损失；去年，巴西甚至成功降低了贫困率。

GDP 有望在 2021 年增长 5.7%，并于 2022 年增长 2.1%。虽然出现第三轮感染，但由于去年的积极溢出效应和强劲的国内需求，2021 年上半年的经济表现良好。2021 年下半年，随着更有效地推广疫苗接种，改进公共卫生管制措施，家庭消费和出口额将继续增长。在全球需求复苏的情况下，因巴西雷亚尔贬值，国内工资增长缓慢，巴西出口商获得了竞争优势。由于公共债务接近 GDP 的 90%，2021 年提供额外财政支持的空间有限。如何在保护穷人和确保可持续的公共财政之间取得适当平衡，这将成为政府面临的挑战。此外，通胀率上升

（6月份同比增长8.3%），也导致货币政策更加紧缩。自2021年初以来，巴西央行已累计将政策利率上调325个基点。

在墨西哥，自5月中旬以来，因传染性更强的德尔塔在未接种疫苗的年轻人中成为主导毒株，新冠病例再次增加。墨西哥将受益于美国的强劲复苏，推动墨西哥的出口增长以及旅游业的消费需求。在汇款和疫苗推广的推动下，私人消费会逐步增长。然而，墨西哥AMLO政府持续推动不利于商业发展的经济政策，导致投资者面临不确定性，固定投资减少。疫情期间的财政支持比例很低，2020年仅占GDP的1%。货币政策宽松程度不及其他主要新兴市场。不过，强劲的外部需求能够促进复苏，预计到2022年初，GDP将恢复至疫情前的水平。总体而言，我们预计GDP将于2021年实现6.2%的反弹，2022年增长3.2%。

东欧：俄罗斯和土耳其

继2020年下降2.2%后，2021年东欧的GDP可能实现5.1%的增长。俄罗斯去年经历了相对轻微的衰退，与其他多数国家或地区相比，管制时间较短，且相对不太严格。在全球需求强劲反弹及国内V型复苏的推动下，俄罗斯经济今年有望增长2.5%。地缘政治紧张局势的缓解和大宗商品价格的上涨也改善了市场情绪。虽然在最近几周疫苗接种速度有所加快，但只有26%的人口部分接种疫苗。自5月以来，俄罗斯的新冠感染人数不断增加，也促使民众更为积极地参与疫苗接种活动，这有助于避免实施管制措施，进而影响社会活动。私人消费预计将成为2021年的主要增长动力，不过，这更倾向于机械性反弹。家庭财政状况仍然捉襟见肘，我们预计家庭消费要到2022年才能恢复至疫情前的水平。2021年投资将有所增长，但仍受到OPEC+协议的约束，因为石油产量限制将至少持续到2022年4月，不利于石油收入增长。与大多数欧洲市场相比，俄罗斯在2020年的财政支持相对有限。2021年，政府将减少支持，施政重点是保留财政缓冲资金，以应对外部冲击。通胀上升促使央行转变货币宽松周期，自2021年3月以来已完成三次加息。通胀预计将在2021年夏季保持高位，之后会因货币政策收紧以及基数效应而下降。

土耳其是少数几个没有在2020年出现衰退的国家之一，GDP增长率达到1.8%。2021年第一季度的GDP同比增长7%。第三轮疫情爆发后，土耳其在2021年3月下旬再次收紧管制措施，并于2021年4月下旬宣布再次实施全面封锁，一直持续到5月。自2月以来，土耳其不断推进疫苗接种工作，最近有所加速。自5月中旬起，土耳其解除了防疫管制，导致经济活动强劲反弹。6月的流动性激增表明，消费和投资在第二季度后期迅速开始复苏。工业不再受制于封锁措施，其国内弹性和全球贸易增长也会发挥推动作用。未来几个月内，旅游业预计会有所改善，但土耳其南部和西部地区爆发的野火可能会导致游客数量出现下跌。作为土耳其的两大主要游客来源地，德国和俄罗斯已取消面向土耳其的旅行限制。

汇率压力和高通胀导致土耳其不太可能在今年剩余时间维持近期的增长速度。据官方数据显示，通胀率已从5月的16.6%上升至6月的17.5%。生产者价格（同比上涨43%）、核心通胀率（上涨17.5%）和通胀预期（上涨15.6%）的基本趋势表明，高通胀率难以轻松解决。2020年下半年，为避免信贷自发激增，货币政策大幅收紧，导致经济失控。然而，2021年5月总统埃尔多安（再次）撤换央行行长，重新任命了偏向“鸽派”（反对高利率）立场的人员。这将引发外界对土耳其央行独立性的担忧，同时也会导致金融稳定性风险。现任央行行长将利率维持在19%不变，但换届确实引发了新的汇率压力，抹除了前任行长任内的全部里拉收益。此外，为应对疫情，土耳其出台了一系列宏观经济政策，但其基础方案是优惠贷款，而非对家庭和企业提供直接财政支持。

撒哈拉以南非洲：南非

疫情持续对撒哈拉以南非洲造成沉重打击。该地区在经历有史以来最严重的经济衰退（2020年下滑2.7%）后，2021年的增长率预计反弹3.8%，远低于疫情前的预期。2021年上半年，南非爆发第三轮新冠疫情，引发自6月下旬以来的新一轮封锁。疫苗接种推广进展缓慢，大约12%的人口至少接种了一剂疫苗。不过，2021年经济增长率有望达到4.3%，2022年增长2.3%，主要原因是国内外需求回暖。南非将受益于全球经济复苏和大宗商品价格上涨。然而，疫情传播和疫苗接种缓慢仍是经济前景的一大风险。此外，由于前总统祖玛入狱，南非某些地区发生骚乱，导致其面临又一重下行风险。

6月的通胀率为5.1%，与5月份（5.2%）相比基本稳定，但油价和电费上涨的上行压力仍然存在。南非兰特原本在2020年有所升值，但由于近期的骚乱问题，再次大幅下跌。商品价格的上涨也能提供一定支撑。应对疫情的财政支持约占GDP的6%，部分已延续至2021年。因此，今年南非的公共债务将大幅上升，达到GDP的83%，为经济提供额外支持的空间有限。货币政策预计将在2021年保持宽松。

表 2.4 实际 GDP 增长率 (%) - 主要新兴市场

	2020	2021 预测	2022 预测
墨西哥	-8.5	6.2	3.2
巴西	-4.4	5.7	2.1
中国	2.3	8.4	6.1
印度	-7.0	9.1	7.1
俄罗斯	-3.0	3.4	2.5
南非	-7.0	4.3	2.3
土耳其	1.8	7.0	2.3

来源：牛津经济研究院、安卓

附录：预测表

表 A1: 宏观经济总体数据 - 发达市场

	GDP 增长率 (年同比变化 %)			通胀率 (年同比变化 %)			预算余额 (占 GDP 的 %)			政府债务总额 (占 GDP 的 %)			往来账户 (GDP 的 %)			出口增长率 (年同比变化 %)			私人消费 (年同比变化 %)			固定资产投资 (年同比变化 %)			政府消费 (年同比变化 %)			零售额 (年同比变化 %)			工业生产者价格 (年同比变化 %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
澳大利亚	-2.4	5.1	3.3	0.9	2.1	2.0	-10.0	-3.4	-4.6	64.9	61.6	65.2	2.6	3.3	0.8	-10.0	2.0	8.1	-5.8	6.4	3.4	-3.0	9.7	6.0	7.2	3.8	2.5	2.5	4.3	0.1	-1.0	1.3	2.2
奥地利	-6.4	3.6	4.7	1.4	2.3	1.5	-8.8	-8.8	-4.5	142.5	142.4	138.2	2.4	0.8	3.0	-10.6	4.7	9.0	-9.1	4.0	7.4	-5.6	5.8	3.5	2.3	2.3	0.4	-0.5	4.4	1.9	-6.0	8.0	3.3
比利时	-6.3	5.4	3.7	0.7	1.7	1.3	-9.3	-6.5	-4.5	143.4	140.0	138.3	-0.1	0.4	-1.7	-4.6	8.1	5.4	-8.7	3.6	7.5	-6.9	9.8	1.6	0.6	3.1	1.5	2.0	7.3	2.4	-3.8	5.9	2.0
加拿大	-5.3	6.8	3.9	0.7	2.7	2.5	-10.5	-6.2	-2.3	127.3	119.2	115.0	-1.8	0.0	-0.3	-10.0	5.6	8.6	-5.9	6.1	6.2	-3.7	9.1	3.0	-0.3	5.8	0.3	-2.1	11.2	6.2	-8.3	6.9	4.8
丹麦	-2.1	3.1	3.3	0.4	1.5	1.2	-1.2	-1.4	-0.5	58.5	57.7	55.6	8.3	7.0	7.0	-7.0	7.4	5.5	-1.3	2.9	4.1	5.1	3.4	3.6	-1.7	2.5	2.5	3.6	3.5	1.0	-5.5	6.6	4.3
芬兰	-2.7	2.5	2.1	0.3	1.7	1.7	-5.5	-4.0	-2.8	69.3	71.2	71.7	0.3	-0.7	-0.5	-6.6	4.5	7.8	-4.8	2.1	2.6	-3.1	1.3	2.0	2.3	1.9	1.6	3.9	4.5	-0.3	-3.1	3.0	2.1
法国	-8.0	6.0	4.8	0.5	1.9	1.4	-9.4	-9.8	-7.3	153.7	153.5	151.9	-2.0	-2.0	-2.2	-16.1	9.4	9.6	-7.2	5.0	6.3	-8.9	9.6	4.0	-3.2	5.6	2.8	-2.5	7.8	-0.4	-10.7	7.0	4.3
德国	-5.1	3.6	4.6	0.5	2.7	1.4	-4.6	-4.2	-1.6	65.2	64.9	61.9	6.8	6.8	5.7	-10.2	9.4	5.2	-6.2	1.3	8.7	-3.5	4.1	3.2	3.7	1.3	0.4	4.1	1.0	4.0	-10.2	6.9	7.4
希腊	-7.8	5.7	5.9	-1.2	0.6	1.7	-9.8	-7.6	-3.3	262.0	247.1	227.5	-5.5	-3.2	-1.7	-18.3	8.5	14.5	-4.8	4.6	5.8	0.8	12.2	19.1	2.6	3.3	1.4	-3.9	3.8	3.3	-1.8	6.9	3.6
香港	-6.1	7.6	2.9	0.3	2.6	2.7	-5.8	-2.6	-1.6	0.3	1.5	2.5	6.5	7.2	6.6	-5.9	18.4	5.6	-9.9	4.6	5.4	-11.2	10.9	6.4	8.1	4.9	-0.4	-25.5	11.6	12.1	-5.9	6.0	1.9
爱尔兰	5.9	7.1	2.4	-0.3	2.0	1.9	-4.9	-5.0	-3.3	54.0	54.0	54.3	-2.6	18.7	18.4	9.5	7.9	1.8	-10.4	2.9	5.8	-22.9	-45.4	4.8	10.9	3.1	1.1	0.3	3.1	6.5	5.2	12.9	-3.9
意大利	-8.9	5.5	4.8	-0.1	1.6	1.3	-9.5	-11.0	-5.7	186.1	187.0	182.4	3.4	2.7	2.2	-14.5	12.4	6.6	-10.7	4.0	6.8	-9.2	13.2	4.4	1.6	2.4	0.5	-7.8	5.9	2.9	-11.0	11.6	3.9
日本	-4.7	2.6	2.8	0.0	0.1	0.4	-12.3	-10.3	-6.0	243.7	249.4	248.2	3.2	3.4	3.5	-11.8	14.0	6.6	-6.0	1.6	2.8	-4.3	1.1	3.1	2.7	1.9	0.1	-3.9	2.4	0.6	-10.6	8.7	3.3
卢森堡	-1.3	5.8	2.3	0.0	2.1	1.4	-4.1	-3.5	0.3	24.9	26.5	25.2	4.3	4.4	5.4	2.5	7.8	1.8	-7.0	6.5	5.7	-8.8	6.2	3.9	6.9	4.9	-2.3	-2.5	6.0	15.5	-10.7	9.2	1.5
荷兰	-3.8	3.0	3.4	1.3	2.2	1.7	-4.3	-5.8	-3.6	69.8	71.7	71.1	7.0	10.4	10.5	-4.8	5.2	4.5	-6.6	1.5	6.9	-4.2	6.9	2.7	1.0	1.9	1.6	2.6	4.6	6.6	-3.5	4.7	3.0
新西兰	-1.2	6.1	2.1	1.7	2.4	2.0	-8.4	-3.3	-4.6	43.4	39.8	41.6	-1.0	-5.3	-4.8	-11.9	-9.4	9.2	-2.0	9.5	0.0	-7.5	16.1	2.4	6.4	3.2	-2.2	-0.1	11.2	0.8	-4.5	5.2	2.1
挪威	-1.3	3.9	3.0	1.3	2.9	2.0	-1.0	0.4	-0.1	52.8	53.3	56.8	1.9	6.3	3.7	-0.8	3.4	5.1	-7.3	3.1	6.6	-3.8	2.3	3.4	1.7	2.2	2.6	7.3	3.4	2.9	4.1	3.7	3.7
葡萄牙	-7.6	4.3	5.5	0.0	1.3	1.0	-5.8	-4.4	-3.3	155.5	154.0	147.4	-1.2	-0.2	1.2	-18.6	12.2	9.4	-5.8	5.0	5.3	-1.8	8.6	6.3	0.4	3.0	3.4	-3.3	5.1	3.6	-7.0	5.8	1.9
新加坡	-5.4	6.4	4.0	-0.2	2.1	1.3	-4.7	-3.7	-2.5	150.2	146.9	140.3	17.7	20.1	17.7	-4.3	8.6	9.2	-14.1	5.2	14.4	-13.7	10.3	8.7	12.6	2.4	-0.3	-16.1	10.2	11.0	7.6	12.7	3.5
西班牙	-10.8	6.6	6.1	-0.3	2.1	1.4	-11.3	-8.1	-5.8	146.8	143.6	138.9	0.7	0.9	1.5	-20.2	10.1	10.3	-12.1	7.1	6.4	-11.4	8.6	8.5	3.8	3.2	2.0	-7.1	5.6	5.1	-9.5	8.9	2.9
韩国	-0.9	4.5	3.4	0.5	2.0	1.6	-3.8	-3.9	-3.6	51.6	54.0	56.9	4.5	4.7	3.7	-1.8	11.2	5.6	-5.0	3.0	4.5	2.6	4.3	3.6	5.0	4.0	3.8	-0.1	4.8	4.8	-0.1	8.2	3.5
瑞典	-2.9	4.4	2.7	0.5	1.8	1.7	-3.0	-2.5	-1.4	51.7	51.5	50.5	5.7	4.7	4.4	-5.0	9.6	2.7	-4.8	4.8	3.7	-0.6	2.4	3.5	-0.9	1.4	1.2	2.1	6.5	1.6	-4.5	7.9	1.8
瑞士	-2.7	3.9	3.2	-0.7	0.5	0.6	-2.0	-2.3	-0.4	28.6	29.7	29.0	5.0	7.4	9.0	-5.6	6.9	7.5	-4.4	4.5	4.2	-2.2	4.0	4.1	3.6	3.9	-2.0	2.3	2.2	-1.1	-3.9	11.4	4.3
英国	-9.8	7.3	6.7	0.9	2.0	2.4	-12.7	-11.0	-4.8	104.5	106.2	104.1	-3.5	-2.9	-3.3	-16.4	3.0	8.1	-10.6	4.0	9.7	-8.8	8.8	6.6	-6.5	13.9	0.0	0.5	7.2	2.9	-8.0	5.1	3.6
美国	-3.5	7.0	4.3	1.2	4.1	2.6	-15.9	-12.3	-6.0	160.5	153.5	149.8	-2.9	-3.4	-3.0	-12.9	5.8	9.4	-3.9	8.9	4.8	-0.8	7.0	2.5	0.3	1.7	0.3	1.0	11.9	1.2	-7.2	6.2	4.1
欧元区	-6.7	5.0	4.6	0.3	2.1	1.4	-7.4	-6.9	-4.1	-	-	-	2.1	2.6	2.3	-9.6	9.1	6.1	-8.0	3.5	7.1	-8.4	5.9	4.2	1.4	2.9	1.4	-1.1	4.5	2.8	-8.4	8.8	4.9

来源：牛津经济研究院、安卓

表 A2: 宏观经济总体数据 - 新兴市场

	GDP 增长率 (年同比变化 %)			通胀率 (年同比变化 %)			预算余额 (占 GDP 的 %)			政府债务总额 (占 GDP 的 %)			往来账户 (GDP 的 %)			出口增长率 (年同比变化 %)			私人消费 (年同比变化 %)			固定投资 (年同比变化 %)			政府消费 (年同比变化 %)			零售额 (年同比变化 %)			工业生产者价格 (年同比变化 %)			
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	
中国	2.3	8.4	6.1	2.5	1.4	2.7	-8.3	-7.0	-6.9	43.6	44.7	48.1	1.6	1.8	1.3	2.1	19.0	6.5	-2.4	11.7	9.1	4.5	4.9	5.9	2.8	8.0	4.1	-2.1	12.1	9.3	2.5	10.2	7.0	
印度	-7.0	9.1	7.1	6.6	5.4	4.8	-6.7	-7.9	-5.7	56.6	57.9	58.6	1.5	-1.3	-1.8	-9.0	16.4	7.4	-9.4	8.2	7.1	-13.0	13.2	9.1	-1.1	27.1	2.7	-7.7	10.1	8.8	-11.0	10.0	7.3	
印度尼西亚	-2.1	3.3	6.9	2.0	2.0	2.9	-6.2	-6.5	-4.7	44.3	49.5	48.8	-0.4	-1.4	-2.1	-7.7	19.0	2.9	-2.7	1.6	6.6	-4.9	6.0	9.2	1.9	9.4	5.4	-11.9	2.9	25.5	-2.9	5.3	5.1	
马来西亚	-5.6	5.2	6.6	-1.1	3.0	2.2	-6.3	-6.2	-3.8	62.1	63.7	62.4	4.2	3.2	1.3	-8.9	16.7	4.9	-4.3	7.0	6.5	-14.5	7.3	11.2	3.9	5.8	0.3	-3.5	7.8	7.1	-4.4	10.3	6.5	
泰国	-6.1	2.4	6.1	-0.8	1.1	1.4	-6.6	-5.1	-4.7	44.9	52.6	52.3	3.2	-0.7	3.6	-19.4	9.9	15.0	-1.0	2.5	4.6	-4.8	6.5	2.2	0.9	1.1	1.7	-10.4	5.2	4.5	-9.6	9.4	5.6	
阿根廷	-9.9	7.4	2.6	42.0	46.8	42.3	-8.5	-4.7	-3.4	102.8	92.0	85.8	0.9	1.3	0.8	-17.3	9.1	3.6	-13.8	10.1	3.9	-12.9	18.7	-7.5	-3.3	3.8	2.1	-11.2	13.3	6.7	-8.0	9.1	2.2	
巴西	-4.4	5.7	2.1	3.2	6.6	4.2	-14.0	-6.8	-6.5	88.8	85.6	87.0	-1.4	-1.5	-2.0	-2.1	5.6	6.0	-5.5	4.8	3.2	-0.6	17.3	0.8	-4.7	1.1	3.4	0.8	2.1	3.2	-4.7	9.3	3.5	
智利	-6.0	7.6	3.1	3.0	3.5	3.1	-7.4	-5.1	-4.6	32.5	34.8	37.8	1.4	-3.3	-2.8	-1.1	1.0	6.2	-7.6	10.7	0.8	-11.7	12.3	4.7	-3.7	9.8	4.1	-4.0	16.6	2.4	-1.0	2.0	2.2	
哥伦比亚	-6.8	7.5	4.2	2.5	3.1	3.2	-8.1	-8.2	-7.0	62.8	65.2	67.7	-3.4	-3.9	-3.9	-18.3	16.3	12.0	-5.6	7.1	1.9	-20.6	17.7	5.6	3.7	2.6	0.3	-	-	-	-7.9	8.6	3.6	
墨西哥	-8.5	6.2	3.2	3.4	5.2	3.8	-3.0	-3.0	-2.7	54.0	52.7	51.5	2.4	0.5	-0.3	-7.2	11.0	5.5	-10.7	8.1	3.7	-18.4	11.7	3.3	2.3	0.4	1.3	-9.6	8.2	3.7	-10.1	9.0	3.4	
秘鲁	-11.1	10.6	4.6	1.8	2.7	2.9	-8.9	-5.2	-3.0	34.9	36.2	36.8	0.7	-0.4	-1.3	-20.6	22.4	7.7	-8.7	7.2	4.7	-19.1	27.2	-2.3	6.1	6.4	-2.1	-	-	-	-12.9	10.8	4.1	
委内瑞拉	-34.9	0.8	13.1	2669.2	624.0	239.2	-17.8	-13.7	-9.9	346.9	322.3	254.1	-2.3	4.5	5.9	-42.2	-6.5	20.1	-38.5	6.0	12.5	-31.6	7.0	29.7	-15.5	2.1	0.3	-33.3	11.5	18.0	-35.0	0.1	4.3	
保加利亚	-3.8	5.0	3.5	1.7	2.2	2.2	-2.9	-2.8	-1.1	23.6	23.2	23.0	-0.6	-0.3	2.0	-11.9	14.2	5.3	0.9	4.0	1.6	-8.3	9.4	15.5	5.1	3.2	3.2	-10.0	11.6	3.9	-6.1	7.9	2.0	
独联体 (CIS)	-2.8	3.7	3.7	4.4	6.9	5.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-2.5	3.3	2.5
捷克	-5.8	3.6	4.6	3.2	2.5	2.1	-6.5	-7.9	-3.8	36.0	44.9	45.3	3.5	5.3	3.7	-7.0	10.6	3.0	-6.8	-0.4	6.2	-7.2	2.2	8.7	3.4	3.1	0.9	-0.8	2.1	6.5	-7.0	10.7	3.4	
匈牙利	-5.1	7.0	4.8	3.3	4.1	3.6	-8.1	-7.4	-5.6	80.4	81.8	82.3	-0.2	0.7	0.4	-6.8	12.2	5.1	-2.3	4.2	4.4	-7.3	6.3	10.9	-1.1	4.6	1.2	-0.4	2.6	2.7	-7.1	12.8	4.6	
波兰	-2.7	4.9	5.7	3.4	3.9	3.1	-7.1	-3.7	-2.2	51.5	50.6	48.3	3.5	2.7	2.3	-0.2	11.9	6.7	-3.1	5.9	5.6	-8.2	13.9	6.3	4.0	2.9	3.2	2.8	6.8	5.4	-2.0	13.1	2.9	
罗马尼亚	-3.7	6.9	4.6	2.6	4.1	3.1	-9.7	-7.4	-6.2	49.9	55.3	60.5	-5.3	-5.1	-5.3	-9.7	12.9	6.4	-4.5	7.0	5.2	7.2	5.3	5.6	2.0	2.5	3.8	2.4	7.9	3.2	-9.5	8.3	4.8	
俄罗斯	-3.0	3.4	2.5	3.4	5.9	4.3	-3.8	-0.6	-1.3	19.3	20.0	21.9	2.4	2.6	2.0	-4.3	3.4	2.5	-8.5	6.0	2.5	-4.3	3.1	4.1	4.0	1.7	1.7	-3.1	2.6	2.7	-2.9	3.2	2.3	
土耳其	1.8	7.0	2.3	12.3	17.2	13.3	-3.7	-2.1	-2.4	35.9	37.3	35.8	-5.4	-3.4	-3.3	-15.4	16.5	5.1	3.2	5.0	2.3	6.5	5.7	3.0	2.3	0.7	1.7	3.3	5.6	2.3	2.2	11.7	2.0	
乌克兰	-4.0	4.4	4.2	2.7	9.3	6.7	-6.0	-4.6	-3.0	59.3	56.3	52.2	3.3	-1.5	-2.0	-5.6	-4.6	4.8	1.4	13.5	4.4	-24.4	-0.5	9.8	-2.9	-0.8	1.3	-	-	-	-4.5	3.8	3.6	
埃及	1.5	4.7	3.4	5.0	5.4	7.0	-7.9	-7.8	-7.6	92.9	95.6	97.4	-3.7	-4.4	-4.2	-32.8	17.6	7.2	9.6	3.7	2.3	-36.0	23.5	10.5	6.1	3.2	5.0	9.6	3.7	2.3	-10.1	6.8	3.8	
摩洛哥	-7.1	5.8	2.5	0.6	0.7	1.6	-7.7	-6.7	-5.8	97.4	99.7	102.4	-1.4	-5.0	-4.8	-14.8	4.1	6.2	-8.7	11.5	1.5	-8.6	-0.9	4.3	4.4	3.4	0.9	-8.7	11.5	1.5	-6.3	4.2	4.6	
卡塔尔	-3.6	2.5	3.7	-2.6	1.5	2.1	-2.1	1.6	1.5	71.6	65.6	67.4	-2.5	4.7	3.4	-7.1	6.2	2.3	-5.3	5.3	4.0	-6.2	2.6	1.9	-2.3	2.6	4.1	-4.8	5.8	4.6	-2.9	2.2	2.1	
沙特阿拉伯	-4.1	2.2	4.7	3.4	4.6	1.8	-11.2	-0.9	0.8	32.5	30.6	30.8	-2.8	5.5	6.1	-10.8	-1.6	11.1	-6.4	5.3	3.9	-13.5	20.0	5.8	4.2	-5.7	1.4	-	-	-	-9.2	5.5	5.5	
突尼斯	-8.6	3.9	1.8	5.6	5.4	6.9	-9.8	-9.2	-8.4	84.2	90.3	94.4	-6.8	-10.3	-10.5	-12.6	4.3	6.0	-14.2	4.7	2.4	-14.4	4.2	2.9	7.2	2.5	1.5	-	-	-	-5.3	6.1	0.7	
阿拉伯联合酋长国	-6.1	1.3	4.3	-2.1	-0.6	1.2	-7.4	-0.6	-1.0	37.8	33.1	32.8	5.9	9.6	8.6	-7.0	5.3	4.7	-12.5	3.7	4.2	5.8	6.7	3.8	0.7	1.5	2.4	-12.5	3.7	4.2	-4.4	-2.1	4.7	
中东和北非 (MENA)	-4.8	3.9	4.1	18.9	28.9	16.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-7.7	2.8	4.2
加纳	0.3	4.7	4.8	9.9	9.3	9.1	-11.1	-9.2	-8.3	76.3	83.6	88.3	-3.2	-3.8	-3.7	-6.7	4.4	6.0	-8.6	10.0	9.2	1.8	7.0	5.2	10.1	7.6	4.2	-	-	-	1.0	4.3	4.5	
肯尼亚	-0.4	4.9	4.8	5.3	5.8	5.9	-8.7	-7.9	-6.9	68.8	70.7	73.4	-4.2	-5.3	-5.1	-9.7	8.5	7.2	-0.4	7.9	5.3	-5.1	6.4	6.8	7.0	3.9	3.4	-	-	-	-0.3	5.0	4.8	
尼日利亚	-1.8	3.1	3.3	13.2	16.8	13.5	-7.7	-6.6	-5.9	21.4	21.2	21.0	-4.2	-1.5	1.4	-24.7	2.7	13.3	0.0	6.7	2.9	-7.1	10.1	2.5	62.1	-6.7	2.9	0.0	6.7	2.9	-1.0	4.0	5.0	
南非	-7.0	4.3	2.3	3.3	4.4	5.0	-10.7	-	-9.2	77.1	79.6	85.8	2.0	3.0	-0.2	-10.3	8.3	1.6	-5.4	5.0	1.3	-17.5	4.3	8.1	0.5	0.6	0.9	-5.5	5.0	1.3	-10.8	8.8	0.0	

来源: 牛津经济研究院、安卓

如果您觉得这篇经济分析研究报告有价值，欢迎访问我们的网站 www.atradius.com，在这里您会发现更多密切关注全球经济动态的安卓出版物，包括国家/地区报告、行业分析、信用管理建议，以及关于当前商业热点的专题。

在社交媒体上
关注安卓

信用保险 | 债务催收 | 商业信息



Atradius N.V.

David Ricardostraat 1 - 1066 JS Amsterdam

Postbus 8982 - 1006 JD Amsterdam

The Netherlands

电话: +31 20 553 9111

info@atradius.com

www.atradius.com