Atradius
Managing risk, enabling trade

2020 年 6 月

新型冠状病毒重创经济

安卓经济展望

安卓经济研究

John Lorié，首席经济学家
john.lorie@atradius.com
+31 (0)20 553 3079

Theo Smid
theo.smid@atradius.com
+31 (0)20 553 2169

免责声明

本报告仅供参考之用，无意向任何读者提供投资建议、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。尽管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，但对于其中的任何错误或遗漏或因使用本报告信息而取得的结果，Atradius 概不负责。本报告中的所有信息均按“原样”提供，我们不保证其完整性、准确性、时效性或使用信息的结果，也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后果性、特殊或类似损害，Atradius 及其相关合伙企业、关联公司或合作伙伴、代理机构或其员工均不承担任何责任，即使得知可能发生此类损失或损害的情况亦如此。

Atradius N.V.2020 版权所有

Atradius
Managing risk, enabling trade

摘要

新型冠状病毒在全球的迅速蔓延对发达经济体和新兴经济体均造成了沉重的经济损失。封锁措施会减少消费机会并对供给方造成冲击，因为大量企业无法正常运营。2020 年全球经济面临的衰退比 2008/2009 年金融危机期间更加严重。因此，2021 年强劲 V 型复苏的预测充满高度不确定性。

要点

- 我们预测全球 GDP 2020 年将萎缩 5.0%，随后在 2021 年强势复苏 6.5%。经济复苏取决于疫苗的研发与接种情况，或者说世界能否在很大程度上克服社交隔离对经济活动的影响。
- 新型冠状病毒爆发之前，贸易增长就已萎靡不振，病毒带来的供给方和需求方压力更导致其急剧下滑。我们预计 2020 年全球贸易将萎缩大约 15%。
- 所有发达国家市场或多或少都受到新型冠状病毒疫情影响。2020 年发达经济体整体将面临 6.6% 的 GDP 萎缩，预计 2021 年将回升 6.0%。
- 欧元区的疫情高峰似乎已过，但该地区在 2020 年仍将陷入历史性衰退。为缓解冲击，多项规模庞大的财政计划已经出台。
- 在美国，对华贸易战的负面影响将与封锁措施的负面影响产生复合效应。经济下滑对就业产生巨大影响，失业率急剧飙升。
- 由于对抗衰退的货币政策空间有限，2020 年日本经济正陷入大幅收缩。旅游收入直线下降。
- 可能除了中国，所有主要新兴经济体都将在 2020 年面临衰退。各个国家/地区在感染曲线上所处的位置、政策措施的有效性以及受商品价格降低影响的程度方面存在的巨大差异，将会影响衰退的幅度。

1. 全球宏观经济环境

只能靠封锁遏制新型冠状病毒传播

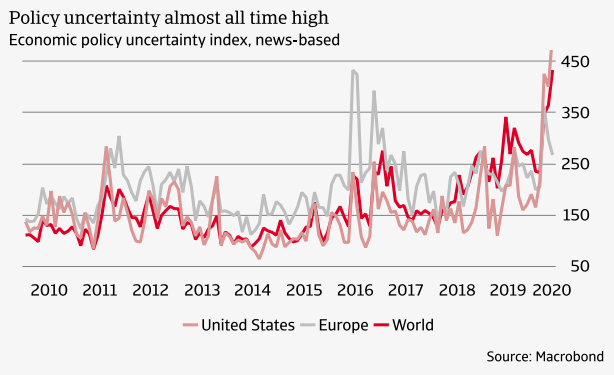
新型冠状病毒在全球迅速蔓延。虽然今年前几个月中国是焦点地区，但自 3 月初以后，世界各地均已传播开来。当前数据为全球已确诊感染 1030 万例，死亡 50.5 万例。[1]美国疫情尤为严重，感染达到 260 万例。欧洲五个最大的国家/地区总计达 120 万例，其中英国、西班牙和意大利数量最多。病例数量仍在增长，尤其是在美国和新兴经济体，而欧洲国家/地区的病毒传播得到了较好控制。中国在 3 月初就已进入这一阶段。新兴经济体的病例集中在少数几个拉丁美洲国家/地区（尤其是巴西），以及俄罗斯、土耳其和伊朗。印度尽管人均病例相对较低，但数量也在增加。

新型冠状病毒与流感类似，但要凶险得多。在严重的情况下，可能导致严重的呼吸困难、肾衰竭甚至死亡。由于既无疫苗亦无明确的治疗方案，只能通过保持足够的物理距离（设定为 1.5 米距离）来遏制病毒传播。[2]因此，世界各国政府均重新开始采取封锁措施。[3]封锁期间，人们只能呆在家中，只有购买食品等必需品时才能出门。非必要服务全部关闭。封锁的目的是尝试减少新病例数量：“压平曲线”。随着新病例的数量下降，封锁正在逐渐放松，这在发达经济体中尤为明显。

封锁造成沉重经济损失

除开封锁，单只是病毒的存在就已经产生重大的经济影响。感染风险直接降低了人们对旅行、娱乐和休闲服务的需求。此外，病毒增加的不确定性也降低了人们对其他商品和服务的需求。这些经济影响按理说是可控的。然而，封锁确实加重了经济的问题。

1.1 政策不确定性逼近历史新高



封锁期间，不仅餐厅、理发店、体育馆、剧院等非必要服务全部关闭，人们出门上班也受到限制，即使是在无法选择居家工作的情况下。其结果是大量企业无法运营，尤其是工厂。由于产品和服务无法生产和提供，供给方遭到冲击。除此之外，随着劳工失去收入，需求量下降，经济不确定性进一步加剧。预防性储蓄攀升，消费下降。企业面临较低需求量和不确定性时，就会减少资本支出。股价下跌会进一步造成形势恶化，限制融资机会。事实上，对于目前仍可以生产的产品和服务，需求也同样面临压力。最终结果是供应冲击叠加需求冲击。关于对 GDP 的影响，法国国家统计局 (INSEE) 估计，法国 4 月严密封锁期间，GDP 同比下降 30%。无怪乎政策不确定性正在逼近历史新高。

2020 年全球经济严重衰退，2021 年强劲复苏

新型冠状病毒蔓延对于经济的影响在全球范围内并非完全同步。经过两个月封锁后，中国重启了经济，而美国仍处于危机之中，欧洲落在最后。这意味着世界其他地区对中国产品和服务的需求量将大幅下降，从而阻碍中国复苏。

发达经济体和新兴市场经济体遭受的经济负面冲击都是强烈并且明显的。此外，依赖大宗商品的新兴市场经济体正在承受包括石油在内的大宗商品价格暴跌。随着投资者的风险厌恶情绪高涨，资本开始大规模外逃至美国国债等避险资产。尽管这些因素某种程度上有所逆转，但仍给新兴经济体的汇率带来下行压力。这一问题本身可能可控，但目前形势下较弱的新兴经济体出现的再融资问题却可能并不可控。与 2008/2009 年危机后的情况不同，这些快速增长国家/地区的需求（尤其是中国）无法挽救全球经济。

这说明，全球经济正面临严峻压力。2020 年全球经济深度衰退不可避免。尽管中国也许能够勉强维持 GDP 正增长，但没有任

[1] 登记的确诊病例远低于实际数量。只有病情严重的患者才会登记，约占感染实际总人数的 20%。

[2] 此数字并无科学依据。它很可能是基于 20 世纪关于如何设置士兵床铺间距以便帮助防止传染病在军营中传播的研究，结论是 90 厘米。

[3] 伦敦帝国理工学院的建模和其他研究表明，如果不采取封锁措施，病毒将产生灾难性的影响。事实上，如果对病毒不予遏制，美国短时间内就会面临 330 万人的死亡。此外，患病人数会超出公共（和私人）卫生系统的应对能力范围。

Atradius
Managing risk, enabling trade

专题 1 封锁具有经济意义 [5]

很明显，全球对致命的新型冠状病毒采取的政策应对措施高度一致：封锁。不过，封锁的形式各不相同，从非常严格（例如意大利和西班牙）到较为宽松（例如瑞典）。决策者应对疫情的主要方式是对民众实施社交隔离措施。然而，这种政策要付出巨大的经济代价。这一预测下调以及现实中多种封锁形式存在的事实表明，在保障公众健康与维持经济活动之间需要权衡取舍。此类权衡初看似乎难以评估：从经济角度看，成本显而易见，收益则（远远）不如。不过，经济学还是提供两种可以大致评估此类权衡的方法。

第一种方法源于成本效益分析，尝试对封锁拯救的生命进行价值评估以抵消 GDP 损失。一项针对美国的研究表明，与没有采取任何政策措施相比，三到四个月的适度社交隔离可在每 1 亿人中减少 50 万例死亡 (0.5%)。通过对获救人群不同年龄的详细价值进行分析，研究人员得出的结论是，这些价值相当于美国 GDP 的 30% 左右。对于美国，我们因 2020 年新型冠状病毒而作的增长修正接近 8%，并且预测会在 2021 年复苏。这表明，从经济角度看来，封锁（至少以这种形式进行）有其意义。如果假设各个年龄组的分配更为平均（而不是老年人相对较低），这一意义更为重大：收益估计约为 GDP 的 45%。

另一种方法则稍微精细一些，从一个描述流行病在人群中传播方式的模型开始。如果新的疾病爆发，随着疾病在人群中传播，大部分人群会受到影响。最近的宏观经济学文献已在经济活动与此类模型之间建立关联，尤其是对传染病传播的（经济相关）行为响应。如果个人保护自己免受疾病侵害，那么经济活动就会减少。但是，其他人仍然会感染甚至死亡，如果医疗保健系统无法应对，则人数还会上升。关键在于，如果没有政府干预，个人对病毒的应对会过于温和，不能充分考虑对其他人的影响。[6] 这让政府有理由通过实施封锁措施来干预，目的是使整个社会受益。[7] 如果以消费损失（由于保护行为和疾病）和死亡来评估成本，对封锁与不封锁的替代方案进行比较，这一点会变得非常清晰。这些研究的一项结果是：虽然与替代方案减少 7% 相比，封锁之下的消费量会减少 20% 以上，但是死亡率从 0.5% 下降至 0.26%。使用与上述第一种方法类似的生命价值方法，得出的结论是，严格封锁的确可以提高民众福祉。根据这些模型，尽管封锁可能带来困难，但在经济上有其意义，替代方案只会更糟。

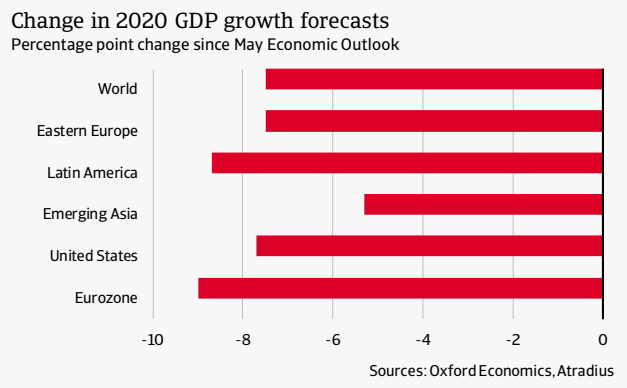
何地区能够逃脱衰退。问题是，全球经济会下滑到何种水平？答案是：非常低，甚至低于 2008/2009 年经济衰退。[4]

Table 1.1 Real GDP growth (%) - global regions

	2019	2020f	2021f
Eurozone	1.2	-8.0	6.3
United States	2.3	-6.1	6.3
Emerging Asia	5.2	-0.1	7.9
Latin America	0.5	-6.8	5.3
Eastern Europe	2.4	-5.0	5.3
World	**2.5**	**-5.0**	**6.5**

Sources: Oxford Economics, Atradius

1.2 2020 年 GDP 增长预测变更



为了回答这个问题，我们需要做出一些假设。这些假设不是关于病毒的发展，而是我们何时能真正实现遏制并恢复正常生活。这意味着存在一种假设，即疫苗开发成功，或者说世界能在很大程度上克服社交隔离对经济活动的影响。我们的基准情景是，这种情况会在 2021 年初发生。在此之前的情况是，封锁在 2020 年第二季度达到顶峰，然后在第三和第四季度逐步放松。但只要疫苗尚未开发成功，并且经济活动受限，这些放松就会有所限制。

对于供给方来说，企业可以提供的产品和服务将会减少，尤其是针对消费者的产品和服务。例如，社交隔离规定导致餐馆现在能够接待的人数大大减少。此外，除供给问题之外，不确定性也会抑制需求。这正是《*经济学人*》所指的“90% 经济”。我们会一直停滞在这一状态，直到疫苗开发成功或者社交隔离带来的障碍得到克服。

除了这些多少超出经济学家专业领域的关键假设之外，还假设中央银行和政府会尽其所能限制封锁造成的经济损害，并在封锁措施放松后重振经济。在此次展望中，我们相当详尽地论证了以上这些应属合理假设。此外，我们假设在预测期间之内油价相对较低，并且美中之间不会再度爆发贸易战。

考虑到这些假设，我们认为全球经济将在 2020 年上半年遭受重创，此后经济活动将逐步回升。这会导致 2020 年发生严重衰退（萎缩 5.0%），并在 2021 年强劲反弹，届时经济增长将回升至 6.5%。与新兴经济体相比，美国和欧洲经济体的经济活动在 2020 年遭受的打击更为严重；全球范围内的复苏则较为平均。以上表明，这会是一次 V 型复苏，但 V 字的第二笔会更长更宽（第一笔则更加直接向下）。

[4] 我们想指出与 2008/2009 年危机的两点不同之处。2008/2009 年危机 (i) 源自金融系统，而当前的危机是公共卫生冲击；(ii) 是发达经济体危机，而当前是全球性危机。

[5] 这部分引用自 Boissay, F.、Rees, D. 和 Rungcharoenkitkul, P.（2020 年）《应对新型冠状病毒：了解政策选择》，国际清算银行简报第 19 期。

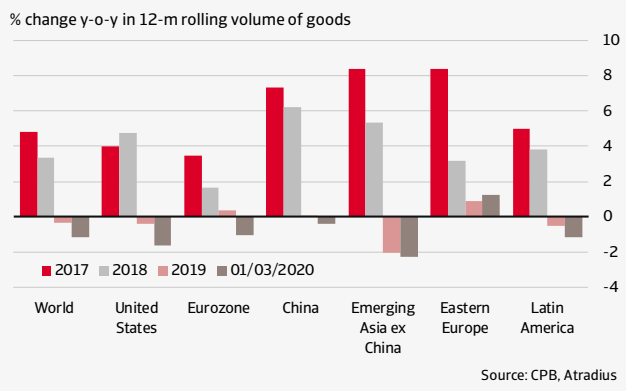
[6] 试想一下，一群足球运动员在球队休息时举行私人烧烤聚会。如果有一个人感染，在这种情况下非常容易传播。球员即使出现症状，也只会是轻微症状。然而，他们可能会将疾病传染给聚会群体之外免疫力可能较低的人。

[7] 经济学家称之为负外部性。

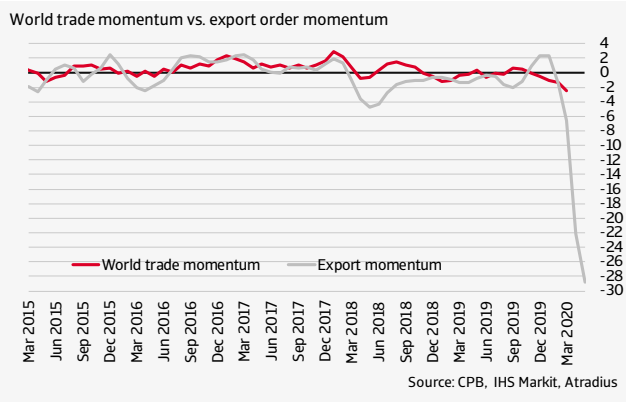
萎靡不振的全球贸易面临急剧下滑

新型冠状病毒爆发时，全球贸易已经陷入困顿。2008/2009 年金融危机标志着全球经济的 5% 长期平均增速出现了拐点。中国已开始更多地在本地生产，运输成本不再下降，贸易融资开始稀缺。此外，2018 年美国对中国发动了贸易战。实际上，随着全球经济下滑至金融危机以后最低水平，2019 年贸易增长已转为负增长，但幅度不大。年底，随着中国同意根据贸易协议“第一阶段”购买 2000 亿美元的美国出口产品，似乎又有希望回归过往的美好时光。接着，新型冠状病毒爆发。截止到 3 月的 2020 年第一批数据显示前景更加黯淡，全球贸易收缩 1.2%。[8]这仅仅是开始。2020 年的情况因此大大恶化，预计全球贸易将收缩约 15%。不过，根据我们的基准情景，2021 年全球经济将会强劲复苏。

1.3 全球贸易萎缩



1.4 贸易增势疲软

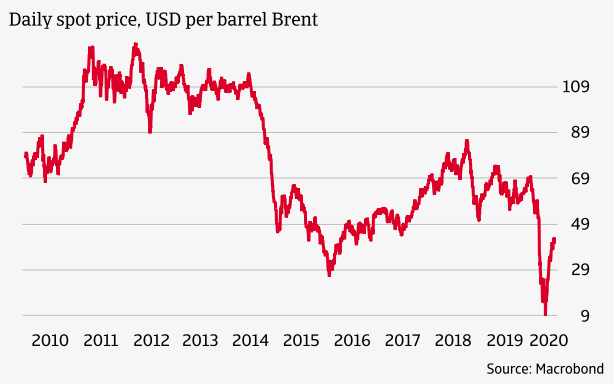


鉴于过去十年的平均贸易增长只比 2.5% 的全球 GDP 增长略低，预测的贸易增长降幅相对于 GDP 的 5% 降幅似乎略大。Oxford Economics 的研究表明，经济低迷时期，贸易增长的下降幅度可能是 GDP 降幅的二到四倍。由于全球 GDP 预计将下降 5%，我们估计的 15% 反映了这一关系的中间值。或者也可以考虑工业产量和贸易（商品）的比例关系，长期看来后者是前者的 1.3 倍。[9]由于全球工业产量预测降幅为 8%，贸易降幅 15% 可能有些偏高。但是，这一预测有四个因素的支持。首先，这种估计的比例关系是长期的，并且在过去的十年中似乎略有上升，这可能是由于全球化连带催生的供应链造成。其次，研究发现，在危机时期，这一比例关系低估了相对于“正常衰退”的影响。在 2008/2009 年经济危机期间，金融出现问题，尤其是贸易融资，导致全球贸易下降 12%，而 GDP 增长则陷入停滞。第三，在当前时刻，金融问题并不突出。相反，出行禁令、检疫隔离以及人们尽管没有接到命令却普遍愿意居家隔离，才是最大的问题。这意味着全球化陷入停滞。航班集体停飞，意味着货运成本上升。再加上由于边境检查和旅行限制延长了国际货运所需的时间，而环境也使得货物更难安置。根据 WTO 的计算，这意味着成本会增加 3%-4%，在进口商品 8% 的平均关税基础上增加了 40%-50%。最后，企业可能会降低库存水平，以应对危机中常见的突发运输问题。

油价暴跌无济于事

保守的说法是，普遍封锁对于全球经济的影响也明显波及到石油市场。年初布伦特原油价格一度达到每桶 70 美元，4 月 21 日则暴跌至每桶 9 美元，此后又反弹至每桶 35 美元左右。[10]OPEC+ 国家/地区达成的协议对经济复苏有所助益，2020 年每日减产 970 万桶，预计会持续到 2022 年。协议中断了 3 月初沙特阿拉伯与俄罗斯展开的价格战。两国根本无法应付油价触底的局面，即使在短期内也是如此。居家政策导致公路和航空交通流量降至前所未有的低点，使得 4 月份石油需求下降 30%，相当于大约每日 3000 万桶。石油生产本身就已相当缺乏弹性，[11]短时间内必然无法调整。正常情况下，如此低的价格会导致需求量迅速恢复。然而，这在封锁期间并不现实。因此，油价持续处于低位。

1.5 油价暴跌



在我们的基准情景中，石油需求量也会增加。但预计 2020 年石油总体需求量还会降至每日 9260 万桶，相比 2019 年下降约 8%。起初这不会推高油价，因为会先消耗每日 1150 万桶的库存。这意味着 2020 年油价上行压力有限，将维持在每桶 35-40 美元左右的水平。只有在 2021 年，随着经济复苏加快，才有望

[8] 该数字根据与上一时期相比的 12 个月滚动平均值计算得出。因此，2020 年 3 月的变化涵盖了 2018 年 3 月至 2019 年 3 月与 2019 年 3 月至 2020 年 3 月的比较。

[9] 因此，工业产量的变化会导致 1.3 倍的贸易增长变化。

[10] 更引人注目的是，前一天美国市场上出现了每桶负 40 美元的价格。真真切切，不是错觉：每桶负 40 美元。这是由于 5 月交割的期货合约即将到期，正常情况下希望进行实物交割的交易方会购买这些合约。但是充足的供给和美国有限的存储能力意味着，当时的市场并不存在这些交易方，恐慌情绪由此产生。

[11] 随着美国石油产量开始在全球范围内占据一席之地，供给弹性不足的程度已有所降低。与大型石油公司相比，拥有许多保本价格的相对较小的美国公司要灵活得多，可以更容易地根据价格调整产量。这让供给更有弹性，生产调节更加平滑，从而在一定程度上降低了价格波动。

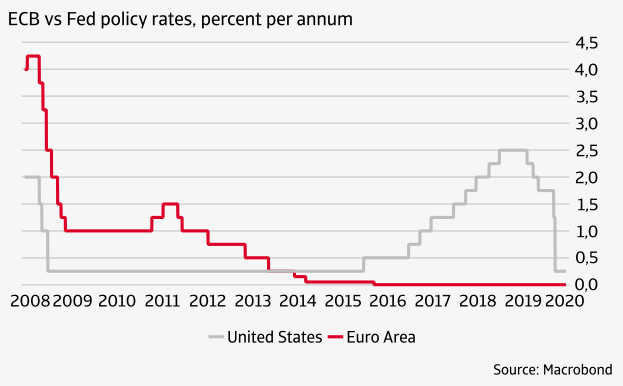
真正实现油价回升。事实上，我们预计 2021 年石油价格平均为每桶 50 美元左右。但是，油价预测通常存在高度不确定性，当前形势下更需要加倍谨慎。病毒的第二波冲击，或者比延后目前可期的封锁宽松政策，都可能破坏或是至少（甚至进一步）减缓经济复苏。在这种情况下，石油需求将持续在低位徘徊，在预测期间，油价处于低位的时间势必更长。显然，违反 OPEC+ 协议也会破坏油价回升。[12]

人们可以并且应该质疑，现阶段如此低廉的油价是否有所帮助。在正常情况下，低油价会为额外消费创造空间，通过这种机制支持经济增长。这些好处会超过投资压力带来的负面影响，改善世界经济状况。[13] 关键是在当前时刻，封锁过后的经济发展仍存在极高的不确定性。这意味着消费增长带来的好处会非常缓慢地体现，就目前而言则会隐入经济学家口中的“预防性储蓄”中。这一部分是由于不确定性导致的自愿行为，一部分是被迫行为，因为根据持续执行的社交隔离规定，某些服务的供给受到限制。因此，低油价对于全球经济的影响暂时是负面的。

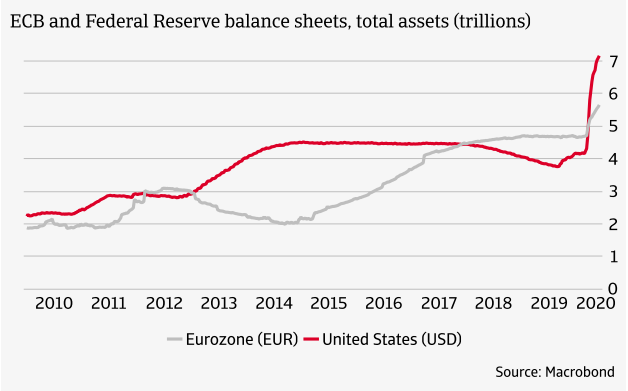
不惜一切的货币扩张

随着疫情在春季早期的发展，货币管理机构迅速作出反应。早在新型冠状病毒疫情爆发之前，各国央行就已经开始从紧缩政策回归，美联储已在温和增加量化宽松 (QE)，而欧洲央行 (ECB) 则在实施其长期再融资操作 (LTRO) III 计划。事态发展迫使各国央行大幅增加货币支持。[14]

1.6 宽松货币政策



1.7 央行资产负债表扩张



美联储尤为积极。其在 12 天内将政策利率下调 150 个基点，并宣布保持低利率，直至经济增长和通货膨胀恢复到其要求的水平。由于（国外）货币市场充斥大量资金，流动性泛滥成灾，美联储推出开放式无限量 QE。此外，还通过一系列政策准备 3.1 万亿美元以支持金融机构、信贷市场乃至（直接支持）小型企业。欧洲央行采取的方法更为谨慎。其在 LTRO III 计划下分两步将利率下调 0.75% 至 -1.0%，并放宽贷款数额。欧洲央行通过增加 1200 亿欧元的资产收购计划，应对财政状况收紧的威胁。此外更启动 7500 亿欧元的疫情紧急应对收购计划 (Pandemic Emergency Purchase Program, PEPP)，用于购买个人和公共资产。疫情紧急应对长期再融资操作 (Pandemic Emergency Longer Term Refinancing Operations, PELTRO) 则作为补充，支持货币市场。美联储发放直接贷款的做法则尚未采用。其他央行也采取了相应行动。英格兰银行将利率下调 0.5% 至 0.25%，并启动 2000 亿英镑的量化宽松政策以及针对中小企业 (SME) 的贷款计划。在中国和印度等新兴经济体中，（相对温和的）降息和向金融体系提供流动性的组合举措同样标志着货币政策的放松。借用欧洲央行前行长 Draghi 的话，态度是“不计一切代价”。

因此现状是强有力的、在某些情况下甚至是排山倒海之势的货币政策支持。此外，美联储已经明确表示，将随时准备使用其他政策工具来支持经济。[15][16] 欧洲央行在启动 PEPP 时明确表示，如有必要，欧洲央行将进一步加大力度，在夏季增加至 1.35 万亿欧元。迄今为止，其尚未采取像美联储那样直接贷款的做法，但是这一点可能也有变数。[17]如果实施第二轮宽松政策，其他央行届时也可能会效仿。[18]

这种货币政策支持在多大程度上有望成功？答案是：货币政策干预作为一种预防措施是成功的。

[12] 长期来看，我们预计油价将如我们在《能源展望》中所述恢复上升趋势，因为长期的经济增长（特别是亚洲）将推高能源需求，这些需求至少在一定程度上必须通过石油满足。

[13] 从规模上看，当前的低油价正常应为美国消费带来 0.5% GDP 的提升，同时降低 0.3% GDP 的投资。IEA 预计石油行业投资水平将下降大约 30%（相比之前预期的 5% 增长）。

[14] 详细信息请参阅 https://www.iif.com/Portals/0/Files/Databases/COVID-19_responses.pdf。

[15] 请参阅 Jerome H.Powel：国际清算银行行长演讲：当前的经济问题 https://www.bis.org/review/r200513a.htm

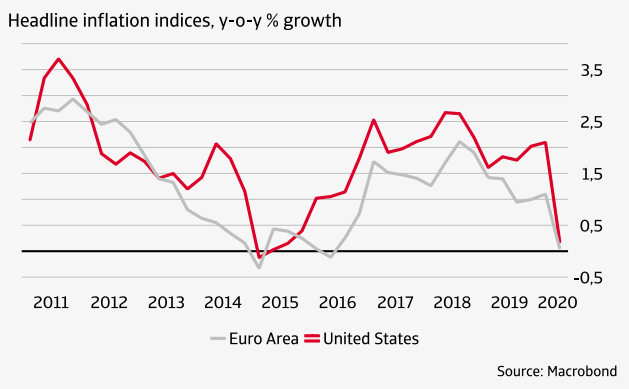
[16] 值得注意的是，这种准备状态在很大程度上已经足够，因为这些机构只提取了可用金额的一小部分：960 亿美元。它显示了美联储的力量。

[17] 我们对于德国高等法院 5 月初有关欧洲央行资产收购计划的裁决并不是特别担心，尤其是在当前这个危机时期。事实上，法院命令德国政府在三个月内提出详细论证以证明该计划的合理性。

[18] 问题是，既然已经接近，甚至像欧洲央行已经超过所谓的零利率界限，降息政策是否还有很大空间。这里的主要问题是，如果利率负值过大，银行会开始将这些利率转嫁给客户，随后可能出现大规模现金囤积。现在的问题是，负利率达到多少时，家庭和企业会大规模吸纳现金。在当前 -1% 的水平下，这种情况似乎尚可避免，但若超出这个水平，情况可能会有所变化。无论如何，对银行储蓄收取负利率，尤其是家庭，仍然受到限制。

先看通货膨胀。各国央行的共同目标是将通货膨胀率保持在 2% 左右，这个水平足以避免对于通货紧缩的恐惧。[19]在基准情景中，2020 年甚至 2021 年都不太可能达到这一水平，预计分别为 0.1% 和 1.2%。这似乎是新型冠状病毒危机导致需求量大幅下降的直接后果。极高的不确定性，以及在封锁之下，单纯强行削减供给会导致家庭和企业大幅削减支出，因此价格不太可能上涨。[2021] 货币政策不能防止通货膨胀率下降，但按理说能防止向通货紧缩的方向恶化。

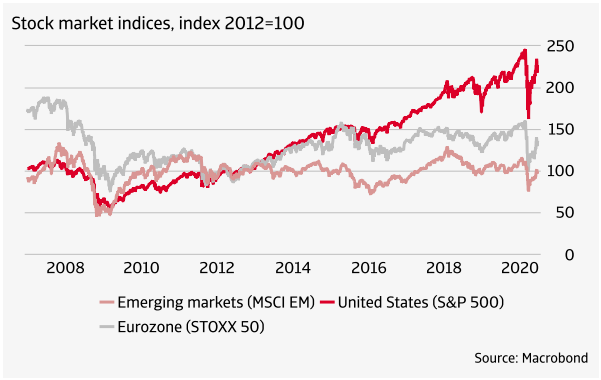
1.8 通胀下降



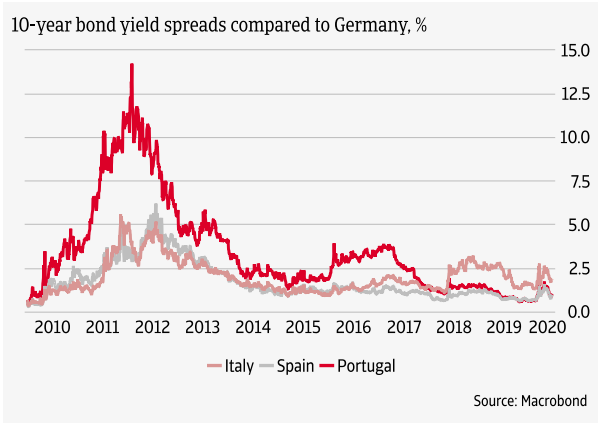
不过，在更深层次上，情况正在发生变化。事实上，随着时间的推移，人们可以预期通胀水平上升，这是由于危机而加速的去全球化导致。去全球化会减少来自国外的薪资竞争，从而削弱通胀下降的一个因素。而且，随着安全问题（尤其是公共卫生问题）日益凸显，供应链将会缩短，从而减少供应链中的竞争。此外，新型冠状病毒的绝对影响会减少供应量，随着企业破产，剩余企业会抢占市场份额并且可能获得定价权。

然后，随着新型冠状病毒危机的发展，需要金融市场支持以解决之前经历的金融动荡。股票市场遭受重创，美国、欧元区和新兴经济体 (MSCI EM) 指数在大约一个月内下跌了 35%。转机发生在美联储宣布开始购买企业债券之际，这引发了大规模债券发行，六周内高达 5600 亿美元。投资者面对政府债券的负收益，纷纷返回市场，股价出现反弹，甚至在美国之外也是如此。然而，复苏并非同步进行：与新型冠状病毒疫情爆发之前相比，美国现在是 -12%，MSCI 新兴市场是 -20%，而欧元区是 -24%。

1.9 政策支持扶助股市



1.10 政府债券收益率



欧元区的金融复苏更为有限，因为在股票指数中占主导地位的大型企业中有一部分陷入困境或至少是缺乏吸引力：汽车制造商、银行和能源。此外，对欧元区的担忧再次浮出水面。既然欧洲央行已成功抑制西班牙等欧元区国家/地区（尤其是意大利）的政府债券利差，后者合理与否就有待商榷。这些国家/地区和其他国家/地区一样，正在增加政府的支持。因此，政府赤字进入 10% 的范围。但其公共财政状况，特别是债务与 GDP 的比率，不允许这样的赤字攀升。政府利差（尤其是意大利，也许还包括西班牙）将会激增，由此引发对欧元区解体的担忧。欧洲央行的 PEPP 精准阻止了这种情况的发生。

政府大规模干预

在货币政策迅速积极地扩张以应对新型冠状病毒危机造成的经济衰退之际，各国政府也纷纷介入。应对疫情时，医疗保健支出会增加，以适应医疗保健服务需求量的增长。这通常会成为额外的政府开支。新型冠状病毒疫情的特殊之处在于，除了对医疗保健服务的需求量增加之外，还采取了封锁措施以避免医疗保健系统的崩溃。由于封锁本质上意味着至少要停止部分经济，因此需要政府干预以减轻损害。实际上在全球范围内，各

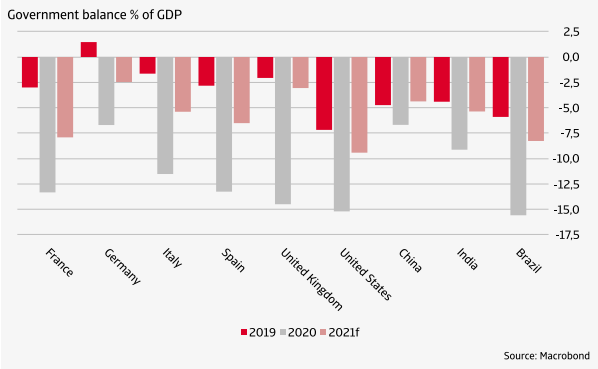
[19] 在通货紧缩的情况下，需求会受到抑制，因为家庭和企业会延缓支出以便未来享受较低的价格。

[20] 这一观点并非毫无争议，伦敦政治经济学院的 Charles Goodhart 等著名经济学家认为，供应紧张和庞大的政府支出会推高价格。请参阅 https://voxeu.org/article/future-imperfect-after-coronavirus。

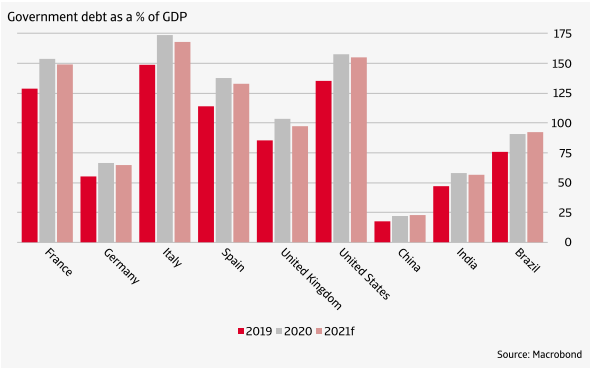
[21] 在当前形势下，很难衡量通货膨胀。例如，通货膨胀指数会考虑消费者支出部分用于旅游。但是，尽管航空公司仍在发布航班价格，但这些航班并不会起飞。换言之，消费者的消费模式正在改变，而通货膨胀并不能反映这一点。

国政府正以庞大的财政承诺来满足这一需求，估计为 7.8 万亿美元，几乎占全球 GDP 的 9%。

1.11 2020 年财政状况恶化



1.12 政府债务增加



干预旨在限制对 GDP 的短期损害，或许更重要的是限制经济学家口中的“滞后现象”或对经济网络以及劳工和企业家技能组合产生的会降低未来经济增长的持久损害。[22]显而易见，政府可以采取的第一个步骤是通过提供流动性支持来帮助企业和劳工。对于劳工，可以是由政府支付的带薪病假和探亲假、调动、失业救济、工资补贴和延期纳税等形式；对于企业，则是提供流动性以降低破产风险；特别是中小型企业更需要如此。封锁过后，政府需要通过出台重振经济的举措来提振信心。此后，政府的作用是让私人投资步入正轨，并为有需要的领域提供财政支持，例如医疗保健和教育。政府还应加快基础设施项目的计划支出。最后，应当利用税收体系和失业救济来稳定企业和家庭的支出。[23]

当前干预的重点仍然是解决第一阶段的问题。美国出台了一系列重大救助计划，包括 2.2 万亿美元针对医院资金的 CARES 法案、为年收入低于 75000 美元的成年人每月发放 1200 美元以及为中小企业提供的紧急拨款和贷款。第五轮 3 万亿美元的一揽子计划正在讨论中，该计划会延伸并扩展 CARES 法案。欧盟成员国也拟定了各自的类似一揽子计划，但有一个特征与美国不同：试图通过企业发放的兼职失业救济金（或直接支付工资）来维持劳工与公司的关系。成员国同意推出 5400 亿欧元的一揽子计划，包括就业保险、流动性供给和 ESM 信贷额度。英国规模浩大的一揽子计划与美国有些相似，除了 655 亿英镑刺激计划之外，年收入低于 50000 英镑的劳工每月最多可获得 2500 英镑，并为受疫情影响的企业提供总额 3300 亿英镑的贷款计划。在新兴经济体中，中国采取谨慎举措以限制债务进一步攀升，做法是相对较为适度地增加财政赤字，为中小企业减免税收并延缓还款和利息支付。政府支持的信贷担保鼓励对中小企业放贷。印度承诺投入 2650 亿美元（相当于 GDP 的 10%）用于医疗保健，并为低收入家庭和中小企业提供现金。

尽管目前政府为减轻封锁影响而提供的支持非常必要，但还不够充分。下一步是制定重振经济的政策，目前仍然缺乏这类政策，除了最近宣布并且由法国和德国发起的欧盟疫情基金提案。这项提案要求在七年内通过欧盟预算提供拨款、贷款和补贴。如果提案获准，这将是朝着加深欧洲一体化大胆迈出的一步，[24]更重要的是，它有助于让遭受重创的南部国家/地区与其他欧盟成员国的复苏步伐更为一致。

财政政策干预的后果非常明显。事实上，2020 年的额外支出加上 GDP 下滑，会将政府收支平衡推向我们在 2019 年 11 月《经济展望》中主张增加政府支出时尚且难想象的水平。在我们的基准情景中，美国的赤字增加会超过 GDP 的 10%，英国甚至高达 13%，而其他欧洲主要国家/地区赤字将增加 7% 至 9%。值得注意的是，这些国家/地区包括德国。但其水平仍然相对适中。主要新兴经济体的财政刺激则低调得多。中国为 2%，印度和巴西分别为 4.7%和 9.7%。尽管我们认为 2021 年不会通过紧缩措施大规模削减赤字，但 GDP 回升会对减少赤字有明显帮助。

我们是否应该为此感到担心？如果观察债务与 GDP 比率的增长，对这个问题的回答会倾向于肯定。许多国家/地区业已处于很高到极高的水平，此时更进一步推升。甚至德国也无法再达到（正式）60% 的欧盟标准，这一目标对于大多数其他欧盟国家/地区而言，相当长的时间内都遥不可及。只有中国和印度才能将政府债务比率保持在适度水平，巴西则无法企及，并且暴增至 90%，远高于国际货币基金组织为新兴经济体设定的目标 60%。不过，我们应该认识到两个缓解因素。首先，利率处于极低水平，且在预测期内必定会维持在这一水平。其次，央行在政府债务发行中充当“最终购买者”的角色。这意味着意大利可以继续安全发行债券，该国在 2019 年债务水平已令投资者感到担忧，达到 GDP 的近 150%；好在始终还有欧洲央行来收拾局面。如果没有欧洲央行，那么对于意大利和欧元区而言，情况还会更糟。

事态可能恶化

上文简单概述了我们的基准情景，即严重的衰退和相对强劲的复苏。其背后的基础假设也很明确。由于这些假设可能无法实现，因此事态还可能恶化。在这一层，我们不考虑疫苗较晚被研发或是第二波感染的情况。相反，我们大致认为，由于采取了遏制新型冠状病毒的措施，这次公共卫生危机对经济的影响更为严重。这明确了基线周围（非常高水平的预测）不确定性的下限。

具体而言，在不利的情景下，封锁持续的时间更长，要到第三季度才能放松。这意味着收缩将进一步加剧并延续至第三季度。企业和家庭的信心会受到更大损害，导致复苏更加缓慢。恢复消费需要的时间更长。此外，由于政府债务激增推高利差，也增加了对金融市场动荡的担忧，政府的支持存在明显的

[22] 此外，在民主国家/地区，迫切需要争取民众认可，从而避免执政联盟在未来遭遇抨击。

[23] 这就是国际货币基金组织提出的 IDEAS（面向未来的投资、自由裁量政策和增强的自动稳定机制）。请参阅《财政监测报告》：新型冠状病毒疫情期间的民众支持政策，2020 年 4 月。

[24] 之所以说这是大胆的一步，是因为法国和德国最初倡议欧盟委员会设立总额 5000 亿欧元的基金，供欧盟成员国通过欧盟预算进行借贷，资金最终通过碳排放税和数字交易税来筹集。

局限性。这反过来又会导致更显著的财政成本紧缩，从而加剧支出限制。货币政策依然宽松，但无法阻止反映避险情绪加剧的新一轮收缩，即资金从新兴经济体流向安全港（美国）。叠加新兴经济体货币的贬值，这些国家/地区将面临进一步的借贷限制。

在这种情景下，我们预计 2020 年的衰退会更加严重，收缩率比基准高出一倍以上（12.2% 对 4.8%），没有任何地区可以避免这种情况，而 2021 年的增长率则类似 (7%)。情况确实更糟。

Table 1.2 Real GDP growth (%) - two scenarios

	Baseline		Global recession deepens	
	2020	2021	2020	2021
Eurozone	-8.0	6.3	-14.5	5.9
United States	-6.1	6.3	-7.8	8.3
Emerging Asia	-0.1	7.9	-9.7	7.6
Latin America	-6.8	5.3	-10.6	5.1
Eastern Europe	-5.0	5.3	-12.4	5.9
World	-5.0	6.5	-12.2	6.6

Sources: Oxford Economics, Atradius

2. 主要经济体的发展

发达经济体

所有发达国家市场或多或少都受到新型冠状病毒疫情影响。为缓解冲击，许多国家正在部署规模庞大的财政计划。由于欧洲各个国家/地区正在采取长远的公共卫生措施来遏制疫情，欧元区正走向严重衰退。在美国，对华贸易战导致的负面经济影响则进一步加剧因封锁带来的负面影响。美国的经济下滑对就业产生巨大影响，失业率飙升至前所未有的水平。英国成功避免了大规模裁员，但从 GDP 损失来看，疫情造成的损失仍然惨重。这场疫情使英国与欧盟的脱欧谈判暂时搁置，但英国政府承诺在 2020 年底之前结束过渡期。由于对抗衰退的货币政策空间有限，2020 年日本经济正陷入大幅收缩。旅游收入直线下降。

Table 2.1 Real GDP growth (%) - advanced markets

	2019	2020f	2021f
Eurozone	1.2	-8.0	6.3
United States	2.3	-6.1	6.3
United Kingdom	1.4	-10.8	10.2
Japan	0.7	-6.0	2.7
Advanced economies	**1.7**	**-6.6**	**6.0**

Sources: Oxford Economics, Atradius

欧元区陷入严重衰退

2020 年，欧元区正在走向历史性的衰退。收缩程度将取决于疫情的发展过程，以及为减缓其传播而采取的遏制措施的持续时间和严重程度。继 2019 年增长 1.2% 之后，预计 2020 年欧元区 GDP 将收缩 8.0%。2020 年欧元区所有成员国都将面临衰退（见表）。虽然一些国家/地区预计到 2021 年可恢复至疫情前的产出水平，但大多数国家/地区预计明年只能部分恢复。意大利、西班牙和法国都在受新型冠状病毒影响最大的国家之列，因此面临的衰退相对严重。

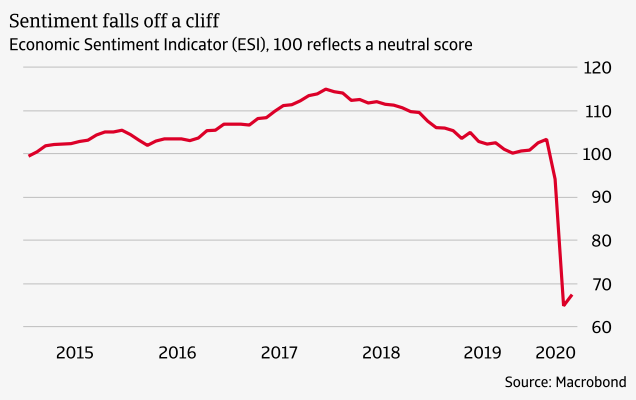
欧洲情绪指数 (ESI) 和采购经理人指数 (PMI) 等情绪指标表明，2020 年第二季度将出现严重衰退。ESI 在 4 月份达到 64.9 的低位，仅仅两个月前还是 103.4。5 月份仅有小幅上升，但 ESI 仍远低于 100 的中性水平。

Table 2.2 Real GDP growth (%) - eurozone

	2019	2020f	2021f
Austria	1.5	-5.8	6.8
Belgium	1.4	-8.7	7.1
France	1.5	-10.6	7.8
Germany	0.6	-6.1	5.2
Greece	1.9	-7.2	6.9
Ireland	5.5	-4.8	7.5
Italy	0.3	-9.3	5.7
Netherlands	1.8	-4.4	4.1
Portugal	2.2	-8.6	6.0
Spain	2.0	-10.6	7.6
Eurozone	**1.2**	**-8.0**	**6.3**

Sources: Oxford Economics, Atradius

2.1 情绪一落千丈



由于新型冠状病毒在中国爆发导致对亚洲的出口量下降，欧元区经济活动在 2020 年第一季度已经急剧收缩。到 2020 年第二季度，随着病毒蔓延到欧洲大陆，各国政府被迫采取长远的公共卫生措施来遏制其传播，其影响将会更大。如果遏制措施逐步解除，疫情继续得到控制，各国采取的货币和财政措施有效，预计下半年经济增长有望再次回升。但是，这种期望带有高度的不确定性。大多数欧洲国家/地区已经开始放松社交隔离措施，从 6 月 15 日起，申根地区再次允许旅行。但是风险依然存在，正如之前所述，随着放松封锁的延迟（甚至是逆转）和经济进一步紧缩，情况还会恶化。从失业率和破产率的攀升来看，“恢复常态”需要的时间越长，实体经济蒙受的损害越大。

专题 2 政府债务

由于大规模实施财政刺激措施，2020 年政府债务必然大幅增加。债务水平以几个南欧国家为最。意大利的债务即将上升至正常经济情况下被视为不可持续的水平。预计意大利的债务占 GDP 比率将从 2019 年的 149% 上升至 174%。该国多年来一直保持基本盈余，这意味着政府预算在扣除利息支出之前处于盈余状态。但是，由于其债务占 GDP 比率相对较高，因此十分脆弱。西班牙的债务水平预计将从 2019 年的 114% 增加至 2020 年的 139%，而葡萄牙的债务水平将从 135% 上升至 156%。希腊的债务水平在所有欧洲国家中居于首位，但它是一个特例，因为几乎所有债务均由国际货币基金组织等官方债权人持有。

自新型冠状病毒爆发以来，政府借贷成本有所上升，但是宽松的货币政策使利率得以保持在较低水平。由于南欧国家财政状况较弱，其政府债券收益率相对较高。自欧洲疫情爆发以来，意大利主权债券收益率的增加尤为明显。与 2 月初相比，意大利 10 年期债券与德国 10 年期债券的利差高出 50 个基点。葡萄牙、西班牙和希腊的利差也有所上升，但幅度较小。

全球经济衰退拖累出口

去年，由于国外需求疲软，欧元区出口遭受重创，这在很大程度上是对贸易紧张和贸易政策不确定性上升的反映。岁末年初，有迹象表明外部需求量触底回升，先导指标也显示全球制造业活动趋于稳定。疫情爆发以来，由于人员、货物和服务的自由流动突然停止，外部需求量再次承受巨大压力，导致全球经济衰退和世界贸易崩溃。欧元区在全球和欧盟内部价值链中的参与度较高，因此相对容易受到影响。预计 2020 年欧元区出口量将下降 10.6%，2021 年将部分反弹 8.6%。

内需急剧收缩

除发挥稳定作用的政府消费和公共投资外，所有需求要素都将受到疫情的沉重打击。多年来一直充当经济增长支柱的个人消费，预计今年将收缩约 8.4%。由于缺乏消费机会导致被迫储蓄，收缩会集中在 2020 年第二季度。随着封锁措施逐步解除，今年下半年将出现复苏。由于经济领域的某些服务和行业仍将受到限制，复苏并不全面。此外，健康危机后的经济不确定性可能会导致家庭增加预防性储蓄。我们预计 2021 年的个人消费相对于 2020 年会有所增长。

由于许多企业同时面临供需两方的冲击，今年的商业投资也可能受到重创。面对未来销售前景的高度不确定性，企业很可能会推迟甚至取消投资计划。其产能利用率预计也会下降，进而减少与产能扩张相关的投资需求。随着需求回升以及高度宽松货币政策的支持，2021 年投资可能会部分恢复。

截至目前就业市场相对坚韧

病毒对经济活动的破坏性影响也会对劳动力市场造成损害。对于欧元区，我们预计 2020 年失业率平均为 9.3%，高于 2019 年的 7.6%。疫情之前，失业率一直稳步下降，3 月一度降至 7.1% 的低点。这一趋势在 4 月发生逆转，尽管数字只是略微增至 7.3%，这反映了政府就业补贴计划的成功以及意大利劳动力市场的大批外流。相对失业率攀升至 14.5% 的美国，这种程度的增加已属不错。

政策措施缓解经济冲击

针对新型冠状病毒危机的货币和财政政策响应迅速有力，并且采取了广泛的措施遏制宏观经济影响并缓解流动性压力。大部分措施来自国家层面。德国已宣布实施一项约 2900 亿欧元的一揽子财政计划以刺激经济。法国正在实施总额为 2450 亿欧元的财政措施。政府实施一揽子财政措施以缓解负面影响，例如增加医疗保健支出、为企业提供工资补贴以及信贷和贷款担保。向小型企业和个体经营者提供直接补助，并扩大对失业劳工的社会援助计划。表 2.3 总结了各国采取的措施。

Table 2.3: Policy responses to COVID-19

	Wage subsidies	Grants to SMEs and self-employed	Social welfare measures	Health care spending	Credit/loan guarantees	National central bank actions
Austria	•	•		•	•	
Belgium			•	•	•	•
France	•	•	•	•	•	•
Germany	•	•	•	•	•	•
Greece			•	•	•	
Italy		•	•	•	•	•
Netherlands	•	•	•	•	•	•
Portugal						•
Spain	•	•	•	•	•	•

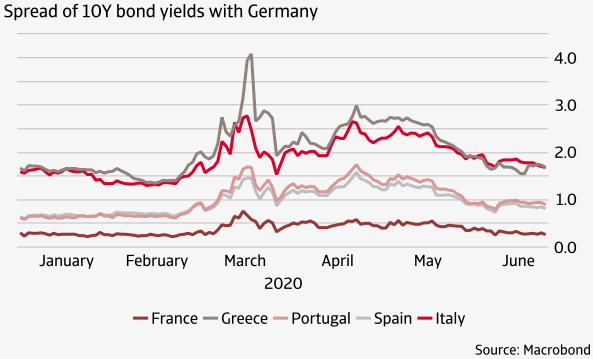
Source: IMF, IIF, Atradius

除国家财政计划外，欧盟领导人还同意设立欧洲稳定机制 (European Stability Mechanism)，这一拥有 4100 亿欧元贷款能力的救助基金旨在为财政空间有限的国家/地区提供信贷额度。同时，欧盟各国也就灵活使用欧盟结构性基金、建立 1000 亿欧元支持计划以减轻失业风险以及为中小企业设立 2000 亿欧元的担保基金达成了一致意见。此外，欧盟委员会还提议设立 7500 亿欧元的危机基金“欧盟下一代”。布鲁塞尔将在资本市场上借款以获取资金，然后根据具体需求将其分配给欧盟国家/地区。

欧洲央行扩大资产收购

欧洲央行发起新一轮的资产收购，总额达到 GDP 的 7%：起初额度为 1200 亿欧元，其后又追加 7500 亿欧元的疫情紧急应对收购计划 (PEPP)。6 月又再增加 6000 亿欧元。根据 ECB 主席 Christine Lagarde 所述，PEPP 可“根据需要尽可能地”扩充规模并延长时间。欧洲央行还在其再融资业务中提供更加优惠的条件，并放宽银行在央行持有的抵押品标准。此外，鉴于该病毒对经济增长和通货膨胀的影响，预期欧洲央行会在未来较长时间里将利率保持在历史低位。对欧洲央行继续其宽松货币政策代表了，自新型冠状病毒危机以来，企业和政府的借贷成本一直保持在相当低的水平。

2.2 三月份债券收益率飙升



Source: Macrobond

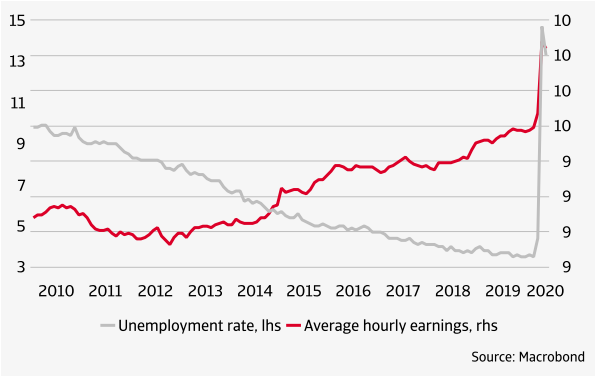
Atradius
Managing risk, enabling trade

美国：错误方向上的“优先”

就感染病例的绝对数量而言，美国位居榜首。就人均而言，其劣于欧盟整体，但优于意大利、法国、比利时、西班牙、荷兰和英国等单个欧洲国家。与其他国家一样，美国政府（地方和州政府）采取封锁措施来遏制病毒传播。封锁实施的时间较晚。若能提前一周进行，感染人数将减少 65%，死亡人数将减少 55%。

这对就业产生了巨大影响，失业人数已超过 4000 万，失业率在四个月内从 3.5% 的低点上升至 13.3%。失业主要集中在受封锁影响严重的行业，例如住宿、餐饮服务、娱乐、零售和交通。此外，仅在 3 月份，由于工作时长和工资减少，可支配收入下降了 2%。此外，金融市场动荡也可能加剧了不确定性。

2.3 美国失业率迅速攀升



消费在通常情况下是 GDP 增长的支柱，但预计今年将无法为经济增长做出贡献。第一季度数据显示，消费者支出环比下降 7.6%，尤其是在汽车、服装、娱乐、住宿和特定医疗保健支出方面。支出下降部分是由于封锁导致的供应不足，同时也源于一种可以用“恐惧经济学”来形容的心态。作为这一心态的反映，预防性储蓄飙升至前所未有的水平。商业投资下降 8.6%，由于油价走低，石油行业的投资承受巨大压力。出口环比下降 8.7%，进口环比下降 15.3%[25]，导致 GDP 下降 4.8%。

尽管封锁自 5 月中旬以来部分放松，但其全面影响即将显现，这些数据预示着第二季度前景黯淡。由于可支配收入减少近 20%，预计消费者支出将大幅跳水超过 40%。预测实际 GDP 相比第一季度将下降近 40%。在我们的基准情景下，预计随着封锁明显放松，经济得以重建，最糟的情况将在第二季度末结束。由于这会是一个渐进的过程，因此预计 GDP 最终将比 2019 年的数据低 6%。这一复苏预计将持续到 2021 年，回升 6.3%。

此次基准预测存在一定程度的不确定性，也许只有英国符合。其原因并不是美国受到病毒的打击最为严重，而是撰写本文时病毒尚未得到控制，病例数量仍在迅速上升。因此，美国最终很有可能出现另一种境况。

英国：180 度转向

英国受新型冠状病毒危机影响较大，原因可能是英国人口密度相对其他欧洲国家/地区较高，以及发病率风险水平较高（由于肥胖人数众多等原因导致）。但是在抗击疫情的初期，政府有些开局不利。英国政府最初似乎以“群体免疫”为导向，卫生政策的方向是通过允许一定比例人口感染来建立国家免疫力。最初政府尽可能放宽限制，但随后又突然转向严格封锁。现在最坏的情况似乎已经过去，新病例数正在下降，封锁措施也在放松。

尽管严重程度可能没有明显超过其他发达国家，但疫情仍然造成了巨大的经济损失。3 月 GDP 环比下降 5.8%，与 2019 年第一季度相比，产出下降 2%。牛津经济研究院模型显示，3 月份经济产能占总产能的 85%，行业之间差异很大。例如，酒店业产能仅为 20%，而农业和公共卫生则未受影响。许多企业暂时关闭，尤其是那些不“必要”的企业，学校停课使家长难以在家工作，而社交隔离措施减少了消费支出。这些因素在第二季度的影响会更为显著，预计届时 GDP 将下降 14%。与其他地方一样，消费支出受到重创，缩减近 20%。预计复苏会在 2020 年下半年开始，并延续至 2021 年，预测 GDP 增长率分别为 -10.8% 和 10.2%。

货币和财政政策为经济提供了强有力的支持。为缓解封锁带来的冲击，政府实施了规模庞大的就业安定计划，至少会持续到 10 月底。根据该计划，政府将负责补偿休假劳动者的大部分工资以及个体经营者的收入。这显然有助避免像美国一样发生大规模解雇潮。英格兰银行 (BoE) 跟进推出降息措施和 2000 亿英镑资产收购计划以压缩贷款利率，并允许政府为这些计划融资。实际上，2020 年预算赤字预计将接近 15%，将债务占 GDP 比率推升至 100% 以上。英格兰银行可能会采取进一步措施促进经济复苏，例如提高资产收购水平以及政府暂时降低税费。

与此同时，抗击疫情大大延缓了英国脱欧后与欧盟的贸易关系安排，尚未有任何进展。尽管如此，在没有 WTO 规则管辖的情况下，英国政府仍然承诺在年底之前结束过渡期。但是，我们预计由此带来的巨大经济成本（主要由英国承受）将导致一项小型协议，稍后会详细说明。事实上，这只是权宜之计，无助于重建商业领域日渐衰弱的信心。

日本：供应链问题

继 2019 年经济增长乏力之后，日本经济将在 2020 年大幅收缩 6%。新型冠状病毒爆发导致外部需求量急剧下降，全球价值链断裂，旅游业收入锐减以及内需疲软。由于政策空间有限且经济前景不确定性显著增加，这次冲击后的复苏可能是一个缓慢的过程。

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。日本在制造业出口方面的竞争对手包括德国以及韩国和中国台湾等地区制造主力。全球贸易和制造业放缓已对 2019 年出口增长造成压力。新型冠状病毒对全球供应链的破坏性影响导致外部需求量急剧下降。对于日本而言，由于实施大范围边境管制，旅游业收入锐减。随着疫情席卷中国并在随后波及到发达经济体，出口贸易量也出现大幅下滑。预计出口贸易在 2020 年将收缩 21%，在 2021 年随着全球经济从负面冲击中复苏，将反弹 16%。

[25] 在这种情况下，很难设想中国如何能按照贸易协议“第一阶段”的约定，将从美国的进口量增加 2000 亿美元。

消费税上调实施后，2019 年第四季度的个人消费情况已经不容乐观。病毒爆发进一步恶化了形势，预计消费将在 2020 年第二季度锐减。4 月初，日本政府宣布占日本经济活动一半的七个县进入为期一个月的紧急状态，到 4 月中旬，紧急状态扩展到全国。自 5 月 14 日起，这种紧急状态逐渐解除，但仍建议避开拥挤场所并保持距离。预计内需将在下半年恢复。规模庞大的刺激措施和预计于 2021 年举行的东京奥运会筹备工作，可能会促进公共消费和投资。

日本政府已提出一项 117 万亿日元的财政刺激计划（约占 GDP 的 20%）。主要措施包括向所有个人和受影响的企业发放现金，推迟税款和社保费缴纳，以及由公共和私营金融机构提供优惠贷款。迄今为止，日本央行一直未下调关键利率，该利率自 2016 年初以来一直保持在 -0.1%。为了应对来自疫情的负面冲击，日本央行 (BoJ) 推出一系列提供流动性和支持信贷流动的措施，同时继续增加资产收购。日本拥有的央行资产已经达到创纪录的 512 万亿日元（占 GDP 的 93%），目前在主要发达经济体中规模最大。根据新的资产收购计划，资产负债表在 2020 年还将进一步扩大。

新兴经济体

新型冠状病毒的爆发对许多新兴市场经济体造成了冲击。由于疫情最早发生在中国武汉市，亚洲是首个受疫情影响的主要地区。该地区的制造业和工业产出严重受损，但最近几个月来正在谨慎复苏。印度早期实行封锁，现在正逐步放松。由于政府对卫生危机的响应不是缓慢就是无效，拉丁美洲的主要经济体巴西和墨西哥陷入严重衰退。欧洲正陷入衰退，主要经济体俄罗斯和土耳其受到的影响最严重。并且俄罗斯受到新型冠状病毒和低油价的双重冲击。

Table 2.4 Real GDP growth (%) - major emerging markets

	2019	2020 f	2021 f
Brazil	1.1	-7.5	5.6
Mexico	-0.3	-5.2	3.6
China	6.2	1.5	9.0
India	4.9	-5.8	11.5
South Africa	0.2	-9.1	6.9
Turkey	0.8	-4.6	6.7
Russia	1.3	-6.2	3.5

Sources: Oxford Economics, Atradius

中国：缓慢上行

中国经济受到新型冠状病毒的严重打击，预计 2020 年 GDP 增长仅为 1.5%。这是数十年来最低的增长率。尽管如此，中国经济的表现仍好于美国和欧洲，后者的经济活动均面临严重的收缩。

在新型冠状病毒爆发之前，中国经济的增速已处于下降趋势。由于内需疲软以及与美国的经济紧张局势升级，去年中国 GDP 增长放缓至 6.2%。尽管 2020 年初出现了趋稳迹象，但病毒爆发和中国当局实行的严格公共卫生措施完全扭转了这一趋势。2020 年第一季度经济活动同比下降 6.8%。绝大多数企业已恢复运营，这意味着供给方中断和限制不再构成复苏的障碍。但是，由于收入和就业前景存在不确定性，消费者可能会谨慎消费，因此内需恢复会较为缓慢。随着经济正常化，第二季度将开始温和复苏，但疫情的国际传播仍会抑制增长。得益于政策支持幅度的增加，商业投资前景较为看好，预计新兴产业、基础设施和房地产会有突出表现。

在五月份举行的全国人民代表大会（立法机构）年度会议上，中国当局未设定实际 GDP 增长目标，这尚属首次。这表明中国政府认识到今年经济活动至多只会有温和增长，而当局并不愿采取大规模刺激措施。自疫情爆发以来，已出台的政策包括削减税费和社保缴纳、对消费和中小企业就业提供补贴、基础设施投资、降低利息和存款准备金率，以及为处境艰难的借款人提供贷款支持。预计未来几个月将会有更多的政策支持，但与 2008/2009 年金融危机期间采取的大规模刺激计划相比，宽松措施的规模仍较有节制。其原因是中国当局不希望过度放缓去杠杆化的进程。

印度：提早封锁

尽管政府迅速实施封锁措施，但新型冠状病毒的爆发仍将对印度经济造成重大损失，严重程度甚至超过中国。在全国封锁期间，工厂和办公楼关闭，减少了很大一部分经济活动。随着遏制措施的延续，预计相比 2019 年 4.9% 的增长，印度 2020 年 GDP 将收缩 5.8%。

印度将在 2020 年第二季度感受到封锁导致的冲击，经济活动可能出现两位数的收缩。印度已经开始放松封锁。与几乎冻结全国所有非必要活动的第一阶段相比，第四阶段（5 月 18 日开始）只限制可能导致大型聚集的活动，例如酒店、餐厅、电影院等。在今年剩余时间内，经济状况会有所改善。然而，由于劳动力短缺、消费者和企业信心低迷，经济复苏必然较为缓慢。与 2020 年初预期相比，年底预计 GDP 将下降 2.4%。

政策响应也相当有限。印度政府在 3 月推出一轮占 GDP 0.8% 的财政救助计划，对象为一线工人和社会弱势群体。5 月，政府推出第二轮相当于 GDP 5.4% 的财政计划，但该计划的直接财政影响较小。

巴西：失去控制

巴西的新型冠状病毒感染率一直在迅速上升，联邦政府反应缓慢，未能像大多数地区政府一样采取有效行动遏制病毒蔓延。社交隔离将对商业活动产生严重破坏。预计 2020 年 GDP 将下降 7.5%，个人消费收缩幅度甚至会超过 GDP，因为约有一半消费会受到社交隔离的影响。

尽管经济增长受封锁的拖累较为明显和直接，但联邦政府遏制新型冠状病毒传播的响应失当对消费者和企业信心造成了负面影响，进而又加剧了封锁的衰退效应。从积极的一面看，汇率起到了缓冲作用。年初至今，雷亚尔兑美元贬值 21%。对于巴西有利的是，陷入危机时外部状况稳固，经常账户赤字和外部债务比率适度，且有宽松的储备缓冲。

政府已实施大规模财政刺激计划（接近 GDP 的 10%）以缓解冲击，央行则实行降息并提供流动性措施。预计未来几个月货币政策会进一步放松。

墨西哥：汽车行业陷入困境

新型冠状病毒疫情的影响将导致墨西哥在 2020 年陷入严重衰退，标志着 GDP 连续第二年收缩。预计 2020 年 GDP 将收缩 5.2%。其背后的驱动因素是个人消费和投资的急剧收缩，同时政府消费在预期刺激措施下只是略有增加。作为墨西哥主要出口来源的汽车行业将受到外部需求急剧下降和供应链严重断裂的影响。随着石油价格的暴跌，比索价值在 3 月份大幅下降，但在 5 月份有所回升（年初至今：-18%）。进口贸易大幅紧缩会阻止经常账户赤字扩大。但是疫情期间，出口产品价格下降、游客锐减以及来自美国的汇款减少会严重影响墨西哥出口收入。

墨西哥政府推出一项非常有限的 100 亿美元（GDP 的 1%）财政刺激计划，主要针对最贫困的家庭，其代价是加重了其他地区的紧缩。目前尚缺乏一套支持劳动者和企业的全面方案。预计许多企业今年将举步维艰，投资将大幅下降；这将使占劳动力总数约 60% 的墨西哥非正规部门雇员面临危险。在缺乏政府支持的情况下，一些州和私营行业已经架空。多州已提出暂停企业纳税，墨西哥影响力极大的企业集团 Consejo Coordinador Empresarial 正在向中小企业提供贷款。

俄罗斯：无法回避的威胁

继为期 7 周的封锁之后，自 5 月 12 日起，社交隔离措施正在逐步放松。俄罗斯的经济面临来自社交隔离措施（使 2020 年经济增长下降 4%-5%）和石油危机（使经济增长下降 3.5%）的双重打击。因此，继 2019 年增长 1.3% 之后，预计 2020 年俄罗斯 GDP 将收缩 6.2%。石油危机是低油价和承诺减产约 20%（从每日 1000 万桶减至 850-900 万桶）的共同作用。预计 2020 年油价将保持在每桶 35-40 美元的水平。这低于俄罗斯实现长期财政可持续性所需的 45 美元。

为应对负面冲击，俄罗斯政府和央行已宣布一系列针对受影响企业和家庭的支持措施。根据政府消息，财政计划规模为 GDP 的 6.5%。但是，我们假设直接财政刺激措施只占 1.5% 左右，其余则是政府担保、收入缺口补偿和延缓支出。央行已通过强制出售外汇来抑制卢布波动。卢布汇率从 3 月份 1 美元兑 80 卢布左右增至 1 美元兑 70 卢布左右（年初至今：兑美元汇率 -10.3%）。

土耳其：反弹受限

里拉的低迷以及相对缩紧的货币政策对土耳其 2019 年经济造成严重影响。2020 年，信贷增长的复苏为其经济带来强势开局，但新型冠状病毒疫情将击垮其经济回暖的势头。由于减缓新型冠状病毒扩散的限制措施对国内外需求量造成严重打击，土耳其经济今年将陷入严重衰退。政府对危机的财政响应较为温和，因此疫情后支持经济复苏的责任落到央行头上。央行在 5 月继续执行宽松周期，这是连续第九个月降息，政策利率由此降至 8.25%。2021 年的复苏可能较不明显。

尽管低油价和需求疲软会抑制进口，但出口贸易和旅游收入的下降打压对外平衡。预计今年的经常账户赤字将大幅负增长（GDP 的 -6.4%）。土耳其依靠来自国外的资本净流入弥补其经常账户的缺口，而吸引足够资本流入可能存在困难。

南非：形势恶化

有迹象表明，遏制新型冠状病毒疫情的措施已在对抗病毒传播方面取得了成效，但其经济将面临严重影响。预计 GDP 今年将收缩 9.1%，2021 年将回升 6.9%。

4 月，Absa 采购经理人指数 (PMI) 的商业活动指数跌至 5.1 点的历史新低，而追踪六个月后预期商业状况的指数当月也创下 27.3 的历史新低。这支持了我们的预测，即 2020 年内需将急剧收缩。政府消费会在抵消部分经济疲弱方面发挥关键作用。尽管财政空间有限，南非政府仍然公布了一项庞大的刺激计划，总价值超过 250 亿美元。这会带来高昂的代价：预计今年财政赤字将接近 GDP 的 15%，中期公共债务将增至 90%。财政整顿必将成为重建财政信誉的重中之重。政府也在寻求帮助，已向国际货币基金组织申请紧急融资，这在该国历史上尚属首次。国际货币基金组织正在考虑这一申请，并表示该国有资格申请 42 亿美元（可能会全额申请）。

附录：预测表

Table A1: Macroeconomic headline figures - developed markets

	GDP growth (% change p.a.)			Inflation (% change p.a.)			Budget balance (% of GDP)			Gross government debt (% of GDP)			Current account (% of GDP)			Export growth (% change p.a.)			Private cons. (% change p.a.)			Fixed investment (% change p.a.)			Government consumption (% change p.a.)			Retail sales (% change p.a.)			Industrial prod. (% change p.a.)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Australia	1.8	-4.2	3.1	1.6	0.3	1.4	-0.4	-12.0	-2.9	45.2	60.2	62.3	0.6	2.4	0.5	3.2	-6.4	4.1	1.4	-6.5	3.9	-2.2	-11.6	2.0	5.3	5.0	0.0	0.3	-2.3	1.8	2.4	-2.9	4.3
Austria	1.5	-5.8	6.8	1.5	1.2	1.4	0.7	-6.8	-2.3	118.7	130.6	123.3	2.6	3.6	4.1	2.6	-7.0	7.4	1.3	-5.9	7.5	2.8	-3.4	5.5	0.7	2.0	1.1	1.1	-4.5	7.5	0.5	-7.2	5.1
Belgium	1.4	-8.7	7.1	1.4	0.4	2.0	-1.9	-10.3	-5.3	117.9	138.1	132.1	-1.2	-2.8	-2.3	1.1	-12.1	3.1	1.1	-11.2	8.4	3.2	-7.6	8.3	1.8	-1.0	4.2	0.4	-7.8	4.8	4.8	-7.6	6.7
Canada	1.7	-9.1	9.8	2.0	-0.1	1.3	0.1	-12.5	-2.1	95.4	116.8	106.9	-2.0	-2.2	-1.8	1.3	-12.9	6.0	1.6	-11.7	11.1	-0.4	-8.2	6.3	2.1	2.9	0.0	0.4	-12.7	11.1	-0.9	-10.5	8.6
Chile	1.0	-4.2	4.7	2.3	3.2	2.3	-2.8	-7.6	-7.0	27.9	34.3	36.0	-3.9	-4.4	-3.2	-2.2	-7.2	7.9	1.1	-8.0	5.5	4.3	-6.6	3.7	0.0	14.1	5.0	-1.5	-8.2	5.6	-0.6	-5.0	4.0
Czech Republic	2.5	-5.1	6.2	2.8	1.9	1.9	-0.5	-6.2	-0.9	29.0	37.1	34.3	-0.3	0.3	0.3	1.0	-6.0	6.2	3.0	-5.7	6.0	2.7	-4.5	8.6	2.6	4.8	-0.4	4.8	-5.0	7.9	-0.4	-8.6	8.8
Denmark	2.4	-3.8	4.2	0.8	0.3	1.0	1.8	-7.4	-3.5	45.4	54.2	55.0	7.8	7.3	6.5	1.6	-4.7	3.5	2.2	-3.7	5.7	3.4	-4.7	3.4	0.5	2.4	3.5	0.7	-1.5	3.0	2.7	-4.5	4.6
Finland	0.9	-5.5	4.2	1.0	0.3	1.1	-1.1	-9.9	-6.9	59.3	72.3	75.9	-0.8	-1.2	-0.8	7.2	-10.0	4.8	1.0	-4.7	3.8	-0.8	-6.8	2.7	0.9	4.0	4.1	2.3	-1.5	1.8	1.8	-6.3	2.7
France	1.5	-10.6	7.8	1.1	0.4	1.5	-3.0	-13.5	-8.0	128.8	155.1	150.6	-0.7	-1.1	-0.6	1.8	-13.6	7.3	1.5	-11.7	8.6	4.3	-15.4	13.0	1.7	-2.7	4.8	2.6	-10.0	8.6	0.4	-11.7	8.4
Germany	0.6	-6.1	5.2	1.5	1.0	1.4	1.5	-6.7	-2.5	55.2	66.5	64.7	7.3	6.2	5.6	1.0	-11.0	10.0	1.7	-6.8	7.8	2.6	-5.1	6.8	2.7	1.7	1.0	3.1	-1.4	3.7	-4.3	-10.0	7.2
Greece	1.9	-7.2	6.9	0.3	-0.5	1.5	1.2	-6.1	-3.8	214.7	233.5	222.3	-1.3	-2.2	-2.2	4.9	-9.5	9.3	0.7	-7.0	6.4	4.5	-9.8	13.9	2.2	4.0	0.1	0.8	-6.1	5.4	-0.8	-5.4	5.9
Hong Kong	-1.2	-6.0	6.4	2.9	0.5	2.2	-5.4	-13.1	-3.4	0.3	0.6	0.9	6.1	5.5	1.3	-5.6	-13.6	9.6	-1.1	-6.8	8.2	-12.3	-6.4	7.4	5.1	10.8	-1.0	-12.3	-22.4	16.4	0.4	-7.4	6.1
Hungary	4.9	-5.0	4.5	3.3	2.6	2.3	-2.0	-4.5	-3.3	66.3	77.3	76.3	-0.8	-2.8	-2.4	6.0	-6.5	5.8	5.1	-1.3	6.0	15.3	-7.1	6.9	1.7	1.6	1.3	6.2	-0.4	5.6	5.3	-11.9	11.1
Ireland	5.5	-4.8	7.5	0.9	0.2	1.5	0.4	-7.4	-2.3	51.0	59.6	58.2	-9.3	-1.2	5.9	11.2	-4.0	4.9	2.8	-9.2	10.6	90.9	-31.4	-23.5	5.6	5.6	2.4	4.4	-3.3	8.5	2.9	-3.5	5.1
Italy	0.3	-9.3	5.7	0.6	0.1	1.0	-1.6	-11.5	-5.4	148.8	173.7	167.9	3.1	3.4	3.1	1.4	-14.9	15.7	0.4	-10.9	7.0	1.4	-13.6	11.8	-0.4	0.1	0.7	0.8	-15.0	10.5	-1.1	-16.2	12.5
Japan	0.7	-6.0	2.7	0.5	-0.3	0.0	-2.7	-12.8	-8.8	226.1	253.5	257.0	3.6	2.6	3.6	-1.6	-18.1	11.0	0.2	-5.8	1.8	1.3	-6.6	2.8	1.9	1.9	1.3	-0.2	-7.4	1.9	-2.7	-9.4	4.2
Luxembourg	2.3	-6.2	9.6	1.6	0.2	1.8	2.2	-3.7	-0.3	22.1	26.9	24.4	4.5	5.6	5.2	0.8	-9.9	15.0	2.8	-5.9	9.3	4.0	-5.8	4.9	4.8	4.8	0.1	4.0	0.1	2.9	-3.6	-10.5	6.9
Netherlands	1.8	-4.4	4.1	2.6	0.9	1.5	1.7	-6.3	-1.1	62.6	70.2	67.3	10.2	9.7	9.2	2.3	-7.9	5.5	1.4	-6.6	3.7	5.2	-5.0	3.8	1.6	0.1	1.5	2.0	-1.8	2.9	-0.9	-3.5	3.7
New Zealand	2.2	-5.6	7.3	1.6	1.4	1.6	0.5	-10.4	-5.6	27.4	36.8	38.9	-3.0	-1.0	-1.4	2.3	-13.0	11.2	2.7	-5.2	8.3	2.7	-12.2	11.0	4.4	4.3	-0.3	3.5	-4.3	8.5	2.2	-5.5	6.1
Norway	1.2	-4.6	4.3	2.2	1.3	2.8	8.7	2.0	1.3	44.7	52.3	53.5	3.9	0.9	2.4	1.5	-5.0	6.4	1.6	-7.5	4.9	6.2	-5.7	3.5	1.7	3.0	2.8	0.1	0.9	4.4	-5.0	1.4	2.6
Poland	4.2	-3.5	5.6	2.2	3.1	2.5	-0.8	-8.5	-4.8	46.8	55.8	55.6	0.5	0.9	-0.6	4.7	-4.3	4.5	4.0	-4.8	5.4	7.4	-2.8	5.9	4.9	3.3	4.4	4.7	-6.1	5.9	4.4	-5.0	6.4
Portugal	2.2	-8.6	6.0	0.3	-0.3	0.7	0.2	-10.1	-3.6	134.8	155.5	148.2	-0.1	-1.2	-0.5	3.7	-15.5	12.2	2.2	-7.4	6.1	6.6	-6.0	6.2	1.1	1.0	1.1	4.4	-6.6	6.6	-2.5	-8.7	8.4
Singapore	0.7	-6.0	7.1	0.6	-0.5	1.6	-0.1	-9.6	-1.0	115.4	135.5	131.6	17.0	13.0	16.2	-1.6	-11.0	10.2	3.7	-6.3	10.0	-0.2	-6.5	9.6	2.8	17.8	-7.5	-3.5	-16.8	20.2	-1.6	-1.9	4.6
Spain	2.0	-10.6	7.6	0.7	-0.2	1.2	-2.8	-13.4	-6.6	114.0	138.9	133.7	2.0	2.0	1.5	2.6	-17.6	9.4	1.1	-15.1	9.2	1.8	-14.1	10.5	2.3	4.8	1.8	2.3	-13.6	9.8	0.7	-11.6	9.1
South Korea	2.0	-0.7	3.2	0.4	0.2	1.2	-0.6	-4.5	-0.4	45.1	50.4	51.1	3.6	4.0	4.6	1.7	-7.7	8.3	1.7	-3.0	5.3	-2.8	0.9	2.9	6.6	17.5	-5.8	2.3	-2.5	5.2	-0.5	-1.5	4.0
Sweden	1.2	-3.6	2.7	1.8	0.5	1.4	0.5	-3.5	-3.4	47.6	51.5	52.6	3.9	4.4	3.5	3.3	-4.8	1.9	1.2	-4.3	2.6	-1.2	-3.0	3.6	0.3	0.8	2.5	2.4	-1.1	2.1	1.6	-6.0	4.9
Switzerland	1.0	-5.8	6.0	0.4	-0.7	0.1	1.5	-4.4	-2.0	25.6	31.7	31.8	8.0	8.5	9.3	2.6	-7.4	7.4	1.2	-6.1	6.2	0.8	-6.6	6.3	1.3	2.8	1.3	0.3	-3.9	3.8	4.5	-6.4	5.7
United Kingdom	1.4	-10.8	10.2	1.8	0.7	1.2	-2.1	-15.5	-3.4	85.4	107.1	99.0	-3.8	-3.0	-3.7	5.1	-22.7	17.2	1.1	-15.0	13.2	0.6	-9.4	11.0	3.5	1.5	6.8	3.0	-6.0	5.1	-1.4	-12.0	7.1
United States	2.3	-6.1	6.3	1.8	0.9	1.5	-7.2	-15.2	-9.4	135.3	157.1	154.3	-2.3	-2.5	-2.3	0.0	-15.1	11.4	2.6	-7.4	6.8	1.8	-4.9	4.4	1.8	3.9	-2.1	3.8	-9.2	9.0	0.9	-7.8	4.9
Eurozone	1.2	-8.0	6.3	1.2	0.5	1.3	-0.7	-9.5	-4.5	-	-	-	2.7	2.9	3.0	2.5	-11.2	8.5	1.3	-9.6	7.6	5.8	-10.9	7.6	1.8	0.6	2.2	2.3	-7.6	7.6	-1.3	-9.9	8.5

Sources: Oxford Economics, Atradius

Atradius
Managing risk, enabling trade

Table A2: Macroeconomic headline figures - emerging markets

	GDP growth (% change p.a.)			Inflation (% change p.a.)			Budget balance (% of GDP)			Gross government debt (% of GDP)			Current account (% of GDP)			Export growth (% change p.a.)			Private cons. (% change p.a.)			Fixed investment (% change p.a.)			Government consumption (% change p.a.)			Retail sales (% change p.a.)			Industrial prod. (% change p.a.)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
China	6.1	2.0	8.1	2.9	2.6	1.6	-4.7	-6.6	-4.3	17.6	21.5	22.6	1.0	1.5	1.4	2.5	-7.1	8.7	5.9	-0.6	11.1	4.7	2.6	5.6	7.6	8.7	4.6	6.2	-0.5	11.7	5.7	1.6	7.1
India	4.9	-5.7	10.8	3.7	3.9	3.3	-4.4	-9.1	-5.4	47.0	58.0	56.6	-1.0	-0.2	-1.1	1.4	-12.8	6.5	6.2	-3.9	9.5	0.0	-7.7	10.8	11.8	12.2	6.8	8.0	-2.3	11.3	0.7	-11.8	14.5
Indonesia	5.0	-2.7	7.0	2.8	2.6	3.3	-2.2	-7.6	-4.6	35.8	42.6	43.4	-2.7	-2.3	-2.4	-0.9	-8.7	5.3	5.2	-2.3	7.4	4.4	-4.7	10.4	3.2	11.3	3.4	3.9	-8.8	13.2	4.0	-5.2	7.8
Malaysia	4.3	-3.2	7.6	0.7	-1.9	3.1	-3.4	-7.5	-3.6	52.5	61.7	57.8	3.4	-1.4	1.2	-1.3	-12.7	8.9	7.6	-1.1	6.8	-2.1	-9.9	12.1	2.0	8.0	-2.4	8.6	-0.2	7.4	2.3	-5.1	6.3
Thailand	2.4	-5.7	7.4	0.7	-2.1	1.4	-1.6	-5.9	-2.9	34.0	42.6	39.4	7.0	2.8	4.7	-2.6	-16.7	13.0	4.5	-2.6	5.6	2.1	-9.5	11.3	1.4	2.8	1.4	3.1	-6.7	5.5	-3.8	-10.6	9.7
Argentina	-2.2	-8.8	6.7	53.5	44.8	34.5	-3.6	-6.9	-4.0	89.4	96.4	85.1	-0.7	0.3	0.1	9.4	-12.4	14.3	-6.4	-11.3	7.6	-15.9	-18.6	1.5	-1.5	0.0	2.3	-3.8	-8.6	10.6	-4.8	-10.2	7.0
Brazil	1.1	-7.5	5.0	3.7	2.4	2.6	-5.9	-15.6	-8.3	75.8	91.0	92.3	-2.7	-0.6	-2.4	-2.5	-4.2	3.0	1.8	-10.3	6.2	2.3	-10.0	11.6	-0.4	12.2	-8.6	1.8	-9.6	6.2	-1.1	-12.8	11.0
Colombia	3.3	-5.2	5.5	3.5	3.3	3.0	-2.2	-5.5	-3.4	50.3	58.1	56.9	-4.3	-5.6	-5.2	2.6	-6.4	5.3	4.5	-7.3	6.6	4.3	-3.4	4.9	4.3	2.3	0.1	-	-	-	1.5	-1.6	4.2
Mexico	-0.3	-5.2	3.4	3.6	3.0	3.4	-1.7	-3.7	-4.1	47.1	56.3	56.2	-0.4	0.9	1.9	1.2	-7.3	4.9	0.6	-7.5	3.2	-5.0	-9.7	0.4	-1.5	0.5	1.4	1.9	-6.3	3.2	-1.7	-9.2	5.8
Peru	2.2	-12.5	13.6	2.1	1.6	1.8	-1.6	-9.5	-3.4	26.9	39.7	37.7	-1.5	-3.4	-2.2	0.8	-19.6	20.0	3.0	-10.3	11.6	3.0	-21.5	22.2	1.9	6.7	4.4	-	-	-	-0.9	-4.2	6.7
Venezuela	-33.8	-33.0	-0.8	8412.7	2669.2	624.0	-14.0	-17.3	-10.5	280.3	337.1	318.3	27.9	2.3	5.9	-29.3	-42.2	-6.5	-35.3	-39.1	8.8	-43.6	-31.6	7.0	-37.4	-15.5	2.1	-32.8	-34.4	15.0	-33.5	-33.1	-1.6
Bulgaria	3.4	-6.3	6.9	3.1	2.1	1.9	-0.9	-5.2	-1.1	19.6	20.3	19.9	10.3	4.6	4.8	2.0	-11.1	10.4	5.6	-7.4	8.8	2.0	-4.8	8.3	5.5	4.0	0.4	3.4	-8.0	12.1	0.6	-2.5	4.6
CIS	2.2	-5.5	4.4	5.5	4.6	4.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.2	-7.1	3.6
Romania	4.1	-4.4	3.6	3.8	3.1	2.9	-4.5	-11.5	-7.3	36.4	47.6	51.2	-4.6	-5.4	-5.3	3.5	-8.2	4.3	6.0	-4.1	4.3	15.8	-3.7	2.9	7.3	-1.9	4.0	7.1	1.4	3.5	-3.6	-8.6	7.7
Russia	1.3	-6.4	3.5	4.5	3.5	4.1	2.2	-5.2	-3.9	13.6	22.1	26.8	4.0	-1.4	-0.9	-2.3	-11.2	9.9	2.5	-7.3	7.3	1.5	-13.6	6.3	2.2	-2.7	1.0	1.9	-4.8	7.0	2.3	-7.6	2.9
Turkey	0.9	-4.9	6.7	15.2	10.9	9.6	-3.0	-5.6	-3.0	31.0	40.0	37.7	1.1	-2.3	-2.6	6.4	-14.1	14.2	0.7	-4.0	6.2	-12.4	-2.4	7.7	4.4	9.5	-0.6	-0.5	-3.5	5.9	-0.6	-4.1	5.5
Ukraine	3.2	-5.2	3.6	7.9	4.9	3.9	-2.5	-6.9	-3.2	56.4	60.9	56.7	-0.9	-3.5	-2.2	6.7	1.0	3.7	11.9	-13.0	0.0	14.2	-18.1	3.7	-4.9	-0.6	1.3	-	-	-	-0.5	-6.5	5.7
Egypt	5.6	0.4	-4.0	9.2	5.5	8.9	-8.0	-11.2	-15.1	91.7	102.4	121.0	-3.1	-3.8	-3.7	-1.8	-12.5	-16.4	0.9	-5.2	-3.4	13.1	6.4	2.2	3.0	10.4	10.1	0.9	-5.2	-3.4	1.7	-3.0	5.2
Morocco	2.2	-6.0	7.4	0.3	-0.9	1.2	-4.0	-10.4	-7.1	82.7	98.0	97.6	-4.1	-7.7	-5.0	2.7	-20.6	13.7	2.9	-4.9	7.7	2.1	-7.2	3.8	2.7	11.9	1.7	2.9	-4.9	7.7	1.7	-5.0	5.9
Qatar	-0.3	-4.4	4.3	-0.7	-2.5	1.1	0.9	-6.2	-1.5	57.6	77.7	80.2	0.3	-3.0	2.5	0.5	-4.3	5.2	2.7	-5.3	5.8	-0.3	-6.2	2.6	5.1	-2.3	3.1	3.3	-4.8	6.3	-1.9	-3.2	3.9
Saudi Arabia	0.3	-7.5	5.2	-2.1	2.2	4.7	-4.5	-11.3	-6.4	22.8	35.9	36.2	6.3	-2.5	0.3	-4.6	-13.0	8.3	4.5	-5.5	3.7	4.0	-8.3	7.2	-3.5	-3.8	1.2	-	-	-	-1.0	-4.8	3.9
Tunisia	1.0	-7.7	6.8	6.7	6.2	6.0	-3.1	-8.7	-6.3	72.7	86.3	85.3	-9.1	-10.4	-9.5	1.8	-11.5	9.1	0.6	-10.8	8.2	1.0	-12.3	9.9	2.5	4.0	1.8	-	-	-	-3.2	-6.5	6.6
United Arab Emirates	1.7	-7.8	4.5	-1.9	-0.1	1.4	5.5	-7.8	-5.1	19.4	30.6	33.1	7.0	-2.2	-2.6	0.4	-11.7	8.6	13.4	-1.5	7.3	0.0	-4.8	8.8	14.3	5.7	1.7	13.4	-1.5	7.3	3.1	-8.4	1.5
MENA	0.2	-7.3	4.2	11.7	10.1	10.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.1	-5.7	3.0
Ghana	6.5	-1.5	8.2	8.7	7.3	8.6	-4.4	-8.4	-6.4	61.9	71.6	70.6	-2.5	-5.4	-4.9	6.7	-12.2	19.2	4.2	-4.6	7.7	-10.0	-6.3	6.8	5.4	11.2	7.4	-	-	-	0.6	-5.7	7.4
Kenya	5.4	-2.0	6.7	5.2	5.5	5.8	-6.9	-8.6	-7.2	62.1	68.6	66.4	-5.8	-6.0	-5.7	-0.2	-12.9	11.5	7.3	-0.8	5.3	2.4	-5.1	16.0	4.9	6.0	6.0	-	-	-	5.5	-4.2	6.3
Nigeria	2.2	-3.7	1.9	11.4	12.8	14.9	-4.8	-6.9	-5.7	18.8	23.0	24.8	-4.2	-2.1	-0.9	15.0	-8.5	-3.6	-2.4	-5.9	2.5	8.1	-4.6	2.9	15.0	1.1	3.6	-2.4	-5.9	2.5	2.2	-4.0	2.4
South Africa	0.2	-9.1	6.5	4.1	3.9	4.6	-6.6	-14.1	-9.8	62.2	83.1	83.3	-3.0	-1.2	-2.3	-2.5	-14.3	10.2	1.0	-15.0	11.3	-0.9	-14.3	10.2	1.5	14.6	-5.4	1.0	-15.1	11.4	-1.3	-6.7	3.3

如果您觉得这篇经济分析研究对您有帮助，不妨访问我们的网站 www.atradius.com，在这里您会发现更多紧跟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，以及关于当前商业问题的文章。

关注安卓社交媒体

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