



# 经济大重启： 新机遇旧风险

04 虽有经济大重启但复苏多面向

09 市场出现盈利惊喜但上行潜力仍有限，重新定价基本信贷风险

13 地区展望

# 概览

- **疫苗安全将为这一大重启奠定基础。**发达经济体开展了免疫接种活动，但对疫苗接种的犹豫不决和二代疫苗仍是优先考量事项。与此同时，亚洲和新兴市场的疫苗接种不足可能导致其增长路径不同步。
- **一个多面向的复苏：美国的高压经济，欧洲的低压经济。**我们预计2021年全球GDP将增长5.5%，美国的表现将明显优于其他国家。欧洲与美国（2022年第一季度）相比，恢复到疫情前的水平需要额外一年的时间，而如果恢复到新冠疫情爆发前的增长速度则还需要四年的时间。
- **报复性消费正在发生，欧洲的剩余储蓄为5000亿欧元，而美国为1万亿美元。**消费将引领复苏，预计美国和英国被压抑的需求量将达到GDP的3%，欧洲则约为1.5%。然而，出于有备无患的考虑，囤积行为仍然存在，这使今后的政策选择更为复杂。
- **通货膨胀，供应方面的瓶颈（原材料、运输能力、工人）可能会使成本通胀维持五年的高位，直到2021年底才有所缓解。**企业的定价权仍然有限，尤其是欧洲地区。由于就业缺口（欧元区有400万个工作岗位，美国有700多万个）将抑制工资通胀，家庭购买力将面临压力。但由于货币流通速度处于历史低位，出现货币性通胀的可能性并不大。
- **扩张性财政政策和货币政策之间的“浮士德契约”将继续存在。**预计各国央行在2023年加息前将保持耐心（一些特殊情况：挪威、新西兰、英国到2022年9月）。2020年，全球债务总额增加了超24万亿美元，其中包括12万亿美元的公共债务和12万亿美元的私人债务。新兴市场更容易受到市场突然转变的影响，这将导致货币和债务的无序调整。
- **欧洲面临政治十字路口，但2012年的危机不会于2022年重演。**欧元区，下一代欧盟基金和欧洲央行将支持经济复苏，缓解金融压力，而德法两国的选举可能会带来出人意料的政策。然而，需要多加注意欧盟的异质性，以及意大利的情况。
- **信用风险得以管控。**随着企业债务升至新高，但资产负债表上的现金也升至新高，破产难题仍存，对企业的流动性支持将持续到2022年。欧洲非金融企业不得不将利润率平均提高1.5个百分点，以确保其债务的可持续性。
- **绿色环保是产业政策的新黑马。**向更清洁的增长模式过渡将需要定义真正的新产业政策，包括创造新的财政资源、对过渡进行补贴、保护国内生产者和投资于基础设施。在2021-2050年期间，能源部门的年度投资必须增加约占全球GDP1%的投资额，才能实现净零能源转型。在可再生电力方面的投资将达到1.3万亿美元，需超过化石燃料供应方面的最高水平（2014年为1.2万亿美元）。

- **在美国新家长式统治和战术多边主义的背景下，政治风险依然存在。**美国在气候变化和税收政策方面发起了新一轮全球和多边倡议。但这种国际参与的复兴并不一定意味着无选择性的多边主义：到2021年为止，美国采取的贸易保护主义措施最为积极，而中国和德国（按净汇率计算）是最受针对的。而亚太地区可能会加快自由贸易协定的扩大和实施（如RCEP、CPTPP等），但也不能幸免于此前存在的地缘政治紧张局势，这些紧张局势随着新冠危机的爆发而不断恶化。
- **追逐风险仍是市场主旋律，但内生的金融不稳定性依然存在。**大多数资产类别都已经在大重启前先一步而行，强有力的政策支持也远远好于预期。但目前上行空间有限，而不断加剧的失衡也加大了下行风险。

图 1: 实际GDP增长预测, %

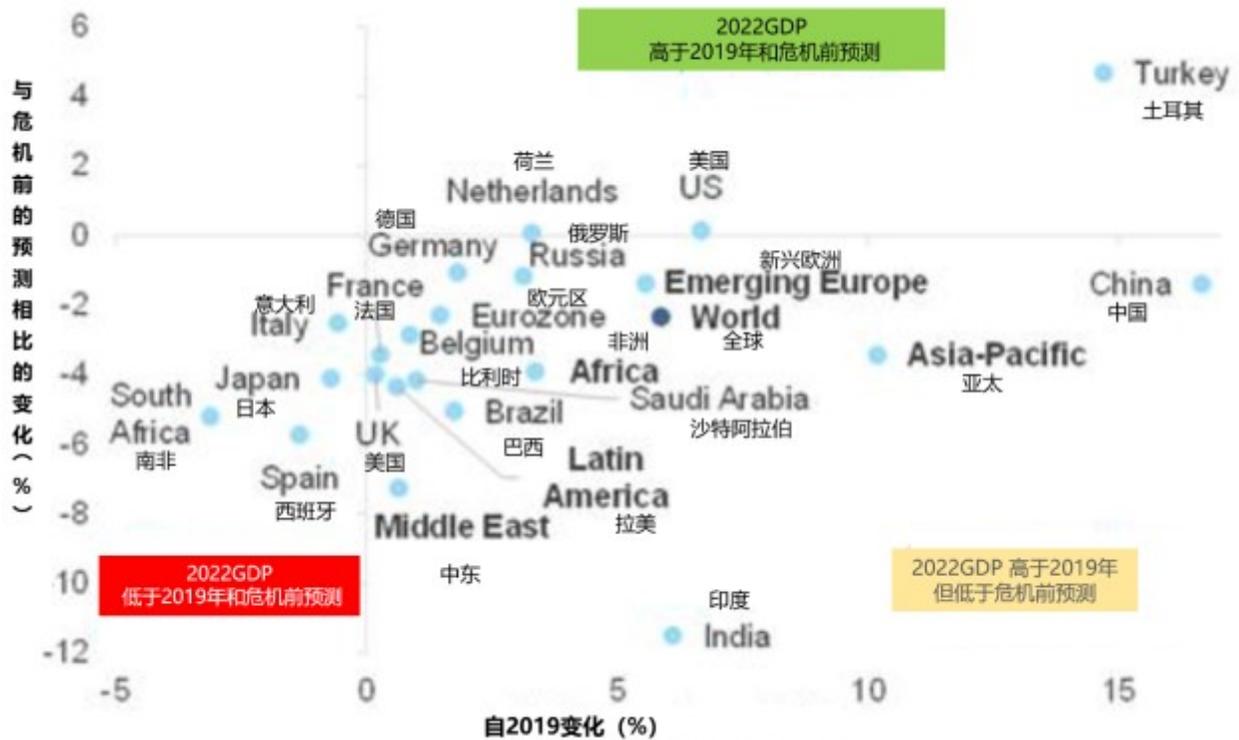
	2019	2020	2021	2022
<b>全球GDP增长</b>	<b>2.4</b>	<b>-3.5</b>	<b>5.5</b>	<b>4.1</b>
美国	2.2	-3.5	6.3	4.0
<b>拉美</b>	<b>0.2</b>	<b>-7.1</b>	<b>5.2</b>	<b>2.9</b>
巴西	1.4	-4.4	3.8	2.5
英国	1.4	-9.9	6.0	4.9
<b>欧元区成员国</b>	<b>1.3</b>	<b>-6.5</b>	<b>4.2</b>	<b>4.2</b>
德国	0.6	-5.1	3.4	3.8
法国	1.5	-8.2	5.4	3.6
意大利	0.3	-8.9	4.4	4.6
西班牙	2.0	-10.8	5.1	5.3
俄罗斯	2.0	-3.1	3.1	3.2
土耳其	0.9	1.8	8.3	4.1
<b>亚洲</b>	<b>4.1</b>	<b>-1.1</b>	<b>6.3</b>	<b>4.8</b>
中国	6.0	2.3	8.2	5.4
日本	0.3	-4.9	2.5	1.9
印度	4.1	-7.5	7.9	6.4
<b>中东</b>	<b>0.0</b>	<b>-5.0</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>
沙特阿拉伯	0.3	-4.1	2.4	2.9
<b>非洲</b>	<b>1.7</b>	<b>-2.8</b>	<b>2.7</b>	<b>3.5</b>
南非	0.3	-7.0	2.2	1.9

\*以市场价格计算的全球GDP权重

NB: 印度财年

来源: 裕利安怡、安联研究

图 2: 2022年GDP与2019年及危机前的预测相比



来源: 多方来源、裕利安怡、安联研究

**报复性消费正在发生，但欧洲的剩余储蓄为5000亿欧元，而美国为1万亿美元**

经济大重启为V型复苏奠定了基础，但全球供应仍需迎头赶上。预计2021年美国和英国的被压抑消费占GDP的3%，大多数欧洲国家约为1.5%。消费将引领经济复苏，出于有备无患的心态，囤积行为依然存在，这将使未来的政策选择更加复杂。与此同时，全球供应链仍处于中断状态，供应商的交货时间和来自亚洲的集装箱价格均处于创纪录高位。未来几个月，随着财政刺激措施的效果在美国和欧元区开始变得更加明显，商品需求将保持高位，使投入价格在夏季达到创纪录高位。得益于即将到来的商业投资，这种情况可能会持续到年底，直到需求开始恢复正常，生产能力开始增加。关键问题仍将是企业的定价权，且仍然有限，尤其是在欧洲。

**通货膨胀**

供应方面的瓶颈（原材料、运输能力、工人）可能会使成本通胀维持五年高位，直到2021年底才有所缓解。全球通胀压力处于历史高位，但好消息是，其主要是由能源价格和美元升值推动，而这应该是暂时的。成本通胀可能会持续到2022年，届时劳动力短缺的压力将随着投入的提升和资产价格的上涨而减少。随着经济大重启开始，进入劳动力市场的竞争将显著加剧。劳动力的重新分配所需的时间，重启直接导致的工作激励的降低（救济效应）和持续的高社会转移可能拖累就业市场的复苏步伐。在英国，自4月份第二阶段放松限制以来，以交通、建筑、餐饮和酒店行业为代表就业短缺继续加剧。从中期来看，与长期平均水平（欧元区400万就业岗位，美国700多万就业岗位）相比，负产出缺口应该会遏制工资压力和就业缺口。此外，企业的定价权有限（欧洲地区为典型代表）。最后，由于货币流通速度处于历史低位，出现货币性通胀的可能性不大。

# 虽有经济大重启但复苏是多面向

## 疫苗安全将为这一大重启奠定基础

发达经济体开展了免疫接种活动，但对疫苗接种的犹豫不决和二代疫苗仍是优先考量事项。然而，避免疫苗接种的疲劳陷阱将是可持续重新开放的关键，紧接供应方面的障碍而来的是需求方面的阻碍。与此同时，亚洲和新兴市场的疫苗接种不足可能导致其增长路径不同步。政府为应对新病例增加而采取的时解时封的策略，尽管相比以前的几波疫情有所缓和，仍有可能继续下去。

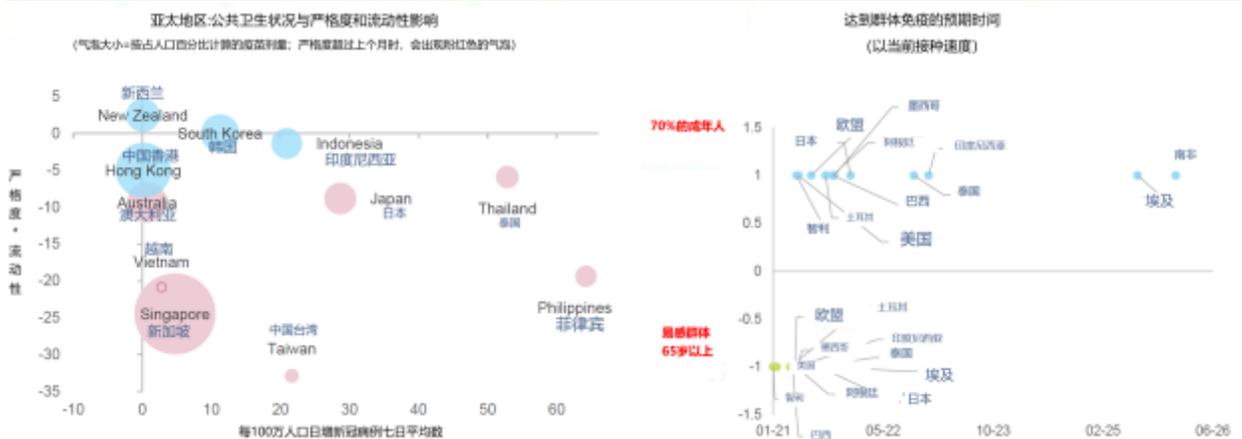
## 多面向的复苏 美国：高压经济，欧洲：低压经济

在美国和中国的推动下，全球经济在2021年第一季度已接近危机前的增长水平，随着几个发达经济体的重启，全球经济看似将在未来几个季度出现强劲的机械性复苏。我们预计2021年全球GDP将增长5.5%，美国表现明显优于其他国家，也是唯一一个从今年年底开始增长超过新冠疫情爆发前水平的经济体。欧洲与美国（2022年第一季度）相比，恢复到危机前的水平需要多一年的时间，而恢复到新冠疫情爆发前的增长速度则还需要四年的时间。

全球贸易将在2021年强劲反弹，但瓶颈的存在将导致短期障碍。受有利的基数效应、今年头几个月强于预期的增长势头、亚太地区强劲出口的预期以及美国、欧洲和中国强劲进口的支撑影响，我们预测贸易以量计将增长7.7%（2020年为-8.0%），以价值计将增长15.9%（2020年为-9.9%）。

事实上，迄今为止，全球出口反弹显然是受到亚太地区的推动，其它多数地区的出口仍低于危机前的平均水平。然而，考虑到亚太地区（特别是全世界电子行业愈发依赖的台湾地区）新冠疫情的爆发，全球的供需失衡可能在夏季加剧。这些疫情对贸易量的影响可能是暂时的，仅限于第二季度（此后亚太贸易中心的疫情应得到控制），然而投入短缺导致的高价格可能在今年的大部分时间内继续存在。

图 3: 新冠疫情公共卫生和疫苗接种情况



来源: Our world in Data、杜克大学、裕利安怡、安联研究

图 4: 通胀预测, %



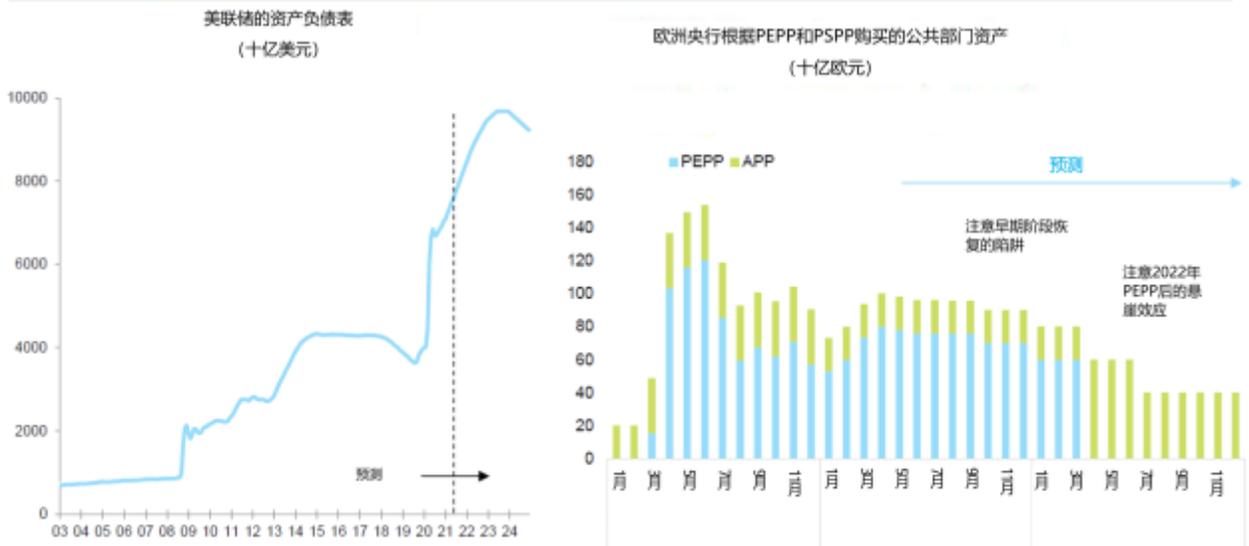
来源: Refinitiv、裕利安怡、安联研究

**扩张性财政政策与货币政策之间的“浮士德契约”仍将保持不变。**短期内, 各国央行将继续保持高度宽松政策(挪威、新西兰和英国等国到2022年9月可能有所动作)。预计美联储将在明年开始缩减购债规模, 并从2022年第二季度开始调整, 于2023年下半年逐步减少证券购买规模, 从每月1200亿美元降至0, 然后在2023年下半年首次加息。欧洲央行将在复苏初期继续确保有利的融资条件, 即使欧元区通胀率可能在2021年下半年超过2.5%的年同比。理想情况下, 它应该从预先承诺转变

为季度性的采购, 充分利用新冠疫情紧急资产收购计划(PEPP)固有的灵活性。从9月起, 欧洲央行应该开始提供更多的指导, 说明“在PEPP之后的情况”将是怎样的情景? 在该计划下, 至少未来几个月内, 每月的资产购买很可能不得不提升至400亿至600亿欧元, 以继续确保有利的融资条件。然而, 这可能导致欧洲央行触及德国债务上限: 据我们计算, 资产购买计划(APP)月销售额为400-600亿欧元, 只能在2022年3月之后继续使用7-10个月。正如我们过去所了解到的, 欧洲央行

可以调整其限制。就此而言, 预计将于9月进行的欧洲央行战略评估结果可能会改变游戏规则, 包括将PEPP的灵活性转移给APP。在中等收入陷阱和社会风险不断增加的环境中, 保护家庭实际购买力仍将是重点, 因此, 一些新兴市场应对输入性通胀上升采取非常手段。到2022年年中, 巴西、罗马尼亚、捷克、南非和尼日利亚可能会加息三倍。

图 5: 美联储和欧洲央行的情景



来源: Refinitiv、裕利安怡、安联研究

**欧洲面临政治十字路口，但2012年的危机不会在2022年重演。**欧洲已经从过去的危机中吸取了教训，所以在2022年下半年之前不要指望看到任何积极的财政或货币紧缩政策。事实上，“下一代欧盟基金”除了在2021年推动GDP增长1个百分点外，还将通过不计入国家赤字计算的拨款来缓冲财政整顿需求。与此同时，随着距离德国债务上限越来越近，欧洲央行将关注暂时的通胀过度，专注于维持有利的融资条件，缩小息差（意大利的财政异质性将得到处理），并通过战略评估增加政策操作空间。在欧盟大国中，意大利将最大程度地扩大其国家财政空间（2021年和2022年公共赤字分别为GDP的11.8%和5.8%），同时，将从欧盟复苏基金（1920亿欧元，其中690亿欧元是赠款）中获得迄今为止最大的份额。因此，欧盟持久财政一体化的前景取决于意大利复苏计划的成功。如果实施有效，意大利确实可能在“节俭”怀疑论者眼中重获政治信誉。资本市场尚未因意大利激进的财政政策而自满。德国10年期国债收益的息差稳定在110至90个基点之间。随着欧洲央行的购买，财政变量确实失去了对息差走势的大部分解释能力；只有在“德拉吉看跌期权”到期、政治风险（“意大利脱欧”）重现的情况下，才有可能出现危险的息差扩大。在此背景下，2023年上半年的大选将是下一个决定性事件。考虑到其他关键政治大国如德国（基本情况：基民盟/绿党联盟）和法国的全国选举，欧盟一体化的势头将在2022年春天前将一直受到遏制，而此后我们预计将看到更多的演变（绿色投资和数字投资）而不是革命。在法国，一方面，为了避免任何社会不满，我们不希望政府在选举之前实施任何雄心勃勃的和有争议的改革。另一方面，马克龙总统还需要就新冠疫情爆发前的养老金改革等承诺向选民提供保证，这仍然是“绝对必要的”。在这种情况下，政府推动温和版改革的可能性很小，这很可能再次引发抗议和社会动荡。

**从众决策：干预主义在2021年仍将发挥作用。从短期政策转向长期政策将是循序渐进的，完全退出可能需要长达一年的时间。**取消政府支持意味着更大的政策失误风险，特别是在理论上，企业仍持有高额现金余额的情况可能诱使一些决策者更快地撤销援助机制。截至2021年4月，法国非金融企业的现金余额增加了1800亿欧元，英国1690亿欧元，德国950亿欧元，意大利810亿欧元。然而，这些现金应该为复苏（即股票和营运资本需求）和新的投资周期提供资金，而不是开启一个去杠杆化过程。

避免过早或无序的财政紧缩，将是实现经济复苏可持续性的关键。中国已经开始减少货币和财政刺激，其他国家可能也会亦步亦趋。然而，过早地终止援助机制可能会引发非金融企业的新一波破产潮。通过基础设施项目和明确的产业政策，为企业部门带来长期前景，可以恢复信心，释放企业部门的过剩现金。例如，在英国，逐步取消政策支持措施将需要整整一年的时间。休假计划将于2021年9月结束，但该计划从4月份刚开始实施。与此同时，国家担保的回收贷款计划将于2021年12月结束，所有商业贴现率将于2022年3月结束，下调的增值税税率将于2022年4月结束，国家担保的抵押贷款计划将于2022年12月结束。

**跨行业信贷风险的非对称正常化。**大规模的国家干预帮助抑制了2020年一波严重的破产浪潮，那一年全球破产率下降了12%，而非上升了40%。我们预计各国将采取务实和微调的措施逐步取消支持措施，以应对企业流动性和偿债能力的压力。的确，资产负债表上的现金在全球水

平上升至新高位，但企业债务也是如此。这将要求欧洲非金融企业提高营业利润率，以保持债务的可持续性（在其他条件不变的情况下，平均提高1.5个百分点）。此外，冲击的行业不对称性导致各个行业在收入、利润和对资产负债表的影响方面存在广泛的异质性。事实上，在酒店、餐馆和交通等受社会和流动性限制影响最严重的行业，信用风险评级受到了更大的打击，而化工、制药、零售和农业食品等行业则表现良好。全球经济的V型复苏将导致信用评级从2020年的一轮恶化浪潮中恢复平衡，但跨行业的异质性可能会持续到2023年。

**全球经济可能自发地趋同为一个新的马歇尔计划，以实现气候友好型复苏。**我们估计，2.3万亿美元的基础设施建设计划有可能在2030年前将美国经济增长潜力保持在近2%的增长，而如果没有这一计划，该数值仅为+1.4%。然而，执行风险可能会给总值7500亿欧元的欧盟复苏基金带来一些问题。要想释放过度储蓄，而不是通过被压抑的需求来消费，中期需求的增长将是关键。由于需求被高度压抑，来自家庭和企业的40%的过剩现金（目前在美国和欧洲都超过了GDP的10%）将在年底转化为支出。剩余60%的去向将取决于积极信心冲击的规模，只有长期、大规模和协调一致的财政计划才能启动这种冲击。根据国际能源机构的预测，要实现与净零排放兼容的转型，发电、基础设施和最终用途部门的投资需要迅速增加，而化石燃料投资则需要大幅下降。

图 6: 能源净零转型的全球平均年能源投资需求预测



来源：国际能源机构（2021年），2050年净零排放，国际能源机构，巴黎：2050年净零排放的设想。

\*CCUS: 碳捕获、利用和储存; \*\*EV: 电动汽车。

尤其是到2030年，每年的发电投资需要从约0.5万亿美元增加到1.6万亿美元。在可再生电力方面的投资将达到1.3万亿美元，已达到化石燃料供应方面投资的最高水平（2014年为1.2万亿美元）。到2030年，能源基础设施投资将从2900亿美元增加到8800亿美元，包括电力网络、公共电动汽车（EV）充电站、氢燃料补给站、进出口终端、直接空气捕捉和二氧化碳管道和存储设施。到2030年，最终用途领域的投资将从5300亿美元增加到1.7万亿美元，其中包括建筑深度改造、工业流程改造、购买新型低排放汽车和更高效的电器。

除了支持需求，大型基础设施项目还将定义各国相似的新产业政策，通过创新和补贴推动清洁能源模式，促进数字化。其不仅将保持高度的保护主义，还将全球范围内促进税收政策的协调，将多边主义和气候政策作为法律主导的战术工具。美国将站在被认为是一种全新形式的家长式统治的最前沿。信息披露可以在促进保护主义方面发挥重要作用，因为供应链法律加

上包括劳工和人权在内的ESG（环境、社会与治理）KPI，将导致投资从外国“危险”活动流向表现出色的国内ESG。

**美国新家长式统治和战术多边主义的背景下，政治风险依然存在。** 乔·拜登的外交政策标志着大规模多边倡议的复苏，比如他在2021年4月组织的一场为期两天的气候峰会，或者提议将全球最低企业税税率提高到15%。在我们看来，这种做法可与一种形式的家长制或以法律或规范领导相提并论，开创了一种战术多边主义形式。就税收倡议而言，迫切需要找到新的财政资源。2019年第四季度到2020年第四季度间，全球债务总额增加了超过24万亿美元，其中包括12万亿美元的公共债务和12万亿美元的私人债务。预计2021年将发行10万亿美元的追加债务。需要找到新的财政收入来源，这意味着不仅要在国内层面提高税收，还要在国际层面提高税收。在气候变化政策方面，领导地位的获取将会为该国在国际上实施（其他国家之间的贸易）新规范提供可能性。

这种国际参与的复兴确实并不一定意味着无选择性的多边主义。事实上，到2021年贸易保护主义措施仍在实施，其中美国最活跃，中国和德国（净）最受针对。在全球层面，影响数字商务的监管也日益明显。而亚太地区可能会加快自由贸易协定的扩大和实施（如RCEP、CPTPP等），但也不能幸免于此前存在的地缘政治紧张局势，这些紧张局势随着新冠危机的爆发而恶化。值得注意的是，由于贸易紧张和领土争端，中国与四边安全对话机制成员国（美国、澳大利亚、印度和日本）的关系在过去一年变得更加紧张。虽然我们预计这些问题短期内不会在经济上具有重大意义，但它们是地缘政治和全球倡议领域动态变化的征兆。

# 市场出现盈利惊喜

## 但上行潜力仍有限，重新定价基本信贷风险

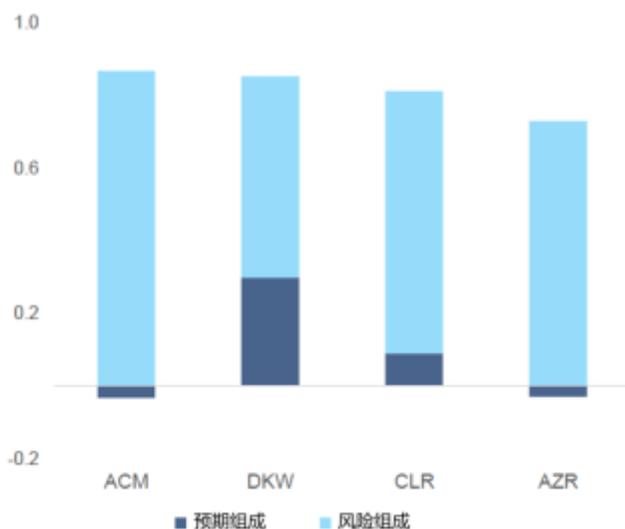
联邦基金期货市场预计，未来两年加息幅度不会超过25个基点。因此，投资者仍与美联储的沟通保持一致，故意承担落后于市场曲线的风险。然而，到目前为止，第二季度资本市场的波动比第一季度要温和得多，相比之下，在第一季度，所有细分市场都有明确的增长定位。市场没有挑战第一季度占主导地位的通货再膨胀交易，但对通胀风险和货币政策的未来走向表现出更多的担忧。因此，尽管经济正在为大重启做准备，但资本市场已经领先一步。

当将美国名义长期收益率分解为预期和风险组成（名义期限溢价）时，可以非常清楚地看到这种不断上升的不确定性。自今年年初以来，美国10年期国债收益率上升60个基点，几乎完全是由于风险因素（名义期限溢价），反映出后新冠时代经济和货币平

衡的不确定性加剧。对通胀和实际均衡利率的长期预期迄今仍保持稳定。

乍一看，这似乎与盈亏平衡通胀的发展不一致，10年期国债又上涨了10个基点，接近2.5%，将实际收益率进一步推入负值区域（-25个基点）。但是，风险和预期成分的分解再次表明，近期的上涨并非由于长期预期的变化，而是由于市场条件趋紧（流动性风险溢价）。通货再膨胀贸易正变得越来越拥挤（强劲资金流入TIPS ETFs），而TIPS供应则因央行购买而被撤回。经流动性风险溢价调整后，实际收益率实际上已恢复到危机前的水平，因此复苏已完全体现在价格中。

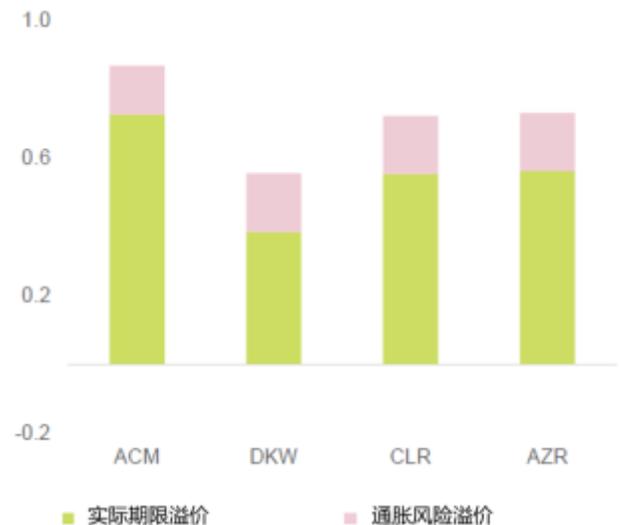
图 7: 美元10年期-年初至今增长分解  
(不同期限结构模型\*)



\*\*所用期限结构: ACM (Adrian, Crump & Moench, 2013), DKW (D'Amico, Kim & Wei, 2018), CLR (Christensen, Lopez & Rudebusch, 2010) 和 AZR (专有的安联研究模型)

来源: Refinitiv, 裕利安怡, 安联研究

图 8: 美元10年期期限溢价-年初至今增长分解  
(不同期限结构模型\*)



\*所用期限结构: ACM (Adrian, Crump & Moench, 2013), DKW (D'Amico, Kim & Wei, 2018), CLR (Christensen, Lopez & Rudebusch, 2010) 和 AZR (专有的安联研究模型)

来源: Refinitiv, 裕利安怡, 安联研究

图 9: 美国10年期实际收益率-市场摩擦调整后复苏完全体现在价格中\*



来源: Refinitiv、裕利安怡、安联研究

### 我们认为，目前市场的上行潜力有限

美国和欧元区的主权债券市场已经重建了应对不确定性的缓冲。以历史标准衡量，它们名义收益率的风险成分很大。潜在结果的分布倾向于下行，尤其是在美国。我们认为，今年年底美国10年期国债收益率超过2%的可能性只有14%。美国国债收益率曲线的上升也影响了欧洲国债收益率，帮助10年期德国国债赶上了公允价值（-0.25%）。经济势头的改善和谣言的减少也起到了一定作用。我们认为收益转为正值有18%的可能性，但并不一定会持续下去。

一方面，货币和金融状况将继续保持支撑，特别是风险资产。另一方面，人们感知到的通胀风险、对附加值的新全球份额，以及监管和强硬的新产业政策，都有可能金融不稳定。货币总量表现出强烈的波动，因为货币的流通速度（“流动性”的流动）远比其数量（量化宽松产生的“流动性”存量）不稳定，在金融市场尤其如此。因此，风险资产并非完全安全。

信贷息差仍接近年内低点，但对利率最敏感的股票或股份类别已经盘整或下跌。特斯拉或方舟创新ETF等目前的交易价格较年内高点低了约35%。

加密货币等其他高度投机的业务也受到了冲击。请注意，特斯拉和比特币之间的相关性最近有所增加（图9）。由于通货再膨胀交易，黄金在第一季度的负回报之后，第二季度有望实现两位数的回报。

### 留给风险资产的时间并不多

极端的估值，加上过高的过度交易水平，导致了大规模但孤立的市場回调，并加剧了当前市场的脆弱性。在几个后期的市场周期指标中，市场对“新”过度交易资产，如SPACs（特殊目的收购公司）和加密货币的快速修正，吸引了许多市场参与者的目光。

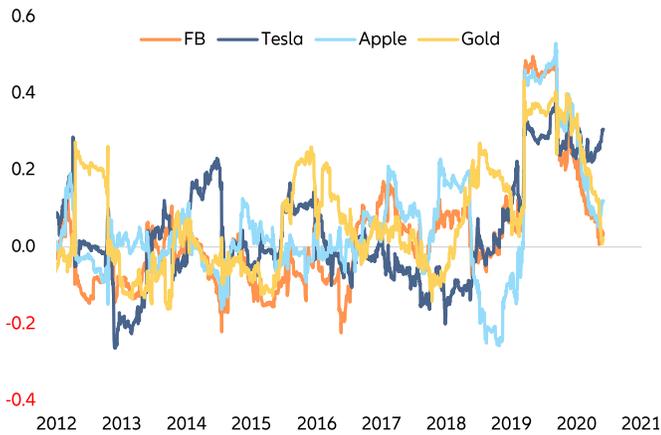
至于SPAC IPO，在2021年第二季度已经停止，导致市场出现大幅修正。在此之前，这种“新”金融工具的数量和价格在2020年和2021年第一季度均大幅加速增长。今年年初以来宣布的SPAC合并交易

中，超过60%的交易价格低于其SPAC的IPO价格。

至于加密货币，在2021年第一季度初，加密货币的总市值飙升至2万亿美元以上，但仅仅在几天内就损失了5000多亿美元。必须承认，加密货币对这种剧烈波动并不陌生，但随之而来的问题自然是，这些钱流向了哪里？尽管这种“新”投资给出的答案并不简单，但它证实了近期的市场繁荣、过度交易和非理性。

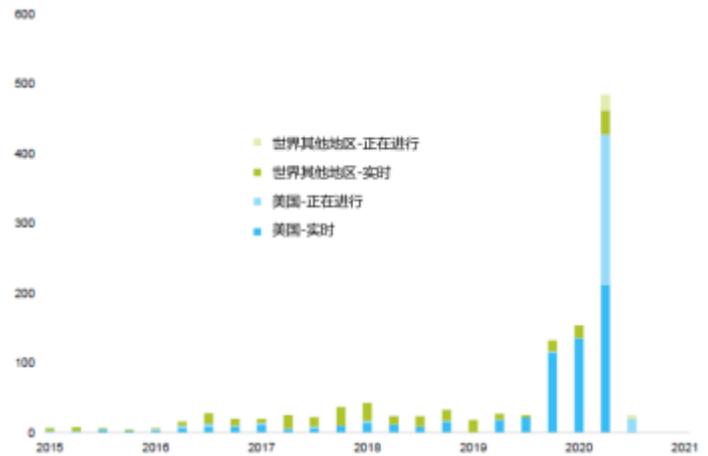
另一个结合了过度交易与道德风险提升的明显危险信号是，金融市场内的货币周转率迅速上升。这一增长是有相关性的，因为它表明，最近股市上涨的部分原因是市场无条件相信央行的无条件看跌保护，这反过来又导致金融货币周转率迅速上升。这一危险信号尤其重要，因为不是货币数量而是其流通导致资产价格的涨跌，历史经验告诉我们，央行并不控制货币的流通速度，尤其是在资本市场。

图 10: 比特币的相关性



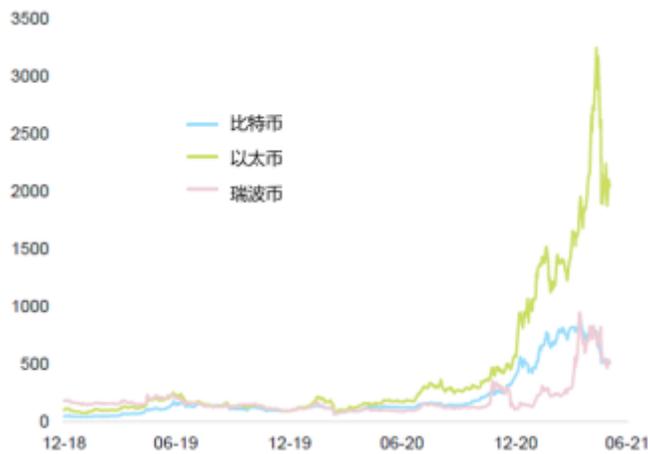
来源: Refinitiv、裕利安怡、安联研究

图 11: SPAC的IPO数量 (正在进行中)



来源: Refinitiv、裕利安怡、安联研究

图 12: 加密货币vs美元 (100 = 2019年12月31日)



来源: Refinitiv、裕利安怡、安联研究

图 13: 资本市场交易速度

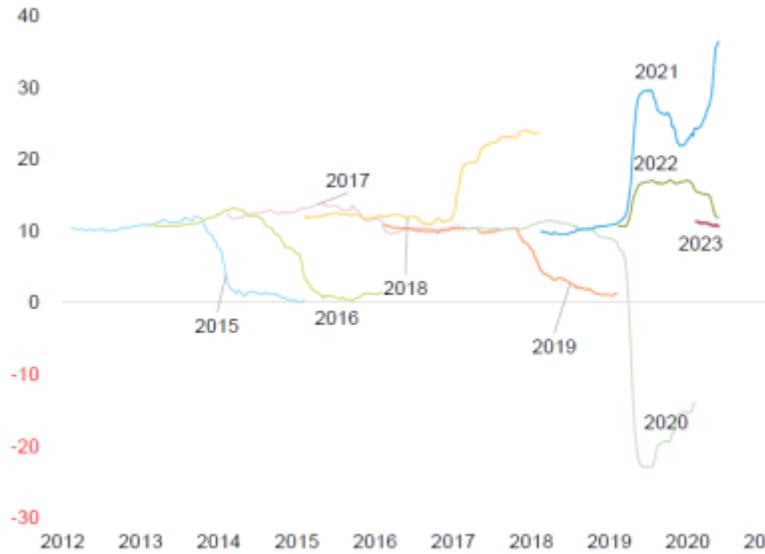


来源: Refinitiv、裕利安怡、安联研究

最后，近期市场泡沫和过度交易的另一个信号是，美国票据交易所的保证金债务和存款数量不断增加，这是自2020年3月以来期权交易量快速增长引发的。目前，形势开始带有系统性的意味，尽管我们认为，目前市场上有足够的公共和私人流动性来吸收增加的交易量，实质是一个过度交易的危险信号。

在基本面方面，2021年全球明显出现了盈利惊喜，但这不利于2022年的盈利预期。这种模式可以在全球范围内观察到，特别是在欧元区和新兴市场。尽管这是一季度业绩强劲的正常结果，但大重启可能不会带来足够多的正面收益，不足以保证出现极端量的泡沫和正面预期。正因为如此，当前过度膨胀的收益预期几乎没有给进一步的上升潜力留下空间，因为达到或低于预期的收益数据出现的可能性，远远超过了盈利上行的可能性。这让市场处于一个非常脆弱的时点，任由投资者情绪的变化摆布。

图 14: 标准普尔500指数每股收益增长 (%)



来源: IBES、Refinitiv、裕利安怡、安联研究

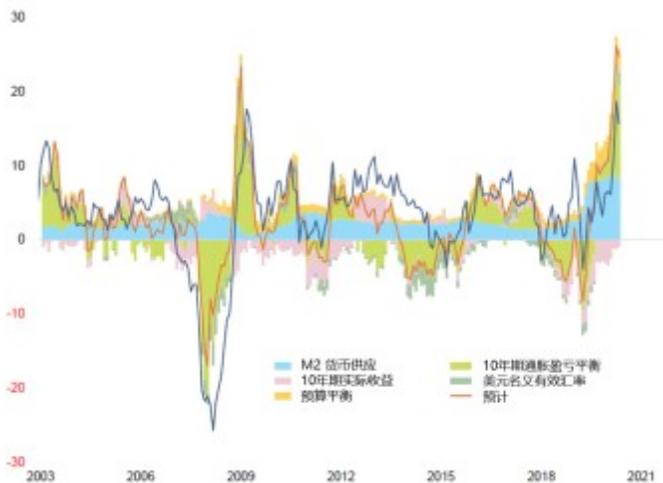
**但这一切对风险资产意味着什么?** 尽管有越来越多的证据表明, 市场即将进行清理/整合, 但我们仍然相信, 决策者充分了解形势, 并将任何全面市场侵蚀的迹象出现时提供援手。因此, 我们预计, 关键支撑措施的撤除将是受控的, 而且将极其缓慢, 以允许收益以温和但结构性的方式重新向基本面靠拢。在这方面, 我们预计2021年全球股市将以较高的个位数回报结

束, 但到2022年将向长期平均回报(约5-7%)趋近。在这种背景下, 我们仍预计欧元区 and 英国股市的表现将强于美国和新兴市场股市。

同样, 在宽松政策的支持下, 今年剩余时间里, 信贷息差将保持区间交易, 同时允许在高收益空间内进行一些初步的市场清理。因此, 我们认为投资级信贷在年底前仍将维持在接近当前的水平, 同时我们预

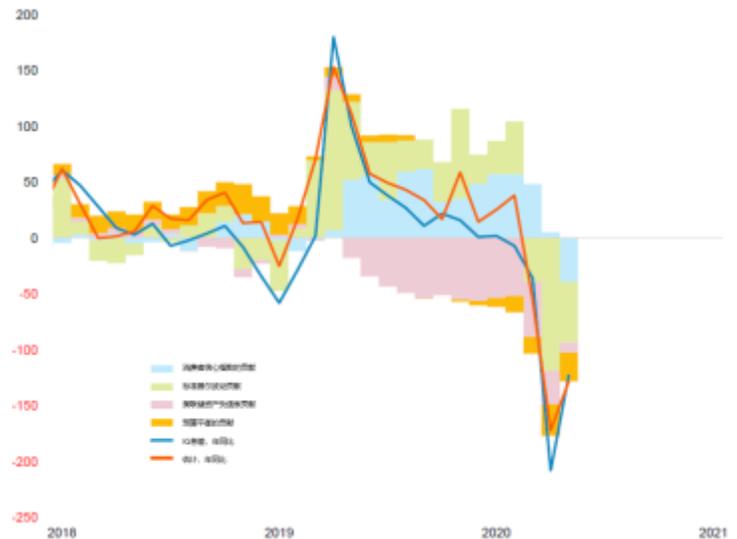
计, 由于市场早期盘整, 高收益债券市场空间将温和扩大。我们预计, 2022年投资级和高收益级的信贷息差将从结构上分别扩大20-30个基点和50-70个基点, 因公司将重新与基本面联系起来, 市场将开始重新定价基本信贷风险。

图 15: 标准普尔500分解率 (%)



来源: Refinitiv、裕利安怡、安联研究

图 16: 美国投资级息差分解 (%)



来源: Refinitiv、裕利安怡、安联研究

# 地区展望

在美国，在新冠疫情后恢复增长和创造就业的系列经济政策举措中，财政政策仍是先锋。该基础设施计划最初估计为2.3万亿美元，但民主党已将其下调至1.7万亿美元，以使国会有机会在2021年6月之前达成两党协议。至于美国家庭计划，白宫重申到2030年将在儿童保育、医疗保健和教育方面增加1.8万亿美元的公共支出。

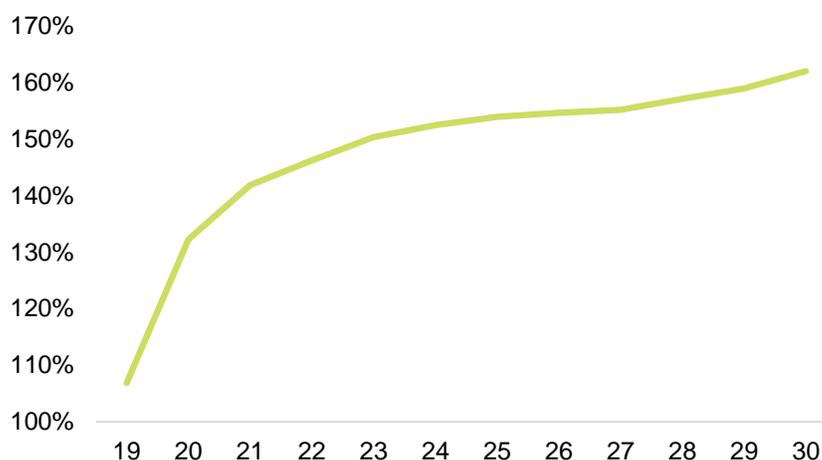
从2020年第一季度到2021年第一季度，美国的公共支出达到了5万亿美元。乘数效应令人印象深刻，反映在强劲的增长反弹上，预计2021年第一季度环比增长率为+6.4%，与此相吻合的是国民生产水平已经高于危机前的水平。这一令人印象深刻的表现显然是财政和货币大力刺激的结果，

但也来自疫苗接种活动的成功（接近65%的成年人接种了疫苗，接近70%的群体免疫阈值）。后者使得经济得以迅速重新开放，提高了经济政策的有效性。

我们预计美国GDP将在2021年增长6.3%，2022年增长4%，而2020年该数值收缩3.5%。然而，由于2022年11月将举行中期选举，就新财政方案进行投票的机会窗口可能很快就会关闭。在我们宏观经济情景中所设定更强劲的财政刺激的支持下，且由于经济增长强劲，我们预计美国就业市场的低迷状况（疫情期间失去的800万个工作岗位仍需恢复）将迅速缓解，并导致工资加速增长，到2022年，年同比增速将接近+3.8%。作为经济过热的表现形式，工资增长将对美联储的设想，

即当前通胀过度只是暂时现象这一点提出质疑。房价的持续加速上涨也将挑战这一假设，因其造成了CPI指数中住房分项的加速提升。尽管如此，我们预计在显著的基准效应稀释后，美国CPI将在2022年大致正常化，至2.1%，而2021年的平均水平为2.5%。这将使美联储有机会等到2021年下半年再考虑缩减购债规模。然而，与我们之前设想的情景相比，更强劲的增长和更高的通胀可能导致美联储在2022年上半年宣布新的扭转操作，以减少MBS购买规模，并增加国债购买，即美联储当前每月购买的1200亿美元证券的规模。预计在2023年下半年前不会加息。

图 17: 美国公共债务 (占GDP%)



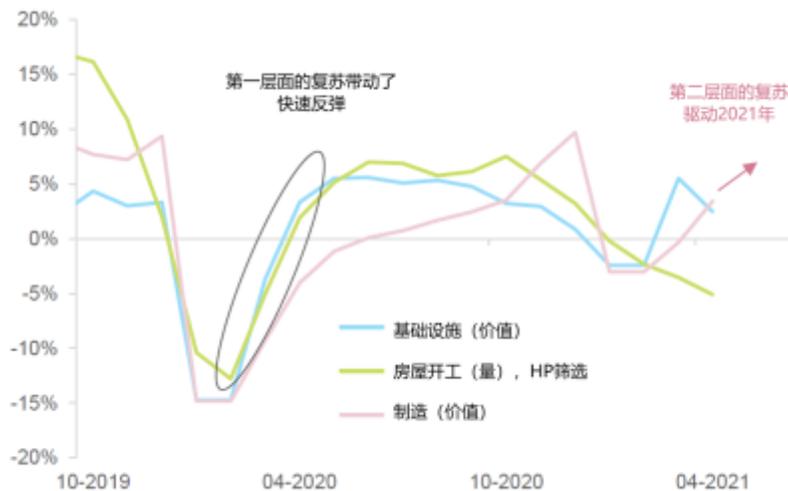
来源: Refinitiv, 裕利安怡, 安联研究

**在中国，稳健复苏局面整体上仍需扩大，这意味着逐步的政策正常化仍是基本情景。**我们维持2021年GDP+8.2%的增长预期（2020年为+2.3%），2022年为+5.4%。新冠疫情后国内经济复苏可分为三个层面。第一层公共和政策驱动的投资（基础设施和房地产）是2020年快速反弹的背后推手。2021年，中国可能会更多地关注第二层面，即私营企业对制造业的投资。我们独家的信贷冲动指数方面，私营部门的韧性确实比整体要大一些。而要使国内经济全面复苏，需要复苏的第三个层面是私人消费。劳动力市场指标令人鼓舞，

失业率处于2019年以来的最低水平，但家庭信心尚未恢复正常。在这样的背景下，以渐进和灵活方式实施的政策正常化仍然是我们的基本情景。当局的目标是控制结构性弱点（在房地产和金融市场），而不损害经济复苏。投入价格上涨并未传导到产出价格的短期压力，这支持了我们的预期，即中国央行今年可能不会上调政策利率。这些压力今后应该会缓解（生产者通胀将在未来几个月见顶，而消费者核心通胀预计在2021年为1.3%，2020年为0.8%），这为中国人民银行提供了更大的空间，可以利用流动性工具和宏观审慎监

管收紧整体货币政策立场，同时将贷款引导到最需要的领域。预计年底美元兑人民币汇率为6.3。预计，2021年（占GDP的4.6%）的财政支持力度仍将较为慷慨，但低于2020年（7.1%）。随着基础设施投资放缓，今年迄今地方政府特别债券发行规模已大幅下降（4月份为2300亿元人民币，上年同期为1.15万亿元人民币）。

**图 18: 中国各行业固定资产投资，两年复合增长率 (%)**



来源: 国家统计局、裕利安怡、安联研究

**我们预计欧元区GDP在2021年和2022年都将增长4.2%，并在2022年第一季度回到危机前的水平，几乎比美国晚了整整一年。**然而，包括西班牙和意大利在内的一些成员国要到2022/23年才会达到这一转折点。

第三波新冠疫情推迟了欧元区2021年第一季度的经济复苏。然而，我们看到经济刺激正在为2021年剩余时间里实现空前的经济反弹奠定基础。我们预计欧元区将录得有史以来最强劲的季度扩张速度（仅次于

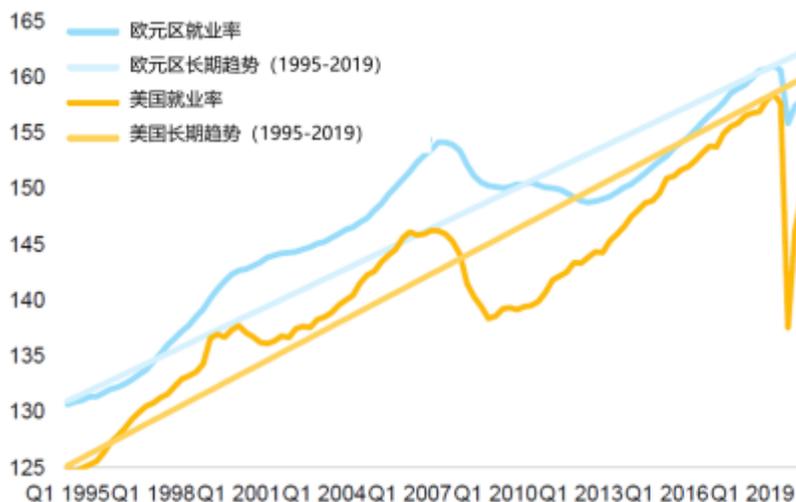
2020年第三季度）。新冠病例的突然回落和疫苗接种方面的进展（到夏末，整个欧盟应该可以达到群体免疫）将使疫情限制迅速放松（严厉指数将在2021年降至2020年第三季度时的低点）。

2021年第二季度，欧元区的经济复苏将以接近2%的季度增长率开始，这要归功于那些陷入经济休眠的行业带来的强劲基数效应。经济不确定性的降低将为下半年消费驱动的追赶性增长创造条件（以占GDP1.5%的过度储蓄推动经济复苏）。最

后但同样重要的是，欧元区国内需求将从7500亿欧元的欧盟复苏基金（假设没有任何实质性的实施延迟，2021年GDP将因此提高+1%）中得到一些助力，尽管由于贷款接受率较低，我们预计其规模将比宣传的小20%。与此同时，随着全球复苏势头变得更加同步，在中国持续复苏和美国刺激经济增长的推动下，持续强劲的出口需求将继续推动未来几个季度的GDP增长。不过2021年剩余时间内，行业将面临交货时间延长和零部件短缺等持续瓶颈。

同时，在德国（2021年9月）和法国（2022年4月）的关键选举之前，决策者将继续“不惜一切代价”维护经济复苏，并加强公众支持。主力财政措施，包括休假计划（令失业率峰值维持在9%以下）和公共担保，将至少延长到2021年秋季，而欧洲央行将继续确保在复苏的早期阶段有利的融资条件，即使欧元区通胀率可能在2021年下半年超过2.5%的年同比。

图 19: 就业人数 (百万), 欧元区vs美国



来源: Refinitiv、裕利安怡、安联研究

**在德国，2021年在经历了惨淡的开局之后，目前的经济前景逐渐明朗。** 鉴于最近新确诊病例数的下降和疫苗接种方面的良好进展，伴随着首次限制放宽，服务行业很可能已在5月份开始迎头赶上。与去年跌入深渊的情形相比，在未来几个月，可以预见的积极经济记录会接踵而至。我们预计，在经济不确定性急剧下降的背景下，受被压抑的需求推动，消费将出现前所未有的反弹（第二季度/第三季度环比+3%）。与此同时，尽管持续的零部件短缺瓶颈会抑制生产势头反弹，但持续的工业增长应该会推动资本支出繁荣。总体而言，2021年的GDP增速将为+3.4%，2022年为+3.8%。因此，到2021年底，德国经济将恢复到危机前的GDP水平。然而，人们也应该为一些经济复苏可能遭遇的困难做好准备。经济突然重新开放可能会导致严重的劳动力短缺，尤其是在住宿和食品服务等已经休眠数月的行业。快速增长的劳动力需求和受损的供给之间的不

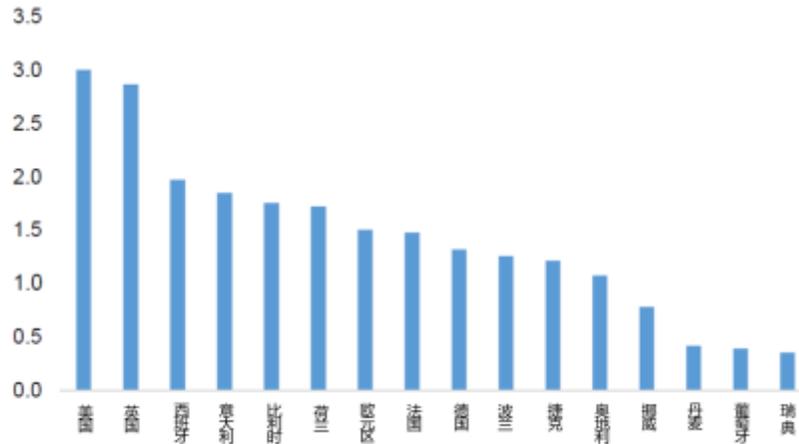
平衡（新冠疫情给移民和职业培训项目带来了压力，鉴于一些行业前景不佳，导致工人重新转向前景更光明的行业）可以通过积极培训和至少暂时提高工资的做法来缓解。鉴于其呈现的明显反弹势头，德国劳动力市场也应步入稳固的复苏趋势。到2021年底，在新冠危机后失去工作的人群中，几乎二分之一的人应该能找到新的工作。然而，失业率在2020年的6%之后，将在2021年保持在5.8%的高位。

**在法国，国内经济将成为新冠疫情后复苏的主要推动力。** 随着接种疫苗步伐的加快和各领域逐步重新开放，我们维持对2021年增长预期为+5.4%，2022年为+3.6%的判断由于政府采取了支持性措施，抑制了危机对收入的影响，法国家庭的过度储蓄在2021年第一季度超过了1400亿欧元。随着大重启展开，我们预计被压抑的需求将在2021年推动GDP增长约2个百分点。

今年5月，企业经营信心飙升至三年来的最高点（高于历史平均水平），而零售和服务业的信心也出现了强劲增长。服务业信心的回升是史无前例的，行业间复苏速度参差不齐的情况终于告一段落了。

总统选举将在不到一年的时间内举行，尽管只有包括玛丽·勒庞在内的少数候选人正式宣布参加竞选。在放松卫生限制的背景下，马克龙总统已非正式地开始了他的连任竞选。除了安全和移民问题，我们预计以下经济问题将影响竞选：(i) 通过削减生产税收和其他经济激励措施提高工业竞争力和出口业绩，(ii) 实现绿色转型并实施社会可接受的环境政策，(iii) 如何支持处于危险状况者的收入，(iv) 养老金和社会保障改革。

图 20: 2021年追赶消费占GDP的百分比



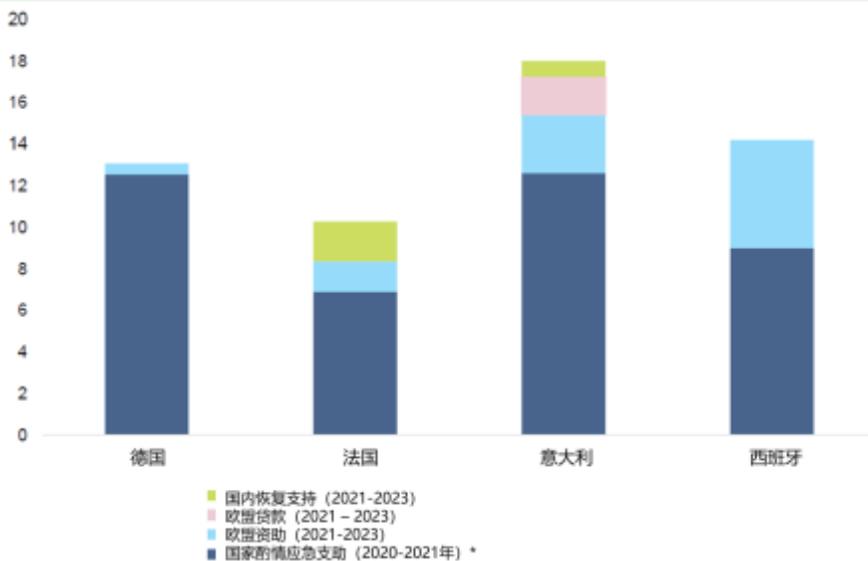
来源: 欧盟统计局、裕利安怡、安联研究

**意大利计划在2021-22年实施欧元区中规模最大的财政刺激计划。**德拉吉总理因在疫苗接种活动的早期阶段加速重新开放而承担的“预期风险”似乎得到了回报，目前感染人数继续下降。此外，这个夏天似乎是旅游业的用武之地（占GDP的13%）。随着经济重新开放，消费将反弹。最近投资的强劲势头可能是借款从危机模式（侧重于营运资本和债务重组）转

向新投资的信号。我们预计意大利GDP在2021年增速为+4.4%，2022年+4.6%。强劲的财政刺激仍是经济复苏的根本动力。意大利在财政这张牌上比其他欧元区国家打得更多，迄今为止已经动员了1700亿欧元（占GDP的10%）。仅今年一年，赤字就被修正了两次，从占GDP的-7.5%到-11.8%。除了新一代欧盟基金（NGEU）的支出（约为2022年GDP的

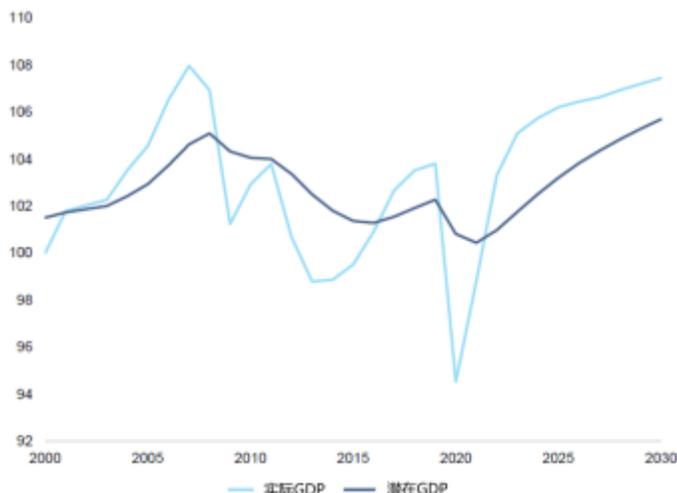
1.2%）外，赤字预计仍将占到2022年GDP的-5.8%。另一方面，公共债务水平上升到GDP的159%，并有可能在未来15年都保持在140%以上。但如果国家复苏计划（2480亿欧元，其中NGEU为1920亿欧元）成功提高了潜在增长率（目标是每年0.4%至0.6%），而融资成本保持在较低水平。

图 21: 意大利的财政支出计划



来源: PNRR、欧盟委员会、裕利安怡、安联研究

图 22: 意大利的潜在GDP增长



来源: PNRR、裕利安怡、安联研究

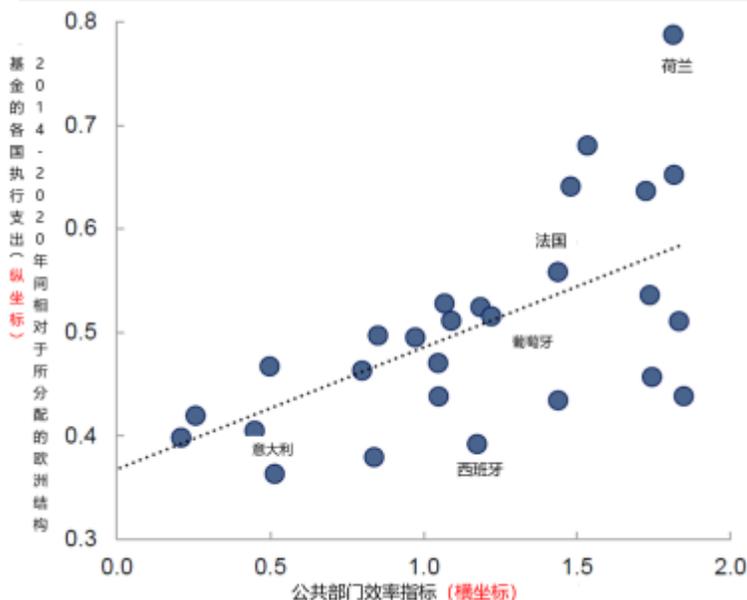
**在西班牙，流动性状况在今年上半年有所改善，并将在短期内继续推动经济增长。**

对于以服务业为主的经济来说，欧洲的大重启和限制的放松将被证明是一个好消息。第一季度的GDP增长比预期的更有韧性（季度环比-0.5%），随着形势恢复正常，我们预计在旅游业的帮助下，2021年GDP增长为+5.1%，2022年为+5.3%。此外，上行风险来自于2021年预算内计划的财政刺激。后者已经从NGEU拨款中拨出

260亿欧元。NGEU的资金存在分配限制，而西班牙已向复苏和恢复基金（RRF）申请695亿欧元的赠款，但无法用这些资金支持企业。2019年至2020年，面临巨大财务压力的公司比例大幅上升（27个百分点），达到40%。在支出上拥有更大的灵活性将提振目前脆弱的企业，因此如能就RRF的使用进行谈判，对于财务上陷入困境的西班牙企业来说意义重大。过去，在实施公共支出方面存在制度性障碍。西班牙

2050计划可以提高生产力和创新能力，以弥合西班牙和欧盟8国之间的生产力和增长差距。此外，我们预计2021年失业率将保持在高水平（15.9%），因为疫情相关紧急措施将逐步取消，失业率将于2022年开始改善，届时平均失业率为14.8%。我们预计，未来两年该国经济活动不会恢复到大流行前的水平，因为政治风险和刺激措施执行方面的障碍可能会推迟复苏。

图 23: 2014-2020年各国公共部门效率与支出



来源: IMF财政监控、裕利安怡、安联研究

**在英国，大重启将使得被压抑的需求在2021年释放，这相当于至少3%的GDP，并推动GDP增长达到+6%，是欧洲增长率最高的国家之一**

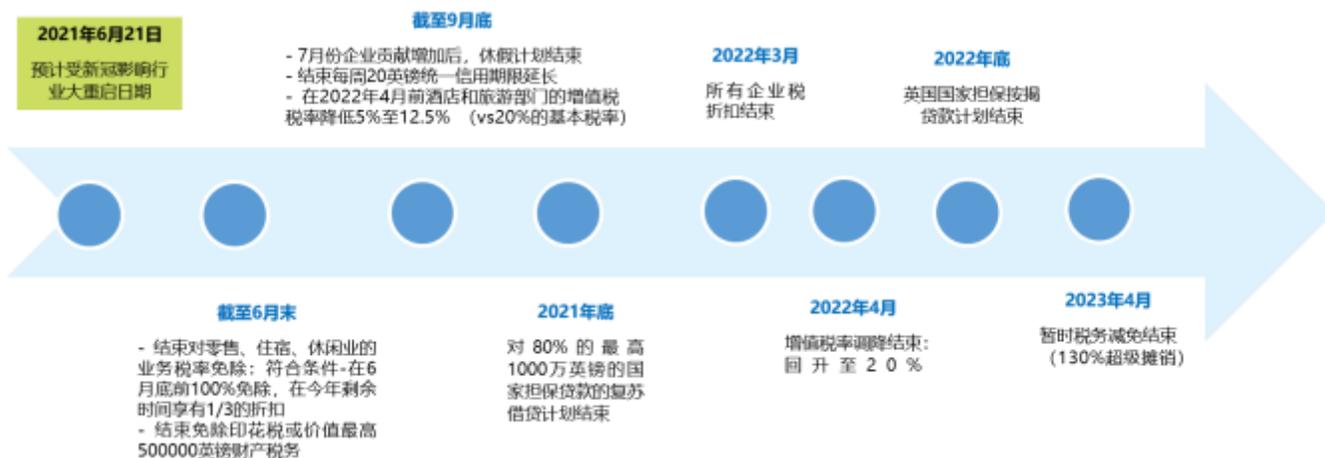
英国接种疫苗的快速步伐使经济得以重新开放，流动性数据改善，经济数据自4月以来强劲复苏，尤其是在那些在封锁期间受到严格限制的行业。我们预计，在过剩现金（1220亿英镑或超过GDP的5%）的支持下，2021年企业将积极投资（+11.8%，之后是+8.9%）。到2023年底的超级摊销计划将支持商业投资和制造业、交通、食品和住宿等行业，这些是最愿意使用减税的行业，因为其总资产中有较高的份额是由适用于该计划的工厂和车辆。在短期内，需求的追赶效应和闲置产能的减少将推动企业投资的复苏。然而，英国可能需要长达4年的时间才能恢复长期增长趋势：复苏阶段的信贷条件可能会收紧，一旦政府支持计划逐步取消，过高的

企业债务水平可能会限制企业的借贷能力。

经济复苏的瓶颈越来越明显，而且可能会因英国脱欧而加剧，尤其是表现为交通、建筑以及旅游、餐饮和酒店等行业的劳动力短缺形式。因此，工资压力正在上升，我们预计到2022年，总体增长率将加速至平均+2.9%。2022年，我们预计GDP增长会放慢速度至+4.9%，财政援助机制将完全结束，英国将会是最先开始财政和货币巩固的国家之一：2022年总共通过提高个人所得税获得300亿英镑（GDP的1.3%），随后在2023年将企业所得税调高至23%。预计英格兰银行也将最早于2022年9月提高关键利率（+15个基点），启动一个较早但审慎的货币正常化周期。

从中期来看，英国脱欧将继续对英国与欧盟的贸易流动产生负面影响。2021年第一季度，与2019年月流量相比，来自欧盟进口的影响下降了20%以上，而尽管供应链中断状况加剧，但来自欧盟以外的进口仍保持正值。因此，脱欧后，非关税壁垒导致欧盟进口价格上涨约5%，与中国进口关税壁垒的影响相差无几，即剔除汇率影响后为6.5%。如果贸易障碍得不到解决，特别是当英国也将从10月起对欧盟进口实施边境控制时，贸易循环面临的问题仍然很大。此外，鉴于在“对等”方面的艰难谈判，英国的欧盟衍生产品许可过渡期将于2022年年中结束的事实可能会给该行业带来更多下行风险。

**图 24: 英国政府支持计划结束日期**



来源：英国政府、裕利安怡、安联研究

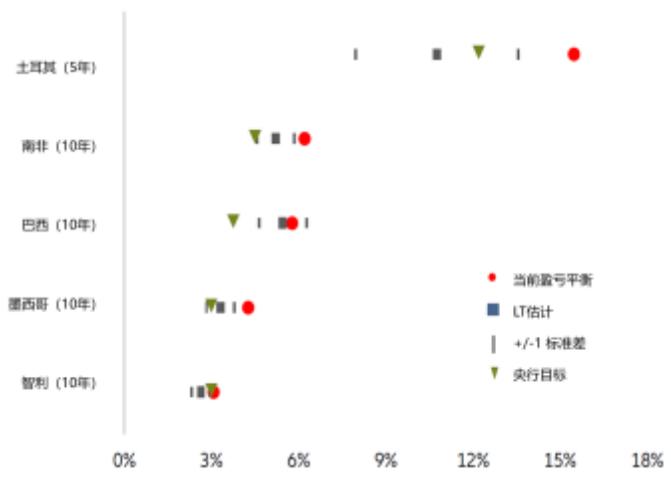
### 新兴市场央行面临双向压力

2021年第一季度，“削减量化宽松恐慌”（Taper Tantrum）的概念再次出现。随着通胀数据的公布，这些预言正越来越接近实现。各国央行要么已经加息，要么正在计划加息（甚至两者皆有）。在一些国家，市场预期已超过了央行对2021年设定的目标。此外，它们也超过了我们模型中的长期通胀预期。目前的形势让决策者面临困难：特殊的结构性问题和新冠疫情造成的严重损害需要一种特定的政策支持，而抗击通胀却需要另一种政策支持。围绕土耳其央行所发生的事件或拉丁美洲的政治动荡浪潮就是一些例子。这些压力已经影响到主权债务市场（图 26），特别是在一些 TUCKANS 国家，但也在作为一个区域的拉丁美洲和俄罗斯出现。

到目前为止，除了个别情况，亚洲似乎是受这一灾害影响较小的地区。然而，公共卫生状况可能会令这一点改变：除印度外，其他以往传染性较低的国家现在正经历疫情爆发和新的封锁措施。

考虑到上述因素，在接下来的几个月里，东欧国家可能会成为大重启中表现最好的一批国家。对于主权债券而言，其中一些国家的债券可能看似有投资机会，它们的票面利率依然不错，前景相对于其他新兴市场国家更为乐观，债券价格也不像亚洲那样拥塞。

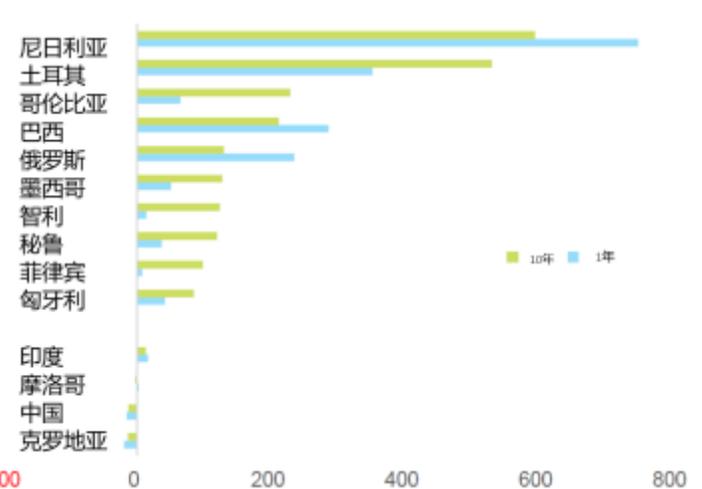
图 25: 新兴市场盈亏平衡的通胀估计



来源: Refinitiv、美国银行、裕利安怡、安联研究

土耳其中央银行的通胀目标已经修改为 12.2% 以适应现实，目标是在 2023 年切换为 5%

图 26: LC 主权债券收益率最大涨幅 (跌幅) 年初至今



来源: Refinitiv、美国银行、裕利安怡、安联研究

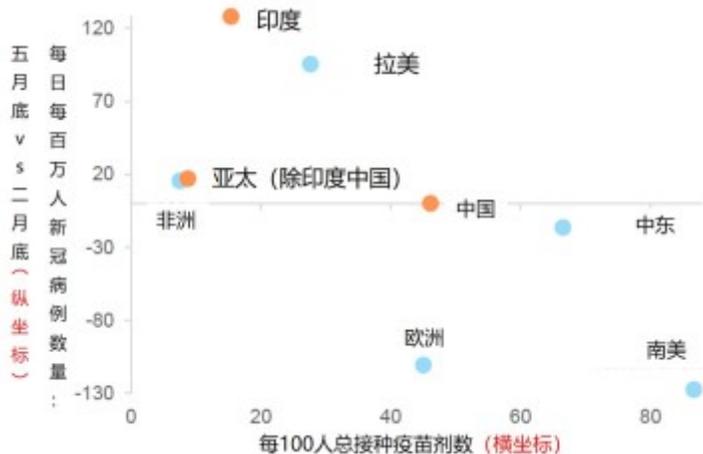
当不以 10 年期或 1 年期为参考时，会考虑最近的期限

亚太地区的整体表现可能继续优于世界其他地区，尽管内部差异和下行风险在过去一个季度有所增加。从外部看，环境仍是有利的，中国台湾、韩国、新加坡和越南尤其容易受到增长驱动因素的影响。（如中国的复苏、美国的刺激、电子行业、强劲的区域贸易等）。其结果便是，2021年头几个月，它们的经济表现大多出人意料地呈上升趋势。然而，由于负面驱动因素和来自国内方面的风险，它们在第二季

度面临停滞的风险：中国台湾、越南、泰国和新加坡的疫苗推广过程相对缓慢，而感染率正在上升。伴随而来的遏制措施的收紧将影响流动性和经济活动，我们现在预计它们的GDP将在第二季度收缩——不过冲击比2020年时要小，而且可能是暂时的。这是一个负面性的意外，因为这些经济体在2020年很好地控制了大流行。相反，在2020年期间，我们曾认为印度、印度尼西亚、马来西亚和菲律宾是最容易受到公共

卫生风险影响的国家。它们的政策空间也相对有限，这意味着它们会更强烈地感受到大流行的中期伤疤效应。总体而言，在2020年萎缩1.1%之后，我们预计亚太地区的GDP总量将在2021年增长6.3%（修正前+6.6%），2022年增长4.8%（修正前+4.7%）。

图 27: 新冠传播与疫苗接种进展



来源: Our World in Data、裕利安怡、安联研究

图 28: 到2022年中，新兴市场预期的政策加息次数

国家、地区	预期加息次数	国家、地区	预期加息次数
中国	1	巴西	3
印度	1	墨西哥	2
印尼	1	阿根廷	2
泰国	0	哥伦比亚	2
菲律宾	0	智利	2
马来西亚	0	秘鲁	2
俄罗斯	2	尼日利亚	3
波兰	2	南非	3
罗马尼亚	3	埃及	2
捷克	3	阿尔及利亚	3
匈牙利	1	摩洛哥	1
乌克兰	2	肯尼亚	2

来源: 国家统计局、裕利安怡、安联研究

在整个新兴欧洲地区，预计2021年实际GDP增长率为+4.6%（很大程度上抵消了2020年-2.7%的萎缩），2022年为+3.7%。2021年迄今为止的经济活动数据显示，在不同时点出现第三波新冠疫情的情况下，各经济体的经济表现存在差异。匈牙利、罗马尼亚、保加利亚和土耳其第一季度的表现好于预期，但第二季度应该会有所趋弱，因为感染人数在4月份再次达到峰值，供应链中断在一定程度上抑制了增长潜力。俄罗斯今年年初的表现也优于预期，并将继续受益于油价上涨，油价上涨的影响超过了可能实施新制裁的威胁。

随着2019年下半年疫情状况改善、秋季可能实现的群体免疫以及供应链恢复，我们预计2021年下半年该地区复苏步伐将加快。通胀率将在第二季度飙升，主要是由于与能源价格相关的基数效应，能源价格一年前下降，现在相对要高得多，但劳动力重新分配不完美导致工资上涨也是原因所在。此后，部分得益于审慎加息，价格增长应该会放缓，但土耳其（由于货币贬值）以及匈牙利、波兰和罗马尼亚的通胀风险仍然较高，这些国家实施了量化宽松政策，并自2020年以来经历了强劲的货币供应增长。随着一些国家措施逐步取消，2021年失业率将上升。这应该会抑制之后

的工资增长，并在一定程度上减轻价格压力。此外，中欧的货币压力今年也有所缓解。

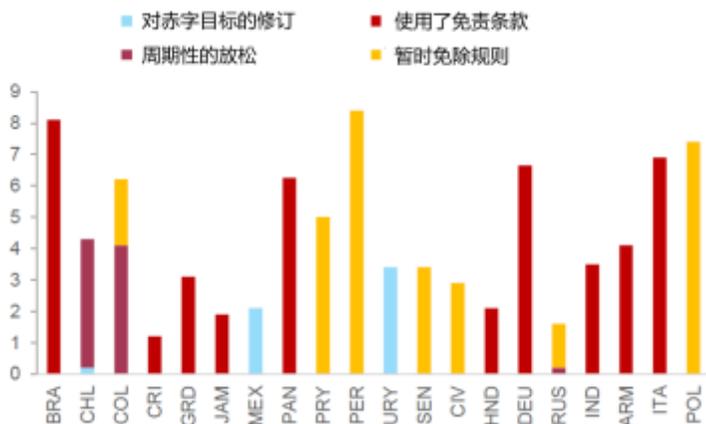
**拉丁美洲：进退两难的境地。**在债务负担增加达到该地区GDP的近15%的背景下，如果没有强有力的财政改革，就很难让投资者相信债务的可持续性和财政自律。然而，随着疫情继续肆虐，该区域的经济形势仍然脆弱，社会不满遭遇时机问题。目前仍需要特别支出，政府收入也需要增加，以弥补日益扩大的财政缺口。

总的来说，拉丁美洲的缴款基础较低，因为劳动力的非正式水平较高。这使得公共财政备受关注和压力。鉴于该地区的社会紧张局势和政治风险，拉丁美洲的复苏可能会较慢。经历了2020年-7.1%的收缩

后，我们预计2021年GDP增长率为+5.3%，2022年为+3.0%。社会紧张局势可能会继续遏制财政改革的实施。供应瓶颈可能带来下行风险，但总体而言，在2021年第一季度，我们看到地区大多数国

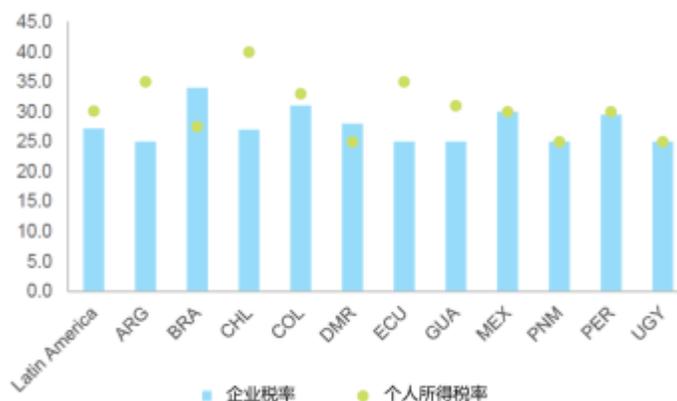
家的贸易平衡恢复，甚至达到创纪录高位或大流行前的高点，巴西和墨西哥就是如此。来自美国和中国的需求对这种上升趋势的持续至关重要。

图 29: 相对于财政规则限制的政策放松, 占GDP的%



来源: IMF财政监控、裕利安怡、安联研究

图 30: 拉丁美洲的税率, %



来源: Datastream、KPMG、裕利安怡、安联研究

### 非洲的第二波疫情更为严重，而大多数政府在复苏道路上面临严重挫折。

由于COVAX（新冠肺炎疫苗实施计划）设施下的供应限制，大多数国家预计在2023年之前无法获得群体免疫。受去年能源和食品价格上涨以及货币贬值的影响，安哥拉、埃塞俄比亚、尼日利亚、赞比亚和加纳的通胀率也回到了两位数。多数央行（安哥拉、加纳、尼日利亚、南非）出于对增长的担忧，不愿提高利率。2021年大宗商品价格的回升和持续的中国需求是出口国（尼日利亚、阿尔及利亚、安哥拉）的有利因素，而创纪录的青年失业率（地区大多数国家超过30%）可能造成更高的社会和政治风险。在公共卫生危机持续时间、财政刺激空间有限的背景下，预计该地区的经济复苏将比其他地区更为缓慢：2021年为+2.7%，2022年为+3.6%。到2023年，非洲的融资缺口估计为3000亿美元。国际货币基金组织新的特别提款权（SDR）分配将为该地区提供340亿美元的额外资金。法国总统马克龙呼吁发达经

济体向非洲转移65亿欧元的利润。然而，这一针对非洲的“新政”倡议不太可能为非洲大陆迫在眉睫的流动性需求带来一个迅速而意义深远的解决方案。另一方面，如何将私人债权人纳入债务减免是一个棘手的问题：在埃塞俄比亚宣布将在20国集团（G20）新的共同框架下寻求债务减免后，评级机构将该国的主权评级下调至“重大风险”。在当前的国际环境下，我们不能指望在2021年达成一个全面的解决方案，可以为债台高筑的非洲国家指明一条出路。

**预计整个中东地区将经历缓慢的复苏，2021年实际GDP增长预计为+2.8%，2022年为+3%**，因此要到明年年底才能达到危机前的GDP水平。由于许多国家出现第二波或第三波新冠感染，并采取了适当严格的封锁措施，2021年到目前为止其经济活动仍然不温不火。由于疫苗接种速度的显著差异，该地区的大重启将出现差

异化，以色列、巴林、卡塔尔和阿联酋在第三季度达到群体免疫，但其他国家则拖了后腿。在海湾合作委员会经济体中，财政和外部状况显著恶化将成为2020年新冠疫情和石油价格危机的后遗症。目前，阿曼和巴林的财政收支平衡油价在80美元/桶以上，沙特阿拉伯、科威特和阿联酋的油价在65美元/桶以上，卡塔尔则接近40美元/桶，这将限制财政刺激的实施。其货币政策将保持宽松，但通常只是对美联储亦步亦趋，因此预计从2022年起将出现一些紧缩。与此同时，沙特阿拉伯、阿联酋、卡塔尔和科威特持有的包括主权财富基金在内的巨额外汇资产，至少还能在未来5年内为潜在的外部融资中断提供缓冲，但是巴林和阿曼是该地区的软肋，要想避免债务违约，它们需要邻国的支持和力挺。

咨询有关信用风险解决方案，请联系我们

Email: Marketing.china@eulerhermes.com

Tel: 021-60305900

Website: www.eulerhermes.cn.com

扫码关注裕利安怡社交账号



微信公众号：裕利安怡



领英：EulerHermesAsiaPacific



微信小程序

#### 有关前瞻性陈述的注意事项：

本文陈述的内容包括对未来的预测以及其他前瞻性论述，这些预测基于管理层当前的观察角度，所用的假设中存在已知和未知的风险以及不确定性，可能会导致实际结果、表现或终局与本文明确或隐含的表述出现明显差异。导致实际结果、表现或终局可能与前瞻性陈述明显不符的情况包括，但不限于：（i）总体的经济情况，包括裕利安怡集团核心的业务和核心市场所在的经济情况，（ii）金融市场的表现，涉及市场波动性、流动性以及信贷条件，（iii）已投保损失的频率和严重性，包括自然灾害和损失的后续发展，（iv）发病率和死亡率的水准和发展趋势，（v）持续性水平，（vi）尤其是银行业信用违约的程度，（vii）利率水平，（viii）汇率，包括欧元兑美元的汇率，（ix）法律和法规的变化，包括税收法律法规（x）收购包括相关整合问题以及重组措施造成的影响，（xi）各种竞争性因素，具体个案基于当地、地区、国家和/或全球的相关因素。由于恐怖主义活动及其影响，很多相关因素出现的可能性更大，或更明显。

#### 不承担更新义务

企业不会承担对本文所包含任何信息或前瞻性陈述进行更新的义务，或是保留任何法律要求披露信息的义务。

