

全球经济： 谨慎的回归

04 宏观经济状况与展望：软着陆

08 资本市场：仍旧走强

13 政策预期

14 地区展望

- **全球增长依然强劲，但在病毒态势不断变化和政策支持逐渐取消的情况下，增长态势越来越不平衡。**尽管有贸易的积极推动，增长势头在夏季仍有所减弱。与德尔塔变种相关的不确定性和经济的软中止将使发达经济体在2021年的GDP增长仅损失0.2至0.5个百分点。总体而言，在货币宽松和财政刺激的影响下，全球经济总体增速将在未来两年保持强劲，我们预计2021年将增长5.5%，2022年将增长4.2%，但经济疲软仍相当严重，各国之间的差异很大。疫苗接种率、供应瓶颈的突破和政策选择将极大影响各国追赶的步伐。产出直到2022年底将保持在潜在水平以下，与危机前趋势相比，产出损失可能相当大，尤其是在新兴市场，那里所受的创伤更为严重。由于疫苗接种不足、获得额外政策支持的回旋余地减少，加之中国经济增速放缓，这些国家的复苏相对滞后。随着经济复苏放缓，通胀今年可能会加速，这种势头主要反映了一些短期因素，可能会在明年初消退。尽管通胀预期仍得到良好控制，但在一些具有更强定价权的行业（汽车、建筑材料，以及零售和仓储服务），通胀率仍有小幅上升。总体而言，我们预计欧元区的通胀率将在2021年和2022年分别达到2.2%和1.5%，美国的通胀率则分别达到4.1%和2.2%，基本符合各自设定的通胀目标。
- **全球贸易面临的价格和运力压力可能会持续到2022年，尽管并不算严重。**服务业重启的势头已不复当初，而且劳动力和材料短缺正在给制造业和建筑业带来麻烦。供应链中断在过去几个月加剧，并在夏季引发了更为明显的制造业趋缓效应，这可能加大对新兴市场的负面溢出效应。在国内生产缺口处于历史高位、库存水平较低的情况下，各国争相补充库存，继续加速了产量和价格的复苏。尽管到2022年，补充库存对贸易流量的推动作用将减弱，但企业可能会在“有备无患”的整体氛围下运营，因为在2023年之前，运力的正常化仍是奢望。因此，在2021年前期增长（增长0.3个百分点至+8%）的基础上，我们略微下调了对2022年全球贸易增长的预测：下调0.2个百分点至+6%。
- **经济前景面临的风险大致平衡，但与疫情相关的不确定性仍然很高。**更高的疫苗接种率，加上被抑制的需求更强劲地释放，以及快于预期的全球复苏，可能提供更强劲的增长动力。然而，只要疫苗接种率仍然低于实现群体免疫所需的覆盖率，并且在最发达市场和新兴市场之间继续存在显著差异，病毒突变就将提高再次采取封锁措施的可能，进而导致复苏不平衡。此外，财政状况收紧或政策支持过早退出可能破坏复苏，加大私营和公共部门的脆弱性，在一些国家可能产生悬崖效应，并对分配造成进一步不利影响。中国提供了一个范例，说明在不确定的环境下实施政策正常化仍有风险。尽管货币紧缩预期会暂停，但监管力度不太可能放松，这可能会在最脆弱的对象中引发更多信贷事件。我们仍然认为，系统性危机是尾部风险，因为政府在必要时仍有政策支持的空间。

- **解除政策支持需要谨慎的平衡操作，以确保经济有效地转向私人需求和可持续性增长。**大多数国家的财政冲动仍是积极的，中国和美国预计将保持扩张政策，而欧元区由于法国和德国的补充支出而推迟了结构性紧缩。虽然正常化态势已近在眼前，几个新兴市场国家已经开始收紧货币政策，但多数发达经济体的央行仍保持宽松政策。美联储可能会逐渐转向收回宽松立场，因为通胀率和增长数据走强表明，经济疲软的消退速度快于预期。缩减可能在今年晚些时候开始，但由于病毒态势仍不明朗，加之通胀压力，其规模和时间难以确定。资本市场并未因复苏步伐重现的不确定性而受到影响，但支撑其历史高位估值的风险情绪，仍非常依赖于持续的政策支持。市场参与者现有的预先部署，降低了市场中断和资本流动混乱的下行风险，这一点在新兴市场尤为明显。在复苏趋于稳定的背景下，随着市场进入盘整阶段，我们预计资产价格在短期内将横盘移动。除了加快疫苗接种，关键的政策重点是调整对复苏步伐的支持，同时逐步转向对成长型企业和行业实施更有针对性的措施。另一个重要的挑战是确定当前重新分配需求的潜在规模，以及确定政策在促进根据结构转变规模进行重新分配方面应当发挥的作用。

+ 5.5%

2021年全球经济增长预测

宏观经济状况与展望: 软着陆

宽松的政策支持缓解了疫情对经济增长的影响，但随着夏季增长势头趋缓，经济依然相当疲软。虽然大规模的失业和破产情况未曾出现，但劳动参与率下降，私人消费和投资仅部分恢复，使得欧盟地区2021年第二季度的产出比疫情前的水平低了2.5%以上，而美国则低了0.3%。与全球金融危机期间不同，大多数新兴经济体所受的经济创伤更大，尤其是那些依赖国际贸易和旅游以及政策支持空间有限的经济体。然而，企业和家庭现金持有量增加导致杠杆率下降，这预示着一旦前景改善，投资和消费将出现反弹。

尽管全球GDP预计将在2021年和2022年分别保持5.5%和4.2%的强劲增长，但复苏可能是局部和不均衡的。到2022年底，大多数国家将恢复到危机前的产出，但产出仍将低于潜在水平。与危机前走势相比，累计产出损失相当严重，且在疫苗接种率低的国家中，损失更为严重。特别是在欧洲，各国之间的差异越来越大（图1）。随着经济复苏的巩固，通胀今年可能会加速，这种势头主要反映了一些短期因素，可能会在明年初消退。通胀预期仍得到良好控制。

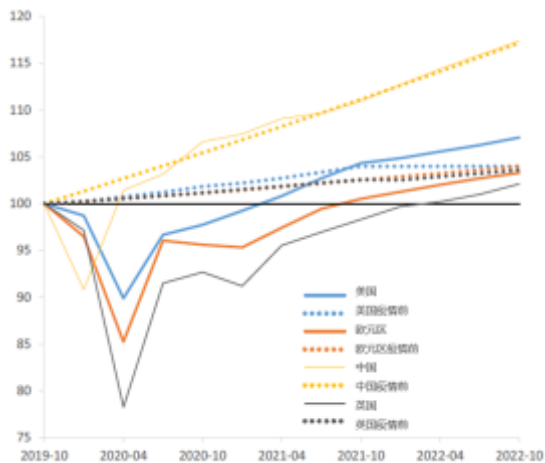
服务业重启的势头已不复当初，而劳动力和材料短缺给制造业和建筑业带来了压力，尤其是在中国，其制造业正在经历显著放缓。这加剧了今年年初以来的供应链中断状况，导致投入价格和供应商交货时间保持在创纪录高位。

图 1: 实际GDP增长预测

	2019	2020	2021	2022
全球GDP增长	2.5	-3.5	5.5	4.2
美国	2.2	-3.5	6.1	4.1
拉美	0.2	-6.9	5.3	2.7
巴西	1.4	-4.1	5.1	1.4
英国	1.4	-9.9	6.3	5.4
欧元区成员国	1.5	-6.5	5.0	4.2
德国	1.1	-4.9	3.0	4.0
法国	1.8	-8.0	5.6	3.4
意大利	0.3	-8.9	6.0	4.8
西班牙	2.0	-10.8	6.2	5.6
荷兰	1.9	-3.8	4.4	3.7
比利时	1.8	-6.3	5.3	3.1
新兴欧洲	2.6	-2.6	5.6	3.8
俄罗斯	2.0	-3.1	4.5	3.3
土耳其	0.9	1.8	9.4	4.1
亚洲	4.1	-1.0	6.1	4.8
中国	6.0	2.3	8.2	5.4
日本	0.3	-4.9	2.5	3.2
印度	4.1	-7.5	7.9	6.4
中东	0.2	-5.0	3.1	3.3
沙特阿拉伯	0.3	-4.1	2.4	3.5
非洲	1.7	-2.7	2.9	3.6
南非	0.3	-6.4	3.8	2.4

来源: 多方面、裕利安怡、安联研究

图 2：实际GDP水平

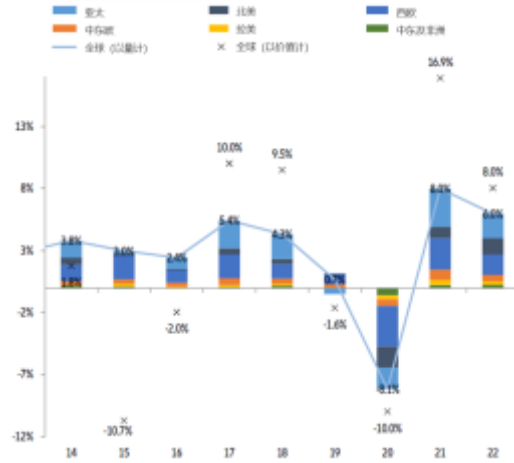


来源：多方面、裕利安怡、安联研究

我们已经上调了2021年全球贸易预测（以量计增长0.3个百分点至8.0%，以价值计增长1.0个百分点至16.9%）。在国内生产缺口处于历史高位、库存水平较低的情况下，各国争相补充库存，继续加速了产量和价格的增长。我们预计，价格和运力压力将持续到2022年，尽管并不算严重，2023年之前运力不会正常化。因此，在2021年前期增长的基础上，主要受供应链中断的影响，我们将2022年以量计的预测略微下调了0.2个百分点至6%，以价值计的预测下调了0.4个百分点至8.0%¹。

近期通胀率的强劲反弹很大程度上可能是暂时的，主要是由供应方面的限制和基数效应造成的。然而，经历一系列封锁之后的经济重启，让目前整体通胀飙升势头的规模和持续时间变得更加叵测。在发达经济体，劳动力短缺可能会增加通胀压力，如果部分失业计划在年底前没有完全取消，且劳动力参与仍然因为一些结构转型导致复苏阶段的资源重新分配时间延长而持续低迷的话，更将加剧通胀压力。由于实际工资没有跟上生产率增长的步伐，在欧洲和美国，工资压力可能正在积累（见图4），这表明企

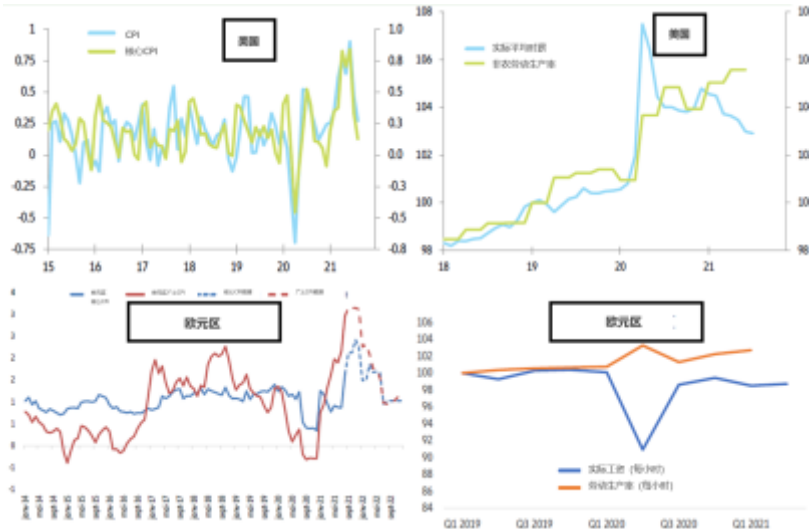
图 3：全球贸易增长预测



来源：多方面、裕利安怡、安联研究

业的非劳动单位成本正在导致通胀，因为企业通过持续加价来应对更高的投入价格。然而，在经济疲软的情况下，工资-物价循环似乎不太可能持续复苏。尽管经济增长强劲反弹，货币流通速度仍难以加快，失业率预计将在年底持续上升。总体而言，我们预计欧元区的通胀率将在2021年和2022年分别达到2.2%和1.5%，美国的通胀率则分别达到4.1%和2.2%，基本符合各自设定的通胀目标。事实上，价格压力已经开始逐月下降。

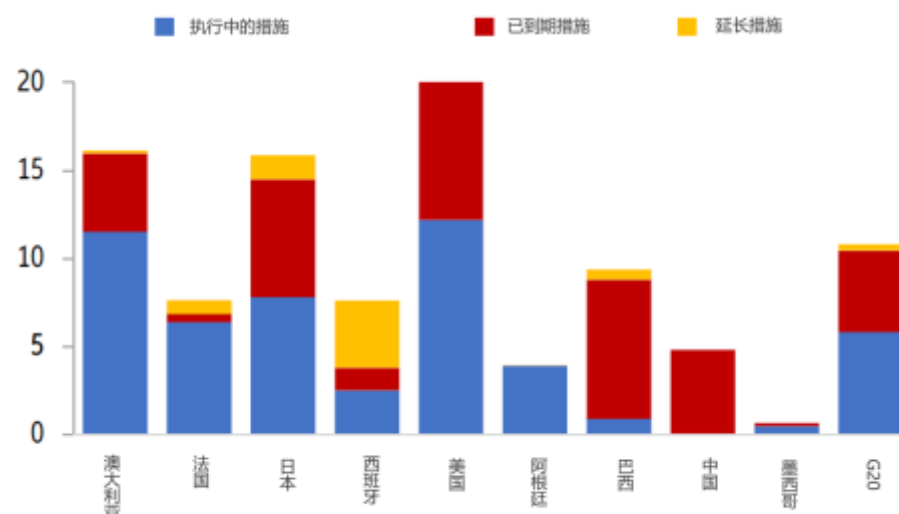
图 4：实际工资和生产率提升（美国、欧元区）



来源：多方面、裕利安怡、安联研究

¹参见我们的报告 *Global trade: Ship me if you can!*

图 5：财政措施的到期和延长情况



来源：IMF、裕利安怡、安联研究

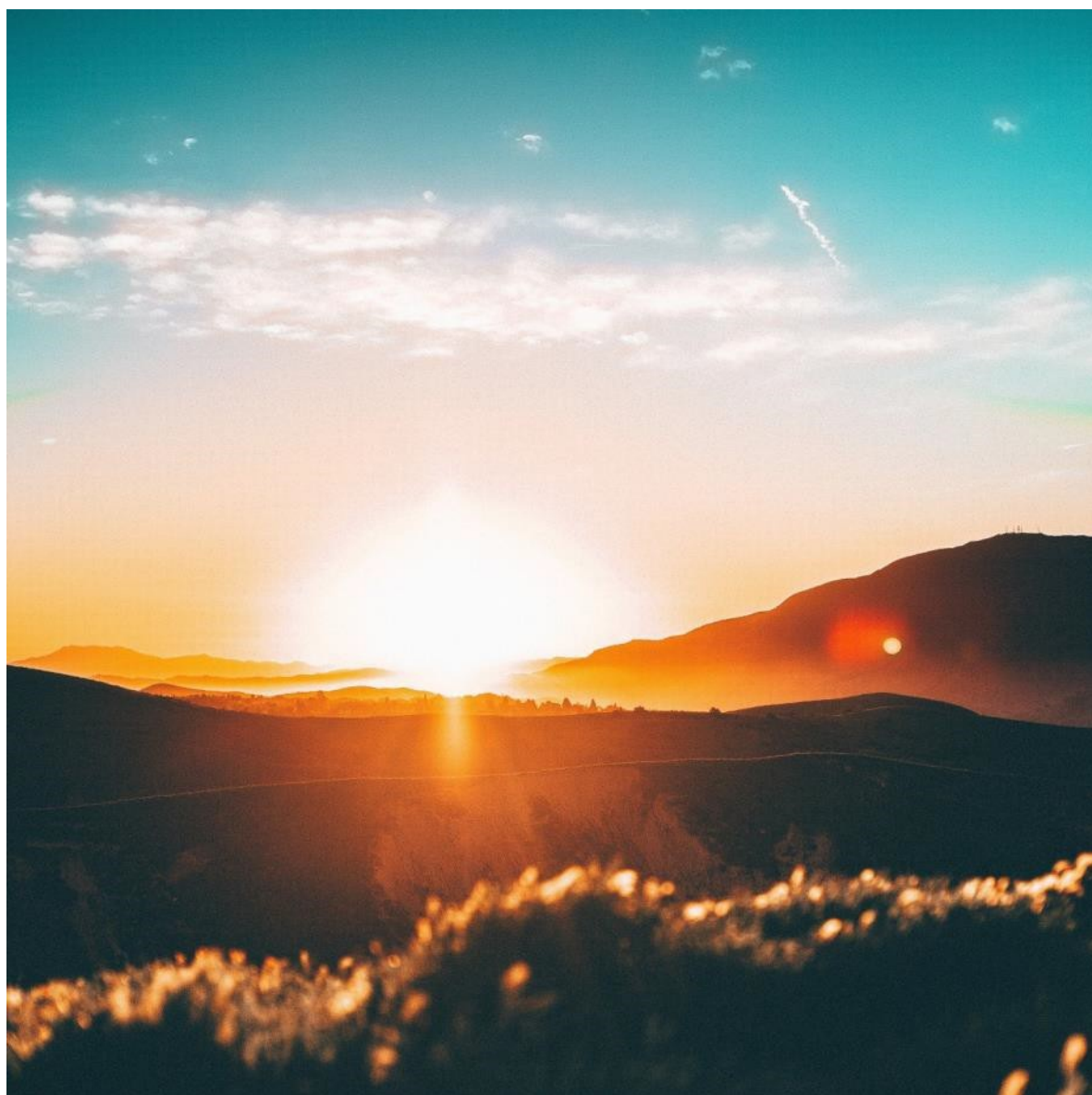
尽管一些新兴市场已开始收紧政策，发达经济体的货币状况仍保持宽松。拉美和欧洲新兴国家的几家央行已经开始通过加息和减少资产购买来收紧货币政策；但一些亚洲新兴经济体的政策却变得更加融通。欧洲央行可能会在其策略调整，即略微调高通胀目标之后保持更大的耐心。美联储可能会在今年晚些时候（比预期更快）开始缩减购债规模，以回应产出缺口迅速缩小和就业增长强劲的局面。Jackson Hole在年会上还证实，缩减购债规模的结束将与可能的加息脱钩。因此，发生“削减量化宽松恐慌”的可能性明显降低。这引发了新兴市场货币的溢出效应问题，其杠杆和债务水平已达到创纪录高点，尤其是非金融企业。

一些大型的经济体提供了进一步的财政刺激。我们预计中国将加大财政刺激力度，以应对经济增长放缓，而德国和法国今年已通过补充预算，用以增加与危机相关举措的额外支出。在美国，大规模的社会保障和基础设施计划已接近完成。许多国家将信贷担保和失业救济等资产负债表支持措施延长到今年年底，这有助于缓解家庭和企业收入在消费支出减少时的脆弱性。也有助于防止贷款违约和破产的激增，同时又不会导致潜在的信贷风险恶化。由于大部分政策措施将于2022年初到期，我们预计企业破产的常态化将会较为拖沓。一些在危机前基本面已经疲弱的市场，零星出现风险可能性更高。随着大多数宽限期结束，与新冠相关的企业债务可能在2022年成为企业的真正难关，而在运营资本需求强劲上升和国家支持资金大幅减小的情况下，现金余量将大幅降低。

融资环境依然有利，但下行风险正在积聚。银行的资本状况仍大致良好，资本缓冲足以吸收贷款损失。得益于持续的借款人支持和有效的资本节约措施，银行能够在资本充足率没有显著变化的情况下缓慢消化不断上升的损失。然而，随着支持措施到期，资产质量不断恶化，可能会使当前贷款损失拨备的充足率经受考验，私营部门杠杆率高、银行对受严重冲击行业敞口很大的国家尤其明显。在低利率、竞争加剧和房价上涨的背景下，一些国家存在着过度的冒险举动。更宽松的贷款标准加上住宅房地产价格的高速增长，表明脆弱性可能正在积聚。

经济前景面临的风险大致平衡，但与疫情相关的不确定性仍然很高。

快速的疫苗生产和交付，加上被抑制的需求更强劲地释放，以及快于预期的全球复苏，可能提供更强劲的增长动力。近期的高频指标，包括商业和消费者信心，都显示出显著的复苏势头。这一点在服务业尤其值得注意，因为服务业对出行限制的适应能力越来越强。然而，只要疫苗接种率仍然低于实现群体免疫所需的覆盖率，并且在最发达市场和新兴市场之间继续存在显著差异，病毒突变就将提高再次诉诸封锁措施的可能，并使复苏不平衡，不完全。此外，财政状况趋紧或政策支持过早退出可能会破坏复苏，增加私营和公共部门的脆弱性，在一些国家有可能出现悬崖效应。复苏缓慢将意味着更多的创伤，并对分配产生进一步的不利影响。中期而言，对复苏不完全的预期可能会变得根深蒂固。国家之间的差异可能会破坏国际贸易，并对新兴市场造成不利的溢出效应。



资本市场：仍旧走强

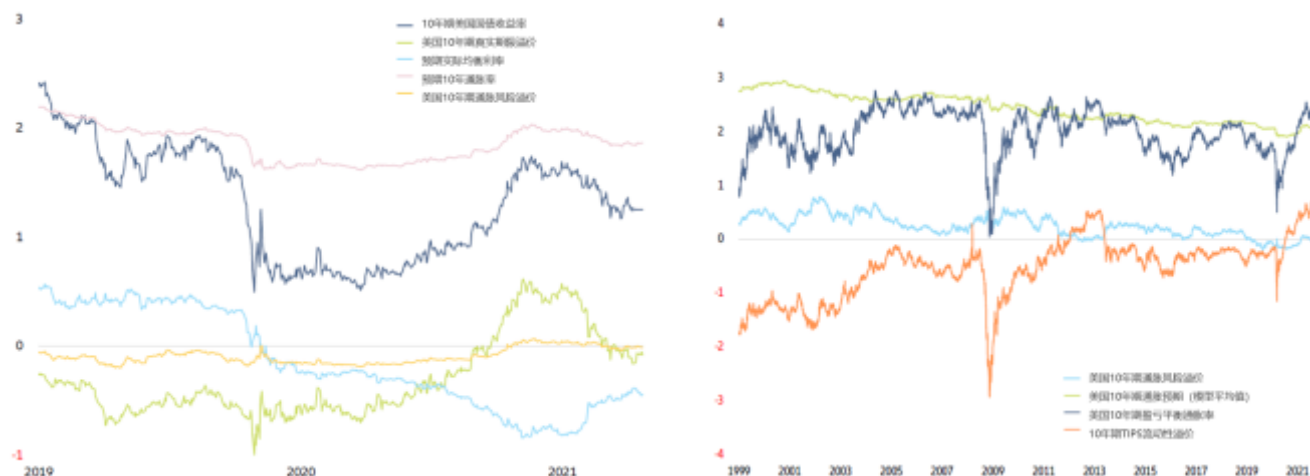
资本市场一直未遭受新冠病例意外增加所导致的潜在下行风险。第三季度，股市进一步上涨。美国和欧元区股市在季初至今分别上涨5.2%和4.0%，在年初至今则分别上涨20.3%和18.9%。与此同时，在通胀导致长期利率短暂飙升后，短期溢价下降，主权债券收益率曲线再次趋平。就美国10年期债券利率而言，风险成分（名义期限溢价）已回落至年初的水平（较5月峰值下跌70个基点）。预期短期利率的上升只部分补偿了这种下降。有趣的是，这种增长是基于对实际均衡利率的更高预期，而不是更高的通胀预期。10年期美国国债收益率和10年期德国国债收益率目前分别在1.3%（年初至今上涨40个基点）

和-0.3%（年初至今上涨24个基点）左右。企业信贷利差在第三季度小幅扩大，美国和欧元投资级信贷利差分别为90个基点（季初至今上涨4个基点，年初至今下降13个基点）和84个基点（季初至今上涨0个基点，年初至今下降9个基点）。另一方面，美国和欧元高收益公司债利差目前分别为308个基点（季初至今上涨4个基点，年初至今下降78个基点）和288个基点（季初至今下降8个基点，年初至今下降67个基点）。

市场暗示的通胀预期仍得到良好控制。

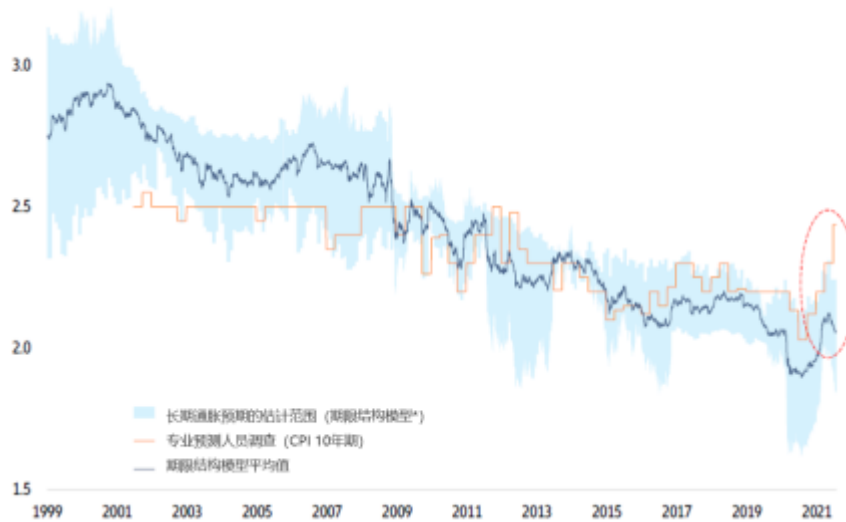
尽管通胀指数化的美国国债的收益率曲线表明，目前的整体通胀势头几乎不会持续下去，但专业预测人士已经将未来10年的通胀预期提高到了2.5%。与我们对通胀上升是暂时现象的描述一致的是，我们给予市场信号更多的权重，并继续认为10年期美国国债收益率在1.3%至1.5%的范围内，直到年底，通胀风险溢价仍然保持温和。在我们看来，美国长期国债收益率只有在通胀预期失控的情况下才能回到今年春季的水平。然而，迄今为止，通胀风险溢价已被证明对已兑现通胀的波动基本不敏感。

图 6：10年期美国国债名义收益率和10年期通胀预期的分解



来源：Refinitiv、裕利安怡、安联研究

图 7: 市场vs预测者:美国长期通胀预期 (10年, %)



来源: 多方面、裕利安怡、安联研究

相对于基本面而言, 股市继续保持牛市势头, 其估值仍然很高。尽管长期收益率出现了看跌趋势, 但股市在第三季度仍取得强劲涨幅。尽管如此, 这种强势表现的驱动因素已经发生了动态变化, 增长 (特别是“居家”行业的增长) 现在处于主导地位, 而非第一季度的通货再膨胀/重新开放贸易 (图8)。大多数基本估值指标仍处于历史分布区间的上端, 不断引发舆论对本轮牛市的结构可持续性的质疑。与此同时, 收益预期仍然非常乐观, 2021年的修正超过了

自1987年以来美国 and 欧元区的任何其他收益修正路径 (图8)。然而, 股息收益率最近已趋同于10年期美国国债的收益率 (前所未有的), 表明以历史标准衡量, 债券甚至比股票价格更高。

然而, 最近的市场走势表明市场正处于盘整时期。这种稳定虽然不利于动量交易, 但在中期应该是积极的, 因为它将使市场预期适应一系列连续的盈利不达标, 并防止市场急剧崩溃。正因为如此, 我们预计2022年和2023年对股票

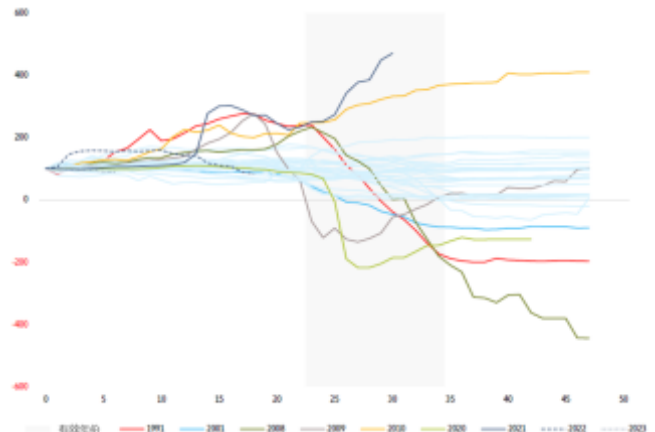
投资者来说不会像2021年那样仁慈。相反, 我们预计在2022年和2023年都会恢复到年平均历史回报率 (5%至6%)。尽管投资者情绪的突然恶化仍是一个实质性的下行风险, 但考虑到极具支持性的货币和财政政策, 大规模的市场调整似乎不太可能。决策者仍在提供一种隐性的看跌保护, 货币供应和通胀预期是当前股市表现的最大利好。然而, 随着货币政策在中期开始正常化, 通胀的贡献仍然是市场稳定的关键。

图 8: 股市表现 (指数化, 100 = 2019年底)



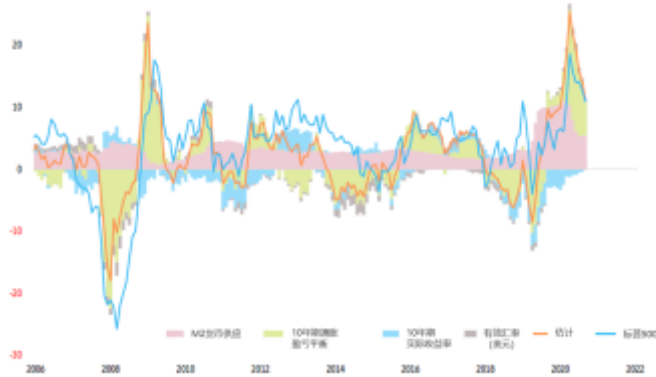
来源: Refinitiv、裕利安怡、安联研究

图 9: 美国每股收益增长预期的变化 (100 = 预测期初)



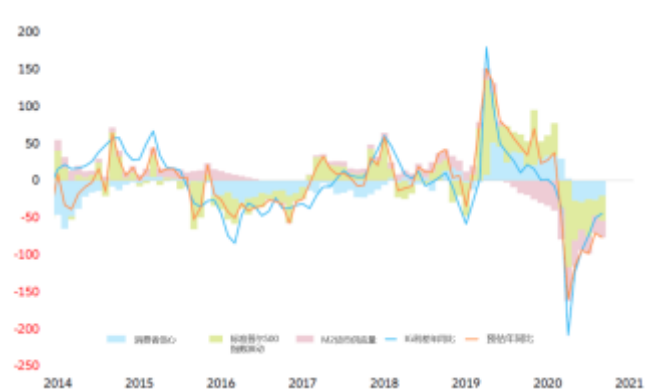
来源: Refinitiv、裕利安怡、安联研究

图 10: 美国股票回报分解 (以年同比 %变化计)



来源: Refinitiv、裕利安怡、安联研究

图 11: 美国投资级企业信贷利差分解 (年同比变化)



来源: Refinitiv、裕利安怡、安联研究

企业信贷市场出现了一些波动，但仍保持乐观。第三季度，各评级档次之间的利差小幅扩大。然而，最初的抛售已迅速回调，锚定在更广泛的水平（约90个基点）。我们预计利差不会进一步再压缩，因为较预期更差的经济前景，加上2022年和2023年的高杠杆率和盈利企稳，可能会阻止利差逆转至之前的水平。在这种背景下，就像在股市的情况下一样，我们预计不会出现任何广泛基础的企业信贷表现不佳的情况，

但我们确实预计信贷市场将逐步整合，利差将缓慢恢复到危机前的水平，并以每年10至20个基点的幅度进行调整。

新兴市场将处于观望状态，直到美联储的正常化路径更加清晰。自3月份以来，主要新兴市场的本地收益率曲线已经趋平。另一方面，股市表现不佳，维持持平（MSCI新兴市场指数下跌0.4%），主要是由于来自中国的拖累。

美国货币政策正常化的最初迹象，可能与汇率一起，在以硬通货计价的债券环境中得到体现。市场并没有完全消化这一点，这可以从围绕缩减购债计划的反应（即美联储召开更强硬的会议）的动向中看出。尽管如此，一些新兴市场国家（主要是拉丁美洲和东欧国家）由于通胀加剧而采取的政策正常化应有助于缓解资本流动的压力。

图 12: 新兴市场硬通货主权利差指数与名义美元指数的演变



来源: 彭博社、Refinitiv、裕利安怡、安联研究

美元名义指数衡量的是美元相对一篮子新兴市场货币的强势。

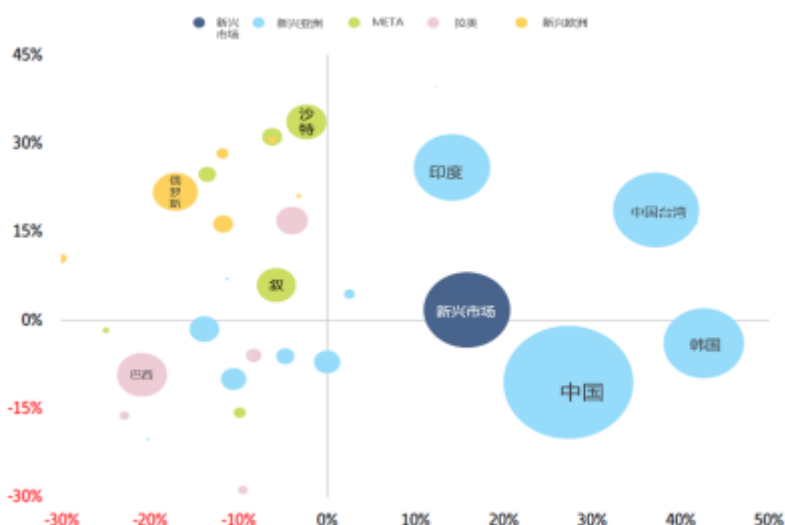
美元正在等待美联储采取行动。在经历了上上下下的2020年之后，除了一些国家和地区以外（3月份的土耳其里拉，政治事件后的某些拉美经济体），美元在今年出现了全面升值。两个类似的例外是英镑和人民币——英镑在英国脱欧后的调整并没有变成一场彻底的灾难——人民币也出现升值，尽管这一趋势在6月份外汇储备监管调整后被遏制了。

未来的前景将取决于发达市场不同的紧缩路径，以及新兴市场控制通胀的程度。

大宗商品价格的反弹在第三季度有所失势。今年年初，在预期的被压抑需求释放、库存增加和供应链约束的推动下，大宗商品价格飙升。在此之后，我们开始看到一些趋势变化。

正如我们预期的那样，有一些临时因素推动价格上涨，一旦世界学会与新冠病毒相处，这些因素将逐渐消失。在图14中，我们可以观察到这种趋势在农业部门是如何显现的。

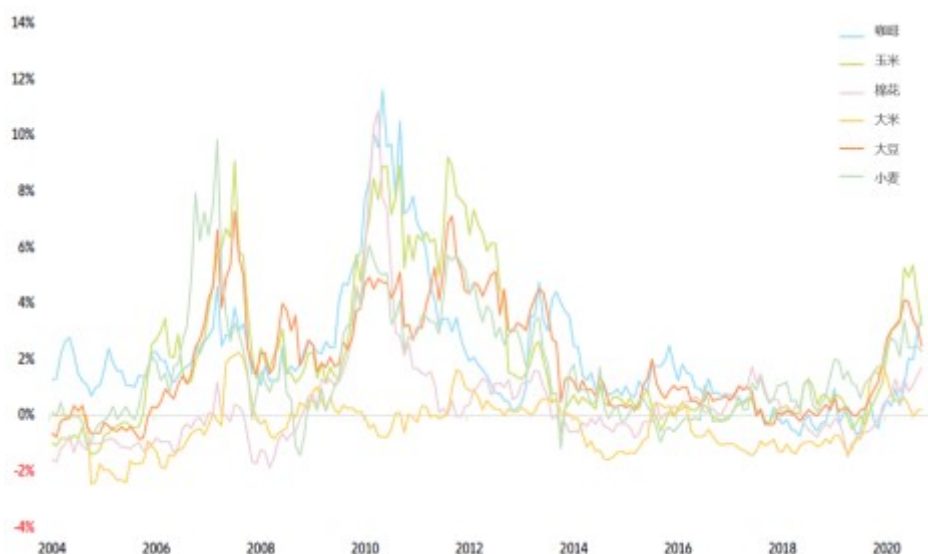
图 13: MSCI美元指数在各个新兴市场的表现2020 vs 2021



来源: Refinitiv、裕利安怡、安联研究

气泡的大小是根据各个国家在MSCI新兴市场美元指数中的权重来衡量的，但标准规模的新兴市场指数除外。

图 14: 选定农产品的预期年升值率



来源: Refinitiv、裕利安怡、安联研究

图 15: 资本市场预测表

年底数据	最新价值 (2021/9/15)	单位	情景	
欧洲货币联盟			2021	2022
利率				
政策利率 (储蓄)	-0.5	%	-0.5	-0.5
10年期“无风险”国债 (公债)	-0.3	%	-0.3	-0.1
10年期掉期利率	0.0	%	0.0	0.2
意大利10年期国债利差	101	bps	90	90
法国10年期国债利差	33	bps	20	30
西班牙10年期国债利差	65	bps	55	60
企业信贷利差				
投资级信贷利差	84	bps	90	110
高收益信贷利差	288	bps	325	375
股票				
MSCI EMU: 年度总回报	18.8 (ytd)	%	15-20	6
美国			2021	2022
利率				
政策利率 (中期利率)	0.125	%	0.125	0.125
10年期“无风险”国债 (国库券)	1.3	%	1.5	1.8
企业信贷利差				
投资级信贷利差	90	bps	100	110
高收益信贷利差	308	bps	350	400
股票				
MSCI USA: 以美元计的年度总回报	20.0 (ytd)	%	15-20	6
外汇			2021	2022
美元-欧元	1.18	%	1.19	1.19
新兴市场			2021	2022
利率				
硬通货币利差 (对美元)	281	bps	300	330
本币收益率	4.7	%	4.8	5.3
股票				
MSCI EM: 以美元计的年度总回报	1.6 (ytd)	%	5-10	7

来源: Refinitiv、裕利安怡、安联研究

政策 预期

解除政策支持需要谨慎的平衡操作，以确保经济有效地转向私人需求和可持续增长。除了加快疫苗接种，关键的政策重点是调整对复苏步伐的支持，同时逐步转向对成长型企业和行业实施更有针对性的措施。另一个重要的挑战是确定当前重新分配需求的潜在规模，以及确定政策在促进根据结构转变规模进行重新分配方面应当发挥的作用。

财政政策应保持支持性，直到经济稳健扩张态势巩固。随着对紧急支持的需求减弱，财政政策组合应转向帮助资源配置的措施，从而进一步减少产出损失，同时提高公共支出的效率。在少数经济体（主要是新兴市场经济体），经济复苏进展顺利，且/或财政缓冲较为有限，因此其开始渐进但稳定的财政调整的时间将会更早。

发达市场和新兴市场面临着不同的货币政策挑战。在大多数发达经济体，货币政策应保持高度宽松，长期预期通胀率将低于央行的通胀目标。然而，随着一些新兴市场进入复苏阶段，它们正在努力应对过热问题。各国央行应维持货币支持，并允许暂时价格上涨，除非持续的通胀压力构成了解除通胀预期锚定的重大风险。

保持监管灵活性和政府贷款担保对于避免融资环境急剧收紧至关重要。在危机期间，信贷增长依然有利。然而，在今年上半年银行贷款标准逐步收紧的同时，借款人和收入支持措施也在逐步取消。

劳动力市场政策将不得不考虑结构转型的程度以及相关的再分配需求。高度的结构转型和跨行业与职业的劳动力需求的永久性转移，将需要大规模的再分配。政策将必须支持工作到工作的转换，包括在实施工作保留计划的同时通过重新培训和提高工人的技能，加强求职意愿，激励招聘。在结构转变程度较低的情况下，应保留可行的工作关系，包括在必要时维持工作保留计划，并保护计划未覆盖工人的收入。

地区展望

尽管德尔塔病毒变种迅速蔓延，但我们预计美国经济将强劲复苏。

最近感染率的上升，尤其是在南部各州（疫苗接种率低于平均水平）的这种情况，增加了不确定性，考虑到学生重返学校和即将到来的冬季，更是如此。高频指标证实，最近病例激增对服务驱动的经济活动打击最大。9月份，超过750万美国人失去了每周300美元的补偿金。这些因素的综合影响显示，2021年第三季度和第四季度的年化消费季度环比增速放缓至平均1%，而2021年第一季度和第二季度的年化消费季度环比增速接近3%。消费者和企业调查证实，经济参与者的信心受到了侵蚀，尽管之前的信心水平极高。尽管消费增长放缓，但我们预计复苏的步伐不会改变，因为补充库存的需要和欧洲复苏带来的出口表现上升，应该会对经济增长做出更高的净正值贡献。总而言之，我们预计2021年第三季度和第四季度美国GDP年化季度同比增长率将接近7%。到2022年上半年，经济减速的更多切实迹象应该会出现，只待基础设施和社会项目的新财政方案在10月份获得批准。该计划的实施（根据我们的主情景，到2030年将花费2.3万亿美元用于基础设施项目的补充支出）可能会对从2022年下半年开始的增长产生更积极的影响，而近期更紧迫社会项目的积极影响将逐渐减弱。我们预计2021年GDP增长预期将向下修正至+6.1%（之

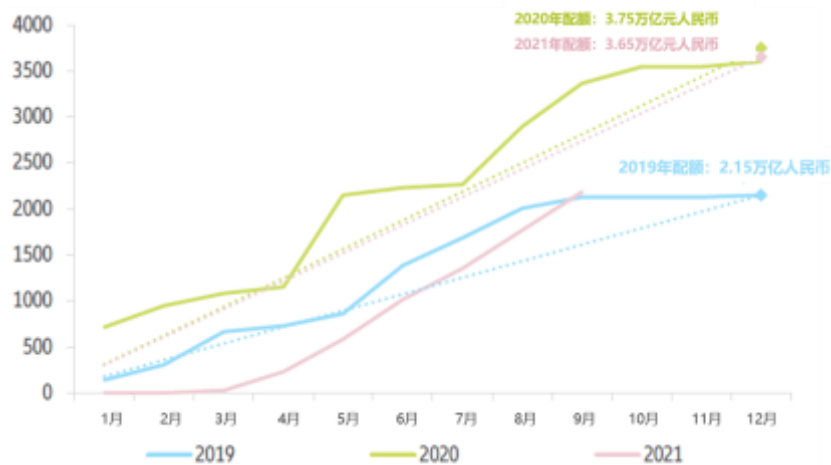
前为+6.3%），2022年向上修正至+4.1%（之前为+4%）。Jackson Hole年会后当前的政策指引表明，美联储宣布缩减购债规模的时机仍是一切皆有可能，而目前联邦公开市场委员会（FOMC）内部普遍认为，资产购买规模即将回落。尽管在9月份的会议上宣布加息仍是基本方案，但令人失望的薪资和通胀数据可能会将这一宣布推迟到11月甚至更晚。第一次加息预计在2023年中期之前不会发生。

由于强大的监管动力和下行风险的具现，中国经济的正常化被证明比预想的要艰难。应避免系统性风险。

自2020年下半年以来就很明显的是，收紧政策组合以及强调监管（房地产和金融领域）将是2021年的关键主题。虽然预期增长会有所放缓，但再次爆发的新冠疫情和不利的天气条件进一步加重了增长压力，并对企业和家庭信心产生了连锁反应。因此，私人需求的复苏可能会在未来几个季度有所停滞。作为回应，与2021年上半年相比，政策组合在过去几个月变得宽松，并可能继续提供支持。最新的政策沟通表明，财政支出将加快，地方政府债券发行将增加，支持基础设施投资。在货币方面，中国人民银行7月份出人意料地将存款准备金率下调了50个基点，今年年底前很可能再次下

调存款准备金率，以支持银行体系的流动性和总体信贷增长。这种政策立场的变化也旨在减轻监管的负面影响——这种监管驱动力不太可能被调低。特别是，房地产领域的限制措施（例如，在一些城市实行限购，加强对家庭住房贷款的监管，以及对房地产开发商的金融规则）将继续存在，有些甚至可能加强。这意味着，在未来几个季度，该行业可能会出现更多违约，不过我们预计，违约将仅限于最脆弱的案例，影响有限。此外，对技术自主（来自双循环战略）和中期内“共同富裕”的关注，也表明在具有结构性风险和/或加剧社会不平等的行业中可能出现的额外破坏性变化。有关数据隐私、劳动条件和福利部门（与私人辅导情况相似）的宏观审慎监管和规则应会继续实施，并可能对经济周期构成一定压力。总体而言，下行风险已变得更加突出，但我们仍然认为，系统性危机仍属尾部风险，如果需要，政府仍有进一步实施政策支持的空间。我们预计中国经济将在2021年增长8.2%，在2022年增长5.4%。

图 16: 地方政府特别债券发行, 年初至今 (10亿元)



来源: 中国财政部、裕利安怡、安联研究

到2022年底, 欧元区经济将在很大程度上回到危机前的GDP水平, 比之前的预期提前了一年。在社会支出强劲追赶性增长和支出强劲复苏的推动下, 大重启”于2021年第二季度拉开序幕。尽管重新开放带来的利好因素将在未来几个季度继续支撑GDP增长, 但随着数据带来的惊喜渐弱, 这种势头似乎已在夏季见顶。私人消费仍将是经济复苏的主力军, 即使被压抑的过度需求已经释放。毕竟, 尽管对德尔塔变种的担忧持续存在, 但由于劳动力市场复苏势头强劲, 消费者信心持续高涨 (法国是个例外)。与此同时, 工业继续面临明显的供应瓶颈, 这限制了近期的复苏。值得庆幸的是, 财政政策直到2022年上半年仍应保持支持态势, 届时我们预计欧元区大国的公共财政正常化将获得更多动力。总体而言, 我们预计欧元区经济将在2021年增长5.0%, 在2022年增长4.2%, 经济产出将在今年年底前达到危机前水平。由于复苏速度快于预期, 到2022年底 欧元区经济将在很大程度上回到危机前的GDP水平。经济创伤——例如, 我们看到失业率在2022年底回到危

机前的水平——非常有限, 这种情况前所未有, 与全球金融危机或欧元区债务危机的经历形成了鲜明对比。因此, 欧元区各国的分歧应该仍在控制之中。我们唯一看到的稍微滞后的大型经济体是西班牙, 在旅游业复苏延迟的情况下, 西班牙的破产率更高, 失业人数也更多。不能完全排除2021/22年初出现德尔塔疫情导致经济下行的可能性, 但鉴于疫苗接种工作取得了良好进展, 新感染病例与住院和死亡病例显著脱钩, 目前预计不会再次出现硬性封锁。然而, 在新冠病例急剧增加的情况下, 即使是稍微收紧限制和不确定性再度增加, 也可能足以抑制投资活动和私人消费。展望未来, 在政治两极分化加剧、国家层面的政策空间不断缩小、欧盟层面对关键架构改革的共识不断瓦解的情况下, 几场关键选举的结果可能会提升预测的下行风险。

欧洲央行今年将缩减危机支持措施, 同时保持宽松政策。在9月份的会议上, 欧洲央行承诺未来将“适度减缓”大流行病紧急资产收购计划 (PEPP) (我们解

读的最佳范围是每月650亿至700亿欧元)。然而, 这一声明不应与货币政策正常化的启动相混淆, 因为欧洲央行坚称, PEPP的校准既不是政策收紧, 也不是缩减。与此同时, 关注焦点已经转移到“PEPP后的生活”, 尽管明确的退出确认最早也要在12月的会议上公布。毕竟, 欧洲央行将选择继续观望, 以确认德尔塔变种病毒对经济复苏的威胁和美联储缩减计划的潜在下行风险的更多可见性, 并采纳一套新的宏观经济预测。为了应对可能PEPP到期带来的潜在悬崖效应, 我们预计资产购买计划 (APP) 下的月度资产购买将增加一倍, 至400亿欧元, 以确保有利的融资条件和平稳的货币传导。因此, 总净资产购买将从2020年和2021年的约1.1万亿欧元降至2022年的5000亿欧元。

一个令人担忧的问题是，欧洲央行很可能难以保持在其自我设定的限制范围内（例如，发行人限制和资本额比重）。据我们计算，每月进行200亿至600亿欧元的资产购买，只会让一般量化宽松计划在2022年3月之后持续7至20个月。正如我们过去所了解到的，欧洲央行往往还有另一个锦囊妙计，即是说，一些自我设定的限制可以被修改（或随着时间的推移被消除）。这可能包括将PEPP的一些功能扩展到其“表哥”APP中，特别是在哪个管辖去内使用多少资金的灵活性，或者通过一个临时的量化宽松限额，可以根据需要灵活使用，以更好

地瞄准其剩余火力。正如传统的量化宽松计划APP令人担心的那样，缩减计划将在2022年底才会真正开始，而我们预计2024年之前不会实施加息。因此，在全球主要央行的政策正常化方面，欧洲央行（以及日本央行）显然仍属“大器晚成”。

目前由新冠疫情引发的通胀飙升不太可能改变货币政策立场和资产购买的预期路径。我们仍然认为，2021年下半年整体通胀的强劲加速只是暂时的过度，而不是消费价格失控。主要推动因素包括：（1）供应链紧张和大宗商品价格回升导致投入价格飙升；（2）随着经

济重新开放，服务业通胀加剧；（3）与疫情有关的技术影响（基数影响以及诸如德国临时削减增值税等断断续续的影响）。但这些影响在很大程度上是暂时的，随着经济复苏的推进和供应赶上需求，它们的影响应该会消退。2021年欧元区整体通胀率为2.2%，因此，欧元区通胀率应该只会短暂高于欧洲央行2%的目标——11月达到年同比增长3.3%的峰值——然后在2022年，仍然低迷的核心通胀和逆转的基数效应将把整体通胀率推回到1.5%。

图 17：欧洲央行：每月资产购买（10亿欧元）



来源：中国财政部、裕利安怡、安联研究

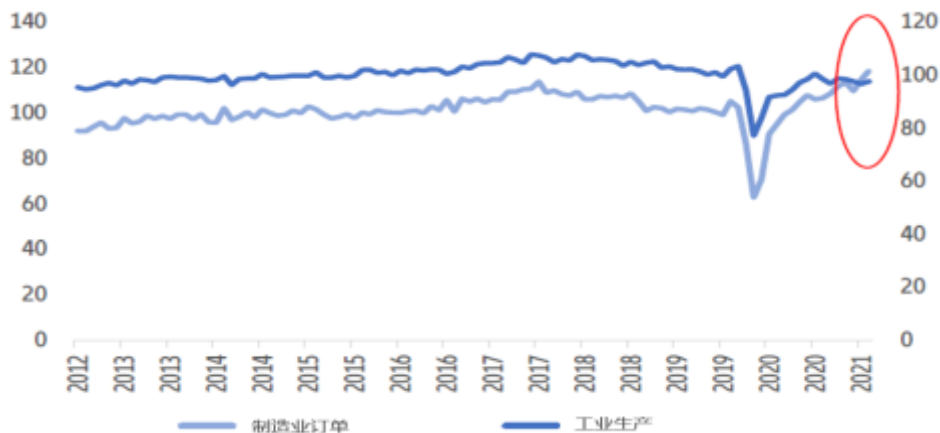
德国经济的快速复苏并未受到政治不确定性提高的影响。德国经济仍在享受夏季经济高峰，但当前经济向好的顶峰可能已经过去，领先指标清楚地表明，德国经济将出现大幅放缓。对经济记录的追逐已经告一段落，不过，尽管追赶效应减弱，外国需求降温（特别是来自美国和中国的需求，这两者占到德国17%的出口的目的地），持续的供应链瓶颈和德尔塔变种带来的担忧，在未来几个季度仍可预期德国实现高于平均水平的GDP增长。总体而言，预计2021年经济将增长3.0%，2022年则增长4.0%。这意味着经济产出将在2021年底前达到危机前的水平。

经济快速复苏也加速了德国劳动力市场的回暖。到2021年底，在新冠危机后失去工作的人群中，几乎三分之二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5.7%的高位，随后是5.3%。德国9月26日大选的结果仍高度不确定，民调不稳定可能催生广泛的政党联盟。如此就需要克服党派计划之间的显著差异，这表明在未来四年中，我们将看到更多的政策演变而不是彻底革命。因此，尽管也会有变革，一个新的总理，一个前所未有的联合政府（似乎首次出现三方政党联合）。

但问题仍然是，这是否足以帮助德国解决即将到来的数字、绿色环保和人口转型这三重冲击。

在法国，服务业的追赶效应是以牺牲商品为代价的，而消费者信心正在失去提升动力。当我们考虑服务业活动的进展时，德尔塔变种对法国经济的影响是有限的。另一方面，消费者信心指数在7月和8月下降到99（略低于长期平均水平100）。“未来经济前景”的大幅下挫（-19个百分点）是其整体下降的主要驱动因素。

图 18: 德国：工业生产与制造业订单（指数：2015=100）



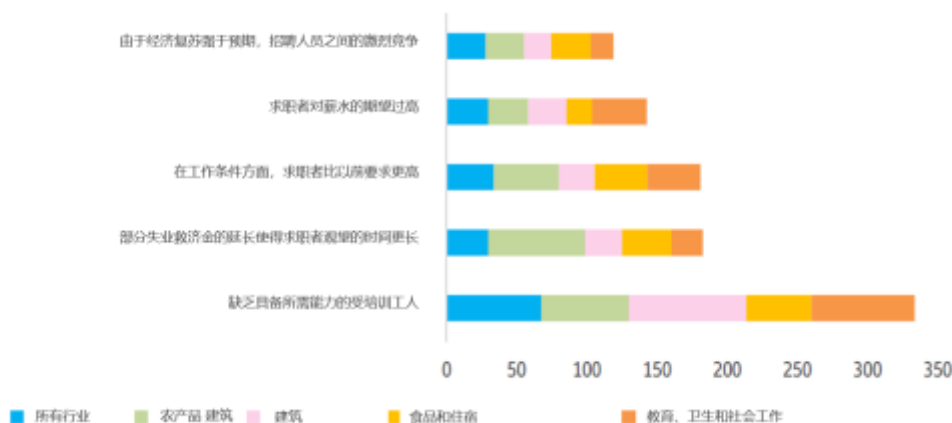
来源: Refinitiv、裕利安怡、安联研究

这在某种程度上是矛盾的，因为政府根本不急于在2022年4月选举前突然退出支持措施。除了失业率可能会从第二季度8%的低水平有所上升之外，家庭可能还会担心公共债务的累积和选举后可能出现的增税。我们预计，政府对中小企业和家庭的充足支持将持续到2022年下半年，尽管可能会变得更具“针对性”。因此，预算赤字预计将在2021年达到GDP的-8.4%，在2022年达到-5.2%，之后逐步放缓。在法国，“被压抑的需求”的释放令人失望，因为重新开放后服务业的反弹是以牺牲商品消费为代价的，7月份商品消费月环比下降

了2%。此外，高频数据并未显示第三季度商品消费出现强劲复苏。另一方面，服务业的复苏虽在持续，但住宿和服务业活动在第三季度仍低于危机前水平。强劲的国内需求将继续推动明年的复苏，而与其他欧洲重量级经济体相比，出口（尤其是运输行业）势必会陷入挣扎。总而言之，我们对法国2021年的经济增长预测略有上调（上调0.2个百分点），至增长5.6%，2022年则增长3.4%（下调0.2个百分点）。劳动力市场短缺也可能让到受影响最严重的行业的复苏前景蒙上阴云，如农业食品、食品和住宿、卫生和教育：超过四分之一

的企业报告称面临严重的劳动力短缺，主要是由于缺乏合适求职人选。鉴于法国劳动力市场长期僵化，技能培训过往成绩糟糕，我们预计劳动力短缺将持续更长时间。因此，随着工人的议价能力在几十年的工资制约和高就业率之后有所加强，2022年工资可能会适度增长。

图 19: 法国劳动力短缺的主要原因



来源: DARES、裕利安怡、安联研究

紧急短期工作计划和政府对企业贷款担保的逐步取消是意大利短期前景面临的重大风险。在第二季度国内生产总值季度环比强劲增长2.7%之后，意大利在与疫情前产出水平差距方面缩小了与法国和德国的距离。该国增长有着广泛动力，但私人消费仍是主要驱动力。较弱的限制措施和较低的失业率（6月份从10.2%降至9.7%）提高了消费者信心，并将零售销售额提高到危机前的水平。制造业也依然充满活力。尽管供应短缺，意大利第二季度工业生产仍强劲增长1.0%，表现优于法国和德国，这得益于强劲的出口表现和有所恢复的外部竞争力。鉴于订单仍纷至沓来，我们预计制造业复苏将在第三季度继续。这种势头应该会支撑投资，特别是在产能利用率接近危机前水平的情况下。此外，与欧元危机时相比，公共投资在新冠疫情冲击后并未下降，应会得到下一代欧盟（NGEU）基金的进一步支持。我们已经将今年和2022年的GDP增长预测上调至+6.0%和+4.8%。这意味着，到2022年中，意大利将恢复危机造成的产出损失。短期内，我们认为这一预测面临的最大风险来自意大利紧急短期工作计划和政府对企业贷款的担保的逐步取消。这可能会让已有增加的私人储蓄的减少趋势推迟，并给银行业带来压力。此外，棘手的财政赤字可能会使预算谈判复杂化，而评级机构和市场对意大利的信誉状况仍心有余悸。尽管该国经济表现良好，目前政治稳定，但10年期国债与德国国债的利差仍在100个基点左右。但政治风险从未远离。该国政党版图继续变得支离破碎，右翼政党“意大利人民党”（Fratelli d'Italia）目前获得了20%的意向选票。就中期而言，下一代欧盟基金资助的恢复计划的实施是关键。意大利已经开了个好头：该计划得到了欧洲机构的批准，100多个项目正在筹备中，且意大利还启动了一项期待已久的司法改革。

西班牙在2021年的强劲复苏(+6.2%)将主要由强劲的基数效应、逐渐重启的经济推动下更高的私人消费以及适度的家庭储蓄这几个因素推动。第二季度（季度环比增长2.8%）的表现比最初预期的更有韧性，我们预计该国接下来的两个季度将继续保持增长，尽管速度会放缓。在这个阶段，德尔塔变种的扩散是对复苏的中度风险。西班牙在疫苗接种活动方面取得了有力进展，该国约75%的人口已全面接种疫苗，并有望在10月达到80%的人口。此外，遏制措施也是适度和有针对性的。高频数据显示，部分受到今年夏季欧洲各地的旅行和出行限制影响，旅游业正在有限复苏，我们预计旅游业在2023年之前不会完全恢复大流行前的表现。经济活动的上行风险来自于2021年预算中设想的财政刺激，根据下一代欧盟基金申请的拨款占GDP的2.3%。西班牙将在2021年维持扩张性财政立场，同时逐步取消支持措施。然而，政治和社会压力可能会促使政府延长原定于2021年9月底到期的休假计划，在旅游业和餐饮业尤其如此。2021年上半年，所有行业的破产数都有所增加，尤其是交通（与2020年上半年相比增加了124%）、住宿和食品服务（+320%）、金融和房地产（+165%）以及社会（+212%）行业。此外，政府还计划提高最低工资，这可能会在中期给支出带来额外的压力。我们预计政府将在2022年进一步削减支持措施，将财政赤字占GDP的比例从-8.9%降至-5.8%。紧急措施帮助限制了危机对就业市场的影响，但西班牙不像其他欧洲国家那样频繁地诉诸休假计划。其失业率从2019年的14.1%上升至2020年的15.5%。经济复苏将有助于在2021年重新激活就业，但我们预计，失业率将仅有小幅下降，2021年为15.4%，2022年为14.7%。

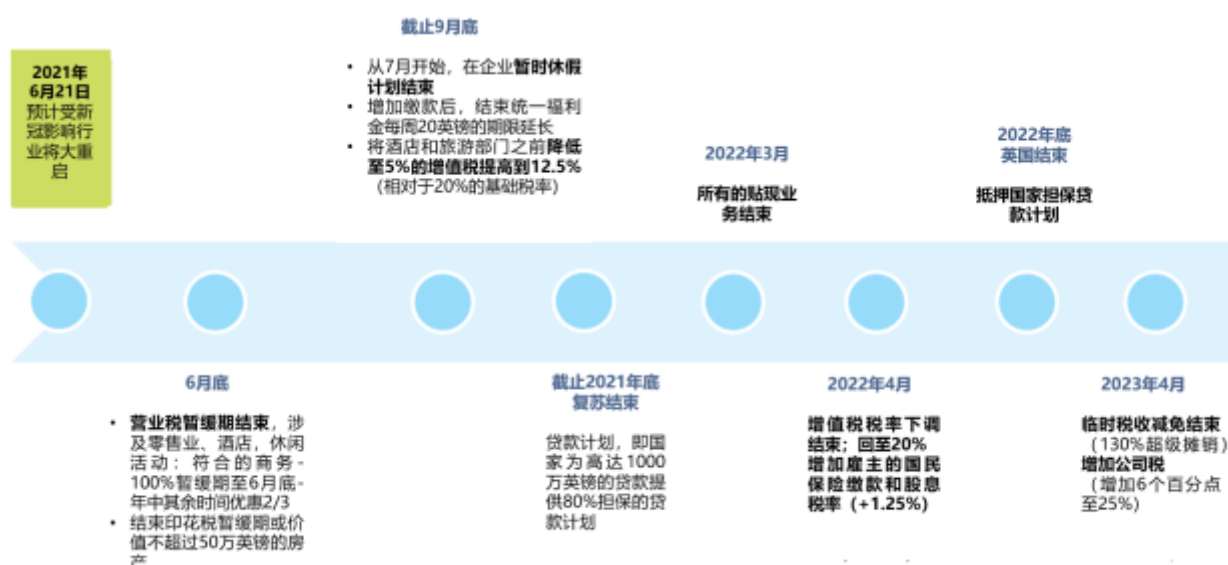
虽然英国经济在2021年实现了强劲增长，但由于英国脱欧导致新冠疫情后的追赶效应减退，英国经济最早还要到在2022年底才能恢复到危机前的水平。第二季度GDP环比增长4.8%，是G7经济体中增长最快的。私人消费一直是经济增长的主要驱动力：季度环比增长7.3%，30%的被压抑需求已经在第二季度被释放吸收。尽管存在超级推销（130%）计划，且企业现金持有量普遍较高，但英国企业投资业绩与其他欧洲同行一致（季度环比+2.4%）。从行业角度来看，6月份的食品、住宿和交通仍处于追赶状态（但仍低于危机前的水平，分别为-7.2%和-10%）。批发和零售活动自6月以来一直持平，但仍比危机前水平高出4.6%。全球供应链中断和英国脱欧带来的阻碍正在拖累制造业活动，制造业活动似乎也已趋于平稳，但仍比危机前水平低1.9%。建筑业正徘徊在危机前的水平。出口以量计仍然比危机前的水平低20%以上。实际有效汇率对投入价格上涨起到了缓冲作用（自年初以来上涨4.8%，而美国上涨3.6%，欧元区下跌2.1%），但也拖累了出口竞争力。自2001年以来，英国的全球市场份额下降了2个百分点以上，是全球各国中损失最大的之一，其中三分之一的损失是在英国脱欧公投后出现的。与此同时，英国公司对中国供应商的依赖自2015年以来翻了一番，达到总进口的16%。事实上，在与欧盟进行贸易时，英国脱欧对进出口商来说都是一个障碍。目前，由于额外的文书工作、运输成本、关税、需求减少和缺少运输业人员，超过50%的英国公司仍然面临重大挑战。从8月中旬开始，五分之一的制造业企业更换了供应商，主要集中在制造业和建筑业。这表明，到年底，投资势头将更加强劲，

这也比预计将于2022年出现的财政悬崖（大多数国家支持措施将结束，社会贡献税将上调）要早。然而，英国脱欧加剧了新冠疫情后劳动力市场的封锁中断。交通服务、建筑、卫生、金融服务短缺最为严重，零售和酒店业短缺程度次之。该国6月份工资年同比增长超过8%，是发达经济体中增长最快的国家之一。虽然我们认为这是暂时的，并受到

休假计划相关基数效应的干扰，但我们确实认为工资增长在2021-22年将保持在平均+2.5%左右，这应该使通胀率保持在2%的目标之上，并成为英国央行在2022年夏季开始逐步收紧货币政策的正当理由。德尔塔变种将第三季度和第四季度的环比增长预期下拉至+1.5%左右。此外，越是接近2022年，金融服务就越会重新被提上日程，因为过渡期计

划在3月实施。自2017年以来，英国是全球十大主要经济体中唯一一个金融服务市场份额下降的国家（下降2个百分点至15%以下）。总体而言，我们预计2021年的GDP增速将为+6.3%，2022年为+5.4%。

图 20：2019新冠危机后英国政府支持的计划终止日期



来源：多方面、裕利安怡、安联研究

在新兴市场，由于疫苗接种的推进速度不同，财政刺激措施的空间不同，货币政策正常化不同步，因此经济复苏存在差异。新兴市场国家新冠疫苗接种进展的参差不齐意味着，各国针对德尔塔或其他变体可能采取的新封锁措施的前景和严格程度

也有所不同。在这方面，许多高、中收入新兴市场国家目前处于相对有利的地位，但对于低收入国家，特别是非洲大陆的国家来说，群体免疫仍很遥远。此外，各国在财政刺激余地上的巨大差异，导致复苏速度不一，而公共债务水平的增加对一些国家构成了巨大的债务

再融资风险²。与此同时，许多新兴市场国家的通胀已重新抬头，拉美和欧洲新兴国家的央行已开始通过加息和紧缩政策收紧货币政策，尽管如此，一些亚洲新兴经济体的货币立场已变得更加宽松。

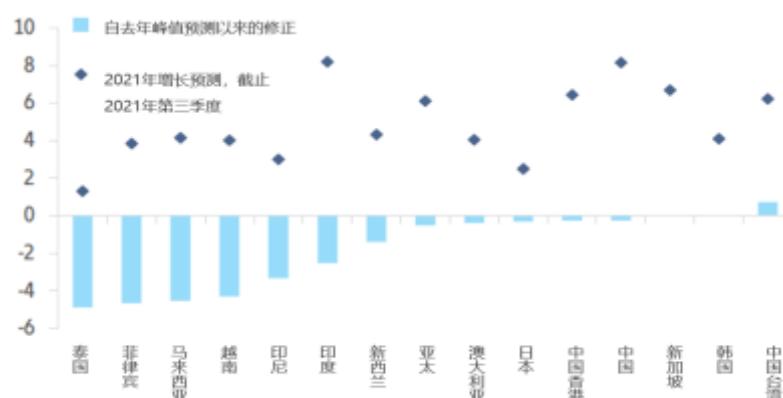
²参见我们的报告：*Emerging Markets debt relief: Kicking the can down the road.*

亚太地区可能是受德尔塔变种疫情影响最严重的地区，这加大了各经济体之间的差异。在一个通常表现出较低免疫率（由于感染率低和疫苗接种缓慢）的地区，传染性更强的变种的传播迫使政府实施强有力的限制措施，此举给经济活动带来了压力。2020年，“零病例”策略取得良好成效，亚太地区整体表现优于其他地区。然而，随着全球经济重新开放，与更可持续的快速疫苗接种（如果可行的话）相比，这种策略可能成为一个拖后腿的选择。更令人欣慰的是，对一些经济体来说，德尔塔变种带来的

最沉重打击可能已经过去，出口前景仍受到发达市场强劲需求的支撑（中国的需求次之），而接种疫苗进度的加速预示着这些经济体很快就会重新开始复苏。新加坡、韩国和中国台湾的情况尤其如此。这为逐步恢复政策组合正常化奠定了基础，尤其是韩国央行8月份实施了亚洲地区首次加息。另一方面，泰国、菲律宾、越南和印度尼西亚在加快疫苗接种进展方面更为挣扎。由于德尔塔变种疫情爆发以及随后的复苏停滞，推迟了政策正常化的进程，各国央行（如泰国和菲律宾）发出了更加宽松的

信号。马来西亚可能会考虑增加财政刺激，其已提出提高法定债务上限的**议案**。因此，亚太地区复苏步伐的差异在过去几个月里加大了，南亚和东南亚对2021年预期增长率的下调幅度最大，而北亚和东亚更具韧性，在某些情况下甚至出现了上调变化。总体而言，我们预计亚太地区GDP将在2021年增长6.1%（下调0.2个百分点），在2022年增长4.8%（不变）。这一前景面临的风险仍然与疫情进展密切相关。

图 21：2021年GDP增长预测和从去年的峰值所做修正



来源：多方面、裕利安怡、安联研究

新兴欧洲地区的增长势头令人惊讶，并正经历强劲反弹，预计2021年和2022年的实际GDP年增长率将分别为+5.5%和+3.8%。今年新一波新冠感染的影响比2020年小得多，主要局限于脆弱的服务行业。得益于强劲的投资活动，工业产出持续上升，其中欧盟成员国表现尤其突出，这些国家也将在未来几年受益于欧盟的资助计划。除捷克和斯洛伐克等高度依赖贸易的经济体外，全球供应链中断对该地区产出的影响似乎不大，这两个经济体将在2021年经历地区内相对最慢的复苏。由于疫苗接种在第三季度在该地区取得了喜人进展，我们预计到年底，针对德

尔塔变种的封锁措施只会有限度地收紧，但俄罗斯、罗马尼亚和保加利亚除外，这些国家对限制措施的态度相对宽松。总体而言，经济复苏将保持强劲。整个地区的通胀都在加速，部分原因是基数效应（与今年大宗商品价格上涨有关），而这一效应将在2022年初消退。然而，供应限制和劳动力短缺导致的投入价格上涨也加大了价格上涨的压力，并可能持续更长时间。该地区的几家央行（乌克兰、俄罗斯、捷克、匈牙利）已经开始通过加息政策和逐渐减少政府债券购买（匈牙利）来收紧货币政策。我们预计，收紧政策将继续下去，并扩大到更多国家。我们预测，

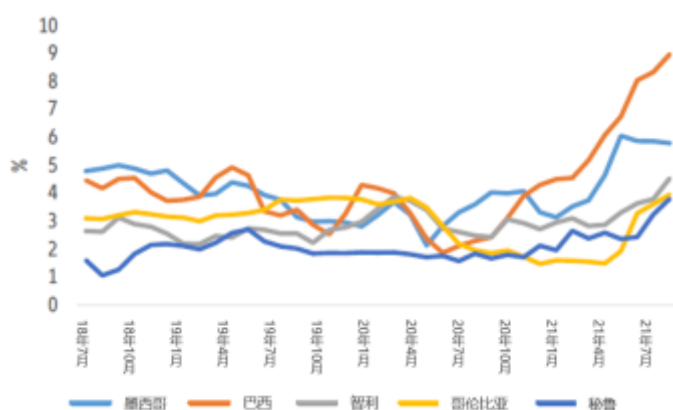
在2022年期间，通胀将回落到各国各自的目标区间内。然而，紧缩政策应不会危及复苏之路，因为该地区（尤其是欧盟成员国）的货币政策总体上将保持宽松。失业率在2021年第一季度达到峰值，此后逐渐回落。然而，在2023年之前，其不太可能回落到危机前的水平。

迅速收紧的货币政策、不断恶化的公共财政、脆弱的增长前景以及日益加剧的政治不稳定，这些因素令拉丁美洲的复苏道路崎岖坎坷。整个南美大陆不断上升的通胀率和各国本币面临的压力，已促使各国央行比最初预期更快地收紧货币政策。自今年年初以来，拉美的消费价格大幅上涨，主要可归因于食品和能源价格上涨。巴西、墨西哥和哥伦比亚的涨幅尤其明显，2021年7月的增速约为4%，但仍在可控范围。因此，拉美国家（尤其是巴西）的央行是新兴经济体中最早加息的央行之列，我们预计今年年底前还会有进一步加息。

更高的借贷成本将对一些国家本已恶化的公共财政雪上加霜。拉丁美洲对疫情的财政应对是不同的，例如，巴西的大规模刺激措施将赤字扩大到GDP的-13.4%，而墨西哥的保守措施将赤字控制在GDP的-4.6%。其结果是，各国恢复到疫情前财政状况的途径将出现巨大分歧，而不断上升的借贷成本将给赤字扩大的国家带来压力，因为它们将不得不在巩固还是恶化公共债务之间做出选择。这一问题将主要对巴西、阿根廷等国构成压力，对哥伦比亚和墨西哥的压力较小，后者在危机爆发前就已经在努力应对较高的公共债务水平。

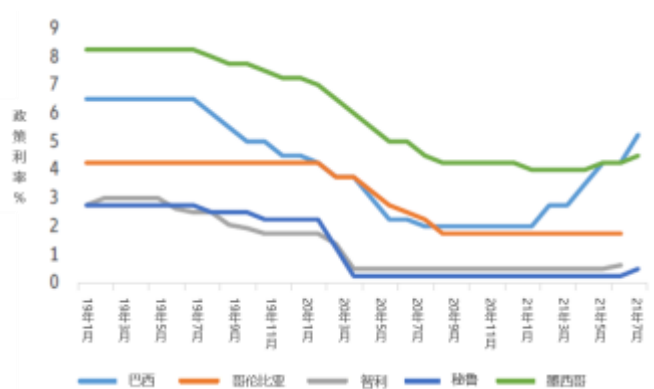
有限的财政空间、更高的利率和中期内的政治不确定性，将加剧增长前景的脆弱性。中期而言，关键的结构性的措施，如改革养老金制度或税收改革，将是保持公众对某些国家财政规则信心、吸引外国直接投资和提振增长前景的关键。然而，在政治和社会紧张局势不断加剧的背景下，这些改革可能会面临反复。未来几年的选举议程很繁重，许多国家即将举行的立法或总统选举可能会导致重大的政策转变。此外，高通胀水平和疫情的长期创伤影响加剧了不平等，加大了边缘人口的社会需求。

图 22：拉美——通胀加剧



来源：Refinitiv、裕利安怡、安联研究

图 23：拉美——货币收紧



来源：Refinitiv、裕利安怡、安联研究

在非洲，前所未有的财政和货币政策挑战正让复苏前景遭受重压。鉴于疫苗接种进展缓慢（接受一剂疫苗的人口不到10%）和财政刺激空间有限，我们预计非洲各国GDP在2021年和2022年只会反弹+2.9%和+3.6%。第二季度，南非经济增长出乎意料（季度环比增长1.2%），主要受农业和矿业活动活跃推动。与此同时，由于这些行业未能创造急需的新工作岗位，失业率达到34.5%，创历史新高。我们预计，因受到持续的第三波疫情的影响，再加上7月份持续一周的暴力动荡造成了重大的经济损失（GDP减少0.8个百分点），第三季度的经济增长将趋缓。在大多数非洲

前沿市场，由于预算紧张，货币政策将在支持经济复苏方面发挥更大的作用。在5月份出人意料地降息100个基点后，加纳央行将利率维持在历史低位（13.5%），以帮助增加银行贷款，维持经济复苏。另一方面，安哥拉央行则不得不屈服于通胀压力，在第三季度将政策利率上调了450个基点。食品和能源价格的上涨压力继续推动肯尼亚（6.5%）和加纳（10%）的通货膨胀，而尼日利亚的奈拉汇率在第三季度的黑市跌至创纪录的低点，原因是持续的外汇流动性短缺。共同框架需要经受考验，以应对债务困境，并让债务缠身的非洲国家实现经济复苏。在赞比亚和埃塞俄

比亚的中国债权人，以及乍得的私人债权人，使其难以及时和深入地达成债务重组协议。在脆弱的社会经济形势下，我们将尼日利亚、南非、埃塞俄比亚、几内亚、莫桑比克和突尼斯列为政治和社会风险热点。

中东地区的整体前景已经改善，2021年实际GDP增长预计为+3%，到2022年将增加+3.3%。石油出口国尤其有望从全球平均油价上涨和欧佩克减产中获益。此外，该地区大多数国家将受益于更强劲的外部需求、较低的新冠病毒感染率、疫苗的提前推广和封锁措施的取消。然而，地缘政治的紧张局势、德尔塔变种或潜在的新变种背景下与疫情相关的不确定性，以及脆弱的财政状况对该地区前景构成了下行风险。在海湾合作委员会经济体中，财政和外部状况显著恶化是2020年新冠肺炎疫情和油价危机的遗留问题。

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、科威特和阿联酋在65美元/桶以上，卡塔尔则接近40美元/桶，这将继续限制财政空间，并危及向更多样化经济体转型所需的结构性改革。海湾合作委员会的大多数经济体在经历了两年的通货紧缩趋势之后，已恢复了正的低通胀率。我们预计地区货币政策总体上将保持宽松，因为由于汇率挂钩，货币政策通常跟随美联储。因此，2022年以后才可能会有一些紧缩措施。同时，该地区仍有大量的外汇资产，包括科威特、沙特阿拉

伯、卡塔尔和阿联酋持有的主权财富基金，至少在2025年之前为潜在的外部融资中断提供了缓冲，但巴林和阿曼是该地区的薄弱环节，要依靠邻国的支持和力量，才能避免违约。与此同时，由于国内外需求的广泛反弹，以色列正走在强劲复苏的道路上，预计2021年GDP增长率为+6%，2022年则为+3.5%。相比之下，黎巴嫩的经济状况仍将十分严峻，持续的抗议活动、通货膨胀加剧、燃料和基本物资严重短缺，以及新政府迟迟无法组建的情况，继续对黎巴嫩造成不利影响。



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

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平和发展趋势，（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。