

2021 年全球经济展望：经济复苏曙光乍现，稳健前行仍存挑战

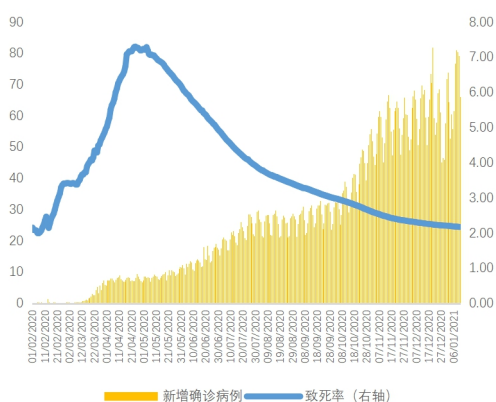
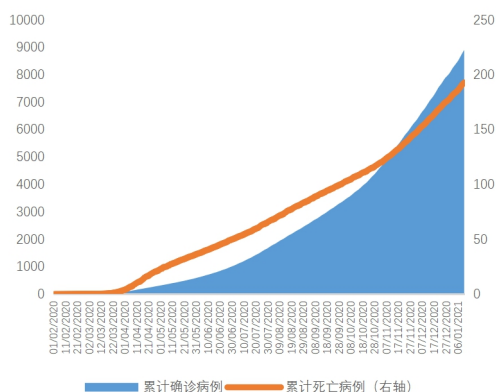
作者：东方金诚研究发展部技术总监曹源源

2020 年新冠疫情大流行使全球经济陷入大萧条以来的最大衰退，年底疫苗研制取得突破和全民接种加速推进有望令 2021 年新冠疫情不确定性下降，货币量化宽松和财政刺激延续也将为经济复苏提供助力，预计 2021 年全球及主要经济体有望全面回归经济正增长。不过，由于疫情复发和病毒突变仍具有不可预见性，2021 年全球经济反弹力度仍将受制于新冠疫情风险演化与疫苗接种成效之间的博弈。同时，新冠疫情与经济重压下，民粹主义仍有复燃风险、金融与债务风险继续积累、多边竞争加剧下区域化替代全球化，以及产业链调整聚焦需求中心等发展趋势值得关注。

一、疫苗研制取得突破性进展令 2021 年全球新冠疫情形势有望大幅缓和，但全民接种前景存疑仍将影响 2021 经济复苏进程。

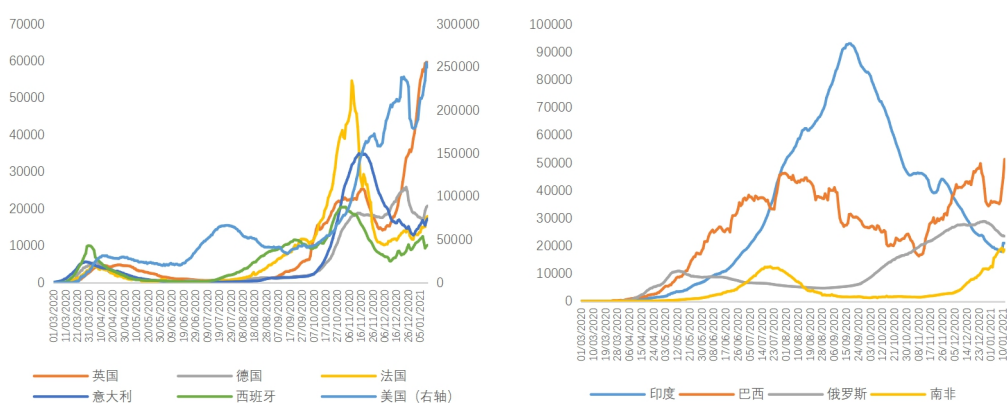
2020 年，新冠肺炎疫情突然爆发并迅速席卷全球，由于各国、各区域疫情爆发及经济重启存在错期，全球新冠肺炎疫情态势始终未能得到有效控制。一方面，全球累计病例和死亡病例保持高增态势并在四季度开始加速，根据世卫组织数据，截至 12 月 31 日全球累计确诊病例 8152 万例，累计死亡病例 180 万例，其中美国、印度累计病例已破千万，约为 1935 万和 1027 万，英法德意西等欧洲发达国家及巴西、俄罗斯等金砖国家累计病例纷纷破百，美国、巴西、印度累计死亡病例分别升至 33.6、19.3、14.9 万人。另一方面，9 月以来欧洲二次疫情和美国三次疫情来势凶猛，单日新增病例屡创新高。12 月全球平均单日新增确诊病例超过 60 万人，其中美国单日新增突破 20 万人，欧洲 11 月疫情虽有缓和但 12 月再次出现抬头，且英国新冠新毒株失控引发欧洲三次疫情潮，金砖国家中印度新增病例 9 月以后拐头向下，但新增病例仍处全球前列，巴西、俄罗斯、南非新增病例不同程度上升，仅中国 4 月后未再出现疫情失控局面。

图 1 全球疫情发展形势（万人，%）



数据来源：CEIC，东方金诚整理

图 2 主要经济体单日新增新冠病例（人，七日移动平均）



数据来源：CEIC，东方金诚整理

新冠疫苗研发取得突破令 2021 年新冠疫情不确定性明显下降，但全民接种前景存疑仍会影响 2021 年全球经济复苏进程和反弹力度。目前，全球多家药企新冠疫苗研制取得突破性进展，12 月英国率先开始接种疫苗，其他欧美发达国家年底陆续推进疫苗接种，这为 2021 年新冠疫情控制及全球经济复苏注入了强

心剂。不过，目前已取得实质突破的疫苗大多对物流运输和存储条件要求严苛，2021年上半年大部分疫苗产能被主要发达国家预定，经济实力雄厚、具备冷链物流和存储条件的发达国家有望最先通过疫苗接种控制疫情，陆续回归经济增长主线。但大多新兴市场和发展中国家疫苗研发能力有限，外购疫苗成为主要途径，受制于疫苗采购资金缺口，以及冷链物流和医疗存储等基础设施条件落后，其通过疫苗全民接种度过新冠疫情危机的时间节点将明显晚于发达国家。另外，近期变异新毒株表现出强传染性使欧美新冠疫情继续处于失控状态，日本疫情也出现急剧恶化，未来新冠病毒的变异性也将持续考验疫苗效力，加之病毒的强传染性、传播途径的隐蔽性，以及高度一体化的全球贸易链和产业链，2021年各国将持续面临输入型疫情复发风险，从而影响全球及各国经济复苏进程。

二、2020年货币宽松程度超过2008年金融危机，预计2021年全球货币政策将维持宽松基调，但发达经济体与新兴市场或出现政策趋势分化。

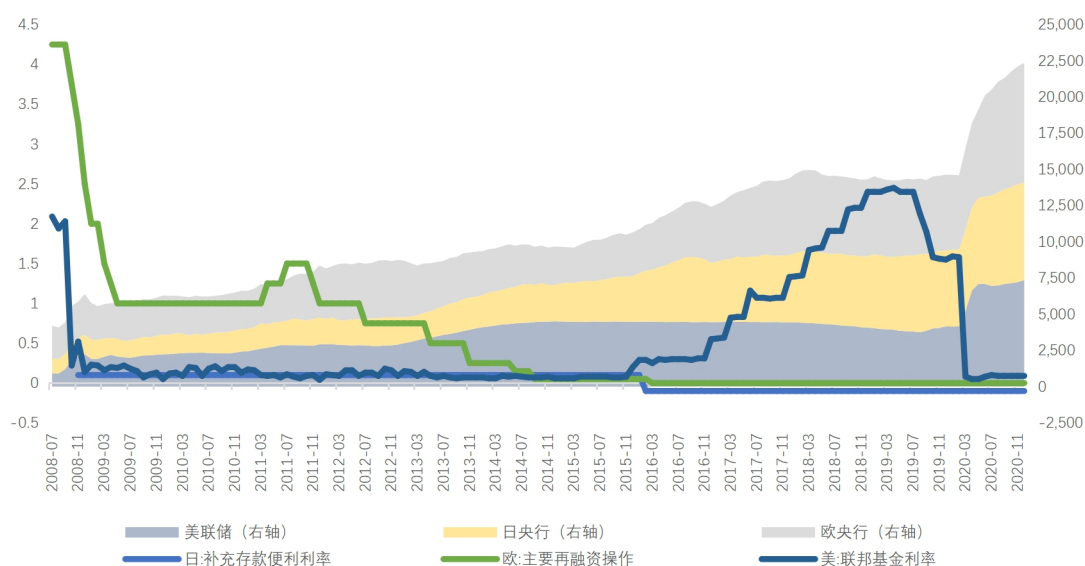
2020年全球各国迅速启动“低利率+资产购买+紧急流动性支持”的货币政策危机应对模式，货币宽松程度及反应速度远超全球金融危机。新冠疫情爆发后，为缓解新冠危机对实体经济的冲击，3月美联储大幅下调联邦基金利率至0-0.25%，启动无上限量化宽松和多项紧急信贷支持计划，欧英日等主要央行纷纷推出加强版“零利率+资产购买+紧急信贷工具”。同时，美联储与新增9家央行签订临时货币互换协议以确保离岸美元流动性，经历3月全球金融市场巨幅震荡，金融市场恐慌情绪迅速得以平息。之后随着疫情向新兴市场蔓延，主要新兴经济体也迅速跟进降息至历史低位，部分国家甚至推出资产购买计划。截至12月末，美欧日等央行资产规模较2月分别增长77.1%、48.8%、20.1%和62.6%，创历史新高；同时大部分主要新兴经济体实际利率也逼近零，部分国家甚至进入实际负利率状态。

2020年底疫情复发态势凶猛加大经济复苏下行压力，预计2021年全球主要央行仍将维持量化宽松货币政策。由于年底疫情形势严峻对经济复苏形成较大拖累，英、欧央行先后于11月和12月宣布扩大资产购买规模，美联储12月议息会议虽然维持购债计划不变，但明确承诺将保持当前购债规模至充分就业和通胀目标取得实质进展。由于2020年下半年发达经济体较强消费表现及就业市场和制造业回暖均是受益于货币量化宽松和财政救助，2021年疫苗接种进展和预期

成效还需观察，中小企业破产风险和国内失业压力仍然很大，预计 2021 年主要发达经济体央行仍将维持量化宽松政策。随着全民接种推广持续降低疫情不确定性，企业盈利和就业形势随需求复苏获得实质改善，关于逐步退出紧急流动性工具和临时资产购买计划的讨论有望在下半年出现，且美联储缩表行动将快于其他发达经济体。利率方面，2021 年需求恢复以及货币与财政刺激释放的超额流动性，有望带动国际大宗商品价格上行，一定程度推升全球通胀上行风险，但影响发达经济体通胀低迷的结构性因素依然存在，2020 年 9 月美联储开始实施平均通胀目标制也提升了央行对短期通胀超过 2% 的容忍度，预计以美联储为代表的主要发达经济体央行仍将维持零利率政策，加息进程可能晚至 2023 年以后出现。

不过，主要新兴经济体和发展中国家 2021 年货币政策趋势可能与发达经济体出现分化。一方面，中国作为全球第二大经济体和最大新兴经济体，自 2020 年下半年经济开始率先步入正轨，2021 年逐渐回归正常化将使中国货币政策保持中性偏紧。另一方面，其他新兴市场及发展中国家 2020 年货币政策利率水平已经降至历史低位，前期政策宽松释放的大量流动性及 2021 年食品和能源价格上行使其面临一定通胀压力，同时因经济持续恶化带来的汇率贬值压力也存在上升可能。其中，由于汇率贬值和通胀预期恶化，2020 年 9-12 月土耳其转而连续大幅加息 825 个基点至 17%。总体来看，2021 年新兴市场及发展中国家政策利率下行空间极为有限，部分国家存在货币政策收紧可能。

图 3 全球主要央行货币政策（%，十亿美元）



数据来源：CEIC，东方金诚整理

图 4 主要新兴经济体货币政策走势 (%)

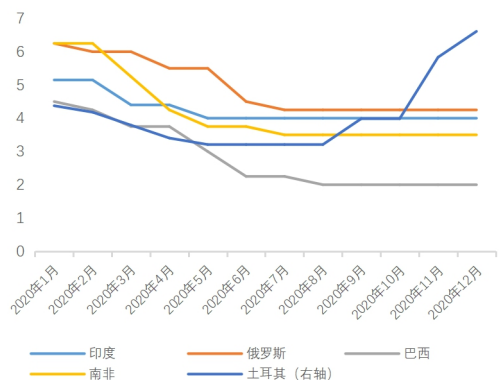
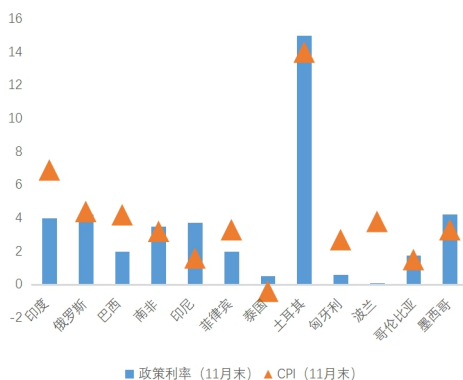


图 5 主要新兴经济体货币政策空间 (%)



数据来源：CEIC，东方金诚整理

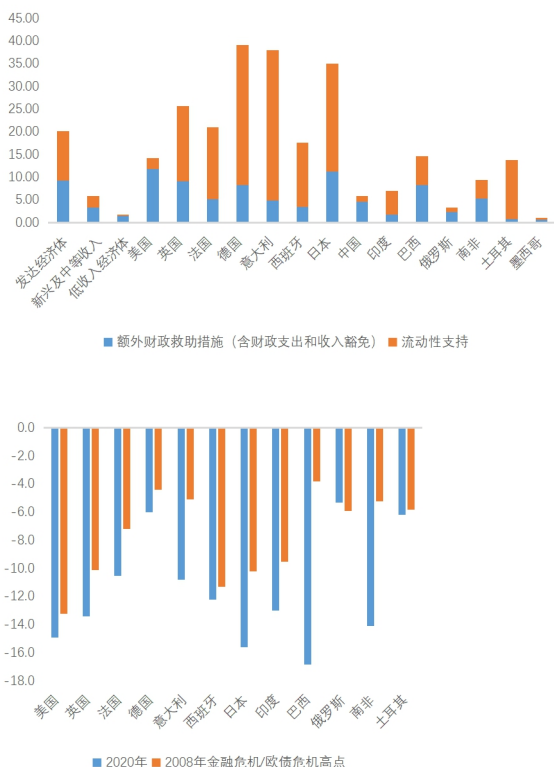
三、2020 年全球财政刺激力度空前，预计 2021 年主要经济体仍将保持积极财政政策保障经济复苏，但财政刺激规模或不及 2020 年。

2020 年为应对新冠疫情，全球各国陆续推出多轮紧急财政救助措施，政策主要集中于医疗防疫支出，家庭及失业补贴，临时雇用补贴及工作保留计划等就业支持，税费减免及递延、公共投资，以及流动性支持（信贷担保、注资及债务重组等）几大方面。据 IMF 测算，截至 2020 年 9 月，全球为应对疫情采取的额外财政支出及收入豁免措施规模约为全球 GDP 的 12%，如果纳入不对政府财政平衡产生直接影响的流动性支持工具（政府信贷担保、注资等），财政支持规模占全球 GDP 之比可达 25%左右，其中发达经济体财政救助力度远超新兴及发展中国家，财政支持规模占 GDP 之比高达 20.2%。同时，我们注意到，美国、日本额外财政支出及收入豁免规模最大，分别为 GDP 的 11.8%和 11.3%，其次是英国(9.2%)、德国（8.4%）和巴西（8.3%）；除直接财政救助，欧洲及日本还将政府为企业提供的信贷担保等作为重要手段，德国、意大利实施的流动性支持规模超过 GDP 的 30%，日本亦达到 23.7%的高水平。总体估算，2020 年美国、日本¹、欧元区、英国政府财政支出同比增长 47%、95%、10%和 17%，政府赤字率分别为 14.9%、15.6%、8.8%和 13.4%，超过全球金融危机及欧债危机时期的最高水平。新兴经济体额外财政救助规模虽远低于发达经济体，但在疫情前印度、巴西、南非等国

¹ 日本政府财政收入剔除了当年政府债务融资收入，财政支出剔除了当年政府债务本息偿付额。

财政赤字已处于高位，这使其 2020 年财政赤字率仍达到了历史高点。

图 6 2020 年全球及主要经济体财政救助规模/GDP (%) 图 7 主要国际两次危机政府赤字率比较 (%)

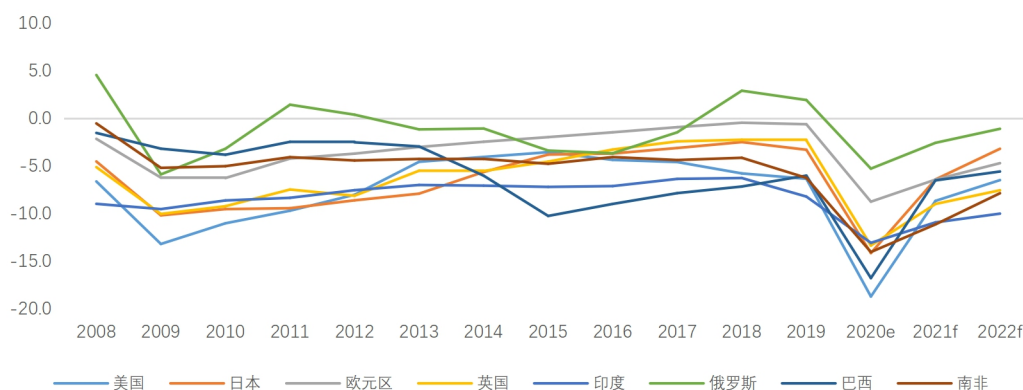


数据来源：IMF、欧盟委员会、各国财政部，东方金诚整理

由于新冠疫情的不确定性仍未消退，预计 2021 年全球主要经济体仍将维持积极财政政策，下半年财政支出或向经济增长方向进一步倾斜。从 2020 年各国财政救助措施的分配结构来看，发达经济体额外财政救助措施基本以增加医疗支出、补贴低收入家庭和失业人群、稳定就业和帮扶企业为主，总体支出占比达到 87.2%。由于冬季新冠疫情形势异常严峻且对经济的影响可能延续至明年二季度，预计 2021 年上半年政府在医疗支出、家庭和就业补助、企业扶持等领域仍存在较大的财政压力。2020 年底，美国当选总统拜登在竞选承诺中明确提出计划加大清洁能源、基础设施领域支出，欧盟 1.8 万亿欧元的 2021-2027 年长期预算也将支出重点放在绿色经济和数字经济，另外日本提出 2021 年经济恢复至 2019 年水平的目标，因此如果下半年疫情形势明显缓和，发达经济体为应对疫情实施的各项补贴支出压力将有望减轻，但在逐渐收敛赤字水平的过程中，公共投资占比或有所提升。2020 年新兴经济体在有限的财政救助规模中，医疗及补贴类支

出占比仅为 44.6%，以稳定就业为目的的公共投资占比达到 27.5%，由于 2021 年大部分新兴经济体货币政策宽松有限，且存在较大的新冠疫苗资金缺口，预计其将继续维持积极财政政策。不过，受益于经济恢复正增，以及下半年与防疫有关的医疗及失业补贴压力可能减弱，全球主要经济体政府赤字率有望出现一定幅度下降。

图 8 全球主要经济体政府赤字率 (%)



数据来源：IMF、欧盟委员会、各国财政部，东方金诚整理

四、财政与货币政策加持及低基数影响下，2021 年全球经济复苏可期，但经济反弹力度可能存在一定不确定性。

2020 年，新冠大流动令全球经济陷入 30 年代大萧条以来的最大衰退，且疫情反复令下半年经济修复横生波折。2020 年 3 月新冠疫情迅速席卷全球造成的供需中断令全球及主要经济体经济活动陷入深度萎缩，4 月全球及主要经济体 PMI 指数跌入深谷，服务业萎缩幅度远甚于制造业。之后，得益于欧美新增病例缓和下行、医疗救治、公共场所及企业疫情防护措施逐渐完善、居家办公模式渐成秩序，以及货币量化宽松和财政紧急救助快速到位，6 月后主要经济体 PMI 指数陆续回归扩张区间，三季度经济环比增速大幅改善。9 月以来，欧洲及美国疫情复发态势及严重程度远超二季度，各国陆续升级防控措施和重启封锁对四季度经济修复带来阻力，但在财政和货币政策支撑下，12 月全球制造业和服务业 PMI 稳站荣枯线上，即使是受冲击最严重的服务业也表现出较强韧性。其中，美欧日制造业继续保持较强扩张势头，日本终于回归 50 荣枯线，中国及其他金砖国家制造业扩张幅度虽有收窄，但总体保持较强势头；欧元区、英国及日本服务业继续收缩，但欧洲服务业 12 月出现改善迹象，美国及金砖国家服务业活动不

同程度减弱，但仍处扩张区间；总体看，四季度经济修复进程虽然受阻，但不会跌至二季度深谷水平。全年来看，新冠疫情危机令 2020 年全球经济预计衰退 4.5%，仅中国维持低速正增长，不论衰退程度和涉及国家范围，均超过 2008 年全球金融危机；疫情复发虽令全球经济修复在四季度出现波折，但在医疗防治体系加强和规模超前的货币和财政政策支撑下，新冠疫情对全球经济的负面冲击程度一定程度减弱。

图 9 全球主要经济体制造业 PMI

业 PMI

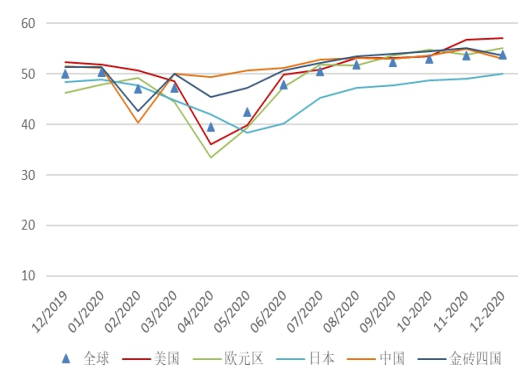
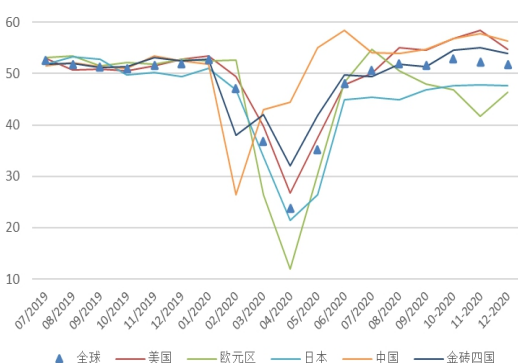


图 10 全球主要经济体服务业 PMI



数据来源：CEIC，东方金诚整理

考虑疫苗上市及推进全民接种、货币与财政政策维持宽松，以及 2020 年低基数效应等因素，预计 2021 年全球经济全面复苏。目前来看，年底爆发的全球二次新冠疫情冲击可能延续至 2021 年上半年，大部分经济体一季度仍存在经济衰退风险，二季度受益于上年低基数效应，经济或出现恢复性高增。由于发达经济体已陆续推动居民接种疫苗，在不发生病毒突变导致疫苗失效的前提下，下半年疫苗接种人群扩大有望带来“全民免疫”效果逐渐显现，从而降低新冠病毒威胁，缓和全球及主要经济体新冠疫情形势，叠加货币宽松和积极财政政策仍将维

持，下半年全球经济增速虽将较二季度放缓，但经济复苏基础有望得到巩固。从经济增长动力来看，2020年发达经济体大规模收入补贴和稳就业政策较好维系了国内居民基本消费能力，使下半年消费先于投资复苏，零售销售指数同比增速先于工业产值增速回正，而新兴市场受益于发达经济体消费回暖和中国率先进入经济修复阶段，工业产值增速恢复正增；2021年在上年经济低基数基础上，新冠疫情形势逐渐缓和前提下发达经济体消费投资有望全面复苏，中国仍将延续强势“V型”反弹，虽然除中国以外的其他新兴及发展中国家疫情威胁解除时间将明显晚于发达经济体，但发达经济体和中国内需强劲，及其后续提供的疫苗援助，有望对新兴市场产生明显的外溢效应，带动经济复苏。综合以上因素，预计2021年全球经济增速将回归至4.0%-5.0%左右。

但须注意的是，由于疫情复发和病毒突变仍具有不可预见性，2021年全球经济反弹力度仍将受制于新冠疫情风险演化与疫苗接种成效之间的博弈。若当前疫情形势失控局面蔓延和延期、疫苗接种进展迟缓或成效不显导致“全民免疫”效果甚微、病毒变异导致疫苗成效大幅减弱甚至失效，2021年全球经济复苏动能或大幅减弱。

图 11 全球零售销售指数同比 (%)

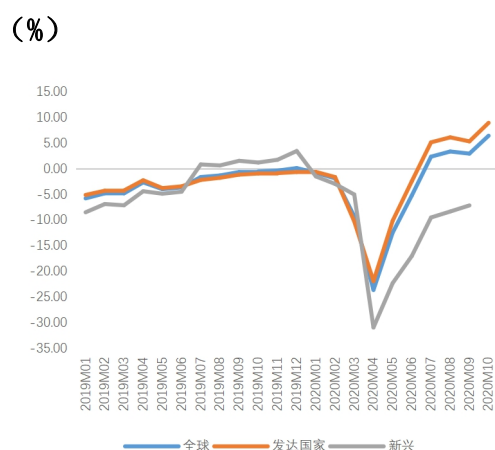
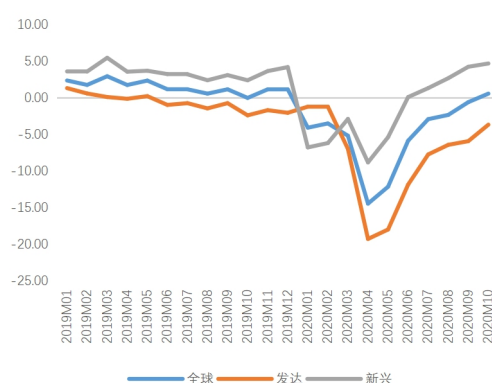


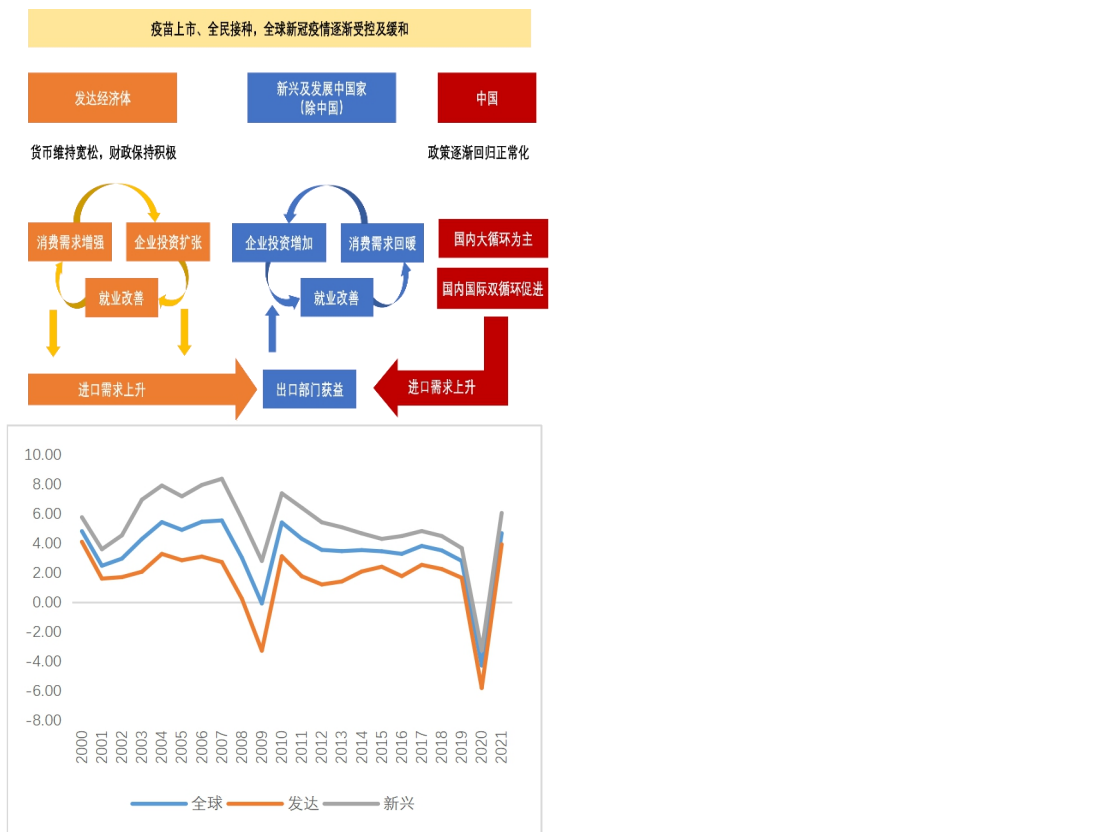
图 12 全球工业产值同比 (%)



数据来源：世界银行，国际货币基金组织，东方金诚整理

图 13 全球经济复苏路径

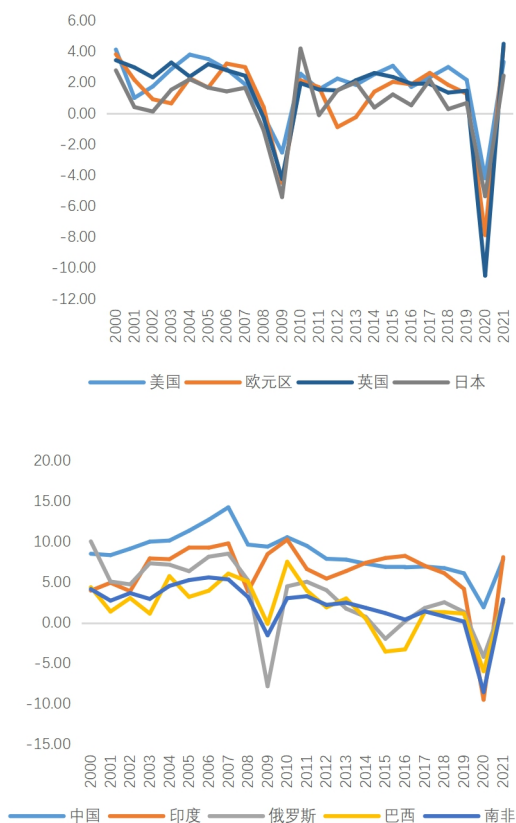
图 14 全球经济增速 (%)



数据来源：世界银行，国际货币基金组织，东方金诚整理

具体国家来看，预计拜登上任后将立即着手控制美国新冠疫情控制和经济复苏，在疫情防控措施加强、积极推进全民接种、货币与财政政策继续发力等因素支持下，预计美国最迟二季度将实现经济正增长；英欧贸易谈判尘埃落定使长期悬于英国和欧盟头上的英国无协议脱欧威胁解除，年末央行扩大资产购买规模、欧盟内部预算分歧得以解决等也为 2021 年英国和欧盟经济复苏提供了有利的政策支持，但英国变异毒株对短期欧洲疫情形势和 2021 年经济反弹力度的影响还需审慎评估；2021 年若全球疫情形势大幅缓和，日本经济增速将有望回归至 2% 左右。主要新兴经济体中，中国自 2020 年下半年进入经济修复期并成为 2020 年全球唯一正增国家，预计 2021 年其经济增速将继续领跑全球，并成为全球经济复苏的主要引擎之一，印度、俄罗斯、巴西、南非等其他金砖国家 2020 年经济因新冠疫情陷入深跌，2021 年受到主要发达经济体及中国经济反弹的正向带动，以及 2020 年低基数影响，经济将有望实现低位反弹，不同程度回归正增长。

图 15 主要经济体经济增速 (%)



数据来源：世界银行，国际货币基金组织，东方金诚整理

五、新冠疫情与经济重压下主要经济体结构性问题进一步暴露，未来全球几大趋势值得关注。

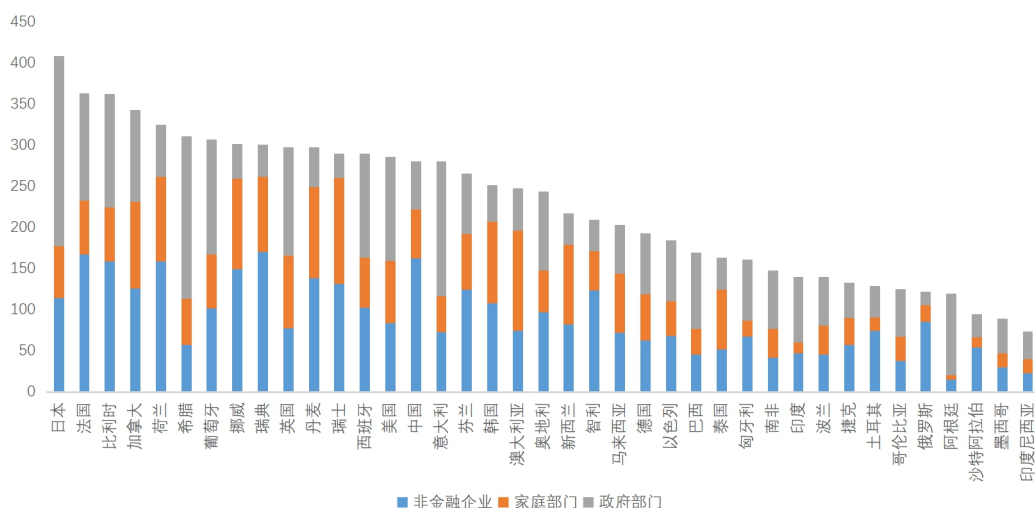
此次新冠疫情大爆发及由此带来的经济大衰退使全球及各大经济体内部结构性问题愈加突出，外部环境变化和内部矛盾尖锐化或促使各国中期内更加专注于补短板，问题会逐步解决还是以危机形式爆发目前难以下定论，但未来几大发展趋势值得关注。

第一，新冠疫情引发的产业调整与就业结构错配可能加剧国内矛盾，民粹主义仍有复燃风险。此次新冠疫情冲击最为严重的行业主要为餐饮休闲娱乐、客运旅游、教育培训等社会人群密接型服务业，疫情反复和常态化迫使企业开始探索自动化和智能化系统在服务业的应用，也加速了企业线上办公模式的探索和尝试。然而，产业模式调整也将带来就业需求结构的变化，尤其是中低端劳动力再就业将成为重要问题，并与贫富分化、种族与民族问题等交织，加剧国内社会矛盾。2019年美国基尼系数已上升至0.48，前1%人群的收入份额占比达到20.5%，而

后 50% 人群收入份额占比下降至 12.7%，2020 年美国新冠疫情中受冲击最为严重的休闲餐饮、教育卫生和社会救助、零售贸易等产业增加值仅占 18.3%，却吸纳了 35.8% 的就业，而金融、房地产、制造业等行业以及高收入群体并未受到太大冲击。严重的贫富分化和社会撕裂导致 2020 年美国大选前后乱象丛生，拜登选民得票率较特朗普无明显优势表明，特朗普对新冠疫情的不当应对并未提升民众对传统政党精英的信任，未来如何弥合社会裂痕、缩小贫富差距仍是美国政府面临的重大挑战。此外，欧债危机后经济乏力、高失业及难民问题令欧盟内部民粹主义和疑欧主义兴起，叠加新冠疫情重创欧洲经济，英国正式脱欧令欧盟经济实力大幅削弱，未来重振欧洲经济、加强欧盟内部凝聚力、消除英国脱欧可能带来的示范效应等，将成欧盟优先考虑事项。

第二，主要发达经济体对货币宽松和财政刺激的政策依赖或进一步加深，全球金融危机和债务危机的潜在风险不减反增。2020 年在量宽政策支持下，主要发达经济体股指迅速恢复至疫情前高点，美国市盈率虽不及 2000 年互联网泡沫时期的高点，但已显著高于全球金融危机前水平，美欧非金融企业杠杆率快速上升并创二战后新高，过高的私人部门负债水平不仅将成为后疫情时期抑制美欧新增投资和经济增长的重要阻力，也显著提升了非金融企业对市场流动性和利率的敏感性，一旦流动性收紧、利率水平上升及股价下挫，美欧可能引发新一轮企业债务违约潮。同时，在数轮紧急财政刺激下，2020 年美国联邦政府债务及欧元区各级政府债务均超过本地区 GDP 规模，其中希腊、意大利等欧猪国家政府负债率估计升至 207% 和 160%。即使 2021 年新冠疫情危机解除，医疗、就业等临时补贴支出取消，民主选举制度下为拉动经济增长、缓和国内收入分配矛盾，美国及欧洲高债务国家仍难以迅速启动财政巩固进程。政府与非金融部门的债务双高局面使美欧高债务国家丧失了通过政府与私人部门债务轮动机制来熨平经济周期波动的方式，并深度绑架央行货币政策，使之继续维持超低利率水平以支撑金融资产价格虚高和债务规模积累，全球经济及金融体系仍处于高度脆弱状态。

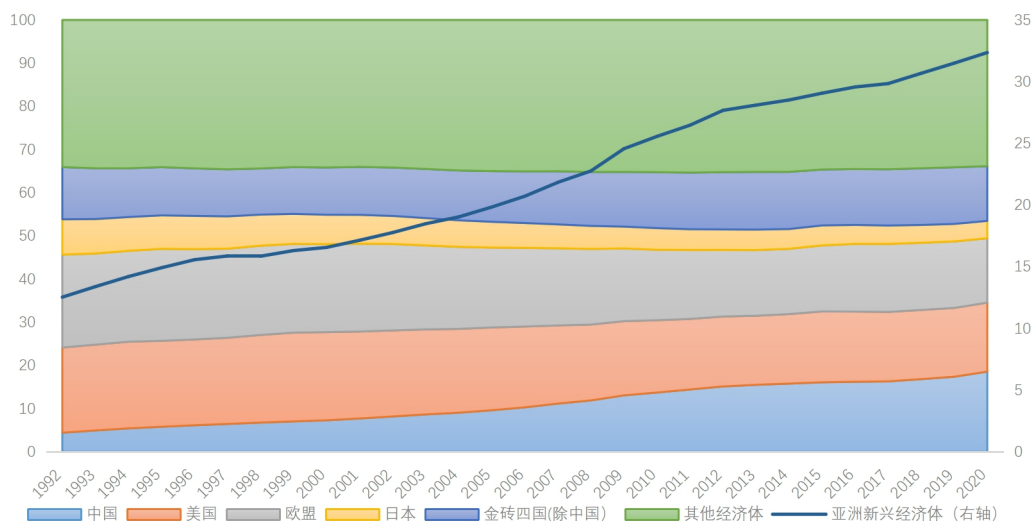
图 16 2020 年二季度全球主要经济体宏观杠杆率 (%)



数据来源：国际清算银行，东方金诚整理

第三，全球“东升西降”经济格局趋势更加明显，逆全球化力量仍在，全球化将继续向区域化发展。2000年中国加入世贸组织后经济实力快速上升，按购买力平价计算，2019年中国占全球经济份额由2000年的7.3%上升至17.4%，亚太新兴经济体全球经济份额由16.6%上升至30.7%；而美国及欧盟则由20.4%和20.3%降至15.9%和15.4%。考虑中国内循环发展可能带来的外溢效应、亚太地区相对稳定的政治和社会环境等，中期内亚洲经济表现仍将优于其他地区，全球经济“东升西降”的发展趋势将更加明显。与之相对，由美国主导的全球经济合作秩序也将面临挑战：一方面，特朗普政府时期的“美国优先”理念仍具有广泛民意基础，这使美国即使回归多边主义，在要求解决国内收入分配问题的强大诉求下，政府仍将以国内经济和民生问题为重，“制造业回流”政策和贸易保护主义可能延续；另一方面，战略自主性意识增强及经济重振需求使欧盟与美国虽将维系同盟关系，但竞争与磨合与日俱增，中国经济影响力持续上升使中美全面竞争关系不会随美国回归多元主义而有所改善，加之国际经贸合作中新兴经济体维护自身利益的诉求不断上升，未来全球主要经济体围绕技术、标准、制度等领域的多边竞争将加剧，逆全球化力量仍在。不过，在全球化行进受阻情况下，2020年RECP正式签署，中欧投资协定年底完成谈判，预计后续区域内及区域间的经济合作有望取得更多突破。

图 16 主要经济体全球 GDP 占比 (按购买力平价)



数据来源：国际货币基金组织，东方金诚整理

第四，全球部分产业存在回流可能，产业链布局将向需求中心聚焦，形成美国、欧元区及中国三大产业链板块。2020年新冠疫情对全球供应链和产业链造成严重冲击，疫情初期大部分国家出现不同程度医疗物资供应紧张甚至断供问题，各国对供应链和产业链安全更加重视。7月日本在政策指南中首提“经济安全”，并以财政补贴等形式鼓励日企尤其是医疗设备生产企业将部分海外生产线搬回国内，欧美也纷纷考虑医疗设备生产线回流问题。此外，新冠疫情令2020年线上服务业兴盛，但也使各国对互联网安全及监管愈加重视，欧盟重申数字主权，30多个国家针对互联网科技巨头提出数字税及反垄断审查，这使互联网相关服务业未来几年将面临更严监管和全球化逆风。另一方面，产业链及供应链安全问题，经济政策不确定性上升及气候灾害频繁导致的供应链成本增加，令跨国企业更多考虑缩短供应链长并增加供应弹性，这将使全球产业链布局向需求中心聚拢。相较欧美新增需求不足，中国作为全球第二大经济体，随着双循环战略及内部改革进一步释放内需，将有望成为全球第三大需求中心，进而吸引全球资本围绕中国市场进行布局，形成美国、欧元区和中国为中心的全球三大产业链板块。