

# 研究报告

2021 年第 6 期

2021.1.26

研究团队

负责人：周月秋 樊志刚

执笔人：王小娥 杨晓龙

王晓尧 张汉楚

邮箱：

xiaoe.wang@icbc.com.cn

## 走出深度衰退 迈向共振复苏

——2020 年国际经济金融形势分析及 2021 年展望

摘要：

- 2020 年国际经济金融迎百年未有变局，“跌宕起伏”“动荡多变”是鲜明特点，经济“快落慢起”、金融“快落快起”是基本表现。
- 疫情冲击引发经济“快落”，“疫情反复+前景不确定+政策空间受限”导致经济“慢起”。“市场需求下降+避险需求上升”引发金融“快落”，“流动性压力趋缓+市场需求回暖”拉动金融“快起”。
- 展望 2021 年，随着疫苗大规模接种，疫情冲击逐步减弱，预计下半年全球将进入“后疫情时代”。经济延续复苏态势，但下行风险犹存；金融市场有望趋稳，但波动风险犹在。预计 2021 年全球经济增长 5% 左右
- 建议：推动形成对外贸易新格局，为畅通国际经济循环创造条件；加快产业转型升级步伐，为构建新发展格局奠定基础；防范化解金融市场波动风险，为推动高质量发展营造稳定安全的金融环境。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行现代金融研究院所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

2020 年，新冠疫情全球大流行，世界政经格局加速变化。经济“快落慢起”，从断崖式下跌到缓慢复苏；金融“快落快起”，从多市场暴跌到快速震荡上行。展望 2021 年，全球经济延续复苏态势，但下行压力犹存；金融市场有望趋稳，但波动风险犹在。

## 一、2020 年国际经济金融形势两大特征

国际经济金融迎百年未有变局，“跌宕起伏”“动荡多变”是鲜明特点，经济“快落慢起”、金融“快落快起”是基本表现。

### （一）经济：“快落慢起”

**1. 疫情冲击引发经济“快落”。**疫情大流行引发国际公共卫生危机，供给需求遭受严重冲击，全球经济快速陷入衰退。特点有四：一是“用时快”，仅用 1 个季度时间，主要经济体增速即出现断崖式下跌。二是“波及广”，发达、发展中和新兴经济体同时陷入衰退。三是“程度深”，如 2 季度美国、日本、欧元区 GDP 同比增速分别降至-9.6%、-10.2%、-14.9%，萎缩幅度均创历史新低。四是“破坏大”，2 季度劳动人口总工时缩减 6.7%，相当于 1.95 亿名全职雇员失业；全球贸易下降近两成，创历史最大跌幅。

**2. “疫情反复+前景不确定+政策空间受限”导致经济“慢起”。**随着政策刺激和经济重启，复苏迹象显现，但动力不足。主要体现在：一是生产复苏慢，主要经济体产出与疫情前相比仍有较大差距，如 10 月美国工业产出指数 103.2，较 2 月低 6.1 个百分点。二是投资复苏慢，上半年全球 FDI 总规模 3990 亿美元，较上年同期下降 49%。根据联合国预测，2020 年全年下降 30%-40%，为近 20 年以来年度最低水平；2021 年下降 5%-10%。三是就业复苏慢，疫情对就业市场产生持久性冲击，疲软态势或将持续至 2021 年，如根据欧盟预测，2020 年欧元区失业率为 8.3%，2021 年将上升至 9.4%。经济“慢起”的主要制约因素：一是疫情反复，引发多国经济社会多次暂停和重启，经济复苏制约于疫情恶化态势。二是经济前景充满不确定性，企业投资意愿不强，工业生产恢复需要更长周期；未确认经济复苏势头前，企业往往不会为扩大再生产而立刻着手增加新



雇员，就业市场恢复缓慢。三是政策刺激空间受限，当前各国财政货币政策对经济支持力度处于前所未有程度，多国财政赤字高企、政策利率接近于零，政策空间极其有限。

**3.全球经济“快落慢起”对中国外贸产生结构性影响。**从国别看，我国与部分疫情反弹严重的亚欧非国家进出口贸易明显下降，前11个月对法、英、加、南非等国进口额同比增速分别降至-10.7%、-17%、-21.1%、-20.8%；对印度、印尼、南非、意大利等国出口额增速分别降至-12.1%、-10.4%、-8.6%、-1.2%。从贸易方式看，加工贸易、边境贸易遭受重创，来料加工装配贸易进出口额增速分别降至-13.5%、-12.6%，边境小额贸易进出口额增速分别降至-11.1%、-11.2%。从商品种类看，成品油、箱包、鞋靴等出口额增速分别降至-31.2%、-23.8%、-21.3%，机床、肥料、汽车等进口额增速分别降至-19.4%、-17.2%、-8.2%。

## （二）金融：“快落快起”

**1.“市场需求下降+避险需求上升”引发金融“快落”。**1季度，受工业部门停摆和OPEC+减产会议谈判失败影响，引发原油价格暴跌，3月末布伦特和WTI原油期货价格较年初分别下跌65.5%和66.5%。油价暴跌引发金融市场避险情绪升温，全球现“抛股票、抛黄金、买美元”的浪潮，带来三种直接结果：一是股价暴跌，资金大幅流出股市，全球股市快速震荡下行，尤其美股10天内4次触发熔断机制。二是黄金暴跌，3月9日-19日期间，黄金暴跌200余点至1474美元/盎司的低位。三是多国货币暴跌，全球美元流动性趋紧，美元指数震荡上扬，3月23日升至102.4528，为2017年1月以来最高点。与之相对，多国货币暴跌，1季度俄罗斯、巴西、南非等新兴经济体货币较年初贬值均超25%。

**2.“流动性压力趋缓+市场需求回暖”拉动金融“快起”。**随着部分国家疫情得到阶段性控制和经济重启计划实施，各国宽松财政货币政策陆续出台，叠加OPEC+减产协议达成，带动市场需求回升、流动性压力缓解、经济前景预期改善，对金融市场形成向上拉力。股市“V型”反弹，11月末MSCI全球股票市场指数和美国标普500指数分别收于688.48点和3621.63点，均创历史新高。11月末WTI原油期货价格45.34美元/桶，较3月末涨121.4%；8月初黄金价格突

破 2000 美元/盎司大关，之后虽有回调，但 11 月末价格仍比 3 月 19 日涨近 20%。随着美元指数震荡下行，主要经济体货币持续升值，欧元、卢布、兰特等货币均已反弹至疫情前水平。

**3.金融“快起”对中国影响“喜忧参半”。**全球股市上扬，提振我国金融市场信心。但美元指数进入下行周期，人民币汇率较快升值降低出口商品竞争力；吸引短期资金大量流入，增加我国外部金融风险防控难度。大宗商品价格上涨，传导至国内下游，增加终端产品生产成本。

## 二、2021 年国际经济金融形势展望

2021 年，随着疫苗大规模接种，疫情冲击逐步减弱，预计下半年全球将进入“后疫情时代”。经济延续复苏态势，但下行风险犹存，考虑到 2020 年基数较低，预计 2021 年全球经济增长 5%左右；金融市场有望趋稳，但波动风险犹在。疫情、国际关系、宏观政策、金融风险等因素是决定 2021 年国际经济金融走势的关键变量。

### （一）影响国际经济金融走势的四大影响因素研判

**1.疫情走势研判：疫情恐将持续至 2022 年，但随着大规模疫苗接种，对经济影响将逐步减弱**

两个判断：一是疫情恐将持续至 2022 年。秋冬以来，全球确诊人数震荡走高，近期新增确诊连续多日维持 70 万人/日以上高位，美国新增确诊和死亡病例明显反弹，欧洲疫情“卷土重来”，巴西等拉美国家、印度等亚洲国家疫情仍在发酵蔓延。预计 2021 年上半年，疫情在部分国家仍难以得到有效控制，下半年有望好转，但恐将持续至 2022 年。二是疫苗有望在 2021 年二三季度大范围投放使用。目前全球有 10 多种疫苗进入 III 期临床试验，考虑到产能、接种能力和意愿等限制因素，疫苗有望在 2021 年二三季度先后在美国和欧洲大范围投放使用。若疫苗有效，需求端受疫情冲击较大的交通、旅游、零售、酒店等行业有望快速反弹，供给端也将有效改善，对经济复苏形成有力支撑。

**2.国际关系研判：多边化、多极化仍是大趋势，中美进入全面竞争时代**

三个判断：一是多边主义有望回暖。一方面，联合国、WTO、世界银行、



IMF、G20、欧盟等国际组织努力倡导多边主义。另一方面，拜登上台后有望重新选择多边主义发展道路，协同制定贸易政策，修复巩固盟友关系，美国与主要国家关系短期内呈相对稳定态势。二是多极化趋势继续演进。国际格局中层次性或多中心性逐步显现，亚太新兴力量快速崛起，随着 RCEP、CPTPP 等亚太区域经贸关系的加强，“东升西降”态势将更加明显。三是中美进入全面竞争时代。美国视中国为战略竞争对手，预计美国将联合盟友在经贸、技术、外交、制度（含意识形态）等全方位领域与中国开展角逐，中美进入全面竞争时代。

### 3.宏观政策研判：延续“双宽松”政策基调，但下半年部分政策将逐步温和退出

两个判断：一是宽松政策仍将持续。面对全球经济复苏的不确定性、不稳定性，各国不会过快结束“大水漫灌”的政策取向。货币政策方面，主要央行仍将维持宽松货币政策以支撑经济复苏，如美联储或将维持当前低利率至 2023 年。财政政策方面，继续增加财政支出刺激经济复苏，如日本近期通过规模 73.6 万亿日元的经济刺激计划，欧洲复苏基金有望在 2021 年落地。二是部分政策逐步温和退出。2021 年下半年，随着疫情得到控制和政策成本上升，各国部分刺激政策将终止或退出。但预计退出方式不会过于激进，而是采取温和有序的政策退出安排，如欧央行可能通过减少月度购债规模来放缓货币宽松的力度和步伐；日本央行可能减少交易型开放式指数基金和房地产投资信托基金年度购买目标等。

### 4.金融风险研判：多重风险隐患，冲击金融市场稳定性

三大金融风险：一是企业破产高峰将至，带动信用风险上升。2021 年上半年，全球将迎来企业破产高峰期，可能冲击经济复苏进程，引发金融市场震荡，抬升银行资产质量压力。二是央行扩表和财政发债刺激经济，埋下债务风险隐患。靠扩表和发债刺激经济的途径难以长期维持，各国在政策退出时面临两难困境并埋下债务风险隐患，尤其债务较高的欠发达经济体存在较高违约风险。三是低利率“后遗症”，冲击金融系统稳定性。宽松货币政策带动全球利率进一步向零利率、负利率迈进，低利率扭曲价格信号作用，弱化利率政策传导效果，



引发资产泡沫化和经济脱实向虚，冲击金融系统稳定性。

## （二）经济金融走势研判

### **1.全球经济走势研判：延续复苏态势，但下行风险犹存，预计 2021 年经济增长 5%左右**

根据以上分析，总体判断：上半年，全球经济仍将在疫情防控和经济重启艰难平衡中延续弱复苏趋势；下半年，随着疫苗大规模投入使用，生产端有望加快修复，推动经济明显反弹。但经济下行压力犹存，分区域看：

**美国经济有望迎来新格局，但不确定性依然较大，预计 2021 年经济增长 3%左右。**美国即将迎来新总统，疫情防控和经济发展有望迎来新格局：一是拜登的“口罩令”“免费检测”“免费疫苗”政策，有助于扭转当前严峻疫情形势，为经济复苏营造良好环境。二是万亿美元量级刺激计划，有助于拉动当前弱供给和就业，为经济注入复苏动力。但不确定性依然较大，首先，拜登上台后上调企业税率，不利于鼓励企业投资。其次，企业破产高峰到来，削弱消费者信心，抑制经济复苏。再次，财政捉襟见肘，刺激政策空间相对有限。

**欧元区经济有望明显反弹，但复苏仍将脆弱曲折且不均衡，预计 2021 年经济增长 5%左右。**欧元区 2020 年大概率萎缩 8%-9%，考虑到基数较低，预计 2021 年有望明显反弹，但复苏仍将脆弱曲折且不均衡：一是疫情二次爆发严重程度远高于第一次，各国再次加强封锁措施对经济的冲击短期内难以快速消退，经济复苏仍任重道远。二是内部分化加剧，部分国家政府债务水平进一步上升，财政状况可能加速恶化。三是英国脱欧的不确定性打压投资者信心。

**日本经济缓慢复苏，修复至疫情前水平尚需时日，预计 2021 年经济增长 2.5%左右。**日本是典型的出口导向型国家，RCEP 签署，诞生全球最大自贸区，利好日本出口恢复；2021 年东京奥运会，促进日本投资和消费恢复；2020 年 12 月 8 日，日本通过总规模 73.6 万亿日元的经济刺激计划，有利于缓解疫情冲击、提振经济复苏。但前景仍不容乐观：一是消费增长乏力，就业形势持续恶化，家庭收入大幅下降，消费者更加难以走出“低欲望社会”消费心态。二是日本央行资产负债表规模已经超过 GDP，扩表程度远超美国和欧元区，引发市场持续扭



曲。三是少子化、老龄化趋势愈发严峻，人口自然增长率创历史新低，导致劳动力不足、创新能力下降。

## 2. 金融市场走势研判：有望趋稳，但波动风险犹在

**美元走弱，其他主要货币走强。**随着市场避险情绪回落，拜登上台后的财政刺激，叠加长期维持零利率、全球经济形势向好、疫苗大规模接种等因素，美元指数大概率继续走弱。全球主要货币在美元下行周期中升值。

**大宗商品价格上行。**全球经济复苏，需求回升叠加 2021 年 OPEC+减产协议达成，对原油价格形成有力支撑。全球物价水平将有所回升，抗通胀因素叠加美元相对弱势、利率走低等因素，推动黄金价格上行。

**金融市场波动犹在。**在全球疫情反复、国际关系错综复杂、部分刺激政策退出、企业破产高峰将至、债务风险高企、低利率“后遗症”等诸多因素冲击下，金融市场大幅震荡风险仍然存在。

## 三、建议

**一是推动形成对外贸易新格局，为畅通国际经济循环创造条件。**短期，抓住欧美部分产业停摆、经济复苏缓慢的窗口期，及全球需求端复苏进程快于供给端的机遇期，加快推进重点区域合作、重点产品销售、重点市场拓展；推进 RCEP 协议生效和实施，完成中日韩自贸协定谈判。长期，抓住美国尚未加入 TPP 的有利时机，争取早日加入 CPTPP。

**二是加快产业转型升级步伐，为构建新发展格局奠定基础。**短期，随着全球各国防疫物资生产的国产化和本地化趋势，我国相关企业完成对各国抗疫物资的短期供应后，要及时调整投资方向、推动产业升级，避免低端重复导致产能过剩。长期，瞄准核心技术依然空白的重点产业，建立健全从研发到生产的全产业链条，推进产业集群发展；推动 5G、人工智能等新技术在工业生产中的应用，加快制造业数字化、网络化、智能化发展。

**三是防范化解金融市场波动风险，为推动高质量发展营造稳定安全的金融环境。**针对汇率波动风险，加快人民币跨境支付结算基础设施建设，推动人民币跨境支付与离岸人民币市场协同发展；继续扩大跨境人民币资金池试点范围，

适度放宽企业跨境资金流动规模和用途限制，鼓励企业采用和推广人民币贸易结算方式。针对大宗商品价格波动风险，推动大宗商品现货和期货市场发展，提升国际定价话语权。