

疫苗经济学

- 04 新冠疫苗将在2021年下半年助力全球增长，到2022年实现全面复苏
- 07 因为全球经济尚未走出困境，决策者仍需保持警惕
- 09 这对各行业来说意味着什么？

新冠疫苗将在2021年为全球经济增长提供强劲动力，但考虑到短期压力的存在，加上经济到2022年才会完全复苏，这些因素会带来过渡风险。继第三季度经济活动大幅反弹之后，在2020/21年度之交，经济走势将继续大起大落。新冠疫情病例的再次暴增和新一轮的封锁将使全球经济活动停滞不前，季度环比增速从第三季度的+7.3%放缓至第四季度的+0.1%。欧洲经历二次探底，而美国增速也明显放缓，这表明情况在好转之前将变得更糟。基于近期疫苗方面取得的突破以及政策组合在未来两年仍将提供支撑，我们将2021年全球经济增长预测上调至+4.6%（+0.2个百分点），2022年则上调至3.8%。

到2021年中，尽管在需求（疫苗怀疑论）和供应（生产和分配瓶颈）方面仍存在较大障碍，但我们预计易感人群（占总人口的20-40%）的疫苗接种工作将完成，为2021年下半年经济出现强劲增长奠定基础。我们还应该重点关注2021年第二季度即将到来大规模基数效应。所谓疫苗经济学，涉及的是重新启动服务经济的信心、重新挂钩（商品贸易已经恢复到危机前的水平，服务和旅游业到2022年应该也会恢复到同样的水平）、强制储蓄和预防性储蓄的部分消费以及企业投资的恢复。疫苗获取滞后或受限的经济体—尤其是在新兴市场—可能会在这一过程中落后。最后，顺序发生的过渡相关风险（封锁时解封、疫苗接种政治化、政策支持）仍会此起彼伏。

2021-22年间仍是重点时期，各国决策者将备受关注。清楚该在何时出手控制局面，又该如何去做，这点至关重要。我们预计决策者将加大政策支持力度，避免经济的长期创伤，为经济复苏提供助力。在财政方面，欧洲的“安全网”措施似乎将延长到2021年中以后，不过是以一种更具针对性和成本效益的方式；而在美国，经济刺激支出将在2021年再增加9000亿欧元。央行将继续充当公共部门和私营行业的最后借款人，以确保有利的再融资利率，美联储和欧洲央行将维持创纪录的低利率，并至少持续到2023年下半年。得到遏制的通胀态势（在2022年下半年之后，美国将出现温和的通胀过度）令这种措施获得正当性，因为在2022年中期之前，油价预计将保持在55美元/桶以下。另一方面，随着全球经济加速复苏，中国政府可能在2021年上半年逐步撤回政策支持，将重点转向降低长期风险。可能引发经济和金融动荡的“雷管”包括不成功的财政转向、不必要的监管和宏观审慎“痛点”，以及对不断扩大的内部和外部分歧的管理不善。从中期来看，债务和流动性过剩问题将引发必要且激烈的争论，尤其是在选举迫近的国家。

金融市场已经对所有可能的好消息待价而沽，甚至有更高期待。不过，安全和风险资产的价格已经体现了疫情后经济的竞争情境。我们预计，由于通货再膨胀预期，收益率将略有上升。这将给本已紧张的股票估值带来压力，让投资者面临一种令人不安的双重不对称：盈利预期的变化仍偏向下行，而长期收益率的变化则偏向上行。

在实体经济中，随着复苏开始显现，经济不确定性减弱，周期性行业（包括能源、金属和汽车）最早将在2021年第二季度出现强劲的追赶性增长。与此同时，从2021年下半年开始，住宿、食品服务和交通运输等新冠疫情敏感行业的表现将明显优于其他行业。尽管势头良好，但2020年对企业营业额和盈利能力造成的冲击需要时间来愈合。我们预计，大多数行业要到2022年初才能恢复危机前的营业额和盈利能力。规模过大的资产负债表会引发一些担忧。随着政策支持逐步退出，预计一波延迟的破产浪潮将浮出水面：预计2021年和2022年的企业破产数年同比将分别显著增长+25%和+13%。

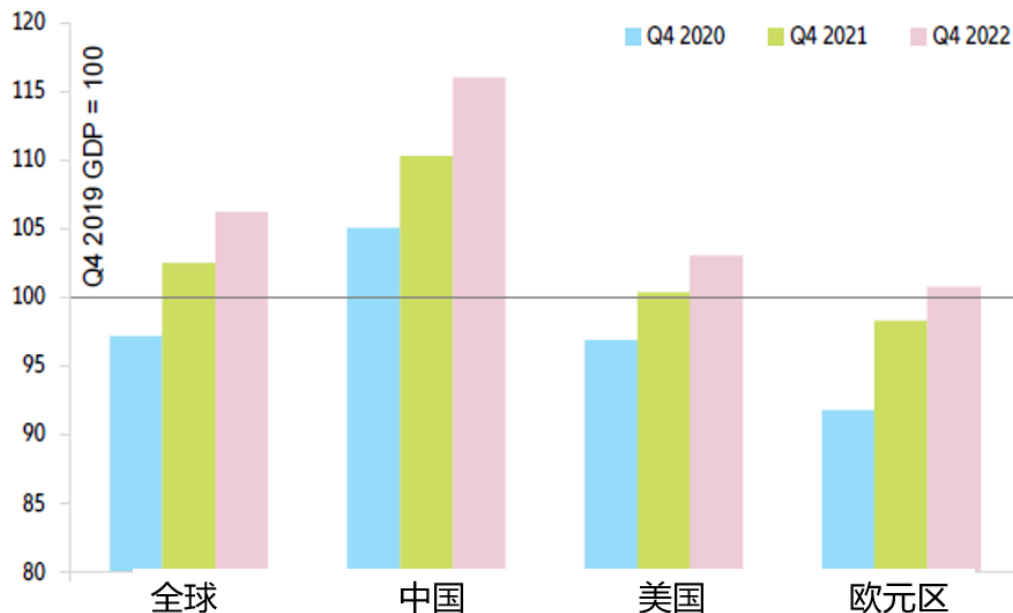
2021年全球GDP增速预测 +4.6%

新冠疫苗将在2021年下半年助力全球增长 到2022年实现全面复苏

基于近期疫苗方面取得的突破，我们将2021年全球经济增长预测上调至+4.6% (+0.2个百分点)，2022年持续复苏势头，增速为+3.8%。尽管在需求（疫苗怀疑论）和供应（生产和分配瓶颈，详情见附栏1）方面仍存在较大障碍，但我们预计发达国家和大型新兴市场的易感人群（占总人口的20-40%）疫苗接种工作将在2021年中完成。此举通过大幅减轻医疗系统面临的压力使新冠限制得以明显放宽，从而为2021年下半年经济的强劲增长奠定基础（2021年第三季度，GDP增速季度环比将达创纪录的+1.8%仅次于2020年第三季度经历的快速反弹）。预计受新冠疫情危机影响最严重的行业和国家在这一背景下将表现出色，“社会支出”的回归将伴随着制造业和服务业的新融合。

同时，疫苗获取滞后或受限的经济体—尤其是新兴市场—可能会在这一过程中落后于其他经济体。预计到2021年第四季度，美国GDP将恢复到危机前的水平，欧洲将在2022年上半年恢复到危机前水平。与此同时，中国将继续其经济常态化进程。基本同步的全球经济复苏也将把全球贸易复苏时间提前一年，商品贸易到2020年底恢复到危机前的水平，服务贸易到2022年恢复到危机前的水平。

图1：实际GDP，2019年第四季度=100

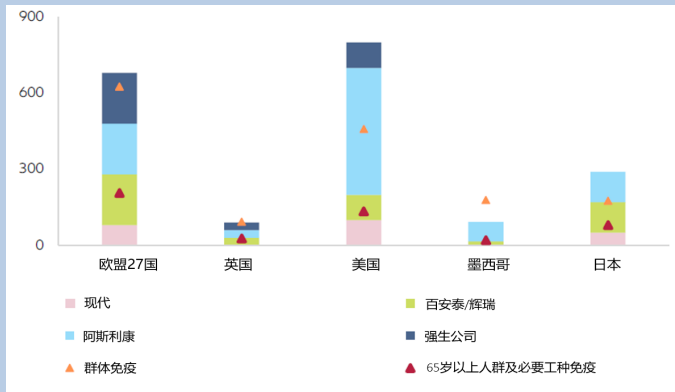


来源：裕利安怡、安联研究

附栏1：疫苗接种的障碍

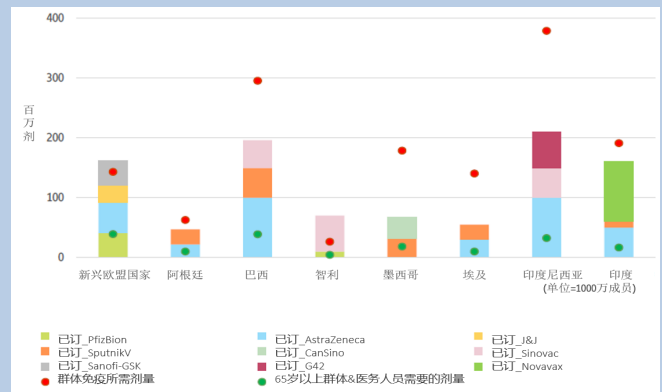
供应（生产和分销）方面的巨大障碍.....至少对发达经济体来说，由于许多政府已经订购了足够剂量的疫苗以产生群体免疫力（见图2和3），生产方面出现瓶颈的风险看起来有限。然而，供应方面的瓶颈可能来自分配，因为各个国家在进入这场“防疫竞赛”时的起步点各不相同。首先，必须有冷链基础设施（根据疫苗的不同，温度需要低至-70°C），这可能带来物流限制。其次，医疗系统的质量和灵活性将决定在各国实施疫苗接种期间会发生多少摩擦—医疗工作人员的数量和新冠检测能力可以作为一个替代指标（见图4）。

图2：足以满足群体免疫的疫苗订单（百万剂）



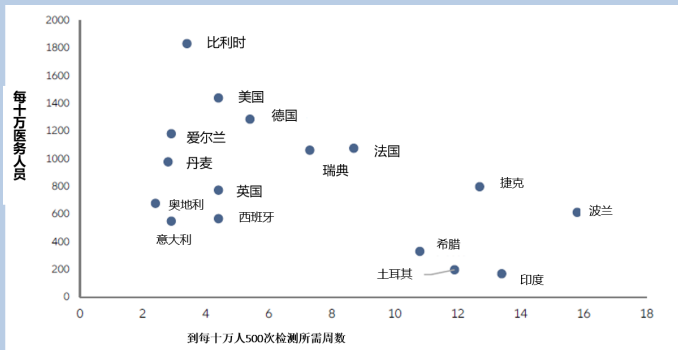
来源：企业数据、WHO、安联研究

图3：新兴市场-疫苗订单（1针）vs.所需剂



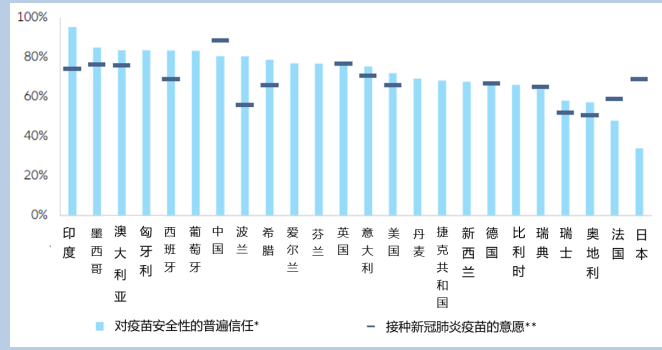
来源：杜克大学、世界银行、安联研究

图4：医疗系统就绪度（分配时发生摩擦的概率）



来源：Refinitiv、WHO、安联研究

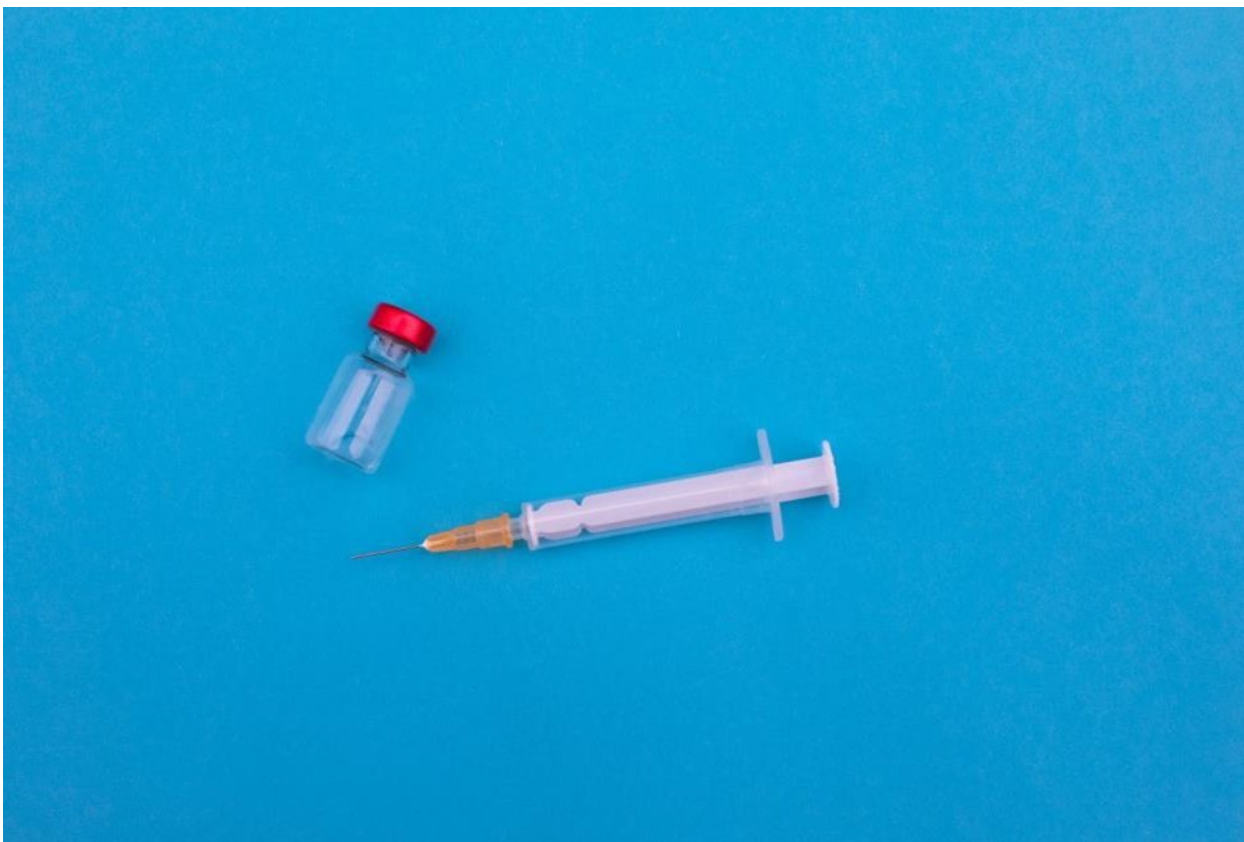
图5：对疫苗的信任度以及接种新冠疫苗的意愿



来源：WHO、不同国家和国际民调（见上）、安联研究

由于对疫苗接受程度不同，各国之间可能会出现差异。对此加以管控将是实现群体免疫所必须的。对疫苗的需求是由人群接种疫苗的意愿决定的。假设疫苗接种仍然是自愿的，那么这一需求将在很大程度上取决于人们对疫苗的总体的感受，特别是对新冠疫苗的感受。最近的民意调查显示，各国对疫苗接种风险的看法存在很大差异（见图5）。然而，在这些国家，接种新冠疫苗的意愿高于总体信心水平，而在其他国家，这一意愿略低。

但是疫苗需求不是一成不变的：群体结构性态度很可能在这种特殊情况下发生变化，也可能受到影响，无论这种影响是好是坏。盖洛普威康全球观察（Gallup Wellcome Global Monitor）显示，医疗专业人员普遍对此有较高的信任度（约90%），而对与医疗问题相关的政府的信任度在40%至90%之间。这表明，为了确保高接种率，各国政府至少应将医疗部门纳入其宣传战略，这一点至关重要。通过政府和企业为参与新冠疫苗接种的人们给予激励措施，可以对接种率产生积极影响。例如，学校的课程设计可根据疫苗接种情况进行，企业可根据疫苗接种情况决定是否可以让员工结束在家办公或参加活动。一般而言，这些激励措施应旨在增加疫苗搭便车行为的机会成本。



然而，经济前景在好转之前可能会进一步恶化。继第三季度经济活动大幅反弹之后，在2020/21年度之交，经济走势将继续大起大落。新冠疫情病例的再次暴增和新一轮的封锁将使全球经济活动停滞不前，季度环比增速从第三季度的+7.3%放缓至第四季度的+0.1%，欧洲经历二次探底，而美国增速也明显放缓。复活节之后，气温升高以及疫苗接种方面的进展将使限制措施得到更明显的放松，进而释放冬季几个月以来被压抑的需求，经济有复苏的可能。

全球经济尚未走出困境，决策者仍需保持警惕

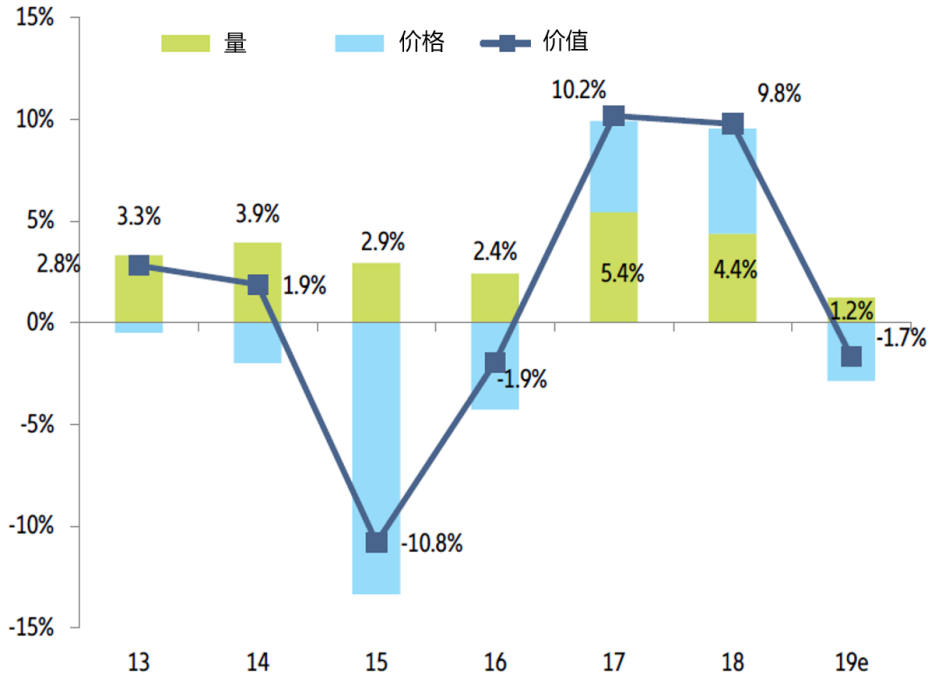
我们预计决策者将加大政策支持力度，避免经济的长期创伤，为经济复苏提供助力。在财政方面，欧洲的“安全网”措施（短期工作计划、国家担保贷款和行业支持）似乎将延长到2021年中以后；而在美国，经济刺激支出将在2021年再增加9000亿欧元。同时，央行将继续充当公共部门和私营行业的最后借款人，以确保有利的再融资利率，美联储和欧洲央行将维持创纪录的低利率，并至少持续到2023年下半年。相对较为可控的通胀态势令此举获得正当性。另一方面，随着全球经济加速复苏，中国政府可能在2021年上半年逐步撤回政策支持（首次加息的可能性上升），将重点转向降低长期风险。

经济前景面临的主要风险集中在疫苗的开发以及政策方面（医疗和经济），包括：

1. 疫苗的效力寿命较短（意味着需要更多的资源来频繁接种疫苗，这也将打击疫苗的可信度）
2. 病毒突变风险，可能导致研究人员不得不回到起点
3. 欧洲/美国经济在第一季度过早地重新开放，而没有适当的跟踪和追踪程序，这可能引发三次探底
4. 财政和/或货币政策支持不足（包括美国没有达成财政协议以及欧盟复苏基金延期）
5. 新兴经济体的债务可持续性问题的最早将于2021年加剧
6. 由于偿付能力风险日益凸显，管控不力的银行业表现疲弱

疫苗带来的复苏顺风可能推动全球贸易复苏提前一年到来，商品贸易到2021年底即可恢复到危机前的水平，服务贸易到2022年恢复到危机前的水平。全球货物贸易强劲的经济复苏，尤其是在中国令人印象深刻的经济增长和欧洲更有针对性的封锁帮助下，让我们修改了对商品和服务的全球贸易增长预测，2020年为-10%（此前为-13%），2021年为+ 5.8%（此前为7%），2022年则为5%。预计，到2020年底，商品贸易按价值计将恢复损失，而服务贸易将在2022年恢复到危机前的水平。2021年，大多数国家都将实现出口增长（即相对于2020年的出口增长），其中中国（+3720亿美元）、德国（+1920亿美元）和意大利（+1390亿美元）是主要赢家。中国、越南、澳大利亚和荷兰可能是复苏最快的国家，其2021年出口可能比2019年水平高出10%以上。

图6：全球商品与服务贸易，以量计和以美元价值计的增长（%， 年同比）



来源：裕利安怡、安联研究

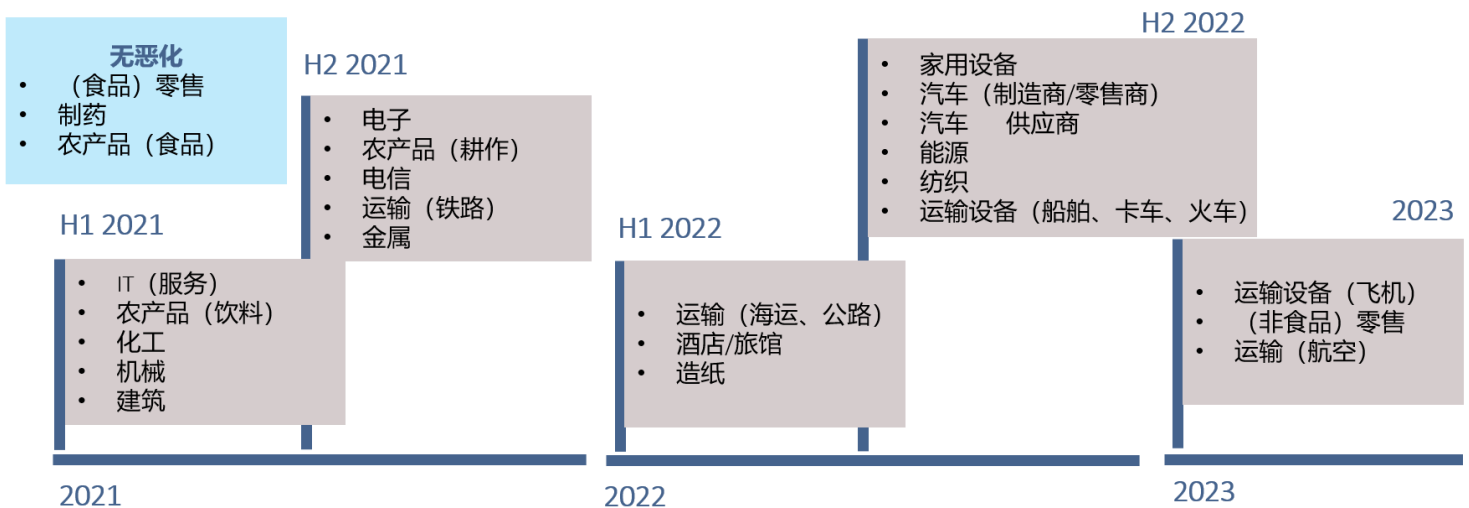
即使2021年全球需求复苏势头加强，我们也不认为21世纪初的全球化趋势会回归，但也不认为会出现完全的去全球化。相反，我们看到的是全球贸易中的竞争态势。由于缺乏将生产迁回国内的适当动力，“产业回流”的说法将让位于“近岸外包”，即将生产转移到邻近国家，正如我们《全球供应链调查》所指出的那样。这符合重新崛起的多边主义势头，尤其是在《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）达成以及美国重返TPP谈判之后。随着企业在遭遇前所未有的冲击后寻求更符合成本效益的供应和生产解决方案（尤其是在中国），多岸外包或多元化也被提上日程。



这对各行业来说意味着什么？

随着疫苗的推出使“企业业务恢复正常”，我们预计周期性行业（包括能源、金属、设备和汽车）最早将在2021年第二季度开始强劲的追赶增长。从2021年下半年起，新冠疫情敏感行业的表现将明显优于其他行业，因为对高危人群的疫苗接种可以令“社会支出”（住宿、食品服务、交通等）恢复。尽管势头良好，但2020年对企业营业额和盈利能力造成的冲击需要时间来愈合。我们预计，大多数行业要到2022年初才能恢复危机前的营业额和盈利能力。航空运输（设备和服务）和非食品零售—这些行业遭遇的疫情冲击令原先就不小的结构性阻力愈加增大—它们将成为主要的落后行业，只有在2023年甚至更久之后才有可能恢复到危机前的活动水平。

图7：恢复到危机前的营业额水平的时间表



来源：裕利安怡、安联研究

这对企业破产意味着什么？

我们的全球破产指数在2020年第三季度同比下降了12%，先前的第二季度同比下降了13%，表明法院记录的破产案例经历广泛且长久的下滑。尽管一些经济体（西班牙、爱尔兰、南非、韩国、香港和丹麦）出现了小幅趋势逆转的迹象，但中国在第二季度大幅增长后又出现了反向逆转。除了法院的封锁，破产案例数出现自相矛盾的下降趋势的原因还在于政府实施并延长了大量支持措施，以便在企业申请破产前向它们提供流动性、额外时间和灵活性。

“临时”支持措施的大批延伸至2021年，可能会在更长时间内人为压低破产率。但随着这些措施逐步取消，最早应该会在2021年下半年开始导致破产增加，主要包括 (i) 前新冠“僵尸企业”，即危机前已无法生存但通过应急措施得以维持的企业；(ii) 新冠“僵尸企业”，即因危机导致的过度负债而受到削弱的企业。因此，我们预计我们的全球破产指数将在2021年显著上升（年同比+25%），这也是因为2020年（年比-10%）的下降带来的基差效应，2022年也是如此（年比+13%）。所有地区都将在2021年和2022年对这一指数的上扬做出积极贡献，其中北美的反弹幅度最大（到2022年底较2019年增长57%），而西欧（增长23%）和亚洲（增长18%，或不包括印度在内增长12%）位列其后。然而，到2021年，我们样本中仍有1/2国家的破产数低于金融大危机时期，甚至与长期平均值相比（尤其是在发达经济体中），都是较低的。总而言之，我们2021年的全球破产指数将比危机前的2019年高出13%，2022年将比2019年高出27%。

支助措施的逐步取消仍然是其中关键之处，但也仍然不确定。任何此类措施在时间上的延长或规模上的扩大都将导致前景的修正，短期内破产减少，但长期内破产增加，原因是企业“僵尸化”加剧，在受危机影响最严重的行业尤其如此。在这方面，在财政和融资方面回旋余地较大的国家，进一步扩大支持措施的可能性较高。在全球层面，如果支持措施再延长6个月，绝大多数国家的破产率将在2021年降低18个百分点（至+7%），而在2022年上升6个百分点（至+19%），2023年还将出现一些额外的破产。

图8: 按国家/地区划分的企业破产数

截止2020年12月中旬 <i>As of mid December 2020</i>	数量 <i>in number</i>					年变化百分率 <i>annual change in %</i>					2021 vs 2019	2022 vs 2019
	2018	2019	2020f	2021f	2022f	2018	2019	2020f	2021f	2022f		
	GLOBAL INDEX * 全球指数*	112	122	110	138	155	11%	9%	-10%	25%		
North America Index * 北美指数*	60	62	63	86	97	-4%	3%	3%	36%	13%	40%	57%
U.S. 美国	22 158	22 720	23 500	32 000	36 000	-4%	3%	3%	36%	13%	41%	58%
Canada 加拿大	2 677	2 746	2 250	3 000	3 400	-1%	3%	-18%	33%	13%	9%	24%
Latin America Index * 拉美指数*	192	216	217	265	284	38%	13%	1%	22%	7%	23%	31%
Brazil 巴西	2 751	2 887	2 450	3 610	3 700	1%	5%	-15%	47%	2%	25%	28%
Colombia 哥伦比亚	1 243	1 272	1 100	1 400	1 560	53%	2%	-14%	27%	11%	10%	23%
Chile 智利	1 386	1 701	1 880	2 150	2 300	32%	23%	11%	14%	7%	26%	35%
Western Europe Index * 西欧指数*	133	134	110	141	164	0%	1%	-18%	28%	17%	5%	23%
Euro zone Index * 欧元区指数*	146	147	122	156	183	-2%	1%	-17%	29%	17%	6%	24%
Germany 德国	19 302	18 749	16 076	16 900	19 500	-4%	-3%	-14%	5%	15%	-10%	4%
France 法国	54 394	51 413	32 900	50 000	60 500	-1%	-5%	-36%	52%	21%	-3%	18%
United Kingdom 英国	21 161	22 078	15 410	20 250	25 300	10%	4%	-30%	31%	25%	-8%	15%
Italy 意大利	11 227	11 106	5 500	9 500	12 500	-7%	-1%	-50%	73%	32%	-14%	13%
Spain 西班牙	3 915	4 162	4 080	4 900	5 640	0%	6%	-2%	20%	15%	18%	36%
The Netherlands 荷兰	3 633	3 792	3 290	4 100	4 800	-6%	4%	-13%	25%	17%	8%	27%
Switzerland 瑞士	4 952	4 923	4 300	5 200	5 500	4%	-1%	-13%	21%	6%	6%	12%
Sweden 瑞典	7 223	7 358	7 000	7 500	7 900	13%	2%	-5%	7%	5%	2%	7%
Norway 挪威	5 010	5 013	3 900	5 500	5 900	10%	0%	-22%	41%	7%	10%	18%
Belgium 比利时	9 878	10 598	7 300	12 100	12 900	-1%	7%	-31%	66%	7%	14%	22%
Austria 奥地利	4 980	5 018	3 300	5 400	6 000	-2%	1%	-34%	64%	11%	8%	20%
Denmark 丹麦	2 434	2 590	2 250	2 900	3 300	7%	6%	-13%	29%	14%	12%	27%
Finland 芬兰	2 954	2 989	2 350	2 940	3 450	14%	1%	-21%	25%	17%	-2%	15%
Greece 希腊	82	94	85	110	130	-28%	15%	-10%	29%	18%	17%	38%
Portugal 葡萄牙	2 694	2 560	2 560	3 150	3 500	-13%	-5%	0%	23%	11%	23%	37%
Ireland 爱尔兰	767	568	600	780	900	-12%	-26%	6%	30%	15%	37%	58%
Luxembourg 卢森堡	1 356	1 445	1 330	1 640	1 730	33%	7%	-8%	23%	5%	13%	20%
Central & Eastern Europe Index * 中东欧指数*	236	243	252	302	315	-16%	3%	4%	20%	4%	24%	30%
Russia 俄罗斯	10 282	11 741	10 500	13 400	13 700	-11%	14%	-11%	28%	2%	14%	17%
Turkey 土耳其	13 593	14 050	15 700	17 850	18 400	-8%	3%	12%	14%	3%	27%	31%
Poland 波兰	988	969	1 140	1 330	1 370	10%	-2%	18%	17%	3%	37%	41%
Czech Republic 捷克共和国	6 140	8 620	9 300	11 500	11 500	-15%	40%	8%	24%	0%	33%	33%
Romania 罗马尼亚	8 304	6 524	6 200	7 200	8 000	-9%	-21%	-5%	16%	11%	10%	23%
Hungary 匈牙利	5 692	5 176	4 350	5 200	6 100	-13%	-9%	-16%	20%	17%	0%	18%
Slovakia 斯洛伐克	1 959	2 447	1 929	2 186	2 452	124%	25%	-21%	13%	12%	-11%	0%
Bulgaria 保加利亚	476	506	535	669	756	9%	6%	6%	25%	13%	32%	49%
Lithuania 立陶宛	2 091	1 610	770	1 600	2 100	-30%	-23%	-52%	108%	31%	-1%	30%
Latvia 拉脱维亚	593	557	350	610	720	2%	-6%	-37%	74%	18%	10%	29%
Estonia 爱沙尼亚	273	148	120	200	250	-20%	-46%	-19%	67%	25%	35%	69%
Africa & Middle East Index * 非洲和中东指数*	148	163	147	174	184	0%	10%	-10%	19%	6%	7%	13%
South Africa 南非	1 845	2 042	2 050	2 550	2 700	-1%	11%	0%	24%	6%	25%	32%
Morocco 摩洛哥	7 944	8 439	7 300	8 500	9 000	-1%	6%	-13%	16%	6%	1%	7%
Asia-Pacific Index * 亚太指数*	117	139	118	143	163	42%	19%	-15%	22%	14%	3%	17%
China 中国	10 600	11 826	11 850	12 700	13 600	69%	12%	0%	7%	7%	7%	15%
Japan 日本	8 235	8 383	8 200	8 900	9 500	-2%	2%	-2%	9%	7%	6%	13%
India 印度	965	1 895	740	1 600	2 500			-61%	116%	56%	-16%	32%
Australia 澳大利亚	6 317	6 405	3 750	7 050	7 050	3%	1%	-41%	88%	0%	10%	10%
South Korea 韩国	469	414	400	470	470	-5%	-12%	-3%	18%	0%	14%	14%
Taiwan 中国台湾	217	205	205	220	230	-4%	-6%	0%	7%	5%	7%	12%
Singapore 新加坡	207	287	217	260	300	23%	39%	-24%	20%	15%	-9%	5%
Hong Kong 中国香港	255	244	250	300	300	-14%	-4%	2%	20%	0%	23%	23%
New Zealand 新西兰	2 133	1 907	1 600	2 100	2 100	3%	-11%	-16%	31%	0%	10%	10%

(*) 指数100:2000

来源: 裕利安怡、安联研究

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



微信小程序



领英：Euler Hermes Asia Pacific

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。