安联研究

9月24日发布

与新冠共存：贸易、消费和投资开始出现不均衡或“双重”复苏

EULER HERMES

Allianz

摘要

- 贸易、消费和投资的双重复苏。首先，尽管全球商品贸易的复苏强于预期，但美国和西欧的出口复苏落后于中国，新兴亚洲和东欧。我们预测，2020年全球商品和服务贸易总量将下降13%（2009年为-11%），贸易损失将达4万亿美元。我们预测2021年该数值将出现+7%的技术反弹，但鉴于服务业仍在苦苦挣扎，而去全球化的呼声也已出现，预计贸易总量到2022年才能恢复到危机前的水平。与此同时，对于最脆弱的家庭来说，购买力的损失将难以恢复。失业带来的不对称风险意味着，年轻、资历较低和兼职工受影响最重，这意味着未来消费者支出将出现K型或“双重”复苏。

- 政治风险可能卷土重来。英国无协议脱欧的几率上升到45%，而年底的美国大选则让新的财政悬崖和司法纠纷纷至沓来。2021年，美国和中国之间的科技战、地中海的紧张局势以及美俄争端仍将是人们关注的首要问题。新兴市场为了应对危机而放宽了财政政策，但在2022年，它们出现政策失误的风险将上升:届时美国加息的预期将落地，而对债务可持续性的担忧可能会对新兴市场货币汇率造成压力。

- 还不是冒险的时候。在当前的市场环境下，尽管当前实施了宽松货币和财政政策组合，但与年初相比，现在的经济不确定性更大，地缘政治风险更高，估值也更严格，考虑到这点很重要。在这种背景下，股市表现出与基本面决定因素的持续脱节，使得最近的反弹几乎没有理由可言。因此，我们仍预计股市在2020年将表现不佳，2021年则开始温和反弹。在企业信贷方面，投资级别和高收益企业利差看上去都过窄。与股市一样，在央行的持续看跌期权影响之下，企业信贷市场仍与基本面保持脱节。因此，我们预计，由于高于预期的市场波动性和不断上升的违约率，企业利差将向更高价值靠拢。最后，由于多数发达国家国债收益率曲线的短期部分由各自的央行锚定，我们预计到2020年底和2021年，曲线将小幅变陡。在通胀预期上升和实际收益率近期中止下跌的情况下，期限溢价将逐步上升。另一方面，新兴市场国债的长期利差则看似超买。对新兴市场资产来说，这种极端看涨的头寸加上当前市场的脆弱性，可谓致命组合，将使这部分资产在第二次风险资产市场修正后的二次“避险”轮中首当其冲被牺牲。

- 财政和货币政策：细节决定成败。欧盟成员国同意发行共同债务，以推动经济复苏。不过，各国不同的财政政策性质和支出安排成为重点:聚焦（短期）需求的国家（德国、美国、中国等）可能会比那些押注于供应的国家（法国）复苏得更快。另一些国家（西班牙、意大利、英国）则依然任重道远。在当前危机的余波中，尽管有这些政策冲动，通胀可能仍将保持温和;我们看到，从2022年开始，美国通胀会适度或暂时超过调节目标。在货币政策方面，我们预计美联储将在2021年上半年加速购债，从2022年中期开始逐步缩减量化宽松计划，并在2023年第三季度首次加息。欧洲央行应该会在2020年12月再宣布5000亿欧元的量化宽松政策。

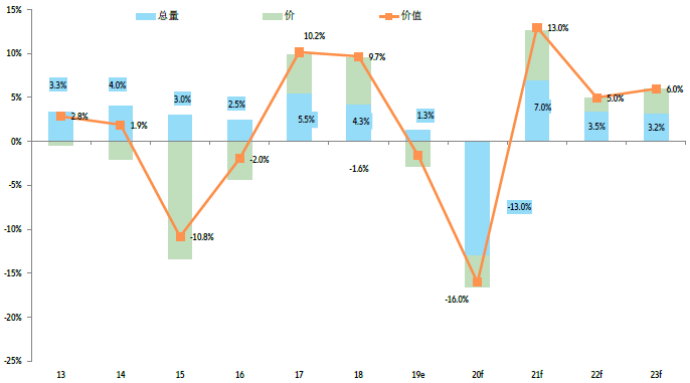
- 伤疤效应？新冠疫情已改变了经济增长和资本市场的游戏规则。首先，对地区主导权的争夺将导致技术、贸易、货币和支付系统的经常性“武器化”。第二，国家和市场之间的平衡将改变，对市场尤其不利。随着政府越来越多地插手私营行业，创新的市场动力将会减弱，僵尸企业的数量将会增加。社会保障领域的私人参与者——比如人寿保险公司——可能会被逼到绝境。政府作用的日益增强也对货币政策产生了影响。高（且不可持续的）债务水平将迫使各国央行为国债和公司债券市场提供支持，以确保有利的再融资条件。最终，这些超扩张性的货币政策可能会剥夺市场合理定价和配置资源的能力，并鼓励债务人和投资者过度冒险。然而，黑暗中总有一线光明：新冠疫情已经表明，变化会多么迅速得发生；这是让人乐于接受的变化，是对僵化结构的打破，也是对数字化的推动。我们的工作方式已经永远改变了。在未来的工作中，我们将看到更多的远程办公和更灵活的团队结构，以及更少的出差。最后，疫情提高了社会风险意识，包括低概率、高冲击的尾部风险。其结果是：对风险承保的更多需求和更好定价。如果保险公司能够提供全面而简单的解决方案，他们就时来运转了。

贸易、消费和投资开始出现不均衡或“双重”复苏

商品贸易复苏，但请记住，这是一场服务危机

与2019年第二季度相比，全球商品贸易在2020年第二季度遭受了史无前例的打击，按总量计算年同比萎缩近15%，按价值（美元）计算萎缩了21%。总体而言，2020年上半年，商品贸易额相比2019年上半年，按量计下降了9%，按价值计下降了13%。不过，6月份的数据和最新的实时海运数据显示，8月份海运贸易（占总贸易的80%）只比去年同期下降了3%。因此，商品贸易的复苏速度比我们之前预期的要快，超过了2009年的复苏速度。不过，在出口复苏方面，美国和西欧落后于中国、亚洲新兴市场和东欧。在服务方面，我们估计第一季度服务贸易按价值计的暴跌更为强劲（-18.5%），第二季度可能还会更糟。由于商品贸易复苏速度加快，我们将按量计的货品及服务贸易萎缩预测由年度萎缩-15%调高至-13%（2009年则为-11%）。近期美元贬值应能缓解上半年石油和大宗商品价格冲击对价格的负面影响，使今年以美元计算的贸易萎缩幅度收窄到-16% （而我们之前的预测为-20%）。这相当于4万亿美元的贸易损失。

图1– 全球贸易增长，按总量计和按价值计 （%，年同比）



来源：国家来源、安联研究

2021年，全球贸易按量计将增长7%，按价值计将增长13%，最终在2022年初收复全部失地。全球需求的复苏将推动贸易量的增长，而美元的下跌（2020年欧元兑1.15美元，2021年欧元兑1.22美元，相较2019年为1.12美元）和大宗商品价格的适度上涨（布伦特原油2020年为44美元，2021年为51美元）将有助于推动贸易价值增长。

对于最脆弱的家庭来说，购买力的损失将难以恢复。

在经历了一波历史性的裁员浪潮后，美国的失业率在2020年4月达到了14.7%，随着经济的重启，就业市场状况有所改善。不过，美国初请失业金人数最近升至接近100万人，证明复苏势头已近强弩之末。政策悬崖效应通过美国失业救济金的额外支付就可见一斑，从8月到12月6日，失业救济金从每周600美元降至每周400美元，而美国国会对新的经济刺激方案的投票存在很大的不确定性。

在欧洲，就业市场的调整不那么明显，因为部分失业机制优先考虑就业保护（与美国的增加失业福利相比）。在五大欧洲国家，我们估计，900万名工人，或20%的短时工作计划工人在2021年面临失业的风险,原因是迟复苏行业复苏不力，以及“政策悬崖”效应，即结束紧急公共支持措施的后果。欧元区失业率从2020年3月的7.2%上升到今年6月的7.6%，到2021年底应该会达到9.4%。失业的不对称风险暴露意味着消费者支出出现K型或“双重”复苏。那些最易失业者的社会特征可以解释消费支出方面的模式耐人寻味。耐用品支出表现出色，因为汽车销售经历了强劲反弹（由于人们偏好避开公共交通）， 而住房设备支出紧随住房购置活动强劲反弹。然而，欧元区和英国家庭的储蓄意愿在7月份达到创纪录高点，反映出消费者的谨慎，因为他们对未来12 个月失业率上升的预期已升至2009年以来的最高水平。我们预计，美国和欧洲的储蓄率将在2020年剩余时间和2021年底前显著高于危机前水平。但在这些宏观趋势背后，隐藏着更多细节，也就是疫情冲击分布的不均以及此后复苏的步调分歧。

对美国统计数据的观察有助于我们理解K型趋势的规模，这种趋势可以在许多发达国家看到：

- 25 岁以下的工人在高度暴露于新冠疫情的行业中占近26%，而在较少暴露的行业中仅占10%
- 在高度暴露行业，兼职工人占劳动力总数的32.3%，而在其他行业，兼职工人占18.5%
- 受教育程度较低的工人在高度暴露行业的占比权重要高得多
- 高度暴露的全职工人的时薪中值为17美元，而非高度暴全职工人的时薪为23美元
- 家庭收入最低的五分位数在高度暴露行业中占多数

房地产市场也出现了K型复苏。与2008年美国次债危机和欧元区债务危机形成鲜明对比的是，新冠疫情危机并没有导致房地产市场崩溃，反而被证明是其企稳的支柱，主要发达经济体的房地产价格都在上涨。推动这一趋势的一个因素是，各国央行的超扩张性政策应对已将抵押贷款利率推至创纪录低点。除了低利率和在疫情大流行期间被抑制的需求之外，房屋销售还受到了家庭需求的推动，他们希望有更多的空间来进行远程工作和或学习，而且由于通勤时间的重要性降低，郊区和乡村地区有花园的房屋更受青睐。此外，停工对建筑活动造成压力，限制了供应，也推高了价格。但亮眼的总体数据——例如英国8月份的房地产价格创下历史新高——掩盖了一个两极分化非常严重的市场现实：这场繁荣并不是人人有份雨露均沾的；相反，房地产市场目前是由那些在封锁期间没有受到影响、就业也没有受到影响的买家支撑起来的。

我们怀疑这种繁荣能否持续。毕竟，在许多发展中经济体中，由于政府的支持措施，包括抵押贷款偿还延期、印花税下调以及短期工作计划，房地产市场目前仍未感受到疫情对经济的冲击。随着这些措施被逐步取消，人们势必感受到更大的影响——尤其是以失业增加和抵押贷款条件趋紧的形式——疫情仍可能对房地产市场造成冲击，因为许多家庭将因高昂的房价而被挤出市场。这一点在美国已经很明显，最脆弱的家庭正面临困境，违约率的大幅上升就是明证。

住宅投资的复苏和股市的反弹掩盖了新冠疫情对盈利能力的冲击。这将对企业的投资意愿产生影响，在大多数国家的支持计划将在2020年底前到期的情况下尤其如此。私营行业囤积现金，表明投资者缺乏信心，并暗示新的投资周期将开局不利。在金融市场方面，短期和长期投资者、散户和机构投资者之间的策略分歧，以及监管方面的强大影响力，预示着更高的波动性即将到来。与此同时，尽管各国央行掀起的流动性浪潮使金融市场免于承受压力，但它也在进一步加剧失衡，并埋下潜在的风险。

资本市场：还未到冒险的时候

在当前的市场环境下，尽管目前各国政府实施了货币和财政政策组合，但仍有比年初更大的经济不确定性，这一点很重要；与年初相比，当前的地缘政治风险更大，估值也更严格。在这种背景下，股市一直表现出与基本面决定因素持续脱节的走势，这使得近期全球股市的反弹几乎没有道理可言。因此，我们仍预计股市在2020年将表现不佳，2021年则开始温和反弹。而在企业信贷方面，投资级别和高收益企业利差看上去都过窄。与股市一样，在央行的持续看跌期权影响之下，企业信贷市场仍与基本面保持脱节。因此，我们预计，由于高于预期的市场波动性和不断上升的违约率，企业利差将向更高价值靠拢。最后，由于多数发达国家国债收益率曲线的短期部分由各自的央行锚定，我们预计到2020年底和2021年，曲线将小幅变陡 。在通胀预期上升和实际收益率近期中止下跌的情况下，期限溢价将逐步上升。另一方面，新兴市场国债的长期利差则看似出现超买。对新兴市场资产来说，这种极端看涨的头寸加上当前市场的脆弱性，可谓致命组合，将使这部分资产在第二次风险资产市场修正后的二次“避险”轮中首当其冲被牺牲。

图2 – 资本市场预测 2020-2021

年底图像	最新价值	单位	2020	2021
欧元区				
国债利率				
年底图像	最新价值	单位	2020	2021
欧元区				
国债利率				
10年期“无风险”国债（公债）10年期掉期利率	-0,5	%	-0.5	-0.3
	-0,2	%	0.0	0.3
意大利-德国利差（10年期）	148 个基点		175 (220)	160 (170)
法国-德国利差（10年期）	27 个基点		40 (90)	30 (40)
西班牙-德国利差（10年期）	75 个基点		90 (110)	80 (70)
企业信贷利差				
投资级信贷利差	113 个基点		180	150
高收益信贷利差	438 个基点		750	600
股票				
MSCI EMU：年总回报	-9	%	-22	10
美国				
国债利率				
10年期“无风险”国债（国库券）	0,7	%	1	1.4
企业信贷利差				
投资级信贷利差	136 个基点		230	180
高收益信贷利差	514 个基点		800	650
股票				
MSCI USA：以美元计的年总回报	3	%	-20	15
新兴市场				
国债利率				
硬通货币利差（美元）	341 个基点		450	370
股票				
MSCI EM：以美元计的年总回报	-4	%	-24	20

*括号中为旧预测

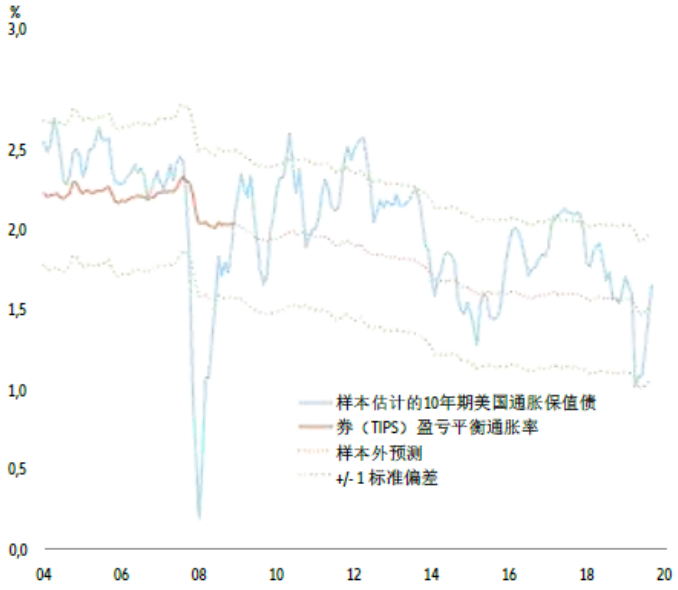
**因为欧洲央行对外围国家利差的影响大于预期，我们已下调了欧元利差的估计。

来源：安联研究、Refinitiv

全球债券市场：定价滞涨。尽管近期对长期通胀预期进行了重新定价，但由于实际收益率下降，名义收益率几乎没有变化。从长远角度来看当前水平，-1.1%的实际收益率目前处于有记录以来的最低点。美国国债市场目前对经济增长的看跌立场，与股市近期的繁荣形成鲜明对比，尽管经过部分修正，仍加剧了人们对中期股市涨势可持续性的疑虑。与美国一样，欧洲货币联盟的长期通胀预期一直在上升，而实际收益率仍处于历史低位。总体而言，美国和欧元区政府债券市场不愿相信经济会迅速复苏，并预计会出现滞胀。

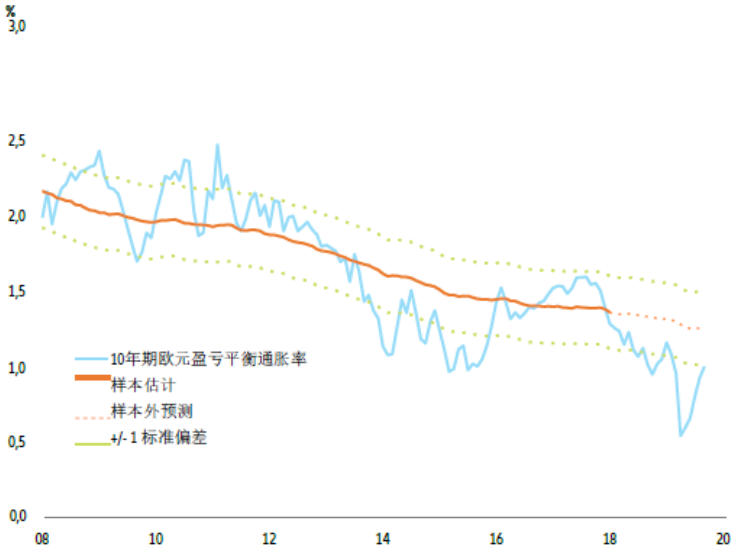
美国通胀预期：退回起点近期油价的上涨和就业的提升，导致美国长期通胀预期在3月份低点附近呈V型走势。自低谷以来，通胀预期一直处于上升轨道，而美联储最近将平均通胀率目标定为2%（即允许部分通胀率高于2%）的决定加剧了通胀预期。根据我们的“公允价值”估算，通胀预期不太可能大幅超过2%的上限。相比之下，由于货币刺激尚未让市场参与者信服，欧元的长期通胀预期远未接近其“公允价值”。根据我们的模型，欧元的通胀预期在不久的将来仍可能接近1.5%，但任何超出该水平的情况都不会持久。

图 3a – 美国以市场为基础的通胀预期模型



来源：安联研究、Refinitiv

图 3b– 欧洲货币联盟以市场为基础的通胀预期模型



来源：安联研究、Refinitiv

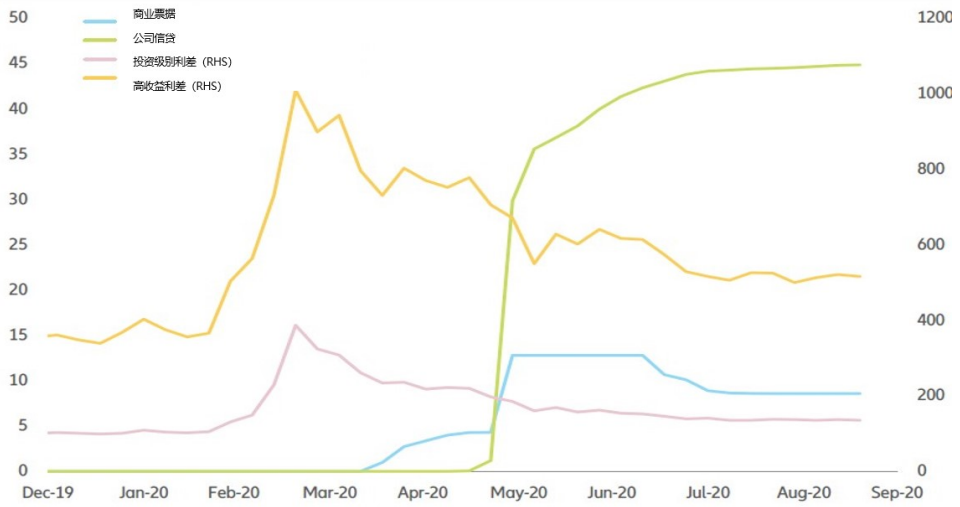
牛市牛在哪里？最近美国股市的泡沫现象相对难以解释，因为共同基金和交易型开放式指数基金（ETF）的资金流动都显示出从股票基金向固定收益和货币市场基金的持续转移。这是实际市场脆弱的一个征兆，因为结构性长期投资者似乎不愿意参与市场，从而把底部留给了选股人和期权交易商（如软银）。然而，欧元区股票市场（到目前为止）并没有表现出任何繁荣的迹象，大部分欧元股票指数今年到目前为止都稳定在-10%左右。不过，从资金流动数据来看，可发现欧元股票基金的资金流入小幅加速，其中德国和法国的资金最多。

从历史上看，每个金融周期都是由一个有限的公司群体主导的，这些公司通常围绕一个行业集团/经济部门呈聚集之势。如今，科技股占美国股市总市值的25%以上。此外，该行业集中化的风险更高，因为其不仅占指数的四分之一以上，而且行业本身的公司数量自互联网泡沫以来已经减少了20-40%。欧元区方面，就权重而言，股市始终是由金融业主导的。然而，这种主导地位正开始受到科技和医疗行业的挑战，自2008年危机以来，它们各自在市场中的权重均有所上升。科技股相关风险的过度集中，导致各主要股指在最近的市场调整中表现不佳。

企业信用：诺言难守

自4月份以来，美联储购买了价值约450亿美元的企业信贷。不过，自7月初以来，由于信贷市场再次极度紧张，美联储大幅减少了每周的购买规模。然而，信贷市场息差并没有回到新冠疫情前的水平，仍然比大流行前的水平高出10-20%。相比之下，2020年前9个月美国企业信贷发行1.919万亿美元，已经超过了2017年12个月创下的1.916万亿美元的历史纪录。有趣的是，因为预计42%的新发行将用于债务再融资，大部分新增资金很可能不会投资到发行公司。

图4 – 美联储企业购买（10亿美元）与利差（基点）的关系



来源：安联研究、Refinitiv

股市繁荣：高期待！股市正陷入一种正反馈循环，即价格上涨会增加对股票的需求，进而推动价格进一步上涨。例如，我们估计，苹果公司最近的表现让市场参与者预计该公司的年回报率为56.7%（截至9月2日）。在过去，只有1.2%的观察结果（即500天中有6天）会有更高的认知回报率。由于这种预期过大地依赖于最近的价格变动（仅在过去1.6年里观察到的价格变动），因此它本质上是不稳定的。此外，由于苹果股票的市盈率已经达到40倍，预计市盈率进一步扩大不会带来多少升值；每股收益增长将是其未来回报的主要推动力，但超过50%的收益增长貌似野心过大，而且不可持续。因此，股票市场在不久的将来可能会嘘声一片。

图5 – 美国科技板块-预期回报

02/09/2020	价格	预计年回报率（%）	用以确定本期收益的有关过往数据（以年计）
Alphabet-谷歌	1,717.39	21.5	3.62
亚马逊	3,531.45	56	1.66
Apple（苹果）	131.4	56.7	1.58
比特币	11,398.44	46.1	1.79
布伦特原油	44.51	-0.8	24.21
脸书	302.50	20.9	3.64
黄金	1 940.23	7.6	7.27
微软	231.65	33.3	2.5
奈飞	552.84	46.7	1.86
特斯拉	447.37	228.2	0.6
土耳其里拉兑美元	7.38	18.4	3.92
华万	423.56	38.7	1.97

来源：安联研究、Refinitiv

政治风险可能卷土重来

市场看似志得意满，但对如下短期政治风险的回归并非视而不见：1. 英国脱欧; 2. 美国大选; 3. 地中海的紧张局势; 4. 持续的保护主义/新的“科技”战争; 5. 美俄关系紧张。

英国年底无协议脱欧的可能性大幅增加（45%），但我们预计双方会在最后一刻达成妥协，在2021年底之前实施自由贸易协定。英国首相鲍里斯·约翰逊出人意料地决定在最后一刻修改英国和欧盟在2020年1月批准的脱欧协议。英国在两个主要问题上寻求更大的灵活性，尤其是在年底前无法达成协议的情况下：（i）对北爱尔兰的国家援助，其被视为受欧盟法规约束；（ii）退出关税联盟后，爱尔兰海的边界和双重海关检查问题。由于这一最后时刻的反悔违背了国际法，而且欧盟威胁要对其进行制裁，年底硬退欧的可能性大大增加（从20%增加到45%）；欧洲理事会在10月15日至16日达成协议的最后期限似乎难以实现。尽管英国遭受新冠疫情冲击尤其严重，其经济环境并不有利于硬脱欧，但鉴于其极低的利率加上市场对公共债务水平较为满意，英国政府可能认为硬脱欧也是“可行的”，因为政府可通过增加财政和货币支持,帮助英国企业承受冲击（包括补贴和对公司违约的延期偿付）。不过，鉴于爱尔兰岛的社会紧张风险提升（反对1998 年的《贝尔法斯特协议》），鲍里斯·约翰逊人气下滑令苏格兰国家党和工党得益，加上硬脱欧很可能被上议院叫停，我们认为最糟糕的情况还是可以避免的。

早在2019年，鲍里斯•约翰逊就曾尝试过咄咄逼人的威胁策略，10天后才同意脱欧协议。然而，如果英国不要求延长过渡期而实现硬退欧，我们认为它将在2021年回到谈判桌上。硬脱欧可能会对保守党造成非常高昂的政治代价，因为其不仅会导致严重的经济破坏（接近GDP-5%,出口下降-15%,以及高于4%的通胀率），也要冒破坏大约20个目前正在谈判的国际自由贸易协定的最终签署的风险（包括与美国的协定，特别是在乔·拜登可能当选总统的情况下）。因此，在这种情况下，我们认为可能出现提前选举，这可能导致一个少数政府，使最终的自由贸易协定签署需时更长。

图6 – 英国脱欧情境及其经济影响

“软脱欧”，最后一刻妥协，2021年年中实施自由贸易协定(55%)		2021年1月1日硬退欧，并可能在提前选举后的2021年重新谈判(45%)	
2020	2021	2020	2021
-11.8	**+ 2.5**	**-10.9**	**-4.8**
-13.3	5.9	-12.0	0.7
-26.8	-15.1	-26.8	-25.8
-13.7	1.8	-13.7	-13.0
0.7	1.5	0.7	4.5
7.0	8.5	7.0	10.0
-2.0	-3.0	-2.0	-10.0
4.0	31.0	4.0	53.0
量化宽松增加了GDP的5%（约1000亿英镑），并一直执行到2021年中期，利率保持在0.1%		利率降至负值，量化宽松增加了250亿至3000亿英镑，类似于应对新冠疫情的一揽子计划	
2021年占GDP的2%（而2020年仅为1.5%）主要关注基础设施支出和减税		2021年GDP的4%主要用于基础设施支出和保护消费者购买力的措施。国家担保贷款延长到2021年底。	
10年期金边债券 0.4%（年底）富时100指数年同比降幅-22%（年底）	10年期金边债券 0.6%（年底）富时100指数年同比增幅+10%（年底）	10年期金边债券 -0.2%（年底）富时100指数年同比降幅-50%（年底）	10年期金边债券 0.1%（年底）富时100指数年同比降幅-10%（年底）

来源：安联研究

美国大选有可能在极具不确定性的情况下引发一场司法斗争。我们坚持2018-2019年间的预测，即拜登可能在即将到来的美国大选中获胜。最初，这种预测是基于以下：传统上支持共和党的选民，即农民和铁锈地带的居民，他们是现任美国总统保护主义政策的受害者。新冠疫情危机加大了民主党的领先优势，乔·拜登目前获得了50.7%的选票意向，而特朗普总统目前获得了42.6%。令人倍感矛盾的是，选举结果并不像民意调查所显示的那样一目了然。事实上，博彩公司民调显示，局势可能比预期的更为胶着，拜登和特朗普总统即将展开的辩论可能对这位民主党领袖来说是一个风险，辩论的强度对他是一大挑战。

由于选举，到2020年底，美国的局面将会扑朔迷离。这种紧张情绪的具体信号已经在期权市场显现出来，其体现便是此次大选期间风险溢价大幅上升。美国银行也纷纷提前发债，因它们押注今年年底市场波动性将大幅上升，信贷环境也将收紧。此外，传统上只有25%的民主党选民选择直接投票，剩下的倾向于使用邮件投票，而三分之二的共和党选民选择直接投票。新冠疫情的背景促使各州发送创纪录高水平的选票，以允许远程投票。因此，在选举刚刚结束后，共和党人很有可能暂时处于领先地位，因为获取和收集所有选票需要时间。然后可能需要一个月的时间才能最终确认民主党的胜利。特朗普总统已经宣布，他可能会否决大规模邮寄投票产生的选举结果。因此，一种风险情景下，选举结果可能闹到最高法院，使我们面临一两个月的极度不确定性。

地中海的紧张局势可能是雷声大，雨点小。我们认为，局势将继续维持在可控范围，因为土耳其更有可能寻求（财政）妥协，而不是军事升级，而欧盟不会就统一的军事干预达成一致。不过，也不能完全排除“万一出事”的可能性。从短期来看，在土耳其与欧盟本已脆弱的外交关系这一背景下，不确定性水平仍极高。任何经济影响都将主要由土耳其承受，其处境已岌岌可危。由于新冠疫情危机的政策应对存在问题，加上卷入境外（叙利亚、利比亚）重大政治旋涡，该国正处于另一场严重货币危机的边缘。这一最新事件可能成为土耳其陷入全面金融危机的临界点，不过这也可防止局势升级过度。

2021年，新“科技”冷战将会加剧。中芯国际是中国领先的芯片制造企业之一，其在7月中旬成功上市。而在美国采取措施将其列入黑名单后，其股价大跌。此外，（i）美国国务卿迈克·蓬佩奥威胁要对能够获取美国数据的中国科技公司进行广泛打击，包括禁止使用数量尚未确定的中国App，以及限制在美国本土运营的云计算集团；（ii）白宫2021财政年度预算提案中，人工智能投入15亿美元（相较2020年+3.8亿美元），量子信息科学投入6.99亿美元（+1.2亿美元）；（iii）国会议员已提出议案，旨在 （a）促进国内半导体制造业发展——重建美国国家科学基金会，并创建一个全国性的研究云;（b）让专门从事人工智能的人士和了解其他对国家安全有价值的技术的人更容易获得移民签证。在中国方面，政策举措包括：（i）全国人民代表大会总值1.4万亿美元的五年计划，允许各省市和企业投资建设人工智能、数据中心、5G、工业互联网和其他新技术方面的新基础设施；（ii）其他支持芯片产业的政策:税收优惠、研发支持、鼓励国际半导体公司迁往中国；（iii）多达3000名芯片工程师，其中包括来自世界领先的台湾公司的顶级人才，已被中国大陆的竞争对手吸引；（iv）北京建立了一个290亿美元的半导体基金。

图7 – 美国大选场景

情景	拜登大胜	拜登险胜/获得有争议的胜利	特朗普险胜/获得有争议的胜利	特朗普大胜
可能性	30%	40%	20%	10%
场景描述	• 特朗普不能声称存在欺诈 • 民主党在国会占多数 • 对未来10年3.7万亿美元的一揽子计划进行快速投票	• 特朗普在全部计票前宣布获胜 • 在拜登正式胜选后声称有欺诈行为 • 可能要在选举后1到2个月得到最高法院的确认 • 国会对预算的谈判僵局使得政府有可能关闭到2021年第二季度	• 拜登拒绝判决——声称存在俄罗斯干预、潜在的选举舞弊、制度压力和选民压制 • 国会中没有明显多数。民主党占据众议院，共和党则控制参议院 • 选举后1至2个月由最高法院确认。	• 拜登不能声称存在欺诈 • 整个国会被共和党拿下
经济影响	• 伴随着大型基础设施项目和再分配政策的新投资周期。 • 到2022年底，失业率降至5.5%（目前为8.4%） • 2020年其GDP增速将为-5.3%， 2021年为+4.2%，2022年则为+3.0%。	• 不那么雄心勃勃的计划。在基础设施项目上达成共识，但降低再分配有利于家庭，未能兑现将企业税率从21%提高到28%的承诺的一半 • 2020年美国GDP增速将为-5.3%，2021年为 • +3.7%，2022年则为+2.5%。	• 供给侧政策，扩大对个人的减税，较小规模的基础设施项目。尽管宣布了减税措施，但外部政策的不确定性、对中国可能采取更严厉基调，以及产业回流等因素仍对投资周期构成了压力 • 对外的鲁莽举措（科技冷战、关税和对美国海外公司的制裁）不利于增（2020年-5.3%;2021年 • +1.7%，2022年+1.2%）	• 减税、新的保护主义措施、两党联合实施基础设施项目，但由于该绿色计划没有拜登那么雄心勃勃，所以没有那么大的扩展性 • 2020年，美国GDP增长率为- 5.3%，2021年，2.7%， 2022年，1.8%
美联储的应对	• 自2020年第四季度以来，美联储的资产负债表稳步增长，到2021年第一季度，就已趋平 • 第一次加息最早在2022年第三季度	• 美联储的资产负债表在2021年第二季度末之前一直在增加（以缓解大量的不确定 • 性），然后趋平 • 第一次加息仅从2023年第三季度开始	• 美联储资产负债表在2021年第三季度结束前保持增长，然后趋平。政治不确定性与拜登险胜的情况中一样高 • 第一次加息最早在2024年第一季度	• 自2020年第四季度以来，美联储的资产负债表稳步增长，到2021 年第二季度，就已趋平。 • 第一次加息在2023年第四季度
美元	• 在未来12个月内，美元对欧元将贬值2.5% • 一年后再升值4-6%	• 在未来12个月内，美元对欧元将贬值5%（~1.25） • 一年后再升值2-3%	• 在未来12个月内，美元对欧元将贬值7.5% • 一年后再升值2-3%	• 在未来12个月内，美元对欧元将贬值10% • 一年后再升值4-6%
10年期国库券收益	• 2020年底为1.25%；2021年底为1.8%	• 2020年底为1%；2021年底为1.4%	• 2020年底为1%；2021年底为1.4%	• 2020年底为1.15%；2021年底为1.6%

来源：安联研究

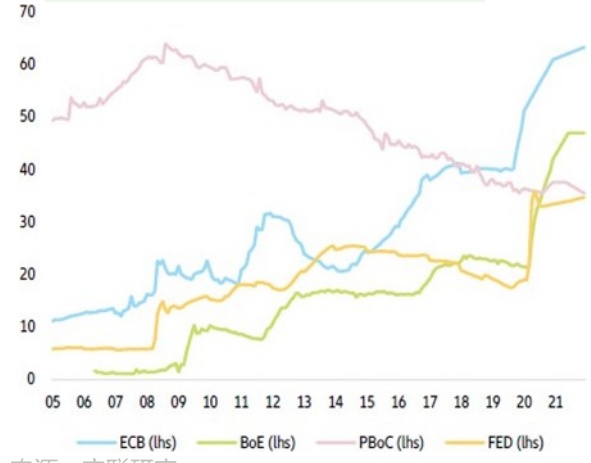
中国政府目前正在准备第14 个五年计划（2021-2025年），该计划将在2020年10月进行讨论并最终确定。预计，诸如继续升级中国的制造业基础和进一步平衡国内需求等目标仍有可能被包括在内。

俄罗斯可能会遭遇西方制裁的强化，与此同时，其贸易将转向中国。我们认为，俄罗斯甚至愿意冒与德国合作的北溪2号（Nord Stream 2）管道项目在最后一刻破裂的风险。在2014年的制裁之后，流入俄罗斯的西方外国直接投资已经大幅下降，而且从未恢复。未实施制裁的国家，尤其是中国，在一定程度上补偿了这一投资损失。我们预计，西方贸易和投资流向中国的再平衡过程将继续下去。

财政政策：细节决定成败，因为刺激计划2.0版和政治议程的支出将影响2021-2022年的复苏。货币政策将别无选择，只能亦步亦趋。在美国，高度的不确定性将迫使美联储通过重新注入大量流动性来缓解市场担忧，避免利差扩大，到2021年中，其资产负债表占GDP的比例将从33%升至34.5%。由于来自美国财政政策的新刺激将有助于从2021年下半年开始重启新投资周期，该比例应该会稳定在这个水平。在我们关于拜登获胜的设想情景中，其将实施一个更具再分配性质的经济计划，并在2021年拉升经济增长1个百分点，不过相比2020年实施的所谓《CAREs法案》（新冠病毒援助、救济与经济安全法案）所带来的1.7个百分点的提拉，还是略逊一筹。原因是后者对家庭的直接现金支付会带来更快、更高的乘数影响。选举后，我们估计未来10年新刺激计划的规模为2.7万亿美元，导致2020年赤字累积接近-16%，2021年-10%，2022年-5%。

在这种背景下，我们预计美联储的逐步缩减政策将从2022年年中开始，直到2023年年中结束，届时美联储可能会考虑重新加息。在我们看来，第一次加息可能只会发生在2023年第三季度，因为美联储的政策转向了更有效的平均通胀目标制（AIT），即在很长一段时间内将通胀率提高到2%。然而，货币政策还不足以解决目前劳动力、消费和住房市场中出现的K型情景。为了解决最脆弱的边缘群体的严重贫困问题，美联储已经明确呼吁进一步的财政支持。

图8 – 资产负债表，占GDP%



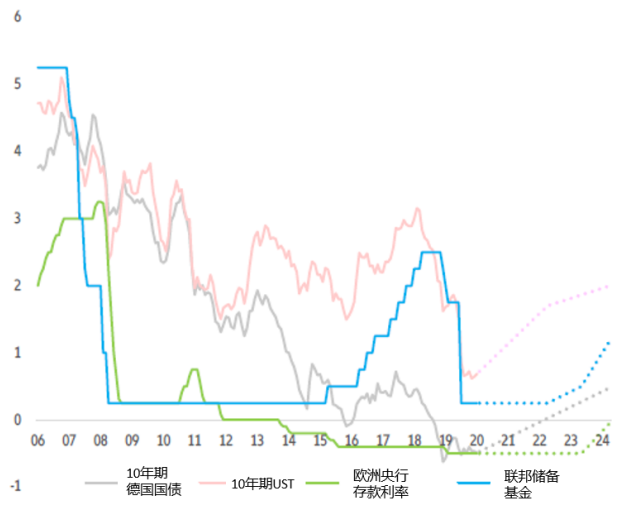
来源：安联研究

在欧元区，7500亿欧元的欧盟复苏基金的批准工作正在进行，欧洲议会正在就其规模进行辩论。尽管存在这种阻碍，我们预计该计划将在2021年6月前投入实施，并在两年内推动南欧和东欧国家的名义GDP增长超过1.5%。平均而言，欧盟年度名义GDP将增长+0.4%。欧洲的政治日程（德国和荷兰将于2021年举行大选，英国将于2021年举行地方选举，法国将于2022年举行总统选举）可能会影响经济政策，并考虑对中产阶级家庭进行更多的再分配。

我们预计欧洲央行将在年底前果断采取行动，向2021年量化宽松计划追加5000亿欧元。即使公共部门债权购买计划（PSPP）的灵活性较低，我们仍认为它将更容易因量化宽松提振而在管理委员会内获得支持。箭已在弦上—中期也是如此：美联储最近宣布的战略转向，其内涵便是在欧洲央行自身战略改革拉开帷幕前就给其画上了句号——至少就通胀目标而言是这样。这并不意味着欧洲央行只会对美联储的先例依样画葫芦。毕竟，它没有双重授权，更重要的是，考虑到近年来通胀压力减弱，转向一种需要对低于目标区间的通胀进行补偿的机制并不太可信。但我们认为，欧洲央行可能也会通过将2%的价格稳定目标设定为对称，以表明它愿意容忍暂时的通胀过度。如何在实现这个略高的目标的同时，避免金融稳定风险？答案仍是众说纷纭。

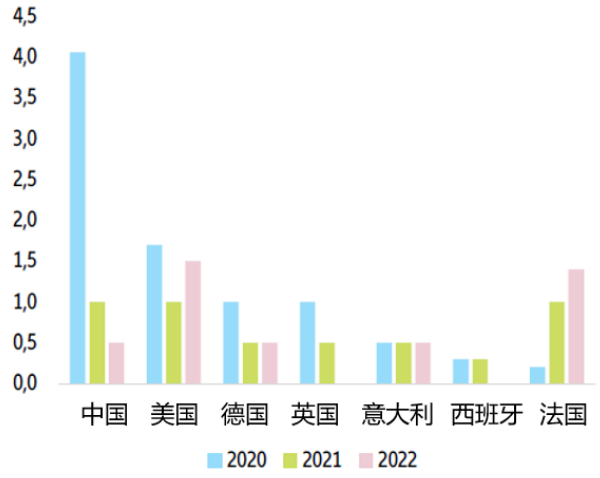
展望未来，欧洲央行政策行动的最佳指标可能是美国就业市场的状况。由于这种普遍的政策依赖，而美联储准备在较长时间内保持低利率（我们预计大西洋两岸在2023年前都不会加息）以支持劳动力市场，欧洲央行将别无选择，只能亦步亦趋。毕竟，欧洲央行几次试图逆美国金融周期而动的尝试都以惨败告终。由于欧洲央行必须等待美联储开第一枪，我们预计它至少会在2023年之前一直按兵不动。

图9 – 核心利率预测，%



来源：安联研究

图10 – 财政刺激计划对GDP增长的预期影响，%



来源：安联研究

到2022年前，新兴市场都可能受益于较高的风险偏好，尽管这一过程并不均衡。发达经济体的负实际利率应会支撑对新兴市场资产的风险偏好，而且只要美元贬值，流入新兴市场的净资本应会继续为正。然而，投资者会排斥那些受到负面政治风险事件影响的市场，或奉行不可持续的货币政策的市场，或更普遍地说，整体宏观经济基本面较弱的市场。后者包括阿根廷、土耳其、巴西和南非，这些国家的货币在2020年已经大幅贬值，预计将继续面临下行压力，而土耳其已经处于新一轮国际收支危机的边缘。我们预测，2021年下半年，通胀率将更加明显地上升，特别是对于那些货币较弱的经济体，以及那些在新冠疫情危机后启动了重大量化宽松货币刺激措施的经济体。后者包括土耳其、数个中欧经济体，以及印度和智利，这些国家的实际政策利率都为负，因此明年可能被迫收紧货币政策。我们预计，2022 年对新兴市场而言将是情况棘手的一年，因到期债务即将见顶，而投资者预计美联储货币刺激政策将开始正常化。到2022年底，巴西、泰国、印度、土耳其和印度尼西亚的到期债务最高。

中国的政策宽松可能比其他经济体更早见顶。这是因为其经济复苏现在已经步入正轨，决策者可能会在2021 年将注意力逐渐转向结构性问题。事实上，到2019年底，债务总额已占GDP的260%，到今年年底，这一比例可能接近300%。根据过去的信贷周期和决策者最近的声明，我们预计我们的信贷冲动指数将在未来几个月见顶。然后，其将逐渐下降，并在2021年第四季度变为负值。这意味着，在未来一年，中国央行可能不会进一步高调降息，但有可能向银行体系注入流动性，以确保其平稳运行。在财政方面， 由于政府债券发行配额和税费削减幅度可能更小，财政支持可能从2020 年占GDP的7.1% 下降到2021 年的5.5%。尽管如此，我们预计2021 年的财政支持力度仍然很大——作为对比，我们估计2018 年和2019 年的支持力度分别为2.4% 和3.3%。

伤疤效应？新冠疫情已改变经济增长和资本市场的游戏规则

中美之间的地缘政治竞争即将加剧。对地区主导权的争夺将导致技术、贸易、货币和支付系统的经常性“武器化”。世界经济分裂成两个独立阵营的前景正初露端倪。作为应对，越来越多的国家将转向内部——在此过程中变得更加独断和干预主义，尤为重要的原因是，其财政政策的债务上限似乎已被移除。国家和市场之间的平衡将改变，并对后者不利。随着政府越来越多地插手私营行业，创新的市场动力将会减弱，而僵尸企业的数量将会增加。社会保障领域的私人参与者——比如人寿保险公司——可能会被逼到绝境。政府作用的日益增强也对货币政策产生了影响。高（且不可持续的）债务水平将迫使各国央行为国债和公司债券市场提供支持，以确保有利的再融资条件。最终，这些超扩张性的货币政策可能会剥夺市场合理定价和配置资源的能力，并鼓励债务人和投资者过度冒险。

然而，黑暗中总有一线光明。新冠疫情已经表明，变化会多么迅速地发生；这是让人乐于接受的变化，是对僵化结构的打破，也是对数字化的推动。我们的工作方式已经永远改变了。在未来的工作中，我们将看到更多的远程办公和更灵活的团队结构，以及更少的出差。封锁的经历带来了全新的、革新性的方式来满足员工的需求，尤其是年轻工薪家庭的需求。最后，新冠肺炎疫情提高了全社会的风险意识，包括对低概率、高冲击性的尾部风险。其结果是：对风险承保的更多需求和更好定价。如果保险公司能够提供全面而简单的解决方案，它们就时来运转了。

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.eulerhermescn.com

扫码关注裕利安怡社交账号

微信公众号：裕利安怡EulerHermes

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

公司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。