中国银行 BANK OF CHINA 研究院

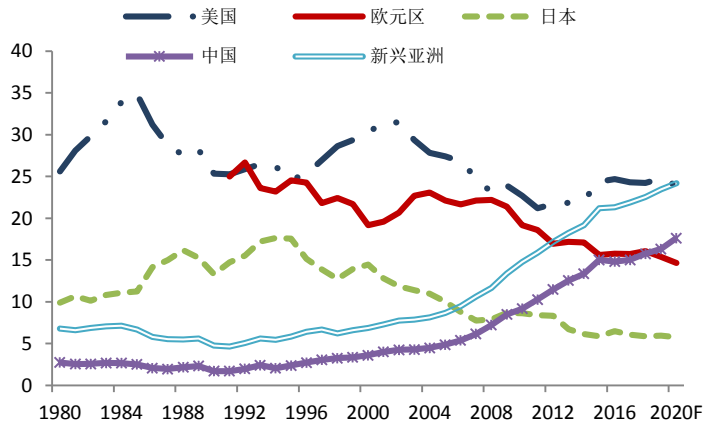
全球经济金融展望报告

2021 年年报（总第 45 期）　　报告日期：2020 年 11 月 30 日

要点

- 2020 年，全球经济遭遇疫情冲击陷入深度衰退，全年经济大起大落。全球金融市场在剧烈动荡后形势企稳，但仍存在波动风险。
- 展望 2021 年，全球经济复苏面临三大制约，预计疫情影响仍将在上半年延续，下半年才能真正走向复苏。
- 进入后疫情时代，全球经济可能呈现“三低、三新”特征，在低增长、低利率、低投资中酝酿新力量、新趋势和新秩序。
- 八大热点问题值得关注：国际政经格局加速演变、绿色复苏成为全球经济增长的重要推手、跨境直接投资在区域上继续分化、国际多边经贸体系“危”“机”并存、全球产业链面临重构、全球通胀水平小幅上升、主要央行角色定位发生转变、美元步入下行周期。

全球主要经济体 GDP 占世界的比重（%）



资料来源：IMF，中国银行研究院

中国银行研究院
全球经济金融研究课题组

组　长：陈卫东
副组长：钟　红
成　员：廖淑萍
边卫红
王有鑫
赵雪情
王若兰
曹鸿宇
李　彧
邹子昂
蒋效辰
王　淳
黄小军（纽约）
陆晓明（纽约）
瞿　亢（伦敦）
吴婷婷（新加坡）
张　琰（东京）
丁　孟（香港）

联系人：廖淑萍
电　话：010-66594052
邮　件：liaoshuping@bankofchina.com

大变局下的全球经济金融新图景

——中国银行全球经济金融展望报告（2021 年）

2020 年，全球经济遭遇疫情冲击陷入深度衰退，全年经济大起大落。全球金融市场在剧烈动荡后形势企稳，但仍存在波动风险。展望 2021 年，全球经济复苏面临三大制约，预计疫情影响仍将在上半年延续，下半年才能真正走向复苏。进入后疫情时代，全球经济预计将呈现“三低、三新”特征，在低增长、低利率、低投资中酝酿新力量、新趋势和新秩序。本期报告分别对后疫情时代的国际格局、绿色复苏、全球跨境直接投资、国际多边经贸体系、全球产业链、全球通胀、央行角色定位、美元汇率等热点问题进行展望。

一、2021 年全球经济形势展望

（一）2020 年全球经济大起大落

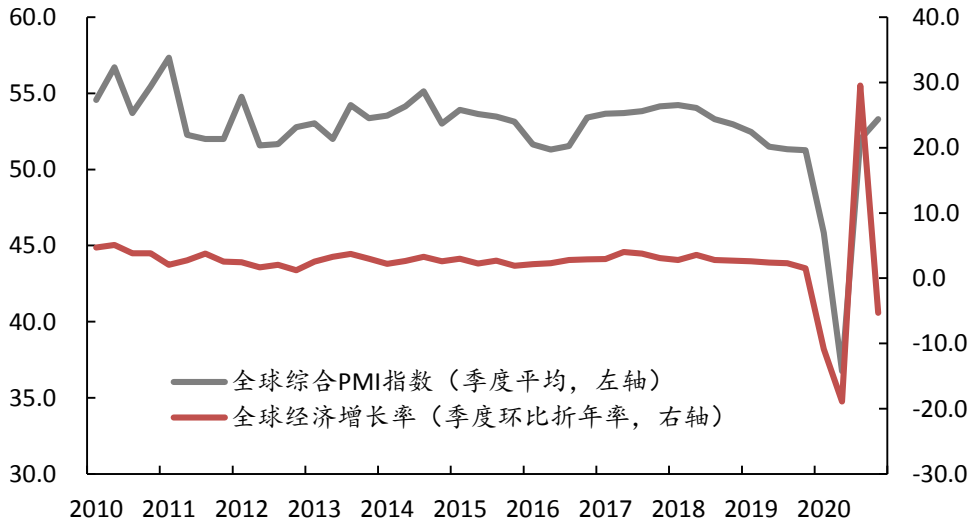
2020 年，新冠疫情席卷全球，对各经济体的生产制造、消费投资、社会治理、民众信心等造成全方位冲击，全球经济陷入“大萧条”以来最严重衰退。

上半年，疫情相继在东亚、欧美、拉美、非洲等地区蔓延，各经济体采取的防控措施阻断了人员、资本、货物、技术、服务等自由流动，社会恐慌情绪严重，经济运行面临供需萎缩与金融动荡的双重冲击。其中，二季度国际商品贸易和服务贸易分别下降 21%和 30%，上半年全球跨境直接投资（FDI）同比下降 49%。受此影响，全球经济大幅下行，一、二季度 GDP 增速（环比折年率，下同）分别为-10.9%、-18.9%。

下半年，伴随着部分经济体疫情形势好转、推动复工复产，加上史无前例的纾困政策发挥作用，全球经济开始触底回升。供给方面，摩根大通全球综合 PMI 指数自 7 月以来已连续四个月位于荣枯线上方，制造业、服务业景气度均

有所改善，其中，制造业新订单指数 10 月已回升至 55。需求方面，OECD 消费者信心指数反弹，主要国家零售销售额同比增速上升；部分国家国内商旅等出行需求增加，10 月亚洲、北美航班恢复率分别回升至 60%和 40%以上，中国航班恢复率达到 96%；制造业出口订单开始增加，世界贸易量连续四个月环比上升，全球贸易同比萎缩程度大幅收窄。然而，随着四季度疫情反弹，近期部分经济体消费、出口已显示出放缓迹象。我们预计，三、四季度全球 GDP 增速将分别为 29.5%和-5.3%。整体来看，全球经济在 2020 年经历了大起大落，全年 GDP 增速为-4.9%，同比下降 7.4 个百分点（图 1）。

图 1：全球 GDP 与综合 PMI 指数对比（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）2021 年全球经济进入弱复苏

尽管当前全球经济部分领域呈现改善迹象，但疫情对经济的冲击还在持续，短期回暖并不代表实质性复苏。展望 2021 年，全球经济复苏将面临三大制约。

一是就业状况不容乐观。疫情对就业的影响是广泛且持久的。根据国际劳工组织（ILO）的统计，2020 年三季度，全球工作时间下降程度虽有所收窄，但仍高达 12.1%（相当于损失 3.45 亿个全职岗位），预计四季度降幅为 8.6%（相

当于损失2.45亿个全职岗位)。从主要经济体来看,10月美国失业率降至6.9%,但仍远高于疫情前的水平;欧元区和日本就业形势不仅未改善,反呈恶化态势,9月欧元区和日本失业率分别上升至8.3%和3.0%。

二是经济增长动力不足。一方面,由于疫情导致的工作时间减少、失业增加,居民收入急剧下降,全球贫困状况恶化。ILO报告显示,2020年前三季度,全球劳动力收入同比下降10.7%(相当于全球GDP的5.5%),约7000万到1亿人口可能陷入极度贫困,其中南亚和南部非洲所受冲击尤其严重。另一方面,即使经济已经重启,出于对未来下行风险的担忧,居民也会倾向于增加储蓄,企业不愿意扩大生产,导致内需回升乏力。

三是新一轮疫情带来冲击。近期,美国新增病例再创新高,几个欧洲国家重新实施封锁政策,拉美疫情仍在蔓延,亚洲部分国家出现反弹。二次疫情将延缓经济复苏步伐,使得全球经济在2020年四季度和2021年一季度再度放缓。虽然目前部分疫苗研发团队宣布已取得积极进展,但其效果尚待进一步验证,且由于疫苗在储存、推广等方面存在技术难度,恐难在短期内得到大范围普及。

因此,预计疫情的影响至少在2021年上半年仍将延续,主要经济体将维持目前的宽松财政和货币政策。如果疫苗在2021年二季度或三季度得到推广,全球经济有望在2021年下半年真正走向复苏,全年GDP增速预计达到4.5%。

(三)全球经济秩序将展现出新图景

当前世界正处于百年未有之大变局,疫情使这个大变局加速演进,国际环境面临深刻复杂变化。未来几年,全球经济预计将呈现“三低、三新”的特征。

三低:一是低增长,受前述制约因素影响,全球经济复苏动力不强,即使疫情结束,可能仍会延续低增长态势。**二是低利率,**为了推动经济复苏、缓解债务负担,发达经济体宽松货币政策不能过早退出,仍需保持相对较低的政策利率水平。**三是低投资,**在实体经济复苏乏力、资金回报率降低、全球产业链

重塑的背景下，跨境直接投资（FDI）恐继续低迷，短期内很难回到过去的峰值。

三新：一是新力量。在全球经济整体低增长的格局下，区域表现将有所分化，发达经济体增速下降，中国和东盟将率先复苏、保持较高增长，拉美和非洲经济将在高波动中低速发展。全球经济和贸易重心将加速向亚太转移，以RCEP 为代表的区域经济集团将崛起，成为引领世界经济的新兴力量。**二是新趋势。**一方面，疫情后各国高度重视可持续发展，绿色复苏成为共识，将成为推动全球经济转型的重要方向。另一方面，全球化的表现形式也将出现转变，数字化、信息化、服务化成为趋势。疫情后，传统的以商品贸易自由化推动的全球化正在遭遇挑战。各国对关键产业、关键技术的控制增强，国家安全、公共安全等非经济因素对国际产业分工的影响加大，疫情对全球产业链的影响可能从暂时、局部的调整演变为长期、全面的重塑。在此过程中，全球新一轮科技革命和产业变革蓄势待发，经济信息化和数字化进程加快，数字经济和实体经济深度融合，高端制造业成为全球产业竞争制高点。新技术的应用也将催生新的服务业态，制造业与服务业的融合发展可能推动货物贸易与服务贸易“双轮驱动”的全球化新格局。**三是新秩序。**近几年来，全球保护主义、民粹主义、单边主义抬头，国际多边经贸体系遭到极大破坏。拜登上台后，美国有望重返多边主义，并着力重塑国际经贸秩序。然而世界已经改变，发达盟友的合作基础已经动摇，区域集团正在兴起，发展中经济体要求更多话语权，国际经贸规则需要不断更新，国际间政策博弈将更加激烈。国际经贸秩序恐难简单地回到过去，将面临修复与调整。

表 1：2021 年全球主要经济体关键指标预测（%）

地区	年/季 国家	GDP 增长率			CPI 涨幅			失业率		
		2019	2020f	2021f	2019	2020f	2021f	2019	2020f	2021f
美洲	美国	2.3	-4.5	3.1	1.8	1.2	1.9	3.7	8.1	6.3
	加拿大	1.6	-7.1	5.2	1.9	0.7	1.6	5.7	9.5	8.0
	墨西哥	-0.1	-9.0	3.5	3.6	3.5	3.6	3.5	5.1	5.3
	巴西	1.1	-5.8	2.8	3.7	2.8	3.1	11.9	14.0	13.7
	智利	2.3	-6.0	4.5	2.6	2.9	2.6	7.2	11.5	10.0
	阿根廷	-3.0	-11.8	4.9	53.7	42.0	45.0	9.8	12.6	11.5
亚太	日本	0.8	-5.3	2.3	0.5	0.0	0.2	2.4	2.9	3.2
	澳大利亚	1.8	-4.2	3.0	1.6	0.7	1.5	5.2	7.0	7.4
	印度	5.8	-7.3	7.2	3.7	5.8	4.3	—	—	—
	韩国	2.0	-1.9	2.9	0.4	0.5	1.1	3.8	4.1	4.0
	印尼	5.0	-3.9	2.6	2.8	2.0	2.5	5.1	6.8	6.3
欧非	欧元区	1.2	-8.5	5.1	1.2	0.3	0.9	7.6	8.0	9.3
	英国	1.4	-9.8	5.9	1.8	0.9	1.5	3.8	5.0	6.9
	俄罗斯	1.1	-4.1	2.8	4.5	3.3	3.6	4.6	5.8	5.6
	土耳其	0.3	-5.0	5.0	15.5	11.8	11.2	13.7	14.5	14.0
	尼日利亚	2.3	-4.3	1.7	11.4	13.0	13.0	—	—	—
	南非	0.5	-8.0	3.0	4.1	3.3	4.0	28.7	32.5	33.8
全球		2.5	-4.9	4.5	3.5	2.2	2.6	—	—	—

资料来源：中国银行研究院。注：f 为预测。

二、2021 年全球金融形势展望

（一）2020 年全球金融市场形势企稳，后续需警惕新兴市场资本外流

回顾 2020 年，全球金融市场受疫情影响波动剧烈，主要呈现以下阶段性特征：第一阶段，金融市场发生大幅动荡及流动性危机。多种资产波动性触及 2008 年以来高点；更多现金流入防御性资产导致主要经济体国债价格上升，收益率大幅下降；高收益债券、杠杆贷款利差大幅上升；全球美元市场流动性显著恶化。第二阶段，主要经济体采取政策强力支持经济和金融市场，流动性危机缓解，投资者风险偏好回升，资金重新流入风险资产；政策支持信贷流向实体经济。第三阶段，由于主要经济体疫情反弹，经济复苏势头减弱；由于经济刺激措施减弱，企业和家庭杠杆率及违约率上升，流动性危机转化为偿付能力问题，

特别是受疫情影响严重的部门及中小企业违约和资不抵债风险更高。

股市方面，全球股市已从疫情暴发以来的低点强劲反弹，MSCI 全球股市指数在 2020 年三季度末升至历史高点，其中，发达市场领先于新兴市场。但各国由于疫情形势、政策支持范围及部门构成不同而存在显著差异。美国股市表现优于其他市场；科技股和消费品板块领先；受疫情冲击更大的部门、能源和金融板块表现较差。发达经济体股市，特别是美国存在估值过高、与经济表现脱节的倾向。2020 年，VIX 指数一直在历史水平之上起伏波动。美国大选之后，投资者恐慌情绪已缓解，但 VIX 期货期限结构显示波动性可能在未来季度反弹。标普 500 黑天鹅指数在 2020 年大部分时间处于警戒线水平 130 以上，在美国大选后呈上升趋势，表明投资者对未来的厚尾风险仍保持警觉。

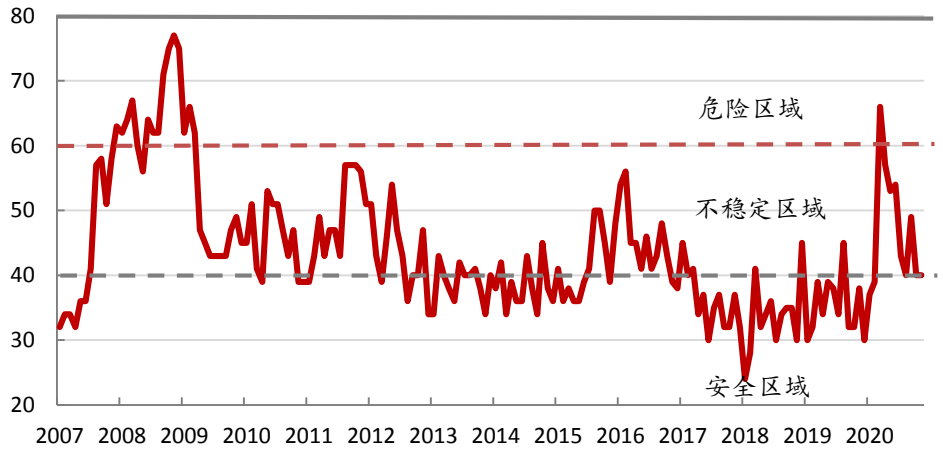
债市方面，2020 年以来，主要发达经济体公司债市表现良好，利率下降和偿债条件放宽缓解了公司债务负担，加上应对疫情的融资需求上升，多个市场新债发行大幅增长。因此，企业净杠杆率继续攀升，资本结构越来越依赖于债务和低利率。随着企业歇业延续，收入和偿债能力下降，公司资产质量下降，信用评级被下调的数量上升，再融资风险、拖欠率和违约率上升，能源及高杠杆率、非投资级、BBB 级企业最为脆弱。据 BIS 分析，2020 年全球 GDP 增长率若在-11%到-4.5%之间，则当年企业破产率将增长 20%-40%。一方面，许多经济体采取措施推迟企业破产，会形成许多僵尸企业，这为未来破产埋下伏笔；另一方面，利率下降刺激了投资者增加对高风险资产的投入，也进一步增加了未来的违约风险。

汇率方面，疫情发生后由于全球对美元需求大幅上升，美元指数（DXY）从 2020 年 3 月中旬开始上升。随着美联储大量提供流动性，DXY 在 2020 年 5 月中旬触顶稳定。随后美国利率下降削弱了美元资产吸引力，主要发达经济体货币兑美元升值。由于欧洲疫情控制好于美国，欧盟达成复兴计划，市场对欧元区经济复苏信心增强，支撑了欧元兑美元升值，且领先其他币种。2020 年三

季度美国经济复苏，美元继续流入，DXY 自 8 月以后维持稳定并小幅回升，但美元兑主要货币交易的市场波动性有所上升。受疫情影响，投资者对新兴市场资产需求下降，加速了部分新兴市场货币贬值，拉美国家货币贬值幅度大，而疫情控制较好的部分亚洲新兴市场货币小幅升值。

未来，金融市场总体将延续趋稳态势，但是地缘政治、刺激政策潜在风险等负面因素不容小觑。就美国金融危机风险指标（ROFCI）走势而言，未来走势很大程度上取决于疫苗上市后的疫情控制情况、新刺激措施的落实以及企业违约率情况（图 2）。新兴市场或将出现资本外流，拉美外部融资需求较高的国家将更加脆弱。这主要是由于经济衰退、利率下降影响了其对外资的吸引力；逆全球化削弱了其参与全球价值链（特别是传统制造业）关键环节的竞争力。疫情也导致新兴经济体财政支出和赤字上升，限制了其宽松政策的空间。这些因素可能进一步导致本币贬值和资金外流。

图 2：美国金融危机风险指标（ROFCI）



资料来源：中国银行研究院

（二）2021 年全球金融市场面临诸多风险考验

展望 2021 年，新冠疫情的演进及其传导效应引发的潜在风险值得进一步关注。此外，LIBOR 退出大限将至，过渡期内风险因素相互叠加，可能引发金融

市场更大的波动。

第一，发达经济体庞大财政刺激计划“退出”的两难困境。为了应对疫情，截至 2020 年 9 月，各国财政刺激政策总规模达到 11.7 万亿美元，接近全球 GDP 的 12%，平均赤字率同比上升 9 个百分点。据 IMF 预测，发达经济体中有 1/3 财政赤字占 GDP 的比重将出现两位数增长，美国将从 2019 年的 5.63%攀升至 2020 年的 18.72%，达到二战以来最高水平。发达经济体政府平均总债务达到 GDP 的 126%，比 2019 年上升近 30 个百分点。新兴市场和低收入发展中国家的融资需求急剧增加，公共债务膨胀，同时外债风险加剧，借款成本上升。2021 年，预计超过一半的低收入发展中国家债息支出占税收收入的比例将超过 20%。许多国家债务高悬难以负担，未来还债难度加剧，债务可持续性压力凸显。

由于各国为实现经济发展目标仍面临巨大的支出，预计 2021 年公共债务将继续攀升，不可避免地加重政府财政预算赤字问题。同时，鉴于财政空间有限，空前扩张的财政政策将使政府在退出时面临两难困境。一方面，政府可以通过加息和缩表偿还债务，但这意味着更高的税收和更低的支出，这将影响经济复苏，甚至引发衰退。另一方面，债务较高的欠发达经济体可能不得不进行债务重组，甚至违约。这将影响主权信用评级和债务可持续性，甚至引发债务危机。

第二，货币政策启动第二轮宽松周期，加剧长期低利率风险。疫情以来，全球开启史无前例的宽松浪潮，加重了低利率甚至负利率的隐患，风险与挑战上升。美联储预计将维持当前利率水平至 2023 年年底。面对新冠疫情导致的严重经济衰退，欧洲、日本央行持续更长时间超低利率。新兴市场的实际利率也普遍走低。从中长期来看，全球央行过度宽松的货币政策和长期低利率环境，会引发诸多金融风险。第一，长期低利率和廉价的借贷成本容易鼓励金融机构的冒险行为，包括投机性购买高风险资产、过度杠杆，将放大风险偏好和货币政策传导的风险承担，加剧资产泡沫，特别是房地产泡沫。第二，公司由于承受更高的财务压力更容易扩大举债规模，可能导致大量资金流向僵尸企业，加

剧企业部门债务攀升和产能过剩问题，阻碍技术创新和产业升级转型。第三，主要经济体政策退出时将加大新兴经济体汇率风险。

第三，LIBOR 在 2021 年年底退出市场，可能引发定价机制混乱。此前，英国金融行为监管局（FCA）宣布，2021 年年底后将不再强制要求报价行报出 LIBOR。为应对 LIBOR 退出，各主要发达经济体积极推进基准利率改革，目前已基本完成替代基准利率的遴选工作。例如，美国、英国、欧元区和日本分别选择了有担保隔夜融资利率（SOFR）、英镑隔夜平均指数（SONIA）、欧元短期利率（€STR）和日元无担保隔夜拆借利率（TONA）。但由于挂钩 LIBOR 的金融产品和衍生品存量仍然巨大，基准利率的切换可能引发金融市场的动荡。根据纽约联储数据，与美元 LIBOR 挂钩的产品总价值达到 200 万亿美元，在 2021 年年底预计到期率约为 82%。LIBOR 退出直接影响挂钩 LIBOR 的未到期产品，目前对于未到期交易的退出方式仍没有定论，可能的方式是在新替代指标的基础上加特定利差来替代 LIBOR。无论采用何种方式，LIBOR 利率的切换将导致未到期交易双方合规成本的上升。而且如果基准利率和利差的选择无法得到市场认可，则会带来相关产品定价机制的混乱。新基准利率复杂的计息规则、存量业务转换带来的新旧利率并存等情况也对系统功能的改造提出了更高要求。

三、2021 年热点问题展望

（一）后疫情时代国际格局的演变趋势

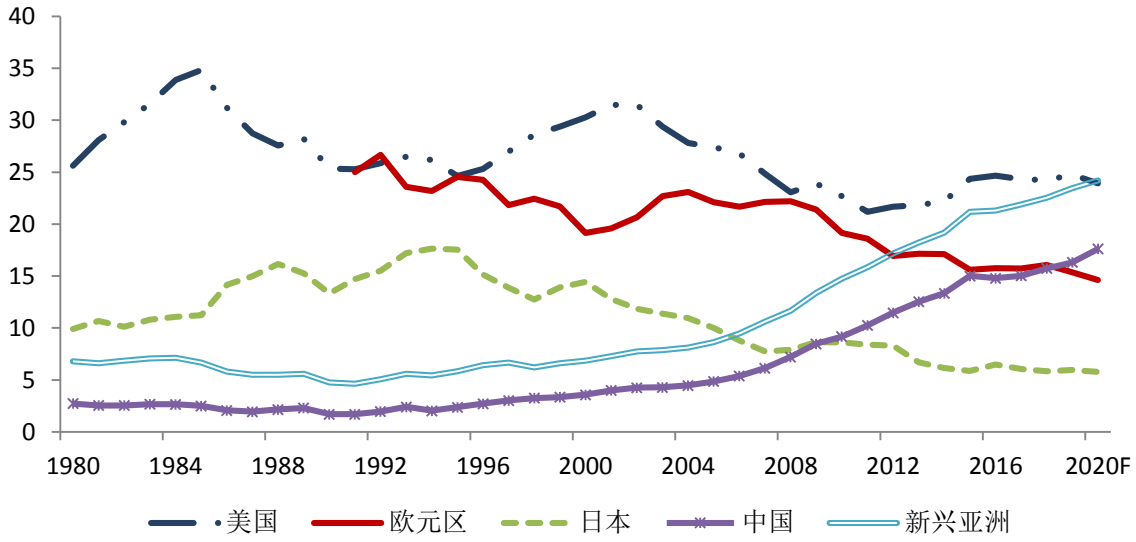
2020 年暴发的新冠肺炎疫情加速了国际格局演变。在疫情发生前，全球就开始呈现经济疲软、重心东移、去全球化和民粹主义抬头、国际治理机制失灵、大国博弈加剧等现象，疫情发生后，上述趋势更加明显。作为战后国际秩序的主要塑造者和参与者，美国大选之后的内政外交政策和全球化参与方式将显著影响国际格局演变。

1. 疫情加速国际格局演变

疫情前国际政经格局主要有三个特点。

第一，全球经济“东升西降”，步入低利率时代。2019 年全球经济增长 2.5%，远低于 IMF 预测的 3%，为 2008 年金融危机以来的最低增速。全球经济区域分化严重，发达经济体仍受到 2008 年金融危机的负面影响，新兴经济体成为经济增长的主要推动力。1980 年发达经济体占世界 GDP 份额高达 76%，2019 年降至 60%左右，而同期亚太新兴经济体占世界 GDP 比重由 6.8%上升至 23.5%，份额显著上升（图 3）。在实体经济低迷复苏背景下，全球低利率、负利率逐渐成为常态，目前美国、欧元区、日本、英国 GDP 加权平均的政策利率水平约为-0.04%。未来，发达经济体需消化沉重的债务负担，经济动能仍将受到影响。

图 3：全球主要经济体 GDP 占世界的比重（%）



资料来源：IMF，中国银行研究院

第二，逆全球化趋势愈演愈烈，国际治理规则面临重构。一是特朗普上任以来推行“美国优先”政策，以贸易不平衡为由，向全球多个国家发动关税战。在其执政期间，美国退出多个二战之后主导的国际体系，包括《巴黎协定》《伊核协议》以及联合国教科文组织、世界卫生组织等多个国际机构。**二是**欧洲民粹主义支持率上升，加剧社会分裂并对主流政经政策产生干扰。受长期经济低

迷和贫富差距扩大的影响，欧盟各国民粹主义政党登上政治舞台，德国选择党、法国“国民联盟”等在本国民众支持率上升，对传统建制派政策构成挑战。**三是**英国退欧成为逆全球化典型案例。英国在退欧之后需重塑与欧盟未来关系，与全球各国重谈贸易协议，自身外交政策、贸易、金融监管、移民等制度将不可避免地发生变化。

第三，经济重心东移和全球持续存在的失衡现象导致大国博弈更加激烈。随着全球治理体系的失灵，国家之间的摩擦和冲突无法在多边框架下得到调和，大国间竞争更趋激烈。以世贸组织上诉机构为例，上诉机构是专门审理上诉案件的常设机构，是争端解决机制的重要组成部分。由于美国持续阻挠上诉机构成员遴选，上诉机构自 2019 年 12 月 11 日起陷入停摆，对多边贸易体制带来了沉重打击，各国之间的贸易摩擦无法通过协商和仲裁解决，更加倾向于采取反制和“以牙还牙”政策，使形势更加恶化。

疫情加速了全球政经格局重塑。一是亚洲大部分国家的疫情防控效果优于西方发达经济体，以中国为代表的亚洲经济复苏时间将早于西方经济体，有望继续引领世界经济增长。由中日韩澳新和东盟十国签署的《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）将进一步深化亚太各国经贸合作，有助于提升该地区在国际规则和全球治理体系的话语权。**二是**部分发达经济体在疫情期间要求关键战略物资供应链回流本土，或成为永久性变化。例如，美国政府紧急启动《国防生产法案》，加强对医疗防疫物资的战略储备，要求相关企业回到美国。英国政府出台“保卫工程”计划，对自身经济薄弱环节进行梳理，结束英国在医疗用品和战略物资对主要进口国的依赖。即便在疫情结束后，发达经济体也会高度重视对自身战略物资的控制，收紧外资收购政策。

2. 美国大选后国际政经格局将呈现新变化

作为二战之后国际格局的主要领导者和塑造者，美国外交政策的变化将对

国际格局未来走向产生重大影响。考虑到拜登外交政策主张与特朗普存在较大差异，拜登当选后，美国对外政策将逐渐调整，2021 年国际格局或将呈现一些新变化。

一是以多边主义为标志的国际治理体系暂时得以维系，但内部脆弱性愈加突出。拜登上台后，美国将重新回归传统外交政策，回归多边主义和全球主义，重新加入特朗普时期退出的各类国际组织，将重申美国对全球民主联盟、多边合作以及基于规则的国际秩序的承诺，着手修复与主要盟友之间的关系，但这不会改变当前国际多边治理体系所面临的问题。一方面，美国综合实力弱化，主导国际秩序的能力下降。2021 年，拜登上台后首先要直面国内挑战和疫情危机，在国内民众对积极的外交政策缺乏支持时，其更多地将在口头上重申参与国际事务，行动上不会过于积极。另一方面，与美国类似，其欧洲和亚太盟友同样遭受疫情严峻冲击，经济面临挑战，在缺乏现实安全威胁的背景下，各国更倾向于通过均势策略来维持平衡，而不愿只与美国维持排他性的双边关系。因此，即使拜登上台，美国可能也难以真正实现“美国领导”。

二是美国在 2021 年初可能会陷入“二次衰退”，全球经济重心将继续东移。此次疫情对各国经济增长和潜在路径都造成较大冲击，由于各国疫情防控水平存在差距，经济恢复速度也将存在较大差异。对于美国来说，拜登主张更加积极地应对疫情，谨慎开放经济。因此，明年 1 月后，美国各州疫情防控措施或将逐渐升级，2021 年一季度美国经济或将再次陷入衰退。二季度后，随着疫情逐渐得到控制，美国经济复苏将加快，不过考虑到疫情已持续一年时间，美国企业破产增加，很多就业岗位已经彻底消失，即使疫情得到控制，经济也不会很快回归到常态化水平。根据 EIU 的测算，在主要经济体中，预计美国、德国、法国和加拿大需要到 2022 年，英国需要到 2023 年，日本和意大利需要到 2024 年才能恢复到 2019 年经济水平。反观中国，今年率先走出了疫情冲击，成为 G20 国家中唯一实现正增长的经济体，东亚、东南亚大部分发展中经济体在 2021

年就将恢复到 2019 年水平。从这个角度看，拜登上台也不会改变全球经济“东升西降”的格局。

三是全球化逐渐从“保护主义”向“区域主义”演进。虽然拜登支持自由贸易和多边贸易体系，在上台后会改变特朗普贸易保护主义立场，但是在疫情和大国博弈下，公共安全、国家安全以及科技竞争在全球将愈演愈烈，全球化很难简单回到过去。2018 年以来，随着《跨太平洋伙伴关系全面进展协定》（CPTPP）、日欧自贸协定、美墨加自贸协议、美日自贸协定、日英自贸协定、RCEP 协定等陆续签署，全球化加快向区域化转变，拜登上台后这一趋势将进一步强化，美国与欧洲、日本等盟友之间的关系将得到改善，对盟友征收的关税和施加的非关税壁垒有望废除，将加快推进与欧盟、英国等发达经济体开展的自由贸易协定谈判，可能将重返 CPTPP 谈判，将加快推动产业链回流或近岸化生产。

（二）绿色复苏助推全球经济增长

2020 年新冠肺炎疫情的暴发给全球经济带来重创。为应对疫情冲击带来的经济衰退，各国相继启动了前所未有的万亿级经济刺激计划。然而从以往全球经济危机的应对经验来看，为促进经济复苏所采取的大规模刺激计划往往会对环境带来负面影响。2009 年全球温室气体排放量因金融危机而显著下降，但 2010 年的排放量随即激增至历史新高，各国在推行经济刺激计划时，鲜少关注对环境的溢出作用。在此轮经济刺激行动中，各国吸取了以往的教训，普遍将绿色复苏作为经济发展的关键环节，绿色经济成为全球经济复苏中的重要推手。

欧洲国家是推动全球经济绿色发展的重要力量。2020 年 7 月欧盟委员会（简称“欧委会”）公布的 7500 亿欧元的经济复苏财政预算中，有四分之一用于环保、清洁基础设施和电动汽车投资。未来 7 年欧盟将投入 5500 亿欧元用于气候保护行动，超过欧盟“下一代欧盟”复兴计划总预算资金的 30%。欧委会

特别指出，阻止气候变化将成为欧洲经济摆脱新冠肺炎疫情冲击、走上经济恢复之路的中心内容。此外，德国、法国、英国等国家提出的经济复苏方案也都关注对清洁能源、清洁基础设施和电动汽车等“绿色”领域的投资。疫情影响下的欧洲经济整体疲软，但绿色产业则呈现逆势增长的良好势头。欧盟能源需求整体下滑的同时，可再生能源占比创历史新高。欧委会发布的报告显示，截至 2020 年底，可再生能源在欧盟能源总消耗中的比例预计将达到 22.8%-23.1%，2030 年有望进一步增加至 32%。

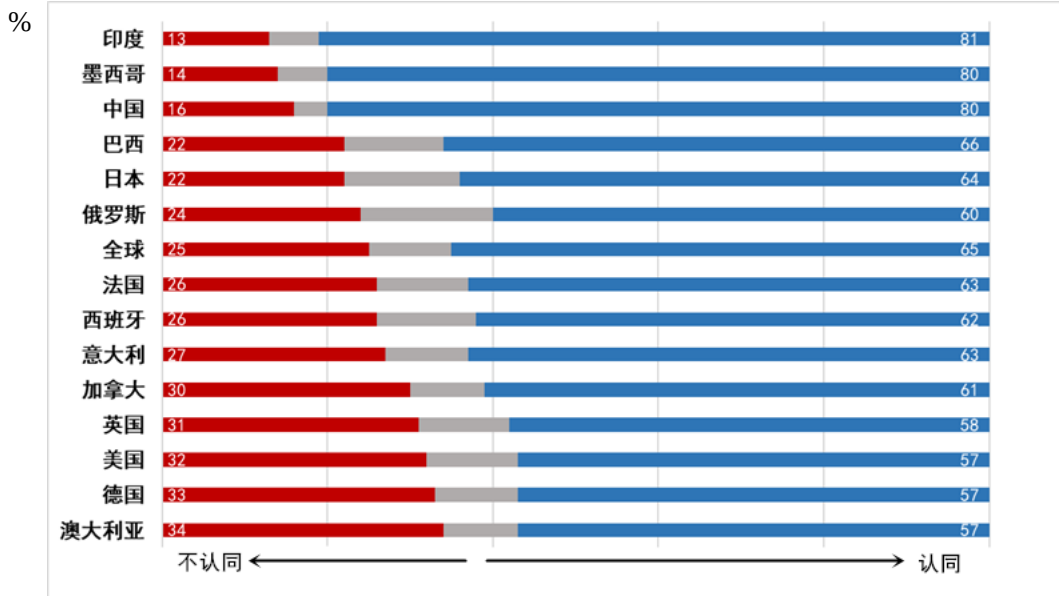
美国政府在特朗普任下退出《巴黎气候协定》，也未能兑现其在《哥本哈根协定》中所做出的温室气体减排承诺，在绿色发展上全面倒退。但在民主党候选人拜登赢得美国总统大选后，美国联邦层面的气候政策将随之而变。拜登将疫后复苏与绿色发展一同列为执政关键内容，提出了一系列改善气候和环境问题、推动能源革命的措施，包括将在就职第一天重返《巴黎气候协定》，在四年任期内投入两万亿美元用于气候行动等。

中国作为全球第二大经济体，在疫后经济复苏中全面践行绿色发展理念。2020 年中国政府工作报告首次提出加强新型基础设施建设和新型城镇化建设，通过鼓励新能源汽车消费和新能源基础设施布局、推广建筑节能改造和新建建筑绿色标准等措施，对绿色发展形成强有力的激励。10 月份召开的中国共产党十九届五中全会提出“广泛形成绿色生产生活方式，碳排放达峰后稳中有降”的远景目标，结合习近平主席在第七十五届联合国大会一般性辩论上做出的中国“二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”的承诺，下一阶段中国的经济社会发展将全面落实绿色转型。

普通民众层面，支持绿色复苏的呼声同样日益高涨。2020 年 4 月，英国调查机构伊普索-莫利（Ipsos Mori）进行的一项线上调查显示，全球主要国家的受访者中有近三分之二认为，后疫情时代政府应将气候变化作为经济复苏计划的首要关注事项之一（图 4），其中来自印度、墨西哥、中国等新兴经济体的受访

者认同这一观点的比例最高，均超过 80%，巴西受访者的认同比例亦超过全球平均水平。“绿色复苏”在全球范围内已经达成广泛共识，全球经济绿色复苏属大势所趋。

图 4：是否认同政府在后疫情时期将气候变化列入经济复苏计划优先关注事项



资料来源：伊普索-莫利（Ipsos Mori），中国银行研究院

近年来，全球范围内的风暴、洪水、山火等极端自然灾害越来越频繁，气候变化已经成为威胁全人类生存的“灰犀牛”式事件。2019 年《中英合作气候变化风险评估-气候风险指标研究》指出，如果不采取遏制气候变化的行动，2100 年气候将上升 5 摄氏度，部分区域可能上升 7 摄氏度，造成海平面上升、洪灾天气风险上升等自然灾害。此次疫情同样提醒人们应该降低对生态环境的消耗，避免未来可能出现重大自然灾害。

新冠疫情严重冲击了全球经济发展，但疫后复苏也为各国经济结构转型和绿色发展提供了机遇，为推动全球化进程注入新的动力。国际能源署总干事 Fatih Birol 在新冠疫情暴发不久后的 3 月份即提出，“各国政府面临着千载难逢的机遇，可以重振经济，创造一波新的就业机会，同时加快向更有韧性、更清洁的能源未来的转变。”2020 年 6 月，国际能源署（IEA）与国际货币基金

组织（IMF）共同起草了一项 3 万亿美元的绿色复苏计划，落实该计划将会在有效控制温室气体排放的同时，使未来三年全球经济年均增长 1.1%，每年在全球范围内挽救或创造 900 万个工作岗位。国际可再生能源署（IRENA）4 月份发布的报告也指出，加速可再生能源投资除了有助于遏制全球气温的上升外，还将为全球经济的疫后复苏提供强力支持。长期来看，每 1 美元的可再生能源投资将获得 3 至 8 美元的回报，能源结构转型将会使 2050 年全球 GDP 增加近 100 万亿美元，并能够带动相关行业的就业岗位数量翻两番。

展望下一阶段，各国应将《巴黎气候协定》要求全面融入到经济复苏计划，强化全球气候变化合作，不断完善绿色相关机制和规则，推动经济低碳转型，并加强对环境、社会和治理（ESG）的责任投资机制研究，构建可持续的经济发展模式，带动更广泛的社会和环境效益。

（三）全球跨境直接投资复苏前景

全球跨境直接投资（FDI）前景很大程度上将取决于疫情在全球持续的时间、各国防疫管控措施和财政纾困政策的效果。短期内，全球跨境直接投资能否恢复增长面临一定的不确定性。长期来看，得益于全球特别是亚洲新兴经济体的投资准入放宽、RCEP 协定签署以及“一带一路”投融资建设，跨境投资流动将逐渐回归复苏趋势。

2020 年，新冠疫情导致全球 FDI 大幅下滑。根据联合国贸发会议最新报告，2020 年上半年全球 FDI 总规模为 3990 亿美元，相比去年同期下降 49%。同时联合国也预测，在 2020 年下降的基础上，2021 年全球 FDI 总额将再下降 5%至 10%，2022 年可能开始复苏并逐步恢复到疫情之前的水平。

全球投资大幅下降的原因主要有以下三个方面。一是跨国公司利润大幅下滑，再投资收益显著减少。平均而言，跨国公司再投资收益在全球 FDI 中的占比达到 50%以上。2020 年，全球最大的 5000 家跨国公司的预期收益平均下调

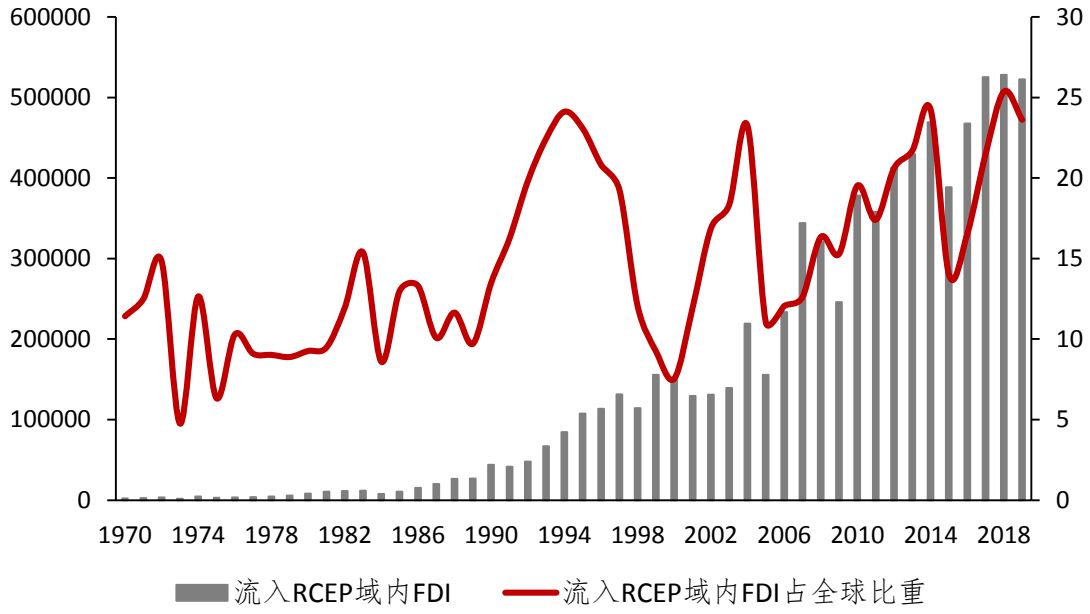
40%，一些行业甚至出现亏损，利润下降严重影响其再投资收益水平。**二是**疫情期间世界各国采取的防疫管控措施导致现有投资项目进度放缓，同时对全球经济前景的担忧也使得跨国企业在评估是否继续投资新项目时持谨慎态度。2020年上半年，全球新增绿地投资下降37%，跨境并购下降15%，新宣布的跨境项目融资交易（基础设施的重要投资来源）下降25%。**三是**疫情冲击下，部分产业结构较为脆弱的发展中经济体发生财政或债务危机的不确定性上升，进一步增加当地基础设施建设等长期投资的风险。同时，地缘政治紧张、金融市场波动等因素也将制约跨境直接投资活动。全球整体低迷的经济大环境加之众多不确定性风险，导致各国对外投资趋于谨慎，跨境直接投资增长的推动力量不足，预计2021年上半年乃至全年的全球FDI仍将处于U型曲线由下降到稳定的阶段。

新冠疫情加速发达经济体和发展中经济体投资政策取向分化。新冠疫情对全球投资政策的影响将是长期性的。**对发达国家而言，**新冠疫情加剧其对产业链安全和国家安全的担忧，将会强化其对外国投资实行更加严格的准入政策。近几年来，发达国家均引入了更为严格的战略产业投资筛选机制，许多大型跨国并购交易因监管或政治原因被撤回或中止。疫情发生后，发达国家进一步强化其外国投资审查机制，出台包括强制性生产、医疗设备出口禁令等干预措施，以保护本国的医疗保健及其他战略性产业。**对新兴经济体而言，**各国纷纷出台外商投资自由化和便利化措施，以吸引外资并支撑其疫后经济修复。一是扩大外商投资范围，特别是拓宽外资企业在采矿、能源、运输和电信等服务业领域的经营权。二是通过简化投资者行政程序或扩大投资激励等，提升外商投资便利化程度。

长期来看，全球FDI将主要流向RCEP域内和“一带一路”沿线国家。2020年11月15日，包括东盟十国和中日韩澳新在内的十五国正式签署《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）。RCEP未签署前，域内已经吸引了全球16%的FDI

存量和超过 24%的 FDI 流量。RCEP 协定的签署，进一步削减了区域内关税及非关税壁垒，将促进形成更为紧密的区域产业链、供应链和域内统一市场，并对全球 FDI 形成巨大的吸引力。一方面，RCEP 协定覆盖全球约 30%的人口和 29.3%的 GDP，成为全球消费潜力最大的市场；另一方面，日韩技术优势、中国产业链优势、东盟劳动力优势和澳新的自然资源优势将吸引跨国企业在区域内投资建厂。此外，“一带一路”沿线国家中，促进当地经济增长和产业升级的投融资建设、私有化改革、并购和重组机会前景广阔，也将成为吸引 FDI 流入的重要推动力。

图 5：流入 RCEP 跨境直接投资额及占全球比重（百万美元，%）



资料来源：UNCTAD，中国银行研究院

（四）国际多边经贸体系的“危”与“机”

国际多边经贸体系是维持世界经济稳定的基石。过去几十年，一系列多边经贸体系的制度设计为国际间的合作发展提供了重要支撑。近年来，保护主义、单边主义呈抬头之势，逆全球化暗流涌动，对国际多边经贸体系造成严重冲击。特别是，特朗普任期内，美国奉行“美国优先”政策，频繁利用关税和退出国

际组织等挑战多边主义规则。新冠肺炎疫情对全球供应链、产业链的冲击也进一步加大了全球自由贸易体系的裂痕。尽管如此，我们认为，随着各国疫情得到有效控制，经贸秩序陆续恢复，经济全球化时代“你中有我，我中有你”的格局不会改变，国际多边经贸体系“危”“机”并存。一方面，全球多边贸易治理陷入困境，亟待改革。另一方面，随着数字经济和贸易的快速发展，以及各国携手推进全球治理体系改革转型，基于多边主义的全球经贸体系将迸发出新的活力。

目前，多边经贸体系主要面临三大危机。**第一，现有国际经贸治理体系严重落后于全球经济发展现实。**21 世纪以来，世界银行、IMF 和 WTO 等多边组织的改革陷入停滞，对多边经贸体系的制度保障作用被严重削弱。例如，世界银行从 20 世纪 80 年代末开始向陷入债务危机的拉美和非洲国家提供救援贷款，并要求受援国实施全面私有化、市场化和自由化的结构调整方案，但这些改革政策最终以失败告终。WTO 在多边贸易体系中的中心地位更受到了严重挑战。随着成员国数量的持续增加，国家间利益分歧加大，全球性组织在代表性和决策效率等方面的矛盾越来越突出，导致其决策能力越来越弱。此外，全球化进程中经贸利益分配不均衡，国际经济贸易领域公共产品供给不足等，都为现有的国际经贸治理体系带来挑战。

第二，“保护主义”“单边主义”抬头，动摇全球多边经贸体系根基。近年来，新兴经济体逐渐成为全球经济和贸易增长的重要贡献者，在维护多边贸易体制、构建开放型世界经济、气候谈判、国际合作等多边主义治理中发挥了重要作用，也导致过去由发达经济体主导的金字塔式国际贸易治理体系开始向扁平化方向发展。伴随着世界经济格局的深刻调整，国际产业链供应链竞争日益激烈，个别国家开始推行“保护主义”“孤立主义”，提高关税壁垒，限制技术转让。特别是叠加疫情冲击，国际贸易和投资大幅萎缩，全球化遭遇前所未有的逆流。同时，近年来全球贸易复苏步履维艰，加之缺乏全球再分配机制，贫

富分化加剧，部分国家内部治理面临挑战，国内政治社会内卷化，动摇着多边主义的世界秩序。

第三，双边、区域性协定成为阶段性主流选择，为全球经贸体系带来挑战和机遇。当前各大区域性组织如北美自贸区、欧盟、东盟等在推进区域经济一体化方面的能力日益增强，区域内、跨区域的双边或多边贸易协定正在边缘化甚至替代现有的世界经贸组织体系，逐渐主导新一轮国际经贸规则。一方面，贸易和关税协定中对本区域内产业链供应链的支持将进一步降低域外国家投资的积极性，从而削弱跨区域产业链的发展，影响国际多边经贸体系的未来发展。另一方面，倡导自由贸易与全球经贸合作的区域化经贸体系，有利于区域内产业链供应链网络的进一步发展强化，形成开放统一的区域市场，这在国际经贸体系改革艰难推进、全球经贸秩序加快重构的当下，有助于推动全球经贸治理体系改革，为全球经贸合作带来新动力。

国际多边经贸体系也存在机遇。**第一，数字经济将为全球经贸发展带来新的推动力。**随着新一轮科技革命的快速发展，全球经贸模式也由传统货物贸易向服务贸易和数字化转型。近年来，全球数字贸易实现快速发展。中国加强在数字经济等前沿领域合作，致力于推进数字丝绸之路合作；新加坡作为全球数字贸易的坚定支持者，积极参与制定全球数字贸易规则，与智利、新西兰、澳大利亚先后签署了数字经济协定；英国也制定了全球数字贸易战略，鼓励数据信息按照规定在各国之间自由流动。数字贸易体系的逐步建立，将大力推动现有国际经贸体系格局的发展完善，成为全球经贸体系的亮点和推动力，同时也为国际多边经贸体系的发展带来新的机遇。

第二，RCEP 等自贸协定的推进，将为全球经贸体系注入新动能。以 RCEP 为例，该协定是世界上规模最大的自由贸易协定，有助于整合区域多重制度框架，形成开放统一的亚洲市场，为全球多边贸易体系和全球经贸合作注入新动能。一方面，RCEP 的签署有助于维护多边贸易体系，将在亚太区域内构建相对

稳定的贸易秩序，减轻近年来全球贸易保护主义引发的负面影响，极大地提振市场信心，并对全球释放亚太经济体坚定不移构建开放型世界经济、支持多边贸易体制的重要信号。另一方面，RCEP 的签署也将重构区域产业链体系，为亚太经济增长提供新动能。随着 RCEP 的实施，区域内成员国之间的产业联系将更为紧密，区域内产业链供应链分工将进一步整合，有助于亚太经济体更积极地参与全球贸易体系新一轮重构。

第三，更多绿色和可持续概念注入全球治理体系，为全球多边经贸体系贡献新的合作契机。新冠疫情促使各国在人类命运共同体上逐渐形成共识，凸显建立良好的公共服务系统以及发展可持续经济的重要性。疫情后，预计各国在气候、水源、能源等生态环境方面将持续加大沟通与合作。同时，新冠疫情对全球治理也将产生深远影响。可以预见，未来各国政府都将加强干预功能，特别是在卫生和全球公共产品合作方面。目前，新冠病毒疫苗研发的多边合作机制的实践，正是对新常态下国际多边合作体系的有益探索。

（五）后疫情时代全球产业链重构趋势

2020 年新冠疫情的暴发除了对全球经济造成显著冲击外，还将对全球产业链重构产生更深远的影响。

1. 疫情前全球产业链的发展特征

疫情前，全球产业链发展主要分为两个阶段：扩张阶段及后来的基本稳定和走弱阶段。

在第一阶段，经济全球化方兴未艾，全球产业链的规模不断扩张，全球价值链在全球贸易增长中所占的比例达到 60%。主要驱动因素包括：（1）企业追求低成本、高效率，依据成本比较优势进行布局。（2）科技信息技术的快速进步使得不同国家和时区的信息与物流的匹配成为可能。（3）全球化使得各国之间的壁垒降至最低水平。流行疾病虽然偶发，但从未演变成像 2020 年全球流行

的新冠肺炎如此之严重。

在第二阶段，在总量基本保持稳定的情况下，各国开始对产业链的部分环节和布局进行调整。驱动力仍然是成本、效率，但不同行业调整方式和速度各异。适合在成本比较优势的前提下分散化生产的行业已经基本完成了这一转变，需要进行新的供应链布局的行业越来越少，全球价值链的整体规模因而受到限制。此外，西方发达国家的民粹主义回潮、贸易保护主义抬头使得价值链扩张人为受阻。而随着自动化的发展特别是机器人的广泛运用，也使部分企业失去了将生产环节分散布置在成本较低的发展中国家的动力。

2. 疫情对全球产业链体系的影响

新冠疫情对全球经济的沉重打击使得已经走弱的全球产业链雪上加霜。

首先，新冠疫情给全球产业链中的企业造成了巨大的利益流失。新冠疫情使全球各地经济陆续停摆，大量依赖全球“及时生产系统”运营的企业面临供应链失灵、断链的情况。根据麦肯锡的报告，这次受疫情影响的全球商品贸易总值达到了 2.9 万亿美元至 4.6 万亿美元，相当于 2018 年全球货物贸易总额的 16%-26%。

其次，受新冠疫情重创的各国政府看到了产业链体系完整性、安全性和可持续性的重要意义。这次疫情的风险集中体现在医疗器具和药品等公共卫生产业和汽车零部件等产业链条较长的产业。部分国家已经出台了分散产业链的相关政策，对于分散布局和将生产基地转移回本土的企业给予一定的补贴支持。外交政策方面，多国政府也已向着新一轮的供应链重组展开行动。可以预期，后疫情时代各国在产业链布局调整方面的政策支持力度将增加。

3. 疫情之后全球产业链的重塑趋势

我们预期，全球产业链的发展方向将会从之前的成本、效率因素主导转变

为可持续性与效率性兼顾的双元驱动。

第一，对地区隔离与地缘政治敏感的企业，将出现寻求其产业链完整化布局。典型行业如半导体、电子设备等企业有动力将分散的产业环节逐渐迁移，目的地将是能够提供稳定的生产消费环境、完整的上下游产业链供给的地区。成本和比较优势逐渐弱化的趋势下，生产的稳定性和可持续性将重塑产业链的未来。地缘政治和大国关系将对产业布局造成重大影响，同时监管以及质量标准等市场生态因素也将成为重要考量。

第二，对于高度依赖全球产业链的一般企业，将凸显“生产本地化”趋向，向消费者所在地进行产业环节迁移。一方面，随着机器人的不断运用，低廉的生产成本对于企业的吸引力不断下降；另一方面，企业的客户和所在国政府都在不断强化对于“生产本地化”的需求。对企业客户来说，生产本地化使客户更快捷、可靠地获得产品，免受到国际产业形势的干扰；对于各国政府来说，制定吸引生产环节迁入的产业政策将有利于构建本国完整产业链体系，维护本国经济稳定，并促进国内消费市场的深化。

第三，全球产业链风控模式将出现巨大转变。在这次新冠疫情大流行之前，全球产业链风险管理从总体上可视性差，透明度不够，系统的预警和应急能力较弱。未来新的风控体系应当是以数据为基础、全覆盖的风管架构，通过大数据的全链整合和运用，大幅提高对供应链的预警和可视度。

第四，企业将重视产业链相关的数字化建设，强化全球产业链的稳定性。此次疫情的一个重要影响是打乱了现行全球供应链的物流与信息交流模式。实现全球供应链的数字化可使企业从战略的高度防御未来类似供应链断裂的情形发生。企业可进一步通过大数据分析来有效地简化潜在供应商的甄选过程、提高风控能力；通过云计算有效管理供应商；通过自动化、物联网大大提高物流和运输效率。这次疫情也让跨国企业认识到了生产自动化的重要性。疫情后，

机器人技术将会被更广泛运用来减轻因人员流动限制对供应链的负面影响。

随着中国步入新发展格局，着力开展国内完整产业网络的建设。国内优越的市场空间和业已形成的产业链生态系统，势必将对准备进行产业环节迁移的企业产生巨大的吸引力。企业只有提前把握好上述趋势，才能不输在起跑线上。

（六）全球通胀水平小幅回升，各国刺激政策审慎应对

2021 年，随着疫苗逐渐应用，疫情波浪式退潮，全球经济将迎来向后疫情时代的转换阶段，经济分析框架由非常态的外部冲击转向常态的内在调整再平衡，通胀将成为经济复苏的重要关注因素。

短期内，全球通胀及预期水平将小幅回升，这主要源于四方面因素。

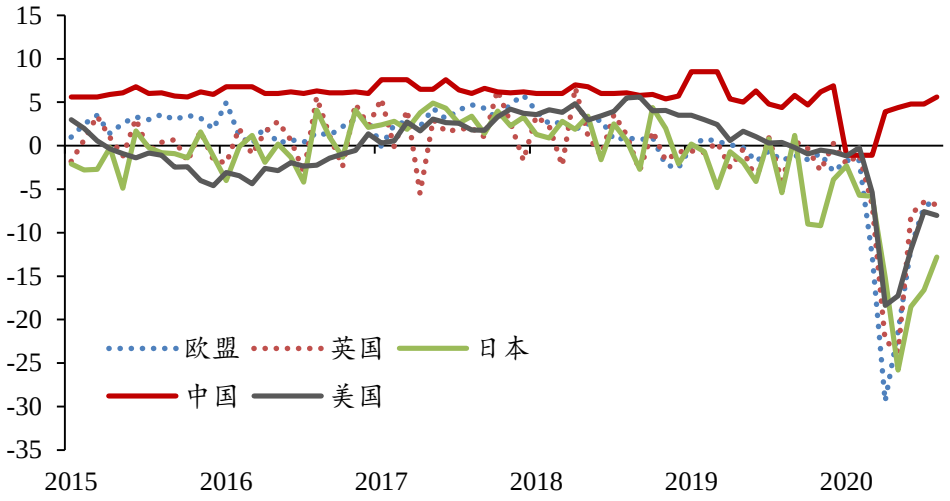
一是低基数效应。2020 年全球经济陷入深度衰退，通胀水平走低，将助推 2021 年 GDP 增速与 CPI 指标显著反弹。随着疫苗接种和应用，疫情逐渐得到控制，各国在低基数与共振效应下实现增长，预计全球实际 GDP 增速将达 4.5%，支撑通胀水平回升。同时，当前通胀指标正在走出低谷。以美国为例，2020 年 10 月 CPI 与核心 CPI 分别为 1.2%和 1.6%，较上半年低位回升了 0.9 和 0.4 个百分点，9 月 PCE 与核心 PCE 分别为 1.37%和 1.55%，基本趋近上年同期水平。预计 2021 年全球 CPI 在低基数与结构性因素支撑下将达 2.6%。

二是大宗商品价格阶段性回升。随着各国逐渐复工复产，工业金属需求增加，能源价格在经历 2020 年暴跌后有望波动反弹。特别是 OPEC+延续减产计划，将对油价形成一定支撑。根据世界银行《大宗商品市场展望》，2021 年国际平均油价将为 44 美元/桶，高于今年的 41 美元/桶，金属和矿产价格指数将上升 2.6%，在成本上对通胀及预期水平产生一定的助推作用。

三是全球供给端恢复可能相对滞后于需求端。一方面，疫情反复抑制供给端恢复。当前，欧美等国家和地区深陷冬季第二波疫情冲击，实施了不同程度

的封城令和防控措施，2021 年一季度生产恢复面临严峻挑战，将加大商品和服务消费成本。同时，2021 年疫苗分批接种，疫情波浪式退潮，各国重启生产并开放经济，将受到疫情掣肘，难以快速恢复到疫情前水平（图 6）。另一方面，逆全球化抬升通胀中枢水平。疫情冲击下，单边主义、民粹主义、保护主义涌动，各国重新审视并调整产业链，增加商品、资金、人员、信息数据流通成本，中长期内将推动通胀指标回升。相较于需求快速恢复，企业进入补库存阶段，供给端恢复可能相对滞后，增大产需缺口，将在一定程度上拉升物价水平。

图 6：主要国家工业生产同比增速（%）



资料来源：CEIC，中国银行研究院

四是非常规刺激政策加剧通胀预期。疫情以来，各国加大财政刺激与救助，推行超宽松货币政策，二者之间的界限模糊化，在非常规状态下提高对通胀指标的容忍度。美联储修订货币政策框架，实行平均通胀目标制，在较长时间内维持低利率政策，进一步提升了市场通胀预期。

预计 2021 年全球通胀及预期水平将小幅回升，这将对各国刺激政策产生较大影响。一方面，通胀风险将限制央行货币政策宽松的空间，导致资产购买难以大规模持续。另一方面，各国国债利率定价一般采用真实利率加通胀补偿的方式，货币政策宽松限制和通胀补偿上升将共同推高国债利率水平，特别是长

端利率，进而加重财政负担和债务风险，拖累全球经济复苏进程。对此，各国不得不平衡经济复苏与通胀超预期上升风险，对于刺激政策审慎决策和应对。

但值得注意的是，通胀上升风险在不同国家间的传导存在差异。不同国家的财政货币政策空间以及通胀容忍度不同。一部分国家 CPI 衡量指标中食品价格占比远大于非食品价格占比，全球性通胀风险上升对这部分国家的传导可能相对较弱。另一部分国家财政刺激空间受到国债利率上升的挤压有限，全球通胀水平上升对于其刺激政策退出节奏的影响较低。但是，对于基础通胀水平较高并且受到疫情冲击较大的部分新兴经济体，如巴西、阿根廷、土耳其等，通胀将严重掣肘财政政策，并对经济复苏产生较大的负面伤害。

（七）疫情后全球央行角色定位的转变与思考

2020 年疫情暴发后，全球主要央行采取了史无前例的宽松政策手段，配合财政政策应对经济衰退和金融市场动荡。这些政策行动符合各国央行的角色定位和政策目标，并且对防止经济深度衰退和恢复市场稳定起到直接和有效作用。然而，这次疫情引发的全球经济困境也导致了全球主要央行的角色定位发生转变，其主要特征为央行作用及货币政策更加依附于财政政策，央行对非金融部门的资产购买大大偏离其“最后贷款人”定位。

1. 全球央行在疫情中发挥的作用及角色的变化

转变一：央行 QE 进一步常态化，财政政策进一步货币化。2008 年全球金融危机以来主要央行实际上已将 QE 作为一种常态化的货币政策工具使用，这种常态在新冠疫情暴发后进一步发展。第一，随着政府债务规模持续上升并维持高位，为了保证财政刺激所需的资金规模，央行必须大规模购买国债同时通过维持低利率降低债务成本。第二，各经济体长期通胀低迷则为 QE 进一步常态化提供了空间。QE 是政府债务货币化的雏形，而美联储配合财政支出而实施的无上限 QE 则标志着这一过程的成型。

转变二：多国央行超越了“最后贷款人”的职能范围。一方面，央行在危机期间弱化作为传统“最后贷款人”角色，全球主要央行对商业银行等传统金融机构流动性支持规模均不及 2008 年全球金融危机时期；另一方面，各国央行不但全方位扩大了流动性补充金融机构的范围（一级交易商、货币市场基金等），降低对金融机构贷款利率，同时大幅放宽对抵押品要求，以维护金融市场的平稳。日本、英国等国央行在新冠疫情期间购买的私人和企业部门资产规模都数倍于 2008 年全球金融危机期间。

2. 央行角色转变的潜在风险

首先，各国央行货币政策深度与财政政策绑定，通过将大部分新的政府债务货币化并参与信贷分配，有可能削弱其对货币量的控制及独立性，货币政策更依附于财政政策，二者的边界更模糊。其次，央行对运营不佳、杠杆率高的企业提供信贷，未来有可能发生信用损失。央行将财政政策货币化会进一步弱化财政纪律，使财政赤字和债务水平更难下降。而这些也会在长期造成通胀压力，并影响本币信誉和币值。

3. 疫情后全球央行定位的思考

第一，疫情后央行的货币政策空间愈发有限，央行角色定位较难回归常态。财政政策货币化似乎正在理论上和实践中越来越成为主要经济体可以接受的常规模式；大量的政府债务可能难以很快恢复到疫情前水平，一旦长期利率上升，央行则不得不增加政府债券购买以平抑利率，维持长期低利率成为央行的重要目标。在新的金融危机出现时，央行的作用会更有限；特别是如果出现滞胀状态，其政策选择可能捉襟见肘。

第二，疫情后央行货币政策的效用逐步下降，政策退出可能引发潜在风险。虽然各国央行在疫情期间的一系列货币政策对抑制金融市场动荡、维护金融市场稳定起到了积极的作用，但在促进经济复苏和增长方面其发挥的作用却相对

下降了，更多地是对财政政策的支持和补充。长期来看，一方面，当前各国央行执行的宽松货币政策在经济复苏后可能推升通货膨胀大幅反弹；另一方面，资金的脱实向虚导致金融资产价格高企，资产泡沫的积聚将威胁金融市场稳定。

（八）美元是否步入下行周期

1. 2020 年美元汇率呈现下行趋势

20 世纪 70 年代美元与黄金脱钩以来，美元走势具有周期性。本轮美元周期自 2008 年 4 月开始，2011 年开启新一轮上涨周期，2016 年处于高位震荡状态。自 2018 年起，美元已经脱离高位，2020 年 11 月美元指数降至 93 左右。从整体趋势来看，本轮美元指数周期上涨已超过历次周期的上涨时间。自新冠疫情暴发以来，美元指数大起大落，在 3 月创下新高后又在震荡中趋于下行。5 月下旬以来下行趋势明显，尤其是美国在疫情尚未完全控制的情况下强行重启经济，造成疫情再度反复，市场对美国经济前景的担忧加剧，进一步强化了美元贬值态势。9 月开始美元指数呈现低位震荡态势（图 7）。截至 2020 年 11 月 18 日，美元指数较年内高点下跌了 10.1%，较年初下跌了 4.3%。

图 7：2020 年美元指数走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

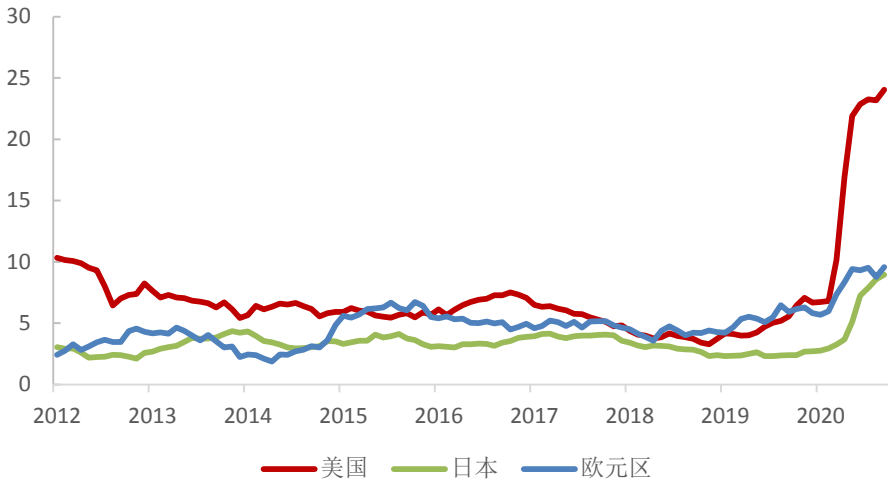
2. 美元趋势下行的原因

2020 年新冠肺炎疫情暴发以来，美元进入下行周期，主要受美国经济前景低迷、宽松财政货币政策导致利差持续走低以及资本持续外流等因素影响。

一是美国经济前景低迷。新冠肺炎疫情给美国经济带来严重不确定性，2020 年美国复苏路径呈现“W”型，经济复苏低迷，导致美元弱势。2020 年二季度美国 GDP 呈现历史最大降幅-31.4%，三季度 GDP 增长率虽反弹至 33.1%，但危机尚未结束，美国经济快速增长已难以维系。其中，三季度美国个人可支配收入下降 13.2%，私人储蓄率从二季度的 25.7%回落至 15.8%，夏季强劲反弹的消费支出难以持续。同时，美国工业产出在 9 月环比下跌 0.6%，接近增长停滞的边缘。

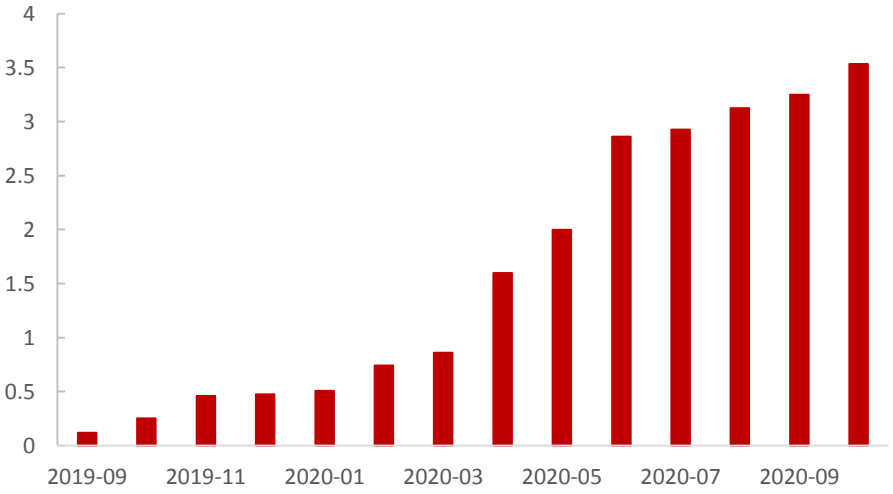
二是美联储宽松财政货币政策导致利差走低。美联储货币政策极度宽松，拖累美元。自 2018 年 10 月起，美国与其主要贸易伙伴间的利差大幅下降，2019 年美联储开启降息周期。2020 年 3 月疫情暴发后，为给全球市场提供更多流动性支持，美联储宣布无限量 QE 政策，增加了美元供给。资产负债表规模大幅扩张，由年初的 4.2 万亿美元扩张到 7.2 万亿美元，扩表 3 万亿美元。与其他国家对比，疫情暴发后美联储资产负债表扩张速度远超过欧洲央行和日本央行，美国 M2 的增速也远高于欧元区和日本（图 8）。同时，美联储将允许通货膨胀率较长时间维持在 2%水平上，预计未来两年美联储继续维持低利率，强化了美元贬值预期。财政政策方面，疫情以来，美国共实施四轮财政刺激计划，已出台的财政政策，加上疫情导致的经济下滑，使得美国财政赤字大幅增加（图 9）。美国财政部公布数据，2020 财年美国联邦政府财政赤字达 3.13 万亿美元，占到美国 GDP 的 15.2%，创历史最高纪录。急剧扩张的财政赤字使得政府偿债能力下降，削弱了全球投资者对美元资产的需求，强化了美元贬值预期。

图 8：美日欧 M2 同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 9：美国财政赤字累计规模（单位：万亿美元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

三是相对资产回报率下降，资本流出导致美元承压。全球风险偏好使得资本流出美国，导致美元走低。由于美联储实行超宽松货币政策，美联储大幅降低基准利率，并且将长期维持低利率，美国国债等资产的利差下降，美德、美日、美英利差走弱，降低了美元的吸引力，投资者倾向将资金撤离美国，投向疫情控制较好、利率水平较高的中国、韩国等新兴经济体，利空美元指数趋势

明显。美股强势也是过去几年美元指数维持强势的原因之一，而目前美股存在潜在走弱的趋势。一方面，美联储低利率环境下，美国企业部门的高杠杆率限制了信用扩张的空间，另一方面，美国企业高杠杆率并没有带来企业利润扩张，企业高层通过杠杆回购缓解美股 EPS 的回落，加剧了贫富分化，积压了社会矛盾。美国企业债务杠杆以及美国社会潜在的贫富分化，导致美股未来存在走弱风险，使美元承压。

3. 2021 年美元走势预判

基本面因素决定了长期的币值走势。由于美国的疫情恢复进程滞后于全球其他经济体，未来美元走向将陷入非常微妙的境地。如果疫情好转，那么投资者手中持有的美元现金将被重新兑换成高风险资产，令美元承压。反之，若美国本土疫情继续恶化，那么避险资金将优先流向境外市场，这对于美元走势依旧是利空。并且，美国大选尘埃落定，此前由于大选的不确定导致美元指数阶段性反弹的因素消失。

短期内，从美联储扩表、财政赤字以及资产回报趋势来看，当前美元指数的上行空间相对有限。从中长期看，疫情引发的社会贫富进一步分化、财政赤字的不可持续性以及中美贸易摩擦对美国自身产业的伤害，将限制美国政府以及个人消费支出，影响美国经济增速，使得美元中长期走弱。另外，无论从周期持续的时间，还是美国经济的相对表现看，始于 2011 年 8 月，至今已经超过九年的美元升值周期大概率已近尾声，美元可能已接近或进入新一轮下行周期。

但鉴于当前全球范围内不确定性高企、全球经济增长疲弱、其他发达经济体经济复苏可能同样面临波折，美元指数快速下跌的概率较小，其更可能在波动中逐渐下行，预计 2021 年或将在 85 至 95 区间宽幅震荡。

免责声明

本研究报告由中国银行研究院撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行研究院可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行研究院保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



研究院
中国北京市复兴门内大街**1**号
邮编：**100818**
电话：**+86-10-66594097**
传真：**+86-10-66594040**