

当黑天鹅遇上灰犀牛：全球债务经济系列研究报告

第五篇：全球经济危机会持续多久？



2021 年 03 月 29 日

联合资信评估股份有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

当黑天鹅遇上灰犀牛：全球债务经济系列研究报告

第五篇：全球经济危机会持续多久？

联合资信评估股份有限公司 主权部

摘要

- 经济危机是指一个或多个国家经济在一段比较长的时间内持续出现萎缩，经济衰退和经济萧条是经济危机的两种阶段性表现，其中经济衰退的判断标准是经济连续两个季度出现负增长，经济萧条判断标准是经济衰退幅度超过 10%，或是经济衰退连续超过 3 年。全球经济危机意味着经济危机的影响范围更广，1929~1933 年大萧条和 2008~2009 年全球经济危机是两次典型的全球经济危机。
- 2020 年全球经济危机与以往的经济危机有以下不同：一是经济危机由突发性全球疫情引发，实体经济受到的影响更加直接，供给和需求均面临较大冲击，国际贸易受到的影响则更加持久；二是新冠疫情在全球范围内的迅速蔓延使得本次经济危机的影响范围更广，发达国家和新兴市场国家同步陷入衰退；为应对经济危机所推出的货币及财政政策更加积极，经济刺激规模前所未有，但这些措施的效果并不理想，且未来可能会面临“弹药不足”的问题。
- 从目前来看，2021 年全球经济复苏将是大概率事件，但复苏的时间点及程度仍存在较大不确定性，其中新冠疫情的后续发展将在其中起到至关重要的作用。新冠疫情的后续发展取决于多重因素，包括病毒是否会发生变异、疫苗开发及应用的进度、各国防控措施的有效性等，所有的这些因素都存在一定不确定性。此外，很多国家目前面临卫生危机、金融危机、大宗商品价格暴跌、汇率贬值等多重危机叠加的风险，这些危机都以复杂的方式相互作用，使得未来经济发展的走势充满更多的不确定性。

正文

一、全球经济危机的含义及历史上的两次全球经济危机

1. 经济危机是指一个或多个国家经济在一段比较长的时间内持续出现萎缩，经济衰退和经济萧条是经济危机的两种阶段性表现；全球经济危机意味着经济危机的影响范围更广，1929~1933 年大萧条和 2008~2009 年全球经济危机是两次典型的全球经济危机

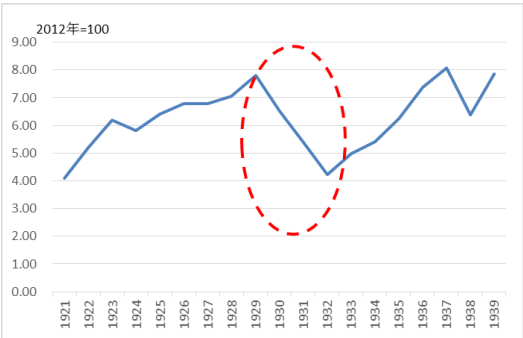
一般而言，经济危机是指一个或多个国家经济在一段比较长的时间内持续出现萎缩，主要表现为商品大量过剩，生产大幅度下降，企业开工不足甚至倒闭，失业率大幅上升等。根据经济危机的发展阶段及严重程度，经济危机可以划分为两种不同的形式：**一是经济衰退，判断标准是经济连续两个季度出现负增长；二是经济萧条，判断标准是经济衰退幅度超过 10%，或是经济衰退连续超过 3 年。**

全球经济危机意味着经济危机影响的范围更广，使得全球经济出现负增长。自 20 世纪以来，除战争因素导致的经济衰退以外，全球主要经历了两次比较大的经济危机，分别为 1929~1933 年大萧条和 2008~2009 年全球经济危机。从这两次危机的严重程度来看，前者属于经济萧条，1929~1932 年期间全球经济萎缩了 15% 左右，持续时间也超过了 3 年；后者属于经济衰退，2008~2009 年期间全球经济萎缩了不到 1%，但欧美主要经济体均出现了超过两个季度的负增长。

2. 1929~1933 年大萧条发源于美国，并波及整个西方世界，是 20 世纪以来持续时间最长、危害程度最大的经济危机

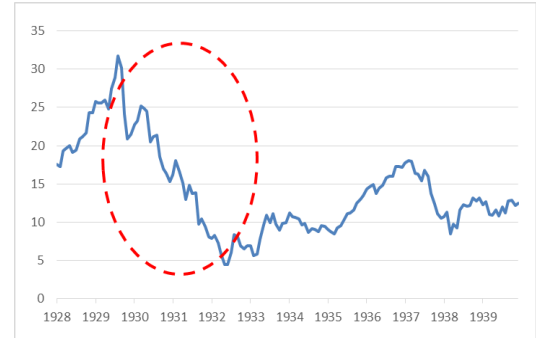
20 世纪 20 年代，美国经济进入高速发展期，工业生产指数在 1921~1929 年期间增长了近一倍，企业的丰厚利润与证券市场急于发行新股的需求相结合，推动了股票市场的空前繁荣，房地产行业的发展与宽松的货币政策也推动了房地产市场的兴盛。但在繁荣的背后，工人工资的增长却一直落后于不断上升的生产率，1920~1929 年期间工人的时薪只上升了 2%，而工人的生产率却猛增了 55%，同时农民的实际收入也由于农产品价格的不断下跌、租金和生活费用的日益上升而正在减少。这些因素使得消费品市场逐渐难以容纳增产的商品，为经济危机的爆发埋下了隐患。

图 1 大萧条前后美国工业生产指数变化



数据来源：Wind，联合资信整理

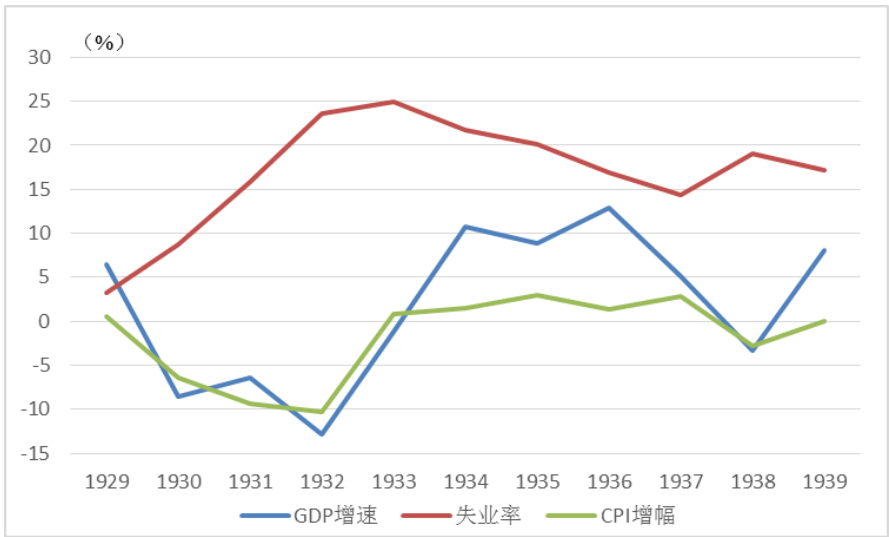
图 2 大萧条前后标普 500 指数变化



数据来源：Wind，联合资信整理

1929 年 10 月，美国股市崩盘揭开了大萧条的序幕，标普 500 指数在两个月内下跌了三分之一左右，随后大量银行遭遇挤兑使得美国陷入金融危机，美国经济也于次年陷入大幅衰退，大量企业破产，失业率大幅上升。由于缺乏现代研究工具和货币理论，当时的美联储采取了紧缩性的货币政策，1928~1929 年间连续八次加息，随之而来的通货紧缩大幅增加了企业和家庭的实际债务，进一步抑制了投资和消费需求，使得美国经济连续四年陷入衰退，失业率最高升至 25% 左右。与此同时，这次经济危机很快从美国蔓延至其他工业国家，英国、法国、德国等欧洲国家受到的冲击尤为严重，普遍出现了工业产出大幅下滑、通货紧缩、失业率飙升等现象。除了工业国家受损严重以外，那些严重依赖农产品或矿产品出口的殖民地国家也因商品价格大幅下降受到冲击，而当时的苏联和中国由于经济相对封闭受到的影响相对较小。

图 3 大萧条期间美国主要经济数据变化



数据来源：美国经济分析局，联合资信整理

表 1 1929~1932 年主要工业国家经济数据变化

国家	工业产出变化	批发价格变化	国际贸易变化	失业人口变化
美国	-46%	-32%	-70%	+607%
英国	-23%	-33%	-60%	+129%
法国	-24%	-34%	-54%	+214%
德国	-41%	-29%	-61%	+232%

数据来源：公开资料，联合资信整理

随着美国推行“罗斯福新政”及其他各国采取不同程度的救助措施，自 1933 年起全球大多数国家开始从大萧条中复苏，但直到“二战”爆发这些国家的经济也没能恢复至大萧条之前的水平。另一方面，“二战”使得各国政府的战争支出大幅增加，也在很大程度上解决了失业问题，使得大萧条得以在三十年代末正式终结。

1929~1933 年大萧条能够逐步演变成为 20 世纪以来持续时间最长、危害程度最大的经济危机，在很大程度上受到以下三个方面的因素影响：

一是金本位制的广泛实施。从内部来看，金本位制使得美联储的货币政策受到很大限制，《联邦储备条例》要求联邦储备券背后应有 40% 的黄金支持，再加上美联储的不作为，使得广义货币供应量（M2）在 1929~1933 年间缩减了三分之一，加剧了经济危机的破坏程度。从外部来看，由于出现了产量下降和通货紧缩，美国人购买的进口商品逐渐减少，而美国的出口则具有相当优势，使得美国在与其他国家的贸易中可以实现顺差。这种不平衡导致大量外国黄金流向美国，反过来又加剧了那些黄金储备枯竭国家的货币贬值压力。在此背景下，同样实行金本位制的外国央行试图通过提高利率水平来扭转贸易不平衡的局面，而这又降低了其所在国家的工业产出和价格，从而加剧了危机的蔓延。

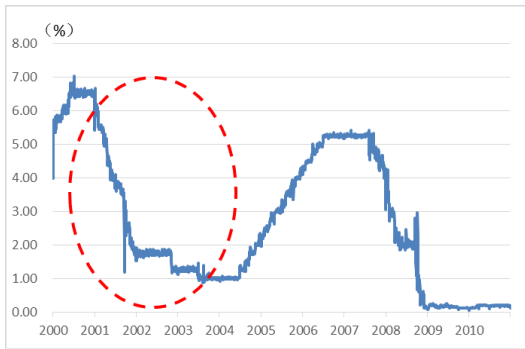
二银行业监管体系的不健全。在股市崩盘、银行遭遇挤兑后，美联储并没有对银行业进行救助，反而允许一些大型对公银行破产，特别是美国纽约银行，引发了市场恐慌和地方银行的大规模挤兑。1930~1933 年间，美国经历了四次大规模的银行业恐慌，有超过 1 万多家银行破产。由于美国当时尚未建立存款保险制度，银行破产后储户的存款完全丧失，这使得消费者支出和商业投资大幅下降，从而加剧了经济危机。

三是贸易保护主义的盛行。由于本国生产过剩及其他国家农产品竞争加剧，在经济危机中受损严重的美国农业利益集团积极游说国会通过对农业进口的新关税，即《斯姆特-霍利关税法》（1930 年），对各种农业和工业产品征收高额关税（平均 20%）。为应对该法案并阻止经济危机蔓延，其他各国都对进口采取了严厉措施，竞相征收新关税以保护本国产业，导致了更多国家产出下降和全球贸易减少，1929~1934 年期间全球贸易总量缩水达 66%，是导致大萧条蔓延全球的重要原因。

3. 2008~2009 年全球经济危机由次贷危机演变而来，全球经济在 2009 年陷入短暂衰退后随即快速反弹

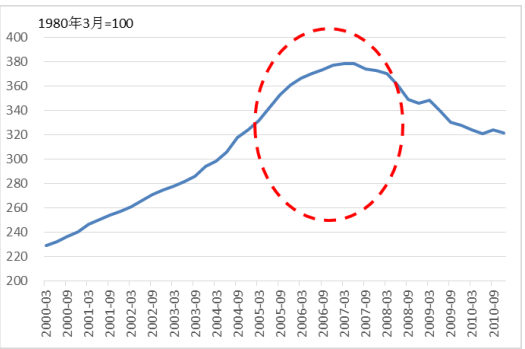
进入 21 世纪以来，美联储为刺激经济增长连续十多次降息，联邦基金利率在 2003 年降至 1% 的较低水平。在此背景下，美国房地产市场持续扩张，房屋价格在 2000~2007 年间上涨了 65% 左右。与此同时，银行等金融机构大幅降低住房抵押贷款申请标准，次级住房抵押贷款在短期内迅速扩张，而金融机构又通过资产证券化的方式将这些次级贷款包装成 MBS、CDO、CDS 等多种金融衍生产品，隐藏了其中潜在的风险。但随着美联储重启加息及房地产价格的下跌，房地产泡沫在 2007 年开始破灭，次级贷款及其衍生品的价值大幅缩水，金融机构拥有的资产价值迅速减少，为了应对庞大的短期债务，金融机构只能出售更多的缩水的金融资产，恐慌性的抛售最终使危机迅速蔓延。

图 4 2001~2010 年美国联邦基准利率变化



数据来源：Wind，联合资信整理

图 5 2001~2010 年美国房屋价格指数变化

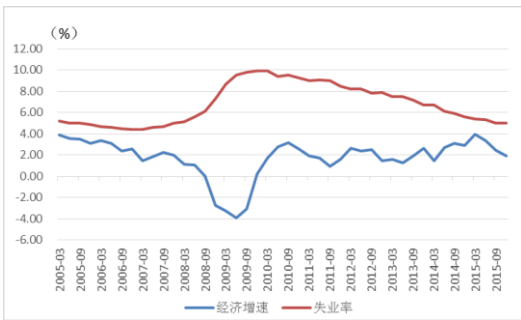


数据来源：Wind，联合资信整理

2007 年 4 月，美国第二大次贷机构新世纪金融公司申请破产保护，宣告了次贷危机的开始，随后危机迅速蔓延至对冲基金、银行、保险等其他金融机构；2008 年 9 月，雷曼兄弟破产和美林公司被收购标志着金融危机的全面爆发。在此背景下，金融机构放贷变得更加谨慎，贷款利率居高不下，实体经济因融资困难而陷入衰退，失业率大幅上升。自 2008 年四季度开始，美国经济连续四个季度负增长，但在 2010 年下半年逐步恢复至危机前的经济增长水平；失业率在 2009 年末升至近 10% 的高位后缓慢回落，直到 2015 年才降至 2008 年的水平。

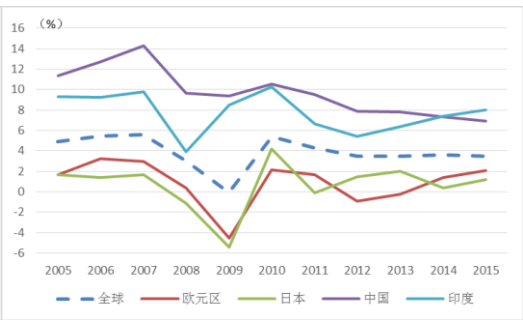
从全球经济来看，由于美国的次级贷款被包装成金融衍生产品向全球投资者出售，再加上美国在全球金融及经济体系中的核心地位，美国的次贷危机及金融危机很快传导至全球各国，使得全球经济在 2009 年陷入小幅衰退，其中欧元区经济在后续欧债危机爆发后再次陷入衰退，日本经济陷入了长期低迷，而以中国、印度等为代表的新兴市场国家受到的影响则相对较小。

图 6 2005~2015 年美国经济增长及失业率变化



数据来源：Wind，联合资信整理

图 7 2005~2015 年全球及主要经济体经济增速变化



数据来源：IMF，联合资信整理

相比于 1929~1933 年大萧条，2008~2009 年全球经济危机持续时间相对较短，衰退程度也相对较小，这主要得益于以下三个因素：

一是货币及财政政策更加积极。与大萧条时期货币及财政政策在很大程度上受到金本位制限制相比，在次贷危机爆发后，以美国为首的全球各国政府及央行迅速行动，出台了大量经济刺激政策及救市措施，在很大程度上缓解了全球经济的下行压力。以美国为例，美联储自 2007 年 9 月起持续降息，至 2008 年 12 月将联邦基金利率降至接近于零的水平，并启动了三轮量化宽松（QE）来进一步释放流动性；美国政府先后推出了约 1.6 万亿美元的经济刺激计划，相当于美国 GDP 总量的 11% 左右，同时通过了《经济稳定紧急法案》，对金融机构进行直接救助，涉及金额高达 7,000 多亿美元。除美国以外，欧元区、日本等经济体也将利率降至零甚至负利率水平，同时推出大规模 QE 计划，中国则推出了 4 万亿人民币的经济刺激计划。

二是经济全球化的程度更高，贸易保护主义的生存空间较为有限。与大萧条时期相比，2008~2009 年全球经济危机爆发时经济全球化的程度更高，各个国家之间的相互依存度也大幅提升，全球贸易占全球 GDP 的比值已从 1928 年的 17% 左右上升至 2008 年的 60% 左右。这主要得益于两方面的因素：一是以联合国（UN）、国际货币基金组织（IMF）、世界贸易组织（WTO）等为代表的国际合作机制已经建立，二是各经济体的开放程度大大提高，跨国公司的全球布局使得单个国家的利益和其他国家的利益更加交融。2009 年全球经济陷入衰退后，全球商品和服务出口受需求萎缩影响大幅下降 20%，但各国并没有像大萧条时期那样互加关税来保护本国经济，而是以开放的态度共同应对经济危机，全球贸易在 2010 年和 2011 年连续实现 18% 以上的大幅增长，有力地推动了全球经济的复苏。

三是新兴市场国家对全球经济的拉动作用更强。大萧条时期美欧等发达工业国家在全球经济中占据统治地位，欠发达国家对于大萧条引发的外部震荡只能被动接受，没有能力拉动全球经济回升。但在 2008~2009 年全球经济危机时期，全球经济格局已经出现了根本性变化，1929 年美欧日以外的亚非拉国家 GDP 合计占全球 GDP 的 23% 左右，但在 2010

年则占到 43% 左右。在发达国家经济普遍出现衰退时，以中国、印度为代表的新兴市场国家成为了全球新的经济增长引擎，2009 年新兴市场国家整体经济增速仍维持了 2.8% 的正增长，其中金砖四国对全球经济增长的贡献高达 90%，使得全球经济避免陷入像大萧条时期那样的大幅衰退。

二、2020 年全球经济危机与以往经济危机的差异

1. 2020 年全球经济危机由突发性全球疫情引发，实体经济受到的影响更加直接，供给和需求均面临较大冲击，国际贸易受到的影响则更加持久

与以往的经济危机不同，2020 年全球经济危机由新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠疫情”）引发，实体经济受到的影响更加直接，2020 年以来全球主要经济体相继陷入了经济衰退，其中中国作为疫情爆发最早的国家在一季度陷入经济衰退，但很快随着疫情得到有效控制而重新实现了经济增长；美国经济在二季度陷入 9% 以上的大幅衰退，但在三季度衰退幅度明显收窄；欧元区和日本经济均在前三季度陷入持续衰退，且在二季度的衰退幅度均高达 10% 以上，显著超过 2008~2009 年全球经济危机时期。

从供给端来看，由于各国为控制疫情采取了不同程度的管控措施，企业面临原材料不足、停工停产、产业链断裂等问题，使得原有生产秩序难以维持，各国工业生产所需的关键中间品、零部件及生产设备面临“断供”风险。2020 年 2 月，中国制造业 PMI 指数大幅跌至 35.7，创下历史新低，但随着中国疫情逐步得到控制，PMI 指数在 3 月以后一直维持在荣枯线以上；另一方面，美欧等发达经济体从 3 月开始大规模爆发疫情，制造业 PMI 指数随即跌至荣枯线以下，但并未低于 2008~2009 年全球经济危机时期创下的历史低点，且随着各国疫情防控措施的放松及复工复产的持续进行而回归至荣枯线以上，但就日本而言，其制造业 PMI 指数在 11 月回升至 49 的年内最高水平，但仍位于荣枯线以下。

从需求端看，受各国封路封城、关闭餐饮及娱乐购物场所等防控措施影响，住宿、餐饮、旅游、零售、交通等行业客流明显减少，顾客消费金额大幅下降。尽管在部分国家出现了防疫用品、生活用品恐慌式抢购浪潮，但仍难以扭转社会消费整体下滑的局面。具体来看，2020 年 2 月和 3 月，中国社会消费品零售总额呈现出断崖式下跌，同比分别下滑 20.5% 和 15.8%，此后虽然随着疫情得到有效控制有所回暖，但直到 8 月社会消费品零售总额增速才首次转正，且在未来几个月中增速均在 5% 及以下的较低水平；美欧等发达经济体零售总额在 3~4 月陷入大幅衰退，但在 6 月即恢复了正增长，体现了疫情防控措施逐步放松、政府为家庭及消费者提供救助等多重因素的影响。

从国际贸易来看，新冠疫情目前对国际贸易造成了持续冲击，一方面是由于各国日常

经济活动能力、生产活动都受疫情影响出现了大幅度下降，导致出口能力大幅减弱；另一方面，全球多国海关为控制疫情蔓延采取了诸多贸易限制措施和检疫举措增加了贸易成本，损害了本已虚弱的全球贸易。具体来看，2020 年 2~3 月，中国受疫情影响出口金额连续陷入负增长，但得益于境外防疫物资需求的增加及国内产能的持续复苏，4 月又重新恢复了出口增长，至 11 月出口增速已反弹至 25% 左右；美国和欧元区 4~5 月出口均出现 30% 左右的大幅下滑，2008~2009 年全球经济危机时期的出口下滑幅度，且至今出口增速仍未转正；日本出口自 2018 年末以来一直持续负增长，受疫情影响其出口在 2020 年 4~7 月期间连续陷入 20% 以上的衰退。

图 8 主要经济体 GDP 当季同比变化

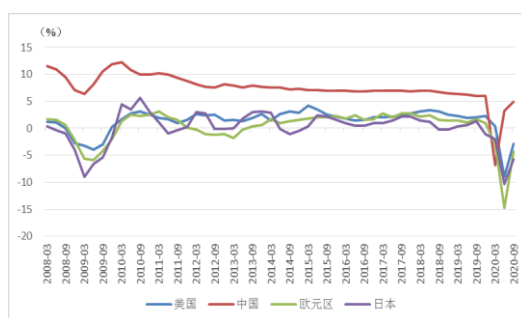
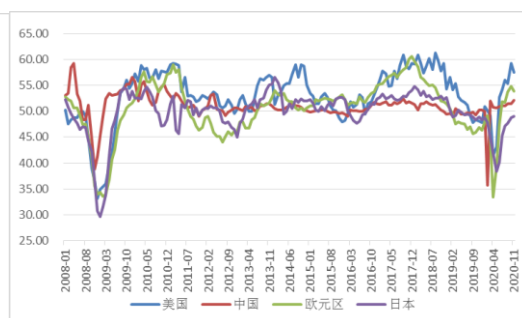


图 9 主要经济体制造业 PMI 指数变化



数据来源：Wind，联合资信整理

数据来源：Wind，联合资信整理

图 10 主要经济体社会零售额同比增速变化

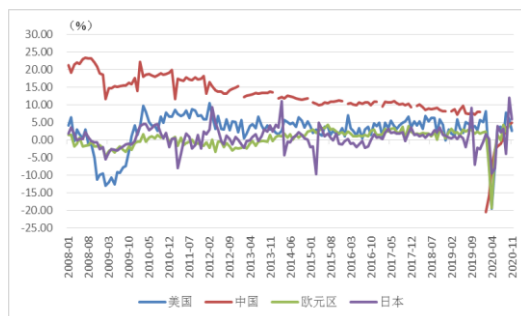
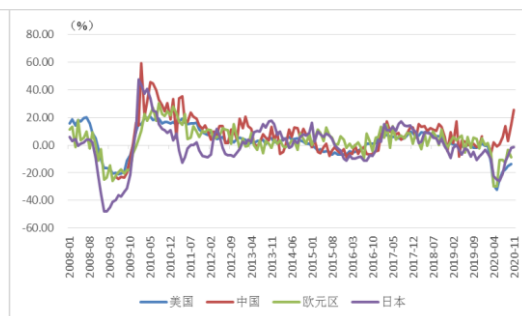


图 11 主要经济体商品出口同比增速变化



数据来源：Wind，联合资信整理

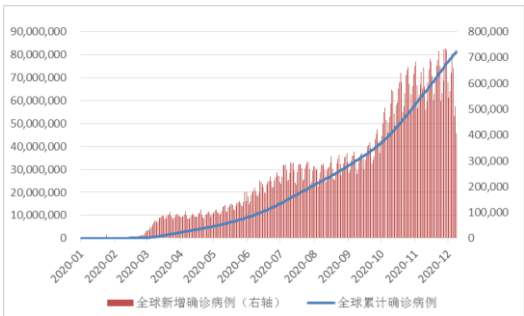
数据来源：Wind，联合资信整理

2. 新冠疫情在全球范围内的迅速蔓延使得本次经济危机的影响范围更广，发达国家和新兴市场国家同步陷入衰退

由于新冠病毒具有高度传染性，再加上部分国家防控力度不足、民众防控意识薄弱等因素，新冠疫情自 2020 年 3 月以来在全球迅速蔓延，经历了三波疫情高峰，且一波比一波更为严重，尤其是自 10 月以来的第三波疫情高峰，每日新增确诊病例已连续近三个月维持在 40 万人以上。截至 2020 年底，全球累计确诊病例已高达 8,000 万以上，其中美国和欧洲是当前疫情的重灾区，尤其是美国，其累计确诊病例占到全球的近四分之一，而印度、

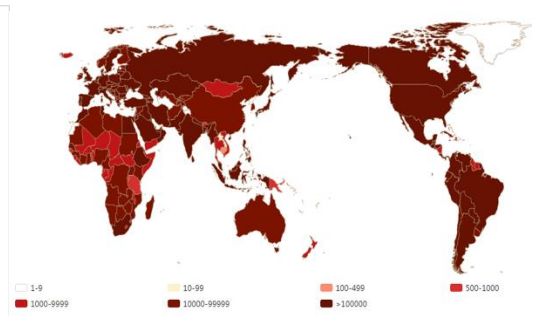
巴西、俄罗斯等新兴市场国家疫情也有愈演愈烈之势。

图 12 全球新冠疫情发展情况



数据来源：Wind，联合资信整理

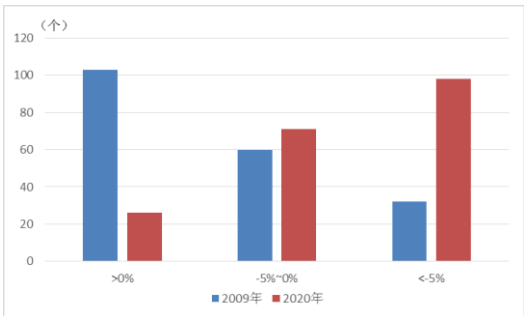
图 13 全球各国累计确诊情况（截至 12 月 28 日）



数据来源：Wind，联合资信整理

由于新冠疫情迅速蔓延且波及范围极广，而受到疫情影响的国家普遍采取了不同程度的疫情防控措施，对社会和经济的正常运行均产生了较大影响，预计全球大部分国家在 2020 年将陷入经济衰退。根据 IMF 的预测，2020 年全球经济增速将降至-4.4%，显著低于 2009 年的-0.1%，全球逾五分之四的国家和地区预计将陷入经济衰退，这比 2009 年时不足一半的国家和地区陷入经济衰退要更加严重，且经济衰退幅度在 5% 以上的国家和地区也明显增多。从发达国家来看，发达国家整体经济增速将在 2020 年降至-5.8%，其中美国和欧元区的经济恶化情况都要比 2009 年更加严重；从新兴市场来看，与 2009 年新兴市场整体仍保持经济增长不同，2020 年预计新兴市场将和发达国家同步陷入衰退，但衰退幅度相对较小，其中中国虽然仍有望保持正增长，但经济增长幅度预计在 2% 以内，较 2009 年仍保持高速增长的状况相比明显恶化，而印度经济则预计将陷入 10% 以上的衰退，这与 2009 年时实现 8.5% 的经济增长相比有着天壤之别。

图 14 全球经济增长和衰退国家数量变化情况



数据来源：IMF，联合资信整理

图 15 全球主要经济体经济增速变化情况



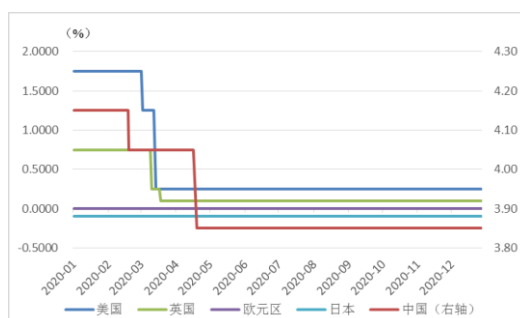
数据来源：IMF，联合资信整理

3. 为应对经济危机所推出的货币及财政政策更加积极，经济刺激规模前所未有，但这些措施的效果并不理想，且未来可能会面临“弹药不足”的问题

自新冠疫情爆发以来，全球各国政府及央行均采取了积极的货币及财政政策来刺激经济，宽松力度前所未有。从货币政策来看，2020 年 3 月美联储连续两次紧急降息将基准利率水平降至零附近，同时推出“不限量”量化宽松政策；在美联储的带动下，全球央行再度掀起“降息潮”，其中英国央行经过两次降息后利率水平也已经接近于零，而欧洲央行和日本央行由于已经处于零利率或负利率状态并未开展降息行动，但也采取了扩大购债规模等方式来加大宽松力度，中国央行则通过定向降准、调低 LPR 利率等方式为市场注入流动性。

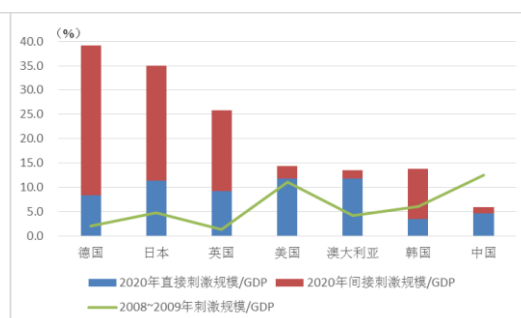
从财政政策来看，全球各国政府为应对疫情并提振经济而推出的财政刺激计划已高达 11.7 万亿美元（截至 11 月统计），相当于全球 GDP 的近 12%，其中包括了直接刺激措施（财政支出和减税）间接刺激措施（政府贷款、资金注入和担保等）。具体来看，除中国以外全球主要经济体的财政刺激力度均超过了 2008~2009 年全球经济危机时期，创下历史新高，其中美国财政刺激总规模高达 3 万亿美元左右（不含 12 月底最新通过的 9,000 亿美元财政刺激法案），位居全球之首，而德国财政刺激规模相当于 GDP 的比值最高，达到近 40%，此外日本和英国的财政刺激规模也达到了 GDP 的 20% 以上。

图 16 2020 年以来全球主要央行基准利率变化



数据来源：Wind，联合资信整理

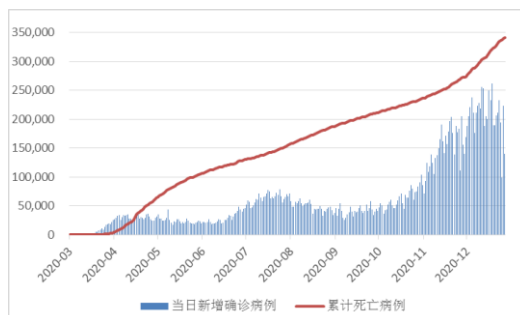
图 17 部分国家财政刺激规模



数据来源：IMF，联合资信整理

尽管全球各国采取了前所未有的经济刺激措施，但在疫情迟迟未能得到有效控制的情况下这些措施实施的效果可能会受到一定限制。以美国为例，尽管美联储和美国政府均采取了大规模的经济刺激措施以应对疫情带来的经济下行风险，但由于美国自 3 月底以来经历了三波疫情高峰，疫情迟迟未能得到有效控制，死亡病例持续上升，使得美国消费者信心指数在经历了 3~4 月份的大幅下滑之后持续在低位徘徊，始终未能恢复至疫情之前的水平，反映出消费者对未来经济增长及收入前景的预期有所下降，因而更加倾向于储蓄而非消费，这可能会使得货币及财政刺激措施的效果大打折扣。此外，由于包括美联储在内的发达国家央行已经将利率降至零或负利率水平，货币政策进一步宽松的空间极为有限，部分财政赤字水平较高的国家进一步采取财政支出的空间也将受限，如果未来全球疫情进一步恶化，这些国家可能没有充足的“弹药”来应对危机。

图 18 美国新增确诊人数及累计死亡人数变化



数据来源：Wind，联合资信整理

图 19 美国消费者信心指数变化

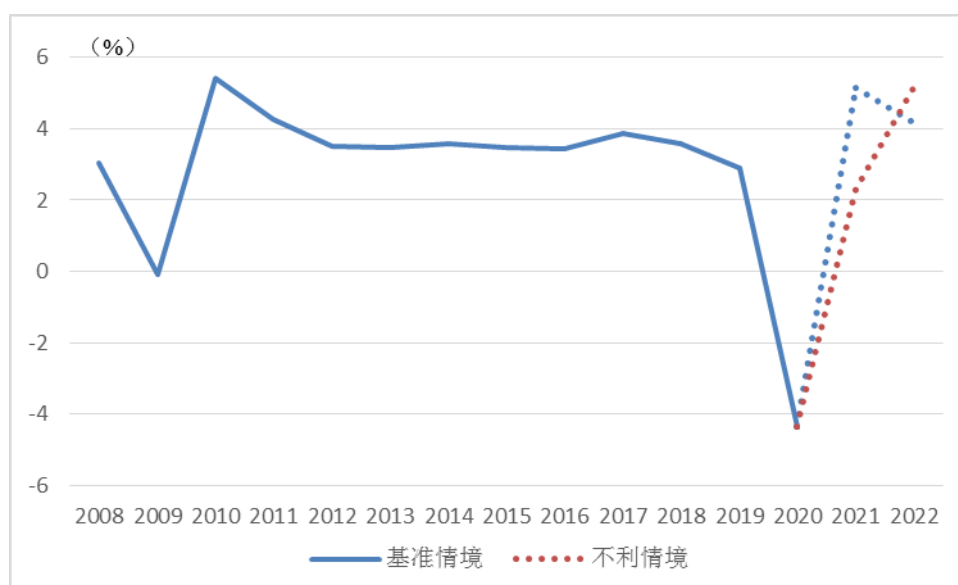


数据来源：Wind，联合资信整理

三、本次经济危机的后续发展及新冠疫情在其中所起到的作用

从目前来看，2021 年全球经济复苏将是大概率事件，但复苏的时间点及程度仍存在较大不确定性，其中新冠疫情的后续发展将在其中起到至关重要的作用。新冠疫情的后续发展取决于多重因素，包括病毒是否会发生变异、疫苗开发及应用的进度、各国防控措施的有效性等，所有的这些因素都存在一定不确定性。此外，很多国家目前面临卫生危机、金融危机、大宗商品价格暴跌、汇率贬值等多重危机叠加的风险，这些危机都以复杂的方式相互作用，使得未来经济发展的走势充满更多的不确定性。

图 20 2021~2022 年全球经济增长预测



数据来源：IMF，联合资信整理

1. 在基准情境下，全球新冠疫情预计将在 2021 年二季度得到有效控制，全球经济有望在 2021 年下半年持续复苏，受基数效应影响大部分国家的经济增速高点可能会出现在二季度

在基准情境下，新冠疫苗的研发及接种有序开展，且对遏制新冠病毒传播起到决定性作用，当前的第三波全球疫情高峰有望在 2021 年一季度逐步回落，全球范围内的疫情在二季度基本得到控制。目前，全球处于研发中的新冠疫苗超过 200 种，其中已有 10 种疫苗通过第三阶段临床试验并获得承认，全球已有多个国家启动了疫苗接种工作，但受有限的产能、严苛的储存及运输条件等因素限制，疫苗全面接种将经历一个从高危易感人群到普通大众、从发达经济体到新兴经济体的漫长过程，因此即便在欧美发达国家，基本完成大多数人的疫苗覆盖最快也需要到二季度，发展中国家尤其是欠发达地区可能要等到年底才能完成疫苗覆盖。

在此背景下，全球经济有望在 2021 年迎来复苏，且得益于新冠疫情得到有效控制及 2020 年的低基数效应，2021 年全球经济增速有望大幅反弹至 5.2% 左右，但和 2010 年全球经济复苏时 5.4% 的反弹幅度相比仍存在一定差距。具体到年内来看，由于当前第三波疫情高峰仍未得到有效控制，全球多国仍在采取较为严格的疫情防控措施，预计 2021 年一季度全球经济增长仍将趋弱，随着二季度新冠疫情在全球范围内得到有效控制，全球经济增速有望反弹，再加上 2020 年二季度的超低基数效应影响，全球大部分国家的经济增速高点可能会出现在二季度，三季度和四季度全球经济则有望持续复苏。

从不同的经济体来看，得益于优先接种疫苗及大规模经济刺激措施的持续显现，发达经济体有望率先复苏，全年经济增速有望达到 4% 左右，达到 2000 年以来的最高值；新兴经济体经济复苏虽然可能较晚，但得益于发达经济体需求的增加、国际大宗商品价格的回升的因素，新兴经济体的复苏力度可能会更加强劲，全年经济增速有望达到 6% 左右，尤其是中国，在基数效应的影响下全年经济增速可能会达到 8% 以上。

2. 在不利情境下，全球范围内的疫情在 2021 年年末才得到有效控制，全球经济复苏的高点可能推迟到 2022 年

在不利情境下，新冠病毒变异风险加大使得疫苗对于遏制疫情的效果大打折扣，疫苗接种过程也因多种原因进展缓慢，全球范围内的疫情直到 2021 年底内才得到有效控制。2020 年 12 月以来，英国发现了传染性更强的变异新冠病毒，随后全球陆续有二十多个国家出现了变异新冠病毒的感染者，不仅包括法国、德国、爱尔兰等欧洲国家，还包括日本、韩国、黎巴嫩等国，另外南非也出现了另外一种变异新冠病毒。尽管目前并无证据表明变异新冠病毒会使疫苗无效，但可能会降低疫苗的有效性，且不排除未来再度发生变异的可能。另一方面，疫苗接种进度可能会不及预期，全球范围内的疫情在 2021 年延续甚至出现第四波疫情高峰，直到 2021 年底才基本得到有效控制。

在此背景下，全球经济增速在 2021 年的复苏程度可能会不及预期，全年经济增速可能

只有 2.2% 左右，仍未恢复至 2019 年疫情爆发之前的水平。具体到年内来看，新冠病毒变异风险可能会使得第三波疫情高峰迟迟未能出现拐点，部分国家延续或重启严格的疫情管控及隔离措施，多国经济在 2021 年一季度再度陷入衰退，但二季度可能会由于基数效应出现“虚假繁荣”，随后再次陷入相对低迷的状态，但随着新冠疫情得到有效控制，全球经济复苏的高点有望在 2022 年到来，全年经济增速有望达到 5% 以上。

从不同的经济体来看，预计发达经济体 2021 年全年经济增速仅为 1% 左右，部分疫情较为严重且财政货币刺激空间不足的国家可能会陷入经济停滞甚至持续衰退，而新兴经济体得益于中国疫情的相对良好控制及经济的强劲增长有望实现 3% 左右的经济增长。

总体看，在 2020 年经历了较大范围的经济危机后，全球经济有望在 2021 年迎来复苏，但新冠疫情的后续发展情况可能会使得经济增速反弹幅度不及预期，全球经济复苏的高点可能会推迟到 2022 年。