



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

新冠疫情对 G20 国家影响几何？



2021 年 9 月 15 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

新冠疫情对 G20 国家影响几何？

联合资信评估股份有限公司 主权部 张敏

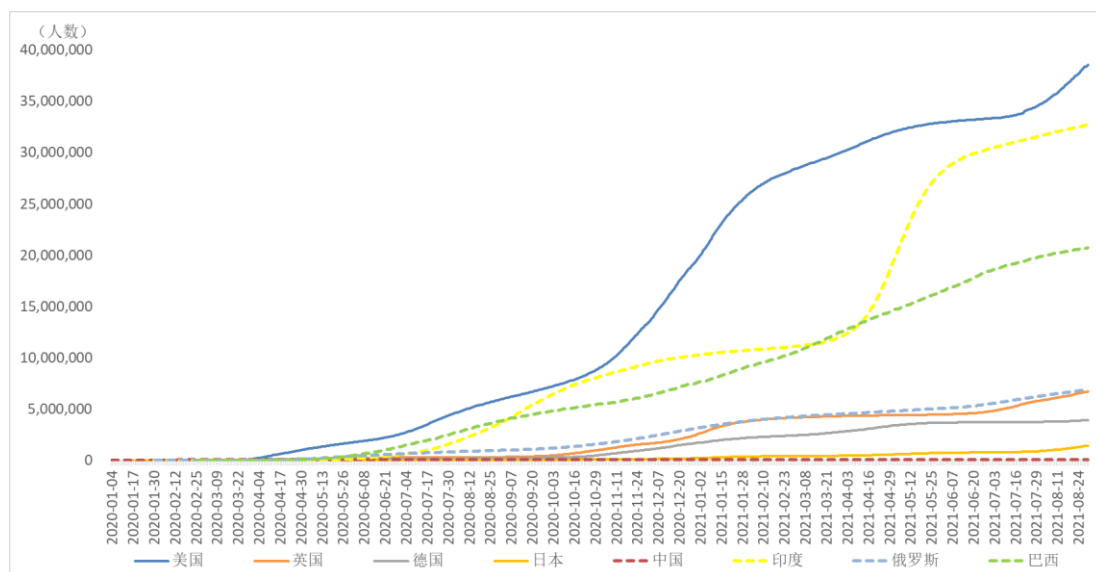
2020 年初暴发的新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠疫情”）发展至今已逾一年半，其对世界经济造成的重创历史罕见，作为 GDP 总量相当于全球 90% 以上的经济体集团，G20 国家经济表现在此次疫情中受到的影响具有多方面代表性。

一、 新冠疫情发展状况

自 2020 年初暴发至今，新冠疫情在全球传播速度极快，范围极广，多数国家先后经历数轮疫情高峰，且陆续出现不同类型、传播性和致病性更强的变种病毒；2020 年末，以美、欧为首的发达经济体成功研制出新冠疫苗并启动接种工作，但目前世界各国疫苗接种进度已出现明显分歧

由于各国在防疫政策、公共卫生系统承载能力、民众抗疫态度及政府救助能力方面存在较大差异，新冠疫情在各国发展路径不尽相同。美国、印度、巴西、俄罗斯和英国是目前全球累计确诊病例排名前 5 的国家，其中美国和印度累计确诊病例均超过 3,000 万例。社交隔离限制措施的缺位使得美国在经历一段平滑增长阶段过后进入疫情快速扩张阶段，并迅速发展成全球疫情第一大国。简陋的卫生条件、庞大的人口基数以及 Delta 变异病毒更强的传染力和致病力使得印度成为累计确诊病例最多的新兴市场国家。总体来看，除了中国在疫情初期便采取措施严控疫情并取得良好成果外，新兴市场国家疫情现状较发达国家普遍更为严重。

图 1 各国累计确诊人数

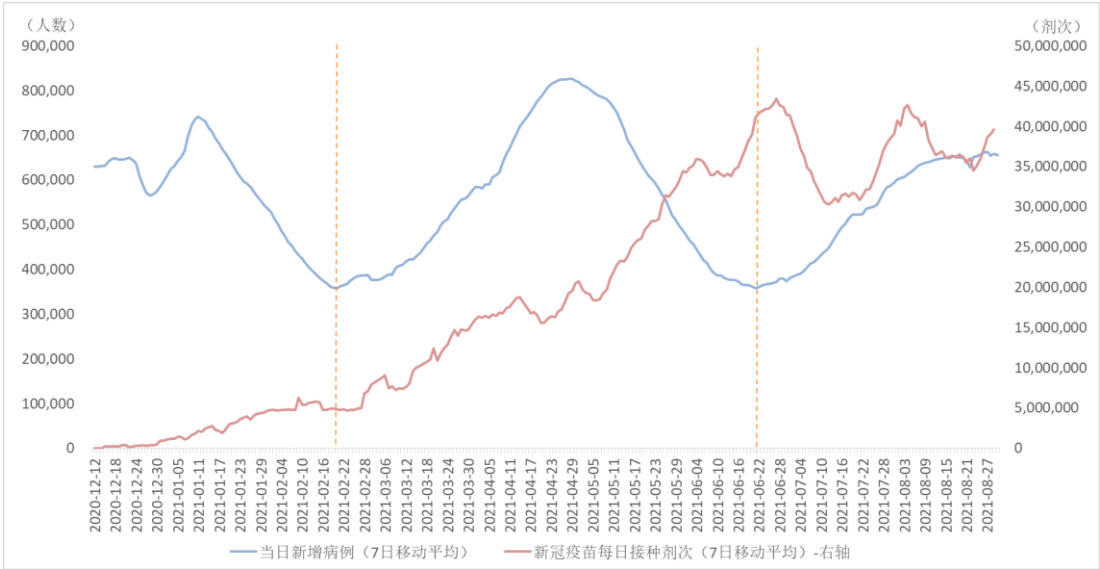


数据来源：Wind，联合资信整理

2020 年末，英国作为首个启动新冠疫苗接种的国家在全球率先实施大范围“疫苗抗疫”策略，美国和欧盟等发达经济体紧随其后。由于初期疫苗供应不足、且公众对其有效性和安全性存疑等原因，疫情并未得到有效遏制；随着疫苗产能逐步扩大、民众接种率不断提高、疫情开始出现明显拐点，病例新增速度在 2021 年 2 月下旬下降至近 6 个月纪录低位。

变异病毒的出现打乱了抗疫秩序，2020 年底首次于英国发现的 Alpha 变异病毒在肆虐英国后迅速席卷全球多地，由于各国接种行动尚未形成一定规模、疫苗供应不稳且大部分国家已放松各项限制措施，变异病毒感染病例激增并迅速掀起以变异病毒感染为主的新一轮冬季疫情高峰。为避免疫情再次破防，各疫苗大国开始加快接种速度，成功地将疫情扩散速度在 6 月中旬再次抑制至纪录低位。2021 年 5 月首次于印度发现的 Delta 变异病毒是目前已发现的传染力和致病力最强的变异病毒种类，并直接促成印度成为确诊人数仅次于美国的国家。由于目前问世的各类疫苗对 Delta 病毒的防护效力明显下降，且疫苗接种速度阶段性放缓，全球疫情再次进入新一轮快速扩张阶段，其中美国、英国和日本等发达经济体都出现严重疫情反弹。近期日本疫情已濒临破防，多国已开始启动或预备启动疫苗“加强针”接种计划，以提前应对冬季可能出现的疫情高峰。

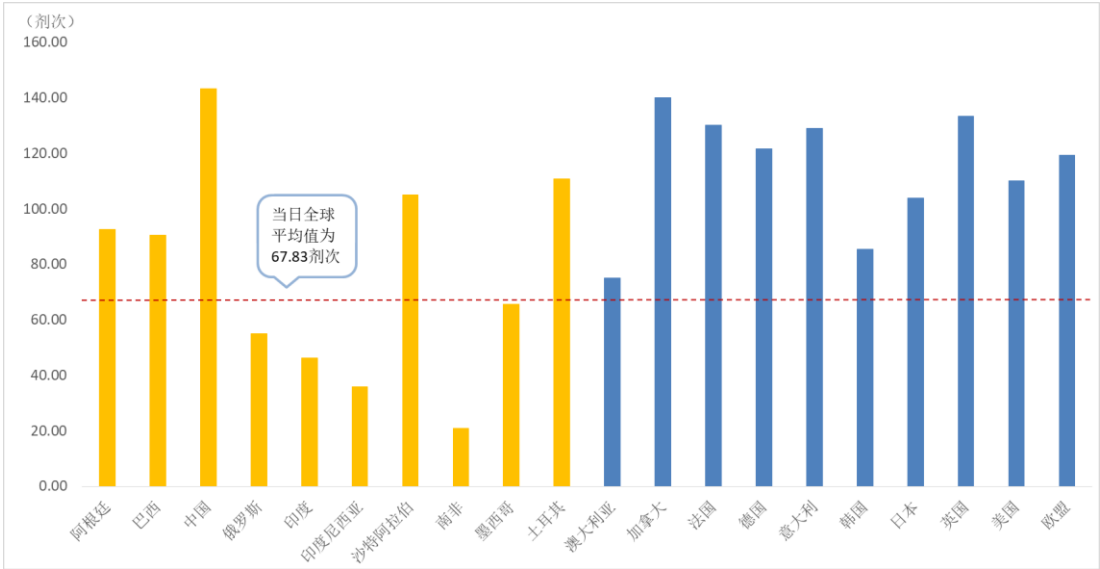
图 2 全球疫情发展及疫苗接种进展



数据来源：Wind，联合资信整理

目前全球已有 10 种左右新冠疫苗被批准上市并大范围投用，但受制于原材料紧张和产能限制，发达经济体与新兴市场国家在疫苗接种进度上已出现明显分歧。具备强大科研能力和丰富医疗资源的美国、英国、德国和中国是世界少数几个独立成功研发出新冠疫苗的国家，并由此在接种进度上保持显著领先优势。但是诸如南非、印度尼西亚等既不具备独立研发能力也没有强大财政实力的新兴市场国家及贫困国家在疫苗获取上主要依赖其他国家捐赠和国际分配渠道，如“新冠疫苗实施计划”（COVAX），但疫苗供应不稳定使得 COVAX 实施进度较原计划一再延期，难以追及发展中国家疫情扩散速度，仅从 G20 成员国来看，新兴市场国家每百人新冠疫苗接种剂次均值为 76.56 剂次，而发达经济体相应指标均值则为 114.80 剂次，远超 G20 新兴市场国家和全球平均水平（67.83）。

图 3 每百人新冠疫苗接种剂次（2021 年 8 月 31 日）



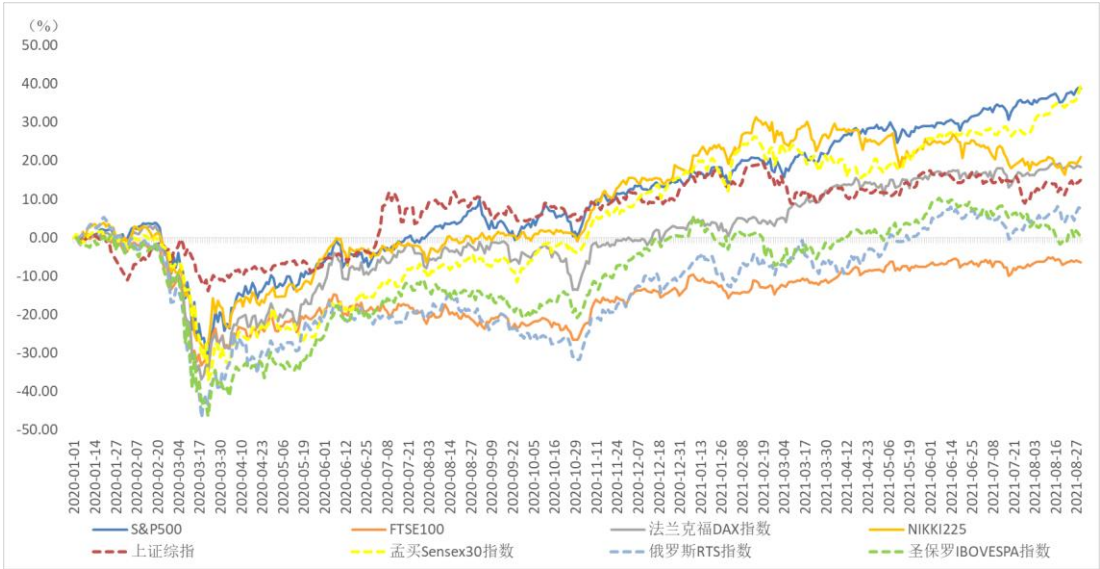
数据来源：Wind，联合资信整理

二、 金融市场

新冠疫情对全球金融市场造成极大扰动，2020 年各金融市场行为主要受避险情绪主导，各国股票市场、外汇市场及债券市场出现大幅动荡，其中对外界信息更加敏感的新兴市场国家较发达国家震荡幅度明显更大

中国作为首个暴发疫情的国家最早出现股市动荡，美日欧紧随其后，各金融市场主要股指自 2020 年 2 月中旬开始急跌，其中富时 100 指数、法兰克福 DAX 指数和圣保罗 IBOVESPA 指数在 2020 年一季度深跌逾 20%。截至 2021 年 8 月末，以标普 500 指数为首的多只全球金融市场主要股票指数已恢复至疫情前水平，但受累于疫情反复、复苏动能疲软、英国正式“脱欧”等因素，富时 100 指数至今仍未回升至疫情前水平。

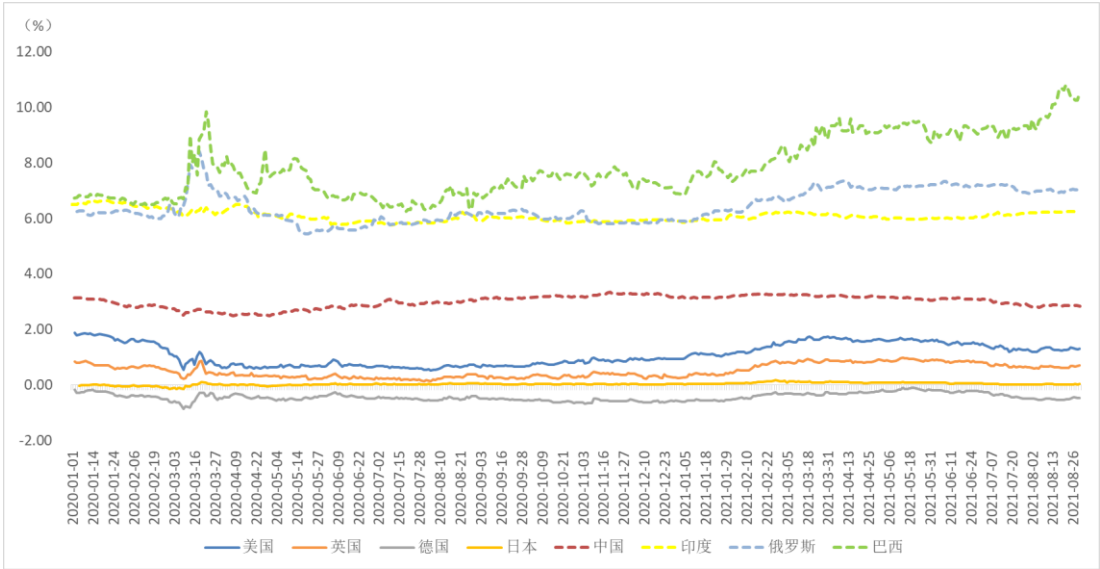
图 4 主要股指收益率



数据来源：Wind，联合资信整理

疫情初期，恐慌情绪推动下全球投资者纷纷涌入美国国债市场寻求避险，10 年期美国国债收益率短期内大幅下探，以巴西、俄罗斯为首的新兴市场国家 10 年期国债则遭到抛售，收益率小幅上涨。但随着新冠疫情逐步演变成为全球范围内的“大流行”，市场恐慌情绪加剧，包括 10 年期美国国债在内的各国长期国债均被大量抛售，投资者将资金转投至黄金这一传统避险资产，各国长期国债收益率曲线短线急剧拉升后陆续回落并保持相对平稳。及至 2021 年 8 月，除巴西因疫情多次反弹、政府稳定性较差及通胀压力高企导致其长期国债收益率飙升逾疫情前水平以外，各国长期国债收益率在暂时性通胀压力推动下小幅上涨后已回落至疫情前附近水平。

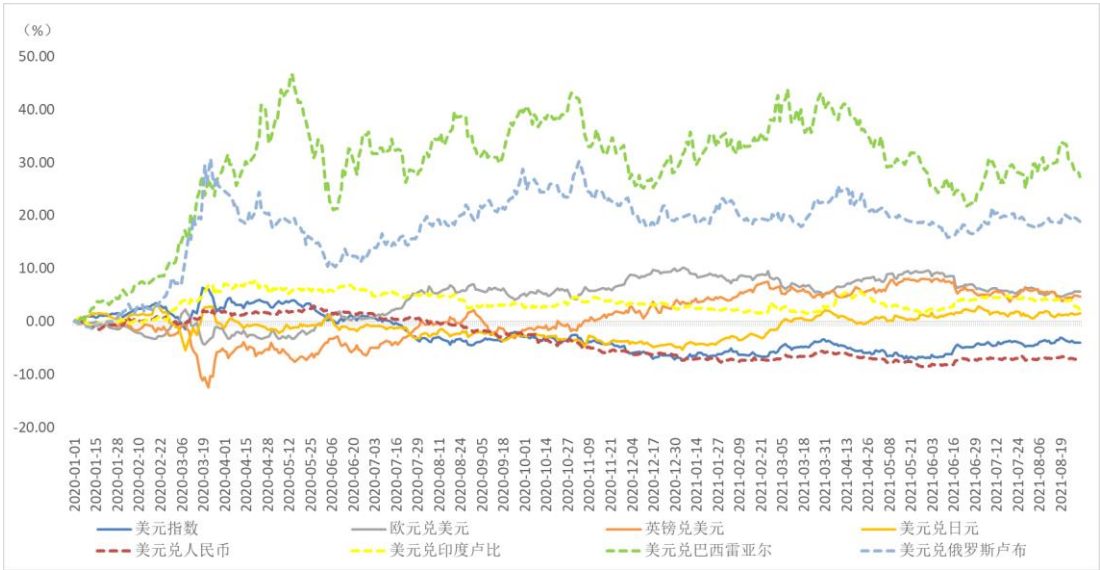
图 5 10 年期国债收益率



数据来源：Wind，联合资信整理

2020 年 3 月，新冠疫情已在全球扩散至一定规模，造成大范围公共卫生恐慌，而后美联储接连推出多项超常规货币政策工具并紧急连续降息至历史低位的操作进一步加重市场悲观情绪，避险情绪急剧升温使得美元指数短期内迅速拉升，各类非美元主要货币全线走跌，其中巴西雷亚尔和俄罗斯卢布日内震荡幅度最大，人民币与美元指数走势一致性最高。截至 2021 年 8 月，除巴西雷亚尔和俄罗斯卢布以外的多数 G20 非美货币已回归至疫情前汇率水平附近。

图 6 美元兑其他主要货币汇率变动



数据来源：Wind，联合资信整理

三、 宏观经济

新冠疫情对全球经济造成重创，多国经济表现出现纪录性衰退，其中新兴市场国家所受影响明显更加严重，具体表现为经济萎缩幅度更大、通胀压力更高、劳动力市场以及经济活动恢复更加缓慢

新冠疫情暴发前，多数新兴市场国家和发达国家以中低速或低速保持经济增长，2020 年一季度，中国因处于疫情集中暴发期成为 G20 经济萎缩幅度最大的国家，但及时、有效的防控措施使得中国在二季度顺利实现经济反弹，成为 G20 中唯一经济增速为正的成员国，并连续五个季度保持经济增长。除中国以外的其他国家由于在 2020 年二季度处于阶段性疫情高峰，经济活动严重衰退，部分国家 GDP 萎缩幅度创纪录新高。

2021 年以来各国经济状况明显好转，已披露二季度经济数据的国家 2021 年二季度 GDP 增速全部转正，但已出现明显分化。沙特阿拉伯和南非由于石油出口贸易恢复不稳定和疫情反复等因素经济复苏较弱，GDP 增速明显落后于其他国家，其他新兴市场国家也面临不同程度后续复苏动能减弱的问题，以美欧为首的发达经济体 2021 年二季度经济增速明显更加强劲，其中英国是目前 2021 年二季度 GDP 增速最高的国家（22.20%），但这主要是由上年同期的低基数效应导致的。

图 7 GDP 同比增速（%）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
阿根廷	-6.00	-1.10	-0.20	-0.60	-4.80	-20.00	-10.20	-4.60	2.20	-
巴西	1.19	1.49	1.33	1.64	-0.27	-10.90	-3.90	-1.14	0.95	12.43
中国	6.30	6.00	5.90	5.80	-6.80	3.20	4.90	6.50	18.30	7.90
印度	5.84	5.39	4.61	3.28	3.01	-24.43	-7.44	0.46	1.64	20.10
印度尼西亚	5.06	5.05	5.01	4.96	2.97	-5.32	-3.49	-2.19	-0.74	7.07
墨西哥	1.28	-1.03	-0.16	-0.73	-1.29	-18.72	-8.74	-4.48	-3.62	19.70
俄罗斯	1.30	1.20	2.60	2.90	1.40	-7.80	-3.50	-1.80	-0.70	10.30
沙特阿拉伯	1.66	0.46	-0.46	-0.30	-1.01	-6.99	-4.60	-3.92	-2.97	1.50
南非	0.03	0.92	0.13	-0.45	0.41	-17.78	-6.16	-4.22	-3.16	1.20
土耳其	-2.57	-1.72	1.04	6.36	4.47	-10.31	6.29	5.87	7.00	21.70
新兴市场均值	1.41	1.67	1.98	2.29	-0.19	-11.91	-3.68	-0.95	1.89	11.32
澳大利亚	1.90	1.70	1.90	2.10	1.40	-6.20	-3.70	-1.00	1.10	9.60
加拿大	1.71	2.13	1.90	1.71	-0.45	-12.61	-5.09	-3.06	0.33	12.72
法国	2.10	2.30	2.00	0.90	-5.50	-18.70	-3.60	-4.20	1.70	18.70
德国	1.10	0.10	0.70	0.40	-2.20	-11.30	-3.80	-3.30	-3.10	9.20
意大利	0.30	0.40	0.50	-0.10	-5.80	-18.20	-5.20	-6.50	-0.70	17.33
日本	0.00	0.40	1.10	-1.40	-2.10	-10.10	-5.60	-1.10	-1.60	7.60
韩国	1.80	2.10	2.00	2.30	1.50	-2.50	-0.80	-0.70	1.90	5.90
英国	1.70	1.50	1.40	1.20	-2.20	-21.40	-8.50	-7.30	-6.10	22.20
美国	2.20	2.10	2.30	2.60	0.60	-9.10	-2.90	-2.30	0.50	12.20
欧盟	2.00	1.50	2.20	1.30	-2.40	-13.80	-3.90	-3.60	-1.20	13.20
发达市场均值	1.48	1.42	1.60	1.10	-1.71	-12.39	-4.31	-3.31	-0.72	12.86

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

自 2020 年下半年起，各国陆续进入经济复苏区间，虽 2020 年冬季疫情反弹导致部分欧洲国家短暂重回封锁状态，但及至 2021 年 2 月下旬，全球大部分国家都已放松限制措施，经济活动相继恢复，内部和外部需求与日俱增，价格压力初见端倪。通胀压力在全球范围内的传导推动各国 2021 年上半年 CPI 迅速走高，一改部分国家在疫情高峰时期陷入短暂通缩状态的现象。

具体来看，新兴市场国家较发达经济体而言通胀水平普遍更高，2021 年二季度 G20 新兴市场国家 CPI 均值（5.63%）¹为同期 G20 发达经济体 CPI 均值（2.39%）的 2 倍以上。

图 8 CPI 同比增速（%）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
阿根廷	55.17	58.10	54.82	53.45	55.11	46.02	40.60	39.86	45.78	55.87
巴西	4.08	4.32	3.18	3.37	3.83	2.14	2.63	4.25	5.29	7.72
中国	1.83	2.63	2.87	4.27	4.97	2.73	2.27	0.07	-0.03	1.10
印度	2.47	3.07	3.47	5.84	6.67	6.57	6.90	6.38	4.87	5.60
印度尼西亚	2.67	2.89	3.00	2.72	2.87	2.27	1.43	1.57	1.43	1.48
墨西哥	4.10	4.21	3.31	2.94	3.40	2.77	3.89	3.52	3.99	5.95
俄罗斯	5.17	5.00	4.30	3.43	2.40	3.10	3.57	4.43	5.57	6.00
沙特阿拉伯	2.45	2.45	2.45	2.45	-2.09	-2.09	-2.09	-2.09	0.87	0.87
南非	4.20	4.47	4.13	3.77	4.40	2.43	3.10	3.20	3.10	4.83
土耳其	19.91	17.98	13.64	10.32	12.13	11.65	11.76	13.51	15.59	17.09
新兴市场均值	5.21	5.22	4.48	4.35	4.29	3.51	3.72	3.87	4.52	5.63
澳大利亚	1.30	1.60	1.70	1.80	2.20	-0.30	0.70	0.90	1.10	3.80
加拿大	1.60	2.13	1.93	2.10	1.83	0.03	0.23	0.80	1.43	3.37
法国	1.43	1.33	1.23	1.23	1.37	0.33	0.37	0.10	1.00	1.77
德国	1.60	1.63	1.00	1.20	1.53	0.70	-0.17	-0.63	1.73	2.20
意大利	1.03	0.93	0.33	0.30	0.23	-0.20	-0.23	-0.40	0.77	1.17
日本	0.30	0.77	0.33	0.50	0.50	0.10	0.17	-0.83	-0.40	-0.10
韩国	0.57	0.67	0.07	0.30	1.20	-0.07	0.67	0.40	1.07	2.43
英国	1.87	2.03	1.83	1.43	1.67	0.63	0.57	0.53	0.60	2.03
美国	1.67	1.80	1.73	2.07	2.10	0.33	1.23	1.27	1.90	4.87
发达市场均值	1.26	1.43	1.13	1.21	1.40	0.17	0.39	0.24	1.02	2.39

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

疫情初期，各国相继落实严格的“隔离封锁”限制措施，各项非必需生产活动纷纷告停，脆弱的运营资金链使得企业用工需求大幅萎缩，无论是跨国巨头还是本土中小企业均开始大批量裁员以维持自身运营，劳动力市场遭受重创，工作岗位大量蒸发，失业率短期内明显上行。

2021 年以来，随着各国经济活动重新开放、经济复苏势头向好，劳工需求迅速扩张，但由于疫情期间各国政府为失业人员提供的丰厚“失业救济金”及其他补贴政策在一定程度上削弱了失业人员重回劳动力市场的积极性，并间接推高企业用工成本，故劳动参与率

¹ 由于阿根廷因货币超发和债务违约问题陷入恶性通胀，故计算新兴市场国家 CPI 均值时剔除掉阿根廷数据。

仍处于历史较低水平，现行失业率数据并不能全面解释劳动力市场真实就业现象，全球各国较疫情前仍存在相当数量的职位空缺，劳动力市场距离完全恢复仍具有一段距离。

图 9 失业率 (%)

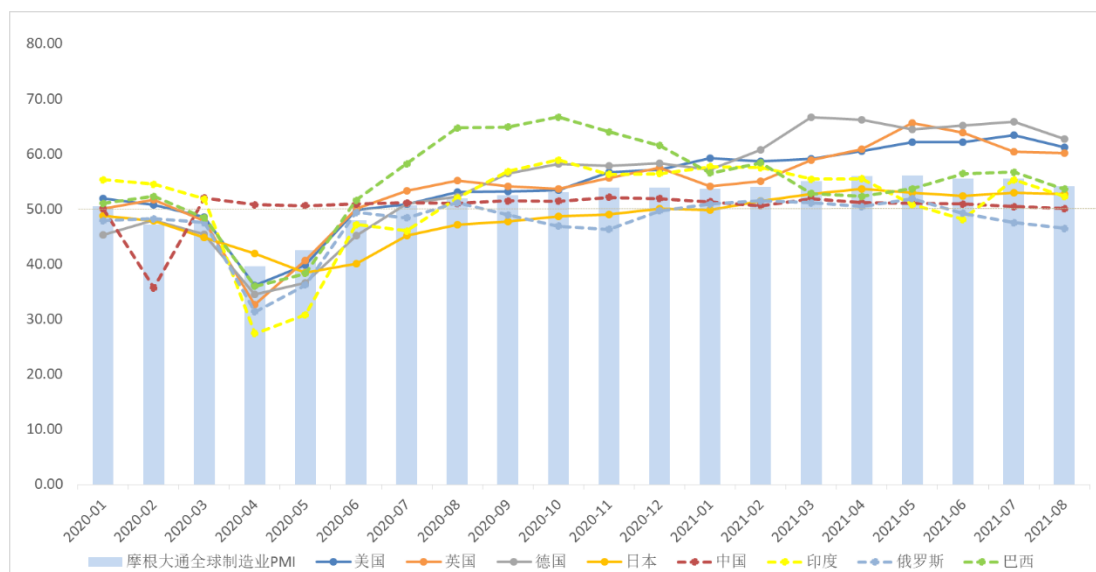
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
阿根廷	10.10	10.60	9.70	8.90	10.40	13.10	11.70	11.00	10.20	-
巴西	12.40	12.00	11.80	11.20	11.60	13.30	14.60	14.10	14.70	14.10
中国	3.67	3.61	3.61	3.62	3.66	3.84	4.19	4.24	3.94	3.86
印度尼西亚	5.01	5.01	5.23	5.23	4.94	4.94	7.07	7.07	6.26	6.26
墨西哥	3.40	3.53	3.52	3.54	3.66	5.43	4.72	4.51	4.45	3.97
俄罗斯	4.90	4.40	4.50	4.60	4.60	6.20	6.30	6.10	5.70	4.80
沙特阿拉伯	5.72	5.62	5.53	5.67	5.70	9.00	8.50	7.45	6.46	6.46
南非	27.60	29.00	29.10	29.10	30.10	23.30	30.80	32.50	32.60	34.40
土耳其	15.00	13.40	14.00	12.90	13.50	13.00	12.40	12.90	14.10	12.40
新兴市场均值	9.76	9.69	9.67	9.42	9.80	10.23	11.14	11.10	10.93	10.78
澳大利亚	5.00	5.20	5.20	5.20	5.10	7.40	6.90	6.80	5.90	4.90
加拿大	5.90	5.60	5.60	5.90	5.70	12.50	9.20	8.60	8.20	7.80
法国	8.70	8.70	8.00	8.10	7.80	7.40	8.90	8.00	8.10	7.30
德国	3.20	3.10	3.10	3.20	3.50	3.90	4.10	4.10	3.90	3.70
意大利	10.52	9.66	9.83	9.95	9.75	9.50	10.03	9.69	10.29	9.71
日本	2.40	2.30	2.40	2.30	2.40	2.80	3.00	3.00	2.90	3.00
韩国	3.70	4.00	3.40	3.60	3.30	4.30	4.00	4.20	4.00	3.70
英国	3.90	3.90	3.80	3.80	4.00	4.10	4.80	5.10	5.00	4.80
美国	3.80	3.70	3.60	3.60	3.80	13.00	8.80	6.70	6.20	5.90
欧盟	7.20	6.60	6.50	6.60	6.80	6.70	7.60	7.20	7.80	-
发达市场均值	5.43	5.28	5.14	5.23	5.22	7.16	6.73	6.34	6.23	5.65

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

新冠疫情暴发后全球经济连续数月陷入衰退，主要经济体中只有中国自 2020 年 3 月起连续 17 个月处于经济扩张区间，其他新兴经济体和发达国家直至 2020 年下半年起经济才出现明显起色，但 2020 年年末的冬季疫情导致部分欧洲国家再次短暂陷入经济萎缩阶段。

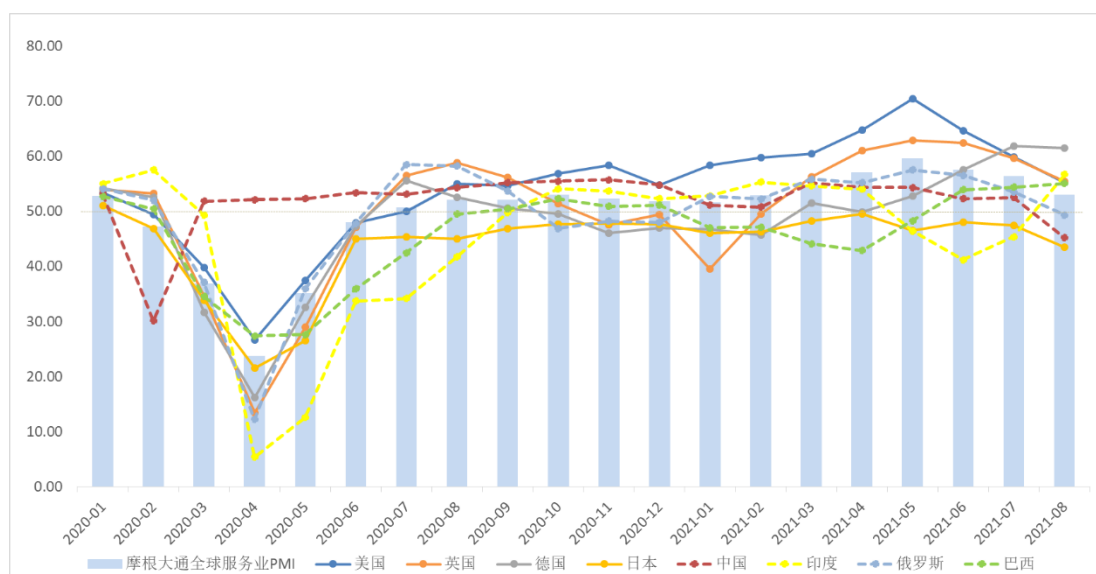
具体来看，得益于疫苗接种进度领先、政府救助计划力度更强等多方面因素，发达国家经济活动恢复状况明显优于新兴市场国家；制造业经济活动较服务业恢复明显更早且持久性更强，这主要源于各国实施的社交隔离政策对服务业活动具有更强的限制性。

图 10 制造业 PMI



数据来源：Wind，联合资信整理

图 11 服务业 PMI



数据来源：Wind，联合资信整理

四、 央行货币政策及银行业表现

新冠疫情大规模暴发后，以美联储为首的全球各大主要央行开始接连启动紧急降息政策将基准利率调整至历史低位为市场提供充裕的流动性，其中土耳其、巴西、俄罗斯等新兴市场经济体由于利率水平相对较高、政策可操作空间更加宽松，年内累计降息逾上百基点；疫情期间多国银行业资产质量短期内迅

速恶化、不良贷款率显著上涨、净资产收益率大幅下滑，但自 2020 年下半年以来，随着多国相继进入经济复苏区间，银行业不良贷款率及资产收益率均出现明显改善

自 2020 年下半年开始各国经济陆续出现好转，部分地区从疫情期间的短暂通缩逐渐向通胀转变。较美日欧等发达国家而言，新兴市场经济体更早出现通胀现象，强度也更大，为免于陷入“滞涨”困境，以土耳其为首的多个新兴市场国家在 2020 年下半年起率先启动加息。2021 年至今，土耳其、俄罗斯和巴西等国央行连续多次大幅度加息，使其基准利率向疫情前水平快速靠拢。随着通胀压力不断逼近，韩国作为首个发达国家率先启动加息，向外界传递收紧货币政策的信号，而市场对美联储加息的预期呼声渐高，近期美联储对“缩减购债计划”（Taper）操作的表态进一步加强了投资者对流动性收紧临近的预期，按目前的经济恢复进度来看，以美联储为首的发达国家央行启动加息渐行渐近。

图 12 部分国家基准利率（%）

	澳大利亚	加拿大	日本	韩国	英国	美国	欧元区	巴西	中国	印度	墨西哥	俄罗斯	南非	土耳其
2019-01	1.50	1.25	-0.10	1.75	0.75	2.50	0.00	6.50	4.30	6.50	8.25	7.75	6.75	24.00
2019-02										↓ 6.25				
2019-03														
2019-04										↓ 6.00				
2019-05														
2019-06	↓ 1.25									↓ 5.75		↓ 7.50		
2019-07	↓ 1.00			↓ 1.50								↓ 7.25	↓ 6.50	↓ 19.75
2019-08						↓ 2.25		↓ 6.00	↓ 4.25	↓ 5.40	↓ 8.00			
2019-09						↓ 2.00		↓ 5.50	↓ 4.20			↓ 7.00		↓ 16.50
2019-10	↓ 0.75			↓ 1.25		↓ 1.75		↓ 5.00		↓ 5.15	↓ 7.75	↓ 6.50		↓ 14.00
2019-11									↓ 4.15		↓ 7.50			
2019-12								↓ 4.50			↓ 7.25	↓ 6.25		↓ 12.00
2020-01													↓ 6.25	↓ 11.25
2020-02								↓ 4.25	↓ 4.05		↓ 7.00	↓ 6.00		
2020-03	↓ 0.25	↓ 0.25		↓ 0.75	↓ 0.10	↓ 0.25		↓ 3.75			↓ 6.50		↓ 5.25	↓ 9.75
2020-04									↓ 3.85			↓ 5.50	↓ 4.25	↓ 8.75
2020-05				↓ 0.50				↓ 3.00					↓ 3.75	↓ 8.25
2020-06								↓ 2.25			↓ 5.00	↓ 4.50		
2020-07												↓ 4.25	↓ 3.50	
2020-08								↓ 2.00						
2020-09											↓ 4.50			
2020-10											↓ 4.25			↑ 10.25
2020-11	↓ 0.10													↑ 15.00
2020-12														↑ 17.00
2021-01														
2021-02								↑ 2.75						
2021-03												↑ 4.50		↑ 19.00
2021-04								↑ 3.50			↓ 4.00	↑ 5.00		
2021-05								↑ 4.25						
2021-06											↑ 4.25	↑ 5.50		
2021-07												↑ 6.50		
2021-08				↑ 0.75				↑ 5.25			↑ 4.50			
累计变动 (BP)	140	100	-0	100	65	225	0	125	45	250	375	125	325	500
最新利率水平 (%)	0.10	0.25	-0.10	0.75	0.10	0.25	0.00	5.25	3.85	4.00	4.50	6.50	3.50	19.00

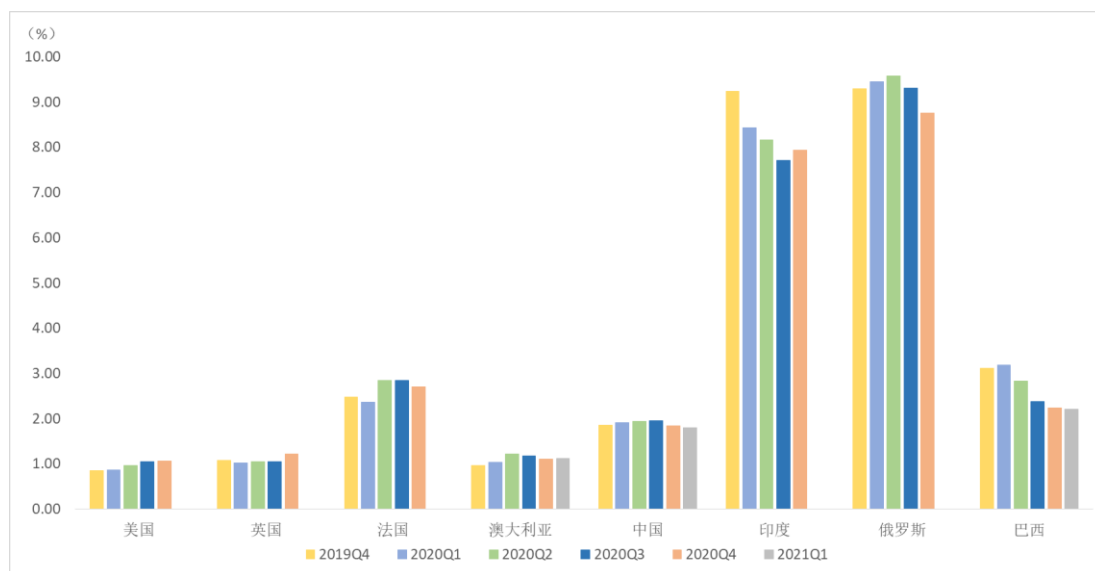
数据来源：Wind，新闻，联合资信整理

注：澳大利亚联储、英国央行和美联储在 2020 年 3 月连续两次降息，加拿大央行当月连续三次降息，显示数据为当月最终利率水平

尽管各国央行在意识到新冠疫情的严重性后迅速调降关键利率以支持信贷活动，但连月的停工停产导致企业补充资金难以为继，无力偿付各类贷款，部分国家银行业不良贷款率在疫情快速扩张期小幅上涨。2020 年下半年至今，随着全球主要经济体陆续宣布进入经济重启，各国政府出台多项政策刺激信贷增长，鼓励企业增加资本投入、以便尽快回归至疫情前生产状态，银行业不良贷款率也顺势走低。具体来看，发达国家银行业信贷资产较

新兴市场国家而言质量更好、安全性更高且受影响后波动幅度更小，印度、俄罗斯银行业资产质量则更为脆弱，不良贷款率也明显偏高。

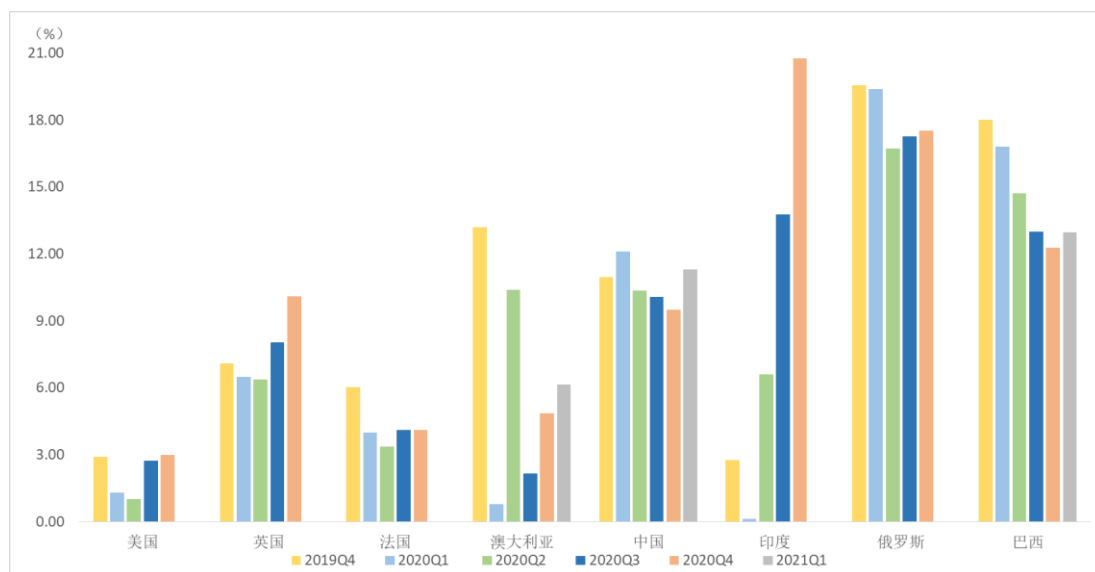
图 13 银行业不良贷款率



数据来源：IMF，联合资信整理

疫情在侵蚀银行业资产质量的同时还严重削弱了其盈利能力，除中国在 2020 年一季度银行业净资产收益率（ROE）逆势增长以外，其他 G20 成员国银行业同期 ROE 均出现不同程度下滑。由于银行及保险业是澳大利亚 GDP 占比最大的行业，新冠疫情对其打击力度明显强于其他国家，并使其成为发达经济体中银行业盈利萎缩最严重的国家，2020 年一季度 ROE 环比暴跌逾 12 个百分点。抗风险能力和金融系统稳定性差异使各国银行业 ROE 自 2020 年二季度起出现分歧，具体来看，发达国家整体 ROE 水平较新兴市场国家而言相对较低，且盈利水平回调时间更早。

图 14 银行业净资产收益率



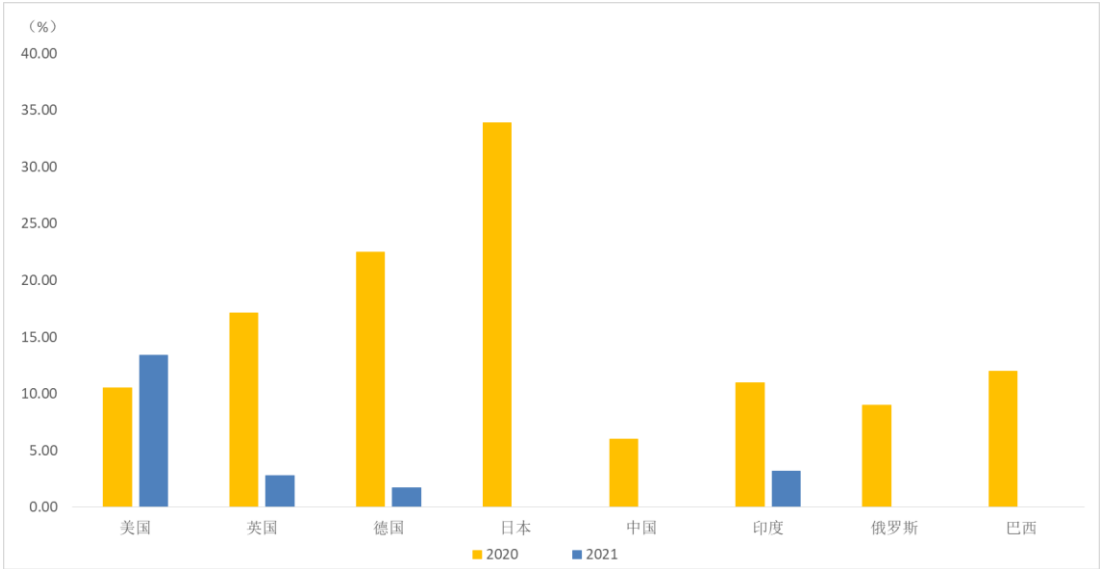
数据来源：IMF，联合资信整理

五、 财政状况

新冠疫情的突然出现使各国财政实力严重承压，出于增加公共卫生领域支出、维稳经济运行、保障民众日常生活等多重目的，政府自疫情暴发后相继颁布多项巨额财政刺激计划，并为此大肆举债，财政状况短期内出现明显恶化

为尽快消除疫情带来的重重不利影响，各国在放松货币政策的同时还出台了庞大且全面的财政救助计划，以期刺激经济免于陷入衰退，美国以创纪录的 2.2 万亿美元财政刺激总额成为 2020 年全球财政救助支出最高的国家。具体来看，2020 年发达市场国家较新兴市场国家而言财政刺激规模更大，其相当于 GDP 的比值全部超过 10%，其中日本财政刺激相对规模远超其他 G20 发达经济体，约占其 2020 年 GDP 的三分之一，同期新兴市场国家财政刺激相对规模则在 10% 左右。此外，更为雄厚的财政实力和筹资能力为发达国家延长现行财政计划、新推后续救助政策提供了保障。2021 年至今，美欧等发达经济体为刺激经济在后疫情时代继续保持增长均宣布追加财政刺激项目，除中国因经济早已回归常态增长、无需施加额外刺激之外，其他新兴市场国家由于财政状况严重透支、经济复苏不及预期等原因并未推出或仅推出了小规模财政刺激计划。

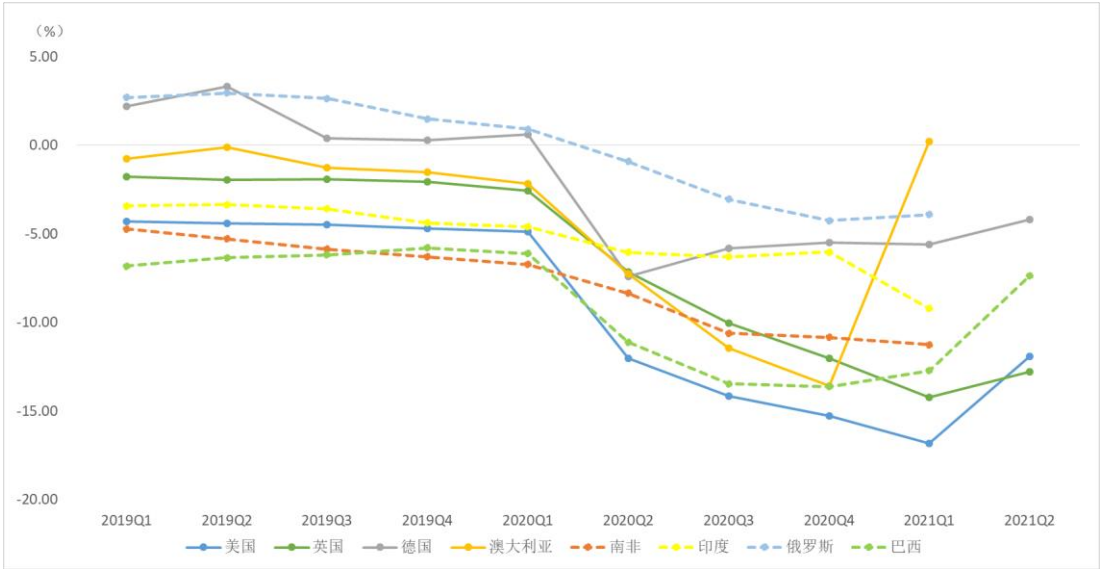
图 15 财政刺激规模（% GDP）



数据来源：IMF，联合资信整理
注：数据收集时间截止至 2021 年 6 月 30 日

疫情暴发之前，各国政府财政平衡都处于相对平稳状态，疫情暴发后政府为应对公共卫生危机、支持企业运营、保障民众日常生活先后出台了多项规模空前的财政救助计划，德国、俄罗斯财政平衡自 2020 年二季度起由盈余转为赤字，美国、英国和巴西国家等财政赤字大幅走扩。财政实力和刺激计划规模差异等因素使得发达国家财政赤字走扩幅度明显大于新兴市场经济体，其中，美国和英国由于接连推出多项大规模财政刺激计划导致其财政赤字相当于 GDP 的比重在近一年内激增逾 10%。截至 2021 年二季度，各国政府在后疫情时代的政策态度分化使得财政赤字走势略有不同，美国和英国财政赤字虽已有收敛趋势，但仍处于历史高位。

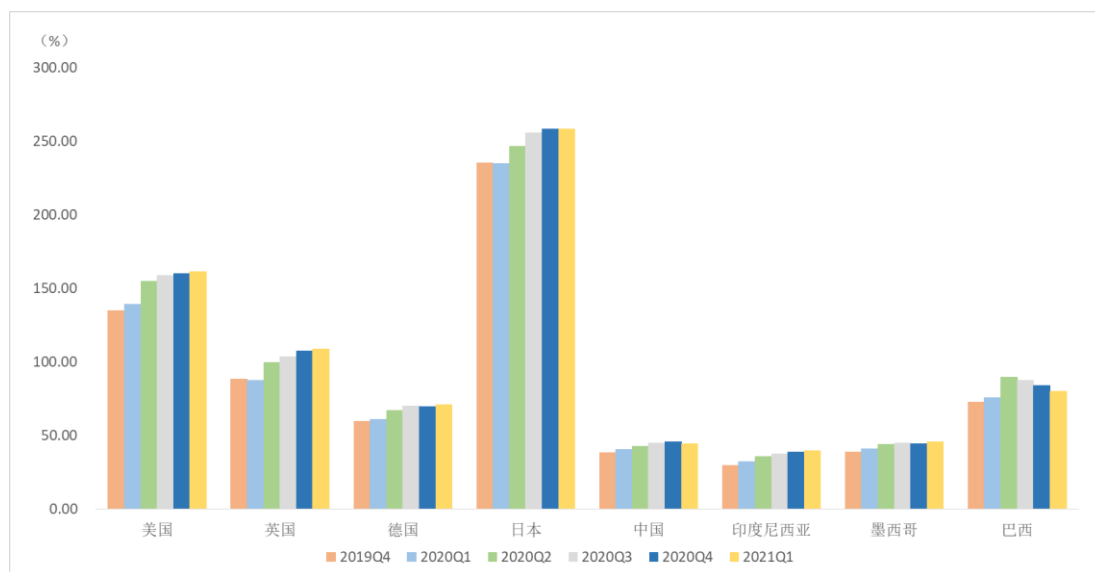
图 16 财政盈余/赤字 (% GDP)



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

疫情重压之下各国政府筹款压力激增，多数国家在疫情期间颁布了税收减免政策以支持企业存续经营，收入来源骤减使得增发债券成为政府大规模筹资的主要渠道。2020 年二季度全球大部分地区处于疫情最严重的阶段，各国政府进入集中发债期，多国将政府债务规模扩张至历史高位。具体来看，G20 发达经济体政府债务规模全部突破 60% 的国际警戒线，其中美国二季度政府债务规模环比大增 15.60%，单季扩债幅度最大；同期英国政府债务规模首次突破 100%，且债务总量超越金融危机时期创历史新高。发达经济体无论是现存债务规模还是疫情期间扩债幅度均显著大于新兴市场国家，截至 2021 年一季度末，发达经济体政府债务规模均值较 2019 年四季度（129.53%）激增 20.40 个百分点至 149.95%；除巴西以外的其他新兴市场国家政府债务规模均位于 60% 以下，且 2021 年一季度末政府债务规模均值较 2019 年四季度（44.96%）仅上涨 7.60 个百分点至 52.51%。

图 17 一般政府债务（% GDP）



数据来源：OECD，联合资信整理

六、 国际贸易及外部融资

早在新冠疫情暴发之前，贸易保护主义复萌和日趋紧张的国际政治环境便使全球国际贸易出现疲态，新冠疫情放大了国际贸易的脆弱性，内外需求的双重缩水对各国进出口贸易造成不同程度打击；“债务经济”模式下英、法等发达国家在疫情期间外债水平大幅增长，新兴市场国家新增负债幅度则相对较小

作为衡量全球贸易活动的重要指标，具有“全球经济金丝雀”之称的韩国进出口贸易数据的兴衰与新冠疫情发展基本呈反向走势。具体来看，2020 年疫情暴发初期、冬季疫情高峰和 2021 年下半年变异病毒快速扩张期间，韩国进出口贸易受到打压，同比增速明显下滑；在疫情平滑扩张期和新冠疫苗问世以后全球经济前景预期大幅改善，韩国进出口贸易增速受鼓舞大幅上涨。

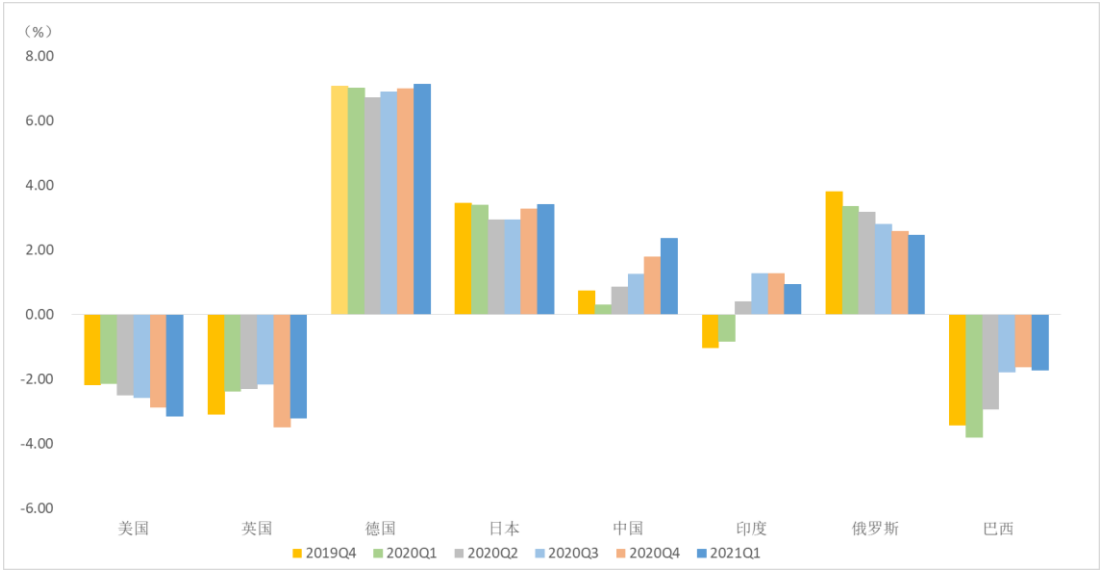
图 18 新冠疫情发展与韩国进出口贸易表现



数据来源：Wind，联合资信整理

新冠疫情对国际贸易活动的影响还同时反应在各国经常账户余额的动态变化中，疫情期间，全球海陆空物流链长时间、大面积中断，导致多数国家贸易盈余出现明显萎缩，随着 2020 年下半年起各国相继放松运输封禁限制措施，全球贸易量逐步回升，发达经济体经常账户盈余（赤字）纷纷走扩，新兴市场国家由于自身特性经常账户余额动态变化不一。

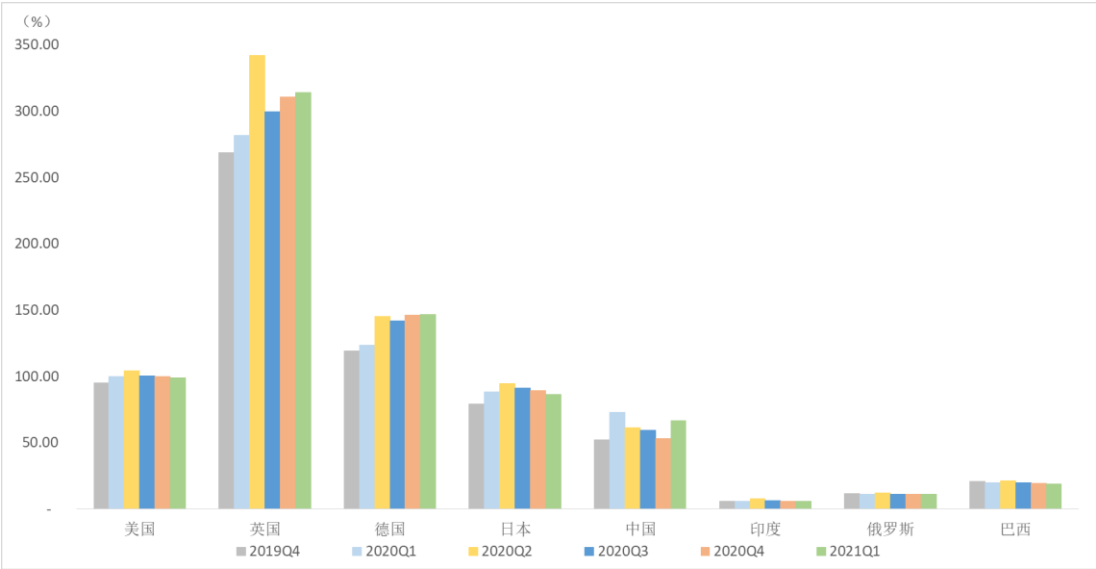
图 19 经常账户余额 (% GDP)



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

为满足激增的巨额资金需求，各国在疫情期间大幅扩张外债规模。具体来看，发达国家外债规模显著高于新兴市场国家，其中英国以接近 350.0% 的负债率远超其他国家成为外债规模最大的 G20 成员国，2020 年二季度其以 60.17% 的扩债幅度成为单季扩债规模最大的发达国家，同期美国外债总额相当于 GDP 的比重突破 100%。新兴市场国家外债规模则普遍较低，且截至 2021 年一季度，除中国以外的其他新兴市场国家外债规模均小于疫情前水平。

图 20 外债总额（% GDP）



数据来源：World Bank，联合资信整理

总体来看，新冠疫情对 G20 国家金融市场、宏观经济运行、政府财政状况、国际贸易及外部融资等多方面带来重创，虽然目前各国经济均已进入复苏轨道，但疫苗接种进度分歧、政府救助力度和经济脆弱性差异等原因使得各国经济增长出现明显分化，而变异病毒的肆虐也为经济发展前景带来了一定不确定性。