

doi:10.16060/j.cnki.issn2095-8072.2020.04.001

# 新冠肺炎疫情下全球经济复苏之路探索 ——来自意大利的启迪

朱民<sup>1</sup> 唐朝<sup>2</sup> 郑重阳<sup>2</sup>

(1. 清华大学国家金融研究院, 北京 100083; 2. 清华大学五道口金融学院, 北京 100083)

**摘要:** 突如其来的新冠肺炎疫情冲击全球经济, 当前全球已进入抗疫与经济复苏并行阶段, 本文以意大利为切入点深入探究全球复工复产与经济复苏之路。意大利经济的供需两端在局部封锁、全国封锁、停工停产的疫情防控过程中遭受了重大的冲击, 出口、就业出现大幅恶化, 预计上半年的经济萎缩将达13%。随着疫情进入平台期、复工复产进程的开启, 意大利的经济复苏又面临着疫情二次爆发、家庭消费承受永久损失、产业链运转恢复缓慢、国际市场需求萎缩、部分产业链外迁、宏观政策空间有限等困难与挑战, 全年经济陷入深度衰退已成定局, 亟需欧盟及欧央行的强力支持才能有效降低意大利坠入长期萧条的风险。

**关键词:** 新冠肺炎疫情; 复工复产; 经济复苏; 经济危机; 经济预测

**中图分类号:** F13/17 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095 - 8072(2020)04 - 0005 - 16

突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行, 至2020年6月底, 已经蔓延至217个国家(地区), 全球累计确诊人数已经超过1000万例, 累计死亡50多万例, 死亡率约5%。全球新冠肺炎疫情仍在继续蔓延, 每日新增确诊仍在10万人左右。各国都实施大规模的隔离和“封城”措施以防控疫情蔓延。工厂停工、商场停业、学校停课、赛事取消, 严格的防控措施下社会停摆、经济停滞, 2020年全球经济预计大幅萎缩3%, <sup>①</sup>全球贸易萎缩13~32%, <sup>②</sup>2季度全球劳动时间预计较2019年4季度下滑10.5%, 相当于损失3050万个全职劳动岗位, <sup>③</sup>全球经济损失超2008年金融危机, 面临1929年大萧条以来最惨重的经济下滑, 并可能因大规模居民失业和企业破产而承受永久性经济损失。

经济难以承受长时间停滞, 面临全球经济深度衰退, 贸易大幅萎缩, 产业链停滞, 金融市场宽幅震荡, 供给与需求同时萎缩, 全球迫切需要“重启”经济, 复工与复苏成为全球当下关注的重点话题。欧美多国在疫情尚未得到充分控制时便开启局部复工, 但是疫情仍在全球蔓延, 疫情先后从亚洲和中国转向欧洲, 再转向美国, 目前正转向新兴经济和南半球, 俄罗斯、印度、巴西等国疫情发展迅速, 并开始向非洲蔓延。疫情呈现明显的波浪式发展特征, 当确诊病例居高不下时, 全面放松或导致疫情二次爆发。<sup>④</sup>在抗疫和复工的平衡和波动中, 复工之路难以一帆风顺, 经济复苏之路

① IMF, World Economic Outlook: The Great Lockdown, 2020.

② WTO, Trade Set to Plunge as COVID-19 Pandemic Upends Global Economy, PRESS/855, 8 April 2020. [https://www.wto.org/english/news\\_e/pres20\\_e/pr855\\_e.htm](https://www.wto.org/english/news_e/pres20_e/pr855_e.htm).

③ ILO, COVID-19 and the World of Work. Updated Estimates and Analysis (3rd edition), 2020.

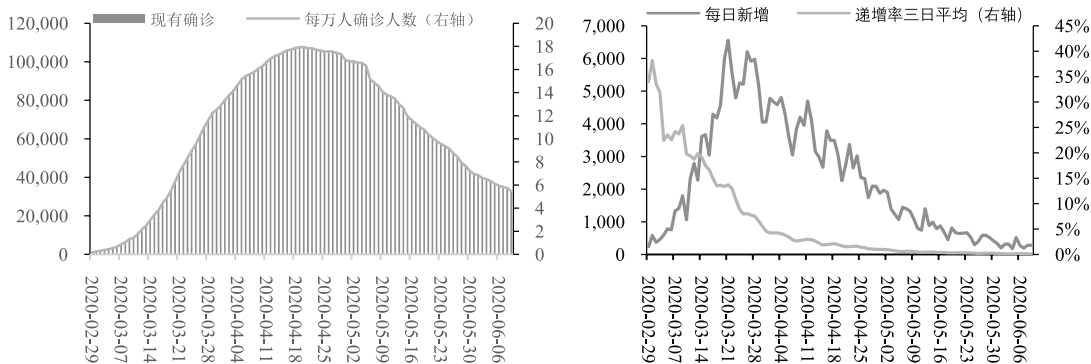
④ 朱民, 潘柳, 张妮婉. 各国刺激政策空间枯竭 全球进入抗疫复工并存新阶段(2020-05-14)[EB/OL]. 新浪财经[2020-06-14]. <http://finance.sina.com.cn/zt/exc/2020-05-14/zt-iircuyvi3122257.shtml>.

注定漫长而艰辛。疫情二次爆发风险、全球经济衰退、长时间封锁导致企业破产和居民失业压力高企，疫情和经济前景高度不明朗，复工与复苏之路究竟该如何走？

3月16日，本文作者曾分析了意大利走向经济危机的可能性，<sup>①</sup>意大利从局部封锁、全国封锁、停工停产，再到5月4日开启局部复工，逐步走出疫情“至暗时刻”，但正迎来常态化疫情防控、推动复工复产、加快经济复苏的三重挑战，面临失业率高企、总需求不足、政策空间有限的巨大压力，甚至面临坠入长期萧条的风险，探索新冠疫情阴影下全球经济复苏的共同痛点，是研究全球经济如何复工复产与复苏的经典案例。本文以新冠疫情下意大利经济复苏为个案，探讨意大利能否走出衰退、避免大萧条，并由此为全球经济复苏提供启示。

### 一、意大利疫情进入平台期，疫情防控仍不能松懈

强力的防控措施下，意大利疫情增长曲线趋于平缓，进入高位平台期，走出至暗时刻(见图1)。截至6月5日，意大利累计确诊人数高达23.5万人，死亡率14.4%。自3月10日封国的18天后，意大利新增确诊趋于下降，5月21日递增率降至0.31%，意大利高级卫生委员会主席表示意大利再生感染数 $R_0$ 已低于1。意大利防控措施严格程度介于中韩之间，复工进程早于中国，参考中韩经验，乐观情形下意大利新增数有望在6月下旬降至100例以下，7月底基本控制疫情。然而，意大利现有确诊人数近6万，每万人确诊数近10人，仍需继续阻断疫情传播，保持社交疏离，疫情防控不能松懈。



(a)意大利现有确诊人数

(b)意大利新增确诊情况

数据来源：Wind(图2亦同)

图1 意大利新冠疫情发展

抗疫出现积极信号，意大利5月起逐步重启经济，进入抗疫与经济恢复并行阶段(见表1和表2)。意大利在全国范围内分行业复工，先放开供给端行业，再有序放开需求端行业。5月4日，意大利重新开放制造业、建筑业、批发业等供给端行业，5月18日开放零售业、博物馆、画廊和图书馆，6月1日允许酒吧、餐厅、理发店和美容院重新营业，6月3日起同时开放国内与国际旅行，学校将在9月重新开学。意大利现有确诊仍在高位，叠加西班牙、英国等欧洲国家疫情尚未得到有效控制，为尽快阻断疫情

① 朱民,唐朝,冯猛,等. 逐步滑向经济危机的意大利为我们带来了哪些警示? (2020-03-16) [EB/OL]. 新浪财经[2020-05-16].<http://finance.sina.com.cn/zt/china/2020-03-16/zt-iimxxstf9386403.shtml>.

传播, 让新增感染归零, 需求端行业的管控放松预计会根据疫情发展而不断调整。体育赛事、旅游、酒店等需求端行业群众性聚集情况严重、人员流动大, 预计管控措施会滞后于疫情发展1~2个月左右。如果意大利6月下旬才能控制住疫情, 预计旅游、体育和户外等高密集接触行业的管控措施实际将持续至7~8月, 酒店、航空、餐饮等中等接触行业持续至6月, 时尚业和房地产业等一般接触行业在5月基本放开管控。

表 1 意大利进入疫情防控与经济恢复并行阶段

| 阶段            | 措施类型        | 开始时间  | 结束日期  | 措施内容                                                                |
|---------------|-------------|-------|-------|---------------------------------------------------------------------|
| 全面封锁阶段        | 全面封锁        | 3月10日 | 4月3日  | 所有活动全部停办, 休闲、娱乐场所关闭; 暂停所有体育活动; 所有学校停课时间延长; 3月12日起, 关闭除食品店和药店以外的所有商铺 |
|               | 全面封锁+停产     | 3月22日 | 4月3日  | 停止所有非必要的非关键性生产活动和商业活动                                               |
|               | 全面封锁延期      | 4月1日  | 4月13日 | 封锁措施延长到4月13日                                                        |
|               | 全面封锁延期+小幅开放 | 4月13日 | 5月3日  | 封锁措施延长到5月3日; 4月14日起, 开放木材企业、书店以及儿童用品店                               |
|               | 部分行业复工准备    | 4月27日 |       | 允许制造业、建筑、房地产、批发业为复工开业做准备, 工作场所需满足安全要求, 遵守社交距离准则并保持清洁                |
| 疫情防控与经济恢复并行阶段 | 制造、建筑、批发复工  | 5月4日  |       | 重新开放制造业、建筑业和批发业; 开放居民城市间流动, 但6月2日前禁止不同大区之间的旅行                       |
|               | 部分服务业开放     | 5月18日 |       | 零售业、博物馆、画廊和图书馆恢复运营                                                  |
|               | 部分服务业开放     | 5月25日 |       | 允许健身房、游泳馆与体育中心在遵守安全协议下重新开放                                          |
|               | 部分服务业开放     | 6月1日  |       | 酒吧、餐厅、理发店和美容院将重新营业                                                  |
|               | 旅游业开放       | 6月3日  |       | 允许出入境旅行, 同时恢复国内旅行                                                   |
|               | 部分服务业开放     | 6月15日 |       | 重新开放剧院与电影院                                                          |
|               | 复课          | 9月    |       | 学校复课                                                                |

数据来源: 根据新闻报道整理

## 二、疫情重创需求、供给、出口和就业, 意大利经济陷入深度衰退

新冠疫情剧烈冲击意大利经济, 2020年意大利将陷入深度衰退。疫情防控期间意大利总体损失1255亿欧元左右, 约占2019年现价GDP的7%, 预计意大利全年经济大幅萎缩约9%~10%。

### (一) 新冠疫情先后重创需求端和供给端

疫情防控措施导致意大利经济停滞, 需求端和供给端行业均受剧烈冲击, 以旅游、餐饮和酒店为主导的意大利服务业预计大幅下滑。初步数据表明意大利2020年上半年经济将大幅萎缩, 一季度其不变价GDP同比萎缩5.4%, 3月工业生产同比萎缩29.3%, 4月制造业和服务业PMI进一步下滑至31.1和10.8(见图2)。

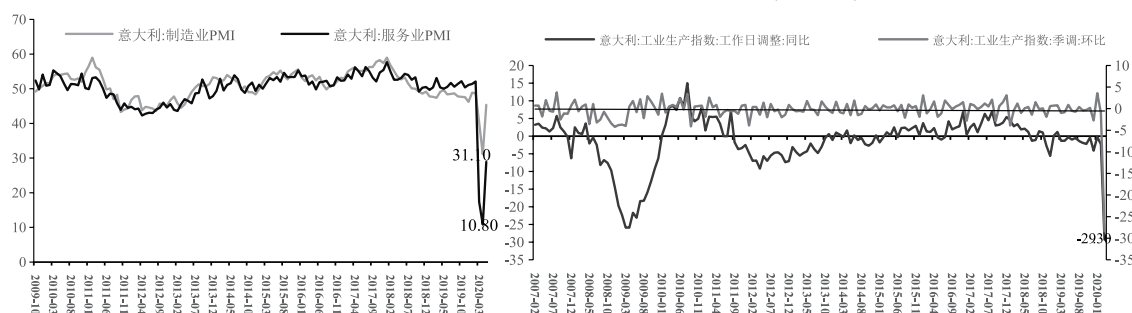


图 2 意大利服务业、制造业和工业生产大幅下滑

基于差异化疫情管控措施，预计疫情防控期间，意大利需求端行业损失825亿欧元，生产端行业损失430亿欧元，总体损失1255亿欧元(见表2)。疫情防控期间，人群密切接触的服务业消费损失惨重，预计需求端行业损失825亿欧元左右。参考中国2020年1~2月的服务业损失情况，旅游、酒店、体育户外等高密集接触行业以及航空业，疫情严控期间收入损失80%，酒店损失70%，中等和一般密集接触的餐饮业、时尚业和房地产业损失60%，而公共管理、教育、社保和卫生由于公共医疗保健投入的大幅提升而提高20%，存量确诊病人的救治将其影响延续至7月。就供给端行业看，3月22日后意大利升级疫情防控措施，停止所有非必要生产活动，5月4日制造业和建筑业开启复工。生产端行业复工需要产业链同步恢复与雇员及时返岗，6月3日前意大利居民仍不能自由流动，将疫情防控影响区间设定为3~5月。综合停产与复产的时间，预计期间供给端行业收入损失60%，总计430亿欧元，制造业和建筑业分别损失330和100亿欧元。

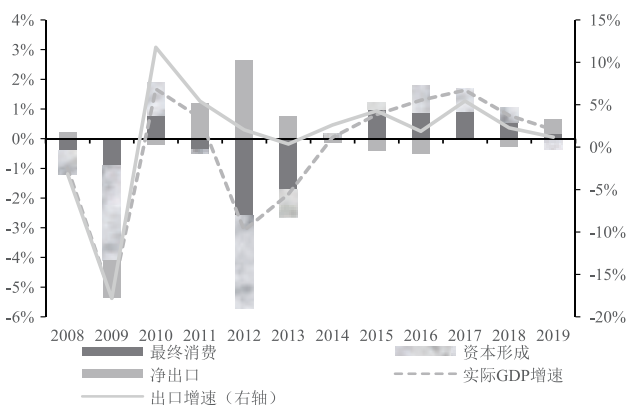
表2 疫情防控对意大利各行业冲击估算

| 分类            | 2019年收入/增加值(亿欧元) | 防疫影响时间段    | 防疫期间损失比例 | 防疫预计损失 |
|---------------|------------------|------------|----------|--------|
| <b>需求端</b>    | 7825             |            |          | -825   |
| 旅游            | 445              | 2月底-7月     | -80%     | -160   |
| 酒店            | 200              | 2月底-6月     | -70%     | -50    |
| 航空            | 100              | 2月底-6月     | -80%     | -30    |
| 餐饮            | 700              | 3月12日-6月   | -60%     | -140   |
| 体育&户外         | 660              | 3月9日-7月、8月 | -80%     | -250   |
| 时尚业           | 900              | 3月12日-5月   | -60%     | -135   |
| 房地产业          | 2190             | 3月12日-5月   | -60%     | -320   |
| 公共管理、教育、社保、卫生 | 2630             | 2月-7月      | 20%      | 260    |
| <b>供给端</b>    | 3350             |            |          | -430   |
| 制造业           | 2660             | 3月22日-5月   | -60%     | -330   |
| 建筑业           | 690              | 3月22日-5月   | -60%     | -100   |
| 总计            | 11175            |            |          | -1255  |

注：因数据限制，需求端为行业收入，供给端为行业增加值。另外，由于北部大区从2月底开始封锁，意大利旅游、酒店在2月底便受到影响。

## (二) 出口：大幅萎缩20%左右

生产停滞、全球经济衰退引发外需萎缩预计导致2020年意大利出口大幅下滑20%左右，严重拖累经济增长(见图3)。出口是意大利经济增长的重要动力，二者增速同步性较高，出口回升的2010年和2015年，经济增速回升，而出口增速大幅下滑的2008和2012年，经济明显下行。

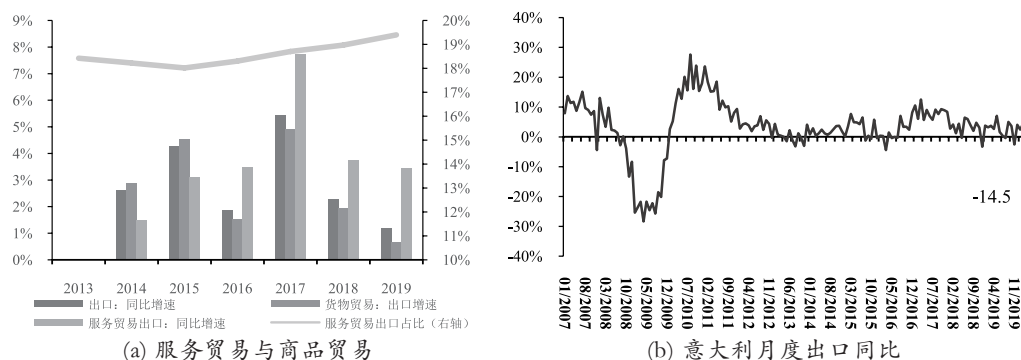


数据来源：OECD

图3 意大利 GDP：三驾马车拉动

2019年最终消费和资本形成对经济的拉动作用为-0.19%，在净出口0.48%的拉动作用下才勉强保持0.3%的正增长。服务贸易支撑意大利出口增速，保持社交距离减少国际人员往来，预计国际旅游等服务贸易明显下滑。就货物贸易而言，意大利货物出口先受生产停滞拖累，再受外需萎缩冲击。疫情防控期间，工人隔离导致港口货运效率下降超75%，2020年3月意大利出口金额已同比萎缩14.5%(见图4)。近年来(2015~2018年)，意大利对欧盟、美国和中国出口的占比一直维持在61%、9%和

3%，然而，新冠疫情使主要出口国经济尤其是欧美经济大幅回落将导致意大利外需萎缩，除中国外，意大利主要出口国均深度负增长。<sup>①</sup>根据WTO预测，2020年全球商品贸易将萎缩13%~32%，预计意大利出口增速大幅萎缩20%左右，下滑程度超金融危机时期的-18%。



数据来源: CEIC、OECD、WITS

图 4 意大利出口

### (三) 就业: 失业率上升至 15%~20%

根据停工停产导致的工时损失估计, 2020年意大利失业率或上升至15%~20%(见表3和表4)。分行业看, 批发零售、专业技术服务与商务服务、房地产等服务行业主要在3月12日~5月3日受到冲击, 前两个季度工作时间的损失为22%、36%。制造业、建筑业在3月22日~5月3日受到严格管控, 损失分别为11%、36%。意大利北部经济约为总量的三分之一, 2月22日~3月11日商铺关闭或减少经营时间, 北部服务业一季度的冲击为10.4%。再假设三季度疫情防控负面影响为二季度的一半, 四季度恢复至正常状态, 最终估计工作小时数下降约10.88%, 全年平均失业率预计从2019年的9.9%上升至19.6%。工作时间的减少并不严格等于失业人数增加, 进一步参考经济增速与失业率的奥肯定律, 2020年相对2019年增速下降接近9%, 失业率预计增加5个百分点。综合上述分析, 2020年意大利失业率预计为15%~20%, 打破2014年以来失业率缓慢下行趋势(已从2014年的最高点12.66%下降至2019年的9.96%), 跳升5个百分点以上。

表 3 意大利停业停工造成的工时损失比例假设

|              | 2020-Q1       |            | 2020-Q2  |       | 2020-Q3    |      |
|--------------|---------------|------------|----------|-------|------------|------|
|              | 时间段           | 工时损失比      | 时间段      | 工时损失比 | 工时损失比      |      |
| 制造业          | 3.12-3.31     | 22%        | 4.15-5.3 | 36%   | Q2的一半, 18% |      |
| 建筑业          | 3.12-3.31     | 22%        | 4.15-5.3 | 36%   | Q2的一半, 18% |      |
| 批发零售与餐饮住宿    | 3.12-3.31     | 22%        | 4.15-5.3 | 36%   | Q2的一半, 18% |      |
|              | 北部: 2.22-3.31 | 1/3工时的10%  |          |       |            |      |
| 房地产          | 3.12-3.31     | 22%        | 4.15-5.3 | 36%   | Q2的一半, 18% |      |
|              | 北部: 2.22-3.31 | 1/3工时的10%  |          |       |            |      |
| 专业技术服务       | 3.12-3.31     | 22%        | 4.15-5.3 | 36%   | Q2的一半, 18% |      |
|              | 北部: 2.22-3.31 | 1/3工时的10%  |          |       |            |      |
| 公共管理、教育与医疗卫生 | Q1            | -20%       | Q2       | -40%  | Q3         | -20% |
|              | 北部: 2.22-3.31 | 1/3工时的-20% |          |       |            |      |
| 其它服务业        | 3.12-3.31     | 22%        | 4.15-5.3 | 36%   | Q2的一半, 18% |      |
|              | 北部: 2.22-3.31 | 1/3工时的10%  |          |       |            |      |

注: 数据来源于OECD和笔者估计, 工时损失比为负表示工作时长增加。

① IMF, World Economic Outlook: The Great Lockdown, 2020.

表 4 意大利停业停工造成的就业损失估算

|              | 2020-Q1                                                          |              | 2020-Q2        |              | 2020-Q3        |              |
|--------------|------------------------------------------------------------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|
|              | 工时损失<br>(百万小时)                                                   | 就业损失<br>(千人) | 工时损失<br>(百万小时) | 就业损失<br>(千人) | 工时损失<br>(百万小时) | 就业损失<br>(千人) |
| 制造业          | 388                                                              | 872          | 643            | 1437         | 295            | 716          |
| 建筑业          | 77                                                               | 170          | 264            | 561          | 128            | 283          |
| 批发零售与餐饮住宿    | 562                                                              | 1244         | 1123           | 2413         | 552            | 1204         |
| 房地产          | 18                                                               | 36           | 35             | 70           | 17             | 35           |
| 专业技术服务       | 254                                                              | 597          | 505            | 1158         | 238            | 582          |
| 公共管理、教育与医疗卫生 | -223                                                             | -638         | -669           | -1918        | -334           | -961         |
| 其它服务业        | 191                                                              | 491          | 374            | 958          | 187            | 480          |
| 合计           | 工时损失：相比2019年下滑46.26亿小时<br>就业损失：四个季度失业人数平均增加245万，相比2019年失业率上升9.6% |              |                |              |                |              |

数据来源：OECD以及笔者估计

#### (四) 经济增长：上半年预计萎缩 13%，全年预计萎缩 9%~10%

综合需求端和供给端损失，2020年意大利经济预计深度萎缩9%~10%左右，衰退幅度超2008年金融危机和2012年欧债危机。疫情防控冲击一季度后半段至三季度初期，预计上半年意大利GDP大幅萎缩13%，下半年萎缩4%左右。如果能在7月控制疫情，3季度经济增速将走出底部，但经济总量的恢复将更为漫长，经济恢复实际效果取决于疫情反弹和宏观政策对冲。

2020年一季度已萎缩5.4%，二季度预计大幅萎缩20%。疫情防控措施的经济损失集中于上半年，需求端冲击集中于2~7月，供给端冲击主要集中于3~5月。4月制造业、服务业PMI均处于历史低位。一季度经济有1~2月的小幅支撑，主要损失3月经济增长，二季度因承受疫情防控和经济停滞的双重冲击而大幅萎缩。

疫情防控措施放开后，意大利经济将缓慢复苏，但2020年下半年仍将萎缩4%左右。服务业难以快速恢复，全球贸易萎缩打击意大利制造业，预计意大利三季度和四季度分别增长-5%和-3%。为防止疫情反复，需求端行业如旅游、酒店、体育赛事等服务业难以快速放开，限制服务业消费的快速反弹。2020年意大利失业率预计达15~20%，限制家庭消费恢复。对供给端行业而言，2季度后意大利经济将遭受全球贸易萎缩的需求冲击，WTO预测2020年全球贸易将萎缩13%~32%，欧洲贸易萎缩10.3%~28.9%，贸易萎缩直接拖累意大利制造业恢复，贸易量损失以及产业链转移将导致制造业L型增长。

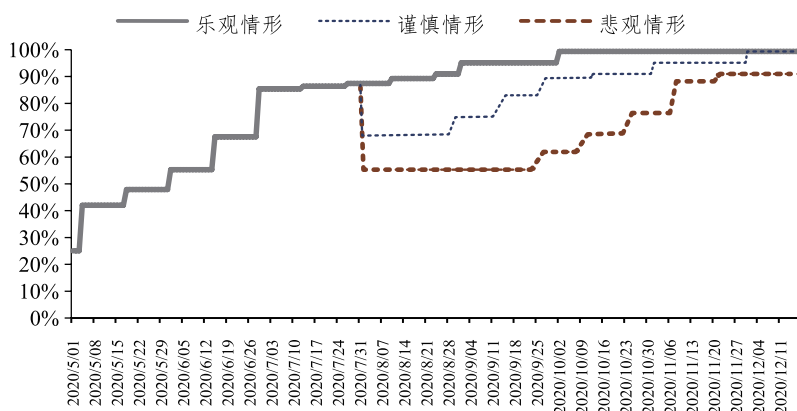
### 三、意大利艰难和漫漫的复苏之路

#### (一) 意大利复工不易，高度警惕疫情二次高峰

为避免疫情二次高峰，意大利复工进度预计缓慢爬坡。国内现有确诊仍在高位，西班牙、英国等周边国家疫情继续蔓延，叠加疫苗难以在12个月内研发成功，复工进程过快可能诱发二次疫情高峰。回顾历史，1918年西班牙大流感与2009年甲流(H1N1)均出现二次高峰，西班牙大流感第二波高峰中美国死亡人数是第一波高峰的5倍。据英国帝国理工学院研究团队预测，放松管控后，悲观情形下，2020年8月初意大利死亡人数将增加1.8万人。<sup>①</sup>历史经验与数据预测表明意大利复工难以快速推进(见图5)。

① M. Mishra, S. Vollmer, H. Unwin, et al., 2020, Report 20: A Sub-national Analysis of the Rate of Transmission of Covid-19 in Italy.

假设未出现二次封锁, 预计意大利8月中旬复工率才能达到90%。保持社交距离下, 复工难以一蹴而就, 结合各行业复工时间与雇员比重估计复工进度, 假设制造业、建筑业等生产端企业开放后的2个月才能100%复工, 餐饮住宿等高接触服务业需3个月才能100%复工。考虑到疫



注: 乐观情形表示复工后疫情得到基本控制, 未出现二次封锁; 谨慎情形表示疫情出现二次高峰但新增高峰低于5月封锁前, 再次封锁4周; 悲观情形表示疫情出现二次高峰且新增高峰高于5月封锁前, 再次封锁8周。

图5 意大利复工进度预测

情二次高峰风险, 再假设(见表6): (1)乐观情形, 6月底疫情基本得到控制, 未发生二次封锁; (2)谨慎情形, 8月初疫情出现二次高峰且高峰低于3月, 重新关闭50%的服务业和30%的工业; (3)悲观情形, 8月初疫情出现二次高峰且较3月更加严重, 重新关闭70%的服务业和50%的工业, 2020年度不再开学。乐观情形下, 意大利预计在7月初复工率达到80%, 8月中旬达到90%, 但一旦出现二次封锁, 意大利复工率将快速下滑至70%以下, 直到11月才能恢复到90%。3月10日后的全国封锁已导致意大利深度衰退超8%, 意大利无法承担再次封锁的冲击。为避免疫情二次高峰, 意大利在自身与周边国家疫情得到充分控制前都需严格保持社交隔离、加大重点人群检测和及时隔离确诊人员, 8月前意大利复工水平将处于中等偏低水平。

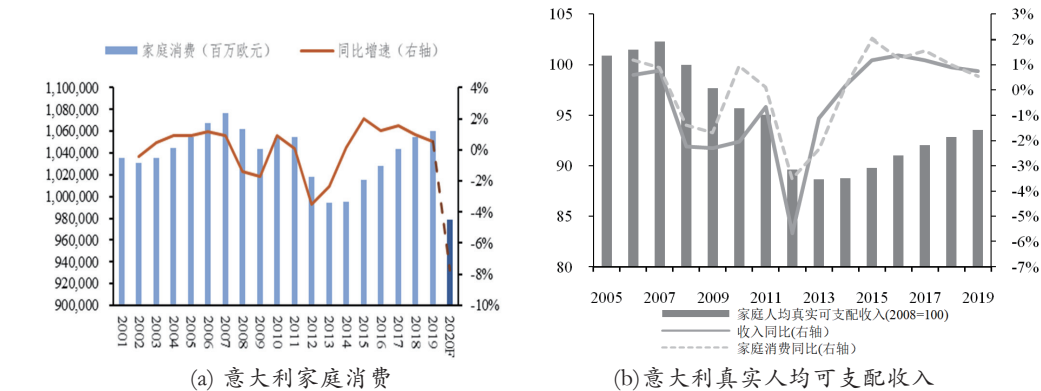
表6 意大利复工计划与进程预测

| 主要行业                     | 就业数<br>(千人) | 就业比<br>重 | 当前复工<br>计划 | 复工进程假设                 |                             |                              |
|--------------------------|-------------|----------|------------|------------------------|-----------------------------|------------------------------|
|                          |             |          |            | 乐观情形                   | 谨慎情形                        | 悲观情形                         |
| 农业                       | 469.9       | 2.6%     | 未停工        | 保持100%                 | 100%                        | 100%                         |
| 电力燃气供水、公共管理与社会安全、健康与社会工作 | 4020.2      | 22.5%    | 未停工        | 保持100%                 | 100%                        | 100%                         |
| 信息通信、金融保险、专业科技活动         | 1604.1      | 9.0%     | 5月4日       | 初始30%, 2个月<br>后上升至100% | 9月1日前70%, 1个<br>月后恢复到100%   | 10月1日前50%, 1.5<br>个月后恢复到100% |
| 制造业、建筑业、批发零售、交通存储        | 7756.5      | 43.3%    | 5月4日       | 初始30%, 2个月<br>后上升至100% | 9月1日前70%, 1个<br>月后恢复到100%   | 10月1日前50%, 1.5<br>个月后恢复到100% |
| 住宿餐饮等服务活动                | 1486.0      | 8.3%     | 6月1日       | 初始20%, 3个月<br>后上升至100% | 9月1日前50%, 1.5<br>个月后恢复到100% | 10月1日前30%, 2个<br>月后恢复到100%   |
| 艺术娱乐                     | 191.2       | 1.1%     | 5月18日      | 初始20%, 3个月<br>后上升至100% | 9月1日前50%, 1.5<br>个月后恢复到100% | 10月1日前30%, 2个<br>月后恢复到100%   |
| 家庭自用服务与商品                | 749.9       | 4.2%     | 5月4日       | 初始30%, 2个月<br>后上升至100% | 9月1日前50%, 1.5<br>个月后恢复到100% | 10月1日前30%, 2个<br>月后恢复到100%   |
| 教育                       | 1507.8      | 8.4%     | 9月1日       | 初始50%, 1个月<br>后上升至100% | 推迟到11月<br>开学                | 2020年不开学                     |

注: 数据来源于OECD和新闻整理。信息通信、金融保险、专业科技活动疫情期间虽然未停工, 但在社交疏离与远程办公可能性更高情况下, 疫情管控期间到岗率预计30%左右。

## (二) 家庭消费大幅下滑，承受永久性损失

社交疏离叠加收入下行，意大利家庭消费大幅下滑7.7%左右(见图6(a))，预计承受永久性损失，需3~5年恢复到新增长路径。全面封锁至餐饮酒店开放阶段(3月中~6月初)，家庭消费预计大幅下滑35%，管控措施放开后，受制于社交疏离、收入下行(见图6(b))，意大利消费不会迎来强力反弹。假设食品饮料、物业水电等必需品消费下滑1%，非必需品消费下滑5~20%(其中酒类烟草与交通各下滑5%、家用家具与衣物各下滑10%、娱乐文化和餐饮酒店各下滑20%)，预计2020年意大利家庭消费总体萎缩7.7%，降幅远超2008年金融危机与2012年欧债危机。基于2008和2012年两次危机经验，危机后家庭消费需2~3年才明显增长，但2008年以后始终未回到2007年水平，消费承受永久性损失。2008年金融危机后意大利失业率持续上行，15~24岁年轻人失业率居高不下，2019年高达28.9%，导致家庭消费持续低迷。2020年意大利经济衰退和失业率上行幅度超上两次危机，意大利家庭消费恢复预计更加缓慢，需3~5年才能恢复到接近(但低于)2019年水平，将遭受永久性损失。



数据来源：Eurostat

图6 意大利家庭消费与人均可支配收入

## (三) 产业链运转缓慢恢复，部分产业链预计转移至其他国家

交通未恢复正常运转、全球产业链非同步复工，意大利产业链运转效率预计缓慢提升。6月3日前禁止跨区流动使得交通难以恢复正常运转，5月14~20日，意大利主要城市的交通拥挤程度仅相当于2019年同期的30%~40%。交通不畅一方面限制劳动力正常复工，拖累复工进度，另一方面降低物流效率，特别是卡车运力不足降低产业链运转效率。全球产业链非同步复苏进一步限制意大利产业链正常运转。意大利制药、医疗、飞机航空、机械、化工、纺织等行业高度依赖德国、法国、中国、荷兰、西班牙和美国等，除中国外，德、法、西、美均处于复工初期，影响中间品进口(见表7和表8)。意大利生产高度依赖于欧盟国家，欧盟尚未同步开放边境，降低国际物流效率。

复工缓慢、产业链运转不畅、控制供应链风险，部分产业链或转移至其他国家。第一，意大利停产近3个月，预计8月复工率才能恢复至90%，欧盟非同步复工扰动意大利产业链，为保证订单交付和控制二次封锁风险，预计部分跨国企业会将产业链转移出意大利。意大利率先放开制造业，特别是鼓励出口导向的制造业迅速复工，目的之一就是

避免产业链转移。第二，新冠疫情加快全球产业链重构趋势。2018年以来的全球贸易摩擦已让各国政府和跨国企业意识到保持稳健供应链的必要性，美国、日本、韩国等纷纷鼓励制造业回流。新冠疫情加快全球产业链分散化、本地化的趋势。<sup>①</sup>第三，意大利主要优势产业可替代性强，难以阻碍产业转移。意大利农产品、纺织业、高端奢侈品等终端产品优势大，但中间品出口的优势并不明显。德国、法国和英国对意大利汽车、橡胶塑料、金属制品和机械设备等行业的依赖程度较高，但作为传统工业强国的德、法、英能够在国内找到替代供应商，预计疫情会加速产业回流本国趋势。意大利制造业遭受外需收缩、产业链转移的二次打击，承受永久性损失，预计呈现“L”型增长。

表 7 意大利进口依赖程度较高行业

| HS两位码行业                   | 意大利前十进口国总计 | 德国    | 法国    | 中国    | 荷兰    | 西班牙   | 比利时   | 美国    | 俄罗斯  | 瑞士    | 英国    |
|---------------------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|
| 乐器及其零件                    | 86.3%      | 11.2% | 20.6% | 17.3% | 8.9%  | 2.6%  | 2.8%  | 10.4% | 7.7% | 1.4%  | 3.4%  |
| 制药产品                      | 83.4%      | 19.0% | 11.4% | 0.8%  | 9.3%  | 2.3%  | 16.6% | 13.1% | 0.0% | 8.6%  | 2.2%  |
| 爆炸物、烟花、可燃合金               | 82.6%      | 16.5% | 14.4% | 0.4%  | 18.6% | 6.1%  | 2.9%  | 14.7% | 0.0% | 4.3%  | 4.7%  |
| 羽毛及羽毛制品                   | 81.8%      | 1.0%  | 1.0%  | 76.2% | 1.0%  | 1.0%  | 0.9%  | 0.3%  | 0.0% | 0.1%  | 0.3%  |
| 铎及其制品                     | 81.7%      | 19.0% | 8.7%  | 1.5%  | 8.5%  | 19.5% | 22.3% | 0.5%  | 0.1% | 0.3%  | 1.3%  |
| 鞣制或染色提取物、染料等              | 80.6%      | 32.8% | 6.7%  | 6.1%  | 8.4%  | 10.5% | 8.4%  | 1.3%  | 0.0% | 0.2%  | 6.2%  |
| 精油和树脂类：香水、化妆品或盥洗室用品       | 79.9%      | 15.3% | 40.1% | 1.1%  | 4.6%  | 8.2%  | 2.5%  | 1.5%  | 0.1% | 1.2%  | 5.3%  |
| 光学、摄影、电影、测量、检查、精密、医疗或外科用品 | 79.8%      | 23.9% | 6.9%  | 11.1% | 15.9% | 0.9%  | 6.7%  | 8.2%  | 0.0% | 2.0%  | 4.3%  |
| 有机化学产品                    | 79.4%      | 11.5% | 5.5%  | 8.9%  | 7.0%  | 3.2%  | 18.3% | 8.4%  | 0.1% | 15.3% | 1.2%  |
| 飞机、航空及其部件                 | 77.7%      | 10.0% | 13.8% | 0.7%  | 0.7%  | 3.3%  | 0.9%  | 35.5% | 0.0% | 0.9%  | 11.8% |
| 镍及其制品                     | 75.9%      | 18.6% | 5.3%  | 1.8%  | 27.1% | 0.3%  | 5.1%  | 8.3%  | 0.0% | 1.2%  | 8.2%  |
| 塑料及其制品                    | 71.6%      | 25.4% | 11.0% | 6.1%  | 7.4%  | 5.5%  | 9.9%  | 2.4%  | 0.2% | 1.4%  | 2.3%  |
| 浸渍、涂覆、覆盖或层压纺织品            | 71.4%      | 28.6% | 9.2%  | 18.8% | 1.4%  | 3.6%  | 3.1%  | 2.0%  | 0.0% | 0.8%  | 3.8%  |
| 机械、机械设备、核反应堆、锅炉及其零部件      | 68.3%      | 24.4% | 6.7%  | 13.7% | 7.6%  | 1.8%  | 3.2%  | 5.8%  | 0.1% | 1.8%  | 3.2%  |
| 铁路或有轨电车、车辆及其零部件           | 65.5%      | 33.5% | 11.8% | 3.6%  | 1.2%  | 3.0%  | 0.5%  | 1.2%  | 0.0% | 8.9%  | 1.8%  |

数据来源：International Trade Center, Trade Map

表 8 对意大利中间品进口依赖度较高的国家或地区 (2018)

| 中间品行业  | 法国     | 德国     | 英国    | 俄罗斯    | 美国    | 澳大利亚  | 印度    | 中国    | 韩国    | 日本    |
|--------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 焦炭石化   | 3.89%  | 1.55%  | 0.95% | 0.60%  | 0.53% | 0.06% | 0.13% | 0.02% | 0.02% | 0.00% |
| 电子产品   | 3.71%  | 1.18%  | 1.22% | 0.57%  | 0.47% | 0.58% | 0.25% | 0.08% | 0.13% | 0.59% |
| 食品饮料   | 4.39%  | 3.51%  | 2.15% | 1.94%  | 1.15% | 1.58% | 0.18% | 0.46% | 0.71% | 0.87% |
| 其他运输设备 | 1.65%  | 1.95%  | 2.45% | 1.96%  | 5.65% | 2.88% | 0.36% | 2.37% | 1.69% | 2.31% |
| 橡胶塑料   | 11.58% | 9.61%  | 5.69% | 4.94%  | 1.46% | 1.91% | 3.67% | 2.06% | 1.00% | 0.76% |
| 电气设备   | 8.52%  | 5.20%  | 3.71% | 4.00%  | 0.91% | 1.85% | 1.56% | 0.83% | 1.10% | 0.40% |
| 化工医药   | 4.69%  | 6.36%  | 3.55% | 3.62%  | 1.86% | 1.96% | 1.25% | 0.72% | 0.87% | 1.75% |
| 造纸印刷   | 10.29% | 5.47%  | 6.94% | 3.53%  | 1.31% | 2.55% | 1.38% | 0.41% | 0.95% | 0.29% |
| 基本金属   | 11.50% | 9.21%  | 1.37% | 2.89%  | 1.83% | 2.29% | 0.91% | 0.53% | 0.47% | 0.12% |
| 机械设备   | 14.33% | 5.78%  | 9.20% | 10.44% | 5.09% | 5.30% | 5.69% | 4.13% | 2.99% | 1.48% |
| 木制品    | 5.16%  | 2.76%  | 1.82% | 4.40%  | 0.74% | 1.10% | 1.83% | 0.52% | 0.35% | 0.13% |
| 汽车     | 8.82%  | 5.88%  | 4.90% | 1.40%  | 1.41% | 2.08% | 2.83% | 1.23% | 2.03% | 1.81% |
| 其他制造业  | 8.03%  | 3.78%  | 4.80% | 2.53%  | 2.08% | 3.07% | 1.76% | 3.26% | 1.62% | 0.77% |
| 金属制品   | 13.99% | 5.47%  | 6.14% | 5.94%  | 2.45% | 1.87% | 3.84% | 3.13% | 1.38% | 0.67% |
| 非金属矿产  | 16.58% | 8.33%  | 5.40% | 5.57%  | 6.40% | 6.30% | 2.50% | 1.97% | 1.79% | 1.79% |
| 纺织服装   | 22.12% | 16.01% | 8.94% | 4.03%  | 6.14% | 3.48% | 3.18% | 5.77% | 6.51% | 5.13% |
| 本地平均   | 9.33%  | 5.75%  | 4.33% | 3.65%  | 2.47% | 2.43% | 1.96% | 1.72% | 1.48% | 1.18% |

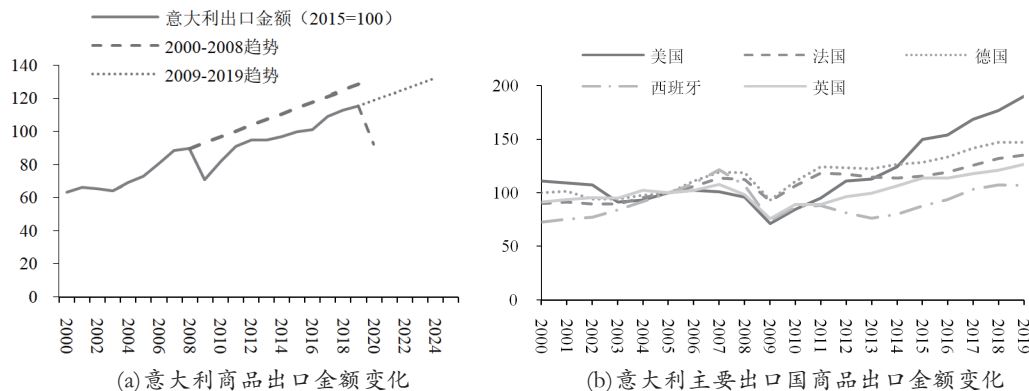
数据来源：OECD, TIVA

#### (四) 产业链转移叠加外需萎缩，出口承受永久性损失

产业链转移，外需快速萎缩，意大利出口预计承受永久性损失，需2~3年才能恢

① J.Lin, C. Lanng, Here's How Global Supply Chains will Change after COVID-19, 2020; C.Pissarides, On a Post Covid-19 World, UBS Research Report, 2020; The Economist Intelligence Unit, "Coronavirus: The Impact on Global Supply Chains", *The Economist*, 2020.

复到新增长路径(见图7)。从产业链转移看,疫情防控期间生产停滞、放开生产后复工率需2个月以上才能达到80%、疫情后企业预防供应链停滞风险,汽车制造、机电产品等产业链预计部分转移出意大利,导致永久性出口损失。从外需萎缩看,意大利主要出口国均面临约10%的深度衰退,外需难以快速恢复到2019年水平,特别是信息科技外的服务贸易预计遭受永久性损失(WTO, 2020)。<sup>①</sup>从历史经验看,2008年金融危机后,意大利商品贸易出口经2年时间才恢复到新增长路径,危机后增长趋势较危机前萎缩10%左右。欧洲经济增长乏力,意大利对德国、法国、西班牙和英国的商品出口均未恢复到2008年前趋势。新冠疫情预计导致全球经济下滑3%,欧洲主要经济体下滑约10%,需求萎缩程度远超2008年金融危机,叠加产业链回流,意大利出口再次下台阶,需2~3年才能恢复到新增长路径。



注:数据来源于CEIC,每个国家2015年出口金额标准化为100。

图7 意大利商品出口变化

#### 四、意大利会进入大萧条吗? 对比 1929 大萧条、2008 金融危机、2012 欧债危机、2020 新冠疫情

新冠肺炎剧烈冲击意大利经济,经济下滑程度超过意大利历史上多次危机,表9纵向对比新冠疫情与1929年、2008年和2012年三次危机的经济金融数据,为观察意大利未来是否会陷入更长时间的衰退,甚至大萧条,建立数据比较框架。纵向对比发现:(1)实体经济冲击幅度接近或超过三次危机时期。2020年意大利GDP预计下滑8.4%、工业产出下滑超15%、失业率飙升至15%~20%、出口下滑20%,四项指标恶化程度接近或超过三次危机时期。意大利在大萧条时期因农业比重较高,经济衰退幅度较为温和,以美国为参考,1930年至1932年,美国GDP同比增速分别为-8.5%、-6.4%和-12.9%,实际GDP损失超30%,失业率飙升至23.6%,新冠疫情对意大利的经济冲击已接近美国大萧条时期。(2)金融体系所受冲击略低于2008和2012年两次危机。年初至今意大利股指最大回撤幅度-41%,目前反弹至-28%,略低于三次危机-50%左右的下跌水平,10年期国债CDS和10年期意大利-德国国债利差水平高于

<sup>①</sup> WTO, Trade Set to Plunge as COVID-19 Pandemic Upends Global Economy, PRESS/855, 8 April 2020. [https://www.wto.org/english/news\\_e/pres20\\_e/pr855\\_e.htm](https://www.wto.org/english/news_e/pres20_e/pr855_e.htm).

表 9 意大利新冠疫情与三次危机经济金融数据对比

|          | 1929年大萧条                                                           | 2008年金融危机                                        | 2012年欧债危机                                                     | 2020年新冠疫情                                       |
|----------|--------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|
| 经济增长     | 1929-1931年由高点到低点下滑5.67%                                            | 2008年下滑0.96%，2009年下滑5.28%                        | 2012年下滑2.98%，2013年下滑1.84%                                     | 预计下滑8.4%                                        |
| 工业产出     | 工业生产指数:1929年7月-1932年6月由顶到底降幅接近50%                                  | 2008年下滑4.1%，2009年下滑18.61%                        | 2011年增长0.8%，2012年下滑5.74%，2013年下滑3.07%                         | 2020年1月同比上涨0.09%，2月下滑2.53%，尚未完全体现疫情冲击，预计下滑15%以上 |
| 就业(失业率)  | 蓝领工人就业指数: 29年9月-33年2月长期波动下降，降幅达30.4%                               | 从2007年6.14%上升至2009年7.73%；2007年6月-2009年3月连续22个月上升 | 从2010年8.34%上升至2013年12.12%；2010年1月-2013年6月连续42个月上升             | 2020年2月9.75%，预计15%~20%                          |
| 私人消费     | 1929-1936年先降后升再下降，36年相对29年下滑21.4%                                  | 2008年下滑1.13%，2009年下滑1.50%；2007Q3-2009Q2连续8个季度衰退  | 2012年下滑3.71%，2013年下滑2.44%；2011Q3-2013Q2连续8个季度下滑               | 预计下滑超7%                                         |
| 投资       | 1929年增速为29.9%；1930年增速1.36%；1931年下滑15.83%；1932年下滑7.91%；1933年回升3.51% | 2008年下滑3.16%，2009年下滑9.75%；2007Q4-2010Q1连续10个季度下滑 | 2011年下滑1.43%，2012年下滑9.74%，2013年下滑6.45%；2011Q2-2014Q4连续15个季度下滑 | 预计下滑超12%                                        |
| 出口       | 1929-1936年由顶到底下滑40%                                                | 2008年下滑3.3%，2009年下滑17.9%；2008Q2-2009Q4连续7个季度下滑   | 2011~2013分别上升6.08%、2.01%和0.94%；季度出口未见下降                       | 预计下滑20%                                         |
| 财政(赤字率)  |                                                                    | 赤字率由2008年2.6%上升至5.1%，上行2.5个百分点                   | 赤字率由2011年3.6%下降至2013年2.9%，下滑0.7个百分点                           | 赤字率预计超6%                                        |
| 政府负债     |                                                                    | 从2008年106.14%上升至2009年116.59%，累计上升10.45个百分点       | 从2011年119.67%上升至2012年126.47%，2013年上升至132.43%，累计上升12.76个百分点    | 目前134.8%，预计145%                                 |
| 非金融企业负债  |                                                                    | 2008年77.2%上升至2013年82.5%，上行5.3个百分点                | 2012年83.3%下滑到2013年81%                                         | 目前69.9%                                         |
| 家庭负债     |                                                                    | 2008年51.9%上升至2009年55.3%，上行3.4个百分点                | 2011年-2013年保持稳定，56%左右                                         | 目前53.3%                                         |
| 银行不良率    |                                                                    | 从2008年低点5.14%上升至2009年7.83%                       | 从2011年10.79%上升至2014年17.12%，上升6.33个百分点                         | 目前7.17%                                         |
| 银行资本充足率  |                                                                    | 从2008年低点6.90%上升至2009年8.29%；2008-2009年连续2年上升      | 2011年9.53%上升至2014年上升了11.87% 2011Q4-2014Q4连续3年上升               | 目前14.4%                                         |
| 股价       | 1929年2月-1932年6月长期走低，累计降幅为65.3%                                     | 从2008年1月高点至2009年3月产生最大回撤幅度67%                    | 从2011年2月份高点至2012年7月产生最大回撤，幅度46.7%                             | 最大回撤41%，5月20日累计回撤28%                            |
| 10年国债收益率 | 1929年10月6.81%，31年2月降至3.37%                                         | 2008年最高上升至10月5.29%，2009年1月最高上升至4.99%             | 2011年最高上升至11月7.64%，2012年最高至1月7.12%，2013年最高至2月4.84%            | 5月20日1.64%                                      |
| 德国-意大利利差 |                                                                    | 2008年最高上升至12月123bp，2009年最高1月上升至133bp             | 2011年最高上升至11月552bp，2012年最高至512bp，2013年最高至347bp                | 5月20日210bp                                      |
| 10Y CDS  |                                                                    | 2008年最高上升至12月201基点，2009年3月最高至196基点               | 2011年最高至550.56基点，2012年最高至548.13基点，2013年最高至328.23基点            | 5月20日237.48基点                                   |

数据来源：CEIC、OECD、Eurostat、ECB、Wind、Mattesini and Quintieri (1997)<sup>①</sup>、Refinitiv以及笔者估计

① F. Mattesini, & B. Quintieri, "Italy and the Great Depression: An Analysis of the Italian Economy, 1929-1936", *Explorations in Economic History*, 1997,34(3), 265-294.

2008年金融危机但低于2012年欧债危机时期，银行资本充足率和不良率均优于2008年和2012年两次危机。(3)政府债务水平远高于2008和2012年两次危机。家庭和企业部门债务水平可控，但政府部门债务水平2019年已上升至134.8%的高位，2020年预计赤字率或突破6%，政府债务突破145%，全球排名第四(仅低于日本、希腊和黎巴嫩)，远超2008和2012年的债务水平。

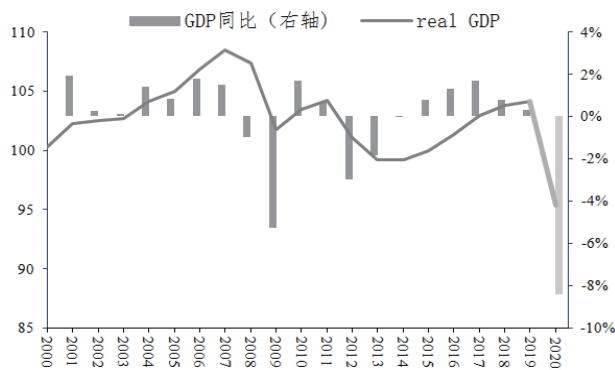
经济冲击高于三次危机而金融冲击略低于2008和2012年，核心原因在于危机冲击类型不同以及政策应对及时性不同。从类型看，新冠疫情类似于大型自然灾害冲击，疫情防控导致经济运转停滞，直接冲击实体经济，进而通过信心、流动性和基本面等渠道冲击金融市场，<sup>①</sup>而历史三次危机由经济内生脆弱性和政府错误政策应对导致，危机首先作用于金融市场，进而传导至实体经济，二者相互强化，导致经济持续衰退。<sup>②</sup>从政策应对看，政府为防控疫情主动停工停产，意大利先后宣布250亿和550亿欧元的财政支持计划，通过减税、延迟交税、减免租金和扩大失业保障等途径保障企业和家庭，欧央行及时扩大QE规模维持金融市场稳定，避免经济和金融同时恶化。

危机导致公共债务飙升，结果类似而成因有差异。2008年金融危机采取扩张性政策对冲全球经济下滑和外需萎缩，2012~2013年为控制债务水平采取紧缩性政策，但经济下滑导致债务上升。新冠疫情同时冲击总需求和总供给，经济停滞期间宏观政策需保障实体经济不会大规模破产，疫情结束后需对冲总需求不足，这使得宏观政策对冲在本次冲击中尤为关键，也对政府的政策力度与选择提出巨大挑战，需在保障实体经济和维持债务可持续性之间保持艰难平衡。宏观政策选择将是意大利能否走出经济衰退的关键。

## 五、意大利政策空间有限，需欧盟与欧央行强力支持

复工缓慢、产业链面临转移压力、消费与出口或将承受永久性损失，意大利经济复苏困难重重。2008年金融危机后，意大利实际GDP再也没有回到危机前水平，2012年欧债危机后，意大利耗费近10年才勉强恢复到2011年水平(见图8)。新冠疫情冲击远超2008年、2012年两次危机，意大利经济衰退表现已接近美国大萧条初期，意大利是否会陷入更长期的衰退，坠入大萧条的深渊？

宏观政策对冲疫情冲击是防止意大利进入更长期经济衰退的关键，从弥补产出缺口角度，意大利需1800~2500亿欧元规模的财政



注：数据来源于Eurostat，2015年实际GDP标准化为100(2015年不变价)。

图8 意大利实际GDP变化

① S.R. Baker, N. Bloom, et al., The Unprecedented Stock Market Impact of Covid-19. NBER Working Paper 26945, 2020; A. Mahalingam, A. Coburn, et al., Impacts of Severe Natural Catastrophes on Financial Markets, Cambridge Centre for Risk Studies, 2018.

② C.M. Reinhart, K. Rogoff, "The Aftermath of Financial Crises", *American Economic Review*, 2009,99(2); S. G. Cecchetti, M. Kohler, C.Upper, Financial Crises and Economic Activity, NBER Working Paper 15379, 2009.

刺激(相当于GDP的10%~14%),意大利目前的财政支持政策力度远远不够。OECD估计无疫情情境下意大利产出缺口约2%,新冠疫情将导致产出缺口进一步扩大8.4%,经济增速远低于潜在增速。为弥补疫情导致的产出缺口,让经济接近潜在增速,理论财政刺激规模约等于疫情冲击除以财政乘数。基于文献研究,近年来意大利财政乘数维持在0.4~0.8的中低水平,

主因是意大利国际贸易发达、家庭部门有房比重高、财政支出效率较低等。<sup>①</sup>意大利财政支出效率较低,叠加失业救助、公共医疗卫生支出的经济拉动作用偏弱,预计财政乘数低于1。在乘数0.6和0.8情形

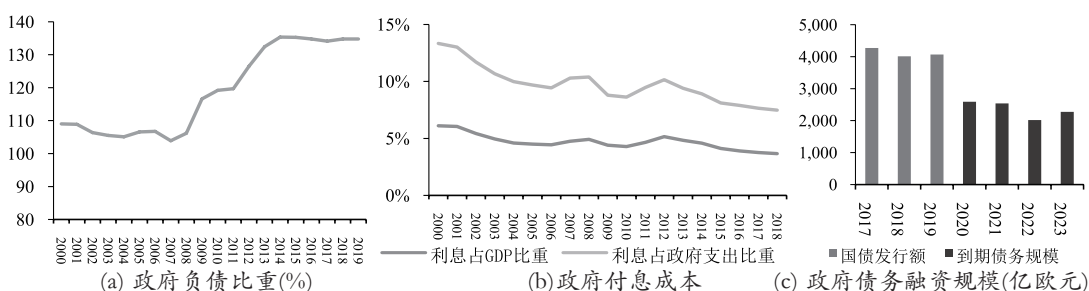
表 10 意大利财政刺激规模测算

|                  | 情形1:<br>财政乘数<br>=1 | 情形2:<br>财政乘数<br>=0.8 | 情形3:<br>财政乘数<br>=0.6 | 情形4:<br>财政乘数<br>=0.4 |
|------------------|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 疫情冲击产出缺口         | 8.4%               | 8.4%                 | 8.4%                 | 8.4%                 |
| 额外刺激占GDP比重       | 8.4%               | 10.5%                | 14.0%                | 21.0%                |
| 额外刺激规模(亿欧元)      | 1501.6             | 1877.0               | 2502.7               | 3754.1               |
| 现有财政刺激规模(亿欧元)    | 800.0              | 800.0                | 800.0                | 800.0                |
| 刺激缺口             | 701.6              | 1077.0               | 1702.7               | 2954.1               |
| 无疫情情景赤字率         | 2.0%               | 2.0%                 | 2.0%                 | 2.0%                 |
| 无疫情情景赤字规模(亿欧元)   | 357.5              | 357.5                | 357.5                | 357.5                |
| 2020到期债务规模(亿欧元)  | 2589.7             | 2589.7               | 2589.7               | 2589.7               |
| 2020预计融资总规模(亿欧元) | 4448.9             | 4824.3               | 5450.0               | 6701.3               |
| 2020年预计债务率       | 145.2%             | 147.3%               | 150.8%               | 157.8%               |

数据来源: OECD、Refinitiv以及笔者估计

下,意大利额外财政刺激规模需达到1800~2500亿欧元(见表10),是当前800亿欧元(3月19日250亿、5月14日600亿欧元)财政刺激计划的2~3倍。

财政政策空间已十分有限,融资能力难以覆盖理论所需的财政刺激规模,意大利难以依靠自身政策充分对冲疫情冲击。意大利债务高企,财政政策空间有限,2019年赤字率1.6%,政府部门债务率已高达134.8%,债务付息占GDP和财政支出比重分别高达3.66%、7.5%(见图9(a)、(b)),预计2020年赤字率将飙升至6%以上,且未来三年持续超3%红线,政府债务比重将超145%,债务可持续性存疑,理论违约率或高达80%。<sup>②</sup>欧元区宽松的融资环境下,2017~2019年意大利政府债务融资规模约4000亿,2020年意大利国债到期规模2589.7亿欧元(见图9(c)),覆盖到期债务后还能提供1500亿欧元融资能力,可覆盖现有800亿刺激规模,但如果再追加1000~1500亿的额外刺激,意大利国债供给量将大幅增加20%~40%,在意大利债务可持续性存疑情形下,预计市场难以承受该幅度的增加。



数据来源: CEIC、意大利财政部、Refinitiv

图 9 意大利政府债务与债务付息成本

① A. Baldini, M. Causi, Fiscal Multipliers of Public Consumption in Italy, 2019; J. Kilponen, M. Pisani, et al., Comparing Fiscal Multipliers across Models and Countries in Europe, 2015; A. Locarno, A. Notarpietro, & M. Pisani, "Sovereign Risk, Monetary Policy and Fiscal Multipliers: A Structural Model-based Assessment", In *Wealth, Income Inequalities, and Demography*, Springer, Cham, 2014:163–210.

② OECD, "Using the Fiscal Levers to Escape the Low-growth Trap", *OECD Economic Outlook*, OECD Publishing, 2016(2).

疫情冲击巨大但自身政策空间有限，仅依靠自身政策，意大利或将陷入长期衰退，滑入大萧条的深渊。如果不再加码财政支持政策力度，意大利将在2~3季度持续面临失业率高企、内需与外需同时萎缩的困境，经济不会自我修复到正常增速水平，需求萎缩、债务高企导致经济长时间萎缩。2008和2012年两次危机衰退时长2年左右，不加码政策情形下本次衰退大概率超2年。如果意大利强行加码财政刺激力度，债务率将飙升至145%以上，且未来多年债务率都将维持在140%以上，债务可持续性存疑，理论违约概率接近80%。经济长期低迷、债务高企、结构性改革缓慢，2011年后意大利主权债务被多次下调评级，目前仅略高于垃圾级。2020年4月，惠誉将意大利信用评级进一步下调至“BBB-”，仅比垃圾级高一个等级。如果经济未出现转好信号，或政府强行出台大规模刺激政策，意大利信用评级或进一步下调，导致国债收益率飙升，再次陷入债务危机，债务危机与经济危机相互强化，最终陷入长期衰退。

经济冲击幅度接近美国大萧条但财政政策空间逼仄，意大利独木难支，亟需欧盟与欧央行的强力政策支持才能走出衰退。截至目前，欧盟反应迟缓、举棋不定，而欧央行政策应对更为及时、果断。无论是疫情管控或是财政刺激，欧盟表现迟缓，4月2日前欧盟仅出台370亿欧元(欧盟国家GDP的0.3%)的财政支持措施，同时通过欧洲稳定机制(ESM)为成员国提供2% GDP的信贷支持。ESM机制能够降低意大利的融资成本，但融资规模不够、资金只能用于疫情防治、申请ESM导致国内政治压力，意大利、西班牙均表示尽量避免动用ESM纾困基金。法国、意大利和西班牙呼吁共同发行“新冠债券”，但遭到德国、荷兰的坚决反对。目前德国、法国重新提出5000亿欧元的经济恢复基金，资金帮扶对象无需还钱，偿债资金由欧盟预算支出，这意味着欧盟各国将首次共同承担债务，预计政治阻力巨大，基金规模、使用方式仍存在高度不确定性。金融市场动荡后，欧央行行动更为果断，受制于较深的负利率政策，欧央行通过扩大QE规模稳定金融和信贷。在3月12日追加1200亿资产购买计划后，3月18日再次宣布7500亿欧元紧急购债计划(PEPP)，同时放松欧元区银行的监管标准，扩大商业银行借贷能力。3月18日PEPP公布后，意大利-德国10年期国债利差从258.4bp快速收窄，5月20日重新反弹至210bp。2020年意大利融资规模预计超4000亿欧元，欧央行需持续保持宽松货币政策以鼓励投资者买入意大利国债。如果欧盟迟迟无法达成共同刺激协议，意大利经济衰退结果不断显现，预计意大利国债利率将继续上行，加大欧央行货币政策压力。只有欧盟与欧央行同时加大对意大利的政策支持力度，意大利才有望尽快走出衰退，避免萧条。对财政政策，预计欧盟需向意大利提供1000~1500亿欧元左右的财政支持，同时放宽2~3年的赤字率约束，帮助意大利尽快恢复经济增长。对货币政策，欧央行需继续保持宽松货币环境，同时在资产购买计划中向意大利适当倾斜，以帮助压低意大利国债收益率，扩大意大利政府债务融资能力。只有意大利政府、欧盟与欧央行通力合作，财政政策与货币政策共同发力，意大利才有望加快走出衰退，避免萧条。

意大利国内确诊仍在高位、海外多国“带病”重启，意大利需谨防疫情二次高峰风险，更要做好与新冠病毒长期共存的准备。意大利目前国内疫情尚未得到充分控制，复工后疫情传播可能反复，美国、伊朗、波兰等国重启经济后疫情均出现反弹。

6月后,意大利将同步开放国内与国际旅行,人员流动将明显加快,需防范国际病例输入。4月初新加坡便因国际病例输入导致的疫情二次高峰而封锁经济,俄罗斯、巴西、印度等国家疫情仍在快速发展中,国际疫情传播风险仍高。更令人担忧的是,新冠病毒传染性高、潜伏性强,世界多数人口依然易感,疫情极易复发,世卫组织多次警告新冠病毒将与人类长期共存,美国CDC主任警告疫情在巴西等南半球国家结束后会再次登陆北半球,季节性流感与第二波新冠疫情同时爆发导致另一场公共卫生危机。意大利因经济封锁损失惨重,已无法承受再次封锁。意大利既要防范国内疫情反弹,又要在开放边境后严防海外疫情输入,还要做好长期与新冠病毒共存的准备,谨防疫情再次爆发,避免因二次封锁而导致经济陷入更大幅度、更长时期的衰退。

欧盟迟迟未推出统一财政刺激计划,意大利何时以及能够得到多大力度的政策支持依然不明朗。如果意大利因无法得到及时救助而导致评级下调,这将波及西班牙、葡萄牙等国,导致一场更大规模的欧债危机,欧洲各国都将无法独善其身。为避免多国爆发债务危机,预计与2008、2012年两次危机相似,欧盟最终仍将达成刺激协议,但关键是刺激计划何时达成、刺激力度有多大,以及附加条件如何。欧盟举棋不定,迟迟难以达成统一财政刺激计划,主因是对财政救助方式存在高度分歧。法国、意大利和西班牙等国提议“债务共同化”,呼吁欧洲应联合起来共同承担新冠疫情损失,帮助疫情严重国家分担成本、降低负债、走出衰退,但因担忧债务共同化丧失对财政纪律的约束、债务分担让富裕国家补贴债务负担高企国家,德国、荷兰、奥地利等国强烈反对。欧洲经济发展不平衡是债务分歧的重要原因,2019年欧盟与欧元区平均公共债务比率为80.1%和86.1%,整体风险可控但内部却极不平衡,德国和荷兰债务比重分别仅为62.6%和59.4%,希腊、意大利和葡萄牙却分别高达178.2%、137.3%和120.5%,德国、荷兰、奥地利反对为债务高企国家承担连带责任。欧洲经济大幅衰退预期下,德国对债务共同化态度出现转变,德国、法国提出5000亿融资计划倡议,但荷兰、奥地利依然反对。如果欧盟不能及时对意大利财政政策提供有力支持,大幅下滑的经济数据叠加未来长期衰退预期,意大利主权债务评级下调或许只是时间问题,评级下调将触发债务危机,与经济危机相互强化,导致意大利经济陷入更长时间的衰退。

意大利新冠疫情防控曙光初现,但经济冲击仍在继续,经济复苏前景高度不明朗。如果疫情得到充分控制,意大利不再二次封锁经济,叠加欧盟能够及时对意大利提供近1000亿欧元的财政支持,欧央行继续保持宽松货币政策、保持资产购买力度,意大利将只是深度衰退而不会陷入长期萧条,经济水平恢复则会更加漫长,短期内甚至不会回到2019年的经济水平。然而,如果遭遇二次封锁,或欧盟对意大利救助政策不及预期,意大利很可能陷入长期衰退,滑入萧条的深渊。原本疲弱的经济遭遇剧烈的疫情冲击,即使避免萧条,意大利将继续挣扎于低增长、高债务、高失业率的泥沼,等待欧洲与全球经济的下一次同步复苏。疫情二次高峰风险、欧盟举棋不定,意大利经济前景高度不明朗。

艰难的意大利复工与复苏之路折射出新冠疫情阴影下全球经济的困境,全球经济复

苏困难巨大、不确定性高企。新冠疫情尚未得到有效控制，至2020年6月中旬，全球累计确诊已超700万，俄罗斯、印度、巴西和非洲地区疫情快速蔓延，新冠疫苗的研发仍需1~2年时间，全球易感人群高企，我们需面对新冠病毒长期存在的新常态。防控疫情的大封锁成功让疫情曲线变得平缓，但全球经济面临1929年以来最大幅度的衰退，已难以承受更长时间的停滞。全球疫情波浪式发展，欧美多数国家并未阻断国内传播便重启经济，1918年西班牙大流感和2009年甲流二次高峰前车之鉴，为防止二次封锁，复工进度需审慎加快，继续保持社交疏离，不断加强检测能力，及时隔离感染人群，持续阻断疫情传播。新冠疫情既是一场公共卫生危机，也是一场冲击巨大的经济危机。重启经济后，全球均面临总需求匮乏的困境，亟需各国协调财政政策与货币政策，保障全球产业链畅通，合力拉动总需求，共同走出衰退困境。然而，全球政治生态已从合作逐渐走向博弈，新冠疫情不仅没有让全球走向团结，反而因部分国家民粹主义上升而加剧相互孤立，甚至敌对的危险态势，这不仅延缓全球经济复苏进程，加剧经济永久性损失风险，还可能引发地缘政治风险，加大全球经济复苏的不确定性。新冠疫情是全世界面临的共同危机，全球要努力回到共同抗疫的道路，寻找与新冠病毒共存并最终战胜病毒的方法，并由此推进全球政治、经济和金融治理机制的改革与建设。

【作者简介】朱 民：清华大学国家金融研究院院长、IMF 原副总裁，博士生导师。研究方向：宏观经济与金融。

唐 朝：清华大学五道口金融学院博士后。研究方向：宏观经济与金融、社会网络。

郑重阳：清华大学五道口金融学院博士后。研究方向：宏观经济与金融。

## Research on the Recovery Path of Global Economy under COVID-19 Pandemic —— Enlightenment from Italy

ZHU Min<sup>1</sup>, TANG Chao<sup>2</sup> & ZHENG Chong-yang<sup>2</sup>

(1. Tsinghua National Institute of Financial Research, Beijing 100083, China; 2. Tsinghua PBC School of Finance, Beijing 100083, China)

**Abstract:** Work resumption and economic recovery are difficult to be smooth sailing for Italy, which projects common pain points of global economic recovery in the shadow of COVID-19. This article takes Italy as the case of the breakthrough point to discuss the global recovery path. To fight the epidemic, both supply and demand sides of the Italian economy have suffered a severe impact in the course of local blockade, national blockade and production shutdown, and exports, employment has deteriorated sharply. In the first half-year, Italy's GDP is expected to shrink by 13% compare to 2019. With the epidemic moving into the platform period, Italy's resumption process is facing several difficulties and challenges, such as the second wave of epidemics, permanent losses of household consumption, slow recovery of industrial chain, international market demand shrinking, part of the shift in industrial chain and macro-policy space is limited. It's no doubt that the whole year of Italy's economy has fallen into a deep recession, only if strong support from the European Union and the European Central Bank would effectively reduce the risk of long-term depression in Italy.

**Keywords:** COVID-19; economic forecast; economic recovery; economic crisis

(责任编辑：山草)