

# 研究报告

2021 年第 41 期

2021.8.9

研究团队:

负责人: 周月秋 王祺

执笔人: 杨苒 康立 刘新

邮箱:

liuxin@icbc.com.cn

## 全球梯度复苏 关注政策转向

——2021 年上半年全球经济金融形势分析及展望

### 摘要:

- 2021 年上半年，全球经济金融总体呈现梯度复苏、通胀上升、资产上涨、政策边际转向特点。下半年，全球经济复苏节奏将进一步加快，全年全球经济增速或达 5.6%；由于疫苗接种进度、宏观政策力度等存在差异，发达经济体复苏步伐将继续领先新兴经济体。
- 美联储货币政策转向概率提升，我们预判，美联储大概率在今年下半年形成前瞻指引，明年初正式开启执行退出 QE，明年末启动加息进程，同时不排除极端情况下转向节奏进一步加快。
- 面对全球经济金融的不确定性，建议继续推进高水平对外开放和改革深化；加大宏观政策跨周期调节力度。

**重要声明:** 本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行现代金融研究院所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

## 一、上半年全球经济金融形势特点

2021 年上半年，全球经济金融总体呈现梯度复苏、通胀上升、资产上涨、政策边际转向特点。

### （一）经济梯度复苏

得益于疫苗接种加速以及各国普遍实施的大规模经济刺激政策，上半年全球经济快速复苏，5、6 月摩根大通全球综合 PMI 分别为 58.5 和 56.6，其中 5 月为近 10 年来高点。

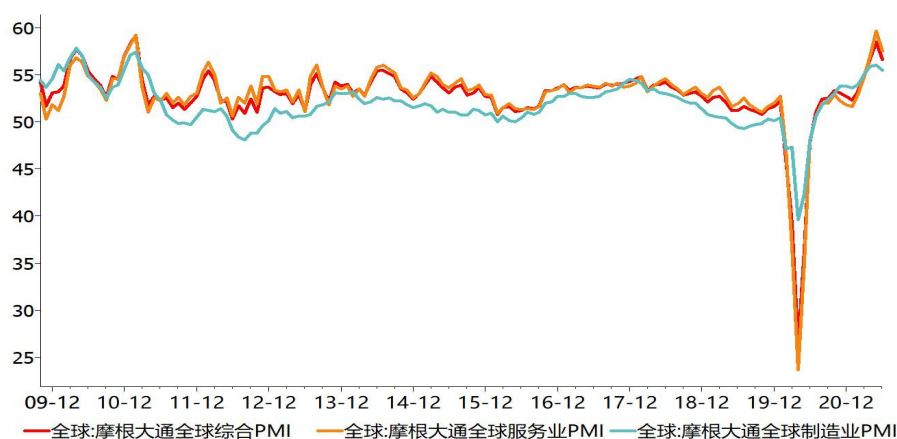


图 1 全球综合 PMI 创近 10 年来新高

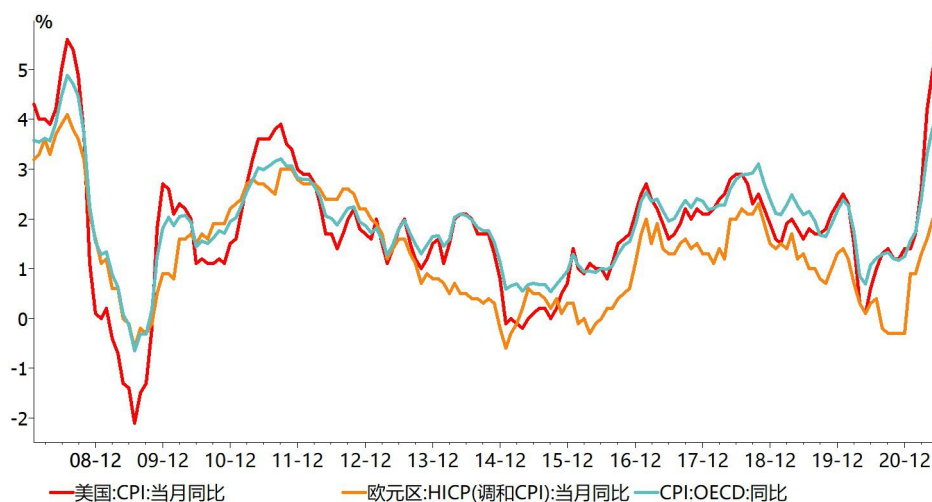
主要经济体复苏节奏不一，呈现明显的梯度特征。美国疫情得到控制，刺激政策渐次落地，一季度实际 GDP 环比折年率达到 6.4%，二季度复苏节奏进一步加快。欧元区紧随其后，一季度德、法等大部分国家仍实施不同程度的封锁措施，实际 GDP 同比下降 1.3%；二季度疫情形势明显改善，经济复苏节奏加快。日本疫苗接种进度较慢，核心经济区域<sup>1</sup>两度进入紧急状态，直接导致上半年经济复苏进程慢于欧元区。除中国外的大部分新兴经济体疫情仍在蔓延，经济复苏滞后于欧美日发达国家。

### （二）通胀压力上升

<sup>1</sup> 日本政府分别于 2021 年 1 月和 4 月发布紧急事态宣言。其中第一次紧急事态实施时间从 1 月 8 日至 2 月 7 日，覆盖东京经济圈；第二次紧急事态宣言实施时间从 4 月 25 日至 6 月 20 日，覆盖东京、大阪、京都等核心经济区域。



今年以来，受经济快速复苏、大宗商品价格大涨等因素影响，全球通胀快速进入上升通道。据世界银行统计，全球 80% 以上经济体通胀水平均有上升。其中，美国 CPI 从 1 月的 1.4% 升至 6 月 5.4%，经合组织国家 5 月 CPI 同比升 3.8%，创 2008 年以来最高值。



### （三）资产价格上涨

**商品价格大涨。**在需求端复苏、供给端受限、流动性宽裕等多重因素交织作用下，衡量大宗商品价格的 CRB<sup>2</sup> 现货综合指数 6 月末报 556，较上年末大涨 25.3%。**股市上行。**在主要经济体维持宽松货币政策、全球经济复苏预期改善的背景下，MSCI 全球指数<sup>3</sup> 上半年累计涨 12.4%，为 1998 年同期以来次高，仅低于 2019 年上半年 15% 的涨幅。

### （四）政策边际转向

上半年，无论是发达经济体<sup>4</sup> 还是新兴经济体<sup>5</sup>，大多数国家仍维持宽松货币

<sup>2</sup> CRB 指数是由美国商品调查局（Commodity Research Bureau）依据世界市场上 22 种基本的商品价格编制的期货价格指数。

<sup>3</sup> MSCI 全球指数又称大摩指数，是摩根士丹利资本国际公司（Morgan Stanley Capital International）所编制的股票市场指数。

<sup>4</sup> 美欧日等主要发达经济体央行普遍持宽松货币政策立场，以支持经济实现更全面复苏。其中，美联储维持联邦基金利率和资产购买规模不变，欧央行维持政策利率和资产购买规模不变，日本央行维持 12 万亿日元的交易所交易基金（ETFs）购买上限不变。

<sup>5</sup> 印尼央行降息 25 个基点，印度、南非、马来西亚、菲律宾等国央行维持政策利率不变。

政策。但随着经济复苏节奏加快和通胀压力上升，政策有边际转向趋势。6 月美联储议息会议释放偏鹰信号，加拿大、挪威等发达经济体开始逐步退出宽松货币政策<sup>6</sup>，土耳其、巴西、俄罗斯央行则分别加息 200 个、225 个和 125 个基点。

## 二、下半年主要经济体复苏走势

展望下半年，全球经济复苏节奏将进一步加快。世界银行 6 月预测，2021 年全球经济增速或达 5.6%，为 50 年来最高。同时，由于疫苗接种进度、宏观政策力度等存在差异，发达经济体复苏步伐将继续领先新兴经济体。

### （一）美国：持续复苏（预计 2021 年增长 6.8%）

**支撑经济复苏的两大动能逐季增强：一是地产投资。**美国房屋库存量降至 20 年来低点，已开工的私人住宅数量 5 月达 157 万套，连续 3 个月位于 150 万套以上区间，预计短期内将继续拉动房地产相关行业增长。**二是服务性消费。**根据疫苗接种进展，美国将于三季度实现 70% 人群的预期免疫目标，经济活动接近恢复常态，将有助于服务性消费。同时，**大规模刺激政策推动居民储蓄快速增长**，由疫前 1.6 万亿美元快速增长至 4.2 万亿美元。一旦疫情限制因素消退，居民消费将获有力支撑。

### （二）欧元区：加速反弹（预计 2021 年增长 4.2%）

**疫情防控取得良好成效、复苏基金逐步到位，将助力欧元区经济加速反弹。**目前，欧元区疫苗接种进展顺利，预计 7 月可实现 70% 人群的免疫目标，届时欧元区有望加快放松限制政策，带动旅游、餐饮等服务业消费走出低迷状态。同时，7500 亿欧元的新冠肺炎疫情复苏基金将陆续拨付至成员国，为欧元区经济复苏增添新动力。此外，中美经济的强劲复苏将为欧元区创造良好的外需环境。

### （三）日本：温和复苏（预计 2021 年增长 2.9%）

得益于外需环境改善以及疫情以来政府出台的大规模财政刺激政策，日本

<sup>6</sup> 加拿大央行将资产购买计划规模由每周 40 亿加元下调至每周 30 亿加元；挪威央行计划在 2021 年下半年加息。



经济有望温和复苏。不过，日本民众对疫苗接种的积极性不高，疫苗接种率在发达国家中排名靠后，可能影响日本经济重启进程。此外，今年东京奥运会期间不接待外国游客，大部分赛事空馆举办，将令日本错失提振消费良机。

#### （四）新兴经济体：复苏曲折

尽管外需环境改善和大宗商品价格上涨为新兴经济体复苏创造了良好机遇，但受疫情蔓延导致经济封锁、宏观刺激政策效应减退等因素影响，大部分新兴经济体复苏前景仍面临较大不确定性，总体复苏态势不如发达经济体乐观。据世行预测，俄罗斯、巴西、南非 2021 年经济增长约为 3.2%、4.5% 和 3.5%。

表 1 主要经济体 2021 年 GDP 增速预测（%）

国家（地区）	2020 年估算	2021 年预测
全球	-3.5	5.6
美国	-3.5	6.8
欧元区	-6.6	4.2
日本	-4.7	2.9
中国	2.3	8.5
印度	-7.3	8.3
俄罗斯	-3.0	3.2
巴西	-4.1	4.5
南非	-7.0	3.5

数据来源：世界银行，《全球经济展望》，2021 年 6 月。

### 三、美联储货币政策转向概率提升

当前，美国核心 PCE 同比增速已达到 3.39%，超过美联储 2% 的长期目标，但在平均通胀目标制下，就业已经超过通胀成为未来美联储退出宽松政策的最重要考虑因素。参考次贷危机期间，当危机后就业人数恢复至危机前峰值的 73.5% 时（2013 年 5 月），伯南克首次正式公布退出 QE 的时间规划；当就业人数恢复至 90.2% 时（2014 年 1 月），美联储正式开始缩减 QE 规模。从当前情况来看，6 月美国非农就业人数已恢复至危机前峰值的 69.8%，如果按照 6 月新增非农就业 85 万人线性外推，1 个月之后就有可能恢复至 73.5%，5-6 个月之后可望恢复至 90% 的水平。

因此，我们预判美联储大概率在今年下半年形成前瞻指引，明年初正式开启执行退出 QE，明年末启动加息进程；8 月杰克逊霍尔全球央行年会可能成为美联储释放转向信号的关键时点；同时，如果未来经济复苏进程加快，或者通胀进一步冲高，不排除美联储进一步加快货币政策转向节奏的可能。

#### 四、政策建议

（一）继续推进高水平对外开放和改革深化。把握好我国货币政策正常化基础较好的有利时期，以及经济复苏领先全球的机遇期，积极参与全球经济经贸规则制定，密切与欧盟、RCEP 成员、“一带一路”沿线国家等贸易伙伴的经贸纽带联系，扩大资源能源等大宗商品合作。在完善各项配套机制的基础上有序推进金融开放。**以外部变局促内部改革。**推进科技、市场、金融等关键领域改革突破“深水区”，打通内外循环中的梗阻，激发国内市场活力和人才红利，以新发展格局应对外部环境的变化。

（二）加大宏观政策跨周期调节力度。提前预判美联储宽松政策退出的可能性及路径，提升宏观政策的前瞻性、连续性和稳定性，平滑国内基数效应和海外输入性通胀对经济增长的影响，既防短期过热，也防增长失速。在关键时点通过适当手段向市场提供流动性支持，合理引导市场预期。**同时**提前预判新兴市场经济体可能出现的通胀和汇率风险，以及由此可能引发的主权债务危机，提前做好在相应国家的投资风险管理工作。