

全球宏观经济季度报告

总览：2021 年夏季全球宏观经济运行与分析

| | | | |
|-----|-----|-----|-----|
| 撰稿人 | 张 斌 | 肖立晟 | 杨子荣 |
| | 陆 婷 | 冯维江 | 周学智 |
| | 熊爱宗 | 徐奇渊 | 杨盼盼 |
| | 常殊昱 | 栾 稀 | 陈 博 |
| | 云 璐 | 崔晓敏 | 熊婉婷 |

中国社会科学院世界经济与政治研究所

世界经济预测与政策模拟实验室

《全球宏观经济季度报告》由中国社会科学院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究室为您提供。

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

| | | | | |
|-------------|-----|-------|-----|------|
| 顾问 | 张宇燕 | | | |
| 首席专家 | 张 斌 | | 姚枝仲 | |
| 团队成员 | 肖立晟 | 国际金融 | 曹永福 | 美国经济 |
| | 杨子荣 | 美国经济 | 陆 婷 | 欧洲经济 |
| | 冯维江 | 日本经济 | 周学智 | 日本经济 |
| | 熊爱宗 | 金砖国家 | 徐奇渊 | 中国经济 |
| | 杨盼盼 | 东盟与韩国 | 常殊昱 | 国际金融 |
| | 栾 稀 | 国际金融 | 李远芳 | 国际金融 |
| | 陈 博 | 大宗商品 | 顾 弦 | 大宗商品 |
| | 云 璐 | 大宗商品 | 吴海英 | 对外贸易 |
| | 崔晓敏 | 对外贸易 | 熊婉婷 | 宏观经济 |
| | 王 地 | 宏观经济 | 陈 韵 | 科研助理 |

联系人：陈韵

邮箱：iwepceem@163.com

电话：(86)10-85195775

通讯地址：北京建国门内大街 5 号 1543 房间（邮政编码：100732）

免责声明：

版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究组所有，未经本研究组许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，本研究组保留法律追责权。

2021 年第 2 季度中国外部经济环境总览

——2021 年夏季全球宏观经济运行与分析

1. 2 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数从 3 月 60.5 的高点回落至 59 附近盘整。主要经济体经济修复形势出现分化，美欧等发达经济体疫苗快速普及、疫情形势明显好转，经济加速复苏，而印度、俄罗斯等新兴经济体疫苗接种较慢、变异病毒扩散，经济景气程度再度跌至荣枯线以下。
2. 2 季度，美国经济继续复苏，补贴政策退潮下个人收入和消费支出承压，房地产继续复苏，库存周期开启，失业率缓步下行，通货膨胀快速上扬。欧元区经济活动复苏步伐加快，服务业和制造业活动双双以疫情爆发以来的最快速度扩张。受疫情反弹影响，日本经济表现暗淡，东盟制造业跌至荣枯线以下。
3. 疫苗推广带来多国解封，实际需求回升，叠加前期宽松政策的影响，推高各类商品价格。2 季度，大宗商品价格已冲高至接近 2013 年的价格水平。石油短期供给不足，库存显著下降。中美基建计划和产铜国供给不稳定推高铜价。钢材供不应求推高钢价，带动铁矿石价格上涨。农产品价格涨跌不一。
4. 2 季度，全球金融市场流动性充裕，美元一度流动性泛滥，各国货币市场利率保持稳定，全球股市普遍上涨。在主要央行的预期引导下，金融市场的通胀预期逐渐回归理性，前期迅速上升的长期国债收益率有所回调。主要新兴经济体汇率表现分化，阿根廷、土耳其等高风险经济体汇率持续贬值。
5. 德尔塔（Delta）变异病毒导致全球疫情出现反弹。受德尔塔病毒影响，局部地区疫情明显反弹，其中不乏疫苗接种率较高的国家。据世界卫生组织披露，德尔塔变异病毒已在 104 个地区传播（截至 7 月 6 日），成为主要流行病株。世卫组织警告过早解除防疫限制可能使各国快速失去防疫成果。
6. 全球经济仍将面临较大通胀压力。随着疫苗接种加速、疫情形势好转，叠加政策环境保持宽松，下半年发达经济体需求将全面回暖、拉动物价持续上行。而世界范围的群

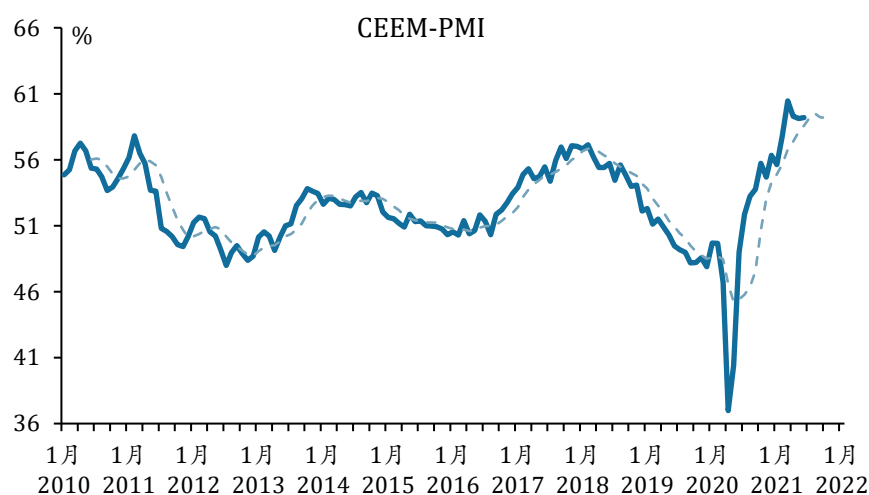
体免疫仍要 2-3 年，疫情反复仍将制约新兴市场供应能力修复，支撑全球通胀。粮油等大宗商品价格存在持续上涨动能。

7. 美联储政策不确定性增加，或冲击全球资产价格。美国通胀上升，美联储已明确表示考虑缩减购债规模，对加息的内部分歧加大。如果通胀维持高位，美联储加息风险大幅上升，加剧资本流动和资产价格波动。
8. 新兴经济体通胀风险和金融风险上升。40 个主要新兴经济体中已有 10 个通胀水平超过央行目标，巴西、土耳其、乌克兰等被迫进入加息周期。美联储政策转向风险加大新兴经济体资本外流压力，政府债务和赤字双高国家恐陷危机。

一、 全球经济不平衡修复

美欧经济景气程度维持高位，新兴市场复苏节奏被疫情打乱。由于疫情防控形势错位，主要经济体经济修复形势出现分化。美欧等发达经济体疫苗快速普及、疫情形势明显好转，经济加速复苏，制造业 PMI 均维持在 60 以上。而印度、俄罗斯等新兴经济体疫苗接种较慢、叠加变异病毒扩散的影响，经济景气程度再度跌至荣枯线以下。受此影响，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数从 3 月 60.5% 的高点回落至 59 附近盘整。4-6 月，CEEM-PMI 指数分别为 59.3、59.1、59.2。

图表 1 中国外部经济综合 CEEM-PMI



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

美国经济继续复苏。4-6 月美国制造业 PMI 分别为 60.78、61.2 和 60.6，非制造业 PMI 分别为 62.7、64 和 60.1。美国制造业 PMI 和非制造业 PMI 维持在高位，延续复苏态势。订单上升、生产下降反映供需矛盾紧。供应链瓶颈是当前美国制造业主要矛盾，制造业价格恐将维持高位。工人短缺、关键基础材料不足、商品价格上涨、产品运输困是制造业扩张动能放缓的主要障碍，制造业价格从 4 月 89.6 小幅回落至 88，仍处于历史高位。

补贴政策渐退，个人收入承压，消费支出增速放缓。随着补贴政策渐渐退出，4-5 月美国个人收入季调同比增速分别回落至 0.6% 和 2.8%，个人消费支出季调环比增速明显回落，4-5 月仅为 0.9% 和 0.02%。

房地产继续复苏，库存周期开启。1 季度全美独栋屋房价中位数突破历史新高，同比涨幅也刷新历史纪录。美联储超低利率与政府高额新冠疫情补贴、保持社交距离等疫情防控措施以及购房适龄人群增加等因素抬升购房需求，而同时运输瓶颈和原料价格偏高阻碍了新屋建设，由此导致的供应缺口推动美国房价上涨。

随着美国生产能力的恢复，2021 年 4 月美国出口同比增速首次超过进口同比增速，贸易逆差有所收窄。4、5 月美国出口同比增速为 36.4% 与 41%，进口同比增速为 34.8% 与 37.9%，贸易逆差收窄至 690.7 亿美元后小幅扩大至 712.4 亿美元。

失业率下降，就业市场不均衡复苏。2021 年 5 月失业率下降至 5.8%，新增非农就业 55.9 万人。白人的就业恢复速度最快，西班牙裔或拉丁美洲裔的就业恢复速度居中，黑人或非洲裔美国人的就业恢复更为缓慢。

通货膨胀快速上扬。2021 年 5 月美国 CPI 同比增速快速攀升至 5%，比前值再提升 0.8 个百分点，与此同时，核心 CPI 上升至 3.8%，核心 PCE 上升至 3.4%。随着失业救济政策的退出，个人收入将回归正常，这对需求会产生抑制作用，但高储蓄率会延长消费者需求的释放，5 月美国个人储蓄率为 12.4%，高于疫情前约 5 个百分点。

金融市场风险不容忽视。6 月美联储议息会议后，美国长期国债收益率掉头下行。这可能是由于美联储加息预期时点前置和对通胀前景表示有所担忧后，市场认为通胀可能会被抑制，宽松停止后经济复苏力度及持续性可能不及预期。美股存在回调风险。2021

年下半年美联储可能会开始讨论缩减 QE，如果货币政策宽松力度开始边际收紧，将会对股市回调产生较大压力。

新基建计划缩水，货币政策继续宽松。1.9 万亿美元纾困政策将到期，拜登政府有望再通过 1.2 万亿美元新支出计划。拜登总统在 3 月 31 日提出了规模 2.3 万亿美元的“美国就业计划”。由于两党始终无法达成一致意见，基建计划规模不断缩水。日前，美国国会参议院跨党派小组就部分基建投资支出达成一致，总规模约 1.2 万亿美元，涉及新增基建支出规模约 0.58 万亿美元。美联储枕“鸽”待旦。美联储在 6 月议息会议中宣布维持联邦基金利率目标区间在 0-0.25%之间不变，符合市场预期，同时释放一些新变化。第一，两大利率均有上调。美联储将逆回购利率与超额准备金利率(IOER)分别由此前的 0%与 0.1%上调 5 个基点至 0.05%与 0.15%。第二，经济预测中上调 2021 年 GDP 增速预期及 PCE 预测值，显示经济复苏进程快于联储预期。第三，加息预期时点前置。18 位官员中有 13 人支持在 2023 年底前至少加息一次，其中 11 位官员预计到 2023 年底至少加息两次，另外还有 7 位官员预计在 2022 年开始加息。

欧元区经济复苏驶入“快车道”。2 季度欧元区 19 国综合采购经理人指数 (PMI) 均值为 56.7，较前一季度的 49.9 大幅提升。按月度来看，欧元区综合 PMI 在 2 季度的 3 个月内总体呈连续上升态势，从 4 月的 43.8 逐步来到 6 月的 59.2，超出市场预期的 58.8，为 2006 年 6 月以来的最高水平。随着疫情限制解除，欧元区经济服务业也逐渐复苏。6 月法国服务业 PMI 为 57.4，较 5 月上升了 0.8。工业产出方面，4 月欧元区工业生产指数出现明显攀升。欧元区 19 个国家 4 月工业生产指数环比增长 0.8%、同比增长 39.3%。其中，耐用品生产环比增长 3.4%，能源生产环比增长 3.2%，资本品增长 1.4%，半成品增长 0.8%，唯一下降的是非耐用消费品，4 月份环比下降 0.3%。

通胀率屡创新高。2021 年 5 月份欧元区消费者调和价格指数 (Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP) 同比增幅连续第三个月扩大，同比增长率为 2%，较前一个月的 1.6%再度上升了 0.4 个百分点，达到 2018 年 11 月以来最高水平，超过市场预期。从分项来看，能源价格上涨仍然是 5 月欧元区通胀大幅上升的主要推动力。剔除了波动性较大的能源和食品之后，5 月欧元区核心通货膨胀率为 1.0%，较 4 月的 0.7%略有抬升，显示欧元区的核心通胀水平依旧处于较低水平。失业率缓慢下行。2021 年 4 月欧元

区 19 国经季节性调整后的失业率为 8.0%，比上一个月下降 0.1 个百分点，好于市场预期的 8.1%。19 国青年失业率为 17.2%，与上个月持平；青年失业人数为 234.8 万，比前一个月减少了 1.8 万人，较 2020 年同期增加 12.6 万人。

欧洲央行货币政策立场仍趋“鸽”，欧盟全面启用“新冠通行证”。2021 年 6 月 10 日，欧央行利率决议会议，宣布维持存款便利利率、主要再融资利率和边际贷款利率在 -0.5%、0% 和 0.25% 水平不变，1.85 万亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP）规模亦维持不变，符合市场预期。在此次议息会议上，欧央行上调了 2021 年和 2022 年的经济预期，从 3 月预测的 4.0% 和 4.1% 上调至 4.6% 和 4.7%，均上调了 0.6 个百分点，表明欧央行对欧洲的经济恢复更加乐观。此外，欧央行也将上调了 2021 年和 2022 年的通胀预期，2021 年通胀预期上调至 1.9%，较 3 月预测提高了 0.4 个百分点。欧洲央行行长拉加德表示，虽然疫情出现好转、欧元区经济正在加快复苏进程，但依旧离不开货币政策的支持。此外，欧盟将于 2021 年 7 月 1 日起开始推行“新冠通行证”，以方便欧盟成员国公民在欧盟境内自由流动。相关法规于 7 月 1 日生效，有效期 12 个月。证书适用于欧盟的 27 个成员国及其邻国冰岛，挪威和列支敦士登。英国、瑞士和美国等国家人员的访问不在欧盟证书管制范围之内。

日本经济受疫情反弹影响，经济表现暗淡。2021 年第 2 季度，日本新冠肺炎疫情呈现出“严重到缓解”的变化，加之出于举办奥运会的考虑，日本政府再度加紧对疫情的管控。“紧急事态宣言”几乎贯穿整个第 2 季度。4 月份，月末公布的日本 Markit 综合 PMI 为 51.0，5 月份下滑到 48.8，6 月份下滑到 47.8。失业水平持续恶化。4 月份日本失业率上升至 3.0%，5 月份继续上升至 3.1%，求人倍率从 3 月份的 1.82 大跌至 1.41。这表明，日本新一轮戒严对就业的影响比较明显。主要消费指标同比增幅较大，但绝对水平依然未恢复到疫前。4 月份日本总家庭消费动向指数同比上涨 11.8%，主要是由基期因素造成。若与 2019 年对比，2021 年 4 月的日本消费动向指数则为当时的 98.9%。从细项看，“教养娱乐”和“服装鞋类”两项仅为 2019 年同期的 85.2% 和 84.0%，而“教育”和“居住”两项，分别为 2019 年同期的 114.1% 和 113.0%。投资领域中，日本内阁府经济社会综合研究所景气统计部预计，2 季度机械订单额同比增长 36.6%。民间需求将会增加 10.2%；官方需求则会同比减少 18.2%。官方在疫情期间的托底动作将逐步舒缓。公共建筑竣工额

同比增速继续下滑，这既是去年同期基数较高所致，也反映出公共部门的建设工程对经济支撑的角色逐步淡化。因基数效应，2021年4月和5月日本对外贸易金额同比大幅上涨，并继续保持顺差。

金融政策大体不变，资产购买较第1季度步伐有所加快。日本银行对目前实施的货币金融政策没有进行大幅调整，但第2季度的两次“金融政策决定会合”也出现了细微变化。第一，针对新冠肺炎疫情的企业融资优惠政策的结束期由2022年3月延长至2022年9月。第二，日本银行认为2021年除生鲜食品之外的通胀率可能为0，其中经济改善和能源价格上涨会提升物价，而手机通讯费的下调则会压低物价。第三，将气候变化问题提上议程，日本央行计划将从金融层面帮助相关企业应对气候变化问题。第四，委员投票的分布出现变化，弃权票可能是一种“偏鹰”的象征。日本银行在资产购买方面，较第1季度步伐有所加快，或为缓解“戒严”对经济造成冲击有关。根据日本银行账户，日本银行5月底保有的国债、公司债和交易型开放式指数基金（ETF）存量共计585兆日元，较3月底增加了6.8兆日元，具体来看，国债保有量较3月底增加1.2%，公司债增加3.48%，ETF增加0.71%，商业票据则减少了3.15%。

金砖国家经济仍面临较大的不确定性。2季度，在基期效应、外部需求好转等因素的推动下，金砖国家经济前景继续向好。但疫情的新一轮暴发以及“德尔塔”变异毒株的迅速蔓延，使得各国不得不收紧疫情防控措施，这为各国经济增添了新的不确定性。2季度俄罗斯经济有望恢复至正增长。私人消费、固定投资和对外出口均有所好转，4月和5月零售总额同比分别增长34.7%和27.2%，俄罗斯的消费者信心指数相比1季度上升了3个百分点；4月进、出口分别增长49.4%和47.6%；工业生产同比增速自2021年3月恢复正增长，5月达到11.8%，为2018年2月以来的高点。制造业PMI在2021年4月和5月均维持在景气区间，分别为50.4和51.9，但6月下降至49.2。

巴西经济增长进一步加快。2季度巴西经济环比增长1.2%，同比增长1.0%，仅恢复到2019年4季度水平。巴西经济前景不断改善。4月巴西零售总额环比增长1.8%，为2000年以来的最高增速。消费信心指数在2021年3月达到历史低点68.2之后不断回升，6月已经升至80.9，为七个月以来的最高水平。对外贸易方面，1-6月巴西出口累积同比增长35.8%，进口累积同比增长26.6%，贸易顺差不断增大。此外，巴西工业生产同比增

速在 2021 年 4 月达到 34.7%，为数据有调查以来的最高值，这很大程度上是因为去年基数较低缘故。制造业 PMI 继续维持在景气区间，4-6 月分别为 52.3、53.7 和 56.4。

印度经济增速继续回升。1 季度印度经济同比增长 1.6%，连续两个季度实现正增长。在疫情的冲击下，印度消费信心收到巨大打击，当期指数在 3 月下降至 53.1 的基础上，5 月进一步下降至 48.5，触及历史新低，反应了消费者对当前经济前景的悲观。印度进出口逐步恢复，4 月印度出口和进口增速分别达到 195.7% 和 167.1%，特别是进口已连续五个月恢复正增长。3 月印度工业生产同比增长恢复至 24.2%，4 月达到 134.4%。制造业 PMI 在 4 月和 5 月均维持在景气区间，分别为 55.5 和 50.8，但 6 月下降至 48.1，显示出疫情冲击下的制造业活动信心不足。

南非经济依然面临较大的不确定性。1 季度南非经济同比萎缩 3.2%，相比上一季度萎缩幅度有所收窄；环比增长 4.6%，相比上季度增速有速下降。2 季度，消费者信心指数重新回落至 -13，显示出对经济前景恶化的担忧。不过，在制造业、零售业等部门信心反弹的推动下，南非商业信心指数则从 1 季度的 35 上升至 2 季度的 50。在全球经济向好的背景下，南非对外贸易保持向好趋势，4 月和 5 月出口同比增速均好于 1 季度。受疫情冲击影响，南非商业活动放缓，制造业 PMI 虽继续维持在景气区间，但已从 4 月的 53.7 下降至 6 月的 51.0。

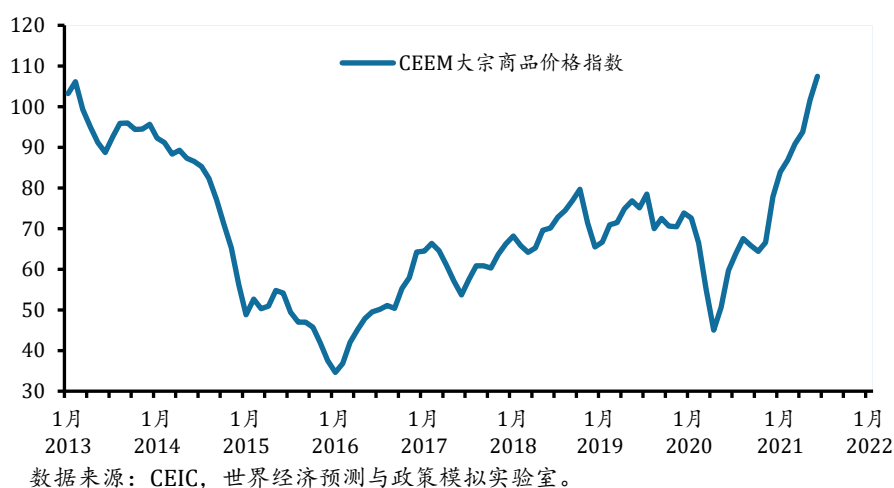
东盟国家疫情再起，经济复苏受到明显干扰。在变异毒株之前，东盟区内疫情状况总体好于全球，区内主要经济体受疫情冲击影响较小。然而，自 2 季度起，受变异毒株冲击的影响，东盟的疫情形势变得严峻起来。确诊病例本就较多的印尼和菲律宾，疫情走势没有好转，反而进一步恶化。泰国和马来西亚这两个疫情本已经平复的经济体，单日新增在 6 月底达到 5000-6000 例的高点。变异病毒已发的疫情冲击导致越南许多工业园区和工厂关停，隔离限制带来出货效率下降，对纺织品和电子产品的供应量产生的影响尤为显著，部分订单回流至中国。

新冠病毒 Delta 变异毒株给东盟经济带来新挑战，而韩国经济则较为稳定。受疫情的影响，东盟整体制造业 PMI 在 6 月重新跌至荣枯线以下，结束了 3 个月持续在荣枯线之上的局面；韩国第 2 季度制造业 PMI 较上季度略微下降，但整体依然保持强劲。对区内的开放性前沿经济体而言，本轮 Delta 疫情的冲击已明显导致经济强劲复苏的中断。2

季度，受国际原油价格上涨的影响，区内通胀中枢有所抬升。目前，区内的通胀水平走势将取决于国际大宗商品价格和本轮疫情冲击对经济的影响程度，如果内需复苏中断，则价格水平不会快速提升，如因疫情造成产能不足，则可能因为供给侧紧张而导致通胀抬升。金融市场总体表现平淡，股票市场继续呈现涨跌不一的态势，东盟六国和韩国货币相对美元总体保持平稳。

东盟疫情对中国经贸的影响值得关注。疫情之下，中国的出口能够逆风而行，其主要原因在于对于全球市场供给的补位效应。随着美欧经济复苏，中国因为疫情而获得的市场份额就会相应回撤，继而这部分出口也将下降。东盟本轮疫情的出现可能延缓这一下降态势，因为中国的补位效应有可能从欧美转向东盟。这是因为中国对东盟的竞争压力指数，显著地高于对于欧盟和美国的竞争压力指数，而东盟对中国的竞争压力小于欧盟和美国对中国的竞争压力。

图表 2 CEEM 大宗商品价格指数



短期供需失衡推高大宗商品价格。2 季度，大宗商品延续涨势，整体价格已冲高至 2013 年水平，需求复苏已从预期逐步落地，短期内甚至出现局部供不应求的现象。2 季度，CEEM 大宗商品价格季度均价环比进一步反弹 15%，同比上涨 95%，整体价格已逼近 2013 年水平。随着疫苗推广，经济正常化和复苏预期不断走强，市场情绪乐观。具体来看，原油价格短期内出现明显的供需错配，OPEC+整体仍保持低位产量，虽然在逐步增产，但夏季欧美出行旺季导致短期内供不应求，库存下降，推高油价。2 季度季初需求

端市场信心延续乐观，美国拜登政府提出的基建法案提振市场情绪，中国国家电网上调2021年投资目标均推高铜价。国际铁矿石价格与国际钢价共振延续走强态势，铁矿石和钢材均上涨20%左右。农产品价格涨跌不一，美国大豆价格冲高回落，但仍然处于近五年来绝对高位，海外玉米和小麦价格均上涨，国内玉米价格小幅下跌。大宗商品价格的整体上涨为市场带来通胀预期。

中国出口回调，进口加速。2季度，中国出口（美元）同比增长30.7%，较上季度下降18.3个百分点；进口同比增长43.9%，较上季度提高15.7个百分点；货物贸易顺差总额为1365亿美元，较去年同期下降117亿美元。4-5月，服务贸易逆差为155亿美元，同比下降34亿美元，预计经常账户顺差占GDP比重将降至1.5%左右。不易受基期因素干扰的进、出口增速环比季调数值也显示，4-6月出口增速波动加大，而进口增长动能加速。

分地区看，2季度，除东盟、巴西和印度等新兴市场外，中国对大多数贸易伙伴出口增速回落。其中，中国对美国、欧盟、日本、韩国、俄罗斯、中国香港和中国台湾出口增速较上季度回落6.7-52.1个百分点，对美出口增速回落最大。然而，对东盟、巴西和印度出口同比增速较上季度进一步提高2.0、20.6和55.9个百分点。从贸易方式看，三类贸易出口增速均有所回落，且加工贸易仍是三类中增长最慢的。2季度一般贸易出口同比增长34.5%，较上季度减少19.2个百分点；加工贸易出口同比增长14.4%，较上季度减少22.5个百分点；其他贸易方式出口同比增长44.5%，较上季度减少8.5个百分点。分产品看，2季度，机电和劳动密集型产品出口同比增速回落，但石油化工等其他产品出口增速持续回升，这可能与大宗商品价格快速上涨有关。

2021年2季度，以人民币计，中国进口总额4.4万亿元，同比增长32.1%；以美元计，进口总额6721亿美元，同比增长43.9%，较上季度28.2%的同比增速提高15.7个百分点。其中，4月进口同比增速为43.1%，5月进口同比增速为51.1%，6月进口同比增速为36.8%。分地区看，2季度，中国大陆从除美国、日本和中国台湾外的主要贸易伙伴进口增速普遍提高。值得一提的是，4-5月内地从香港珠宝及贵金属、艺术品及收藏品等进口异常上升。分产品看，铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品进口增速大幅提高，价格因素主导大宗商品进口增长。2季度，中国货物贸易顺

差额为 1365 亿美元，同比下降 10.0%；4-5 月，中国服务贸易逆差为 155 亿美元，同比下降 18.0%。

二、全球金融市场：流动性充裕，全球股市普遍上涨

2 季度，流动性充裕，风险资产上涨。全球金融市场流动性充裕，主要经济体货币市场保持平稳。实际通胀水平上升，长期国债收益率中枢有所抬升，十年期美国国债收益率较上季度平均上升 27bp。但在各国央行的预期引导下，金融市场投机性通胀交易有所缓和，通胀预期回归理性，因此从数据上看，2 季度的长期利率较 1 季度末是有所回调的。风险资产方面，主要发达经济体股市整体上涨，仅少数经济体略有下降。汇率方面，上半年美元持续窄幅波动，日元持续贬值，人民币汇率相对稳定。

美元流动性泛滥，美股波动稳定。5 月以来美联储隔夜逆回购数额激增且屡创历史新高，这被市场视为美元流动性泛滥的表征。美联储反复强调“通胀暂时论”，虽然已考虑减少资产购买，但尚不会加息，美联储整体偏鸽派。当前美联储仍保持零利率和每月 1200 亿美元的资产购买规模，TED 利差进一步下探，市场流动性风险极低。在流动性充裕和经济增长预期向好的背景下，美股波动相对稳定，6 月底 VIX 指数降至 15% 左右，2 季度 VIX 指数的波动中枢也较 1 季度整体下移。

美元指数呈现窄幅波动，新兴经济体汇率走势分化。上半年，美国经济向好、美元流动性充裕和名义利率变动等多因素叠加，美元指数未呈现趋势性方向，在 89-93 区间内窄幅波动。在美元窄幅波动的背景下，主要发达经济体汇率波动也较小，仅日元汇率显著贬值。新兴经济体货币方面，金融脆弱性高的新兴经济体汇率持续贬值，金砖国家升值。因美元窄幅波动，东南亚、东亚等多数新兴经济体货币未呈现趋势性变化。金砖国家货币普遍升值，或与巴西、俄罗斯等央行提前加息有关。东亚经济体中，仅泰铢贬值幅度较大。泰铢贬值主要源于新冠疫情导致的经济衰退，疫情严重冲击高度依赖旅游业的泰国经济。阿根廷、土耳其货币持续大幅贬值。

主要经济体股市普遍上涨。主要发达经济体货币政策维持宽松，美、欧等发达经济体疫苗接种速度较快，预计 3 季度能够实现“群体免疫”。主要经济体股市普遍上涨，仅日经指数小幅下跌。在美国经济复苏、美联储维持宽松阶段，美国经济复苏将通过出口

渠道使得新兴经济体获益。同时，随着发达经济体疫苗接种接近尾声，新兴经济体疫苗供给增加、疫苗接种率也有望提高。新兴经济体股市在流动性和预期支撑下也出现上涨。

主要经济体货币市场稳定，高通胀新兴经济体加息。2 季度，主要发达经济体货币市场稳定。在稳定的流动性供给下，发达经济体货币市场利率稳定、季内波动极小。美联储上调超额准备金利率和隔夜逆回购利率，未对货币市场利率造成影响。新兴经济体货币市场利率波动较大。中国 7 天 SHIBOR 在 2%-2.5% 区间波动。为应对通货膨胀，俄罗斯上半年连续三次加息，将关键利率从 4.25% 提高至 5.5%，其货币市场利率也有所抬升。

图表 3 全球金融市场主要指标变动

| 外汇市场 | | | | 股票市场 | | | |
|------|--------|--------|--------|-------------|----------|----------|--------|
| 名称 | 本季度 | 上季度 | 升值幅度 | 名称 | 本季度 | 上季度 | 上涨幅度 |
| 美元指数 | 90.99 | 91.01 | 0.02% | 标普 500 | 4181.42 | 3867.91 | 8.11% |
| 日元 | 1.20 | 1.21 | 0.07% | 德国 DAX | 15386.35 | 14107.73 | 9.06% |
| 欧元 | 106.02 | 109.42 | -3.20% | 日经 225 | 28977.11 | 28990.7 | -0.05% |
| 人民币 | 6.48 | 6.46 | 0.38% | 上证综指 | 3510.65 | 3529.99 | -0.55% |
| 雷亚尔 | 72.87 | 73.73 | -1.19% | 巴西 IBOVESPA | 123466.3 | 117043.3 | 5.49% |

| 货币市场（7 天同业拆借利率） | | | | 债券市场（10 年期国债） | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|---------------|-------|-------|--------|
| 名称 | 本季度 | 上季度 | 变化基点 | 名称 | 本季度 | 上季度 | 变化基点 |
| 美国 | 0.08 | 0.09 | -1.51 | 美国 | 1.59 | 1.32 | 26.85 |
| 欧元 | -0.58 | -0.58 | -0.04 | 欧元区 | -0.19 | -0.40 | 20.80 |
| 日本 | -0.09 | -0.08 | -0.66 | 日本 | 0.08 | 0.08 | 0.14 |
| 中国 | 2.18 | 2.24 | -5.71 | 中国 | 3.13 | 3.21 | -7.56 |
| 印度 | 3.16 | 3.19 | -3.16 | 巴西 | 9.21 | 7.96 | 125.01 |

注：原始数据来源于 Wind 数据库，经笔者计算。各指标季度数值为季内平均值，变动幅度则根据相邻两季度的平均值计算，除货币市场和债券市场利率变动外，其余变动幅度单位为百分点。其中，欧元汇率为间接标价法，日元、卢布、雷亚尔为直接标价法。货币市场和债券市场利率单位为百分点。变化基点单位为百分之一个百分点。

主要经济体长期国债收益率较 1 季度末回调。2 季度，十年期美国国债收益率较 1 季度末下降约 20bp，德国、欧元区、中国、日本、印度等主要经济体国债收益率均回调。此次主要经济体国债收益率回调，有以下两个原因。一是由于通胀预期下降，前期通胀预期受投机和情绪因素影响快速抬升，美联储等主要央行反复强调“通胀是暂时的”，市场对通胀的预期也逐渐回归理性。十年期美国国债收益率隐含通胀预期由 2.5% 下降至

2.3%。二是失业率等数据显示出经济复苏尚不稳定。十年期美国国债实际收益率也停止上升，在-0.8%左右波动。巴西、土耳其等高通胀且金融风险较高的国家，国债收益率依然维持高位。

三、 展望与对策

变异病毒株对全球经济复苏形成挑战，疫情形势错位使得主要经济体经济恢复力度和通胀水平出现明显分化。全球经济运行风险仍然突出，需重点关注以下四方面风险：

德尔塔变异病毒导致全球疫情出现反弹。据世界卫生组织披露，德尔塔变异病毒已在 104 个地区传播（截至 7 月 6 日），成为主要流行病株。德尔塔病毒传播力强、传播速度快、病毒载量高、致病力突出、且存在一定免疫逃逸的可能，将提高实现“群体免疫”的疫苗接种率。欧洲 CDC 指出德尔塔毒株比阿尔法变异株（英国首先报告）传播力高出 40%至 60%。受德尔塔病毒影响，局部地区疫情明显反弹，其中不乏疫苗接种率较高的国家。根据 our world in data 统计，截至 7 月 8 日英国和美国疫苗接种率（至少 1 剂）分别达到 67.3%和 54.8%，然而两国新增确诊病例连续四天反弹、分别超过 3 万例和 2 万例。巴西、俄罗斯、澳大利亚以及东南亚国家等疫情均出现反弹，部分甚至超过上一波高峰。然而，美国以及英、法、德等欧洲国家以发病率、死亡率下降或疫苗接种率高等为由，已逐步解除或计划解除此前的防疫限制。世卫组织警告这将可能使各国快速失去防疫成果，美国 CDC 主任也表示德尔塔毒株将可能在疫苗接种率较低的地区蔓延。

全球经济仍将面临较大通胀压力。随着疫苗接种加速、疫情形势好转，叠加政策环境保持宽松，下半年发达经济体需求将全面回暖、拉动物价持续上行。3 季度，美国服务消费需求将集中爆发，服务业价格将接替商品价格上涨，下半年美国核心 CPI 同比可维持在 3%左右。其他发达经济体通胀也将进入加速阶段。据欧央行预测，欧元区三、四季度通胀将上涨至 2.1%和 2.6%。日本 CPI 同比也有望回正。部分新兴经济体通胀继续冲高，经济恐陷滞涨。由于世界范围的群体免疫仍要 2-3 年，疫情反复仍将制约新兴市场供应能力修复。同时，美欧经济复苏继续支撑原材料价格上涨，叠加极端气候下国际粮价暴涨，新兴市场通胀压力将继续冲高。随着交通运输业复苏，原油相关需求将在短期内急剧释放，但石油供给增加缓慢导致国际油价后期可能加速上涨。此外，巴西和美国

遭遇严重干旱，部分产粮国疫情反复等拖累，以及越南、泰国、俄罗斯等收紧粮食出口，加剧粮食价格持续上涨动能。

美联储政策不确定性增加，或冲击全球资产价格。美国通胀上升，美联储已明确表示考虑缩减购债规模，对加息的内部分歧加大。当前 FOMC 委员会 11 名票委中，2 名“鹰派”、6 名“鸽派”、3 名中立。当前的票委构成尚不足以推动美联储今年加息。2022 年，FOMC 委员会轮换投票权后，“鹰派”票委将上升至 4 名。如果通胀维持高位，中立的票委或转鹰，美联储加息风险大幅上升。部分新兴经济体迫于通胀高企和资本流出压力，已陆续加息。随着美联储紧缩预期升温，将有更多新兴经济体加息以应对外部失衡。上一轮美联储加息至 1.5% 并启动缩表之后，标普 500 指数、MSCI 新兴市场指数、上证综指累计最大跌幅分别达 10%、20%、25%。如果 2022 年美联储主席、美联储管理委员会换届，将进一步增加美联储政策不确定性，加剧资本流动和资产价格波动。

新兴经济体通胀风险和金融风险上升。首先，在 40 个主要新兴经济体中已经有 10 个国家的通胀水平超过央行目标，尤其是拉美国家受大宗商品上涨影响通胀压力较大。不断上涨的通胀压力已导致巴西、土耳其、乌克兰等进入加息周期。其次，货币贬值与通胀上行相伴相随，高通胀的国家往往本币贬值幅度位居前列。历史经验表明，本币贬值并不能带来竞争优势，反而可能导致经济陷入不稳定且缓慢的增长路径。再次，美联储货币政策转向时点的不断临近也会对新兴市场带来资本外流威胁。近期美国通胀率快速上升，美联储退出宽松货币政策的可能性加大。一旦美国利率上升，新兴市场将面临更为严峻的借贷成本上升和资本外流压力。最后，政府债务和赤字双高的新兴市场国家的政策空间有限，发生危机的概率更高。虽然加息有助于抑制通胀，但也会推高再融资成本，这些国家只能在不破坏公共财政稳定的前提下收紧政策。如果美国通胀上涨势头进一步持续，部分新兴经济体将陷入“加息可能引发债务危机、不加息无法遏制恶性通胀”的两难困境。

我国率先从疫情中恢复，拥有充足的政策空间和丰富的政策工具，应对外部经济环境变化可考虑以下三方面举措：

一是，坚持扩大内需战略，加强宏观政策调控力度。上半年，我国宏观经济指标同比增速表现强劲，但环比增速不及预期，下半年随着出口增速回落，我国经济还将面临更多挑战。第一，过度依赖出口的负作用再现，海外资产的现实和潜在风险上升。第二，海外供需缺口将明显收窄，我国进口替代型工业生产将受到影响。第三，内需依然偏弱，今年以来社零、固定资产投资的月度季调环比实际增速均处于较低水平。第四，供给端的国内工业行业分化加剧，部分企业经营压力仍然较大。为应对外需将可能出现的调整和回落，我国应注重实施宏观政策托底和加强需求侧管理。在开放合作的双循环基础上，侧重畅通内循环，坚持扩大内需战略，夯实经济恢复的基本盘。

二是，宏观政策提高通胀容忍度，多措并举缓解输入性通胀压力。一方面，面对可能的通胀跳升，需对通胀结构、形成原因仔细甄别，对通胀长期趋势科学判断。宏观政策应增强通胀容忍度，更加关注实际需求和就业改善情况，不宜因短期通胀跳升改变政策倾向。另一方面，缓解输入性通胀的负面溢出既要调节上游大宗商品的供给和价格，也要注重中下游的需求管理。既要应用好经济和法律手段，加强预期管理和市场调节，避免供求矛盾激化、过剩落后产能堆积等问题，又要多措并举保障农业生产，加强农产品供应链和流通体系建设，健全和完善粮食储备体系，降低国际粮价上涨的传导压力。

三是，增强汇率弹性，加强全市场宏观审慎管理。增强人民币汇率市场化水平和汇率弹性，提高汇率波动容忍度，发挥汇率对资本流动的调节作用。加强跨境资本流动和金融市场的宏观审慎管理，实现跨境资本流动全面监测，合理管控外债规模，建好“防火墙”、避免资本短时间内大进大出。健全房地产金融、外汇市场、债券市场、影子银行等重点领域宏观审慎监测、评估和预警体系。

专题报告预览

美国：经济继续复苏

美国 2 季度经济继续复苏。2 季度 PMI 延续复苏态势，补贴政策渐退，个人收入承压，消费支出增速放缓。房地产继续复苏，库存周期开启。对外贸易恢复至疫情前水平，贸易逆差有所收窄。失业率缓步下行，就业市场不均衡复苏。通货膨胀快速上扬。美国长期国债收益率在震荡中下行，美元指数在结束了两个月单边下行趋势后企稳反弹，美股指数再创历史新高。不过，新冠病毒变异、僵尸企业占比上升、就业复苏不及预期等可能给未来美国经济复苏带来不确定性。

欧洲：经济复苏驶入“快车道”

2021 年 2 季度欧元区经济活动复苏步伐加快，PMI 持续攀升，服务业和制造业活动双双以疫情爆发以来的最快速度扩张。同时，随着感染率下降和防疫限制措施的解除，区内工业产出跳升，工业信心创历史新高，库存紧张程度空前。消费者信心大幅上扬，劳动力市场和企业投资均显现出温和改善的势头。通胀方面，受能源价格强势上行、供需缺口扩大等因素的影响，欧元区通胀屡创新高，基本徘徊在欧央行 2% 的通胀目标附近，但区内核心通胀仍然较低，从侧面佐证了欧央行所强调的此轮通胀的暂时性。预计在欧盟和欧洲央行的政策支持下，欧元区经济在 3 季度将加速复苏，但新冠 Delta 变异毒株仍是一种不确定性，有可能影响到欧元区复苏前景。

日本：受疫情反弹影响，经济表现暗淡

2021 年第 2 季度，日本新冠肺炎疫情呈现出“严重到缓解”的变化趋势，加之出于举办奥运会的考虑，日本政府再度加紧对疫情的管控。“紧急事态宣言”几乎贯穿整个第 2 季度。受此影响，日本经济在第 2 季度表现暗淡，计划如期举行的东京奥运会也并未提前给日本经济带来恢复动力。4 月份日本制造业 PMI 和服务业 PMI 分别为 53.6 和 53.0，相较于 3 月份有所上升。但随着戒严开始，二者在 5 月和 6 月份都呈现出下降趋势。消费、投资和贸易相关数据在第 2 季度出现同比大增，但主要是基数效应所致。从水平值来看，多数指标仍未恢复到疫情前，如 2019 年的同期水平。受经济复苏乏力影响，日本央行并未在第 2 季度并未对金融货币政策采取进一步收紧，但实际的宽松力度已在边际减弱。在基本面和政策面的影响之下，日本股市在第 2 季度的表现弱于欧美市场，日元对美元虽微贬，但对几乎所有国际重要货币都出现明显贬值。第 3 季度，料东京奥运会

将如期举行，这会对日本经济形成一定利好，但在全球疫情依然未彻底消散的背景之下，不宜期望过高。预计第3季度，日本经济将有望出现明显的环比恢复，在不考虑外围市场的前提下，日本股市和日元汇率应会有一定支撑。

金砖国家：经济仍面临较大的不确定性

2021年1季度，金砖国家经济仍在不断恢复之中，部分国家经济恢复正增长。2季度，在基期效应、外部需求好转等因素的推动下，金砖国家经济前景继续向好。但疫情的新一轮暴发以及“德尔塔”变异毒株的迅速蔓延，使得各国不得不收紧疫情防控措施，这为各国经济增添了新的不确定性。在疫情的冲击下，俄罗斯和印度制造业PMI在6月份下降至景气区间以下，南非的制造业PMI也出现下降。金砖国家通货膨胀压力日益加大，俄罗斯和巴西连续实施加息进行应对，但出于刺激经济的需要，印度和南非一直保持货币政策利率不变。总体来看，当前金砖国家经济指标大幅好转很大程度上来自去年基数较低的缘故，疫情发展仍是2季度金砖国家经济复苏中的最大阻力，也让未来经济前景面临巨大的不确定性。

中国：2021年下半场的四个挑战

2021年下半年，中国经济面临四个方面的挑战：其一，过度依赖出口的负作用再现，国际收支大幅顺差对应于我国海外资产的快速增长，但在后疫情时期我国海外资产的真实和潜在风险不断上升。其二，下半年外需将面临不确定性。在疫情得到有效控制、海外生产秩序全面恢复之后：服务业这种不可贸易品部门的需求将引领下一阶段的海外需求复苏；海外需求缺口也将明显收窄；我国暂时较为活跃的进口替代型工业生产也将受到影响。其三，需求端我国内需依然偏弱，今年以来社零、固定资产投资的月度季调环比实际增速均处于较低水平，仍需要宏观调控政策加力。其四，供给端的国内工业行业分化加剧，上下游行业分化显著，部分企业经营压力仍然较大。

东盟韩国：区内疫情再起，对我国经贸有潜在影响

2021年第2季度，新冠病毒Delta变异毒株对东盟经济产生显著影响和新的挑战，体现为区内较为开放的经济体如马来西亚、泰国和越南疫情加重，呈现2020年未有局面。相比之下，韩国经济则较为稳定。受疫情的影响，东盟整体制造业PMI在6月重新跌至荣枯线以下，为49.0；韩国第2季度制造业PMI保持强劲，为54.2。从东盟国别数据来看，马来西亚和越南6月PMI剧烈下行。区内通货膨胀压力初现，金融市场总体表

现平淡。东盟疫情对中国经贸的影响值得关注，本报告从中国补位东盟贸易可能性的视角对这一影响展开探讨。

全球金融市场：流动性充裕，全球股市普遍上涨

2021年2季度，主要经济体疫苗接种率逐渐提高，金融市场流动性充裕，美元一度流动性泛滥，各国货币市场利率保持稳定，全球股市普遍上涨。在各国央行的预期引导下，金融市场的通胀预期逐渐回归理性，前期迅速上升的长期国债收益率有所回调。2季度末，十年期美国国债收益率为1.45%，较上季度末下降20bp。尽管2季度美国长期利率有所回调，但从整体趋势上看，美国长期利率中枢是在抬升的。上半年，受美国经济向好、美元流动性充裕和名义利率变动等多因素叠加，美元指数未呈现趋势性方向，在89-93区间内窄幅波动。主要新兴经济体汇率表现分化，阿根廷、土耳其等高风险经济体汇率持续贬值。预计2021年3季度，随着美联储Taper预期升温，美元指数将有所上行，但上行幅度或低于2014年时期。需要关注美联储政策转向对全球资产价格的冲击。

大宗商品市场：短期供需失衡推高价格

2021年2季度大宗商品价格持续反弹，环比上涨15%，同比价格近乎翻倍，已冲高至接近2013年的价格水平。疫苗推广带来多国解封，实际需求回升，叠加前期宽松政策的影响，推高各类商品价格。其中石油环比上涨11.8%，欧美夏天出行旺季带动短期内供给不足，库存显著下降。国际有色金属价格持续上涨，中美基建计划和产铜国供给不稳定推高铜价；钢材供不应求推高钢价，带动铁矿石价格上涨。农产品价格涨跌不一，小麦上涨，大豆冲高回落，玉米国内外涨跌互现。

外贸专题：出口回调，进口加速

2021年2季度，中国出口（美元）同比增长30.7%，较上季度下降18.3个百分点；进口同比增长43.9%，较上季度提高15.7个百分点；货物贸易顺差总额为1365亿美元，较去年同期下降117亿美元。4-5月，服务贸易逆差为155亿美元，同比下降34亿美元，预计经常账户顺差占GDP比重将降至1.5%左右。不易受基期因素干扰的进、出口增速环比季调数值也显示，4-6月出口增速波动加大，而进口增长动能加速。预计下半年中国出口同比增速仍将呈现回落态势，但水平值依然将处于近年来的历史高位。基期效应、美欧政策扩张力度下降、疫情好转下供给替代作用相对回落等将拖累中国出口增速。