

研究报告

2021年第47期

2021.10.28

研究团队:

组长: 周月秋

副组长: 王祺

执笔人: 杨苕 刘新 刘亦芬

邮箱:

liuxin@icbc.com.cn

经济复苏分化 金融风险集聚

——2021年3季度全球经济金融形势分析及展望

摘要:

- 2021年3季度,全球经济金融总体呈现“一放缓三加大”特征:经济复苏放缓、通胀压力加大、政策提前转向概率加大、金融市场波动加大。
- 4季度,疫情影响渐减、供应链瓶颈有望逐步缓解,全球经济复苏节奏可能较3季度有所加快;但由于疫苗接种进度、宏观政策等存在差异,不同经济体经济走势分化态势可能更为显著。
- 美联储货币政策转向预期提前,可能引发国际金融市场震动。同时,产品供应短缺、物流效率下降、能源供需失衡等因素为全球供应链修复带来较大不确定性。

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、3季度全球经济金融形势特点

2021年3季度，全球经济金融总体呈现“一放缓三加大”特征，即：经济复苏放缓；通胀压力加大、政策提前转向概率加大、金融市场波动加大。

（一）经济复苏放缓

6月中旬以来，德尔塔毒株快速扩散，全球疫情再度恶化，制约经济复苏动能，主要经济体增速放缓。9月摩根大通全球综合 PMI 为 53.0%，较 5 月高点（58.5%）下降 5.5 个百分点。

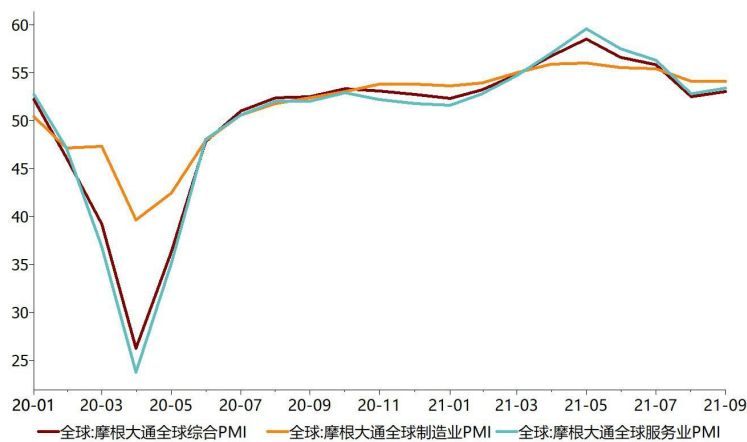


图 1 全球综合 PMI 下降

在全球总体放缓情况下，不同经济体受影响程度存在分化。美国经济放缓后回暖。受新冠疫情反弹、补贴政策渐退、供给瓶颈制约等因素影响，美国经济在 2 季度达到阶段性高点（环比折年率 6.7%）后开始放缓，7、8、9 月制造业 PMI 分别为 59.5%、59.9%和 61.1%，9 月重回 60%以上高扩张区间。欧元区复苏动能减弱。3 季度欧元区制造业 PMI 均值为 61.0%，较 2 季度的 63.1%收缩；9 月 PMI 为 58.7%，是今年 2 月以来最低值，表明在疫情反复以及供给瓶颈的影响下，欧元区制造业动能减弱。日本经济复苏受阻。3 季度日本疫情严重恶化，日本政府第四次对“东京都”都市圈宣布“紧急事态宣言”。9 月制造业 PMI 降至 51.5%，为今年 3 月以来最低。新兴经济体复苏压力依然较大，受疫苗接种进度慢、发达经济体货币政策转向预期升温等因素影响，阿根廷、土耳其、巴西等



部分经济体金融风险开始显现，不得不提前收紧货币政策，不利于经济复苏。

（二）通胀压力加大

3 季度以来，疫情反复加剧供应链矛盾，供需失衡状况更加突出，导致通胀水平持续提升。大宗商品特别是能源价格大幅上涨。布伦特原油期货价格已突破 85 美元/桶关口，升至 2018 年 10 月以来新高；英国天然气现货价格指标 NBP 报 40 美元/百万英热单位，创历史新高，比 3 月的年内低点上涨超 6 倍。供需矛盾推动国际运费大幅上涨。10 月 25 日，波罗的海干散货指数（BDI）达 4257 点，较年初上涨 3.1 倍。全球经济体通胀压力上行，经合组织国家（OECD）8 月 CPI 同比升 4.3%，创 2008 年 7 月以来新高。美国 CPI 连续三个月处于 5% 以上高位，9 月 PPI 同比升 8.6%，为 2010 年 11 月以来最高水平。欧元区 9 月 CPI 同比升 3.4%，为 2008 年 10 月以来新高。

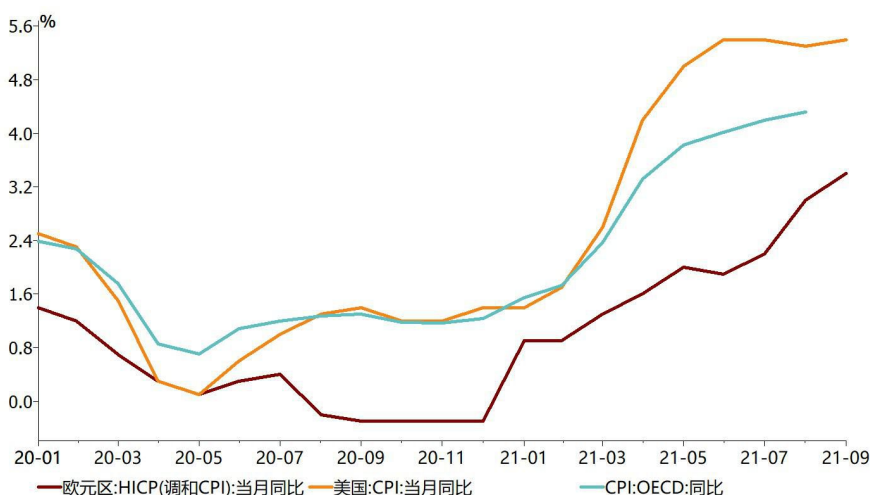


图 2 全球通胀进入上升通道

（三）政策提前转向概率加大

在通胀压力进一步加大的背景下，各主要经济体货币政策转向节奏加快。9 月 22 日美联储议息会议明确将于年内缩减购债计划，市场预期美联储明年提前加息和加息次数超过 1 次的概率明显上升。欧央行虽坚持宽松政策，但决定适度降低紧急资产购买计划的月度购债规模。今年以来，全球已有近 30 家央行先后加息，范围涵盖亚洲、欧洲、美洲和非洲；发达国家中挪威第一个加息后，

英国央行也表示开始考虑加息。

（四）金融市场波动加大

美债收益率上行。10月25日美国10年期国债收益率1.64%，较8月低点上行45个基点，市场预期变化带动市场利率基准大幅上升。**美元指数上升**，由5月末低点（89左右）升至10月25日94左右，对美国货币政策走向的预期变化推动美元汇率波动上行。**股市风险继续累积。**MSCI全球指数由6月末的831升至10月25日的864，股市保持高位，市场逆转导致泡沫破裂的风险持续增加。

二、4季度主要经济体复苏走势

展望4季度，随着疫情影响渐减，供应链瓶颈逐步缓解，全球经济复苏总体节奏可能较3季度有所加快。但由于疫苗接种进度、宏观政策等存在差异，不同经济体经济走势分化态势可能更为显著。

（一）美国维持复苏趋势

一是房地产保持高景气度。8月美国新建住房销售74万套，较上月增加1.1万套，反映住房需求依然强劲。同时，8月新房开工面积同比增速升至17.4%，反映房地产补库存意愿强劲，房地产投资有望持续增长。**二是服务消费恢复。**随着德尔塔病毒引发的疫情逐步企稳，服务性消费有望进一步复苏。**值得关注的是**，美国补贴政策逐步退出，个人收入承压，对消费支出的进一步扩大形成制约。同时，美联储政策转向可能导致金融环境趋紧，对需求扩张产生负面影响。

（二）欧元区仍处复苏轨道

供应链瓶颈、能源价格冲击等短期内难以有效缓解，可能影响欧元区经济复苏节奏。不过，随着疫苗接种率进一步提升，在欧盟财政和欧央行宽松政策支持下，欧元区经济运行预计将保持在复苏轨道之上。特别是旅游、酒店等服务性消费的进一步恢复，将对欧元区经济复苏形成支撑。

（三）日本复苏增长缓慢

一是日本疫苗接种率在发达国家中排名靠后，可能出现的疫情反复将影响



日本经济复苏进程。二是全球供应链恢复缓慢，阻碍日本出口恢复增长。特别是芯片短缺和汽车零部件供应链断裂，影响日本优势产业复苏。三是日本新政府刚刚上台，宏观政策短期内难有大调整，增长空间相对有限。

（四）新兴经济体复苏承压

一方面，新兴经济体疫苗接种进度落后于发达经济体，疫情反复可能性更高，抑制新兴经济体增长动能。另一方面，美联储政策转向可能导致全球市场流动性收紧，对新兴经济体产生的外溢影响首当其冲，资本外流、货币贬值、通胀和债务压力等问题将拖累新兴经济体复苏进程。

表 1 主要经济体 GDP 增速预测（%）

国家（地区）	2021 年预测	2022 年预测
全球	5.9	4.9
美国	6.0	5.2
欧元区	5.0	4.3
日本	2.4	3.2
中国	8.0	5.6
印度	9.5	8.5
俄罗斯	4.7	2.9
巴西	5.2	1.5
南非	5.0	2.2

数据来源：国际货币基金组织，《全球经济展望》，2021 年 10 月。

三、美联储货币政策和全球供应链修复进度是影响后续全球经济的重要因素

（一）美联储加快 QE 退出步伐

9 月，美联储、欧央行¹、英国央行²陆续释放货币政策转向信号，其中美联储主席鲍威尔在当月议息会议上表示缩减购债（Taper）条件已经基本达成：一方面通胀水平已经超过 2% 的目标值且通胀预期持续上调，另一方面近期非农就

¹ 当地时间 9 月 9 日，欧央行宣布将从 4 季度起适度降低紧急抗疫购债计划的购买速度。市场预计欧央行月度购债量可能从 800 亿欧元降低到 600 或 700 亿欧元。

² 当地时间 9 月 27 日，英国央行行长贝利表示英国央行计划提高基准利率。

业表现不及预期但增长态势并未扭转。根据9月议息会议纪要，我们预计美联储退出宽松政策的具体步骤可能为：

1. QE退出阶段（2021年4季度至2022年2季度）。美联储大概率会在11月议息会议上宣布Taper，并自11月或12月中旬起，按每月150亿美元的缩减速度逐步退出自疫情以来所启用的各项购买计划。由于当前购买规模为每月1200亿美元，预计需8个月，即到2022年6月或7月实现QE完全退出。

2. 加息阶段（2022年3季度至4季度）。美联储在2022年下半年初引导加息预期，预计全年加息1-2次，每次加息幅度为25个基点。

（二）全球供应链修复面对较大不确定性

一是疫苗供应不均拖累商品供给。据联合国报道，至9月中旬，全球低收入国家疫苗接种率仅区区3.1%，远低于高收入国家的60.2%。北非、南亚、东南亚等地区中国家的接种进展缓慢，这些国家更易受到变异毒株扩散影响，拉低当地经济开放与产能复苏程度。在当前世界贸易格局下，这些国家地区在全球产业链上主要负责材料供给与产品组装，也是一批关键矿产品（铜、铝、煤炭）、农产品（糖、棉花、棕榈油）、工业部件（芯片）的重要供应方。随着北半球冬季到来，这些低疫苗接种率国家疫情可能还会反弹，迫使当地政府重启防疫封锁措施，相关产品供应瓶颈问题有可能难以有效解决。

二是航运需求上涨与物流效率下降矛盾突出。一方面，在欧美节日季与中国春节采购增长带动下，国际海运需求持续增长，集装箱和运力供给紧张态势将至少持续至明年2月。另一方面，受物流行业劳工短缺、港区防疫措施趋严等因素制约，多个主要国际港口出现货船滞留现象，航行周转速度难以提升。我们预计4季度全球海运费用仍会保持高位运行。考虑到全球80%以上货物贸易需通过海路运输完成，海运成本飙升将加大家具、汽车零件等制成品以及大豆、玉米等农产品涨价压力，进一步推高全球通胀中枢。此外，疫情导致的物流效率降低、运费价格高涨将挤压外贸企业盈利能力，拉低各国货物进出口增长速度，抑制全球商品贸易复苏。

三是能源供需失衡冲击生产生活。我们预计，4季度全球天然气、石油等能



源商品价格仍将保持高位震荡。从供给端看，新冠疫情对能源出口国造成打击，相关国家增产意愿不高，短期内产能难以快速提升，而 3 季度发生的灾害事故进一步收紧主要工业国燃料供应。从需求端看，今年冬季的拉尼娜现象可能引发极寒天气，供暖需求增长会持续推高全球能耗水平和能源商品价格。短期内，能源问题将扰动部分国家的生产和生活稳定；中长期，能源商品涨价将加重生产成本负担，对消费产生挤出效应，不利于经济修复。