CEEM | China External Environment Monitor 中国外部经济环境监测

2021 年第 2 季度 2021 年 07 月 14 日

全球宏观经济季度报告

专题：美国 欧洲 日本 金砖国家 中国 东盟与韩国

金融市场 大宗商品 外贸

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

全球宏观经济研究室

《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)10-8519 5775

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。

目录

美国：经济继续复苏 1

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” 11

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，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 19

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，日本环比经济增速将出现明显的回升。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 29

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 35

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现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 43

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 急剧下行。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 51

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 63

2021 年 2 季度 CEEM 大宗商品价格指数持续反弹，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，原油库存显著下降。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 73

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。

图表目录

图表 1 美国制造业和非制造业 PMI（ISM）.....2
图表 2 美国个人消费支出.....2
图表 3 美国新屋开工和制造业库存.....3
图表 4 美国对外贸易.....4
图表 5 美国劳动力市场.....4
图表 6 美国通货膨胀.....5
图表 7 美国经济运行状况：高频数据.....9
图表 8 PMI 持续上行.....12
图表 9 通胀率屡创新高.....13
图表 10 失业率缓慢下行.....14
图表 11 消费者信心显著改善.....14
图表 12 企业投资小幅改善.....15
图表 13 贸易顺差创新低.....16
图表 14 PMI 结构性恢复，就业疲弱.....21
图表 15 因基数效应，多指标同比大涨，但绝对水平仍未恢复到疫前.....22
图表 16 2021 年第 2 季度日本对外贸易额同比大增.....22
图表 17 日本银行第 2 季度资产购买力度有所增大.....24
图表 18 货币供应和贷款月同比增速开始下落.....25
图表 19 消费物价陷入通缩，PPI 与 CPI 剪刀差暴增.....26
图表 20 股市弱势调整，日元对美元先升后贬，对其他货币显著走低.....27
图表 21 短期货币市场利率重心微幅上移，10 年期国债收益率下降.....27
图表 22 中国与金砖国家贸易情况.....33
图表 23 金砖国家数据概览.....34
图表 24 疫情以来外需扩张持续强于内需.....36
图表 25 主要指标月度季调环比、实际增速平均值：三个时期的对比.....39

图表 26　工业细分行业 5 月利润环比金额变化 41
图表 27　东盟六国与韩国的新冠累计确诊人数 44
图表 28　东盟六国与韩国的制造业 PMI 月度值 45
图表 29　东盟六国与韩国的 CPI 月度同比变动 45
图表 30　区内国家主要股票指数相对期初变动 46
图表 31　区内国家货币对美元汇率（间接标价法）相对期初变动 46
图表 32　2019 和 2020 年主要经济体出口份额 47
图表 33　竞争压力指数示意图 48
图表 34　中国与主要国家的竞争压力指数 49
图表 35　美国逆差中东盟前十大产品及来源国 50
图表 36　全球金融市场主要指标变动 52
图表 37　全球金融市场风险状况图 52
图表 38　主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2021 年 2 季度） 53
图表 39　全球主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅（2021 年 2 季度） 53
图表 40　全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览 53
图表 41　主要发达和新兴经济体汇率走势一览 54
图表 42　全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览 56
图表 43　银行代客收付款分项结构 59
图表 44　人民币汇率预期（NDF-DF） 60
图表 45　外币公司债季度发债额度与频率 60
图表 46　2 季度大宗商品价格持续回升 64
图表 47　2 季度主要大宗商品价格上涨 64
图表 48　全球油价持续回升 64
图表 49　OPEC 产量回升，但节奏稳健 64
图表 50　中国原油进口因基期效应回落 65
图表 51　美国原油净进口开始反弹 65
图表 52　欧洲需求有所反弹 65

图表 53 美国原油库存连续下降 65
图表 54 LME 铜铝价格持续上涨 68
图表 55 全球铜库存总量累库 68
图表 56 国际铁矿石价格持续上涨 68
图表 57 国际钢价指数继续攀升 68
图表 58 国内农产品现货价格豆粕小麦微涨，玉米小幅回落 70
图表 59 CBOT 农产品价格不同幅度上涨，玉米上涨幅度最大 70
图表 60 预估 2 季度全球贸易同比增速将冲高回落 74
图表 61 中国出口增速的地区和产品分布 76
图表 62 抗疫物资、电子产品与其他产品出口增速 76
图表 63 预估 2 季度外需继续向好 78
图表 64 预计 2 季度中国出口产品市场份额保持高位 78
图表 65 中国进口增速的地区分布（单位：%） 81
图表 66 中国进口增速的贸易方式和产品分布 81
图表 67 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差 83
图表 68 全球及主要经济体制造业 PMI 84
图表 69 中国外贸数据概览 85

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。

一、经济运行形势

2 季度美国经济继续复苏。

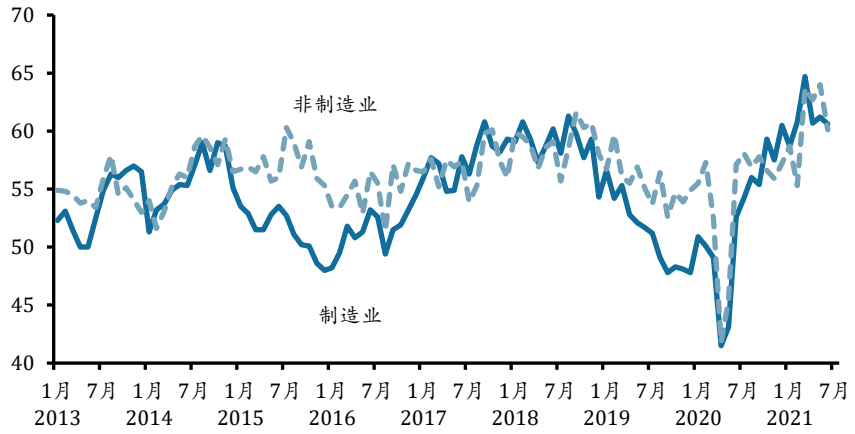
PMI 延续复苏态势。4-6 月美国制造业 PMI 分别为 60.78、61.2 和 60.6，非制造业 PMI 分别为 62.7、64 和 60.1。美国制造业 PMI 和非制造业 PMI 维持在高位，延续复苏态势。订单上升、生产下降反映供需矛盾紧张，6 月新订单指数从 4 月 64.3 回升至 66，而产出指数有所回落，从 3 月 68.1 回落至 60.8。供应链瓶颈是当前美国制造业主要矛盾，制造业价格恐将维持高位。工人短缺、关键基础材料不足、商品价格上涨、产品运输困是制造业扩张动能放缓的主要障碍，制造业价格从 4 月 89.6 小幅回落至 88，仍处于历史高位。

补贴政策渐退，个人收入承压，消费支出增速放缓。

补贴政策渐退，个人收入承压，消费支出增速放缓。受益于纾困政策支持，在疫情期间，美国个人收入反而超过疫情前水平。在拜登政府 1.9 万亿美元纾困政策的支持下，美国 3 月个人收入季调同比增速再次高达 30.2%。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%。与此同时，随着疫苗接种的普及和经济活动正常化重启，消费稳步复苏，但渐呈放缓态势。4-5 月美国个人消费支出季调同比增速分别为 29.3%和 18.9%。但这存在低基数效应，美国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%。5 月份美国零售销售额环比下降 1.3%，在剔除汽车及零部件和加油站

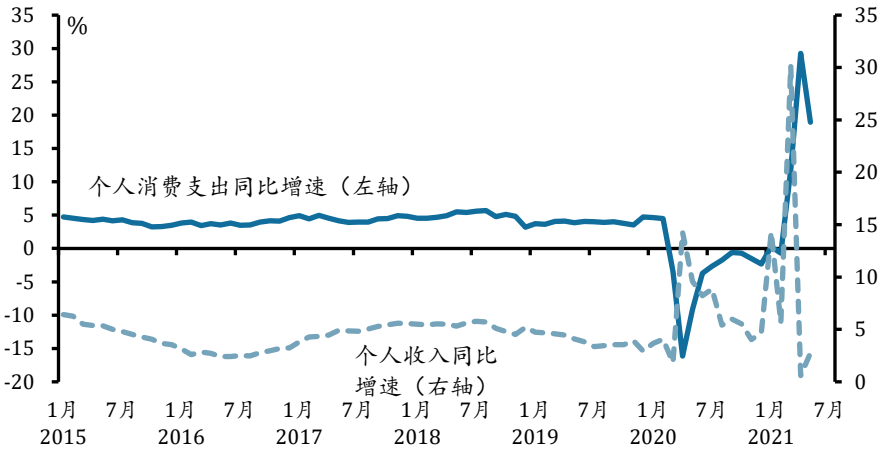
等波动较大类别后，5 月份美国核心零售销售额环比下降 0.8%。5 月美国新车销量大幅下降 8.2%，拖累美国销售零售数据。

图表 1 美国制造业和非制造业 PMI（ISM）



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 2 美国个人消费支出



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

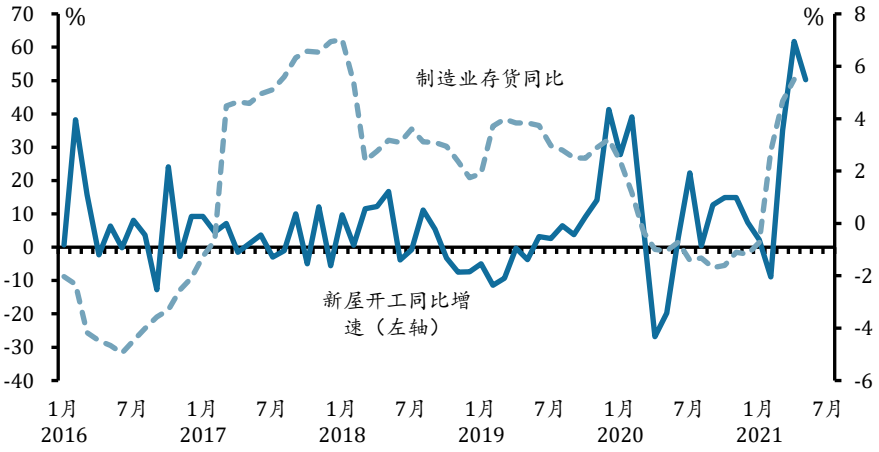
房地产继续复苏，库存周期开启。

房地产继续复苏，库存周期开启。根据全美房产经纪人协会的数据，因为库存紧缺，今年 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。在 183 个城市地区当中，163 个出现两位数的同比涨幅。四月出售的新屋房价中位数为 37.2 万美元，较去年同期上涨了 20.1%。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。5 月美国新屋销售 76.9 万套，季调环比增速-5.9%，新屋建设 157.2 万套，季调环比增速-18.5%。美国房地产泡沫初显，但泡沫破灭的可能性较低，最可能是逐步降温。房价快速上涨已导致住房可负担性下降，伴随着未来供给端能力的恢复，利率回升，美国房价可能逐步回归正常。

从 2020 年 4 季度开始，需求持续向好和降至较低水平的库存共振推动美国新一轮补库周期开启。结合历史长周期经验看，整个库存周期中的加库存阶段平均持续时间为 15 个月，最短 10 个月。从历史经验来看，本轮美国库存周期可能已进入后半段区间。此外，自从 2020 年 11 月 Sentix 投资信心指数首次转正以来，企业投资信心不断恢复，2021 年 6 月 Sentix 投资信心指数提升至 39.9，创下 2003 年以来的最高点。

图表 3 美国新屋开工和制造业库存



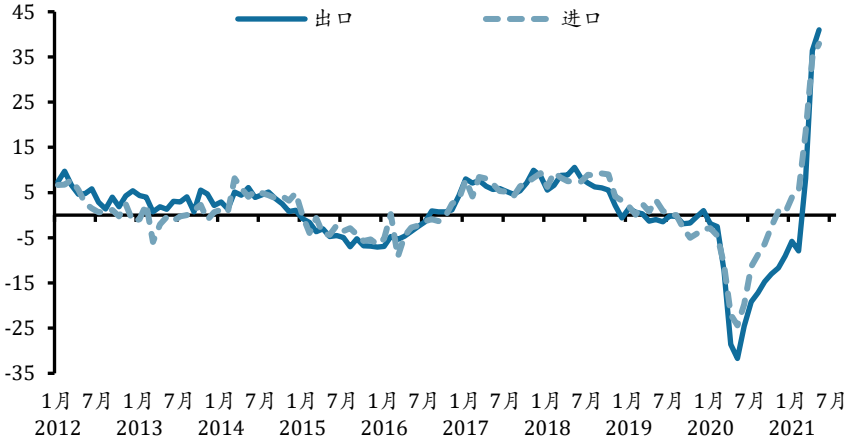
数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

对外贸易恢复至疫情前水平，贸易逆差有所收窄。

对外贸易恢复至疫情前水平，贸易逆差有所收窄。随着新冠疫情造成的全球贸易活动物理性隔断部分解除，美国对外贸易在 2 季度出现断崖式下跌后开始反弹。另一方面，疫情导致美国生产端受损严重，而需求端受纾困政策支持恢复较快，这导致美国贸易逆差在疫情期间持续扩大。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 月美国出口同比增速为 36.4%，进口同比增速为 34.8%，贸易逆差收窄至 690.7 亿美元。5 月

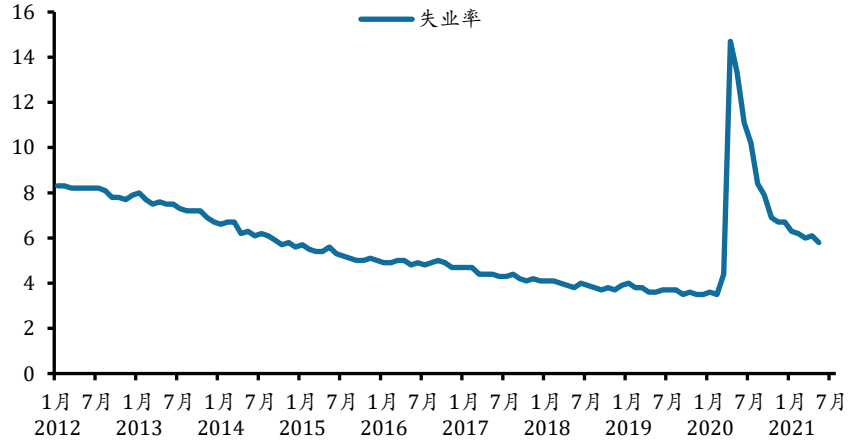
美国出口同比增速继续超过进口同比增速，出口同比增速为 41%，进口同比增速为 37.9%，贸易逆差小幅扩大至 712.4 亿美元。

图表 4 美国对外贸易



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 5 美国劳动力市场



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

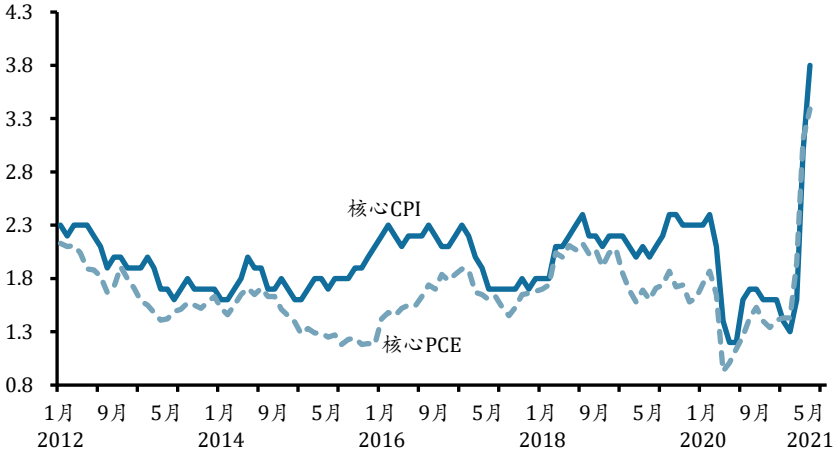
失业率下降至 5.8%，就业市场不均衡复苏。

失业率下降至 5.8%，就业市场不均衡复苏。2020 年 4 月美国非农就业人数减少 2053.7 万，失业率飙升至 14.7%，创下大萧条以来最高纪录。随着经济重启和纾困政策的支持，失业率逐步下降，2021 年 5 月失业率下降至 5.8%，新增非农就业 55.9 万人。劳动力市场的改善反映了受新冠疫情而被限制的经济活动持续恢复，而截至 6 月 12 日的

当周，美国当周初次领取失业金人数为 41.8 万人，远高于 2019 年的均值 21.8 万人，持续领取失业金人数为 339 万人，也远高于 2019 年的均值 170 万人。

美国就业市场不均衡复苏。首先，白人的就业恢复速度最快，5 月份失业率已下降至 5.1%；西班牙裔或拉丁美洲裔的就业恢复速度居中，5 月份失业率下降至 7.3%；黑人或非洲裔美国人的就业恢复更为缓慢，5 月份失业率仍高达 9.1%。其次，美国失业超过 27 周以上人数超过 375.2 万人，占比达到 40.9%，绝对规模和占比都远超疫情前水平，但有所下降，显示劳动力市场缓步复苏。最后，美国劳动参与率为 61.6%，显著低于疫情前水平。

图表 6 美国通货膨胀



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

通货膨胀快速上扬。

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%。关于美国通胀是暂时性的还是会持续较长时间，存在较大分歧。支持通胀只是暂时的的观点，主要是基于以下判断：在新冠疫情封锁期间需求骤降，库存和产能下降，工人不愿重返工位，以及新冠疫情对生产能力造成威胁，供应无法维持，而美国政府的刺激措施和被压抑需求的释放极大的提振了消费需求。一旦闲置资金消耗殆尽，商业恢复正常，由此造成的价格上涨也会随之减弱。但是，劳动力、消费者需求以及通胀预期可能是判断未来通胀能否持续的重

要指标。劳动力方面，工资正在上涨。美国当前的劳动力短缺是由于新冠疫情和失业福利增加的双重作用造成的。到 9 月份，失业补助政策到期，技能短缺和随之而来的工资压力将会逐渐消失，但工资粘性的存在可能使得工资压力不会立即消失。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，但高储蓄率也会延长消费者需求，5 月美国个人储蓄率为 12.4%，高于疫情前约 5 个百分点。通胀预期方面，密歇根大学的调查显示，5 月份一年期消费者通胀预期达到 4.6%，通胀上行可能推升通胀预期，反过来通胀预期又会加剧通胀水平。

金融市场风险不容忽视。

金融市场风险不容忽视。2021 年 1 季度美国长期国债收益率上行主要受通胀预期和经济复苏推动，2 季度美国长期国债收益率在震荡中下行。值得注意的是，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。从历史数据来看，长期国债收益率往往会在量化宽松接近尾声时下跌。

2021 年 1 季度，随着美国疫苗分发快速展开和欧洲第三波疫情爆发，美元指数逐步逆转颓势，开始反弹。2 季度美元指数未能延续反弹走势，反而反转为单边下行走势，这主要是由于欧洲疫苗分发加速、欧洲疫情开始好转以及美国长期国债收益率下行等因素推动的。6 月份，美元指数在前期低点位置企稳，结束单边下行趋势，并在美联储议息会议后重拾阶段性上行趋势。2021 年下半年美联储可能会走出阶段性反弹行情：一是，美联储货币政策存在边际收紧的预期和可能。尽管美联储可能在 3 季度给出缩减 QE 的时间表，并在 2021 年底至 2022 年初开始缩减 QE，但不能排除美联储在缩减 QE 之前会采取额外的行动回收流动性，而这会推动美元指数反弹。二是，欧洲疫情存在反复的风险。考虑到欧洲国家疫苗接种速度慢于美国，一旦变异毒株在欧洲大量传播，欧洲疫情可能出现反复，而美元指数则可能因欧美经济预期

差而反弹。三是，全球金融市场存在回调风险，今年以来全球风险资产涨势凶猛，可能在透支经济反弹的预期。如果全球金融市场大幅度回调，市场可能重回避险模式，美元指数因其避险地位而反弹。

美股存在回调风险。在无新的催化因素下，美股进一步上行空间有限，相反，各类风险却在逐步积聚。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。

二、宏观政策分析

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。

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。2021 年 1 月 14 日，拜登公布了一份总规模高达 1.9 万亿美元的财政刺激计划，这一方案规模大，大部分项目延迟至 9 月底，极大程度地保障了疫情期间企业和家庭部门的资产负债表，托底了经济复苏和保障经济平稳向后疫情时代过渡。为了支持后疫情时代美国经济的长期增长，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。这一计划在法案上的细节落实以及推进进展仍存在变数。若该计划能够顺利推出，可能会对短期市场情绪、大宗商品价格、以及美国经济增长起到一定的支撑作用。但由于该计划时跨八年，每年的支出规模有限，其影响可能是渐渐的、且有限的。

美联储枕“鸽”待旦。

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。尽管联邦基金利率未变，但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，并且美联储对于通

胀是否短期且可控的态度发生微妙变化。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。

当前美国经济复苏状况已明显好于 2014 年美联储开始缩减 QE 时的条件，但美联储对于货币政策转向态度仍偏谨慎，主要原因在于对疫情反复与经济复苏不确定性的担忧。基于美国疫苗接种速度和经济复苏前景，美联储很可能在 3 季度公布缩减 QE 的时间表，在 2021 年底 huo 2022 年初开始缩减 QE。尽管美联储点阵图显示，美联储大概率在 2023 年底前后加息，但在以下情形下，美联储可能会提前加息：第一，美国劳动力市场超预期走强。当前美国劳动力需求旺盛，而新增就业不及预期，主要源于疫情不确定性和纾困政策对于失业人群的高标准救济。2021 年 9 月美国大概率将完成疫苗的广泛接种，叠加纾困政策到期，美国劳动力供给将大幅增加，劳动参与率将有显著改善，劳动力市场可能超预期复苏，这为美联储提前加息提供了条件。第二，美国通胀意外持续走高。疫情期间，美国居民和企业资产负债表受损较轻，经济的内在动能仍相对健康。后疫情时期，美国消费和私人投资恢复能力较强且具备可持续性，拜登政府的“大基建计划”将进一步撬动社会投资，叠加疫情后全球需求向上，美国的通胀压力可能较预期更为持久和强劲，这为美联储提前加息提供了压力。第三，美联储内部鹰派观点成为主流。随着美国经济复苏和通胀走高，美联储内部支持加息或提前加息的官员人数不断增加。2021 年 3 月议息会议中，有 4 位官员支持 2022 年加息，7 位官员支持 2023 年底之前加息。2021 年 6 月议息会议中，有 7 位官员支持 2022 年加息，13 位官员支持在 2023 年底之前加息。议息会议的变化表明，如果美国经济复苏前景良好，支持加息或提前加息的观点在美联储内部可能逐渐占据主导地位。

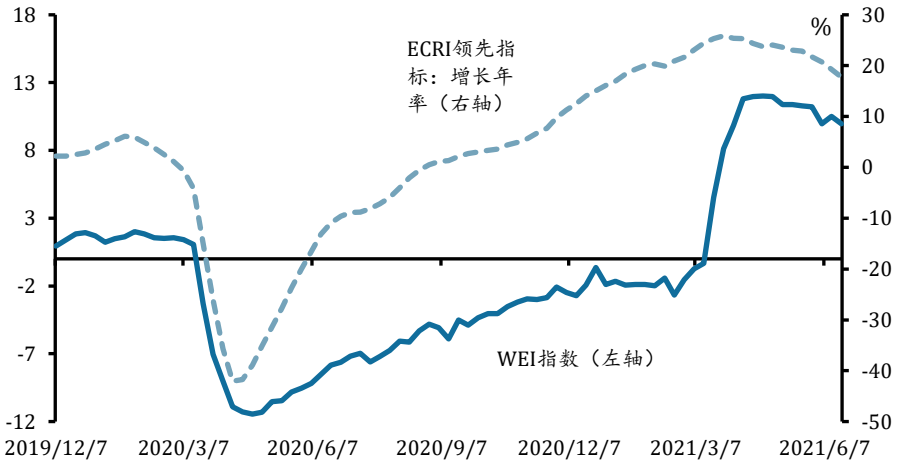
三、美国经济形势小结与展望

美国 2 季度经济继续复苏。

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。美国亚特兰大联储 GDPNow model 于 6 月 25 日估计美国 2 季度 GDP 增速为 8.3%。美联储将 2021 年美国 GDP 增速从 3 月的 6.5%上调至 7%。

图表 7 展示了高频数据反映的美国经济运行状况，WEI 指数显示美国经济增速自 2020 年 4 月 25 日当周以来掉头向上，13 周移动平均也在 2020 年 6 月 27 日以后扭转下跌趋势，ECRI 领先指标则更早体现了此趋势。2021 年 2 季度，WEI 依然为正，但斜率下行，这表明美国经济复苏速度放缓。ECRI 领先指标也先于 WEI 掉头下行。

图表 7 美国经济运行状况：高频数据



数据来源：Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

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，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。

一、经济运行态势

PMI 持续上行。

PMI 持续上行。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。

按行业来看，2 季度欧元区制造业 PMI 季度均值为 63.0，较前 1 季度的 58.4 再度攀升，亦是自 2020 年 2 季度以来连续第 4 个季度上升。其中 6 月欧元区制造业 PMI 为 63.1，与 5 月份持平，但高于预期的 62.1，同时也意味着欧元区制造业已连续 12 个月维持扩张态势。

随着疫情限制解除，欧元区经济服务业也逐渐复苏。2 季度欧元区服务业 PMI 季度均值为 54.6，相比前 1 季度的 46.9 有了大幅改善。其中，6 月欧元区服务业 PMI 为 58.0，创下自 2014 年 9 月以来新高，也超出了此前市场预期的 57.8。

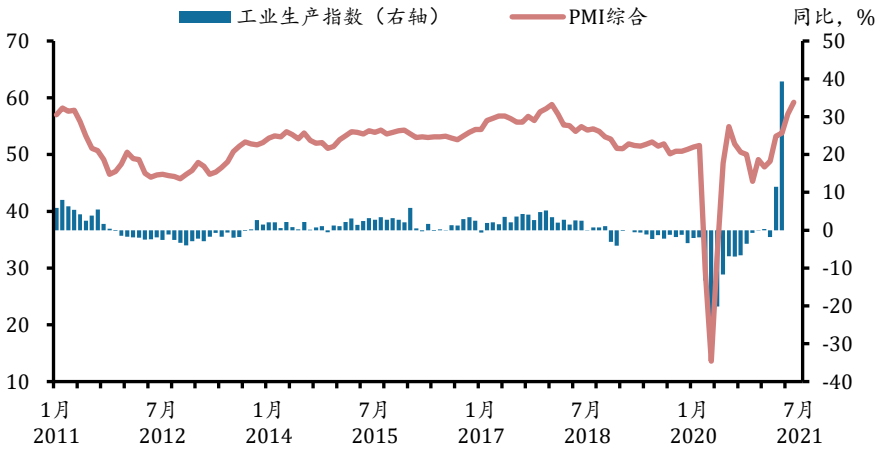
具体就欧元区主要国家而言，6 月法国综合 PMI 从 5 月份的 57.0 升至 57.1，创下 11 个月新高。制造业 PMI 较前一个月稍稍回落，从 5 月的 59.4 下滑至 58.6，但法国向制造商下达的新订单量实现了自疫情暴发以来的最快增长。与此同时，服务业 PMI 的上升部分抵消了制造

业 PMI 下滑带来的影响，6 月法国服务业 PMI 为 57.4，较 5 月上升了 0.8。

受制造业和服务业状况改善助力，德国 6 月综合 PMI 从上月的 56.2 升至 60.4，显示出良好的扩张势头。其中，德国 6 月服务业 PMI 从 5 月的 52.8 跃升至 58.1，表明宽松的控制措施和更高水平的旅游活动对行业需求影响积极。制造业 PMI 也从上月的 64.4 小幅上升至 64.9，高于市场预期的 63。

工业产出方面，4 月欧元区工业生产指数出现明显攀升。由于各国在疫情封锁解除后稳步恢复生产，4 月份耐用品产出较上年同期增长 117.3%，这推动欧元区 4 月工业生产录得强于预期的数据。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%。

图表 8 PMI 持续上行



数据来源：欧央行、Markit；CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

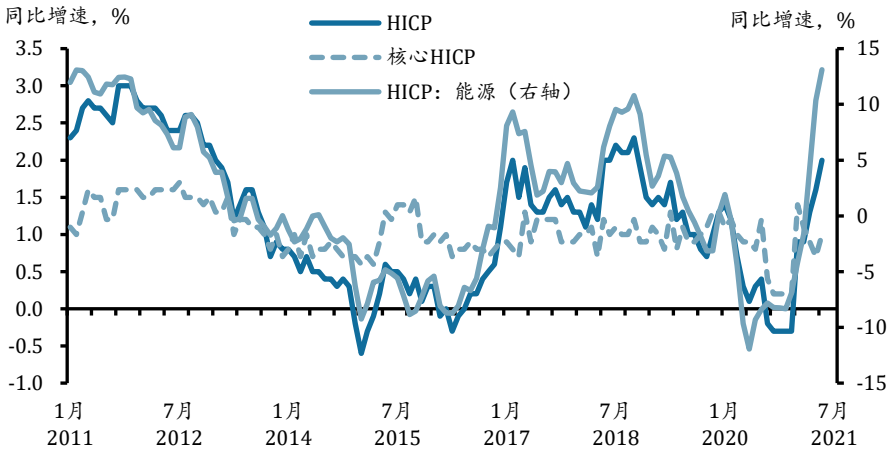
通胀率屡创新高，核心通胀仍处低位。

通胀率屡创新高，核心通胀仍处低位。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。5 月欧元区能源价格同比增长 13.1%，较 4 月的 10.4%进一步攀升，其对 HICP 同比增长率的贡献度高达 1.19 个百分点。贡献度位居第二的是服务，5 月同比价格上涨 1.1%，贡献度为 0.45 个百分点。

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，显示欧元区核心通胀水平依旧处于较低水平。

图表 9 通胀率屡创新高



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

失业率缓慢下行。

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%。同时，根据欧盟统计局估计，4 月欧元区失业人数约为 1303 万，相较上一个月减少了 1.34 万人，但较 2020 年 4 月增加了 127.5 万人。

4 月欧元区 19 国青年失业率为 17.2%，与上一个月持平。4 月欧元区青年失业人数为 234.8 万，比 3 月减少了 1.8 万人，较 2020 年同期增加 12.6 万人。

二、支出法 GDP 分解

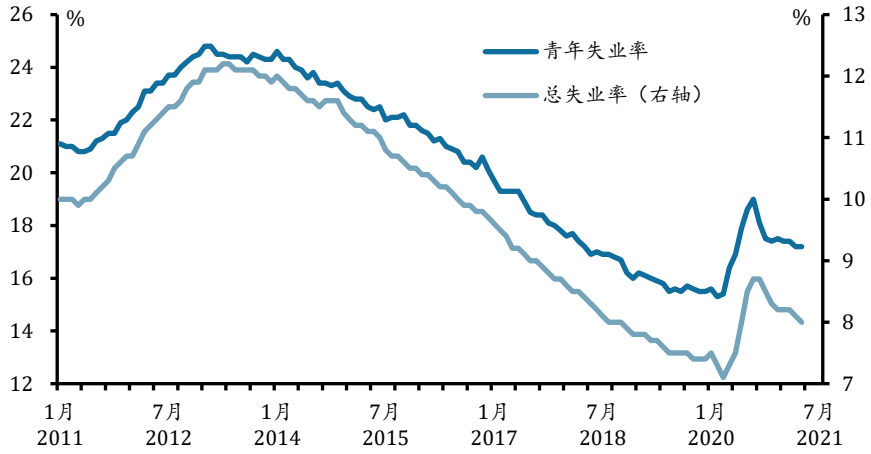
消费者信心回升。

消费者信心显著改善。2021 年第 2 季度欧元区消费者信心整体展现出快速回升趋势，由 4 月的-8.1 逐月升至 6 月的-3.3，达到 3 年

以来的最高值。消费者信心指数连续上升是因为其所有分项要素均得到改善，例如，对家庭过去和未来财务状况的看法、对国家总体经济状况的期望，以及进行大量购买的意愿。

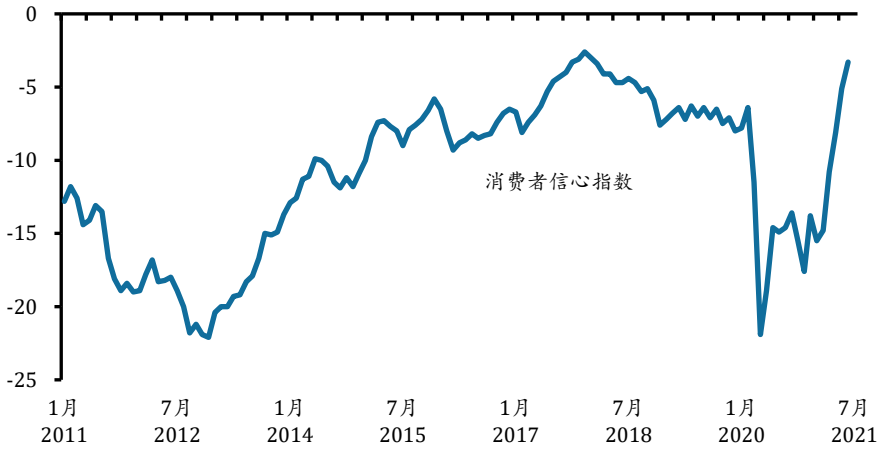
零售销售方面，在复活节的销售提振了 3 月的数据之后，4 月份欧元区的零售活动有所缓和，欧元区 19 个国家的零售销售同比 增长 23.9%，低于市场预期的 25%，环比下滑 3.1%，下滑幅度也超过预期的 1.5%。从分项来看，欧元区非食品零售额在 4 月环比下降了 5.1%，成为下降幅度最大的分项指标，而食品、饮料和烟草当月下降了 2.0%，汽车燃油类产品零售额则环比增长了 0.4%。

图表 10 失业率缓慢下行



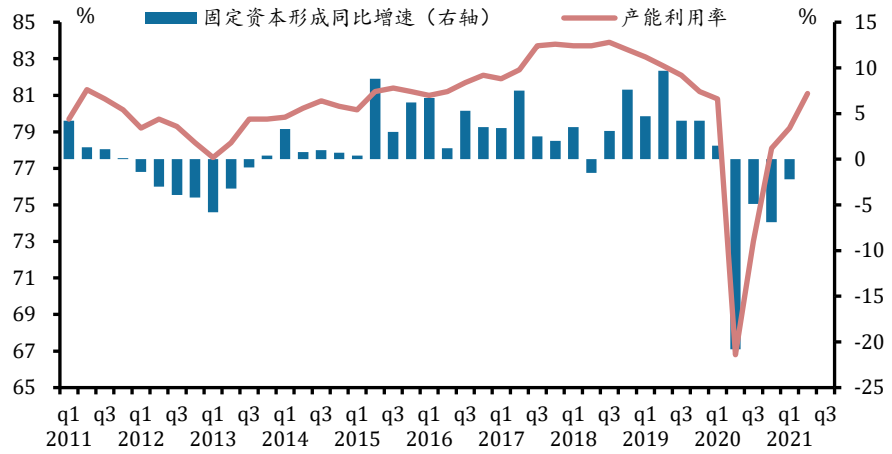
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 11 消费者信心显著改善



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 12 企业投资小幅改善



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

企业投资小幅改善。

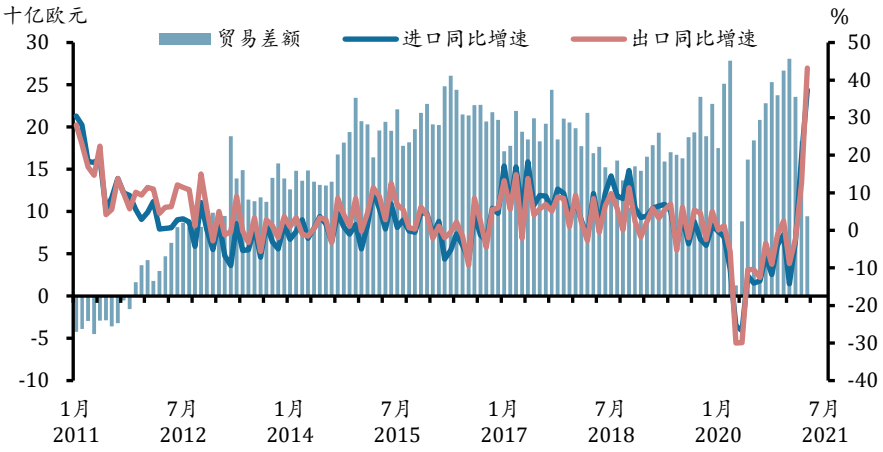
企业投资小幅改善。随着欧元区经济的恢复，欧元区企业固定资本投资出现小幅改善，2021 年第 1 季度欧元区固定资产投资同比增长-2.2%，较前一个季度的-6.9%上升了 4.7 个百分点。经季调后的固定资产投资环比增长 0.2%，同样出现小幅改善的迹象。

进入第 2 季度，欧元区内商品和服务需求正以近 15 年来最快速度飙升，需求达到了 23 年来最大，导致区内供给短缺严重，未完成订单的积压数量上升到了自 2002 年 11 月以来的最高水平，供应商供货延迟指数恶化。这意味着在未来几个月欧元区企业有望加快重启步伐，增加投资并扩大招聘，推动区内投资的恢复。

贸易顺差创新低。

贸易顺差创新低。2021 年 4 月，欧元区 19 个国家与全球其他地区经季节调整后的货物贸易顺差为 94 亿欧元，较 3 月的 183 亿欧元大幅收窄，也远低于预期的 150 亿欧元。其中，季节调整后欧元区 4 月的进口规模为 1840 亿欧元、环比增长 2.4%，出口规模为 1934 亿欧元、环比下降 2.3%。4 月欧元区内部的货物贸易经季节调整后的规模为 1775 亿欧元，较 3 月 1717 亿欧元略有上升。

图表 13 贸易顺差创新低



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

三、政策走势

欧洲央行货币政策立场仍趋“鸽”。

欧洲央行货币政策立场仍趋“鸽”。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、欧元区经济复苏加快，但依旧离不开货币政策的支持。美国通胀率的上升或将导致欧元区的通胀预期继续上升，但这对欧元区的影响较为有限。拉加德再次重申，最近数月欧元区通胀水平上升，主要是由暂时性因素引起的，比如更高的能源价格和供应瓶颈，这些因素预计将会很快开始消退。虽然近期市场利率的上升反映出经济前景进一步得到改善，但利率上升也可能会造成融资条件的收紧并对经济复苏构成风险。欧洲央行必

须保持警惕，通过持续的宽松货币政策帮助克服疫情影响。与此同时，各国政府也不应该过早暂停危机援助。

欧盟全面启用“新冠通行证”。

欧盟全面启用“新冠通行证”。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。证书将分为三种形式，分别标明持证人已接种欧洲药品管理局认证的冠状病毒疫苗，检测呈阴性或曾经感染过新冠病毒并康复。欧盟 27 个成员的公民和居民只要符合三个条件之一就能申请该通行证。欧盟各国将互相承认证书，并可以对此进行核查，以防止弄虚作假的行为。证书持有者将在欧盟内部旅行时免除额外的旅行限制，如隔离、自我隔离或病毒检测，从而明显简化欧盟国家间的旅行。

欧盟有关证书的法规于 7 月 1 日生效，有效期 12 个月。但是，对于尚未准备在欧盟模式下推行证书的欧盟国家，将有六个星期的过渡期。该证书适用于欧盟的 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。

四、经济形势展望

经济加速恢复。

经济加速恢复。从 2021 年 2 季度欧元区的经济表现来看，受疫苗接种进程加速、疫情管制措施放松的影响，欧元区整体经济正在加速恢复。私人投资和消费支出有望在第 3 季度延续增长势头，工业生产领域亦会保持良好的发展态势。

各国下一阶段财政支持也将在未来加速欧元区经济复苏的进程。欧盟已于 6 月下旬启动了为复苏基金融资的发债计划，已筹资 200 亿欧元，并将在 7 月底之前再完成两批发行。预计第一批援助资金将于 7 月开始支付，但是在补助金分发前还必须得到欧洲理事会的批准。西班牙和葡萄牙有望成为首批获得援助资金的成员国。

在财政和货币支持下，若疫情形势持续好转，预计欧元区经济在 3 季度将强势增长，同时，通胀水平也将在油价和区内供给紧张的推动下维持在高位。

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，日本环比经济增速将出现明显的回升。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。

一、受疫情影响，经济复苏力度受限

2021 年第 2 季度，日本新冠疫情反弹后回落，期间日本政府再次宣布“紧急事态宣言”，日本经济尤其是服务业恢复受阻。

2021 年第 2 季度，新冠肺炎疫情在日本呈“过山车”形态。3 月 31 日，日本全国新增新冠肺炎确诊人数为 2843 人，到 5 月 8 日上升到 7246 人。此后疫情逐步得到控制，截止到 6 月 26 日，降至 1631 人。死亡率约为 1.8%，低于全球 2.1%的平均水平。基于疫情控制，以及迎接东京奥运会的考虑，日本首相菅义伟在 4 月 23 日晚宣布对东京都、大阪府、京都府以及兵库县实施“紧急事态宣言”，期限为 4 月 25 日至 5 月 11 日，此后，日本多地进入“紧急事态宣言”状态，且多地到期后再被延长。

日本 4 月份的 PMI 小幅上升，但受“紧急事态宣言”影响，5 月和 6 月的 PMI 呈现下滑趋势。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。服务业 PMI 下滑明显。4 月份大部分时间，日本各级政府尚未实施“紧急事态宣言”，日本服务业萎缩力度减小，服务业 PMI 回升至 49.5。但进入 5 月份，受疫情管控的影响，日本服务业 PMI 跌至 46.5，6 月份有所回升，到 47.2。服务业

PMI 第 2 季度均值为 47.7，强于第 1 季度 46.9 的均值。制造业 PMI 显示经济扩张，4 月份制造业 PMI 上升到 53.6，为疫情后的最高值。5 月份回落至 53.0，6 月份继续回落至 52.4，虽然第 2 季度呈现下降趋势，但是三个月均值为 53.0，高于第 1 季度的均值。

预计第 3 季度，日本制造业 PMI 仍能站在荣枯线之上，服务业随着疫情的好转以及东京奥运会的举办，有望上升。但由于东京奥运会将对观众数量有着极为严苛的控制，料日本服务业 PMI 的回升力度可能有限。

4 月份日本失业率上升至 3.0%。日本求人倍率从 3 月份的 1.82 大跌至 1.41。这不仅是求人倍率连续第 4 个月下跌，同时仅比 2020 年 4 月也即新冠肺炎疫情最严重时的 1.40 高出 0.01。即使考虑季节因素，也创下 2015 年后历年 4 月份数据的次新低。5 月份日本失业率继续上升，为 3.1%，第 2 季度前两个月失业均值 3.05%，高于第 1 季度。这表明，日本新一轮戒严对就业的影响比较明显。

受基期因素影响，2021 年第 2 季度部分消费、投资指标同比大增，但仍未恢复到疫前水平。建筑工程竣工额恢复到疫情前水平。

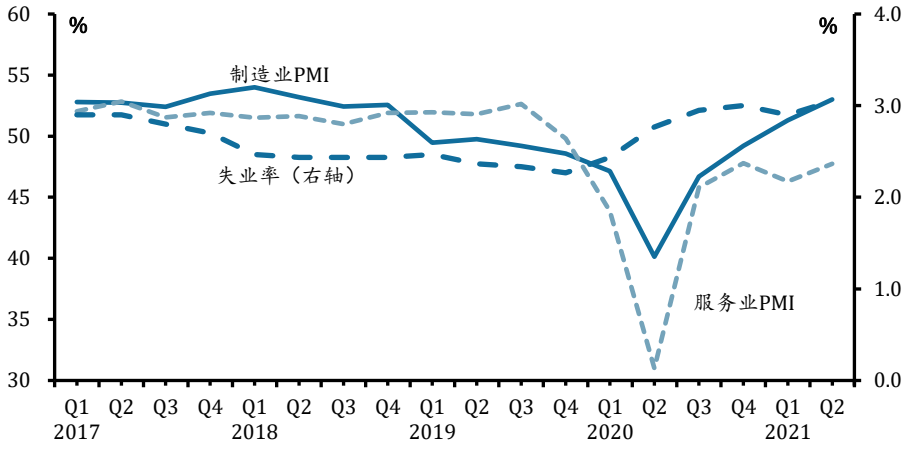
受基期因素影响，2021 年 4 月主要消费指标同比涨幅较大，但绝对水平依然未恢复到疫前。4 月份日本总家庭消费动向指数同比上涨 11.8%，主要是由基期因素造成。若与 2019 年对比，2021 年 4 月的日本消费动向指数则为当时的 98.9%。从细项看，日本消费动向指数未恢复到疫前，主要受到“教养娱乐”和“服装鞋类”项拖累，该两项仅为 2019 年同期的 85.2%和 84.0%。恢复较好的为“教育”和“居住”两项，分别为 2019 年同期的 114.1%和 113.0%。4 月日本商业贩卖额同比增速为 11.5%，仅恢复到 2019 年同期的 93.7%，说明大幅上涨主要由基期因素导致。批发总额和零售总额分别同比上涨 11.4%和 11.9%，但只恢复到 2019 年同期的 92.3%和 96.3%。其中，电气机械器具（批发）、机械器具（零售）、医药化妆品（批发和零售）、线上购物（零售）总额已恢复到疫情前水平；而产业机械器具（批发）、其他器械器具（批发）、纺织物衣服等（批发和零售）较疫情前的同期尚有较明显缺口。

投资领域中，机械订单数据出炉较晚，但日本内阁府也给出了自己的预测数据。日本内阁府经济社会综合研究所景气统计部认为，2021 年

第 2 季度，机械订单总额会同比增长 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。外需尤为强劲，预计同比上涨 111.6%。从机械品种看，该机构认为，船舶订单将会在 2021 年第 2 季度同比大涨 186.5%，而铁路车辆订单金额依旧会同比下跌，预计同比减少 23.7%，其他机械的订单总额预计将会同比上升。

建筑工程方面，2021 年 4 月份日本建筑工程竣工额 40285 亿日元，同比增加 0.15%。值得一提的是，从绝对金额角度看，4 月份竣工金额已经超过疫前历年同期。详细看，民间建筑竣工额同比减少 1.3%，尚未回复到疫情前同期水平。公共建筑竣工额同比上升 2.28%，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。在未来，随着东京奥运会的举办和结束，以及经济逐步稳定，公共部门在建设工程方面的力度也会逐步减弱，而私人部门能否予以弥补，值得关注。

图表 14 PMI 结构性恢复，就业疲弱

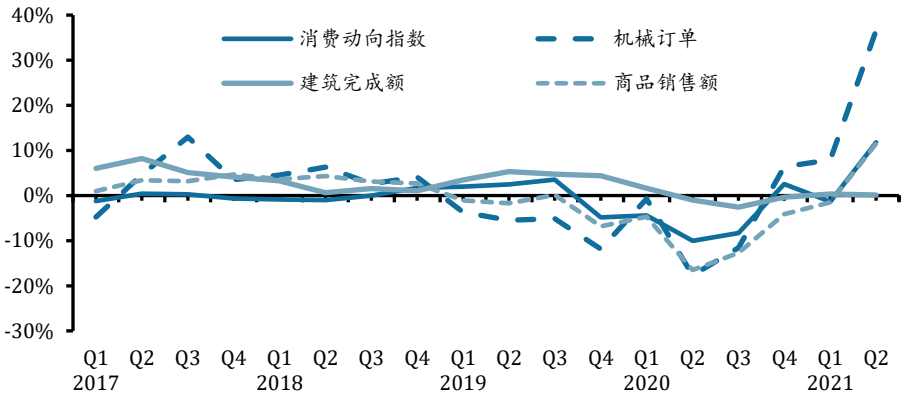


数据来源：Wind，日本厚生劳动省，世界经济预测与政策模拟实验室。

因基期因素，日本对外贸易额同比大增。贸易保持顺差。

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。2021 年 4 月和 5 月，日本货物出口分别为 71805 亿日元和 62613 亿日元，进口金额分别为 69275 亿日元和 64484 亿日元。两个月合计，出口同比增加 43.1%，进口同比增加 19.8%，继续保持顺差。

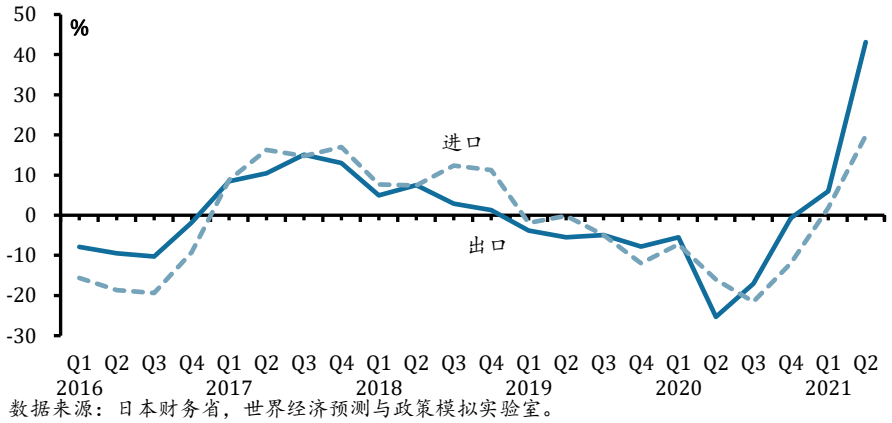
图表 15 因基数效应，多指标同比大涨，但绝对水平仍未恢复到疫前



数据来源：日本内阁府，日本统计局，世界经济预测与政策模拟实验室。

注：Q2消费动向指数、商品销售额和建筑完成额同比为2021年4月对2020年4月的同比值。Q2机械订单数据为日本内阁府预测数据。

图表 16 2021 年第 2 季度日本对外贸易额同比大增



数据来源：日本财务省，世界经济预测与政策模拟实验室。

注：2021年第2季度出口同比增速为2021年4月和5月出口总额较2020年4月和5月出口总额的同比增长率。进口同理。

5 月份，日本对外出口恢复最快的为汽车以及汽车零部件，同比增幅分别为 135.5%和 139.1%，分别贡献了 49.6%出口增幅中的 10.4 个百分点和 3.9 个百分点。进口同比增加较多的商品为原油，以及医药品，分别同比增加了 170.7%和 61.1%，贡献了 27.9%进口增幅中的 5.4 个百分点和 3.0 个百分点。

5 月份，日本对中国出口金额同比增加 23.6%，进口同比增加 4.8%，对华贸易逆差 1918 亿日元。对华出口方面，半导体等制造装置同比增加 63.9%，汽车同比增加 42.9%，原料品同比增加 125.0%，对对华出口增速的贡献分别为 3.5、1.8 和 1.7 个百分点。对进口增速贡献最大的为

通信设备、衣服及其配件、汽车零部件，通信机贡献率为 4 个百分点，后二者均为 0.7 个百分点。

二、金融政策大体不变，内容稍有调整

第 2 季度日本央行的金融政策没有大幅调整。细节变化值得留意。

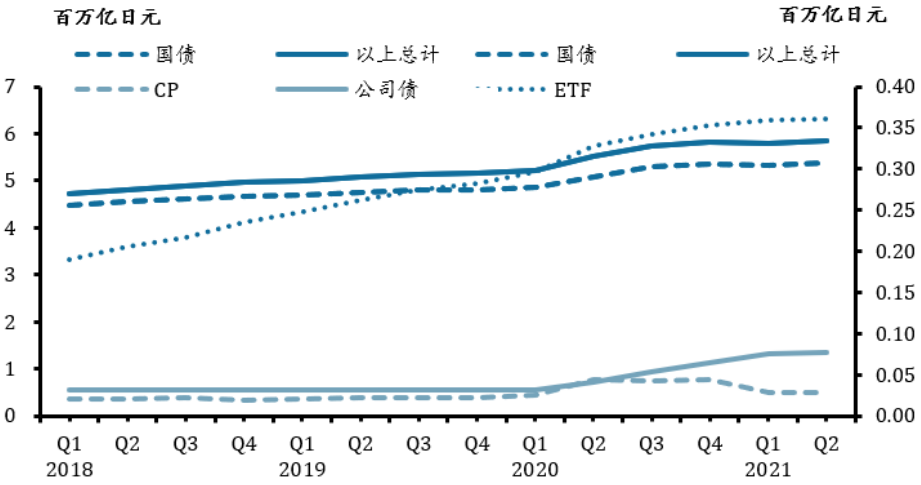
日本银行对目前实施的货币金融政策没有进行大幅调整，但第 2 季度的两次“金融政策决定会合”也出现了细微变化。相较于 3 月份的政策会议，无论是主要内容，还是委员的投票分布，4 月份的政策会议都没有明显的变化。但是，6 月份的政策会议则出现变化。第一，针对新冠肺炎疫情的企业融资优惠政策的结束期由 2022 年 3 月延长至 2022 年 9 月。这也从一个侧面体现出日本银行认为日本经济的恢复弱于预期。第二，日本银行认为 2021 年除生鲜食品之外的通胀率可能为 0，其中经济改善和能源价格上涨会提升物价，而手机通讯费的下调则会压低物价。第三，将气候变化问题提上议程，日本央行计划将从金融层面帮助相关企业应对气候变化问题。第四，委员投票的分布出现变化。在长短期利率操作方面，6 月份的投票为 7 赞成 1 反对 1 弃权，3 月和 4 月则为 8 赞成 1 反对；资产购买方面，6 月份为 8 赞成 1 弃权，3 月和 4 月则为 9 赞成。虽无法从日本央行给出的材料判断弃权委员的态度更倾向于“鸽”还是“鹰”，但从当前美联储及全球主要央行的政策取向看，弃权可能是一种“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（即资产负债表，部分项目见图表 4），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，不仅使日本银行对以上资产的保有量重新转为季度环比增加，也超过了 2020 年第 4 季度的保有量。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%。从季度环比的情况看，日本央行对商业票据的保有量呈现出绝对的减少的趋

势，对公司债和 ETF 的保有量呈现出增速下降的趋势，而对国债的保有量趋势则不易判断。

从国债保有量的细项看，日本央行持有国债数量的增加主要由增持长期国债所致，而其保有的短期国债的数量则呈现出明显的下降趋势，颇有“扭曲操作”的意味。这也可以看出日本央行在回收短期流动性，刺激中长期经济方面进行的努力。

图表 17 日本银行第 2 季度资产购买力度有所增大



数据来源：日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

注：“国债”（Japanese Government Securities，日本銀行勘定／資産／国債）、“CP”（Commercial Papers，日本銀行勘定／資産／コマーシャル・ペーパー等）、“公司债”（Corporate Bonds，日本銀行勘定／資産／社債）和“ETF”（Index-Linked Exchange-Traded Funds Held as Trust Property，日本銀行勘定／資産／金銭の信託(信託財産指数連動型上場投資信託)）分别记在日本银行账户（日本銀行勘定，Bank of Japan Accounts）的资产项目下；“总计”为上述资产总和，作者计算；季度数据为每季度最后一个月数据；2021 年第 1 季数据为 2 月末数据。

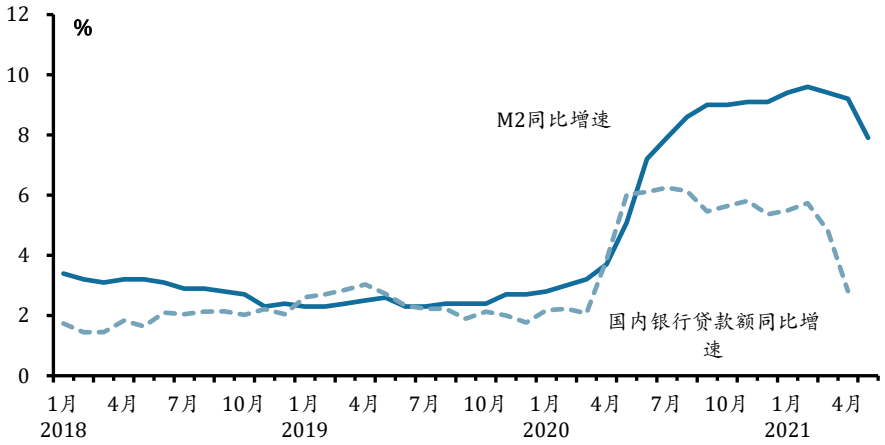
货币环境依然宽松，但是同比数据已开始逐步或已经完成向疫前状态的回落；环比数据基本回归到疫前常态。

日本贷款余额和货币供给逐步恢复正常。日本国内银行贷款总额同比增幅已经逐步回落到疫情前水平，4 月同比增幅为 2.8%，2019 年 4 月为 3.0%。从分部门的环比角度看，2021 年 4 月日本国内广义银行部门（包括狭义银行、信托和海外分支机构）对企业部门的贷款余额同比减少 0.48%，对个人部门的贷款月增加 0.13%，对地方政府的贷款月增加 1.5%。

4 月和 5 月，日本广义货币 M2 供给同比增加 9.2%和 7.9%，同比增速开始向疫情前的常态靠拢。从 M2 环比折年率（季调）指标则更能

看出日本央行对货币供给的收敛：4 月和 5 月，分别为 5.9%和 0.2%，其中 5 月份对货币供给开始明显克制。

图表 18 货币供应和贷款月同比增速开始下落



数据来源：日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

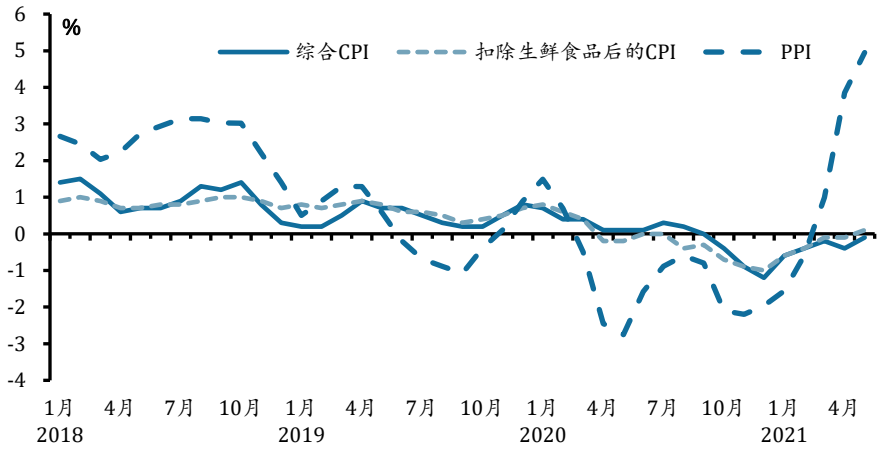
手机通信相关费用下调会对全年 CPI 同比增幅产生压制。蔬菜水果价格下跌大概率为暂时现象。

物价陷入通缩。日本 4 月和 5 月的 CPI 同比增幅均为负值，分别为-0.4%和-0.1%。扣除食品后的核心 CPI 同比增幅为-0.1%和 0.1%。若再将能源扣除，则两个月均为-0.2%。从 CPI 的细项来看，服务价格在 4 月和 5 月份同比增幅为-0.6%和-0.7%。CPI 降幅较大的是食品，4 月和 5 月的价格分别同比下降 7.3%和 5.2%，其中蔬菜水果跌幅较大。通信费在两个月同比下降 15.3%和 15.1%；情报通信关系费在两个月同比下降 11.8%和 12.4%，以上二者与日本进行的移动电话费用改革有关。

预计日本 CPI 同比增幅在第 3 季度会有所上升。蔬菜水果价格有望反弹，不过手机资费的下降将成为全年拖累日本 CPI 的项目。

受全球大宗商品价格上涨的影响，4 月和 5 月的日本 PPI 同比大幅上涨。4 月份日本 PPI 同比上涨 3.82%，5 月份上涨 4.95%。未来，PPI 同比增幅能否见顶，与全球大宗商品价格密切相关，PPI 能否向下传递至 CPI，值得关注。

图表 19 消费物价陷入通缩，PPI 与 CPI 剪刀差暴增



数据来源：日本总务省，日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

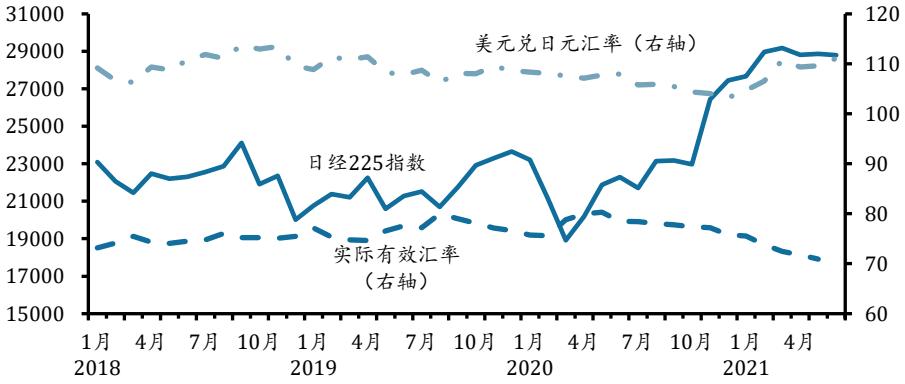
三、股市进入弱盘整期，日元贬值，10 年期国债收益率下降

日本股市弱于欧美股市，日元兑美元先升后贬，对其他货币贬值明显，实际有效汇率延续下跌走势。

股票市场进入弱势休整。2021 年第 2 季度，东京日经 225 指数开盘点数为 29457.5 点，收于 28791.53 点，期间跌幅为 1.33%。日经 225 指数在第 2 季度的表现，明显弱于美国三大股指和欧洲主要股指，且重心向下，属于弱势整理。日本股市表现与日本实行严格的疫情控制措施，以及经济恢复相对乏力有关。日本股市第 2 季度的表现，“基本面因素”显著提高。

第 2 季度日元兑美元汇率先强后弱，整体维持不变。4 月 1 日开盘为 110.705，此后兑美元一路走强，至 4 月 23 日收盘上涨到 107.86。此后，日元开始走弱，到 6 月 30 日收于 111.105，不仅抹平前期涨幅，且略有微跌，季 K 线翻阳（直接标价法）。相较于其他主要货币，4 月 1 日到 6 月 30 日期间，日元对欧元汇率贬值 1.47%，对英镑贬值 0.70%，对瑞士法郎贬值 2.36%，对澳币升值 0.92%。从有效汇率角度看，日元 4 月和 5 月也呈现出明显弱势。日元较美元偏弱势，较其他主流国际货币更加疲软，应与日本央行在第 2 季度未对货币金融政策收紧有关，也应与日本经济恢复力度较弱有关。

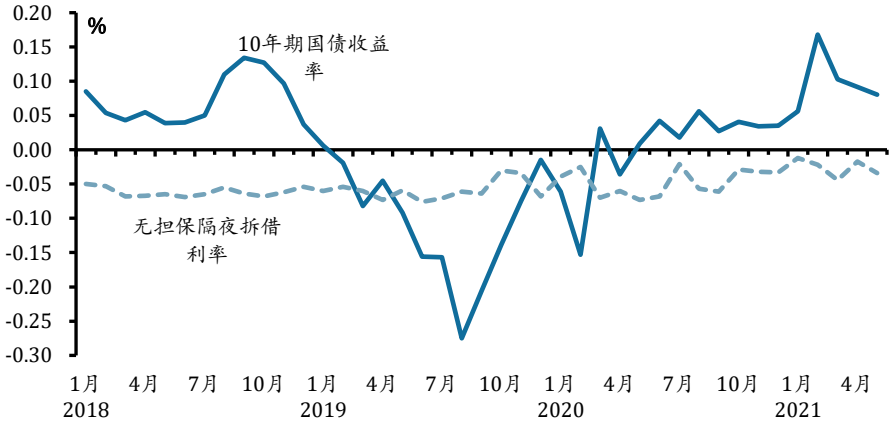
图表 20 股市弱势调整，日元对美元先升后贬，对其他货币显著走低



数据来源：Wind，日本银行，国际清算银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

注：日经225指数和美元兑日元汇率月度数据为当月最后一个交易日收盘值。实际有效汇率为BIS公布的月度值，数据截止到2020年11月。

图表 21 短期货币市场利率重心微幅上移，10 年期国债收益率下降



数据来源：日本财务省，日本银行，世界经济预测与政策模拟实验室。

短期货币市场利率微微上移，10 年期国债收益率下滑。

短期货币市场利率总体平稳，10 年期国债利率下降。2021 年 4 月末、5 月末无担保隔夜拆借利率分别为-0.017%和-0.034%，高于三月末的-0.044%，重心稍稍上移。日本 10 年期国债收益率出现下降，由 3 月末的 0.103%下降至 4 月末和 5 月末的 0.092%和 0.081%。总体看来，日本短期货币市场依然波澜不惊，10 年期国债收益率跟随美债收益率下跌而下跌。

四、综合评述与展望

2021 年第 2 季度日本经济恢复较弱。

如我们在第 1 季度报告中所关注的一样，2021 年第 2 季度，日本新冠疫情再度恶化，日本政府再次发布“紧急事态宣言”且力度大于此

第 3 季度环比改善力度有望增强。

前。受此影响，日本经济在第 2 季度恢复状况一般，尤其服务业的恢复路径被明显干扰。由于本次“紧急事态宣言”的持续期相对较长，也使得日本经济的恢复步伐慢于美国等国。有鉴于此，日本央行在第 2 季度举行的两次会议中，未对现行的货币金融政策采取收紧。受基本面和政策面影响，日本股市和日元汇率在第 2 季度表现较弱。

目前，日本新冠肺炎疫情已逐步平复，东京奥运会开幕在即。东京奥运会应该能够对日本的服务业起到正向作用。不过，由于包括日本在内的全球仍处在新冠肺炎疫情的阴影之下，本届奥运会对日本经济的拉动作用应比较有限。换个角度，也可将此次奥运会看作一次“压力测试”——如果奥运会能够顺利举办，奥运会期间疫情平稳，那么日本经济有望在奥运会期间及之后的数月里加速恢复，服务业的恢复会更加明显。

总体而言，第 3 季度的日本经济将有望环比改善，在不考虑外围环境的前提下，股市和汇率有望得到支撑。

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。

一、金砖国家经济形势

俄罗斯经济不断好转，2 季度有望恢复正增长。

2 季度俄罗斯经济有望恢复至正增长。2 季度俄罗斯经济同比萎缩 0.7%，相比上 1 季度回升 1.1 个百分点，经济总体仍处在不断好转的趋势中。新冠疫情相关限制措施的放松、外部需求的向好使得俄罗斯私人消费、固定投资和对外出口均有所好转。4 月俄罗斯零售总额同比增长 34.7%，5 月增长更是达到 27.2%，相比上 1 季度出现巨大好转。2 季度俄罗斯的消费者信心指数相比 1 季度上升了 3 个百分点，相比去年同期上升 12 个百分点，但仍处于负向区间。出口自 2021 年 2 月恢复同比增长后，4 月同比增长更是达到 47.6%，1-4 月累积同比增长 12.6%；进口也呈现类似的趋势，4 月进口同比增长达到 49.4%，1-4 月累积同比增长 22.6%，连续五个月保持正增长。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。

2021 年俄罗斯经济将会反弹。

2021 年俄罗斯经济会出现反弹。目前俄罗斯新冠肺炎确诊病例超过 560 万例，排在全球第五位。由于传播能力更强的“德尔塔”变异毒株迅速蔓延、民众的防疫意识松懈等原因，俄罗斯疫情再次出现恶化趋势，部分地区不得不重新收紧防疫措施。这将对经济复苏带来一定

的负面影响。不过，随着经济形势的总体好转，俄罗斯失业率继续走低，4 月和 5 月失业率分别降至 5.2%和 4.9%，总体失业水平已接近疫情大流行之前的水平。不过，在大宗商品及食品价格上涨以及卢布贬值等因素推动下，俄罗斯通货膨胀率持续上升，5 月达到 6%，为 2016 年 10 月以来最高水平。在通胀压力不断加大的情况下，俄罗斯央行于 4 月 23 日和 6 月 11 日两次加息，未来仍存在加息的可能。展望 2021 年，全球经济复苏、石油价格上涨以及国内需求回升等都将利好俄罗斯经济的发展。**预计 2021 年俄罗斯经济增长 3.7%。**

2 季度巴西经济增长进一步加快，制造业 PMI 连续维持在景气区间。

2 季度巴西经济增长进一步加快。2 季度巴西经济环比增长 1.2%，较上 1 季度有所放缓；同比增长 1.0%，为 2020 年以来第一次恢复正增长。目前巴西经济仅恢复到 2019 年第 4 季度的水平。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；同比增长则达到 23.8%，为历史高点。巴西热图利奥·瓦加斯基金会公布的消费信心指数（CCI）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，显示消费者对当前经济形势看法不断改善。对外贸易方面，从 2021 年 3 月开始，巴西进出口贸易同比增速均恢复至两位数，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。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的缘故；5 月同比增长仍有 24%。巴西制造业 PMI 继续维持在景气区间，4-6 月分别为 52.3、53.7 和 56.4。

疫情加大巴西经济复苏难度，巴西政府延长疫情紧急补助时间。

疫情令巴西经济复苏难度加大。目前巴西新冠肺炎确诊病例超过 1880 万，排在全球第三位。从今年 1 月份开始，巴西新冠肺炎疫情一直处于重压之下。在疫情冲击下，2021 年 4 月巴西失业率继续升至 14.7%，相比 1 月份上升 0.4 个百分点，失业总人口接近 1480 万，为该机构从 2012 年起统计的最高值。为应对疫情，7 月 5 日，巴西政府宣布将继续延长疫情紧急补助的发放时间，原本截至 7 月的紧急补助将在 8 月至 10 月期间继续发放，也不排除此后继续延长的可能性。巴

西通货膨胀率连续突破巴西央行设定的通胀目标上限，5 月更是达到 8.1%。为此，巴西中央银行在 5 月 5 日和 6 月 16 日连续两次提升基准利率至 4.25%。预计未来巴西央行将会采取进一步的加息行动，从而对经济恢复构成阻碍。**预计 2021 年巴西经济增长 3.6%。**

印度经济增速持续回升。

2 季度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。但受第二波疫情暴发以及采取封锁措施的影响，印度 2 季度经济增长将受到影响。在疫情的冲击下，印度消费信心收到巨大打击，印度央行公布的消费信心当期指数在 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。全球经济的好转拉动印度进出口逐步恢复，3 月印度出口和进口增长分别为 60.3%和 53.8%，4 月更是分别达到 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。

疫情加剧印度经济不确定性，2021 年反弹力度可能降低。

疫情进一步加剧印度经济不确定性。目前印度新冠肺炎确诊病例超过 3000 万，排在全球第二位。从 4 月初开始，印度暴发第二波疫情，在 5 月达到顶峰。当前，疫苗短缺再加上“德尔塔”毒株造成的疫情传播速度加快，印度很可能暴发第三波疫情。受疫情冲击影响，4 月印度失业率升至 8.0%，5 月升至 11.9%，失业人口超过 1500 万，6 月稍微下降至 9.2%。印度通货膨胀率也存在一定的上升压力，4 月达到 4.2%，5 月份迅速上升至 6.3%，超过了印度央行设立的 2%-6%的通胀目标区间。不过考虑到新一轮疫情对印度经济带来的严重冲击，目前印度央行仍将政策重心放在促进经济增长上。为此，自 2020 年 5 月之后，印度央行一直维持基准利率不变。针对第二波疫情对印度经济造成的冲击，印度财政部在 6 月 28 日宣布了新一轮财政刺激措施。刺激计划总额达 6.29 万亿卢比，包括在公共卫生领域将投入 2322 亿卢比；为生活困难群体提供基本生活保障 9386.9 亿卢比；为农民提供 1500 亿卢比的额外肥料补贴等。为了给抗击新冠疫情提供更多资金同时降

低财政赤字，印度财政部还下令中央各部门大幅削减开支 20%。**预计 2021 年印度经济增长为 9.0%。**

南非经济依然面临较大的不确定性。

2 季度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 1 季度萎缩幅度有所收窄；环比增长 4.6%，相比上 1 季度增速有速下降。2 季度南非经济恢复依然面临较大的不确定性。据南非第一国民银行和经济研究会联合发布的南非 FNB/BER 消费者信心指数显示，在 1 季度南非消费者信心指数从上 1 季度的-12 回升至-9 之后，2 季度该指数重新回落至-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，上述机构发布的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 月出口同比增速分别为 210.3%和 54.8%，进口同比增速分别为 25.1%和 26.7%，均要好于上 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。

疫情延缓南非经济复苏步伐。

疫情延缓南非经济复苏步伐。目前南非新冠肺炎确诊病例已超过 200 万，正在遭受第三波疫情冲击，有迹象表明这个阶段比前两波还要糟糕。6 月 15 日，总统拉马福萨宣布，将“封城”等级从二级上调至三级，以应对第三波新冠疫情。紧接着，6 月 27 日，拉马福萨宣布将全国封锁等级上调至四级，为期 14 天。受疫情冲击，今年 1 季度南非失业率继续上升至 32.6%，失业人数增长到 724.2 万人，相比去年同期增加 17.2 万人。劳动参与率也从去年同期的 60.3%下降至 56.4%。新的封城措施的升级预计进一步打击劳动力市场。近期，南非通货膨胀明显。在燃料和食品价格上涨的推动下，5 月南非通胀率达到 5.2%，高于南非央行 3%-6%目标范围的中点，达到自 2018 年 11 月以来最高水平。即使如此，在经济增长的重压之下，南非央行继续维持宽松货币政策以支持经济增长，自 2020 年 7 月降息至 3.5%之后，南非央行一直保持政策利率不变。南非依然面临较大的财政压力，但 5 月份财政状况有所改善。南非统计局数据显示，5 月份南非政府预算赤字为 54 亿兰特，远低于去年同期封禁期间的 524 亿兰特。但目前南非财政状况仍

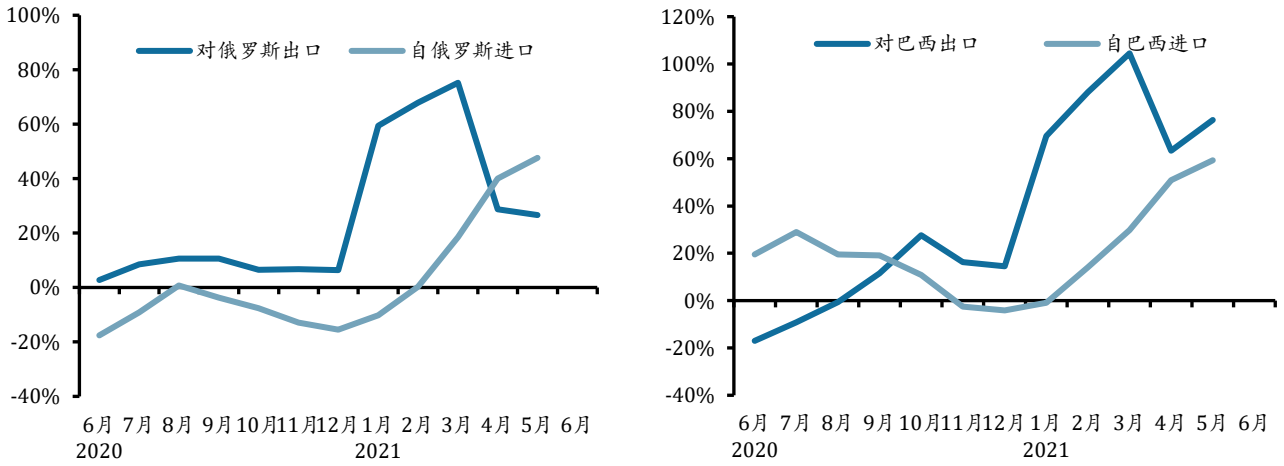
难以恢复至新冠疫情大流行前水平。**2021 年南非经济预计增长 3%左右。**

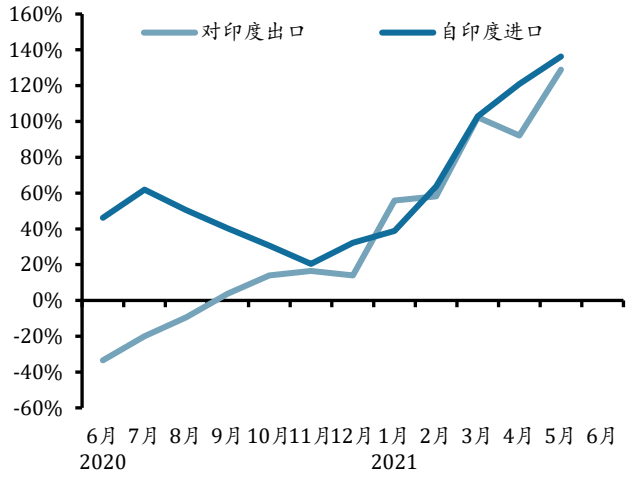
二、金砖国家与中国贸易

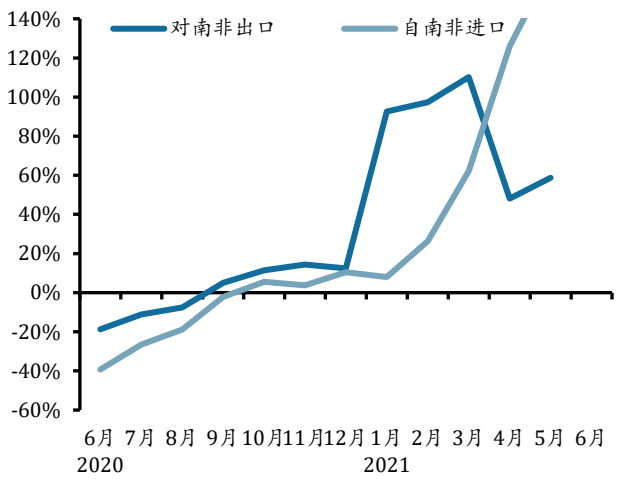
中国与金砖国家贸易持续复苏。

中国与金砖国家贸易大幅好转。4 月和 5 月，中国与金砖国家贸易总额同比增长分别为 69.7%和 75.8%，远好于此前季度。出口方面，2 季度，在基期效应的影响下，中国对金砖国家出口继续保持同比正增长。4 月和 5 月，中国对印度出口同比增速分别达到 143.8%和 114.1%；对巴西出口同比增速分别为 65.6%和 87.1%；对南非出口同比增速分别为 51.7%和 65.9%；对俄罗斯出口同比增速分别为 28.9%和 24.3%。进口方面，中国对金砖国家进口同比增速也都均保持正增长。4 月和 5 月，中国自南非进口同比增速分别为 135.1%和 197.8%；自印度进口同比增速分别为 189.1%和 83.4%；自巴西进口同比增速分别为 49.1%和 69.5%；自俄罗斯进口同比增速在 3 月份由负转正，4 月和 5 月分别为 34.6%和 60.6%。由于中国与金砖国家贸易持续恢复，中国与金砖国家贸易总额在中国总贸易中的比例在 5 月重新升至 8.2%，为疫情暴发以来的最高点。

图表 22 中国与金砖国家贸易情况







数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。对进出口同比增长率进行了三月移动平均处理以减轻其波动性。

图表 23 金砖国家数据概览

	实际 GDP 增速（季度同比，%）			CPI 同比增速（同比增速，%）		
	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021M4	2021M5	2021M6
俄罗斯	-3.4	-1.8	0.7	5.5	6.0	-
巴西	-3.9	-1.1	1.0	6.8	8.1	-
印度	-7.5	0.4	1.6	4.2	6.3	-
南非	-6.0	-4.1	3.2	4.5	5.2	-
	汇率（名义汇率，perUSD）			制造业 PMI		
	2021M4	2021M5	2021M6	2021M4	2021M5	2021M6
俄罗斯	76.092	74.042	72.511	50.4	51.9	49.2
巴西	5.569	5.285	5.029	52.3	53.7	56.4
印度	74.519	73.207	73.578	55.5	50.8	48.1
南非	14.405	14.044	13.913	53.7	53.2	51.0
	出口（同比增速，%）			进口（同比增速，%）		
	2021M4	2021M5	2021M6	2021M4	2021M5	2021M6
俄罗斯	47.6	-	-	49.4	-	-
巴西	48.2	53.8	60.8	40.9	65.3	61.5
印度	195.7	-	-	167.1	-	-
南非	210.3	54.8	-	25.1	26.7	-
	中国出口（同比增速，%）			中国进口（同比增速，%）		
	2021M4	2021M5	2021M6	2021M4	2021M5	2021M6
俄罗斯	28.9	24.3	-	34.6	60.6	-
巴西	65.6	87.1	-	49.1	69.5	-
印度	143.8	114.1	-	189.1	83.4	-
南非	51.7	65.9	-	135.1	197.8	-

数据来源：Wind，CEIC。

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现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。

2021 年初以来中国经济持续修复。

2021 年初以来中国经济持续修复，1 季度 GDP 增速达到 18.3%。特别是供给端的工业增加值，1 季度不变价同比增速升至 24.4%，需求端人民币计值的出口名义同比增速为 38.7%。2 季度的月度宏观数据显示，我国经济延续了这种强劲恢复态势。从当前的内外环境来看，工业生产和出口增长势头较强，同时全球流动性宽松、大宗商品价格上涨带来了一定通胀压力。与此同时，我国经济的外部平衡、国内平衡出现了一些结构性问题，并构成了四个方面的结构性问题：

挑战一：过度依赖出口的负作用再现，要坚持扩大内需战略

再次出现过度依赖出口的迹象。

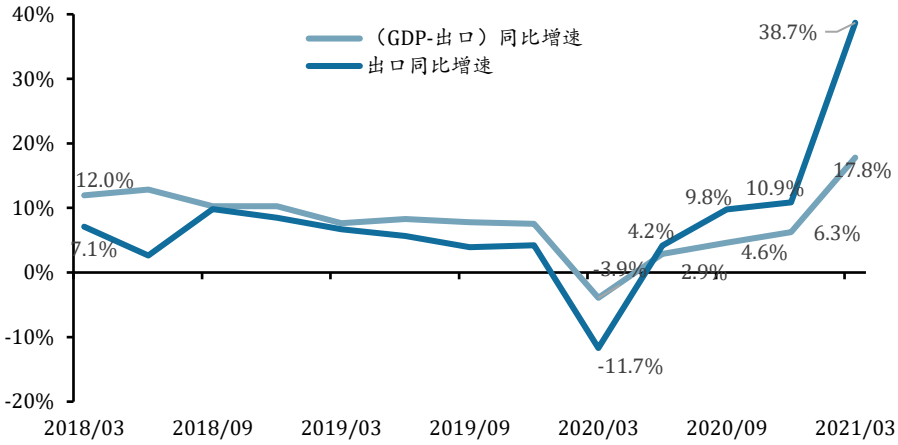
即使出口增速维持高位，甚至超预期走强，过度依赖出口也不是可取的增长方式。“自 2008 年国际金融危机以来，我国经济已经在向以国内大循环为主体转变”。2020 年初疫情冲击之前的较长时期，我国内需增速持续快于外需，外需对经济产出的贡献持续下降。但是疫情冲击之后，外需经历短暂下行之后出现了强烈反弹。

内外需增速背离较大。

2020 年 2 季度到 2021 年 1 季度，外需增速、内需增速差值越来越大。我们将出口作为衡量外需的指标、将 GDP 减去出口值作为衡量内需的指标。2020 年 2 季度，外需增速比内需增速高出 1.3 个百分点（4.2%减 2.9%），2021 年 3 季度两者差值扩大到 20.9%个百分点（38.7%减

17.8%）。尽管上年的基期效应有一定解释力，但仍然难以完全解释这种内、外需增速的背离。

图表 24 疫情以来外需扩张持续强于内需



数据说明：这里将出口对应于外需，GDP-出口对应于内需，这是一个近似的做法。所有指标均为名义值。

数据来源：Wind 数据终端。

出口增速大幅上升的原因。

其中对于出口贸易增速大幅上升的原因分析较多，一方面这与疫情相关的医用产品出口有关，另一方面与前文提到的海外供、求缺口有关。其自然的结果是我国出口占全球市场份额创历史新高，贸易顺差大幅上升。2020 年我国商品贸易顺差为 5269 亿美元（海关口径），较疫情之前的 2019 年上升了 1059 亿美元。2021 年前 4 个月贸易顺差已经达到 1579 亿美元。

国际收支失衡程度也相应加剧。

相应地，我国国际收支失衡程度有所上升。2016 年至 2019 年我国经常账户顺差占 GDP 比例一直维持在 2%以下。2020 年前低后高，后 3 个季度的经常账户顺差 GDP 占比在 2.4%到 3.1%之间，2021 年 1 季度这一占比暂时回落到了 1.8%（详细参见本报告中的《外贸季报》）。后续变化仍待观察。在此背景下，中美双边贸易失衡呈现震荡上升的趋势，这可能会给双边经贸合作带来压力。

顺差导致我国海外资产相应增加，并带来挑战。

同时，经常账户大幅顺差的镜像结果，便是资本与金融项下我国海外资产的增加。这有一定积极意义，疫情期间确实是加大对外关键产业、技术投资的机遇期。但是，经常项下巨额顺差所对应的海外资产大幅增加，这一点也带来了下面三点隐忧和风险。其一，在中美冲突背景之下，我国海外资产的安全性面临一定政治风险。其二，欧美日等主要经济体

的过度宽松货币政策也使得海外资产的投资收益面临一定的市场风险。其三，更多的其他新兴市场和发展中国家甚至仍陷于疫情的困扰之中。在这些国家的存量资产和增量投资也面临较大风险。

追求出口和顺差，不应成为宏观政策目标。

事实上在 2020 年，我国经常账户中的投资项净收益为-1071 亿美元，较之前的年份有大幅上升。在此背景下，追求出口和顺差的大幅增长，这不应成为我国的宏观政策目标。即使出口增速持续走强，我们也不宜回到过度依赖外需的老路上去。稳定就业和经济增长，更多要着眼于扩大内需战略。

挑战二：下半年外需将面临不确定性

过去一年出口、工业部门走强有外部原因。

过去一年以来，中国出口和工业部门的强劲复苏与欧美国家的供给、需求缺口维持在高位有关。一方面欧美的宽松政策和对个人的大力救助，使得总需求维持在相对较为稳定的水平。另一方面疫情冲击了正常的生产秩序，供给能力受到冲击。两方面共同作用，使得海外市场需求大于供给，我国的出口持续走强。但是，海外市场的需求缺口在今年下半年可能会发生变化。

下半年外国生产秩序将得到显著恢复。

第一，下半年欧美等国家将实现疫苗普及，伴随的生产秩序、供给能力也将得到恢复。预计下半年，欧美国家的劳动参与率将显著提升（但是这并不意味着失业率有同步下降），从而欧美国家的供给、需求缺口将显著缩小。以美国为例，2020 年美国人均可支配收入同比增速为 6.5%，是 1989 年以来的最高增速，甚至略高于 2000 年。在救助政策支撑下，个人就业意愿下降、劳动参与率持续下降。而 9 月美国个人救助政策到期后不再延续，届时美国的生产、生活秩序基本恢复正常，劳动参与率也将显著上升，其供给能力将得到显著恢复、改善。

下半年欧美宽松政策难以维持高速扩张。

第二，需求方面，欧美等国家的宏观政策扩张难以再现去年的力度。6 月 24 日，拜登对参议院的《两党基建框架》表示支持并呼吁国会通过。此基建方案计划在未来 5 年投资 1 万亿美元，已经较最初的 2.3 万亿大幅缩水。同时，由于近期通胀压力的持续上升，美国为代表的各国

货币政策也在一定程度上陷入了两难。随着疫情在主要发达经济体逐步得到有效控制，宏观政策也相应正在恢复到边际上较为稳定的状态。

下半年欧美需求恢复将以服务业为主。

第三，下半年欧美国家的需求恢复将以服务业恢复为主，而不是工业品。仍以美国为例，在 2020 年的强力救助政策背景下，美国个人消费支出结构当中：服务类消费支出同比下降 5.4%，耐用品、非耐用品的个人消费支出则分别上升了 5.5%、2.1%。其中，服务业类消费支出现了 20 世纪 30 年代大萧条以来最大的萎缩。

疫情期间的社交距离控制显著冲击了服务类消费，但是耐用品、非耐用品的消费则维持在比较正常的水平，甚至耐用品支出增速达到 2004 年以来的最高值。在此背景下，一旦疫苗普及、疫情得到控制，个人消费支出的恢复将以服务类消费为主。从这个意义上来看，欧美国家疫情得到控制之后，其复苏对中国的出口提振作用相当有限。

欧美生产恢复正常还将影响到我国的进口替代型生产活动。

第四，疫情期间，欧美无法及时为中国供货，推动了我国进口替代型的工业生产。相反，疫情得到控制之后，欧美的生产恢复可能对我国的进口替代型生产活动带来冲击。在这方面，汽车发动机是典型的代表性行业。

2020 年全年，我国汽车用发动机进口增速为-30.2%，同期我国汽车用发动机出口增速为 39.2%。在此背景下，该行业的进口替代生产活动也十分明显。2020 年全年，该行业主营业务收入 2337 亿元，较 2019 年上升 4200 亿元，增速达 19.7%，大幅好于 2018 年有数据以来的零增长、负增长水平。相应地，汽车用发动机行业的利润在 2020 年增幅为 15.0%，也大幅好于前两年的表现。对于这类行业，海外生产秩序恢复之后，预计其国内进口替代、出口均将受到显著冲击。

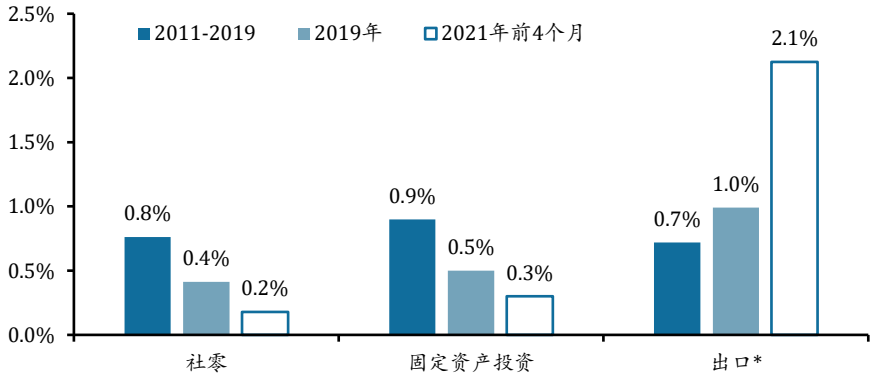
挑战三：需求端的内需依然偏弱，需要宏观调控政策加力

同比增速来看，内需似乎较强。

从同比来看，内需增速似乎已经走出了疫情冲击的阴影。2020 年 2 季度我国内需名义值同比增长 1.6%，实现了正增长，之后逐步回升，到 2021 年 1 季度我国内需名义同比增速为 18%。但是疫情冲击带来了较强干扰，使得同比增速受到基期效应的较大影响，因此我们使用月度

季调环比增速（实际值口径）来观察 2021 年前 4 个月的主要经济指标，并将其与疫情之前的增速情况进行对比。

图表 25 主要指标月度季调环比、实际增速平均值：三个时期的对比



数据口径：指标口径为月度季调环比的算术平均值，并且都是实际增速。

数据来源和处理过程：其中社零、固定资产投资的名义环比增速均为统计局发布数据，之后分别使用商品零售价格指数（RPI）、生产者价格指数（PPI）的生产资料价格指数进行平减得到实际增速，然后使用 X12 方法进行季调，得到季调的实际增速之后再计算平均值。另外，出口的人民币数据自 2012 年开始公布，笔者使用美元出口金额、人民币汇率数据补齐了 2011 年的月度数据，然后再进行季调处理。出口当月名义金额（人民币计值）为海关公布数据，出口价格指数在样本期公布不完整，因此使用 PPI 的月度环比增速来对名义出口季调增速进行平减。

社零指标增速实际上仍然较弱。

首先是社会消费品零售总额。该指标在 2021 年 1 至 4 月的季调环比、实际增速平均值为 0.2%，低于疫情之前的 2019 年平均值（0.4%），更低于有数据以来 2011 年至 2019 年的月度均值（0.8%）。其次是固定资产投资，其在三个时期的表现与前者完全一致。而出口增速则与前两者的表现形成了鲜明对比：2021 年 1 至 4 月的季调环比实际增速平均值为 2.1%，大幅高于 2019 年的平均值（1.0%），更是高于 2011 年至 2019 年平均增速（0.7%）。

固定资产投资增速实际上也仍然较弱。

因此，从季调环比增速的平均值角度来看，2021 年前 4 个月的内需表现明显弱于疫情之前的常态，而出口部门的表现则相反。可见，尽管当前的社零、固定资产投资同比增速尚维持在较高水平，但是季调环比增速、以及考虑了物价因素的实际口径显示，内需不但显著弱于外需表现，而且也弱于疫情之前的常态表现。在此背景下，我国宏观调控政策有必要加力而不是过快地“转弯”。

挑战四：供给端的国内工业行业分化加剧

工业全行业总体表现较强。

6 月 27 日，统计局发布的数据显示：2021 年 5 月工业企业利润延续反弹态势。5 月当月，规模以上工业企业利润同比增长 36.4%，两年平均增长 20.2%。从绝对金额来看，5 月当月规上工业企业利润总额达到 8303 亿元，在 4 月 7690 亿元的基础上增长了 614 亿元，环比增速达到 8.0%。

工业 41 个细分行业冷热不均、分化大。

其中，41 个细分行业中的 4 个行业在 5 月的利润环比增长为 604 亿元，几乎解释了工业整体利润的全部环比增长。这 4 个行业的利润环比增速分别为：汽车制造（41%），医药制造业（37%），煤炭开采和洗选业（43%），黑色金融冶炼和压延加工业（14.3%）。剩下的 37 个行业，其加总的利润 5 月环比几乎没有增长，甚至有 18 个行业的利润环比增速为 0 或出现负增长。其中，5 月利润较 4 月环比降幅在两位数以上的行业有：橡胶和塑料制品业（-10.4%）、造纸和纸制品业（-11.5%），纺织服装、服饰业(-13.9%)，农副食品加工业（-14.1%），金属制品、机械和设备修理业（-15.5%）,专用设备制造业（-22.7%）。这与工业全行业利润环比增速 8.0%形成了鲜明对比。

工业上下游分化大。

当前工业企业利润增长势头出现了显著分化。采矿工业、原材料制造业利润持续上升，而中下游的制造业成本上升较快、盈利能力甚至受到削弱。从同比来看，截至 5 月 PPI 生产资料、生活资料同比增速分别为 12%、0.5%，增速差达到 11.5%，这是 1996 年有数据以来的最大值。

下半年这种分化还将持续。

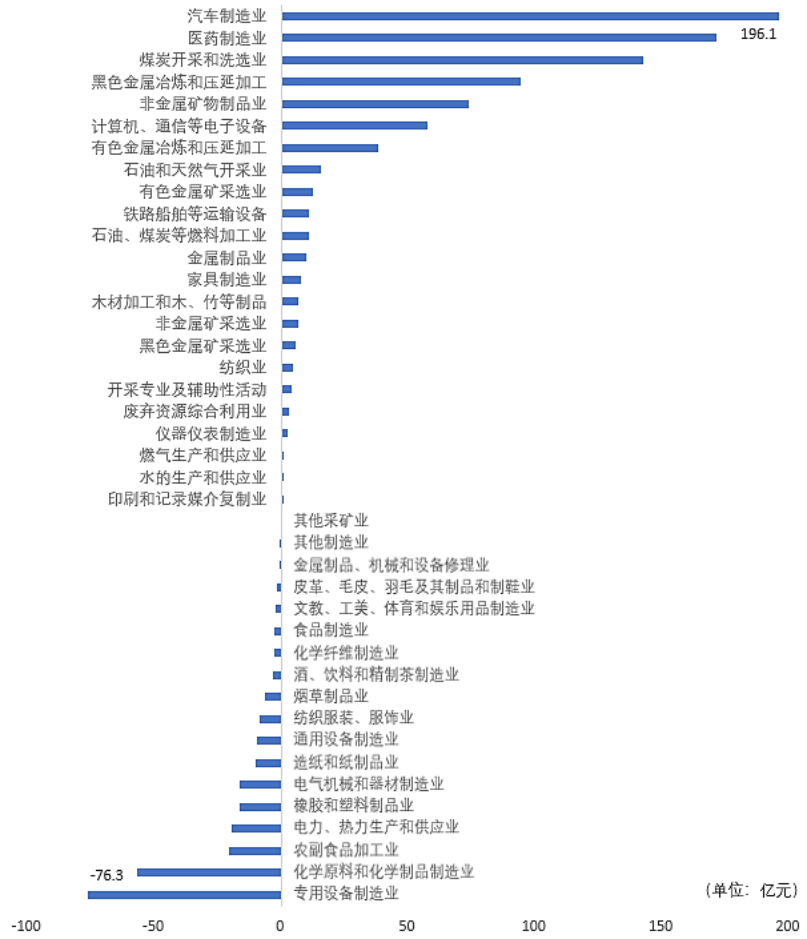
而且，去年下半年生产资料价格的走势较为稳定，这导致基期因素难以对 2021 年下半年同比增速起到显著的稳定作用。根据笔者估算，2021 年 5 月到 10 月期间，基期作用可以将 PPI 生产资料同比增速拉低 1.7 个百分点（5 月到 12 月可以拉低 3.9 个百分点），这对于当前两位数增速的 PPI 生产资料价格而言影响比较有限。

内需疲弱可能阻碍了 PPI 生产资料向生活资料的传递。

可以预计在下半年大部分时候，PPI 生产资料、生活资料的增速差仍将较大，从而行业分化压力仍将较大——除非 PPI 生活资料的增速也有显著提升。根据 1996 年以来的历史经验，PPI 生活资料最高涨幅约

为 5%左右（当前为 0.5%），其同步对应的 PPI 生产资料价格与目前的水平也大体相当。当前内需疲弱可能阻碍了 PPI 生产资料向生活资料的传递。

图表 26 工业细分行业 5 月利润环比金额变化



数据来源：Wind 数据终端，世界经济预测与政策模拟实验室。

通胀在 2021 年不是我国面临的主要矛盾

中国通胀率会否向美国看齐？

4 月美国 CPI 同比涨幅超出市场预期、达到 4.2%，而中国 CPI 通胀率仅为 0.9%，但是中国 CPI 通胀率会不会向美国看齐,从而成为我国经济的主要矛盾？支持我们做出否定回答的至少有两个原因。

从交通项目来看中国、美国的通胀率差异。

第一，与中国相比，美国的交通项目涨幅更高、占比更大。在疫情冲击下，中、美 CPI 上涨的共同点是，交通项目均为大类中涨幅第一的分项。其中，4 月美国交通项价格涨幅为 14.9%。以占到美国人口 92%

的城市 CPI（CPI-U）作为总体 CPI 的近似，美国的交通项目在 CPI 中的权重占 15.2%（美国劳工统计局数据）。因此，4 月美国 CPI 涨幅的 4.2 个百分点当中，交通一项就贡献了 2.26 个百分点。而中国的同口径交通项（剔除通信）权重约为 7%左右，价格涨幅大约为 5.8%，因此这一项仅贡献了中国 CPI 涨幅中的 0.4 个百分点。所以，仅交通项目一类就解释了中美之间通胀率分化的 1.86 个百分点。而且，美国的交通项目涨幅也可能具有一定的暂时性。

从服务类价格看美国的通胀率。

第二，与中国相比，美国服务类价格对 CPI 通胀率贡献较大，这可能与美国劳动力就业意愿下降有关，中国在这方面的压力较美国更小。4 月美国 CPI 当中的服务（不含住房租金）类价格同比增速 3.2%，涨幅位列所有分项第二位。结合估算的权重进行计算，该项贡献了 4 月美国 CPI 涨幅中的 0.8 个百分点。

从服务业价格看中国的通胀率。

相较而言，中国的 CPI 服务项 4 月涨幅仅为 0.7%，虽然与美国不含住房租金的口径不完全匹配，但也可以看到中美服务类价格涨幅存在显著差异。这项大约解释了中美之间通胀率 0.5 个百分点的差异。而且，随着前文提到美国救助个人的政策在 9 月到期后大概率将停止。因此这方面的因素也将使得美国的劳动参与率有所上升，并起到压低服务类价格涨幅的作用。因为对个人救助的方式存在差异，因此中国在这方面的物价压力较美国更小。事实上截至到 5 月份，美国的服务项价格同比增速进一步上升到了 4.0%，中国为 1.3%，两者的差距扩大到了 2.7 个百分点。

中国需要更多转向关注内需的修复。

当前，我国内需仍然明显偏弱，供给面生产秩序、服务业劳动力供给情况都好于美国，这些都决定了我国与美国的通胀率将持续存在显著偏离，这也进而决定了通胀在年内不会成为我国面临的主要矛盾。另一方面，外需在将来可能出现的调整和回落，以及过度依赖外部需求本身可能带来的问题，需要我们更多转向关注内需的修复进程。当前我们思考宏观经济政策框架，需要与长期的新发展格局相结合，坚持扩大内需战略，使得经济恢复的底盘更加稳固。

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 急剧下行。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。

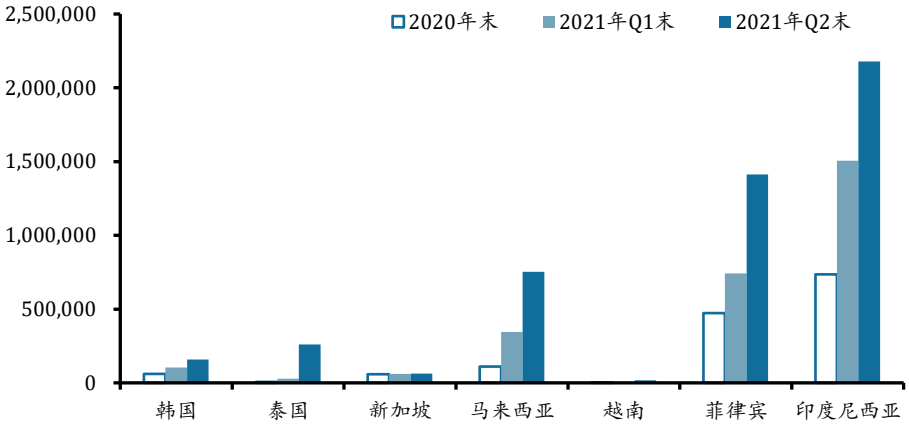
一、疫情概览

2021 年第 2 季度，变异毒株带来东盟经贸新挑战。

2021 年第 2 季度，新冠病毒 Delta 变异毒株给东盟经济带来新挑战。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。4 月之前，新冠疫情病例较多的国家是印尼和菲律宾，2021 年第 1 季度末，累计确诊人数分别为 1,511,712 和 747,288 人。其他东盟国家的疫情总体较平缓。由于印尼和菲律宾的经济以内需为主，国内消费占 GDP 的规模约七成，因此，经由贸易渠道产生的影响相对较小。然而，2021 年第 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。首先是疫情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，印尼单日新增病例数从 3 月末的 8000 例左右上升至 6 月末的 20000 例左右，且有进一步上升的趋势，菲律宾的确诊病例持续在 5000-6000 例之间。其次是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。泰国在 1 季度时单日新增不超过 100 例，马来西亚每日新增病例与也基本稳定在 1000 例左右。由此可见，第 2 季度以来，泰国和马来西亚这两个较开放、深度参与国际贸易活动的经济体也面临着此前未有的疫情冲击。最后是越南，越南在 2020 年及 2021 年第 1 季度受到疫情冲击非常有限，这也使越南成为 2020 年区内正增长的经济体。但是越南受到这次 Delta 变异病毒的显著冲击，其单日新增在 5 月 9 日首次超过

百人，此前有预期称其疫情有望于 5 月底得到控制，然而事实的情况是到 6 月末时，越南的日增仍在 400-700 人之间，累计确诊病例过万。疫情冲击导致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。

图表 27 东盟六国与韩国的新冠累计确诊人数



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

二、经济复苏被疫情干扰

2021 年第 2 季度 PMI 受疫情影响回落。

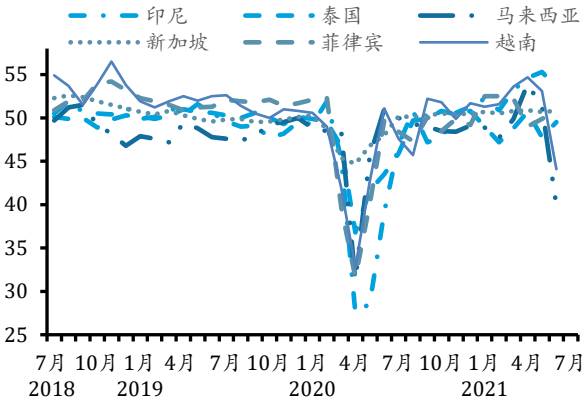
2021 年第 2 季度 PMI 受疫情影响回落。受疫情的影响，东盟整体制造业 PMI 在 6 月重新跌至荣枯线以下，为 49.0，结束了 3 个月持续在荣枯线之上的局面；韩国第 2 季度制造业 PMI 较上季度略微下降，但整体依然保持强劲，为 54.2。从东盟国别数据来看，前述受疫情冲击的经济体 6 月制造业 PMI 出现显著下行，其中以马来西亚和越南的下行最为剧烈，马来西亚 6 月的制造业 PMI 仅为 39.9，远低于 4 月和 5 月的 53.9 和 51.3，越南 6 月的制造业 PMI 也仅有 44.1，同样远低于 4 月和 5 月的 54.7 和 53.1，泰国 5 月和 6 月的制造业 PMI 分别为 47.8 和 49.5，也处于荣枯线之下。这表明，对于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。

区内通货膨胀压力初现。

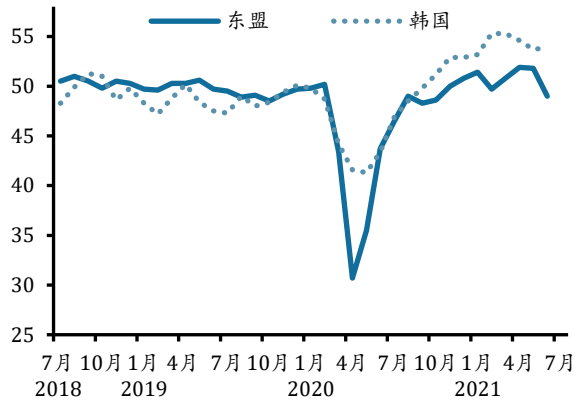
区内通货膨胀压力初现。2021 年第 2 季度，受国际原油价格上涨的影响，区内通胀中枢有所抬升。马来西亚的 CPI 同比增速较高，4 月和

5 月分别达到 4.7%和 4.4%，不过，其核心通胀率仍保持在 0.5%至 1.5%之间。越南的通货膨胀水平也有所上升，4-6 月大致在 2.4%-2.9%之间，不过相较于其过去的通胀水平，目前的通胀水平并不算太高。上季度通胀水平较高的菲律宾，本季通胀水平已有缓和。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，如果内需的复苏中断，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。

图表 28 东盟六国与韩国的制造业 PMI 月度值

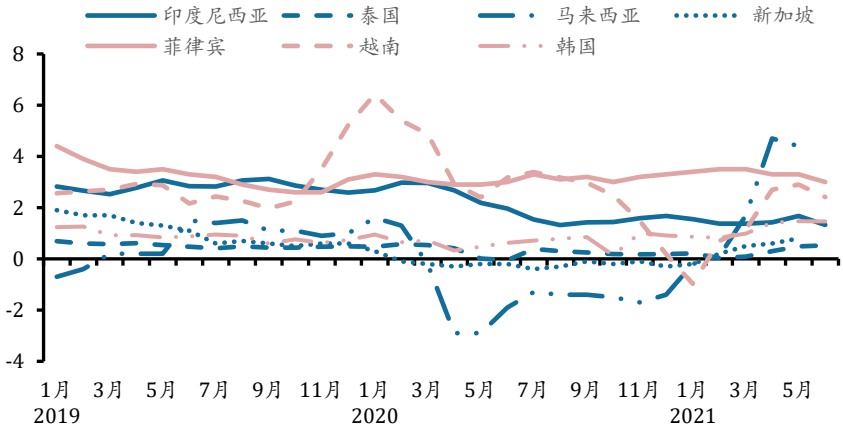


数据来源：CEIC, Markit, 世界经济预测与政策模拟实验室。



数据来源：CEIC, Markit, 世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 29 东盟六国与韩国的 CPI 月度同比变动



数据来源：Wind, 世界经济预测与政策模拟实验室。泰国、新加坡、菲律宾、韩国为核心CPI，其余为综合CPI。

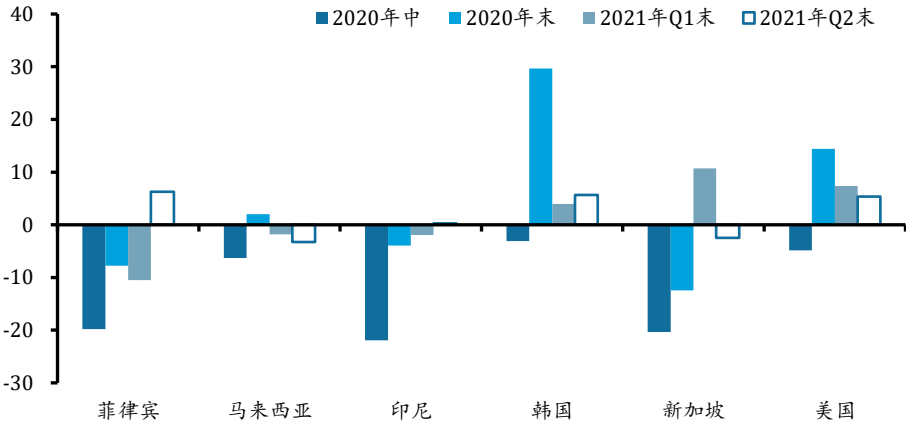
三、金融市场较为平淡

2021 年第 2 季度，股票市场继续呈现涨跌不一的态势。和上季度较为类似，五个区域代表性股指在 2021 年第 1 季度涨跌不一。马来西

2021 年第 2 季度，股票市场继续呈现涨跌不一的态势。

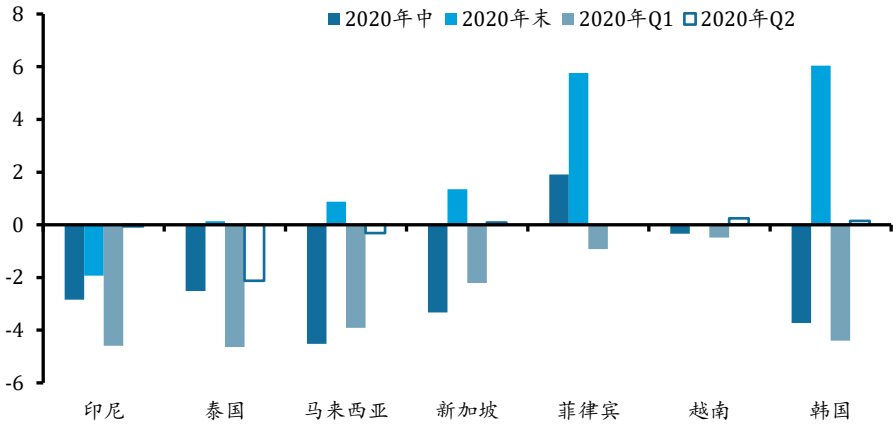
亚吉隆坡指数和新加坡海峡指数季末较季初出现下降，变动幅度分别为-3.3%和-2.5%，印尼雅加达综合指数基本与上季度持平，变动幅度为0.25%。韩国综合指数上涨 5.6%，高于美国标普 500 指数本季度涨幅。菲律宾马尼拉综合指数虽然上涨最多，为 6.3%，但是由于其上季度的跌幅为-10.5%，2021 年上半年总体仍呈现下跌态势。

图表 30 区内国家主要股票指数相对期初变动



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 31 区内国家货币对美元汇率（间接标价法）相对期初变动



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

2021 年第 2 季度，东盟六国和韩国货币相对美元总体保持平稳。

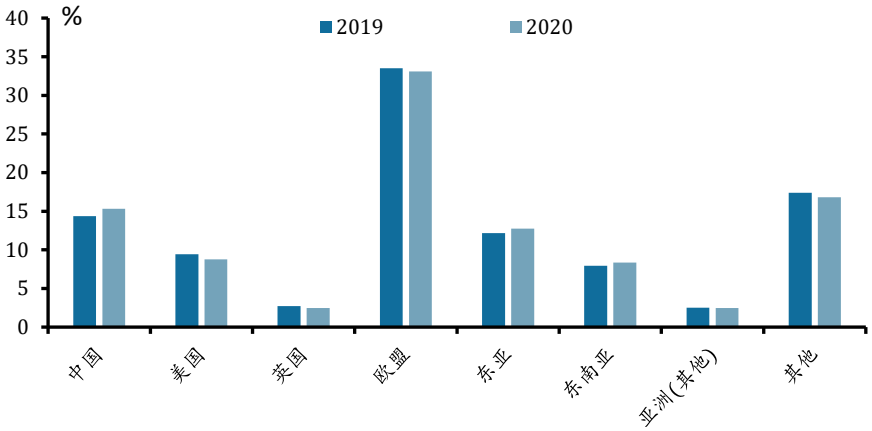
2021 年第 2 季度，东盟六国和韩国货币相对美元总体保持平稳。除了泰国之外，区内主要货币在本季度的变动不大。泰铢贬值约 2.1%，反映疫情冲击的影响。相对于过去一年及 1 季度的汇率变动，第 2 季度东盟和韩国货币的变动幅度明显缩小。

货币政策方面，区内主要央行延续宽松举措，但转向预期已现。

四、东盟疫情对中国经贸的影响

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。从下图可以看出，中国的出口市场份额在 2020 年不降反升，这得益于中国疫情应对的得力和复工复产的快速进行，相反，欧盟和美国的出口市场份额有所下降，这对应着这两个地区疫情严重带来的产出能力下降。在这个全球市场蛋糕分配的思路下，当疫苗接种次第推开，美欧经济复苏之后，中国因为疫情而获得的市场份额就会相应的回撤，继而这部分出口也将下降。

图表 32 2019 和 2020 年主要经济体出口份额



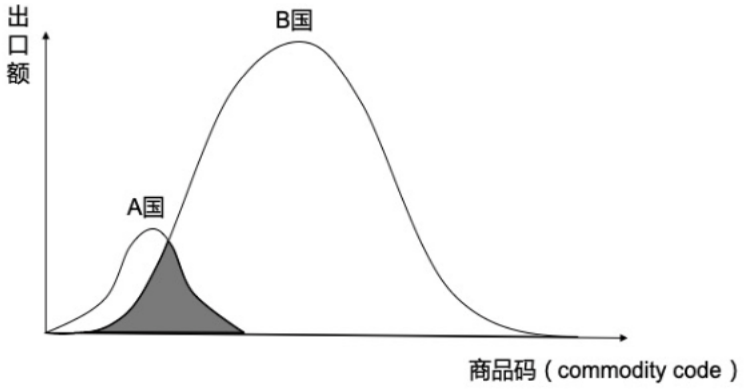
注：东亚地区包括日本、韩国、中国台湾和香港，亚洲其他国家主要是未在上述中国、东亚和东南亚地区之内的国家（包含印度），其他包括除英国和欧盟外的欧洲国家、加拿大、墨西哥和拉美国家等。
数据来源：WTO数据库，崔晓敏（2021），感谢崔晓敏博士对数据的更新。

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。从 2019 和 2020 年的数据来看，东盟的出口市场份额在 2020 年时没有下降，反而略有上升，反映疫情冲击并未影响其向国际市场的供给能力。这意味着，东盟在 2020 年的情况和中国类似，中国和东盟均向国际市场供给商品，中国的补缺主要补的是欧美发达市场之缺，而非东盟供给之缺。当疫情冲击在中国和欧美之间存在时间差时，中国对于欧美市场份额的补缺，实质上取决于中国和欧美产品

在全球市场上的竞争程度。而当现在疫情对东盟经济产生冲击时，如果东盟国家的供给不能跟上，中国的补缺效应是否明显，也就取决于中国和东盟产品在全球市场上的竞争程度。

如何衡量中国与欧美产品及东盟产品在全球市场的竞争程度？本文通过引入竞争压力指数来度量这一竞争程度。根据樊纲、关志雄和姚枝仲（2006）的研究，竞争压力指数可以通过以下这个图形象地进行表示。在图中，假定曲线 A 和曲线 B 分别代表 A 国和 B 国的出口技术分布曲线，曲线的高度表示出口额，两国分布曲线相交的阴影部分表示两国在这些产品上都有出口，因而在这些产品上呈竞争关系。相交的面积越大，说明在同类商品上竞争越强。由于两个国家之间的贸易规模不一样，同样的交叉面积对不同国家的影响可能不一样，比如，如果 B 国在某一产品的出口规模远超 A 国，则该产品上 B 国对 A 国的竞争压力要远高于 A 国对 B 国地竞争压力，因此，在相交面积的基础上，其相对于 B 曲线的面积就可被视为 A 国对 B 国的竞争压力。

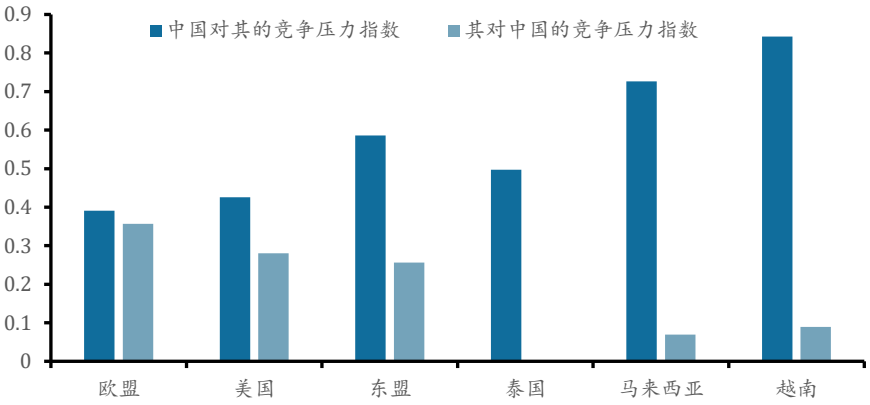
图表 33 竞争压力指数示意图



下图展示了中国与欧盟、美国、东盟以及东盟当中的泰国、马来西亚和越南的竞争压力指数。可以看出，中国对于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；这种竞争压力具有非对称性，东盟对于中国的竞争压力小于欧盟和美国对中国的竞争压力；在泰国、马来西亚、越南等东盟国家中上述两个特征则更为显著。这表明，

中国和东盟在全球市场上的竞争程度更强，换而言之，中国在疫情冲击时对东盟市场的补位也具有较强的基础。

图表 34 中国与主要国家的竞争压力指数



数据来源：基于UNComtrade六位码的测算，感谢杨博涵同学的测算。

从对美双边视角也可以佐证这一潜在补位可能性。从美国的视角来看，中国和东盟是美国逆差的重要来源，以 2020 年的数据来看，美国对中国和东盟的逆差占美国对世界总逆差的 34%和 17%。下表统计了美国来自于东盟的逆差当中规模最大的十类产品及它们的来源国（以降序排列，因而最下面的是逆差规模最大的）。从产品类型上来看，逆差的产品主要集中于各类机器设备和机械产品以及服装、鞋类、家具等劳动密集型产品，国别来看，主要是在越南，包括了 6 个品类，泰国有 2 个品类，新加坡和马来西亚各有 1 个品类，除新加坡之外，都是本次疫情较严重的东盟国家。通过比照美国逆差中的中国产品，我们发现，这些产品除了医药品（来自新加坡）之外，也都是中国对美的主要顺差商品，均能够排进美国逆差中中国的前十大产品。因而，从双边层面看，中国的潜在补位能力也同样是较强的。

图表 35 美国逆差中东盟前十大产品及来源国

SITC2	产品名称	国家	2020	累计	是否中国对美主要顺差商品
75	办公用机器及自动数据处理设备	越南	2.8	58.8	是
54	医药品	新加坡	2.8	56.0	否
76	电信、录音及重放装置和设备	泰国	2.8	53.2	是
85	鞋类	越南	4.1	50.4	是
75	办公用机器及自动数据处理设备	泰国	4.5	46.3	是
77	未另列明的电力机械、装置和器械及其电器零件	越南	5.0	41.8	是
82	家具及其零件；床上用品、床垫、床垫支架、软垫及类似填制的家具	越南	6.2	36.8	是
84	各种服装和服饰用品	越南	8.5	30.6	是
77	未另列明的电力机械、装置和器械及其电器零件	马来西亚	10.9	22.1	是
76	电信、录音及重放装置和设备	越南	11.2	11.2	是

数据来源：USITC，作者整理。

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。

一、全球金融市场总体情况

全球股市普遍上涨。

2021 年 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，因此从趋势上看，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。

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，但尚不会因为通胀加息，美联储整体偏鸽派。市场预期美联储会维持宽松，进一步加剧美元流动性泛滥问题。美联储保持零利率、延续每月 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。**新兴经济体汇率贬值，巴西、土耳其单季贬值约 10%。1 季度**，大部分新兴经济体货币先升值后贬值，季度平均汇率较 2020 年 4 季度波动不大。季末，人民币兑美元平均中间价为 6.57，较上季度末贬值 0.7%。东亚、东南亚货币均在季内转为贬值，韩元、马来西亚林吉特、泰铢、印尼卢比均较上季末贬值 3%-4%。外债风险较高的新兴经济体货币，如巴西雷亚尔、阿根廷比索、土耳其里拉贬值幅度较大，单季贬值均在 10%左右。

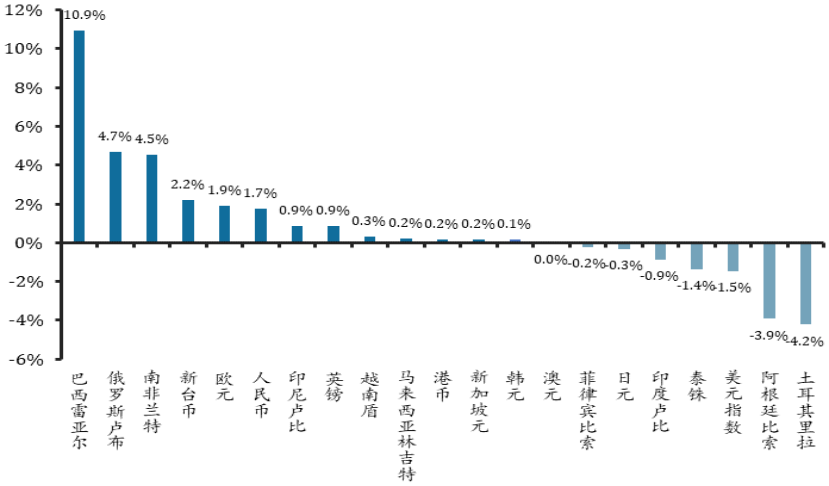
图表 36 全球金融市场主要指标变动

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%
欧元	1.20	1.21	0.07%	德国 DAX	15386.35	14107.73	9.06%
日元	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%
印度卢比	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

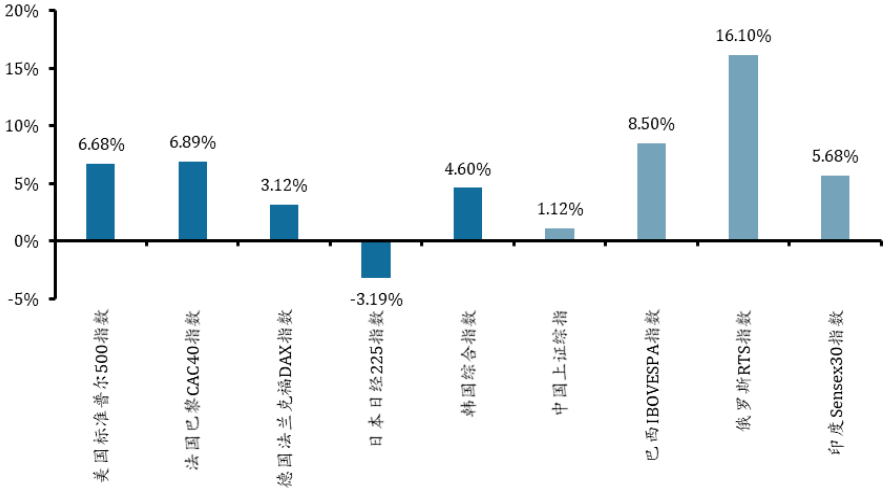
注：原始数据来源于 Wind 数据库，经笔者计算。各指标季度数值为季内平均值，变动幅度则根据相邻两季度的平均值计算，除货币市场和债券市场利率变动外，其余变动幅度单位为百分点。其中，欧元汇率为间接标价法，日元、卢布、雷亚尔为直接标价法。货币市场和债券市场利率单位为百分点。变化基点单位为百分之一个百分点。

图表 37 全球金融市场风险状况图

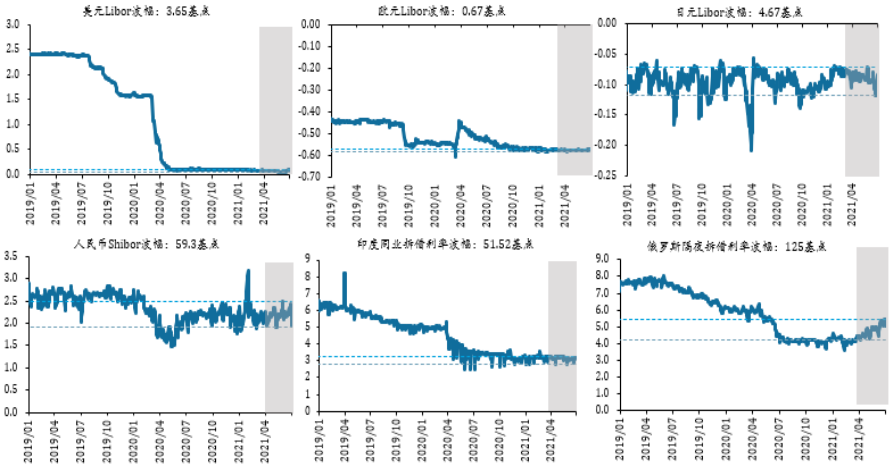
图表 38 主要发达和新兴经济体季度汇率波动幅度（2021 年 2 季度）



图表 39 全球主要发达与新兴经济体股市季度涨跌幅（2021 年 2 季度）



图表 40 全球主要发达与新兴经济体货币市场走势一览



注：同上。

图表 41 主要发达和新兴经济体汇率走势一览

		2021 年 1 季度	2020 年 2 季度	升值幅度
主要发达经济体	美元指数	90.99	91.01	0.02%
	日元	1.20	1.21	0.07%
	欧元	106.02	109.42	-3.20%
	英镑	1.38	1.40	1.43%
	澳元	0.77	0.77	-0.26%
金砖国家	巴西雷亚尔	5.47	5.32	2.85%
	卢布	74.34	74.31	0.03%
	南非兰特	14.94	14.14	5.40%
	印度卢比	72.87	73.73	-1.19%
	人民币	6.48	6.46	0.38%
东南亚	菲律宾比索	48.30	48.18	0.26%
	越南盾	23159.47	23166.02	-0.03%
	马来西亚林吉特	4.07	4.13	-1.51%
	泰铢	30.29	31.34	-3.48%
	印尼卢比	14188.21	14402.75	-1.51%
东亚	韩元	1114.68	1120.97	-0.56%
	新加坡元	1.33	1.33	0.02%
	新台币	28.39	28.01	1.36%
	港币	7.76	7.77	-0.10%
其他	阿根廷比索	88.70	94.00	-5.98%
	土耳其里拉	7.38	8.36	-13.21%

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，其中，欧元汇率、英镑汇率为间接标价法，其余均为直接标价法。

二、全球金融分市场运行态势

发达经济体股市继续上涨，新兴市场资本流出。

美元先贬后升，日元连续两个季度贬值。2 季度，美元先贬后升。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。6 月底，美元指数在 91.8 左右，较上季度末下降 1.5%。但从季度平均汇率看，2 季度美元指数平均汇率为 91.01，较 1 季度平均波动不大。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。2 季度，日元波动加大、汇率先升后贬，季末汇率较上季末贬值 0.3%、季平均汇率较 1 季度贬值 3.2%。

新兴经济体汇率走势分化，部分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，随着发达经济体的疫苗接种接近尾声，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。

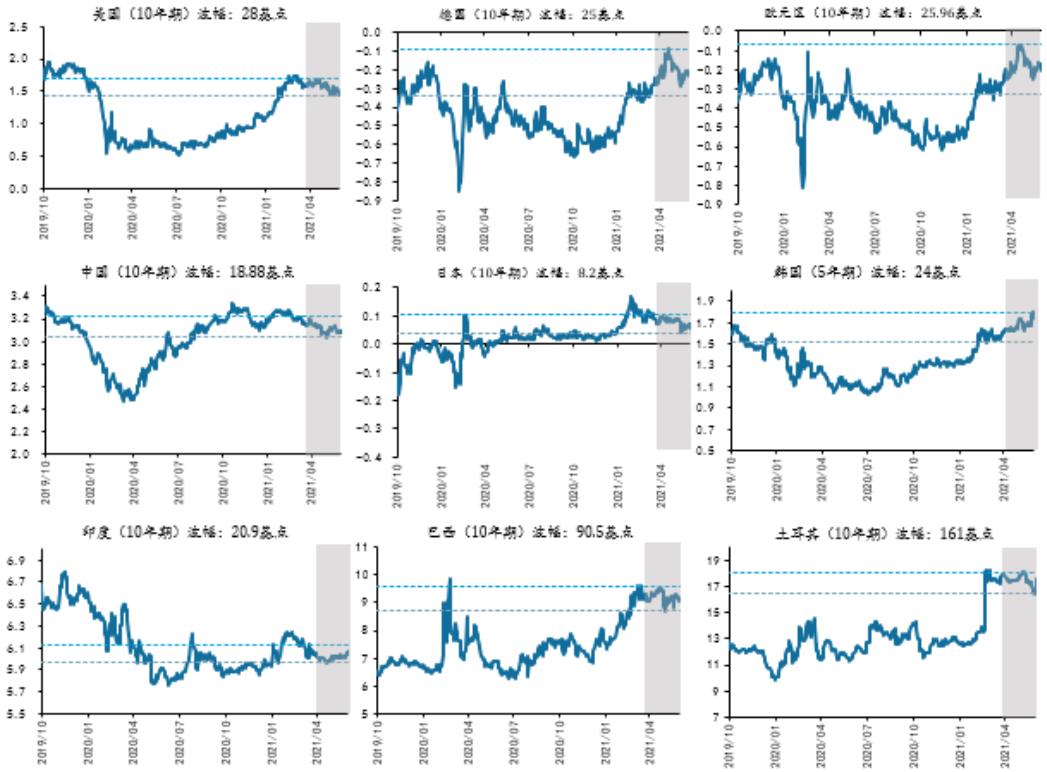
主要经济体货币市场稳定，高通胀新兴经济体加息。

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。为应对通胀膨胀，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%，相关经济体货币市场利率也有所抬升。

主要经济体长期国债收益率较 1 季度末普遍回调。

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。

图表 42 全球主要发达与新兴经济体长期国债市场走势一览



注：同上。

三、全球金融形势展望

美元指数上升，升值幅度可能不及 2014 年 Taper 时期。

美联储减少资产购买后，美元升值幅度或不及 2014 年 Taper 时期。美元指数的走势主要取决于美国与其他主要经济体（主要是欧元区）的经济基本面差异，以及美联储与其他主要央行的货币政策倾向差异。下半年，美国或在发达经济体中率先实现“群体免疫”，拜登就业计划通过将进一步提振美国经济增长预期，欧洲经济去年持续的低基期或对今年的经济增长率有所加成、但欧洲经济在疫情前就不如美国强劲，东亚、东南亚等部分经济体遭遇疫情反扑。从基本面看，美国经济在 3 季度的表现可能略优于其他主要经济体。美联储在 6 月议息会议中已经释放出 Taper 信号，将计划减少资产购买，而欧央行最早也要在 2021 年 4 季度才可能释放减少资产购买的信息，美联储的扩表规模相对于欧央行收缩，这也将支撑美元指数的上升。但此次美元指数上升幅度可能不及 2014 年 Taper 时期，此

轮美国基本面相对于欧洲的表现可能要比 2014 年时期要弱。2014 年欧洲仍陷债务危机，深陷低通胀、负利率的泥淖，其经济基本面比当前的欧洲要差。2014 年，欧央行实施量化宽松和负利率的超宽松货币政策，未现任何转向苗头，而此次如果 4 季度欧元区通胀率上升速度较快，央行也可能考虑减少资产购买、货币宽松力度远不及 2014 年时期。因此，综合判断，下半年美元指数可能上升，但上升幅度或不及 2014 年 Taper 时期。

关注美联储政策不确定性引发的资产价格波动风险。

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，当前中立的票委（3 名）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，将有更多的新兴经济体加息应对外部失衡。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。

四、跨境收支同步上涨，资金持续净流入

2 季度外汇收支同步上涨，支出增速大于收入增速。

2021 年 2 季度银行代客涉外收付款项下的外汇收支同步上涨，相比 1 季度前两个月，对外付款上升幅度大于涉外收入。2021 年 2 季度前两个月，银行代客涉外收入与支出总额为 1.75 万亿美元，同比上升 40.0%，相对于 1 季度前两月上升 6.1%。其中，银行代客涉外收入为 8927.6 亿美元，同比上升 41.3%，环比上升 3.0%。银行代客对外支出为 8568.7 亿美元，同比上升 38.6%，环比上升 9.2%。银行代客涉外收支维持顺差，顺差额度为 357.9 亿美元，相对于 1 季度前两个月收窄 462.6 亿美元，同比上升 162.1%。

经常项目收支由顺差转为逆差。货物贸易顺差收窄，服务贸易、收入项逆差扩大。

从境内银行代客涉外收付款的分项看，2021 年 4 月、5 月经常项目收支由顺差转为逆差，逆差规模为 51.6 亿美元。从细项看，货物贸易顺差收窄，服务贸易和收入项逆差规模分别呈不同程度的扩大趋势。2021 年 2 季度前两个月，货物贸易顺差相比于 1 季度前两月下降 54.6%，至 357.9 亿美元；服务贸易逆差相比 1 季度前两月微升 3.6 亿美元，至 108.8 亿美元；收入项逆差较 1 季度前两月扩大 133 亿美元，至 243.6 亿美元。

银行代客涉外收付款的资本和金融项目顺差规模环比上升，直接投资顺差收窄，证券投资由逆差转为顺差，其他投资顺差收窄。

银行代客涉外收付款资本和金融项目顺差规模上升，2 季度前两个月的顺差规模为 388.7 亿美元，同比上升 249.2%，相对于 1 季度前两个月上升 6.9%。从细项看，直接投资顺差规模相比于 1 季度前两月收窄，证券投资由逆差转为顺差，其他投资顺差规模收窄。其中，直接投资相比 1 季度前两个月收窄 168.8 亿美元，至 72.9 亿美元，相对于去年同期增长 134.8 亿美元；证券投资结束 1 季度的小幅逆差，录得 297.3 亿美元的顺差；其他投资项顺差相对于上季度有所收窄，为 18.5 亿美元。

由于售汇金额上升速度大于结汇，在结售汇金额均上升情况下，银行结售汇顺差规模相比上季度收窄。

2021 年 4 月、5 月，银行结售汇顺差规模相比于 1 季度前两月有所收窄。其中，银行结售汇金额相比 1 季度前两月均有所上升，售汇金额的上升速度更快。 4 月、5 月银行结售汇顺差为 250.3 亿美元，其中，银行结汇总额为 3834.7 亿美元，售汇总额为 3584.4 亿美元。从交易主体来看，银行自身结售汇 2 季度由逆差转为顺差，顺差规模为 45.2 亿美元。银行代客结售汇顺差相比于 1 季度前两个月显著收窄，顺差规模下降 537.6 亿美元，至 205.1 亿美元。

市场主体结汇意愿下降，售汇意愿上升。

在结售汇意愿方面，2021 年 2 季度前两个月结汇率（银行代客结汇占银行代客涉外总收入外币比率）与 1 季度相比小幅下降，至 64.0%；售汇率与 1 季度相比有所上升，至 65.3%。结汇率略低于售汇率。其中，剔除在 2 季度到期的远期产品后，即期结售汇率分别为 52.5%和 56.2%，即期结汇率较上季度下降 1.8 个百分点，即期售汇率较上季度上升 2.6 个百分点。

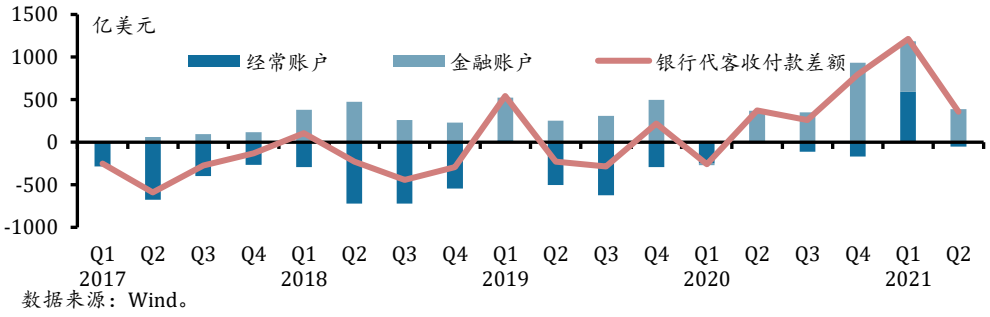
人民币计价的银行代客收付款逆差规模较上季度收窄。人民币跨境收付业务总量较上季度下降。

人民币汇率贬值预期有所上升。

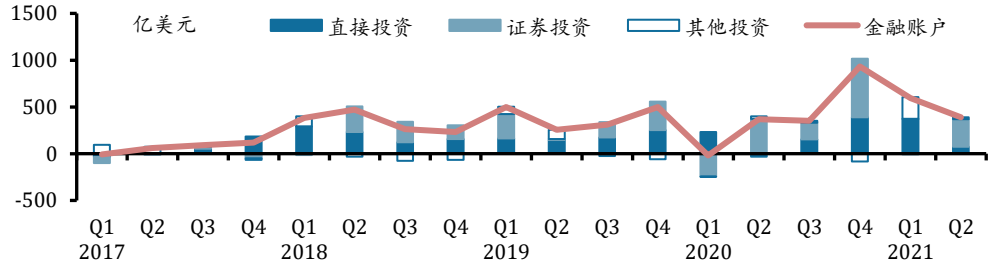
境内银行代客收付款的人民币跨境流出持续大于流入，4 月、5 月净流出人民币 62.4 亿美元，相比上季度前两月的流出幅度上升 22.6 亿美元。人民币业务在银行代客涉外收入总额中占比为 37.4%，较上季度前两月下降 1.7 个百分点；在涉外支出总额中占比为 39.7%，较上季度前两月下降 4 个百分点。

一般来说，即期结汇率下降和售汇率上升反应了人民币的贬值压力。从 2021 年 4 月、5 月数据看，银行即期结汇率下降 1.8 个百分点，即期售汇率上升 2.6 个百分点。反映出了人民币一定的贬值压力。从 1 年期 NDF 减去 1 年期 DF 反映投机者的汇率预期看，2 季度该指标延续 2021 年 3 月以来的上升趋势，反应了金融市场交易中的人民币贬值预期。预计 3 季度人民币汇率波动幅度和贬值压力将有所增加，但经济基本面因素并不支持人民币大幅贬值。

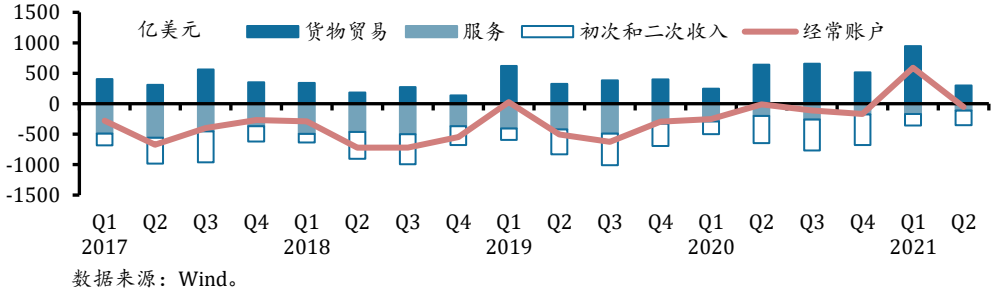
图表 43 银行代客收付款分项结构



数据来源：Wind。

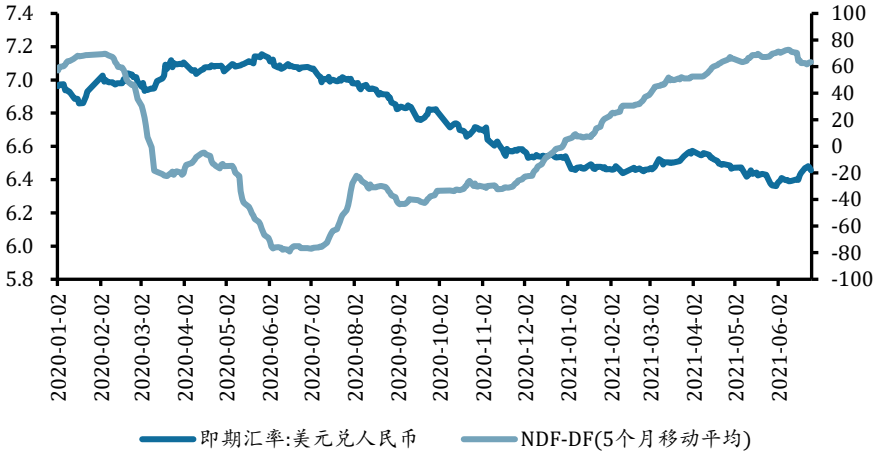


数据来源：Wind。

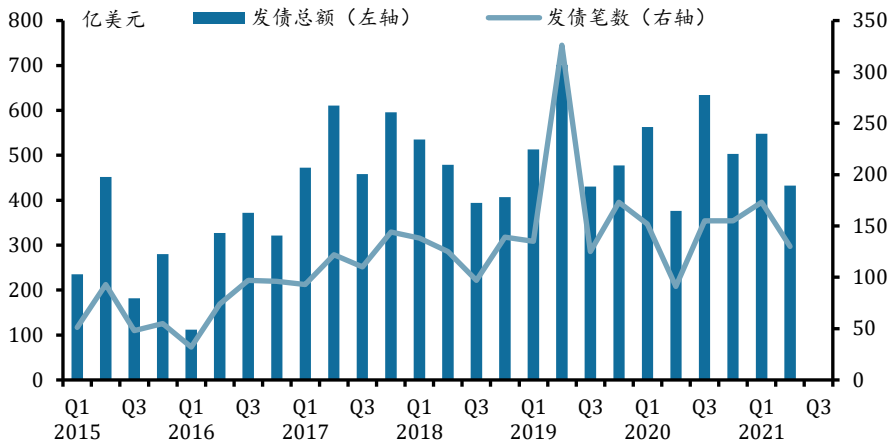


数据来源：Wind。

图表 44 人民币汇率预期（NDF-DF）



图表 45 外币公司债季度发债额度与频率



数据来源：Dealogic数据库，作者计算整理。

五、2021 年 2 季度中资企业海外债发行规模回落

2 季度中资企业海外发债规模环比下降 21.1%，新发债额仅有 5.8 亿美元。

2021 年 2 季度中资企业海外发债总额为 432.5 亿美元，环比下降 21.1%，同比上升 14.9%。除去 2 季度到期债务规模 426.7 亿美元，净新增发债规模仅为 5.8 亿美元。从行业上看，金融、房地产和地方政府融资平台的发债均呈显著下降趋势。计价货币上，2 季度境外发债中美元计价债券的比率有所下降，占全部发债额的 82.9%。2 季度美元债券发行规模显著下降。一方面，美债利率的上行提高了无风险利率水平，投资级中资美元债吸引力有所下降。另一方面，

中资地产企业的信用风险的连续暴露波及整个地产美元债板块，令地产企业高收益美元债券发行规模显著下降。

金融业及房地产企业为2季度发债主力，计算机与电子行业发债再次超过地方政府融资平台。

房地产、金融为2季度发债主力。金融企业2季度境外发行公司债152.2亿美元，环比下降12.4%。金融业发行主体以国有、股份制商业银行和证券公司为主。成本方面，1季度平均发债成本为1.81%，相比上季度微降。

房地产公司2季度发行债券107.6亿美元，发债量相比1季度下降42.0%。发债类型上，2季度房地产公司发行高收益公司债73.6亿美元，占行业全部发行量的68.4%；发行投资级公司债34.0亿美元，占行业全部发行量的31.6%。成本方面，2季度房地产海外发行的高收益和投资级债券的信用利差收窄至4.4个百分点，较1季收窄0.8个百分点。高收益债平均发债成本为8.45%，较1季度下行0.25个百分点，投资级公司债平均发行成本为4.05，较1季度上行0.65个百分点。

计算机与电子行业发债再次超过地方政府融资平台，2季度发行48亿美元计价公司债券。腾讯、瑞声声学科技两家头部公司利用评级优势，发行大规模、低利率、长期限离岸债券。其中，腾讯公司本次发债规模达41.5亿美元，债券分四笔发行，分别为10、20、30、40年起，融资成本分别为2.88%、3.68%、3.84%和3.94%。瑞声声学科技公司发债6.5亿美元，分两笔发行，发行期限分别为5年和10年，融资成本分别为2.63%和3.75%。

地方政府融资平台2季度境外发行公司债38.9亿美元，发债总额相比于1季度下降30.2%。城投发债延续了2019年下半年后的收缩趋势。

大宗商品市场：短期供需失衡推高价格

2021 年 2 季度 CEEM 大宗商品价格指数持续反弹，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，原油库存显著下降。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。

一、大宗商品总体价格走势

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。

2021 年 2 季度 CEEM 大宗商品价格指数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。2 季度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。2 季度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。

二、主要大宗商品供求情况与价格走势

疫苗接种扩大带来需求端的乐观预期，刺激油价上行。

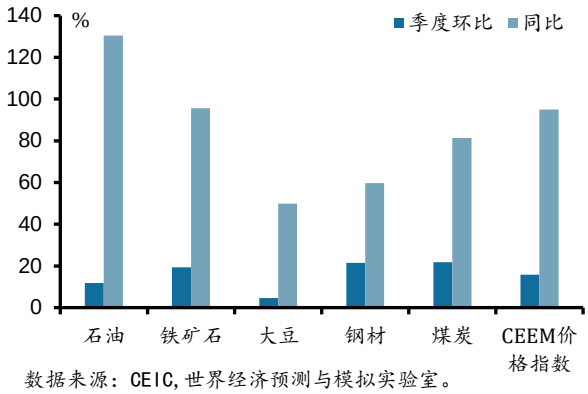
2021 年 2 季度原油价格持续走高，布伦特油价一度接近 78 美元。当前欧美和中国等国家随着疫苗普及，叠加宽松政策刺激，需求反弹趋势明显。进入 7 月份假期旺季，消费需求进一步上升，短期内存在较强的供需错配预期，同时美国原油库存不断下降，推动油价攀升。目前最大的变数来自于 OPEC 的产量政策。虽然 OPEC 仍维持相对较低的产量

基准，但 7 月份会议上 OPEC+出现分歧。如未能达成共识，个别产油国或主动提升产量，打压市场价格预期。

图表 46 2 季度大宗商品价格持续回升

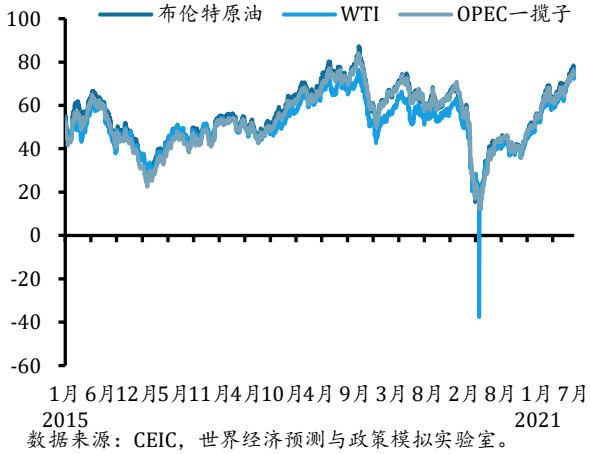
数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 47 2 季度主要大宗商品价格上涨



数据来源：CEIC,世界经济预测与模拟实验室。

图表 48 全球油价持续回升



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 49 OPEC 产量回升，但节奏稳健

数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

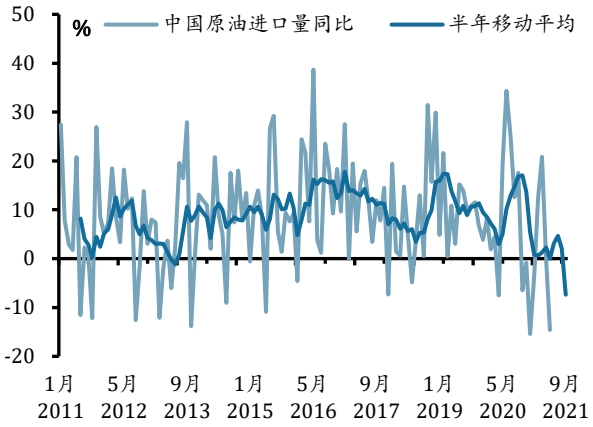
需求端复苏预期是 2 季度油价上涨的主要推动力，短期内供需失衡加剧，对产油国增产的吸引力也急剧上升。

在需求端，欧美疫情逐步受到控制，交通运输需求反弹。以美国为例，美国运输安全管理局报告称 5 月底的阵亡将士纪念日假期超过 190 万人搭乘飞机出行，创造疫情暴发以来美国航空旅客人数的最高纪录，去年同期仅为 32.7 万名乘客。英国即将于 7 月 19 日按计划开始实施最后阶段“解封”，刺激市场乐观情绪。高盛预测，受近期美国进入假期推动，短期内全球燃油消耗量超过供应量 300 万桶/日，带动库存水平下降。美国商业原油库存已连续 6 个月净下降。

从具体需求可以看到，美国原油净进口规模已经企稳回升。欧洲原油需求量随着疫苗接种量上升和多国解封同步上涨。虽然中国原油进口因基期较高，同比有所回落，但绝对规模仍然保持良好水平。在当前状

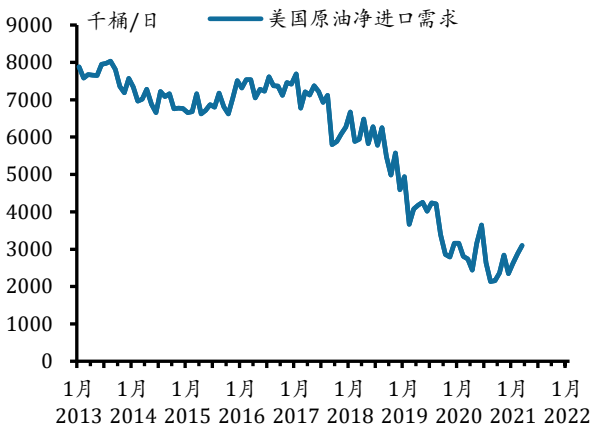
态下，市场普遍预期后续需求趋势性回升。北美当前活跃钻井数相较于疫情前夕仍有 50%的下降，但距离最低值 172 座已有显著回升，4 月初活跃数上升至 330 座以上，并持续回升。包括 OPEC 在内的市场机构普遍观点是美国页岩油生产商会更遵守资本开支纪律，避免过度扩张，拖累油价。EIA 对近一个月的预测也表明美国页岩油增产规模仅在日均 1.3 万桶左右。在复苏态势明确前，美国生产商大规模扩产的可能性有限。

图表 50 中国原油进口因基期效应回落



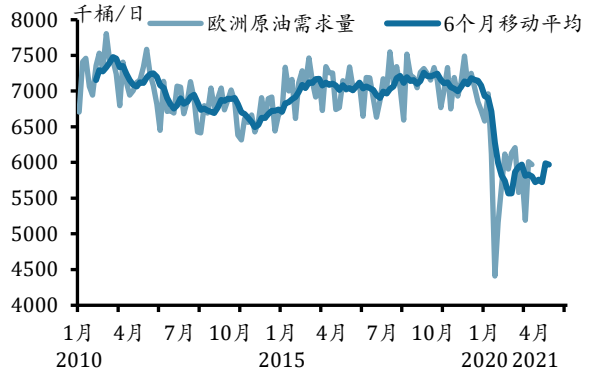
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 51 美国原油净进口开始反弹



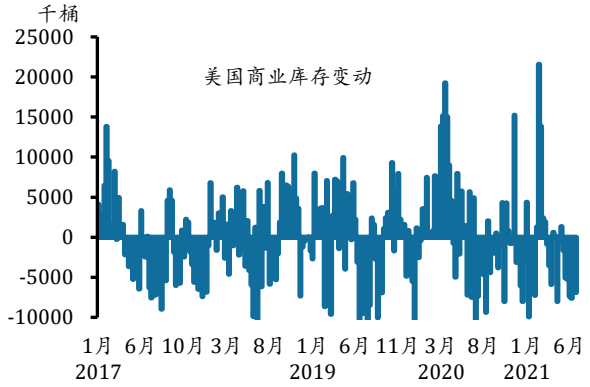
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 52 欧洲需求有所反弹



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 53 美国原油库存连续下降



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

在供给端，2 季度主要产油国产量仍然维持低位，较疫情前有 600 万桶/日的缺口，推动油价整个季度趋势性上涨。但自 7 月份以来市场面临较多变数，存在更多供给进入市场的可能，使得价格短暂受挫，在 7 月初一周内下跌 5%以上。这些因素包括 OPEC+无法达成有序退出减产的协议，阿联酋、俄罗斯等国超预期扩大产量；伊朗超预期提升产量并推动原油供给进入市场。

2 季度油价持续上涨主要受需求端复苏推动，进入 3 季度后，供给端出现较多变数，多国有意趁机扩产，利用短期内的供需失衡获取更大的市场占比，导致油价出现波动。

OPEC+在 7 月份的会议无法达成协议，因为阿联酋反对沙特主导的供给计划，要求提升本国的原油增产空间，但和沙特的计划有每日 50 万桶的差距。因此 OPEC 实际仍在执行 4 月份定下的计划，各产油国 5-7 月按 35-35-45 万桶/日的节奏小幅增产。沙特同时逐步撤回此前额外的减产量。综合来看，OPEC+的减产规模已经从高峰期 970 万桶/日，缩减至 575 万桶/日。虽然这一水平相较于短期需求有明显不足，但考虑到阿联酋、俄罗斯均有极大的增产弹性，如 OPEC+协议破裂，短期供给或大幅增加。目前，阿联酋和沙特矛盾尚未到不可调和的地步，也无单独增产计划，仍需观察 OPEC+近期会议结果。伊朗也成为近期市场焦点。美国和伊朗有望重启伊核谈判，如进展顺利，伊朗原油将重回国际原油市场，缓解原油供给的紧张。这一举措将为市场带来 400 万桶/日的增量。这一增量较大，但仍面临很大的政治不确定性，重返市场时间表也未确定。

货币政策的不确定性也令油价承压。2 季度油价上行的重要推手之一是宽松的货币政策和财政政策，但随着美联储紧缩的预期走强，市场开始担心流动性回收对大宗商品价格的直接影响。

2 季度金属价格均持续上涨：有色金属因供给弱改善、需求稳定复苏导致供给偏紧格局持续，价格继续上涨；黑色金属供应改善不及预期。海内外需求恢复乐观，价格持续上涨。

2 季度国际有色金属价格持续上涨。 2 季度伦铜价格整体上延续增长态势，继续走强，伦铜价格从 2021 年 1 季度末 8850 美元/吨震荡上涨至本季末 9385 美元/吨，季度涨幅达 6.04%。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，欧美制造业 PMI 初值超预期回升，整体提振需求；供给端受智利新冠疫情恶化影响，市场对铜供给担忧情绪明显，铜价一路震荡攀升。季中受黑色金属暴涨提振，铜价强势上行，自 2011 年来首次升破 10,000 美元/吨。随后中国政府开始密集实际干预大宗商品价格，并于 6 月中旬放出国储计划抛铜消息 2 万吨，铜价持续下跌，直到第一批 2 万吨抛铜量确定后，铜价才止跌回升。铜上游供应方面，铜供应 2 季度整体弱改善，主要铜产国秘鲁和智利的疫情以及劳资纠纷导致铜矿产量负增长，在一定程度上限制全球铜矿产出增长幅度。铜下游需求方面，全球铜消费稳定复苏，中国消费经历季节性旺季回升。铜库存方面，全球铜库存 2 季度持续累库，几乎重回疫情前 2019 年同期水

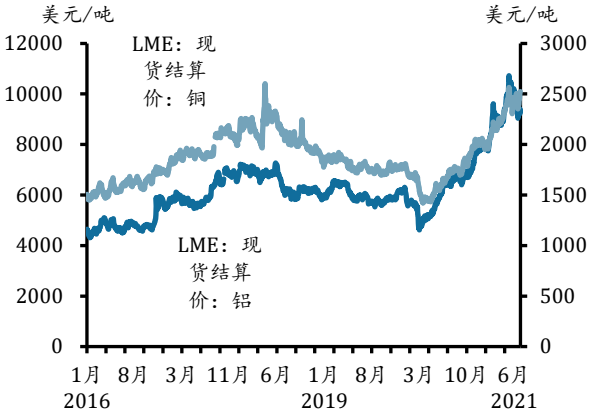
平，但总体库存仍维持在 2018 年相对低位。截至 2021 年 6 月 25 日，全球三大交易所总库存（不含中国保税区）报 41.53 万吨，相对 2021 年 1 季度增加约 3.14 万吨，其中 LME 库存增加 8.72 万吨，COMEX 库存减少 2.11 万吨，SHFE 库存减少 3.46 吨。全球库存（包括中国保税区）的库存为 85.54 万吨，同比、环比均上升，较 2021 年 1 季度增加约 5.15 万吨、较 2020 年 2 季度增加 24.49 万吨，已接近疫情前 2019 年 2 季度同期数 89.38 万吨。全球库存回升主要来源于中国上海完税区及伦敦 LME 库存的上升。中国保税区的库存持有量相对稳定，对全球库存变化边际贡献较小。总体而言，2021 年 2 季度全球铜矿供给弱改善但恢复不及预期，需求稳步复苏，库存处于相对低位，全球铜市场供需偏紧，叠加黑色金属暴涨提振，铜价应声继续上涨。

铝方面，LME 铝价 2 季度价格走势与 LME 铜价趋同，季度涨幅 11.19%，自 2021 年 3 月底的 2212 美元/吨震荡上涨至本季末 2460 美元/吨，由于铝的金融属性和国际化属性趋于铜，因此价格走势及原因类似于铜。本季度铝价上涨幅度较大主要受供应端及成本的双重担忧影响：LME 全球库存持续走低至 156 万吨，同时俄罗斯对有色金属出口加征关税或将使得铝出口减少，降低全球铝供应。

2 季度国际铁矿石价格与国际钢价共振延续走强态势。整体价格走势来看，普氏 62%铁矿石价格 2 季度从 167 美元/吨震荡上涨至 218.4 美元/吨，季度涨幅高达 32.56%，价格已至 2010 年以来历史最高位。2 季度前期，需求端在中国“碳中和”环保限产背景下，由于政策实施在局部区域，而钢材总体存在供需缺口，价格大幅上行，钢厂利润扩大后带动了原材料铁矿石的价格；供给端方面，供应中高品矿的澳洲三大矿山发运同比下行无法满足钢厂需求，供不应求局面推升铁矿石价格。季末，需求端中国黑色需求进入淡季，钢材利润下跌压制铁矿需求，且近日发改委与市场监管总局联合调研铁矿现货市场交易情况，影响铁矿投机情绪；供应端澳矿发运持续疲软叠加巴西淡水河谷矿区关停，支撑铁矿价格，铁矿价格略有下降。从港口库存来看，全球主要铁矿石库存量下降，较上季度末去库 1915 万吨至 2.18 亿吨：巴西矿库下降 20.62%至 3448

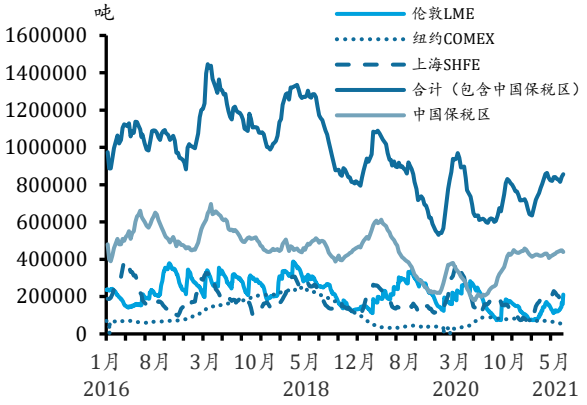
万吨；澳洲矿库存下降 2.02%至 6252.3 万吨；我国铁矿石港口库存量下降 6.82%至 1.21 亿吨。铁矿石库存较上年同比上升 14.61%。

图表 54 LME 铜铝价格持续上涨



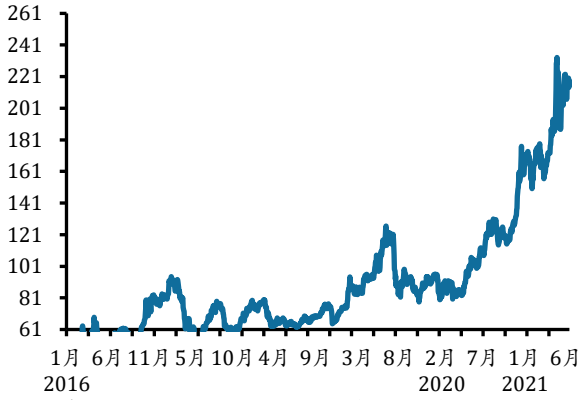
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 55 全球铜库存总量累库



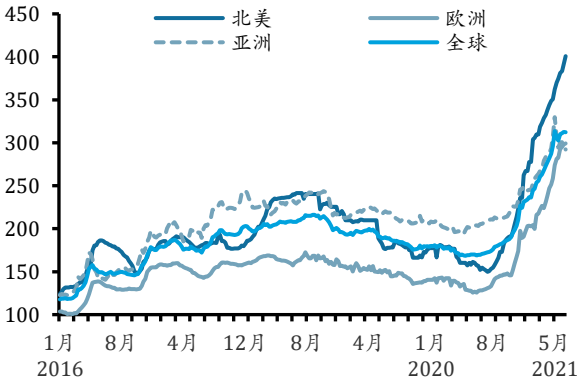
数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 56 国际铁矿石价格持续上涨



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 57 国际钢价指数继续攀升

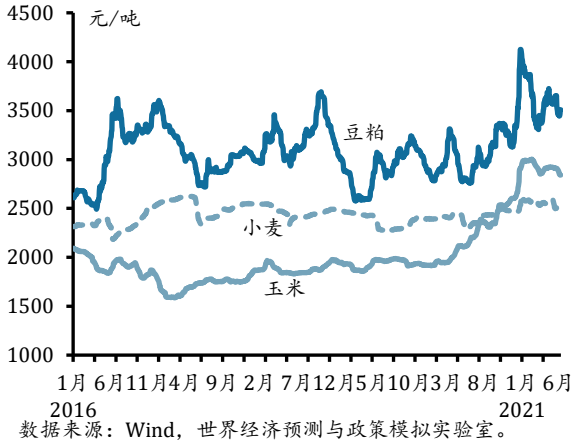


数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

钢材方面，2 季度国际钢铁价格指数继续攀升。2 季度世界各地经济活动持续复苏，原材料铁矿石价格持续上升。全球国际钢铁价格指数继续上涨，季度环比上涨 18.70%至 312.3 点，同比上涨 83.60 个百分点。其中，欧洲钢铁价格指数环比上涨幅度最大（32.16%），北美涨幅其次（24.13%）、亚洲涨幅为 8.75%。从钢铁价格来看，国际螺纹钢市场价 2 季度均实现大幅正增长：独联体、欧盟、日本、中国、美国涨幅从高到低，分别为 24.6%、22.54%、18.12%、7.26%、6.04%，分别涨至 785 美元/吨、935 美元/吨、815 美元/吨、783 美元/吨及 965 美元/吨，中国钢价优势重新回归。从世界粗钢产量来看，2021 年 5 月，向世界钢铁协会（WorldSteel）报告的 64 个国家的世

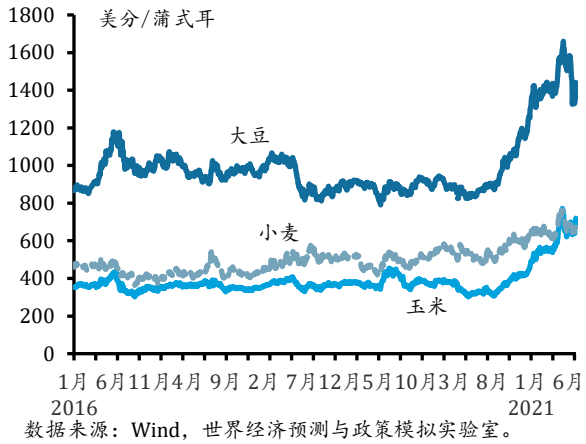
界粗钢产量为 1.74 亿吨，同比增长了 16.5%，亚洲和大洋洲增长绝对值最大，非洲增长幅度最大。2021 年 5 月，非洲的粗钢产量为 130 万吨，同比提高 65.1%；独联体地区的粗钢产量为 910 万吨，同比提高 11.7%；欧盟（27）的粗钢产量为 1350 万吨，同比提高 32.7%。欧洲其它国家的粗钢产量为 420 万吨，同比提高 36.9%。中东地区的粗钢产量为 370 万吨，同比提高 16.8%；北美地区的粗钢产量为 1010 万吨，同比提高 47.7%；南美地区的粗钢产量为 390 万吨，同比提高 49.7%。亚洲和大洋洲地区的粗钢产量为 1.284 亿吨，同比提高 11.7%，产量占全球总量的 73.62%，其中中国作为世界钢铁产量最大国，5 月产量同比增长 6.6%至约 9950 万吨。世界钢铁协会估测，随着疫情在今年第 2 季度趋于平缓、疫苗接种稳步推进，主要钢铁消费国的经济活动将逐渐恢复正常。2021 年全球钢铁需求量预计将恢复至 18.74 亿吨，同比增长 5.8%。其中，中国钢铁需求量将继续受 2020 年启动的新基建和住房建设项目支撑上涨 3%，但考虑到中国政府经济刺激政策退潮，更加关注可持续性发展以及环保措施的不断强化，钢铁需求增长存在不确定性。发达经济体预计在 2021 年钢铁需求大幅度复苏 8.2%。美国近期拜登政府推出一项在未来几年开展大规模基础设施建设的刺激议案，该方案长期来看可能刺激钢铁需求进一步上升，但短期内钢铁需求的复苏仍然受限，美国汽车业则预计将出现较强的复苏。欧盟预计在汽车业和公共建筑项目的推动下，钢铁需求将出现良性复苏，只是目前欧盟经济仍然表现脆弱。日本方面，全球资本支出的复苏带来日本出口和工业机械生产的复苏，随后带动汽车行业出现反弹，在此背景下，日本的钢铁需求将出现中等程度的复苏。2021 年，发展中经济体的钢铁需求将出现相对迅速的反弹、同比增长 10.2%，但是前期债务的积累、国际旅游业尚未恢复以及疫苗接种的迟缓，这些因素都将阻止发展中经济体进一步提高复苏速度。

图表 58 国内农产品现货价格豆粕小麦微涨，玉米小幅回落



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 59 CBOT 农产品价格不同幅度上涨，玉米上涨幅度最大



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

2 季度国际国内农产品价格表现不一：CBOT 大豆玉米小麦价格受天气影响不同程度上涨；国内豆粕小麦微涨，玉米小幅回落。

2 季度国际国内农产品价格表现不一。2 季度美豆震荡，国内豆粕现货价格上涨。国际市场来看，2 季度美豆冲高后回落，最高达到 1660.25 美分/蒲式耳，后季末跌至 1441.75 美分/蒲式耳，季度涨幅 0.35%，但价格依然处于近五年来绝对高位。季初，除受天气对美豆播种造成的不利影响外，美国农产品（尤其是玉米）整体供应紧张同时制造市场恐慌情绪，美豆一度冲高至历史最高；之后随着新作供应未及预期紧张，种植形势基本向好，美豆应声回落。美豆供应端稳中有增，种植季节略微干旱并未对播种造成影响，反而促使美豆种植进度大大加快；需求端受高价抑制影响，整体稳定偏弱势运行。6 月美国农业部（USDA）报告中性，全球大豆供需格局稍有缓解：供给方面预测 21/22 年度全球大豆产量较 5 月几乎维持不变，为 3.85 亿吨；需求方面预测 21/22 年度全球大豆消费量较 5 月几乎维持不变，为 3.80 亿吨，总体供略高于求。受大豆价格上涨，大豆压榨需求受到一定抑制及替代影响，报告调增全球大豆期末库存 145 万吨至 9255 万吨。预计 21/22 年度全球大豆预期期末库存消费比调增 0.38 个百分点至 24.31%，仍处历年低位，库消比上升主要受库存上调影响。USDA 维持 21/22 年度中国 1.03 亿吨的进口大豆预估，高于本年的 1 亿吨。国内市场豆粕现货价格 2 季度上涨 6.12%至 3509.14 元/吨，主要由于国产大豆春播面积大幅下降刺激市场大幅上涨。

2 季度玉米价格国外大幅上涨，国内小幅下跌。国际市场来看，受天气干旱不利种植的影响，CBOT 玉米价格 2 季度延续强势上涨态势至 720.25 美分/蒲式耳，涨幅高达 27.65%。美国农业部（USDA）6 月玉米供需报告偏多，全球玉米供需格局依旧紧张：供给方面预计 21/22 年全球玉米产量较 5 月几乎维持不变，为 11.89 亿吨；需求方面预测 21/22 年度全球玉米消费量较 5 月调减 4 万吨，为 11.81 亿吨，总体供略高于求。库存方面预计 20/21 年度全球玉米期末库存为 2.923 亿吨，较上月减少 289 万吨，变化主要来自美国、加拿大分别调减 381 万吨、30 万吨以及南非、巴基斯坦的调增。期末库存消费比（剔除中国）预计小幅调减 0.33 个百分点至 10.29%，仍然处于 7 年以来低位。国内市场来看，玉米现货价格 2 季度下跌至 2840.42 元/吨，季度跌幅 1.66%，主要由于国家释放大宗商品价格调控信息，市场饲用替代品供应增加，供应走向宽松。

2 季度小麦价格国内外价格均小幅上涨。国际市场来看，受天气干旱不利种植的影响，CBOT 小麦价格 2 季度震荡上涨 8.73 个百分点，至 672.75 美分/蒲式耳。6 月美国农业部（USDA）供需报告中性：供给方面预测 21/22 年产量调增 546 万吨至 7.94 亿吨，创历史记录，主要归因于大幅调增欧盟、俄罗斯及乌克兰的小麦产量。由于近期北欧和中欧的有利降水，欧盟产量上调 350 万吨至 1.375 亿吨。增幅最大的是德国、法国和罗马尼亚。俄罗斯的产量上调 100 万吨，达到创纪录的 8600 万吨。根据农业部的估计由于俄罗斯西部春季降雨广泛，冬小麦单产增加，同时春小麦收割面积增加。由于天气条件持续有利，乌克兰产量增加 50 万吨，达到创纪录水平的 2950 万吨。消费方面预计 21/22 年全球消费量上调 240 万吨，达到创纪录水平的 7.911 亿吨，这主要是由于欧盟和俄罗斯因供应增加而上调饲料和调整用量。预计 20/21 年全球贸易将增加 80 万吨，达到创纪录水平的 2.032 亿吨。预计 20/21 年的全球期末库存上调 184 万吨，至 2.968 亿吨，其中中国占总量的 48%。6 月份 USDA 供需报告将全球小麦预期库存消费比（剔除中国）小幅调增 0.16 个百分点

至 23.97%。国内 2 季度小麦延续 1 季度上涨态势至 2574.44 元/吨，季度涨幅 1.51%。本轮小麦价格上涨主要由于玉米价格此前一路上涨，下游的饲料厂纷纷开始使用麦胚、麸皮等小麦的副产品来替代玉米作为饲料，从而推高了小麦的价格。

三、未来价格走势与风险

原油方面，随着需求端复苏路径清晰化，未来价格走势主要受供给端变化影响。短期的供需失衡推高了油价，但长期来看供给必然跟上，因此不少产油国希望借此机会扩产占领更大的市场份额和利润，导致 OPEC+再现分歧。预计这一态势将加大油价波动，叠加前期获利盘退出和宽松政策逐步退出，油价会受到一定压力，年内油价已处于寻顶过程。

金属方面，未来价格走势主要关注新冠肺炎疫情反复及疫苗接种影响下的供给关系走势以及宏观面国家经济刺激政策的影响。铜、铝方面，供应端随着主要铜产国疫情及劳资合同等问题的解决，铜产出预计将明显改善，而需求端海外消费复苏叠加国内金九银十旺季，预计 3 季度铜市场维持紧平衡状态，铜价可能维持在高位震荡。黑色金属方面，预计 2021 年 3 季度随着供应逐步恢复，铁矿供需紧缺格局将改善，但优质铁矿资源仍偏紧，结构性矛盾突出；需求边际上升空间不大，叠加中国出台生铁、粗钢等零进口关税政策，铁矿及钢材价格或进入宽幅震荡模式。

农产品方面，主要关注供求格局对价格的影响及南美天气变动带来的不确定扰动。大豆方面，供应稳中有增，需求受高价影响抑制，供需紧张局势有所缓解，美豆价格预计继续下行，但考虑到今年市场巨幅震荡高的行情，美豆价格回归理性恐遇波折。玉米方面，受天气不利影响，供给仍存焦虑，供需缓解但库消比仍处于历史地位，预计供需偏紧格局有望带动玉米价格继续震荡上行。小麦方面，供需两旺情形预计小麦价格走势中性。

外贸专题：出口回调，进口加速[1]

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。

一、全球贸易增速将冲高回落

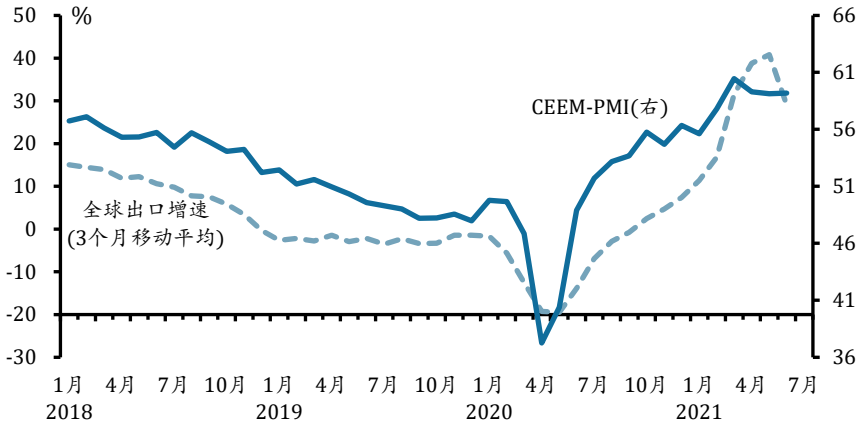
预估 2 季度全球贸易增速将冲高回落。

预估 2 季度全球贸易增速将冲高回落。根据世界贸易组织（WTO）数据，2021 年 1 季度全球出口总额 4.7 万亿美元[2]，同比增速为 17%，较上季度提高 13 个百分点。过去五年 CEEM 中国外部需求指数（简称 CEEM-PMI）与 3 个月移动平均的全球出口增速走势高度一致。2020 年 1-4 月，受疫情影响 CEEM-PMI 指数快速下滑（4 月见底），5 月后随着疫情形势改善，CEEM-PMI 指数总体回升，2021 年 3 月 CEEM-PMI 达到 60.5 的峰值，随后开始小幅回落，显示中国外部需求修复力度或将放缓。由此，2 季度全球贸易增速将冲高，随后在基数水平提高、外需修复力度放缓的作用下而有所回落。

[1] 本季报进、出口总额数据来自中国海关总署，而按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据则来自 CEIC 数据库。事实上，CEIC 数据库中的外贸数据也来自中国海关，但由于海关事后对已公布的贸易总额数据进行了修正，而 CEIC 并没有完全同步调整，导致二者略有不同；对于按贸易方式、产品和地区等分类的子项贸易数据，海关未披露修正后的数值，因此海关统计月报数据和 CEIC 数据库一致。总体上，两个数据来源中外贸数据的变化趋势基本一致，对主要结论影响不大。

[2] 除非特别注明，下文贸易数据单位为美元，增速为同比增速。按人民币和美元计价增速的差异来自于汇率变化。

图表 60 预估 2 季度全球贸易同比增速将冲高回落



数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

二、中国出口增速回调

1-6 月出口同比增速超出长期增长趋势。

中国海关数据显示，2021 年 2 季度，以人民币计，中国出口总额 5.2 万亿元，同比增长 20.0%；以美元计，出口总额 8086 亿美元，同比增长 30.7%，较上季度 48.9%的同比增速下降 18.3 个百分点。其中，4 月出口同比增速为 32.3%，5 月出口同比增速为 27.8%，6 月出口同比增速为 32.2%。特别地，以美元计出口增速提升幅度显著高于以人民币计出口增速，主要来自 4-5 月人民币兑美元汇率升值的滞后作用。受国内疫情影响，2020 年 2 月中国出口大幅下降，3 月后反弹并持续增长。在基期效应的作用下，2021 年 2 月中国出口同比增速高达 155%。随着基期水平抬升，同比增速自然回落，但与历史数据相比仍处在高位。此外，1-6 月出口同比增速超出长期增长趋势。参考世界贸易组织 4 月发布的《贸易统计及展望》，以 2019 年为基期、2011-2019 年月度出口累计同比增速的平均值作为长期趋势值，则 2021 年 1-6 月出口同比增速需达到 22.6%才能返回长期趋势水平（6.2%），而 1-6 月我国出口实际增长 38.6%，明显高于回归趋势水平所需增速。

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。

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。基期效应和疫情再度蔓延是导致中国对东盟和印度出口同比继续上涨的主要原因。一方面，2020 年 5 月，中国对东盟和印度出口增速分别为-5.7%和-51.3%。另一方面，2 季度印度疫情大规模暴发，并导致了部分东南亚和东亚国家疫情反弹。4-5 月，中国对印度食用油脂、化学产品、光学和医疗等仪器出口环比连续大幅增长。

一般贸易、加工贸易和其他贸易出口增速均有所回落。

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。[3]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。从贡献率上看，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式对 2 季度出口变动的贡献率分别为 68.0%、12.7%、19.2%。由于加工贸易“两头在外”，疫情期间其面临供给需求“双向挤压”。此外，疫情反复和国内外防疫政策差异提高加工企业（特别是海产品加工行业）生产成本和运营风险，甚至致使一些加工企业关停、倒闭。截至目前我国出口中加工贸易占比较疫情前仍低 3-4 个百分点。

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。

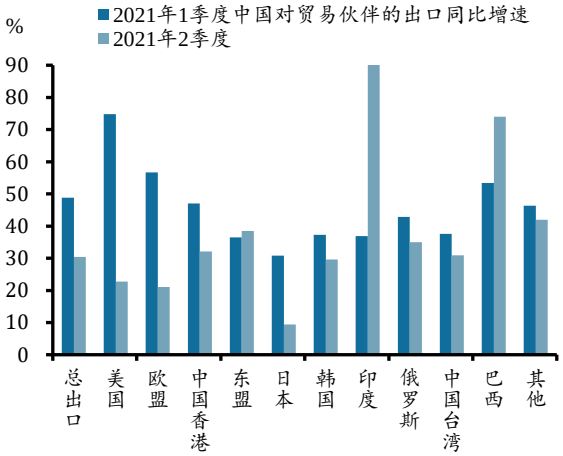
分产品看，2 季度，机电和劳动密集型产品出口同比增速回落，但石油化工等其他产品出口增速持续回升[4]。其中，机电产品出口增速较上季度减少 23.9 个百分点，同比增速为 29.5%。特别地，机电产品中高新科技产品出口同比增速较上季度减少 27.8 个百分点，降至 21.2%。此外，2 季度，七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口同比增速依次为 10.7%和 53.5%，较上季度分别下降 36.4 和提高 14.8 个

[3] 海关统计的贸易方式按海关监管方式进行划分，共有 15 类细项：1.一般贸易，2.国家间、国际组织无偿援助和赠送的物资，3.其他捐赠物资，4.补偿贸易，5.来料加工装配贸易，6.进料加工贸易，7.寄售代销贸易，8.边境小额贸易，9.对外承包工程货物，10.租赁贸易，11.出料加工贸易，12.易货贸易，13.保税监管场所进出境货物，14.海关特殊监管区域物流货物，15.其它商品贸易方式。本报告中一般贸易对应第 1 项，加工贸易对应第 5 和 6 项，其他方式贸易对应除去 1、5、6 项的剩余项目。2021 年 1 季度，一般贸易、加工贸易和其它贸易方式出口占总出口的比重分别为 60.3%、26.1%、13.6%。

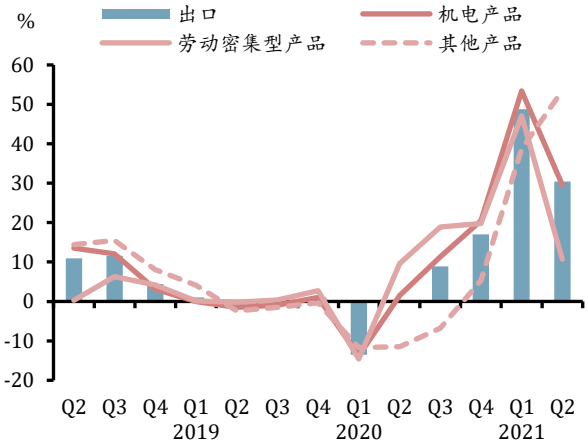
[4] 2021 年 1 季度，机电产品、七大类传统劳动密集型产品和其他产品出口占总出口的比重分别为 60.4%、17.6%、22.0%。

百分点。从贡献率上看，2 季度，机电产品、七大类传统劳动密集型和其他产品出口对总出口的贡献率分别为 56.9%、7.4%、35.7%。其中，机电产品、传统劳动密集型产品对总出口的贡献率较上季度分别减少 7.2 和 9.8 个百分点。值得注意的是，三类产品中其他产品（主要包括农产品、石油、化工、黑色和有色金属制品等）出口增速持续改善，可能与大宗商品价格快速上涨有关。2 季度，原油、铁矿石等上游原材料价格同比上涨超过 100%，标普高盛商品指数涨幅达 75.4%。

图表 61 中国出口增速的地区和产品分布

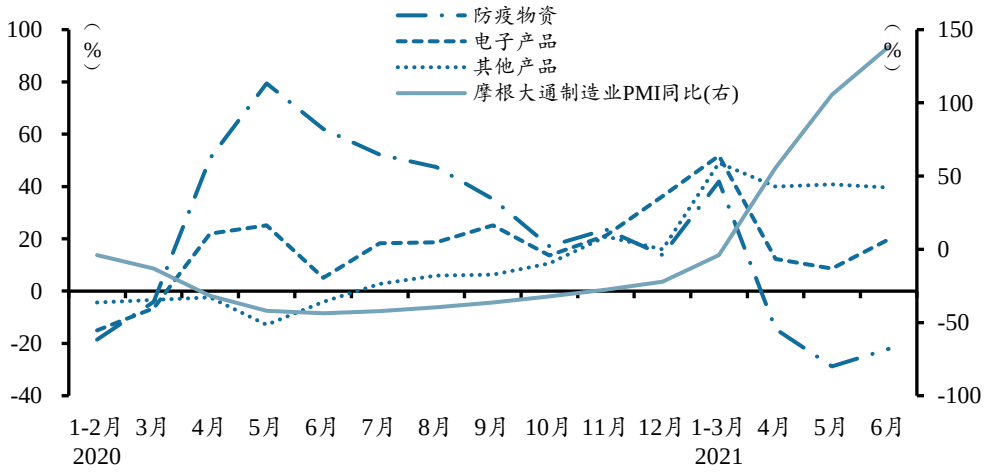


数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 62 抗疫物资、电子产品与其他产品出口增速



数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

从与疫情的关系看，防疫物资出口同比大幅回落，其他产品出口增速保持高位。根据中国海关总署统计的重点商品出口数据，我们将

从与疫情的关系看，防疫物资出口同比大幅回落，其他产品出口增速保持高位。

中药材及中式成药、纺织纱线、织物及制品、医疗仪器及器械归为抗疫物资[5]，将集成电路和自动数据处理设备及其零部件归为电子产品。4-6 月，抗疫物资出口增速为-26.7%，较上季度回落 68.6 个百分点；电子产品出口增长 12.2%，较上季度下降 39.5 个百分点；其他产品出口保持 40.4%的高速增长，仅较上季度小幅回落 8.7 个百分。值得注意，2 季度抗疫物资出口增速大幅回落，主要来自高基数效应的作用，而水平值仍较疫情前约高出 20%。而其他产品的高速增长则可能与低基期效应以及大宗商品价格上涨有关。

中国出口由外需和出口市场份额决定。

中国出口由外需和出口市场份额决定。从定义式看，中国的总体外部需求增速（不含中国的全球进口增速），与中国出口产品在全球市场上的份额增速（同样不包含中国市场），两者之和大致决定了中国出口增速。这两项数据均来自中国贸易伙伴提供的数据，有利于排除虚假高报的干扰。

预估 2 季度外需继续向好。

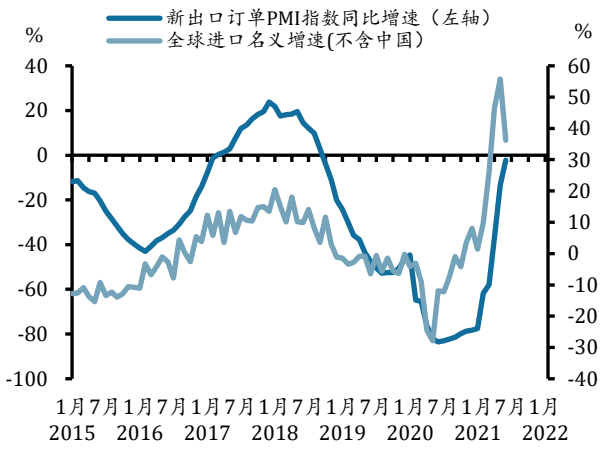
预估 2 季度外需继续向好。一方面，全球制造业 PMI 指数滞后一期较上季度继续提高 1.8 个百分点，预示 2 季度外需增速较上季度将提高。2016 年 1 月至 2021 年 3 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期值与来自 WTO 提供的不含中国的全球进口增速（外需增速）的相关系数为 0.83，能较好地预见外需增速的变化。2021 年 4 月至 6 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数滞后一期分别为 55、55.9、56，平均值为 55.6，较前 3 个月提高 1.8 个百分点。另一方面，新出口订单 PMI 指数同比[6]仍录得负值，但降幅加速收窄。2016 年 1 月至 2021 年 3 月，中国新出口订单 PMI 指数同比增速与外需增速的相关系数为 0.70，表明中国新出口订单 PMI 指数能较好地预见外需增速的变化。2021 年 4 月至 6 月，中国新出口订单 PMI 指数同比增速依次为-36.7%、-13.3%、-2.1%，较前 3 个月提高 48.4 个百分点。然而，值得注意的

[5] 文中抗疫物资统计为窄口径，未包含抗疫物资生产使用的化工、塑料或橡胶材料等产品。这主要受到最新月度贸易数据公布的商品类别限制，且准确识别所有与抗疫相关物资需要细分至 HS-6 位码贸易数据。

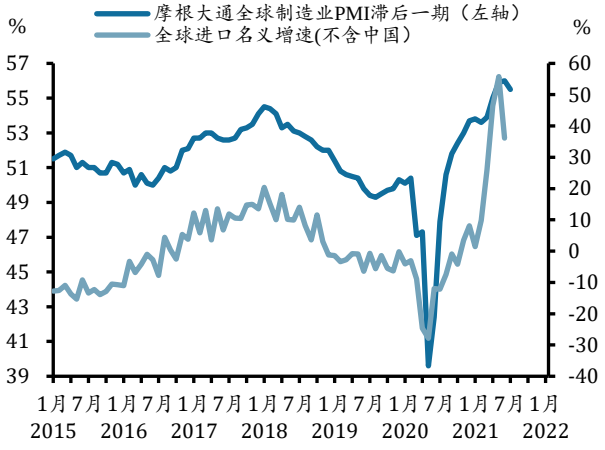
[6] 由于 PMI 指数的统计口径为环比，因此需要先经过定基指数处理后再计算其同比变化。

是，5-6 月出口新订单指数连续低于荣枯线，或预示外需复苏仍存不确定性。

图表 63 预估 2 季度外需继续向好



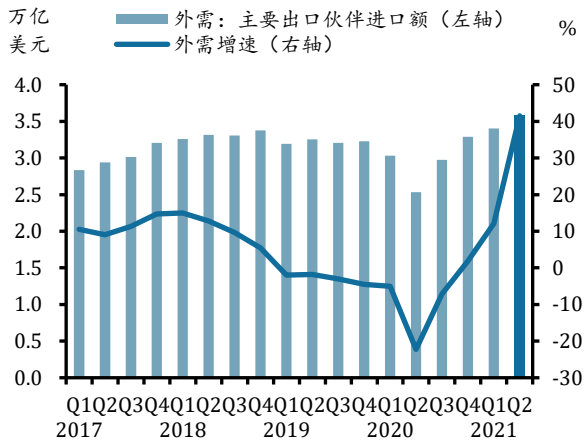
数据来源：WTO、中国海关、世界经济预测与政策模拟实验室。



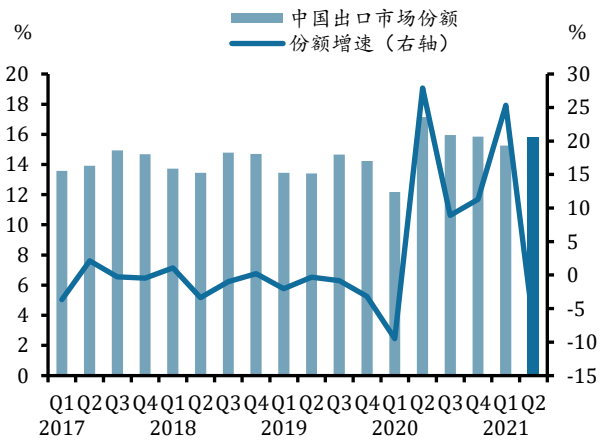
数据来源：WTO、Wind、世界经济预测与政策模拟实验室。

注：全球进口名义增速（不含中国）根据 WTO 数据计算，其中 2021 年 4 月基于已披露数据国家计算，5-6 月值由于 WTO 中大多数国家暂未公布，为根据全球摩根大通 PMI 指数、新出口订单 PMI 指数得到的估计值。

图表 64 预计 2 季度中国出口产品市场份额保持高位



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

注：中国的贸易伙伴选择了美国、欧盟、东盟、日本、韩国、印度、俄罗斯、澳大利亚、中国台湾、巴西、加拿大、沙特和南非。2020 年，中国对这 13 个地区再加上香港的出口接近总出口的 82%，由于中国对香港的出口绝大部分是转口贸易，因此上图中的贸易伙伴不包括香港。中国出口市场份额为以上 13 个贸易伙伴的总进口中国产品的比例，这些伙伴的总进口额为中国出口面临的外需，相关数据由各伙伴国提供。图中 2021 年第 2 季度外需和出口市场份额为估计值。中国主要贸易伙伴进口增速与中国在其市场份额增速之和大致决定了中国出口增速。

预计 2 季度中国出口产品市场份额保持高位，但由于去年基数水平过高，出口市场份额仍将拖累出口下降 7.6%。

预计 2 季度中国出口产品市场份额保持高位。出口产品市场份额能够反映一国产品在国际市场上的竞争力。从历史数据看，中国出口产品市场份额的季度指标在 2015 年 3 至 4 季度上升到 14.8%的高位后进入窄幅波动期。这一时期出口市场份额时间序列的变化主要来自季度差异。然而，受新冠肺炎疫情和各国纾困、刺激政策的影响，中国出口市场份额表现偏离历史规律。2020 年 1 季度国内企业生产活动不同程度停摆，导致 1 季度中国出口产品市场份额的下降至 12.2%，显著低于历史上 1 季度的平均水平（13.6%）。而 4 月以后海外疫情快速蔓延，叠加纾困和刺激政策作用，海外需求和供给缺口放大，中国率先复工复产并填补海外供给不足。在这一作用下，2020 年 2 季度中国出口产品份额大幅反弹至 17.2%，超出历史平均水平 3.6 个百分点。6 月以后，海外疫情逐步得到控制，主要经济体重新开放经济，2020 年 3 季度-2021 年 1 季度中国出口市场份额从 16.0%连续回落至 15.3%，仍较历史平均水平高出约 1 个百分点。考虑到 2 季度印度等亚洲国家疫情反弹，中国出口市场份额或将小幅反弹至 15.8%，但由于去年基数水平过高，出口市场份额仍将拖累出口下降 7.6%。从国别看，4 月中国在美欧市场份额回落，而在东盟、日韩、印度、俄罗斯等疫情反弹国家市场份额不同程度回升。长期来看，随着疫苗普及取得积极进展，全球疫情将逐步得到有效控制，届时中国出口市场份额预计将再度回落到正常水平（主要呈现季节差异）。

三、中国进口加速回暖

1-6 月进口增速超出长期增长趋势。

中国海关数据显示，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%。1-6 月进口增速超出长期增长趋势。以 2019 年为基期、2011-2019 年月度出口累计同比增速的平均值作为长期趋势

值，则 2021 年我国进口同比需增长 22.0%方可回归 2011-2019 年的长期趋势水平（5.7%），而 1-6 月我国进口实际累计增长 36.0%，明显高于回归趋势水平所需增速。值得注意的是，价格因素对进口增速的拉动作用明显增强。基于海关总署公布的重点进口商品量值表估算，4 月进口同比增速中约 34.1%来自价格因素，5 月则上升至 56.7%。

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通提高。

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通提高。具体而言，从欧盟、韩国、东盟、中国香港、巴西、印度和俄罗斯进口增速较上季度提高 5.9-125.0 个百分点。其中，从韩国进口增速涨幅最小，从中国香港进口涨幅最大，从东盟和欧盟进口增速涨幅在 10 个百分点左右。尽管从美国和中国台湾进口增速回落，但仍分别保持在 43.0%和 29.2%的高位。特别地，根据彼得森国际经济研究所，2021 年 1-5 月中国自美国实际进口额占一阶段协议目标的 29.4%，其中农产品、制成品和能源产品完成度分别为 43.1%、25.2%、17.7%。

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，或与春季拍卖、虚假贸易等有关。

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，2 个月累计进口额分别为 13.3 亿美元和 143 万美元，同比增速分别为 962%、95%。一种可能是，香港春季拍卖会导致资本流出。据新闻数据推算苏富比、佳士得、嘉德、保利 4 家主要拍卖会成交额在 11 亿美元左右。但参加拍卖会缴纳的竞拍保证金（200 万以内）远低于商品估价，同时拍卖最终成交仍需持续较长一段时间（半年甚至一年）。此外，从历史经验看，历年的春季拍卖会 4-5 月内地自港进口并未出现跳跃性上升，同时大型拍卖会多导致艺术品和收藏品进口突增，而非珠宝和贵金属，如 2013 年秋季苏富比。因此春季拍卖会无法完全解释 4-5 月内地自港进口的大幅上升。另一种可能是，借道香港进行虚假贸易，以将境内人民币资产换成美元流出。3 月，全国人大表示将围绕反制裁、反干涉、反制长臂管辖等加快推进涉外领域立法，这可能会导致部分反制裁、合规风险较大的机构短

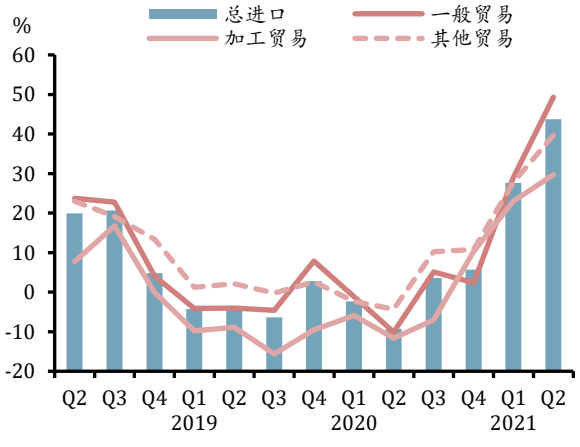
期资金流出需求增加。但考虑到疫情期间中国经济形势相对更好，虚假贸易、资金流出应为暂时现象。

图表 65 中国进口增速的地区分布（单位：%）

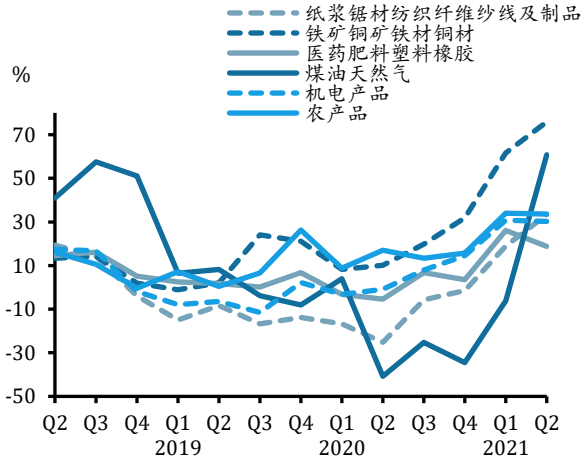
国家	总进口	美国	欧盟	日本	中国香港	东盟
2021 年 2 季度	43.7	43.0	44.3	26.4	129.7	42.2
较上季度变化	16.1	-26.5	11.3	-1.8	125.0	9.2
国家	韩国	印度	俄罗斯	巴西	中国台湾	其他
2021 年 2 季度	28.3	73.6	47.2	52.0	29.2	50.6
较上季度变化	5.9	9.4	48.3	38.8	-11.9	31.3

从贸易方式[7]看，2 季度，一般贸易进口同比增长 49.3%，较上季度提高 20.3 个百分点；加工贸易进口同比增长 29.7%，较上季度提高 6.7 个百分点；其他贸易方式进口同比增长 39.7%，较上季度提高 11.9 个百分点。加工贸易增速持续显著改善，可能反映了在全球疫情形势总体向好、美国贸易政策回归理性和规则的背景下，以加工贸易为代表的全球价值链活动前景有所改善。从贡献率上看，一般贸易、加工贸易和其他贸易方式对 2 季度进口变动的贡献率分别为 68.7%、12.9%、18.4%。分产品看，各类产品进口增速均回升，但煤-油-天然气同比仍负增长。

图表 66 中国进口增速的贸易方式和产品分布



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

说明：2016 年 1 月中国海关将天然气纳入进口重点商品表中。因此，2016 年之前，煤-油-天然气产品同比增速为不包含天然气的进口同比变化。

[7] 2021 年 1 季度，一般贸易、加工贸易和其它贸易方式进口占总进口的比重分别为 62.3%、18.4%和 19.3%。

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。

分产品[8]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，机电产品进口增速较上季度减少 0.6 个百分点，同比增速为30.2%，机电产品中高新科技产品进口同比增速较上季度回落 3.1 个百分点至 27.7%。农产品进口同比增速与上季度几乎持平，医药-肥料-塑料-橡胶进口同比增速较上季度下降 7.3 个百分点，而铁矿-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同比增速较上季度大幅提高 14.3、67.0 和 14.5 个百分点。从贡献率上看，2 季度，机电产品、煤-油-天然气对总进口的贡献率分别为 32.5%、14.7%。其中，机电产品对总进口的贡献率较上季度减少 14.6 个百分点；煤、油、天然气的贡献率则提高 18.6 个百分点。总体上看，铜、铁、油等大宗商品是带动进口加速回暖的主要原因。价格因素主导大宗商品进口增长。4-6 月，铁矿砂、铜矿砂、原油和钢材进口数量同比增速分别为-2.3%、-12.5%、-14.2%和-12.9%，而 4-6 月其价格同比依次上涨 94.8%、81.8%、134.8%和 75.3%。

四、经常账户顺差收窄、占 GDP 比重下降

2 季度，货物贸易顺差同比下降。服务贸易逆差规模降幅收窄。

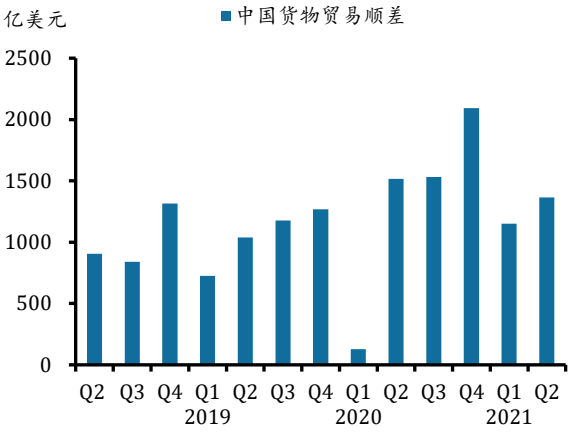
2 季度，以人民币计，中国货物贸易顺差额为 8828 亿元，同比下降 17.4%；以美元计，顺差总额为 1365 亿美元，同比下降 10.0%（上季度增速为 809%）。其中，4、5 和 6 月货物贸易差额分别为 429、455 和 515 亿美元。从贸易方式看，2 季度，一般贸易差额为 775 亿美元，较去年同期下降 114 亿美元；加工贸易差额为 763 亿美元，较去年同期下降 22 亿美元；其他贸易逆差为 139 亿美元，较去年同期增加 12 亿美元。

服务贸易逆差规模降幅收窄。4-5 月，中国服务贸易逆差为 155 亿美元，同比下降 18.0%，降幅较上季度收窄 34.7 个百分点。其中，

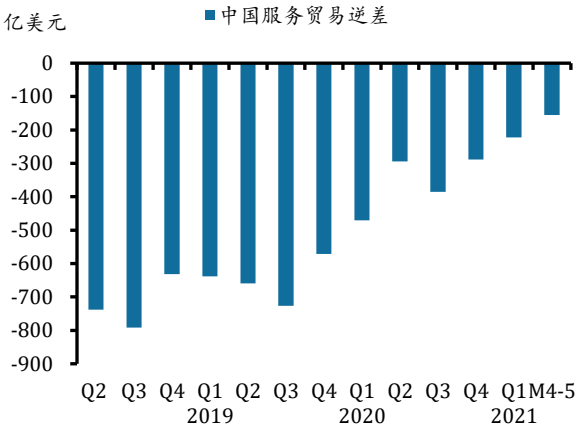
[8] 2021 年 1 季度，农产品、铁矿-铜矿-铁材-铜材、煤-油-天然气、医药-肥料-塑料-橡胶、纸浆-锯材-纺织纤维纱线及制品、机电产品进口占总进口的比重依次为 8.4%、10.3%、12.6%、5.0%、2.1%、43.3%。

境外旅行服务逆差为 137 亿美元，同比提高 2.2%，增幅扩大 43.9 个百分点。运输服务逆差为 34 亿美元，同比下降 23.1%，降幅收窄 46.7 个百分点。保险和养老金服务逆差为 19.4 亿美元，同比提高 19.2%，增幅下降 11.6 个百分点。

图表 67 中国货物贸易顺差及服务贸易逆差



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

4-5 月中国经常账户占 GDP 比重预计降至 1.5%左右，未来或将继续回落。

据国家外汇管理局统计，2021 年 4-5 月，以人民币计，中国货物贸易顺差为 4906 亿元，服务贸易逆差为 1003 亿元，即贸易贡献的经常账户盈余为 3902 亿元。考虑到 2020 年初次和二次收入赤字约为贸易盈余的 25%，同时 2 季度名义 GDP 增速在 13.6%左右，则 4-5 月中国经常账户占 GDP 比重预计降至 1.5%左右。与此相比，2021 年 1 季度，中国货物贸易顺差 7696 亿元，服务贸易逆差 1439 亿元，经常账户盈余 4503 亿元，占 GDP 的 1.8%。这意味随着疫情防控形势向好、国际交往逐步恢复，特别是在近期大宗商品价格快速上涨压力下，中国经常账户占比已出现回落。按人民币不变价计，2021 年 1 季度，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献为 2.2 个百分点，高于去年同期-1.1 的百分点贡献度。

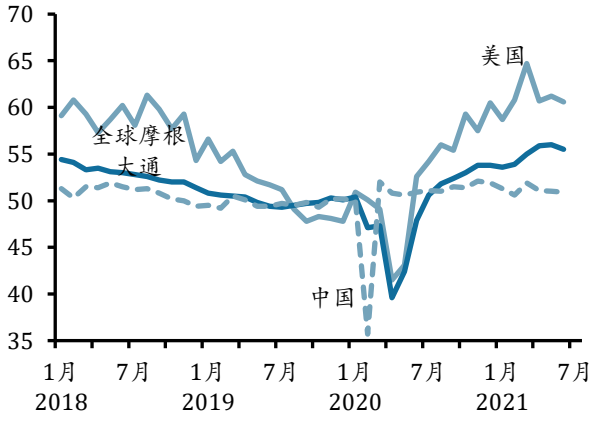
五、外贸展望

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。

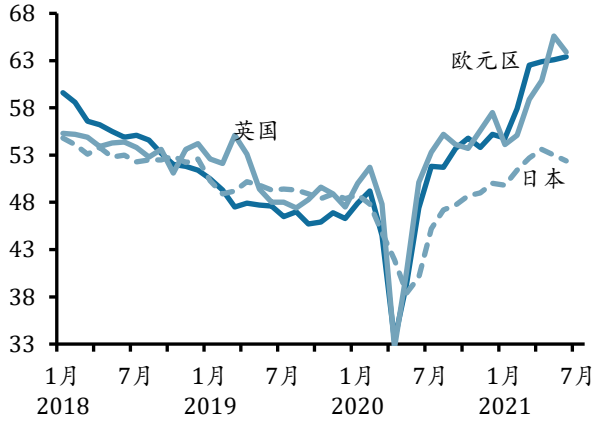
预计下半年中国出口同比增速仍将呈现回落态势，但水平值依然将处于近年来的历史高位。三方面因素将拖累中国出口增速提升。第一，从基期效应看，2020 年下半年出口连续超预期，2021 年下半年出口同比回落压力较大。第二，从需求层面看，随着疫苗接种加速、疫情形势好转，美欧等发达经济体有望在下半年实现“群体免疫”，但世界范围的“群体免疫”仍要 2-3 年，世界经济仍将呈现渐进而不平衡的复苏。更重要的是，美欧等后续需求恢复以服务消费为主，而非我国出口具备优势的商品贸易。此外，由于通胀压力快速上升，美欧等国家宏观政策扩张力度下降，美联储货币政策甚至存在提前收紧风险。

第三，从供给层面看，疫情错位带来的供给替代作用总体回落。尽管变异病毒使得新兴市场供应能力下降，并可能提高全球实现“群体免疫”的疫苗接种率门槛，但现有疫苗对变异病毒总体上仍然有效。随着发达经济体临近“群体免疫”，全球疫苗分配还有望向新兴经济体倾斜。此外，美欧生产秩序和供给能力的恢复也将在一定程度上弥补新兴市场供给能力的下降。中国出口市场份额仍有望在一段时间内维持高位，但在高基数效应下，其对中出口的拉动作用已经走弱、甚至转负。

图表 68 全球及主要经济体制造业 PMI



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。



数据来源：Wind，世界经济预测与政策模拟实验室。

图表 69 中国外贸数据概览

1.外贸总体	（美元同比/%、亿美元）			（美元同比/%、亿美元）		
	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2018	2019	2020
出口	17.0	48.8	30.4	9.9	0.5	3.6
进口	5.7	27.6	43.7	15.8	-2.8	-1.1
出口额	7850	7098	8086	24870	24984	25904
进口额	5757	5947	6721	21359	20769	20567
货物贸易余额	2093	1151	1365	3511	4215	5337
2.地区出口	（美元同比/%）			（规模/亿美元）		
	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2020Q4	2021Q1	2021Q2
出口	17.0	48.8	30.4	5882	6355	3721
美国	34.3	74.8	22.7	1423	1192	1339
欧盟	2	56.7	21	1132	1103	1229
中国香港	14.4	47	32.1	893	733	836
日本	6.5	30.8	9.4	393	387	413
东盟	12.2	36.5	38.5	1180	1051	1207
俄罗斯	6.7	42.8	35	148	131	159
3.贸易方式	（美元同比/%）			（规模/亿美元）		
	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2020Q4	2021Q1	2021Q2
一般贸易出口	21.8	53.7	34.5	4617	4282	5003
加工贸易出口	7.8	36.9	14.4	2163	1852	1911
其他贸易出口	17.7	53.0	44.5	1092	966	1179
一般贸易进口	2.4	29	49.3	3352	3692	4227
加工贸易进口	10.3	23	29.7	1217	1091	1148
其他贸易进口	10.8	27.8	39.7	1184	1147	1318

数据来源：CEIC 数据库。