

全球宏观经济季度报告

总览：2021 年秋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 中国社会科学院国家全球战略智库

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、中国社会科学院国家全球战略智库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 中国社会科学院国家全球战略智库

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 |
| | 李寒蒙 | 科研助理 | | |

联系人：李寒蒙

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、中国社会科学院国家全球战略智库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 3 季度中国外部经济环境总览

——2021 年秋季全球宏观经济运行与分析

1. 3 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数下行，显示中国外部经济复苏势头放缓。主要经济体经济修复形势呈现分化。美国制造业 PMI 维持高位，总体需求相对旺盛，而欧元区、日韩、金砖国家等制造业 PMI 指数较高峰时期均出现不同程度回落。
2. 3 季度，美国经济复苏速度放缓，随着补贴政策渐退，个人收入承压，消费支出增速进一步放缓。欧元区经济活动也现放缓迹象，制造业和服务业动能双双减弱，消费者和投资者信心走势震荡。日本经济继续保持弱复苏态势，服务业恢复较差。
3. 大宗商品供需持续失衡，不同商品间显著分化。由于短期内需求复苏较快，叠加极端天气等因素影响，在供给弹性较弱的情况下，能源市场供不应求。有色金属价格维持韧性，铜价高位震荡、铝价大幅走高，铁矿石价格高位跳水。农产品价格涨跌不一。
4. 3 季度，全球金融市场运行总体平稳。流动性充裕，Ted 利差处在历史低位，主要经济体货币市场保持平稳。主要发达经济体十年期国债收益率宽幅波动，美债期限利差止跌回升，股市整体上涨、但季末出现回调。美元升值，主要经济体货币贬值，人民币汇率相对稳定。
5. 全球疫情总体形势暂时缓和，但疫情“双轨化”趋势明显。变异病毒和疫苗不平等使得疫情在接种疫苗和未接种疫苗的人群、疫苗接种率较高和较低的国家间呈现“双轨大流行”特征。疫情加大新兴经济体与发达经济体的“开放”和“修复”落差。
6. 警惕美联储 Taper 后美元流动性收紧可能带来系列货币金融风险。美联储预计将于 11 月宣布、12 月实施减少资产购买。美国长期名义利率可能出现趋势性反弹，并对美股等美元核心资产价值造成冲击，加速金融脆弱性较高的新兴经济体资本流出。
7. 能源价格上涨和供应短缺压力或进一步加剧。9 月以来，欧美能源价格创历史新高，随着冬季到来本轮能源危机或进一步发酵。在全球碳中和的大背景下，传统能源产能将逐步萎缩，而新能源供给尚不稳定且还不能完全填补缺口，未来能源危机爆发

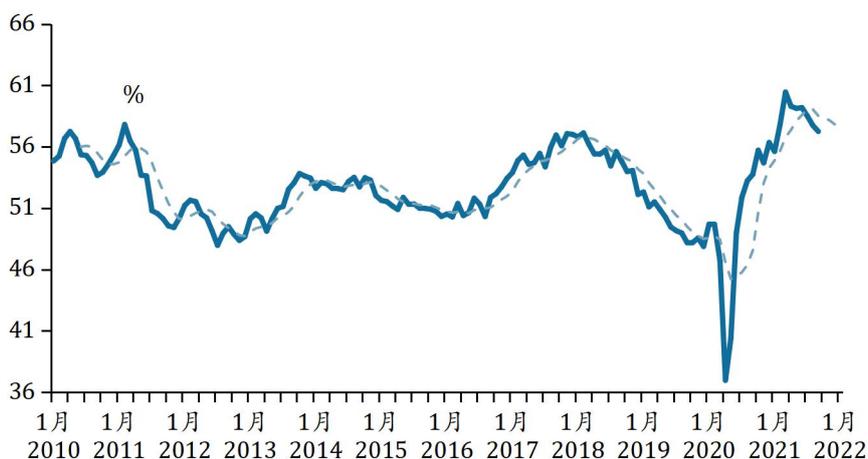
可能更加频繁。

- 警惕离岸市场美元债由局部违约转化为行业风险。在房地产调控升级、房价下跌、销售收入下降和土地流拍上升的行业大背景下，中资美元债市场遭遇一级市场违约和二级市场抛售的双重危机。

一、 全球经济复苏放缓，国别经济前景依旧分化

2021年3季度以来，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数明显下行，从6月的 59.2% 回落至9月的 57.2%，较3月最高水平已回落 3.3 个百分点，这显示中国外部经济复苏势头放缓。此外，主要经济体经济修复形势仍呈现分化态势。美国经济景气程度维持高位，9月 ISM 制造业 PMI 指数录得 61.1%，总体需求相对旺盛，而欧元区、日韩、金砖国家等制造业 PMI 指数较高峰时期均出现不同程度回落。

图表 1 中国外部经济综合 CEEM - PMI



美国经济复苏放缓。受疫情反弹拖累，美国3季度经济复苏速度放缓。7-8月美国制造业 PMI 分别为 59.5 和 59.9，非制造业 PMI 分别为 64.1 和 61.7。美国制造业 PMI 维持在高位，延续复苏态势。产出和新订单继续扩张，价格水平和就业有所回落，表明美国需求仍相对旺盛，供给瓶颈仍是制约经济复苏的重要因素。补贴政策渐退，个人收入承压，消费支出增速进一步放缓。7月美国个人收入、个人消费支出同比增速分别回落至 2.7% 和 12%，美国个人储蓄率继续回归常态。房地产保持高景气，制造业补库存意愿充足。美国住房需求依然强劲，但价格上涨对需求的抑制作用开始显现，房地产补库存

意愿强劲。低利率和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，并有望推动美国房地产投资和开工持续增长。对外贸易增速放缓，贸易逆差有所收窄。失业率下降，就业市场不均衡复苏。8月失业率环比下降0.2个百分点至5.2%，劳动参与率环比持平为61.7%。但就业市场复苏不均衡，白人恢复速度最快，西班牙裔或拉丁美洲裔居中，黑人或非洲裔较慢。通货膨胀上行速度放缓。美联储主席鲍威尔再次强调高通胀只是暂时的，但由于住房价格上涨、租金价格上涨、工资上涨、以及阻碍供应链复苏的因素短期内难以完全消退等，通胀中枢可能会明显高于疫情前水平。

金融市场风险不容忽视。参考历史经验，美国经济增长短期内不会出现拐头迹象，叠加财政刺激计划和宽松货币政策退出预期，4季度美国长期国债收益率存在进一步上行动力。但是，当美联储正式启动Taper，将压制经济增速和通胀预期，美国长期国债收益率可能掉头下行。美国经济喜忧参半、Delta病毒在欧美非同步扩散、美联储关于宽松货币政策退出态度不明朗，这导致美元指数整体维持震荡行情。美股存在回调风险。在无形的催化因素下，美股进一步上行空间有限，并且各类风险却在逐步积聚。

财政刺激计划存在不确定性，货币政策维持宽松。基建计划表决推迟，3.5万亿美元支出计划可能缩减。美国的财政刺激计划面临着资金困难，美国众议院正式公布了新的增税草案，但该草案存在较大争议，能否为基建计划提供充足资金也尚有待验证。美联储维持货币政策不变。美联储在2021年9月议息会议中宣布维持联邦基金利率、资产购买节奏、准备金利率和隔夜逆回购利率不变。美联储进一步释放Taper信息。美联储主席鲍威尔表示年内可能开始启动Taper，预计将于明年年中完成Taper。加息时点前置，但首次加息时点存在不确定性。美联储点阵图显示，预计2022年至少加息1次的委员有9位，17位认为2023年联储至少加息1次。这表明美联储内部对2023年加息达成一致意见，但对于2022年是否加息分歧较大。

欧元区经济再现放缓迹象。3季度欧元区19国综合PMI较前一度提升，但按月度来看欧元区综合PMI在3季度已现冲高回落迹象。3季度欧元区制造业PMI较前一季度小幅收缩，表明在疫情反复以及供应瓶颈的影响下，欧元区制造业动能减弱。工业产出方面，欧元区工业生产指数在7月达到一个小高峰（103.4），环比上升1.5%，同比增长7.7%，基本恢复至疫情爆发前水平。非耐用品、资本品产出环比增幅较大，耐用品和中

间品产出环比增长较小，能源品产出环比下降 0.6%。受疫情升温影响消费者信心震荡，显示出消费者对经济前景不确定性的担忧，7 月份欧元区的零售活动大幅放缓。2 季度欧元区固定资产投资同比增长 18.2%，但 3 季度由于担心新的防疫限制措施可能会放缓商业活动，欧元区投资者信心逐月下滑。贸易顺差小幅扩张。

通胀压力持续走高。2021 年 8 月份欧元区消费者调和价格指数（HICP）同比增长 3%，较前一个月的 2.2%再度上升了 0.8 个百分点，创近 10 年来新高。从分项来看，能源价格上涨仍然是 8 月欧元区通胀大幅上升的主要推动力之一。受供应链瓶颈问题影响，非能源工业品价格同比增长 2.6%。剔除了动性较大的能源和食品之后，8 月欧元区核心通货膨胀率为 1.6%，较 7 月显著跃升，显示欧元区的核心通胀水平在供应链问题、经济活动复苏以及基数效应的共同作用下得以提升。失业率继续下行，2021 年 7 月欧元区 19 国经季节性调整后的失业率为 7.6%，在上一个月的基础上继续下降 0.2 个百分点。

欧央行放缓 PEPP 购债速度，“下一代欧盟”复苏计划落地。欧央行 9 月货币政策会议，维持三大关键利率不变，同时表示将放缓第 4 季度的紧急抗疫购债计划（PEPP）购债速度。但在时间和规模上，欧央行并未对 PEPP 进行调整，PEPP 仍将至少持续到 2022 年 3 月底，规模亦维持在 1.85 万亿欧元不变。通胀前景显著提升，是欧央行放缓购债速度的核心原因。欧央行行长拉加德表示，推动近期欧元区通胀上升的很多因素如能源价格上涨、供应链中断等都是暂时的，短期内通胀可能温和超过目标，明年通胀随着暂时性因素的消退应该会逐渐企稳。欧盟自 2021 年 8 月开始向经济复苏计划正式获得批准的成员国分发资金，此次获批的国家包括奥地利、比利时、丹麦、法国、德国、希腊、意大利、拉脱维亚、卢森堡、葡萄牙、斯洛伐克和西班牙。在欧盟财政和欧央行宽松货币政策的支持下，欧元区经济运行仍能保持在复苏轨道之上。

日本经济在“德尔塔”冲击之下，经济仍未回到疫情前。2021 年第 3 季度，日本新冠肺炎疫情再度恶化，每日新增确诊病例创下新高。进入 9 月份，本轮疫情逐渐得到控制。日本经济在第 3 季度继续保持弱复苏态势，服务业恢复较差，东京奥运会顺利举办，但对日本经济的影响较为有限。受疫情以及“戒严”的影响，日本 7-8 月服务业 PMI 明显下滑，制造业受影响相对较小、但恢复状况受到明显抑制。受基期因素影响，2021 年第 3 季度消费总额同比上涨，但距离疫前同期水平仍有差距。投资恢复相对较好，但具

有很强的结构性特征——“外强内弱”、“官强民弱”、“制造业强非制造业弱”特点依旧突出。日本对外贸易继续恢复，出口增速回落，进口同比走强，8月份贸易逆差金额创2020年5月以来新高。7月和8月的日本失业率回落至2.8%，有一定的好转。CPI同比依旧为负，但有所收窄，主要受通信费用影响。PPI同比增速上升，上游物价压力不容小觑。

金融政策大体不变，内容稍有调整。第3季度日本央行的金融政策保持延续，但是实际操作力度已经走平、并明显放缓资产购买脚步。相较于第2季度，日本银行在第3季度的资产购买力度有所加大。货币金融扩张政策中所提到的资产保有总额较第2季度末(6月末)增加1.2%。日本央行大幅减持短期国债，8月末保有额相当于6月末的89.3%，余额为2.74兆日元；“宽货币”力度明显减弱，信用有所收缩。股市先抑后扬，汇率和利率总体稳定。日本股市在第3季度呈现先低后高走势。东京奥运会期间呈现小幅下跌态势，9月份后迎来大涨，继续创下日本经济在上世纪泡沫顶点后的新高。第4季度金融市场风险值得关注，一旦美国进一步明确缩减购债计划，日本股市则面临一定向下调整压力，日元兑美元存在贬值空间。

金砖国家经济恢复压力依然很大。3季度俄罗斯经济继续保持增长，但增速将有所回落。7月俄罗斯零售总额同比增长4.7%，8月增长为5.3%，相比上一季度增速大幅回落，但仍处于较高水平。3季度消费者信心指数相比2季度下降。在外部需求不断向好的情况下，进出口继续保持增长。工业生产同比增速继续保持正增长，但增速相比2季度有所放缓。制造业PMI在3季度均维持在景气区间以下。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。不过，在大宗商品及食品价格上涨等因素推动下，俄罗斯通货膨胀率持续上升，8月达到近五年高点。

3季度巴西经济增速将有所回落。巴西经济需求不断改善，7月巴西零售总额环比增长1.2%，达到历史最高水平，连续四个月实现正增长。不过，随着失业率和通胀率的上升以及对疫情传播的担忧，消费信心指数8月、9月有所回落。巴西进出口贸易继续保持快速增长，贸易顺差继续扩大。巴西工业生产同比增速在达到4月34.8%的高点后逐步回落，7月同比增长进一步降至1.2%。目前工业生产已逐步接近疫情暴发前的水平。巴西制造业PMI继续维持在景气区间，7-9月分别为56.7、53.6和54.4。

3 季度印度经济增速将回落。在疫情冲击下，印度消费信心仍维持低位。全球经济的好转继续带动印度进出口增长，不过随着低基数效应的逐步减弱，增速也在逐步降低。7 月印度出口和进口增长分别为 49.9% 和 63%，8 月分别为 45.8% 和 51.7%，进口增速超过出口增速使印度始终维持大量的贸易逆差。印度工业生产同比增速在 4 月达到高点之后也逐步回落，7 月同比增速为 11.5%。制造业 PMI 在 3 季度均维持在景气区间，分别为 55.3、52.3 和 53.7，总体要好于 2 季度。

3 季度南非经济依然面临较大不确定性。消费者信心指数在 2 季度跌至-13 之后，3 季度重新恢复至-10，但仍弱于 1 季度，显示出对经济前景恶化的担忧。商业信心指数也从 2 季度的 50 下降至 3 季度的 43。在全球经济向好的背景下，南非对外贸易保持向好趋势，7 月和 8 月出口同比增速分别为 18.5% 和 22.3%，进口同比增速分别为 26.8% 和 27.7%，但增速也较上一季度有所下降。受疫情冲击影响，南非制造业 PMI 在 7 月和 8 月跌至景气区间以下，但 9 月重新升至 50.7，总体景气状况要弱于 2 季度。

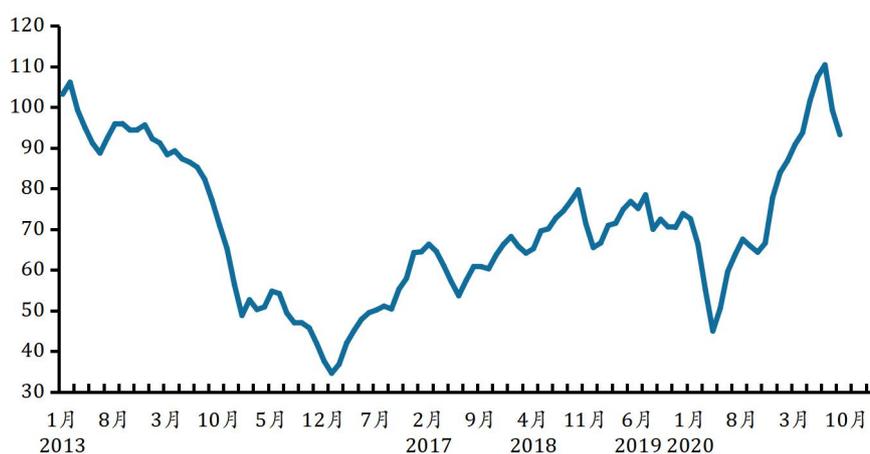
东盟韩国面临疫情加剧和量宽退出的双重阴影。3 季度，新冠疫情对区内主要发展中经济体冲击加剧。但从 3 季度末单日新增情况看，东盟主要国家的本轮疫情冲击可能已经见顶，疫情冲击最严重的时刻可能已经过去，但是除了印尼之外，其他国家的单日新增下降不算太快，疫情冲击可能进入平台期。疫情见顶之后，经济景气在除越南之外的其他经济体也触底回升。从制造业 PMI 看，主要经济体在第 3 季度经历了新冠疫情以来的二次探底，9 月除越南以外的其他经济体景气程度开始回升。本轮疫情对东盟地区的冲击很大，此前未遭遇冲击的经济体受到的景气冲击更为强烈。区内包括越南、泰国和马来西亚在内的主要开放型制造业经济体的景气程度最低，尤其是短期来看越南情况最不好，显示应对疫情的隔离措施对生产影响较大，对亚洲供应链影响显著。区内受疫情冲击较为严重的经济体增长受到拖累，较疫情之前的经济增长缺口扩大。本轮疫情导致这些国家的经济增长复苏中断，增长缺口相对上季度没有缩窄，在印尼、马来西亚和越南还有所扩大。

尽管疫情见顶、经济见底态势显现，但由于区内经济体应对疫情的能力相对较弱，疫苗的全面铺开在多数东盟国家尚需时日，预计东盟地区的疫情冲击还将持续一段时间，对制造业产出和区域供应链的负面影响也将持续。此外，美联储减少资产购买以及随后

的加息进程对区内流动性和金融稳定的影响，使本区经济体面临疫情和退出量宽的双重阴影。历史经验表明，美联储退出的负面影响不容忽视，其对本区汇率和资产价格的影响有显著的预期效应特征，且加息的影响大于退量宽的影响。

供需失衡持续，不同商品走势分化。3 季度 CEEM 大宗商品价格季度均价环比基本持平，主要得益于铁矿石价格的大幅下跌。但原油、天然气价格持续上涨，煤炭价格显著上涨，已引起全球的关注并影响实体经济。3 季度，全球油价先跌后升，走出了小 V 字型走势。原油价格在供给弹性不足、OPEC 增产缓慢而需求快速反弹的推动下持续上涨，主要原油价格突破 80 美元每桶。异常气候和飓风引起的断供推升天然气价格至有记录以来的高点，也进一步推动了原油价格上涨。能源短期供给不足在推动价格飙涨的同时，也影响了欧洲、中国等地的民众生活和工业生产。3 季度金属价格走势分化。有色金属需求韧性、供给偏紧，铜价高位震荡、铝价大涨；黑色金属整体供需紧张缓解，铁矿石价格受中国压产影响而下滑，钢价在全球经济复苏放缓背景下涨速减缓。农产品价格表现不一，CBOT 大豆玉米供需紧张格局缓解，价格大幅回调，但美豆价格依然处于近五年高位；小麦价格受极端天气减产影响上涨；国内豆粕、小麦受降雨影响，价格上涨；玉米经保供稳价一揽子措施供给改善，价格大幅回落。

图表 2 CEEM 大宗商品价格指数



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

中国进、出口增速高位回落。7-8 月，中国出口（美元）同比增长 22.4%，较上季度下降 8.3 个百分点；进口同比增长 30.6%，较上季度下降 12.9 个百分点；货物贸易顺差

总额为 1148 亿美元，较去年同期下降 26 亿美元；服务贸易逆差为 177 亿美元，同比下降 65 亿美元，经常账户顺差占 GDP 比重估计在 1.8% 左右。随着基期水平抬升，海外疫情形势好转，进、出口同比增速自然回落，但与历史数据相比仍处在高位、同时仍明显高于长期趋势。分地区看，2021 年 7-8 月中国对美国、中国香港、东盟和金砖出口增速回落，但对欧盟、日韩等出口增速提升；而从主要贸易伙伴（除俄罗斯外）进口增速普遍回落。从贸易方式看，三类贸易出口增速均继续回落，且加工贸易仍是三类中增长最慢的。分产品看，7-8 月，各类产品出口同比增速均相对上季度回落，但石油化工等其他产品出口增速降幅较小。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）出口仍保持较快增速，或与大宗商品价格维持高位有关。除农产品和能源外，主要商品进口增速回落，价格因素主导大宗商品进口增长。

二、全球金融市场：美元升值，美股季末回调

3 季度，全球金融市场运行总体平稳，主要币种货币市场稳定。全球金融市场流动性充裕，主要经济体货币市场保持平稳。受德尔塔病毒蔓延、美联储 Taper 预期升温等多因素影响，主要经济体十年期国债收益率宽幅波动、从平均值上看长期利率中枢略有下滑，个别加息的经济体除外。风险资产方面，主要发达经济体股市整体上涨，季末因美联储 Taper 预期上升以及个别风险事件暴露出现回调。汇率方面，美元升值，主要经济体货币贬值，人民币汇率相对稳定。

美元流动性充裕，美股波动略有上升。美元货币市场持续流动性过剩，美联储隔夜逆回购工具用量再创新高、单日规模超 1.19 万亿美元。美国政府债务上限的恢复，再一次加重了市场对现金的偏好。TED 利差下降至 0.05% 的极低水平。尽管流动性极其充裕，但从 VIX 指数看，美股波动性略有上升。这一方面是由于美联储 Taper 预期基本确定，另一方面也源于消费者信心指数和采购经理人指数 PMI 的表现不及不佳，美股盈利预期面临下调。当前美股泡沫化程度过高，巴菲特指数已经超过 2000 年互联网泡沫时期，海外市场的动荡也会对美股造成冲击。

美元指数上升，新兴经济体汇率普遍贬值，人民币及东南亚货币保持相对稳定。3 季度，美元指数趋势上升，由 2 季度末的 92 上升至 94 以上。其他主要发达经济体中，

日元兑美元汇率较 2 季度末贬值 1.3%、已连续三个季度贬值；英镑、欧元、澳元兑美元汇率较 2 季度末贬值 2.4%、2.6%、3.2%。因美元升值，多数新兴经济体汇率普遍贬值。从季末值上看，金砖国家货币贬值幅度较大，巴西等经济体加息对阻止汇率贬值的影响较小。巴西、南非、泰国、韩国、菲律宾的货币贬值幅度均在 5% 以上。新兴经济体中，中国及东南亚货币保持相对稳定。人民币、越南盾、印度卢比、印尼卢比的平均汇率波动均在正负 0.5% 以内。

主要经济体股市整体上涨，美股季末出现回调。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、陆续解除封锁，通胀持续抬升，主要经济体股市普遍上涨。但因主要央行货币收紧的风险上升，美股季末出现回调、主要发达经济体股市涨幅有限、远不及 2 季度。印度通胀高企，但央行囿于基本面不佳，持续不加息、维持宽松的货币政策。因低利率降低了银行存款等传统储蓄渠道的收益率，大量资金流向股市，印度股市在疫情后表现较佳。

主要经济体货币市场稳定，新兴经济体波动较大。3 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。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，季内波幅接近 50bp。为应对资本外流和通货膨胀，俄罗斯年内连续五次加息、3 季度加息两次，将关键利率从 2 季度末的 5.5% 提高至 6.75%，货币市场利率进一步抬升。

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 | 92.76 | 91.01 | 1.93% | 标普 500 | 4422.34 | 4181.42 | 5.76% |
| 日元 | 1.18 | 1.2 | -1.77% | 德国 DAX | 15658.01 | 15386.35 | 1.77% |
| 欧元 | 110.07 | 109.47 | -0.55% | 日经 225 | 28558.32 | 28977.11 | -1.45% |
| 人民币 | 6.47 | 6.46 | -0.17% | 上证综指 | 3544.85 | 3510.65 | 0.97% |
| 雷亚尔 | 74.11 | 73.76 | -0.47% | 巴西 IBOVESPA | 120123.5 | 123466.3 | -2.71% |
| 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 | 0.08 | -0.69 | 美国 | 1.33 | 1.59 | -26.12 |
| 欧元 | -0.58 | -0.58 | -0.30 | 欧元区 | -0.36 | -0.19 | -16.77 |
| 日本 | -0.09 | -0.09 | 0.05 | 日本 | 0.03 | 0.08 | -4.82 |

| | | | | | | | |
|----|------|------|-------|----|-------|------|--------|
| 中国 | 2.18 | 2.18 | -0.61 | 中国 | 2.91 | 3.13 | -22.45 |
| 印度 | 3.16 | 3.16 | -0.31 | 巴西 | 10.11 | 9.21 | 89.83 |

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分化。3 季度，美国、德国、欧元区、日本十年期国债收益率呈现宽幅波动，总体来看利率先降后升，季末收益率与上季末持平、甚至略有下降。因通胀和资产价格上升，韩国央行加息，十年期韩国国债收益率也顺应上升。巴西央行为抑制通胀、遏制货币贬值进一步加息，3 季度加息 200bp 至 6.25%，巴西十年期国债收益率也上升逾 200bp。因德尔塔病毒、水灾、台风、限电停产、房地产债务风险、政策刺激不及预期等因素，中国经济增长预期下滑，中国十年期国债收益率大幅下滑。3 季度末，中国十年期国债收益率下行至 2.87%，较上季末下降 20bp。

美国实际利率抬升，美债收益率曲线期限利差止跌回升。9 月底，十年期美债收益率为 1.52%，较 7 月底抬升 25bp 以上，回归至 6 月中旬的水平。此轮美国十年期国债收益率的回升主要源于实际利率的回升，而非通胀预期的抬升。7 月底-9 月底，美国十年期实际国债收益率由 -1.16% 上升至 -0.85%，上升幅度接近 30bp；与此同时，十年期国债隐含通胀预期由 2.4% 下降至 2.37%，波动极小。从收益率曲线形态上看，期限利差也于 7 月底开始走阔。2021 年 9 月，美国国债收益率曲线期限利差（10 年期-2 年期）为 1.24%，较 7 月底上升逾 20bp。一般来说，期限利差的回升多与经济增长预期上升有关。

三、 展望与对策

变异病毒和疫苗不平等使得主要经济体经济前景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：

全球疫情总体形势暂时缓和，但疫情“双轨化”趋势明显。6 月中旬以来，随着德尔塔变异毒株蔓延，全球疫情进入第三波发展阶段，部分国家升级防疫措施并考虑启动加强针接种计划。8 月中旬以来，全球新增确诊病例触顶回落，截至 10 月 7 日全球 7 日平均新增确诊降至 41.7 万例。但变异病毒和疫苗不平等使得疫情在接种疫苗和未接种疫苗的人群、疫苗接种率较高和较低的国家间呈现“双轨大流行”特征。疫苗接种率较高

的美、德、英、法等国家，疫情较为稳定并逐步放松防疫措施，而疫苗接种率较低的东欧国家以及亚洲新兴市场，疫情形势仍较为严峻，并对其产业链和经济复苏形成制约。根据 Our world in data 数据库，截至 10 月 10 日，除智利、中国、土耳其等少数国家外，大部分新兴经济体疫苗接种率（完全接种）不到 50%，而肯尼亚、埃塞俄比亚等非洲国家甚至不足 10%。疫情加大新兴经济体与发达经济体的“开放”和“修复”落差，对新兴经济体涉外产业和全球产业链位置产生显著负面影响。由于疫情导致的封锁升级、停工停产、劳工短缺、出口限制（主要针对农产品）等问题，全球供需失衡问题仍较为严峻，棕榈油、原油等上游原材料价格飙升，全球物流成本快速上升并维持高位，全球产业链供应链受到明显冲击。此外，随着秋冬季节的到来，还需警惕全球疫情再度反弹。

关注美联储 Taper 可能带来的系列货币金融风险。基准情形下，美联储预计将于 11 月宣布、12 月实施减少资产购买。美国通胀率高企，为了避免通胀预期的自我实现，美联储需要兑现其在议息会议中释放出的预期，最迟美联储也应该将于 12 月给出 Taper 的明确信号。非农就业不及预期并不会影响美联储减少购债。如果美联储以 150 亿美元/月的速度减少对金融资产的购买（其中 100 亿美元国债，50 亿美元 MBS），Taper 将于 2022 年 7 月结束，整个过程将持续 8 个月。美联储此次 Taper 预期释放充分，理论上资产价格已经提前对 Taper 预期进行定价。但需要注意的是，当前美债长期利率仍处在低位，在量化宽松的流动性支持下并未趋势性抬升。一旦美联储实施 Taper，美元对金融体系的流动性供给下降，同时美国财政若继续发力，美国长期名义利率可能出现趋势性反弹，这将与美国政府债务形成负反馈，并对美股等美元核心资产价值造成冲击，同时加速金融脆弱性较高的新兴经济体资本流出。此外，供给因素是此次通胀抬升的重要因素之一。如果美联储 Taper 依然未阻止通胀抬升，部分商品价格可能以更快的速度螺旋式上升。

警惕能源危机引扩散蔓延，有关大宗商品价格上涨和供应短缺压力或进一步加剧。9 月以来，欧美天然气、动力煤和电力等能源价格纷纷创下历史新高。受此推动，多国电力价格也刷新历史记录。能源及电力价格的飙涨，使美欧居民生活成本激增，部分企业更是被迫停产。短期看，随着冬季到来，整体用电将出现季节性回升，叠加传统能源品供应难明显扩张，本轮能源危机或将进一步发酵。中长期而言，在全球碳中和的大背

景下，传统能源将呈现产能日益萎缩的趋势。与此同时，风力和水力发电等绿色新能源供给波动较大。考虑到能源存储和输送系统的更新迭代还需要时间，未来能源危机的爆发可能更加频繁。此外，在全球经济一体化下，欧美能源危机可能通过大宗商品价格上涨渠道向全球蔓延。为了优先保证国内供应，包括俄罗斯、美国、日本在内的多个经济体，均表示考虑收紧部分能源品的出口。由于全球天然气和动力煤价格上涨，巴西、印度等新兴经济体也出现电价暴涨和电力缺口扩大的困境。

警惕离岸市场美元债由局部违约转化为行业风险。在房地产调控升级、房价下跌、销售收入下降和土地流拍上升的行业大背景下，中资美元债市场遭遇一级市场违约和二级市场抛售的双重危机。首先，离岸市场在 2017 年后已经超过境内债券市场，成为房地产企业的重要融资渠道，许多境内没有发债条件的公司选择绕道离岸发债，部分公司面临过度举债风险。其次，恒大信用事件和花样年控股无先兆违约让市场的担忧情绪持续升级，引发了房地产离岸高收益债券的大幅抛售。再次，二级市场抛售引起的价格暴跌可能触发一级市场的提前偿债条件，加剧房地产企业的现金流压力，甚至导致违约风险的暴露。最后，在政策影响和避险情绪下，境内金融机构如对房地产市场采取超预期、不加区分的融资限制，则可能引起风险的由局部向全行业传染蔓延。

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。下半年随着出口增速回落，我国经济将面临更多挑战。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。稳慎落实“双碳目标”的有关政策，尽量避免过于激进的能源结构转型冲击。

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，加强全市场宏观审慎管理，防范化解系统性金融风险。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。此外，应允许过度举债、基本面薄弱企业的风险暴露，用市场力量推动行业重组，向更健康的方向发展；避免政策一刀切，应允许金融机构甄别不同风险的房地产企业，对于经营稳健、基本面良好的房地产企业维持正常的金融产品供给，加强房地产政策制定部门之间的协调，避免政策叠加给行业带来超预期的系统性风险。

专题报告预览

美国：经济复苏放缓

受疫情反弹拖累，美国3季度经济复苏速度放缓。3季度PMI延续复苏态势，补贴政策渐退，个人收入承压，消费支出增速进一步放缓。房地产保持高景气，制造业补库存意愿充足。对外贸易增速放缓，贸易逆差有所收窄。就业复苏取得进一步进展，不均衡复苏问题仍值得重视。通货膨胀上行速度放缓。展望未来，Taper临近，加息时点前置，美国长期国债收益率有望阶段性上升，美元指数或缺乏持续上涨动能，美股将存在回调压力。

欧洲：经济再现放缓迹象

2021年3季度欧元区经济活动再现放缓迹象，PMI冲高回落，逐月下行至5个月以来的最低点，制造业和服务业动能双双减弱，但仍处于扩张区间。受德尔塔变异病毒的影响，欧元区消费者和投资者信心走势震荡，但家庭消费支出、固定资产投资、贸易帐盈余整体表现稳定，失业率亦温和下行。与此同时，在能源价格飙升和供应链瓶颈的推动下，区内通胀水平持续走高，创10年以来的最高纪录。面对通胀压力，欧洲央行虽放缓了PEPP购债速度却依旧坚持鸽派立场，认为短期因素消退后通胀会逐步企稳，因此不应急于退出宽松货币政策。财政方面，下一代欧盟计划逐步落地，有望为区内经济复苏提供支撑。预计4季度欧元区经济仍将处于复苏轨道上，尽管复苏步伐会有所放缓。

日本：“德尔塔”冲击之下，经济仍未回到疫前

2021年第3季度，日本新冠肺炎疫情再度变得严重，每日新增确诊病例创下新高。进入9月份，本轮疫情逐渐得到控制。日本经济在第3季度继续保持弱复苏态势，服务业恢复较差，东京奥运会顺利举办，但对日本经济的影响较为有限。7月数据显示，日本消费绝对水平仅相当于2019年7月份的95.7%。投资恢复相对较高，但具有很强的结构性特征——“外强内弱”、“官强民弱”、“制造业强非制造业弱”特点依旧突出。8月进口大增，时隔多月出现贸易逆差。日本央行在第3季度未对货币金融政策进行明显调整，但从实际操作看，日本央行已经明显放缓资产购买脚步。日本股市在第3季度呈现先低后高走势。东京奥运会期间呈现小幅下跌态势，9月份后迎来大涨，继续创下日本经济在上世纪泡沫顶点后新高。汇率市场和利率市场整体稳定。第4季度金融市场风险值得关注，一旦美国进一步明确缩减购债计划，日本股市则面临一定向下调整压力，利率存在上行的可能，日元存在兑美元贬值的空间。日本经济应不会出现“奥运低谷”，

未来可能影响日本经济运行的主要因素为疫情发展、美联储政策引发的外围经济环境变化，以及自身恢复逻辑。

金砖国家：经济恢复压力依然很大

2 季度，尽管普遍面临疫情的新一轮暴发，金砖国家经济仍实现同比大幅反弹，俄罗斯、巴西经济基本恢复到疫情暴发前的水平，但印度和南非经济相比疫情之前仍有一定差距。下半年，随着低基数效应影响的减弱，金砖国家经济虽会延续增长态势，但增速将会出现回落。当前，各国经济仍面临较大的不确定性。俄罗斯制造业 PMI 连续四个月处于景气区间以下，南非制造业 PMI 近几个月也围绕在 50 上下波动，显示两国经济信心不稳。俄罗斯和巴西通货膨胀压力不断加大，两国不得不多次实施加息进行应对，印度和南非通胀压力则有所缓解，这使得两国央行仍维持货币政策立场不变。全球经济向好带动金砖国家外部需求增加，但美联储货币政策收紧预期升温也为金砖国家带来新的压力。

中国：延续外需强、内需弱

当前中国经济的外部需求强劲、内需相对较为疲弱。但是从长期来看，靠外需拉动的增长方式不可取。我们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。而且海外市场的供给、需求缺口也有望缩小。在基准情形下，2020 年末和 2021 年上半年我国出口增速可能面临回落压力。另一方面，我国内需依然偏弱，经济复苏不充分、不平衡，内生动力相对不足。这尤其体现在消费需求不足，基建投资和房地产投资增速下行。在此背景下，当前是使用积极货币政策的有利时机。我们应充分发挥货币政策的作用，同时关注其对资产价格的影响、不能放松宏观审慎政策，并配合以充足的汇率弹性。

东盟韩国：疫情加剧和量宽退出的双重阴影

2021 年第 3 季度，新冠疫情对区内主要发展中经济体冲击加剧。第 3 季度末时，单日新增确诊病例数显示区内主要国家的疫情可能已见顶。疫情见顶后，除越南之外的其他经济体经济景气触底回升：制造业 PMI 在 7 月和 8 月显著下行，9 月开始反弹。区内受疫情冲击较为严重的经济体经济增长受到拖累，与疫情之前的经济增长缺口增大。尽管疫情见顶、经济见底态势显现，但由于区内经济体应对疫情的能力相对较弱，疫苗的全面铺开在多数东盟国家尚需时日，预计东盟地区的疫情冲击还将持续一段时间，对制造业产出和区域供应链的负面影响也将持续。本区经济体面临疫情和退出量宽的双重阴影。在这一背景下，本报告回顾了上一轮美联储宽松政策退出对本区经济体的影响，由

于上次的退出为史上首次，因此，其对本区汇率和资产价格的影响有显著的预期效应特征，且加息的影响大于缩量宽的影响。历史经验表明，美联储退出的负面影响不容忽视。本报告还通过比较通货膨胀、经常账户和政府债务三类指标，评估了东盟十国和韩国在本轮退出开始之前的基本面情况。

全球金融市场：美元升值，美股季末回调

2021年3季度，全球金融市场运行总体平稳。流动性充裕，Ted利差处在历史低位，主要经济体货币市场保持平稳。受德尔塔病毒蔓延、增长预期和通胀预期不确定、美联储Taper预期上升等多因素影响，主要发达经济体十年期国债收益率宽幅波动，韩国、巴西等加息的经济体国债收益率上升，中国十年期国债收益率因经济增长预期下滑而大幅下降。风险资产方面，主要发达经济体股市整体上涨，季末因美联储Taper预期上升以及个别风险事件暴露出现回调。汇率方面，美元升值，主要经济体货币贬值，人民币汇率相对稳定。4季度，关注美股回调风险。

大宗商品市场：供需失衡持续，不同商品走势分化

2021年3季度大宗商品价格企稳，环比基本持平，但不同商品之间有显著分化。其中原油价格持续上涨，但涨幅缩窄至8%；煤炭价格显著上涨；铁矿石价格剧烈下跌18%，钢材走稳。农产品价格涨跌不一。由于短期内需求复苏较快，叠加极端天气等因素影响，在供给弹性较弱的情况下，能源市场供不应求。加上OPEC+对产能的把控力较强，复产节奏不及预期，推动能源价格持续上涨，使得部分国家和地区生产和民众生活受到冲击。有色金属价格维持韧性，铜价高位震荡、铝价大幅走高，铁矿石价格高位跳水，回吐涨幅。农产品价格涨跌不一，暂未看到极端天气的显著影响。

外贸专题：进、出口增速高位回落

2021年7-8月，中国出口（美元）同比增长22.4%，较上季度下降8.3个百分点；进口同比增长30.6%，较上季度下降12.9个百分点；货物贸易顺差总额为1148亿美元，较去年同期下降26亿美元；服务贸易逆差为177亿美元，同比下降65亿美元，经常账户顺差占GDP比重估计在1.8%左右。随着基期水平抬升，海外疫情形势好转，进、出口同比增速自然回落，但与历史数据相比仍处在高位、同时仍明显高于长期趋势。下半年出口增速预计仍将维持高位，但随着短期有利因素的消散，出口增速中长期回落趋势不变，明年将面临较大下行压力。