



# 2021 年三季度市场叙事四图

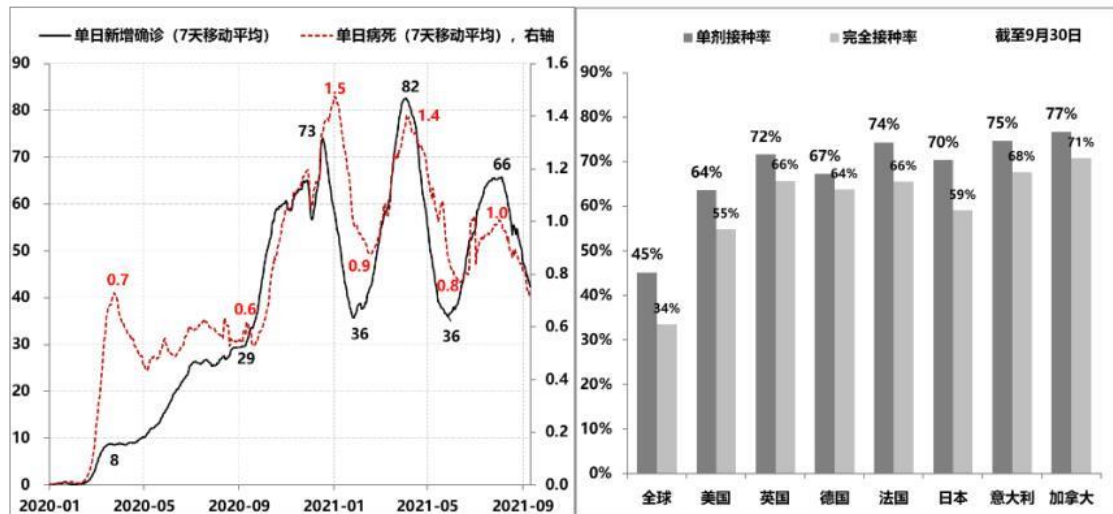


【财新网】(专栏作家 张涛 特约作者 路思远) 三季度, 全球经济经历了明显的风险线切换, 疫情反复对经济冲击的风险逐渐让位于供需错位带来的市场风险。不过整体而言, 伴随经济对疫情敏感性的下降, 经济复苏态势还是得到了延续, 而各经济体、各行业之间的复苏继续呈现出较强的非对称性。但在三季度突出的新风险是, 多类微观、宏观风险因子出现阶段性叠加, 并将延续至四季度, 由此给后期市场带来巨大的不确定性。

首先, 疫情冲击阶段性下降。因德尔塔病毒而起的疫情反复之势在持续两个月之后, 自 8 月下旬开始逐渐归于平稳, 全球单日新增病例数由本轮峰值的 66 万/天, 降至目前的 42 万/天; 同时全球疫苗的接种率稳定提升, 全球单剂接种率已超过 45%, 此“一降一升”不仅让全球经济对于疫情的敏感性逐渐下降, 而且也让各国对疫情的认识有了明显变化。例如, 丹麦、荷兰、挪威等北欧国家已将疫情归为流感, 各国的防疫解禁范围也在扩大, 按照高盛的最新估算, 包括中国和美国在内的 20 个最大经济体中的 9 个经济体, 今年三季度 GDP 将超过 2019 年四季度的水平。

不出意外的话, 本轮疫情反复的回落幅度将超过之前几轮, 全球单日新增病例数将下探至 36 万/日下方, 甚至是更低水平, 世卫组织已表示新冠大流行将于 2022 年年初结束。

图 1：全球疫情和疫苗接种情况



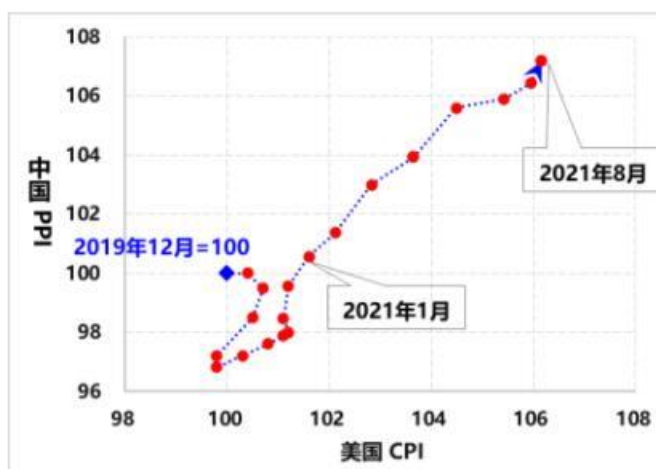
数据来源：Wind，数据截至 9 月末

其次，供需错位复苏进一步强化为供需互为条件的复苏。伴随全球疫后复苏进程的推进和起伏，我们已经逐渐认识到，虽然对于单一经济体而言，供需或许不能同步推进，呈现出较为明显的错位，但从全球范围来看，需求端与供给端的修复是互为条件的。

以中美为例，中国率先修复供给能力，并很快通过出口替代承接部分全球的供应，而中国能够持续供应的基础就是常态化防疫的坚持；美国政府为了保住本国消费能力，实施了史无前例的财政纾困，为需求端注入天量资金，但美国相对松散的防疫制约了其自身的供应修复。因此，防疫的差异客观上造成中美间供需修复是互为条件的，即中国供给离不开美国的需求，美国的需求也更加依赖中国的供给，相应中国供给的变化就必然影响美国的需求（经济复苏），而美国需求的变化也一定会影响中国的供给（经济复苏）。更为显著的是，在此复苏局面下，供需两端的价格变化合流呈现

出典型的复苏特征，截至 8 月底，疫情暴发（2020 年二季度）至今，美国 CPI 累计上涨了 6.4%，中国 PPI 累计上涨了 10.7%。

图 2：供需修复互为条件的复苏

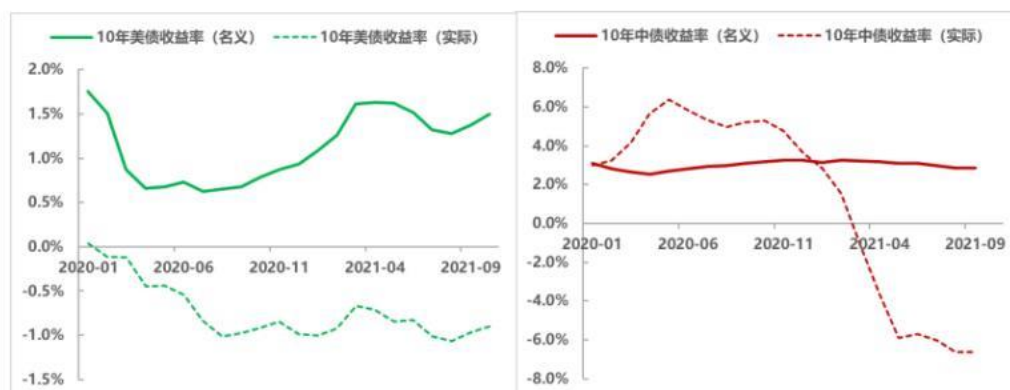


数据来源：Wind

第三，全球货币政策环境开始回归疫前常态。虽然，各国复苏进程在 6 月中旬被德尔塔病毒打乱，但全球经济整体复苏形态并未被破坏，越来越多的经济体已进入货币政策回归常态的实施阶段。今年以来，全球已有近 30 家央行先后加息，范围涵盖亚洲、欧洲、美洲和非洲；美联储和欧洲央行则已明确将于年内宣布缩减购债计划；继挪威作为第一个加息发达国家之外，英国央行也表示开始考虑加息政策；加之金属、原油、粮食、棉花等商品价格先后进入上涨周期（关于商品上涨周期分析，详见《2021 年一季度市场叙事四图》），全球通胀压力易增难消，这些变化均令全球货币条件呈边际收紧之势。

在货币环境边际收紧和经济复苏错位延续的叠加影响下，各国市场利率基本呈现出“名义利率上升，实际利率继续保持负利率”的共性。例如，在三季度，10年美债名义收益率虽然回升了30BPs之多，但10年美债实际收益率基本稳定在-1.0%的水平；同期10年期中债的名义收益率中枢基本稳定在2.9%左右的水（曾短暂降至2.8%下方），但剔除通胀因素（PPI）后的实际收益率则明显下降。若再结合图2全球供需价格的变化情况，市场对于“滞涨”的预期又强化了不少。（关于“滞涨”分析，详见《2021年二季度市场叙事四图》）

图3：10年期中债与美债收益率变化情况



数据来源：Wind

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_27396](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27396)

