

作者：宏观经济组 李彦森 史家亮 陈臻

执业编号：F3050205（从业）

F3057750（从业） Z0016243（投资咨询）

F3084620（从业）

联系方式：010-68578820 / chenzhen@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2021年5月30日星期日

各国复苏节奏分化 美国经济不及预期

摘要：

2021年各国经济发展与疫情控制以及财政货币政策有着直接的联系。一定程度上，疫情控制程度决定了经济发展的底线，是一个国家实现经济复苏的基础。财政货币政策以及相配套的政治经济制度决定了经济发展的上限，是一个国家经济前进的源动力。由于疫苗接种率以及政策体制不同，各国经济恢复进度出现分化，前景各不相同。

中国是第一个走出疫情阴霾并且产业恢复最完善的国家，一季度GDP同比增长18.3%。美国是唯一一个在今年一季度实现经济环比和同比正增长的主要发达经济体，主要受益于超宽松的财政和货币政策，但经济表现不如预期。英国疫苗接种率超过九成，已实施“四步走”解封路线的第三步，本月PMI创1998年指数发布以来最高值。欧盟从本月起逐步解封“禁足令”，内部各区域间流通放宽，需求大幅增加。土耳其、越南、俄罗斯、韩国等新兴或传统经济体在各自优势领域恢复迅速，带动了整体经济发展。

部分国家受疫情影响严重，经济增长被迫出现阶段性停滞。日本多达10个都道府县先后进入第三次紧急状态，上半年经济难有作为，但东京奥运会能如期举办。双重变异病肆虐印度，多地实行公共宵禁政策，往返印度的贸易量明显减少。东南亚各国受印度输入性病例影响，被迫实行封国措施，东盟经济发展蒙上阴影。巴西疫情严重，总统博索纳罗为保经济奉行不隔离政策，巴西经济将继续“病中前行”。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

请务必阅读最后重要事项

目 录

第一部分 全球经济复苏节奏分化并存两大隐忧.....	1
一、各国经济复苏节奏出现分化.....	1
二、后疫情时代全球经济暗藏两大风险.....	1
第二部分 美国经济不及预期存滞胀隐忧.....	3
一、美国经济存在滞胀风险.....	3
二、先救“货币”还是“经济”，各方意见向左.....	5
三、后市预测.....	6
第三部分 欧盟复苏前景良好 但依然缺乏自信.....	7
一、两大动因助推经济指标向好.....	7
二、欧洲央行鸽派言论源于抗疫不自信.....	8
三、欧盟反华言论源于产业不自信.....	9
第四部分 经济复苏物价上升 英国央行放缓购债步伐.....	10
一、两大因素助 PMI 创历史新高.....	10
二、物价上升致英国央行变态转鹰.....	11
第五部分 疫情拖累日本经济复苏.....	12
一、一季度经济环比下降的原因.....	13
二、二季度前景不容乐观.....	14
三、奥运定能如期举办，但“奥运效应”将大幅缩水.....	15
四、下半年经济或呈螺旋式上升态势.....	16
第六部分 新兴经济体发展前景有喜有忧.....	17
一、疫情反复致巴西经济复苏前景堪忧.....	17
二、土耳其经济迅速回暖 但存在三大隐忧.....	19
第七部分 全球宏观综合展望及资产配置分析.....	22
一、全球宏观经济综合展望.....	22
二、2021 年资产配置分析.....	22

第一部分 全球经济复苏节奏分化并存两大隐忧

一、各国经济复苏节奏出现分化

2021 年各国经济发展与疫情控制以及财政货币政策有着直接的联系。一定程度上，疫情控制程度决定了经济发展的底线，是一个国家实现经济复苏的基础。财政货币政策以及相配套的政治经济制度决定了经济发展的上线，是一个国家经济前进的源动力。

中国是第一个走出疫情阴霾并且产业恢复最完善的国家，一季度 GDP 同比增长 18.3%。美国是唯一一个在今年一季度实现经济环比和同比正增长的主要发达经济体，主要受益于超宽松的财政和货币政策，但 4 月经济表现不如预期。英国疫苗接种率超过九成，已实施“四步走”解封路线的第三步，允许酒吧、餐厅、剧院营业，并有条件地开放入境游，本月 PMI 创 1998 年指数发布以来最高值。欧盟从本月起逐步解封“禁足令”，内部各区域间流通放宽，需求大幅增加，大批订单发往亚洲，亚欧班轮出现一舱难求的局面。土耳其、越南、俄罗斯、韩国等新兴或传统经济体在各自优势领域恢复迅速，带动了整体经济发展。

部分国家受疫情影响严重，经济增长被迫出现阶段性停滞。日本多达 10 个都道府县先后进入第三次紧急状态，并多次延长解禁时间，期间所有大型展会、赛事、聚会均不得举办，员工被建议居家办公。日本 GDP 中私人消费占比 51%，紧急状态令对于惨淡的日本经济雪上加霜，上半年经济难有大的起色。双重变异病毒肆虐印度，数个港口被迫关闭，多地实行公共宵禁政策，往返印度的贸易量明显减少。东南亚各国受印度输入性病例影响，疫情迅速蔓延，各国被迫实行封国措施，对于东盟经济发展蒙上阴影。巴西疫情严重，总统博索纳罗为保经济奉行不隔离政策，但事与愿违，本月巴西经济指标出现回落，失业率攀升。

由于疫苗接种率以及政策体制不同，各国经济恢复进度出现分化，前景各不相同。

二、后疫情时代全球经济暗藏两大风险

虽然今年全球经济复苏势头总体向好，但隐藏其中的潜在风险同样不容小觑，无论是发达经济体还是发展中国家都面临着疫情和通胀两大系统性风险。

（一）疫情风险

其一，各国疫情防控进度不同，导致即便是零病例国家依然需要时时防控，严防他国输入，无法彻底放开国门，跨国经贸难以完全正常运行。以中英两国为例，中国在 2020 年一季度末就基本控制住了疫情，去年 3 月 19 日全国本土新增确诊病例就已经为零。随后各地爆发的疫情感染事件均是输入性病例，迫使中国维持对所有入境人员采取 14 日观察期的强制隔离措施，

极大地限制了跨国人员的流动。英国在本月 18 日的新增确诊人数已经跌破 2000，创八个月以下新低。随着本月下旬逐步开放入境游之后，英国确诊人数又大幅反弹，5 月 26 日单日新增病例超过 5000 例，并且感染人群中出现了印度双重变异病株。由于疫苗分配不均匀，各国疫苗接种率和抗疫进度相差悬殊，疫情控制得较好的国家依然需要时刻严防输入性病例，哪怕还有一个国家存在新冠病例，其他国家都不敢完全放松警惕，对于经济限制的负面作用将长期存在。全球共有 197 个国家、超过 70 亿人口，想要实现全人类疫苗接种将是一个长期、艰巨且高成本的工程，并且对于落后经济的疫苗援助又是一个跨国性的问题。

其二，新冠病株多次变异后是否对疫苗产生抗体。此次新冠疫情是横跨民族、国家、人种的全球性健康问题，经过多轮传播之后极易出现变异病株。英国病株为一次变异，印度病株为二次变异，未来有可能出现第三和第四次变异。人类之所以在一生当中出现多次感冒，就是因为感冒病毒变异之后对于原抗体产生免疫，再度让人类感染。目前没有一位科学家敢保证当前的疫苗能防范多次变异后的新冠病株。一旦变异病毒对原疫苗产生抗体，重新感染人类，那么原先所有的努力都将化为乌有，各经济体又要重新面临封国的处境，经济将再次大幅衰退，并且又将花费大量的人力、物力和财力研制新疫苗。

（二）通胀风险

当前各大经济体均采用极为宽松的货币和财政政策，导致流动性过剩。美国经历了多轮数亿规模的基建和纾困计划之后，国内积累了超过 2 万亿美元超额储蓄。即便如此，拜登政府有意推出新一轮 6 万亿美元经济刺激计划。欧洲三大利率处于历史低位，边际借贷利率为 0.25%，存款机制利率为 -0.50%，主要再融资利率为 0%；欧洲中央银行还将为成员国提供 1.85 万亿欧元的国债，这项举措至少持续到 2022 年 3 月底。新兴经济体的货币供应量在今年一季度大幅下调，但依然处于历史高位，土耳其、巴西、印度、俄罗斯和南非 3 月 M2 同比上升 29.66%、21.7%、15.74%、11.34% 和 7.18%。

以美元为首的各经济体货币超发是导致大宗商品价格上涨的重要因素之一。尤其是美元，美元是所有国际商品定价之锚，随着美联储大幅放水，以美元定价的商品价格都将水涨船高。美元是全球性货币，铸币税由全世界人民埋单。然而，各经济体货币尤其是新兴经济体货币仅仅在一个国家或一个经济体内流通，就需要格外注意通胀风险，慎防 2018 年委内瑞拉恶性通货膨胀。通胀加剧将导致民众生活成本和企业生产成本的大幅上升，影响消费水平和生产能力，消耗经济增长的源动力。当前各经济体对于何时缩表问题态度不一，主要是因为经济尚处于恢

复中、失业率依然高企，不敢贸然加息。美联储对于缩表问题的表态就非常暧昧，甚至前后矛盾。

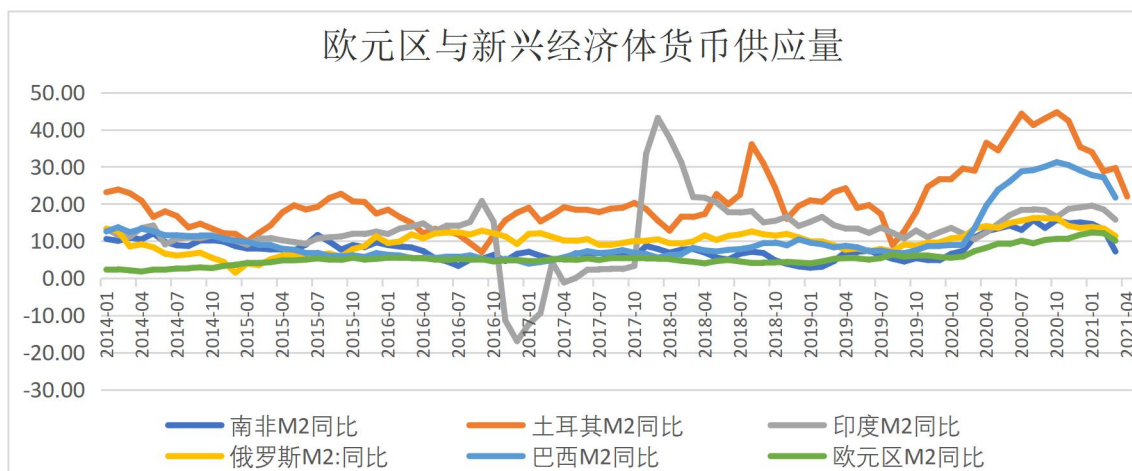


图 1：欧元区与新兴经济体货币供应量
数据来源：Wind、方正中期研究院

第二部分 美国经济不如预期存滞胀隐忧

受益于数轮万亿预算强刺激，美国经济一季度同比增长 0.4%，是第一个实现环比和同比正增长的发达经济体。美国经济强劲复苏主要依靠消费驱动，但消费的源动力是超宽松的货币政策和财政政策，并非生产力的大幅提升，这样的发展是难以长期持续的。4 月，物价上升，需求见顶，生产、就业和收入不及前值，这些都映射出滞胀风险。在先解决通货膨胀还是经济复苏的问题上，各方意见相左，甚至前后不一。财政部和美联储逐渐向先解决通胀的态度转变，表示对减债持开放态度；拜登希望先解决经济恢复问题，提出 6 万亿基建建设计划。

一、美国经济存在滞胀风险

从经济发展指标来看，4 月美国 ISM 制造业 PMI 和非制造业 PMI 分别录得 60.7 和 62.7，虽然均处于历史高位，但环比下降 4.0 和 1.0。4 月美国新增非农就业人数仅为 26.6 万人，远低于预期 100 万，比前值（季调）回落 51.4 万人。两项数据说明美国经济的源动力并不强，企业发展速度有限，不愿意扩招更多员工。

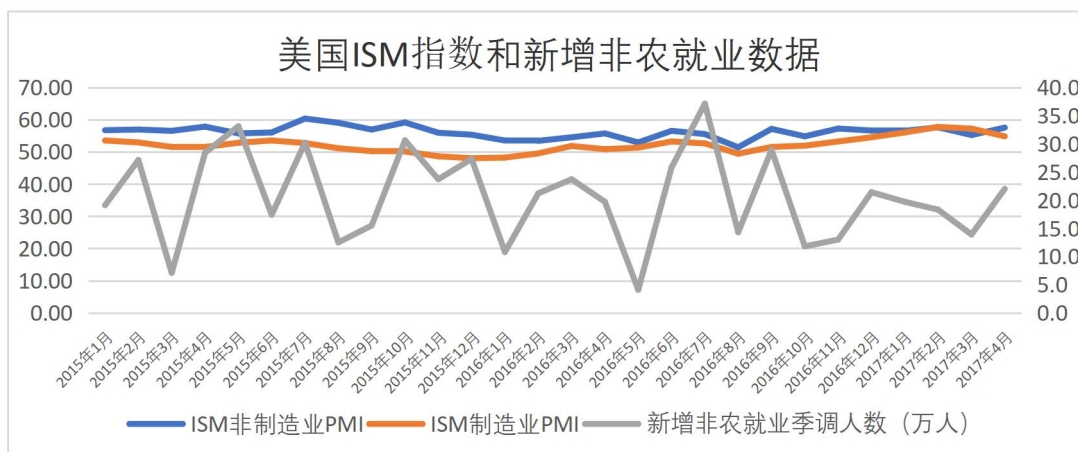


图 2：美国 ISM 指数和新增非农就业数据

数据来源：Wind、方正中期研究院

从收入和需求水平来看，4 月美国人均可支配收入为 18844.5 美元，环比下降 14.6%。4 月美国零售和食品服务销售额（季调）为 6199.23 亿美元，环比上升万分之二。两项数据说明美国民众收入水平在下降，需求水平已经见顶。

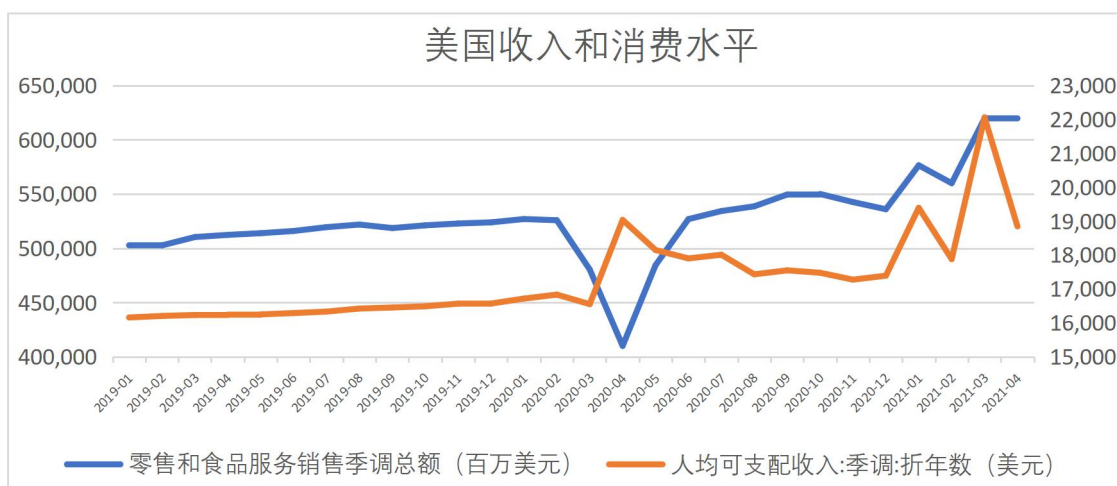


图 3：美国收入和消费水平

数据来源：Wind、方正中期研究院

从通胀指标来看，4 月核心 CPI 环比增长 3%，创近 29 年来新高；4 月 M2 环比增长 1.34%，相比疫情前处于相对高位，M2 总量已经达到 20.1 万亿美元；5 月 27 日 CRB 现货综合指数上升至 547.77，创近十年最高。三项数据说明美国面临较大的通胀压力。

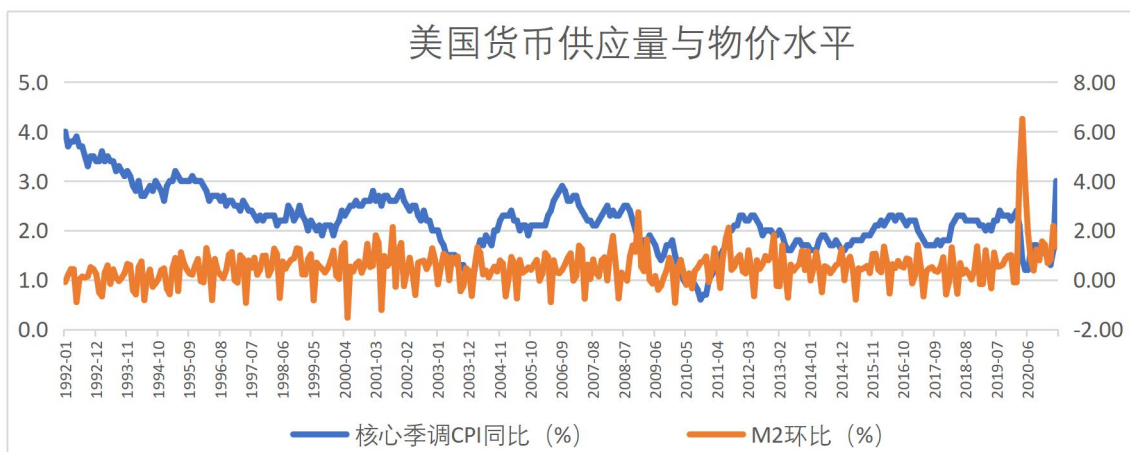


图 4：美国货币供应量与物价水平

数据来源：Wind、方正中期研究院



图 5：CRB 现货综合指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

物价上涨、需求见顶、经济停滞是滞胀的主要表现，美国 4 月份的经济表现存在滞胀风险。美国之前的 1.9 万亿经济刺激计划的效用正在逐渐褪去，很难再刺激企业和消费的进一步扩张。除非有新一轮的刺激方案，并且金额要远超之前的规模才能奏效。但是，单纯靠“印钞”拉动经济发展模式存在极强的副作用。

二、先救“货币”还是“经济”，各方意见相左

（一）美联储倾向先解决通胀问题

美国达拉斯联储主席卡普兰始终关注美国金融场所出现的过度投资和失衡问题，并再度发表鹰派加息言论，声称现在是时候开始讨论调整 QE 购买速度了。财政部部长耶伦在 the Atlantic 采访中表示，由于大规模财政支出，未来某个时候可能需要提高利率水平以阻止任何经济过热。美联储金融监管副主席夸尔斯暗示对讨论减少购债持开放态度，已准备就何时开始减少美联储对经济的部分紧急支持展开讨论。美国各方的态度逐渐转鹰，主要担心不断上行

的通胀风险，由于数万亿美元的纾困计划促使美国民众拥有创纪录的 2 万亿美元储蓄，在供应链瓶颈暂时得不到缓解之前，商品依然处于供不应求的状态。

美国短期流动性过剩的原因包含美联储资产购买计划、财政部和联邦政府拨付疫情纾困资金、监管限制措施促使银行把存款放入货币市场基金等。美联储可能采取的遏制流动性过剩和缓解短期利率下行压力的选项包括逆回购利率和超额准备金利率、美联储允许其投资组合中的国库券到期、美联储开始收缩资产购买计划以及美国财政部在度过债务上限难关后提高所持现金余额。

当前，美联储首先采用了逆回购策略，5 月 25 日美联储隔夜逆回购协议的总规模跃升至 2016 年 12 月以来最高。常规而言，隔夜逆回购激增往往发生在季末，非季度末出现逆回购额高速增长反映当前流动性已处于过剩状态以及缩减 QE 的紧迫性，预计 6 月将出现逆回购额继续大幅攀升情况。

（二）拜登政府倾向先解决经济复苏问题

拜登政府拟公布的预算案将令下一财年联邦开支跃增至 6 万亿美元，未来十年年支出将达到 8.2 万亿美元，赤字额超过 1.3 万亿美元，联邦债务占 GDP 的比重将升至 117%。拜登紧急推出 6 万亿政策与 4 月份各项经济指标不如预期有着直接的联系，需要更强刺激才能推动经济复苏。拜登政府将从 2022 年 10 月 1 日起大幅提高军事、基础设施、公共卫生和教育方面的支出。其中，军事和国内项目上花费 1.52 万亿美元，比上一财年增长了 8.6%；未来十年内投资 4.5 万亿美元用于基础设施和社会项目。

6 万亿预算规模远超之前任何一轮，说明美国的单纯靠量化宽松方式的刺激效应正在逐步减弱，除非推出远超之前金额的预算。

三、后市预测

目前超发的流动性主要源于美联储的资产购买和美国财政部为应对新冠病毒大流行对经

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_19866

