

国际宏观半年报

2021年8月25日

中诚信国际
国际宏观

全球经济复苏中加速分化 警惕政治与债务风险的抬升

目录

概述	1
大宗商品价格走势	3
发达经济体表现	4
新兴及发展中经济体表现	11
全球经济展望	19

概述

2021年随着疫苗接种和复产复工的推进，全球经济体在消费和投资的带动下普遍实现复苏，而疫情的防控程度仍是主导经济复苏的关键因素。由于各国疫情防控程度、自身经济结构、财政刺激规模、疫情前发展趋势的不同，后疫情时代各国经济走势进一步分化，且部分区域内各经济体复苏节奏呈现明显差异。

发达国家由于普遍采取了大规模的刺激政策，且在疫苗研发和普及上存在优势，整体复苏速度领先于新兴市场和发展中国家。随着疫苗接种加速以及大规模刺激政策的落地，2021年上半年在消费和投资的拉动下美欧经济加速复苏。若疫情不出现大规模反弹，美国经济全年有望反弹6%以上；欧盟经济增速有望在4.5%以上。相比之下，日本经济复苏乏力，防疫不力及消费持续疲软致使日本上半年经济反弹幅度低于主要发达经济体，且日本深陷通缩泥潭，预计全年经济增速为2.5%。

新兴市场及发展中经济体受到复产复工的推进以及大宗商品价格上涨的带动，经济普遍呈现复苏态势，但由于各国疫情防控形势、自身经济结构、对外需依赖程度的不同，区域间及区域内的复苏态势进一步分化。分区域来看，中东欧地区的新兴市场国家由于其相对良好的经济基础和政策空间，经济恢复速度较快；东南亚和南亚地区经济整体呈复苏态势，但部分国家二、三波疫情形势严峻，且疫苗接种率普遍较低，主要经济体复苏进程出现明显差异；俄罗斯、中亚、中东北非地区受益于油价回升，经济复苏进程加速，但局部地缘政治紧张局势构成下行风险。拉美地区上半年复苏势头较好，但普遍面临高通胀、失业率高企、债务攀升等问题。

中诚信国际认为，后疫情时代全球经济政治格局将加速分化和重组。2021年是全球经济渐进复苏的关键期，在全球政治格局日益复杂、中美对峙格局常态化的大背景下，中美欧相互牵制博弈的格局，将成为后疫情时代主导全球地缘政治格局的主线；同时，需警惕部分地区政治风险上升带来的不确定性。值得关注的是，各国的政策空间正逐步缩小，若疫情无法得到有效控制，新兴市场和发展中经济体或面临疫情恶化和外部融资环境收紧的双重打击，经济前景及债务偿付能力将显著恶化。此外，ESG风险对于全球经济的影响日益凸显，大力发展绿色低碳经济已成为各国经济发展的新共识，将为疫后各国经济修复提供新的增长点。

联络人

作者

国际业务部

王家璐 010-66428877-451

jlwang@ccxi.com.cn

于嘉 010-66428877-242

jyu@ccxi.com.cn

张晶鑫 010-66428877-243

jxzhang@ccxi.com.cn

徐祯震 010-66428877-246

zhtxu@ccxi.com.cn

杜凌轩 010-66428877-279

lxdu@ccxi.com.cn

朱琳琳 010-66428877-282

llzhu@ccxi.com.cn

其他联络人

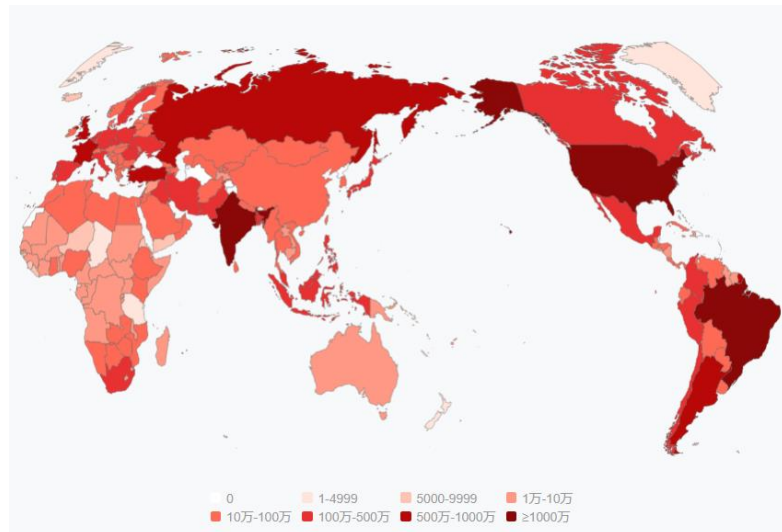
国际业务部总经理

张婷婷 010-66428877-203

ttzhang@ccxi.com.cn

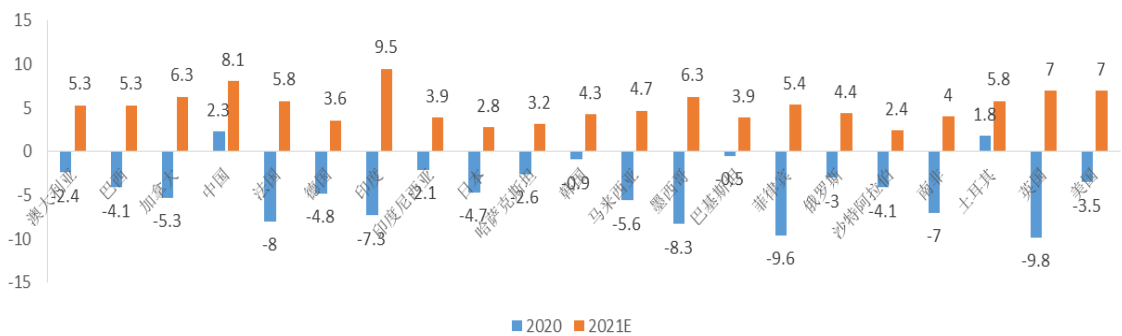
2020年爆发的新冠疫情造成了全球经济的普遍衰退，并持续成为影响2021年经济复苏进程的关键因素。随着疫苗接种和复产复工的推进，2021年上半年全球经济体在消费和投资的带动下普遍实现复苏，但分化进一步加剧。发达国家受益于疫苗的普及和大规模刺激政策的延续，整体复苏速度优先于新兴市场和发展中国家。发达国家中美欧复苏领先于日本，日本经济复苏乏力且深陷通缩泥潭。新兴市场及发展中经济体受到复产复工的推进以及大宗商品价格上行的带动，经济普遍呈现复苏态势，但由于各国疫情防控形势、自身经济结构、对外需依赖程度的不同，区域间及区域内的复苏态势进一步分化。根据IMF的7月最新展望，2020年全球经济萎缩了3.2%，预计2021年将反弹6.0%，其中发达国家预计反弹5.6%，新兴及发展中国家则反弹6.3%。

图1：全球累计确诊病例分布图（截至8月19日）



数据来源：Wind

图2：全球主要经济体经济增速预测（%）



数据来源：IMF，中诚信国际整理

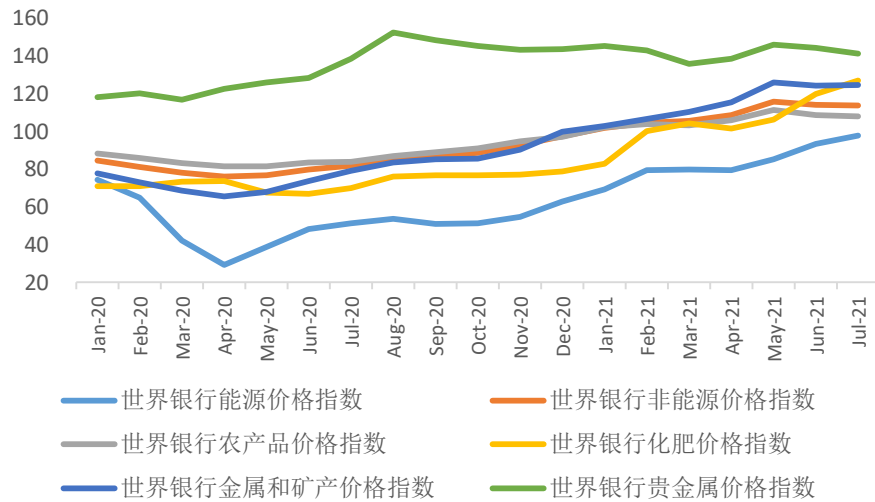
全球经济复苏、供需缺口和央行“漫灌”助推大宗商品强势运行

2021上半年，全球流动性巨额投放支撑经济强势复苏预期，加之海内外供需错配，共同促成大宗商品价格强势运行。年初以来伴随疫苗大面积接种，全球增长情况优于预期，一季度海外供给端的边际修复使得区域间供需矛盾有所缓解，加之美联储对货币政策框架的调整显示其货币政策对通胀的容忍度上升，催化本轮经济复苏通胀压力提前，提振大宗商品价格；进入二季度，德尔塔变异毒株的出现和传播扰动经济复苏预期，一度引发商品下行风险讨论，但美联储宽松政策的流动性支撑延续，叠加巴西、印度、阿根廷、智利等资源国疫情防控不利使得上游原材料需求持续紧张，大宗商品价格上行势头阶段性受阻后重拾动能，其中能源价格于4月经历平台期后较快回升，价位中枢已恢复至疫情前水平；非能源类商品也保持强势运行，各大类价格指数均实现抬升。具体来看，二季度世界银行能源价格指数由一季度的76.1继续攀升至85.9，其中原油价格指数均值由59.3上升至67.1，天然气价格指数则由78.7上升至83.2。进入4月，随着变异病毒扩散以及OPEC+达成逐步增产协议（沙特计划分阶段撤回100万桶/日的额外减产），油价涨势受限并一度回落，但欧美地区封锁放松抵消了印度疫情对需求前景的压制，5-6月油价延续修复通道。上半年整体来看，WTI均价为62.22美元/桶，环比上涨48.80%；布伦特均价为65.23美元/桶，环比上涨47.27%。非能源价格方面，受海外供应溢价带动，二季度世界银行非能源价格指数由一季度的103.8提升至112.7，其中农产品和化肥价格指数录得108.5与109.1，环比分别提升5.5和13.4个百分点；金属和矿产价格指数从106.5攀升至121.8，其中铁矿石和锡环比涨幅均超过20%，中国持续强劲的钢铁产量与海外矿山较低的供给弹性延续形成支撑；受类似逻辑影响，基础金属价格指数由104.6上行至118.1；贵金属价格指数录得142.8，与一季度的141.2基本持平，有别于2020年同期由风险溢价推动的格局，上半年的高位维持系美国实际利率下行背景下投机多头增持所致。

展望下半年，欧洲、北美和日本经济延续复苏的同时，全球疫情的长尾效应对需求端仍构成制约，而美联储货币宽松进入平台期，大宗商品上半年强势运行或已透支部分支撑因素（进入八月以来原油及铁矿石价格已出现回落迹象），下半年随着供需格局进入动态修复期，价格料将在高位偏弱区间震荡。价格轮动来看，原油方面采用OPEC+在三季度全球消费旺季保持小幅增产节奏、最早于四季度起明显放宽产量的基准假设，该情景兑现下供需格局将由此前的小幅供不应求转为小幅过剩，驱动能源市场再平衡，原油均价料将于三季度见顶、四季度回落。非能源板块来看，低库存及供应溢价支撑使得有色金属和农产品继续保有上行空间，其中“碳中和”相关增量给铜、铝带来的上行动能较为确定，但中国生铁产量放缓和海外生产逐步复苏下铁矿石市场主导因素将转向中国需求端，价格存在

重估可能；黑色金属和贵金属中枢应随着海外重回增长而回落。同时，需关注变异病毒突破疫苗保护屏障引发灰犀牛的可能，并提防此类事件对大宗商品价格的脉冲式影响。

图 3：世界银行大宗商品价格指数



数据来源：世界银行，中诚信国际整理

美欧经济加速复苏，日本经济复苏乏力

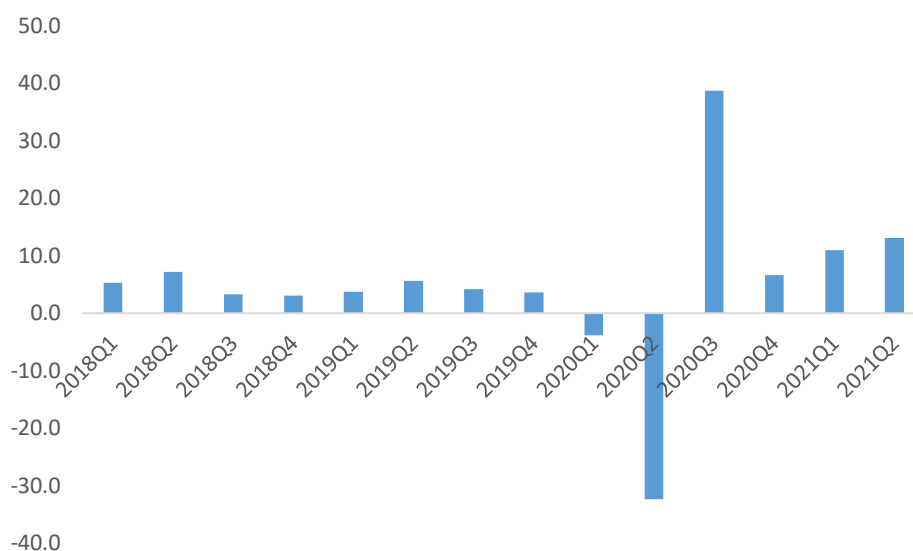
随着疫苗接种加速以及大规模刺激政策的落地，在消费和投资的拉动下，2021年上半年美欧经济加速复苏。发达国家由于普遍采取了大规模的刺激政策，且在疫苗研发和普及上存在优势，整体复苏速度领先于新兴市场和发展中国家。在新冠疫苗广泛接种和联邦政府扩大财政支出等多重因素刺激下，美国经济加速复苏，经济总量已恢复至疫情前水平；2021年下半年，若疫情不出现大规模反弹，美国经济全年有望反弹6%以上。疫情再次爆发导致欧盟2021年一季度经济停滞，但二季度在消费和投资的带动下，经济实现快速复苏；全年来看，在消费、投资和出口全面增长的情况下，2021年欧盟经济增速有望在4.5%以上。相比之下，日本经济复苏不容乐观，防疫不力及消费持续疲软致使日本上半年经济反弹幅度低于主要发达经济体，未能恢复至疫情前水平；且日本深陷通缩泥潭，经济复苏乏力，预计2021年经济增速为2.5%。

美国上半年经济加速复苏，但仍面临多重考验

2021年上半年，在新冠疫苗广泛接种和联邦政府扩大财政支出等多重因素刺激下，美国经济加速复苏。今年第一季度美国实际GDP年化季率修正值为6.3%，当

季占美国经济总量约70%的个人消费支出增长11.3%，非住宅类固定资产投资增长10.8%。由于第一季度美国政府推出多项应对新冠疫情的经济刺激措施，联邦政府支出当季大幅攀升13.9%。二季度美国经济延续复苏态势，但增长不及市场预期。美国二季度GDP年化季率初值增长6.5%，较去年同期增长12.5%，主要与去年低基数有关；如果剔除基数影响，二季度GDP较2019年同期年化同比为1.0%，经济总量已恢复至疫情前水平。具体来看，消费仍是经济复苏的主要动力，并且消费已从商品消费向服务消费转移；投资拖累最大，主要是受住宅投资大幅转负影响，库存投资连续第二个季度负增长，对GDP环比年化增速形成1.1个百分点的拖累；净出口拖累大幅改善，主要由于出口转正。在疫情防控不断放开的背景下，美国服务消费将继续修复，或将成为下半年经济修复的主要动力，但需警惕Delta变异对美国的影响。

图 4：美国 GDP 季度增长（环比年化，%）



数据来源：美国经济分析局，中诚信国际整理

通胀压力加大以及经济好转之下，美联储或于年底前逐步缩减资产购买计划，开启时间仍取决于疫情进展以及就业市场的恢复情况。为应对经济衰退及金融市场波动导致的流动性危机，2020年二季度开始美联储降息至接近零的水平，并启动开放式量化宽松计划，加码向全球提供美元流动性。美联储主席鲍威尔多次表示，为支持美国经济复苏以及就业市场的修复，当疫情危机结束后，美联储才会考虑相关政策调整，加息时间将不早于2023年，预计未来一段时期内美联储政策仍将保持宽松基调。目前的点阵图显示，美联储将在2023年底之前加息两次。7月的议息会议基本符合市场预期，但开始为之后暗示减量开启预热。伴随复产复工的推进，经济好转之下劳动力市场逐步修复，叠加通胀压力加大，美联储缩表预期有所升温。从缩表的门槛来看，劳动力市场的恢复情况仍未达到减量的要求，

预计美联储最早于秋季末开始逐渐缩减资产购买计划，其政策走向仍主要取决于疫情的进展、劳动力市场的恢复情况等。

基建法案将为美国经济复苏提供助推剂，但也进一步推升了美国财政赤字及政府债务规模，财政实力或持续恶化。拜登上台后宣布了大规模的基础设施法案，但两党对于增税方案未达成一致导致法案面临阻力。经过数月的博弈，7月两党就基础设施一揽子计划中的“主要问题”达成一致。根据跨党派基建立法草案，大部分支出将用于道路、桥梁以及公交和物流等基础设施。基建方案如得以实施，将对美国经济增长、就业和生产率产生积极影响，为后疫情时代的经济复苏提供助推剂。但与此同时，大规模刺激法案的推出意味着联邦政府支出将大幅增加，进而导致美国财政赤字及政府债务规模进一步扩大。目前美国联邦政府债务规模已超过28.5万亿美元，大规模刺激政策将导致美债规模加速攀升，美国的财政实力或持续恶化。

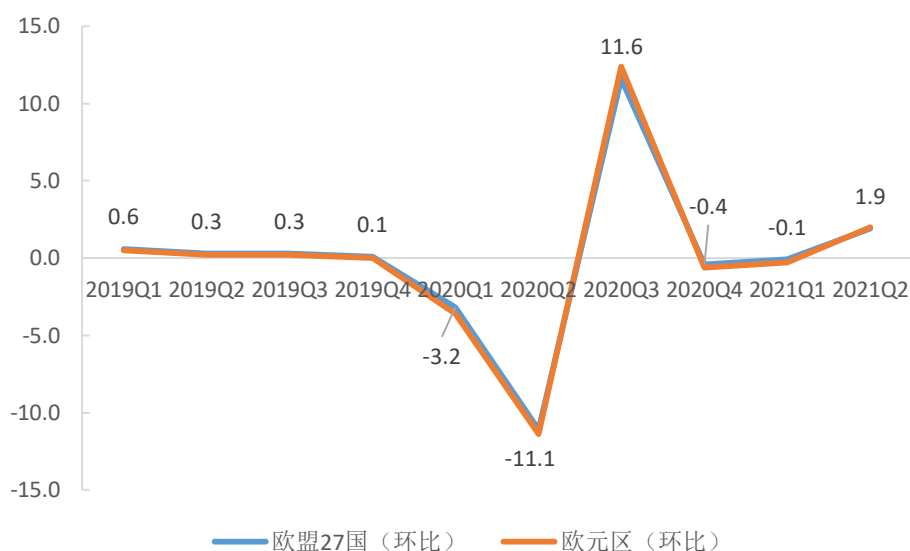
总体来看，2021年上半年，在新冠疫苗广泛接种和联邦政府扩大财政支出等多重因素刺激下，美国经济加速复苏，经济总量已恢复至疫情前水平。2021年下半年，若疫情不出现大规模反弹，在消费和投资的拉动下，美国经济全年有望反弹6%以上。拜登的基础设施提案除了支持经济增长和就业，还旨在通过投资于清洁能源、新技术和劳动力发展，优化美国的经济结构，并逐步实现拜登政府减少碳排放、纠正社会和种族不平等、助力制造业回归美国的目标。对外政策方面，美国将加速调整其全球战略，修复与传统盟友的关系，重塑国际贸易格局并加速全球性资本及产业回流。但需要注意的是，美国财政实力的持续恶化将加剧金融体系的脆弱性，并在中长期动摇美元全球最主要货币的地位。

上半年欧洲经济实现复苏，主要经济体恢复程度存在差异

疫情再次爆发导致欧盟2021年一季度经济停滞，但二季度在消费和投资的带动下，经济快速复苏。2020年四季度，欧洲疫情再度爆发，各成员国采取了较为严格的封锁措施，对2021年一季度欧盟的消费和投资产生负面影响。但欧盟经济逐步适应了疫情防控措施，制造业持续恢复，工业产出有所增加，服务业仍处于萎缩状态但也有所恢复，2021年一季度欧盟和欧元区经济环比仅分别萎缩0.3%和0.1%，处于相对稳定的状态。2021年二季度，在疫苗逐渐普及的背景下，欧盟各成员国的经济封锁措施逐步解除，经济开始进入常态化运行，投资者和消费者信心快速恢复，经济景气度指数处于很高水平，使得同期欧盟和欧元区经济环比分别增长1.9%和2.0%，同比分别增长13.7%和13.2%。然而，欧盟主要国家的经济复苏进程有明显差异。在主要经济体中，意大利和西班牙经济增长强劲，经济同比分别增长17.3%和19.8%，其中进出口需求的增长和工业生产的复苏是意大利经济

增长的主要动力，而低基数效应、欧盟基金逐步到位和疫苗接种率的快速提高促进了西班牙经济的复苏。法国经济在内需快速增长的带动下二季度增速也超出预期，经济同比增长18.7%。然而，欧盟第一大经济体德国工业产出在全球产业链受阻的情况下有所萎缩，使得其二季度经济增速低于预期，同比增速低于10%，也低于欧盟平均水平。

图 5：欧盟和欧元区季度增速（环比，%）



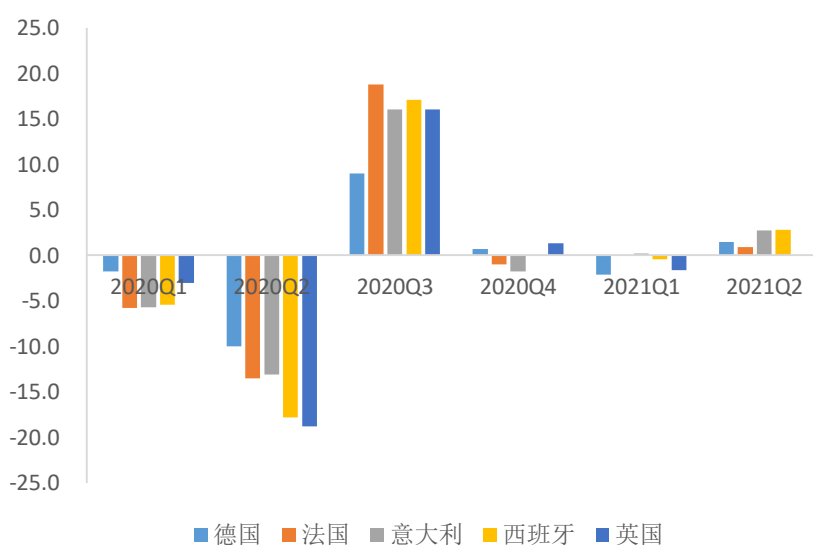
数据来源：欧盟统计局，中诚信国际整理

2021年下半年，欧盟经济将延续二季度以来的复苏趋势，全年经济增速有望在4.5%以上。从先行指标来看，2021年7月经济景气指数创历史新高，制造业信心继续增长，服务业信心达到2008年以来的最高水平；此外，欧元区综合PMI达到60.6，也达到了历史高点。在经济常态化运行、欧元区宽松的货币政策以及各成员国大规模经济刺激计划的带动下，欧盟经济将持续呈现复苏态势。经济解封及疫情下居民存款的增长将助推居民消费能力的提升，成为推动欧盟经济增长的主要动力。企业利润的恢复、欧盟基金的投入和持续的低利率环境也有望推动投资的增长。此外，全球经济的复苏将带动欧盟贸易的扩张。整体来看，在消费、投资和出口全面增长的情况下，2021年欧盟经济增速有望在4.5%以上。与此同时，欧盟经济复苏仍存在一定的不确定性。一旦新冠疫情加剧导致经济再度陷入封锁状态，将对复苏进程造成冲击；而全球产业链受阻在短期内仍将影响欧盟主要生产活动，影响欧盟整体的经济增长。

疫情造成英国一季度经济再度陷入萎缩，二季度开始经济有所复苏，预计全年经济增速约为4.5%。英国是受到疫情影响最严重的经济体之一，叠加脱欧长期悬而未决的影响，2020年经济萎缩幅度达9.8%，超过了法国、德国和意大利等欧

盟主要经济体。疫情的爆发影响了英国的工业生产，并对英国经济支柱服务业造成严重冲击，其中教育、零售、旅游等行业受到的冲击最为严重。2021年一季度疫情的再次爆发导致英国经济再度陷入衰退，经济环比萎缩1.6%，较疫情前的2019年四季度仍下降8.8%。2021年二季度开始，在疫苗接种率较高的情况下，英国经济逐步解封，内需成为英国经济复苏的重要动力，预计2021年英国经济同比增速将在低基数效应下达到4.5%。然而，疫情的蔓延和英国脱欧仍是复苏面临的主要不确定因素。英国脱欧后，尽管英国和欧盟之间的贸易没有关税，但双方贸易便利度距离英国脱欧前仍有明显差距；同时，脱欧协议中缺乏对英国至关重要的服务贸易的相关内容，给英国经济带来较强的不确定性。

图 6：欧洲主要经济体季度增速（环比，%）¹



总体来看，2021年上半年欧盟经济逐步复苏，而英国在疫情和脱欧事件的打击下一季度经济衰退幅度高于欧盟，二季度经济开始增长。展望2021全年，在消费、投资和出口全面增长的预期下，2021年欧盟经济增速有望在4.5%以上；而英国经济在低基数效应的影响下，经济预期增长4.5%。同时，欧盟经济复苏在疫情

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_25919

